

## 竞争格局大幅改善，合规化龙头率先受益

## ——新东方-S 首次覆盖报告

评级：

增持

当前价格（港元）：

64.15

2023.12.14

交易数据

52周内股价区间（港元）	24.70-64.65
当前股本（百万股）	1,655
当前市值（百万港元）	106,176

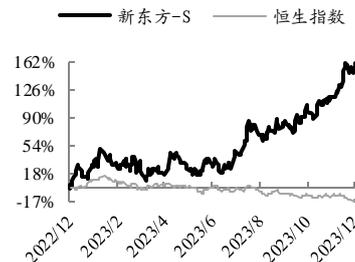
## 本报告导读：

供给大幅出清下完成合规化的龙头率先受益，叠加业务条线梳理完毕及经营效率大幅提升，新东方有望进入快速成长阶段。

## 摘要：

- 首次覆盖，给予“增持”评级。教培行业竞争格局大幅改善，率先完成合规化龙头有望加速抢占份额，预计公司 FY2024-2026 Non-GAAP 净利润分别为 5.03/6.86/8.44 亿美元，EPS 为 0.23/0.33/0.43 美元，增持。
- 供给大幅出清，教育行业龙头率先受益。①“双减”后学科类培训机构压减率已达九成，中小玩家转型困难，多数选择直接注销关停，竞争格局大幅改善，龙头快速抢占份额；②教育业固定资产投资增速仍未转正或说明出清仍未见底，率先完成合规化重组的新东方业务已重启，短期更受益；③海外研究发现，教育行业在受经济冲击明显的时间窗口，将体现出更显著的逆周期属性，预计国内居民的教育需求仍将长期旺盛。
- 业务条线梳理完毕，经营效率大幅提升。①公司条线重组完成、管理架构已经理顺，业务重启的同时继续强化用户全生命流程管理的覆盖面；②经营效率显著提升，一方面疫后学生家长已形成线上化辅导认知，客观上提升培训效率/用户便利度/产品标准化，另一方面精简团队与缩减网点在短期降低费用开支，营销投放效率也逐步提升；③北京上海等一线阵地规模缩减，但头部城市集中度在提升，杭州/南京/广州/苏州等区域已占据更重要地位。
- 立足基本盘，第二曲线快速发展。①海外疫情影响弱化后留学市场快速回暖，2021 和 2022 年出国留学人数同比增速分别为 15%/27%，新东方有望利用地面资源加速渗透并进一步提升客单；②素质教育愈发受重视，市场规模快速增长，集团率先聚焦语言能力培训/脑力思维/机器人等方向，通过素质教育成长中心落地，目前已成体系；③东方甄选在 2023 年 7 月明确跨平台+独立 APP 战略后稳住基本盘，叠加 12 月上线文旅产品+抖音开发下载端口，有望进一步提升 GMV 规模。
- 风险提示：政策风险、供给加速恢复、主播监管风险。

52周内股价走势图



财务摘要（百万美元）	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,579	4,277	3,105	2,998		5,082	6,163
(+/-)%	16%	20%	-27%	-3%		27%	21%
毛利润	1,990	2,240	1,351	1,588	2,263	2,960	3,673
Non-GAAP 经调整净利润	484	230	-1,046	259		686	844
(+/-)%	18%	-52%	-555%	-125%		36%	23%
PE				53		20	16

## 目录

1. 盈利预测与投资建议	4
2. 新东方：困境反转的教育服务行业龙头	5
2.1. 历史沿革：深耕教育行业，信任关系不断夯实	5
2.2. 股权&团队：俞敏洪仍为实控人，高管团队扎根行业	7
2.3. 边际修复：困境反转，FY24Q1 归母净利润率实现 17%	9
3. 行业变化：合规大趋势、供给出清、抗周期显著	11
3.1. 政策：合规化大趋势，各地域标准正在细化	11
3.2. 供给：机构大幅出清、薪酬短期提升、资本开支增速未转正	13
3.3. 需求：抗周期属性显著，教育需求仍然旺盛	16
4. 边际变化：条线变更、全年龄段战略、非一线发力	19
4.1. 结构调整：立足基本盘，新业务发力	19
4.2. 战略方向：全生命周期管理在延续	21
4.3. 区域结构：非一线城市地位提升，继续放权提效	23
5. 业务拆分：多元化业务矩阵，仍有增长空间	24
5.1. 留学培训：疫后“V”字反弹，仍有增长空间	24
5.2. 新业务：素质教育大趋势，智慧硬件系统逐步放量	26
5.3. 东方甄选：承担销售渠道职能，“线上山姆”静水流深	29
5.4. 国内考培：渗透率仍较低，业务发展稳定	31
6. 风险提示	32

## 图目录

图 1：一代代参培课外培训的城镇青年与新东方建立信任关系	6
图 2：新东方转型特殊性在于大众已有良好的认知与口碑	6
图 3：新东方集团股权结构稳定	7
图 4：公司 FY24Q1 实现营收 11 亿美元/+48%	9
图 5：公司 FY24Q1 实现毛利率 59.9%/+2pct.	9
图 6：新东方业务结构营收拆分	10
图 7：集团分业务营业利润及 margin	10
图 8：FY2023 新东方经营费用率降至 47%	10
图 9：集团经营性现金流快速修复	10
图 10：公司 Non-GAAP 归母净利润率恢复至 9%	10
图 11：FY24Q1 的 Non-GAAP 归母净利润率恢复至 17%	10
图 12：2022 年底线下学科类培训机构压减率 97%	14
图 13：线上学科类培训机构压减率 87%	14
图 14：国内教育相关企业吊注销数量	14
图 15：部分省份教育企业吊注销数量	14
图 16：上海/北京/湖北/山西/福建等地区针对教育从业人员的薪酬涨幅更高	15
图 17：一线城市针对教育从业人员薪酬涨幅更高	15
图 18：民间固定资产投资完成额增速仍未转正	15
图 19：教育业固定资产投资增速逐步走低	15
图 20：多数地区教育业固定资产投资增速尚未转正	16
图 21：在受到经济危机时，教育行业的抗周期属性更明显	17
图 22：美国教育业价格涨幅大幅跑赢通胀	17
图 23：适龄人口规模的下降并未降低高考报名的意愿	18

图 24: 新东方教师规模目前约为 2.4 万人.....	20
图 25: 学校及学习中心数量约 748 个.....	20
图 26: FY23 新东方毛利率为 53%.....	20
图 27: 管理费用率下降显著.....	20
图 28: 新东方转型前拥有覆盖幼儿园到成人培训的产品矩阵.....	21
图 29: 转型后进一步扩大服务面, 形成从幼儿园到中老年的用户全生命流程服务.....	22
图 30: 北京地区学习中心数量快速下降.....	23
图 31: 新东方头部城市网点数量在加密.....	23
图 32: 疫后出国留学市场“V”字反弹.....	24
图 33: 高中阶段学生出国留学意愿显著提升.....	24
图 34: 新东方海外备考业务渗透率仍有空间.....	25
图 35: 疫后海外业务营收实现高增长.....	25
图 36: 预计 2023 年素质教育市场规模 7152 亿元.....	26
图 37: 素质教育培训市场不断扩容.....	26
图 38: 当代家长更注重子女底层思维和品格塑造.....	27
图 39: 学龄前子女的家庭更重视非学科培训.....	27
图 40: 东方甄选抖音平台 GMV 走势.....	29
图 41: 东方甄选独立 APP 下载量在 2023 年 7 月开始快速增长.....	29
图 42: 独立 APP 是东方甄选的必经之路.....	30
图 43: 新东方国内考培渗透率仅个位数.....	32
图 44: 考研培训费用 3000 元及以上占比 70%.....	32

## 表目录

表 1: 新东方盈利预测一览.....	5
表 2: 集团管理层分工明确、深耕教育行业.....	8
表 3: 合规化大趋势, 各地政策标准在逐步细化.....	11
表 4: “双减”前后新东方业务架构调整.....	19
表 5: 新东方学校+学习中心+书店加总数量按城际排名(灰色为 2023 较 2020 排名下降城市).....	24
表 6: 新东方留学培训课程安排一览.....	25
表 7: 新东方素质培训中心课程拆分.....	27
表 8: 新东方与学而思学习机对比.....	27
表 9: 科大讯飞、希沃、步步高学习机对比.....	28
表 10: 东方甄选与山姆商品对比.....	30
表 11: 国内培训业务基本稳定.....	32

## 1. 盈利预测与投资建议

市场认为新东方受“双减”政策冲击极大，原有学习网点及教师团队被裁撤，业务发展严重受阻，转型成功率不高，难以回到2021年前的业绩水平；而我们认为“双减”后供给大幅出清，率先完成合规化的龙头更受益，一方面教育业务基本盘在疫后快速回暖，另一方面东方甄选与新业务顺利开拓第二曲线，有望快速抢占市场份额，实现持续高增长。

- **供给大幅出清，龙头率先受益：**“双减”后学科类培训机构压减率高达九成，多数中小玩家资源复用能力弱，转型难度大，注销出清趋势明显，率先完成合规化重组的龙头受益，短期快速抢占市场份额；
- **业务条线梳理完毕，经营效率显著改善：**转型后确立留学+国内考培+东方甄选+新业务的基本盘，线下网点折摊与教师管理成本大幅下降，叠加疫后线上化辅导习惯已经养成，经营效率显著提升；
- **第二成长曲线彰显，东方甄选和新业务蓬勃发展：**东方甄选明确集团销售渠道和价值观输出的职能定位，对标线上山姆逐步打造自营品牌；新业务在素养课+智能系统辅导+游学营构建下快速增长。

基于以上业务分析，我们对公司财务情况做出以下假设：

- 预计公司海外备考与咨询业务在疫后受益 beta 快速修复，叠加龙头受益供需改善抢占市场份额，预计 FY2024-2026 营收增速分别为 27%/18%/16%；
- 国内备考与语言培训因国内考研市场规模稳定，以网点扩张及低线加速布局带来的 Alpha 驱动为主，预计 FY2024-2026 营收增速分别为 25%/17%/14%；
- 高中业务需求较为刚性，预计稳定增长，预计 FY2024-2026 营收增速分别为 22%/20%/20%；
- 新业务受益素养类非学科辅导培训市场快速扩容，另一方面学习机及游学营等低基数下高增长，预计 FY2024-2026 营收增速分别为 81%/54%/30%；
- 东方甄选在 2023 财年受疫后线下消费市场火热、直播市场高基数等因素影响增速承压，随着后期文旅项目推进及跨平台战略提升，营收有望提速，预计 FY2024-2026 营收增速分别为 20%/19%/17%；

费用端看，综合考虑教师规模短期稳定修复、学习中心网点逐步回暖、营销投放更加精准高效、线上化进程推动经营提效等多重因素，毛利率有望继续提升，预计 FY2024-2026 毛利率分别为 57%/58%/60%，营销费用率为 14%/14%/14%，管理费用率为 31%/31%/30%。

预计公司 FY2024-2026 营收为 39.95/50.82/61.63 亿美元，对应同比增速为 33%/27%/21%，Non-GAAP 归母净利润为 5.03/6.86/8.44 亿美元，对应 margin 为 13%/14%/14%。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 1: 新东方盈利预测一览

单位: 百万 CNY	FY2023E	FY2024E	FY2025E	FY2026E
<b>营业总收入</b>	<b>2,997.76</b>			
yoy (%)	-3%	33%	27%	21%
<b>海外备考与咨询</b>	740.37	943.42	1110.66	1291.47
yoy (%)	15%	27%	18%	16%
占营收比例	25%	24%	22%	21%
<b>国内备考与语言培训</b>	116.20	145.53	169.54	193.85
yoy (%)	-15%	25%	17%	14%
占营收比例	4%	4%	3%	3%
<b>高中业务</b>	838.89	1023.45	1228.14	1473.77
yoy (%)	-19%	22%	20%	20%
占营收比例	28%	26%	24%	24%
<b>新业务</b>	525.65	952.60	1467.82	1911.40
yoy (%)	0%	81%	54%	30%
占营收比例	18%	24%	29%	31%
<b>东方甄选</b>	744.66	893.59	1063.37	1244.15
yoy (%)	483%	20%	19%	17%
占营收比例	25%	22%	21%	20%
<b>其他</b>	32.00	36.80	42.32	48.67
yoy (%)	2%	15%	15%	15%
占营收比例	1%	1%	1%	1%
<b>毛利润</b>	1,588.32	2,262.57	2,960.13	3,672.89
毛利率	53%	57%	58%	60%
<b>Non-GAAP 净利润</b>	258.91	503.42	686.05	844.37
归母净利率	9%	13%	14%	14%

数据来源: 公司公告、公司业绩会、国泰君安证券研究

## 2. 新东方: 困境反转的教育服务行业龙头

### 2.1. 历史沿革: 深耕教育行业, 信任关系不断夯实

新东方深耕教育行业 30 年, 形成教育服务+生活服务+文旅服务的业务矩阵。新东方教育科技集团由俞敏洪在 1993 年 11 月 16 日成立的北京新东方学校发展壮大而来, 目前拥有国际教育/成人教育/素质教育/智慧教育/图书文创/直播电商等多个业务板块, 在 2021 年“双减”后公司果断转型, 形成出国留学+国内培训+新业务+东方甄选的合规化业务矩阵, 仍为国内民营教育服务龙头企业。

