

## 社会服务

2025 年 04 月 24 日

## 新东方-S (09901)

—— 留学业务增速触底，降本行动缓解利润率压力

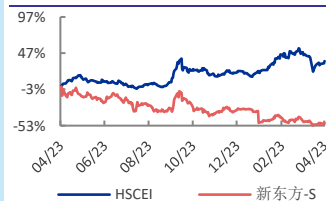
报告原因：强调原有的投资评级

买入 (维持)

市场数据： 2025 年 04 月 23 日

|                |             |
|----------------|-------------|
| 收盘价 (港币)       | 35.45       |
| 恒生中国企业指数       | 8116.28     |
| 52 周最高/最低 (港币) | 71.10/31.20 |
| H 股市值 (亿港元)    | 603.36      |
| 流通 H 股 (百万股)   | 1,630.42    |
| 汇率 (人民币/港币)    | 1.0758      |

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

## 证券分析师

黄哲 A0230513030001  
huangzhe@swsresearch.com

## 联系人

黄哲  
(8621)23297818×  
huangzhe@swsresearch.com

## 投资要点：

新东方公告 3QFY25 收入 11.83 亿美元，同比下降 2%。其中非甄选业务（教育+文旅等）实现收入 10.4 亿美元，同比增长 21.2%。归属母公司的 Non-GAAP 净利润为 1.13 亿美元，同比下降 14.3%。Non-GAAP 净利率为 9.6%，同比收窄 1.4 个百分点。

**留学业务增速放缓。**出国考试培训及咨询业务收入 2.96 亿美元，同比增长 11.4%，增速较去年同期放缓 35.4 个百分点。留学业务中高端的出国考培 1 对 1 业务，因其偏高端消费，业务增长受到挑战。同时，在经历过去 2 年因疫情积累的出国需求快速释放后，出国留学需求回归常态，这同样对该业务的持续高增产生压力。公司通过调整 1 对 1 班型至 1 对多，进而降低课时单价；并通过增加青少年出国考培业务，扩展服务对象，以便提升出国业务增长韧性。

**新业务增长保持强劲。**3Q 新业务（K9 素养教培+学习机业务等）收入同比增长 34.5%至 3.25 亿美元。我们认为“双减”后教培市场供需格局优化，非学科素养业务的高增将得以持续，并长期利好公司该业务发展。公司同时将通过产品矩阵，在小学阶段提供素养班课，在初中阶段推出学习机订阅服务来满足小学素质教培，中学学科教培的差异化需求，带动新业务快速增长。3Q 教学网点增至 1189 个，同比增长 30.5%，延续高增状态。作为培训人次的领先指标，我们认为教学点扩张提速代表需求的景气度仍处于上升通道。教学网点加速扩张将带动培训人次加速增长，带动收入增长提速。

**经营利润率或已触底。**由于高利润率的留学业务增长放缓，3Q 非甄选（教育+文旅等）业务 Non-GAAP 经营利润率同比收窄 1.8 个百分点至 13.3%。出国留学业务增速放缓对利润率产生拖累。而新业务中素养教培经营杠杆持续释放，虽然教学网点增长迅速，但经营利润率仍有小幅提升。我们预计随着公司出国留学业务调整持续推进，叠加降本行动的开展，4QFY25 Non-GAAP 经营利润率将重回扩张趋势。

**维持买入。**出国留学业务调整或将持续 1-2 个季度，其对利润率的压力将通过公司降本行动得到缓解。我们维持 FY25-FY27 财年 Non-GAAP 净利润 4.54 亿、5.34 亿、6.36 亿美元。维持 DCF 目标价 74.8 美元（或 58.5 港元，每一股 ADR 等于 10 股普通股，港股交易的是普通股），目标价对应 25 财年 PE16.1 倍，对应 PEG0.86 倍。鉴于素养教培行业高景气，公司该业务板块持续高增，我们维持买入评级。

