



# 精锐教育 (ONE.N): 高端 K12 教培龙头, 内生外延破 解 1 对 1 困境

2019.01.17

黄莞 (分析师)

电话: 020-88832319

邮箱: huanguan@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310517050001

## 摘要:

市场对精锐教育最大的担忧——精锐教育会不会陷入 1 对 1 规模不经济的困境? 我们认为不会: (1) 精锐教育定位高端 K12 教培市场, 其高端产品溢价能力突出, 营业利润率甚至领先可比小班品牌。同类产品定价比行业主要参与者竞品高约 15%-50%。FY2017 精锐教育营业利润率为 14.81%, 领先于新东方的 14.57% 和好未来的 12.6%。(2) 精锐教育通过自研和投资不断拓展一对多产品线, 其 1 对 1 业务占比已从 2016 年的 81% 下降至到 2018 年的 68%, 预计 2021 年将降至约 55%。

### ● 公司概况: 高端 K12 课外培训龙头, 与班课品牌新东方好未来形成错位竞争

精锐教育主要针对富裕家庭学生提供覆盖学前班到 K12 全年龄段的高端个性化 K12 课外培训服务。按 2017 年营收计, 市场规模 946 亿元的高端 k12 课外培训市场 TOP5 约 6.1%。其中精锐教育名列第一, 市占率约 2.4%。FY2016-2018 公司营收由 15.29 亿元增至 28.62 亿元, 复合年增长率达 36.84%, 截至 2018 年 8 月 30 日, 公司已在全国 43 个城市布局了 315 个教学中心, 月平均入学人数约 11.2 万人。

### ● 核心竞争力: 品牌产品渠道筑竞争内核, 内生外延释放增长潜力

我们认为精锐教育是一家具备核心竞争力且能够综合线上线下优势实现标准化低成本扩张的 K12 教培龙头。其核心竞争力体现在 4 个方面:

(1) 品牌力: 品牌知名度享誉业界, 溢价能力突出。强大的品牌力是教育培训行业的核心利润来源。凭借中国高端 k12 课后辅导市场的龙头地位以及最高的市场认知度, 精锐教育具有较强的行业定价权和溢价能力, 精锐教育的每班课时费价格在同类型服务中最高。精锐 VIP 与至慧学堂是两大全国知名品牌。

(2) 产品力: 构建丰富全面的产品体系, 效果取胜。精锐教育已经成功构建了多矩阵产品体系, 培训学生升学率远高于行业平均水平。2017 年精锐 VIP 学生高中录取率 90.3% (全国招生率 56.6%) 和大学录取率 90.7% (全国招生率 39.6%), 2017 年至慧学堂学生进入上海前十名私立小学的比例为 44.7% (入学率 8.3%)。

(3) 渠道力: 深耕一二线城市, 全国布局降维打击。线下教育培训行业本质是连锁直营商业模式, FY2016-2018, 精锐教育教学中心数目为 150 个、225 个和 315 个, 同比增速 28.21%、50% 和 40%。精锐教育已深度布局华东区域和华南区域, 当前正通过并购天津华英和北京巨人再次进军北京为核心的北方区域, 进而对全国实现降维打击。精锐教育成为少数几家实现全国高质量布局的 K12 教培巨头。

(4) 整合力: 外延并购高效推进, 增强区域覆盖和产品体系。2018 年上市以来陆续收购了素质教育品牌小小地球少儿英语、天津最大的 K12 班课培训机构之一华英教育和全国知名 K12 教育机构巨人启迪教育, 补强班课业务和进军北方市场, 加速布局素质教育。同时通过战略性投资布局溢米辅导 (在线一对一)、UUabc (在线少儿英语) 和佳学慧 (在线少儿数学思维) 扩大在线教育市场布局。

● 盈利预测及估值: 预计 FY2019-2021 精锐教育营收 40.92/54.80/69.28 亿元, 同比增长 42.97%/33.91%/26.43%。净利润 4.20/6.12/8.37 亿元, 同比增长 70.71%/45.81%/36.76%, 对应 EPS2.58/3.76/5.14 元。对应当前股价 (1 人民币 =0.1477 美元) 23.42/16.08/11.75 倍 PE, 给予“强烈推荐”评级。

主要财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营收 (亿元)	20.58	28.62	40.92	54.80	69.28
同比 (%)	34.60%	39.11%	42.97%	33.91%	26.43%
净利润 (亿元)	2.59	2.46	4.20	6.12	8.37
同比 (%)	36.69%	-4.98%	70.71%	45.81%	36.76%

● 风险提示: 政策不确定性风险、异地扩张不达预期风险、并购不达预期风险

## 强烈推荐

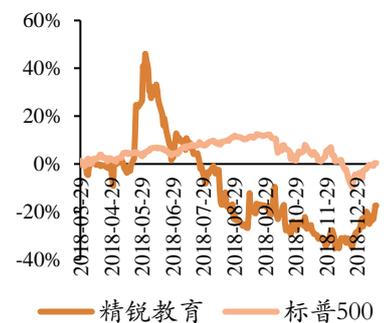
(首次覆盖)

现价: 8.92 美元

目标价: 10.67 美元

股价空间: 19.62%

## 股价走势



## 股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
精锐教育	19.41	-0.34	-22.43
标普 500	2.76	-6.87	-6.89

## 基本资料

市值 (亿美元)	14.50
总股本 (亿股)	1.63
流通股比例	64.76%
资产负债率	73.94%
大股东	张熙
大股东持股比例	35.30%

## 相关报告

1. 【广证恒生教育】首份教育行业网点深度专题: 忆往昔, 展今朝, 未来 K12 培训行业网点布局路在何方》-20180729



## 目录

目录	2
图表目录	3
1.公司概况：高端 K12 课外教育市场 NO.1	4
1.1 公司简介：上海起家，高端 K12 课外教育全国领导品牌	4
1.2 业务简介：主打 1 对 1 个性化教育，已有三大项目两大品牌	5
1.3 财务分析：FY2018 营收增长 39.1%，毛利小幅下滑至 50.6%	6
2.行业分析：消费升级促高端 K12 课外教育市场赛道催生错位竞争	8
2.1 行业洗牌加速，全国性及区域性头部企业享受行业集中度提升红利	8
2.2 高端 K12 课外教育市场剑指千亿，精锐教育问鼎龙头	9
2.3 如何破解 1 对 1 规模不经济困境？高品牌价值赋予精锐教育高溢价能力	10
2.4 优质少儿教育资源稀缺，少儿课外教育行业 CAGR 近 20%	12
3.核心竞争力：品牌产品渠道筑竞争内核，内生外延释放增长潜力	13
3.1 品牌力：品牌知名度享誉业界，溢价能力突出	13
3.2 产品力：构建丰富全面的产品体系，效果取胜	14
3.3 渠道力：深耕一二线城市，全国布局降维打击	15
3.4 整合力：外延并购高效推进，增强区域覆盖和产品体系	16
4.盈利预测	17
4.1 关键假设	17
4.2 公司估值	18
5.风险提示	19
5.1 政策不确定性风险	19
5.2 异地扩张不达预期风险	19
5.3 并购不达预期风险	19



