

## 买入

2026年2月5日

### FY26Q2 业绩表现超预期，全年收入指引上调

李卓群

➤ **业绩概览:** 截止 25 年 11 月 30 日, 公司 FY26Q2 净收入同比+14.7%至

11.91 亿美元 (美元计, 下同), 略超出此前公司业绩指引 (11.32 至

11.63 亿美元)。经营利润 6630 万美元, 同比+244.4%; Non-GAAP 经营利

润 8913 万美元, 同比+206.9%; 归母净利润 4545 万美元, 同比+42.3%。

Non-GAAP 归母净利润为 7291 万美元, 同比+68.6%。

+852-25321539

Grayson.li@firstshanghai.com.hk

但玉翠

+852-25321539

Tracy.dan@firstshanghai.com.hk

➤ **业绩分析:** 公司业绩表现超预期的原因在于: 1、收入表现超出此前公

司收入指引上限 2.7pp, 主要由于新业务增速回升, 东方甄选逐步复苏;

2、公司成本费用率管控良好, 其中毛利率同比+1.3pp 至 53.3%, 销售费

用率同比-2.6pp 至 16.3%, 带动经营利润率及 Non-GAAP 利润率同比

+3.7pp/+4.3pp 至 5.6%/7%。但由于其他收入占比下降、公允价值变动收

益转负, 部分抵消了成本费用率优化的正向影响。综上, 公司的净利率及

Non-GAAP 净利率同比+0.7pp/+1.9pp 至 3.8%/6.1%。

主要资料

行业 教育

股价 62.8 美元/49.3 港元

目标价 78.0 美元/60.8 港元

(+24.3%/+23.5%)

股票代码 EDU US/09901.HK

已发行股本 1.59 亿 ADS/15.9 亿股

总市值 99 亿美元

52 周高/低 63.8/40.2 美元

每股净资产 24.6 美元/ADS

主要股东 俞敏洪 (12.5%)

➤ **教育新业务增速表现回暖:** 分业务来看, FY26Q2 海外考试准备和出国

咨询业务同比+4.1%及-3.0%; 大学生及成人考试业务同比增长 12.8%; 新

业务方面, Q2 整体营收同比+21.6%, 其中非学科类辅导业务报名人数次

105.8 万人次, 同比增长+6.4%。智能学习系统及设备 Q2 活跃付费用户达

35.2 万人次, 同比增长+34.8%。公司学习中心和学校数量达到 1,379

所, 较 FY25Q2 的 1,189 所增长显著。

➤ **FY26Q3 及 FY26 展望:** 公司预计 FY26Q3 (2025 年 12 月 1 日至 2026 年

2 月 28 日) 的净营收总额将为 13.13 亿美元至 13.49 亿美元之间, 同比

增长 11%到 14%之间。考虑到各业务线的蓬勃增长, 公司上调其对于 FY26

(2025 年 12 月 1 日至 2026 年 2 月 28 日) 的净营收总额收入增长预期,

预计 FY26 的净营收总额将为 52.92 亿美元至 54.9 亿美元之间, 同比增长

8%-12%之间。

➤ **目标价 78.0 美元/60.8 港元, 维持买入评级:** 一方面, 留学业务以及

教育新业务表现超出预期; 一方面, 公司持续推进降本增效, 提升网点的

利用率, 经营利润率/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

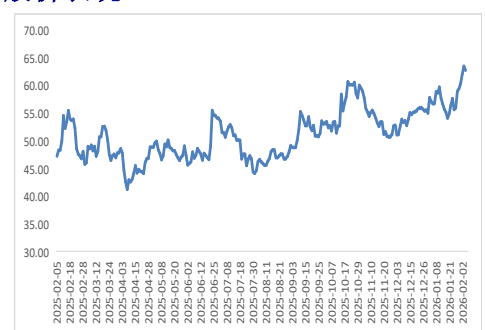
公司目标价为 78.0 美元/60.8 港元, 维持买入评级。

### 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	5,436	5,928	6,390
变动 (%)	43.9%	13.6%	10.9%	9.0%	7.8%
经营利润 (百万美元)	350	428	611	687	813
变动 (%)	84.4%	22.2%	42.7%	12.3%	18.4%
股东净利润 (百万美元)	310	372	496	596	697
变动 (%)	74.6%	20.1%	33.5%	20.2%	16.9%
Non-GAAP 股东净利润 (百万美元)	464	517	568	685	793
变动 (%)	79.2%	11.4%	9.9%	20.6%	15.7%
EPS (美元)	0.19	0.23	0.31	0.38	0.44
Non-GAAP EPS (美元)	0.28	0.32	0.36	0.43	0.50
市盈率@62.76\$ (倍)	33.5	27.3	20.1	16.7	14.3
Non-GAAP 市盈率@62.76\$ (倍)	22.4	19.7	17.5	14.6	12.6

