

教育行业

A股教育行业中报总结

——民办幼儿园业绩承压，K12教培格局初现

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

联系人：吴张爽

Email: wuzs@r.qlzq.com.cn

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E		
新南洋	23.9	0.43	0.49	0.63	0.76	56	49	38	32	2.0	买入
科斯伍德	9.08	0.02	0.49	0.37	0.46	454	19	25	20	(6.0)	买入
百洋股份	9.92	0.49	0.50	0.61	0.70	20	20	16	14	1.1	买入
三垒股份	17.7	0.05	0.49	0.57	0.65	356	36	31	27	2.4	买入

备注 股价均为 2018 年 8 月 31 日收盘价。

相关报告
投资要点

- **教育业务收入、净利润贡献提升。**A 股教育板块多为转型公司，以“双主业”为战略，可以观察到教育业务的收入、利润占比进一步提升。2018H1，教育业务贡献收入 53.7 亿元，对上市公司总收入的贡献比重由 2016H1 的 37.0% 提升至 46.9%，教育业务贡献归母净利润 4.8 亿元，比重由 2016H1 的 55.5% 提升至 2018H1 的 67.4%。
- **从收入体量看，K12 课外、职业教育、教育信息化证券化程度较高，**与这三个细分领域政策相对其他较为宽松有关。民办幼儿园（3.31 亿元）虽然盈利能力较强，但证券化程度较低，主要是必须现金收购所致。
- **主要细分领域的趋势探究：（1）民办幼儿园：转换思路，有待突破。**民促法修法后，非普惠性幼儿园（拟设为营利性）将面临补贴取消、土地租赁优惠减少等因素，运营成本或将显著增加的问题。威创股份、秀强股份旗下品牌出现业绩明显下滑情况，转换思路，通过品牌升级、延伸产业链等力求破局。**（2）K12 课外：格局逐渐明晰，扩张持续。**按照 frost & sullivan 统计 K12 教培市场份额前五的机构及主要区域龙头已基本实现证券化，且地方性机构走向全国，全国性机构向三四线城市渗透是大势所趋，双师模式或将进一步提升师资和教学内容的标准化程度，促使扩张提速。**（3）职教培训：技能培训表现良好。**目前 A 股的主要标的集中在技能培训领域，盈利表现较好，而随着中公教育拟借壳亚夏汽车、华图教育拟港股上市，职教培训出现了新的品类——竞争性考试培训（以公务员考试培训为代表），相较技能培训和普通考试类培训而言优势更加明显。
- **关注 A 股教育行业下半年投资机会。**A 股教育行业目前估值水平在 20x 左右（相对 19 年盈利预测）；港股教育行业受《送审稿》的影响，估值调整幅度比较大。A 股教育行业主要是培训类资产，受《送审稿》实质影响不大，并且培训机构相关政策的出台有望梳理行业供给、提升行业规范性，长期来看有利于 A 股教育资产的证券化进程和业绩增长。我们认为下半年需更加关注 A 股教育的投资机会，优选业绩完成度高、成长逻辑清晰、具有龙头地位的个股，建议重点关注科斯伍德、三垒股份、科锐国际。
- **风险提示：**民办学校政策风险；教育标的学生人数增长、学费提价等不及达预期；收购标的业绩不达预期，上市公司面临商誉减值风险。

内容目录

A 股教育行业 18H1 整体业绩表现	- 3 -
主要细分领域的趋势	- 6 -
民办幼儿园：转换思路，有待突破.....	- 6 -
K12 课外：格局逐渐明晰，持续扩张	- 7 -
职业教育：技能培训表现良好	- 9 -
展望 2018 下半年	- 10 -
风险提示	- 10 -

A股教育行业 18H1 整体业绩表现

- 本文探讨的教育板块包括截至 2018 年 6 月 30 日已有教育标的并表的 A 股上市公司，共涉及 6 个细分领域的 16 只个股，相比去年同期新增科斯伍德、百洋股份 2 只个股。

