

非学科领航，多元转型拓新篇

华泰研究

2025 年 4 月 20 日 | 中国香港

首次覆盖

K12 教育

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

52.26

研究员

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

夏路路

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570523110002
SFC No. BUS698

詹博

zhanbo@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

研究员

SAC No. S0570524070002
SFC No. BTB676

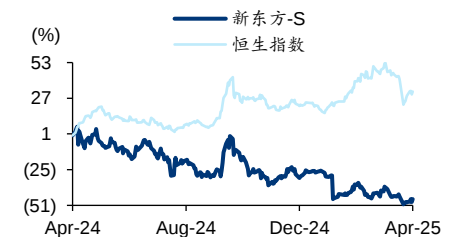
郑裕佳

zhengyujia@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

基本数据

目标价(港币)	52.26
收盘价(港币 截至 4 月 17 日)	35.35
市值(港币百万)	57,807
6 个月平均日成交额(港币百万)	261.24
52 周价格范围(港币)	31.20-71.30
BVPS(美元)	2.26

股价走势图



资料来源: S&P

首次覆盖新东方并给予“买入”评级，目标价 52.26 港元，基于非甄选业务 20x FY26 PE。新东方成立于 1993 年，是国内最大的综合性教育服务提供商。“双减”后公司积极布局非学科培训、直播电商和文旅等创新业务，推动收入利润快速修复性增长，成功实现多元化转型。我们认为当前时点非学科培训需求依然旺盛，公司具备行业领先的产品能力和运营管理能力，中长期市场份额提升可期。

市场需求旺盛，头部合规机构享受行业格局改善红利

从市场需求来看，我们估算 24 年国内校外培训市场规模仍有约万亿元，随着中小机构退出市场，存量头部品牌机构迎来发展红利期，我们估算 24 年重点城市品牌集中度同比提升 3.7~5.2pct，长期来看品牌机构市场份额上行趋势可期。新东方凭借领先的教研能力、强大的品牌优势、完善的前端获客渠道，快速完成合规化转型，FY24 教育属性新业务收入同比增长 72%、高中业务以省域 OMO 模式为主稳步开展，K12 学段稳健修复趋势清晰。

产能扩张与效率平衡下，盈利弹性有望逐步释放

FY24 以来公司积极进行网点扩张和教学人员储备以满足旺盛的线下培训需求，产能周期扰动叠加东方甄选一次性事件、出国业务增速放缓、文旅业务拓展等因素的影响，短期利润率波动较大。FY25 起公司或将更加注重扩张与效率的平衡，我们预计随着网点及人员扩张速度放缓，教学点产能利用率和人效有望逐步修复，预计 FY26 秋/寒季教育业务利润率同比有望转为正增长。

我们与市场观点不同之处

市场担忧行业竞争加剧和出国业务增速下滑对利润影响的持续性。我们认为非合规供给面临强监管、生源持续性等挑战，难以规模化运营，中长期来看头部品牌机构份额提升是大趋势。出国留学业务收入增速虽放缓，但我们测算下来对利润影响非常有限，我们仍然看好中长期利润弹性的逐步释放。

盈利预测与估值

我们预计 FY25/26/27 非甄选业务收入 42.46/48.95/56.17 亿美元、non-GAAP 净利润 4.62/5.50/6.67 亿美元。我们认为当前时点非学科培训需求依然旺盛，虽然短期利润率仍有一定波动，但公司龙头地位稳固，中长期份额提升可期，基于非甄选业务 20x FY26E PE（调整后，可比公司彭博一致预期均值 18.07x），目标价为 52.26 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：对素养教育和高中学科培训的监管力度加强，市场渗透率增长缓慢，新业务核心壁垒及人才梯队需较长时间摸索及积累，竞争加剧，优质师资和核心管理人才流失。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(美元百万)	2,998	4,313	4,813	5,340	6,086
+/-%	(3.46)	43.88	11.59	10.95	13.97
归母净利润(美元百万)	177.34	309.32	435.64	550.81	667.85
+/-%	(114.16)	74.42	40.84	26.44	21.25
归母净利润(调整后,美元百万)	258.91	381.12	478.28	561.32	678.36
+/-%	(120.67)	47.20	25.49	17.36	20.85
EPS(调整后,美元,最新摊薄)	0.16	0.23	0.29	0.34	0.41
PE(调整后,倍)	28.76	19.54	15.57	13.27	10.98
PB(倍)	2.07	1.97	1.77	1.56	1.37
ROE(调整后,%)	7.08	10.33	11.98	12.51	13.31
EV EBITDA(倍)	25.36	18.31	14.23	10.37	7.68

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分，请务必一起阅读。

盈利预测

利润表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,998	4,313	4,813	5,340	6,086
销售成本	(1,409)	(2,051)	(2,182)	(2,387)	(2,752)
毛利润	1,588	2,262	2,631	2,953	3,334
销售及分销成本	(444.69)	(660.59)	(750.43)	(798.43)	(894.85)
管理费用	(953.58)	(1,252)	(1,403)	(1,538)	(1,665)
其他收入/支出	0.00	19.03	(9.41)	0.00	0.00
财务成本净额	118.49	124.39	121.32	122.08	129.57
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	308.53	493.57	589.42	739.23	903.29
税费开支	(66.07)	(109.69)	(144.11)	(177.42)	(216.79)
少数股东损益	(58.02)	(15.63)	(3.59)	(11.01)	(18.66)
净利润	177.34	309.32	435.64	550.81	667.85
Non-GAAP 调整项	81.57	71.81	42.64	10.51	10.51
调整后净利润	258.91	381.12	478.28	561.32	678.36
折旧和摊销	(122.70)	(118.58)	(136.16)	(156.36)	(179.57)
EBITDA	312.75	487.75	604.27	773.52	953.29
EPS (美元, 基本)	0.11	0.19	0.27	0.34	0.41

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	52.69	92.81	44.37	34.83	36.66
应收账款和票据	244.31	339.15	393.56	431.11	488.80
现金及现金等价物	1,663	1,389	1,550	2,377	3,409
其他流动资产	2,454	3,568	3,568	3,568	3,568
总流动资产	4,414	5,389	5,555	6,411	7,502
固定资产	359.76	507.98	507.98	507.98	507.98
无形资产	25.18	18.67	18.67	18.67	18.67
其他长期资产	1,594	1,616	1,624	1,630	1,633
总长期资产	1,979	2,143	2,151	2,157	2,160
总资产	6,392	7,532	7,706	8,567	9,662
应付账款	639.20	880.49	793.01	855.29	943.45
短期借款	155.75	199.93	163.20	165.10	166.34
其他负债	1,456	1,920	1,926	2,158	2,474
总流动负债	2,251	3,001	2,882	3,178	3,584
长期债务	302.84	462.40	316.37	319.89	322.18
其他长期债务	23.85	19.41	19.41	19.41	19.41
总长期负债	326.69	481.80	335.78	339.30	341.59
股本	1.70	1.70	1.70	1.70	1.70
储备/其他项目	3,603	3,774	4,210	4,761	5,429
股东权益	3,604	3,776	4,212	4,762	5,430
少数股东权益	210.44	273.08	276.67	287.67	306.33
总权益	3,815	4,049	4,488	5,050	5,737

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	41.99	24.07	17.09	13.52	11.15
PB	2.07	1.97	1.77	1.56	1.37
调整后 PE (倍)	28.76	19.54	15.57	13.27	10.98
调整后 ROE	7.08	10.33	11.98	12.51	13.31
EV EBITDA	25.36	18.31	14.23	10.37	7.68
股息率 (%)	0.00	1.34	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	7.94	11.52	3.57	9.87	12.53

资料来源：公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	312.75	487.75	604.27	773.52	953.29
融资成本	(118.49)	(124.39)	(121.32)	(122.08)	(129.57)
营运资本变动	516.37	570.54	(87.92)	265.96	344.79
税费	(66.07)	(109.69)	(144.11)	(177.42)	(216.79)
其他	263.68	49.83	(75.86)	122.08	129.57
经营活动现金流	908.25	874.04	175.05	862.06	1,081
CAPEX	(196.85)	(118.58)	(136.16)	(156.36)	(179.57)
其他投资活动	159.44	0.00	(0.00)	(0.00)	(0.00)
投资活动现金流	(37.41)	(118.58)	(136.16)	(156.37)	(179.57)
债务增加量	(221.82)	(0.25)	0.00	0.00	0.00
权益增加量	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	(100.00)	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(20.31)	124.39	121.32	122.08	129.57
融资活动现金流	(242.12)	124.14	121.32	122.08	129.57
现金变动	628.71	879.60	160.21	827.78	1,031
年初现金	1,149	1,663	1,389	1,550	2,377
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	1,663	1,389	1,550	2,377	3,409

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	(3.46)	43.88	11.59	10.95	13.97
毛利润	17.57	42.44	16.31	12.23	12.88
营业利润	(119.34)	84.24	36.37	29.24	25.37
净利润	(114.16)	74.42	40.84	26.44	21.25
调整后净利润	(120.67)	47.20	25.49	17.36	20.85
EPS (基本)	(114.16)	74.42	40.84	26.44	21.25
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	52.98	52.45	54.67	55.30	54.78
EBITDA	7.25	10.13	11.32	12.71	14.25
净利润率	5.92	7.17	9.05	10.31	10.97
调整后净利润率	8.64	8.84	9.94	10.51	11.15
ROE	4.85	8.38	10.91	12.28	13.10
调整后 ROE	7.08	10.33	11.98	12.51	13.31
ROA	2.85	4.44	5.72	6.77	7.33
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(33.41)	(19.25)	(25.41)	(39.74)	(53.78)
流动比率	1.96	1.80	1.93	2.02	2.09
速动比率	1.94	1.76	1.91	2.01	2.08
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.48	0.62	0.63	0.66	0.67
应收账款周转天数	28.59	24.35	27.40	27.80	27.21
应付账款周转天数	149.65	133.37	138.06	124.31	117.64
存货周转天数	10.30	12.77	11.32	5.97	4.68
现金转换周期	(110.76)	(96.26)	(99.34)	(90.54)	(85.75)
每股指标 (美元)					
EPS (基本)	0.11	0.19	0.27	0.34	0.41
EPS (调整后, 基本)	0.16	0.23	0.29	0.34	0.41
每股净资产	2.20	2.31	2.58	2.91	3.32

