

头部学习服务景气上行，收入扩张带动盈利兑现

第一创业证券研究所

分析师：刘笑瑜

证书编号：S1080525070001

电话：0755-23838239

邮箱：liuxiaoyu@fcsc.com

核心观点：

- 头部学习服务需求保持扩张，课程收入增长具有持续性。学大教育培训服务收入连续保持两位数增长，新东方教育新业务在 2026 财年第二至第四季度均保持 20% 以上增长，付费需求在前期业务恢复后继续释放。非学科辅导报名规模与智能学习活跃付费用户增加，为收入增长提供了实际客户基础。课程服务与自主学习产品共同拓展收入来源，支持学习服务需求景气持续上行。
- 教学效率提升与费用率下降共同作用，头部机构进入盈利兑现期。教学收入增长快于相关成本，增加了课程交付形成的毛利；获客和管理支出增长受到约束，使新增毛利能够更多转化为经营利润。学大教育 2026 年上半年扣非净利润增长 43.37%，明显快于收入增长，新东方与好未来的年度经营利润率也同步提高。头部机构的景气改善已由课程销售增长推进至盈利能力提升，利润释放正在加快。
- 回款增长叠加付现支出控制，经营改善获得现金流支持。学大教育 2026 年上半年销售收现增长 13.5%，与收入增长方向一致，经营活动现金流出仅增长 5.6%，推动经营现金流净额增长 61.44% 至 2.90 亿元。客户付款增加与支出增长受控同时发生，说明收入扩张正在带来更多经营现金。回款和现金流改善，增强了机构持续授课与日常运营的资金基础，也使盈利增长具备更扎实的经营支撑。
- 预收款持续增加、扩张投入保持约束，头部学习服务盈利上行有望延续。截至 2026 年 5 月 31 日，新东方和好未来集团递延收入分别同比增长 14.8%、约 26%，后续待确认收入继续增加。与此同时，学大教育长期资产购建现金支出减少，新东方持续执行审慎扩张与成本控制，业务增长对新增投入的需求受到约束。后续收入补充与经营效率提升相互配合，头部学习服务仍处于需求扩张带动盈利释放的上行阶段。

风险提示：

上述观点主要根据过去数据分析得出，可能因为后续行业竞争格局变化、产品价格下降、新品推广不如预期等原因，而出现最终结果与分析预测结论相背离的情况。仅供投资分析时参考。

一、课程收入与付费用户持续增长，学习服务需求保持扩张

头部学习服务需求保持增长，个性化教育、非学科辅导等业务持续形成收入增量。以新东方、学大教育为代表的机构，在前期业务恢复的基础上，课程收入继续扩大，报名规模也保持增长。付费需求的延续，使头部机构能够在既有业务规模上继续增加收入，为教学资源利用率提高和利润增长提供基础。

连续报告期的收入增长，体现出学习需求的持续性。学大教育 2025 年教育培训服务费收入同比增长 15.66%，2026 年上半年继续增长 13.11%，达到 20.91 亿元；新东方 2026 财年第二至第四季度的教育新业务收入均保持 20% 以上增长，其中第四季度，即 2026 年 3—5 月，同比增长 24.8%。两类业务分别覆盖个性化教育与非学科辅导、智慧学习等产品，在业务规模扩大的同时继续获得收入增量，表明家庭付费学习需求仍在释放。

报名规模和活跃付费用户增加，为收入增长提供了实际客户基础。新东方 2026 财年第三季度，即 2025 年 12 月至 2026 年 2 月，非学科辅导报名规模由上年同期约 40.8 万增至 45.8 万，智能学习系统及设备的活跃付费用户由 30.9 万增至 36.7 万。课程报名和自主学习产品的付费用户同时增加，说明需求增量已经进入具体业务。收入增长获得实际客户参与的支持，也有利于机构通过持续授课和产品服务扩大经营规模。

