

新东方-S (09901.HK)

教培龙头焕发新生，新老业务多点开花

公司概况：国内多元化教培龙头，转型已显成效。新东方成立于 1993 年，以留学考试培训起家，逐步实现 K12 全学科、国内考试培训、留学咨询等教培业务全覆盖。2021 年“双减”政策出台后公司及时剥离 K9 学科业务，并积极向非学科教培、智慧教育服务、直播电商、文旅等新业务转型。转型调整后传统教培业务逐步恢复+新业务快速起量，业绩步入快速修复轨道，FY2023/FY2024H1 公司营收达 29.98/19.70 亿美元（yoy-3.46%/+42.41%），Non-GAAP 归母净利润达 2.59/2.39 亿美元（yoy+124.75%/+136.04%），扣非归母净利润达 1.77/1.95 亿美元（yoy+114.93%/+192.88%）。

教育业务：行业需求强劲，公司品牌+规模优势显著。

1) 学科类 K12 课外培训：双减后 K12 教培行业供给端中小机构持续出清，行业集中度有望提升，同时需求端短期看公共卫生事件结束后显著恢复、中长期仍偏刚性。新东方课程体系、师资实力和教学点规模优势共筑学科类业务护城河，有望加速抢占市场实现业绩稳步增长。

2) 非学科类 K12 课外培训：素质教育充分受益于政策导向，原 K9 学科客群复用潜力较大，家长付费意愿仍较高。新东方在双减后加速转型，多年教研与地面网络优势仍存，用户粘性较强（业务留存率超 70%），有望支撑业务快速发展。

3) 留学考试及咨询：留学市场持续回暖，同时公共卫生事件中积压需求有待滞后释放，新东方产品+资源+品牌优势显著，行业龙头地位稳固，有望充分受益于行业需求回升。FY2023 留学咨询业务板块营收达 3.55 亿美元（yoy+36.54%），FY2023 留学备考课程人次为 28.4 万人（yoy+30.88%）。

4) 成人及大学生业务：就业环境承压背景下，考研、考公等职业培训行业贝塔逻辑加强。新东方提供一站式学习服务，品牌占领用户心智，FY2023/FY2024Q1 业务同比+34%/+25.5%，行业贝塔叠加公司产品力，业绩有望持续增长。

5) 智能学习系统及设备：双减后新东方着手布局学习机业务，利用多年教学积淀打造内容差异化优势，AI 赋能加速硬件创新升级。FY2023 产品上线后季度平均付费用户数量达 11.2 万人，FY2024Q1/FY2024Q2 增长至 18.1/18.1 万人，渗透率有望持续提升。

直播电商：知识型带货打造差异化优势，多渠道布局打开成长空间。2022 年 6 月东方甄选凭借以董宇辉为代表的高知识+强互动教师型主播迅速出圈，抖音矩阵持续裂变；2023 年 7 月推出自有 APP 拓展私域，付费用户亦快速增长；2023 年 8 月布局淘宝，带来流量增量，整体已实现多平台、多矩阵全面布局，同时 SKU+供应链持续丰富打开中长期成长空间。FY2023 实现营收 45.1 亿元（yoy+651%），未来有望进一步提升 GMV 规模。

文旅业务：研学游学+老年文旅加速拓展，有望打造业绩新增长点。公共卫生事件结束后旅游市场复苏势头明显，青少年研学游学为新东方老牌项目，产品矩阵丰富，截至 2023 年夏季已累计近 6 万名学生参与，业绩稳定增长。2023 年 7 月，新东方在原有研学业务基础上新增特色文旅业务，锚定中老年市场，首季度出行报告用户满意度高达 100%，我们看好新东方运用教育业务师资优势与直播电商流量优质持续赋能文旅业务，构筑第三业绩增长曲线。

投资建议：公司为国内教育培训龙头，双减后积极转型，业务多点开花。学科培训、出国留学、成人考试等传统业务基本盘稳固，素质教育、直播电商、文旅等新兴业务有望借助公司品牌优势加速突围，高成长与盈利水平修复有望持续。我们预计公司 FY2024-2026 年实现 GAAP 归母净利润 3.83/4.37/5.72 亿美元，同增 115.9%/14.0%/30.9%，Non-GAAP 归母净利润 4.83/5.37/6.72 亿美元，同增 86.5%/11.1%/25.1%，现价对应 PE34/29/23 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：行业政策风险、行业竞争加剧、新业务开展不及预期、宏观经济波动等。

财务指标	FY2022A	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入（百万美元）	3,105	2,998	4,024	4,883	5,840
增长率 yoy (%)	-27.39	-3.46	34.23	21.36	19.58
归母净利润（百万美元）	-1,188	177	383	437	572
增长率 yoy (%)	-455.2	114.9	115.9	14.0	30.9
Non-GAAP 净利润（百万美元）	-1046.2	258.9	482.9	536.6	671.5
增长率 YoY(%)	-368.9	124.7	86.5	11.1	25.1
EPS 最新摊薄（美元/股）	-7.18	1.07	2.31	2.64	3.45
Non-GAAP EPS（美元/股）	-6.32	1.56	2.92	3.24	4.06
净资产收益率 (%)	-32.2	6.2	9.6	10.2	12.3
P/E (倍)	-10.8	72.5	33.6	29.4	22.5
P/B (倍)	3.4	3.4	3.0	2.7	2.4

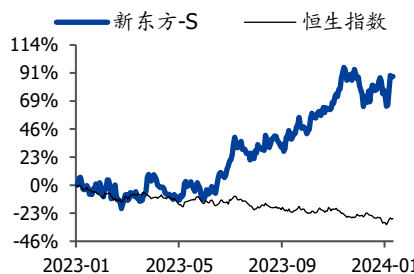
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 2 月 2 日收盘价，港元兑美元 0.1279

买入（首次）

股票信息

行业	教育
2 月 2 日收盘价(港元)	60.70
总市值(百万港元)	99,739.97
总股本(百万股)	1,655.12
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	3.70

股价走势



作者

分析师 顾晟

执业证书编号：S0680519100003

邮箱：gusheng@gszq.com

研究助理 刘书含

执业证书编号：S0680122080034

邮箱：liushuhan@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万美元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4474	4414	4760	5352	5883
现金	2289	2630	2309	2911	3732
应收票据及应收账款	80	107	2	193	32
其他应收款	42	38	70	61	95
预付账款	0	0	0	0	0
存货	28	53	0	77	15
其他流动资产	2035	1586	2380	2110	2012
非流动资产	1561	1979	2324	1871	1953
长期投资	204	196	196	196	196
固定资产	403	360	435	257	189
无形资产	74	131	166	187	219
其他非流动资产	880	1293	1528	1231	1350
资产总计	6035	6392	7084	7223	7836
流动负债	1710	2251	2452	2318	2318
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	104	125	95	217	141
其他流动负债	1606	2126	2357	2102	2175
非流动负债	531	327	427	224	214
长期借款	65	15	-4	-120	-151
其他非流动负债	466	312	431	344	364
负债合计	2241	2578	2879	2542	2531
少数股东权益	2	2	2	2	2
股本	2062	1940	1940	1940	1940
资本公积	1194	1198	1581	2018	2589
留存收益	3706	3604	3987	4424	4995
归属母公司股东权益	88	210	235	277	364
负债和股东权益	6035	6392	7084	7223	7836

现金流量表 (百万美元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-1280	971	772	43	988
净利润	-1220	235	407	479	658
折旧摊销	195	123	183	167	158
财务费用	0	0	-105	-117	-117
投资损失	0	0	8	14	9
营运资金变动	-1154	538	305	-512	322
其他经营现金流	899	75	-9	16	-8
投资活动现金流	1169	-37	-1327	646	-235
资本支出	-151	-168	9	70	56
长期投资	34	0	-183	-167	-158
其他投资现金流	1285	130	-1152	743	-133
筹资活动现金流	-231	-247	234	-88	67
短期借款	119	114	105	117	117
长期借款	222	49	-19	-116	-31
普通股增加	0	13	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-573	-422	147	-89	-19
现金净增加额	-343	687	-320	602	821

利润表 (百万美元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3105	2998	4024	4883	5840
营业成本	1754	1409	1823	2171	2546
研发费用等其他	0	0	0	0	0
销售费用	467	445	596	684	759
管理费用	1867	954	1215	1465	1752
财务费用	-119	-114	-105	-117	-117
利息收入	124	114	110	120	120
其他非经营性损益	0	0	0	0	0
投资净收益	-124	-7	-8	-14	-9
营业利润	-1116	289	487	561	803
其他收益及亏损	32	13	23	23	19
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	-1084	301	509	584	823
所得税	136	66	102	105	165
净利润	-1220	235	407	479	658
少数股东损益	-33	58	25	42	87
归属母公司净利润	-1188	177	383	437	572
EBITDA	-1009	311	587	634	863
EPS (元)	-7.18	1.07	2.31	2.64	3.45

