

新东方 (EDU.US)

王者归来，雄风再起

新东方 1.0：出国语培起家，完善学科品类

时代背景下“体验+效果”成就留学培训王者。从 UCAN 开始布局 K12，实现产品线延展。

新东方 2.0：阻击浑水劫，转型某新生

有力应对做空危机。总结来看主要系浑水对新东方业务形态、VIE 架构以及民非等资产属性不理解，并最终浑水失败告终。

面对首次单季亏损，教育巨头刮骨疗伤。多管齐下深化改革，助力再次腾飞。新东方改革聚焦三个方面：强化教师选拔、培训及晋升流程，标准化流程；完善新东方专有教学内容及方法；升级技术能力，深度实现线上线下融合。

新东方 3.0：K12 成中流砥柱，34 线逐步下沉，行业整顿利好龙头

FY15 起至今 K12 业务领跑集团，疫情时期率先恢复；网点扩张+VPS 渗透+双师课堂“三驾马车”尽享 K12 蛋糕；2018 年起教培行业整顿短空长多，市值调整后再创新高。

新东方 4.0：发力 OMO+新东方在线，延续 K12 第一品牌辉煌

OMO 数字化升级教学场景，提至重要战略高度。OMO 是新东方疫情期间用于将面授课程转化为线上课程的在线直播平台——云教室 app。新东方在线：东方优播差异化定位，大班加速弯道超车；疫情助推在线教育渗透，在线大班迎历史发展机遇。东方优播出奇制胜，逐步进入业绩释放期。正文我们列示东方优播单点盈利能力测算。财务经营更新：暑期缩短致 FY21Q1 收入减 8%，业务快速恢复积极产能扩张。

维持盈利预测，给予买入评级

新东方作为 K12 课外辅导+英语培训全国教育龙头，新东方正在持续验证自身商业模式的有效性和持续成长性，未来或将延续成长，不断获取更高比例市占率。从优能开始深度转型 K12，利用网点扩张+VPS 渗透+低价班“三驾马车”尽享 K12 市场蛋糕。

进入 4.0 时代的新东方，一方面 OMO 数字化升级教学场景，并提至重要战略高度，把服务覆盖范围扩展至更多的城市和学生，并通过提供低成本的体验性优质线上课程来吸引新客户。另一方面，重点发展新东方在线，通过东方优播差异化定位，大班加速弯道超车。

我们预计公司 FY21-23 财年收入分别为 46.9 亿美元、62.5 亿美元、84.7 亿美元；Non-GAAP 归母净利分别为 5.7 亿美元、7 亿美元、9.3 亿美元，当前市值对应 PE 分别为 47x，39x，29x。

对标公司我们选择港股思考乐、美股好未来以及跟谁学，由于目前行业头部公司受发展在线教育营销推广费用拖累，故我们比较其 PS。FY21-23 财年三家公司平均 PS 分别为 8.4x、6.5x、5.4x，我们给予新东方 FY21 行业平均 8.4xPS，则对应目标市值 390 亿美元，约合 2600 亿人民币，3000 亿港元。

风险提示：收入不及预期；教学质量下滑；利率风险；外汇风险；

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

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

相关报告

目录

1. 新东方 1.0：出国语培起家，完善学科品类	5
1.1. 时代背景下，“体验+效果”成就留学培训王者	5
1.2. 从 UCAN 开始布局 K12，实现产品线延展	7
2. 新东方 2.0：阻击浑水劫，转型某新生	7
2.1. 有力应对做空危机	7
2.2. 面对首次单季亏损，教育巨头刮骨疗伤	8
2.2.1. 扩张埋下隐患，FY13Q2 单季首亏	8
2.2.2. 多管齐下深化改革，助力再次腾飞	9
2.2.2.1. 强化教师选拔、培训及晋升流程，标准化教学	9
2.2.2.2. 完善新东方专有教学内容及方法	11
2.2.2.3. 高管团队管理经验丰富，行业认识深刻	11
2.2.2.4. 升级技术能力，深度实现线上线下融合	11
3. 新东方 3.0：K12 成中流砥柱，34 线逐步下沉，行业整顿利好龙头	13
3.1. FY15 起至今 K12 业务领跑集团，疫情时期率先恢复	13
3.2. 网点扩张+VPS 渗透+双师课堂“三驾马车”尽享 K12 蛋糕	13
3.2.1. 可视进步教学系统（VPS）有效提升续班率与报名人次	13
3.2.2. 网点扩张提升区域渗透带动新一轮增长	14
3.2.3. 双师课堂到三四线城市跑马圈地	15
3.3. 2018 年起教培行业整顿短空长多，市值调整后再创新高	16
4. 新东方 4.0：发力 OMO+新东方在线，延续 K12 第一品牌辉煌	17
4.1. OMO 数字化升级教学场景，提至重要战略高度	17
4.2. 新东方在线：东方优播差异化定位，大班加速弯道超车	19
4.2.1. 疫情助推在线教育渗透，在线大班迎历史发展机遇	19
4.2.2. 东方优播出奇制胜，逐步进入业绩释放期	20
4.3. 财务经营更新：暑期缩短致 FY21Q1 收入减 8%，业务快速恢复积极产能扩张	20
4.3.1. 收入保持稳定增长，K12 为核心引擎	20
4.3.2. OPM 区间震荡季节性较强，Non-GAAP 归母净利稳健增长	22
4.3.3. 学生人数 FY21Q1 达 296 万人次，教学点合计 1472 家	24
5. 盈利预测与估值	26
1. 风险提示	27
1.1. 收入不及预期	27
1.2. 教学质量下滑	28
1.3. 利率风险	28
1.4. 外汇风险	28

图表目录

图 1：新东方崛起具有较强的时代背景，“体验+效果”成就留学培训王者	5
图 2：新东方早期收入	5

图 3: 新东方早期利润 (net income)	5
图 4: 过去 10 年留学人数及增长	6
图 5: 留学自费人数占比 90%左右	6
图 6: 2019 年在校小初高在校生近 2 亿人	7
图 7: 两个交易日, 新东方累计跌幅高达 57.32%, 股价创下 5 年新低	7
图 8: FY13Q2 Non-GAAP 归母净亏 0.99 亿遭遇首次季度亏损	8
图 9: FY12Q3-FY13Q1 单季分别新增 81、56、62 家门店	8
图 10: 新东方 2013 年底至 2015 年中股价走势	9
图 11: 新东方在整个授课过程中使用可见进度系统(VPS), 提供专有的七步教学法, 以标准化及保持新东方整体教育服务的教学质量	10
图 12: OMO 系统提供多种使学生、教师及家长受益的互动式在线学习功能	12
图 13: FY15 起至今 K12 业务领跑集团, FY21Q1 率先恢复	13
图 14: FY17Q2 (淡季) 学生人次首次逼平 FY17Q1 (旺季); 表明续班率得到有效提升 (单位: 万人)	14
图 15: 新东方各时期网点数 (单位: 个)	14
图 16: FY15Q4-FY16Q4 新东方学习中心+学校分别环比新增 2、-3、-1、7 家, 而在 FY17Q1 起新东方开点显著提速	15
图 17: 传统课堂 VS 双师课堂	16
图 18: 2018 年开启一轮教培行业整顿曾对股价造成阶段性影响	17
图 19: OMO (online-merge-offline) 系统是新东方疫情期间用于将面授课程转化为线上课程的在线直播平台——云教室 app	17
图 20: FY20Q4 (2020.3.1-5.31) 优能中学业务同比增约 1%, POP 少儿同比增约 10%, 主要得益于进入春季学期新东方继续通过自主研发的 OMO 系统将课程转移到小型在线直播课程上	18
图 21: 新东方在线大事表	19
图 22: 东方优播截至 FY20 进入全国 24 个省份的 172 座城市	20
图 23: 新东方 FY21Q1 当期收入 9.864 亿美元, 约合 66 亿人民币, 同比减少 8%	20
图 24: K12 为核心引擎, FY21Q1 优能中学收入同比增 9%、泡泡少儿收入同比增 4%, 同期集团收入增速为 -8%	21
图 25: 新东方最近完整财年 FY20 收入 35.75 亿美元, 约合 239 亿人民币, 同比增长 15.32%	21
图 26: 截至 FY21Q1 递延收入 15.63 亿美元, 约合 104.7 亿人民币	21
图 27: FY2020 营收 10.81 亿元, 同比增长 17.57%	22
图 28: K12 收入 2.95 亿 (占总 27.29%, +9.97pct), 同比增长 89.4%	22
图 29: FY21Q1 新东方 Non-GAAP OPM 为 16.8%, 同比减少 720 个基点	22
图 30: FY21Q1 新东方 Non-GAAP 归母净利 1.85 亿美元, 同比减少 19.8%	23
图 31: Non-GAAP 归母净利率 18.7%, 同比下降 280 个基点	23
图 32: 新东方最新 FY20 财年 Non-GAAP 归母净利 4.84 亿元, 约合 32.5 亿人民币	24
图 33: FY21Q1 报名学员人数 296.1 万人次, 同比增长 13.5%	24
图 34: 截至 FY21Q1 新东方学习中心+学校总数达 1472 家, 同比增长 211 家	25
图 35: 截至 FY20, 新东方全职员工一共 6.9 万人, 其中教师 4.14 万人, 合同教师 11689 人	25
图 36: FY20 新东方在线总学生 285.2 万人次, 同比增长 30.89%	26
图 37: 其中 K12 付费学生人次 185.6 万, 同比增长 158.6%	26

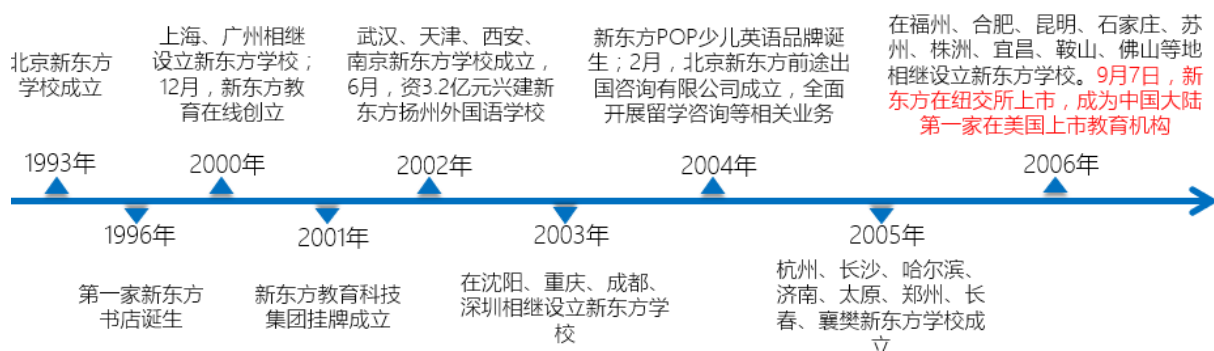
表 1: 截至 FY21Q1 新东方共在 10 城开设 11 家双师课堂	16
表 2: 盈利预测与估值	27
表 3: 我们给予新东方 FY21 行业平均 8.4xPS, 则对应目标市值 390 亿美元, 约合 2600 亿人民币, 3000 亿港币	27

