

# 多产品线下存在扩张优势

新东方 (EDU.N) 首次覆盖, 买入评级, 目标价 107 美元

## 核心结论

我们首次覆盖新东方 (EDU.N), 给予买入评级, 目标价107美元。我们认为, 随着2017年入学潮开始, K12课外辅导人次将伴随着人口基数以及覆盖率的上升而加速上升, 行业迎来加速上升期。新东方作为龙头企业, 将享受行业增速红利。

新东方的多产品线结构已经产生协同效应, 并且在未来K12业务扩张时减低扩张带来的利润率压力。语言培训业务作为现金牛业务, 在K12业务进行扩张时, 其品牌认可度能为K12业务降低进入门槛, 并且能为线下设施的扩张提供稳定的现金流支持

双师课堂将成为未来扩张的主要驱动力。在行业龙头享受增速红利的情况下, 行业集中度上升。这个问题在一线城市将尤为突出。双师课堂为机构带来了面向低线城市的扩张优势、模式达到成熟时带来利润率优势, 以及在技术不断迭代中带来竞争优势。

**盈利预测及投资建议:** 我们预计F2018/F2019 Non-GAAP EPADS分别为16/19.9人民币, 给到对应每ADS股价107美元。107美元目标价对应F2018/F2019 Non-GAAP PE为44x/35x。

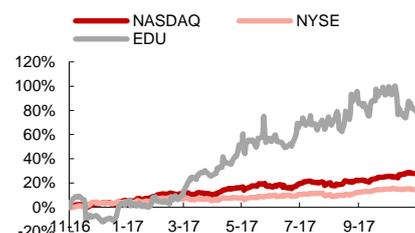
风险提示: K12行业增速不如预期, 行业竞争加剧, 扩张过程中利润下降过快。详见报告末尾风险提示

## 核心数据

	F2016	F2017	F2018E	F2019E	F2020E
营业收入 (百万元)	9573	12338	16037	20454	26130
增长率 (%)	24%	29%	30%	28%	28%
净利润 (百万元)	1456	1898	2243	2934	3439
增长率 (%)	22%	30%	18%	31%	17%
每股收益 (EPS)	9.28	12.01	14.16	18.44	21.29
市盈率 (P/E)	64.97	50.17	42.58	32.68	28.30
市净率 (P/B)	10.02	8.12	6.72	5.53	4.63

公司评级	买入
股票代码	EDU
目标价格	107
前次评级	
评级变动	首次
当前价格	88.57

近一年股价走势



## 分析师

王艳茹 S0800517050001  
021-38584240  
wangyanru@research.xbmail.com.cn

## 联系人

杨振艺 S0800117110039  
021-38584237  
yangzhenyi@research.xbmail.com.cn  
许光辉 S0800117080002  
021-38584237  
xuguanghui@research.xbmail.com.cn

## 相关研究

## 索引

## 内容目录

新东方布局全教育产业 .....	5
教育行业多点开花 .....	5
多产品策略带来协同效应 .....	7
新东方享受 K12 行业增速红利 .....	9
K12 行业在大体量下实现高增长 .....	9
主要驱动力是补课人次 .....	9
补课人次增长的背后是同辈竞争和中产焦虑 .....	10
一线城市寡头竞争，低线城市仍分散 .....	11
扩张助力龙头企业增速高于行业 .....	12
龙头招生人次增长高于行业 .....	12
试错成本与品牌效应是新东方享受增速红利的原因 .....	13
大机构并存，小机构被挤压 .....	13
快速扩张下存在利润压力 .....	14
语言培训业务为扩张提供支持 .....	16
语言培训是现金牛 .....	16
语言培训业务品牌效应仍在加强 .....	16
语言培训业务向外辐射 .....	16
稳定的业务提供稳定的现金流 .....	17
语言培训为扩张提供利润基础 .....	18
双师课堂是未来扩张的主要驱动力 .....	20
高集中度带来扩张问题 .....	20
双师课堂为扩张提供新的路径 .....	21
双师课堂带来利润率优势 .....	23
双师课堂使大机构竞争优势更加明显 .....	24
公司估值 .....	26
DCF 目标价=\$107@RWACC=14%,terminal growth=2% .....	26
分部估值 .....	26
同业比较 .....	28
同业估值比较 .....	28
PEband 图 .....	29
风险提示 .....	30

## 图表目录

图 1: 中国教育市场规模 (单位: 亿元) .....	5
图 2: 主要子行业增速 .....	6
图 3: 新东方市场费用占现金收入变化 .....	8
图 4: 新东方每人次管理费用变化 .....	8
图 5: 中国 K12 学生人数 (万人) 以及增速 .....	9
图 6: 中国 K12 课外辅导覆盖率 .....	10
图 7: 日本 K12 课外辅导覆盖率 .....	10
图 8: 高线城市 K12 学生占比变化 .....	10
图 9: 新东方 K12 业务报名人次 .....	12
图 10: 新东方 K12 业务报名人次与行业对比 .....	12
图 11: 中国 K12 补课人次增长率 .....	13
图 12: K12 报名人次占有率 .....	14
图 13: K12 营收占有率 .....	14
图 14: 新东方每教学中心 K12 报名人次 .....	14
图 15: 新东方单位报名人次费用 (K12 业务) .....	15
图 16: 新东方教学中心变化 .....	15
图 17: 中国出国留学人员数量变化 .....	16
图 18: 出国留学人员增速与新东方收入增速对比 .....	16
图 19: 新东方品牌影响力辐射 .....	17
图 20: 各教育公司经营性现金流占收入比例 .....	17
图 21: 各教育公司经营性现金流与资本性支出比例 .....	18
图 22: 同类课程价格比较 .....	18
图 23: 双师课堂带来的扩张路径改变 .....	22
图 24: 毛利率随满班率变化 (平均满课率, 收入低于平均, 20 个教室) .....	23
图 25: 毛利率随教室数量变化 (平均满班率, 平均价格, 平均满课率) .....	23
图 26: 毛利率随每次课收费变化 (平均满班率, 平均满课率, 20 个教室) .....	24
图 27: 毛利率随满班率变化 (平均满班率, 平均满课率, 20 个教室) .....	24
图 25: 一年前置 Non-GAAP PE (西部预测) .....	29
图 26: 一年前置 Non-GAAP PE (彭博一致预测) .....	29
表 1: 主要教育子行业一览 .....	6
表 2: 新东方在各子行业的布局 .....	7
表 3: 新东方投资案例 .....	7
表 4: K12 行业市场规模测算 .....	9
表 5: 各城市培训机构教学中心数量 .....	11
表 6: 新东方教育海外应试英语培训收费 .....	18

表 7: 启德教育海外应试英语培训收费 .....	19
表 8: 新东方及学而思在各城市占有率 .....	20
表 9: 双师课堂招生人次测算 .....	22
表 10: DCF 估值表 .....	26
表 11: 分部相对估值比较 .....	27
表 12: 教育公司估值比较 .....	28

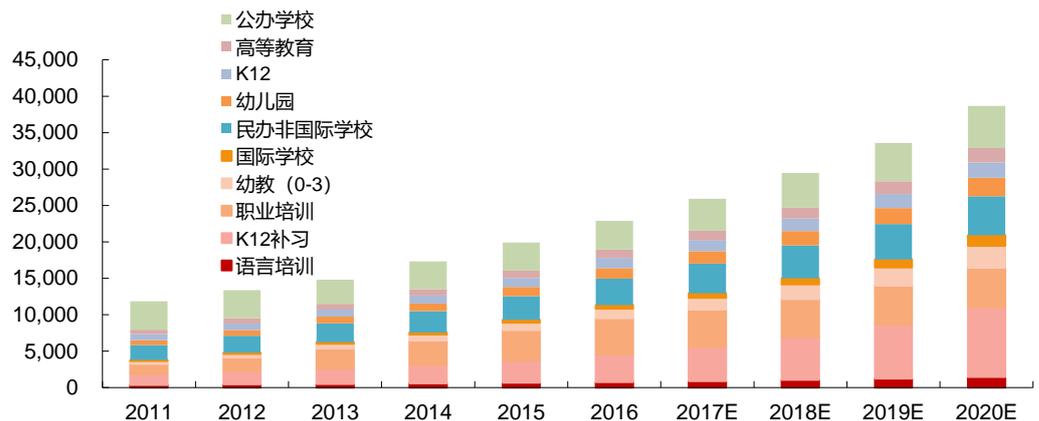
## 新东方布局全教育产业

### 教育行业多点开花

腾讯教育指出，2014年中国教育市场整体规模达到6万亿。而德勤2016年5月发布的报告指出，2015年中国教育行业总体规模超过16,000亿人民币，2020年中国教育行业总体规模将接近3万亿，年复合增长率为11.5%。6万亿扣除掉国家财政支出（2.5万亿）以及教育固定资产投资（0.6万亿）以及教辅教材这些没有直接在中产生教育服务的部分，我们认为2015年1.6万亿的市场规模是个相对准确的数字，到2020年，教育市场总体规模略约为3.2万亿。

按照德勤给出的年复合增长率来估计，2016年教育市场总体规模约为1.9万亿。将1.9万亿按细分市场划分，分别是语言培训（~780亿，占4%）、K12课外辅导（~3700亿，占20%）、职业培训（包含职业学历教育以及职业非学历教育）（~5000亿，占26%），国际学校（~500亿，占3%），民办（非国际）学校（~3400亿，占19%），公办学校（~4000亿，占21%）。

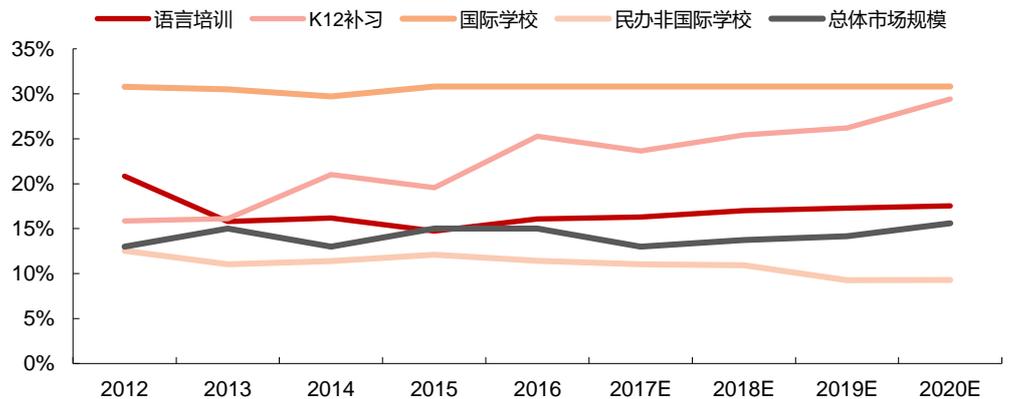
图 1：中国教育市场规模（单位：亿元）



资料来源：西部证券研发中心，腾讯课堂，德勤，新学说，教育部

各子行业体量有区别，增速也有区别。其中，国际学校由于起步时间较晚，基数较小，增速最快。K12 课外辅导在在学人口扭转下降趋势、课外辅导覆盖率加速上升的趋势下，增速将有所提高。语言培训度过出国留学热潮红利期，由留学人数驱动转向大众市场驱动，主要增长动力来源于在线英语培训。民办学校在中产焦虑的影响下受到重视，但由于受到学生生命周期的影响，收费提升有限，增速并未显著提升。