图表 1: A 股上市公司教育细分领域

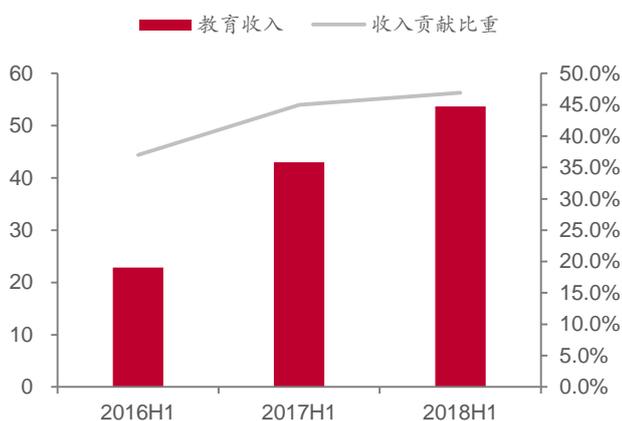
教育细分领域	A 股上市公司
幼教	秀强股份、威创股份
K12 课外	勤上股份、新南洋、紫光学大、科斯伍德
国际教育	电光科技、三垒股份、凯文教育
职教培训	开元股份、洪涛股份、文化长城、百洋股份
STEAM	盛通股份
教育信息化	全通教育、立思辰

来源：中泰证券研究所

注：以截至 2018 年 6 月 30 日收购教育标的中收入体量较大的来划分细分领域，三垒股份收购美杰姆后将划分为早教标的。

教育业务收入、净利润贡献提升。A 股教育板块多为转型公司，以“双主业”为战略，可以观察到教育业务的收入、利润占比进一步提升。2018H1，教育业务贡献收入 53.7 亿元，对上市公司总收入的贡献比重由 2016H1 的 37.0% 提升至 46.9%，教育业务贡献净利润 4.8 亿元，比重由 2016H1 的 55.5% 提升至 2018H1 的 67.4%。

图表 2: 教育收入及收入贡献比重



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3: 教育净利润及净利润贡献比重



来源：中泰证券研究所

注：教育业务净利润根据 A 股上市公司披露的主要教育标的净利润加总计算。

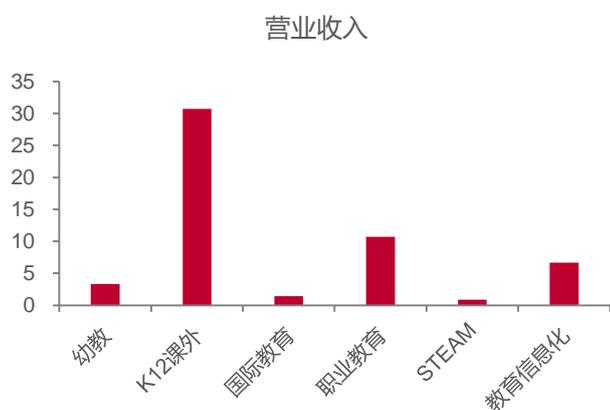
- 上半年一般是教育行业的淡季（除一对一课外辅导业务外）。2018H1，教育业务亏损 4 家（洪涛股份、电光科技、凯文教育）；1000 万以下 3 家（全通教育、盛通股份、三垒股份）；1000-5000 万区间 3 家（新南洋、百洋股份、秀强股份、科斯伍德）；5000 万以上 6 家（勤上股份、紫光学大、开元股份、威创股份、立思辰、文化长城）。

图表 4: A 股上市公司教育利润规模分布

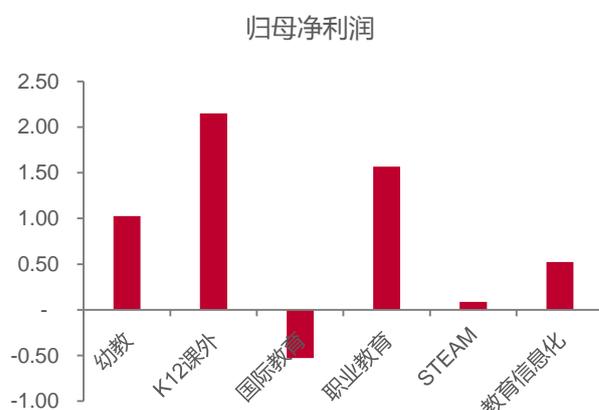
净利润规模	数量
亏损	3 家
0-1000 万	3 家
1000-5000 万	4 家
>5000 万	6 家

