



新东方-S (09901.HK)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

深耕行业三十载，教育龙头地位稳固

公司简介

公司深耕教育领域 31 年，各业务枝繁叶茂。公司早期业务是面向准备出国留学的大学生提供美国主要入学考试的备考课程，后着力发展 K12 培训，“双减”后原先 K9 学科类培训转型素质/素养培训，目前公司已经成为了集教育培训、出国留学服务、职业教育、在线教育等业务于一体的大型综合性教育集团。集团业务目前已涵盖教育服务、生活服务、文旅服务三大领域。

投资逻辑

1. 行业：K12 教培政策边际向好；供给有效出清，截至 25 年 1 月线下教培机构压减率 96.7%，K9 阶段培训需求有望从学科补习转向素质培训，高中在校生人数高增以及高考录取率走低将带动高中学科培训行业规模恢复扩张；龙头有望借助品牌优势扩大市场份额，行业竞争格局有望持续向好，头部机构持续收益。
2. 核心竞争力：品牌势能犹在，收入、产能恢复行业领先，截至 24 年 11 月公司网点数量较历史高点恢复度为 65.2%，行业领先；产能爬坡有望带来利润率回暖，盈利能力行业领先。
3. 未来看点：1) 教育新业务素质培训及学习机需求旺盛，在供给出清的背景下有望持续受益，是公司收入的核心增长点；目前整体 K12 产能并未恢复至“双减”前水平，教育新业务增速预计较高中业务更快，看好产能持续扩张及产能爬坡带来的盈利能力提升；2) 海外考试准备及咨询受益于海外留学需求回暖并且留学机构出清格局向好，我们认为留学业务有望继续稳步增长；3) 文旅业务有望成为新增长曲线；4) 电商业务短期阵痛不改中长期看好，过度依赖头部主播风险一次性出清，业务中长期有望回归合理增长。

盈利预测、估值和评级

我们预计 FY25~27 Non-GAAP 归母净利为 5.3/6.9/8.9 亿美元，YoY+44.5%/+31.1%/+28.2%，当前股价对应 PE 为 18.6/14.2/11.1X，考虑到公司教育新业务仍有望保持较快增长、文旅业务有望成为新增长曲线，此外股息率（含回购）达 8.7%，红利属性凸显，给予 FY25 25XPE，目标价 62.84 港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

教培行业政策变动风险；行业竞争加剧风险；人才流失风险；宏观经济下行风险；招生增长和学费提价不及预期的风险。

国金证券研究所

分析师：叶思嘉 (执业 S1130523080001)

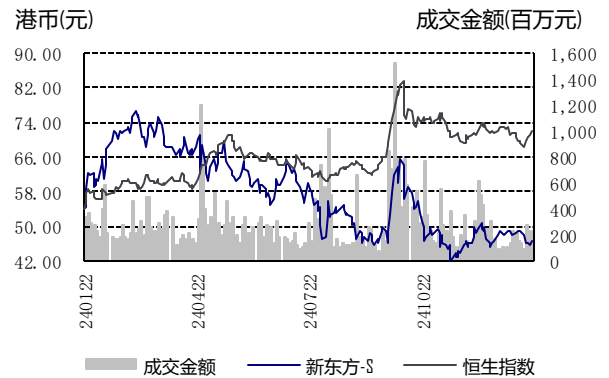
yesijia@gjzq.com.cn

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

市价 (港币)：46.750 元

目标价 (港币)：62.84 元



公司基本情况 (美元)

项目	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入(百万美元)	2,998	4,314	5,125	6,334	7,777
营业收入增长率	-3.46%	43.89%	18.82%	23.58%	22.78%
Non-GAAP 归母净利润 (百万美元)	201	365	528	692	887
归母净利润增长率	扭亏	81.94%	44.47%	31.11%	28.18%
摊薄每股收益(美元)	0.11	0.19	0.26	0.37	0.47
每股经营性现金流净额	0.59	0.68	0.59	0.78	1.04
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.92%	8.20%	10.06%	12.31%	13.64%
P/E	31.4	36.7	18.6	14.2	11.1
P/B	1.73	3.50	2.39	2.08	1.79

来源：公司年报、国金证券研究所；注：公司财年末为每年 5 月末



内容目录

1、公司概况：科技驱动综合教育集团，多次转型成就中国民办教育龙头.....	5
1.1、发展历程：顺应时代变革进行多次转型，成就教育巨头.....	5
1.2、股权结构与管理层：股权架构稳定，集团创始人俞敏洪持续掌舵.....	7
1.3、现金充沛，回购与现金分红稳定，红利属性凸显.....	7
2、K12：转型素质教育，学习机需求旺盛.....	8
2.1、K12 行业：政策向好，供给出清.....	8
2.2、K12 行业：素质教育承接需求，学习机需求旺盛.....	11
2.3、公司素质教育/学习机有望保持较快增长，高中培训留存网点具备优势.....	13
2.4、品牌壁垒高筑，产能爬坡有望带来利润率提升.....	18
2.5、产能爬坡有望带来利润率回暖，盈利能力行业领先.....	21
3、出国留学：留学需求回暖，市场格局向好.....	23
3.1、公共卫生事件后需求复苏，估计 23 年已恢复至 19 年水平.....	23
3.2、公司出国业务龙头地位优势显著.....	26
4、其他业务：东方甄选短期扰动，成人教育增长较缓.....	27
4.1、东方甄选短期扰动，不改中长期成长.....	27
4.2、文旅有望成为新增长曲线.....	28
4.3、成人教育预计增长较缓.....	29
5、盈利预测与估值.....	29
5.1、盈利预测.....	29
5.2、投资建议与估值.....	30
6、风险提示.....	31
7、附录：公司三十年发展历程梳理.....	31

图表目录

图表 1：公司事业模块.....	5
图表 2：公司发展历程.....	6
图表 3：公司收入（百万美元）及同比增速.....	6
图表 4：公司学习网点数.....	6
图表 5：教育新业务预计高增，收入占比有望提升.....	7
图表 6：现金及等价物（亿美元）充沛.....	7
图表 7：递延收入（亿美元）增长良好.....	7
图表 8：历史回购+现金分红稳定.....	8
图表 9：公司股份回购计划.....	8



图表 10:	义务教育阶段校外培训学科类机构压减率高, 且目前均为非营利性牌照	9
图表 11:	双减后各公司纷纷退出义务教育学科类培训	9
图表 12:	双减文件与《校外培训管理条例(征求意见稿)》相关表述对比	10
图表 13:	义务教育非学科牌照数发放顺利	10
图表 14:	25 年 1 月四川、天津等地高中存量学科类牌照较多	11
图表 15:	25 年 1 月山东、浙江等地义务教育存量非学科牌照较多	11
图表 16:	预计小/初/高中适龄人口(万人)拐点分别在 24/30/32 年	11
图表 17:	初高中毕业生人数(万人)近年呈增长趋势	12
图表 18:	高中在校生人数(万人)20 年以来增速快于小初	12
图表 19:	普通高中毛入学率有所提升	12
图表 20:	近年本科录取率逐年降低	13
图表 21:	消费级学习机市场规模(亿元)有望高增	13
图表 22:	泡泡少儿及优能中学培训人数(万人)16~21 年增长迅猛	14
图表 23:	“双减”前课程单价稳中有增	14
图表 24:	泡泡少儿及优能中学带动公司收入增长	14
图表 25:	下半财年(12 月初至次年 5 月末)临近中高考招生为旺季	14
图表 26:	公司素质教育课程体系	15
图表 27:	公司素质教育课程体系完备	15
图表 28:	非学科报名人数(万人)需求旺盛	16
图表 29:	学习机付费用户数(万人)高增	16
图表 30:	租赁学习机+线下自习室模式	17
图表 31:	新东方、好未来学习机对比	17
图表 32:	公司济南高中课程	18
图表 33:	FY23Q3 收入增速转正	18
图表 34:	横向对比收入增速行业领先	18
图表 35:	FY23Q2 产能恢复扩张, FY25Q1 产能恢复至“双减”前 65%	19
图表 36:	网点数量恢复速度行业领先	19
图表 37:	行业员工人数(人)22 年以来企稳回暖	20
图表 38:	公司员工人数恢复度靠前	20
图表 39:	师均人效行业领先	20
图表 40:	公司图书品类囊括学前至出国	21
图表 41:	公司畅销图书榜	21
图表 42:	毛利率显著回暖	21
图表 43:	分季度看 FY25Q1 毛利率同比基本持平	22
图表 44:	公司营业利润率及净利率 FY25Q1 同比提升	22



图表 45:	公司毛利率处于行业第一梯队	22
图表 46:	公司销售费用率及管理费用率控制良好	23
图表 47:	公司销售费用率位于行业中游	23
图表 48:	公司管理费用率高于行业	23
图表 49:	出国留学人员 (万人) 恢复明显	24
图表 50:	中国学生赴美留学 F1 签证发放情况	24
图表 51:	中国学生赴英留学签证回暖	24
图表 52:	中国留学美、英仍为主要意向国	25
图表 53:	留学向低龄化趋势发展	25
图表 54:	23 年意向留学群体目前在读阶段	25
图表 55:	本科及以下意向留学人群留学申请以选择机构为主	26
图表 56:	留学培训市场空间 (亿元) 复苏	26
图表 57:	FY23 公司留学培训市场份额独占鳌头	26
图表 58:	公司留学业务历史悠久、资源丰富	27
图表 59:	公司留学考试学生人次 (万人) 增长迅猛	27
图表 60:	公司留学服务流程	27
图表 61:	东方甄选 GMV、抖音关注人数及订单	27
图表 62:	东方甄选主播严格严选	28
图表 63:	东方甄选主要主播及抖音粉丝数	28
图表 64:	新东方文旅十二大产品系列	28
图表 65:	新东方文旅发展历程	28
图表 66:	研学游行业市场规模预计持续高增	29
图表 67:	考研人数近年逐年下滑	29
图表 68:	考研通过率有所回暖	29
图表 69:	公司 FY25~27 收入及利润预测	30
图表 70:	公司 FY25~27 年毛利率、费用率预测	30
图表 71:	可比公司估值	31
图表 72:	1980-2010 出国留学人员数及增长率	32
图表 73:	FY19-23 新东方/好未来/高途营收 (亿美元) 及增长率 (%)	33
图表 74:	“双减”后 K12 业务转型情况	33
图表 75:	东方甄选直播电商营收增速迅猛	34
图表 76:	东方甄选小程序界面	34

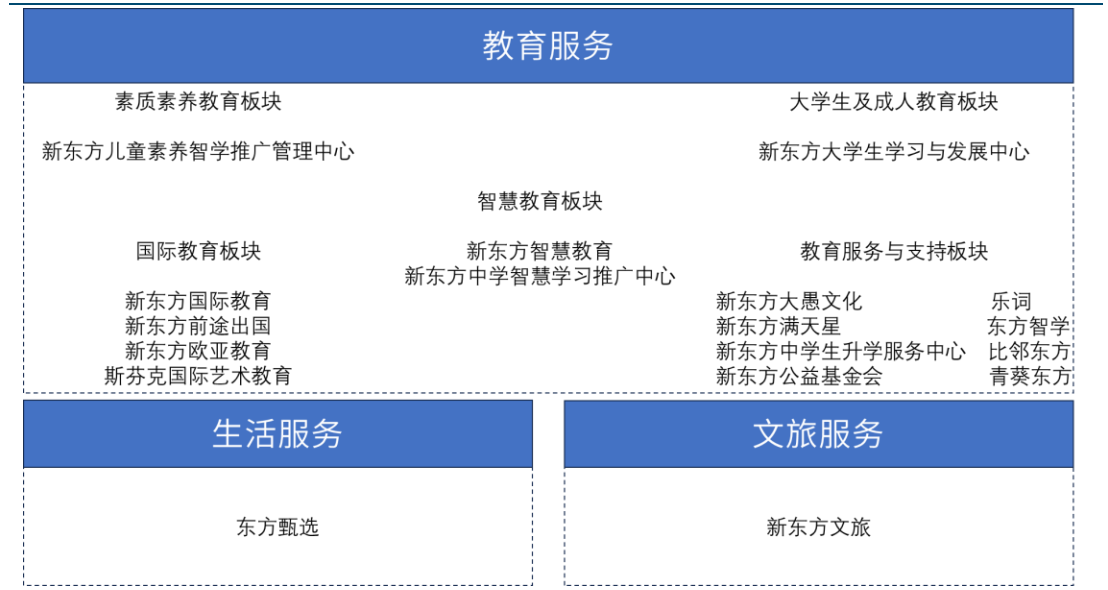


1、公司概况：科技驱动综合教育集团，多次转型成就中国民办教育龙头

1.1、发展历程：顺应时代变革进行多次转型，成就教育巨头

新东方教育科技集团由 1993 年成立的北京新东方学校发展壮大而来，公司早期业务是面向准备出国留学的大学生提供美国主要入学考试和评估考试的备考课程，后着力发展 K12 培训，“双减”后原先 K9 学科类培训转型素质/素养培训，目前公司已经成为了集教育培训、图书资料出版、出国留学服务、职业教育、在线教育、教育软件研发等业务于一体大型综合性教育科技集团。经过 31 年创新发展，公司从教育领域出发，集团业务目前已涵盖教育服务、生活服务、文旅服务三大领域。

图表1：公司事业模块

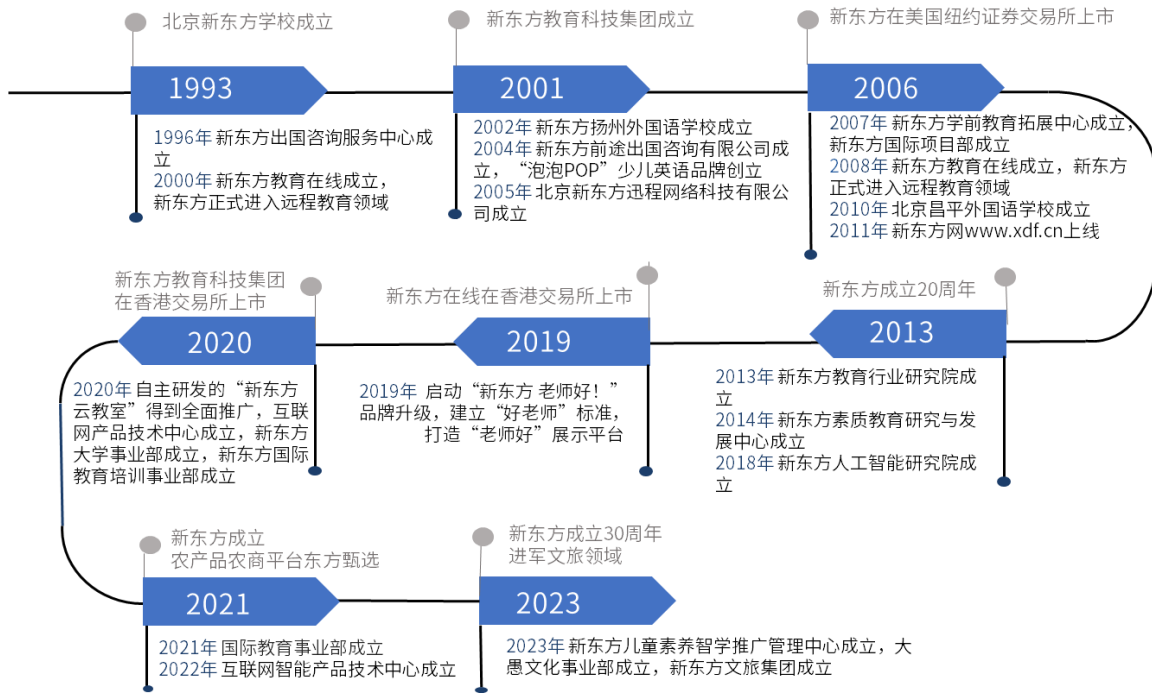


来源：公司官网，国金证券研究所

根据主要业务的不同，可以将公司的发展划分为三个阶段，(1) 93-06 年期间，以传统留学培训业务为主的初始发展期；(2) 07-21 年期间，FY07~21 收入自 1.4 亿美元增长至 42.8 亿美元，CAGR 达 27.9%，此阶段着力发展泡泡少儿及优能中学，布局 K12 全科培训寻求第二增长曲线，K12 逐渐发展为主要业务并成为收入主要增长动力；(3) 21 年至今，受“双减”政策冲击，K12 业务迅速调整，FY22 收入同比大幅下滑 27.4% 至 31.1 亿美元，FY23 电商业务快速增长收入贡献自 0.1% 大幅提升至 18.6%，收入同增 185 倍，FY24 教育新业务需求旺盛快速增长叠加电商业务高增，收入超过“双减”前高点 FY21 达 43.1 亿美元，此阶段为发展文旅及电商平台的改革调整期。



图表2: 公司发展历程



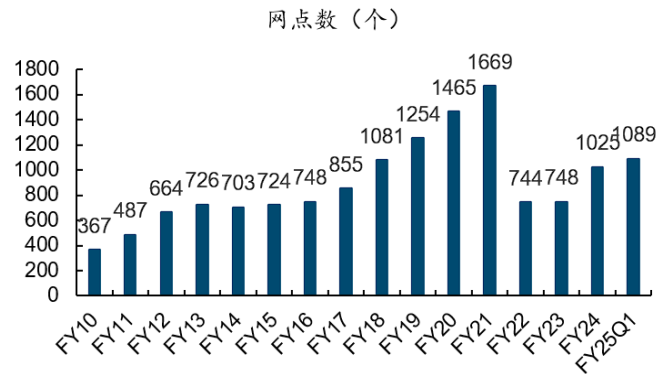
来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表3: 公司收入 (百万美元) 及同比增速



