

新东方-S (09901.HK)

买入 (首次评级)

新东方为何是本轮教培行情的龙头?

投资要点: 详细解答教培龙头涅槃重生以来市场关注的全方位问题。

► **行业政策和监管执行有何变化?** 2021年7月双减政策发布以来,减轻学生负担的理念不变。执行层面逐渐规范,涉及资金管制、培训内容备案与监督、广告宣传、营业时间、价格指导及资金监管等多个方面的管制。从政策落地以来执行层面的跟踪和观察看,针对违规机构的处罚与合规牌照的新增并存,进一步印证双减不是禁止而是引导行业走向规范化发展。

► **双减后的创新模式如何支撑业绩复苏?** 1) **素质教育** 教学内容附加应用场景,需求端看,由于注重“授人以渔”的底层能力培养,对校内成绩有促进作用;供给端看,优质课程供给稀缺,且业务转型以来课程内容和教学模式已获得学生和家认可;性价比层面,大型机构由于总部教研能力及规模效应强,教学和服务质量、快速迭代、课程定价相对个人工作室具有优势。2) **租赁式学习机** 顺应居家学习期间线上教育习惯的延续性,产品内容积累新东方多年教学经验,提供老师答疑和面向家长的学情报告、学习机和托管服务结合的学习模式解决方案,在监督层面提供多元化服务。

► **如何看待各教育业务市场空间?** 1) 需求持续叠加优质供给稀缺,头部机构课程转型效果获得认可,非学科培训产品需求依然强劲,预计参培率和客单价的提升共同推升素质教育市场至2025年扩容至9519亿元。2) 公共卫生事件后留学吸引力回升,预计留学培训市场2023-2025年CAGR有望达到13%。3) 普本录取率下降,高考继续保持激烈态势,新增供给相对受限,预计2023-2025年高中培训市场CAGR为7%。4) 考研真实报录比接近6,预计参培率提升带动考研培训市场2023-2025年CAGR达到10%。

► **行业经营环境和竞争有何变化?** 供需结构优化,龙头运营效率较双减前有所优化,新东方网点数仅恢复至高峰期55%的前提下,FY24Q3单季度营收已超越双减前同期达到86亿人民币/12亿美元,毛利率接近双减前同期。经营优化主要来自提价、多品类、粘性增强带来单用户LTV提升,禁止广告带来获客成本降低,薪酬及租金优化带来运营成本及费用下降。

► **海外有无行业发展历史对标?** 由于韩国人口趋势和教育资源激烈程度与中国类似,以韩国为例复盘校外培训监管政策变化,从严格禁止到精准管理,最终指向公平和质量提升,思路与我国双减政策的目标异曲同工;适龄人口下降但市场规模提升,由参培率提升以及人均支出增长共同拉动。

► **盈利预测与投资建议:** 预计公司FY2024-FY2026营收为43/57/71亿美元,Non-GAAP经营利润为5.19/7.22/9.62亿美元,GAAP归母净利润为3.82/6.14/8.27亿美元。**分部估值法:** 1) 预计FY2025新教育业务Non-GAAP经营利润60.8亿港元,参考可比公司给予20倍目标PE,对应市值1214亿港元;2) 截止2024年5月15日东方甄选市值190亿港元,按新东方持股比例54.89%对应市值104亿港元;3) 最新财季末净现金372亿港元,给予0.9倍PB,对应市值335亿港元。综上,给予新东方FY2025合计目标市值1652亿港元,目标价100港元,首次覆盖给予“买入”评级。

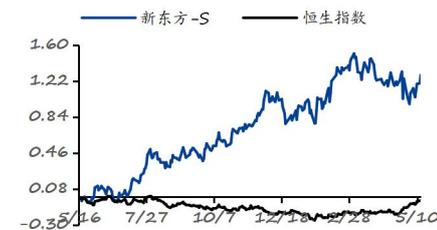
► **风险提示:** 监管政策再度趋严,宏观经济影响培训需求,机构扩张速度不及预期,行业竞争加剧。

当前价格: 69.80 港元
目标价格: 99.84 港元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,655.12/1,655.12
流通市值(百万港元)	115,527.68
每股净资产(港元)	18.32
资产负债率(%)	42.28
一年内最高/最低价(港元)	77.05/28.25

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 赵雅楠(S0210524050007)

分析师: 来舒楠(S0210523040002)
LSN3916@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入(百万元)	3,105	2,998	4,325	5,656	7,111
增长率	-27%	-3%	44%	31%	26%
归母净利润(百万元)	-1,188	177	382	614	827
增长率	-455%	115%	115%	61%	35%
EPS(元/股)	-0.72	0.11	0.23	0.37	0.50
市盈率(P/E)	-12.5	83.5	38.8	24.1	17.9
市净率(P/B)	4.0	4.1	3.7	3.2	2.7

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

币种: 美元



投资要件

关键变量

预测逻辑详见正文：

1) 预计留学考培及咨询业务 FY2024 - FY2026 营收增速分别为 30%/ 23%/ 20%，假设成人、大学教育业务 FY2024 - FY2026 营收增速分别为 39%/ 20%/ 18%，预计高中业务 FY2024 - FY2026 营收增速分别为 27%/ 23%/ 18%，预计新教育业务 FY2024 - FY2026 营收增速分别为 73%/ 50%/ 39%，假设东方甄选、旅游及其他业务 FY2024 - FY2026 营收增速分别为 58%/ 30%/ 25%；

2) 假设新东方 FY2024 - FY2026 的毛利率分别为 54.8%/ 56.0%/ 56.5%；

3) 假设 FY2024 - FY2026 销售费用率分别为 14.7%/ 14.6%/ 14.5%，假设 FY2024 - FY2026 的管理费用率分别为 29.0%/ 28.8%/ 28.6%。

我们区别于市场的观点

1) 市场对行业转型至今龙头公司非学科培训创新成果的理解较为模糊，本报告详细解答新东方素质素养类业务、租赁式学习机的具体内容及运作模式，以及为何需求依然强劲；

2) 市场担忧非学科培训的刚需性下降，我们认为从需求层面来看，素质教育课程注重“授人以渔”的底层能力培养，对校内成绩有促进作用，市场需求旺盛；从供给层面来看，优质课程供给稀缺，且集团业务转型以来课程内容和教学模式已经得到学生和家长的认可；从性价比层面看，大型机构由于总部教研能力及规模效应强，教学和服务质量相对个人工作室具有明显优势，且产品内容更新迭代能够及时对用户进行有效反馈，同时课程定价相对个人工作室普遍更有优势。

股价上涨的催化因素

门店扩张速度超预期，新财季指引超预期。

估值和目标价格

预计公司 FY2024 - FY2026 营收为 43/ 57/ 71 亿美元，Non-GAAP 经营利润为 5.19/ 7.22/ 9.62 亿美元，GAAP 归母净利润为 3.82/ 6.14/ 8.27 亿美元。

分部估值：1) 教育业务估值：预计 FY2025 新教育业务 Non-GAAP 经营利润为 7.8 亿美元，对应 60.8 亿港元，参考可比公司给予 20 倍目标 PE，对应市值 1214 亿港元；2) 东方甄选市值：截止 2024 年 5 月 15 日，东方甄选市值 190 亿港元，按新东方持股比例 54.89% 对应市值 104 亿港元；3) 净现金市值：最新财季末（FY2024Q3 末）净现金 372 亿港元，给予 0.9 倍 PB，对应市值 335 亿港元。综上，给予新东方 FY2025 合计目标市值 1652 亿港元，目标价 99.84 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

投资风险

监管政策再度趋严，宏观经济影响培训需求，机构扩张速度不及预期，行业竞争加剧。



正文目录

1 行业政策和监管执行层面的具体变化	6
1.1 政策总纲：边界愈发清晰，监管逐步规范	6
1.2 政策细则：广东政策更加细化，便于合规化从业者理解政策方向	7
1.3 执行层面：新增非学科类牌照发放，执行效果指向合规发展	8
2 各业务具体运作模式和结构变化	10
2.1 双减前后业务构成的变化	10
2.2 新教育业务具体在做什么	15
2.2.1 素质教育：小学学科培训的核心转型方向	15
2.2.2 学习机：初中学科培训的核心转型方向	20
2.3 为什么率先实现盈利	22
2.3.1 历史业务结构决定抗风险性强	22
2.3.2 线下留存网点支撑迅速复苏	24
2.4 东方甄选和文旅业务与教育业务的协同	26
3 各教育业务市场空间怎么看	29
3.1 非学科培训相对双减前学科培训的刚需性和空间	29
3.2 留学市场疫后格局优化，高增有望持续	31
3.3 普本录取率下降，高中培训市场仍有增长空间	33
3.4 考研真实报录比接近6，竞争加剧推升参培率	34
4 双减前后，行业经营环境和竞争有何变化	35
5 海外有没有行业发展历史对标	38
6 公司应该如何定价	40
6.1 股价复盘	40
6.2 盈利预测	41
6.3 投资建议：分部估值	42
7 风险提示	43
8 附录：财务数据	43

图表目录

图表 1: K12 教培政策及文件梳理	6
图表 2: 现存非学科校外机构整改流程	8
图表 3: 非学科类办学许可证审批流程	8
图表 4: 近期针对非合规校外培训的罚款事件	8
图表 5: 福建省学科类“白名单”机构数量(个)	9
图表 6: 广州市区域公布“白名单”机构数量(个)	10
图表 7: 三地“白名单”机构中上市公司情况	10
图表 8: 广东省新颁发中小学线上非学科类培训机构办学许可证	10
图表 9: 新东方财年与自然年对照表	10
图表 10: 新东方发展历程	11
图表 11: 财报口径分业务营收占比	12
图表 12: 新东方教育业务盈利能力	12
图表 13: 新东方 K12 历史营收增速	12
图表 14: 新东方 K12 历史报名人数	12
图表 15: 新东方业务模式创新前后产品和人群结构	13
图表 16: 新东方转型后分业务营收	13
图表 17: 新东方转型后分业务营收占比	13
图表 18: 新东方股权结构(截止 23 年 11 月末)	14
图表 19: 新东方核心管理层	14
图表 20: 新东方组织架构	15
图表 21: 新东方素质教育业务模式	16
图表 22: 新东方素质素养课具体课程内容	17



图表 23:	新东方素质素养课对应的能力培养	18
图表 24:	新东方六步教学法的灵活运用	18
图表 25:	素质素养课价格对比	19
图表 26:	新东方非学科培训课程内容	20
图表 27:	新东方学习机与市面主流学习机（好未来为例）对比	21
图表 28:	新东方学习机个性化学习模式及定制化学习报告	21
图表 29:	新东方留学业务模式	22
图表 30:	新东方高中业务模式	23
图表 31:	新东方大学业务模式	24
图表 32:	新东方好未来双减前后网点数量对比	25
图表 33:	新东方好未来双减前后覆盖城市数量对比	25
图表 34:	新东方好未来网点恢复进展	26
图表 35:	新东方非学科培训人数	26
图表 36:	东方甄选抖音账号矩阵粉丝年龄画像	26
图表 37:	东方甄选抖音账号矩阵粉丝城市画像	26
图表 38:	K12 赛道 TOP3 公司客群生命周期对比	27
图表 39:	新东方文旅目的地与教学网点重合度	28
图表 40:	新东方文旅业务商业模式	29
图表 41:	素质教育参培原因	30
图表 42:	家长对中小学生科目关注度	30
图表 43:	渗透率和客单价有望共同推动素质教育市场规模扩容	31
图表 44:	22 年新东方留学培训渗透率高达 43%	32
图表 45:	预计 25 年留学培训市场规模 259 亿元	32
图表 46:	留学培训市场规模测算	32
图表 47:	意向留学人群的留学目的	33
图表 48:	意向留学人群的意向地区	33
图表 49:	意向留学人群的在读阶段	33
图表 50:	计划出国就读阶段	33
图表 51:	2018 年起普本录取率逐年下降	34
图表 52:	高中培训市场规模测算	34
图表 53:	2023 年硕博学历薪酬回报率在 28% 以上	35
图表 54:	新东方考研认知度遥遥领先	35
图表 55:	考研市场规模测算	35
图表 56:	新东方好未来双减后营收	36
图表 57:	新东方好未来双减后毛利率	36
图表 58:	新东方好未来双减后 Non-GAAP 经营利润率	36
图表 59:	从教育业务 UE 模型拆解行业经营优化	37
图表 60:	新东方的 OMO 系统	38
图表 61:	双减前 K12 行业 TOP 2 市占率	38
图表 62:	韩国校外培训监管政策变化	39
图表 63:	韩国 5-19 岁人口下降	39
图表 64:	韩国私立教育市场规模 2016 年起回升	39
图表 65:	韩国素质教育参培率 2013 年起提升	40
图表 66:	韩国私立教育人均支出增长	40
图表 67:	新东方股价复盘	41
图表 68:	新东方盈利预测	42
图表 69:	教育业务可比公司估值表	42
图表 70:	新东方分部估值目标市值	43
图表 71:	FY24Q1-3 营收+49%至 31.8 亿美元	44
图表 72:	FY24Q1-3 毛利率回升至 53%	44
图表 73:	FY24Q1-3 Non-GAAP OPM 回升至 14%	44
图表 74:	FY24Q1-3 GAAP 归母净利率回升至 9%	44
图表 75:	FY24Q3 营收+60%至 12.1 亿美元	45
图表 76:	FY24Q3 毛利润 5.6 亿美元/毛利率 47%	45
图表 77:	FY24Q3 Non-GAAP OPM 12%	45



图表 78: FY24Q3 GAAP 归母净利率 7%	45
图表 79: FY24Q1-3 销售/管理费用率 14%/28%	46
图表 80: FY24Q3 销售/管理费用率 13%/24%	46
图表 81: FY24Q3 末账面现金 yoy+35%至 48 亿美元	46
图表 82: 双减后账面现金仍保持高位	46
图表 83: FY24Q1-3 经营现金流 yoy+36%至 7.5 亿美元	47
图表 84: FY24Q3 经营现金流 1.1 亿美元	47
图表 85: FY24Q3 末递延收入 yoy+31%至 15 亿美元	47
图表 86: FY23Q1 后递延收入同比回升	47
图表 87: 财务预测摘要	48



1 行业政策和监管执行层面的具体变化

1.1 政策总纲：边界愈发清晰，监管逐步规范

“双减”总纲未变，监管边际日益清晰。2021年7月双减政策发布以来，整体思路一脉相承，减轻学生负担理念不变。具体执行层面逐渐规范，涉及资金监管、培训内容备案与监督、广告宣传、营业时间、价格指导等多方面的严格管制。尤其是在义务教育阶段（K9），学科类培训机构受到严格监管，包括不再批准新的K9阶段学科类校外机构，并要求存量机构转为非营利性。针对高中学科培训，从初始文件的“参照执行”逐步过渡到政策口径的合规，而牌照审批未见增量。

2022年10月28日教育部在人大代表会报告中指出，行业整治已取得阶段性成果，后续政策监管逐渐走向清晰化。报告显示“双减”实施前后，义务教育阶段的线下学科类培训机构数量从12.4万家减少到4932家，压减率高达96%；线上学科类培训机构则从263家减少到34家，压减率为87%。2022年12月《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》进一步明确“双减”不是禁止校外培训，而是要使非学科类培训成为“学校教育的有益补充”。2023年9月26日教育部发布《校外培训行政处罚暂行办法》，对校外培训的违规行为设定了具体的处罚规定。

教育部2024年2月8日发布《校外培训管理条例（征求意见稿）》草案意在推进治理规范化、合法化，针对合理的培训需求，政策明确校外培训为学校教育的有益补充，且鼓励校外场馆开展培训、引导非学科类校外培训机构参与学校课后服务。明确了非学科培训对学生合理培训需求补充的定位，为教培机构转型提供明确的合规化道路，有利于推动行业有效供给的良性发展；针对高中阶段学科培训，为行业参与者提供了更加清晰的参照，而头部机构凭品牌力带来的信任度与领先的机构数量带来的学生触达率有望优先受益；针对新增机构，在全国性政策层面明确了更加清晰的表述，为行业合规化发展提供明确的指引。

图表 1: K12 教培政策及文件梳理

时间	部门	政策/文件	内容
2021年7月24日	国务院、中共中央办公厅	《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》	坚持从严审批机构： 义务教育阶段（K9）学科类校外培训机构不再新增审批，存量机构统一登记为非营利性；非学科类分类制定标准，严格审批；学科类培训机构一律不得上市融资，严禁资本化运作； 规范培训服务行为： 建立培训内容备案与监督制度；严控学科类培训机构开班时间； 管控培训广告： 限制校外培训广告宣传； 强化培训收费监管： 学科类校外培训收费纳入政府指导价管理； 不再审批新的面向学龄前儿童的校外培训机构和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。
2021年7月28日	教育部	《关于进一步明确义务教育阶段校外培训学科类和非学科类范围的通知》	对学科类和非学科类范围界定。 学科类：涉及以上学科国家课程标准规定的学习内容进行的校外培训。 非学科类： 体育（或体育与健康）、艺术（或音乐、美术）学科，以及综合实践活动（含信息技术教育、劳动与技术教育）等。
2021年11月8日	教育部	《义务教育阶段校外培训项目分类鉴别指南》	明确了“学科类”项目鉴别依据，即要从 培训目的、培训内容、培训方式、评价方式 等维度，对培训项目进行综合考量。
2022年3月3日	教育部等三部门	《关于规范非学科类校外培训的公告》	规范非学科类校外培训行为，有效防范培训质量不高、价格肆意上涨、存在安全隐患等问题，保护学生及家长合法权益。
2022年10月28日	国务院	《国务院“双减”报告：学科类培训隐形变异难题还需破解》	指出“双减”前后，义务教育阶段线下学科类培训机构从12.4万家下降至4932家，压减率96%，线上学科类培训机构从263家下降至34家，压减率87%，“学生校外培训负担有效减轻”， 行业整治已取得阶段性成果。
2022年	教育部等	《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》	强调并不是要禁止非学科类培训，而是要 加快规范非学科类培训，使非学科类培训



12月28日	十三部门	《非学科类校外培训的意见》	尽快回归学校教育的有益补充定位上来 ，满足人民群众多样化需求，加强规范非学科类培训机构准入程序，收费管理，预收费监管和信息化管理等方面。
2023年7月24日	教育部	全国校外教育培训监管与服务综合平台上线	深化校外培训监管，不断巩固学科类培训治理成果，深化非学科类培训监管， 促进校外培训成为学校教育有益补充 。全国校外教育培训监管与服务综合平台已纳入首批10多万家白名单的校外培训机构（含线上、线下和学科、非学科）。
2023年8月23日	教育部	《校外培训行政处罚暂行办法》	自2023年10月15日起施行，对自然人、法人或者其他组织擅自举办校外培训机构、自然人、法人或者其他组织变相开展学科类校外培训、擅自组织面向中小学生的社会性竞赛活动等行为制定处罚规定。其中，明确对擅自举办校外培训机构的（小黑班），具有2名以上培训从业人员的，处违法所得一倍以上五倍以下罚款。
2023年9月26日	中国民办教育协会	针对上述《办法》谣言的辟谣	《办法》并非网传的要全面禁止校外培训，而是要依法管理校外培训，让合规者受到保护，让违法者付出代价，使校外培训在法治轨道上运行，推动行业健康发展。
2024年2月8日	教育部	《校外培训管理条例（征求意见稿）》	界定校外培训学段范围 ，即中小学及3-6学龄前阶段，不包括高中阶段； 明确办学许可审批流程 ，线下培训机构先由行业主管部门进行界定分类并审核同意，再由政府教育行政部门审批。线上培训机构则由省级人民政府； 规范校外培训机构 ，针对从业人员、机构名称、收费价格、培训时长（义务教育阶段学科类培训不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假，且培训时长、时段由地方政府决定）等方面进行规范。 鼓励非学科类校外培训 ，鼓励少年宫、科技馆、博物馆等场所开展校外培训，且支持地方政府引入优质校外培训机构参与学校课后服务。
2024年3月15日	北京市文旅局、北京市教委	《北京市文化艺术类校外培训机构设置标准（试行）》	适用范围 ：面向3-6岁学龄前儿童的文化艺术类校外培训机构（音乐、舞蹈、美术、戏曲戏剧、曲艺五类）。机构主要开展目的为培养兴趣爱好、提高艺术素养和综合素质、推进全民艺术普及而进行的非学历类培训。 主要内容 ：明确校外培训机构的设置条件，对注册资本、培训场所、党建工作、管理及教学人员、培训材料管理、应急管理和消防安全、财务管理等方面提出了具体要求。
2024年3月15日	上海市文旅局、上海市教委	《上海市文化艺术类校外培训机构设置标准》	适用范围 ：国家机构以外的组织或者个人，利用非国家财政性经费，在上海市行政区域内，通过线上或者线下方式面向中小学生、通过线下方式向学龄前儿童实施文化艺术类校外培训活动，依法依规设置的文化艺术类校外培训机构。《设置标准》实施前已设立的上海市文化艺术类校外培训机构须在2025年6月30日前或变更登记前，依法办理办学许可等手续。 主要内容 ：规范上海市文化艺术类校外培训机构的设置与管理，包括适用范围、基本原则、培训场所、设施设备、安全保障、线上培训、从业人员、培训内容等方面的具体要求。