## 图表目录

图表 1 精锐教育通过丰富品牌体系，提供多元化高端 K12 课外教育服务.....	4
图表 2 精锐教育已在全国 43 个城市布局 315 个学习中心（截止 2018 年 8 月 31 日） .....	5
图表 3 精锐教育项目品牌一览表 .....	5
图表 4 精锐教育 FY2018 营收增长 39.13%.....	6
图表 5 精锐教育品牌业务营收逐年增加 .....	6
图表 6 精锐 VIP 营业收入三年 CAGR30.6%.....	6
图表 7 至慧学堂营业收三年 CAGR78.6% .....	6
图表 8 精锐教育销售费用率、管理费用率逐年攀升.....	7
图表 9 公司毛利率、净利率小幅下降但仍居行业高位.....	7
图表 10 精锐教育 1 对多业务营收占比增加 .....	7
图表 11 K12 课外教育市场规模大、增速高.....	8
图表 12 高端 K12 课外教育市场规模大，增速高于整体 K12 课外教育市场 .....	9
图表 13 精锐教育占比 2.4%，问鼎高端 K12 市场龙头 .....	10
图表 14 1 对 1 辅导和班组教学形式未来增速较高.....	10
图表 15 精锐教育营业利润率在 FY2016、FY2017 居可比公司高位 .....	11
图表 16 精锐 FY2018 一对多课堂营收占比增加 .....	12
图表 17 小小地球少儿英语网点数，营收快速增长（百万人民币） .....	12
图表 18 少儿课外教育市场高速增长，预计 5 年复合增长率高达 18.5% .....	12
图表 19 少儿数学课外教育市场高速增长，预计 5 年复合年增长率高达 23.7% .....	13
图表 20 精锐教育学生升学率均高于相同范围平均升学水平.....	14
图表 21 精锐教育“i 精锐·学习力提升系统 8.0”提供先进教学体系、六大学习保障.....	15
图表 22 精锐教育学习中心分布情况 .....	16
图表 23 精锐教育战略性收购区域 K12 领军品牌.....	17
图表 24 精锐教育战略性孵化和投资在线产品 .....	17
图表 25 精锐教育 2019-2021 年主要财务指标预测 .....	18
图表 26 核心教育企业一致预期对动态估值情况.....	19

# 1.公司概况：高端 K12 课外教育市场 NO.1

## 1.1 公司简介：上海起家，高端 K12 课外教育全国领导品牌

精锐教育是目前国内市场规模最大,品牌知名度最高的高端 K12 课后辅导机构。公司成立于 2007 年,2008 年 1 月公司在上海开设了第一个学习中心,提供优质的 K12 课外教育服务,2018 年 3 月 28 日在美股上市。该公司主要针对富裕家庭(年收入大于 25 万元人民币)和普通富裕家庭(10 万元人民币至 25 万元人民币之间)的学生,以 1 对 1、1 对 3 课堂个性化教学为主要形式提供 K12 课外培训服务。至今旗下已有“精锐 VIP”、“至慧学堂”、“精锐·精品语文”、“精锐游学”、“精锐青少儿英语”、“精锐·留学语言培训”等多个教育品牌。

图表1 精锐教育通过丰富品牌体系,提供多元化高端 K12 课外教育服务



资料来源：公司官网、广证恒生

精锐教育从上海起家,截止 2018 年 8 月 31 日,已在全国 43 个城市布局 315 个学习中心。其中 225 个是精锐 VIP 学习中心,66 个是至慧学堂学习中心,24 个是小小地球少儿英语学习中心。在所有网点中,一二线城市网点数占比超过 90%。FY2018,精锐教育还在江苏和浙江等具有较强消费能力的东部新一线城市和二线城市增设学习中心。精锐教育在 K12 教育高端市场已扎稳脚跟,依托办学 10 年积累的口碑,紧跟我国教育政策以及客户需求的步伐,全方位构建核心竞争力。

**图表2 精锐教育已在全国 43 个城市布局 315 个学习中心（截止 2018 年 8 月 31 日）**


资料来源：招股说明书、广证恒生

## 1.2 业务简介：主打 1 对 1 个性化教育，已有三大项目两大品牌

精锐教育专注高端 K12 课外培训逾 10 年，形成“高端课程辅导”、“高端少儿教育”以及“语言培训”三大项目，其中“精锐 VIP”与“至慧学堂”是全国知名两大品牌。高端课程辅导覆盖小学三年级至高中三年级主要课程科目，主要以 1 对 1 课堂模式开展，2014 年引入 1 对 3 班组课堂，占比不断提升。近年来精锐教育也不断丰富高端少儿教育项目产品，2013 年推出的“至慧学堂”是我国少儿数学辅导市场上最著名的教育品牌之一。根据弗若斯特沙利文的数据，2016 和 2017 年，至慧学堂是上海最大的从幼儿园到三年级学生的课外数学教育服务提供商，其市场份额在 2017 年达到 9.3%；在高端少儿教育中，公司今年还推出了小小地球少儿英语，与智慧学堂形成交叉销售。公司的语言培训项目目前占比不大，尚处于发展中，包括“精锐国际英语”、“精锐游学”、“睿励留学”品牌服务。

**图表3 精锐教育项目品牌一览表**

业务	品牌	学	小学						中学			高中		
		前	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
K12 高端升学辅导	精锐 VIP	-	-	-	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
高端少儿辅导	智慧学堂	●	●	●	●	●	-	-	-	-	-	-	-	
	小小地球	●	●	●	●	●	●	●	-	-	-	-	-	
国际教育	精锐国际英语	-	●	●	●	●	●	●	●	-	-	-	-	
	精锐游学	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	
	睿励留学	-	-	-	-	●	●	●	●	●	●	●	●	

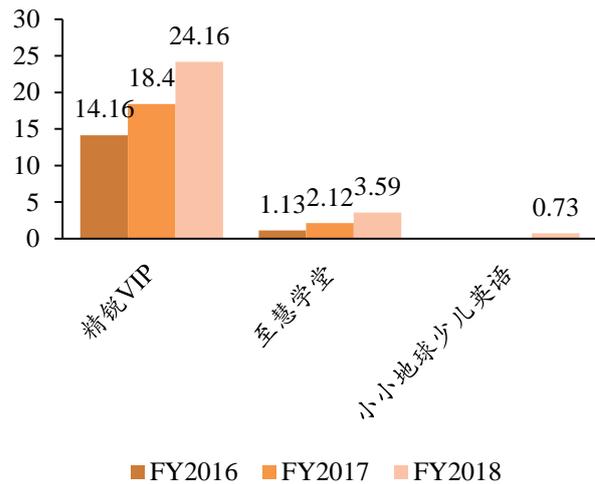
资料来源：公司官网、广证恒生

### 1.3 财务分析：FY2018 营收增长 39.1%，毛利小幅下滑至 50.6%

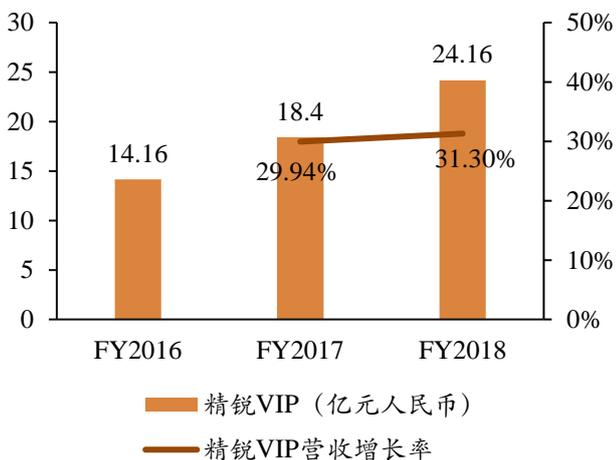
精锐教育 FY2018 营收增长 39.1% 至 28.63 亿元。其中精锐 VIP 创收 24.16 亿元，占总收入 84.40%；至慧学堂创收 3.59 亿元，占总收入 12.55%。收入的增长得益于两个品牌业务学生人数的增长和教学中心扩张。FY2018 月平均入学人数达到 112,145 人，三年 CAGR 41.5%，来自精锐 VIP 业务和至慧学堂业务的月平均注册人数三年 CAGR 分别为 21.25% 和 33.89%。