正文目录

核心观点	5
新东方：非学科培训引领增长，多元业务驱动未来新征程	7
双减后开启转型，教育、生活、文旅三大领域多元发展	7
教育业务仍是核心，利润弹性或逐步体现	8
以俞敏洪为核心的管理团队维持稳定，战略执行力强	13
K12 培训头部品牌机构仍处于发展红利期	14
非学科监管边界逐步清晰，头部品牌机构率先完成合规化转型	14
行业需求整体稳健，中长期供给集中度上行趋势可期	14
新东方：产品/招生/教学/运营能力行业领先，兼顾扩张与效率	17
产品端：非学科适配监管需求，产品体系完善	17
招生端：品牌宣传渠道多元，前端招生竞争力强	19
教学端：精细化打磨课程，教学质量输出稳定	20
行业领先的规模化管理运营能力	21
盈利预测和估值	21
盈利预测	21
估值分析	23
风险提示	24

图表目录

图表 1：新东方股价复盘	6
图表 2：教培龙头“双减”后华丽转身，以“人文”标签引领教育、生活、文旅三大领域全面发展	7
图表 3：新东方业务架构	8
图表 4：新东方：多元新业务助力下，FY24 总营收超过双减前水平	8
图表 5：新东方收入结构：教育业务仍是核心收入来源	8
图表 6：教育属性新业务收入快速修复性增长	9
图表 7：教育属性新业务收入结构	9
图表 8：非学科培训报名人数整体稳健增长	9
图表 9：智能学习设备 QAU	9
图表 10：美国对中国大陆 F1 留学签发放情况	10
图表 11：中国大陆申请英国留学签情况	10
图表 12：23 年以来出国留学业务收入同比快速修复，24 年增长趋势回归平稳	10
图表 13：完成与辉同行剥离后，东方甄选抖音直播间 GMV 逐步趋于稳定	11
图表 14：文旅业务关注沉浸式体验，涵盖国内外多条原创线路	11
图表 15：新东方教学网点数量	12
图表 16：新东方全职教师人数	12
图表 17：费用率及利润率（年度）	12
图表 18：费用率及利润率（季度）	12

图表 19: 双减后公司账面仍有充足现金储备支持新业务探索	12
图表 20: 预收学费模式保障了良好的经营性现金流	12
图表 21: 新东方核心管理层均在公司工作十五年以上	13
图表 22: 公司组织架构 (截至 FY24)	13
图表 23: 政策引导非学科培训合规化发展, 成为学校教育的有益补充	14
图表 24: K12 在校生总数预测 (万人)	15
图表 25: 在校生阶段预测 (万人)	15
图表 26: K12 校外培训市场规模测算	15
图表 27: 新东方好未来覆盖学生数 (2023 年, 万人)	15
图表 28: 新东方好未来覆盖的城市 K12 培训市场规模 (2023 年)	16
图表 29: 全城域覆盖下品牌机构的渗透率 (北上广深南京)	16
图表 30: 核心城区覆盖下品牌机构的渗透率 (北上广深南京)	16
图表 31: 新东方非学科培训课程	17
图表 32: 教学方法上, 以能力培养为核心, 注重思维 and 实践能力	17
图表 33: 新东方、好未来、卓越、思考乐非学科课程对比	17
图表 34: 新东方智慧学习机	18
图表 35: 新东方学习机智慧伴学模式: 老师全程陪伴, 精准指导	18
图表 36: 新东方智慧学习空间	18
图表 37: 新东方高中 OMO 模式	19
图表 38: 新东方高中收入稳健增长	19
图表 39: 新东方通过多元合规品宣渠道保持较高的品牌曝光度	20
图表 40: 新东方教师培训现场	20
图表 41: 新东方各线级城市网点恢复情况	21
图表 42: 新东方教师人数及人效	21
图表 43: 盈利预测	22
图表 44: 毛利、费用及净利润预测	22
图表 45: 季度盈利预测	23
图表 46: 出国业务收入增速对利润影响的弹性测算 (FY26E)	23
图表 47: 新东方 PE 估值关键假设	23
图表 48: 新东方非甄选业务可比公司估值	24
图表 49: 新东方-SPE-Bands	24
图表 50: 新东方-SPB-Bands	24

核心观点

行业格局优化，存量品牌机构仍处发展红利期。我们估算 24 年校外培训市场规模仍有万亿元左右，双减推动教培行业洗牌，中腰部机构大量出清，行业格局较双减前显著优化。新东方等存量品牌机构依靠强大的品牌、领先的教研能力和完善获客渠道率先完成合规化转型，伴随非学科培训政策导向逐步清晰，业务发展空间广阔，市场份额有望持续扩大，充分享受行业格局优化红利。

产能高速扩张周期逐步结束，盈利弹性有望逐步释放。随着 2023 年线下教学活动恢复以及非学科类培训机构审批登记加快，新东方在 2023 年暑假就开始进行产能扩张以承接旺盛的线下需求，短期内产能爬坡周期对利润率提升节奏形成扰动，但公司从 FY25 开始将更加注重扩张与效率的平衡，线下产能扩张及新增人员招聘需求有望逐步放缓。我们预计 FY26 秋/寒季财报 margin 同比有望转为正增长。

区别于市场的观点

- 1. 市场担心行业竞争边际加剧，我们认为非合规供给难以持续获客，品牌机构份额提升是大趋势。**我们认为非合规供给受制于持续的监管压力、显著高于机构的收费、资金安全性差、招生渠道非常有限、生源持续性差等因素，长期来看难以规模化运营。行业整体竞争激烈程度显著小于双减前，头部合规机构有望稳健扩张，逐步提升市场份额。
- 2. 市场担心出国留学业务增速下滑将持续拖累公司整体利润，我们认为留学业务对利润影响非常有限。**根据我们的利润弹性测算，假设将 FY26 出国留学业务收入增速由 2.9% 下调至-5%/-10%，成本费用同步收缩，则对非甄选业务 non-GAAP 净利润的影响分别为-934/-1439 万美元（较基准情景-1.7%/-2.6%）。我们预计 FY26 秋季学期之后基数扰动逐步消退，随着公司更加注重增长和效率的平衡，利润率有望稳步提升，看好下半年的利润释放弹性。

股价复盘

新东方股价主要受到政策变化与市场预期波动的影响，大致可分为如下几个阶段：

- 1) **2020-2021.7**：2020 年 11 月公司在香港交易所上市，但 21 年初以来教培监管趋严及“双减”传言致中概教育股持续下跌。
- 2) **2021.7-2022.12**：这段时间股价主要受到政策变化扰动。21 年 7 月“双减”政策的出台导致股价大幅下跌，此后在 PCAOB 对中概股底稿审计引发的退市风险压制下，公司市值长期在账面现金水平附近波动，直到 22 年 6 月东方甄选爆火出圈拉动公司关注度回升，22 年 12 月 PCAOB 审计落地，中概股退市风险暂解，公司市值逐步回到账面现金水平以上。
- 3) **2023.1-2023.12**：23 年随着线下教学活动恢复正常，公司传统出国业务需求快速反弹，非学科培训、直播电商、文旅等新业务亦稳健增长、多点开花，推动市值逐步修复。该阶段股价涨幅整体跑赢大盘。
- 4) **2024-至今**：该阶段因东方甄选舆论事件、剥离与辉同行的一次性影响、出国留学业务增速放缓等导致市场预期连续下修，股价波动较大。

图表1：新东方股价复盘



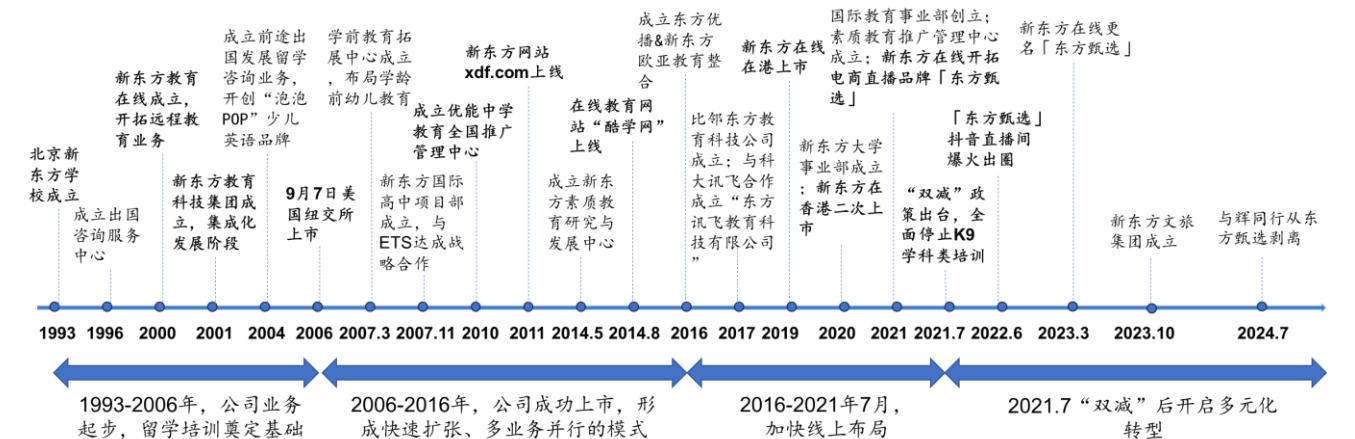
资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

新东方：非学科培训引领增长，多元业务驱动未来新征程

双减后开启转型，教育、生活、文旅三大领域多元发展

国内最大综合性教育集团之一，“双减”后开启多元化转型。新东方创立于1993年，公司从托福培训起家，经过30年持续深耕，业务边界逐步拓展到中小学培训、大学生及成人教育等全年龄段、多学科教育培训服务。双减后，新东方以“人文”理念为核心，高效整合并协调了各业务板块的师资力量、用户资源及渠道优势，在教育、生活、文旅领域多元开花。

