申万宏源研究
上海市南京东路99号 | +86 21 2329 7818
www.swsresearch.com

教育 | 公司研究
2022 年 6 月 10 日

回归留学与成教，现金提供高安全边际

新东方教育科技集团 (EDU.N)

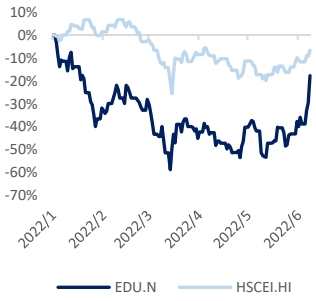
买入

维持

市场数据：2022 年 6 月 9 日

收盘价（美元）	14.72
恒生中国企业指数	7,606
52 周最高/最低价 (美元)	8.40/102.90
市值（亿美元）	2,815
流通股（百万股）	170
汇率（人民币/美元）	0.15

股价表现：



资料来源：Bloomberg

证券分析师
黄哲
A0230513030001
huangzhe@swsresearch.com

研究支持
赵思昊
A0230120040002
zhaosh@swsresearch.com

联系人
赵思昊
(8621)23297818×7317
zhaosh@swsresearch.com

就业压力激发学历提升需求，留学及成人考培业务成长性凸显。高校扩招带来的毕业生人数高企，同新冠疫情影响下的就业市场需求疲软加重了高校毕业生就业难度。考研和出国留学成为高校毕业生应对就业压力出路之一。22 年考研报名人数同比增长 21%至 457 万人，录取率反降 4 个百分点到 24%，考研竞争加剧，培训需求激增。此外海外院校凭借口碑优势（QS 前 100 中，美校 28 所，英校 17 所，中国学校 6 所）和相对国内重点高校较高的申请成功率，也成为中高产家庭规避“内卷”的首选。疫情逐步缓解，出国留学人数于 2021 年同比回升 16%至 52.4 万人，留学市场开始复苏。

先发优势显著。自 1993 年成立起，备考即为新东方核心业务。得益于公司的先发优势，以及多年经营所积累口碑，新东方在留学相关业务以及考研培训业务已成为业内绝对龙头。公司留学相关业务市占率达到 31%，考研业务用户认知度达到 56%，均远超同业。此外新东方通过 OMO 系统（线上线下融合系统）将课程、题库、单词记忆等高频需求线上化，将假期集训、答疑和测评留在线下。通过线上线下相结合的授课模式，一方面拓展了下沉市场（多数高校位于城市周边甚至偏远地区），另一方面也提升了教学场地的利用率。除使用先进的教学模式外，新东方搭建了成熟的教师招聘体系，设计了高效且标准化的教师培训系统，从而不断提升教师素质并优化教学服务。我们预计随着上游备考需求的提升，新东方的成人考培培训人次将在 25 财年达到 69 万人，收入为 3.08 亿美元，3 年复合增速为 27%和 30%。并且我们预计公司留学相关收入将在 25 财年达到 9.38 亿美元，3 年复合增速 10.7%。由于上述两项业务经营稳定，EBIT 率稳定在 15-17%之间，对应 25 财年留学及成教 EBIT 为 2.11 亿美元。

“双减”影响基本出清。新东方已在 2022 年 1 月 1 日正式结束 K9 学科类培训的业务，并关闭了约 1/2-2/3 的培训中心，裁撤约 50%的教职员工。我们预计新东方所需支付的一次性退租与裁员费用约为 13 亿美元。这其中约 12 亿美元已确认在了 22 财年上半年的业绩中。从公司 22 财年三季度的业绩来看，关店及裁员的成本已不到 1 亿美元。因此新东方 K9 业务已基本关停完毕。在支付完业务终止费用之后，新东方仍结余 42 亿美元左右的现金。虽然新东方保持了部分高中学科类培训业务，但我们测算若高中学科培训业务关停，所产生的的一次性成本仅约 2.78 亿美元。我们认为夯实的现金储备一方面将提升公司抵御疫情的持续扰动。在无法进行授课活动的时期仍能保持稳固的教职员工团队。同时在业务开拓时也可积极的投入资金做布局。

聚焦传统优势业务，维持“买入”。我们认为“双减”对于公司影响已基本出清，随着留学以及成人考培业务的稳健发展，以及转型素质教育，公司有望逐步走出困境并在 23 财年扭亏为盈。通过 SOTP 估值，中性假设下（留学及成人考培业务采用 DCF 估值、K12 素质教育采用 2 倍 PS 估值、其他业务采用 10 倍 PE 估值），我们预计新东方目标企业价值为 69.93 亿美元，对应目标价为每股 41.2 美元。因此，我们重申对于新东方的“买入”评级。

财务数据及盈利预测

人民币	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
营业收入（百万元）	4,277	3,157	1,938	2,098	2,249
同比增长率（%）	19.50	-26.18	-38.60	8.25	7.21
净利润（百万元）	299	-1,080	158	259	321
同比增长率（%）	-28.07	-461.34	-114.62	63.81	24.24
每股收益（元）	0.18	-0.63	0.09	0.15	0.19
净资产收益率（%）	4.58	-25.36	2.93	4.71	5.61
市盈率（倍）	70.75	-20.18	138.03	84.26	67.82
市净率（倍）	4.21	5.02	4.65	4.31	4.07

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

Investment highlight:

Employment pressure stimulated demand for higher academic degrees. Rising number of graduates brought by enrolment expansion increased job seeking difficulty, while demand for talents being weak post pandemic. Postgraduate exam and study abroad became one of ways to cope with such pressure, leading to a 21% YoY growth for applicants of postgraduate entrance examination in 2022. As admission rate plunged by 4ppts to 24%, competition has intensified and demand for tutoring surged. Besides, overseas colleges, with a better reputation (Among top 100 schools in QS rankings, US had 28, UK had 17, while China had 6) and higher admission rate, has become the first choice for upper- and middle-class families to avoid sever competitions. In 2021, number of students going abroad rebounded by 16% to 524k as epidemic eased, and overseas study market has begun to recover.

Significant first-mover advantages. Since 1993, exam preparation has been the core business of EDU. Thanks to the first-mover advantage and great reputation accumulated through years of operation. EDU is an absolute leader in study abroad and postgraduate exam prep businesses. Market share of EDU's businesses related to studying abroad has reached 31%, and the user awareness of EDU's postgraduate exam prep reached 56%, both far exceeding those of its peers. Besides, OMO system, used by EDU, transferred high-frequency needs such as courses, question banks etc. online, and remained Q&A, quiz, etc. offline. Such online merge offline system successfully expanded into sinking market and improved utilization rate of learning centers. In addition to advanced systems, EDU also had an efficient and standardized teacher recruitment and training system, improving and optimizing quality of employees and services. Therefore, we expect that with increase in test prep demand, enrolments of EDU's adult exam tutoring will reach 690k in FY25E, and revenue will increase to US$308m, representing 3-year Cagr of 27% and 30%. We also forecast revenue of overseas related businesses to reach US$938m in FY25E with a 3-year Cagr of 11%. Due to stable operation, EBIT margin is between 15-17% for two businesses, corresponding to EBIT of US$211m for two businesses in FY25E.

Ended impact from "Double Reduction". EDU has officially ended its K9 subject-based AST business on 1 January, 2022, and closed 1/2 to 2/3 of its learning centers, as well as laid off c.50% of employees. We estimate that Edu paid c. US$1.3bn in one-time lease termination and layoff costs. Of which, c.US$1.2bn has been recognized in 1HFY22. And one-time costs were less than US$100m in 3QFY22. Therefore, we believe K9 AST of EDU has basically been shut down. After paying termination fees, EDU still had US$4.2bn in cash. Although EDU kept its 9-12 AST, we estimate that if 9-12 subject-based tutoring gets shut down, one-time cost incurred will only be c.US$278m. In summary, a solid cash reserve is expected to provide funds for expansion, in addition to enhance EDU's ability to withstand the continued disruption of epidemic, while maintains stable faculty and staff team.

Reiterate BUY. We believe the one-time impact from "Double Reduction" was almost cleared. With steady growth of adult tutoring and overseas businesses, development of education of quality-oriented education, EDU is expected to turn losses into profits in FY23E. Through SOTP valuation, in our base case (DCF valuation for overseas and adult businesses, 2X PS for K12 quality-oriented education, 10X PE for others), we achieved target enterprise value of US$6.99bn for EDU, corresponding to a target price of US$41.2/share. And we reiterate Buy recommendation on EDU.

投资案件

投资评级与估值

由于就业难度提升，促进学历提升需求，留学以及考研成为本科毕业生出直接就业外的首选。同时，考研报名人数激增带动录取率下滑，考研培训需求上涨。因此，我们预计新东方在 25 财年的总收入将达到 22.49 亿美元。

考虑到公司已基本完成旗下 K9 学科类培训业务的关停，所产生的一次性裁员以及退租成本也在 22 财年基本确认完成，因此，我们预计新东方毛利率和 NonGaap 净利率将企稳恢复，在 25 财年分别达到 58.13%和 14.29%。

我们通过分部估值法计算新东方目标价格，中性假设下企业价值为 69.9 亿美元，对应目标价为 41.2 美元；悲观假设下企业价值为 56.5 亿美元，对应目标价 33.3 美元。

关键假设点

我们估计，由于留学需求以及考研培训需求提升，新东方在 23-25 财年的总培训人次将以 6.1%的 2 年复合增速增长。

虽然高收费的留学培训人次企稳回升，但收费较低的考研培训业务预计也将有可观的人数增长，我们预计 23-25 财年的生均学费年化增速约 1.6%。

我们预计，在停办 K9 学科类培训后，公司的一次性退租以及裁员费用将大幅下降。

有别于大众的认识

我们认为市场依旧没有走出“双减”政策后，K12 教培行业被全面叫停的阴影，并选择放弃对新东方的跟进。另外，我们认为市场也夸大了对新东方 K9 学科类业务全面停业所产生的一次性费用，从而低估了公司潜在的现金情况。但我们认为，新东方的 K9 学科类培训业务已基本完成，所产生的一次性费用也大部分确认在 22 财年上半年。同时，由于国内就业难度提升，推动学历提升需求，从而有望在国旅行逐步放开以及增加疫苗覆盖后，带动新东方原有的留学考试培训和中介咨询业务恢复疫情前水平。另外，考研报名人次大幅上升，录取率下滑也将带动考研培训需求提升，新东方的国内考研培训业务增长有望超出市场预期。

股价表现的催化剂

新东方国内考试培训业务招生超预期，推动公司业绩大幅增长；转型 K12 素质教育业务顺利；OMO 系统的使用推动利润率超预期；新东方使用账面现金进行大额分红或回购；9-12 高中学科类培训阶段政策监管放宽，新东方留存业务可以持续发展。

核心假设风险

9-12 高中学科类培训业务纳入全面严格监管，新东方留存业务经营受阻，并不得不剥离；出国留学需求下降，留学考试培训以及咨询业务业绩增长低于预期；考研培训行业竞争加剧，新东方市占率下滑；转型素质教育投入加大，导致公司现金流承压；出台针对 K9 阶段素质教育领域、留学考试培训和考研培训业务的监管政策，新东方转型受阻；在客户心中的品牌知名度下降。

1. “双减”之后，K12 教培行业现状

1.1 “双减”发布后，相关监管政策已严格落实

2021 年 7 月 24 日，由中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》（后简称“双减”），对 K12 教培行业推出了非常严格的监管措施。“双减”政策以为中小学生减负为出发点，从而对 K12 课外培训机构的培训时长、课外辅导机构的经营性质、以及资本市场操作等方面实施严监管。

其中，我们认为对 K12 教培机构产生实质影响的内容有：1）校外培训机构不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假期组织培训，导致学科类教培经营基本停滞；2）义务教育阶段（小学初中）的培训机构统一登记为非营利性机构，导致留存在培训中心层面资金存在提取风险；3）禁止教培机构通过资本市场融资实现规模扩张，已上市公司也不得通过股票市场融资投资学科类培训机构，不得通过发行股份或支付现金等方式购买学科类培训机构资产，另外，外资对教培行业的参与全面叫停，已完全切断上市公司及未上市学科类培训公司在资本市场的发展。

在“双减”发布后，各省及直辖市的“双减”实施细则也陆续发布，并在学科类校外培训机构设置标准，培训服务类别鉴定，义务教育学科类培训机构非营利性登记等方面设置监管标准，但我们发现各省对“双减”的落实力度出现分化。

以执行较为严格的北京市为例，北京在 2021 年 8 月发布《北京市关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的措施》，对校外培训机构采取了六类治理措施，停止了面向义务教育阶段学生的学科类培训机构，严控培训时间、教材以及广告投放等，且在做好义务教育阶段学生“双减”同时，北京也规定不得开展面向学龄前儿童和高中学生的学科类培训。

而对于执行力度较轻的省份，如云南省，除了对义务教育阶段学科类培训在办学性质，办学时间和资本化的使用等方面进行严格监管外，云南省对于学龄前儿童的培训以及高中阶段的校外培训并无明确实施细则。

图 1：“双减”政策复盘，教培行业经历巨变

校内/校外	类别	内容	学科类		非学科类	
			线下	线上	线下	线上
校外培训	办学性质	不再审批新的面向义务教育阶段的校外培训机构，现为备案制的机构改为审批制	√	√		
		统一登记为非营利性机构	√	√		
		停止学龄前儿童的校外培训机构审批	√	√	√	√
		停止面向普通高中学生的校外培训机构审批	√	√		
		查处无资质或未经审批的校外培训机构	√	√	√	√
	经营	严禁超标超前培训，严禁提供境外教育课程	√	√	√	√
		校外培训机构不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假期组织培训	√	√		
		培训人员必须具备相应教师资格	√	√		

		每课时不超过 30 分钟，课程间隔不少于 10 分钟，培训结束时间不晚于 21 点		√		√
		不得提供和传播“拍照搜题”等不良学习方法		√		
		加强校外培训广告管理，确保主流媒体等不刊登、不播发校外培训广告	√	√	√	√
		不得开展面向学龄前儿童的线上培训，严禁以学前班、幼小衔接班、思维训练班等名义面向学龄前儿童开展线下学科类（含外语）培训			√	√
	融资	不得上市融资，严禁资本化运作	√	√		
		上市公司不得通过股票市场融资投资培训机构，不得通过发行股份或支付现金等方式购买培训机构资产	√	√		
		外资不得通过兼并收购、受托经营、加盟连锁、利用可变利益实体等方式控股或参股培训机构	√	√		
	试点地区	确定北京市、上海市、沈阳市、广州市、成都市、郑州市、长治市、威海市、南通市为全国试点，其他省份至少选择 1 个地市开展试点				
校内		严禁给家长布置或变相布置作业,严禁要求家长检查、批改作业				
		小学一、二年级不布置家庭书面作业；三至六书面作业平均完成时间不超过 60 分钟，初中书面作业平均完成时间不超过 90 分钟				
		科学利用课余时间。引导学生从事力所能及的家务劳动，开展适宜的体育锻炼，开展阅读和文艺活动				
		课后服务结束时间原则上不早于当地正常下班时间；学校可统筹安排教师实行“弹性上下班制”				
		课后服务一般由本校教师承担，也可聘请退休教师、具备资质的社会专业人员或志愿者提供				

资料来源：国务院，申万宏源研究

1.2 教培行业正面临关店、裁员、转型困境

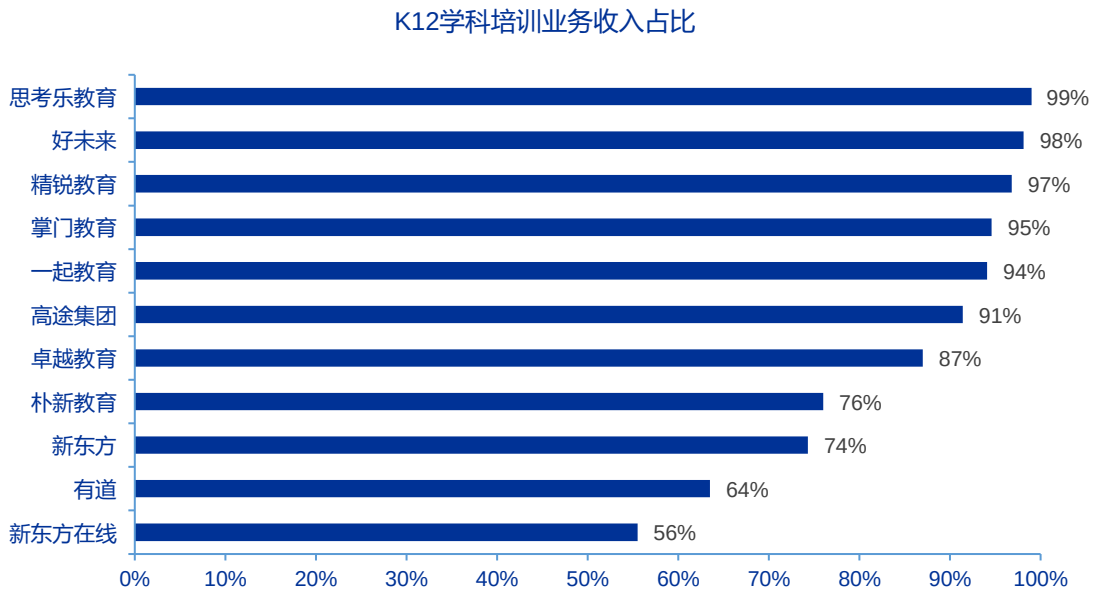
自“双减”政策发布以来，各家上市公司的股价也出现了显著的回落，我们统计的 K12 课外培训指数（包括 14 家 K12 教培上市公司）自 2021 年 7 月“双减”政策颁布以来累计下跌约 80%，相较恒生中国企业指数，K12 课外培训板块的超额收益约为-51%。由于“双减”政策的冲击，导致 K12 课外培训板块的盈利预期大幅下行，市场对板块信心失去，资金大幅撤出。伴随着股价的大幅下跌，一系列美股上市的 K12 教培类公司，如精锐教育（ONE.N – 无评级）、朴新教育（NEW.N – 无评级）等也纷纷收到 SEC 的退市警告，其中，朴新教育（NEW.N – 无评级）在 2022 年 5 月 10 日也正式进入债务清算阶段。

