

买入

2025 年 11 月 4 日

经调整经营利润率提升，加码股东回报计划

李卓群

> **业绩概览：**截止 25 年 8 月 31 日，公司 FY26Q1 净收入同比+6.1%至 15.2 亿美元（美元计，下同），略超出此前公司业绩指引（14.6 至 15.1 亿美元）。经营利润 3.10 亿美元，同比+6%；Non-GAAP 经营利润 3.36 亿美元，同比+11.3%；归母利润 2.4 亿美元，同比-1.9%。Non-GAAP 归母净利润为 2.58 亿美元，同比-1.6%。归母净利润同比略有下滑主要在于分红预提税以及其他收入波动影响，Q1Non-GAAP 经营利润率达 22.0%，同比+1.0PCTs 经营利润表现良好。

+852-25321539
 Grayson.li@firstshanghai.com.hk
 但玉翠
 +852-25321539
 Tracy.dan@firstshanghai.com.hk

> **教育业务表现分化：**分业务来看，FY26Q1 海外考试准备和出国咨询业务同比+1.0%及 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；大学生及成人考试业务同比增长 14.4%；新业务方面，Q1 整体营收同比+15.3%，其中非学科类辅导业务报名人数 53.0 万人次，同比增长+9.5%。智能学习系统及设备 Q4 活跃付费用户达 45.2 万人次，同比增长+39.9%。

> **FY26Q2 及 FY26 展望：**公司预计 FY26Q2（2025 年 9 月 1 日至 2026 年 11 月 30 日）的净营收总额将为 11.32 亿美元至 11.63 亿美元之间，同比增长 9%到 12%之间。此外，公司维持其对于 FY26（2025 年 6 月 1 日至 2026 年 5 月 31 日）的净营收总额收入增长不变，预计 FY26 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。

> **积极的股东回报计划：**2025 年 7 月，公司批准了三年股东回报计划，从 2026 财年开始，将上一财年归母净利润的不少于 50%用于股东回报。本次公司随财报宣布 2026 财年股东回报计划为现金分红 1.9 亿美元（分两期支付，预计分别于 25 年 12 月和 26 年 6 月支付）+回购 3 亿美元(未来 12 个月内)，综合回报率约 5%。公司计划执行分红+回购共 4.9 亿美元。

> **目标价 74.5 美元/57.9 港元，维持买入评级：**一方面，宏观环境对留学业务的影响以及新业务高基数使公司教育业务增长放缓；一方面，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 净利润率将持续获得改善。考虑到公司核心业务逐步稳定以及股东回报显著提升，我们给予公司 FY26E 净利润 25xPE，调整公司目标价为 74.5 美元/57.9 港元，维持买入评级。

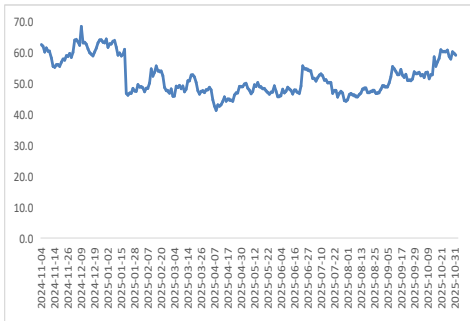
主要资料

行业	教育
股价	59.0 美元/45.9 港元
目标价	74.5 美元/57.9 港元 (+26.3%/+26.3%)
股票代码	EDU US/09901.HK
已发行股本	1.59 亿 ADS/15.9 亿股
总市值	93 亿美元
52 周高/低	68.53/40.66 美元
每股净资产	25.0 美元/ADS
主要股东	俞敏洪（12.5%）

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	5,326	5,817	6,276
变动 (%)	43.9%	13.6%	8.7%	9.2%	7.9%
经营利润（百万美元）	350	428	541	578	666
变动 (%)	84.4%	22.2%	26.4%	6.8%	15.2%
股东净利润（百万美元）	310	372	473	525	608
变动 (%)	74.6%	20.1%	27.4%	11.0%	15.6%
Non-GAAP 股东净利润（百万美元）	464	517	540	613	702
变动 (%)	79.2%	11.4%	4.4%	13.6%	14.5%
EPS（美元）	0.19	0.23	0.30	0.33	0.38
Non-GAAP EPS（美元）	0.28	0.32	0.34	0.39	0.44
市盈率@59\$（倍）	31.5	25.7	19.8	17.8	15.4
Non-GAAP 市盈率@59\$（倍）	21.0	18.5	17.4	15.3	13.4

