

也无风雨也无晴

——教育行业 2020 年下半年投资策略

行业中期报告

◆**2020H1 教育行业表现回顾：**(1) 市值前三名稳固。截止 6 月 3 日，好未来 (2708 亿元人民币)、中公教育 (1744 亿元人民币)、新东方 (1446 亿元人民币)。在线教育公司跟谁学和新东方在线增长迅速。(2) 疫情影响线下培训，中小机构生存压力陡增。(3) 从业公司转型 OMO 长期加速。新东方 FY20 OMO 课程收入占比预计将超过 20%。中公教育加大在线教育研发、一线专职教师、直播设备等方面的投入。

◆**K12 在线教育快速增长。**我们预计 2023 年 K12 在线教育市场规模将达到 2000 亿元，在线教育预计将在 2020-2025 年快速走向成熟。疫情加快在线教育的渗透速度，2023 年将超过 50%。直播互动从体验上更加接近于线下培训，能够最大限度地提升教学的影响力、提高教学效率，将是未来在线教育发展的重要趋势。

◆**民办高教价值被低估。**(1) 疫情对民办高教板块的影响较小，各地各学校有序开展居家网课。(2) 并购是民办高校快速增长的主要逻辑，重点关注企业的收购并购经验、在手现金和所处地理位置。(3) 19-22 年民办高教净利润 CAGR 约为 30%，目前高教 20-21 年 PE 为 17x/13x，估值偏低。

◆**职业培训需求持续，市场份额加速向中公集中，Q2 有望全面开课。**(1) 在高校毕业生人数持续增长以及疫情使 1/3 企业将裁员或停薪的双重影响下，国内就业压力进一步加剧，为职业培训带来市场需求。(2) 国家推进企业稳岗扩就业，研究生/专升本等扩张明显。(3) 基层公共服务人员扩招，职业培训需求持续。(4) 6 月初中公 80% 的线下网点复课，职业培训基本于 Q2 全面复苏。

◆**K12 课外培训：**(1) 疫情影响 K12 课外培训开班，行业公司 20Q1 收入利润大幅下滑。新东方 FY20Q3 收入+15.8% (-13.2pcts)；好未来 FY20Q4 收入+18.1% (-26.1pcts)。(2) K12 课外培训开班受公立学校开学时间影响，各地要求公立学校完全年级都返校了以后，K12 课外培训机构才可以开班。6 月初新东方好未来复课网点占比仅为 5% 左右。(3) K12 课外培训行业将迎来整合期。

◆**投资建议。**(1) 在线教育：推荐拥有优质一线老师和课后辅导老师以及标准化教材的机构，新东方在线 (1797.HK)；(2) 职业培训：推荐全国渠道布局 and 强研发的中公教育 (002607.SZ)、开元股份 (300338.SZ)；(3) 民办高教：推荐并购整合能力较强的中教控股 (0839.HK)、宇华教育 (6169.HK)、希望教育 (1765.HK)；(4) K12 培训：推荐立思辰 (300010.SZ)。

◆**风险提示：**销售费用持续投入、短期无法降低的风险、政策性风险等。

公司名称	证券代码	单位	股价 (元)	净利润 (百万元)			PE (X)			评级
				19	20E	21E	19	20E	21E	
中公教育	002607	RMB	29.40	1805	2539	3750	100	72	48	买入
开元股份	300038	RMB	7.09	-635	47	300	-	52	8	买入
立思辰	300010	RMB	17.84	31	265	400	-	58	39	买入
新东方在线	1797	HKD	31.35	-39	-774	-316	-	-	-	买入
希望教育	1765	HKD	2.58	490	580	738	32	27	21	买入
宇华教育	6169	HKD	7.56	485	936	1152	47	25	20	买入
中教控股	0839	HKD	13.40	593	911	1077	42	27	23	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 05 月 29 日

分析师

刘凯 (执业证书编号：S0930517100002)

021-52523849

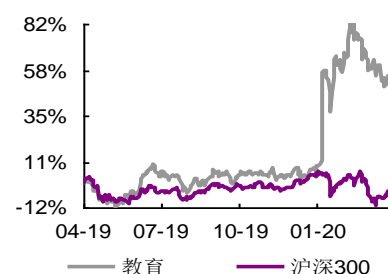
kailiu@ebscn.com

贾昌浩 (执业证书编号：S0930520050002)

021-52523835

jiachanghao@ebscn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

中公教育等被纳入 MSCI 中国指数，上海明确线下培训恢复时间——教育行业跨市场周报 (第 110 期)

..... 2020-05-18

好未来 FY20：疫情下加速网点扩张，在线业务持续高增长——跨市场教育行业观察之十一

..... 2020-04-29

投资聚焦

我们有别于市场的观点

(1) 我们认为在线教育 Q1 的利好在于流量的获取，收入和净利润端并没有提升太多，疫情反而驱动营销费用的加大投入，在线教育亏损持续；

(2) 我们认为职业培训的全面复苏在 Q2，K12 培训机构要等到 H2 才能全面开课；

(3) 我们从今年就业、升学的供需关系去分析职业培训需求的缺口。

投资观点

在线教育：疫情带来无差别的千万级的流量，目前在线教育公司同质化比较严重，我们推荐拥有优质一线老师和课后辅导老师以及标准化教材的机构，新东方在线（1797.HK）；

职业培训：因为面试考试培训仍然比较重线下服务，推荐全国渠道布局 and 强研发的中公教育（002607.SZ）、开元股份（300338.SZ）；

民办高教：推荐并购整合能力较强，学费和招生有较大增长空间、在手现金比较多的中教控股（0839.HK）、宇华教育（6169.HK）、希望教育（1765.HK）；

K12 培训：受强监管+疫情影响，行业份额加速向龙头公司集中，推荐立思辰（300010.SZ）。

目 录

1、 疫情下的教育行业：从业公司转型 OMO 长期加速	5
1.1、 复盘 2020H1：在线教育和民办高教表现亮眼	5
1.2、 疫情影响线下培训，中小机构生存压力陡增	6
1.3、 从业公司转型 OMO 长期加速	7
2、 K12 在线教育迅速发展	7
2.1、 K12 在线直播：升学需求、技术创新、政策规范创造千亿需求	7
2.2、 疫情加速在线教育的渗透率，2023 年将超过 50%	8
2.3、 龙头公司获取千万级流量，重点关注暑期转化率	8
2.4、 在线教育未来趋势：快速、直播、市场份额高度集中	9
3、 民办高教受影响较小，估值或被低估	10
3.1、 民办高教受影响较小，有序开展居家网课	10
3.2、 高教板块为价值洼地，优选高内生+强外延+低市值的公司	11
4、 就业难加剧职业培训需求，从业公司基本于 Q2 全面复苏，市场份额加速向中公集中	13
4.1、 高校毕业生数量再创新高，1/3 企业将裁员或停薪	13
4.2、 推进企业稳岗扩就业，研究生/专升本/教师等扩张明显	14
4.3、 基层公共服务人员扩招，职业培训需求持续	15
4.4、 中公约 80% 的线下网点复课，职业培训 Q2 基本全面复苏	15
4.5、 中公教育核心竞争力：垂直一体化和快速响应能力	16
5、 K12 课外培训受公立学校开学影响，预计 H2 全面复课	17
5.1、 疫情影响 K12 课外培训开班，行业公司收入利润增速大幅下滑	17
5.2、 K12 课外培训开班受公立学校开学时间影响，预计 H2 全面复课	18
6、 投资建议：关注在线教育、职业培训、民办高教、K12 课外培训	18
7、 风险分析	20

