社会服务 | 教育

美股|公司深度报告

2026 年 05 月 11 日

新东方(EDU.N)

——从国内教育到出国业务：成长韧性与估值修复

投资评级： 增持（维持）

证券分析师

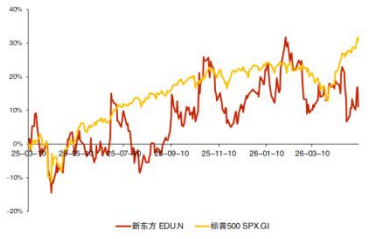
朱芸

SAC：S1350524070001

zhuyun@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2026 年 5 月 8 日
收盘价	53.61
一年内最高/最低(美元)	64.97/50.19
总市值（百万美元）	8471.93
总股本（百万股）	1580.29
资产负债率（%）	46.41

资料来源：Wind

投资要点：

- **国内教育基本盘稳固，非学科培训与智能学习贡献增量，留学业务短期承压但品牌份额有望提升，公司仍具备业绩增长与估值修复的双重支撑。**
- **驱动因素：在优质教育资源稀缺、升学竞争中期仍然存在的背景下，教育需求的刚性更多体现在对高质量、强品牌教育服务的偏好上。**据我们测算，初中及高中在校人数仍有一定增长空间；在普通本科招生容量有限、升学竞争压力仍存的情况下，人口结构变化带来的需求波动仍可能通过参培率提升与客单价改善得到部分对冲。考虑到学科培训供给仍受约束，素质教育、个性化培训及智能学习产品有望承接部分需求迁移，新东方 K12 相关业务仍具备稳健增长基础。
- **有别于市场的认识：**我们认为，居民教育付费意愿并非仅由短期人口变化决定，更取决于升学竞争强度、就业筛选压力与品牌信任。现有实证研究显示，硕士及以上阶段教育回报率仍高于其他教育层级，本科相对专科的回报差异也表明学历或仍是劳动力市场重要的能力识别信号。对 K12 家庭而言，**付费决策并非直接依据宏观教育回报率，而更多由升学压力和长期回报预期共同驱动。因此，在教育资源分层与竞争仍存的背景下，家庭教育投入意愿仍具支撑。**
- **未来可能催化因素包括：**1）学习中心扩张延续、非学科课程招生稳步增长，以及智能学习系统活跃付费用户持续提升，共同验证公司教育主业恢复质量与新业务变现能力；2）在留学需求整体偏谨慎的背景下，**公司凭借品牌积累、直营网点体系和前端运营优势，仍有望在需求修复过程中实现高于行业平均的份额提升。**
- **盈利预测与评级：**我们预计，公司 2026-2028 财年营业收入分别为 55/62/67 亿美元，同比增速分别为 13%/11%/8%；归母净利润分别为 4.9/6.1/6.8 亿美元，同比增速分别为 31%/24%/13%。我们选取同样以 K12 教育业务为主的学大教育、卓越教育集团、好未来作为可比公司。考虑到公司国内教育业务恢复质量较优、品牌壁垒突出、业务结构更均衡且股东回报明确，维持“增持”评级。
- **风险提示。经济波动与教育支出承压的风险，教育监管政策变化的风险，行业竞争与技术替代加剧的风险，出国业务恢复不及预期的风险，跨市场选择可比公司的风险。**

盈利预测与估值（美元）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万美元）	4313.59	4900.26	5545.65	6162.17	6680.18
同比增长率（%）	43.9%	13.6%	13.2%	11.1%	8.4%
归母净利润（百万美元）	309.59	371.72	486.71	605.40	681.30
同比增长率（%）	74.6%	20.1%	30.9%	24.4%	12.5%
每股收益（美元/股）	0.19	0.23	0.31	0.38	0.43
ROE（%）	8.2%	10.2%	12.2%	14.0%	14.6%
市盈率（P/E）	33.78	23.93	17.41	13.99	12.43

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测 注：每份美国存托凭证代表十股普通股，此处每股收益按照每股普通股计算，市盈率=ADR 收盘价/每份 ADR 对应收益计算

投资案件

投资评级与估值

我们预计 2026-2028 财年公司归母净利润分别为 4.9/6.1/6.8 亿美元，同比增速分别为 31%/24%/13%。我们选取同样以 K12 教育业务为主业的公司学大教育、卓越教育集团、好未来作为可比公司，可比公司 2026-2028 财年平均市盈率分别为 11/11/9 倍，新东方 2026-2028 财年市盈率为 17/14/12 倍。鉴于国内教育需求仍有韧性且公司在教育领域具备强品牌溢价和领先优势，维持“增持”评级。

关键假设

分业务看，我们预计 2026-2028 财年教育服务及备考课程收入同比增速分别为 16%/11%/9%，留学咨询服务收入同比增速分别为-2%/1%/2%。

考虑到公司新开学校逐步释放经营杠杆，我们预计 2026-2028 财年公司销售费用率分别为 15%/15%/15%，一般及行政费用率分别为 30%/29%/29%。

投资逻辑要点

公司凭借扎实的国内教育基本盘与持续扩展的素质教育、智能学习等新业务，在行业出清与业务结构优化背景下，有望实现业绩稳健增长与估值修复双重收益。一方面，在优质教育资源稀缺、升学竞争中长期存在且初高中在校人数仍有一定增长空间的格局下，教育需求在数量与质量层面均具刚性，学科类供给受限反而为素质与综合能力培训释放增量空间。另一方面，实证显示硕士及以上学历回报率显著高于其他层级，本科与专科之间的回报差异也表明学历或仍是劳动力市场重要信号，整体教育投资的宏观回报仍具吸引力，有望支撑教育支出继续上行。未来催化方面，学习中心数量与智能学习系统月活加速提升，预计将验证公司非学科业务的成长韧性与 K12 基本盘稳固；同时，作为品牌与师资优势突出的外语培训头部企业，在留学需求谨慎修复阶段公司有望凭借口碑与前端运营优势获得超额收益。

核心风险提示

经济波动与教育支出承压的风险，教育监管政策变化的风险，行业竞争与技术替代加剧的风险，出国业务恢复不及预期的风险，跨市场选择可比公司的风险。

内容目录

1. 语言培训筑基 教育+生活服务双轮驱动 6
1.1. 股权结构稳定 自身团队护航 6
1.2. 公司现金储备充足 开启新一轮股东回报 7
2. K12 教育行业：政策趋于稳定 行业供需良性发展 8
2.1. 政策端：机构管理规则清晰 K9 教育政策趋稳 8
2.2. 供需侧：学科教育出清斜率放缓 素质教育需求仍有韧性 9
2.3. 以韩为镜：K12 人口下滑背景下参培率提升带动市场规模扩大 12
3. 国内教育业务：品牌积淀深厚 各学段业务仍存在需求刚性 14
3.1. K12 业务：“双减”后 K9 业务转型，新教育业务落地深化 15
3.2. 成人及大学生备考课程：本硕扩招带动备考需求提升 16
4. 国际教育业务：短期需求承压，恢复节奏仍需观察 19
4.1. 2020 年后全球跨境流动受扰动，出国留学需求恢复斜率放缓 19
4.2. 宏观环境仍有扰动，公司出国业务指引偏谨慎 21
5. 东方甄选：自营品打造第二成长曲线 23
6. 盈利预测与评级 25
6.1. 盈利预测 25
6.2. 可比公司估值 25
7. 风险提示 26

图表目录

图表 1： 股权结构稳定，除创始人外主要股东均为机构投资者 6
图表 2： 核心管理团队以长期任职“老将”构成，经验沉淀深 7
图表 3： 公司现金储备充足 7
图表 4： 公司完成 7 亿美元回购计划 8
图表 5： 监管趋于常态化 管理规范更清晰明确 9
图表 6： 义务教育阶段线上学科类校外培训机构数量情况 10
图表 7： 义务教育阶段线下学科类校外培训机构或仍在出清中 10
图表 8： 新东方学校及学习中心数量逐渐恢复 10
图表 9： 好未来学习中心和服务中心面积约为双减前 1/3 10
图表 10： “双减”后新东方 App 月活用户规模整体回落 10
图表 11： 学而思 App 月活用户规模高于新东方 10
图表 12： 2025 年全国小学在校生数量同比下滑 3.8% 11
图表 13： 2025 年全国初中在校生数量同比增长 2.3% 11
图表 14： 2025 年全国高中在校生数量同比增长 4.0% 11
图表 15： 2017 年后全国普通本科录取率有所回落 12
图表 16： 教育 GDP 占 GDP 比重较 2014 年显著提升 12
图表 17： 韩国 K12 在校学生数量持续下滑 13
图表 18： 韩国 K12 私立参培率总体保持波动上升趋势 13
图表 19： 韩国各学段私立教育投入总体上升 13
图表 20： 国内本科录取率自 2017 年后有所回落 13
图表 21： 2025 财年教育服务及备考课程营收同比增长 27% 14
图表 22： 2025 财年备考课程报名学生数量同比增长 5% 14
图表 23： 新东方国内教育业务主要板块 14
图表 24： FY26Q2 非学科类辅导课程人次同比提升 6% 15
图表 25： FY26Q2 智慧学习系统及设备活跃付费用户数同比增长 35% 15
图表 26： FY26Q2 教育新业务同比增速回升 16
图表 27： 公司教育服务及备考课程经营利润率上升 16
图表 28： 2024 年普通本科在校生数为 2086 万人 17
图表 29： 2020 年专升本招生规模大幅增长 17