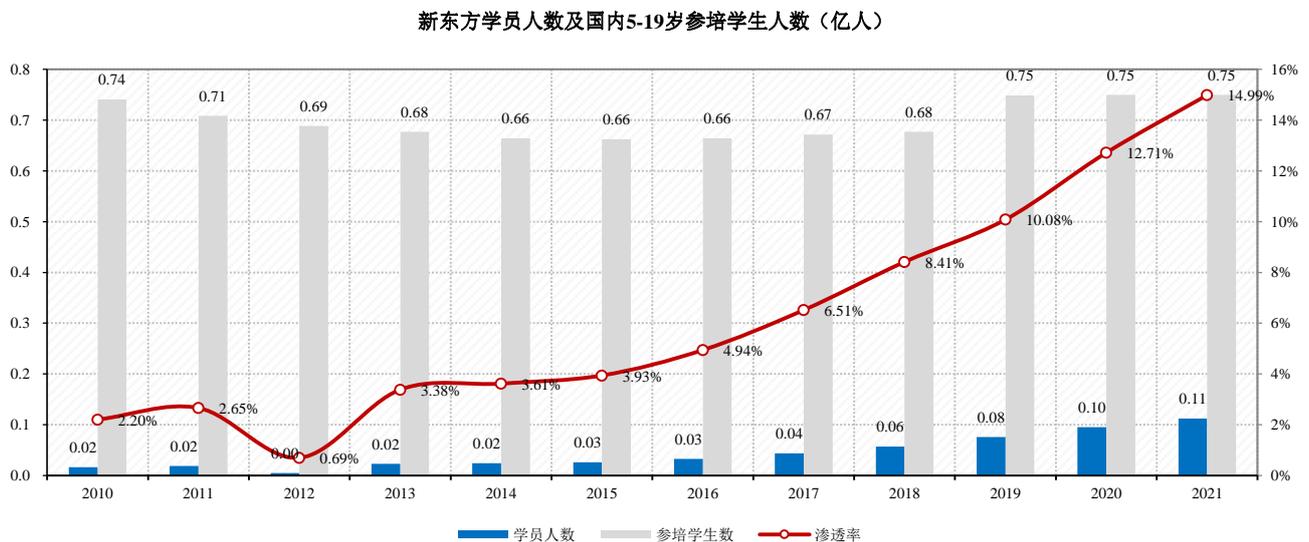
新东方集团传奇的发展历程给市场留下深刻印象, 与用户形成紧密信任关系仍在不断夯实, 是其坚固的认知壁垒。战略转型考验的是管理能力与资源积累的复用性, 但管理能力通常是后验的, “双减”政策后转型尚存不确定性, 市场保有较高关注度并参与交易, 背后体现的是对公司的信任与情怀粘性, 这一特性得益于新东方集团的发展历程:

- 新东方成立初期讲课不收费，提供托福学习方法和出国注意事项介绍，学生试听后报名，允许免费插班听课；
- 教师培养以固定工资+奖金形式，学生打分在4分以上有额外奖金，低于4分辞退（后期为4.2），对演讲有额外要求，承担引流作用；
- 与ETS在托福试题版权的纠纷逐步从前期的市场竞争上升到后期文化层面，客观上扩大公司影响力；
- 2015年后考核指标重建，所有指标从收入利润转为老师水平提升、教学质量提升、客户满意度提升以及内部文化组织满意度提升；
- 为弱化分校过度营销，及时调整管理制度，要求教师一方面必须参加考试并对成绩提出要求，另一方面对教师资质设置招聘标准，效果体现在后期学员规模稳定，但提价趋势更明显；

**新东方课外培训学生规模背后，是对一代代人的影响力。**根据2010-2021年国内5-19岁（含5岁和19岁）居民占抽样数比例、城镇人口比例、智研咨询统计国内小学/初中/高中学生课外培训参培率（20%/35%/35%），计算出城镇居民中课外补习学生基数，同时将新东方培训人次\*0.9推算实际学员人数，以此计算新东方培训的渗透率，能够发现2010-2021年渗透率从2%提升至15%，影响力逐步扩大。另外考虑到新东方1993年成立至今培训学员年龄段覆盖较宽，在国内保有较高影响力。

**前期的口碑并不决定转型的成败，但有效降低零启动的门槛。**前期已有口碑显著降低平台转型早期的认知门槛，这是多元化内容竞争中的差异化优势，为东方甄选直播电商业务、素养课及学习机快速起量提供基础。

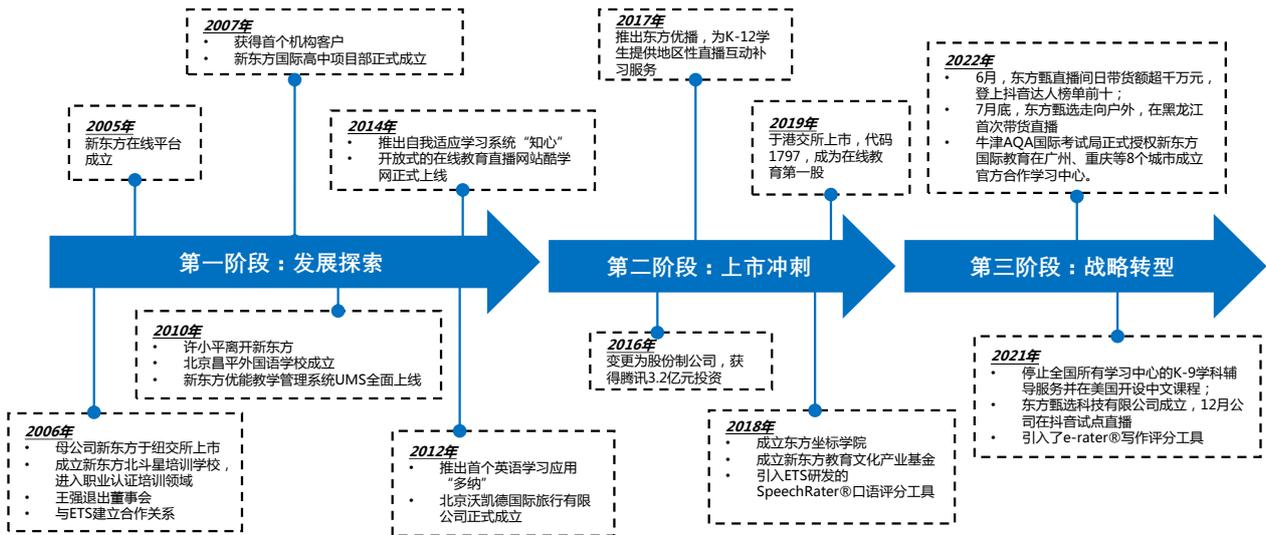
图 1：一代代参培课外培训的城镇青年与新东方建立信任关系



数据来源：公司公告、智研咨询、国泰君安证券研究

注：考虑到新东方学员人数不止覆盖5-19年龄段，计算渗透率或相对偏高

图 2：新东方转型特殊性在于大众已有良好的认知与口碑



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

## 2.2. 股权&团队：俞敏洪仍为实控人，高管团队扎根行业

创始人俞敏洪为实控人，股权架构较为稳定。2023 财年年报显示（2023 年 9 月 15 日），新东方集团实控人仍为俞敏洪（持股 12.2%），董事及高管团队合计持股集团 12.8%，另外集团持股东方甄选 54.95%，对应持股比例的利润纳入新东方集团报表。

高管团队经验丰富，深耕教育行业。俞敏洪担任公司董事会执行主席，同时担任东方甄选董事会主席兼非执行董事；董事兼首席执行官周成刚自 2000 年加盟新东方集团，历任北京及上海新东方学校校长、副总裁、执行副总裁和国内业务执行总裁等职位；执行总裁兼首席财务官杨志辉于 2006 年加盟新东方教育科技集团，历任集团高级财务经理、集团财务副总裁，并从 2015 年起担任首席财务官，于 2021 年 1 月被任命为集团执行总裁，核心成员扎根行业，管理经验丰富。

图 3：新东方集团股权结构稳定



			<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 谢先生持有斯坦福大学工业工程及工程管理专业学士学位，获得哈佛商学院工商管理硕士学位及加州大学伯克利分校法学博士学位</li> </ul>
李廷斌	55岁	独立董事	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 新东方教育科技集团董事。李廷斌先生自2006年9月起担任董事会独立董事和审计委员会主席。李先生还担任了蔚来汽车及简谱科技公司等几家上市公司的独立非执行董事和审计委员会主席；</li> <li>➢ 李先生毕业于香港理工大学，拥有英国特许公认会计师公会资深会员及香港会计师公会会员资格，曾在毕马威国际会计师事务所工作，并在2002年至2007年间担任网易公司的首席财务官</li> </ul>
杨壮	68岁	独立董事	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 新东方教育科技集团董事。杨壮博士自2007年8月起担任董事会独立董事。自2021年7月，杨博士现时担任了UXIN Limited的独立董事。杨博士在2001年至2020年间曾任北京大学国家发展研究院北京国际工商管理学硕士项目(BIMBA)联席院长及管理学教授，现任北京大学名誉教授；</li> <li>➢ 杨先生曾就读于北京大学、普林斯顿大学、纽约哥伦比亚大学等学校，并先后获得英语语言文学系学士学位、国际及公共事务硕士学位、社会学硕士学位以及工商管理博士学位</li> </ul>
李彦宏	54岁	独立董事	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 新东方教育科技集团董事。李彦宏先生于2006年9月起担任董事会独立董事。李先生为百度股份公司的联合创始人兼董事长。李先生还担任携程及爱奇艺的董事。自2012年12月起担任中华全国工商业联合会副主席；</li> <li>➢ 李先生曾就读于北京大学、纽约州立大学，并分别获得信息科学学士学位及电脑科学硕士学位</li> </ul>

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

### 2.3. 边际修复：困境反转，FY24Q1 归母净利润率实现 17%

**自 FY2023Q2 度过冰点，业绩快速改善。**自 2021 年 7 月“双减”政策出台后，公司开始调整业务架构，自 FY22Q2 历经 5 个季度营收同比下降后终于在 FY23Q3 实现增速转正，叠加课程退费/教师裁员/学习中心关停等一系列调整完毕后，实现连续三个季度高增长，FY24Q1 营收 11 亿美元/+48%，已恢复至 FY22Q1 营收的 84%。

从业务结构看，各业务均实现快速增长，教育服务及备考课程/自有品牌及电商业务/留学咨询业务/其他业务在 FY2022 营收增速分别为-31/-35/+17/-11%，FY2023 实现-28/+373/+9/+59%的同比增长，教育服务及备考课程营收占比从 82%下降至 61%，直播电商业务由 4%提升至 22%，留学咨询业务由 10%提升至 12%，其他项目由 3%提升至 6%。

此外盈利端也大幅改善，FY23Q1 毛利率实现 60%/+2pct，Non-GAAP 归母净利润在 FY23Q1 实现转正(margin 为 11%)且近五个季度全部为正，FY24Q1 实现 17%的 Non-GAAP 归母净利润 margin 是自 FY21Q1 以来的最高值(近 12 个季度)，现金流也自 FY22Q4 转正，目前已恢复至 FY21Q4 水平。