图表目录

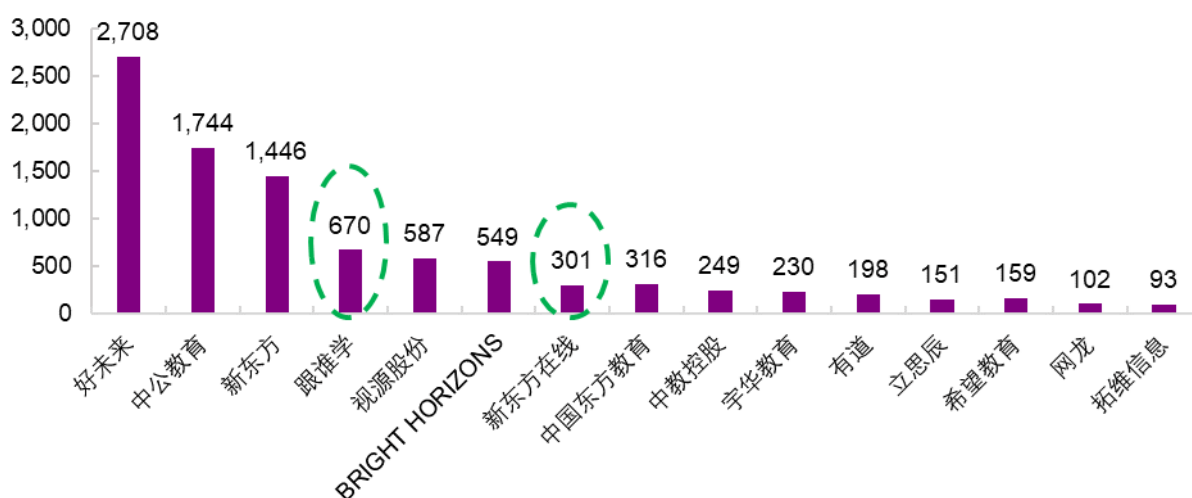
图 1：百亿市值以上教育行业公司（单位：亿元）	5
图 2：培训机构开班时间	7
图 3：K12 在线教育市场规模	8
图 4：K12 在线教育渗透率	8
图 5：直播相对于录播的优势	10
图 6：2014-2018 年 K12 培训行业市场份额	10
图 7：民办高教收入确认时间	11
图 8：中教控股学生人数及学校数量	12
图 9：宇华教育学生人数、学生结构及营业收入	12
图 10：希望教育在校生人数及招生人数	13
图 11：2010-2021 年普通高校毕业生人数及同比增速（单位：万人）	13
图 12：疫情爆发对企业人力资源相关工作的影响	14
图 13：2010-2020 年研究生报名人数及同比增速	15
图 14：2007-2020 年国家公务员招录人数	15
图 15：中公教育 2020Q1 合同负债和预收款同比增加+114%（单位：亿元）	16
图 16：中公教育垂直一体化的快速响应能力	16
图 17：新东方 FY19Q3、FY20Q3 收入同比增速，好未来 FY19Q4、FY20Q4 收入同比增速（深色为 FY19，浅色为 FY20）	17
表 1：教育重点公司 2020 年初至今涨跌幅情况	5
表 2：教育行业 15 家公司 20Q1 营业收入和净利润及同比增速	6
表 3：2023 年 K12 在线教育市场规模预计达到近 2000 亿元	8
表 4：疫情期间各培训机构所获学生数量及转化率	9
表 5：2019 年暑期各培训机构招生详情	9
表 6：民办高教 20H1 收入和净利润同比增速（%）	11
表 7：K12 领域重点公司 2020Q1 收入和净利润及同比增速	17
表 8：部分省市 K12 课外培训复课要求	18
表 9：A 股教育行业重点公司估值表（单位：元）	19
表 10：港股教育行业重点公司估值表（单位：港元）	19
表 11：美股教育行业重点公司估值表（单位：美元）	20

1、疫情下的教育行业：从业公司转型 OMO 长期加速

1.1、复盘 2020H1：在线教育和民办高教表现亮眼

复盘教育行业 2020H1：在线教育和民办高教板块表现靓丽。截止 6 月 3 日教育行业市值前三名稳固，好未来（2708 亿元人民币）、中公教育（1744 亿元人民币）、新东方（1446 亿元人民币）。在线教育公司跟谁学（GSX.US）上市 1 年市值达到 670 亿元人民币。新东方在线（1797.HK）市值达到 301 亿元人民币。

图 1：百亿市值以上教育行业公司（单位：亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据为 2020 年 06 月 03 日的市值 汇率 1HKD=0.92RMB，1USD=7.11RMB。

表 1：教育重点公司 2020 年初至今涨跌幅情况

证券代码	证券简称	本年初至今涨跌幅 (%)	总市值 (亿元)	行业
1765.HK	希望教育	92.59	159	民办高教
1797.HK	新东方在线	87.63	301	在线
GSX.N	跟谁学	80.70	670	在线
DAO.N	有道	77.41	198	在线
1890.HK	中国科培	75.80	121	民办高教
1773.HK	天立教育	64.73	96	民办 K12
1851.HK	银杏教育	63.68	14	民办高教
002607.SZ	中公教育	59.44	1,744	职业培训
2001.HK	新高教集团	54.02	65	民办高教
1769.HK	思考乐教育	47.81	80	K12 培训
0382.HK	中汇集团	46.04	57	民办高教
6169.HK	宇华教育	46.03	230	民办高教
300248.SZ	新开普	39.63	55	信息化
300010.SZ	立思辰	34.70	151	K12 培训
0839.HK	中教控股	34.17	249	民办高教
1756.HK	华立大学集团	25.38	36	民办高教

TEDU.O	达内科技	22.45	9	职业培训
300192.SZ	科斯伍德	20.97	50	K12 培训
600636.SH	国新文化	15.16	52	信息化
0777.HK	网龙	7.97	102	信息化

资料来源：Wind，光大证券研究所 注：（1）涨跌幅的时间区间为 2020 年 01 月 01 日至 2020 年 06 月 03 日；（2）市值数据为 2020 年 06 月 03 日的市值。

1.2、疫情影响线下培训，中小机构生存压力陡增

教育行业马太效应加剧。中国民办教育协会培训教育专业委员会近期公布的《疫情期间培训教育行业状况调研报告》说明了教育行业的马太效应正在加剧，报告收集了 1459 份来自全国 31 个省市校外培训机构的有效问卷显示，受疫情影响，超过 90% 的机构经营存在部分困难或严重困难，其中被调研的线上机构中有 83% 预测 2020 年上半年营收将减少。79% 的受访机构表示账上资金仅能维持 3 个月。

疫情影响线下培训，多家机构 Q1 营收和净利润均大幅下降。截至 2020 年 5 月 10 日，K12、教育信息化、职业培训、早幼教领域已经公布了 Q1 财报的 15 家机构。从营收来看，11 家机构营收为负增长，4 家正增长的是跟谁学、好未来、新东方、佳发教育。从净利润来看，培训机构亏损力度较大，15 家企业平均净利润同比降幅超过 180%，其中亏损超过 500% 的企业有紫光学大（-735.08%）、开元股份（-650.34%）以及立思辰（-590%）。