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	-27.4	-3.5	34.2	21.4	19.6
营业利润 (%)	-631.2	125.8	68.6	15.4	43.1
归属母公司净利润 (%)	-455.2	114.9	115.9	14.0	30.9
获利能力					
毛利率 (%)	43.5	53.0	54.7	55.5	56.4
净利率 (%)	-38.2	5.9	9.5	8.9	9.8
ROE (%)	-32.2	6.2	9.6	10.2	12.3
ROIC (%)	-32.1	3.8	7.0	8.2	10.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	37.14	40.3	40.6	35.2	32.3
净负债比率 (%)	-1.3	-1.4	13.5	-7.9	-22.6
流动比率	2.6	2.0	1.9	2.3	2.5
速动比率	2.6	1.9	1.9	2.3	2.5
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8
应收账款周转率	44.4	31.9	73.3	49.9	51.7
应付账款周转率	12.9	12.3	16.5	13.9	14.2
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	-7.18	1.07	2.22	2.62	3.27
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.77	0.59	0.47	0.03	0.60
每股净资产 (最新摊薄)	2.29	2.30	2.54	2.83	3.21
估值比率					
P/E	-10.8	72.5	33.6	29.4	22.5
P/B	3.4	3.4	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	-9.2	29.8	15.1	13.0	9.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 2 月 2 日收盘价

内容目录

1.公司概况	6
1.1 发展历程：国内多元化教培龙头，转型已显成效	6
1.2 业务板块：多业务条线齐头并进	6
1.3 股权结构与管理层：高管团队教育背景深厚	7
1.4 财务分析：业绩持续修复，传统教培+新兴业务双头并进	8
2.行业概况	12
2.1 学科培训：双减后机构持续出清，中长期需求仍存	12
2.2 非学科培训：政策利好持续释放，有望实现学科类需求“接力”	13
2.3 留学服务：公共卫生事件后热度不断回升，市场格局有望优化	16
3.公司业务	19
3.1 传统业务：业务重焕新生，品牌优势不减	19
3.1.1 学科类业务：师资+规模+产品优势显著，龙头地位稳固	19
3.1.2 留学业务：传统强势业务趋势不改，公共卫生事件后展现较强韧性	20
3.1.3 考研业务：行业贝塔逻辑加强，一站式服务击穿用户心智	22
3.2 新业务：多点开花，成长可期	25
3.2.1 素质教育：双减后加速布局，教研+网络优势有望助力品牌突围	25
3.2.2 智能学习机：行业需求强劲，教学内容积淀+AI 赋能产品升级	26
3.2.3 直播电商：知识型带货打造差异化优势，多渠道布局打开成长空间	27
3.2.4 游学&文旅：研学游学+老年文旅加速拓展，有望打造业绩新增长点	30
4 盈利预测与估值	34
4.1 盈利预测	34
4.2 估值及投资建议	35
风险提示	36

图表目录

图表 1：新东方教育科技集团有限公司发展历程	6
图表 2：新东方教育科技（集团）事业模块	7
图表 3：新东方教育科技（集团）有限公司股权结构图	7
图表 4：新东方教育科技（集团）高级管理团队人员介绍	8
图表 5：新东方营业收入（单位：亿美元）	8
图表 6：新东方归母净利润（单位：亿美元）	8
图表 7：新东方递延营收（单位：亿美元）	9
图表 8：新东方分业务营收占比（单位：%）	9
图表 9：新东方分业务营收情况（单位：%）	9
图表 10：新东方销售净利率和销售毛利率（单位：%）	10
图表 11：新东方分业务毛利率（单位：%）	10
图表 12：新东方分业务纯利率（单位：%）	10
图表 13：新东方销售费用率和管理费用率（单位：%）	10
图表 14：新东方经营活动现金流量净额（单位：亿美元）	11
图表 15：新东方现金及现金等价物（单位：亿美元）	11
图表 16：双减后义务教育阶段线下学科类校外培训机构数量变化	12
图表 17：双减后义务教育阶段线上学科类校外培训机构数量变化	12
图表 18：1980-2021 新增出生人口数及同比增速（左轴：万人；右轴：%）	13

图表 19: 2007-2022 年全国高考报名人数及普通本科升学率 (左轴: 万人; 右轴: %)	13
图表 20: 素质教育分类	13
图表 21: 素质教育课程类型数量分布	13
图表 22: 2018-2025 年国内幼儿园至初中在校生 (万人)	14
图表 23: 2018-2023 年国内素质教育潜在市场规模 (亿元)	14
图表 24: 2009-2022 年出生人口数 (万人)	14
图表 25: 2018-2023 年国内素质教育潜在市场规模年复合增长率	14
图表 26: 非学科类课外培训规范化管理政策逐步推出	15
图表 27: 素质教育行业格局	16
图表 28: 留学业务市场规模 (单位: 亿元)	16
图表 29: 2016-2021 年中国出国留学人数变化趋势	16
图表 30: 留学生留学毕业后计划	17
图表 31: 用人单位招聘的工资起薪 (单位: %)	17
图表 32: 中国出国留学与学成回国人数趋势 (单位: 万人)	17
图表 33: 硕博意向留学人群的留学目的 (%)	17
图表 34: 留学服务业务产业链	18
图表 35: 新东方、好未来、高途线下教学点数量对比 (单位: 个)	19
图表 36: 新东方七步教学法	19
图表 37: 新东方学校 (上海) 高中文化课程表	20
图表 38: 新东方国际教育产品	20
图表 39: 新东方前途出国业务介绍	20
图表 40: 2016-2023 新东方海外备考人次	21
图表 41: 剑桥雅思真题集	21
图表 42: 新东方留学考试课程价格	21
图表 43: 2007-2021 年全国就业率失业率情况 (单位: %)	22
图表 44: 大学生选择考研的原因	22
图表 45: 2010-2023 年研究生报名/招生人数 (单位: 万人) 及报录比	23
图表 46: 2017-2023 年中国考研培训市场交易规模 (单位: 亿元)	23
图表 47: 2016-2021 年研究生考试培训客单价和参培率 (单位: 元, %)	23
图表 48: 2021 年中国考研培训教育行业图谱	23
图表 49: 新东方考研课程分类及特点	24
图表 50: 新东方成人及大学生考试业务增速 (单位: %)	24
图表 51: 新东方考研品牌用户认知度	24
图表 52: 新东方素质教育课程价格	25
图表 53: 新东方 i 编程赛事成果	25
图表 54: 新东方非学科类学生数上升空间巨大	26
图表 55: UE 模型	26
图表 56: 中国个人消费类教育智能硬件市场规模 (单位: 亿元; %)	26
图表 57: 新东方智能学习系统及设备活跃付费用户数量 (单位: 万人; %)	26
图表 58: 新东方智慧学习机产品介绍图	27
图表 59: 东方甄选主账号 2023 年 GMV (单位: 亿元; %)	27
图表 60: 东方甄选主账号 2023 年粉丝量 (单位: 万人; %)	27
图表 61: 东方甄选营业收入及同比增长 (单位: 亿元; %)	28
图表 62: 东方甄选 Non-GAPP 净利润及同比增长 (单位: 亿元; %)	28
图表 63: 东方甄选抖音矩阵号粉丝量	28
图表 64: 东方甄选会员开通界面	29
图表 65: 东方甄选自营爆款产品	29

图表 66: 国内研游学行业市场规模及预测 (单位: 亿元; %)	30
图表 67: 全国研学旅行参与人次 (单位: 万人次; %)	30
图表 68: 新东方游学营地项目主题	31
图表 69: 新东方部分游学营地项目	31
图表 70: 2019-2023 国内旅游人次 (单位: 亿人次; %)	31
图表 71: 2021 年国内旅游者年龄分布国内 (亿人次)	31
图表 72: 浙江新东方文旅首季度出行报告	32
图表 73: “东方甄选看世界”直播文旅产品	33
图表 74: 新东方收入拆分 (单位: 百万美元; %)	34
图表 75: 利润水平、费用率预测	35
图表 76: 可比公司估值表	36