图 4：公司 FY24Q1 实现营收 11 亿美元/+48%

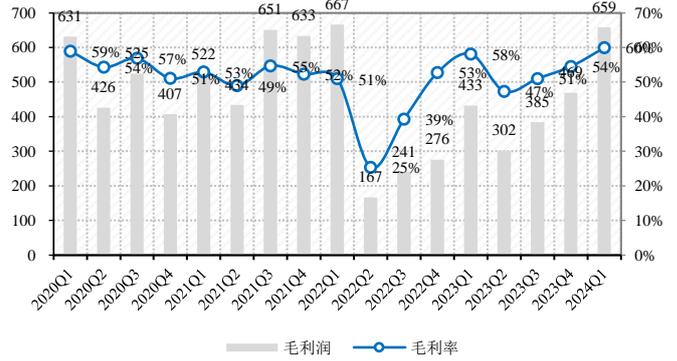
图 5：公司 FY24Q1 实现毛利率 59.9%/+2pct

新东方营业收入（百万USD）



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

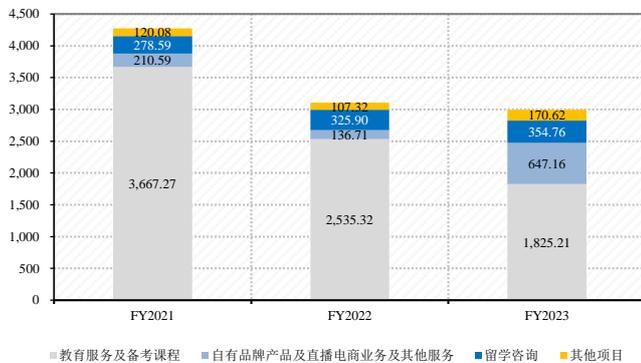
新东方毛利润（百万USD）



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 6：新东方业务结构营收拆分

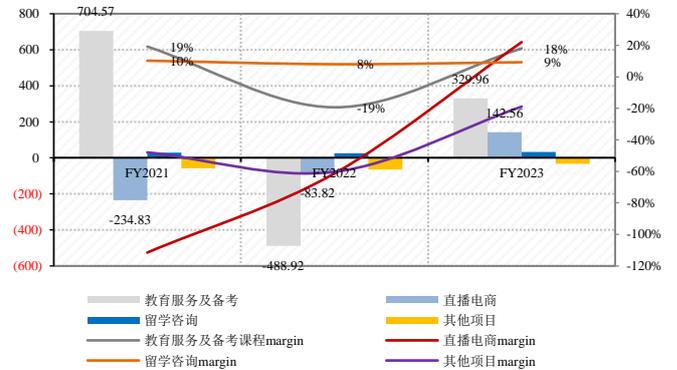
新东方业务结构拆分（百万USD）



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 7：集团分业务营业利润及 margin

新东方分业务营业利润（百万USD）



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 8：FY2023 新东方经营费用率降至 47%

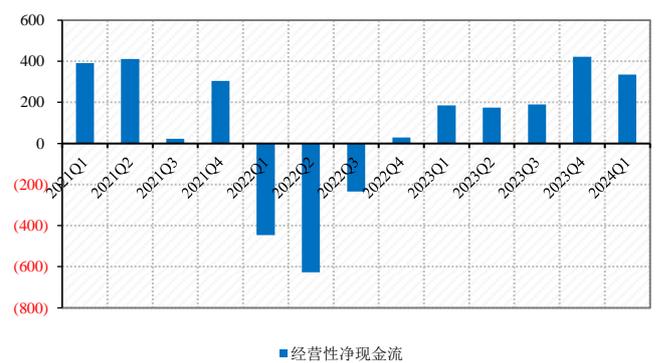
新东方费用开支（百万USD）



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 9：集团经营性现金流快速修复

经营性净现金流（百万USD）

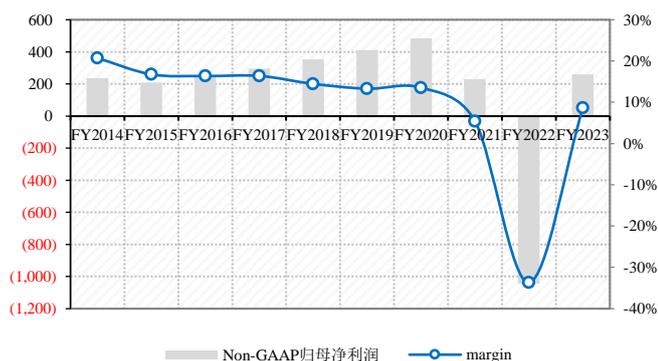


数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 10：公司 Non-GAAP 归母净利润率恢复至 9%

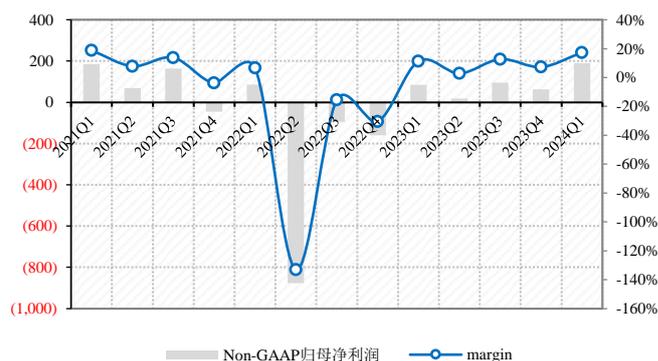
图 11：FY24Q1 的 Non-GAAP 归母净利润率恢复至 17%

新东方Non-GAAP归母净利润（百万USD）



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

新东方Non-GAAP归母净利润（百万USD）



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

### 3. 行业变化：合规大趋势、供给出清、抗周期显著

#### 3.1. 政策：合规化大趋势，各地域标准正在细化

自“双减”政策发布以来，大方向并未改变，细则仍在落实中。2021年“双减”政策对行业冲击巨大，其中明确各地不再审批面向义务教育阶段学生学科类校外培训机构，且将现有学科类培训机构统一登记为非营利机构、同时严禁学科类机构资本化运作等指引，开启这一轮合规化整治周期：

- 率先制定监管框架，明确学科类培训机构整治大方向，坚决压减学科类校外培训，同时强化培训收费监管力度；
- 各地市细化标准，明确学科类和非学科类培训区别与边界，评估办学条件，对非合规机构进行整治；
- 明确非合规机构处罚办法以及监管部门督导责任，进一步加快压减进程，推动“双减”政策落地；

各地市标准在逐步细化和落实，例如贵州省将学科类培训项目定义为包括道德与法治、语文、历史、地理、数学、外语（英语、日语、俄语）、科学（物理、化学、生物）等国家课程标准规定的学科类学习内容，以上内容以外的属于非学科类项目；广东省将非学科类划分为体育类、文化艺术类、科技类、其他非学科类，目录清单项目可直接认定为非学科类培训项目，无需进行学科和非学科鉴定。

表 3：合规化大趋势，各地政策标准在逐步细化

时间	政策	发布单位	简介
2021.4.8	《关于加强义务教育学校作业管理的通知》	教育部办公厅	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ <b>小学其他年级每天书面作业完成时间平均不超过60分钟；初中每天书面作业完成时间平均不超过90分钟。</b>周末、寒暑假、法定节假日也要控制书面作业时间总量；</li> <li>➢ <b>严禁给家长布置或变相布置作业</b>，严禁要求家长批改作业；合理布置书面作业、科学探究、体育锻炼、艺术欣赏、社会与劳动实践等不同类型作业；“</li> <li>➢ <b>严禁校外培训作业。</b>各地要按国家有关规定，把禁止留作业作为校外培训机构日常监管的重要内容，坚决防止校外培训机构</li> </ul>

			给中小学生留作业，切实避免校内减负、校外增负
2021.7.24	《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》	中共中央办公厅、国务院办公厅	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ <u>各地不再审批新的面向义务教育阶段学生的学科类校外培训机构，现有学科类培训机构统一登记为非营利性机构。</u>对原备案的线上学科类培训机构，<u>改为审批制；</u></li> <li>➢ 对非学科类培训机构，各地要<u>区分体育、文化艺术、科技等类别，明确相应主管部门，分类制定标准、严格审批；</u></li> <li>➢ 严格执行未成年人保护法有关规定，<u>校外培训机构不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假组织学科类培训；</u></li> <li>➢ 在全面开展治理工作的同时，确定<u>北京市、上海市、沈阳市、广州市、成都市、郑州市、长治市、威海市、南通市为全国试点，其他省份至少选择1个地市开展试点；</u></li> <li>➢ 对现有<u>学科类培训机构重新审核登记，</u>逐步大大压减，解决过多过滥问题；</li> <li>➢ 课后服务不能满足部分学生发展兴趣特长等特殊需要的，可适当引进非学科类校外培训机构参与课后服务；</li> <li>➢ <u>不再审批新的面向学龄前儿童的校外培训机构和面向普通高中学生的学科类校外培训机构</u></li> </ul>
2021.7.29	《教育部办公厅关于进一步明确义务教育阶段校外培训学科类和非学科类范围的通知》	中共中央办公厅、国务院办公厅	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 在开展校外培训时，<u>道德与法治、语文、历史、地理、数学、外语（英语、日语、俄语）、物理、化学、生物按照学科类进行管理。</u>对涉及以上学科国家课程标准规定的学习内容进行的校外培训，均列入学科类进行管理；</li> <li>➢ 在开展校外培训时，<u>体育（或体育与健康）、艺术（或音乐、美术）学科，以及综合实践活动（含信息技术教育、劳动与技术教育）等按照非学科类进行管理</u></li> </ul>
2021.9.7	《将面向义务教育阶段学生的学科类校外培训机构统一登记为非营利性机构工作》	中共中央办公厅、国务院办公厅	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 2021年底前完成面向义务教育阶段学生的学科类校外培训机构统一登记为非营利性机构的行政审批及法人登记工作，培训机构在完成非营利性机构登记前，应暂停招生及收费行为</li> </ul>
2022.10	《贵州省义务教育阶段校外培训项目分类鉴别指南（试行）》	贵州省教育厅	<p>学科类培训项目主要包括<u>道德与法治、语文、历史、地理、数学、外语（英语、日语、俄语）、科学（物理、化学、生物）</u>等国家课程标准规定的学科类学习内容。在以上内容以外的属于非学科类项目。<u>构建“1+9+N”三级专家鉴别组，对无法直接判断的校外培训项目开展分类鉴别，并作出鉴别决定。</u>教培机构可自主申请鉴定。</p>
2022.12.28	《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》	教育部等十部门	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 各地要区分体育、文化艺术、科技等类别培训机构，明确相应主管部门。<u>省级主管部门要结合本地实际，牵头制定相应类别线上和线下培训机构的基本设置标准；</u></li> <li>➢ 各地要对照非学科类培训机构设置标准，对现有机构进行全面排查，不符合设置标准的要对标整改。<u>对2023年6月底前仍不能完成整改的培训机构依法依规严肃处理；</u></li> <li>➢ <u>各地要细化并公布各行业培训类别的清单目录，</u>并根据新出现的培训类型，及时进行动态调整；</li> <li>➢ 培训机构不得一次性收取或以充值、次卡等形式变相<u>收取时间跨度超过3个月或60课时的费用，且不得超过5000元；</u></li> <li>➢ 培训时间不得和当地中小学校教学时间相冲突，<u>线下培训结束时间不得晚于20:30，线上培训结束时间不得晚于21:00；</u></li> <li>➢ 严格招生工作纪律，不得将非学科类校外培训结果与大中小学招生入学挂钩</li> </ul>

2023.5	《广东省中小學生校外教育培訓非學科類目錄清單》	廣東省教育廳	<u>將非學科類劃分為體育類、文化藝術類、科技類、其他非學科類，目錄清單項目可直接認定為非學科類培訓項目，無需進行學科和非學科鑑定</u> ，未列入目錄清單的交叉學科（如珠心算、國學、傳統人文素養、語言藝術、邏輯思維/科學思維訓練等），各地應根據廣東省教育廳製定的廣東省中小學校外培訓項目學科和非學科類別鑑定工作指引，使用“綜合鑑定法”或“專家組鑑定法”進行鑑定。對於鑑定為非學科類項目的，依法審批許可。
2023.6	《湖南省非學科類校外培訓機構審批管理辦法（試行）》	湖南省教育廳等	本政策針對中小學包括幼兒園、義務教育學校、普通高中國學校，所稱中小學生包括3-6歲學齡前兒童、義務教育階段學生、普通高中國學生； <u>非學科為面向中小學生開展體育、文化藝術、科技等非學科類校外培訓的線下非學歷教育機構</u> 。包括體育培訓機構、文化藝術培訓機構、科技培訓機構及其他非學科類校外培訓機構。教育行政部門根據體育、文化藝術、科技等培訓類型，分別聯合同級體育、文化、科技等行業管理部門在受理之後的 <u>10個工作日內集中審核申報材料、現場評估辦學條件</u> ，出具是否達到設置標準的審核意見。設立上述類別之外的其他非學科類培訓機構，由教育行政部門單獨審核和評估
2023.10.15	《校外培訓行政處罰暫行辦法》	教育部	自然人、法人或者其他組織未經審批開展校外培訓，同時符合下列條件的，構成擅自舉辦校外培訓機構，由所在地縣級人民政府校外培訓主管部門會同同級公安、民政或者市場監督管理等有關部門責令停止舉辦、退還所收費用， <u>並對舉辦者處違法所得一倍以上五倍以下罰款</u> ：（一）線下培訓有專門的培訓場所，線上培訓有特定的網站或者應用程序；（二）有2名以上培訓從業人員；（三）有相應的組織機構和分工等

數據來源：教育部、湖南省教育廳、廣東省教育廳、貴州省教育廳、國泰君安證券研究

### 3.2. 供給：機構大幅出清、薪酬短期提升、資本開支增速未轉正

“雙減”後供給大幅出清，學科類培訓機構已壓減九成。根據教育部發布數據顯示，截至2022年底義務教育階段線下學科類培訓機構數量由12.4萬個壓減至4932個，壓減率96%，線上學科類培訓機構由263個壓減至34個，壓減率87.1%，行業玩家大幅縮減。

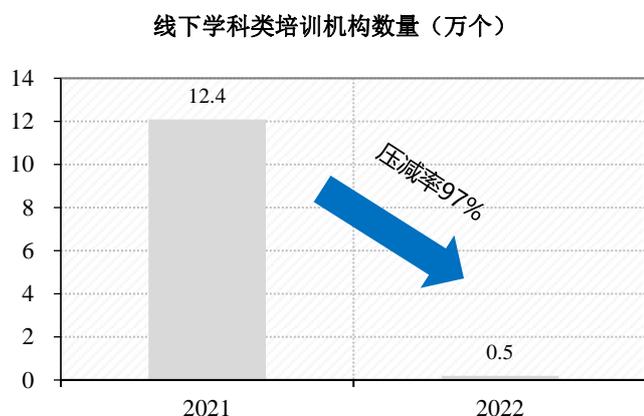
背後是非合規學科類培訓機構資源復用性較弱導致的轉型困難，多數選擇注銷關停。傳統學科類機構教師具有較強專業性，轉型體育、藝術及科技類難度較大，疊加原有商業模式、財務結構及人員配置路徑依賴較強，多數非合規培訓企業選擇注銷和關停。企查查數據顯示，“雙減”政策落地150天內全國近7萬家教育相關企業吊銷注銷，平均每天超465家，從各省壓減節奏看，廣東/山東/北京/浙江在“雙減”150天較80天吊銷教育企業數量同比+90/111/95/195%，截至2023年12月7日，近三年全國注銷吊銷、清算停業的教育類企業數超51萬家。

