

# 新东方-S (09901.HK) ——FY2025Q2 点评

优于大市

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

## 核心观点

**FY2025Q2 非电商收入（教育+文旅业务）同增 31%，略超前期管理层指引，利润表现受电商业务拖累。** FY2025Q2，公司实现净营收 10.39 亿美元/+19.4%，其中非电商业务收入 8.94 亿美元/+31.3%，超出此前管理层指引（25%-28%）；实现经营利润 1926 万美元/-9.8%，Non-GAAP 经营利润为 2758 万美元/-45.8%，但非电商业务经营利润率同比+1.0pct 增至 2.8%，Non-GAAP 经营利润率+0.1pct 增至 3.2%；归母净利润 3193 万美元/+6.2%，Non-GAAP 归母净利润 3554 万美元/-29.1%，利润下滑主要系子公司东方甄选剥离“与辉同行”影响。

**分业务看，教育新业务同增 42.6%，环比 FYQ1 (+50%) 略有降速，期内素养培训报名人数为 99.4 万/+26.5%，学习机人次 26.1 万/+44.2%，客单价同增 5%；高中培训同增 20%，延续优秀表现；留学考培/咨询业务分别同增 21%/31%，本季度在低基数基础上实现较快增长；大学生培训收入同增 35%，市场份额提升核心带动；电商业务同比下滑 23%系东方甄选完成“与辉同行”的剥离；文旅业务本季度系传统淡季收入占比较低，且预计仍为亏损状态。**

**FY2025Q2 产能环比扩张 5%，期末递延收入同增 19%。**截至 2025 财年第二季度末，公司学校及学习中心数量环比增长 5%，达约 1143 家，较 FY2024 年末同比增长 12%，全年 20-25%产能扩张计划可达成性高。2025 财年第二季度末，公司递延收入为 19.61 亿美元/+19.2%，高基数下增速边际有所降速（FY2025Q1 同比+23.7%）。

**FY2025Q3 非电商业务收入预计同增 18-21%。**公司预计 2025 财年第三季度非电商业务实现收入 10.07-10.33 亿美元，同比+18-21%（人民币收入口径同增 20-23%），增速指引低于年初 30%增速指引，预计系外部消费力阶段性承压背景下，部分高客单业务增速可能趋缓。

**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：**考虑高端产品需求阶段性承压，我们下调 FY2025-2027 财年收入预测至 50.6/63.1/77.4 亿美元（下调幅度 1%/1.6%/2%），Non-GAAP 净利润至 4.82/6.59/8.81 亿美元（下调幅度 9%/17%/19%）。因应行业消费趋势变化，公司积极应对，针对性推出青少年留学早培业务对冲影响，我们建议关注留学业务的经营触底企稳节奏。期内公司核心业务 K9 教育新业务以及高中业务仍延续优秀表现，继续构筑公司成长基本盘。展望未来，公司依旧是教培赛道成长逻辑较为清晰的龙头公司，维持公司“优于大市”评级。

## 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	5,060	6,310	7,736
(+/-%)	-3.5%	43.9%	17.3%	24.7%	22.6%
归母净利润(百万美元)	177	310	482	659	881
(+/-%)	-114.9%	74.6%	55.6%	36.8%	33.8%
每股收益(美元)	0.11	0.19	0.29	0.40	0.54
EBIT Margin	-44.5%	-23.6%	6.6%	8.6%	10.5%
净资产收益率 (ROE)	4.9%	8.2%	11.3%	13.4%	15.2%
市盈率 (PE)	43.6	25.0	15.9	11.6	8.7
EV/EBITDA	-115.4	-218.7	194.2	142.8	107.3
市净率 (PB)	19.60	18.71	16.39	14.19	12.03

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 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

证券分析师：钟潇

0755-82132098

zhongxiao@guosen.com.cn

S0980513100003

### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	46.70 港元
总市值/流通市值	76368/76368 百万港元
52 周最高价/最低价	76.29/41.80 港元
近 3 个月日均成交额	220.18 百万港元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