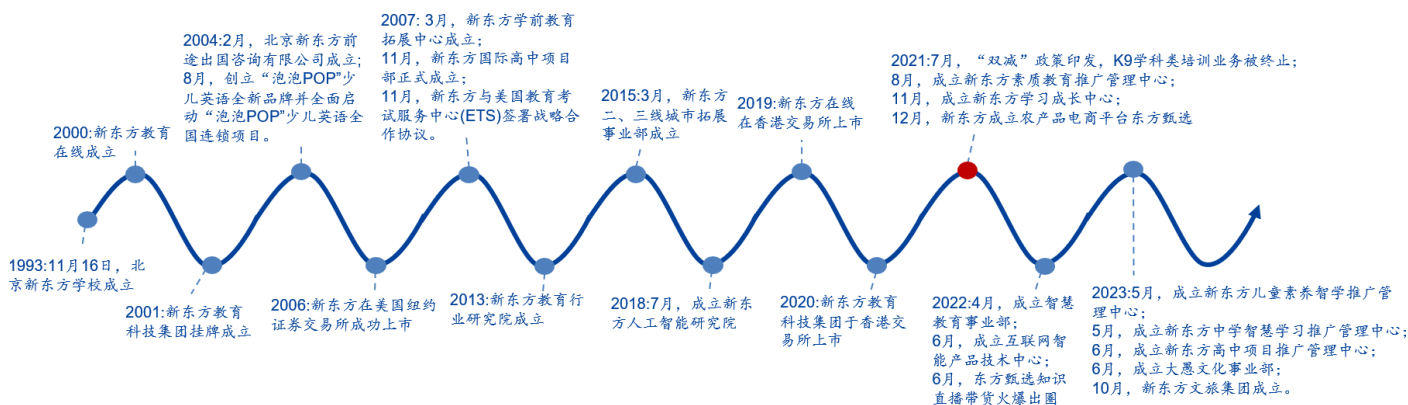
1. 公司概况

1.1 发展历程：国内多元化教培龙头，转型已显成效

深耕教育行业三十余年，逐步成为教培领域龙头。新东方教育科技集团定位于以学生全面成长为核心，以科技为驱动力的综合性教育集团，由 1993 年成立的北京新东方学校发展壮大而来，2000 年新东方教育在线成立，一年后新东方教育科技集团挂牌成立。公司于 2006 年 9 月 7 日就在美国纽约证券交易所成功上市，随后陆续成立学前教育拓展中心，国际高中项目部等，还设立教育行业研究院与人工智能研究院。2012 年至 2019 年连续 8 年获中国培训服务行业 C-BPI 品牌力第一名，稳坐行业龙头。2020 年 11 月 9 日在香港联合交易成功二次上市。

“双减”后积极转型，拓宽竞争赛道。2021 年 7 月“双减”政策正式落地，新东方及时调整业务布局，10 月宣布剥离 K9 学科类校外培训业务，自此将业务重心转移至非学科类辅导业务，并拓展智能教育业务，教学材料、智能学习解决方案以及备考课程等业务。除教培主业外，公司亦积极寻求新版块机会，2021 年 12 月公司成立农产品电商平台东方甄选，2022 年 6 月，东方甄选知识直播带货火爆出圈，新赛道强势助力集团营收。2023 年 10 月，公司又加入了文旅业务，目前已形成传统教培、留学咨询与新兴业务三大主要业务板块。

图表 1：新东方教育科技集团有限公司发展历程

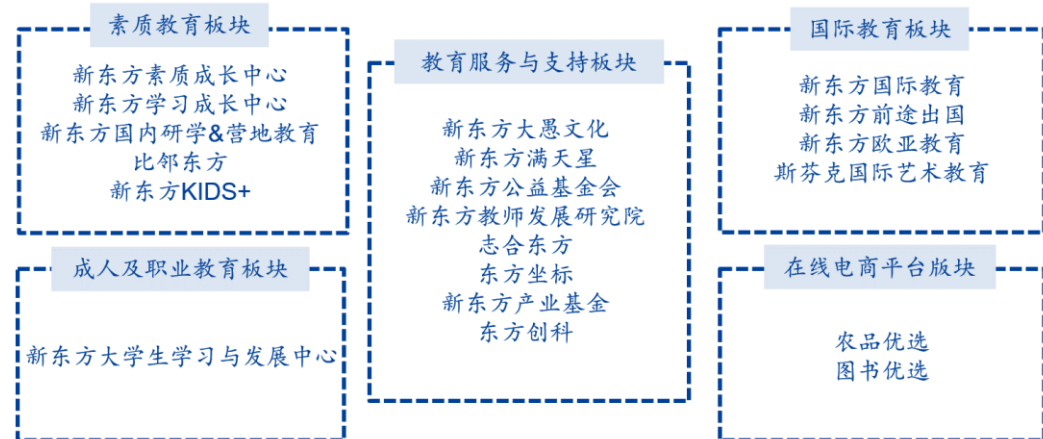


资料来源：新东方官网，企查查，中国政府网，国盛证券研究所

1.2 业务板块：多业务条线齐头并进

集团目前拥有素质教育、国际教育、成人教育、智慧教育、直播电商等多个业务板块，打造了新东方学习成长中心、新东方素质成长中心、新东方国际教育、新东方大学生学习与发展中心等诸多知名教育品牌。

图表 2: 新东方教育科技（集团）事业模块



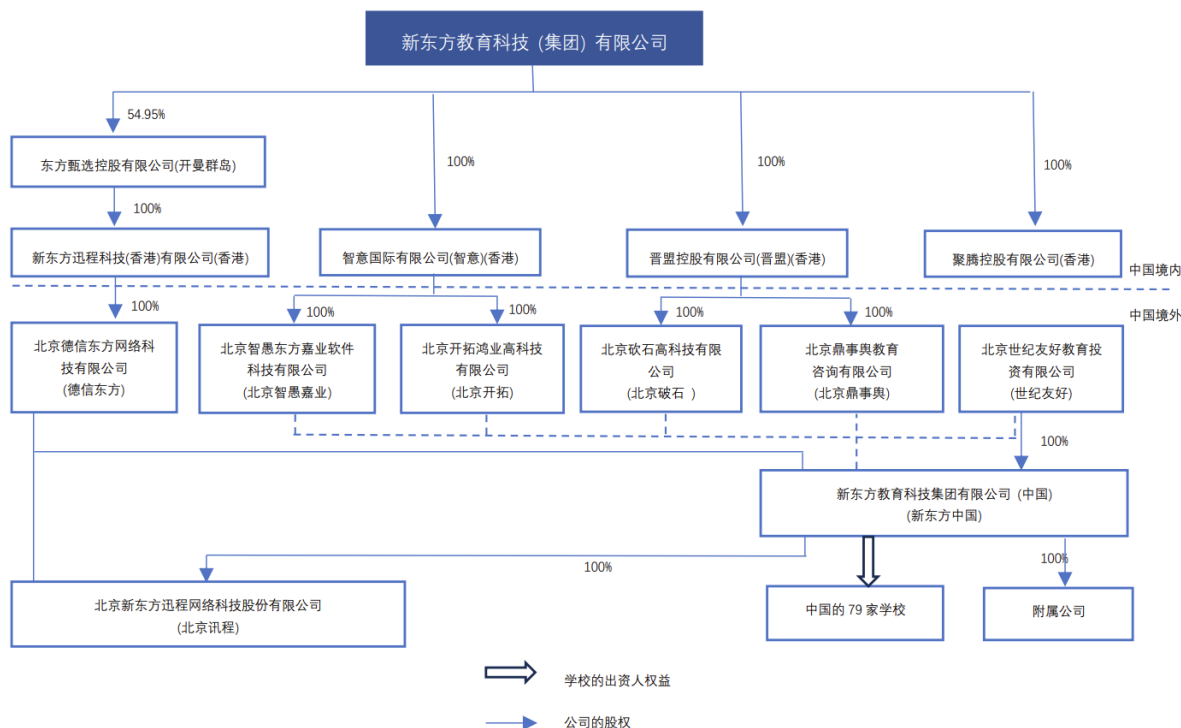
资料来源：公司官网，国盛证券研究所

1.3 股权结构与管理层：高管团队教育背景深厚

股权结构稳定。根据新东方 2023 年 9 月 26 日发布的年报显示，公司股权结构稳定，截止 2023 年 9 月 15 日，俞敏洪先生持有公司 12.2% 股权，集团所有董事和执行官合计持有公司 12.8% 的股权。新加坡政府投资有限公司持股比例为 5.1%，其余股份由非重要股东持有。

高级管理团队专业对口，经验丰富。公司高级管理团队普遍拥有高学历和丰富的管理与教育行业相关经验，俞敏洪先生有英语专业学士学位与授课经验，谢东萤先生有多家上市公司首席财务官的任职经验。团队成员带领公司一路披荆斩棘，积极转型，制定适合公司的发展路线，实施完善的管理方案，助力公司新业务拓展，提升公司业绩水平。

