

领跑 K-12 培训、留学、在线教育三大赛道

——新东方 (EDU.US) 投资价值分析报告

海外公司深度研究

◆国内规模最大的综合性教育集团，领跑 K12 培训、留学和在线教育三大赛道。公司主要业务包括 K12 课后辅导、留学业务、在线教育、成人英语培训、私立中小学、教材研发出版等，教学点遍布全国各个省市。FY2018 公司营收 24.5 亿美元 (YoY35.94%)；归母净利 2.96 亿美元 (YoY 8.03%)；培训学员规模达到 633 万 (YoY 30.25%)。2Q19，新东方在全国 77 个城市拥有 89 所学校，1125 个教学中心和 697.55 万注册学生。

◆K12 教育行业增长空间广阔，行业龙头市占率有望逐步提升

随着人均可支配收入及对孩子教育重视程度的不断提升，K-12 培训市场增长空间广阔。据 Frost & Sullivan 测算，2020 年我国 K12 培训行业规模将达到 5184 亿元人民币，2018-2020 年 CAGR 为 9.7%。K12 培训属于完全竞争市场，随着行业龙头的口碑及影响力日驱增强，K-12 培训龙头新东方和好未来市占率由 2014 年 1.72% 提升至 18 年 4.4%。此外，国家 18 年下发关于校外培训的整顿意见，加大了培训机构合规运营的成本，K-12 培训行业有望向全国性龙头公司和区域巨头公司继续集中。

◆K12 业务优能中学+泡泡少儿维持高速增长，新东方在线拥有较强增长潜力

2010 年前新东方 K-12 业务主要集中在初三及高三冲刺阶段，教学及口碑优势较难向低年级传递。2011 年公司通过“50 元暑期课”逆流而上，向低年级延伸，成功的将新东方的优质教学及口碑向全市场推广，完成 K-12 全年龄段覆盖，续班率显著提升。FY18 年 K-12 业务（优能中学+泡泡少儿）收入占比达 58.7%，收入同比增长 46%，注册学生数同比增长 38%。未来随着“双师”模式的推广，K-12 培训业务有望在三四线城市将进一步下沉。新东方在线 FY18 年实现营收 0.98 亿美元，同比增长 35%，16-18 年 CAGR 为 41.66%，付费用户同比增长 92%。我们认为新东方在线解决用户两个痛点：1) 使三四线城市的学生接触更为优质的教学资源；2) 节省一二线城市家长的出行时间。该业务目前规模较小，但具有较大增长潜力。

◆首次给予“增持”评级，目标价 82.00 美元/股

我们预计公司 FY19/20/21 收入分别为 31.0、39.0、48.3 亿美元，同比分别增长 27%、26.0%、24%，CAGR 约 25%；Non-GAAP 净利润分别为 4.1、5.2、6.5 亿美元，同比分别增长 16%、26%、25%，CAGR 约 23%；综合相对估值和绝对估值，我们给予公司 82 美元/股的目标价，对应 18/19/20 年的调整后 PE 分别为 32x、25x、20x。首次给予公司“增持”评级。

◆风险提示：教学质量下滑、教育政策变动、竞争加剧风险

业绩预测和估值指标

指标	FY2017	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
营业收入 (百万美元)	1,800	2,447	3,096	3,899	4,829
营业收入增长率	21.72%	36.01%	26.48%	25.95%	23.84%
Non-GAAP 净利润 (百万美元)	295	354	411	520	650
Non-GAAP 净利润增长率	21.95%	19.96%	16.31%	26.42%	25.11%
调整后 EPADS (美元)	1.87	2.24	2.60	3.29	4.11
调整后 P/E	42	35	30	24	19
ROE	15.96%	13.37%	10.38%	15.93%	17.53%

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所预测，财年截至 5 月 31 日，股价时间 2019 年 2 月 8 日

增持 (首次)

当前价/目标价：77.60/82.00 美元

分析师

曹天宇 (执业证书编号：S0930517110001)
021-52523693
caoty@ebsec.com

刘凯 (执业证书编号：S0930517100002)
021-52523849
kailiu@ebsec.com

秦波 (执业证书编号：S0930514060003)
021-52523839
qinbo@ebsec.com

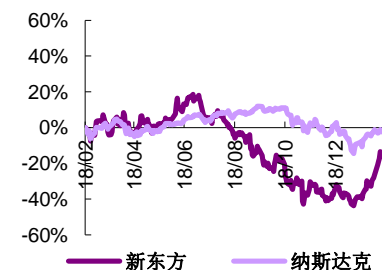
联系人

贾昌浩
021-52523835
jiachanghao@ebsec.com

市场数据

总股本(亿 ADR)：1.58
总市值(亿美元)：122.86
一年最低/最高(港元)：50.3-108.2
近 3 月换手率：111%

股价表现(上市以来)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	19.8	26.0	-3.4
绝对	25.2	35.2	-8.7

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

- 1) K-12 培训市场需求旺盛, 预计优能中学注册用户 19/20/21 年将增长 32%、23%、22%; 预计泡泡少儿注册用户 19/20/21 年将增长 33%、26%、22%。
- 2) 公司 2019 年受到人民币汇率及在线业务的投入, 运营利润率将下降 1.8 个百分点, 未来将逐步恢复。

创新之处

- 1) 详细梳理了 K-12 培训的供需关系, K-12 培训机构成长路径的演变。
- 2) 在行业政策监管趋势从严的背景下, 分析培训行业公司短期及长期发展可能会发生的变化。
- 3) 详细梳理了公司上市以来的发展变化, 拆分各个业务板块, 具体分析优能中学、泡泡少儿、留学业务、及在新东方在线未来增长潜力。

股价上涨的催化因素

短期股价催化剂: 校外培训机构专项治理整改工作已经基本完成, 培训行业监管风险阶段性消除, 估值有望修复。

估值和目标价格

公司作为中国领先的教育培训机构, 拥有卓越的品牌形象和丰富的培训经验。综合考虑 K-12 培训市场的广阔前景及公司各项运营指标, 我们预计公司 19/20/21 财年收入分别为 31.0、39.0、48.3 亿美元, 同比分别增长 26.5%、26.0%、23.8%, CAGR 约 25%; Non-GAAP 归母净利润分别为 4.1、5.2、6.5 亿美元, 同比分别增长 16.3%、26.4%、25.1%, CAGR 约 23%; 调整后 EPS 分别为 2.60、3.29、4.11 美元。

综合相对估值和绝对估值的结果, 考虑公司是行业培训龙头, 布局全国且 K-12 培训增长潜力大, 我们给予公司 82.00 美元/股的目标价, 对应 19/20/21 年的调整后 PE 分别为 32x、25x、20x。首次给予公司“增持”评级。

目 录

1、新东方：稳步发展的综合性教育集团	6
1.1、全面布局教育生态的培训巨头	6
1.2、应时而变，自我革新，三大赛道行业领跑	7
2、K12 培训行业：需求旺盛，供给下沉	9
2.1、需求端：升学压力大、参培率高，市场刚性需求	9
2.2、供给端：行业龙头市占率逐步提升	11
2.3、行业政策监管趋势从严，当前政策性风险暂时缓释	12
2.4、K12 培训机构的成长路径演变	13
3、K12 业务：优能中学+泡泡少儿 K-12 全年龄段覆盖，双师课堂加速三四线城市渗透	15
3.1、优能中学：中学全科课外培训，招生规模连年攀升	15
3.2、泡泡少儿：少儿全科教育培训，生源积累效应显著	18
3.3、双师课堂：在线直播输送优质师资，三四线城市扩张利器	19
4、留学业务：市场地位领先，致力提供一站式留学服务	21
4.1、留学行业：行业增速逐步放缓	21
4.2、留学考试业务：教学经验积累深厚，O2O 战略稳定招生规模	23
4.3、留学中介业务：致力提供一站式留学服务	24
5、在线教育业务：五大品牌助力在线业务，付费用户显著提升	25
5.1、B 端 C 端同时发力，五大品牌助力在线业务	25
5.2、大学阶段：收入和付费用户最多	26
5.3、K12 阶段：直播+录播，城市全线覆盖	27
5.4、学前阶段：B 端品牌授权为主，多纳 IP 具有稀缺性	28
6、财务分析和盈利预测	30
6.1、财务分析	30
6.2、盈利预测	31
7、估值水平与投资建议	36
7.1、相对估值	36
7.2、绝对估值	36
7.3、估值结论与投资建议	37
8、风险提示	37

图表目录

图 1：新东方 2018 财年主营业务收入构成（单位：%）	6
图 2：2018 财年新东方各项业务学员数量占比	6
图 3：2014-2018 年新东方主营业务收入（亿美元）	7
图 4：2014-2018 年新东方 Non-GAAP 净利润（亿美元）	7
图 5：2012 年以来新东方 Forward-12m PE 走势图	7
图 6：新东方学习中心及学校数量变化（单位：家）	8
图 7：新东方全国学生数/全国学习中心数	8
图 8：新东方历史股价回顾（单位：美元）	9
图 9：2017 年 K12 各阶段学生课外辅导参培率	10
图 10：全国 K-12 全日制教育阶段适龄人口（万人）	10
图 11：K-12 各阶段适龄人口增速	10
图 12：2016-2020E 中国 K12 课外辅导行业总收入（亿元）	11
图 13：2014-2018 年 K12 培训行业市场份额	11
图 14：K12 培训机构成长路径演变	14
图 15：优能中学课程体系	15
图 20：泡泡少儿营收（单位：百万美元）	19
图 21：泡泡少儿招生规模（单位：千人）	19
图 23：新东方双师课堂覆盖城市数量（单位：个）	20
图 24：双师课堂上课场景	20
图 25：2010 年以来我国出国留学人员数增速逐步放缓	22
图 26：全球经济形势衰退引发留学生大规模归国潮	22
图 27：近年来留学生选择回国就业比例稳定在 79%	22
图 30：新东方留学业务战略	24
图 32：在线业务总营收（单位：人民币千元）	25
图 33：在线业务总净利润（单位：人民币千元）	25
图 34：FY2018 在线业务营业收入占比	26
图 35：FY2018 在线业务付费用户数量及占比	26
图 36：大学阶段在线业务营收（单位：人民币千元）	27
图 37：大学阶段在线业务净利润（单位：人民币千元）	27
图 40：学前阶段在线业务营收（单位：人民币千元）	28
图 41：学前阶段在线业务净利润（单位：人民币千元）	28
图 42：多纳智慧魔方课程平台界面	29
图 43：FY2014-2018 营业收入（百万美元）	30
图 44：FY2014-2018 归母净利润（百万美元）	30
图 45：新东方与好未来毛利率	30
图 46：新东方与好未来净利率	30

图 47：新东方与好未来销售费率	31
图 48：新东方与好未来管理费率	31
图 49：新东方与好未来 ROE	31
图 50：新东方与好未来 ROA	31
图 51：FY2016-2021E 公司收入（单位：百万美元）	32
图 52：FY2016-2021E 收入构成	32
图 53：FY2016-2021E 参培人数（单位：千人）	32
图 54：FY2016-2021E 学生结构	32
图 55：FY2016-2020E 各业务生均学费（单位：美元/人）	32
图 56：FY2016-2021E 毛利率预测	34
图 57：FY2016-2021E 费用率预测	34
图 58：FY2016-2021E 调整后净利润（单位：百万美元）	35
表 1：新东方各业务简介	6
表 2：K12 课外培训行业 CR10 概况	12
表 3：《国务院办公厅关于规范校外培训机构发展的意见》具体内容	13
表 4：关于 6 省份校外培训机构专项治理的整改经验	13
表 5：09 年起优能中学项目实施从单点到体系化的改革	16
表 6：优能中学面授课程价格对比	17
表 7：留学行业考试培训、留学中介以及留学后消费三大产业链介绍	21
表 8：新东方在线课程平台介绍	26
表 9：K-12 阶段在线教育课程对比	27
表 10：教育 IP 情况对比	29
表 11：FY2014-2021E 公司教育培训业务参培人数、生均收费预测	33
表 12：FY2017-2021E 盈利预测（单位：百万美元）	35
表 13：美股 K12 教育上市公司相对估值	36
表 14：敏感性分析	37

1、新东方：稳步发展的综合性教育集团

1.1、全面布局教育生态的培训巨头

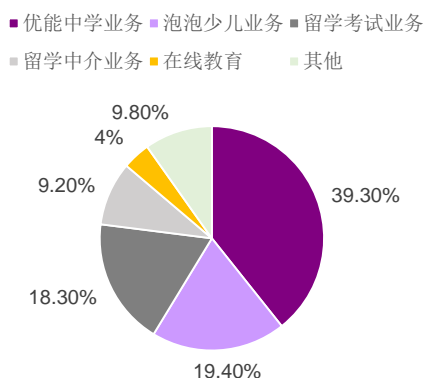
新东方 (EDU.N) 是国内规模最大的综合性教育集团，旗下业务涵盖 K12 培训、留学考试、留学中介、在线教育等。公司创始人俞敏洪毕业于北京大学，后留校任教，从北大辞职后 1993 年创办新东方。公司主要业务包括 K12 课后辅导 (优能中学、泡泡少儿)、留学业务 (留学考试、留学中介)、在线教育、成人英语培训、私立中小学、教材研发出版等，业务覆盖全国各个省市。2006 年，新东方教育集团在美国纽交所上市，成为中国大陆第一家赴美上市的教育机构。随着教育产业布局的不断完善，新东方旗下拥有优能中学、泡泡少儿、满天星幼儿园、迈格森国际教育、新东方前途出国、新东方国际游学、新东方在线等子品牌，致力教育生态建设。2Q19，新东方在全国 77 个城市拥有 89 所学校，1125 个教学中心和 697.55 万注册学生。

表 1：新东方各业务简介

业务	占比	所属分类	简介
优能中学	39.3%	K12 培训业务	为 13-18 岁的学生提供一流的全科课外培训。2009 至 2014 年，优能中学 50 余名优能学员勇夺省、市状元、榜眼称号，数千名学员被清北复交浙港等多所知名高校录取，高考总分 600 分以上学员书万名。FY2018 学员数量为 97.5 万人，16-18 年 CAGR 为 51.64%。2018 年实现收入 9.62 亿美元，16-18 年 CAGR 为 37.93%。
泡泡少儿	19.4%	K12 培训业务	为 3-12 岁的少年儿童提供全学科教育。经过七年发展，泡泡少儿教育已成长为中国少儿教育行业的领军品牌。课程包括英语、语文、数学三个学科。2018 年实现收入 4.75 亿美元，16-18 年 CAGR 为 49.32%。2018 年学员数量为 86.7 万人，16-18 年 CAGR 为 50.85%。
留学考试	18.3%	留学业务	提供包括托福、雅思、GRE、GMAT、SAT、ACT、AP、A-Level、小托福、SSAT、LSAT 等的考试服务。2018 年实现收入 4.48 亿美元，16-18 年 CAGR 为 7.54%。
留学中介	9.2%	留学业务	已与美、英、加、澳、德等几十个国家的教育机构建立合作关系，目前在全国超过三十个城市设立了分公司。汇聚了一大批具有哈佛、耶鲁、牛津、剑桥等名校留学背景的顾问团队，指导超过十万名学员实现留学梦想。2018 年实现收入 2.25 亿美元，16-18 年 CAGR 为 34.66%。
在线教育	4%	在线教育业务	课程横跨留学考试、学历考试、职业教育、英语充电、多种语言、中学教育等 6 大类，共计 2000 多门课程，截至 2018 年拥有累计约 360 万的付费用户，机构客户数达 735 名。2018 年实现收入 0.98 亿美元，16-18 年 CAGR 为 41.66%。
其他	9.8%	其他业务	包括成人英语培训业务、国内考试业务、其他语种业务、私立学校业务。旗下有满天星幼儿园、迈格森国际教育、新东方国际游学、新东方国际双语学校等。2018 年实现收入 2.4 亿美元，16-18 年 CAGR 为 10.45%。