来源: iFind, 国金证券研究所

图表4: 公司学习网点数

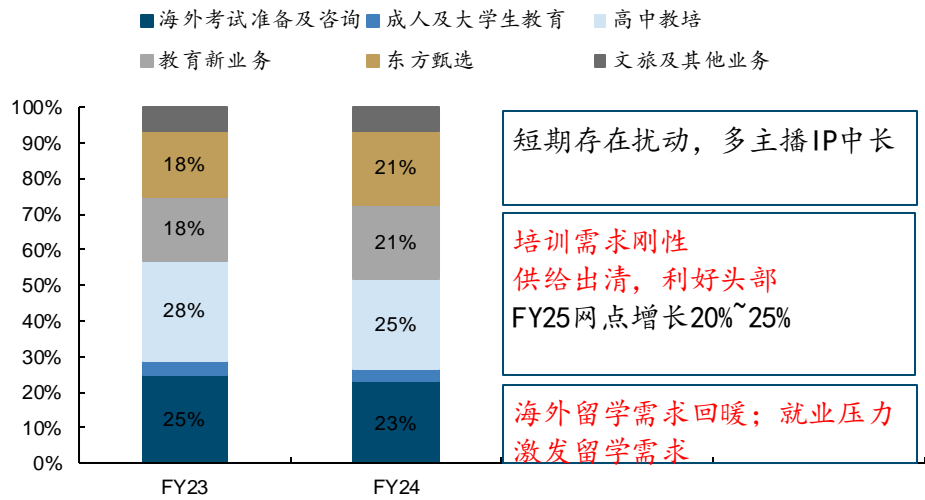


来源: 公司公告, 公司官网, 国金证券研究所

展望公司未来增长: 1) 教育新业务素质培训及学习机需求旺盛, 在供给出清的背景下有望持续受益, 是公司收入的核心增长点; 高中培训因受双减影响较 K9 业务更小, 预计未来有望稳步增长; 目前整体 K12 产能并未恢复至“双减”前水平, 教育新业务增速预计较高中业务更快, 看好产能持续扩张及产能爬坡带来的盈利能力提升; 2) 海外考试准备及咨询受益于海外留学需求回暖并且留学机构出清格局向好, 我们认为留学业务有望继续稳步增长; 3) 文旅业务有望成为新增长曲线; 4) 电商业务短期阵痛不改中长期看好, 过度依赖头部主播风险一次性出清, 业务中长期有望回归合理增长。我们在后文中详细拆分各个业务的核心增长驱动。



图表5: 教育新业务预计高增, 收入占比有望提升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

1.2、股权结构与管理层: 股权架构稳定, 集团创始人俞敏洪持续掌舵

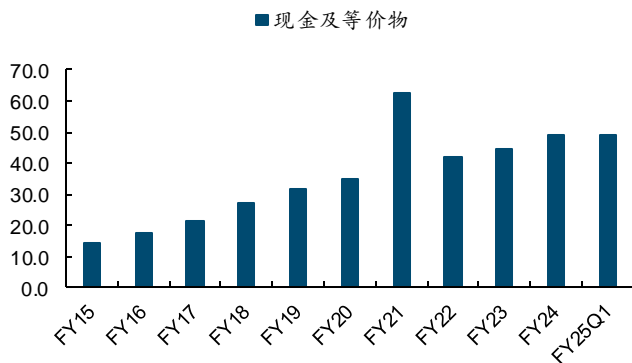
创始人俞敏洪为实际控制人, 股权架构稳定。截止 2024 年 9 月 16 日, 俞敏洪先生直接以及通过 Tigerstep Developments Limited 间接共对公司持股 12.2%, 为集团实际控制人, 其余董事及高级管理人员持股比例均小于 1%, 全体董高人员合计持股比例 12.7%。公司其他主要股东为 FRMLLC 及其附属公司、GIC 私人有限公司, 分别持股 5.5% 及 5.0%。此外集团持有东方甄选 57.17% 股份, 东方甄选并入集团报表。

公司创始人掌舵公司, 高管均深耕教育行业。创始人俞敏洪担任公司董事会执行主席, 同时担任东方甄选董事会主席兼行政总裁, 俞敏洪同时担任中国民办教育协会副会长一职; 周成刚担任公司董事兼首席执行官, 自 2000 年加入公司, 曾担任北京及上海新东方学校校长、副总裁、执行副总裁和国内业务执行总裁等职位; 杨志辉担任执行总裁兼首席财务官, 其于 2006 年加入公司, 历任集团高级财务经理、集团财务副总裁, 并从 2015 年起担任首席财务官, 于 2021 年 1 月被任命为集团执行总裁; 谢东萤担任董事, 自加入公司后曾任首席财务官、总裁等职位, 自 2007 年 3 月起担任董事。公司核心管理层均在公司工作十五年以上, 扎根行业多年, 对企业业务运营管理具有深刻理解。

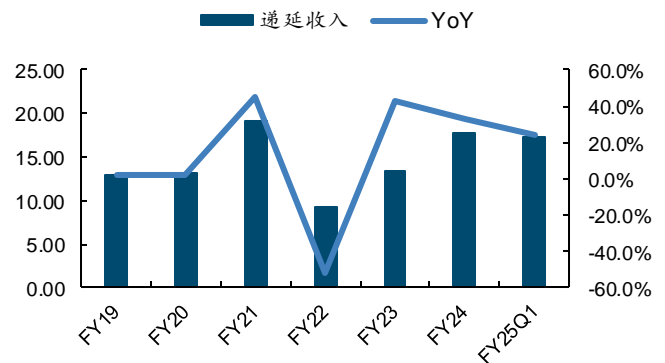
1.3、现金充沛, 回购与现金分红稳定, 红利属性凸显

账面现金充沛, 预收款拐点向上。公司账面现金充沛, 截至 FY25Q1 末, 现金及等价物达 49.1 亿美元。教育服务与备考课程大都为预付款模式, 按照课程进度销课, 受“双减”影响, 递延收入于 FY22 触底, 此后行业需求旺盛带动递延收入稳步复苏, FY25Q1 递延收入达 17.3 亿美元/+23.7%。

图表6: 现金及等价物 (亿美元) 充沛



图表7: 递延收入 (亿美元) 增长良好



来源: 公司官网, 国金证券研究所; 注: 含定存、短期投资等流动性资产

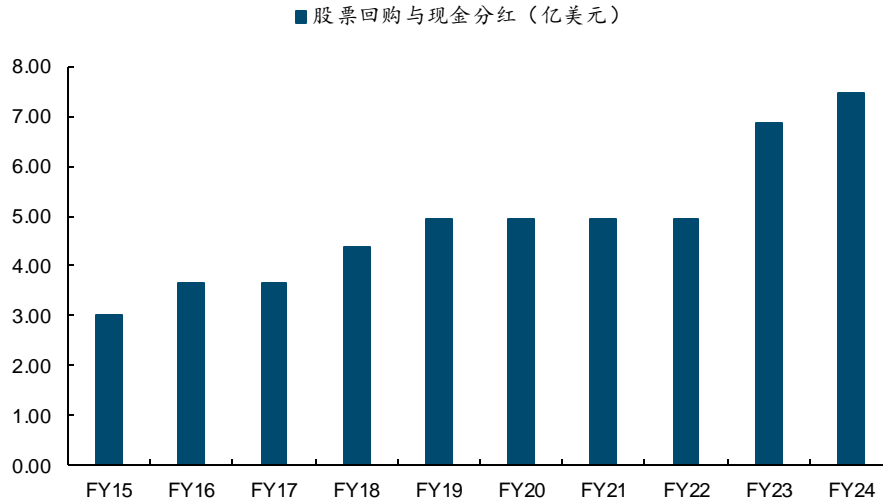
来源: iFind, 国金证券研究所

回购计划+现金分红稳定, 股息率(含回购)超 8%。公司历史回购+现金分红稳定, FY15~24



(除 FY21~22 外), 公司每财年稳定将现金及等价物的 15%~20%用于回购与现金分红。22 年 7 月授权新一轮股份回购计划, 在未来 12 个月内回购金额不超过 4 亿美元的公司美国存托股或普通股, 后进一步批准延长回购计划有效期至 25 年 5 月 31 日, 并将公司授权回购的股份增加至 7 亿美元。截至 2024 年 10 月 22 日, 公司根据股份回购计划在公开市场累计回购约 9.8 百万股, 总值约 4.579 亿美元。以 24 年 8 月末市值计算, 公司股息率(含回购)达 8.7%, 红利属性凸显。

图表8: 历史回购+现金分红稳定



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表9: 公司股份回购计划

股份回购计划		回购金额
2022 年 7 月	12 个月内	回购不超过 4 亿美元
	延长至 25 年 5 月末	回购不超过 7 亿美元
截至 24 年 10 月 22 日		已回购 980 万股, 金额达 4.579 亿美元

来源: 公司公告, 国金证券研究所

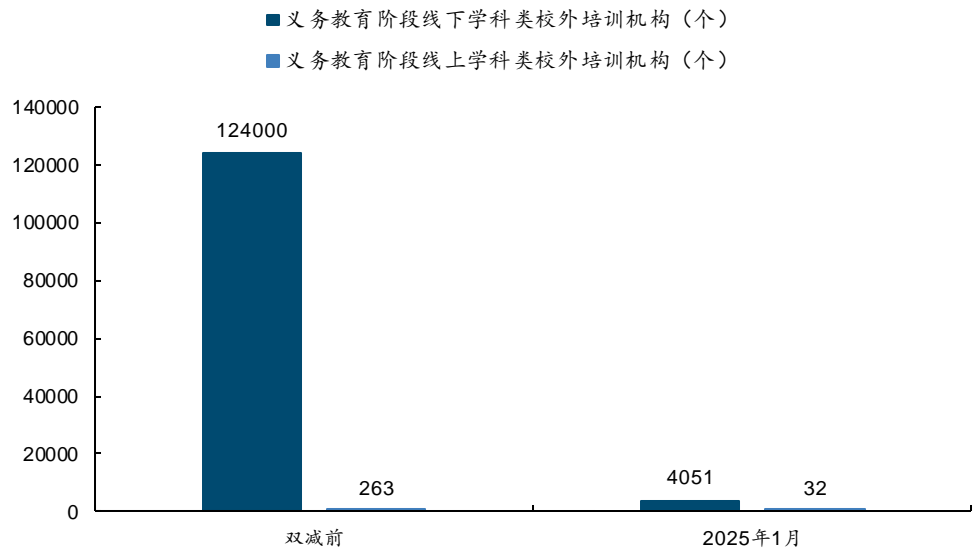
2、K12：转型素质教育，学习机需求旺盛

2.1、K12 行业：政策向好，供给出清

2021 年 7 月中办、国办印发的《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》，也被称为“双减”政策。“双减”配有一系列配套政策文件以落实规范要求，对学科类培训机构进行全面监管，对行业产生了深远影响。文件从牌照审批、上市融资、定价、收费管理、广告宣传、机构分类等方面严格要求了校外培训机构，尤其对学科类、素质教育阶段要求更为严格。双减后学科类培训机构迎来供给出清。根据 2022 年 10 月底发布的全国人大“双减”报告以及校外培训监管平台，义务教育阶段线下学科类培训机构从 12.4 万家下降至 25 年 1 月的 4051 家，压减率 96.7%；线上学科类培训机构从 263 家下降至 34 家，压减率 87.8%。



图表10: 义务教育阶段校外培训学科类机构压减率高, 且目前均为非营利性牌照



来源: 校外培训监管与服务平台, 国金证券研究所

双减政策发布后, 上市公司纷纷退出义务教育阶段学科类培训业务。削减营业网点及相关员工, 探索新业务模式, 主要探索方向集中在非学科类辅导、职业教育、直播电商、智能教育硬件等。

图表11: 双减后各公司纷纷退出义务教育学科类培训

	新东方	好未来	学大教育	科德教育	思考乐
保留业务	出国考试准备		高中学科类培训	初高中复读 (K12学科类培训主体为龙门教育, 22年剥离完毕)	
	出国咨询		全日制培训基地 (全年全日制、艺考生文化课冲刺、全学生段百日冲刺)		
	成人备考		K12双语学校		
	高中学科类培训				高中学科类培训
教育新业务	非学科类辅导业务	非学科类辅导业务	职业教育 (3所)		非学科类辅导
	智能学习系统及设备	AI学习机、教辅、智能书等	文化服务		游学业务、国际课程
其他	直播电商“东方甄选”				抖音直播电商“思考乐GO”

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

24年2月8日, 教育部发布《校外培训管理条例 (征求意见稿)》。意见稿规定K-9学科类仍为非营利性, 但高中校外学科培训未提及, 一定程度上认可高中学科类培训上市公司; 意见稿对校外培训机构的表述一改以往严厉, 减少了“严禁”、“坚决”等用语, 并鼓励非学科类培训机构“成为学校教育的有益补充”, 对学科培训机构的政策也有变动。第一, 在资本运作方面有所放松, 要求融资所用资金只能用于培训业务和员工; 第二, 审批环节更加精简; 第三, 费用管理不再要求公安、银保监、人民银行等部门参与; 第四, 价格制定方由发改部门、财政、教育部转移至省级地方政府管理, 这有利于不同经济发展地区依据当地经济情况指定价格, 一些地区可能收费更富有弹性。总结来看, 虽然意见稿目前不是正式具有实施效力的法律文件, 但是从政策风向我们可以看到对教培机构形成政策边际向好, 其文件的出台对地方政府的当下实际执行具有参考意义。截至1月4日, 高中阶段学科类营利性牌照数达2374个/环比+1个; 义务教育阶段非学科类营利性牌照数达95310个/环比+500个。高中阶段学科类牌照环比减少, 仍具备稀缺属性。义务教育阶段非学科类牌照整体来看发放进展顺利。

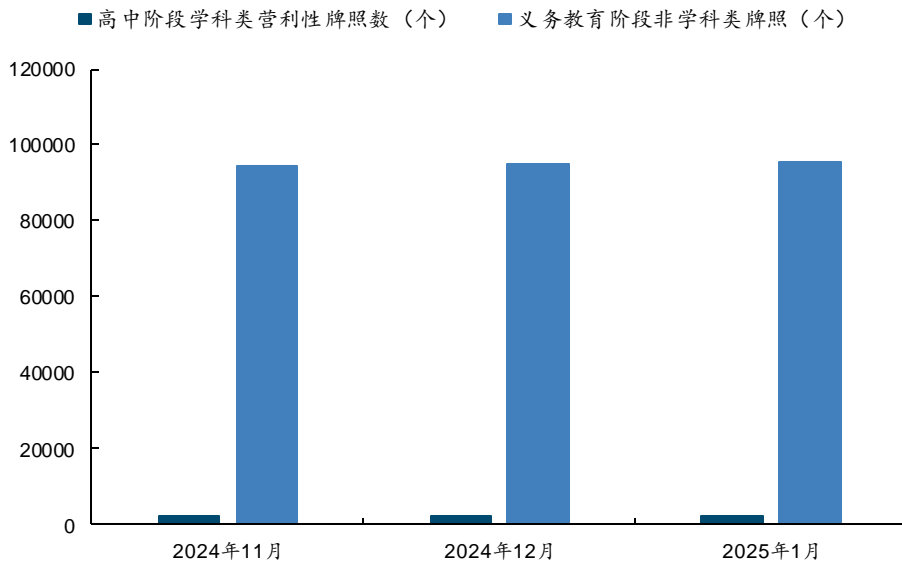


图表12: 双减文件与《校外培训管理条例(征求意见稿)》相关表述对比

	《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》	《校外培训管理条例(征求意见稿)》
发布时间	2021年7月	2024年2月
资本运作	学科类培训机构一律不得上市融资, 严禁资本化运作; 上市公司不得通过股票市场融资投资学科类培训机构, 不得通过发行股份或支付现金等方式购买学科类培训机构资产; 外资不得通过兼并收购、受托经营、加盟连锁、利用可变利益实体等方式控股或参股学科类培训机构。已违规的, 要进行清理整治。清理整顿培训机构融资、上市等行为。	校外培训机构融资及收取的费用, 应当主要用于培训业务活动、改善培训条件和保障员工待遇。
学科类审批	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。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。	面向义务教育阶段的学科类校外培训机构, 应当登记为非营利性法人。
非学科类审批	对非学科类培训机构, 各地要区分体育、文化艺术、科技等类别, 明确相应主管部门分类制定标准、严格审批。	非学科类校外培训办学许可, 在向教育行政部门申请许可前, 申请行业主管部门同意
收费管理	强化培训收费监管。公安部门要依法加强治安管理, 联动开展情报信息搜集研判和预警预防, 做好相关涉稳事件应急处置工作; 人民银行、银保监会、证监会负责指导银行等机构做好校外培训机构预收费风险管控工作通过第三方托管、风险储备金等方式, 对校外培训机构预收费进行风险管控, 加强对培训领域贷款的监管, 有效预防“退费难”、“卷钱跑路”等问题发生。	通过第三方托管、风险储备金等方式, 对校外培训机构预收费进行风险管控, 加强对培训领域贷款的监管, 有效预防“退费难”、“卷钱跑路”等问题发生。
价格制定	发展改革部门要会同财政、教育等部门制定学校课后服务性或代收收费标准; 坚持校外培训公益属性, 将义务教育阶段学科类校外培训收费纳入政府指导价管理, 科学合理确定计价办法, 明确收费标准, 坚决遏制过高收费和过度逐利行为	面向义务教育阶段学生实施的学科类校外培训, 应当依法实行政府指导价管理, 由省级人民政府制定收费管理办法。其他校外培训的收费价格, 应当报审批机关备案