全國校外教育培訓監督與服務綜合平台顯示，截至2023年12月7日，全國學齡前及義務教育階段校外培訓企業數10.5萬個（2019年約60萬個），其中學科類僅4388個（均為非營利），非學科類10萬個（營利8.6萬個，非營利1.5萬個）；高中培訓機構3.87萬個，學科類6464個（營

利 2487 个，非营利 3977 个），非学科类 3.2 万个（营利 2.7 万个，非营利 5349 个）。

图 12：2022 年底线下学科类培训机构压减率 97%

图 13：线上学科类培训机构压减率 87%



数据来源：北京师范大学中国教育与社会发展研究院、国泰君安证券研究

数据来源：北京师范大学中国教育与社会发展研究院、国泰君安证券研究

图 14：国内教育相关企业吊注销数量

图 15：部分省份教育企业吊注销数量



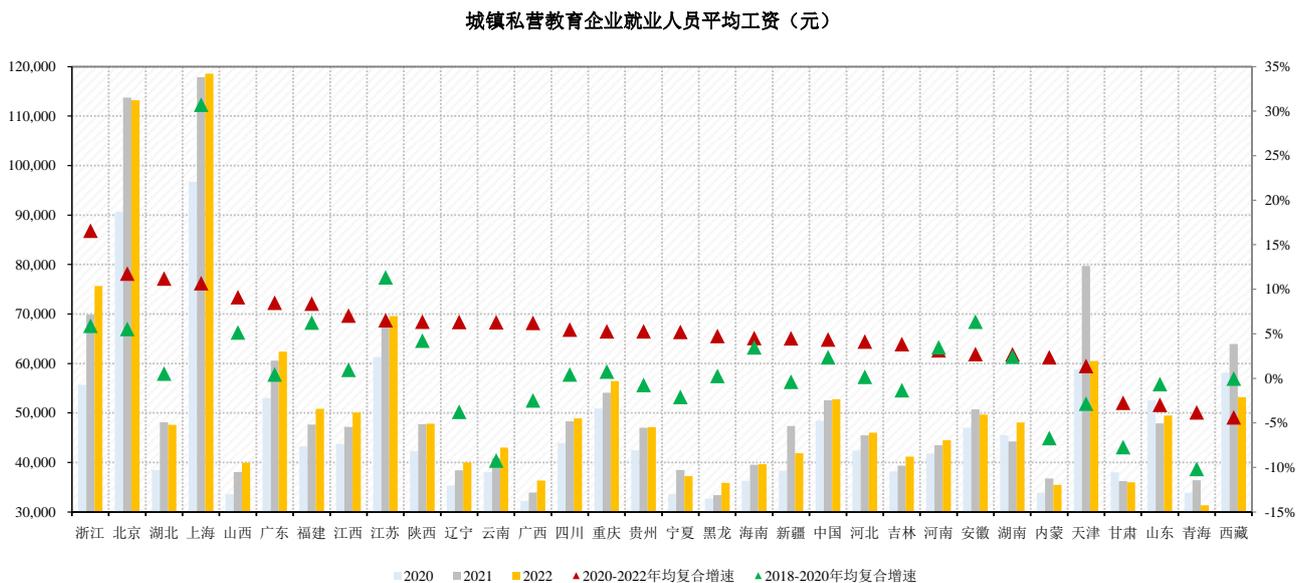
数据来源：企查查

数据来源：企查查、国泰君安证券研究

**供需短期错配叠加政策推动，教育从业人员薪酬提升。**教育部引发《教育部教师工作司 2023 年工作要点》指出，要落实义务教育教师工资待遇随当地公务员工资待遇调整的联动机制，推动提高教龄津贴标准，另外短期供给减少带来的薪酬提升亦有影响，2020-2022 年城镇私营教育企业就业人员薪酬年均复合增速高于 2018-2020 年，其中浙江/北京/湖北/上海/山西涨幅居前，分别为+16.6/11.8/11.2/10.7/9.1%，从 2022 年薪酬涨幅来看，上海/北京/浙江/江苏/广东涨幅居前。

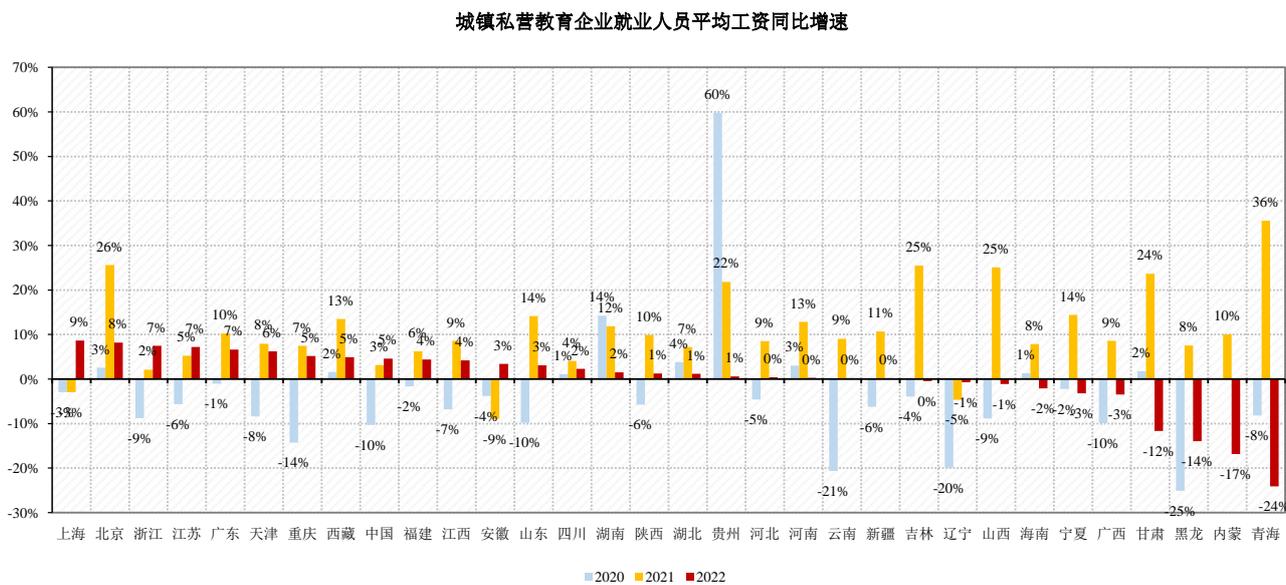
**教育类固定资产投资增速仍未转正，出清尚未见底。**国内民间固定资产投资完成额累计同比增速自 21 年 12 月开始下降，23 年 7 月至 -5% 最低点后逐步恢复，截至 23 年 10 月为 -0.3% 但尚未转正，说明民办学校等对资本开支仍然谨慎。从地区结构看，北京、广西、云南、广东固定资产投资增速仍未负值，安徽湖北等地已经转正。

图 16：上海/北京/湖北/山西/福建等地区针对教育从业人员的薪酬涨幅更高



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

图 17：一线城市针对教育从业人员薪酬涨幅更高

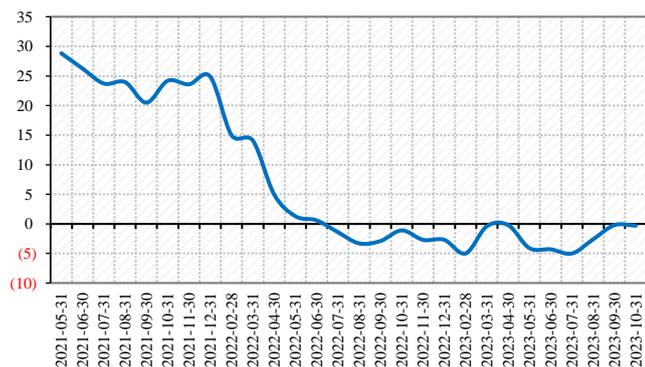


数据来源：Wind、国泰君安证券研究

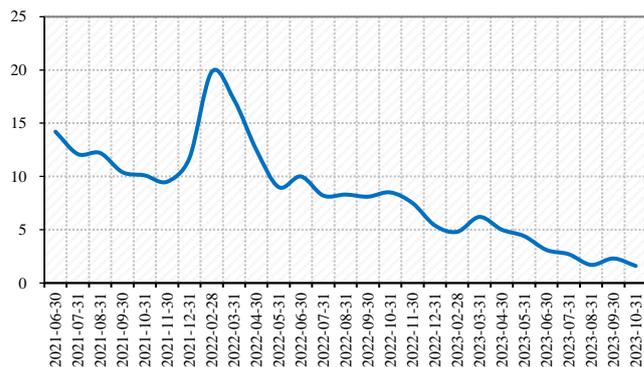
图 18：民间固定资产投资完成额增速仍未转正

图 19：教育业固定资产投资增速逐步走低

民间固定资产投资:教育:累计同比



固定资产投资(不含农户)完成额:教育业:累计同比

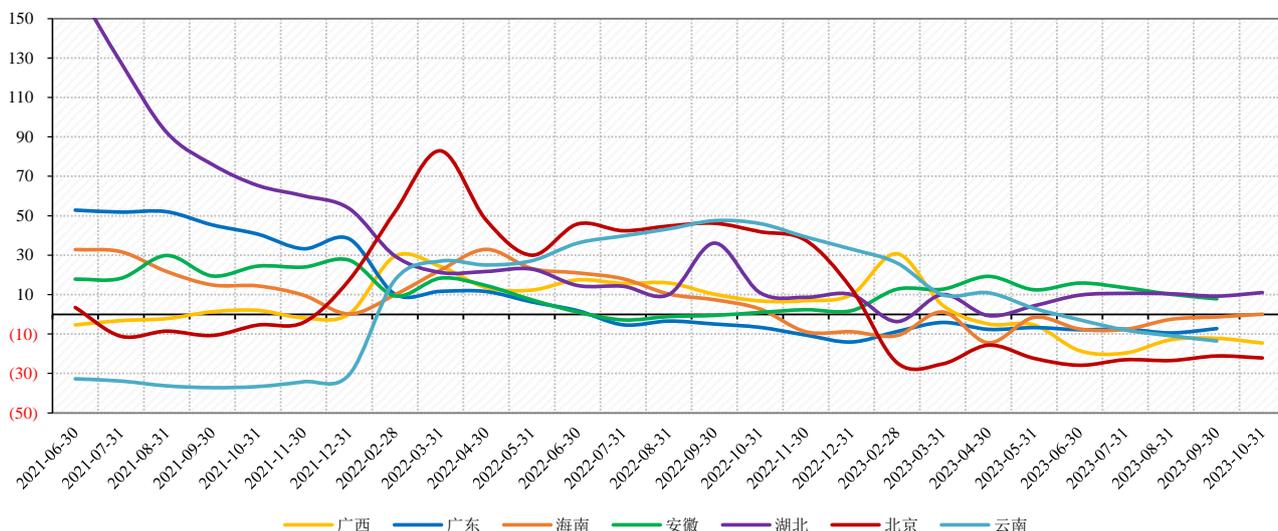


数据来源: Wind、国泰君安证券研究

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 20: 多数地区教育业固定资产投资增速尚未转正

各地区固定资产投资:教育:累计同比



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

### 3.3. 需求: 抗周期属性显著, 教育需求仍然旺盛

从海外研究中我们发现, 教育行业在受经济冲击明显的阶段, 体现出更显著的逆周期属性。根据 Sadaba 在 2020 年的研究显示 (数据采集自英国统计局), 教育需求与经济周期的相关性取决于居民对该轮周期长短的预期, 当判断本轮衰退短暂则仍会采取顺周期方式决策, 即便追求继续教育的机会成本已经降低; 而当判断衰退规模较大, 则决策保有较强的一致性, 也即更多人选择继续教育深造。从结构来看, 这一趋势在女性与 18-24 岁群体中反应更加强烈, 波动性更高。

