



新东方-S (09901.HK)

增持 (下调评级)

港股公司点评
证券研究报告

增速进入平稳期，宣布三年股东回报计划

业绩简评

2025年7月30日晚间公司披露2025财年四季报(2025年3-5月)，同时宣布三年股东回报计划。FY2025Q4 公司实现营收 12.43 亿美元/yoy+9.4%。其中，教育业务(含文旅)营收 10.89 亿美元/yoy+18.7%，超出指引上限，Non-GAAP 经营利润率 6.5%，同比提升 4.1ppt，好于预期。公司指引 FY2026Q1 总收入 14.641~15.072 亿美元/yoy+2~5%，FY2026 全年收入 51.453~53.903 亿美元/yoy+5~10%，略低于预期。

经营分析

1) 受经济环境、国际局势和竞争加剧影响，FY2026 教育业务收入增速预计放缓。FY2025Q4 公司出国考培/留学咨询/K9 新业务收入 yoy+14.6%/8.2%/32.5%。公司预计 FY2026Q1 出国业务同比下降 5%，主要受到经济环境和国际局势影响，出国需求减弱；K9 业务 Q1 预计同比增长 15-16%，增速放缓，一方面有排课错期(Q4 确收更多)的节奏影响，另一方面，经济环境和小机构竞争加剧加大了招生压力。我们认为教培行业增速逐步进入平稳期，结合当前政策环境，龙头的阿尔法能力趋稳。

2) 教育收入降速带来利润压力，不过降本增效、东方甄选改善预计对利润有正向贡献。教育业务利润率与产能扩张节奏和教学点利用率相关，收入超预期降速对利润端构成压力。不过，公司从 Q4 开始积极推行降本增效，有望对利润率起 1~1.5ppt 正向贡献。另外，东方甄选盈利能力也在改善。

3) 宣布三年股东回报计划，自 2026 财年起生效。根据计划，公司将以上一财年净利润中不少于 50% 用于回报股东，方式包括分红和回购，我们认为此次力度较为积极。FY2025 全年公司实现 GAAP 归母净利润 3.72 亿美元，估算今年股东回报总额将不低于 1.86 亿美元。

盈利预测、估值与评级

国内教培行业贝塔仍在，K12 教培需求偏刚性。经过前两年的快速修复，考虑当下政策环境，我们认为龙头阿尔法能力正逐步趋稳，增速进入平稳期。我们预计 FY2026-2028 年公司总收入 52.76/57.19/62.28 亿美元，三年复合增速 8%；Non-GAAP 归母净利润 5.60/5.98/6.41 亿美元，现价对应经调整 PE 为 14/13/12 倍，下调至“增持”评级。

风险提示

教育消费疲软；中小机构竞争加剧；政策收紧。

海外和传媒互联网组

分析师：易永坚 (执业 S1130525020001)

liyongjian@gjzq.com.cn

分析师：徐熠雯 (执业 S1130525030005)

xuyiwen@gjzq.com.cn

市价 (港币)：36.500 元

相关报告：

- 《新东方-S 港股公司点评：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》，2025.4.25
- 《新东方-S 港股公司点评：教育业务利润提升》，2025.1.22
- 《新东方-S 公司深度研究：深耕行业三十载，教育龙头地位稳固》，2025.1.21



主要财务指标

| 项目 | FY2024A | FY2025A | FY2026E | FY2027E | FY2028E |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 4,314 | 4,900 | 5,276 | 5,719 | 6,228 |
| 营业收入增长率 | 43.89% | 13.60% | 7.66% | 8.41% | 8.90% |
| 归母净利润(百万元) | 310 | 372 | 460 | 498 | 542 |
| 归母净利润增长率 | 74.57% | 20.07% | 23.67% | 8.33% | 8.74% |
| Non-GAAP 归母净利润(百万元) | 381 | 511 | 560 | 598 | 641 |
| Non-GAAP 归母净利润增长率 | 47% | 34% | 9% | 7% | 7% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.19 | 0.23 | 0.28 | 0.30 | 0.33 |
| 每股经营性现金流净额 | 0.68 | 0.55 | 0.52 | 0.59 | 0.64 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 8.20% | 10.15% | 11.13% | 10.73% | 10.43% |
| P/E | 43.14 | 21.10 | 16.74 | 15.45 | 14.21 |
| 经调整 P/E | 34.01 | 17.30 | 13.75 | 12.87 | 12.00 |
| P/B | 3.56 | 2.14 | 1.86 | 1.66 | 1.48 |