来源: 教育部, 国金证券研究所

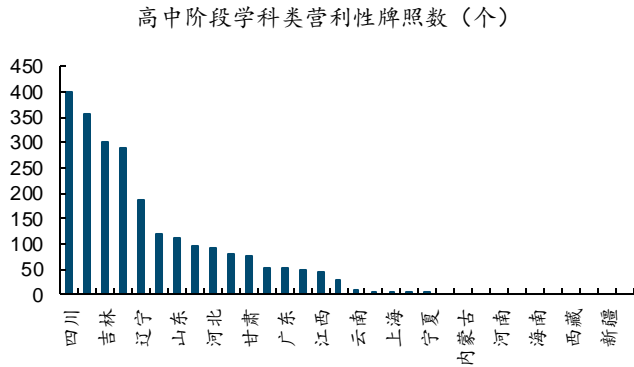
图表13: 义务教育非学科牌照数发放顺利



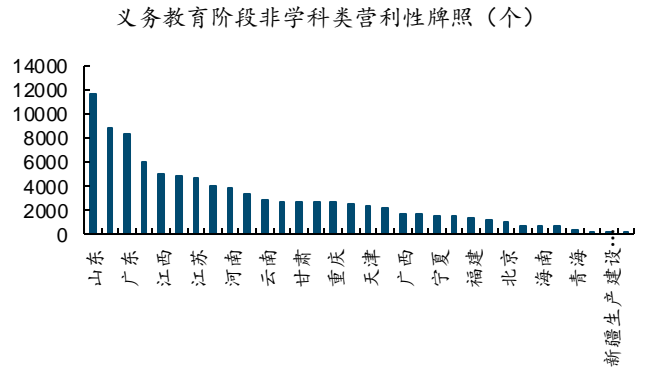
来源: 校外培训监管平台, 国金证券研究所



图表14: 25年1月四川、天津等地高中存量学科类牌照较多



图表15: 25年1月山东、浙江等地义务教育存量非学科类牌照较多



来源: 校外培训监管平台, 国金证券研究所; 注: 截至1月4日数据

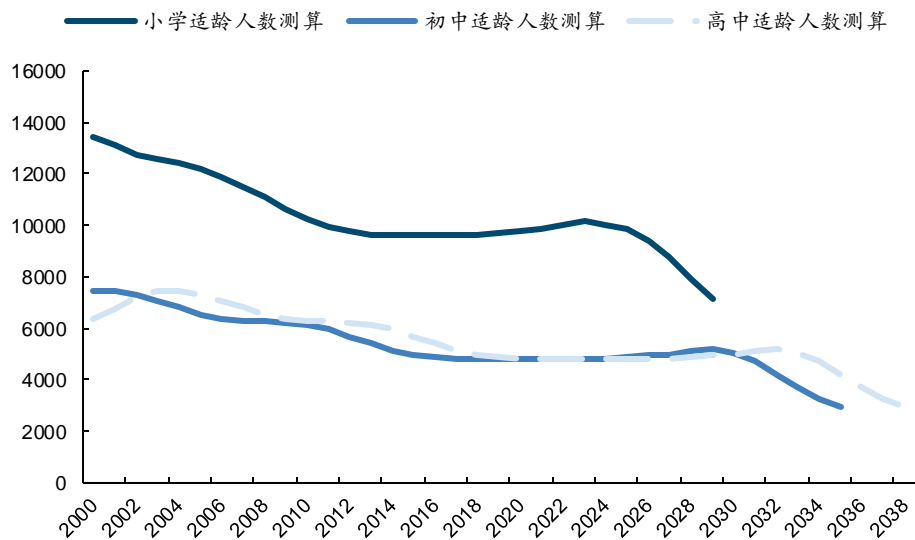
来源: 校外培训监管平台, 国金证券研究所; 注: 截至1月4日数据

2.2、K12 行业：素质教育承接需求，学习机需求旺盛

“双减”政策后，K9 阶段学科类培训退出历史舞台，素质教育更加注重学生的全面发展，包括思想道德素质、能力培养、个性发展以及身体和心理健康等有望成为 K9 学科培训有益补充，弥补起学科类培训市场的空缺。

我们采用国家统计局公布的出生人口数来估计小学、初中及高中适龄人口，如 24 年高中适龄人口数=2007~2009 年出生人口群体，我们用 10~19 年出生群里来代表 24 年小学及初中适龄人口群体，07~09 年出生群体来代表 24 年高三至高一的高中适龄人口群体，以此类推。其中，小学适龄人口预计于 24 年达到峰值，中学适龄人口预计于 30 年到达拐点，而高中适龄人口拐点预计于 2032 年。

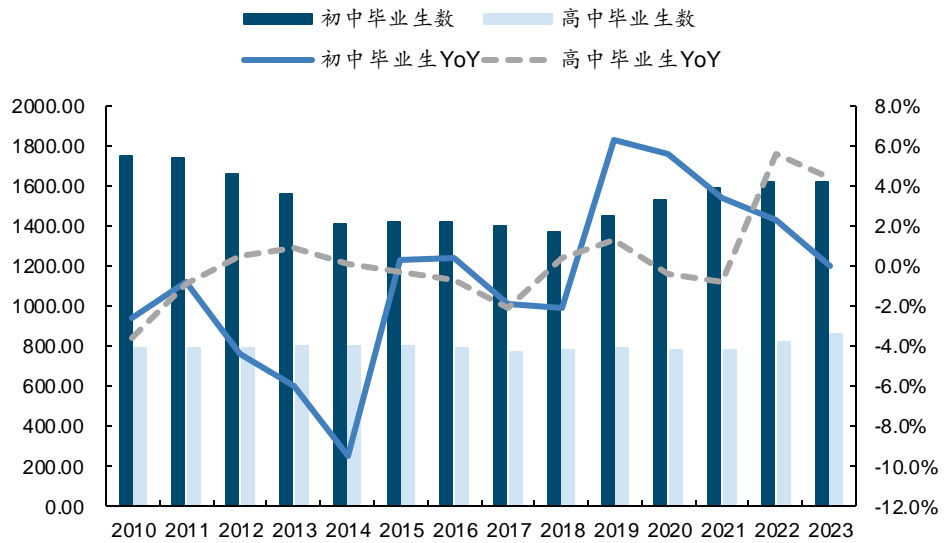
图表16: 预计小/初/高中适龄人口 (万人) 拐点分别在 24/30/32 年



来源: iFind, 国金证券研究所



图表17: 初高中毕业生人数(万人)近年呈增长趋势



来源: iFind, 国金证券研究所

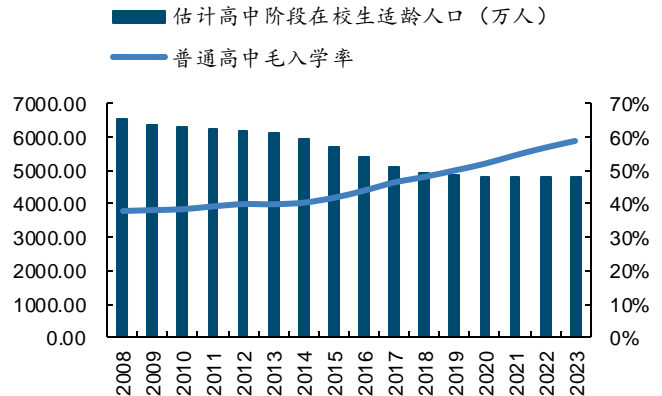
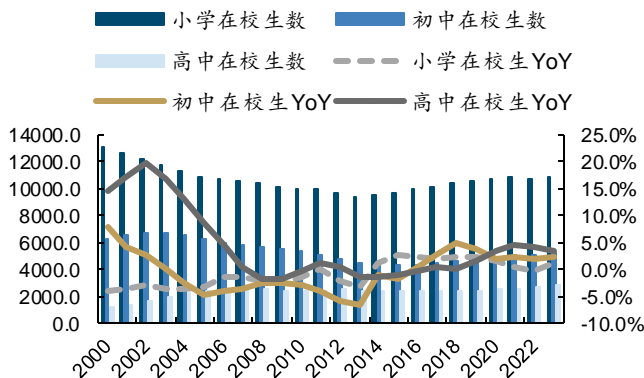
根据 21 年 CIEFR 研究表明,“双减”前 K12 课外培训参培率呈现出四年级至初三校外补习班参培率较高,而小一至小三及高中阶段参培率相对较低,小一至小三学生补习班参培率提升明显。小四至初中升学压力较大,因此课外补习参培率较高,而高中阶段因学生在校学习时间较长,因此课外培训参培率较小四至初三更低。

K9 阶段培训需求有望从学科补习转向素质培训,参培率有望逐步提升。我们认为升学带来的刚性提分需求仍会被素质教育承接,比如英语的提分可以通过学习双语素质课、数学提分学习逻辑思维等,此外素质教育课程如编程等素质培训会带来增量培训需求。未来 K9 阶段学科类培训需求有望逐步被素质教育培训承接。

高中毛入学率提升,有望带动高中学科类培训参培率提升。尽管据我们测算,17~23 年高中适龄人口群体逐年下滑,但普通高中在校生人数不降反增,主要是受益于高中阶段毛入学率逐年提升,带动普高在校生人数不断新高,23 年普高在校生人数达 2803.6 万人,17~23 年 CAGR 达 2.8%。我们预计随着高中阶段毛入学率的稳步提升,普高人数占整体高中适龄人口比重提升,将带动高中学科类培训参培率的提升。

图表18: 高中在校生人数(万人)20年以来增速快于小初

图表19: 普通高中毛入学率有所提升



来源: iFind, 国金证券研究所

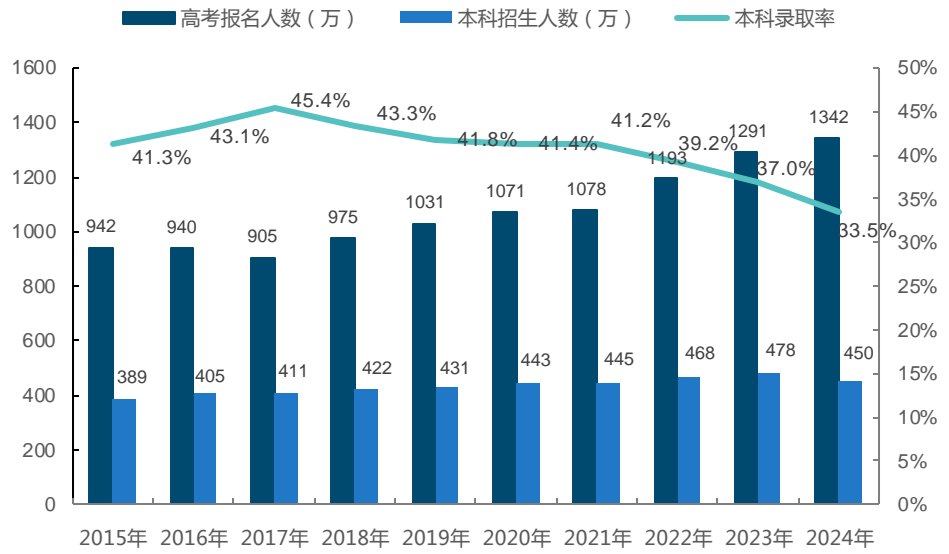
来源: iFind, 国金证券研究所

注: 毛入学率=在校生人数/在校生适龄人口

中高考上线难度增加,激烈竞争下课外培训有望受益。2017 年以来,我国本科录取率开始逐年下降,主要因为高中毛入学率提升带来的高中入学人数逐年上涨和复读人数的增加;2024 年高考报名人数达到 1342 万,创历史新高;据新考网预计,2024 年本科录取人数为 450 万人,本科录取率 33.5%,创历史新低。



图表20：近年本科录取率逐年降低

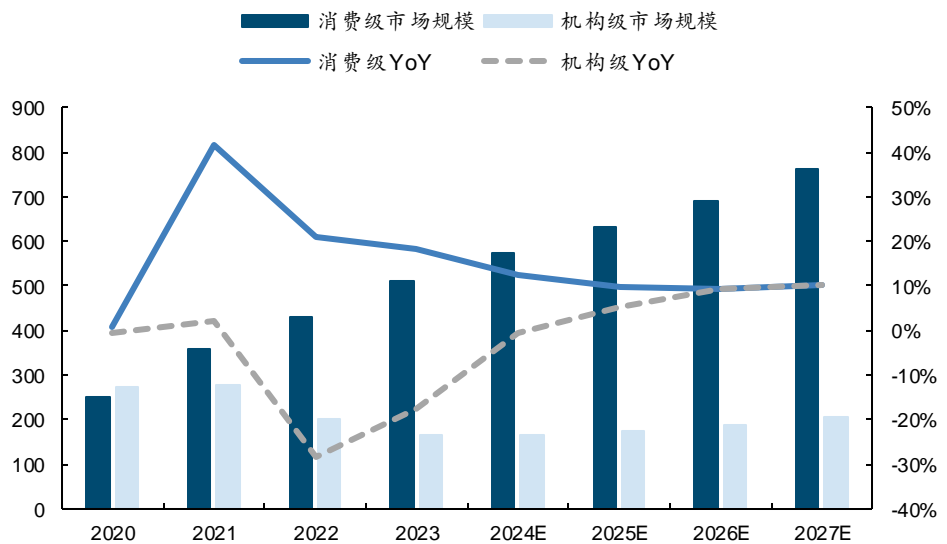


来源：教育部，新考网，iFind，国金证券研究所

结构上看小机构、个体户将持续出清，全国性机构有望受益。根据《中国教育财政家庭调查报告 2021》，18-19 学年，参加商业公司补习班的学生占有参加校外补习学生的 26.6%，而超过 70% 的学生主要参与个人提供的学科培训。如前文所述，“双减”政策对于牌照审批、收费管理等做出要求，使得个人式小作坊无法获得牌照，23 年，教育部对课外培训“隐形变异”、“转入地下”出具针对性政策，进一步打击隐形教培。短期来看双减下的供给出清一部分需求或转入个人小作坊，但中长期来看无论从合规性、获客、产品质量、持续教研能力都无法与正规机构竞争。

学习机作为另类校外培训，需求同样有望持续旺盛。根据艾瑞咨询数据，23 年中国个人消费教育智能硬件市场规模为 512 亿元，预计 2024-2027 年 CAGR 为 9.9%，预计 2027 年市场规模有望突破 763 亿元。

图表21：消费级学习机市场规模（亿元）有望高增



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

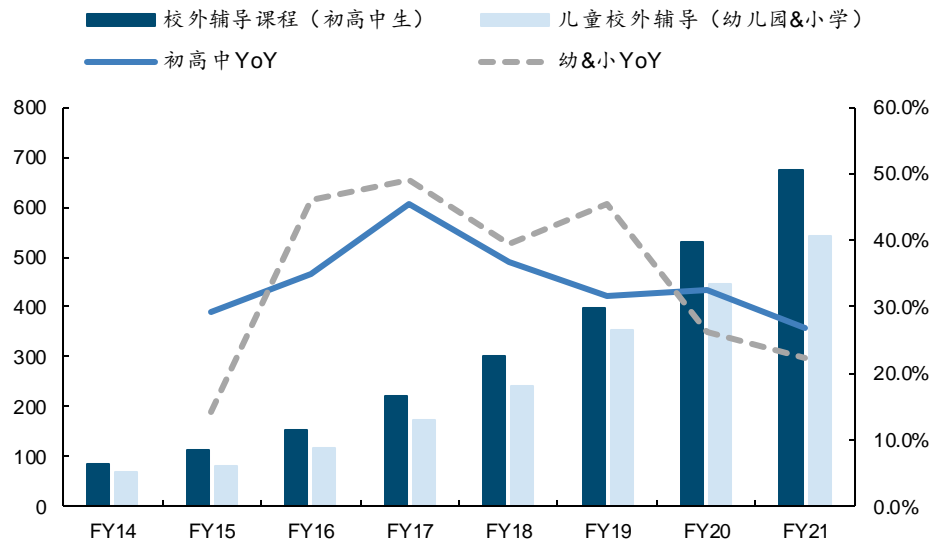
2.3、公司素质教育/学习机有望保持较快增长，高中培训留存网点具备优势

回顾“双减”前，公司于 08 年推出泡泡少儿全科及优能中学全科业务，成为收入增长的主要驱动力。16~21 年公司收入 CAGR 达 23.7%，K12 业务 16~21 年季度平均增速为 36%，其中泡泡少儿为 37%，优能中学为 33%。拆分量价来看，人次增长是 K12 收入增长的主要动力，初高中生校外辅导课程培训人次自 87.5 万人增至 672.3 万人次，CAGR 达 33.8%；



