

2025 年 04 月 23 日

# 核心业务增长略有压力，Q4 指引增速放缓

## 新东方-S (9901. HK)

|            |       |                  |           |
|------------|-------|------------------|-----------|
| 评级：        | 买入    | 股票代码：            | 9901      |
| 上次评级：      | 买入    | 52 周最高价/最低价(港元)： | 70.0/33.9 |
| 目标价格(港元)：  |       | 总市值(亿港元)         | 579.71    |
| 最新收盘价(港元)： | 35.45 | 自由流通市值(亿港元)      | 579.71    |
|            |       | 自由流通股数(百万)       | 1,635.29  |

### 事件概述

新东方发布 FY25Q3 业绩，公司 FY25Q3 净收入/剔除东方甄选及直播电商收入为 11.83/10.38 亿美元，同比增长-2.0%/21.2%，新业务收入增长 34.5%、有所放缓。归母净利/Non-GAAP（剔除股权激励和公允价值变动损益影响）为 0.87/1.13 亿美元，同比增长 0.1%/-14.3%，经营利润（不包括东方甄选自营产品及直播电商业务产生的经营亏损）为 1.26 亿美元，同比增长 5%。

公司将授权回购股份总价值从 4 亿美元提升至 7 亿美元，截至 2025 年 4 月 22 日，公司根据股份回购计划在公开市场累计回购 14.4 百万股美国存托股，总额约 6.96 亿美元。

### 分析判断：

**教育新业务增长略有放缓，截至 Q3 递延收入同比增长 15%。**新业务方面，Q3 整体营收同比增长 34.5%，较 FY25Q2 的增速 42.6%略有放缓，主要由于去年部分城市的招生分为春季和秋季两部分，今年一些城市合并为一次招生；其中非学科类辅导业务报名人数/智能学习系统机设备活跃付费用户分别为 40.8 万人次/30.9 万人，同比增长 14.9%/64.4%（Q2 为 26.5%/44.2%）。截至 FY2025Q3 末，递延收入结余为 17.50 亿美元，同比增加 15%。

**传统教育业务增长受宏观经济影响，增速放缓。**1) 25Q3 海外考试准备和出国咨询业务同比增长 7.1%及 21.4%。2) 大学生及成人考试业务同比增长 17.0%。

**FY2025Q3 净利率增幅低于毛利率增幅主要由于销售费用率、管理费用率提升以及所得税占比提升。**(1) FY2025Q3 公司毛利率/归母净利率分别为 55.1%/7.4%，同比提升 8.5/0.2PCT。从费用率来看，FY2025Q3 销售/管理费用率分别为 15.4%/29.1%，同比增加 2.0/5.3PCT，股权激励费用减少，销售费用增加主要由于非学科业务扩张及文旅业务投入；所得税占比增加 1.7PCT。

### 投资建议

我们分析：1) 公司 FY25Q4 业绩指引为美元口径收入增长 10-13%，低于全年业绩指引，主要由于经济影响传统教育业务需求、非学科培训随基数增大有所降速；FY25 全年来看，我们预计公司非甄选业务保持 25%以上收入增速、其中核心业务素质教育增长由 40%下降至 30%、高中培训增长 20%；2) 预计 FY2026 海外留学业务收入个位数增长，新业务增长 25-30%（预计扩校增速 10-15%），高中业务增长 12-13%，文旅业务增长 15-20%；3) 长期来看，公司作为稀缺的全国化龙头之一，仍在积极拓展学习中心，市场份额有望持续提升。下调盈利预测，下调公司 FY25-27 收入 50.13/61.29/73.56 亿美元至 48.62/56.03/65.71 亿美元；下调 FY 25-27 归母净利为 4.22/6.12/7.94 亿美元至 4.03/5.31/6.77 亿元，对应下调 FY25-27EPS 为 0.26/0.37/0.49 美元至 0.25/0.32/0.41 元，2025 年 4 月 23 日收盘价 35.45 港元（1 美元=7.76 港元），对应 FY25-27 年 19/14/11XPE，维持“买入”评级。

