

买入

2025 年 5 月 19 日

收入增速符合预期，Q4 指引增速放缓

➤ **业绩概览：**截止 25 年 2 月 28 日,公司 FY25Q3 净收入同比-2.0%至 11.8 亿美元（美元计，下同），剔除东方甄选自营产品及电商业务实现营收同比+21.2%至 10.38 亿美元。处于此前公司业绩指引（+18%至 +21%）。经营净利润 1.25 亿美元，同比+9.8%；除甄选的经营净利润 1.26 亿美元，同比+5.0%；除东方甄选自营产品及电商业务后的 GAAP 经营利润率 12.1%，同比-1.9%，主要受高毛利率的留学业务走低影响。Non-GAAP 经营利润 1.42 亿美元，同比-0.2%；归母利润 0.87 亿美元，同比+0.1%。Non-GAAP 归母净利润为 1.13 亿美元，同比-14.3%，主要因为 Wofe 公司资金出境导致的税率提升影响。

➤ **留学业务增速放缓，高中及新业务总体良好：**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。分业务来看，FY25Q3 海外考试准备和出国咨询业务同比增长 7.1%及 21.4%；大学生及成人考试业务同比增长 17.0%；新业务方面，Q3 整体营收同比增长 34.5%，其中非学科类辅导业务报名人次 40.8 万人次，同比增长 14.9%。智能学习系统及设备 Q3 活跃付费用户达 30.9 万人次，同比增长 64.4%。

➤ **FY25Q4 及 FY26 展望：**公司预计 FY25Q4（2024 年 3 月 1 日至 2025 年 5 月 31 日）的净营收总额将为 11.0 亿美元至 11.3 亿美元之间（不包括东方甄选自管产品直播电商业务），同比增长 10%到 13%之间，预计 FY25Q4 以人民币计算的收入增长将在 12%到 15%之间。分开来看：公司预计海外考试准备和出国咨询业务同比+8%；高中业务同比+16~17%，教育新业务同比+32%~35%（以人民币计）。FY26 公司净营收增速预计与 FY25Q4 接近，网点预计同比增长 10~15%。

➤ **目标价 64.3 美元/50.3 港元，维持买入评级：**考虑到宏观环境对留学业务的影响以及新业务高基数下增长放缓，我们调整对于公司的收入利润增长预期。公司持续推进降本增效，提升网点的利用率，预计公司除东方甄选的 Non-GAAP 净利润率将获得一定改善。我们以 DCF 测算，wacc12%，永续增长 0%（考虑到中国新生儿人数预期呈现长期下降的趋势），调整公司目标价为 64.3 美元/50.3 港元，维持买入评级。

李卓群

+852-25321539

Grayson.li@firstshanghai.com.hk

但玉翠

+852-25321539

Tracy.dan@firstshanghai.com.hk

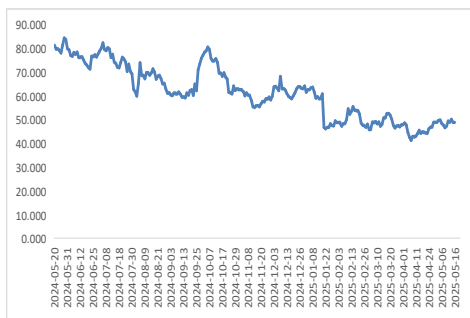
主要资料

行业	教育
股价	48.62 美元/37.95 港元
目标价	64.3 美元/50.3 港元 (+32.2%/+32.5%)
股票代码	EDU US/09901.HK
已发行股本	1.64 亿 ADS/16.4 亿股
总市值	79.51 亿美元
52 周高/低	87.26/40.66 美元
每股净资产	22.5 美元/ADS
主要股东	俞敏洪（12.2%）

表：盈利摘要

截止5月31日财政年度	2023年实际	2024年实际	2025年预测	2026年预测	2027年预测
收入（百万美元）	2,998	4,314	4,837	5,494	6,048
变动（%）	-3.5%	43.9%	12.1%	13.6%	10.1%
经营利润（百万美元）	190	350	474	563	672
变动（%）	-119.3%	84.4%	35.3%	18.7%	19.3%
股东净利润（百万美元）	177	310	410	524	625
变动（%）	-114.9%	74.6%	32.4%	27.8%	19.2%
Non-GAAP 股东净利润（百万美元）	259	381	457	556	661
变动（%）	n.a.	47.2%	20.0%	21.6%	18.9%
EPS（美元）	0.11	0.19	0.25	0.32	0.38
Non-GAAP EPS（美元）	0.15	0.23	0.28	0.34	0.40
市盈率@48.62\$（倍）	46.0	26.0	19.6	15.3	12.9
Non-GAAP 市盈率@48.62\$（倍）	31.5	21.1	17.6	14.5	12.2

