

新东方-S (09901.HK)

教育业务当季增势良好，下季收入增速指引谨慎

优于大市

核心观点

FY2025Q4 非甄选业务同增 18.7%，优于管理层指引。 FY2025Q4，公司收入 12.43 亿美元/+9.4%，其中非甄选收入 10.89 亿美元/+18.7%，优于前期指引（10-13%）；经营利润亏损 867 万美元，由盈转亏主因幼儿园业务确认 6030 万美元一次性商誉减值，若剔除该影响非甄选业务 Non-GAAP 经营利润率 6.5%/+4.1pct；归母净利润 710 万美元/-73.7%，若剔除一次性因素影响 Non-GAAP 归母净利润为 9808 万美元/+59.4%。截止期末，递延收入 19.54 亿美元/+9.8%，消费力下行致季度环比增速（FY25Q1/Q2~19%/15%）继续走低。

第四季度各业务增速均良好。K9 教育新业务同增 32.5%，依旧维持较为快速增长；**高中培训收入同增 24%，**得益于供需格局增长韧性也较强（FY25Q1/Q2 增速分别为 20%/19%）；**留学考培/咨询期内收入分别同增 14.6%/8.2%，**本季增速尚可但消费力下行（产品单价高）及部分国家留学环境趋于紧张影响仍在；**大学生业务收入同比+17%，**增速环比持平；**电商收入同比约-10%，**主因剥离“与辉同行”影响，但环比降幅已改善。

FY2025Q4 产能扩张环比 4%，2025 财年网点同增 29%。截至第四季度末，学校及学习中心数量达 1318 家，较 FY2024 年末同比增长 29%（面积约同增 25%），顺利达成年初扩张目标。2026 财年网点计划同增 10-15%。

运营效率持续提升。 FY2025Q4，公司毛利率 54.2%/+1.9pct；管理费率 33.0%，同比持平；销售费率 17.0%/-1.3pct，运营效率持续提升。

FY2026Q1 预计收入同增 2-5%，收入展望较为谨慎。展望 FY2026Q1，公司预计净营收同比增长 2-5%，逊于我们原收入增长预期，主因留学业务规模增速下滑及其他教培业务增长放缓，预计 FY2026 财年收入同增 5-10%（下半财年 K9 业务增长环比提速）。公司宣布一项为期 3 年的股东回报计划，拟将前一财年归母净利润 50%以股息或回购形式回馈股东。

风险提示：行业竞争加剧、政策趋严、业务渗透率提升缓慢、股东减持等。

投资建议：考虑到留学需求的增长压力及其他教育业务高基数下降速，我们下调 2026-2027 年经调整净利润至 4.3/4.8 亿美元（调整方向-24%/-29%），新增 2028 财年预测 5.3 亿美元，对应 PE 估值为 17/15/14x。公司降本提效成果在本季度已经有所体现，核心教育业务经营利润率继续改善提升，部分抵消了留学业务对利润的边际拖累。2026 财年公司继续提效改善盈利能力的同时，进一步提出新的 3 年期股东回报计划，边际上有望增强投资偏好，维持公司中线“优于大市”评级，建议密切关注教育业务需求企稳进程。

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

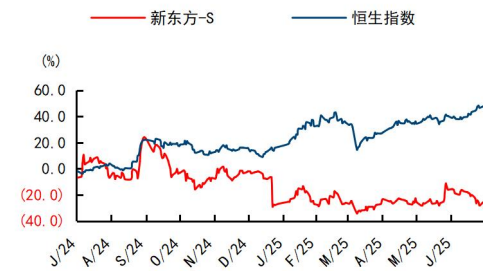
联系人：周瑛皓

zhouyinghao@guosen.com.cn

基础数据

投资评级 优于大市（维持）
合理估值
收盘价 36.50 港元
总市值/流通市值 59688/59688 百万港元
52 周最高价/最低价 66.50/31.20 港元
近 3 个月日均成交额 230.55 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)：留学业务及下期收入展望谨慎，未来聚焦经营效能提升》——2025-04-25
《新东方-S (09901.HK)：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》——2025-01-23
《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

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万美元)	4,314	4,900	5,453	6,084	6,637
(+/-%)	43.9%	13.6%	11.3%	11.6%	9.1%
归母净利润(百万美元)	259	381	430	483	532
(+/-%)	74.6%	24.7%	12.8%	12.4%	10.1%
每股收益(美元)	0.16	0.23	0.26	0.30	0.33
EBIT Margin	-15.3%	-11.5%	5.9%	7.3%	7.8%
净资产收益率 (ROE)	8.2%	10.5%	10.5%	10.6%	10.4%
市盈率 (PE)	27.9	18.9	16.8	14.9	13.6
EV/EBITDA	174.0	168.0	106.6	89.2	81.4
市净率 (PB)	150.03	154.70	138.43	123.80	110.90