图 2：K12 课外培训指数（包括 14 家 K12 教培上市公司）自 2021 年 7 月“双减”政策颁布以来累计下跌约 80%

资料来源：Wind，申万宏源研究

同时，K12 业务作为各家上市公司的主营，收入的占比均在 50%以上。因此，面临“双减”所带来的全行业监管，原有以 K12 学科类为主的经营模式不再使用，公司收入的大幅收缩成为行业不得不面临的困境。因此，为了降低损失，控制人员及租金成本等开支，K12 教培机构选择将旗下的 K12 业务部分关停，并裁撤了大量的员工进行裁撤。根据天眼查同时的社保人数增减数据，2022 年 6 月 1 日对比去年同期，新东方社保人数减少 55896 人，学而思（好未来旗下 K12 培训品牌）社保人数减少 26579 人，猿辅导减少 19587 人，作业帮减少 15369 人。同时，部分上市公司也将自身运营的 K12 培训中心关停 1/2 至 2/3 的水平，行业转型迫在眉睫。

图 3：对于大部分上市教培公司，K12 学科类培训业务收入占比超总收入的 50%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

因此，各家 K12 教培上市公司也在“双减”后纷纷寻求转型之路。龙头企业，新东方，在 2021 年 11 月宣布计划于 2021 年末，关停全部 K9 阶段学科类培训服务。同时，公司将发展重心重新放回传统的出国留学考试培训以及咨询和成人考试培训业务。新东方也希望凭借自身在 K12 学龄段的积累，转型至未收到“双减”监管的素质教育领域，成立了“泡泡美术”、博文小作家文学社等素质类培训品牌或课程，并在北京等地成立了素质教育成长中心，为 K12 学龄段用户由学科类培训转向非学科类培训打下基础。

此外，新东方旗下子公司，新东方在线，则走入了一条与母公司不同的道路。得益于新东方在线搭建完善的在线直播系统，新东方集团创始人俞敏洪在 2021 年 12 月开启了第一场个人带货直播，并建立了“东方甄选”直播平台，助力农产品销售。

行业的另一大公司好未来也同样面临着转型的必经之路。由于好未来约 98%的收入来自于 K12 学龄段用户，在公司于 2021 年 11 月 13 日宣布于 2021 年末结束学科类校外培训服务后，好未来将学而思培优板块全面转型素质类教育，课程涵盖了人文科学、编程等学科。此外，好未来为了更好的使用公司所开发的教学系统和教学内容，将学习资源打包进行出售或采取订阅的模式。

图 4：K12 教培行业正面临全行业转型，转型方向主要包括成人教育、素质教育、教育信息化等领域

公司	转型情况
新东方	- 升级成人教培业务，在四六级、考研、出国考试、职业教育等业务外，柘展各类等级考试等培训业务； - 在多地成立素质教育中心，并开展了如艺术、人文素养、科技等类型课程； - 加深国际业务布局，面向国内艺术生提供艺术留学解决方案“新东方艺术生海外留学直通车”； - 推出翁翁队长 AI 家教，布局在线家庭教育市场； - 由新东方在线牵头，布局教育信息化及教育硬件领域，旗下 OK 智慧教育已发布教育信息化新品“OK 智慧教学大屏” - 成立“东方甄选”，作为子公司新东方在线旗下的农产品和生活用品销售平台，已开始自研产品；
好未来	- 学而思培优和学而思网校全面转型素质教育，主要覆盖人文科学、编程等课程，截至 22 财年末，已累计超 10 万人报名学生； - 推出学习内容和教育科技业务板块，通过打包原有教研内容、直播系统等，将公司在教育信息化的储备输出给学校或同业公司； - 成立好未来轻舟品牌，布局考研、出国留学等业务； - 设立彼芯托管，布局放学后时间，服务包括接送学生放学、作业辅导等。
高途	- 转型成人教育培训，布局考研业务，并推出保过班类产品； - 拓展职业教育培训，涵盖财经、公考、教资、留学、管理、医疗等多类教育领域。
有道	- 转型主要以教育硬件为主，发力有道词典笔、学习等硬件设备。
卓越教育	- 与广州公办院校合作，提供课后托管服务； - 成立嘀嗒成长中心，开展 K9 阶段素质教育业务。
学大教育	- 与达内教育宣布结成长期深度业务战略合作伙伴关系，通过现有线下学习中心开展非学科培训业务。
掌门教育	- 推出智能硬件新品掌门扫描学习笔 S6。
一起教育科技	- 布局教育信息化产业，进行数字化转型，并成为教育相关 SaaS 软件提供商。

资料来源：公司公告，公司官网，申万宏源研究

2. 新东方，K9 业务调整临近尾声，回归成教

在新东方逐步剥离受到严格监管的 K9 学科类培训业务后，我们认为公司的发展重心将重新回归公司原有的出国留学相关业务以及成人考试培训业务。截至 22 财年三季度，新东方的成人考试培训业务（以大学生考研培训业务为主）收入同比增长 59%，增速显著提升。而公司的留学相关业务收入则在 22 财年前三季度同比增长 15%，已基本回到疫情前的水平。

我们认为新东方的成人考培业务以及出国留学业务收入的提升主要源于以下原因：1）本科毕业生人数逐年增长，叠加经济增长放缓，毕业生就业难度上升，学生不得不选择提高学历来提升就业竞争力或以延长在校时间的方式来寻找自身职业定位； 2）2020 年疫情后，教育部推进研究生扩招，由于研究生录取也纳入学校的就业率统计，因此学校层面也同样积极鼓励学生报考研究生。3）疫情缓解以及新冠疫苗的普及，学生出国留学意愿有所恢复；4））海外院校多采取线上教学方式完成授课，为留学生提供了更为多元的留学方式和选择。

图 5：K9 业务剥离后，新东方产品矩阵依旧丰富

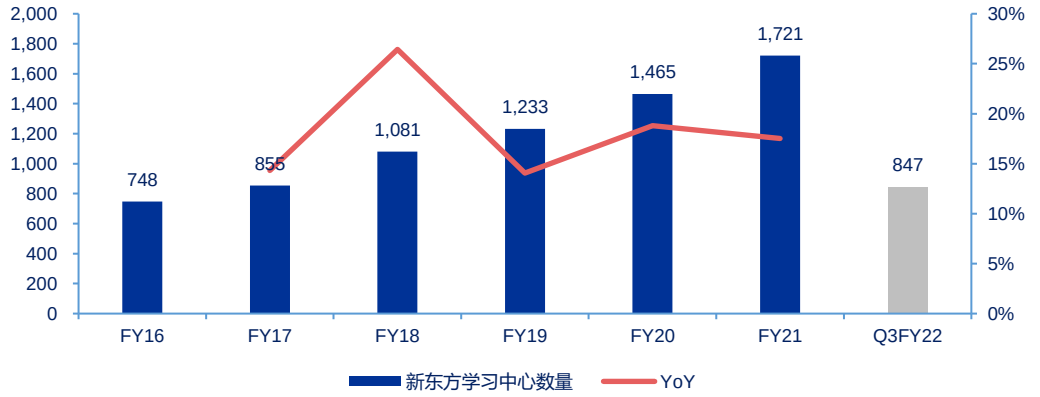
资料来源：公司官网，申万宏源研究

2.1 截至 22Q3，K9 业务基本调整完毕

在“双减”政策发布后，由于 K9 学科类培训业务收到严格监管，新东方已在 2022 年 1 月 1 日正式结束 K9 学科类培训的业务。并且，公司关闭了约 1/2-2/3 的培训中心，并裁撤约 50%的教职员工。留存的教学点及教师也将主要面对高中阶段学生教学。从公司 22 财年上半年以及三季度的业绩来看，公司已在 22 财年上半年基本完成了大部分目标关停门店的歇业，以及 K9 板块教师及其他相关员工的裁撤。而关店与裁员所产生的一次性费用约为 13 亿美元，并且约 12 亿美元的一次性开支已确认在了公司上半年的财务报表中。从公司 22 财年三

季度的业绩来看，关店及裁员的成本已不到 1 亿美元，因此，新东方 K9 业务已基本关停完毕。我们也相信，随着公司 K9 业务的落幕，“双减”政策对新东方的影响基本告一段落。在当下，我们更加应该聚焦公司的转型以及各业务条线在未来的发展潜力。

图 6：新东方学习中心数量在 22 财年三季度骤减至 847 个



资料来源：公司公告，申万宏源研究

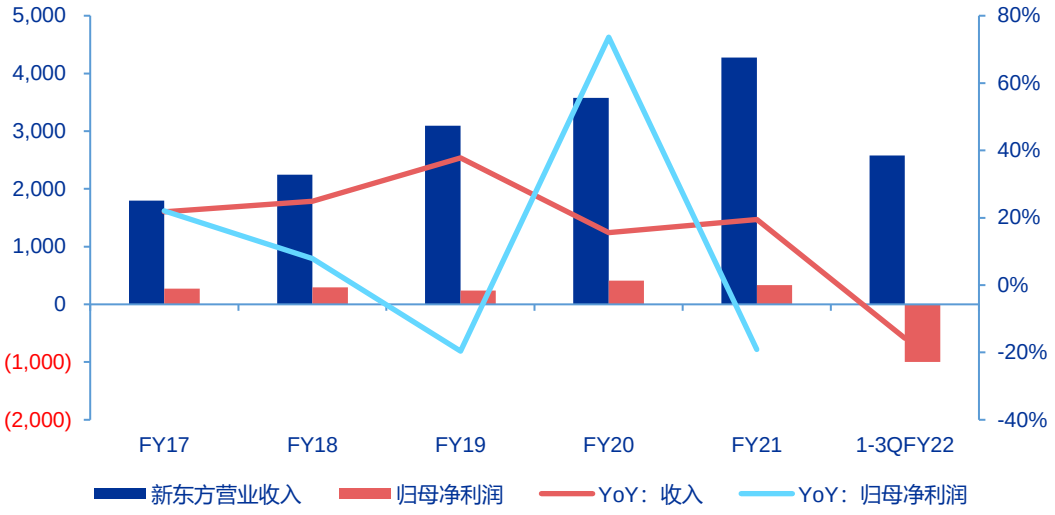
图 7：K9 业务剥离后，新东方产品矩阵依旧丰富

科目	测算	备注
一次性费用（百万美元）	1289.54	一次性费用 = 裁员成本 + 退租成本
裁员成本（百万美元）	1176.76	裁员成本 = 裁员人数 x 单名员工赔付成本
裁员人数（人）	55896	天眼查 2022 年 6 月 1 日社保缴纳人数数据
单名员工赔付成本（人民币元）	140000	假设按照“n+1”标准赔付，平均工作年限假设为 6 年，平均月薪为 2 万元
退租成本（百万美元）	112.78	退租成本 = 关停门店数量 x 单店退租成本
关停门店数量假设（家门店）	1500	俞敏洪在 2021 年 11 月直播中提及预计关停门店 1500 家
单店退租成本假设（人民币元）	500000	退租违约金一般为造成损失的 30%，假设单店月租 15 万，按 12 个月损失计算

资料来源：天眼查，俞敏洪直播间，申万宏源研究

此外，由于公司 K9 学科类培训业务的逐步剥离，新东方的收入也相应减少。公司在 22 财年三季度收入为 6.14 亿美元，同比下降 48%，经营亏损 1.41 亿美元，较去年同期的 1.02 亿美元大幅下降。收入和利润在同比出现的降幅，主要源于 K9 业务的剥离所产生的收入下滑和额外成本。由于公司在 2021 年末才完成了对 K9 业务的关停，此前的课程依旧产生了部分的收入和利润。因此，新东方在 22 财年三季度的收入规模远小于集团在 22 财年上半年 19.67 亿美元收入。但我们认为在完全剥离 K9 学科类培训业务后，从新东方的 22 财年三季报起，我们也将逐步看到一个完成蜕变、积极转型的新东方。并且，我们认为在公司完成去 K9 的转型后，我们对于新东方价值评判的重心应该逐步从政策担忧转移至其他公司具有发展潜力的业务，如成人考试培训、留学相关业务以及素质教育等。

图 8：逐步剥离 K9 学科类培训，新东方 22 财年前三季度的收入和利润同比出现大幅下滑



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.2 就业压力提升考研培训需求，新东方已建立品牌、口碑护城河

2.2.1 人才供需错配，毕业生就业难问题短期难以缓解

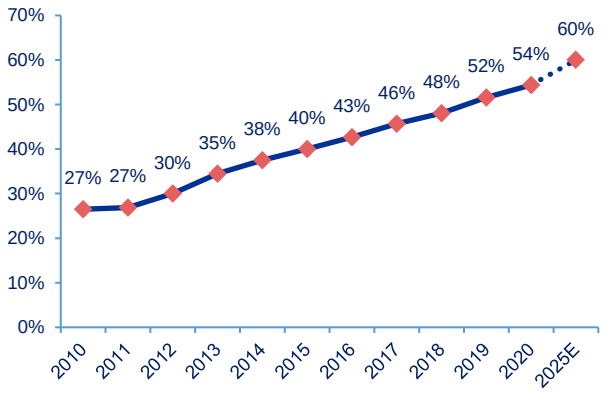
高等教育毕业生增加，就业竞争越发激烈。为提高国民受教育水平，中国政府在推行九年义务教育的同时，也在致力于高等教育毛入学率的提升，在 2016 年颁布的“十三五规划”中，明确提出至 2020 年，中国高等教育毛入学率需要从 2016 年的 42.6%提升至 50%。并在 2019 年的《政府工作报告》中，首次提出高职院校扩招 100 万人的目标，开启了高职三年 300 万扩招的序幕。也是自 1999 年起至 2005 年 7 年高校扩招后的第二次扩招。

因此，我国高等教育招生数量迅速提升，在 2020 年达到 967 万人，推动高等教育在校生人数在 2020 年达到 3,285 万人，5 年复合增速分别为 5.6%和 4.6%。中国高等教育毛入学率在 2020 年超额完成“十三五规划”目标，达到 54.4%（高等教育毛入学率 = 高等教育在校生人数 / 18-22 岁适龄人口）。此后，在 2021 年 3 月发布的“十四五规划”中将高等教育毛入学率将在 2025 年达到 60%的目标。随着在校生人数的提高每年毕业生人数也随之提高，中国高等教育毕业学生数在 2020 届、2021 届和 2022 届年分别为 797 万人、909 万人和 1076 万人，近两年增速显著。

高等教育学生人数的增长虽然提升了国民的受教育水平，但由于以本科等研究型人才培养为主的发展基调，本科在校生规模一直占据总在校生的半数以上。我国高校生源结构同以应用型人才培养为主的欧美高等教育体系的学生结构形成鲜明的差别（注：我们将高校本科在校生归类为研究型，高职专科在校生归类为应用型）。后者本专科在校生比例介于 3:7 和 4:6 之间。职业大学专科教育和社会用工需求对接紧密。我国学生培养模式和社会用工需求错配也造成了大学毕业生特别是本科毕业生就业竞争力不强。本科毕业生初次就业率（毕业后 6 个月内就业）自 2014 年起逐年下降，就业前景不容乐观。此外相较美国、德国等发达国家本科：高职在校生 3:7 或 4:6 的比例，我国高等教育人才培养结构已严重失衡，也导致了应届生就业难度提升。2020 年疫情后，教育部更是提出了专升本项目扩招 32.2 万人的计划。此举使得本科在校生人数在 年同比增长 .% ，达到了 , 万人，占比全部高等教育在校生的比重超过

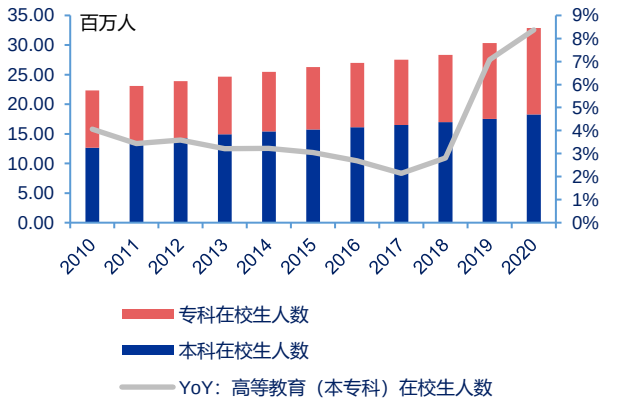
55%。2020 年本科的毕业生人数也已上涨至 421 万人，同比增长 6.5%，本科就业竞争环境不断加强。