小&幼校外辅导课程培训人次自 70 万人增至 543.8 万人，CAGR 达 34%。

图表22：泡泡少儿及优能中学培训人数（万人）16~21 年增长迅猛



来源：公司公告，国金证券研究所

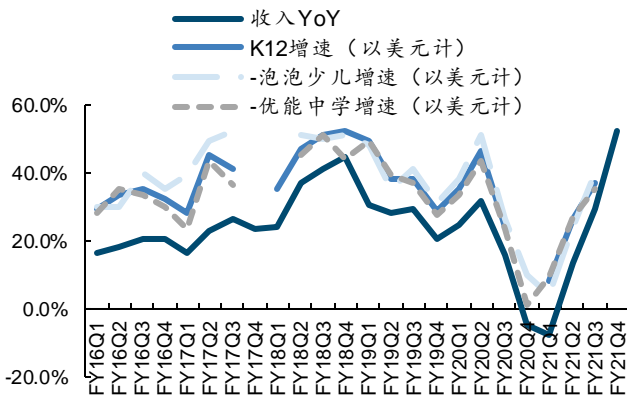
图表23：“双减”前课程单价稳中有增

课程单价（元）	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21
校外辅导课程（初高中生）	400-5000	400-5000	400-5000	400-5000	500-4000	800-5000	500-5500	500-5000
儿童校外辅导（幼儿园&小学）	300-3600	300-3600	300-3600	300-3600	300-4000	300-4000	300-4000	300-4000

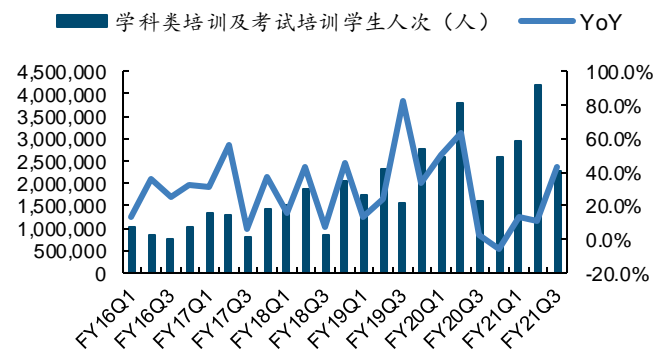
来源：公司公告，国金证券研究所

图表24：泡泡少儿及优能中学带动公司收入增长

图表25：下半财年（12月初至次年5月末）临近中高考招生为旺季



来源：公司公告，国金证券研究所



来源：公司公告，国金证券研究所

21 年“双减”政策后公司取消了 K9 学科类培训业务，并于同年 8 月 6 日成立北京新东方素质教育成长中心，在“编程、机器人、美术、科学”四大领域专注学生德智体美劳五育发展。从需求层面来看，素质教育课程注重学生底层思维能力培养，对校内成绩有促进作



用，市场需求旺盛。从供给层面来看，优质教育资源供给稀缺，公司全年龄段教育培训均展现出快速恢复趋势，教学网点快速增长，报名人数提升。

素质教育业务既包含以国际象棋、硬笔书法、美术等传统课程为代表的素质提升课，也包括 STEAM、少儿机器人、编程、国学素养等新型的素养提升课。与学科培训类课程不同，此类课程内容大多与学生课内教材的知识架构有所差异，注重提升学生的综合素养与思维能力。当前，公司共开设 i 编程、i 美术、i 机器人、i 科学、i 故事表演、i 口才、i 写字、i 脑力八种素质课，为义务教育阶段的学生提供了充足的课程选择空间。

图表26：公司素质教育课程体系

公司素质素养课	课程主要内容	教学目的
i 编程	由基础 L1 至 L6，涵盖基础图形化变成操作逻辑、模块化编程、Python 基础语句及语法、C++核心语法及算法	提升逻辑思维、多元化能力；掌握计算思维；核心算法设计能力及计算思维
i 美术	专注于青少儿，结合儿童成长的不同阶段发展特点为基础，遵循艺术素养与美术技法的培养，课程涵盖创意水粉、素描一/二级、水粉一/二级等	提升美术技能，丰富审美认知，激发创意思考，塑造健全人格，展示自信表达
i 机器人	课程涵盖机器人建构基础、编程基础、机器人进阶/中阶/高阶编程	培养动手搭建机械操作能力，提升专注能力；培养科技素养；提升项实践问题解决能力
i 科学	课程涵盖物质科学（声学、光学、力与运动等）、生命科学（人体与健康、微生物、生物与环境等）、地球与宇宙科学（天文、生态系统等）	培养专注力、系统逻辑思维、创造意识
i 故事表演	课程涵盖感知力与情绪、肢体动作、节奏与韵律、台词表达等	在家培养阅读习惯，在课堂上练习表达输出，锻炼高效阅读、文字审美等能力
i 口才	课程涵盖趣味配音、即兴表达、诗歌朗诵、情景主持、国学经典、曲艺表演等课程	培养阅读、思辨、创作、表达等能力
i 写字	课程内容涵盖坐姿、执笔到写字基本功，再到书法、国学知识，内容层层进阶	锻炼写字习惯、观察力、专注力
i 脑力	通过益智玩具、精美教材和故事情景实现实践学习，科创涵盖注意力培养、快速记忆/深度记忆、视觉转换与推理、动手创造等课程	培养注意力、记忆力、视觉和空间智力、逻辑思维能力和创造力

来源：公司官网，国金证券研究所

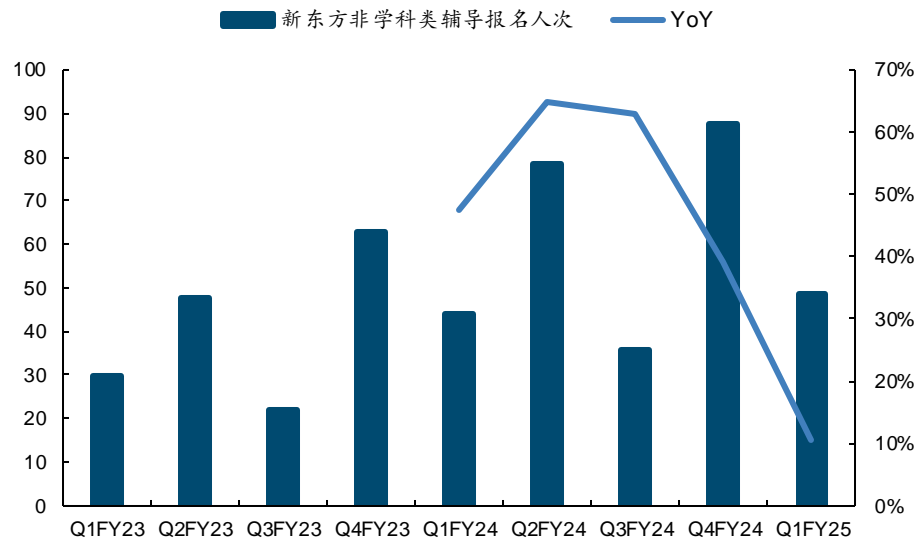
图表27：公司素质教育课程体系完备

	新东方	好未来	思考乐
素质教育类课程	机器人、编程、美术、围棋、硬笔书法、思辨与口才、双语故事表演、脑力与思维	人文创作、科学、编程与机器人、国际象棋、博物	美术、体育、绘画、表演、书法、科学素养、国学、逻辑思维及国际素养等

来源：各公司官网，思考乐教育公告，国金证券研究所



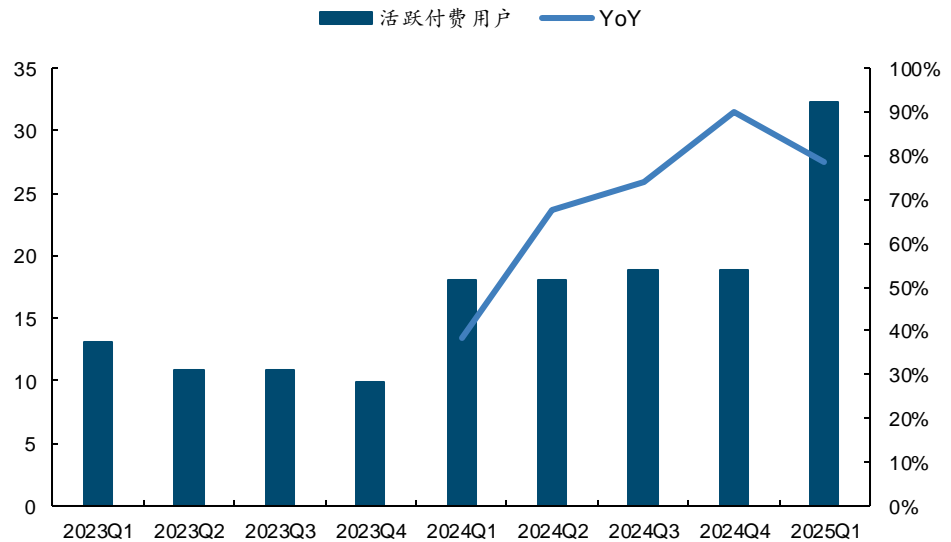
图表28: 非学科报名人次 (万人) 需求旺盛



来源: 公司公告, 国金证券研究所

学习机业务本质是 K9 阶段培训的替代。公司 17 年与科大讯飞合作推出首款智能学习产品 RealSkill; 18 年 7 月成立建立 AI 研究院; 21 年 12 月公司在线联合天猫精灵推出首款智能词典笔产品; 22 年 12 月公司推出 AI 智慧学习机。新东方学习机包含了 30 年教学精华, 并紧跟考情变化每周更新优质学习资源, 此外 AI 赋能学生个性化学习, 针对不同学生遇到的难点能够进行针对性巩固。FY25Q1 学习机平均付费用户数为 18.45 万人/+65.5%, 未来有望依托教培优势进一步赋能学习机业务渗透率提升。

图表29: 学习机付费用户数 (万人) 高增



来源: 公司官网, 国金证券研究所

新东方学习机并不单独售卖而是采用租赁模式, 并且结合线下自习室, 充分满足学生周中在家预习—周末线下自习—周末回家复习的学习需求, 其中周末线下自习还配备有老师现场督学监督以及问题解答。



图表30: 租赁学习机+线下自习室模式

新东方智慧学习机·4大核心优势

从内容到形式，多维度帮助知识的吸收与理解



新东方，老师好

专业的研发团队，沉淀 30 年的教学精华
紧跟考核变化，每周更新优质学习资源



个性化的自主学习

不同学习情况，自动匹配不同学习路径
“对症下药”保证知识的精准与吸收



智能化的练习系统

错题实时入库，从真对孩子遇到的每个难点
告别题海，薄弱知识精准定位，针对性巩固



管家式的贴心督学

助力规划学习方案，关注孩子习惯培养
孩子报告反馈沟通，让家长省心更放心

新东方·线下智慧学习空间

为孩子的自主学习提供一种选择!






来源：公司官网，国金证券研究所

图表31: 新东方、好未来学习机对比

	新东方	学而思
付费模式	1. 学习机采用租赁模式，不单独售卖硬件，报名后开启租赁权限，在线下网点租赁到机器，用户需支付押金（1000 元）和课程费用（2000 元/科/三个月）	1. 以线上整机售卖为主，淘宝、京东等多平台营销 2. 新一代学练机 4099、经典版售价 4899 元、旗舰机 6999~8599 元
	2. 课程内容深度绑定，线上线下结合，学生可在家学习，也可携带学习机至线下 AI 自习室进行自主学习。	
	3. 课程结束后用户可通过微信公众号预约上门回收设备，可退还押金	2. 课程内容包含在机器中，单个视频约 20 分钟，适合碎片化学习，互动性较强
	4. 新东方强调“内容+服务”的模式，用户需要为课程内容付费，而不是单纯购买硬件	
主要功能	1. 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 6 点至 9 点及周末 9 点至 21 点实时解答学生疑问	1. 提供 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
	2. 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	2. 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
	3. 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。	3. 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

来源：各公司官网，国金证券研究所

高中阶段留存网点有望持续受益。根据官网，目前公司全国各地高中学科类根据各地方政策不同，网点存续状况不同，除北京、广东、广西、海南、内蒙古、宁夏、青海以及浙江外，公司在其余省份均有相关产品布局。由于“双减”中针对高中学科类培训为“参照（义务教育学科类）执行”，但各地实际执行情况存在差异，目前来看高中学科类营利性牌照



发放进度较缓，我们认为公司保留的高中学科类牌照有望持续受益。

图表32：公司济南高中课程

<p>高二地理寒假集训班（铂金博学）</p> <p>寒 面授 WG252348H</p> <p>临时校区</p> <p>2025/01-23至2025/01/27, 08:00-09:30,09:40-11:10</p> <p>授课 待定</p> <p>15课时/10课次</p> <p>¥2475</p>	<p>高二地理寒假集训班（博学）</p> <p>寒 面授 WG252331H</p> <p>临时校区</p> <p>2025/01-23至2025/01/27, 17:20-18:50,19:00-20:30</p> <p>授课 待定</p> <p>15课时/10课次</p> <p>¥1200</p>	<p>高一地理寒假专项班（线上）</p> <p>寒 线上 GBHZ25002A1</p> <p>网络教学区</p> <p>2025/01-25至2025/02/01, 每天19:00-21:00 (1.28-1.30休)</p> <p>授课 待定</p> <p>10课时/5课次</p> <p>¥900</p>
---	---	---

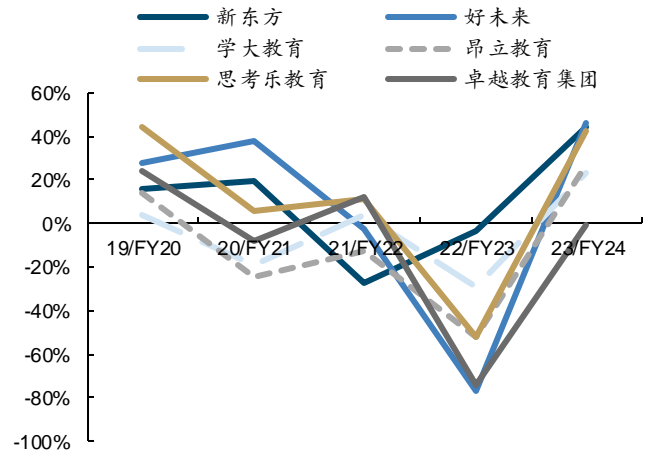
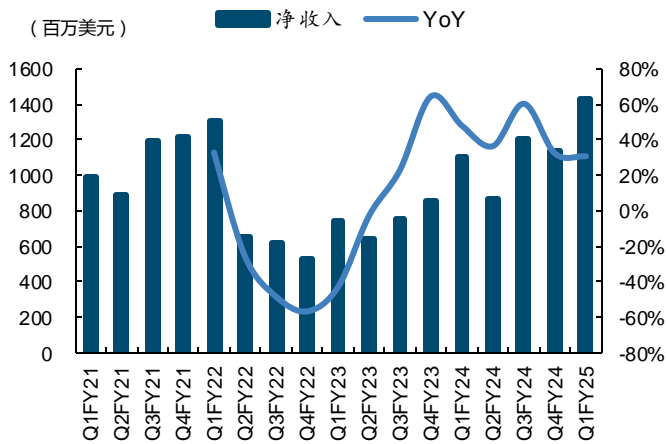
来源：公司官网，国金证券研究所

2.4、品牌壁垒高筑，产能爬坡有望带来利润率提升

23年开始，受到政策边际利好和需求复苏、供给恢复多重鼓舞公司营收开始反弹，FY23Q3（截至23年2月末三个月）公司净收入达7.5亿美元，YOY+22.8%，收入增速转正，恢复势头良好。FY24营收已经超过21年“双减”前同期，一方面受益于教育业务经营恢复情况良好，另一方面为电商业务的快速增长。横向对比收入增速，公司受“双减”影响收入受损程度相对较轻，且恢复速度较快。剔除电商业务来看，教育业务收入仍未恢复到“双减”前高点水平，FY24教育服务与备考+留学咨询收入达31.6亿美元，恢复到FY21的80.0%，教育业务仍有恢复空间。

图表33：FY23Q3收入增速转正

图表34：横向对比收入增速行业领先



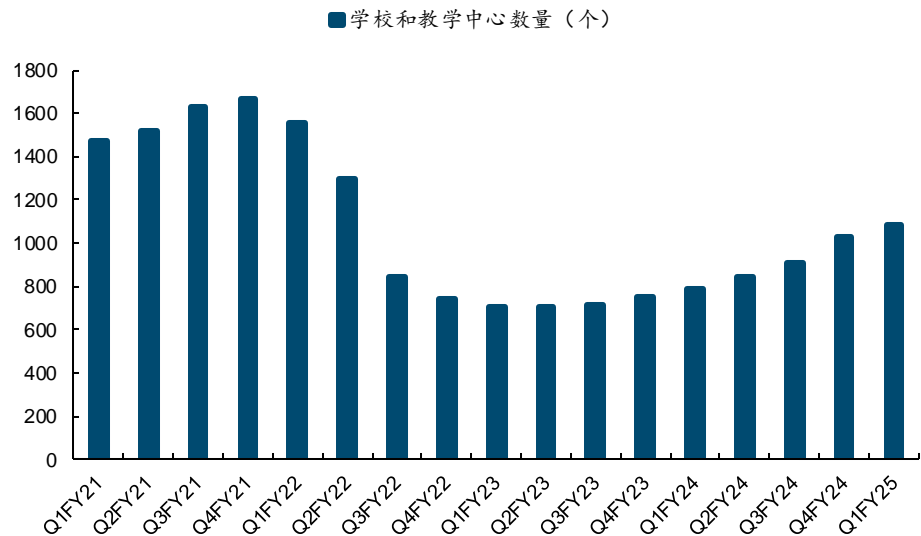
来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所；注：新东方、好未来为FY20~24数据

