

新东方-S (09901.HK)

优于大市

留学业务及下期收入展望谨慎，未来聚焦经营效能提升

核心观点

FY2025Q3 非甄选业务收入同增 21.2%，略优于管理层指引。 FY2025Q3，公司收入 11.83 亿美元/-2.0%，系 2024 年 7 月“与辉同行”出表影响，其中非甄选业务收入 10.38 亿美元/+21.2%，位于前期指引（18-21%）区间上限；经营利润 1.25 亿美元/+9.8%，其中非甄选部分经营利润 1.26 亿元/+5.0%，经营利润率 12.1%/-1.9pct，主因高毛利留学业务增速走低；经调增净利润 1.13 亿美元/-14.3%，系税率提升扰动（WFOE 公司资金出境）。2025 年 2 月底，公司递延收入 17.50 亿美元/+15.0%，环比 FY25Q1/Q2（24%/19%）降速。

K9 教育新业务&高中培训增速良好，留学增速边际继续走低且展望谨慎。 K9 教育新业务同增 35%，其中非学科素养培训人次 40.8 万/+14.9%，学习机付费活跃用户 30.9 万人/+64.4%，维持韧性增长、但基数效应影响下增速也有所放缓（FY25Q1/Q2 增速为 50%/43%）；**大学生业务同增 17%；高中培训同增 19%需求韧性较强；留学考培/咨询同增 7%/21%，**受消费力下行及国际关系变化影响，增速仍在降速且展望谨慎；**电商及文旅业务收入同比-49%，**系 2024 年剥离“与辉同行”扰动为主。

FY2025Q3 产能扩张环比 4%，新财年聚焦网点利用率提升。截至报告期末，公司网点数量达 1189 家、环比上年末已同增 16%，维持全年 20-25%产能扩张计划。2026 财年网点计划同增 10-15%，聚焦网点的利用率提升。

毛利率结构性走高，销售及管理费率同比走高。 FY2025Q3，毛利率为 55.1%/+8.5pct，主因低毛利率的电商业务占比下降；管理/销售费率 29.1%，分别同比+5.3/+2.0pct，系受文旅整合及教培费用投放影响。

FY25Q4 预计非甄选收入同增 10-13%。 FY2025Q4，公司预计净营收同比增长 10-13%（人民币口径 12-15%），增速降速系留学需求阶段仍有压力以及 K12 教培高基数上增长放缓。股份回购计划期内，公司累计股份回购已达到 6.96 亿美元，公司已计划未来采取更多元股东回报方式。

风险提示：政策趋严、行业竞争加剧、业务渗透率提升缓慢、股东减持等。

投资建议：考虑到留学需求阶段压力及 K12 业务高基数下的降速，我们下调 2025-2027 年经调整净利润至 4.7/5.7/6.9 亿美元（调整方向 -3%/-14%/-22%），对应 PE 估值为 16/14/11x。目前公司已积极内部降本增效提升经营效能，叠加网点利用率提升，未来季度经营利润率有望重回扩张通道，进而部分抵消留学业务对利润的边际拖累。若基于上述假设，公司经营调净利润 CAGR（2025-2027 年）约 20%，PEG 角度已具备性价比，故维持公司中线“优于大市”评级，建议密切关注调整效果以及留学需求企稳进程。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万美元)	2,998	4,314	4,896	5,640	6,457
(+/-%)	-3.5%	43.9%	13.5%	15.2%	14.5%
经调整净利润(百万美元)	259	381	466	565	685
(+/-%)	-114.9%	74.6%	22.2%	21.4%	21.2%
每股收益(美元)	0.16	0.23	0.28	0.35	0.42
EBIT Margin	-44.5%	-23.6%	9.2%	11.6%	12.8%
净资产收益率 (ROE)	4.9%	8.2%	11.0%	11.8%	12.5%
市盈率 (PE)	29.5	20.0	16.4	13.5	11.2
EV/EBITDA	174.0	168.0	111.4	87.0	73.2
市净率 (PB)	19.95	19.04	16.95	14.96	13.09

