

# 休闲服务行业

## 新东方赴港二次上市，OMO 布局有望开启增长新曲线

### 核心观点：

- 新东方赴港二次上市，关注公司 OMO 布局。**新东方成立于 1993 年，通过近 30 年的发展扩张，成为国内 K12 教培以及留学升学辅导领域龙头。**(1) 财务情况：**20 财年新东方实现营收 35.8 亿美元，同比增长 15.6%，16-20 财年复合增速为 24.7%；Non GAAP 净利润为 4.84 亿美元，同比增长 17.8%。公司成本结构和盈利能力较为稳定，20 财年毛利率和 Non GAAP 净利率分别为 55.6% 和 13.5%，同比分别持平和提升 0.3pct；销售和管理费用率同比分别持平和下降 1.4pct，近年来控费水平较好。**(2) 经营情况：**新东方近年来战略重心不断向 K12 倾斜，K12 逐渐成为公司收入增长核心驱动。20 财年 K12 贡献收入 24.7 亿美元，同比增长 26%，占收入 69%。K12 学生数量达到 974 万人次，16-20 财年复合增速为 37.9%。其中儿童学科辅导 444.4 万人次，同比增长 26.1%，初高中 529.6 万人次，同比增长 32.6%。备考及其他课程收入受疫情影响较大，20 财年实现收入 5.7 亿美元，同比下降 11%。**(3) 网点扩张：**截止 20 财年新东方在全国共有 1477 个网点，覆盖 91 个城市，较 15 财年末增加 41 个。近年来加快低线城市渗透，截止 20 财年新一线、二线、三线城市网点占比分别为 40.9%、30.6%、8.6%。**(4) OMO 布局：**新东方从 14 年开始布局 OMO，首次推出 OMO 标准化数字教室教学系统，目前已经应用于全面的教育服务产品供应以及招生、教师培训等方面。今年以来新东方加大 OMO 模式课程的推广。截止 Q1OMO 模式课程在 20 个左右城市推出，暑假班效果良好。未来公司将更多的使用 OMO 模式进行全国扩张，特别是进入新的城市，有望帮助公司进一步提升下沉市场渗透率。看好公司全国持续扩张以及模式创新带来的长期成长空间。
- 近日教育部答复政协提案，加快推进民促法实施条例推进，民办学校板块有望持续受益。**11 月 10 日，教育部发函对民办教育领域多个建议作出答复，包括不设民办学校统一过渡期、对合法合规关联交易持开放态度，并进一步强调非营利性民办学校和公办学校同等待遇，有利于行业长期健康发展，民促法实施条例落地进程有望加快。同时，近日 21 所独立学院转设获批，今年以来国家加快推动独立学院转设进程，民办高教集团旗下独立学院通过转设、扩建校区，有望进一步扩大招生规模、提升学费标准，同时也为并购扩张增加潜在标的。
- 投资建议。**继续看好中公教育、豆神教育、好未来、新东方、中国东方教育；建议关注民办高教板块的希望教育、新高教集团、中教控股；K12 学校板块的海亮教育、凯文教育、宇华教育、成实外教育等。
- 风险提示。**线下复课不及预期；民促法送审稿尚未落地存在不确定性。

### 行业评级

买入

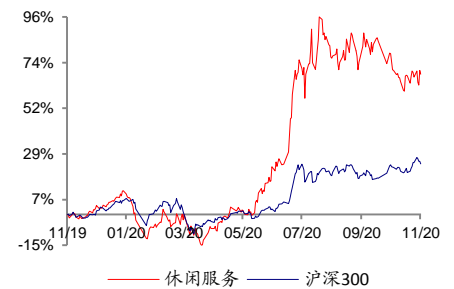
前次评级

买入

报告日期

2020-11-15

### 相对市场表现



分析师：

安鹏



SAC 执证号：S0260512030008

SFC CE No. BNW176



021-38003693



anpeng@gf.com.cn

分析师：

沈涛



SAC 执证号：S0260512030003

SFC CE No. AUS961



010-59136693



shentao@gf.com.cn

### 相关研究：

休闲服务行业：民促法实施条例 2020-11-13  
例有望加快推进，利好民办学校长期发展

休闲服务行业三季报总结：免税龙头引领消费回流，旅游产业稳步复苏 2020-11-08

教育行业 2020 年中报总结：中报业绩短期承压，政策利好下看好职教、高教增长空间 2020-09-08

联系人：

高鸿 021-38003690

gfgaohong@gf.com.cn

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
中公教育	002607.SZ	CNY	42.05	2020/10/31	增持	43.30	0.41	0.56	102.56	75.09	83.52	57.94	61.20	62.10
豆神教育	300010.SZ	CNY	14.24	2020/11/01	增持	16.93	0.09	0.38	158.22	37.47	41.77	24.88	2.20	8.70
紫光学大	000526.SH	CNY	54.60	2020/08/27	增持	89.56	0.05	0.71	1092.00	76.90	26.80	17.51	4.60	39.70
东方时尚	603377.SH	CNY	20.07	2020/11/01	增持	22.31	0.31	0.47	64.74	42.70	45.56	31.55	9.60	13.50
中国东方教育	00667.HK	HKD	16.68	2020/08/25	买入	20.70	0.38	0.54	43.89	30.89	27.41	20.81	12.00	14.60
好未来	TAL.N	USD	71.88	2020/08/04	增持	92.40	0.81	1.28	88.09	55.20	90.14	51.04	17.81	23.67
新东方	EDU.N	USD	16.48	2020/10/20	增持	193.60	0.38	0.54	43.37	30.52	27.08	20.56	12.00	14.60

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算, 新东方、好未来采用每 ADS 对应 Non GAAP 盈利 (美元/ADS)

## 目录索引

一、新东方赴港二次上市，关注公司 OMO 布局.....	6
（一）发展历程和公司架构：教培行业龙头，二次上市开启新征程.....	6
（二）财务：近年来营收业绩稳步增长，21 年 Q1 业绩好于指引.....	8
（三）经营情况梳理：全国持续扩张，K12 接棒留学业务成为成长中枢.....	10
（四）持续打磨在线产品，OMO 模式有望开启增长新篇章.....	19
二、近日教育部答复政协提案，加快推进民促法实施条例推进.....	24
三、21 所独立学院转设获批，民办学校板块有望持续受益.....	26
四、行情回顾.....	29
五、风险提示.....	33

## 图表索引

图 1: 新东方发展历程 .....	6
图 2: 全球发售前后新东方股权结构变化 .....	7
图 3: 新东方公司架构和重要附属公司详情 .....	8
图 4: 2020 财年新东方实现营收 35.8 亿美元, 同比增长 15.6% .....	8
图 5: 新东方 20 财年 Q4 Non GAAP 归母净利润为 4851 万美元, 同比下降 49.0% .....	8
图 6: 新东方教育课程及服务及书籍及其他服务收入 (百万美元) 和同比增速 .....	9
图 7: 新东方毛利率和 Non GAAP 归母净利率水平 .....	9
图 8: 新东方销售和管理费用率 .....	9
图 9: 新东方 21 财年 Q1 公司实现营收 9.9 亿美元, 同比下降 8.0% .....	10
图 10: 新东方 21 财年 Q1 Non GAAP 归母净利润 1.85 亿美元, 同比下降 19.8% .....	10
图 11: 新东方单季度销售&管理费用率 .....	10
图 12: 新东方单季度毛利率和 Non GAAP 净利率 .....	10
图 13: 新东方线上及线下主要品牌和业务结构 .....	11
图 14: 2020 财年新东方 K12 和备考及其他课程收入 (亿美元) 和同比增速 .....	13
图 15: 新东方 18-20 财年各项业务收入占比 .....	13
<b>图 16: 新东方 K12 业务单季度营收同比增速 (美元口径) .....</b>	<b>13</b>
图 17: 2020 财年学生数量达到 1059 万人, 同比增长 26% .....	14
图 18: 2020 财年 K12 学科辅导学生数量达到 974 万人次, 同比增长 29.6% .....	14
图 19: 新东方 2020 财年初高中学科辅导 529.6 万人次, 同比增长 32.6% .....	14
图 20: 新东方 2020 财年儿童学科辅导 444.4 万人次, 同比增长 26.1% .....	14
图 21: 新东方初高中学科辅导前两大城市北京和西安学生数量占比 .....	14
图 22: 新东方儿童学科辅导前两大城市北京和武汉学生数量占比 .....	14
图 23: 新东方海外备考和国内备考课程学生数量 (万人) 和同比增速 .....	15
图 24: 新东方海外备考课程北京和上海学生占比 .....	15
图 25: 新东方成人语言培训业务培训人数 (万人) 和同比增速 .....	15
图 26: 新东方成人语言培训业务北京和上海学生数量占比 .....	15
<b>图 27: 新东方扬州外国语学校在校生数量 (人) 和同比增速 .....</b>	<b>16</b>
<b>图 28: 新东方学校、学习中心、书店数量 (个) 和网点同比增速 .....</b>	<b>17</b>
图 29: 新东方学校和学习中心覆盖城市数量 .....	17
图 30: 截止 2021 财年 Q1 新东方共有 1472 个学习中心和学校 .....	17
<b>图 31: 新东方在不同线级城市网点数量和占比 (截止 20 财年) .....</b>	<b>17</b>
图 32: 新东方全职员工和合同教师数量和同比增速 .....	18
图 33: 新东方教师数量和同比增速 .....	18
图 34: 2010-2020 财年新东方生师比 .....	19
图 35: 新东方教师人均创收和同比增速 .....	19
图 36: 2020 财年新东方在线实现收入 10.8 亿元 (人民币), 同比增长 17.6% ..	19
图 37: 2020 财年新东方在线归母净亏损 7.42 亿元 (人民币) .....	19
图 38: 新东方在线销售、管理、研发费用率 .....	20

图 39: 新东方在线毛利率和 EBITDA 利润率 .....	20
图 40: 新东方在线收入结构 .....	20
图 41: 新东方在线各项业务毛利率 (%) .....	20
图 42: 2020 财年新东方在线 K12 实现收入 2.95 亿元 (人民币), 同比增长 85% .....	21
图 43: 2020 财年新东方在线付费人次达到 185.6 万人, 同比增长 224.5% .....	21
图 44: 新东方在线 K12 业务客单价 (人民币元) .....	21
图 45: 新东方在线和东方优播付费人次增速 .....	21
图 46: 2020 财年新东方在线大学分部实现收入 6.41 亿元 (人民币), 同比增长 2% .....	22
图 47: 2020 财年新东方在线付费人数为 94.2 万人, 同比下降 27% .....	22
图 48: 新东方在线大学课程客单价 (人民币元) .....	22
图 49: 新东方在线 2020 财年学前教育实现收入 3001 万元, 同比下降 10% (人民币) .....	22
图 50: 2020 财年新东方在线学前教育付费人数和同比增速 .....	23
图 51: 2020 财年新东方在线机构客户 2020 财年贡献收入 1.1 亿元 (人民币), 同比增长 20% .....	23
图 52: 新东方 OMO 教育生态系统 .....	23
图 53: 2004-19 年我国独立学院数量变化 .....	27
图 54: 2020 年以来教育部已审批 32 所独立学院转设 (截止 11 月 11 日) .....	27
图 55: 中信教育指数 10 月以来上涨 9.7%, 跑赢上证指数 6.9 个百分点 .....	30
表 1: 新东方本次港股全球发售募集资金投向 .....	7
表 2: 新东方业务覆盖全学段和各类学科和考试 .....	11
表 3: 新东方异地扩张进入城市时间表 .....	18
表 4: 教育部关于促进民办教育健康发展的提案回复函要点梳理 .....	25
表 5: 2003 年以来教育部关于独立学院相关政策梳理 .....	27
表 6: 主要高教上市公司旗下独立学院情况和转设进度梳理 .....	28
表 7: A 股主要教育上市公司 10 月以来 (10/8-11/13) 股价表现和估值水平 .....	31
表 8: 港股主要教育上市公司 10 月以来 (10/5-11/13) 股价表现和估值水平 .....	32
表 9: 主要教育中概股 10 月以来 (10/2-11/13) 股价表现和估值水平 .....	33

