

社会服务

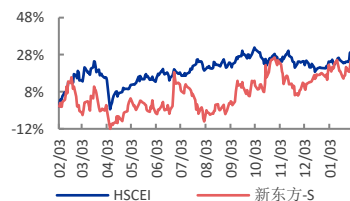
2026年01月30日

新东方-S (09901)

——经营效益持续提升，业务调整尽显效果

报告原因：有业绩公布需要点评
买入 (维持)
市场数据： 2026年01月29日

收盘价 (港币)	46.04
恒生中国企业指数	9552.58
52周最高/最低 (港币)	47.84/31.20
H股市值 (亿港元)	794.37
流通H股 (百万股)	1,591.46
汇率 (港币/人民币)	0.8944

一年内股价与基准指数对比走势：

资料来源：Bloomberg
相关研究
证券分析师

 黄哲 A0230513030001
 huangzhe@swsresearch.com

联系人

 黄哲 A0230513030001
 huangzhe@swsresearch.com

投资要点：

新东方 2QFY26 收入 11.91 亿美元，同比增长 14.7%。其中教育业务（含文旅）实现收入 9.74 亿美元，同比增长 13%。其他业务（主要为东方甄选）收入 2.17 亿美元，同比增长 22.9%。归属母公司的 Non-GAAP 净利润为 0.73 亿美元，同比增长 68.6%。Non-GAAP 净利率为 6.1%，同比扩张 2 个百分点。

留学业务增速触底。2QFY26 出国考试培训及咨询业务收入 2.52 亿美元，同比增长 1%，增速较去年同期放缓 29.3 个百分点（去年同期为高基数），但较 1QFY26 持平。公司通过整合出国考培和咨询业务，并通过增加青少年出国考培业务，扩展服务对象，以便提升出国业务增长韧性。出国留学考培及咨询业务增速已经于 2QFY26 触底。

新业务增长保持强劲。2Q 新业务（K9 素养教培+学习机业务等）收入同比增长 21.6%至 3.66 亿美元，非学科素养业务的高增得以持续。同时 K9 素养教培和学习机业务的续班持续提升，意味着产品口碑进一步增强。2Q 教学网点增至 1379 个，同比增长 21%，增速较 1QFY26 放缓 2.7 个百分点。公司将通过挖掘现有教学网点产能利用率，提升运营效率，带动利润率进一步扩张。

经营利润率改善。虽然高利润率的留学业务增长放缓，但被素养业务利润率提升抵消。同时公司持续推进一系列诸如人员精简，费用控制，2QFY26 Non-GAAP 经营利润率同比将扩张 4.7 个百分点至 7.5%。Non-GAAP 经营利润率呈现加速扩张的趋势（1Q 扩张 1 个百分点）。其中教育业务 Non-GAAP 经营利润率 6.6%，同比扩张 3.5 个百分点。其他业务（主要为东方甄选）Non-GAAP 经营利润率 13%，同比扩张 12.4 个百分点。

维持买入评级。由于教育业务增长势头良好，并且东方甄选业务开始恢复，我们上调公司 FY26-FY28 财年收入 55 亿、61.1 亿、68.9 亿美元（原预测为 53.8 亿、59.8 亿、67.3 亿美元）。由于出国留学业务收缩触底，对利润率的拖累预计即将出清。同时公司将全年教学网点的增长速度放缓至 10%，提升教学网点产能利用率，因此利润率拐点已经显现。我们上调 FY26-FY28 财年 Non-GAAP 净利润 5.7 亿、6.3 亿、7 亿美元（原预测为 5.55 亿、6.1 亿、6.79 亿美元），上调目标价 72.4 美元，维持买入评级。

风险提示：非学科培训监管政策加码；海外地缘政治因素导致境外留学签证受阻，业务恢复放缓。

财务数据及盈利预测

百万 美元	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
营业收入	4,314	4,900	5,503	6,111	6,887
同比增长率 (%)	43.89	13.60	12.30	11.05	12.71
归属普通股股东净利润	464	517	570	629	700
同比增长率 (%)	79.20	11.40	10.35	10.29	11.31
每股收益 (元/股)	2.78	3.17	3.50	3.86	4.29
ROE (%)	8.03	9.50	12.21	14.35	16.78
市盈率	20.25	18.18	16.47	14.94	13.42
市净率	2.43	2.44	2.23	2.21	2.18