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

FY2025Q4 非甄选业务同增 18.7%，优于管理层指引。FY2025Q4，公司实现收入 12.43 亿美元，同比+9.4%，其中非甄选部分实现收入 10.89 亿美元，同比+18.7%，优于上季度管理层指引（美元口径收入同增 10-13%）；经营利润亏损 867 万美元，去年同期经营利润为 1053 万美元，由盈转亏主因幼儿园业务板块确认 6030 万美元商誉减值亏损，若剔除该影响非甄选业务 Non-GAAP 经营利润率为 6.5%，同比提升+4.1pct，预计主要系毛利率以及销售费用率的改善带动；归母净利润 710 万美元，同比-73.7%，若剔除一次性因素影响 Non-GAAP 归母净利润为 9808 万美元，同比+59.4%。期末递延收入为 19.54 亿美元，同比+9.8%，季度环比增速（FY25Q1/Q2 分别 19%/15%）继续走低，主因消费力下行影响客户付款意愿。

图1：新东方第三季度收入及利润表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：新东方递延收入及对应增速

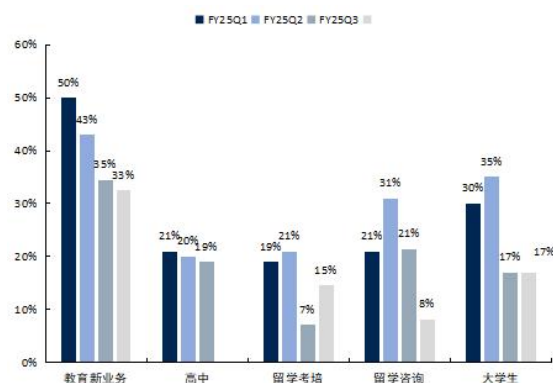


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

第四季度各业务增速均良好。K9 教育新业务同增 32.5%，其中非学科素养培训人次为 91.8 万/+4.9%，学习机付费活跃用户 25.5 万人/+35.6%，依旧维持较为快速增长；**高中培训同增 24%，**增长韧性仍较强（FY25Q1/Q2 增速分别为 20%/19%）；**留学考培/咨询**期内收入分别同增 14.6%/8.2%，消费力下行（产品单价高）及部分国家留学环境趋于紧张均有扰动；**大学生业务收入**同比+17%，增速环比持平；**电商收入**预计同比-10%，主因剥离“与辉同行”影响，但环比降幅已改善。

FY2025Q4 产能扩张环比 4%，2025 财年网点同增 29%。截至 2025 财年第四季度末，公司学校及学习中心数量环比增长 11%，达约 1318 家，较 FY2024 年末同比增长 29%，全年 20-25%产能扩张计划顺利达成。2026 财年网点计划同增 10-15%。

图3：FY2025 财年分季度新东方核心业务增速



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

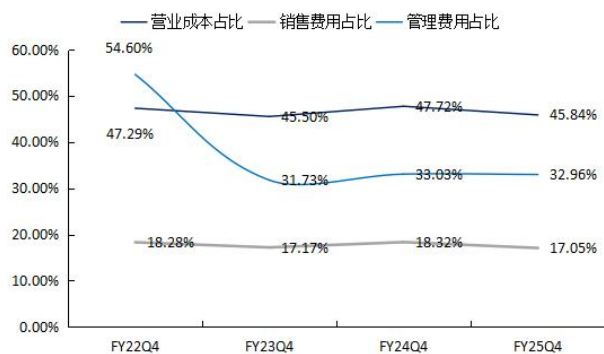
图4：公司季度末学习中心及学校数量



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

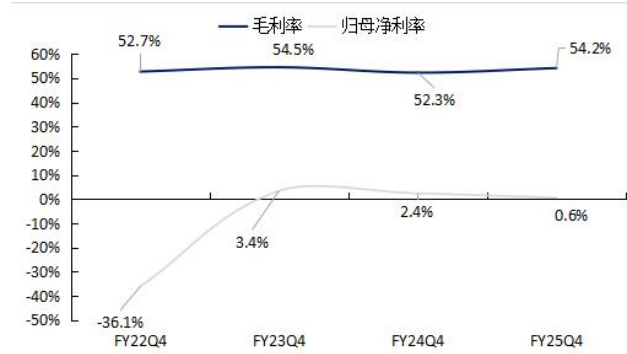
运营效率持续提升。 FY2025Q4，公司毛利率 54.2%，同比+1.9pct；管理费用率 33.0%，同比基本持平；销售费率 17.0%，同比-1.3pct，期内公司运营效率持续提升。