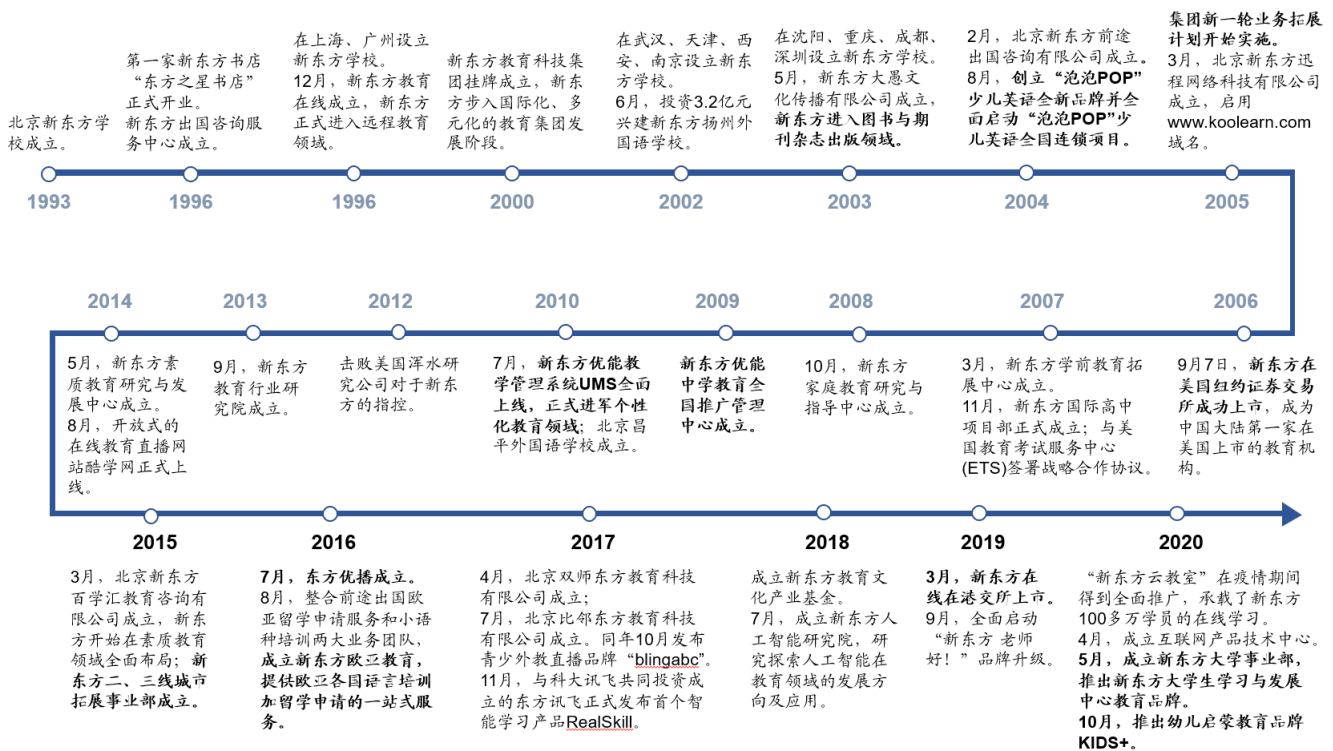
## 一、新东方赴港二次上市，关注公司 OMO 布局

### （一）发展历程和公司架构：教培行业龙头，二次上市开启新征程

新东方成立于1993年，最初主要以留学英语考试培训为主，逐步扩展到出版、民办学校、留学咨询等领域。随着2004年泡泡少儿英语成立，2008年优能中学教育成立，公司开始全面发力K12教培领域。通过近30年的发展扩张，成为国内K12教培以及留学升学辅导领域龙头。根据公司聆讯后资料集援引弗若斯特沙利文，截止2020年5月财年，以收入及学校和学习中心网络计，新东方是国内最大的民办教育服务提供者。截止2020年5月31日，自成立以来累计为超过5540万名学生人次提供服务。

公司于2006年在美股上市。2019年，在线教育业务子公司新东方在线在港交所上市。2020年公司赴港二次上市。根据公司公告，新东方近日已通过港交所聆讯，于10月29日-11月3日之间港股公开发售。拟发行851万股股份，其中公开发售51.06万股，国际发售799.94万股，每股发行价不超过1399港元，于11月9日上市。募集资金分别用于创新及技术投资以及改善OMO系统及其他平台（40%）、地区扩张（30%）、战略投资和收购（20%）、一般企业目的及营运资金需求（10%）。

图1：新东方发展历程



数据来源：新东方官网，央广网新闻，广发证券发展研究中心

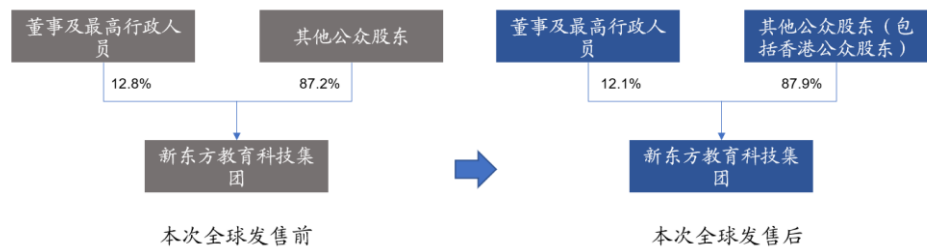
表1: 新东方本次港股全球发售募集资金投向

使用募集金额	比例	募集资金投向
4687.00	40%	透过持续创新及技术投资（包括大数据分析和 AI）以及改善 OMO 系统的功能和效率以及其他学习平台来增强学习体验。
3515.20	30%	<b>业务增长及地区扩张。</b> 计划持续扩大教师容纳能力，扩充全国范围内的学校及学习中心实体网络支持未来增长。增加当前经营所在城市的容纳能力以及扩展至学生对于我们教育服务需求未予满足或不够完善的新城市。
2343.50	20%	<b>战略投资及收购。</b> 考虑能对现有业务及生态系统形成合力的中小规模公司的潜在战略投资或收购机会。包括能使公司扩张、增强产品和服务并加强内容开发能力的若干教育内容领域的投资和收购机会，也将专注于具备可以增强 OMO 系统和其他学习平台技术的公司。
1171.70	10%	一般企业目的及营运资金需求。

数据来源：聆讯后资料集，广发证券发展研究中心

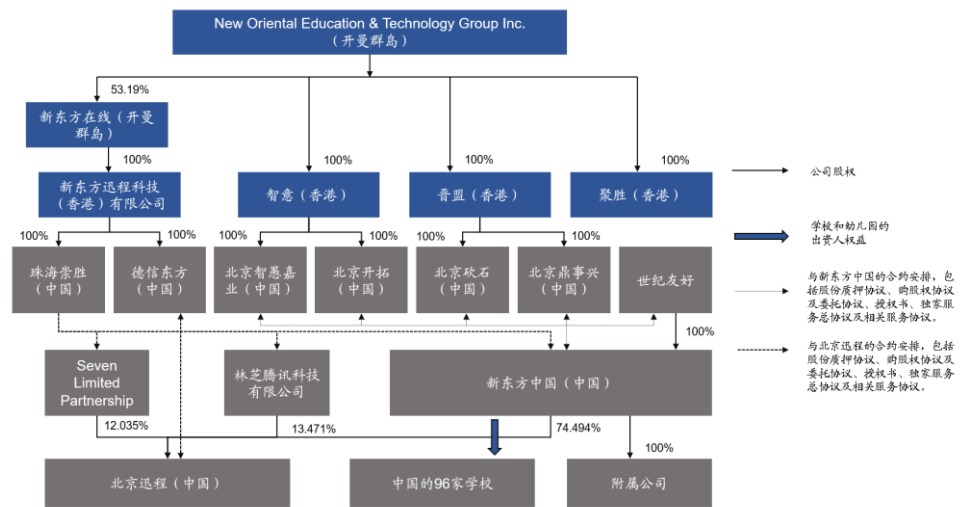
**股权结构和公司架构：**从股权结构来看，本次全球发售后包括香港公众股东在内的公众股东持股为87.9%，董事和高管持股比例为12.1%，其中俞敏洪先生持有11.7%股权。目前新东方线下教培、留学考试培训、出版等业务通过在国内的全资附属子公司、可变利益实体新东方中国、新东方中国的学校及附属公司间的合约安排进行。线上教育业务通过附属公司新东方在线（持股53.19%）透过与北京迅程及附属公司和注册股东的合约安排运营，北京迅程为新东方在线控制的可变利益实体。

图2: 全球发售后新东方股权结构变化



数据来源：聆讯后资料集，广发证券发展研究中心

图3: 新东方公司架构和重要附属公司详情

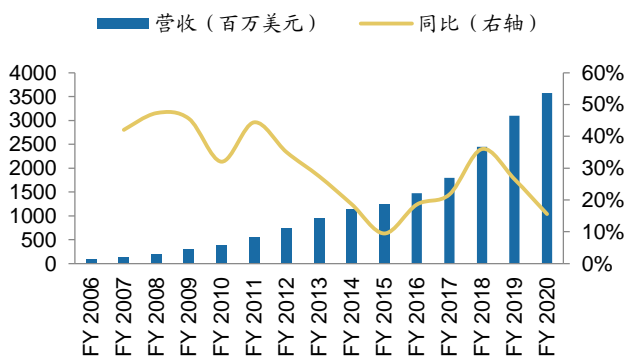


数据来源: 聆讯后资料集, 广发证券发展研究中心

(二) 财务: 近年来营收业绩稳步增长, 21年Q1业绩好于指引

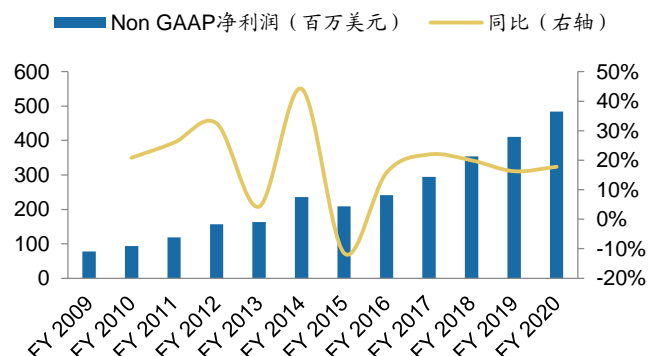
2020财年(截止5/31)新东方实现营收35.8亿美元, 同比增长15.6%, 16-20财年复合增速为24.7%, 其中教育课程及服务、书籍及其他服务分别贡献收入32.3亿美元和3.5亿美元, 同比分别增长16.0%和11.9%, 16-20财年CAGR分别为25.3%和19.8%。业绩方面: 2020财年新东方归母净利润4.13亿美元, 同比增长73.6%; Non GAAP净利润为4.84亿美元, 同比增长17.8%。近年来新东方Non GAAP净利润增长稳健, 16-20财年分别增长21.9%、20.0%、16.3%、17.8%, 16-20财年复合增速为19.0%。

图4: 2020财年新东方实现营收35.8亿美元, 同比增长15.6%



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

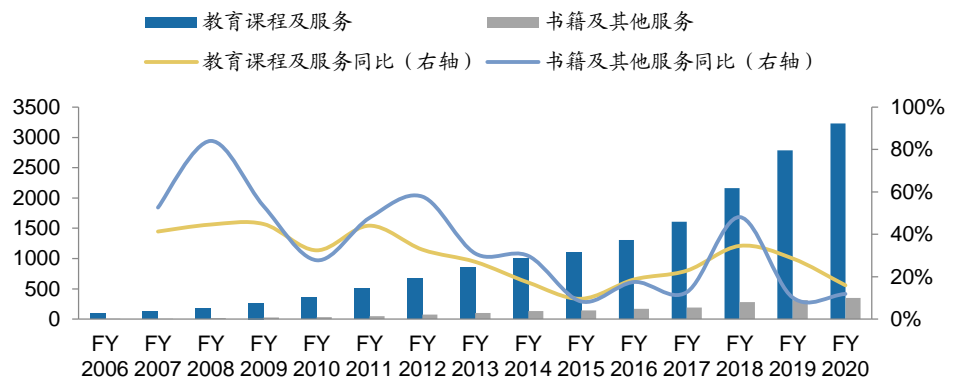
图5: 新东方20财年Q4 Non GAAP归母净利润为4851万美元, 同比下降49.0%



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心



图6: 新东方教育课程及服务收入和书籍及其他服务收入(百万美元)和同比增速

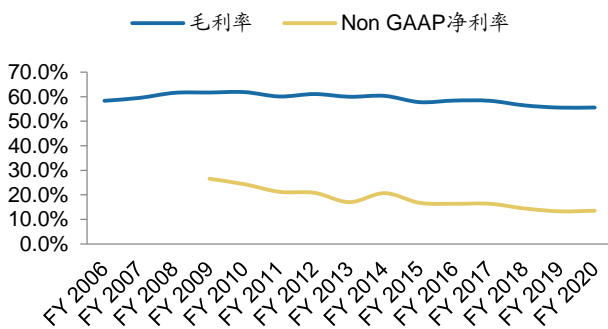


数据来源: 聆讯后资料集, 广发证券发展研究中心

**从成本结构来看:** 2018-2020财年教师薪酬和租金分别占收入的55%和20%左右。整体来看公司成本结构和盈利能力较为稳定, 2020财年新东方毛利率和Non GAAP净利率分别为55.6%和13.5%, 同比分别持平和提升0.3pct。

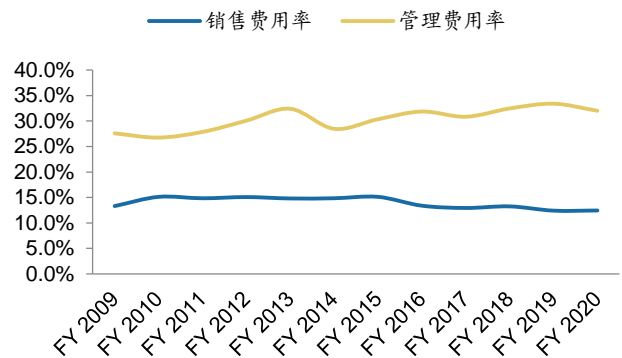
**费用方面:** 2020财年新东方销售和营销开支为4.45亿美元, 同比增长15.9%, 其中市场推广开支和人力资源开支分别占逾40%和35%; 一般及行政开支为11.45亿美元, 同比增长10.8%, 人力资源开支和行政开支分别占逾55%和15%。2020财年销售费用率和管理费用率分别为12.4%和32.0%, 同比分别持平和下降1.4pct。整体来看公司近年来控费水平较好。

