

新东方-S (09901.HK)

FY26Q1 财报点评：收入超预期增长，股东回报可观

买入（维持）

2025 年 10 月 31 日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书：S0600517110002

021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

证券分析师 张文雨

执业证书：S0600525070007

zhangwy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业总收入（百万美元）	4,314	4,900	5,388	5,927	6,343
同比（%）	43.89	13.60	9.96	10.00	7.02
归母净利润（百万美元）	309.59	371.72	491.85	542.98	591.14
同比（%）	74.57	20.07	32.32	10.40	8.87
Non-GAAP 净利润（百万美元）	464.00	517.10	576.11	627.23	685.40
同比（%）	79.15	11.44	11.41	8.87	9.27
EPS-最新摊薄（美元/股）	0.19	0.23	0.30	0.33	0.36
P/E（现价&最新摊薄）	31.08	25.89	19.56	17.72	16.28
PE（Non-GAAP）	20.74	18.61	16.70	15.34	14.04

投资要点

■ **事件：公司发布 FY26Q1 季度业绩。** FY26 开局好于预期，核心担忧正在缓解。FY26Q1 收入同比增长 6.1%，超过此前指引（2%-5%）。公司预计 FY26Q2 收入增速 9%-12%，并维持全年收入增速 5%-10% 目标。从递延收入同比增长 10%、续班率全面提升、Q2 增速明显提速等领先指标看，公司正在实现稳健增长。

■ **出国业务超预期是最大惊喜。** FY25Q4 最大的担忧——出国业务预期下滑 4%-5%——在 FY26Q1 得到了超预期的修正。考培业务增长 1%、留学咨询增长 2%，虽然绝对增速不高，但相比负增长的悲观预期已是重大改善。FY26Q1 低龄留学群体收入增长超过 25%、非美英国家申请和背景提升服务快速增长，这说明需求并未消失，而是在分化和转移。管理层对 FY26Q2 出国业务的指引仍是“低个位数下降”，但同时强调“倾向采取保守预测”、“相信实际表现会优于指引”。结合 FY26Q1 的超预期表现，我们认为出国业务的最坏时刻可能已经过去。

■ **K12 业务提速兑现质量优先逻辑。** K12 业务从 FY26Q1 的温和增长到 FY26Q2 预期的显著提速（K9 约 20%、高中双位数增长），验证了“提升产品质量→提高续班率→驱动收入增长”的战略路径。尤为关键的是，这种提速是在暑期面临低价甚至免费课竞争压力的背景下实现的，说明新东方通过产品力而非价格战赢得了市场。续班率全面高于去年同期（小学、初中、高中各学段），表明在供给恢复、竞争加剧的环境下，头部机构的服务质量优势正在转化为客户粘性。尽管教培行业没有绝对护城河，但通过持续的产品打磨和服务优化，可以建立相对竞争优势。FY26Q1 初中非学科业务增速快于小学业务，主要系公司投入大量精力开拓社区化教学等新模式，在非学科领域的产品创新能力正在显现。OMO 业务活跃付费用户达 45.2 万，在提升用户留存和业务规模化方面的潜力令人鼓舞，正在从试点走向规模化，有望成为未来的增长引擎。

■ **股东回报超预期展现战略自信。** 本次宣布的 1.9 亿美元股息+3 亿美元回购计划，合计约 4.9 亿美元，相对 FY25 归母净利润 3.7 亿美元的回报率超过 130%，远超此前承诺的 50%。这种超额兑现释放了三重积极信号：第一，FY26 利润能见度较高。尽管收入增速面临压力，但仍能实现 10% 以上的增长并创造更高利润率。第二，现金流充裕且对资本需求下降。截至 FY26Q1 末持有现金及等价物 50.3 亿美元，在维持 OMO 投资（2850 万美元）、AI 研发等战略投入后，仍有充足现金回报股东。公司已从扩张期进入收获期，资本开支需求可控。第三，回购+分红组合更加成熟。相比 2024 年 9 月一次性 10 亿美元特别股息，本次采用“常

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	45.72
一年最低/最高价	31.20/53.50
市净率(倍)	2.35
港股流通市值(百万港元)	72,250.80

基础数据

每股净资产(美元)	2.50
资产负债率(%)	46.86
总股本(百万股)	1,580.29
流通股本(百万股)	1,580.29

相关研究

《新东方-S(09901.HK): FY25Q4 财报点评：核心业务盈利能力提升，新股东回报计划彰显信心》

2025-08-04

《新东方-S(09901.HK): FY2025Q1 季报点评：核心业务收入符合预期》

2024-10-29

规股息分两期支付+持续回购”的组合，既保证了分红的稳定性，又通过回购在股价低位时增厚股东价值。公司强调，明年会继续大力回馈股东、维持高水平派息率和回报率，这为投资者提供了清晰的回报预期。