图 2：主要子行业增速



资料来源：西部证券研发中心，西部证券研发中心，腾讯课堂，德勤，新学说，教育部

表 1：主要教育子行业一览

	行业发展	2016年市场规模/2020年预计市场规模	年复合增长率
语言培训	语言培训是中国教育市场资本化的先驱。20 世纪 80 年代自费留学大门打开之后，出国热潮经久不停。出国留学人数的不断增长，是语言培训行业增长的主要驱动力。随着出国留学人数的增速放缓，以及国际学校的出现，我们认为，驱动力将由留学人数逐渐转变为大众人群。	~780 亿人民币/~1400 亿人民币	17%
K12 课外辅导	K12 课外辅导行业极其分散。直到学而思的大后台体系出现之前，K12 课外辅导行业一直以教师为主导。大后台中心教研模式出现后，行业开始出现标准化倾向。近年愈发高涨的学区房房价提升了家长对就学的焦虑，学生之间的同辈竞争带动了补课覆盖率的加速上升。我们认为，K12 课外辅导将是未来几年教育行业的主要驱动力。	~3700 亿人民币/~9500 亿人民币	27%
国际学校	国际学校是指以外语（一般是英语）为教学语言，教授外国课程（如 A-Level, AP, IB）的学校，其学生以考取国外大学为目标。随着中国对外国教育方法的认可，以及国外大学对中国学生的签证放松，我们认为国际学校将迎来快速发展。	~500 亿人民币/~1400 亿人民币	31%
民办学校	随着学区房房价上涨，优质公立教育资源成本上升。当中产阶级无法承担高房价时，对优质私立教育资源的需求应运而生。民办学校将在提供优质教育资源方面扮演更加重要的角色。	~3600 亿人民币/~5300 亿人民币	10%

资料来源：西部证券研发中心，腾讯课堂，德勤，新学说，教育部

### 多产品策略带来协同效应

新东方在多个子行业均提供教育产品，并且在部分主要赛道已经达到了龙头的领先位置。在语言培训方面，新东方作为较早进入行业的公司，拥有先发优势，并且在部分细分领域已经有很高的市场占有率。在 K12 课外辅导方面，新东方凭借其广泛的线下布局以及在语言培训领域建立的良好品牌，通过英语辅导切入，并进行扩科，已经成为行业领先龙头之一。在民办学校领域，新东方早期设立的昌平新东方外国语学校（2010 年）以及新东方扬州外国语学校（2002 年）已经达到成熟运营。

表 2：新东方在各子行业的布局

	语言培训	K12 补习	职业培训	幼教（0-3）	民办学校	教育技术	在线教育	留学咨询
新东方产品线/投资	新东方	优能、泡泡	尚德机构、斯芬满天星、凯叔讲故事	克事	昌平新东方外国语学校、新东方外国语学校	翼欧教育、鹰、义学教育	神州乐乐课堂、新东方网	前途出国
产品线最近一年收入	~34 亿人民币	~67 亿人民币			~5 亿人民币		~4 亿人民币	~10 亿人民币
主要竞争对手	环球雅思、新航学而思、学大、达内教育、正保红黄蓝、金宝贝道、华尔街英语、英孚英语、人瑞思	卓越、精锐、巨远程教育、安博	教育		博实乐、枫叶教育、宇华教育	众多	众多	启德、澳际、金吉列
行业集中度	语言培训行业分支较多，其中新东方与好未来海外应试英语培训新东方行业占有率超过 50%	行业极其分散，细分行业多，行行业分散，开始出行业分散占比均不超过 2%。大多为区域性培训机构		现连锁品牌以及在线创业项目	全国连锁品牌以及国际学校为主。高考路线民办学校以区域性为主	行业以创业公司为主，从校讯通工具到自适应学习到教育直播系	行业以在线直播为主，老牌机构从线上录播转为直播	行业龙头明显，进入门槛相对较高，格局稳定

资料来源：西部证券研发中心

除了在多个子行业提供教育产品，自 2015 年，新东方开始广泛投资各子行业的创业公司。根据 IT 桔子的数据，自 2011 年以来，新东方有 32 个投资案例，投资 29 家公司，其中教育相关企业 21 家，占有所有投资企业的 70%。2015 年及以后的投资案例数量为 25 个，占全部投资案例的 80%。我们认为，在未来，随着这些创业公司的成熟，新东方将会迎来除了内部产品线以外，外部产品带来的合作机会以及协同效应。

表 3：新东方投资案例

投资时间	公司名称	所属领域	投资轮次	投资金额
2017 年 7 月	美国亚米网	电子商务	A 轮	1000 万美元
2017 年 6 月	厦门神州鹰	教育	D 轮	亿元以上人民币
2017 年 6 月	职优你 UniCareer	教育	B 轮	5000 万人民币
2017 年 5 月	凯叔讲故事	文化娱乐	B 轮	9000 万人民币
2017 年 3 月	莱特兄弟	硬件	Pre-A 轮	数千万人民币
2017 年 3 月	EEO 翼鸥教育	教育	A+轮	数千万人民币
2016 年 12 月	容艺教育	教育	B 轮	数千万人民币
2016 年 12 月	琢磨文化	文化娱乐	A 轮	未透露
2016 年 12 月	友邻优课	教育	A 轮	未透露
2016 年 12 月	义学教育	教育	天使轮	1.2 亿人民币

2016年11月	斯芬克	教育	并购	未透露
2016年3月	厦门神州鹰	教育	B+轮	1亿人民币
2016年1月	乐乐课堂	教育	B+轮	2000万美元
2015年12月	童伴教育	教育	A轮	4500万人民币
2015年12月	优肯外教篮球	教育	A轮	数千万人民币
2015年11月	尚德机构	教育	B轮	数千万人民币
2015年10月	大街网	企业服务	D轮	2亿人民币
2015年9月	动吧体育	体育运动	A轮	3000万人民币
2015年7月	异乡好居	房产服务	Pre-A轮	1500万人民币
2015年4月	寓乐湾	教育	A轮	数千万人民币
2015年4月	乐博乐博机器人 ROBOROBO	教育	C轮	6000万人民币
2015年4月	嘿哈科技	教育	天使轮	未透露
2015年3月	决胜网	教育	B轮	数千万人民币
2015年3月	口语100	教育	B轮	数千万人民币
2015年1月	斯芬克	教育	A轮	未透露
2014年7月	优答	教育	A轮	3000万人民币
2014年3月	决胜网	教育	A轮	数百万美元
2014年3月	达内科技	教育	F轮-上市前	1350万美元
2014年1月	时差网	教育	并购	未透露
2014年1月	湖南万婴连锁幼儿园	教育	并购	未透露
2012年10月	童石网络(大角虫漫画)	文化娱乐	C轮	数千万人民币
2011年7月	大街网	企业服务	B轮	1000万美元

资料来源：IT 桔子

在教育市场整体多线并进的情况下，度过前期过度扩张导致运营效率下降的阶段后，新东方对于多个教育子行业的前期布局开始显现出协同效应。我们认为，协同效应主要体现在三个方面，1.品牌效应在不同业务线之间传导，形成类似 K12 扩科的传导效应。已有业务为新业务导流，降低新业务的招生成本。2.多产品线可以共享线下设施以及管理人员，降低单位收入所需要的管理费用。3.已经成熟的产品线，可以在其他产品线采取快速扩张策略的情况下降低扩张对利润率的影响。

图 3：新东方市场费用占现金收入变化



资料来源：西部证券研发中心，公司数据

图 4：新东方每人次管理费用变化



资料来源：西部证券研发中心

## 新东方享受K12行业增速红利

### K12行业在大体量下实现高增长

2016年，K12 课外辅导行业市场规模约为 3600 亿，占整体教育行业的 20%左右。在大体量之下，我们认为 K12 行业在 2016-2020 年进入加速上升，年复合增长率达 27%。

#### 主要驱动力是补课人次

将 K12 行业拆分开来，其驱动力无非是人数与客单价。而再深究，则是人口基数、在学率、课外覆盖率、课程收费、补课次数。这几个要素将是驱动 K12 行业增长的主要动力。我们按照这些因素进行拆分，对 K12 行业的市场规模进行了测算。

表 4: K12 行业市场规模测算

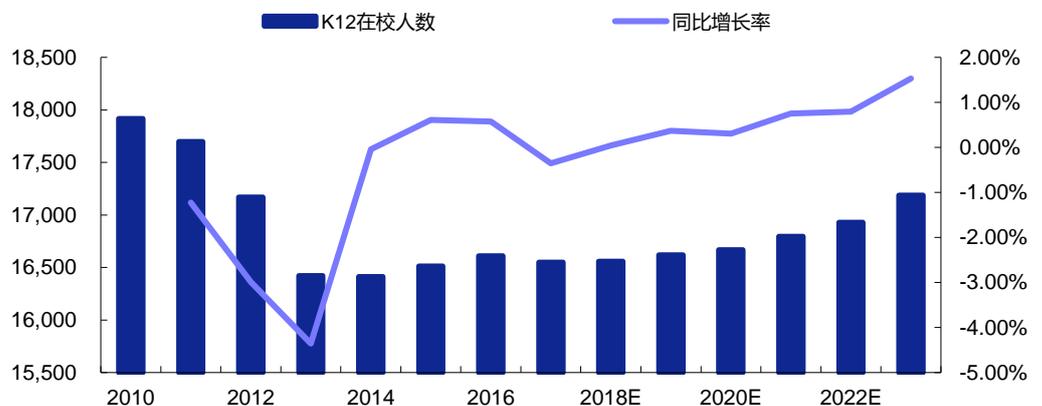
	2016	增速	2020E
K12 在校人数(万人)	16,609	CAGR:~0.1%	16,669
乘以			
覆盖率	32%	CAGR:~4ppt	46%
乘以			
收费	2,500	CAGR:~4%	2,900
乘以			
补课次数	2.76	CAGR:~12%	4.30
等于			
市场规模 (亿元人民币)	3,627	CAGR:~27.4%	9,565

资料来源：西部证券研发中心

我们认为 K12 将进入高增长阶段，主要有以下几个原因。

1. K12 学生人数上升。2010 年开始，中国出生率进入稳定上升的阶段，出生人口数量也开始呈现上升趋势。2010 年开始的出生潮，将在 2017 年开始演成入学潮，小学招生人数将逐渐上升，然后传导指初中以及高中。根据我们的估计，大约需要 2 年来消化过去 K12 招生数量下降的影响。到 2019 年，K12 学生数量将迎来上升，K12 学生数量将开始进入一个稳定的上行区间。

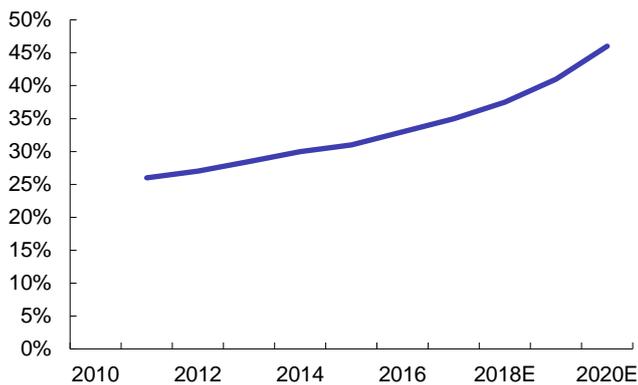
图 5: 中国 K12 学生人数 (万人) 以及增速



资料来源：西部证券研发中心，教育部

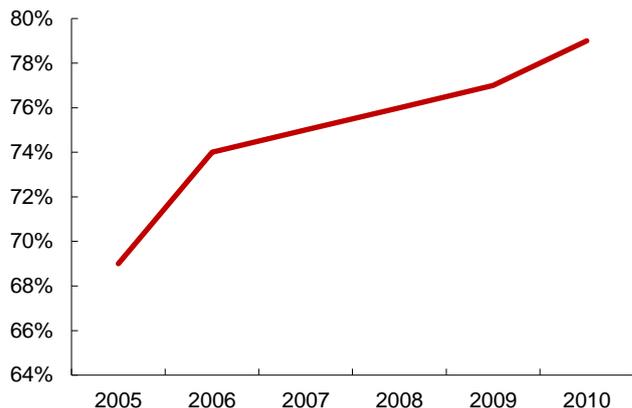
2. 课外辅导覆盖率上升。根据腾讯课堂的调研数据，2014 年中国 K12 课外辅导覆盖率约为 30%。与日本、韩国等课外辅导产业及其发达的国家相比，覆盖率还有很大的差距。根据日本文部科学省和产业经济省的数据，日本的 K12 课外辅导覆盖率在 2010 年已经接近 80%。我们认为，考虑到中国不同地区的经济差异，中国整体覆盖率并不能达到像日本这么高的覆盖率，而在一线城市，这个覆盖率是可以达到的。目前农村学生大约占全体学生数量的 25%左右。因此，如果只考虑城市学生，覆盖率在 44%左右。而在覆盖率达到一定程度之后，学生之间的竞争压力将驱使覆盖率加速上升。

