



新东方-S (09901.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评

证券研究报告

K12 业务势头良好，推行降本增效，

Q4 核心业务利润率有望同比改善

业绩简评

2025 年 4 月 23 日晚间公司披露 2025 财年三季报 (2024 年 12 月-2025 年 2 月)，三季度实现营收 11.8 亿美元/yoy-2.0%，Non-GAAP 归母净利润 1.1 亿美元/yoy-14.3%。其中，核心业务 (教育+文旅) 营收 10.4 亿美元/yoy+21.2%，位于指引上限，Non-GAAP 经营利润率 13.3%，略好于我们的预期。公司指引四季度核心业务收入 10.091-10.366 亿美元/yoy+10-13%，人民币口径 yoy+12-15%，符合我们的预期，Non-GAAP 经营利润率同比改善，好于我们的预期。

经营分析

K12 教培业务势头良好，K9 新业务引领增长：公司一半以上收入来自 K12 教培业务。Q3 寒假季度高中业务收入增长稳健，K9 新业务收入同比增长 34.5%，保持强劲，其中非学科辅导报名人数达到 40.8 万人/yoy+15%，学习机活跃付费用户 30.9 万人/yoy+64%。我们预计 Q4 高中/K9 新业务收入同比增长 15%/30%+。

积极调整出国业务：公司 20%+收入来自出国业务。受到宏观经济和国际关系变化影响，Q3 公司出国考培业务收入增速放缓至 7%，留学咨询业务收入放缓至 21%。公司正在进行积极调整，一方面加大需求更好的青少国际教育服务 (如剑桥 KET/PET、小托福等)，另一方面通过优化人员、优化市场费用等方式进行降本增效，稳定盈利能力。我们预计 Q4 出国业务收入同比个位数增长。

Q4 核心业务利润率有望同比改善：Q3 公司核心业务 Non-GAAP 经营利润率同比下降 1.8ppt，主要受到出国业务增长放缓和文旅新业务投入影响。自 Q3 以来，公司已经开始在所有业务线上进行成本控制和效率优化，叠加 K12 教学点的利用率爬升，我们预计 Q4 核心业务利润率有望同比改善。

股东回报积极：基于稳定的现金流和盈利，2024 年 4 月 23 日-2025 年 4 月 22 日期间，公司累计进行了 5 亿美元的回购，以及 1 亿美元的特别分红，公司计划未来将继续推出新的股东回报计划。

盈利预测、估值与评级

公司是国内教培龙头，品牌/教研/教学网络优势显著，K12 业务维持强劲增长，出国业务积极调整，看好公司韧性。我们预计 FY25/FY26/FY27 年 Non-GAAP 归母净利润 4.73/6.12/6.85 亿美元，EPS 0.26/0.31/0.36 美元，公司股票现价对应 PE 估值为 17/15/13 倍，维持“买入”评级。

风险提示

青少国际教育产品推广不及预期；宏观经济波动；教培政策收紧。

海外和传媒互联网组

分析师：徐熠雯 (执业 S1130525030005)

xuyiwen@gjzq.com.cn

分析师：易永坚 (执业 S1130525020001)

yiyongjian@gjzq.com.cn

市价 (港币)：35.450 元



主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万美元)	2,998	4,314	4,860	5,486	6,117
营业收入增长率	-3.46%	43.89%	12.67%	12.87%	11.51%
归母净利润(百万美元)	177	310	428	512	587
归母净利润增长率	114.93%	74.57%	38.29%	19.51%	14.71%
Non-GAAP 归母净利润 (百万美元)	259	381	473	612	685
Non-GAAP 归母净利润 增长率	-124.76%	47.20%	24.09%	29.33%	11.98%
摊薄每股收益(美元)	0.11	0.19	0.26	0.31	0.36
每股经营性现金流净额	0.59	0.68	0.77	0.65	0.74
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.92%	8.20%	10.20%	10.88%	11.10%
P/E	35.55	43.14	17.46	14.61	12.73
P/B	1.76	3.56	1.78	1.59	1.41