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)

| | FY2023A | FY2024A | FY2025A | FY2026E | FY2027E | FY2028E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 主营业务收入 | 2,998 | 4,314 | 4,900 | 5,276 | 5,719 | 6,228 |
| 增长率 | -3.5% | 43.9% | 13.6% | 7.7% | 8.4% | 8.9% |
| 主营业务成本 | 1,409 | 2,051 | 2,183 | 2,406 | 2,596 | 2,821 |
| %销售收入 | 47.0% | 47.5% | 44.6% | 45.6% | 45.4% | 45.3% |
| 毛利 | 1,588 | 2,263 | 2,717 | 2,870 | 3,123 | 3,407 |
| %销售收入 | 53.0% | 52.5% | 55.4% | 54.4% | 54.6% | 54.7% |
| 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 | 445 | 661 | 784 | 844 | 915 | 996 |
| %销售收入 | 14.8% | 15.3% | 16.0% | 16.0% | 16.0% | 16.0% |
| 管理费用 | 954 | 1,252 | 1,444 | 1,530 | 1,659 | 1,806 |
| %销售收入 | 31.8% | 29.0% | 29.5% | 29.0% | 29.0% | 29.0% |
| 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) | 188 | 282 | 536 | 496 | 549 | 604 |
| %销售收入 | 6.3% | 6.5% | 10.9% | 9.4% | 9.6% | 9.7% |
| 财务费用 | -114 | -153 | / | -120 | -119 | -123 |
| %销售收入 | -3.8% | -3.6% | / | -2.3% | -2.1% | -2.0% |
| 投资收益 | -7 | -59 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %税前利润 | -2.4% | -13.6% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 营业利润 | 190 | 350 | 489 | 496 | 549 | 604 |
| 营业利润率 | 6.3% | 8.1% | 10.0% | 9.4% | 9.6% | 9.7% |
| 营业外收支 | | | | | | |
| 税前利润 | 301 | 435 | 536 | 616 | 668 | 727 |
| 利润率 | 10.1% | 10.1% | 10.9% | 11.7% | 11.7% | 11.7% |
| 所得税 | 66 | 110 | 146 | 142 | 154 | 167 |
| 所得税率 | 21.9% | 25.2% | 27.3% | 23.0% | 23.0% | 23.0% |
| 净利润 | 235 | 325 | 390 | 474 | 515 | 560 |
| 少数股东损益 | 58 | 16 | 4 | 15 | 17 | 18 |
| 归属于母公司的净利润 | 177 | 310 | 372 | 460 | 498 | 542 |
| 净利率 | 5.9% | 7.2% | 7.6% | 8.7% | 8.7% | 8.7% |

现金流量表(美元 百万)

| | FY2023A | FY2024A | FY2025A | FY2026E | FY2027E | FY2028E |
|-----------------|-------------|---------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| 净利润 | 177 | 310 | 372 | 460 | 498 | 542 |
| 少数股东损益 | 58 | 16 | 4 | 15 | 17 | 18 |
| 非现金支出 | 133 | -36 | 525 | 15 | 17 | 18 |
| 非经营收益 | | | | | | |
| 营运资金变动 | 538 | 742 | / | 205 | 243 | 278 |
| 经营活动现金净流 | 971 | 1,123 | 897 | 851 | 961 | 1,050 |
| 资本开支 | -143 | -249 | -259 | -400 | -400 | -400 |
| 投资 | 101 | -871 | / | -120 | -120 | -120 |
| 其他 | 4 | -34 | -93 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金净流 | -37 | -1,154 | -93 | -520 | -520 | -520 |
| 股权募资 | -179 | -59 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | -49 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -19 | -101 | -585 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金净流 | -247 | -160 | -585 | 0 | 0 | 0 |
| 现金净流量 | 611 | -216 | 228 | 341 | 451 | 539 |