图 6：中国 K12 课外辅导覆盖率



资料来源：西部证券研发中心，教育部，腾讯课堂

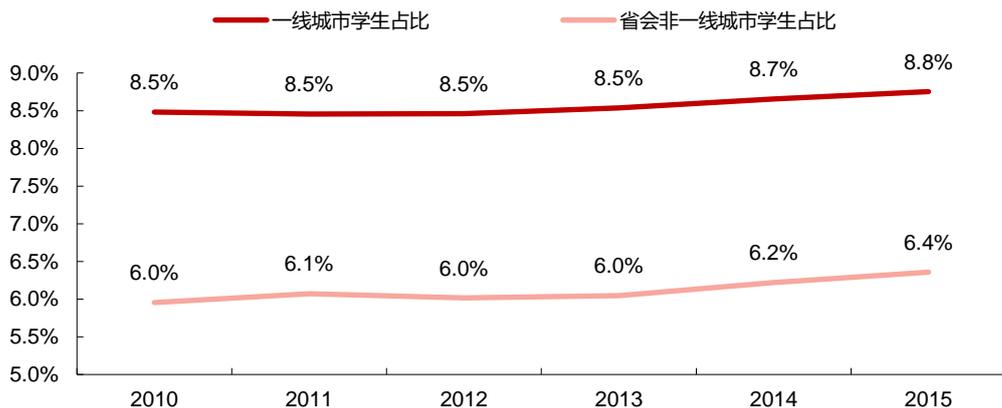
图 7：日本 K12 课外辅导覆盖率



资料来源：日本文部科学省，日本经济产业省

3. 补课次数上升。我们认为，目前中国 K12 学生大约每人参加 2.76 个科目的补习。随着课外覆盖率达到饱和，同辈竞争压力将会提升学生参补科目的数量。一、二线城市学生数量占总体比例的扩大，意味着一、二线城市的城市竞争将变得更加激烈，补课次数的上升将会是补课人次上升的主要驱动力。

图 8：高线城市 K12 学生占比变化



资料来源：西部证券研发中心，各省市统计局，教育部

### 补课人次增长的背后是同辈竞争和中产焦虑

从更大的角度看，无论是覆盖率的上升还是补课次数的上升，其背后的驱动因素都是同辈竞争与中产焦虑。目前 K12 学生家长大部分为 80 后，而这部分 80 后，恰恰是国家取消工作包分配的第一代人。自身经历使得他们对于优质教育，或者说优质教育带来的优秀成绩与未来个人成就关系，相对他们的前一代人有更深刻的理解。而房价的高速增长超越了他们自身财富积累的速度，与房子相关的优质公立教育资源渐行渐远。自身无法向后代提供财富积累的担忧，优

质教育资源的价格上涨的事实,以及对后代因没有接受优质教育而形成社会阶级倒退的恐慌,形成了当代家长的中产焦虑。中产焦虑下,家长更倾向于投资于教育,寄望于 K12 学生通过各种形式的教育能在同辈中脱颖而出,依靠后天努力而非家庭积累取得个人成就。

同辈竞争是加速 K12 行业增长的另一个原因。目前 K12 行业增长大部分来源于一线城市,即使是全国性的教育机构如新东方和好未来,其营收仍有相当大的比例来自于一线城市,一线城市学生参加课外辅导已成为普遍现象。根据统计局的数据,2010-2015 年中国 K12 学生数量下降,而一线以及省会城市的 K12 学生数量反而在上升。这意味着一线城市的学生之间的竞争将更加激烈。而普遍参辅的学生群体只能通过参加更多的辅导班,才能有机会在同辈竞争中胜出。这就是同辈竞争带来的补课次数的上升。而在非一线非省会城市,受到高线城市的辐射效应,覆盖率也开始提升。当一部分学生参加课外辅导取得成绩提高,原本与之水平相当的学生就会随即参加辅导。这就是同辈竞争带来的覆盖率的加速上升。

### 一线城市寡头竞争,低线城市仍分散

我们认为,尽管 K12 课外辅导行业将迎来一个加速上升周期,但一线城市竞争已进入白热化阶段,大机构以其统一化的教学和品牌效应提高竞争门槛,小机构很难进入。而在低线城市,尚没有一个大机构在低线城市获得明显的领先地位,大机构没有在低线城市建立起护城河,行业的进入门槛低,处于分散竞争状态。

根据我们的估计,一线城市如北上广深课外辅导覆盖率已达到 80%,省会非一线城市与课外辅导较发达的地级市课外辅导覆盖率达到 50%,课外辅导不发达地级市覆盖率为 30%,农村地区课外辅导覆盖率为 0%。尽管在总体规模上看,新东方占行业份额不到 2%,考虑到在中国庞大的城市数量以及低线城市极其分散的行业状态,龙头企业在一线城市的占有率已经相当高。

表 5: 各城市培训机构教学中心数量

教学中心数量	北京	上海	广州	成都	佛山
新东方	87	52	34	32	5
好未来	143	55	47	11	1
京翰(一对一)	38	10	5	7	
精锐(一对一)	13	58	12	5	1
龙文(一对一)	106	47	55	8	16
卓越		9	78		6
学大(一对一)	36	22	27	14	7
高思	41				
明师教育			25		5
昂立		137			
四季		31			
2016 年中小学学生人数(万人)	129.9	136.08	147.42	149.04	82.59
课外辅导覆盖率	80%	80%	80%	50%	30%
每教学中心对应学生数量(万人)	0.22	0.26	0.42	0.97	0.60

资料来源:西部证券研发中心,公司数据,各市统计局

从上表我们可以看到,在一线城市,除了全国性机构之间的竞争,机构还面临区域性大机构的

竞争，一线中心教学点林立。一线城市教学中心与参加课外辅导学生人数之比（我们用来衡量每个教学中心的潜在学生数量）很低，一线城市机构竞争激烈，几个大机构占据将近 50% 的市场份额。在课外辅导开始得较早的北京和上海，竞争尤为激烈。而广州作为进入时间比较晚的城市，竞争相对较宽松，但仍是处于高度竞争状态。从行业主要玩家的教學中心数量与参加课外辅导的学生人数的比例来看，佛山这种低线城市由于学生基数小，覆盖率低，因此即使在教学中心数量较少的情况下，比例仍然比较低。这意味着大机构对于低线城市的渗透率仍然很低，低线城市处于高度分散的状态，没有一个大机构获得比较突出的领先地位。

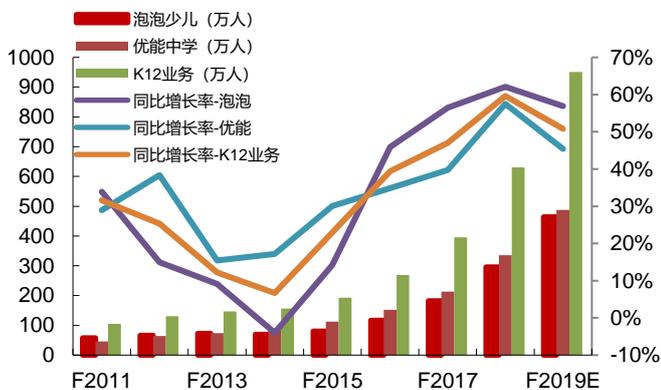
### 扩张助力龙头企业增速高于行业

K12 行业整体处于高速增长状态，我们认为，龙头企业增速将会以高于行业整体增速增长，其主要动力来自于补课人次的增长。而补课人次的增长，则来自于原有教学中心的持续招生，利用率上升，以及新教学中心的扩张。

### 龙头招生人次增长高于行业

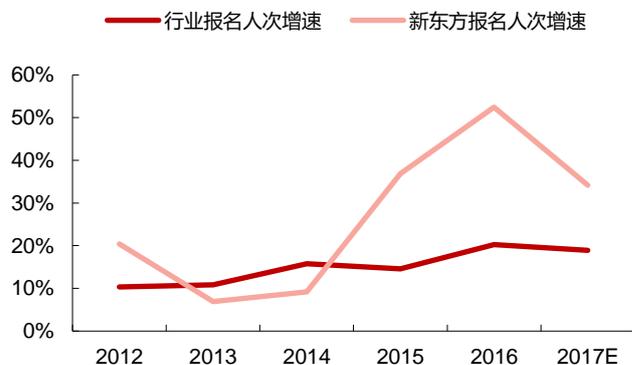
新东方在过去几年，K12 业务（包括优能中学和泡泡少儿）业务快速增长，补课人次在 2011 年到 2017 年（预计）年复合增长率达 26%，远高于行业的 9% 的年复合增长率，并且在 2015 年开始进入高速增长阶段。与整个行业相比，2012 年新东方处于快速扩张阶段，因此增速远高于行业增速。而在 2013、2014 年，新东方暂停扩张，在高基数的情况下，由于 2012 年新开的教学中心尚未达成熟，增速约等于行业。当 2012 年新开的教学中心达到成熟，加上定价策略的转变，2015 年开始新东方增速远超行业增速。

图 9：新东方 K12 业务报名人数



资料来源：西部证券研发中心，公司数据

图 10：新东方 K12 业务报名人数与行业对比

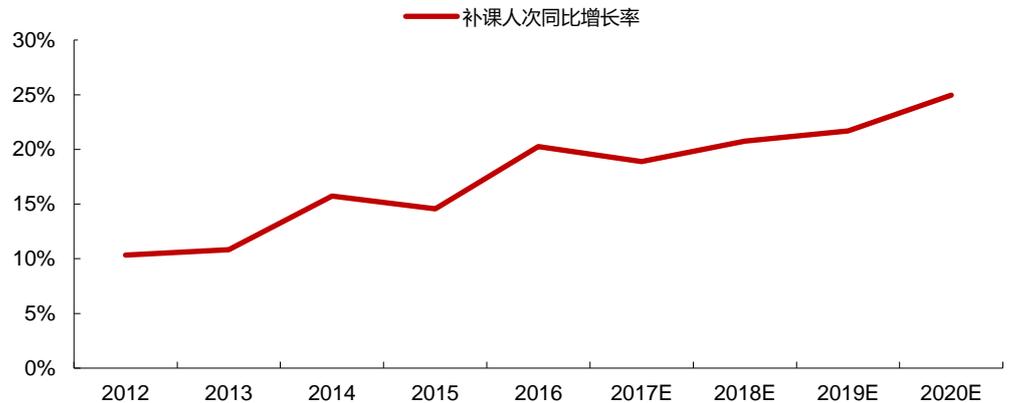


资料来源：西部证券研发中心，公司数据

我们认为，新东方目前大约 70% 左右的续课率，将成为未来新东方报名人数增长的基础。而在未来，新东方在教学中心数量以及教学中心面积上的扩张，将会成为满足其人次增长的供给要素。在整体补课人次加速上涨的背景下，供给的扩大化以及其已建立的学科培训的品牌形象，将会使得新东方能够产生高于行业的增速。