图7: 新东方毛利率和Non GAAP归母净利率水平



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图8: 新东方销售和管理费用率

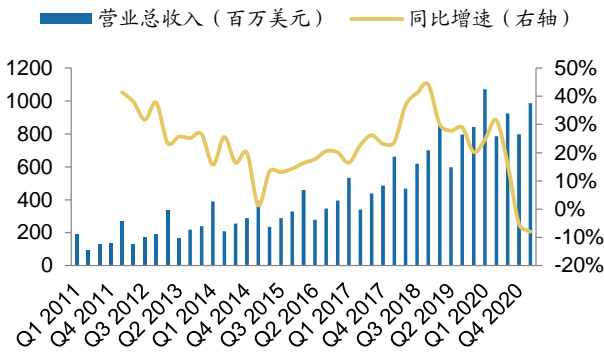


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

21财年Q1公司实现营收9.9亿美元, 同比下降8.0%。由于今年暑假班/秋季班报名延后、主要城市暑假缩短1-2周以及北京二次疫情影响暑假课程恢复, 对收入端造成一定影响。业绩方面, Q1 Non GAAP经营利润和归母净利润分别为1.66亿美元和1.85亿美元, 同比分别下降38.9%和19.8%, 归母净利润降幅环比收窄, 业绩表现超过此前指引。**盈利能力方面:** Q1新东方毛利率为52.9%, 同比下降6.1pct; Non GAAP经营利润率和净利率分别为16.8%和18.7%, 同比分别下降7.2pct和2.8pct。费用方

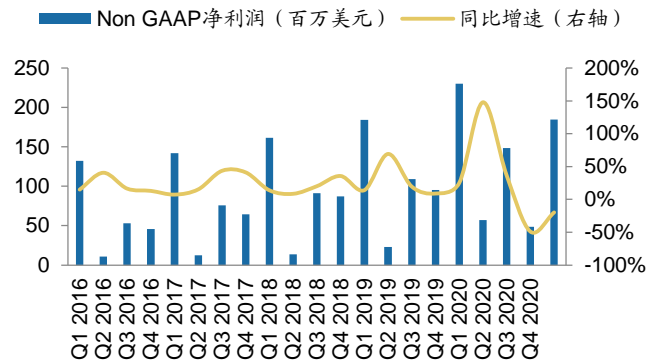
面，由于疫情期间新东方在线加大宣传投放力度，客服代表和销售人员增加，Q1销售和市场费用同比增长15.5%，销售费用率为11.8%，同比提升2.4pct。管理费用同比下降10.5%，管理费用率为35.0%，同比下降0.7pct。

图9: 新东方21财年Q1公司实现营收9.9亿美元, 同比下降8.0%



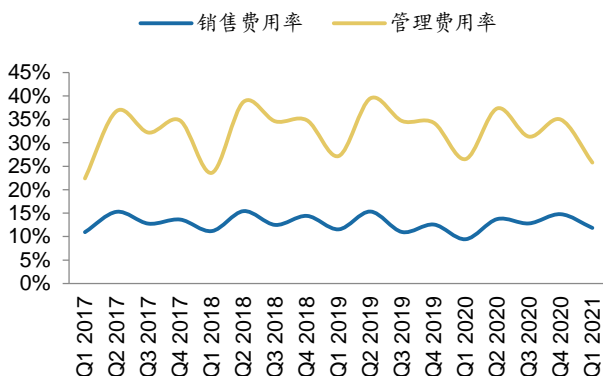
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图10: 新东方21财年Q1 Non GAAP归母净利润1.85亿美元, 同比下降19.8%



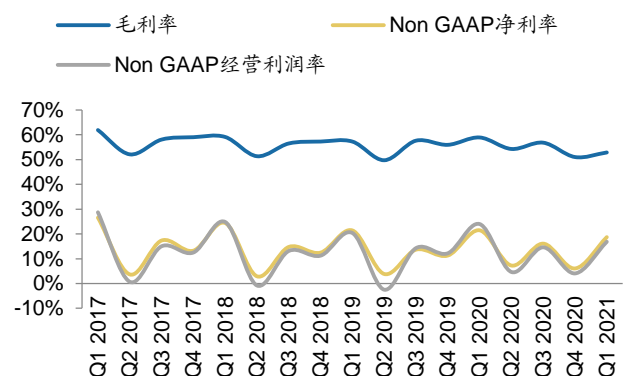
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图11: 新东方单季度销售&管理费用率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图12: 新东方单季度毛利率和Non GAAP净利率

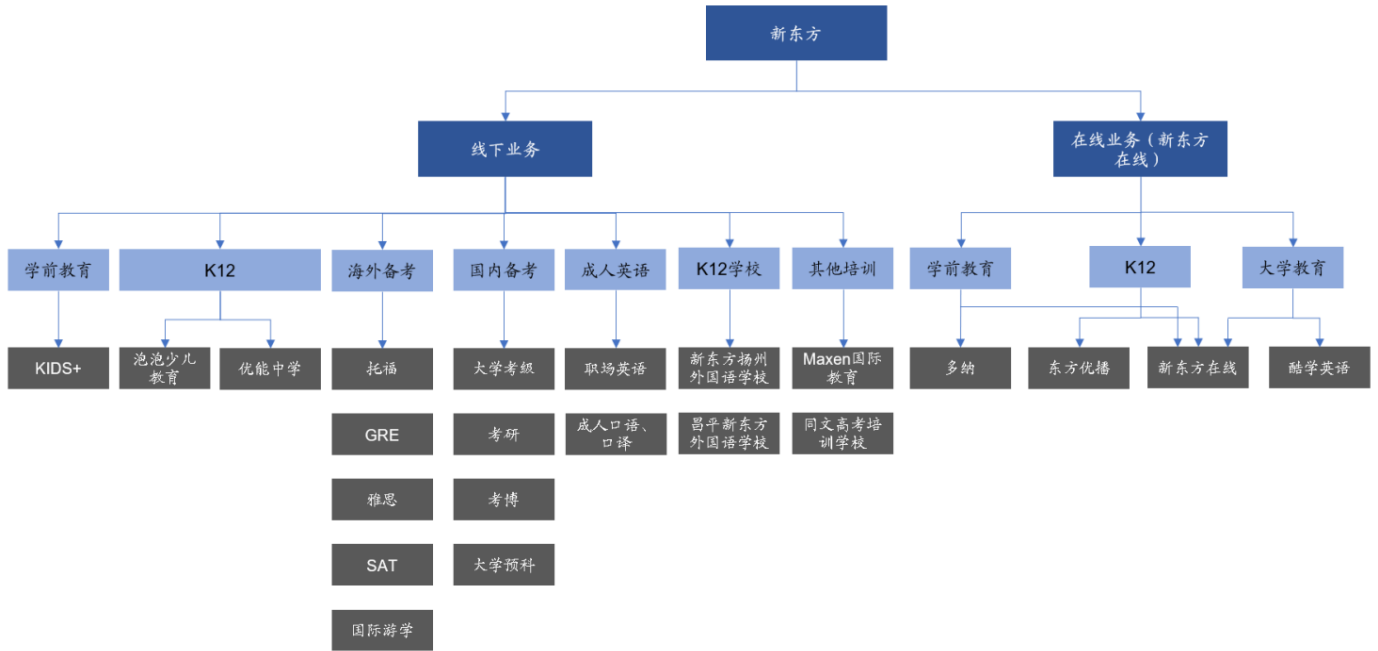


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

### （三）经营情况梳理：全国持续扩张，K12 接棒留学业务成为成长中枢

新东方经过近30年经营，目前已经围绕学生、家长和教师建立起整合线上线下的教育生态，从最初的以留学考试、英语培训为核心业务逐步扩张成为包括K12学科辅导、留学考试、学前教育、在线教育、成人英语、考研/大学四六级、K12学校、出版等在内的一站式教育服务平台。截止2021财年Q1，新东方在全国共有1472个学习中心和学校，覆盖91个城市。线上方面，公司通过新东方在线、东方优播和多纳等在线平台提供产品和服务。自成立以来，新东方学生人次累计达到5540万人。2020财年学生数量达到1059万人，同比增长26%，16-20财年复合增速为30.6%。

图13: 新东方线上及线下主要品牌和业务结构



数据来源: 公司官网, 聆讯后资料集, 广发证券发展研究中心

表2: 新东方业务覆盖全学段和各类学科和考试

学科	幼儿园	小学						初中			高中		高等教育	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		12
校外辅导														
科学	☆	☆	☆	☆										
美术	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆							
机器人	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆				
数学	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆
英语	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆
语文	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆
物理								☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆
化学								☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆
生物								☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆
历史								☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆
地理								☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆
政治								☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆
海外备考														
TOEFL		☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆
IELTS								☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆
PTE								☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆
SSAT				☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆				
SAT									☆	☆	☆	☆	☆	☆
ACT									☆	☆	☆	☆	☆	☆

IGCSE	☆	☆		
AP		☆	☆	☆
SAT2		☆	☆	☆
A-LEVEL			☆	☆
IBDP			☆	☆
GRE				☆
GMAT				☆
LSAT				☆
国内备考				
四六级考试				☆
考研				☆
成人英语				☆
其他外语				☆

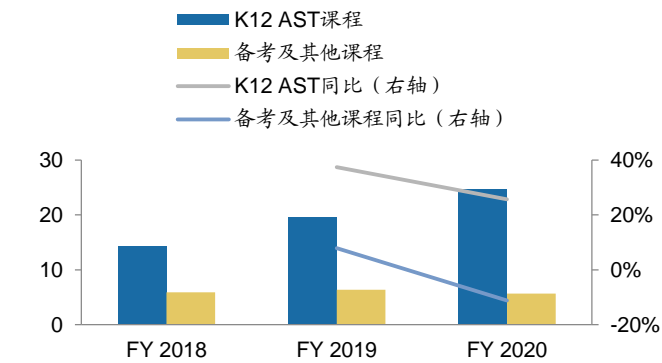
数据来源：聆讯后资料集，广发证券发展研究中心

**（1）收入拆分：新东方于2000年初推出K12学段英语学科辅导，08年开始新东方推出优能中学教育，覆盖初高中所有学科，全面切入K12培训赛道。近年来战略重心不断向K12倾斜，K12收入占比持续提升，逐渐成为公司收入增长核心驱动。**2020财年K12课后辅导贡献收入24.7亿美元，同比增长26%，占收入的69%。备考及其他课程收入受疫情影响较大，2020财年实现收入5.7亿美元，同比下降11%，占比为16%。其他分部（包括学前教育、K12学校等）、书籍及其他服务2020财年收入占比分别为5%和10%。

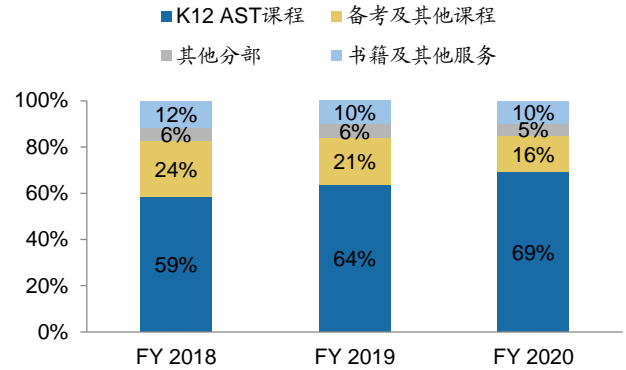
21财年Q1新东方K12业务营收增长8%（美元口径，下同）。其中优能中学辅导同比增长9%，优能小班课同比增长15%，优能VIP同比下降10%。泡泡少儿班同比增长3.5%。留学业务持续受到留学考试取消以及学校停课影响，Q1留学考试辅导和留学咨询收入同比分别下降51%和31%。**客单价方面：**Q1整体客单价同比下降10%，平均课时费同比下降2%，主要是课时费较高的留学考试业务占比大幅下降、部分主要城市OMO在线课程暑期提供折扣以及参加促销课程学生占比提升所致。其中优能中学、优能VIP、泡泡少儿班、留学考试培训平均课时费同比分别变动+2%、+3%、-1%和+7%。

图14: 2020财年新东方K12和备考及其他课程收入(亿美元)和同比增速

图15: 新东方18-20财年各项业务收入占比

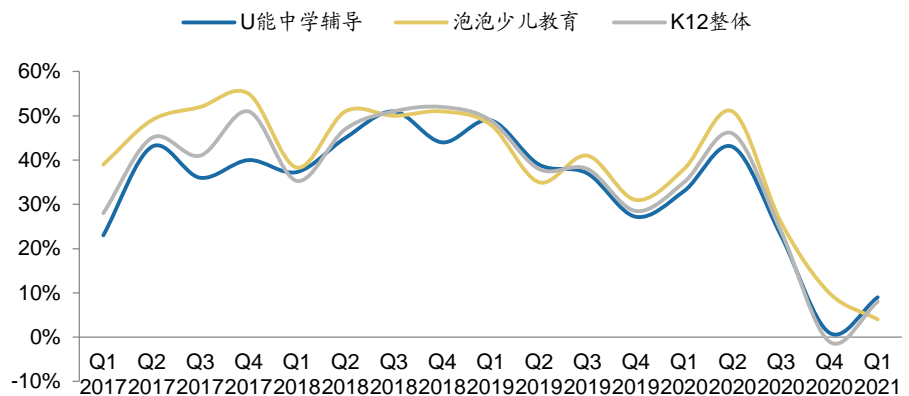


数据来源: 聆讯后资料集, 广发证券发展研究中心



数据来源: 聆讯后资料集, 广发证券发展研究中心

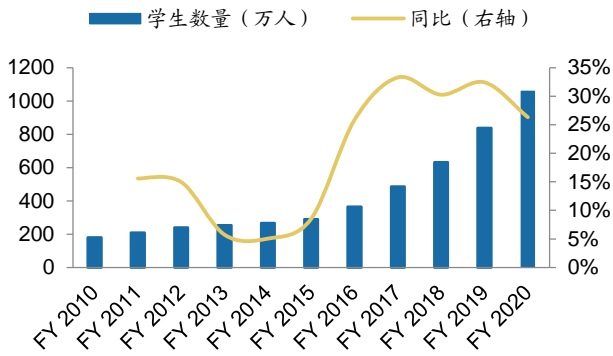
图16: 新东方 K12 业务单季度营收同比增速 (美元口径)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