1. 新东方 1.0：出国语培起家，完善学科品类

1.1. 时代背景下，“体验+效果”成就留学培训王者

新东方教育科技集团是由 1993 年 11 月 16 日成立的北京新东方学校发展壮大而来，由一所以出国考试培训为主的非学历教育机构，发展成一家集教育培训、图书出版、出国留学服务、职业教育、在线教育、教育软件研发等为一体大型综合性教育科技集团。公司于 2006 年 9 月 7 日在纽约证券交易所正式挂牌上市，成为我国首家在海外上市的教育科技企业。截至 2020 年 10 月 22 日，市值 279 亿美金。

图 1：新东方崛起具有较强的时代背景，“体验+效果”成就留学培训王者



资料来源：公司官网，天风证券研究所

自 1993 年成立到美股上市，新东方累计培训 350 万学生；上市首个财年，即 FY06（2005.6.1-2006.5.31）新东方有超过 87.2 万人次在读学生，其中大约 49.7 万人次（占比 57.0%）名学生参加语言培训课程，大约 37.5 万人次名学生参加考试准备课程（43.0%）。FY07H1（2006.6.1-2006.11.30），新东方在读学生达 55.5 万人次，其中包括约 32.8 万人次名学生参加语言培训课程，以及约 22.7 万人次名学生参加考试准备课程。学生选择新东方主要是因为其在建立了良好的品牌和声誉，特别是在英语培训和海外入学考试方面。

2000 年新东方就开始布局上海、广州、武汉等核心城市并迅速起效，截至 FY07 新东方拥有 35 所学校（2001 年为 3 家），130 个学习中心（2001 年为 23 家）。

FY2004-07 新东方净营收分别为 4.42 亿人民币（下同），6.43 亿，7.70 亿，10.4 亿，其中语言和考试培训课程的收入分别占比约 90%；其余为书本和其他收入。

图 2：新东方早期收入

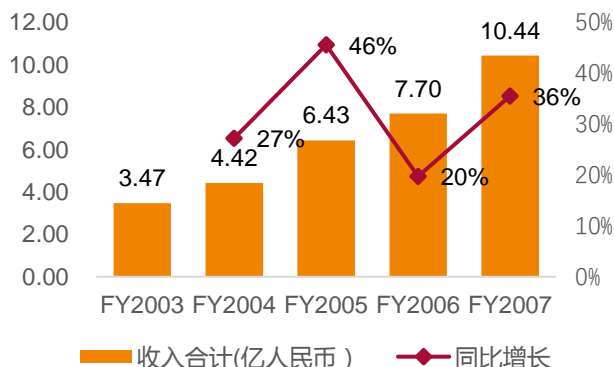
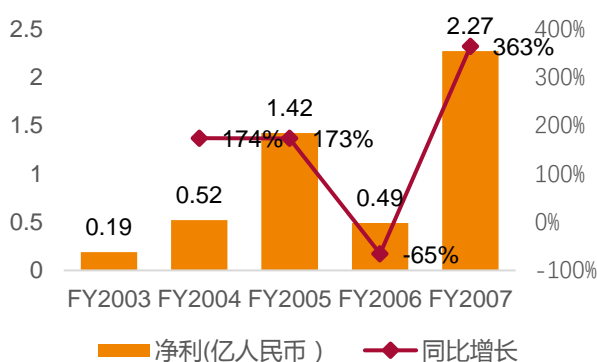


图 3：新东方早期利润（net income）



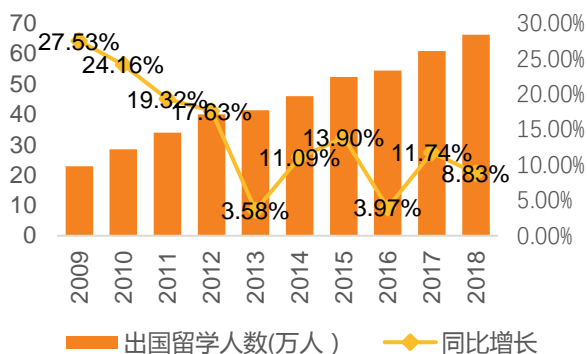
资料来源：公司官网，天风证券研究所

资料来源：公司官网，天风证券研究所

具体来看，教育服务包括语言培训和考试准备课程，小学和中学教育，在线教育等，FY2004-07 教育服务占当年总收入比重分别为 97%、94%、94%、93%，直接影响新东方教育服务收入的因素是学生人数和课程费用。

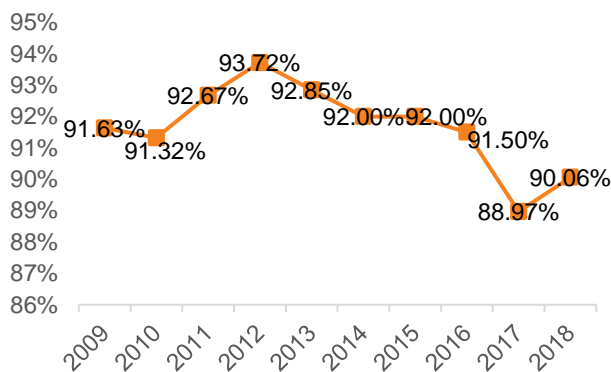
新东方考试准备课程的需求取决于参加国内和国外教育机构考试的学员人数，如果考试人数减少，则新东方考试准备课程的市场将会缩减。例如 2005 年初中国教育部开始对 CET4 和 CET6 考试进行改革，其中除了其他考试外，还将从 07 年起将这些考试仅限于大学生考试。因此，新东方 CET4 和 CET6 考试课程从 04 年的约 18 万减少到 05 年约 14 万人。但是，07 年开始的出国留学潮以及 90% 以上的自费比例再次为新东方的出国语培课程提供了充沛的生源。

图 4：过去 10 年留学人数及增长



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：留学自费人数占比 90% 左右



资料来源：教育部，天风证券研究所

新东方课程通常每年 6 月 1 日至 8 月 31 日在第一财季入学人数最多，主要是因为许多学生在暑假期间加入以提高外语技能和准备入学考试。此外，每年 12 月 1 日至 2 月 28 日，第三财季入学人数普遍较多，主要系学生在冬季学校假期期间参加语言培训和其他课程，预计这个季节性入学模式将继续下去。

新东方确定课程费用主要是根据课程需求，目标市场，学校地理位置，服务成本以及竞争对手为相同或类似的课程收取的课程费用。其中考试准备课程通常在大班课程中提供，范围从每班 50 名学生到 500 名学生，英语培训课程学生数量大约为 1 到 150 名学生。

为了进一步渗透儿童和高收入个人英语培训市场，新东方计划继续为儿童和成人提供越来越多的小班和更多种类的小班，如“POP Kids”英语课程，范围从幼儿园至六年级，每班 10 至 25 人；为高收入成人和儿童开设高端个人 Elite English”课程，每班 1 至 10 名学生。新东方通常根据特定学校所在城市的市场条件调整课程费用或学费，但须经当地政府有关部门的预先批准。

● 书籍及其他

FY2004-07 书籍及其他收入比重分别为 2.6%、5.7%、6.3%、5.8%。新东方通过自己的分销渠道和出售新东方开发或许可的书籍和其他教材，渠道由新东方书店、网站以及第三方分销商组成。新东方通常会提供课程所需的书籍和其他教材，不会另外向学生收取费用。成功的内容开发对于成功至关重要，新东方不断提高教育内容的质量和深度。

新东方崛起具有较强的时代背景，成立之初的新东方率先抓住出国留学热的市场需求，在留学考试短期突破的应试课程中一举成名。**新东方发展恰逢是中国留学潮开始的黄金十年**，由于前期市场空白，教育培训业迎来野蛮式高速扩张与高利润增长，新东方成为中国托福和雅思考试培训的主要领导者。

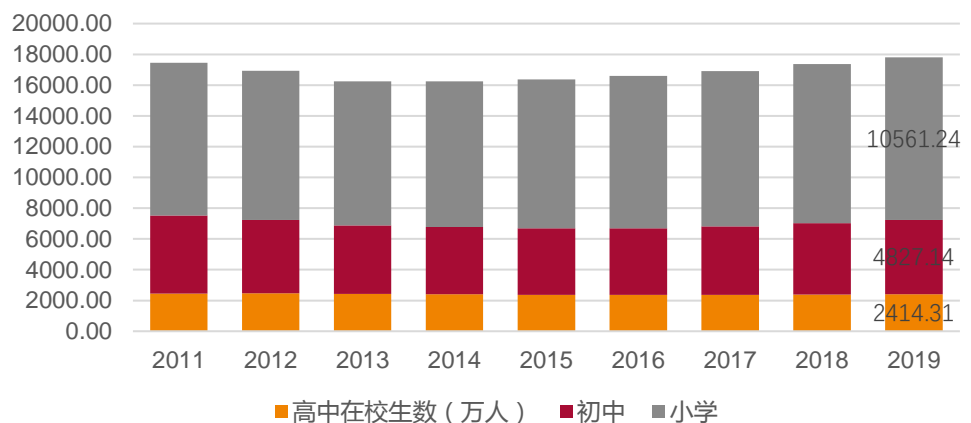
“体验+效果”成就留学培训王者，上世纪 90 年代新东方成功搭建出一套成熟的经营管理模式，由此开启整个中国教育培训产业高速增长。回头来看，新东方快速成长可归因于抓住市场需求，实现教育“体验”（课堂感受）与“效果”（提分效果）的工业化规模产出。一方面，新东方培养出一批极具感染力的名师，保证了学生课堂体验；另一方面，短期密集的做题技巧训练对于提高考试成绩则是立竿见影的效果，新东方借此实现品牌美誉度的打造。

1.2. 从 UCAN 开始布局 K12，实现产品线延展

2008 年新东方推出优能中学教育子品牌，全面推进中学全科培训业务。

K12 课外培训作为刚性需求，学校减负同时升学压力依旧，家长付费意愿强，有效解决学生痛点。K12 教育以体制内教育为主线，但是由于资源有限、政策限制等因素，体制内教育往往无法满足学生的需求。K12 课外培训作为课内教育的有效补充，对于中小学生的基本属于刚性需求，可以解决体制内教育无法解决的两大痛点。

图 6：2019 年在校小初高在校生近 2 亿人



资料来源：教育部，天风证券研究所

2. 新东方 2.0：阻击浑水劫，转型某新生

2.1. 有力应对做空危机

2012 年 7 月 18 日做空机构浑水向美国纽交所所有注册读者发布一份有关新东方的质疑报告。在长达 90 多页报告中，浑水公司详细讲述调查过程，从伪装成投资者与新东方工作人员对话，到各种财务数据和对比报表，详尽罗列新东方的“欺诈罪证”，并将新东方股票被评级为“强烈卖出”。

图 7：两个交易日，新东方累计跌幅高达 57.32%，股价创下 5 年新低



资料来源: wind, 天风证券研究所

前后两个交易日,新东方累计跌幅 57.32%,股价创下 5 年新低,此后新东方对浑水质疑点作出了有力的反击。

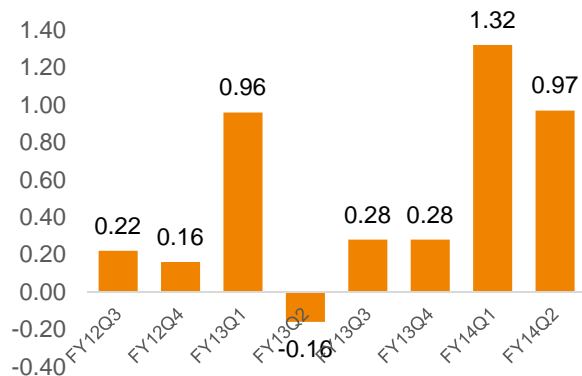
在新东方回应浑水质疑之后,7 月 19 日当天股票大涨 17.89%。2012 年 10 月 18 日,经过 3 个月的调查,最终新东方通过美国证监会的审核。