图表 30： 普通本科毕业生数量连年创新高 17
图表 31： 2024 年硕士招生数对普通本科毕业生承接率约 23% 17
图表 32： 实证研究表明初中和硕士及以上教育水平 2021 年教育收益率较 2010 年均上升 18
图表 33： 2004-2023 年中国和印度海外在读高等教育阶段留学生规模领先 19
图表 34： 2020 年后国内高等教育阶段出国留学人数增速放缓 19
图表 35： 英国向中国学生发放的非移民留学签证数量总体保持平稳 20
图表 36： 英国向中国学生签发签证数量连续 7 个季度同比回落 20
图表 37： 澳洲留学需求 2022 年后恢复强劲 20
图表 38： 2025H1 澳洲向中国学生发放签证数量整体下降 20
图表 39： 美国向中国学生发放的非移民留学签证数量 2020 年后维持低位 21
图表 40： 2025 年 1-9 月美国向中国籍学生签发签证数量同比回落 21
图表 41： 新东方出国教育业务主要板块 21
图表 42： FY2025 海外备考课程报名学生数量增速放缓 22
图表 43： FY26Q1 出国业务相关收入增速低于教育业务整体 22
图表 44： 剥离“与辉同行”后公司 GMV 短期承压 23
图表 45： 部分东方甄选热卖自营品 24
图表 46： 可比公司估值表 25

1. 语言培训筑基 教育+生活服务双轮驱动

1993 年，公司创始人俞敏洪在北京开设第一家学校，为大学生提供 TOEFL 备考课程。从教育领域出发，经过三十余年发展，公司逐渐成长为涵盖教育服务、生活服务、文旅服务三大领域的综合集团。2006 年新东方教育科技集团在美国纽交所上市，2020 年于香港交易所二次上市。

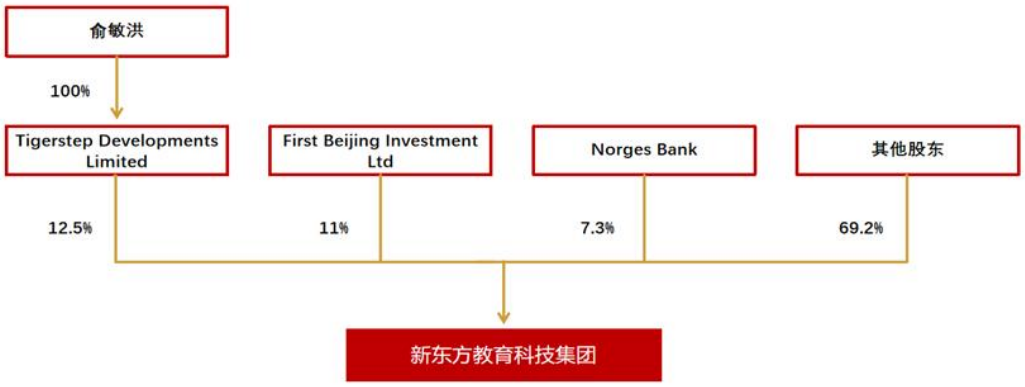
教育服务：公司教育产品包括面向中小学生的素质素养教育课程与产品体系、面向出国留学人群的学习与咨询服务体系、面向大学生的各类考试与职业发展培训体系，以及智慧教育领域的软硬件发展体系。公司自 2021 年底以来已终止中国的 K-9 学科类培训服务，同年开始扩大非学科类辅导课程，着重培养学生创新能力及综合能力。2024 年，公司全资附属公司及新东方中国完成对东方甄选线上教育业务收购。

生活服务：依托原有直播教室开发技术及人才团队，公司通过东方甄选品牌推进电商业务。2021 年底，东方甄选开始在抖音等若干短视频平台上试点直播活动。2022 年 4 月东方甄选推出首款自有品牌产品，截至 2025 年 11 月 30 日，东方甄选已累计推出 801 款 SPU 自营产品。

1.1. 股权结构稳定 自身团队护航

创始人俞敏洪持股 12.5%，其余主要股东均为机构投资者。截至 2025 年 9 月 15 日，公司创始人俞敏洪持有公司 12.5%的股份，公司董事及高级管理人员持股总比例为 13.1%。除此之外，公司主要股东为 First Beijing Investment Ltd 和 Norges Bank，截至 2025 年 9 月 15 日分别持股 11.0%和 7.3%。

图表 1：股权结构稳定，除创始人外主要股东均为机构投资者



资料来源：公司公告，华源证券研究所
注：截至 2025 年 9 月 15 日

核心管理团队稳定，由长期任职“老将”构成。除创始人俞敏洪外，公司首席执行官周成刚、执行总裁兼首席财务官杨志辉均为长期服务公司的管理层成员，周成刚已加入公司 26 年，杨志辉已加入公司 20 年。

图表 2：核心管理团队以长期任职“老将”构成，经验沉淀深

姓名	职位	介绍
俞敏洪	创始人、董事长	公司创始人，自 2001 年 8 月起担任董事会主席，并于 2001 年至 2016 年 9 月期间出任新东方首席执行官。现任东方甄选控股有限公司董事会主席、执行董事兼首席执行官；东方甄选为本公司持有多数权益的附属公司。1993 年创办公司第一所学校之前，曾于 1985 年至 1991 年在北京大学英语系任教。
周成刚	首席执行官	自 2010 年 11 月起担任董事，自 2016 年 9 月起担任首席执行官。2000 年加入新东方后，先后在公司担任总裁、国内业务执行总裁、执行副总裁、副总裁及北京和上海新东方学校校长等职务。加入公司之前，曾任英国广播公司（BBC）亚太区记者兼节目主持人。
杨志辉	执行总裁兼首席财务官	自 2021 年 1 月起担任公司执行总裁，自 2015 年 4 月起担任首席财务官。自 2006 年 4 月加入公司以来，先后担任财务副总裁、总裁办公室副主任、高级财务经理等职务。自 2023 年 4 月起出任滴滴全球股份有限公司独立董事，并自 2024 年 10 月起担任闪送必应有限公司独立董事。加入公司前，2002 年 7 月至 2006 年 3 月在北京华德信投资有限公司任财务总监；1997 年 8 月至 2002 年 5 月在普华永道会计师事务所任高级核数师。

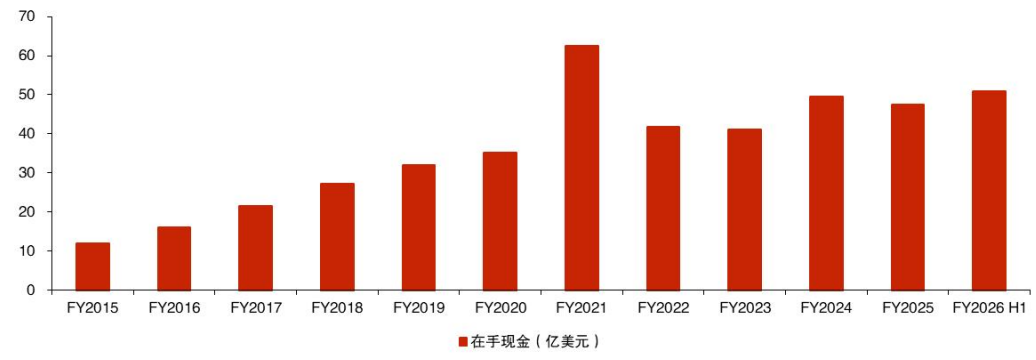
资料来源：公司公告，公司官网，华源证券研究所

横眉冷对千夫指，齐心协力走出“浑水”泥潭。2012 年，浑水公司发布新东方调查报告，认为新东方隐瞒特许加盟模式门店虚增现金。公司积极应对调查，并组织独立特殊委员会对浑水的报告进行回应。同时，2012 年 7 月 20 日，公司发布公告，表示组织高管团队成员将利用个人资金进行总金额不超过 5000 万美元的股票回购并在公告日起六个月内不会进行减持，彰显管理层信心。

1.2. 公司现金储备充足 开启新一轮股东回报

历经双减阵痛，公司现金储备充足。截至 2025 年 11 月 30 日，公司在手现金为 51.02 亿美元。由于教育业务多为预付款模式，2021 年公司剥离 K-9 学科类培训业务后，公司在手现金有所下滑但基本保持在 40 亿美元以上。

图表 3：公司现金储备充足

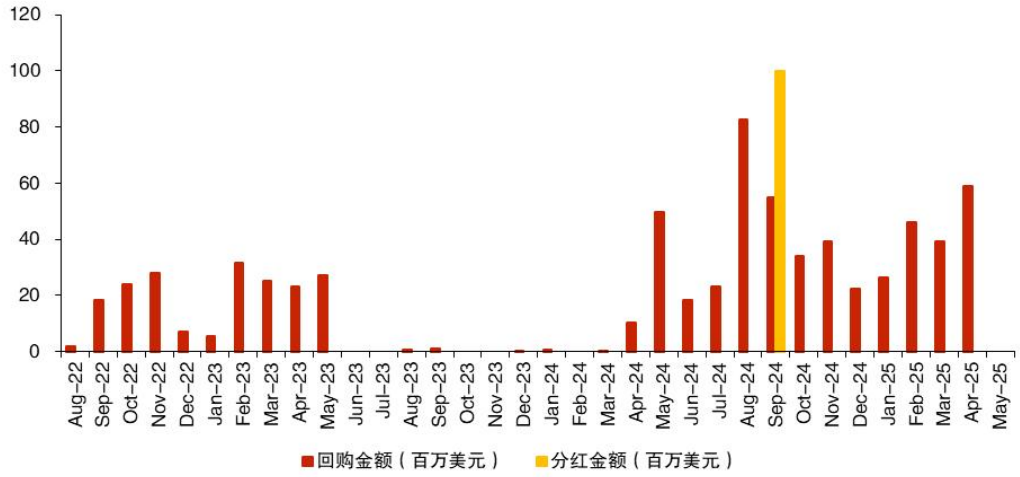


资料来源：公司公告，华源证券研究所
注：在手现金包括现金及现金等价物、受限制资金（流动）、定期存款（流动）、短期投资。

完成 7 亿美元股份回购，新一轮股东回报即将开启。2022 年 7 月公司获董事会授权最高不超过 4 亿美元的回购计划，2024 年 8 月回购额度提升至 7 亿美元，截至 2025 年 5 月 31 日，该股份回购计划已到期，公司已根据股份回购计划于公开市场回购约 7 亿美元。2024 年 8 月，公司宣派特别现金股息，分派现金股息总额约 1 亿美元。**2025 年 7 月，董事会授权新**

