

教育行业

教育行业 2019&2020Q1 总结：大浪淘沙，分化渐显

评级：增持（维持）

分析师：范欣悦

执业证书编号：S0740517080004

Email: fanxy@r.qlzq.com.cn

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS (元人民币)				PE				PEG	评级
		2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E		
中公教育	25.81	0.29	0.40	0.56	0.75	88	64	46	34	2	买入
佳发教育	33.19	0.51	0.79	1.07	1.31	65	42	31	25	1	买入
科斯伍德	17.46	0.24	0.61	0.74	0.89	71	29	23	20	1	买入
中国东方教育	11.03	0.43	0.53	0.67	0.83	26	21	17	13	1	买入
新东方在线	29.91	(0.05)	(1.02)	(0.54)	(0.26)	/	/	/	/	/	买入

备注：年份是财年，中国东方教育、新东方在线股价已换算成人民币元。

投资要点

- **教育行业 2019 年：分化明显。**
- **教育业务收入、净利润贡献持续提升。**A 股教育板块多为并购转型或借壳的公司，可以观察到整体教育业务贡献收入和利润在不断提升。2019 年教育业务贡献收入 314 亿元、同增 28%，对总收入的贡献比重由 2018 年的 64.3%提升至 70.8%；教育业务贡献利润 33 亿元、同增 24%。
- **未完成业绩承诺、商誉减值现象明显增加。**2019 年，A 股教育公司的并购标的进入业绩承诺尾声或已结束业绩承诺，4 家公司的 7 个标的未完成业绩承诺，6 家公司出现商誉减值现象，较 2016~17 年明显增加。经过时间的检验，部分并购标的失控、因政策或业绩原因剥离，部分上市公司也暂停了在教育行业的探索，可见并购热潮中更应慎重，外延更应看重整合而非体量。
- **教育行业 2020Q1：部分公司业绩韧性较强。**受到新冠疫情的影响，2020 Q1 教育行业大部分公司收入和净利润出现较大幅度下滑，甚至由盈转亏。从归母净利润角度，有三家公司依然维持正向增长，为科斯伍德、佳发教育、中公教育，体现出较强的业绩韧性。科斯伍德旗下龙门教育在疫情期间及时将线下课程转到线上，线上线下销课比例为 1:1，因此受影响较小，估计收入同减约 15%，而净利润同增约 5%。佳发教育的标考业务，政府预算在去年已经做好，智慧教育业务也是去年的订单，因此收入稳定增长，净利润仍大幅增长。中公教育 2~3 月线下停课，受部分招录活动及资格考试推迟的影响，部分培训业务收款尚未达到收入确认条件，收入略有下滑，所得税减免带来归母净利润同比略有增长。
- **投资建议：**年报、一季报收尾，后疫情期间，多个省份学校开始陆续复课，需重点关注各公司旗下网点/学校复课进程。我们认为，当前投资可围绕以下三条主线：（1）2020Q1 业绩体现出较强韧性的公司，如中公教育、佳发教育、科斯伍德；（2）以及长期看受益于疫情的细分领域，如在线教育和教育信息化，如新东方在线、佳发教育；（3）受疫情影响停课，股价短期受到压制，但复课进度按部就班，影响已逐渐消退，业绩将逐步释放的细分领域龙头，如中国东方教育。
- **风险提示：**复课进度不达预期，带来招生、收入确认不达预期；暑假、周末补课对培训时间的挤压；民办教育的政策风险。

相关报告

内容目录

教育行业 2019 年：分化明显.....	- 3 -
教育行业 2020Q1：部分公司业绩韧性较强.....	- 8 -
投资建议.....	- 9 -
风险提示.....	- 9 -

教育行业 2019 年：分化明显

- 本文探讨的教育板块包括截至 2019 年 12 月 30 日有教育标的并表的主要 A 股上市公司，共涉及 7 个细分领域的 15 只个股，较上年剔除秀强股份、百洋股份、勤上股份，并将立思辰从教育信息化划至 K12 教培。

