

新东方-S(09901)

报告日期: 2025年01月30日

## 二季度稳健兑现, 未来指引收入增速放缓

### ——新东方 2025 财年第二季度点评报告

#### 投资要点

##### □ 新东方发布 FY2025Q2 业绩: 收入利润略超此前指引

- 1) FY2025Q2 收入 10.4 亿元, 同比增长 19%, 较彭博一致预期高 2%。  
FY2025Q2 非甄选收入增速为 31%, 此前指引 25%-28%, 超过指引增速。
- 2) FY2025Q2 Non-GAAP 经营利润及利润率分别为 0.28 亿美元、2.7% (彭博一致预期 0.28 亿美元); FY2025Q2 非甄选业务 Non-GAAP 经营利润率为 3.2%, 同比提升 0.12pct, 之前指引为淡季影响下利润或承压。

##### □ 业务增速呈现分化, 出国、文旅等高端业务线发展受到宏观环境影响

- 1) 新东方预计 2025 财年三季度收入 (不包括东方甄选) 10.073 至 10.325 亿美元之间, 同比增长 18% 至 21% (按人民币计价为 20% 至 23% 之间), 较二季度增速进一步放缓。
- 2) 分业务来看, 高端业务线受到宏观环境影响较大, 比如出国考试准备业务和部分一对一业务。根据公告, FY25Q2 出国考试准备和咨询分别增长 21.1% 和 31%, 在财报会上公司指引 FY25Q3 出国考试准备业务将增长大约 15%, 有所放缓。
- 3) K12 业务韧性相对更强, 但在基数效应下增速略有放缓。FY25Q2 教育属性新业务增长 42.6%, 在财报会上公司指引 FY25Q3 增长超过 40%。分业务来看, FY25Q2 非学科报名人数次和智能学习系统及设备活跃付费用户分别同比增长 26% 和 44%, 学习机业务增速更快。
- 4) 文旅业务低基数下增速较快, 根据财报会, 新东方新整合的文旅业务在 FY25Q2 的收入同比增长 233%。文旅业务高端线比如出国游学预计也受到宏观环境影响, 我们估计 FY25Q3 增速也将有所放缓。

##### □ 网点保持稳健扩张, 预计全年学习中心数量增长 20%-25%

根据财报会, 估计 FY25Q2 新东方学校及学习中心的总数为 1143 间 (环比扩张 5%), 仍预计 FY2025 全年网点扩张 20%-25% (VS FY2024 为 37% 扩张), 保持稳健扩张。

##### □ 2025 财年展望: 三季度利润率或承压, 全年收入增速预期或下调

我们估计 FY25Q3 非甄选业务经营利润率同比或下降, 主要是高端业务线出国留学相关业务和文旅业务在宏观环境影响下, 收入增速放缓, 对利润率产生扰动。全年收入增速预期或从 30%+ 下调至 25%+, 公告中指引 FY25Q3 非甄选业务收入增速 18%-21%, 结合我们对财年四季度的预计, 新东方非甄选收入增速预期或从此前 30%+ 下调至 25%+。FY25 财年利润率仍将同比增长, 但在出国等业务线影响下, 利润率提升幅度的预期也将下降。

##### □ 盈利预测与估值

我们预计新东方 FY2025-FY2027 归母净利润分别达到 417/555/672 百万美元, 对应 PE 分别为 19.06x/14.32x/11.83x; Non-GAAP 归母净利润分别为 492/637/763 百万美元, 对应 PE 分别为 16.14x/12.47x/10.42x。综合考虑出国留学业务对收入增速和利润率的影响, 调至“增持”评级。

##### □ 风险提示

新业务开展不及预期、行业竞争加剧、宏观经济波动影响消费、成人出国留学需求下降

#### 投资评级: 增持(下调)

分析师: 段联  
 执业证书号: S1230524030001  
 duanlian@stocke.com.cn

分析师: 马莉  
 执业证书号: S1230520070002  
 mali@stocke.com.cn

分析师: 陈劼  
 执业证书号: S1230524090008  
 chenzhao01@stocke.com.cn

分析师: 刘梓晔  
 执业证书号: S1230524090016  
 liuziye@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	HK\$37.85
总市值(百万港元)	61,895.66
总股本(百万股)	1,635.29

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《利润率提升如期兑现, 扩张更加平衡增长与盈利》  
2024.10.27
- 2 《市占持续优化, FY25 扩张节奏与门店效益有望均衡发展》  
2024.08.18
- 3 《门店扩张提速, 收入增长超预期》  
2024.05.02