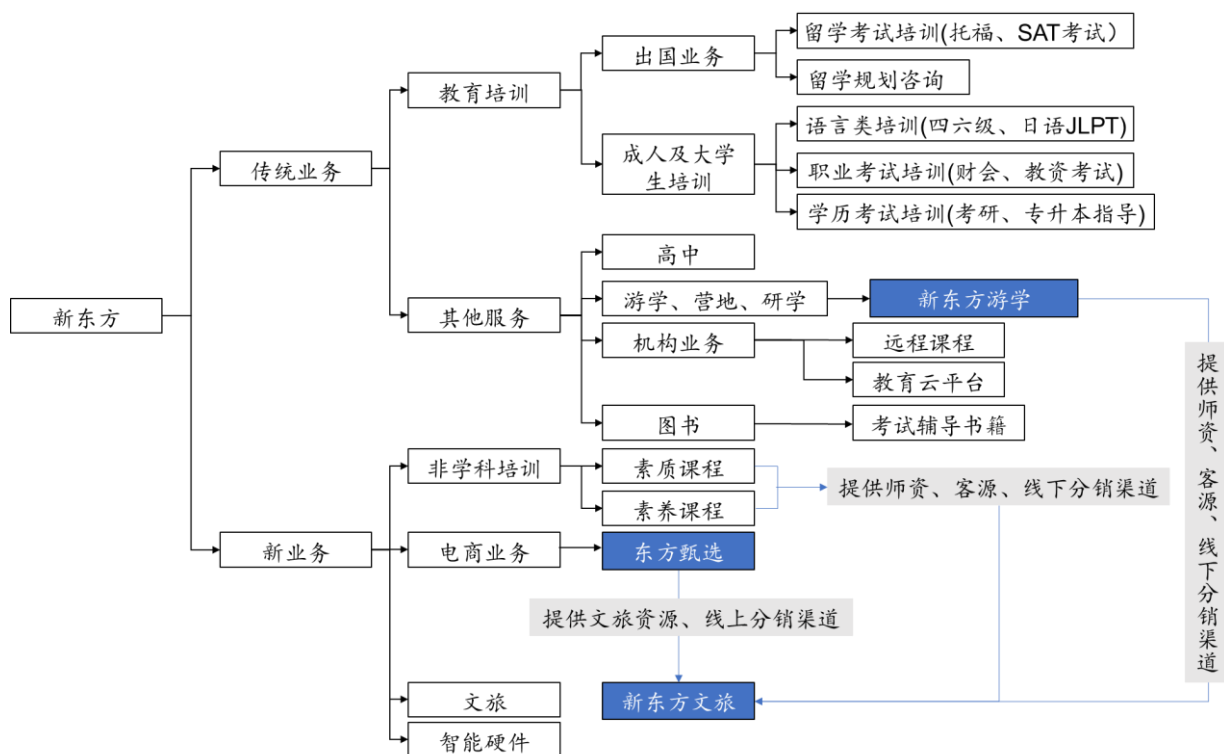
图表2：教培龙头“双减”后华丽转身，以“人文”标签引领教育、生活、文旅三大领域全面发展



资料来源：公司官网，公司公告，华泰研究

集团业务目前涵盖教育服务、生活服务、文旅服务三大领域。在教育服务领域，新东方打造了以全面成长为核心、以科技为驱动力的综合性教育服务平台，构建了面向中小学生的素质素养教育体系和产品体系；面向出国留学人群的学习体系和咨询体系；面向大学生的各类考试培训和职业发展培训体系；面向智慧教育的软硬件发展体系。在生活服务领域，新东方打造了以知识直播为特色的农产品电商平台东方甄选，致力于链接生产者、消费者，持续提供高品质农产品好物。在文旅服务领域，新东方打造了全新品牌“新东方文旅”，致力于面向中老年、亲子及青少年群体提供文化旅游、研学、国际游学和营地教育等高品质服务。

图表3：新东方业务架构

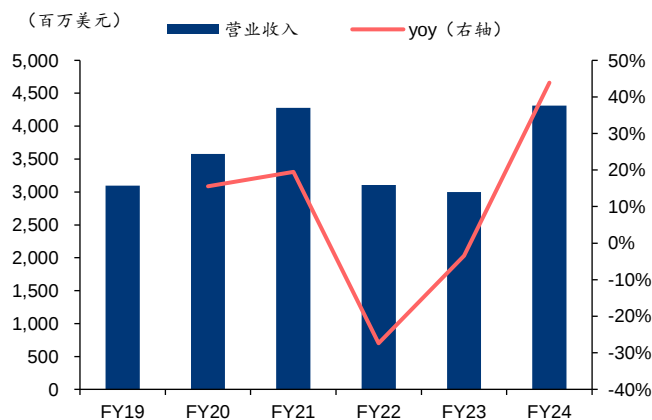


资料来源：公司官网，公司公告，华泰研究

教育业务仍是核心，利润弹性或逐步体现

教育业务在收入中仍占主导地位。FY23-FY24 留学考培/出国咨询（统称出国业务，下同）、高中等传统业务快速修复，面向 K9 学段的教育属性新业务在旺盛的参培需求推动下收入持续高增，直播电商业务受益于流量红利火爆出圈，供应链建设稳步推进。以上因素共同推动 FY24 总营收创新高并超过双减前，达到 43 亿美元，同比增长 44%。分业务看，FY24 出国/高中/大学生和成人/教育属性新业务合计占收入比约 75%，到 1HFY25 这一比例进一步提升至 80% 以上，可见教育业务仍是公司收入的主要来源。

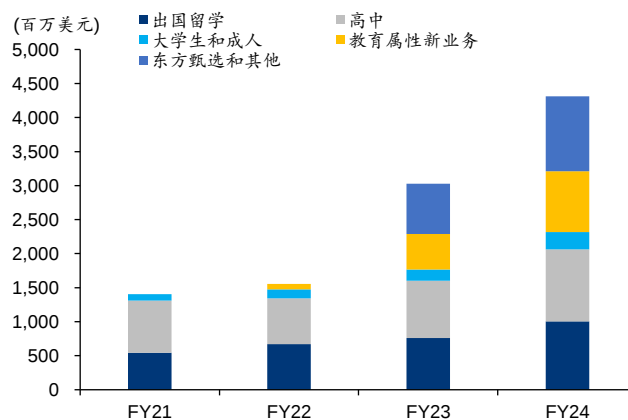
图表4：新东方：多元新业务助力下，FY24 总营收超过双减前水平



注：图中增速为美元口径

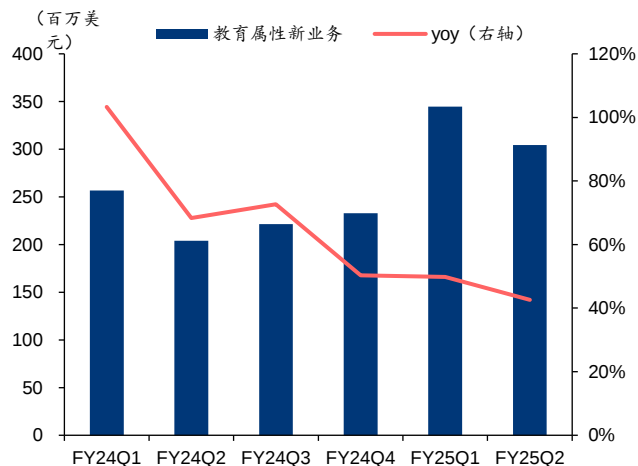
资料来源：公司公告，华泰研究

图表5：新东方收入结构：教育业务仍是核心收入来源



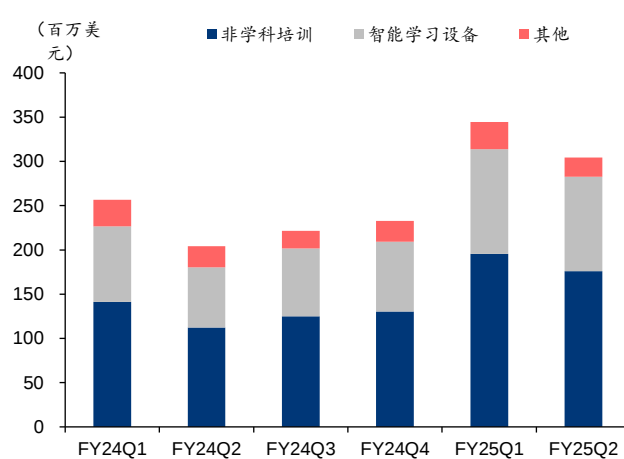
资料来源：公司公告，华泰研究

教育属性新业务成为增长核心驱动力。教育属性新业务主要包括非学科培训（如思辨与口才、双语表演、机器人、编程、美术等）和智能学习设备（以学习机为载体交付），主要面向 K9 学生群体。受益于双减后行业供给出清，非学科培训和智能学习设备作为转型成功的合规产品形态能够较好地满足市场需求，收入维持快速增长。我们估算 1HFY25 教育新业务收入同比增长约 46.7%（RMB 口径），主要由人次增长驱动，其中，非学科培训报名人数同比增长约 20.8%，智能学习硬件季度活跃用户（QAU）同比增长 61.3%。