股东回报计划，将于未来三个财报年度将上一财报年度至少 50%年度净利润用于股东回报，计划将于 2026 财政年度生效，不限于派发股息或回购。

图表 4：公司完成 7 亿美元回购计划



资料来源：公司公告，华源证券研究所

2025 年 10 月 28 日，公司公告 2026 财年分红及回购计划，**公司计划分两次发放合计约 1.9 亿美元现金股息并在未来 12 个月内展开不超过 3 亿美元的股票回购**，股东回报总额约 4.9 亿美元，是 2025 财年公司归母净利润的约 130%。截至 2026 年 1 月 27 日，公司已回购约 8630 万美元。

2. K12 教育行业：政策趋于稳定 行业供需良性发展

2.1. 政策端：机构管理规则清晰 K9 教育政策趋稳

监管趋于常态化，机构管理规则清晰。国家层面“双减”总纲明确，在“双减”框架下，健全校外培训治理长效常态机制，并规范非学科类培训。**不同地区间对 K9 学科类培训机构的管理规范略有不同**，2024 年 11 月，广东省表示不再审批新的面向中小学生的学科类校外培训机构，但现有存量的少数学科类培训机构仍需要符合一定条件。北京市实施《中华人民共和国民办教育促进法》办法（修订草案征求意见稿）中表示不得设立实施义务教育的营利性民办学校，同时就设立民办学校权限审批流程进行了详细解读。

图表 5：监管趋于常态化 管理规范更清晰明确

发布时间	统筹类相关文件	具体内容	
2024 年 2 月	教育部《校外培训管理条例（征求意见稿）》	明确了校外培训成为学校教育有益补充的基本定位，明确校外培训公益性的基本原则。	
2025 年 3 月	教育部《全国校外教育培训监管与服务综合平台应用管理办法》	教育部负责全国校外教育培训监管与服务综合平台（以下简称全国平台）建设优化和运行维护，指导各地按要求将培训机构全部纳入全国平台全流程监管，引导家长学生通过官方途径选择合规机构，完善相关政策及配套文件，制定统一技术标准。对各地落实全国平台相关要求情况进行评估。根据监管工作需要，对培训机构资质、售课订单明细、资金监管动账、培训服务质量等关键指标进行监测。	
发布时间	校外培训相关文件	非学科类教育相关内容	学科类教育相关内容
2023 年 8 月	教育部《校外培训行政处罚暂行办法》	——	明确处罚实施机关、管辖权限、违法情形、法律责任和处罚程序，明确提出中小学在职教师开展学科类校外培训将从重处罚。
2024 年 7 月	国务院《关于促进服务消费高质量发展的意见》	指导学校按规定通过购买服务等方式引进具备相应资质的第三方机构提供非学科类优质公益课后服务。	——
2024 年 11 月	广东省教育厅、广东省人力资源和社会保障厅《广东省民办培训机构设置标准》	——	不再审批新的面向中小学生的学科类校外培训机构，但存量少数机构仍需符合相关条件，故新修订的《设置标准》对存量学科类校外培训机构继续适用。
2024 年 11 月	北京市实施《中华人民共和国民办教育促进法》办法（修订草案征求意见稿）	设立实施非学科类校外培训的机构，由区教育行政部门根据同级科技、文化旅游、体育等部门意见审批，其中利用互联网技术在线开展相关培训活动的，由市教育行政部门参照同级对应部门意见审批。	设立实施学科类校外培训的机构由区教育行政部门审批，其中利用互联网技术在线开展相关培训活动的由市教育行政部门审批，国家机构以外的社会组织或者个人可单独或联合举办民办学校，自主选择设立非营利性或营利性民办学校，但不得设立实施义务教育的营利性民办学校。
2025 年 1 月	国务院《教育强国建设规划纲要（2024–2035 年）》	完善拔尖创新人才发现和培养机制，着力加强创新能力培养，面向中小学生实施科学素养培育“沃土计划”，面向具有创新潜质的高中学生实施“脱颖计划”等。	完善义务教育优质均衡推进机制、引导规范民办教育发展，同时统筹推进“双减”与教育教学质量提升，巩固校外培训治理成果并严控学科类培训，推动义务教育优质均衡发展和城乡一体化。

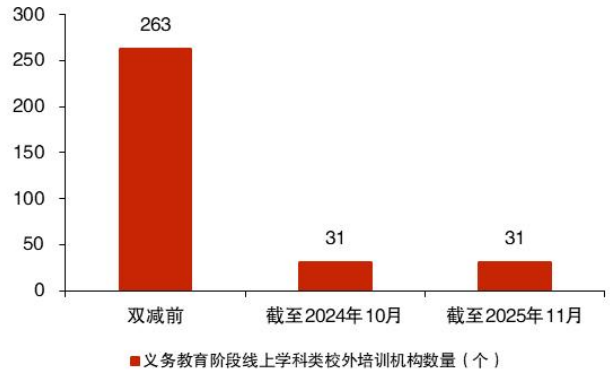
资料来源：央广网、教育部、北京青年报、国务院等，华源证券研究所

2.2. 供需侧：学科教育出清斜率放缓 素质教育需求仍有韧性

供给侧：义务教育阶段线下学科培训机构“双减”后持续出清，2025 年保持平稳。“双减”政策后学科类培训行业供给大幅出清，根据全国校外教育培训监管与服务综合平台数据显示，截至 2025 年 11 月义务教育阶段线下学科培训机构数量约 3970 个，较原来 12.4 万个压减 97%，义务教育阶段线上学科培训机构数量共 31 个，较原来 263 个压减 88%，相较 2024 年 10 月变化不大。

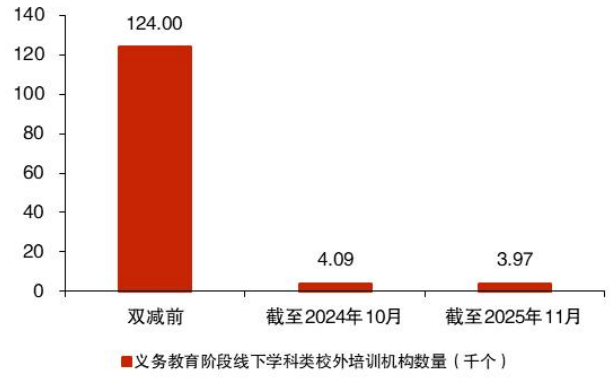
相比之下，义务教育阶段线下非学科培训机构供给数量仍乐观。据全国校外教育培训监管与服务综合平台，截至 2026 年 4 月义务教育阶段线下非学科类培训机构数量约为 11 万家，表明义务教育阶段素质教育培训的供给仍充足且受到政策性限制相对有限。

图表 6：义务教育阶段线上学科类校外培训机构数量情况



资料来源：人大网，全国校外教育培训监管与服务综合平台，华源证券研究所

图表 7：义务教育阶段线下学科类校外培训机构或仍在出清中



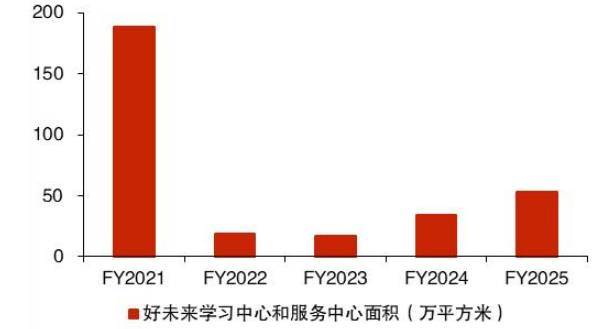
资料来源：人大网，全国校外教育培训监管与服务综合平台，华源证券研究所
注：2025 年数据为约数

从公司层面看，新东方和好未来“双减”后恢复路径有所差异，但供给恢复趋势一致。两家公司均在双减后剥离公司 K-9 学科类培训业务并关闭部分线下学习中心，线下学校和学习中心主要承担素质教育培训相关需求。截至 2025 财年，新东方线下学校和学习中心数量恢复至 1318 家，数量持续接近 2021 财年，新东方主 App 2025 年 11 月 MAU 约 3.5 万；截至 2025 财年，好未来学习中心和服务中心面积则恢复至 53 万平方米，仅为双减前 1/3，学而思网校 App 2025 年 11 月 MAU 约为 33.8 万。

图表 8：新东方学校及学习中心数量逐渐恢复

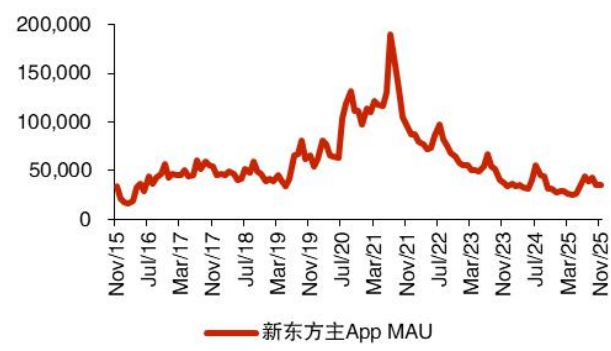
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 9：好未来学习中心和服务中心面积约为双减前 1/3