图表 3: 新东方教育科技（集团）有限公司股权结构图



资料来源：新东方 2023 年年报，国盛证券研究所

图表 4: 新东方教育科技(集团)高级管理团队人员介绍

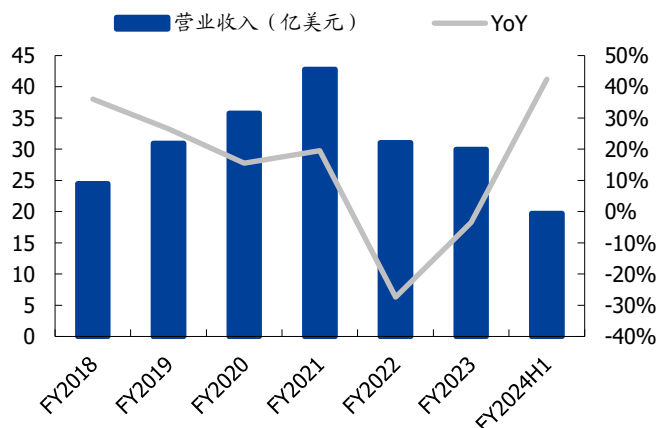
姓名	职务	个人简历
俞敏洪	执行主席	公司创始人, 自 1985 至 1991 年间任北京大学英语讲师。获北京大学英语专业学士学位。于 2001 年 8 月 1 日获委任为东方甄选控股有限公司(原名称:新东方在线科技控股有限公司)主席兼董事。
杨志辉	执行总裁兼首席财务官	于 2015 年 4 月 1 日获委任为新东方教育科技集团财务总监, 目前职务为财务副总裁、总裁办公室副主任和高级财务经理。毕业于北京大学光华管理学院, 获经济学学士学位。
周成刚	董事兼首席执行官	获苏州大学英语学士学位, 澳大利亚麦觉里大学通信硕士学位, 自 2016 年 9 月 1 日起担任新东方教育科技集团董事行政总裁。
谢东萤	董事	自 2014 年 5 月起担任京东的独立董事兼审计委员会主席, 中国最大餐饮运营商 YUM China Holdings, Inc. 的独立董事。获斯坦福大学工业工程和工程管理学士学位、哈佛商学院工商管理硕士学位和加州大学伯克利分校法学博士学位。
李彦宏	独立董事	于 2006.9.1 获委任为新东方教育科技集团独立董事、薪酬委员会主席。百度集团股份有限公司的联合创始人、董事长、董事兼首席执行官, 中国互联网协会的副理事长, 全国工商联副主席。获北京大学信息管理学士学位以及美国布法罗纽约州立大学计算机科学硕士学位。自 2015.10 起担任携程集团有限公司董事。

资料来源: 同花顺 iFinD, 国盛证券研究所

1.4 财务分析: 业绩持续修复, 传统教培+新兴业务双头并进

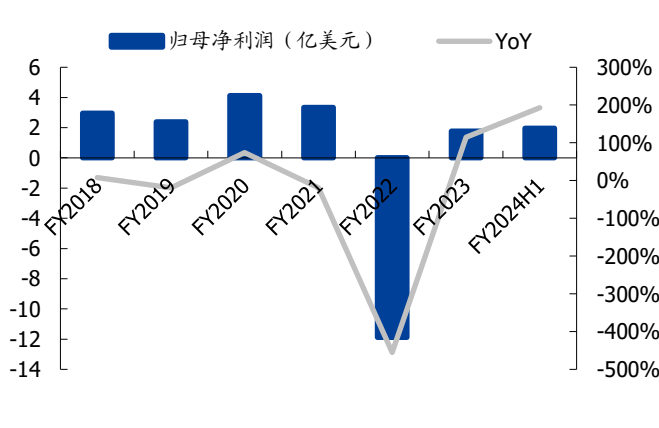
双减后实现业务转型, 业绩稳步恢复。2021 年 7 月“双减”政策的发布和公共卫生事件对教培行业产生了极大影响, 作为学科培训的龙头企业, 新东方无疑受到重创, 其 FY2022 (对应 2021Q3-2022Q2) 营收/归母净利润同减 27.39%/455.16%至 31.05/-11.88 亿美元, 因终止 K9 业务而产生资产减值损失、裁员补贴成本。双减后, 新东方于 2021 年末起积极探索新业务, 传统教培留存业务趋势良好, 新业务势头积极。公司业务调整卓有成效, 同时 2023 年公共卫生事件结束后教培需求显著恢复, FY2023Q3 起公司业绩重回高增长, FY2023/FY2024H1 营收同比-3.46%/+42.41%至 29.98/19.70 亿美元, FY2023 净利润扭亏为盈, FY2023/FY2024H1 净利润同增 114.93%/192.88%至 1.77/1.95 亿美元。此外, 递延营收 FY2023 起恢复正向增长, FY2023/FY2024H1 同增 43.36%/44.41%至 13.38/16.45 亿美元, 反映 FY2024H2 收款情况, 一定程度保障未来业绩。

图表 5: 新东方营业收入 (单位: 亿美元)



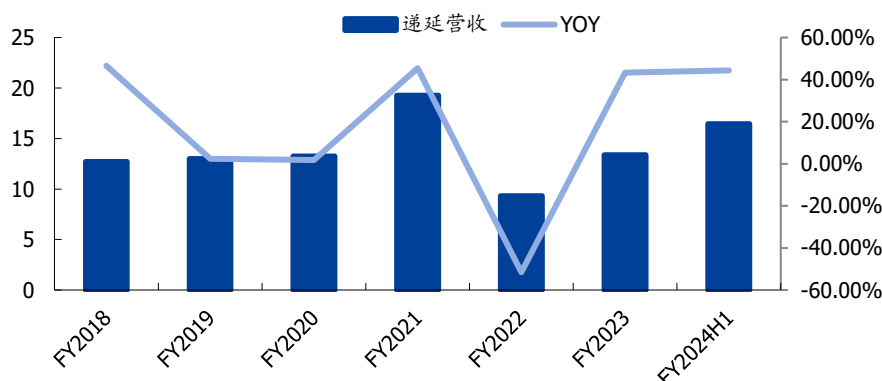
资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

图表 6: 新东方归母净利润 (单位: 亿美元)



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

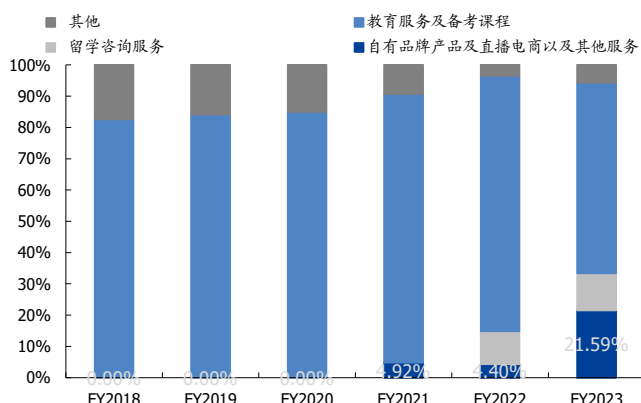
图表 7: 新东方递延营收 (单位: 亿美元)



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

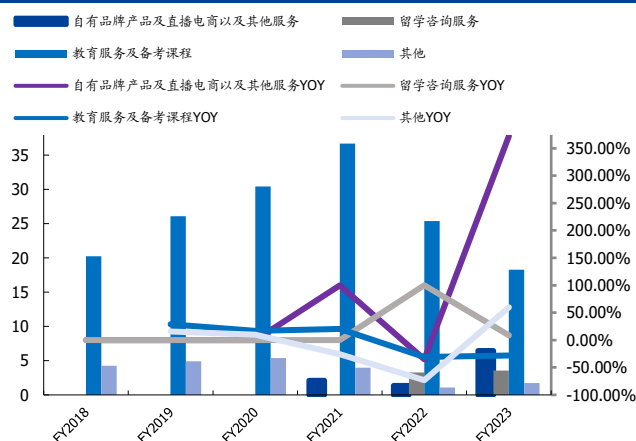
分业务看,新东方 FY2023 教育服务及备考课程/自有品牌产品及直播电商以及其他服务/留学咨询服务/其他部分收入占比 60.89%/21.59%/11.83%/5.69%,其分部收入分别同比-28.01%/+372.26%/+8.90%/+59.81%。教育服务及备考课程仍为公司贡献主要收入, FY2023 仍一定程度受“双减”余波影响,预计未来可恢复增长;得益于东方甄选爆火,其自有品牌产品及直播电商以及其他服务营收增幅明显;留学咨询服务及其他业务“双减”政策后从 K12 业务中分离,其营收增长相对稳定。随着新东方业务转型,东方甄选强劲增长,电商直播等新业务在公司营收所占比重大幅提升,成为公司第二增长曲线。