我们估计伴随着新东方扩大产能供给，以及需求加速上升，2018/2019 财年新东方 K12 业务的报名人数将会同比增长 60%/51%，增速超过 2017 财年的 47%。

图 11：中国 K12 补课人次增长率



资料来源：西部证券研发中心，教育部，腾讯课堂

### 试错成本与品牌效应是新东方享受增速红利的原因

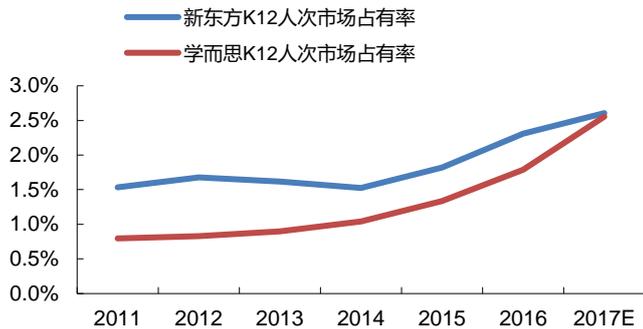
在需求扩大化的情况下，我们认为教育行业特有的高试错成本以及新东方已建立的品牌效应是其能享受增速红利的主要原因。不同于商品购买，教育服务的反馈周期较长，一旦选择了某个机构，家长一般不轻易在教学过程中退课，试错成本高。因此，家长在选择教育机构时，会更加看重品牌，也就是输出的稳定性。对于品牌的选择，可以看作是对于大概率事件的选择。已得到验证的品牌，意味着教学的稳定性和有效性，学生在此学习能够有更大概率获得成绩的提升，也就是品牌效应。高试错成本使得家长在为学生选择一个新的教育机构时，更倾向于选择大品牌。这是新东方能在课外辅导覆盖率上升中享受到的红利。此外，有一部分行业的需求增加来自于已参加课外辅导的学生参加更多的辅导班。我们认为，大品牌机构的学生有更大几率提高成绩，而提高成绩后，则会持续地选择相同机构。选择增加补课次数的学生，更多地来自于教学效果好，品牌效应强的机构。

### 大机构并存，小机构被挤压

当行业龙头增速快于行业增速，我们认为将会产生行业集中度上升的问题，尤其是一线城市，机构之间的竞争会变得更加激烈。大机构能否在竞争激烈的一线行业中共存？我们认为可以，原因有两个。1. 单个机构的供给无法满足庞大的需求。补课人次的加速上涨，这个现象我们认为会在一线城市尤其明显。而大机构由于一般来说通过统一的研发体系，统一的教学培训来将教师教学标准化，因此无法在短期内通过招聘有经验教师来迅速提高供给。同时，大机构如新东方、好未来为了保持其教师的教学水平，招聘要求相对其他小机构会来得更高，因此教师的供给有限。2. 主营业务以及定位有差别。新东方与好未来虽然同时提供全科课外辅导，但是其主营业务以及优势有差异。如在北京，新东方中学业务相对好未来有优势，而小学业务相对好未来有劣势。另外，两者之间对于学生的定位有差异。好未来定位于培优，而新东方定位于学生服务，定位的差异使得两者实际上提供的是差异化的产品。

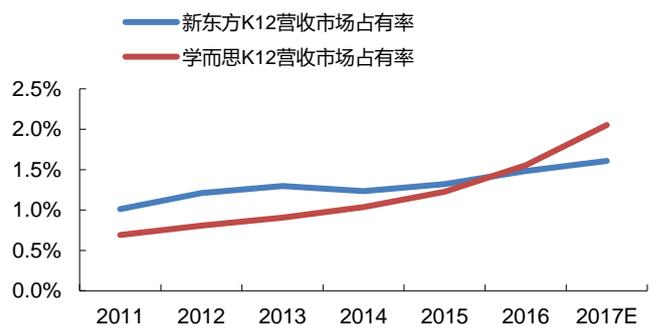
庞大的市场需求以及差异化的产品定位，将会是大机构能在竞争激烈的环境中共存的条件。而对小机构来说，由于教学一般由教师主导，产品缺乏标准化，无法形成实质性的差异化，因此区域竞争加剧的情况下，小机构将难以与大机构竞争。

图 12: K12 报名人数占有率



资料来源：西部证券研发中心，公司数据

图 13: K12 营收占有率

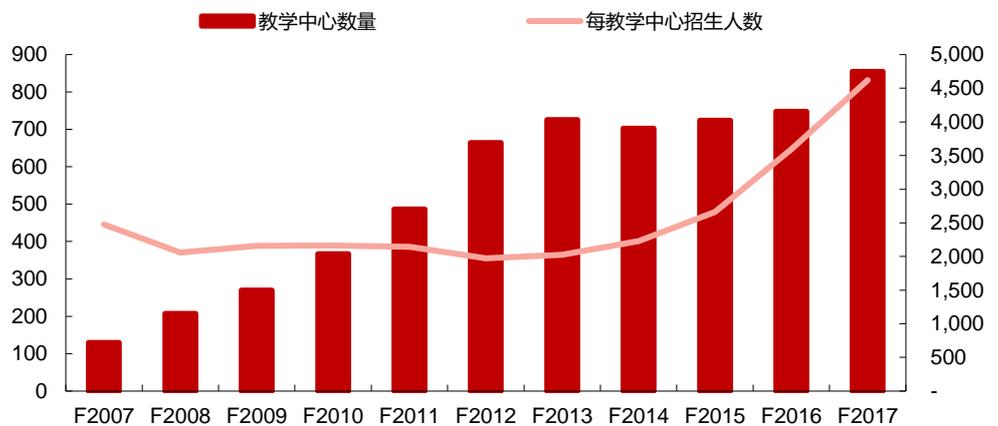


资料来源：西部证券研发中心，公司数据

### 快速扩张下存在利润压力

在 2010 到 2012 财年（新东方财年截止日为 5 月 31 日）的快速扩张之后，2013 到 2016 财年，新东方进入了一个相对稳定阶段，教学中心数量保持稳定。意味着新东方用了 4 年时间来消化前面的扩张。

图 14: 新东方每教学中心 K12 报名人数

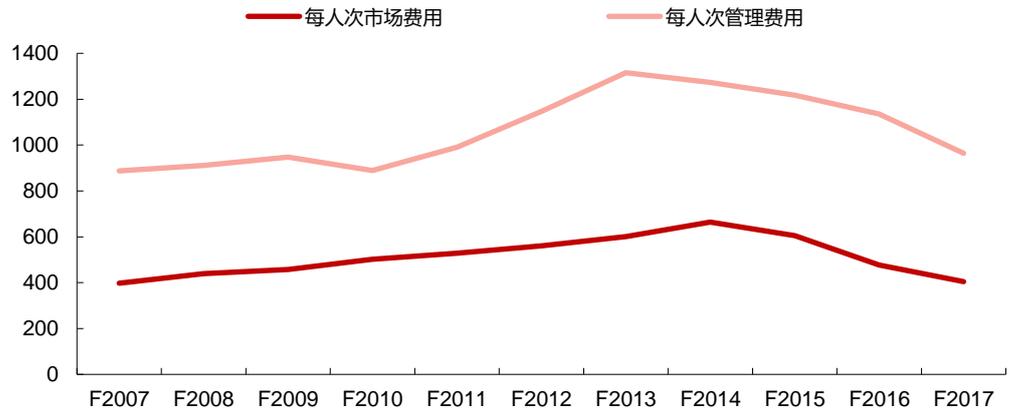


资料来源：公司数据

从图 12 我们可以看到，从 2010 财年开始，新东方教学中心数量快速增长，而每教学中心人次则开始下降，而 2013 到 2016 财年，教学中心数量基本没有变化，每教学中心招生人次则开始快速上升。我们认为，单位招生人次的增长，主要原因是前期设立的教学中心达到成熟运营的同时迎来 K12 业务的上升周期，以及成熟运营的教学中心面积扩大。

排除掉教学面积带来的影响，我们从财务数据看，扩张带来的费用影响会更加明显。为了填满新开教学中心的座位，新东方的单位人次招生费用上升，而利用率的下降则导致了单位人次管理费用的上升。

图 15：新东方单位报名人数费用（K12 业务）

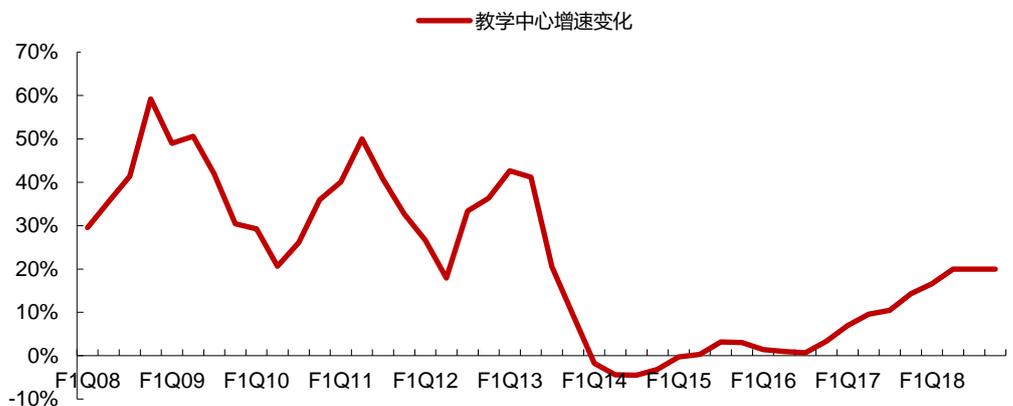


资料来源：西部证券研发中心，公司数据

招生成本的下降,意味着K12品牌认可度在不断上升。2017财年平均招生成本已下降至与2007财年相当的水平,意味着K12业务的品牌认可度达到了当年英语培训的品牌认可度水平。而管理费用的下降意味着利用率的上升。我们认为,目前新东方K12业务的运营情况已达到当年英语培训的水平。

2018财年,新东方的扩张速度将再次提升。教学中心增速将达到20%,教学面积的增速达10%,意味着供给将增加30%。扩张会不会影响利润?如果有,影响有多大?我们认为,有影响,但是影响不会像之前的扩张那么大。原因有三个,1.市场需求改变。与前次扩张相比,K12行业的补课人次增速发生了改变。2012年K12补课人次增速约为4%,而2017年往后,随着K12人口进入上升区间,课外辅导覆盖率加速上升,增长率将会在10%以上。行业增速的改变将创造更多的需求,足以容纳供给的加速增长。2.业务结构改变。相比前次扩张,新东方的收入驱动力发生了变化,从语言培训转变成K12业务。K12业务建立的品牌认可度达到当年英语培训的程度。高品牌认可度会减少由于扩张带来的招生成本的上升。3.扩张策略改变。与前次扩张对比,这次扩张显得更为谨慎。上次扩张时,教学中心增速在30%以上,加上面积的增速,供给增速我们认为在35%以上。而在这次扩张中,在需求加速增长的背景下,供给增速约为30%。更为谨慎的扩张策略将会减少利润的下降。