**风险提示：**非学科培训监管政策加码；海外地缘政治因素导致境外留学签证受阻，业务恢复放缓。

## 财务数据及盈利预测

| 美元             | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元)     | 2,998 | 4,314 | 4,959 | 6,024 | 7,341 |
| 同比增长率 (%)      | -3.46 | 43.89 | 14.96 | 21.48 | 21.86 |
| 经调整归母净利润 (百万元) | 259   | 381   | 454   | 534   | 636   |
| 同比增长率 (%)      | Na.   | 47.20 | 19.21 | 17.64 | 19.08 |
| 每股收益 (元/ADR)   | 1.59  | 2.34  | 2.79  | 3.28  | 3.90  |
| 净资产收益率 (%)     | 6.17  | 8.03  | 8.65  | 10.31 | 12.61 |
| 市盈率            | 27.76 | 18.86 | 15.82 | 13.45 | 11.29 |
| 市净率            | 1.88  | 1.78  | 1.73  | 1.67  | 1.65  |

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本



申万宏源研究微信服务号

## 利润

| (美元百万元)            | FY23A  | FY24A  | FY25E  | FY26E  | FY27E  |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入                 | 2,998  | 4,314  | 4,959  | 6,024  | 7,341  |
| 营业成本               | -1,409 | -2,051 | -2,194 | -2,658 | -3,281 |
| 毛利                 | 1,588  | 2,263  | 2,765  | 3,366  | 4,060  |
| 销售营销费用             | -445   | 661    | -602   | -738   | -916   |
| 管理费用               | -954   | 1,252  | -1,739 | -2,031 | -2,474 |
| EBITDA             | 313    | 422    | 544    | 676    | 764    |
| EBIT               | 190    | 350    | 462    | 581    | 653    |
| 其他收入               | 118    | 143    | 16     | 9      | 78     |
| 税前利润               | 309    | 494    | 478    | 590    | 731    |
| 所得税                | -66    | -110   | -120   | -148   | -183   |
| 本年利润               | 235    | 325    | 359    | 443    | 548    |
| 经调整本年利润 (Non-GAAP) | 259    | 381    | 454    | 534    | 636    |

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 资产负债表

| (美元百万元)          | FY23A | FY24A | FY25E | FY26E | FY27E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 现金及银行存款          | 1,663 | 1,389 | 2,021 | 2,475 | 3,007 |
| 贸易应收款            | 33    | 30    | 11    | 13    | 16    |
| 存货               | 53    | 93    | 98    | 104   | 111   |
| 短期投资             | 1,478 | 2,066 | 2,066 | 2,066 | 2,066 |
| 其他流动资产           | 1,187 | 1,811 | 1,811 | 1,811 | 1,811 |
| 长期投资             | 400   | 356   | 356   | 356   | 356   |
| 不动产、厂房和设备 (PP&E) | 360   | 508   | 686   | 926   | 1,250 |
| 无形资产和其他资产        | 1,219 | 1,279 | 660   | 652   | 588   |
| 总资产              | 6,392 | 7,532 | 7,709 | 8,403 | 9,204 |
| 流动负债             | 2,251 | 3,001 | 3,510 | 4,058 | 4,740 |
| 贸易及其他应付款项        | 70    | 106   | 109   | 132   | 162   |
| 其他流动负债           | 2,181 | 2,895 | 3,402 | 3,927 | 4,577 |
| 长期负债             | 327   | 482   | 50    | 50    | 121   |
| 总负债              | 2,578 | 3,483 | 3,560 | 4,108 | 4,860 |
| 少数股东权益           | 210   | 273   | 229   | 230   | 231   |
| 股东权益             | 3,815 | 4,049 | 4,149 | 4,294 | 4,344 |
| 总负债和权益           | 6,392 | 7,532 | 7,709 | 8,403 | 9,204 |