**图表4 精锐教育 FY2018 营收增长 39.13%**

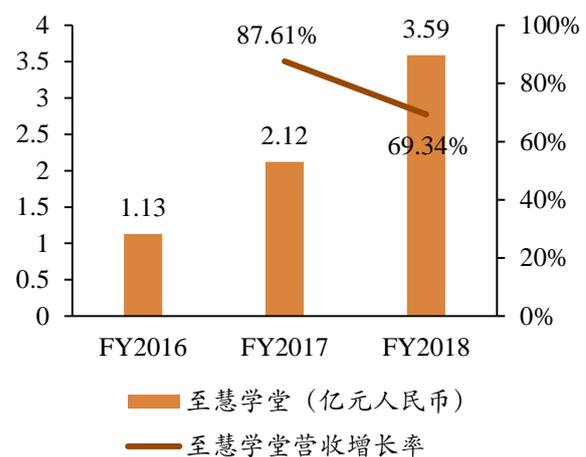

资料来源：招股说明书、公司财报、广证恒生

**图表5 精锐教育品牌业务营收逐年增加**


资料来源：招股说明书、公司财报、广证恒生

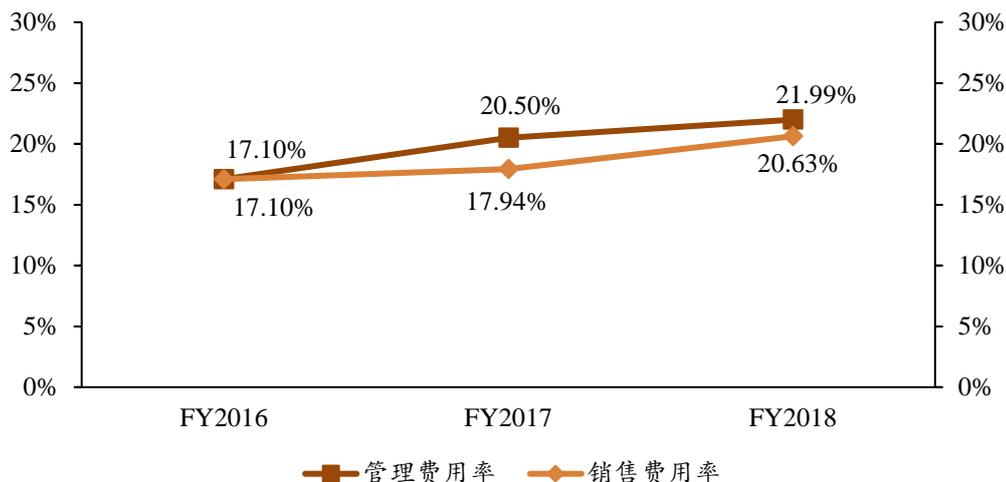
**图表6 精锐VIP 营业收入三年 CAGR 30.6%**


资料来源：招股说明书、公司财报、广证恒生

**图表7 至慧学堂 营业收入三年 CAGR 78.6%**


资料来源：招股说明书、公司财报、广证恒生

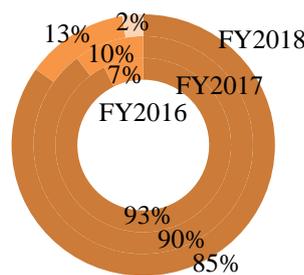
公司销售费用率、管理费用率逐年上升，FY2018 分别为 21.99% (+1.45pct)、20.63% (+2.69pct)。主要原因是随着公司学习中心扩张，行政、营销人员数量和薪酬上升以及公司加大营销和品牌推广投入。

**图表8 精锐教育销售费用率、管理费用率逐年攀升**


资料来源：公司财报、广证恒生

FY2018 公司毛利率同比小幅下降 0.65pct 至 50.64%，但在高端 K12 课外教育行业乃至整个 K12 课外培训行业都处于高位。毛利率下降的主要原因是近年来公司加速自建扩张和外延并购，新增的学习中心数量大幅增加但尚处于孵化中，对应毛利率较低。

FY2018 公司实现归母净利润 2.46 亿元，同比下降 5%。更能反映企业实际经营状况的非美国通用会计准则下 (non-GAAP) 净利润 3.92 亿元，同比增长 38.3%。两者的差异主要是因为上市期间的一次性股权激励费用的集中产生及 IPO 费用。净利率同比下降 4.33pct 至 7.49%，近年来，精锐教育非 1 对 1 业务高速增长，占比稳步提高，预计将提振公司长期利润率空间。预计精锐教育凭借其高溢价能力及净利率率更高的一对多产品线，盈利能力将逐步提升。

**图表9 公司毛利率、净利率小幅下降但仍居行业高位 图表10 精锐教育 1 对多业务营收占比增加**


■ 精锐VIP ■ 至慧学堂 ■ 小小地球少儿英语

资料来源：招股说明书、公司财报、广证恒生

资料来源：公司财报、广证恒生

注：从精锐教育主要创收业务来看，精锐VIP 班型主要由 1 对 1 和 1 对 3 组成，至慧学堂主要是 1 对 8 班组课堂，小小地球少儿英语为 1 对 14 班组课堂

## 2.行业分析：消费升级促高端 K12 课外教育市场赛道催生错位竞争

### 2.1 行业洗牌加速，全国性及区域性头部企业享受行业集中度提升红利

2017 年市场规模保守估计为 4600 亿元，K12 阶段目标人群体量巨大及教育资源的分配不均铸就课外培训刚性需求。根据弗若斯特沙利文，2013 年全国 K12 课外教育服务市场的市场规模约人民币 2933 亿元，2017 年市场规模约为 4653 亿元，复合年增长率达 12.2%；预期 2022 年 K12 课外教育服务市场规模可达人民币 7689 亿元，复合年增长率为 10.6%。千亿市场规模下，K12 课外教育市场高度分散，行业集中度非常低：按 2017 年营收计算，CR5 占比仅有 4.7%，CR10 也仅有 6%。大空间小企业的竞争格局使得 K12 课外教育行业呈现全国性龙头引领、地头蛇百花齐放的竞争状态。