图 16：新东方教学中心变化



资料来源：西部证券研发中心，公司数据

## 语言培训业务为扩张提供支持

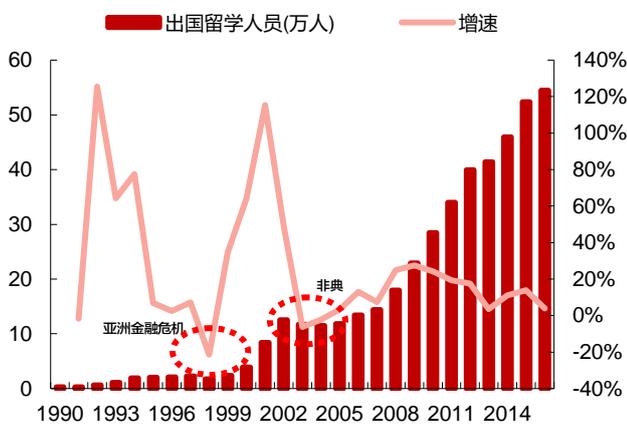
### 语言培训是现金牛

语言培训业务作为新东方运营时间最久的产品线，其运营已经非常成熟，行业占有率高，尤其在海外应试英语培训的细分领域，市场占有率已经超过 50%。成熟的语言培训业务，将在品牌认可度以及现金流两方面为扩张提供支持。

### 语言培训业务品牌效应仍在加强

新东方在 1993 年开始语言培训业务，伴随着中国的英语学习热潮，语言培训业务得以快速增长。随后在出国浪潮中，伴随着行业的快速增长，新东方奠定了其在英语培训领域的领先地位，并且建立起了自身的品牌认可度。

图 17：中国出国留学人员数量变化



资料来源：西部证券研发中心，统计局

图 18：出国留学人员增速与新东方收入增速对比



资料来源：统计局，公司数据

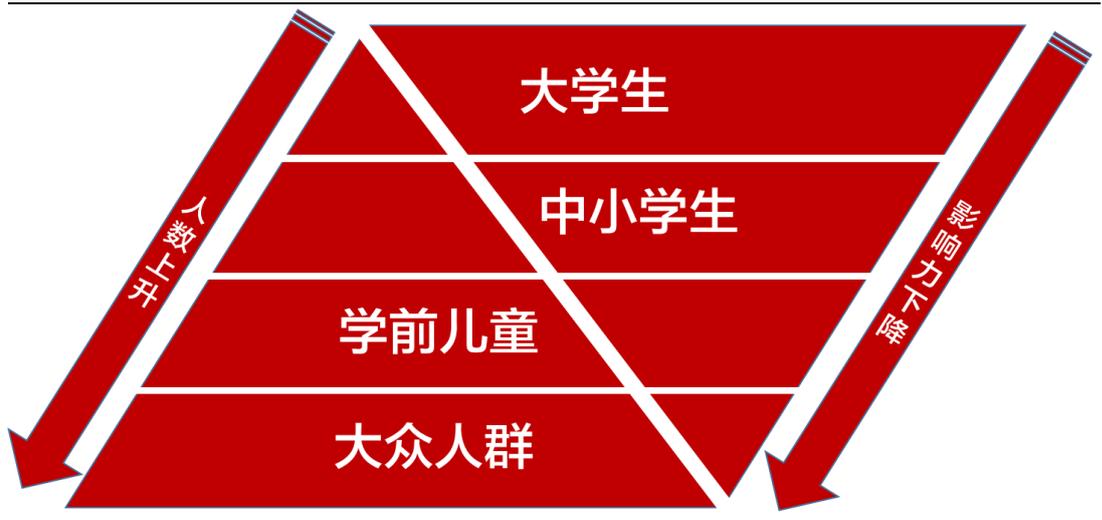
一般出国人员需要提前参加雅思，托福等英语考试，需要大概提前一年参加培训，因此新东方的收入相对出国人员数量有大约一年的提前量。我们可以看到，在 2011 年之后，在新东方的行业占有率已经相当高的情况下，增速依然远高于行业增速。新东方在语言培训的品牌认可度仍在逐渐加强。

从过往数据看，出国留学人数会有高峰年和低谷年，而随着基数变大，我们认为波峰和波谷的差距将逐渐减少，增速趋于平缓。也就是说，对于新东方来说，语言培训的人数驱动力将逐渐放缓。我们认为，语言培训的驱动力将由人数转向客单价。随着 VPS 可视系统在优能、泡泡的全面覆盖，VPS 将会引入到语言培训业务。这意味着，新东方将进一步提高目前的服务水平，品牌认可度将会进一步提高。

### 语言培训业务向外辐射

在语言培训业务取得的成功，使得新东方在进入其他教育子行业有了一个很好的切入点。无论是前途出国、泡泡、优能还是新东方在线，其切入点都是英语。以英语为切入点，使得新业务的进入门槛变低，能以更快的速度、更低的成本获取到第一批用户。同时，业务线的扩充使得品牌影响范围扩大，从单纯的出国留学人员（以大学生为主）扩展到中小学生、学前儿童，再扩展到大众。在语言培训业务积攒的品牌影响力将实现向外辐射

图 19：新东方品牌影响力辐射



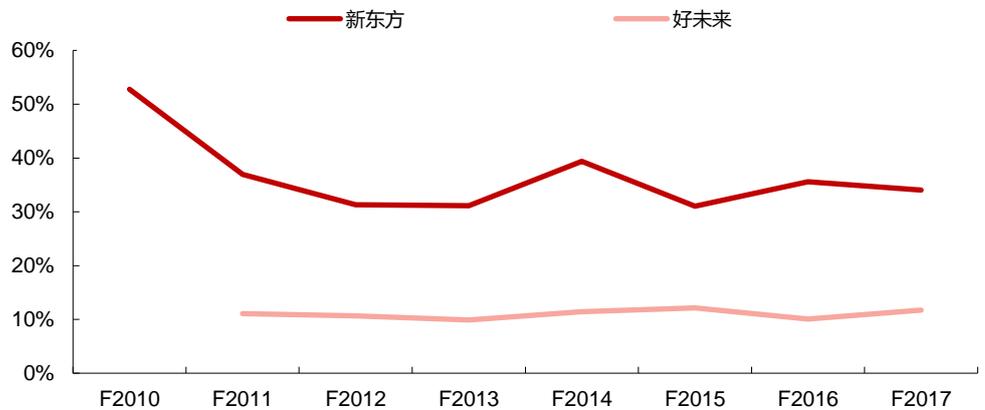
资料来源：西部证券研发中心

我们认为，语言培训业务的品牌影响力作用于降低门槛，而非业务传播。也就是说语言培训能为新业务导流，而当新业务需要再发展时，依靠的是自身的品牌。同时，从年龄层次和受影响程度看，新东方语言培训的品牌影响力将逐渐递减，换句话说就是离大学生群体越远的业务，新东方的品牌认知度越小。

**稳定的业务提供稳定的现金流**

语言培训业务除了利用其自身品牌影响力来降低其他业务线的进入成本，在其他业务线达到成熟，开始寻求扩张以后，为其他业务提供稳定的现金支持。根据公司财报，公司经营性现金流与 GAAP 运营利润的比例大约是 2:1，与收入的比例大约是 0.35:1。考虑到语言培训的利润率相对 K12 业务更高（海外应试英语培训约为 30%，优能约为 25%，泡泡约为 20%），语言培训业务产生的经营性现金流的比例相对其收入比例来得更高，可达到 0.4:1。与其他主营业务较为单一的教育公司相比，新东方经营性现金流占收入的比例更多。

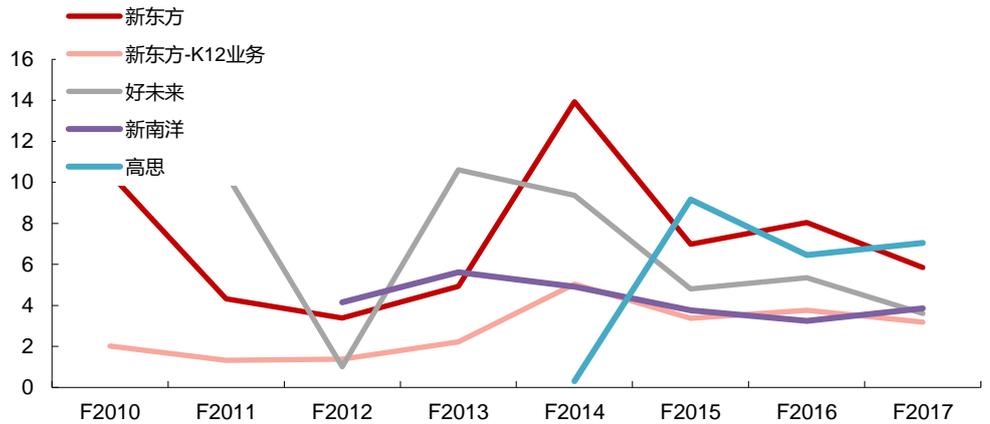
图 20：各教育公司经营性现金流占收入比例



资料来源：公司数据

与好未来相比，新东方 K12 业务总体满班率较低，因此 K12 业务产生的现金流占收入的比例相对较小。在业务扩张过程中，保持经营性现金流与资本性支出的比例有助于保持公司良好的现金流。K12 业务较低的现金流比例需要语言培训业务来补充。

图 21：各教育公司经营性现金流与资本性支出比例



资料来源：西部证券研发中心，公司数据

### 语言培训为扩张提供利润基础

除了降低新业务初期的进入成本以及为扩张时期提供现金流保证，语言培训在利润上的优势减轻了扩张带来的利润压力。原因有二，1.语言培训极其相关业务利润率相对 K12 业务更高，因此能在 K12 业务扩张的过程中将利润率维持在一个较高的基数。2.相对其他语言培训品牌，新东方的语言培训业务收费处于中等水平，随着 VPS 系统对教学的改进，加上品牌溢价，客单价存在上升空间。

表 6：新东方教育海外应试英语培训收费

	F2010	F2011	F2012	F2013	F2014	F2015	F2016	F2017
海外应试英语培训人次 (千)	257.0	317.0	340.0	326.0	337.0	315.0	310.0	298.0
收入 (百万元)	707.1	1,073.9	1,468.0	1,756.5	2,095.3	2,259.5	2,508.2	2,739.1
ASP (万元)	0.28	0.34	0.43	0.54	0.62	0.72	0.81	0.92

资料来源：西部证券研发中心，公司数据

图 22：同类课程价格比较

新东方网  
XDF.CN

**IELTS6分班 (25人)**  
班号: YA17925

¥ **6380** 手机购课

课次: 32  
上课时间: 2017/12/2 至 2018/1/21 每周六、日 8:00-10:00, 10:10-12:10  
上课地点: 中关村新东方总部海龙大厦校区 613 教室  
报到时间: 直接上课  
备注: 咨询电话: 010-82873699

[加入购物车](#) [立即报名](#) [在线咨询](#) [接听来电](#)

新东方

班号: YL20ZJ43 上课时间: 2017-12-02 至 2018-01-21  
校区: 建外校区 适合人群: 四级、六级  
说明: 周六日 9:00-11:30 13:00-15:30/15:40-18:10 (12.30-12.31休)

[我要报名](#) [在线咨询](#)  
¥ 7480.00元

环球雅思

## 雅思精讲冲6分20人班 ( B )

详情

开课时间: 9:00-11:30, 13:00-15:30

课时: 24次课/60小时

总价: **¥6500元**

班级人数: 20人

招生对象: 距离考试有4-6个月备考时间; 已完成雅思入门阶段的学习或已获得雅思5.5分成绩或已具备雅思5.5分水平, 目标分数为6分以上; 高考(高中)英语分数110分左右(满分150分); 四级考试通过但未达到优秀水平(550分)的学员。满足以上其中一项即可。

服务承诺: 教师辅导 奠定基础 循序渐进 高能高分

立即咨询

立即选班

### 新航道

资料来源: 西部证券研发中心, 公司数据

表 7: 启德教育海外应试英语培训收费

	2014	2015	2016 (截至 4.30)
海外应试英语培训人次	10,729	13,032	5,086
收入 (万元)	17,187	22,160	6,220
ASP (万元)	1.60	1.70	1.22