图 1 新东方非学科辅导报名规模与智能学习活跃付费用户增长



资料来源：ifind、第一创业证券研究所整理

课程与学习设备共同拓展了家庭学习支出的覆盖范围。好未来学习服务与学习设备业务均保持较强发展势头，线上、线下素质学习项目获得积极用户反馈，学习设备在自主学习场景中的渗透持续提升，课程服务和自主学习产品成为其业务扩张的共

同来源。2026 财年，公司集团收入同比增长 33.7%；进入 2027 财年第一季度，即 2026 年 3—5 月，收入继续增长 31.9%。课程服务与学习产品共同承接需求，使机构能够覆盖课堂辅导之外的自主学习场景，扩大面向家庭的收入来源。

从业务增长的基础看，头部机构已经形成了课程收入增长、实际报名增加、学习产品付费用户扩大的经营状态。个性化辅导满足具体学习需求，非学科课程扩大服务内容，智能学习产品延伸使用场景，不同产品共同支持机构收入增长。学习服务需求景气保持上行，持续的付费需求正在扩大头部机构的收入规模，也为后续利润释放创造条件。

表 1 头部学习服务相关业务收入持续增长

公司	业务口径	可比期间1	可比期间2
学大教育	教育培训服务费收入	2025年：31.20亿元 同比+15.66%	2026H1：20.91亿元 同比+13.11%
新东方	教育新业务收入增速	2026财年Q3：同比+23.3%	2026财年Q4：同比+24.8%
好未来	集团收入（含学习服务及学习设备）	2026财年：30.09亿美元 同比+33.7%	2027财年Q1：7.58亿美元 同比+31.9%

资料来源：ifind、第一创业证券研究所整理

二、教学成本与期间费用增长受控，头部机构进入盈利兑现期

收入持续增长的同时叠加成本费用约束，从而推动了头部学习服务进入盈利兑现期。教学收入增长快于相关成本，增加了课程交付形成的毛利；销售和管理费用增长放缓，又使这部分毛利能够更多转化为经营利润。当前盈利改善的核心，是既有业务规模扩大后，单位收入承担的成本费用下降，机构的盈利能力随之提高。学大教育的教学毛利率和费用率变化，以及新东方披露的教育业务利用率改善均说明收入增长快于相关成本的增加。2026 年上半年，学大教育培训服务收入增长 13.11%，对应成本增长 11.74%，培训业务毛利率升至 36.69%，同比提高 0.77 个百分点。收入增加超过教学成本增加，使新增课程收入能够贡献更多毛利。新东方也将 2026 财年第三季度经营利润率改善，主要归因于教育业务运营效率和资源利用率提高。随着既有教学资源承接更多业务，收入增长对新增投入的需求得到控制，教学环节的盈利能力开始提升。

期间费用率下降，进一步放大了收入增长带来的利润增量。学大教育 2026 年上半年销售费用增长 5.86%，管理费用基本持平，均低于收入增幅；按公告计算，销售和管理费用率合计由上年同期的 19.83% 降至 17.92%。好未来 2026 年 3—5 月收入增长 31.9%，销售和管理费用合计基本持平。收入扩张没有伴随同等规模的获客和管理支出增加，费用对收入的占用比例下降，教学端形成的毛利增量得以更多保留。

图 2 收入增长快于销售及管理费用，头部机构费用率下降



资料来源：ifind、第一创业证券研究所整理

毛利改善和费用率下降共同作用，已经推动利润增长明显快于收入增长。学大教育 2026 年上半年扣非净利润同比增长 43.37%，高于同期 12.87% 的收入增幅。其利润增长既有培训业务毛利增加的贡献，也有销售和管理费用率下降的支持，盈利提升与主营经营变化相对应。收入规模扩大以后，机构能够以较低的新增费用承接业务，利润对收入增长的反应随之增强。

年度经营利润率的提升，进一步体现了盈利改善的持续性。新东方截至 2026 年 5 月 31 日的财年内，集团非 GAAP 经营利润率由上年的 11.3% 升至 13.0%；好未来截至 2026 年 2 月 28 日的财年内，按公告数据测算，集团非 GAAP 经营利润率由约 2.7% 升至 10.6%。两家公司在各自可比期间内，均实现了单位收入经营利润的提高。结合培训业务毛利率、期间费用率及管理层对教育业务效率的披露，头部机构的盈利改善已经反映在经营层面。