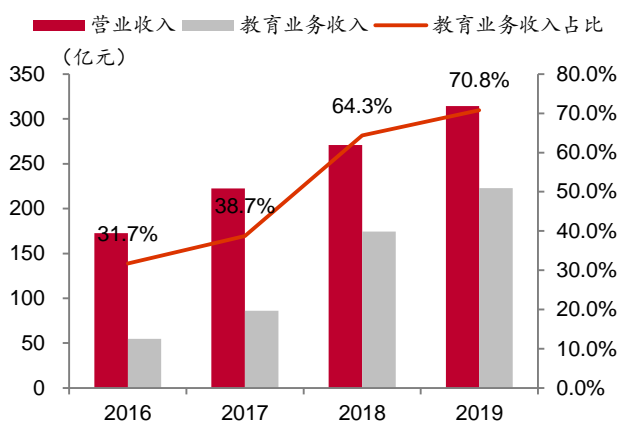
图表 1：A 股教育行业公司细分领域划分

教育细分领域	A 股上市公司
幼教	威创股份
早教	美吉姆
K12 教培	昂立教育、紫光学大、科斯伍德、立思辰
国际教育	电光科技、凯文教育
职业教育	中公教育、开元股份、洪涛股份、东方时尚
STEAM	盛通股份
教育信息化	三爱富、佳发教育

来源：中泰证券研究所

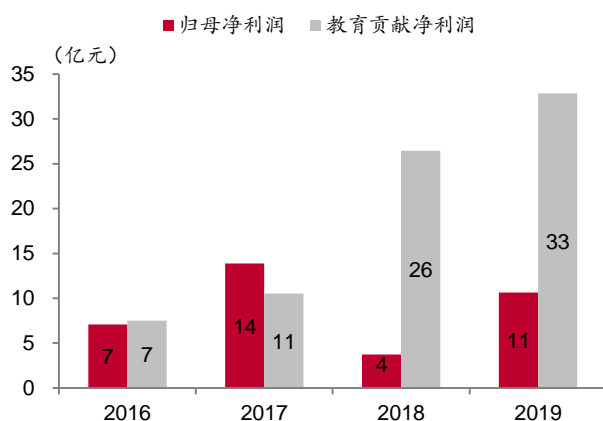
- **教育业务收入、净利润贡献持续提升。**A 股教育板块多为并购转型或借壳的公司，可以观察到整体教育业务贡献收入和利润在不断提升。2019 年教育业务贡献收入 314 亿元、同增 28%，对总收入的贡献比重由 2018 年的 64.3% 提升至 70.8%；教育业务贡献利润 33 亿元、同增 24%，对利润的贡献比重无法对比，主要是因为近两年多家公司计提商誉减值，拉低总利润。

图表 2：A 股教育行业收入、教育业务收入及占比



来源：公司公告，中泰证券研究所

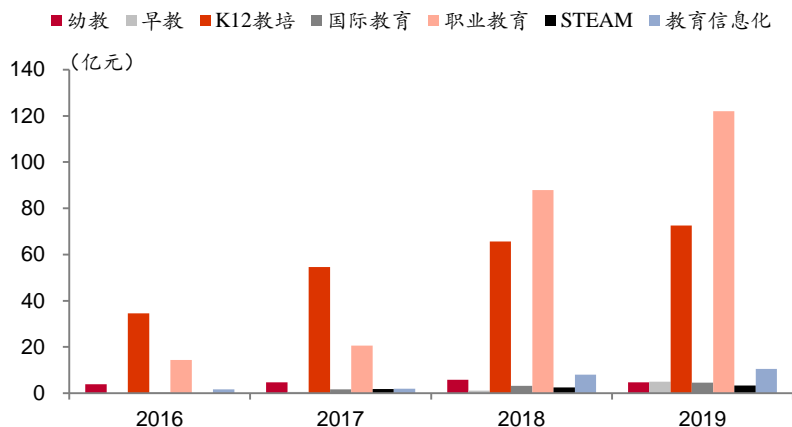
图表 3：A 股教育行业归母净利润、教育贡献净利润



来源：公司公告，中泰证券研究所

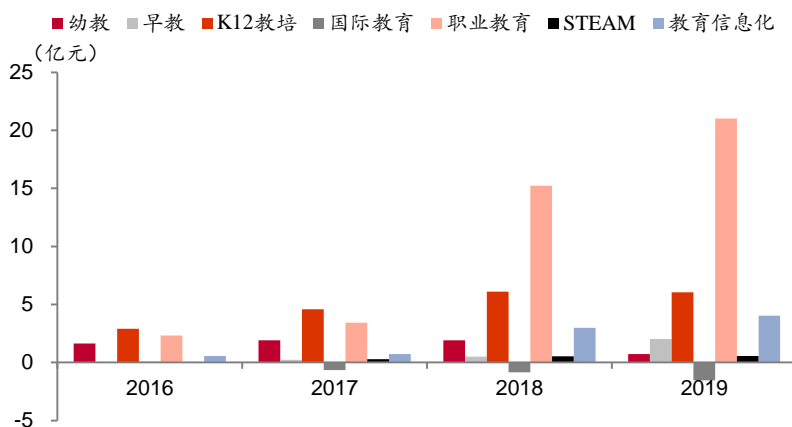
- **职教培训、K12 教培证券化程度一直较高，与这两个细分领域政策较宽松、本身细分行业空间较大所致。**从收入体量来看，职教培训收入 122 亿元，其中中公教育贡献约 75%，K12 教培收入 73 亿元；从利润体量来看，职教培训利润 21.0 亿元，其中中公教育贡献约 85%，K12 教培利润 6.1 亿元。