资料来源: 西部证券研发中心, 公司数据

根据启德教育公布的数据, 2016 年其海外应试英语培训人均收费约为 1.1 万元, 与新东方同期相比, 其 ASP 高出 50%。我们认为, 新东方较多产品线如口语班或写作班拉低了其平均收费, 但更重要的原因是相同的课程, 新东方的收费更低。与新航道、环球雅思等同类型机构相比, 同类型的海外应试英语培训课程, 新东方的价格相对较低。

根据我们的估算, 目前新东方的语言培训业务毛利率约为 60%, 留学咨询约为 65%, 优能中学约为 55%, 泡泡少儿约为 50%。优能中学和泡泡少儿的毛利率建立在总体利用率为 22%左右的基础上。而海外应试英语培训业务运营利润率约为 30%, 优能为 25%, 泡泡为 20%。据此估算, 20%的教学中心增长以及 10%的教学面积增长将使得利用率下降至 20%左右, 利用率的下降反映至运营利润率中, 则是 Non-GAAP 运营利润率下降约 1 个百分点。如果语言培训业务提高客单价, 我们认为 K12 业务扩张带来的利润影响将小于 1 个百分点。

## 双师课堂是未来扩张的主要驱动力

行业龙头高增速带来行业集中度上升，其后果则是竞争加剧。尽管龙头企业在一线城市凭借产品的差异化得以维持各自的市场份额，但仍面临着扩张问题。我们认为，双师课堂这种线上线下的技术手段的出现和不断迭代，将会给大机构带来三个优势，扩张优势、利润率优势以及竞争优势。双师课堂目前远没有达到成熟，将在未来成为大机构扩张的主要驱动力。

### 高集中度带来扩张问题

作为主要收入来源的一线城市出现竞争加剧的问题，机构面临着两个选择：1.以降价的方式抢占一线城市的市场份额，包括但不限于暑期低价课，报二送一等方式，前期通过降低利润的方式获取学生，凭借较强的教培能力将实现较高续保率，提高学生付费周期，实现长期的收入增长。2.向低线城市扩张，开拓新的市场。大机构通过自身较高的品牌认可度以及较强的教研实力，进入到低线城市，从低线城市取得增长的来源。

表 8：新东方及学而思在各城市占有率

	教学中心及学校数量	覆盖率（估计）	学生补课次数	新东方 K12 学生占参 学而思 K12 学生占参加课	
				加课外辅导学生比例	外辅导学生比例
北京	97	80%	6	10%	8%
上海	52	80%	6	5%	4%
广州	31	80%	6	3%	4%
深圳	16	80%	6	2%	4%
武汉	49	50%	4	9%	5%
扬州	3	50%	4	2%	
天津	28	50%	4	6%	5%
西安	22	50%	4	5%	4%
南京	19	50%	4	7%	11%
沈阳	27	50%	4	7%	3%
重庆	14	50%	4	1%	1%
成都	25	50%	4	4%	2%
太原	25	50%	4	8%	3%
哈尔滨	15	50%	4	4%	
长沙	25	50%	4	6%	1%
济南	18	50%	4	6%	2%
郑州	35	50%	4	6%	2%
杭州	22	50%	4	6%	6%
长春	17	50%	4	6%	
石家庄	12	50%	4	2%	1%
苏州	30	50%	4	6%	2%
合肥	24	50%	4	7%	
昆明	21	50%	4	6%	
无锡	11	50%	4	4%	
福州	13	50%	4	4%	
南昌	24	50%	4	5%	
大连	8	50%	4	1%	

南宁	7	50%	4	NA	
吉林	6	50%	4	4%	
襄阳	10	30%	2	6%	
株洲	3	30%	2	3%	
鞍山	2	30%	2	3%	
佛山	6	30%	2	3%	
宜昌	4	30%	2	5%	
荆州	5	30%	2	4%	
兰州	10	30%	2	5%	
黄石	3	30%	2	4%	
宁波	7	30%	2	3%	
厦门	20	30%	2	5%	
青岛	14	30%	2	6%	2%
徐州	7	30%	2	2%	
湘潭	2	30%	2	3%	
镇江	4	30%	2	6%	
洛阳	6	30%	2	3%	
南通	1	30%	2	1%	
贵阳	6	30%	2	4%	
呼和浩特	5	30%	2	6%	
唐山	8	30%	2	4%	
乌鲁木齐	8	30%	2	3%	
十堰	4	30%	2	4%	
泉州	1	30%	2	0%	
温州	2	30%	2	1%	
潍坊	3	30%	2	1%	
珠海	2	30%	2	3%	
锦州	3	30%	2	5%	

资料来源：西部证券研发中心，公司数据

降价或促销作为短期手段，不能长期使用，否则不断下降的利润率最终会拖垮机构。而进入低线城市，则在实际操作中面临着在低线城市没有优质师资而无法区别于区域性的培训品牌的问题。即使我们看到新东方在目前已进入的城市的占有率仍然很低，但低线城市很难成为收入的驱动力。双师课堂的出现，让这一问题的解决出现了曙光。

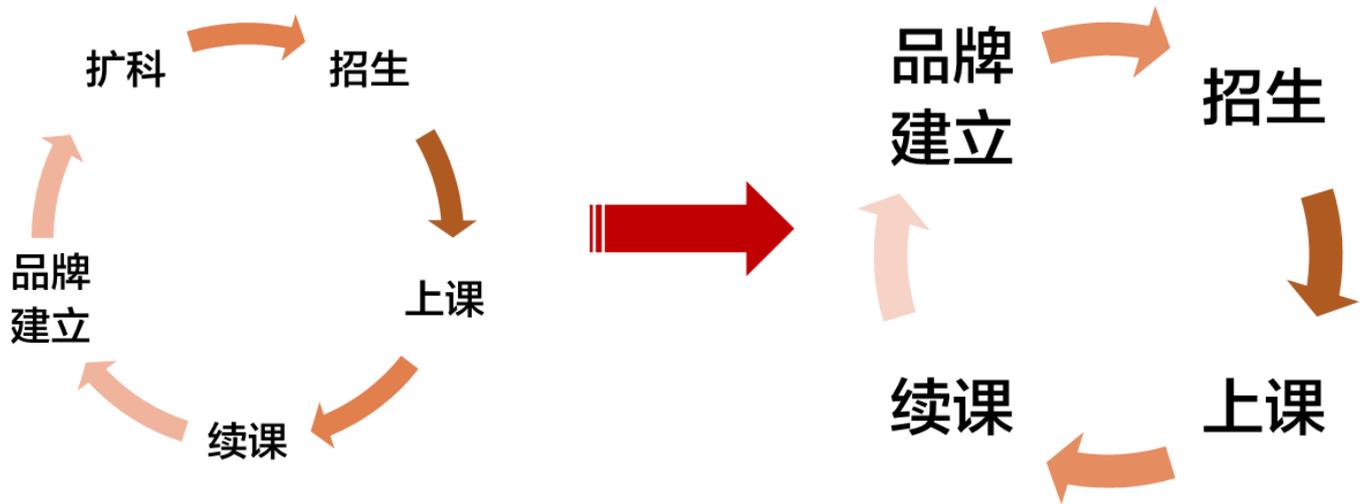
### 双师课堂为扩张提供新的路径

边际收益大于边际成本，扩张才有意义。当市场需求旺盛，供不应求时，提高供给的收益自然大于成本。此时扩张驱动力是学生人数，体现在 K12 课外辅导就是开教学中心和开班。这种情况一般出现在行业初级阶段，K12 课外辅导行业发展至今，盲目地加开教学中心和班课容易导致利用率的下降，从而导致利润率下降，也就是说成本大于收益。行业进入稳定发展阶段，学生人数的驱动性减弱，扩张驱动转变成客单价的提升，也就是扩科。从历史经验来看，培训机构的传统扩张路径都是先增加学生数量，通过单一产品提升自身品牌形象，建立品牌认可度，在已有品牌认可度的进行扩科，通过学生多报科目来提升客单价。

从以往来看，品牌效应在学科当中传播，而无法在城市之间传播。现有品牌在机构进入新城市

时起到了降低进入门槛的作用，但无法提供持续的支持。究其原因，就是培训是功利导向的，选择品牌机构就是有更大的概率获得成绩的提高，因此品牌效应具有降低进入门槛的效果。而当进入上课周期，概率需要变现，如果由于缺乏优质师资或对当地的考试体系无法提高学生成绩，学生自然选择用脚投票，机构在当地的牌子就无法建立。因此在进入一个新的城市，机构一般会通过自己的拳头产品来建立品牌认可度，然后再进行扩科。

图 23：双师课堂带来的扩张路径改变



资料来源：西部证券研发中心

我们认为，在双师课堂的情境下，扩张路径将发生改变。在新高考的体系下，全国各地的教材开始逐渐统一，这给了大机构进入低线城市提供了便利。而以往低线城市缺乏已验证的优质师资的问题，则能通过双师课堂解决。已验证的优质教学资源从一线城市辐射到低线城市，意味着教学的稳定性。如果把课外辅导理解成输入教师、教材以及学生，输出成绩提高的过程，那么以往可以稳定输入的是教材，双师课堂则可以稳定输入教师和教材。输入的稳定性提高，意味着输出的稳定性也可以提高。在一线城市获得成功的教学能够在低线城市有更大的概率能复制成功。因此，机构在通过双师课堂的扩张中，不需要通过拳头产品来建立品牌认可度，而是通过优质师资的全科教育来建立品牌认可度。

在新的扩张路径下，新东方可以缩短建立品牌的时间周期，意味着招生成本得以把控。在这种情况下，新东方可以进入原本由于学生基数不足而导致进入成本过高的低线城市。根据我们的测算，新东方尚未进入的城市中小学生人数约为 1.2 亿，其中农村地区学生数量约为 4000 万，意味着尚待覆盖的学生数量为 8000 万左右。如果以 30% 的覆盖率为计算，则有约 2400 万的目标人群。如果按照目前新东方已进入的相对低线城市的占有率为计算，双师课堂将为新东方带来 86 万学生，也就是 174 万人次一年。我们用场景分析来对未来双师课堂带来的招生人次进行测算。

表 9：双师课堂招生人次测算

	Bear case	Base case	Bull case
学生人数 (万人)	11,443.46	12,045.74	13,250.32
课外辅导覆盖率	25%	30%	35%
新东方市占率	3%	3.60%	4%
学生补课次数	1.50	2.00	2.50
补课人次 (万)	83.74	173.79	323.76

资料来源：西部证券研发中心

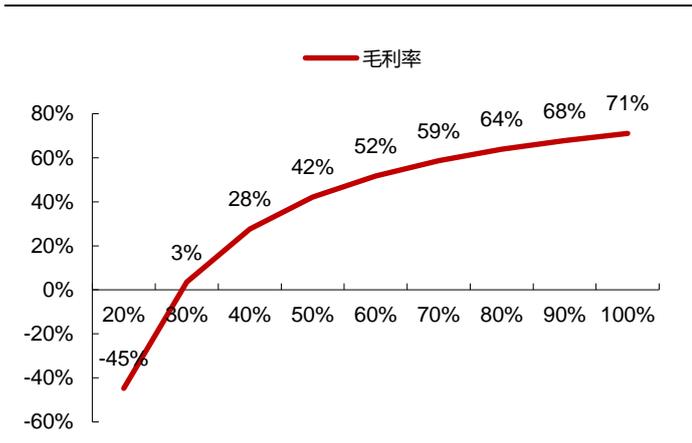
### 双师课堂带来利润率优势

相对传统的面授小班课来说，目前双师课堂在价格、满课率（课时利用率）、满班率（座位利用率）上都有比较大的差距。尚未达到成熟的双师课堂在利润率上低于面授小班课。我们认为，在双师课堂达至成熟，满课率以及满班率接近面授小班课时，双师课堂的利润率将超过面授小班课约5个百分点。