- **利润率改善具备可持续性。**Q1 Non-GAAP 经营利润率 22.0%(+100bp) 的改善主要来自四个方面：**更高的资源利用率、运营杠杆体现、有效成本控制、东方甄选利润贡献**。更重要的是，公司预计 Q2 利润率扩张幅度将超过 Q1、期望实现全年利润率扩张。**从成本结构看**，本季度运营成本费用总计 12.1 亿美元（+6.1%），与收入增速接近。虽然股份支付费用增长至 2330 万美元影响了 GAAP 净利润，但这是一次性因素，三年期股权激励计划第一年摊销较高，后续会逐年递减。剔除这一影响，核心业务的盈利能力正在稳步提升。**出国业务从拖累利润转向减少拖累也是积极变化**。如果 FY26Q2 出国业务继续改善，加上高毛利的 K12 业务提速，全年利润率扩张的确定性会进一步增强。
- **盈利预测与投资评级：**我们基本维持 FY2026-2028 年 Non-GAAP 归母净利润为 5.8/6.3/6.9 亿美元，当前股价对应 FY2026-2028 年 PE(Non-GAAP 口径)分别为 17/15/14 倍。总体而言，公司产品力提升、运营效率优化、股东回报增厚，维持“买入”评级。
- **风险提示：**K12 竞争加剧导致价格战，学习机业务续费率不及预期，消费需求收缩，监管政策变化。

新东方-S 三大财务预测表

资产负债表 (百万美元)					利润表 (百万美元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	5,187.70	5,783.07	6,353.16	6,886.80	营业总收入	4,900.26	5,388.30	5,927.13	6,343.27
现金及现金等价物	1,612.38	2,060.50	2,556.24	3,032.95	营业成本	2,183.29	2,346.66	2,551.69	2,699.13
应收账款及票据	33.63	37.09	40.79	43.66	销售费用	783.96	862.13	948.34	1,014.92
存货	80.88	106.19	115.46	122.14	管理费用	1,444.46	1,589.00	1,747.90	1,870.62
其他流动资产	3,460.81	3,579.30	3,640.66	3,688.06	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	2,617.80	2,976.59	3,336.10	3,698.11	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	767.35	908.62	1,049.32	1,191.30	经营利润	488.55	590.51	679.20	758.60
商誉及无形资产	850.69	1,031.27	1,213.13	1,396.22	利息收入	0.00	100.00	80.00	70.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	利息支出	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期投资	792.96	828.78	864.59	900.41	其他收益	47.84	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	206.80	207.93	209.05	210.18	利润总额	536.38	690.51	759.20	828.60
资产总计	7,805.50	8,759.66	9,689.26	10,584.91	所得税	146.29	179.53	197.39	215.44
流动负债	3,289.81	3,737.41	4,109.63	4,396.53	净利润	390.09	510.98	561.81	613.17
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	4.12	4.87	4.57	7.77
应付账款及票据	80.48	120.92	131.48	139.08	归属母公司净利润	371.72	491.85	542.98	591.14
其他	3,209.33	3,616.50	3,978.15	4,257.45	EBIT	536.38	590.51	679.20	758.60
非流动负债	561.95	561.95	561.95	561.95	EBITDA	600.61	641.18	729.15	806.05
长期借款	14.40	14.40	14.40	14.40	Non-GAAP 净利润	517.10	576.11	627.23	685.40
其他	547.55	547.55	547.55	547.55					
负债合计	3,851.77	4,299.37	4,671.58	4,958.48					
股本	3,661.87	3,661.87	3,661.87	3,661.87	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	291.86	296.73	301.31	309.07	每股收益(美元)	0.23	0.30	0.33	0.36
归属母公司股东权益	3,661.87	4,163.56	4,716.37	5,317.35	每股净资产(美元)	2.24	2.55	2.88	3.25
负债和股东权益	7,805.50	8,759.66	9,689.26	10,584.91	发行在外股份(百万股)	1,635.29	1,635.29	1,635.29	1,635.29
					ROIC(%)	9.71	10.35	10.57	10.52
					ROE(%)	10.15	11.81	11.51	11.12
					毛利率(%)	55.45	56.45	56.95	57.45
					销售净利率(%)	7.59	9.13	9.16	9.32
					资产负债率(%)	49.35	49.08	48.21	46.84
					收入增长率(%)	13.60	9.96	10.00	7.02
					净利润增长率(%)	20.07	32.32	10.40	8.87
					P/E	25.89	19.56	17.72	16.28
					P/B	2.63	2.31	2.04	1.81
					EV/EBITDA	10.37	11.82	9.71	8.19

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为美元,港元汇率为2025年10月30日的1港元=0.1287美元,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>