2.2. 面对首次单季亏损,教育巨头刮骨疗伤

2.2.1. 扩张埋下隐患, FY13Q2 单季首亏

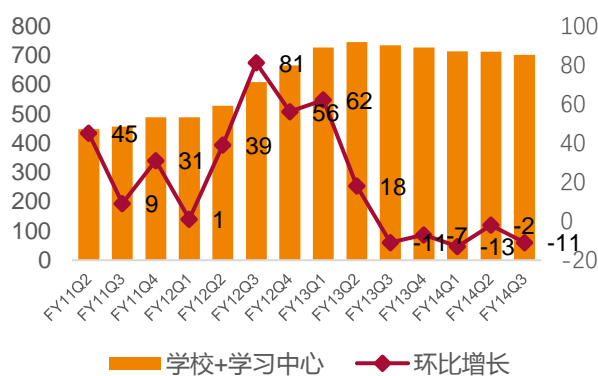
自 2012 年浑水做空后, FY13 新东方遭遇自 2007 年上市后首次单季亏损 (FY13Q2 亏损 0.99 亿),原因更多归结为盲目扩张 (FY12Q3-FY13Q2 单季分别新增 81、56、62、18 家门店合计 217 家,行政管理费用同比增加 62.1%,导致成本剧增。

图 8: FY13Q2 Non-GAAP 归母净亏 0.99 亿遭遇首次季度亏损



资料来源:公司公告,天风证券研究所

图 9: FY12Q3-FY13Q1 单季分别新增 81、56、62 家门店



资料来源:公司公告,天风证券研究所

新东方开始整顿人员队伍并关闭亏损的教学中心。FY13Q3(2013.12-2014.2)-FY14Q3 分别关闭门店 11、7、13、2、11 家门店,接下来 FY15Q1-Q4 公司连续 4 个财季出现

Non-GAAP 归母净利下滑。FY15Q1-Q4 新东方 Non-GAAP 归母净利增速分别为-12.9%、-20.6%、-4.3%、-14.9%，全年 Non-GAAP 归母净利 2.77 亿美元，同比减少 14.2%。

图 10：新东方 2013 年底至 2015 年中股价走势



资料来源：wind，天风证券研究所

在出现季度营业利润为负、增长放缓的艰难时刻。新东方开启改革，终结野蛮扩张，进入精细化运营阶段，回归教育本质，打磨标准化教学产品，实现优质内容的沉淀。

2.2.2. 多管齐下深化改革，助力再次腾飞

2.2.2.1. 强化教师选拔、培训及晋升流程，标准化教学

新东方拥有一支充满热诚的优秀教师团队。新东方已建立完善的招聘、培训及留存合格教师的方法，包括实施严格的招聘流程，定期进行有关教学方法及技能、学校文化及理念的培训，以及提供具竞争力的底薪及绩效花红。

新东方具竞争力及激励性的薪酬待遇、职业发展机会及系统的教师培训计划使新东方能够招聘、培训及留住业内顶级教师。截至 2020 年 5 月 31 日，新东方聘有约 41,400 名教师，其中许多来自中国顶尖大学或拥有海外留学经历。新东方的教师主要为全职教师，其次为合同教师，合同教师人数可能会受季节波动影响，因为新东方倾向于在暑假期间增加新东方备考课程的学生人数。

新东方能够有效聘得及留住所有课程设置的优秀教师。新东方为候选人设有高效的多步骤招聘流程，包括(i)申请；(ii)筛选；(iii)资格测试；(iv)面试；及(v)试讲。在招聘过程中，新东方侧重候选人的教育背景、教学经验、沟通技巧及试讲表现。新东方的目标人选是对教育充满热诚且能够与学生有效沟通并激励学生的候选人。

新东方已设立系统的教师培训课程，以标准化及精简对新东方教师的专业培训。新东方的培训重点是标准化及提升教学方法、教授新技能以及在创新、启迪及社区基础上培育学校文化。系统的培训计划亦可确保教师适应新东方创新及启发式教学方法，并在整个教学过程中遵循新东方文化。新东方通过在线教师培训平台以及在中国及海外开设现场培训课程提供培训。在新东方的整个营运历史中，新东方不断调整教师培训课程，力求在标准化教学（以提高效率）与创造力（以培养创新及灵感）之间达致平衡。

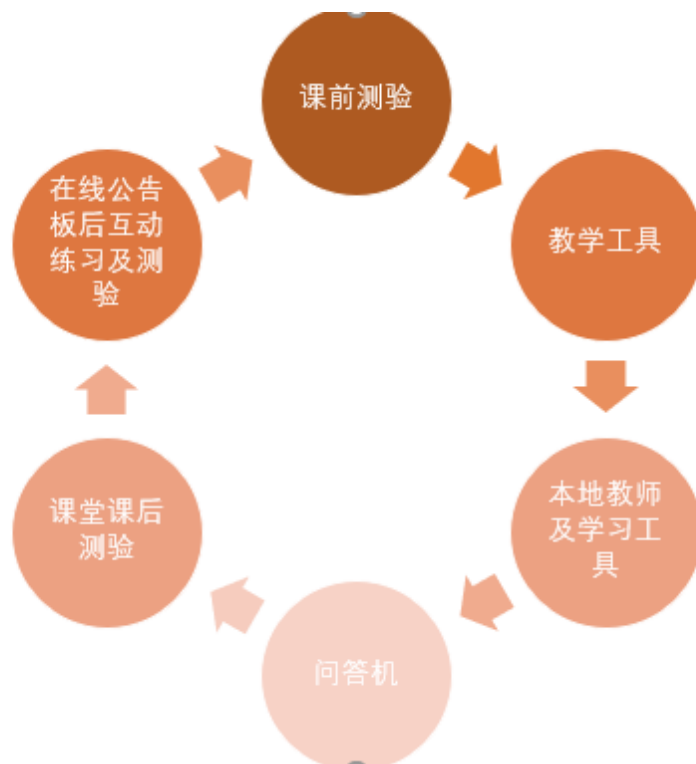
新东方利用从 OMO 系统获得的数据，从而确保整体课程的教学质量保持一致，使用

质量保证开发(QAD)系统来监察及评估教师的表现，继而找出教师的不足之处，并向彼等提供量身定制的建议，以解决有待改进的特定方面。

新东方在整个授课过程中使用可见进度系统(VPS)，提供专有的七步教学法，以标准化及保持新东方整体教育服务的教学质量，七步教学法包括：

- 课前测验（以巩固先前学习的课程材料）、
- 教学工具（有助于标准化学生笔记及掌握新的知识点）、
- 本地教师及学习工具（用于监察学生的课堂学习进度）、
- 问答机（可使教师快速确定学生课堂学习进度及彼等有待改进之处）、
- 课堂课后测验（以识别学生的学习效果）、
- 课后互动练习及测验（以供学生复习及更有效掌握新知识）、
- 在线公告板（用于发布学生的考试及测验成绩）。

图 11：新东方在整个授课过程中使用可见进度系统(VPS)，提供专有的七步教学法，以标准化及保持新东方整体教育服务的教学质量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

新东方致力于促进教师的职业发展，与别不同的商业模式使教师有机会接触各种教育场景，以增强教学经验。新东方通过提供双轨职业发展框架来激励教师，在此框架下，顶级教师可能会晋升为教师培训师，或获考虑为担任本公司的管理职位。新东方以各种措施来支持教师树立个人品牌形象及扩大彼等的个人影响力，包括帮助教师出版教学内容，并在教师的教学平台上为彼等提供更有力的支持。

新东方的薪酬方案由固定底薪及绩效花红组成。新东方向教师提供的薪酬待遇跻身于中国民办教育行业最高之列。新东方相信，具竞争力的薪酬及职业发展有助于新东方教学人员的稳定。

2.2.2.2. 完善新东方专有教学内容及方法

新东方强调教学质量的质量，这对新东方教学方法的效能至关重要。截至 2020 年 5 月 31 日，新东方约有 4000 名人员参与内容开发工作。新东方专有的七步教学法确保新东方在整个教育服务中标准化并保持一致的教学质量，为语言培训及备考课程编写了专有的教材，并利用大数据算法及庞大的学生数据库，基于学生的学习行为及表现来定制课程材料。

同时会不断更新教学资料及拓展课程设置，以确保能紧贴最新的教育趋势。此外，新东方与国际教育内容供应商合作出版内部开发的教材，令新东方从竞争对手中脱颖而出，从而使新东方能够在竞争激烈的民办教育行业中增加市场份额。

新东方通过内部开发的各种优质内容及技术应用为学生提供优质的教育内容，就教育内容设有专责而集中的内容开发团队，在内容开发过程中采用大数据分析 & AI 技术，使新东方能够自动生成适合特定课堂需求的教材，将自我调节功能纳入新东方的内容，并根据学生的反馈进一步完善内容。

新东方已与剑桥大学出版社、牛津大学出版社、美国教育考试服务中心、Cengage Learning、英国北方大学联合会（NCUK）及其他教育内容供应商合作，以在中国编写及发行本地化精选教材。根据弗若斯特沙利文的数据，新东方是中国民办教育服务提供商中最早与国际教育教材供应商合作的先行者，早在 2005 年便已开发及发布本地化及定制的教材及内容。截至 2020 年 5 月 31 日止财政年度，新东方撰写及编辑约 260 个书目，并在中国发行约 1710 余万本由新东方编写或许可的书籍。

新东方还向学校及机构客户（例如大学、公共图书馆、电信营运商及在线视频流服务提供商）提供教育内容数据包，进一步证明新东方的内容已获机构客户及供应商的市场认可。

2.2.2.3. 高管团队管理经验丰富，行业认识深刻

新东方的管理团队在教育行业拥有共约 70 年经验，且紧跟行业每项新发展变化，以确保新东方能继续为客户提供最佳的产品及服务。

新东方的创始人兼执行主席俞敏洪先生为一位著名的英语教学专家，在教育行业拥有逾 35 年经验，是中国教育界的领导者。俞敏洪先生是中国民主同盟中央委员会教育工作委员会副主任，并荣获众多奖项，包括于 2019 年获环球网评选为年度教育影响力人物，2018 年获中央统战部及中华全国工商业联合会评选为改革开放 40 年杰出企业家，以及于 2018 年获全球华人慈善基金联合会评选为 2017 - 2018 年全球华人教育领军人物。

新东方的董事兼行政总裁周成刚先生于本公司任职逾 20 年，历任多个职位，对新东方业务的所有关键方面具有透彻了解，并于教育及媒体领域拥有逾 33 年经验。新东方的首席财务官杨志辉先生于本公司任职逾 14 年，历任多个职位，于教育、会计及金融领域拥有逾 23 年经验。

新东方的其他管理团队亦对中国民办教育行业拥有丰富的经验及深刻的知识。新东方的管理团队对教育充满热诚，并致力于提供最优质的教育服务，新东方相信这将继续推动新东方的业务增长、提升新东方的品牌及实现新东方的目标。

