

买入

2025 年 8 月 7 日

FY26Q1 指引较为保守，新股东回报计划提升信心

李卓群

+852-25321539

Grayson.li@firstshanghai.com.hk

但玉翠

+852-25321539

Tracy.dan@firstshanghai.com.hk

➤ **业绩概览：**截止 25 年 5 月 31 日，公司 FY25Q4 净收入同比+9.4%至 12.4 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+18.7%至 10.89 亿美元。超出此前公司业绩指引（10.09 至 10.37 亿美元）。经营亏损 867 万美元，同比-182.4%；除甄选的经营亏损 0.16 亿美元，同比-312%，主要是幼儿园业务计提一次性商誉减值 6030 万美元；归母利润 710 万美元，同比-73.7%。Non-GAAP 归母净利润为 9808 万美元，同比+59.4%。

➤ **留学业务增速放缓，教育新业务增速良好：**分业务来看，FY25Q4 海外考试准备和出国咨询业务同比增长 14.6%及 8.2%；大学生及成人考试业务同比增长 17.0%；新业务方面，Q4 整体营收同比增长 32.5%，其中非学科类辅导业务报名人数 91.8 万人次，同比增长 4.9%。智能学习系统及设备 Q4 活跃付费用户达 25.5 人次，同比增长 35.6%。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 公司学习中心净增量为同比增长 8-9%，FY26 目标同比增长 10-15%。

➤ **FY26Q1 及 FY26 展望：**公司预计 FY26Q1（2025 年 6 月 1 日至 2025 年 8 月 31 日）的净营收总额将为 14.6 亿美元至 15.1 亿美元之间，同比增长 2%到 5%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下降 4-5%；大学及成人业务同比+增长 10%；高中业务同比增长 11-12%或更高，教育新业务同比增长 15%-16%。此外，公司预计 FY26（2025 年 6 月 1 日至 2026 年 5 月 31 日）的净营收总额将为 51.45 亿美元至 53.9 亿美元之间，同比增长 5%-10%之间，教育新业务同比+20%，其余各业务增速指引均与 FY26Q1 基本保持相同。

➤ **目标价 59.6 美元/46.8 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，预计公司的 Non-GAAP 净利润率将获得一定改善。此外，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。我们以 DCF 测算，wacc12%，永续增长-1%（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 59.6 美元/46.8 港元，维持买入评级。

主要资料

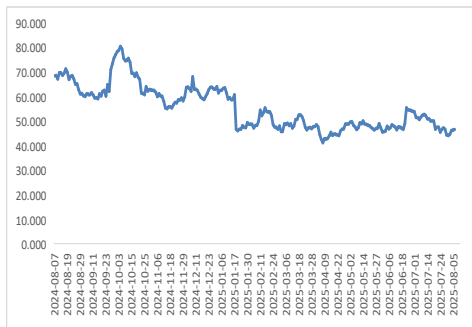
行业	教育
股价	46.20 美元/36.08 港元
目标价	59.6 美元/46.8 港元 (+29.1%/+29.7%)
股票代码	EDU US/09901.HK
已发行股本	1.64 亿 ADS/16.4 亿股
总市值	76 亿美元
52 周高/低	87.26/40.66 美元
每股净资产	22.4 美元/ADS
主要股东	俞敏洪（12.2%）

表：盈利摘要

截止5月31日财政年度	2024年实际	2025年实际	2026年预测	2027年预测	2028年预测
收入（百万美元）	4,314	4,900	5,367	5,864	6,330
变动 (%)	43.9%	13.6%	9.5%	9.2%	8.0%
经营利润（百万美元）	350	428	522	586	674
变动 (%)	84.4%	22.2%	21.9%	12.2%	15.1%
股东净利润（百万美元）	310	372	470	533	615
变动 (%)	74.6%	20.1%	26.5%	13.3%	15.5%
Non-GAAP 股东净利润（百万美元）	464	517	551	621	710
变动 (%)	79.2%	11.4%	6.5%	12.7%	14.5%
EPS（美元）	0.19	0.23	0.30	0.34	0.39
Non-GAAP EPS（美元）	0.28	0.32	0.35	0.39	0.45
市盈率@46.2\$（倍）	24.7	20.1	15.6	13.8	11.9
Non-GAAP 市盈率@46.2\$（倍）	16.5	14.5	13.3	11.8	10.3