### 风险提示

市场竞争风险；网点扩张不及预期的风险；学费提价及学生招生不及预期的风险；管理团队和师资队伍流失风险；系统性风险。

## 盈利预测与估值

| 财务摘要        | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万美元)  | 2997.76 | 4313.59 | 4862.19 | 5602.82 | 6570.51 |
| YoY (%)     | -3.46%  | 43.89%  | 12.72%  | 15.23%  | 17.27%  |
| 归母净利润(百万美元) | 177.34  | 309.59  | 403.03  | 530.54  | 676.74  |
| YoY (%)     | 114.93% | 74.57%  | 30.18%  | 31.64%  | 27.56%  |
| 毛利率 (%)     | 52.98%  | 52.45%  | 54.00%  | 55.00%  | 55.00%  |
| 每股收益 (美元)   | 0.11    | 0.19    | 0.25    | 0.32    | 0.41    |
| ROE (%)     | 0.05    | 0.08    | 0.10    | 0.11    | 0.12    |
| 市盈率         | 34.93   | 42.84   | 18.54   | 14.08   | 11.04   |

资料来源：公司公告，华西证券研究所（1美元=7.76港元）

**分析师：唐爽爽**

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

**分析师：李佳妮**

邮箱：lijn@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120003

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

| 利润表<br>(百万美元) | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        | 现金流量表<br>(百万美元) | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业总收入         | 4313.59      | 486219.24    | 560282.22    | 657051.45    | 净利润             | 309.59       | 403.03       | 530.54       | 676.74       |
| YoY (%)       | 43.89%       | 11171.81%    | 15.23%       | 17.27%       | 折旧和摊销           | 106.82       | 130.94       | 133.64       | 126.39       |
| 营业成本          | 2050.96      | 2236.61      | 2521.27      | 2956.73      | 营运资金变动          | 741.98       | 392.10       | 480.02       | 541.06       |
| 营业税金及附加       |              |              |              |              | 经营活动现金流         | 1122.64      | 1019.11      | 1267.64      | 1502.58      |
| 销售费用          | 660.59       | 726.90       | 860.03       | 1018.43      | 资本开支            | -249.39      | -155.00      | -170.00      | 0.00         |
| 管理费用          | 1251.62      | 1332.24      | 1498.75      | 1802.95      | 投资              | -870.96      | 808.11       | 716.32       | 722.67       |
| 财务费用          | -153.29      | -55.57       | -97.01       | -254.22      | 投资活动现金流         | -1153.92     | 797.75       | 555.51       | 733.46       |
| 研发费用          |              |              |              |              | 股权募资            | -59.01       | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 资产减值损失        | -58.93       | -2.00        | -2.01        | -2.35        | 债务募资            | -0.24        | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 投资收益          | 350.43       | 566.45       | 722.76       | 792.40       | 筹资活动现金流         | -160.44      | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 营业利润          |              |              |              |              | 现金净流量           | -216.32      | 1844.35      | 1850.64      | 2263.53      |
| 营业外收支         |              |              |              |              |                 |              |              |              |              |
| 利润总额          | 434.91       | 629.74       | 828.97       | 1057.41      | <b>主要财务指标</b>   | <b>2024A</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> |
| 所得税           | 109.69       | 125.95       | 165.79       | 211.48       | <b>成长能力</b>     |              |              |              |              |
| 净利润           | 325.22       | 503.79       | 663.18       | 845.93       | 营业收入增长率         | 43.89%       | 12.72%       | 15.23%       | 17.27%       |
| 归属于母公司净利润     | 309.59       | 403.03       | 530.54       | 676.74       | 净利润增长率          | 74.57%       | 30.18%       | 31.64%       | 27.56%       |
| YoY (%)       | 74.57%       | 30.18%       | 31.64%       | 27.56%       | <b>盈利能力</b>     |              |              |              |              |
| 每股收益          | 0.19         | 0.25         | 0.32         | 0.41         | 毛利率             | 52.45%       | 54.00%       | 55.00%       | 55.00%       |
|               |              |              |              |              | 净利率             | 7.18%        | 8.29%        | 9.47%        | 10.30%       |
| <b>资产负债表</b>  | <b>2024A</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> | 总资产收益率 ROA      | 4.11%        | 4.78%        | 5.47%        | 6.03%        |
| 货币资金          | 1389.36      | 3233.71      | 5084.35      | 7347.88      | 净资产收益率 ROE      | 8.20%        | 9.58%        | 11.14%       | 12.37%       |