图表6：教育属性新业务收入快速修复性增长


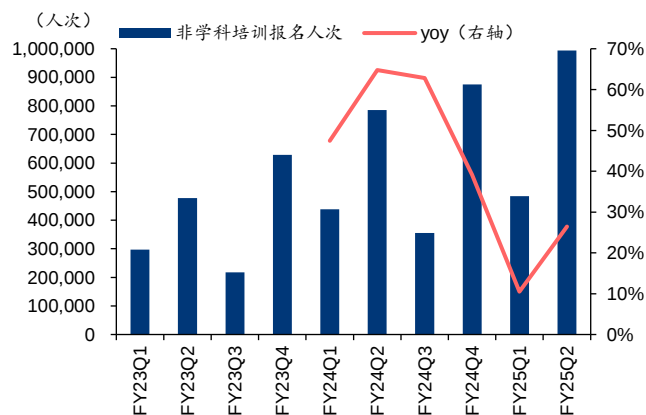
注：图中增速为美元口径

资料来源：公司公告、华泰研究

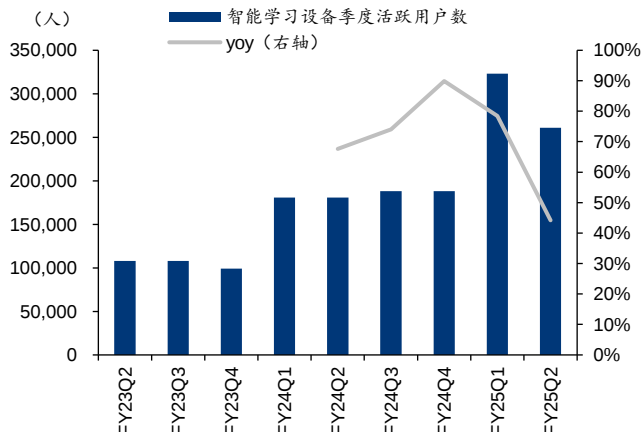
图表7：教育属性新业务收入结构


注：公司未披露业务内部具体收入结构，图中数据为华泰估算，可能与实际值存在差异。

资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表8：非学科培训报名人数整体稳健增长


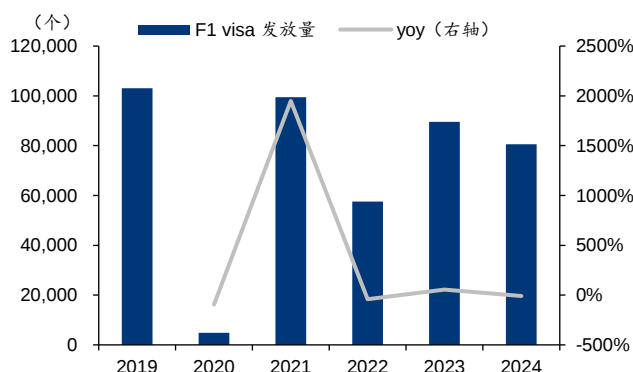
资料来源：公司公告、华泰研究

图表9：智能学习设备 QAU


资料来源：公司公告、华泰研究

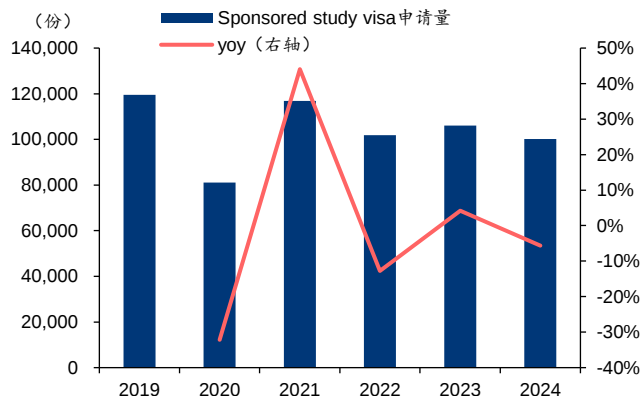
出国留学业务 FY24 以后逐步回归正常增速。2023 年初（4QFY23）跨国出行限制取消后，出国留学积压需求快速释放，推动新东方出国业务收入在 FY24 同比增长 32.3%。2024 年（FY25）以来，美国对中国大陆学生签证发放数量同比下降约 10%，中国大陆学生申请英国学生签证的数量同比下降约 6%，我们认为一方面是由于积压需求快速释放后的正常回落，另一方面也一定程度上反映了内外部宏观的不确定性导致的出国意愿波动。随着基数的快速修复，新东方 FY25Q1 和 Q2 出国业务收入分别同比增长 19.40%/30.30%，较 FY24Q1 和 Q2 的增速（yoy+39.10%/39.40%）有所放缓。

图表10: 美国对中国大陆 F1 留学签发情况



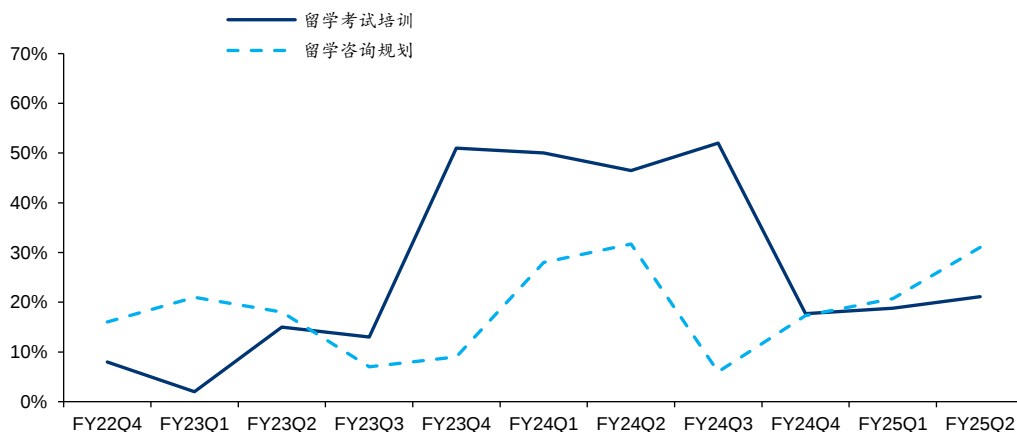
资料来源: 美国国务院官网、华泰研究

图表11: 中国大陆申请英国留学签证情况



资料来源: 英国内政部官网、华泰研究

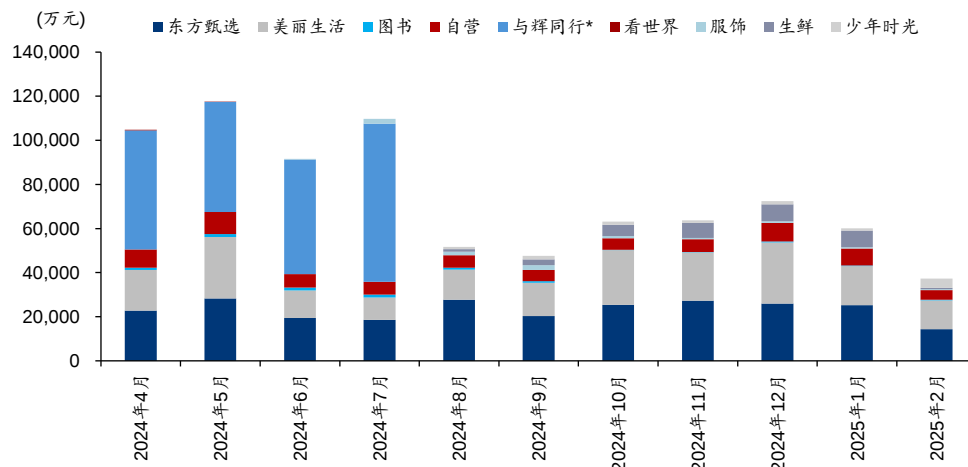
图表12: 23 年以来出国留学业务收入同比快速修复, 24 年增长趋势回归平稳



注: 图中增速为美元口径

资料来源: 公司公告, 华泰研究

东方甄选: 完成与辉同行剥离后自主渠道价值逐渐凸显, 微信小店有望带来新增量。22 年 6 月东方甄选凭借“知识带货”的独特内容调性成功出圈, 此后公司持续深耕自营品, “高品质、性价比”的品牌心智逐步建立, 并实现了多平台发展。24 年 8 月剥离与辉同行后, 东方甄选抖音直播间 GMV 逐渐趋稳, 凸显了公司优秀的自主渠道运营能力。2024 年 12 月 9 日, 微信首次上线“送礼物”新功能, 作为全新的商业模式预计将带来广阔的“情感消费”空间。东方甄选高品质、精美、食品和日用品为主的产品特性与微信送礼场景高度契合, 有望贡献增量收入。1HFY25 东方甄选总 GMV 为 48 亿元, 其中自营品贡献约 37%。

图表13：完成与辉同行剥离后，东方甄选抖音直播间 GMV 逐步趋于稳定


注：图中 GMV 仅包含抖音直播间渠道且不包含货架购买。与辉同行自 24 年 8 月起剥离。

资料来源：飞瓜数据、华泰研究

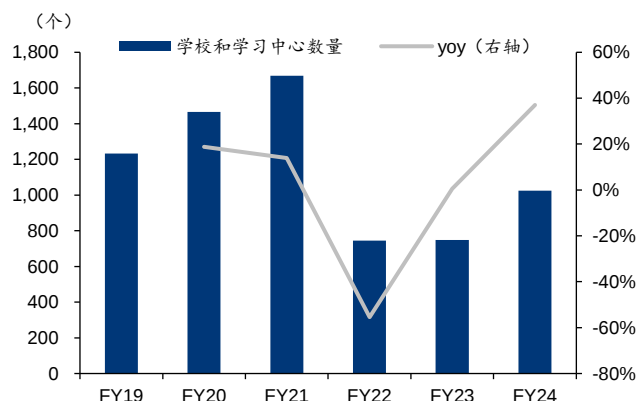
文旅：主打高品质差异化服务，国内国外线路覆盖广。2024 年，东方甄选深化“直播+文旅”战略，走进湖南湘西、福建、云南等地，通过非遗展示、实景直播和文化推广，助力地方特产与旅游资源走向全国。湘西专场推广非遗技艺与农副产品，福建专场聚焦船政文化与三坊七巷，推动当地文旅复苏。通过与政府及供应商合作，东方甄选积累了文旅资源与运营经验，为正式进军文旅领域奠定了基础。新东方文旅已在全国 23 个省市区推出超过 100 条文旅线路，涵盖国内和国际目的地，满足不同年龄段和兴趣的需求。新东方将文旅业务触角伸至海外。包括新东方国际游学北美、欧洲、澳洲、亚洲等 18 个国家和地区，有近百条主题线路。

图表14：文旅业务关注沉浸式体验，涵盖国内外多条原创线路


资料来源：浙江新东方文旅公众号，西安新东方公众号，华泰研究

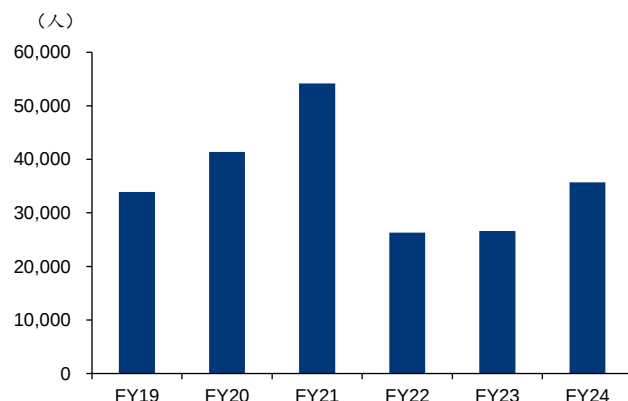
产能周期扰动下，利润率弹性或在 FY26 秋季体现。FY24 面对旺盛的线下培训需求，公司加速产能扩张，教学点同比增长 37%，全职教师人数同比增加 34%；产能利用率维持高位，规模效应下 FY24 Non-GAAP OPM 同比提升 6.3pct 至约 11%，向双减前水平（12%+）逐步修复。进入 FY25，新增网点产能爬坡、出国业务增速下滑以及文旅业务拓展对利润率提升节奏造成一定扰动，FY25Q1/Q2 非甄选业务 Non-GAAP OPM 分别同比+2.2/+0.1pct，考虑到 FY24Q4 东方甄选一次性事件影响导致的低基数，我们认为利润率层面的波动在未来三个季度会延续，预计 FY25Q3~FY26Q1 非甄选业务 Non-GAAP OPM 分别 yoy-2.5/+1.2/-1.0pct，并有望在 FY26 秋/寒季财报同比转为正增长。