图表 4：2016~19 年 A 股教育行业各细分领域收入



来源：公司公告，中泰证券研究所

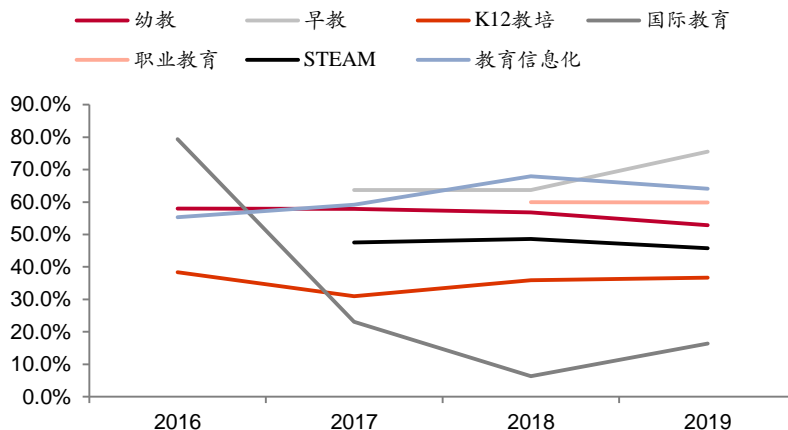
图表 5：2016~19 年 A 股教育行业各细分领域归母净利润



来源：公司公告，中泰证券研究所

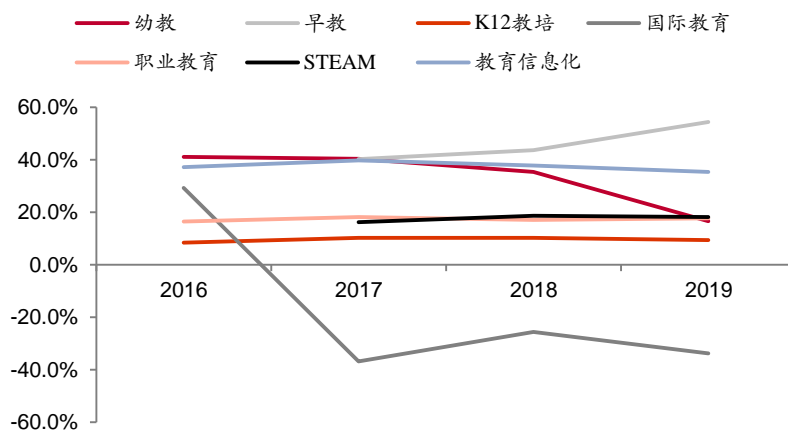
- **早教、教育信息化盈利能力最强。**早教业务盈利能力最强，毛利率达到 75.5%，净利率达到 54.4%，主要原因是以加盟为主。其次为教育信息化，毛利率达到 64.1%，净利率达到 35.3%。职教培训（特别是中公教育）规模效应带来盈利能力逐渐提升，幼教受政策压制盈利能力明显下滑，K12 教培相对稳定，国际教育处于培育阶段。

图表 6: 2016~19 年 A 股教育行业各细分领域毛利率



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 7: 2016~19 年 A 股教育行业各细分领域净利率



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **未完成业绩承诺、商誉减值现象明显增加。**2019 年，A 股教育公司的并购标的进入业绩承诺尾声或已结束业绩承诺，4 家公司的 7 个标的未完成业绩承诺，6 家公司出现商誉减值现象，较 2016~17 年明显增加。经过时间的检验，部分并购标的失控、因政策或业绩原因剥离，部分上市公司也暂停了在教育行业的探索，可见并购热潮中更应慎重，外延更应看重整合而非体量。

图表 8: A 股教育行业 2019 年商誉减值情况

(单位, 亿元)	2019 年教育标的商誉 减值	截至 2019 年末教育标的累计 减值
美吉姆		
昂立教育		
紫光学大		0.18
科斯伍德		
立思辰	0.44	3.48
佳发教育		
三爱富		
中公教育		
开元股份	5.77	5.99
洪涛股份	0.14	4.15
盛通股份		
威创股份	10.46	10.46
电光科技	0.40	0.40
凯文教育	0.18	0.18