表 2：教育行业 15 家公司 20Q1 营业收入和净利润及同比增速

	收入 (亿元)	收入同比增速	净利润 (亿元)	净利润同比增速
K12 领域				
新东方	65.36	15.90%	9.77	41.40%
好未来	60.69	18.00%	-6.37	-190.46%
跟谁学	12.98	382%	1.91	406%
紫光学大	6.00	-20.90%	-0.16	-735.08%
科斯伍德	1.71	-21.30%	0.22	29%
立思辰	1.32	-71.87%	-1.4	-590%
职业培训				
中公教育	12.3	-6.22%	1.16	9.52%
开元股份	1.39	-61%	-1.22	-650.34%
早幼教				
美吉姆	0.57	-53.50%	-0.05	-127.90%
威创股份	0.66	-69.60%	0.11	11.90%
信息化				
科大讯飞	14.1	-28%	-1.31	-229%
视源股份	26.16	-22%	1.62	-14.20%
鸿合科技	3.04	-50%	-48	-367%
佳发教育	0.97	29.60%	0.27	74%

资料来源：Wind，光大证券研究所 注：新东方为 FY20Q3（2019-1201~2020-0229）数据、好未来为 FY20Q4（2019-1201~2020-0229）数据。

受疫情影响，各省市延期开学、禁止线下培训机构开班。教育部 2020 年 1 月 27 日发布《关于 2020 年春季学期延期开学的通知》，要求各地各校推迟 2020 年春季学期开学时间，全国各地出台了严禁培训机构开班的通知。

每年 1-2 月为培训机构寒假班开课时间以及春季班续费和招生重要时间节点。此次疫情导致全国停课，直接影响培训机构的收入，而租金和员工成本仍然存在。1-4 月停课导致：1) 寒假班学员无法消课，机构无法确认收入；2) 春季班招生受限、续费压力陡增；3) 春季班收入确认承压，影响暑期招生。

图 2：培训机构开班时间



资料来源：光大证券研究所

1.3、从业公司转型 OMO 长期加速

从业公司 OMO (Online Merge Offline) 转型加速。新东方预计 FY2020 的 OMO 课程收入占比会逐步提高。好未来 CTO：出于行业的教学特性，线上无法完全替代线下，但如今线下也已离不开线上：“疫情结束后，大概率不会再有纯粹的线下机构。”中公教育研发自有课题 app，加大在线教育研发、一线专职教师、直播设备等方面的投入。2015 年在线收入占比 2.89%，2019 年占比 11.29%，规划 2021 年占比加速提升。疫情期间卓越、思考乐、昂立、四季教育推出卓越在线、思考乐在线、昂立在线、四季在线等。大中型机构 OMO 转型的速度在加快。

2、K12 在线教育迅速发展

2.1、K12 在线直播：升学需求、技术创新、政策规范创造千亿需求

(1) 升学需求：焦虑感和危机感有望驱使庞大中产阶层的教育开支持续提升。(2) 技术创新：人工智能、大数据等技术持续促进“教育+互联网”发展，IT 巨头加大相关技术研发将持续助力在线教育行业发展，不断提升用户体验。(3) 政策规范：线下培训国家管控，扩张受到限制。

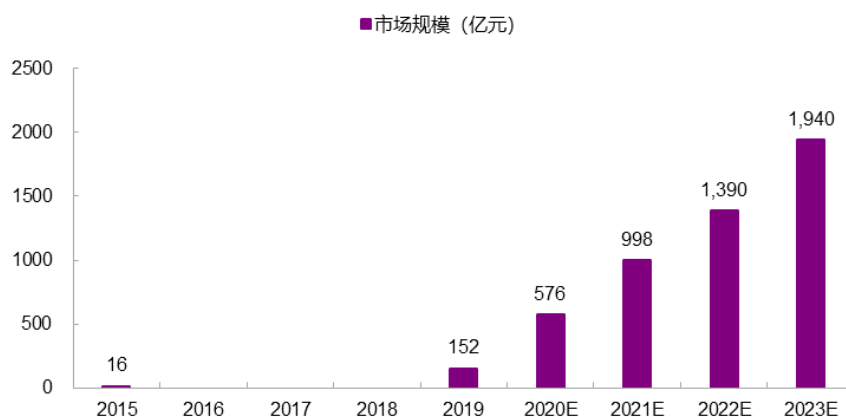
2023 年 K12 在线教育市场规模预计达到近 2000 亿元。近年来，在线教育市场规模增长迅猛。(1) 算法一：艾媒咨询预计 2023 年在线教育市场规模将达到 4000 亿元，K12 领域占比将达 50% 约 2000 亿元。(2) 算法二：1.94 亿中小學生*50% 参培率*2000 元客单价=1940 亿元。

表 3：2023 年 K12 在线教育市场规模预计达到近 2000 亿元

时间	2015	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
K12 人群 (亿人)	2	1.9	1.92	1.92	1.93	1.94
渗透率	2%	10%	30%	40%	45%	50%
客单价 (元)	400	800	1000	1300	1600	2000
市场规模 (亿元)	16	152	576	998	1390	1940

资料来源：艾瑞咨询&艾媒网，光大证券研究所测算

图 3：K12 在线教育市场规模

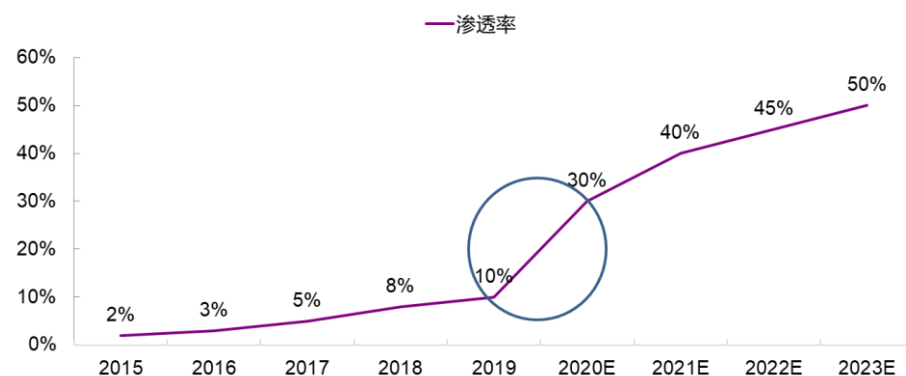


资料来源：艾瑞咨询&艾媒网，光大证券研究所测算

2.2、疫情加速在线教育的渗透率，2023 年将超过 50%

疫情使得在线教育渗透率加速提升。1) 疫情期间，全国学生居家封闭的环境；2) 居家期间，官方、校方对于线上教学的支持；3) 各大培训机构供给端的集中。这三大原因使得全国 1.9 亿 K12 人群在疫情期间都体验了在线教育。短期内使得渗透率加速提升，疫情结束后预计将仍有部分学生留在在线教育平台。

图 4：K12 在线教育渗透率



资料来源：艾瑞咨询&艾媒网，光大证券研究所预测

2.3、龙头公司获取千万级流量，重点关注暑期转化率

全行业疫情期间均获得千万量级免费流量。疫情伊始，各家线上教培机构第一时间做出反应，学而思网校、新东方在线、猿辅导、作业帮、跟谁学、

网易有道都免费为学生提供线上直播课程。截止 2020 年 5 月，学而思网校、新东方在线、猿辅导三家机构学生数量在 2000 万左右，跟谁学、作业帮学生数量在 1500 万左右。各家转化率接近 1%。

