

盈利修复稳健，股东回报计划强化信心

核心观点

- 盈利稳健修复，成本管控出成效。**公司 FY26Q1 实现收入 15.23 亿美元，同比 +6.1%，超出此前指引预期区间的上限（5%）；Non-GAAP 经营利润 3.36 亿美元，同比+11.3%；Non-GAAP 经营利润率 22%，同比+1pct。得益于持续优化教学资源配置及数字化运营，销售与管理费用率分别同比下降 0.3pct 和 0.9pct。归母净利润 2.41 亿美元，同比-1.9%，主要受分红预提税影响，经营层面利润稳步提升。
- 核心业务表现分化，K12 与大学业务修复明显。**新教育业务收入同比增长 15.3%，成为主要增长动力。其中，非学科类素养课程已在约 60 个城市开设，本季度吸引约 53 万名学生参与；智慧学习系统及设备业务活跃付费用户约 45 万人，续班率稳中有升。成人及大学生国内考试准备业务同比增长约 14.4%，延续考研及职业培训需求复苏趋势。出国考试准备与留学咨询业务分别同比增长约 1.0%与 2.0%，海外青少年考试培训增速较快，部分抵消成人考试下滑。整体来看，公司教育主业恢复动力充足，新业务成长持续向好。
- 股东回报力度提升，经营展望积极。**公司宣布三年期股东回报计划，FY26 起每年将上财年净利润的 50% 以上以现金分红及股份回购形式回馈股东；本年度拟派发约 1.9 亿美元现金股息（每股 0.12 美元），并计划在未来 12 个月内最高回购 3 亿美元股份，合计回报约占 FY25 净利 132%，对应股息率约 2.0%。管理层指引 FY26 Q2 收入 11.32 - 11.63 亿美元，同比增长 9 - 12%；FY26 全年收入 51.45 - 53.90 亿美元，同比增长 5 - 10%。展望 FY26 全年，公司将持续推进 AI 教学与数字化提效，优化课程体验与运营效率，盈利能力有望稳步提升，长期成长韧性强化。

盈利预测与投资建议

- 我们预计公司 FY26 - 28 年归母净利润分别为 4.50/4.92/5.31 亿美元（原 FY26 预测为 6.01 亿美元）。采用分部估值法（SOTP），教育主业按 FY26E Non-GAAP 净利润 34.9 亿港元，给予 22 倍 P/E，对应估值约 769 亿港元；东方甄选按最新市值并结合持股比例测算，对应 130 亿港元。两部分合计集团估值约 898 亿港元，港元兑美元汇率 7.77，对应目标价 56.86 港元/股，维持“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧、政策调整超预期、续班率波动。

公司主要财务信息

	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入(百万元)	4314	4900	5376	5864	6319
同比增长(%)	43.9%	13.6%	9.7%	9.1%	7.8%
营业利润(百万元)	350	428	551	604	652
同比增长(%)	84.4%	22.2%	28.7%	9.5%	8.0%
归属母公司净利润(百万元)	310	372	450	492	531
同比增长(%)	74.6%	20.1%	21.0%	9.4%	7.9%
每股收益(元)	0.19	0.23	0.28	0.30	0.33
毛利率(%)	52%	55%	55%	55%	55%
净利率(%)	8%	8%	9%	9%	9%
净资产收益率(%)	8%	9%	10%	10%	10%
市盈率(倍)	30.7	25.6	21.1	19.3	17.9
市净率(倍)	2.3	2.4	2.2	2.0	1.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级

买入（维持）

股价（2025年10月31日）	46.7 港元
目标价格	56.86 港元
52 周最高价/最低价	53.5/31.2 港元
总股本/流通 H 股（万股）	158,029/158,029
H 股市值（百万港币）	73,799
国家/地区	中国
行业	社会服务
报告发布日期	2025 年 11 月 01 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-0.17	10.51	33.43	-3.41
相对表现%	0.8	14.04	28.86	-30.92
恒生指数%	-0.97	-3.53	4.57	27.51



证券分析师

谢宁铃	执业证书编号：S0860520070001 xieningling@orientsec.com.cn 021-63326320
陈至奕	执业证书编号：S0860519090001 香港证监会牌照：BUK982 chenzhiyi@orientsec.com.cn 021-63326320

投资建议

- 我们预计公司 FY26-28 年归母净利润分别为 4.50/4.92/5.31 亿美元（原 FY26 预测为 6.01 亿美元）。采用分部估值法（SOTP），教育主业按 FY26E Non-GAAP 净利润 34.9 亿港元，给予 22 倍 P/E，对应估值约 769 亿港元；东方甄选按最新市值并结合持股比例测算，对应 130 亿港元。两部分合计集团估值约 898 亿港元，港元兑美元汇率 7.77，对应目标价 56.86 港元/股，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元) 2025/10/31	每股收益 (元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
中国东方教育	00667	6.10	0.23	0.35	0.44	0.54	26.31	17.32	13.83	11.31
行动教育	605098	40.54	2.25	2.52	2.85	3.20	18.00	16.07	14.23	12.66
学大教育	000526	41.25	1.47	2.10	2.62	3.18	27.98	19.64	15.73	12.97
视源股份	002841	41.72	1.40	1.50	1.82	2.19	29.91	27.79	22.90	19.06
好未来	TAL.N	92.95	-0.14	2.94	6.33	9.77	-2626.14	92.30	43.35	28.10
调整后平均								21.58	17.62	14.90

