

新东方-S (09901.HK)

Q4 增长超指引，Q1 增速指引较保守

事件：公司发布 FY2025Q4 及 FY2025 全年财报。公司 FY2025Q4 (2025 年 3 月 1 日-2025 年 5 月 30 日) 实现净营收 12.43 亿美元 (yoy+9.4%)，其中剔除东方甄选后的净营收达 10.89 亿美元 (yoy+18.7%)，超过上一季度业绩指引 (10.09~10.37 亿美元)；经营亏损 867 万美元 (yoy-182.4%)，剔除东方甄选后的经营亏损 0.16 亿美元 (yoy-312%)，主要是由于幼儿园业务计提一次性商誉减值 6030 万美元；归母净利润 710 万美元 (yoy-73.7%)，Non-GAAP 归母净利润 0.98 亿美元 (yoy+59.4%)。FY2025 (2024 年 5 月 31 日至 2025 年 5 月 30 日) 实现净营收 49.00 亿美元 (yoy+13.6%)，归母净利润 3.72 亿美元 (yoy+20.1%)，Non-GAAP 归母净利润 5.17 亿美元 (yoy+11.4%)。

产能持续扩张，各业务线增速基本超过上一季度指引。公司将持续提升教学网点数量与网点利用率，FY25Q4 学习中心净增量为 8-9%，FY26 目标同比增长 10-15%。**分业务看**，FY2025Q4 传统教育业务中留学考培/留学咨询/成人及大学生考试同比增长 14.6%/8.2%/17.0%；教育新业务营收同比增长 32.5%，其中非学科业务单季度学生人次达 91.8 万人 (YoY+4.91%)，智能学习系统及设备单季度活跃付费用户达 25.5 万人 (YoY+35.64%)；新业务条线看，直播电商管理层在 FY2025 已完成运营调整，文旅业务 FY25Q4 收入同比增长 71%。

FY25Q4 Non-GAAP 利润率在成本管控措施下增长。FY2025Q4 公司毛利率达 54.16% (YoY+1.88PCTs)，销售费用率达 17.04% (YoY-1.27PCTs)，管理费用率达 32.96% (YoY-0.07PCTs)。FY2025/FY2025Q4 经营利润率达 8.7%/-0.7%，同比+0.6/-1.6PCTs，Non-GAAP 经营利润率达 11.3%/6.6%，同比+0.2/+3.3PCTs，其中不含东方甄选的 Non-GAAP 经营利润率达 12.8%/6.5%，同比+1.5/+4.1PCTs，Non-GAAP 经营利润率增长预计主要是由于所有业务线的成本控制和效率提升措施聊有成效。

FY26Q1 指引较为保守，Q2 起增速有望提升。截至 FY25Q4，公司递延收入 (客户预收款) 19.55 亿美元 (YoY+9.8%)，收款端保持增长，一定程度保障未来收入。公司预计 FY2026Q1 净营收 (包括东方甄选) 同增 2%~5%至 14.64~15.07 亿美元，指引较为保守，主要是由于 FY25Q1 同期高基数及 2025 年春节提前重新排课导致 K12 业务结算错期所致。预计 FY26Q1 留学/成人及大学生考试/高中/教育新业务同比变化-4~-5%/+10%/+11~12%/+15~16%。公司预计 FY2026 净营收 (包括东方甄选) 同增 5%~10%至 51.45~53.90 亿美元，略低于上一季度给出的指引，主要是由于留学业务预计持续受到宏观经济和国际关系变化的负面影响，预计 FY26Q2 营收增速将优于 FY26Q1，并在全年剩余时间加速。FY26 预计留学/成人及大学生考试/高中/教育新业务同比变化-4~-5%/+10%/+11~12%/+20%。

投资建议：公司教育业务基本盘稳固，考虑短期宏观经济及国际形势对留学业务的影响，我们调整公司盈利预测，预计 FY2026-2028 年 Non-GAAP 归母净利润 5.50/6.08/6.47 亿美元，同增 6.2%/10.8%/6.4%，维持“买入”评级。

风险提示：行业政策风险、行业竞争加剧、业务开展不及预期等。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万美元)	4,314	4,900	5,377	5,944	6,514
增长率 yoy (%)	43.9	13.6	9.7	10.5	9.6
Non-GAAP 归母净利润 (百万美元)	464.0	517.1	549.2	608.3	647.0
增长率 yoy (%)		11.4	6.2	10.8	6.4
EPS 最新摊薄 (美元/股)	0.18	0.22	0.25	0.29	0.31
净资产收益率 (%)	8.2	10.2	10.5	10.6	10.3
P/E (倍)	26.0	21.7	18.8	16.5	15.3
P/B (倍)	2.1	2.2	2.0	1.8	1.6