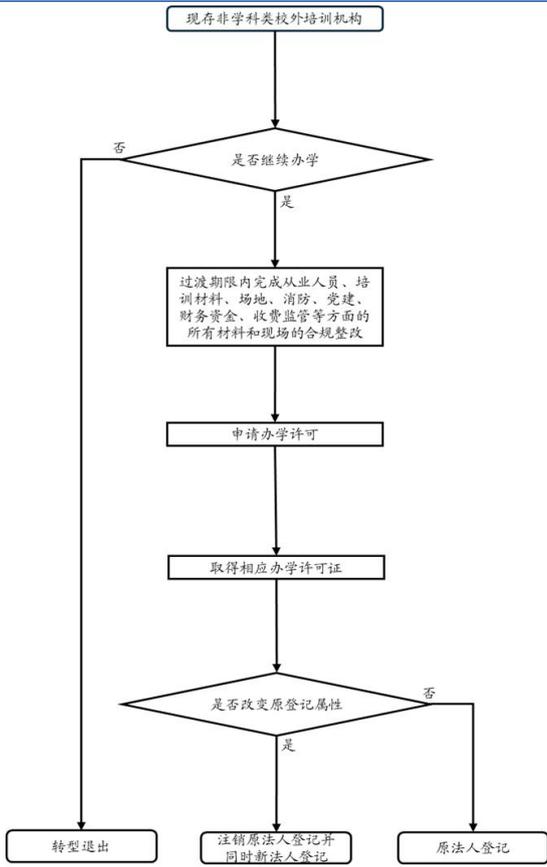
数据来源：教育部官网，中国人大网，中国民办教育协会官方微信，华福证券研究所

1.2 政策细则：广东政策更加细化，便于合规化从业者理解政策方向

各省市具体政策及执行各有不同，其中广东省政策细则相对明确。《广东省非学科类校外培训机构办学许可证流程指引（试行）》规范要求现存非学科类校外机构整改并办理相关许可证。2022年12月1日起，设置一年过渡期。对于已经取得市场监管部门颁发的营业执照（或者在机构编制、民政部门登记注册）的非学科类校外培训机构，继续办学的机构应当在过渡期限内全部完成从业人员、培训材料、场地、消防、党建、财务资金、收费监管等方面的所有材料和现场的合规整改，申请办理许可并取得相应的办学许可证。广东省同时明确了非学科类校外培训机构办学许可证的审批流程，确保教育质量和合规性，包括名称审核、申请提交、受理、审批、公告发布、法人登记六个关键阶段，每阶段都配有详细的操作指引。

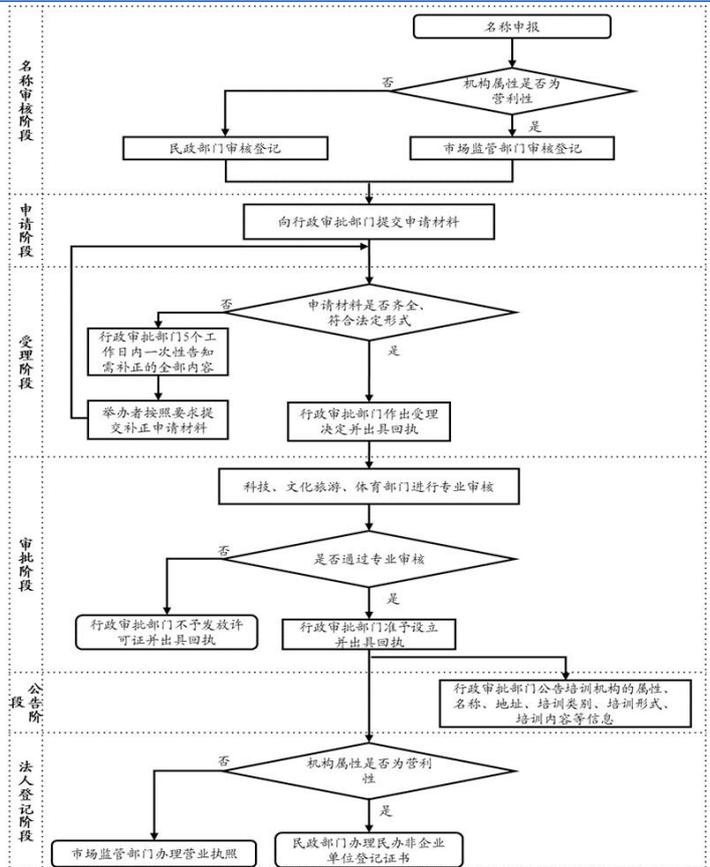


图表 2: 现存非学科校外机构整改流程



数据来源: 广东省教育厅, 华福证券研究所

图表 3: 非学科类办学许可证审批流程



数据来源: 广东省教育厅, 华福证券研究所

1.3 执行层面: 新增非学科类牌照发放, 执行效果指向合规发展

从政策落地以来执行层面的跟踪和观察看, 针对违规机构的处罚与合规牌照的新增并存, 进一步印证双减不是禁止而是引导行业走向规范化发展。双减两年多至今, 政策执行边界逐渐明确, 叠加头部机构的转型, 在经营层面已形成新的平衡。

1) 从近期罚款案例看, 对不合规的层面依然严格禁止。“双减”政策初期末端执行力度严格, K9 学科类培训迅速出清或转为非营利性或转至地下。政策逐渐清晰后, 明确 K9 非学科类培训&高中培训为合规。非合规校外培训的罚款事件时有发生, 但都明确针对无证办学及隐形变异等行为, 从监管行为上鼓励培训机构合法、合规运营与展业。

图表 4: 近期针对非合规校外培训的罚款事件

时间	地点	事件	罚款金额
2023 年 9 月 13 日	杭州	2023 年 8 月, 网红“铁头惩恶扬善”发布视频, 举报杭州一新东方学校违规补课。	责令停止办学、退还所收费用, 并处违法所得一倍罚款 15.4 万元
2023 年 9 月 15 日	无锡	无锡学而思未取得办学许可擅自开展学科类培训活动: 今年 5 月, 当事人以托管班名义招收了 3 名学生, 开展为期 4 课时的数学培训课程, 共计收费 2160 元。 此外, 当事人所属集团下属新加坡公司在无锡市区招收了两个“MC 培训班”, 每个培训班招收 15 名学生, 截至被发现, 当事人承担了 2 课时的线下 MC 培训(奥数培训), 并按照 150 元/课时每人收取费用, 共计收取费用 9000 元。上述 3 个学科类培训班 33 名学生共计收费 11160 元。	处违法所得 1.12 万元三倍的罚款 3.35 万元
2024 年 2 月 26 日	哈尔滨	新东方彼岸(哈尔滨)教育科技有限公司南岗分公司未取得办学许可证, 进行雅思托福英语培训, 属擅自举办培训机构。	停止违规办学行为; 有序退费; 没收违法所得 23 万余元并处五倍罚款 115 余万



2024年 1-2月	长沙	查处44起无证办学培训，其中学科类隐形变异学科培训32起，无证非学科培训12起，有证培训机构违规开展学科培训7起。	-
---------------	----	---	---

数据来源：天眼查，微星沙，华福证券研究所

2) 从三地培训机构白名单及新增牌照看，对合规的方向给予支持。福建省“双减”办公布面向中小学生的首批学科类培训机构“白名单”。2023年12月27日，为认真贯彻落实国家“双减”政策，强化对学科类校外培训机构的日常监督管理，帮助学生及家长理性选择合法合规的学科类校外培训机构，切实维护广大学生家长的合法权益，福建省公布面向中小学生的首批学科类培训机构“白名单”。名单中包含451个机构，其中机构培训阶段是纯高中阶段的有179个，纯义务教育阶段的有187个，义务教育和高中阶段均涉及的有85个。

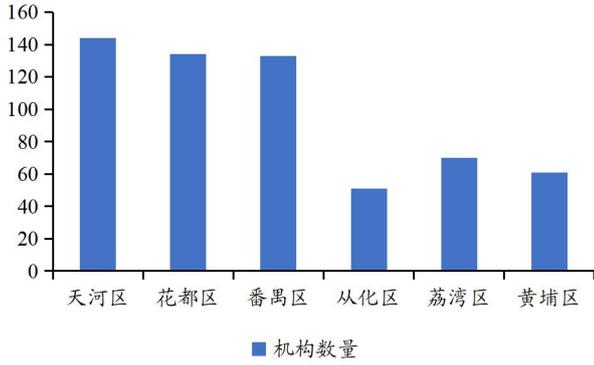
图表5：福建省学科类“白名单”机构数量（个）

城市	高中阶段	义务教育阶段	义务教育阶段&高中阶段	合计
福州市	59	18	34	111
厦门市	37	14	8	59
漳州市	4	38	9	51
泉州市	34	23	3	60
三明市	3	14	-	17
莆田市	25	26	10	61
南平市	12	16	4	32
龙岩市	-	15	5	20
宁德市	5	15	4	24
平潭市	-	8	8	16
合计	179	187	85	451

数据来源：福建省教育厅，华福证券研究所

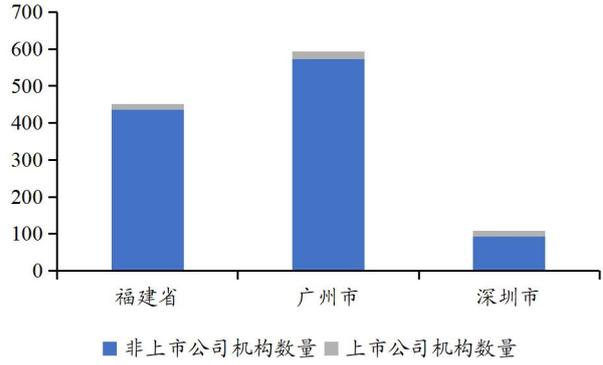
广州市发布校外培训机构“白名单”，发放非学科类线上培训牌照。近日，广州市多个区公布的“白名单”中共涉及593个机构，包含非学科类与学科类。自2023年8月10日起，广东开启线上非学科牌照发放，准许开展中小学体育、文化艺术、科技等非学科类线上培训，截至目前共发放8张牌照。同时，深圳龙岗区发布的校外培训“白名单”中涉及109个机构。三地“白名单”中上市公司机构包括新东方15家、好未来6家、学大教育4家、卓越教育6家、思考乐教育16家、昂立教育5家。上市公司具有规模和资源优势，更有能力适应和符合政策要求，其历史积累的品牌力在学生和家长端也更能获得信赖，在逐渐明确的政策环境下保持竞争力，优先受益。

图表 6: 广州市区域公布“白名单”机构数量(个)



数据来源: 广州日报微信公众号, 华福证券研究所

图表 7: 三地“白名单”机构中上市公司情况



数据来源: 福建省教育厅, 广州日报微信公众号, 深圳龙岗区教育局, 华福证券研究所

图表 8: 广东省新颁发中小学线上非学科类培训机构办学许可证

时间	许可决定文书名称	行政相对人名称	许可内容	许可编号	培训项目限制
2023年8月10日	关于同意正式设立广东省核桃线上非学科培训学校有限公司的决定	广东省核桃线上非学科培训学校有限公司	中小学科技类线上培训	教民 244010671000039 号	-
2023年8月25日	关于同意正式设立广东省童喜线上非学科培训学校有限公司的决定	广东省童喜线上非学科培训学校有限公司	中小学体育、文化艺术、科技、其他非学科类线上培训	教民 244010671000059 号	-
2023年8月25日	关于同意正式设立广东省唯爱培思线上非学科培训学校有限公司的决定	广东省唯爱培思线上非学科培训学校有限公司	中小学体育、文化艺术、科技类线上培训	教民 244010671000049 号	-
2023年9月28日	关于同意正式设立广东省简小知线上非学科培训学校有限公司的决定	广东省简小知线上非学科培训学校有限公司	中小学体育、文化艺术、科技、其他非学科类线上培训	教民 244010671000069 号	-
2023年9月28日	关于同意正式设立广东省高途云集线上非学科培训学校有限公司的决定	广东省高途云集线上非学科培训学校有限公司	中小学体育、科技类线上培训	教民 244011271000039 号	-
2023年10月26日	关于同意正式设立广东省豌豆线上非学科培训学校有限公司的决定	广东省豌豆线上非学科培训学校有限公司	中小学体育、科技类线上培训	教民 244011271000049 号	围棋、编程
2023年10月26日	关于同意正式设立广东省六一线上非学科培训学校有限公司的决定	广东省六一线上非学科培训学校有限公司	中小学文化艺术类线上培训	教民 244010671000079 号	美术
2023年12月29日	关于同意正式设立广东省探月线上非学科培训学校有限公司的决定	广东省探月线上非学科培训学校有限公司	中小学科技类线上培训	教民 244030571000059 号	编程

数据来源: 广东省行政执法信息公开平台, 华福证券研究所

2 各业务具体运作模式和结构变化

图表 9: 新东方财年与自然年对照表

财年	2021.7.24: 双减发文				2021.12.31: 双减落地										
	FY21Q1	FY21Q2	FY21Q3	FY21Q4	FY22Q1	FY22Q2	FY22Q3	FY22Q4	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3
自然年	20M6-8	20M9-11	20M12-21M2	21M3-5	21M6-8	21M9-11	21M12-22M2	22M3-5	22M6-8	22M9-11	22M12-23M2	23M3-5	23M6-8	23M9-11	23M12-24M2

数据来源: Wind, 华福证券研究所

2.1 双减前后业务构成的变化

公司发展经历三个阶段。1) 1993-2006年: 业务起步阶段。1993年公司成立北京新东方学校, 发展初期致力于提供出国考试培训(托福、GRE、GMAT), 后随着



受众不断扩大，公司业务矩阵逐渐丰富，包括出国咨询、图书、少儿英语教育等业务，且辐射范围在全国扩张。2) 2006-2021年：快速扩张阶段。公司于2006年9月7日在美国纽约证券交易所成功上市，成为在美国上市的第一家中国教育机构。随后公司快速扩张，在2006-2016财年期间于福州、合肥、南昌、黄石、湘潭、吉林、泉州、锦州等34城新设新东方学校。截至2020年5月31日，公司在91个城市中拥有104所学校和1,361个学习中心。2019年子公司新东方在线于港股上市，2020年新东方于港股二次上市。3) 2021年至今：业务转型阶段。2021年受国家“双减”政策影响，公司终止K-9学科类培训业务，开始业务转型，逐步探索出非学科培训新教育业务并获得学生认可。2021年12月，新东方在线开辟新赛道，打造直播带货平台“东方甄选”，引领“知识型带货”新模式。2023年成立新东方文旅集团，推出面向全年龄段的多样文旅产品。

图表 10: 新东方发展历程

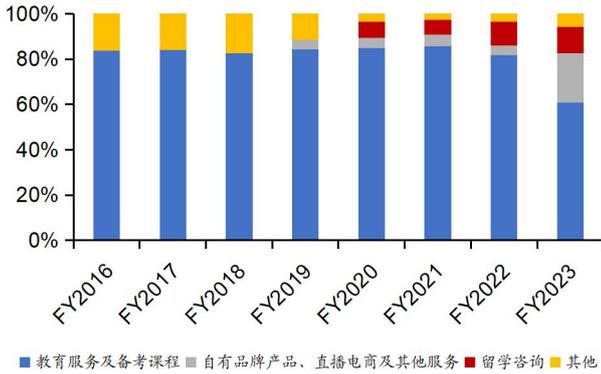


数据来源：公司公告，公司官网，华福证券研究所

双减前：教育服务及备考课程支撑主要营收，且毛利率维持在50%以上，营业利润率约20%~25%，FY2021教育服务及备考课程营收36.67亿美元/占比86%，留学咨询营收2.79亿美元/占比6.5%。双减后教培业务收缩且利润率同步下降，留学咨询仍维持增长，直播等新业务帮助公司度过低谷期。公司业务创新及行业经营环境逐步企稳后，FY2023教育业务毛利率回升至58%，营业利润率回升至18%；教育服务及备考课程/自有品牌及直播电商/留学咨询营收分别18.25亿美元/6.47亿美元/3.55亿美元，占比分别61%/22%/12%。

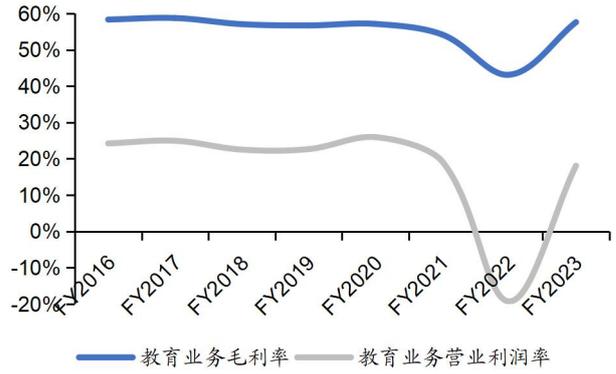


图表 11: 财报口径分业务营收占比



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

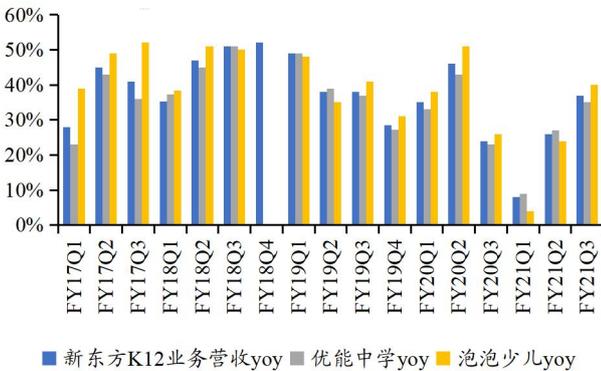
图表 12: 新东方教育业务盈利能力



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

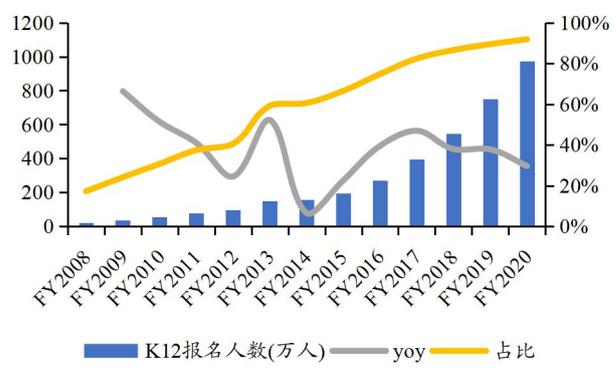
复盘双减前公司 K12 业务, 曾乘行业东风, 依靠新增分校瞄准刚需学段和名师资源迅速扩张, 包含小学的泡泡少儿和中学的优能中学两大品牌, 双减及疫情前双品牌均维持高增速, 其中泡泡少儿增速更优, 单季度营收增速处于 30%~50% 区间。FY2008-FY2020 客群规模高速扩张过程中主要贡献亦逐渐向 K12 倾斜, K12 报名人数占比于 FY2013 过半, 其中 FY2008-FY2013 新东方 K12 报名人数从 22 万人增长至 148 万人, CAGR 为 46%, 占比从 17% 提升至 59%; FY2014-FY2020 新东方 K12 报名人数从 158 万人增长至 974 万人, CAGR 为 35%, 占比从 61% 提升至 92%。

图表 13: 新东方 K12 历史营收增速



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 14: 新东方 K12 历史报名人数



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

双减后: 目标客群迁移配合业务转型。 双减前传统业务的 K12 学科培训中, 仅高中学段业务保留, 小学学科培训主要转型为非学科培训, 初中学科培训主要向学习机业务迁移。新业务中电商和文旅部分, 则是以新东方大 IP 为基础, 迎合学生及家长的多层次需求, 向上进行年龄层的延伸, 一方面直接为公司贡献增量业绩, 另一方面助力集团进行商业版图的扩张。



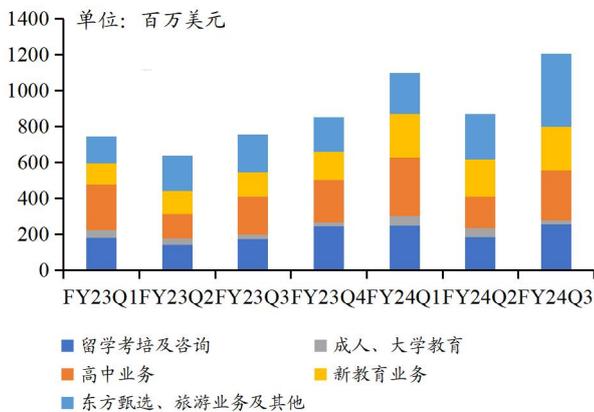
图表 15: 新东方业务模式创新前后产品和人群结构

		双减前	双减后	年龄段
传统业务	教育业务	留学业务	留学培训: 雅思托福等 留学咨询: 留学规划及申请等	中老年
		成人培训	考研: 为主要业务 语言类: 四六级等 职业类: 注会等	成人及大学生
	K12学科培训	泡泡少儿: 幼儿园及小学	小学转型非学科培训	高中
		优能中学: 初中及高中学科培训	初中转型学习机 高中学科培训保留	初中
其他	游学及营地 图书销售 to B		小学	
新业务	新教育业务	少量K9素质培训 少量硬件产品	非学科培训 学习机	小学
	电商及其他	23年3月前名为新东方在线, 包含线上培训	转型为电商东方甄选 文旅	幼儿园

数据来源: 公司官网, 公开业绩会, 华福证券研究所

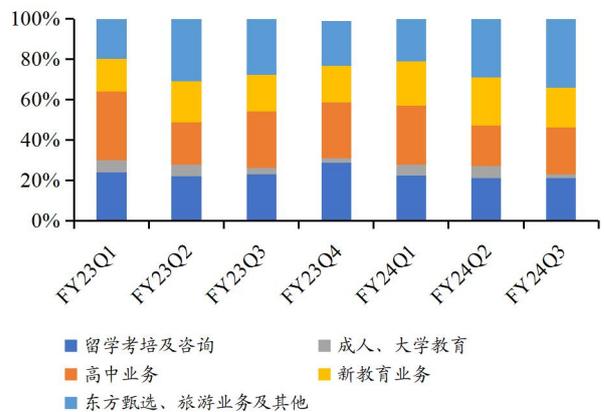
转型至今新教育业务发展迅速, 产品已获得学生和家长的认可, 营收已由FY23Q1的1.19亿美元逐步增长至FY24Q3的2.41亿美元, 占比自16%提升至20%, 有望形成持久且强劲的增长新引擎, 同时留学、高中等传统业务维持强劲增长。参考最新财季业务结构, FY24Q3 电商旅游及其他/高中/留学/新教育/成人营收分别4.10/2.78/2.54/2.41/0.24亿美元, 占比分别34%/23%/21%/20%/2%。