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 9: A 股教育行业公司并购标的业绩承诺完成情况

上市公司	教育标的	净利润承诺 (万元)					实现净利润 (万元)			
		2016	2017	2018	2019	2020	2016	2017	2018	2019
盛通股份	乐博教育	2458	3230	4067	5125		2623	2997	4191	3999
开元股份	恒企教育	8000	10400	13520			8327	10786	12392	
	天琥教育		1200	1800	2800			1270	1540	3043
	中大英才	6500					1603	2306	2707	
电光科技	雅力科技	1000	9000				1076	755	520	1014
	佳梵文化		900	1000	1100			1004	1039	1117
	启育教育		750	800	850			855	797	709
凯文教育	凯文智信		5000					4509		
	凯文睿信		660	800	980			662	833	(3)
立思辰	敏特昭阳	4320	4752				5002	5574		
	跨学网	1600	2080	2704	3515		1631	2137	2777	2216
	叁陆零教育	2000	3000	4200	5360		2038	3063	4246	4626
	百年英才	1500	2100	2940	3822		1537	2162	3353	3935
	康邦科技	10400	13520	17576			14263	12591	16970	
	中文未来			6000	13000	16900			6494	14606
昂立教育	昂立教育	7098					7822			
威创股份	红缨教育	4300	5300				10209	7367		
	金色摇篮	5300	6630	8260			6039	10560	8608	
	可儿教育		3846	4070	4477			4233	4152	出售
	鼎奇教育			1400	1680	2016			1595	1852
洪涛股份	跨考教育	4600	6000				4628	4659		
	学尔森	4000	6000				(4559)	(3655)		
	四川新概念			6500	7500	8500			6954	7973
佳发教育	好学网络									
	成都环博									
科斯伍德	龙门教育		10000	13000	16000	18000		10502	13182	16248
美吉姆	楷德教育		2000	2600	3200			2288	2893	3081
	美杰姆			18000	23800	29000			19076	23832
三爱富	奥威亚	11000	14300	18590			12264	16415	19707	
中公教育	中公教育			93000	130000	165000			112278	171920

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

注: 标黄为未完成业绩承诺。

教育行业 2020Q1：部分公司业绩韧性较强

- **部分公司业绩韧性较强。**受到新冠疫情的影响，2020Q1 教育行业大部分公司收入和净利润出现较大幅度下滑，甚至由盈转亏。从归母净利润角度，有三家公司依然维持正向增长，为科斯伍德、佳发教育、中公教育，体现出较强的业绩韧性。科斯伍德旗下龙门教育在疫情期间及时将线下课程转到线上，线上线下销课比例为 1:1，因此受影响较小，估计收入同减约 15%，而净利润同增约 5%。佳发教育的标考业务，政府预算在去年已经做好，智慧教育业务也是去年的订单，因此收入稳定增长，净利润仍大幅增长。中公教育 2~3 月线下停课，受部分招录活动及资格考试推迟的影响，部分培训业务收款尚未达到收入确认条件，收入略有下滑，所得税减免带来归母净利润同比略有增长。

图表 10：A 股教育行业公司 2020Q1 收入及归母净利润增速

	2020Q1 收入同比增速	2020Q1 归母净利润同比增速
美吉姆	-54%	-128%
昂立教育	-28%	-166%
紫光学大	-21%	-735%
科斯伍德	-21%	29%
立思辰	-72%	-590%
佳发教育	30%	75%
三爱富	-69%	-1645%
开元股份	-61%	-650%
洪涛股份	-31%	-91%
东方时尚	-68%	-254%
中公教育	-6%	10%
盛通股份	-9%	-324%
威创股份	-70%	12%
电光科技	-54%	-40%
凯文教育	2%	-19%

来源：公司公告，中泰证券研究所

注：标黄为正向增长

投资建议

- 年报、一季报收尾，后疫情期间，多个省份学校开始陆续复课，需重点关注各公司旗下网点/学校复课进程。我们认为，当前投资可围绕以下三条主线：（1）2020Q1 业绩体现出较强韧性的公司，如中公教育、佳发教育、科斯伍德；（2）以及长期看受益于疫情的细分领域，如在线教育和教育信息化，如新东方在线、佳发教育；（3）受疫情影响停课，股价短期受到压制，但复课进度按部就班，影响已逐渐消退，业绩将逐步释放的细分领域龙头，如中国东方教育。

风险提示

- 复课进度不达预期，带来招生、收入确认不达预期；暑假、周末补课对培训时间的挤压。
- 民办教育的政策风险。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。