

交銀國際
BOCOM International

行业
深度研究

教育行业

2023年11月29日

教培行业

积极转型中 | 强韧需求下
健康发展 | 增长可期

新东方

9901 HK/
EDU US

好未来
教育

TAL US

网易
有道

DAO US

高途
教育

GOTU US

首次
覆盖

教育行业迈入健康发展新阶段
需求侧市场规模可观

教育子行业中，我们偏好：素质教育>留学>成人考培。线下需求恢复快于线上，青少年教育消费支出意愿大于成人。

AI加持下智能教育硬件承载实现个性化教育长期目标

首予新东方>好未来>有道>高途买入评级

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

教育行业

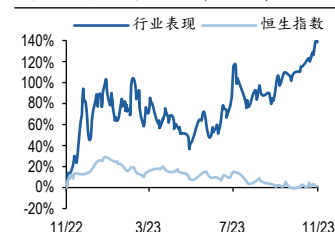
行业评级
领先

2023 年 11 月 29 日

教培行业的新征途：积极转型中健康发展，强韧需求下增长可期

- ④ 教育行业迈入健康发展新阶段。需求侧市场规模可观：未来3-5年K12、高等教育阶段适龄人口维持微增趋势。K12 素质素养培训对应可渗透用户及市场规模最高（长期或达 8000 亿-1.1 万亿元）。供给侧 2021 年开始积极转型：各公司向素质教育、海外留学、成人培训、以及 AI+智能硬件等领域探索，如新东方拓展直播电商、文旅研学等新业务，好未来推出学习机 xPad 及数学大模型 MathGPT，高途以雅思为基点，拓展留学业务布局，有道在 AI 大模型加持下发展智能硬件及素质教育业务。
- ④ 教育子行业中，我们偏好素质教育>留学>成人考培：线下需求恢复快于线上，青少年教育消费支出意愿大于成人。1) 素质教育潜在生源基础大、利好政策频出，体育、美术、编程等纳入入学制度提升学习需求，且随着素质教育课程日趋多样化，渗透率、扩科、复购均有提升机会，我们预计到 2025 年市场规模较 2019 年规模有 0.7-1.3 倍增长空间。主要素质教育公司对比：新东方、好未来领先，有道亦形成一定规模，高途加速增长。2) 留学需求回暖，预计留学人数/市场规模逐步回升至 2019 年水平（70 万/161 亿元）。新东方作为龙头公司，应继续享有先发优势及品牌影响力，虽有新玩家进入，但新东方仍将维持行业领先地位。
- ④ AI 加持下智能教育硬件承载实现个性化教育长期目标。技术转型也是教育企业的一大战略方向，多样化的输出教育内容，实现普惠教育，是主要目标之一。不同于以往教育硬件产品作为补充学习产品的定位，我们认为大模型及 AI 技术加持下的硬件产品，可为学生提供个性化练习和针对性辅导，具备长期增长空间，AI+教育应用或可能成为 AI 技术最先落地场景之一。新玩家产品迭代迅速，技术、内容、品牌力优势是差异化竞争的关键，目前学习机市场以百度、科大讯飞、学而思出货量领先，有道在词典笔领域形成品牌优势。
- ④ 首次覆盖新东方（9901 HK/EDU US，买入，潜在升幅+19%）>好未来（TAL US，买入，+26%）>有道（DAO US，买入，54%）>高途（GOTU US，买入，23%）。虽对应我们目标价，新东方股价上升空间或小于好未来/有道/高途，但仍为我们首选，主因其业务稳定性更强，业务分散有防御性，并有持续利润释放。同时，虽短期内，线下业务恢复快于线上，但长期根据不同的学习场景需求，线上/线下结合将越来越被接受，线上教育随着智能硬件及 AI 技术加持，仍有发展机会。按行业平均估值，我们给予教育公司 20 倍市盈率，线上业务对标考公类教育公司的线上/线下估值差异，给予 15 倍市盈率，硬件对标行业平均 0.7 倍市销率。新东方/好未来受益于口碑及办学经验积累快速增长；有道短期业务调整结束后将恢复稳定增长，有望在 2024 年提前实现盈利，估值吸引。高途 K12 相关课程收入持续高速增长并释放利润，虽短期业务调整及技术投入使得公司整体利润承压，但核心业务估值仍有提升空间。

行业与大盘一年趋势图



资料来源: FactSet

谷馨瑜, CPA
connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8045

孙梦琪
mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8048

赵丽, CFA
zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8054

蔡涵
hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8041

估值概要

公司	股票代码/名称	目标价	现价	每股收益	市盈率	市销率	股息率
		(港币)	(港币)	2023E	2024E	2023E	2024E
新东方	9901 HK	70.0	58.7	2.70	2.62	28	33
好未来	TAL US	54.4	41.4	0.02	0.01	NA	5.1
有道	DAO US	6.3	4.1	0.17	0.02	NA	0.6
高途	GOTU US	3.1	2.5	0.04	0.01	NA	1.3

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *截至 2023 年 11 月 27 日收盘价

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

更多免费行业报告

并购家

www.ipopo.cn

目录

前言	4
主要教育公司投资亮点	5
教育子行业投资观点	6
教育行业迈入健康阶段	7
重点 K12 转型教育公司对比	7
中国教育体系：供给规范化，需求规模大	11
需求侧：规模可观	11
供给侧：K12 教育公司积极转型	13
K12—素质教育：培训需求空间大	14
市场空间：生源基数大，拉动 0.7-1.3 倍增长	14
素质教育公司对比	15
留学咨询及备考：头部机构留学快速复苏	17
智能教育硬件：技术+内容+品牌力是竞争关键	18
智能学习硬件市场规模	18
大模型应用逐步落地，赋能个性化教学	22
成人培训：新东方布局早，品牌优势支撑规模领先	23
公司分析	27
新东方教育科技 (9901 HK): 业务重启，看好品牌创新能力，首予买入	28
好未来教育 (TAL US): 业务增长或超预期，核心利润增长支撑硬件业务投入；首予买入	57
有道 (DAO US): AI 能力加持，硬件+学习服务具备长期增长空间；首予买入	80
高途 (GOTU US): 聚焦核心高增长业务，探索线下教学扩张，首予买入	98

前言

一直以来，教育是社会发展的战略，随着线下活动恢复，教培行业加速新业务布局，继续规范化健康发展。供给端来看，虽然由于城市地域、人口分布广，我国教培行业市场分散，但在合规发展前提下，我们认为教培机构将持续向头部集中趋势发展，领先头部公司在运营、资源积累、文化传承上均有优势。需求端来看，人们对教育的认知，逐渐从应试教育转向素质教育，从中小学覆盖逐渐转向全年龄层对文化、科技等素质的提升的需求。

我国教育体系（图表 13）从学前教育—义务教育—中高等教育—职业教育，全年龄段实现全面覆盖。

④ 从教育场景看，分为学历教育和培训教育：

- 1) **学历教育**以公立院校为主，职业教育院校主要集中在民办高校，是基础学历教育的延伸，规模扩张以收并购、招生人数提升为主。
- 2) **教培场景**覆盖需求广，从学龄前的启蒙，一直延伸至成人培训、职业技能培训，适应不同学习阶段的多样需求，人口覆盖面大，市场规模空间大。

④ 从人口分布看，整个教育体系分为在校学习阶段及就业阶段：

- 1) **学习阶段**在校生人数 2.86 亿（2023 年，幼儿园-研究生，图表 11），K12 人数占比超 70%，是在校学生占比最高的群体，所对应的 K12 课外素养培训市场规模 8000 亿-1.1 万亿元（图表 15）。
- 2) **就业阶段**覆盖年龄层虽然更广，但培训需求基本为一次性需求，行业规模小于 K12 阶段。

从以上教育场景和教育需求来看，我们认为教培市场在整个教育体系中，市场空间大，其中 K12 年龄层的素养培训需求及长期潜力大，但我们也看到了教育产品的多样化及人们对教育需求的持续性。

在报告中，我们对以上教育行业各赛道的规模测算和重点公司均进行了分析。

④ 赛道规模测算

总体来看，**整体市场规模=报名人数 x 课程价格**，课程价格一般随 CPI 增长而提升，因此，我们认为教培行业的增长主要受报名人数拉动；而**报名人数=报名人数 x 报名科目数 x 续费率**，均有提升空间。

④ 我们重点研究的公司包括：新东方、好未来、有道、高途

看好新东方全教育培训产业的布局，行业口碑，以及管理层的执行能力；好未来坚持教育科技和内容输出，素质教育、教育科技双布局拉动业务增长；有道、学而思智能硬件产品的品牌优势在 AI 加持下或进一步迭代，助力 AI+教育成为最先落地的 AI 应用场景之一。

同时，优秀的教培公司也在不断尝试新业务创新，从人口年龄层的覆盖、教育场景的覆盖上，进一步巩固公司口碑及品牌优势，积极应对长期人口结构转变的趋势，例如新东方布局文旅业务，进一步拉长覆盖用户年龄层；好未来尝试出海，面向海外华人普及中国文化；有道、好未来分别发布大模型，布局垂类学习需求；高途拓展出国留学考培等等。

主要教育公司投资亮点

图表 1: 主要教育股票投资亮点



资料来源: 公司资料; 交银国际; 饼状图为最新财年收入结构

教育子行业投资观点

图表 2: 教育子行业投资观点

行业及赛道	市场规模	交銀国际观点
教育行业		教育/教培行业迈入健康发展新阶段，其中，K12课外素养培训对应可渗透在校生2亿，长期市场规模或达8000-1.1万亿元，领先其他子行业。 - 需求侧市场规模可观：未来3-5年K12、高等教育阶段适龄人口维持微增趋势 - 供给侧积极转型：向素质教育、海外留学、成人培训、以及AI+智能硬件等领域探索
子行业偏好		- 素质教育>留学>成人考培 - 主要因线下需求恢复快于线上，青少年教育消费支出意愿大于成人 - 素质教育培训潜在生源基数大：K12在校生2亿
素质教育	8000亿元-1.1万亿元	利好政策频出，体育、美术、编程等纳入升学制度提升学习必要性 随着素质教育课程日趋多样化，渗透率、扩科、复购均有提升机会，我们预计2025年市场规模较2019年规模有0.7-1.3倍增长空间 主要公司对比：新东方（9901 HK/EDU US）、好未来（TAL US）领先；有道（DAO US）亦形成一定规模；高途（GOTU US）加速增长
留学	2022年 咨询：55亿元 备考：65亿元	留学需求回暖，预计留学人数/市场规模逐步回升至2019年水平（70万/161亿元） 主要公司对比：新东方（9901 HK/EDU US）作为龙头公司，应继续享有先发优势及品牌影响力，虽有新玩家进入，但新东方仍将维持行业领先地位
智能硬件	2022年 780亿元	AI加持下智能教育硬件承载实现个性化教育、普惠教育长期目标 不同于以往教育硬件产品作为补充学习产品的定位，我们认为大模型及AI技术加持下的硬件产品，可为学生提供个性化练习和针对性辅导，具备长期增长空间，AI+教育应用或可能成为AI技术最先落地场景之一 主要公司对比：新玩家产品迭代迅速，技术、内容、品牌力优势是差异化竞争的关键，目前学习机市场以百度（BIDU US）、科大讯飞（002230 CH）、学而思（TAL US）出货量领先，有道（DAO US）在词典笔领域形成品牌优势
大模型		大模型带动个性化教学，使一对一AI辅导成为可能，提升学生自主学习效率，落地场景主要包括：1）落地现有电子设备，提升硬件的市场竞争优势；2）以软件形式落地应用 主要公司：头部教育公司及重点科技公司在教育领域大模型布局时间相近，并均已通过工信部备案。有道落地应用最广，大模型已赋能学习机、翻译笔提升交互功能，10月推出搭载“子曰”教育大模型的虚拟人口语教练Hi Echo微信小程序和App
成人	2022年 成人英语：780亿元 考研：170亿元	成人英语培训：应试英语培训潜在用户逐年增长，参培率有提升空间，2023年成人英语市场规模维持10%+稳健增速 考研：考研市场规模主要驱动来自报名人数及参培率。报名人数2023年降8%，但仍维持历史相对高位，参培率仍有提升机会，或带动2023年市场规模持稳或微增 主要公司对比：新东方大学英语、考研业务布局早，收入规模领先

资料来源：统计局，艾媒，艾瑞，弗若斯特沙利文，新东方招股书，粉笔招股书，交銀国际预测

教育行业迈入健康阶段

K12 课外培训公司积极进行业务调整，布局以素质教育为主的新业务，迈入健康发展新阶段，行业指数跑赢教育大盘及职业教育/培训。

图表 3: 2022 年至今教育指数趋势：行业健康发展



资料来源：，彭博，交银国际*以 2022 年年初值为 100 对应指数

重点 K12 转型教育公司对比

对比最新季度财报，我们看到重点教培公司增量以业务恢复及新业务如素质素养培训为主，并继续加强海外留学及硬件布局：

- 1) **新东方**总收入规模领先，受益于原部分核心业务高中及海外留学业务快速恢复，并维持行业领先，2024 财年 1 季度占收入比 29%/25%。主要新业务布局中东方甄选/素质素养增长强劲（36%/92%），收入占比分别提升至 16%/12%。
- 2) **好未来**核心业务向素质素养快速转型，凭借此前运营经验积累的线下教学点和教学资源实现快速增长，2024 财年 2 季度增速 47%，收入占比 40%。其他新业务布局中，智能硬件凭借 2022 年底发布的 xPad 快速起量，收入占比达 12%。
- 3) **有道**收入结构相对均衡，素质素养及高中内容持续提升产品竞争力，收入占比将进一步提升，智能设备业务短期面临调整，长期随大模型应用落地将恢复健康增长。
- 4) **高途**业务以线上为主，高中贡献最大收入占比，素养培训随着产品线丰富和服务质量优化，2023 年 3 季度，收入占比提升至 15%，并维持 40%的高增速。成人教育短期经历战略调整（从收入规模转向利润）。

图表 4: 主要 K12 转型教育公司收入分布

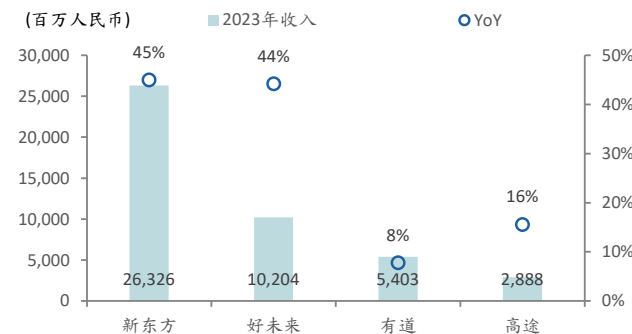
百万人民币	素质素养	高中	海外留学	成人	智能硬件	图书/内容	东方甄选	其他业务	总收入
新东方 收入	964	2,296	1,949		369	554	324	1,237	7,916
1QFY24 收入占比	12%	29%	25%		5%	7%	4%	16%	3%
YoY	92%	43%	49%		34%	81%	2013%	36%	58%
好未来 收入	1,186	593	208			350	392	2B SaaS	2,964
2QFY24 收入占比	40%	20%	7%			12%	13%		8%
YoY	47%	1%	71%			0%	29%		47%
有道 收入	361	504			86	252		广告	1,539
3Q23 收入占比	23%	33%			6%	16%		22%	
YoY	7%	29%			-46%	-29%			10%
高途 收入	118	434			197	39			789
3Q23 收入占比	15%	55%			25%	5%			
YoY	40%	46%			5%	9%			30%

资料来源: 公司资料, 交银国际

财务数据对比：新东方收入、利润水平均维持领先

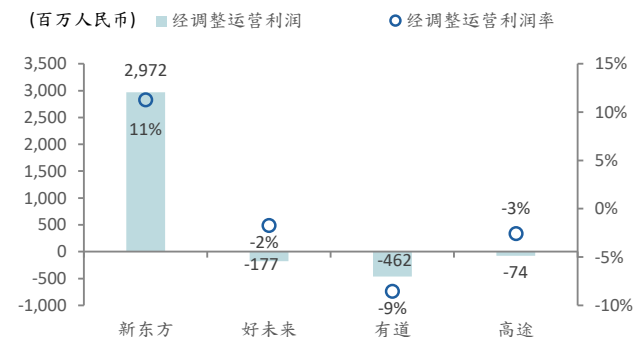
受益于快速恢复的高中及海外留学业务，以及迅速崛起的素质教育及东方甄选，新东方收入规模/增速及利润水平均好于同业。领先的规模效应下，其经调整运营费用率 45%，低于同业 58-74%。

图表 5: 2023 年，新东方、好未来收入增速领先



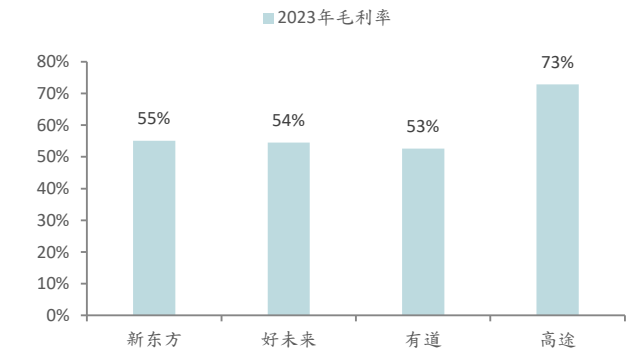
资料来源: 公司资料, 交银国际预测, 好未来为 2024 财年, 新东方为截至 2024 年 2 月末的 12 个月数据

图表 6: 2023 年，新东方经调整运营利润领先



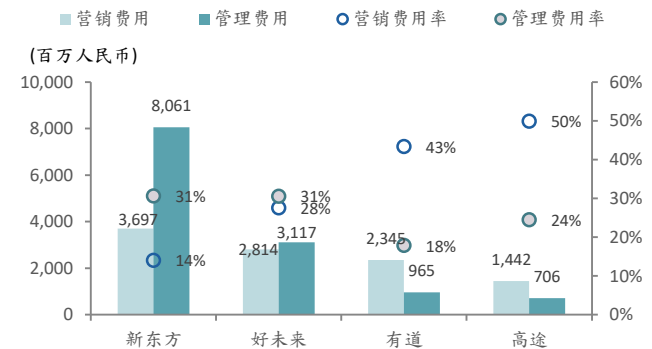
资料来源: 公司资料, 交银国际预测, 好未来为 2024 财年, 新东方为截至 2024 年 2 月末的 12 个月数据

图表 7: 高途以线上业务为主，毛利率领先



资料来源: 公司资料, 交银国际预测, 好未来为 2024 财年, 新东方为截至 2024 年 2 月末的 12 个月数据

图表 8: 2023 年，新东方运营费用率低于其他同业



资料来源: 公司资料, 交银国际预测 *均为调整后运营费用, 管理费用包括研发费用, 好未来为 2024 财年, 新东方为截至 2024 年 2 月末的 12 个月数据

⊕ **估值对比：首次覆盖新东方（9901 HK/EDU US，买入）>好未来(TAL US，买入)>有道(DAO US，买入)>高途（GOTU US，买入）**

我们看好新东方全教育培训产业的布局，行业口碑，以及管理层的执行能力；好未来坚持教育科技和内容输出，素质教育、教育科技双布局拉动业务增长；有道、学而思智能硬件产品的品牌优势在 AI 加持下或进一步迭代，助力 AI+教育成为最先落地的 AI 应用场景之一。

同时，优秀的教培公司也在不断尝试新业务创新，从人口年龄层的覆盖、教育场景的覆盖上，进一步巩固公司口碑及品牌优势，积极应对长期人口结构转变的趋势，例如：新东方布局文旅业务，进一步拉长覆盖用户年龄层，好未来尝试出海，面向海外华人普及中国文化，有道、好未来分别发布大模型，布局垂类学习需求，高途拓展出国留学考培等等。

我们按行业平均估值，给予领先教育公司 20 倍市盈率，线上业务受短期需求放缓影响需调整产品形式以更好的满足学生和家长学习需求，对标线上服务公司平均估值给予 15 倍市盈率，硬件对标行业平均 0.7 倍市销率。

新东方/好未来受益于口碑及办学经验积累快速增长，有道虽在素质素养课程上仍需探索，但考虑到教育硬件产品的品牌优势，公司估值吸引。高途 K12 相关课程收入持续高速增长并释放利润，虽短期业务调整及技术投入使得公司整体利润承压，但核心业务估值仍有提升空间。

偏好顺序：新东方（9901 HK/EDU US，买入）>好未来(TAL US，买入)>有道(DAO US，买入)>高途（GOTU US，买入）。我们认为，新东方的领先地位及以上核心优势仍可支撑其业务的确定性；好未来作为同样优秀的教育机构，应在估值层面与新东方保持一致（线下教育 20 倍市盈率），但是我们仍需观察其线上教育转型、硬件业务持续投入升级效果，及短期大模型相关投入对业务盈利能力拉动的可见性，未来 1 年，其估值水平或将持续低于新东方，仅考虑线下教育+硬件估值贡献，股价提升空间（26%）；有道估值处于行业最低，主要因为其教育业务仍需持续探索完善体系，以及仍处于亏损阶段，但我们认为其业务调整后收入将恢复健康增长，亦有望提前实现盈利。高途 K12 相关素养课程利润率稳定提升，虽线上业务需求恢复或慢于线下，但随行业整体增长趋势，我们认为其核心业务估值仍有提升空间。

虽然在未来 1 年内，对应我们的目标价，新东方股价上升空间或小于好未来、有道及高途，但是考虑到现阶段市场波动仍大，我们仍将其排在我们**偏好首位**，主要由于其业务稳定性更强，业务分散有防御性，并有持续的利润释放。

图表 9: 重点公司预测及估值摘要

公司	股票代码	最新股价 (当地货币)	目标价 (当地货币)	上涨空间	市盈率 (倍)	市销率 (倍)	核心业务估值				复合增长率	
							线下教育 2024E*	线上教育 2024E*	其他 2024E	硬件 2024E*	收入 2022-25E*	调整后利润 2022-25E*
新东方	9901 HK/ EDU US	58.7	70	19%	22	2.7	20x P/E		20x P/E 东方甄选	15x P/E	23%	39%
好未来	TAL US	11.4	14.4	26%	84	4.1	20x P/E	15x P/E	10x P/E SaaS	0.7x P/S	27%	2024财年转正
有道	DAO US	4.1	6.3	54%	NA	0.5		15x P/E		0.7x P/S	14%	2024年转正
高途	GOTU US	2.5	3.1	23%	29	1.1		15x P/E			21%	33%

资料来源: 公司资料, 彭博, 交银国际预测 *新东方、好未来为截至2025年2月年度预测, 2023-26年2月年度数据, 最新股价截至2023年11月27日

图表 10: 可比公司估值表

公司	代码	收盘价 (当地货币)	市值 (百万美元)	-----市盈率----- (倍)			-----市销率----- (倍)			-----收入----- (报表货币，百万)			-----调整后净利润----- (报表货币，百万)		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
K12 非学科															
新东方	9901 HK	58.7	12,796	28	22	18	3.3	2.7	2.3	3,858	4,693	5,522	455	585	696
好未来	TAL US	11.4	7,272	NA	84	46	5.1	4.1	3.5	1,426	1,780	2,093	5	87	157
高途	GOTU US	2.5	569	NA	29	12	1.3	1.1	0.9	2,888	3,622	4,475	10	134	317
网易有道	DAO US	4.1	507	NA	NA	20	0.6	0.5	0.5	5,403	6,455	7,411	-510	2	176
平均				28	45	24	2.6	2.1	1.8						
学前															
盛通股份	002599 CH	7.7	579	220	49	34	1.7	1.6	1.4	2,407	2,666	2,927	12	83	121
爱婴室	603214 CH	16.8	331	25	21	19	0.6	0.6	0.5	3,673	4,058	4,468	95	111	128
平均				122	35	26	1.2	1.1	1.0						
职业教育/培训															
中公教育	002607 CH	4.5	3,917	51	32	26	6.3	5.0	4.3	4,419	5,559	6,489	405	817	1,071
中教控股	839 HK	6.2	2,024	7	6	5	2.6	2.3	2.0	5,592	6,410	7,253	2,018	2,300	2,586
粉笔	2469 HK	4.9	1,403	29	18	13	3.0	2.5	2.1	3,289	3,949	4,738	361	566	776
春来教育	1969 HK	6.2	955	11	9	7	4.5	4.1	3.0	1,510	1,659	2,278	655	739	1,021
传智教育	003032 CH	15.8	888	45	33	26	9.5	7.7	6.5	665	827	983	141	194	244
中国东方教育	667 HK	2.7	761	12	8	6	1.3	1.1	1.0	4,286	4,914	5,575	443	654	842
希望教育	1765 HK	0.5	475	4	4	3	0.9	0.8	0.7	3,636	4,179	4,750	835	940	1,091
平均				23	16	13	4.0	3.4	2.8						
硬件															
小米	1810 HK	15.1	48,573	20	21	19	1.3	1.1	1.0	272,965	305,124	339,342	17,203	16,190	18,266
联想	992 HK	9.7	15,166	14	10	8	0.3	0.2	0.2	56,671	62,481	67,194	1,111	1,608	1,949
平均				17	16	14	0.8	0.7	0.6						

资料来源: 彭博, 交银国际 *新东方、好未来、高途、网易有道为交银国际预测, 其余为彭博一致预期; 股价截止 2023 年 11 月 27 日, 新东方、好未来为 2024-26 财年数据

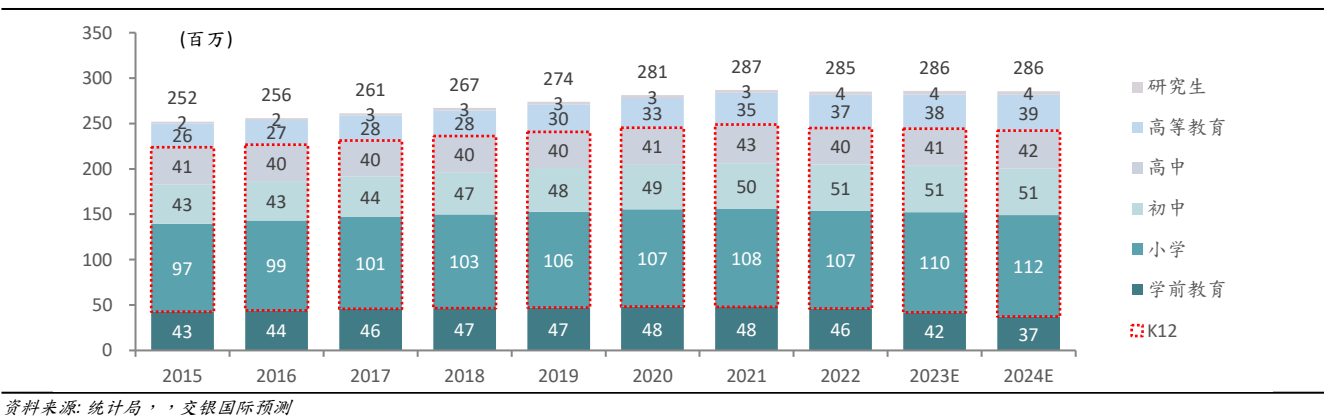
中国教育体系：供给规范化，需求规模大

需求侧：规模可观

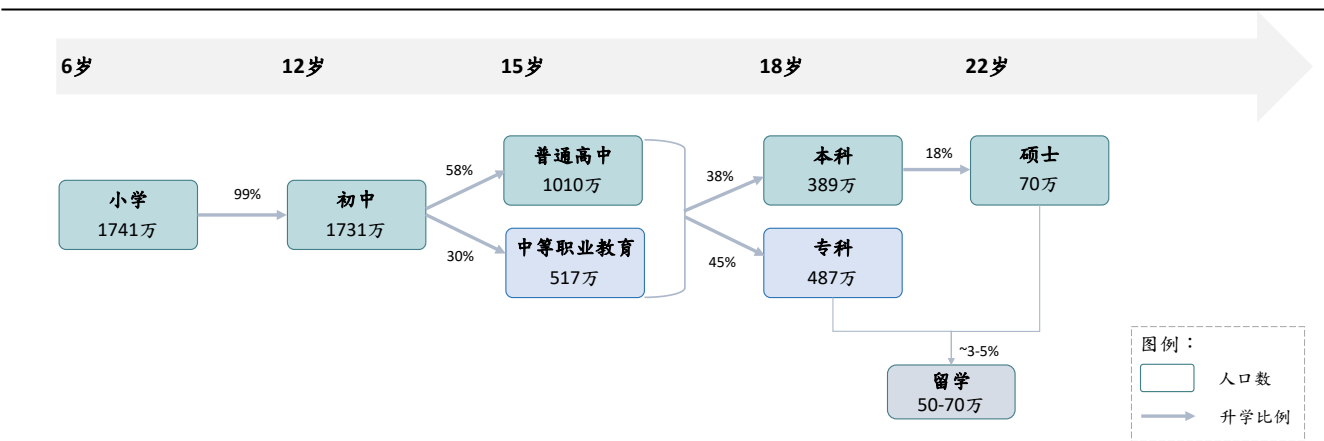
④ 人口：未来 3-5 年，K12、高等教育阶段适龄人口仍将维持微增趋势

2022 年，中国在校生约 2.85 亿，其中 K12 在校生占比 70%。根据图表 12 中升学进程推算，未来 3-5 年，K12、高等教育适龄人口仍将维持微增趋势。

图表 11: 中国在校生分布：2023 年 K12 占比 70%+



图表 12: 各教育阶段对应年龄及升学率

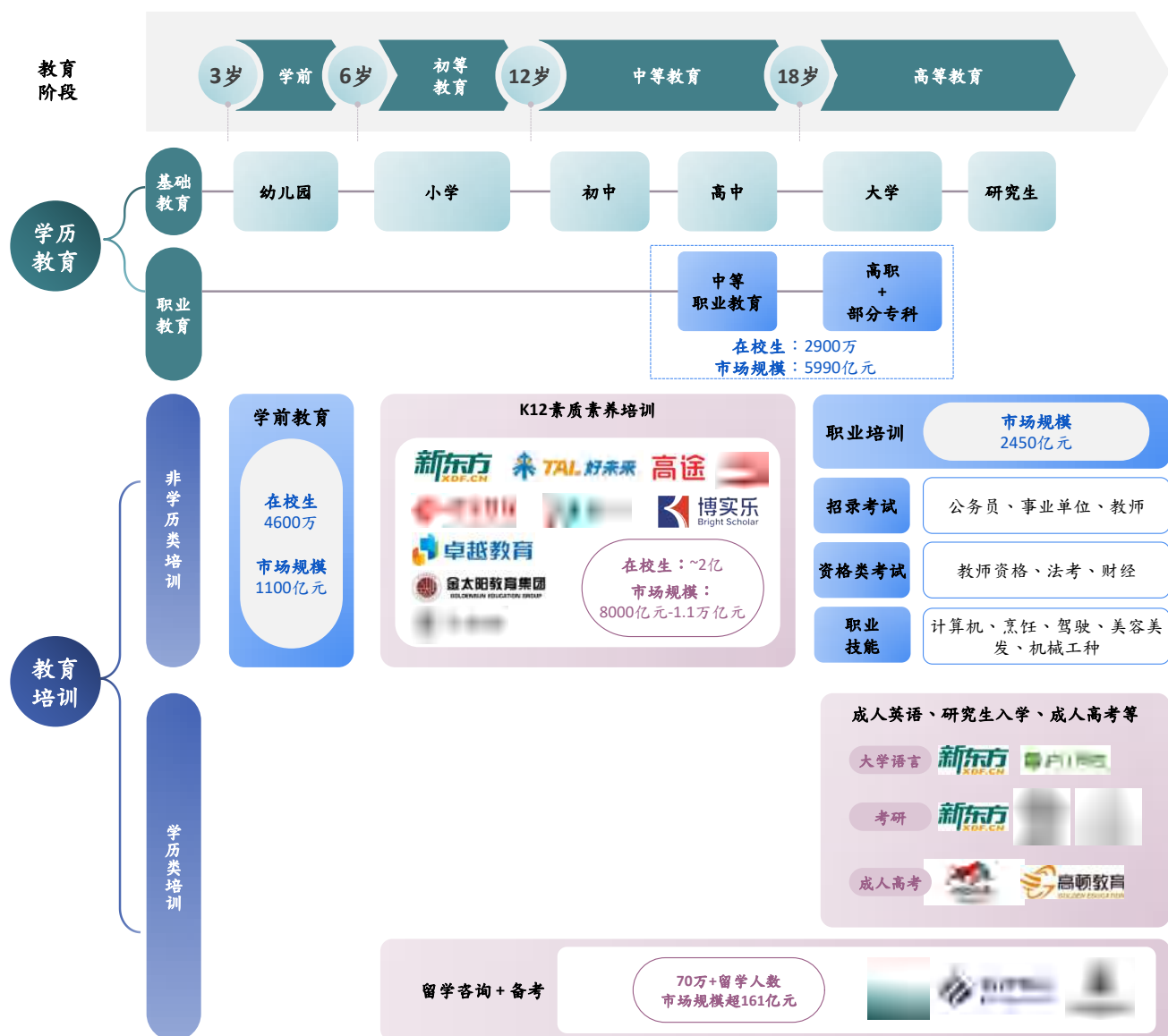


需求场景：K12 课外培训、职业培训等满足学历教育之外的学习场景

中国教育体系以学历教育为主（如图表 13 所示），以校外培训为辅。校外培训通常包括：1）未成年阶段：学前阶段的启蒙及 K12 课外培训，主要为丰富课堂外生活，提升素质素养；2）成人培训：有更强的目的性，如与学历教育相关的大学英语、研究生入学考试培训，或者可直接促成/影响就业的招录、资格类考试培训，以及技能培训。

如下图所示，K12 课外培训对应可渗透用户及市场规模最高（长期或达 8000 亿元-1.1 万亿元）。

图表 13: 中国教育体系一览及部分子版块教育培训主要机构



资料来源: 统计局, 艾媒, 艾瑞, 弗若斯特沙利文, 新东方招股书, 粉笔招股书, 交银国际预测, 蓝色为 2022 年数据, 粉色为长期增长空间测算

供给侧：K12 教育公司积极转型

K12 教育公司加速业务转型，在此前业务积累下，向素质教育、成人培训、出海/留学，以及多渠道、多元化文化及内容输出探索，例如 AI+智能硬件，如新东方拓展研学、文旅等新业务，好未来推出学习机 xPad 及数学大模型 MathGPT，高途以雅思为基点，拓展留学业务，有道在 AI 大模型加持下发展智能硬件及素质教育业务。职业教育及职业培训公司在政策支持下，提升招生规模，实现核心业务稳健增长。

图表 14: 主要教育公司一览



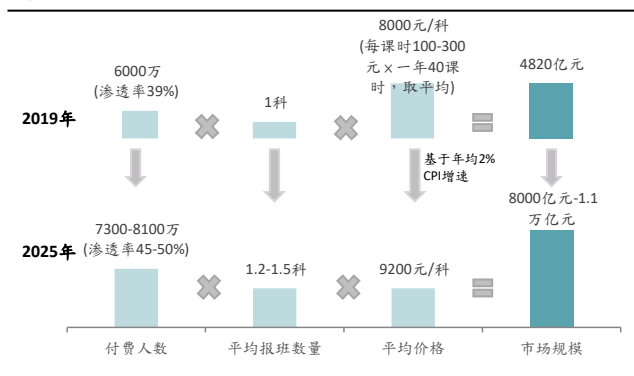
资料来源: 公开资料, 交银国际

K12—素质教育：培训需求空间大

市场空间：生源基数大，拉动 0.7-1.3 倍增长

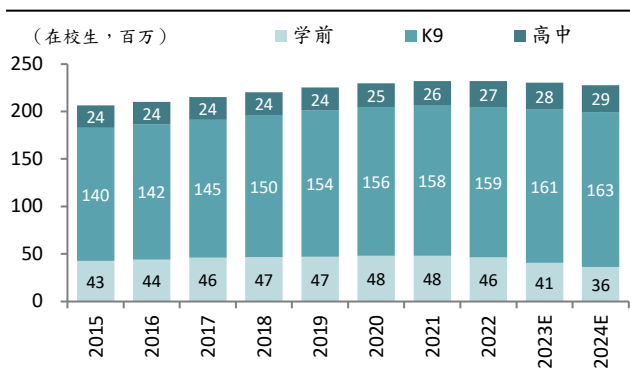
素质教育市场规模较 2019 年或有 68%-130% 增长空间。根据艾媒咨询数据，2019 年素质教育市场规模为 4,820 亿元。我们基于图表 15 的假设逻辑，估算 2025 年素质教育市场规模达 8,000 亿元-1.1 万亿元，较 2019 年有 0.7-1.3 倍增长空间，主要驱动来自 K9 在校生参培率提升及人均报班数量潜在增加。

图表 15: 素质教育规模较 2019 年有 0.7-1.3 倍空间



资料来源: 艾媒咨询, 交银国际预测

图表 16: 素质教育潜在生源



资料来源: 国家统计局, 交银国际预测

我们认为素质教育市场主要有以下三大增长驱动：

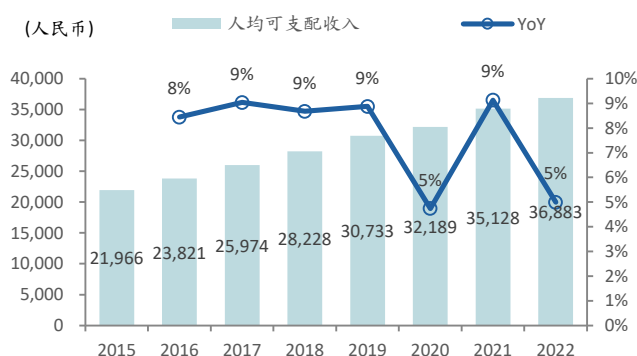
- ④ **潜在生源基础大。**我们在测算中仅考虑 K9 在校生，2022 年为 1.6 亿，实际部分素质教育课程招生亦面向学前及高中在校生（4600 万/2700 万），若将二者纳入计算，则市场规模将进一步放大。
- ④ **利好政策加持下，家长对素质素养教育意识提升、课程多样化等因素将催化参培、扩科、复购需求。**
 - 1) **体育、美术、编程等纳入升学制度提升学习需求（图表 19）。**自 1993 年提出应试转向素质教育以来，随着升学制度变革，素质教育刚需性提高。2020 年教育部将体育纳入中考并逐步提高分值，部分地区将编程纳入中考范围，2023 年教育部宣布将全面实行美术中考。
 - 2) **素质教育课程多样，有望拉动学生渗透率提升，并带来扩科机会，人均报课数量应有增加空间。**
- ④ **人均可支配收入维持逐年增长趋势。**顺应国家对多元化、高素质人才培养的政策支持。我们认为家庭支出中，学科培训支出将部分转向素质素养及研学等。

图表 17: 素质教育课程设置

艺术教育	音乐、美术、舞蹈、戏剧、表演主持等
语言能力	文学素养等
STEAM	思维能力、科学素养、少儿编程、机器人等
体育运动	篮球、足球、羽毛球、网球、游泳、跆拳道等
其他	棋类培训、生活素养、游学研学等

资料来源: 艾瑞, 浪潮数据研究院, 交银国际

图表 18: 人均可支配收入逐年提升



资料来源: 统计局, 交银国际

图表 19: 素质教育的重视进一步提升

时间	事件
1993 年	中共中央、国务院发布《中国教育改革和发展纲要》，指出中小学应从应试转向素质教育，全面提高学生的思想道德、文化科学、劳动技能和身体心理素质
1997 年	国家教育委员会制定《关于当前积极推进中小学实施素质教育的若干意见》
1998 年	国家教委提出《推进素质教育调整中小学教育教学内容、加强教学过程管理的意见》
1999 年	中共中央、国务院发布《关于深化教育改革全面推进素质教育的决定》，系统部署素质教育实施 召开第三次全国教育工作会议，发出深化教育改革、全面推进素质教育的动员令，素质教育进入全面推进阶段
2001 年	国务院印发《关于基础教育改革与发展的决定》，部署全面推进中小学素质教育，要求加快构建符合素质教育要求的新基础教育课程体系
2018 年	教育部发布《教育信息化 2.0 行动计划》，提出加强信息素养培育，将编程教育纳入中小学课程
2019 年	中共中央、国务院发布《关于深化教育教学改革全面提高义务教育质量的意见》，提出坚持五育并举，全面发展素质教育
2020 年	国家体育总局、教育部发布《关于深化体教融合 促进青少年健康发展的意见》，提出将体育科目纳入中考计分科目，并逐步提高分值 北京市海淀区相关教育管理部门发文，将编程纳入中考范围，不及格不予颁发毕业证
2023 年 5 月	教育部门在有关全国九年义务教育阶段中小学美育教学的相关会议上，明确将在 2023 年全面实行美术中考

资料来源: 公开资料, 国务院, 教育部, 交银国际

素质教育公司对比

当前，素质教育培训市场仍相对分散。但头部机构随线下教学点扩张、OMO 课程拓展触达人群，长期份额有提升机会。

1) 好未来/新东方等作为全国性机构，基于线上线下教学资源及品牌优势，课程覆盖、线下教学中心数量、教师资源、业务规模均领先。在持续释放的素质教育培训需求驱动下，基于线下教学点扩张，二者依旧维持高速增长，2023 年 8 月季度，新东方/好未来素质素养收入增 47%/92%（人民币口径）。

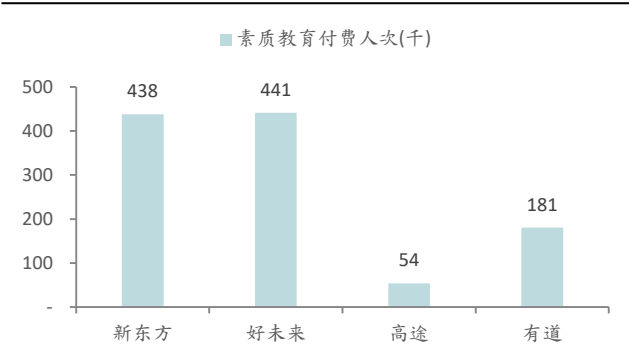
2) 有道、高途素质教育收入亦保持较快增长，有道的素质教育课程中棋类及编程已经形成一定特色，具备一定规模。

图表 20: 主要素质教育公司覆盖课程对比：新东方、好未来领先，有道亦形成一定规模

分类	课程	新东方	好未来	高途	有道
艺术教育	美术	●	●		●
	音乐				●
	书法	●			
语言能力	人文创作/作品赏析		●	●	●
	思辨与口才	●			●
	双语素养/双语故事表演	●		●	
	国际（留学预备）	●	●		
STEAM	机器人	●	●		
	编程	●	●	●	●
	脑力与思维/创新思维	●	●	●	
	科学实验	●	●		●
其他	围棋/象棋	●	●		●
	游学/研学	●	●		●