2.2.2.4. 升级技术能力，深度实现线上线下融合

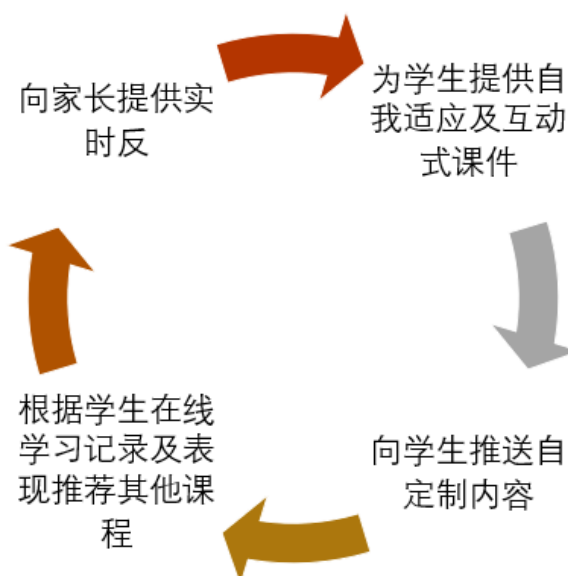
强大的技术能力使新东方能够提供卓越的学习体验及提高营运效率。新东方聘请经验丰富的研发人员来构建、维护及提升新东方的技术及系统。随着线上线下整合的发展，近年来新东方增加了研发人员的人数。**截至 2018 年、2019 年及 2020 年 5 月 31 日，新东方分别有约 900 名、1800 名及 4000 名研发人员。**

新东方的线下网络及营运已与线上技术相整合用于教育服务及营运。新东方的 OMO 系统是上述整合后的核心。新东方于 2014 年开发并推出 OMO 系统，将其作为标准化数字课堂教学系统，以将新东方的线下教材及教育资源数字化。

凭借新东方的技术进步，多年来不断提升 OMO 系统的功能及特性，并已发展成为在线教育系统，其中包含一整套技术及计划，可补充及支持学生的线下学习活动及改善学生的学习体验。OMO 系统已广泛整合至新东方的教育服务及营运中。

利用新东方的大数据分析功能，OMO 系统提供多种使学生、教师及家长受益的互动式在线学习功能，包括为学生提供自我适应及互动式课件、向学生推送自定制内容、根据学生在线学习记录及表现推荐其他课程、向家长提供实时反馈，以帮助改善学生的学业表现及将教师、学生及家长紧密相连。

图 12：OMO 系统提供多种使学生、教师及家长受益的互动式在线学习功能



资料来源：公司公告，天风证券研究所

OMO 系统亦可通过标准化及结构化的流程，帮助教师对线上及线下课程进行备课。凭借新东方丰富的数据库，可自动生成教材，并根据具体的授课需求量身定制。由 OMO 系统提供支持的线上及线下教育的整合使新东方能够快速适应不断演进的民办教育行业趋势，巩固新东方在民办教育行业中的领导地位。新东方针对低线城市的学生量身定製的双师模式实现了高扩张能力，并提供了新的创新课程设置来应付未满足的学生需求。

在长期的营运历史中，新东方积累了庞大的学生数据库，其中包括复杂的学生学习行为及表现数据，以及关于教学技巧、材料及资源的大量数据，同时亦保持了高标准的数据保护和隐私。新东方使用算法、模型及数据分析工具构建了强大的数据分析功能。

OMO 系统利用大数据分析来提高新东方的营运效率，包括了解学生的学习需求及为每名学生生成定製的教学内容及服务，并允许教师通过标准化及结构化的流程进行备课。

OMO 系统不仅得益于在新东方长期的大规模营运历史中积累的大量数据，还通过各种介面及终端不断从教育生态系统的所有参与者（例如学生、教师、家长及管理人员）中积累更多数据。由于数据库会随着新数据的积累而扩展，新东方将继续提高及发展数据分析能力。数据的持续积累使新东方能够开发新的教学服务，从而将新数据反馈回系统中，从而形成良性循环。

3. 新东方 3.0：K12 成中流砥柱，34 线逐步下沉，行业整顿利好龙头

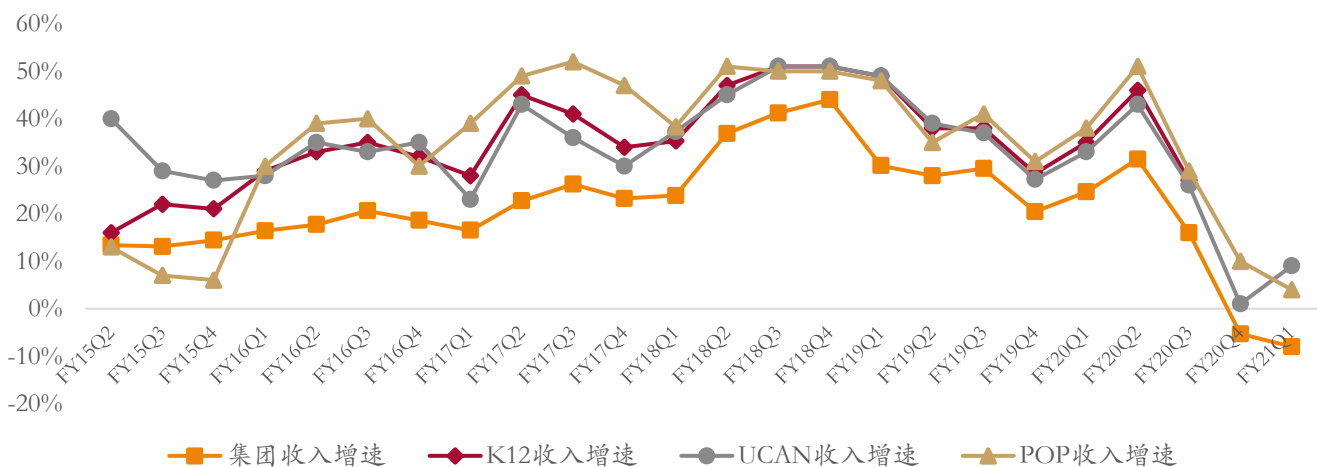
3.1. FY15 起至今 K12 业务领跑集团，疫情时期率先恢复

上文我们分析了新东方 1.0、2.0 时代，借助出国语培起家后，新东方先后遭遇浑水危机与网点盲目扩张带来的利润减少；然而作为国内 K12 教培巨头，新东方依靠超强品牌效应、坚定深入转型，果断有效的执行力实现营收利润以及学员、网点等再次增长。

从已跟踪的新东方各线条业务收入增速看，FY15 起 K12（优能中学+POP 少儿）业务增速始终高于新东方整体增速。

K12 如今已占新东方半壁江山，成为带动其营收业绩增长的主要驱动力。作为 K12 课外辅导+英语培训的全国教育龙头，新东方正在持续验证自身商业模式的有效性和持续成长性，未来或将延续成长，不断获取更高比例市占率。

图 13：FY15 起至今 K12 业务领跑集团，FY21Q1 率先恢复



资料来源：公司公告，天风证券研究所

以上数据可见，K12 业务已经成为新东方成长的主力军，那么新东方在经历了种种艰难险阻后又如何做大 K12 板块以及将 K12 培训发展成带动业绩增长的中坚力量呢？我们在下文的分析中会进一步讨论。

3.2. 网点扩张+VPS 渗透+双师课堂“三驾马车”尽享 K12 蛋糕

3.2.1. 可视进步教学系统（VPS）有效提升续班率与报名人次

FY15Q2 新东方启动 U-Can（优能）可视进步教学系统。优能进步可视教学体系将让学生可以直接、立刻、生动的看到自己努力的成果，令学生、家长和老师三方面均能清晰

地看到学生每一次的学习进步。

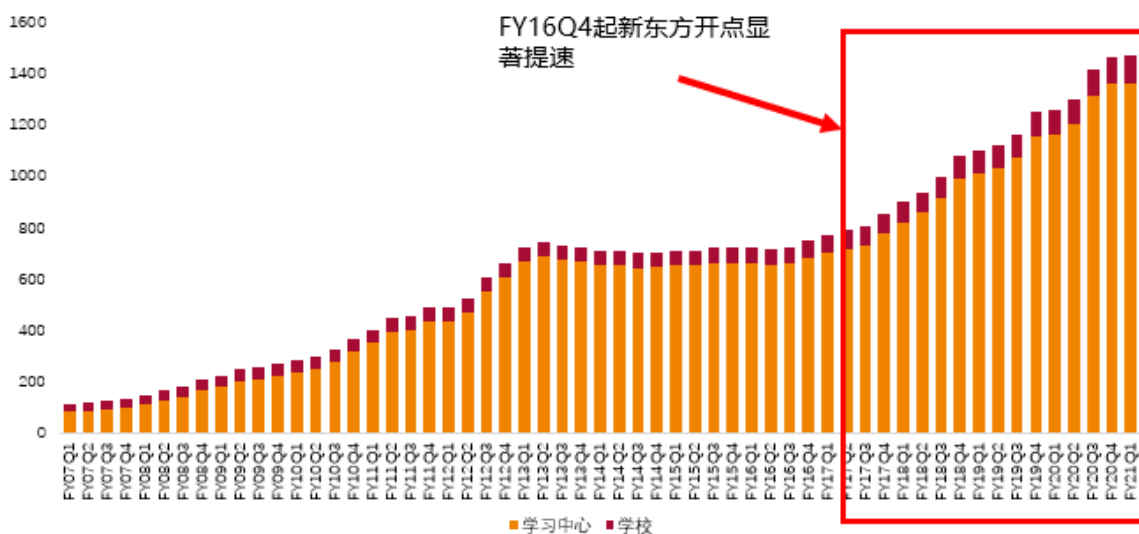
FY15Q4 可视进步教学系统覆盖 40 多个城市（尽管 2015 年初高考改革不确定性造成负面影响，但 UCan 当年实现 22% 以上收入增长）。

随着 VPS 覆盖城市的逐步扩大，新东方单季学员人次与单点人次显著提升，15Q4 同比增长 34.74% 达到 78.34 万人次。

新东方 17Q2（淡季）培训 131 万人次，首次逼平旺季 17Q1 的 132 万人次，此后 Q2 财季连续超越 Q1 财季；17Q3 培训 80 万人次，同比增长 6%，同时 FY17Q3 营收同比增长 26.21%，Non-GAAP 归母净利同比增长 43%。以上数据表明续班率持续提升，人次增长较 VPS 启动时间表现出一定滞后性也印证教学效果改善升级提升客户粘性进而带动续班率增长，侧面反映教学效果及体验再次得到家长及学生认同，口碑效应逐步显现。