图表 8: 新东方分业务营收占比 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

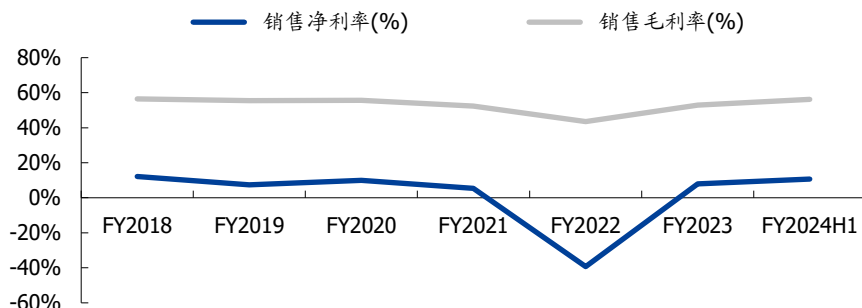
图表 9: 新东方分业务营收情况 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

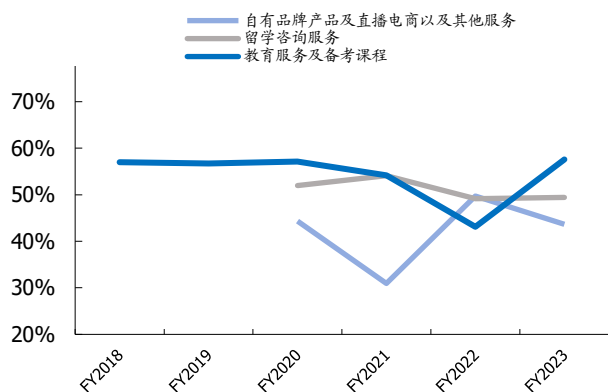
业务调整成效显著,盈利水平逐步回升。公司 FY2022 已基本消化业务调整相关费用, FY2023/FY2024H1 销售毛利率同增 9.47/3.02pct 至 52.98%/56.15%,销售净利率同增 47.15/3.39pct 至 7.85%/10.70%,较双减前有所提高。随着公司传统业务快速修复,新业务稳步发展,各业务利润率逐步提升。2022 年在俞敏洪、董宇辉等明星主播带动下新东方甄选异军突起, FY2023 自有品牌产品及直播电商以及其他服务较 FY2022 扭亏为盈,毛利率/净利率达 43.65%/22.03%,业绩稳步提升。FY2023 教育服务及备考课程由亏转盈,在公共卫生事件结束后需求复苏和公司关停网点、优化教师和其他员工配置等相关降本措施带动下,毛利率/净利率同增 14.48/37.36pct 至 57.59%/18.08%,在公司持续推行的降本增效措施带动下,我们预计未来利润率有望保持高水平。

图表 10: 新东方销售净利率和销售毛利率 (单位: %)



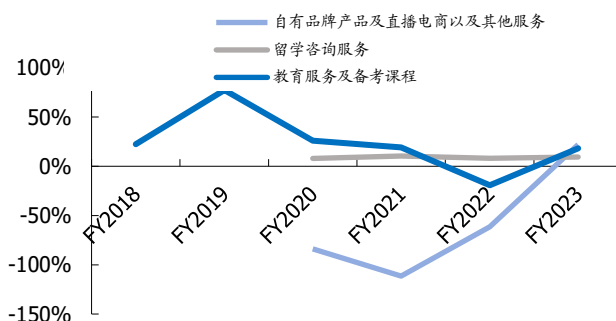
资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

图表 11: 新东方分业务毛利率 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所 (注: FY2020 之前留学咨询服务包括在 k12 板块中)

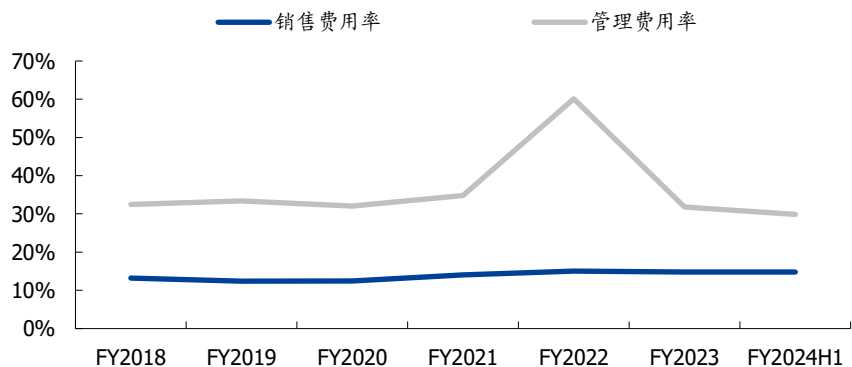
图表 12: 新东方分业务净利率 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所 (注: FY2020 之前留学咨询服务包括在 k12 板块中)

成本端看, 公司降本增效成果显著, 自 FY2023 起销售/管理费用率持续优化。FY2022 公司因终止与关闭学习中心有关的租赁协议以及停止 K-9 学科类培训服务裁员而产生大量成本使管理费用率大幅增加, 而 FY2023 因 FY2022 相关费用已消化完毕且规模效应逐步体现, 管理费用率同减 28.30pct 至 31.81%, 销售费用率同减 0.21pct 至 14.83%。FY2024H1 公司延续降本增效举措, 其中受东方甄选业务拓展影响, 销售费用率同比小幅增长 0.73pct 至 14.78%, 管理费用率持续优化, 同减 3.75pct 至 29.87%。

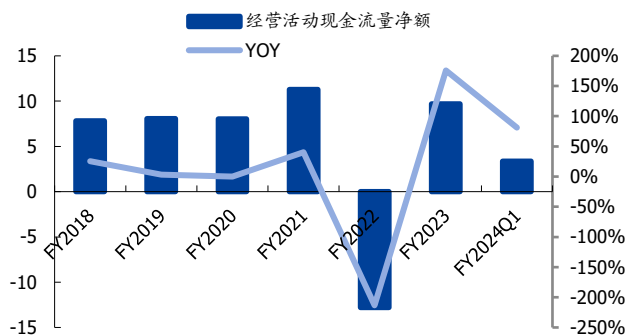
图表 13: 新东方销售费用率和管理费用率 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

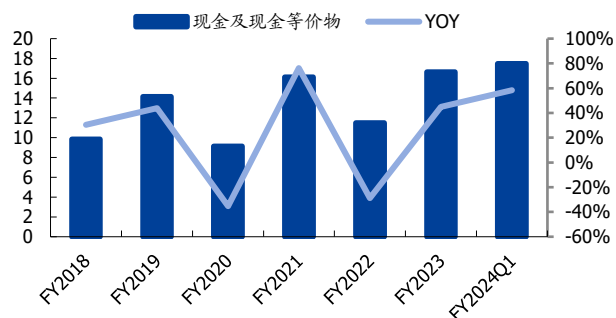
经营活动现金流充沛，提供安全边际。公司业务转型基本完成后现金流情况明显向好，FY2023 经营活动现金流量净额由负转正，FY2023/FY2024H1 分别同增 175.83%/77.30% 至 9.71/6.37 亿美元，反映公司经营状况良好；FY2023 现金及现金等价物亦实现同比正增长，FY2023/FY2024H1 同增 44.78%/88.62% 至 16.63/19.43 亿美元，反映公司现金储备充足，能为新业务健康发展提供充足的资金支持，同时帮助公司建立安全边际抵御外部风险。

图表 14: 新东方经营活动现金流量净额 (单位: 亿美元)



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

图表 15: 新东方现金及现金等价物 (单位: 亿美元)



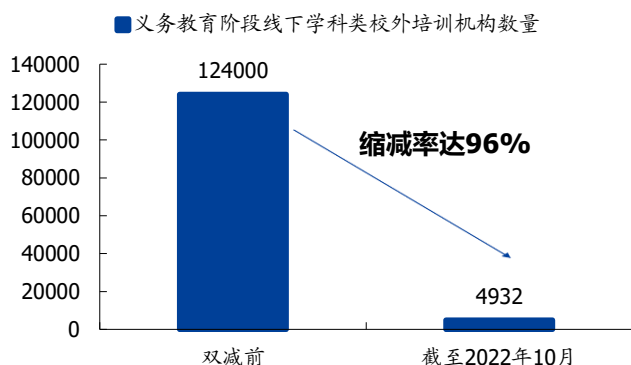
资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