网点重启产能扩张，FY25 网点预计增长 20%~25%。双减前，截至 21 年 5 月末，公司拥有 1669 个学校及学习中心，覆盖北京、上海、深圳等全国多个城市。双减后，公司于 21 年开始关闭大量学习中心，并停止 K9 学科类培训，FY23Q2 起网点数开始净增长，截至 FY25Q1，公司拥有学校及学习中心 1089 家，恢复至双减前高点的 65%，未来扩张空间较大。目前公司网点已覆盖全国 30 个省及直辖市近 60 个城市，包含北京、广东、福建、江苏、浙江、上海、山东、河南、河北、湖南、湖北、四川等多个省份及直辖市，未来有望在现有城市加密网点并进入空白城市。



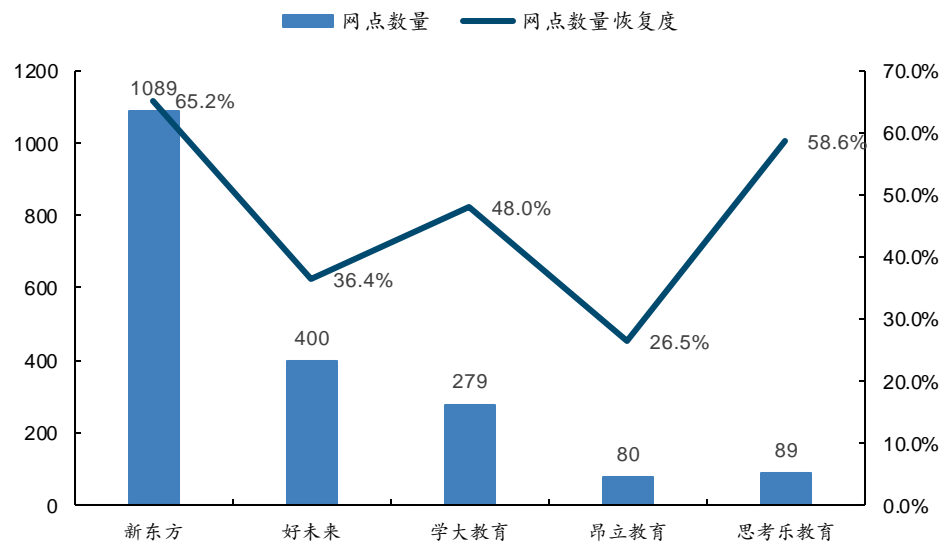
图表35: FY23Q2 产能恢复扩张, FY25Q1 产能恢复至“双减”前 65%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

网点恢复行业领先, 供给出清龙头快速抢占份额。截至 24 年 11 月公司网点数量较历史高点恢复度为 65.2%, 新东方/好未来/昂立教育/思考乐恢复度分别为 65.2%/36.4%/26.5%/58.6%, 公司恢复速度行业领先。我们认为在供给出清, 市场头部集中情况下, 公司作为全国性头部教培机构有望充分享受行业红利。“双减”政策禁止传统广告营销下, 公司渠道构筑深厚壁垒, 线下网点渠道作为品牌展示与线下获客的重要方式, 网点的率先恢复有望持续深化公司竞争壁垒。

图表36: 网点数量恢复速度行业领先

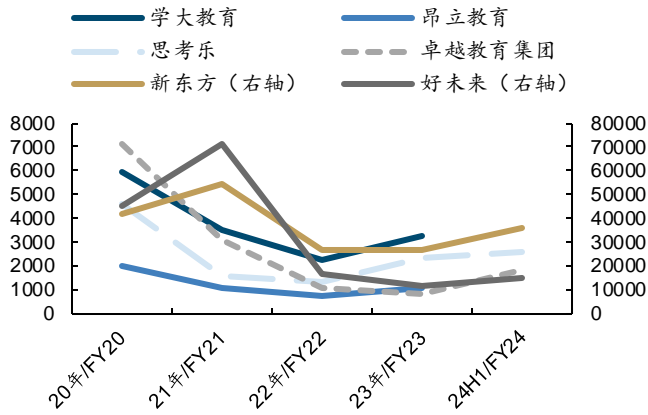


来源: 公司公告, 百度惠生活, 大众点评, 国金证券研究所; 学大教育、昂立教育、好未来及思考乐教育网点数量截至 24 年 11 月; 新东方教学网点为最新财年数据。

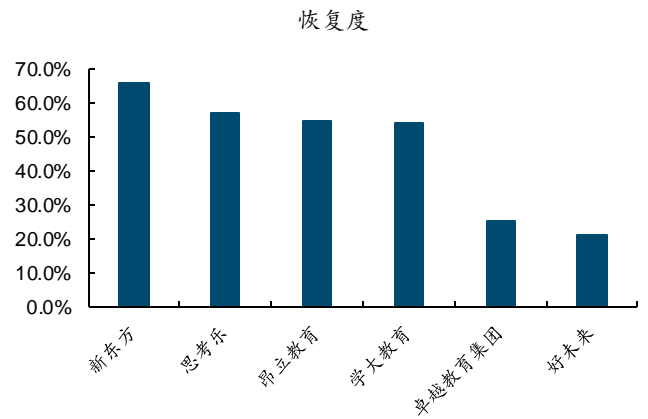
公司教师产能恢复度行业领先。头部机构员工明显恢复, 新东方/思考乐/昂立教育/学大教育员工恢复度分别为 65.9%/56.9%/55.1%/54.1%。长期来看, 继续留在行业中的教培从业人员仍会寻找有资质的正规培训机构, 头部机构有望吸纳更多优秀教培老师, 进而拥有更多学生 and 市场份额。



图表37: 行业员工人数(人) 22年以来企稳回暖



图表38: 公司员工人数恢复度靠前



来源: 公司公告, 国金证券研究所

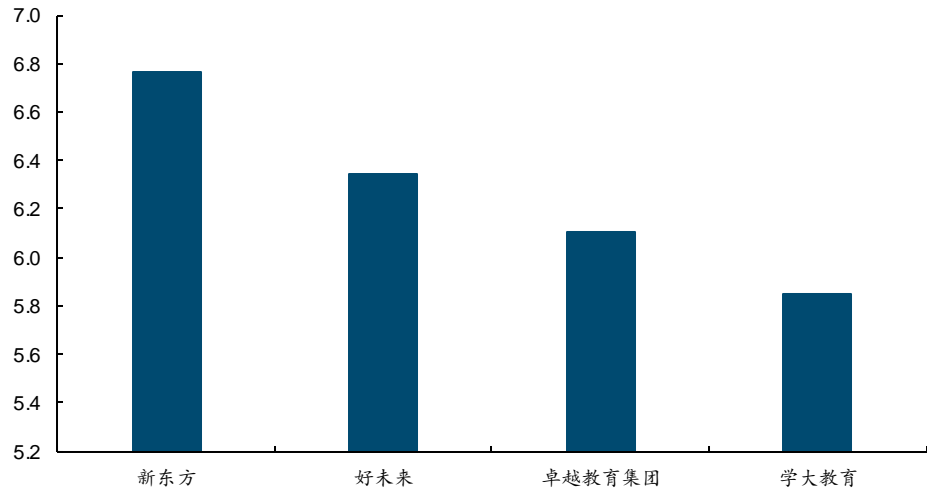
来源: 公司公告, 国金证券研究所

注: 新东方、好未来为 FY24 数据对比 FY21 恢复度; 卓越、思考乐为 1H24 对比 20 年恢复度; 学大、昂立为 23 年末对比 20 年末恢复度。

师资效率行业领先, 优势有望延续。19 年俞敏洪在召开品牌发布会时提出“新东方老师好”的品牌升级理念, 明确定义了“老师好”的三大核心标准“学识深厚, 功底好; 快乐励志, 学风好; 用心负责, 服务好”。公司在进行教师选拔时注重学历背景、教学经验、沟通技巧与试讲表现, 并且对教师有系统培训, 追求标准化教学与创造力的平衡。此外, 公司教师薪酬位列行业前茅。公司师均人效在“双减”前高于行业其他玩家, 我们认为公司目前产能恢复度领先, 仍有望凭借优秀教师培训体系延续师资优势。

图表39: 师均人效行业领先

20/FY21师均人效(万美元/人)



来源: 公司公告, 国金证券研究所; 注: 新东方、好未来为 FY21 数据, 卓越教育集团、学大教育使用 20 年数据; 人民币兑美元汇率假设为 7;

主讲老师+学习管理师+助教老师三重保障学习质量。公司高中阶段班型主要为 25 人班容的班级授课以及 6-8 人班容的班级授课, 同时提供一对一个性化辅导服务, 此外 OMO 模式助力运营效率提升。公司高中培训线上主讲老师授课经验丰富, 均为 12 年以上授课经验清北名师+集团培训师, 此外还配备有学习管理师进行课后作业跟盯及批改, 以及助教老师答疑, 全方位保证学生学习质量与进度。

内容沉淀三十载。截至 24 年 5 月末, 公司约有 1500 人参与内容开发, FY24 共计撰写和编辑 361 个书目, 并发行了 1590 万本书籍。公司会帮助教师出版教学内容等方式来支持教师树立个人品牌形象及扩大的个人影响力。此外, 与国际教育内容供货商独家合作(如剑桥大学出版社、牛津大学出版社、美国教育考试服务中心、圣智学习出版公司等)在中国分销其材料的本地化版本。图书内容沉淀以及与国际教育内容提供商的合作构筑了公司



深厚竞争壁垒。

图表40: 公司图书品类囊括学前至出国

图表41: 公司畅销图书榜



图书畅销榜

1	恋练有词: 考研英语词汇识记与应用大全	68.00
2	六级词汇词根+联想记忆法: 乱序版	
3	四级词汇词根+联想记忆法: 乱序版	
4	(2021) 考研英语高分写作	
5	四级词汇词根+联想记忆法: 乱序便...	
6	剑桥KET官方模考题精讲精练1 (202...	
7	十天搞定考研词汇 便携版	
8	(21) 恋练不忘: 考研英语词汇组织记...	
9	考研英语词汇词根+联想记忆法: 乱...	
10	剑桥PET官方模考题精讲精练1 (202...	

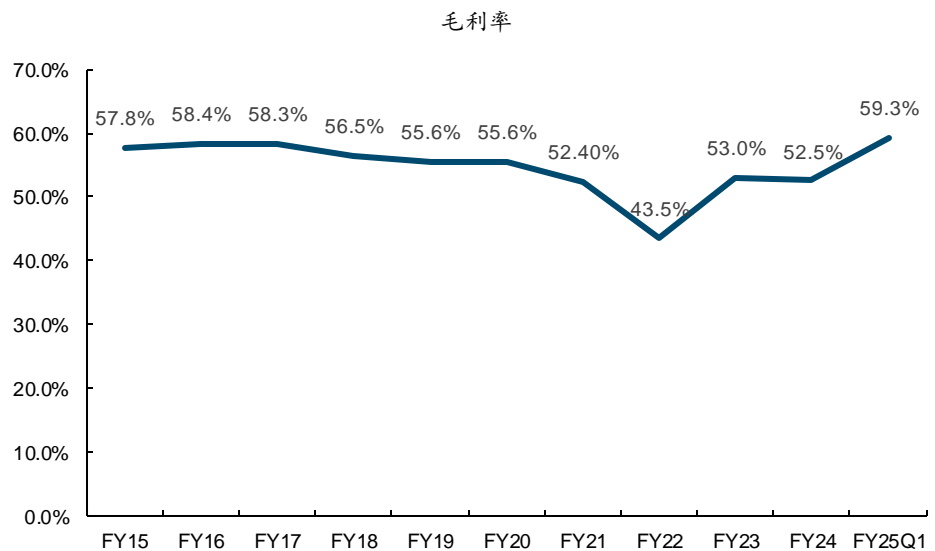
来源: 公司官网, 国金证券研究所

来源: 公司官网, 国金证券研究所

2.5、产能爬坡有望带来利润率回暖, 盈利能力行业领先

利润率回暖明显, 较“双减”前水平仍有恢复空间。从毛利率看, FY22 受“双减”政策影响毛利率同比下滑 8.9pct, FY23 随着教育景气度上行叠加电商业务探索成功收入高增, 毛利率同比提升 9.5pct, 明显回暖。FY24 毛利率略有下滑, 主要是电商业务毛利率下滑 13.3pct 对整体有所拖累, 此外 FY24 教育业务网点扩张较快, 校区处于爬坡期。分季度看, FY25Q1 毛利率同比略有下滑, FY24Q1 利润率基数较高的情况下, FY25Q1 净利率仍然同比提升 2.2pct, 去年新增网点利用率提升导致利润率边际上行。

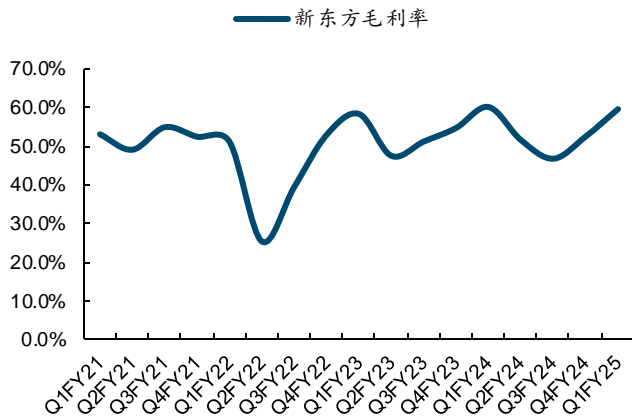
图表42: 毛利率显著回暖



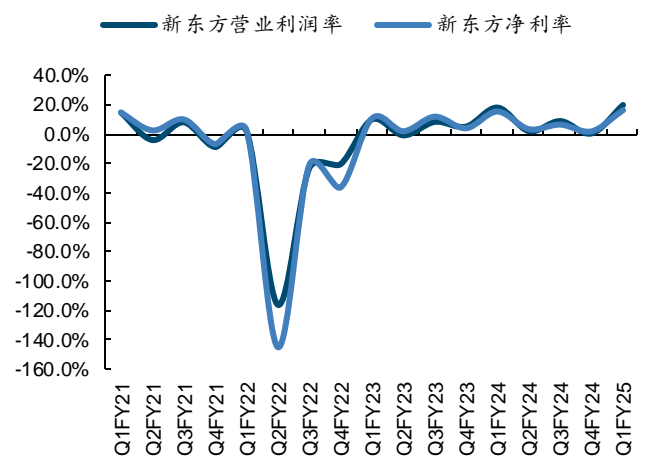
来源: iFind, 国金证券研究所



图表43：分季度看 FY25Q1 毛利率同比基本持平



图表44：公司营业利润率及净利率 FY25Q1 同比提升

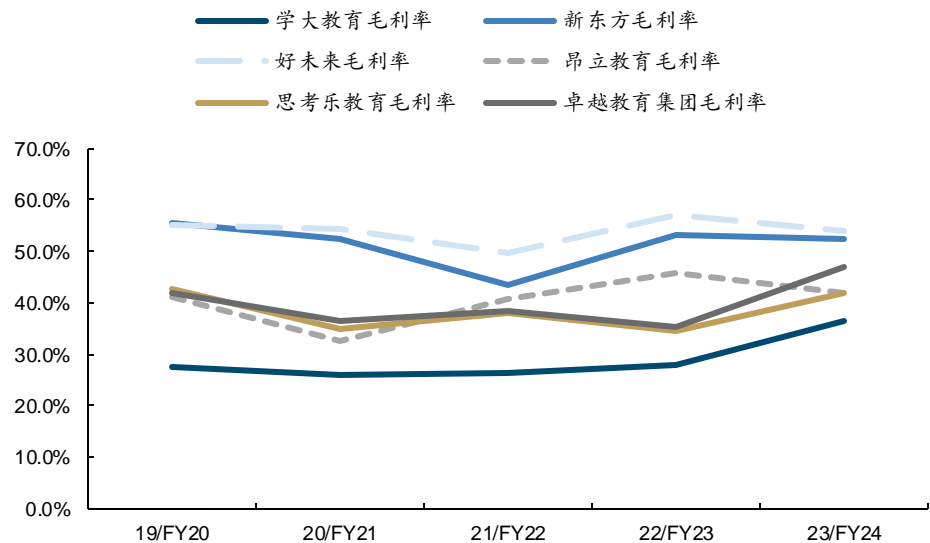


来源：iFind, 国金证券研究所

来源：公司公告, 国金证券研究所

毛利率行业领先。公司毛利率在行业中处于第一梯队，略低于线上化占比更高的好未来。23年（新东方&好未来为 FY24）新东方/学大教育/好未来/昂立教育/思考乐/卓越教育集团毛利率分别为 52.5%/36.5%/54.1%/41.7%/41.8%/47.0%。毛利率呈现出全国性班课龙头机构>地方性班课机构>全国性一对一机构的特征。