资料来源：新东方官网、公司公告、光大证券研究所

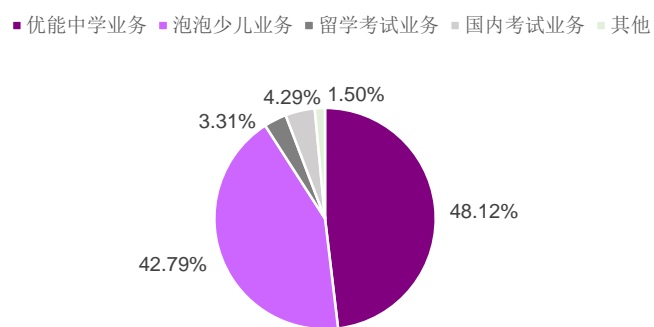
图 1：新东方 FY2018 主营业务收入构成 (单位：%)



资料来源：公司公告、光大证券研究所

注：其他包括成人英语培训业务、国内考试业务

图 2：FY2018 新东方各项业务学员数量占比

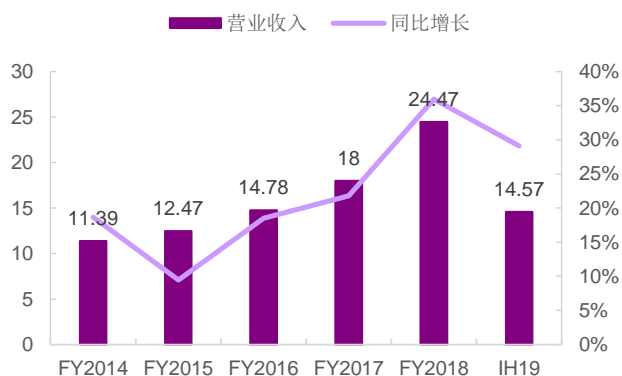


资料来源：公司公告、光大证券研究所

注：其他包括成人英语培训业务、其他语种业务、私立学校业务

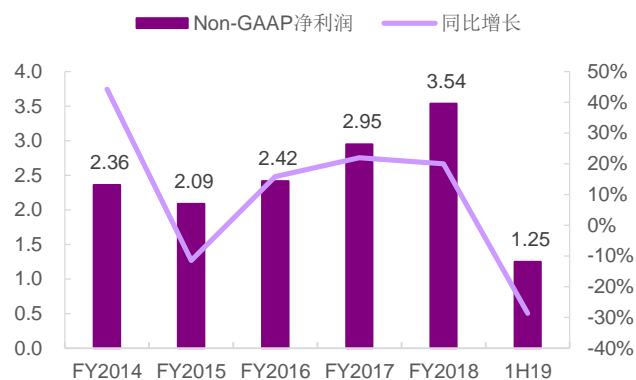
FY2018 新东方培训学员规模达到 633 万。主营业务收入达到 24.5 亿美元，同比增长 35.94%，增长主要由于优能中学业务收入同比增长 44.4% 以及泡泡少儿业务收入同比增长 50.7% 所致。从营业收入来看，公司优能中学业务收入占比最高，达到 39.3%，泡泡少儿、留学考试、留学中介、其他业务收入占比分别为 19.4%、18.3%、9.2%、13.8%。从学员数量来看，K-12 业务(优能中学+泡泡少儿)2018 年学员数量达到 184.2 万人，占比达 91%。公司 2018 年 Non-GAAP 净利润为 3.54 亿美元，同比增长 20%。

图 3: FY14-FY18 年新东方主营业务收入 (亿美元)



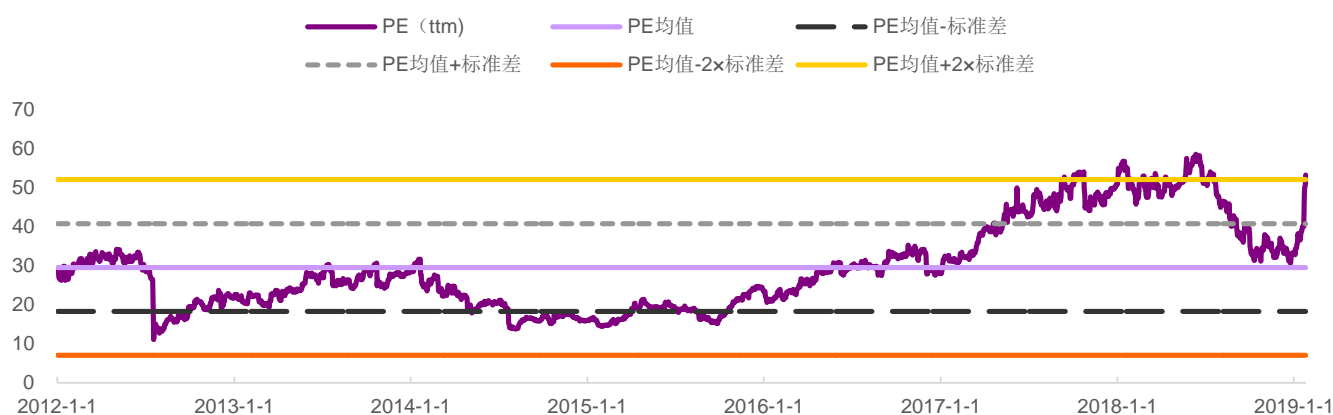
资料来源: 公司公告, 1H19: 2018.6.1-2018/11/30

图 4: FY14-FY18 年新东方 Non-GAAP 净利润 (亿美元)



资料来源: 公司公告, 1H19: 2018.6.1-2018/11/30

图 5: 2012 年以来新东方 Forward-12m PE 走势图



资料来源: wind, 光大证券研究所, 截至 2018 年 2 月 8 日

1.2、应时而变，自我革新，三大赛道行业领跑

1993-2003 年: 抓住先机、打造品牌, 成就留学市场龙头地位。1990-2003 年, 我国留学市场从无到有, 留学人数增长逾十倍。留学市场呈井喷式发展, 对英语培训的需求十分旺盛, 新东方就此应运而生。1993 年, 北京新东方学校成立, 起初业务为 TOEFL 备考培训。新东方凭借“名师战略”从众多培训机构中脱颖而出, 发展至 2000 年, 新东方占据北京约 80%、全国约 50% 的市场份额, 年培训生数达 20 万人次。

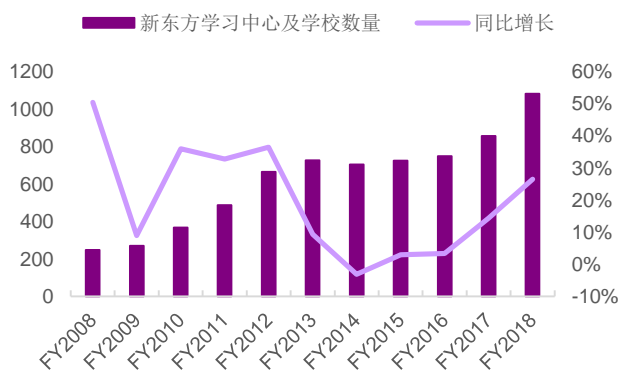
2004-2014 年：在留学市场占据垄断地位的同时新东方居安思危，着手布局 K12 业务。2004 年泡泡少儿英语品牌成立，同年新东方前途出国咨询成立，新东方 K12 和留学两大赛道同时发力。2006 年，新东方在美国纽交所正式上市，开盘价报 22 美元，较发行价上涨 46.7%。2008 年，优能中学教育成立，K12 教育版图继续拓展。新东方在此期间通过新建、收购满天星公司、铭师堂学校、同文高考培训学校，不断拓展学前教育、高考复读、高考培训等 K12 细分业务。2010 年，我国留学市场从爆发式增长进入中速发展的阶段，新东方提前布局的 K12 第二赛道为其带来第二次生机。

十年间新东方不断调整战略转型，在挫折中不断成长。2006-2012 年，公司采用激进的市场扩张战略。迅速进入多个城市，广设教学网点，并通过北斗星培训学校、Target Chinese 培训项目进入职业认证培训、国际汉语培训等细分领域。6 年时间内，新东方的学习中心数量由 136 个快速增长至 664 个，进入城市数量由 24 个增至 49 个；然而快速扩张带来新东方净利率的下滑和学习中心利用率的下降，公司净利率由 2008 年高峰时期的 24% 下降至 2012 年的 17%，注册学生数量与学习中心数量的比值由高峰期的 6473 降至 2012 年的 3618。

浑水做空事件，危机之中成长。2012 年新东方经历了“浑水做空事件”：2012 年 7 月 18 日，新东方因其简化 VIE 股权结构引起 SEC 调查，当日公司股价下跌。次日浑水公司对新东方股票评级“强烈卖出”，质疑新东方的 VIE 结构、税收等问题，令新东方股价下跌 35%。19 日新东方发布公告驳回疑点、根据事实快速反击，股价上涨 17.89%。10 月，特别委员会宣布“没有发现任何重要证据支持”浑水的主要几项指控。新东方通过 SEC 的审核并同意改进 VIE 结构，“浑水事件”危机解除。

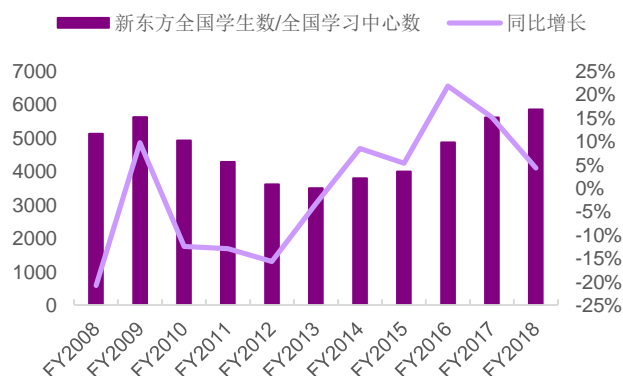
2013-2014 年，公司采取收紧放缓的转型战略。2013 年起，为了改善盈利能力，新东方决定实施收紧放缓战略，专注提升教学中心的利用率和盈利能力，加强管理进行战略转型。2013-2015 年，公司对经营不善的网点进行关闭处理，对经营不善的业务进行出售（如精英英语、铭师堂等）；管控利润率较低的一对一业务，重点发展班课模式，使得公司的盈利能力和学习中心利用率迅速恢复。

图 6: 新东方学习中心及学校数量变化 (单位: 家)



资料来源：公司公告

图 7: 新东方全国学生数/全国学习中心数

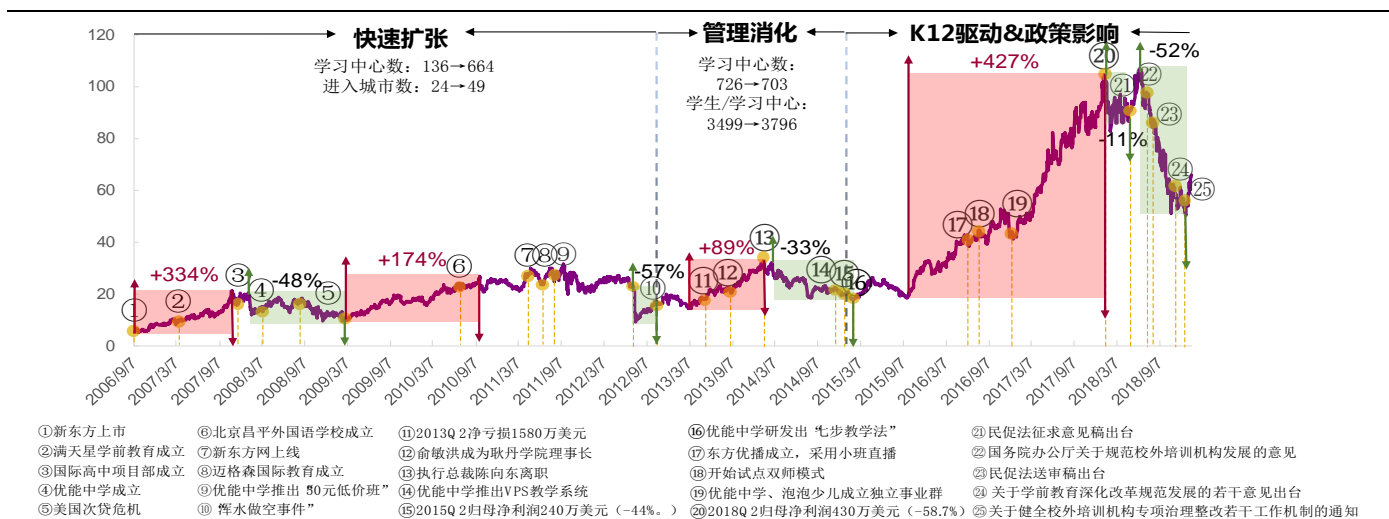


资料来源：公司公告

2015 年至今: K12 业务成为营收增长的核心动力, 同时布局在线教育。
2015 年新东方转型布局的 K12 业务营收增速加快, 成为新东方营收增长的核心动力。新东方保持远瞻性与革新力, 积极拥抱互联网时代的到来。从 2015 年起新东方加快布局双师课堂模式、直播模式, 以及加快对三四线成熟的渗透, 同时以用户数据、流量构建新的竞争壁垒。

2015 年以来, 新东方开启优化市场战略, 关注规模和盈利的共同增长。
FY2015-FY2018 年公司的营业收入、净利润、学习中心及学校数 CAGR 分别为 25.2%、15.3%、14.3%。公司通过利用标准化系统优化管理体系, 拓宽管理半径, 一方面不断新增培训网点, 另一方面对于部分盈利较弱的网点及时关闭退出。1H19 新东方提出总体战略目标为: 线下业务扩容 20%-25%, 包括建立新的学习中心和扩大现有城市 K-12 业务现有学习中心的教室面积。线上业务继续向一些省份的底线城市推出双师模式。

图 8: 新东方历史股价回顾 (单位: 美元)



资料来源: wind、新东方官网、光大证券研究所, 截至 2018 年 1 月 25 日

2、K12 培训行业: 需求旺盛, 供给下沉

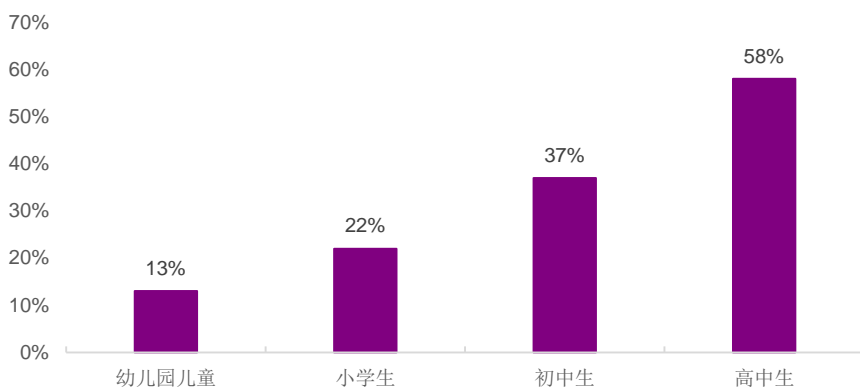
2.1、需求端: 升学压力大、参培率高, 市场刚性需求

社会教育的巨大需求与社会教育供给不足之间的矛盾仍旧突出, K12 培训市场潜在需求广阔。从教育制度来看, 中国教育体系仍然是以高考为核心的“一考定终身”的独木桥形式, 高考和中考升学压力自上而下给家长和学生带来极大的焦虑感。从家庭重视程度来看, 我国九年义务教育开展已 30 余年, 最早享受九年义务教育的一代人成为 K12 阶段家长的主力军, 家长的教育水平普遍提高, 对教育的重视程度逐渐加强, 而优质的学校资源普遍稀缺, 催生 K12 培训市场的刚性需求。

学生参培率逐级递增, 幼小学提升空间大, 推动 K12 培训市场进一步扩容。中国各阶段学生参加课外辅导程度随年级逐级递增, 高中阶段超过一半的学生参加课外辅导。据 Frost & Sullivan 报告, 2017 年中国城市学生每周平均花费 10.6 小时进行课外辅导, 中国各阶段学生参加课外辅导的比例分别是幼儿园 13%, 中小学 22%、初中生 37%、高中生 58%。我国升学压力大、名校竞争激烈, 教育的“起跑线”日益向前移, 幼儿园、小学的参培率