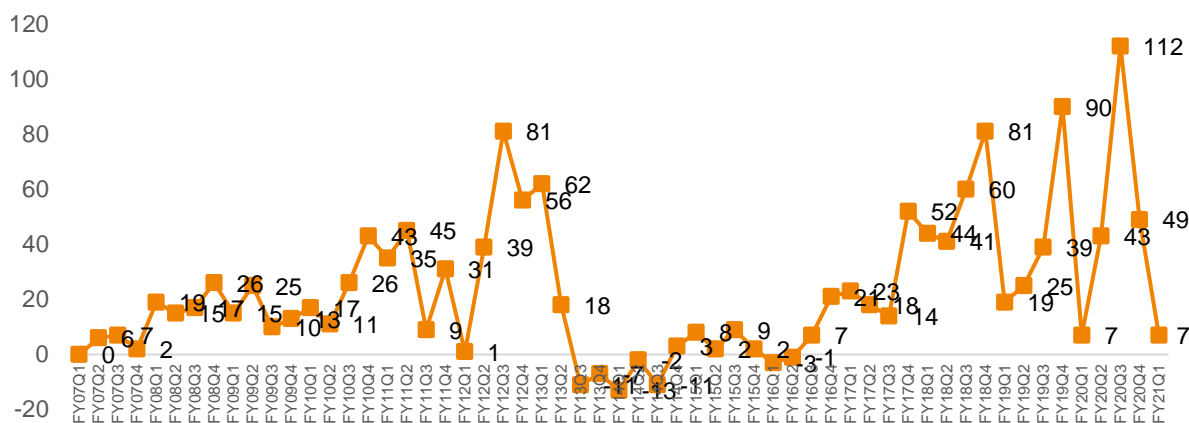
图 14：FY17Q2（淡季）学生人次首次逼平 FY17Q1（旺季）；表明续班率得到有效提升（单位：万人）





资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 16：FY15Q4-FY16Q4 新东方学习中心+学校分别环比新增 2、-3、-1、7 家，而在 FY17Q1 起新东方开点显著提速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

最新财期 FY21Q1 单季网点新增 7 个，总数达到 1472 个（其中 112 所学校，1360 家学习中心），同比增加 211 个，FY20Q2-FY21Q1，新东方学习中心+学校分别环比新增 43、112、49、7 家；近两期增速放缓主要系疫情影响线下工作开展。

3.2.3. 双师课堂到三四线城市跑马圈地

双师课堂即借助直播技术，采取“名师直播授课”方式解放名师生产力。结合线上和线下课程共同的优势，线上直播授课老师可以同时给多个平行班级上课，实现优质教师跨地区传送，充分放大名师价值。线下辅导老师能够更多地与学生一对一沟通，弥补传统班级中老师与学生沟通不足的问题。直播技术的推进将会进一步促进产业聚合，未来天然分散的教育产业或将呈现强者恒强的马太效应。

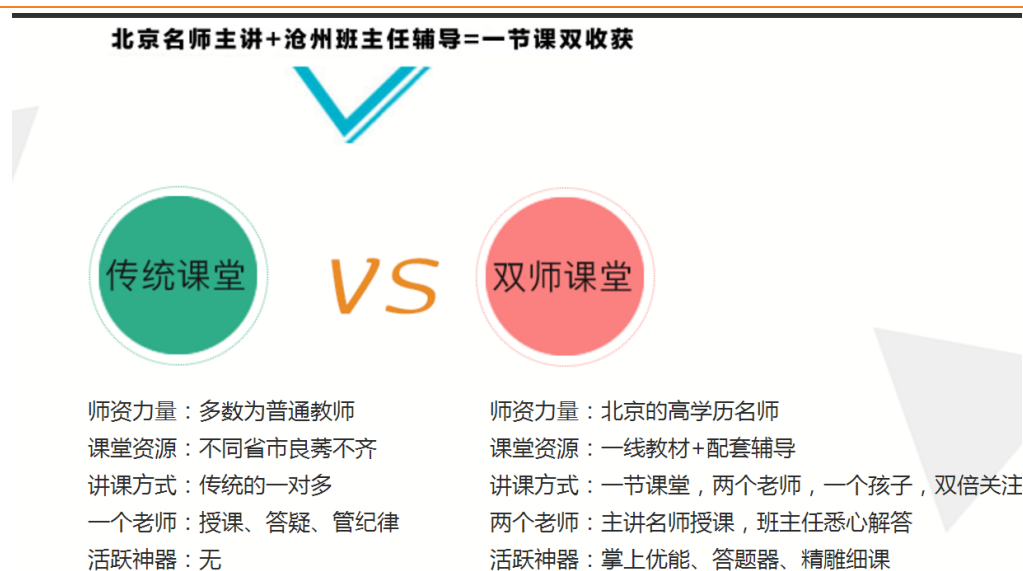
FY17Q3 在开封、沧州、秦皇岛建立双师课堂；17Q4 在安阳、邯郸建立双师课堂；截至 FY21Q1 新东方共开设 11 家双师课堂。

表 1: 截至 FY21Q1 新东方共在 10 城开设 11 家双师课堂

日期	城市									
FY17Q3 新进	开封	沧州	秦皇岛							
FY17Q4 新进	安阳	邯郸								
FY18Q1 新进	中山									
FY18Q2 新进	银川	绍兴	湖州							
FY18Q3 新进	焦作	东莞	海口							
FY19Q3 新进	新乡	绵阳								
FY20Q2 新进	承德									
FY20Q4 新进	鹤壁	驻马店	许昌	邢台						
FY21Q1 合计	沧州	秦皇岛	安阳	邯郸(2家)	新乡	承德	鹤壁	驻马店	许昌	邢台

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 17: 传统课堂 VS 双师课堂



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

3.3. 2018 年起教培行业整顿短空长多, 市值调整后再创新高

2018 年 8 月 7 日, 国务院办公厅发布《关于规范校外培训发展的意见》, 旨在切实减轻中小学生学习负担, 促进校外培训机构规范有序发展, 为该轮治理最高层面意见。

此前 18 年 2 月, 教育部连同民政部、人力资源社会保障部办公厅、工商总局办公厅发布《关于切实减轻中小学课外负担开展校外培训机构专项治理行动的通知》, 指出近年来一些面向中小学生举办的校外培训机构开展以应试为导向的培训, 造成学生课外负担过重, 社会反响强烈。为迅速遏制当前存在的突出问题, 教育部等决定联合开展专项治理行动。治理为教育部层面, 全国范围自上而下摸排整顿, 范围涵盖教培机构证照及授课内容。

18 年 5 月, 教育部通报近期校外培训机构治理工作情况, 截至 5 月 23 日已摸排校外培训机构 12.8 万所, 其中存在重大安全隐患机构占已摸排机构总数 7.83%; 无证无照机构占已摸排机构总数 34.69%; 有照无证机构占已摸排机构总数 30.05%。

图 18：2018 年开启一轮教培行业整顿曾对股价造成阶段性影响



资料来源：wind，天风证券研究所

规范内容主要主要体现在：

- 1、再次明确证（办学许可证）照（营业执照）必要性，同时明确办学许可证颁发责任人，在规范市场同时明确责任有利于加快落地实施
- 2、通过细化监管内容、时间、收费等方式进一步加强管控，避免提前教学，提升难度对中小学生课业负担的加重，引导教培机构由应试型培优培训向同步辅导转变，进而间接减轻中小学择校压力。

国务院办公厅发文规范校外培训机构发展，体现自上而下对于整顿课外教培市场的坚定态度，政策意见整体沿袭此前监管口径，规范以“应试”为导向，造成中小学生课外负担过重，增加家庭经济负担的部分教培机构。

政策旨在规范市场发展，而非打压教培，未来行业趋势或向头部机构集中，大型机构受益规范成本较低及中小机构关停流量，行业马太效应或逐步显现。长期来看教育资源不均以及大家对优质教育资源的争夺仍支撑 K12 教培市场需求。

4. 新东方 4.0：发力 OMO+新东方在线，延续 K12 第一品牌辉煌

4.1. OMO 数字化升级教学场景，提至重要战略高度

OMO（online-merge-offline）系统是新东方疫情期间用于将面授课程转化为线上课程的在线直播平台——云教室 app。

图 19：OMO（online-merge-offline）系统是新东方疫情期间用于将面授课程转化为线上课程的在线直播平台——云教室 app

流畅、强互动、超有趣的直播方式



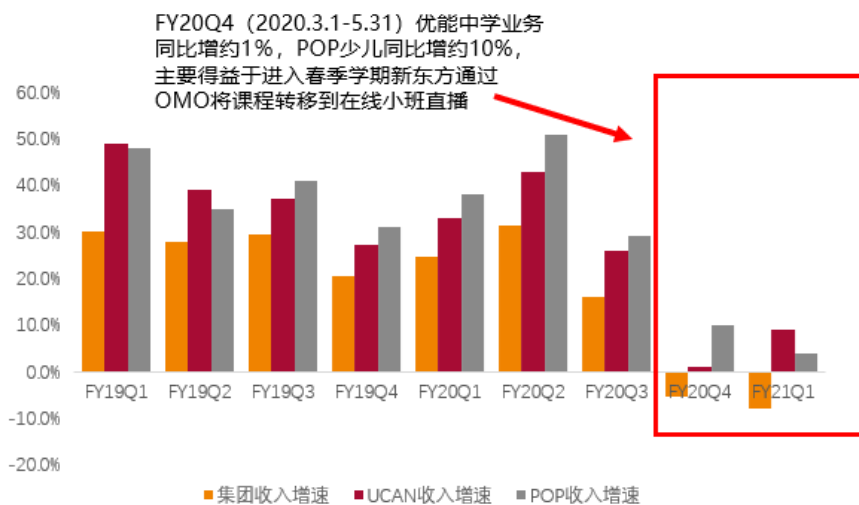
资料来源：公司官网，天风证券研究所

OMO 系统成效显著助力新东方顺利度过疫期，同时提升续班留存率，未来仍将加大相关投入。新冠疫情自 20 年 2 月起在全球的大爆发，国内线下学校复课时间推迟等不可控因素给课外教培带来持续挑战。是多年来一直不断努力升级的 OMO 系统，让新东方能迅速迁移所有线下课程到线上，大幅减少疫情对公司业务造成影响，并让公司在相关季度逆势增长。

FY20Q4（2020.3.1-5.31）新东方收入同比减少 5.3%，其中海外考试同比减少约 52%，出国咨询业务同比增长 6%，而优能中学业务同比增约 1%，POP 少儿同比增约 10%，主要得益于进入春季学期，新东方继续通过自主研发的 OMO 系统将课程转移到小型在线直播课程上。

同时，退班率已经趋于稳定并回到正常水平。此外新东方冬季班续春季班以及春季班续夏季班留存比率均高于去年同期，反映新东方 OMO 系统在线课程得到学生认可和欢迎。

图 20：FY20Q4（2020.3.1-5.31）优能中学业务同比增约 1%，POP 少儿同比增约 10%，主要得益于进入春季学期新东方继续通过自主研发的 OMO 系统将课程转移到小型在线直播课程上



资料来源：公司公告，天风证券研究所

FY21Q1 新东方在大约 20 个现有城市推出 OMO 在线课程，并吸引数量可观的新客户，OMO 战略将在 2020 年内有效地增加招生人数并加快业务复苏。

随着在线教育需求日渐庞大，新东方将重点投入更多资源来推进具高增长力的 OMO 战略，把服务覆盖范围扩展至更多的城市和学生户。这种新业务模式正是未来发展的重点趋势，并可在未来几个季度大幅提升新东方的招生能力和盈利能力。

此外，新东方还重点投入更多资源在纯线上教育平台——新东方在线，以升级其 APP 和线上平台，强化整体课堂学习体验并开发教师培训体系。

4.2. 新东方在线：东方优播差异化定位，大班加速弯道超车

新东方在线由新东方于 2005 年成立，现为综合线上教育服务提供商，主要提供大学教育、K12 教育、学前教育及向机构客户提供教育产品四类产品。

新东方在线于 2019 年 3 月 28 日登陆港交所，并于近期 2020 年 9 月 8 日发布配售方案。拟以 3.87 美元/股，约合 30 港币/股，向新东方以及 Tigerstep（俞敏洪全资持有）合计发行 5943.2 万股股份，其中新东方认购 5168 万股，约合 2 亿美元；Tigerstep 认购 775.2 万股股份，约合 0.3 亿美元；所募集款项主要用于销售及营销；技术基础设施以及教师激励。