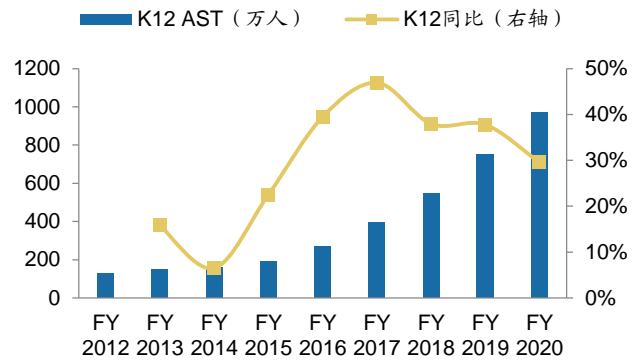
**(2) 学生人数和结构:** 2020财年学生数量达到1059万人次, 同比增长26%。K12学科辅导学生数量达到974万人次, 同比增长29.6%, 近年来K12学生人数稳步增长, 16-20财年复合增速为37.9%。其中儿童学科辅导(包括幼儿园和小学)444.4万人次, 同比增长26.1%, 初高中学科辅导529.6万人次, 同比增长32.6%, 16-20财年复合增速分别为39.7%和36.5%。

图17: 2020财年学生数量达到1059万人, 同比增长26%



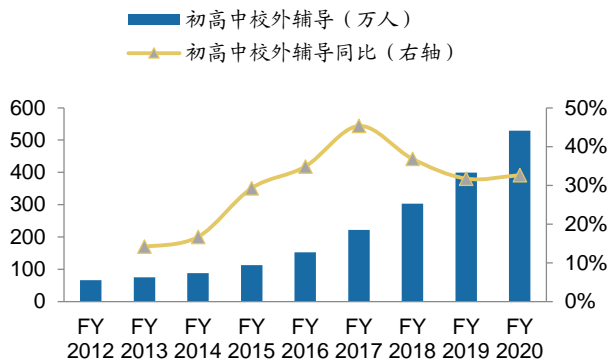
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图18: 2020财年K12学科辅导学生数量达到974万人次, 同比增长29.6%



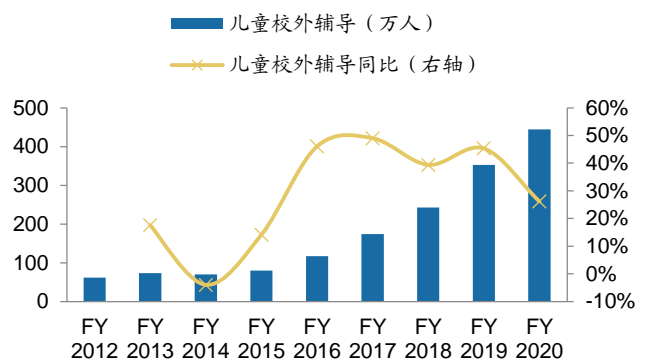
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图19: 新东方2020财年初高中学科辅导529.6万人次, 同比增长32.6%



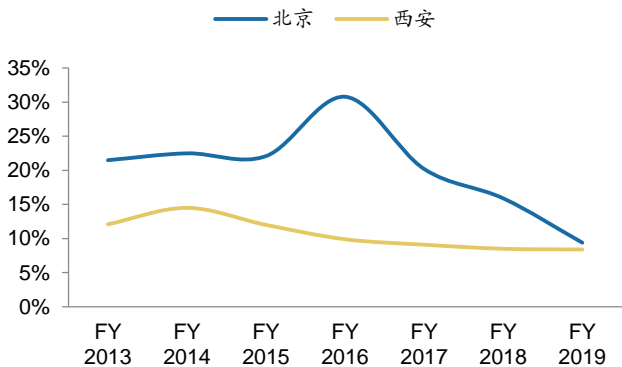
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图20: 新东方2020财年儿童学科辅导444.4万人次, 同比增长26.1%



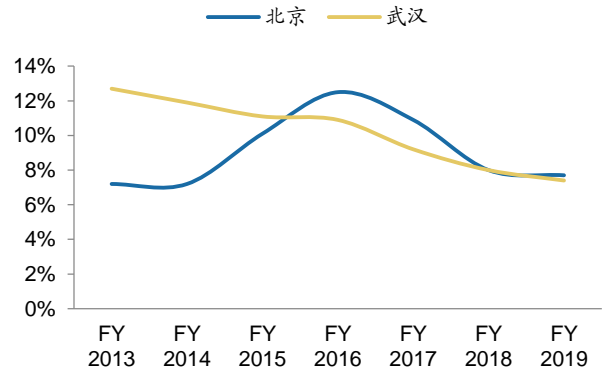
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图21: 新东方初高中学科辅导前两大城市北京和西安学生数量占比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图22: 新东方儿童学科辅导前两大城市北京和武汉学生数量占比



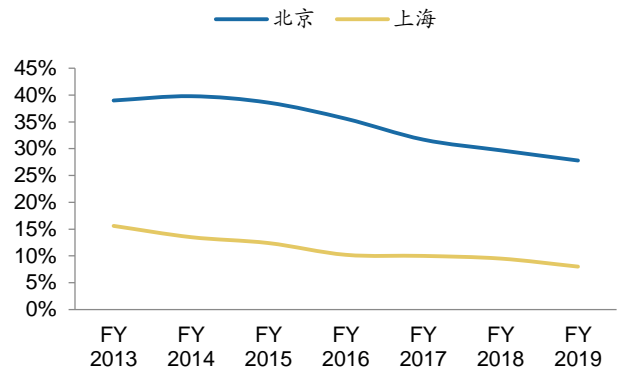
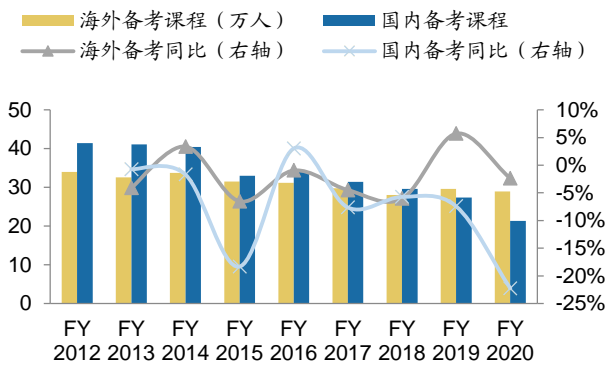
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

**留学培训&其他业务:** 新东方2020财年备考课程及其他业务学生数量为85.1万人次, 近年来整体有所下滑。海外备考课程2020财年学生数量为50.2万人次和28.9万人次, 受疫情影响同比下降2.4%。海外备考学生中北京和上海占比较高, 2020财年北京和上海学生分别占27.8%和8.0%, 近年来持续下降。国内备考课程2020财年学生数量为28.9万人次, 同比下降22.3%, 其中哈尔滨和西安分别占9.7%和8.8%。

其他培训业务方面, 2020财年成人语言培训业务培训人数为4.0万人, 同比下降39.4%。此外, 扬州外国语学校学生数量为3400人, 同比下降4.2%。

图23: 新东方海外备考和国内备考课程学生数量(万人)和同比增速

图24: 新东方海外备考课程北京和上海学生占比

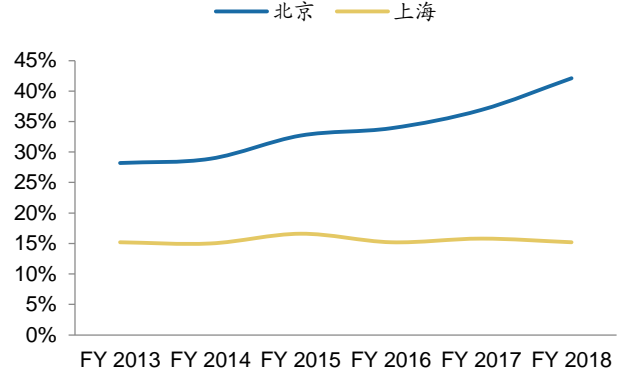
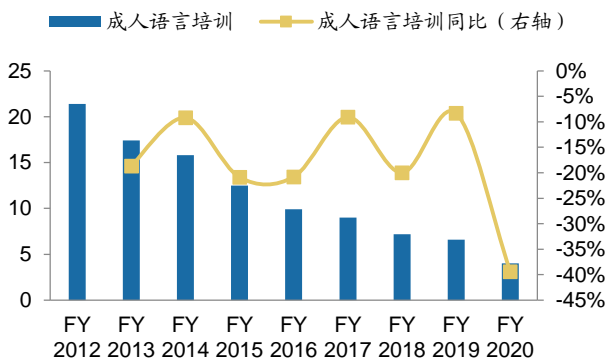


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图25: 新东方成人语言培训业务培训人数(万人)和同比增速

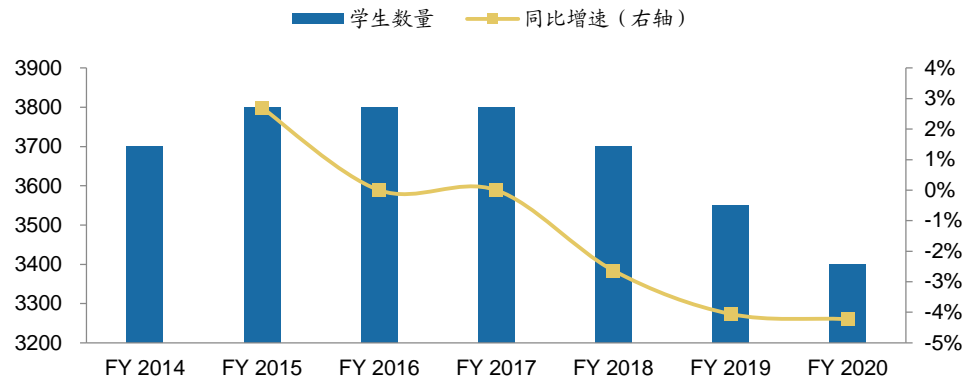
图26: 新东方成人语言培训业务北京和上海学生数量占比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 27: 新东方扬州外国语学校在校生数量 (人) 和同比增速



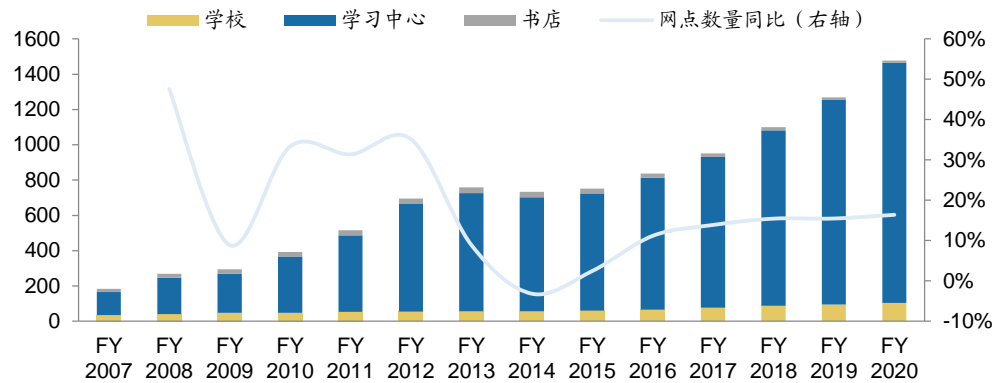
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

21财年Q1公司整体学生数量为296.1万人, 同比增长13.5%, 恢复正增长。根据公司电话会, 暑假期间新东方在70个城市推出促销课程, 课程价格为400元, 和19年基本持平。由于疫情影响, 促销课较往年推出时间晚1个月, 但促销课学生数量仍达到107.9万人, 同比增长31%。促销课学生在秋季班留存率约为60%, 有望持续为21财年贡献收入。

**(3) 全国网点布局&扩张: 07-12财年期间新东方基本维持30%以上扩张速度, 网点复合增速达到36.2%。13-15年间随着K12业务增长扩张, 标准化转型势在必行, 公司放慢扩张步伐, 14年一度出现网点负增长。16年后转型基本完成, 全国扩张进程持续推进。截止20财年新东方在全国共有1477个网点, 其中学校、学习中心、书店分别有104个、1361个、12个。16年以来加快在三四线城市的渗透, 截止2020财年新东方网点覆盖91个城市, 较15财年末增加41个。其中一线城市、新一线城市、二线城市、三线城市、四线城市和五线城市分别有262个、604个、452个、127个、30个和1个网点, 新一线城市和二线城市网点占比分别为40.9%和30.6%。21财年Q1新东方共有1472个网点。Q1公司在广州、淮南、高州、陆丰、芜湖和酒泉新开7家线下学习中心, 学习中心面积同比增长23%, 环比增长1%。**