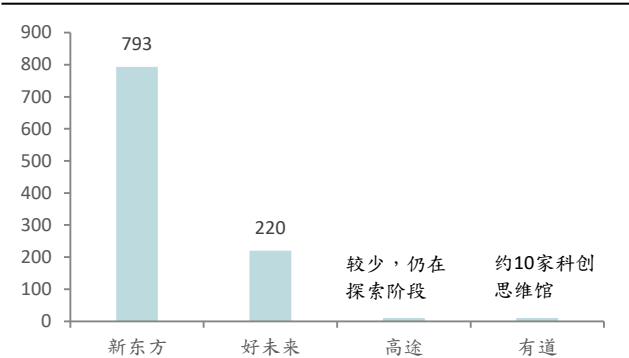
资料来源: 各公司官网/APP, 交银国际

图表 21: 2023 年 3 季度素质素养付费人次



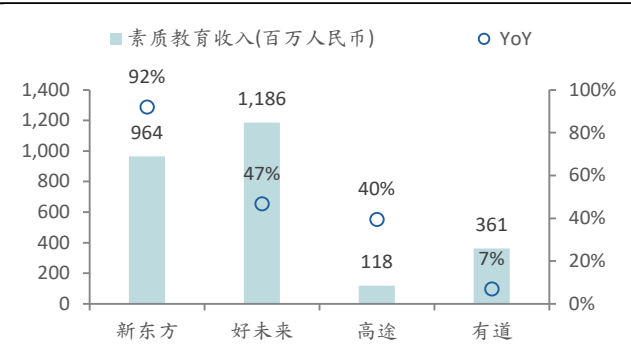
资料来源: 公司资料, 交银国际, 新东方/好未来为 2023 年 8 月季度

图表 23: 线下教学点



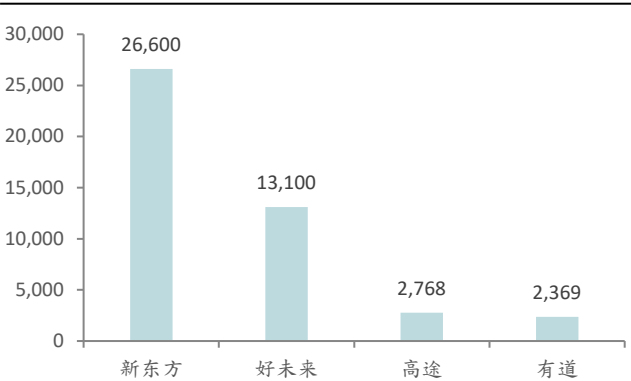
资料来源: 公司资料, 交银国际, 新东方、好未来为最新 8 月季度末数据

图表 22: 2023 年 3 季度素质素养业务收入



资料来源: 公司资料, 交银国际, 新东方/好未来为 2023 年 8 月季度

图表 24: 教师人数



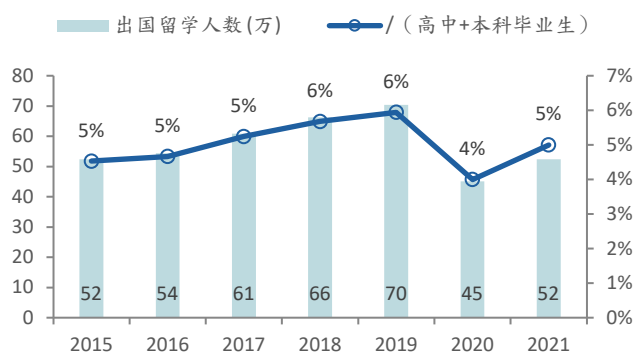
资料来源: 各公司最新年报, 交银国际; 好未来为全职员工总数+合约教师数量, 高途为全职+合约教师合计, 有道教师数据包括产品服务运营

留学咨询及备考：头部机构留学快速复苏

留学市场逐步回暖。2023 年以来，随着出入境政策放宽，国际航班逐步恢复，留学市场呈现回暖趋势。在“[2023 新浪&微博留学行业发展论坛](#)”上，微博运营泛生活部总经理李梁提出，我国留学服务市场已接近 2019 年水平，即对应留学人数/市场规模（70 万/161 亿元，教育部、前瞻产业研究院及观研数据）。

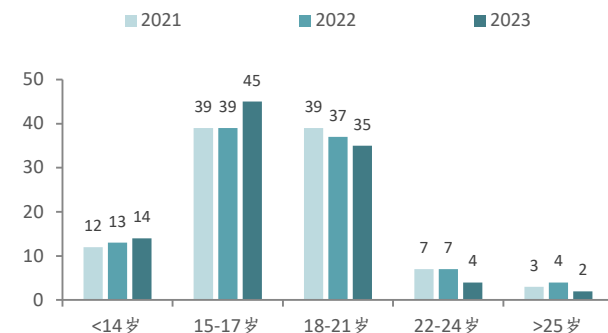
市场格局：新东方维持领先。新东方前途出国为留学市场龙头，2022 年咨询及备考份额均为 40%。根据百度地图大数据公布，留学中介产业相关机构数量在 2020 年减少超 15%，行业结构调整向头部集中。但留学市场门槛较低，新玩家仍有机会通过差异化服务入局，如高途、有道均已发布留学品牌，但尚在起步阶段，目前收入占比仍低。我们认为新东方作为行业龙头，应继续享有先发优势及品牌影响力，维持行业领先地位。

图表 25: 出国留学人数



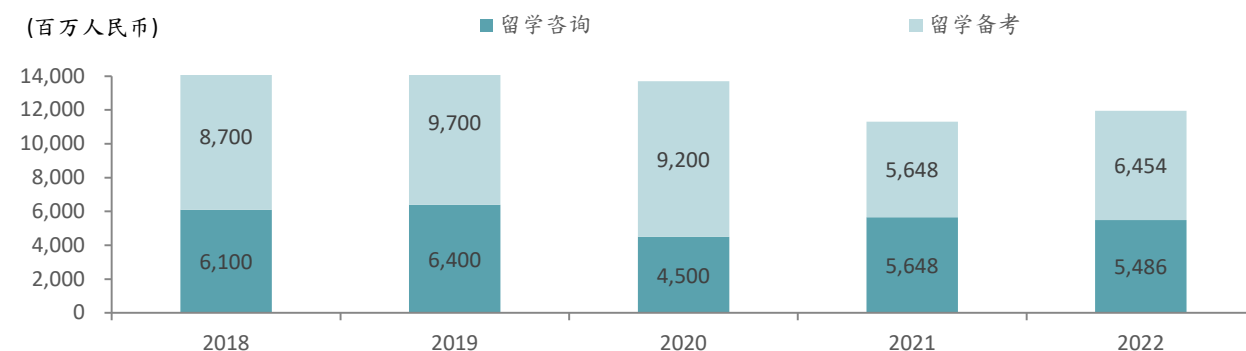
资料来源: 教育部, 交银国际

图表 26: 本科及以下留学意向人群年龄阶段(%)



资料来源: 新东方前途出国《2023 年中国留学白皮书》，交银国际

图表 27: 2022 年留学咨询+备考市场规模 119 亿元



资料来源: 统计局, 前瞻产业研究院, 观研, 交银国际

智能教育硬件：技术+内容+品牌力是竞争关键

智能教育硬件基于 AI、大数据等先进技术，结合摄像头等硬件支持，升级改造传统学习/早教工具，提升自主学习效率，同时减轻父母的陪伴及辅导压力，提升家庭教育质量。同时，技术转型也是教育企业的一大战略方向，多样化的输出教育内容，实现普惠教育，是各教育机构的主要目标之一。

教育硬件产业链主要包括：

- ① **上游**硬件、技术、内容提供商以及代工厂。
- ② **中游**智能教育硬件品牌商，产品类型丰富，覆盖学生多样化学习场景。
- ③ **下游**销售渠道，主要为天猫、京东等线上电商平台以及线下体验店。

智能教育硬件产品类型丰富，覆盖学生多样化学习场景，可根据产品定位和应用场景，基于内容/工具属性、素质/学科培养方向分类在四个象限。学科培训转型公司内容资源优势明显，硬件布局通常更倾向于内容向产品。

图表 28: 智能学习硬件产业链



资料来源：艾瑞，交银国际

智能学习硬件市场规模

2C 硬件市场规模 2021-26 年复合增速 18%，学习平板应用最广，预计 2023 年占总体市场份额 35%

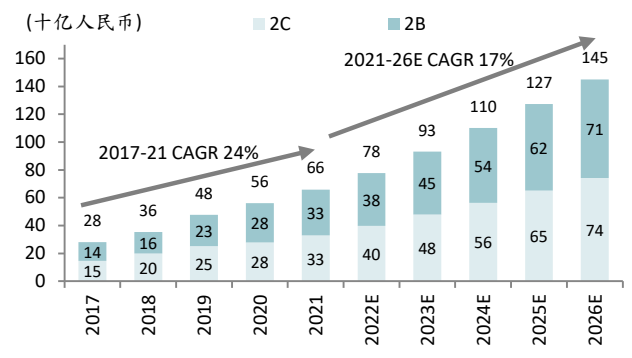
根据弗若斯特沙利文预测，中国智能学习硬件市场 2026 年规模或达 1,450 亿元，2021-26 年复合增速 17%，包含 2B 和 2C 两类。其中：

2B 行业主要以向教育机构、学校出售教学硬件，主要为政府或教培机构采购，增长主要受新增机构数量和政府采购拉动。

2C 硬件市场规模 2026 年预计约达 740 亿元，2021-26 年复合增速 18%，高于行业平均，主要受优质教育资源、内嵌 AI+教育应用及覆盖多样学习场景拉动，

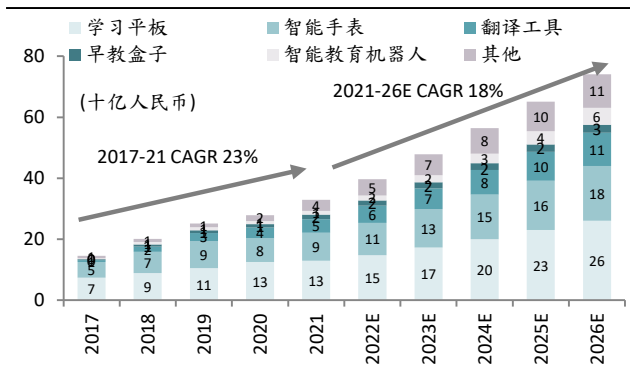
未来需求想象空间大。2C 消费级产品中，学习平板市场规模最高，随各品牌商对产品的升级和新场景的探索，我们预计学习平板市场或有可能超越目前行业预测规模。

图表 29: 中国智能学习硬件市场 2021-26 年复合增速 17%



资料来源: 读书郎招股书, 弗若斯特沙利文预测、交银国际

图表 30: 2C 智能学习硬件市场结构



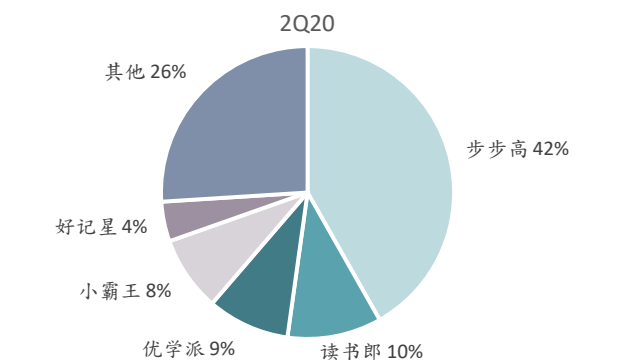
资料来源: 读书郎招股书, 弗若斯特沙利文预测、交银国际

学习平板：新玩家产品迭代迅速，依靠技术、内容、品牌力优势销量激增

学习平板目前多采取代工模式，因此新玩家入局门槛相对较低，但在激烈的竞争环境中想要脱颖而出，仍需依赖差异化产品体验或内容优势吸引购买。

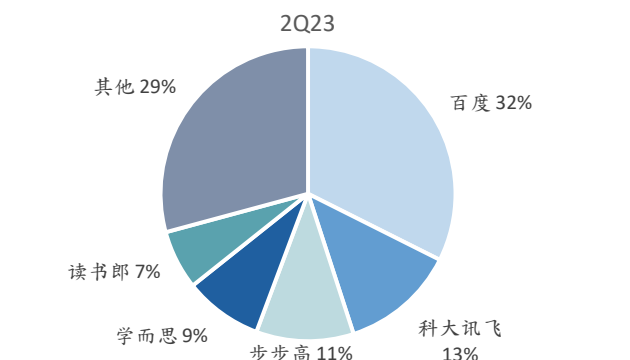
根据 IDC 数据，2023 年 2 季度，百度领先学习平板出货量份额，占比 32%，科大讯飞次之，占比 13%，二者凭借技术及品牌影响力优势均超过了 2020 年同期的行业领先者步步高。学而思也在优质学习内容加持下进入前四名，出货量份额 9%。

图表 31: 2020 年 2 季度学习平板出货量份额



资料来源: IDC, 交银国际

图表 32: 2023 年 2 季度学习平板出货量份额



资料来源: IDC, 交银国际

新玩家产品迭代迅速。对比新玩家在学习平板领域的布局，我们看到科大讯飞最早推出AI学习平板，并以每年1-2款的速度迭代新产品。百度晚于科大讯飞，但凭借领先的AI技术优势及强大的品牌影响力，已经推出约15款不同价格区间产品，以面向最广泛的用户群体，其中包括内嵌高思核心课程的高端版。目前，百度、科大讯飞的新产品均已搭载自研大模型应用，升级智能交互功能。

学习平板变现包括硬件+内容付费+增值服务。除一次性支付的硬件费用外，学习平板可作为流量入口，1) 内置精品学习资源，通过付费订阅方式收费，如新东方学习机已形成稳定的课程付费，2024 财年1 季度内容订阅人数达18 万人；2) 针对自主学习过程中遇到的问题提供真人答疑、学习顾问等额外增值服务。

对比以上主要玩家在学习机市场的表现，我们认为学习机仍将维持激烈竞争，有技术、内容、品牌力等多重积极因素加持的公司将更具竞争力。**好未来、有道**多年培训经验积累大量教学资源，后续有望随大模型应用提升AI交互能力，基于产品迭代维持销量增长。

图表 33: 新玩家学习平板布局

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	价格区间 (人民币元)
科大讯飞	5月：发布首款学习机	7月：升级为AI学习机，发布X2 Pro	1月：发布Q10，定位小学生； 7月：发布T10，新增/升级16项AI功能，包括AI精准学、AI学习计划等	4月：发布低价版定位C10； 6月：发布X3 Pro与Q20，升级AI口语训练	2月：发布T20/T20 Pro，首次搭载星火认知大模型； 7月：发布LUMIE10/10 Pro，定位立式大屏学习机	1,699-9,799
百度			3月：发布首款智能学习平板M10	4月：推出类纸质保护屏学习平板G16； 发布大屏护眼学习机P20	2月：发布首款光学护眼学习平板； 3-8月：升级搭载文心大模型，并推出高思课程绑定版	1,449-9,799
有道				7月：发布首款学习机Y10； 10月：发布X10，首月销量>1万		2,499-3,999
学而思					2月：发布首款学习机xPad，搭载1000万分钟学而思自研课程	2,999-5,199

资料来源: 公司资料，公开资料，交银国际

图表 34: 部分学习机品牌旗舰机型对比

	有道 Y10	有道 X10	学而思 XPAD	小度学习机 Z20 Plus 高思豪华版
				
上线时间	2022 年 7 月	2022 年 10 月	2023 年 2 月	2023 年 6 月
价格	2499 元	3299 元	4599 元	4499 元
芯片	高通 8 核芯片	MediaTek G80 八核芯片	联发科 MT8183	8 核
屏幕	10.1 英寸/IPS 屏/分辨率/窄边框 宽度/莱茵低蓝光认证	10.6 英寸/2K 全面屏/2000*1200 分 辨率/德国莱茵低蓝光认证	11 英寸 IPS 类纸屏	13.3 英寸
摄像头	前摄 800W，后摄 800W	前摄 800W，后摄 1300W	前摄 1300W，后摄 1300W	前摄 800W，后摄 500W
内存	4G RAM, 64G ROM	4G 内存+128G 存储+最大支持 2T 扩展	6GB RAM+128G ROM	6GB RMB+256GB ROM
电池	7500mAh	7700mAh	7500mAh	9000mAh
主打亮点	1) AI 精准学； 2) 教材同步学； 3) 真题试卷模拟； 4) 数学作业试卷诊断； 5) 有道精品英语； 6) 有道中文图书馆； 7) 远程辅导； 8) 六重智能护眼	1) 全科教材（中小学）免费 学； 2) 数学诊断，1.5 亿题库+1000 万教辅题目； 3) 20 万套真题练习，AI 智能批 改、解析； 4) 5100+知识点视频讲解； 5) 错题收集攻克	1) 学而思自研 OS 系统； 2) 1000 万分钟学而思老师讲授 视频； 3) 多样学习工具； 4) 趣味互动学； 5) 10 层类纸，真护眼屏； 6) 超广角 AR 镜 7) 家长管控	1) 小度智能 OS 系统； 2) 高思教育内容独家授 权，1 万+节课程； 3) AI 诊断，个性化学习； 4) AI 作文老师、AI 口语陪 练； 5) 200 万分钟免费资源； 6) 第二代类纸屏； 7) 多娃学习账户； 8) 家长管控

资料来源: 公开资料，交银国际

大模型应用逐步落地，赋能个性化教学

教育落地场景丰富，有望成为大模型最有前景的应用方向之一。大模型带动个性化教学、使一对一 AI 辅导成为可能，提升学生自主学习效率。头部教育公司及重点科技公司均有在教育领域大模型布局，目前均已通过工信部备案。

对比重点公司教育领域大模型（图表 35），我们看到布局时间相差无几。头部科技公司基于通用大模型延展至教育领域，如百度基于文心一言推出针对智能设备的灵机大模型，并应用在小度学习机。教育公司基于自有业务场景推出教育垂直大模型，如好未来推出 MathGPT，主要围绕数学解题、讲题。

大模型落地场景主要包括：1）落地现有电子设备，赋能个性化教育，如我们前文中提到的学习平板、翻译笔等，通过大模型能力，实现 AI 对话、AI 讲题等用户交互，提升硬件的市场竞争优势。2）以软件形式落地应用，如有道 10 月推出搭载“子曰”教育大模型的虚拟人口语教练 Hi Echo 微信小程序和 App。

有道：推出内地首个教育大模型，应用场景丰富，应用落地、商业化领先。依托多年 AI 技术积累，有道推出子曰大模型，是内地首个教育大模型，且落地应用、变现具备领先优势：

- 1）为现有服务及设备提升能力赋能，如 AI Box 功能带动翻译订阅收入快速增长，有道翻译笔 X6 Pro 作为第一款搭载大模型 AI 陪练的翻译笔产品，上线后带动词典笔激活量同比增 20%。
- 2）有道 Hi Echo 口语教练微信小程序具备真实场景口语练习、多场景应用环境及测评报告，有望在长期带来订阅收入进一步提升。

图表 35: 大模型对比

公司	有道	科大讯飞	好未来	百度
大模型	子曰大模型	讯飞星火认知大模型	数学大模型 MathGPT	文心一言大模型+灵机大模型
发布时间	2023 年 5 月	2023 年 5 月	2023 年 8 月	2023 年 5 月
获批时间	2023 年 11 月	2023 年 8 月	2023 年 11 月	2023 年 8 月
种类	自研垂直大模型	自研通用大模型	自研数学垂直大模型	文心一言：自研通用大模型 灵机：智能设备应用大模型
应用场景	1) LLM 翻译； 2) 虚拟人口语教练； 3) AI 作文指导； 4) 语法精讲； 5) AI Box； 6) 文档问答	星火认知大模型 V2.0 发布，开发教师助手、学习助手等教育行业落地场景： 1) 英语 AI 陪练； 2) AI 学习机； 3) 讯飞听见，支持内容生成和批改辅导等	数学解题： 1) 解对； 2) 步骤稳定清晰； 3) 讲题个性化兼备趣味性	AI 互动讲题、 写作指导、 口语练习
功能落地	1) 有道词典笔开口说、有道翻译 AI-Box 功能； 2) 围棋课程中基于 AI 的语音复盘；3) 后续将落地到 AI 学习机 X20 中	1) 最新多款学习机搭载大模型，进行中英文作文类人批改和内容生成； 2) 开发者调用	将以解题和讲题算法为核心推出产品级应用	1) 学习机、学习手机等； 2) 开发者调用

资料来源: 公司资料，交银国际

成人培训：新东方布局早，品牌优势支撑规模领先

成人培训覆盖广泛，主要包括成人英语、考研及职业培训等，在政策持续支持、鼓励下，行业规模稳定增长。

④ 成人英语培训：应试英语培训潜在用户逐年增长，参培率有提升空间

成人英语培训主要面向高等学校在校生及职场人群，根据学习目的对应不同课程。应试培训通常针对过往考题制定标准化课程，以班课为主。针对职场人群的使用英语培训更偏个性化，根据个人的英语能力安排学习课程，以小班及 1 对 1 课程为主。

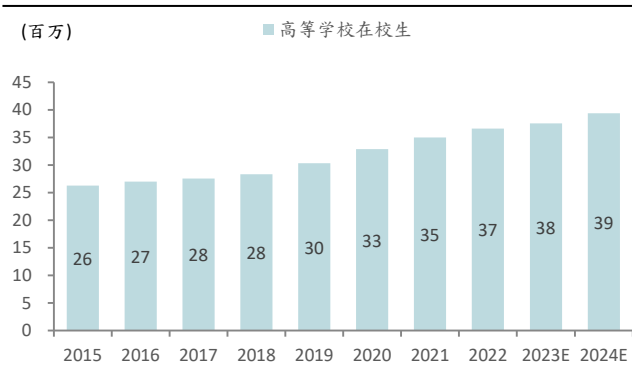
图表 36: 成人英语考试分类，按学习目的分为应试英语及实用英语

	应试英语	实用英语
学习目的	短期升学考试、四六级等考级等应试需求	提升英语沟通能力
面向用户	在校生	职场人群
用户特点	时间充裕	时间紧张、有一定社交需求
消费能力	相对更低	相对更高
产品特征	标准化程度高	个性化程度高
班型	班课为主，线上渗透率高	小班课或 1 对 1 为主，线上渗透率相对较低
产品定价	上千到几万	万元以上为主
主要玩家	新东方、沪江网校、环球教育等	有道精品课、华尔街英语、英孚英语等

资料来源: 艾瑞, 交银国际

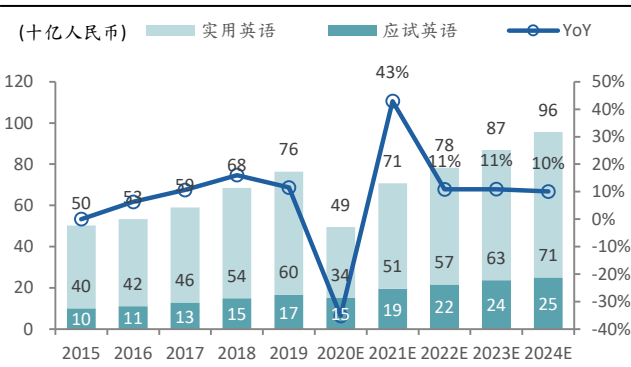
艾瑞预计，2023 年成人英语市场规模达 870 亿元（不包括海外留学英语考培），维持 10%+稳健增速，其中应试英语 240 亿元，实用英语 630 亿元，我们估算分别对应报名人数 600 万/400 万，其中应试英语占高校在校生比为 16%。我们按教育部数据估算，2023-24 年高等教育人口数仍将逐年增长达到 3,800 万，应试英语报名人数也相应将有提升空间。

图表 37: 高等学校在校人数逐年增长



资料来源: 教育部, 交银国际预测

图表 38: 成人英语市场规模有望维持稳健增长

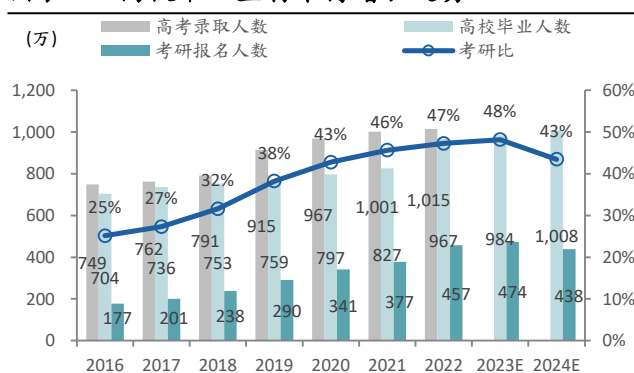


资料来源: 艾瑞预测, 交银国际

④ 考研：潜在用户增长及参培率提升驱动市场规模扩张

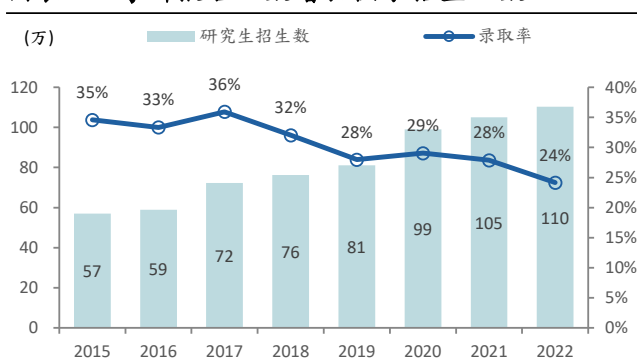
报名人数及参培率潜在提升驱动市场规模增长。高考录取人数仍呈增长趋势，预示着高校毕业人数将维持上行。2024 年度考研报名人数同比降 8% 至 438 万，但仍维持历史较高水平。根据易观数据，2022 年考研市场规模达 170 亿元，2020-22 年复合增速 23%，主要驱动来自考研报名人数及参培率提升。

图表 39: 高校毕业生将维持增长趋势



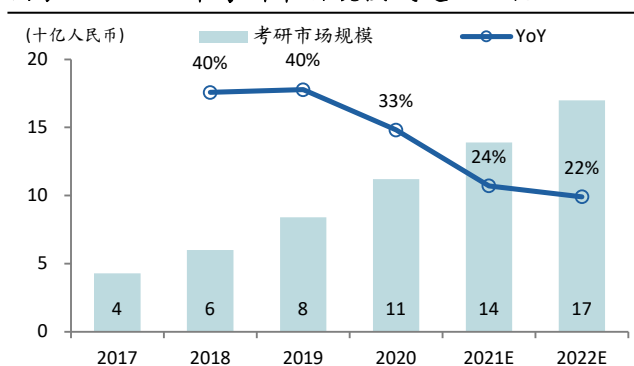
资料来源：教育部，《2024 中国大学生考研白皮书》，交银国际

图表 40: 考研报名人数增长快于招生人数



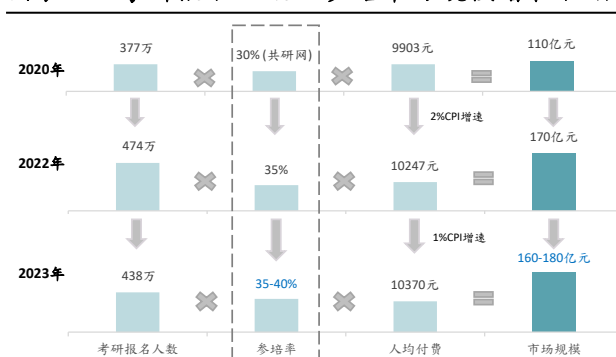
资料来源：教育部，《2024 中国大学生考研白皮书》，交银国际

图表 41: 2022 年考研市场规模或超 170 亿元



资料来源：易观分析，交银国际

图表 42: 考研报名人数及参培率为规模潜在驱动



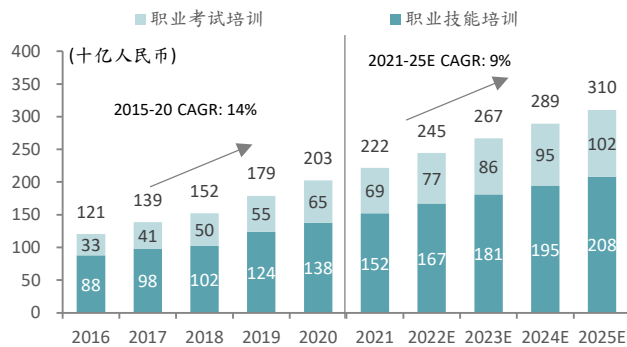
资料来源：易观分析，北京商报，交银国际预测，2023 年报名人数为报考 2024 年度研究生人数

新东方具备大学英语和考研赛道先发优势。我们认为，新东方在大学英语及考研市场布局早，积累了丰富的教学资源 and 品牌认知度，具备先发优势，收入规模将持续领先，我们预计其 2024 财年（财年末截至 2024 年 5 月）大学/成人考试收入达 10 亿人民币，同比增 26%。

④ 职业培训：政策支持下，职业培训需求持续释放

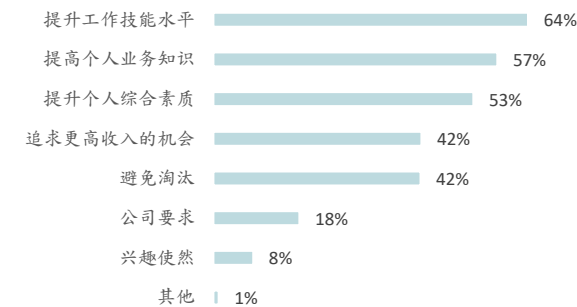
如图表 43 所示，非学历职业培训主要包括职业考试培训（招录类+资格类考试）和职业技能培训。弗若斯特沙利文预测，2025 年中国非学历职业教育培训市场规模预计 3100 亿元，2021-2025 年复合增长率 9%。我们认为主要驱动为：1) 政策支持；2) 消费者通过职业培训提升自身知识储备、技能的专业性。

图表 43: 职业培训市场 2021-25 年复合增速 9%



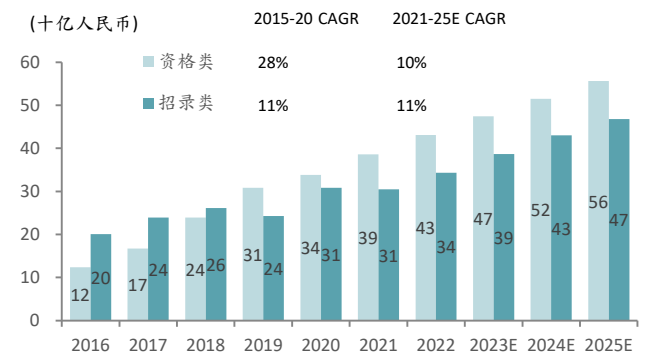
资料来源：粉笔招股书，弗若斯特沙利文，交银国际

图表 45: 2021 年消费者参与职业培训目的



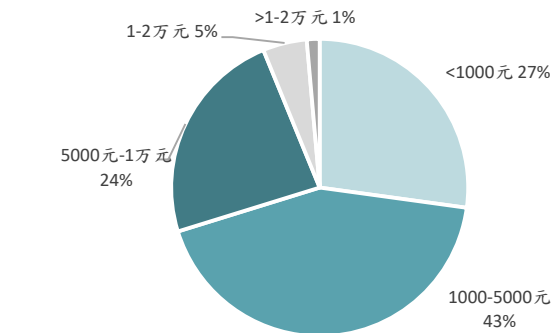
资料来源：艾媒，交银国际

图表 44: 职业培训市场 2021-25 年复合增速 9%



资料来源：粉笔招股书，弗若斯特沙利文，交银国际

图表 46: 2021 年职业培训支出水平



资料来源：艾媒，交银国际

2023 年 11 月 29 日

教育行业



图表 47: 交银国际互联网及教育行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
9901 HK	新东方教育科技	买入	58.70	70.0	19%	2023 年 11 月 29 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	11.39	14.4	26%	2023 年 11 月 29 日	教育
GOTU US	高途	买入	2.52	3.1	23%	2023 年 11 月 29 日	教育
DAO US	有道	买入	4.08	6.3	54%	2023 年 11 月 29 日	教育
BIDU US	百度	买入	123.40	166.0	35%	2023 年 10 月 19 日	广告
TME US	腾讯音乐	买入	8.60	9.0	5%	2023 年 11 月 15 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	14.14	16.0	13%	2023 年 10 月 25 日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	87.45	99.0	13%	2023 年 09 月 26 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	4.75	6.9	45%	2023 年 08 月 23 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	58.60	90.0	54%	2023 年 05 月 23 日	文娱内容
MOMO US	挚友集团	中性	7.01	9.5	36%	2023 年 09 月 01 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	27.65	36.0	30%	2023 年 08 月 11 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	41.68	35.0	-16%	2023 年 08 月 30 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	118.70	161.0	36%	2023 年 11 月 29 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	78.49	117.0	49%	2023 年 11 月 27 日	电商
JD US	京东	中性	28.76	30.0	4%	2023 年 11 月 16 日	电商
NTES US	网易	买入	115.41	135.0	17%	2023 年 11 月 17 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	322.80	401.0	24%	2023 年 11 月 16 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	14.22	20.0	41%	2023 年 03 月 28 日	游戏
3888 HK	金山软件	中性	26.75	31.0	16%	2023 年 08 月 23 日	游戏
9690 HK	途虎	买入	32.10	43.0	34%	2023 年 11 月 09 日	本地生活
3690 HK	美团	买入	108.60	220.0	103%	2023 年 03 月 27 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	9.94	14.6	47%	2023 年 11 月 16 日	物流
DADA US	达达集团	买入	3.77	7.0	86%	2023 年 11 月 15 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	8.96	11.7	31%	2023 年 08 月 11 日	物流
9923 HK	移卡	买入	14.90	21.0	41%	2023 年 08 月 25 日	商户服务
9878 HK	汇通达网络	买入	29.50	38.0	29%	2023 年 04 月 12 日	商户服务
9961 HK	携程集团	买入	279.60	365.0	31%	2023 年 09 月 06 日	在线旅行社
780 HK	同程旅行	买入	14.74	22.0	49%	2023 年 05 月 25 日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2023 年 11 月 27 日

2023 年 11 月 29 日
教育行业



公司分析

教育

收盘价

港元 58.70

目标价

港元 70.00

潜在涨幅

+19.3%

2023 年 11 月 29 日

新东方教育科技 (9901 HK)

业务重启，看好品牌创新能力，首予买入

④ **业务创新能力、管理层执行能力以及公司多年积累的品牌力，支撑公司长期稳定发展。**2023 财年，公司收入结构健康，各项业务贡献均不到 30%，多业务协同发展使得公司面对不同周期，均具备防御性。在新业务拓展方面，2023 财年，东方甄选支持公司在转型期间业绩增长及估值，2024 财年，公司进一步拓展新业务，利用多年积累的教育内容经验及品牌影响力，扩大服务人群年龄层和产品线，如文旅项目，提早布局银发经济。

④ **传统业务稳健恢复，留学/大学生及成人/高中 2023 财年收入 +13%/3%/35%。**成人备考报名渗透率低，随着考试安排恢复及考研课程发展，有提升空间。传统业务课程面对可渗透人口数未来 10 年仍呈上升趋势，将持续拉动业务领先行业。**创新业务加速增长**，2023 财年收入增 500%+。素质教育：我们估算每新增一个教学点拉动年化报名人数人次 0.3-0.6%，按公司 15-20% 的扩张指引，将提升 2024 财年报名人数人次 37-83%，拉动收入增速 80%+，增长确定性强。**文旅**：通过特色文化输出与其他研学团形成差异化路线，预计 2024-25 财年收入 5300 万/7400 万美元，投入可控，或成为公司长期收入提升动力之一。

④ **利润持续扩张趋势确定性强。**我们预计 2024 财年运营利润率提升 4 个百分点到 13%，2025-26 财年持续优化。1) 传统业务以收入规模效应拉动利润增长，预计 2024 财年利润率提升 3 个百分点。2) 新业务估算每教学点运营利润率有 4-10 个百分点的提升空间，考虑到教室利用率提升及规模化效应，预计长期仍有提升空间。**文旅**或是 2024 财年主要投入之一，参考 OTA 行业利润率（20-30%）及新东方文化输出的产品溢价，我们认为利润率将快速提升，预计将在未来 2-3 年达到近 20% 的常态化水平。

④ **首予买入，SOTP 目标价 70 港元/90 美元。**教育服务中，预计传统业务 2024/25 财年收入 +20%/19%，运营利润率 21%/22%，较 2023 财年 +5/6 个百分点；新业务中，预计素养业务 2024 财年利润率 20%，教育服务利润率接近，合并估值对标行业 20% 利润率及 20 倍市盈率（2024 年，下同），贡献每股 55 港元/71 美元价值。**硬件及数字内容**业受付费内容拉动利润率好于纯硬件，按 15 倍市盈率估值，以及东方甄选（1797 HK）对标消费行业 20 倍市盈率及约 55% 持股，给予目标价 70 港元/90 美元（9901 HK/EDU US），对应 2024/25 财年 33 倍/26 倍市盈率。我们看好管理团队的创业及执行能力，全年龄层覆盖的内容及文化输出服务，给予**买入**评级。

④ **风险：**素质教育招生/留学业务恢复不及预期；新业务探索进程慢于预期；行业竞争加剧。

财务数据一览

年结 12 月 31 日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万美元)	3,105	2,998	3,858	4,693	5,522
同比增长 (%)		-3	29	22	18
净利润 (百万美元)	-1,046	259	455	585	696
每股盈利 (美元)	-6.2	1.5	2.7	3.5	4.1
同比增长 (%)			76	29	19
市盈率 (倍)	NA	49.4	28.1	21.9	18.4
每股账面净值 (美元)	21.8	24.1	26.9	30.4	34.6
市账率 (倍)	2.7	2.4	2.2	1.9	1.7

资料来源：公司资料，交银国际预测，每股盈利及市盈率均基于调整后口径

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	58.70
52周低位 (港元)	19.50
市值 (百万港元)	97,155.54
日均成交量 (百万)	1.78
年初至今变化 (%)	105.96
200天平均价 (港元)	41.57

资料来源: FactSet

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8045

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8048

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8054

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8041

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

更多免费行业报告

并购家

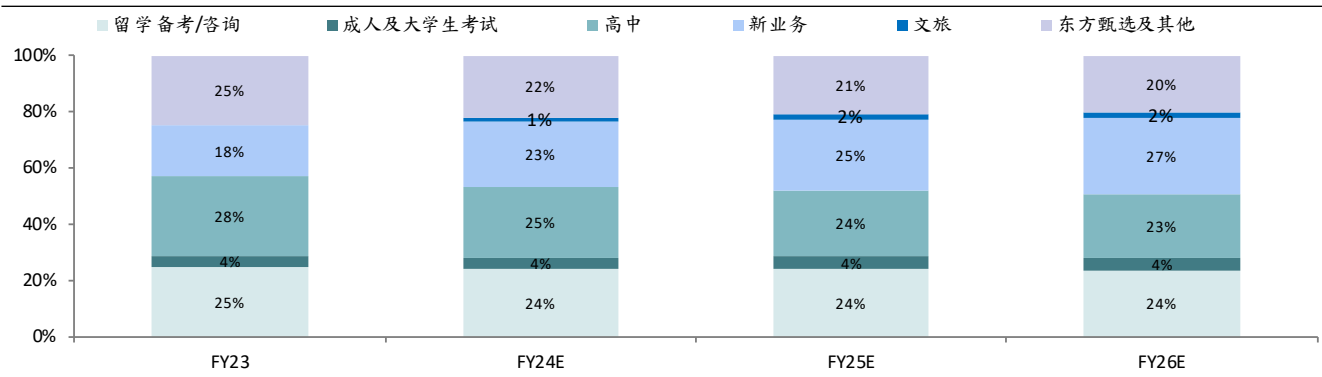
www.ipopo.cn

投资亮点

收入结构健康，满足多年龄段教育需求

新东方自 2021 年，积极推进业务重组，截至 2023 财年（2023 年 5 月 31 日），传统业务稳定恢复，创新业务加速增长，各项业务收入贡献均不到 30%，收入分散，不依赖单一业务表现。同时，公司利用多年积累的教育内容经验及品牌影响力，持续扩大服务人群年龄层覆盖和产品线，通过文旅项目将目标人群年龄层拓展至中老年。

图表 48: 新东方收入结构分散，不依赖单一业务

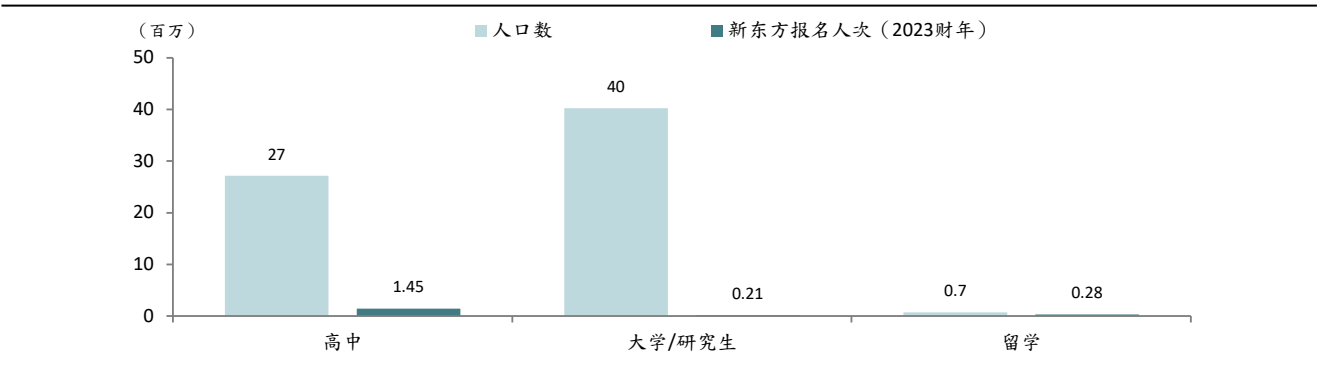


资料来源: 公司资料, 交银国际预测

传统业务仍领先：留学/备考品牌效应及教学经验持续拉动业务增长

2023 财年原有业务收入均恢复同比正增长，留学备考及咨询（+13%）、成人及大学生考试（+3%）及高中（+35%），相比 2022 财年增速+13%/-45%/-27%，已恢复常态化运营。新东方海外备考对出国留学人数渗透率超过 40%，而成人备考等课程报名人数对人口渗透率仍然较低，随着大学生考试安排恢复及考研相关课程规划发展，相关业务有提升空间。以上各项课程面对的人口数量在未来 10 年仍呈上升趋势，我们认为招生人数提升将持续拉动公司业务，维持行业领先趋势。

图表 49: 新东方传统业务招生人数对应相应年龄层人口数



资料来源: 统计局, 公司资料, 交银国际

2023 年 11 月 29 日

新东方教育科技 (9901 HK)



新业务增长强劲，文旅等业务推进顺利

新东方创新业务主要包括非学科素养、智能硬件及文旅，2023 财年收入增长超过 500%，达到 5.4 亿美元，预计 2024 财年贡献最多收入增量。东方甄选在 2023 财年为公司带来 6.5 亿美元收入，贡献总收入超过 20%。

素质教育及教育内容输出人口覆盖面最广，复购、扩科空间大。2023 财年招生人次 162 万，4 季度近 63 万，创单季度历史新高，对比行业人口空间，仍有增长潜力。我们估算新东方每新增一个教学点，拉动年化报名人次 0.3-0.6%，按公司 15-20% 的教学点扩张指引，对 2024 财年的报名人次提升比例在 37-83%，对比目前我们估算的素养业务收入增速 80%+，收入增长确定性强。

文旅从 7 月官宣至今，已展开多次主题旅游直播，为未来业务拓展奠定基础。文旅业务主要覆盖青少年及中老年，客户资源丰富，通过新东方特色的文化输出，与其他研学/旅游团形成差异化路线。我们预计 2024-26 财年收入达到 5300 万/7400 万/9300 万美元，投入可控，考虑其长期或对中老年银发人群的覆盖及长期银发人群潜在空间，或将成为公司长期业务增长的又一动力。