图表 16: 新东方转型后分业务营收



数据来源: 公开业绩会, 华福证券研究所

图表 17: 新东方转型后分业务营收占比



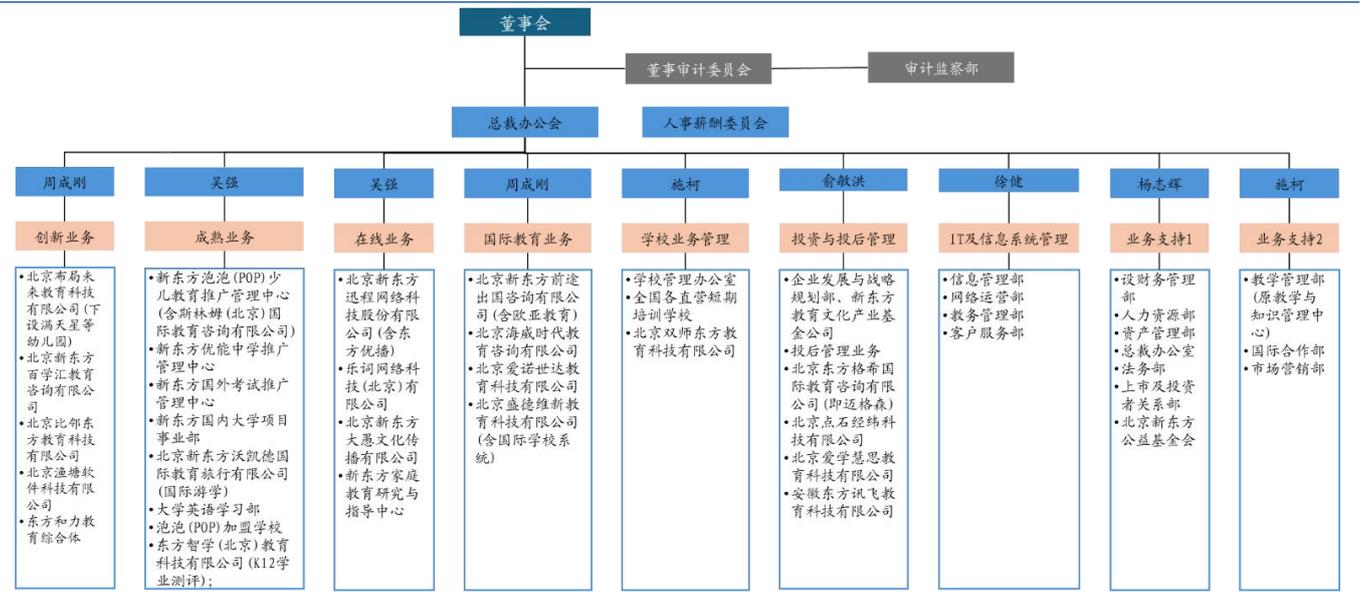
数据来源: 公开业绩会, 华福证券研究所

创始人俞敏洪为实际控制人, 股权架构稳定。截止2023年11月30日, 俞敏洪先生持股比例12.2%, 为集团实际控制人, 其余董事及高级管理人员持股比例均小于1%, 全体董高人员合计持股比例12.8%。同时, 集团持有东方甄选54.89%股份, 对应持股比例的利润纳入集团报表。



与投后管理；CEO周成刚负责创新业务（含百学汇、比邻东等）和国际教育业务（含前途咨询等）；CFO样志辉负责业务支持1（含财务管理部、人力资源部等）；副总裁吴强负责成熟业务（含泡泡少儿、优能中学等）和在线业务（含迅程网络、大愚文化等）；副总裁施柯负责学校业务管理（含学校管理办公室等）和业务支持2（含教学管理部、市场营销部等）；副总裁徐建负责IT及信息系统管理（含信息管理、客户服务部等）。“双减”后，集团致力于构建素质教育体系，停止K9学科类业务并专注发展新业务。集团顺应政策要求，集团于2021年8月6日成立北京新东方素质教育成长中心，专注学生德智体美劳五育发展。10月13日，集团发布通知对培训学校业务部门组织结构做出调整：取消泡泡少儿部、优能初中部等K9学科类业务部门；成立青少部，负责K9（含学前）学段非学科教育培训、学科类非培训业务（如学习机等）；各学校设立国际游学和营地教育部，面向全学段进行研学营地业务；根据学校所在地实际情况设立高中部（含高中班级业务、高中一对一业务），面向高中学段进行学科类培训业务。综上，各培训学校原则上保留2至3个标化业务部门，分别为青少部、国际游学和营地教育部、高中部。11月，集团合并泡泡少儿和优能中学部门，成立学习成长中心。

图表 20: 新东方组织架构



数据来源：芥末堆，华福证券研究所（注：组织架构来自于2018年5月25日报道）

2.2 新教育业务具体在做什么

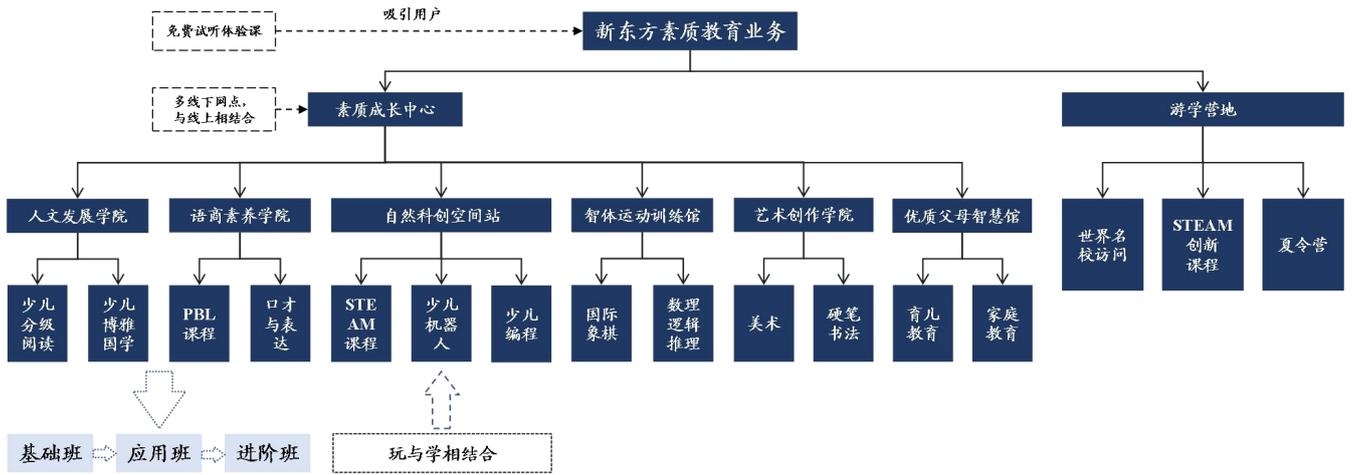
2.2.1 素质教育：小学学科培训的核心转型方向

新东方素质教育的业务布局反映出对未来教育趋势的前瞻性思考和对青少年全面发展的深刻理解。分为素质成长中心和游学营地两大板块，提供丰富多样的教学内容，创新教育模式，旨在培养孩子的多元化能力。1) 素质成长中心结合线上线下模式，通过免费试听课程吸引顾客，包括人文发展学院、语商素质学院、自然科创空间站、智体运动训练馆、艺术创作学院和优质父母智慧馆六大领域。课程设计上，



从少儿分级阅读、博雅国学，到 PBL 课程、口才与表达，再到 STEAM、少儿机器人、编程课程，以及国际象棋、数理逻辑推理，乃至美术和硬笔书法，均强调寓教于乐，分基础、应用和进阶三个层次，体现新东方对孩子个性化和阶段性成长需求的全方位匹配。2) 游学营地板块通过世界名校访问、STEAM 创新课程和夏令营等活动，拓宽学生视野，增进实践经验，促进其全面发展。综合来看，新东方素质教育的策略和执行力展现教育创新的决心和能力，不仅着眼于知识的传授，更致力于能力的培养和个性的塑造。

图表 21: 新东方素质教育业务模式



数据来源: 公司官网, 投中网, 华福证券研究所

1) 课程内容是什么?

素质教育是公司原小学学科培训的核心转型方向。其课程内容分为学习类和非学习类，教学内容不同于公立学校校内内容，通过附加应用场景的知识传授方式，培养儿童学科关联的能力素质，如表达能力、文学素养、逻辑思维等。集团课程产品体系完善，针对不同学龄的儿童设立不同的教学内容和方式，以适应不同发展阶段的学习需求。例如，在益智课程中，根据学生年级不同设置了 18 个等级。对于幼儿园小班的学生，采用情景教学和科技互动的方式培养孩子的形象思维。而对于六年级的学生，则通过联想教学的方式，引导学生学习模型建立、抽象概括等更高级的思维技能。这种逐级深入的课程设置，不仅有助于孩子们在各个阶段获得适宜的知识和技能，也确保了教学内容的连贯性和系统性，从而使学生能够在不断的学习过程中，逐步建立起复杂的思维模式和高级的能力素养。

图表 22: 新东方素质素养课具体课程内容

课程	产品体系										
益智	L1-L3 (幼儿园小班) 动作发展为主 形象思维萌芽 情景教学+科技 互动	L3-L5 (幼儿园中班) 形象思维 情景教学+科技 互动	L5-L7 (幼儿园大班) 抽象思维萌芽 情景教学+科技 互动	L7-L9 (1年级) 规律探索 图形认知 ... 情境教学	L9-L11 (2年级) 数感运算 数据处理 ... 阶梯教学	L11-L13 (3年级) 有序思考 分类归纳 ... 动态教学	L13-L15 (4年级) 逻辑分析 应用实践 ... 翻转教学	L15-L16 (5年级) 空间感知 类比迁移 ... 形象教学	L17-L18 (6年级) 模型建立 抽象概括 ... 联想教学	L6 科普应用 辩证讨论	
双语	S1 故事启蒙 歌谣韵律 故事欣赏	S2 故事表演 合作表演 自信表达	S3 故事创作 想象改编 交际运用	L1 口才探索 增强自信	L2 口才发展 勇于表达	P2 (3年级+) C++算法-进阶	L3 口才表演 积极交流	L5 科学实践 例题介绍			
编程	S1 (1-2年级) 图形化编程-启 蒙	S2 (1-2年级) 图形化编程-进 阶	P1 (3年级+) Python编程-基 础	P2 (3年级+) Python编程- 应用	P2 (3年级+) C++算法-基础	L6 (6年级) 深度阅读 表达创作 ...	L4 科普探索 演讲启蒙				
博文	L1 (1年级) 经典朗读 能拼会读 ...	L2 (2年级) 博古通今 深度阅读 ...	L3 (3年级) 深度阅读 表达创作 ...	L4 (4年级) 深度阅读 表达创作 ...	L5 (5年级) 深度阅读 表达创作 ...	L6 (6年级) 未来造物者 衔接比赛					
创客	L1 百变小创客 探索思维	L2 科创小极客 项目思维	L3 超级工程师 科学思维	L4 智能发明家 编程思维	L5 数字科创家 造物思维						
书法	L1 (6-8岁) 书法1-2级 坐姿执笔 基本笔画 ...	L2 (7-8岁) 书法2-3级 偏旁部首 合体字 ...	L3 (8-9岁) 书法4-5级 字形结构 章法创作 ...								

数据来源: 公司官网, 公司官方公众号, 华福证券研究所

2) 为什么需求还是很旺盛?

从需求层面来看, 素质教育课程注重“授人以渔”的底层能力培养, 对校内成绩有促进作用, 市场需求旺盛。素质教育不局限于传授知识, 而是注重“授人以渔”的底层能力培养, 来使学生具备在未来不断学习和适应新环境的能力, 促进个人成长和发展。新东方提供双语、编程、博文、创客、书法和益智等多样化的素质类课程, 让学生在“做中学”“学中做”中不断提高自身观察力、思维能力、创造力、表达能力、问题解决能力等底层能力。在这一教育过程中, 学生的文学素养和逻辑思维等学科关联的核心素质也随之得到提升。这种能力的增强对于提高他们在传统学科学习中的表现也起到了促进作用。因此, 中长期来看, 素质教育课程需求仍然旺盛。



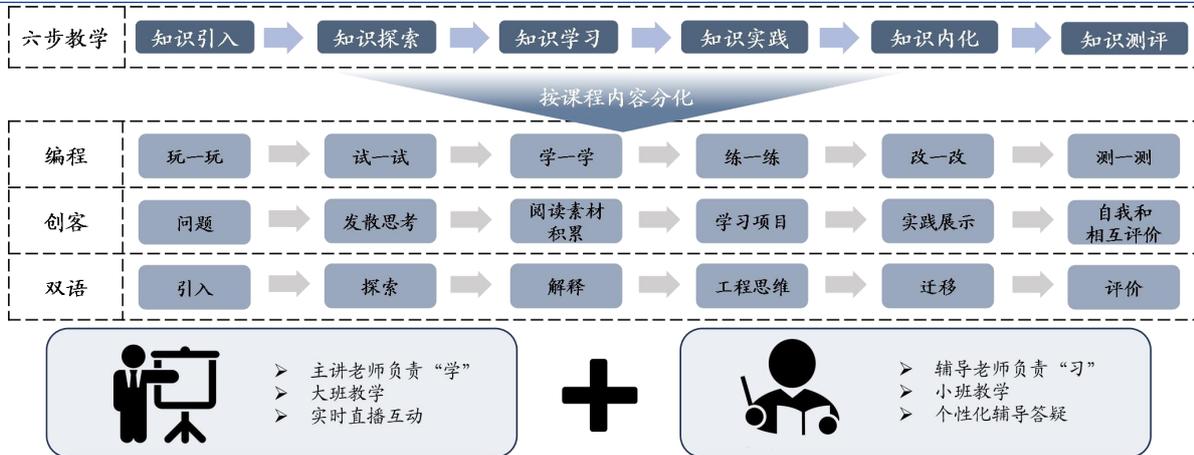
图表 23: 新东方素质素养课对应的能力培养

课程	能力培养
双语	通过完成演讲实验手工, 撰写演讲稿, 口才演讲模拟演练, 培养孩子 观察力, 探索能力和团队协作意识 , 激发孩子创造力的同时让孩子在演中学, 做中学培养孩子的 表现力、表达力、感受力和思考力 。
编程	培养孩子五大能力, 培养孩子五大能力。 计算思维 : 理解事物关系, 分析结构。 创造能力 : 应用知识, 激发创新。 抗挫折能力 : 坚持不懈, 勇于面对失败。 表达能力 : 思路清晰, 表达流畅。 专注力 : 提高问题解决和专注做事的能力。
博文	通过多维鉴赏、创作表达的方式, 培养孩子 思维能力 (创造性/逻辑性/批判性思维)、 人际交往能力 (同理心/团队合作/统筹执行)、 表演能力 (反应力/模仿力/观察力/注意力/情绪肢体控制力)、 跨文化学习能力 (感受力/表现力/多元文化意识/民族文化意识)。
创客	从解决实际问题出发, 通过电子电路、工程构建、程序设计三大知识模块, 引导孩子动手实践, 培养其工程思维和创新能力, 提高孩子的 动手实践能力、问题解决能力、科学探究能力和团队协作能力 。同时, 通过工程项目式的学习以及创新的氛围来培养孩子思维、认知, 以此加深孩子对知识的理解, 拓宽孩子的知识面。
书法	通过学习字形结构、笔顺规则等书法基础和阅读书法故事、国学常识等相关知识拓展来培养孩子的 观察能力、书写能力、模仿能力、鉴赏能力和创作能力 。
益智	通过《取之不竭》、《循序渐近》、《数不胜数》、《以半击倍》、《火柴游戏》等益智课程培养孩子 数感、符号意识、模型思想、推理能力、空间观念、几何直观、数据分析观念、和运算能力 等。

数据来源: 公司官网, 公司官方公众号, 华福证券研究所

从供给层面来看, 优质课程供给稀缺, 且新东方业务转型以来课程内容和教学模式已经得到学生和家长的认可。延用六步教学法, 通过一步一步抛出问题、引导思考、知识实践的方式让学生自然地理解所学知识, 最后通过测评的方式加深印象。该教学法符合儿童学习和认知规律, 有助于提高学生学习效率。同时, 双师模式也被应用于新东方课堂, 每个班级都由主讲老师和辅导老师两类老师构成: 主讲老师负责“学”, 通过直播的实时互动进行大班教学; 辅导老师负责“习”, 以小班形式对学生个性化辅导。主讲老师均为集团优师, 教学经验丰富且课堂感染力强, 受家长和学生的认可度较高。

图表 24: 新东方六步教学法的灵活运用



数据来源: 公司官网, 公司官方公众号, 华福证券研究所

从性价比层面看, 大型机构由于总部教研能力及规模效应强, 教学和服务质量相对个人工作室具有明显优势, 且产品内容更新迭代能够及时对用户需求进行有效反馈, 同时课程定价相对个人工作室普遍更有优势。新东方集团旗下素质素养类课程总价区间从 1,290 元到 18,600 元不等, 部分课程课时均价低于 100/小时; 好未来、思考乐等机构所开设的素质素养类课程每小时均价也都处在 200/小时以下。

图表 25: 素质素养课价格对比

公司	课程内容	授课形式	总价(元)	课程设置	每小时均价(元)	推荐年龄	班级规模
新东方	编程	线上	1080	18 小时/12 课次	60-165	一年级至六年级	线上: 6-10 人小班 25 人以内大班 线下: 15-20 人大班 10 人以内小班
		线下	3960	24 小时/12 课次			
	创客	线下+直播	1290	18 小时/12 课次	72-350	学龄前至六年级	
		线下	7000	20 小时/10 课次			
	机器人	线下+直播	18600	60 小时/30 课次	155-157	学龄前至六年级	
		线下	2480	16 小时/8 课次			
	美术	线下+直播	3780	24 小时/12 课次	137-160	学龄前至六年级	
		线下	2880	18 小时/12 课次			
	围棋	线下+直播	3280	24 小时/12 课次	138	学龄前至六年级	
		线下	2480	18 小时/12 课次			
	硬笔书法	线下+直播	2880	24 小时/12 课次	120	学龄前至六年级	
		线下+直播	3480	24 小时/12 课次			
思辨与口才	线下	3480	24 小时/12 课次	145	学龄前至六年级		
	线下	4140	18 小时/12 课次				
双语故事表演	线下+直播	3120	24 小时/12 课次	130-230	学龄前至六年级		
	线下+直播	3000	22 小时/12 课次				
益智	线上	3000	22 小时/12 课次	136	学龄前至三年级		
	线下						
好未来	人工智能编程	线下	3840	18 小时/12 课次	80-213	学龄前至六年级	
			1200	8 小时/4 课次			
		线上	360	4.5 小时/4 课次			
			4500	30 小时/12 课次			
	机器人	线下	3750	20 小时/10 课次	188	学龄前至二年级	
	科学实验	线上	2250	30 小时/15 课次	59-119	一年级至初一	
			1800	28.75 小时/15 课次			
		线上自学	59	1 小时/1 课次			
	围棋	线下	3120	18 小时/12 课次	173	学龄前至四年级	
		线下	2100	12.5 小时/5 课次	140-200	一年级至六年级	
	国际	线上	4000	20 小时/10 课次			
		线上	1400	10 小时/5 课次			
科学思维	线上	2950	20 小时/10 课次	58-173	学龄前至初一		
		350	6 小时/3 课次				
人文创作	线上	3900	22.5 小时/15 课次	90-173	学龄前至初三		
		2950	20 小时/10 课次				
素养综合	线上	2700	30 小时/15 课次	80	学龄前至六年级		
		3900	22.5 小时/15 课次				
思考乐	线下	2400-2880	24 小时/16 课次	100-120	学龄前至四年级 (4-9 岁)		
						8 人以内小班	

数据来源: 公司官网, 公司官方公众号, 公司官方 APP, 华福证券研究所

3) 新业务合规性怎么看?