| 预付款项          |              |              |              |              | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |
| 存货            | 92.81        | 63.49        | 73.81        | 84.34        | 流动比率            | 1.80         | 1.91         | 1.95         | 2.04         |
| 其他流动资产        | 177.41       | 123.39       | 150.73       | 168.37       | 速动比率            | 1.71         | 1.86         | 1.90         | 1.99         |
| 流动资产合计        | 5388.88      | 6409.34      | 7664.87      | 9334.94      | 现金比率            | 0.46         | 0.97         | 1.30         | 1.61         |
| 长期股权投资        | 0.00         | -0.01        | 0.19         | 1.11         | 资产负债率           | 46.24%       | 45.68%       | 45.65%       | 45.21%       |
| 固定资产          | 507.98       | 541.15       | 585.26       | 539.45       | <b>经营效率</b>     |              |              |              |              |
| 无形资产          | 776.54       | 767.42       | 759.68       | 679.10       | 总资产周转率          | 0.62         | 0.61         | 0.62         | 0.63         |
| 非流动资产合计       | 2142.80      | 2023.07      | 2033.39      | 1880.42      | <b>每股指标 (元)</b> |              |              |              |              |
| 资产合计          | 7531.67      | 8432.41      | 9698.26      | 11215.36     | 每股收益            | 0.19         | 0.25         | 0.32         | 0.41         |
| 短期借款          | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 每股净资产           | 2.29         | 2.57         | 2.91         | 3.34         |
| 应付账款及票据       | 105.68       | 77.57        | 91.52        | 103.68       | 每股经营现金流         | 0.68         | 0.62         | 0.78         | 0.92         |
| 其他流动负债        | 2725.42      | 3084.61      | 3614.02      | 4211.92      | 每股股利            | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 流动负债合计        | 3000.86      | 3347.48      | 3922.66      | 4566.35      | <b>估值分析</b>     |              |              |              |              |
| 长期借款          | 14.40        | 14.40        | 14.40        | 14.40        | PE              | 42.98        | 18.54        | 14.08        | 11.04        |
| 其他长期负债        | 467.40       | 490.23       | 490.23       | 490.23       | PB              | 3.56         | 1.78         | 1.57         | 1.37         |
| 非流动负债合计       | 481.80       | 504.64       | 504.64       | 504.64       |                 |              |              |              |              |
| 负债合计          | 3482.66      | 3852.12      | 4427.30      | 5070.98      |                 |              |              |              |              |
| 股本            | 1.70         | 1.70         | 1.70         | 1.70         |                 |              |              |              |              |
| 少数股东权益        | 273.08       | 373.84       | 506.47       | 675.66       |                 |              |              |              |              |
| 股东权益合计        | 4049.01      | 4580.29      | 5270.96      | 6144.38      |                 |              |              |              |              |
| 负债和股东权益合计     | 7531.67      | 8432.41      | 9698.26      | 11215.36     |                 |              |              |              |              |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

| 公司评级标准                           | 投资<br>评级 | 说明                              |
|----------------------------------|----------|---------------------------------|
| 以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入       | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%    |
|                                  | 增持       | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间   |
|                                  | 中性       | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间     |
|                                  | 减持       | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间    |
|                                  | 卖出       | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%    |
| 行业评级标准                           |          |                                 |
| 以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。       | 推荐       | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%  |
|                                  | 中性       | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间 |
|                                  | 回避       | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%  |

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。