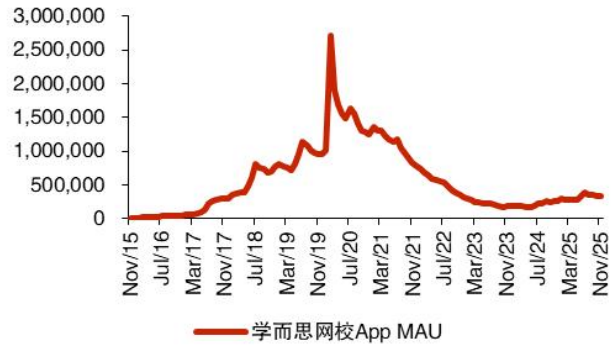
资料来源：好未来公司公告，华源证券研究所

图表 10：“双减”后新东方 App 月活用户规模整体回落



资料来源：SensorTower，华源证券研究所

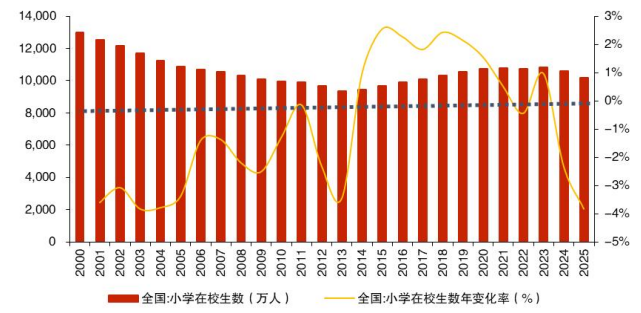
图表 11：学而思 App 月活用户规模高于新东方



资料来源：SensorTower，华源证券研究所

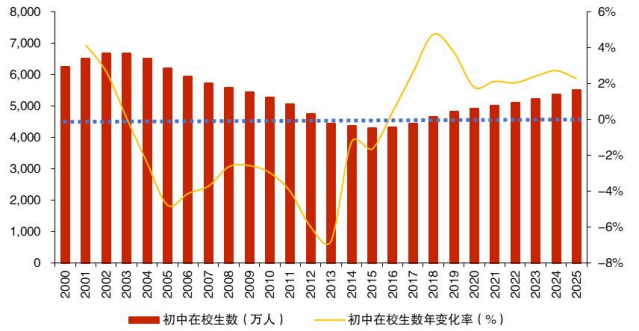
需求侧：从需求来源看，2025 年全国小学在校生数有所下滑，初高中在校人数仍为正增长。据国家统计局，2025 年全国小学在校生 10178 万人，同比下滑 3.8%，全国初中及高中在校生数量分别为 5509 万人和 3040 万人，同比增长 2.3%和 4.0%。

图表 12：2025 年全国小学在校生数量同比下滑 3.8%



资料来源：国家统计局，iFinD，华源证券研究所
注：虚线表示同比增长率=0%

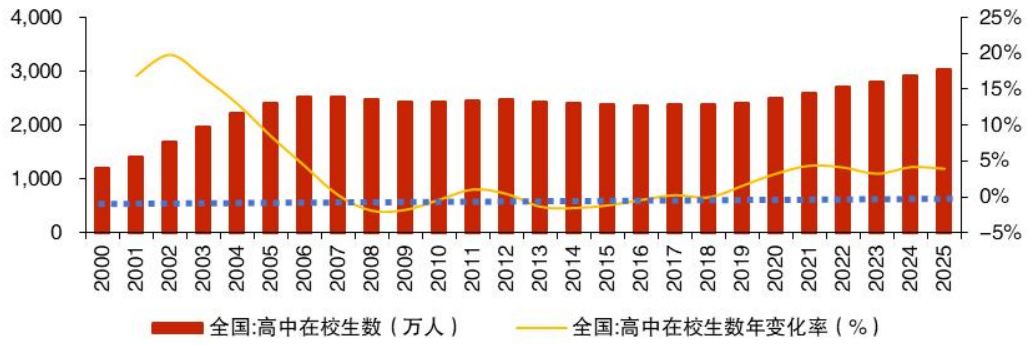
图表 13：2025 年全国初中在校生数量同比增长 2.3%



资料来源：国家统计局，iFinD，华源证券研究所
注：虚线表示同比增长率=0%

我们按照过去新生儿出生人口及毛入学率推算，初高中在校人数或未达到峰值，存在增长空间。

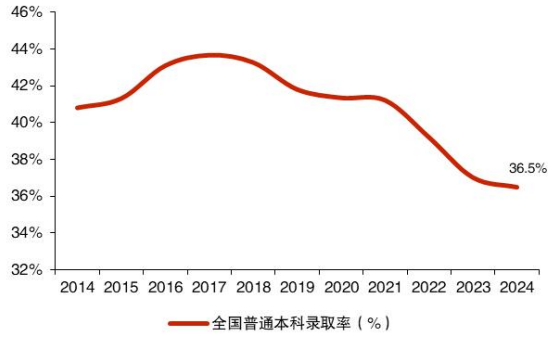
图表 14：2025 年全国高中在校生数量同比增长 4.0%



资料来源：国家统计局，iFinD，华源证券研究所
注：虚线表示同比增长率=0%

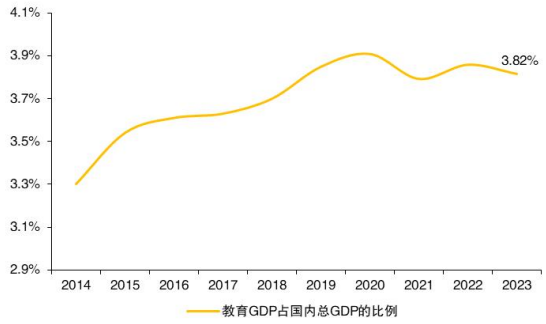
需求侧：高等教育入学竞争加剧，普通本科录取率 2017 年后持续下滑。2017 年普通本科录取率在达到 43.7%的阶段性高点后持续下行，到 2024 年，全国普通本科录取率约为 37%。我们认为，在升学回报预期仍高且家庭收入稳定增长的背景下，本科录取名额相对紧张或强化升学竞争，进而推动家庭在校外培训、素质教育、择校等方面支出。据国家统计局数据，我国国内教育 GDP 占总 GDP 的比例 2014 年后总体呈现上升趋势，竞争加剧或成为推高家庭教育支出的主要因素。

图表 15：2017 年后全国普通本科录取率有所回落



资料来源：国家统计局，Wind，华源证券研究所
注：此处全国普通本科录取率计算公式为=当年普通本科招生数/当年高考报名人数

图表 16：教育 GDP 占 GDP 比重较 2014 年显著提升



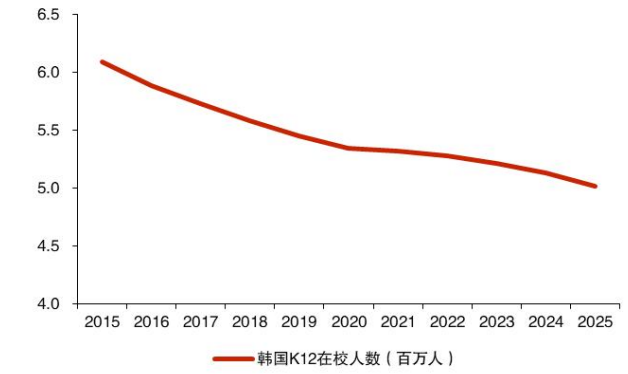
资料来源：国家统计局，Wind，华源证券研究所

2.3. 以韩为镜：K12 人口下滑背景下参培率提升带动市场规模扩大

教育资源失衡+供需错配造成韩国私立教育支出连年走高。韩国高考（大学修学能力考试）中的“杀手试题”和公立教育无法满足家长多样教育需求共同导致近年来韩国私立教育支出连年走高，家长和学生对私立教育的依赖显著增加。为遏制私立教育费用持续增长，2023 年韩国教育部公布“提高公共教育竞争力计划”（Plan to Enhance Competitiveness of Public Education），以及“减轻学生私人教育成本综合计划”（Plan to Reduce Private Education）。

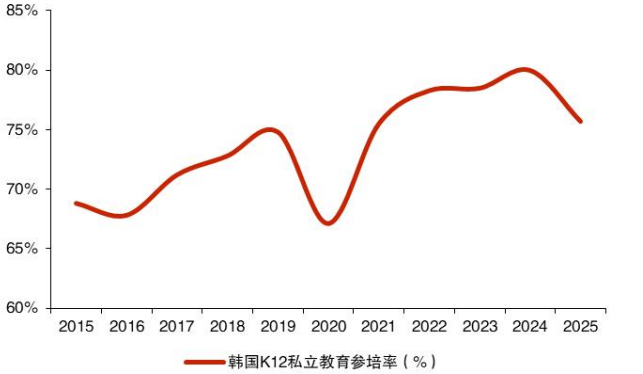
参考韩国过往教育行业发展历程，参培率提升或能对冲 K12 在校学生数量下滑的影响。2015 年后，韩国 K12 在校人数持续下滑，但参培率总体呈现波动上升趋势。我们用在校学生数量与各学段平均课外辅导花费相乘后发现，尽管韩国 K12 在校学生数量呈现下滑趋势，但 2016 年后各学段的课外辅导收入并未随人数下滑而有所降低。