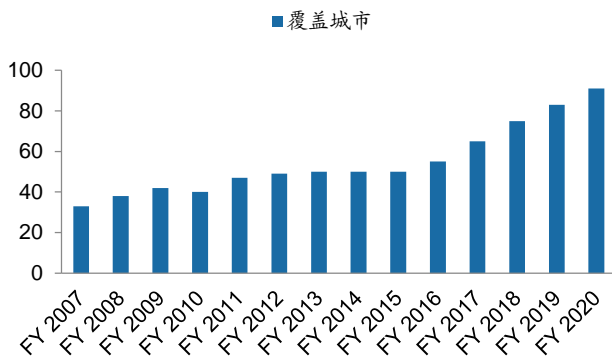


图 28: 新东方学校、学习中心、书店数量 (个) 和网点同比增速



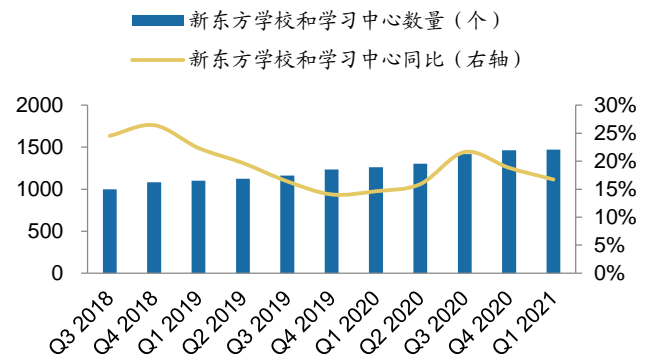
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 29: 新东方学校和学习中心覆盖城市数量



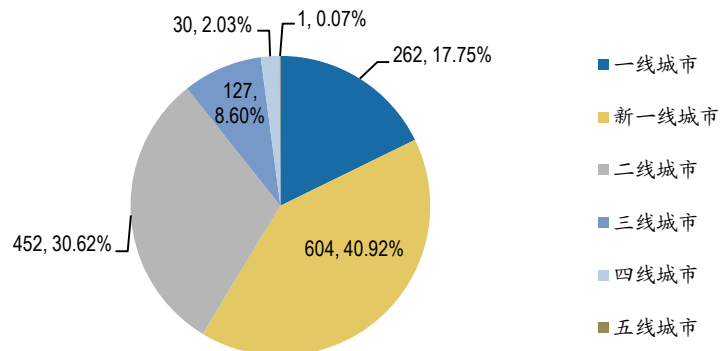
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 30: 截止 2021 财年 Q1 新东方共有 1472 个学习中心和学校



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 31: 新东方在不同线城市网点数量和占比 (截止 20 财年)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

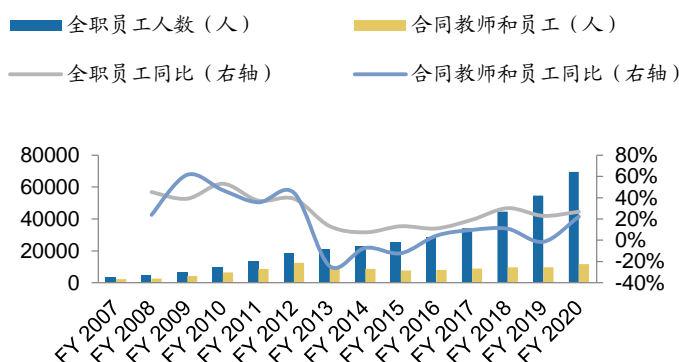
表3: 新东方异地扩张进入城市时间表

新东方学校		双师学校
1993	北京	
2000	上海、广州	
2002	武汉、天津、西安、南京	
2003	沈阳、重庆、成都、深圳	
2005	杭州、长沙、哈尔滨、济南、太原、郑州、长春、襄樊	
2006	福州、合肥、昆明、石家庄、苏州、株洲、宜昌、鞍山、佛山	
2007	南昌、无锡、荆州、大连	
2008	黄石、兰州、宁波、厦门、青岛、南宁	
2010	湘潭、镇江、洛阳、南通	
2011	吉林、贵阳、呼和浩特、唐山、乌鲁木齐	
2015	泉州、温州、潍坊、珠海	
2016	锦州、保定、烟台	泰安、沧州
2017	漳州、南阳	开封、秦皇岛、安阳、邯郸、中山、银川、绍兴、湖州
2018	盐城、连云港、焦作、东莞、海口、义乌、金华	
2019	西宁、绵阳、包头、常熟、榆次、惠州	新乡、承德
2020	张家港、威海	鹤壁、驻马店、许昌、邢台

数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

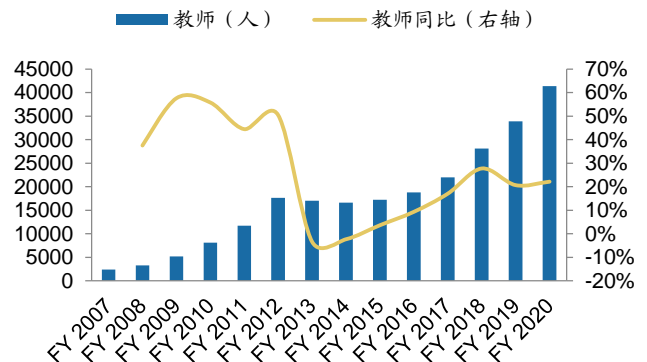
(4) 教师和员工: 截止2020财年新东方共有69438名全职员工, 11689名合同教师和员工, 同比分别增长27%和22%, 员工总数量为81127人。近年来随着业务不断扩张员工数量稳步增长, 16-20财年总员工数量(全职+合同教师)复合增速为21.9%。其中截止2020财年教师数量为41400人, 同比增长22%。整体来看近年来新东方教师人效呈稳步上升趋势。12年以来生师比持续提升, 2020财年生师比为255.8:1。2020财年教师人均创收8.64万美元, 15-20财年年均创收CAGR为3.6%。

图32: 新东方全职员工和合同教师数量和同比增速



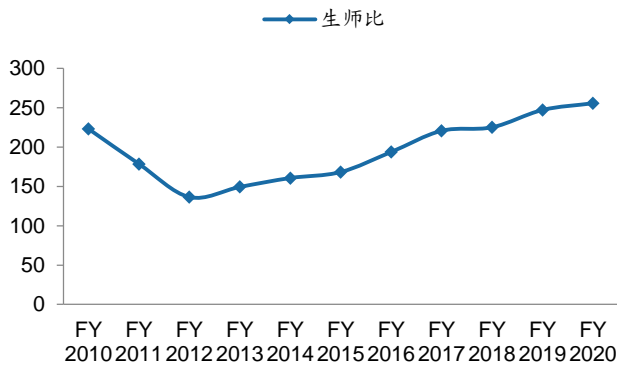
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图33: 新东方教师数量和同比增速



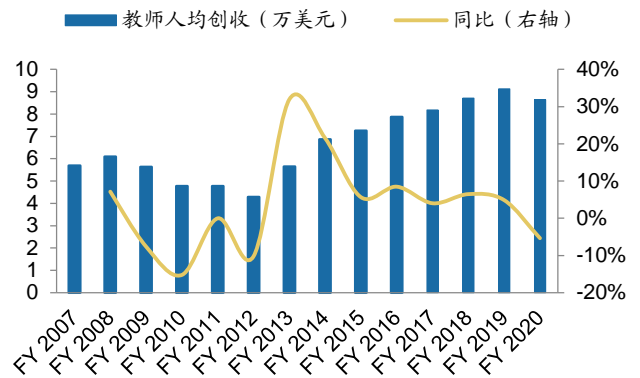
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图34: 2010-2020财年新东方生师比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图35: 新东方教师人均创收和同比增速

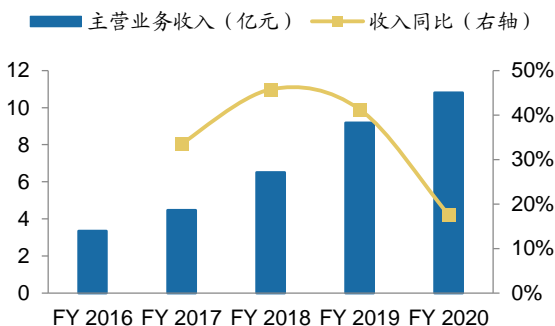


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

#### (四) 持续打磨在线产品, OMO 模式有望开启增长新篇章

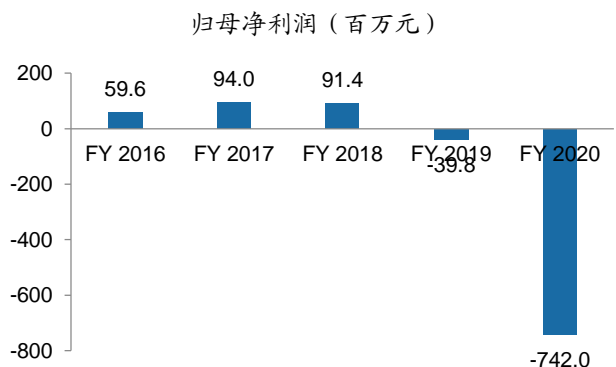
线上业务方面, 公司通过子公司新东方在线提供产品和服务, 主要包括大学、K12、学前教育和机构业务。2020财年新东方在线实现收入10.8亿元, 同比增长17.6%, 16-20财年复合增速为34.1%。其中大学、K12、学前教育和机构客户收入占比分别为59.4%、27.3%、2.8%和10.5%。2020财年新东方在线归母净亏损7.42亿元, 亏损幅度扩大。由于近年来在线K12教育整体获客成本持续攀升, 公司加大营销投入和市场推广团队扩大, 导致销售费用不断提升。同时公司师资扩充、业务团队扩大、股权激励增加均对利润端产生一定影响。2020财年新东方在线毛利率为46%, 同比下降9pct。销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为81%、17%和29%, 同比分别提升32pct、6pct、13pct。

图36: 2020财年新东方在线实现收入10.8亿元(人民币), 同比增长17.6%



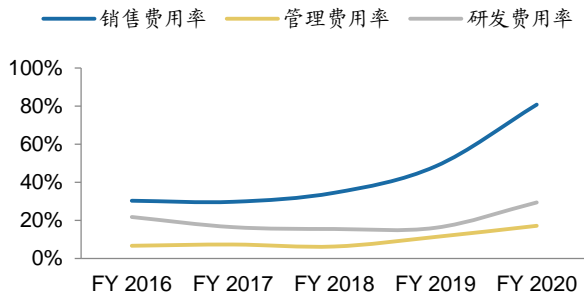
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图37: 2020财年新东方在线归母净亏损7.42亿元(人民币)



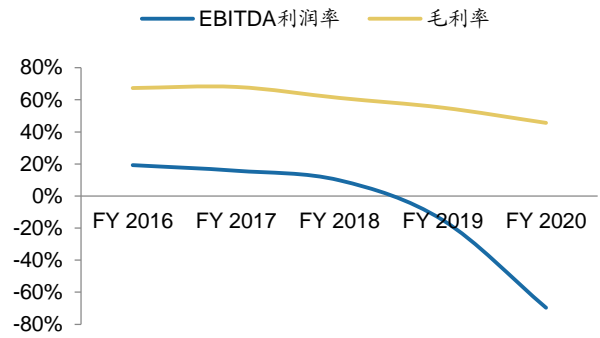
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图38: 新东方在线销售、管理、研发费用率



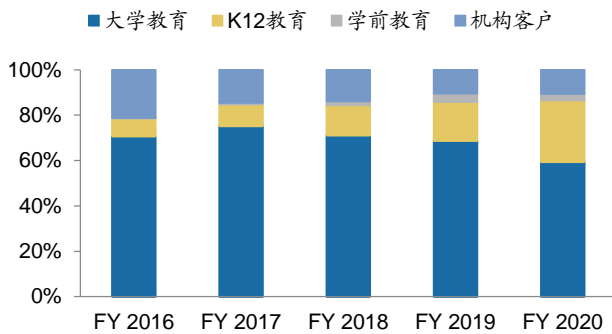
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图39: 新东方在线毛利率和EBITDA利润率



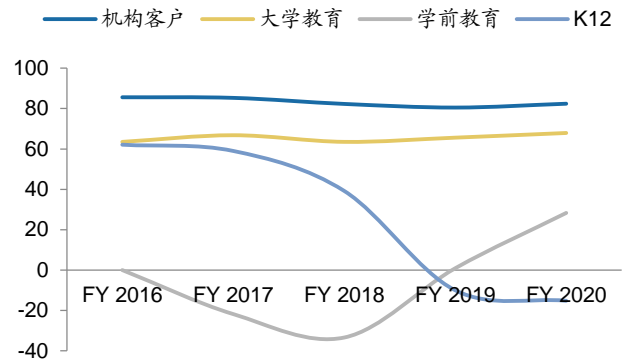
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图40: 新东方在线收入结构



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

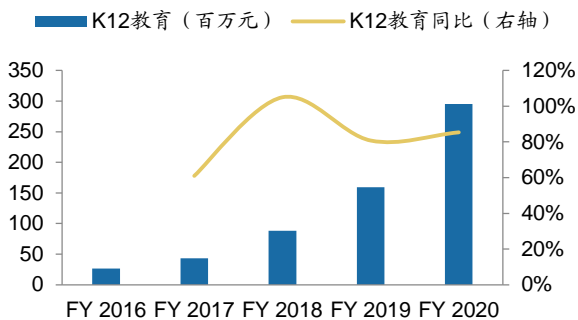
图41: 新东方在线各项业务毛利率 (%)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