双师课堂的利润率取决于其成本控制，或者说取决于每次上课的成本。目前面授小班课的教室成本约占收入的15%左右，教师成本占收入的35%左右。而双师课堂相对面授课多出额外的设备成本。根据高思教育的数字，双师课堂解决方案（包括直播设备、答题器设备以及视频交互方案），额外成本约为15万元（学生端，教师端成本类似）。由于双师课堂需要额外配备教学设备，教室位置则由于可辐射面更广因此要求相对传统面授课较低（不需要离地铁站近，离学生聚集地近即可），总体的教室成本相对面授小班课更高。根据我们的估算，在满课率相同的情况下，双师课堂的教室及设备成本大约是面授课的2倍左右。另外，助教是双师课堂的标准配置。助教的教学经验要求相对主讲老师低很多，因此薪资水平低于主讲老师，根据我们的估算，助教的课时费大约是平均水平的一半，是明星教师的三分之一。从目前看，为了将优质教学资源辐射到低线城市，双师课堂的主讲教师一般是明星教师，因此只要主讲能面对超过3个教室，双师课堂的成本就将低于面授课。综合起来看，双师课堂利润率取决于价格、满课率（课时利用率）、满班率（座位利用率）以及教室的数量。

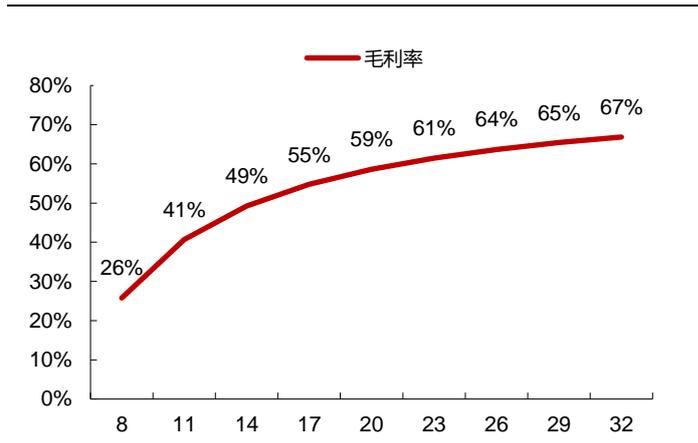
根据我们的估算，以新东方泡泡少儿为例，目前面授课的满班率应在70%，满课率应在30%左右（总体利用率为21%）。在此情况下，泡泡的毛利率在50%左右。双师课堂目前的满班率、满课率以及价格都低于平均水平，毛利率大约在25%左右。

图 24：毛利率随满班率变化（平均满课率，收入低于平均，20 个教室）



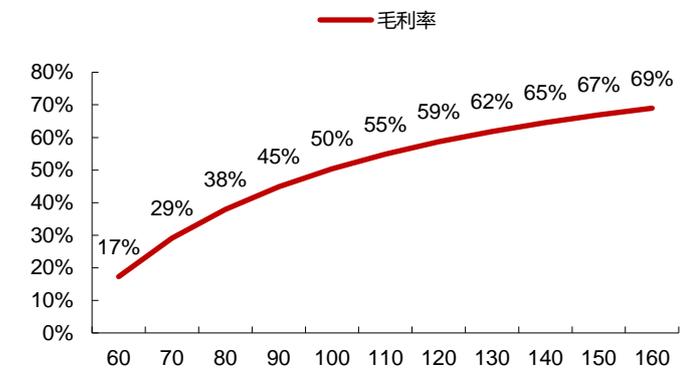
资料来源：西部证券研发中心

图 25：毛利率随教室数量变化（平均满班率，平均价格，平均满课率）



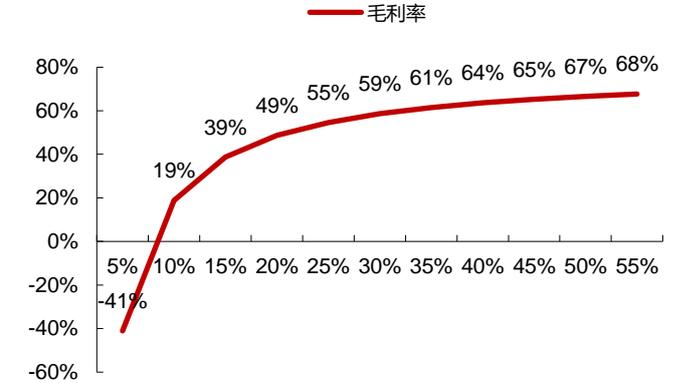
资料来源：西部证券研发中心

图 26: 毛利率随每次课收费变化 (平均满班率, 平均满课率, 20 个教室)



资料来源: 西部证券研发中心

图 27: 毛利率随满班率变化 (平均满班率, 平均满课率, 20 个教室)



资料来源: 西部证券研发中心

从上面几个关系图我们可以看到,除了价格以外,其他各个因素变动带来的毛利率的增长效果越来越小。换句话说,新东方通过双师课堂,可以容易达到盈亏平衡,但是要达到与现有面授小班课相同或类似的利润率,则需要更多的投入。价格、满班率、满课率以及辐射教室数量,这四个因素并非单独作用,这四个因素是教学效果的四个评价维度。满班率和满课率是对教学效果中提分的评价,辐射教室数量是对线上线下结合效果的评价,而价格则是对相对其他区域性机构的评价。

从数据角度看,双师课堂的毛利率最高可达 70%,远远超过现有的面授课毛利率,但是考虑到双师课堂一般在低线城市扩张,其消费水平较低,因此价格相对平均水平较低,同时满班率也稍低于平均水平。按此推算,双师课堂达到成熟以后,毛利率将会比面授课高 5%左右。

### 双师课堂使大机构竞争优势更加明显

双师课堂能快速达到盈亏平衡,要想达到更高的毛利率,还需要得到功利导向下的高教学评价。此外,双师课堂相比面授课多出了助教以及答题器两种互动渠道,意味着互动渠道从以外的一种增加至五种(答题器与助教之间没有互动),更多样化的互动渠道意味着教学课堂的复杂化。因此,如何配合好主讲与助教,如何合理使用答题器,助教如何在课堂发挥作用,这些互动渠道该什么时候发挥什么作用,不产生冲突。这是在双师课堂环境下对教学提出新的命题。这就是为什么不能直接将面授课的教学方法直接照搬到双师课堂的原因。

处于起步阶段的双师课堂,对于这些渠道的使用还处在探索的阶段,需要非常多的现场实验以及教师及学生反馈来不断调整不断迭代。大机构较大规模的覆盖面,将会使其相对小机构有着更大的试验范围,能够更快地进入整体应用的阶段。

我们认为双师课堂的科技属性,会使得在未来,大机构的竞争优势更加明显。双师课堂并非新的教学手段,达内在 10 年以前就开始通过这种方式来授课。教育科技的发展,真正使得双师课堂线上线下紧密结合起来。从答题器,到表情识别系统,到大数据分析,双师课堂将会成为未来教育科技的最佳落脚点。双师课堂的进入门槛并不高,许多相对小机构都能够通过购买 TOB 企业的服务来实现双师教学。然而,大机构对于双师教学的研发投入,以及线上线下结合的科技投入,最终将成为大机构的护城河。自身不掌握研发或者技术的小机构,在双师课堂的竞争过程中无法与大机构进行竞争。双师课堂的教学将会凭借其科技属性开始区别于面授课,

直接与区域性小机构来进行竞争。

## 公司估值

### DCF目标价=\$107@RWACC=14%,terminal growth=2%

我们使用永续增长率 2%与 RWACC=14%对新东方进行估值，DCF 估值给出目标价为 107 美元。我们使用 beta 值为 1.09，Rm 为 4%，Rf 为 13%，RI 为 3%来计算 RWACC。2018 财年 Non-GAAP 净利润为 25.3 亿元人民币，EPADS 为 16 人民币；2019 财年全年 Non-GAAP 净利润 31.7 亿人民币，EPADS 为 19.9 元人民币。2017/2018 财年收入同比增长 30%/28%，收入绝对值达 160/205 亿元人民币，给到对应每 ADS 股价 107 美元。107 美元目标价对应 F2018/F2019 Non-GAAP PE 为 44x/35x。

表 10: DCF 估值表

	F2017	F2018E	F2019E	F2020E	F2021E	F2022E	F2023E	F2024E	F2025E	F2026E	F2027E	Terminal
Group revenue	12,338	16,037	20,454	26,130	32,329	38,611	44,328	48,809	53,341	56,522	58,696	58,696
EBIT	1,930	2,406	3,341	4,003	4,996	6,211	7,409	7,953	8,473	8,752	8,858	8,858
NOPAT	1,930	2,406	3,341	4,003	4,996	6,211	7,409	7,953	8,473	8,752	8,858	8,858
Capex, net	718	917	1,150	1,442	1,752	2,054	2,314	2,499	2,678	2,781	2,829	2,829
Depreciation & amortization	367	438	546	683	855	1,067	1,319	1,609	1,928	2,271	2,633	2,633
Change in working capital	1,820	2,789	3,504	4,114	4,627	4,995	5,084	4,869	4,674	4,163	3,562	3,562
Change in provisions	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Free operating CF (FoCF)</b>	<b>4,836</b>	<b>6,550</b>	<b>8,541</b>	<b>10,243</b>	<b>12,230</b>	<b>14,326</b>	<b>16,125</b>	<b>16,930</b>	<b>17,752</b>	<b>17,967</b>	<b>17,881</b>	<b>17,881</b>
DCF Parameters												
Interest-bearing liabilities as												
a% of EV	0.0											
WACC	14%											
<b>NPV of FoCF</b>	<b>110,731</b>											
+Net cash(debt), current	4,370.4											
-Pension prov. (Book value)	0.0											
-Minorities (Market value)	(266.8)											
+/-Other items	0.0											
<b>=Equity value</b>	<b>114,835</b>											
/Number of shares	158.0											
<b>=NPV per share(USD)</b>	<b>107</b>											

资料来源：西部证券研发中心，公司数据

## 分部估值

我们使用与对标公司使用相同 P/S 的办法来对新东方进行分部估值。启德教育 2016 年收入约为 11 亿，并购对价为 45 亿人民币。学而思 2016 年 6 月至 2017 年 5 月收入约为 12 亿美金，P/S 为 13x，枫叶教育为 12x。新东方分部估值为 1,184 亿人民币，与我们 DCF 估值得出的结果接近。

表 11: 分部相对估值比较

	语言培训+出国留学	K12+在线网校	民办学校	合计
新东方年收入	47 亿人民币	72 亿人民币	5 亿人民币	124 亿人民币
对标公司	启德教育	好未来	枫叶教育	
对标公司最近一年收入	~11 亿人民币	~12 亿美金	~11 亿人民币	
P/S	4	13	12	
	<b>Bull case</b>	<b>Base case</b>	<b>Bear case</b>	
新东方估值	200 亿美金	174 亿美金	140 亿美金	