本次配股完成后，新东方持股 55.2% 仍为控股股东，Tigerstep 持股 2.36%，实控人仍为俞敏洪；总股本为 9.99 亿股。

图 21：新东方在线大事表



资料来源：公司官网，天风证券研究所

4.2.1. 疫情助推在线教育渗透，在线大班迎历史发展机遇

2020 年新冠疫情对在线教育产业发展或具有历史性意义，一方面在线消费习惯培育成熟，渗透率有效提升；另一方面，流量有效增厚后续转化蓄水池；头部机构借助品牌资源优势加剧行业集中度提升。疫情前好未来新东方等传统教培巨头以及猿辅导、跟谁学、作业帮等线上机构已针对全国在线教育市场展开激烈争夺，重金培养用户习惯同时抢占客户。本次疫情由于导致线下机构延期授课，有效助推全国大批存量用户走往线上，体验在线教育模式效果；此前行业通过低价班、广告等形式吸引，目前用户主动寻求在线机构学习。

疫情期间，新东方在线 K12 大班推出春季正价班免费学，借助品牌实力快速覆盖全国用户。在带来巨额流量同时，虽然短期影响 FY20H2 大班收入，但对于相较行业起步略晚的新东方在线大班课相当注入一剂强心针，外部环境推动业务加速成熟。

4.2.2. 东方优播出奇制胜，逐步进入业绩释放期

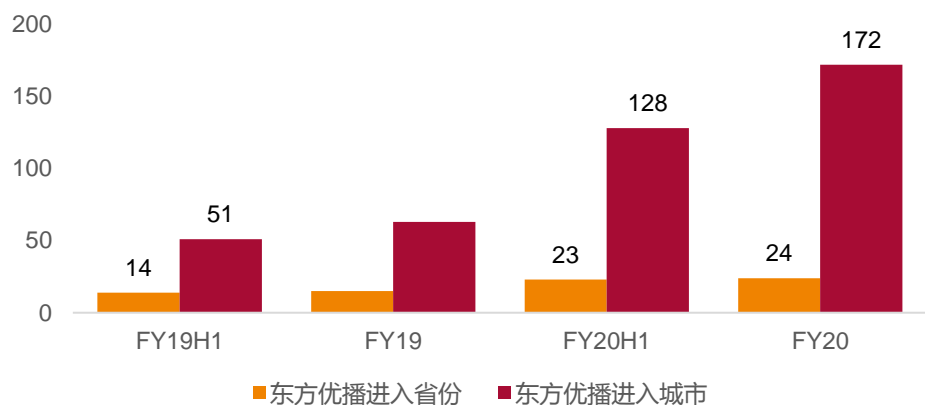
东方优播（新东方在线 100%持股）模式成熟，差异化攻占三四线城市市场，进入快速成长期。作为新东方在线全资子公司东方优播，具有较强的差异化定位及竞争优势。就未来发展来看：

一方面，盈利拐点初现，FY20H1 毛利率转正。由于东方优播采取模式相对较“重”的线下地推及小班教学，故存在一定培育期；伴随人数增加及成熟网点占比提升实现业绩逐步释放。东方优播截至 FY20 进入全国 172 城；FY20H1 毛利率转正 5.3%迎业绩拐点，后续借助线上规模效应毛利率或逐步增至 30%+。

另一方面，加速城市覆盖。截至 FY20 东方优播已进入中国 24 个省的 172 个城市，同时未来计划加快发展速度。新东方在线收购其剩余 49%股权后，或能更好使用新东方在线集团力量来招聘教师、培训店长，实现母公司赋能。

新东方在线通过东方优播扩展至低线城市，享有明显先发优势，并受益低线城市因消费者消费及生活水平不断提高而带来的需求增长。未来东方优播将扩大其足迹甚至深入至县级城市，同时进一步加强及扩阔在现有地方城市的客户基础。

图 22：东方优播截至 FY20 进入全国 24 个省份的 172 座城市



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.3. 财务经营更新：暑期缩短致 FY21Q1 收入减 8%，业务快速恢复积极产能扩张

4.3.1. 收入保持稳定增长，K12 为核心引擎

2020 年 10 月 13 日，新东方公告 FY21Q1 财报，业务区间为 2020/6/1-2020/8/31，当期收入 9.864 亿美元，约合 66 亿人民币，同比减少 8%，本期收入减少主要系今年夏季班和秋季班的招生时间比往年晚，许多主要城市暑假也缩短了一到两周，北京等城市更是受疫情影响复课时间有所延迟。

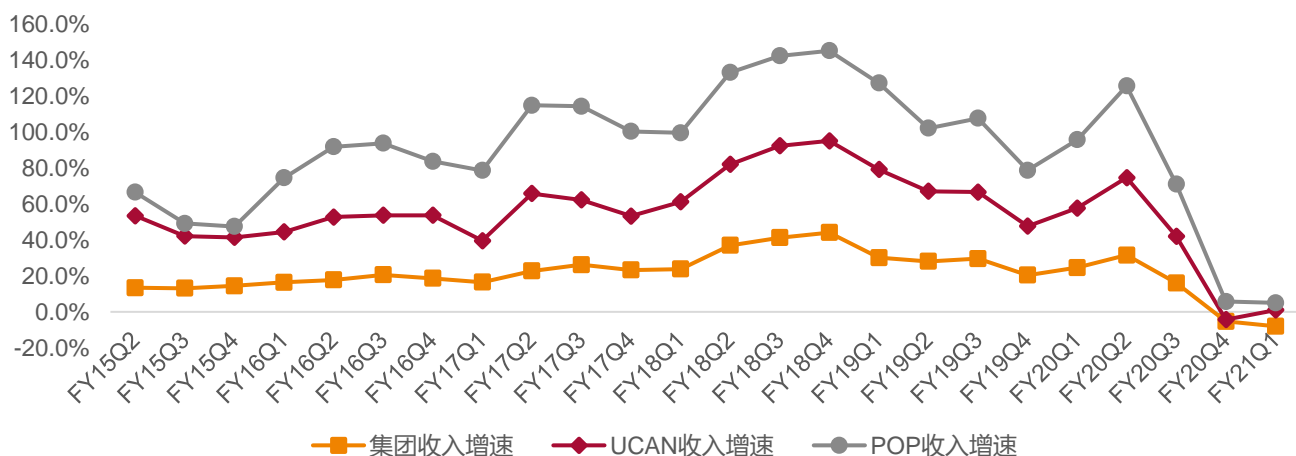
其中 K12 业务 FY21Q1 收入同比增长约 8%，其中优能中学收入同比增长 9%，POP 少儿收入同比增长 4%。

图 23：新东方 FY21Q1 当期收入 9.864 亿美元，约合 66 亿人民币，同比减少 8%



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 24：K12 为核心引擎，FY21Q1 优能中学收入同比增 9%、泡泡少儿收入同比增 4%，同期集团收入增速为 -8%



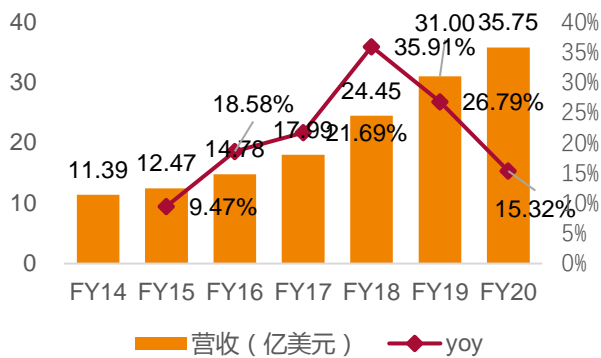
资料来源：公司公告，天风证券研究所

若按年度来看，新东方最近完整财年 FY20（2019.6.1-2020.5.31）收入 35.75 亿美元，约合 239 亿人民币，同比增长 15.32%，近三财年收入增速有所放缓 FY18-20 年分别为 35.91%、26.79%以及 15.32%。

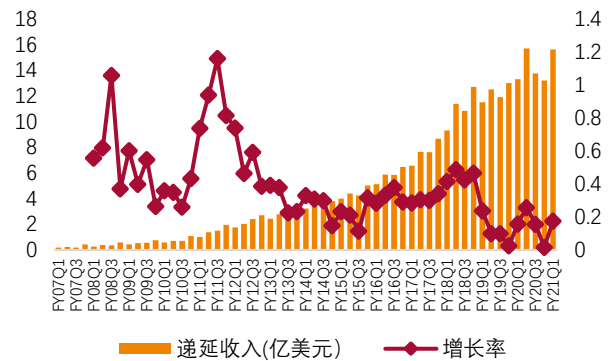
从递延收入来看，截至 FY21Q1 新东方递延收入 15.631 亿美元，约合 104.7 亿人民币，同比增长 17.5%；自 FY19Q2 起递延收入增速降低主要系教培新规规定三个月预收费制度，新东方只收取春季学期部分学费所致。

图 25：新东方最近完整财年 FY20 收入 35.75 亿美元，约合 239 亿人民币，同比增长 15.32%

图 26：截至 FY21Q1 递延收入 15.63 亿美元，约合 104.7 亿人民币



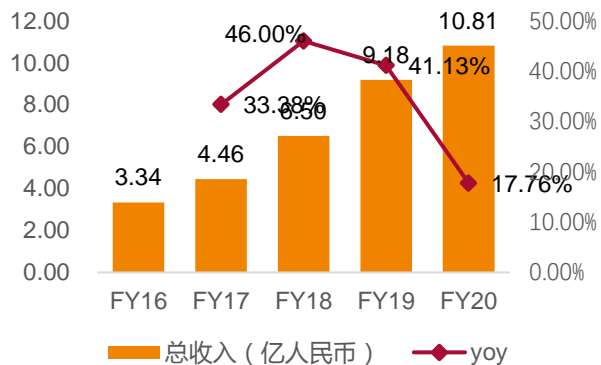
资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

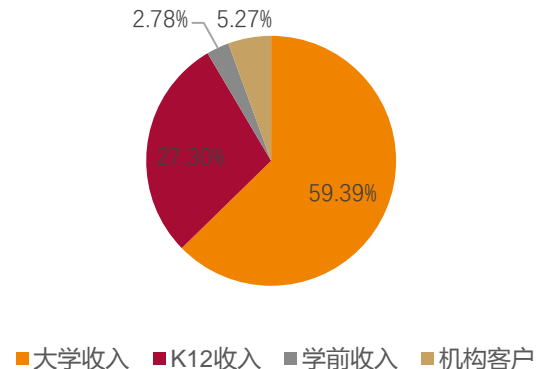
新东方在线方面，FY2020 营收 10.81 亿元，同比增长 17.57%，其中 K12 收入 2.95 亿（占总 27.29%，+9.97pct），同比增长 89.4%，主要由于东方优播课程拓展及强化新东方在线 K-12 课程的客户获取。其中我们预计东方优播收入约 1.8 亿，大班约 1.12 亿。

图 27：FY2020 营收 10.81 亿元，同比增长 17.57%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 28：K12 收入 2.95 亿（占总 27.29%，+9.97pct），同比增长 89.4%