图 9：“十三五”和“十四五”规模均设定了高等教育毛入学率增长的目标



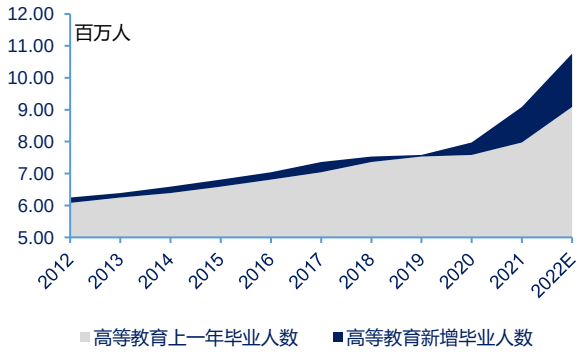
资料来源：教育部，申万宏源研究

图 10：高等教育在校生人数也已在 2020 年达到 3,285 万人，5 年复合增速 4.6%



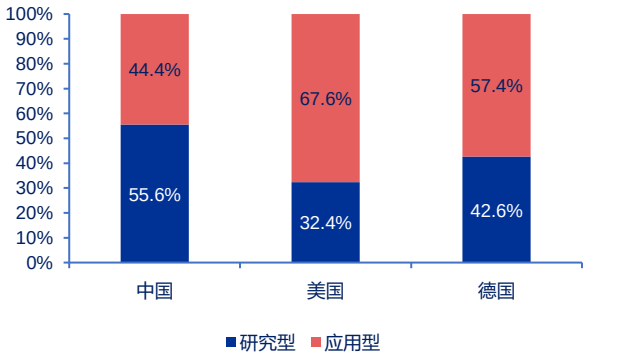
资料来源：教育部，申万宏源研究

图 11：中国高等教育毕业生人数自 2020 年起增速提升



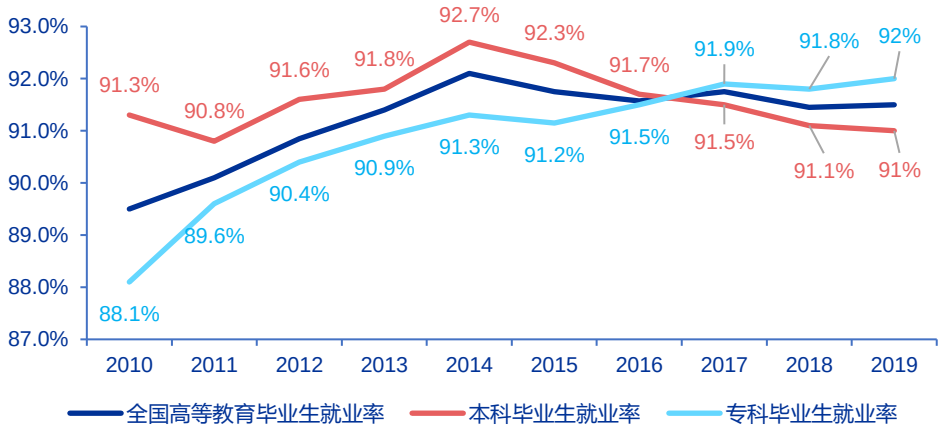
资料来源：教育部，申万宏源研究

图 12：研究型人才培养比例过高导致供给侧失衡



资料来源：NCES，德国联邦统计局，国家统计局，申万宏源研究

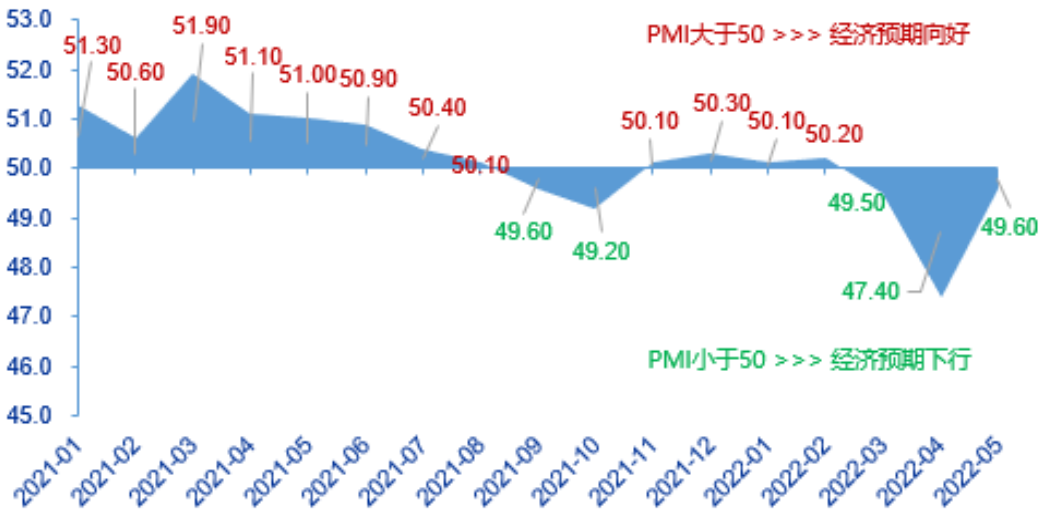
图 13：应届本科毕业生初次就业率自 2014 年开启下行趋势



资料来源：麦可思研究院，申万宏源研究

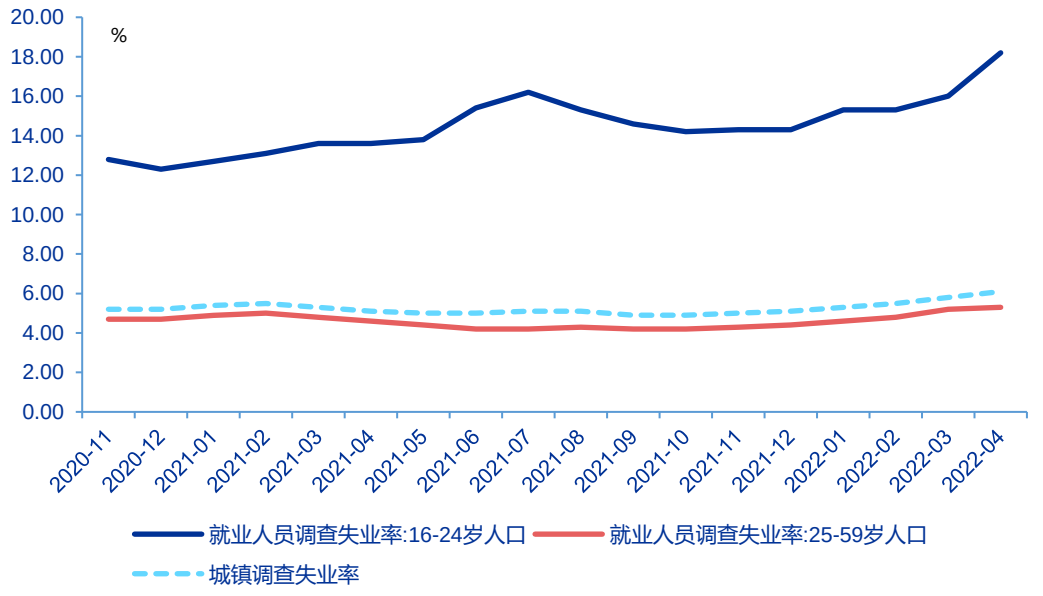
短期疫情冲击，经济增速放缓，人才供给过剩现象加剧。除了本科人才供给过剩外，在 2022 年 3-5 月在各地散发的新冠疫情也对经济增长产生较大的扰动。 2022 年 3-5 月的 PMI 已连续 3 月低于 50，分别,49.5、47.4 和 49.6。此外，2022 年在稳增长的主基调下，全年 GDP 同比增速目标下降至 5.5%，较 2021 年 8.1%的 GDP 不变价同比增速收窄 2.6 个百分点。而经济增速下滑所带来的则是用工岗位数量增长的放缓，而结合我们上述高等教育毕业生人数逐年攀升的现象，人才供给过剩现象加剧。根据国家统计局数据，16-24 岁人口失业率自 2020 年 12 月的 12.3%，已增长至 2022 年 4 月 18.2%，远超 25-59 岁人口失业率 12.9 个百分点，年轻人就业困难已成为一大社会难题。

图 14：短期受上海等地新冠疫情拖累，PMI 连续 3 月低于 50，经济下行预期出现



资料来源：Wind，申万宏源研究

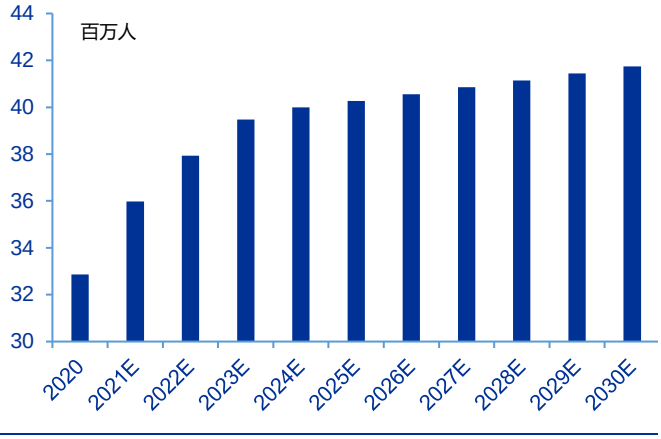
图 15：16-24 岁人口失业率自 2020 年 12 月的 12.3%，已增长至 2022 年 4 月 18.2%



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

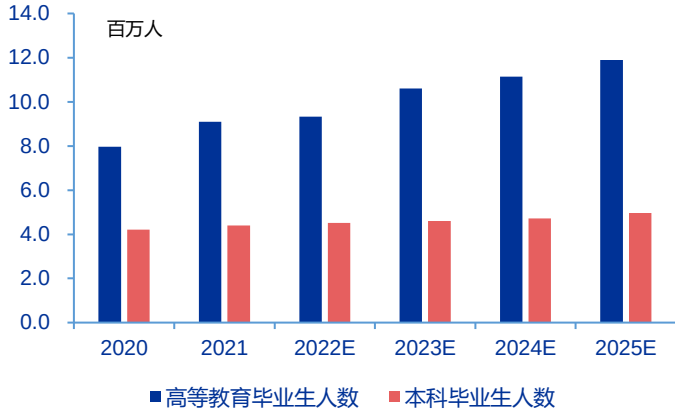
中长期维度，本科毕业生就业压力将延续。虽然国家已积极推进职业教育改革，并已在高中学段开始实施职普分流，但由于本科是以 4 年为学习周期，因此，我们认为对于在 2020 年前后考入本科的学生来说，就业可能依旧会成为难题。此外，由于高等教育毛入学率将进一步提升，结合未来毛入学率预期，以及 18-22 岁适龄人口的数据，我们预计中国高校的在校生人数将在 2025 年达到 4027 万人，2025 年高等教育毕业生人数预计达到 1,167 万人，其中本科毕业生人数预计为 470 万人，依旧保持高位。

图 16：中国高等教育在校生人数有望在 2025 年突破 4000 万人



资料来源：教育部，申万宏源研究

图 17：本科毕业生人数将依旧保持高位，应届本科生就业压力可能延续



资料来源：教育部，申万宏源研究

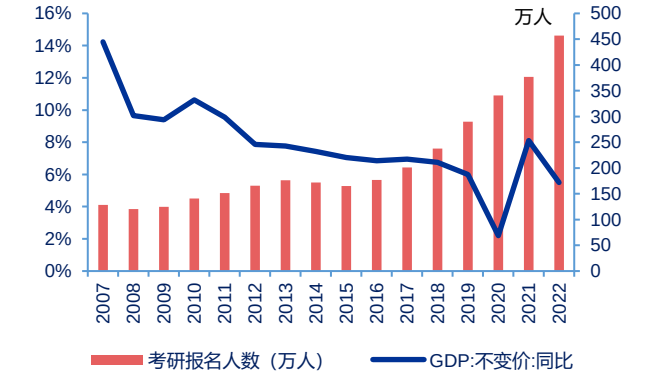
2.2.2 提升学历成为毕业生缓解就业压力的首选

我们认为在经济环境增长放缓导致的就业竞争环境恶化的环境中，学历提升已成为更多应届毕业生的首选。我们统计了自 2008 年至 2021 年的 GDP 增长率与研究生考试报名人数，发现两者呈现一定的负相关性。以 2007-2010 年为例，由于我国 GDP 在这三年保持了 9%以上的高速增长，同期研究生考试报名人数的增速出现下降趋势，3 年复合增速仅为 3%。而在 2015 年后，由于我国经济增长逐渐转向高质量发展阶段，GDP 增速有所下滑，2015-2021 年的 6 年复合增速为 5%，而研究生报名人数也开始大幅提升，复合增速达到 32%。并在 2022 年同比增长 21%达到 457 万人，创历史新高。

另外，我们发现对于发达国家来说，经济增长与研究生报名人数的负相关性更加明显。我们复盘了美国自 2000 年以来的 GDP 同比增速以及研究生学历当年毕业人数，由于在美国的研究生项目往往需要 1-2 年来完成，因此，毕业人数数据有约 1.5 年的滞后性。为了还原经济增长与研究生报名人数的关系，我们采用次年毕业人数增速来更好的展现研究生报名人数的情况。我们发现对于美国的经济增速下行阶段，如 2001 年和 2002 年，GDP 同比增速仅为 1%和 2%，而次年的毕业人数增速分别达到 6.4%和 8.8%，学历提升需求在经济增速放缓阶段显著释放。

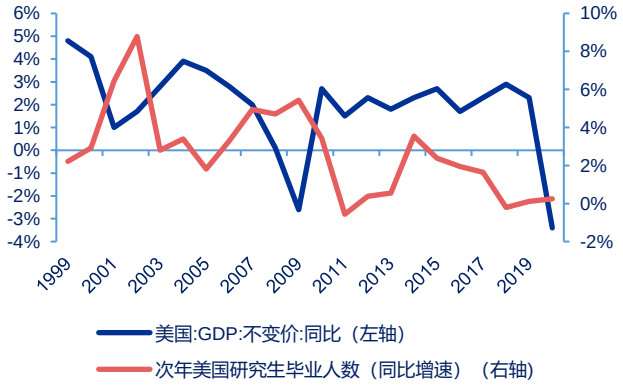
同时，我们认为在经济增速放缓的环境下，企业所能释放的额外校招岗位有限，根据猎聘在 2022 年数据，有 32%的企业表示会缩减校园编制，而选择持平的占比为 18%，表示会增加校园编制的企业约 %。因此在应届生就业端，供需格局也存在进一步恶化的可能。

图 18：中国 GDP 自 2015 年进入高质量低增速发展，考研报名人数也逐年增加



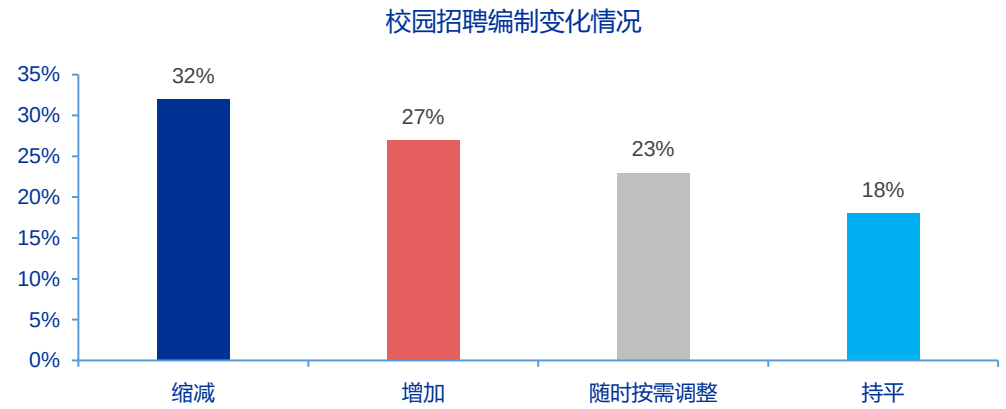
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 19：对于发达国家，经济增长与次年研究生毕业人数增速负相关性更加明显



资料来源：Wind，Statista，申万宏源研究

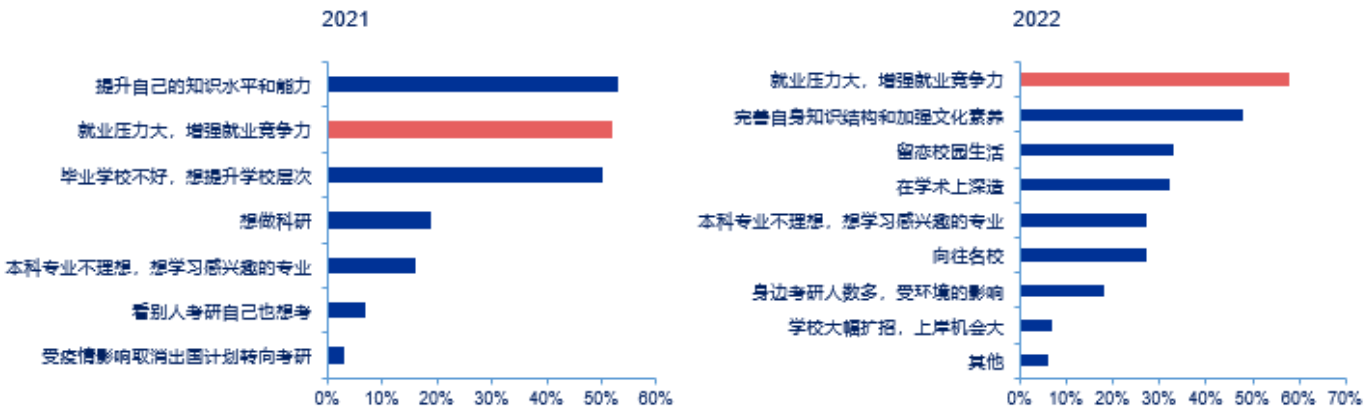
图 20：2022 年，有 32%的企业表示会缩减校园编制



资料来源：猎聘，申万宏源研究

此外，根据中国教育在线的考研动机调查数据，2022 年选择考研的学生中，有约 58%的学生做出考研决定是因为就业压力大，希望通过学历提升来增强就业竞争力，在考研动机的各项选择中排名第一。另外，留恋校园生活以及想在学术上深造的考生占比也分别超过 30%。而在 2021 年，因就业压力选择考研的学生占比为 52%，且在考研动机的各项选择中排名第二。