数据来源：Wind，东方证券研究所 注：可比公司 2025E 对应新东方是 FY2026E。

表 2：分部估值表

	估值方式	估值倍数	FY26E Non-GAAP 净利润 (百万港元)	持股比例	市值 (百万港元)
新东方 (除东方甄选)	P/E	22	3493		76853
东方甄选	市值法			56.36%	12995
合计 (百万港元)					89847
股份数 (百万股)					1580
每股价值 (港元/股)					56.86

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

行业竞争加剧、政策调整超预期、续班率波动。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
货币资金	1389	1612	2128	2693	3286
应收帐款	30	34	37	40	43
预付账款	309	308	338	368	397
存货	93	81	89	97	104
其他	3568	3153	3171	3190	3207
流动资产合计	5389	5188	5762	6389	7038
长期股权投资	356	388	388	388	388
固定资产	508	767	882	1000	1119
在建工程	4	55	56	57	58
无形资产	19	13	13	13	13
其他	1256	1394	1394	1394	1395
非流动资产合计	2143	2618	2734	2853	2974
总资产	7532	7805	8496	9242	10012
短期借款					
应付账款	106	80	89	97	104
其他	2895	3209	3496	3790	4064
流动负债合计	3001	3290	3585	3887	4168
长期借款					
应付债券	14	14	14	14	14
其他	467	548	548	548	548
非流动负债合计	482	562	562	562	562
总负债	3483	3852	4147	4449	4730
少数/非控制性权益	273	292	310	335	365
普通股	2	2	2	2	2
资本公积	1870	1467	1467	1467	1467
留存收益	1514	1771	2220	2712	3243
其他	390	422	350	277	204
股东权益	4049	3954	4349	4793	5282
负债和股东权益总计	7532	7805	8496	9242	10012

现金流量表					
单位:百万元	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
净利润	325	376	468	516	562
折旧及摊销	101	140	150	172	193
财务费用	0	0	0	0	0
营运资金变动	519	251	236	241	224
其他	178	131	82	82	82
经营现金流	1123	897	936	1010	1060
资本支出	-249	-242	-266	-291	-313
长期投资	-78	-64	0	0	0
其他	-827	213	-26	-26	-26
投资现金流	-1154	-93	-292	-317	-339
债权融资	0	0	0	0	0
股权融资	-144	-448	-153	-153	-153
其他	-17	-137	-133	-133	-133
融资现金流	-160	-585	-285	-285	-285
汇率变动影响	-25	10	-30	-30	-30
现金净增加额	-216	228	328	379	406

利润表					
单位:百万元	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	4314	4900	5376	5864	6319
营业成本	-2051	-2183	-2407	-2623	-2825
营业税金及附加					
营业费用	-661	-784	-833	-909	-979
管理费用	-1252	-1444	-1585	-1729	-1863
财务费用					
资产减值损失					
公允价值变动收益	19	-10	0	0	0
投资净收益					
其他					
营业利润	350	428	551	604	652
营业外收入	143	108	113	127	142
利润总额	494	536	664	731	794
所得税	-110	-146	-186	-205	-222
净利润	325	376	468	516	562
少数股东损益	16	4	19	24	31
归母净利润	310	372	450	492	531
调整后归母净利润	381	416	503	546	585
每股收益	0.19	0.23	0.28	0.30	0.33

主要财务比率					
	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
成长能力					
营业收入	44%	14%	10%	9%	8%
营业利润	84%	22%	29%	10%	8%
调整后营业利润	69%	3%	29%	8%	7%
净利润	38%	16%	25%	10%	9%
获利能力					
毛利率	52%	55%	55%	55%	55%
营业利润率	8%	9%	10%	10%	10%
净利率	8%	8%	9%	9%	9%
ROE	8%	9%	10%	10%	10%
偿债能力					
资产负债率	46%	49%	49%	48%	47%
流动比率	1.80	1.58	1.61	1.64	1.69
速动比率	1.66	1.46	1.49	1.52	1.57
运营能力					
应收帐款周转率	137.46	154.78	152.46	152.04	151.15
存货周转率（次）	28.19	25.14	28.38	28.28	28.10
总资产周转率（次）	0.57	0.63	0.63	0.63	0.63
每股指标					
基本每股收益	0.19	0.23	0.28	0.30	0.33
每股经营现金流	0.68	0.55	0.58	0.62	0.65
每股净资产	2.45	2.44	2.69	2.96	3.26
估值比率					
市盈率	30.7	25.6	21.1	19.3	17.9
市净率	2.3	2.4	2.2	2.0	1.8

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。