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 8 月 1 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	教育
前次评级	买入
08 月 01 日收盘价 (港元)	34.35
总市值 (百万港元)	58,463.44
总股本 (百万股)	1,701.99
其中自由流通股 (%)	96.08
30 日日均成交量 (百万股)	7.40

股价走势



作者

分析师 顾晟

执业证书编号：S0680519100003

邮箱：gusheng@gszq.com

分析师 阮文佳

执业证书编号：S0680525060002

邮箱：ruanwenjia@gszq.com

相关研究

- 《新东方-S (09901.HK)：高端留学需求增速放缓，关注核心 K12 业务》 2025-04-25
- 《新东方-S (09901.HK)：高端业务受宏观经济因素扰动，K12 业务保持稳健》 2025-01-23
- 《新东方-S (09901.HK)：教培主业旺季业绩持续兑现，利润率符合市场预期》 2024-10-25

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万美元)

会计年度	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
流动资产	5,389	5,188	5,868	6,781	7,695
现金	1,389	1,612	1,829	2,884	3,349
应收票据及应收账款	30	34	37	41	45
其他应收款	314	314	376	416	456
预付账款	0	0	0	0	0
存货	93	81	92	101	111
其他流动资产	3,563	3,146	3,533	3,339	3,734
非流动资产	2,143	2,618	2,770	2,752	2,776
长期投资	563	793	849	871	906
固定资产	508	767	833	808	785
无形资产	777	851	896	875	897
其他非流动资产	295	207	193	198	187
资产总计	7,532	7,805	8,638	9,533	10,471
流动负债	3,001	3,290	3,674	4,061	4,451
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	106	80	99	108	119
其他流动负债	2,895	3,209	3,576	3,952	4,332
非流动负债	482	562	562	562	562
长期借款	14	14	14	14	14
其他非流动负债	467	548	548	548	548
负债合计	3,483	3,852	4,236	4,622	5,013
少数股东权益	273	292	301	311	322
股本	2	3,662	3,662	3,662	3,662
资本公积	3,870	0	439	937	1,474
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	3,776	3,662	4,101	4,599	5,136
负债和股东权益	7,532	7,805	8,638	9,533	10,471

现金流量表 (百万美元)

会计年度	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
经营活动现金流	1,123	897	712	810	851
净利润	310	372	429	488	527
折旧摊销	107	0	0	0	0
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	-59	0	0	0	0
营运资金变动	742	0	274	311	313
其他经营现金流	23	525	9	10	11
投资活动现金流	-1,154	-93	-505	235	-396
资本支出	-249	0	-111	47	0
长期投资	-36	-230	-56	-22	-35
其他投资现金流	-869	136	-338	211	-361
筹资活动现金流	-160	-585	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-59	0	0	0	0
资本公积增加	240	-3,870	439	498	537
其他筹资现金流	-341	3,285	-439	-498	-537
现金净增加额	-216	228	217	1,055	465

利润表 (百万美元)

会计年度	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	4,314	4,900	5,377	5,944	6,514
营业成本	2,051	2,183	2,365	2,597	2,859
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	661	784	850	939	1,029
管理费用	1,252	1,444	1,559	1,724	1,889
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-153	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	-10	48	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-59	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	350	489	603	684	736
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	435	536	603	684	736
所得税	110	146	151	171	184
净利润	325	390	453	513	552
少数股东损益	16	4	9	10	11
归属母公司净利润	310	372	429	488	527
EBITDA	388	536	603	684	736
EPS (美元/股)	0.19	0.23	0.26	0.30	0.32

主要财务比率

会计年度	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
成长能力					
营业收入(%)	43.9	13.6	9.7	10.5	9.6
营业利润(%)	84.4	39.4	23.5	13.3	7.7
归属于母公司净利润(%)	74.6	20.1	15.5	13.8	7.9
获利能力					
毛利率(%)	52.5	55.4	56.0	56.3	56.1
净利率(%)	7.2	7.6	8.0	8.2	8.1
ROE(%)	8.2	10.2	10.5	10.6	10.3
ROIC(%)	5.2	9.8	10.2	10.4	10.1
偿债能力					
资产负债率(%)	46.2	49.3	49.0	48.5	47.9
净负债比率(%)	-34.0	-40.4	-41.2	-58.4	-61.1
流动比率	1.8	1.6	1.6	1.7	1.7
速动比率	1.7	1.5	1.5	1.6	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	137.5	154.8	151.5	151.2	150.6
应付账款周转率	23.4	23.5	26.4	25.1	25.2
每股指标 (美元)					
每股收益(最新摊薄)	0.18	0.22	0.25	0.29	0.31
每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	0.53	0.42	0.48	0.50
每股净资产(最新摊薄)	2.22	2.15	2.41	2.70	3.02
估值比率					
P/E	26.0	21.7	18.8	16.5	15.3
P/B	2.1	2.2	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	33.5	12.7	10.4	7.6	6.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年8月1日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com