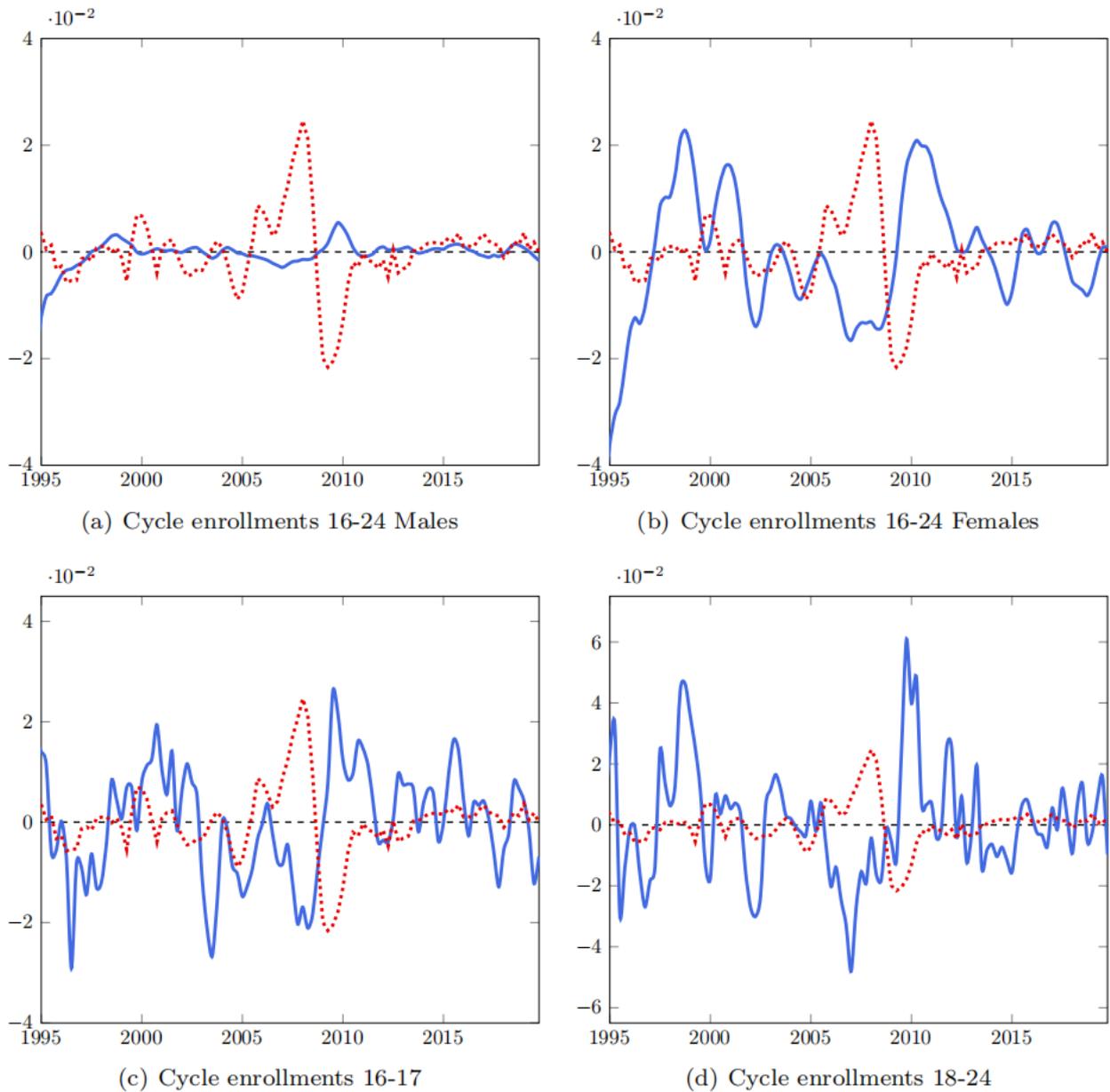
另外, 从美国 1997 年以来消费及服务价格变动显示, 教育服务价格涨幅显著跑赢通胀大盘, 体现出较明显的抗周期特征。

从国内教育市场看, 居民对教育的需求仍然旺盛。以高考为例, 虽然国内高考人数已占高考适龄人口的 80%、高考适龄人口也呈下降趋势, 但

国内高考报名人数却屡创新高，2023 年高考报名人数达 1291 万人，同比增速达 8.21%，2022 年增速为 10.67%，对于高等教育需求仍然非常旺盛。

图 21：在受到经济危机时，教育行业的抗周期属性更明显

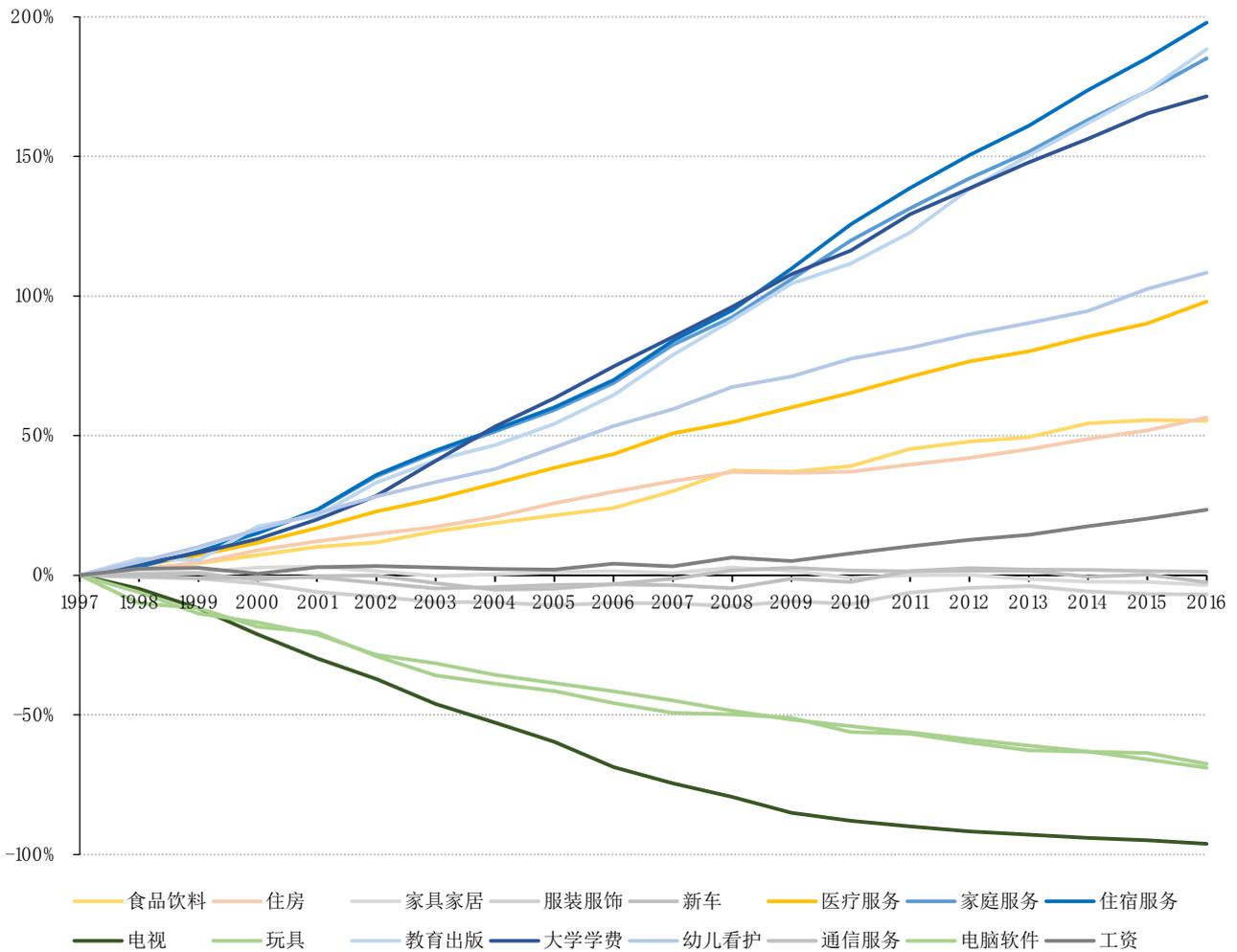
Figure 4: Estimated cycles  $\tau_t$  for enrollment subsamples and the inverse GDP cycle



数据来源：《Sadaba, B. Cyclicity of schooling: New evidence from unobserved components models (Last updated: September 18, 2020). [Ottawa]: Bank of Canada.》

图 22：美国教育业价格涨幅大幅跑赢通胀

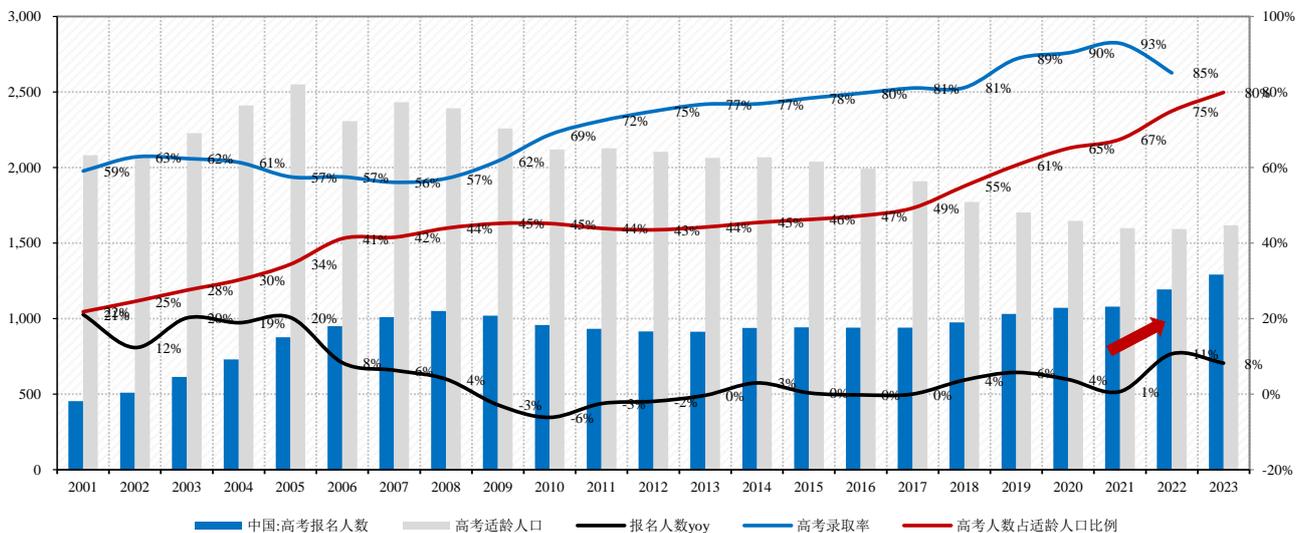
美国主要消费品价格累计涨幅（1997-2016）



数据来源：BLS、国泰君安证券研究

图 23：适龄人口规模的下降并未降低高考报名的意愿

中国高考报名人数及高考适龄人口（万人）



数据来源：国家统计局、国泰君安证券研究

## 4. 边际变化：条线变更、全年龄段战略、非一线发力

### 4.1. 结构调整：立足基本盘，新业务发力

顺应合规大趋势重组业务条线，新业务发力。“双减”后新东方业务以出国考培（海外备考+留学咨询）、国内备考与语言培训、高中业务、新业务版块、东方甄选业务等为核心的业务矩阵，其中新业务为 K9 阶段非学科类辅导（素养类）、智能辅导硬件系统、游学营、文旅团以及部分 2B 业务组成。

另外，业务调整同样对公司费用结构带来影响：

- 线上化程度提升，一方面疫情强化线上培训的用户心智，另一方面线下培训网点的裁撤加速线上录播辅导形式的替代进程，客观上提升辅导效率与用户便利度；
- 管理费用大幅下降，裁撤网点与精简教师规模直接带来折摊和薪酬规模降低，FY2023 公司管理费用率为 32%，同比-28pct，从季度看管理费用率已连续 5 个季度同比下降，从 FY22Q4 的 55%下降至 FY24Q1 的 29%；
- 营销投放效率更高，竞争格局改善后营销投放效率提升，营销费用率连续四个季度同比下降。

表 4：“双减”前后新东方业务架构调整

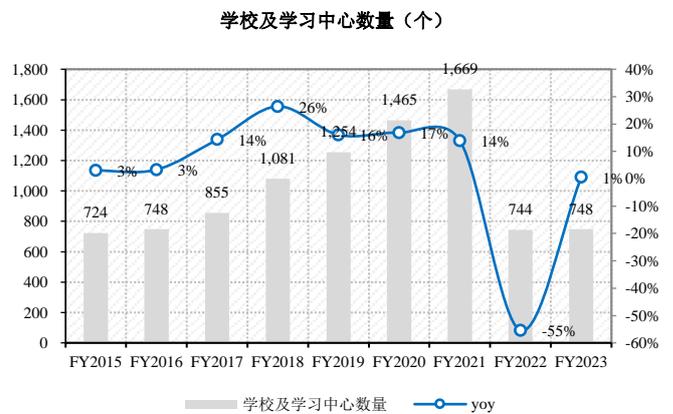
业务名称		双减前	双减后
海外备考培训与留学咨询	海外备考	业务范畴覆盖从低龄人群、中学人群、大学人群到成人人群的全年龄段国际教育培训领域。课程产品覆盖留学考试备考辅导、国际学校备考辅导、国际学科（AP、A-Level、IB 等）、国际竞赛辅导、国际预科以及提升国际竞争力的各类英语能力提升及学科学术能力提升等课程和服务。	业务规划变化不大，但一方面培训学生年龄战线拉长，另一方面疫后积压的出国留学需求爆发
	留学咨询	涵盖留学规划与申请、背景提升与学术指导、签证及后续服务、职业规划、来华留学等业务，与美国、英国、加拿大、澳大利亚、新西兰、日本、韩国、中国香港、德国、法国等几十个国家和地区的众多教育机构建立了良好的合作关系	
国内备考与语言培训		结合“新东方考研四六级 APP”等线上学习平台，为大学生提供高质量的全方位学习规划与辅导，教学与服务涵盖四六级、考研、专升本、教师资格证、初级会计师证书、注册会计师证书等各类考试。通过专业的职业规划和职业测评、丰富的实习产品和就业指导，帮助大学生找准职业定位，提升未来职业竞争力	考虑新增职业培训服务内容
东方甄选		前期名为新东方在线，作为集团线上教育培训的重要平台，提供 K12 教育、大学与学前教育培训等	转型为直播电商平台并改名东方甄选，通过抖音+淘宝+独立 APP 进行销售，主要为集团核心产品的销售