图5: 新东方成本费用率占比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 新东方毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

FY2026Q1 预计收入同增 2-5%，收入展望较为谨慎。 展望 FY2026Q1，公司预计净营收同比增长 2-5%，逊于我们原收入增长预期，主要系留学业务规模增速下滑及其他教培业务增长放缓；同时公司给出全年净营收展望，预计 FY2026 财年收入同增 5-10%。此外，公司宣布一项为期 3 年的股东回报计划（2026 财生效），公司拟将前一财年归母净利润的 50%，以股息或回购形式回馈股东。

投资建议： 考虑到留学需求的增长压力及其他教育业务高基数下降速，我们下调 2026-2027 年经调整净利润至 4.3/4.8 亿美元（调整方向-24%/-29%），新增 2028 财年预测 5.3 亿美元，对应 PE 估值为 17/15/14x。公司降本提效成果在本季度已经有所体现，核心教育业务经营利润率继续改善提升，部分抵消留学业务对利润的边际拖累。2026 财年公司提效改善盈利能力的同时，进一步提出新的 3 年期股东回报计划，边际上有望增强投资偏好，维持公司中线“优于大市”评级，建议密切关注需求企稳进程。

表1: 板块相对估值表

代码	公司简称	股价 (元)	总市值 亿元	EPS			PE			投资评级
				25E	26E	27E	25E	26E	27E	
000526.SZ	学大教育	52.09	63.48	2.29	2.85		22.7	18.3		优于大市
9901.HK	新东方-S	44.13	596.88	0.26	0.30	0.33	16.8	14.9	13.6	优于大市

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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1389	1612	4800	5280	5808	营业收入	4314	4900	5453	6084	6637
应收款项	344	348	493	550	600	营业成本	2051	2183	2399	2647	2880
存货净额	93	81	95	105	114	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	177	181	218	243	265	销售费用	1644	1425	982	1083	1175
流动资产合计	5389	5188	8572	9737	11058	管理费用	1277	1855	1751	1910	2064
固定资产	508	767	830	894	959	财务费用	(14)	36	43	99	114
无形资产及其他	777	851	638	425	213	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	295	207	207	207	207	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	563	793	793	843	893	其他收入	1080	1135	300	306	313
资产总计	7532	7805	11039	12106	13330	营业利润	435	536	579	651	717
短期借款及交易性金融负债	0	0	2917	3269	3758	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	275	248	317	336	343	利润总额	435	536	579	651	717
其他流动负债	2725	3041	2956	3263	3552	所得税费用	110	146	145	163	179
流动负债合计	3001	3290	6189	6868	7653	少数股东损益	16	4	4	5	6
长期借款及应付债券	14	14	14	14	14	归属于母公司净利润	259	381	430	483	532
其他长期负债	467	548	448	348	248	现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
长期负债合计	482	562	462	362	262	净利润	259	381	430	483	532
负债合计	3483	3852	6651	7230	7915	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	273	292	296	301	307	折旧摊销	346	492	300	306	313
股东权益	3776	3662	4092	4575	5107	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
负债和股东权益总计	7532	7805	11039	12106	13330	财务费用	(14)	36	43	99	114
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	573	461	(314)	134	115
每股收益	0.19	0.24	0.26	0.30	0.33	其它	66	9	4	5	6
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	1245	1344	421	929	966
每股净资产	2.31	2.24	2.50	2.80	3.12	资本开支	0	(294)	(150)	(158)	(165)
ROIC	-8%	-2%	12%	13%	14%	其它投资现金流	(1052)	420	0	(593)	(712)
ROE	8%	11%	11%	11%	10%	投资活动现金流	(892)	(104)	(150)	(801)	(927)
毛利率	52%	55%	56%	56%	57%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-15%	-11%	6%	7%	8%	负债净变化	(0)	0	0	0	0
EBITDA Margin	-7%	-1%	11%	12%	13%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	44%	14%	11%	12%	9%	其它融资现金流	(625)	(1017)	2917	352	490
净利润增长率	75%	25%	11%	12%	10%	融资活动现金流	(626)	(1017)	2917	352	490
资产负债率	50%	53%	63%	62%	62%	现金净变动	(274)	223	3188	480	528
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	1663	1389	1612	4800	5280
P/E	27.9	18.9	16.8	14.9	13.6	货币资金的期末余额	1389	1612	4800	5280	5808
P/B	150.0	154.7	138.4	123.8	110.9	企业自由现金流	0	250	78	616	650
EV/EBITDA	(202)	(896)	107	89	81	权益自由现金流	0	(793)	2962	894	1055

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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

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