

新东方-S (09901.HK)

激荡教培三十载，而今迈步新征程

优于大市

核心观点

“双减”后积极适配新环境，转型成效显著。公司1993年由俞敏洪创立，2006年赴美上市（2020年赴港二次上市），是国内老牌教培辅导机构。“双减”后公司停止K9学科培训并积极适应新监管环境，保留合规的高中学科、留学培训咨询及大学生&成人培训等业务，同时探索K9教育新业务、直播电商及文旅等新曲线。FY2024财年，公司营收43.14亿美元/+44%，为FY2021财年的101%，Non-GAAP归母净利润3.81亿美元/+47%，恢复至FY2021财年的98%，期末学校及学习中心达1025间（FY2021的61%），转型效果显现。

转型思路：适配监管新环境，品牌流量探索多元变现。“双减”前K12学科培训系新东方核心成长驱动，FY2021年K12学科培训收入占比76%（估算K9收入占比约46%），收入增速CAGR（2010-2020年）超40%，留学与大学生&成人培训等业务表现相对平稳。“双减”政策后，K9学科培训业务正式退出历史舞台、探索转型为教育新业务（素养培训+智能伴学业务），而高中年龄以上原有教培业务则受影响较小；此外，基于新东方的品牌流量，公司新增布局电商与文旅业务，上述业务与教培主业在经营上将形成协同互补。

教培行业：供给出清而需求韧性强，看好头部集中趋势。2021年“双减”政策落地后行业供给大幅出清，2022年10月教育部数据显示，线下K9学科培训机构数较2021年7月出清近96%。2023年起，监管部门重新审视培训需求合理性，非学科培训迎来发展机遇，但行业仍呈现“优势供给短缺-需求旺盛”态势。据我们测算2025年K12教培市场规模恢复至“双减”前（5000亿），且在龙头扩产能+行业办学合规标准提升下，头部机构份额预计提升。

成长展望：1) **教育新业务：**K9学科培训退出后，以素养培训+智能伴学业务（学习机）为主的新业务迅速承接需求，系核心成长驱动，FY2024年收入8.9亿美元/+65%，网点扩张带动下2025-2027年预计增速分别为55%/22%/20%；2) **高中学科/留学培训&咨询/大学生&成人培训：**传统基本盘业务，FY24年收入分别为10.7/10.0/1.6亿美元，预计未来3年增速15-20%相对平稳。整体而言，公司教培主业伴随规模快速扩张，经营杠杆带动下利润率预计持续改善。3) **电商&文旅业务：**电商分部短期受明星主播离职影响，但中线看自营品布局深化仍具备成长潜力，且补贴回归正常后利润率有望改善；文旅业务则目前处前期投入阶段，FY2025财年有望实现盈亏平衡。

风险提示：政策趋严、行业竞争加剧、业务渗透率提升缓慢、股东减持等

投资建议：我们预计新东方FY2025-2027财年分别实现收入51.13/64.14/78.93亿美元，同比增长18.5%/25.5%/23.1%，Non-GAAP净利润5.28/7.96/10.93亿美元，同比增长38.6%/50.6%/37.4%。新东方系本轮教培行业转型领军者，近期受电商业务经营扰动及教育投入增加等影响股价承压走低，伴随东方甄选官宣剥离“与辉同行”、经营逐步回归正轨，以教育新业务为代表的教培业务保持高增且盈利杠杆持续显现，公司正处新一轮成长起点。复盘新东方估值历史，公司上市以来PE估值中枢约30x，在高速成长期PE估值可达40-60x，考虑到公司未来3年Non-GAAP净利润CAGR约42%，我们给与公司FY2025财年PE估值25-28x，目标市值为132-148亿美元（汇率HKD/USD为7.7988，1030-1154亿港元），对应股价为62.2-69.7港元，较最新收盘价仍有21.9-36.5%涨幅空间，维持公司“优于大市”评级。

公司研究·海外公司深度报告

社会服务·教育

证券分析师：曾光 0755-82150809
zengguang@guosen.com.cn
S0980511040003

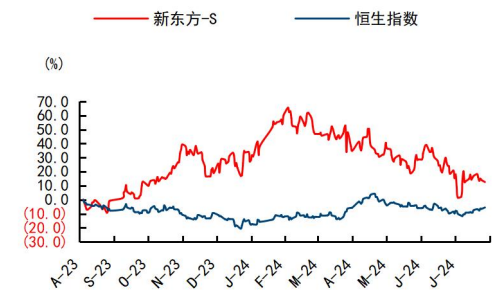
证券分析师：钟潇 0755-82132098
zhongxiaoxiao@guosen.com.cn
S0980513100003

证券分析师：张鲁 010-88005377
zhanglu5@guosen.com.cn
S0980521120002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	62.2 - 69.7 港元
收盘价	52.25 港元
总市值/流通市值	86480/86480 百万港元
52周最高价/最低价	77.05/41.55 港元
近3个月日均成交额	227.60 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《新东方-S(09901.HK)-FY2023Q1点评-重组后单季度首次扭亏，电商业务经营尤为亮眼》——2022-10-31

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,998	4,314	5,113	6,414	7,893
(+/-%)	-3.5%	43.9%	18.5%	25.5%	23.1%
归母净利润(百万元)	177	310	528	796	1096
(+/-%)	-114.9%	74.6%	70.5%	50.8%	37.6%
每股收益(元)	0.11	0.19	0.32	0.48	0.66
EBIT Margin	-44.5%	-23.6%	7.6%	11.1%	13.6%
净资产收益率 (ROE)	4.9%	8.2%	12.3%	15.6%	17.7%
市盈率 (PE)	62.8	36.0	21.1	14.0	10.2
EV/EBITDA	-115.4	-218.7	179.2	119.3	87.1
市净率 (PB)	28.23	26.95	23.64	19.95	16.42

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

注: 2025-2027 年净利润为经调整净利润 (Non-GAAP 口径)

内容目录

新东方：激荡创业三十载，多轮变革获新生	6
历史沿革：经营战略几度调整，多轮变革成就教培龙头	6
管理分析：核心高管均系公司元老，俞敏洪为公司实控人	10
组织架构：事业部转型焕发经营活力，八大事业板块脉络清晰	11
估值复盘：高速成长长期享受高估值，多次战略转型挽狂澜	12
转型思路：适应监管新环境，品牌流量多元变现	15
“双减”前：K12 学科培训系成长驱动，OMO 战略全面推进	15
“双减”后：适配政策监管新环境，品牌流量多元变现	19
教培行业：监管边界趋于清晰，模式迭代进行时	22
政策环境：正视需求合理性，监管边际趋于清晰	22
市场空间：需求旺盛&参培回暖，市场空间依旧广阔	24
格局展望：供给出清而需求旺盛，头部集中趋势明确	27
成长展望：复苏到成长，再论各业务成长潜力	28
业务总览：人口角度展望教培业务景气度	29
教育新业务：核心成长业务，蓝海市场大有可为	29
高中学科&留学&大学生/成人业务：传统优势业务，受益竞争格局改善	32
电商&文旅业务：品牌流量的信任变现，传统行业的破局者	35
财务分析：转型成效显著，教育业务需求旺盛	39
盈利预测	41
假设前提	41
投资建议	45
风险提示	46
附表：财务预测与估值	47

图表目录

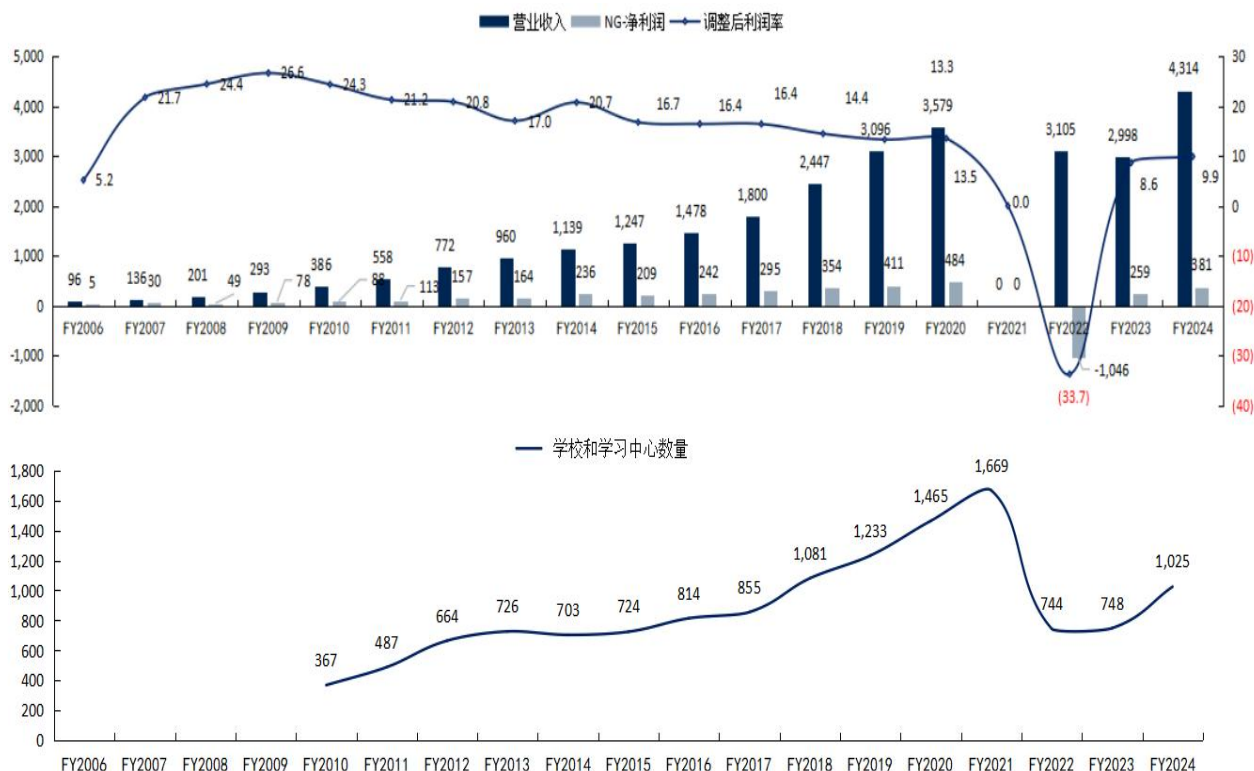
图 1: 新东方上市以来收入、经调整净利润以及学习中心数（包含学校）数据（单位：百万美元）	6
图 2: 新东方成立至今历史重要事件梳理	7
图 3: 20 世纪 80-90 年代国内出现留学潮	7
图 4: 2006 年新东方在美国敲钟上市	7
图 5: 受战略方向调整影响，2015 年经调利润下滑 11%	8
图 6: 新东方在线 2019 年在港交所上市	8
图 7: “双减”政策后，新东方教师数锐减 50%	9
图 8: 2022 年 6 月 9 日东方甄选直播间一夜爆火	9
图 9: 截止 2024 年 5 月 31 日，新东方股权结构示意图	10
图 10: 2016 年为 5 大职能板块，其中业务部门集中在“产品与推广”与“产业与创新”模块，2018 年进行了相应分拆	12
图 11: 2024 年新东方内部组织架构示意图	12
图 12: 2006 年新东方上市以来 PE 动态估值系统性复盘	14
图 13: “双减”前业务板块及对应主要品牌	15
图 14: 2006 年至“双减前”新东方经营表现及收入拆分	16
图 15: 泡泡少儿收入和同比增速（百万元，%）	17
图 16: 泡泡少儿学生人次和同比增速（万人，%）	17
图 17: 优能中学收入和同比增速（百万元，%）	19
图 18: 优能中学学生人次和同比增速（万人，%）	19
图 19: 新东方业务转型思路示意图	19
图 20: 原线下 K9 学科培训转型的 3 大方向	20
图 21: 高中学科培训、留学、成人培训业务被保留	20
图 22: 2023-2024 财年收入利润保持高速增长，转型新业务与传统业务多点开花同时发力	21
图 23: 2018 年至今教培行业政策监管经历了 3 大阶段	22
图 24: 1990 年至今新出生人口（上图）以及 K12 阶段毛入学率（下图）水平	25
图 25: 2019 年校外学科类补习参培率测算	26
图 26: 2019 年校外学科类补习家庭年平均支出	26
图 27: 新东方各业务管线独立成长逻辑	28
图 28: 小升初、初升高、高考人数未来 15 年预测	29
图 29: K9 年龄段业务转型思路示意图	30
图 30: 双减后义务教育线下学科类校外培训机构数量变化	30
图 31: 2024 年初以来非学科培训牌照审批节奏环比提速	31
图 32: 非学科培训牌照中素养类课程占比仍低	31
图 33: 2015 年以来中国出国留学人数	34
图 34: 低龄留学呈现上升趋势	34
图 35: 2019-2024 年中国留学语言培训市场规模	34
图 36: 新东方留学培训市场估算份额占比超 50%	34

图 37: 新东方大学生学习与发展中心下属业务	35
图 38: 2014 年至今考研报名以及研究生招生人数	35
图 39: 2014 年至今研究生招录/考研报名人数比例	35
图 40: 2022.05-2022.06 东方甄选直播间爆火出圈	36
图 41: 2023 年电商业务成为公司扭亏关键	36
图 42: 东方甄选多元化矩阵账号孵化思路	37
图 43: 2023 年 1 月 1 日至 2024 年 8 月 21 日东方甄选主账号以及子账号每周平均 GMV 走势	37
图 44: 新东方文旅业务发展重大里程碑事件	38
图 45: 中国研学游行业市场规模变化	39
图 46: 新东方文旅的产品布局	39
图 47: FY2019-2024 新东方营业收入及 Non-GAAP 净利润	40
图 48: FY2021-FY2024 分季度新东方营业收入	40
图 49: FY2019-FY2024 公司毛利率及 Non-GAAP 归母净利率	40
图 50: FY2019-FY2024 公司营业成本、管理费、销售费用占比	40
图 51: FY2021Q2-FY2024Q4 公司递延收入结余及同比情况	41
图 52: FY2021Q2-FY2024Q4 公司现金、现金等价物及同比情况	41
表 1: 新东方核心高管信息整理	11
表 2: 新东方北京泡泡少儿课程及客单价统计 (截至 2020.7.1)	17
表 3: 新东方北京优能中学课程及客单价统计 (截至 2020.7.1)	18
表 4: 2018 年教培行业政策致力于提升行业经营合规性	23
表 5: 2021 年 7 月至 2022 年中旬, “双减” 配套政策陆续出台	23
表 6: 2022 年以来教培行业政策逐渐清晰, 非学科培训迎来发展机遇	24
表 7: 2019 年全国分城乡中小学生学习校外学科培训支出	26
表 8: “双减” 前后 K12 教培市场规模 (素养培训+学科培训) 测算	27
表 9: K12 教培赛道玩家信息梳理	27
表 10: 2024 年北京地区素质&素养培训课程以及收费标准	30
表 11: 高中学科、留学以及大学升相关业务收入预测	32
表 12: 新东方高中培训业务相关信息梳理	33
表 13: 新东方收入拆分	41
表 14: 新东方教培、电商及文旅业务收入表现及预测	43
表 15: 教培板块相关标的的信息梳理	44
表 16: 同类公司估值比较	44

新东方：激荡创业三十载，多轮变革获新生

新东方成立之初仅为国内出国留学培训众多创业机构的一员，随后在公司管理层带领下公司在诸多关键时点如 2007 年入局全科培训、2015 年调整战略侧重（聚焦教学质量而非品牌营销）、2021 年“双减”后业务转型等做出经营战略的关键调整。历经多轮行业经营周期后，新东方再次浴火重生蜕变成成为当下教培行业的绝对龙头，本章节将就新东方这家企业的几大核心角度做出详细梳理。

图1：新东方上市以来收入、经调整净利润以及学习中心数（包含学校）数据（单位：百万美元）

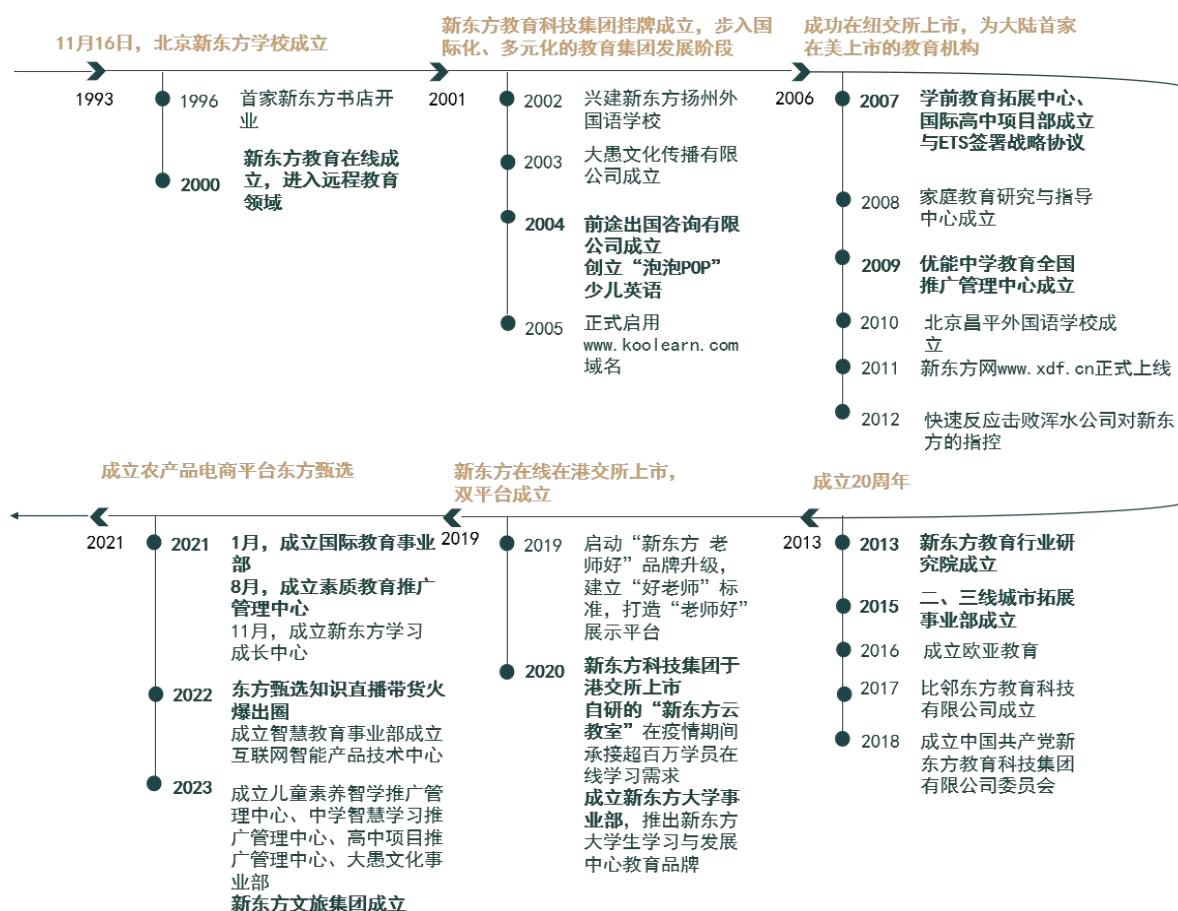


资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

历史沿革：经营战略几度调整，多轮变革成就教培龙头

新东方（09901.HK/EDU.N）是国内最大的综合性教育集团之一。1993年由俞敏洪创立，总部位于北京，发展壮大后于2006年赴美上市（2020年11月9日回港二次上市），是中国首家海外上市的教育培训机构。历经30余年发展，公司在教育产业的布局不断完善，逐渐建立覆盖K12（Kindergarten through Twelfth Grade）到出国留学培训咨询教育培训、直播电商以及文旅等在内的综合业务板块。FY2024财年，新东方实现营业收入43.14亿美元，同比增43.9%；实现Non-GAAP净利润3.81亿美元，同比增47.2%，期末学校及学习中心总数达1025间，同比增37%，成功度过“双减”政策后的行业至暗时刻。回顾新东方的峥嵘岁月，我们将新东方发展过程中几个较为关键发展节点梳理如下：