有望提升。贯穿中国 K12 阶段教育体系始终的应试需求推动中国 K12 培训市场持续发展。

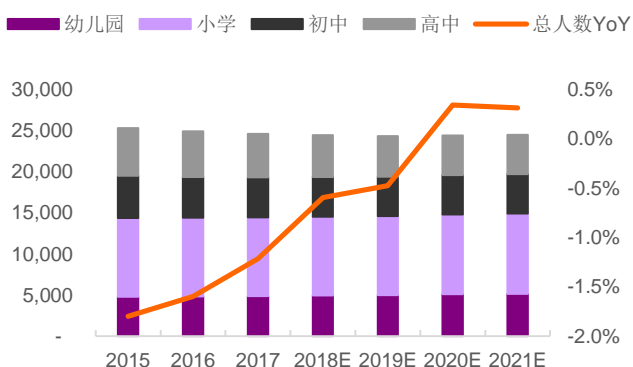
图 9：2017 年 K12 各阶段学生课外辅导参培率



资料来源：Frost & Sullivan，光大证券研究所

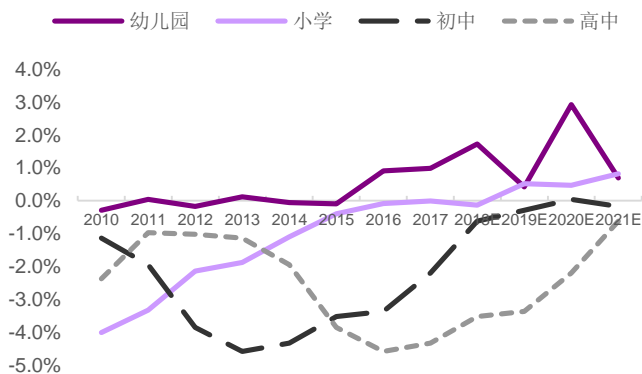
K-12 适龄人口即将结束负增长时代，叠加幼小参培率的巨大提升空间，将进一步增厚需求方基数。根据我们测算，预计我国 K-12 适龄人口将于 2020 年结束负增长时代。2018 年，幼儿园、小学阶段适龄人口已经步入正增长。2020 年，初中和高中阶段适龄人口将基本结束负增长。K-12 适龄人口即将迈向正增长，将为 K-12 培训行业提供广泛的生源市场。

图 10：全国 K-12 全日制教育阶段适龄人口（万人）



资料来源：国家统计局，光大证券研究所测算

图 11：K-12 各阶段适龄人口增速



资料来源：国家统计局，光大证券研究所测算

学生数量、参培率和生均收费三大维度共同催生海量市场空间。近年来随着人均可支配收入不断上升，家庭在教育领域支出意愿更加强烈。腾讯教育发布的《2014 年教育市场分析报告》显示，K12 阶段 40% 家庭每年投入 K12 课外培训的费用高于 5000 元，其中 15% 家庭投入万元以上。综合以上数据估计，2014 年参培的中小學生年均课外培训费用约 4000 元/人。由于需求方基数巨大且付费方购买意愿增强，K12 课外培训市场拥有海量空间。我们测算 2017 年 K-12 参培规模为 6,765 万人，整体 K12 阶段平均参培率为 29.28%，预计未来参培率将进一步提升，2020 年有望达到 35%。据 Frost & Sullivan 测算，2020 年我国 K12 培训行业规模将达到 5184 亿元人民币，2018-2020 年 CAGR 为 9.7%。

图 12: 2016-2020E 中国 K12 课外辅导行业总收入 (亿元)

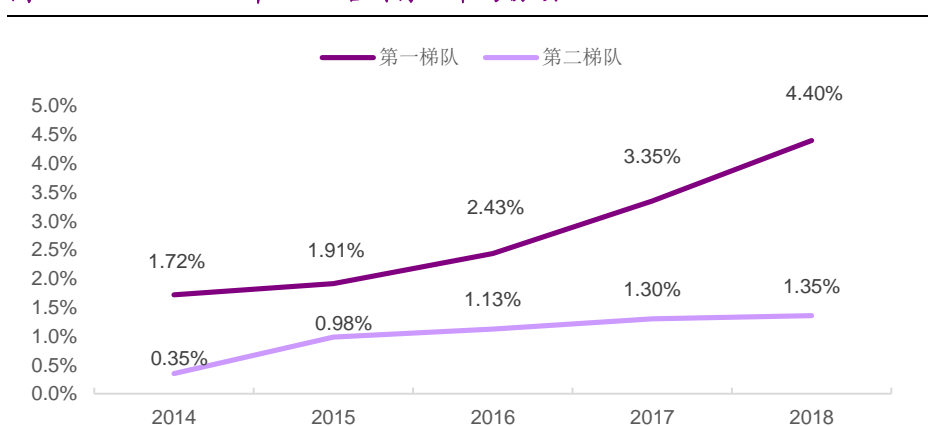


资料来源: Frost & Sullivan

2.2、供给端：行业龙头市占率逐步提升

K12 培训属于完全竞争市场，行业有望向全国性龙头公司和区域巨头公司集中。K12 培训没有规划用地限制，行业壁垒低。行业目前竞争格局高度分散，处于完全竞争状态。据 Frost & Sullivan 报告，截至 2017 年 12 月 31 日，中国有超过 10 万家 K12 培训机构。2018 年，好未来、新东方两家龙头公司的收入占比仅为 4.4%。K12 培训市场根据营收和市值划分为三大梯队，第一梯队是新东方、好未来两家全国性龙头，年营收在 100 亿元以上，市值超过千亿。第二梯队是营收在 5-30 亿元的区域性龙头，包括精锐教育、卓越教育、高思教育、昂立教育等。第三梯队是营收在 5 亿元以下的地方性培训机构，如佳一教育、龙门教育、大智教育、金石教育等。2014-2018 年，我国 K12 培训行业第一、第二梯队企业的营收占比不断提高，行业集中度进一步提高。我们认为优质培训机构凭借精细化管理能力、深厚品牌积淀和互联网业务布局，市占率将不断提升。

图 13: 2014-2018 年 K12 培训行业市场份额



资料来源: Frost & Sullivan、各公司公告、wind、光大证券研究所测算

表 2: K12 课外培训行业 CR10 概况

机构名称	新东方	好未来	昂立	卓越	巨人	朴新	学大	京翰	精锐	龙文
概况										
性质	全国性	全国性	区域性	区域性	全国性	全国性	全国性	全国性	全国性	全国性
主要授课形式	综合	综合	综合	综合	课堂辅导	综合	个性化辅导	个性化辅导	个性化辅导	个性化辅导
规模指标										
覆盖城市数 (个)	75	43		10	30+	35	127	19	42	20+
教学点数目 (个)	1125	648	172	180	600+	397	616	92	315	392
北京	110	147	0	1		31	34	10		
上海	37	60	138	9		25	22	5		
广州	58	44	0	97		22	25	6		
深圳	22	37	0	22			23	0		
一线城市网点占比 (%)	21	44.4	80.2	71.7		19.6	16.9	22.8		
二线城市网点数 (个)	743	353	15	51				70		
二线城市网点占比	68.7	54.5	8.7	28.3				76.1		
全职教师数量 (个)	28100	17868		2719		4000	10000+		6057	2572
兼职教师数量 (个)		2511								2076
总教学场地面积 (万平方米)				19.45						
注册学生数量 (万人次)	632.95	393.5		50		127.6	15		147	3.4
运营指标										
总营业收入 (亿元)	170.08 (FY2018)	119.42 (2018FY)	17.23 (FY2017)	11.41 (FY2017)		12.83 (FY2017)	28.17 (FY2017)		28.63 FY2017	7.02 (FY2017)
YOY (%)	36%	64%	24%	27%		192%	10%		39%	
市占率 (%)	3.62%	2.50%	0.44%	0.26%		0.33%	0.72%		0.66%	0.18%
单点营收 (百万元)	15.73	18.43	10.02	6.34		3.23	4.57		9.09	1.79
单一教师创收 (万元)	60.53			41.96		32.08			47.27	27.29
毛利润 (亿元)	96.01	57.94	7.48	4.83		4.88			14.5	
毛利率 (%)	56%	49%	43%	42%		38%			51%	
净利润 (亿元)	20.58	13.79	1.23	0.91		-3.97	1.38		2.46	0.86
净利率 (%)	12%	11%	7%	8%		-31%	5%		9%	12%

资料来源: Wind, 各公司官网、光大证券研究所, 财年截止日期: (新东方 5-31、好未来 02-28、昂立 12-31、卓越 12-31、朴新、12-31、学大 12-31、精锐 8-31、龙文、12-31)

2.3、行业政策监管趋势从严, 当前政策性风险暂时缓释

18 年国家出台各项意见以及整改要求, 对校外培训机构实施强监管。2018 年 8 月 6 日, 国务院印发《国务院办公厅关于规范校外培训机构发展的意见》, 要求校外培训机构在办学上需依法审批登记, 同时规范办学标准及办学行为, 包括**培训教师应具有相应的教师资格、培训生均面积不低于 3 平方米、培训时间不得晚于 20:30, 且不得一次性收取超过 3 个月的费用等**。此外, 2018 年 11 月底, 教育部联合多部门发布《关于健全校外培训机构专项治理整改若干工作机制的通知》, 要求 2018 年底前不能存在无证无牌还在开展培训的机构。

短期来看, 行业严监管趋势下, 培训机构营收面临收缩风险, 同时各项开支的增加提升经营成本。如前所述, 新出台的政策坚决禁止应试、超标、

超前培训及与招生入学挂钩的行为，对培训的时间、强度都进行了限制，培训机构的收入来源将面临紧缩风险。此外，政策对机构在教学环境如消防、环保以及食品经营等方面加强了要求，培训机构的各项费用开支增加，提升机构短期成本，行业盈利能力承压。

但长期来看，不合规、质量低且盈利差的中小微机构面临洗牌，校外培训行业加速向优质龙头集中。一方面，监管政策的落地实施将清除一批未取得办学许可证和营业执照的不合规中小微培训机构；另一方面，由于各项规范要求的出台提升机构经营成本，本身经营质量不佳、盈利能力差的机构将主动退出市场，我们认为市场份额有望向拥有全国性或区域性品牌、优秀教研师资以及优秀教学质量的公司集中，优质企业的头部效应得到进一步加强。

表 3:《国务院办公厅关于规范校外培训机构发展的意见》具体内容

要求	具体内容
基本原则	重点规范语文、数学、英语及物理、化学、生物等学科知识培训，坚决禁止应试、超标、超前培训及于招生入学挂钩的行为。
明确设置办学标准	1、场所条件方面：固定场所，同一培训时段内生均面积不低于 3 平方米；必须符合消防、环保、食品经营等管理规定要求。 2、从事语文、数学、英语及物理、化学、生物等学科知识培训的教师应具有相应的教师资格。
办学需要依法审批登记	确保证照齐全。校外培训机构必须经审批取得办学许可证后，登记取得营业执照，才能开展培训。
规范培训行为	1、细化培训安排。校外培训机构开展学科知识培训的内容、班次、招生对象、进度、上课时间等要向所在地县级教育部门备案并向社会公布；培训内容不得超出相应的国家课程标准；培训进度不得超过所在县（区）中小学同期进度；培训时间不得晚于 20:30，不得留作业；严禁组织举办中小学生学科类登记考试、竞赛及进行排名。 2、规范收费管理。不得一次性收取时间跨度超过 3 个月的费用。

资料来源：中国政府网《国务院办公厅关于规范校外培训机构发展的意见》、光大证券研究所

当前校外培训机构专项治理基本完成，政策性风险暂时获得缓释，行业质地得到优化。2019 年 1 月 9 日，教育部新闻办发布消息称，校外培训机构专项治理整改工作已经基本完成，并公布了河北、山西、江西、山东、四川、贵州等 6 省份整改经验。我们认为之前对行业冲击较大的校外培训机构专项治理，已经取得了阶段性成效，当前政策性风险已基本被消化，同时校外培训行业整体的经营质地得到了进一步优化。

表 4: 关于 6 省份校外培训机构专项治理的整改经验

省份	整改经验	具体内容
河北省	组织督查组进行督查指导	组织了 5 个督查组，对全省 11 个设区（市）和 37 个县（市、区）进行督查指导，核对上报数据，实地了解进展情况。
山西省	重点抓数据报送及核对	由省政府牵头，建立了教育、民政、人社、市场监管、社区（街道）参与的工作推动机制，重点抓数据报送及核对工作。
江西省	畅通举报渠道	各级教育部门向社会公布专项治理电话和信箱，畅通举报渠道，主动接受群众监督，出现问题一起查处一起，并及时更新数据。
山东省	健全工作台账制度	针对排查登记的问题销号管理、挂图作战，整改一项、销号一项，确保治理工作进展情况真实可靠。
四川省	加强上报数据的审核与前后比对	加强对市（州）上报数据的审核与前后比对，并坚持按月对市（州）推进校外培训机构进展情况进行公开通报，广泛接受社会监督。
贵州省	建立月例会制度	每月组织校外培训机构业务培训，让机构间相互学习借鉴，并不断开辟新渠道及时核对辖区内“不合格”培训机构真实情况。

资料来源：教育部新闻办微信公众号、光大证券研究所

2.4、K12 培训机构的成长路径演变

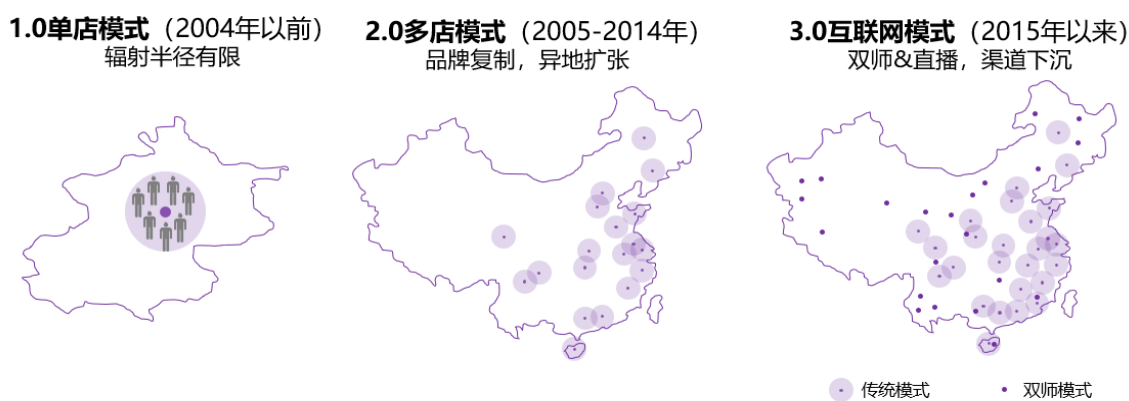
1.0 时代的单店模式：单个教学点的辐射半径和容纳学生数有限。1.0 时代，虽然学生对课外培训有需求，但社会教育资源不足，教育供给与需求之间的矛盾突出。单个教学点辐射周边一定范围内的学生群体，师资、场地容

纳学生数有限。即使单个培训机构的培训效果十分突出，由于出行成本等因素的限制也无法服务辐射半径之外的学生。此外，优质的师资可服务的学生数量同样有限，班级规模过大会导致培训效果不佳。培训机构的宣传以周边人的口碑为主。因此，在 1.0 时代，整个 K12 培训行业规模小且分散。

2.0 时代的多店模式：优质的 K12 课外培训机构多店复制，异地扩张。
2.0 时代市场上的优质培训机构凭借突出的教学质量，出色的管理能力，形成了品牌影响力，成为了行业的龙头。培训巨头不断复制其教学模式与办学网点，渗透率在一二线城市不断提升。多店模式品质重于规模，欲速则不达。一二线城市的“多店复制”连锁经营模式以品质为先。K12 课外培训机构在实现规模扩张之前必须经过长期教研积淀和管理优化，设立新的教学中心仍需要一段时间的宣传招生、教师成长和口碑建立。因此，K12 课外培训机构在成立初期和新店扩张期成长较为缓慢，脱离品质提升的规模增长往往欲速不达。2.0 时代 K12 培训企业朝着地域扩张、学科延伸、年级延伸、授课模式拓展四大维度成长。但是由于师资团队、教学资源、硬件设施等因素的限制，K12 课外培训机构难以在三四线城市下沉。