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

社会服务·教育

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn
S0980511040003
证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn
S0980521120002

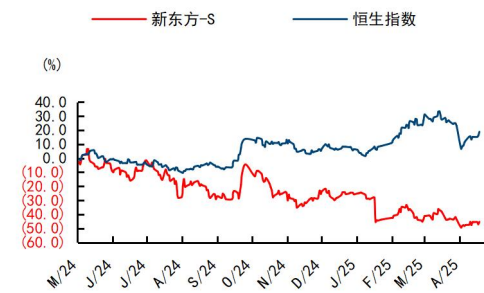
联系人：周瑛皓

zhouyinghao@guosen.com.cn

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值 35.45 港元
收盘价 57971/57971 百万港元
总市值/流通市值 70.60/31.20 港元
52 周最高价/最低价 271.56 百万港元
近 3 个月日均成交额

市场走势



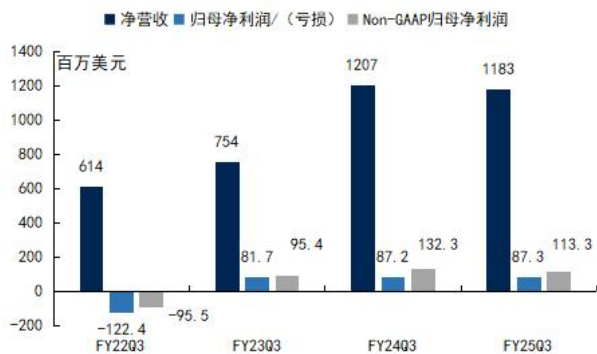
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《新东方-S (09901.HK)：当期教育业务表现良好，电商业务及下期营收指引扰动情绪》——2025-01-23
《新东方-S (09901.HK) - 教育主业经营符合预期，运营效率持续提升》——2024-10-25
《新东方 (09901.HK)：激荡教培三十载，而今迈步新征程》——2024-08-27

FY2025Q3 非甄选业务收入同增 21.2%，略优于管理层指引。FY2025Q3，公司实现收入 11.83 亿美元/-2.0%，其中非甄选部分公司收入 10.38 亿美元/+21.2%，处于管理层指引（18-21%）区间上限；实现经营利润 1.25 亿美元/+9.8%，其中非甄选部分经营利润 1.26 亿元/+5.0%，经营利润率 12.1%/-1.9pct，主因高毛利率留学业务增速走低；归母净利润 8726 万美元/+0.1%，经调增净利润 1.13 亿美元/-14.3%，系税率提升（WOFE 公司资金出境）。期末公司递延收入为 17.50 亿美元/+15.0%，环比 FY25Q1/Q2（24%/19%）增速边际也有所走低。

图1：新东方第三季度收入及利润表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：新东方短期递延收入及对应增速

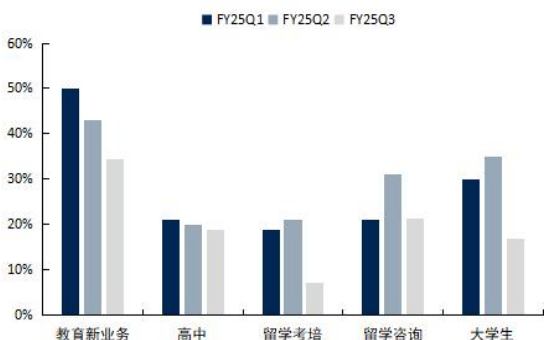


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

FY2025Q3，K9 教育新业务&高中培训增速良好，留学业务增速边际下行。K9 教育新业务同增 35%，其中非学科素养培训人次为 40.8 万/+14.9%，学习机付费活跃用户 30.9 万人/+64.4%，强需求+格局改善红利持续释放，维持韧性增长，但基数效应边际上也影响了增速表现（FY25Q1/Q2 增速分别为 50%/43%）；高中培训同增 19%，增长韧性最强（FY25Q1/Q2 增速分别为 21%/20%）；留学考培/咨询期内收入分别同增 7%/21%，消费力下行（产品单价高）及部分国家留学环境趋于紧张均有扰动，增速季度间环比走低；大学生业务收入同比-2%；电商及文旅业务收入同比-49%，主因剥离“与辉同行”影响。