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>					
	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	5,326,174	5,816,786	6,275,613	盈利能力					
毛利	2,262,626	2,716,971	2,900,878	3,123,614	3,370,004	毛利率 (%)	52.5%	55.4%	54.5%	53.7%	53.7%
销售及分销成本	(660,586)	(783,959)	(786,427)	(814,350)	(878,586)	Non-GAAP经营利润率 (%)	11.0%	9.8%	11.4%	11.4%	12.1%
行政开支	(1,251,615)	(1,444,463)	(1,573,299)	(1,731,119)	(1,825,640)	EBITDA 利率 (%)	8.5%	10.7%	14.9%	12.4%	13.2%
经营溢利	350,425	428,250	541,151	578,145	665,778	净利率 (%)	7.2%	7.6%	8.8%	8.9%	9.5%
Non-GAAP经营利润	472,883	480,682	605,696	665,397	759,912	Non-GAAP净利润率	10.8%	10.6%	10.0%	10.4%	11.0%
利息净收入	153,589	118,212	0	137,804	152,118						
长期股权投资相关	(10,797)	(10,078)	13,786	0	0	营运表现					
所得税	(109,690)	(146,294)	(176,551)	(173,260)	(197,931)	SG&A/收入 (%)	44.3%	45.5%	44.3%	43.8%	43.1%
股东净利润	309,591	371,716	468,864	519,510	596,785	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	534,970	606,762	690,920	股息支付率 (%)	0.0%	1.0%	2.0%	2.5%	2.8%
折旧及摊销	100,646	126,182	148,584	167,499	183,469						
EBITDA	366,338	525,980	793,999	722,464	826,068						
Non-GAAP EBITDA	674,292	789,547	860,106	947,520	1,072,320	财务状况					
增长						资产负债比率	46.2%	49.3%	50.1%	50.8%	51.0%
总收入 (%)	43.9%	13.6%	8.7%	9.2%	7.9%	流动比率	179.6%	157.6%	157.9%	158.0%	160.2%
EBITDA (%)	48.9%	43.6%	51.0%	-9.0%	14.3%	ROA	4.1%	4.8%	5.4%	5.4%	5.6%
净利润 (%)	74.6%	20.1%	26.1%	10.8%	14.9%	ROE	8.9%	9.7%	10.7%	10.6%	11.0%

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>					
	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	3,365,592	3,911,757	4,510,671	净利润	325,218	371,716	502,551	542,690	619,965
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	508,969	563,848	604,577	营运资金变化	515,535	218,466	218,949	257,297	234,308
总流动资产	5,388,878	5,184,389	5,748,063	6,349,106	6,988,750	其他	181,244	180,228	58,047	83,212	91,027
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	928,132	1,050,698	1,128,770
长期投资	355,812	388,481	402,267	402,267	402,267						
资产使用权	653,905	793,842	1,026,012	1,258,181	1,490,351	资本开支	(249,393)	(270,101)	(270,101)	(270,101)	(270,101)
固定资产	2,142,795	2,617,797	2,985,270	3,320,041	3,638,843						
总资产	7,531,673	7,802,186	8,733,333	9,669,148	10,627,593	其他投资活动	(904,529)	176,673	0	0	0
应计费用及其他流动资产	774,805	830,583	922,648	1,024,556	1,105,372	投资活动现金流	(1,153,922)	(93,428)	(270,101)	(270,101)	(270,101)
递延收益	1,780,063	1,954,464	2,124,339	2,320,019	2,503,021						
总短期负债	3,000,855	3,289,814	3,639,757	4,019,534	4,363,106	融资活动现金流	(160,438)	(584,971)	(190,000)	(234,432)	(259,755)
经营租赁负债	447,994	533,376	706,322	866,850	1,027,378						
总负债	3,482,659	3,851,767	4,374,656	4,914,961	5,419,062	现金变化	(216,323)	228,029	480,374	546,165	598,914
股东权益	3,775,934	3,661,873	4,020,629	4,392,959	4,824,124	期初持有现金	1,805,427	1,589,104	1,817,133	2,297,507	2,843,672
非控股权益	273,080	291,859	325,705	348,885	372,064	期末持有现金	1,589,104	1,817,133	2,297,507	2,843,672	3,442,586

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。