

# 新东方-S (09901.HK)

## 经营效率持续提升，继续上调 2026 财年收入指引

优于大市

### 核心观点

**FY2026Q3 公司 Non-GAAP 经营利润同增 42.8%**。FY2026Q3 公司净营收 14.17 亿美元，同比增长 19.8%，高于彭博一致预期 13.61 亿美元。Non-GAAP 经营利润 2.03 亿美元，同比增长 42.8%，高于一致预期 1.82 亿美元。Non-GAAP 经营利润率 14.3%，同比提升 2.3 个百分点。归母净利润 1.27 亿美元，同比增长 45.3%。期末递延收入 18.86 亿美元，同比增长 7.8%。

**业务条线分拆：新教育业务继续领跑，留学备考修复加速。**新教育业务收入同比增长约 23.3%。其中非学科类辅导业务学生约 45.8 万人，同比增长 12.3%；智能学习系统及设备活跃付费用户约 36.7 万，同比增长 18.8%。国内考试准备业务收入同比增长约 14.5%。出国考试准备业务收入同比增长约 7.4%，增速为财年内单季最高。期末学习中心及学校共 1430 所。

**费率优化有效对冲毛利波动，经营利润率进一步抬升。**报告期内公司 Non-GAAP 经营利润率同比提升 2.3pct 至 14.3%。毛利率同比下滑 1.4pct 至 53.7%，主要系留学咨询业务负经营杠杆下毛利率下滑。销售费用率 14.0%，同比下降 1.4pct；管理费用率 26.9%，同比下降 2.2pct。费用率下降对冲了毛利率波动的影响。

**继续上调全年美元口径收入指引，短期增速关注高基数影响。**展望 FY2026Q4，公司预计净营收区间为 14.30 亿美元至 14.67 亿美元，对应美元口径同比增长 15%至 18%。同时，鉴于各业务条线的蓬勃态势，公司将 FY2026 全年净营收增速指引由此前的 8%至 12%上调至 13%至 14%。市场较为关注汇率变化对公司收入的影响，我们分析此次上调部分受益于近期人民币兑美元汇率升值带来的顺风效应。若剔除汇率影响，全年人民币口径增速约为 8.2%-9.0%（以 6.83 汇率换算最新全年指引，基数为 FY25 四个季度人民币收入汇总），较此前（测算值 5.6%-9.5%）中枢仍有所提升。

**风险提示：**行业竞争加剧、政策趋严、业务渗透率提升缓慢、汇率波动等。

**投资建议：**考虑到汇率顺风及公司业务 2026 财年前三季度的良好表现，我们略上调公司 2026-2028 财年归母净利润预测至 4.9/5.7/6.3 亿美元（前值为 4.8/5.6/6.2 亿美元），对应 PE 为 19.3/16.7/15.0x。短期来看，在前几季度公司业绩连续较优表现下，市场可能对 Q4 收入增速相对 Q3 放缓有所顾虑，但我们认为这主要受 FY25Q4 留学咨询业务高基数影响；从中线视角看，核心教育业务企稳向好，经营利润率持续提升，以及东方甄选持续改善的向好趋势仍未变化，综合以上因素我们维持新东方-S “优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万美元)	4,314	4,900	5,576	6,134	6,656
(+/-%)	43.9%	13.6%	13.8%	10.0%	8.5%
归母净利润(百万美元)	310	372	488	566	628
(+/-%)	74.6%	20.1%	31.4%	16.0%	10.9%
每股收益(美元)	0.20	0.24	0.31	0.36	0.40
EBIT Margin	8.3%	10.1%	9.5%	10.1%	10.5%
净资产收益率 (ROE)	8.2%	10.2%	11.8%	12.0%	11.8%
市盈率 (PE)	30.5	25.4	19.3	16.7	15.0
EV/EBITDA	174.0	168.0	126.0	109.5	98.0
市净率 (PB)	19.58	20.19	17.81	15.67	13.83

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究 · 海外公司财报点评

#### 社会服务 · 教育

证券分析师：曾光

联系人：周瑛皓

0755-82150809

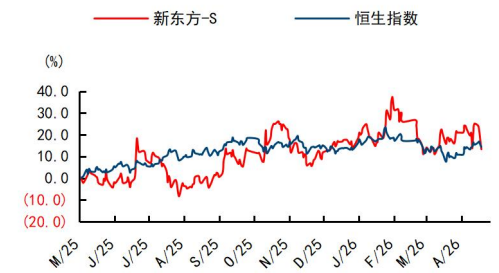
zengguang@guosen.com.cn zhouyinghao@guosen.com.cn