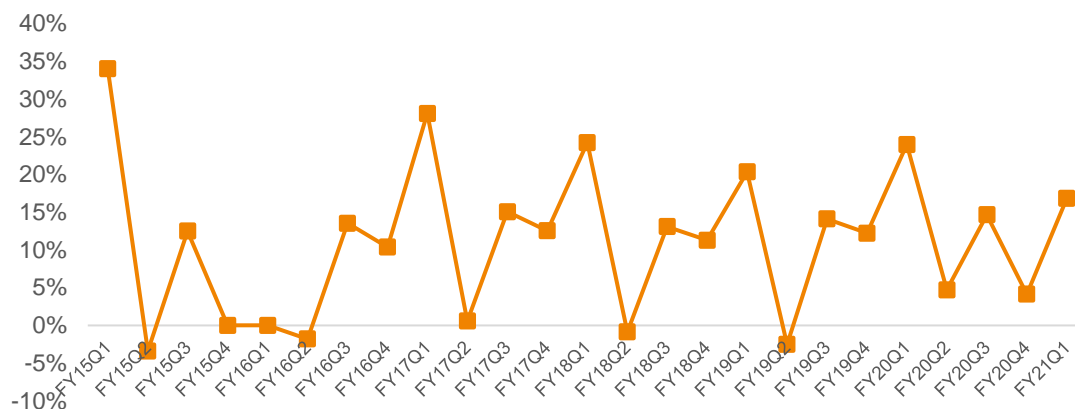
资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.3.2. OPM 区间震荡季节性较强，Non-GAAP 归母净利稳健增长

FY21Q1 新东方 Non-GAAP Operating income Margin (Non-GAAP 经营利润率) 为 16.8%，同比减少 720 个基点；为减少利润压力，新东方积极调整自身的运营策略，并在成本控制方面加大力度，预计 FY21 运营利润率趋势将会逐步改善。

回顾新东方历史 Non-GAAP OPM，基本为区间震荡趋势，且 Q1 达到峰值 Q2 为谷值，Q3Q4 有所回升，主要系 Q1 财季为新东方出国业务高峰，带动运营利润率、归母净利率增长。

图 29：FY21Q1 新东方 Non-GAAP OPM 为 16.8%，同比减少 720 个基点

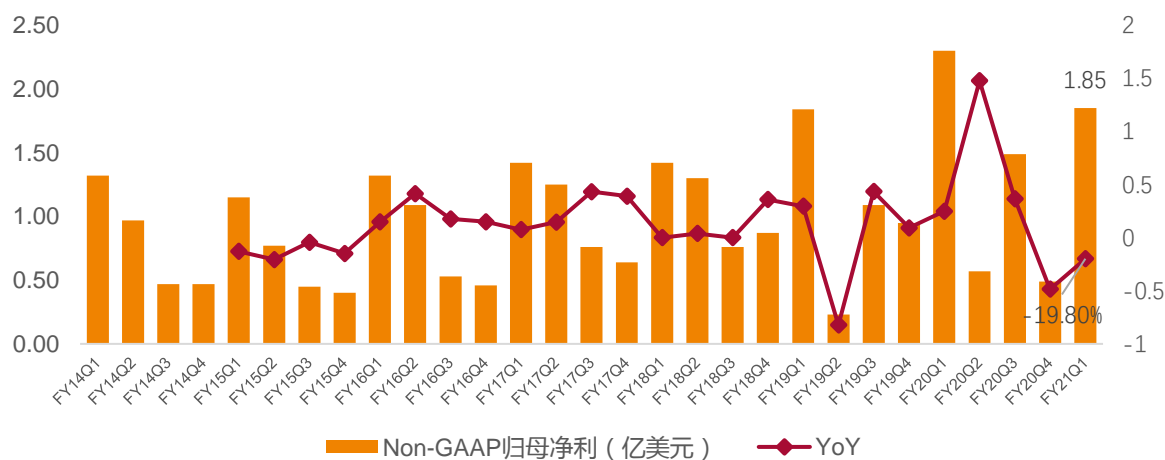


资料来源：公司官网，天风证券研究所

FY21Q1 新东方 Non-GAAP 归母净利 1.85 亿美元，同比减少 19.8%。按年度看，新东方 FY20 Non-GAAP 归母净利 4.84 亿美元，约合 32.5 亿人民币，同比增长 18%；且近五年持续保持稳定增长态势，并无太多收到在线营销的影响。

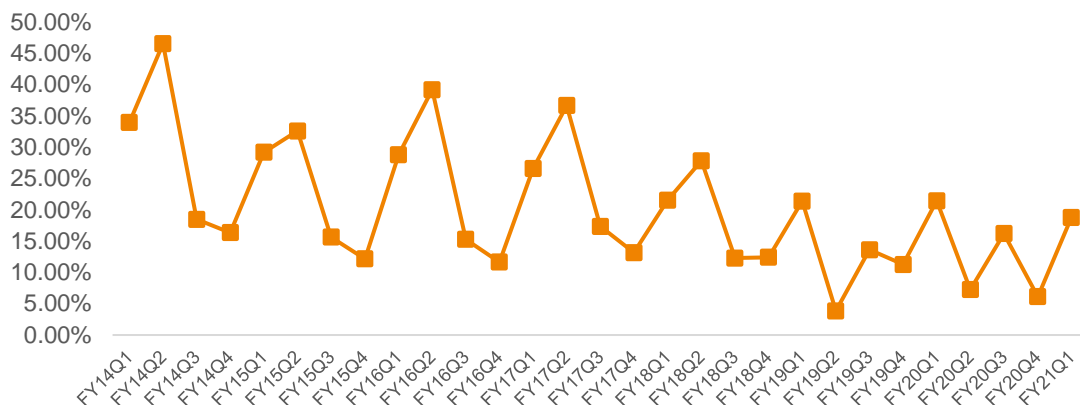
Non-GAAP net income attributable to New Oriental Margin (Non-GAAP 归母净利率) 18.7%，同比下降 280 个基点，从历史看 Non-GAAP 归母净利率呈现震荡减少趋势。

图 30：FY21Q1 新东方 Non-GAAP 归母净利 1.85 亿美元，同比减少 19.8%



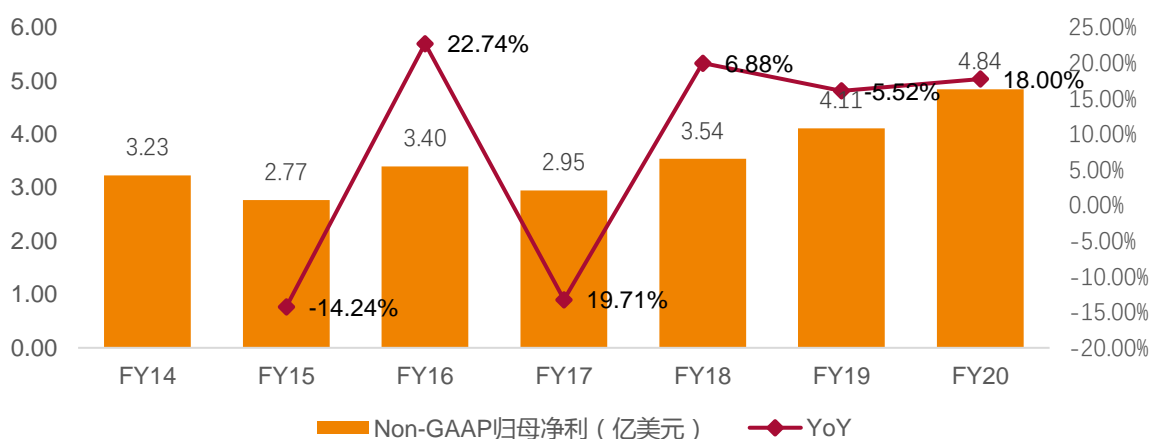
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 31：Non-GAAP 归母净利率 18.7%，同比下降 280 个基点



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 32：新东方最新 FY20 财年 Non-GAAP 归母净利 4.84 亿元，约合 32.5 亿人民币



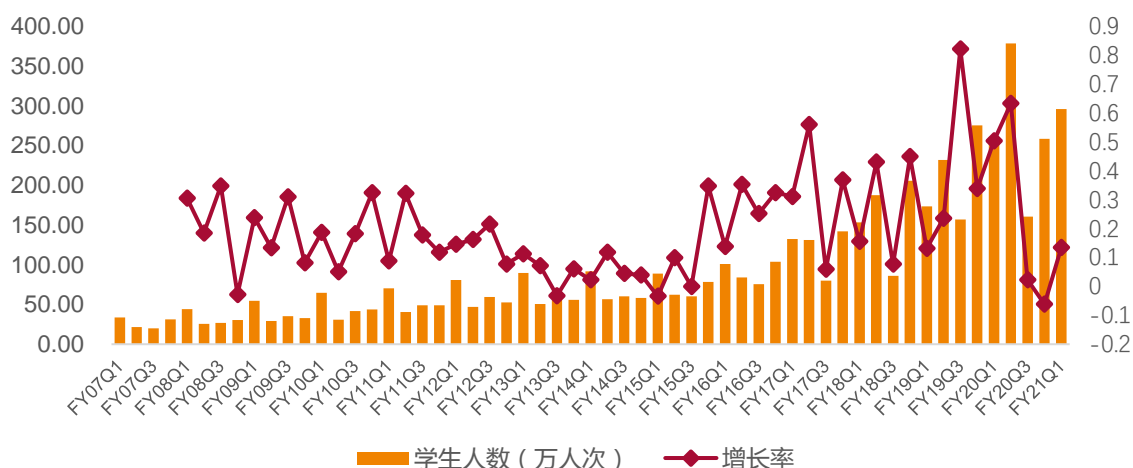
资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.3.3. 学生人数 FY21Q1 达 296 万人次，教学点合计 1472 家

FY21Q1 报名学员人数 296.1 万人次，同比增长 13.5%；在暑期促销活动中取得重大成功，学生报名人次达 107.9 万人次，同比增长 31%，学生留存比率也有所提高。从完整财年看，FY20 新东方学员达 1059.05 万人次，同比增长 26.4%。

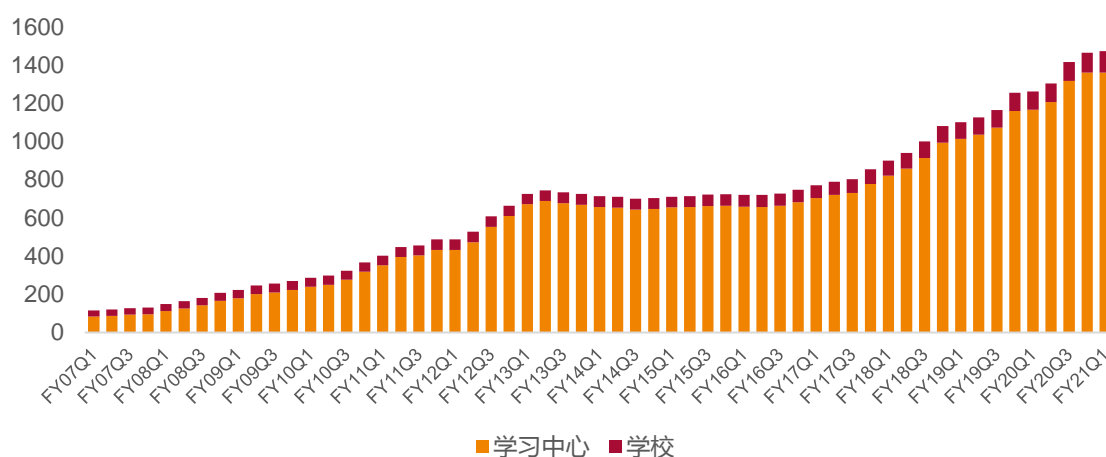
截至 FY21Q1 新东方学习中心+学校总数达 1472 家，同比增长 211 家，环比增长 7 家。FY21Q1 新东方进入七个新城市，截至一季度末新东方教室面积同比增加约 23%，环比增长 1%。此外