2. 行业概况

2.1 学科培训：双减后机构持续出清，中长期需求仍存

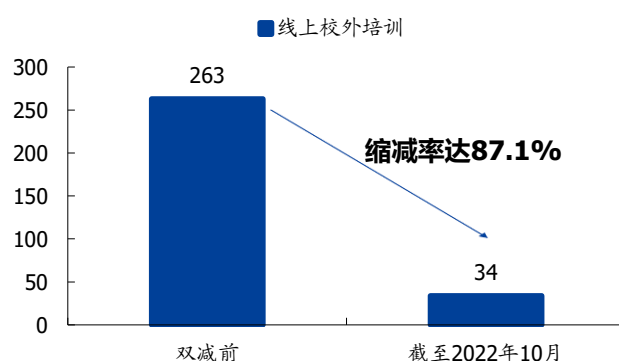
双减政策至今，原 K12 学科类课外培训机构逐步出清。2021 年 7 月 24 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》，对培训机构的审批、资本化路径、培训时间做出明确限制，对 K12 学科类课外培训行业进行严格监管。双减政策发布两年以来成效显著，据中国网报告，2021 年底前实现“营转非”、“备改审”完成率 100%。截至 2022 年 10 月，义务教育阶段线下学科类培训机构数量由原来的 12.4 万个压减至 4932 个，压减率 96%，线上学科类培训机构由原来的 263 个压减至 34 个，压减率 87.1%。

图表 16: 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：中国网，国盛证券研究所

图表 17: 双减后义务教育阶段线上学科类校外培训机构数量变化



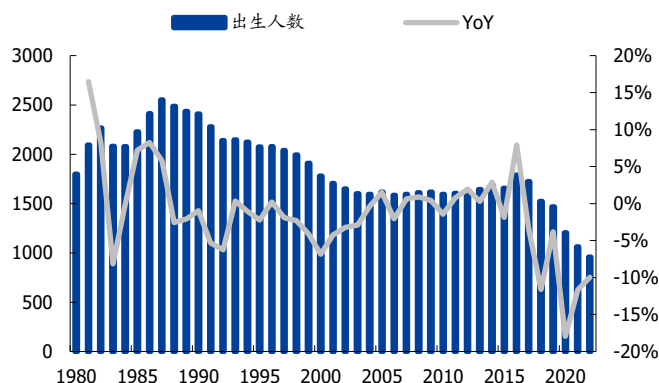
资料来源：中国网，国盛证券研究所

学科培训龙头转型继续。双减政策发布以来，龙头企业普遍剥离或停止 K9（义务教育）阶段学科培训。除新东方旗下东方甄选、好未来旗下学而思等部分龙头拓展直播业务等新赛道外，其他原 K12 学科类课外培训公司转型的主要方向包括素质教育、职业教育、教育硬件产品以及 ToB。如好未来推出学而思素养中心、励步儿童成长中心等素质教育品牌，面向大学生群体推出好未来轻舟品牌，聚焦考研、留学等业务，并针对 ToB 业务推出“美校”品牌。此外，高途集团、有道、猿辅导、作业帮等在线教育品牌亦将业务重点聚焦在素质教育和职业教育领域。由于双减政策未对高中阶段作出明确限制，学大教育/新东方/好未来/高途集团均保留高中阶段学科培训。各公司转型方向在 2022 年已确定，目前已进入成长性与盈利能力爬坡的验证阶段。

高中阶段培训需求公共卫生事件结束后显著恢复，中长期看需求仍相对刚性。短期看，受益于公共卫生事件影响后的需求显著恢复，看好各大龙头 2023-2024 年高中业务需求恢复期业绩表现。中长期看，根据 2007-2016 年新生人数推断（假设 16 岁入学高中），我国 2023E-2032E 高中入学人数有望保持稳定增长；同时高等教育招生端来看，全国高考报名人数稳定增长，2023 年提升至 1291 万人，创下历史新高，普通高校本科升学率基本稳定在 40% 左右。由此，我们推断 2023E-2032E 本科升学竞争压力仍较为险峻，带动高中阶段教培需求仍相对刚性。以 2023 年为例，按高中入学人数（高一-高三）（4795 万人）* 高中阶段参培率（观研天下报告显示 2020 年为 57.8%，合理假设平均参培率 30-40%）* 客单价 5000 元（新东方寒暑假课单价 1500-2200，春秋学期客单价 2500-4000，两者合计为全年客单价，取 5000 元）计算，2023E 高中教培市场规模约为 719-960 亿元。

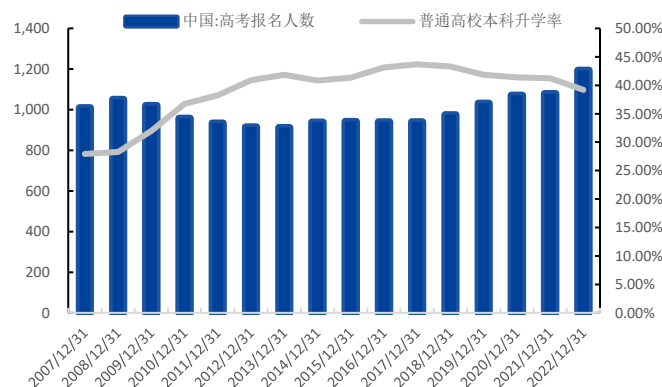
总结来看，教培行业供给端中小机构持续出清、行业集中度有望提升，同时需求端中长期仍偏刚性，我们看好保留高中阶段业务的各大龙头未来表现。

图表 18: 1980-2021 新增出生人口数及同比增速 (左轴: 万人; 右轴: %)



资料来源: Wind, 国家统计局官网, 中经数据, 国盛证券研究所

图表 19: 2007-2022 年全国高考报名人数及普通本科升学率 (左轴: 万人; 右轴: %)

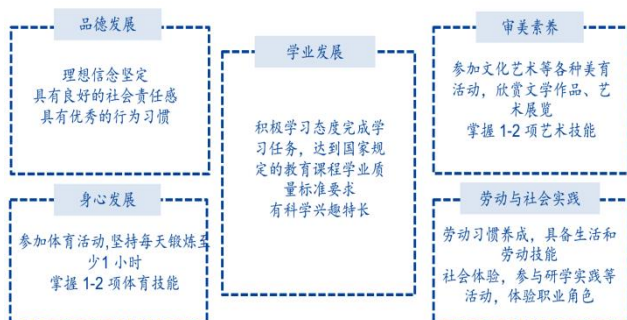


资料来源: Wind, 教育部, 国盛证券研究所, 注: 普通本科升学率=普通本科招生人数/当年高考报名人数

2.2 非学科培训: 政策利好持续释放, 有望实现学科类需求“接力”

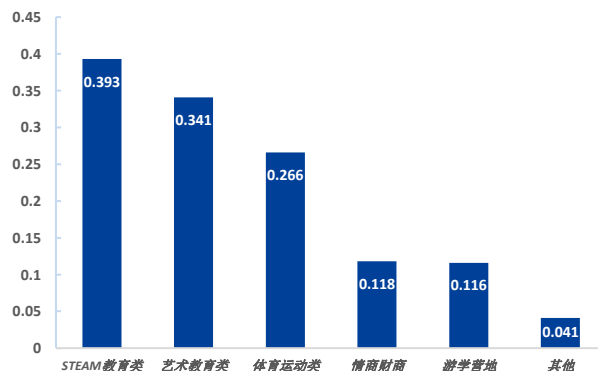
素质教育行业种类丰富, 细分领域中 **STEAM 教育** 领军。素质教育是指一种针对 3-15 岁学生以提高受教育者诸方面素质为目标的教育模式, 目前市场上课程品类多分为 STEAM 教育类 (思维、编程、创客等)、艺术教育类 (美术、音乐、舞蹈等)、体育运动类 (球类、游泳、武术等)、研学与营地教育 (游学、自然探秘、生物观察等) 等。据艾瑞咨询研究院统计, 细分领域中最受欢迎的前三大品类分别为 STEAM 教育类 (39.3%), 艺术教育类 (34.1%) 和体育运动类 (26.6%), 其中 STEAM 教育近年来在大数据流行趋势下热度持续上升, 艺术与体育则在双减后依托多年校内德智体全面发展政策引导已发展为较为成熟的市场, 而口才、自然探秘等素养类兴趣班还在萌芽过程中。