免费课加速暴露机构短板，正价班转化率较低。从各家机构赠送的课程来看，基本都是没有辅导老师的周中同步课，只有新东方在线会额外赠送周末课，辅导老师配比严重不足，暴露一些服务、课程质量问题。新东方在线目前正价转化率最高为 1.2%，大约贡献暑期 24 万人次。

表 4：疫情期间各培训机构所获学生数量及转化率

培训机构	流量 (万人次)	免费课形式	免费课转正价班转化率
学而思网校	2000	周中课	1.00%
新东方在线	2000	周中+周末	1.20%
猿辅导	2000	周中课	1.10%
跟谁学	1500	周中课	N/A
作业帮	1500	周中课	0.80%

资料来源：Wind，光大证券研究所

全行业 2019 年暑假海量资金进行广告投放。根据 36 氪相关数据，好未来、猿辅导、作业帮估计分别投入 10、7、4 亿元，10 余家在线教育公司估计投放总额约 30-40 亿元。其中好未来、猿辅导 2019 年暑假促销课招生规模超过 100 万人次，作业帮 2019 年暑假招生总规模约 200 万人次（正价班+特价班），三家公司的低价班转正价班转化率约为 30%-40%，正价班续班率约为 70-80%。新东方在线 2019 年暑假招生规模约 20 万人次，正价班续班率约为 80%。

表 5：2019 年暑期各培训机构招生详情

培训机构	低价班转正价班转化率	正价班续班率	暑期广告费用 (亿元)	暑期学生数量 (万人)	促销课广告成本 (元)	秋季正价班成本 (元)	授课老师数 (人)	辅导老师数 (人)	讲师学生比	辅导老师学生比	截止日期
新东方在线		80%		20			413	NA	484		10 月
跟谁学		70~80%		20			200	522		383	6 月
学而思网校	30%	70~80%	10	100	1000	3333	4300	3700		270	10 月
猿辅导	42%	75~80%	7	100	700	1667	3500	3500		286	10 月
作业帮	30%	75~80%	4	200	200	667	5000	7000		286	10 月

资料来源：Wind，光大证券研究所

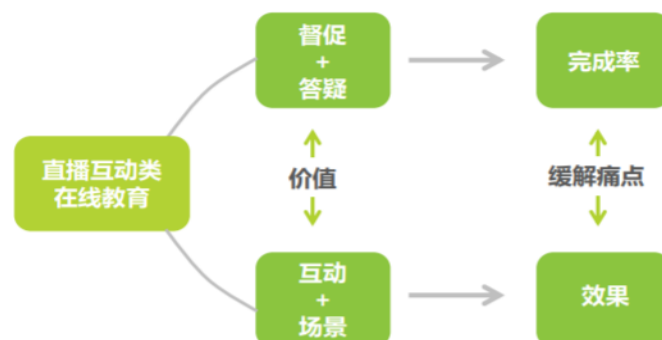
在线教育公司 2020 暑期促销持续。2019 年暑期新东方在线和跟谁学并未投入大量的广告营销费用，今年新东方在线率先准备抢夺暑期生源，跟谁学也准备投入约 5 亿销售费用，2020 年暑期仍然非常重要，在线教育公司的亏损会持续扩大，也会加速中小机构的出清，第一梯队基本成定局。

2.4、在线教育未来趋势：快速、直播、市场份额高度集中

在线教育预计将在未来 5 年时间内快速走向成熟。预计在未来 5-10 年，在线教育会经历线下培训行业过去 30 年里走过的历程——在需求推动和政策扶持下落地生根；在技术和资本推动下飞速成长；在市场趋于理性后拓展细分领域，实现稳定发展。

直播互动从体验上更加接近于线下培训，能够最大限度地提升教学内容的影响力，并提高教学效率，将是未来在线教育发展的重要趋势。

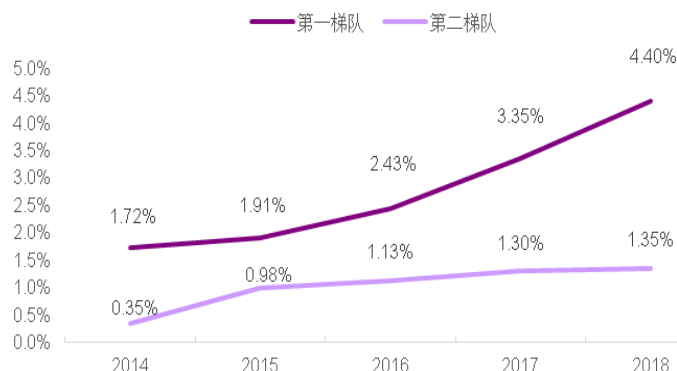
图 5：直播相对于录播的优势



资料来源：光大证券研究所

K12 培训属于完全竞争市场，行业有望向全国性龙头公司和区域巨头公司集中。K12 培训没有规划用地限制，行业壁垒低。据 Frost & Sullivan 报告，截至 2019 年 12 月 31 日，中国有超过 30 万家 K12 培训机构。K12 培训市场根据营收和市值划分为三大梯队，第一梯队是新东方、好未来两家全国性龙头，年营收在 100 亿元以上，市值超过千亿。第二梯队是营收在 5-30 亿元的区域性龙头。第三梯队是营收在 5 亿元以下的地方性培训机构。2014-2018 年，我国 K12 培训行业第一、第二梯队企业的营收占比不断提高，行业集中度进一步提高。

图 6：2014-2018 年 K12 培训行业市场份额



资料来源：Wind，光大证券研究所

3、民办高教受影响较小，估值或被低估

3.1、民办高教受影响较小，有序开展居家网课

疫情对民办高教板块的影响较小。民办高教都是 8-9 月份预收一年的学费和住宿费。大部分高教公司财年截止时间一般都是 8 月底，如中教控股、宇华教育、中汇集团、华立大学集团等，因此大部分高教公司的财年区间就是学年区间。1 月是寒假、7-8 月是暑假，全年按照 9 个月份线性确认收入，春季学期收入占比 5/9，秋季学期收入占比 4/9。疫情期间，当开学时间未定

时，各学校有序开展了居家网课。疫情对民办高教板块影响较小，20H1 各民办高教板块公司实现了收入和扣非净利润的双重增长。

表 6：民办高教 20H1 收入和净利润同比增速（%）

证券代码	证券简称	20H1 收入同比增速	20H1 扣非净利润同比增速
0839.HK	中教控股	42.18	66.07
6169.HK	宇华教育	55.82	44.66
1765.HK	希望教育	47.79	25.32
0382.HK	中汇集团	18.59	35.86
1756.HK	华立大学集团	15.58	20.70

资料来源：Wind，光大证券研究所 注：20H1 表示 2019-0901~2020-0229。

图 7：民办高教收入确认时间



资料来源：光大证券研究所

3.2、高教板块为价值洼地，优选高内生+强外延+低市值的公司

港股教育板块平均估值为 19 年 23xPE，除了中教最高达到 40xPE 之外，其余公司基本在 15x-20x 之间，经过半年时间的上涨，目前港股高教板块估值与我们测算的 15-20xPE 的底部估值基本持平。此外，港股大部分上市高校与我们所假设的成熟学校存在一定区别：1) 拥有一定的内生增长空间；2) 在手现金充裕，拥有外延的可能性；综合考虑这两点因素，我们认为高教行业整体估值被低估，存在价值洼地，行业合理估值应为 20 年 20xPE 以上。