图 21：2022 年考研动机调查显示，有约 58%的学生做出考研决定是因为就业压力大，希望通过学历提升来增强就业竞争力



资料来源：中国教育在线，申万宏源研究

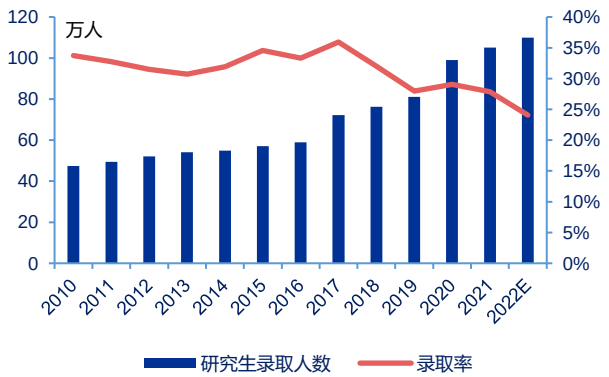
2.2.3 考研竞争愈发激烈，考培需求攀升

出于上述原因，考研报名人数在 2022 年同比增长 21%达到 457 万人，但与考研报名人数的高速增长不同，硕士录取人数的增幅依旧有限，我们预计 2022 年全国硕士项目录取约 110 万人，同比仅增长 4.7%，低于报名人数增速约 16 个百分点。而随着报名人数的大幅增加，考研录取率下滑显著，我们预计 2022 年考研录取率将同比下滑 4 个百分点至 24%，考研竞争愈发激烈。

此外，对于重点院校，研究生推免（推荐面试）占比依旧较高，以 985、211 院校武汉大学为例，学校在 2020、2021 和 2022 年的招生计划中，推免生比例分别达到 50%、49.2%和 43%。虽然推免比例缓慢下降，但超过 40%的推免生将让也研究生考试保持激烈的竞争。

除了应届本科毕业生外，往届生考研比例也在不断上升。由于近年考研录取率下行，考研难度提升，部分初战考研失利的学生也会选择进行“二战”。2020 年，考研往届生占比已达到 49%，部分重点院校在 2021 年的往届生报考比重更是超 60%。而相较应届毕业生所享受的校内资源和学习氛围，往届生所拥有的学习资源以及学习氛围处于劣势。

图 22：研究生录取人数增长有限，录取率大幅降低



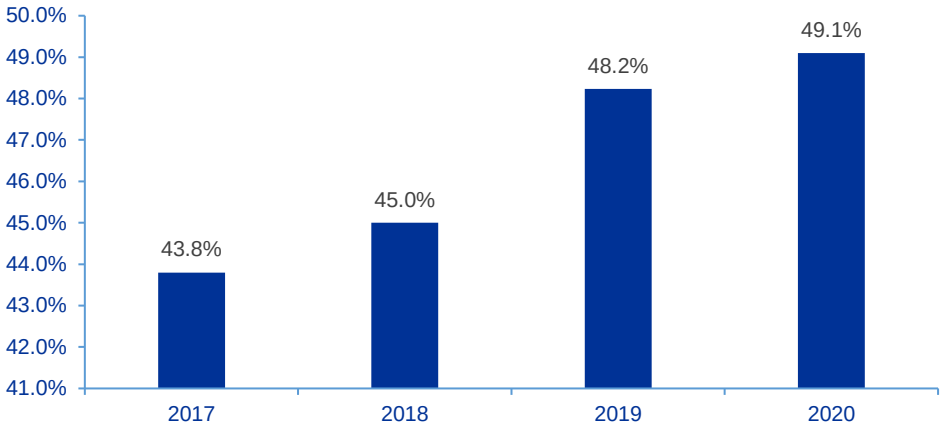
资料来源：教育部，申万宏源研究

图 23：重点院校推免比例居依旧较高

学校名称	（计划）接收推免比例				
	2018	2019	2020	2021	2022
浙江大学	49.1%	54.0%	31.4%	36.6%	40.7%
武汉大学	50.0%	52.8%	50.0%	49.2%	43.0%
西安交通大学	50.0%	50.0%	50.0%	49.0%	42.0%
南京大学	50.0%	50.0%	50.0%	51.4%	40.0%

资料来源：学校官网，易观分析，申万宏源研究

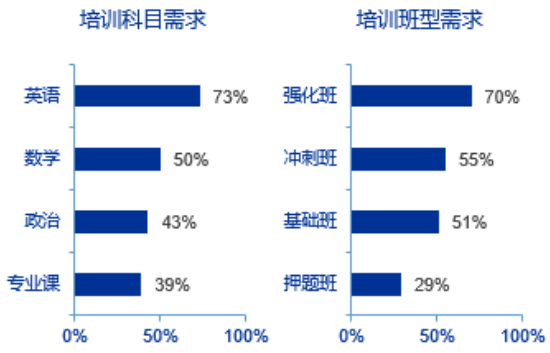
图 24：往届生考研比重在 2020 年已达到 49%，同比增长 0.9 个百分点



资料来源：教育部，研招网，易观分析，申万宏源研究

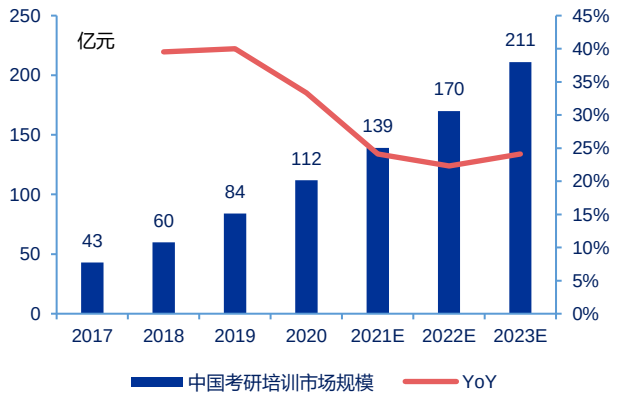
考研难度大幅提升后，我们认为学生对于考研培训的需求将呈现加速上升趋势。由于考研报考人数的提升，录取率的下行，以及往届生对于学习资料和学习氛围的需求，考研培训的参培率正在不断提高。根据易观分析数据，2020 年考研培训需求中，英语、数学、政治和专业课的需求占比分别达到 73%、50%、43%和 39%。从班型来看，强化班的需求最高，达到 70%，其次为冲刺班和基础班，需求占比分别为 51%和 50%。伴随考研培训需求上升，2020 年中国考研市场规模已达到 112 亿元，同比增速为 33%，并且有望在 2021-2023 年保持 20%的以上的规模增长。

图 25：考研培训需求以英语培训和强化班型为主



资料来源：易观分析，申万宏源研究

图 26：中国考研市场规模已超百亿



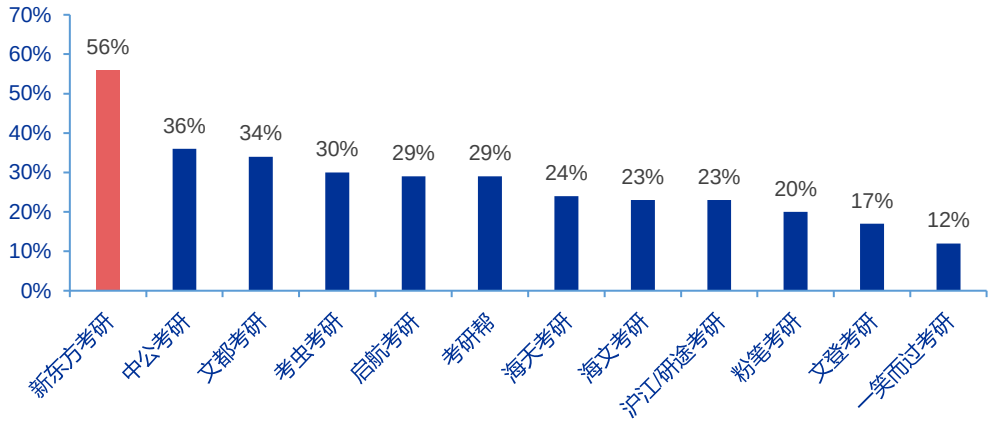
资料来源：易观分析，申万宏源研究

2.2.4 新东方考研具有先发优势，OMO 模式夯实品牌、口碑护城河

老牌考研龙头，新东方考研已建立品牌认知度。自新东方 1993 年创立起，备考业务即为公司的核心业务，涵盖了海外留学考试的备考业务以及面对面对国内大学生的研究生考试、英语四六级备考业务。截至 2020 财年，参加新东方国内备考课程的学生人次达到 21.3 万人，占全部备考学生人次的 42%。自 2005 年起，新东方又通过旗下子公司新东方在线，推出线上成人考试培训，从而在大学生备考业务上率先完成了线上线下培训的结合。

并且结合新东方多年积累的强大教研体系以及师资培训系统，新东方考研培训也积累的出色的用户满意度与口碑。根据易观分析的用户服务满意度调查，新东方考培品牌在课程设置、老师讲解以及答疑督学等方面领先同业，满意度分别达到 38%、42%和 36%。同时，新东方所积累的先发优势，也让新东方考研成为业内最具知名度的考研培训品牌。根据考研培训用户数据，新东方考研的用户认知度达到 56%，超排位第二的中公考研 20 个百分点。因此，新东方考研已在业绩建立起了品牌与口碑的双料护城河。

图 27：新东方考研的用户认知度达到 56%，远超同业

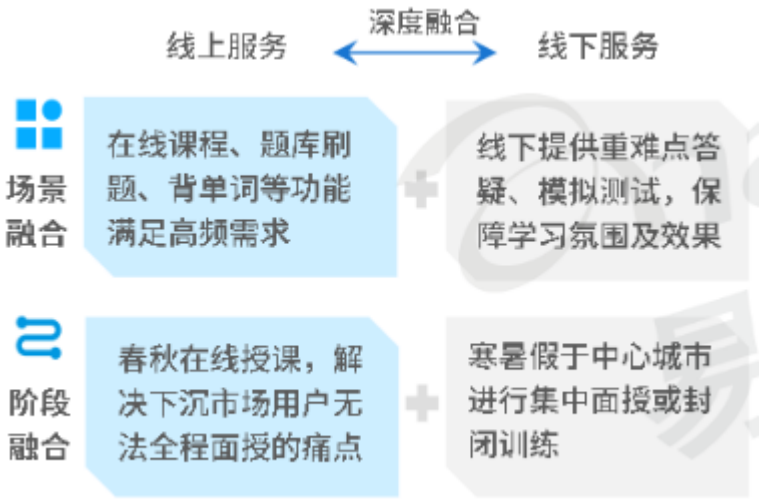


资料来源：易观分析，申万宏源研究

率先布局 OMO，科技的运用有望对培训进行提质增效。在传统的双师模式和在线教育两类传统的线上教育方式外，为了更好的提升学习中心容量的同时保障教学质量，新东方因此于 2014 年推出了“线上线下融合系统”（OMO），将在线课程和线下课程进行有效结合。起初，OMO 是用于集团在 2021 年 7 月“双减”政策发布前，重点发展的 K12 学科类培训业务。OMO 的模式在 K12 学科类培训的使用，主要是由名师在线下实时授课，学生们在线上独立完成测试及作业并在课后观看习题讲解。此模式将一部分教学内容迁移到在线平台，从而增加了固定时间段内线下单个教室的排课数。

考研培训 OMO 助力下沉城市扩张、提升效率。在迁移至成人考试培训业务后，新东方也做出了微调。由于大学生还需要完成校内的课程，并且大部分的学生依旧以住校为主。因此，对于考研业务的 OMO 体系，新东方将课程线上化，并在线上提供题库、单词记忆等高频需求。而线下则主要以答疑和测试为主，以确保学生的学习进度和教学质量，进而即使敦促调整学生的学习规划。另一方面，由于部分高校地处偏僻，学生所在区域没有新东方学习中心网点的，则学生可以通过春秋季的线上授课，夏冬即利用假期进行线下集中补习，来解决无法参加线下课程，教学质量受限的特点。

图 28：新东方考研培训业务所使用的 OMO 系统较 K12 略有不同

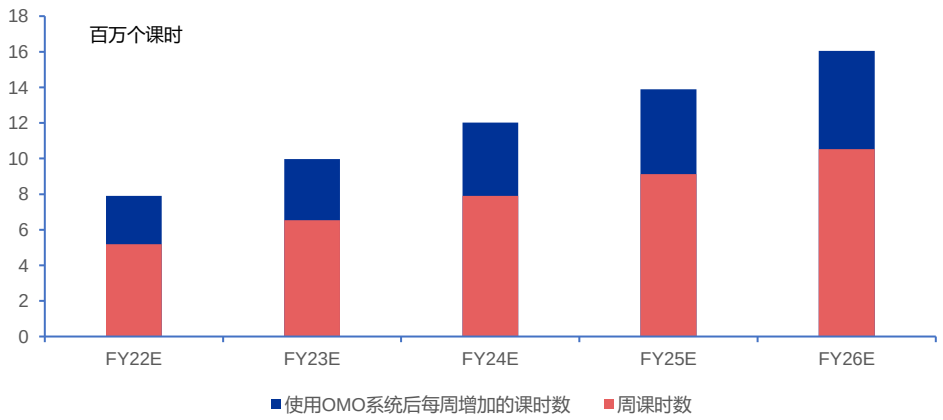


资料来源：易观分析，申万宏源研究

因此，我们认为 OMO 系统在考研培训业务中将有以下优势：1）可以提升公司的教学资源配置效率，从而突破原有的容量限制；2）Z 时代学生对线上教学接受度高，而 OMO 也能在打破空间和时间壁垒的同时保障教学质量，从而获得更多目标用户；3）与纯线上教学类似，OMO 的线上属性也同样能赋予新东方下沉市场需求，从而在未布局现在门店的地区开展业务。

考研业务在 OMO 系统的帮助下，可以将大部分课程线上化。因此，我们认为对于考研业务，OMO 系统依旧可以提升场地利用率。在传统的纯线下模式中，我们假设每个教室的每周大约只能排 21 个课时。具体来看，课程主要在周末进行，包括周末的每天 8 节课和工作日共计的 5 节课。而在 OMO 模式下，一些课程将转移到线上，线下课程以答疑为主，因而释放了线下教室的产能。因此，我们预计线下教室每周可能会增加 2-3 个课时。我们测算，在极端情况下，每个线下教室的周课程容量可以达到 30-32 个课时。与传统的纯线下模式相比，OMO 模式的将最多可增加约 52%的产能。

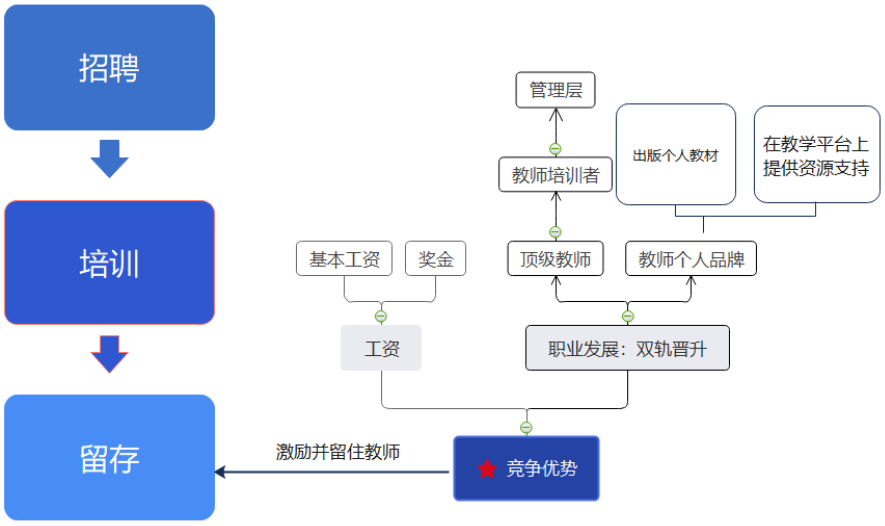
图 29：在 OMO 模式下，新东方的产能最多可以增加约 52%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