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



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>					
	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测		2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
收入	4,313,586	4,900,262	5,367,484	5,863,749	6,330,148	盈利能力					
毛利	2,262,626	2,716,971	2,871,604	3,148,833	3,399,289	毛利率 (%)	52.5%	55.4%	53.5%	53.7%	53.7%
销售及分销成本	(660,586)	(783,959)	(762,183)	(820,925)	(886,221)	Non-GAAP经营利润率 (%)	11.0%	9.8%	11.2%	11.5%	12.1%
行政开支	(1,251,615)	(1,444,463)	(1,587,365)	(1,741,978)	(1,838,928)	EBITDA 利率 (%)	8.5%	10.7%	12.1%	12.5%	13.2%
经营溢利	350,425	428,250	522,056	585,931	674,141	净利率 (%)	7.2%	7.6%	8.8%	9.1%	9.7%
Non-GAAP经营利润	472,883	480,682	602,569	673,887	769,093	Non-GAAP净利润率	10.8%	10.6%	10.3%	10.6%	11.2%
利息净收入	153,589	118,212	127,561	146,114	166,980						
长期股权投资相关	(10,797)	(10,078)	0	0	0	营运表现					
所得税	(109,690)	(146,294)	(157,207)	(177,155)	(203,551)	SG&A/收入 (%)	44.3%	45.5%	43.8%	43.7%	43.1%
股东净利润	309,591	371,716	470,120	532,600	615,279	实际税率 (%)	22.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%
Non-GAAP股东净利润	463,956	517,071	550,632	620,557	710,231	股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧及摊销	100,646	126,182	148,584	167,499	183,469						
EBITDA	366,338	525,980	648,350	731,139	835,320	财务状况					
Non-GAAP EBITDA	674,292	789,547	856,424	965,210	1,097,251	资产负债比率	46.2%	49.3%	49.4%	48.9%	48.0%
增长						流动比率	179.6%	157.6%	162.2%	168.2%	175.8%
总收入 (%)	43.9%	13.6%	9.5%	9.2%	8.0%	ROA	4.1%	4.8%	5.3%	5.3%	5.4%
EBITDA (%)	48.9%	43.6%	23.3%	12.8%	14.2%	ROE	8.9%	9.7%	10.6%	10.8%	11.3%
净利润 (%)	74.6%	20.1%	26.5%	13.3%	15.5%						

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>					
	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测		2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
现金及等价物	2,886,937	2,881,905	3,575,995	4,366,157	5,245,203	净利润	325,218	371,716	492,410	554,890	637,569
短期投资	2,065,579	1,873,502	1,873,502	1,873,502	1,873,502	折旧及摊销	100,646	126,182	148,584	167,499	183,469
预付款项及其他流动资产	309,464	428,982	525,228	566,550	609,859	营运资金变化	515,535	218,466	248,190	253,740	236,332
总流动资产	5,388,878	5,184,389	5,974,724	6,806,209	7,728,564	其他	181,244	180,228	71,694	84,135	91,776
物业及设备	507,981	767,346	888,863	991,465	1,078,097	营运现金流	1,122,643	896,592	960,877	1,060,263	1,149,147
长期投资	355,812	388,481	388,481	388,481	388,481	资本开支	(249,393)	(270,101)	(270,101)	(270,101)	(270,101)
资产使用权	653,905	793,842	1,026,012	1,258,181	1,490,351						
固定资产	2,142,795	2,617,797	2,971,484	3,306,255	3,625,057	其他投资活动	(904,529)	176,673	0	0	0
总资产	7,531,673	7,802,186	8,946,208	10,112,465	11,353,621	投资活动现金流	(1,153,922)	(93,428)	(270,101)	(270,101)	(270,101)
应计费用及其他流动资产	774,805	830,583	949,500	1,032,828	1,114,978	融资活动现金流	(160,438)	(584,971)	0	0	0
递延收益	1,780,063	1,954,464	2,140,815	2,338,750	2,524,772	现金变化	(216,323)	228,029	690,777	790,163	879,046
总短期负债	3,000,855	3,289,814	3,684,655	4,047,537	4,395,643	期初持有现金	1,805,427	1,589,104	1,817,133	2,507,910	3,298,072
经营租赁负债	447,994	533,376	706,322	866,850	1,027,378	期末持有现金	1,589,104	1,817,133	2,507,910	3,298,072	4,177,118
总负债	3,482,659	3,851,767	4,419,554	4,942,964	5,451,598	现金变化	(216,323)	228,029	690,777	790,163	879,046
股东权益	3,775,934	3,661,873	4,212,505	4,833,062	5,543,293	期初持有现金	1,805,427	1,589,104	1,817,133	2,507,910	3,298,072
非控股权益	273,080	291,859	314,149	336,439	358,729	期末持有现金	1,589,104	1,817,133	2,507,910	3,298,072	4,177,118

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。