图表 20: 素质教育分类



资料来源: 《多鲸-2022 中国素质教育行业报告》p9, 政府官网, 国盛证券研究所

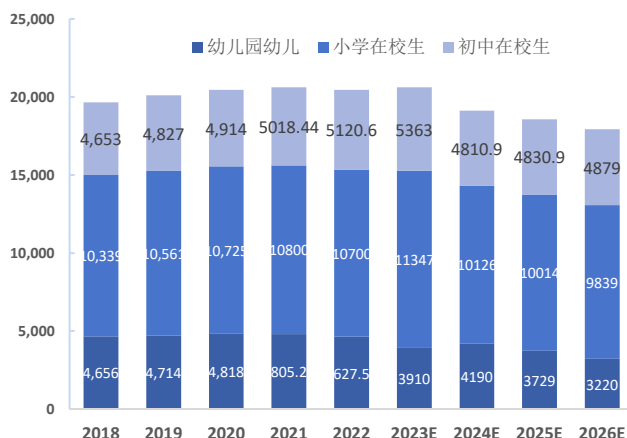
图表 21: 素质教育课程类型数量分布



资料来源: 《艾瑞咨询-2023 中国教育行业市场需求洞察报告——青少年儿童篇》p24, 国盛证券研究所

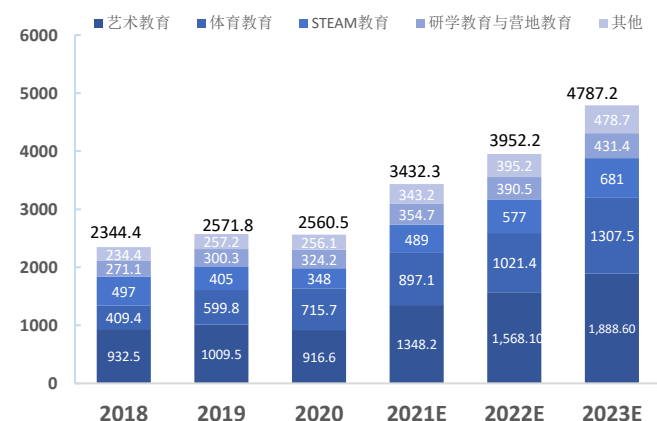
2018-2023 年素质教育市场 CAGR 达到 15.35%, 潜在用户数量较为充足。根据多鲸教育研究院测算, 预计 2023 年我国素质教育市场规模将达到 4787.2 亿元, 同比增加 21.13%, 2018-2023 年年复合增长率达 15.35%。从人口数量看, 我国素质教育市场用户年龄段主要集中在幼儿园至初中阶段, 据历年《全国教育事业统计公报》统计, 2018-2023 年 K9 阶段在校生人数持续增加, 同时直至 2016 年我国出生人口增速保持正增长, 我们预计未来素质教育市场潜在用户数量将保持增长态势, 市场规模有望进一步扩大。

图表 22: 2018-2025 年国内幼儿园至初中在校生 (万人)



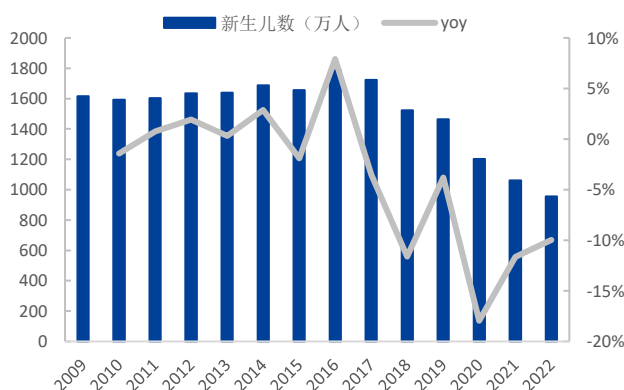
资料来源:《多鲸-2022 中国素质教育行业报告》p17, 中华人民共和国教育部官网, 中经数据, 国盛证券研究所

图表 23: 2018-2023 年国内素质教育潜在市场规模 (亿元)



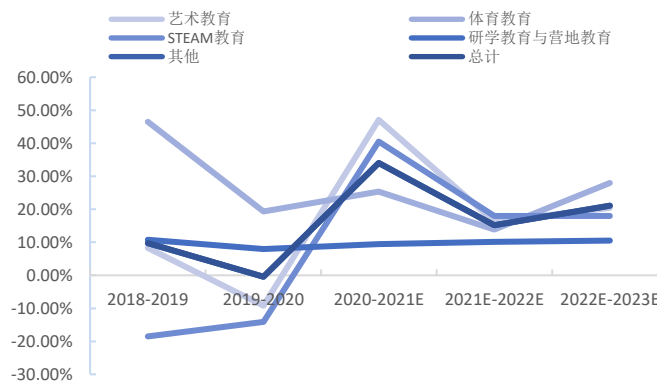
资料来源:《多鲸-2022 中国素质教育行业报告》p17、国盛证券研究所

图表 24: 2009-2022 年出生人口数 (万人)



资料来源: 国家统计局, 中经数据, 国盛证券研究所

图表 25: 2018-2023 年国内素质教育潜在市场规模增速



资料来源:《多鲸-2022 中国素质教育行业报告》p17、国盛证券研究所

利好政策频出, 支撑行业规范化发展。2018 年 8 月国务院办公厅发布《关于规范校外培训机构发展的意见》, 鼓励民办素质教育培训机构设立; 2021 年双减政策出台后, 学科培训加速向非学科转向, 非学科课外培训机构进一步规范; 2022 年 11 月 30 日, 教育部等十三部门印发《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》, 对培训内容 (强调非学科)、时间、预收款监管、行业准入等方面提出严格限制。素质教育更符合我国教育发展方向, 近年来相关政策不断出台, 持续加大鼓励与规范力度, 行业前景较为广阔。

图表 26: 非学科类校外培训规范化管理政策逐步推出

政策名称	时间	重点内容摘录
《关于规范校外培训机构发展的意见》	2018 年 8 月	校外培训机构必须经审批取得办学许可证后, 登记取得营业执照(或事业单位法人证书、民办非企业单位登记证书); 不得聘用中小学在职教师; 从事语文、数学、英语及物理、化学、生物等学科知识培训的教师应具有相应的教师资格; 培训内容不得超出相应的国家课程标准, 培训进度不得超过所在县(区)中小学同期进度; 培训结束时间不得晚于 20:30, 不得留作业; 不得一次性收取时间跨度超过 3 个月的费用。
《关于规范校外线上培训的实施意见》	2019 年 7 月	2019 年 12 月底前完成对全国校外线上培训及机构的备案排查; 不得聘用中小学在职教师。从事语文、数学、英语、思想政治、历史、地理、物理、化学、生物等学科知识培训的人员应当具有国家规定的相应教师资格。
《关于加强义务教育阶段学科类校外培训收费监管的通知》	2021 年 9 月	义务教育阶段线上和线下学科类校外培训收费属于非营利性机构收费, 依法实行政府指导价管理, 由政府制定基准收费标准和浮动幅度, 并按程序纳入地方定价目录。
《关于做好文化艺术类校外培训管理相关工作的通知》	2022 年 2 月	严格规范文化艺术类校外培训招生宣传, 不得以承诺通过任何形式的文化艺术水平测试、考试等作为招生诱导。
《关于规范非学科类校外培训的公告》	2022 年 3 月	非学科类校外培训机构应当具备相应的资质条件, 从业人员应当具备相应的职业(专业)能力证明, 应当遵循公平、合法、诚实信用的原则, 根据市场需求、培训成本等因素合理确定培训收费项目和标准, 预收费须全部进入本机构收费专用账户, 面向中小学生的培训不得使用培训贷方式缴纳培训费用, 不得一次性收取或以充值、次卡等形式变相收取时间跨度超过 3 个月或 60 课时的费用。
《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》	2022 年 11 月	到 2023 年 6 月底, 各地非学科类培训政策制度体系基本建立, 常态化监管机制基本健全。到 2024 年, 非学科类培训治理成效显著, 家庭支出负担有效减轻, 非学科类培训成为学校教育的有益补充。对培训内容(强调非学科)、时间、预收款监管、行业准入等方面提出严格限制。
《教育部办公厅等四部门关于在深化非学科类校外培训治理中加强艺考培训规范管理的通知》	2023 年 7 月	落实党中央、国务院“双减”决策部署, 深化非学科类校外培训治理, 全面规范艺考培训行为, 聚焦重点问题、重点环节, 坚持育人为本、实事求是, 坚持内外联动、标本兼治, 坚持综合施策、稳步推进, 到 2024 年艺考培训长效机制基本健全, 人民群众满意度明显提升。严格规范培训主体, 加强从业人员管理, 强化培训收费管理, 规范宣传招生秩序, 守住安全管理底线, 规范集中住宿培训, 加强学生校内外衔接管理, 推动校内艺术教育提质增效, 合理引入校外艺术教育资源。