行业整体被低估的情况下，我们认为低估值的港股高教公司均可配置，优选低估值、高弹性（低市值）、高内生、强外延的公司。重点推荐：中教控股、宇华教育、希望教育。

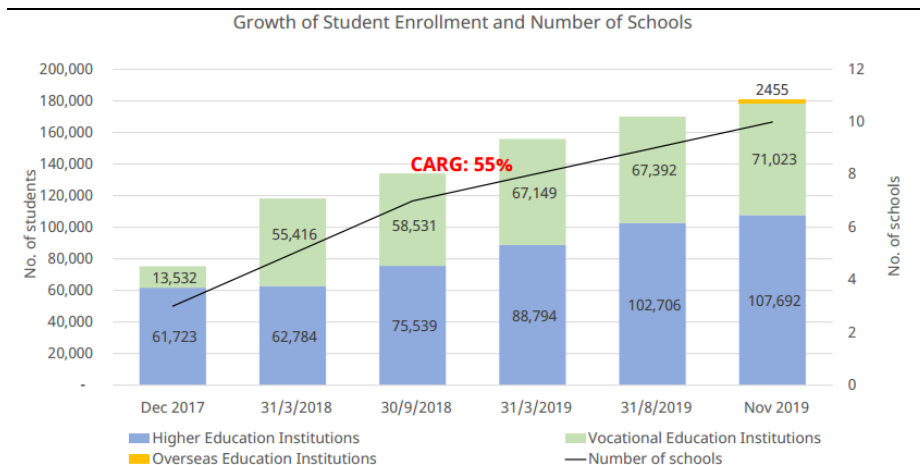
1) 外延并购：在手现金反应并购能力，市值大小决定增长弹性。通常在手现金数量越大，可预期其外延并购能力越强，估值越高。但由于高教行业是存量并购，已有规模大小将影响并购学校对公司盈利的边际改善作用，可认为市值越大，弹性越小。因此，按成功整合一所学校 NPV 为 5-10 亿人民币来粗略计算，可以通过考虑其暗含多少所学校收购预期，并参考在手现金梳理来考虑估值。

2) 内生增长：辩证看 ROA 高低，优选增长空间大或运营效率高的公司。民办高等教育行业平均调整后 ROA 为 10%，分化程度较大。ROA 较低可能是由于外延并购整合尚未完成，未来预期会有增长放量。比如希望教育 18 年 ROA 仅为 5.7%，主要是由于公司外延收购不断，17 年收购四川学校，18 年收购甘肃、重庆学校，学校人数仍处于爬坡期，故 ROA 较低，未来内

生增长空间大。ROA 较高首先要考虑利润是否可持续，或是否由不同会计方法导致的情况；若利润增长稳定可靠，可能是由于公司具备较强的运营效率。如新华和科培 ROA 水平位居板块前列，均在 17% 左右，主要是由于两家公司目前仅经营 2 个单体学校，单体学校运营效率相对较高。

中教控股： FY17-19 学生人数 CAGR=55%，FY20-22 收入未来 3 年 CAGR=+42%，净利润+33%。

图 8：中教控股学生人数及学校数量



资料来源：公司官网 注：左轴表示学生人数（人），右轴表示学校数量（所）。

宇华教育： FY16-20 学生人数 CAGR=30.1%，FY20-22 收入未来 3 年 CAGR=+27%，净利润+33%。

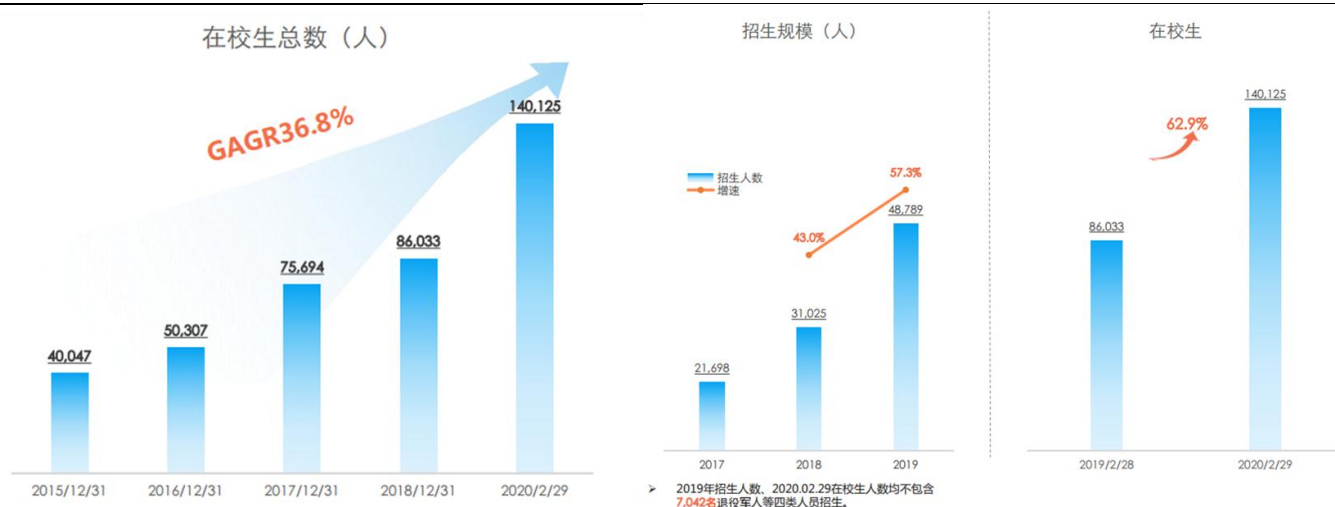
图 9：宇华教育学生人数、学生结构及营业收入



资料来源：公司官网 注：右图为 2019/2020 学年的学生结构

希望教育： FY15-20 学生人数 CAGR=36.8%，FY20-22 收入未来 3 年 CAGR=+28%，净利润+70%。

图 10：希望教育在校生人数及招生人数



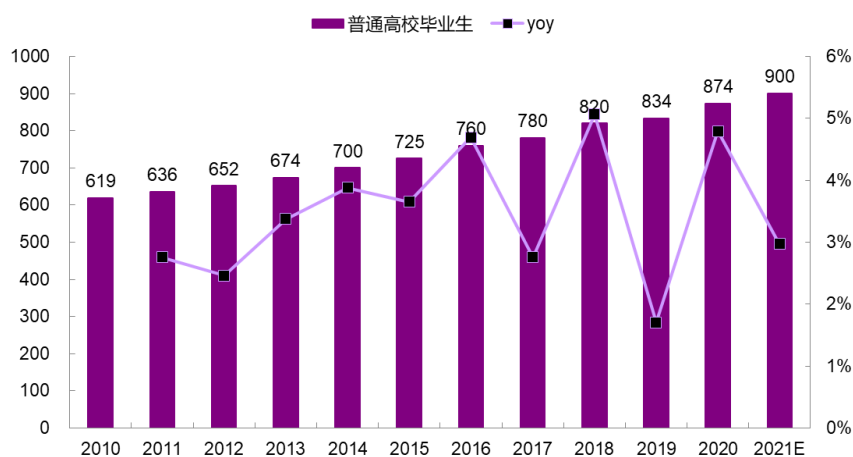
资料来源：公司官网

4、就业难加剧职业培训需求,从业公司基本于 Q2 全面复苏,市场份额加速向中公集中

4.1、高校毕业生数量再创新高, 1/3 企业将裁员或停薪

2020 年高校毕业生数量再创新高。2018 年高校毕业生破 800 万人, 2019 年毕业生 834 万人, 2020 年达到 874 万人, 预计 2021 年破 900 万人, 高校毕业生数量持续连年增长。