产品和形式都完全合规, 目前行业玩家和政策执行端达成平衡, 且龙头的合规性更优。行业发展至今对非学科培训的范围已形成愈发清晰的鉴定标准, 以广东省为例, 对培训内容的鉴定标准为培训项目培训内容在“学科类培训项目培训内容范围”所占比例 $\leq 50\%$, 视为不具有学科类别属性特征; 培训方式的鉴定标准为体验式教学、项目式教学、探究式教学、启发式教学以及游戏化教学等为主的教学方式; 以老师指导, 学生实践探索为主要特点; 培训方式具有趣味性较强、动手操作特点较强、玩耍时间相对较长、玩耍项目相对多等特点的非学科类培训方式占培训项目总课时的比例 $\geq 50\%$, 视为不具有学科类别属性特征。新东方自业务创新以来, 新教



育业务的课程模式贴合素质教育的引导方向，同时公司身为行业龙头更加注重合规。

图表 26: 新东方非学科培训课程内容

课程	学习内容
双语	借助演讲实验手工，撰写演讲稿，口才演讲模拟等丰富的活动，学习科学主题类科普文章，输出演讲稿达到模拟演讲效果。
编程	以图形化编程-Python-C++编程语言学习为主线，以儿童熟悉的生活场景为基础，结合趣味性故事和游戏，让儿童探索编程世界的奥秘，学习编程基础知识。
博文	通过“输入+输出”“读说+思辨”的方式设计“博文基础”、“表达创作”、“鉴赏总结”和“实践运用”四大板块课程，课程内容包括拼音读写、阅读鉴赏、文学拓展、主题写作等。
创客	课堂强调知识跨界，孩子会接触到科学、技术、工程、艺术、数学等不同领域基础知识。课程通过电子电路、工程构建、程序设计三大知识模块，引导孩子动手实践，让孩子在认识世界的基础上进行发明和创造，实现对跨学科知识的拓展和利用。
书法	课程内容不仅包括字形结构、章法创作、笔顺规则等书法基础，还涉及书法故事、国学常识、毛笔知识等书法相关知识拓展。
益智	通过精美图文教材、多种益智玩具、可爱动画形象和沉浸式的故事情景实现实践学习培养孩子注意力、记忆力、视觉与空间智力、逻辑思维能力、创造力。

数据来源：公司官网，公司官方公众号，华福证券研究所

2.2.2 学习机：初中学科培训的核心转型方向

积极布局教育智能硬件，探索教育信息化潜力。2017 年公司与科大讯飞合资企业推出首款智能学习产品 Real Skill；2018 年 7 月成立新东方 AI 研究院，研究教育应用；2021 年 12 月集团旗下子公司新东方在线联合天猫精灵推出首款智能词典笔产品，快速入局教育智能硬件，逐步形成软、硬件结合的新东方产品系统。2021 年 11 月正式启动学习机项目，提升学习效率。2022 年成立互联网智能产品技术中心，学习机发展至今，集成新东方沉淀了 30 年的教学精华，更融入前沿的人工智能技术，以独特的创新理念和科技实力，打破传统学习的桎梏，让学习更高效、更便捷。学习机业务已在大约 60 个城市铺开，客户留存率有所提升。未来，新东方还将继续探索将 AI 相关技术融入教育产品中，以提升教学效率。

1) 业务模式与常见的学习机有何不同？依托强大师资与丰富课程内容，打造租赁式智慧学习机。新东方学习机的优势是其强大的师资力量以及雄厚的研发团队，老师均为资深教学背景的名师，了解各个年龄段学生的学习痛点，其中的课程内容也是经过精心研发与反复打磨设计而成的，以本地化教材为基础，因材施教。依托强大的内容资源，新东方推出“OK 智慧学习机”，提供核心课程资源，辅以多元化辅导监督、作业批改、直播课等功能。销售模式为报名新东方学习机课程，同时获得租赁学习机的资格，并交付押金，在课程结束后，通过新东方微信公众号预约上门回收。新东方 OK 智慧学习机与市面上主流的学而思、科大讯飞学习机最大的不同是其采用租赁模式，实现从报名课程时流入用户端，结束课程时回收的闭环，而在内容的分科目提供上也更贴合学生的差异化需求。



图表 27: 新东方学习机与市面主流学习机(好未来为例)对比

	新东方 ok 智慧学习机	学而思学习机
价位	租赁模式, 无租金, 押金 1000 元, 课程内容 2000 元/科/三个月, 课程定价为原课程价格的 70%-80%, 单科课程 16 次课, 每节课 120 分钟	xPad2 Pro Max: 6599 元; xPad 经典款: 4369 元
销售模式	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 不单独售卖, 报名后开启租赁权限, 在新东方线下网点租赁到机器; ✓ 课程内容与新东方课程深度绑定, 线上线下结合, 学生可在家学习或携带学习机至新东方线下 AI 自习室进行自主学习; ✓ 课程结束后在各地地区的新东方网点进行微信预约, 即可退换机器拿回押金。 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 以线上官方直播间整机售卖为主, 主要有学而思官方旗舰店、学而思教育旗舰店、学而思网校官方旗舰店两家天猫旗舰店。此外, 与网红、教育专家、测评博主合作进行推广; ✓ 课程内容包含在机器中, 单个视频约 20 分钟, 适合碎片化时间学习, 互动性较强。
主要功能	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 提供老师答疑服务, 学生线上自主学习录课内容, 老师在工作日晚上六点到九点随时答疑, 周末早上九点到晚上九点答疑。 ✓ 每月 1.5 小时时长直播, 实时深度指导, 抽查提问讲解, 了解每个学生学习情况。老师可远程操控学习机, 属于额外赠送。学生上课后台记录保留, 家长可看到报告。 ✓ 学习机自带错题本功能, 自动按科目记录整理做过的所有错题, 点击按时间筛选查看今天本周本月的错题进行周期的巩固训练。 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 10 大 AI 辅导神器: AI 作文助手、AI 听写、AI 口算练习、AI 口算批改、AI 小思练习、AI 百科问答、AI 查字典、AI 指尖翻译、AI 读绘本、AI 背诵。 ✓ 对话式学习体验, 分步骤定位问题, 一问一学一练, 生动闭环理科难题。 ✓ 内置三种模式: 辅导小白, 由系统智能规划; 一键跟随, 官方教研传授经验; 全能妈妈, 匹配日常学习习惯, 灵活设置使用习惯。

数据来源: 公司官网, 公开业绩会, 华福证券研究所

2) 为什么需求旺盛? 从行业层面看, 疫情期间居家学习促进线上教育蓬勃发展, 学习机等教育智能硬件的市场热度攀升, 而学习习惯养成后具有延续性, 即使疫情结束依然保留下大量需求。从公司产品层面看, 新东方对学习机业务的理念是将传统线下教学体系迁移到智能系统, 产品内容是新东方多年教学经验的积累, 课程内容质量与口碑绩优。针对使用电子产品自制力的问题, 一方面提供老师答疑和面向家长的学情报告, 在监督层面提供多元化服务; 另一方面提供学习机和托管服务结合的学习模式。

图表 28: 新东方学习机个性化学习模式及定制化学习报告



数据来源: 公司公众号, 华福证券研究所

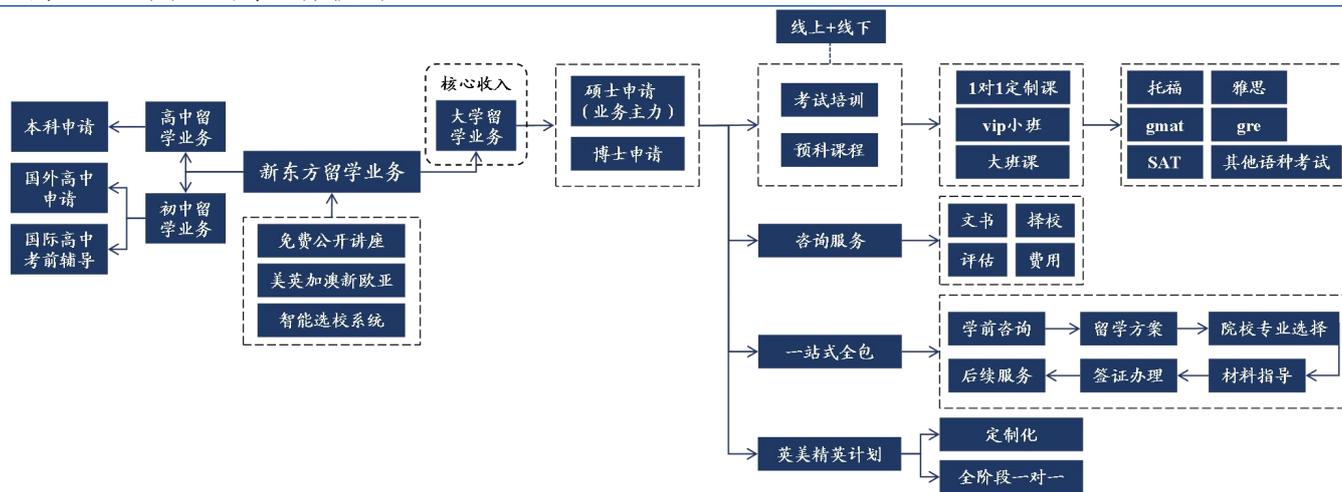
2.3 为什么率先实现盈利

2.3.1 历史业务结构决定抗风险性强

历史结构决定新东方传统教培业务留存下来的规模较大，构成经营韧性和快速复苏的基本盘。双减后保留出国考培和咨询、高中、大学业务，多元业务构成的集团化组织具备较强的抗风险能力，支撑公司度过行业转型期。

➤ **留学：**留学相关业务产品体系完备，考培和咨询服务占比各半，以大学留学业务即硕士申请为主要收入来源；班型结构涵盖一对一、小班、大班，线上线下结合；考培业务提供留学申请过程的多元需求，提供包括托福、雅思、GMAT、GRE、SAT等考试培训及预科课程等全面的课程内容；咨询服务涵盖文书代写、择校咨询、评估及费用等关键环节，以及一站式全包服务，包括学前咨询、留学方案定制、院校及专业选择、申请材料指导、签证申请和后续服务，以及针对高目标学生设计的英美精英计划。新东方依托品牌优势和对留学市场变化趋势的精准把握，以全面且深入的产品内容和服务在留学市场遥遥领先。

图表 29：新东方留学业务模式

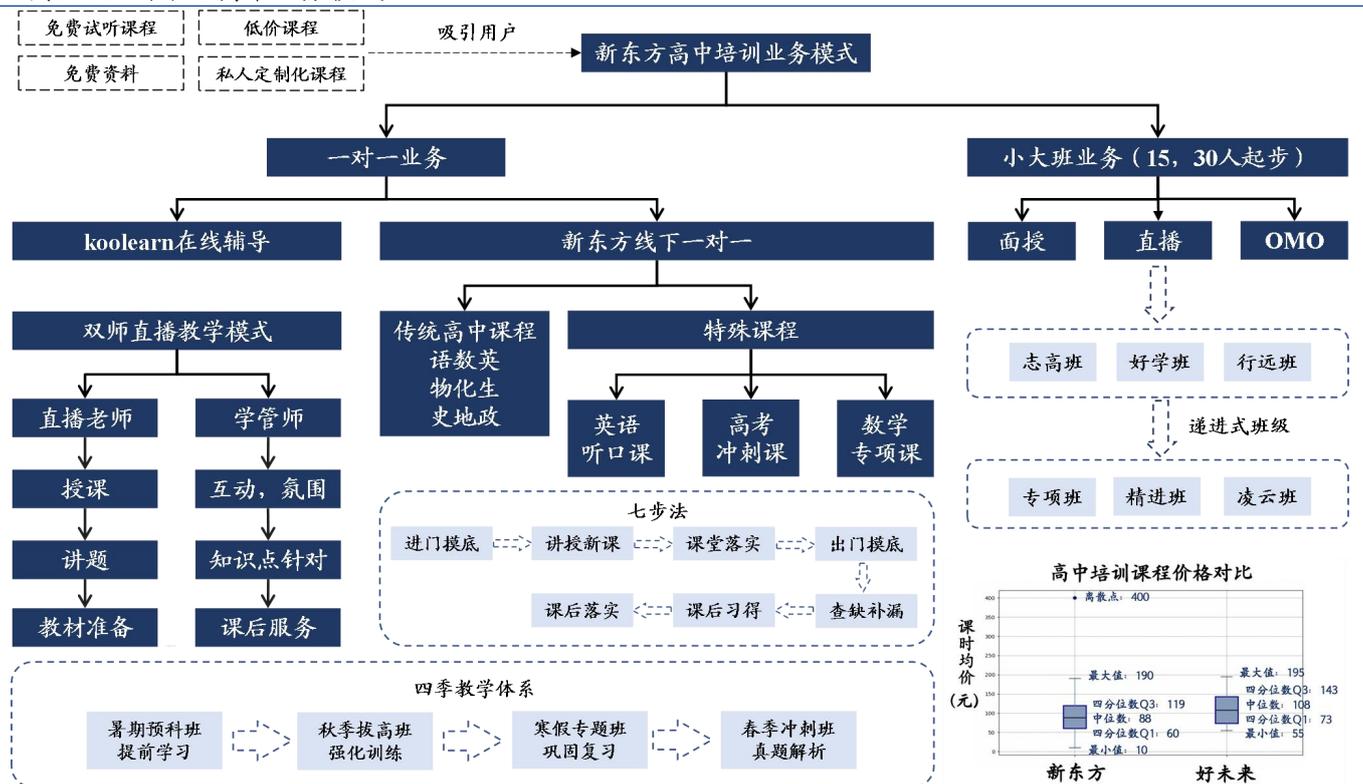


数据来源：公司官网，华福证券研究所

➤ **高中：**一对一、小班、大班模式齐全，一对一对学生自身素质和需求的匹配更加灵活，小班则性价比更高，同时全面的班型结构设置也有助于公司口碑和客户粘性的建立，例如大班或小班跟进有难度的学生可进行班型转换至一对一模式。授课形式涵盖线上、线下、OMO多场景。班级类型多元，课程的开设以教学难度由易到难递进，其中志高班、好学班、行远班较为基础，专项班、精进班、凌云班为拔高班。koolearn在线辅导采用双师直播教学模式，其中授课老师进行传统授课，讲题，备课，学管师负责与学生互动，改善直播课程氛围，针对学生的薄弱知识点进行课后辅导；线下一对一课程分为传统高中课程和特殊课程，特殊课程开展具有针对性的培训，例如英语听口课，高考冲刺课和数学专项课。相较于学而思，新东方高中培训课程价格整体覆盖面更加广泛，课程种类更多。除去一对一课程，新东方线下课程最高课时均价的整体范围为44到176元，学而思为72到195元。新东方

课程的课程总价相较于学而思偏高，课次较长，课程总价平均达到约 3000 元，而学而思的课程总价平均约为 2000 元，课程的平均课次较短。新东方一对一课程售价较高，平均课时均价达到 400 到 1745 元。总的来看，去除一对一课程，新东方的课时均价的四分位数落在 60 到 119.5 元，中位数为 88 元，而学而思课时均价的四分位数落在 73 到 143 元，中位数为 108 元，学而思的课时均价的价位整体高于新东方，但新东方课程价格覆盖范围更加广泛。

图表 30: 新东方高中业务模式

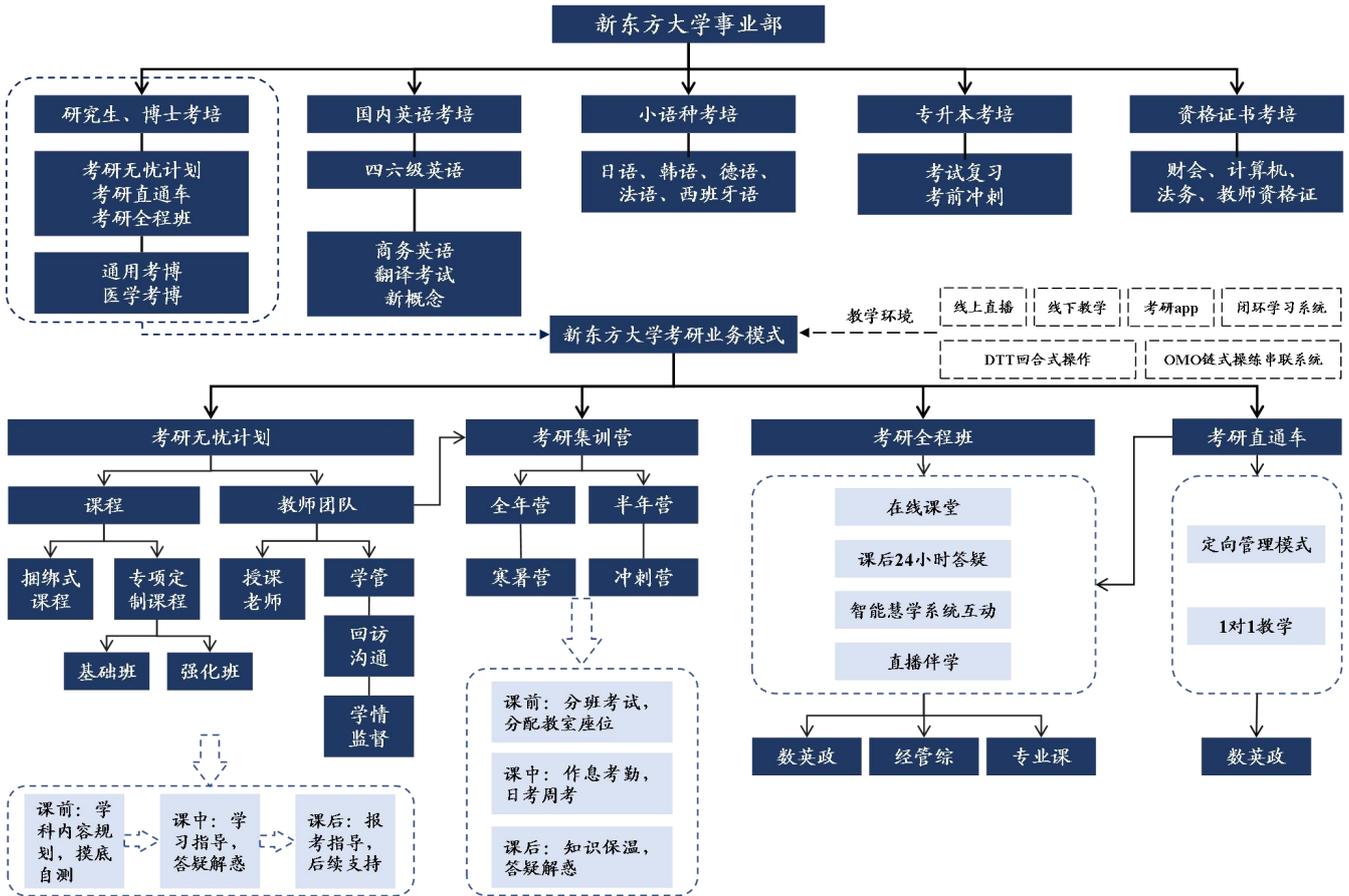


数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

➤ **大学:** 以考研为主, 此外包含大学语言及资格证书等考培。除考研考博外, 还提供国内英语考培、小语种考培、专升本考培以及各类资格证书考培, 资格证考培则涉及财会、计算机、法务、教师资格证等考试培训, 通过多元化的教育服务, 进一步巩固和扩大其在教育培训市场中的领导地位。以北上广深为例, 新东方提供四种研究生考试培训课程: 考研无忧计划、考研集训营、考研全程班及考研直通车。考研无忧计划面向四城市开设, 涵盖多个科目; 考研集训营仅在北京、上海设立, 价格最高可达约 13 万元, 每课时费用平均约 180 元, 反映其长周期、高强度的培训特性和显著提升学习效果的目标; 考研全程班与考研直通车则限于广州、深圳提供, 采取线上线下结合的授课模式。多样化的课程设计和教学模式展示了新东方在研究生考试培训领域的领导地位和对教育需求变化的快速适应能力。



图表 31: 新东方大学业务模式



新东方大学研究生考培课程表

课程分类	地区	上课形式	课程名称	课程总价(元)	课时均价(元)
考研无忧计划	上海	面授+直播	基础班	5600-7600	100
			复试班	600	100
			强化班	3600-8800	100
			冲刺班	4000-5200	100
	北京	面授	英政经专/英政数/英政数专	37800-56800	76-109
			英政综	45800	93
			英管	32800	87
			英政	24800-28800	85-90
			英政专	44800-50800	131-137
	广州	面授+直播	英政数专 1对1	55200	98
			英政数	46400	87
			英政专 1对1	43400	117
英政			27600	86	
深圳	面授+直播	英数	34600	86	
		英语专业课 199 管理类	35600	95	
		英政数	27190	91	
考研集训营	上海	面授+直播	政治集训	9200-13200	100
			数学集训	8800	100
			英语集训	8800-18800	100
	北京	面授	英管联报	80800	184
			政英数联报	118800-130800	171-180
英政联报	83800-114800	200-244			
考研全程班	深圳, 广州	直播+录播	数英政早鸟班	3669	12
考研直通车	深圳, 广州	直播+录播	数英政直通车	12750	32