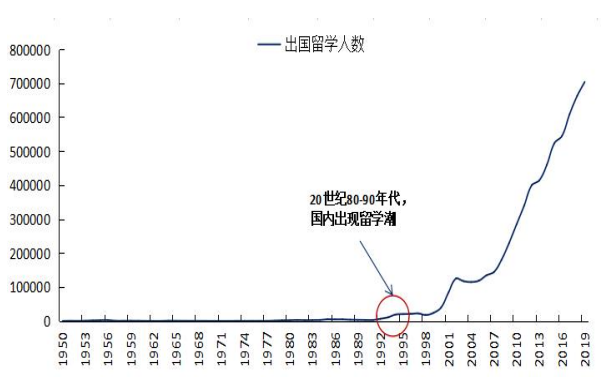
图2：新东方成立至今历史重要事件梳理



资料来源：新东方官网，国信证券经济研究所整理

阶段一（1990-2006年）：应运留学风潮而生，团队奋进赴美上市

图3：20世纪80-90年代国内出现留学潮



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图4：2006年新东方在美国敲钟上市



资料来源：新东方官方网站，国信证券经济研究所整理

留学风潮下创立新东方，团队共同奋进赴美上市。20世纪80-90年代，国内出现留学潮，彼时出国考试 GRE、托福备考难度大，俞敏洪初期与其他机构合作办学，

合作期间其负责的外语培训业务规模增速迅猛，这段经历也给了俞敏洪独立创业的勇气，1993年11月，俞敏洪创立新东方。1996年初，新东方创始合伙人王强、徐小平回国加入公司，公司改以合伙制模式运转，2002年俞敏洪中学同学李国富、周成刚回国加入新东方，新东方尝试向全国异地拓展，先后进入上海、广州等城市。业务飞速发展的同时，新东方内部也在积极改制，由松散的合伙人模式转为股份制运营。2006年，新东方赴美并成功登陆纽交所。

阶段二（2007-2020年）：经营战略及时调整转向，成就综合性教育集团

新东方上市后多次面临经营战略的关键抉择时刻，但公司多次及时调整战略方向，帮助公司最初成就综合性的教育集团，下面我们列举了几大关键时点：

2007年，单一英语培训向K12全科培训转型。企业创立之初，新东方最初业务聚焦在英语培训领域，出国考试（托福/雅思/GRE）、英语学习（少儿—成人）是业务核心构成，据俞敏洪访谈数据，两项业务收入占比近100%。但仅布局单一学科培训，很难满足学生对于在单一机构进行多学科培训的便利性需求，2007年新东方决定入局全科K12培训，与之匹配的是公司经营思路也要跟随转变，公司客群由大学生为主变为需要监督着才能专注的中小學生，原有较为成熟的名师-大班模式逐渐失效。班容量降低也导致名师薪酬降低、且小班化更加看重精细化服务能力而非感染力，转型初期公司师资流失严重。但后来伴随公司模型的跑通，K12学科培训是公司业务版图最重要一环，印证了公司转型战略的前瞻性与果决。

2016年，聚焦修炼内功。2014-2015年间，公司管理团队曾主张市场营销为主，即以销售和扩张教学网点为主，但此经营策略效果一般，表观看此阶段公司营收增速也降至20%以下。2016年初，公司内部重建高管团队与管理体系，俞敏洪定调以教学质量为主，校长考核不再关注收入利润，转而注重教学产品、质量、教师素质以及续班率，同时提倡公司加大教育科技投入，为教育主业赋能。2016年内部调整经营架构与思路后，新东方收入业绩增速又重回正轨。

图5：受战略方向调整影响，2015年经调利润下滑11%



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图6：新东方在线2019年在港交所上市



资料来源：新东方官方网站，国信证券经济研究所整理

2019年，明确OMO战略。2005年公司便成立了新东方教育在线，进入远程教育领域。2014年，开放式的在线教育直播网站酷学网上线。2016年，东方优播的成立象征远程教育的进一步发展，利用互联网技术将新东方的K12业务在三、四线城市以虚拟课堂的方式做进一步拓展。2019年至2020年，公司明确OMO战略模式。2019年，新东方在线在港上市，同年新东方正式开启新东方与新东方在线并行发展的双平台战略。2020年，新东方集团内部成立了OMO团队，开始加速省域网校布局，以在线模式渗透全省的生源。9月新东方提出“双平台、双引擎、双支持”战略，重视OMO教育平台和纯在线教育平台协调发展。

阶段三（2021 年至今）：“双减”政策剧变，知识带货+素养培训开辟新赛道

2020-2021 年，疫情影响+双减政策出台，机构亟待转型。2020 年疫情出现，教培机构线下授课场景中中断，考验机构的线上交付能力；2021 年 7 月，教育部发布《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》（简称“双减”），对义务教育学段学科类培训机构的经营资质、营业时间、资本化运作等各方面明确禁止。受此影响，同年 10 月，新东方在线公告终止 K9 学科类培训业务，此后高途、好未来、网易有道均陆续发布公告计划终止 K9 学科类培训服务，教培机构被迫面临转型。

2022 年 6 月，天时地利人和，东方甄选（原名新东方在线，新东方控股 54.89%）爆火出圈。新东方在线关停线上教培后，尝试直播赛道转型，2021 年 12 月直播间正式开播，2022 年 6 月起 GMV 爆发，后续多月 GMV 位居抖音平台前列。东方甄选爆火出圈，一方面系抖音电商战略扶持新品牌及优质内容出圈，其次彼时 6.18 头部主播（薇娅、辛巴、李佳琦、罗永浩等）暂时缺位释放出大量流量，东方甄选市场上独一无二的“内容带货”直播间也接住了泼天的流量，这也是新东方集团第一次成功的转型。

2023 年，监管态度趋于清晰，素养培训风起。2021 年 8 月，北京新东方成立素质成长中心，尝试素养教育转型。2022 年寒假素养课程正式上线，并且在用户端反馈良好。进入到 2023 年，新东方教育新业务进入爆发期，FY2023 非学科类辅导业务在近 60 个城市开展，报名人次约为 43.8 万名。此外，智能学习系统及设备同样在约 60 个城市中采用，期内活跃付费用户约为 18.1 万名，同比增长近一倍。伴随着素养培训业务的强劲增长，新东方再度迎来收入利润的爆发期。

图7：“双减”政策后，新东方教师数锐减 50%



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图8：2022 年 6 月 9 日东方甄选直播间一夜爆火



资料来源：抖音，国信证券经济研究所整理

2023 年以来，积极布局文旅业务。2022 年年底，东方甄选其实已孵化子账号“东方甄选看世界”，以“直播+文旅”的形式前往各地进行专场直播，从而销售酒店、民宿以及精品旅游团等文旅产品。2023 年 7 月 19 日，北京新东方文旅有限公司成立，注册资本 10 亿元，俞敏洪为法定代表人，其后新东方文旅已经在全国范围内成立了多个省级和市级文旅公司。天眼查显示，从 2023 年 11 月起至今年 2 月，新东方沃凯德国际教育旅行有限公司（北京新东方文旅的全资控股子公司）分别在辽宁、陕西、福建、山东以及镇江、唐山等省市成立超过 30 家文化旅游公司。

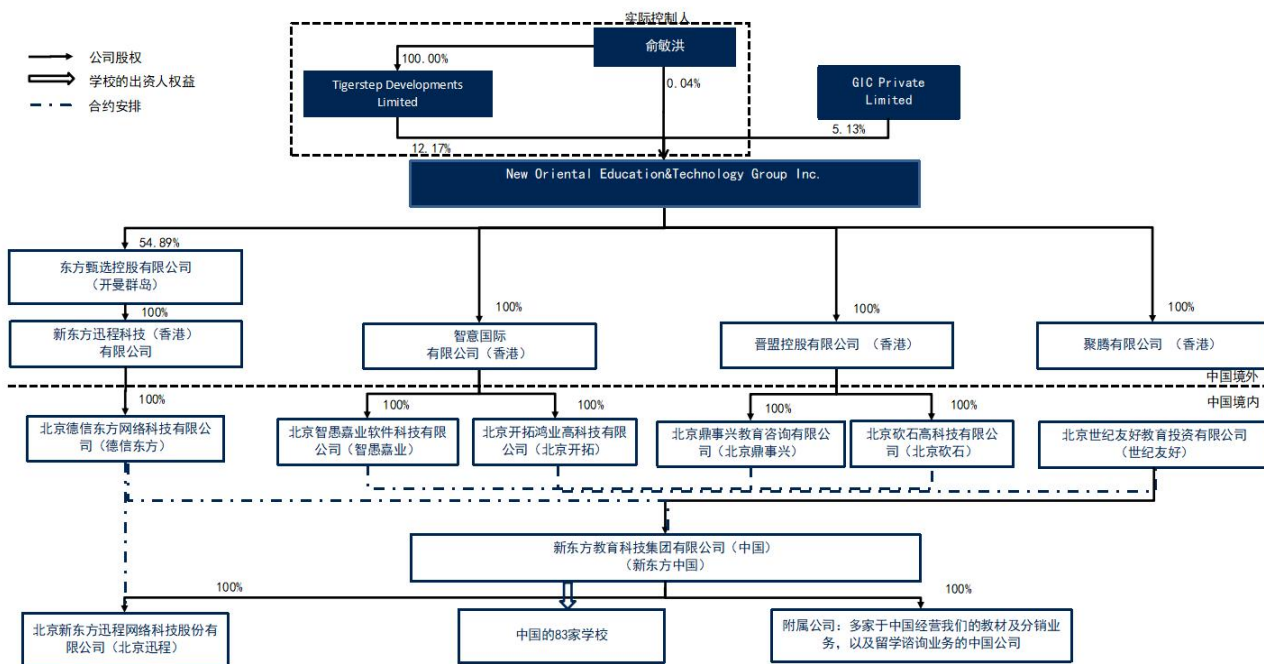
回顾新东方创立以来 31 年的发展历史，在企业经营的多个时点，公司其实均面临重大抉择，如 2015 年的教培战略重心确定、2021 年“双减”后的转型方向，站在现在这个时点看，新东方均通过内部管理层前瞻布局度过了阶段低估，多轮

逆境中的果断变革也最终助力新东方成就国内最大的教育集团，下文我们也将重点分析公司的管理层体系。

管理分析：核心高管均系公司元老，俞敏洪为公司实控人

俞敏洪系实控人，合计持股 12.21%。根据新东方 2023 财年年报披露，截至 2023 年 9 月 15 日，集团全体董事及高级管理人员合计持有新东方教育科技(集团)12.8% 的股权。实控人俞敏洪先生持有集团股权 12.21%，其中直接持有 0.04%，通过完全控股企业 Tigerstep Developments Limited 间接持股 12.17%。新加坡政府投资有限公司持股比例为 5.1%。

图9: 截止 2024 年 5 月 31 日，新东方股权结构示意图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理，持股比例数据截至 2024 年 5 月 31 日

核心管理团队成员已在公司任职接近或超过 20 年，经历多轮行业周期经验丰富。创始人俞敏洪建立新东方以来，一直在公司担任核心管理人员，主导了新东方的股份制改革、综合性教育龙头转型以及东方甄选的建立，是新东方的灵魂人物；周成刚为俞敏洪中学同学，受邀回国加入新东方后，便担任新东方第一家分校上海分校的第一位校长，后续作为负责人在前途出国咨询业务扩展上起到了重要作用；杨志辉曾在新东方上市、财务规范、数据等方面的决策与完善上发挥关键性作用；吴强曾任北京新东方学校校长，双减前曾负责管理公司 K12 及在线业务，均为公司核心岗位；施柯曾在一线学校负责综合管理长达 8 年，后续在集团的业务和运营条线工作近六年，从一线运营到总部战略都具有丰富实践经验。

表1: 新东方核心高管信息整理

高管姓名	年龄	职位	职务分工	履任时间	履历
俞敏洪	61	董事长	负责投资与投后管理板块	2001年	1985年获北京大学英语学士学位, 毕业后在北京大学外语系任教。1993年创办北京新东方学校。2001年成立北京新东方教育科技(集团)有限公司, 并于2001年至2016年担任其董事会执行主席、首席执行官。现担任东方甄选科技控股有限公司董事会主席兼非执行董事。同时担任中国民主同盟中央委员会常务委员。
周成刚	62	首席执行官	分管创新业务及国际教育业务	2016年	1984年-1996年就职于苏州大学外语系; 1998年-2000年就职于英国广播公司亚太部, 担任记者; 2000年-2003年就职于上海杨浦区新东方进修学校, 担任校长; 2003年10月起就职于新东方集团, 历任副总裁, 高级副总裁, 常务副总裁, 总裁等职务, 并于2010年11月起担任董事。目前兼任新东方多家子公司董事、执行董事等职务。
杨志辉	50	首席财务官	职能支持, 包括人力资源、财务管理、资产管理、行政、法务、投资者关系等	2015年	获北京大学光华管理学院经济学学士学位。曾就职于普华永道会计师事务所。自2006年起加盟新东方, 历任集团高级财务经理、总裁办公室副主任、集团财务副总裁。2015年4月起担任集团首席财务官。
吴强	50	集团副总裁	双减前负责公司成熟业务(K12、国内备考等)及在线业务; 双减后负责推广智能硬件	2016年	获西安交通大学工学学士学位、中国科学院工学硕士学位。自1999年加盟新东方教育科技集团, 历任青岛及成都的新东方学校校长(2008年至2012年)、北京新东方学校副校长(2013年至2014年)、北京新东方学校校长(2014年至2018年), 自2016年起担任新东方教育科技集团高级副总裁。
施柯	48	集团副总裁、执行总裁	分管教学管理、国际合作、市场营销	2015年	研究生学历。2005年加盟新东方, 2005年-2010年就职于长沙市芙蓉区新东方培训学校, 历任教学部主管、校长助理、校长; 2010年-2014年于武汉新东方培训学校担任校长; 2014年5月至今就职于新东方集团, 担任副总裁兼教学与知识管理中心主任。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

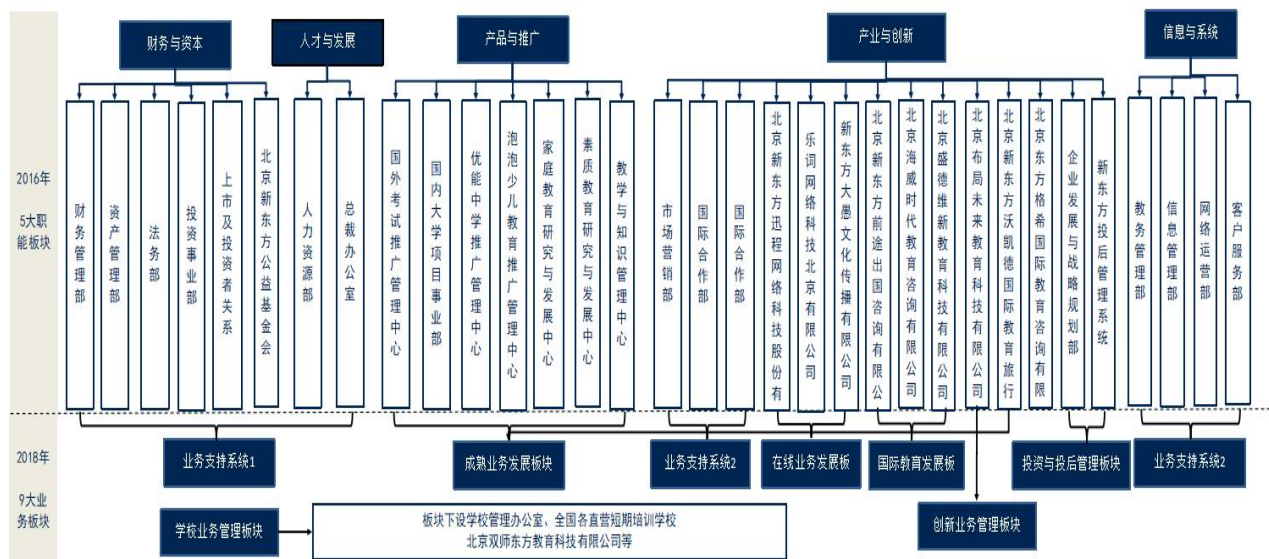
组织架构: 事业部转型焕发经营活力, 八大事业板块脉络清晰

新东方内部组织架构随外部环境的跟随变革, 是公司能够快速响应市场的背后核心因素。俞敏洪曾在2015财年总结表彰大会上提及, “新东方必须由金字塔形凝固性组织结构, 改成像突击队以士兵战斗小组为主导的结构。每一个新东方学校都是一个战斗队, 每一个教学部门都是独立的战斗队, 每一个新东方公司都是战斗队, 每个新东方的创新小组和项目小组都是战斗队。当然我们不是让战斗队各自为政, 变成游击队, 新东方要为战斗队提供所需要的弹药和系统支持, 用灵活的组织结构和强大的系统能力来支持战斗队的发展, 而不是去限制他们发展。所以在我们高度的精神思想境界统一的前提之下, 用新的互联网时代的高效率的组织结构来解构原有的僵化结构, 我们才能够让新东方有真正的未来、辉煌的春天”。2016年9月2日, 俞敏洪卸任新东方集团CEO, 但仍担任董事长, 周成刚接任CEO, 其后新东方开启系列组织架构变革。

2016—2017年, 组织架构变革的初步尝试。周成刚担任新东方CEO后, 对组织架构进行了小幅度调整, 成立了5大职能模块, 如下图所示。但这次调整实际仍沿袭过往职能制部门结构的模式, 业务部门集中在施柯负责的“产品与推广”模块及周志刚、吴强负责的“产业与创新”模块, 在此组织架构下业务条线并未单独分拆, 内部运营效率优化未能达到最优效果。

2018年, 顺利转型为事业部制, 业务条线实现独立拓展。其主要的变化在于, 将原“产业与创新”模块中性质差异较大的几块业务拆分成了5个新模块, 分别为“在线业务”、“国际教育”、“创新业务”、“投资与投后管理”、“业务支持系统2”; 将原“财务与资本”、“人力与发展”等相近的职能模块合并为了“业务支持系统1”; 并新设立了“学校业务管理模块”, 负责学校管理, 各业务条线实现了独立拓展, 事业部模式下也有望充分激发经营动力。