资产负债表(美元 百万)

| | FY2023A | FY2024A | FY2025A | FY2026E | FY2027E | FY2028E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 货币资金 | 1,663 | 1,389 | 1,612 | 1,953 | 2,404 | 2,944 |
| 应收款项 | 243 | 344 | 348 | 375 | 406 | 442 |
| 存货 | 53 | 93 | 81 | 89 | 96 | 105 |
| 其他流动资产 | 2,456 | 3,563 | 3,146 | 3,160 | 3,177 | 3,195 |
| 流动资产 | 4,414 | 5,389 | 5,188 | 5,577 | 6,083 | 6,686 |
| %总资产 | 69.0% | 71.5% | 66.5% | 65.3% | 65.0% | 65.1% |
| 长期投资 | 196 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 360 | 508 | 767 | 897 | 1,012 | 1,122 |
| %总资产 | 5.6% | 6.7% | 9.8% | 10.5% | 10.8% | 10.9% |
| 无形资产 | 570 | 777 | 851 | 949 | 1,031 | 1,109 |
| 非流动资产 | 1,979 | 2,143 | 2,618 | 2,966 | 3,282 | 3,591 |
| %总资产 | 31.0% | 28.5% | 33.5% | 34.7% | 35.0% | 34.9% |
| 资产总计 | 6,392 | 7,532 | 7,805 | 8,544 | 9,366 | 10,277 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 70 | 106 | 80 | 89 | 96 | 104 |
| 其他流动负债 | 2,181 | 2,895 | 3,209 | 3,455 | 3,746 | 4,079 |
| 流动负债 | 2,251 | 3,001 | 3,290 | 3,544 | 3,841 | 4,183 |
| 长期贷款 | 15 | 14 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| 其他长期负债 | 312 | 467 | 548 | 548 | 548 | 548 |
| 负债 | 2,578 | 3,483 | 3,852 | 4,106 | 4,403 | 4,745 |
| 普通股股东权益 | 3,604 | 3,776 | 3,662 | 4,131 | 4,639 | 5,191 |
| 其中：股本 | 2 | 2 | 3,662 | 3,662 | 3,662 | 3,662 |
| 未分配利润 | 3,630 | 3,870 | 0 | 470 | 977 | 1,529 |
| 少数股东权益 | 210 | 273 | 292 | 307 | 323 | 342 |
| 负债股东权益合计 | 6,392 | 7,532 | 7,805 | 8,544 | 9,366 | 10,277 |

比率分析

| | FY2023A | FY2024A | FY2025A | FY2026E | FY2027E | FY2028E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.11 | 0.19 | 0.23 | 0.28 | 0.30 | 0.33 |
| 每股净资产 | 2.19 | 2.29 | 2.24 | 2.53 | 2.84 | 3.17 |
| 每股经营现金净流 | 0.59 | 0.68 | 0.55 | 0.52 | 0.59 | 0.64 |
| 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 | 4.92% | 8.20% | 10.15% | 11.13% | 10.73% | 10.43% |
| 总资产收益率 | 2.77% | 4.11% | 4.76% | 5.38% | 5.32% | 5.27% |
| 投入资本收益率 | 3.83% | 5.18% | 9.83% | 8.58% | 8.50% | 8.39% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | -3.46% | 43.89% | 13.60% | 7.66% | 8.41% | 8.90% |
| EBIT 增长率 | 115.60% | 50.05% | 90.47% | -7.55% | 10.71% | 10.03% |
| 净利润增长率 | 114.93% | 74.57% | 20.07% | 23.67% | 8.33% | 8.74% |
| 总资产增长率 | 5.93% | 17.82% | 3.64% | 9.46% | 9.62% | 9.73% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 3.0 | 2.6 | 2.3 | 2.4 | 2.4 | 2.4 |
| 存货周转天数 | 10.3 | 12.8 | 14.3 | 12.7 | 12.8 | 12.8 |
| 应付账款周转天数 | 11.8 | 15.4 | 15.3 | 12.7 | 12.8 | 12.7 |
| 固定资产周转天数 | 45.8 | 36.2 | 46.8 | 56.8 | 60.1 | 61.7 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -35.03% | -22.41% | -26.57% | -31.35% | -37.13% | -43.05% |
| EBIT 利息保障倍数 | 265.5 | 945.0 | — | — | — | — |
| 资产负债率 | 40.32% | 46.24% | 49.35% | 48.06% | 47.01% | 46.17% |

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 | 北京 | 深圳 |
|-----------------------------------|----------------------------------|--|
| 电话：021-80234211 | 电话：010-85950438 | 电话：0755-86695353 |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204 | 邮编：100005 | 邮编：518000 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼 | 地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧 | 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