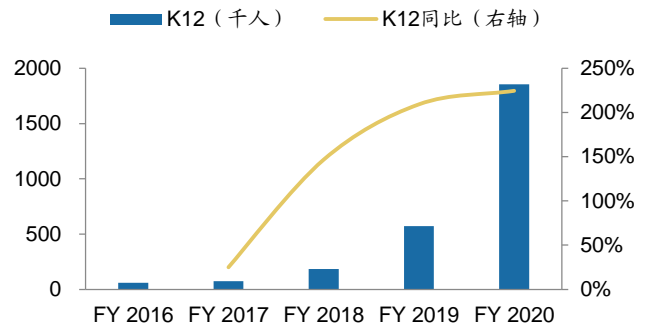
新东方在线K12业务包括新东方在线K12大班课和地区性直播校外辅导课程东方优播。2020财年新东方在线K12实现收入2.95亿元, 同比增长85%, 近年来收入占比不断提升。付费人次达到185.6万人, 同比增长224.5%。其中新东方在线和东方优播付费人次同比分别增长269.4%和184.2%。客单价方面, 2020财年K12客单价为882元, 同比下降8%。近年来东方优播快速扩张, 截止2020年5月已经进入国内24个省172个城市。

图42: 2020财年新东方在线K12实现收入2.95亿元(人民币), 同比增长85%



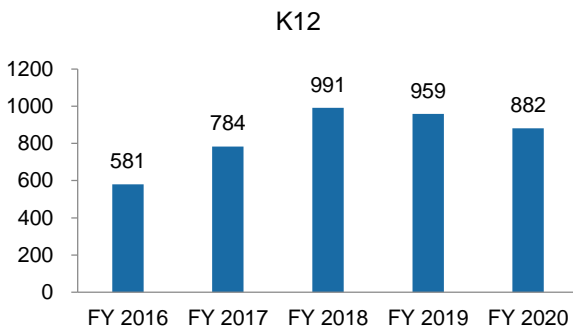
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图43: 2020财年新东方在线付费人次达到185.6万人, 同比增长224.5%



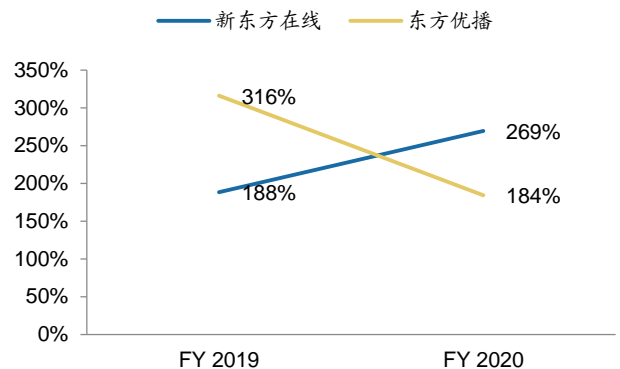
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图44: 新东方在线K12业务客单价(人民币元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

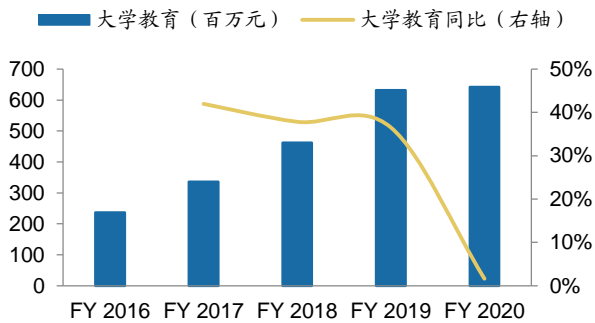
图45: 新东方在线和东方优播付费人次增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

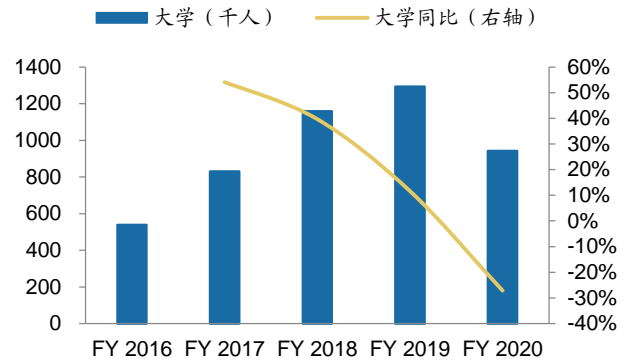
大学业务目前仍为新东方在线收入贡献主力。2020财年大学分部实现收入6.41亿元, 同比增长2%。付费人数为94.2万人, 同比下降27%, 主要是由于疫情影响下大学和出国考试取消以及产品线优化、英语学习课程人数大幅减少所致。大学课程客单价为1222元, 2020财年以来大学分部将产品集中于定价更高的大学备考以及海外备考业务, 客单价明显提升。

图46: 2020财年新东方在线大学分部实现收入6.41亿元(人民币), 同比增长2%



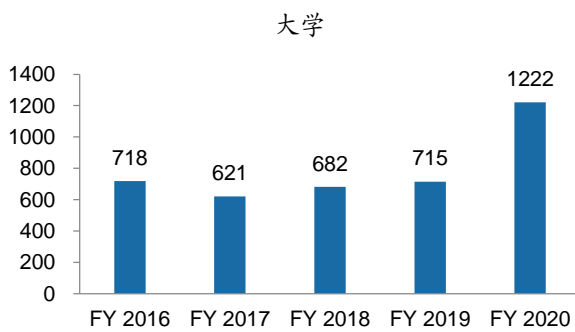
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图47: 2020财年新东方在线付费人数为94.2万人, 同比下降27%



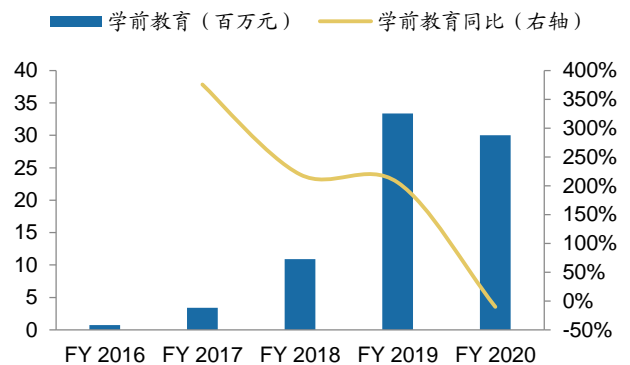
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图48: 新东方在线大学课程客单价(人民币元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

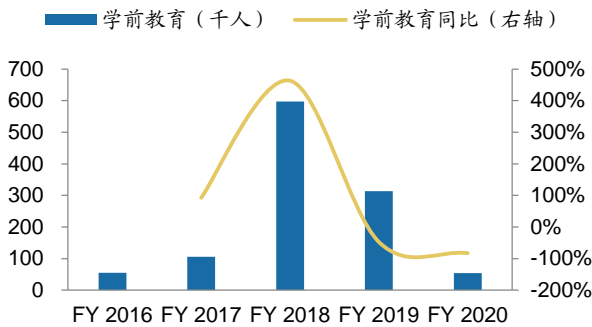
图49: 新东方在线2020财年学前教育实现收入3001万元, 同比下降10%(人民币)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

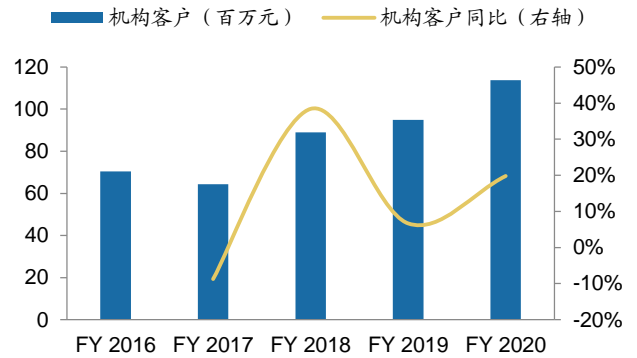
学前教育方面, 新东方在线通过多纳学英语APP提供服务, 2020财年公司对多纳外教学堂英语直播课进行调整, 专注于多纳APP的整合和优化, 故付费人次和收入有所下滑: 2020财年学前教育实现收入3001万元, 同比下降10%; 付费学生人次5.4万人, 同比下降83%。此外, 机构客户2020财年贡献收入1.1亿元, 同比增长20%。

图50: 2020财年新东方在线学前教育付费人数和同比增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图51: 2020财年新东方在线机构客户2020财年贡献收入1.1亿元(人民币), 同比增长20%

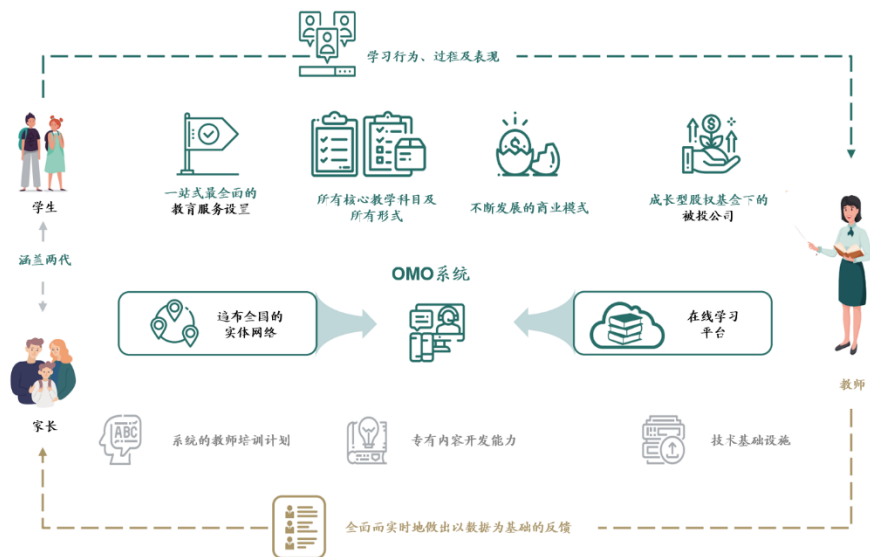


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

新东方从14年开始布局OMO，首次推出OMO标准化数字教室教学系统。近年来公司持续加快OMO转型，围绕数字教室教学系统的全套技术、方法和方案，对线下资源进行数字化、集中化和分析并运用在线上教学服务中，拓展不同的教学模式并形成线上线下融合的教学生态，目前已经应用于全面的教育服务产品供应以及招生、教师培训等方面。

疫情期间，公司通过OMO系统将线下课程移至线上小型直播课，国内疫情得到控制后，新东方加大线上线下结合的OMO模式课程的推广。根据公司电话会，截止Q1，OMO模式课程在20个左右城市推出，暑假班效果良好。其中杭州OMO课程暑假后留存率超过50%。未来公司将更多的使用OMO模式进行全国扩张，特别是进入新的城市，有望帮助公司进一步提升下沉市场渗透率。看好公司全国持续扩张以及模式创新带来的长期成长空间。

图52: 新东方OMO教育生态系统



数据来源: 聆讯后资料集, 广发证券发展研究中心

## 二、近日教育部答复政协提案，加快推进民促法实施条例推进

11月10日，教育部发布《关于政协十三届全国委员会第三次会议第3379号（教育类343号）提案答复的函》，对民办教育领域多个建议作出答复。2018年《中华人民共和国民办教育促进法实施条例（修订草案）（送审稿）》（以下简称《实施条例》）发布以来，市场对民办学校特别是义务教育阶段存在一定分歧，对政策不确定性的担忧持续存在。本次答复明确指出“正会同有关方面加快推进《实施条例》修订工作”切实解决中央关心、社会关注、群众关切的热点难点问题，以良法促善治”、“指导各地加快民办教育地方立法进程”，同时向公众、市场提供了关注度很高的民促法实施条例修订思路和方向，民促法实施条例落地进程有望加快。我们认为本次回复函有以下几个亮点：

- (1) 不设全国统一的民办学校管理“过渡期”，具体办法由省、自治区、直辖市立足地区实际制定。充分考虑到各地民办教育实际发展历史和现状，因地制宜，体现出基于整体框架下的政策灵活性。
- (2) 为保障非营利性民办学校举办者权益，回应举办者诉求，教育部对合法合规的关联交易持开放态度。根据《民办教育促进法》，“非营利性民办学校的举办者不得取得办学收益，学校的办学结余全部用于办学”。目前相关上市公司旗下的民办非营利性学校多采用签订服务协议或合作协议，通过委托方式由上市公司进行管理运营并收取服务费。本次回复函对合法合规范畴内的此类委托管理方式给予正当地位，很大程度上消除了此前市场担忧。同时也强调：“在《实施条例》修订中，对关联交易作出规定，要求关联交易应该公开、公平、公允，合理定价，不得损害学校利益，建立信息披露制度，相关部门加强监管、按年度对关联交易进行审查等”，后续相关关联交易的透明度和信息披露有望进一步完善，监管和审查也将加强，继续规范民办学校办学行为。
- (3) 国家对民办教育实行积极鼓励、大力支持、正确引导、依法管理的方针，保障民办学校的办学自主权和民办学校举办者、校长、教职工和受教育者的合法权益。在税费优惠、政府补贴、师生权益等方面再次明确对民办教育的鼓励和支持。强调非营利性民办学校与公办学校享有同等待遇。
- (4) 将继续探索优化举办者变更流程，研究民办教育领域简政放权、优化服务的配套举措。根据《实施条例》，“非营利性民办学校举办者变更的，应当签订变更协议，并不得从变更中获得收益；现有民办学校的举办者可以根据其依法享有的合法权益与继任举办者协议约定变更收益，但不得以牟利为目的，不得涉及学校的法人财产。举办者变更协议应当依据民办教育促进法第五十四条的规定，与其他材料一并报审批机关核准”。根据回复函，目前教育部