S0980511040003

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	41.96 港元
总市值/流通市值	66309/66309 百万港元
52 周最高价/最低价	51.05/33.82 港元
近 3 个月日均成交额	244.77 百万港元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《新东方-S (09901.HK) - 聚焦高质量发展，全年收入增速指引上调》——2026-02-27
- 《新东方-S (09901.HK) - 经调经营利润率提升，K12 业务展望积极，更新股东回报计划》——2025-10-29
- 《新东方-S (09901.HK) - 教育业务当季增势良好，下季收入增速指引谨慎》——2025-07-31
- 《新东方-S (09901.HK)：留学业务及下期收入展望谨慎，未来聚焦经营效能提升》——2025-04-25
- 《新东方-S (09901.HK)：当期教育业务表现良好，电商业务及下期营收指引扰动情绪》——2025-01-23

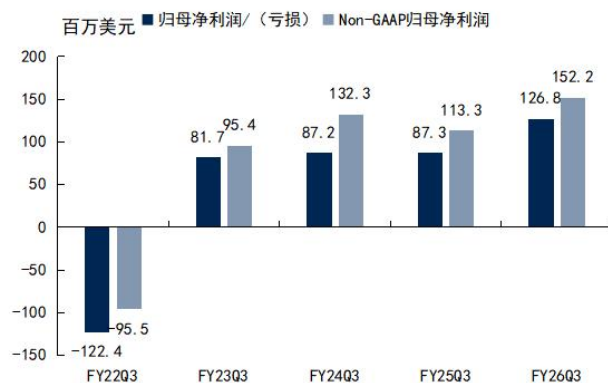
**FY2026Q3 公司 Non-GAAP 经营利润同增 42.8%。** FY2026Q3, 公司实现净营收 14.17 亿美元, 同比增长 19.8%, 超出彭博一致预期 (13.61 亿美元); 实现 Non-GAAP 经营利润 2.03 亿美元, 同比增长 42.8%, 超出彭博一致预期 (1.82 亿美元); Non-GAAP 经营利润率同比增长 2.3pct 至 14.3%, 盈利能力持续改善; 实现归母净利润 1.27 亿美元, 同比增长 45.3%。截至期末, 递延收入 18.86 亿美元, 同比增长 7.8%, 报告期内销课较快。

图1: 新东方 Q3 收入表现



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

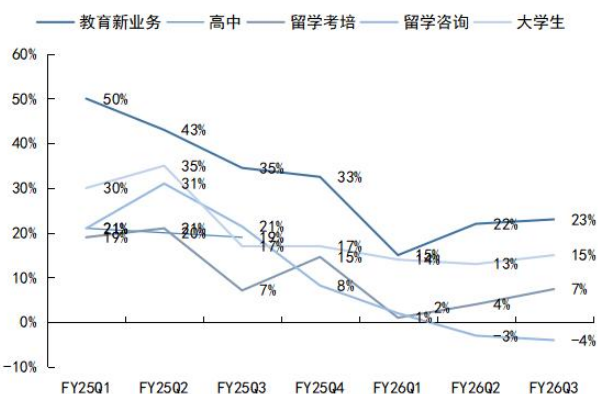
图2: 新东方 Q3 业绩表现



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**具体看各业务表现:** 新教育业务维持强劲增长, 出国及国内备考业务稳健。增长核心新教育业务收入同比增长约 23.3%, 符合此前预期。其中, **非学科类辅导业务** 本季度吸引学生约 45.8 万人, 同比增长 12.3%; **智能学习系统及设备的活跃付费** 用户数达到约 36.7 万, 同比增长 18.8%。针对成人及大学生的国内考试准备业务收入同比增长约 14.5%, 稳健增长。**出国考试准备业务** 本季度表现亮眼, 收入同比增长约 7.4%, 逐步修复、增速表现为财年内最优。**公司持续执行谨慎的产能扩张策略**, 报告期末公司学习中心及学校数量共 1430 所。