图表15: 新东方教学网点数量



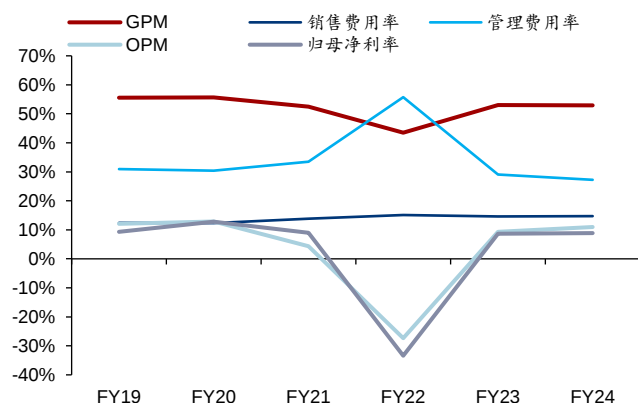
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表16: 新东方全职教师人数



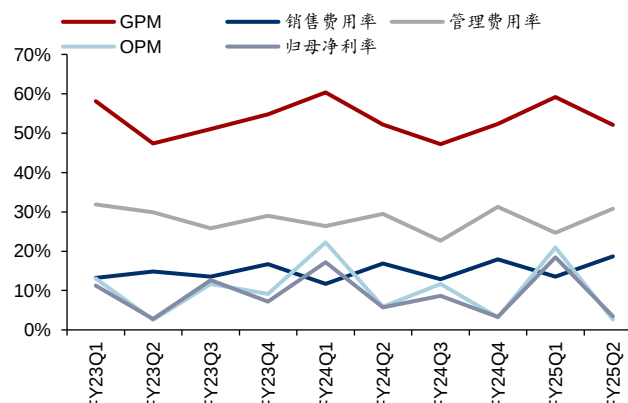
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表17: 费用率及利润率(年度)



注: 图中均为 Non-GAAP 口径, 计算时剔除了股权激励费用
 资料来源: 公司公告, 华泰研究

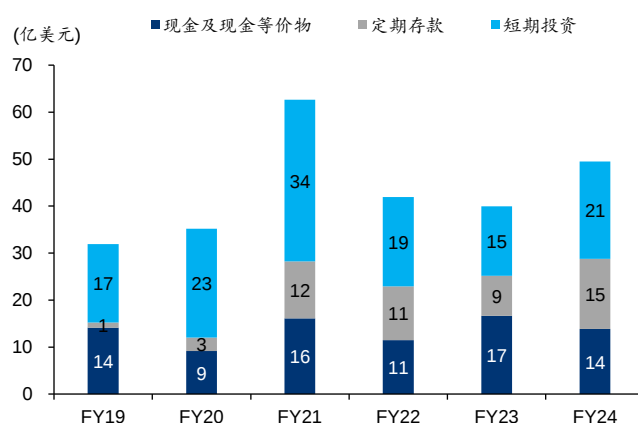
图表18: 费用率及利润率(季度)



注: 图中均为 Non-GAAP 口径, 计算时剔除了股权激励费用
 资料来源: 公司公告, 华泰研究

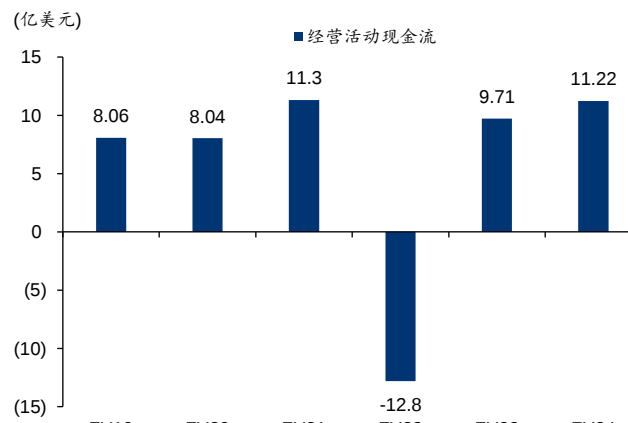
账面现金充裕, 积极回报股东。截至 2QFY25 公司账面现金及现金等价物、定期存款和短期投资合计约 48 亿美元, FY25 上半年经营性现金净流入约 5 亿美元, 预收学费模式保障了良好的现金流。股东回报方面, 公司董事会于 2022 年 7 月批准一项回购计划, 授权在未来 12 个月内回购不超过 4 亿美元的美国存托股票或普通股, 随后将计划有效期延长至 2025 年 5 月 31 日, 24 年 8 月进一步将回购金额上限提升至 7 亿美元。截至 2025 年 1 月 20 日, 管理层累计回购了 1120 万 ADR, 耗用资金 5.4 亿美金。此外, 24 年公司通过特别现金股息派发分红约 1 亿美元, 新增回购与特别股息金额合计 (3 亿美元+1 亿美元) 约等于 FY24 全年 Non-GAAP 净利润 (4.16 亿美元)。

图表19: 双减后公司账面仍有充足现金储备支持新业务探索



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表20: 预收学费模式保障了良好的经营性现金流



资料来源: 公司公告, 华泰研究

以俞敏洪为核心的管理团队维持稳定，战略执行力强

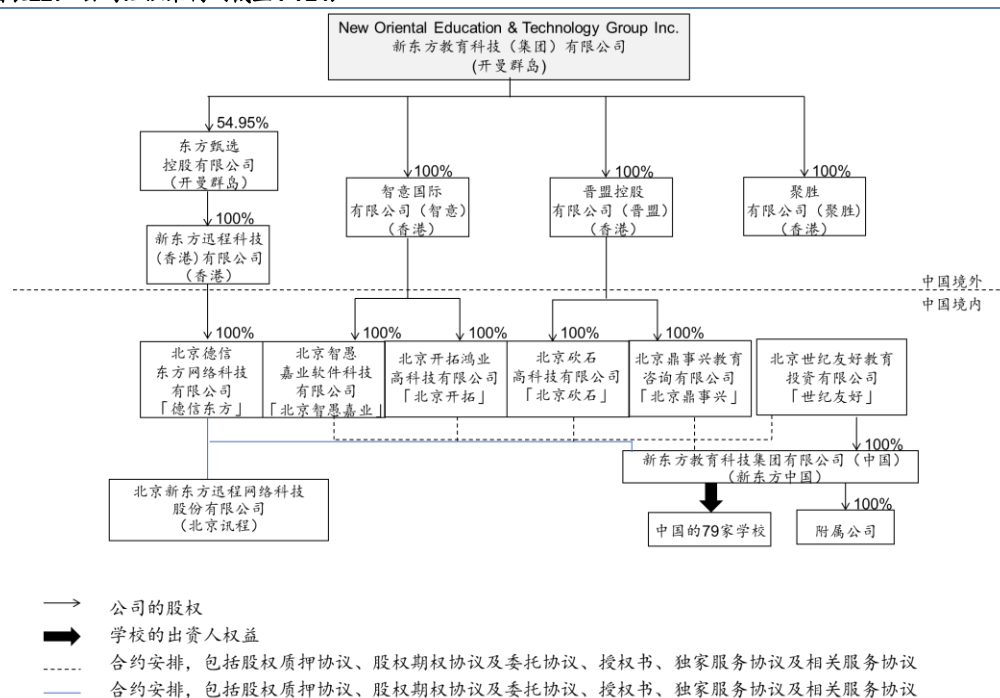
俞敏洪先生为公司创始人及第一大股东，持股比例为 12.2%（截至 2024 年 9 月 16 日）。俞敏洪先生现担任新东方集团董事会主席兼非执行董事，负责投资与投后管理板块，并担任新东方甄选 CEO；周成刚先生担任新东方集团董事及首席执行官，主管创新业务及国际教育业务；杨志辉先生担任集团执行总裁兼首席财务官，并负责文旅业务的拓展。公司核心管理层均在新东方工作十五年以上，对公司业务运营管理十分熟悉，对新东方的人文精神和企业文化具备深刻认同，在转型之路上能够强有力地执行新东方的战略方针。

图表21： 新东方核心管理层均在公司工作十五年以上

高管姓名	职位	履历
俞敏洪	董事会主席兼非执行董事，负责投资与投后管理板块	1993 年创办北京新东方学校，2001 年成立北京新东方教育科技（集团）有限公司。
周成刚	董事及首席执行官，主管创新业务及国际教育业务发展板块	著名英语教育与留学规划专家。于 2000 年加入新东方，历任上海新东方学校校长、北京新东方学校校长、新东方前途出国咨询有限公司总裁、新东方教育科技集团总裁等职务
杨志辉	执行总裁兼首席财务官	于 2006 年加盟新东方教育科技集团，历任集团高级财务经理、集团财务副总裁，并从 2015 年起担任首席财务官，于 2021 年 1 月被任命为集团执行总裁。加入新东方之前，曾担任北京华德信投资有限公司财务总监，并在普华永道会计师事务所任高级审计师。

资料来源：公司官网，华泰研究

图表22: 公司组织架构 (截至 FY24)



资料来源：公司公告，华泰研究

K12 培训头部品牌机构仍处于发展红利期

非学科监管边界逐步清晰，头部品牌机构率先完成合规化转型

学科和非学科的监管边界日益清晰，行业进入稳健发展期。2022 年 12 月以来，国务院、教育部等密集发布监管政策引导非学科培训规范化发展，明确“非学科类校外培训可以成为学校教育的有益补充”这一基本定位，24 年 2 月《校外培训管理条例》征求意见稿从立法层面明确了学科和非学科的监管边界，非学科培训“应批尽批”行业发展导向清晰。综合来看，学科隐形变异培训是当前国家关注的重点，而头部品牌机构依托产品创新和技术应用，基本完成了向非学科培训的转型。