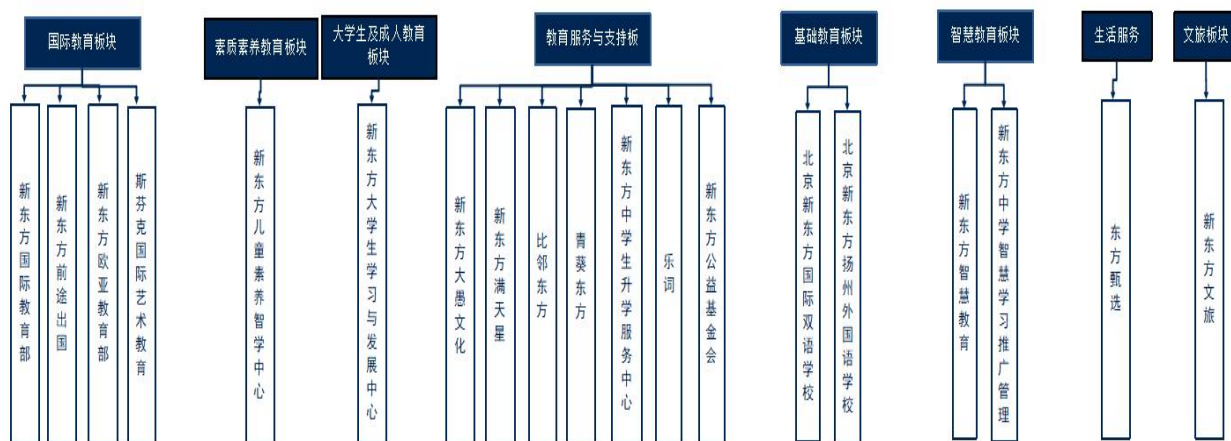
图10: 2016年为5大职能板块, 其中业务部门集中在“产品与推广”与“产业与创新”模块, 2018年进行了相应分拆



资料来源: 芥末堆教育, 国信证券经济研究所整理

2021年“双减”政策出台, 部分业务停止经营, 同时新增了新业务条线, 公司事业部也重新进行了划分。目前公司共有八大事业板块, 分别为: 国际教育、素质教育、大学生及成人教育、教育服务与支持、基础教育、智慧教育、生活服务(东方甄选)及文旅服务(新东方文旅), 版图扩张脉络清晰。事业部制转型更加凸显业务部门的重要程度, 实现了组织机构与业务版图的良好对应, 职责划分清晰, 利于后续各条业务线的独立拓展。

图11: 2024年新东方内部组织架构示意图



资料来源: 新东方官网, 国信证券经济研究所整理

估值复盘: 高速成长期享受高估值, 多次战略转型挽狂澜

回溯新东方的市场估值体系, 2021年之前在人口红利、龙头市占率提升等逻辑驱动下, 新东方能够享受到市场估值溢价, 业务高增期 PE 估值水平可达 60-100x,

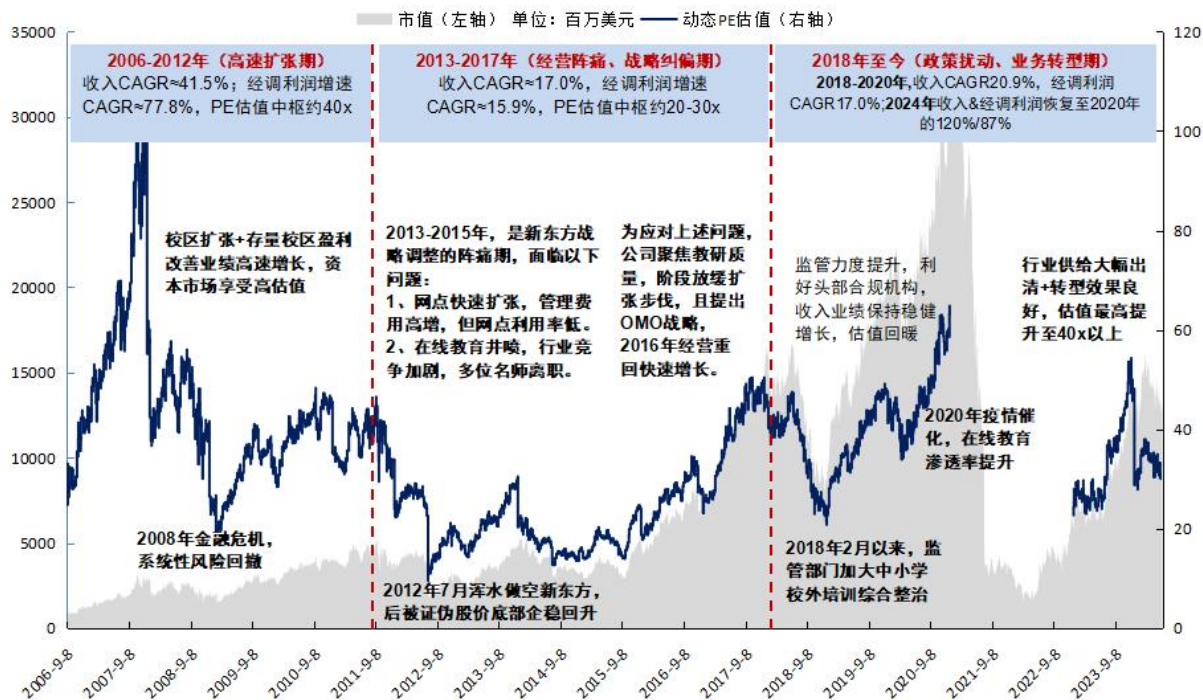
稳健增长长期估值水平也能维持 20-30x，PEG>1。2023 年以来，纵使面临新生人口断崖下滑预期影响，但受益于政策带来的行业出清、龙头教培公司份额加速提升，估值水平也能达到 40-60x。整体而言，新东方所在的 K12 教培赛道需求旺盛且确定性高，且新东方作为行业 TOP2 教培机构，拥有全国扩张能力的的能力，纵使市场环境变化较大，但估值始终能保持较高水平。

2006-2012 年（高速扩张期）：存量校区盈利改善+网点快速扩张，高速成长期享受估值溢价（PE 估值中枢约 40x，一度曾达到 100x 估值）。2006 年上市后，公司品牌知名度提升+入局 K12 全科培训，存量网点利用效率提升，公司 Non-GAAP 净利率持续改善，2006-2012 年经调利润率分别为 5.2%/21.7%/24.4%/26.6%/24.3%/21.2%/20.8%，核心系网点产能利用率提升带动。此外，公司网点数也处于快速扩张阶段，也由 2006 年最初的 136 个网点学校扩张至 2012 年的 664 个。在盈利改善与网点扩张带动下，此阶段公司收入与经调利润增速 CAGR 分别达到 41.5%/77.8%，在增长快速带动下，公司上市后股价也持续上扬，PE 估值中枢达到 40x。

2013-2017 年（战略纠偏期）：“内忧外患”冲击估值中枢回撤至 20x，战略及时转向、估值逐渐回暖。2012 年 7 月，新东方遭遇浑水做空，但公司积极应对度过危机。2013-2015 年间，最初新东方内部考核指标为所在校区的收入利润，为满足考核目标公司网点、教师人数快速扩张，同时增加营销力度与品牌宣传，1v1 辅导等高价课程产品在此期间也得到大量推广，新到岗教师仅短暂培训后便上岗进行 1 对 1 辅导，甚至有分校 1 对 1 业务做到总营收的 70-80%。极速扩张的市场策略虽短期内获得了可观的利润，但并不利于企业长期稳定发展。除去内部经营战略方向错误，外部 K12 行业竞争也在加剧，新东方多位名师离职，也加剧市场担忧。2015 年公司经调利润 2.09 亿美元，同比-11.49%。2014 年开始，新东方关闭了经营不善的网点，明确限制 1 对 1 业务的规模（不能超过中小学业务规模的 35%），考核指标不再与收入和利润挂钩，所有分校制定量化的指标以提高任课教师素质，**战略重新聚焦教研质量与教师素质**。经过上述调整，公司重回良性增长轨迹，2016-2017 年经调利润分别同增 15.8%/22.0%。本发展阶段，受战略偏移以及外部竞争影响，公司经营稳定性受到影响，估值阶段回撤至 20x，但伴随公司重回良性增长，估值又迅速爬升回 40x。

2018 年至今（政策扰动、业务转型期）：2018 年 2 月四部委发布《关于切实减轻中小学生课外培训机构专项整治活动的通知》，8 月 22 日发布《关于规范校外培训机构发展的意见》，政策担忧下板块估值由 45x 回撤至 20x 左右，**但随后市场发现监管政策的收紧，导致行业中小不合规机构出清，反而头部机构借机提升市场份额**，期间头部教培机构经营反而保持了稳健增长，板块估值触底反弹回暖，且 2020 年以来教培板块受益于在线化提升情绪提振，估值持续上攻，估值最高曾达到 60x。2021 年 7 月，“双减”政策落地，所有教培机构均被迫面临转型，新东方同样受到影响，网点大面积关停，市值也由 300 亿美元高点回撤超 90%。2023 年以来，国内监管态度逐渐明确，新东方先是借助东方甄选爆火出圈，其后非学科培训业务蓬勃发展，股价迎来强劲反转，估值水平重回 35-55x。

图12: 2006年新东方上市以来 PE 动态估值系统性复盘



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

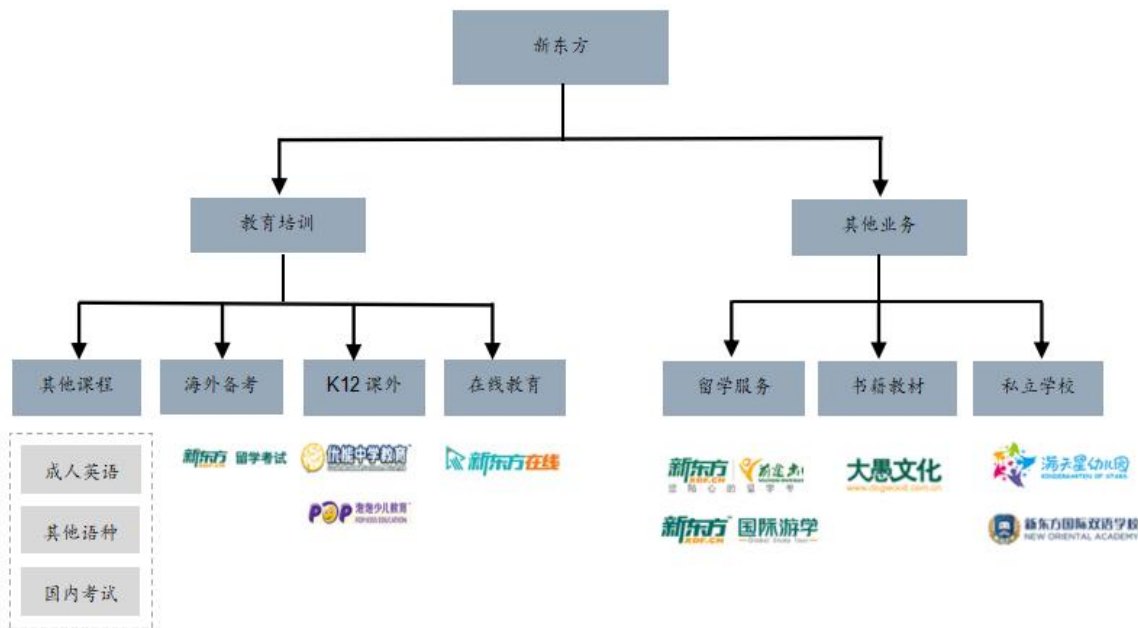
转型思路：适应监管新环境，品牌流量多元变现

2021年7月，中共中央办公厅出台的《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》（简称“双减”政策），义务教育阶段的学科培训业务面临超严政策监管，以新东方、好未来为代表的教培机构均面临转型压力，相关公司股价表现承压明显。而经过将近3年的转型探索，以新东方为代表的K12教培公司也逐渐摸索出能够适应当下政策监管环境的新商业模式，FY2024年新东方收入、经调净利润分别恢复至“双减”前（FY2020）的121%/79%，转型效果良好。本章节我们聚焦讨论新东方在“双减”政策前后商业模式的异同，以便更加直观地理解公司的转型思路。

“双减”前：K12 学科培训系成长驱动，OMO 战略全面推进

产品用户年龄段覆盖全、矩阵多元。新东方从留学英语培训起家，双减前已成为全国范围扩张、细分领域布局最为全面的头部教培企业。公司旗下品牌包括：分别面向3-12岁少年儿童和初中生的K12阶段教培品牌“泡泡少儿”和“优能中学”、留学培训&咨询品牌“前途出国”、教材研发出版品牌“大愚文化”、覆盖从幼儿园到高中阶段的私立学校品牌“满天星幼儿园”和“新东方国际双语学校”。

图13：“双减”前业务板块及对应主要品牌

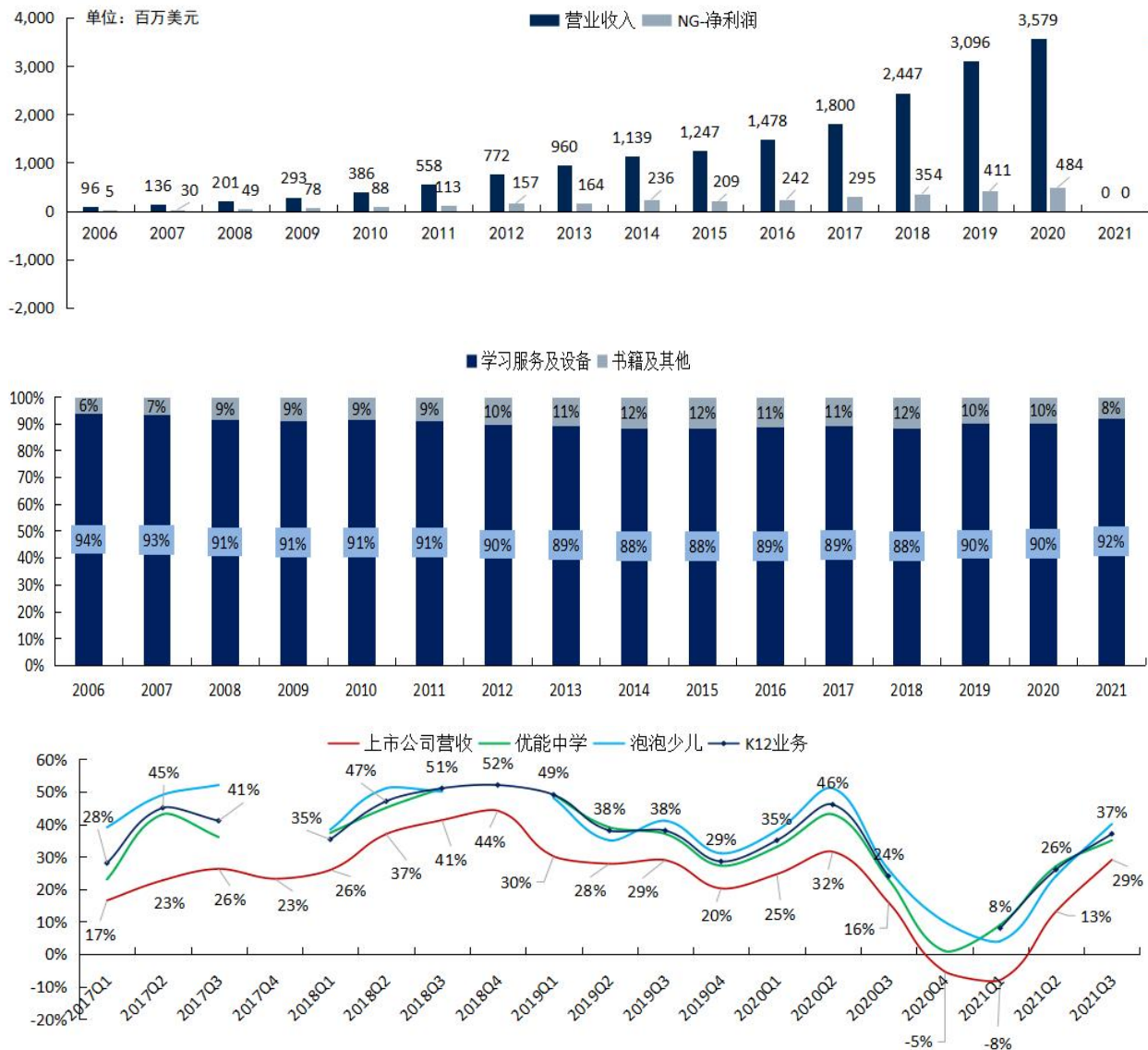


资料来源：新东方官网，国信证券经济研究所整理

K12 学科培训是“双减”前系成长主要驱动。 FY2006-2020年，新东方营业收入自0.96亿美元增长至35.79亿美元，CAGR为29.5%；经调整净利润自0.05亿美元增长至4.84亿美元，CAGR为38.7%。新东方上市以来始终保持稳定且强劲的增长，与公司在2007年果断切入全学科课外辅导息息相关，回首2010年至2020年这10年时间，新东方在K12学科培训的前瞻布局，是本阶段公司保持强劲增长的核心驱动因子。据我们测算，FY2020年，K12业务收入占比接近75%，是公司最核

心收入构成，2010-2020年，优能中学、泡泡幼儿收入复合增速分别高达46.2%、38.3%，是本阶段公司成长最主要支撑。

图14: 2006年至“双减前”新东方经营表现及收入拆分



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

K12 学科培训业务主打“泡泡少儿”和“优能中学”两个品牌。“泡泡少儿”、“优能中心”分别面向学前及小学阶段、初中到高中阶段的学生。2019年后，公司将两大品牌共同归入“新东方中小学全科”课程，希望以统一品牌提升影响力、做到内部资源协同。

1、**班级类型**：班级类型按难易程度分为专项班、好学班、精进班、志高班、行远班、壮志班，分别面向不同层次的学生群体。难易程度行远/壮志>志高>精进>好学，好学班以补习基础为主；精进班进度比好学班稍快，面向中上等学生；志高班面向成绩较好，想进一步提升的学生；行远和壮志班面向最拔尖的学生。

2、**授课模式**：以纯线下和线上双师模式为主，逐渐向OMO和在线教育并举的方向

过渡。新东方自 2015 年开始便投入人力物力探索 OMO 模式，并于 2019 年开在体内网点推广。2020 年疫情影响加速了 OMO 模式的升级优化、产品迭代。出于提升在线教育战略地位、保障其独立发展等综合因素的考虑，公司将纯在线业务剥离至子公司——新东方在线，并于 2019 年 3 月助新东方在线（东方甄选前身）在港交所独立上市。新东方在线班型分为大班和小班，分别对应新东方在线、东方优播两个子品牌。

3、**品牌介绍**：泡泡少儿英语成立于 2002 年，为 3~12 岁少年儿童提供英语培训服务；2008 年泡泡少儿将培训科目拓展至多科目，包含英语、数学、语文、写作、音乐和美术。班级容量约 8~24 名学生，学生每周上课约一次，每堂课 2~3 小时。课程学费介于 300~4000 元不等。公司不断寻求通过技术发展来优化课程及服务。例如，开发出创新的英语听力及口语学习应用程序，将英语教学经验与基于 AI 的语音评估技术相结合，帮助儿童提高英语听力及口语技能并提高考试成绩。

表2: 新东方北京泡泡少儿课程及客单价统计（截至 2020. 7. 1）

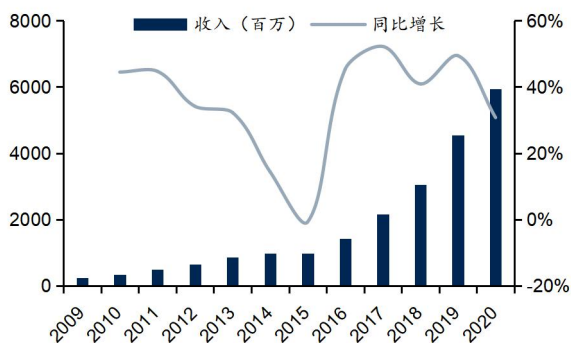
阶段	课程	客单价（元）	优惠价（元）	课时	客单价/课时
幼儿	泡泡幼儿多元智能培养班（暑假班）	13,880	8,880	160	87
	泡泡宝贝全能二级/三级/四级（绘本英语）	1,880	-	16	118
少儿	泡泡少儿英语自然拼音预备级（素质能力培养）	2,110	1,266	18	117
	少儿英语预备级精进暑假班（素质能力培养）	2,110	-	18	117
	少儿英语预备级精进秋季班（素质能力培养上）	1,180	-	12	98
	泡泡少儿英语自然拼音基础级/进阶级/强化级	2,110	1,899	18	98
小学	语文/数学/英语志高/精进暑假班	2,110	1,899	18	98
	语文/数学/英语志高/精进秋季班	790	711	8	99
	剑桥通用英语KET素质能力培养特训班	1,180	1,062	12	98
	剑桥通用英语KET素质能力培养特训班	2,880	-	24	120
	KET 核心词汇考前冲刺班	1,499	-	18	83
	数学素质能力特训暑假班	1,350	1,215	27	50
	数学素质能力特训暑假班	1,350	1,215	27	50