注：“每股收益”为归属普通股股东净利润除以总股本



申万宏源研究微信服务号

New Oriental's report revenue for 2QFY26 (ending November 2025) at US\$1.191 billion, representing a year-over-year increase of 14.7%. Revenue of education business (including cultural tourism) was US\$974 million, up 13% YoY. Revenue of other businesses (primarily EastBuy) was US\$217 million in revenue, an 22.9% YoY increase. Non-GAAP net profit attributable to shareholders was US\$73million, surging 68.6% YoY. The non-GAAP net margin was 6.1%, expanding by 2 percentage points year-over-year.

Overseas study business growth was bottom out. Revenue from the overseas test preparation and consulting business for 2QFY26 was US\$252 million, a 1% year-over-year increase. The growth rate has a slowdown of 29.3 percentage points compared to the same period last year (which had a high base) and was flatish from 1QFY26. The company was consolidating the test preparation and consulting business and expanding services to include test preparation for younger students to resume the growth momentum. The growth rate for the overseas study test prep and consulting business was bottom out in 2QFY26.

Robust growth in new businesses. Revenue for 2QFY26 from new businesses (K9 non-academic subject tutoring (non-AST), learning tablets, etc.) grew by 21.6% year-over-year to US\$366 million. The retention rate for continued to improve. Number of learning centers increased to 1,379 in 2QFY26, up 21% YoY. The growth rate moderated by 2.7 percentage points compared to 1QFY26. By improving capacity utilization rates at existing learning centers and enhancing operational efficiency, the company aims to drive further margin expansion.

Operating margins were improving. While growth in the higher-margin overseas study business has slowed, this has been offset by margin improvements in the new business. Coupled with ongoing efforts such as operation optimization and expense control, the non-GAAP operating margin expanded by 4.7 percentage points year-over-year to 7.5% in 2QFY26. The non-GAAP operating margin shown a trend of accelerating expansion (1-percentage-point expansion in 1QFY26). The non-GAAP operating margin for the education business was 6.6%, expanding by 3.5 percentage points YoY. The non-GAAP operating margin for other businesses (primarily EastBuy) was 13%, expanding by 12.4 percentage points YoY.

Maintain BUY rating. As education business regaining growth momentum, and as East Buy performance turn around we raise our revenue forecasts for FY26-FY28 unchanged to US\$5.5 billion, US\$6.11 billion, and US\$6.89 billion, respectively (previous forecast was US\$5.38 billion, US\$5.98 billion, and US\$6.73 billion). The company is moderating its full-year learning center expansion pace to 10% to improve capacity utilization rates. We expect the margin expansion will continue in coming quarters along as the overseas study business to bottom out. We raise our non-GAAP net profit forecasts for FY26-FY28 to US\$570 million, US\$629 million, and US\$700 million respectively (previous forecast was US\$555 million, US\$610 million, and US\$679 million, respectively). We maintain BUY rating.

Risks: Stricter regulatory policies on non-academic tutoring; overseas student visas being delayed by geopolitical factors; slowing down business recovery.

利润表

(百万美元)	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
收入	4,314	4,900	5,503	6,111	6,887
营业成本	-2,051	-2,183	-2,512	-2,778	-3,124
毛利	2,263	2,717	2,991	3,333	3,763
销售营销费用	-661	-784	-898	-980	-1,100
管理费用	-1,252	-1,444	-1,527	-1,653	-1,812
EBITDA	422	574	717	865	1,037
EBIT	350	428	623	754	904
其他收入	143	108	85	89	92
税前利润	494	536	708	842	997
所得税	-110	-146	-191	-227	-269
本年利润	325	376	517	615	728
经调整本年利润 (Non-GAAP)	464	517	570	629	700

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘焯明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。