		和推广渠道
K12 培训	泡泡少儿	针对幼儿园及小学生培训，为 4 至 14 岁的少年儿童提供全学科一站式的教育服务；提供英语、数学、语文培训，专项突破英语语法、英语听说、国际音标、数学思维、语文阅读写作以及剑桥少儿考试竞赛等课程
	优能	包括初、高中预科在内的中学教育，旨在为小学五年级至高中三年级的学生提供一流的全科学习培训
新业务板块	素养类	主要为幼儿园和小学生客群提供课外拓展培训，相对科目量较少，服务较为同质化
	学习机等设备	同国内技术领先厂商合作，提供智慧学习硬件产品
	游学营	提供课外研学项目，主要为国际营地教育和游学的服务平台
	文旅项目	无
		语言能力培养占 1/3，主要针对幼儿园及小学生，提供博文美育、科学益智、英语素养等课程，以及书法、美术、编程、口才、围棋等课程
		推出多款智能学习机和配套智慧教育硬件产品，更注重与课程的绑定，主要流程如学习视频课程-完成课程任务-提交笔记-完成并提交课后练习册-下次课前参与连线-提交听写/练习册改错等
		从中小学到高中生，提供课外冬令营夏令营活动服务，开拓全球高端夏校、世界名校精英、优质语言学校、兴趣主体营地等五大游学体系
		依托新东方 30 年知识传播和优质师资优势，新东方文旅集团面向中老年、亲子及青少年群体提供文化旅游、研学、国际游学和营地教育等高品质服务

数据来源：公司官网、新东方小程序、国泰君安证券研究

图 24：新东方教师规模目前约为 2.4 万人

图 25：学校及学习中心数量约 748 个



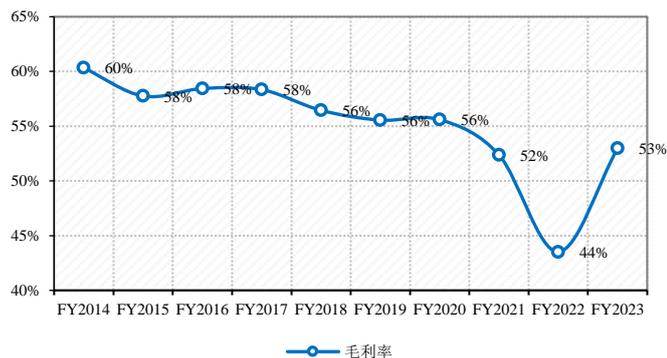
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 26：FY23 新东方毛利率为 53%

图 27：管理费用率下降显著

新东方毛利率



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

新东方费用（百万USD）



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

## 4.2. 战略方向：全生命周期管理在延续

延续全生命周期管理模型，从幼儿园到中老年均有覆盖。“双减”前新东方以各类课程辅导为主，覆盖面涵盖幼儿园到成人培训，“双减”后调整结构，继续扩大覆盖面，目标为幼儿园到中老年客群的全生命周期：

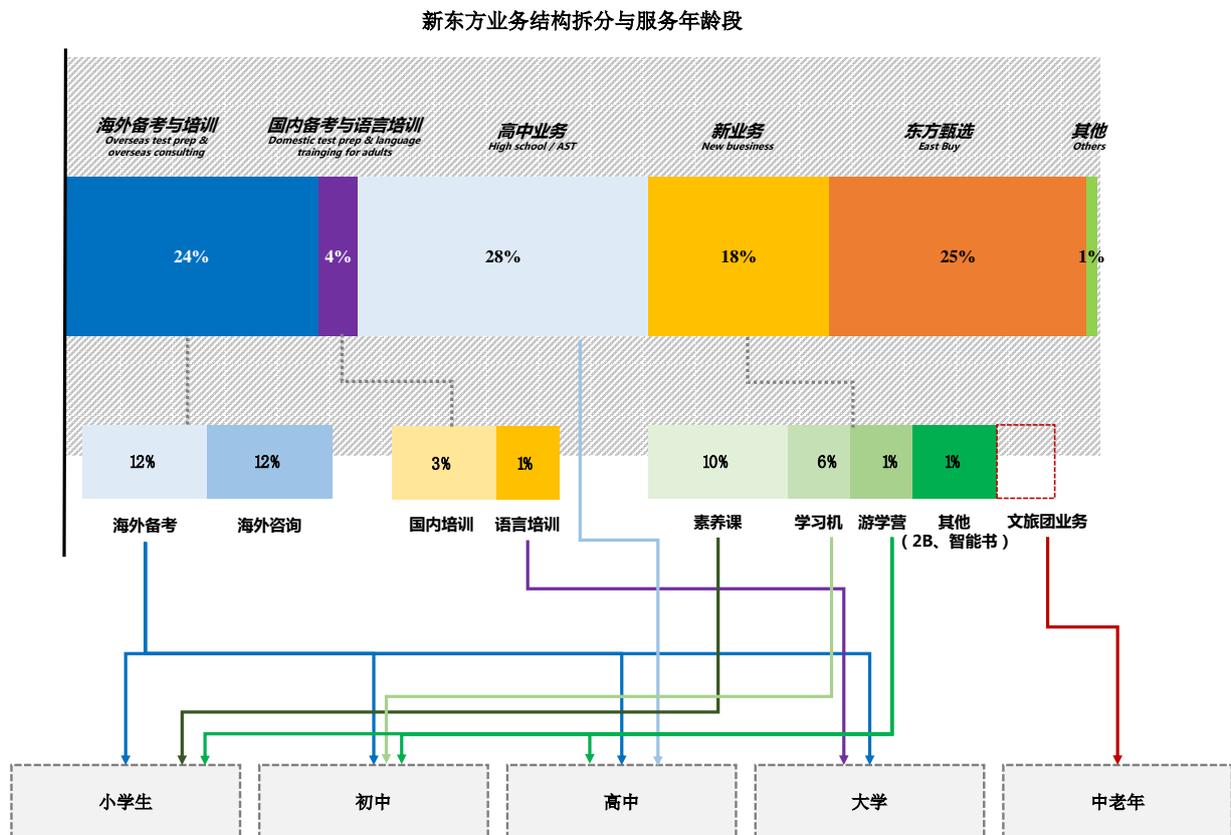
- **出国留学：**海外留学战线不断拉长，不再局限于大学与研究生需求，中小学客群同样加速渗透，目前涵盖 TOEFL、IELTS、SSAT、SAT、ACT 以及 GMAT、GRE 等多门课程；
- **国内培训：**一方面针对高中课外辅导，另一方面为大学生考研培训与成人语言培训等；
- **新业务：**素养课目标客群为幼儿园与小學生，智能硬件系统以中学生应用为主，游学营为中小学高中生均有覆盖；
- **文旅团：**目标客群为中老年，目前已在全国 20+省份上线 50+国内文旅线路，多为 4 天 3 晚-6 天 5 晚，从 2000 元-3 万元线路均有覆盖。

图 28：新东方转型前拥有覆盖幼儿园到成人培训的产品矩阵

校外輔導	幼兒園	小學						初中			高中		高等教育	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		12
科學	★	★	★	★										
美術	★	★	★	★	★	★	★							
機器人學								★	★	★				
數學	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★	
英語	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★	
語文	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★	
物理								★	★	★	★	★	★	
化學								★	★	★	★	★	★	
生物								★	★	★	★	★	★	
歷史								★	★	★	★	★	★	
地理								★	★	★	★	★	★	
政治								★	★	★	★	★	★	
海外備考														
TOEFL		★	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★
IELTS								★	★	★	★	★	★	★
PTE								★	★	★	★	★	★	★
SSAT				★	★	★	★	★	★	★	★	★	★	★
SAT								★	★	★	★	★	★	★
ACT								★	★	★	★	★	★	★
IGCSE										★	★	★	★	★
AP											★	★	★	★
SAT2											★	★	★	★
A-Level												★	★	★
IBDP												★	★	★
GRE														★
GMAT														★
LSAT														★
國內備考														
全國大學英語四、六級考試														★
中國研究生入學考試														★
成人英語培訓														★
其他外語培訓														★

数据来源：公司公告

图 29：转型后进一步扩大服务面，形成从幼儿园到中老年的用户全生命周期服务



数据来源：公司公告、公司业绩会、蓝鲸 edu、国泰君安证券研究

注：业务营收占比为 FY2023 估算值

### 4.3. 区域结构：非一线城市地位提升，继续放权提效

一线布局规模缩减，新一线及二线城市地位相对上升。“双减”后新东方在北京上海地区学习中心及学校数量快速下降，其中北京与上海学习中心数量占集团的比例从FY2020的8.2%与5.1%下降至FY2023的3%和3.9%，同时杭州/南京/广州/苏州等城市占比则显著提升，分别自FY2020的5.8%/3.7%/3.6%/4.4%提升至FY2023的6.9%/6.2%/5.9%/5.0%，但绝对规模大幅缩减（新东方FY2020为1361个学习中心已降至FY2023的663个），新一线及二线城市占比相对提升。

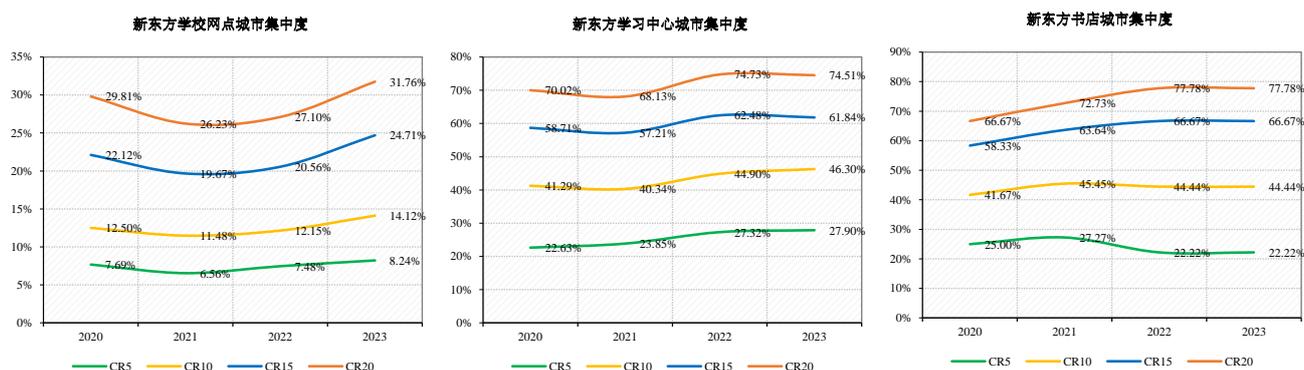
另外，新东方头部城市学习中心集中度在提升，CR20 学校数量占比从2020财年的29.81%提升至31.76%，学习中心占比从70.02%提升至74.51%，考虑到北京上海地位占比下降，放权给新一线及二线城市提升服务效率或成为现阶段的主要方向，杭州/南京/广州/苏州等区域占据更重要的战略地位。

图 30：北京地区学习中心数量快速下降



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 31：新东方头部城市网点数量在加密



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

表 5：新东方学校+学习中心+书店加总数量按城际排名（灰色为 2023 较 2020 排名下降城市）

TOP 20	2020	2021	2022	2023
1	北京	北京	杭州	杭州
2	杭州	杭州	苏州	南京
3	上海	上海	上海	广州
4	合肥	苏州	南京	苏州
5	苏州	南京	广州	上海
6	武汉	合肥	武汉	武汉
7	南京	广州	北京	合肥
8	广州	西安	重庆	北京
9	西安	成都	西安	西安
10	南昌	武汉	太原	成都
11	成都	南昌	成都	长沙
12	天津	天津	济南	重庆
13	郑州	济南	合肥	太原
14	长沙	郑州	长春	青岛
15	太原	长沙	长沙	济南
16	重庆	福州	青岛	福州
17	青岛	青岛	福州	长春
18	济南	重庆	天津	深圳
19	福州	太原	郑州	郑州
20	厦门	长春	厦门	天津

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

## 5. 业务拆分：多元化业务矩阵，仍有增长空间

### 5.1. 留学培训：疫后“V”字反弹，仍有增长空间

海外疫情影响弱化后，留学市场快速回暖。中国出国留学人数随着市场景气度提升快速恢复增长，2021 年出国留学人数 52 万人/+15%，2022 年 66 万人/+27%，疫情积压的出国留学需求亟待释放。另外根据新东方《2023 年中国留学生白皮书》统计显示，17 岁以下人群萌生出国留学的想法边际增加，更多中国家庭对子女国际教育的规划具有前瞻性。

留学培训是新东方的基本盘，产品矩阵丰富且师资充沛。留学业务作为公司起家之本，始终保有较高的渗透率，新东方出国留学培训学生人次与出国留学人数比值始终在 30% 以上。从产品结构看，覆盖小学到大学多个年龄段课程，以上海网点为例，分为基础班、强化班、冲分班等多个班型，班级定位以 6-9 人及 12-30 人为主，1 对 1 相对较少，每人每课时价格为 110-415 元。