已取消、下放民办学校聘任校长核准、民办学校收费管理等6项行政审批事项。有利于建立完善、高效的举办者变更流程，未来有望进一步优化民办教育领域审批、服务流程，提升行政审批效率和质量，持续推动简政放权。

**表4：教育部关于促进民办教育健康发展的提案回复函要点梳理**

建议内容	回复要点
(1) 关于做好民办学校过渡期管理的建议	因各地民办教育发展历史和现实情况存在较大差异，教育部不便设定全国统一的“过渡期”，财政、税务部门也无法制定“一刀切”的分类选择税费政策，具体办法由省、自治区、直辖市立足地区实际制定。
(2) 关于规范非营利性民办学校关联交易的建议	为保障非营利性民办学校举办者权益，回应举办者诉求，教育部对合法合规的关联交易持开放态度。同时，为切实保障非营利民办学校的法人财产权不受侵害，避免相关方“以非营利之名行营利之实”，在《民办教育促进法实施条例》（以下简称《实施条例》）修订中，对关联交易作出规定，要求关联交易应该公开、公平、公允，合理定价，不得损害学校利益，建立信息披露制度，相关部门加强监管、按年度对关联交易进行审查等。
(3) 关于公平对待非营利性和营利性民办学校的建议	国家对民办教育实行积极鼓励、大力支持、正确引导、依法管理的方针，保障民办学校的办学自主权和民办学校举办者、校长、教职工和受教育者的合法权益。 非营利性民办学校与公办学校享有同等待遇，按照税法规定进行免税资格认定后，免征非营利性收入的企业所得税。 保障师生权益方面，要完善学校、个人、政府合理分担的民办学校教职工社会保障机制，民办学校应依法为教职工足额缴纳社会保险费和住房公积金，鼓励民办学校按规定为教职工建立补充养老保险，改善教职工退休后的待遇。民办学校教师在资格认定、职务评聘、培养培训、评优表彰等方面与公办学校教师享有同等权利。非营利性民办学校教师享受当地公办学校同等的人才引进政策。民办学校学生在评奖评优、升学就业、社会优待、医疗保险等方面与同级同类公办学校学生享有同等权利。
(4) 关于完善民办学校法律政策体系的建议	近期，教育部正会同有关方面加快推进《实施条例》修订工作，切实解决中央关心、社会关注、群众关切的热点难点问题，以良法促善治。同时，指导各地加快民办教育地方立法进程，构建上下衔接、横向贯通的法律制度体系，完善“负面清单+信用评价”的政策体系，健全民办学校内部控制、财务管理等制度，规范民办学校办学行为。 持续加强监管方面，指导各地教育行政部门厘清监管权责归属，完善日常监管机制，提高风险研判能力，健全年检、专项治理制度，综合运用财务审计、信息公开、税收检查等手段，依法加强对民办高校办学行为的事中事后监督管理，加大对违法违规办学行为的查处力度，提高民办学校办学水平和办学质量。
(5) 关于简化举办者变更相关审批手续的建议	教育部坚决贯彻落实党中央、国务院关于简政放权放管结合优化服务的要求，不断深化教育行政审批制度改革，调整和转变工作方式，提高教育行政审批的效率和质量。目前，已取消、下放民办学校聘任校长核准、民办学校收费管理等6项行政审批事项。下一步，我们将继续探索优化举办者变更流程，研究民办教育领域简政放权、优化服务的配套举措。

数据来源：《关于政协十三届全国委员会第三次会议第3379号（教育类343号）提案答复的函》，广发证券发展研究中心

整体来看，本次回复函对此前公众普遍关注的一些问题作出明确，包括不设民办学校统一过渡期、对合法合规的非营利性民办学校关联交易持开放态度。进一步强调非营利性民办学校和公办学校同等待遇，保障民办学校的办学自主权和民办学校举

办者、校长、教职工和受教育者的合法权益。进一步推动民办学校法律政策体系，优化服务流程、提升办理效率，加强合规要求和监督审查力度。政策角度鼓励扶持和规范性要求并重，有利于为民办学校营造更好的发展环境，提升整体办学质量。但送审稿第十二条“实施集团化办学的，不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校”此次并未作出说明，尚存在一定不确定性。

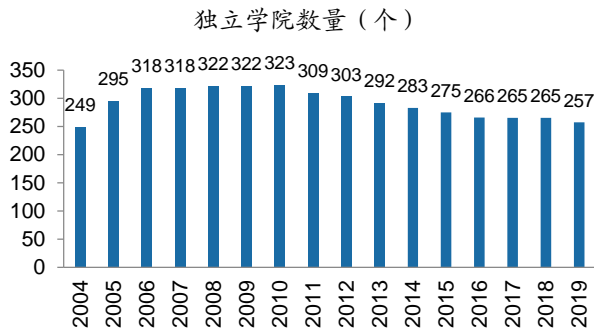
### 三、21 所独立学院转设获批，民办学校板块有望持续受益

独立学院指普通高校与国家机构以外的社会组织或者个人合作，利用非国家财政性经费举办的实施本科学历教育的高等学校。1999年，浙江大学与杭州市人民政府联合创办浙江大学城市学院，是国内首个独立学院。随后独立学院经历了一段快速增长扩张的时期，在特定时期为扩大高等教育资源供给做出一定贡献，但也出现了法人地位未落实、产权归属不清晰、办学条件不达标、师资结构不合理、内部治理不健全等问题。2008年《独立学院设置与管理办法》对独立学院规模、办学条件以及参与举办的社会组织和个人总资产提出明确要求，同时明确“现有独立学院及其举办者可以根据自身的条件和实力，选择不同的未来发展走向。条件好、实力强的，可以继续举办独立学院或转设为出资者独自举办的民办本科院校；条件差、实力弱的，可以转为高等职业学院或其他层次的民办学校，也可以并入其它学校或停办。”此后独立学院增长开始放缓。

2017年教育部《关于“十三五”时期高等学校设置工作的意见》中再次强调“对布局合理，条件具备，办学行为规范的独立学院，鼓励按照普通高等学校设置程序，申请转设为独立设置的本科学校”，但转设推进进程仍较慢，2018年和19年教育部分别审批3所和6所独立学院完成转设。

**2020年以来国家加快推动独立学院转设进程。**5月教育部发布《关于加快推进独立学院转设工作的实施方案》的通知，要求“到2020年末，各独立学院全部制定转设工作方案，同时推动一批独立学院实现转设。办学条件达到本科高校设置标准的独立学院，可转设为独立设置的民办普通本科高校。”主要的转设路径分为：转为民办、转为公办和终止办学。根据教育部公示，上半年11所独立学院转设获批。11月11日，教育部发布《关于拟同意设置本科高等学校的公示》，拟同意21所独立学院转设为独立设置的本科学校，其中4所转为公办，17所为民办。

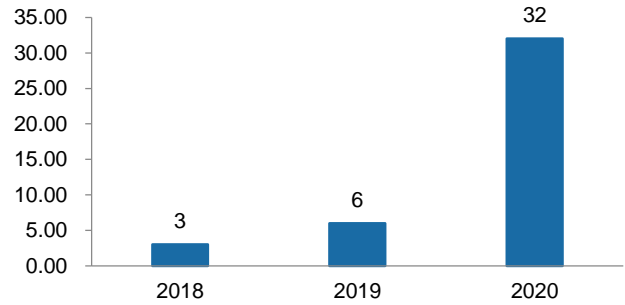
图53: 2004-19年我国独立学院数量变化



数据来源: 教育部, 广发证券发展研究中心

图54: 2020年以来教育部已审批32所独立学院转设(截止11月11日)

教育部审批的独立学院转设数量



数据来源: 教育部, 搜狐教育, 广发证券发展研究中心

表5: 2003年以来教育部关于独立学院相关政策梳理

政策	发布时间	有关部委	政策要点
《关于规范并加强普通高校以新的机制和模式试办独立学院管理的若干意见》	2003年	教育部	各地、各部门和各高等学校,要继续有步骤、有计划地推进独立学院的试办工作,注意并坚决反对一哄而起和“刮风”现象。申请者应为普通本科高校。合作者可以是企业、事业单位,社会团体或个人,也可以是其它有合作能力的机构。试办独立学院要一律采用民办机制。试办独立学院建设、发展所需经费及其它相关支出,均由合作方承担或以民办机制筹措解决。必须确保办学条件和质量。
《关于“十一五”期间普通高等学校设置工作的意见》	2006年	教育部	独立学院视需要和条件按普通高等学校设置程序可以逐步转设为独立建制的民办普通高等学校。
《独立学院设置与管理办法》	2008年	教育部	明确“独立学院是民办高等教育的重要组成部分,属于公益性事业”。“参与举办独立学院的社会组织,应当具有法人资格。注册资金不低于5000万元,总资产不少于3亿元,净资产不少于1.2亿元,资产负债率低于60%。参与举办独立学院的个人,应当具有政治权利和完全民事行为能力。个人总资产不低于3亿元,其中货币资金不少于1.2亿元”。 现有独立学院及其举办者可以根据自身的条件和实力,选择不同的未来发展走向。条件好、实力强的,可以继续举办独立学院或转设为出资者独自举办的民办本科院校;条件差、实力弱的,可以转为高等职业院校或其他层次的民办学校,也可以并入其它学校或停办。
《教育部关于“十二五”期间高等学校设置工作的意见》	2011年	教育部	对于布局合理,条件具备,办学行为规范,并列入省级人民政府“十二五”高等学校设置规划的独立学院,可以按照普通高等学校设置程序,申请转设为独立建制的民办本科学校。 2014年以前每年均可按照高等学校设置工作要求开展独立学院转设的审批工作。
《教育部关于“十三五”时期高等学校设置工作的意见》	2017年	教育部	对布局合理,条件具备,办学行为规范的独立学院,鼓励按照普通高等学校设置程序,申请转设为独立设置的本科学校。
《关于加快推进独立学院转设工作的实施方案》	2020年	教育部	到2020年末,各独立学院全部制定转设工作方案,同时推动一批独立学院实现转设。针对不同独立学院,坚持实事求是,探索适合的转设路径。

数据来源: 教育部, 广发证券发展研究中心

**18年以来高教上市公司加快对独立学院收并购步伐，并持续推动独立学院转设和扩张。**根据我们统计，新高教集团、民生教育、中国新华教育、中教控股、希望教育、中汇集团、华立大学集团旗下共15所独立学院，其中大多是18年以来收购完成。2020年以来，华夏视听教育旗下前中传南广学院于3月转设为南京传媒学院，中汇集团旗下华商学院于11月经教育部批准转设为广州华商学院。我们认为在政策要求下，民办高教集团旗下独立学院通过转设、扩建校区，有望进一步扩大招生规模、提升学费标准，同时也为并购扩张增加潜在标的。

**表6: 主要高教上市公司旗下独立学院情况和转设进度梳理**

	旗下独立学院	基本情况	学费	学生数量	转设/新校区进展
新高教集团	湖北民族大学科技学院 (华中学校)	创办于2003年，提供医学、文法等学科本科及专科教育。拥有医学学士学位授予资质。 <b>2019年8月并表。</b>	—	2019-20学年学生数量 10764人。	有序进行
	兰州理工大学技术工程学院 (甘肃学院)	创办于2004年，提供本科教育。2019年甘肃省独立学院就业率排名第一。 <b>目前投资待完成。</b>	—	2019-20学年学生数量 8238人。	有序进行
民生教育	云南大学滇池学院	创办于2001年，提供本科教育，学院现有47个本科专业，涵盖8大学科门类。 <b>2019年并表。</b>	2019-20学年学费在16000-24500元之间。	截止19年学生数量为21208人。	2019年10月滇池学院阳宗海新校区正式启动，占地面积1753亩，计划2023年投入使用，预计容纳43000名学生。2020年9月15日云南大学、滇池学院(公司附属公司)和滇池学院三方同意申请转设，滇池学院向云南大学支付补偿款2.8亿元。
	重庆工商大学派斯学院	2003年12月获教育部认证，主要提供本科教育及部分大专教育，现有24个本科专业和3个专科专业。	2019-2020学年学费在12000元-16000元之间。	截止19年学生数量为14987人。	重庆工商大学派斯学院转设获得重庆人民政府同意，已上报教育部。
中国新华教育	临床医学院	创办于2003年，目前由公司和安徽医科大学共同经营。以临床医学、药学以及护理学为主，开设7个本科专业。	2020-21学年学费13200元-15900元之间，住宿费1000元。	截止2020年6月有1751名在校生。	已购置土地用作新校区，坐落于合肥滨湖科学城核心区，预计不晚于21年9月1日前投入使用。
	红山学院	专业设置以经管为主，兼具文法特色，开设15个本科专业。	2020-21学年学费14000元之间，住宿费800-1500元。	截止2020年6月有9054名在校生。20/21学年新增专升本招生计划830人。	新校区于2020年5月动工，坐落于南京市，至少可容纳25000名学生。一期工程计划于21年9月1日前投入使用，预计至少可容纳1万名学生。
中教控股	四川外国语大学重庆翻译学院	创办于2003年，提供30个普通本科课程，并与24所海外大学建立合作伙伴关系。2019年7月加入集团。	2019-2020学年学费在12000-18000元之间，住宿费在900-1300元之间。	截止19年8月在校生13238人。	独立学院转设积极推进中。