图表 17：韩国 K12 在校学生数量持续下滑



资料来源：韩国统计局，华源证券研究所

图表 18：韩国 K12 私立参培率总体保持波动上升趋势



资料来源：韩国统计局，华源证券研究所

图表 19：韩国各学段私立教育投入总体上升

资料来源：韩国统计局，华源证券研究所
注：私立教育投入=在校学生人数*学生平均每月私立教育支出*12，或存在误差

图表 20：国内本科录取率自 2017 年后有所回落

资料来源：Wind，华源证券研究所

通常认为，本科录取率下降会加剧升学竞争，从而刺激 K12 阶段参培需求提升。然而，部分学术研究基于长周期宏观数据发现，参培率与本科录取率在全国层面呈现出正相关关系。因此，驱动参培率变化的因素可能更为复杂。

我们认为，长周期内两者正相关的背后，是共同的驱动力——居民收入水平提升和教育消费升级。随着经济发展，家庭对教育的支付意愿和能力也在同步增强，这构成了参培率上升的宏观基础。但在中短期或结构性变化中，升学竞争的激烈程度成为关键扰动项。当高校扩招速度放缓，或高考报名人数激增，导致本科录取率出现下滑时，存量竞争加剧，个体家庭的“避险”和“抢跑”心理会被激发，从而在短期内显著提升参培意愿和投入。因此，不能简单地将两者理解为单纯的线性关系。需要注意的是，中韩在教育制度、居民收入结构及政策约束边界方面存在差异，因此韩国经验更多提供方向性参考，而非对中国市场的线性外推。

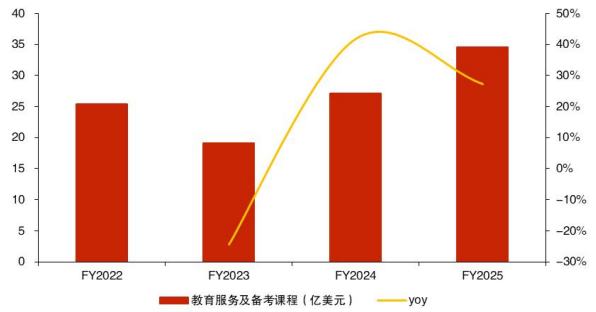
我们认为，在宏观经济稳步发展的长周期背景下，本科录取率的边际变化是影响 K12 阶段参培需求弹性的关键变量。 当录取率出现下滑趋势时，它将在既有参培率的基础上，起到“加速器”或“催化剂”的作用，有望进一步激发潜在需求。

3. 国内教育业务：品牌积淀深厚 各学段业务仍存在需求刚性

新东方教育课程、服务及产品设置一般划分为：备考课程、非学科类辅导、智能学习系统及设备、留学咨询服务以及教材及分销。2025 财年，公司教育服务及备考课程业务（不含留学咨询业务）营收 34.56 亿美元，同比增长 27.2%，占总营收的 70.5%，主要由课程学生注册人数增加所致，2025 财年备考课程报考学生数同比增长 5%。

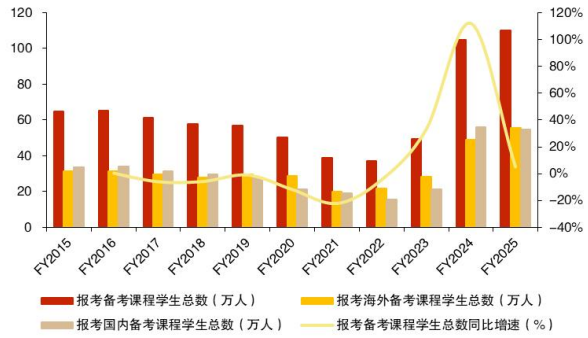
2021 年底公司终止国内 K-9 学科类培训服务并开始大力发展素质教育业务。2024 年公司全资附属公司及新东方中国完成对线上教育业务收购。

图表 21：2025 财年教育服务及备考课程营收同比增长 27%



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 22：2025 财年备考课程报名学生数量同比增长 5%



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 23：新东方国内教育业务主要板块

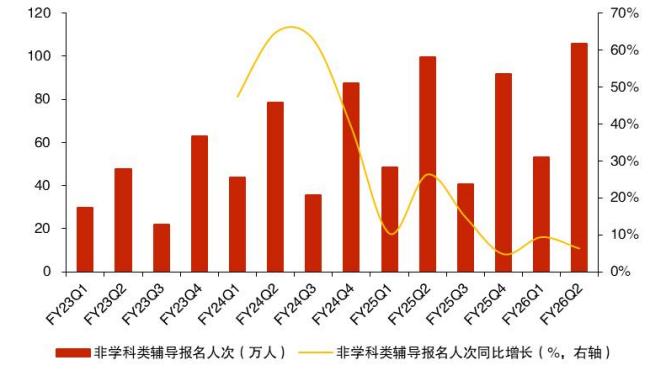
资料来源：公司官网，华源证券研究所

3.1. K12 业务：“双减”后 K9 业务转型，新教育业务落地深化

2021 年公司扩大非学科类辅导课程，着重培养学生创新能力及综合能力。非学科类辅导课程主要为 3-12 岁儿童提供素养教育，提供故事表演、口才、脑力思维、编程、机器人、科学、美术、围棋等项目，满足不同年龄段、不同特点儿童的学习需求，提升儿童在成长中所需阅读、审美、人文、科学等核心素养。2026 财年第二季度，新东方非学科类辅导课程参与学生数为 105.8 万人，同比提升 6%。

除非学科教育外，公司自 2021 年起推出智能学习系统和配套设备，目标是为学生提供个性化的数字学习体验。这一系统依托公司的教学积累、数据与技术能力，并由老师通过后台持续跟踪和评估每个学生的学习进度，从而为不同学生匹配有针对性的学习内容和练习。2026 财年第二季度，智慧学习系统及设备活跃付费用户数量达到约 35.2 万名，同比增长 35%。

图表 24：FY26Q2 非学科类辅导课程人次同比提升 6%



资料来源：公司公告，华源证券研究所

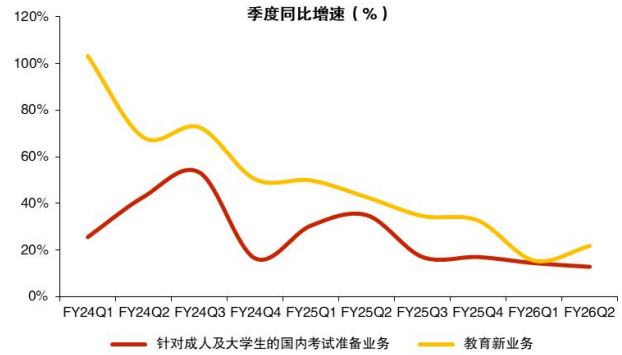
图表 25：FY26Q2 智慧学习系统及设备活跃付费用户数同比增长 35%

资料来源：公司公告，华源证券研究所
注：“活跃付费用户”是指剔除重复用户后，在统计期内至少使用过一次智能学习系统/设备并且至少付过一次费的用户。

收入端看，2026 财年 K12 增速有望乐观。考虑到初中学段人数仍在上升趋势中，高中培训需求受到高中人数上升和本科录取率下滑的双重支撑，**在制度环境和当前竞争格局下，家庭理性教育投资行为或不再局限于传统学科辅导，而是通过增加对素质教育投入以实现差异化竞争，公司 K12 业务需求端增长或仍乐观。**

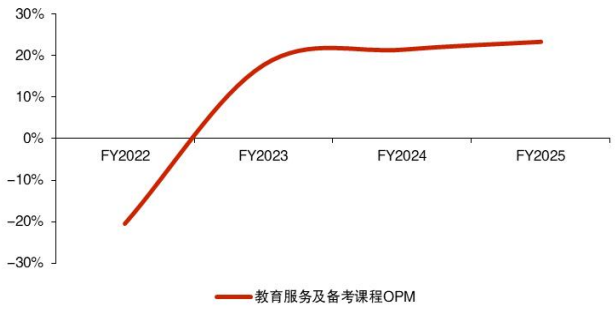
成本优化和效率提升措施效果显著。教育服务及备考课程经营利润率自 2023 年后持续提升，2025 财年公司教育服务及备考课程经营利润率为 23.4%，成本控制及运营效率提升共同驱动利润率向上。

图表 26：FY26Q2 教育新业务同比增速回升



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 27：公司教育服务及备考课程经营利润率上升



资料来源：公司公告，华源证券研究所

3.2. 成人及大学生备考课程：本硕扩招带动备考需求提升

公司国内成人及大学生备考课程主要包括全国大学英语四六级考试、研究生入学考试及专升本考试。公司国内成人及大学生备考课程先后受益于普通本科扩招、专升本扩招以及硕士研究生扩招带来的增量需求，随着扩招政策趋于平稳，公司成人及大学生备考业务有望进入平稳增长阶段。

普通本科：1999 年国务院批转教育部《面向 21 世纪教育振兴行动计划》，明确完善职业教育培训与继续教育制度、扩大高等教育规模，自扩招以来，我国高等教育毛入学率不断提高，适龄人口高等教育入学机会总体扩大。直至 2012 年，教育部发布《全面提高高等教育质量的若干意见》，明确表示**保持公办普通高校本科招生规模相对稳定，高等教育规模增量主要用于发展高等职业教育、继续教育、专业学位硕士研究生教育以及扩大民办教育和合作办学**。2014-2024 年普通本科在校生数量总体保持温和上升趋势，2024 年全国普通本科在校生数量为 2086 万人。