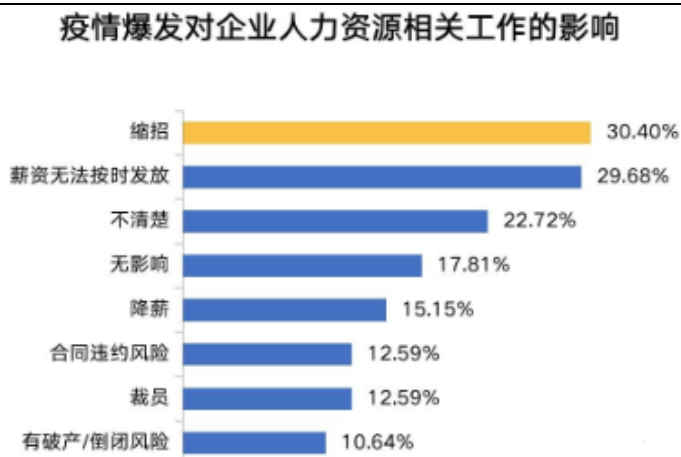
图 11：2010-2021 年普通高校毕业生人数及同比增速 (单位：万人)



资料来源：Wind，光大证券研究所预测

受疫情影响, 1/3 企业将裁员或者停薪。根据智联招聘 3 月的调查, 30.4% 的企业表示将会减员缩编, 还有 29.68% 无法为员工按时发放薪资, 无影响的企业仅占 17.81%。

图 12：疫情爆发对企业人力资源相关工作的影响



资料来源：智联招聘

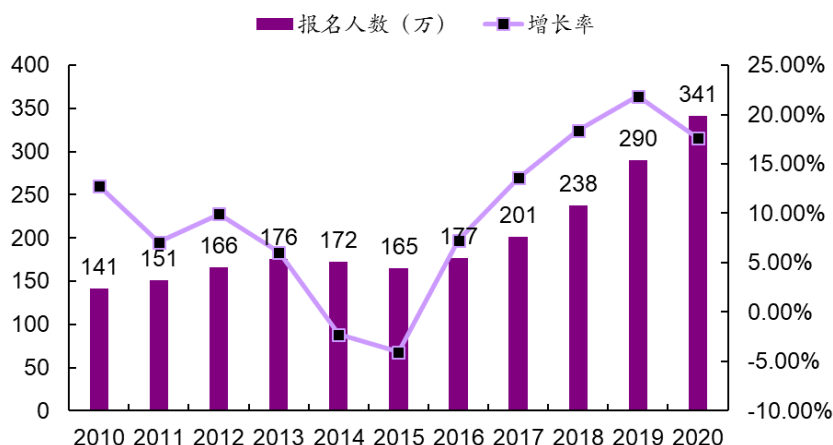
4.2、推进企业稳岗扩就业，研究生/专升本/教师等扩张明显

中央对于保大学生就业、扩大基层招录规模这两方面发布了一系列的相关政策。2020年2月28日，国务院联防联控机制举行新闻发布会，教育部副部长翁铁慧表示，2020年将扩大硕士研究生招生和专升本规模，预计同比增加18.9万、32.2万人。

2020年5月6日，由教育部、人社部等6部门共同主办的2020届普通高校毕业生就业“百日冲刺”行动正式启动。该行动将从5月持续到8月中旬，在此期间，教育部及相关部门将重点组织开展升学扩招吸纳行动、充实基层专项计划行动、扩大毕业生参军入伍行动等十大专项行动。与教育行业相关的内容有：1) 充实基层专项计划：招收40万毕业生补充到幼儿园和中小学教师队伍。2) 大力开拓科研、社区、医疗等基层岗位行动。努力开发适合毕业生的科研助理岗位。有关部门将推动全国城乡社区和基层卫生部门新增岗位优先招录毕业生。3) 推进企业稳岗扩就业行动。国有企业今明两年将连续扩大高校毕业生招聘规模。有关部门将落实一次性补贴、返还失业保险等优惠政策，鼓励中小微企业吸纳更多高校毕业生。

2020预计硕士生扩招18.9万，这一数字意味着什么？（1）扩招地区：预计同比增加18.9万人，扩招重点向中西部地区和东北地区倾斜。（2）扩招专业：扩招将向服务国家战略和社会民生急需的领域倾斜，向临床医学、公共卫生、人工智能等专业倾斜。（3）学位类型：扩招以专业学位培养为主，可以理解为高端的职业教育。

图 13: 2010-2020 年研究生报名人数及同比增速



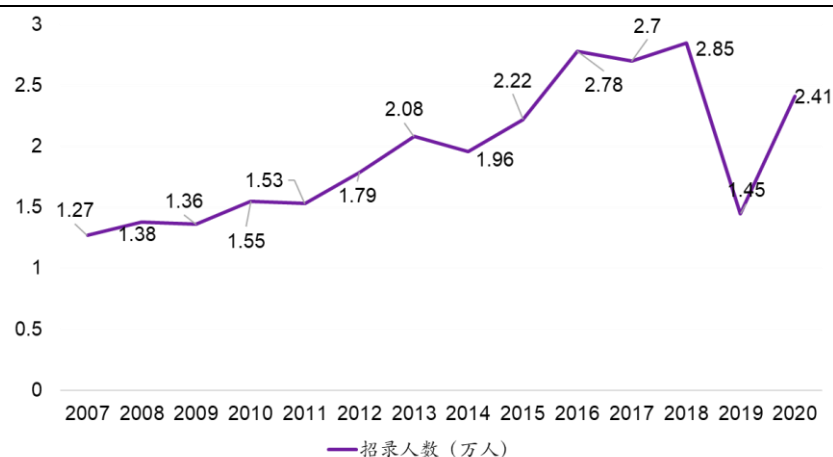
资料来源: Wind, 光大证券研究所

4.3、基层公共服务人员扩招，职业培训需求持续

基层公共服务人员扩招，全国招录回暖。除了研究生/专升本/教师等扩招之外，国常会要求增加基层医疗、社会服务等岗位招募规模。率先受益的就是公务员和事业单位的扩招。目前全国范围招录回暖趋势基本已经确定。

截止 5 月 10 日，已有 5 个省份公布了省考的招录公告，报名人数激增下职业培训需求持续。(1) 招录规模：上海省考扩招 22%，面试日期为 5 月 28 日；江苏省考扩招 23%，面试日期为 6 月 7 日前后；山东省考扩招 142%。(2) 报录比：山东、浙江、江苏报录比升高，北京上海持平。山东报录比 73:1、浙江 65:1、江苏 42:1、上海 20:1（持平）、北京 12:1（持平）。扩招带来报名人数的激增，竞争激烈使职业培训需求持续。