3.0 时代的互联网模式：通过双师课堂或者直播模式，更大范围的实现渠道下沉。对于 K12 课外培训机构而言：双师及直播模式有助于打破其地域扩张的瓶颈，实现三四线城市及农村的渠道下沉。对于学生而言，互联网模式可以使三四线城市的学生接触更为优质的教学资源；也能解决一二线城市市场的痛点，节省了家长及学生的出行时间，因此具有良好的市场接受度。在过去，互联网模式主要集中在大学及之后的学习阶段，随着技术的进步，小班化、互动能力强的在线教育正逐渐得到市场认可。双师课堂可能是打通优质师资供给和三四线城市需求瓶颈的关键，是头部培训企业延伸全国网点的重要布局。

图 14：K12 培训机构成长路径演变



资料来源：光大证券研究所

3、K12 业务：优能中学+泡泡少儿 K-12 全年龄段覆盖，双师课堂加速三四线城市渗透

3.1、优能中学：中学全科课外培训，招生规模连年攀升

优能中学专注于包括小学毕业生到高中毕业生在内的中学教育培训，旨在为 13 至 18 岁的学生提供一流的全科课外培训，学苗层次覆盖广、班级规模全面。从学苗层次来看，新东方优能中学的课程体系包括志高班、好学班、目标班、专项班、住宿班五类，覆盖不同生源层次、满足学员全面提高和专科突破的不同需求。从班级规模来看，覆盖小班（1-6 人）、中班（25-35 人）、大班（50 人以上）以及网课，收费在 300-12000 元之间。为了完善 K12 中学生培训业务，新东方还通过并购同文高考学校，开办高考复读业务。

图 15：优能中学课程体系



资料来源：新东方官网，光大证券研究所

优能中学业务萌芽于短期中高考英语冲刺培训，以“大班+名师”的模式在全国扩张。01 年新东方推出高考英语冲刺课，03 年从高中向下延伸至初中，主打短期冲刺中高考英语培训。出国考试培训领域强大的品牌影响力帮助其在中学英语培训英语同样吸引到了最优质的师资，辅以标准化的培训，新东方得以复制“大班+名师”的模式，通过品牌形象的正反馈效应实现快速扩张。FY2018 中学业务的招生数已经超出海外考试业务，达到 22 万人次。

09 年实施从单点到体系化的改革，转型全科培训机构，致力于续班率的提升。过去中学培训业务以短期中高考冲刺培训为主，生源集中在初三和高三，导致口碑局限在高年级学生群体中，学生对机构的依赖性不强，续班率不高，公司每年仍需花费大量的费用进行再次招生，且营收主要集中在夏季。在此背景下，公司开始关注续班率问题，扩科成为优能中学改革第一步，并同时推出春夏秋冬四季续班，扩大营收来源。此外，过去大班教学模式更适合自制力较强的成人培训，小班和一对一个性化辅导为中小学培训领域新趋

势。故优能中学又开设了精品班（小班）、一对一个性化辅导，建立起多层次的全科培训体系，实现从短期冲刺升级向体系化的长线教学的转变。

11年起推出“50元低价课”打开低年级生源入口，并以优秀的教学质量提升续班率，推动注册学生数以及营收高速增长。2011年北京新东方优能中学面向小升初群体首推50元免费数学班，打开低年级入口。同年秋季续班率达到20%，足以抵消教师的课酬成本，并且依靠优秀的教学质量，建立了良好的品牌形象。同时优能中学对泡泡少儿学员报读常规班课程采取8折优惠，发挥与泡泡少儿联动效应，生源基数不断扩大。**FY2012优能中学业务注册学生数64万人次，同比增长38%，相比FY2008的22万次增长近2倍。**

14年推出VPS混合式互动教学系统，前瞻性布局互联网+教学模式，助力未来三四线城市渠道下沉。当前一二线市场逐渐饱和，未来三四线城市的扩张为新的增长点。14年优能中学正式推出VPS进步可视化教学系统（Visible Progress System）并自主研发本地化的VPS教材，打通线上线下，为此后双师课堂+直播业务开展奠定技术基础，目前已覆盖优能中学所在的50多个城市。此外，基于VPS搭建的底层，新东方还配备课堂答题器、学科测评系统、智能测评系统以及讲练管理系统，获取海量学生数据，便于后续精准推送相关配套服务，挖掘存量需求，提升续班率。

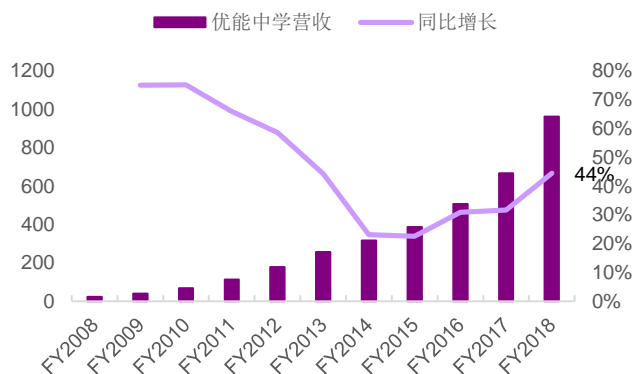
表 5：09年起优能中学项目实施从单点到体系化的改革

改革时间	改革领域	具体内容
2009-2010	教学模式	扩科发展非英语学科；推出精品小班和一对一个性化辅导；春夏秋冬四季续班
	网点运营	每个教学领域设立完整的运营团队（包括市场推广、销售、咨询等），并设置相应的考核指标。
2011	品牌营销	北京地区率先推出“50元暑期数学班”，低价战略获取低年级入口生源，优秀的教育质量助力续班率的持续提升，并不断向全国各个城市推广
2014	教育系统	推出VPS进步可视化教学系统，以“学会”为核心，将学习目标和掌握程度划分等级，并自主研发的本地化VPS教材；配备课堂答题器，学科测评系统、智能测评系统以及讲练管理系统，广泛搜集搜集学生课前、课中、课后的学习数据，通过大数据分析，实现精准课程推荐和个性化方案制定。
2015	教学服务	研发出在业内闻名的“七步教学法”，通过老师和学生教学行为的管控，保证教学质量。

资料来源：公司官网、光大证券研究所

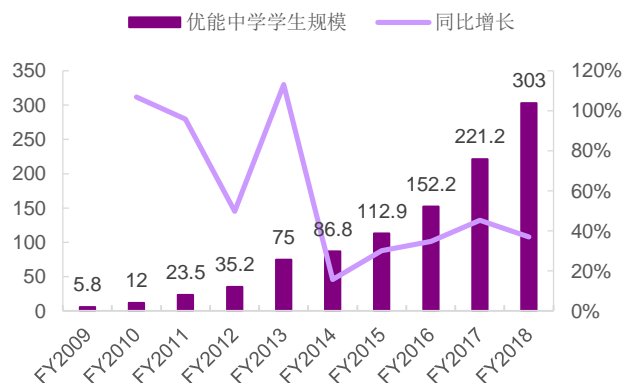
优能中学的营收保持稳定增长。FY2018主营业务收入已达到近9.6亿美元，同比增长44%，FY10-18年营收CAGR达到52%，2Q19注册用户数达111.8万人，覆盖全国74个城市。

图 16: 优能中学营收 (单位: 百万美元)



资料来源: 公司公告、光大证券研究所

图 17: 优能中学注册生数 (单位: 千人)



资料来源: 公司公告、光大证券研究所

表 6: 优能中学面授课程价格对比

班级规模	北京	上海	合肥	某三线城市	某四线城市
小班 (1-6 人)	680-2400/次 (一对一)	283-397 元/次 (一对六)	210-340 元/次 (一对六)		
中班 (25 人)	46-92 元/小时	83-100 元/小时	60 元/小时	46 元/小时	37-42 元/小时
好未来 (25 人)	127.5 元/小时	96 元/小时	72 元/小时	60 元/小时	无面授
大班 (50 人以上)	39-48 元/小时	50 元/小时	41 元/小时		

资料来源: 公司官网、光大证券研究所

2010 年前新东方虽然也有 K-12 业务但主要集中在初三及高三冲刺阶段, 教学及口碑优势的较难向低年级传递。而学而思从小学 4-5 年级做起, 顺势延伸至高年级。2011 年公司通过“50 元暑期课”逆流而上, 向低年级延伸, 成功的将新东方的优质教学及口碑向全市场推广。未来, 为了与其他知名教育品牌进行差异化竞争, 优能中学将持续关注初一、高一等入口年级学生, 关注学生在下一期班级中的留存情况, 延长业务的生命周期。

3.2、泡泡少儿：少儿全科教育培训，生源积累效应显著

泡泡少儿是新东方集团下的少儿教育培训品牌，授课对象为幼儿园及小学的适龄少年儿童。泡泡少儿英语成立于2002年，致力于为3至13岁的少年儿童提供英语培训服务；2008年泡泡少儿教育将培训科目拓展至英语、数学、语文、音乐和美术，面向幼儿园和小学的学生授课。泡泡少儿在全国60座大中城市设立了近500家学习中心，学员数超过300万。泡泡少儿课程班额在6-25个学生左右，每周上课1-4次，每次2-3个小时。在学生进入下一个阶段的课程学习之前，泡泡少儿会安排针对学生的测试，确认他们已经完成了本阶段的学习任务。

图 18：泡泡少儿部分招生课程



资料来源：新东方官网

首创七步教学法，有效保证教学质量，已成为新东方 K12 教育的基础性战略。“七步教学法”由泡泡少儿结合教学过程中的经验最早提出，经过多年的教学实践，被证明是行之有效的教学方法。目前是新东方 K12 业务全面推广的标准教学作业程序。通过七步教学法，教师的课堂活动变得有章可循、有法可依，最大程度的标准化了教师的行为，保证了教学的质量。

图 19：泡泡少儿七步教学法

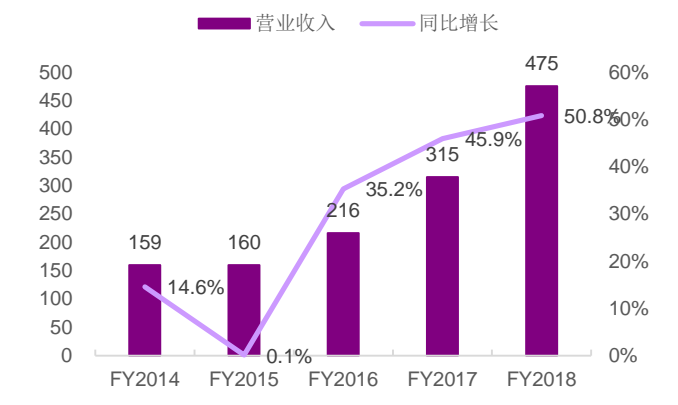


资料来源：搜狐教育、光大证券研究所

产品定位“亲民化”，班额扩容+续班率提升助力收入规模高速增长。FY2015年起，泡泡少儿收入规模增速经历了显著的提升。FY2015，泡泡少儿的收入增速仅为0.1%，而到FY2016收入增速提高到35.20%，FY2018

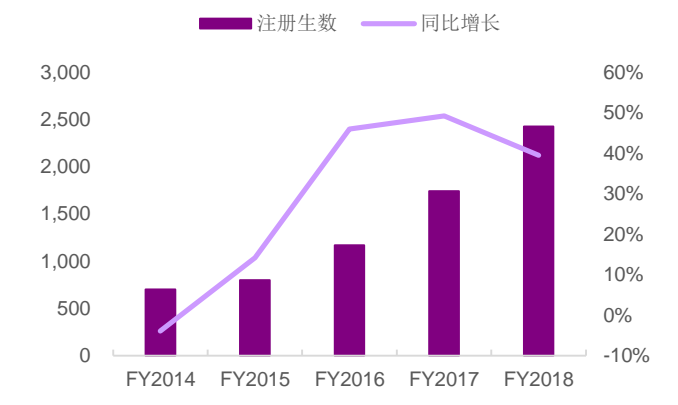
收入增速已提升至 50.8%。泡泡少儿收入的快速增长主要由于对公司产品的升级、班额的扩容及续班率的提升。泡泡少儿保持“亲民化”定位，挖掘低龄儿童教育需求，为 K12 业务提供生源基础。

图 20: 泡泡少儿营收 (单位: 百万美元)



资料来源: 公司公告、光大证券研究所

图 21: 泡泡少儿招生规模 (单位: 千人)



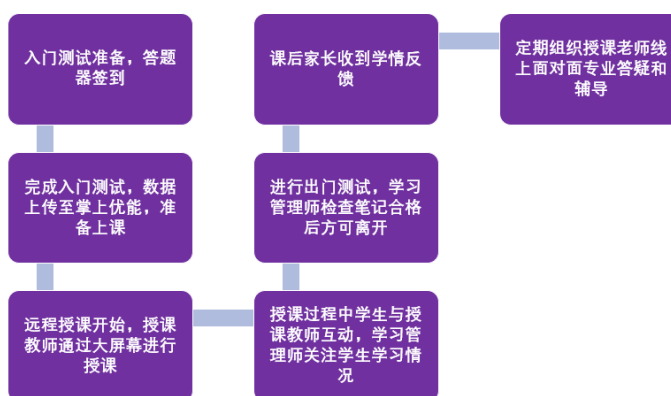
资料来源: 公司公告、光大证券研究所

未来，泡泡少儿将继续作为公司 K12 业务的生源积累，关注中等收入家庭的适龄儿童。未来泡泡少儿将继续定位“亲民化”路线，呈现出 Y 字形的课程设计体系。未来泡泡少儿产品将依然分为三个系列：基础级 Ready(1-2 年级)、进阶级 Steady (3-4 年级)、飞跃级 Speedy (5-6 级)。泡泡少儿针对的学生年龄较低，是新东方战略业务布局重要的入口，未来将继续关注 3-13 岁学生的教育需求，进行扩科和产品升级。

3.3、双师课堂：在线直播输送优质师资，三四线城市扩张利器

2017 年，新东方开始试点双师课堂业务，利用在线直播的方式将一线城市的优质师资输送到三四线城市。双师课堂是指一名学生配有两名老师，一名是主讲老师，是教学经验丰富，教学成果显著的名师；而另一名为管理老师，也是经过严格选拔和专业培训的优秀老师，负责管理班级、检查笔记、监督听课、批改作业等。主讲老师通过相关设备远程给孩子们授课，管理老师在教室里进行全面地配合和跟进。

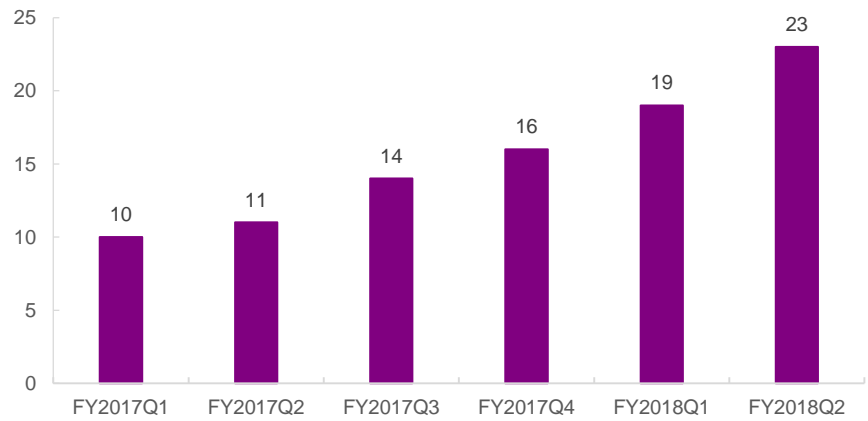
图 22: 双师课堂授课流程



资料来源: 新东方官网、光大证券研究所

截至 FY2019Q2, 新东方双师课堂的覆盖城市已达到 58 个。FY2018Q2, 新东方在银川、绍兴和湖州新建的三家学校和三个学习中心推出双师模范课堂。截至 FY19Q2 末, 公司在现有 40 个城市的 POPKids 项目、28 个城市的 U-Can 项目以及 10 个城市的 POP Kids 和 U-Can 项目实施了双师模式。

图 23: 新东方双师课堂覆盖城市数量 (单位: 个)