利润持续扩张趋势确定性强

传统业务运营稳定，以收入规模效应拉动利润增长，我们预计 2024 财年利润率同比提升将近 5 个百分点。

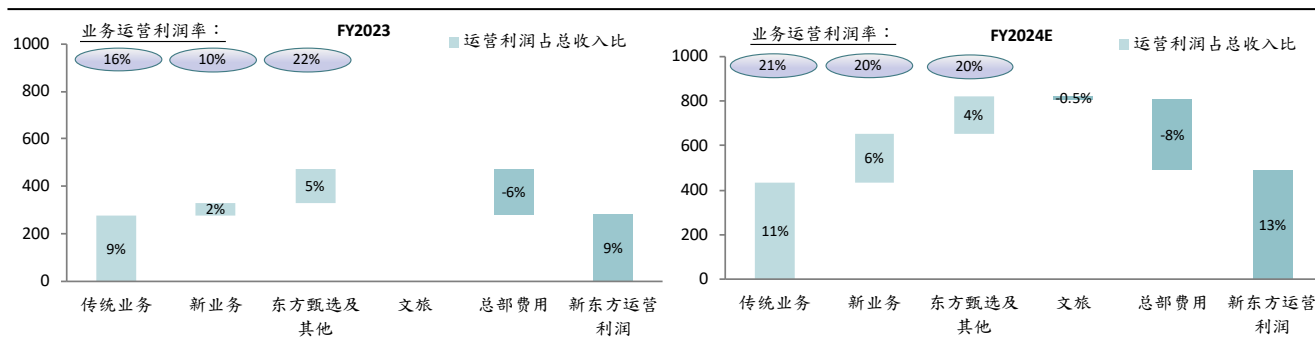
新业务（素养+硬件内容）利润率有 4-10 个百分点的提升空间。2023 财年新业务运营利润率约 10%，若对标公司历史利润率优化趋势及行业平均，估算每教学点运营利润率仍有 4-10 个百分点的提升空间。考虑到教室利用率提升及规模化效应，我们预计长期利润仍可继续释放。

东方甄选持续提升自营产品及多渠道运营，短期或影响利润率。

文旅项目或是 2024 财年主要投入之一。参考 OTA 行业利润率（20-30%）以及新东方文化输出的产品溢价，我们认为文旅业务在运营初期虽有投入，但利润率将快速提升，并预计在未来 2-3 年达到近 20% 的常态化水平。

综合以上各业务利润率情况，我们预计 2024 财年，新东方运营利润率或提升 4 个百分点的提升空间，达到 13%。

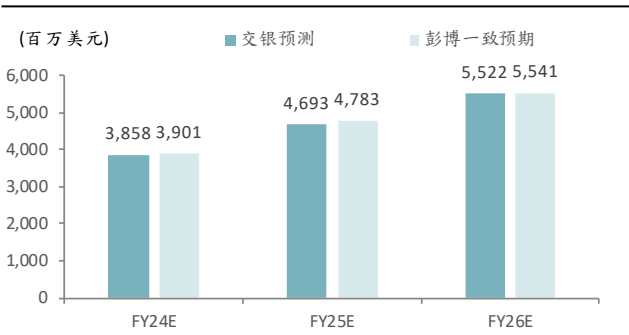
图表 50: 新东方各业务线利润率有优化空间



资料来源: 公司数据, 交银国际预测

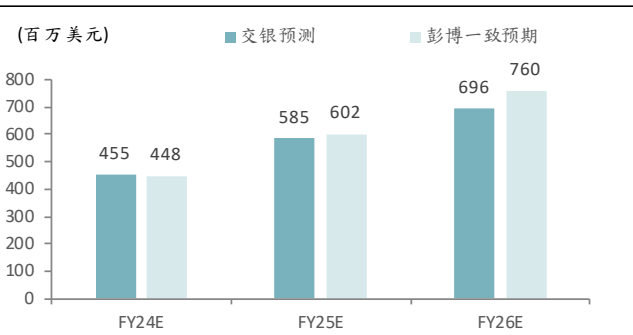
2024 财年，我们的预期较市场一致预期收入/运营利润基本一致，符合管理层预计收入增速 35%（人民币口径），调整后运营利润率提升 3-4 个百分点的指引。2025 财年，我们预期收入/利润预期较市场预期低 2%/3%，2026 财年盈利情况需考虑东方甄选及文旅投入，我们目前预期相对保守，对比市场预期，或有上调空间。

图表 51: 收入：交银预测 vs 彭博一致预期



资料来源: 彭博，交银国际预测

图表 52: 经调整净利润：交银预测 vs 彭博一致预期



资料来源: 彭博，交银国际预测

估值

按分部加总估值法，给予目标价70港元/90美元（9910 HK/ EDU US）

公司业务分布相对分散，各业务成熟程度各不相同，因此，我们在估值时倾向于采用分部估值法。

- 1) **教育服务**：新东方原有业务进入常态增长通道，包括出国留学及备考、成人及大学生和高中业务。我们预计2024/25财年收入增速分别为20%/19%，运营利润率也逐渐恢复至常态，预计达到21%/22%，较2023财年分别提升5/6个百分点。新业务包括非学科素养教育、硬件及数字内容、东方甄选以及文旅。虽然非学科素养仅运营1年，但公司仍可快速调动此前线下教培运营及教育经验，快速获取市场，2023财年非学科素养业务利润率约10%，预计2024财年达到20%，与传统教育业务利润率接近。因此，我们在使用SOTP估值时，将传统教育服务及非学科素养业务合并估值，对标行业约20%利润率以及20倍市盈率，贡献每股55港元/71美元（9910 HK/EDU US）价值。
- 2) **硬件及数字内容业务**受付费内容的拉动，利润率好于纯硬件业务，按15倍市盈率给予估值。
- 3) **文旅**是公司近期新业务战略，将此前研学业务合并。受到新东方品牌、学生/家长丰富资源及内容加持，我们看好文旅项目的增长前景。综合考虑青少年年龄段高利润率、中老年相对低利润率，并对标旅行团、携程跟团游利润率，我们认为文旅业务在初创期间投入可控，并可快速达到健康利润率。长期应可对标OTA行业20倍市盈率为文旅业务估值。

加上东方甄选（1797 HK）按消费行业20倍市盈率，及新东方约55%持股比例，对应2024年利润预期，我们给予新东方SOTP目标价70港元/90美元（9910 HK/EDU US，与DCF估值结论一致），对应2024/25财年33倍/26倍市盈率。我们看好新东方管理团队的创业和执行能力，以及其全年龄层覆盖的内容、文化输出服务，给予买入评级。

图表 53: 分部加总估值法，目标价 70 港元/90 美元（9910 HK /EDU US）

百万美元	——收入——			——运营利润率——			——运营利润——			——PE——			——估值——		目标价		估值方法
													百万港元	百万美元	港元	美元	
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	2024	2024*			
教育服务	2,593	3,179	3,783	23%	25%	25%	598	788	933	25	19	16	93,469	11,983	55	71	CY2024 20 倍市盈率
硬件学习机	278	353	407	20%	22%	22%	56	78	90	20	14	12	6,826	875	4	5	CY2024 15 倍市盈率
东方甄选	851	993	1,130	20%	22%	23%	169	214	257	18	15	14	17,540	2,249	10	13	CY2024 20 倍市盈率
文旅/研学	136	169	202	-37%	-106%	-84%	(20)	(79)	(78)	-	-	-					
未分摊费用							(453)	(553)	(650)								
合计	3,858	4,693	5,522	13%	13%	14%	350	448	552	33	26	22	117,835	15,107	70	90	

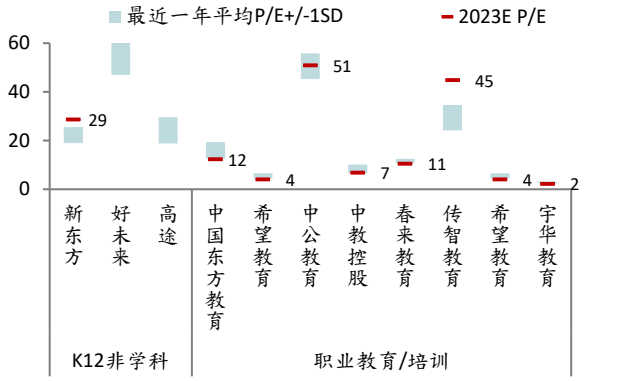
资料来源: 公司资料，交银国际预测*2024 年，调整为 2024 年 2 月至 2025 年 2 月，与好未来财年一致，更贴近 2024 日历年业务表现

图表 54: 教育行业平均远期市盈率 25 倍



资料来源: 彭博, 交银国际

图表 55: 主要教育公司历史远期估值区间



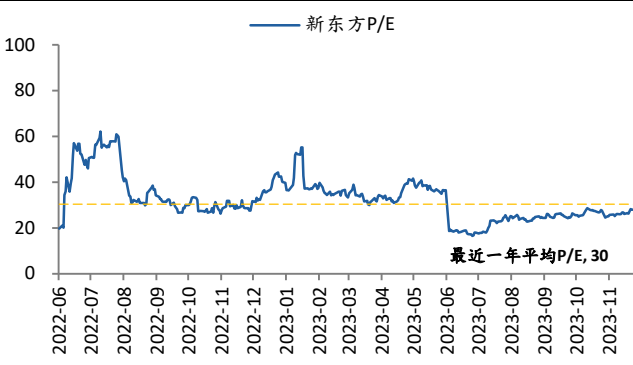
资料来源: 彭博, 交银国际

图表 56: 好未来远期市销率



资料来源: 彭博, 交银国际

图表 57: 新东方远期市盈率



资料来源: 彭博, 交银国际

2023 年 11 月 29 日

新东方教育科技 (9901 HK)



图表 58: 可比公司估值表

公司	代码	收盘价	市值 百万美元	市盈率			市销率			收入			调整后净利润		
				(倍)			(倍)			(报表货币, 百万)			(报表货币, 百万)		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
K12 非学科															
新东方	9901 HK	58.7	12,796	28	22	18	3.3	2.7	2.3	3,858	4,693	5,522	455	585	696
好未来	TAL US	11.4	7,272	NA	84	46	5.1	4.1	3.5	1,426	1,780	2,093	5	87	157
高途	GOTU US	2.5	569	NA	29	12	1.3	1.1	0.9	2,888	3,622	4,475	10	134	317
网易有道	DAO US	4.1	507	NA	NA	20	0.6	0.5	0.5	5,403	6,455	7,411	-510	2	176
平均				28	45	24	2.6	2.1	1.8						
学前															
盛通股份	002599 CH	7.7	579	220	49	34	1.7	1.6	1.4	2,407	2,666	2,927	12	83	121
爱婴室	603214 CH	16.8	331	25	21	19	0.6	0.6	0.5	3,673	4,058	4,468	95	111	128
平均				122	35	26	1.2	1.1	1.0						
职业教育/培训															
中公教育	002607 CH	4.5	3,917	51	32	26	6.3	5.0	4.3	4,419	5,559	6,489	405	817	1,071
中教控股	839 HK	6.2	2,024	7	6	5	2.6	2.3	2.0	5,592	6,410	7,253	2,018	2,300	2,586
粉笔	2469 HK	4.9	1,403	29	18	13	3.0	2.5	2.1	3,289	3,949	4,738	361	566	776
春来教育	1969 HK	6.2	955	11	9	7	4.5	4.1	3.0	1,510	1,659	2,278	655	739	1,021
传智教育	003032 CH	15.8	888	45	33	26	9.5	7.7	6.5	665	827	983	141	194	244
中国东方教育	667 HK	2.7	761	12	8	6	1.3	1.1	1.0	4,286	4,914	5,575	443	654	842
希望教育	1765 HK	0.5	475	4	4	3	0.9	0.8	0.7	3,636	4,179	4,750	835	940	1,091
平均				23	16	13	4.0	3.4	2.8						
硬件															
小米	1810 HK	15.1	48,573	20	21	19	1.3	1.1	1.0	272,965	305,124	339,342	17,203	16,190	18,266
联想	992 HK	9.7	15,166	14	10	8	0.3	0.2	0.2	56,671	62,481	67,194	1,111	1,608	1,949
平均				17	16	14	0.8	0.7	0.6						

资料来源：彭博，交银国际 * 新东方、好未来、高途、网易有道为交银国际预测，其余为彭博一致预期；截至 2023 年 11 月 27 日，新东方、好未来为 2024-26 财年数据

2023 年 11 月 29 日

新东方教育科技 (9901 HK)



图表 59: DCF 估值法，2025-34 财年，对应每股价值 70.1 港元

(百万美元)	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E	FY30E	FY31E	FY32E	FY33E	FY34E
息税前利润	613	747	859	971	1,087	1,196	1,304	1,408	1,521	1,642
税	(141)	(164)	(189)	(214)	(239)	(263)	(287)	(310)	(335)	(361)
折旧摊销	223	299	373	418	475	529	573	612	647	673
资本支出	(300)	(386)	(469)	(497)	(508)	(538)	(563)	(619)	(675)	(729)
运营资金变化	139	255	330	364	328	362	346	343	322	328
自由现金流	706	868	965	1,110	1,204	1,270	1,311	1,370	1,436	1,512
折现自由现金流	624	678	666	677	649	605	552	510	472	439
基本假设										
无风险利率 (%)	4.6									
市场溢价 (%)	9.2									
贝塔系数	1.0									
股本成本 (%)	9.2									
债务成本 (%)	2.1									
%股本融资	13.3									
%债务融资	1.5									
加权平均资本成本 (%)	13.2									
DCF										
自由现金流-净现值 (百万美元)	5,871									
剩余价值-净现值 (百万美元)	4,013									
净现金 (百万美元)	5,270									
股权价值 (百万人民币)	109,114									
股权价值 (百万港元)	118,207									
股数 (百万)	1,686									
每股价值 (港元)	70.1									

资料来源: 交银国际预测

(港元)	敏感性分析						
	永续增长率						
	1.25%	1.50%	1.75%	2.00%	2.25%	2.50%	2.75%
WACC							
11.7%	76.1	76.7	77.3	78.0	78.7	79.5	80.3
12.2%	73.4	74.0	74.5	75.1	75.7	76.4	77.1
12.7%	71.0	71.5	72.0	72.5	73.0	73.6	74.2
13.2%	68.8	69.2	69.7	70.1	70.6	71.1	71.6
13.7%	66.8	67.2	67.6	68.0	68.4	68.8	69.3
14.2%	65.0	65.3	65.6	66.0	66.3	66.7	67.1
14.7%	63.2	63.5	63.8	64.1	64.5	64.8	65.2

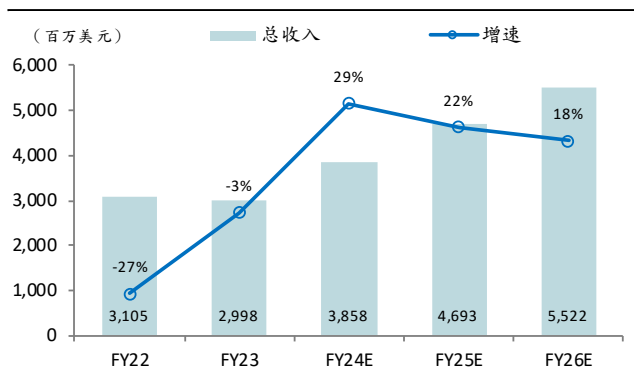
财务预测

收入预期

我们预计 2024/25/26 财年，新东方总收入分别同比增 29%/22%/18%，年复合增长率 20%，公司已进入业务常态运营，长期增长推动力主要来自传统教育业务口碑及人次的增长，持续创新能力拉动新业务收入增长。

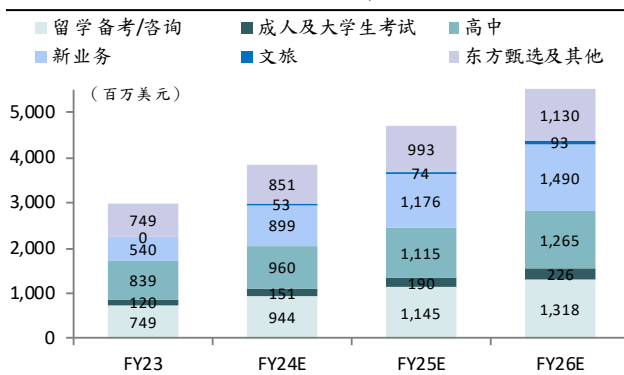
- ④ **留学咨询及备考（预计 2024 财年收入增速 17%/34%）**：我们预计 2024 财年留学相关服务收入增速超过 26%，较 2023 财年加速提升，主要考虑 2024 财年（2023 年 6 月-2024 年 5 月）全年恢复常态运营，对比上一财年同期仍有低基数效应，线下考试恢复继续拉动收入增长。
- ④ **高中（预计 2024 财年收入增速 14%，维持稳定）**：结合现阶段人口结构，高中年龄层人数仍有增长，将拉动行业需求提升。我们预计公司该业务将维持稳定年对年增长趋势，2024-26 财年复合增速 15%。
- ④ **非学科素养（预计 2024 财年收入增速 81%）**：主要受益于线下教育服务的逐渐恢复，以及相对积极的教学点扩张战略。2024 财年，公司指引教学点扩张 15-20%，预计将近 900 个教学点，按我们在图表 80 的估算，2024 财年新增加 150 个教学点，对收入的拉动预计超过 80%。2025/26 财年，我们假设年均仍维持 15%+的教学点扩张计划，对应收入增速分别为 35%/34%。
- ④ **东方甄选（预计 2024 财年收入增速 32%）**：2023 财年，东方甄选的出圈为公司带来可观增量，公司将在 2024 财年重点加大精细化运营，通过多账号、多渠道、以及自营/供应链等布局，提升收入天花板，为公司长期增长及利润优化奠定基础。
- ④ **文旅（预计 2024 财年收入或 5300 万美元）**：包含研学/旅游等相关产品，我们预计收入增长将主要受其现有学生的转化拉动。

图表 60: 新东方收入预期：2024-26 财年复合增速 20%



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 61: 新东方收入分布预期：各业务线均恢复增长，新业务/文旅/海外备考贡献最多增量



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

利润预期

我们预计 2024 财年，新东方运营利润率或提升 4 个百分点的提升空间，达到 13%。

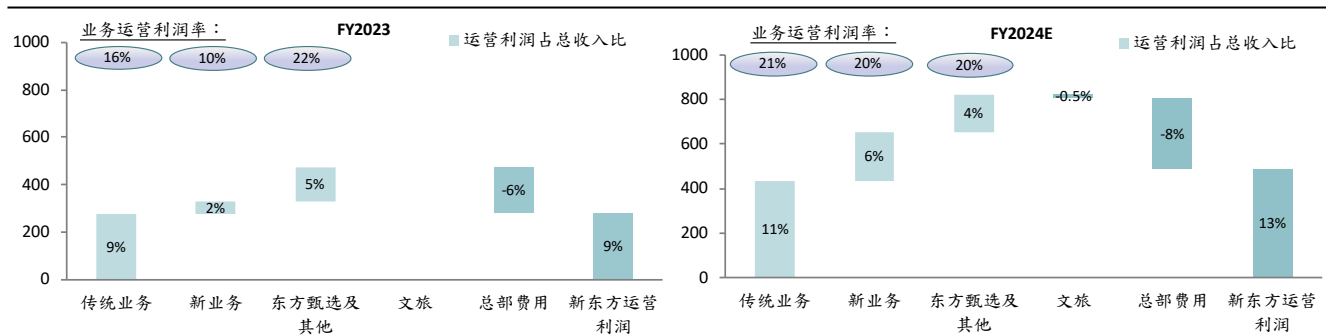
传统业务运营稳定，以收入规模效应拉动利润增长，我们预计留学咨询与备考、成人考试及高中业务在内，所有利润率均呈优化趋势，拉动 2024 财年利润率同比提升将近 5 个百分点，至 21%。

新业务（素养+硬件内容）利润率预计将提升 10 个百分点至 20%，主要受到收入增长快于成本费用增加所拉动，考虑到教室利用率提升及规模化效应，我们预计长期利润仍可继续释放。

东方甄选持续提升自营产品及多渠道运营，短期或影响利润率。

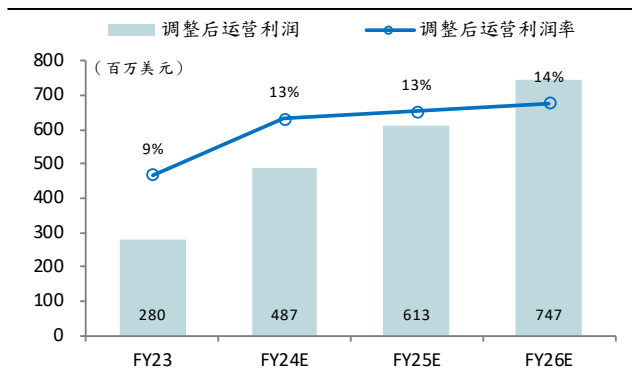
文旅项目或是 2024 财年主要投入之一。参考 OTA 行业利润率（20-30%）以及新东方文化输出的产品溢价，我们认为文旅业务在运营初期虽有投入，但利润率将快速提升，并预计在未来 2-3 年达到近 20%的常态化水平。

图表 62: 新东方各业务线利润率有优化空间



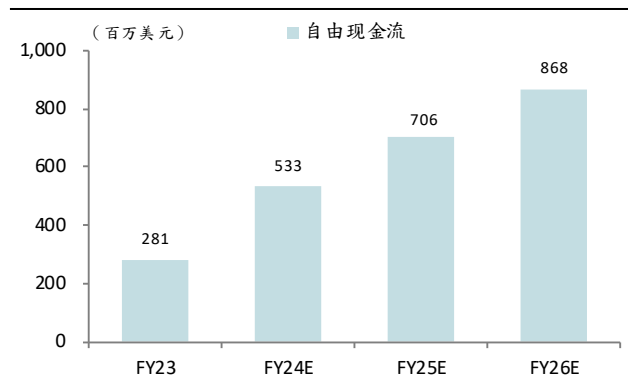
资料来源: 公司数据, 交银国际预测

图表 63: 新东方运营利润预期



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 64: 自由现金流



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

2023 年 11 月 29 日

新东方教育科技 (9901 HK)



图表 65: 新东方损益表预测

百万美元	FY23	FY24E	FY25E	FY26E	增速	FY23	FY24	FY25	FY26
净营收	2,998	3,858	4,693	5,522		-3%	29%	22%	18%
市场预期		3,901	4,783	5,541					
收入分布									
留学咨询	355	416	473	528		9%	17%	14%	11%
留学备考	395	528	672	791		18%	34%	27%	18%
大学生/成人考试	120	151	190	226		3%	26%	26%	19%
高中	839	960	1,115	1,265		35%	14%	16%	13%
新业务	540	899	1,176	1,490		544%	67%	31%	27%
文旅		53	74	93				40%	25%
东方甄选及其他	749	851	993	1,130			14%	17%	14%
营收成本	(1,409)	(1,729)	(2,098)	(2,431)					
毛利	1,588	2,129	2,595	3,091		18%	34%	22%	19%
销售及营销开支	(445)	(523)	(643)	(769)		-5%	18%	23%	20%
占收比	15%	14%	14%	14%					
一般及行政开支	(954)	(1,255)	(1,505)	(1,770)		-49%	32%	20%	18%
占收比	32%	33%	32%	32%					
经营利润	190	350	448	552		-119%	84%	28%	23%
调整后经营利润	280	487	613	747		-133%	74%	26%	22%
其他收入/(支出)	118	146	139	139		-337%	23%	-5%	0%
税费	(66)	(125)	(135)	(152)					
归母净利润/(亏损)	177	372	452	539		-115%	110%	22%	19%
调整后归母净利润/(亏损)	259	455	585	696		-125%	76%	29%	19%
市场预期		448	602	760					
调整后经营利润率 (%)	9	13	13	14					
调整后净利率 (%)	9	12	12	13					
每股盈利 (调整后, 美元)	1.54	2.70	3.47	4.13		-125%	76%	29%	19%
市场预期		2.60	3.53	3.75					

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

2023 年 11 月 29 日

新东方教育科技 (9901 HK)



主要风险

素质教育招生人数及教学点扩张进度慢于预期。若科目拓展、线下教学点扩张规划调整，或可能影响招生规模增速预期，对公司业务开展产生负面影响。

留学业务恢复不及预期。2023 财年，留学备考及咨询业务占比公司总收入约 25%，若外部因素影响留学需求或考试形式调整，可能影响公司业务拓展。

新业务探索进程慢于预期。东方甄选、文旅等新业务均处于业务拓展、产品开发投入期，东方甄选或在 SKU 扩大进度、与平台合作等方面面临挑战。对于文旅业务，公司产品价格对比行业常规产品有差异化，对用户获取仍有不确定性。

行业竞争加剧。素质教育需求增长、出国留学需求回暖，行业参与者增加，可能导致公司市场份额下降。

汇率波动。公司以美元口径记收，汇率波动将影响财务报表呈现业绩数据。

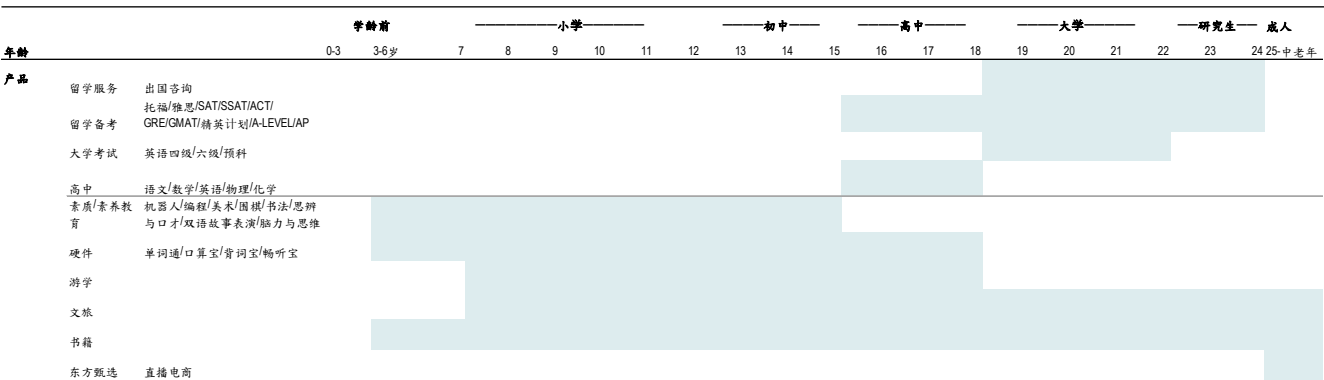
新东方产品线覆盖丰富，新业务强劲增长

布局全年龄层教育、文化输出相关产品

新东方自成立以来，深耕教育行业，是我国业内年龄覆盖最全的教育服务集团。截至 2023 财年结束（2023 年 5 月 31 日），公司传统业务稳定恢复，创新业务加速增长，同时持续布局新业务线，如东方甄选（1797 HK）、非学科素养、以及近期（7 月 21 日）宣布的文旅项目，利用多年积累的教育内容经验及品牌影响力，扩大服务人群年龄层覆盖和产品线。

根据公司官网及 App 信息，目前新东方旗下业务覆盖从幼儿园至研究生，全年龄段的非学科、素质培训、语言考试培训、出国留学、成人考试及其他职业教育，文旅产品的研发投入也将继续扩大服务人群至中老年，完成其教育文化输出的全年龄层覆盖。

图表 66: 新东方产品线年龄覆盖广，新产品/新业务继续扩大年龄层



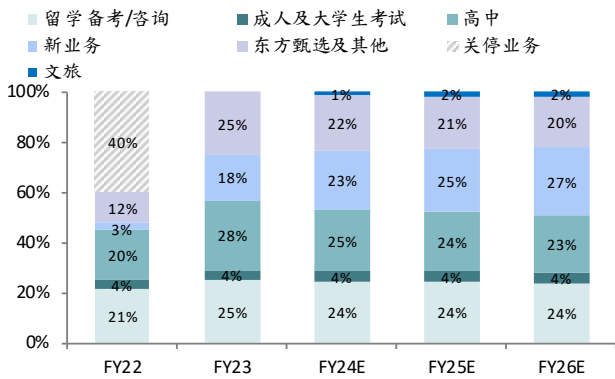
资料来源: 公司资料, 交银国际

各产品线收入贡献分散，业务恢复全面开花

公司 2023 财年收入贡献分散，传统业务表现稳定，新业务如东方甄选、素质素养教育相关服务在 2022-23 财年公司贡献收入增量，证明了新东方品牌的口碑影响力、创新业务的执行力以及对行业的判断能力。

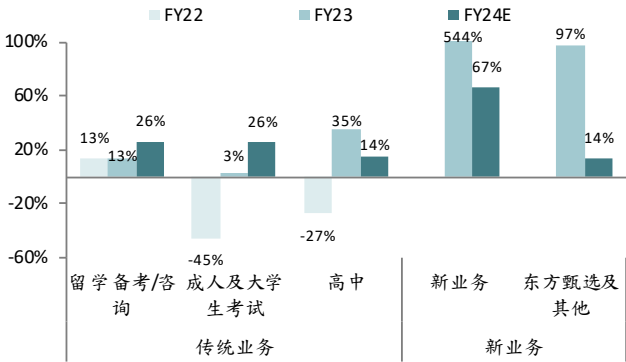
2023 财年，新东方传统业务收入均恢复同比正增长，包括留学备考及咨询（+13%）、成人及大学生考试（+3%）以及高中（+35%），相比 2022 财年 +13%/-45%/-27% 的同比表现，已恢复常态化运营。创新业务主要包括非学科素养、智能硬件以及文旅，2023 财年收入增长超过 500%，达到 5.4 亿美元，预计 2024 财年贡献最多收入增量。东方甄选在 2023 财年公司带来 6.5 亿美元收入，贡献总收入超过 20%。

图表 67: 新东方收入来源多样，受单一业务影响小



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 68: 新东方各产品线收入恢复常态增长，新业务收入加速增长



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

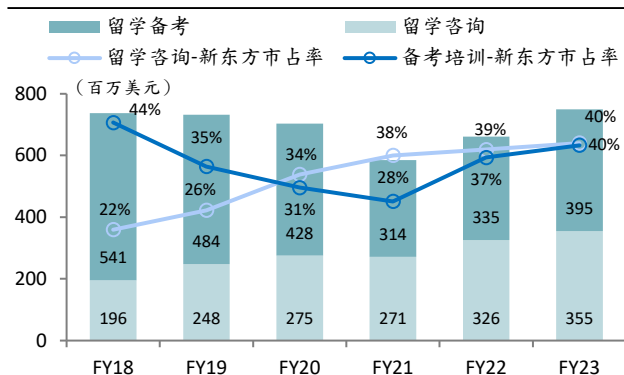
传统业务稳定领先地位

新东方海外业务市占超40%，维持领先趋势

随着日常生活逐渐恢复，新东方海外相关业务恢复正常运行。在过去几年业务调整阶段，新东方海外业务收入影响较小，屡创新高。按行业数据估算，新东方留学咨询业务（前途）市占率持续提升，从 2018 财年的 22% 升至 2023 财年的 40% 左右，呈头部集中趋势，考试延期暂时影响留学备考培训业务收入增长，但市占率仍维持在 40%。

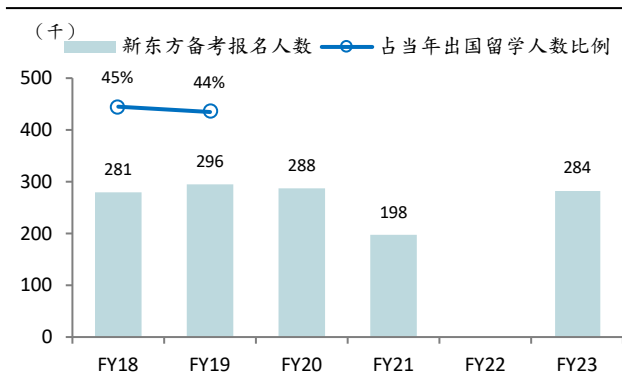
从对海外留学人数渗透来看，新东方海外备考相关报名人数稳定在 28 万人次/年，若假设人均仅报名 1 次，占比年均出国留学人数约 44-45%+（2019 年），但留学备考项目课程多样，人均报名科目增加，续课率提升，综合估算备考人数占出国留学人数比例在 30% 左右，同样有绝对领先优势。

图表 69: 新东方海外业务收入规模维持稳定，留学咨询收入屡创新高



资料来源: 公司资料, 前瞻研究院, 观研, 交银国际预测

图表 70: 新东方海外备考报名人数占年留学人数比例 40%+



资料来源: 公司资料, 统计局, 交银国际预测

2023 年 11 月 29 日

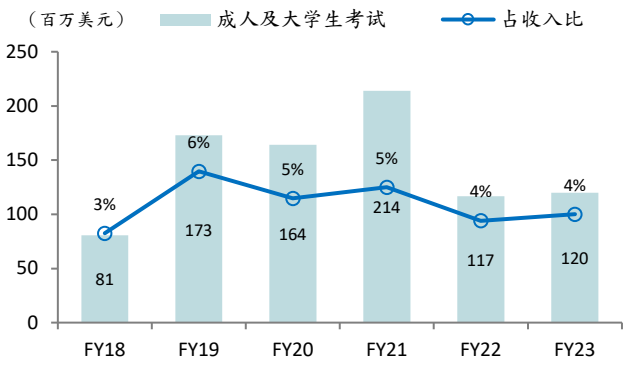
新东方教育科技 (9901 HK)



内地备考业务表现稳定

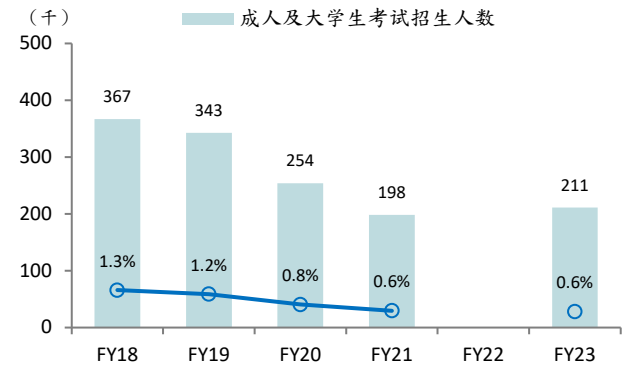
成人及大学生考试招生人数受考试延期影响，过去几年有所下降。随着考试安排恢复，以及考研相关课程规划发展，我们预计成人及大学生考试业务也将保持稳定趋势。

图表 71: 新东方内地备考业务收入占收入约 4%，一直保持相对稳定



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 72: 新东方内地备考招生数占大学生比例不到 1%



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 73: 备考产品线丰富

学习阶段	课程分类	班型	线上/线下	价格 (人民币)	课时	每小时价格 (人民币)
大学	英语四六级	12 人精品班	线下+直播	16,800	108	156
		集训	线下	16,800	118	142
		50 人无忧计划	线下+直播	5,980	72	83
	考研	无忧计划	线下	23,800/50,800/56,800	172/370/556	138/137/102
		集训: 全年/半年/暑期	线下	31,800-130,800	216-726	139-244
小语种	日语	精品班 12 人	线下+直播	6,980/13,800	64/128	109/108
		强化班 16 人	线下+直播	10,800	60	180
	韩语	初级/中级/高级班	线下+直播/直播	1,780-6,480	34-120	50-63
	德语/法语	精品班 12 人	线下+直播	7,800-9,800	80-104	94-123
	西班牙语	精品班 16 人	线下+直播	6,780/6,980	96/104	71/67
职业	教师	面试	直播	249-980	70-100	
		笔试	直播	1,980-3,980	143-200	
	财会	初级会计	直播	1,980-2,980	80-196	

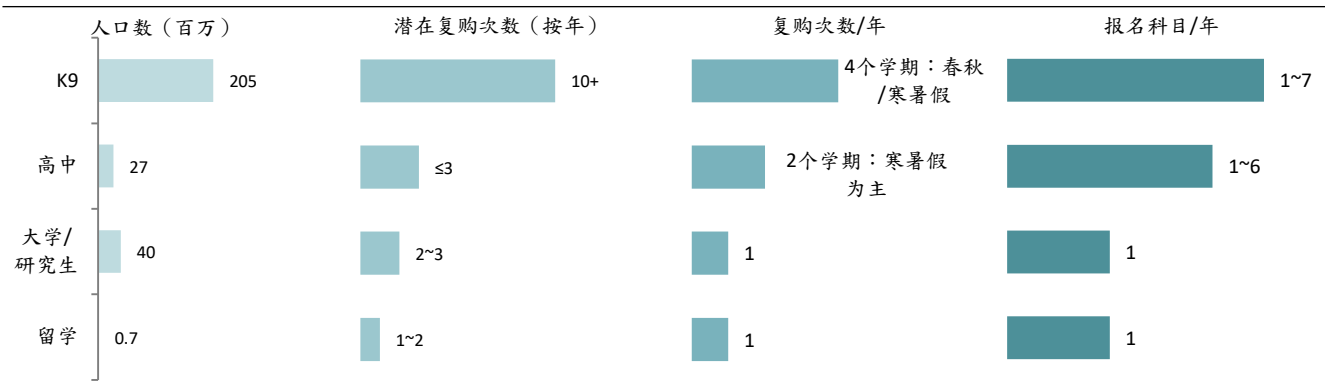
资料来源: 新东方官网, 交银国际

素质教育增长强劲，仍有提升空间

增长空间大，人口覆盖面广

相比于其他传统业务的年龄层及人口基数，素质教育课程人口覆盖面更广，课程及科目分类多。按 K9 人口总数约 2 亿（包括学前），年级跨度大（超过 10 年），复购率高（按年、按学期均有续课机会），科目多样（有扩科机会），我们认为，素质教育在政策支持和家长对素质素养相关能力的培养加持下，业务长期提升空间大。2023 财年，新东方在该业务招生人次 162 万，4 季度招生人次接近 63 万，创单季度历史新高，对比行业人口空间，仍有增长潜力。目前，市场仍然分散，公司受益于此前线下面授网络及品牌优势，增长速度快，我们认为该业务未来增长节奏将随新东方线下教学点扩张速度，以及 OMO 投入带来的线上机会而增长。

图表 74: 按人口、科目覆盖数量及复购续课维度，K9 素质教育空间最大



资料来源: 公司资料, 统计局, 交银国际预测

图表 75: 新东方素质素养非学科培训课程设置及价格

学习阶段	课程分类	科目	时间	线上 15 人 线下 12 人	价格 (元)	课时	课次	每小时价格 (元)
小学/学龄前	素质	机器人	暑期班	线下	3,600	24	12	150
		编程	暑期/秋季	线下+直播	3,600	24	12	150
		美术	暑期/秋季	线下	3,600	24	12	150
		围棋	暑期/秋季	线下	3,600	24	12	150
	素养	硬笔书法	暑期/秋季	线下	3,600	24	12	150
		思辨与口才	暑期/秋季	线下	3,600	24	12	150
		双语故事表演	暑期班	直播	2,400	16	8	150
			秋季班	直播	4,800	32	16	150
		脑力与思维	暑期班	直播	1,920	16	8	120
			秋季班	直播	3,820	32	16	119

资料来源: 新东方官网, 交银国际

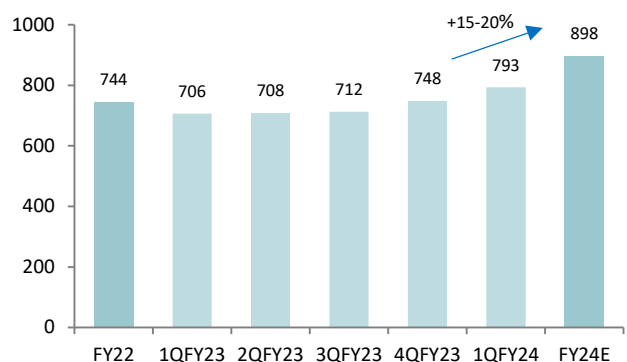
线上线下并进，面授网络优势明显，教学点扩张

从上述课程形式来看，新东方素养课程有线下及直播两种形式，根据课程设置或学生自行选择上课方式。其 OMO 系统进一步提升教学服务运营效率，目前已广泛整合至教育服务营运中，利用大数据分析，提供交互式在线学习功能，包括推送定制内容、根据在线学习记录推荐课程、向家长提供实时反馈等，老师也可以通过 OMO 标准、结构化的流程备课。此外，OMO 系统为不同地区学生定制商业模式，确保教学质量一致，如大部分城市以线下课程为主，交互式在线学习组件为辅助，低线城市直播一线城市名师课程，当地助教全程监控。

随着线下活动的恢复，线下教学点的运营也逐渐恢复，并呈现加速扩张趋势。2021 财年，新东方教学点数量超过 1,600 个，有丰富的运营经验，在再次扩张时，更能发挥其历史积累的线下面授网络优势。

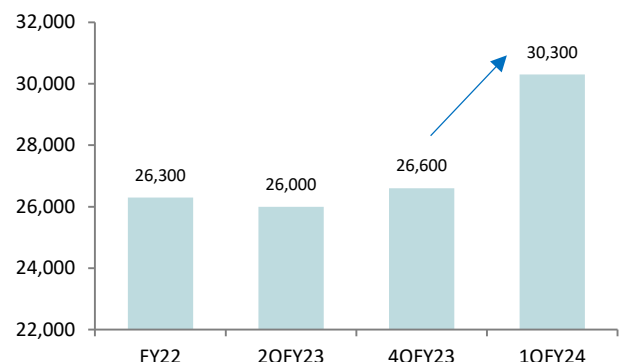
截至 2024 财年 1 季度（2023 日历年 5 月），新东方线下教学点 793 个，相比 2023 财年 1 季度新增 87 个（+12%），相比上一季度新增 45 个（+6%），教师数量环比增加 3,700 名，拉动报名人数同比增 47%，收入同比增 80%。

图表 76: 新东方线下教学点恢复增长趋势



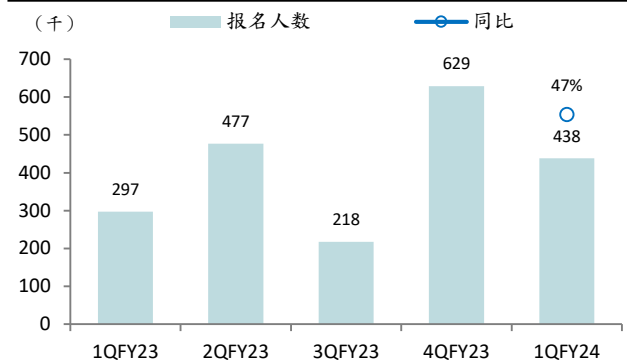
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 77: 新东方教师数量增加



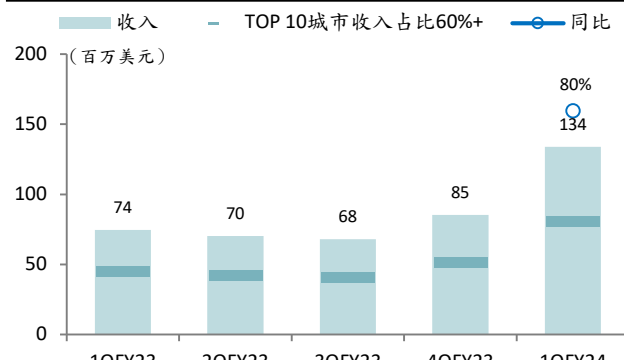
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 78: 新东方非学科素养报名人数



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 79: 新东方非学科素养业务收入加速增长



资料来源: 公司资料, 交银国际

我们根据下图，对每个教学点招生能力进行估算。按每教学点 1,000-1,500 平方米，估算教室数量在 8-12 个，按最高排课数量及平均上课人数约 18 人，综合估算每新增一个教学点（假设教室 60%的利用率以及每学生 80%的续费率），拉动年化报名人次 0.3-0.6%，按公司 15-20%的教学点扩张指引，估算新增教学点对 2024 财年的报名人次提升比例在 37-83%。因此，我们认为，未来素质教育业务的增长趋势将与教学点扩张进度相关。