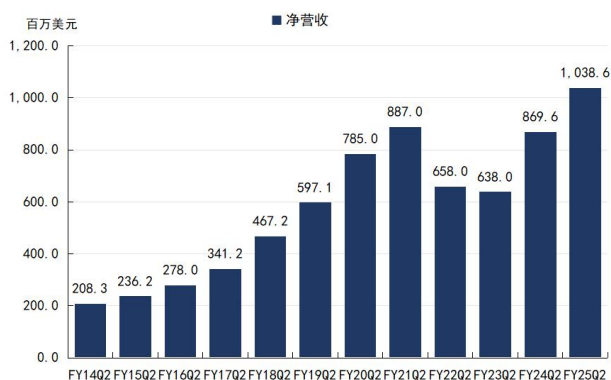
### 相关研究报告

《新东方-S (09901.HK) - 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

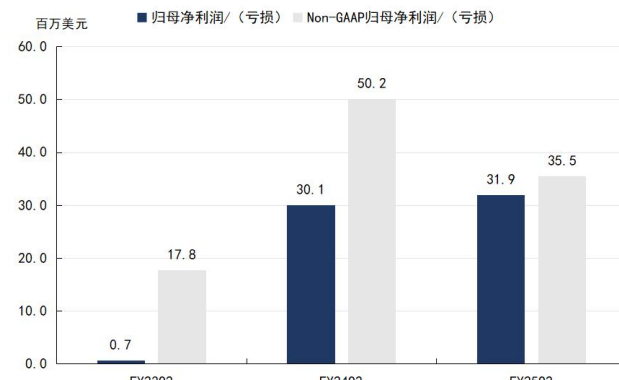
**FY2025Q2 非电商部分收入同增 31%，略超前期管理层指引。FY2025Q2，公司实现净营收 10.39 亿美元，同比+19.4%，超出彭博一致预期 (+17.6%)，其中非电商部分业务收入实现净营收 8.94 亿美元，同比+31.3%，超出此前管理层指引 (25%-28%)；实现经营利润 1926 万美元，同比-9.8%，Non-GAAP 经营利润为 2758 万美元，同比-45.8%，主要系子公司东方甄选剥离“与辉同行”拖累 (2024.7.25 宣布剥离)，但公司非电商业业务经营利润率同比+1.0pct 增至 2.8%，Non-GAAP 经营利润率+0.1pct 增至 3.2%。归母净利润 3193 万美元，同比+6.2%，符合彭博一致预期 (3128 万美元)，Non-GAAP 归母净利润 3554 万美元，同比-29.1%。**

图1：公司 FY2020Q2-2025Q2 净营收



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司 FY2023Q2-2025Q2 归母及经调整净利润



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**具体看 FY2025Q2 各项业务经营，教育新业务、高中业务、大学生培训延续高速增长，留学业务预计未来需求承压走低。**

1) **公司教育新业务 (素养培训、智能学习机等) 同增 42.6%，环比 FYQ1 (+50%) 略有降速，期内素养培训业务报名人数为 99.4 万，同比+26.5%，学习机人次为 26.1 万，同比+44.2%，强需求下客单价同比提升 5%，整体而言教育新业务在相对高基数下依旧实现强劲增长，且优质供给相对缺位下预期未来仍能维持相对高速增长；**

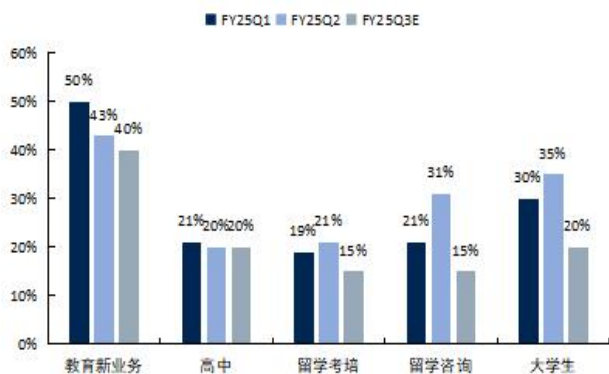
2) **高中培训业务同比增长 20%，经营延续优秀表现，强需求+供给无明显新增格局下，我们预期高中业务同样能够持续提供增长动能；**