图3: 新东方核心业务增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理  
注: 部分业务系国信社服估算

图4: 公司季度末学习中心及学校数量

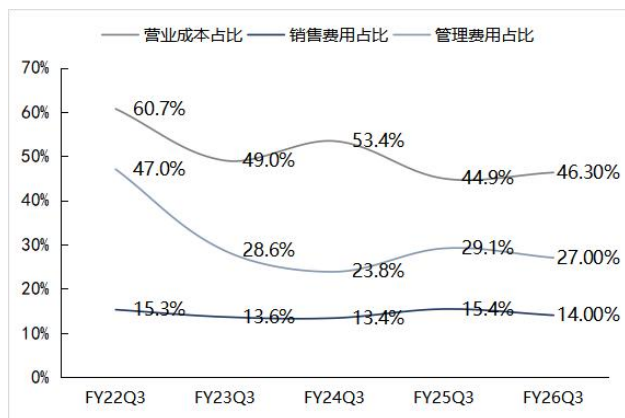


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**继续推进提效控费。** 报告期内公司 Non-GAAP 经营利润率同比提升 2.3pct 至 14.3%, 这主要得益于运营效率的提升。具体来看, 本季度内毛利率同比下滑 1.4pct 为 53.7%, 预计本季度留学咨询业务仍有拖累; 销售费用率由去年同期的

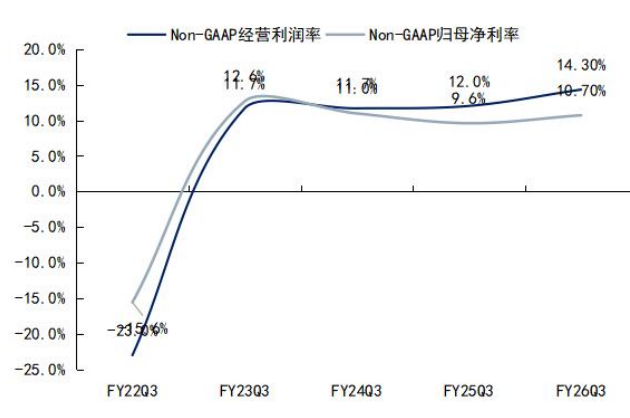
15.4%降至 14.0%，管理费用率由去年同期的 29.1%降至 26.9%，有效对冲了毛利率的轻微波动。展望后续，公司表示将继续推进成本控制和效率提升措施，为可持续的盈利增长奠定基础。

图5: 新东方成本费率占比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 新东方 Non-GAAP 经营利润率、归母净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

汇率顺风及业务良好表现下，公司预计 FY2026Q4 美元口径收入同增 15-18%，并上调全年收入增速指引。展望 FY2026Q4，公司预计净营收同比增长 15%至 18%，即 14.30 亿美元-14.67 亿美元。考虑到近期汇率变化，我们以美元兑人民币汇率 6.8306 将其换算为人民币口径，对应为 97.65-100.20 亿美元，人民币口径下增速为 9.3%-12.2%，边际来看公司营收增速环比 Q2、Q3 有所放缓（我们测算人民币口径下分别为 13.0%/15.6%），分析主要是由于 Q4 为留学咨询业务的相对旺季，而 FY25Q4 留学咨询业务基数仍较高所致。此外，公司综合考虑各业务条线的蓬勃增长，上调 FY2026 全年净营收展望至同比增长 13%至 14%，此前指引为 8-12%。若剔除汇率影响（以 6.8306 汇率换算），全年人民币口径增速约为 8.2%-9.0%，较此前预期（测算值 5.6%-9.5%）中枢仍有所提升。

表1: 公司收入指引与汇率影响测算

	FY26Q1	FY26Q2	FY26Q3	FY26Q4 指引下限	FY26Q4 指引上限
汇率	7.103	7.079	6.923	6.831	6.831
美元口径收入	1523.0	1191.4	1417.3	1429.6	1466.9
美元口径同比	6.1%	14.7%	19.8%	15.0%	18.0%
人民币口径收入	10817.7	8434.1	9812.0	9765.0	10019.8
人民币口径同比	6.0%	13.0%	15.6%	9.3%	12.2%