资料来源: 新浪教育、搜狐教育、光大证券研究所

未来, 双师课堂将成为新东方在三四线城市扩张的利器。双师课堂利用线上线下相结合的模式, 将一线城市的优质教育资源引入三四线城市, 将有助于新东方在三四线城市的进一步扩张。同时, 随着“互联网+教育”的发展, 双师课堂作为教育信息化的产品之一, 普及程度将迅速扩大。未来, 双师课堂的形式预期将更加标准化, 实现对优质教育资源的更好分享。

图 24: 双师课堂上课场景



资料来源: 新东方官网、光大证券研究所

4、留学业务：市场地位领先，致力提供一站式留学服务

4.1、留学行业：行业增速逐步放缓

留学行业三大产业链，包括考试培训、留学中介以及留学后消费。1) **留学考试培训**：提供语言考试和留学升学考试的培训服务。老牌传统机构占据主要市场，其中新东方占据考试培训市场约 30% 的市场份额；2) **留学中介**：提供出国留学的咨询和申请服务；市场呈现垄断竞争，新启德、金吉列、新东方、新通、澳际前五大机构市占率约 45%；3) **留学后消费**：市场消费规模大，分散广，集中布局租房（留学生公寓网、异乡好居）、就业和移民业务（芥末网、新东方海威时代、新通、启德）。

表 7：留学行业考试培训、留学中介以及留学后消费三大产业链介绍

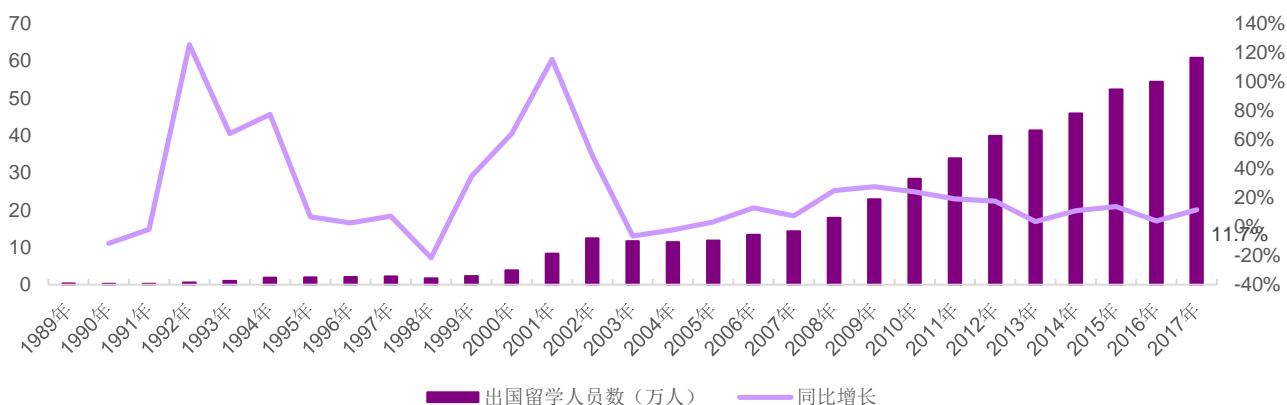
产业链环节	服务内容	2017 年市场规模 (亿元)	占比	竞争格局	主要参与者
考试培训	语言考试和留学升学考试	110	3.0%	一超多强	新东方市占率 30%，其他传统老牌机构如新航道、朗阁发展稳定
留学中介	出国留学的咨询和申请服务	80	2.2%	垄断竞争	前五大机构市占率约 45%（启德、金吉列、新东方、新通、澳际）
留学后消费	留学学费、海外生活及就业	3500	94.9%	高度分散	留学生公寓网、异乡好居主要提供住房相关服务；芥资料来源：芥网专注于升学和求职辅导；新东方海威时代、新通、启德以就业为主要业务。

资料来源：中国留学网、智研咨询、光大证券研究所

2010 年前，我国留学市场发展经历两大高潮阶段。1) 1992 年邓小平提出“支持留学、鼓励回国、来去自由”十二字政策，出国留学诸多限制的解除，使得我国留学人数迎来快速增长期，92 年出国留学人数达 6540 人次，同比增长 125.5%，并在进入 21 世纪前均以 25% 的 CAGR 保持增长；2) 2001 年中国加入 WTO，出国留学人数又一次实现翻倍增长，到 2002 年出国留学人数已达 12 万人次。03-04 年出国留学学生出现小幅负增长，主要是受到美国等主要留学国家的移民政策的影响，但 05-09 年出国人数逐步回升，4 年 CAGR 为 18%。

2010 年开始，随着留学人数规模的进一步扩大，我国出国留学人员增速逐步趋缓。2010 年我国出国留学人数达 24 万人次，同比增速仍有 24.2%，到 2013 年我国留学人数突破 40 万人次，同比增速已下滑至个位数。虽然此后小幅回升，但增速也仅在 10% 左右，截至 2017 年留学人数已达到 60 万人次，10-17 年 CAGR 仅为 11%。总的来说，整个留学行业的规模扩张面临天花板，出国留学人员数已步入缓慢增长阶段。

图 25: 2010 年以来我国出国留学人员数增速逐步放缓

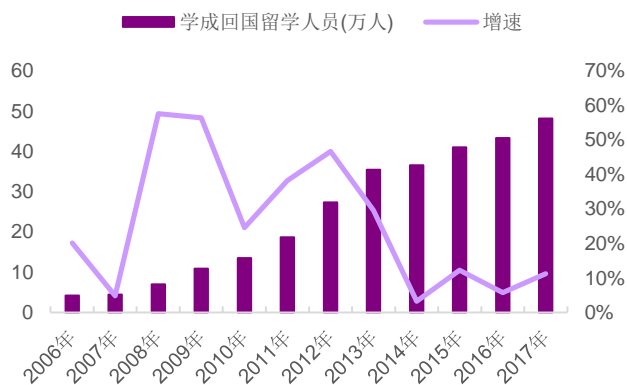


资料来源: 国家统计局、光大证券研究所

全球经济形势衰退引发留学生大规模归国潮。在 08-09 年金融危机的影响下, 大批留学生归国就业, 平均回国留学人员数增速达到 57%。11-12 年欧债危机导致欧盟经济衰退, 再次迎来一波留学归国潮, 2012 年 27 万的出国人群中 68% 选择回国就业, 此后占比不断提升并稳定在 79% 的水平, 截至 2017 年, 归国人数已达 48 万人次。

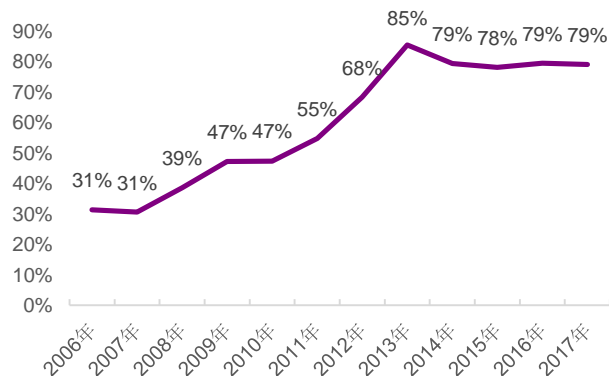
未来出国留学人数增速进一步放缓。长期来看, 日益庞大的留学归国人数压低海外学历价值, 同时考虑到我国高等教育适龄人口下降的趋势, 未来我国出口留学人数难以有较大的突破性增长, 我们预计未来出国留学人数增速将进一步放缓。

图 26: 全球经济形势衰退引发留学生大规模归国潮



资料来源: 国家统计局, 光大证券研究所

图 27: 近年来留学生选择归国就业比例稳定在 79%



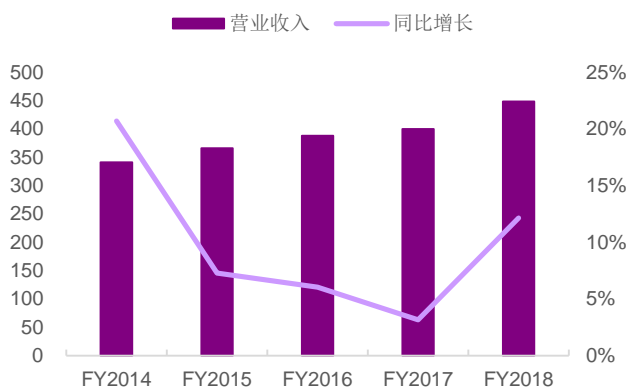
资料来源: 国家统计局, 光大证券研究所

4.2、留学考试业务：教学经验积累深厚，O2O 战略稳定招生规模

留学考试业务是新东方历史最为悠久的业务，旨在为具有出国留学需求的学生提供留学考试备考服务。新东方学校从 TOEFL 考试辅导起家，留学考试业务在各项业务中具备最悠久的历史。目前，新东方的留学考试业务几乎涵盖所有的留学考试辅导，包括 TOEFL, SAT, ACT, IELTS, GRE, GMAT, LSAT, BEC 和 TOEIC。FY2017，留学考试业务招生占比最大的分别为北京和上海，占比达到 31.7%和 10.0%。留学考试业务班额在 6 至 50 人之间，课程课时在 50-240 个小时左右，每周上课 1-6 次，每次 1-3 个小时，课时费在 1500-30000 元之间。

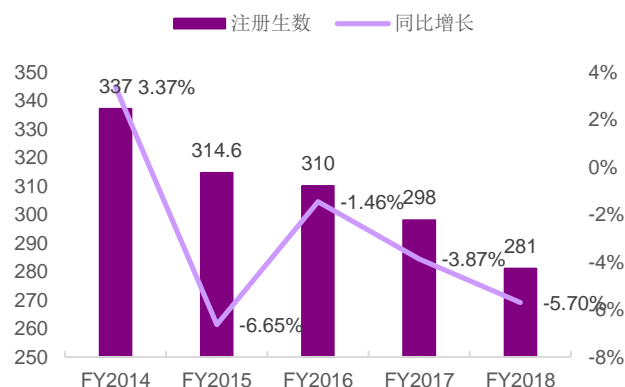
FY2007 起，新东方留学考试业务经历了高速的发展，招生人数规模在 FY2012 达到顶峰，FY2018 招生人数规模同比减少 5.7%。FY2007-FY2012 是新东方留学备考业务的高速发展期，复合增速达到 22.95%，招生规模在 FY2012 达到 34 万人，是历年来的峰值水平。由于留学备考领域的竞争日趋激烈，FY2013 年起，新东方留学考试业务招生规模开始有所回落，FY2018 招生规模为 28.1 万人，同比减少 5.7%。环球雅思、启德、华尔街英语、英孚等留学考试培训品牌抢夺了部分市场份额，新东方在留学考试业务领域面临着激烈的竞争。

图 28：留学考试业务营收（单位：百万美元）



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 29：留学考试业务招生规模（单位：千人）



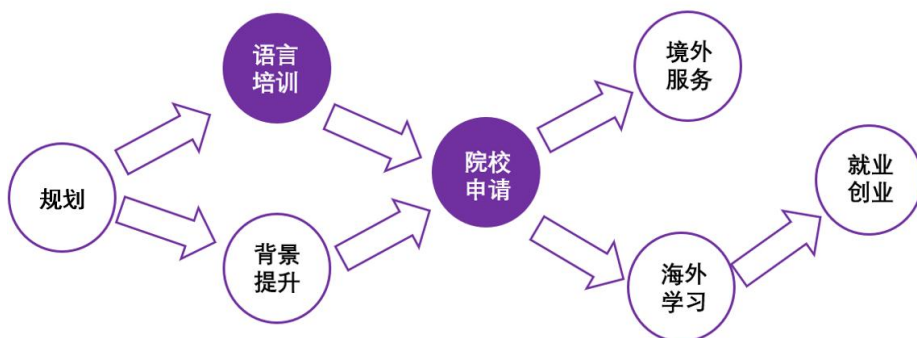
资料来源：公司公告，光大证券研究所

为了稳定留学考试业务的招生规模，并与优化市场战略相配合，新东方推出了 O2O 品牌战略“新雅思生活”。“雅思互动学习平台”将为雅思考生提供考试资讯、学习规划、资源推荐、课程服务、专项练习、全真模考和数据反馈等一系列功能。教师可以在课前、课中或课后为学生推送学习任务，供学生在课下通过 PC、iPad、手机 APP 及微信等不同平台完成。学生在线完成的数据会被后台记录，而老师则可依据数据来调整教学目标和进度。新东方还从剑桥大学出版社独家引进了雅思教材《Complete IELTS》，相比之前以真题、应试训练为主的雅思培训更强调语言能力的提升。

4.3、留学中介业务：致力提供一站式留学服务

除了留学考试业务，新东方还推出了留学中介业务，旨在为客户提供一站式的留学服务。新东方的留学中介业务与留学考试业务相互配合，关注客户出国留学过程中的全部需求，从留学规划、语言培训、背景提升、院校申请、境外服务、海外学习、就业创业等多个维度为客户提供全方位一站式的服务。前途出国是新东方旗下从事出国留学服务的专职机构，在近十年时间中经历了快速的发展：FY2008 前途出国的营收仅为 400 万美元，FY2017 前途出国的营收已超过 8 亿美元。

图 30：新东方留学业务战略



资料来源：芥末堆，新东方官网、光大证券研究所

前途出国的业务包括美国、英国、加拿大等国的中学、本科、研究生留学服务。公司具备超过千人规模的顾问团队，其中多数顾问都具有海外留学背景，80%以上的顾问拥有硕士以上的学位。公司积极拓展业务范围，并已经与美国、英国等 19 个国家的多所院校和教育机构建立了良好的合作关系，与几百所海外知名院校达成战略合作协议。截至 2016 年末，公司已经在南京、杭州、上海等城市注册了 40 多家分公司，覆盖全国的主要大中城市，并且在英国和澳洲开设了分公司。

图 31：前途出国部分业务



资料来源：前途出国官网、光大证券研究所

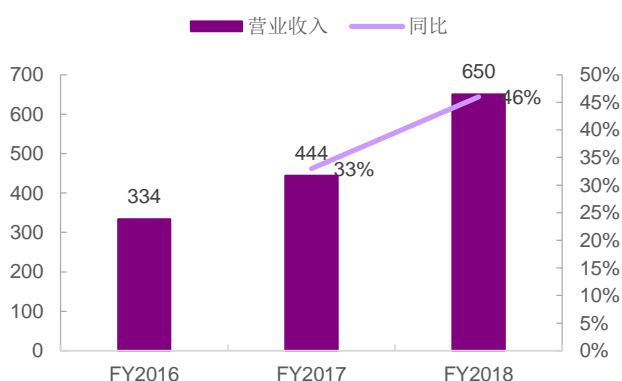
5、在线教育业务：五大品牌助力在线业务，付费用户显著提升

5.1、B端C端同时发力，五大品牌助力在线业务

新东方通过其子公司新东方在线开展在线教育业务。新东方在线成立于2005年3月，目前是中国最大的在线教育服务提供商，2017年市场份额为0.63%。新东方在线主要从事基于B2C和B2B商业模式的面向学前儿童、K12阶段学生、本硕博阶段学生以及职场人士的专业在线教育服务。新东方网旗下主要包括酷学多纳、酷学英语、新东方批改网、职上、新东方教育云五大品牌，涉及领域包括国内考试、出国留学、英语学习、中小学、小语种、少儿英语等多个领域。新东方在线教育课堂目前已有超过400位各科老师，价格仅为线下课程的1/3。

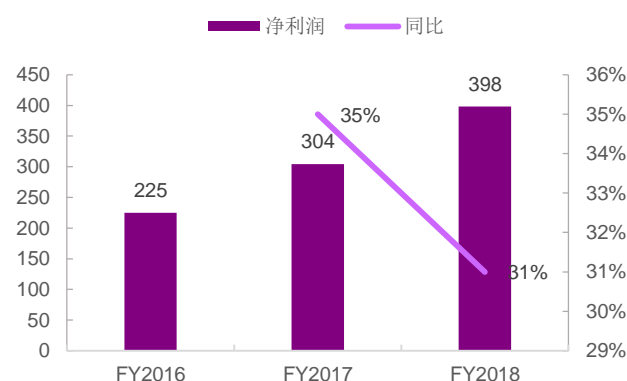
FY2018付费用户达194万人，同比增长91.89%，累计拥有约360万的付费学生数。FY2018年，新东方在线业务实现营收0.98亿美元，同比增长35%，16-18年CAGR为41.66%。实现净利润12.4百万美元，同比下降11.05%，主要由于扩大教师团队导致营业成本上升、加强推广导致销售费用上升所致。2018年11月19日，新东方在线通过港交所聆讯，预计近期将登陆港股市场。