完善的教师培训体系确保服务质量。虽然新东方在“双减”政策颁布后，对 K9 学科类培训业务进行了大范围的裁员，并裁撤了大量教师，但我们认为公司多年办学所建立的教师招聘及培训体系依旧能够成为公司的核心竞争力。新东方通过“招-培-留”三个环节来维护和更新人才库。从过往的人才招聘和培训体系来看，新东方制定了严格的招聘程序和标准来筛选合格的新教师，并设计了高效且标准化的教师培训系统，完善并调整培训计划。在新东方成熟的教师体系引领下，公司能够更高效的培养优秀教师，同时教师的整体素质较同业更具优势。

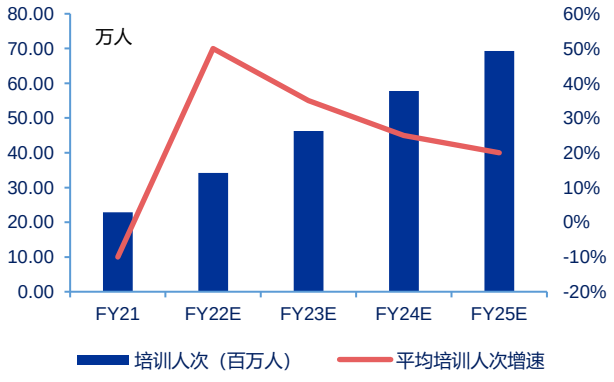
图 30：新东方在多年的经营中，已建立了一套成熟的教师招聘及培训体系



资料来源：公司公告，申万宏源研究

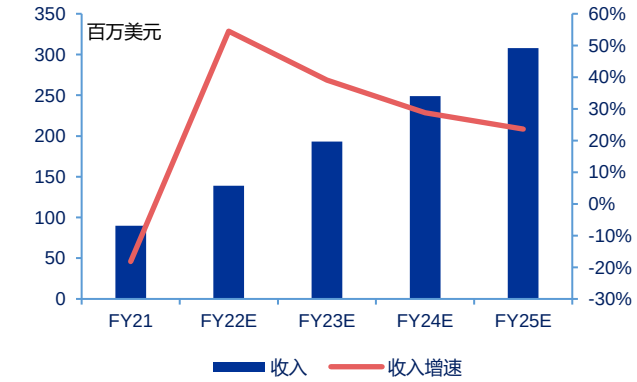
因此，我们认为在经济增速放缓以及本科学生培养过剩的大环境下，考研人数将持续增长，而愈发激烈的考研竞争也将倒逼学生参加培训课程。而新东方的成人考试培训业务得益于新东方自身品牌口碑优势、行业领先的教学体系以及出色的教研开发系统等因素的引领下，培训人数将保持快速的增长。我们预计新东方成人考培业务培训人数将在 25 财年达到 69 万人，3 年复合增速约 27%。基于平均学费年复合 3%增速的假设，我们预计新东方成人考培业务收入将在 23 财年、24 财年和 25 财年分别达到 1.93 亿美元、2.49 亿美元和 3.08 亿美元。

图 31：新东方成人考培业务培训人次有望保持 27%的复合增速，在 25 财年达到 69 万人



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 32：新东方成人考培业务收入有望在 25 财年达到 3.08 亿美元



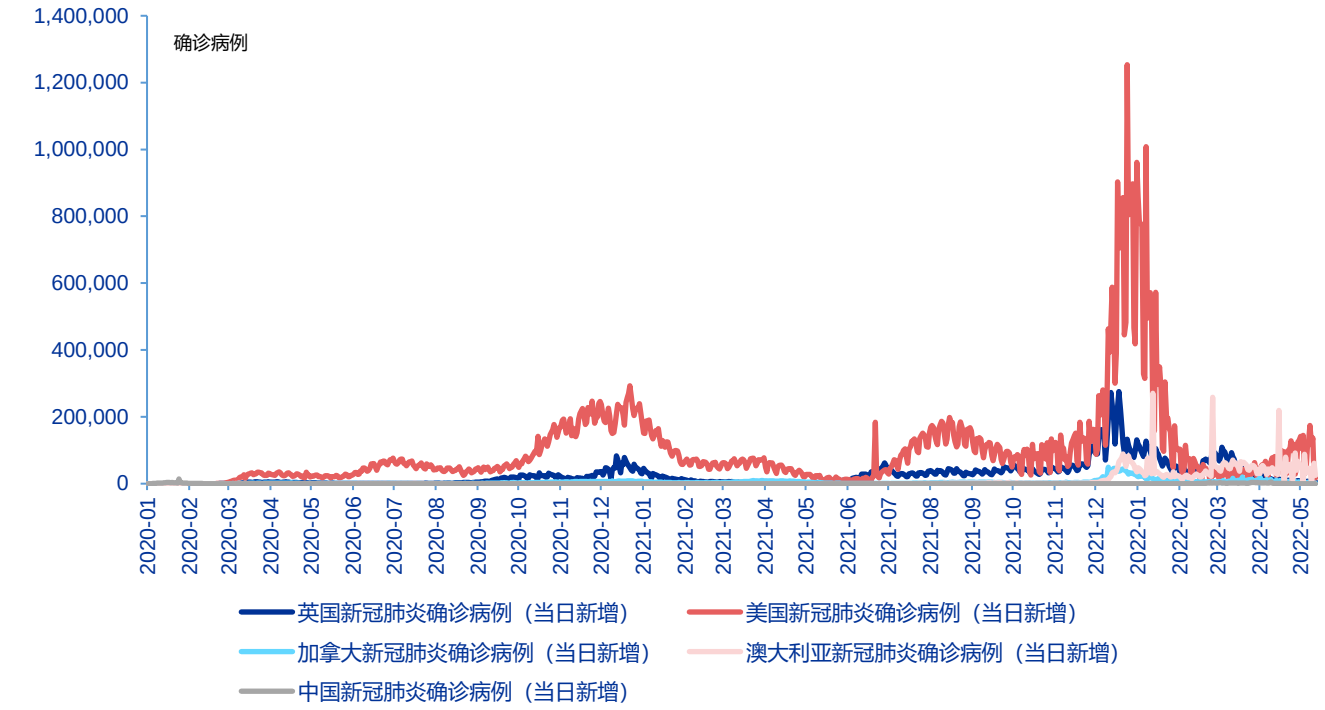
资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.3 新东方，留学考培之王再发力

2.3.1 疫情恢复后，留学需求有望回升

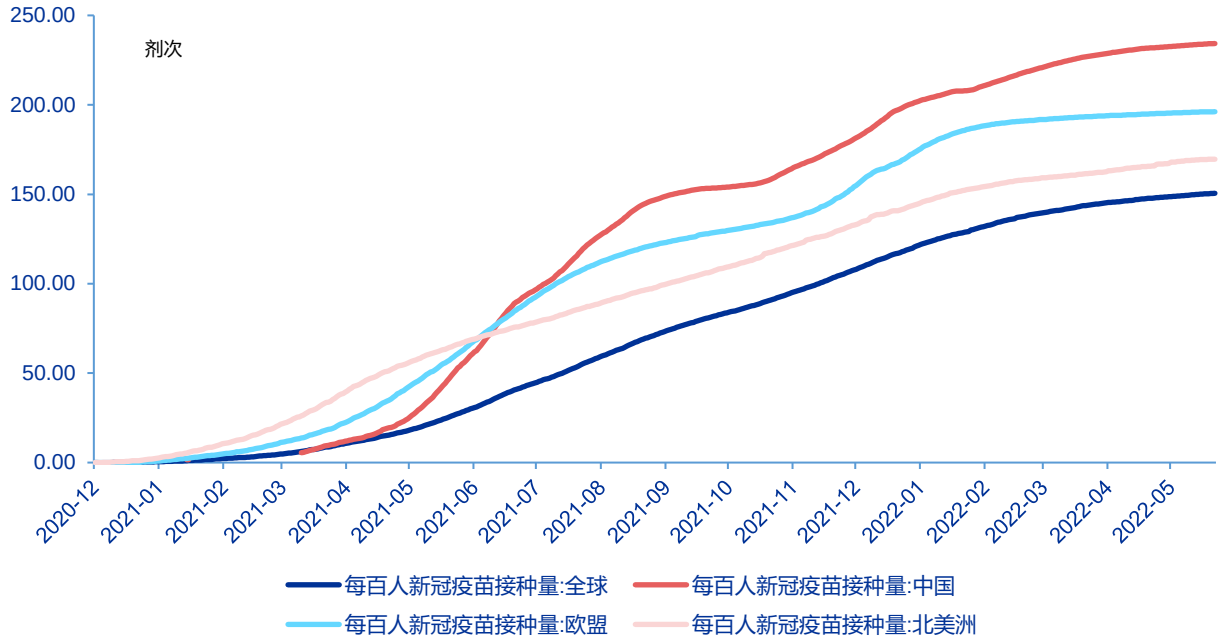
高疫苗覆盖率缓解健康安全忧虑。此外，得益于中国相对良好的疫情防控，以及国内较高的疫苗接种率，我们认为疫情对留学需求和人数的影响正在逐步减弱。由于中国政府推出的全民免费接种疫苗的政策，国内新冠疫苗覆盖率大幅增加，截至 2022 年 5 月末，中国每百人新冠疫苗接种量达到 234 剂次，超过北美洲的 169 剂次、欧盟的 196 剂次和全球的 150 剂次。疫苗的大面积覆盖，间接缓解了家长对学生健康安全的担忧，从而促进中国留学需求有所恢复。虽然短期，由于上海等地出现了叫大范围的散发奥密克戎疫情，但我们认为随着上海疫情的缓解以及复工复产加速推进，留学需求有望逐步恢复。

图 33：新冠新增确诊人数已出现回落



资料来源：WHO，国家卫健委，Wind，申万宏源研究

图 34：截至 2022 年 5 月末，中国每百人新冠疫苗接种量达到 234 剂次，超过北美洲的 169 剂次、欧盟的 196 剂次和全球的 150 剂次



资料来源：Wind，申万宏源研究

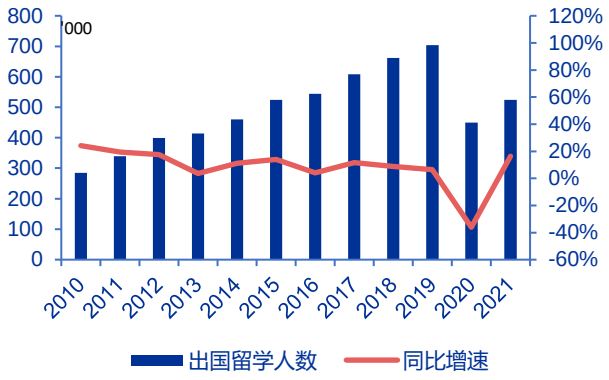
线上教学提供更为安全的留学方式。疫情后，海外院校为保障日常教学的正常开展，陆续推出了线上教学的模式，这样的新型教学模式也解决了部分学生短期出国受阻的问题。此外，教育部留学服务中心在 2022 年 3 月发布的《关于新冠肺炎疫情期间留学人员学历学位认证工作的补充说明（二）》中，也明确了“对于被境外院校以面授学习方式录取的学生，由于受疫情影响，被迫选择通过在线方式修读部分或者全部课程，在满足境外院校规定的学位授予条件后，其所获得的学位可以获得正常认证。”因此，在得到教育管理部门的认证后，我们认为线上的教学模式也将逐渐受到家长的认可，在留学中成为重要的一环。

图 35：耶鲁大学在疫情期间采用线上方式授课

资料来源：学校官网，申万宏源研究

因此，虽然 2020 年出国留学人数同比下降 36%，为 45 万人，终止了出国留学领域自 1993 年来，连续 27 年的增长态势，但在 2021 年，出国留学人数已同比回升 16%至 52.4 万人。另外，在部分地区的留学人数反弹更外显著，且已逐步从线上学习回到线下。根据澳洲移民局数据，2022 年一季度，澳洲签发的中国留学签证达到 1.52 万个，同比增长 27%，因此线下留学已逐渐恢复。综上，我们认为随着疫情管控逐渐常态化，疫苗覆盖率进一步提升，以及未来新冠特效药的落地，出国留学也将再次获得家长和学生的青睐。

图 36：出国留学人数在 2021 年已有同比 16%的回升



资料来源：教育部，申万宏源研究

图 37：澳洲 22 年一季度签发的留学签证同比增长 27%

资料来源：澳洲移民局，申万宏源研究

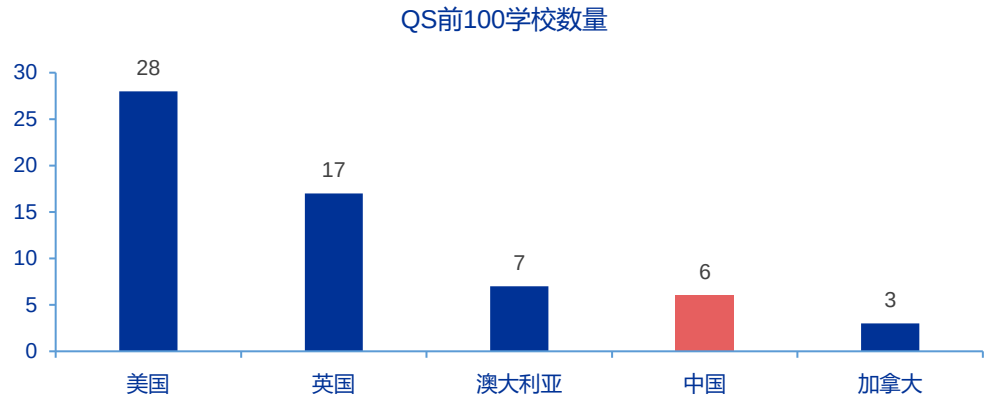
2.3.2 留学是中高产阶级家庭规避“内卷”的良方

海外留学提升学历是一条规避“内卷”的通道。应届毕业生就业难，学历提升已成大多数人的选择，而选择去海外留学或在国内参加高考及考研同样也都是学历提升的路径。因此，我们认为国内考研竞争加剧也将进一步推进留学人数的增长。同时，根据 2022 年 QS 世界大学排名，在排名前 100 的大学中，美国学校 28 所，英国学校 17 所，澳大利亚学校 7 所，而仅有 6 所中国高校进入世界前 100，海外院校的口碑与教学质量依旧在世界范围有较高的认可度，这也保证了海外留学需求将依旧坚挺。

此外，从申请难度来说，留学申请可以单次申请多所学校，因此，哪怕出现部分院校申请失败，申请者依旧有众多其他的选择可做备选。而且，海外院校虽然是以秋招为主，但依旧提供春季入学的选择。因此，如果学生在秋季申请失败，也可以通过其他时间窗口再次申报，中间的等待时间也仅 6 个月左右。另外，考生在申请前已基本考出了如 TOFEL、SAT、GRE 等留学考试成绩，可以根据自身实力匹配所申请的学校。

而国内学生在每年的 9-10 月报名研究生考试时，就需要确定院校及专业，并且直至 12 月才能完成初试，并在次年 2 月获知初试成绩。同时，在报名时，学生仅能填报一所志愿学校，且只有在总分或单科线过了国家线的考生可以申请调剂，平行志愿选择也只有 3 个，可调节空间非常有限。综上，我们认为从申请难度和申请灵活性来说，海外留学相较国内具有显著的优势。

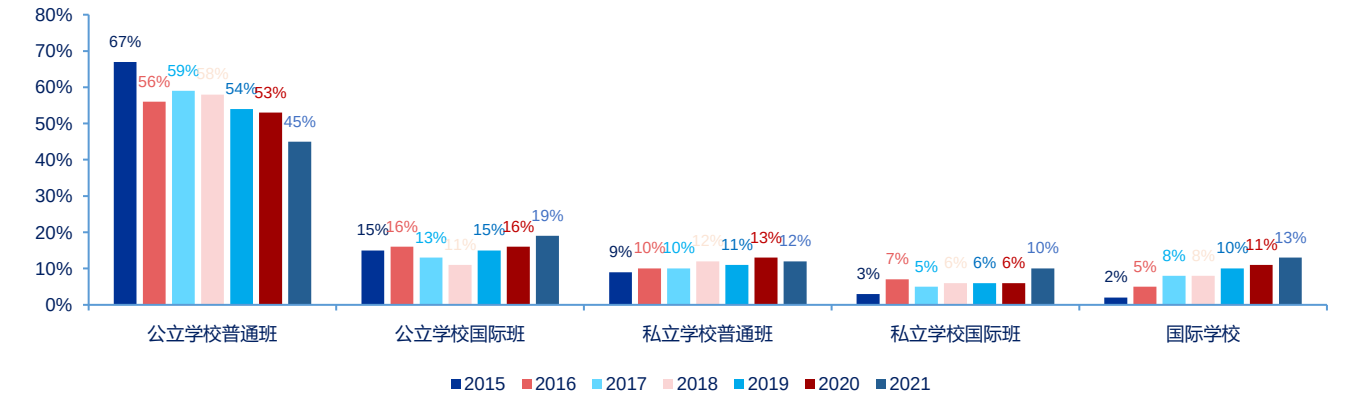
图 38：发达国家仍占据 QS 百强大学中的多数



资料来源：QS 世界大学排名，申万宏源研究

留学低龄化，推高沉默成本，造就需求刚性。我们发现对于很多希望孩子在本科阶段出国留学的家长，他们更愿意将学生送至国际学校或国际班，在加强语言能力的同时，提前适应海外的教学环境。根据新东方调查数据显示，在就读中小学阶段的意向留学人群中，公立学校普通班的人数占比已在逐年递减，2021 年同比下降 8 个百分点至 45%。而就读于公私立学校国际班和国际学校的占比则在不断增加，2021 年已达到 42%，同比增长 9 个百分点。因此，很多家长对孩子的留学规划在逐步提前，但提前让学生获得体制外（不参加中高考）教学，也无形中提升了沉默成本。由于体制外的教育以国际课程为主，对于国内升学考试的针对性培养有限，体制外学生若回归中高考竞争力偏弱。因此，我们认为对于在低龄端就选择体制外的学生和家长而言，在本科阶段出国留学已几乎是必经之路，需求也更为刚性。