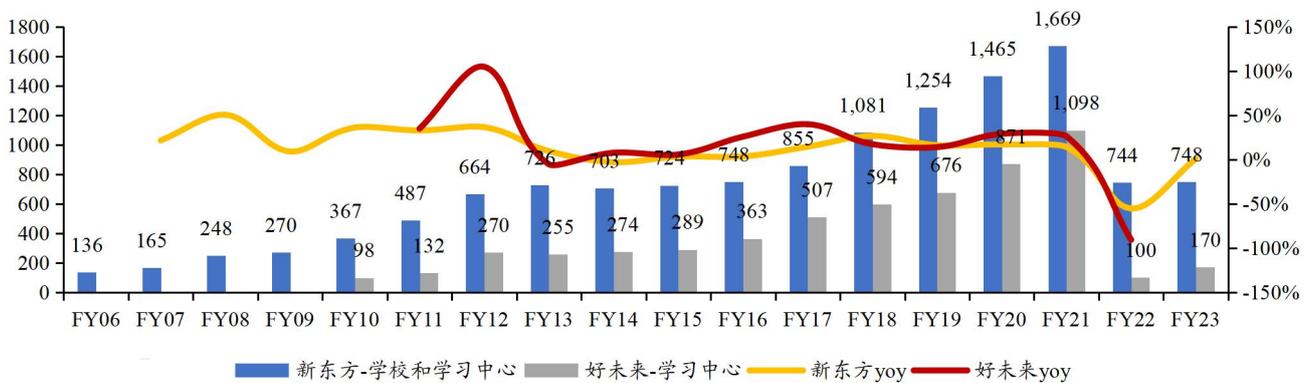
数据来源：公司官网，华福证券研究所

2.3.2 线下留存网点支撑迅速复苏

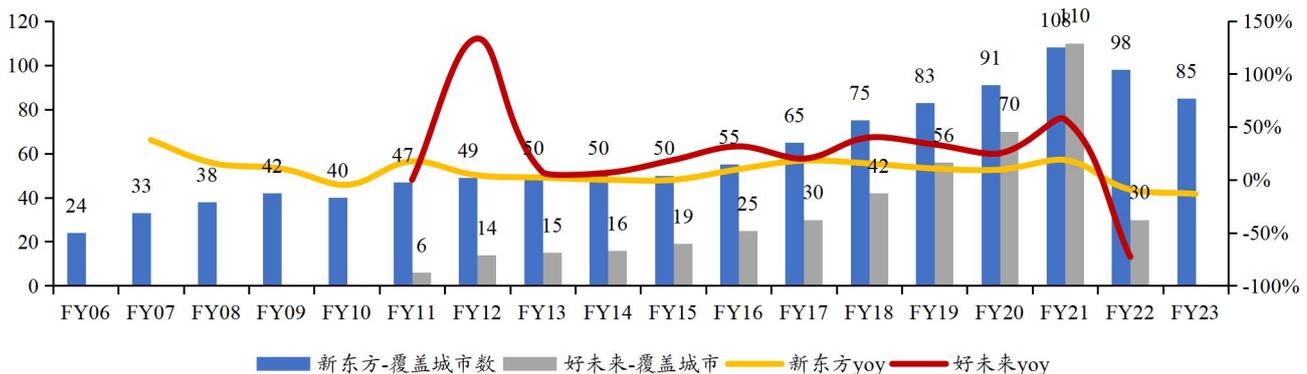
以留存业务为支撑，线下网点收缩幅度相对较小，经营环境边际优化后场地条



件支持招生领先。由于培训业务线下互动和服务效果更优，且家长普遍倾向于选择3-5km内的就近生活圈，培训机构的线下网点数量和核心城市的密度决定招生和业务规模。以新东方和好未来 FY21 末至 FY22 末（新东方 FY21 末为 2021 年 5 月 31 日，好未来 FY21 末为 2021 年 2 月 28 日）的压缩情况为对比，新东方学校和学习中心数量从 1669 家降至 744 家，压缩率 55%；好未来学习中心数量从 1098 家降至 100 家，压缩率 88%；新东方覆盖城市数量从 108 个收缩至 98 个，收缩率 9%；好未来覆盖城市数量从 110 个收缩至 30 个，收缩率 73%。其中缘由除业务结构差异之外，也与公司组织架构和运营风格的差异有关，新东方地方校长的权限更大，对其管理和创新能力的要求更高，因此双减后各地校长自发带领老师进行业务转型和模式创新，抵御行业风险；好未来则是总部话语权更强，扩张期增速较快，同样收缩时执行效果也更明显。

图表 32：新东方好未来双减前后网点数量对比


数据来源：公司公告，公开业绩会，华福证券研究所

图表 33：新东方好未来双减前后覆盖城市数量对比


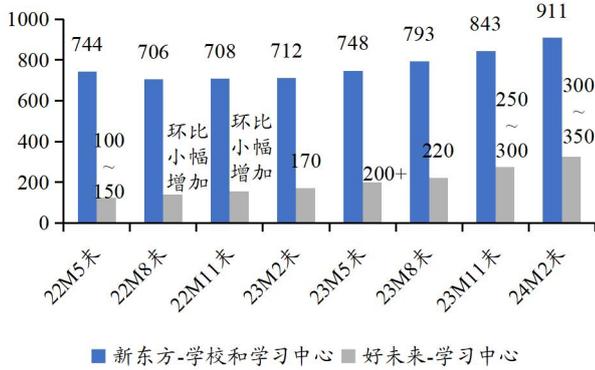
数据来源：公司公告，华福证券研究所

2022 年末以来两大全国性龙头线下网点均进入恢复性扩张阶段，新东方 24M2 末(FY24Q3 末)网点数量恢复至 911 家/同比+28%/环比+8%，恢复至 FY21 末的 55%，我们预计 FY24 全年新增网点 30%；好未来 24M2 末(FY24Q4 末)网点数量恢复至 300~350 家，以中值计算恢复至 FY21 末的 16%，预计 FY25 继续扩张。新东方 FY23



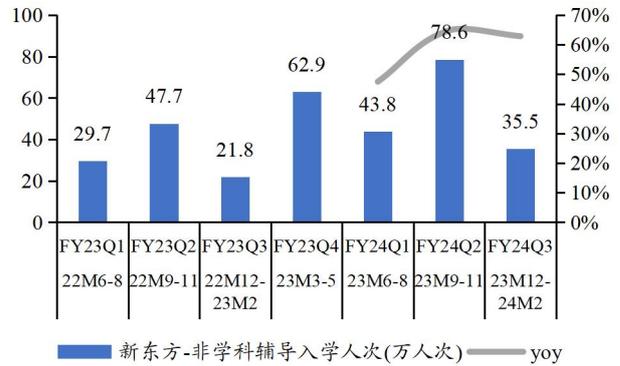
全年非学科培训招生人数达到 162 万人次，FY24Q3 非学科招生人数 35.5 万人次/同比+63%。

图表 34: 新东方好未来网点恢复进展



数据来源: 公司公告, 公开业绩会, 华福证券研究所

图表 35: 新东方非学科培训人数

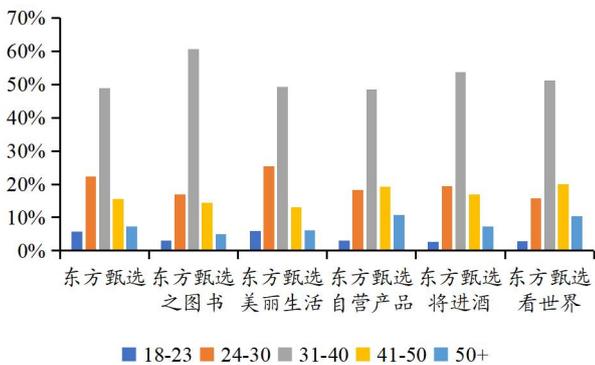


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

2.4 东方甄选和文旅业务与教育业务的协同

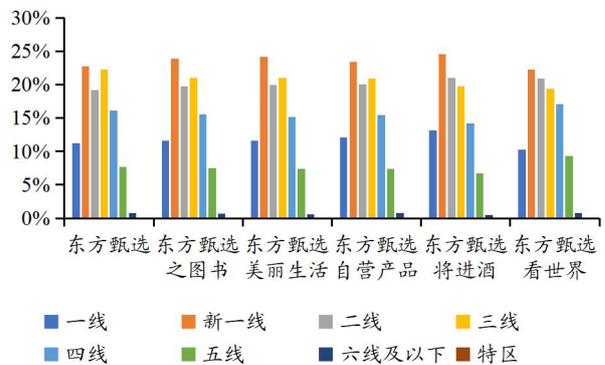
1) 文化 IP 向全年龄层的延伸, 带来商业模式的拓宽。东方甄选是新东方集团自 2021 年以来在直播电商领域的探索, 依靠其丰富的组织能力和资源, 目前已形成抖音、APP、淘宝跨平台直播矩阵。在抖音平台上, 东方甄选不断扩展其账号矩阵, 现已拥有东方甄选、东方甄选之图书、东方甄选美丽生活等 7 个账号。2023 年 7 月上线 APP 客户端, 有望承接消费者复购需求。同年 8 月在淘宝平台开启直播, 为直播电商业务提供新增量。东方甄选和文旅业务的发展有助于提升文化 IP 知名度, 拓展集团客群。根据新抖数据, 东方甄选账号矩阵粉丝年龄和城市覆盖广泛。从年龄来看, 账号粉丝年龄横跨 18 至 50 岁以上, 以 31 至 40 岁的群体为主。从城市分布来看, 约 70% 的粉丝分布在一二线城市、新一线、二线及三线城市。文旅业务针对中老年、青少年及亲子等不同群体的需求也推出了研学、游学、文化旅游等多种产品。两业务广泛的用户群体有利于为新东方文化 IP 知名度提供广告效应, 扩充集团客群。

图表 36: 东方甄选抖音账号矩阵粉丝年龄画像



数据来源: 新抖, 华福证券研究所 (数据截止至 2024/2/21)

图表 37: 东方甄选抖音账号矩阵粉丝城市画像



数据来源: 新抖, 华福证券研究所 (数据截止至 2024/2/21)

东方甄选和文旅业务有效延长集团覆盖用户的生命周期, 为集团业绩带来新增



量的同时对教育业务有所反哺。行业内来看，新东方、好未来教育业务布局全面，学大教育拓展中职学历教育。双减过后，新东方发展电商和文旅业务，电商覆盖学生及家长年龄层、文旅瞄准学生祖父祖母辈年龄层，实现全生命周期覆盖及客群扩圈；此外，电商农产品销售及文旅业务对和当地政府科教文卫层面的积极合作具有协同效用。

图表 38: K12 赛道 TOP3 公司客群生命周期对比

公司	教育							衍生业务
	类别	学段	幼儿园	小学	初中	高中	成人	
新东方	非学历教育	学科类				✓		√(学习机, 电商, 文旅)
		素质素养	✓	✓	✓			
		职业技能(含留学)		✓	✓	✓	✓	
好未来	非学历教育	学科类				✓		√(学习机, 电商-规模较小)
		素质素养	✓	✓	✓			
		职业技能(含留学)		✓	✓	✓	✓	
学大教育	非学历教育	学科类				✓		-
	学历教育			✓	✓	✓		

数据来源：公司官网，公司官方公众号，华福证券研究所

2) 东方文旅与其集团下教育业务的地理位置高度重合，赋能当地政府宣传农产品和旅游资源，对教育业务形成反哺。在省份层面，高达 90% 的教学网点省份中含有文旅目的地，87% 的文旅目的地省份中含有教学网点；在城市层面，54% 的教学网点城市含有文旅目的地，43% 的文旅目的地城市含有教学网点。这为集团内部资源整合与业务协同创造了有利条件，促进东方文旅反哺教育业务。首先，在资源整合方面，地理上的重叠意味着可以通过共享资源来降低成本。新东方一个省份一个校长的设置有助于省内资源互通，提高效率。其次，在业务协同方面，东方文旅知识分享核心理念可以吸引当地对文化教育感兴趣的客户群体，为教育业务拓客。同时，教育业务也可以利用文旅目的地作为教学实践的场所，提升教育服务的吸引力和差异化竞争力。

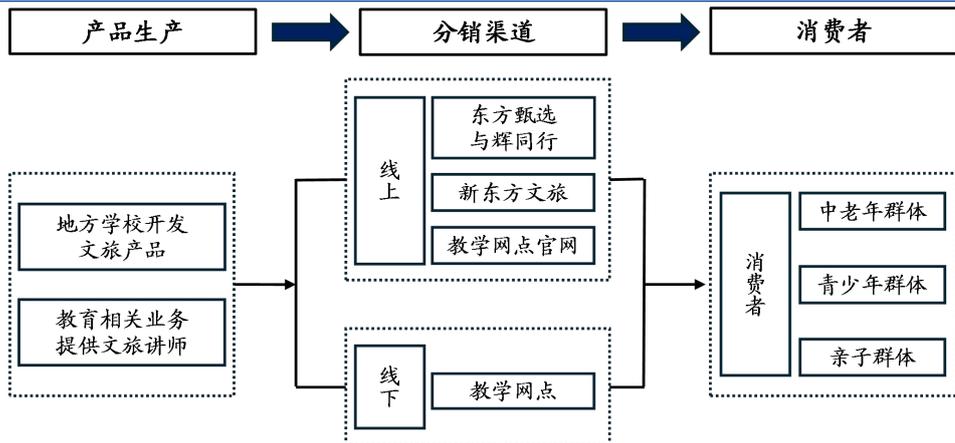
图表 39: 新东方文旅目的地与教学网点重合度



数据来源：公开业绩会，公司官方小程序，华福证券研究所（网点数据截止 FY24Q2，目的地数据截止 24 年 2 月）

3) 旅游条线分散在新东方自身业务和东方甄选，具体是怎么做的？以境内产品为例，各个学校开发当地的文旅产品，利用集团线上平台及线下网点多渠道共同销售。新东方文旅面向中老年、亲子及青少年群体提供文化旅游、研学、国际游学和营地教育等高品质服务。以浙江新东方文旅为例，当地网点深度挖掘浙江省内自然文旅资源，设计并推出“品·文化”、“慢·旅居”、“轻·度假”等品类“文化+旅游”的沉浸式线路产品。同时，集团内教育相关业务为文旅挑选语文、历史老师做文旅讲师。文旅产品会在线上线下多渠道共同进行销售。线上渠道包括东方甄选、新东方文旅、教学网点官网、与辉同行的小程序、直播间、APP 等平台，线下渠道包括新东方在全国范围内的 911 个教学网点。

图表 40: 新东方文旅业务商业模式



数据来源: 公开业绩会, 公司官网, 浙江新东方文旅小程序, 东方甄选官方公众号, 华福证券研究所

3 各教育业务市场空间怎么看

家庭支出中教育占比高, 教育为中国家庭的长久议题。根据北京大学中国教育财政科学研究所的《中国教育财政家庭调查报告》, 从家庭的教育支出水平来看, 2018—2019 学年全国普通全日制教育各学段家庭教育支出平均为 11297 元, 家庭在每一个孩子身上平均花费 8139 元。城镇家庭教育支出平均为 14197 元, 农村家庭为 8205 元。分学段来看, 学前阶段全国平均为 7402 元, 高于小学和初中的平均支出(分别为 4014 元和 6103 元), 普通高中全国平均为 1.02 万元, 中职阶段为 6873 元, 高等教育阶段全国平均为 2.24 万元。从家庭教育负担水平来看, 家庭教育支出占人均可支配收入的比例为 40%, 农村为 56.1%, 城镇为 36.2%。家庭生均教育支出占人均可支配收入的比例为 28.8%, 农村为 37.5%, 城镇为 28.1%。从家庭教育相对支出比来看, 大部分家庭支出水平在中等及以下家庭将更高比例的家庭支出用于子女教育。教育的重要性长期植根于中国传统思想以及社会文化, 教育需求将长期稳定存在。

3.1 非学科培训相对双减前学科培训的刚需性和空间

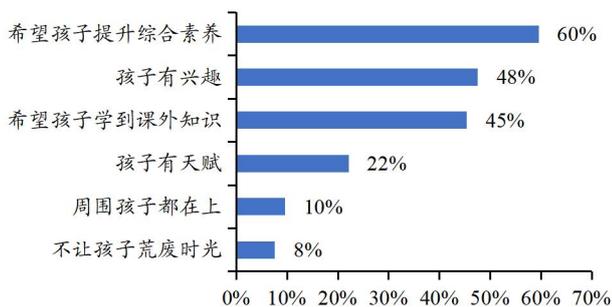
直观地看, 素质教育刚需性相对双减前学科培训有所下降, 但需求持续叠加优质供给稀缺, 头部机构课程转型效果获得认可, 产品需求依然强劲。从留存率层面看刚需程度, 新东方非学科培训留存率 70%, 对比双减前小学学段学科培训留存率 80%; 初中主要转型方向学习机的续费率 60%, 对比双减前初中学段学科培训留存率 70%。由于班型设置与双减前差异不大, 而行业经营环境在成本费用端有所优化(具



体见下文)，我们预计新教育业务整体利润率接近双减前学科培训业务利润率。

为何有需求？从家长端看，素质教育需求依然旺盛，原因是其希望通过素质教育提升学生综合素养，促进学生校内学科表现提高。据艾瑞咨询 2023 年 1 月统计显示，60%的家长让孩子参加素质教育是为了提高孩子综合素养。素质教育旨在培养孩子的关键底层能力，如表达能力、思维能力和问题解决能力。这些能力的提升对于中小学阶段家长最为关注的科目——英语、数学和物理等——尤为重要，因为这些科目不仅需要学生有扎实的知识基础，还要求其能够灵活地应用这些知识来解决问题并进行清晰的表达。

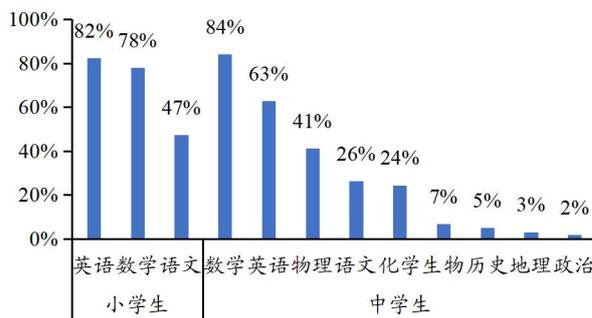
图表 41：素质教育参培原因



■ 23年1月家长让孩子参加素质教育课程培训的原因

数据来源：艾瑞咨询，华福证券研究所

图表 42：家长对中小学生对各科目关注度



■ 23年1月家长对中小学生对各科目的关注度

数据来源：艾瑞咨询，华福证券研究所

空间怎么看？展望非学科培训长期市场空间，我们认为将展现渗透率和客单价共同提升的态势。根据出生人数及教育部的在校人数，我们预计 2023 年 K12 在校人数为 2.5 亿人，且未来 K12 在校人数将进入下降通道，至 2030 年逐步下降至 1.9 亿人，GAGR 为-3.4%。但参考韩国历史（见下文），由于教育需求的长期存在，以及对相对稀缺的优质教育资源的抢夺意愿，预计后续参培率及客单价仍有望提升，整体市场规模仍将稳中有升。结合教育部的在校人数数据、中国教育财政科学研究所的参培率和人均支出数据、艾瑞咨询数据，我们预计 2025 年素质教育市场整体规模将达到 9519 亿元，2023-2025 年 CAGR 为 15%，其中语言能力培养、数学思维类素质教育的占比将提升。



图表 43: 渗透率和客单价有望共同推动素质教育市场规模扩容



	单位	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
素质教育市场规模	亿元	3,623	4,557	5,286	3,241	5,050	6,046	7,152	8,737	9,519
幼儿园	亿元	2,547	3,140	3,654	2,131	3,199	3,802	4,372	5,442	5,653
小学	亿元	868	1,104	1,240	889	1,411	1,642	1,998	2,303	2,628
初中	亿元	107	145	176	98	204	265	333	411	505
高中	亿元	101	167	216	122	235	337	449	581	733
K12 在校生人数	万人	23,469	23,909	24,511	24,966	24,767	24,585	24,550	24,013	23,360
幼儿园	万人	4,962	4,982	5,128	5,164	5,032	4,711	4,191	3,730	3,221
小学	万人	10,094	10,339	10,561	10,725	10,800	10,700	11,139	11,015	10,823
初中	万人	4,442	4,653	4,827	4,914	5,018	5,121	5,152	5,173	5,221
高中	万人	3,971	3,935	3,995	4,163	3,917	4,053	4,068	4,094	4,096
参培率	%	19.1%	22.1%	23.3%	14.8%	22.3%	24.2%	25.1%	26.1%	26.9%
幼儿园	%	45.0%	50.0%	52.0%	33.0%	48.0%	54.0%	56.0%	58.0%	60.0%
小学	%	18.0%	21.3%	22.3%	15.0%	22.3%	23.8%	25.3%	26.8%	28.3%
初中	%	7.0%	8.6%	9.6%	5.0%	9.6%	11.1%	12.6%	14.1%	15.6%
高中	%	3.0%	4.8%	5.8%	3.0%	5.8%	7.3%	8.8%	10.3%	11.8%
参培人数	万人	4,480	5,282	5,717	3,684	5,533	5,955	6,172	6,267	6,293
幼儿园	万人	2,233	2,491	2,667	1,704	2,415	2,544	2,347	2,163	1,933
小学	万人	1,817	2,202	2,355	1,609	2,408	2,547	2,818	2,952	3,063
初中	万人	311	400	463	246	482	568	649	729	814
高中	万人	119	189	232	125	227	296	358	422	483
客单价	元/人/年	8,087	8,627	9,246	8,797	9,128	10,153	11,587	13,943	15,125
幼儿园	元/人/年	11,408	12,605	13,702	12,504	13,245	14,946	18,627	25,154	29,248
小学	元/人/年	4,776	5,014	5,265	5,528	5,860	6,446	7,091	7,800	8,580
初中	元/人/年	3,454	3,627	3,808	3,998	4,238	4,662	5,128	5,641	6,205
高中	元/人/年	8,442	8,864	9,307	9,772	10,359	11,395	12,534	13,787	15,166

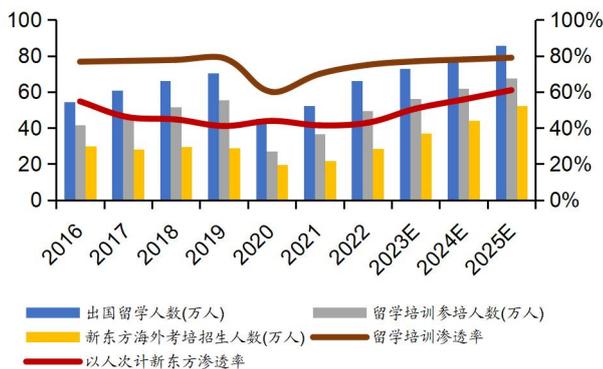
数据来源: 教育部, 中国教育财政科学研究所, 艾瑞咨询, 公开业绩会, 华福证券研究所

3.2 留学市场疫后格局优化, 高增有望持续

起家业务优势明显, 2022年渗透率高达43%。2019年, 出国留学总人数、留学培训参培人数、新东方海外考培招生人数分别为70万人、55万人、28.9万人, 行业