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

注：授课形式分为面授、直播和录播，未注明的都是面授形式

泡泡少儿业务拓展后，培训人次和收入都开始进入高速增长区间。2009-2020 年间的年培训人次、收入 CAGRS 分别为 30.6%和 38.3%。FY2020 参加泡泡少儿培训的学生总人次 444.2 万人（+26.1%），收入 59.5 亿元（+30.8%）。

图15: 泡泡少儿收入和同比增速（百万元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图16: 泡泡少儿学生人次和同比增速（万人，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

优能中学成立于 2008 年，专注于为初高中学生提供校外辅导课程，帮助学生提高高考成绩，课程学费介于 500~5500 元不等。公司最初于 2000 年代初设立面向初高中生的英语校外培训课程。**2008 年 3 月成立优能中学，将初高中课程从英语拓展至所有学科**，面向准备参加中考及高考的 13~18 岁学生。大班班级容量通常为 20~40 名学生，价格实惠；此外还提供 1~5 人的小班（包含一对一辅导）课程，价格高于大班。课程时长一般为 2~16 周，每周授课 1~7 次，一次 1.5~4.0 小时。亦提供精讲版及精简版课程，开设时间主要集中在暑假。

表3: 新东方北京优能中学课程及客单价统计（截至 2020. 7. 1）

阶段	课程	客单价（元）	优惠	课时	客单价/课时	
初中	初中暑假专项班（视频班）（录播）	400	-	8	50	
	初中春季专项班（特训班）（适应性讲解）	600	免费	3	200	
	英语春季专项班（特训班）（优才计划全英）	2,340	同报联报优惠	12	195	
	小初衔接专项班（特训班）	1,199	续报优惠	12	100	
	初一一对一	760	-	2	380	
	初二一对一	800	-	2	400	
	中考一对一	880	-	2	440	
	暑假好学好班（直播）	960	赠课	24	40	
	暑假好学好班	2,999	同报联报优惠	30	100	
	秋季好学好班（直播）	1,200	赠课	32	38	
	秋季好学好班/精进班	3,998	同报联报优惠	40	100	
	秋季直播精品班（直播）	3,800	-	34	112	
	暑假专题班（好学）	1,499	续报优惠	15	100	
	暑假精进班	1,800	同报联报优惠	18	100	
		2,999	同报联报优惠	30	100	
	暑假志高班	3,599	-	36	100	
	初一秋季行远班（金牌班）	10,400	-	40	260	
	中考暑假行远班（金牌班）	8,400	-	30	280	
	中考秋季行远班（金牌班）	11,200	-	40	280	
	初一英语暑假壮志班（优才计划全英/8 人小组课）	8,640	-	36	240	
	初二英语暑假壮志班（优才计划全英 5 级）	9,720	同报联报优惠	54	180	
	中考英语秋季壮志班（优才计划全英/8 人小组课）	12,480	-	48	260	
	高中	高中暑假专项班（视频班）（录播）	400	-	8	50
		高中秋季专项班（视频班）（录播）	400	-	8	50
		高中春季专项班（特训班）（考前冲刺班）	600	-	3	200
		高中春季专项班（特训班）（考前冲刺班/金牌班）	1,800	-	3	600
高一一对一		880	-	2	440	
高二一对一		920	-	2	460	
高考一对一		1,000	-	2	500	
暑假好学好班（直播）		960	赠课	24	40	
暑假好学好班		2,999	同报联报优惠	30	100	
秋季好学好班（直播）		1,200	赠课	32	38	
秋季好学好班/精进班		3,998	同报联报优惠	40	100	
秋季直播精品班（直播）		3,800	-	34	112	
暑假专题班（好学）		1,499	续报优惠	15	100	
暑假精进班		1,800	同报联报优惠	18	100	
		2,999	同报联报优惠	30	100	
暑假志高班		3,599	-	36	100	
高一/高二暑假直播精品班（直播）		1,800	-	20	90	
高考直播精品班（985/秋上）（直播）		1,080	同报联报优惠	8	135	
高一秋季行远班（金牌班）		10,400	-	40	260	
高考暑假行远班（金牌班）		8,400	-	30	280	
高考秋季行远班（金牌班）	11,200	-	40	280		
集训	英语暑期魔鬼集训营	3,280	-	40	82	
	英语暑假住宿班（15 人班）	12,150	-	78	156	

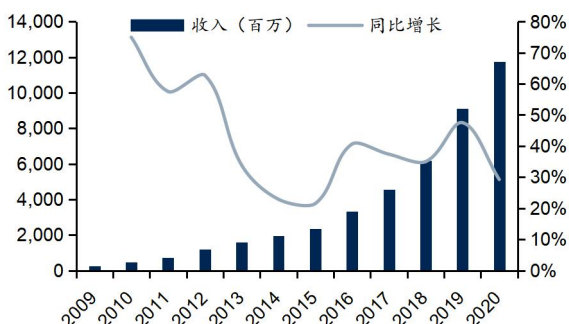
高考联报暑假住宿班	7,980	同报联报优惠	90	89
高考联报寒假住宿班（15人班）	10,980	-	70	157
高考全日制暑假住宿班	10,800	同报联报优惠	118	92
高考全日制寒假住宿班	7,980	-	118	68

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

注：授课形式分为面授、直播和录播，未注明的都是面授形式

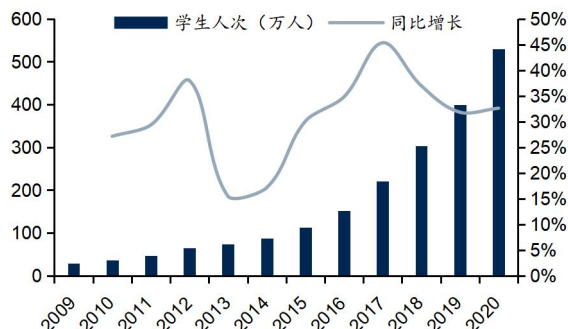
优能中学自成立后，近十年来培训人次和收入的 CAGR 分别为 34.0% 和 46.2%，是新东方所有业务中增速最快的业务板块。FY2020 参加优能中学培训的学生总人次达 529.6 万人（+26.1%），收入规模超百亿。

图17：优能中学收入和同比增速（百万元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图18：优能中学学生人次和同比增速（万人，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

“双减”后：适配政策监管新环境，品牌流量多元变现

图19：新东方业务转型思路示意图



资料来源：新东方公司官网，国信证券经济研究所整理

新东方的转型思路可概括为“转型适配政策，保留合规业务，基于品牌流量探索新方向”。具体而言，新东方原有各业务管线中，面临政策转型压力的即 K9 学科培训，主要涉及泡泡少儿、优能中心以及新东方在线，“双减”后需要做出转型；而高中及以上学历业务如高中学科培训、留学培训&咨询、考研以及图书游学等业务等受影响较小。结合上图所示，具体转型思路如下：

1、转型适配监管新环境：受“双减”政策强监管影响，新东方决定停止 K9 学段的学科培训，并做出相应转型尝试。**原有线下 K9 学科培训业务**，针对部分低年龄段的学生（提分诉求不强，以提升综合素质为主），新东方推出纯素质培训+素养培训课程去满足相关需求；而针对小学高年级或者初中学生，该年龄段学生应试能力提升诉求更强，公司则以智能伴学业务（学习机伴读）满足相应需求。**而新东方在线（现名东方甄选）所从事 K9 线上学科培训业务**，依托于线上直播资源以及教师禀赋，转型直播电商，不再从事教培相关业务。2023 年 12 月 27 日，东方甄选作价 15 亿元现金向母公司新东方出售教育业务，被出售的部分包括东方甄选运营大学教育、机构客户部分相关资产，以及旗下三家教育相关子公司全部股权。交易后，东方甄选正式成为直播电商公司。

2、保留存量合规业务：公司基本盘留学培训/咨询、成人教育培训（考研、考证等）以及图书等业务不受政策影响，业务保留开展至今。而伴随政策逐渐推进，高中学科培训业务的合规边界也逐渐清晰，公司目前针对高中阶段学科培训需求以线上+OMO 模式满足相应需求。

图20: 原线下 K9 学科培训转型的 3 大方向



资料来源：新东方小程序，国信证券经济研究所整理

图21: 高中学科培训、留学、成人培训业务被保留



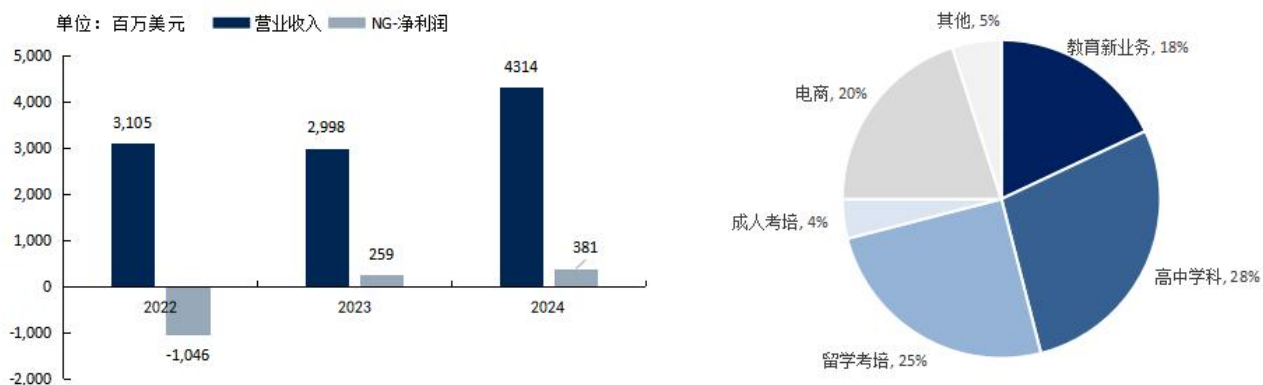
资料来源：新东方小程序，国信证券经济研究所整理

3、基于现有品牌流量，探索新发展方向：除去上文提及的新东方在线转型至直播电商赛道外，2023 年 7 月 21 日新东方官微宣布进军文旅业务，2024 年 2 月，“新东方文旅”品牌正式发布，公司明确将新东方运营多年的国际游学、国内研学和营地教育的业务并入文旅集团发展，即服务群体扩大至中老年、青少年及亲子等全年龄段群体，提供文化旅游、研学、国际游学和营地教育等高品质服务。在东方甄选破圈后，文旅业务是新东方基于自身品牌流量变现的又一尝试。

新东方转型效果持续验证，业务多点开花。 FY2024 财年，全年营收达到 43.14 亿美元，为 FY2021 财年的 101%，Non-GAAP 归母净利润 3.81 亿美元，恢复至 FY2021 财年的 98%。在最新财报季，新东方收入和利润亮眼表现，业务多点开花，一方面由非学科培训业务和电商直播东方甄选等新业务的高速增长推动；另一方面，受高中学科培训、留学业务、成人考试培训等传统业务于疫后增长提速所致。而公司靓丽的收入利润表现，也代表着公司逐渐适应监管新环境，各条线业绩正在

迅速复苏中。

图22: 2023-2024 财年收入利润保持高速增长, 转型新业务与传统业务多点开花同时发力



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

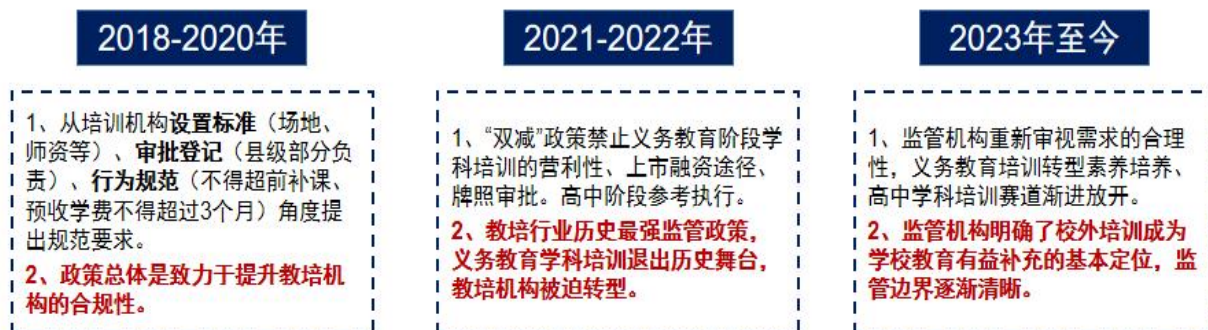
教培行业：监管边界趋于清晰，模式迭代进行时

虽然新东方目前业务涉及教育（教培、学校、图书等）、电商、文旅等领域，但从业务收入构成及未来成长性角度看，新东方仍是教培业务主导的教育公司，且其中 K12 培训业务是最为核心的板块，同时考虑到教培行业中留学培训赛道、职业技能培训赛道（考研、考证等）政策环境较为宽松，**因此本行业分析章节，内容主要聚焦 K12 年龄段的教培业态（学科培训、素养培训等）进行讨论。**

政策环境：正视需求合理性，监管边际趋于清晰

教培行业是伴随市场经济体制建立、义务教育普及产生并飞速发展的，但其后监管措施也接踵而至。1993 年国家颁布《中国教育改革和发展纲要》，提出在全国普及九年义务教育，至 2010 年初中、高中阶段毛入学率分别提升至 100%、82.5%，义务教育的普及客观上为教培提供了稳定的客源。与此同时，在激烈的人才市场竞争中，学历、院校排名逐渐成为用人单位选拔人才的硬性条件。回首过往 20 余年，教培行业的不断壮大，是普及义务教育、市场经济体制建立等因素共同作用的结果。教培行业飞速发展同时，主管部门也加强了对行业的监管。2018 年以来，监管部门对教培行业经营也逐渐提出更多要求，**教培行业也经历了“2018 年合规性提升”——“2021 年双减落地，义务教育学生减负”——“2023 年正视需求合理性，义务教育培训转型、高中阶段渐进放松”三大阶段：**

图23：2018 年至今教培行业政策监管经历了 3 大阶段



资料来源：教育部，国信证券经济研究所整理

阶段一（2018-2020 年）：政策致力于提升行业经营合规性。2018 年教育部、国务院办公厅先后颁布《关于切实减轻中小学生课外负担开展校外培训机构专项治理行动的通知》、《关于规范校外培训机构发展的意见》，从培训机构设置标准（场地、师资等）、审批登记（县级部分负责）、行为规范（不得超前补课、预收学费不得超过 3 个月）角度提出规范要求。本阶段的法规更多是基于提升教培机构经营合规性的角度出发，从政策实施效果看，经营合规性差的中小教培机构出清明显，据教育部数据，2018 年全年教育部共摸排校外培训机构 40.1 万所，其中存在问题的机构 27.28 万均已整改，本阶段合规的头部教培机构反而受益于政策趋严带来供给阶段出清。

表4: 2018 年教培行业政策致力于提升行业经营合规性

时间	法规名称	出台部门	具体措施
2018.02	《关于切实减轻中小学生学习负担开展校外培训机构专项治理行动的通知》	教育部办公厅等部门	针对校外培训机构的专项治理，据 2019 年的统计数据，2018 年底，全国共摸排校外培训机构 40.1 万所，存在问题机构 27.28 万所已经全部整改完成。
2018.08	《关于规范校外培训机构发展的意见》	国务院办公厅	1、 明确设置标准 ：在场地条件、师资条件（不得聘用中小学在职教师）、管理条件作出规定。 2、 依法审批登记 ：经审批取得办学许可证、营业执照才能开展培训，校外培训机构审批登记实行属地化管理。县级教育部门负责审批颁发办学许可证。 3、 规范培训行为 ：训进度不得超过所在县（区）中小学同期进度。校外培训机构培训时间不得和当地中小学校教学时间相冲突；收费时段与教学安排应协调一致，不得一次性收取时间跨度超过 3 个月的费用。

资料来源：教育部办公厅，国信证券经济研究所整理

阶段二（2021-2022 年）：史上最严监管“双减”政策出台，供给大幅出清，义务教育学科培训退出历史舞台。2021 年初政策监管趋严已有征兆，3 月两会期间多位人大代表以及委员提及对校外培训机构的治理；6 月教育部办公厅成立了校外教育培训监管司；2021 年 7 月中共中央办公厅、国务院办公厅颁布《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》，政策意在全面规范校外培训行为，各地不再审批新的面向义务教育阶段学生的学科类校外培训机构，现有学科类培训机构统一登记为非营利性机构。学科类培训机构一律不得上市融资，严禁资本化运作。2021 年 7 月至 2022 年 5 月间，“双减”的配套政策陆续出台，监管体系陆续完善，本阶段校外培训机构大幅出清。据 2022 年 10 月全国人大“双减”报告所述，义务教育阶段线下学科类培训机构数量由原来的 12.4 万个压减至 4932 个，压减率 96%，线上学科类培训机构由原来的 263 个压减至 34 个，压减率 87.1%。

表5: 2021 年 7 月至 2022 年中旬，“双减”配套政策陆续出台

时间	法规名称	出台部门	具体措施
2021.07	《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》（双减政策）	中共中央办公厅、国务院办公厅	坚持从严治理，全面规范校外培训行为 1、坚持从严审批机构：各地不再审批新的面向义务教育阶段学生的学科类校外培训机构，现有学科类培训机构统一登记为非营利性机构。学科类培训机构一律不得上市融资，严禁资本化运作。 2、规范培训服务行为：严禁超标超前培训；校外培训机构不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假组织学科类培训；培训机构不得高薪挖抢学校教师，从事学科类培训的人员必须具备相应教师资格。 3、强化常态运营监管
2021.09	《关于坚决查处变相违规开展学科类校外培训问题的通知》	教育部	-
2021.10	《关于加强校外培训机构预收费监管工作的通知》	教育部等六部门	-
2021.11	《关于做好校外培训广告管控的通知》	市场监管总局等八部门	1、不区分学科类、非学科类，要确保做到主流媒体及其新媒体、网络平台以及公共场所、居民区等线上线下空间不刊登、不播发面向中小学（含幼儿园）的校外培训广告。 2、要集中时间、集中力量对主流媒体及其新媒体、网络平台以及公共场所、居民区等线上线下空间校外培训广告开展全面排查，清理存量、杜绝增量。 明确了鉴别依据，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，如符合以下特征，即判定为学科类培训： 一是培训目的以学科知识与技能培训为导向，主要为提升学科学习成绩服务。 二是培训内容主要涉及道德与法治、语文、历史、地理、数学、外语（英语、日语、俄语）、物理、化学、生物等学科学习内容。 三是培训方式重在进行学科知识讲解、听说读写算等学科能力训练，以预习、授课和巩固练习等为主要过程，以教师（包括虚拟者、人工智能等）讲授示范、互动等为主要形式。 四是结果评价侧重甄别与选拔，以学生学习成绩、考试结果等作为主要评价依据。
2021.11	《义务教育阶段校外培训项目分类鉴别指南》	教育部	-
2022.05	《义务教育六科超标超前培训负面清单（试行）》	教育部等	-