图表 23：政策引导非学科培训合规化发展，成为学校教育的有益补充

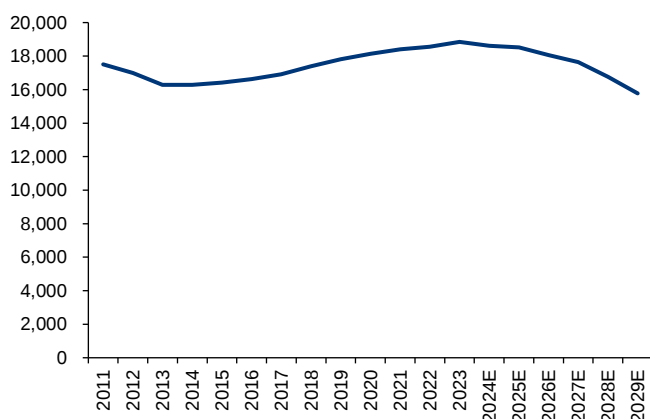
时间	政策/会议	主要内容
中央		
2022.12	《教育部办公厅等十二部门关于进一步加强学科类隐形变异培训防范治理工作的意见》	提出到 2024 年 6 月，学科类隐形变异培训得以全面清除的目标，同时要求对转型的学科类培训机构加强跟进指导，鼓励给予政策支持，帮助机构实现转型发展。
2022.12	《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》	全面规范非学科类培训，使其成为学校教育的有益补充。要求各地明确非学科类培训主管部门、设置标准和准入流程。强化校外培训预收费监管。
2023.3	《关于继续把“双减”督导作为教育督导“一号工程”的通知》	构建国家、省、市、县四级联动督导工作机制，针对学科类培训隐形变异、非学科类培训良莠不齐、校外培训预收费监管不到位、艺考及涉境外培训治理难度大、学校课后服务水平仍有待提高等突出问题，重点做好“双减”督导工作。
2023.5	《关于加强新时代中小学科学教育工作的意见》	通过 3 至 5 年努力，在教育“双减”中做好科学教育加法的各项措施全面落实，包括改进学校教学与服务、纳入课后服务、做宽校外科学教育资源、规范科技类校外培训等。
2024.2	《校外培训管理条例（征求意见稿）》	遵循公益性原则，促进素质教育的实施，成为学校教育的有益补充。校外培训按照学科类和非学科类实行分类管理。具体分类办法由国务院教育行政部门会同科技、文化和旅游、体育等部门规定。面向义务教育阶段的学科类校外培训机构，应当登记为非营利性法人。非学科类校外培训办学许可，在向教育行政部门申请许可前，应当报同级行业主管部门审核同意。
2025.4	《教育强国建设规划纲要（2024—2035 年）》	促进学生健康成长、全面发展。统筹推进“双减”和教育教学质量提升。促进青年科技人才成长发展。
地方		
2024.1	广东省校外培训治理工作视频调度会	要求加快推进非学科类审批办证工作
2024.4	北京“双减”专项行动启动会	对符合设置标准的非学科类校外培训机构，进一步强化统筹协调，畅通审批准入程序，加快实现非学科类机构“应批尽批”。
2024.4	福田区召开加快审批中小学生非学科类校外培训机构宣讲推进工作会	优化流程、加快审核对达标的教培机构应批尽批
2025.1	《上海市人民政府关于进一步加强本市培训机构管理引导培训市场健康发展的意见》	持续巩固“双减”成果，严控学科类培训，规范非学科类培训。坚持引导发展和规范管理并重，依法保护培训市场各类主体合法权益。

资料来源：国务院，教育部，各地教委、华泰研究

行业需求整体稳健，中长期供给集中度上行趋势可期

2029 年以前 K12 教培整体需求或相对刚性。结合新生儿和小学入学人数数据预测，我们预计 2029 年之前行业 K12 在校生规模稳定在 1.5 亿以上，小学生源的拐点预计在 24-25 年之间，初中的拐点 28-29 年之间，高中层面由于升学率的提升，在校生规模预计小幅增长。在此基础上，根据 2019 年 CIEFR-HS 中小学在校生样本估计，全国中小学生在校外培训参培率约 40%，综合客单价和课次的假设，我们预计校外培训市场整体规模相对稳定在 1 万亿左右。

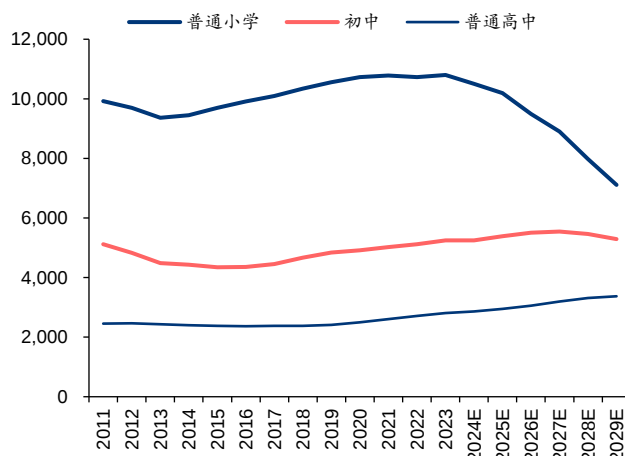
图表24: K12 在校生总数预测 (万人)



注: 结合新生儿和小学入学人数数据预测

资料来源: 统计局、华泰研究预测

图表25: 在校生阶段预测 (万人)



注: 结合新生儿和小学入学人数数据预测

资料来源: 统计局、华泰研究预测

图表26: K12 校外培训市场规模测算

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
小学在校生 (万人)	10499	10189	9494	8901	7974	7111
校外培训参与率	40%	40%	40%	40%	40%	40%
科目	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
客单价 (万元)	0.9	0.93	0.95	0.98	1.01	1.04
市场规模 (亿元)	5670	5667	5439	5252	4846	4451
中学生在校生 (万人)	8110	8332	8563	8739	8779	8664
校外培训参与率	40%	40%	40%	40%	40%	40%
科目	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
客单价 (万元)	0.8	0.82	0.85	0.87	0.90	0.93
市场规模 (亿元)	5191	5493	5814	6112	6324	6428
合计	10860	11160	11253	11364	11170	10879
yoy		2.8%	0.8%	1.0%	-1.7%	-2.6%

资料来源: 教育部、国家统计局、公司官网、华泰研究预测

合规品牌机构渗透率仍有较大提升空间。如我们在 2024 年 8 月 4 日发布的行业报告《时夏方长，变革新生谋发展》中所述，从合规机构覆盖率来看，新东方、好未来 23 年底分别覆盖 74/37 个核心城市，人群覆盖率分别为 39%/25%。考虑到城镇家庭投入意愿和支付能力更强，假设核心城市参培率略高于全国平均水平，客单价按每学期 2000-3000 元的平均水平计算，新东方好未来覆盖的城市 K12 培训市场规模合计约 6000 亿元。

图表27: 新东方好未来覆盖学生数 (2023 年, 万人)

	小学生	中学生	覆盖率
全国	10800	8047	100%
新东方覆盖城市	4265	3051	39%
好未来覆盖城市	2773	1905	25%

资料来源: 公司官网、各地统计局、华泰研究

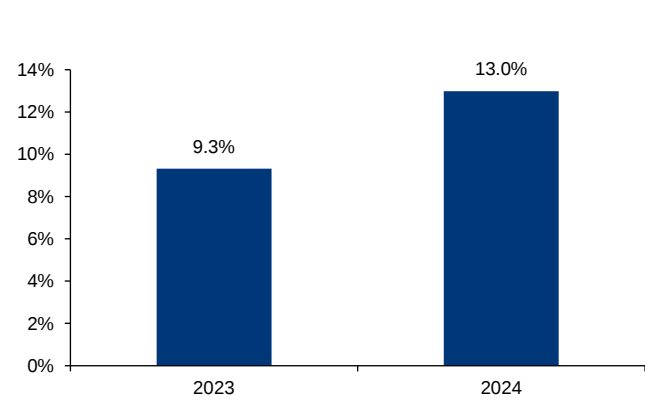
图表28：新东方好未来覆盖的城市 K12 培训市场规模（2023 年）

	好未来覆盖的 37 个城市	新东方覆盖的其他城市	合计
小学在校生（万人）	2773	1493	4265
校外培训参与率	50%	45%	48%
科目	1.5	1.5	1.5
客单价（万元）	1	1	1
小学市场规模（亿元）	2079	1008	3087
中学在校生（万人）	1905	1146	3051
校外培训参与率	50%	45%	48%
科目	2.5	2.5	2.5
客单价（万元）	0.8	0.8	0.8
中学市场规模（亿元）	1905	1031	2936

资料来源：教育部、国家统计局、公司官网、华泰研究预测

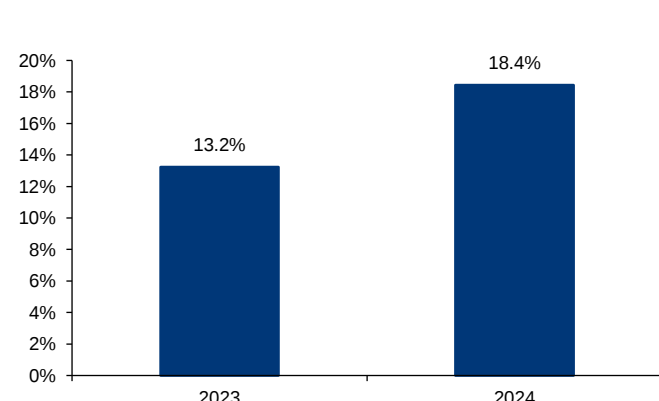
品牌机构有望保持稳定的市场份额提升。由于城市布局的差异，核心区域聚集了教育意识最强、支付能力最高的用户群，因此品牌机构在这些区域具有更高的渗透率。我们进一步对北、上、广、深、南京这五个城市的全域城区/核心城区的市场规模进行测算，预计 24 年品牌集中度同比提升 3.7pct-5.2pct，长期品牌集中度上行趋势可期。

图表29：全域域覆盖下品牌机构的渗透率（北上广深南京）



注：学生数基于人口数据测算、客单价和参培率参考行业部分测算
资料来源：地区统计局、华泰研究预测

图表30：核心城区覆盖下品牌机构的渗透率（北上广深南京）



注：学生数基于人口数据测算、客单价和参培率参考行业部分测算
资料来源：地区统计局、华泰研究预测

新东方：产品/招生/教学/运营能力行业领先，兼顾扩张与效率

我们认为新东方作为行业龙头，核心竞争力主要体现在：

- 1) **产品端**：行业内相对最完善的教育产品体系，有利于扩大用户触达、延长用户生命周期。
- 2) **招生端**：广泛的品牌认知度和全国范围内的线上线下招生渠道，生源稳定性强。
- 3) **教学端**：优秀的教研能力和教学品质的稳定输出有望推动续班率稳健提升。
- 4) **运营端**：久经验证的组织能力和规模化运营能力，人效较双减前显著提升。

产品端：非学科适配监管需求，产品体系完善

“双减”政策出台后，新东方凭借行业领先的教研能力和产品设计能力快速完成对小、初、高产品的开发和迭代，以全新的产品矩阵满足不同学段学生需求，在原有庞大生源基础上实现了需求的快速转化。

- **非学科培训课程**：主要针对 5-12 岁学生群体，以线下小班为主。21 年 8 月新东方多地成立了素质成长中心，搭建了包含编程、美术、机器人、科学等素质课程，以及口才、写字、脑力、故事表演等素养课程的非学科培训产品体系。新东方的核心教研团队从课程体系、学习目标、核心能力、学练结合等方面进行了科学系统的设计，并通过自研教材、互动课件、趣味游戏、精美教具等丰富学生体验，有助于培养学生的核心素养和动手实践能力。