	广州大学广州松田学院	创办于 2000 年，位于广州，2018 年 9 月加入集团。	2019-2020 学年学费在 26000-28000 元之间，住宿费 1500 元之间。	截止 19 年 8 月在 校生 9256 人。	公司与肇庆新区政府签订协议，将向公司提供最多 1500 亩用地，建立可容纳 30000 名学生的校园。
	山东泉城学院	创办于 2005 年，位于山东蓬莱，提供 40 个本科专业，9 个专科专业。2019 年 3 月加入集团。	2019-2020 学年本科学费在 11000-17000 元之间，住宿费在 800-1200 元之间。	截止 19 年 8 月在 校生 8488 人。	独立学院转设积极推进中。
	山西医科大学晋祠学院	创办于 2002 年，2014 年加入集团。学院共开设 13 本科专业，是全国仅有的十二所民办本科医学院之一，山西唯一一所提供临床医学教育的独立学院。		—	独立学院转设积极推进中。
希望教育	贵州财经大学商学院	创办于 2004 年，2014 年加入集团。共开设 28 个本科专业，以经济管理，金融为办学特色。		在校生超过 18000 人。	独立学院转设积极推进中。
	西南交通大学希望学院	2009 年由希望教育创办，共开设 43 个本科及专科专业，轨道交通，土木工程专业在西部民办院校中处于领先地位。		2019-20 学年在校生人数创新高。	独立学院转设积极推进中。
	贵州大学科技学院	创办于 2001 年，2019 年加入集团。开设 24 个专业，培养信息技术、科学专业技能以及财经类人才。		截止 2019 年在校生超过 9500 人。	独立学院转设积极推进中。
中汇集团	广东财经大学华商学院	创办于 2006 年，目前有两个校区，分别位于广州市和肇庆市。提供 37 个本科专业，会计学 and 新闻学分别为广东省特色重点学科和广东省高校重点培育学科。	华商学院平均学费 24315 元/人。	2020/2021 学年华商学院在校人数为 24920 人，专升本考生为 6038 人。	华商学院四惠校区第一期于 2020 年 9 月投入使用，占地面积 16.5 万平方米，可容纳 6000 名学生。整体规划面积约 53.3 万平方米，预计可容纳 1.6 万名学生。 <b>2020 年 11 月 11 日经教育部批准转设为广州华商学院。</b>
华立大学集团	广东工业大学华立学院	创办于 2006 年 1 月，提供 4-5 年本科课程。	2019-20 学年平均学费 23442 元/人。	2019-20 学年有 17765 名在校生。	华立学院增城校区预计 2021 年上半年投入使用，可容纳人数增加 2200 名学生。

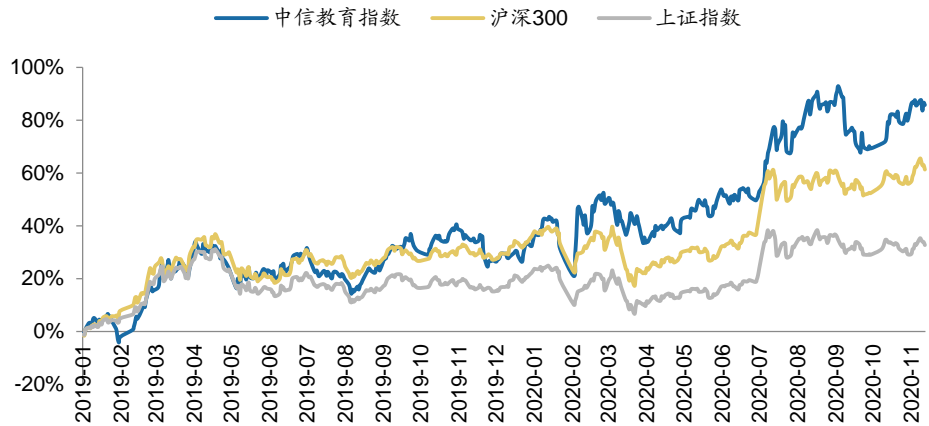
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

## 四、行情回顾

10月A股教育公司表现分化，中公教育三季报靓丽领涨行业。10月以来A股教育公司

涨幅良好，中信教育指数10月以来上涨9.7%，跑赢上证指数6.9个百分点，跑赢沪深300 3.8个百分点。中公教育、凯文教育、美吉姆、科斯伍德分别上涨28.9%、12.5%、10.7%、7.2%。

图 55: 中信教育指数 10 月以来上涨 9.7%，跑赢上证指数 6.9 个百分点



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

港股美股方面，受益于11月教育部回复函中关于民办教育、民办学校的相关表述和政策指引，港股民办学校普遍反弹。睿见教育(+14.5%)、天立教育(+8.5%)、宇华教育(+6.3%)、民生教育(+5.6%)、中汇集团(+4.7%)、成实外教育(+4.2%)、中教控股(+3.8%)、枫叶教育(+3.0%) 10月以来均有不同程度上涨。此前年内涨幅较高的思考乐教育(-17.3%)、新东方在线(-18.1%)均有一定程度回调。

在线教育中概股有所回调，新东方财报超预期叠加二次上市利好股价表现较好。四季教育(+34.8%)、51 Talk(+31.7%)、海亮教育(+30.9%)、达内教育(+17.6%)、新东方(+13.8%)均有较好表现；近期在线教育普跌，有道、跟谁学10月以来分别下跌4.2%和18.2%，好未来下跌5.5%。

表7: A股主要教育上市公司10月以来(10/8-11/13)股价表现和估值水平

公司名称	公司代码	10月以 来	2020年 以来	市值(亿 元)	市盈率 (TTM)	市盈率 (2020E)	市盈率 (2021E)	19年营 收(亿 元)	营收增 速	19年归母 净利润增 速
中公教育	002607.SZ	28.9%	141.8%	2,593.4	119.7	101.8	74.4	91.8	47.1%	56.5%
凯文教育	002659.SZ	12.5%	6.6%	39.4	204.9	—	422.4	7.9	228.7%	138.7%
美吉姆	002621.SZ	10.7%	-8.2%	59.9	43.3	73.0	31.7	6.3	137.3%	279.4%
科斯伍德	300192.SZ	7.2%	46.2%	61.2	46.7	34.5	26.0	9.6	-0.1%	187.6%
勤上股份	002638.SZ	5.6%	-58.6%	23.1	-5.9	—	—	12.5	-3.5%	70.1%
中国高科	600730.SH	5.0%	-1.6%	28.3	-43.8	—	—	1.0	-7.9%	-4309.3%
昂立教育	600661.SH	4.3%	-7.8%	45.0	-37.5	148.5	33.6	23.9	14.1%	120.3%
方直科技	300235.SZ	-0.1%	17.9%	25.7	83.4	—	—	1.1	1.6%	161.3%
世纪鼎利	300050.SZ	-0.1%	15.4%	38.1	-7.8	—	—	12.4	26.6%	-951.6%
紫光学大	000526.SZ	-1.9%	76.9%	52.5	-266.6	1,578.0	69.8	29.9	3.4%	7.1%
东方时尚	603377.SH	-4.3%	11.1%	118.0	86.5	94.4	49.2	11.1	6.0%	9.4%
威创股份	002308.SZ	-6.1%	30.5%	54.3	-5.1	—	—	11.0	-5.8%	-876.8%
三盛教育	300282.SZ	-8.5%	-25.8%	21.7	-19.2	98.6	34.5	6.8	-14.0%	-89.4%
佳发教育	300559.SZ	-10.2%	-10.5%	69.0	31.0	24.2	17.8	5.8	49.3%	65.5%
开元股份	300338.SZ	-14.4%	-32.8%	24.2	-2.8	—	0.0	14.9	2.4%	-744.0%
豆神教育	300010.SZ	-22.7%	12.5%	123.6	-101.0	598.3	46.6	19.8	1.4%	102.2%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表8: 港股主要教育上市公司10月以来(10/5-11/13)股价表现和估值水平

公司名称	公司代码	10月以 来	2020年 以来	市值(亿 港元)	市盈率 (TTM)	市盈率 (2020E)	市盈率 (2021E)	19年营 收(亿元)	营收增速	19年归母 净利润增 速
睿见教育	06068.HK	14.5%	3.9%	72.3	15.0	13.9	10.6	16.9	34.1%	15.8%
天立教育	01773.HK	8.5%	133.5%	151.7	42.0	35.6	26.8	9.2	43.4%	36.1%
宇华教育	06169.HK	6.3%	35.9%	235.1	123.0	27.7	15.9	17.2	43.3%	-8.6%
民生教育	01569.HK	5.6%	-16.5%	48.1	11.8	10.5	7.8	10.3	49.4%	2.6%
中汇集团	00382.HK	4.7%	42.9%	60.9	18.5	0.0	14.2	7.3	14.3%	34.1%
成实外教育	01565.HK	4.2%	26.4%	70.7	16.0	14.6	10.8	15.0	28.1%	11.4%
中教控股	00839.HK	3.8%	45.7%	316.9	36.0	28.7	21.6	20.2	0.0%	0.0%
枫叶教育	01317.HK	3.0%	-21.1%	71.6	10.1	9.8	7.6	15.9	16.6%	21.0%
华立大学集团	01756.HK	-0.3%	12.1%	34.8	10.0	—	8.3	6.8	12.7%	15.4%
中国东方教育	00667.HK	-0.6%	5.1%	365.9	43.0	37.1	25.7	39.1	19.7%	66.2%
新东方-S	09901.HK	-3.3%	-3.3%	2,204.4	75.9	58.0	39.9	35.8	15.6%	73.6%
华夏视听教育	01981.HK	-3.4%	-8.9%	74.4	95.5	22.5	14.8	7.5	101.8%	30.4%
卓越教育集团	03978.HK	-4.0%	-16.9%	26.3	21.1	25.6	11.9	18.3	24.2%	146.9%
中国新华教育	02779.HK	-6.9%	-2.8%	41.2	13.9	11.1	9.4	5.0	13.1%	5.7%
新高教集团	02001.HK	-7.8%	58.8%	72.8	15.7	11.6	9.3	12.2	72.9%	59.3%
希望教育	01765.HK	-9.3%	57.3%	155.5	24.1	22.6	15.2	13.9	26.3%	191.7%
思考乐教育	01769.HK	-17.3%	68.5%	97.5	82.7	48.5	33.6	7.2	42.7%	31.3%
新东方在线	01797.HK	-18.1%	48.4%	254.7	-31.6	-24.9	-30.5	10.8	17.6%	—

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心



表9: 主要教育中概股10月以来(10/2-11/13)股价表现和估值水平

公司名称	公司代码	10月以来	2020年以来	市值(亿美元)	市盈率(TTM)	市盈率(2020E)	市盈率(2021E)	最近财年营收(亿元人民币)	最近财年营收增速	最近财年净利润增速
四季教育	FEDU.N	34.8%	-44.2%	0.4	0.0	—	—	3.9	15.9%	-18118.5%
51TALK	COE.N	31.7%	172.9%	5.4	0.0	56.6	22.8	14.8	29.1%	74.9%
海亮教育	HLG.O	30.9%	-1.0%	16.6	0.0	—	—	15.0	26.8%	66.6%
达内科技	TEDU.O	17.6%	20.3%	1.1	0.0	—	—	20.5	-1.6%	-75.6%
新东方	EDU.N	13.8%	38.4%	284.3	0.0	38.4	28.1	255.2	15.6%	73.6%
瑞思学科英语	REDU.O	4.0%	-13.7%	3.6	0.0	—	8.2	15.3	20.3%	3.6%
博实乐	BEDU.N	-2.3%	-28.3%	7.5	0.0	19.2	13.3	25.6	31.3%	-33.2%
有道	DAO.N	-4.2%	76.7%	27.7	0.0	—	—	13.0	78.4%	-187.9%
好未来	TAL.N	-5.5%	48.8%	431.0	0.0	95.6	54.8	229.3	27.7%	-130.0%
尚德机构	STG.N	-5.9%	-40.9%	2.7	0.0	—	—	21.9	11.1%	57.4%
正保远程教育	DL.N	-10.5%	19.7%	2.9	0.0	30.4	9.1	15.0	27.1%	82.8%
红黄蓝	RYB.N	-11.2%	-51.3%	0.7	0.0	—	56.8	12.7	16.5%	-59.1%
精锐教育	ONE.N	-12.7%	-41.3%	6.3	0.0	—	11.7	39.9	39.5%	-0.2%
朴新教育	NEW.N	-14.5%	-11.8%	6.6	0.0	30.4	11.0	31.0	39.3%	37.8%
跟谁学	GSX.N	-18.0%	245.8%	176.2	0.0	247.6	125.8	21.1	432.3%	1053.3%
流利说	LAIX.N	-18.2%	-69.2%	0.7	0.0	—	—	10.2	60.6%	-17.8%
美联国际教育	METX.O	-45.4%	-86.5%	1.7	0.0	—	—	14.5	1.7%	-562.5%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 五、风险提示

- (1) 疫情发展存在不确定性, 线下机构复课不及预期;
- (2) K12行业竞争加剧, 广告投放成本提升、师资流失风险;
- (3) 民办学校受政策影响较大, 民促法实施条例送审稿尚未落地, 存在一定不确定性;
- (4) 独立学院转设进度不及预期, 招生规模不及预期。

## 广发社会服务行业研究小组

- 沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士。  
安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士。  
张雨露：资深分析师，美国杜兰大学金融学硕士。  
宋炜：资深分析师，上海交通大学金融学硕士。  
高鸿：研究助理，南加州大学硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。  
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。  
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。  
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。