资料来源：教育部办公厅，国信证券经济研究所整理

阶段三（2023 年至今）：2023 年起，监管部门重新审视培训需求合理性，非学科培训迎来发展机遇，合规机构牌照审批加速；高中学科培训也渐进放开。2022

年 12 月，教育部等十三部门出台《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》，指导思想明确“全面规范非学科类培训，使其成为学校教育的有益补充”；2023 年 9 月，国家出台《校外培训行政处罚暂行办法》（10 月 15 日起实施），政策意在让合规机构受到保护、违法者收到惩戒；2024 年 2 月，教育部颁布《校外培训管理条例（征求意见稿）》，义务教育学科培训延续了强监管态度（限制营利性、培训时段等），但未限制非学科类培训以及高中学科培训以市场化形式运营，实际是肯定了 K9 学段转型方向及高中学科的渐进放松，明确了校外培训成为学校教育有益补充的基本定位。2024 年 4 月 11 日深圳市福田区召开了加快审批中小學生非学科类校外培训机构宣讲推进工作会，提及“优化流程、加快审核，对达标的教培机构应批尽批”；同年 4 月 16 日，北京“双减”专项行动启动会中，明确加快实现非学科类机构“应批尽批”，。

表6: 2022 年以来教培行业政策逐渐清晰，非学科培训迎来发展机遇

时间	法规名称	主管部门	具体措施
2022. 12	《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》	教育部等十三部门	1、准入程序：非学科类线上培训机构须依法取得省级有关主管部门的行政许可后，再依法进行法人登记，并向所在地省级电信主管部门履行互联网信息服务核准手续。非学科类线下培训机构须取得县级有关主管部门的行政许可后，再依法进行法人登记；跨区域开展线下培训的，要依法按要求在每个县域取得有关主管部门的行政许可。对于经营多种非学科类业务的机构，可由主要监管部门牵头，实行部门联合审核。 2、收费管理：非学科类培训机构要坚持公益属性，遵循公平、合法、诚实信用的原则，根据培训成本、市场供需等因素，合理确定收费项目和标准，控制调价频率和幅度，并报送主管部门。 3、强化预收费监管：非学科类培训机构培训收费实行指定银行、专用账户、专款管理。培训机构收费应全部进入本机构收费专用账户，不得使用本机构其他账户或非本机构账户收取培训费用，收费账户应向社会公开。 4、信息化管理：各地要将非学科类培训机构全部纳入全国校外教育培训监管与服务综合平台（以下简称监管平台）统一管理。
2023. 07	《校外培训行政处罚暂行办法》	教育部	对自然人、法人或者其他组织擅自举办校外培训机构的、对自然人、法人或者其他组织未经审批有偿开展学科类隐形变异培训的行为、对校外培训机构拒不执行预收费监管有关规定的行为、对擅自组织面向中小学生的社会性竞赛活动的行为，宣布具体处罚规定。
2023. 07	全国校外教育培训监管与服务综合平台上线	教育部	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），各地主管部门已完成对入驻培训机构相关资质、资金、人员、材料、场地、课程等信息的审核备案。
2024. 02	《校外培训管理条例（征求意见稿）》	教育部	K9 学科培训延续了强监管态度（限制营利性、培训时段等），未限制非学科类培训以及高中学科培训以市场化形式运营，鼓励政府引入高质量非学科类校外培训参与学校课后服务，未来行业转型发展指明了发展方向。此外，新政取消了除 K9 学科培训以外业态的培训时长/时段硬性规定，将决策权交给至地方政府因地制宜

资料来源：教育部，国信证券经济研究所整理

复盘 K12 教培行业监管政策变化，“双减”政策出台的根本目的，是减轻学生在校外培训机构与学校内的负担，遏制校外培训的无序发展，最终巩固学校作为教育主阵地的地位。但在政策执行过程中，确实也出现部分合理培训需求被遏制的情况，所以自 2023 年起，监管部门重新审视培训需求合理性，非学科培训迎来发展机遇，合规机构牌照审批加速，高中学科培训也渐进放开。展望未来，我们分析行业逐渐度过了最难熬的时刻，监管政策清晰后行业发展有望渐进提速。

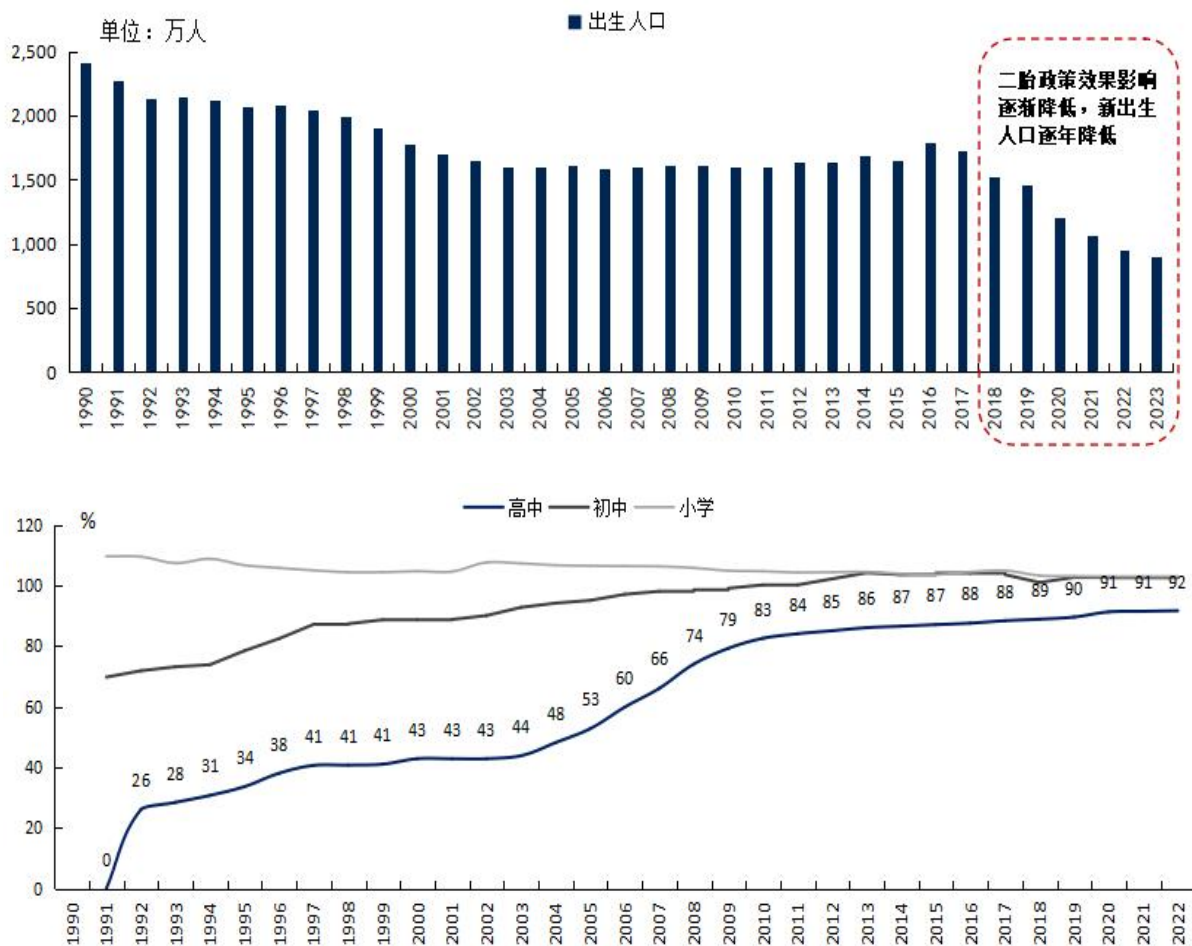
市场空间：需求旺盛&参培回暖，市场空间依旧广阔

2021 年“双减”政策落地后教培行业商业模式剧变，义务教育阶段学科培训自此退出历史舞台，但针对 K9 新业务模式也在积极适应新监管环境，如 K9 客群虽不再允许做学科培训，但取而代之素养培训却呈现强劲增长态势。本章节我们尝试测算监管新常态下 K12 教培行业（小初素养+高中学科培训）的市场规模，核心思路仍为 K12 课外培训市场规模=K12 在校生人数 x 渗透率 x 客单价，其中将市场拆分为小学、初中和高中培训市场，具体测算思路如下：

X 年的 K12 在校生人数：若计算第 X 年的 K12 在校生人数，测算逻辑为分别加总第 N 年新出生人口*第 N 年对应学段毛入学率，其中 N 取值为（X-12 年至 X 年）。

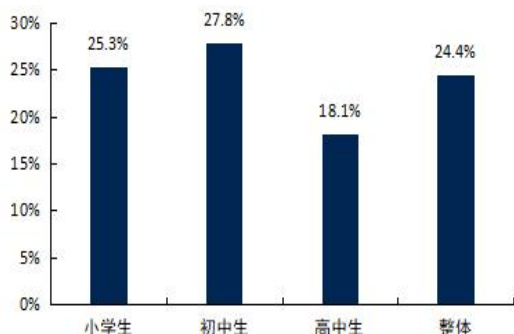
我们从统计局拉取 1990 年至今年新出生人口,按照上述算法可得 2024-2029 年在校生人数分别为 1.96/1.95/1.91/1.85/1.78/1.71 亿人,对应 CAGR 为-2.7%,人口规模下滑系 2018 年以来新生儿基数降低,对应 2024 年入口年级新生人数降低所致、而高中阶段人数预计稳中有增。

图24: 1990 年至今新出生人口 (上图) 以及 K12 阶段毛入学率 (下图) 水平

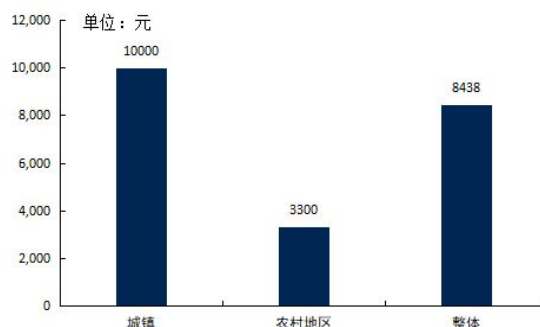


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

参培率: 据 2019 年 CIEFR-HS 中小学在校生样本估计, 全国平均有 24.4% 的中小学生在 2018—2019 学年参加过学科类校外培训; 分学段来看, 小学学科类校外培训参与率为 25.3%, 初中为 27.8%, 高中为 18.1%, 各学段参与率均在升学前期出现高峰, 学科类校外培训仍旧以升学为主要驱动。其中 2020 年我们预期参培率会阶段大幅提升, 核心受益于线上培训渗透率的提升。2021-2022 年, 根据北师大中国教育与社会发展研究院《全国“双减”成效调查报告》, 2022 年 K9 学科培训受“双减”政策影响, 参培率迅速下滑至 16.9%, 另一方面 CIEFR-HS《减负政策的短期效果评估》2022 年调查显示, 整个 K12 学科培训参培率为 17.4%。我们根据适龄人口相应规模进行测算, 可得高中阶段参培率略有上升至 20.2%, 我们分析是高中阶段需求较为刚性, 需求部分通过个人培训等形式得到满足, 因此高中阶段参培率仍略微上升。展望未来伴随监管回归常态化以及教育新业态模式逐渐得到认可, 我们判断行业整体参培率会稳步回升, 具体相关假设如下表所示。

图25: 2019 年校外学科类补习参培率测算


资料来源:《中国教育财政家庭调查报告 2021》, 国信证券经济研究所整理
 注:调查(CIEFR-HS)覆盖了全国 29 个省份、345 个区县、34643 户家庭、107008 个家庭成员。其中, 幼儿园到高等教育在校生样本总数为 18418 人

图26: 2019 年校外学科类补习家庭年平均支出


资料来源:《中国教育财政家庭调查报告 2021》, 国信证券经济研究所整理
 注:调查(CIEFR-HS)覆盖了全国 29 个省份、345 个区县、34643 户家庭、107008 个家庭成员。其中, 幼儿园到高等教育在校生样本总数为 18418 人

客单价:参考 CIEFR-HS 中小学在校生样本数据,参与学科类校外培训的学生家庭的年平均支出为 8438 元(中位数为 3000 元),城镇地区年平均支出接近 1 万元,为农村地区的 3 倍左右。各地中学阶段的补习支出普遍高于小学,高中普遍高于初中,除去 2020 年在线化率提升导致客单价结构下滑外,我们判断客单价会以持平略高于 CPI 增速稳步提升。

表7: 2019 年全国分城乡中小学生学习校外学科培训支出

单位: 元	全部	城乡		城镇内部		
		城镇	农村	一线城市	二线城市	县城
小学	6580	7811	2702	18125	7658	2895
初中	9887	11772	4167	21748	13318	5012
高中	12208	13628	6064	28602	13398	8021
全部	8438	9926	3581	20881	10169	4495

资料来源:《中国教育财政家庭调查报告 2021》, 国信证券经济研究所整理

K12 课外培训市场规模: 需求刚性、参培率回暖, 2025 年市场规模有望恢复达到双减前状态。参考上文参培率、客单价相关假设数据, 市场规模测算数据如下, “双减”政策落地前, 学科培训市场规模已达 4000 亿。“双减”后行业供给出清导致 K9 参培率锐降, 尽管高中阶段需求韧性较强, 但 K9 市场占比更大。但 2022 年下半年以来, 监管政策趋于稳定、教培公司商业模式转型初有成效, K12 学科培训(含素养)市场也逐渐焕发生机, 2025 年时行业有望恢复至“双减”前时状态。

表8：“双减”前后 K12 教培市场规模（素养培训+学科培训）测算

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
小初适龄人口（万）	14446	14493	14563	14634	14826	14941	14849	14718	14317	13744	13060	12275
高中适龄人口（万）	4948	4839	4809	4794	4795	4786	4817	4819	4815	4835	4879	4962
小初参培率	23.0%	24.0%	26.0%	28.9%	16.9%	17.3%	18.5%	22.0%	24.0%	26.0%	28.0%	29.0%
高中参培率	17.6%	18.1%	19.0%	20.0%	20.2%	20.9%	21.6%	22.3%	23.0%	23.7%	24.4%	26.5%
K9 年均培训支出（元）	8125	8438	7594	8860	9746	10720	11471	10816	11249	11699	12167	12653
yoy		4.3%	-10.0%	11.0%	-41.4%	2.4%	7%	4%	4%	4%	4%	4%
高中年均培训支出（元）	11852	12208	12574	12951	13340	13740	14152	14577	15014	15465	15929	16247
yoy		3.9%	-10.0%	16.7%	10.0%	10.0%	7%	4%	4%	4%	4%	4%
K9 教培市场规模（亿元）	2700	2933	2875	3742	2442	2771	3151	3502	3865	4180	4449	4504
yoy		3.0%	-10.0%	3.0%	3.0%	3.0%	7%	4%	4%	4%	4%	4%
高中教培市场规模（亿元）	1032	1069	1149	1242	1292	1372	1470	1564	1660	1770	1894	2136
yoy		8.6%	-10.0%	30.1%	-34.7%	13.5%	7%	4%	4%	4%	4%	4%
整体规模	3732	4002	4024	4984	3734	4143	4621	5066	5525	5950	6343	6641
yoy		7.2%	0.6%	23.9%	-25.1%	11.0%	11.5%	9.6%	9.1%	7.7%	6.6%	4.7%

资料来源：教育部官网、《中国教育财政家庭调查报告 2021》，国信证券经济研究所整理

格局展望：供给出清而需求旺盛，头部集中趋势明确

“双减”前行业长尾趋势显著，2019 年 CR3≈10%。据《中国教育财政家庭调查报告 2021》样本统计数据，“双减”政策出台前，在连锁机构（商业机构）参与培训学生占比约 26.6%，剩余超 70% 学生主要参与个人提供的学科培训，我们分析系“双减”前行业监管力度较为温和，对资质以及培训合规性要求相对不高，地域性教培机构均能够享受到部分行业份额。从参与玩家角度看，新东方、好未来、精锐教育营收规模居行业前三，市占率分别为 5.3%、4.3%、1.0%，其中新东方与好未来主营 K12 班线下组课，而精锐教育以线下高端 K12 个性化辅导为主。

表9：K12 教培赛道玩家信息梳理

	上市时间	上市交易所	商业模式	2019 年营收规模 (亿元人民币)	2019 年市占率	2023 年教育营收 (亿元人民币)	2023 年市占率
新东方	2006 年	美股	K12 学科培训、考研、出国辅导咨询等	213.63	5.3%	167.19	4.0%
好未来	2010 年	美股	K12 学科培训、网校等	171.47	4.3%	70.89	1.7%
精锐教育	2018 年	美股	高端 K12 学科个性化辅导	39.94	1.0%	2.33	0.1%
猿辅导	未上市	-	线上 K12 学科培训	36.00	0.9%	未披露	不适用
作业帮	未上市	-	线上 K12 学科培训	32.00	0.8%	未披露	不适用
朴新教育	2018 年	美股, 2022 年已退市	K12 学科培训、出国辅导咨询等	31.04	0.8%	已退市	不适用
学大教育	2010 年	最初为美股上市, 2016 年私有化回归 A 股	K12 学科个性化辅导	29.92	0.7%	22.13	0.5%
高途集团 (跟谁学)	2019 年	美股	线上 K12 学科培训	21.14	0.5%	29.61	0.7%
昂立教育	2014 年	A 股, 收购教育资产转型	K12 学科培训、职业教育和国际与基础教育	20.48	0.5%	9.52	0.2%
卓越教育	2018 年	港股	K12 学科培训	18.34	0.5%	4.89	0.1%
51talk	2023 年	美股	线上 K12 英语培训、成人英语培训	14.78	0.4%	1.92	0.0%
有道	2019 年	美股	线上 K12 学科培训	13.05	0.3%	31.48	0.8%

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

注：本表中的市占率为机构收入在 K12 教培市场规模的市占率，即既包含机构市场，也包含个人为主的小黑班市场

对“双减”后竞争格局演变的再思考：通过测算，“双减”后我们发现头部企业市占率提升趋势并没有如同我们想象中显著，据上表 2023 年 CR3 约 5.8%。理论层面，由于“双减”政策后监管部门收缩牌照发放、对机构教学场地、资金运转提出更高的要求，腰、尾部培训机构将会大批被出清，教培需求会更多地由头部合规企业满足，进而头部企业实现市占率的大幅提升。但现实却没有如此演绎，

我们分析系大机构产能重新大幅扩张需要时间，个人培训则分走了部分尾部机构出清后的需求，如果个人教师的教学质量能够得到家长和学生的认可，很容易在小范围内通过口碑推荐吸引其他家庭加入。

展望未来，头部机构产能扩张+合规办学成本提升，头部集中趋势依旧确定。展望未来，个人教师通常缺乏大规模的市场推广能力，在现有学生毕业后，难以快速吸引大量新学生，而品牌心智占领上大机构优势更为明显。且义务教育非学科培训恢复牌照审批虽恢复，但新网点需办理“办学许可证+营业执照”。其中办学许可证对于负责人、经费、场所面积均有要求，时间周期为1-2个季度。另一方面，与“双减”前比，目前监管部门对机构教材内容、资金安全等要求显著提升，行业的合规成本显著增加，进入门槛抬高。故在现阶段行业监管模式下，我们对K12教培赛道的头部集中趋势仍持较为乐观态度，CR3有望逐渐恢复至“双减”前状态（~10%）。

成长展望：复苏到成长，再论各业务成长潜力

正如上文内容所述，新东方无论是教育新业务（素养培训/智慧伴学业务），还是以留学考试培训、高中学科培训为主的传统教培业务，在2023财年均表现强势。上述业务强势反弹的背后，是稀缺的优质教育资源与新东方品牌价值的加持使然。