图表11 K12 课外教育市场规模大、增速高



数据来源：弗若斯特沙利文、广证恒生

**K12 课外培训教育市场主要竞争者已明显分层，呈阶梯式品牌群。**第一梯队以新东方与好未来为代表，两家公司作为 K12 课外教育龙头，年营收高达百亿人民币级别，地域布局全国，主要集中于一二线城市。第二梯队以精锐教育、学大教育、卓越教育、朴新教育、昂立教育等教学机构为代表，此梯队内公司或是已布局全国一二线城市，或是深耕一片区域再辐射全国，同样具备不逊色于新东方好未来的品牌影响力，但营收规模和教学点数量规模弱于两大龙头，年营收额在人民币 10 亿-30 亿元之间。第三梯队由高思教育、邦德教育、明师教育、佳一教育等区域性优质教育企业组成，此梯队内公司大多集中在某一个一二线省会城市布局，辐射的相关城市较少，在当地具有较强的品牌影响力，年营收集集中在 1 亿元-10 亿之间。除此之外，大多 K12 课外培训市场机构营收规模远低于 1 亿元，导致行业集中度非常低。

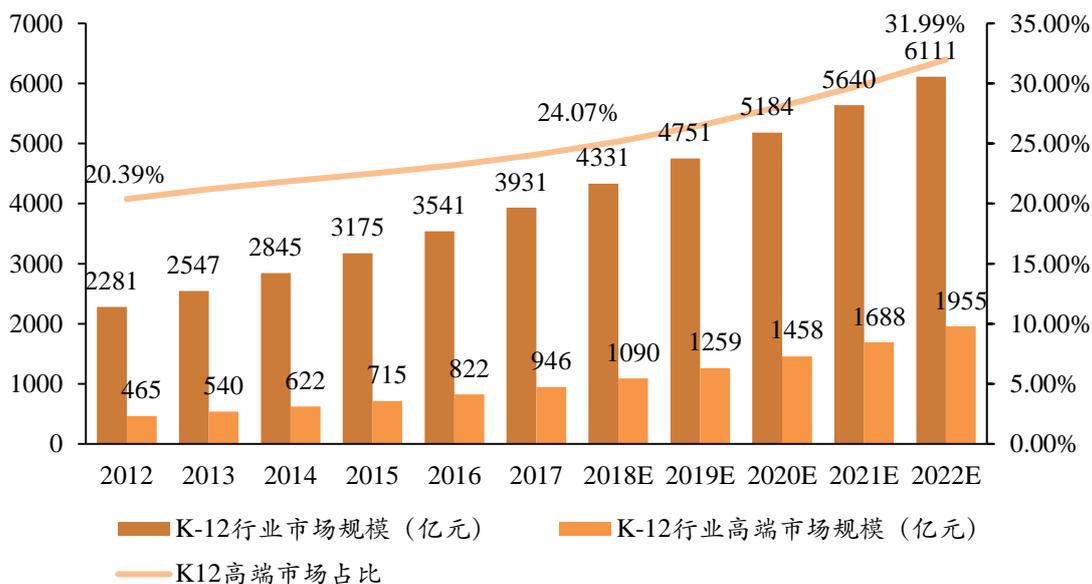
**K12 教培行业大整顿也将加速行业集中度提升，精锐教育等头部企业长期受益。**近年来，对 K12 课外教培行业的监管政策频出，专项治理逐步推进，2018 年以来尤为明显。我们认为短期内将阶段性上升行业

整体经营成本，大量不规范的中小机构更是面临生存危机，长期来看整顿趋势的延续有助于市场更加规范发展，中小培训机构加速离场，头部企业凭借强大品牌影响力和标准化教研体系实现进一步全国扩张，有望享受行业集中度提升红利。已经实现全国布局的精锐教育也有望充分享受本轮行业集中度提升红利。截止2018年8月31日，公司已在全国43个城市布局315个学习中心，2018年登陆美股后更利用资本优势，在加速直营教学点扩张之外，并先后收购“小小地球少儿英语”、“天津华鹰教育”和“巨人启迪教育”，不断拓展赛道和地区布局。

## 2.2 高端 K12 课外教育市场剑指千亿，精锐教育问鼎龙头

受益于富裕及中等富裕家庭（年收入不低于10万元）数量的持续增长及升学竞争日趋激烈，中国 K12 学生对优质课外教育服务的需求持续增长，2017 年高端 K12 课外教育市场规模达 946 亿元。高端 K12 课外培训是指收费标准高于 200 元/小时的 1 对 1 课后辅导课程以及收费标准高于 120 元/小时的班组课后辅导课程。高端的 K12 课外培训通常在评估每个学生自身学习水平和学习需求的基础上，为学生提供定制化的课后辅导服务。根据弗若斯特沙利文，中国高端 K12 课外教育市场总收入由 2012 年的 465 亿元增至 2017 年的 946 亿元，复合年增长率为 15.3%；预计 2022 年增长至 1955 亿元，年复合增长高达 15.5%，远高于 K12 课外培训市场整体 10.6% 的增速。

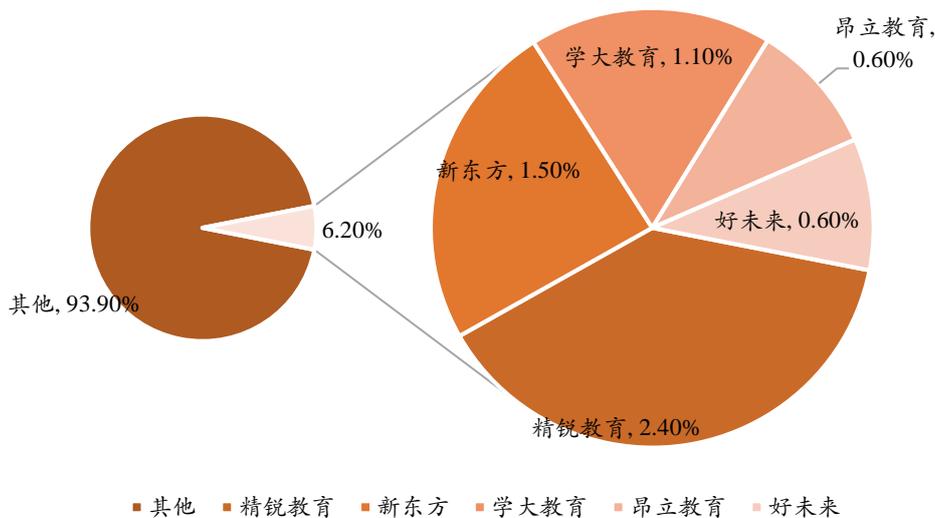
图表12 高端 K12 课外教育市场规模大，增速高于整体 K12 课外教育市场



数据来源：弗若斯特沙利文、广证恒生

中国高端 K12 课后辅导市场高度分散，CR5 约 6.1%，精锐教育问鼎龙头。按 FY2017 营收计，中国高端 k-12 课后辅导行业的前五大市场参与者占市场份额约 6.1%。其中精锐教育名列第一，市占率约 2.4%。在整体 K12 课外培训行业加速洗牌的大背景下，高端 K12 课外培训市场同样面临整合机会，头部企业有望通过其高质量的服务和声誉来巩固和扩大市场份额。例如精锐教育以上海起家，抓住机遇向全国扩张，预期将在行业集中度提升中长期受益。