图 32: FY2016-FY2018 在线业务总营收 (单位: 人民币千元)



资料来源: 招股说明书、光大证券研究所

图 33: FY2016-FY2018 在线业务总净利润 (单位: 人民币千元)

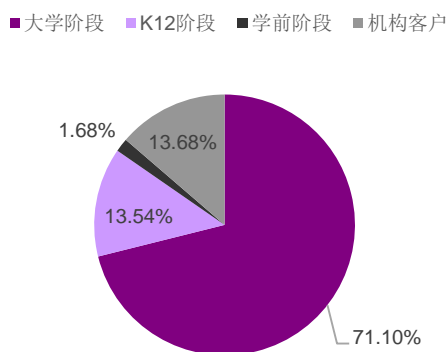


资料来源: 招股说明书、光大证券研究所

新东方在线的C端业务主要分为大学、K12、学前三个阶段。从营业收入来看，大学阶段是主要收入来源，FY2018占营收比重为71.1%。K12阶段、学前阶段占比相对较小，分别为13.5%、1.7%。但K12阶段、学前阶段在线教育增长迅速，FY2018收入同比增长分别为118%、230%。从付费用户数来看，大学阶段的付费用户数最多，FY2018为115.8万人，占比59.7%。学前阶段FY18付费用户为59.7万人，占比30.8%，16-18年CAGR高达229%。K12阶段FY18付费用户为18.5万人，占比9.5%。

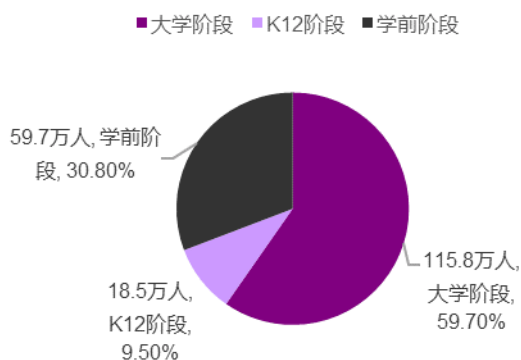
新东方在线的B端业务主要包括机构客户和品牌授权服务。公司的机构客户包括大学、图书馆、网络视频供应商等，FY2018公司的机构客户数目从708名增至735名。公司品牌授权服务以“小狮子多纳”IP为主向出版商、玩具制造商、学前教育服务供货商等用户授权。

图 34: FY2018 在线业务营业收入占比



资料来源: 招股说明书、光大证券研究所

图 35: FY2018 在线业务付费用户数量及占比



资料来源: 招股说明书、光大证券研究所

表 8: 新东方在线课程平台介绍

在线课程平台	授课方式	教育领域	课程分类	配套服务
新东方在线	直播+录播	大学教育	大学考试备考 (研究生入学考试、大学英语四六级) 海外备考 (托福、雅思、SAT、ACT、GRE、GMAT)	讲义、作业批改、在线学习小组、在线模拟考试、手机应用程序 “知心”自适应学习系统 (托福、雅思)
		K12 教育	新东方在线 K12 课程 (为高考而设的学习和复习课程, 涵盖所有主要学科)	“双师模式”
		英语学习及其他	新概念英语、与外教一对一口语练习、BEC、其他语种、专业资格考试	课程定制、专属学习群
东方优播	直播+录播	K12 教育	东方优播课程 (同步课, 一对一在线课程、公开课)	针对低线城市, 贴合本地教材课程, 为一对一学生提供定制化服务
			私播课 (录播)	线下体验店, 为参与线下课程的学生且提供辅助学习资源
多纳	直播	学前教育	多纳外教学堂 (直播课程、一对一演练课、主题课、自学自适应应用程序)	多纳应用程序系列、多纳丛书 (英语启蒙互动绘本、视频等)
酷学英语	直播	英语学习	新东方名师“直播”课程。(原著阅读、人文通识、口语语音、词汇语法、新概念和免费公开课)	酷学晨读、学习社群 (SVIP 专享)

资料来源: 新东方在线招股说明书、公司官网、光大证券研究所

5.2、大学阶段: 收入和付费用户最多

大学阶段是新东方在线业务 B2C 方向收入和付费用户数最多的业务。大学业务分部于 2005 年推出, 成立最早。主要的产品为新东方在线、酷学英语及新东方批改网, 课程采取直播或者录播的形式。

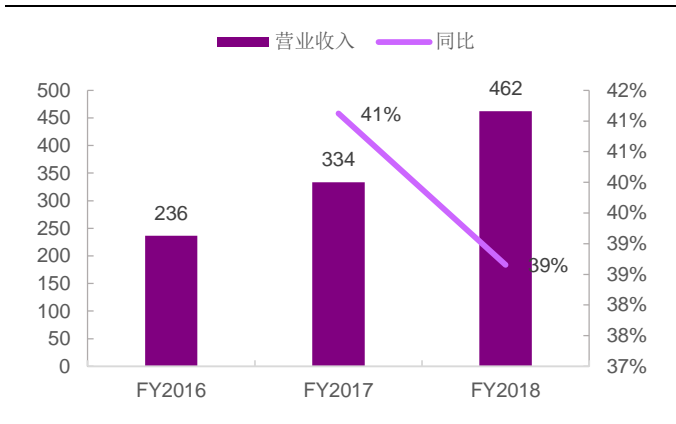
1) 新东方在线品牌为中国大学阶段备考市场最大的在线教育品牌, 市场占有率为 8.2%。提供包括四六级、专四专八、考研考博等国内考试备考和托福、雅思 GRE、GMAT、SAT 等出国考试备考服务。

2) 酷学英语是名师模式的在线教育平台, 课程形式以新东方名师“直播”为主, 教师收入分成比例为 60%。提供包括原著阅读、人文通识、口语语音、词汇语法、新概念和免费公开课的课程体系。

3) 新东方批改网主要提供托福、雅思、GRE、考研、四六级、专四、专八、中高考等考试作文批改及托福、雅思考试口语批改。一线教师利用科学评分模型, 从任务完成情况、文章组织和结构、词汇运用、语法、论点扩

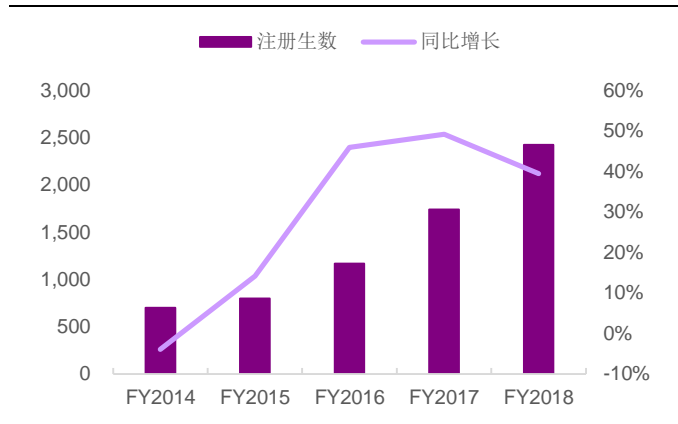
展和细节运用、整体评分 6 个方面，在线地为学员提供科学的作文评分和改进意见，协助学员作文成绩快速提高。

图 36: 大学阶段在线业务营收 (单位: 人民币千元)



资料来源: 招股说明书、光大证券研究所

图 37: 大学阶段在线业务净利润 (单位: 人民币千元)

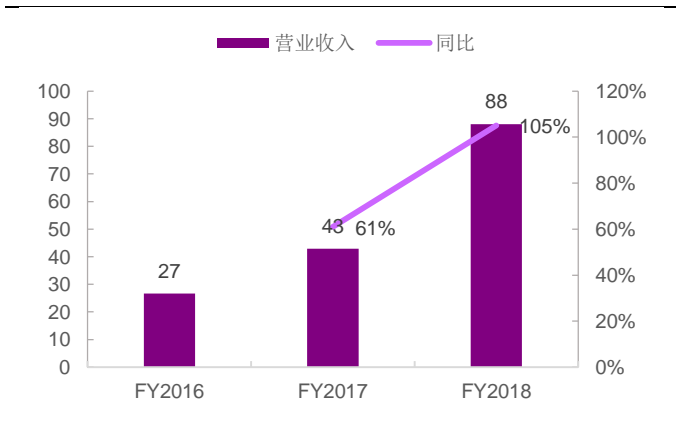


资料来源: 招股说明书、光大证券研究所

5.3、K12 阶段: 直播+录播, 城市全线覆盖

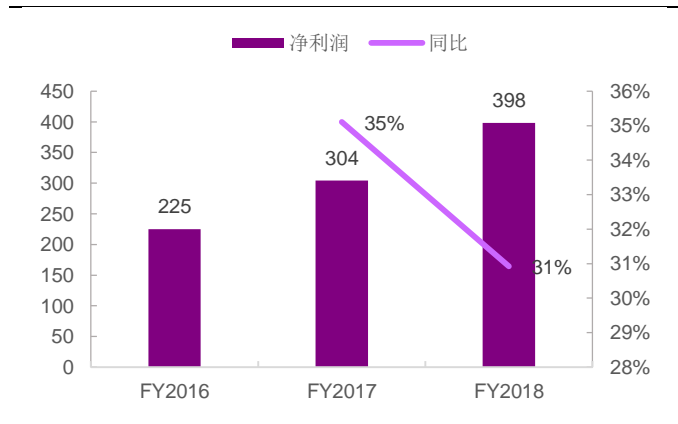
K12 阶段的主要产品为新东方在线 K12 课程、东方优播课程和私播课课程。新东方在线的 K12 课程主要为双师课堂模式，此外还有名师一对一、中考全程班、高考全程班等课程。东方优播针对三四线城市用户，以直播的形式授课。私播课与新东方的线下培训班承接，为其学生提供针对性的深度辅导教学。

图 38: K12 阶段在线业务营收 (单位: 人民币千元)



资料来源: 招股说明书、光大证券研究所

图 39: K12 阶段在线业务净利润 (单位: 人民币千元)



资料来源: 招股说明书、光大证券研究所

表 9: K-12 阶段在线教育课程对比

课程	面向群体	授课方式	特点
新东方在线 K12	三四线城市及农村	大班授课; 双师课堂	主讲老师+管理老师
东方优播	三四五线城市	一对多 (25 人); 直播	25 人精品小班。现已有 65 所校区, 覆盖 400000+ 位全国学员, 开办 851 场讲座, 拥有 500+ 位优秀教师。
私播课	新东方线下培训班	一对一; 录播	内容紧密围绕面授课程, 每节课时长 30 分钟, 学员可充分利用碎片时间进行学习。

资料来源: 公司官网、光大证券研究所

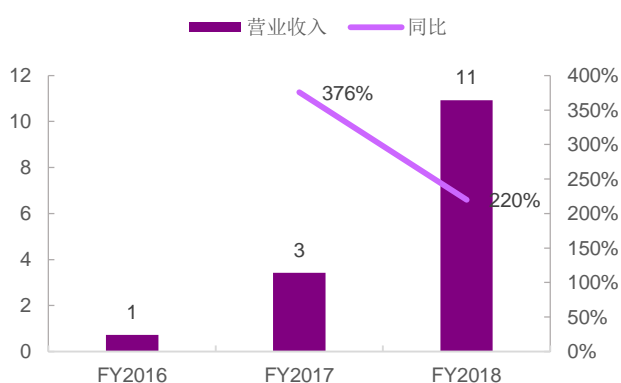
东方优播采取“乐播课”直播教学模式，加强学生的交流互动，同时输出优质师资至三四线。东方优播于2016年7月由新东方集团与新东方在线共同投资成立。现已有65所校区，覆盖400000+位全国学员，开办851场讲座，拥有500+位优秀教师。依托新型直播课模式“乐播课”开展三四线城市业务。“乐播课”以25-30人的PC端在线小班形式授课，乐播课费用约60元/小时，略高于三四线城市当地课程价格30-50元/小时。“乐播课”相对于传统在线教育具有两大优势：注重师生互动、课程体系本土化。1) 学生参与课程标配摄像头、麦克风、耳机、手写板4种硬件以保证正常课堂互动，“乐播课”接近线下实体课堂教学过程。在教学中全面覆盖课前考试、新授课、课堂落实、查漏补缺、结课考试、课后落实的过程。2) “乐播课”为北京优质教学资源的输出，其教研围绕城市当地实际教学体系展开。教师根据学生期中、期末考试所用考试试卷、教材版本、授课范围和学习习惯来研发产品，依据当地具体要求设置课程，并严格按照城市范围建立班级。

私播课为直播课程的有益补充，主要用于学生平时复习支持，扩充优播业务盈利来源。私播课主要采用录播形式，课程信息密度及流畅程度优于直播课，主要为学生平时复习提供内容支持。目前“私播课”主要供优能中学外地住宿班学生及本地走读班学生平时复习使用，“私播课”作为直播课程补充，为东方优播提供更多盈利模式。

5.4、学前阶段：B端品牌授权为主，多纳IP具有稀缺性

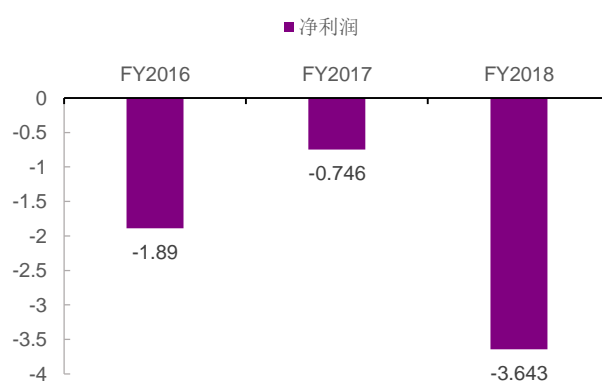
学前阶段主要是为3-7岁的儿童提供在线教育服务，以酷学多纳产品为主。酷学多纳拥有“多纳学英语”系列APP、“多纳外教学堂”在线直播课程以及多纳出版物等系列产品线。自2012年2月成立以来，通过坚实的教学内容内核，及情景、主题、CLIL等多元化的教学方式，已成功覆盖了亿万用户。

图 40：学前阶段在线业务营收（单位：人民币千元）



资料来源：招股说明书、光大证券研究所

图 41：学前阶段在线业务净利润（单位：人民币千元）



资料来源：招股说明书、光大证券研究所

“小狮子多纳”为优质的稀缺教育IP，在学前英语教育和数理思维培养领域错位竞争。目前较成功教育IP：小狮子多纳、巧虎、古立古豆、河狸贝瓦、鲨鱼/拉比、布奇，教育IP各有特色，倾向的教育领域有所不同。在目前成功的教育IP中，仅有“小狮子多纳”涉及领域以学前英语教育和数理思维培养为主，与其他教育IP形成错位竞争。

表 10: 教育 IP 情况对比

教育 IP 名称	受众年龄	涉及领域	面向对象	盈利产品
巧虎	0-7 岁	语言能力、认知、习惯培养、手工绘画	家庭教育	衍生产品
布奇	1-6 岁	语言能力、认知、习惯培养、手工绘画、英语学习	家庭教育	衍生产品
小狮子多纳	2-8 岁	英语学习、数理思维、认知	家庭教育、机构教育	衍生产品、B 端销售
古立古豆	3-6 岁	语言能力、认知、习惯培养、手工绘画	机构教育→家庭教育	衍生产品、B 端销售
河狸贝瓦	3-6 岁	语言能力 (儿歌)	家庭教育	衍生产品
拉比	3-7 岁	自然、科学、人文、艺术	家庭教育→学校教育	衍生产品
鲨鱼	7-12 岁			