图27：新东方各业务管线独立成长逻辑



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

优质教育资源仍稀缺，教育培训需求始终存在。目前看国内升学体系仍日趋激烈，小学、初中择校面临学校的反向选择，初升高面临潜在的职普分流，而高考则更是千军万马过独木桥的形势，现在阶段国内教育仍存在优质教育资源短缺的矛盾。新东方全年龄段培训业务能在疫后展现出强势的恢复态势，核心在于客户对优秀教学产品的强劲需求，而需求背后则根植于国内日趋激烈的升学体系竞争。

品牌心智占领与流量信任转化。新东方在“双减”前每年累计服务学员超过1000万人次，在教培行业仍然无法做公开营销推广的前提下，这将成为新东方教育新

业务开展初期宝贵的私域流量财富，基于对新东方品牌的认可，学员家长选择新东方教培新业务进行尝试的可能性大大提升。其次，新东方目前也在积极尝试布局电商直播以及文旅业务，这些新业务对于消费者来说同样是全新的消费业态，出于对新东方 30 逾年的口碑信任，消费者可能也存在较高转化率。

除新东方品牌价值与国内升学压力外部催化因素外，新东方各业务线复苏背后也存在独立的成长逻辑，逻辑列举如下：

业务总览：人口角度展望教培业务景气度

教培业务生意景气度与对应人口基数息息相关，本小节我们从人口角度展望业务景气度。参考国家统计局出生人口数以及各年龄段的毛入学率，我们整理了国内小升初、初升高以及高考人数未来 15 年的预测人数，相关数据可能与实际参考数据存在差异，如每年实际高考人数存在较多往届复读生，但本图并未包含测算，具体升学人口测算如下图所示：

图28：小升初、初升高、高考人数未来 15 年预测



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

成人业务未来 10 年内预计仍会维持高景气度，小学业务最先面临人口下滑冲击。 高考人数大约在 10 年后（2034 年）达到峰值，即未来 10 年高考人数仍会维持高位，预计升学竞争压力会逐年提升，因而我们判断高中阶段培训需求会较为旺盛；初中升高中相关人口业务约在 7 年后达到峰值，未来 7 年初中相关业务预计会维持良好的需求；小升初阶段人口约在 4 年后见顶回落，所以小学业务预计会最先面临人口的冲击。

强品牌、好内容的教培机构能抵御下行周期影响。 以小学教育培训业务为例，未来 4 年行业仍处高景气周期内，但 2028 年后便会面临人口下滑的影响，部分投资者担心 4 年后小学培训学员基数大幅下滑，导致行业竞争大幅加剧。但我们认为首先行业优质供给是大幅出清的，其次即使在周期下行阶段，头部教培机构品牌力强、教学产品效果优秀，不排除在下行周期仍能够实现自身份额的提升，因此我们看好头部教培机构的优秀产品穿越周期的能力。

教育新业务：核心成长业务，蓝海市场大有可为

K9 学科培训正式退出历史舞台，教育新业务迅速承接需求。 “双减”政策后，新东方宣布终止 K9 学科培训业务，并迅速于同年 8 月素质成长中心寻求转型。结合

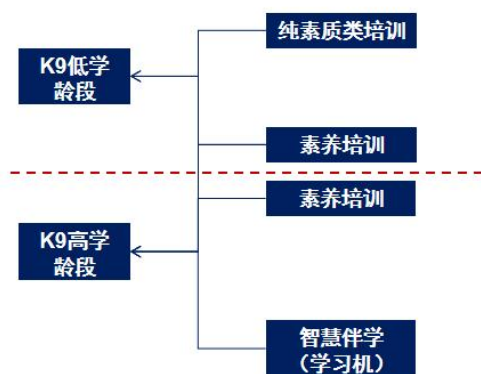
目前转型效果看，针对 K9 低学年龄段，公司推出“纯素质”与“素养”两类课程，其中纯素质类课程主要涵盖美术、舞蹈、书法、围棋四大领域；而素养课程则包含表演、口才、编程、脑力等分类，与“双减”前内容略有交叉。而针对 K9 高学年龄段以及初中学生，新东方则推出智慧伴学业务，即“学习机”产品，以更好地适配该年龄段学生提升应试能力的需求。截至 2023 年 5 月 31 日，非学科类辅导业务共覆盖约 60 个城市，2023 财年第四季度学生报名人数达 62.9 万。

我们分析教育新业务转型的成功，基于以下 2 点：

1、**精准适配需求**。教育新业务转对于不同年龄段的客户需求做了针对性适配。针对 K9 低学年龄段，公司推出的“纯素质”+素养课程，虽然与应试内容没有直接挂钩，但家长仍会倾向于尽早提升孩子的综合素质，为将来升学提前奠定基础，据艾瑞咨询数据，约 60%家长倾向于通过参加素质教育课程培训提高孩子的综合素质。与传统学科培训不同，素质/素养培训难以直观量化教学效果，新东方凭借**品牌口碑和优质教研体系，实现率先突围**。而 K9 高学年龄段学生，应试压力更大，新东方的智能伴学（学习机业务）则能更好匹配此需求，区别于直接销售产品硬件，学习机业务以内容订阅模式开展（给学生租赁学习机，只收取押金），每 3 个月会收取一次订阅费用（2000 元/季度）。学习机课程内容浓缩了新东方的教学经验，过程中老师全程导学、监督，并且提供实时答疑，实时跟进学习问题，增强学习体验。此外 AI 技术也会帮助学生定制专属学习计划，提升学习效率。**学习机业务实际是在合法合规范围内最大程度地满足了对应学生的培训需求。**

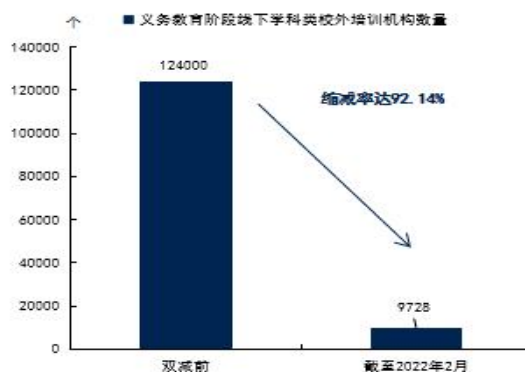
2、**行业优质供给出清**。据 2022 年 10 月教育部报告，义务教育阶段线下学科类培训机构数量由 2021 年 7 月的 12.4 万个压减至 4932 个/-96%，线上学科类培训机构由原来的 263 个压减至 34 个/-87%，大量中小培训机构因资金、经营合规、盈利能力等问题逐渐淡出市场。新东方在 2021 年 8 月即宣布成立素质成长中心，先发优势也让其享受了赛道供需失衡的发展红利期，迅速提升自己份额。

图29: K9 学年龄段业务转型思路示意图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图30: 双减后义务教育阶段线下学科类校外培训机构数量变化



资料来源：教育部官网，国信经济研究所整理

表10: 2024 年北京地区素质&素养培训课程以及收费标准

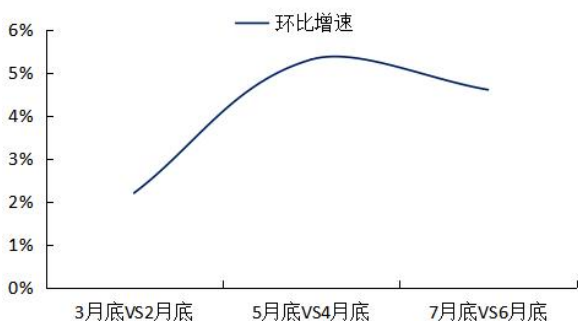
年龄段	课程类型	课程名称	客单价	课时 (1 课时=1h)	课时费用
学龄前	纯素质	美术	3000	20	150
			4500	30	150
	素养课程	机器人	3000	15	200
			4500	22.5	200

1-2 年级	传统文化	1.5	1.5	1	
	双语故事表演	1.5	1.5	1	
	脑力与思维	1.5	1.5	1	
		1.5	1.5	1	
	美术	3000	20	150	
	纯素质		4500	30	150
			1.5	1.5	1
		围棋	3000	20	150
			4500	30	150
	3-4 年级	机器人	1.5	1.5	1
		3000	20	150	
		4500	30	150	
素养课程		双语故事表演	2400	16	150
			4800	32	150
		脑力与思维	1920	16	120
		3840	32	120	
5-6 年级		编程	1.5	1.5	1
			3000	20	150
		素养课程	双语故事表演	2400	16
			4800	32	150
	脑力与思维		1920	16	120
		3840	32	120	

资料来源：新东方小程序，国信证券经济研究所整理

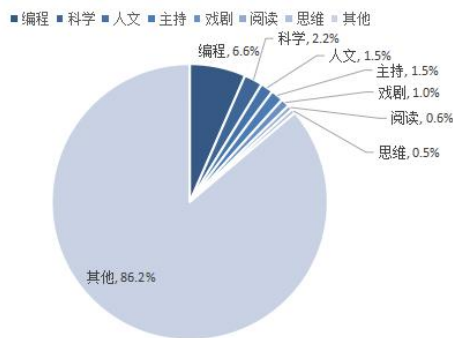
素养类课程的内容壁垒仍较高。2024 年以来非学科培训供给恢复提速，2024 年 4 月 11 日深圳市福田区召开了加快审批中小學生非学科类校外培训机构宣讲推进工作会，提及“优化流程、加快审核，对达标的教培机构应批尽批”；同年 4 月 16 日，北京“双减”专项行动启动会中，明确加快实现非学科类机构“应批尽批”。根据全国校外教育培训监管与服务综合平台数据，5 月义务教育阶段线下非学科营利性牌照环比 4 月底同增 5.3%，较 3 月 VS1 月牌照环比增速 2%，边际提速明显。从牌照的类别看，现阶段新批牌照更多为美术、舞蹈、书法等纯素质类的牌照（占比超 90%），偏素养类课程如人文、思维、科学、戏剧、编程、机器人整体占比依然偏低（<10%），可见产品培训效果能够受到家长认可，且能够通过监管机构审批的机构占比仍较低，素养培训新进壁垒仍较高。

图31：2024 年初以来非学科培训牌照审批节奏环比提速



资料来源：全国校外教育培训监管与服务综合平台，国信经济研究所整理

图32：非学科培训牌照中素养类课程占比仍低



资料来源：全国校外教育培训监管与服务综合平台，国信经济研究所整理

(单位: 千元, USD)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
教育新业务	539,597	891,000	1,381,050	1,684,881	2,021,857
% of 收入	18%	21%	26%	26%	26%
yoy		65%	55%	22%	20%
网点数	748	1025	1281	1576	1891
yoy		37%	25%	23%	20%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

高中学科&留学&大学生/成人业务: 传统优势业务, 受益竞争格局改善

留学考试培训咨询、高中学科培训以及成人教育培训等业务, 是新东方的传统培训业务, 新东方在上述领域深耕多年, 品牌效应强。过去 2 年受行业政策收紧以及国内防控政策影响, 行业竞争对手出清, 我们分析认为上述业务也会直接受益于行业竞争格局改善, 但综合考虑行业发展周期(如留学业务已进入成熟阶段)以及政策监管现状, 上述业务在远期成长性角度会略慢于教育新业务, 具体分析如下:

表11: 高中学科、留学以及大学升相关业务收入预测

(单位: 千元, USD)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
高中学科培训	839,373	1,066,537	1,386,498	1,663,797	1,913,367
% of 收入	28%	25%	26%	26%	24%
yoy		27%	30%	20%	15%
留学考培	461,193	564,998	706,248	847,497	991,571
% of 收入	15%	13%	13%	13%	13%
yoy		23%	25%	20%	17%
留学咨询	354,795	439,499	505,424	576,183	651,087
% of 收入	12%	10%	10%	9%	8%
yoy		24%	15%	14%	13%
大学生	119,910	160,996	193,195	227,970	266,725
% of 收入	4%	3.7%	4%	4%	3%
yoy		34%	20%	18%	17%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

高中学科培训: 需求强韧且新增牌照受限, 存量玩家受益现有行业格局

高中学科培训合法性逐渐明确, OMO 助力业务开展。正如上文分析, “双减”后针对 K12 校外培训业务, 公司一方面停止了 K9 学科类培训业务, 积极转型素养培训; 另一方面, 针对高中阶段需求, 公司在部分城市保留了学科培训产品。2024 年 2 月 8 日, 教育部发布的《校外培训管理条例(征求意见稿)》删去了“双减”政策“高中阶段参照执行”的说法, 实际是肯定了高中学科培训市场化运营的合法性。我们整理了新东方目前高中学科培训的业务开展情况, 截至 2024 年 7 月 22 日, 除北京、广东、广西、海南、内蒙古、宁夏、青海、新疆以及浙江外, 公司在其余省份均有相关产品布局。从课程形式看, 省会城市基本为线下面授课, 而省会外城市多以线上直播课为主。课时费方向, 单学科 1 课时费用基本在 80-120 元之间, 部分小组课程(1v1、1v3)课时费能达到 180 元左右。

需求刚性、供给出清, 牌照准入模式保障存量玩家受益。关于高中、本科升学需求的分析, 我们在前文已做了分析, 当下升学筛选体系下, 未来 10 年的相关培训需求仍会较为旺盛。目前虽然没有官方统计高中学科培训机构受“双减”政策影响的出清程度, 但由于前期学科培训机构均为小初培训为主、高中培训为辅的商业模式, 所以在义务教育阶段学科培训机构出清近 9 成的背景下, 我们分析认为

高中学科培训出清程度也超 50%。除外之外，与义务教育阶段非学科培训机构积极推进“应批尽批”的审批态度不同，高中学科培训目前仍未开启牌照新增审批，故短期高中学科培训预计仍为存量玩家受益。

表 12: 新东方高中培训业务相关信息梳理

	地区	年级	科目	开课模式	客单价	总课时	课时单价
北京	北京						
广东	东莞、佛山、广州、惠州、江门、茂名、清远、深圳、汕头、阳江、珠海、湛江、肇庆、中山			暂无课程安排			
上海	上海	高一至高三	数学、英语、物理、化学、生物、历史	面授为主（高三年级会配合部分线上课程）	2880	24	120
		高三	数学、英语、物理、化学、生物、历史	线上	800	10	80
天津	天津	高一至高三	数学、英语、物理、化学、生物、历史	面授	1920	24	80
安徽	安庆、亳州、池州、阜阳、合肥、淮北、六安、马鞍山、宿州、铜陵、芜湖、宣城	高一至高三	数学、英语、物理、化学、生物、历史	线上为主（仅合肥有面授+直播课程）	2100	30	70
重庆	重庆（万州、永川暂无课程安排）	高一	数学、英语、物理、化学、生物、历史	面授为主	1880	24	78
		高二、高三	数学、英语、物理、化学、生物、历史	面授为主，小组课程	4280	24	178
四川	成都、绵阳	高一至高三	数学、英语、物理、化学	面授+直播	2450	28	88
有业务的省份	福建、甘肃、贵州、河北（部分城市有业务）、湖北（武汉有、其他城市无）、黑龙江、河南、湖南、吉林、江苏（部分省份开课）、江西、辽宁、山东、陕西、云南	高一至高三	数学、英语、物理、化学、生物、历史				
暂无相关业务省份	广西、海南、内蒙古、宁夏、青海、山西、新疆、浙江						

资料来源：新东方微信小程序，国信证券经济研究所整理

综合考虑监管现状以及公司资源侧重，新东方高中学科培训未来预计会稳健的份额提升。如前文所述，高中学科培训赛道格局良好，但据我们微观跟踪，仍存在部分城市暂未重启高中学科培训业务，公司仍要依据当地政策法规开展对应业务，如根据新东方小程序显示，公司仍未重启北京/广州/深圳等地线下培训业务；其次，新东方的教育新业务正处业务的高速发展阶段，所以我们判断公司教师、网点资源预计会更加优先侧重新业务发展，综合以上我们分析高中业务会相对维持较为稳健的增长。

留学&成人业务：赛道发展进入成熟阶段，品牌加持助力份额提升

留学低龄化+疫后复苏带动需求回暖。结合国家统计局数据来看，2023 年中国出国留学人数约 70 万，接近 2019 同期水平，我们分析认为系国内升学压力提升，留学呈现低龄化趋势，以及 2023 年疫情防控政策调整及签证恢复发放下，综合带动出国留学人数快速修复和增加。据《2023 中国留学白皮书》数据，低龄留学呈现上升趋势，45%+ 学生考虑选择在高中阶段出国，带动留学人群进一步扩容；其次，伴随国内防控政策的转向，美国、英国等热门留学目的地恢复签证，也为出国留学提供了客观条件，留学人数也在疫后稳步提升。

市场供给出清情况同样适用。据市场调研机构 Bonard 数据显示，2021 年调研南京、沈阳、青岛、杭州、成都 5 个新一线城市的 2000 多家留学机构，发现仅有 412 家还处于运营状态。2020-2022 年，由于全球疫情影响，国内出国留学培训业务基本处于停摆状态，部分小机构由于现金流原因停止经营离开行业，对比而言大型机构在资金等方面具备更强稳定性，抗风险也更强，在行业需求恢复背景下，“剩者为王”逻辑也会上演。

图33: 2015 年以来中国出国留学人数



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

注: 2023 年为国信社服估算数据, 其他数据为统计局数据

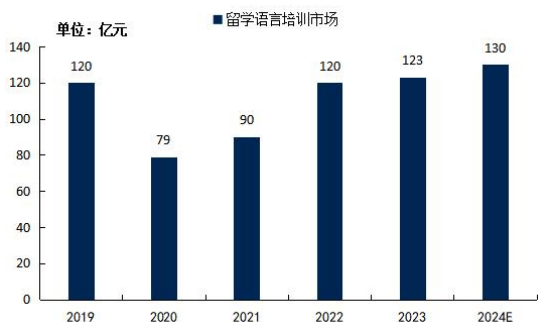
图34: 低龄留学呈现上升趋势



资料来源: 新东方《2023 中国留学白皮书》, 国信证券经济研究所整理

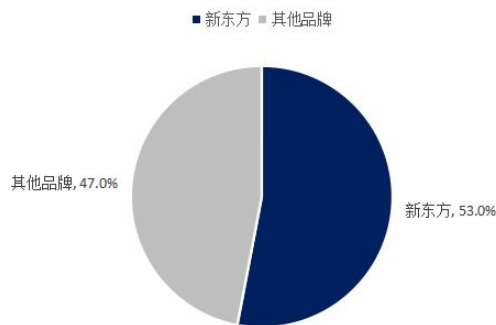
留学考培市场相对成熟, 估算新东方市场份额超 50%。随着国内就业市场竞争加剧, 海外留学深造成为国内学生提升自身就业竞争力的重要途径。此外随着国内人均收入水平提高, 也为出国留学市场增长提供客观支撑。根据观研报告网, 2022 年出国留学语言培训市场规模已恢复至 2019 年水平, 2023-2024 年预计仍能维持个位数市场规模增速, 基于此我们认为留学培训市场已经步入成熟的发展阶段。从市场竞争格局看, 作为公司的发家业务, 新东方留学考培业务市占率超 50%, 品牌效应极强, 未来新东方有希望持续稳步提升自身份额。