图3 新东方与好未来经营利润率提高，盈利兑现加快



资料来源：ifind、第一创业证券研究所整理

可以看出头部学习服务的盈利景气已经进入上行阶段。课程需求持续增加，教学收入对成本的覆盖能力增强，获客与管理费用增长受到约束，共同推动经营利润释放。随着经营效率改善，收入增量能够贡献更多利润，本轮景气提升已由课程销售增长推进至盈利能力提高。

三、递延收入与销售回款保持较强，盈利上行具备延续基础

新东方、好未来递延收入继续增长，学大教育销售回款同步改善，为头部学习服务后续收入确认和经营扩张提供支撑。当期收入增长已经带来利润释放，后续待确认收入仍在补充，客户付款也同步增加。结合新增投入和费用控制情况，头部机构有条件继续通过业务增长提高资源使用效率，维持经营利润的上行趋势。

预收余额扩大，使后续收入具备一定基础。截至2026年5月31日，新东方集团递延收入同比增长14.8%；好未来集团递延收入达到12.19亿美元，按本期与上年同期公告余额计算，同比增长约26%。递延收入对应已经收取、尚待满足确认条件的款项，将随着相关服务或产品交付逐步转化为收入。相同季节时点的待确认收入余额继续增加，与前述课程收入和付费用户增长相互衔接，支持头部机构的业务扩张延续。

客户付款增加与经营支出控制同时出现，进一步增强了经营现金的积累能力。学大教育2026年上半年销售商品、提供劳务收到的现金同比增长13.5%，与同期收入增长方向一致；经营活动现金流出增长5.6%，低于销售收现增幅，经营现金流净额因此增长61.44%，达到2.90亿元。收入增长得到实际回款支持，而付现支出增长相对受控，使更多经营现金能够保留下来，为持续授课和日常运营提供资金。

表 2 预收款与销售回款保持增长，后续收入获得现金支持

公司	报告期	收入同比	预收款/递延收入	销售回款/经营现金流
新东方	2026财年	净营收同比+15.5%	2026财年Q4未递延收入22.43亿美元 同比+14.8%	经营活动现金净额10.27亿美元 同比约+14.6%
好未来	2027财年Q1	净营收同比+31.9%	2026年5月31日递延收入12.19亿美元 较2025年5月31日约+25.9%	经营活动现金流净额4.78亿美元 较2026财年Q1约+37.5%
学大教育	2026H1	营业收入同比+12.87%	预收学费形成预收款项及合同负债为后续收入确认提供基础	销售商品、提供劳务收到的现金同比约+13.5% 经营活动现金流净额2.90亿元，同比+61.44%

资料来源：ifind、第一创业证券研究所整理

预收、回款与投入变化共同指向盈利增长的持续条件，待确认收入余额扩大，为后续业务提供来源；客户付款增加，为经营活动提供现金；新增投入和期间费用受到约束，则提高了收入转化为利润的能力。随着后续课程和服务逐步交付，头部机构有望在已有经营规模上继续增加收入，并保留更多经营利润。

综合来看，头部学习服务处于需求扩张与盈利释放共同推进的上行阶段，盈利景气有望继续改善。课程收入与付费用户增长扩大了业务基础，教学效率提高和费用率下降推动利润兑现，预收款与回款增加又为后续收入提供支持。本轮景气上行的主要特征，是持续的学习需求通过更高的经营效率转化为利润，头部机构的盈利释放仍将是行业改善的主要体现。

重要声明:

第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式:

公司总部	北京办事处
深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼 TEL: 0755-23838888 FAX: 0755-25831718 P. R. China: 518048 www.firstcapital.com.cn	北京市西城区广宁伯街2号金泽大厦东区16层 TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777 P. R. China: 100140