图表31：新东方非学科培训课程



资料来源：兰州新东方素质素养中心公众号，华泰研究

图表32：教学方法上，以能力培养为核心，注重思维和实践能力



资料来源：北京新东方公众号，华泰研究

图表33：新东方、好未来、卓越、思考乐非学科课程对比

	新东方	好未来	卓越	思考乐
科目	素养课：双语故事表演、思辨与口才、脑力与思维、硬笔书法等 素质课：机器人、编程、围棋、美术等	人文创作、创新思维、编程、科学实验、机器人、国际象棋、口才等	卓越编程、趣味小记者、思考星球、文学美育、多元思维、双语文化等	科学素养、乐学国学、逻辑思维、国际素养、美术、表演等
授课方式	线下为主	人文创作、创新思维、编程提供线下课或线上直播课，其余以线上课为主	线下授课为主	线下授课为主
课程单价	120-200 元/课时	70-400 元/课时 部分网课 100 元以内/课时	80-200 元/课时	80-160 元/课时

资料来源：各公司官方公众号，华泰研究

- **智能学习设备：主要针对初中阶段，按订阅内容付费。**新东方学习机采用“硬件租赁+内容服务收费+OMO 联动”模式。智慧学习机具备强大的 AI 技术和学习算法，能够提供个性化的学习路径规划和建议。学生可选择租赁学习机在家自学，智慧伴学模式下后台老师全程在线监督学习进度和答疑；也可前往线下智慧学习空间，线下配备老师监督和答疑，提升学习效果。与传统买断制的学习机不同，新东方学习机业务主要按订阅内容付费（约 2000 元/科/季度），融合线上智慧学习机与线下智慧空间督学，通过高频服务提升用户粘性和生命周期价值，形成差异化竞争力。自 2QFY23 该业务推出以来，季度活跃用户数(QAU)实现稳健增长，FY25 的 Q1 和 Q2 分别达到 32.3/26.1 万，同比增长 78.5%/44.2%。

图表34：新东方智慧学习机



资料来源：洛阳新东方公众号、华泰研究

图表35：新东方学习机智慧伴学模式：老师全程陪伴，精准指导



资料来源：洛阳新东方公众号、华泰研究

图表36：新东方智慧学习空间



资料来源：北京新东方智慧学习公众号、华泰研究

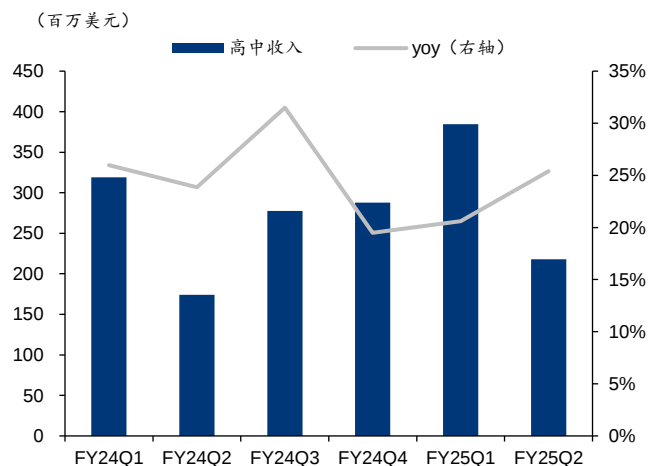
- **高中学段延续双减前推出的省域 OMO 模式，提升运营效率。**双减后新东方通过自主研发的 OMO (Online-Merge-Offline) 系统，使用云教室 APP 将线下面授同步转化为线上网课，实现线上线下同步教学。高中 OMO 采用“本地老师+辅导老师”的双师模式，本地老师负责直播授课，体系化教学；辅导老师随时跟盯辅导学习，提供课堂反馈和答疑服务。OMO 模式通过打通和统筹省内资源，将核心优质教育资源辐射至全省，有利于提升教师产能和推动下沉市场的开拓。我们看好 OMO 模式下高中业务持续稳健增长。

图表37：新东方高中 OMO 模式



资料来源：新东方云教室官网、华泰研究

图表38：新东方高中收入稳健增长



注：公司未披露分业务收入具体数据，图中为我们估算数据，可能与实际值存在差异。

资料来源：公司公告、华泰研究估算

招生端：品牌宣传渠道多元，前端招生竞争力强

良好的口碑积累、全国范围内庞大的线下教学网络、多元合规招生渠道使新东方在获客端具备显著优势。双减前新东方 K12 业务年培训人次超千万，全国教学网点超 1500 个，连续多年蝉联 BrandZ 最具价值中国品牌教育行业第一，在学生和家长群体中具备广泛而强大的品牌影响力，为其非学科培训业务的转型发展奠定了良好的生源基础。此外，双减后非学科培训机构仍可通过口碑转介绍、线下门店的自然流量、大众点评等本地推广工具、以及文旅营地/直播电商/智能硬件/图书教辅等多元产品和业务保持着较高的品牌曝光度，持续吸纳未被满足的培训需求。相比之下，隐形培训/个人工作室由于广告招生受到严格限制，强监管下招生渠道非常有限，生源稳定性面临较大挑战。

图表39：新东方通过多元合规品宣渠道保持较高的品牌曝光度



资料来源：大众点评、新东方文旅小红书官方账号、公司官网，华泰研究

教学端：精细化打磨课程，教学质量输出稳定

新东方建立了完善的“师训-教研-质检”质量体系，保障良好的教学质量。以北京新东方为例，师训方面，会针对不同教师群体进行教学个性化能力、教学方法创新等分阶段强化培训，由教研主管负责一对一批课磨课，集团培训师针对教师的教学能力进行提升培训。教研方面，采用模块化标准教研，通过两轮大纲研讨、三轮设计研发、四轮试讲、五轮审校，最终打造出高效的原创讲义。质检方面，全面监督老师的教学行为、授课流程、教学服务情况，协助教师提升教学质量。我们认为新东方良好且稳定的教学品质有望带来良好的续班率，推动教育业务利润率稳步提升。

图表40：新东方教师培训现场

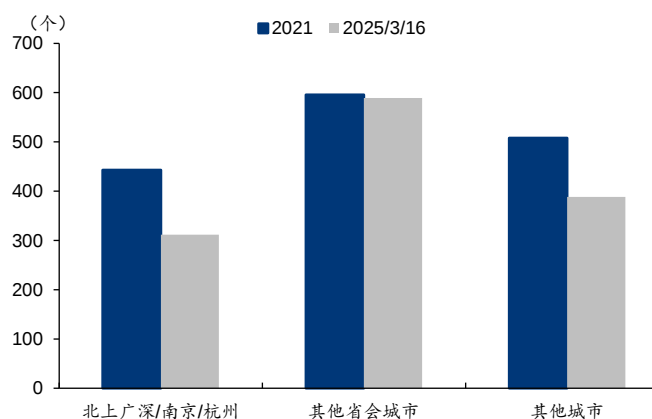


资料来源：北京新东方公众号，华泰研究

行业领先的规模化管理运营能力

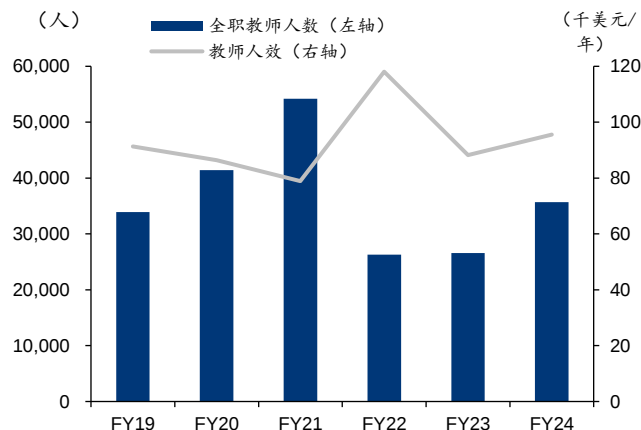
新东方人效较双减前显著提升。根据我们的统计，截至 25 年 3 月中旬，新东方整体线下教学网点数量约恢复至 FY21 的 83%，其中省会城市（除北上广深/南京/杭州以外）已基本恢复至双减前水平，北上广深/南京/杭州等核心城市由于双减后收缩较为显著，目前恢复率约 70%，仍有一定修复空间。虽然产能尚未完全修复，但组织结构精简后人员管理效率显著提升。FY24 公司全职教师人数约 3.6 万人，约为 FY21 的 66%（vs 教育业务收入恢复至 FY21 的 80%），单个教师人效从 FY21 的 78900 美元/年提升至 FY24 的 95550 美元/年，提升幅度 21%；每名非教师员工支撑的全职教师人数从 FY21 的 3.17 名提升至 FY24 的 5.56 名。

图表41：新东方各线城市网点恢复情况



资料来源：公司公告、公司官网、华泰研究

图表42：新东方教师人数及人效



资料来源：公司公告、华泰研究

盈利预测和估值

盈利预测

教育属性新业务：FY25Q1/Q2 该板块收入延续快速增长趋势，yoy+49.80%/42.60%。我们认为非学科培训需求相对刚性，公司教学网点的持续扩张和产能爬坡有望支撑 FY25-27 收入持续修复性增长，考虑基数增长和美元汇率变化，预计 FY25-27 教育属性新业务整体收入同比增长 41.50%/26.10%/28.10%。

高中业务：我们估算 FY25Q1/Q2 该板块收入维持 20%+ 的同比增速，由于公司对高中业务网点扩张相对克制，我们预计 FY25-FY27 高中业务收入增速随着基数增长自然放缓至 19.60%/14.30%/10.00%。

出国业务：出国需求经历了 FY23 的集中释放后逐步回归正常增长节奏，叠加海内外宏观环境的不确定性一定程度上对用户付费意愿带来挑战，我们谨慎假设 FY25-27 该业务收入增速放缓至 13.90%/2.90%/3.80%。

大学生及成人业务：新东方的大学及成人业务以大学四六级和考研培训为主，随着大学阶段出国需求部分向国内读研等替代方向转移，FY25Q1/Q2 我们估算该业务收入同比实现 30.40%/34.90% 的增长。考虑基数的增长，我们预计 FY25-27 该业务收入同比增速逐步自然下降，约为 27.10%/18.90%/15.00%。

其他业务：主要包括直播电商（东方甄选）、图书、to B 和其他非教育属性新业务。考虑到出售与辉同行前的高基数影响，我们预计 FY25/26/27 该板块收入分别同比 -26.00%/-9.60%/6.80%。

