

新东方-S (09901)

证券研究报告

2023 年 12 月 11 日

供给深度出清打开成长空间

外部环境趋稳，供给出清需求强劲，看好头部机构发展前景

21 年双减政策出台以来，行业持续变化：①高中学科类培训未按 K9 阶段执行。21 年大部分机构（以 K9 为主）退出教培行业，叠加疫情影响，行业供给出清或达 90%以上，而需求反而由于升学意志提升而增长，形成较大供需缺口。

②K9 培训以非学科形式发展，学科/非学科培训认定及监管由地方把握。21 年以来教培机构在政策要求下关停 K9 学科，转向非学科类发展，基于消费选择目前主要集中在数理思维和人文素养等方向；由地方界定解释并执行学科/非学科分类执行，譬如广东地区此前已明确如果课程内容中学科含量低于 50%则定义为非学科，且具体监管由地方落地。

近期板块行情上行，我们认为主要系：①板块超跌提供向上空间。21 年以来受政策及疫情影响，市场对教育行业预期下降较多，但实际优质教育企业仍在顽强生存探索。②政策预期目前相对稳定。经过 3 年双减落地，我们认为未来企业发展具备相对稳定的外部环境。③供给出清，头部优势显著。我们认为未来几年不同于双减前行业的状态，从进入门槛/证照审批/内容监管/资金管控等多方面或都对机构提出更多要求，头部品牌信任背书及资源支持下有利于获取更大市占。

竞争格局利好业务发展，多条业务线发力成长

我们认为历经政策及环境变化后，新东方品牌价值及地方资源力、民众公信力或进一步提升，具备产业号召力，作为教培龙头或具备稀缺成长性，多条业务线增长可期：

供给出清、需求强劲背景下，受益头部品牌溢价及行业集中度提升，高中、非学科类培训、出国考培等业务优势显著；大学业务或受益赛道 beta 显现，近两年高考人数持续创新高、相关需求释放；东方甄选多平台齐头并进，持续沉淀私域优质客群；研学游学及新拓中老年文旅业务受益旅游需求恢复，文化传播及中高端等定位具备差异化竞争优势，有望打造新增量。

FY24Q1 公司业绩已回归双减前高峰 8 成以上，FY24Q2 公司给予收入指引同增 23-26%，验证公司在当前产业周期中显著受益；公司业务结构丰富，各线全面成长。

拟受让东方甄选教育业务，并增持股份彰显发展信心

此前新东方子公司东方甄选公告，拟向母公司以 15 亿人民币对价出售教育业务，该部分业务 FY23 利润约 1.2 亿人民币；

我们认为，此次受让子公司教育业务可完善公司教育闭环，体系内线上线下一体化打通，增厚业绩体量。此前新东方在上市，市场关注母公司与业务区隔；此后经历疫情，教育线上线下交付形态逐步走向一体化；本次调整或将有力打通内部招生教研及服务体系，对教育业务全面提效。

同时公司拟以 31.75 港元/股的价格（公告当日标的收盘价 31.55 港元）认购东方甄选 5135 万股，认购总额约 15 亿元，若认购完成，新东方累计持股占比将自 54.91%提升至 57.08%。本次认购一方面加强子公司资本及财务基础，同时也彰显公司对其发展信心及支持，增强两集团现有协同效应及业务合作。

投资评级

行业 非必须性消费 / 志愿服务

6 个月评级 买入（维持评级）

当前价格 61.15 港元

目标价格 港元

基本数据

港股总股本（百万股）	1,655.12
港股总市值（百万港元）	104,025.53
每股净资产（港元）	2.28
资产负债率（%）	40.38
一年内最高/最低（港元）	65.85/21.35

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《新东方-S-公司深度研究:凤凰涅槃向阳重生，理顺思路奋起远航》 2023-04-20
- 《新东方-S-公司点评:新业务发展势头强劲，传统海外业务复苏》 2023-01-27
- 《新东方-S-公司点评:财报释放积极信号，FY23Q1 预计实现扭亏》 2022-07-30

维持盈利预测，维持“买入”评级

我们持续看好教培机构供给侧出清、积压需求释放背景下，新东方市场份额进一步提升，非学科培训等新业务持续快速成长；此外东方甄选及文旅新业务均具备较好成长潜力。我们预计公司 FY24-25 收入分别为 42、53 亿美元，归母净利分别为 4.0、5.2 亿美元，对应 EPS 分别为 0.24、0.32 美元/股，对应 PE 分别为 32、25X。

风险提示：招生不及预期；新业务发展不及预期；大学生及成人业务拓展不及预期；高中学科类培训政策变化等风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com