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表(美元 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	3,105	2,998	4,314	4,860	5,486	6,117
增长率	-27.4%	-3.5%	43.9%	12.7%	12.9%	11.5%
主营业务成本	1,754	1,409	2,051	2,215	2,523	2,814
%销售收入	56.5%	47.0%	47.5%	45.6%	46.0%	46.0%
毛利	1,351	1,588	2,263	2,645	2,962	3,303
%销售收入	43.5%	53.0%	52.5%	54.4%	54.0%	54.0%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	467	445	661	792	905	1,022
%销售收入	15.0%	14.8%	15.3%	16.3%	16.5%	16.7%
管理费用	1,867	954	1,252	1,395	1,525	1,652
%销售收入	60.1%	31.8%	29.0%	28.7%	27.8%	27.0%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	-1,203	188	282	449	532	630
%销售收入	-38.8%	6.3%	6.5%	9.2%	9.7%	10.3%
财务费用	-119	-114	-153	-138	-149	-151
%销售收入	-3.8%	-3.8%	-3.6%	-2.8%	-2.7%	-2.5%
投资收益	-51	-7	-59	0	0	0
%税前利润	4.7%	-2.4%	-13.6%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-983	190	350	458	532	630
营业利润率	-31.6%	6.3%	8.1%	9.4%	9.7%	10.3%
营业外收支						
税前利润	-1,084	301	435	587	681	781
利润率	-34.9%	10.1%	10.1%	12.1%	12.4%	12.8%
所得税	136	66	110	159	163	187
所得税率	-12.6%	21.9%	25.2%	27.1%	24.0%	24.0%
净利润	-1,220	235	325	427	517	594
少数股东损益	-33	58	16	-1	6	7
归属于母公司的净利润	-1,188	177	310	428	512	587
净利率	n.a	5.9%	7.2%	8.8%	9.3%	9.6%

现金流量表(美元 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-1,188	177	310	428	512	587
少数股东损益	-33	58	16	-1	6	7
非现金支出	866	133	-36	9	6	7
非经营收益						
营运资金变动	-1,154	538	742	669	378	406
经营活动现金净流	-1,280	971	1,123	1,252	1,067	1,203
资本开支	-151	-143	-249	-350	-450	-550
投资	1,343	101	-871	0	0	0
其他	-24	4	-34	151	0	0
投资活动现金净流	1,169	-37	-1,154	-199	-450	-550
股权募资	0	-179	-59	0	0	0
债权募资	-222	-49	0	0	0	0
其他	-9	-19	-101	0	0	0
筹资活动现金净流	-231	-247	-160	0	0	0
现金净流量	-438	611	-216	1,047	611	648

资产负债表(美元 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,149	1,663	1,389	2,437	3,048	3,696
应收款项	243	243	344	381	411	449
存货	28	53	93	63	72	80
其他流动资产	3,055	2,456	3,563	3,556	3,578	3,600
流动资产	4,474	4,414	5,389	6,437	7,109	7,825
%总资产	74.1%	69.0%	71.5%	74.2%	73.9%	73.2%
长期投资	204	196	0	0	0	0
固定资产	403	360	508	600	730	894
%总资产	6.7%	5.6%	6.7%	6.9%	7.6%	8.4%
无形资产	605	570	777	889	1,037	1,219
非流动资产	1,561	1,979	2,143	2,233	2,512	2,858
%总资产	25.9%	31.0%	28.5%	25.8%	26.1%	26.8%
资产总计	6,035	6,392	7,532	8,670	9,621	10,682
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	22	70	106	74	50	56
其他流动负债	1,688	2,181	2,895	3,596	4,059	4,527
流动负债	1,710	2,251	3,001	3,670	4,110	4,583
长期贷款	65	15	14	14	14	14
其他长期负债	466	312	467	515	515	515
负债	2,241	2,578	3,483	4,199	4,639	5,112
普通股股东权益	3,706	3,604	3,776	4,198	4,704	5,286
其中：股本	2	2	2	2	2	2
未分配利润	3,575	3,630	3,870	4,293	4,799	5,380
少数股东权益	88	210	273	272	278	285
负债股东权益合计	6,035	6,392	7,532	8,670	9,621	10,682

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	-0.70	0.11	0.19	0.26	0.31	0.36
每股净资产	2.18	2.19	2.29	2.57	2.88	3.23
每股经营现金净流	-0.75	0.59	0.68	0.77	0.65	0.74
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	-32.05%	4.92%	8.20%	10.20%	10.88%	11.10%
总资产收益率	-19.68%	2.77%	4.11%	4.94%	5.32%	5.49%
投入资本收益率	-35.11%	3.83%	5.18%	7.29%	8.09%	8.57%
增长率						
主营业务收入增长率	-27.39%	-3.46%	43.89%	12.67%	12.87%	11.51%
EBIT 增长率	-772.90%	115.60%	50.05%	59.36%	18.56%	18.41%
净利润增长率	-455.16%	114.93%	74.57%	38.29%	19.51%	14.71%
总资产增长率	-40.55%	5.93%	17.82%	15.11%	10.97%	11.03%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.5	3.0	2.6	2.6	2.2	1.4
存货周转天数	6.1	10.3	12.8	12.7	9.7	9.8
应付账款周转天数	6.2	11.8	15.4	14.6	8.9	6.8
固定资产周转天数	73.5	45.8	36.2	41.0	43.6	47.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-16.28%	-35.03%	-22.41%	-42.67%	-50.55%	-56.85%
EBIT 利息保障倍数	-297.1	265.5	945.0	—	—	—
资产负债率	37.14%	40.32%	46.24%	48.43%	48.21%	47.85%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明:

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;
增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;
中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;
减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究