图表45：公司毛利率处于行业第一梯队

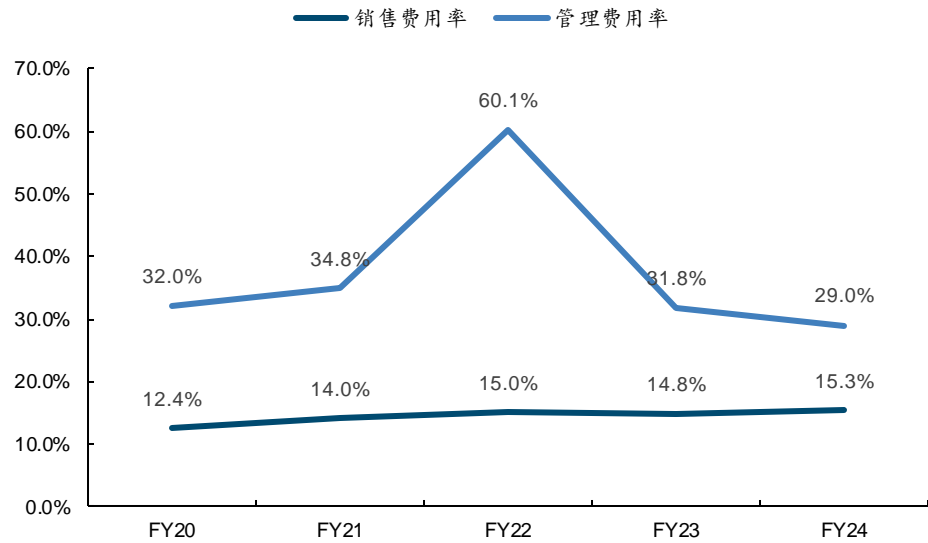


来源：iFind, 国金证券研究所；注：新东方、好未来使用 FY20-FY24 数据

销售费用与管理费用为公司主要期间费用，FY22 管理费用率同比提升 25.3pct，主要是因为受“双减”影响线下网点大量关闭产生 4.4 亿美元减值亏损以及裁员导致人力资源开支增加 0.6 亿美元，FY23~24 管理费用控制良好；销售费用率 FY20~24 维持在 12%~15% 区间。横向对比来看，公司管理费用率中包含了研发费用，且师资恢复行业领先，因此较同行业管理费用率更高；销售费用率处于行业中游水平，好未来销售费用率较同行更高主要是因为其在网校、学习机投入较高。

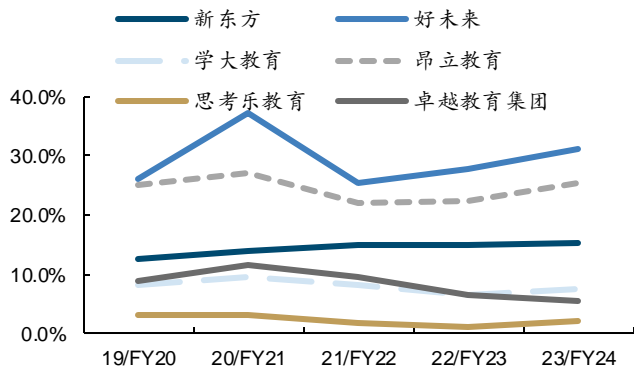


图表46: 公司销售费用率及管理费用率控制良好



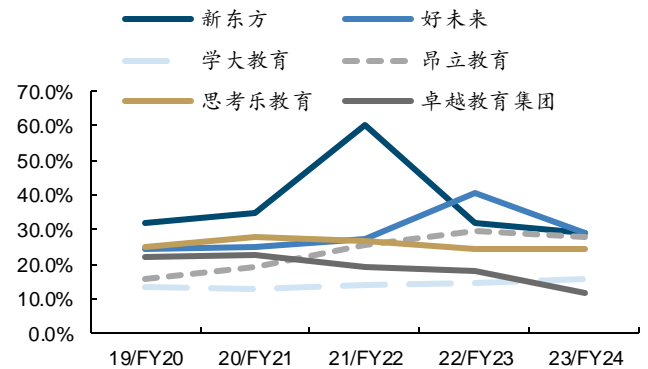
来源: iFind, 国金证券研究所

图表47: 公司销售费用率位于行业中游



来源: iFind, 国金证券研究所

图表48: 公司管理费用率高于行业



来源: iFind, 国金证券研究所

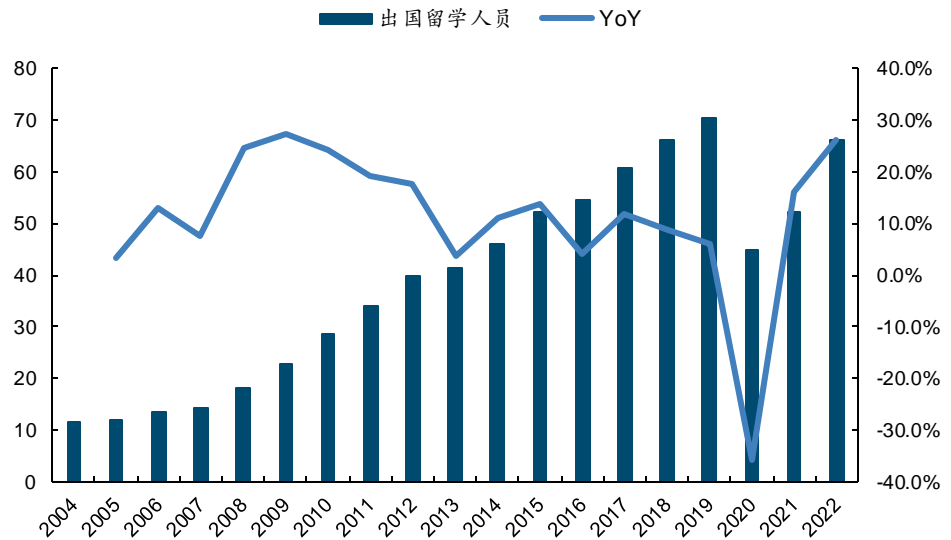
3、出国留学：留学需求回暖，市场格局向好

3.1、公共卫生事件后需求复苏，估计23年已恢复至19年水平

出国留学在公共卫生事件后复苏延续，英、美留学签证发放增长。我国的留学人数显著增长，自2010年的28.47万人增长至19年的70.35万人，CAGR达10.6%。受公共卫生事件的影响，多国留学签证办理受阻，20年我国留学人数同比下滑35.9%。随着公共卫生事件的影响逐步减小，留学人数企稳回升，根据《中国留学发展报告蓝皮书》22年我国留学人员数达66.12万人，恢复至19年的94.0%。英美为留学主要意向国，23年中国赴美国留学的F1签证数已恢复至19年的84%，同比+57.1%；23年中国赴英留学签证已恢复至19年的92%，同比+4%。因此我们预计23年出国留学人员已基本恢复至19年水平。

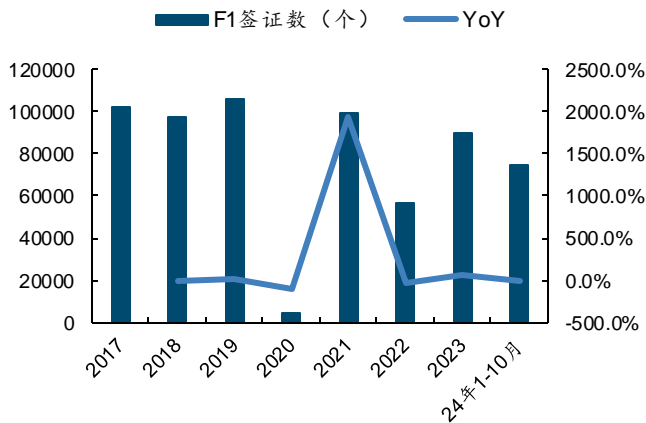


图表49：出国留学人员（万人）恢复明显



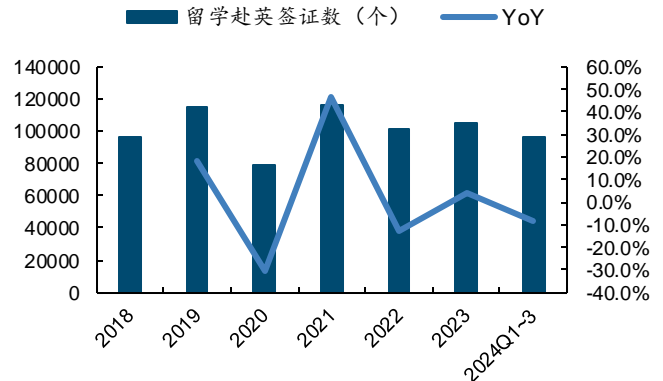
来源：国家统计局，《中国留学发展报告蓝皮书》，国金证券研究所

图表50：中国学生赴美留学F1签证发放情况



来源：美国政府网，国金证券研究所

图表51：中国学生赴英留学签证回暖

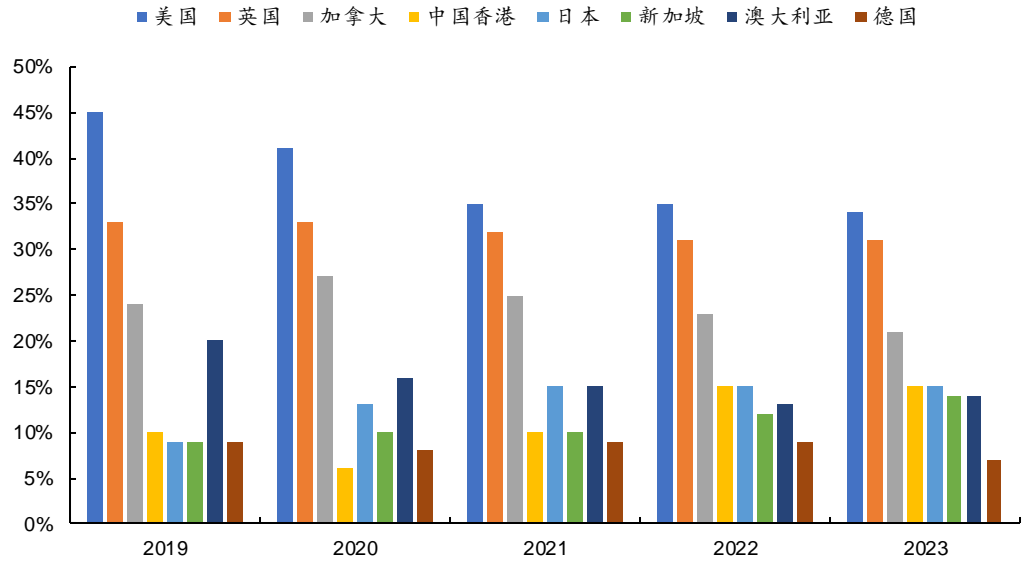


来源：英国政府网，国金证券研究所

留学目标国家多样性提升，美、英、加仍是主流意向国家，亚洲地区热度稳步攀升。同时，亚洲地区的中国香港、日本和新加坡涨势迅猛，近五年来占比持续攀升，成为了本科及以下意向留学人群的重点考虑方向。一方面是由于亚洲地区留学性价比高，文化与生活环境与中国相近，整体留学费用相对低廉，得到了越来越多留学家庭的认可和欢迎；另一方便则是出于健康安全等方面的综合考虑，部分留学人群更加青睐地理位置更接近的亚洲地区院校。



图表52: 中国留学美、英仍为主要意向国

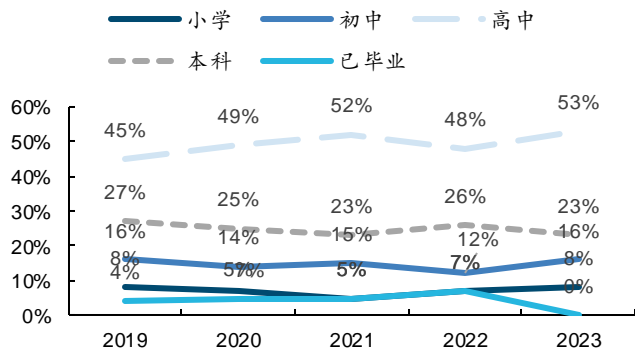


来源:《2023 中国留学白皮书》, 国金证券研究所

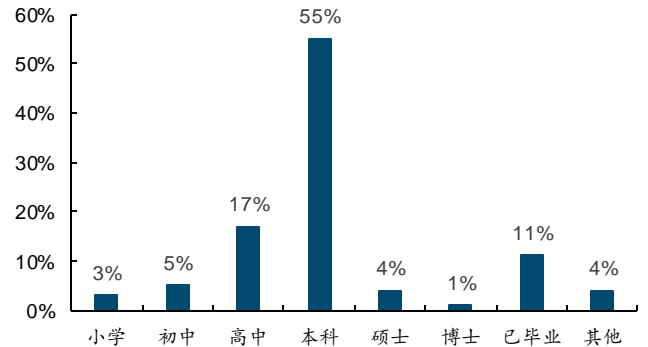
低龄留学趋势开始显现。从意向留学人群所在阶段来看, 72%的意向留学人群目前就读于高中及本科阶段。其中, 本科人群占比最高, 达到 55%。近五年来, 初高中学生对本科及以下阶段留学的需求逐渐增多, 这与我国国际教育理念日渐普及, 更广泛的人群开始选择提前规划出国留学密切相关。从意向留学人群所在阶段来看, 72%的意向留学人群目前就读于高中及本科阶段。其中, 本科人群占比最高, 达到 55%。近五年来, 初高中学生对本科及以下阶段留学的需求逐渐增多, 这与我国国际教育理念日渐普及, 更广泛的人群开始选择提前规划出国留学密切相关。

申请留学选择机构仍是留学生出国首选。越来越多的本科及以下意向留学人群希望能得到留学机构的帮助, 他们普遍希望能借助到外部的力量来为自己的留学规划赋能。超 80%意向留学人群选择相关机构帮助准备留学事宜。

图表53: 留学向低龄化趋势发展



图表54: 23 年意向留学群体目前在读阶段

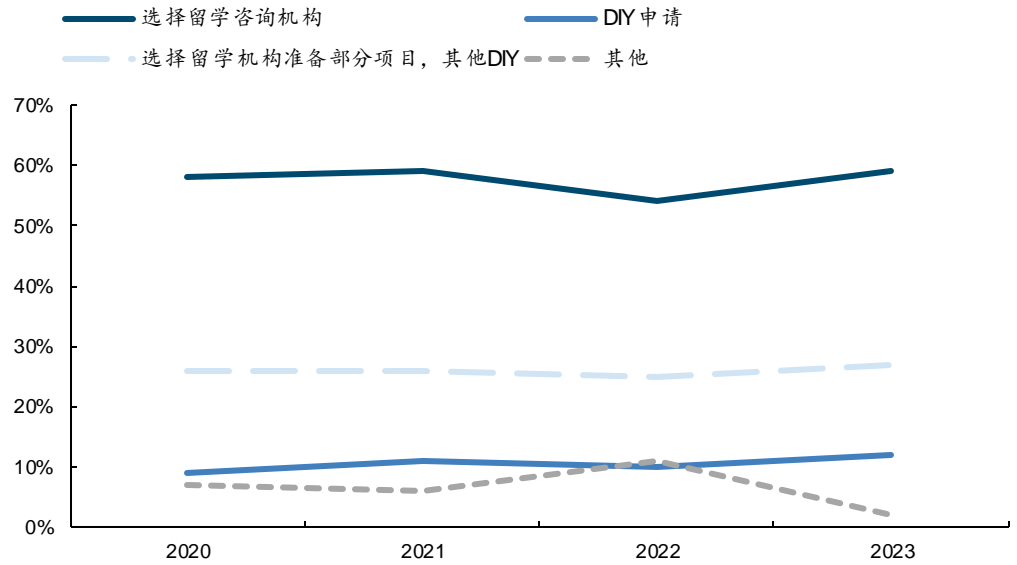


来源:《2023 中国留学白皮书》, 国金证券研究所

来源:《2023 中国留学白皮书》, 国金证券研究所



图表55: 本科及以下意向留学人群留学申请以选择机构为主

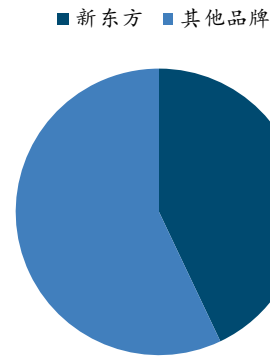
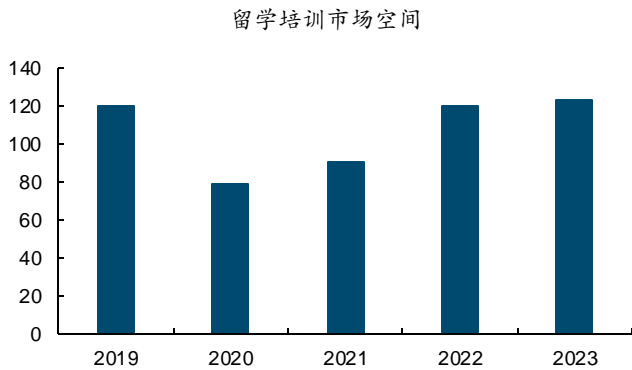


来源:《2023 中国留学白皮书》, 国金证券研究所

留学机构受公共卫生事件冲击供给出清, 公司龙头优势愈发稳固。受公共卫生事件影响, 中小机构出清, 头部集中逻辑同样在留学市场中演绎。根据市场调研机构 Bonard 的数据, 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。短期需求大幅下滑, 中小机构承压出清, 公司为历史悠久、体量最大的留学培训机构, 抗风险能力佳, 竞争优势稳固。我们预计公司有望持续受益于留学市场竞争格局优化带来的份额提升。

图表56: 留学培训市场空间(亿元)复苏

图表57: FY23 公司留学培训市场份额独占鳌头



来源: 共研产业咨询, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国家统计局, 国金证券研究所; 市场份额使用公司 FY23 数据 / 统计局统计的出国留学人数得到