图 39：意向留学人群的出国准备正在提前



资料来源：新东方，申万宏源研究

留学开支不再难以承受。随着各类新兴行业的发展，以及中国人均可支配收入的增加，根据胡润研究院统计，2021 年，中国拥有 600 万人民币资产的富裕家庭数量达到 508 万户，同比增长 1.3%，其中拥有 600 万人民币可投资资产的富裕家庭数量达到 183 万户，同比增长 1.5%。因此，虽然留学消费的开支往往在 20-50 万元/年，但对于部分富裕家庭，留学开支已不再是一项难以负担的消费。相信在中国经济不断增长的背景下，可以支付留学消费的人群也

在不断增长，获取优质教育的支出比例也将继续提升。因此，我们相信虽然在短期疫情下，出行收到管控，但随着管控在未来逐步放开，留学需求也有望进一步恢复。

图 40：中国富裕家庭数量逐年增长，留学不再是难以负担的一项消费

单位：万户	资产达 600 万人民币		资产达 1000 万人民币		资产达 1 亿人民币		资产达 3000 万美元	
	总资产	可投资资产	总资产	可投资资产	总资产	可投资资产	总资产	可投资资产
2021	507.6	182.6	205.9	110.0	13.3	7.9	8.9	5.6
2020	500.9	180.0	202.0	108.0	13.0	7.7	8.6	5.5
YoY	1.33%	1.46%	1.95%	1.85%	2.54%	2.72%	2.79%	2.75%

资料来源：胡润研究院，申万宏源研究

2.3.3 留学领域龙头优势凸显

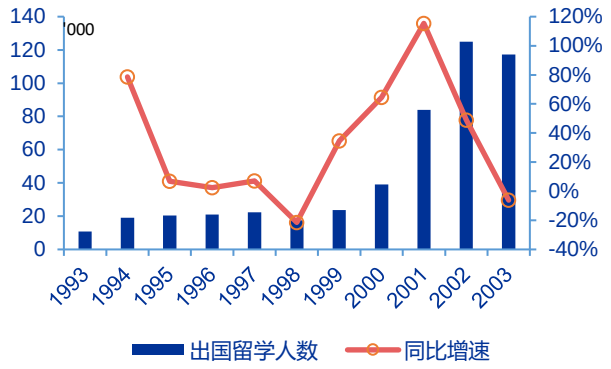
以教研为重，新东方不断巩固留学考培先行者优势。作为第一代留学考试培训机构，新东方抓住先发优势，乘上了时代的浪潮。1992 年，邓小平提出了鼓励出国留学的政策，引发留学潮。出国留学人数从 1993 年的 1.07 万人上升到 2000 年的 3.9 万人，7 年复合增长率为 20.3%。而新东方的发展也恰逢中国海外留学的黄金十年，也因此成为中国留学备考培训行业以及留学申请咨询行业的领跑者。

1993 年，新东方从托福考试培训起家。起初，在创始人俞敏洪的带领下，依靠有着明显个人风格、激情澎湃的名师们建立了品牌声誉。同时，学生在完成学习后，也获得了考试成绩的提升，因此，出色的教学口碑也帮助新东方吸引到了更多的学生，从而形成了良性循环。

在建立了良好的声誉并通过上市募集足够的资金后，新东方与剑桥大学出版社，牛津大学出版社，美国教育考试服务中心，圣智学习出版公司，北方大学联合会（NCUK）以及其他教育内容提供商合作，自 2005 年以来出版了许多本地化和定制的教材。截至 2020 财年，新东方已编撰了约 260 本书目，并在中国发行了超过 1,710 万本由新东方撰写或授权的书籍。教学内容已得到机构客户和教育服务提供商，如大学、公共图书馆、电信运营商已经在线视频提供商的认可。

截至 19 财年，新东方的留学考培和留学咨询业务收入达到 7.23 亿美元，根据前瞻经济学人统计数据，疫情前的 2019 年，留学培训市场以及留学中介市场规模已达到 161 亿元人民币。因此，从收入规模来看，新东方的市占率已达到约 30.7%，是当之无愧的行业龙头。而在疫情爆发的 2020 年，虽然留学培训及中介市场规模同比下滑了 15%至 137 亿元，但新东方的市占率依旧稳定在 30.6%，领先地位依旧稳固。

图 41：1993 年后的出国留学人数增长趋势



资料来源：教育部，申万宏源研究

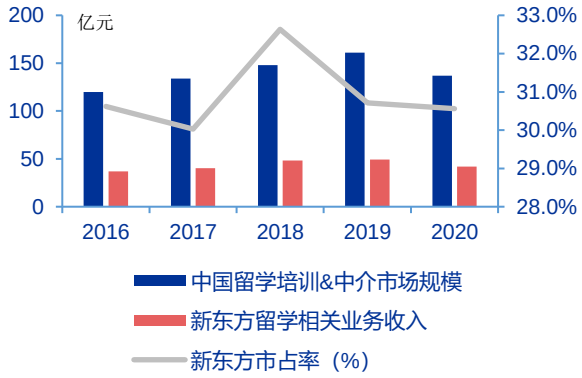
图 42：新东方与许多知名的考试主办方合作

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 43：新东方研发了本地化的备考教材

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 44：新东方在留学考培和留学咨询领域市占率在疫情前达到 31%左右



资料来源：前瞻经济学人，公司公告，申万宏源研究

高参培率保障新东方留学考培业务稳定发展。在对于国外院校的申请过程中，一方面语言类考试，如 TOFEL、SAT、GRE 等考试分数是申请的必要条件之一，另一方面，由于大部分来自中国学生，他们的 K-12 阶段，甚至本科都是在国内渡过，导致学校对于学生过往经历的了解有限，信息的不对称让学校难以作出决定。因此，考试成绩成为了留学申请的敲门砖，获得更高的考试成绩才能在申请中率先获取优势。这也激发了学生的留学语言培训需求，参培率已高达 95%。而新东方的留学考试培训业务也能通过自身优秀的教研和教师储备，以及公司在留学考试培训领域积累的口碑与品牌，持续扩大留学考培业务。

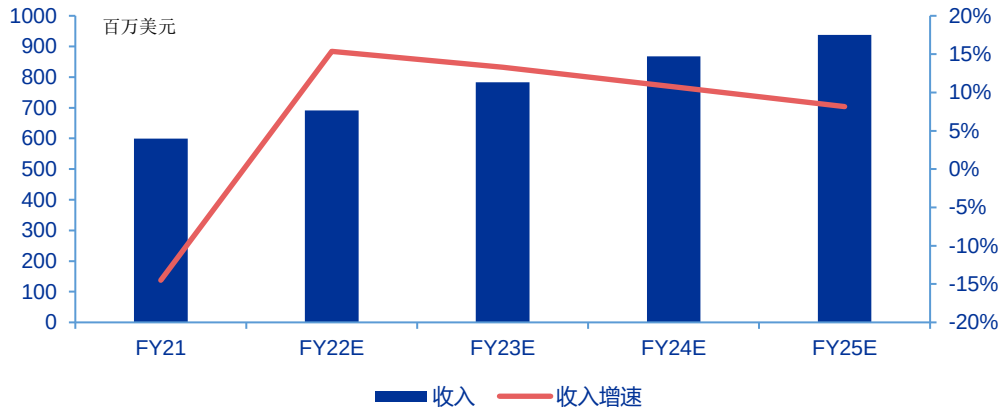
留学咨询与考培业务具有高效协同。留学服务中的另一大业务，留学咨询的主要工作是帮学生完成申请规划、文书的撰写和资料填写，虽然进入门槛相对较低，市场上除了连锁化的头部机构，也有很多中小型的作坊式留学咨询机构，但我们认为由于学生以及家长对于国外院校的申请标准和要求了解有限，也很难一所一所院校的去做功课，留学咨询机构经过多年积累的申请经验也成为了很多学生出国留学时的刚需。

对于新东方的留学咨询业务，我们认为将收益与其自身先发优势所带来的申请案例和数据积累，以及公司对于留学考培和咨询业务的全覆盖，从而为学生与家长提供更为优质的一站式服务。新东方前途出国是公司在 年成立，专门提供留学咨询服务的机构，服务范围包括北

美、欧洲、澳大利亚、日本、韩国等地区的高中、本科和研究生阶段的海外学习。而新东方的留学咨询业务和留学考试培训业务可以满足计划留学的客户的所有需求，为他们提供一站式服务。同时，留学考培与留学咨询之间也可以互相引流，或通过组合业务的形式，向学生与家长打包销售培训与咨询的综合产品，从而达到更为高效的内部协同，也可以适当减少销售成本。

综上，由于我们认为出国留学的需求以及偏刚性，而新东方在领域内的龙头地位和优势有望在留学需求恢复的环境中进一步扩大自身市场份额。因此我们预计新东方留学考试培训业务和留学咨询业务的收入将在 25 财年达到 9.38 亿美元，3 年复合增速达到 10.7%。

图 45：我们预计新东方出国留学业务收入将在 25 财年达到 9.38 亿美元



资料来源：公司公告，申万宏源研究

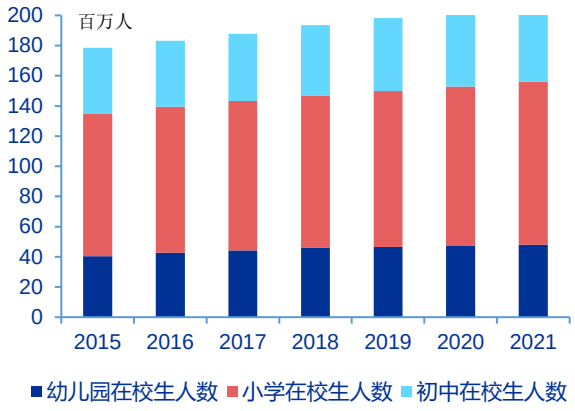
2.4 K9 转型素质类，原有生源的再利用

转型素质教育，新东方仍在探索初期。在“双减”政策颁严格实施后，新东方在剥离原有的 K9 学科类培训的同时，将余下的 K9 相关业务部门合并，并重新成立青少部，专注于拓展 K9 年龄段的非学科类培训业务。2021 年 8 月，公司成立新东方素质教育成长中心，下设艺术创作学院、人文发展学院、语商素养学院、自然科创空间站、智体运动训练馆、优质父母智慧馆六大板块。此外，新东方也在 2021 年 8 月成立新东方比邻，目标满足海外华人用户的中文学习需求；11 月，公司成立“优编程”，尝试少儿编程培训市场。

我们认为新东方发展素质教育将受益于以下原因：1）市场空间广阔，适龄人口众多；2）细分科目众多，凭借强教研拓宽品类覆盖后，用户复购不再仅限于单一科目深化学习；3）用户画像与 K9 学科类培训基本重合，原有生源有望重新激活。

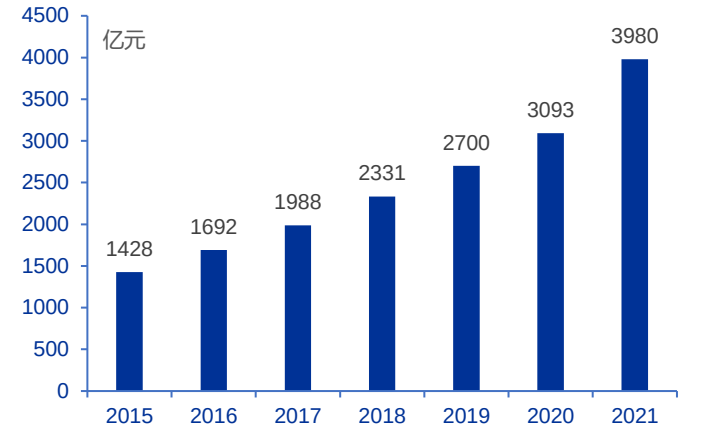
素质教育市场空间广阔。当前，素质教育的消费者是高中学段之前的孩子，2017 年，中国的 K9 年龄段（幼儿园+小学+初中）学生人数约为 1.78 亿，到 2021 年，这一数字增加到约 2.06 亿。我们假设 2021 年，由于学科类培训被严格监管，学生的培训需求将部分迁移至素质教育领域，从而带动素质教育渗透率在 2021 年提升至 18%，平均学费约为 10,721 元，则对应 2021 年的中国素质教育的市场规模约为人民币 3,980 亿元。由于教育主管部门允许教培课程持续于 2021 年年底前结业。我们预计在结束课外培训后，更多的学生将转向素质类培训，推动其渗透率进一步提升。

图 46：K9 在校生人数在 2021 年达到 2.06 亿人



资料来源：国家统计局，教育部，申万宏源研究

图 47:我们测算的素质教育市场规模在 2021 年约为 3,980 亿元



资料来源：国家统计局，教育部，申万宏源研究

多领域布局，给与用户更多选择。另外，根据新东方现在的素质教育布局，公司已规划覆盖德、智、体、美、劳这五方面的素质教育培养，课程也将涵盖运动、艺术、表达、思维、认知培养、协作培养、专注力训练等个领域。

我们认为全面的课程覆盖有望成为公司的核心竞争力之一，由于素质教育领域玩家众多，竞争格局分散，往往只能出现某细分领域龙头，要造就类似学科类培训行业的巨头公司难度非常高。我们认为关键的问题就是出在素质教育的需求以兴趣培养为主，需求不够刚性，同时培训效果也更加隐性，难以在短期造就明显的学习效果。

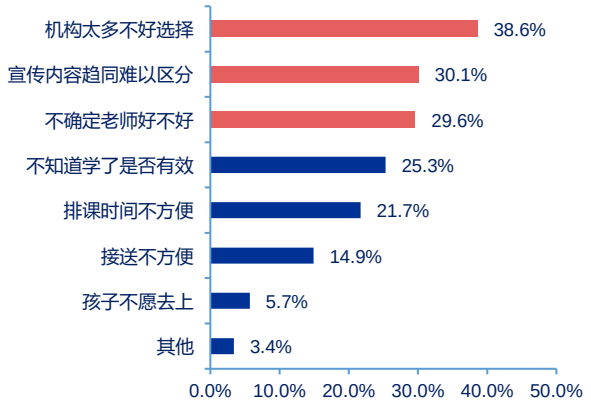
此外，由于细分赛道众多，且各领域差异较大，对于多领域教研的难度高，这也导致素质教育行业也少有形成跨越多领域提供教学服务的企业。因此，学生可能在一家机构学习完艺术类课程后，又转向另一家，这也导致素质教育行业的用户粘性远低于学科类培训，复购率不高。

也正由于行业如此分散，家长在为孩子选择新领域的培训时，对机构的教学、师资、品牌等需要重新建立认知，无形中降低了消费意愿。而根据艾瑞咨询数据，57.7%的家长更喜欢同时在开设多种课程的兴趣班，其中，认为课程类别丰富，可以自由组合的家长占比达到 45.2%，认为同时报几种课，节省来回接送时间的家长占比 31%。因此，我们相信凭借新东方强大的教学研发体系以及师资培养系统，在新东方的素质教育中心推出后，可以真正实现素质教育多领域的布局，而新东方的素质教育培训用户的复购也将不再仅限于单一科目深化学习，是可以在多个科目中进行选择，从而节省了家长的选择时间和接送孩子时间。而新东方品牌的知名度以及多年积累的口碑，也能为公司的素质教育板块做信用背书，帮助公司度过初期信任建立阶段。

图 48：素质教育竞争分散，各细分领域或有龙头企业，但并无行业巨头出现

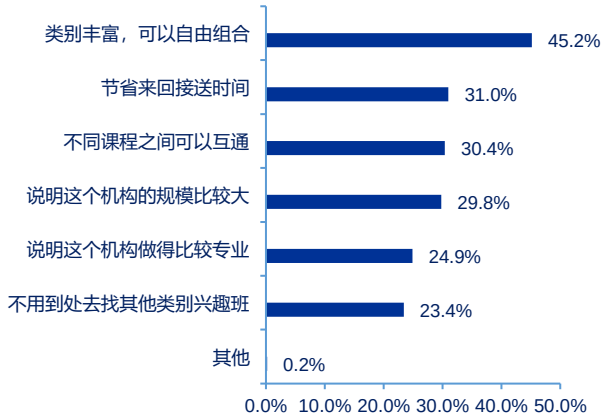
资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