图 14: 2007-2020 年国家公务员招录人数



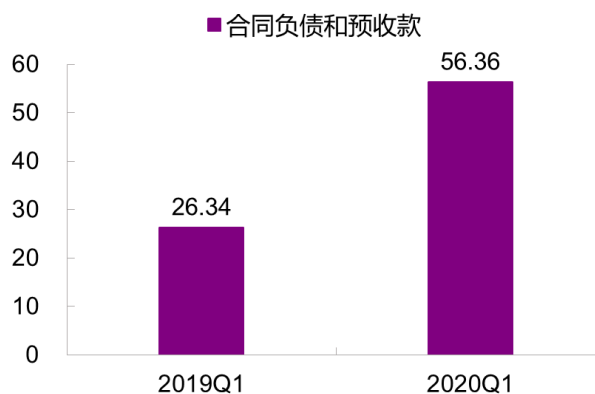
资料来源: Wind, 光大证券研究所

4.4、中公约 80% 的线下网点复课，职业培训 Q2 基本全面复苏

中公 2020 年 Q1 收入-6%，净利润+9%，扣非-22%。2020Q1 二月三月基本全国停课，但是中公 1) 全员销售；2) 推出“理享学”产品；3) 线上+

线下结合产品，驱动 Q1 合同负债和预收款增加+114%。课程学费现金流大幅增加，但由于没有消课而无法确认为收入。随着各地的陆续开学，以及各个省份公考面试时间确定。截止 6 月初，中公 80% 的线下网点已经复课，职业培训机构有望在 Q2 全面复课，现金流将逐步确认为收入。

图 15：中公教育 2020Q1 合同负债和预收款同比增加+114%（单位：亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

4.5、中公教育核心竞争力：垂直一体化和快速响应能力

中公教育核心竞争力：（1）垂直一体化；（2）快速响应能力。

上半场：公考专业化占领北上广深教育高地，进而覆盖全国。**下半场：**多元化持续覆盖长尾市场，2500+县级、2800+高校。中公教育的垂直一体化能力涵盖前端营销与渠道、中端教研、后端运营三大维度。

图 16：中公教育垂直一体化的快速响应能力



资料来源：Wind，公司公告

（1）研发专业化：中公为应对每年招考标准和选拔方式的变化，组建专职研发团队，实现研发与教学分离。2019 年年底，公司研发人员有 2051 人，分区教研总部统管，下设 11 个专业研究院和 31 个地方研究院，能够快速掌握各地考试要求、及时跟踪政策变化、快速调整课程结构；

（2）教师专职化：“大后台，小前台”体系保证专职教师能够实现教学的标准化输出和教研结果的管控；

（3）渠道直营化：2010 年起实现加盟全部转直营，2019 年年底，中公 1100+ 个直营分支机构已覆盖 31 个省 320+ 个城市；

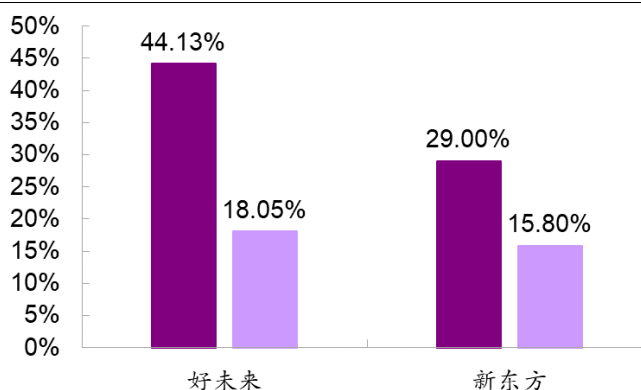
(4) **运营科技化**：前端教研通过双师模式提高中高级师资产能利用率，后端运营运用互联网和大数据等技术提高管理效率，2015-2019 年净利率提升 11.9pcts。

5、K12 课外培训受公立学校开学影响，预计 H2 全面复课

5.1、疫情影响 K12 课外培训开班，行业公司收入利润增速大幅下滑

疫情影响下，新东方全国 1000+ 线下网点、好未来 700+ 网点全面停课。新东方 FY20Q3 (2019-1201~2020-0229) 收入+15.8% (-13.2pcts)；好未来 FY20Q4 (2019-1201~2020-0229) 收入+18.1% (-26.1pcts)。好未来迎来上市之后的首个亏损财年。

图 17：新东方 FY19Q3、FY20Q3 收入同比增速，好未来 FY19Q4、FY20Q4 收入同比增速（深色为 FY19，浅色为 FY20）



资料来源：Wind，光大证券研究所

表 7：K12 领域重点公司 2020Q1 收入和净利润及同比增速

	收入 (亿元)	收入同比增速	净利润 (亿元)	净利润同比增速
新东方	65.36	15.90%	9.77	41.40%
好未来	60.69	18.00%	-6.37	-190.46%
跟谁学	12.98	382%	1.91	406%
紫光学大	6.00	-20.90%	-0.16	-735.08%
科斯伍德	1.71	-21.30%	0.22	29%
立思辰	1.32	-71.87%	-1.4	-590%

资料来源：Wind，光大证券研究所 注：新东方为 FY20Q3 (2019-1201~2020-0229) 数据、好未来为 FY20Q4 (2019-1201~2020-0229) 数据。

5.2、K12 课外培训开班受公立学校开学时间影响，预计 H2 全面复课

K12 课外培训开班受公立学校开学时间影响。各地要求公立学校完全年级都返校了以后，K12 课外培训机构才可以开班。目前新东方好未来复课网点占比仅为 5% 左右。预计 K12 课外机构 H2 才会全面复课。

表 8：部分省市 K12 课外培训复课要求

省市	时间	要求
安徽阜阳	4 月 20 日	高考补习类校外培训机构优先；其他类不早于 5 月 11 日
安徽铜陵	4 月 20 日	高考补习类校外培训机构优先
安徽蚌埠	4 月 26 日	高考补习类校外培训机构优先
安徽池州	5 月 15 日	
安徽芜湖	5 月 18 日	
福建福清	4 月 30 日	面向高三年级艺考生、复读生的校外培训机构优先
福建厦门	5 月 6 日	高考补习类校外培训机构优先
甘肃兰州	4 月 16 日	成人培训、高三课外培训优先
广西柳州	5 月 11 日	
广西玉林	5 月 11 日	
海南	5 月 10 日	
河南郑州	5 月 11 日	
江苏连云港	5 月 10 日	
江西抚州	5 月 7 日	面向高三年级艺考生、复读生的校外培训机构优先
青海西宁	5 月 15 日	全科辅导培训优先
陕西西安	5 月 11 日	
云南	5 月 11 日	面向高三年级艺考生、复读生的校外培训机构优先

资料来源：Wind，光大证券研究所

6、投资建议：关注在线教育、职业培训、民办高教、K12 课外培训

在线教育：疫情带来无差别的千万级的流量，目前在线教育公司同质化比较严重，我们推荐拥有优质一线老师和课后辅导老师以及标准化教材的机构，新东方在线 (1797.HK)；

职业培训：因为面试考试培训仍然比较重线下服务，推荐全国渠道布局 and 强研发的中公教育 (002607.SZ)、开元股份 (300338.SZ)；

民办高教：推荐并购整合能力较强，学费和招生有较大增长空间、在手现金比较多的中教控股 (0839.HK)、宇华教育 (6169.HK)、希望教育 (1765.HK)；