图表 80: 每新增 1 个教学点，拉动年化报名人次 0.3-0.6%。按 15-20%的扩张计划，2024 财年报名人次或有 37-83%的增长

单个教学点总面积（平方米）	1,000	1,000	1,500	1,500
办公室/前台面积占比	30%	30%	30%	30%
教室面积（平方米）	90	90	90	90
教室数量	8	8	12	12
每教室最高排课数量/周	20	20	20	20
每教室上课人数（15-20 人）	18	20	18	20
每教学点报名上限	2,800	3,111	4,200	4,667
提升报名人次（较 2023 财年）	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%

教学点扩张计划/年	新增教学点数量	——报名人次同比提升（对比 2023 财年）——			
15%	112	37.2%	41.3%	55.8%	62.0%
20%	150	49.6%	55.1%	74.4%	82.7%

资料来源: 公司资料，交银国际预测

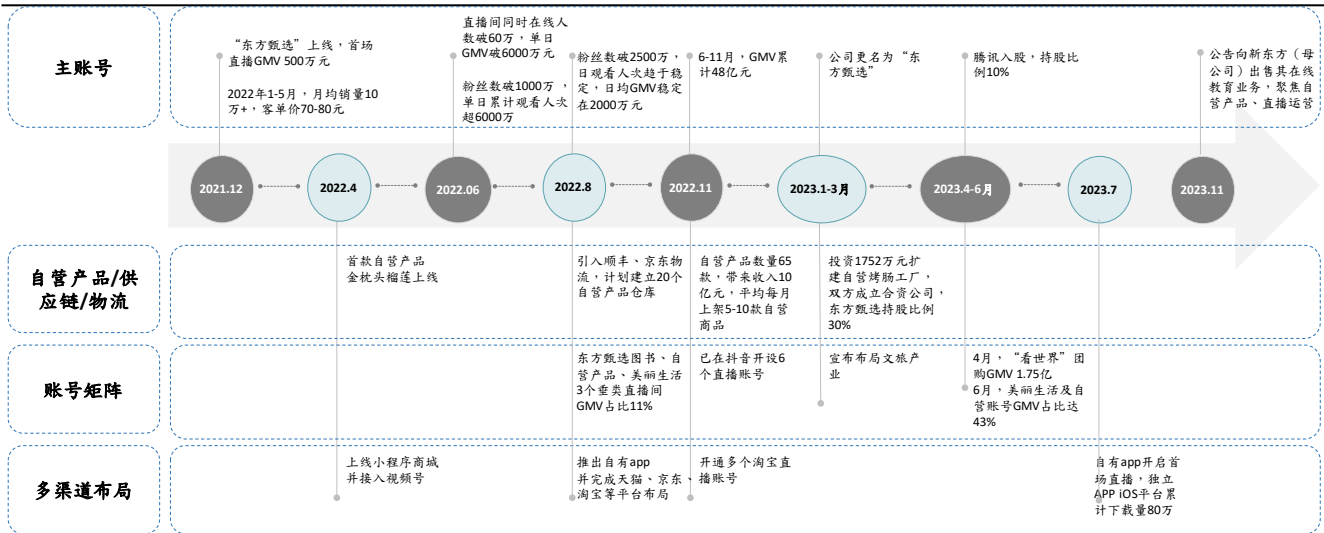
新业务探索能力强，东方甄选、文旅业务表现优异

东方甄选

东方甄选直播间于 2021 年 12 月上线，首场直播 GMV 约 500 万元，2022 年 1-5 月月均销量 10 万+。2022 年 6 月，董宇辉带动直播间同时在线人数超过 60 万，单日 GMV 破 6,000 万元，粉丝数超过 1,000 万。2023 财年，东方甄选全年 GMV 合计超 100 亿元，并在自营/供应链、多账号、多渠道加大布局，预计未来通过多产品线、多账号运营，提升收入天花板，并通过自营产品、多渠道运营等方式，为公司长期利润空间奠定基础。

2023 年 11 月 22 日，东方甄选发布公告，以现金 15 亿元人民币，向新东方（母公司）出售其教育业务，以更好地划分业务线，东方甄选将专注于自营产品及直播业务运营，教育服务相关业务将全部由新东方运营。该交易对新东方财务预测无影响，交易将产生一次性税费影响，部分影响 2024 财年净利润，已考虑在我们的预测中。

图表 81:转型直播带货出圈后，布局供应链、矩阵账号及多渠道发展



资料来源: 百观数据, 新抖, 新榜, 蝉妈妈, 新浪科技, 公司资料, 交银国际

矩阵化战略建立品牌影响力，拓展品类

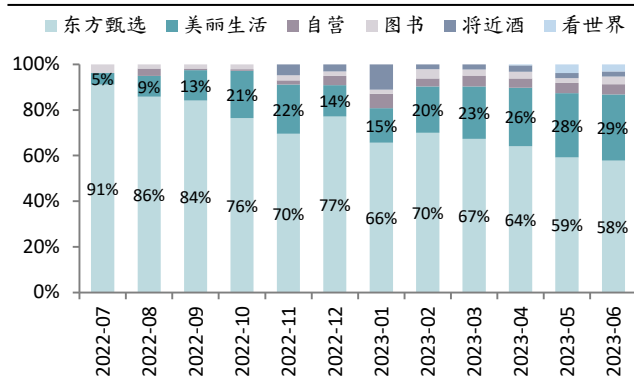
东方甄选主账号聚焦助农及知识传播，流量稳定后拓展其他垂类账号，目前已有账号包括美丽生活、自营、图书、将进酒和看世界。主账号抖音粉丝数超3000万，其余矩阵号粉丝体量图书>美丽生活>看世界>自营>将进酒。我们认为，公司通过多账号运营，可根据账号属性进一步拓展销售商品品类，提升销售额及销售单价。

2023 年 11 月 29 日

新东方教育科技 (9901 HK)

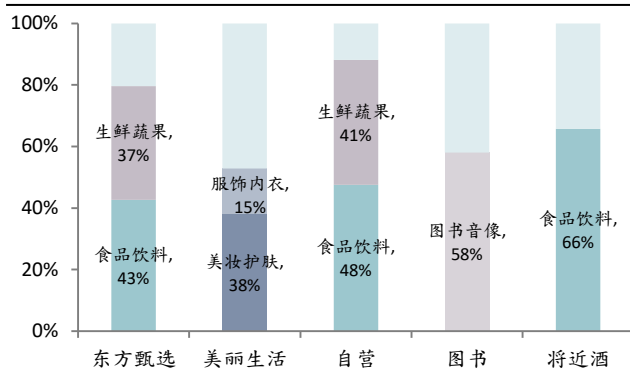


图表 82: 东方甄选账号矩阵, GMV 贡献分布



资料来源: 蝉妈妈, 交银国际

图表 83: 东方甄选直播矩阵主要品类 GMV 占比

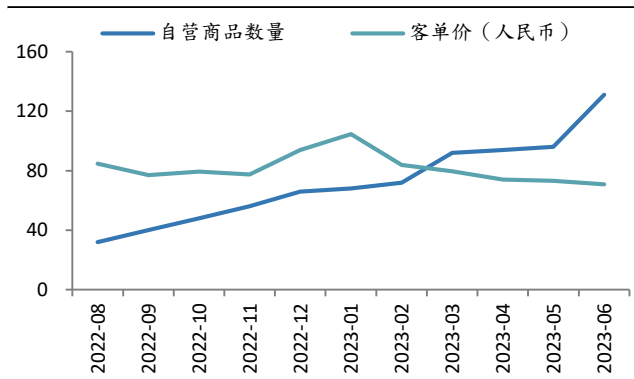


资料来源: 蝉妈妈, 交银国际 *2023 年 6 月数据

供应链能力建设打造自营产品护城河

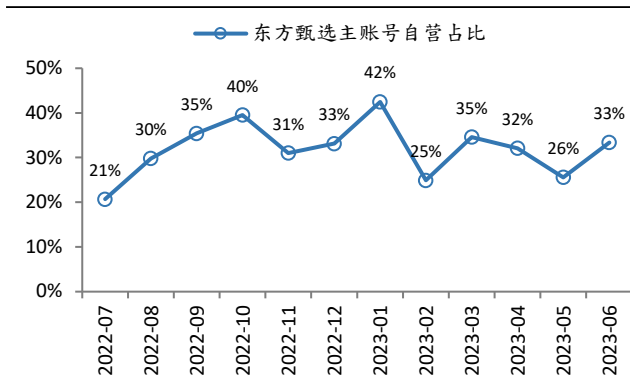
2023 财年, 自营产品及直播电商业务收入 39 亿元, 贡献 85%+ 的总收入, 其中自营产品收入超过 26 亿元, 占比约三分之二。公司持续推进自营产品研发, 聚焦高复购率农产品/食品, 完善供应链及物流履约能力。自营品牌布局将进一步提升对产品和服务的把控力度, 增强用户粘性。

图表 84: 东方甄选自营商品数量持续上升, 客单价稳定



资料来源: 蝉妈妈, 交银国际

图表 85: 东方甄选主账号自营 GMV 占比趋势

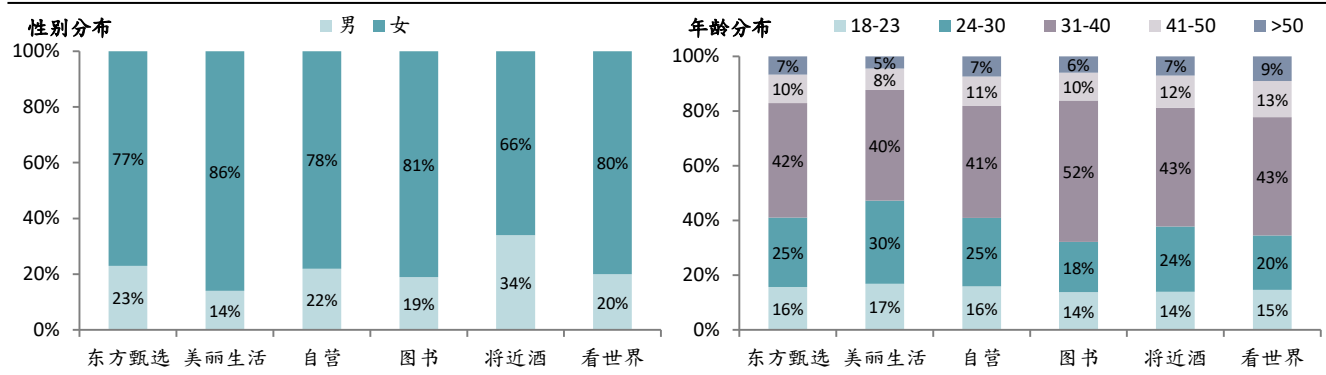


资料来源: 蝉妈妈, 交银国际

多渠道拓展, 扩展可渗透用户群体, 提升流量天花板

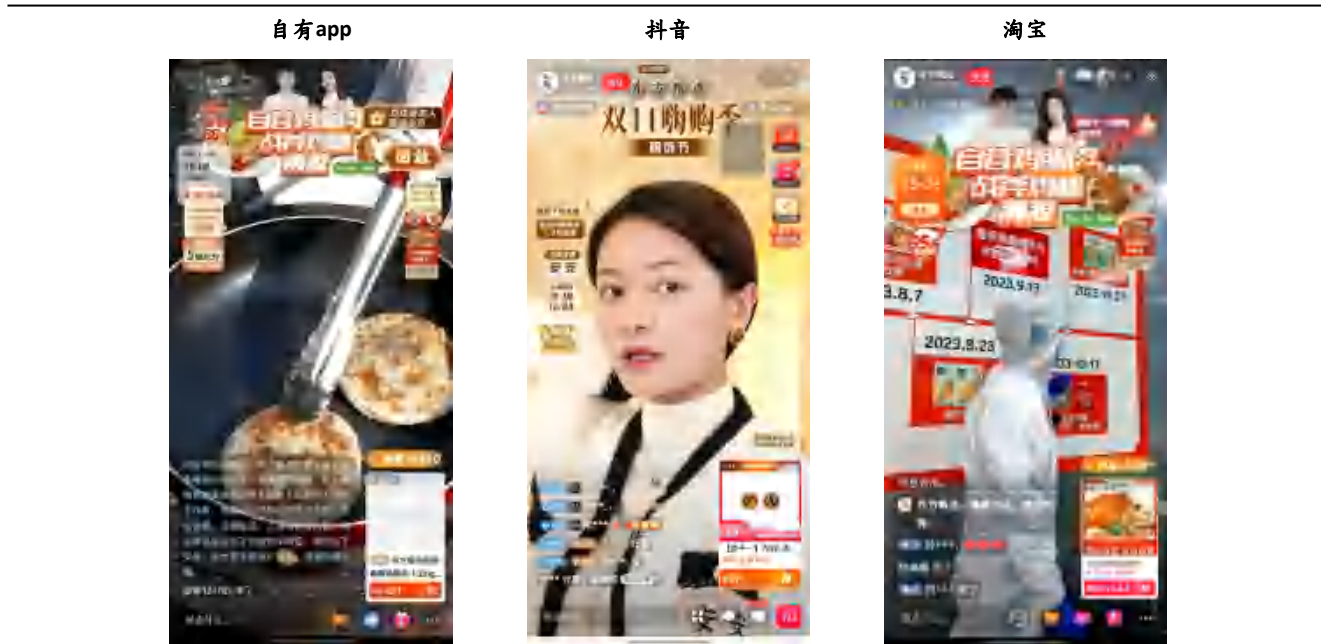
目前主账号用户以高线城市女性为主, 内容聚合和情怀加持下, 31-40 岁和 24-30 岁年龄层居多, 分别占比约 25% 和 40%+, 各垂类矩阵号用户画像大体相似, 仅受带货品类差异影响。2023 年 7 月, 东方甄选新版 App 上线, 根据七麦数据, 截至 10 月 31 日, 下载量近 100 万。除货架电商陈列外, App 同时运营直播间, 平均在线人数规模千人, 对比抖音直播间场均观看百万人。2023 年 8 月, 东方甄选在淘宝平台开启首场直播, GMV 达到 1.75 亿元, 对比抖音过去 30 天日均销售额 1,000-2,500 万元。

图表 86: 东方甄选直播用户画像：以 24-40 岁女性人群为主



资料来源: 蝉妈妈, 交银国际

图表 87: 东方甄选各渠道直播间 (app、抖音、淘宝)



资料来源: 东方甄选 app, 抖音, 淘宝, 交银国际

文旅

7 月 21 日, [新东方公众号宣布正式开拓文旅事业](#), 集团将聚焦教育、生活、文旅三大领域。7 月 19 日, 北京新东方文旅有限公司成立, 注册资本 10 亿元。

此前, 新东方已为进入文旅产业赛道做出准备。2022 年 8 月起, 东方甄选以“直播+文旅”的形式开展多个主题游直播, 包括四川、西安、山西、云南等多个目的地。根据官网数据, 浙江专场 (4 月 15-16 日) 销售额超 1 亿元; 山西专场 (5 月 20 日) 观看人次 2400 万+, 销售额/订单量超 7500 万元/130 万单; 四川场 (6 月 9-10 日) 销售额超 1.4 亿元, 最高同时在线人数超 35 万。2022 年 11

2023 年 11 月 29 日

新东方教育科技 (9901 HK)



月，东方甄选开启子账号“看世界”，目前账号粉丝数 327 万，今年 4 月开启直播带货，蝉妈妈数据显示，日均观看人次约 450 万，日均 GMV 330 万元（6 月数据）。

文旅业务中，面向青少年的内地营地和国际游学项目持续发展。根据新东方游学小程序，1）内地营地：包括自然户外（如崇礼滑雪、腾冲探索极边）、人文素养（如敦煌丝绸之路、西安穿越周秦汉唐）、科技探索（如大疆 robotmaster、民航职业体验）等主题，目的地覆盖北京、广东、哈尔滨、西安、云南等 20 多个省。2）国际游学：有文化探索、名校探访等主题，覆盖美国、欧洲、新加坡等国家，用户主要由海外备考和咨询用户转化而来。

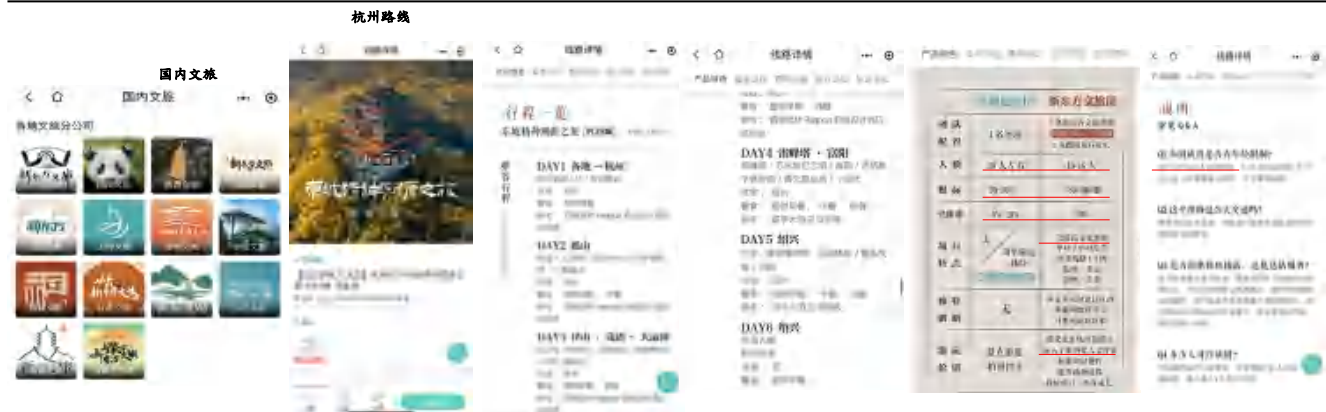
而此次新东方文旅将进一步面向中老年人拓展业务，以文化色彩为招牌，更契合新东方品牌形象，形成差异化路线。目前内地文旅覆盖广东、云南、四川、陕西、河南等 15 个省，售价多在 4000-5000 元之间。

图表 88: 新东方文旅小程序布局—青少年产品包括内地及海外研学项目



资料来源: 新东方文旅小程序，交银国际

图表 89: 新东方文旅小程序布局—成年文旅项目-以杭州路线为例，对比常规团具备差异化优势



资料来源: 新东方文旅小程序，交银国际

各业务线利润率均有优化空间

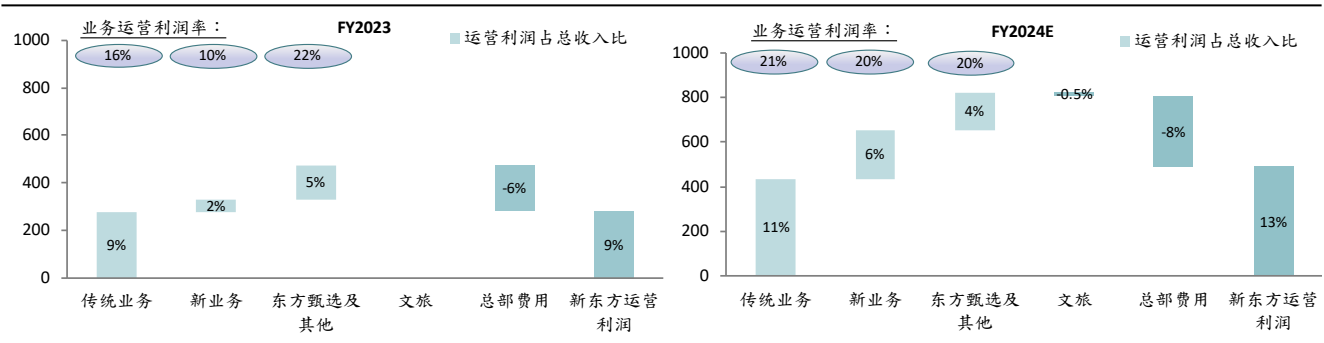
传统业务运营稳定，2023 财年恢复常态运营后，预计 2024 财年利润率持续优化，成人考试及海外备考等业务拉动传统业务运营利润率提升 5 个百分点。

新业务仍在增长阶段，2023 财年运营利润率约 10%。我们按新东方历史市场营销费用、管理费用占收比最低阶段假设，新业务每教学点运营利润率仍有 4-10 个百分点的提升空间。考虑到教室利用率的提升空间，素养课利润率长期或仍有提升空间。

同时，东方甄选持续提升自营产品及多渠道运营，短期或影响利润率，但长期仍有优化空间。

文旅项目或是 2024 财年主要投入之一。参考 OTA 行业旅游团（机酒）20-30% 的利润率情况以及新东方文化输出的产品溢价，我们认为文旅业务在运营初期虽有投入，但仍在可控范围，或有可能在未来 2-3 年达到接近 20% 的常态化水平。

图表 90: 新东方各业务线利润率有优化空间



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

2023 年 11 月 29 日

新东方教育科技 (9901 HK)



图表 91: 单教学点运营情况分析

每教学点招生上限 (按面积、每班人数假设, 详见图表 80)	2,800	3,111	4,200	4,667
收入 (百万元/教学点)	6.7	7.5	10.1	11.2
成本	4.5	4.6	6.8	6.9
1. 租金	0.7	0.7	1.1	1.1
每平方米租金价格 (元)	2.0	2.0	2.0	2.0
单个教学点总面积 (平方米)	1,000	1,000	1,500	1,500
	16%	16%	16%	16%
2. 教师工资	3.1	3.1	4.7	4.7
课数/教学点/周 (教室数量 x 教室排课)	156	156	233	233
每教师课时数/周	10	10	10	10
每教学点教师数	31	31	47	47
基本工资/教师 (元/月)	6,000.0	6,000.0	6,000.0	6,000.0
课时工资	60.0	60.0	60.0	60.0
	69%	68%	69%	68%
3. 其他成本	0.7	0.7	1.0	1.1
占收比	10%	10%	10%	10%
	15%	16%	15%	16%
毛利	2.182	2.854	3.273	4.281
毛利率	32%	38%	32%	38%
营销费用	0.8	0.9	1.2	1.3
占收比	12%	12%	12%	12%
管理费用	0.4	0.4	0.6	0.7
占收比	6%	6%	6%	6%
运营利润	1.0	1.5	1.5	2.3
运营利润率	14%	20%	14%	20%

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

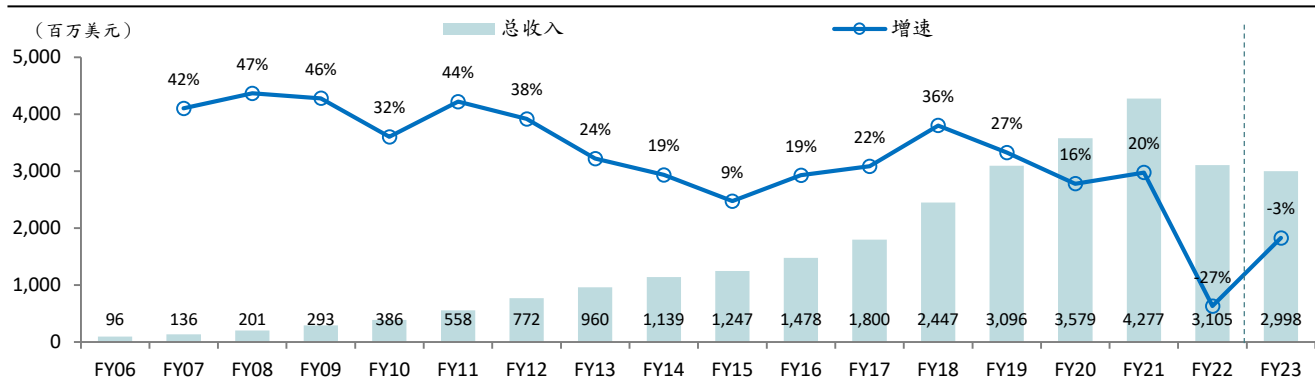
2023 年 11 月 29 日

新东方教育科技 (9901 HK)



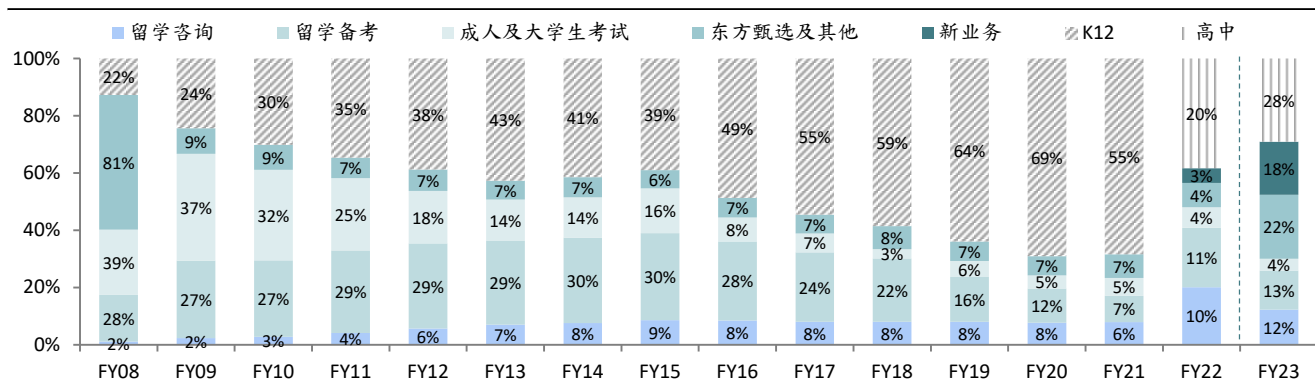
附录

图表 92: 新东方上市以来收入规模及增速



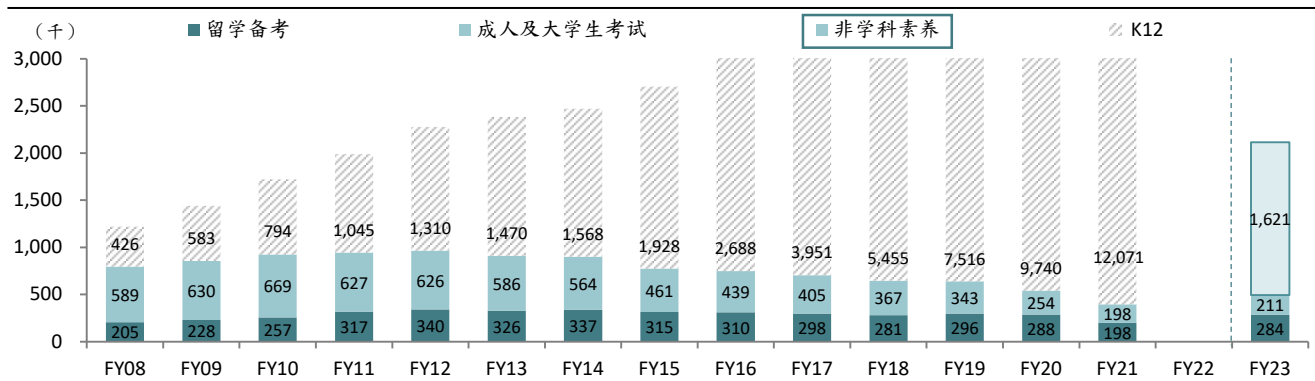
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 93: 新东方上市以来收入结构变化



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 94: 新东方上市以来招生人数, 素养业务招生增长快



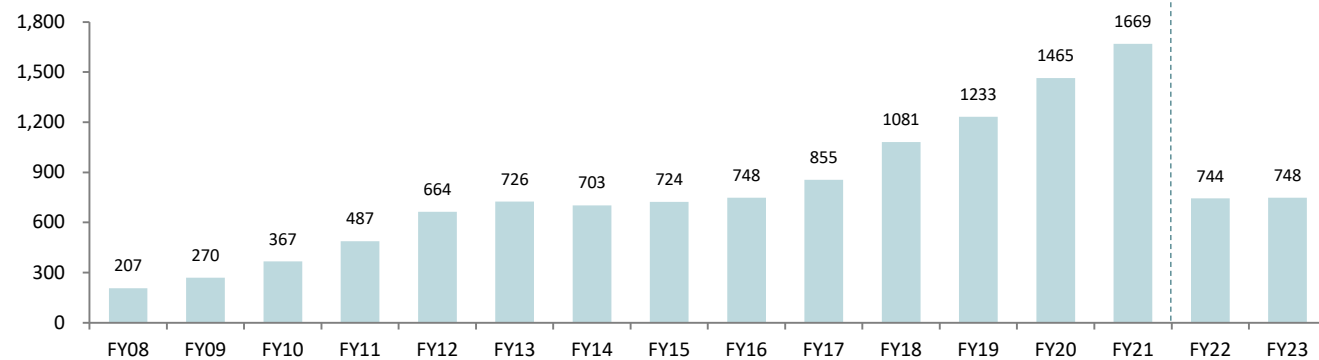
资料来源: 公司资料, 交银国际

2023 年 11 月 29 日

新东方教育科技 (9901 HK)

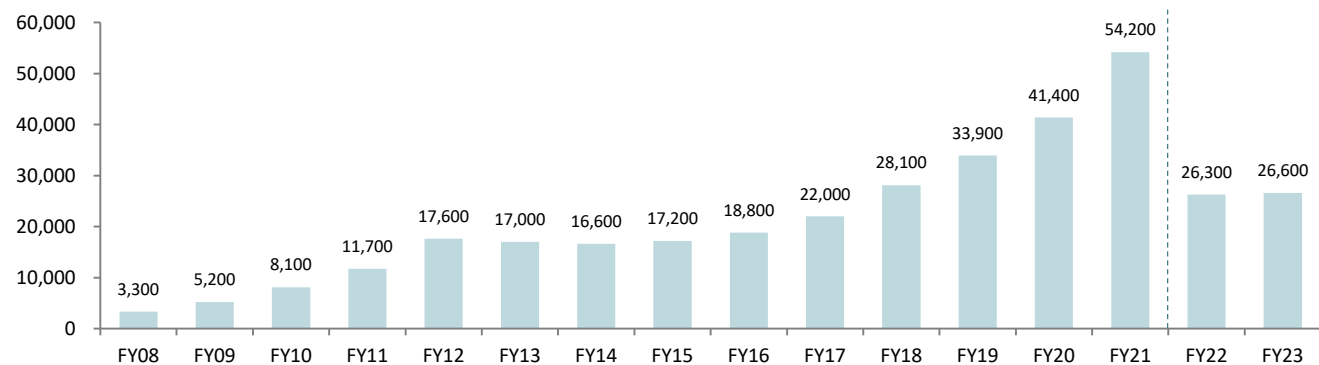


图表 95: 新东方上市以来教学点数量



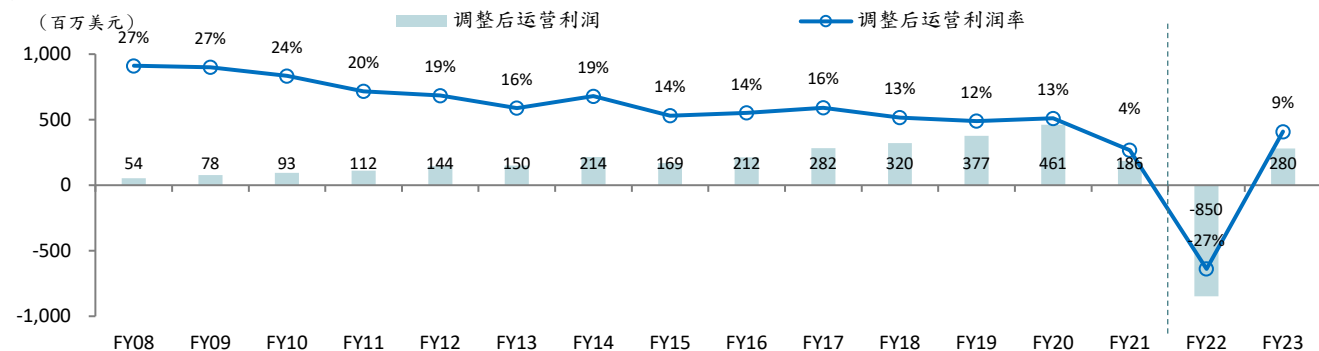
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 96: 新东方上市以来教师数量



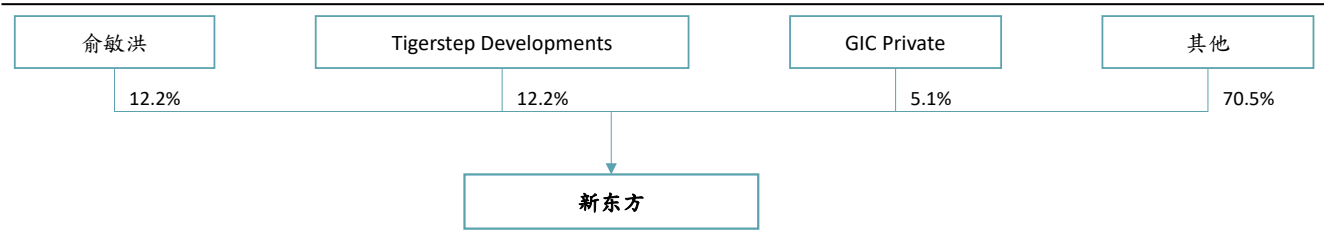
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 97: 新东方上市以来运营利润及利润率表现



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 98: 新东方股权架构



资料来源: 公司资料, 交银国际 *截至 2023 年 9 月 15 日

图表 99 : 新东方教育科技 (9901 HK) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

2023 年 11 月 29 日

新东方教育科技 (9901 HK)



财务数据

损益表 (百万元美元)					
年结5月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	3,105	2,998	3,858	4,693	5,522
主营业务成本	(1,754)	(1,409)	(1,729)	(2,098)	(2,431)
毛利	1,351	1,588	2,129	2,595	3,091
销售及管理费用	(467)	(445)	(523)	(643)	(769)
研发费用	(1,867)	(954)	(1,255)	(1,505)	(1,770)
其他经营净收入/费用	0	0	0	0	0
经营利润	(983)	190	350	448	552
Non-GAAP标准下的经营利润	(850)	280	487	613	747
财务成本净额	119	85	110	134	157
其他非经营净收入/费用	(169)	33	36	5	(18)
税前利润	(1,032)	309	497	587	691
税费	(136)	(66)	(125)	(135)	(152)
非控股权益	(19)	(65)	0	0	0
净利润	(1,188)	177	372	452	539
作每股收益计算的净利润	(1,188)	177	372	452	539
Non-GAAP标准的净利润	(1,046)	259	455	585	696

资产负债表 (百万元美元)					
截至5月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1,195	1,369	1,829	2,456	3,245
有价证券	1,902	1,997	2,097	2,202	2,312
应收账款及票据	16	8	24	16	32
存货	28	20	39	32	50
其他流动资产	1,333	1,416	1,616	1,655	1,861
总流动资产	4,474	4,810	5,605	6,361	7,499
投资物业	438	460	483	507	532
物业、厂房及设备	403	506	593	690	769
无形资产	74	72	69	66	64
其他长期资产	646	651	661	672	682
总长期资产	1,561	1,688	1,806	1,935	2,047
总资产	6,035	6,499	7,411	8,295	9,546
应付账款	777	913	1,087	1,129	1,419
其他短期负债	933	901	1,159	1,410	1,660
总流动负债	1,710	1,814	2,246	2,539	3,079
长期贷款	0	0	0	0	0
长期应付账款	446	446	446	446	446
其他长期负债	85	84	89	94	100
总长期负债	531	530	536	541	546
总负债	2,241	2,344	2,782	3,080	3,625
股本	2,063	2,063	2,063	2,063	2,063
储备及其他资本项目	1,642	2,003	2,477	3,064	3,770
股东权益	3,706	4,066	4,541	5,127	5,833
非控股权益	88	88	88	88	88
总权益	3,794	4,154	4,629	5,215	5,921

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元美元)					
年结5月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	(1,084)	301	497	587	691
折旧及摊销	194	223	299	373	418
营运资本变动	(1,154)	139	255	330	364
税费	136	66	125	135	152
其他经营活动现金流	627	(42)	(113)	(104)	(109)
经营活动现金流	(1,280)	687	1,063	1,320	1,516
资本开支	(151)	(300)	(386)	(469)	(497)
投资活动	(117)	(123)	(129)	(135)	(142)
其他投资活动现金流	1,436	6	6	6	7
投资活动现金流	1,169	(417)	(509)	(598)	(632)
负债净变动	0	0	0	0	0
权益净变动	(8)	0	0	0	0
股息	0	0	0	0	0
其他融资活动现金流	(223)	0	0	0	0
融资活动现金流	(231)	0	0	0	0
汇率收益/损失	(95)	(95)	(95)	(95)	(95)
年初现金	1,632	1,195	1,369	1,829	2,456
年末现金	1,195	1,369	1,829	2,456	3,245

财务比率					
年结5月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(美元)					
核心每股收益	(7.001)	1.057	2.215	2.692	3.213
全面摊薄每股收益	(7.001)	1.052	2.205	2.680	3.199
Non-GAAP标准下的每股收益	(6.167)	1.536	2.697	3.469	4.127
每股账面值	21.843	24.124	26.938	30.416	34.605
利润率分析(%)					
毛利率	43.5	53.0	55.2	55.3	56.0
EBITDA利润率	(25.4)	13.8	16.8	17.5	17.6
EBIT利润率	(31.6)	6.3	9.1	9.5	10.0
净利率	(38.2)	5.9	9.6	9.6	9.8
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	43.5	53.0	55.2	55.3	56.0
EBITDA利润率	(21.1)	16.8	20.4	21.0	21.1
经营利润率	(27.4)	9.3	12.6	13.1	13.5
净利率	(33.7)	8.6	11.8	12.5	12.6
盈利能力(%)					
ROA	(12.9)	4.1	6.5	7.4	7.8
ROE	(23.7)	6.5	10.4	11.9	12.5
ROIC	(25.4)	5.3	7.9	9.1	9.8
其他					
流动比率	2.6	2.7	2.5	2.5	2.4
存货周转天数	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1
应收账款周转天数	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
应付账款周转天数	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3

教育

收盘价

美元 11.39

目标价

美元 14.40

潜在涨幅

+26.4%

2023 年 11 月 29 日

好未来教育 (TAL US)

业务增长或超预期，核心利润增长支撑硬件业务投入；首予买入

④ 新业务转型成功，K9 线下素养培训教学点重启扩张战略，收入增长有超预期潜力。公司深耕教育行业多年，新拓展 K9 非学科培训、海外、图书等。2024 财年上半年总收入同比增 35%，显示业务进入恢复通道。K9 素养培训人口渗透、科目覆盖、人均复购均有提升空间。好未来重启线下教学点扩张战略，假设每季度扩张 20-25 个教学点，对比 2023 财年收入提升幅度至少 66%。2025-2026 财年，在目前行业趋势下，假设稳健推进教学点扩张速度（年均 20%+），未来收入增速仍有上调空间。

④ 品牌效应及大模型/内容加持，学习机市占率仍有提升机会。我们按行业数字化渗透率、人口覆盖面及市占率等基本假设估算单品牌学习机长期或有大约 300 万出货总量。好未来 MathGPT 大模型完成备案并计划与学而思学习机融合升级，叠加学而思品牌效应及优质内容资源，有望提振产品升级及销量增长，好未来学习机市占率仍有提升机会。

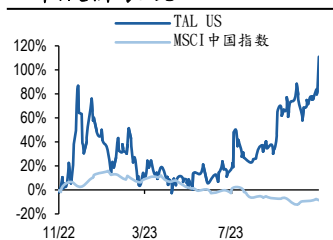
④ 核心学习服务业务利润率稳定，硬件及技术投入水平决定盈利能力。公司暂未给出利润转正目标，但我们预计：1）学习服务相关投入相对固定，利润率维持双位数水平；2）硬件投入和大模型研发投入将是影响公司盈利能力的主要因素，我们预计 2024 财年预算不超过 5000 万美元，对应 2024 财年运营利润率或转亏至-2%。若硬件销售加速，带动硬件业务扭亏为盈，将缓解大模型投入带来的利润压力。

④ 首予买入，目标价 14.4 美元。考虑公司各项业务发展阶段及盈利潜力不同，我们采用分部加总估值法更能反映出公司的业务价值：1）线下/线上教育：20/15 倍 2025 财年市盈率；2）硬件：0.7 倍 2025 财年市销率。我们给予公司目标价 14.4 美元，对应 2024/25 财年市销率 2.1/1.7 倍，预计公司 2025 财年或将扭亏为盈，看好公司业绩增长潜力及科技教育投入对长期教育事业的贡献，给予买入评级。风险：盈利增长慢于预期；大模型技术投入未带来预期效果。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (美元)	11.39
52周低位 (美元)	5.25
市值 (百万美元)	5,575.29
日均成交量 (百万)	15.68
年初至今变化 (%)	61.56
200天平均价 (美元)	7.39

资料来源: FactSet

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8045

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8048

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8054

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8041

财务数据一览

年结 12 月 31 日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万美元)	4,391	1,020	1,426	1,780	2,093
同比增长 (%)		-77	40	25	18
净利润 (百万美元)	-961	-27	5	87	157
每股盈利 (美元)	-1.5	0.0	0.0	0.1	0.2
同比增长 (%)			-119	1,627	81
市盈率 (倍)	NA	NA	NA	83.5	46.2
每股账面净值 (美元)	18.6	18.1	3.4	3.7	4.4
市账率 (倍)	0.6	0.6	3.4	3.1	2.6

资料来源：公司资料，交银国际预测、每股盈利及市盈率均基于调整后口径

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

投资亮点及估值

深耕教育行业，向素质素养教育转型

好未来教育服务从学科教育起家，2021 年后积极转型向教育内容输出，如拓展素质/素养 K9 非学科教育服务、图书、智能硬件。素质教育及教育内容的输出人口覆盖面最广，截至 2022 年（教育部），K9 人口数超 2 亿（包括学前），素质教育年均、季均复购比例高，报名科目也有扩展空间（思维拓展、人文、科学、编程等）。

公司已重启扩张战略，学而思培优教学点教 2023 财年的 170 个已恢复至 220 个（2024 财年 2 季度），我们估算每新增 1 个教学点，对应招生能力提升 2,800-4,600 人次。假设公司每季度扩张 20-25 个教学点，对比 2023 财年收入提升幅度至少 66%，是我们目前基准预期，预计贡献公司总收入增量约 1/3。若公司在扩张计划或教室利用率等维度继续提优，收入增长或超过我们目前预期。

大模型完成备案，内容加持硬件布局

技术转型一直是教育企业战略方向，多样化的输出教育内容，实现普惠教育是主要目标之一。公司在技术层面的变现最先体现在面向教育机构的 SaaS 产品输出，2023 财年对公司收入贡献 10%+。另外，公司于 2022 年底发布了智能学习机产品 XPad，出货量超过 43 万台（截至 2024 财年 3 季度，即 2023 年 11 月）。

我们认为，智能学习硬件主要解决了部分家庭对教育资源的需求，以及通过丰富的教育资源和智能化手段提升学习效率，改善家庭教育质量。我们按行业数字化渗透率、人口覆盖面及市占率等基本假设估算单品牌学习机长期或有大约 300 万出货总量。加上好未来旗下 MathGPT 大模型完成备案并计划与学而思学习机融合升级，以及未来或有新机型发布，预计其销量空间或进一步加大，市占率仍有提升机会。