图35: 2019-2024 年中国留学语言培训市场规模



资料来源: 共研产业咨询, 国信证券经济研究所整理

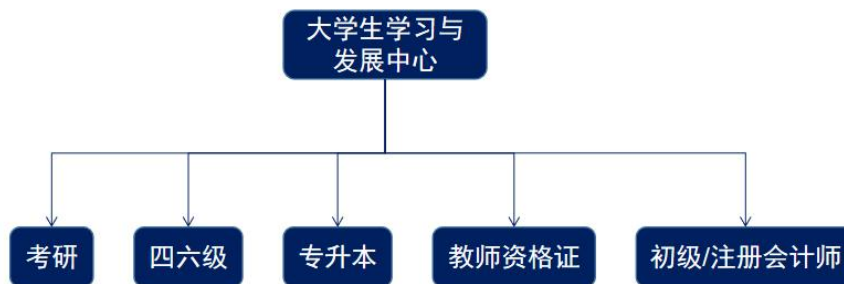
图36: 新东方留学培训市场估算份额占比超 50%



资料来源: 共研产业咨询, 国信证券经济研究所整理

大学生考试培训业务以考研业务为主。新东方大学生学习与发展中心是公司旗下的大学教育品牌, 总部设在北京, 2024 年 7 月已在全国 31 个城市建立了 118 个中心。结合“新东方考研四六级 APP”等线上学习平台, 为大学生提供高质量的全方位学习规划与辅导, 教学与服务涵盖考研、四六级、专升本、教师资格证、初级会计师证书、注册会计师证书等各类考试, 其中以考研业务为主。

图37: 新东方大学生学习与发展中心下属业务



资料来源: 新东方官网, 国信证券经济研究所整理

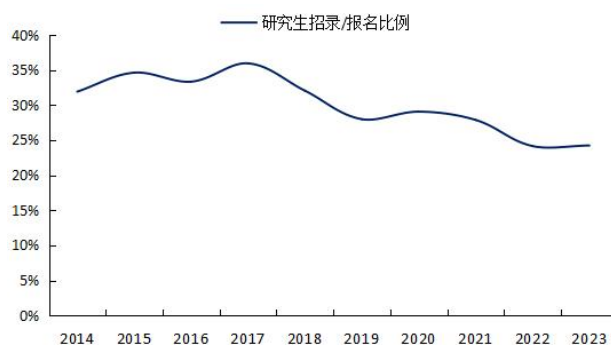
未来展望: 学生自我提升诉求不变, 看好品牌市占率提升趋势。我们认为大学生考培业务与出国留学业务本质类似, 系国内竞争加剧背景下的自我改善路径, 前者为规避国内竞争、前往海外深造寻求更强竞争力, 后者为在国内努力提升学历竞争力。据教育部统计数据, 2021-2023 年连续 3 年招录报名比降低, 代表这考试竞争日趋激烈, 且新东方在考研领域品牌也较为突出, 我们同样看好公司在此细分赛道的市占率提升。

图38: 2014 年至今考研报名以及研究生招生人数



资料来源: 教育部, 国信证券经济研究所整理

图39: 2014 年至今研究生招录/考研报名人数比例



资料来源: 教育部, 国信证券经济研究所整理

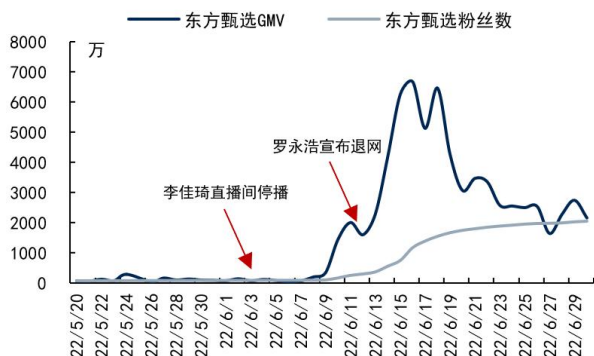
电商&文旅业务: 品牌流量的信任变现, 传统行业的破局者

直播电商: 成功转型的典范, 战略调整方向具备长期潜力

东方甄选 (原名新东方在线, 新东方持股 54.89%) 原系新东方的在线教育子公司, “双减”后转型电商直播。新东方在线成立之初, 业务聚焦于线上 K12 校外辅导及大学生备考服务, 并于 2019 年 3 月成功登陆港交所市场, 成为在线教育第一股。2016-2021 年, 公司营收自 3.34 亿元增长至 14.19 亿元, 年化增速达 33.5%, 2021 财年 K12 教育/大学教育分别实现收入 7.87 亿、5.49 亿元, **是在线教育行业的龙头公司。**“双减”后公司暂停学前教育、K12 教育等传统业务, 2021 年 12 月试水直播电商, 2022 年 6 月核心主播董宇辉爆火出圈、直播间 GMV 爆发, 后续日均 GMV 持续位居抖音平台前列。2023 年 3 月, 新东方在线正式更名为东方甄选, 未来聚焦电商业务发展, FY2023 年公司实现营收 45.10 亿元, 归母净利润 9.71 亿元,

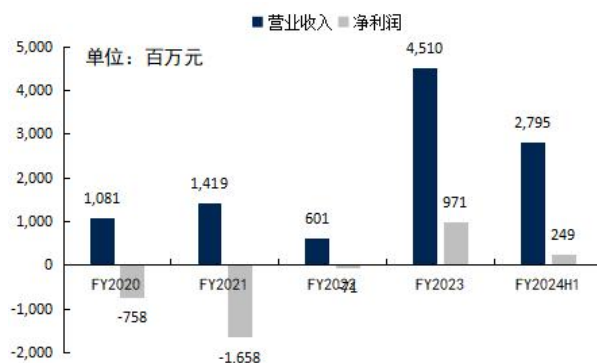
顺利实现扭亏。

图40: 2022. 05-2022. 06 东方甄选直播间爆火出圈



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图41: 2023 年电商业务成为公司扭亏关键

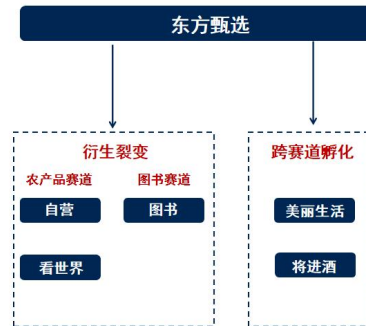


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

知识带货是爆火出圈的密钥。东方甄选大部分主播由原有教师团队内部转化而来,核心特点为相对高学历+围绕商品传播知识的带货风格,这与市场上现有的其他直播间形成明显的风格差异。以董宇辉直播间为例,其介绍商品的风格鲜明,如在销售大米的时候,他讲起了长白山上的积雪,讲到了十月份的麦子像个智者一样垂下了头,具有画面感的介绍词引起了很多网民的共鸣。董宇辉以自己真实的生活经历以及接地气的风格,与销售者形成情感共鸣,最初实现产品销售。

东方甄选爆火出圈后,公司也积极寻求新的成长路径,思路主要是扩团队+扩账号矩阵。1) **扩主播团队**: 在董宇辉带动东方甄选爆火后,公司积极扩充主播团队,引进新主播明明、顿顿、YOYO、天权等,后期在董宇辉出任“与辉同行”CEO后,新主播也支撑了主账号的日常运营;2) **建立账号矩阵**: 在东方甄选主账号基础上,分别创立图书(2022年2月)、自营(2022年7月)、美丽生活(2022年7月)、看世界(2022年11月)、将进酒(2022年11月)、服饰(2024年6月),如自营直播间是将主账号直播间的爆款产品,通过自建工厂(2023年2月东方甄选宣布投资1752万元,用于东方甄选自营烤肠的工厂扩建)实现产品销售的自有化;东方甄选之图书由主账号所销售的图书品类延伸而来,扩充图书赛道销售体量;东方甄选看世界则是以外景直播(如四川行)的方式,实现对当地特色农产品的销售;这三个直播间都是依靠主账号的流量资源实现本账号的变现。而美丽生活则卡位美妆服饰赛道,与主账号农产品思路完全不同,是跨赛道尝试。

图42: 东方甄选多元化矩阵账号孵化思路

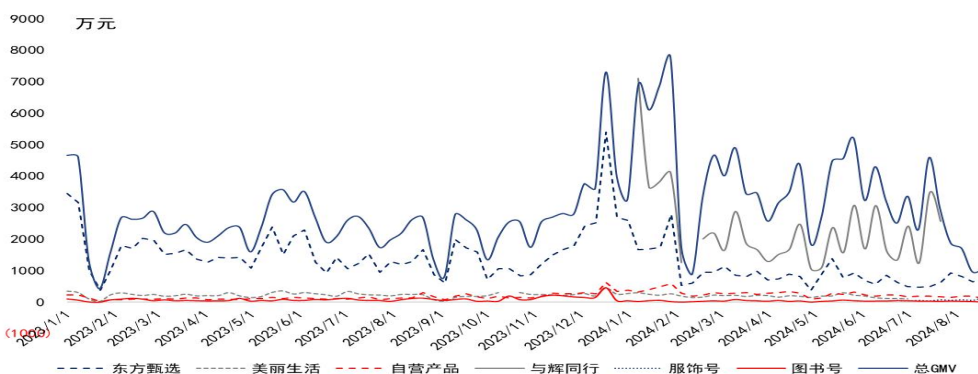


资料来源: 蝉妈妈, 国信证券经济研究所整理

2024年7月董宇辉官宣离职, 潜在舆情风险降低。2022年6月东方甄选爆火出圈至今, 围绕董宇辉相关舆论事件层出不穷, 2023年12月吉林行“小作文”事件, 就主播董宇辉“小作文”到底由谁撰写问题, 引发了董宇辉粉丝和东方甄选博弈, 导致账号掉粉、股价承压, 最终以CEO孙东旭辞职结尾; 其后“武汉行”、“贵州行”也曾引起部分舆论。2024年7月25日晚, 东方甄选公告董宇辉辞职, 同时宣布, 将旗下子公司与辉同行(北京)科技有限公司出售给董宇辉, 以净资产7658.5万元作价, 计划未来回购不超过5亿元的公司股份。2024年上半年(2023年12月22日-2024年6月30日), 与辉同行净利润为1.4亿元, 出售与辉同行对公司短期财务会产生一次性影响, 但未来潜在舆论风险也有所降低。

自营产品布局+多平台布局构筑中线成长逻辑。推行自营品战略是东方甄选的长期战略, 截至7月初, 东方甄选自营品总数超400款, 超100款产品位列抖音产品排行榜前三, 与带货三方产品不同, 自营产品以销量*单价直接计入收入, 故在推行自营品战略是收入增速会显著拉升, 且为保证自营品战略顺利推进, 公司采用了优惠券促进拉新与复购, 故我们预计短期盈利会承担部分压力; 其次, 公司也在积极拓展抖音外销售渠道, 2023年7月推出东方甄选APP, 其后陆续在淘宝、京东、拼多多等货架电商铺开渠道。整体而言, 与辉同行独立发展后, 公司外部的舆论风险大幅降低, 东方甄选也能够更好地聚焦自营品战略发展, 后续需更多关注抖音账号矩阵流量增长以及新渠道(APP、淘宝)等贡献。

图43: 2023年1月1日至2024年8月21日东方甄选主账号以及子账号每周平均GMV走势



资料来源: 考古加, 国信证券经济研究所整理

注: 与辉同行直播间GMV仅统计至2024年7月25日

文旅业务：高品质出游产品，供应链布局构筑核心竞争力

2023年文旅创业再出发，面向全年龄段客群提供高品质出游服务。2023年7月19日，北京新东方文旅有限公司（新东方集团全资子公司）成立，法定代表人和董事长均为俞敏洪。同月21日新东方官微宣布进军文旅业务，品牌最初计划面向中老年人，提供有文化幸福感、有知识获得感、有个人追求感的高品质文旅服务。2024年2月，“新东方文旅”品牌正式发布，明确将新东方运营多年的国际游学、国内研学和营地教育的业务并入文旅集团发展，即服务群体扩大至中老年、青少年及亲子等全年龄段群体，提供文化旅游、研学、国际游学和营地教育等高品质服务。

图44：新东方文旅业务发展重大里程碑事件



资料来源：新东方文旅官方微信，国信证券经济研究所整理

入局文旅赛道，除去新东方品牌天然自带的信任属性，人才以及流量优势是区别于文旅同行的禀赋：

1、流量&渠道优势：在集团官宣进军文旅业务之前，新东方旗下直播电商品牌东方甄选早在2022年12月创立“东方甄选看世界”抖音账号，其后通过与黑龙江、陕西、海南等地方商务厅、文旅厅如合作的形式，开启多次直播专场，但“看世界”账号的产品均为第三方提供，并未销售自营产品。目前“看世界”抖音账号粉丝约295万、新东方文旅账号约70万，未来文旅业务与电商业务有望产生更多协同。除去平台粉丝流量，据最新公告新东方合计拥有1025家线下教学网点，线下教学网点未来也是文旅业务销售的重要渠道。

2、人才优势：俞敏洪在接受凤凰新闻访谈时提到，文旅团队沿用了原有教育团队，有了东方甄选教师转型主播的经验，与一般导游讲解相比，新东方老师文化底蕴和叙事能力突出，对于旅游产品的文化挖掘有较好基础，在旅游产品上附加上教育文化属性，也将是新东方旅游产品接下来的重要看点。

收入规模预计保持快速增长，短期盈利能力有待提升。2023年，新东方文旅实现收入3.3亿元，若艾媒咨询显示的市场规模数据，市占率仅0.2%。正如上文分析，

新东方在人才以及流量上有着独到优势，伴随产品与渠道铺设推进，在低基数下我们判断文旅业务收入有望快速放量，但考虑到行业竞争现状短期可能仍为亏损状态。展望未来，新东方团队能否依托自身专业服务选品能力，对文旅行业形成降维打击，是一个重要观测点。文旅市场本身是红海且成熟的市场，新东方作为行业的新进者，竞争最终还是要回归到旅游产品力提升上，尤其是优质供应链的建构整合。从最初的 K12 全科辅导，到后来的新东方在线，再到 2022 年的东方甄选横空出世，新东方管理团队总是能够给市场更多惊喜，我们仍然建议大家关注文旅业务的布局发展。

图45: 中国研学游行业市场规模变化



资料来源：艾媒咨询，国信证券经济研究所整理

图46: 新东方文旅的产品布局



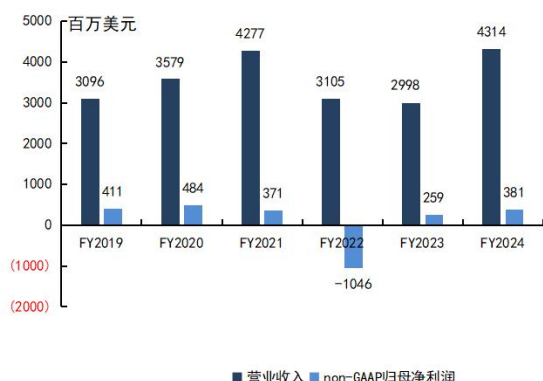
资料来源：新东方文旅公众号，国信证券经济研究所整理

财务分析：转型成效显著，教育业务需求旺盛

新东方 (9901. HK/EDU. N) 财务年份说明：新东方财年周期为上一年度 6 月 1 日至本年的 5 月 31 日，如 FY2021 对应的自然年时间是 2020 年 6 月 1 日至 2021 年 5 月 31 日。

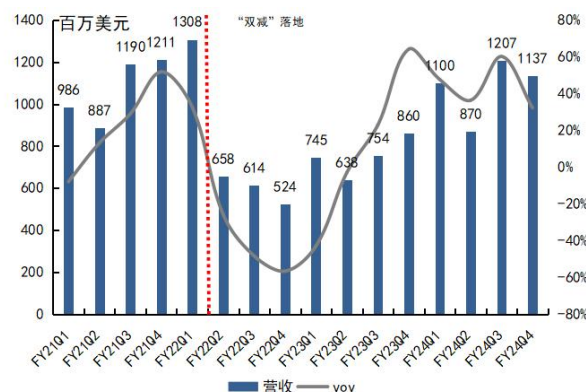
FY2024 财年，收入与业绩分别恢复至“双减”前 (FY2021) 的 101%/103%。从收入端看，FY2019-FY2021 年，K12 学科培训业务带动收入扩张，且 OMO 战略加持下线上培训业务已有较坚实基础，公司受疫情影响并不大，FY2021 年收入由 FY2019 的 30.96 亿元增长 38.15% 至 42.77 亿元。2021 年 7 月（对应新东方 FY2022Q1），“双减”政策落地后公司线上下 K9 学科培训业务受到较大冲击，收入出现明显下滑。FY2022 财年公司营收同比-27% 至 31.05 亿元。但随着公司线下 K9 学科类培训业务向线下学习机伴读、素养转型，线上 K12 培训向电商平台转型，FY2023Q3 营收开始恢复正增长，进入复苏阶段。FY2024，全年营收达到 43.14 亿美元，为 FY2021 财年的 101%，已经超越双减前水平。从业绩端看，“双减”后利润端恢复要略快于收入端，FY2023 财年已扭亏，实现 Non-GAAP 归母净利润 2.59 亿美元。FY2024 财年则进一步提升至 3.81 亿美元，达到双减前 FY2021 财年的 103%。

图47: FY2019–2024 新东方营业收入及 Non-GAAP 净利润



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

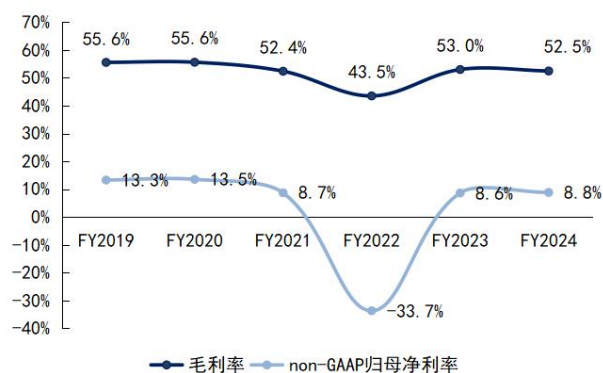
图48: FY2021–FY2024 分季度新东方营业收入



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

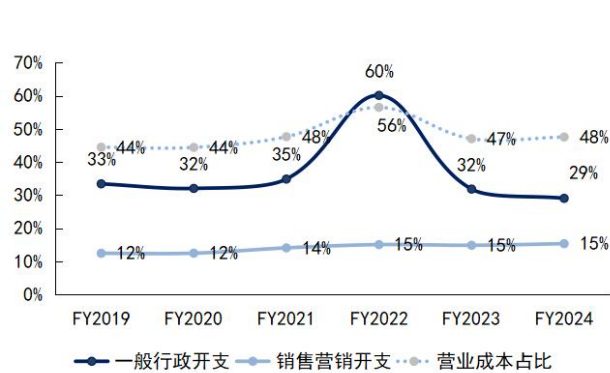
规模效应带动盈利改善。 FY2024 公司 Non-GAAP 归母净利率为 8.8%/+0.2pct, 盈利能力恢复态势良好。但目前距双减及疫情前盈利能力仍有一定距离, 主要系收入结构差异以及部分业务仍处孵化阶段综合影响。**具体看毛利率端,** FY2023 随行业高景气度及自身多板块业务转型探索初现成效, 毛利率同比+9.5pct, FY2024 进入新一轮网点扩张, 受制于校区、教师利用率爬坡周期, 毛利率略微下滑至 52.5%, 但总体仍保持在较优水平。总体来看, 历史上公司主营业务商业模式较优, 毛利率中枢高 (FY2019–FY2020 维持在 55%水平), 后续在行业保持高景气度背景下, 新扩网点利用提升, 毛利率或仍有恢复空间。**期间费用率端,** FY2024 公司管理费用、销售费用占比 29%/15%, 分别-3pct/基本持平。近年公司销售费用占比基本维持在 15%的水平, 一方面体现公司销售费用投放基本能较顺利带来收入转化, 另一方面亦体现出公司积极参与市场竞争。