图 32：疫后出国留学市场“V”字反弹

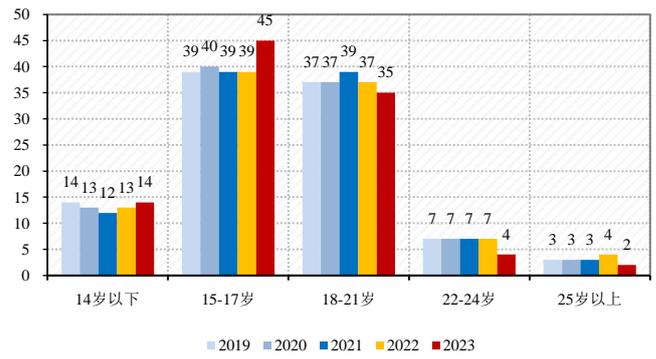
图 33：高中阶段学生出国留学意愿显著提升

中国出国留学人数（万人）



数据来源：教育部、国泰君安证券研究

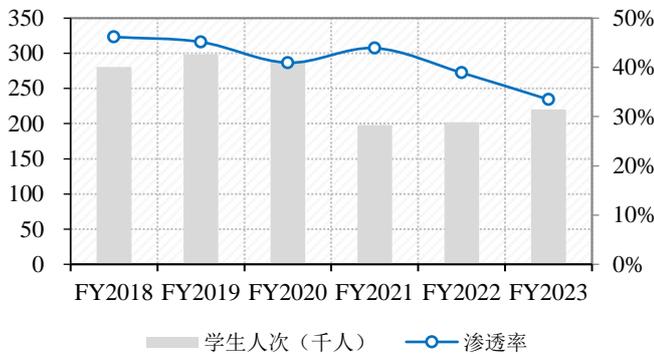
出国留学意向调查按年龄段划分 (pct)



数据来源：《2023 中国留学白皮书》、国泰君安证券研究

图 34：新东方海外备考业务渗透率仍有空间

新东方海外备考学生人次（千人）

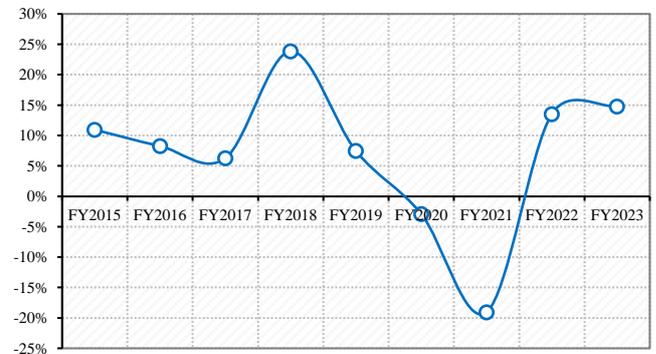


数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

注：渗透率为公司海外备考人次/中国出国留学人数

图 35：疫后海外业务营收实现高增长

海外备考与咨询业务收入同比增速



数据来源：公司公告、公司业绩会、国泰君安证券研究

表 6：新东方留学培训课程安排一览

年龄段	课程名	授课方式	班级定位	课时	学费 (元)	每课时价格 (元)
小学生	雅思基础班	面授+直播	6-9 人, 走读	120 课时/60 课次	19,970	166
	留学综合能力课程 (综合能力进阶初级)	面授+直播	6-9 人, 走读	86 课时/44 课次	13,000	151
	KET 强化班	面授+直播	6-9 人, 走读	50 课时/25 课次	15,600	312
	留学综合能力课程 (留学预备 1 段)	面授+直播	6-9 人, 走读	80 课时/40 课次	19,800	248
	SAT*I 冲分班 (机考冲刺班)	面授+直播	6-9 人, 住宿	52 课时/24 课次	21,600	415
初中生	雅思基础班	面授+直播	6-9 人, 住宿	120 课时/60 课次	24,800	207
	雅思基础班	面授+直播	6-9 人, 走读	120 课时/60 课次	19,970	166
	雅思强化班	面授+直播	6-9 人, 住宿	120 课时/60 课次	31,300	261
	TOEFL 预备班	面授+直播	6-9 人, 住宿	128 课时/63 课次	37,800	295
	TOEFL junior 强化班	面授+直播	6-9 人, 走读	144 课时/72 课次	37,800	263
高中生	雅思基础班	面授+直播	6-9 人, 住宿	120 课时/60 课次	24,800	207
	雅思强化班	面授+直播	6-9 人, 住宿	120 课时/60 课次	31,300	261

大学生	TOEFL 强化班	面授+直播	25-30 人, 走读	64 课时/32 课次	7,040	110
	TOEFL 冲分班	面授+直播	6-9 人, 住宿	48 课时/20 课次	12,500	260
	SAT*I 冲分班 (机考冲刺班)	面授+直播	6-9 人, 住宿	52 课时/24 课次	21,600	415
	GRE 强化班	面授+直播	12-15 人, 住宿	62 课时/31 课次	14,300	231
	TOEFL 基础班	面授+直播	6-9 人, 住宿	82 课时/41 课次	22,800	278
	雅思基础班	面授+直播	6-9 人, 住宿	120 课时/60 课次	24,800	207
	雅思强化班	面授+直播	6-9 人, 住宿	120 课时/60 课次	31,300	261

数据来源：新东方小程序、国泰君安证券研究

## 5.2. 新业务：素质教育大趋势，智慧硬件系统逐步放量

素质教育愈发受到重视，市场空间广阔。自 2016 年《中国学生发展核心素养》发布，市场与政策逐步认识到学生综合素质培育的重要性，2018 年中共中央、国务院印发的德育/智育/体育/美育/劳育五个方向详细指出全面发展素质教育的培养方针，2022 年教育部提出将美育全面纳入中考。根据艾瑞咨询数据显示，2023 年国内素质教育培训市场规模有望达 7152 亿元，近 5 年 CAGR 为 9.43%，其中艺术教育占 37%、体育运动与户外占 33%、语言能力教育占 18%、STEAM 教育占 11%、数学思维教育占 2%。

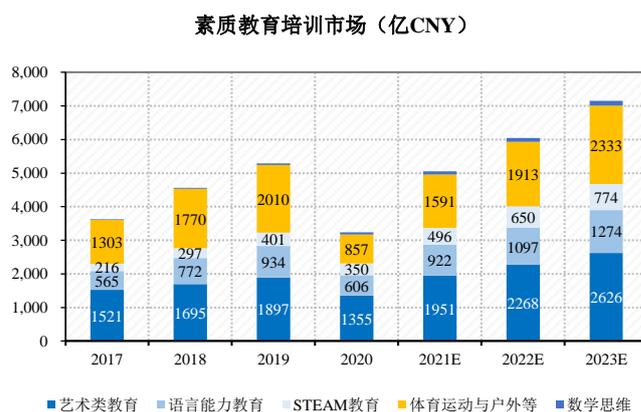
新东方素质教育聚焦语言能力培训，脑力思维与编程等为辅。从新东方目前课程构成来看（以上海为例），思辨与口才/美术/机器人培训针对学龄前至小学二年级，小学一至二年级为围棋/硬笔书法，三年级新增编程培训，一至六年级均提供双语故事表演和脑力思维培训，课时为 16-24，每课时价格为 150 元。

学习机对比来看，新东方模式并不单独售卖，以课程为核心打包提供。相较其他品牌学习机产品，新东方用户只能通过购买课程获取学习机，课程结束后通过新东方公众号功能预约上门回收，目前定价为 1500 元，立足丰沛的教师资源，提供多元化辅导监督、错题本纠错、直播指导等功能服务，学而思更强调 AI 批改诊断及学情监督功能，科大讯飞等一方面更重视硬件配置提升，另外搭载多元化软件以完善用户学习的不同场景需求。

图 36：预计 2023 年素质教育市场规模 7152 亿元



图 37：素质教育培训市场不断扩容

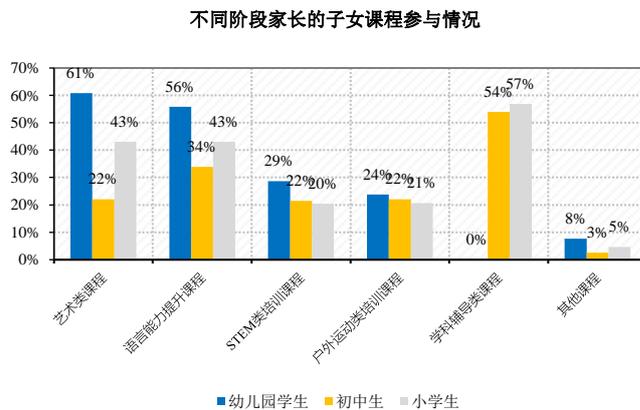
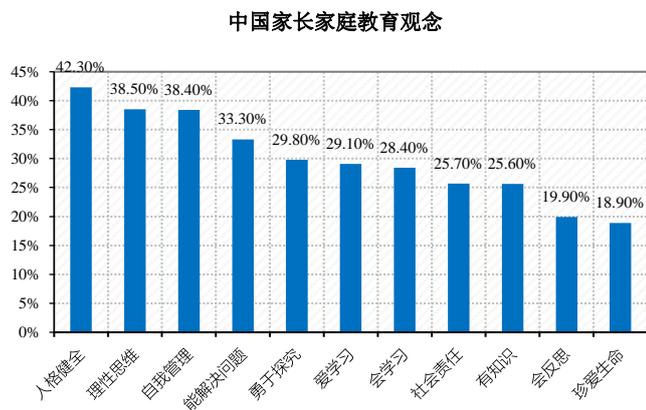


数据来源：艾瑞咨询、国泰君安证券研究

数据来源：艾瑞咨询、国泰君安证券研究

图 38：当代家长更注重子女底层思维和品格塑造

图 39：学龄前子女的家庭更重视非学科培训



数据来源：艾瑞咨询、国泰君安证券研究

数据来源：艾瑞咨询、国泰君安证券研究

表 7：新东方素质培训中心课程拆分

年龄段	课程名	授课方式	课时	学费（元）	每课时价格（元）
学龄前+一年级+二年级	思辨与口才	面授	24 课时/12 课次	3,600	150
学龄前+一年级+二年级	美术	面授	24 课时/12 课次	3,600	150
学龄前+一年级+二年级	机器人	面授	18 课时/12 课次	3,600	150
一年级+二年级	围棋	面授	24 课时/12 课次	3,600	150
一年级+二年级	硬笔书法	面授	24 课时/12 课次	3,600	150
一至六年级	双语故事表演	面授	16 课时/8 课次	2,400	150
一至六年级	脑力与思维	面授	16 课时/8 课次	1,920	120
三年级	编程	面授	24 课时/12 课次	3,600	150

数据来源：新东方 APP、国泰君安证券研究

表 8：新东方与学而思学习机对比

品牌	新东方 OK 学习机	学而思学习机
价位	只能通过购买课程获取，不能自行网上购买。购买课程后交付 1500 元押金获得学习机，或通过支付宝信用积分 0 元获取学。课程结束后通过新东方公众号功能预约上门回收学习机；	耀灰常规款 6g+128g: 4599 元；耀灰常规款 8g+256g: 5199 元；金榜题名款 6g+128g: 4599 元；
是否绑定课程	针对性购买所需课程并在学习机下载；	绑定学而思教研资源，内置学习机，需要下载且不会二次收费，所含学习资源涵盖幼儿园到高中阶段；
年龄段	学习机只针对小学和初中校内线上课程。小学语数英，初中语数英物化；	中小學生；
服务简介	<ul style="list-style-type: none"> <li>提供老师答疑服务，学生线上自主学习录课内容，老师在工作日晚上六点到九点随时答疑，周末早上九点到晚上九点答疑。</li> <li>每月有 1.5 小时直播，实时深度指导，抽查提问讲解，了解每个学生学习情况。老师可远程操控学</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>使用“类纸屏+2k 高清画质”并搭配 15 重软件护眼功能及算法；智能规划通过五步快问快答，AI 智能匹配个性化学习计划，智能学习周历，分学科展示学习进度；通过 AI 批改诊断功能，全面系统地了解学情，精准定位数学学习中知识掌握的薄弱项、错漏项，智能生成专属的查漏补缺方</li> </ul>

	<p>习机，属于额外赠送。非常考验学生的自主性。学生上课后台记录保留，家长可看到报告。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>在教师 PC 端页面，学生的上线情况、答题情况、学习情况会实时更新；学习机拥有 12.7 寸的超大屏幕以及护眼蓝光过滤模式，无法下载使用娱乐软件，能实时监测用眼距离，距离过近时自动提醒。</li> <li>学习机自带错题本功能，自动按科目记录整理做过的所有错题，点击按时间筛选查看今天本周本月的错题进行周期的巩固训练，还可以选择按作答次数筛选</li> </ul>	<p>案；</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>家长端 APP 支持查看孩子学情、学习计划完成情况，实时管控孩子使用设备时段，针对第三方 APP 进行管控；支持红包互动、题目互动、笔记互动以及收音互动；数学教辅答疑，拍学一体，孩子自己高效学习。覆盖市面热门教辅的讲解，</li> <li>支持学而思精选课本，语英指定校内课本、分级阅读跟读复读，帮助进行口语提升</li> </ul>
--	---	--