来源：中泰证券研究所

- 从收入体量看，K12 课外（30.7 亿元）、职教培训（10.7 亿元）、教育信息化（6.7 亿元）证券化程度较高，与这三个细分领域政策相对其他较为宽松有关。幼教（3.31 亿元）虽然盈利能力较强，但证券化程度较低，主要是必须现金收购所致。

图表 5: 18H1 教育各细分领域营业收入（亿元）


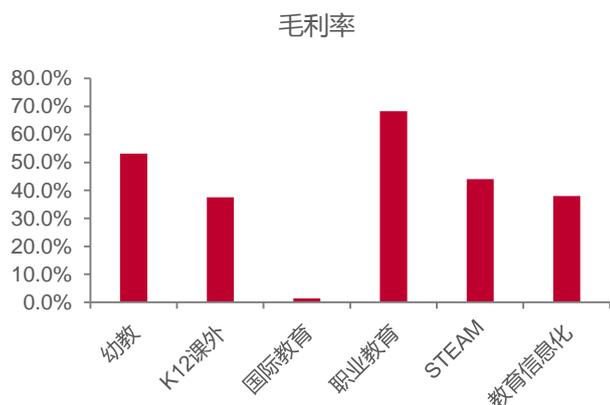
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 6: 18H1 教育各细分领域归母净利润（亿元）


来源：公司公告，中泰证券研究所

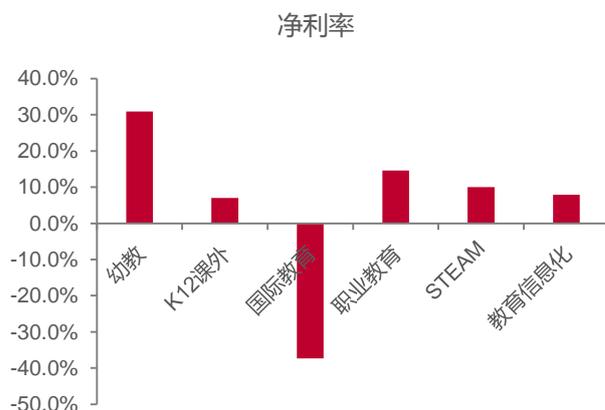
- 幼教盈利能力最优。幼教利润率最高，毛利率 53.1%、净利率 30.9%；职教培训次之，毛利率 68.3%，净利率 14.6%；国际教育细分领域净利率为负，主要是由于板块中的公司电光科技旗下雅力科技季节效应明显、凯文教育旗下国际学校尚处于培育期。

图表 7: 18H1 教育各细分领域毛利率



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 8: 18H1 教育各细分领域净利率



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 业绩增速分化明显。** 职教培训领域标的整体表现好于其他板块，其中文化长城旗下联讯教育、智游臻龙增速较快；K12 教培领域，仅龙门教育收入及净利润增速超 30%；幼教领域，3 家标的净利润同比减少，净利率下滑明显；国际教育板块业绩有所提升，教育信息化板块业绩下滑明显。

图表 9: 各细分领域主要教育标的 18H1 收入及净利润同比增速一览

细分领域	上市公司	子公司	18H1 收入增速	18H1 净利润增速
K12 教培	勤上股份	龙文教育	-2%	-6%
	新南洋	昂立教育	32%	0%
	紫光学大	学大教育	-2%	1%
	科斯伍德	龙门教育	31%	34%
教育信息化	立思辰	敏特昭阳	-91%	-123%
		康邦科技	21%	-3%
		叁陆零教育	-3%	-10%
	全通教育	全部	-33%	-102%
职教培训	文化长城	联讯教育	58%	49%
		智游臻龙	58%	70%
	开元股份	恒企教育	154%	26%
		中大英才	72%	20%
	洪涛股份	跨考教育	6%	-5%
		学尔森	-31%	-45%
STEAM	盛通股份	乐博乐博	22%	34%
幼教	威创股份	红缨教育	-7%	-54%
		金色摇篮	24%	-8%
	秀强股份	全人教育	7%	-15%
国际教育	电光科技	雅力科技	8%	4%
	三垒股份	楷德教育	22%	-39%
	凯文教育	文凯兴	2915%	/