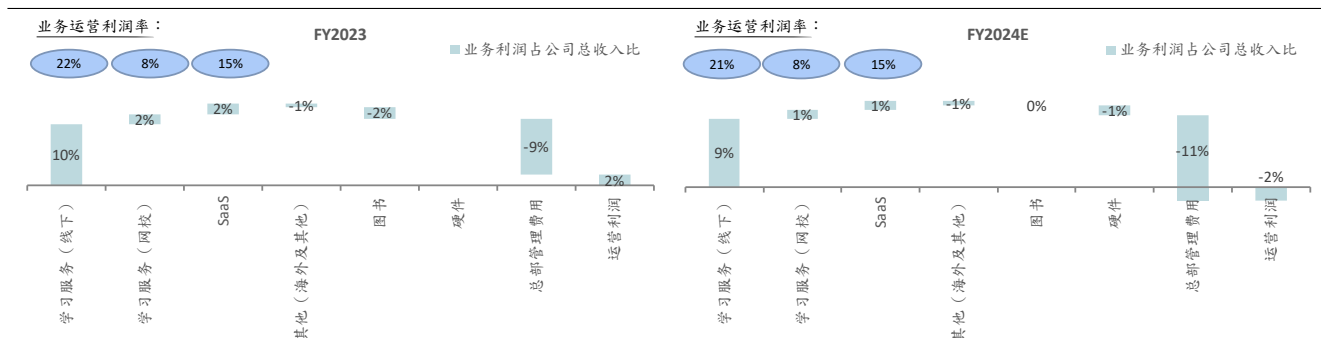
利润优化空间

受到硬件销售加速提升，公司指引 2024 财年 3 季度运营利润将转亏，同时考虑到大模型相关投入对 2024 财年利润率的负面影响（约 4 个百分点），公司也暂未给出长期利润转正目标。

长期来看，学习服务相关业务主要受固定投入影响，利润率应维持稳定，公司盈利能力核心在于硬件及技术投入的影响。随着学习机出货量持续提升，新机发布、大模型应用加持，我们预计 2025 财年出货量达到 59 万，并拉动硬件业务扭亏。若按 300 万出货总量，预计长期可能为公司带来合计 3,000-5,000 万美元利润，将有效提升公司长期利润率，也将缓释大模型相关投入带来的利润压力。

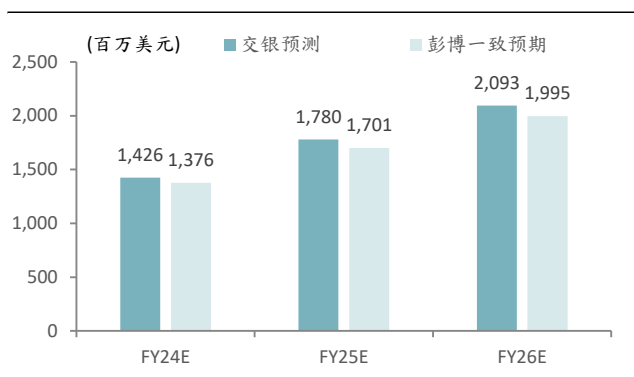
对比市场一致预期，我们对好未来利润预期仍相对保守，充分考虑到技术投入及相关研发投入持续的影响。若公司在创新投入上提升效率，并考虑线下教育服务的利润率优化空间，我们认为公司利润预期仍有上调可能。

图表 100: 好未来各业务线利润率预期，2024 财年硬件、大模型投入加大，对利润有负面影响



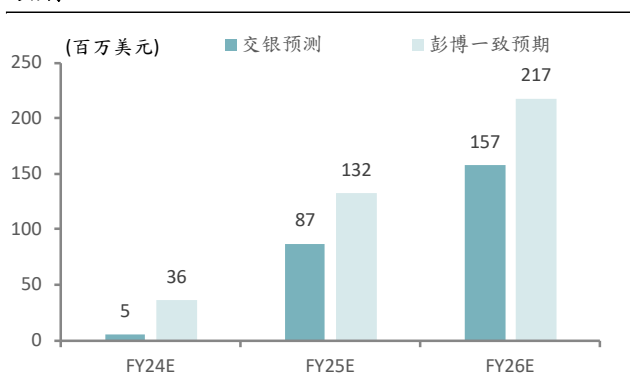
资料来源: 公司数据, 交银国际预测

图表 101: 收入: 交银预测 vs 彭博一致预期



资料来源: 彭博, 交银国际预测

图表 102: 经调整净利润: 交银预测 vs 彭博一致预期



资料来源: 彭博, 交银国际预测

按分部加总 (SOTP) 估值法，给予目标价14.4美元

好未来各业务线发展阶段各不相同，所处外部环境、市场机遇，以及长期增长潜力及利润率优化空间均不尽相同。主要体现在：1) K9 素质教育增长潜力大，公司可快速调动此前线下教培运营经验及内容积累，加速行业渗透，培优素养业务仍处在高速增长期；2) 网校业务短期内受到线下活动恢复，续班率虽然维持平稳，但面临纳新挑战，需加速课程优化及转型，提高学生素质教育多样性，同时解决家长陪读痛点；3) 图书业务步入稳态期，预计 2024 财年达到盈亏平衡，在营销策略优化下或带来持续利润释放；4) 学而思智能学习机发布不满 1 年，目前仍处在亏损阶段，但受益于学而思品牌效应，内容加持以及数学大模型近期完成备案，未来继续利好学习机产品升级以及销量提升，是拉动公司整体收入增长的主要动力之一。

同时以上各业务利润率水平差异也将对估值倍数有所影响，线下教育服务行业惯例来看，利润率应可达到 20% 左右，而线上教育服务由于单价相对较低，虽然可通过大班课/录播课/AI 课降低成本，但目前阶段，我们观察行业利润率最高在 10% 左右。图书及硬件相关行业利润率在 10-15%，目前公司仍处在亏损状态，因此，我们认为采用分部估值法为公司估值更为有效。

2023 年 11 月 29 日

好未来教育 (TAL US)



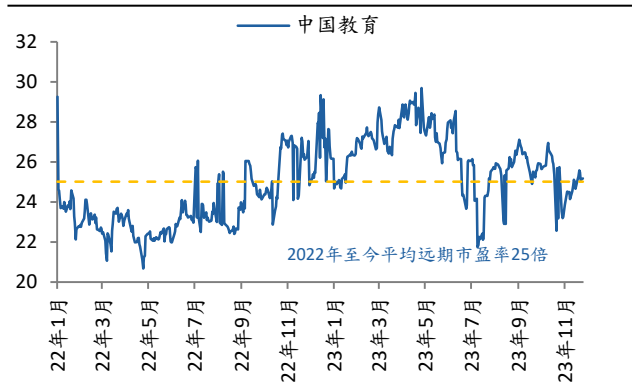
我们按线下教育服务平均 20 倍市盈率，线上教育服务平均 15 倍市盈率，硬件业务 0.7 倍市销率，对应公司 2025 财年（截至 2025 年 2 月 28 日）预测，给予好未来分部加总目标价 14.4 美元（仅含教育服务及硬件价值，与 DCF 估值结论一致），对应 2024/25 财年市销率 1.7 倍/1.5 倍，我们预计公司 2025 财年或将扭亏为盈，对应 2025/26 财年市盈率 35 倍/19 倍。看好公司业绩增长潜力及科技教育投入对长期教育事业的贡献，首予买入评级。

图表 103: 分部加总估值，给予目标价 14.4 美元

(百万美元)	收入			运营利润率			运营利润			PE			PS			估值	目标价
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E		(美元)
线下教育服务	610	776	940	21%	21%	23%	128	163	216	25	20	15	4.3	3.4	2.8	2,608	12.3
线上教育服务	206	224	244	8%	8%	8%	16	18	20	16	15	14	1.0	1.0	0.9	215	1.0
SaaS	110	116	121	15%	15%	15%	16	17	18	11	10	10	1.3	1.2	1.1	139	
图书	200	225	248	0%	5%	5%	0	11	12		15	14	0.7	0.6	0.5	135	
硬件	216	329	404	-8%	-2%	7%	(18)	(6)	27				1.1	0.7	0.6	230	1.1
其他	84	110	137	-10%	-5%	5%	(8)	(5)	7								
总部费用及大模型							(159)	(191)	(229)								
合计	1,426	1,780	2,093	-2%	0%	3%	(25)	7	70	N/A	35	19	2.1	1.7	1.5	3,053	14.4

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 104: 教育行业平均远期市盈率 25 倍



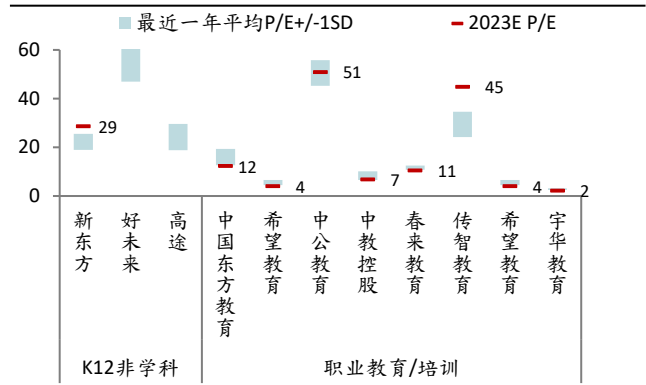
资料来源: 彭博, 交银国际

图表 106: 好未来远期市销率



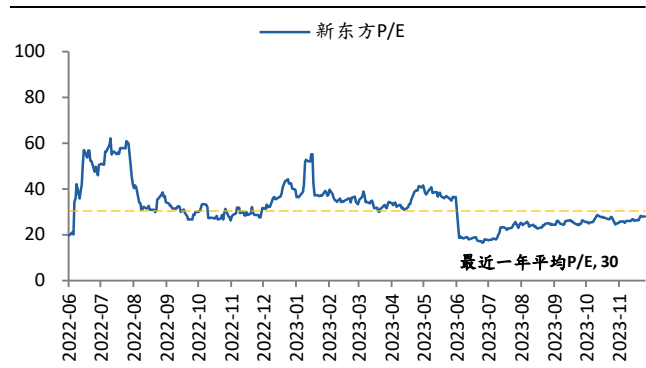
资料来源: 彭博, 交银国际

图表 105: 主要教育公司远期历史估值区间



资料来源: 彭博, 交银国际

图表 107: 新东方远期市盈率



资料来源: 彭博, 交银国际

图表 108: 可比公司估值表

公司	代码	收盘价	市值 (百万美元)	市 盈 率			市 销 率			收 入			调整后净利润		
				(倍)			(倍)			(报表货币, 百万)			(报表货币, 百万)		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
K12 非学科															
新东方	9901 HK	58.7	12,796	28	22	18	3.3	2.7	2.3	3,858	4,693	5,522	455	585	696
好未来	TAL US	11.4	7,272	NA	84	46	5.1	4.1	3.5	1,426	1,780	2,093	5	87	157
高途	GOTU US	2.5	569	NA	29	12	1.3	1.1	0.9	2,888	3,622	4,475	10	134	317
网易有道	DAO US	4.1	507	NA	NA	20	0.6	0.5	0.5	5,403	6,455	7,411	-510	2	176
平均				28	45	24	2.6	2.1	1.8						
学前															
盛通股份	002599 CH	7.7	579	220	49	34	1.7	1.6	1.4	2,407	2,666	2,927	12	83	121
爱婴室	603214 CH	16.8	331	25	21	19	0.6	0.6	0.5	3,673	4,058	4,468	95	111	128
平均				122	35	26	1.2	1.1	1.0						
职业教育/培训															
中公教育	002607 CH	4.5	3,917	51	32	26	6.3	5.0	4.3	4,419	5,559	6,489	405	817	1,071
中教控股	839 HK	6.2	2,024	7	6	5	2.6	2.3	2.0	5,592	6,410	7,253	2,018	2,300	2,586
粉笔	2469 HK	4.9	1,403	29	18	13	3.0	2.5	2.1	3,289	3,949	4,738	361	566	776
春来教育	1969 HK	6.2	955	11	9	7	4.5	4.1	3.0	1,510	1,659	2,278	655	739	1,021
传智教育	003032 CH	15.8	888	45	33	26	9.5	7.7	6.5	665	827	983	141	194	244
中国东方教育	667 HK	2.7	761	12	8	6	1.3	1.1	1.0	4,286	4,914	5,575	443	654	842
希望教育	1765 HK	0.5	475	4	4	3	0.9	0.8	0.7	3,636	4,179	4,750	835	940	1,091
平均				23	16	13	4.0	3.4	2.8						
硬件															
小米	1810 HK	15.1	48,573	20	21	19	1.3	1.1	1.0	272,965	305,124	339,342	17,203	16,190	18,266
联想	992 HK	9.7	15,166	14	10	8	0.3	0.2	0.2	56,671	62,481	67,194	1,111	1,608	1,949
平均				17	16	14	0.8	0.7	0.6						

资料来源：彭博，交银国际*新东方、好未来、高途、网易有道为交银国际预测，其余为彭博一致预期；股价截止 2023 年 11 月 27 日，新东方、好未来为 2024-26 财年数据

图表 109: DCF 估值法，2025-2034 财年，对应每股估值 14.8 美元

(百万美元)	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E	FY30E	FY31E	FY32E	FY33E	FY34E
息税前利润	7	70	96	159	273	305	420	472	533	606
税	-1	-11	-14	-24	-41	-46	-63	-71	-80	-91
折旧摊销	64	82	101	120	141	163	186	211	240	273
资本性支出	(193)	(209)	(229)	(235)	(250)	(262)	(274)	(308)	(348)	(396)
运营资金变化	1	16	28	32	46	43	64	89	125	182
自由现金流	(119)	(31)	11	99	251	294	458	536	631	756
折现自由现金流	(105)	(24)	7	61	136	141	195	202	210	223
基本假设										
无风险利率 (%)	4.6									
市场溢价 (%)	9.2									
贝塔系数	1.0									
股本成本 (%)	13.8									
债务成本 (%)	4.5									
%股本融资	96.0									
%债务融资	4.0									
加权平均资本成本 (%)	13.4									
DCF										
自由现金流-净现值 (百万美元)	1,045									
剩余价值-净现值 (百万美元)	2,066									
净现金 (百万美元)	26									
股权价值 (百万人民币)	22,901									
股权价值 (百万美元)	3,137									
股数 (百万)	211									
每股价值 (美元)	14.8									

敏感性分析							
(美元)	永续增长率						
WACC	1.25%	1.50%	1.75%	2.00%	2.25%	2.50%	2.75%
11.5%	17.5	17.9	18.2	18.6	19.0	19.4	19.8
12.0%	16.3	16.6	16.9	17.2	17.5	17.9	18.2
12.5%	15.2	15.4	15.7	16.0	16.2	16.5	16.9
13.0%	14.1	14.4	14.6	14.8	15.1	15.4	15.6
13.5%	13.2	13.4	13.6	13.8	14.0	14.3	14.5
14.0%	12.4	12.5	12.7	12.9	13.1	13.3	13.5
14.5%	11.6	11.8	11.9	12.1	12.3	12.4	12.6

资料来源: 交银国际预测

财务预测

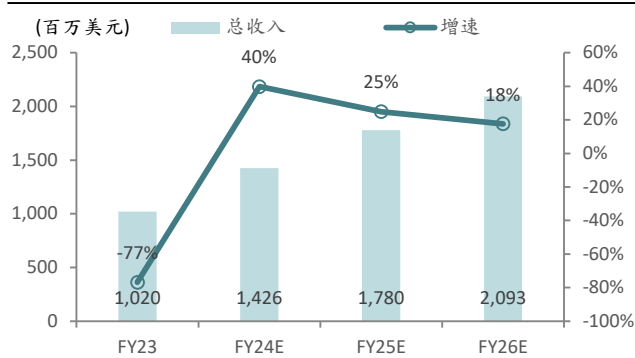
收入预期

我们预计，2024 财年-2026 财年，好未来总收入分别增长 40%/25%/18%，复合增长率 27%，对比行业调整前为 40%以上增速。我们认为，公司目前已进入业务恢复通道，业绩增长确定性强。在扩张战略上，也仍然维持保守即稳健的态度。2025-2026 财年，在目前行业趋势下，假设稳健推进教学点扩张速度（年均 20%+），未来收入增速仍有上调空间。

从收入分布来看，未来 2-3 年收入主要增量将来自：1) 培优素养教育服务；2) 硬件相关收入，其他业务维持稳定微增趋势。

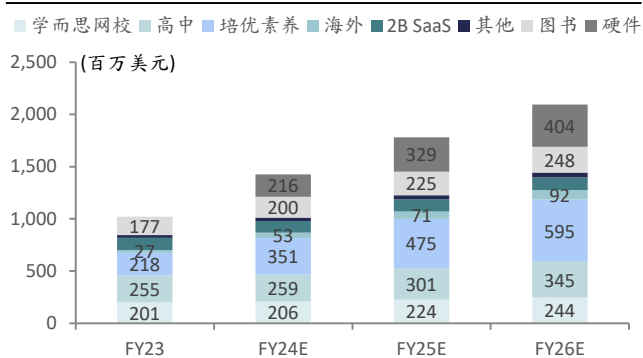
- ④ **培优素养（2024 财年收入 3.5 亿美元，贡献总收入 1/3 增量，2023 财年-2026 财年复合增速 40%）**：是素质教育业务加速增长的服务品类，预计 2024 财年在素养业务中占比继续高于网校，收入增速 61%，为公司总收入增量贡献 1/3。业务增长主要受益于线下教育服务的逐渐恢复。2023 财年，学而思培优线下教学点仅 170 个（对比高峰时期接近 1100 个），2024 财年上半年已增至 220 个，预计到财年底或达 260-270 个。我们在图表 121 中已经估算了每增加 1 个教学点对招生人数的拉动，按新增 90 个教学点，对应 2024 财年收入增速 66%。2025/2026 财年，我们假设年均 20-30%的教学点扩张计划，对应收入增速分别 35%/25%。
- ④ **硬件（2024 财年收入约 2.2 亿美元，贡献总收入>50%增量，2024 财年-2026 财年复合增速 37%）**：受学而思智能学习机发布时间影响，该业务对 2024 财年收入贡献是绝对增量，我们估算收入约 2.2 亿美元（约 15.5 亿元人民币），对应出货量 50 万台，我们按中期 300 万台可触达的出货量估算，或带来潜在收入合计约 140 亿元人民币（2028 年）。
- ④ **学而思网校（2024 财年收入增速约 3%，将持续调整产品供给提升招生人次）**：虽然目前网校续费率仍维持较高水平，但受线下活动恢复影响，我们认为未来网校业务或维持平稳。未来，学而思网校或将通过课程内容优化提升学生参与度，例如加入阅读陪伴计划、自然博物等相关教育消费产品，在相对低单价的基础上，为学生提供更多样的课程选择。我们预计 2024 财年，学而思网校业务同比增 3%，未来 2-3 年维持个位数增长。
- ④ **高中（2024 财年收入增速 2%，维持稳定）**：结合现阶段人口结构，高中年龄层人数仍有增长，将拉动行业需求提升，预计公司该业务将维持稳定年对年增长趋势，复合增速 11%。
- ④ **其他业务**：海外学而思品牌运营仍持续，目前进入 7 个国家和地区，对收入贡献不到 5%。图书业务持续受到品牌和优质内容的拉动，将继续稳定增长，预计 2024 财年增速 13%，占收比约 14%。其他业务还包括 2B SaaS 等业务，预计 2024 财年合计贡献收入接近 10%。以上单个业务对收入贡献较小，预计将维持稳定运营状态，海外业务或有加大投入可能性，但预计对公司整体运营及财务层面影响较小。

图表 110: 好未来收入预期：2024-26 财年复合增速 27%



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 111: 好未来收入分布预期：培优素养及硬件业务贡献主要增量



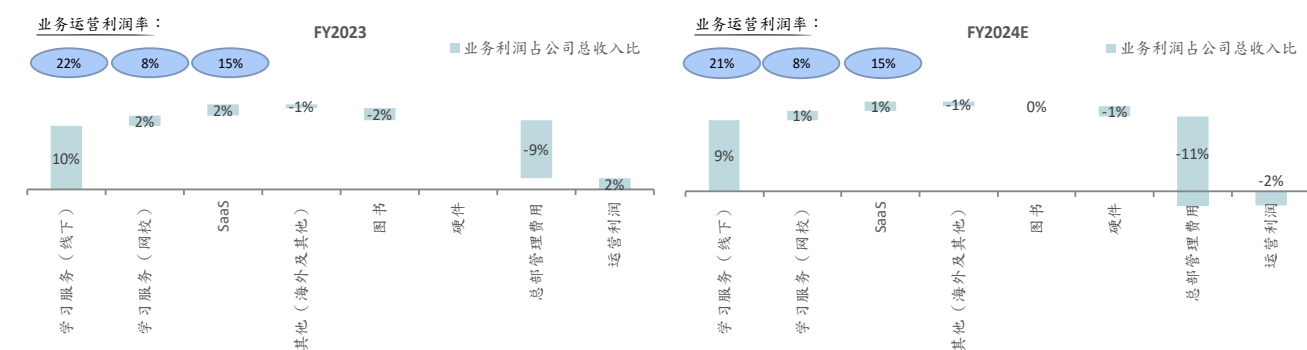
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

利润预期

2024 财年，我们预计公司各项业务利润率均稳中向好，但是考虑到学而思智能学习机相关投入，以及大模型研发费用（2024 财年预算不超过 5000 万美元），公司 2024 财年运营利润率或转亏降至-2%。

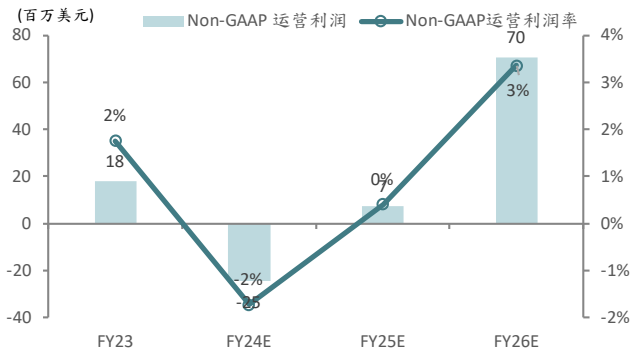
长期来看，学习服务相关业务投入相对固定，利润率或维持双位数水平，因此我们认为公司在硬件投入和技术投入将是影响公司整体利润率的主要因素。考虑到公司已表示 2024 财年 2 季度学习机产品现金层面已打平，假设硬件营销费用 10-20%，估算长期硬件产品利润率或在 10-15%，按此前 300 万出货总量估算，长期可能带来合计 3000-5000 万美元利润，将有效提升公司长期利润率。另外，大模型相关投入在 2024 财年对公司利润率或有约 4 个百分点的拖累，长期公司整体规模化效应带来的收入和利润优化，也将逐渐缓释利润压力。

图表 112: 好未来各业务线利润率预期，2024 财年硬件、大模型投入加大，对利润有负面影响



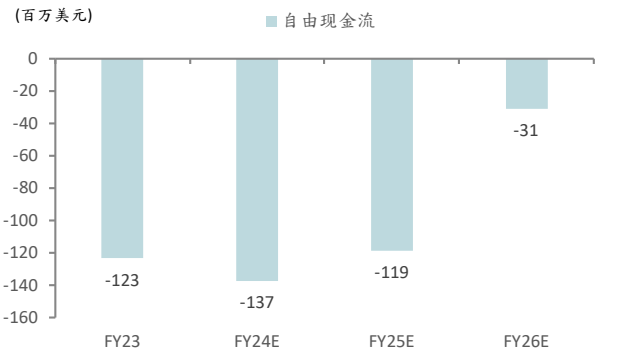
资料来源: 公司数据, 交银国际预测

图表 113: 好未来运营利润预期



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 114: 好未来自由现金流



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 115: 财务预测摘要

百万美元	FY23	FY24E	FY25E	FY26E	YoY	FY24E	FY25E	FY26E
总收入	1,020	1,426	1,780	2,093		40%	25%	18%
<i>彭博一致预期</i>		<u>1,376</u>	<u>1,701</u>	<u>1,995</u>				
收入分布								
教学服务及其他	843	1,010	1,226	1,441		20%	21%	18%
素养课程	419	557	699	839		33%	26%	20%
高中	255	259	301	345		2%	16%	14%
SaaS 解决方案	118	110	116	121		-7%	5%	5%
海外及其他	52	84	110	137		62%	30%	25%
教学内容解决方案	177	416	554	652		135%	33%	18%
图书	177	200	225	248		13%	12%	10%
硬件	0	216	329	404			52%	23%
成本	-436	-649	-783	-910		49%	21%	16%
毛利润	583	777	997	1,184		33%	28%	19%
毛利润率	57%	54%	56%	57%				
Non-GAAP 毛利润	595	785	1,006	1,194		32%	28%	19%
Non-GAAP 毛利润率	58%	55%	57%	57%				
运营费用	-697	-897	-1,080	-1,219		29%	20%	13%
销售费用	-283	-413	-497	-597		46%	21%	20%
管理费用	-414	-484	-583	-622		17%	20%	7%
占收比	-68%	-63%	-61%	-58%				
销售费用	-28%	-29%	-28%	-29%				
管理费用	-41%	-34%	-33%	-30%				
运营利润	-91	-108	-83	-36				
运营利润率	-9%	-8%	-5%	-2%				
Non-GAAP 运营利润	18	-25	7	70				
Non-GAAP 运营利润率	2%	-2%	0%	3%				
税前利润	-112	-76	-3	44				
税费	-20	-3	0	7				
有效税率	18%	4%	15%	15%				
少数股东权益	-4	0	0	0				
净利润	-136	-79	-3	51				
Non-GAAP 净利润	-27	5	87	157				
Non-GAAP 净利润率	-3%	0%	5%	8%				
<i>彭博一致预期</i>		<u>36</u>	<u>132</u>	<u>217</u>				
Non-GAAP EPADS								
基本	-0.04	0.01	0.14	0.25				
摊薄	-0.04	0.01	0.14	0.25				

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

从学科教育向教育内容输出转型

布局年龄层主要集中在K12阶段，产品输出方式多样

好未来教育服务从学科教育起家，2021年后逐渐转型向教育内容输出，一方面受益于此前积累的教学经验，迅速拓展素质/素养 K9 非学科教育服务，另一方面通过书籍的纸质/电子版出售，以及智能学习机的研发，变现教学内容。另外，好未来也向教育机构出售其 SaaS 产品及软件系统，技术支持行业发展。

图表 116:好未来产品线覆盖集中于 K12 年龄层，新产品/新业务聚焦技术和内容的输出

产品	学龄前		小学					初中				高中				大学				研究生	
	0-3	3-6岁	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
高中	语文/数学/英语/物理/化学/生物																				
学而思网校																					
素质/素养教育	创新思维/人文创作/程序设计/科学实验/国际/素养综合																				
研学																					
海外																					
2B SaaS																					
书籍																					
硬件	Xpad智能学习机																				

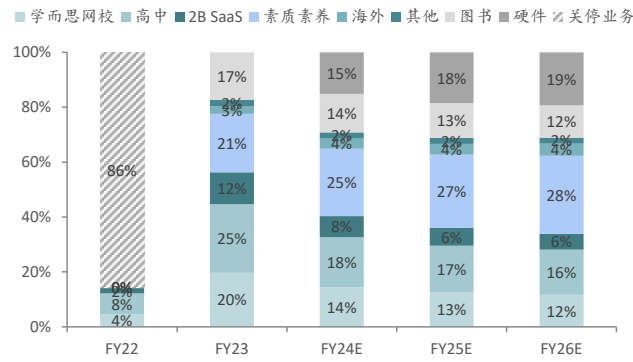
资料来源:交银国际

各产品线收入趋于均衡，长期增长来自素养及硬件产品

2023 财年以前，好未来主要收入来自 K12 业务（收入占比约 85%），在业务调整后，传统业务（学而思网校及高中等）在 2023 财年对收入贡献比例均小于 25%，SaaS 收入占比 12%。2023 财年（截至 2023 年 2 月末）各业务收入表现仍承压主要由于公司财年截止时间与行业差异，以及年初仍然处在线下活动恢复过程中，2023 财年仍未完全体现业务调整影响，如其网校及高中业务仍在调整中，传统业务主要受到 2B 教育机构的科技教育布局拉动。

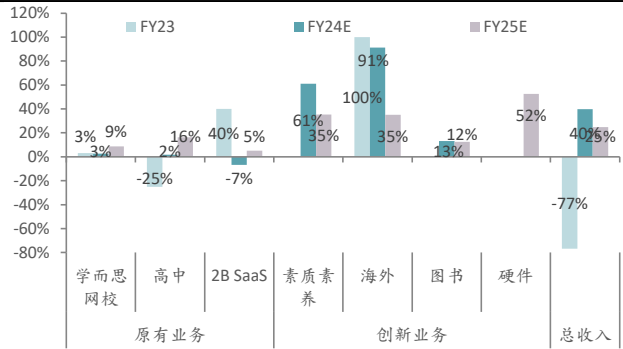
新拓展业务包括海外业务、素质素养及图书业务，2023 财年收入贡献超过 40%，总收入约 4.4 亿美元（超 30 亿元人民币），转型成功，2024 年上半年业绩表现证明其长期增长的持续性及稳定性。同时，2023 年 2 月，公司发布智能学习机（XPad），截至 2023 年 8 月数据，累计出货量或超 20-25 万台（公司指引）。

图表 117: 好未来业务调整后，收入分布均衡，素质养及硬件或将是主要收入增量



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 118: 好未来大部分收入增量预计将来自新业务，传统业务维持稳定表现



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

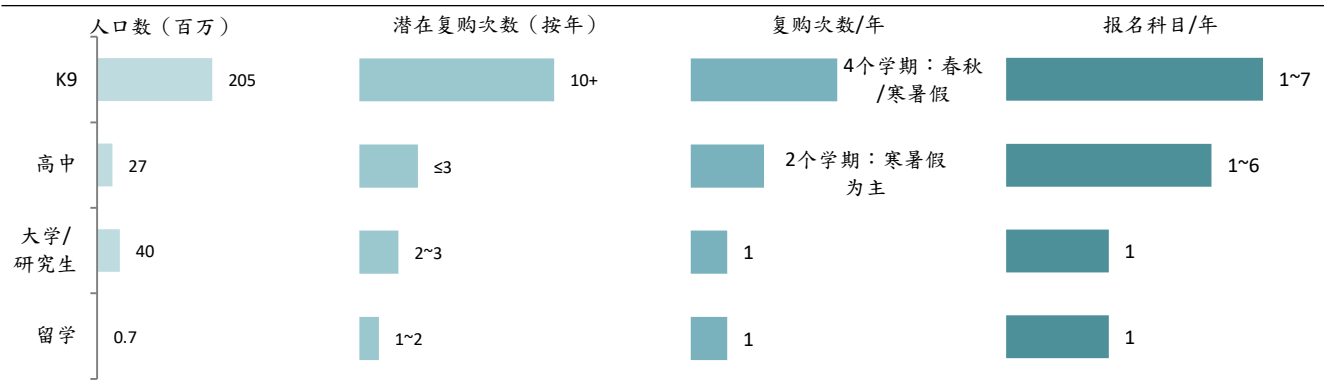
素质教育持续增长，教学点布局加速

人口覆盖面广

我们在本报告行业及同赛道公司中，均介绍了素质教育的增长空间，从年龄跨度、复购率及多科维度，素质素养培训可渗透空间大。好未来学而思培优品牌的素质素养业务涵盖创新思维、人文创作、编程、科学实验以及留学预备课程，同时还包括魔方等短期线上课。2023 财年全年（截至 2023 年 2 月），我们估算学而思素养小班课招生人次或在 50 万左右，2024 财年加速扩张，招生人次预计将继续加速增长，对应行业可渗透空间，公司及行业均有增长潜力。

学而思网校同样转型素质教育，为全国 6-14 岁孩子提供普惠性在线课程，主要涵盖人文、科学、编程与机器人、自然等课程，帮助孩子从人文和科学层面打好基础。相比于线下小班课，学而思网校课程价格较低，覆盖人群更多，未来仍将维持稳定发展趋势，维持相对稳定续班率。但考虑到线下日常活动的逐渐恢复，我们预计网校课程结构或仍需持续调整，解决学生/家长家庭学习期间痛点，为长期拉新夯实基础。

图表 119: 按人口、科目覆盖数量及复购续课维度，K9 素质教育空间最大



资料来源: 公司资料, 统计局, 交银国际预测



图表 120: 好未来非学科培训课程设置及价格

学习阶段	科目	时间	线上/线下	班型	课时	单次课课时	课次	价格 (元)	每小时价格 (元)
学前	科学思维	暑期班/秋季班	线下	小班	12/23	1.5	8/15	1,440/2,700	120
	人文创作	秋季班	线下	小班	11	1.5	7	1,820	173
小学	科学思维	暑期班/秋季班	线下	小班	20/30	2	10/15	2,950/4,425	148
	人文创作	暑期班/秋季班	线下/线上	小班	20	2	10	2,950	148
			线上	大班	20	2	10	1800	90
	Python	暑期班/秋季班	线下/线上	小班	24	2	10	3600	150
			线上	大班	24	2	12	1500	63
	编程 C++	暑期班/秋季班	线上	小班	24	2	12	4500	188
	图形化	暑期班/秋季班	线上	小班	8	2	12	1250	156
	机器人	暑期班/秋季班	线上	大班	24	2	4	3499	146
	科学实验	秋季班	线上	大班	11	1.5	7	840	80
	素养综合	寒假班	线上	大班	12	1	12	980	82

资料来源：学而思 APP，交银国际

教学点数量较此前下降，逐步开始恢复增长

截至最新数据，学而思培优教学点数量约 220 个，仅高峰时期（超过 1,000 个）的 1/5，。我们根据对同赛道公司的估算逻辑，按每教学点 1,000-1500 平方米，估算教室数量在 8-12 个，按最高排课数量及平均上课人数约 18 人，每个教学点招生能力约在 2,800-4,600 人次/年。假设教室 60%的利用率以及每学生 80%的续费率（对标行业），按每年 ASP 3,000 元，估算每扩张 20-25 个教学点，对比 2023 财年收入将提升 16-34%，按全年 4 个季度估算，对比 2023 财年收入将有至少 66%的拉动。同时，从学而思 APP 中可以看到，学而思素养课程上课形式也更加多样，学生可选择线下及线上直播课两种模式，并为学生、家长提供交互式学习功能以及向家长提供实时反馈。

图表 121: 每新增 1 个教学点，对报名人次提升 2800-4600 人。按 20-55 个教学点/季度的扩张计划，年化收入拉动至少 66%（较 2023 财年）

单个教学点总面积（平方米）	1,000	1,000	1,500	1,500
办公室/前台面积占比	30%	30%	30%	30%
教室面积（平方米）	90	90	90	90
教室数量	8	8	12	12
每教室最高排课数量/周	20	20	20	20
每教室上课人数（15-20 人）	18	20	18	20
每教学点报名上限	2,800	3,111	4,200	4,667
每季度新增教学点（年均 30%扩张计划）	新增报名人次，千			
20	56	62	84	93
25	70	78	105	117
	年化新增收入（百万人民币）			
20	168	187	252	280
25	210	233	315	350
	较 2023 财年收入增量			
20	66%	73%	99%	110%
25	82%	92%	124%	137%

资料来源: 公司资料，交银国际预测

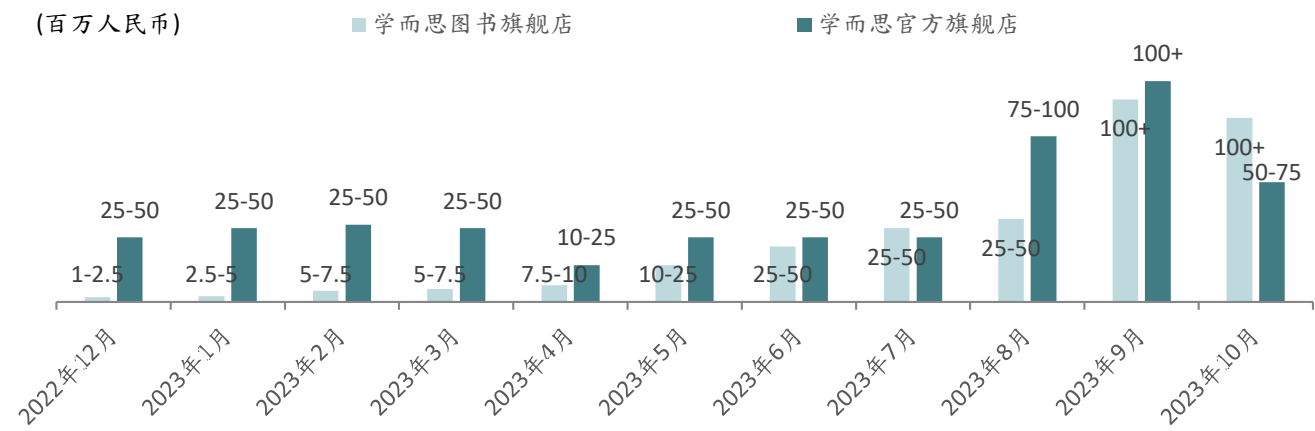
教育内容解决方案布局

图书业务

公司在教育领域深耕多年，也逐渐将此前积累的教研成果集成册并出版发行，在主流电商/直播电商平台均开设旗舰店。在保证学习效果的基础上，同时通过 APP 等智能配套引用解决家长“陪读”痛点，例如有图书 APP 帮助孩子语音、视频形式展现图书内容，随时随地自主、高效完成学习和阅读。

根据蝉妈妈数据，学而思品牌在抖音平台的图书售卖账号主要有 2 个（学而思图书旗舰店、学而思官方旗舰店），过去一年销售商品 SKU 超过 500 件，从 2022 年 12 月至 2023 年 10 月，两账号总销售额合计超过 8 亿元人民币。

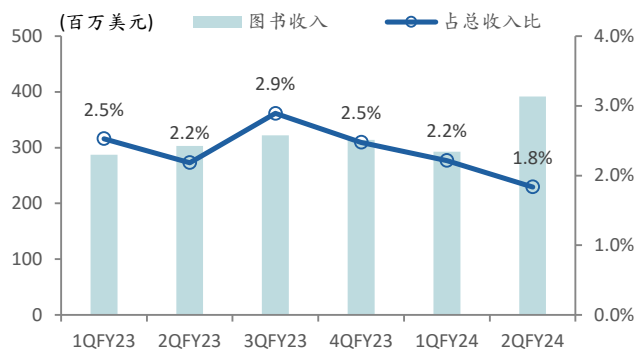
图表 122: 学而思图书销售两个主力账号月均销量-抖音平台



资料来源: 蝉妈妈, 交银国际

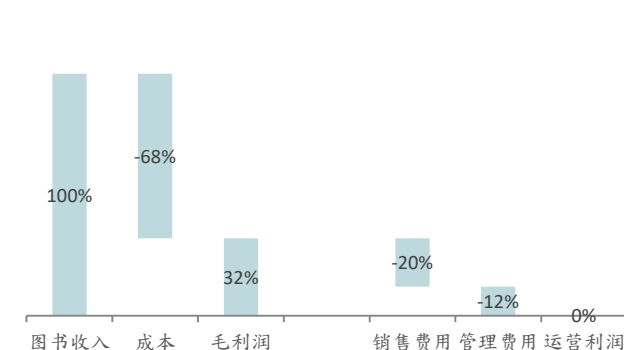
2023 财年，好未来图书相关收入约 3 亿元/季度，对公司总收入贡献在 2-3%，因第一年扩张，公司业务仍处于亏损阶段。公司指引其图书业务将在 2024 财年实现盈亏平衡，我们按行业平均表现，图书行业毛利率约 30-32%（），销售渠道主要集中在线上平台（抖音、淘宝），估算广告等相关费用占收比约 20%，管理费用占收比约 12%，对标行业平均 10-12% 的净利润率，我们认为长期学而思旗下图书品类利润仍有释放空间。

图表 123: 好未来图书收入估算



资料来源: 公司资料, 交银国际估算

图表 124: 图书业务盈利情况估算 (2024 财年)



资料来源: 公司资料, 交银国际估算

智能硬件及技术探索

好未来于 2022 年底发布了智能硬件产品 XPad, 售价 4,599 元, 其主要优势在于学而思内置课程资源。根据公司披露出货量口径, 我们估算截至 2023 年 8 月合计出货约 20-25 万台, 主要销售渠道为抖音、淘宝等线上平台。截至 2023 年 10 月, 根据蝉妈妈数据, 抖音平台合计销售学而思智能学习机 10-25 万台, 对应收入 4.6-11.5 亿元人民币, 将陆续确认收入。对比其他主流品牌的旗舰产品, 与学而思 Xpad 价格在同一区间, 在硬件配置差异区别的基础上, 我们认为学习机产品的主要差异化优势在于内容丰富度和内容质量, 学而思受益于此持续积累的教育和学习经验, 以及品牌优势, 其销售数据提升快。从用户活跃度来看, 目前已售硬件周活跃度 80%, 日均使用时长 1 小时。

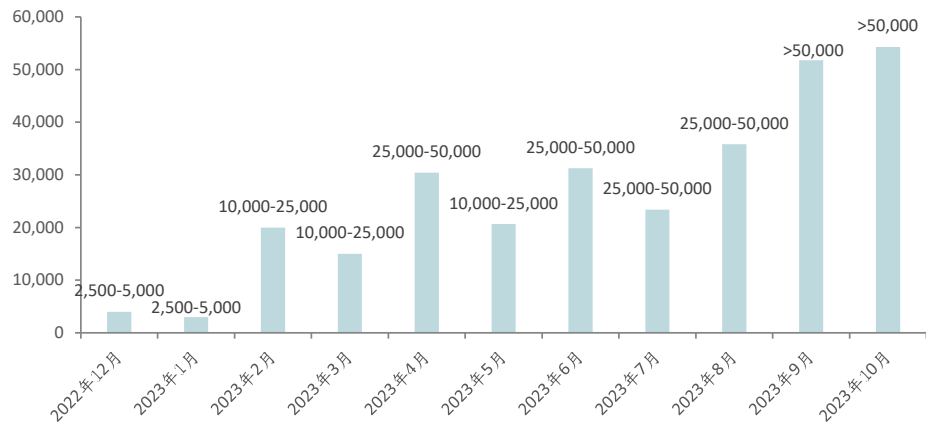
我们认为, 智能学习硬件主要解决了部分家庭对教育资源的需求, 以及通过丰富多样的教育资源和智能化手段提升学习效率, 优化家庭教育质量。同时, 技术转型也是教育企业的一大战略方向, 多样化的输出教育内容, 实现普惠教育, 是各教育机构的主要目标之一。

长期来看, 单一功能和多功能综合类智能硬件将协同发展, 但有技术积累、内容品牌效应的加持, 将在开拓市场时更有优势。我们按行业数字化渗透率简单估算, 对应 K9 约 2 亿人口, 按 30% 的线上化率以及 5% 市占率 (教育行业市占率分散, 领先公司也仅有低个位数市占率), 单品牌学习机或长期有大约 300 万出货总量, 但我们也不排除像上文所述, 未来产品技术及内容加持下, 市占率进一步提升的机会。

2023 年 11 月初, 好未来旗下 MathGPT 大模型完成相关备案并已通过审核, 正式成为通过备案的首批教育大模型平台, 距离 8 月内侧, 5 月宣布研发, 仅半年时间。MathGPT 面向全球数学爱好者和科研机构, 主要聚焦解题、讲题的数学垂直领域模型, 拥有千亿级别参数。使用方式来看, 用户通过 MathGPT 页面, 用文字、图片等方式上传数学题即可得到解答, 同时也可通过对话方式随机生生数学题并给出解答。

未来，学而思学习机也将陆续上线基于 MathGPT 自研大模型的 AI 能力，通过 AI 应用产品，例如 AI 对话学、AI 讲题等直接与用户交互，提升学而思学习机的市场竞争优势。

图表 125: 学而思智能学习机销量-抖音平台



资料来源: 蝉妈妈，交银国际

图表 126: 学而思 MathGPT 大模型应用



资料来源: 好未来官网，交银国际

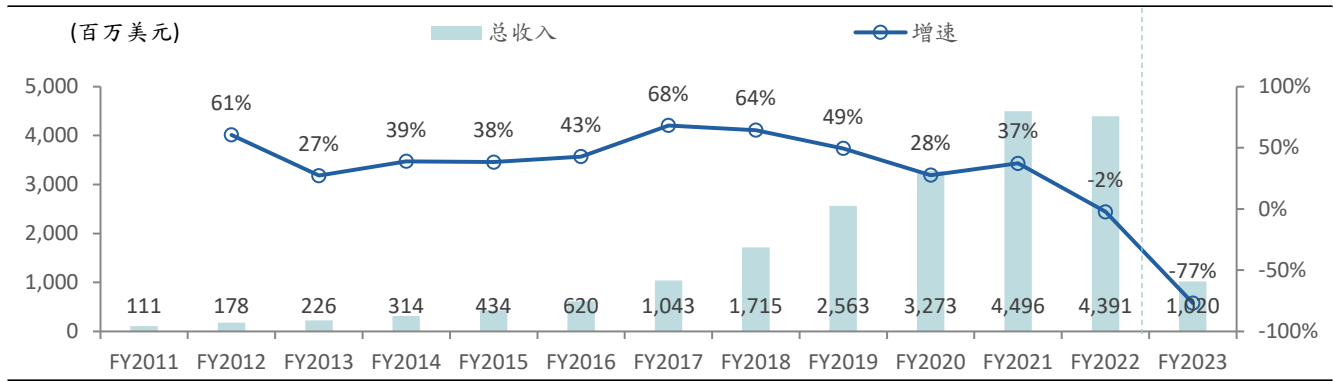
图表 127: 部分学习机品牌旗舰机型对比

	有道 Y10	有道 X10	学而思 Xpad	小度学习机 Z20 Plus 高思豪华版
上线时间	2022 年 7 月	2022 年 10 月	2023 年 2 月	2023 年 6 月
价格	2,499 元	3,299 元	4,599 元	4,499 元
芯片	高通 8 核芯片	MediaTek G80 八核芯片	联发科 MT8183	8 核
屏幕	10.1 英寸/IPS 屏/分辨率/窄边框 宽度/莱茵低蓝光认证	10.6 英寸/2K 全面屏/2000*1200 分辨率/德国莱茵低蓝光认证	11 英寸 IPS 类纸屏	13.3 英寸
摄像头	前摄 800W，后摄 800W	前摄 800W，后摄 1300W	前摄 1300W，后摄 1300W	前摄 800W，后摄 500W
内存	4G RAM, 64G ROM	4G 内存+128G 存储+最大支持 2T 扩展	6GB RAM+128G ROM	6GB RAM+256GB ROM
电池	7500mAh	7700mAh	7500mAh	9000mAh
主打亮点	1) AI 精准学； 2) 教材同步学； 3) 真题试卷模拟； 4) 数学作业试卷诊断； 5) 有道精品英语； 6) 有道中文图书馆； 7) 远程辅导； 8) 六重智能护眼	1) 全科教材（中小学）免费 学； 2) 数学诊断，1.5 亿题库+1000 万教辅题目； 3) 20 万套真题练习，AI 智能 批改、解析； 4) 5100+知识点视频讲解； 5) 错题收集攻克	1) 学而思自研 OS 系统； 2) 1000 万分钟学而思老师讲 授视频； 3) 多样学习工具； 4) 趣味互动学； 5) 10 层类纸，真护眼屏； 6) 超广角 AR 镜 7) 家长管控	1) 小度智能 OS 系统； 2) 高思教育内容独家授权，1 万+节课课程； 3) AI 诊断，个性化学习； 4) AI 作文老师、AI 口语陪 练； 5) 200 万分钟免费资源； 6) 第二代类纸屏； 7) 多娃学习账户； 8) 家长管控

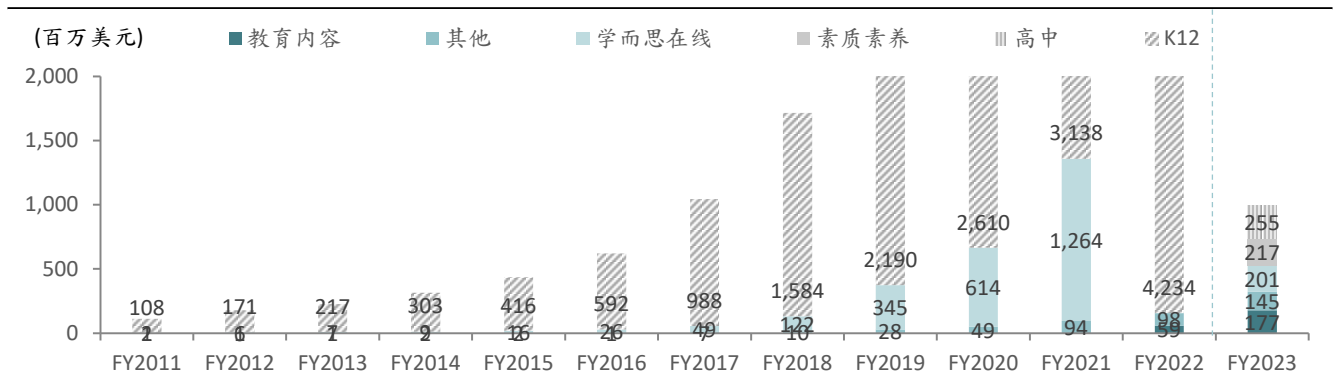
资料来源: 公开资料，交银国际

附录

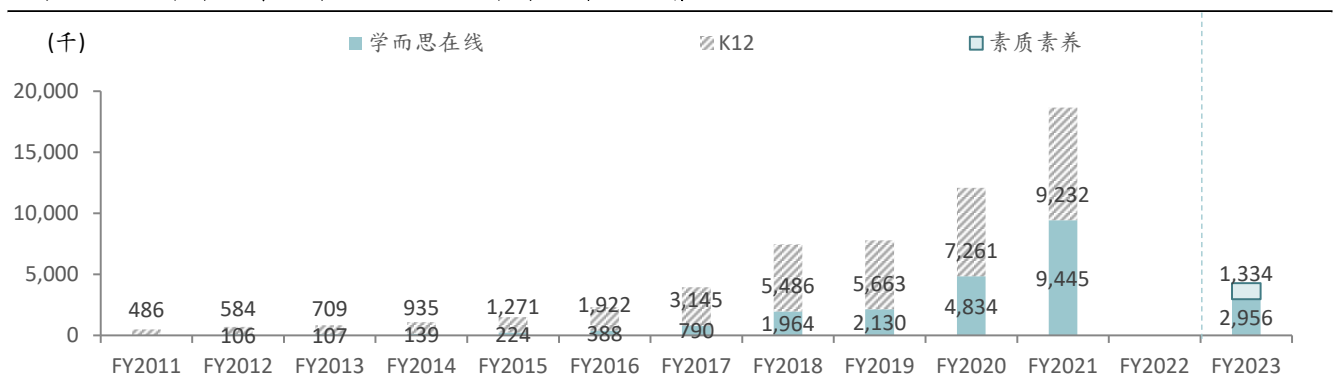
图表 128: 好未来上市以来收入规模及增速



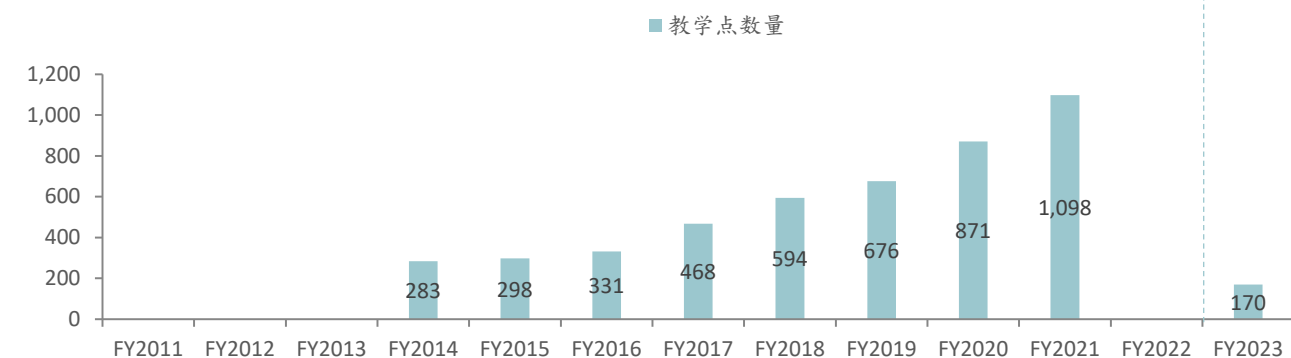
图表 129: 好未来上市以来收入结构变化



图表 130: 好未来上市以来招生人数, 素养业务招生增长快

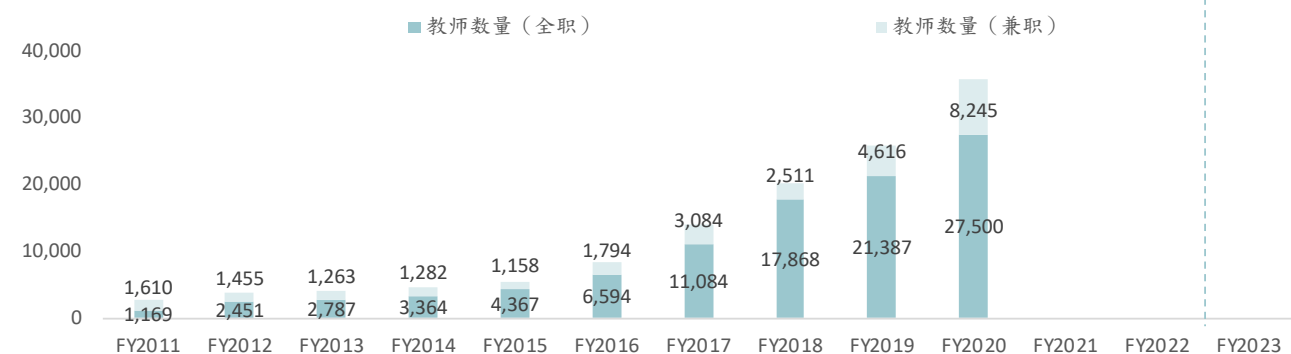


图表 131: 好未来上市以来教学点数量



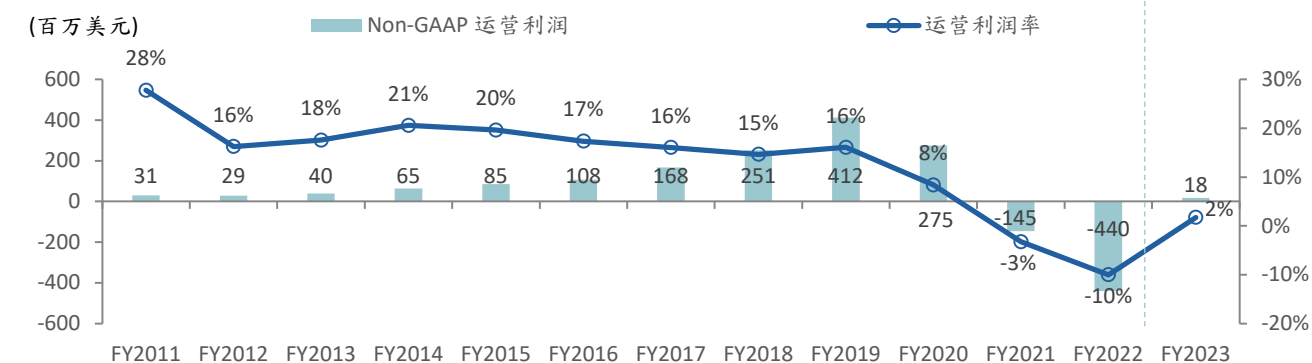
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 132: 好未来上市以来教师数量



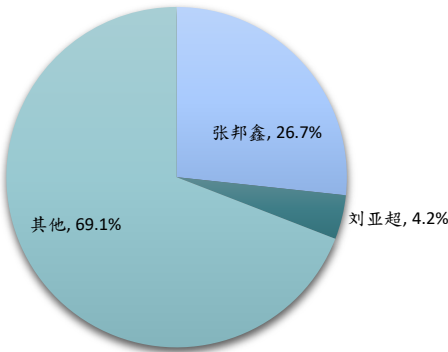
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 133: 好未来上市以来运营利润及利润率表现



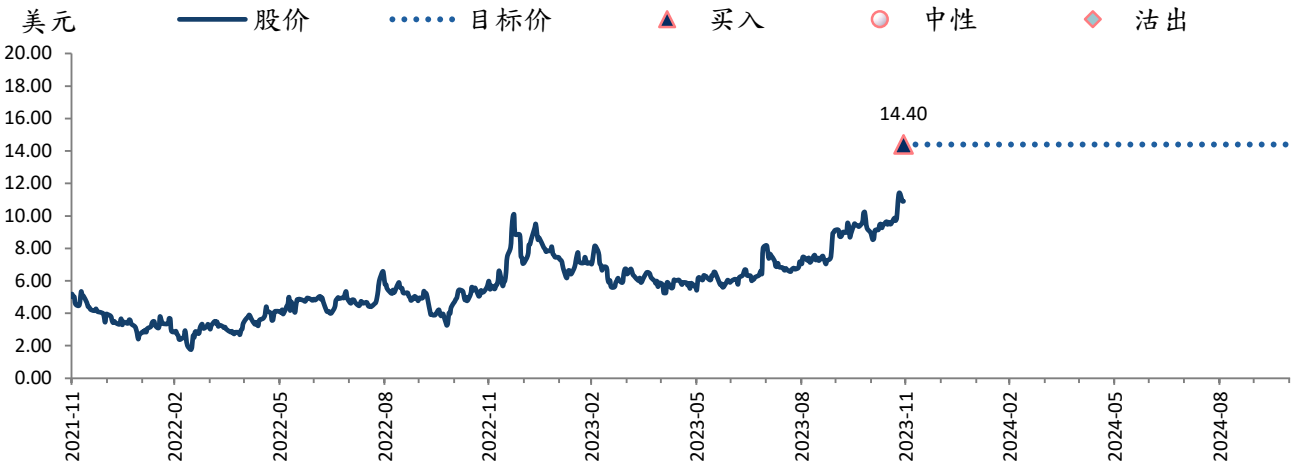
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 134: 好未来股权架构



资料来源: 公司资料, 交银国际 *2023 财年年报数据

图表 135: 好未来教育 (TAL US) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

财务数据

损益表 (百万元美元)					
年结2月28日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	4,391	1,020	1,426	1,780	2,093
主营业务成本	(2,203)	(436)	(649)	(783)	(910)
毛利	2,188	583	777	997	1,184
销售及管理费用	(1,118)	(283)	(413)	(497)	(597)
研发费用	(1,200)	(414)	(484)	(583)	(622)
其他经营净收入/费用	(484)	23	11	0	0
经营利润	(615)	(91)	(108)	(83)	(36)
Non-GAAP标准下的经营利润	(440)	18	(25)	7	70
财务成本净额	95	62	84	80	80
其他非经营净收入/费用	(248)	(92)	(52)	0	0
税前利润	(767)	(122)	(76)	(3)	44
税费	(397)	(20)	(3)	(0)	7
非控股权益	28	(4)	0	0	0
净利润	(1,136)	(145)	(79)	(3)	51
作每股收益计算的净利润	(1,136)	(145)	(79)	(3)	51
Non-GAAP标准的净利润	(961)	(27)	5	87	157

资产负债表 (百万元美元)					
截至2月28日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	(440)	(823)	(1,023)	(1,164)	(1,225)
有价证券	1,071	1,150	1,207	1,267	1,331
存货	22	39	51	58	69
其他流动资产	2,977	3,103	172	216	246
总流动资产	3,629	3,468	407	377	422
投资物业	414	453	476	500	525
物业、厂房及设备	281	289	394	522	649
无形资产	219	194	194	194	194
合资企业/联营公司投资	89	93	79	79	79
其他长期资产	449	226	94	94	94
总长期资产	1,453	1,256	1,238	1,389	1,542
总资产	5,083	4,724	1,645	1,766	1,963
应付账款	715	549	597	648	706
其他短期负债	188	235	235	235	235
总流动负债	903	784	832	883	941
长期贷款	0	0	0	0	0
长期应付账款	176	116	116	116	116
其他长期负债	2	4	4	4	4
总长期负债	178	120	120	120	120
总负债	1,080	903	951	1,002	1,060
股本	4,358	4,401	1,323	1,397	1,485
储备及其他资本项目	(328)	(556)	(605)	(608)	(557)
股东权益	4,030	3,845	718	788	928
非控股权益	(28)	(24)	(24)	(24)	(25)
总权益	4,002	3,821	694	764	903

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元美元)					
年结2月28日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	(767)	(112)	(76)	(3)	44
折旧及摊销	190	41	35	48	64
营运资本变动	(1,300)	(69)	(6)	1	16
税费	397	20	3	0	(7)
其他经营活动现金流	553	131	78	89	119
经营活动现金流	(927)	11	34	136	237
资本开支	(246)	(110)	(154)	(193)	(209)
投资活动	1,585	(212)	(80)	(84)	(88)
其他投资活动现金流	30	21	0	0	0
投资活动现金流	1,369	(302)	(234)	(277)	(298)
负债净变动	(270)	0	0	0	0
权益净变动	0	2,682	0	0	0
其他融资活动现金流	(2,497)	(2,748)	0	0	0
融资活动现金流	(2,767)	(66)	0	0	0
汇率收益/损失	1	(26)	0	0	0
年初现金	1,885	(440)	(823)	(1,023)	(1,164)
年末现金	(440)	(823)	(1,023)	(1,164)	(1,225)

财务比率					
年结2月28日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(美元)					
核心每股收益	(5.289)	(0.683)	(0.373)	(0.015)	0.242
全面摊薄每股收益	(5.289)	(0.683)	(0.373)	(0.015)	0.242
Non-GAAP标准下的每股收益	(4.475)	(0.127)	0.024	0.411	0.743
每股账面值	18.635	18.065	3.392	3.721	4.378
利润率分析(%)					
毛利率	49.8	57.2	54.5	56.0	56.5
EBITDA利润率	(9.7)	(4.9)	(5.1)	(2.0)	1.4
EBIT利润率	(14.0)	(8.9)	(7.6)	(4.7)	(1.7)
净利率	(25.9)	(14.2)	(5.5)	(0.2)	2.4
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	49.8	57.2	54.5	56.0	56.5
EBITDA利润率	(5.7)	5.7	0.8	3.1	6.4
经营利润率	(10.0)	1.7	(1.7)	0.4	3.4
净利率	(21.9)	(2.7)	0.4	4.9	7.5
盈利能力(%)					
ROA	(11.2)	(0.6)	0.2	5.1	8.4
ROE	(20.9)	(0.7)	0.2	11.9	18.9
ROIC	(9.4)	(2.4)	(10.6)	(0.3)	4.2
其他					
流动比率	4.0	4.4	0.5	0.4	0.4

教育

收盘价

美元 4.08

目标价

美元 6.30

潜在涨幅

+54.4%

2023 年 11 月 29 日

有道 (DAO US)

AI 能力加持，硬件+学习服务具备长期增长空间；首予买入

有道已形成以教学服务、智能设备为核心的业务板块。公司战略重点集中在空间广阔的市场，并通过精选内容、技术提升尤其是 AI 大模型能力提升产品竞争力。1) 素质教育生源基础大，有道围棋和编程课程已较为成熟，进阶班续班率超过 70%，将不断丰富课程体系，推动招生量和业务收入保持快速增长。2) 数字内容服务具备差异化特色，快速增长，多季度连续盈利。3) 成人教育顺应考研需求提升，用户基础带来长期转化潜力。4) 智能硬件已在词典笔形成品牌优势，未来教育硬件行业前景可期，学习机有望成为硬件第二增长曲线。

中国首个教育大模型，应用场景丰富，应用落地、商业化领先。依托多年 AI 技术积累，有道推出子曰大模型，是中国首个教育大模型，11 月获得备案，目前已向公众开放。目前子曰具备六大应用，我们认为得益于丰富的落地场景，教育有望成为大模型最有前景的应用场景之一，大模型带动个性化教学、一对一 AI 辅导成为可能，有道在教育垂直大模型应用落地、变现具备领先优势，AI Box 功能带动翻译订阅收入快速增长，大模型加持下词典笔销量持续攀升，有道 Hi Echo 口语教练有望在长期带来订阅收入进一步提升。依托母公司网易资源支持，公司有望在 AI 领域持续深耕技术能力提升，商业化落地前景可期。

高中内容、素质教育、智能硬件三大增长点，盈利路径清晰。我们预计 2023 年有道收入 54 亿元人民币，同比增 8%，预计 2024/2025 年收入达到 65 亿元/74 亿元，同比增 19%/15%。目前数字内容服务、词典笔产品已实现正向运营利润率，素质教育微盈，未来学习机是公司实现盈利的主要关键。公司利润率的提升将主要来自：1) 收入规模提升；2) AI 提升学习效率；3) AI 带来内容制作素材成本下降；4) 优化费用结构，亏损业务收缩，如成人教育、硬件低回报率渠道。预计调整后净亏损持续收窄，并有望在 2024 年实现盈利转正，好于市场 2025 年转正的预期。

首予买入，目标价 6.3 美元。考虑公司各项业务具备不同的增长潜力和长期盈利结构，我们认为采用分部加总估值法更能反映出公司的业务价值：1) 素质教育和高中内容：线上教育行业平均 15 倍市盈率；2) 智能硬件：硬件行业平均 0.7 倍市销率。我们给与公司目标价 6.3 美元（与 DCF 估值法估算结论一致），潜在涨幅 55%，对应 2024 年/2025 年市销率 0.9 倍和 0.7 倍。风险：盈利不及预期；硬件产品上线及课程拓展不及预期。

财务数据一览

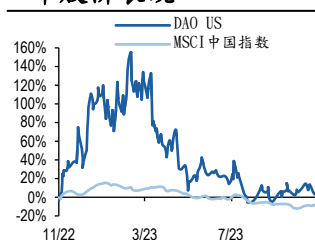
年结 12 月 31 日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入 (百万人民币)	4,016	5,013	5,403	6,455	7,411
同比增长 (%)		25	8	19	15
净利润 (百万人民币)	-788	-640	-510	2	176
每股盈利 (人民币)	-6	-5	-4	0	1
同比增长 (%)					7,829
市盈率 (倍)	NA	NA	NA	NA	19.5
每股账面净值 (人民币)	-7	-12	-17	-17	-16
市账率 (倍)	-4.1	-2.2	-1.6	-1.6	-1.7

资料来源：公司资料，交银国际预测*净利润、每股盈利及市盈率均基于调整后口径

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (美元)	9.78
52周低位 (美元)	3.52
市值 (百万美元)	140.56
日均成交量 (百万)	0.08
年初至今变化 (%)	(24.16)
200天平均价 (美元)	4.40

资料来源: FactSet

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8048

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8045

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8054

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8041

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

更多免费行业报告

并购家

www.ipopo.cn

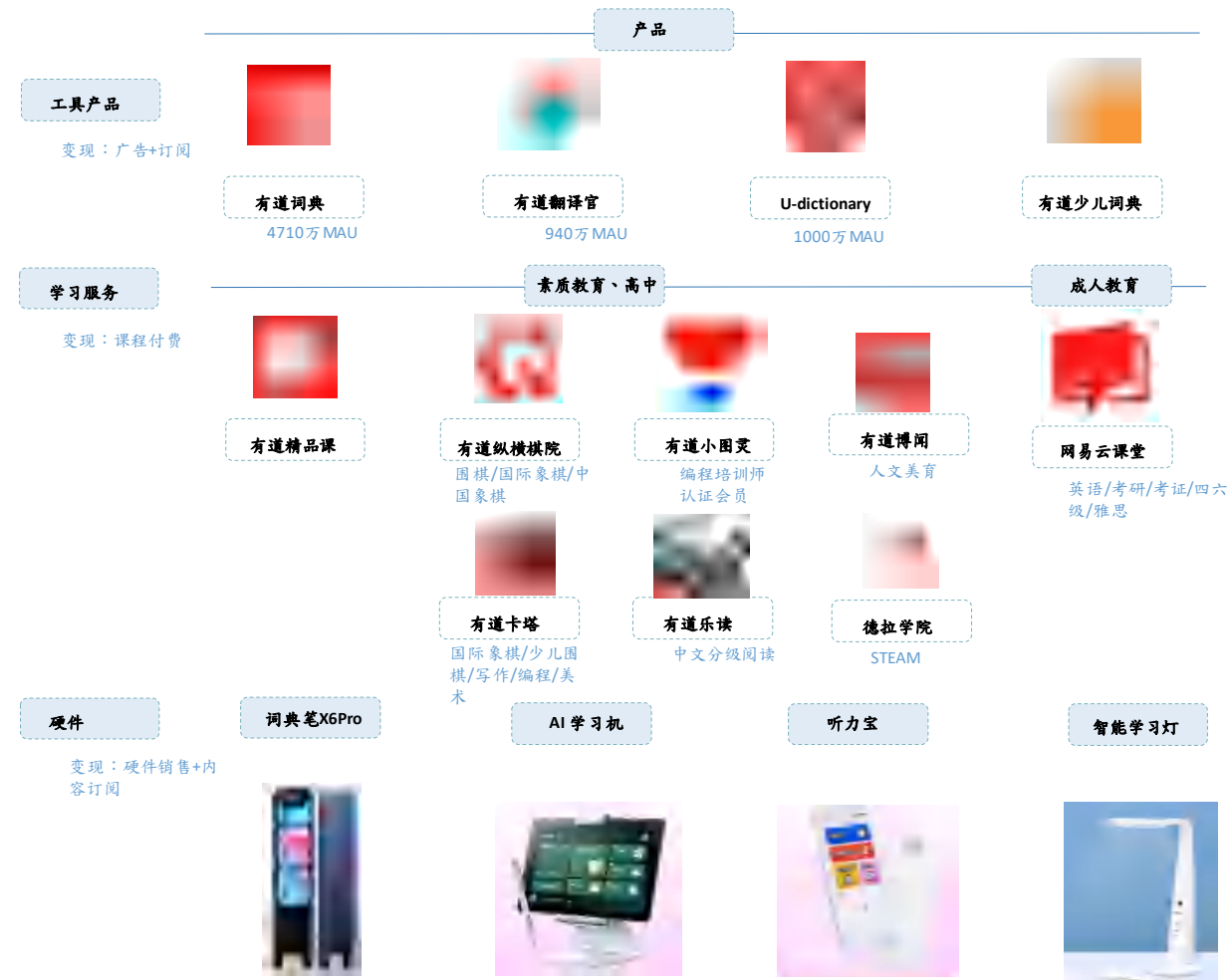
投资亮点及估值

2021 年转型之后，有道已形成以素质教育、高中内容、智能硬件为核心的业务板块。公司战略重点集中在空间广阔的市场，并通过精选内容、技术提升尤其是 AI 大模型能力提升产品竞争力。

- ④ **素质教育生源基础大，有道围棋和编程课程已较为成熟。**素质教育潜在生源基础大、利好政策频出（体育、美术、编程等纳入升学制度提升学习目的性）、渗透率及人均报课数量均有提升空间，我们认为素质教育市场仍有 1-2 倍增长空间。有道在素质教育领域积累多年，覆盖棋类、编程、人文素养、体育和艺术课程，其中围棋和编程课程已较为成熟，进阶班的续班率超过 70%，未来将不断丰富课程体系，推动招生量和业务收入保持快速增长。
- ④ **数字内容服务具备差异化竞争优势，已连续多季度实现盈利。**主要为高中生提供 AI+自适应学习服务，提供系统诊断、规划个性化学习路径、针对薄弱知识点针对性学习提高效率，业务上线以来保持较快增长，课程续班率 60%，毛利润率 70%+（2023 年 3 季度数据），已实现盈利，我们预计未来收入保持 20%+增长。
- ④ **成人教育顺应考研需求提升，用户基础带来长期转化潜力。**专注研究生入学考试，考研培训需求持续提升，有道在成人教育的优势在于其旗下有道词典是内地领先在线词典产品，18 岁以上用户占比超过 50%，有望受益于行业需求提升及运营能力，持续转化推动考研业务长期增长。
- ④ **智能硬件已在词典笔形成品牌优势，未来教育硬件行业前景可期，学习机有望成为硬件第二增长曲线。**有道目前在智能硬件领域已形成以有道词典笔、听力宝和学习机为核心的产品体系。有道智能学习设备已经在词典笔建立领先用户品牌心智，连续 4 年/2 年成为京东等线上平台词典笔类目销售额/销量排名第一产品，未来将不断推出新的产品线，从市场空间而言，学习机的市场规模约是翻译笔的 2 倍（沙利文预测，2023 年），学习机产品潜力仍有待挖掘，关注年底新品上线后用户反馈。

中国首个教育大模型，应用场景丰富，应用落地、商业化领先。依托多年 AI 技术积累，有道推出子曰大模型，是中国首个教育大模型，11 月获得备案，目前已向公众开放。目前子曰具备六大应用，1) LLM 翻译；2) 虚拟人口语教练 Echo；3) AI 作文指导；4) 语法精讲；5) AI Box；6) 文档问答。我们认为得益于丰富的落地场景，教育有望成为大模型最有前景的应用场景之一，大模型带动个性化教学、一对一 AI 辅导成为可能，有道在教育垂直大模型应用落地、变现具备领先优势，一方面为现有服务及设备提升能力赋能，如 AI Box 功能带动翻译订阅收入快速增长，大模型加持下词典笔销量持续攀升，有道 Hi Echo 口语教练微信小程序具备真实场景口语练习、多场景应用环境及测评报告，有望在长期带来订阅收入进一步提升。依托母公司网易资源支持，公司有望在 AI 领域持续深耕技术能力提升，商业化落地前景可期，尚未体现在当前预测中。

图表 136: 有道产品体系：工具产品+学习服务+智能硬件



资料来源: 公司资料, 交银国际*MAU 数据截至 2022 年 12 月 31 日

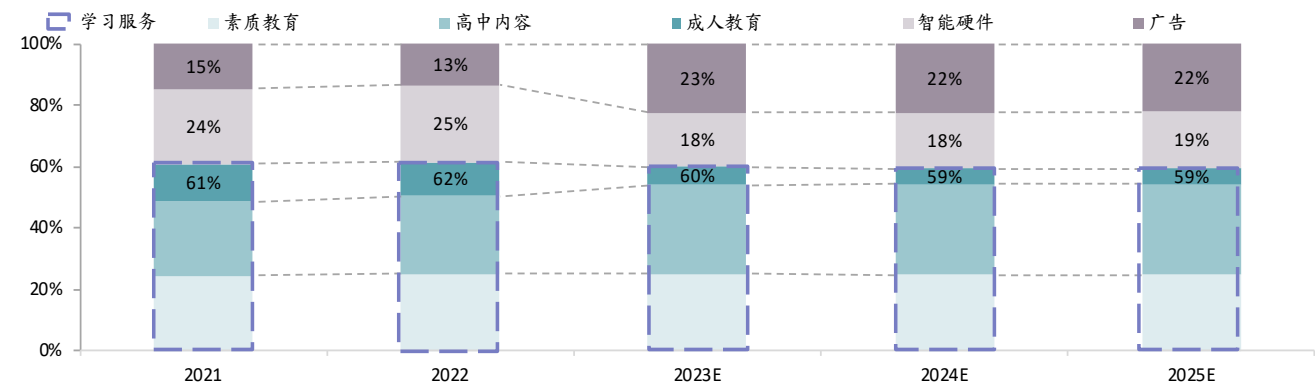
高中内容、素质教育、智能硬件三大增长点, 盈利路径清晰

我们预计 2023 年有道收入 54 亿元, 同比增 8%, 预计 2024/2025 年收入达到 65 亿元/74 亿元, 同比增 19%/15%。2023 年是有道成人教育和智能硬件的调整期, 预计 2024 年恢复常态化增长。预计未来教学服务中收入增速: 高中内容>素质教育>成人教育, 智能硬件目前已在词典笔品类形成品牌优势, 未来有望在 AI 加持下持续迭代新品, 学习机亦有望逐渐形成规模带动硬件收入保持较快增长。

目前高中内容、词典笔产品已实现正向运营利润率, 素质教育亦实现微盈, 未来学习机是公司实现全面盈利的关键。未来各条业务线利润率均有提升空间, 主要来自: 1) 收入规模提升; 2) AI 应用加持下, AI 讲解精准度提升、减少老师介入程度, 带动师生比提升; 3) AI 带来内容制作素材成本下降; 4) 有道通

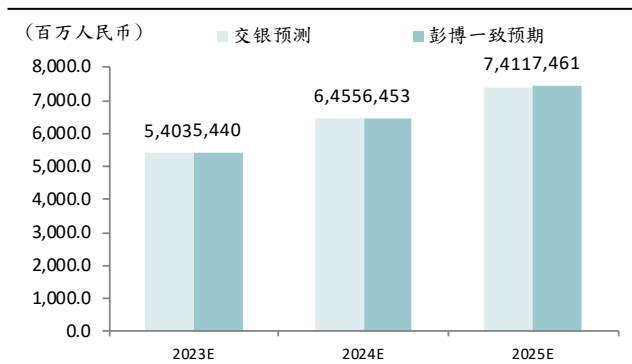
过工具产品矩阵带动自然流量，自然流量贡献 50%+ 流量并持续提升；5）优化费用结构，优化低回报渠道。预计调整后净亏损持续收窄，并有望在 2024 年实现盈利转正，相比市场对其 2025 年盈利转正的预期，我们对未来收入增长恢复后盈利能力提升持乐观态度，AI 应用将推动学习效率的持续提升、智能硬件业务健康度提升后利润率将继续提升，建议关注近期大模型更新及新品发布上线后的市场反馈。

图表 137: 预计有道 2023 年收入中学习服务/智能设备/广告占比为 60%/18%/23%



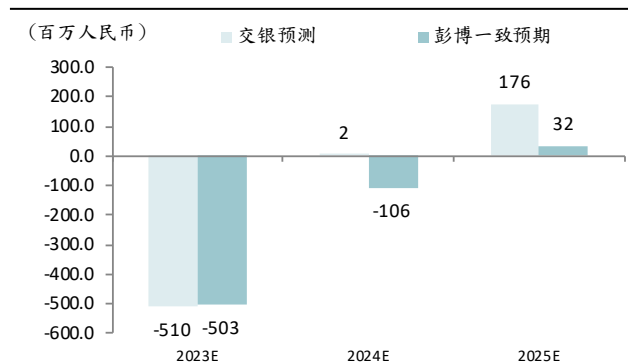
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 138: 收入: 交银预测 vs 彭博一致预期



资料来源: 彭博, 交银国际预测

图表 139: 经调整净利润: 交银预测 vs 彭博一致预期



资料来源: 彭博, 交银国际预测

SOTP估值法，目标价6.3美元

考虑公司各项业务具备不同的增长潜力和长期盈利结构，我们认为采用分部加总估值法更能反映出公司的业务价值，具体如下：1) 素质教育及高中：按照线上教育行业平均 15 倍市盈率，给予估值 6.5 亿美元，股价贡献 5.4 美元；2) 智能硬件：参照硬件行业平均市销率 0.7 倍，以及 2024 年智能硬件收入 12 亿元，估值 1.1 亿美元，股价贡献 0.9 美元。考虑广告及成人教育并非公司核心战略发展重点，我们未给予单独估值。素质教育、高中及智能硬件估值贡献加总，我们给与公司目标价 6.3 美元（与 DCF 估值法估算结论一致），对应 2024 年/2025 年市销率 0.9 倍/0.7 倍。

有道现价对应的 2024 年市销率是 0.5 倍，低于同业，包括以线下教学为主要模式的新东方/好未来 2.7 倍/4.1 倍，线上教学为主的高途的 1.1 倍。我们认为主要原因是：1) 线上模式为主的教育公司续班率低于线下，利润率低于线下模式的公司，因此市销率低于后者；2) 有道仍处于亏损状态，部分业务处于调整期影响整体收入增长，市场亦担心大模型投入影响盈利能力。

我们认为，公司在 AI 领域已投入多年，通过缩减其他非核心投入，未来公司研发投入不会因大模型而有大幅上涨。我们看好公司 AI+自适应课程的独特市场定位，以及素质教育的成长空间，有道教育产品用户心智在其围棋、编程等课程较高续班率（进阶班 70%+）得以体现，硬件产品亦将在大模型加持和产品不断迭代的推动下保持稳定增长。随着业务调整后业务恢复常态增长，毛利润率不断优化及费用控制，我们预计公司盈利路径较为清晰，并认为有望提前实现盈利，目标价 6.3 美元，上升空间 54%，首次覆盖予以买入评级。

图表 140: SOTP 估值，给予目标价 6.3 美元

SOTP	估值 (百万 美元)	股价贡献 (美元)	收入 (百万人民币)			运营利润 (百万人民币)			市销率 (x)		市盈率 (x)	
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
素质教育+高中	653	5.4	2,919	3,493	4,031	-131	369	546	1.3	1.2	15	10
成人教育			314	339	366	-30	0	0				
硬件	114	0.9	951	1,177	1,383	-95	-24	42	0.7	0.6	NA	NA
广告			1,533	1,785	1,997	305	361	408				
总部成本						-510	-645	-741				
合计	767	6.3	5,403	6,455	7,411	-462	61	254	0.9	0.7	NA	26

资料来源: 公司资料，交银国际预测

图表 141: 可比公司估值表

公司	代码	收盘价	市值 (百万美元)	市 盈 率			市 销 率			收 入			调整后净利润		
				(倍)			(倍)			(报表货币, 百万)			(报表货币, 百万)		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
K12 非学科															
新东方	9901 HK	58.7	12,796	28	22	18	3.3	2.7	2.3	3,858	4,693	5,522	455	585	696
好未来	TAL US	11.4	7,272	NA	84	46	5.1	4.1	3.5	1,426	1,780	2,093	5	87	157
高途	GOTU US	2.5	569	NA	29	12	1.3	1.1	0.9	2,888	3,622	4,475	10	134	317
网易有道	DAO US	4.1	507	NA	NA	20	0.6	0.5	0.5	5,403	6,455	7,411	-510	2	176
平均				28	45	24	2.6	2.1	1.8						
学前															
盛通股份	002599 CH	7.7	579	220	49	34	1.7	1.6	1.4	2,407	2,666	2,927	12	83	121
爱婴室	603214 CH	16.8	331	25	21	19	0.6	0.6	0.5	3,673	4,058	4,468	95	111	128
平均				122	35	26	1.2	1.1	1.0						
职业教育/培训															
中公教育	002607 CH	4.5	3,917	51	32	26	6.3	5.0	4.3	4,419	5,559	6,489	405	817	1,071
中教控股	839 HK	6.2	2,024	7	6	5	2.6	2.3	2.0	5,592	6,410	7,253	2,018	2,300	2,586
粉笔	2469 HK	4.9	1,403	29	18	13	3.0	2.5	2.1	3,289	3,949	4,738	361	566	776
春来教育	1969 HK	6.2	955	11	9	7	4.5	4.1	3.0	1,510	1,659	2,278	655	739	1,021
传智教育	003032 CH	15.8	888	45	33	26	9.5	7.7	6.5	665	827	983	141	194	244
中国东方教育	667 HK	2.7	761	12	8	6	1.3	1.1	1.0	4,286	4,914	5,575	443	654	842
希望教育	1765 HK	0.5	475	4	4	3	0.9	0.8	0.7	3,636	4,179	4,750	835	940	1,091
平均				23	16	13	4.0	3.4	2.8						
硬件															
小米	1810 HK	15.1	48,573	20	21	19	1.3	1.1	1.0	272,965	305,124	339,342	17,203	16,190	18,266
联想	992 HK	9.7	15,166	14	10	8	0.3	0.2	0.2	56,671	62,481	67,194	1,111	1,608	1,949
平均				17	16	14	0.8	0.7	0.6						

资料来源：彭博，交银国际*新东方、好未来、高途、网易有道为交银国际预测，其余为彭博一致预期；股价截至 2023 年 11 月 27 日，新东方、好未来为 2024-26 财年数据

图表 142: DCF 估值法，2024-33 年，对应目标价 6.3 美元

(百万人民币)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
息税前利润	61	254	445	490	539	593	652	716	786	862
税	-33	-52	-71	-58	-68	-75	-83	-89	-102	-112
折旧摊销	53	68	86	105	126	149	174	200	229	260
资本支出	-88	-101	-116	-127	-140	-154	-166	-178	-191	-205
运营资金变化	214	171	178	288	319	363	381	322	508	429
自由现金流	207	340	522	698	775	876	958	972	1,230	1,234
折现自由现金流	182	263	354	416	406	403	387	345	384	339

基本假设

无风险利率 (%)	4.6
市场溢价 (%)	9
贝塔系数	1.0
股本成本 (%)	13.8
债务成本 (%)	0
%股本融资	100
%债务融资	0
加权平均资本成本 (%)	13.8

DCF

自由现金流-净现值 (百万美元)	2,736
剩余价值-净现值 (百万美元)	2,927
净现金 (百万美元)	-891
股权价值 (百万人民币)	5,516
股权价值 (百万美元)	5,937
股数 (百万)	121
每股价值 (美元)	6.3

资料来源: 交银国际预测

敏感性分析							
(美元)	永续增长率						
WACC	1.25%	1.50%	1.75%	2.00%	2.25%	2.50%	2.75%
12.3%	7.6	7.6	7.6	7.7	7.8	7.8	7.8
12.8%	7.1	7.1	7.1	7.2	7.3	7.3	7.3
13.3%	6.6	6.6	6.6	6.7	6.8	6.8	6.8
13.8%	6.2	6.2	6.2	6.3	6.4	6.4	6.4
14.3%	5.9	5.9	5.9	5.9	6.0	6.0	6.0
14.8%	5.5	5.5	5.5	5.6	5.7	5.7	5.7
15.3%	5.2	5.2	5.2	5.3	5.3	5.3	5.3

财务预测

我们预计 2023 年有道收入 54 亿元人民币，同比增 8%，预计 2024/2025 年收入达到 65 亿元/74 亿元，同比增 19%/15%。预计调整后净亏损持续收窄，并有望在 2024 年实现盈利转正。

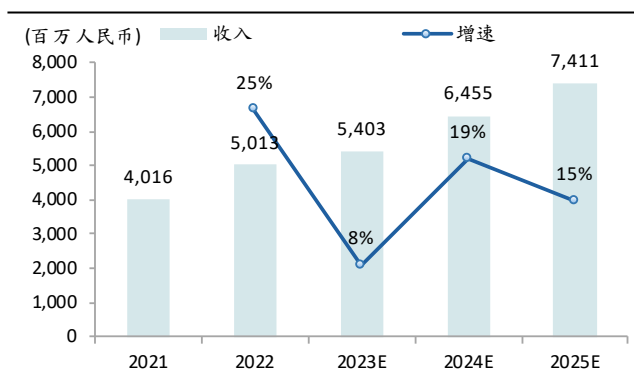
学习服务：预计 2023 年学习服务收入增 5%至 32 亿元，贡献总收入的 60%，学习服务收入中高中内容和素质教育合计贡献 90%+，成人教育占收比降至 10%以下，预计未来高中内容及素质教育带动学习服务收入 2023-25 年 CAGR 为 17%，其中高中内容+素质教育保持高双位数增长，成人教育在 2023 年业务调整结束后，预计恢复高个位数增长。

智能硬件：预计 2023 年智能设备收入同比下降 24%至 9.5 亿元，主要因优化渠道影响，预计随着 2023 年年底更多产品线的上线以及渠道调整结束，硬件收入将在 2024 年恢复 20%以上的增长。硬件收入的增长将主要来自出货量（产品线丰富）以及 ASP（高客单产品如学习机占比提升）的带动。

广告收入：预计 2023 年广告收入增 81%至 12 亿元，贡献总收入的 23%，主要因广告系统升级带来的广告效率提升。预计未来仍有望保持双位数增长。

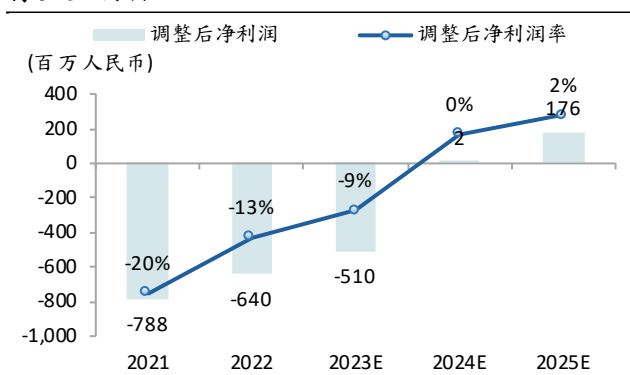
预计调整后净亏损率持续收窄，毛利润率在各条业务线的规模带动下均有提升空间：1) **学习服务：**数字内容服务目前已经实现盈利，素质教育实现微盈，成人教育亦在缩窄，毛利润率有望受益 AI 能力提升，如 AI 讲解能力更为精准、内容制作素材成本下降等，将减少老师介入程度、提升师生比（从 150-200 学生/老师提升至 200+）。2) **智能硬件：**渠道清理、高毛利设备销售占比提升，我们估算代理渠道收入占比每降低 10 个百分点，硬件毛利润率有望提升 2 个百分点。目前智能硬件是公司主要亏损业务，其中词典笔实现微盈，公司目标未来提升至 10%+，随着学习机新品迭代、逐渐实现放量增长，公司盈利路径较为清晰。运营费用率在规模效应的带动下也将持续下降，公司以实现盈利为主要目标，业务调整接近尾声，预计 2024 年有望盈利转正（调整后口径）。

图表 143: 预计 2023 年收入 54 亿元，同比增 8%



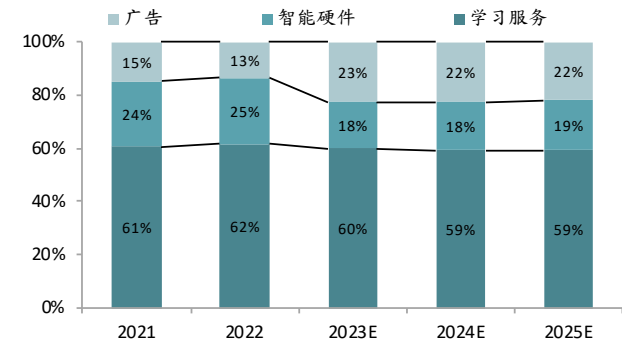
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 144: 预计调整后净亏损持续收窄，2024 年有望盈利转正



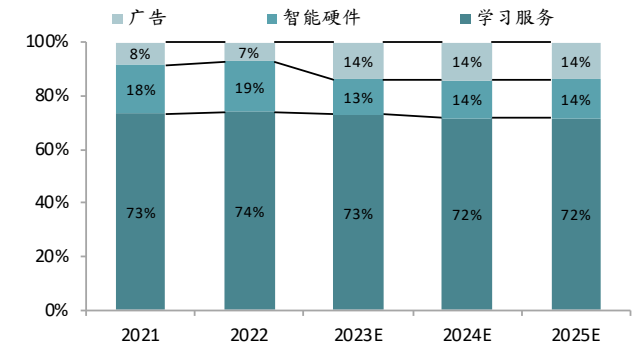
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 145: 2023 年公司收入中智能硬件因业务调整而占比下降，2024 年业务增长将更均衡



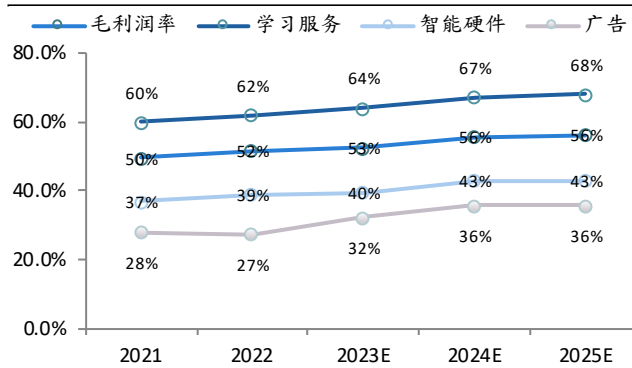
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 146: 学习服务贡献超过 70% 毛利润，将是未来毛利润率提升的主要动力



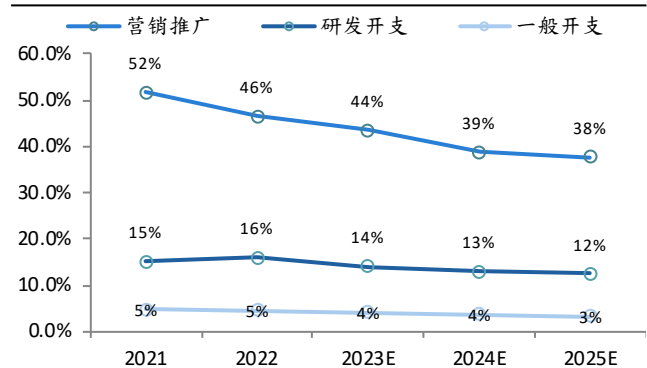
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 147: 各条业务线毛利润率有望持续改善



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 148: 运营费用在规模效应的带动下占收比也将下降



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

2023 年 11 月 29 日

有道 (DAO US)



图表 149: 损益表预测

人民币，百万元	2022	2023E	2024E	2025E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E
净收入	5,013	5,403	6,455	7,411	1,163	1,207	1,539	1,494
彭博一致预期		5,440	6,453	7,461				1,479
学习服务	3,084	3,233	3,832	4,397	732	681	951	869
智能硬件	1,256	951	1,177	1,383	213	222	252	265
广告	672	1,219	1,446	1,630	218	304	336	361
收入成本	(2,427)	(2,560)	(2,855)	(3,243)	(561)	(639)	(679)	(680)
毛利润	2,586	2,843	3,600	4,168	602	567	860	814
毛利润率 (%)	52	53	56	56	52	47	56	54
运营费用	(3,361)	-3,340	-3,571	-3,951	(798)	-856	-917	-769
营销推广	(2,328)	(2,351)	(2,502)	(2,797)	(565)	(588)	(674)	(524)
研发开支	(804)	(762)	(833)	(919)	(183)	(205)	(187)	(186)
一般开支	(229)	(227)	(236)	(234)	(50)	(64)	(56)	(58)
占收比 (%)								
营销推广	-46	-44	-39	-38	-49	-49	-44	-35
研发开支	-16	-14	-13	-12	-16	-17	-12	-12
一般开支	-5	-4	-4	-3	-4	-5	-4	-4
运营利润	(775)	(498)	29	217	(196)	(289)	(58)	45
税前利润	(726)	(566)	(5)	183	(203)	(298)	(94)	30
净利润	(721)	(579)	(30)	138	(204)	(299)	(103)	27
调整后运营利润	(704)	(462)	61	254	(185)	(277)	(53)	53
调整后运营利润率 (%)	-14	-9	1	3	-16	-23	-3	4
调整后净利润	(640)	(510)	2	176	(194)	(284)	(67)	35
彭博一致预期		503	106	32				37
调整后净利润率 (%)	-95	-9	0	2	-89	-93	-20	10
调整后摊薄每股收益 (人民币)	(5.18)	(4.17)	0.02	1.45	(1.59)	(2.32)	(0.55)	0.29

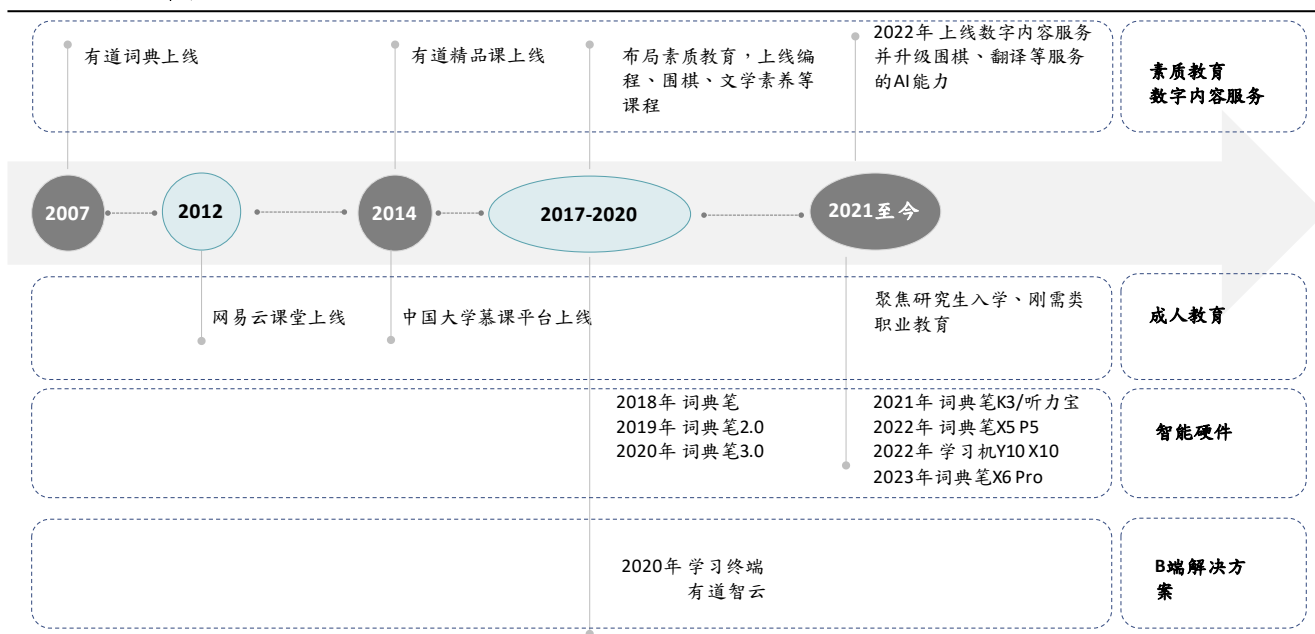
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

业务转型，形成教学服务、智能硬件为核心的业务板块

业务多元发展

有道积极探索业务转型，目前已形成以素质教育、高中数字内容、成人教育、智能设备以及数字化教育解决方案等业务板块。未来将围绕精选内容及 AI 大模型能力提升，持续提升产品竞争力，我们预计收入增长主要动力来自高中内容和素质教育，成人教育、智能硬件业务短期面临调整，长期增长空间依然乐观。

图表 150: 有道积极转型，形成以素质教育、高中内容、成人教育、智能硬件以及数字化教育解决方案为核心的业务板块



资料来源: 公司资料, 交银国际

素质教育：有道从 2018 年开始布局素质教育内容，上线棋类、人文素养、编程、体育、艺术等课程。我们估算 2023 年素质教育贡献有道学习服务收入约 40%。考虑素质教育潜在生源基础大、利好政策（体育、美术、编程等纳入升学制度提升学习需求）、渗透率及人均报课数量均有提升空间，我们认为素质教育市场仍有 1-2 倍增长空间，预计未来有道素质教育收入有望持续保持高双位数增长。

④ **围棋课程** 2020 年上线，是内地线上围棋课程的领先平台，依托有道纵横棋院 app，目前已形成全面的教学体系，包括入门级别、中高级课程、入段、冠军班的培养体系。内容资源丰富，为学生提供对战、做题练习、比赛等学习场景，同时在 AI 技术加持下，可以提供更为针对性的练习及互动效果，提升课程趣味性。有道纵横在全国 400 个城市拥有 160 万学员基础，每月举办不同主

题的线上赛，并与中国围棋协会等专业组织联合举办线下赛事，累计有 38 万中国棋童参加 2,200 万局。

图表 151: 有道纵横棋院 App 具备 AI 复盘、对练、智能匹配功能



资料来源: 公司资料, 交银国际

- ④ **编程课程**：有道小图灵是有道旗下少儿编程品牌，为 7-18 岁孩子提供图形化编程和信息学进阶在线直播课程。有道小图灵在 2023 年 3 月成为中国计算机学会编程能力等级认证（GESP）认证服务中心，并承办 GESP 认证考试。根据国家教育部通知，2023 年 6 月 20 日起，中小学将新增编程、书法课程，提高学生逻辑思维转化、动手能力，实现素质教育理念下的德智体美劳全面发展。政策支持下，将进一步提升学生对编程内容和服务的需求。有道编程课程为用户提供一站式服务能力，包括学习、备考、考后估分等需求，2023 年 3 季度编程课程流水同比增 30%。

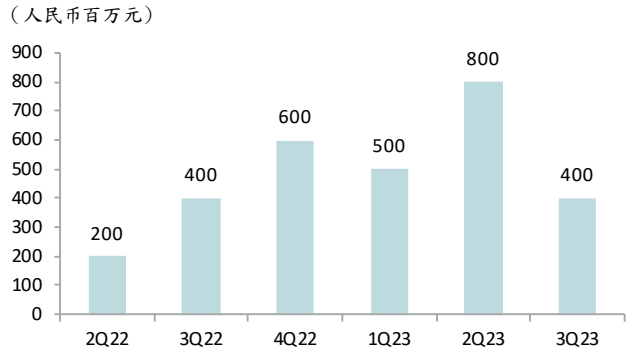
图表 152: 有道小图灵课程设置：以知识模块和能力提升为导向，为跨年龄段学生提供编程学习课程



资料来源: 公司资料, 交银国际

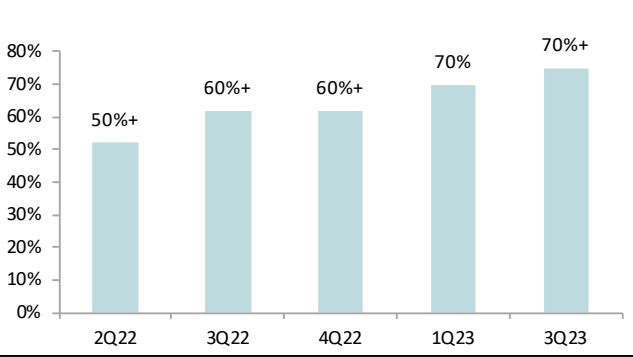
数字内容于 2022 年 2 季度上线，针对高中用户提供 AI+自适应学习服务，不同于以往的在线直播课，可以为学生提供更为个性化的学习路径规划和 AI 反馈，产品具备差异化，上线之后业务保持健康增长，课程续班率 60%。上半年上线“有道领世志愿填报系统”，基于大数据和录取概率分析，为学生填报高考志愿提供指导，上线后得到广泛关注，有助于有道触达更多目标学生，进一步扩大产品影响力。我们预计 2024 年数字内容收入将保持 20%+增长。

图表 153: 有道数字内容服务流水保持健康增长



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 154: 有道数字内容服务毛利润率持续提升



资料来源: 公司资料, 交银国际

成人教育主要依托网易云课堂，专注提供研究生入学考试、外语培训。截至 2022 年 12 月底，有道成人教育提供 4,100 种成人和职业教育课程。2023 年，公司调整成人教育，减少兴趣类课程的投入，预计在业务调整结束后，2024 年恢复个位数稳定增长。

图表 155: 有道成人教育职业教育部分课程一览

		精选课程内容	课时数量	价格/元
有道英语		太极英语全能班	200	7,998
		杨亮讲英文·全民英语享学营	100	7,498
		【超频语境·工匠 3.0】全能英语浸泡营 23 期	129	6,999
有道考研	英语	【60 人小班】25 考研英语定制 VIP 领学	302	5,990
	数学	【60 人小班】25 考研数学定制 VIP 领学 3 班·S 班	310	5,990
	政治	【60 人小班】25 考研政治定制 VIP 领学 3 班	224	4,990
	专业课	【普校/名校/特殊版 40 小时】24 考研直系学长 1v1 专业 课定制班【含复试】	40	139,90/18,990/21,990
有道考证	统考专业课-教育学/法硕	24 考研法硕新大纲全班（法学&非法学通用）	116	2,990
	统考专业课-管综/经综	24 考研经综新大纲全程 1 班	202	2,990
	统考专业课-计算机/电子信息	24 考研·《机械设计》领学班	230	2,299
	健康管理	公共营养师全能计划班	85	4,980
	财会金融	24CPA- 闪电过关班- 全科连报	20	12,000
	建筑工程	2024 年二建零基础系统班（建筑全科）	120	3,980
		2024 年一建全程系统班（建筑全科）	260	5,980
大学考试	四六级	六级冲刺	65.5	219
	雅思	雅思至尊 7 分班	145	7,899
		【英国硕士申请】个性化定制专属方案（不含 G5）	1	22,000
	专升本	【开学钜惠】2024 专升本英语小白上岸	144	1,499
	专四专八	2024 专八全程班	129.5	1,899

资料来源: 公司资料, 交银国际

智能设备：形成以有道词典笔、听力宝和学习机为核心的产品体系。**词典笔：**2018 年上线第一代产品，目前已迭代至第六代，连续 4 年/2 年成为京东平台词典笔类目销售额/销量排名第一产品。**学习机：**2022 年上线 X10/Y10 两款产品。有道智能学习设备已经在词典笔建立领先用户品牌心智，学习机产品潜力仍有待挖掘。从市场空间而言，学习机的市场规模约是翻译笔的 2 倍（沙利文预测，2023 年），当前行业竞争激烈，AI 技术应用、内容优势以及品牌号召力将是学习机形成差异化竞争的关键所在。

有道硬件产品目前处于收入调整期，（2023 年 3 季度硬件收入虽同比下降，但终端激活量同比提升 10%），与其进行低回报率的渠道清理工作有关，业务调整或持续至 2023 年 4 季度，目前专注提升用户满意度和盈利能力，预计随着年底新产品陆续落地，AI 技术加持下，销售额将恢复 20%+ 增长。

图表 156: 内地主流翻译笔品牌产品对比

产品	有道 X6 Pro	科大讯飞 P20 Plus	阿尔法蛋 AI 词典笔 T20 旗舰版	步步高词典笔 F6 旗舰款
上线时间	2023 年	2022 年	2023 年	2023 年
主要亮点	1) 教育大模型一对一答疑精讲；2) 中高考试题同源；3) 9 科教材同步辅导 4) 100 天超长待机；5) 词典笔行业首个定制 AI 计算芯片	1) 大模型一对一口语陪练；2) 专业双高阶词典；3) 专业护眼屏	1) 全科学习；2) 大模型，英语、语文作文批改、口语陪练；3) 中高考作文口语评分、作文批改同源技术	1) 幼儿园-大学适用；2) AI 查词、听力；3) 中高考同源口语测评技术；4) 创新笔头设计
激活量	468 万	NA	NA	NA
待机时间	100 天	1 周	低频使用 6-8 小时	9 天（低频使用）
支持语种	100 种	7 种（高考第二外语）	7 种（高考第二外语）	2 种（英语+语文）
词库	6,000 万	2,000 万	6,000 万	4,000 万
教材	覆盖 21 个全国主流教材版本	NA	NA	16 家教材版权
内容	应用商店：喜马拉雅、百度网盘、有道乐读等；2 万节同步视频课，2.8 万条知识笔记，9 科习题辅导	NA	NA	内置喜马拉雅音频内容
AI 功能	个性化辅导、知识点联想、虚拟人口语教练 Echo、写作指导、全科答疑	AI 语法解析、作文批改、扫描识别准确率 99%、0.3 秒快速识别	1) 1 对 1 英语口语陪练；2) 1 对 1 语文作文批改；3) 1 对 1 英语作文批改	1) 自研 AI 技术，翻译内容更符合中文习惯；2) 彩色高精度识别率 99%；3) AI 精准查词，内容分龄分段
线上渠道销售排名	京东平台词典笔行业销量/销售额第一（千元以上，2023 年 8 月 9 日-2023 年 11 月 5 日）		京东平台词典笔行业单品销售额第一（2023 年 4 月-8 月 31 日）	
JD 评价数	200 万+	10 万	100 万+	10 万+
京东自营价格	1,499 元	1,499 元	1,199 元	899 元
线下渠道布局	入驻山姆	1,600 家+门店	1,600 家+门店	18,000 个线下销售和售后网点

资料来源: 公司资料, 京东, 交银国际

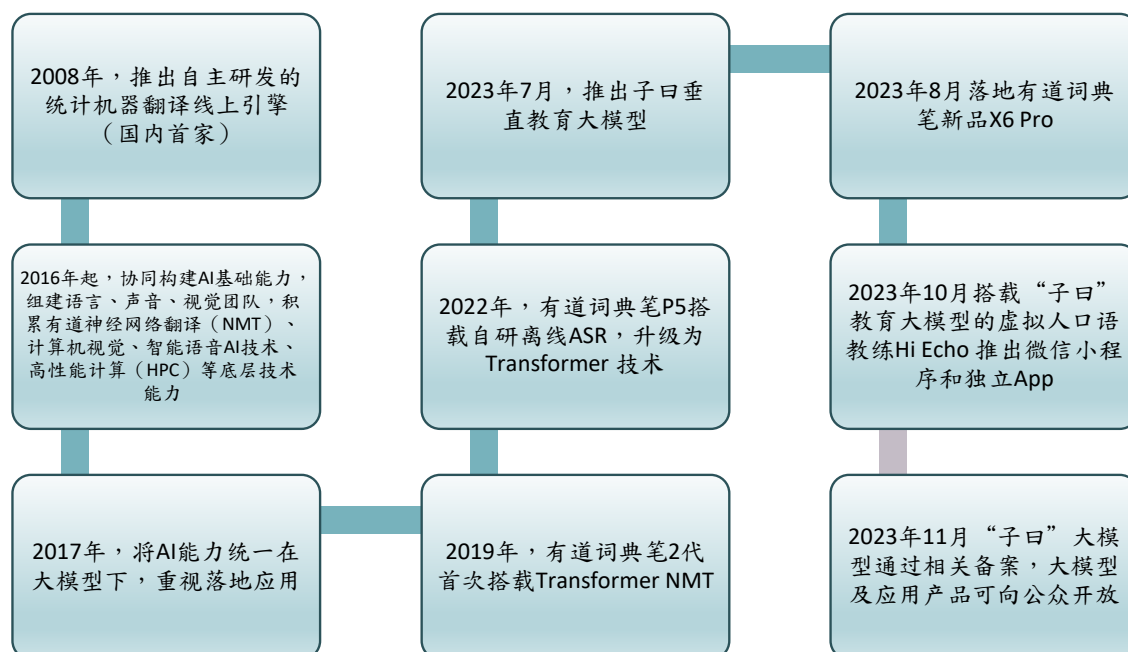
拥抱AI技术，“子曰”教育大模型领先落地

技术积累：有道从 2016 年起组建 AI 团队，并在 2017 年发布自主研发的神经网络翻译（Neural Machine Translation，NMT）技术并应用在翻译产品中，2019 年词典笔 2 代首次搭载 Transformer NMT，2022 年词典笔 P5 搭载自研离线 ASR，升级为 Transformer 技术。

大模型及 AIGC 为有道带来创新机会，2023 年 7 月发布“子曰”大模型，10 月搭载“子曰”教育大模型的虚拟口语教练 Hi Echo 推出微信小程序和 app。11 月获得工信部备案批准可面向公众开放。目前子曰具备六大应用，1) LLM 翻译；2) 虚拟口语教练 Echo；3) AI 作文指导；4) 语法精讲；5) AI Box；6) 文档问答。

我们认为得益于丰富的落地场景，教育有望成为大模型最有前景的应用场景之一，大模型带动个性化教学、一对一 AI 辅导成为可能，有道在教育垂直大模型应用落地、变现具备领先优势，为现有服务及设备提升能力赋能，Hi Echo 已经积累 10 万注册用户，AI Box 功能（有道翻译）带动翻译订阅收入连续 2 个季度同比翻倍增长（截至 2023 年 3 季度），有道翻译笔 X6 Pro 成为第一款搭载基于大模型的 AI 陪练的翻译笔产品，上线后带动词典笔激活量同比增 20%（上线前 20 天数据），用户使用频次较 S6 型号提升 50%（2023 年 3 季度）。AI 功能加持亦带动听力宝新品上线后激活量表现好于去年同期。有道将在 2023 年年底举行大模型发布会，更新 AI 产品线及应用。

图表 157:有道 AI 技术积累奠定大模型基础能力



资料来源：公司资料，交银国际

图表 158:有道 Hi Echo 口语教练微信小程序具备真实场景口语练习、多场景应用环境及测评报告



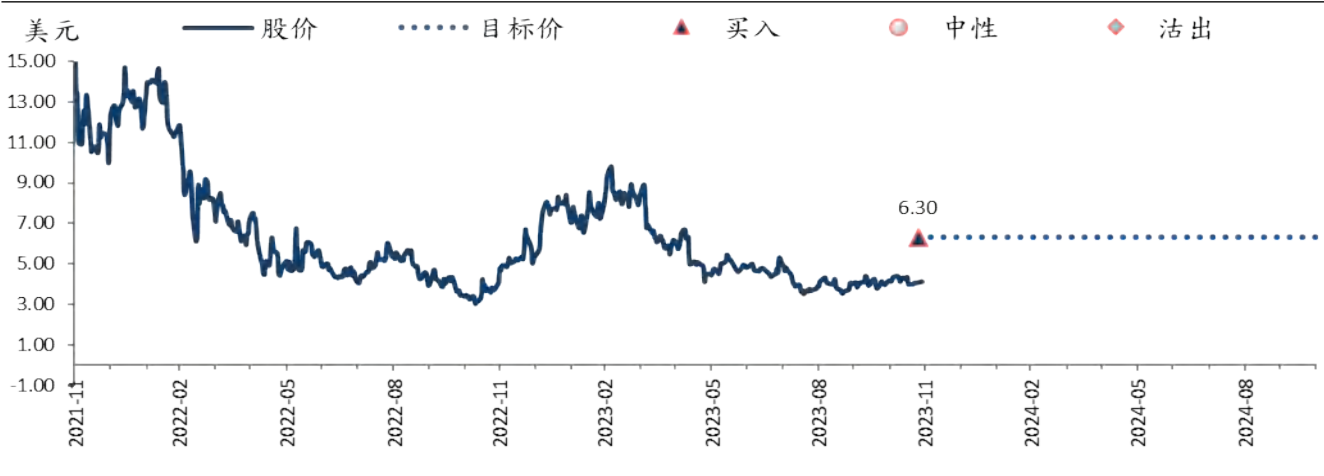
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 159: 教育行业大模型对比

	有道子曰大模型	科大讯飞讯飞星火认知大模型	好未来数学大模型 MathGPT	百度灵机大模型 + 文心一言大模型
发布时间	2023 年 5 月	2023 年 5 月	2023 年 8 月	2023 年 5 月
种类	自研垂直大模型, 未来也会参与生态合作	自研通用大模型	自研数学垂直大模型	自研通用大模型
应用场景	1) LLM 翻译; 2) 虚拟人口语教练; 3) AI 作文指导; 4) 语法精讲; 5) AI Box; 6) 文档问答	星火认知大模型 V2.0 发布, 开发教师助手、学习助手等教育行业落地场景: 1) 英语 AI 陪练; 2) AI 学习机; 3) 讯飞听见, 支持内容生成和批改辅导等	数学解题: 1) 解对; 2) 步骤稳定清晰; 3) 讲题个性化兼备趣味性	AI 互动讲题、写作指导、口语练习
功能落地	1) 有道词典笔开口说、有道翻译 AI-Box 功能; 3) 围棋课程中基于 AI 的语音复盘	1) 最新多款学习机搭载大模型, 进行中英文作文类人批改和内容生成; 2) 开发者调用	将推出产品级应用	1) 学习机、学习手机等; 2) 开发者调用

资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 160：有道 (DAO US) 目标价和评级



资料来源: FactSet，交银国际预测

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	4,016	5,013	5,403	6,455	7,411
主营业务成本	(2,027)	(2,427)	(2,560)	(2,855)	(3,243)
毛利	1,989	2,586	2,843	3,600	4,168
销售及管理费用	(2,268)	(2,557)	(2,579)	(2,738)	(3,031)
研发费用	(607)	(804)	(762)	(833)	(919)
其他经营净收入/费用	(57)	0	0	0	0
经营利润	(943)	(775)	(498)	29	217
Non-GAAP标准下的经营利润	(814)	(704)	(462)	61	254
财务成本净额	(13)	(33)	(58)	(58)	(58)
其他非经营净收入/费用	37	81	(10)	24	24
税前利润	(919)	(726)	(566)	(5)	183
税费	(7)	(14)	(15)	(33)	(52)
非控股权益	31	19	2	8	8
净利润	(895)	(721)	(579)	(30)	138
归于权益的分派	(895)	(721)	(579)	(30)	138
作每股收益计算的净利润	(895)	(721)	(579)	(30)	138
Non-GAAP标准的净利润	(788)	(640)	(510)	2	176

资产负债表简表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1,073	772	376	660	1,065
有价证券	504	232	244	256	269
应收账款及票据	248	405	299	542	424
存货	255	232	241	287	312
开发中物业及土地预付款	183	208	224	268	307
其他流动资产	7	20	8	9	9
总流动资产	2,270	1,870	1,392	2,021	2,387
物业、厂房及设备	80	92	126	162	195
其他有形资产	118	78	82	86	91
无形资产	110	110	110	110	110
其他长期资产	56	126	130	135	140
总长期资产	364	406	449	493	536
总资产	2,634	2,276	1,841	2,514	2,922
短期贷款	878	878	878	878	878
应付账款	846	882	951	1,136	1,304
其他短期负债	1,310	1,418	1,410	1,799	1,778
总流动负债	3,034	3,179	3,239	3,813	3,960
长期贷款	255	522	563	673	772
长期应付账款	73	44	47	56	65
其他长期负债	2	9	10	11	13
总长期负债	331	575	620	740	850
总负债	3,364	3,753	3,858	4,553	4,810
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	(809)	(1,542)	(2,087)	(2,122)	(1,983)
股东权益	(809)	(1,542)	(2,087)	(2,122)	(1,983)
非控股权益	79	65	70	83	95
总权益	(730)	(1,477)	(2,017)	(2,039)	(1,887)

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税前利润	(919)	(726)	(566)	(5)	183
折旧及摊销	30	42	40	53	68
营运资本变动	132	70	141	248	206
利息调整	13	33	58	58	58
税费	(7)	(14)	(15)	(33)	(52)
其他经营活动现金流	(595)	(21)	11	(26)	(21)
经营活动现金流	(1,346)	(615)	(331)	295	441
资本开支	(63)	(69)	(74)	(88)	(101)
投资活动	135	273	(11)	(12)	(13)
其他投资活动现金流	(25)	(78)	(5)	(5)	(5)
投资活动现金流	47	126	(90)	(105)	(119)
负债净变动	258	226	41	110	100
权益净变动	1,526	(41)	(21)	(21)	(21)
其他融资活动现金流	0	0	0	0	0
融资活动现金流	1,784	185	20	89	79
汇率收益/损失	(21)	5	5	5	5
年初现金	609	1,073	772	376	660
年末现金	1,073	772	376	660	1,065

财务比率					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	(7.360)	(5.833)	(4.739)	(0.248)	1.142
全面摊薄每股收益	(7.360)	(5.833)	(4.739)	(0.248)	1.142
Non-GAAP标准下的每股收益	(6.480)	(5.177)	(4.172)	0.018	1.447
每股账面值	(6.650)	(12.475)	(17.077)	(17.498)	(16.350)
利润率分析(%)					
毛利率	49.5	51.6	52.6	55.8	56.2
EBITDA利润率	(22.7)	(14.6)	(8.5)	1.3	3.8
EBIT利润率	(23.5)	(15.5)	(9.2)	0.4	2.9
净利率	(22.3)	(14.4)	(10.7)	(0.5)	1.9
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	49.5	51.6	52.6	55.8	56.2
EBITDA利润率	(19.5)	(13.2)	(7.8)	1.8	4.3
经营利润率	(20.3)	(14.0)	(8.6)	0.9	3.4
净利率	(19.6)	(12.8)	(9.4)	0.0	2.4
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	0.7	0.6	0.4	0.5	0.6
存货周转天数	33.7	36.7	33.7	33.7	33.7
应收账款周转天数	22.6	23.8	23.8	23.8	23.8
应付账款周转天数	27.2	33.3	33.3	33.3	33.3

教育

收盘价

美元 2.52

目标价

美元 3.10

潜在涨幅

+23.0%

2023 年 11 月 29 日

高途 (GOTU US)

聚焦核心高增长业务，探索线下教学扩张，首予买入

④ **业务重组，核心业务盈利改善。**高途目前重点发展留学、考研及 K12 非学科业务。2023 年最新数据显示，非学科素质素养培训及高中相关收入同比增速超 40%，经营现金流转正。成人课程聚焦留学及考研辅导。公司继续调整业务运营方向，聚焦有增长空间、在对应行业有可能占据领先地位的领域。我们预计 2023/24 年，K12 相关教育服务收入占比从 2022 年的 60%+ 升至 74%/79%，运营利润率也将持续提升至 12%/16%。但是整体经营利润或在未来几个季度承压，主要体现在 1) 成人课程产品调减影响收入规模；2) 线下教学门店试点投入。

④ **探索 OMO 服务模式，但线下业务拓展仍需时间。**高途目前业务仍以线上运营为主，线下教学点开始试点，包括 K9 素养以及留学考培咨询服务，但我们认为短期对公司整体收入增长拉动有限，主要因教学点的规模化运营需要前期资金投入及时间扩张，仍需 12 个月+实现常态运营，但未来线下布局或可能成为提升公司估值的指标之一。

④ **未来 2-3 年收入主要增量来自非学科和高中业务。**我们预计 2023 年高途收入 28.9 亿元，同比增 16%，2023-25 年复合增速 24%。非学科随着产品线丰富和服务质量优化，留存率提升，预计 2023 年收入增 64%，2023-25 年复合增速 44%，收入贡献持续上升。高中维持稳定增长趋势，预计 2023 年收入增 28%，2023-25 年复合增速 26%，贡献总收入 57%。成人业务中考研和留学为重点发展方向，目前公司调整战略关停部分不盈利业务线，预计 2023 年收入降 15%，2024 年受聚焦课程（留学、考研）的需求提升拉动，收入较 2023 年微增。我们预计 2023 年公司调整后净利润 1000 万元，2024 年升至 1.34 亿元，对应利润率 3.7%。

④ **首予买入，目标价 3.1 美元。**我们预计公司核心盈利业务（K12）2024 年将持续释放利润，基于线上教育 2024 年 15 倍市盈率，目标价 3.1 美元。看好教培行业增长空间及公司线上全链条运营经验和教育内容优势。我们认为根据不同的学习场景需求，线上/线下结合将被越来越多学生和家采纳，虽公司短期股价或有波动，但长期增长趋势不变，给予**买入**评级。

财务数据一览

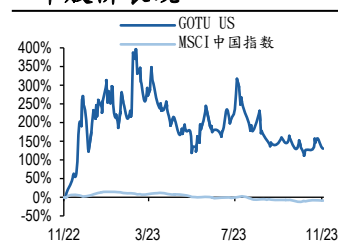
年结 12 月 31 日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入 (百万人民币)	6,562	2,498	2,888	3,622	4,475
同比增长 (%)		-62	16	25	24
净利润 (百万人民币)	-2,758	136	10	134	317
每股盈利 (人民币)	-10.8	0.5	0.0	0.5	1.2
同比增长 (%)			-93	1,239	138
市盈率 (倍)	NA	28.3	NA	28.7	12.1
每股账面净值 (人民币)	11.2	11.7	11.5	12.9	14.4
市账率 (倍)	1.5	1.5	1.5	1.3	1.2

资料来源：公司资料，交银国际预测

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (美元)	5.26
52周低位 (美元)	1.05
市值 (百万美元)	383.29
日均成交量 (百万)	2.69
年初至今变化 (%)	6.78
200天平均价 (美元)	2.92

资料来源: FactSet

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8045

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8048

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8054

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8041

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

更多免费行业报告

并购家

www.ipopo.cn

投资要点及估值

业务重组，核心K12教育服务盈利改善

高途业务聚焦高中、非学科、大学生及成人和教育内容及其他。在盈利性增长战略的引导下，公司利润端持续改善。2022 年调整后净利润扭亏为盈至 1.4 亿元，实现净利率 5.4%。我们预计 2023/24 年，K12 相关教育服务收入占比从 2022 年的 60%+ 升至 74%/79%，运营利润率也将持续提升至 12%/16%。但整体经营利润或在未来几个季度承压，主要体现在 1) 成人课程产品调减影响收入规模；2) 线下教学门店试点投入。

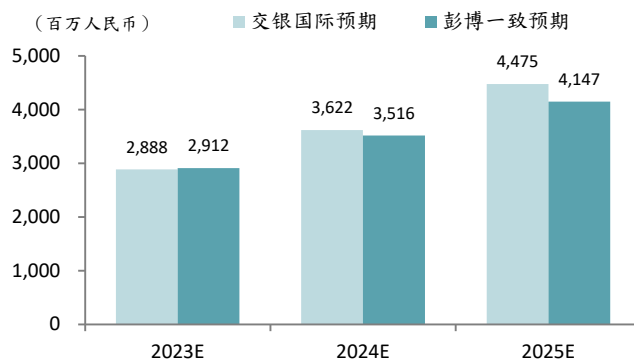
课程聚焦留学、考研及K12非学科，探索OMO服务模式

2023 年，截至最新数据，非学科素养及高中业务收入同比增速超过 40%，经营现金流转正，是公司核心教学服务业务。素养课程主要面向 K9 学生，课程包括脑力、悦读、思维、科学、编程等。高中业务以大班线上教学为主。在成人课程中，公司调减非盈利产品，聚焦有增长空间、在对应行业有可能占据领先地位的领域，包括留学及考研辅导。未来，高途的线下布局也可能成为提升公司估值的重要指标之一。

在平衡技术探索及线下拓展投入中，利润优化也是主要目标

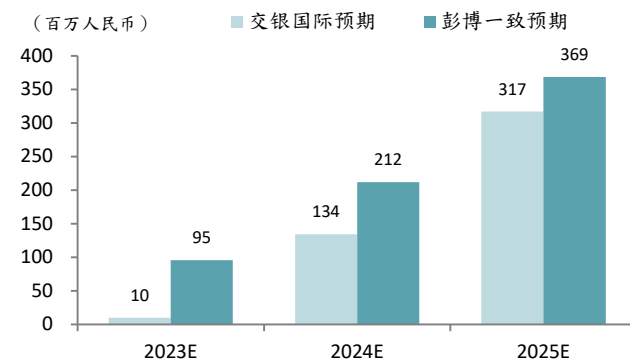
2023 年，公司调整后净利率约 0.3%，相比 2022 年的 5.4% 有所下降，主要原因在于：1) 调减成人课程带来收入规模下降，但仍有部分固定成本，拖低利润率；2) OMO 探索及 AI 战略投入，短期提升公司费用，但长期将带来服务效率优化，并降低学习成本。2024 年，公司利润率提升确定性较强，主要受益于 K12 相关教学服务的利润率优化，以及成人教育减亏至盈亏平衡。我们预计公司 2024 年调整后净利率增至 3.7%，净利润约 1.34 亿元，对比 2023 年 1000 万元大幅提升。

图表 161: 高途收入预测对比彭博一致预期



资料来源: 公司资料, 彭博, 交银国际预测

图表 162: 高途利润预测对比彭博一致预期



资料来源: 公司资料, 彭博, 交银国际预测

按可比估值估算，目标价3.1美元

高途业务仍以线上运营为主，线下教学点开始试点，但我们认为，短期内线下教学点的扩张对公司整体业务收入增长拉动力有限，主要因教学点数量的规模化仍需前期资金投入及扩张，对比新东方、好未来两家公司的线下教学点数量，公司在线下业务拓展上仍需时间。

公司进一步缩减非盈利业务投入，将重心聚焦高成长性、高需求内容（非学科素养+高中等）。2022 年实现盈利，净利润率约 5.4%，但由于业务持续调整及 OMO 相关投入，我们预计 2023 年净利润率降至 0.3%。2024 年，非学科素养及高中业务收入继续高速增长，规模化效应带来利润率的优化空间，预计公司整体调整后净利润率升至 3.7%。

目前上市公司中，与高途完全可比的线上教育服务公司较少，但考虑到公司长期或仍有更多创新业务展开，5-10 年的盈利预测及资本支出等判断依据不足，DCF 估值法仅适用于按目前业务线性推演来判断业务价值，因此，我们倾向于使用市盈率可比估值法为公司估值。

职业教育公司业务相对成熟，估值稳定，对比线下运营的龙头企业中公教育（002607 CH）及线上教育领先公司粉笔（2469 HK）的估值差异（2024 年分别 32 倍市盈率及 18 倍市盈率），线下教培行业估值与线上机构估值差异或也可运用于线上教育机构。根据行业平均 2024 财年 30 倍市盈率，我们给予高途线上盈利业务 15 倍市盈率，对应 2024 年约 4 亿元人民币运营利润（16%运营利润率），给予高途目标价 3.1 美元，对比现价 2.5 美元，上升空间 23%。

虽然公司部分业务仍在调整中，或短期带来利润增长压力，但是我们仍然看好教培行业的潜在增长空间，以及公司作为线上教育运营的领先企业，在过去积累的线上全链条运营经验和教育内容优势。公司在 K12 教育需求仍然旺盛的前提下，将维持高速增长趋势。对比线下教育需求，未来，根据不同的学习效果和家庭学习场景需求，线上、线下教育的结合将被越来越多学生和家长采纳，我们看好公司非学科素质教育业务的持续增长潜力。虽短期股价或有波动，但长期增长趋势不变，给予高途买入评级。

图表 163: SOTP 估值，给予目标价 3.1 美元

SOTP	估值 (百万 美元)	股价贡献 (美元)	收入 (百万人民币)			运营利润 (百万人民币)			市销率 (x)		市盈率 (x)	
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
素质教育+												
高中	837	3.1	2,130	2,868	3,615	245	472	641	2.1	1.7	15	11
成人教育			685	707	813	(34)	0	41				
数字内容			73	47	48							
总部成本						(285)	(460)	(469)				
合计	837	3.1	2,888	3,622	4,475	(74)	12	212	1.7	1.3	45	19

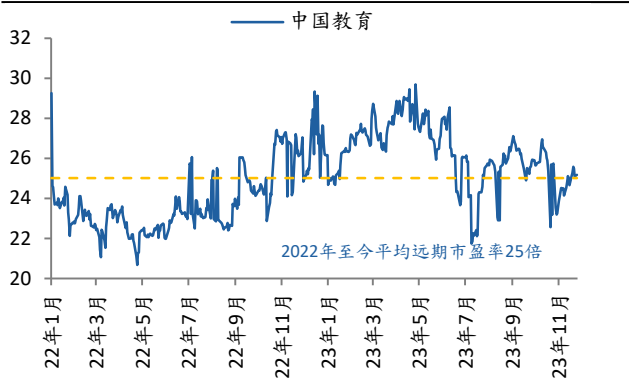
资料来源: 公司资料，交银国际预测

图表 164: 可比公司估值表

公司	代码	收盘价 (当地货币)	市值 (百万美元)	市 盈 率			市 销 率			收 入			调整后净利润		
				(倍)			(倍)			(报表货币, 百万)			(报表货币, 百万)		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
K12 非学科															
新东方	9901 HK	58.7	12,796	28	22	18	3.3	2.7	2.3	3,858	4,693	5,522	455	585	696
好未来	TAL US	11.4	7,272	NA	84	46	5.1	4.1	3.5	1,426	1,780	2,093	5	87	157
高途	GOTU US	2.5	569	NA	29	12	1.3	1.1	0.9	2,888	3,622	4,475	10	134	317
网易有道	DAO US	4.1	507	NA	NA	20	0.6	0.5	0.5	5,403	6,455	7,411	-510	2	176
平均				28	45	24	2.6	2.1	1.8						
学前															
盛通股份	002599 CH	7.7	579	220	49	34	1.7	1.6	1.4	2,407	2,666	2,927	12	83	121
爱婴室	603214 CH	16.8	331	25	21	19	0.6	0.6	0.5	3,673	4,058	4,468	95	111	128
平均				122	35	26	1.2	1.1	1.0						
职业教育/培训															
中公教育	002607 CH	4.5	3,917	51	32	26	6.3	5.0	4.3	4,419	5,559	6,489	405	817	1,071
中教控股	839 HK	6.2	2,024	7	6	5	2.6	2.3	2.0	5,592	6,410	7,253	2,018	2,300	2,586
粉笔	2469 HK	4.9	1,403	29	18	13	3.0	2.5	2.1	3,289	3,949	4,738	361	566	776
春來教育	1969 HK	6.2	955	11	9	7	4.5	4.1	3.0	1,510	1,659	2,278	655	739	1,021
传智教育	003032 CH	15.8	888	45	33	26	9.5	7.7	6.5	665	827	983	141	194	244
中国东方教育	667 HK	2.7	761	12	8	6	1.3	1.1	1.0	4,286	4,914	5,575	443	654	842
希望教育	1765 HK	0.5	475	4	4	3	0.9	0.8	0.7	3,636	4,179	4,750	835	940	1,091
平均				23	16	13	4.0	3.4	2.8						
硬件															
小米	1810 HK	15.1	48,573	20	21	19	1.3	1.1	1.0	272,965	305,124	339,342	17,203	16,190	18,266
联想	992 HK	9.7	15,166	14	10	8	0.3	0.2	0.2	56,671	62,481	67,194	1,111	1,608	1,949
平均				17	16	14	0.8	0.7	0.6						

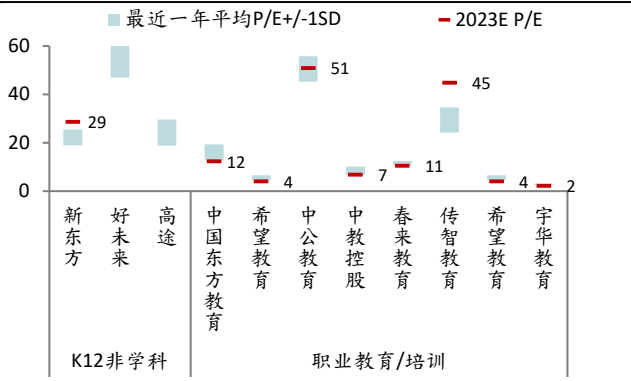
资料来源：彭博，交银国际 *、新东方、好未来、高途、网易有道为交银国际预测，其余为彭博一致预期；股价截止 2023 年 11 月 27 日，新东方、好未来为 2024-26 财年数据

图表 165: 业务调整后教育行业平均市盈率 25 倍



资料来源：彭博，交银国际

图表 166: 主要教育公司历史估值区间



资料来源：彭博，交银国际

图表 167: DCF 估值法，2024-33 年，对应每股价值 3.7 美元

(百万人民币)	CY2024E	CY2025E	CY2026E	CY2027E	CY2028E	CY2029E	CY2030E	CY2031E	CY2032E	CY2033E
息税后利润	12	212	388	447	500	560	616	678	746	820
折旧摊销	(1)	(21)	(39)	(67)	(75)	(84)	(92)	(102)	(112)	(123)
资本支出	91	100	105	111	121	129	137	146	157	168
运营资金变化	(116)	(72)	(90)	(53)	(61)	(68)	(77)	(84)	(93)	(102)
自由现金流	(82)	98	(39)	(145)	(72)	(46)	33	10	(26)	(69)
折现自由现金流	127	162	257	358	432	561	586	603	620	661

基本假设	
无风险利率 (%)	4.6
市场溢价 (%)	9.2
贝塔系数	1.0
股本成本 (%)	13.8
债务成本 (%)	0.0
%股本融资	100
%债务融资	0
加权平均资本成本 (%)	13.8

DCF	
自由现金流-净现值 (百万人民币)	1,936
剩余价值-净现值 (百万人民币)	1,569
净现金 (百万人民币)	3,601
股权价值 (百万人民币)	7,105
股权价值 (百万美元)	987
股数 (百万)	266
每股价值 (美元)	3.7

敏感性分析							
(美元)	永续增长率						
WACC	1.25%	1.50%	1.75%	2.00%	2.25%	2.50%	2.75%
12.3%	3.4	3.4	3.4	3.5	3.5	3.5	3.5
12.8%	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.7	3.7
13.3%	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.8	3.8
13.8%	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.8	3.8
14.3%	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.7	3.7
14.8%	3.4	3.4	3.4	3.5	3.5	3.5	3.5
15.3%	3.2	3.2	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3

资料来源: 交银国际预测

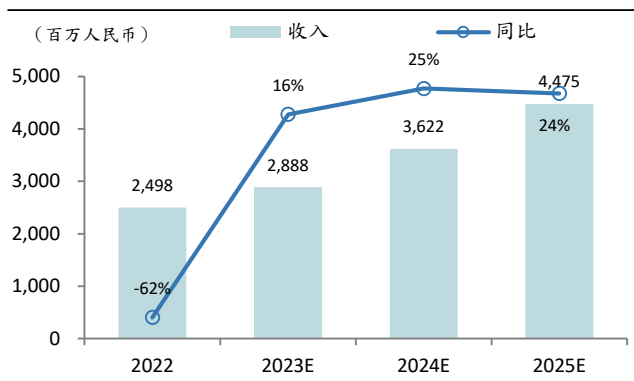
财务预测

我们预计 2023 年高途收入 28.9 亿元，同比增 16%，2024/25 年收入增速 25%/24%，2023-25 年复合增速 24%。从收入分布来看，未来 2-3 年收入主要增量来自非学科和高中业务。

- ⊕ **非学科**：公司研发投入主要集中于非学科素养培训板块，随着产品线丰富和服务质量优化，核心产品留存率显著提升。我们预计 2023 年非学科收入同比增 64%至约 5 亿元，贡献收入 17%，且占比持续上升，预计 2023-25 年收入复合增速为 44%。
- ⊕ **大学生及成人**：考研和留学业务为公司重点发展方向。目前，公司调整战略将成人业务重心从规模转向利润，关停部分不盈利业务线（如互联网相关培训包括 IT 培训、视频剪辑等），我们预计受此影响，2023 年收入同比降 15%，2024 年恢复至个位数增长。
- ⊕ **高中**：预计 2023 年收入同比增 28%至 16.4 亿元，贡献总收入的 57%，2023-25 年复合增速为 26%。高中年龄层人数仍然增长，将拉动行业需求提升，预计该业务维持稳定增长趋势。

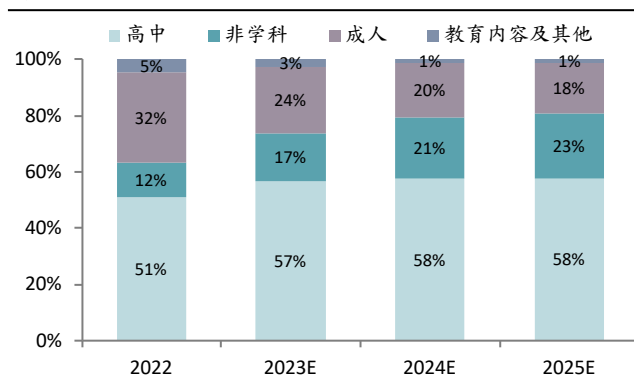
由于业务持续调整及 OMO 相关投入，我们预计 2023 年净利润率降至 0.3%。2024 年，非学科素养及高中业务收入的继续高速增长，规模化效应带来利润率的优化空间，预计公司整体调整后净利润率升至 3.7%，预计长期仍有优化空间。利润率持续优化主要得益于技术加持下师生比提升并实现更优运营杠杆，费用率在规模效应带动持续下降。

图表 168: 预计 2023 年收入 28.9 亿元，同比增 16%



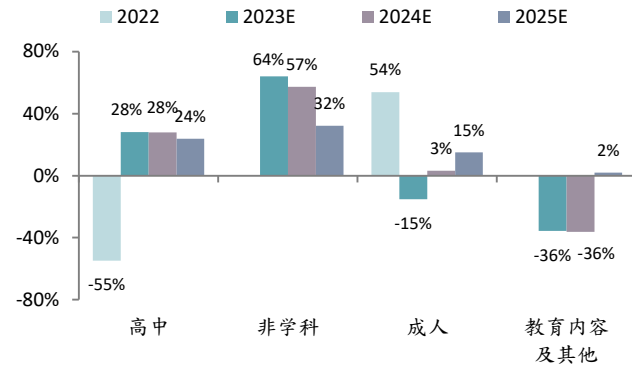
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 169: 收入结构：预计非学科业务占比持续提升



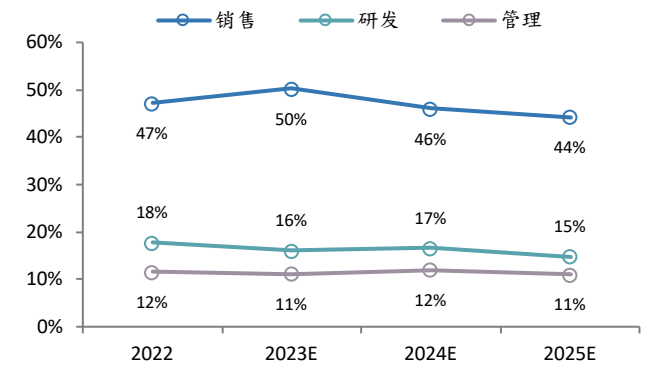
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 170: 收入同比增速 (分业务线)



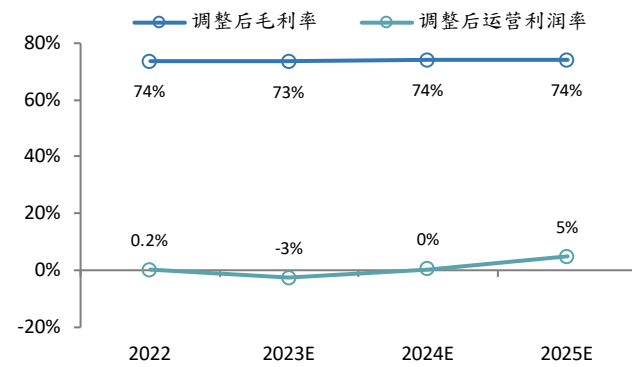
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 171: 费用占收比呈下降趋势



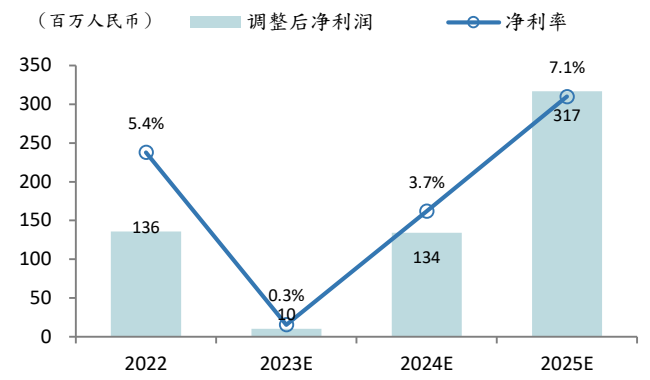
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 172: 调整后毛利率和调整后运营利润率



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 173: 预计 2024 年调整后净利润率 3.7%



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

2023 年 11 月 29 日

高途 (GOTU US)



图表 174: 损益表预测

(百万人民币)	2022	2023E	2024E	2025E	增速(%)	2022	2023E	2024E	2025E
净营收	2,498	2,888	3,622	4,475		-62	16	25	24
<u>彭博一致预期</u>		<u>2,912</u>	<u>3,516</u>	<u>4,147</u>					
收入分布									
高中	1,275	1,635	2,090	2,586		-55	28	28	24
非学科	302	495	778	1,029			64	57	32
成人	808	685	707	813		54	-15	3	15
教育内容及其他	113	73	47	48			-36	-36	2
营收成本	(701)	(783)	(979)	(1,209)		-71	12	25	23
毛利	1,797	2,105	2,642	3,267		-57	17	26	24
销售及营销开支	(1,180)	(1,450)	(1,667)	(1,982)		-77	23	15	19
占收比(%)	47	50	46	44					
研发开支	(445)	(466)	(601)	(666)		-64	5	29	11
占收比(%)	18	16	17	15					
行政开支	(290)	(323)	(435)	(496)		-60	11	35	14
占收比(%)	12	11	12	11					
经营利润	(118)	(134)	(60)	122		-96	NM	-55	NM
调整后经营利润	5	(74)	12	212		NA	NM	NM	1,663
其他收入/(支出)	116	108	130	130					
税费	16	(24)	(8)	(25)					
归母净利润/(亏损)	13	(50)	62	227			NM	NM	269
调整后归母净利润/(亏损)	136	10	134	317			-93	1,229	136
<u>市场预期</u>		<u>95</u>	<u>212</u>	<u>369</u>					
调整后经营利润率(%)	0	-3	0	5					
调整后净利率(%)	5	0.3	3.7	7.1					
每股盈利(调整后, 人民币)	0.51	0.04	0.51	1.21			-93	1,239	138
<u>彭博一致预期</u>		<u>0.34</u>	<u>0.77</u>	<u>1.38</u>					

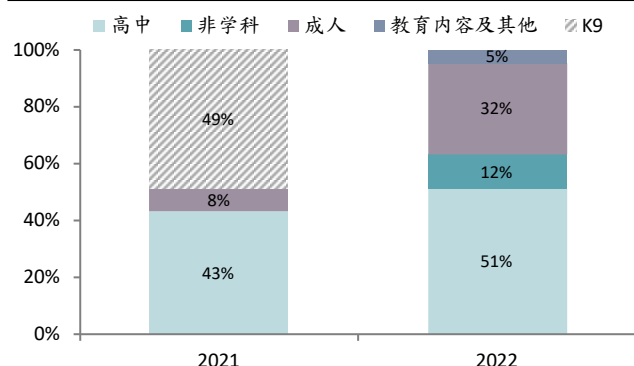
资料来源: 公司资料, 彭博, 交银国际预测

业务重组，核心业务盈利改善

高途目前主营业务包括高中、非学科、大学生及成人和教育内容及其他，2022 年成人业务占比超过 30%，非学科占比 10%+，并呈持续上升趋势。传统高中业务收入贡献稳定，未来公司将重点投入成人和非学科（素质教育）业务，并明确 OMO、直播、AI+教育为主要发展方向。公司现金充裕（图表 177），将支撑其业务转型及新业务拓展。

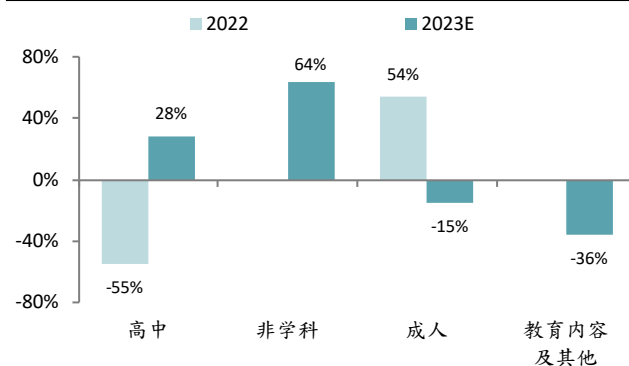
我们预计 2023/24 年，K12 相关教育服务收入占比从 2022 年的 60%+ 升至 74%/79%，运营利润率也将持续提升至 12%/16%。但是公司整体经营利润或在未来几个季度承压，主要体现在 1) 成人课程产品调减影响收入规模，如互联网相关培训包括 IT 培训、视频剪辑等；2) 线下教学门店试点投入，但也将部分被精细化运营及 AI 技术与产品结合带来的效率提升所抵消。

图表 175: 2022 年收入结构发生明显变化



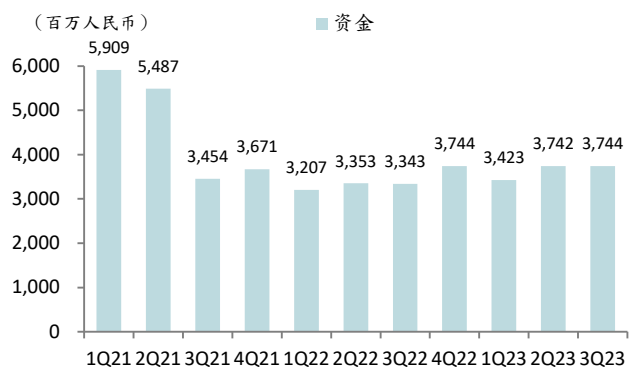
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 176: 公司各业务线增速预期



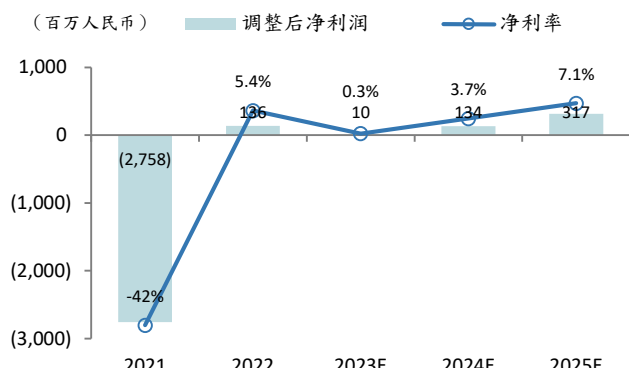
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 177: 资金流动性稳健



资料来源: 公司资料, 交银国际 * 现金+现金等价物+受限资金+投资

图表 178: 调整后净利润改善



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

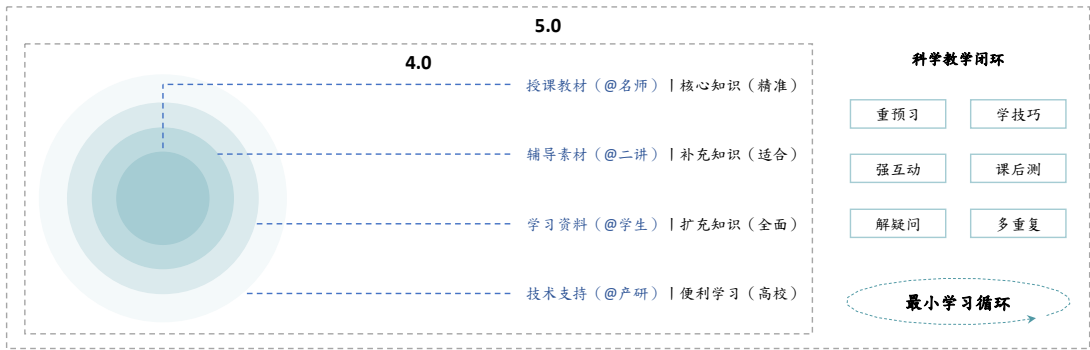
成人业务核心增长引擎：考研和留学教育

高途成人业务覆盖广泛，包括考研、考公、留学、语言、财经和其他职场能力培训。业务转型后公司将考研与留学作为其核心增长动能发展。

④ 考研业务

2021 年，高途提出考研业务三年内成为行业第一的目标。在 2023 高途大学生年度盛典上，公司升级考研产品“同心圆”至 5.0，在 4.0 基础上形成最小学习循环。公司不断完善产品矩阵，针对不同类型用户推出在校、在职、复考等产品，根据考研不同阶段进程细化全程、基础、冲刺等班型，满足用户多样化需求。

图表 179: 同心圆教学产品 5.0



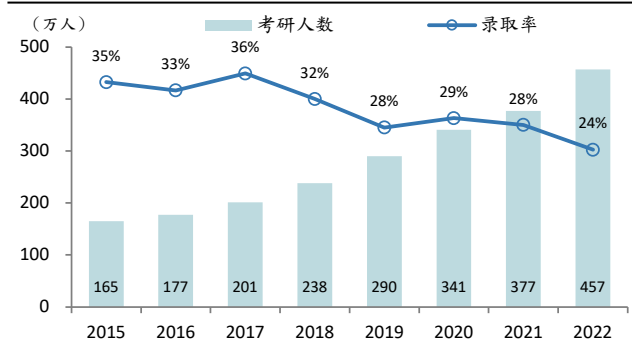
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 180: 高途考研产品线

班型	价格 (人民币)	课节/课时	单课时/课节价格 (人民币)	科目
极智全程班	5,980	65-271 课节	22-92	英语/数学/政治
全程优学班班	7,980	90-178 课节	45-89	经综/管综/新闻与传播/社会工作/护理/金融/法律/翻译/临床医学/心理/教育/计算机
优学班	6,800-28,800	39-60 课节	128-480	管综提前面试/在职复试/在校复试
曙光计划 30 人小班	17,800	115-211 课节	84-155	英语/数学/政治
基础面授 40 人精品班	2,980	20 课节	149	英语/数学
SMART 计划班	14,800-18,800	67-89 课节	170-281	英语/数学/政治
1 对 1 定制	7,000-28,000	20-80 课时	350-400	专业课/公共课
线下面授 1V1	18,000-44,000	30-80 课时	500-600	四六级
GPA 提分计划 1v1	7,000-26,000	20-80 课时	325-433	政英/政英数
全年通关集训营	89,800-99,800	149-181 课节	496-670	数/英/政英/政英数
基础集训营	9,800-15,800	17-41 课节	385-576	英语/数学/政治/管综
冲刺集训营	9,800-18,800	30-129 课节	76-627	管综提前面试/在职复试/在校复试
直达班	6,800-16,800	30-62 课节	142-293	经综/管综/新闻与传播/社会工作/护理/金融/法律/翻译/电子信息/临床医学/心理/教育
考前突击	899	12-60 课节	15-75	英语/数学/政治
百日冲刺班	699	16-63 课节	11-44	英语/政治
点睛班	399	9-22 课节	18-44	

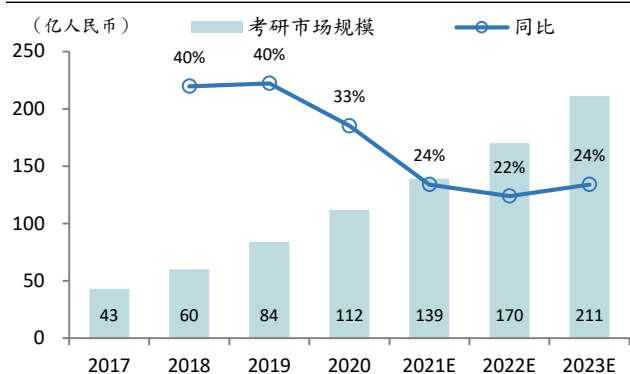
资料来源: 公司官网, 交银国际

图表 181: 考研人数及平均录取率



资料来源: 教育部, 交银国际

图表 182: 考研市场规模



资料来源: 易观分析预测, 交银国际

从财务角度来看, 2022 年 4 季度考研业务首次实现季度盈利。公司持续提升营销效率, 2023 年 1 季度营销费用 ROI 同比三位数优化, 课程销售额 (毛收入) 季环比增约 36%, 为未来收入持续增长奠定基础。2023 年 2 季度/3 季度业务收入同比增约 40%/25%。

留学业务

2023 年高途雅思新品发布会上, 公司提出以雅思为基点, 拓展留学业务布局, 进一步扩充产品线, 包括留学服务、国际课程、游学研学等。

目前, 公司留学业务以雅思培训为主, 此次与外研社联合发布新产品《雅思标准教程》, 通过教、学、练、测、评形成完整闭环, 结合雅思备考和英语核心素养提升, 为用户打造一站式学习路径。

图表 183: 高途与外研社联合发布新产品《雅思标准教程》学习系统



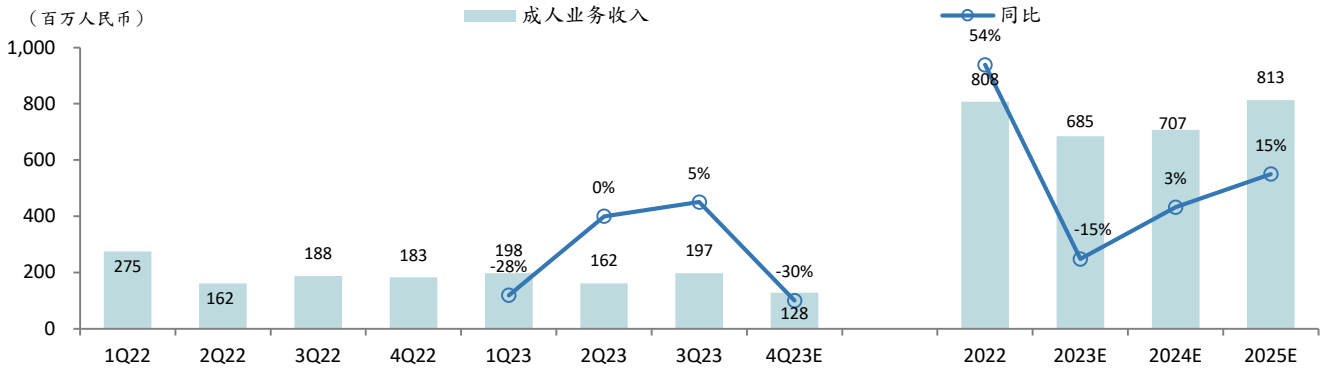
资料来源: 公司资料, 交银国际

管理层披露, 2023 年 2 季度雅思收入环比三位数增长, 随着短视频直播布局, 获客效率进一步提升, 留学语言培训业务月度经营现金流及经营利润转正。

成人业务战略重心从规模转向利润

2022 年，高途业务调整后，成人业务规模迅速扩大，收入同比增 54%。2023 年公司调整战略，将重心从规模转向利润，关停部分不盈利业务线。因此，2 季度/3 季度收入同比持平/增 5%，我们预计全年下降 15%，2024 年将恢复个位数增长。

图表 184: 预计 2023 年成人业务收入同比下降，2024 年恢复增长



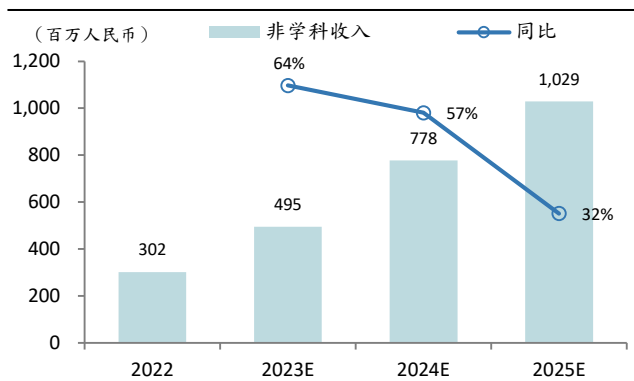
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

非学科类培训带动业务增长

高途青少素养课程包括脑力、悦读、思维、科学、编程等。课程定价数千元，如编程类 Python-P1 系统班，22 课时 3499 元，课程回放有效期三年。

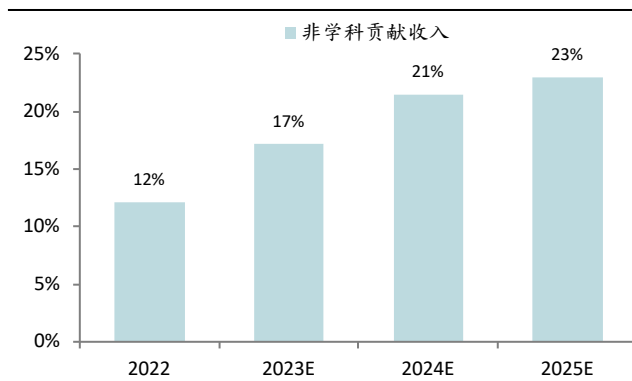
2023 年 2 季度，非学科业务收入同比增约 75%，经营现金流转正，随着产品价值和服务质量的不断优化，毛收入也同环比实现双位数增长，核心产品留存率显著提升。我们预计，非学科业务规模加速扩张，2023 年同比增速超 60%，贡献收入 17%（对比 2022 年 10%+），带动整体收入增长。管理层表示，公司研发投入主要集中于素养培训板块，将继续升级课程设计和开发，提供多样化产品，并探索持续增长的获客渠道。

图表 185: 预计 2023 年非学科业务收入高双位数增速



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 186: 非学科业务收入贡献持续上升



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

OMO业务布局加速

高途在成人、留学、素养等业务线加速线下布局，发展线上线下一体化的服务模式。目前，考研在北京、郑州、沈阳等地开启线下业务，培训模式包括集训、走读、专项等。2023 年 4 月，高途留学中关村旗舰店启动，9 月，高途考研中关村校区开业。

AI+教育探索产品新形态

高途明确AI战略布局为“逐步建立以AI为主，真人为辅的教学服务模型”。与其他公司不同的是，高途并不是直接布局大模型，而是选择优先深度结合其产品与大模型等AI技术，提升服务效率，降低学习成本。未来，公司将开发覆盖教育学习全周期的产品和工具，并逐步转向以AI为主的教学服务。

目前，公司正在探索AI语言学习相关应用方向，例如利用AI技术为学生提供雅思针对性模拟练习，提升学习实效性和经济效益；融入教学（翻译、批改、测评等）环节，提升授课效率和质量。此外，数字人技术的快速发展也将促进各种情景实践应用落地，如分身授课和口语练习等。

2023 年 4 月，高途发布考研规划与答疑产品“高途 AICan”，通过多年数据积累，结合AI模型，实现对不同学生的定制化问题解答和指导，提升学习效果和精准评估反馈机制。我们认为，借助AI技术辅助，在线教育业务可以更快地降低成本，提高效率，推动相关业务改善盈利状况。

图表 187: AI 技术助力在线教育降本增效

新东方	智能学习系统：通过学生答题情况，得到学习/遗忘曲线、知识点归因等分析，推出综合个性化学习方案
好未来	口语表达能力评测、练习拍搜批改、教学质量评估解决方案、试卷拆录解决方案、教学异常行为监测
有道	有道翻译 AIBox：句子润色、语法纠错、写作建议、内容扩写、重点提炼、单词百科
高途	高途考研 AICan：考研规划与答疑
粉笔	智能批改系统：依靠文本识别、自然语言处理技术自动生成评估报告，得分正确率 80%+
科大讯飞	因材施教智慧教育解决方案、智慧课堂、AI 听说课堂、个性化学习手册、智慧作业解决方案、课后服务解决方案、智慧体育解决方案、智慧心育解决方案

资料来源: 公司资料，交银国际

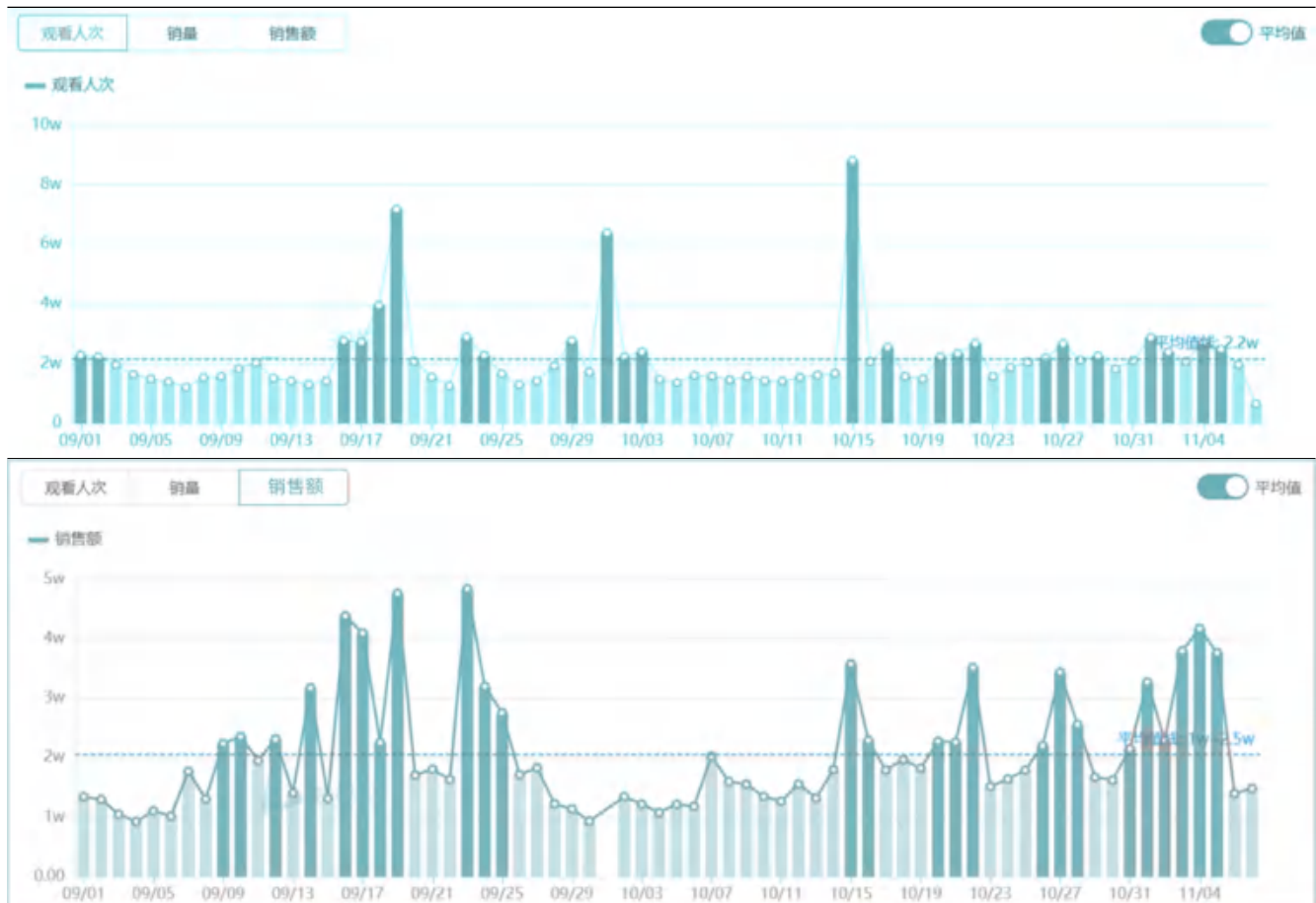
电商直播尚在起步阶段

2022 年 11 月，公司成立高途佳品科技有限公司，并于 12 月在抖音开启直播间“高途佳品”。目前，高途在抖音旗下的直播矩阵中，高途佳品和官方旗舰店粉丝数分别超过 30 万/20 万，其他账号包括考研、公考、高中、图书等粉丝数均在 5 万以下；公司创始人陈向东个人账号粉丝数 380 万+。根据蝉妈妈数据，高途佳品直播间日均 GMV 在 1 万-2.5 万元之间，主要销售品类为生鲜蔬果、食品饮料和日用百货，而旗舰店主要销售教辅类产品。

目前，高途电商直播业务量仍然非常小，在起步阶段。公司披露，2 季度部分业务线显著提升了自营流量渠道成交占比，并实现短视频和直播的规模化获客。6 月，雅思业务直播成交用户数较年初增约 300%。

未来，我们认为公司将有效利用其品牌效应以及电商直播渠道，加速教育课程的获客，并复用此前线上运营经验，加速各业务线收入增长及利润优化。

图表 188: 高途佳品直播间观看人次和销售额



资料来源: 蝉妈妈, 交银国际

风险提示

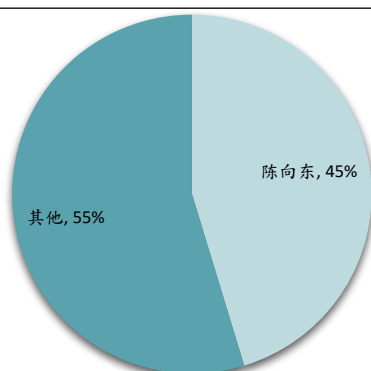
短期线上教育增长压力。高途业务目前以线上为主，线下活动恢复后，线上教育或仍需通过价格竞争力、技术加持以及更优的内容供给带来学生数量持续增长，需要长期持续的研发投入支持。

新业务拓展及 AI 探索进程不及预期。前期业务拓展、产品开发等需要投入，如果进展不及预期，可能影响公司盈利水平。

行业竞争加剧。素质教育需求增长、出国留学需求回暖，行业参与者增加，可能导致公司市场份额下降。

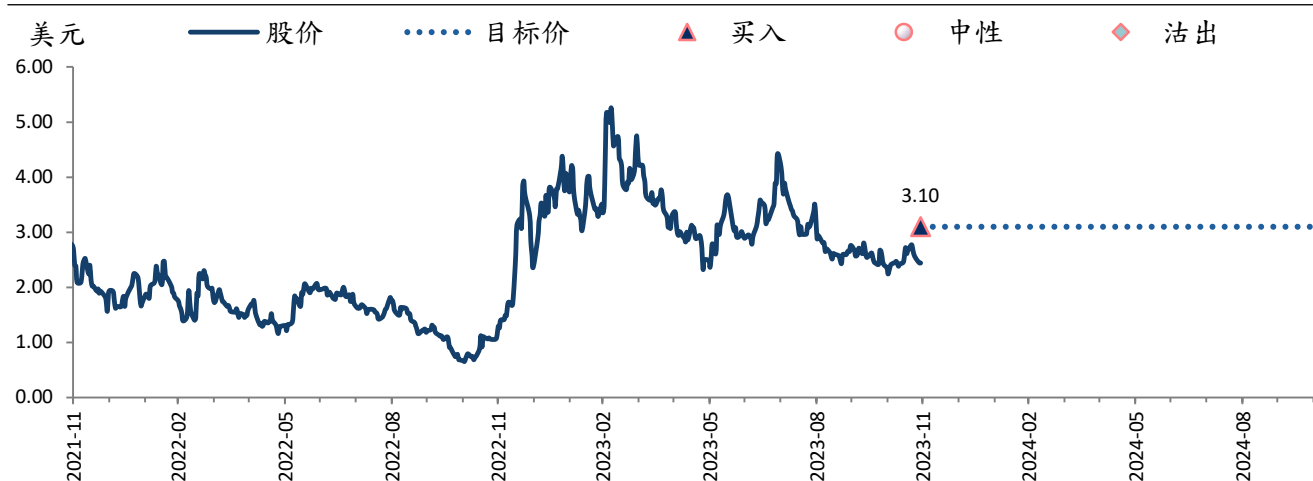
附录

图表 189: 高途股东架构



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 190: 高途 (GOTU US) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	6,562	2,498	2,888	3,622	4,475
主营业务成本	(2,398)	(701)	(783)	(979)	(1,209)
毛利	4,164	1,797	2,105	2,642	3,267
销售及管理费用	(5,129)	(1,180)	(1,450)	(1,667)	(1,982)
研发费用	(1,253)	(445)	(466)	(601)	(666)
其他经营净收入/费用	(962)	(290)	(323)	(435)	(496)
经营利润	(3,180)	(118)	(134)	(60)	122
Non-GAAP标准下的经营利润	(2,835)	5	(74)	12	212
财务成本净额	31	21	67	80	80
其他非经营净收入/费用	87	94	50	50	50
税前利润	(3,062)	(3)	(17)	70	253
税费	(41)	16	(24)	(8)	(25)
非控股权益	(0)	0	(9)	0	0
净利润	(3,103)	13	(50)	62	227
作每股收益计算的净利润	(3,103)	13	(50)	62	227
Non-GAAP标准的净利润	(2,758)	136	10	134	317

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	968	789	531	831	1,043
有价证券	2,774	2,924	3,070	3,224	3,385
存货	16	23	20	34	33
其他流动资产	180	431	462	580	850
总流动资产	3,937	4,166	4,083	4,668	5,311
投资物业	0	0	0	0	0
物业、厂房及设备	680	552	587	572	565
无形资产	0	19	21	19	22
其他长期资产	408	139	141	145	151
总长期资产	1,088	710	749	737	737
总资产	5,025	4,876	4,832	5,405	6,048
应付账款	773	702	706	727	743
其他短期负债	987	907	866	1,050	1,253
总流动负债	1,760	1,609	1,572	1,777	1,996
长期应付账款	303	44	44	44	44
其他长期负债	81	127	147	184	227
总长期负债	383	171	191	228	272
总负债	2,144	1,780	1,763	2,005	2,267
股本	7,793	7,916	7,875	8,144	8,298
储备及其他资本项目	(4,912)	(4,820)	(4,806)	(4,744)	(4,517)
股东权益	2,881	3,096	3,070	3,400	3,781
总权益	2,881	3,096	3,070	3,400	3,781

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税前利润	(3,063)	(3)	(26)	70	253
折旧及摊销	113	71	84	91	100
营运资本变动	(1,697)	(102)	(82)	98	(39)
税费	41	(16)	24	8	25
其他经营活动现金流	(1,277)	2	(23)	233	97
经营活动现金流	(5,883)	(47)	(23)	500	436
资本开支	(272)	(19)	(116)	(72)	(90)
投资活动	5,068	(68)	(146)	(154)	(161)
其他投资活动现金流	17	(71)	0	0	0
投资活动现金流	4,813	(158)	(262)	(226)	(251)
负债净变动	0	0	0	0	0
权益净变动	0	0	0	0	0
其他融资活动现金流	(101)	0	0	0	0
融资活动现金流	(101)	0	0	0	0
汇率收益/损失	16	27	27	27	27
年初现金	2,123	968	789	531	831
年末现金	968	789	531	831	1,043

财务比率					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (人民币)					
核心每股收益	(12.114)	0.051	(0.190)	0.235	0.868
全面摊薄每股收益	(12.114)	0.050	(0.187)	0.233	0.868
Non-GAAP标准下的每股收益	(10.766)	0.515	0.038	0.508	1.210
每股账面值	11.245	11.727	11.548	12.882	14.433
利润率分析 (%)					
毛利率	63.5	71.9	72.9	73.0	73.0
EBITDA利润率	(46.8)	(1.9)	(1.7)	0.8	5.0
EBIT利润率	(48.5)	(4.7)	(4.6)	(1.7)	2.7
净利率	(47.3)	0.5	(1.7)	1.7	5.1
利润率分析 (%) - Non-GAAP标准					
毛利率	63.5	71.9	72.9	73.0	73.0
EBITDA利润率	(41.5)	3.0	0.3	2.8	7.0
经营利润率	(43.2)	0.2	(2.6)	0.3	4.7
净利率	(42.0)	5.4	0.3	3.7	7.1
盈利能力 (%)					
ROA	(35.1)	2.7	0.2	2.6	5.5
ROE	(64.1)	4.5	0.3	4.1	8.8
ROIC	(99.7)	(0.8)	(5.9)	0.3	5.0
其他					
流动比率	2.2	2.6	2.6	2.6	2.7
存货周转天数	4.8	10.0	10.0	10.0	10.0

交银国际

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2023 年 11 月 29 日

高途 (GOTU US)



分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、宁波健世科技股份有限公司、润歌互动有限公司、子不语集团有限公司、交运燃气有限公司、多想云控股有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康洋生物科技（上海）股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司及山西省安装集团股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i) 复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。



机构销售团队



@bocomgroup.com

熊璇	(852) 3768 2850	xuan.xiong
邓志恒	(852) 3768 2795	alvin.tang
刘静	(852) 3768 2969	judy.liu
邵将星	(852) 3768 2962	jensens.shaw
罗圆	(852) 3768 2783	Jackie.Luo
周玛利	(852) 3768 2809	Mary.Zhou
刘方舟	(852) 3768 2782	Noah.Liu