图表13 精锐教育占比2.4%，问鼎高端K12市场龙头



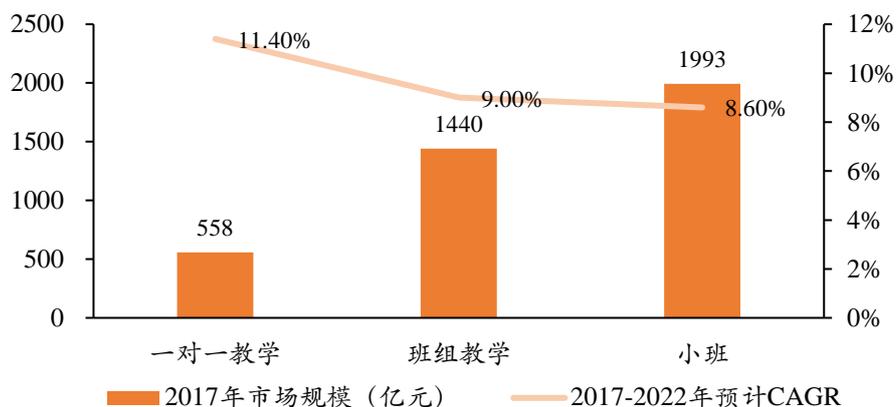
数据来源：弗若斯特沙利文、广证恒生

说明：好未来、新东方只统计FY20171对1业务板块收入

## 2.3 如何破解1对1规模不经济困境？高品牌价值赋予精锐教育高溢价能力

不同班级形式优势各异，1对1辅导长期增速超过K12课外教育市场整体增速。根据班级规模大小，中国的K-12课外教育市场可以大致分为1对1辅导、班组课和小班课。三类班级形式在教学效果、教学成本等方面各具优势，1对1教学形式由于提供较高质量的教育服务，能够获得更佳教学效果，随着中国高收入家庭数目的增长受欢迎程度不断提升。根据弗若斯特沙利文，1对1和班组课市场预计2017-2022年的年复合增长率可达11.4%和9%，超过小班市场8.6%的增速。

图表14 1对1辅导和班组教学形式未来增速较高

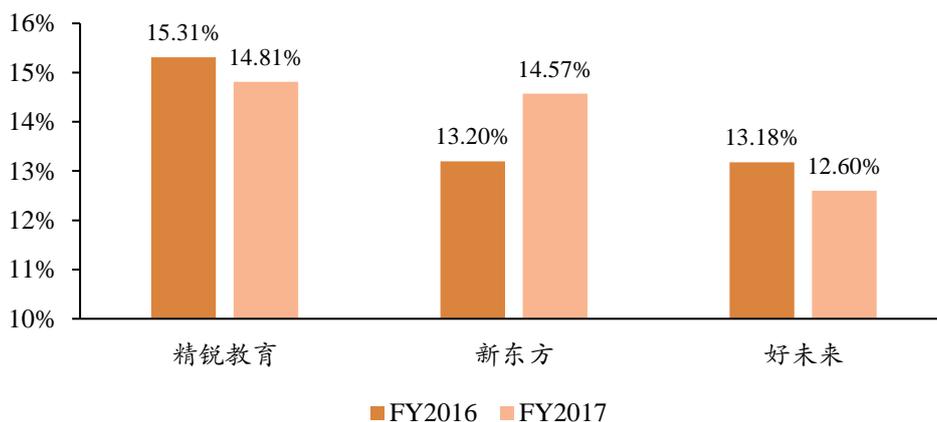


数据来源：弗若斯特沙利文、广证恒生

虽然市场需求旺盛，但是1对1模式在充分关注学生个体、保证学习效果的同时，普遍存在坪效低等问题，被认为较难实现规模经济。精锐教育凭借其高溢价能力及净利润率更高的一对多产品线，有望充分发掘盈利空间，打破规模不经济的困境。

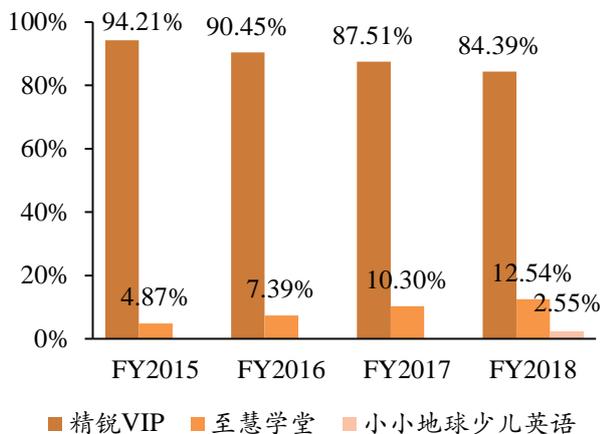
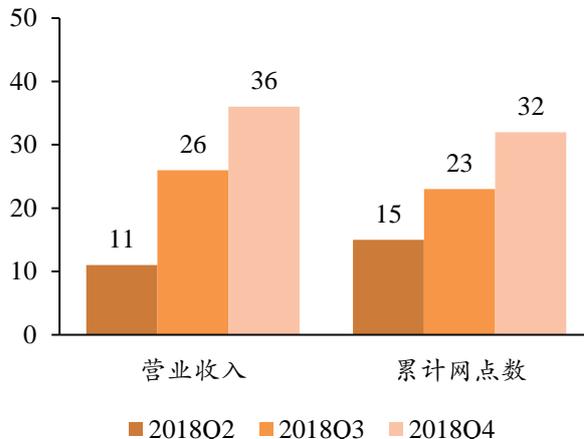
其一，精锐教育高端产品溢价能力突出，运营能力较强，FY2016-2017 营业利润率领先于班课品牌新东方和好未来。精锐教育自成立以来致力于提供高质量的高端 K12 课外教育服务，已形成了良好口碑和较强的品牌影响力。根据弗若斯特沙利文在中国所有一线城市和八大二线城市进行的一项调查，精锐教育在 K12 课外教育服务高端市场认知度为 28%，排名第一。高品牌价值赋予精锐教育高溢价能力，体现在营业利润率上的优异表现。根据弗若斯特沙利文和摩根斯坦利的数据，以 2018 年春季班为例，精锐教育 1 对 1 每小时学费区间介于 270 至 400 元，班组课每小时学费介于 160 至 280 元，比行业主要参与者的同类产品高约 15%-50% 的水平。FY2017，精锐教育营业利润率为 14.81%，领先于新东方的 14.57%、好未来的 12.6%。

图表15 精锐教育营业利润率在 FY2016、FY2017 居可比公司高位



数据来源：摩根斯坦利、弗若斯特沙利文、广证恒生

其二，精锐教育通过自研和投资不断补全和拓展一对多产品线，将提振公司长期利润空间。近年来，精锐教育非 1 对 1 业务高速增长，占比稳步提高。精锐 VIP 中 1 对 3 业务占营收比重从 2016 年的 12.03% 提高到 2018 年的 16.4%，预计 2021 年将提升至约 21%。此外，至慧学堂（1 对 8）和小小地球少儿英语（1 对 14）也保持超高速增长，占营收比重从 2016 年的 7.37% 提高到 2018 年的 15.09%，预计 2021 年将提升至约 22%。2017 年下半年，精锐教育开始推出 25 人小班课堂，自上市以来公司也以其自身品牌优势延伸产业链，积极布局素质教育赛道，并形成交叉销售降低成本。公司还通过收购华英教育和巨人教育等传统小班品牌补全产品线，预计将长期提高公司整体利润率水平。