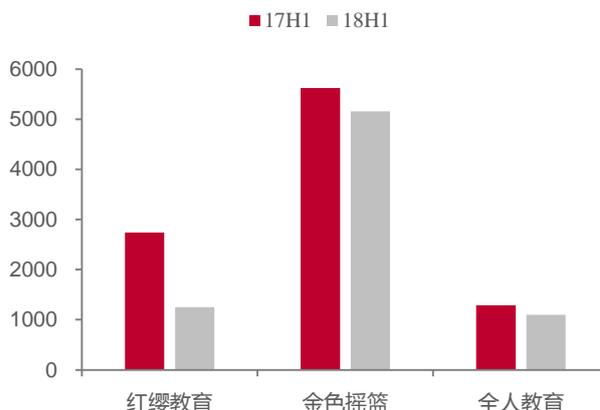
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

主要细分领域的趋势

民办幼儿园: 转换思路, 有待突破

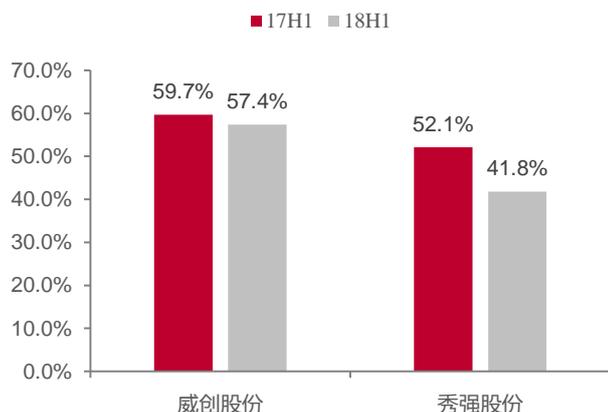
- 政策调整, 非普惠性幼儿园经营成本增加。**民促法修法后, 虽然确定可以举办营利性民办幼儿园, 但是转设方法及转设成本尚未可知。同时各省市陆续出台政策对普惠性民办幼儿园给予相应的生均、租金、扩学位补贴, 而非普惠性民办幼儿园(拟转设营利性)将面临补贴取消、土地租赁优惠减少等因素, 运营成本或将显著增加的问题。
- 民办幼儿园业绩承压。**以加盟模式为主的威创股份仍然保持较快的扩张速度, 18H1 加盟幼儿园数量达 5103 所, 较去年同期增加 603 所, 此外新增可儿教育、鼎奇教育品牌。但旗下红缨教育、金色摇篮均出现明显的业绩下滑情况, 红缨教育净利润下滑 54%, 金色摇篮净利润下降 8%。以直营模式为主的秀强股份目前拥有的幼儿园和早教中心接近百所, 也同样面临业绩下滑的局面, 旗下的全人教育净利润下滑 15%。

图表 10: 红缨教育、金色摇篮、全人教育净利润情况



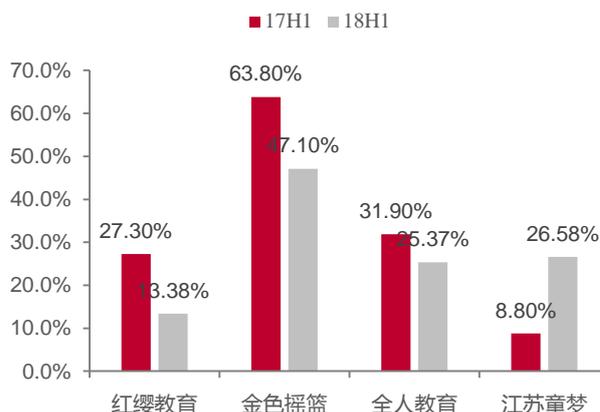
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 11: 幼教上市公司教育业务毛利率



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 12: 幼教标的净利率



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

注: 江苏童梦 17H1 未全部并表, 因此 18H1 净利率增长较多

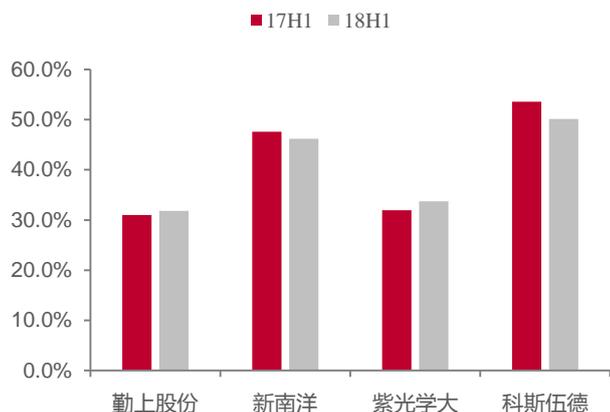
- **幼教公司尝试品牌升级、产业链延伸力求破局。**威创股份旗下红缨教育上半年主动暂缓连锁加盟业务、积极探索“新红樱”高端幼儿园托管项目;金色摇篮继续推广安特思库幼小衔接课程和社区直营馆发展;此外,战略布局美国“芝麻街英语”IP,进一步延伸产业链。秀强股份旗下定位于一线城市,已在上海新建2所幼儿园;注重“校企合作”,研发并推广特色课程,提升公司业内口碑和专业性。

K12 课外: 格局逐渐明晰, 持续扩张

- **K12 课外培训机构证券化程度提升。**按照 Frost & Sullivan 统计 K12 教培市场份额前五的机构中,新东方、好未来、精锐教育在美股上市,学大教育被 A 股紫光光学大收购,卓越教育赴港股上市;区域龙头中,龙门教育 18 年正式并表科斯伍德,华英教育近期被精锐教育收购。此外朴新教育近年来加大对中小机构的收购整合,并已成功在美股上市。

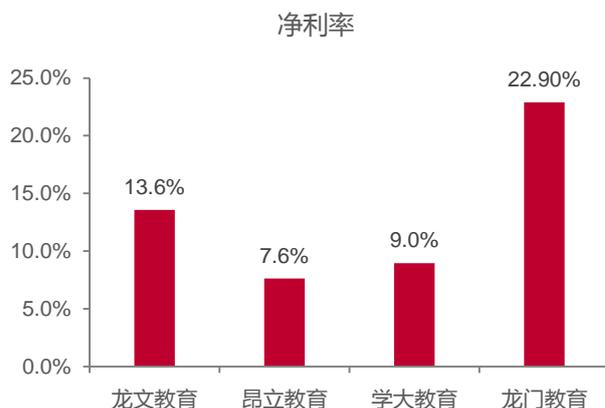
- 从盈利能力看，一般而言全封闭>班课>一对一。班课具有明显的规模效应，而全封闭在班课基础上，还衍生出住宿、餐饮、购物等需求。因此，龙门教育毛利率、净利率均处于较高水平。A 股除了科斯伍德以外，基本上是一对一模式为主的 K12 教培公司。一对一授课模式相比班课，人力成本较高，规模效应有限，整体盈利能力受限。

图表 13: 18H1 K12 教辅上市公司教育业务毛利率



来源：公司公告，中泰证券研究所

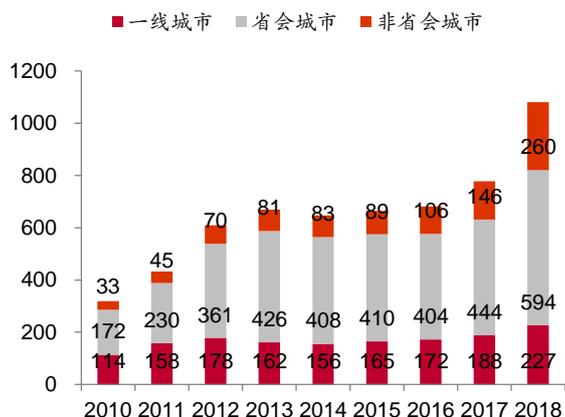
图表 14: 18H1K12 课外辅导标的净利率



来源：公司公告，中泰证券研究所

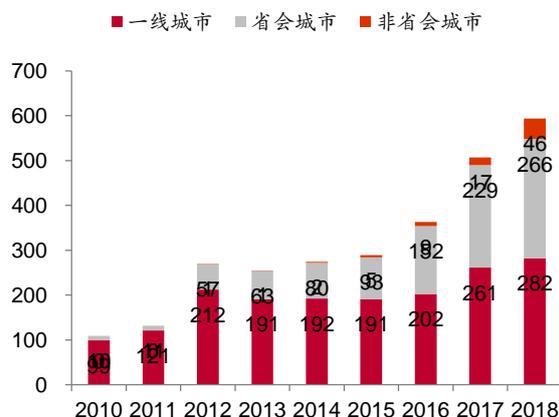
- 监管加强，短空长多。**随着今年 2 月四部委开展专项治理、8 月国务院发布《规范校外培训机构发展的意见》，针对课外培训机构的政策监管呈现趋严态势。短期或将影响 K12 教培的扩张速度，提升课外机构经营成本，但从长期来看，从严规范提高了进入的门槛，对行业内普遍的小工作室、个体老师类的供给进行清理，为龙头提供更广阔的发展空间。
- 多数机构借机加速扩张。**从扩张进程看，地方性机构走向全国，全国性机构向三四线城市渗透是大势所趋，双师模式或将进一步提升师资和教学内容的标准化程度，促使扩张提速。从网点来看，“双巨头”新东方从 FY16Q4、好未来从 FY17Q1（实际上同一个自然季度）开始加速扩张，新东方最新季报显示净增 226 个网点，总网点数达到 1081 个；好未来最新季报 FY19Q1 显示总网点数达 630 个，新增 36 个，增速略有放缓，且提到 Q2 会稍微控制扩张速度。而对区域性机构来说，加速走向全国是必然趋势。龙门教育（科斯伍德）从 2016 年开始拓展全国，截至目前已在全国 11 个城市开设 K12 课外培训中心，全封闭校区在北京、武汉等多地加速实现异地复制；昂立教育（新南洋）18H1 新增 27 校，总校区达 199 个。

图表 15: 新东方线下网点扩张情况



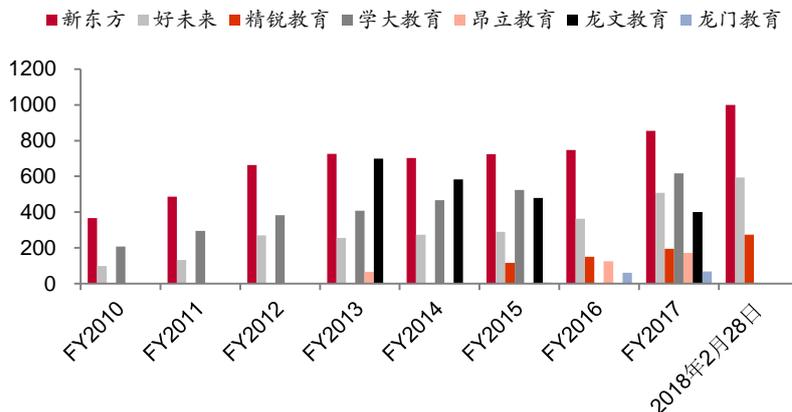
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 16: 好未来线下网点扩张情况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

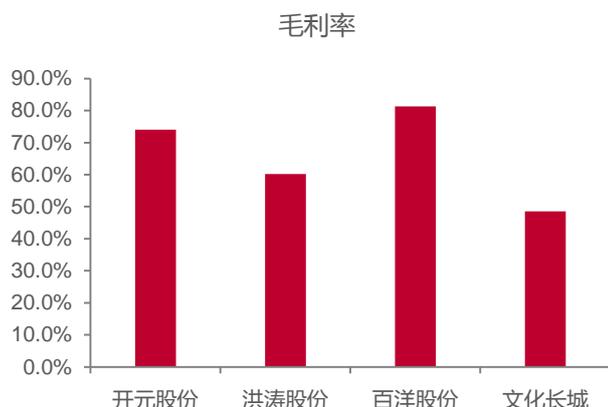
图表 17: 主要 K12 课外培训机构网点数量



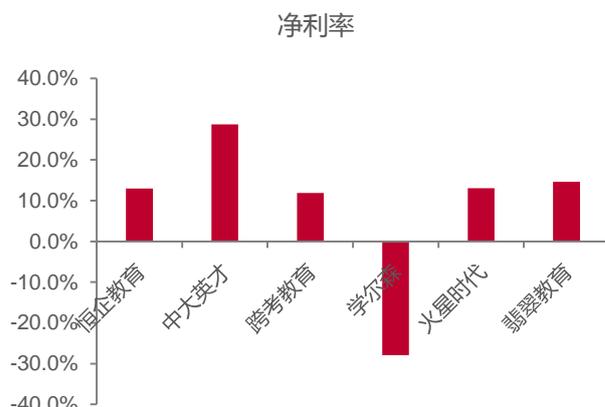
来源: 公司公告, 公开资料整理, 中泰证券研究所

职教培训: 技能培训表现良好

- 随着中公教育拟借壳亚夏汽车、华图教育拟港股上市, 职教培训出现了新的品类——竞争性考试培训(以公务员考试培训为代表)。相比技能培训、普通考试培训的优势在于: 竞争性考试有录取率的概念, 需要比其他考得更好才会被录取, 因此参培意愿更强, 参培率更高; 同时可以按结果付费(协议班), 因此付费意愿更强。所以从成长空间看, 竞争性考试培训(参培率高)和技能培训(潜在客户多)优于通过类(职业资格)考试培训。
- **技能培训盈利能力相对较强。**目前 A 股职教培训板块的 4 家上市公司, 多集中在技能培训领域(除洪涛股份旗下跨考教育、学尔森)。从盈利能力方面来看, 表现较好, 主打 CG 培训的火星时代(百洋股份)、会计培训的恒企教育(开元股份)、IT 培训(翡翠教育 2018 年 4 月开始并表)净利率均在 10% 以上。

图表 18: 18H1 职业教育上市公司教育业务毛利率


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 19: 18H1 职业教育标的净利率


来源：公司公告，中泰证券研究所

展望 18H2

- **细分领域龙头有望涌现。**目前已经公告正在进行或正在筹备的教育板块收购事项涉及 3 家上市公司，仍主要为培训类的资产，这与目前缺乏转设营利性民办学校的实操规定相关。前两年 A 股收购教育标的多为小千万利润体量，而从去年下半年开始，全国性或区域性龙头陆续登陆 A 股，为行业注入新鲜血液。

图表 20: 教育板块正在进行或正在筹备的收购事项

上市公司	教育标的	细分领域	方式
三垒股份	美杰姆	早教	现金
亚夏汽车	中公教育	职教培训	借壳
神州数码	启行教育	留学+考培	发行股份+现金

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **关注 A 股教育行业下半年投资机会。**A 股教育行业目前估值水平在 20x 左右（相对 19 年盈利预测）；港股教育行业受《送审稿》的影响，估值调整幅度比较大。A 股教育行业主要是培训类资产，受《送审稿》实质影响不大，并且培训机构相关政策的出台有望梳理行业供给、提升行业规范性，长期来看有利于 A 股教育资产的证券化进程和业绩增长。我们认为下半年需更加关注 A 股教育的投资机会，优选业绩完成度高、成长逻辑清晰、具有龙头地位的个股，建议重点关注科斯伍德、三垒股份、科锐国际。

风险提示

- **民办学校政策风险；**教育标的学生人数增长、学费提价等不达预期；收购标的业绩不达预期，上市公司面临商誉减值风险。

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。