图49: FY2019–FY2024 公司毛利率及 Non-GAAP 归母净利率



资料来源: Bloomberg、Wind, 国信证券经济研究所整理

图50: FY2019–FY2024 公司营业成本、管理费、销售费用占比



资料来源: Bloomberg、Wind, 国信证券经济研究所整理

递延收入高增, 表征需求旺盛。 课外培训行业预收课款, 并在后续客户销课后将其划转为收入, 因此递延收入一定程度上能反映未来公司未来的收入情况。受双减影响, 公司递延收入结余在 FY2022Q4 触底, 随后便开始快速反弹。其中 FY2024Q3 环比略有下滑主要系销课节奏的影响, 财年的第三季度对应自然年的第一季度, 寒假销课量大。FY2024 年末, 公司账上递延收入达 17.8 亿元, 同增 33%, 表征教育需求依旧旺盛。

账上现金预测充足。随业务盈利能力修复，公司账上现金流在 FY2023Q2 至 FY2024Q3 也不断走高。FY2024Q4 有所下滑主要系季内公司以 15 亿元人民币对价自子公司东方甄选收购了在线教育业务。

图51: FY2021Q2-FY2024Q4 公司递延收入结余及同比情况



资料来源: Bloomberg、Wind, 国信证券经济研究所整理

图52: FY2021Q2-FY2024Q4 公司现金、现金等价物及同比情况



资料来源: Bloomberg、Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

1) 收入端: 教育新业务承接 K9 培训需求, 为公司最为核心的成长性业务, FY2025-FY2027 收入增速分别为 55%/40%/37%, 对应实现收入 13.81/19.33/26.49 亿美元。高中学科培训业务需求刚性、供给出清, 公司作为存量玩家, 在牌照准入模式下受益, FY2025-FY2027 收入增速分别为 30%/20%/15%, 对应实现收入 13.86/16.63/19.13 亿美元。留学考培、咨询业务仍出疫后需求复苏阶段, 叠加留学低龄化趋势, 留学考培 FY2025-FY2027 收入增速分别为 25%/20%/17%, 留学咨询业务对应增速为 15%/14%/13%。考研近三年招录报名比降低, 代表竞争日趋激烈, 新东方品牌力突出有望实现市占率提升, FY2025-FY2027 收入增速分别为 20%/18%/17%。东方甄选后续向自营产品、多平台布局方向进行战略调整, 具有中长期发展潜力, FY2025 受“”与辉同行售出影响, FY2025-FY2027 收入增速分别为 -35%/14%/13%。文旅业务有望凭借新东方人才及流量禀赋实现低基数下的迅速放量, FY2025-FY2027 收入增速分别为 214%/70%/50%。具体假设见下表:

2) 成本费用端: 收入快速增长下营业成本摊薄效应显著, FY2025-FY2027 毛利率不断走高, 分别为 49%/53%/55%。业务拓展需要保持一定的销售费用支出与管理团队规模, 我们假设 FY2025-FY2027 销售及营销费用率与一般与行政开支保持稳定占比保持稳定, 为 14%/26%。具体假设见下表:

表13: 新东方收入拆分

(单位: 千元, USD)	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	3,578,682	4,276,539	3,105,246	2,997,760	4,313,586	5,112,908	6,414,414	7,893,449
yoy		19.5%	-27.4%	-3.5%	43.9%	18.5%	25.5%	23.1%
教育新业务				539,597	891,000	1,381,050	1,933,470	2,648,854
yoy					65%	55%	40%	37%
网点数				748	1025	1281	1576	1891

yoy					37%	25%	23%	20%	
高中学科培训					839,373	1,066,537	1,386,498	1,663,797	1,913,367
yoy						27%	30%	20%	15%
留学考培					461,193	564,998	706,248	847,497	991,571
yoy						23%	25%	20%	17%
留学咨询					354,795	439,499	505,424	576,183	651,087
yoy						24%	15%	14%	13%
甄选					637,027	1,190,503	773,827	882,163	996,844
yoy						56%	-35%	14%	13%
文旅						53,000	166,667	283,333	425,000
yoy							214%	70%	50%
gross margin	55.6%	52.4%	43.5%	53.0%	52.5%	49.0%	52.5%	55.0%	
销售费率	12%	14%	15%	15%	15%	14%	14%	14%	
管理费	32%	35%	60%	32%	29%	26%	26%	26%	
Non-GAAP 净利润		389,030	-1,046,238	258,909	381,123	528,356	795,820	1,093,457	
						38.6%	50.6%	37.4%	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

新东方 FY2025-2027 财年分别实现收入 51.13/64.14/78.93 亿美元，同比增长 18.5%/25.5%/23.1%，Non-GAAP 净利润 5.28/7.96/10.93 亿美元，同比增长 38.6%/50.6%/37.4%。

估值与投资建议

相对估值：62.2-69.7 港元

新东方坐拥教培、直播、文旅三条成长曲线，但教培业务仍系公司当下的成长驱动。从 FY2024 财年收入构成看，教培业务（教育新业务/高中学科/留学考培咨询/大学生考培）收入占比为 71.2%，直播电商业务收入占比约 28%，文旅业务占比约 1%，教培业务仍是收入主要来源。参考上文分板块业务拆分，教培业务在教育新业务强势增长、高中学科&留学&国内大学生业务稳健增长带动下，预计 FY2025-2027 财年收入增速 CAGR 达 28.2%，维持快速增长态势。直播业务经历了 FY2023 财年的爆火出圈，FY2024 财年积极推进自营品战略，进一步带动收入实现高速增长，但 2024 年 7 月 25 日电商业核心子公司东方甄选公告旗下明星主播董宇辉离职，预计其离职影响会在 FY2025 财年体现，预计收入同比下滑约 35%，其后伴随离职影响消除，FY2026-2027 财年收入预计分别同增 14%/13%。文旅业务是新东方在 2023 年 7 月新孵化的增长曲线，短期收入较低，公司持续在各省份设立分公司打磨产品，我们判断 FY2025-2027 财年文旅业务会快速放量成长。预计收入增速 CAGR 约 100.2%。

从板块盈利角度看，教培板块伴随收入的快速复苏增长，目前尚处于收入规模效应体现、成本费用摊薄的利润释放阶段，公司在 FY2024 业绩会提及，FY25Q1 经营利润率（不包含东方甄选电商业务）有望同增 2pct，且未来毛利率、净利率水平有望逐期优化，我们判断系新东方公司主要利润来源；电商业务 FY2023 财年实现归母净利润 9.71 亿元人民币（1.37 亿美元，并表 54.89%），但 FY2024 财年由于自营品推新加大促销力度（自营品占比提升也会带来毛利率下滑）以及核心员工薪酬水平提升，我们预计 FY2025 财年电商业务仍会盈利、但会出现较为明显下滑，但伴随明星主播董宇辉离职的影响逐渐消化，我们分析公司营销投放会逐渐回归正常，且期权费用（行政管理费用）会显著优化，FY2025-2026 年盈利有望逐渐回归企稳；文旅业务则仍处于铺渠道、产品打磨的阶段，初步预计 FY2026 财年有望实现盈亏平衡。综合而言，新东方文旅业务与电商业务两个业务分部合计处于盈亏平衡阶段，故从盈利角度看，教培业务也是核心利润贡献来源。

结合上文所述，考虑到文旅业务尚处孵化早期、电商业务仍需时间调整，我们分析教培业务在未来 3 年仍会是新东方成长的核心驱动，因此在下文估值部分，我们会以教育公司估值的角度对新东方进行定价。

表 14：新东方教培、电商及文旅业务收入表现及预测

	FY2024	FY2025	FY2026	FY2027	CAGR (2024-2027)
教培业务					
%	71.2%	81.6%	81.8%	82.0%	
YOY	30.0%	35.9%	25.8%	23.3%	28.2%
电商业务					
%	27.6%	15.1%	13.8%	12.6%	-5.7%
YOY	56.0%	-35.0%	14.0%	13.0%	
文旅业务					
%	1.2%	3.3%	4.4%	5.4%	100.2%
YOY		214.5%	70.0%	50.0%	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

教培板块标的梳理：新东方/好未来/思考乐教育/卓越教育集团在 K12 全年龄段均有教培业务布局，其中 K9 阶段为素养培训课程、高中阶段为学科培训，但业务具体侧重上 4 家机构也存在明显差异，新东方、好未来系全国范围布局的 K12 教培机构，但好未来也在积极探索学习机的第二成长曲线；思考乐、卓越教育业务

则更多集中在广东省内，受益于本省人口红利同样能够实现靓丽增长；学大教育则聚焦高中学科培训以及全日制培训基地业务，K9 阶段业务暂时涉及较少；科德教育则以全日制复读基地为主，客群年龄段也以高中学生（高考生、有复读意愿）为主，且公司业务核心布局在陕西省；高途集团以线上大班课起家，课程涉及 K9 的素养培训以及高中学科培训，2023 年起公司探索线下非学科培训布局，但布局初期投入较高，短期会对经营仍有一定拖累。

通过对比下表相关信息，新东方目前是唯一一家专注于教培主业的全国布局的培训机构，且新孵化业务短期对教培主业拖累相对可控，我们分析认为新东方是业务管线布局最为全面，成长弹性与业务质地最优教培标的。

表 15: 教培板块相关标的的信息梳理

	新东方	好未来	高途集团	学大教育	科德教育	思考乐教育	卓越教育集团
收入规模 (单位: 亿元)	306.64	105.87	29.61	22.13	7.71	5.71	4.89
网点数	1150 个校区	210 个学而思素养网点	100 个网点 (包含青少年成长中心、高途考研、高途篮球、职业教育等)	251 个传统网点, 30 余个全日制教培中心	302 所中职院校, 4 个全日制复读基地	145 所	约 140 个网点
区位	在全国 79 个城市布局, 广州网点最多 (60 个校区)	在全国 31 个城市布局, 北京网点最多 (25 个网点)	在全国约 20 个城市布局, 广州网点最多 (21 个网点)	在全国 100 余个城市布局, 分布较为均匀, 北京网点最多 (17 个)	4 个全日制复读基地均在西安市内, 中职院校分别在天津及西安	集中在深圳市内, 外围城市暂未布局	分布在广东省内的广州、佛山和深圳, 广州为布局核心, 有近 120 个网点
商业模式	主要以班课形式覆盖 K9 素养、高中学科培训、成人考研、留学备考咨询等业务, 但也提供个性化辅导服务	主要以班课形式覆盖 K9 素养、高中学科培训, K9 素养占比具有明显优势。此外积极探索公、职业培训等成人教育学习机等智能学习硬件制造和提供相关服务。	以 K9 素养课程 (编程、篮球等) 及高中学科培训为主, 辅以考研、考公、职业培训等成人教育内容。此前主要为线上大班课, 现在逐步探索线下教学模式	以高中线下的个性化辅导为主, 并逐步探索全日制培训基地、以中职教育为主的职业教育等多元教育板块	以面向复读考生的全日制培训基地为主, 同时通过收购中职院校探索职业教育	以 K9 的素养课程为主, 近年逐步探索高中学科培训。以班课为主, 但也提供个性化辅导服务	同时覆盖 K9 素养、高中学科辅导、全日制培训业务。以班课为主, 但也提供个性化辅导服务

资料来源: Wind、新东方 App、大众点评、学大教育官网、科德教育公司公告, 国信证券经济研究所整理

注: 网点数为国信社服 2024 年 8 月 17 日最新统计, 收入规模为对应公司最近一财年的主营收入数据

结合上分盈利预测与相关假设, 我们预计新东方 FY2025-2027 财年分别实现 51.13/64.14/78.93 亿美元, 同比增长 18.5%/25.5%/23.1%, 实现经调整净利润 (Non-GAAP 口径) 5.28/7.96/10.93 亿美元, 同比增长 38.6%/50.6%/37.4%。横向对比教培标的, 结合公司现有业务布局及未来成长展望, 我们分析认为公司现阶段教培板块成长弹性、业务质地最优标的, 我们给与公司 FY2025 财年 PE 估值 25-28x, 目标市值为 132-148 亿美元 (汇率 HKD/USD 为 7.7988, 1030-1154 亿港元), 对应股价为 62.2-69.7 港元, 较最新收盘价仍有 21.9-36.5% 涨幅空间, 维持公司“优于大市”评级。

表 16: 同类公司估值比较

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE			业绩增速 CAGR	投资评级
				人民币元/股	亿元	23A	24E	25E	26E	24E		
9901.HK	新东方-s	49.17	824	1.29	2.28	3.44	4.72	22	14	10	54.1%	优于大市
000526.SZ	学大教育	57.77	71	1.26	2.06	2.73	3.55	28	21	16	41.2%	优于大市
300192.SZ	科德教育	11.38	37	0.42	0.51	0.63	0.77	22	18	15	22.4%	无评级
1769.HK	思考乐教育	4.70	30	0.15	0.30	0.41	0.54	16	11	9	53.3%	无评级
3978.HK	卓越教育集团	2.52	23	0.12	0.16	0.23	0.29	16	11	9	34.2%	无评级
GOTU.N	高途集团	46.20	80	-0.04	-1.76	-1.08	0.20	-	-	231	-	无评级
TAL.N	好未来	192.74	388	-0.14	0.95	3.84	6.62	203	50	29	-	无评级
平均值								57	22	51		

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理, 注: 货币单位均为人民币, 其中科德教育、思考乐教育、卓越教育集团、高途集团、好未来为 Wind 一致预测,

注: 美股新东方、好未来 24E 对应的是 2025 财年, 后面依次类推; 好未来、高途集团股价为每股价值 (非 ADR 价值)

投资建议

我们预计新东方 FY2025-2027 财年分别实现收入 51.13/64.14/78.93 亿美元，同比增长 18.5%/25.5%/23.1%，Non-GAAP 净利润 5.28/7.96/10.93 亿美元，同比增长 38.6%/50.6%/37.4%。新东方系本轮教培行业转型领军者，近期受电商业务经营扰动及教育投入增加等影响股价承压走低，伴随东方甄选官宣剥离“与辉同行”、经营逐步回归正轨，以教育新业务为代表的教培业务保持高增且盈利杠杆持续显现，公司正处新一轮成长起点。复盘新东方估值历史，公司上市以来 PE 估值中枢约 30x，在高速成长期 PE 估值可达 40-60x，考虑到公司未来 3 年 Non-GAAP 净利润 CAGR 约 42%，我们给与公司 FY2025 财年 PE 估值 25-28x，目标市值为 132-148 亿美元（汇率 HKD/USD 为 7.7988，1030-1154 亿港元），对应股价为 62.2-69.7 港元，较最新收盘价仍有 21.9-36.5%涨幅空间，维持公司“优于大市”评级。

风险提示

渗透率提升缓慢

公司的创新业务（非学科培训、直播电商、文旅）的产品内容和形态相对较新且仍在持续迭代，市场接受度和产品刚需性尚待观察，市场渗透率提升具有较大不确定性。此外，消费者支出也可能会受到宏观经济放缓和家庭收入增长放缓的不利影响，从而导致市场渗透率增长缓慢。新业务核心壁垒及人才梯队需较长时间摸索及积累：公司尚处于转型初期，新业务的商业模式、核心壁垒的建立，以及人才梯队的培养仍需要较长时间摸索和积累，未来非学科培训的渗透增长，直播电商拓渠道拓客的效果，以及文旅业务在全国范围内的复制推广能否成功仍有较大不确定性。若公司未能以符合成本效益的方式及时建立起有效、可复制的商业模式，保持服务及产品的高质量标准，或未能及时在新领域建立核心壁垒，则可能难以持续吸引潜在用户、难以维持较高的盈利水平。

行业竞争加剧

非学科培训、直播电商、文旅等领域参与者众多，竞争激烈。若公司未能持续根据用户需求优化、完善、迭代产品，聚焦产品研发，则可能难以实现市占率的提升。

优质师资和核心管理人才流失风险

优质师资和核心管理人才是教育机构的核心资源之一。如果不能给教师和管理人员足够的激励，可能会造成人才流失的风险。

政策变化

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。

疫情反复

若未来疫情出现反复且防控政策重新趋严，则公司线下培训场景和学习空间营业可能受到冲击，对公司经营造成不利影响。

课程及技术研发不及预期

现阶段教育行业正处于 AI 浪潮之中，不排除短期内 AI 对教育行业造成显著影响，若公司课程研发及软硬件技术研发与适配跟进不及预期，则有可能失去在教育行业中的领先地位，并影响公司长期竞争力。

安全风险

教育行业为社会重点关注行业，公司目前业务涉及由学龄前儿童至成人的培训，且培训人员基数较大，若出现学生安全事故、教学设施不安全事件，公司也需承担相关责任。

股东减持风险

股东短期减持，会对公司股价带来较大波动。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1663	1389	2128	2822	3750	营业收入	2998	4314	5113	6414	7893
应收款项	243	344	462	580	714	营业成本	1409	2051	2352	2886	3473
存货净额	53	93	31	39	47	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	122	177	20	26	32	销售费用	1644	1425	1023	1283	1579
流动资产合计	4414	5389	6028	7529	9417	管理费用	1277	1855	1350	1533	1768
固定资产	360	508	500	493	486	财务费用	(14)	36	(8)	(12)	(16)
无形资产及其他	570	777	582	388	194	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	160	295	295	295	295	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	723	563	563	613	663	其他收入	1621	1488	252	254	257
资产总计	6392	7532	7969	9319	11055	营业利润	301	435	648	978	1346
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	0	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	205	246	440	503	561	利润总额	301	435	648	978	1346
其他流动负债	2046	2755	2547	3102	3737	所得税费用	66	110	97	147	202
流动负债合计	2251	3001	2987	3606	4298	少数股东损益	58	16	23	35	48
长期借款及应付债券	15	14	14	14	14	归属于母公司净利润	177	310	528	796	1096
其他长期负债	312	467	367	267	167						
长期负债合计	327	482	382	282	182	现金流量表 (百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	2578	3483	3369	3888	4480	净利润	177	310	528	796	1096
少数股东权益	210	273	296	332	380	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	3604	3776	4304	5100	6196	折旧摊销	346	492	252	254	257
负债和股东权益总计	6392	7532	7969	9319	11055	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(14)	36	(8)	(12)	(16)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	175	573	(14)	389	445
每股收益	0.11	0.19	0.32	0.48	0.66	其它	58	16	23	35	48
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	757	1391	788	1474	1845
每股净资产	2.18	2.28	2.60	3.08	3.74	资本开支	0	(183)	(50)	(52)	(55)
ROIC	-25%	-13%	37%	-68%	-64%	其它投资现金流	709	(1052)	0	(677)	(813)
ROE	5%	8%	12%	16%	18%	投资活动现金流	277	(1075)	(50)	(780)	(918)
毛利率	53%	52%	54%	55%	56%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-44%	-24%	8%	11%	14%	负债净变化	(51)	(0)	0	0	0
EBITDA Margin	-33%	-12%	13%	15%	17%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	-3%	44%	19%	25%	23%	其它融资现金流	(417)	(588)	0	0	0
净利润增长率	%	75%	71%	51%	38%	融资活动现金流	(519)	(589)	0	0	0
资产负债率	44%	50%	46%	45%	44%	现金净变动	514	(274)	738	694	928
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	1149	1663	1389	2128	2822
P/E	62.8	36.0	21.1	14.0	10.2	货币资金的期末余额	1663	1389	2128	2822	3750
P/B	28.2	26.9	23.6	20.0	16.4	企业自由现金流	0	122	518	1196	1559
EV/EBITDA	(115)	(219)	179	119	87	权益自由现金流	0	(494)	525	1206	1572

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032