## 财务摘要

(百万美元)	<b>FY2024A</b>	<b>FY2025E</b>	<b>FY2026E</b>	<b>FY2027E</b>
营业收入	4314	4944	5836	6628
(+/-) (%)	43.89%	14.62%	18.03%	13.57%
归母净利润	310	417	555	672
(+/-) (%)	74.57%	34.70%	33.10%	20.99%
每股收益(美元)	0.19	0.26	0.34	0.41
P/E	42.81	19.06	14.32	11.83

资料来源：浙商证券研究所注：FY2024 时间为 2023.6.1-2024.5.31；使用的汇率为 1 港币=0.13 美元  
估值对应 2025 年 1 月 27 日收盘价

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万美元)	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
<b>流动资产</b>	5,389	6,733	7,965	9,237
现金	1,389	2,647	3,755	4,918
应收账款及票据	30	34	40	46
存货	93	103	119	133
其他	3,877	3,949	4,050	4,141
<b>非流动资产</b>	2,143	2,028	2,032	2,038
固定资产	508	514	516	520
无形资产	777	778	780	782
其他	858	736	736	736
<b>资产总计</b>	7,532	8,760	9,997	11,275
<b>流动负债</b>	3,001	3,773	4,450	5,051
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	106	117	136	151
其他	2,895	3,656	4,315	4,900
<b>非流动负债</b>	482	519	519	519
长期借款	14	14	14	14
其他	467	504	504	504
<b>负债合计</b>	3,483	4,292	4,969	5,570
归属母公司股东权益	3,776	4,195	4,753	5,427
少数股东权益	273	273	275	278
<b>股东权益合计</b>	4,049	4,469	5,028	5,705
<b>负债和股东权益</b>	7,532	8,760	9,997	11,275

### 利润表

(百万美元)	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
<b>营业收入</b>	4314	4944	5836	6628
其他收入	0	0	0	0
<b>营业成本</b>	2051	2274	2634	2932
销售费用	661	742	847	951
管理费用	1252	1533	1774	2033
研发费用	0	0	0	0
财务费用	10	(152)	(185)	(225)
<b>除税前溢利</b>	435	538	719	870
所得税	110	121	162	196
<b>净利润</b>	325	417	557	674
少数股东损益	16	0	2	3
<b>归属母公司净利润</b>	310	417	555	672
EBIT	445	386	534	645
EBITDA	552	488	639	750
EPS (最新摊薄)	0.19	0.26	0.34	0.41

### 主要财务比率

	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	43.89%	14.62%	18.03%	13.57%
归属母公司净利润	74.57%	34.70%	33.10%	20.99%
<b>获利能力</b>				
毛利率	52.45%	54.00%	54.86%	55.75%
净利率	7.18%	8.43%	9.51%	10.13%
ROE	8.20%	9.94%	11.68%	12.38%
ROIC	8.19%	6.67%	8.20%	8.74%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	46.24%	48.99%	49.71%	49.40%
净负债比率	-33.96%	-58.91%	-74.40%	-85.96%
流动比率	1.80	1.78	1.79	1.83
速动比率	1.71	1.70	1.71	1.75
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.62	0.61	0.62	0.62
应收账款周转率	137.46	155.19	157.31	154.52
应付账款周转率	23.38	20.41	20.83	20.45
<b>每股指标(美元)</b>				
每股收益	0.19	0.26	0.34	0.41
每股经营现金	0.68	0.74	0.77	0.82
每股净资产	2.29	2.57	2.91	3.32
<b>估值比率</b>				
P/E	42.81	19.06	14.32	11.83
P/B	3.55	1.89	1.67	1.46
EV/EBITDA	21.79	10.88	6.58	4.06

### 现金流量表

(百万美元)	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
<b>经营活动现金流</b>	1123	1216	1263	1338
净利润	310	417	555	672
少数股东权益	16	0	2	3
折旧摊销	107	103	105	105
营运资金变动及其他	691	696	601	558
<b>投资活动现金流</b>	(1154)	40	(157)	(176)
资本支出	(249)	(110)	(110)	(110)
其他投资	(905)	150	(47)	(66)
<b>筹资活动现金流</b>	(160)	(0)	(0)	(0)
借款增加	(0)	0	0	0
普通股增加	(59)	0	0	0
已付股利	0	(0)	(0)	(0)
其他	(101)	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	(216)	1257	1108	1163

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>