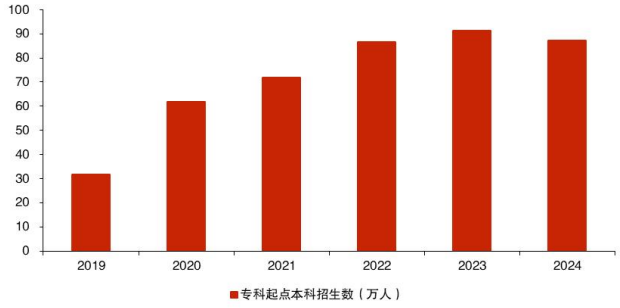
专升本：据国家统计局，专科起点普通本科招生数从 2019 年的 31.75 万人升至 2020 年的 61.79 万人，2024 年专升本招生数量较 2023 年略有下滑但总体数量仍居高位。

研究生：近年来我国研究生招生规模不断扩大，研究生招生总人数从 2010 年的 53.8 万增长至 2023 年的 130.17 万。我国硕士研究生增量主要集中在专业硕士学位，按照教育部《关于深入推进学术学位与专业学位研究生教育分类发展的意见》，专硕招生规模到“十四五”末（2025 年）要扩大到占硕士研究生总招生规模的三分之二左右。**2025 年硕士研究生招生继续呈现扩招趋势，具体到 14 个学科门类，2025 年依旧呈现学硕缩减、专硕扩增的趋势。**

图表 28：2024 年普通本科在校生数为 2086 万人

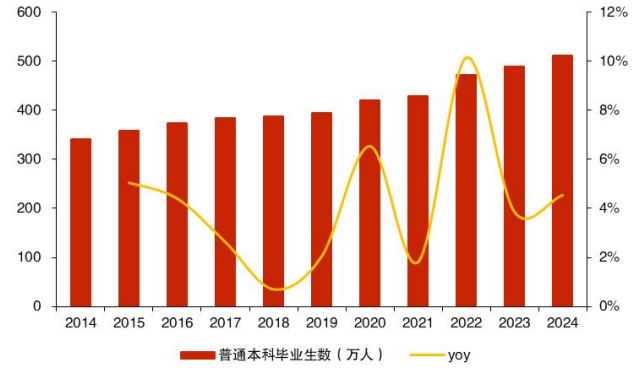
资料来源：教育部，华源证券研究所

图表 29：2020 年专升本招生规模大幅增长



资料来源：教育部，华源证券研究所

图表 30：普通本科毕业生数量连年创新高



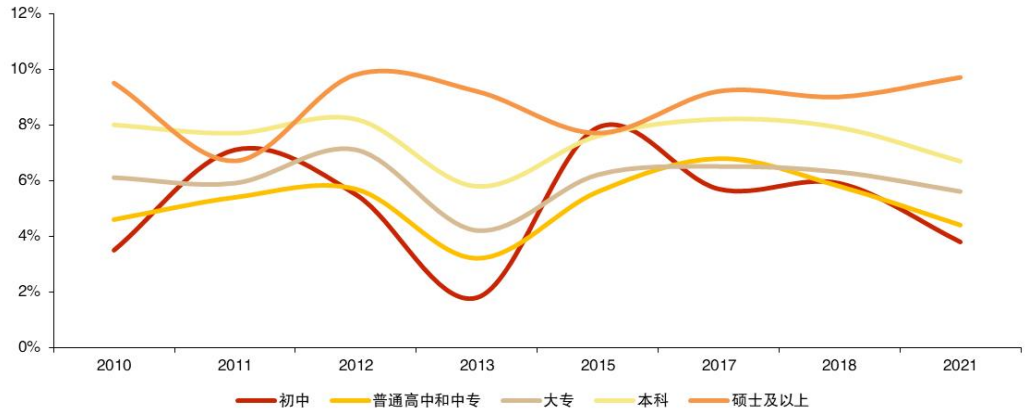
资料来源：教育部，华源证券研究所

图表 31：2024 年硕士招生数对普通本科毕业生承接率约 23%

资料来源：教育部，华源证券研究所

我们认为，付费意愿核心来源或为教育回报率的高低，实证结果表明硕士及以上阶段教育回报率相对其他教育层级更高。大学扩招在逻辑上有可能降低高等教育短期相对回报，有研究认为我国教育投资边际回报率递减，大学毕业生失业率高，导致教育资源没有被充分利用，因此存在“过度教育”的问题。但据王红云《教育对个体劳动收入的影响研究》（2024），**教育层级越高，教育收益率越高，硕士及以上教育水平的人群教育收益率为 9.3%。**

图表 32：实证研究表明初中和硕士及以上教育水平 2021 年教育收益率较 2010 年均上升



资料来源：王红云《教育对个体劳动收入的影响研究》（2024），华源证券研究所

《教育回报率显著高于资本回报率的实证分析——基于 1978 年以来我国宏观教育回报率的测算》中表明，**我国宏观教育回报率显著高于物质资本回报率，当前我国经济的物质资本回报率仍呈下降趋势，而教育投资，尤其是基础教育阶段投资所产生的宏观经济效应仍然很高。**

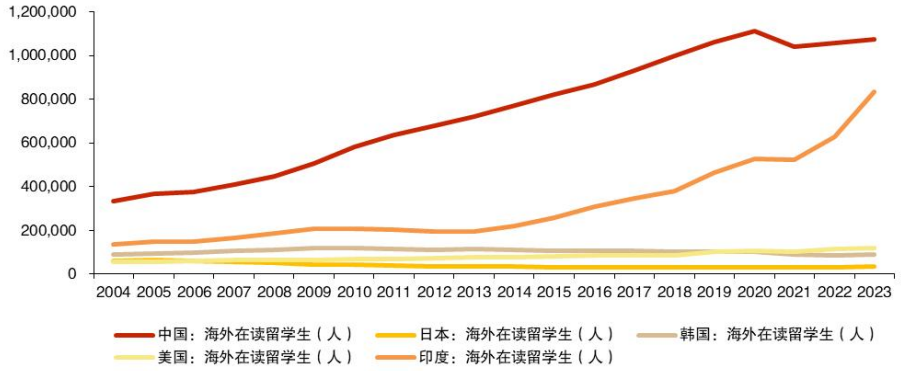
我们认为，公司国内业务在短期和中期维度看或仍有较强支撑，核心原因或为高考竞争激烈背景下被学科教育供给减少所影响到的部分需求前置化并被转化为素质教育需求，同时基础教育和高等教育投资回报率仍可观，两重因素或共同支撑公司国内教育业务保持稳健发展。

4. 国际教育业务：短期需求承压，恢复节奏仍需观察

4.1. 2020 年后全球跨境流动受扰动，出国留学需求恢复斜率放缓

过去二十余年，各国高等教育阶段海外在读留学生呈现不同的发展趋势：中国和印度海外在读留学生数量整体增速较快；**美国**海外在读留学生总体呈现温和增长但数量级跟中印相比较小；**日本**海外在读留学生整体呈现下滑趋势；**韩国**海外在读留学生规模相对较大，在 2009 年到达顶峰后转入震荡下行趋势。

图表 33：2004-2023 年中国和印度海外在读高等教育阶段留学生规模领先



资料来源：联合国教科文组织，华源证券研究所

2020 年公共卫生事件后，受边境管制冲击，全球跨境流动明显下滑，地缘政治不确定性或削弱高等教育群体出国留学需求。据联合国教科文组织数据，2023 年中国高等教育阶段出国留学人数约为 107.6 万人。据新华网《2025 年中国留学生白皮书》数据，**英国、澳洲、美国**为留学人群主要的留学目的地。

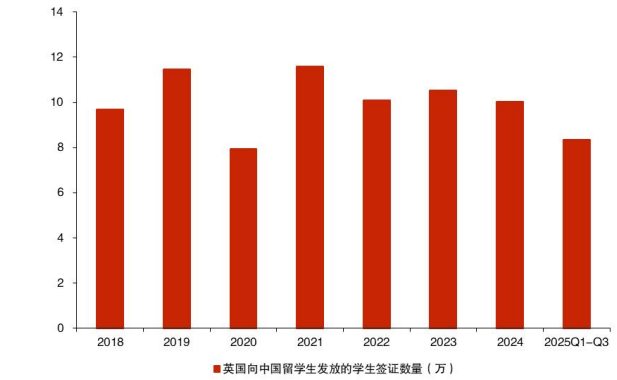
图表 34：2020 年后国内高等教育阶段出国留学人数增速放缓

资料来源：联合国教科文组织，华源证券研究所

2020 年后英国留学需求快速恢复至疫情前水平，2024 年留学签证数据有所下滑。据新华网《2025 年中国留学生白皮书》问卷数据，37.87%的受访对象留学国家为英国。**疫情期间中国学生在英留学人数呈现出逆势增长态势，或可归因于同期美国持续收紧移民及就业政**

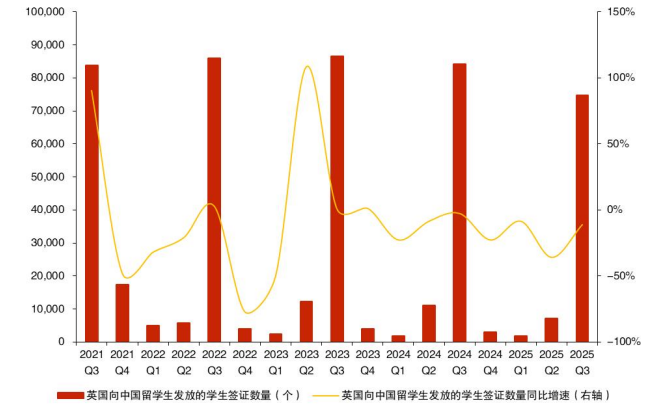
策，英国留学生工作签证政策相对宽松。2024 年全年，英国政府向中国学生发放学生签证数量为 10.0 万，同比-5%；2025 年第三季度，英国政府向中国学生发放学生签证数量为 7.5 万，同比-11%。