资料来源: 中国政府网, 教育部, 国盛证券研究所

原 K12 学科类教培机构跨品类转型, 客群转化潜力可期。由于素质教育准入门槛较低且细分赛道众多, 行业格局较为分散, 同时“双减”政策致使原 K12 学科类教培机构大量入局素质教育, 市场竞争进一步加剧。原 K12 培训机构具备雄厚资金优势与较为成熟的运营模式, 可快速切入素质教育赛道; 此外, 学科教育与素质教育目标群体重叠度高, 家长付费意愿依然较强, 原 K12 培训机构大量客户群体可重新复用, 获客难度相对较低。我们预计目前原 K9 客群转化率仍较低, 非学科业务仍有较大的发展潜力和空间, 预计未来在产品力、运营能力、渠道等多方面较为突出的龙头有望快速抢占市场。

图表 27: 素质教育行业格局

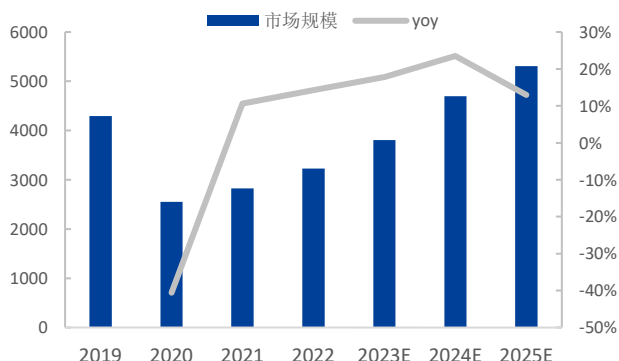


资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

2.3 留学服务: 公共卫生事件结束后热度不断回升, 市场格局有望优化

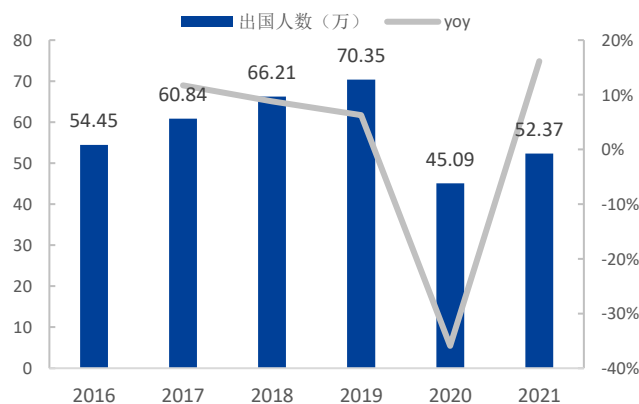
短期需求复苏明显, 市场持续修复。2020 年因公共卫生事件影响, 我国出国留学人数同比下滑 35.91%, 2021 年起已逐步恢复, 据 Open doors 统计, 2022/2023 学年美国大学在读中国留学生人数达 28.95 万人, 基本恢复至 2021/2022 学年的 99.81%。同时根据 Common App 公布数据, 2022/2023 学年通过 CA 平台向美国大学递交本科入学申请人数已达 107.99 万, 同比+6.64%, 根据学制时间推测, 预计 2023 至 2026 年间留学生人数仍将继续上升。据前瞻产业研究院统计, 2022 年我国留学业务市场已达到 3227 亿元, 较公共卫生事件首年 (2020 年) 增长 26.4%, 预计在经过 2021-2023 年的缓和发展期后, 行业有望在 2024 年起重回高速增长, 预计 2023E-2025E CAGR 达 18.11%。

图表 28: 留学业务市场规模 (单位: 亿元)



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

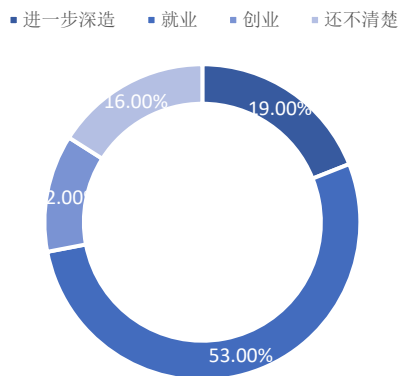
图表 29: 2016-2021 年中国出国留学人数变化趋势



资料来源: 华经产业研究院, 国盛证券研究所

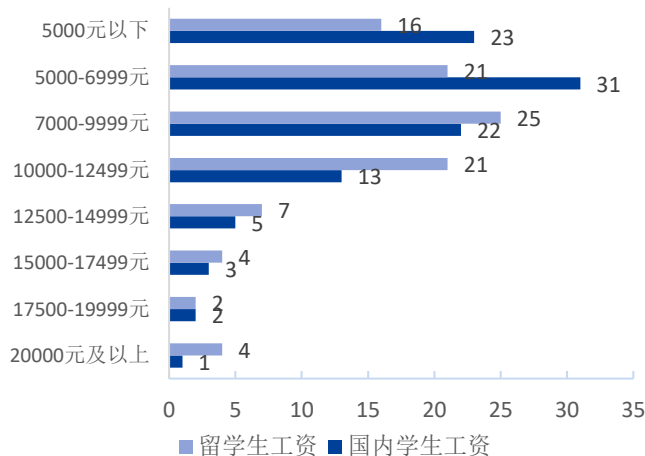
中长期看，国内就业竞争加剧，驱动留学需求持续增长。近年来国内就业竞争加剧，以“提高就业竞争优势”为目的留学生比例持续增长，根据新东方发布的《2023 中国留学白皮书》调研显示，以就业为目的留学人数从 2020 年起逐年上升，2023 年已达 53%。此外，随国家倡导“一带一路”及扩大对外开放，中国企业对于具有国际视野的人才需求增大，据《2023 中国留学白皮书》统计，中国就业市场上留学生工资中位数区间位于 7000-9999 元，较国内高校毕业学生中位数 5000-6999 元高 41.67%，留学生整体竞争力更具优势，驱动留学需求持续增长。

图表 30: 留学生留学毕业后计划



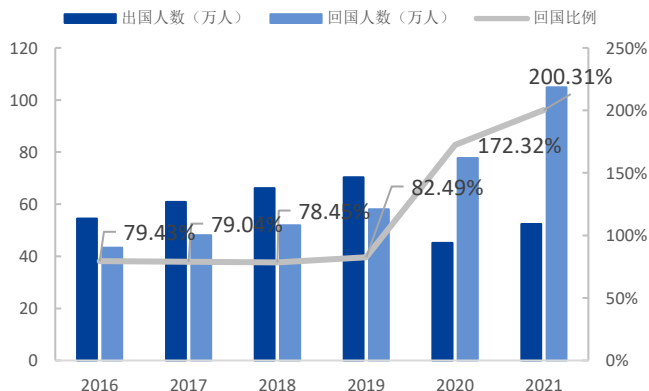
资料来源:《新东方-2023 中国留学白皮书》大学版 P30、国盛证券研究所

图表 31: 用人单位招聘的工资起薪(单位:%)



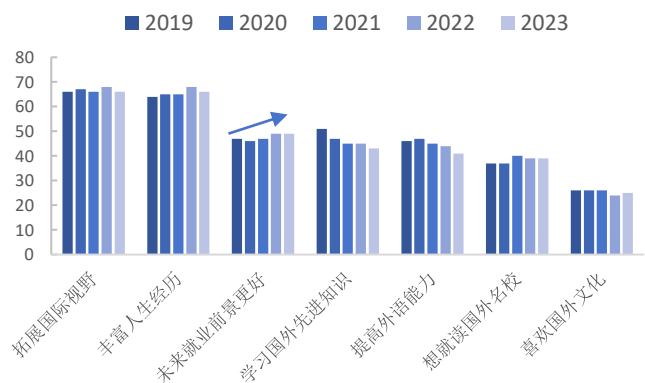
资料来源:《新东方-2023 中国留学白皮书》大学版 P30、国盛证券研究所

图表 32: 中国出国留学与学成回国人数趋势 (单位: 万人)



资料来源:《领英人才洞察-2022 中国留学生归国求职洞察报告》P8、国盛证券研究所

图表 33: 硕博意向留学人群的留学目的 (%)



资料来源:《新东方-2023 中国留学白皮书》、国盛证券研究所

受公共卫生事件影响供给侧出清，看好龙头市占率持续提升。根据美国媒体 PIE News 报道，2021 年南京、沈阳、青岛、杭州、成都 5 个新一线城市的 2000 多家留学机构仅留存 412 家，供给侧出清近 8 成，其中新东方作为龙头品牌机构，有望依靠全产业链布局、优秀口碑等优势快速抢占市场持续提升市占率。

图表 34: 留学服务业务产业链



资料来源: 前瞻产业研究院、国盛证券研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/855012123333011102>