图 33：FY21Q1 报名学员人数 296.1 万人次，同比增长 13.5%



资料来源：公司官网，天风证券研究所

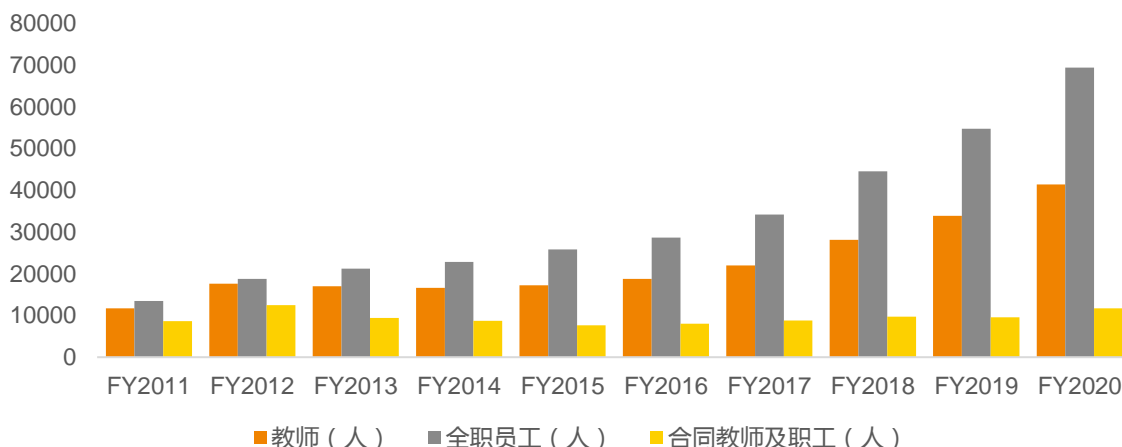
图 34：截至 FY21Q1 新东方学习中心+学校总数达 1472 家，同比增长 211 家



资料来源：公司官网，天风证券研究所

截至 FY20，新东方全职员工一共 6.9 万人，其中教师 4.14 万人，合同教师 11689 人；全职老师近十个财年以来保持持续稳定增长。

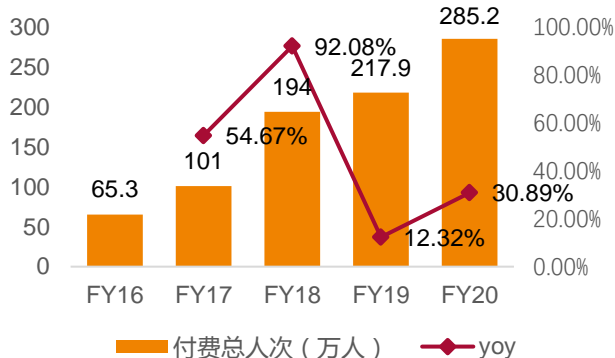
图 35：截至 FY20，新东方全职员工一共 6.9 万人，其中教师 4.14 万人，合同教师 11689 人



资料来源：公司公告，天风证券研究所

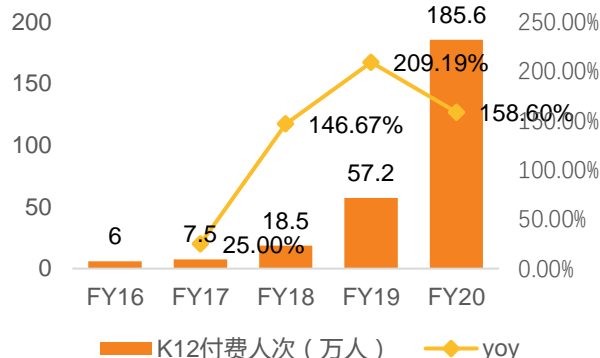
新东方在线方面，FY20 总学生 285.2 万人次，同比增长 30.89%。其中 K12 付费学生人次 185.6 万，同比增长 158.6%，其中新东方在线 K12 课程付费学生人次同比增长 269.4%，东方优播付费学生人次同比增长 184.2%。

图 36: FY20 新东方在线总学生 285.2 万人次，同比增长 30.89%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 37: 其中 K12 付费学生人次 185.6 万，同比增长 158.6%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

5. 盈利预测与估值

新东方作为 K12 课外辅导+英语培训全国教育龙头，新东方正在持续验证自身商业模式的有效性和持续成长性，未来或将延续成长，不断获取更高比例市占率。从优能开始深度转型 K12，利用网点扩张+VPS 渗透+低价班“三驾马车”尽享 K12 市场蛋糕。

进入 4.0 时代的新东方，一方面 OMO 数字化升级教学场景，并提至重要战略高度，把服务覆盖范围扩展至更多的城市和学生，并通过提供低成本的体验性优质线上课程来吸引新客户。另一方面，重点发展新东方在线，通过东方优播差异化定位，大班加速弯道超车。

我们预计公司 FY21-23 财年收入分别为 46.9 亿美元、62.5 亿美元、84.7 亿美元；Non-GAAP 归母净利分别为 5.7 亿美元、7 亿美元、9.3 亿美元，当前市值对应 PE 分别为 47x, 39x, 29x。

表 2：盈利预测与估值

	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23
营收（亿美元）	17.99	24.45	31.00	35.75	46.91	62.53	84.74
yoy		35.91%	26.79%	15.32%	31.22%	33.30%	35.51%
教育服务（亿美元）	16.09	21.65	27.85	32.30	43.01	58.12	79.71
人次（万人次）	485.83	632.94	838.10	1059.05	1387.36	1845.18	2491.00
yoy		30.28%	32.41%	26.36%	31.00%	33.00%	35.00%
ASP（美元/人次）	331.18	342.08	332.33	305.03	310.00	315.00	320.00
图书出版（亿美元）	1.91	2.82	3.11	3.48	3.90	4.41	5.03
yoy		48.13%	10.26%	11.91%	12.00%	13.00%	14.00%
Non-GAAP OP（亿美元）	2.82	3.20	3.77	4.61	5.39	6.44	8.73
Non-GAAP OPM	15.70%	13.10%	12.16%	12.90%	11.50%	10.30%	10.30%
Non-GAAP 归母净利（亿美元）	2.95	3.54	4.11	4.84	5.74	7.03	9.27
yoy		20.00%	16.10%	17.76%	18.62%	22.41%	31.89%
Non-GAAP 归母净利率	16.40%	14.48%	13.26%	13.54%	12.24%	11.24%	10.94%

资料来源：wind，天风证券研究所

对标公司我们选择港股思考乐、美股好未来以及跟谁学，由于目前行业头部公司受发展在线教育营销推广费用拖累，故我们比较其 PS。FY21-23 财年三家公司平均 PS 分别为 8.4x、6.5x、5.4x，我们给予新东方 FY21 行业平均 8.4xPS，则对应目标市值 390 亿美元，约合 2600 亿人民币，3000 亿港元。

表 3：我们给予新东方 FY21 行业平均 8.4xPS，则对应目标市值 390 亿美元，约合 2600 亿人民币，3000 亿港元

		市值（单位亿人民币）	PS		
			FY21	FY22	FY23
TAL.N	好未来	2647.30	8.89	8.89	8.89
GSX.N	跟谁学	1107.11	9.23	5.54	3.69
1769.HK	思考乐教育	98.53	7.04	5.03	3.59
平均			8.39	6.48	5.39

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 风险提示

1.1. 收入不及预期

公司业务的成功主要取决于公司课程的学生人次及学生愿意支付的课程费用金额。因此，公司能否在课程费用并无大幅减少的情况下继续吸引学生报读公司的课程对公司业务的持续成功及增长至关重要。这进而将取决于多项因素，包括公司能否开发新课程及提升现有课程以应对市场趋势及学生需求变化、扩大公司的地域覆盖范围、在保持教学质量一致性的同时管理公司的增长、有效地向更广泛的潜在学生群体推广公司的课程、开发更多优

质教学内容或取得相关授权以及应对竞争压力。若公司无法在课程费用并无大幅减少的情况下继续吸引学生报读公司的课程，公司的总营收可能会下降，且公司可能无法维持盈利能力。

1.2. 教学质量下滑

公司的教师对保持课程、服务及产品质量以及维持公司的品牌及声誉至关重要。继续吸引精通任教学科及符合公司资格的合格教师对公司至关重要。公司亦需要聘用能够提供创新及启发式教学的教师。具备教授公司课程所需经验及语言能力的中国教师人数有限，公司必须提供具竞争力的薪酬待遇以吸引及留存合格教师。

此外，教师的忠诚度和投入度等标准在招聘过程中通常难以确定，尤其是随著公司继续扩大教师队伍以满足不断增加的学生人次。公司亦必须为教师提供持续培训，以便彼等了解最新的学生需求变化、招生及评估考试、招生标准、学校课程及有效教授彼等各自课程所需的其他主要趋势。公司可能无法聘用、培训及留存足够的合格教师，以配合公司的预期增长步伐，同时在不同地区的教育服务中保持一贯的教学质量。

1.3. 利率风险

公司承受的利率风险主要与原始到期的流动投资中的期限不超过三个月的多余现金投资，以及期限在三个月到一年的定期存款产生的利息收入有关。公司尚未使用任何衍生金融工具管理公司的利率风险敞口的工具，而生息工具带有一定程度的利率风险。公司没有预期会因利率变动而承受重大风险。但是，公司未来的利息收入可能会低于预期市场利率变化。假设利率降低一个百分点，将导致利息收入在截至 2020 年 5 月 31 日止的年度下降 3360 万美元。

1.4. 外汇风险

公司所有的收入和大部分支出均以人民币计值。公司面临的外汇风险主要涉及现金和现金等值的美元。公司认为目前没有任何重大直接外汇风险，也没有对冲外币计价的风险敞口或使用任何其他衍生金融工具的敞口。

虽然总的来说，公司的外汇敞口应限制风险，投资者在美国 ADS 中的投资价值将受到美元与人民币之间的汇率的影响，因为公司的业务价值实际上以人民币计价，而美国存托凭证则以美元进行交易。

人民币转换为包括美元在内的外币的依据是中国人民银行设定的汇率。人民币兑美元的汇率有时波动很大，甚至是不可预测的。很难预测市场力量或中国和美国政府的政策将来可能会怎样影响人民币与美元之间的汇率。

如果公司将以美元计价的金融资产转换为人民币以进行运营，则人民币对美元的升值将对公司从转换中获得的人民币金额产生不利影响。假设人民币对美国升值 10%，将会使公司 2020 年 5 月 31 日以美元计价的金融资产贬值 5,430 万元人民币。相反，如果公司决定将人民币转换为美元，以支付公司的普通股或美国存托凭证的股息或用于其他业务目的，美元对人民币升值会对公司可利用的美元金额产生负面影响。

分析师声明

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

一般声明

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

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com