3) **留学考培、咨询业务分别同增 21%、31%，本季度是留学业务淡季，业务在低基数基础上实现较快增长，但考虑到宏观消费下行压力，展望 FY25Q3，定位高端的出国留学需求端我们预计仍会面临增长压力；**

4) **大学生培训 (考研为主) 同增 35%，虽国家考研报考人数同比下滑，但强品牌力加持下公司市场份额稳步提升；电商业预计同比下滑 23%，主要系东方甄选完成“与辉同行”的剥离；文旅业务本季度系传统淡季收入占比较低，且成本费用刚性下预计为亏损状态。**

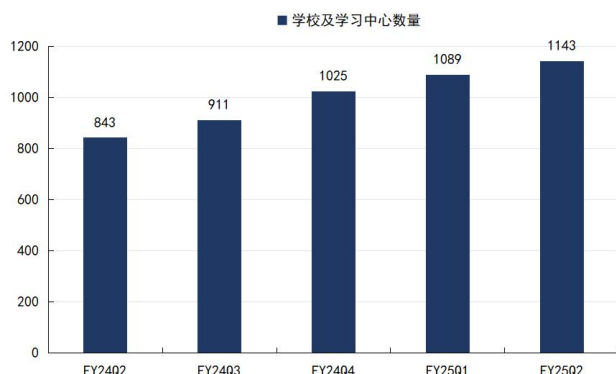
**2025 财年第二季度产能扩张环比 5%，维持 2025 财年 20-25% 的产能扩张计划。截至 2025 财年第二季度末，公司学校及学习中心数量环比增长 5%，达约 1143 家，较 FY2024 年末同比增长 12%，全年 20-25% 产能扩张计划实现可靠性仍较高。**

图3: FY2025 财年以来新东方核心业务增速环比变化



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  
注: 公司学习中心数量系国信社服估算

**FY2025Q2 受文旅及电商业务影响, 销售及管理费率同比略有走高。**2025 财年第二季度, 公司营业成本占比为 48.0%, 同比-0.6pct, 网点爬坡带动下经营杠杆逐渐显现; 管理费用率 31.3%, 同比+0.2pct; 销售费用率为 18.9%, 同比+1.1pct, 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电商业务费用投放影响。

**期末递延收入同比增长 19.2%, 高基数下增速回落。**截至 2025 财年第二季度末公司递延收入为 19.61 亿美元, 同比+19.2%, 边际有所降速(FY2025Q1 同比+23.7%)。主要是自 FY2024Q2 开始(对应 2023 年 9 月 1 日至 11 月 30 日), 公司经历爆发性复苏, 本季度在高基数上增速有所回落。

图5: 公司 FY2020Q2-2025Q2 成本费用占比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司 FY2020Q1 至 FY2025Q2 分季度递延收入数据



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**FY2025Q3, 非电商业务收入预计同增 18-21%, 部分高端产品面临增长压力。**公司预计 2025 财年第三季度非电商业务实现收入 10.07-10.33 亿美元, 同比+18-21% (人民币收入口径同增 20-23%), 预计系外部消费力阶段性承压背景下, 部分高客单业务增速可能趋缓。

**投资建议:** 考虑高端产品需求阶段性承压, 我们下调 FY2025-2027 财年收入预测至 50.6/63.1/77.4 亿美元 (下调幅度 1%/1.6%/2%), Non-GAAP 净利润至 4.82/6.59/8.81 亿美元 (下调幅度 9%/17%/19%)。因应行业消费趋势变化, 公司