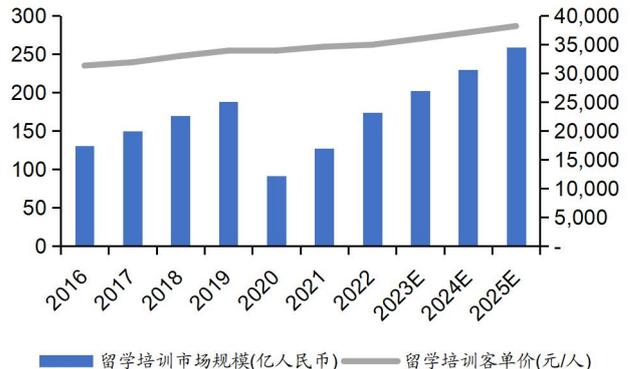
渗透率及新东方渗透率分别为 79%、41%，从市占率来看为行业的绝对龙头，行业规模 188 亿人民币，客单价 3.4 万元/人。2020 年全球公共卫生事件下出境受限，出国留学总人数、留学培训参培人数、新东方海外考培招生人数均有下降，收缩幅度分别为 36%、51%、31%，从当年降幅对比来看，留学培训行业需求相对可选，而新东方作为龙头，凭借强大的品牌力、优异的教研能力及产品服务，具有一定的韧性。根据教育部及公司招股书数据，我们预计 2025 年留学培训市场规模有望增长至 259 亿元，2023-2025 年 CAGR 为 13%。由于相对低的抗风险能力及对品牌的信任度，疫情期间小机构大量出清，格局优化后龙头集中及利润率提升的优势更加明显。

图表 44: 22 年新东方留学培训渗透率高达 43%



数据来源：教育部，招股书，公司公告，华福证券研究所（含预测）
（注：FY2023 约为自然年 2022）

图表 45: 预计 25 年留学培训市场规模 259 亿元



数据来源：教育部，招股书，华福证券研究所（含预测）

图表 46: 留学培训市场规模测算

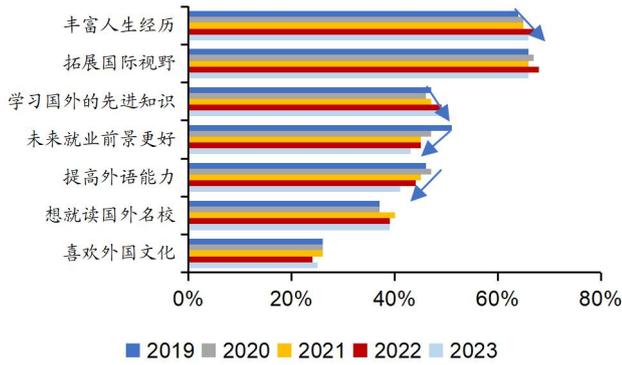
	单位	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
留学培训市场规模	亿元	150	170	188	92	127	174	202	230	259
	yoy	%	15%	13%	11%	-51%	38%	37%	16%	14%
出国留学人数	万人	61	66	70	45	52	66	73	79	86
	留学 yoy	%	12%	9%	6%	-36%	16%	26%	10%	9%
	恢复至 2019	%				64%	74%	94%	104%	113%
留学培训参培人数	万人	47	52	55	27	37	50	56	62	68
	留学培训 yoy	%	12%	10%	8%	-51%	36%	35%	13%	10%
	留学培训渗透率	%	77%	78%	79%	60%	70%	75%	77%	78%
新东方海外考培招生人数	万人	28.0	29.6	28.9	19.8	21.7	28.4	36.9	44.3	52.3
	新东方留学招生 yoy	%	-6%	6%	-2%	-31%	10%	31%	30%	20%
	以人次计新东方渗透率	%	46%	45%	41%	44%	41%	43%	51%	56%
留学培训客单价	元/人	31,915	33,010	33,935	33,935	34,614	34,960	36,009	37,089	38,202
	yoy	%	1.8%	3.4%	2.8%	0.0%	2.0%	1.0%	3.0%	3.0%

数据来源：教育部，招股书，公司公告，华福证券研究所

需求来源和结构变化？对于留学市场前景的需求驱动因素，虽然在较为疲软的就业环境下，以提升就业前景为目的的意向留学人群占比有所减少，但对自身能力和经验提升的精神层面需求有所提升。意向地区方面，美国、澳大利亚的留学意愿在 2023 年有所回升，中国香港、新加坡的留学意愿在 2019-2023 年处在上升通道。学段方面，本科及已毕业人群明显提升，硕士及以上学历留学吸引力上升。

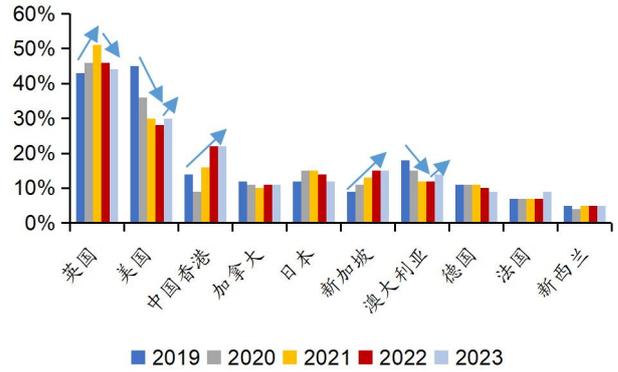


图表 47: 意向留学人群的留学目的



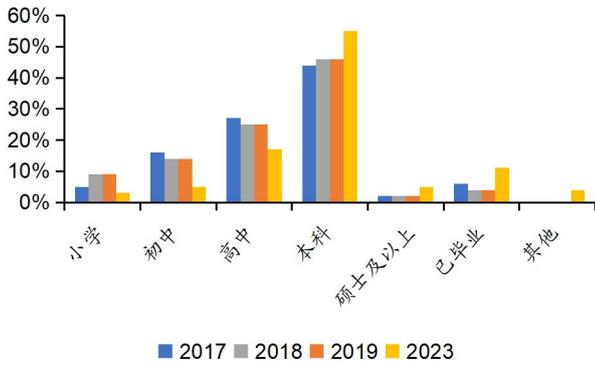
数据来源:《新东方中国留学白皮书》, 华福证券研究所

图表 48: 意向留学人群的意向地区



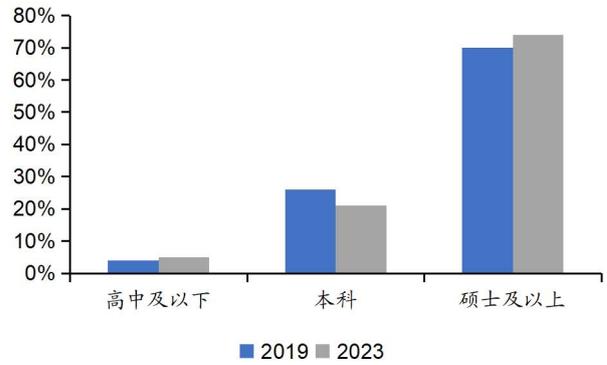
数据来源:《新东方中国留学白皮书》, 华福证券研究所

图表 49: 意向留学人群的在读阶段



数据来源:《新东方中国留学白皮书》, 华福证券研究所

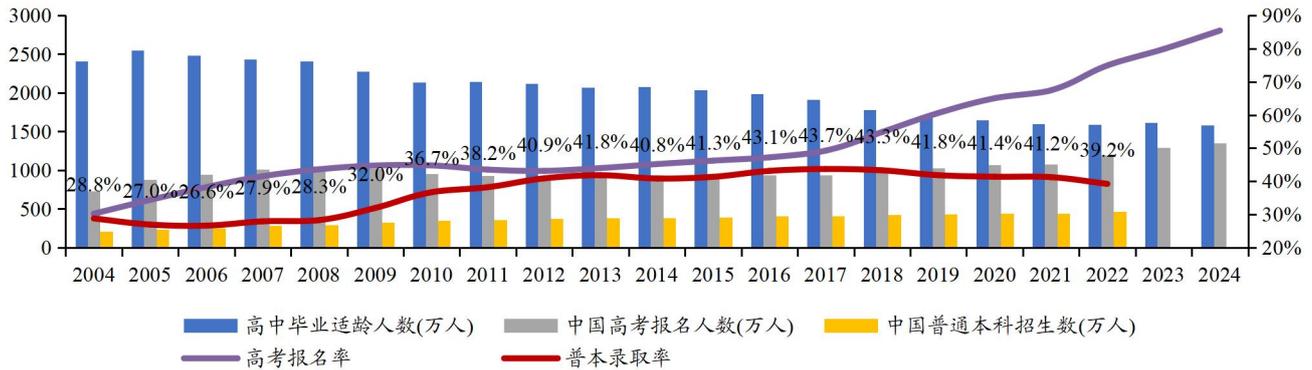
图表 50: 计划出国就读阶段



数据来源:《新东方中国留学白皮书》, 华福证券研究所

3.3 普本录取率下降, 高中培训市场仍有增长空间

2018 年至今高考竞争加剧。2018 至 2022 年, 高中毕业适龄人口年化收缩 2.7% 至 1593 万人, 高考报名人数年化增长 5.2% 至 1193 万人, 但普本招生人数仅年化增长 2.6% 至 468 万人, 逐年攀升的高考报名率导致普本录取率下降。展望后续, 以出生人数测算的适龄人口高中毕业至 2030 年前将维持稳定, 而普本招生扩张速度预计相对有限, 因此高考仍将维持较为激烈的竞争态势。


图表 51: 2018 年起普本录取率逐年下降


数据来源：教育部，华福证券研究所

升学压力带来稳定的高中培训需求，高中培训仍有增长空间。2024年2月8日《校外培训管理条例（征求意见稿）》草案中已删除“高中阶段参照执行”的表述，且在行业实际执行层面高中培训业务开展稳定。预计到2025年高中在校人数相对稳定，主要由升学压力带来的参培率提升带动高中培训市场规模增长，预计2025年市场空间扩张至2341亿元，2023-2025年CAGR为7.2%。由于尚未出现新增高中学科培训牌照的落地，预计行业供给扩张集中于已有牌照的产能优化，头部存量机构的竞争优势仍将维持。

图表 52: 高中培训市场规模测算

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
高中培训市场规模(亿人民币)	1,557	1,620	1,672	1,294	1,798	1,908	2,038	2,213	2,341
yoy	4.1%	4.0%	3.3%	-22.6%	39.0%	6.1%	6.8%	8.6%	5.8%
高中在校人数(万人)	3,971	3,935	3,995	4,163	3,917	4,053	4,046	4,072	4,073
高中 yoy	0%	-1%	2%	4%	-6%	3%	0%	1%	0%
高中培训参培人数(万人)	1,340	1,360	1,370	1,060	1,430	1,480	1,550	1,650	1,712
高中培训 yoy	1.5%	1.5%	0.7%	-22.6%	34.9%	3.5%	4.7%	6.5%	3.7%
高中培训渗透率	33.7%	34.6%	34.3%	25.5%	36.5%	36.5%	38.3%	40.5%	42.0%
高中培训客单价(元/人)	11,620	11,910	12,208	12,208	12,574	12,889	13,146	13,409	13,677
yoy	2.5%	2.5%	2.5%	0.0%	3.0%	2.5%	2.0%	2.0%	2.0%

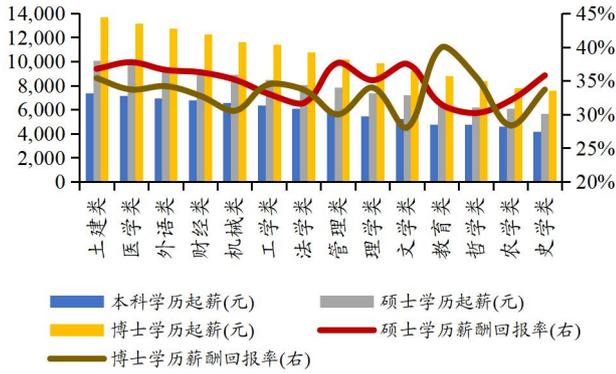
数据来源：Wind，教育部，大山教育招股书，沙利文，互联网教育中心，北京大学中国教育财政科学研究所，华福证券研究所

3.4 考研真实报录比接近 6，竞争加剧推升参培率

考研最主要的动机为就业前景和薪酬提升。根据新东方白皮书，2023年硕博学历的薪酬回报率（起薪相对前一档学历起薪的提升幅度）普遍在28%以上，分专业来看，医学、管理、文学类的硕士学历薪酬回报率最高，教育、哲学、土建类的博士学历薪酬回报率最高。新东方考研凭借先发优势，在众多考研机构中认知度排名第一，2021年新东方考研机构认知度达到56%，相较于第二名高20pct，新东方通过多年积累与客户建立长期品牌信任，以全品类产品+多元班型满足考研需求。

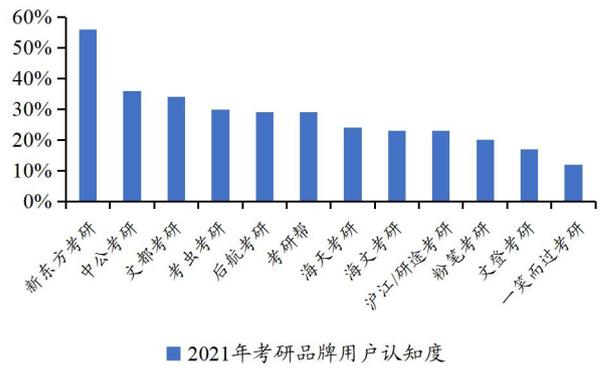


图表 53: 2023 年硕博学历薪酬回报率在 28% 以上



数据来源: 新东方考研白皮书, 华福证券研究所

图表 54: 新东方考研认知度遥遥领先



数据来源: 易观分析, 华福证券研究所

考研竞争激烈带动参培率提升, 进而推升考研培训市场规模。预计 2023 年考研培训市场规模为 211 亿元, 2024-2025 年仍将保持 10% 的增长。根据我们的测算, 2022 年剔除保研名额后的真实报录比为 5.6, 预计后续研究生总量扩招有限而保研比例进一步小幅上升, 叠加二战三战考生人群的沉淀, 考研竞争日趋激烈, 进而推升考研参培率和考研培训的市场规模, 预计 2025 年真实报录比提升至 5.8, 统考报名人数 470 万, 参培率 67%, 考研市场规模将增长至 257 亿元。由于招生规模制约以及统招比例下降, 预计考研培训行业规模长期增长空间存在天花板, 因此后续成人培训业务需依靠探索四六级、商务英语、资格证等职业教育培训打开新增长点。

图表 55: 考研市场规模测算

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
考研市场规模(亿元)	43	60	84	112	139	170	211	234	257
yoy		39.5%	40.0%	33.3%	24.1%	22.3%	24.1%	10.7%	10.2%
参培人数(万人)						229	276	297	317
yoy							20.5%	7.5%	7.0%
参培率						54.3%	63.4%	65.4%	67.4%
客单价(元/人)				7,000	7,210	7,426	7,649	7,879	8,115
yoy					3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
研究生招生人数(万人)	81	86	92	111	118	124	130	136	141
yoy	20.8%	6.4%	6.8%	20.7%	6.3%	5.6%	4.8%	4.4%	4.0%
硕士报名人数(万人)	201	238	290	341	377	457	474	495	514
yoy	13.6%	18.4%	21.8%	17.6%	10.6%	21.2%	3.7%	4.3%	3.9%
表观报录比	2.49	2.77	3.16	3.08	3.20	3.68	3.64	3.64	3.64
yoy	-0.16	0.28	0.39	-0.08	0.12	0.47	-0.04	0.00	0.00
硕士统招人数(万人,不含推免)						75	76	79	81
yoy							1.4%	3.3%	2.9%
统招比例						68.1%	66.1%	65.6%	65.1%
硕士统考报名人数(万人)						422	435	453	470
yoy							3.1%	4.2%	3.8%
真实报录比						5.61	5.71	5.76	5.81
yoy							0.10	0.05	0.05

数据来源: 教育部, 新东方考研白皮书, 易观分析, 华福证券研究所

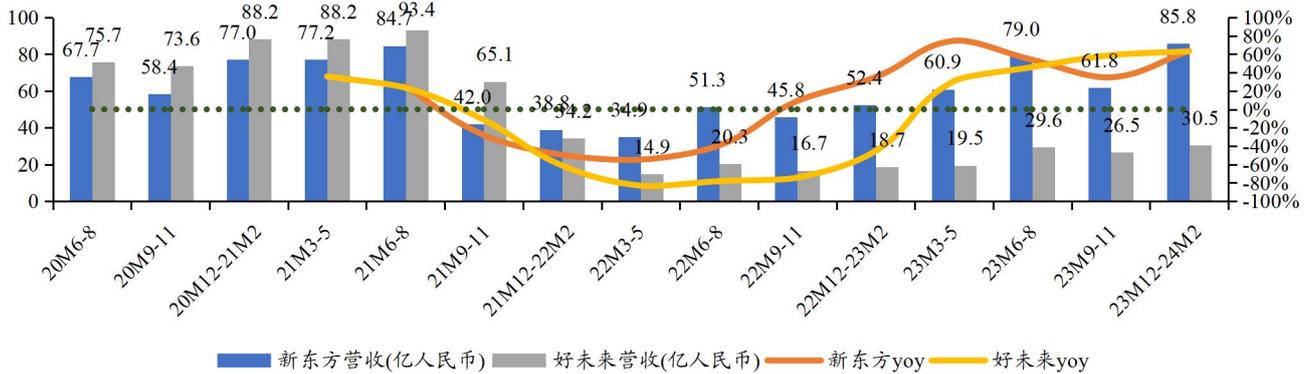
4 双减前后, 行业经营环境和竞争有何变化

供需结构优化, 龙头优先受益。从龙头公司的财务表现来看, 运营效率及盈利能力较双减前均有所优化, 印证了行业经营环境优化及头部公司转型成功逻辑。新东方网点数仅恢复至高峰期 55% 的背景下, FY24Q3 (23 年 12 月~24 年 2 月) 单季



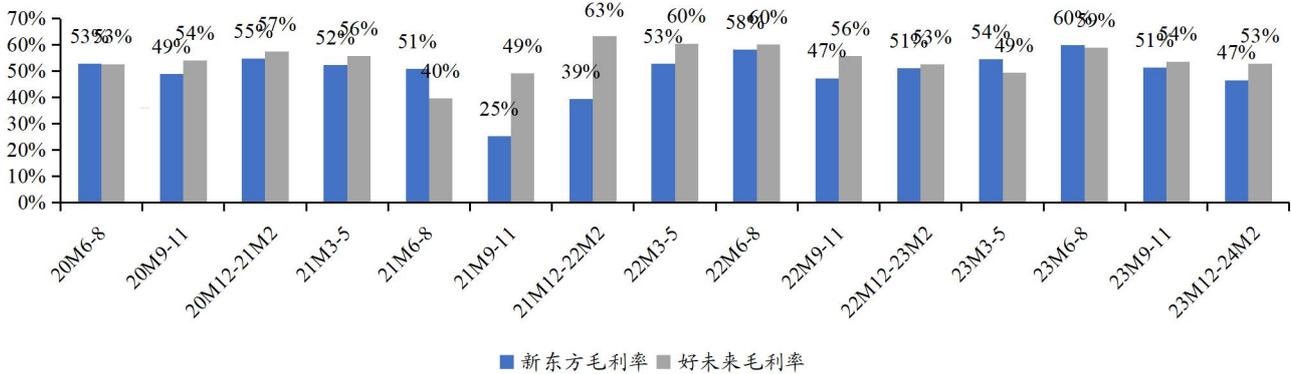
度营收已达 86 亿人民币/12.1 亿美元，超越双减前同期 FY21Q3（20 年 12 月~21 年 2 月）的 77 亿人民币/11.9 亿美元；毛利率已接近双减前同期水平，Non-GAAP 经营利润已连续 7 个季度实现盈利。另一全国性机构好未来也呈现相似特征，虽然网点数仅恢复至高峰期的 16%，但 FY24Q4（23 年 12 月~24 年 2 月）营收 30.5 亿人民币/4.3 亿美元，美元口径恢复至双减前同期 FY21Q4（20 年 12 月~21 年 2 月）的 32%，毛利率亦接近双减前同期，Non-GAAP 经营利润率超越双减前水平。