数据来源：淘宝官方旗舰店、公司小程序、国泰君安证券研究

表 9：科大讯飞、希沃、步步高学习机对比

品牌	科大讯飞 AI 学习机	希沃学习机	步步高学习机
价位	<p>小初高学习资源基本一致，仅个别功能有差别，主要是配置区别，例如屏幕大小/内存/屏幕分辨率/相机像素/护眼效果等。目前官网在售的有四个系列。LUMIE10 系列大屏，售价 5999 元；t20pro 护眼屏系列，售价 7999 元；c10s 系列，售价 1999 元；x3pro 系列，售价 3899 元；</p>	<p>w2、w3、v1 三个系列： W3-8GB+128GB 为 4999 元； W3-8GB+256GB(皓月白) 5699 元； W2-6GB+128GB 为 3699 元； W2-6GB+256GB 为 4299 元；</p>	<p>A2: 10.1 英寸，教材同步 3 岁-18 岁，学前-高三，支持三科检查，价格 2099 元； A6/A7: 11.6 英寸，比 A2 多“精准学、语文作文诊断”价格 A6 为 3999 元；A7 为 4249 元； S7: 12.7 英寸，比 A7 多：守护眼实时监测、类朗伯光刻护眼屏、洪恩 6 系列~终身免费、AI 老师 1 对 1 作业辅导，价格 5699 元； m3 价格 3699 元</p>
是否绑定课程	<p>目前已经覆盖全国大部分主流教材版本。所有教材资源均在云端资源库，无需下载的，联网后直接在线点播。云端资源库教材资源随教材变化同步更新</p>	<p>有课程且不需要下载，不定时更新，一直免费，覆盖小学初中高中 11 科目的校内课程，版本有限</p>	<p>与课本保持同步的，涵盖学龄前早教、小学（语文、数学、英语），初中和高中（语文、数学、英语、政治、历史、地理、化学、物理、生物）全面辅导，所有机型都有全科辅导</p>
年龄段	<p>中小学生</p>	<p>中小学生</p>	<p>中小学生</p>
服务简介	<p>可免费试用，包运费险。主要针对理科拍照答疑。talktalk 口语练习系统，智能化提升口语；数、理、化精准学习；英语评测学习，全方位覆盖听-说-读-写，支持全局查词翻译功能；小学语文数英：课本同步学习练习，视频+动画，增加 AI 指学助手，可以指读课文，指尖查词翻译等；支持添加线上、线下错题，错题本打印随身携带，错题强化训练；九科课本知识点同步视频、专题、升学视频；“小飞小飞”语音智能交互快捷学，多场景对话互动；家长可分时段分应用守护，支持远程截屏；标配 A.I. 作答笔，支持</p>	<p>屏幕大且滤蓝光防眩光护眼，自带学前、小一到高三的教材课程视频资源，自带学习应用，自动过滤广告，家长可管控 APP 是否使用、使用时长、使用时段，监控 APP 使用时长、语音提醒纠正坐姿功能。无拍照搜题功能，可在学习机自行下载拍照搜题第三方软件 app，也可下载游戏软件，但需要家长同意。</p>	<p>提供难题解答功能，打开难题解答功能，手指着不会的题目，学习机拍题给出答案、解题思路以及举一反三其他同类型提醒讲解。以及字词拓展，ai 诊断作文等功能</p>

草稿本功能；幼儿园的孩子可以在讯飞学习机进行双语启蒙及素质拓展提升。

数据来源：淘宝官方旗舰店、公司小程序、国泰君安证券研究

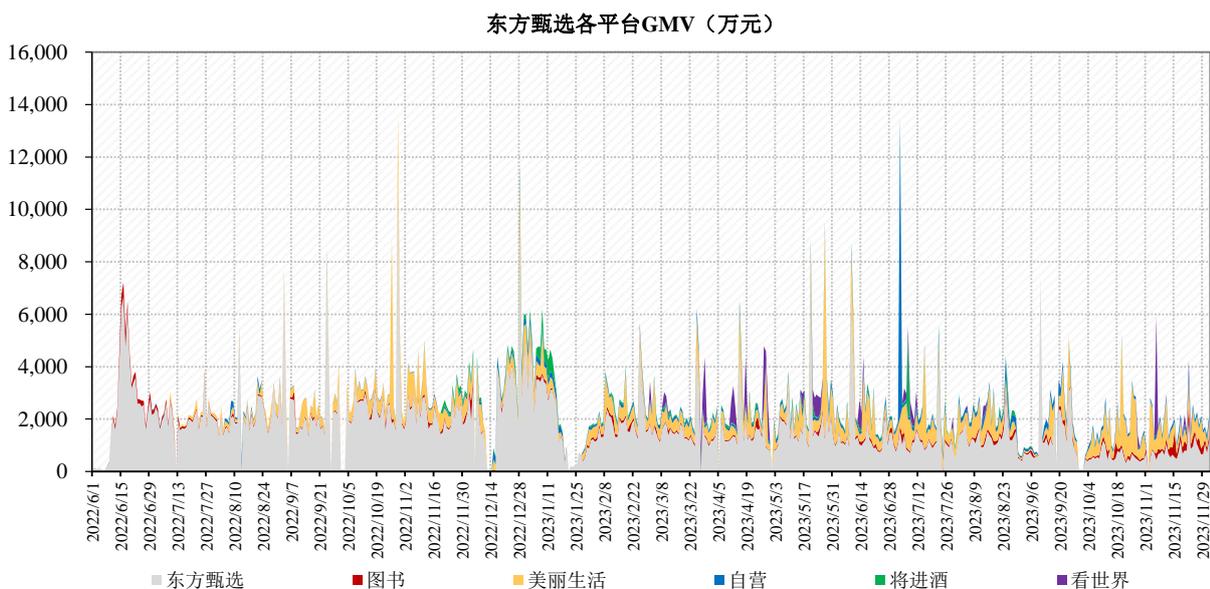
### 5.3. 东方甄选：承担销售渠道职能，“线上山姆”静水流深

东方甄选不但作为集团主要销售渠道，同时也是新东方影响力扩大的另一表现形式。东方甄选的引爆除了集团价值观+平台引流倾斜外，新东方教师本身的内容迭代与供给具备持续性，短平快的传统模式限定 GPM 和 UV 天花板，公司差异化叙事带来更强用户粘性 & 购买转化。23 年 1 月 5 日公司董事会建议将“新东方在线”更名为“东方甄选”，表明公司将更加坚定农产品科技公司的战略方向，长期塑造优质品牌。

**跨平台战略+独立 APP，“看世界”为端口打开文旅市场。**2023 年 8 月 29 日东方甄选开启淘宝直播，正式落地跨平台直播战略，前期针对抖音限流和封号的质疑也在后期抖音直播间开放东方甄选独立 APP 下载端口后被逐渐打消，同时东方甄选在独立 APP 正式上架文旅产品，内容供给的稀缺性有望带来新一轮流量增长。

**东方甄选定位中产阶级，渠道品牌的建设是静水流深。**东方甄选货品注重价格对标山姆，强调品质和性价比，相对新东方早期教培模式上“包产到户”的自治体系，零售供应链需要集中整合分散的小 B，同时食品生鲜供应链更需要稳定的质控与招商团队支持，东方甄选产地直采的规模效应需要逐步尝试和市场验证。

图 40：东方甄选抖音平台 GMV 走势



数据来源：蝉妈妈、灰豚、飞瓜、国泰君安证券研究

图 41：东方甄选独立 APP 下载量在 2023 年 7 月开始快速增长

东方甄选APP下载量（7日平均）



数据来源：七麦数据、国泰君安证券研究

图 42：独立 APP 是东方甄选的必经之路

**直播预告**  
每日三位主播：小七、杰西、冬冬、明明、YOYO、中灿、天权等

**东方甄选独立APP**  
多矩阵号协同，并以自营品变现的垂类电商平台

**甄选自营品**  
7月底折扣期后部分产品有保留折扣活动，主打品类为吐司、卤味、芝士、咖啡、龙井茶、水果、牛排、冰激凌、干果等

**每日尖货**  
九五折及八五折外链及自营折扣

**货架式**  
目前分为肉制品、水果、蛋制品、冲调饮品、粮油米面、零食、滋补制品、糕点烘焙、家居用品9个大类

**专场好物**  
更聚焦于看世界，产地直播中地方特产的返场好物为主

数据来源：东方甄选 APP、国泰君安证券研究

表 10：东方甄选与山姆商品对比

牛肉饼	东方甄选	山姆
-----	------	----

商品名称	东方甄选澳洲谷饲牛肉饼	美国谷饲牛肉饼
价格	149 元	168 元
净重价格	103.47 元/kg	93.33 元/kg
规格	12 片装	12 片装
净含量	120g/片	150g/片
总重量	1.44kg	1.8kg
储存环境	-18℃以下	-18℃以下
产品产地	澳大利亚	美国
保质期	12 个月	12 个月
<b>南美白虾</b>	<b>东方甄选</b>	<b>山姆</b>
商品名称	东方甄选南美白虾	MM 生冷冻南美白对虾
价格	128 元	186 元
净重价格	77.58 元/kg	93 元/kg
规格	每公斤 30-40 只	每公斤 31-40 只
净含量	41-55g/只	50-65g/只
总重量	1.65kg	2kg
储存环境	-18℃以下	-18℃以下
产品产地	厄瓜多尔	泰国
保质期	24 个月	2 年
<b>每日坚果</b>	<b>东方甄选</b>	<b>山姆</b>
商品名称	东方甄选甄萃每日坚果	MM 每日坚果（坚果+果干）
价格	109 元	138 元
净重价格	0.145 元/g	0.153 元/g
规格	25g/袋	30g/袋
总重量	750g	900g
储存环境	常温、避光、阴凉	常温、避光、阴凉
保质期	9 个月	9 个月
配料	扁桃仁、腰果仁、碧根果仁、榛子仁、夏威夷果仁、开心果仁	腰果仁、巴旦木仁、核桃仁、蔓越莓干、提子干、榛子仁、蓝莓干、开心果仁
<b>五常大米</b>	<b>东方甄选</b>	<b>山姆</b>
商品名称	东方甄选五常稻香米	MM 有机五常大米（稻花香 2 号品种）
价格	89 元	158 元
净重价格	17.8 元/kg	15.8 元/kg
规格	5kg/袋	5kg/袋
总重量	5kg	10kg
质量等级	优质一等	优质一等
配料	水稻（稻花香 2 号品种）	梗米（100%）
保质期	18 个月	18 个月

数据来源：东方甄选直播间、山姆小程序、国泰君安证券研究

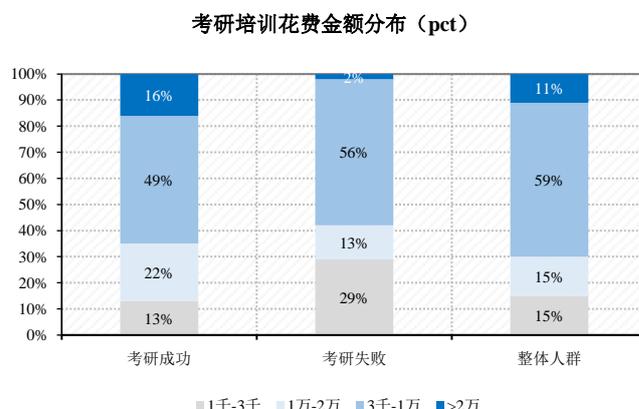
#### 5.4. 国内考培：渗透率仍较低，业务发展稳定

国内培训聚焦高中辅导和大学生考研培训，渗透率仍然较低。国内考培业务主要为高中辅导和大学生考研培训，新东方国内备考人次/国内考研报名人数比值近 4%，渗透率处于较低水平。以上海区域为例，课程体系

按季节区分，通常在 18-216 课时，每人每课时价格为 56-120 元，基本采用大班课模式。

图 43：新东方国内考培渗透率仅个位数

图 44：考研培训费用 3000 元及以上占比 70%



数据来源：教育部、公司公告、国泰君安证券研究  
注：渗透率为公司国内备考人次/国内考研报名人数

数据来源：易观分析、国泰君安证券研究

表 11：国内培训业务基本稳定

年龄段	课程名	授课方式	课时	学费（元）	每课时价格（元）
高中生	寒假专项班	面授	18 课时/9 课次	2,160	120
	寒假志高班（线上直播）	线上	18 课时/9 课次	1,440	80
	春季志高班	面授	34 课时/17 课次	4,080	120
	春季志高班（线上直播）	线上	34 课时/17 课次	2,720	80
	暑期行远班（线上直播）	线上	24 课时/12 课次	1,920	56
	秋季志高班（线上直播）	线上	36 课时/18 课次	2,880	80
大学生	考研英语无忧计划基础班	面授+直播	56 课时/28 课次	5,600	100
	四级无忧计划	面授+直播	64 课时/32 课次	6,480	101
	六级无忧计划	面授+直播	64 课时/32 课次	6,480	101
	考研英语二全程寒暑集训营	面授+直播	188 课时/94 课次	18,800	100
	考研数学全程寒暑集训营	面授+直播	216 课时/108 课次	21,600	100
	考研数学无忧强化班	面授+直播	88 课时/44 课次	8,800	100

数据来源：新东方 APP、国泰君安证券研究

## 6. 风险提示

### 政策风险

“双减”政策影响空前，针对学龄前及义务教育阶段课外培训监管细则逐步落地，各区域标准正在制定中，政策逐步完善后或对各地区业务造成影响。

### 行业竞争加剧

考虑到转型方向较为集中，针对素质教育及智慧硬件系统的竞争或日渐激烈，叠加技术型企业入局，同时随着后续政策稳定、行业供给恢复，或对头部企业市占份额产生冲击。

### **主播竞争加剧风险**

主播竞争日益加剧，新玩家崛起带来新场景的快速爆发+老玩家多平台栖息在短视频平台为载体下变得更加容易，由此可能带来行业竞争加剧以及日后盈利能力受损的风险。