股价表现



资料来源:公司资料, 第一上海预测

资料来源:彭博

主要财务报表

损益表						财务分析					
<美元> <千>, 财务年度截至<5月31日>						<美元> <千>, 财务年度截至<5月31日>					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
收入	2,997,760	4,313,586	4,837,077	5,493,700	6,047,735	盈利能力					
毛利	1,588,322	2,262,626	2,669,072	2,939,129	3,247,634	毛利率 (%)	53.0%	52.5%	55.2%	53.5%	53.7%
销售及分销成本	(444,693)	(660,586)	(753,818)	(780,105)	(846,683)	Non-GAAP经营利润率 (%)	9.3%	11.0%	9.8%	11.0%	11.9%
行政开支	(953,583)	(1,251,615)	(1,441,064)	(1,596,105)	(1,729,165)	EBITDA 利率 (%)	8.2%	8.5%	11.7%	12.8%	13.7%
经营溢利	190,046	350,425	474,190	562,919	671,786	净利率 (%)	5.9%	7.2%	8.5%	9.5%	10.3%
Non-GAAP经营利润	279,834	472,883	475,894	606,869	720,168	Non-GAAP净利润率	8.6%	8.8%	9.5%	10.1%	10.9%
利息净收入	114,453	153,589	131,672	146,076	166,924						
长期股权投资相关	(8,149)	(10,797)	(6,620)	12,000	12,000	营运表现					
所得税	(66,066)	(109,690)	(162,946)	(174,481)	(205,872)	SG&A/收入(%)	46.6%	44.3%	45.4%	43.3%	42.6%
股东净利润	177,341	309,591	409,977	524,102	624,667	实际税率 (%)	21.4%	22.2%	24.2%	24.2%	24.2%
Non-GAAP 股东净利润	258,909	381,123	457,352	556,052	661,049	股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	1.2%	0.0%	0.0%
折旧及摊销	117,036	100,646	126,182	148,584	167,499						
EBITDA	245,990	366,338	567,433	701,091	831,114						
Non-GAAP EBITDA	442,011	591,459	746,480	879,117	1,034,419	财务状况					
增长						资产负债比率	40.3%	46.2%	47.3%	48.1%	47.7%
总收入 (%)	-3.5%	43.9%	12.1%	13.6%	10.1%	流动比率	196.1%	179.6%	176.7%	176.6%	181.3%
EBITDA (%)	-128.6%	48.9%	54.9%	23.6%	18.5%	ROA	2.8%	4.1%	4.9%	5.4%	5.7%
净利润 (%)	-114.9%	74.6%	32.4%	27.8%	19.2%	ROE	6.9%	8.9%	10.3%	11.3%	12.0%

资产负债表						现金流量表					
<美元> <千>, 财务年度截至<5月31日>						<美元> <千>, 财务年度截至<5月31日>					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
现金及等价物	2,629,658	2,886,937	3,376,130	4,178,794	5,043,940	净利润	235,363	325,218	419,057	546,514	644,838
短期投资	1,477,843	2,065,579	2,065,579	2,065,579	2,065,579	折旧及摊销	117,036	100,646	126,182	148,584	167,499
预付款项及其他流动资产	211,240	309,464	451,577	538,921	582,960	营运资金变化	511,324	515,535	257,671	351,462	289,813
总流动资产	4,413,887	5,388,878	5,893,286	6,783,294	7,692,479	其他	107,285	181,244	55,305	26,204	33,098
物业及设备	359,760	507,981	651,900	773,417	876,019	营运现金流	971,008	1,122,643	858,214	1,072,764	1,135,247
长期投资	399,585	355,812	349,192	361,192	373,192						
资产使用权	439,535	653,905	886,075	1,118,244	1,350,414	资本开支	(143,045)	(249,393)	(270,101)	(270,101)	(270,101)
固定资产	1,978,571	2,142,795	2,512,263	2,877,950	3,224,722						
总资产	6,392,458	7,531,673	8,405,549	9,661,244	10,917,201	其他投资活动	105,634	(904,529)	0	0	0
应计费用及其他流动资产	569,437	774,805	819,022	965,057	1,057,813	投资活动现金流	(37,411)	(1,153,922)	(270,101)	(270,101)	(270,101)
递延收益	1,337,630	1,780,063	1,996,089	2,267,054	2,495,684						
总短期负债	2,250,978	3,000,855	3,336,072	3,840,775	4,242,983	融资活动现金流	(246,867)	(160,438)	(98,920)	0	0
经营租赁负债	288,190	447,994	608,522	769,051	929,579						
总负债	2,577,670	3,482,659	3,978,405	4,643,635	5,206,372	现金变化	610,900	(216,323)	489,193	802,663	865,147
股东权益	3,604,348	3,775,934	4,122,852	4,690,904	5,363,953	期初持有现金	1,194,527	1,805,427	1,589,104	2,078,297	2,880,961
非控股权益	210,440	273,080	304,293	326,705	346,875	期末持有现金	1,805,427	1,589,104	2,078,297	2,880,961	3,746,107

资料来源：公司资料，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。