FY2025Q3 产能扩张环比 4%，维持 2025 财年 20-25%的扩张计划。截至 2025 财年第三季度末，公司学校及学习中心数量环比增长 4%，达约 1189 家，较 FY2024 年末同比增长 16%，维持全年 20-25%产能扩张计划。2026 财年网点计划同增 10-15%，聚焦网点的利用率提升。

图3：FY2025 财年分季度新东方核心业务增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

注：部分业务系国信社服估算

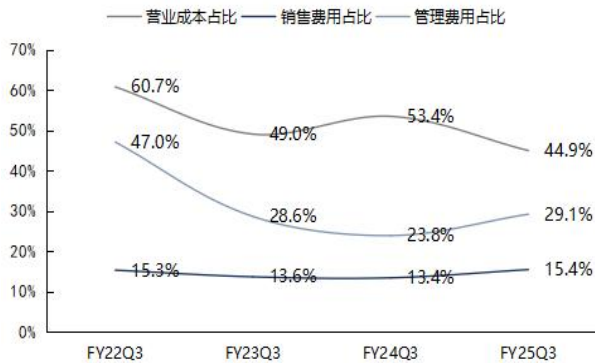
图4：公司季度末学习中心及学校数量



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

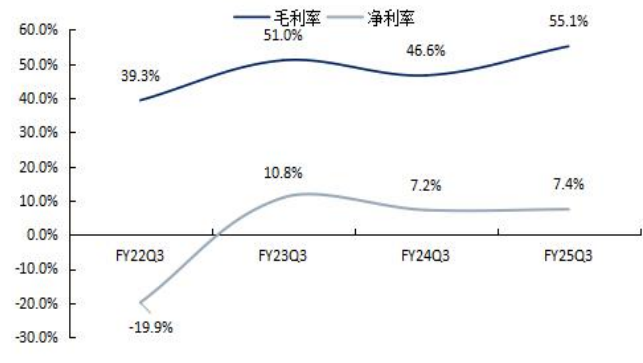
毛利率结构性走高，销售及管理费率同比走高。FY2025Q3，公司毛利率为 55.1%/+8.5pct，主因期内低毛利电商业务占比下降；管理费用率 29.1%，同比 +5.3pct；销售费用率为 15.4%，同比+2.0pct，管理费率及销售费率同比略有提升，主要系受文旅业务整合及教培费用投放影响。此外，期内所得税率为 34.3%，同比环比均大幅提升系公司资金出境缴纳了税款。

图5：新东方成本费率占比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：新东方毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

FY2025Q4 预计非甄选收入同增 10–13%。展望 FY2025Q4，公司预计净营收同比增长 10–13%（人民币口径为 12–15%），增速环比 FY25Q1/Q2 继续走低，主要系留学业务需求阶段仍有压力以及 K12 教培业务高基数上的增长放缓。股份回购计划期内，公司累计股份回购已达到 6.96 亿美元（回购计划合计为 7 亿美元），公司已计划未来采取更多元股东回报方式。

投资建议：考虑到留学需求阶段压力及 K12 业务高基数下的降速，我们下调 2025–2027 年经调整净利润至 4.7/5.7/6.9 亿美元（调整方向–3%/–14%/–22%），对应 PE 估值为 16/14/11x。目前公司已积极内部降本增效提升经营效能，叠加网点利用率提升，未来季度经营利润率有望重回扩张通道，进而部分抵消留学业务对利润的边际拖累。若基于上述假设，公司经调净利润 CAGR（2025–2027 年）约 20%，PEG 角度已具备性价比，故维持公司中线“优于大市”评级，建议密切关注调整效果以及留学需求企稳进程。