图表43: 盈利预测

(百万美元)	FY23A/E	FY24A/E	FY25E	FY26E	FY27E
总收入	2,998	4,313	4,813	5,340	6,086
yoy		43.88%	11.59%	10.95%	13.97%
出国业务	758	1003	1142	1176	1220
yoy		32.30%	13.90%	2.90%	3.80%
高中业务	846	1059	1266	1446	1591
yoy		25.20%	19.60%	14.30%	10.00%
教育属性新业务	520	893	1264	1593	2041
yoy		71.60%	41.50%	26.10%	28.10%
大学生及成人业务	164	256	325	386	444
yoy		55.70%	27.10%	18.90%	15.00%
其他业务	737	1103	817	738	789
yoy		49.70%	-26.00%	-9.60%	6.80%

注: FY23/24 新东方总收入为公司财报数, 各业务分部收入为华泰研究估算。FY25-27 数据为华泰研究预测。所有数据均已换算为美元计价, 美元兑人民币为 7.30。

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

利润率: 公司 FY25Q1/Q2 实现整体毛利率 59.35%/52.02%, 我们预计教育业务网点扩张和教师招聘节奏的放缓有望对毛利率产生正向贡献, 但文旅业务占比提升和出国业务增速放缓带来的收入结构性变化或短期拖累毛利率, 综合来看我们预计 FY25-27 毛利率为 54.67%/55.30%/54.78%。费用方面, 考虑到固定预算调整相对收入变化具有滞后性, 我们预计 FY25 销售费用率、管理费用率同比略微增长, 但我们预计 FY26-27 公司将进一步把控费用投入以更好地匹配收入预期变化, 我们预计 FY26-27 费用率有望随收入增长的规模效应逐步优化。综合来看, 我们预计 FY25-27 公司整体 Non-GAAP 归母净利润为 4.78/5.61/6.78 亿美元, 对应利润率 9.94%/10.51%/11.15%。

图表44: 毛利、费用及净利润预测

(百万美元)	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
毛利	2,262	2,631	2,953	3,334
毛利率	52.45%	54.67%	55.30%	54.78%
销售费用	661	750	798	895
费用率	15.32%	15.59%	14.95%	14.70%
管理费用	1,252	1,403	1,538	1,665
费用率	29.02%	29.16%	28.80%	27.36%
经营利润 (亏损)	350	478	617	774
Non-GAAP 经营利润 (亏损)	473	520	671	827
Non-GAAP 经营利润 (亏损) 率	10.96%	10.79%	12.56%	13.60%
Non-GAAP 归母净利润	381	478	561	678
Non-GAAP 归母净利率	8.84%	9.94%	10.51%	11.15%

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表45：季度盈利预测

(百万美元)	1QFY25	2QFY25	3QFY25E	4QFY25E	1QFY26E	2QFY26E	3QFY26E	4QFY26E
营业收入	1,435	1,039	1,165	1,174	1,587	1,135	1,295	1,323
yoy	30.50%	19.40%	-3.50%	3.30%	10.60%	9.30%	11.20%	12.70%
——非甄选收入	1,278	894	1,033	1,040	1,482	1,021	1,190	1,202
yoy	33.50%	31.30%	0.00%	0.00%	0.00%	34.30%	55.00%	45.40%
营业成本	584	498	578	522	648	551	621	568
毛利润	852	540	587	652	940	584	674	755
毛利率	59.35%	52.02%	50.40%	55.53%	59.19%	51.47%	52.08%	57.09%
销售费用	194	196	153	207	200	199	167	232
销售费用率	13.49%	18.88%	13.16%	17.66%	12.62%	17.57%	12.90%	17.51%
管理费用	365	325	318	396	391	341	357	449
管理费用率	25.43%	31.29%	27.28%	33.69%	24.60%	30.01%	27.59%	33.96%
经营利润（亏损）	293	19	116	49	349	44	150	74
Non-GAAP 经营利润（亏损）	300	28	129	62	350	58	136	88
Non-GAAP 经营利润（亏损）率	20.90%	2.66%	11.11%	5.32%	22.06%	5.07%	10.50%	6.63%
Non-GAAP 归母净利润	265	36	119	59	288	64	124	86
Non-GAAP 归母净利率	18.44%	3.42%	10.21%	5.03%	18.13%	5.60%	9.60%	6.47%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

出国留学业务收入增速的下降对非甄选业务整体利润影响有限。根据我们的利润弹性测算，假设将 FY26 出国留学业务收入增速由 2.9% 下调至 -5%/-10%，成本费用同步收缩，则对非甄选业务 non-GAAP 净利润的影响分别为 -934/-1439 万美元（较基准情景 -1.7%/-2.6%）。我们预计 FY26 秋季学期之后基数扰动逐步消退，随着公司更加注重增长和效率的平衡，利润率有望稳步提升，看好下半年的利润释放弹性。

图表46：出国业务收入增速对利润影响的弹性测算（FY26E）

	基准假设	保守假设	悲观假设
出国业务收入（百万美元）	1,175.77	1,077.28	1,020.58
yoy	+2.9%	-5%	-10%
非甄选业务经调整净利润（百万美元）	550.43	541.09	536.04
较基准情景调整%	-	-1.7%	-2.6%

资料来源：华泰研究预测

估值分析

我们以 FY26E（2025 年 5 月至 2026 年 5 月）为估值基准，考虑到公司非甄选业务规模和盈利能力业内领先，虽然短期内业务结构变化和新网点爬坡给利润率带来一定波动，但中长期市场份额提升趋势不变，给予非甄选业务一定溢价（20x PE，可比均值为 18.07x）。对于电商业务，考虑到短期内公司仍在尝试新的商业模式，收入利润存在一定不确定性，我们暂时不给予该业务估值。我们预计 FY25-27 非甄选业务 Non-GAAP 净利润为 4.62/5.50/6.67 亿美元，基于 PE 估值的目标价为 52.26 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表47：新东方 PE 估值关键假设

	FY26E
非甄选业务经调整净利润（百万美元）	550.43
PE	20
股权价值（百万美元）	11,009
美元兑港元	7.76
股份数（百万股）	1,635
目标价（港元）	52.24

注：由于新东方财年于每年 5 月截止，为增强可比性，我们采用可比公司 2025E 估值倍数的均值作为新东方 FY26E 估值倍数。

资料来源：公司公告，Wind，华泰研究预测

图表48：新东方非甄选业务可比公司估值

公司代码	公司简称	收盘价	市值 (百万)	调整后 EPS (美元/元)			PE (倍)		
				FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
				/2024E	/2025E	/2026E	/2024E	/2025E	/2026E
TAL US	好未来	9.80	5,922	0.27	0.49	0.94	36.57	19.88	10.41
DAO US	网易有道	7.73	924	0.10	1.19	2.38	553.23	47.62	23.71
GOTU US	高途集团	2.69	680	-4.69	-1.91	-0.39	-	-	-
3978 HK	卓越教育	4.94	4,185	0.26	0.39	0.47	18.13	12.06	9.85
1769 HK	思考乐教育	5.05	2,853	0.27	0.39	0.53	17.79	12.16	8.90
000526 CH	学大教育	51.15	6,233	1.73	2.31	2.96	29.60	22.17	17.28
平均值							28.10	18.07	12.52

注：数据截至 2025 年 4 月 18 日。收盘价和市值为交易货币单位，收入为报表货币单位，美元兑人民币为 7.30，港元兑人民币为 0.94。美股预测值来自彭博一致预期，其他来自 Wind 一致预测。好未来财年于每年 2 月截止，其他可比公司财年于每年 12 月截止。计算均值时剔除最大最小值。

资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰研究

风险提示

市场渗透率增长缓慢：公司的创新业务（非学科培训、直播电商、文旅）的产品内容和形态相对较新且仍在持续迭代，市场接受度和产品刚需性尚待观察，市场渗透率提升具有较大不确定性。此外，消费者支出也可能会受到宏观经济放缓和家庭收入增长放缓的不利影响，从而导致市场渗透率增长缓慢。

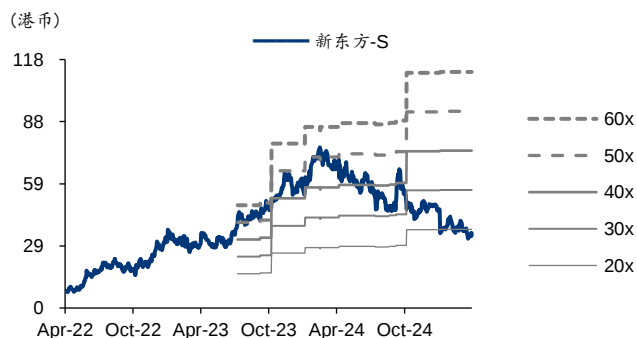
新业务核心壁垒及人才梯队需较长时间摸索及积累：公司尚处于转型初期，新业务的商业模式、核心壁垒的建立，以及人才梯队的培养仍需要较长时间摸索和积累，未来非学科培训的渗透增长，直播电商拓渠道拓客的效果，以及文旅业务在全国范围内的复制推广能否成功仍有较大不确定性。若公司未能以符合成本效益的方式及时建立起有效、可复制的商业模式，保持服务及产品的高质量标准，或未能及时在新领域建立核心壁垒，则可能难以持续吸引潜在用户、难以维持较高的盈利水平。

竞争加剧：非学科培训、直播电商、文旅等领域参与者众多，竞争激烈。若公司未能持续根据用户需求优化、完善、迭代产品，聚焦产品研发，则可能难以实现市占率的提升。

优质师资和核心管理人才流失风险：优质师资和核心管理人才是教育机构的核心资源之一。如果不能给教师和管理人员足够的激励，可能会造成人才流失的风险。

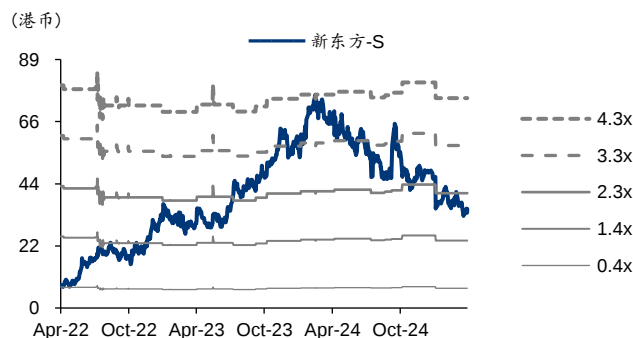
对素养教育和高中学科培训的监管力度加强：如果有关部门决定对高中学科培训和 K9 非学科培训服务的课程内容、价格、经营资格等实施更严格的限制，将对公司的收入和毛利率产生不利影响。

图表49：新东方-SPE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表50：新东方-SPB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，夏路路、詹博、郑裕佳，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师夏路路、詹博、郑裕佳本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司