图 49：中国素质教育行业家长用户在挑选兴趣班时遇到的问题



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

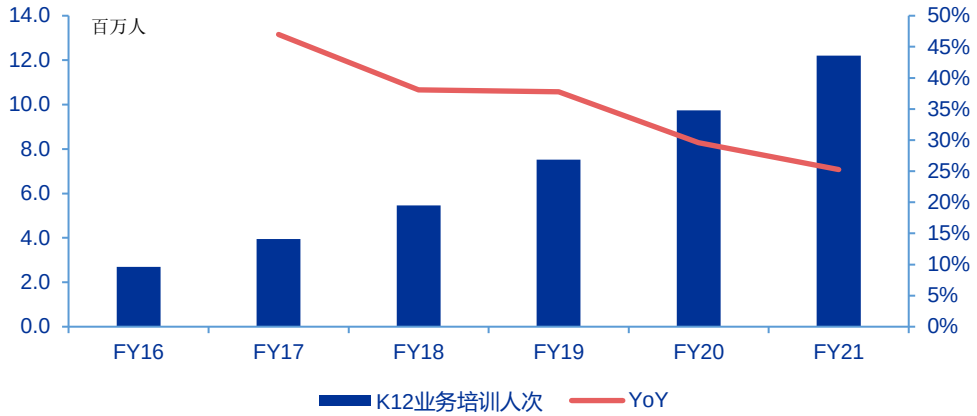
图 50：中国素质教育行业家长用户选择同时开设多种课程的素质教育机构的原因



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

素质教育用户画像与 K9 学科类培训基本重合，生源有望再利用。我们认为对于素质教育的需求人群主要集中在高中以下的学段，因此，从用户画像来看，素质教育与 K9 学科类培训的重合度高。而新东方“双减”颁布前的 21 财年，K9 业务的培训人次达到 1,220 万人，5 年复合增速达到 35%。虽然受到“双减”监管的影响，K9 学科类培训业务已被全面剥离，但公司多年积累下的用户群体依旧庞大。因此，我们相信在公司转型素质教育后，原有的学科类培训生源将有望成为公司素质教育板块的第一批客户，从而降低新东方的 K9 阶段业务的转型难度。

图 51：“双减”前，新东方 K12 培训业务培训人次已达到 1,220 万人。



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.5 高中学科类培训业务仍部分保留，发展方针由攻转守

新东方的 9-12 年级学科类培训部分保留，但未来可能进一步受限。在剥离 K9 学科类培训业务后，原有的 K12 学科类培训中的高中业务仍有部分被保留，主要源于各地对于高中学科类培业务参照“双减”文件执行的情况具有较大的差异。

在执行更为严格地区，以北京市为例，在北京市教委发布的《北京市关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的措施》明确提到，“对面向普通高中学生的学科类培训机构的管理，参照中央及本市有关规定执行。”因此，新东方、好未来等机构纷纷叫停了在北京市的高中阶段学科类培训课程。

而在“双减”执行力度相对较弱的地区，如云南省，除了对义务教育阶段学科类培训的严格监管外，云南对于学龄前儿童的培训以及高中阶段的校外培训并无明确实施细则。因此，也给予了 K12 教培公司一定的喘息时间。

但在 2022 年 2 月，教育部发布《2022 年工作要点》中提到，要继续吧“双减”工作摆在突出位置，指导各地落实高中阶段学科类培训严格参照义务教育阶段执行的政策要求，并建立全国校外教育培训专家委员会。因此，虽然高中阶段学科类培训的监管力度有分化的现象，但我们认为长期来看，高中阶段学科类培训业务可能进一步受到限制。

对于新东方，公司的发展重心已完全从 K12 学科类培训转移，虽然仍保留着部分高中学科类培训业务，但未来发展方针将从原有的扩张转向维持经营。因此，我们预计新东方在 23 财年的收入将同比下降 60%至 5.79 亿美元，并在之后保持规模不变。

高中学科类培训业务关停测算。但倘若高中阶段完全参照义务教育学科类培训的监管标准执行，我们认为新东方可能面临又一轮的关店与裁员。基于我们的悲观假设，即高中业务全面关停，对应关停门店 478 家，额外裁员 1.15 万人的假设，则产生的一次性费用约为 2.78 亿美元，一次性成本对公司影响将显著减少。

图 52：若高中业务关停，将额外产生约 2.33 亿美元的一次性裁员退租费用

科目	测算
一次性费用（百万美元）	278.08
裁员成本（百万美元）	242.11
裁员人数（人）	11500
单名员工赔付成本（人民币元）	140000
退租成本（百万美元）	35.97
关停门店数量假设（家门店）	478
单店退租成本假设（人民币元）	500000

资料来源：俞敏洪直播间，申万宏源研究

2.6 充裕现金储备提供高安全边际

在“双减”政策发布后，新东方的市值就已跌破现金价值。我们认为过去的下跌主要有以下几个原因：1）市场情绪断崖式下滑，抛售过程中，出现“多杀多”现象；2）市场对 K12 学科类业务关停和裁员已产生预期，并将未来可能产生的一次性成本体现在股价和估值中；3）市场对教培公司转型有担忧，并可能产生额外的投入，从而消耗现金。

但我们认为，随着公司将 K9 学科类业务完全关停，所产生的的一次性退租和裁员成本也已多数确认在公司 22 财年上半年业绩中，未来 K9 学科类业务所产生的一次性成本费用将非常有限。而截至 2022 年 2 月 28 日，新东方的总现金及等价物为 44.1 亿美元，主要由 1）现金及现金等价物，14.67 亿美元；2）定期存款，9.15 亿美元；和 3）短期投资，20.28 亿美元，三部分组成。在剔除 1.13 亿美元的高级无担保票据后，新东方的净现金达到 42.97 亿美元。充裕的现金相较新东方截至 2022 年 6 月 6 日 22.88 亿美元的市值，我们相信新东方的现金储备已提供足够安全垫。

图 53：“双减”发布后，由于市场对新东方裁员关店所需的费用担忧，市值跌破现金价值

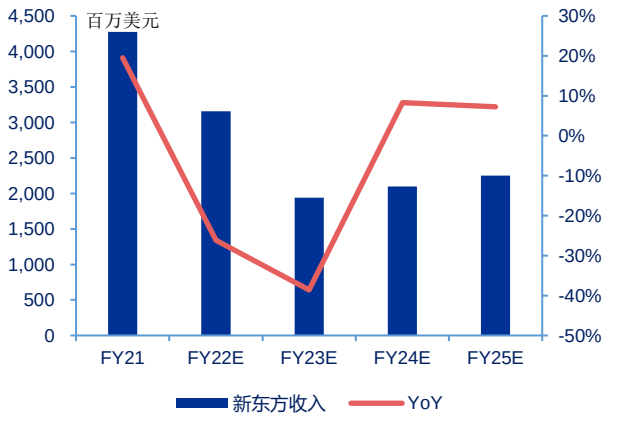
资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

3. 23 财年有望扭亏为盈

我们预计由于 K9 学科类培训业务的全面关停，新东方集团的收入将在 22 财年同比下滑 26%至 31.57 亿美元，并在 23 财年下降至 19.38 亿美元，同比降幅预计达到 39%。但自 23 财年起，公司的 K9 学科类培训将不再计入公司业绩，新东方的收入将主要由留学考培和咨询业务、国内成人考试培训、9-12 学科类培训、K12 素质教育组成，收入占比预计在 23 财年分别达到 30.4%、10%、30%、6.5%。

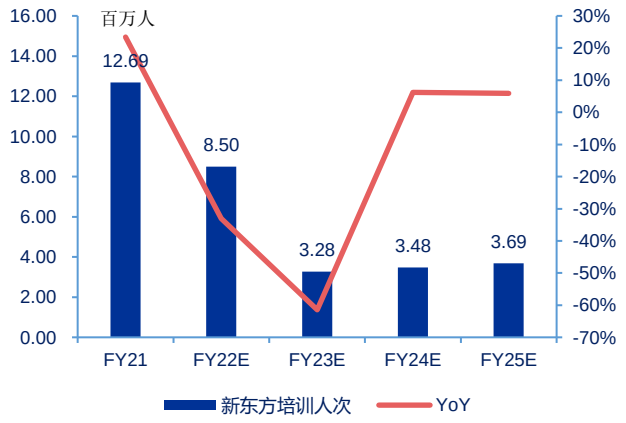
另外，我们预计自 23 财年起，得益于留学考试培训需求恢复以及国内考研序新东方的整体培训人次将以 6.1%的 2 年复合增速增长，在 25 财年达到 369 万人。但由于国内考试培训的客单价相对较低。因此，我们预计新东方的收入将在 25 财年达到 22.49 亿美元，2 年复合增长 3%。

图 54：我们预测新东方的收入有望企稳回升



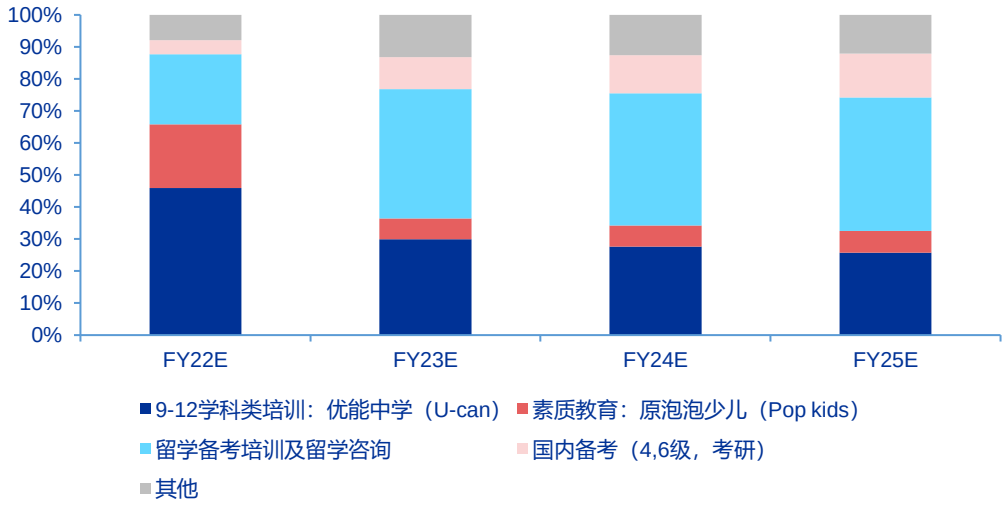
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 55：培训人次的上升也将成为收入增长的主要驱动因素



资料来源：公司公告，申万宏源研究

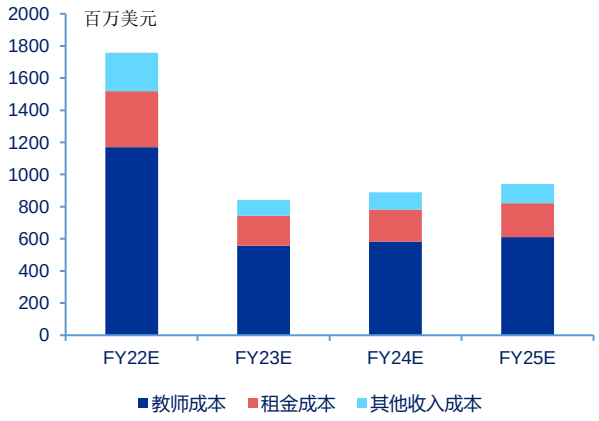
图 56：“双减”后，留学业务收入占比大幅提高至 42%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

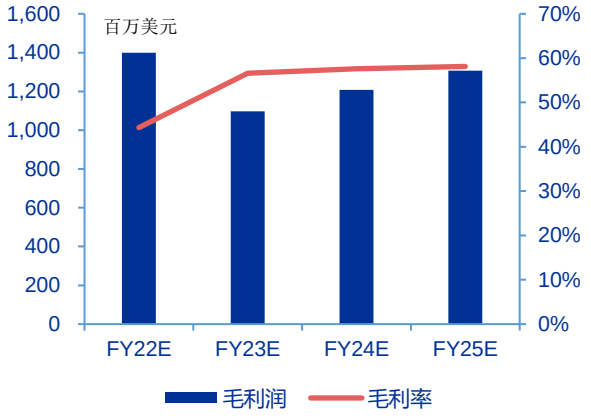
另外，由于“双减”政策的执行，新东方关停了 K9 的学科类培训业务，同时辞退了近 6 万名员工。随着员工人数的大幅下降，我们预计新东方的教师成本预计在 22 财年和 23 财年分别下降 8%和 52%，达到 11.71 亿美元和 5.57 美元。同时，新东方将大部分门店退租，截至 22 财年三季度，门店数已锐减至 874 家。因此，我们预计新东方的租金费用将在 23 财年达到 7.41 亿美元。而随着 K9 学科类培训的停业已临近尾声，我们预计新东方的毛利率将回归常态，23 财年毛利率预计为 56.6%，同比增速预计达到 12.3 个百分点。

图 57：教师成本将依旧是新东方的主要成本



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 58：新东方毛利率有望在 23 财年开始恢复



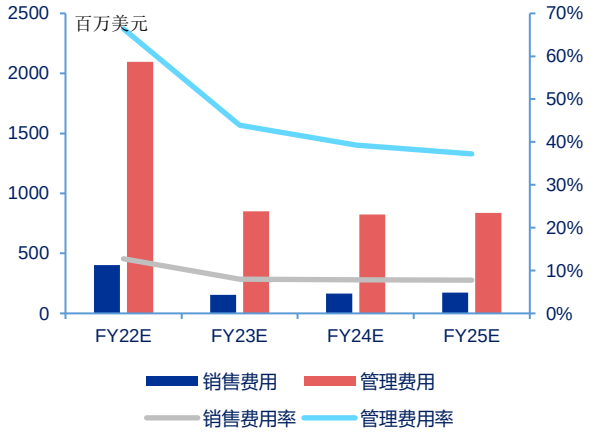
资料来源：公司公告，申万宏源研究

新东方过去依靠其杰出的品牌及口碑招募学生，同时，对于公司的留学业务以及成人考试培训业务，我们认为公司的龙头地位以及自 1993 年起所搭建的新东方品牌，将成为学生和家长作出选择时最好的参考条件。因此，我们预计新东方在剥离竞争更加激烈的 K9 学科类培训业务后，公司的销售费用将在 25 财年下降至 1.74 亿美元，销售费用率将下降至 8%，较 21 财年下降约 6 个百分点。

此外，由于 K9 学科类业务在 22 财年被剥离，所产生的的一次性退租费用以及裁员费用将导致新东方的管理费用在 22 财年大幅提升，我们预计新东方的管理费用在 22 财年达到 20.96 亿美元，并在 23 财年大幅下降至 8.52 亿美元，收入占比也将从 22 财年的 66%下降至 44%。综上，我们预计新东方的息税前利润（EBIT）将在 25 财年达到 2.96 亿美元，息税前利润率也将达到 13.2%。另外，值得注意的是，由于 K9 学科类培训业务的剥离已在 22 财年临近尾声，因此我们预计新东方在 23 财年将扭亏为盈，息税前利润预计达到 8,966 万美元。

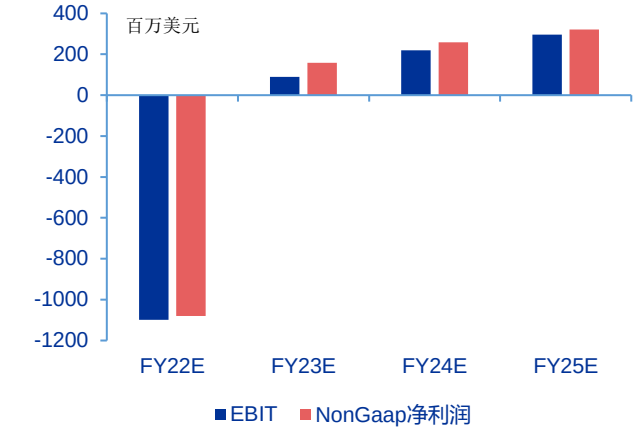
因此，我们预测新东方集团的 NonGaap 净利润将从 21 财年的 2.99 亿美元恢复至 25 财年的 3.21 亿美元，并且新东方有望在 23 财年起扭亏为盈。另外，我们预计集团 25 财年的净利润率将上升至 14.3%左右。

图 59：我们预计新东方的销售费用率和管理费用率将在 23 财年起显著下降



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 60：我们预计集团在 23 财年起将扭亏为盈



资料来源：公司公告，申万宏源研究

4. 维持买入，当下更应注重公司高安全边际。

由于可以更好地反映各业务条线的实际价值并为公司提供更公平的估值，我们通过分部估值法来给予新东方集团估值。其中，对于未来公司具有一定成长性，且有望成为公司收入主要来源的留学业务以及成人考培业务，我们将用折现现金流模型（DCF）对该业务板块进行估值，以测算该板块的企业价值。

基于资本资产定价模型（CAPM），无风险利率 3.5%，香港市场风险溢价为 6.5%，Beta 为 0.926，长期负债权益比为 0%，我们得到折现率（WACC）为 9.52%。结合 22-25 年的盈利预期和 2%的永续增长率假设，我们计算得到新东方旗下留学业务以及成人考试培训业务两个板块的股权价值为 30.37 亿美元，并得出留学业务以及成人考试培训业务的综合每股价值为 17.9 美元。因此，我们认为在不考虑公司现金储备以及正在探索的 K12 素质教育业务，单纯以留学业务以及成人考试培训业务来进行估值，新东方的市值已被明显低估。