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 现金流量表

| (美元百万元)      | FY23A | FY24A  | FY25E | FY26E | FY27E |
|--------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 净利润          | 235   | 325    | 359   | 443   | 548   |
| 加：折旧和摊销      | 123   | 71     | 81    | 94    | 111   |
| 递延所得税 - 现金流  | -32   | -32    | -32   | -32   | -32   |
| 基于股票的薪酬      | 90    | 122    | 98    | 98    | 98    |
| 坏账准备         | 1     | 1      | 1     | 1     | 1     |
| 营运资金变动       | 200   | 128    | 90    | 65    | 84    |
| 其他           | 354   | 507    | 440   | 483   | 598   |
| 经营活动产生的现金流   | 971   | 1,123  | 1,037 | 1,152 | 1,408 |
| 资本支出         | -142  | -134   | -172  | -223  | -289  |
| 其他投资活动产生的现金流 | 104   | -1,020 | -433  | -475  | -588  |
| 投资活动产生的现金流   | -37   | -1,154 | -605  | -698  | -876  |
| 股权融资         | 13    | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 回购普通股        | -192  | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 负债净变动        | 0     | 1      | 2     | 2     | 3     |
| 股息和利息支付      | 0     | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 其他融资活动产生的现金流 | -68   | -161   | -2    | -2    | -3    |
| 融资活动产生的现金流   | -247  | -160   | 0     | 0     | 0     |
| 汇率对现金的影响     | -76   | -25    | 0     | 0     | 0     |
| 净现金流         | 611   | -216   | 432   | 454   | 532   |

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 关键绩效指标

|              | FY23A | FY24A | FY25E | FY26E | FY27E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 每股指标 (美元)    |       |       |       |       |       |
| 每股收益         | 1.59  | 2.34  | 2.79  | 3.28  | 3.90  |
| 每股经营性现金流     | 5.96  | 6.89  | 6.36  | 7.07  | 8.64  |
| 每股派息         | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| 每股净资产        | 23.40 | 24.83 | 25.45 | 26.34 | 26.64 |
| 经营指标 (%)     |       |       |       |       |       |
| 投入资本回报率      | 6.61  | 15.55 | 27.41 | 43.90 | 72.65 |
| 净资产收益率       | 6.17  | 8.03  | 8.65  | 10.31 | 12.61 |
| 毛利率          | 52.98 | 52.45 | 55.76 | 55.88 | 55.31 |
| EBITDA 率     | 10.43 | 9.77  | 10.96 | 11.21 | 10.40 |
| EBIT 率       | 6.34  | 8.12  | 9.32  | 9.65  | 8.89  |
| 收入同比增速       | -3.46 | 43.89 | 14.96 | 21.48 | 21.86 |
| 经调整归母净利润同比增速 | NA    | 47.20 | 19.21 | 17.64 | 19.08 |
| 资产负债率        | 40.32 | 46.24 | 46.18 | 48.89 | 52.81 |
| 净资产周转率       | 0.79  | 1.10  | 1.21  | 1.43  | 1.70  |
| 总资产周转率       | 0.48  | 0.62  | 0.65  | 0.75  | 0.83  |
| 有效税率         | 21.41 | 22.21 | 25.00 | 25.00 | 25.00 |
| 股息率          | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| 估值 (倍)       |       |       |       |       |       |
| P/E          | 27.76 | 18.86 | 15.82 | 13.45 | 11.29 |
| P/B          | 1.88  | 1.78  | 1.73  | 1.67  | 1.65  |

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

|        |     |              |                                                                    |
|--------|-----|--------------|--------------------------------------------------------------------|
| 华东组    | 茅炯  | 021-33388488 | <a href="mailto:maojiong@swhy.com">maojiong@swhy.com</a>           |
| 银行团队   | 李庆  | 021-33388245 | <a href="mailto:liqing3@swhy.com">liqing3@swhy.com</a>             |
| 华北组    | 肖霞  | 010-66500628 | <a href="mailto:xiaoxia@swhy.com">xiaoxia@swhy.com</a>             |
| 华南组    | 张晓卓 | 13724383669  | <a href="mailto:zhangxiaozhuo@swhy.com">zhangxiaozhuo@swhy.com</a> |
| 华东创新团队 | 朱晓艺 | 021-33388860 | <a href="mailto:zhuxiaoyi@swhy.com">zhuxiaoyi@swhy.com</a>         |
| 华北创新团队 | 潘烨明 | 15201910123  | <a href="mailto:panyeming@swhy.com">panyeming@swhy.com</a>         |

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                   |                            |
|-------------------|----------------------------|
| 买入 (Buy)          | ：相对强于市场表现 20% 以上；          |
| 增持 (Outperform)   | ：相对强于市场表现 5% ~ 20%；        |
| 中性 (Neutral)      | ：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5% 以下。           |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                  |                 |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight)  | ：行业超越整体市场表现；    |
| 中性 (Neutral)     | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。    |

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

## 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。