资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

注: 历史报告期采用汇率为报告期末汇率, 指引汇率采用的是 2026/4/23 美元兑人民币汇率

**投资建议:** 考虑到汇率顺风及公司业务 2026 财年前三季度的良好表现, 我们略上调公司 2026-2028 财年归母净利润预测至 4.9/5.7/6.3 亿美元 (前值为 4.8/5.6/6.2 亿美元), 对应 PE 为 19.3/16.7/15.0x。短期来看, 在前几季度公司业绩连续较优表现下, 市场可能对剔除汇率影响后 Q4 收入增速的环比放缓有所顾虑, 但我们认为这主要受 FY25Q4 留学咨询业务高基数影响。从中线视角看, 核心教育业务企稳向好, 经营利润率持续提升, 以及东方甄选持续改善的向好趋势仍未变化, 综合以上因素我们维持新东方-S “优于大市” 评级。

**风险提示:** 行业竞争加剧、政策趋严、业务渗透率提升缓慢、汇率波动等。

## 财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1389	1612	2455	2481	2417	营业收入	4314	4900	5576	6134	6656
应收款项	344	348	504	555	602	营业成本	2051	2183	2521	2760	2982
存货净额	93	81	207	226	245	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	177	181	223	245	266	销售费用	661	784	881	951	1025
<b>流动资产合计</b>	<b>5389</b>	<b>5188</b>	<b>6355</b>	<b>7067</b>	<b>7800</b>	管理费用	1246	1439	1646	1803	1949
固定资产	508	767	830	894	959	财务费用	(153)	(119)	(60)	(73)	(73)
无形资产及其他	777	851	845	839	832	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	295	207	207	207	207	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	563	793	793	843	893	其他收入	(75)	(91)	94	99	107
<b>资产总计</b>	<b>7532</b>	<b>7805</b>	<b>9029</b>	<b>9849</b>	<b>10691</b>	营业利润	435	522	683	792	879
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	0	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	275	277	691	724	734	利润总额	435	522	683	792	879
其他流动负债	2725	3013	3431	3746	4046	所得税费用	110	146	191	222	246
<b>流动负债合计</b>	<b>3001</b>	<b>3290</b>	<b>4121</b>	<b>4470</b>	<b>4780</b>	少数股东损益	16	4	4	4	5
长期借款及应付债券	14	14	14	14	14	归属于母公司净利润	259	381	488	566	628
其他长期负债	467	548	448	348	248	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>482</b>	<b>562</b>	<b>462</b>	<b>362</b>	<b>262</b>	净利润	259	381	488	566	628
<b>负债合计</b>	<b>3483</b>	<b>3852</b>	<b>4583</b>	<b>4832</b>	<b>5042</b>	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	273	292	295	300	304	折旧摊销	(107)	(146)	94	99	107
股东权益	3776	3662	4150	4717	5345	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7532</b>	<b>7805</b>	<b>9029</b>	<b>9849</b>	<b>10691</b>	财务费用	(153)	(119)	(60)	(73)	(73)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	营运资本变动	573	461	407	157	123
每股收益	0.20	0.24	0.31	0.36	0.40	其它	66	(5)	4	4	5
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	792	692	993	827	863
每股净资产	2.39	2.32	2.63	2.98	3.38	资本开支	0	(120)	(150)	(158)	(165)
ROIC	7%	9%	10%	11%	11%	其它投资现金流	(1052)	420	0	(593)	(712)
ROE	8%	10%	12%	12%	12%	投资活动现金流	(892)	71	(150)	(801)	(927)
毛利率	52%	55%	55%	55%	55%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	8%	10%	9%	10%	11%	负债净变化	(0)	0	0	0	0
EBITDA Margin	6%	7%	11%	12%	12%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	44%	14%	14%	10%	8%	其它融资现金流	(173)	(540)	0	0	0
净利润增长率	75%	20%	31%	16%	11%	融资活动现金流	(173)	(540)	0	0	0
资产负债率	50%	53%	54%	52%	50%	现金净变动	(274)	223	843	26	(65)
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	1663	1389	1612	2455	2481
P/E	30.5	25.4	19.3	16.7	15.0	货币资金的期末余额	1389	1612	2455	2481	2417
P/B	19.6	20.2	17.8	15.7	13.8	企业自由现金流	0	552	732	545	568
EV/EBITDA	310	223	126	110	98	权益自由现金流	0	99	775	598	620

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032