3.2、公司出国业务龙头地位优势显著

公司以出国留学培训业务起家, 服务超 10 万余人。截至 24 年 7 月 4 日, 公司累计录取 offer 数达 64000+枚, 服务人数超 10 万人, 合作院校超 1900 家, 与雅思官方、ETS 美国教育考试服务中心达成战略合作, 拥有剑桥雅思真题在中国大陆地区的独家销售权。

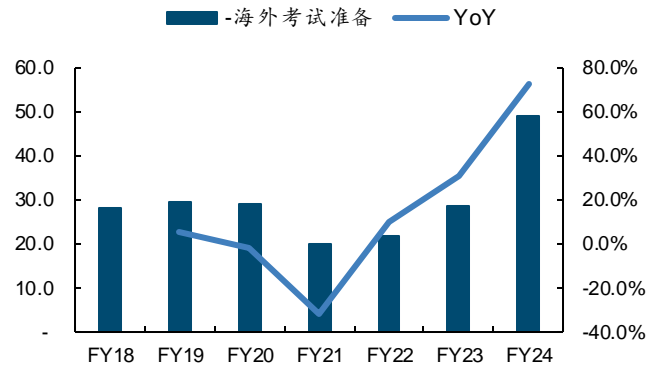
市占率提升, 龙头地位稳固。 FY23~24 公司出国备考课程学生人次达 28.4/49.1 万人次, FY23~24 学生人次+30.9%/+72.9%, FY24 增速迅猛主要因为收购新东方甄选下在线教育业务后, 囊括了在线备考业务经营人次, 此外留学市场回暖。FY22~23 年公司留学考试准备服务人次占全部出国留学人员比例达 41.4%/43.0%, 市占率稳步提升。



图表58：公司留学业务历史悠久、资源丰富



图表59：公司留学考试学生人次（万人）增长迅猛



来源：公司官网，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

图表60：公司留学服务流程



来源：公司官网，国金证券研究所

4、其他业务：东方甄选短期扰动，成人教育增长较缓

4.1、东方甄选短期扰动，不改中长期成长

东方甄选知识型带货出圈。“双减”后公司亟需寻找业务新增长点，21年开展线上直播业务，主播团队为此前教培教师。区别于传统直播带货的重复性引导话语，东方甄选主播因大都毕业于国内外知名院校，知识储备丰富叠加讲课经验丰富，并且在教培行业已积累了较多口碑自带声量，转型主播进展顺利。董宇辉成功打造“知识型直播”人设收获大量粉丝，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。

24年7月，董宇辉正式宣布离职，并着手推进其个人品牌“与辉同行”。目前市场对于公司过度依赖董宇辉这一核心主播资源的担忧仍存。此类单一主播依赖风险可能对公司的长期稳定性和市场竞争力构成潜在威胁。东方甄选于24年7月25日发布公告，宣布董宇辉辞去其在公司的所有职务，并将其子公司与辉同行（北京）科技有限公司以7658.5万元人民币的净资产价格转让给董宇辉个人。短期与辉同行的剥离导致公司财务一次性影响，但长期来看，有助于东方甄选实现主播资源的多元化配置，降低对单一主播的过度依赖，从而为公司的长期健康发展奠定坚实基础。

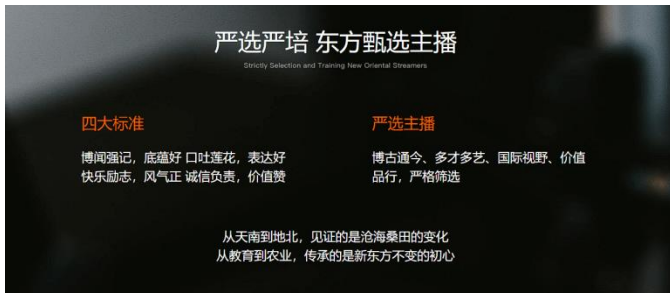
图表61：东方甄选GMV、抖音关注人数及订单

	FY22 (截至22年11月末6个月)	FY23	FY24
GMV (十亿元)	4.8	10	14.3
抖音关注人数 (百万)	35.2	41.8	65
抖音支付订单数 (百万)	70.2	136.3	181.1

来源：公司公告，国金证券研究所



图表62: 东方甄选主播严格严选



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表63: 东方甄选主要主播及抖音粉丝数

主播 ID	抖音粉丝数
顿顿	204.2w
YOYO	137.7w
明明	121.7w
小孙	57.0w
中灿	26.1w
冯冯	19.9w

来源: 抖音, 国金证券研究所; 注: 统计时间截至 25 年 1 月

4.2、文旅有望成为新增长曲线

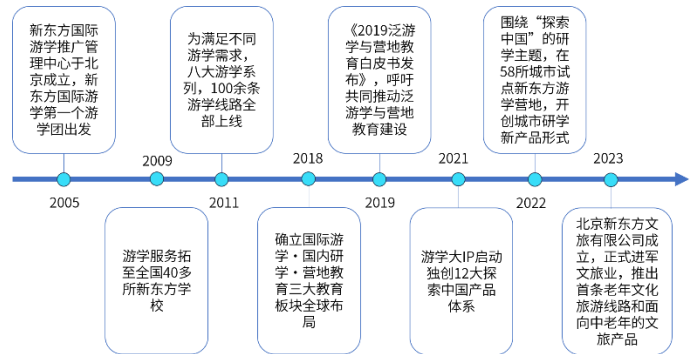
2023 年 7 月 19 日, 公司成立 30 周年之际, 依托自身雄厚教育资源、知识积淀与师资储备, 成立北京新东方文旅有限公司, 正式进军文旅领域, 涵盖国际游学、国内游学、营地教育三个板块, 客户群体锚定中老年、青少年及亲子等全年龄段群体。FY25Q1 K12 和大学生的游学和研习营业务高增, 带动文旅业务收入达 0.9 亿美元/+221%。

图表64: 新东方文旅十二大产品系列



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表65: 新东方文旅发展历程



来源: 公司官网, 国金证券研究所

文旅团队沿用原教育团队老师, 打造第三增长曲线。俞敏洪在接受凤凰新闻采访时提到, 未来计划将文旅单独上市, 有望打造公司第三增长曲线。文旅团队沿用了原有教育团队, 例如通过选择教培名师作为导游, 沿用东方甄选教师成功转型主播的经验。与一般导游讲解相比, 公司老师的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, 也将是公司旅游产品接下来的重要看点。

文旅业务客群与电商、培训客群画像重合度高, 客源二次复用。文旅业务主要面向亲子游以及 7~18 岁青少年, 这与东方甄选以及教培业务的客户画像高度重合。东方甄选旗下抖音账号“东方甄选看世界”粉丝数达 289 万人, 新东方文旅达 72.5 万, 此外公司还在教培领域深耕 30 余年, 客源在品牌信任感的加持下有望重复复购, 客户转化率预计较高。成立一年以来, 新东方文旅矩阵账号 GMV 破亿, 直播全域支付 R0166+, 2024 暑期累计曝光突破 2 亿。



图表66：研学游行业市场规模预计持续高增



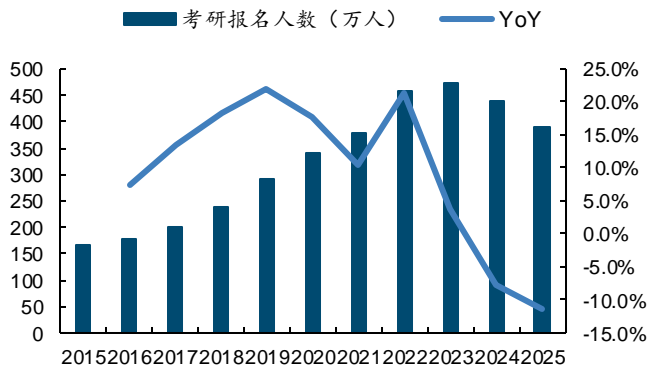
来源：艾媒咨询，国金证券研究所

4.3、成人教育预计增长较缓

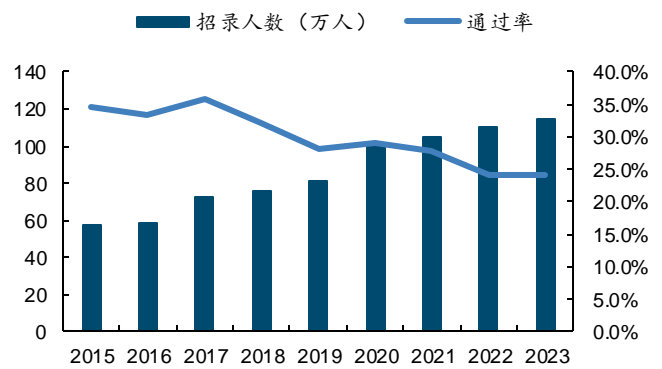
新东方大学生学习与发展中心是公司旗下的大学教育品牌，总部设在北京。结合“新东方考研四六级APP”等线上学习平台，为大学生提供高质量的全方位学习规划与辅导，教学与服务涵盖考研、四六级、专升本、教师资格证、初级会计师证书、注册会计师证书等各类考试，其中以考研业务为主。

考研人数下滑，行业景气度略有下行。尽管近年普通高校应届毕业生人数逐年增长，25年高校毕业生达1222万人/+3.6%，创下历史新高，但考研报名人数却自24年开始有所下滑，25年考研报名人数达388万人/-11.4%。此外，招录人数持续增长，通过率预计上行，考研竞争有所缓解。我们认为考研报名人数下滑主要源于学生通过继续深造获取高学历所换取的回报有所降低，且付出的时间成本与经济成本较高所致。

图表67：考研人数近年逐年下滑



图表68：考研通过率有所回暖



来源：央视网，教育部，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

5、盈利预测与估值

5.1、盈利预测

我们预计公司FY25~27E营业收入为51.3/63.3/77.8亿美元，YOY+18.8%/+23.6%/+22.8%，归母净利润4.3/6.0/7.7亿美元，YOY+37.4%/+40.4%/+29.0%，对应EPS为0.26/0.37/0.47美元。

公司主营业务收入主要为教育业务，可分为教育新业务(非学科培训+学习机)、高中培训、成人及大学生教育以及出国考试准备及咨询；此外还有自有品牌产品及直播电商业务以及文旅业务，各个板块盈利预测与假设如下：

1) 教育服务与备考：教育新业务素质培训及学习机需求旺盛，在供给出清的背景下有望持续受益，是公司收入的核心增长点；高中培训因受双减影响较K9业务更小，预计未来



有望稳步增长。目前整体 K12 产能并未恢复至“双减”前水平，预计教育新业务增速预计较高中业务更快。预计整体教育服务与备考收入 51.3/63.3/77.8 亿美元，YoY+33.7%/+30.0%/+25.5%；

2) 自有品牌产品及直播电商业务短期阵痛不改中长期看好，过度依赖头部主播风险一次性出清，业务中长期有望回归合理增长，预计 FY25~27 收入为 5.9/5.0/5.2 亿美元。

3) 出国咨询受益于海外留学需求回暖并且留学机构出清格局向好，我们认为留学咨询业务有望继续稳步增长，预计 FY25~27 收入为 5.4/6.3/7.3 亿美元，YoY+23.9%/+20.8%/+17.6%；

图表69：公司 FY25~27 收入及利润预测

(亿美元)	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
净收入	30.0	43.1	51.3	63.3	77.8
YoY	-3.5%	43.9%	18.8%	23.6%	22.8%
教育服务与备考	19.1	27.2	36.3	47.2	59.2
YoY		41.8%	33.7%	30.0%	25.5%
自有品牌产品及直播电商	5.6	9.0	5.9	5.0	5.2
YoY		61.5%	-35.0%	-15.0%	5.0%
出国咨询	3.5	4.4	5.4	6.3	7.3
YoY		24.0%	22.0%	18.0%	15.0%
其他	1.7	2.6	3.7	4.8	6.1
YoY		50.7%	45.0%	30.0%	25.0%
归母净利润	1.8	3.1	4.3	6.0	7.7
YoY	0%	75%	37%	40%	29%
Non-GAAP 归母净利	2.0	3.7	5.3	6.9	8.9
YoY	0%	82%	44%	31%	28%

来源：公司公告，国金证券研究所

公司的主要成本为教师的工资薪酬、场地费用等，成本相对刚性、具备规模效应，我们看好教育新业务产能持续扩张及产能爬坡带来的盈利能力提升，预计毛利率 FY25~27 为 56.0%/57.8%/58.4%。我们预计销售费用率与管理费用率控制良好，预计 FY25~27 归母净利润 4.3/6.0/7.7 亿美元，YOY+37.4%/+40.4%/+29.0%，Non-GAAP 归母净利为 5.3/6.9/8.9 亿美元，YoY+44.5%/+31.1%/+28.2%。

图表70：公司 FY25~27 年毛利率、费用率预测

(亿美元)	FY23	FY24	FY25E
毛利率	53.0%	52.5%	56.0%
销售费用率	14.8%	15.3%	15.2%
管理费用率	31.8%	29.0%	30.7%

来源：公司公告，国金证券研究所

5.2、投资建议与估值

可比公司估值：我们选取教育培训领域的学大教育、好未来、昂立教育、科德教育作为可比公司，24-26E 可比公司估值中位数分别为 46.7/23.4/14.9x。



图表71：可比公司估值

代码	简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			23	24E	25E	26E	23	24E	25E	26E
000526.SZ	学大教育	52.5	1.5	2.0	2.5	3.1	34.1	26.0	20.8	17.2
TAL.N	好未来	59.8	0.0	1.0	2.2	3.9	-	59.8	27.1	15.4
600661.SH	昂立教育	32.3	-1.9	0.3	1.7	2.2	-	96.4	19.3	14.4
300192.SZ	科德教育	53.8	1.4	1.6	2.0	2.3	38.9	33.5	27.5	23.2
PE 中位数								46.7	23.4	14.9
9901.HK	新东方-S	99.4	3.7	5.3	6.9	8.9	36.7	18.6	14.2	11.1

来源：公司公告，国金证券研究所

注：市值为截至1月20日收盘；好未来、昂立教育、科德教育24-26年归母净利润为iFind一致预期；新东方-S、好未来市值及归母净利润为美元计价，其他均为人民币计价；新东方、好未来为FY24~FY27数据，新东方为经调归母净利润。

投资建议：K12行业供给出清，竞争格局有望头部集中，公司作为全国性综合教育机构品牌势能犹在，且收入、产能恢复行业领先，此外未来产能爬坡有望带来利润率回暖，我们预计FY25~27 Non-GAAP归母净利润为5.3/6.9/8.9亿美元，YoY+44.5%/+31.1%/+28.2%，当前股价对应PE为18.6/14.2/11.1X，考虑到公司教育新业务仍有望保持较快增长、文旅业务有望成为新增长曲线，给予FY25 25XPE，目标价62.84港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

6、风险提示

- 1、教培行业相关监管政策出现变动的风险：尽管目前整体行业政策边际向好，但如果有关民办教育行业的法律、法规及政策的诠释及实施或者提议变更，或出现新的限制将会对公司经营以及行业产生较大负面影响。
- 2、行业竞争加剧的风险：如果教育培训、直播电商、文旅等领域进入者增加，行业竞争加剧，公司盈利能力或不及预期。
- 3、人才流失的风险：教师、员工对保持课程、服务及产品质量以及维持公司品牌及声誉较为重要，如果教师、核心员工流失或对公司经营产生不利影响。
- 4、宏观经济下行的影响：经济增速下行，消费行业需求不及预期的风险。
- 5、招生增长和学费提价不及预期的风险：教育行业招生增长以及学费提价具有一定不确定性。

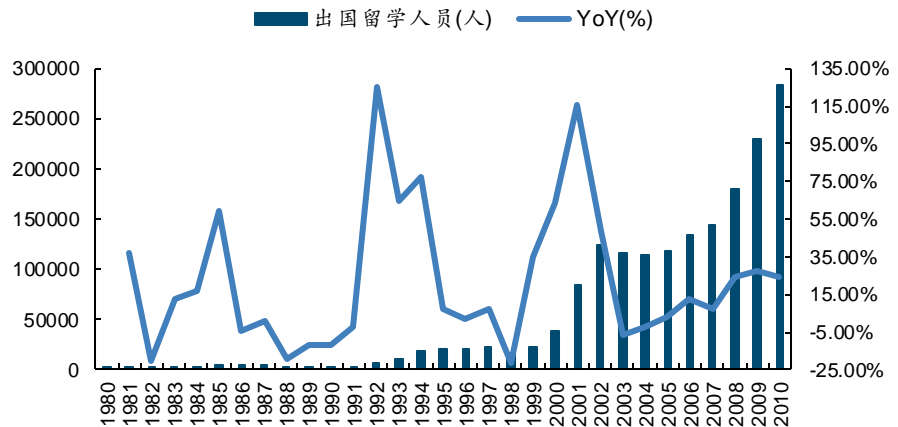
7、附录：公司三十年发展历程梳理

(1) 1993-2006 顺应留学潮美股上市，教育巨头初具雏形

上世纪八十年代之后，随着改革开放进程的不断深入，对外开放已经成为中央政策的重要落脚点，同期出台的一系列政策利好国外留学，同时伴随着改革开放带来的经济迅速发展，使得中国留学人口不断增加，仅1990至2000年的十年间，中国出国留学人数由2950人激增至38989人，CAGR达+29.35%。面临当时备考难度较大的GRE、托福等考试，大量增长的出国留学人员形成了对外语考试培训的需求，公司创始人俞敏洪早期与北京东方大学合作办学，合作期间其负责的外语培训业务规模高速扩展，后于1993年11月正式创办公司。1996年初，合伙人王强、徐小平在俞敏洪的劝说下回国加入公司，并于其后的几年进行了多次结构调整，明晰了利益分配、责任划分等制度安排，2002年俞敏洪中学同学李国富、周成刚回国加入公司，开始尝试向全国扩张，先后进入上海、广州等城市。公司内部也在积极改制，由松散的合伙人模式转为股份制运营。2004年，老虎基金进入，为公司在美国上市打开通道，并开始采用VIE架构，2005年，谢东萤加入任CFO，推进上市进程。2006年，赴美并成功登陆纽交所。