图表 35：英国向中国学生发放的非移民留学签证数量总体保持平稳



资料来源：英国内政部，华源证券研究所

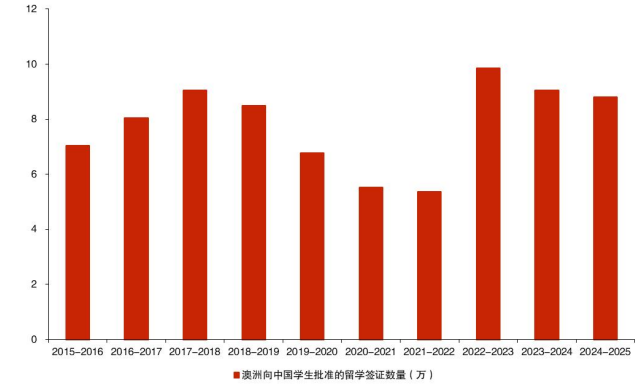
图表 36：英国向中国学生签发签证数量连续 7 个季度同比回落



资料来源：英国内政部，华源证券研究所

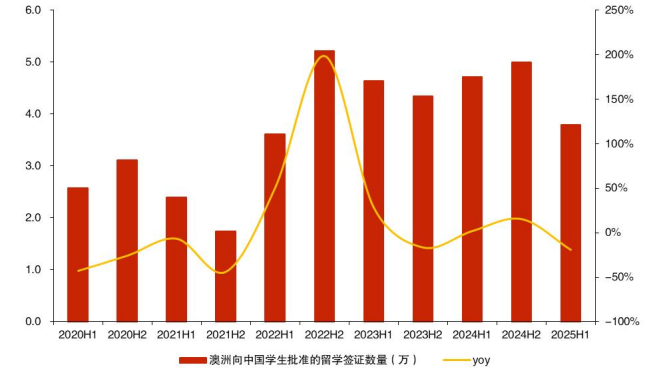
澳洲留学签证 2022 年下半年恢复强劲，2025 年上半年签证发放数量同比下降。据新华网《2025 年中国留学生白皮书》问卷数据，24.34%的受访对象留学国家为澳洲。2025 年上半年，澳洲政府向中国学生发放学生签证数量为 3.8 万，同比-19%。

图表 37：澳洲留学需求 2022 年后恢复强劲



资料来源：澳大利亚内政部，华源证券研究所

图表 38：2025H1 澳洲向中国学生发放签证数量整体下降



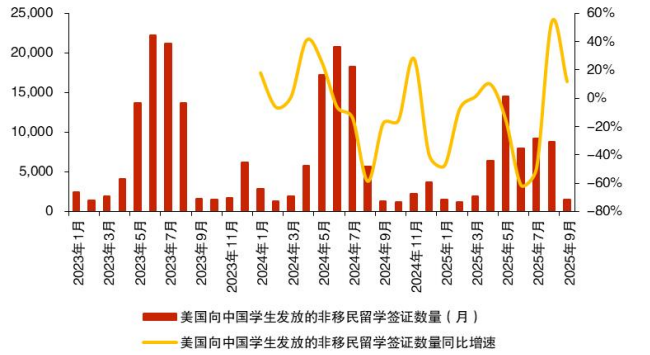
资料来源：澳大利亚内政部，华源证券研究所

2020 年后美国留学需求相较疫情前维持相对低位，2025 年 1-9 月中国赴美留学签证同比-29%。据新华网《2025 年中国留学生白皮书》问卷数据，17.98%的受访对象留学国家为美国。**受疫情、中美关系及国际航班运力大幅缩减等因素影响，2021-2023 学年在美留学的中国学生稳定在 29 万左右。**2024 年全年，美国政府向中国学生发放学生签证数量为 8.4 万，同比-4%；2025 年 1-9 月，美国政府向中国学生发放签证数量为 5.3 万，同比-29%。

图表 39：美国向中国学生发放的非移民留学签证数量 2020 年后维持低位

资料来源：美国国务院领事事务局，华源证券研究所

图表 40：2025 年 1-9 月美国向中国籍学生签发签证数量同比回落



资料来源：美国国务院领事事务局，华源证券研究所

2000-2019 年中国学生国际流动人数快速增长，发展趋势与中国参与全球化进程的总体趋势基本相同。目前中国仍是全球出国留学人数最多的国家，但学生国际流动人数增长速度不及印度等国。总体来看，2020 年后中国留学生三大热门英美澳留学签证发放恢复情况有所分化。

我们认为，随着经济发展进入新常态，中国学生国际流动的规模与留学意愿呈现出稳健增长态势，未来中国赴传统留学国家深造的学生数量或将维持在相对稳定水平。

4.2. 宏观环境仍有扰动，公司出国业务指引偏谨慎

新东方出国业务主要包括出国考试准备业务和出国留学咨询业务，1993 年学校成立之初主要为大学生提供 TOEFL 备考课程服务。海外备考课程主要包括 IELTS、TOEFL、SAT、AP、A LEVEL、GCSE、TOEFL Junior、SSAT、ACT、GRE、GMAT 及 LSAT 备考课程。2026 年 3 月，公司表示出国考试准备业务和出国留学咨询业务将合并。

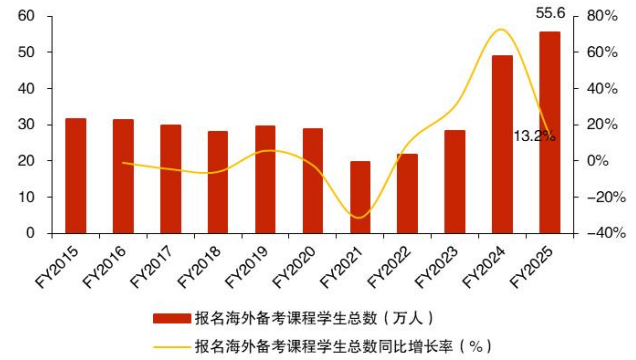
图表 41：新东方出国教育业务主要板块

资料来源：公司官网，华源证券研究所

过去几个季度，出国考试准备和出国咨询业务季度同比增速波动较大，2025 财年新东方海外备考课程报名学生数量同比增长 13.2%。进入 2026 财年第一季度，出国考试准备和出国咨询业务收入分别实现同比增长 1.0%和 2.0%。2026 财年第二季度，出国考试准备业务收入同比增长 4.1%。公司预期 2026 财年出国业务同比下滑 4-5%，全年指引较为保守。

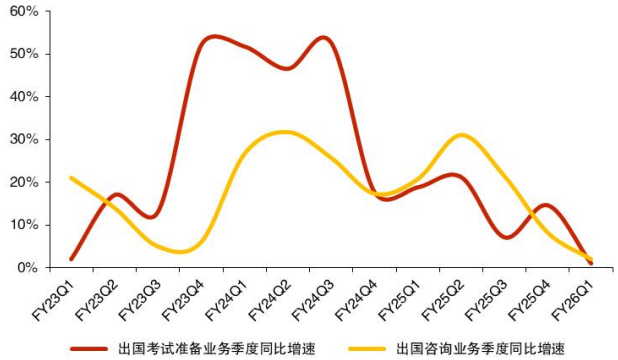
考虑到 2019 年之后受公共卫生事件、经济环境等因素影响，国际学生尽管总体保持增长态势但增速明显下滑，我们认为，新东方出国考试准备和出国咨询业务前置于各国下发留学签证的数据变化，2026 财年留学咨询和留学考试准备业务收入同比变化或反应未来一段时间国内留学需求变化。**因此，我们认为中国留学需求或仍较为坚挺，但目的地结构与恢复节奏正在重构。短期内，英美方向在签证、就业与政策扰动下仍可能偏承压，而澳洲等目的地恢复相对更快。整体看，留学业务需求并非简单线性修复，未来更有可能呈现总量企稳、结构分化、龙头品牌份额提升的特征。**

图表 42：FY2025 海外备考课程报名学生数量增速放缓



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 43：FY26Q1 出国业务相关收入增速低于教育业务整体



资料来源：公司公告，华源证券研究所

5. 东方甄选：自营品打造第二成长曲线

东方甄选前身为“新东方在线”，“双减”后剥离 K12 培训业务，转型直播电商。在“双减”政策重塑教育培训行业之后，东方甄选依托双语知识型带货形式出圈，逐步从农产品，扩展到生鲜食品、日用品等多品类矩阵。同时，公司围绕“东方甄选”这一内容 IP 打造自有品牌和供应链能力，形成了独特的品牌心智。

随后，东方甄选加速从直播平台依赖，向多平台、多渠道的零售型公司过渡。公司持续采取多平台多矩阵的策略，扩大覆盖范围以触达更广泛的消费群体及提升品牌知名度、影响力。除抖音渠道强势外，公司拓展渠道至微信小程序、微信小店、天猫、京东、拼多多及小红书平台。依托新东方线下学习中心，公司开始探索线下渠道。

2024 年 7 月，东方甄选宣布将“与辉同行”以约 7659 万元人民币转让予董宇辉个人，实现该业务从上市公司体系的剥离并确立其独立运营地位。我们认为，短期来看，优质流量的流失或在一定程度上削弱了东方甄选原有直播间的 GMV 承载能力和议价能力，叠加公司自营品类仍处于品牌力与渠道效率培育期，收入端和经营利润率在过渡阶段出现波动属预期范围；**中期来看，事件将公司战略重心从“单一头部主播驱动”切换为“多账号矩阵+自营品牌+线下延展”的模式，有助于缓解单一顶流依赖的可持续性风险，管理层亦开始强化产品力而非主播人格作为用户黏性的核心锚点，**我们预计该转型将成为后续估值叙事由“网红资产”向“供应链+品牌资产”的关键拐点。