表1：板块相对估值表（单位：人民币）

代码	公司简称	股价 (元)	总市值	EPS			PE			投资评级
			亿元	25E	26E	27E	25E	26E	27E	
000526.SZ	学大教育	56.93	69.38	2.29	2.85		24.9	20.0		优于大市
605098.SH	行动教育	40.10	47.82	2.55	2.91	3.39	15.7	13.8	11.8	优于大市
0667.HK	中国东方教育	5.43	118.59	0.29	0.33	0.39	18.7	16.5	13.9	优于大市
9901.HK	新东方-S	36.05	589.52	2.17	2.72	3.26	16.4	13.5	11.2	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：新东方 EPS 为经调整 EPS，且货币单位为人民币

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1663	1389	4800	5280	5808	营业收入	2998	4314	4896	5640	6457
应收款项	243	344	443	510	584	营业成本	1409	2051	2277	2611	2977
存货净额	53	93	91	105	119	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	122	177	196	226	258	销售费用	1644	1425	881	948	1085
流动资产合计	4414	5389	8915	10183	11645	管理费用	1277	1855	1286	1429	1569
固定资产	360	508	599	693	788	财务费用	(14)	36	53	118	132
无形资产及其他	570	777	582	388	194	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	160	295	295	295	295	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	723	563	563	613	663	其他收入	1621	1488	253	258	265
资产总计	6392	7532	10956	12173	13586	营业利润	301	435	652	792	959
短期借款及交易性金融负债	0	0	3371	3760	4172	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	205	275	304	335	358	利润总额	301	435	652	792	959
其他流动负债	2046	2725	2361	2664	3023	所得税费用	66	110	163	198	240
流动负债合计	2251	3001	6036	6759	7553	少数股东损益	58	16	23	28	34
长期借款及应付债券	15	14	14	14	14	归属于母公司净利润	259	381	466	565	685
其他长期负债	312	467	367	267	167	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	327	482	382	282	182	净利润	259	381	466	565	685
负债合计	2578	3483	6417	7041	7734	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	210	273	297	325	359	折旧摊销	346	492	253	258	265
股东权益	3604	3776	4242	4807	5492	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
负债和股东权益总计	6392	7532	10956	12173	13586	财务费用	(14)	36	53	118	132
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	175	573	(552)	124	160
每股收益	0.16	0.23	0.28	0.35	0.42	其它	(24)	(56)	23	28	34
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	757	1391	190	976	1144
每股净资产	2.20	2.31	2.59	2.94	3.36	资本开支	0	(183)	(150)	(158)	(165)
ROIC	-25%	-13%	13%	15%	18%	其它投资现金流	709	(1052)	0	(677)	(813)
ROE	5%	8%	11%	12%	12%	投资活动现金流	277	(1075)	(150)	(885)	(1028)
毛利率	53%	52%	54%	54%	54%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-44%	-24%	9%	12%	13%	负债净变化	(51)	(0)	0	0	0
EBITDA Margin	-33%	-12%	14%	16%	17%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	-3%	44%	14%	15%	14%	其它融资现金流	(417)	(588)	3371	389	412
净利润增长率	-115%	75%	50%	21%	21%	融资活动现金流	(519)	(589)	3371	389	412
资产负债率	44%	50%	61%	61%	60%	现金净变动	514	(274)	3411	480	528
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	1149	1663	1389	4800	5280
P/E	29.5	20.0	16.4	13.5	11.2	货币资金的期末余额	1663	1389	4800	5280	5808
P/B	19.9	19.0	16.9	15.0	13.1	企业自由现金流	0	122	(110)	714	879
EV/EBITDA	(76)	(144)	111	87	73	权益自由现金流	0	(494)	3221	1014	1192

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032