图表72：1980-2010 出国留学人员数及增长率



来源：中经网，国金证券研究所

(2) 业务重心转向 K12 教育，综合性教育科技集团迅速扩张

2007 年，开始从单一英语培训向 K12 全科培训转型，同年新东方教育科技集团推出了优能中学培训业务，标志着全面进入中学培训市场，公司的经营战略也由之前的名师-大班模式逐渐转型为面向中小学生偏精细化服务的小班模式。伴随 K12 类小班课模型的跑通，公司成功进行了转型升级，成为了兼顾 K12 教育与成人留学教育的综合性教育科技集团。K12 学科培训业务主要组成部分为“泡泡少儿”和“优能中学”两个品牌。前者面向学前及小学阶段的学生，后者面向初中到高中阶段的学生。2019 年后，公司将两大品牌归入“新东方中小学全科”课程，旨在提升影响力、做到内部资源协同。

2012 年，知名调查机构浑水 (MuddyWatersResearch) 做空公司，面对浑水公司发表的质疑 (学校网点均为加盟而非直营等)，快速做出相应回击 (加盟学校仅 21 家，且不并入报表)，并最终通过美国证券交易委员会的审查，在经历三个月的调整后，股价基本回复至被浑水集团做空前水平。在此次做空事件后，俞敏洪对内部进行整顿，更加聚焦于课程研发、师资提升、内部人员队伍管理等一系列改革措施，开始沉淀打磨优质课程内容。

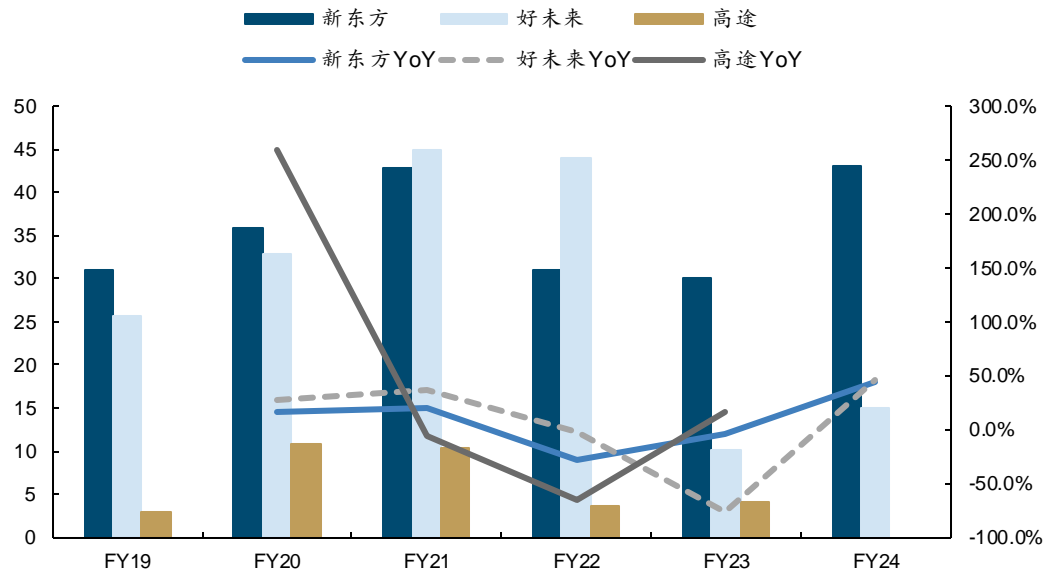
2013 年公司开始“去名师”并布局 OMO 战略。公司早期通过名师模式，实现了 08-12 年的知名度快速提升以及业绩的高速增长，期间涌现了如罗永浩、陈向东等诸多名师。随着规模的扩大，名师模式+大班课并不利于公司进一步扩张，名师流失风险较大。13 年公司开始对教学流程标准化，逐步走向小班课+标准化教学/教研模式。OMO 线上赋能线下战略公司布局久远早在 2008 年，公司已成立了新东方教育在线，标志着公司进入远程教育领域。2014 年，开放式的在线教育直播网站酷学网上线。2016 年，东方优播的成立象征远程教育的进一步发展，利用互联网技术将公司的 K12 业务在三、四线城市以虚拟课堂的方式做进一步拓展。2019 年，新东方在线在港上市，同年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，集团内部成立了 OMO 团队，受公共卫生事件影响，教学场景受限，公司顺势大规模布局线上教学，2020 年 1 月，自主研发的“新东方云教室”在公共卫生事件期间得到了全面的推广，承载了近 100 万名学员的在线学习任务。

(3) “双减”到来业务面临全线调整，文旅电商助力教育龙头再次起航

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”政策)对 K9 阶段教培业务形成较大冲击，《意见》对义务教育阶段学科类培训机构的营业时间、消防资质、经营资质、牌照颁发、资本化运作等事项作出了严格限制，新东方、学而思、高途等 K12 教培龙头由于学员人数多、机构规模大，成为监管的重点对象，公司于同年 10 月宣布中止其义务教育阶段学科类培训业务，好未来、高途等公司陆续发布公告，中止 K9 学科类培训业务。受政策影响，FY22 新东方/好未来/高途营收同减 27.39%/76.78%/61.93%，申万二级分类中，教育板块指数由年初 4732 点减为年末 2776 点，21 年年内跌幅达-41.29%，教育行业估值、业绩双杀。



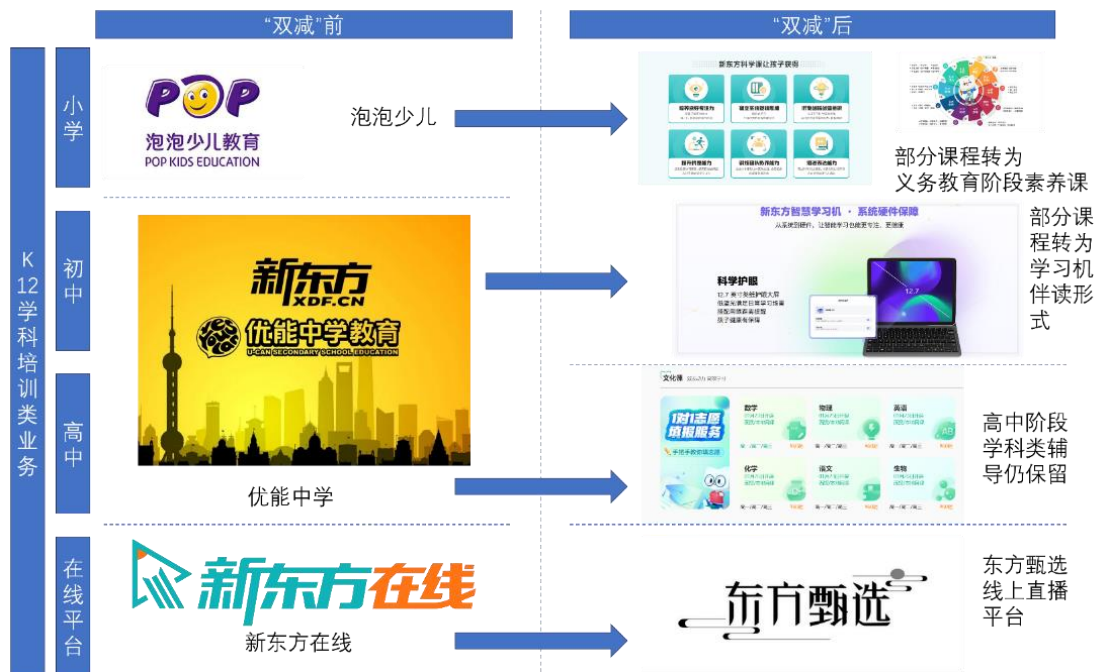
图表73: FY19-23 新东方/好未来/高途营收 (亿美元) 及增长率 (%)



来源: iFind, 国金证券研究所

面对监管环境的变动, K12 行业整体业务亟待调整。公司停止了义务教育阶段学科类培训业务, 开始逐渐转型为以义务教育阶段素养课程为主的新业务模式。公司原有各业务管线中的 K9 学科培训, 主要涉及泡泡少儿、优能中心初中部以及新东方在线, 在政策的压力下开始进行调整而高中及以上学段的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。原有线下 K9 学科培训业务全部转型为素质培训, 成立素质成长中心, 结合线上线下模式, 包含人文发展学院、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。针对小学高年级和初中生, 面对该年龄段学生的提分刚需, 公司开发了学习机伴读业务以满足相应需求。

图表74: “双减”后 K12 业务转型情况



来源: 公司官网, 国金证券研究所

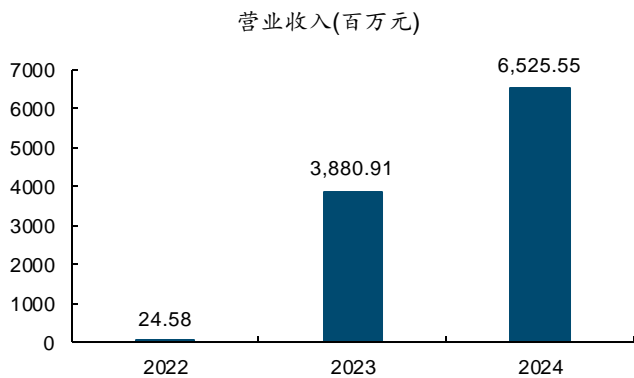
新东方在线 (现名东方甄选) 所从事 K9 线上学科培训业务, 依托于线上直播资源以及教师禀赋, 转型直播电商, 不再从事教培相关业务。2021 年 12 月, 公司凭借其原有的直播教室技术和人才团队, 开始在抖音等特定短视频平台试点直播活动, 并成立了“东方甄选”,



主要业务为通过直播带货的形式销售农产品，通过公司的供应链管理体系与多样化的第三方开展多元化合作。同时秉持多渠道战略，触达更广泛的消费群，在淘宝、微信小程序和新东方 App 上推出了多个直播频道，并在不同平台开设了网店，如天猫、京东、拼多多、小红书等。受益于品牌口碑、公司明星教师知名度，东方甄选知识直播带货火爆出圈。2023 年 3 月 14 日，“新东方在线”正式更名为“东方甄选”。2023 年 7 月初，推出了全新的东方甄选移动应用程序，消费者可以在该应用程序上观看直播或直接购买产品，东方甄选 App 同时采取了会员制度，会员可在会员期内享受会员折扣或优惠券，并获得可用于抵消现金支付的积分。2023 年 12 月 27 日，东方甄选以 15 亿元现金向母公司出售旗下全部教育业务，包括东方甄选运营大学教育、机构客户部分相关资产，以及旗下三家教育类子公司全部股权。交易后，东方甄选正式成为直播电商公司。自 2022 年 4 月推出第一个自有品牌产品以来，截至 2024 年 5 月 31 日，东方甄选已在自有品牌产品中开发和推出了 488 个 SKU。随着对工厂投资的不断扩大和更高效的供应链管理。2023 财年和 2024 财年，东方甄选在包括抖音、淘宝和东方甄选 APP 端等渠道的 GMV 总额分别为人民币 100 亿元和人民币 143 亿元。

图表75: 东方甄选直播电商营收增速迅猛

图表76: 东方甄选小程序界面



来源: iFind, 国金证券研究所

来源: 东方甄选微信小程序, 国金证券研究所

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。教培+文旅+电商的“一体两翼”业务体系基本形成，教育龙头实现了转型升级再起航。



附录：三张报表预测摘要

损益表(美元 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	3,105	2,998	4,314	5,125	6,334	7,777
增长率	-27.4%	-3.5%	43.9%	18.8%	23.6%	22.8%
主营业务成本	1,754	1,409	2,051	2,257	2,672	3,237
%销售收入	56.5%	47.0%	47.5%	44.0%	42.2%	41.6%
毛利	1,351	1,588	2,263	2,868	3,662	4,539
%销售收入	43.5%	53.0%	52.5%	56.0%	57.8%	58.4%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	467	445	661	779	962	1,178
%销售收入	15.0%	14.8%	15.3%	15.2%	15.2%	15.2%
管理费用	1,867	954	1,252	1,576	1,991	2,467
%销售收入	60.1%	31.8%	29.0%	30.7%	31.4%	31.7%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	-1,203	188	282	519	715	902
%销售收入	-38.8%	6.3%	6.5%	10.1%	11.3%	11.6%
财务费用	-119	-114	-153	-76	-119	-174
%销售收入	-3.8%	-3.8%	-3.6%	-1.5%	-1.9%	-2.2%
投资收益	-51	-7	-59	0	0	0
%税前利润	4.7%	-2.4%	-13.6%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-983	190	350	513	709	894
营业利润率	-31.6%	6.3%	8.1%	10.0%	11.2%	11.5%
营业外收支						
税前利润	-1,084	301	435	594	834	1,076
利润率	-34.9%	10.1%	10.1%	11.6%	13.2%	13.8%
所得税	136	66	110	149	208	269
所得税率	-12.6%	21.9%	25.2%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	-1,220	235	325	446	625	807
少数股东损益	-33	58	16	20	28	36
归属于母公司的净利润	-1,188	177	310	425	597	771
净利率	n.a	5.9%	7.2%	8.3%	9.4%	9.9%

现金流量表(美元 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-1,188	177	310	425	597	771
少数股东损益	-33	58	16	20	28	36
非现金支出	866	133	-36	16	23	29
非经营收益						
营运资金变动	-1,154	538	742	411	532	758
经营活动现金净流	-1,280	971	1,123	968	1,283	1,699
资本开支	-151	-143	-249	-320	-280	-240
投资	1,343	101	-871	-30	-30	-30
其他	-24	4	-34	142	6	8
投资活动现金净流	1,169	-37	-1,154	-208	-304	-262
股权募资	0	-179	-59	0	0	0
债权募资	-222	-49	0	0	0	0
其他	-9	-19	-101	-1	-1	-1
筹资活动现金净流	-231	-247	-160	-1	-1	-1
现金净流量	-438	611	-216	787	1,006	1,463

资产负债表(美元 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,149	1,663	1,389	2,176	3,182	4,645
应收款项	243	243	344	394	487	598
存货	28	53	93	102	121	146
其他流动资产	3,055	2,456	3,563	3,591	3,639	3,697
流动资产	4,474	4,414	5,389	6,263	7,429	9,086
%总资产	74.1%	69.0%	71.5%	73.5%	75.3%	77.9%
长期投资	204	196	0	0	0	0
固定资产	403	360	508	600	667	712
%总资产	6.7%	5.6%	6.7%	7.0%	6.8%	6.1%
无形资产	605	570	777	889	971	1,026
非流动资产	1,561	1,979	2,143	2,263	2,442	2,572
%总资产	25.9%	31.0%	28.5%	26.5%	24.7%	22.1%
资产总计	6,035	6,392	7,532	8,526	9,871	11,658
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	22	70	106	116	138	167
其他流动负债	1,688	2,181	2,895	3,383	4,054	4,977
流动负债	1,710	2,251	3,001	3,499	4,191	5,144
长期贷款	65	15	14	14	14	14
其他长期负债	466	312	467	490	490	490
负债	2,241	2,578	3,483	4,004	4,696	5,649
普通股股东权益	3,706	3,604	3,776	4,229	4,854	5,652
其中：股本	2	2	2	2	2	2
未分配利润	3,575	3,630	3,870	4,323	4,948	5,746
少数股东权益	88	210	273	293	321	358
负债股东权益合计	6,035	6,392	7,532	8,526	9,871	11,658

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	-0.70	0.11	0.19	0.26	0.37	0.47
每股净资产	2.18	2.19	2.29	2.59	2.97	3.46
每股经营现金净流	-0.75	0.59	0.68	0.59	0.78	1.04
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	-32.05%	4.92%	8.20%	10.06%	12.31%	13.64%
总资产收益率	-19.68%	2.77%	4.11%	4.99%	6.05%	6.61%
投入资本收益率	-35.11%	3.83%	5.18%	8.57%	10.33%	11.23%
增长率						
主营业务收入增长率	-27.39%	-3.46%	43.89%	18.82%	23.58%	22.78%
EBIT 增长率	-772.90%	115.60%	50.05%	84.12%	37.90%	26.12%
净利润增长率	-455.16%	114.93%	74.57%	37.44%	40.36%	29.03%
总资产增长率	-40.55%	5.93%	17.82%	13.20%	15.78%	18.10%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.5	3.0	2.6	2.3	2.2	2.2
存货周转天数	6.1	10.3	12.8	15.5	15.0	14.9
应付账款周转天数	6.2	11.8	15.4	17.7	17.1	16.9
固定资产周转天数	73.5	45.8	36.2	38.9	36.0	31.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-16.28%	-35.03%	-22.41%	-36.96%	-51.73%	-68.90%
EBIT 利息保障倍数	-297.1	265.5	945.0	600.0	827.4	1,043.6
资产负债率	37.14%	40.32%	46.24%	46.96%	47.57%	48.45%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究