图表 56: 新东方好未来双减后营收



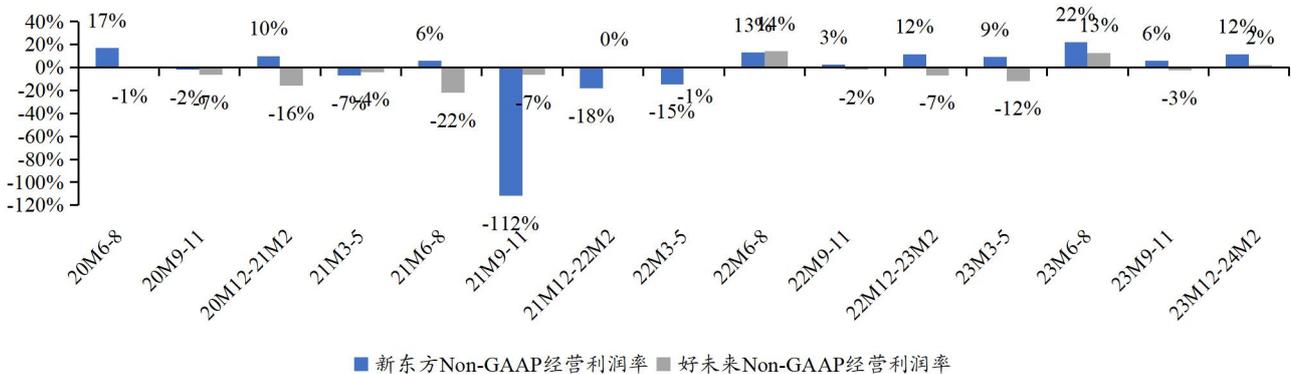
数据来源: Wind, iFind, 华福证券研究所

图表 57: 新东方好未来双减后毛利率



数据来源: Wind, iFind, 华福证券研究所

图表 58: 新东方好未来双减后 Non-GAAP 经营利润率



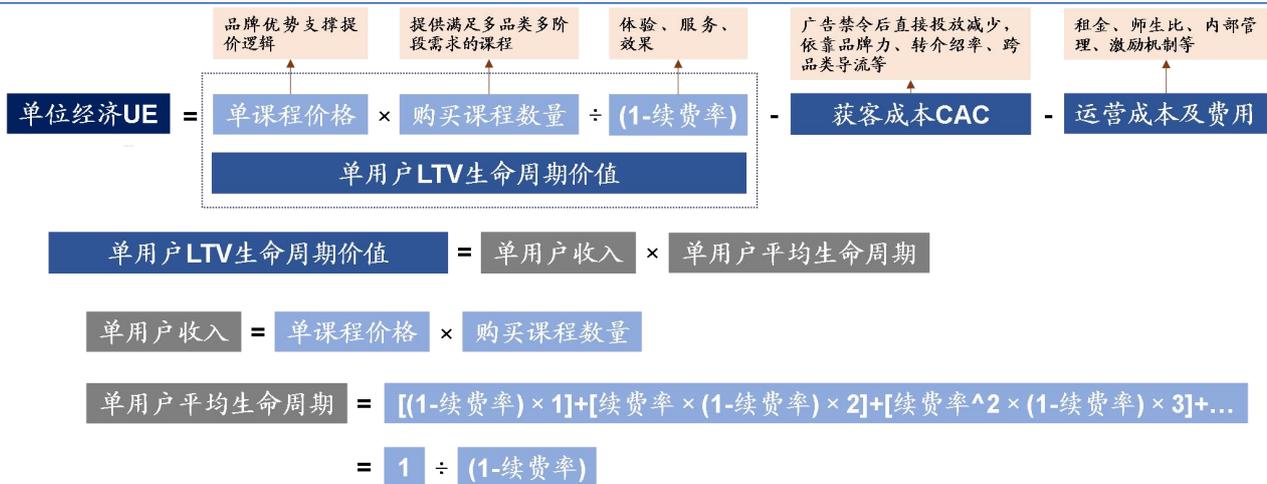
数据来源: Wind, iFind, 华福证券研究所



结合教育业务 UE 模型究其原因，我们认为有以下几点因素：

- **单用户 LTV 层面：**总部教研能力保障课程质量和及时迭代、教师体系化培训保障优质服务，共同支持课程提价逻辑；头部机构全面且多元化的业务，提供单用户购买课程数量的底盘；由于家长对孩子的教育选择存在信任度的培养过程，课程内容和 Service 优异的头部 K12 教育拥有稀缺的续费逻辑，从而形成长生命周期的生意模式。
- **获客成本层面：**禁止广告后，教培直接的销售费用收缩，直接优化获客成本。头部机构领先的品牌力在获客上具有直接的优势，且全品类的产品体系能有效产生跨品类的导流。
- **运营成本及费用层面：**网点和教师大幅收缩后，租金和员工薪资短期内明显下降。行业进入恢复期后，由于招聘及培训需要一定的时间成本，大部分机构的师生比较双减前优化，例如单个老师的带班量提升，因此教师薪酬的成本率下降；同时 OMO 模式及学习机降低了对线下网点的需求，一方面实现了收入的恢复度领先于网点的恢复度，另一方面促成租金成本率的下降。

图表 59：从教育业务 UE 模型拆解行业经营优化

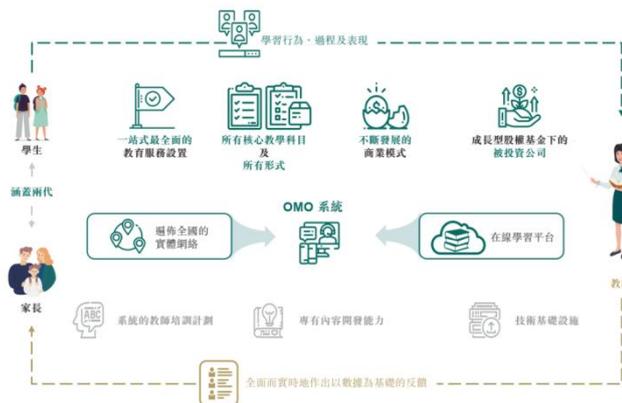


数据来源：艾瑞咨询，华福证券研究所

中长尾机构出清，龙头韧性支撑市占率提升。双减和疫情前，新东方和好未来两大龙头在 K12 校外培训行业的市占率迅速上升，新东方以人数计的市占率在 2019 年提升至 3%，但由于教育行业地域及人群需求的差异较大，行业 CR 2 仅 6.3%，格局高度分散。双减及疫情对教培行业造成双重打击，盈利模型欠佳的中型机构大量出清。部分小机构在行业经营环境回暖后有所复苏，但长尾小机构受地域、教师、教研等因素限制难以做大，相比于龙头丰富的产品体系、完备的组织架构、持续创新的 OMO 模式，小机构很难形成规模效应。展望后续非学科培训市场的竞争格局，由于牌照发放相对谨慎，头部机构在政府和学生双角度的信任度更优，因此无论是从产能供给增长还是市场需求匹配的角度来看，我们认为龙头都将继续维持优势，

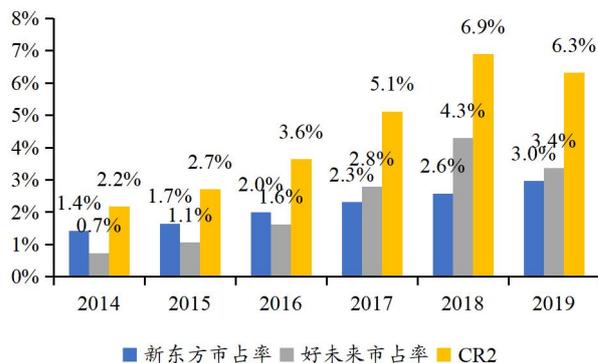
中短期内行业竞争不会大幅加剧。

图表 60: 新东方的 OMO 系统



数据来源: 港股招股书, 华福证券研究所

图表 61: 双减前 K12 行业 TOP 2 市占率



数据来源: 港股招股书, 公司公告, 华福证券研究所
 (注: 新东方、好未来人数取自财年数据, FY2020 约为自然年 2019)

5 海外有没有行业发展历史对标

由于韩国人口趋势和教育资源激烈程度与中国类似, 我们以韩国为例, 复盘校外培训监管政策和校外培训市场的变化史, 以看清行业监管与市场环境的关系。

1) 监管层面变化历史? 从严格禁止到精准管理, 最终目的是指向公平和质量提升, 思路与我国双减政策的目标异曲同工。

严格打压期 (1980 年代初): 1980 年, 韩国政府颁布《规范教育和消除校外补习过热的措施》, 明确指出校外培训机构威胁教育公平。同年 7 月, 以“维护教育公平”和“教育起跑线对等”为口号, 政府发布了“7·30 教育改革”政策, 包括增加大学考试次数、建立教育管理委员会系统等, 严格禁止大学生和学校教师提供有偿课外补习, 并严厉打击校外培训机构的存在。

逐步放宽期 (1980 年代末至 1990 年代初): 由于禁令实施后, 校外培训仍在地下进行, 政府开始放宽政策。1981 年, 允许在特定领域进行课外培训, 如艺术、体育、技术等。1984 年, 放开高中生的寒假培训, 并允许学业成绩排名后 20% 的学生参加校外辅导。1988 年, 恢复初、高中阶段的课外培训。

合法化期 (1990 年代至 2000 年代初): 1989 年, 允许中小学生在假期间参加课外辅导, 或接受大学生家教辅导。1991 年, 允许中小学生在私立学校学术课程学习。1996 年, 放开大学毕业生家教市场。2000 年, 宪法法院废止了《7·30 教育改革》中的“禁止政策”, 标志着影子教育 (课外补习) 获得了明确的合法地位。

注重公平与质量提升期 (2000 年代至今): 2004 年, 政府开始注重公平和机会均等, 以“重建公立教育系统, 减少影子教育开支”为目标部署教育改革。2005 年, 提出“放学后项目——课外学校计划”, 旨在普及公共教育福利, 提高学生的学习兴趣和能。2009 年, 实施“宵禁计划”, 规定校外培训机构每天晚上 10 点必须关闭, 减



少学生校外培训时间。2013年朴槿惠政府上台后，以“幸福教育，培养创造性人才”为教育政策目标，延长了幼儿园、小学和初中的课外学校服务时间。2014年开始向所有学生提供至下午5点的免费课外学校服务，对于有特殊需求的学生提供至晚上10点的免费课外学校服务。

图表 62: 韩国校外培训监管政策变化

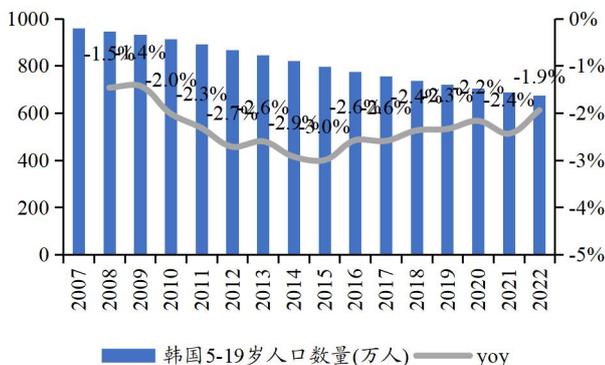
时间	事件
1980年	韩国政府颁发《规范教育和消除校外补习过热的措施》，明确指出校外培训机构的存在威胁教育公平；韩国以“维护教育公平”“教育起跑线对等”等为口号，国家保卫紧急对策委员会发布“7·30教育改革”政策；其核心内容如下：第一，增加大学考试次数与大学招生数量以降低考试的激烈竞争程度，缓解高考压力；第二，建立教育管理委员会系统，提供相对低价的校内补习或通过教育电视进行远程补习，适当满足学生教育辅导需要；第三，严格禁止所有大学生以及学校教师提供有偿课外补习，若违反规定将受到严格处罚。自此，韩国开启了长达20年的培训禁令时期。
1981年	新修订的《学院法》第九条明确重申，禁止课外辅导，建立补习机构必须取得教育局的认可，违反者或将受到刑罚。
1981年	政府允许在艺术、体育、技术和其他兴趣爱好领域的课外培训。
1984年	放开高中生的寒假培训并允许学业成绩排名后20%的学生参加校外辅导。
1988年	恢复初、高中阶段的课外培训。
1989年	允许中小学生在假期参加课外辅导，或接受大学生家教辅导。
1991年	允许中小学生在私立学校学术课程学习。
1996年	放开大学毕业生家教市场。
1997年	韩国教育部颁布了《缓解课外补习热和减少家庭之影子教育开支的计划》。该计划在否定《教育改革新方案》的基础上，提出影子教育治理的关键在于提高学校教育质量，而不是消除影子教育，并将禁止影子教育调整为减少家庭在影子教育方面的支出，这在一定程度上承认了影子教育的合法化地位。
2000年	韩国宪法法院于判决《7·30教育改革》中的“禁止政策”违反宪法并将其废止，这标志着影子教育（课外补习）终于获得了明确的合法化地位。
2004年	卢武铉政府在坚持影子教育（课外补习）合法化的基础上，注重兼顾社会公正和机会均等的原则，以“重建公立教育系统，减少影子教育开支”为目标部署教育改革
2005年	韩国政府提出“放学后项目——课外学校计划”，旨在降低“私教育”费用，充分利用“公教育”资源，普及公共教育福利，革新现有教育体系，提高学生的学习兴趣和能能力，满足学生和家长的个性化需求，并增强学校与社区、家长的联系与沟通。
2009年	韩国政府宣布将对韩国最大的校外培训机构 Hagwon 实施“宵禁计划”，校外培训机构每天晚上10点必须关闭，从而减少学生校外培训时间；李明博政府又在卢武铉政府的治理政策基础上，颁发了名为《提高公立学校竞争力以减少影子教育》的教育政策文件。
2013年	韩国朴槿惠政府上台后，以“幸福教育，培养创造性人才”为教育政策目标，更加强调社会公正和机会均等的原则。

数据来源：《上海教育》《中小学校长》《教师教育研究》《比较教育学报》《外国教育研究》，华福证券研究所

2) 为何适龄人口下降但市场规模提升

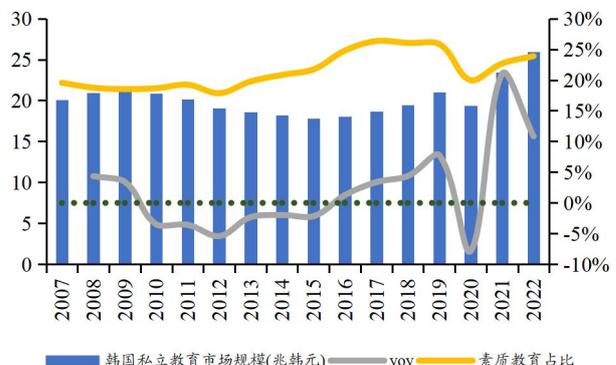
2007年至今韩国5-19岁人口持续下降，2022年降至674万人，2012-2019年CAGR-2.5%，2016-2019年CAGR-2.3%。但私立教育市场规模自2016年后重回增长态势，2019年/2022年增长至21兆韩元/26兆韩元。

图表 63: 韩国5-19岁人口下降



数据来源：KOSIS，华福证券研究所

图表 64: 韩国私立教育市场规模2016年起回升



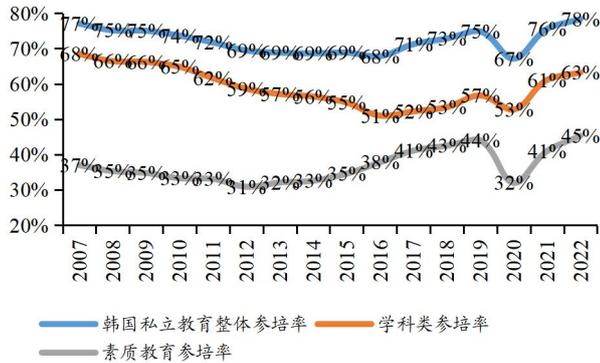
数据来源：KOSIS，华福证券研究所

规模增长由参培率提升以及人均支出增长共同拉动。参培率提升：2016-2019年



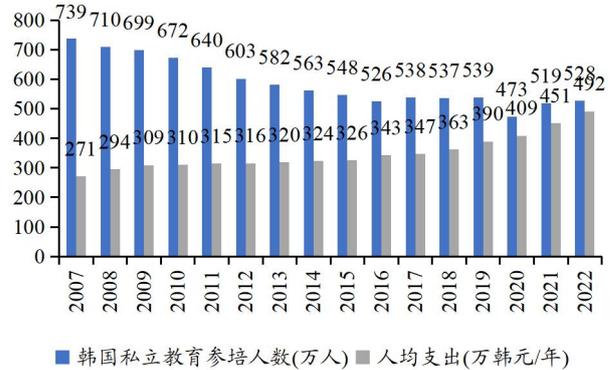
韩国私立教育整体参培率由 68% 上升至 75%。其中素质教育参培率于 2013 年起提前开启上升通道，从 2012 年的 31% 提升至 2019 年的 44%。人均支出增长：以 5-19 岁人口及参培率测算的参培人数 17 年开始企稳。人均支出逐年增长，2022 年增长至 492 万韩元/年，约合人民币 2.7 万元，2012-2022 年 CAGR 4.5%，2016-2022 年 CAGR 6.2%。

图 65: 韩国素质教育参培率 2013 年起提升



数据来源: KOSIS, 华福证券研究所

图 66: 韩国私立教育人均支出增长



数据来源: KOSIS, 华福证券研究所

6 公司应该如何定价

6.1 股价复盘

行业经营环境优化和自身业务持续超预期共同推动新东方股价反转。新东方 2020 年 11 月登陆港股二次上市后教培行情继续走高，2021 年 2 月教培行业和公司股价达到高点，2021 年 3 月北京双减试点传闻后新东方股价逐渐走低，2021 年 7 月双减政策正式发布后股价大幅下跌。2021 年末至 2022 年初，美股市场中概股经营环境恶化同步影响新东方港股股价。公司积极转型后创新成果显现，2022 年 6 月东方甄选破圈后公司逐渐走出低谷。2022 年 10 月发布的 FY23Q1 财报中公司 Non-GAAP 经营利润实现双减后首次盈利，校外培训行业整体经营环境也迎来触底回升，政策积极引导行业向非学科培训转型，新东方传统业务+新教育业务+电商文旅新业务全面发展，后续财报业绩亦持续超出前次指引，业绩和股价一路走高。


图表 67: 新东方股价复盘


数据来源: Wind, 腾讯, 蓝鲸教育, 新京报, 教育部, 美国证券交易委员会, 中国人大网, 公司公告, 公司公众号, 华福证券研究所

6.2 盈利预测

我们对 FY2024 - FY2026 业绩做出以下假设:

(1) 基于新东方在留学培训市场遥遥领先的品牌力, 预计留学考培及咨询业务 FY2024 - FY2026 营收增速分别为 30%/ 23%/ 20%; 由于考研竞争激烈, 参培率仍有望提升, 而新东方考研品牌力领先, 假设成人、大学教育业务 FY2024 - FY2026 营收增速分别为 39%/ 20%/ 18%; 由于高中培训需求稳定, 而市场供给扩张相对谨慎, 预计高中业务 FY2024 - FY2026 营收增速分别为 27%/ 23%/ 18%; 由于新教育业务顺应政策支持方向, 及公司多年积累的品牌力托底下创新业务模式获得学生和家认可, 将贡献主要增长, 预计新教育业务 FY2024 - FY2026 营收增速分别为 73%/ 50%/ 39%; 基于电商平台竞争日趋激烈背景下, 公司发力旅游业务拓展客群年龄层, 假设东方甄选、旅游及其他业务 FY2024 - FY2026 营收增速分别为 58%/ 30%/ 25%。

(2) 疫情及双减后行业供给大幅压缩, 优质供给稀缺, 基于上文结合教育 UE 模型对行业经营环境变化的分析, 预计公司毛利率将提升, 假设新东方 FY2024 - FY2026 的毛利率分别为 54.0%/ 56.0%/ 56.5%。

(3) 由于随着教育业务规模扩张过程中教师数量需要同步补充, 而新规下用于公域广告的费用已收缩, 假设新东方 FY2024 - FY2026 销售费用率分别为 14.7%/ 14.6%/ 14.5%; 基于公司 OMO 系统优化经营模式, 以及规模效应下总部管理费用摊薄, 假设新东方 FY2024 - FY2026 的管理费用率分别为 29.0%/ 28.8%/ 28.6%。

综上, 我们预计公司 FY2024 - FY2026 营收为 43/ 57/ 71 亿美元, Non-GAAP 经营利润为 5.19/ 7.22/ 9.62 亿美元, GAAP 归母净利润为 3.82/ 6.14/ 8.27 亿美元。

图表 68: 新东方盈利预测

报告期末	单位	2023/5/31	2024/5/31	2025/5/31	2026/5/31
财年		FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营收	百万美元	2,998	4,325	5,656	7,111
yoy	%	-3%	44%	31%	26%
毛利率	%	53.0%	54.0%	56.0%	56.5%
Non-GAAP 经营利润	百万美元	280	519	722	962
yoy	%	-	86%	39%	33%
利润率	%	9.3%	12.0%	12.8%	13.5%
GAAP 归母净利润	百万美元	177	382	614	827
yoy	%	-	86%	39%	33%
利润率	%	5.9%	8.8%	10.9%	11.6%
1.留学考培及咨询	百万美元	749	977	1,205	1,446
yoy	%		30%	23%	20%
营收占比	%	25%	23%	21%	20%
2.成人、大学教育	百万美元	120	167	200	237
yoy	%		39%	20%	18%
营收占比	%	4.0%	3.9%	3.5%	3.3%
3.高中业务	百万美元	839	1,062	1,308	1,549
yoy	%		27%	23%	18%
营收占比	%	28%	25%	23%	22%
4.新教育业务	百万美元	540	934	1,403	1,954
yoy	%		73%	50%	39%
营收占比	%	18%	22%	25%	27%
5.东方甄选、旅游业务及其他	百万美元	749	1,185	1,540	1,926
yoy	%		58%	30%	25%
营收占比	%	25%	27%	27%	27%

数据来源: Wind, 业绩会, 华福证券研究所

6.3 投资建议: 分部估值

采用分部估值法, 分为教育业务、东方甄选、净现金三部分。

1) 教育业务估值: 我们预计 FY2025 新东方教育业务 Non-GAAP 经营利润为 7.8 亿美元, 对应 60.8 亿港元。由于新东方 FY2025 报告期末为 2025 年 5 月 31 日, 参考教育行业可比公司 2025 年平均 PE, 给予新东方教育业务 20 倍目标 PE, 对应市值 1214 亿港元。

图表 69: 教育业务可比公司估值表

证券代码	公司名称	总市值 (亿人民币)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
000526.SZ	学大教育	81	1.5	2.6	3.5	4.4	53	31	23	18
002607.SZ	中公教育	160	-2.1	4.9	7.1	8.2	-	33	23	19
605098.SH	行动教育	64	2.2	2.9	3.7	4.6	29	23	17	14
300192.SZ	科德教育	37	1.4	1.7	2.0	2.4	27	22	18	15
平均值							-	27	20	17

数据来源: Wind, 华福证券研究所 (注: 收盘价截止 2024 年 5 月 15 日, 学大、中公、科德 2024-2026 年利润取自年报后更新报告的 Wind 预测平均值, 行动 2024-2026 年利润为华福证券预测)