积极应对，已针对性推出青少年留学早培业务对冲影响，我们建议关注留学业务的经营触底企稳节奏。期内公司核心业务 K9 教育新业务以及高中业务仍延续优秀表现，继续构筑公司成长基本盘。展望未来，公司依旧是教培赛道成长逻辑较为清晰的龙头公司，维持公司“优于大市”评级。

表1: 相对估值表

股票代码	股票简称	收盘价	归母净利润（百万元）			EPS（元/股）			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
000526.SZ	学大教育	41.84	2.23	2.8	3.48	1.83	2.29	2.85	22.86	18.27	14.68

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

## 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	2091	2687	3422	营业收入	2998	4314	5060	6310	7736
应收款项	243	344	457	570	699	营业成本	1409	2051	2378	2953	3558
存货净额	53	93	32	40	48	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	122	177	20	25	31	销售费用	1644	1425	1012	1262	1547
<b>流动资产合计</b>	<b>4414</b>	<b>5389</b>	<b>5987</b>	<b>7386</b>	<b>9075</b>	管理费用	1277	1855	1338	1551	1819
固定资产	360	508	500	493	486	财务费用	(14)	36	(8)	(11)	(15)
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	252	254	257
<b>资产总计</b>	<b>6392</b>	<b>7532</b>	<b>7928</b>	<b>9175</b>	<b>10713</b>	营业利润	301	435	592	809	1083
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	0	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	205	246	445	515	575	利润总额	301	435	592	809	1083
其他流动负债	2046	2755	2549	3138	3797	所得税费用	66	110	89	121	162
<b>流动负债合计</b>	<b>2251</b>	<b>3001</b>	<b>2994</b>	<b>3654</b>	<b>4371</b>	少数股东损益	58	16	21	29	39
长期借款及应付债券	15	14	14	14	14	归属于母公司净利润	177	310	482	659	881
其他长期负债	312	467	367	267	167	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>327</b>	<b>482</b>	<b>382</b>	<b>282</b>	<b>182</b>	净利润	177	310	482	659	881
<b>负债合计</b>	<b>2578</b>	<b>3483</b>	<b>3376</b>	<b>3935</b>	<b>4553</b>	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	210	273	294	323	362	折旧摊销	346	492	252	254	257
股东权益	3604	3776	4258	4917	5798	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6392</b>	<b>7532</b>	<b>7928</b>	<b>9175</b>	<b>10713</b>	财务费用	(14)	36	(8)	(11)	(15)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	营运资本变动	175	573	(3)	434	475
每股收益	0.11	0.19	0.29	0.40	0.54	其它	58	16	21	29	39
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	757	1391	752	1376	1652
每股净资产	2.18	2.28	2.60	3.01	3.55	资本开支	0	(183)	(50)	(52)	(55)
ROIC	-25%	-13%	34%	-54%	-49%	其它投资现金流	709	(1052)	0	(677)	(813)
ROE	5%	8%	11%	13%	15%	投资活动现金流	277	(1075)	(50)	(780)	(918)
毛利率	53%	52%	53%	53%	54%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-44%	-24%	7%	9%	10%	负债净变化	(51)	(0)	0	0	0
EBITDA Margin	-33%	-12%	12%	13%	14%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	-3%	44%	17%	25%	23%	其它融资现金流	(417)	(588)	0	0	0
净利润增长率	-115%	75%	56%	37%	34%	融资活动现金流	(519)	(589)	0	0	0
资产负债率	44%	50%	46%	46%	46%	现金净变动	514	(274)	702	596	734
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	1149	1663	1389	2091	2687
P/E	43.6	25.0	15.9	11.6	8.7	货币资金的期末余额	1663	1389	2091	2687	3422
P/B	19.6	18.7	16.4	14.2	12.0	企业自由现金流	0	122	481	1098	1366
EV/EBITDA	(115)	(219)	194	143	107	权益自由现金流	0	(494)	488	1107	1378

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 ±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 ±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提及的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