K12 培训：受强监管+疫情影响，行业份额加速向龙头公司集中，推荐立思辰 (300010.SZ)。

表 9：A 股教育行业重点公司估值表（单位：元）

行业	公司简称	股票代码	市值	收盘价	净利润（百万元）				PE (X)			
			(亿元)	(元)	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
培训	中公教育	002607.SZ	1,813	29.40	1,805	2,539	3,750	5,377	100	71	48	34
信息化	视源股份	002841.SZ	598	91.15	1,611	1,772	1,961	2,263	37	34	30	26
培训	立思辰	300010.SZ	155	17.84	31	265	400	748	N/A	58	39	21
培训	开元股份	300338.SZ	24	7.09	-635	47	300	400	N/A	52	8	6
出版	盛通股份	002599.SZ	21	3.83	141	162	212	N/A	15	13	10	NA
信息化	佳发教育	300559.SZ	86	21.49	205	296	389	501	42	29	22	17
信息化	三盛教育	300282.SZ	21	5.51	12	165	185	N/A	N/A	13	11	NA
培训	美吉姆	002621.SZ	54	9.15	120	134	175	211	45	40	31	26
培训	新开普	300248.SZ	52	10.77	158	200	255	306	33	26	20	17
学校	山鼎设计	300492.SZ	49	58.68	21	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
培训	凯文教育	002659.SZ	28	5.69	38	48	131	222	75	59	22	13
信息化	科斯伍德	300192.SZ	49	16.59	81	183	234	278	61	27	21	18
学校	威创股份	002308.SZ	55	6.03	-1,231	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
培训	创业黑马	300688.SZ	22	22.87	16	27	38	N/A	N/A	81	57	N/A
培训	新南洋	600661.SH	46	16.08	54	117	207	254	85	N/A	N/A	N/A
培训	松发股份	603268.SH	18	14.12	28	N/A	N/A	N/A	62	N/A	N/A	N/A
学校	世纪鼎利	300050.SZ	28	4.95	-483	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
信息化	全通教育	300359.SZ	33	5.22	-705	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
信息化	三爱富	600636.SH	52	11.53	119	262	305	377	43	20	17	14
平均									54	40	26	19

资料来源：Wind，光大证券研究所 注：（1）股价为 2020 年 05 月 29 日收盘价；（2）公司盈利预测来自 Wind 一致预期。

表 10：港股教育行业重点公司估值表（单位：港元）

公司简称	股票代码	市值	股价	截止月份	净利润（百万港元）			PE (X)		
		(亿港元)	(港元)		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
中国东方教育	0667.HK	334	15.22	12	900	1038	1195	33	29	25
网龙	0777.HK	109	19.24	12	807	1187	1662	12	8	6
中国新华教育	2779.HK	41	2.55	12	296	326	357	12	11	10
希望教育	1765.HK	172	2.58	8	490	580	738	32	27	21
中国科培	1890.HK	126	6.28	12	449	600	721	25	19	16
新高教集团	2001.HK	68	4.44	12	386	518	683	16	12	9
民生教育	1569.HK	51	1.26	12	414	471	515	11	10	9
新东方在线	1797.HK	294	31.35	5	-39	-774	-316	N/A	N/A	N/A
宇华教育	6169.HK	252	7.56	8	485	936	1152	47	24	20
枫叶教育	1317.HK	61	2.02	8	654	841	1030	8	6	5
睿见教育	6068.HK	58	2.84	8	429	534	653	12	10	8
中教控股	0839.HK	271	13.40	8	593	911	1077	41	27	23
中汇集团	0382.HK	58	5.71	8	217	297	368	24	18	14
华立大学集团	1756.HK	39	3.25	8	223	301	398	16	12	9
天立教育	1773.HK	86	15.56	12	95	158	205	82	49	38
思考乐教育	1769.HK	34	4.00	12	136	172	253	23	18	12
卓越教育集团	3978.HK	27	6.41	12	125	246	330	19	10	7
建桥教育	1525.HK	102	4.92	12	265	375	481	35	25	19

21 世纪教育	1598.HK	7	0.61	12	83	N/A	N/A	8	N/A	N/A
博骏教育	1758.HK	4	0.49	12	27	N/A	N/A	14	N/A	N/A
宝宝树集团	1761.HK	26	1.58	12	-494	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
平均								25	18	15

资料来源：Wind，光大证券研究所 注：（1）股价为 2020 年 05 月 29 日收盘价；（2）公司盈利预测来自 Wind 一致预期；（3）月份指财年的截止月份，以宇华教育为例，2019 财年指 2018 年 9 月 1 日至 2019 年 8 月 31 日。

表 11：美股教育行业重点公司估值表（单位：美元）

公司简称	股票代码	市值 (亿美元)	股价 (美元)	截止 月份	净利润（百万美元）			PE (X)		
					FY19	FY20A/E	FY21E	FY19	FY20A/E	FY21E
新东方	EDU.N	201	127.65	5	238	433	600	85	46	34
好未来	TAL.N	324	54.80	2	367	-110	410	88	N/A	79
精锐教育	ONE.N	8	4.96	8	35	30	49	23	26	16
达内科技	TEDU.O	2	3.25	12	-40	-9	N/A	N/A	N/A	N/A
博实乐	BEDU.N	8	6.93	8	34	N/A	N/A	25	N/A	N/A
海亮教育	HLG.O	12	48.00	6	43	N/A	N/A	29	N/A	N/A
正保远程教育	DL.N	2	7.12	9	21	N/A	N/A	11	N/A	N/A
瑞思学科英语	REDU.O	2	4.00	12	21	18	28	11	13	8
尚德机构	STG.N	4	2.41	12	-57	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
朴新教育	NEW.N	7	7.60	12	-74	37	114	N/A	18	6
四季教育	FEDU.N	1	1.36	2	0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
无忧英语	COE.N	5	24.52	12	-15	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
ATA 公司	AACG.O	0.2	0.75	12	-18	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
跟谁学	GSX.N	100	41.98	12	32	92	168	N/A	109	60
平均								39	42	34

资料来源：Wind，光大证券研究所 注：（1）股价为 2020 年 05 月 29 日收盘价；（2）公司业绩预测采用 Bloomberg 一致预期；（3）月份指财年的截止月份，以好未来为例，2019 财年指 2018 年 3 月 1 日至 2019 年 2 月 28 日，净利润数据为 non-gaap 数据，美股公司为相应的财年数据。

7、风险分析

（1）在线教育公司销售费用持续投入、短期无法降低的风险：目前在线教育公司获客的主要形式仍然是大量免费课和低价课的促销，营销费用非常高，有些公司占收入的 100% 以上，短期内营销费用没有下降的趋势。

（2）政策性风险：《民促法实施条例》仍未出台，民办高教仍有风险。

（3）公民同招、民办摇号带来的长期培训需求降低的风险：公办和民办义务教育阶段学校目前实行同时招生的政策，对于超过招生计划的民办学校采取电脑摇号录取的形式，而且禁止任何形式的选拔性笔试和面试。

行业及公司评级体系

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

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

分析、估值方法的局限性说明

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

分析师声明

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

特别声明

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

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

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

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

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

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

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