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
<b>收入</b>	4,313,586	4,900,262	5,436,453	5,927,949	6,389,739	<b>盈利能力</b>					
毛利	2,262,626	2,716,971	2,962,416	3,183,308	3,431,290	毛利率 (%)	52.5%	55.4%	54.5%	53.7%	53.7%
销售及分销成本	(660,586)	(783,959)	(837,750)	(829,913)	(894,563)	Non-GAAP经营利润率 (%)	11.0%	9.7%	11.1%	13.1%	14.2%
行政开支	(1,251,615)	(1,444,463)	(1,513,399)	(1,666,872)	(1,723,722)	EBITDA 利率 (%)	8.5%	10.7%	13.1%	14.0%	15.2%
<b>经营溢利</b>	350,425	428,250	611,267	686,524	813,004	净利率 (%)	7.2%	7.6%	9.1%	10.1%	10.9%
Non-GAAP经营利润	472,883	475,830	605,696	775,443	908,851	Non-GAAP净利润率	10.8%	10.6%	10.5%	11.6%	12.4%
利息净收入	153,589	118,212	127,416	133,787	140,477	<b>营运表现</b>					
长期股权投资相关	(10,797)	(10,078)	9,449	0	0	SG&A/收入 (%)	44.3%	45.5%	43.2%	42.1%	41.0%
所得税	(109,690)	(146,294)	(192,434)	(198,515)	(230,742)	实际税率 (%)	22.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%
<b>股东净利润</b>	309,591	371,716	496,269	596,356	697,299	股息支付率 (%)	0.0%	1.0%	1.9%	2.5%	3.0%
<b>Non-GAAP 股东净利润</b>	463,956	517,071	568,367	685,275	793,145	<b>财务状况</b>					
折旧及摊销	100,646	126,182	148,584	167,499	183,469	资产负债比率	46.2%	49.3%	50.2%	50.5%	50.4%
<b>EBITDA</b>	366,338	525,980	709,870	828,583	971,034	流动比率	179.6%	157.6%	158.5%	160.1%	163.6%
<b>Non-GAAP EBITDA</b>	674,292	789,547	909,385	1,051,289	1,207,357	<b>ROA</b>	4.1%	4.8%	5.6%	6.0%	6.4%
<b>增长</b>						<b>ROE</b>	8.9%	9.7%	11.2%	12.0%	12.7%
总收入 (%)	43.9%	13.6%	10.9%	9.0%	7.8%						
EBITDA (%)	48.9%	43.6%	35.0%	16.7%	17.2%						
净利润 (%)	74.6%	20.1%	33.5%	20.2%	16.9%						

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	3,479,481	4,093,959	4,760,491	<b>净利润</b>	325,218	371,716	533,077	621,796	722,739
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	521,386	574,351	615,325	营运资金变化	515,535	218,466	274,854	257,750	235,901
<b>总流动资产</b>	5,388,878	5,184,389	5,874,369	6,541,812	7,249,318	其他	181,244	180,228	68,892	85,669	92,703
物业及设备	507,981	767,346	888,863	991,465	1,078,097	<b>营运现金流</b>	1,122,643	896,592	1,025,407	1,132,713	1,234,811
长期投资	355,812	388,481	397,930	397,930	397,930	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	<b>其他投资活动</b>	(904,529)	176,673	0	0	0
<b>固定资产</b>	2,142,795	2,617,797	2,980,933	3,315,704	3,634,506	<b>投资活动现金流</b>	(1,153,922)	(93,428)	(270,101)	(270,101)	(270,101)
<b>总资产</b>	7,531,673	7,802,186	8,855,301	9,857,516	10,883,823	<b>融资活动现金流</b>	(160,438)	(584,971)	(190,000)	(248,135)	(298,178)
应计费用及其他流动资产	774,805	830,583	941,191	1,044,135	1,125,474	<b>现金变化</b>	(216,323)	228,029	594,263	614,478	666,532
递延收益	1,780,063	1,954,464	2,168,323	2,364,356	2,548,540	期初持有现金	1,805,427	1,589,104	1,817,133	2,411,396	3,025,874
<b>总短期负债</b>	3,000,855	3,289,814	3,706,473	4,085,579	4,430,952	期末持有现金	1,589,104	1,817,133	2,411,396	3,025,874	3,692,406
经营租赁负债	447,994	533,376	706,322	866,850	1,027,378						
<b>总负债</b>	3,482,659	3,851,767	4,441,372	4,981,006	5,486,907						
<b>股东权益</b>	3,775,934	3,661,873	4,049,689	4,486,830	4,981,797						
非控股权益	273,080	291,859	335,283	360,723	386,162						

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。