资料来源: 各公司官网、光大证券研究所

目前酷学多纳仍处于商业化初期, 主要通过 B 端品牌授权及 B 端销售的方式获得收入。1) B 端品牌授权: 涉及出版物、智能硬件、儿童玩教具、文具、家居用品等多种衍生产品。于 2018 年 5 月末, 公司合作出版了 14 个系列的多纳图书, 总发行量近 1 百万本。2) B 端销售: 通过聚合、复用、二次封装酷学多纳 C 端在线课堂中原创教育内容, 建立“多纳智慧魔方课程平台”, 为公共图书馆 2-8 岁小读者提供“互动+动画+游戏”学习整体解决方案; 向幼儿园、培训机构销售《多纳数理思维课程》智能玩教具产品, 以及为机构客户提供教育科技相关软硬件系统集成服务和软件定制开发服务。《多纳智慧魔方》已纳入国家公共图书馆青少馆电子资源采购计划, 已有多家图书馆开设了多纳主题阅览室。

图 42: 多纳智慧魔方课程平台界面



资料来源: 公司官网、光大证券研究所

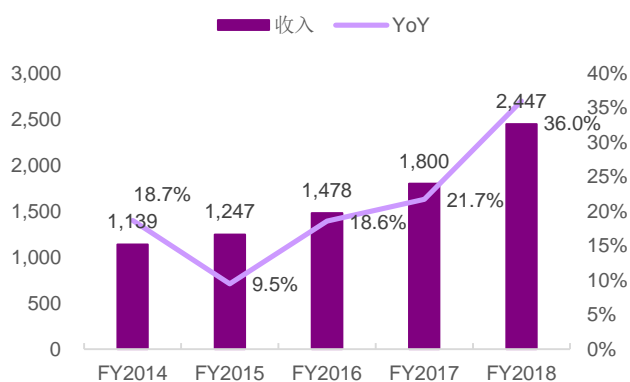
未来将面向 C 端推出多纳全外教少儿英语在线课程, 有望实现用户范围的拓展。课程面向 5 岁以上幼儿, 提供英语分级测评、“专业外教+专职中国助教”辅导、互动直播的一体化英语学习领域在线课堂服务。目前为在线课程小范围测试阶段, 通过“多纳学英语”APP 进行线上推广并招募学员。

6、财务分析和盈利预测

6.1、财务分析

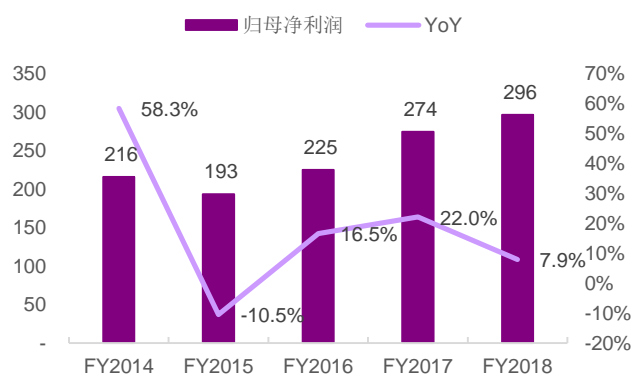
新东方收入增长迅速, FY2018 总收入为 24.5 亿美元, 同比增长 36.0%。收入的快速增长, 得益于新一轮扩张周期内, 教学网络的拓展和参培人数的增加。FY2018, 公司教学网点数量增长 26.4% 至 1081 处, 参培人数增加 30.3% 至 630 万人。FY2018 归母净利润同比增加 7.9% 至 3.0 亿美元, 剔除股权激励费用后, 调整净利润为 3.5 亿美元, 同比增加 20.0%, 和之前年度增速持平, 保持在 20% 左右。FY2015 曾短暂出现了收入增速放缓、利润下滑的情况, 是由于公司反思前期扩张过快, 刻意放缓了扩张步伐, 进行了一系列的优化调整。

图 43: FY2014-2018 营业收入 (百万美元)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

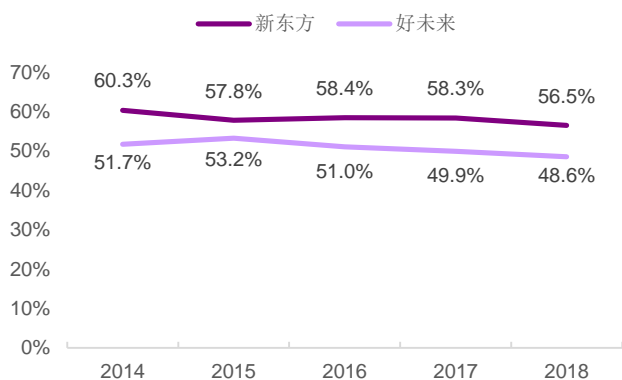
图 44: FY2014-2018 归母净利润 (百万美元)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

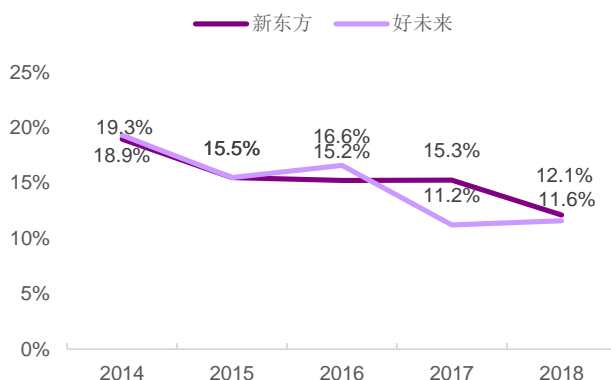
公司毛利率和净利率在 2018 财年均有所下滑, 毛利率下降 1.9 个百分点至 56.5%, 净利率下降 3.2 个百分点至 12.1%。毛利率下降的原因, 主要是公司教学网点快速扩张, 教师薪酬和租金费用增加, 而收入的增长需要一定时间, 从而短期内毛利率承压。和 K-12 培训领域另一巨头好未来相比, 新东方毛利率更高, 净利率基本相同, 且两者利润率走势相似。

图 45: FY2014-FY2018 新东方与好未来毛利率



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

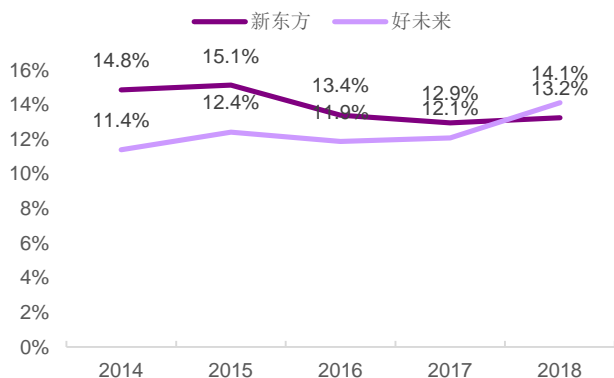
图 46: FY2014-FY2018 新东方与好未来净利率



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

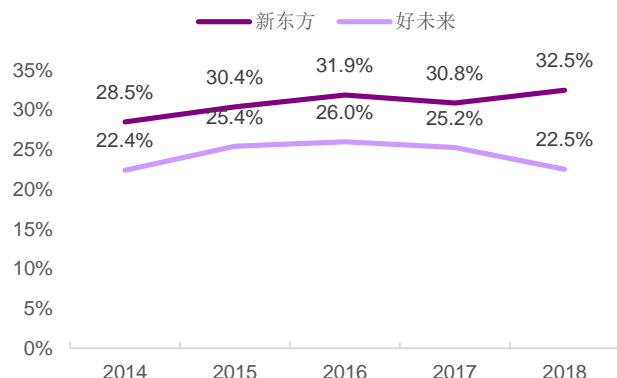
最近3个财年内,新东方销售费率稳定保持在13%左右。管理费率上升1.6个百分点至32.5%,主要为股权激励及业务扩张相关费用增加所致。若剔除股权激励费用,则管理费率为30.1%,与之前年度基本持平。

图 47: FY2014-FY2018 新东方与好未来销售费率



资料来源:公司公告,光大证券研究所整理

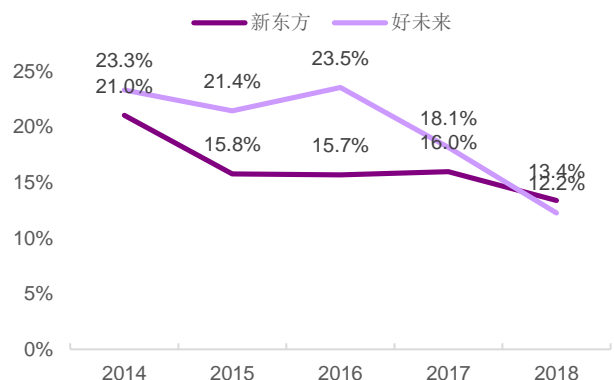
图 48: FY2014-FY2018 新东方与好未来管理费率



资料来源:公司公告,光大证券研究所整理

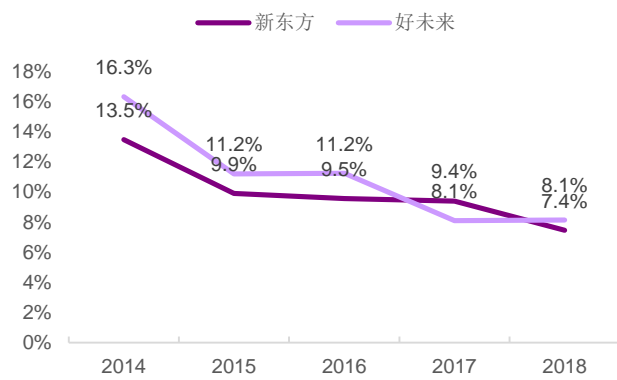
公司盈利能力和好未来接近, FY2018 ROE 为 13.4%, ROA 为 7.4%。之前年份 ROE 较低,是由于好未来有长期有息负债,而新东方无有息负债,杠杆率更低。

图 49: FY2014-FY2018 新东方与好未来 ROE



资料来源:公司公告,wind,光大证券研究所整理

图 50: FY2014-FY2018 新东方与好未来 ROA



资料来源:公司公告,wind,光大证券研究所整理

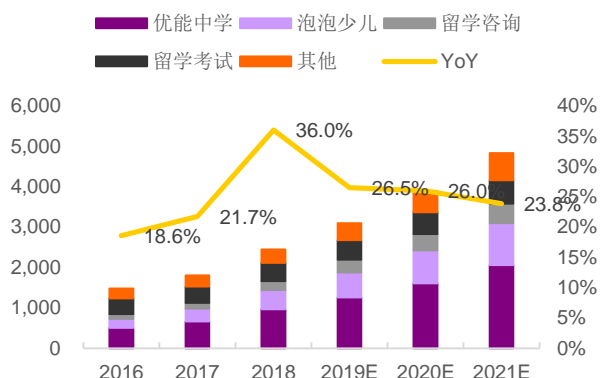
6.2、盈利预测

6.2.1、扩张持续推进,收入稳步提升

我们预计公司 FY2019 总收入 31.0 亿美元,同比增长 26.5%。由于美元汇率在 2018 年下半年经历了大幅度的贬值,我们预测以美元计的收入增速将被拉低大约 5 个百分点。若以人民币计算, FY2019 收入增速约 32.0%。预计未来 3 年,公司收入复合增长率约 27.2%。

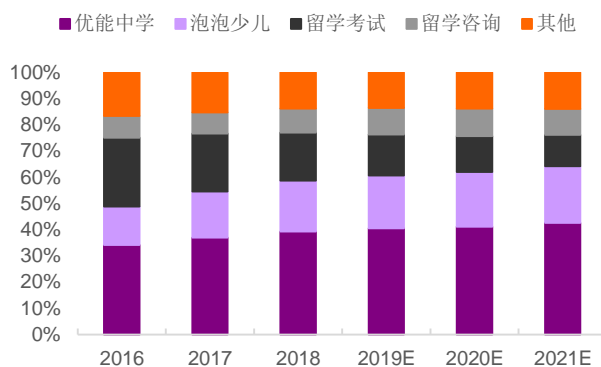
未来 3 年收入的增长,主要由 K-12 培训业务(包括优能中学和泡泡少儿)所贡献。FY2018, K-12 培训业务占总收入 58.7%。由于 K-12 培训市场空间巨大、业务扩张强劲,我们预计其占收入的比重将继续提升。

图 51: FY2016-2021E 公司收入 (单位: 百万美元)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

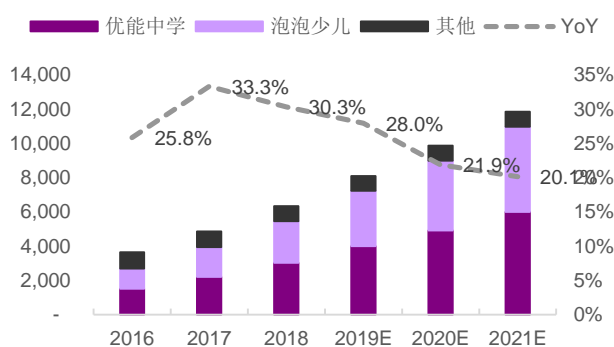
图 52: FY2016-2021E 收入构成



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

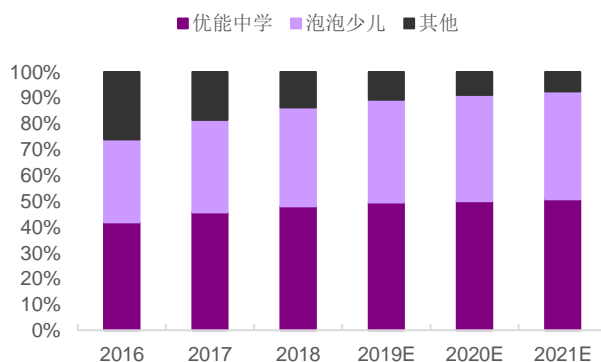
公司未来收入增长主要来自参培人数的提升以及生均收费的上涨: 1) 参培人数的提升, 将成为收入增长的主要因素。公司在本轮扩张周期内, 大力拓展二、三线城市市场, 预计未来能保持 20% 左右的网点容量增速。由于网点利用率的提高有一定滞后, 实际参培人数增速还要更快, 我们预测 FY2019 参培人数有望提升 28%, 未来 3 年复合增长率 23%。2) 生均收费方面涨幅有限, 由于网点向低线城市下沉, 且行业双巨头都在快速扩张抢占市场, 预计上涨幅度不大, 未来 3 年平均增速在 3% 左右。

图 53: FY2016-2021E 参培人数 (单位: 千人)



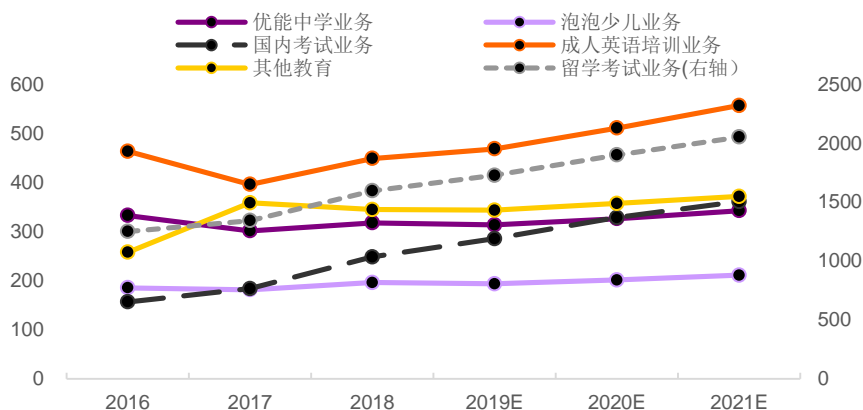
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

图 54: FY2016-2021E 学生结构



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

图 55: FY2016-2020E 各业务生均学费 (单位: 美元/人)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

表 11: FY2014-2021E 公司教育培训业务参培人数、生均收费预测

	FY2017	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
参培人数 (千人)	4856	6328	8097	9867	11854
国内考试业务	314	296	290	290	290
留学考试业务	298	281	281	281	281
成人英语培训业务	91	71	60	57	55
其他教育业务	202	225	241	255	268
*生均收费 (美元/人)	331	342	335	346	360
优能中学业务	301	317	313	326	342
泡泡少儿业务	181	196	193	201	211
国内考试业务	183	248	285	328	361
留学考试业务	1341	1594	1725	1898	2050
成人英语培训业务	395	448	468	510	556
其他教育业务	358	344	343	357	371
教育培训业务收入 (百万美元)	1609	2165	2716	3418	4272
优能中学业务	666	962	1253	1603	2053
泡泡少儿业务	315	475	623	817	1046
国内考试业务	58	73	83	95	105
留学考试业务	399	448	485	533	576
成人英语培训业务	36	32	28	29	31
其他教育	72	77	83	91	99
在线教育业务收入	63	98	162	250	363
图书及其他业务 (百万美元)	191	282	380	481	556
留学中介业务	144	225	315	410	479
图书业务	47	57	65	71	77
营业收入合计 (百万美元)	1800	2447	3096	3899	4829