图表 44：剥离“与辉同行”后公司 GMV 短期承压

	截至 2022 年 11 月 30 日止六个月	FY2023	FY2024	FY2025
GMV（亿元）	48	100	143	87
抖音上已付订单数量（百万）	70.2	136.3	181.1	91.6
东方甄选应用程序上已付费会员订阅数量（千人）	——	——	198.6	264.3

资料来源：公司公告，华源证券研究所

公司会员增长策略本质上围绕“自营商品私域化”和“线下新东方校区流量转化”两条主线展开。自营品结构从流量导向转向高复购的家庭日常消费场景，公司有望通过高频刚需提升复购粘性并将交易沉淀在自有 App 体系。同时，依托新东方的线下触点直接触达家长和员工群体，以招生赠礼、员工福利等高可信环境完成拉新注册，进一步打通消费场景。通过低获客成本形成可复制的会员漏斗，公司有望逐步提高自营品在整体 GMV 中的占比。

图表 45：部分东方甄选热卖自营品

资料来源：东方甄选官方号，华源证券研究所

6. 盈利预测与评级

6.1. 盈利预测

我们预计，公司 2026-2028 财年营业收入分别为 55/62/67 亿美元，同比增速分别为 13%/11%/8%；归母净利润分别为 4.9/6.1/6.8 亿美元，同比增速分别为 31%/24%/13%。

分业务看，我们预计 2026-2028 财年教育服务及备考课程收入同比增速分别为 16%/11%/9%，留学咨询服务收入同比增速分别为-2%/1%/2%。

盈利能力方面，考虑到公司教育业务发展时间较长、模式相对成熟、主业毛利率整体稳定，我们预计 2026-2028 财年公司综合毛利率分别为 55%/56%/56%，经营利润率分别为 10%/11%/12%；其中教育服务及备考课程毛利率分别为 62%/62%/62%，经营利润率分别为 26%/26%/26%。

费用率方面，考虑到新开学校逐步释放经营杠杆，我们预计 2026-2028 财年公司销售费用率分别为 15%/15%/15%，一般及行政费用率分别为 30%/29%/29%。

6.2. 可比公司估值

我们选取同样以 K12 教育业务为主业的公司学大教育、卓越教育集团、好未来作为可比公司，可比公司 2026-2028 财年平均市盈率分别为 11/11/9 倍，新东方 2026-2028 财年市盈率为 17/14/12 倍。我们认为，公司作为教育行业领军企业，将优先受益于行业复苏带来的收入增量及利润释放的弹性，鉴于国内教育需求仍有韧性且公司在教育领域具备强品牌溢价和领先优势，维持“增持”评级。

图表 46：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价	EPS			PE		
		2026/5/8	2026A/E	2027E	2028E	2026A/E	2027E	2028E
000526.SZ	学大教育	35.54	2.39	2.94	3.49	15	12	10
3978.HK	卓越教育集团	3.30	0.48	0.56	0.64	7	6	5
TAL	好未来	11.09	0.92	0.71	0.92	12	16	12
	平均					11	11	9
EDU	新东方	53.61	3.08	3.83	4.31	17	14	12

资料来源：Wind，华源证券研究所。注：A 股收盘价为人民币，EPS 单位为元/股；港股收盘价为港元，EPS 单位为港元/股；美股收盘价为美元，EPS 单位为美元/ADR。汇率按照 1 人民币元=1.14 港元计算。好未来 1 份 ADR 对应 0.33 股普通股，新东方 1 份 ADR 对应 10 股普通股。可比公司预测来自 Wind，新东方预测来自华源证券研究所。

7. 风险提示

1）经济波动与教育支出承压的风险：若宏观经济波动导致居民可支配收入和教育支出意愿下降，公司国内教育业务恢复节奏可能低于预期；

2）教育监管政策变化的风险：若非学科培训、教学内容、收费方式、直营网点管理或教育科技产品推广等方面的监管要求发生变化，可能对公司部分业务扩张节奏和盈利能力产生影响；

3）行业竞争与技术替代加剧的风险：若头部教育机构加大直营网点和营销投入，或 AI 教育产品及内容平台持续提升产品力与触达效率，公司可能面临获客成本上升、品牌溢价收窄及渠道优势弱化的压力；

4）出国业务恢复不及预期的风险：若主要留学目的国签证、移民、安全及就业政策继续扰动，或各目的地需求分化加剧，公司出国教育业务恢复节奏和结构优化可能低于预期；

5）跨市场选择可比公司的风险：由于不同市场在监管环境、会计口径、业务结构、流动性偏好上存在差异，估值标准或存在差异。

附录：财务预测摘要

损益表				单位：美元(百万)
	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	4,900	5,546	6,162	6,680
增长率	*13.6%*	*13.2%*	*11.1%*	*8.4%*
营业成本	2,183	2,496	2,732	2,957
%销售收入	*44.6%*	*45.0%*	*44.3%*	*44.3%*
毛利	**2,717**	**3,050**	**3,430**	**3,724**
%销售收入	*55.4%*	*55.0%*	*55.7%*	*55.7%*
其他收入	0	0	0	0
%销售收入	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
销售费用	784	851	935	988
%销售收入	*16.0%*	*15.4%*	*15.2%*	*14.8%*
管理费用	1,444	1,654	1,804	1,957
%销售收入	*29.5%*	*29.8%*	*29.3%*	*29.3%*
研发费用	0	0	0	0
%销售收入	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
财务费用	-119	-127	-152	-178
%销售收入	*-2.4%*	*-2.3%*	*-2.5%*	*-2.7%*
息税前利润（EBIT）	**403**	**521**	**662**	**745**
%销售收入	*8.2%*	*9.4%*	*10.7%*	*11.2%*
投资收益	-14	-13	-17	-19
%税前利润	*-2.7%*	*-2.0%*	*-2.0%*	*-2.0%*
除税前利润	**522**	**648**	**814**	**924**
利润率	*10.7%*	*11.7%*	*13.2%*	*13.8%*
所得税	146	156	202	236
所得税率	*28.0%*	*24.1%*	*24.9%*	*25.5%*
净利润(含少数股东损益)	**376**	**492**	**612**	**688**
少数股东损益	4	5	6	7
归属于母公司的净利润	**372**	**487**	**605**	**681**
增长率	*20.1%*	*30.9%*	*24.4%*	*12.5%*
净利率	*7.6%*	*8.8%*	*9.8%*	*10.2%*

现金流量表				单位：美元(百万)
	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	372	487	605	681
少数股东损益	4	5	6	7
营运资金变动	389	323	366	317
其他变动	132	263	260	255
经营活动现金流量净额	**897**	**1,078**	**1,237**	**1,259**
资本开支	-242	-203	-180	-180
投资	181	197	97	97
其他	-32	-88	-79	-82
投资活动现金流量净额	**-93**	**-94**	**-161**	**-165**
股权募资	-433	0	0	0
债权募资	0	0	0	0
其他	-152	-190	-306	-344
筹资活动现金流量净额	**-585**	**-190**	**-306**	**-344**
现金净变动	**228**	**823**	**798**	**779**

资产负债表				单位：美元(百万)
	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,612	2,435	3,233	4,013
应收款项	348	421	468	507
存货	81	100	109	118
其他流动资产	3,146	2,737	2,462	2,233
流动资产	**5,188**	**5,693**	**6,273**	**6,871**
权益性投资	0	0	0	0
固定资产	767	739	697	663
无形资产	851	844	835	828
非流动资产	**2,618**	**2,883**	**3,085**	**3,246**
资产总计	**7,805**	**8,577**	**9,358**	**10,117**
应付款项	80	115	126	136
短期借款	0	0	0	0
其他流动负债	3,209	3,631	4,067	4,442
流动负债	**3,290**	**3,746**	**4,193**	**4,578**
长期债务	14	14	14	14
其他长期负债	548	532	532	532
非流动负债	**562**	**546**	**546**	**546**
负债总计	**3,852**	**4,292**	**4,739**	**5,124**
归属母公司股东权益	**3,662**	**3,988**	**4,316**	**4,682**
少数股东权益	292	297	303	310
负债股东权益合计	**7,805**	**8,577**	**9,358**	**10,117**

比率分析				
	2025A	2026E	2027E	2028E
每股指标				
每股收益	0.23	0.31	0.38	0.43
每股净资产	2.32	2.52	2.73	2.96
每股经营现金净流	0.57	0.68	0.78	0.80
每股股利	0.00	0.06	0.00	0.00
回报率				
净资产收益率	10.15%	12.21%	14.03%	14.55%
总资产收益率	4.76%	5.67%	6.47%	6.73%
投入资本收益率	7.31%	9.19%	10.74%	11.09%
增长率				
营业收入增长率	13.60%	13.17%	11.12%	8.41%
EBIT增长率	43.04%	29.25%	27.17%	12.58%
净利润增长率	20.07%	30.94%	24.39%	12.54%
总资产增长率	3.64%	9.88%	9.11%	8.11%
资产管理能力				
应收账款周转天数	2.3	2.3	2.4	2.4
存货周转天数	14.3	13.0	13.7	13.8
应付账款周转天数	15.3	14.1	15.8	15.9
固定资产周转天数	46.8	48.9	42.0	36.6
偿债能力				
流动比率	1.58	1.52	1.50	1.50
速动比率	1.50	1.43	1.41	1.42
净负债/股东权益	-40.42%	-56.50%	-69.69%	-80.09%
EBIT利息保障倍数	1,295.3	1,446.0	1,838.9	2,070.3
资产负债率	49.35%	50.05%	50.64%	50.65%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。
本报告是机密文件，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客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。
本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。
本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。
本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；
增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5%～20%之间；
中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在－5%～＋5%之间；
减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于–5%及以下。
无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；
中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；
看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。