资料来源: 西部证券研发中心

## 同业比较

## 同业估值比较

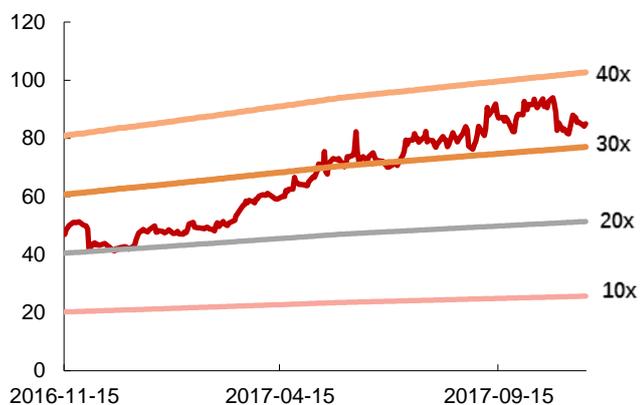
表 12: 教育公司估值比较

公司	股票代码	价格	市值 (百万美元)	PE(一致预期)			PEG	PS(一致预期)			EV/EBITDA(一致预期)	
				2016	2017	2018		2017	2016	2017	2018	2017
*ST 紫学	000526CH	36.68	532	(35.8)	61.9	36.0	NM	2.7	1.3	1.1	NM	NM
中泰桥梁	002659CH	14.35	1,079	(74.5)	264.0	56.0	(1.1)	22.6	17.8	10.9	NM	NM
香港教育国际	1082HK	0.75	53	(2.8)	NM	NM	NM	2.2	NM	NM	NM	NM
枫叶教育	1317HK	8.73	1,543	33.2	25.8	21.3	1.1	12.3	9.6	7.4	23.1	18.2
成实外教育	1565HK	4.46	1,765	38.6	35.3	24.7	1.3	14.1	11.4	8.6	26.3	19.0
民生教育	1569HK	1.71	880	24.3	19.7	15.5	1.0	13.3	11.9	9.0	12.7	9.7
新高教集团	2001HK	4.66	855	50.2	23.1	18.2	0.5	16.4	12.8	8.3	18.7	14.3
立思辰	300010CH	11.38	1,498	35.4	25.6	19.7	0.9	5.3	NM	NM	NM	NM
新南洋	600661CH	21	908	32.9	52.3	40.7	(8.2)	4.4	3.5	2.9	43.5	34.2
睿见教育	6068HK	4.52	1,181	50.5	34.4	24.5	0.9	11.1	8.2	6.4	19.7	15.6
宇华教育	6169HK	3.79	1,580	33.4	29.8	23.1	1.5	13.3	12.2	11.0	24.8	17.8
博实乐	BEDUUS	22.45	2,632	297.5	97.6	57.5	1.0	16.8	13.1	10.2	51.4	33.1
Bright Horizon	BFAMUS	86.58	5,136	54.2	32.1	28.6	1.1	3.3	3.0	2.7	19.1	17.2
桥点教育公司	BPIUS	9.26	270	(9.0)	13.5	19.0	(0.1)	0.5	0.6	0.6	2.9	2.7
卡佩拉教育公司	CPLAUS	82.2	955	22.2	22.6	21.8	6.1	2.2	2.2	2.1	8.9	8.3
正保远程教育	DLUS	8.04	265	10.1	NM	NM	NM	2.3	NM	NM	NM	NM
新东方	EDUUS	84.1	13,298	48.5	37.5	27.9	1.1	7.4	5.7	4.5	23.3	17.4
四季教育	FEDUUS	9.94	474	(15.3)	NM	NM	NM	5.0	NM	NM	NM	NM
格雷厄姆控股公司	GHCUS	550.85	3,047	18.1	NM	NM	NM	1.2	NM	NM	NM	NM
海亮教育集团	HLGUS	39.35	1,011	67.5	NM	NM	NM	10.3	NM	NM	NM	NM
Kroton 教育公司	KROT3BZ	17.55	8,677	15.4	14.3	13.1	1.8	5.5	5.2	4.9	11.4	10.8
Laureate Education Inc	LAURUS	10.9	2,042	5.5	(25.6)	14.2	NM	0.5	0.5	0.5	6.5	6.0
Grand Canyon	LOPEUS	91.13	4,385	29.5	23.2	21.9	1.7	5.0	4.5	4.2	12.5	11.4
K12 公司	LRNUS	15.25	630	69.8	31.5	29.1	NM	0.7	0.7	0.7	4.6	4.5
瑞思学科英语	REDUUS	10.32	568	10.5	NM	NM	NM	0.8	NM	NM	NM	NM
莱佛士教育	RLSSP	0.33	258	22.5	NM	NM	NM	3.2	NM	NM	NM	NM
红黄蓝	RYBUS	30.01	860	132.2	83.4	37.1	1.1	7.9	6.3	4.8	45.0	23.4
斯特雷耶教育公司	STRAUS	92.95	1,038	29.8	25.4	24.1	2.4	2.4	2.2	2.1	11.6	10.3
好未来	TALUS	28.76	14,404	123.2	63.8	39.3	0.9	13.8	8.5	5.6	55.6	33.3
达内科技	TEDUUS	14.41	826	22.7	17.2	13.0	0.6	3.5	2.9	2.3	12.8	9.8

资料来源: 西部证券研发中心, 彭博

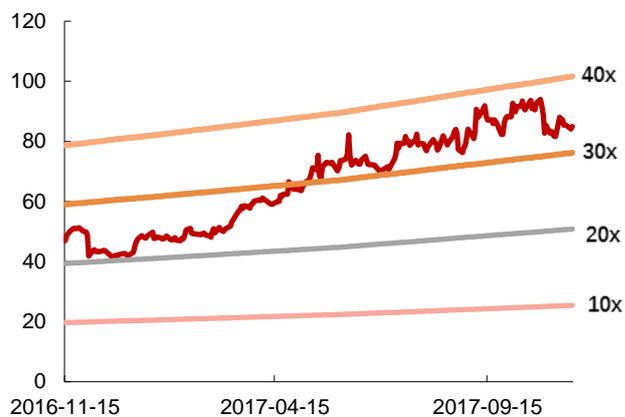
PEband图

图 28: 一年前置 Non-GAAP PE (西部预测)



资料来源: 西部证券研发中心, 彭博

图 29: 一年前置 Non-GAAP PE (彭博一致预测)



资料来源: 彭博

## 风险提示

### 1. 行业增速不如预期

行业增速由补课人次驱动，若学生参加课外辅导频率和广度下降，则影响整体行业增速。

### 2. 一线城市竞争加剧

一线城市目前竞争激烈，各大机构维持固定份额。如果出现新的竞争者，则会导致一线城市的竞争加剧，影响公司利润。

### 3. 扩张效果不如预期

公司预计 2018 财年提高 30% 的产能供给，若产能供给的提高未能带来相应利润，则会导致公司利润严重下滑。

### 4. 双师课堂进度不如预期

双师课堂目前仍处于试验阶段，公司预计今年进入 5-10 个城市。若双师课堂进度不如预期，则影响未来的成长能力。

### 5. 行业政策风险

目前各地方政府开始严查培训机构资质问题，公司在每个城市均拥有培训资质，但有可能受到政策收紧的影响。

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)	F2016	F2017	F2018E	F2019E	F2020E	利润表 (百万元)	F2016	F2017	F2018E	F2019E	F2020E
现金及现金等价物	4665	4370	9164	15186	22229	营业收入	9573	12338	16037	20454	26130
应收款项	25	23	30	38	48	营业成本	(3979)	(5140)	(6816)	(8479)	(10831)
存货净额	180	216	287	357	456	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	7427	11251	11479	11686	11974	销售费用	(1283)	(1597)	(1906)	(2229)	(3113)
<b>流动资产合计</b>	<b>12297</b>	<b>12297</b>	<b>12297</b>	<b>12297</b>	<b>12297</b>	管理费用	(3054)	(3811)	(5181)	(6619)	(8456)
固定资产及在建工程	1564	1928	2408	3011	3770	财务费用	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他费用/(-收入)	0	0	0	0	0
无形资产	453	673	683	689	693	<b>营业利润</b>	<b>1258</b>	<b>1790</b>	<b>2134</b>	<b>3127</b>	<b>3729</b>
其他非流动资产	1177	1481	1481	1481	1481	营业外净收支	443	471	563	403	403
<b>非流动资产合计</b>	<b>15490</b>	<b>19942</b>	<b>25531</b>	<b>32449</b>	<b>40652</b>	<b>利润总额</b>	<b>1701</b>	<b>2260</b>	<b>2697</b>	<b>3530</b>	<b>4133</b>
<b>资产总计</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	所得税费用	(243)	(347)	(433)	(575)	(673)
短期借款	141	165	219	273	349	<b>净利润</b>	<b>1458</b>	<b>1914</b>	<b>2264</b>	<b>2955</b>	<b>3460</b>
应付款项	4255	5909	8417	11517	15135	少数股东损益	(2)	(16)	(21)	(21)	(21)
其他流动负债	1644	2126	2659	3295	4112	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1456</b>	<b>1898</b>	<b>2243</b>	<b>2934</b>	<b>3439</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>6040</b>	<b>8200</b>	<b>11295</b>	<b>15085</b>	<b>19596</b>	<b>财务指标</b>	<b>F2016</b>	<b>F2017</b>	<b>F2018E</b>	<b>F2019E</b>	<b>F2020E</b>
长期借款及应付债券	13	15	15	15	15	<b>盈利能力</b>					
其他长期负债	0	0	0	0	0	ROE	11%	11%	10%	10%	9%
<b>长期负债合计</b>	<b>13</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	毛利率	58%	58%	57%	59%	59%
<b>负债合计</b>	<b>6053</b>	<b>8215</b>	<b>11310</b>	<b>15100</b>	<b>19611</b>	营业利润率	45%	44%	44%	43%	44%
股本	10	11	11	11	11	销售净利率	15%	15%	14%	14%	13%
股东权益	9229	11450	13965	17113	20826	<b>成长能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>15490</b>	<b>19942</b>	<b>25531</b>	<b>32449</b>	<b>40652</b>	营业收入增长率	24%	29%	30%	28%	28%
						营业利润增长率	32%	41%	25%	39%	20%
						净利润增长率	22%	30%	18%	31%	17%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	39%	30%	24%	19%	15%
						流动比	2.04	1.93	1.86	1.81	1.77
						速动比	2.01	1.47	1.06	0.79	0.60
						<b>每股指标与估值</b>	<b>F2016</b>	<b>F2017</b>	<b>F2018E</b>	<b>F2019E</b>	<b>F2020E</b>
						<b>每股指标</b>					
						EPS	9.28	12.01	14.16	18.44	21.29
						BVPS	60.14	74.23	89.74	109.04	130.29
						<b>估值</b>					
						P/E	64.97	50.17	42.58	32.68	28.30
						P/B	10.02	8.12	6.72	5.53	4.63
						P/S	9.88	7.72	5.96	4.69	3.72

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

## 西部证券—公司投资评级说明

买入：	个股预期未来 6-12 个月内的涨幅（复权后）大于 20%
增持：	个股预期未来 6-12 个月内的涨幅（复权后）介于 5%到 20%之间
中性：	个股预期未来 6-12 个月内的波动幅度（复权后）介于-5%到 5%
卖出：	个股预期未来 6-12 个月内的跌幅（复权后）大于 5%

## 联系我们

联系地址：上海市浦东新区张杨路 500 号华润时代广场 12 楼 A2BC，200122

### 机构销售团队：

徐青	华东区机构销售总监	177 0178 0111	xuqing@research.xbmail.com.cn
李佳	资深销售经理	186 1687 3177	lijia@research.xbmail.com.cn
董家华	高级销售经理	147 8217 1026	dongjiahua@research.xbmail.com.cn
曲泓霖	高级销售经理	158 0095 1117	quhonglin@research.xbmail.com.cn
吴俊	高级销售经理	139 1686 3881	wujun@research.xbmail.com.cn
张璐	高级销售经理	185 2155 8051	zhanglu@research.xbmail.com.cn
李思	机构销售	131 2265 6973	lisi@research.xbmail.com.cn
程琰	机构销售助理	155 0213 3621	chengyan@research.xbmail.com.cn

## 免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。