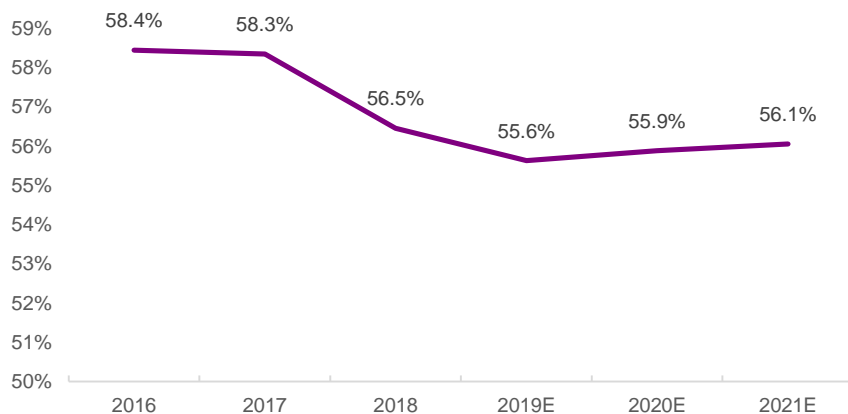
资料来源:公司公告,光大证券研究所预测

*注:生均收费/人为以培训人数为权数的生均收费

6.2.2、网点扩张和线上业务投入抬升费用率

我们预计新东方 FY2019 毛利率为 55.6%，之后到 FY2021 期间逐渐上升，但仍然低于 FY2018 的水平，原因在于 1) 公司未来一段时期维持快速扩张态势，新店利用率较低，拉低毛利率；2) 1Q19 国务院出台《关于规范校外培训机构发展的意见》，对设施条件、教师资质等方面做出了要求，成本上升对 FY2019 造成一定影响。

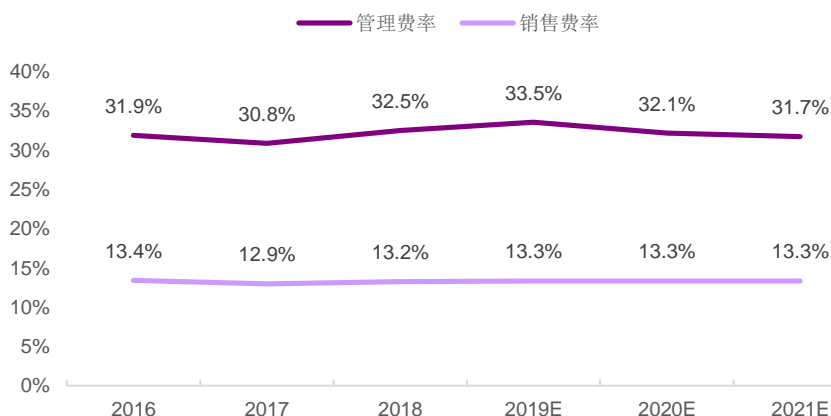
图 56: FY2016-2021E 毛利率预测



资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

预计 FY2019 管理费率提高 1.1 个百分点至 33.5%，除了受新店扩张和政策要求对师资和设施要求提升的影响外，主要是受线上业务投入增加带动。新东方在线 (Koolearn) 是公司非常重视的一块新业务，预计未来对在线业务的投入将保持在较高水平。得益于新东方很高的知名度和品牌吸引力，预计公司销售费率将稳定在较低水平。

图 57: FY2016-2021E 费用率预测

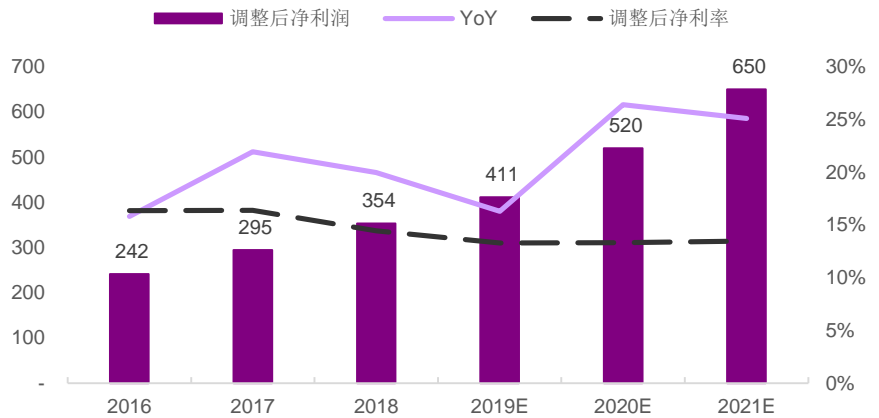


资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

6.2.3、净利润稳步提升

我们预计 FY2019-FY2021 调整后净利润分别为 4.1 亿、5.2 亿、6.5 亿美元，增速分别为 16.3%、26.4%、25.1%，CAGR 约为 23%，调整后 EPS 分别为 2.60、3.29、4.11 美元。

图 58：FY2016-2021E 调整后净利润（单位：百万美元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

表 12：FY2017-FY2021E 盈利预测（单位：百万美元）

利润表 (百万美元)	FY2017	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
营业收入	1800	2447	3096	3899	4829
营业成本	-750	-1,066	-1,374	-1,720	-2,122
其他收入	0	0	4	0	0
销售费用	-233	-324	-412	-520	-644
管理费用	-555	-794	-1038	-1253	-1530
营业利润	262	263	276	406	533
Non-GAAP 营业利润	282	320	347	467	590
利息收入	61	85	108	136	169
杂项收入	7	9	19	15	19
税前利润	331	357	403	558	721
长期股权投资损益	-3	0	-83	0	0
所得税支出	-51	-59	-62	-99	-128
归母净利润	274	296	257	459	593
Non-GAAP 净利润	295	354	411	520	650

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测，财年截至 5 月 31 日

7、估值水平与投资建议

7.1、相对估值

目前美股上市的主要 K12 课外培训机构有以下 5 家：新东方、好未来、四季教育、瑞思学科英语、精锐教育。培训行业 FY2019 平均 PE 估值为 25x，但行业估值方差较大，主要由于培训行业是充分竞争市场，弹性较大，市场给予拥有较强品牌及壁垒的龙头公司较高的估值，如好未来 FY2019 PE 估值为 50x。我们认为新东方与好未来均属于行业内拥有较高壁垒的 K-12 培训企业，给予公司 30-32x FY2019 调整后 PE 是较为合理的，对应公司合理估值区间为 78.00-83.20 美元/股。

表 13：美股 K12 教育上市公司相对估值

公司简称	代码	财年截止月份	市值 亿美元	收盘价 美元	净利润/百万美元				PE(X)			
					FY18A/E	FY19E	FY20E	FY21E	FY18A/E	FY19E	FY20E	FY21E
好未来	TAL.N	2	180	31.68	246	335	489	700	73	54	37	26
四季教育	FEDU.N	2	1.05	2.18	10	11	15	15	11	10	7	7
瑞思英语	REDU.O	12	5.06	9.2	24	29	37	N/A	21	17	14	N/A
精锐教育	ONE.N	8	12.9	7.94	38	67	83	118	34	19	16	11
美股平均									35	25	18	15
新东方	EDU.N	5	117	73.98	354	411	520	650	33	31	25	20

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所注：1) 可比公司好未来、四季教育、瑞思英语、精锐教育为 Bloomberg 一致预期，为 Non-GAAP 净利润，其中新东方为光大证券研究所预测；2) 股价日期为 2019 年 2 月 8 日；3) 新东方、好未来、精锐教育 FY18 年报已披露

7.2、绝对估值

关于基本假设的几点说明：

- 1、长期增长率：2.5%；
- 2、β 值选取：β 值取 1.07；
- 3、无风险利率：选取美国 10 年期国债收益率 3.0%；
- 4、市场收益率：过去 5 年标普 500 平均收益率（考虑股息率）
- 5、WACC：公司不存在有息负债，WACC 即为股东要求回报率

关键性假设	数值
长期增长率	2.5%
无风险利率 Rf	3.0%
β(levered)	1.07
Rm-Rf	6.0%
Ke(levered)	9.42%
税率	17%
Kd	5%
WACC	9.42%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值 (百万美元)	价值百分比
第一阶段	2,708.25	21%
第二阶段	2,800.26	22%
第三阶段 (终值)	7,428.88	57%
企业价值 AEV	12,937.39	100%

资料来源: 光大证券研究所

在以上假设下, 对公司进行绝对估值, 根据 WACC 和长期增长率在 [8.92%,9.92%]和[2.0%,3.0%]范围内, 通过敏感性分析, 得出新东方股价的合理区间在 72.85-93.65 美元。

表 14: 敏感性分析

WACC	Terminal Growth Rate						
	1.0%	1.5%	2.0%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%
7.92%	91.25	95.69	100.89	107.05	114.45	123.53	134.93
8.42%	84.27	87.96	92.21	97.19	103.08	110.17	118.87
8.92%	78.20	81.28	84.81	88.88	93.65	99.29	106.08
9.42%	72.86	75.46	78.42	81.79	85.70	90.26	95.67
9.92%	68.14	70.35	72.85	75.68	78.91	82.65	87.03
10.42%	63.94	65.83	67.95	70.34	73.05	76.15	79.74
10.92%	60.17	61.80	63.62	65.65	67.94	70.54	73.51

资料来源: 光大证券研究所

7.3、估值结论与投资建议

我们预计公司 19/20/21 财年收入分别为 31.0、39.0、48.3 亿美元, 同比分别增长 26.5%、26.0%、23.8%, CAGR 约 25%; Non-GAAP 归母净利润分别为 4.1、5.2、6.5 亿美元, 同比分别增长 16.3%、26.4%、25.1%, CAGR 约 23%; 调整后 EPS 分别为 2.60、3.29、4.11 美元。

综合相对估值和绝对估值的结果, 考虑公司是行业培训龙头, 布局全国且 K-12 培训增长潜力大, 我们给予公司 82.00 美元/股的目标价, 对应 19/20/21 年的调整后 PE 分别为 32x、25x、20x。首次给予公司“增持”评级。

8、风险提示

政策变化风险。新东方的 K-12 教育业务受教育政策的影响较为明显, 升学政策的变化、校外培训机构资质要求的变化都会直接影响 K-12 教育业务的业绩表现。存在升学政策突然转向、对培训机构的监管进一步加强等带来的业绩下降风险。

竞争加剧风险。K-12 教育行业、留学领域竞争激烈, 好未来、启德留学等机构的影响力和规模也在持续扩大。存在市场份额被竞争对手侵蚀及采用低价策略导致盈利能力下降的风险。

经营规模扩大的市场风险。公司处在新一轮快速扩张时期, 线下教学和线上业务投入都明显上升。扩张过快可能导致经营效率降低, 同时市场反应可能达不到公司预期, 存在业绩下滑风险。

利润表 (百万美元)	FY2017	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
营业收入	1800	2447	3096	3899	4829
营业成本	-750	-1,066	-1,374	-1,720	-2,122
其他收入	0	0	4	0	0
销售费用	-233	-324	-412	-520	-644
管理费用	-555	-794	-1038	-1253	-1530
营业利润	262	263	276	406	533
Non-GAAP 营业利润	282	320	347	467	590
利息收入	61	85	108	136	169
杂项收入	7	9	19	15	19
税前利润	331	357	403	558	721
长期股权投资损益	-3	0	-83	0	0
所得税支出	-51	-59	-62	-99	-128
归母净利润	274	296	257	459	593
Non-GAAP 净利润	295	354	411	520	650
资产负债表 (百万美元)	FY2017	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
总资产	2,925	3,978	4,045	4,855	5,825
现金及现金等价物	641	983	883	1,484	2,192
短期投资	1,508	1,732	1,732	1,732	1,732
应收账款	3	3	6	7	9
存货	32	40	50	62	77
预付账款及其他流动资产	142	184	245	310	384
固定资产	283	450	538	663	827
长期投资	241	473	473	473	473
无形资产	8	12	18	24	30
商誉	14	32	32	32	32
其他非流动资产	53	69	69	69	69
总负债	1,205	1,763	1,566	1,971	2,439
应付账款	24	40	49	62	77
应计负债及其他流动负债	312	441	576	727	901
递延收入	867	1,270	929	1,170	1,449
递延所得税负债	2	12	12	12	12
股东权益	1,720	2,215	2,479	2,884	3,386
可赎回少数股东权益	-	207	207	207	207
股本与资本公积	251	131	131	131	131
盈余公积	220	264	264	264	264
留存收益	1,171	1,353	1,546	1,890	2,335
其他综合性收益	39	245	317	377	434
少数股东权益	39	16	16	16	16
现金流量表 (百万美元)	FY2017	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
经营活动现金流	623	781	144	940	1,132
净利润	277	297	257	459	593
折旧、摊销	55	79	85	94	105
其他非现金调整	20	57	72	60	57
非现金营运资本变动	2	-19	-	-	-
投资活动产生现金流	-671	-407	-180	-225	-275
短期投资活动	-634	-129	0	0	0
固定及无形资产变动	-103	-204	-180	-225	-275
长期投资及其他投资活动	65	-74	0	0	0
融资活动现金流	5	-75	-64	-115	-148
现金股利	0	-71	-64	-115	-148
其他融资活动	5	-4	0	0	0
汇兑差额	-23	43	0	0	0
净现金流	-67	342	-100	601	709

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测, 财年截至 5 月 31 日

关键指标	FY2017	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	21.72%	36.01%	26.48%	25.95%	23.84%
调整净利润增长率	21.95%	19.96%	16.31%	26.42%	25.11%
EBITDA 增长率	30.44%	9.16%	-14.61%	74.12%	27.75%
EBIT 增长率	34.08%	3.83%	-20.19%	95.25%	30.62%
估值指标					
PE	45	41	48	27	21
Non-GAAP PE	42	35	30	24	19
PB	7.11	5.54	4.95	4.26	3.62
EV/EBITDA	7.09	8.51	10.53	6.45	5.44
EV/EBIT	8.29	10.47	13.86	7.57	6.24
盈利能力 (%)					
毛利率	58.34%	56.45%	55.63%	55.88%	56.05%
EBITDA 率	17.91%	14.37%	9.70%	13.42%	13.84%
EBIT 率	15.30%	11.68%	7.37%	11.43%	12.05%
税前净利润率	18.38%	14.59%	13.02%	14.31%	14.93%
税后净利润率 (归属母公司)	15.25%	12.10%	8.31%	11.78%	12.29%
ROA	9.38%	7.44%	6.36%	9.46%	10.19%
ROE (归属母公司) (摊薄)	15.96%	13.37%	10.38%	15.93%	17.53%
偿债能力					
流动比率	1.9	1.7	1.9	1.8	1.8
速动比率	0.54	0.56	0.57	0.76	0.91
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPADS(人民币元)	12.02	12.92	11.23	20.04	25.89
EPADS(美元)	1.74	1.87	1.63	2.90	3.75
Non-GAAP EPADS(人民币元)	12.91	15.42	17.94	22.68	28.37
Non-GAAP EPADS(美元)	1.87	2.24	2.60	3.29	4.11

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测，财年截至5月31日

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebscn.com	
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebscn.com	
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lixu1@ebscn.com	
张亦潇		0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	苏一耘		13828709460	suyy@ebscn.com	
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199	taoyi@ebscn.com
		梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebscn.com
		金英光		13311088991	jinyg@ebscn.com
王佳		021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com	
郑锐		021-22169080	18616663030	zhui@ebscn.com	
凌贺鹏		021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com	
周梦颖		021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebscn.com	
私募业务部		戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebscn.com
		安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebscn.com
		张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebscn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com	
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebscn.com	
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebscn.com	
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebscn.com	
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com	
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebscn.com	
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebscn.com	