**图表16 精锐 FY2018 一对多课堂营收占比增加**

**图表17 小小地球少儿英语网点数, 营收快速增长(百万人民币)**


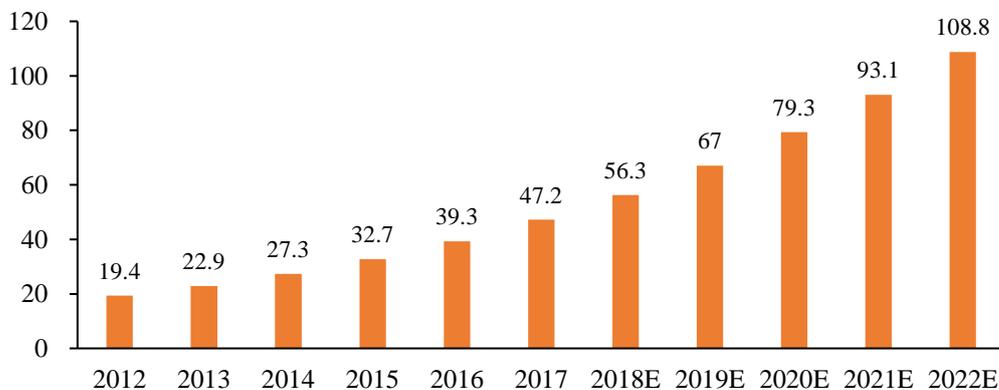
资料来源: 公司年报、广证恒生

资料来源: 公司年报、广证恒生

注: 精锐VIP主要是1对1和1对3课堂, 至慧学堂为1对8课堂, 小小地球少儿英语是1对14课堂

## 2.4 优质少儿教育资源稀缺, 少儿课外教育行业 CAGR 近 20%

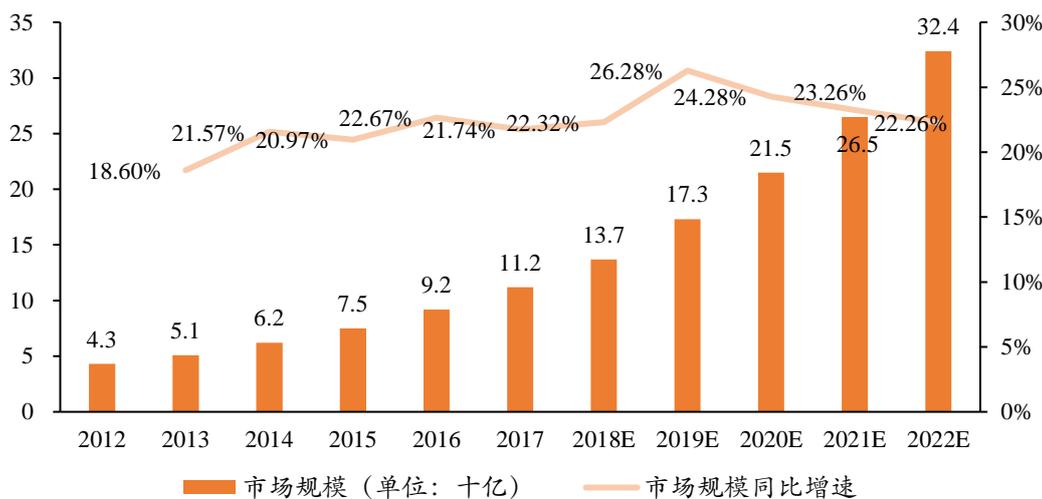
庞大的少儿群体以及优质少儿教育资源稀缺的驱动下, 中国少儿课外教育市场高速增长, 预计2017-2022年复合增长率高达18.5%, 远超行业整体增速。据弗若斯特沙利文, 我国少儿阶段人口有望从2016年的1.06亿增长至2022年的1.19亿, 预期复合年增长率为1.9%。然而中国优质小学教育资源无法满足少儿学生增长的教育需求, 这将进一步加剧少儿学生在小学入学考试中的竞争, 同时也将导致少儿课后教育辅导行业的需求加速增长。根据弗若斯特沙利文, 中国少儿课后辅导行业的总收入由2012年的人民币194亿元增至2017年的472亿元; 预计2022年增长至1080亿元, 复合年增长率高达18.5%。精锐教育抓住少儿课外教育市场的重大机遇, 先后推出至慧学堂、精品语文、青少儿英语、萝卜编程等品牌, 及时切入少儿课外教育各细分赛道, 全面捕捉少儿课外教育市场的成长机会。少儿教育业务占营收比重逐年提升, 2015-2018年分别为4.9%、7.4%、10.3%、15.1%。

**图表18 少儿课外教育市场高速增长, 预计5年复合增长率高达18.5%**


数据来源: 弗若斯特沙利文、广证恒生

其中少儿数学课外教育需求日益增长，市场规模将由 2017 年的人民币 112 亿元增长至 2022 年的 324 亿元，预计 5 年复合年增长率高达 23.7%。据弗若斯特沙利文，数学是小学入学考试以及小学教育中的核心科目，能够锻炼一个学生的批判性思维和推理能力，同时为学生在 K12 阶段将要学习的物理和化学等科学类学科打下基础。因此家长和少儿学生对高质量的少儿数学课外教育服务的需求日益增长，近年来高端少儿数学课外教育服务提供商迎来巨大的市场机遇。精锐教育于 2013 年推出少儿趣味数学品牌“至慧学堂”，致力于 4-12 岁少儿数学思维能力的培养以及综合素养的提升，已是我国少儿数学辅导市场上最著名的教育品牌之一。目前已布局 66 个至慧学堂学习中心，其营收三年 CAGR 78.6%，成为公司新业绩增长点。

图表19 少儿数学课外教育市场高速增长，预计 5 年复合年增长率高达 23.7%



数据来源：弗若斯特沙利文、广证恒生

## 3.核心竞争力：品牌产品渠道筑竞争内核，内生外延释放增长潜力

作为一家专注高端教育市场服务的企业，精锐教育在高端 K12 教育培训市场已占有最大的市场份额。通过业务布局和投资并购，精锐教育已形成了包括 K12 教育、在线教育、素质教育在内的生态链，多维度打造并不断强化自身核心竞争力。

### 3.1 品牌力：品牌知名度享誉业界，溢价能力突出

精锐教育是中国高端 k-12 课后辅导市场的龙头，市占率第一，品牌知名度享誉业界。按 2017 年营收计，中国高端 K12 课后辅导行业的前五大市场参与者占市场份额约 6.1%。其中精锐教育名列第一，市占率约 2.4%。同时根据弗若斯特沙利文在中国所有一线城市和八大二线城市进行的一项调查，“精锐 VIP”在 K-12 课外教育服务高端市场认知度排名第一。在中国类似服务的主要参与者中，客户满意度最高。2017 年公司依托强大的品牌认知度在上海高端教育市场获得市场份额高达 26.3%。精锐个性化教育口碑在发源地上海已经成功建立，品牌影响力逐步辐射全国。

强大的品牌力是教育培训行业的核心利润来源。更高的品牌知名度带来了更强的溢价能力，精锐教育

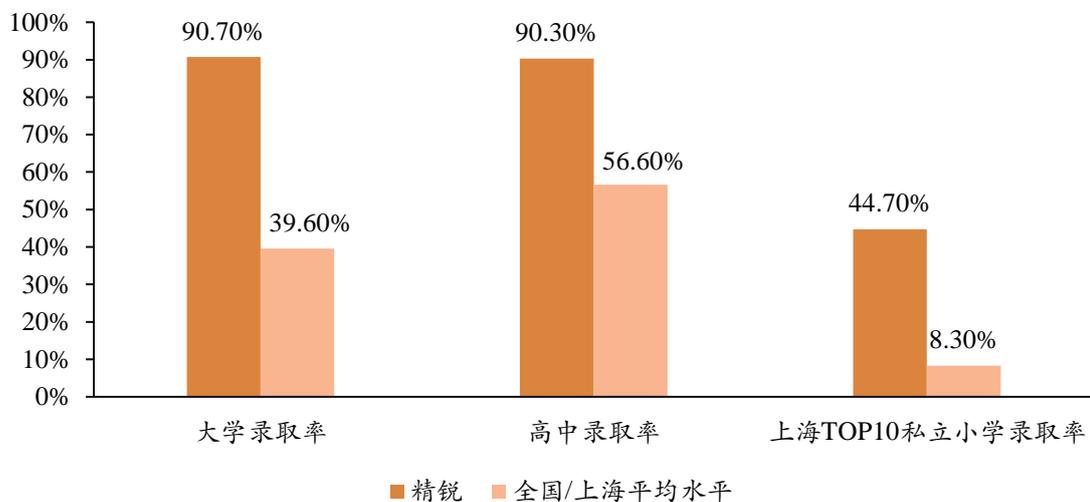
的每班课时费价格在同类型 1 对 1、1 对 3 的服务中是最高的。根据弗若斯特沙利文和摩根斯坦利的数据，以 2018 年春季班为例，精锐教育 1 对 1 每小时学费区间介于 270 至 400 元，班组课每小时学费介于 160 至 280 元，比行业主要参与者的同类产品高约 15%-50%的水平。

近年来精锐教育更是陆续推出更多的教育细分品牌，巩固其市场品牌影响力。如 2013 年推出的少儿趣味数学品牌“至慧学堂”，致力于 4-12 岁少儿数学思维能力的培养以及幼小衔接综合素养的提升。根据弗若斯特沙利文的数据，2016 和 2017 年，至慧学堂已成为上海最大的少儿课外数学教育服务提供商，2017 年市场份额达到 9.3%。至慧学堂更是成为成功进军北京等全国核心区域的破冰利器。

### 3.2 产品力：构建丰富全面的产品体系，效果取胜

精锐教育已经构建了丰富全面的产品体系，形成“高端课程辅导”、“高端少儿教育”以及“语言培训”三大项目，相关的产品包括“精锐 VIP”、“至慧学堂”、“小小地球少儿英语”、“精锐国际英语”、“精锐游学”、“睿励留学”等，覆盖学前到 K12 全年龄段，未来将进一步新增艺术和音乐教育以及青年学员营等以吸引更多有不同教育需求的学生。其高端课外辅导服务产品和高端少儿教育服务产品已见成效，培训学生升学率远高于行业平均水平。根据弗若斯特沙利文的数据，2017 年精锐 VIP 学生能够达到 90.3% 的高中录取率和 90.7% 的大学录取率，而 2017 年全国高中和大学的招生率分别为 56.6% 和 39.6%。2017 年，至慧学堂学生进入上海前十名私立小学的比例为 44.7%，而 2017 年上海前十所私立小学的入学率为 8.3%。公司教学产品的成绩和领先地位为公司教育项目制定溢价价格奠定基础。

图表20 精锐教育学生升学率均高于相同范围平均升学水平



资料来源：招股说明书、广证恒生

通过综合的精锐教育体系，公司推行“学习力”的教育理念，即“学习动力、学习能力和学习毅力”的统称，激发学生的求知欲，改善他们的学习习惯，培养他们的信心，提高他们的学习能力。精锐教育在课堂内打通教学与服务，提供高效学习工具（i·精锐），结合互联网 O2O 科技帮助孩子们把学习动力、学习能力和学习毅力三者有机结合，产生源源不断的学习能量。好产品叠加好服务最终造就了好效果。

图表21 精锐教育“i精锐·学习力提升系统8.0”提供先进教学体系、六大学习保障



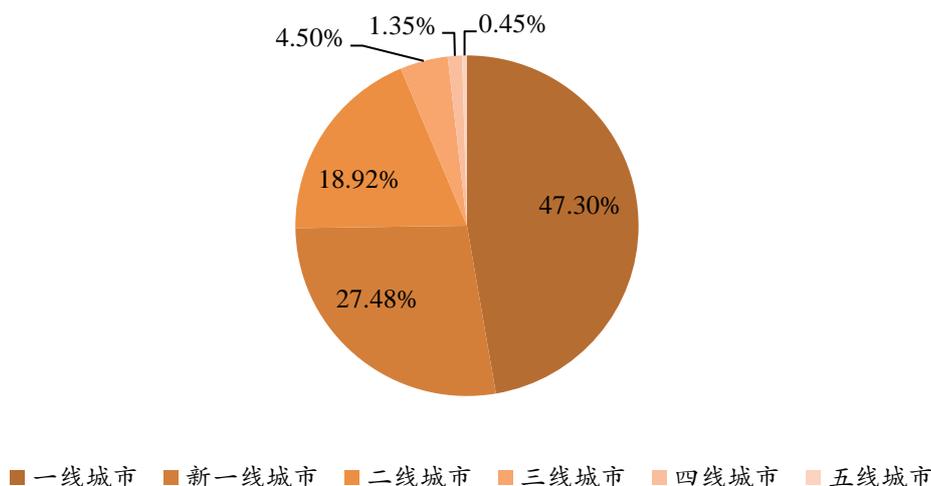
资料来源：招股说明书、广证恒生

同时精锐教育非常注重教师团队专业性，且打造了一支专业的产品研究和开发团队。通过专业老师个性化教学方案设计，先进的教学方法融合，配套舒适的教学环境为学生教学和便捷的教学工具，进而造就学生和家長对产品或服务较高的满意度。精锐教育对教育人才选拔严格，过去三个财年只有20%的应聘者通过考核进入精锐。精锐对开发课程和教材研究成为了由100多名专家组成的小组，致力于开发、更新和改进课程和教材，以适应不同的地区和学习需要。公司还成立了“One Smart Power Learning Institute”，重点分析地方考试政策的制定和评估相应的课程改进。

### 3.3 渠道力：深耕一二线城市，全国布局降维打击

线下教育培训行业本质上是连锁直营商业模式，线下网点布局是其核心竞争力的重要体现。精锐教育当前阶段主要在一二线城市进行学习中心布局，学习网点在一二线城市的占比高达93.7%，其中北上广深占比近50%。FY2015-FY2018，精锐教育教学中心数目分别为117个、150个、225个和315个，FY2016-FY2018三年教学中心同比增速分别为28.21%、50.00%与40.00%。全国三大教培核心区域中，精锐教育已深度布局以上海江浙为核心的华东区域，以广深为核心华南区域，现阶段正通过并购天津华英和北京巨人启迪再次进军北京为核心的北方区域，进而通过享誉业界的品牌影响力和丰富全面的产品体系对全国其他重点区域实现降维打击。精锐教育成为继新东方、好未来之后，少数几家实现全国高质量布局的K12教培巨头，凭借深耕高端K12课外培训赛道实现错位竞争优势。