图 61：留学业务以及成人考试培训业务的折现现金流模型

百万美元	显性增长期			半显性增长期				
	FY23	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E	…	FY35E
收入	977	1,116	1,246	1,345	1,453	1,569	…	2,540
EBIT	121	134	159	184	213	246	…	635
税费	-30	-34	-40	-46	-53	-61	…	-159
NOPLAT	91	101	120	138	159	184	…	476
折旧摊销	35	65	90	101	103	105	…	116
非现金营运资金	89	156	42	34	35	35	…	43
资本开支	68	249	102	113	115	118	…	128
自由现金流	-31	-239	66	92	112	136	…	421
现值	-28	-199	50	64	71	79	…	1,750

百万美元	价值	占比

成长阶段公司价值	697	23%
永续增长终值	1,750	58%
OST&OSC&DET 板块核心价值	**2,448**	**81%**
非核心长期投资	59	2%
现金	531	17%
可交易投资	0	0%
OST&OSC&DET 板块总价值	**3,037**	**100%**
有息负债	0	0%
少数股东权益	0	0%
OST&OSC&DET 板块企业价值	**3,037**	**100%**
股本	170	
OST&OSC&DET 板块每股价值（美元）	**17.90**	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 62：WACC 假设

无风险利率	3.50%
市场风险溢价	6.50%
Beta	0.93
权益成本	9.52%
债务成本	6.00%
债务权益比	0%
有效税率	25.00%
WACC	9.52%

资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

图 63：留学业务以及成人考试培训业务企业价值敏感性分析

敏感性分析										
OST&OSC&DET 板块企业价值（百万美元）		永续增长率								
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
WACC	8.0%	3,551	3,643	3,749	3,869	4,009	4,174	4,370	4,609	4,907
	8.5%	3,270	3,344	3,427	3,522	3,630	3,756	3,904	4,081	4,296
	9.0%	3,024	3,084	3,150	3,225	3,310	3,408	3,521	3,654	3,812
	9.5%	2,809	2,857	2,910	2,970	3,037	3,113	3,200	3,301	3,420
	10.0%	2,618	2,657	2,700	2,748	2,801	2,861	2,928	3,006	3,096
	10.5%	2,449	2,481	2,515	2,553	2,596	2,643	2,696	2,757	2,826
	11.0%	2,298	2,324	2,352	2,383	2,416	2,454	2,496	2,543	2,596

资料来源：申万宏源研究

此外，若新东方的留学相关业务及成人业务无法按照我们所预测的增速增涨，则对于集团这两块业务，我们也可以采取悲观假设下的估值方法。由于上述两项业务均可以为公司带来稳定的收益和现金流入，我们认为可以采用市盈率法进行估值。在悲观假设下，我们预计业务收入将仅维持 3%的年复合增速增长（平均学费稳步提升），则留学相关业务及成人业务在 23 财年的利润约为 1.66 亿美元，给予 10 倍市盈率的估值，可以得到两大业务的合理市值约 16.6 亿美元。

对于正处于积极转型阶段的 K12 素质教育业务，由于在转型初期的扩张阶段，同时板块在没有规模效应的前提下，短期也将出现亏损。因此，我们选择使用市销率对新东方的 K12 素质教育业务进行估值。在 2022 年 1-3 月，教育行业融资中，仅有 2 家素质教育企业，分别为宾果运动和大渔大师课，均获得了千万级的投资。以宾果运动为例，公司 2021 年的收入约 2000 万元，本轮融资 2000 万，投后估值约 1 亿元，因此，对应的市销率为 5 倍。出于对潜在政策风险的考量，我们认为教育行业的二级市场较一级市场会有折价。因此，在中性假设下，我们将给予新东方 K12 素质教育业务 2 倍市销率的保守估值。由于我们预计新东方 K12 素质教育的收入将在 23 财年达到 1.39 亿美元，我们得到业务对应市值约 2.78 亿美元。从悲观假设出发，若新东方最后在 K12 素质教育业务难以为继，则我们先不予该业务估值。

另外，新东方的部分 9-12 学科类培训业务虽然仍在继续运营，但由于“双减”政策明确“不再审批新的面向普通高中学生的学科类校外培训机构。对面向普通高中学生的学科类培训机构的管理，参照本意见有关规定执行。”因此，我们认为新东方的 9-12 学科类业务未来几乎没有再扩张潜力。同时，在教育部《2022 年工作要点》中也明确提到要“指导各地落实高中阶段学科类培训严格参照义务教育阶段执行的政策要求”。因此，我们不能排除高中阶段学科类培训监管全面对标义务教育阶段学科类培训业务监管的可能性。出于保守考虑，我们决定在中性假设下，不给与该业务进行估值。此外，在悲观假设中，若高中阶段学科类培训监管收紧，新东方可能会面临进一步裁员和退租的风险，我们也在此前的内容中作出预测，将额外产生 2.33 亿美元的一次性成本，从而降低公司的现金水平。

因此，综合考虑新东方旗下各个业务条线的发展情况以及公司的现金情况，在中性假设下，我们得出新东方的目标企业价值为 69.93 亿美元，对应目标价为每股 41.2 美元，对应新东方的现价具有 2 倍以上的空间。在悲观假设下，我们得到目标企业价值为 56.5 亿美元，对应每股 33.3 美元，较现价仍有约 1.6 倍的上涨空间。因此，我们认为不论在那种假设下，新东方富余的现金储备已为公司提供了充足的安全边际，现阶段“双减”政策对公司基本面的影响也临近尾声，我们不应再被情绪所扰动，应重新回归基本面和价值。因此，我们重申对于新东方的买入评级。

图 64：新东方目标价测算（中性假设）

中性假设	Core value (DCF)		
留学考培&咨询	2,448		
	Mkt cap (PE)	Profit	PE
其他	213	21	10
	Mkt cap (PS)	Revenue	PS
K12 素质教育	278	139	2
	Mkt cap (PE)	Profit	PE
高中学科类培训	0	0	5
小计	**2,939**		
非核心长期投资	269		
净现金	3,786		
企业价值	**6,993**		
股数	170		
目标价	**41.2**		

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 65：新东方目标价测算（悲观假设）

悲观假设	Mkt cap (PE)	Profit	PE
留学考培&咨询	1,660	166	10
	Mkt cap (PE)	Profit	PE
其他	213	21	10
	Mkt cap (PS)	Revenue	PS
K12 素质教育	0	0	0
	Mkt cap (PE)	Profit	PE
高中学科类培训	0	0	5
小计	**1,873**		
非核心长期投资	269		
净现金	3,508		
企业价值	**5,650**		
股数	170		
目标价	**33.3**		

资料来源：公司公告，申万宏源研究

5．催化剂及风险

股价表现的催化剂

新东方国内考试培训业务招生超预期，推动公司业绩大幅增长；转型 K12 素质教育业务顺利；OMO 系统的使用推动利润率超预期；新东方使用账面现金进行大额分红或回购；9-12 高中学科类培训阶段政策监管放宽，新东方留存业务可以持续发展。

核心假设风险

9-12 高中学科类培训业务纳入全面严格监管，新东方留存业务经营受阻，并不得不剥离；出国留学需求下降，留学考试培训以及咨询业务业绩增长低于预期；考研培训行业竞争加剧，新东方市占率下滑；转型素质教育投入加大，导致公司现金流承压；出台针对 K9 阶段素质教育领域、留学考试培训和考研培训业务的监管政策，新东方转型受阻。

附表

图 66：管理层介绍

Name	Age	Position	Summary
俞敏洪	59	董事，执行主席	俞敏洪先生为本公司创始人并自 2001 年 8 月起担任董事会主席。2001 年至 2016 年 9 月，彼亦为新东方教育科技集团的行政总裁。俞先生亦担任中国民主同盟中央委员会常务委员。此前，俞先生担任中国青年企业家协会副会长。于 1993 年创办新东方教育科技集团的第一所学校前，俞先生于 1985 年至 1991 年期间担任北京大学英语系教师。俞先生现时担任新东方在线董事会主席兼非执行董事，并于 2017 年 8 月至 2019 年 6 月担任 Sunlands Technology Group 董事（及自 2018 年 3 月起担任独立董事）。俞先生于北京大学获得英语专业学士学位。
谢东萤	57	董事	谢东萤先生自 2007 年 3 月起担任董事，并自 2016 年 1 月起担任高级顾问。2009 年 5 月至 2016 年 1 月，谢先生担任新东方教育科技集团的总裁，2005 年 12 月至 2015 年 4 月担任新东方教育科技集团的财务总监。2017 年 5 月至 2019 年 10 月，谢先生为蔚来汽车的财务总监。谢先生亦担任京东商城及百胜中国控股的独立董事，京东商城为一间于纳斯达克上市及香港上市的中国电子商务公司及零售基础设施服务提供商，百胜中国控股为一间于纽交所上市及香港上市的速食店。于 2005 年加入新东方教育科技集团前，谢先生自 2004 年至 2005 年为 ARIO Data Networks, Inc.（位于加利福尼亚州圣何塞市）的财务总监。此前，谢先生自 2002 年至 2003 年为私募股权公司达弼亚洲投资者（香港）有限公司的董事总经理。2000 年至 2002 年，谢先生担任 UBS Capital Asia Pacific（UBS AG 的私募股权部门）的董事总经理兼亚太科技/媒体/电信主管。1997 年至 2000 年，谢先生为位于加利福尼亚州旧金山的摩根大通的科技投资银行家兼副总裁及位于加利福尼亚州帕洛阿尔托的瑞士信贷第一波士顿的合伙人。1990 年至 1996 年，谢先生为洛杉矶伟凯律师事务所的公司及证券律师。谢先生持有斯坦福大学工业工程及工程管理专业学士学位，获得哈佛商学院工商管理硕士学位及加州大学伯克利分校法学博士学位。
周成刚	59	董事，执行总裁	周成刚先生自 2010 年 11 月起担任董事，并自 2016 年 9 月起担任行政总裁。周先生于 2000 年加入新东方，此后于本公司担任多个职位，包括总裁、国内业务执行总裁、执行副总裁、副总裁及北京及上海新东方学校校长。加入新东方教育科技集团之前，周先生为英国广播公司亚太区记者兼节目主持人。周先生于中国苏州大学获得英语专业学士学位，并于澳洲麦考瑞大学获得传播学硕士学位。
李廷斌	53	独立董事	李廷斌先生自 2006 年 9 月起担任独立董事。李先生自 2002 年 4 月起担任 NetEase, Inc.(前称 Netease.com, Inc.）的董事，NetEase, Inc.为一间于纳斯达克全球精选市场及香港联交所上市的中国领先互联网技术公司。彼于 2002 年 4 月至 2007 年 6 月为 NetEase.com, Inc.首席财务官及 2001 年 11 月至 2002 年 4 月为财务总监。于 2001 年加入 NetEase.com, Inc.前，李先生于毕马威会计师事务所香港办公室工作逾十年。李先生现时担任 Concord Medical Services Holdings Limited、简普科技有限公司及蔚来汽车（均于纽约证券交易所上市）的董事会审核委员会主席及独立非执行董事，并担任中国金属资源利用有限公司（于香港联交所主板上市）的董事会独立非执行董事。李先生毕业于香港理工大学，主修会计专业，并为香港会计师公会及英国特许公认会计师公会会员。
李彦宏	53	独立董事	李彦宏先生自 2006 年 9 月起担任独立董事。李先生为百度股份有限公司的联合创始人，百度股份有限公司为于纳斯达克全球精选市场上市的领先中文互联网搜寻供应商。李先生自 2000 年 1 月百度成立以来一直担任百度董事长，并自 2004 年 2 月起担任百度行政总裁。2000 年 2 月至 2003 年 12 月，彼担任百度总裁。于创立百度之前，李先生自 1997 年 7 月至 1999 年 12 月于 Infoseek（一间互联网搜寻引擎行业的先驱）担任工程师。目前，李先生担任中国互联网协会(ISC)副理事长。李先生亦自 2012 年 12 月起担任中华全国工商业联合会副主席。李先生分别于北京大学及纽约州立大学布法罗分校获得信息科学学士学位及电脑科学硕士学位。
杨壮	66	独立董事	杨壮博士自 2007 年 8 月起担任独立董事。杨博士现时担任北京大学国家发展研究院管理学教授及北京大学国家发展研究院管理学博士项目学术主任。杨博士拥有哥伦比亚大学工商管理博士学位、哥伦比亚大学社会学硕士学位、普林斯顿大学 Woodrow Wilson School of Public and International Affairs 国际及公共事务硕士学位及北京大学英语语言文学系学士学位。
杨志辉	47	财务总监	杨志辉先生自 2015 年 4 月起担任财务总监。此前，杨先生于 2006 年 4 月加入本公司后曾担任财务副总裁、总裁办公室副主任、高级财务经理等多个职务。加入新东方教育科技集团前，杨先生于 2002 年 7 月至 2006 年 4 月担任 Beijing Hua De Xin Investment Co., Ltd.的财务总监。1997 年 8 月至 2002 年 5 月，杨先生于罗兵咸永道会计师事务所担任高级核数师。杨先生于北京大学光华管理学院获得经济学学士学位。
吴强	48	助力副总裁	吴强先生是新东方教育科技集团助理副总裁。毕业于西安交通大学，获工学学士学位，后在中国科学院学习，获工学硕士学位。自 1999 年起加盟新东方教育科技集团，历任青岛新东方学校校长、成都新东方学校校长，北京新东方学校校长。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

财务报表

利润表				
(人民币百万元)	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
收入	4,277	3,157	1,938	2,098
营业成本	-2,037	-1,757	-842	-890
毛利	2,240	1,399	1,097	1,208
销售营销费用	-601	-402	-155	-165
管理费用	-1,490	-2,096	-852	-824
资产处置收益或亏损	-32	0	0	0
EBITDA	380	-1,042	153	289
EBIT	149	-1,098	90	219
其他收入	198	98	93	99
税前利润	315	-1,001	183	317
所得税	-84	-100	-46	-79
非控股权益	-104	0	0	0
本年利润	230	-1,101	137	238

资料来源：公司公告，申万宏源研究

资产负债表				
(人民币百万元)	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
流动资产	6,574	4,618	4,838	5,805
现金及现金等价物	1,612	854	688	749
应收账款	9	4	2	3
库存	31	33	35	37
短期投资	3,435	1,717	1,889	2,078
其他流动资产	1,487	2,009	2,223	2,938
长期投资	538	269	296	325
固定资产	865	493	536	0
无形资产及其他非流动资产	2,174	973	996	1,011
总资产	10,151	6,353	6,665	7,142
流动负债	3,471	1,967	1,930	2,038
应付账款	38	37	18	19
其他流动负债	3,433	1,931	1,913	2,019
长期负债	1,661	45	45	45
总负责	5,133	2,012	1,975	2,082
少数股东权益	105	247	240	218
股东权益	5,018	4,340	4,690	5,059
负债和股东权益合计	10,151	6,353	6,665	7,142

资料来源：公司公告，申万宏源研究

现金流量表				
(人民币百万元)	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
经营所得现金	230	-1,101	137	238
折旧及摊销	230	57	63	70
递延所得税	-45	-45	-45	-45

股权激励	69	21	21	21
坏账准备	0	0	0	0
运营资本变化	502	-987	-38	104
其他	143	-612	-4	-2
经营活动所得现金净额	1,130	-2,667	134	386
资本开支	-384	-97	-102	-107
其他投资活动现金流	-1,794	1,986	-199	-218
投资活动所得现金净额	-2,178	1,889	-300	-325
股权融资	1,513	0	0	0
股权回购	-20	0	0	0
负债净变化	0	0	0	1
分红及利息	0	0	0	0
其他融资活动现金流	161	0	0	-1
融资活动所得现金净额	1,654	0	0	0
汇率影响	106	0	0	1
年末现金及现金等价物	713	-778	-166	62

资料来源：公司公告，申万宏源研究

关键绩效指标

	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
每股指标（人民币元）				
每股收益	0.18	-0.64	0.09	0.15
稀释每股收益	0.18	-0.63	0.09	0.15
每股经营性现金流	6.66	-15.72	0.79	2.27
每股股息	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	29.57	25.58	27.64	29.81
关键经营指标(%)				
投资回报率	3.15	10.48	9.36	8.04
净资产收益率	4.58	-25.36	2.93	4.71
毛利率	52.37	44.33	56.58	57.57
EBITDA 率	8.87	-33.00	7.88	13.75
息税前利润率	3.49	-34.79	4.63	10.43
收入同比增长	19.50	-26.18	-38.60	8.25
净利润同比增长	-34.93	-578.52	-112.47	73.42
资产负债率	50.56	31.67	29.63	29.16
净资产周转率	1.08	0.67	0.43	0.43
总资产周转率	0.51	0.38	0.30	0.30
有效税率	26.54	25.00	25.00	25.00
股息率	0.00	0.00	0.00	0.00
估值指标（倍数）				
市盈率	70.8	-20.2	138.0	84.3
市净率	4.2	5.0	4.6	4.3
公司价值/收入	4.7	6.7	11.1	10.2
公司价值/EBITDA	53.2	-20.4	140.3	73.9

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、静默期安排及关联机构的持股情况。

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，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入（BUY）：股价预计将上涨 20%以上；

增持（Outperform）：股价预计将上涨 10-20%；

持有（Hold）：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；

减持（Underperform）：股价预计将下跌 10-20%；

卖出（SELL）：股价预计将下跌 20%以上。

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。本公司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：恒生中国企业指数

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”）在中华人民共和国内地（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。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。