2) 东方甄选市值: 截止 2024 年 5 月 15 日, 东方甄选市值 190 亿港元, 按新东方持股比例 54.89% 对应市值 104 亿港元。

3) 净现金市值: 最新财季末 (FY2024Q3 末) 净现金 372 亿港元, 由于公司预收款模式和轻资产扩张模式, 资本开支相对有限, 出于谨慎性考虑给予 0.9 倍 PB,



对应市值 335 亿港元。

综上，给予新东方 FY2025 合计目标市值 1652 亿港元，对应目标价 99.84 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 70: 新东方分部估值目标市值

分部估值	单位	
分部估值总目标市值	亿港元	1,652
目标价	港币	99.84
涨幅空间	%	43%
1.教育业务目标市值	亿港元	1,214
FY2025 教育业务 NG 经营利润	亿港元	60.7
目标 PE	倍	20
2.东方甄选并表市值	亿港元	104
截止 2024.4.19 东方甄选总市值	亿港元	190
新东方持股比例	%	54.89%
3.净现金市值	亿港元	335
最新财季末净现金	亿港元	372
目标 PB	倍	0.9

数据来源：Wind，华福证券研究所

7 风险提示

监管政策再度趋严：现阶段非学科培训行业政策已逐渐清晰，若后续出现新的严格限制，将影响整个行业经营。

宏观经济影响培训需求：教育培训存在一定的逆周期性，但如果可支配收入的下降突破一定极限，也有取消培训需求的可能性。

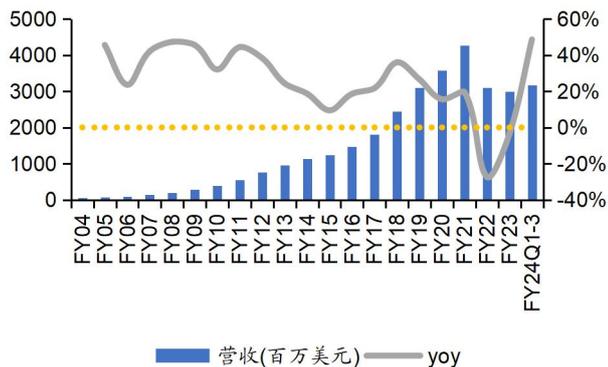
机构扩张速度不及预期：新东方机构数量已步入恢复性增长期，若场地扩张等受限，将从产能端拖累公司增长。

行业竞争加剧：监管逐渐清晰后行业信心回升，竞争对手同样积极开拓市场，若竞对扩张较为强势，将影响公司增长速度。

8 附录：财务数据

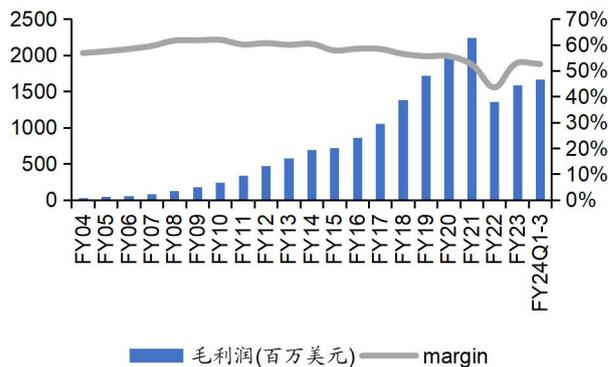
由于传统业务的回暖和新业务的发展，FY2024Q1-3 公司营收同比增长 49%至 31.8 亿美元，毛利率回升至 53%。

图表 71: FY24Q1-3 营收+49%至 31.8 亿美元



数据来源: Wind, iFind, 华福证券研究所

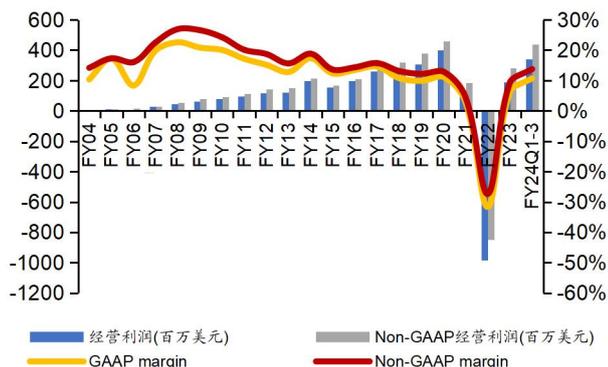
图表 72: FY24Q1-3 毛利率回升至 53%



数据来源: Wind, iFind, 华福证券研究所

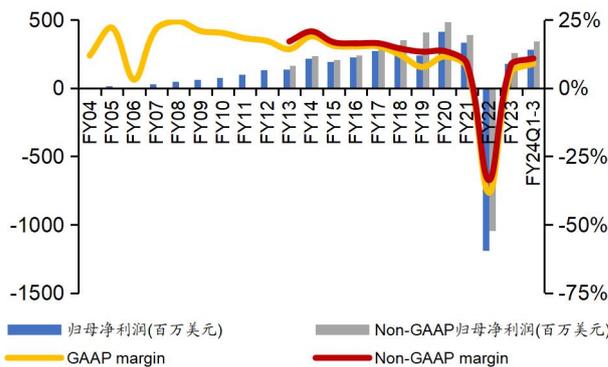
公司 Non-GAAP 经营利润 FY21 受疫情影响而下滑至 4%，FY2022 由于行业政策影响进一步下滑至 -27%。随着传统业务的回暖和转型后新业务的发展，FY24Q1-3 Non-GAAP 经营利润率已恢复至 14%。良好的业务发展带动公司归母净利润增长，FY24Q1-3 GAAP 归母净利率回升至 9%。

图表 73: FY24Q1-3 Non-GAAP OPM 回升至 14%



数据来源: Wind, iFind, 华福证券研究所

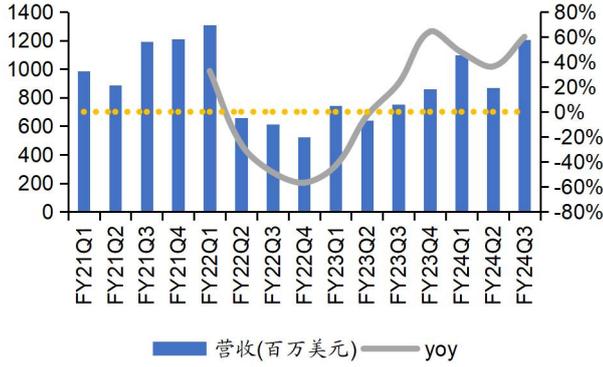
图表 74: FY24Q1-3 GAAP 归母净利率回升至 9%



数据来源: Wind, iFind, 华福证券研究所

FY2024Q3 公司收入端营收同比增长 60%至 12.1 亿美元，利润端 Q3 毛利润达 5.6 亿美元，毛利率 47%，主要得益于公司传统业务的回暖和新发展。出国考试准备和出国咨询服务快速恢复；教育新业务保持强劲增长，智能学习系统及设备用户数不断攀升，K9 非学科培训需求旺盛，报班人次持续增长；FY24Q3 毛利率短期下降主要系东方甄选影响。

图表 75: FY24Q3 营收+60%至 12.1 亿美元



数据来源: Wind, iFind, 华福证券研究所

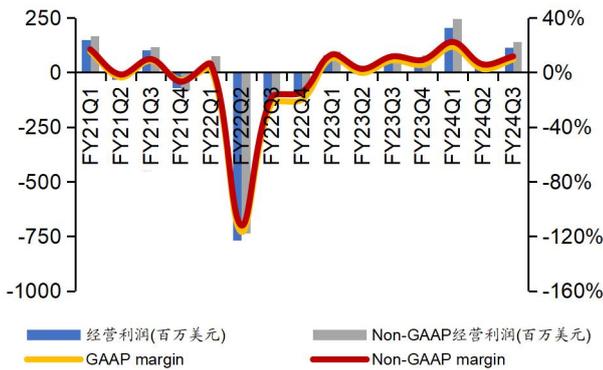
图表 76: FY24Q3 毛利润 5.6 亿美元/毛利率 47%



数据来源: Wind, iFind, 华福证券研究所

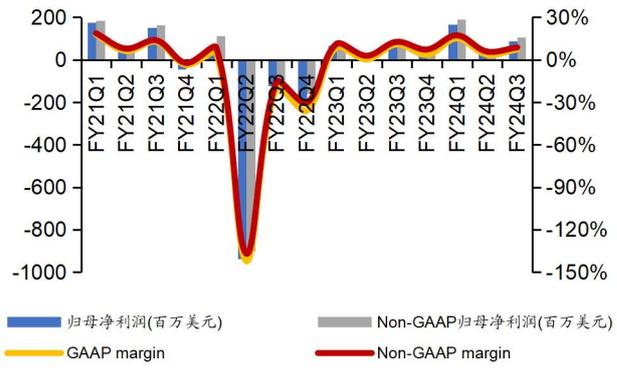
FY24Q3 公司 Non-GAAP 经营利润较去年同期增长 60%至 1.41 亿美元, Non-GAAP 经营利润率 6%。环比下降主要系公司业务具有季节性且第二季度为淡季, Q2 归母净利率达 7%, 较去年同期增长。伴随营收持续增长, 经营杠杆逐渐显现, 盈利能力有望持续修复。

图表 77: FY24Q3 Non-GAAP OPM 12%



数据来源: Wind, iFind, 华福证券研究所

图表 78: FY24Q3 GAAP 归母净利率 7%

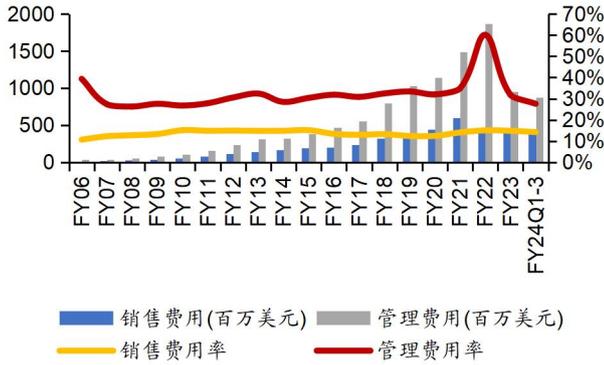


数据来源: Wind, iFind, 华福证券研究所

自“双减”公司业务转型以后, 公司持续优化费用控制。FY24Q1-3 销售/管理费用率 14%/28%, FY24Q3 销售/管理费用率 18%/31%。Q2 管理费用率提升主要系学校及学习空间扩展/OMO 系统维护, 旨在为客户提供更品质的服务和运营效率。尽管“双减”政策限制了广告宣传, 但公司在东方甄选等新业务上的投入导致销售费用率提升。

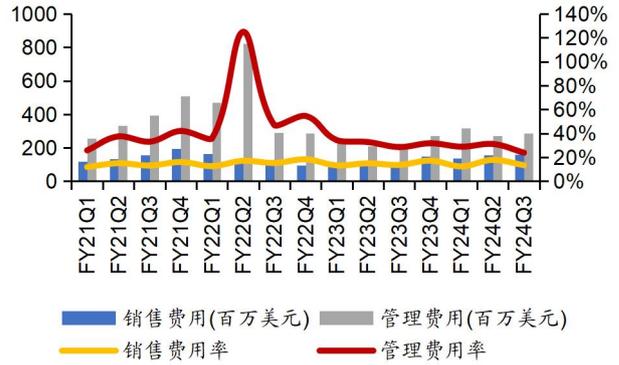


图表 79: FY24Q1-3 销售/管理费用率 14%/28%



数据来源: Wind, iFind, 华福证券研究所

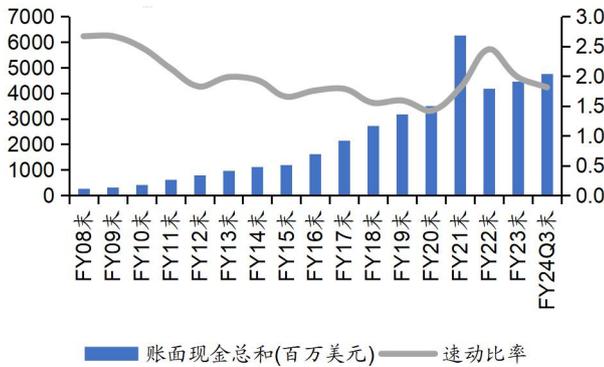
图表 80: FY24Q3 销售/管理费用率 13%/24%



数据来源: Wind, iFind, 华福证券研究所

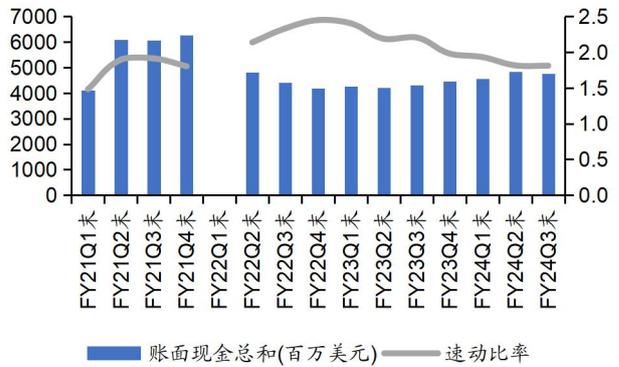
截至 FY24H1 末, 新东方账面现金高达 48 亿美元, 较去年同期增长 15%, 反映公司在资金管理和运营效率方面的卓越表现, 不仅为公司提供了充足的流动性, 也为后续恢复性扩张提供充足的资金支持。此外, “双减”政策的实施对整个教育行业产生了深远影响, 许多企业面临着资金压力和运营挑战。然而, 新东方能够在这样的环境下保持高位的账面现金, 显示出其在策略适应和风险管理方面的优势。这种强劲的财务表现得益于其对教育业务模式的灵活调整, 以及在东方甄选等新业务上的成功拓展。

图表 81: FY24Q3 末账面现金 yoy+35%至 48 亿美元



数据来源: Wind, 华福证券研究所
(注: 账面现金=现金及现金等价物+定期存款+短期投资)

图表 82: 双减后账面现金仍保持高位

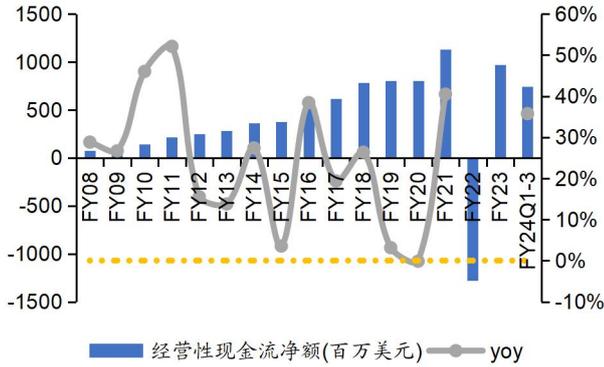


数据来源: Wind, 华福证券研究所

双减后第 4 个季度经营性现金流净额即转正。FY24Q1-3 经营现金流达到 7.5 亿美元, 同比增长 36%。强劲的现金流增长不仅反映了公司业务的盈利能力, 而且也表明了其优秀的现金管理能力。在“双减”后业务转型带来公司营收回暖的同时, 公司持续优化运营效率, 在有更高设施利用率和盈利能力的城市适度进行扩展活动。

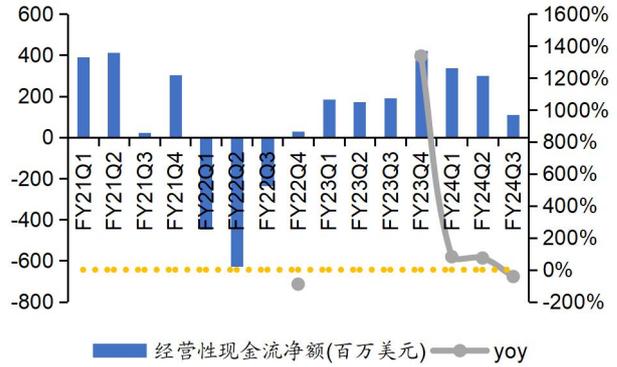


图表 83: FY24Q1-3 经营现金流 yoy+36%至 7.5 亿美元



数据来源: Wind, 华福证券研究所

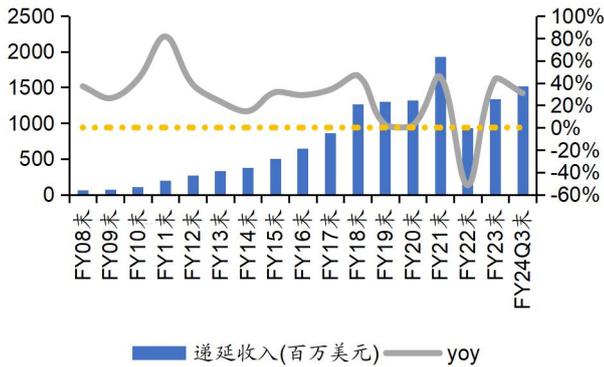
图表 84: FY24Q3 经营现金流 1.1 亿美元



数据来源: Wind, 华福证券研究所

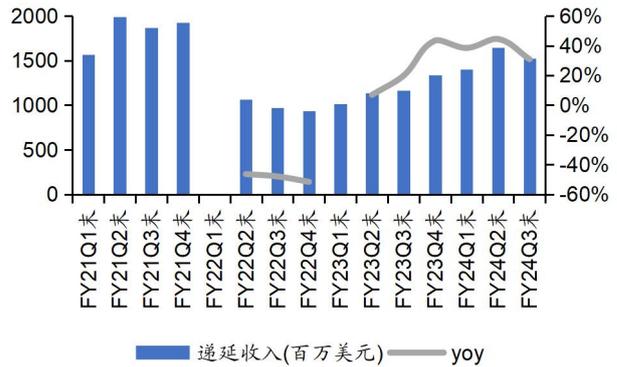
历经 6 个季度后新业务持续得以验证, 家长信任度回暖, 课程预付费模式带来的预收款引领后续收入增长。FY23Q1 末即 2022 年 8 月末开始, 公司递延收入进入同比回升通道, FY24Q3 末递延收入同比提升 31%至 15.2 亿美元。

图表 85: FY24Q3 末递延收入 yoy+31%至 15 亿美元



数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 86: FY23Q1 后递延收入同比回升



数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 87: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万美元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万美元	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1,663	3,202	4,715	6,597	营业总收入	2,998	4,325	5,656	7,111
应收款项合计	243	350	458	575	主营业务收入	2,998	4,325	5,656	7,111
存货	53	40	50	62	营业总支出	2,808	3,882	4,946	6,161
其他流动资产	2,455	2,356	2,362	2,369	营业成本	1,409	1,991	2,489	3,093
流动资产合计	4,414	5,948	7,585	9,603	营业开支	1,398	1,892	2,457	3,067
固定资产净额	360	386	392	394	营业利润	190	443	711	950
权益性投资	196	200	200	200	净利息支出	-114	-44	-67	-93
其他长期投资	693	693	693	693	权益性投资损益	-7	-10	-10	-10
商誉及无形资产	570	547	524	503	其他非经营性损益	5	0	0	0
土地使用权	3	4	5	5	非经常项目前利润	301	477	767	1,033
其他非流动资产	156	156	156	157	非经常项目损益	0	0	0	0
非流动资产合计	1,978	1,986	1,970	1,952	除税前利润	301	477	767	1,033
资产总计	6,392	7,934	9,555	11,555	所得税	66	95	153	207
应付账款及票据	70	99	123	153	少数股东损益	58	0	0	0
循环贷款	0	0	0	0	持续经营净利润	177	382	614	827
其他流动负债	2,181	3,084	3,868	4,811	非持续经营净利润	0	0	0	0
流动负债合计	2,251	3,183	3,991	4,964	优先股利及其他调整项	0	0	0	0
长期借贷	15	215	415	615	归属普通股股东净利润	177	382	614	827
其他非流动负债	312	312	312	312	EPS (最新股本摊薄)	0.11	0.23	0.37	0.50
非流动负债合计	327	527	727	927					
负债总计	2,578	3,710	4,718	5,891	主要财务比率				
归属母公司所有者权益	3,604	4,013	4,628	5,454		2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	210	210	210	210	成长能力				
股东权益总计	3,815	4,224	4,838	5,664	营业收入增长率	-3.5%	44.3%	30.8%	25.7%
负债及股东权益总计	6,392	7,934	9,555	11,555	归母公司净利润增长率	114.9%	115.2%	60.9%	34.6%
					获利能力				
现金流量表					毛利率	53.0%	54.0%	56.0%	56.5%
单位:百万美元	2023A	2024E	2025E	2026E	净利率	5.9%	8.8%	10.9%	11.6%
经营活动现金流	971	1,588	1,562	1,905	ROE	4.9%	10.0%	14.2%	16.4%
净利润	177	382	614	827	ROA	2.9%	5.3%	7.0%	7.8%
折旧和摊销	123	303	321	325	偿债能力				
营运资本变动	733	938	683	836	资产负债率	40.3%	46.8%	49.4%	51.0%
其他非现金调整	-62	-34	-57	-82	流动比率	2.0	1.9	1.9	1.9
投资活动现金流	-37	-320	-316	-316	速动比率	1.9	1.9	1.9	1.9
资本支出	-143	-306	-306	-306	每股指标 (元)				
长期投资	-417	-4	0	0	每股收益	0.1	0.2	0.4	0.5
其他长期资产	524	-10	-10	-10	每股经营现金流	0.6	1.0	0.9	1.2
融资活动现金流	-247	271	267	293	每股净资产	2.2	2.4	2.8	3.3
借款增加	-51	200	200	200	估值比率				
股利分配	0	0	0	0	P/E	83	39	24	18
普通股增加	0	0	0	0	P/B	4	4	3	3
其他融资活动现金流	-196	71	67	93	EV/EBITDA	189	80	57	46

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn