

教育

2020及2020Q1财报总结：增长逻辑延续，关注政策变化

2020年疫情背景下，教育行业各赛道表现不一。民办高教板块采用全年统一招生+学费预收模式，受到疫情影响有限，且充分受益于扩招利好释放和前期并购项目的整合，取得稳健增长。职业培训收入端受招生和招录考试错配影响。K12 课外培训线上/在线表现分化，K12 线下经历 2020H1 数月的转线上授课，疫情得到控制后正快速恢复，而 K12 在线渗透率快速提升带动各公司收入和培训人次规模的高增长，但市场竞争趋向激烈。

民办高教：稳健增长延续，政策利好兑现。在扩招利好释放、整合效果显现、职业教育/海外办学业务拓展等因素驱动下，民办高教公司普遍取得收入及在校生人数的稳健内生增长。除办学规模扩大外，民办高校办学质量持续提升，部分学校获评为国家级一流本科专业建设点。此外，2020H2 至今，独立学院转设加速，盈利能力提升可期。转设加速扩充行业标的池，高教公司并购节奏亦于 2020H2 起快速恢复。

职业培训：疫情影响业务开展，需求不减恢复可期。技能培训方面，由于培训内容以面授实操为主，且 2020 年春季招生季与疫情爆发期重合，受疫情影响较大，中国东方教育及传智教育 2020 年均出现收入和利润端下滑。招录方面，国考及省考扩招有力支撑公考培训需求，但多项考试时间错位导致事业单位、教师招聘培训需求受到挤压。另一方面，就业压力支撑培训需求的逻辑不改，如中国东方教育及传智教育的招生情况逐步恢复，疫情后龙头公司市占率提升可期。

K12 课外：线下培训持续恢复，在线规模高速增长，密切关注政策变化。线下方面，疫情期间各公司通过在线方式对冲疫情影响，2020H2 起各公司运营情况已逐步恢复，OMO 模式成为发展方向。新东方/好未来/思考乐教育等全国及区域龙头逆势扩大学习中心覆盖范围，市占率有望提升。另一方面，2020 年疫情为 K12 在线提供发展机遇，各公司发力获客及辅导教师招聘，致使利润端承压。随着疫情得到控制，通过精细化运营及教学服务是取得长期健康增长的关键。

增长逻辑延续，关注政策变化。2021 年国内疫情得到有效控制，而就业及升学压力不减，我们认为教育服务的需求仍将得到有力支撑并持续强化，而教育产业确定性与增长性兼备投资逻辑将延续。另一方面，教育行业作为对政策变化高度敏感的行业，2021 年仍需着重关注两方面政策的变化：（1）《民促法实施条例》落地预期升温；（2）K12 课外培训监管政策变化。

投资建议。2020 年教育板块商业模式优势与盈利能力得到验证，同时政策敏感性延续，结合板块成长性、政策稳健性、竞争格局与市场空间等多重维度，自上而下优选细分赛道龙头标的：民办高教赛道核心推荐**华夏视听教育、宇华教育、希望教育**中汇集团、**中国科培**；职业教育板块受就业压力影响预计持续高景气，核心推荐行业龙头**中国东方教育、中公教育**，关注传智教育；教育信息化受益于疫情认知提升，关注佳发教育；K12 课外线下赛道继续关注网点扩张与 OMO 战略布局，并密切关注政策变化，关注思考乐教育、跟谁学、新东方在线、科德教育。

风险提示：行业政策风险；市场竞争加剧；并购速度不达预期；公司业绩不达预期。

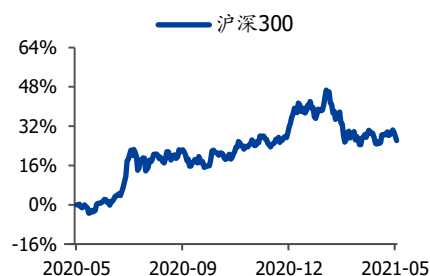
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
01981.HK	华夏视听教育	买入	0.19	0.27	0.37	0.45	24.5	17.3	12.6	10.4
06169.HK	宇华教育	买入	0.06	0.42	0.50	0.55	97.7	14.1	11.8	10.7
01765.HK	希望教育	买入	0.01	0.10	0.13	0.16	/	18.9	14.7	12.2
00667.HK	中国东方教育	买入	0.12	0.52	0.61	0.72	121.4	27.5	23.1	19.7

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 孟鑫

执业证书编号：S0680520090003

邮箱：mengxin@gszq.com

研究助理 李宜霖

邮箱：lixuanlin@gszq.com

相关研究

- 1、《教育：艺考：考核趋向标准化，培训市场有望加速整合》2020-12-28
- 2、《教育：自上而下，稳中求进》2020-12-24
- 3、《教育：关注独立学院转设进度，重视高教板块》2020-11-13

内容目录

民办高教：稳健增长延续，政策利好兑现	4
复盘：稳健增长延续，转设及并购节奏加速	4
内外双驱规模增长，办学质量持续提升	5
多所院校完成转设，盈利能力提升可期	6
并购节奏恢复，行业进入整合窗口期	6
展望：2021年扩招有望延续，关注多元增值服务开展	7
职业培训：疫情影响业务开展，需求不减恢复可期	8
中公教育：疫情扰动招录节奏，研发及渠道优势持续强化	9
中国东方教育：2020年业绩符合预期，招生恢复业绩反弹可期	11
K12 课外：线下培训持续恢复，在线规模高速增长	14
线下：运营持续恢复，龙头份额提升	14
在线：2020年行业高速增长，运营趋向精细化	17
政策：2021监管方向趋严，密切关注政策变化	22
投资策略	23
风险提示	23

图表目录

图表 1：民办高教公司 2020 年营收及同比增速（左轴：百万元；右轴：%）	4
图表 2：民办高教公司 2020 年经调整净利润及同比增速（左轴：百万元；右轴：%）	4
图表 3：民办高教公司 FY2021H1 营收及同比增速（左轴：百万元；右轴：%）	5
图表 4：民办高教公司 FY2021H1 经调整净利润及同比增速（左轴：百万元；右轴：%）	5
图表 5：民办高教公司在册生人数、学校数量及并购情况	5
图表 6：2020 年民办高教公司旗下国家级一流本科专业	6
图表 7：港股民办高教公司旗下独立学院转设情况	6
图表 8：2020 年 1 月至 2021 年 4 月港股高教公司并购事项	7
图表 9：2010-2019 年公办高校招生人数及增速（左轴：万人；右轴：%）	7
图表 10：2010-2019 年民办高校招生人数及增速（左轴：万人；右轴：%）	7
图表 11：中汇集团培训费收入及营收占比（左轴：百万元；右轴：%）	8
图表 12：中国科培校外成人大学课程在籍生人数（单位：人）	8
图表 13：2010-2021 年我国高校毕业生人数及增速（左轴：万人；右轴：%）	9
图表 14：中公教育营收及同比增速（左轴：亿元；右轴：%）	9
图表 15：中公教育归母净利润及同比增速（左轴：亿元；右轴：%）	9
图表 16：中公教育毛利率及归母净利率（单位：%）	10
图表 17：中公教育期间费用率（单位：%）	10
图表 18：中公教育分业务营收（单位：百万元）	10
图表 19：中公教育面授培训及线上培训收入占比（单位：%）	10
图表 20：中公教育研发人员数及同比增速（左轴：人；右轴：%）	11
图表 21：中公教育授课师资人数及同比增速（左轴：人；右轴：%）	11
图表 22：历年省考联考招录人数及同比增速（左轴：万人；右轴：%）	11
图表 23：中公教育直营分支机构数量及同比增速（左轴：个；右轴：%）	11
图表 24：中国东方教育营收及增速（左轴：亿元；右轴：%）	12
图表 25：中国东方教育归母净利润及增速（左轴：亿元；右轴：%）	12
图表 26：中国东方教育毛利率及归母净利率（单位：%）	12

图表 27: 中国东方教育期间费用率 (单位: %)	12
图表 28: 中国东方教育分业务营收 (单位: 亿元)	13
图表 29: 中国东方教育分业务毛利率 (单位: %)	13
图表 30: 中国东方教育新培训人次 (左轴: 万人; 右轴: %)	13
图表 31: 中国东方教育平均培训人次 (左轴: 万人; 右轴: %)	13
图表 32: 中国东方教育校区数量及同比增速 (左轴: 个; 右轴: %)	14
图表 33: A 股及港股 K12 课外培训上市公司 2020 年财务数据汇总	14
图表 34: A 股 K12 课外培训上市公司 2021Q1 财务数据汇总	14
图表 35: 新东方营收及同比增速 (左轴: 亿美元; 右轴: %)	15
图表 36: 新东方归母净利润及同比增速 (左轴: 亿美元; 右轴: %)	15
图表 37: 好未来营收及同比增速 (左轴: 亿美元; 右轴: %)	15
图表 38: 好未来归母净利润及同比增速 (左轴: 亿美元; 右轴: %)	15
图表 39: 学而思培优业务营收同比增速 (单位: %)	16
图表 40: 新东方 K12 相关业务营收增速 (单位: %)	16
图表 41: 新东方学校及学习中心数及同比增速 (左轴: 个; 右轴: %)	17
图表 42: 好未来学习中心数及同比增速 (左轴: 个; 右轴: %)	17
图表 43: 疫情期间全新客户流入城市占比 (单位: %)	17
图表 44: 疫情期间全新客户流入阶段占比 (单位: %)	17
图表 45: 跟谁学营收及同比增速 (左轴: 百万元; 右轴: %)	18
图表 46: 跟谁学付费参培人次及同比增速 (左轴: 万人; 右轴: %)	18
图表 47: 学而思网校营收及占好未来营收比重 (左轴: 亿美元; 右轴: %)	18
图表 48: 学而思网校参培人次及占好未来人次比重 (左轴: 万人; 右轴: %)	18
图表 49: 有道精品课营业收入及同比增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)	19
图表 50: 有道精品课 K12 付费参培人次及增速 (左轴: 万人; 右轴: %)	19
图表 51: 新东方在线营业收入及增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)	19
图表 52: 新东方在线 K12 付费参培人次及增速 (左轴: 万人; 右轴: %)	19
图表 53: 头部 K12 在线教育公司 2020 年融资事件	20
图表 54: 跟谁学毛利率及期间费用率 (单位: %)	21
图表 55: 新东方在线毛利率及期间费用率 (单位: %)	21
图表 56: 好未来毛利率及期间费用率 (单位: %)	21
图表 57: 有道毛利率及期间费用率 (单位: %)	21
图表 58: 跟谁学辅导教师人数及同比增速 (左轴: 人; 右轴: %)	22
图表 59: 有道教学、产品和服务运营人员及同比增速 (左轴: 人; 右轴: %)	22
图表 60: 2021 年 K12 校外培训监管相关文件及会议	22

2020 年疫情背景下，教育行业各赛道表现不一：1) 隶属于学历教育的民办高教板块采用全年统一招生+学费预收模式，受到疫情影响有限，且充分受益于扩招利好释放和前期并购项目的整合，取得稳健增长；2) 职业技能培训板块由于培训内容以线下实操为主，且 2020 年春季招生季与疫情爆发期重合，受疫情影响较为明显；3) 职业招录培训板块受益于国考、省考扩招取得亮眼增长，但考试时间错位影响事业单位、教师招聘业务开展；4) K12 线下培训经历 2020H1 数月的转线上授课，疫情得到控制后正快速恢复；5) K12 在线培训 2020 年渗透率快速提升带动各公司收入和培训人次规模的高增长，但市场竞争趋向激烈。

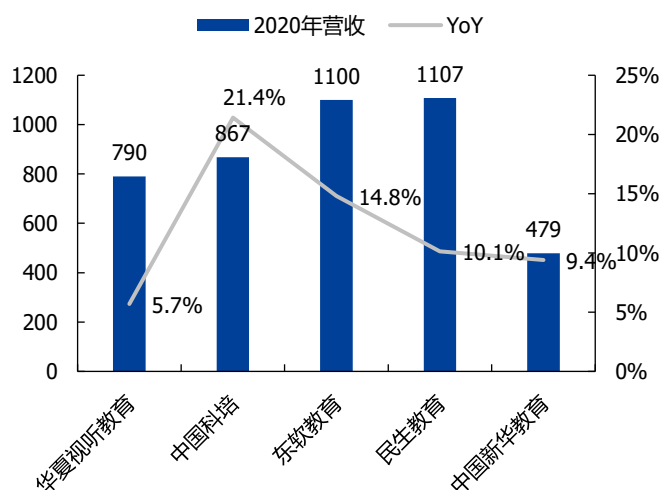
2021 年，国内疫情得到有效控制，而就业及升学压力不减，我们认为教育服务的需求仍将得到有力支撑并持续强化。具体而言，线下的职业培训及 K12 培训需求正在逐步恢复中；民办高教板块扩招利好持续释放，转设加速驱动行业进入整合窗口期；K12 在线板块在经历高增后，逐步进入回归教育本质、比拼精细化运营的发展阶段。另一方面，教育行业作为对政策变化高度敏感的行业，2021 年仍需着重关注两方面政策的变化：(1) 《民促法实施条例》落地预期升温；(2) K12 课外培训监管政策变化。

民办高教：稳健增长延续，政策利好兑现

复盘：稳健增长延续，转设及并购节奏加速

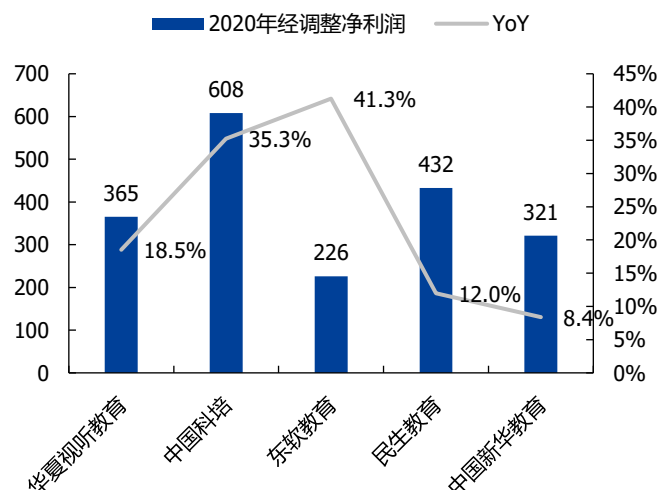
近期，港股民办高教公司披露 2020 年报（财年截止日 12 月 31 日）及 2021 财年中报（财年截止日 8 月 31 日），在扩招利好释放、整合效果显现、职业教育/海外办学业务拓展等因素驱动下，民办高教公司普遍取得稳健增长。其中，中教控股、新高教集团、希望教育 FY2021H1 取得 40% 以上的经调整净利润增长，表现尤为亮眼。

图表 1: 民办高教公司 2020 年营收及同比增速（左轴：百万元；右轴：%）



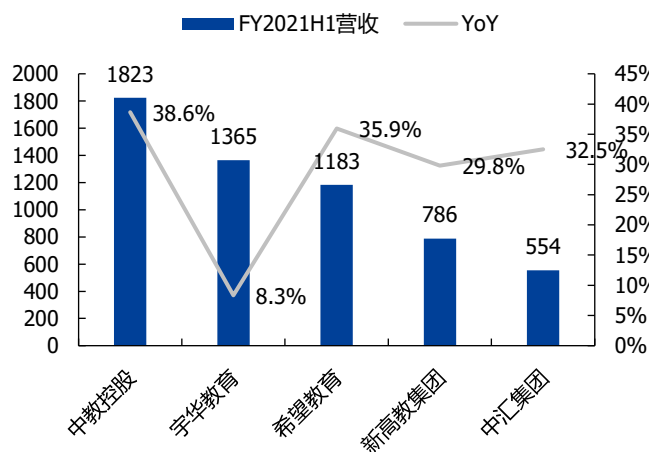
资料来源：公司财报，国盛证券研究所

图表 2: 民办高教公司 2020 年经调整净利润及同比增速（左轴：百万元；右轴：%）



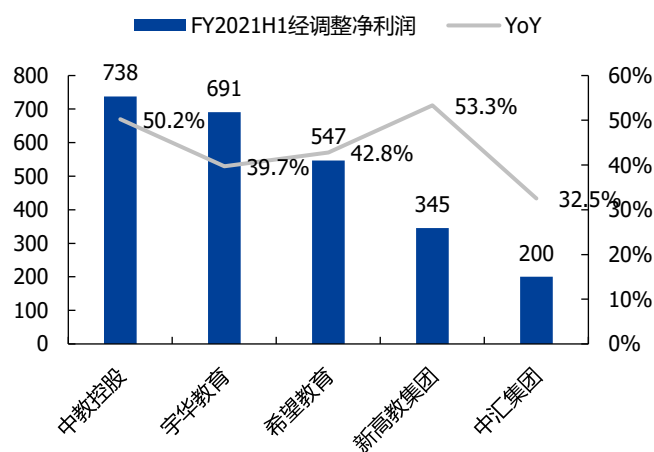
资料来源：公司财报，国盛证券研究所

图表 3: 民办高教公司 FY2021H1 营收及同比增速(左轴: 百万元; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所 注: 财年截止日为 8 月 31 日

图表 4: 民办高教公司 FY2021H1 经调整净利润及同比增速(左轴: 百万元; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所 注: 财年截止日为 8 月 31 日

内外双驱规模增长, 办学质量持续提升

扩招利好释放, 民办高教公司在校人数内生增长稳健。民办高教公司充分受益于 2020 年专升本扩招 32.2 万人以及 2020-2021 两年高职扩招 200 万人政策, 在校人数取得稳健内生增长。具体看各民办高教公司普遍取得 10%+ 的在校人数内生增长, 中国科培发力校外成人大学课程, 在校人数内生增长达到 41.5%。

希望教育/中教控股/中汇集团并购项目实现并表, 驱动在校人数高增长。外延并购方面, 希望教育 FY2021H1 实现英迪国际大学和南昌影视职业学院并表, 带动在校人数 40.4% 的同比增长; 此外, 中教控股 FY2021H1 实现海口经济学院及其附属艺术学院并表, 中汇集团实现四川城市职业学院及技师学院并表, 对在校人数增长贡献显著高于内生增长, 成为公司规模提升的重要驱动力。

图表 5: 民办高教公司在校人数, 学校数量及并购情况

	截至 FY2020/FY2021H1 已并表学校在校人数及增 速(人, %)	内生增长 贡献增速 (%)	外延并购贡献 增速(%)	贡献增量的外延并购院校
华夏视听教育	17596(+18.5%)	+18.5%	/	无
希望教育	196747(+40.4%)	未拆分	未拆分	英迪国际大学(2020.9 并表)、南昌影视职业学院(2020.10 并表)
宇华教育	约 143400(+3.8%)	+3.8%	/	无
中教控股	250339(+37.7%)	+11.0%	+26.7%	海口经济学院(在校生约 46000 名, 2020.9 并表); 海口经济学院附属艺术学校(在校生约 2500 名, 2020.9 并表)
新高教集团	116465(+10.6%)	+10.6%	/	无
中国科培	81950(+41.5%)	+41.5%	/	无
中汇集团	62404(+76.9%)	+19.1%	+57.8%	四川城市职业学院(在校生 14249 名, 2021.1 并表); 四川城市技师学院(在校生 6109 名, 2021.1 并表)
东软教育	46091(+12.8%)	+12.8%	/	无
民生教育	92772(+12.1%)	+12.1%	/	无
中国新华教育	33656(-2.3%)	-2.3%	/	无

资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所 注: (1) 已并表学校截至最新报告期, 即 2020/12/31 或 2021/2/28; (2) 民生教育仅统计校园教育在校人数; (3) 希望教育未单独披露英迪国际大学及南昌影视职业学院在校人数

办学水平提升，集团化办学竞争力逐步体现。除收入利润规模以及在校生人数体量提升外，民办高教公司旗下大学的办学质量亦取得进展，部分专业的办学质量得到国家认可。如华夏视听教育旗下南京传媒学院的广播电视编导专业及动画专业入选国家级一流本科专业，中汇己土纳、中国新华教育、东软教育同样有专业入选。在民办高教公司的精细运营下，民办高校的办学质量正逐步提升，集团化办学的竞争力以及对学生的吸引力逐渐增强。

图表 6：2020 年民办高教公司旗下国家级一流本科专业

公司	学校	国家级一流本科专业
华夏视听教育	南京传媒学院	广播电视编导专业、动画专业
中汇集团	广州华商学院	会计学专业
中国新华教育	安徽新华学院	通信工程专业、财务管理专业
东软教育	大连东软信息学院	电子信息工程专业

资料来源：教育部，国盛证券研究所

多所院校完成转设，盈利能力提升可期

2020 年独立学院转设加速政策落地，明确三类转设路径。从 2020 年下半年至今，中教控股、新高教集团、中汇集团旗下已有多所院校完成转设，其余尚未完成转设的独立学院亦有望于 2021 年实现转设。转设后，民办高教公司可减少每年的管理费支出，进而提升集团整体盈利水平；此外，学校的办学自主权提升，在学额分配、学费定价、专业设置等方面拥有更高的自由度，且民办高教公司可寻求更优的民办公办高校合作模式，有利于集团整体健康发展。

图表 7：港股民办高教公司旗下独立学院转设情况

公司	独立学院	转设进度
中教控股	四川外国语大学重庆南方翻译学院 转设为 重庆外语外事学院	已于 2021 年 1 月完成转设
	广州大学松田学院 转设为 广州应用科技学院	已于 2021 年 1 月完成转设
希望教育	四川交通大学希望学院	转设工作有序进行中
	贵州大学科技学院	已于 2021 年 2 月获贵州省教育厅公示
	贵州财经大学商务学院	已于 2021 年 2 月获贵州省教育厅公示
	山西医科大学晋祠学院	转设工作有序进行中
新高教集团	兰州理工大学技术工程学院 转设为 兰州信息科技学院	已于 2021 年 3 月完成转设
	湖北民族学院科技学院 转设为 湖北恩施学院	已于 2021 年 3 月完成转设
中汇集团	广东财经大学华商学院 转设为 广州华商学院	已于 2021 年 1 月完成转设
民生教育	云南大学滇池学院	已获得教育部公示
	重庆工商大学派斯学院	已获重庆市政府同意，并上报教育部审批
中国新华教育	安徽医科大学临床医学院	以获安徽省教育厅公示并上报教育部审批
	南京财经大学红山学院	尚待江苏省教育厅专家组进校考察

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

并购节奏恢复，行业进入整合窗口期

2020H2起外延并购节奏恢复，转设加速扩大标的池。2020上半年受疫情等因素影响，各民办高教公司新增并购事项放缓，仅中国科培、希望教育新增并购项目。从2020下半年起，各民办高教公司的并购事项加速，包括中教控股并购海口经济学院、希望教育先后并购南昌影视传播职业学院和南昌大学共青学院等多所院校、新高教集团并购郑州城市职业学院、中汇集团并购四川城市职业学院。伴随独立学院转设持续推进，行业可并购标的池进一步扩大，行业正处于快速整合的窗口期。

图表8：2020年1月至2021年4月港股高教公司并购事项

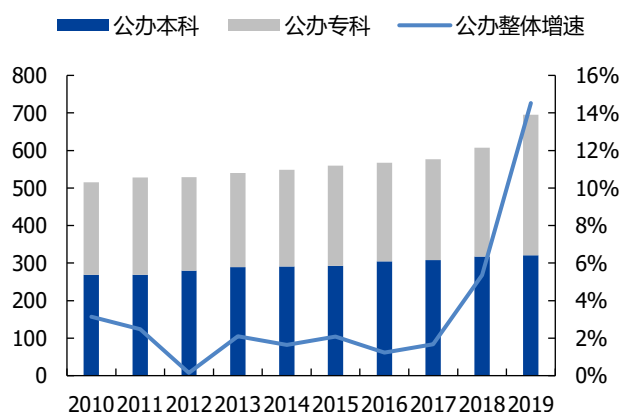
时间	公司	标的学校	状态	交易对价	股权比例	2020-21学年在校生
2020.8	中教控股	海口经济学院（及其附属艺术学校）	已并表	13.56 亿元	60%	共 4.85 万人
2020.10	希望教育	南昌影视传播职业学院	已并表	未披露	100%	未披露
2020.12	中汇集团	四川城市职业学院及技师学院	已并表	7.50 亿元	51%	共 2.04 万人
2021.2	希望教育	南昌大学共青学院	未并表	5.00 亿元	100%	约 7500 人
2021.4	新高教集团	郑州城市职业学院	未并表	6.74 亿元	100%	超 1.2 万人
2021.4	希望教育	金肯职业技术学院	未并表	0.25 亿元	100%	约 8188 人
2021.4	希望教育	泰国西那瓦大学	未并表	未披露	100%	未披露

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

展望：2021年扩招有望延续，关注多元增值服务开展

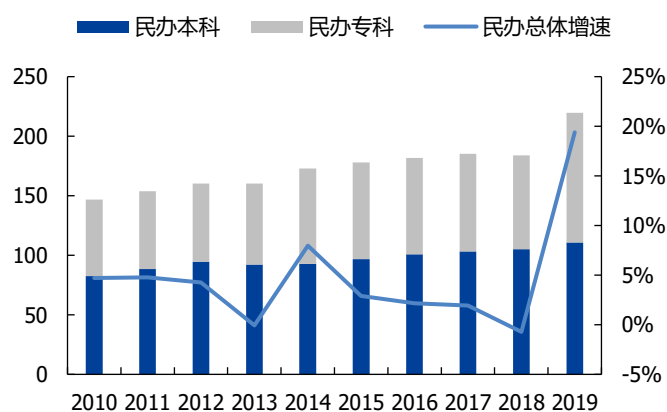
扩招趋势有望延续，民办高校仍将充分受益。高职扩招方面，2020年政府工作报告提出2020-2021两年高职扩招200万人，2021年按政策要求扩招趋势大概率延续。专升本扩招方面，各院校2021年专升本招生计划陆续公布，根据公开信息，民办高教公司旗下院校学额相较2020年普遍取得进一步增长。举例而言，中汇集团旗下广州华商学院学额3834名，同比增长113%；中教控股旗下重庆外语外事学院/广州应用科技学院招生计划同增67%/17%至2000/1700名，延续增长趋势。

图表9：2010-2019年公办高校招生人数及增速（左轴：万人；右轴：%）



资料来源：教育部，国盛证券研究所

图表10：2010-2019年民办高校招生人数及增速（左轴：万人；右轴：%）



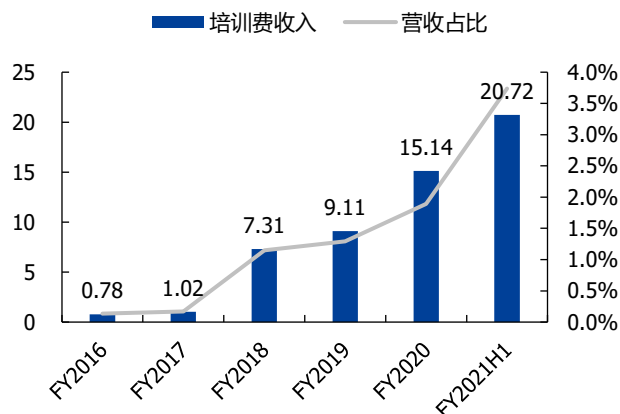
资料来源：教育部，国盛证券研究所

职业教育再获政策支持，培训服务前景广阔。全国职业教育大会于2021年4月12-13日在京召开，习总书记作出重要指示，强调优化职业教育类型定位，深化产教融合、校企合作，稳步发展职业本科教育，建设一批高水平职业院校和专业。从2019年《国家职业教育改革实施方案》等重磅政策出台至今，职业教育已屡获政策大力支持，核心方向包括“1+X”证书试点、产教融合、职普融合等。高校提供就业相关的增值服务空间

广阔。

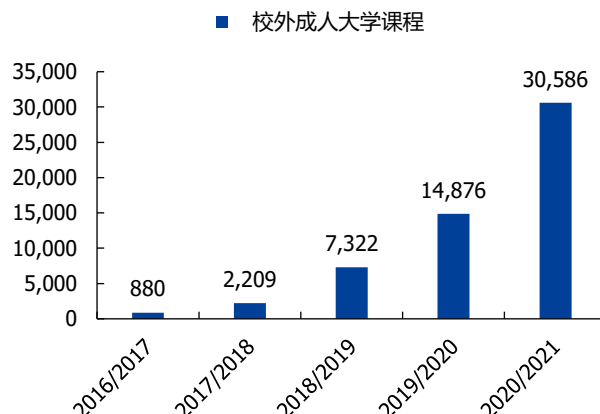
民办高教公司广泛提供就业相关服务，丰富收入结构。从实际情况看，中教控股旗下海口经济学院开设有行业学院（如中广天择传媒学院、新丝路时尚体育学院等），采用校企合作方式，为学生提供更多实践机会；中汇集团开展 CFA、CPA、教师资格、公务员考研等“1+X”证书培训；新高教集团升级卓越班项目，开启“名企定制培养”计划，新建 39 个高薪就业卓越班，并建立就业创新中心以对接优质就业资源。此类行业学院、卓越班等项目在前强化学生就业能力的同时，可收取更高学费；“1+X”证书培训等项目同样有助于民办高教公司丰富收入结构。

图表 11：中汇集团培训费收入及营收占比（左轴：百万元；右轴：%）



资料来源：公司财报，国盛证券研究所

图表 12：中国科培校外成人大学课程在校生人数（单位：人）



资料来源：公司财报，国盛证券研究所

海外办学提供学历提升通道，延长学生生命周期。目前，中教控股、希望教育、宇华教育、中汇集团均运营海外院校，海外院校普遍具备硕士甚至博士学位授予权，可为国内学校毕业生提供升学通道。此外，海外项目学费水平较高且无学额限制，在丰富收入结构的同时，可以延长学生在学习年限，进而提高学生的生命周期价值。

政策落地预期升温，行业不确定性有望得到缓解。政策方面，近期《民促法实施条例》落地预期升温。2018 年修订的《民促法》以及 2018 年的《民促法实施条例（修订草案）（送审稿）》均强调营利性/非营利性民办学校的分类管理。2020 年教育部《关于政协十三届全国委员会第三次会议第 3379 号（教育类 343 号）提案答复的函》中明确提出，教育部对合法合规的关联交易持开放态度。从政策导向判断，我们认为《民促法实施条例》有望从政策层面进一步支持民办高教行业，政策不确定性有望得到缓解。

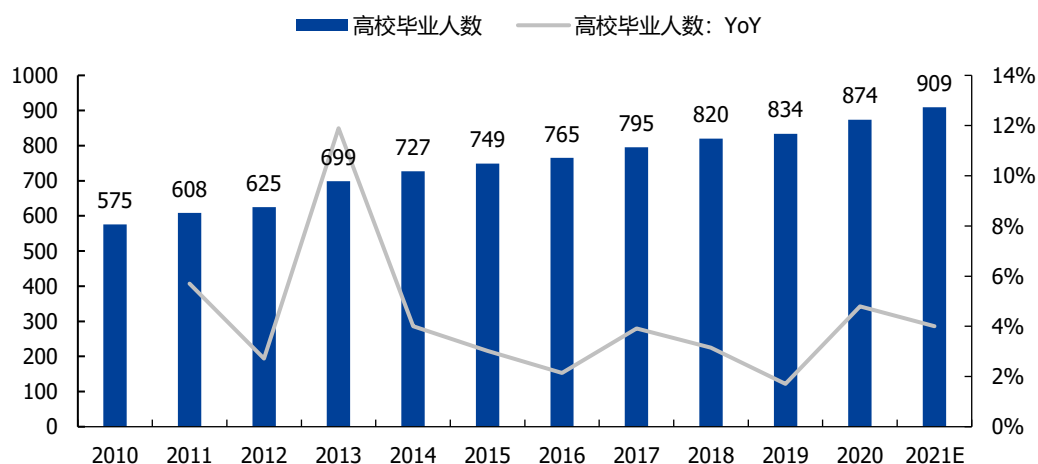
职业培训：疫情影响业务开展，需求不减恢复可期

2020 年疫情背景下，职业教育板块的招生情况受到较大影响。纵观教育产业各细分赛道，技能培训在 2020 年受疫情影响较为严重，主要系 1) 技能培训内容以实操为主，难以完全利用在线教育代替；2) 2020 年春季招生季与疫情爆发期重合，长训班 2020 年春季招生受阻。在此影响下，中国东方教育 2020 年营收同降 6.6%至 36.49 亿元，经调整净利润同降 44.4%至 5.00 亿元；传智教育 2020 年营收同降 30.8%至 6.40 亿元，归母净利润同降 63.9%至 6507 万元。另一方面，2020 年疫情对招录培训的影响更多体现在省考时间变化导致的招生节奏的变化，进而挤占事业单位、教师招聘培训需求，致使中公教育 2020 年事业单位/教师招聘序列分别同降 9.1%及 7.2%。

就业压力支撑职业培训刚性需求，预计 2021 年职业培训龙头快速恢复。需求端，根据教育部披露，2021 年我国高校毕业生人数预计同增 35 万人至 909 万人，再次创下新高，

就业压力居高不下，从而支撑刚性的培训需求。在疫情基本得到控制的情况下，我们预计职业培训行业的招生情况将出现明显改善，在经受疫情冲击后，对于技能培训和招录培训行业而言，龙头公司的市场份额有望进一步提升。

图表 13: 2010-2021 年我国高校毕业生人数及增速 (左轴: 万人; 右轴: %)

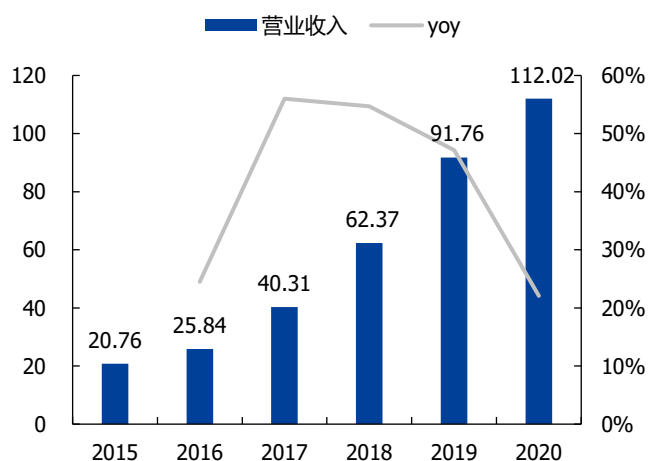


资料来源: 教育部, 国盛证券研究所

中公教育: 疫情扰动招录节奏, 研发及渠道优势持续强化

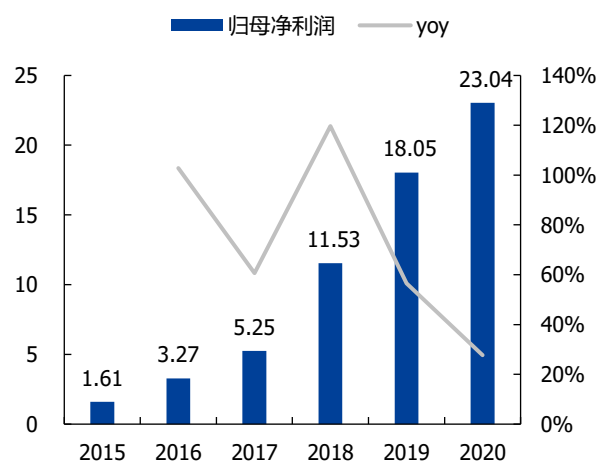
公司 2020 年营收同增 22.1%至 112.02 亿元, 归母净利润同增 27.7%至 23.04 亿元, 归母扣非净利润同增 9.8%至 18.67 亿元。2021Q1 财务表现方面, 公司营收同增 66.8%至 20.52 亿元, 归母净利润同增 21.0%至 1.41 亿元。

图表 14: 中公教育营收及同比增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

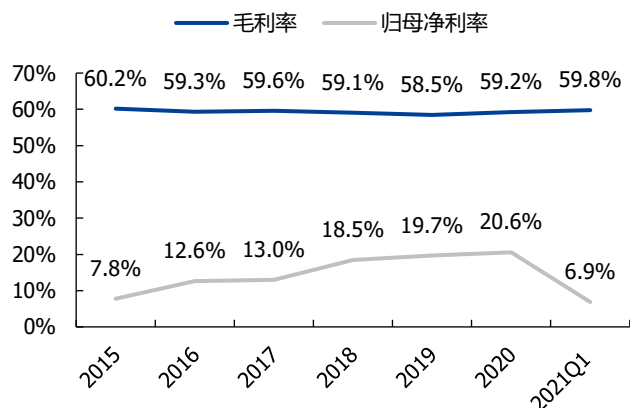
图表 15: 中公教育归母净利润及同比增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

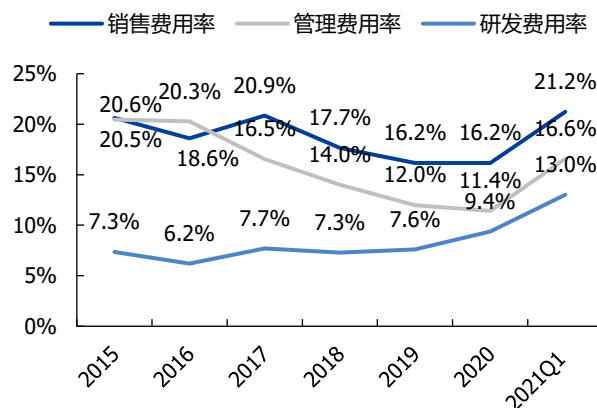
2020 年公司成本及期间费用结构大体平稳, 2021Q1 加大研发投入力度盈利能力承压。毛利率同增 0.8PCTs 至 59.2%; 销售费用率 16.2%, 同比持平; 管理费用率同降 0.5PCTs 至 11.4%; 研发费用率同增 1.8PCTs 至 9.4%; 归母净利率同增 0.9PCTs 至 20.6%。2020Q1 公司毛利率同增 2.2PCTs 至 59.8%, 销售费用率同降 1.0PCT 至 21.2%, 管理费用率同降 0.5PCTs 至 16.6%, 研发费用率同增 4.5PCTs 至 13.0%, 归母净利率同降 2.6PCTs 至 6.9%。

图表 16: 中公教育毛利率及归母净利率 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

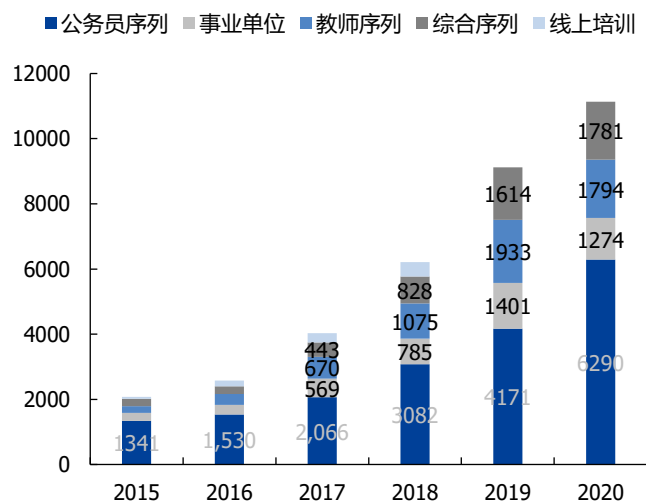
图表 17: 中公教育期间费用率 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

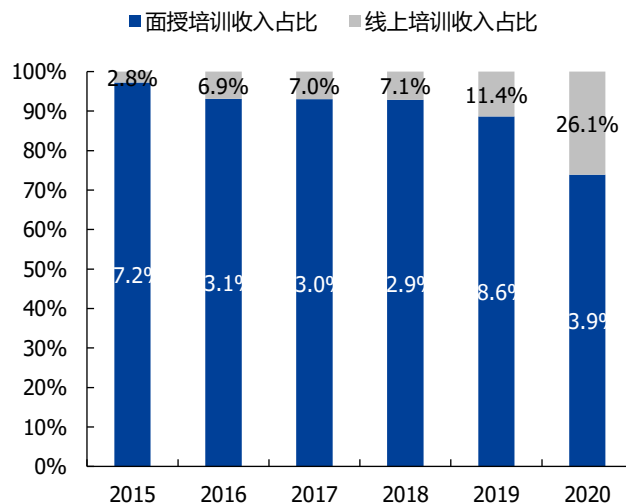
公务员序列增长亮眼, 事业单位及教师序列受疫情扰动。2020 年受疫情影响, 多项招录考试时间进行调整, 给公司招录培训业务的开展带来扰动。分业务看, 公司 2020 年公务员序列营收同增 50.8%至 62.90 亿元, 在国考省考扩招趋势下取得亮眼增长; 另一方面, 2020 年省考联考从往年的 4 月延期至 7-8 月举行, 挤占其他序列的招录和备考时间窗口, 导致公司事业单位/教师序列营收分别同降 9.1%/7.2%至 12.74/17.94 亿元。此外, 包含考研、IT 培训等的综合序列增长稳健, 2020 年营收同增 10.4%至 17.81 亿元。

图表 18: 中公教育分业务营收 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 从 2019 年起, 线上培训收入归入各序列业务线

图表 19: 中公教育面授培训及线上培训收入占比 (单位: %)

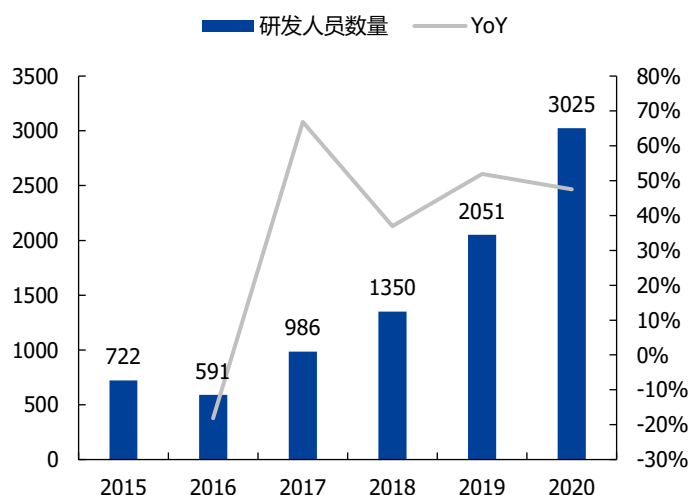


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

线上培训高速增长, 2020 年贡献主要增量。2020 年疫情背景下, 公司推广线上线下融合产品, 取得快速增长, 全年面授/线上培训营收分别同增 1.9%/180.6%至 82.33/29.05 亿元, 线上培训贡献主要增量, 且营收占比同增 14.7PCTs 至 25.9%, 培训人次增长超 60%, 增长势头强劲。

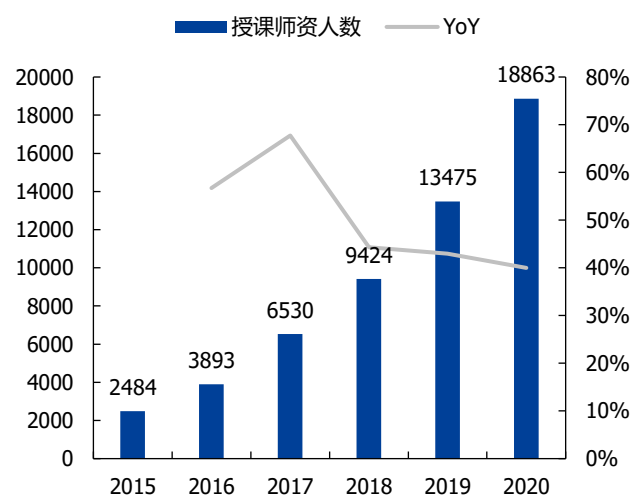
研发人员及师资高速增长, 渠道优势进一步强化。截至 2020 年末, 公司研发人员/授课师资分别同增 47.5%/40.0%至 3025/18863 人; 直营分支机构数量同增 51.2%至 1669 个。2020 年疫情背景下, 公司加大力度投入研发、师资以及渠道建设, 着重对新型招录、考研、学历提升、职业技能训练等重点新业务进行前瞻性投资, 以支撑公司后续发展。

图表 20: 中公教育研发人员数及同比增速 (左轴: 人; 右轴: %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

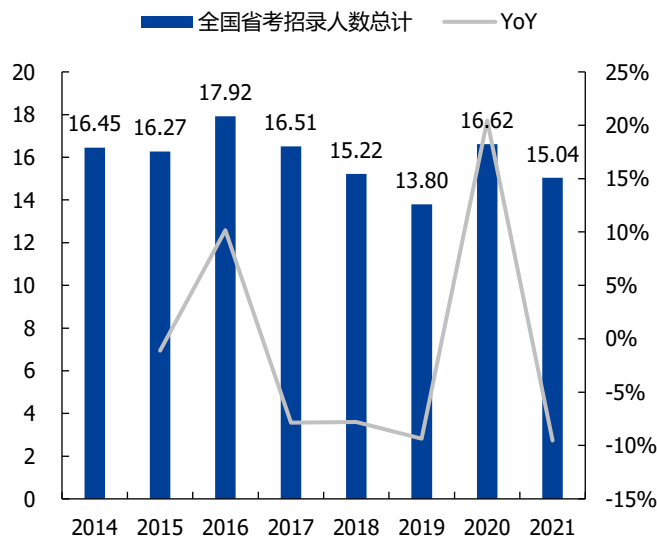
图表 21: 中公教育授课师资人数及同比增速 (左轴: 人; 右轴: %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2021 年就业压力不减, 培训需求仍刚性。2021 年我国高校毕业生同增 49 万人至 909 万人, 创下历史新高, 就业压力持续增加。公务员、事业单位、教师等职位吸引力进一步强化, 支撑职业培训的刚性需求。招录情况方面, 2021 年省考联考于 3 月 27 日进行, 各地招录人数合计有小幅下滑, 但就业压力仍有望驱动参培率提升。此外, 教师招录经过 2020 年疫情扰动, 预计于 2021 年得到恢复。考研及其他学历提升培训需求亦有望进一步提升。公司作为职业教育龙头, 有望凭借自身研发及渠道优势, 持续享受行业红利。

图表 22: 历年省考联考招录人数及同比增速 (左轴: 万人; 右轴: %)



资料来源: 各地公务员局, 中公教育, 国盛证券研究所

图表 23: 中公教育直营分支机构数量及同比增速 (左轴: 个; 右轴: %)

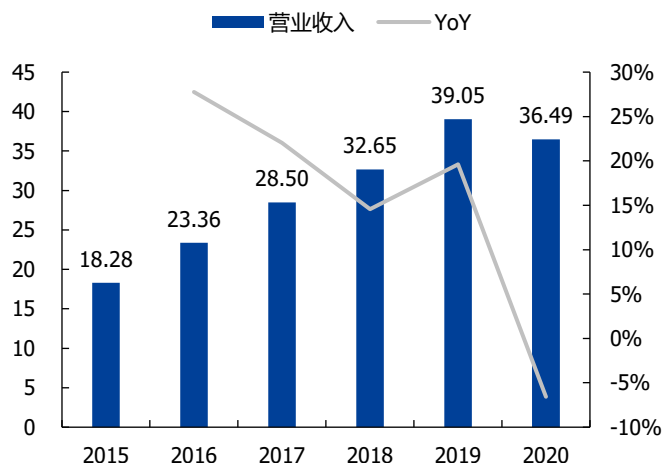


资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

中国东方教育: 2020 年业绩符合预期, 招生恢复业绩反弹可期

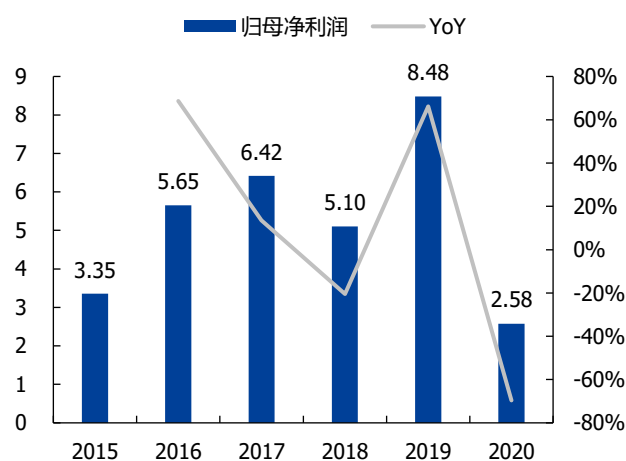
受疫情影响, 公司 2020 年营收稳中小幅下降 6.6%至 36.49 亿元, 归母净利润 2.58 亿元, 经调整净利润同降 44.4%至 5.00 亿元 (调整项主要为股权激励费用及汇兑损益)。

图表 24: 中国东方教育营收及增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

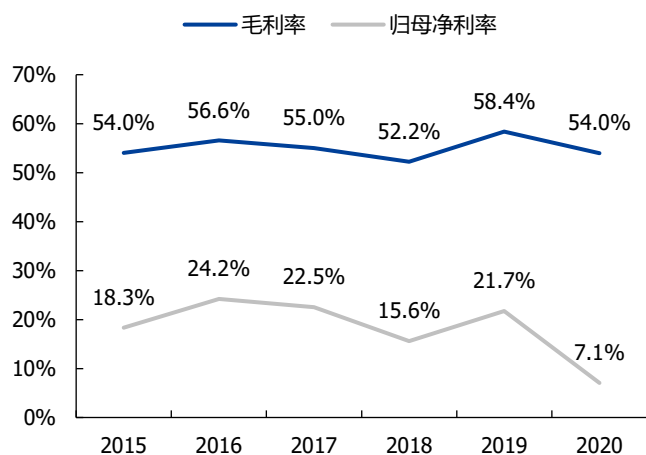
图表 25: 中国东方教育归母净利润及增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

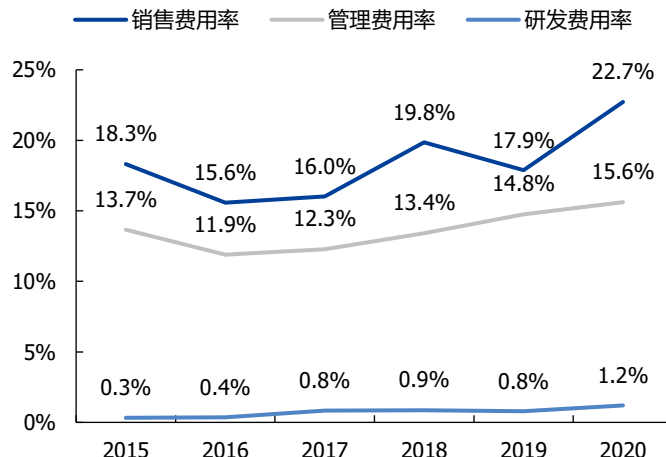
成本费用较为刚性, 盈利能力承压。2020 年毛利率同降 4.4PCTs 至 54.0%, 主要系教师薪酬、租金、折旧等成本较为刚性所致; 销售费用率同增 4.8PCTs 至 22.7%, 主要系公司加大营销力度且 2020 年招生周期拉长, 以及新开学校获客投放所致; 管理费用率同增 0.8PCTs 至 15.6%。综上, 公司经调整净利率同降 9.3PCTs 至 13.7%。

图表 26: 中国东方教育毛利率及归母净利率 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

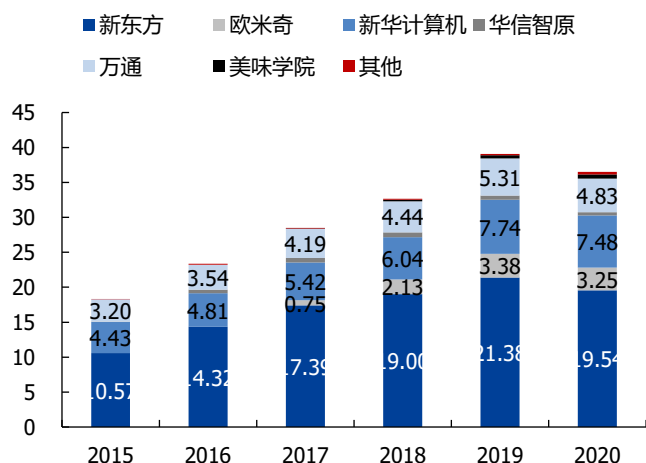
图表 27: 中国东方教育期间费用率 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

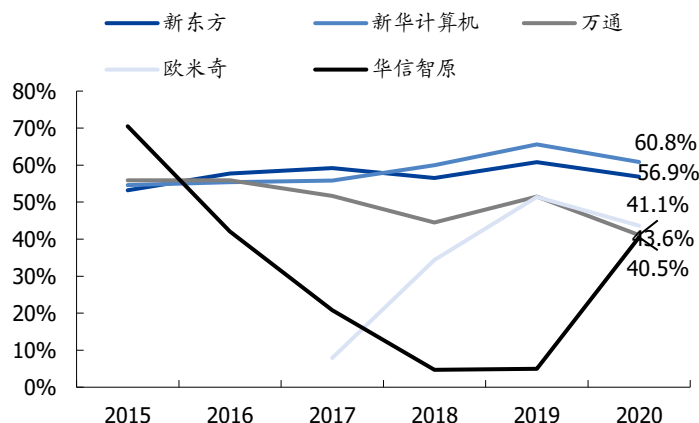
各品牌表现存在分化, 新东方烹饪及新华电脑支撑公司业绩。分品牌看, 2020 年新东方/新华/万通/欧米奇分别实现营收 19.54/7.48/4.83/3.25 亿元, 同比下降 8.6%/3.5%/9.0%/3.8%, 2020 年毛利率分别为 56.9%/60.8%/41.1%/43.6%, 同比下降 3.9/4.8/10.4/7.8PCTs, 净利润分别为 5.65/2.26/-0.54/-0.65 亿元, 新东方及新华电脑形成业绩支撑, 万通汽修和欧米奇品牌由于次新爬坡网点占比仍较高难以覆盖成本刚性。

图表 28: 中国东方教育分业务营收 (单位: 亿元)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

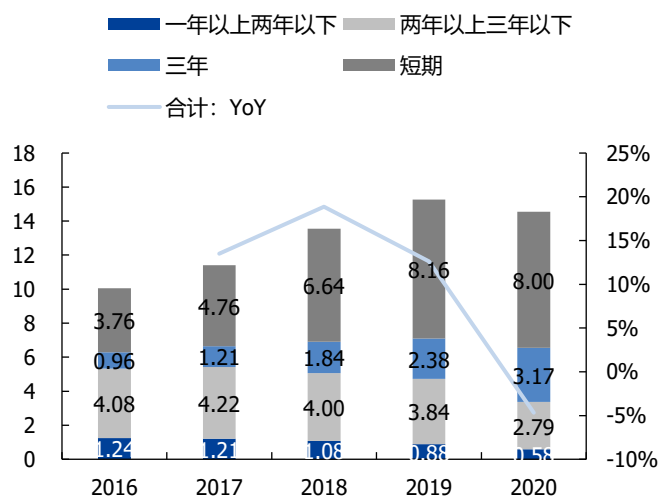
图表 29: 中国东方教育分业务毛利率 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

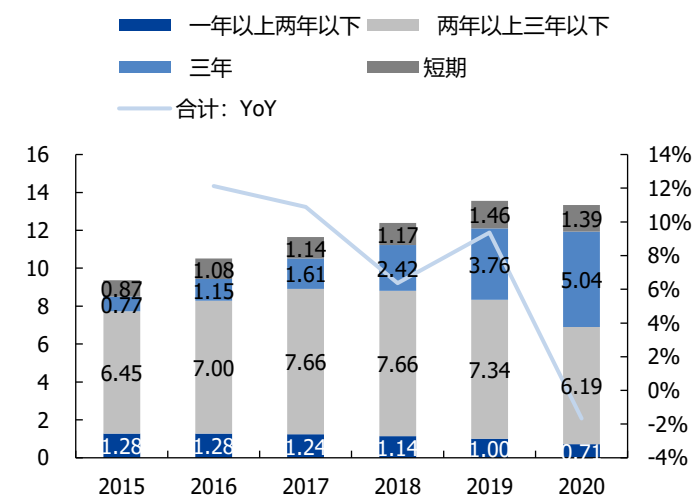
2020H2 新招生快速恢复, 三年制长期培训增长亮眼。2020H2 公司新培训人次同降 4.7% 至 14.55 万人, 平均培训人次同降 1.7% 至 13.33 万人。招生在 2020H2 快速恢复, 对应新培训人次同比增长 10.8% 至 8.47 万人, 其中新东方/新华电脑/万通汽修/欧米奇分别同增 3.2%/ -3.0%/41.9%/39.5%, 万通新生增长显著主要受益于新专业投放+前期爬坡网点逐渐成熟。此外三年制比重持续提升, 2020 年三年制新培训人次同增 33.6% 至 3.17 万人, 占比同增 10PCTs 至 37.8%, 其中新东方/新华/万通三年新生分别同增 27.3%/20.3%/67.5% 至 1.06/1.23/0.87 万人, 结构持续优化。此外欧曼谛美业首年招生 559 人表现超预期。

图表 30: 中国东方教育新培训人次 (左轴: 万人; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

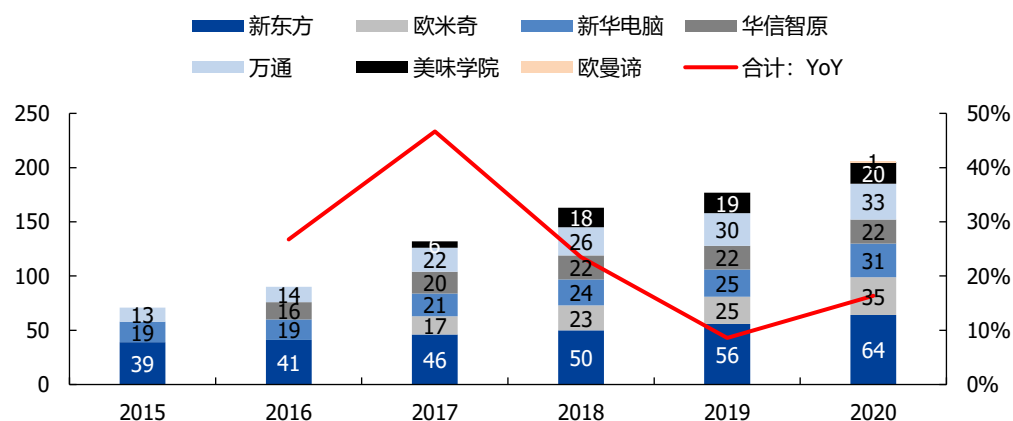
图表 31: 中国东方教育平均培训人次 (左轴: 万人; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

2021 年招生人数恢复, 支撑业绩反弹。公司 2020 年新增校区 29 所 (新东方 8+欧米奇 10+美味学院 1+新华电脑 6+万通 3+美业 1) 至 206 所, 学生容量进一步提升。2021 年疫情基本得到控制, 我们预计公司招生情况反弹明显, 次新校区较多的万通汽修及欧米奇品牌增速较快, 而以初中毕业生为主要客群的新东方烹饪及新华电脑品牌有望于中高考结束后迎来招生旺季, 全年招生及业绩反弹可期。

图表 32: 中国东方教育校区数量及同比增速 (左轴: 个; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

K12 课外: 线下培训持续恢复, 在线规模高速增长

线下: 运营持续恢复, 龙头份额提升

K12 线下课外培训受疫情冲击较为严重, A 股及港股相关公司 2020 年收入业绩出现下滑。2020 年疫情导致各地 K12 线下培训于 5 月起陆续恢复, 随后区域性疫情复发亦对 K12 线下课外培训机构运营造成影响。虽然头部公司均转移至线上开展业务, 但是从 2020 年财务表现来看, A 股及港股 K12 课外培训上市公司普遍出现收入和业绩下滑。另一方面, 2021Q1 各公司运营情况同比明显恢复, 收入及利润端出现大幅改善。

图表 33: A 股及港股 K12 课外培训上市公司 2020 年财务数据汇总

	营业收入(亿元)	营业收入: YoY	归母净利润(亿元)	归母净利润: YoY
思考乐教育	7.49	+5.3%	0.97	-28.9%
学大教育	24.65	-18.2%	1.77	+23.6%
豆神教育-大语文业务	5.65	+28.9%	未披露	未披露
卓越教育集团	16.88	-7.9%	1.44	-12.9%
昂立教育	18.09	-24.4%	-2.48	同比转亏

资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所 注: 港股公司为经调整净利润

图表 34: A 股 K12 课外培训上市公司 2021Q1 财务数据汇总

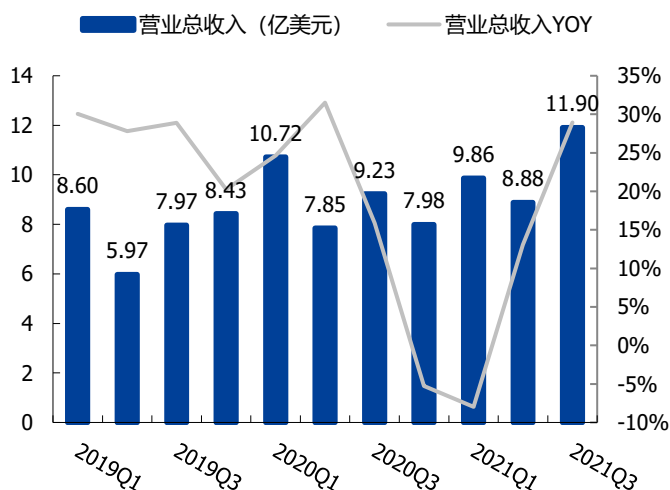
	营业收入(亿元)	营业收入: YoY	归母净利润(亿元)	归母净利润: YoY
学大教育	6.92	15.3%	0.05	扭亏为盈
昂立教育	4.85	23.3%	0.52	扭亏为盈
豆神教育-大语文业务	1.28	42.5%	未披露	未披露

资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

双巨头表现分化, 好未来收入端增长亮眼。从新东方/好未来双巨头最近 4 个财季表现看 (对应 2020 年 3 月 1 日-2021 年 2 月 28 日), 新东方营收同增 6.6%至 38.63 亿美元,

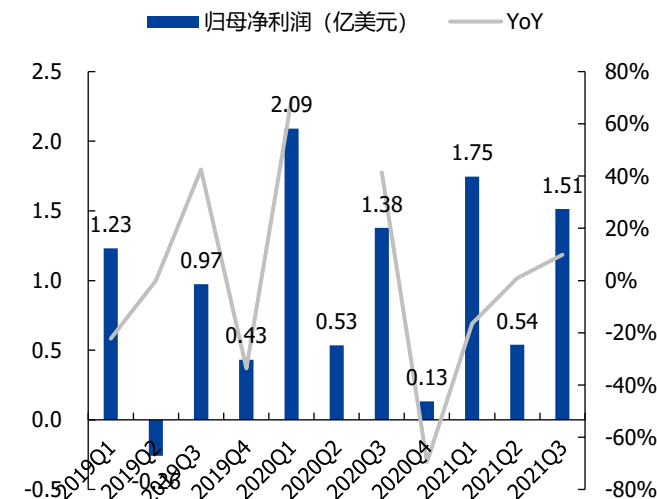
归母净利润同降 11.3%至 3.93 亿美元；好未来营收同增 33.8%至 44.96 亿美元，归母净亏损同比扩大 38.7%至 1.16 亿美元。双巨头收入端均取得正增长，市占率持续提升，好未来增长尤为亮眼，而新东方收入增速有所放缓。从最近财季表现看（对应 2020 年 12 月 1 日-2021 年 2 月 28 日），新东方营收同增 29.0%至 11.90 亿美元，归母净利润同增 9.9%至 1.51 亿美元；好未来营收同增 58.8%至 13.63 亿美元，归母净亏损 8866 万美元，亏损同比扩大 55.0%。

图表 35: 新东方营收及同比增速（左轴：亿美元；右轴：%）



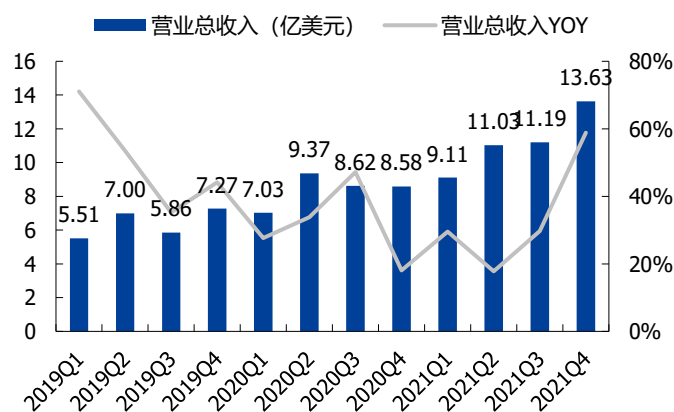
资料来源：公司财报，国盛证券研究所 注：新东方财年截止日为 5 月 31 日

图表 36: 新东方归母净利润及同比增速（左轴：亿美元；右轴：%）



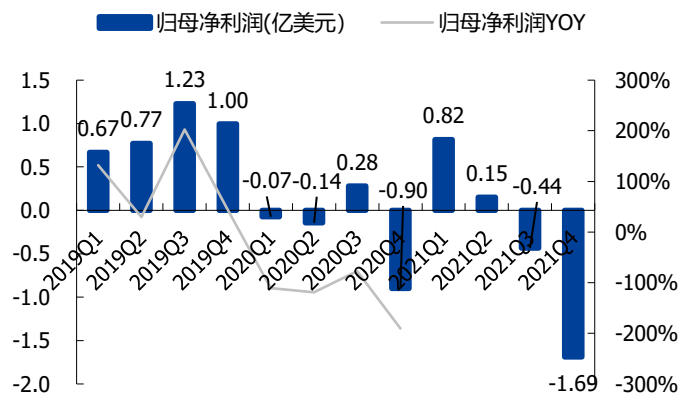
资料来源：公司财报，国盛证券研究所 注：新东方财年截止日为 5 月 31 日

图表 37: 好未来营收及同比增速（左轴：亿美元；右轴：%）



资料来源：公司财报，国盛证券研究所 注：好未来财年截止日为 2 月 28/29 日

图表 38: 好未来归母净利润及同比增速（左轴：亿美元；右轴：%）



资料来源：公司财报，国盛证券研究所 注：好未来财年截止日为 2 月 28/29 日

我们认为双巨头在疫情之下最近 4 个季度财报表现分化的原因包括：

- **新东方受海外疫情影响严重：**新东方业务线包括海外考试备考、留学咨询业务等，受海外疫情影响，海外考试备考业务过去 4 个季度均处于收入同比下滑状态，最新季度 FY2021Q3（截至 2021 年 2 月 28 日）营收同比下滑 12%。
- **好未来对在线教育布局更加成熟：**学而思网校 FY2021Q4（截至 2021 年 2 月 28 日）营收占比同增 8Pcts 至 32%。受益于疫情带动在线教育渗透率提升，学而思网校过去 4 个财季营收（2020 年 3 月 1 日-2021 年 2 月 28 日）同增 105%至 12.64 亿美元。

元，带动公司整体收入规模强势增长。

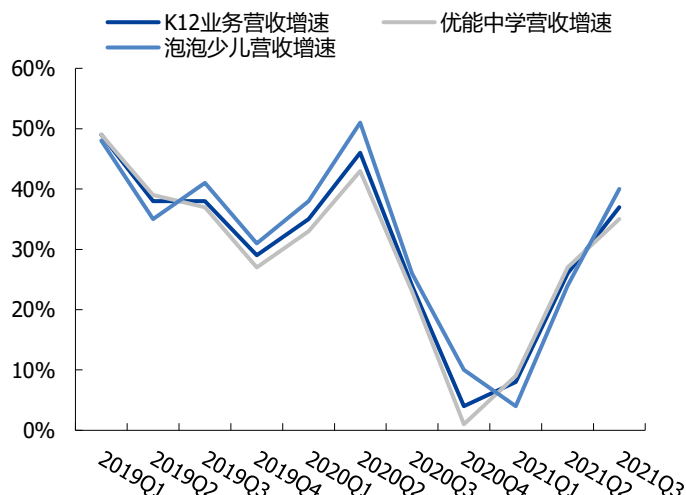
- 若单独比较双巨头的线下 K12 培训业务，好未来在疫情之初应对更加有效：在过去 4 个财季（2020 年 3 月 1 日-2021 年 2 月 28 日），新东方 K12 业务营收增速分别为 4%/8%/26%/37%，而好未来的学而思培优小班业务营收增速分别为 22%/7%/21%/43%，线下业务在疫情发生初期的应对更加有效。

图表 39: 学而思培优业务营收同比增速（单位：%）



资料来源：公司财报，国盛证券研究所 注：以美元计，好未来财年截止日为 2 月 28/29 日

图表 40: 新东方 K12 相关业务营收增速（单位：%）

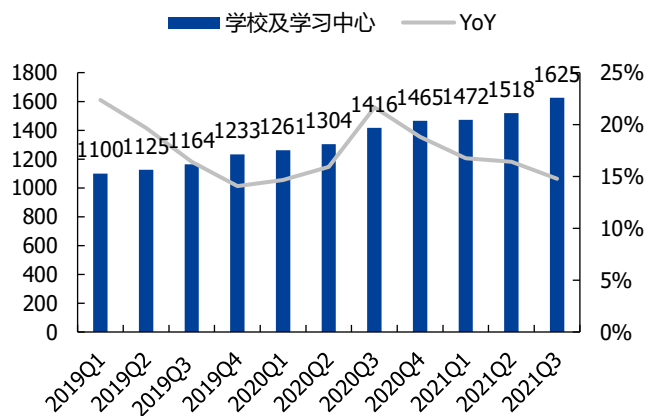


资料来源：公司财报，国盛证券研究所 注：新东方财年截止日为 5 月 31 日

OMO 布局成为大势所趋，加速向低线城市渗透。在渠道下沉需求、在线教育技术成熟以及疫情催化下，2020 年跨区域布局的 K12 培训机构深化 OMO 布局。新东方在 2021 年冬季学期期间已在大多数城市推行 OMO 在线课程，FY2021Q3（2020 年 12 月 1 日-2021 年 2 月 28 日）在 25 个新卫星城市布局 OMO 模式。好未来通过学而思培优在线业务发展 OMO 模式，提供本地化教学内容及服务。学大教育作为线下 1 对 1 培训龙头，亦于 2020 年大力发展 OMO 模式，发展线上+线下的“双螺旋”模式，打通线上线下，提供全场景的学习体验。OMO 模式将在线答疑辅导、智能题库测评等功能融入课堂，实现数据打通，教学更加个性化，或成为行业未来发展趋势。

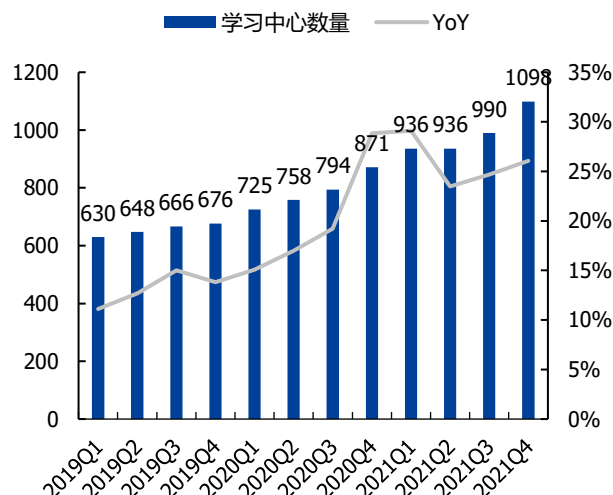
疫情带来行业整合机遇，龙头网点扩张持续推进。学习中心扩张情况方面，新东方/好未来在 2020 年 3 月 1 日-2021 年 2 月 28 日期间分别净增学习中心 190/227 所至 1507/1098 所；此外，新东方新增学校 19 所至 118 所。双巨头在疫情期间逆势扩大网点覆盖范围，提升市场份额，发力覆盖三线及以下城市。区域龙头方面，思考乐教育 2020 年新增 52 所学习中心至 152 所，在进一步发力大湾区的同时，如期进入宁波及苏州，开启跨区域运营。

图表 41: 新东方学校及学习中心数及同比增速 (左轴: 个; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所 注: 新东方财年截止日为 5 月 31 日

图表 42: 好未来学习中心数及同比增速 (左轴: 个; 右轴: %)



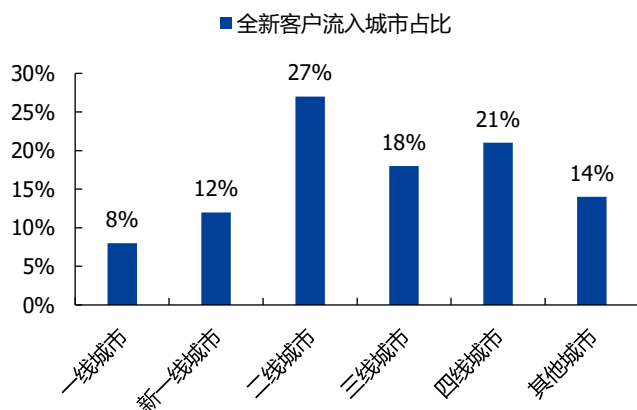
资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所 注: 好未来财年截止日为 2 月 28/29 日

疫情或加速行业洗牌, 龙头机构存在市占率提升机遇。K12 线下课外培训市场高度分散, 2020 年疫情影响下, 中小型机构或面临租金难以覆盖、教师人才流失的风险, 疫情或加速长尾机构出清。而全国性及区域性龙头机构通过快速线上布局实现业务延续, 并借此行业整合机会扩张网点, 从而进一步提升市占率。

在线: 2020 年行业高速增长, 运营趋向精细化

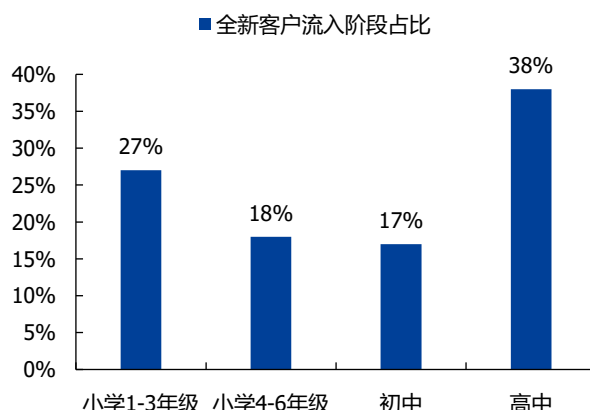
疫情推动 K12 在线渗透率显著提升, 并进一步触及下沉市场。2020 年在校内教育及线下培训受到疫情严重影响的情况下, 在线教育渗透率得到显著提升, 学生及家长对于在线教育的认知程度得到增强。2020 全年 K12 在线培训机构的大力营销投放、疫情期间 K12 线下课外培训机构转移至线上以及 K12 学校采用“空中课堂”等形式线上授课共同推动 K12 在线渗透率提升。同时, 本轮渗透率提升使得 K12 在线完成进一步渠道下沉, 根据腾讯数据调查报告, 疫情期间 K12 在线全新流入用户中, 来自二线及以下城市占比达到约 80%。

图表 43: 疫情期间全新客户流入城市占比 (单位: %)



资料来源: 腾讯数据, 国盛证券研究所

图表 44: 疫情期间全新客户流入阶段占比 (单位: %)



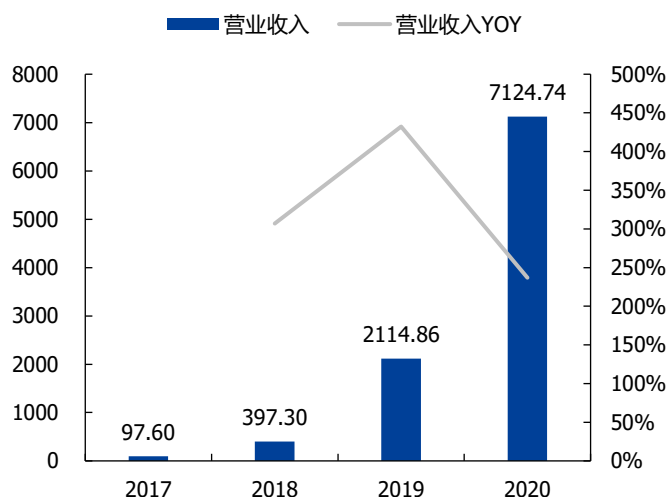
资料来源: 腾讯数据, 国盛证券研究所

充分受益于疫情带来的行业发展机遇, 各 K12 在线教育机构加大获客力度, 细化产品

打磨，同时加大辅导教师招聘提升承载能力，于2020年均取得收入及参培人次的高速增长，具体而言：

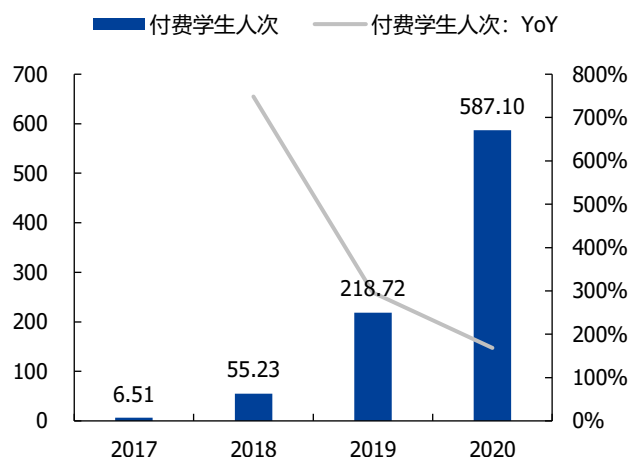
- 跟谁学2020年营收同增236.9%至71.25亿元，现金收入(Gross billings)同增168.2%至90.08亿元，付费参培人次同增168.4%至587.1万人。

图表 45: 跟谁学营收及同比增速 (左轴: 百万元; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

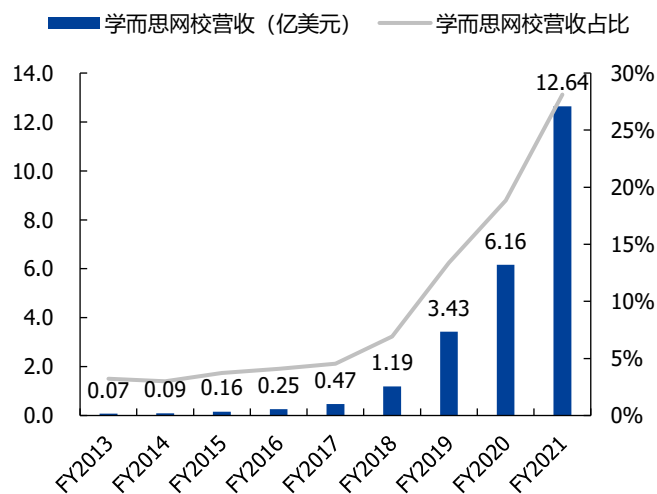
图表 46: 跟谁学付费参培人次及同比增速 (左轴: 万人; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

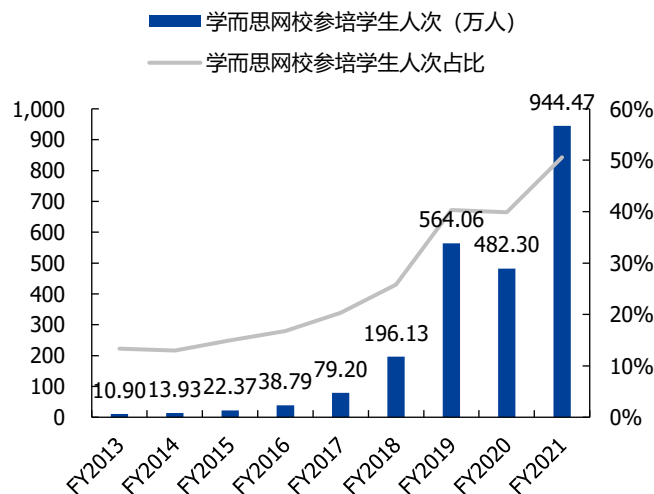
- 学而思网校 FY2021(2020年3月1日-2021年2月28日)营收同增105.1%至12.64亿美元，长期正价班人次同增95.8%至944.5万人，占好未来营收比重同增9.3Pcts至28.1%。

图表 47: 学而思网校营收及占好未来营收比重 (左轴: 亿美元; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所 注: 财年截止日为2月28/29日

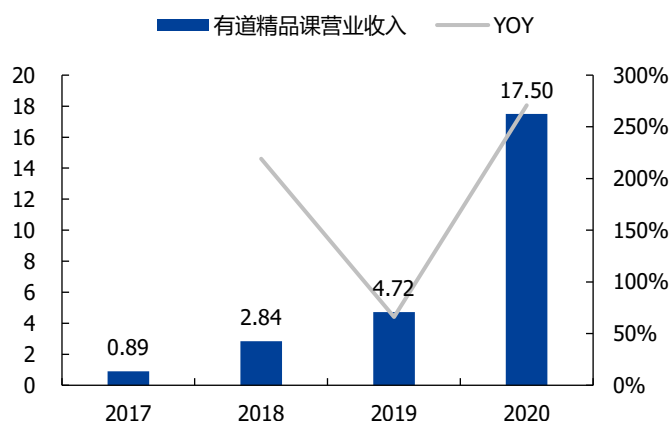
图表 48: 学而思网校参培人次及占好未来人次比重 (左轴: 万人; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所 注: (1) 财年截止日为2月28/29日; (2) 2020起为长期正价班培训人次

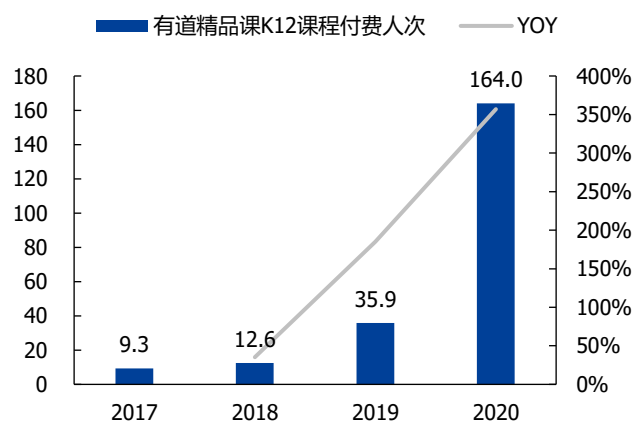
- 有道精品课2020营收同增270.8%至17.50亿元，现金收入同增275.9%至28.17亿元；K12付费参培人次同增357.0%至164.0万人。

图表 49: 有道精品课营业收入及同比增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

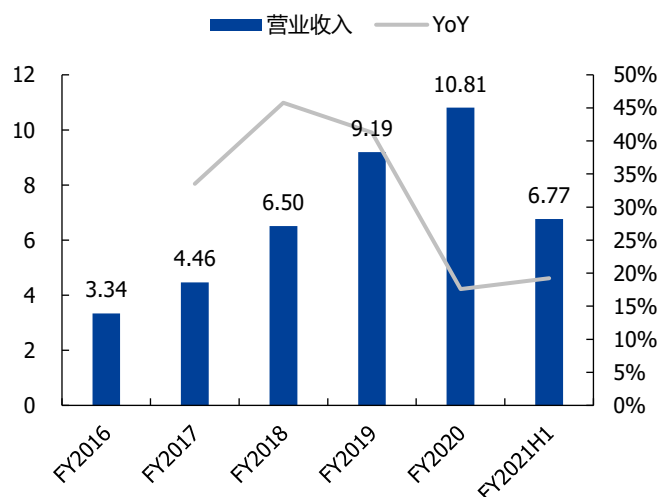
图表 50: 有道精品课 K12 付费参培人次及增速 (左轴: 万人; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

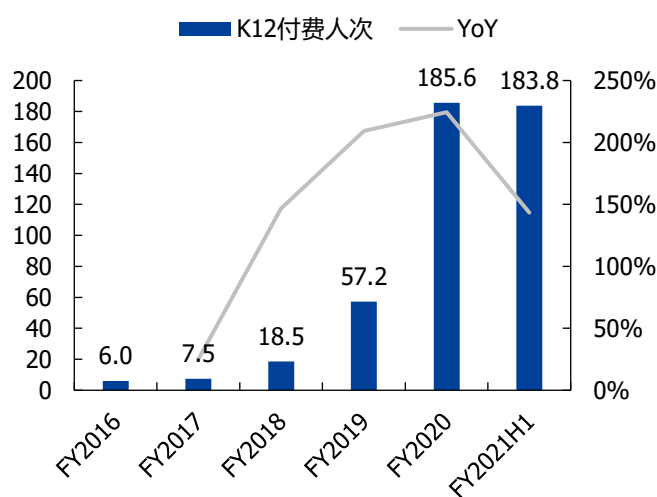
- 新东方在线 FY2021H1 营收同增 19.2%至 6.77 亿元, 其中 K12 业务同增 162.9%至 3.37 亿元; 付费学生人次同增 62.0%至 214.0 万人, 其中 K12 付费人次同增 143.4%至 183.8 万人。

图表 51: 新东方在线营业收入及增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所 注: 新东方在线财年截止日为 5 月 31 日

图表 52: 新东方在线 K12 付费参培人次及增速 (左轴: 万人; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所 注: 新东方在线财年截止日为 5 月 31 日

2020 年 K12 在线龙头进行大规模营销及师资投入, 行业格局趋向红海。2020 年疫情为在线教育提供高速增长机遇, 各公司在取得高增长的同时, 市场竞争趋向白热化。

投放端: 2020 年 K12 在线机构大规模投放获客, 2021Q1 营销力度有所收敛。2020 年疫情期间各公司推出大量免费课程, 暑期营销投放力度不减。各家公司营销渠道多元化, 地面广告、社群营销、赞助代言等形式均被广泛采用, 占领学生及家长认知。龙头公司 2020 年完成大额融资加码营销获客, 收割市场份额, 加速 K12 在线市场集中度不断提升, 缺乏资本支持的中小型机构已难以与头部机构抗衡。另一方面, 营销过度引起监管关注, 2021Q1 各公司通过公域流量渠道的营销力度有所收敛。

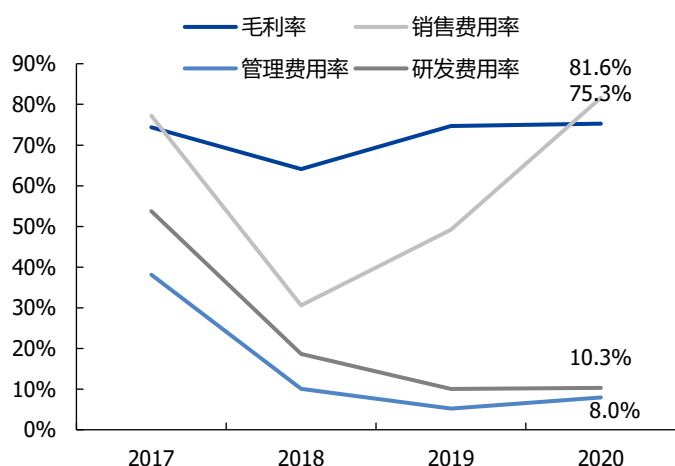
图表 53: 头部 K12 在线教育公司 2020 年融资事件

公司	融资轮次	融资额	投资方	估值
猿辅导	2020.3	10 亿美元	高瓴资本（领投）、腾讯投资、博裕资本、IDG 资本	投后估值 78 亿美元
猿辅导	2020.8 G1 轮	12 亿美元	腾讯投资（领投）、高瓴资本、博裕资本、IDG 资本	投后估值 130 亿美元
猿辅导	2020.10 G2 轮	10 亿美元	DTS Global（领投）、中信产业基金、新加坡政府投资公司（GIC）、淡马锡、挚信资本、德泓资本、Ocean Link、景林投资、丹合资本	投后估值 155 亿美元
猿辅导	2020.12 战略融资	3 亿美元	云锋基金	投后估值 170 亿美元
作业帮	2020.6 E 轮	7.6 亿美元	方源资本（领投）、Tiger 老虎基金（中国）（领投）、卡塔尔投资局 QIA、红杉资本、软银愿景基金、天图投资、襄禾资本	投后估值 72.5 亿美元
作业帮	2020.12 E+轮	超 16 亿美元	阿 里 巴 巴 、 Tiger Global Management、软银愿景基金、红杉资本中国、方源资本	投后估值 96 亿美元
好未来	2020.11 私人配售	15 亿美元	某全球增长型投资公司	/
好未来	2020.12 私人配售	33 亿美元	银湖资本等	2021.1.27 市值 469 亿美元
跟谁学	2020.12 私人配售	8.7 亿美元	几家价值投资者	2021.1.27 市值 341 亿美元
新东方在线	2020.10 私人配售	2.3 亿美元	俞敏洪、新东方	2021.1.27 市值 280 亿港元
一起教育科技	2020.12 IPO	2.7 亿美元	IPO	2021.1.27 市值 32 亿美元

资料来源：公司公告、IT 桔子、国盛证券研究所

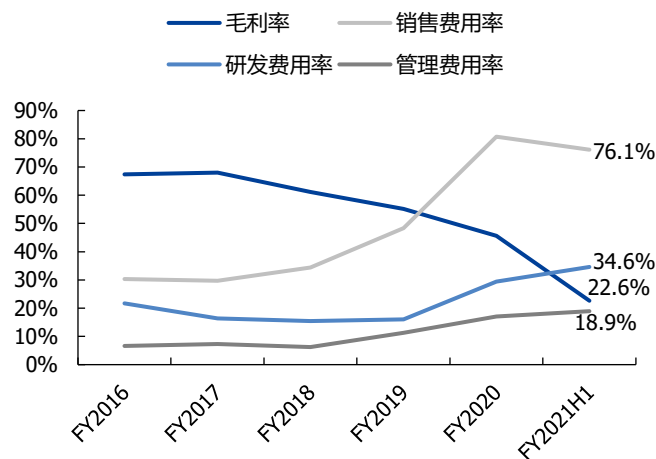
销售费用激增，2020 年利润端持续承压，关注 2021Q1 销售费用变化。各 K12 在线公司 2020 年加大营销投放，致使销售费用激增利润端承压。新东方在线 FY2021H1 销售费用率同增 24.8PCTs 至 76.1%；跟谁学/有道 2020 年销售费用率分别同增 32.4/37.4PCTs 至 81.6%/85.1%；而网校业务收入占比达到 28.1%的好未来在 FY2021（2020 年 3 月 1 日-2021 年 2 月 28 日）销售费用率同增 11.3PCTs 至 37.4%。大规模的营销投放导致各机构利润端持续承压，新东方在线 FY2021H1 归母净利率-99.7%；跟谁学/有道 2020 年归母净利率同降 28.4%/6.5%至-19.6%/-55.3%。另一方面，如前文所述，面临监管压力，2021Q1 各公司营销投放力度有所收敛，建议关注 2021Q1 各公司销售费用率变化。

图表 54: 跟谁学毛利率及期间费用率 (单位: %)



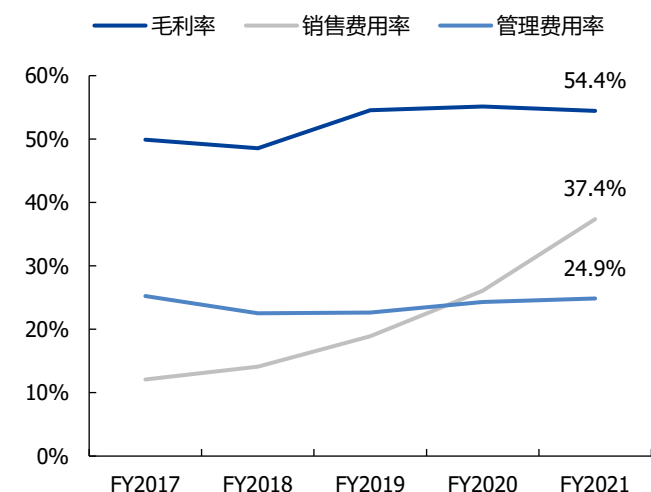
资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表 55: 新东方在线毛利率及期间费用率 (单位: %)



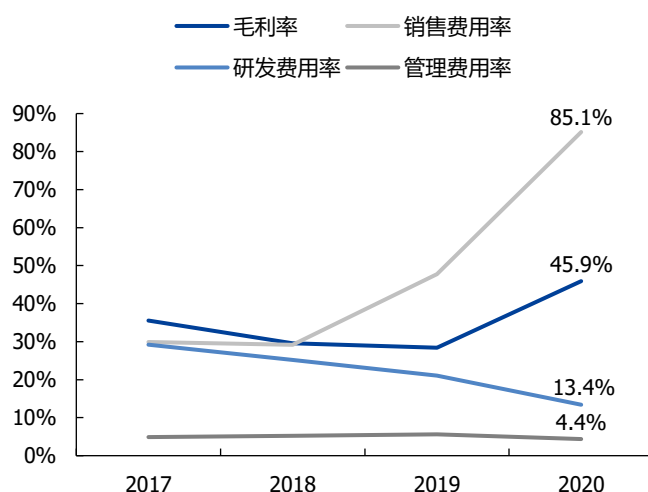
资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所 注: 新东方在线财年截止日为 5 月 31 日

图表 56: 好未来毛利率及期间费用率 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所 注: 好未来财年截止日为 2 月 28/29 日

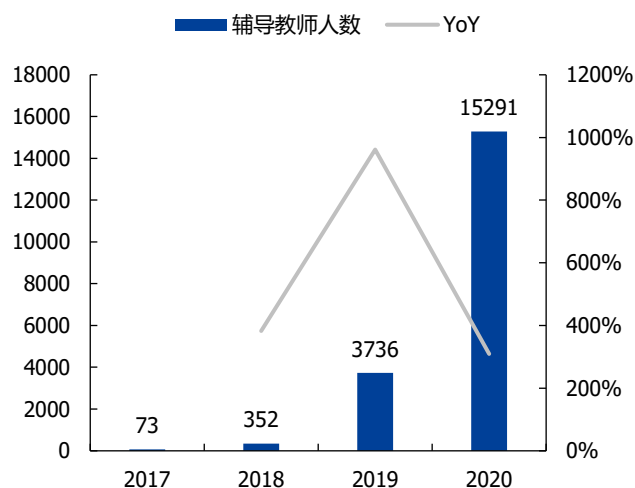
图表 57: 有道毛利率及期间费用率 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

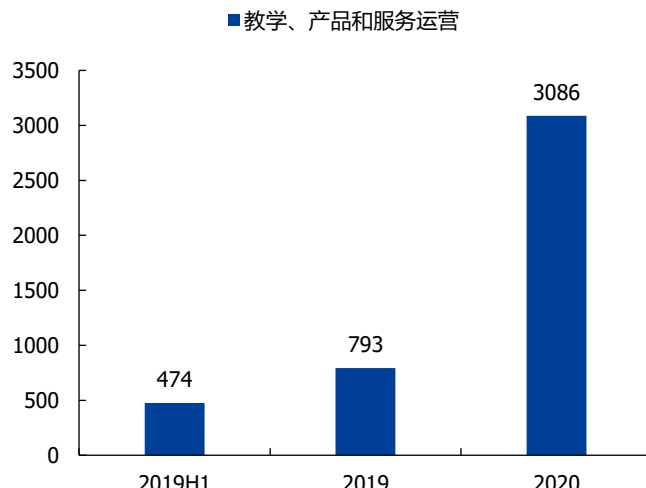
教师端: 扩大辅导教师招聘, 承载大规模用户流入。2020 年 K12 在线渗透率快速提升, 各公司通过营销投放积累大规模用户的同时均扩大辅导教师招聘以承载用户流入。具体而言, 跟谁学辅导教师人数从 2019 年末的 3736 名增加至截至 2020 年末的 15291 名, 同比增长高达 309.3%; 有道全职教学、产品和服务运营人员从 2019 年末的 793 人增长至 2020 年的 3086 人, 同增 289.2%。扩大辅导老师规模的意义在于提升在线大班课的服务精细化程度, 在教学和课后服务方面提升用户体验和满意度。

图表 58: 跟谁学辅导教师人数及同比增速 (左轴: 人; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表 59: 有道教学、产品和服务运营人员及同比增速 (左轴: 人; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

运营趋向精细化, 回归教育本质。2020 年 K12 在线行业经历跑马圈地式扩张, 疫情逐步稳定后, 面对学生回归线下培训的压力, K12 在线公司需要通过更加精细化的运营以维持增长。如跟谁学强化对辅导教师的培训, 提升辅导老师的授课及解题能力, 使其作为第二主讲, 提供如 1 对 6 的小组课等个性化及答疑服务。面临日趋激烈的竞争格局以及监管趋严的方向, K12 在线教育公司通过持续优化打磨产品、细化服务, 回归教育本质, 提供满足用户提分升学需求, 激发学习兴趣的课程产品是取得长期增长的关键。

政策: 2021 监管方向趋严, 密切关注政策变化

K12 课外培训监管趋严, 引导行业健康化发展。K12 校外培训造成学生负担过重、导致教育公平失衡等问题长期受到社会关注, 而近年来部分机构的虚假营销、卷款跑路等现象进一步损害用户相关权益。2021 年至今, 监管部门在多次重要会议及文件中提出要大力整顿校外培训机构, 整顿的重点包括预收学费的资金监管、“双减”(即减轻学生作业负担、减轻校外培训负担)、牌照审批等等。

图表 60: 2021 年 K12 校外培训监管相关文件及会议

时间	会议/政策	具体内容
1 月 7-8 日	全国教育工作会议	教育部部长陈宝生强调, “要大力整顿校外培训机构”、“治理的重点是整治唯利是图、学科类培训、错误言论、师德失范、虚假广告等行为。”
1 月 29 日	2021 年教育督导视频部署	确立将“双减”(即减轻学生作业负担、减轻校外培训负担)专项督导作为今年教育督导的头号工程紧盯不放。
2 月 4 日	《教育部 2021 年工作要点》	第 22 条针对性提出深化校外培训机构治理, 工作措施为“提升中小学课后服务水平, 丰富课后服务内容, 满足学生多种需求, 让学生在校内学足学好。制订专门文件, 深化校外培训机构治理, 完善监督管理机制, 召开会议部署, 切实减轻学生过重作业负担和校外培训负担及家庭经济负担。”
3 月	全国两会期间	多位政协委员及人大代表就 K12 课外培训机构的整顿提出方案及建议。
3 月 31 日	国务院新闻办公室-新闻发布会	教育部基础教育司司长吕玉刚表示, 治理校外培训机构将是今年工作的重点。“今年会将育人的主阵地转到校内, 严格打击校外培训机构, 做到对学生真正的减负, 加大对培训机构的监管, 严查违规违法行为, 进一步维护家长和学生的合法权益。”

资料来源: 公开信息整理, 国盛证券研究所

监管趋严不改 K12 课外培训行业逻辑, 密切关注政策变化。从上述政策及会议精神来看,

本轮减负以及监管政策并未动摇我国的升学路径，学生比拼中高考成绩升学的逻辑并未受到实质性影响。因为，我们认为学生对 K12 课外培训依旧有较强的需求刚性，课外培训的市场空间依旧存在。另一方面，本轮监管强调“双减”，在减轻学生作业和校外培训负担的同时，更加强化校内教育作用，“丰富课后服务内容”、“让学生在校内学足学好”，鉴于目前具体政策尚未落地，校内强化对于校外培训市场的冲击尚难以衡量，建议密切关注政策变化。

投资策略

维持此前教育产业长期投资策略，核心推荐政策明朗、具备成长性且格局较优的四条核心赛道：民办高教、职业教育、教育信息化、K12 课外培训。短期而言，重点关注上述赛道中两方面运营变化及受益标的：1、职业教育再获政策支持，培训需求恢复，核心推荐中国东方教育、中公教育；2、民办高教扩招利好兑现，政策落地预期升温，核心推荐华夏视听教育、宇华教育、希望教育、中汇集团、中国科培。

1) 民办高教：受益于扩招+转设政策推动，学额增长在 FY2021 将充分体现，核心推荐华夏视听教育、宇华教育、希望教育、中汇集团、中国科培。

2) 职业培训：稳就业基调下职业教育相关政策延续，就业需求对上游培训需求形成有力支撑，全国性布局龙头有望优先享受行业红利，疫情防控良好招生与消课节奏实现快速恢复。核心推荐中国东方教育、中公教育、关注传智教育。

3) 教育信息化：线上教学的契机有望加速需求端认知和产品升级，推荐佳发教育(2021PE 14X)。

4) K12 课外：2021 年政策监管趋严，建议积极跟进政策进展。关注跟谁学、思考乐教育、新东方在线、科德教育。

风险提示

行业政策风险：《民促法实施条例》终稿落地的时点和条款恐有对行业带来不确定性因素。

市场竞争加剧：教育行业整体分散，现金流好且盈利能力强使得行业进入者众多。学历赛道中，公民同招、学前教育普惠政策对学前教育、义务教育民办学校恐有限制；非学历赛道中，整体规范经营导向下，职业培训、在线教育和 K12 课外等赛道均竞争激烈。

并购速度不达预期：受政策不确定性、审批流程等因素影响，民办学历赛道收购进度恐受影响。

公司业绩低于预期：招生/获客情况低于预期、收购和并表进度低于预期、渠道扩张速度放缓、合规成本高于预期等因素均或导致公司业绩低于预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38934111 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com