图表22 精锐教育学习中心分布情况



资料来源：招股说明书、广证恒生

**K12 教培行业大整顿也将加速行业集中度提升，精锐教育等头部企业长期受益。**近年来，对 K12 课外教培行业的监管政策频出，专项治理逐步推进，2018 年以来尤为明显。我们认为短期内将阶段性上升行业整体经营成本，大量不规范的中小机构更是面临生存危机。同时，当前节点下，并购整合区域优秀品牌的机会也大大增强。长期来看整顿趋势的延续有助于市场更加规范发展，中小培训机构加速离场，头部企业凭借强大品牌影响力和标准化教研体系实现进一步全国扩张，有望享受行业集中度提升红利。已经实现全国布局的精锐教育也有望充分享受本轮行业集中度提升红利，进一步强化其渠道力。

### 3.4 整合力：外延并购高效推进，增强区域覆盖和产品体系

通过业务布局和投资并购，精锐教育已形成了包括 K12 教育、在线教育、素质教育在内的生态链，增强核心竞争力。可以预见，从当前的布局来看精锐教育有望在高端 K12 教培市场持续领跑。

线下领域，在已有“精锐 VIP”和“至慧学堂”两大强势品牌的基础上，精锐教育在 2018 年陆续收购了“小小地球少儿英语”、“天津华英教育”和“北京巨人启迪教育”，欲借对方丰富的小班办学经验补强自身班课业务，以及加速素质教育领域的布局。素质教育产品小小地球少儿英语是全国青少儿 STEM 英语品牌，成长迅速，注册新生增速比收购前历史增速 30.0% 高出 45.8pct 至 75.8%，FY2018 创收约 7300 万元人民币，初步展现出较好的协同效应。

天津华英教育和北京巨人启迪教育分别是天津地区最大的 K12 班课培训机构之一和总部位于北京的老牌全国知名 K12 教育机构之一。天津华英创立于 1986 年，在天津具有很强的品牌效应和良好的口碑，业务覆盖 K12 全年龄段、全学科，每年学员的报名入学人次超 7 万，校区约 20 个。北京启迪巨人教育创立于 1994 年，在北京、西安、郑州、上海等城市拥有上百家校区，业务覆盖包括 K12 班课、素质教育、学前教育、营地教育等，有着超 20 年课程教研体系和运营经验，擅于培养优质教研人才和教师团队，深受家长与学生信赖，在北京共有 60 多家直营校区，每年报读的学员超过 30 万人次。并购天津华英和北京巨人为精锐教育进入和巩固班课市场提供了有效的途径，并成为精锐教育大力拓展北方市场的有效切入口。双方在产品类型和地域上的深度整合对现有业务形成有利的协同效应。

**图表23 精锐教育战略性收购区域 K12 领军品牌**


资料来源：招股说明书、广证恒生

线上领域，中国在线教育行业拐点已至，精锐教育也不断强化在线教育的孵化和投资布局，其中“溢米辅导”、“UUabc”和“精锐教育·佳学慧”是三个公司战略性投资项目。溢米辅导公司是一家专注 K12 在线一对一的移动互联网教育机构。区别于市场上大多数以兼职老师为主的 K12 在线教育机构，溢米辅导构建了全职专业教师体系，更能保证教学效果。自成立以来，该公司实现了快速增长。截至 2018 年 9 月 30 日的前 9 个月，其总收入和收入同比分别增长了 336.1% 和 341.6%。此外精锐教育还战略性投资了 UUabc（在线少儿英语培训服务）和佳学慧（在线少儿数学思维培训服务），进一步扩大公司于在线教育市场上的布局。

**图表24 精锐教育战略性孵化和投资在线产品**


资料来源：公司官网、广证恒生

## 4. 盈利预测

### 4.1 关键假设

针对 K12 培训行业外部环境及精锐教育未来几年的发展情况，我们做出如下关键假设：

(1) **营业收入**：精锐教育收入主要来自于精锐 VIP 和至慧学堂品牌，2018 财年新增素质教育品牌小小地球少儿英语。拆分来看，精锐 VIP 中主要营收贡献来自于 1 对 1 及 1 对 3 课程，我们预计 2019-2021 年 1 对 1 课程和 1 对 3 课程增速分别为 31%/25%/20% 和 66%/45%/30%。而至慧学堂及小小地球受到校外培训机构整治行动较小，且受到政策的一定鼓励倾斜，预计保持高增长态势，增速分别为 70%/50%/40% 和 60%/50%/40%。综上，我们预计 2019-2021 年公司整体营收可达 40.92/54.80/69.28 亿元，对应增速

42.97%/33.91%/26.43%。

(2) **毛利率**：精锐教育上市以来积极开拓北方市场，增加教学中心数量。2019 年公司计划再增加 60 个精锐 VIP 学习中心，30 个至慧学堂学习中心和 30 个小小地球少儿英语学习中心。综合考虑新开店因素及 1 对多业务占比持续攀升因素，我们预计公司整体毛利保持小幅攀升态势，对应 2019-2021 年分别为 51.00%/51.50%/52.00%。

(3) **费用率**：公司上市以来积极进行扩张建设，预计此期间费用率将承压，销售费用率初期将有所上升，后续随着教学点产能释放及后续异地品牌口碑形成，预计销售费用率将缓慢下降。我们预计公司 2019-2021 年销售费用分布为 8.59/11.23/13.86 亿元，对应销售费用率为 21.00%/20.50%/20.00%。公司 2018 财年管理费用较高，主要是由于上市期间的一次性股权激励费用的集中产生及 IPO 费用导致，剔除相关影响后管理费用率保持稳中略降趋势。我们预计 2019-2021 年公司管理费用分别为 6.75/8.93/11.15 亿元，对应管理费用率分别为 16.50%/16.30%/16.10%。

## 4.2 公司估值

基于以上假设，不考虑并购、资产转让或者股权转让等非经常性损益，2019-2021 年精锐营业收入分别为 40.92/54.80/69.28 亿元，同比增长 42.97%/33.91%/26.43%；净利润分别为 4.20/6.12/8.37 亿元，同比增长 70.71%/45.81%/36.76%，对应 2019-2021 年 EPS 为 2.58./3.76/5.14 元。

选取 2019 年 1 月 16 日收盘价格，根据 wind 一致业绩预测，目前美股 K12 课外培训双巨头的平均 PE (TTM) 为 52.81，对应 2019、2020 年的平均 PE (算术平均) 分别为 33.17/24.63。

我们认为，精锐教育在高端 K12 教育市场深耕十载，营收规模高居行业前列，具有高端市场龙头优势。其核心产品的高端定位及加速在素质类课程的布局可有效缓和此轮校外培训机构整顿对公司的影响，同时也将长期受益于 K12 校外培训市场集中度提升的趋势。参考美股 K12 双巨头的估值情况，以及考虑到公司未来几年的成长性，我们给予公司 2019 年 28 倍 PE 估值，对应市值 117.6 亿元，对应股价 10.67 USD (汇率 1 人民币/1 美元=0.1477)，对应当前股价 8.92USD 有 19.62%空间，给予“强烈推荐”评级。

图表25 精锐教育 2019-2021 年主要财务指标预测

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (亿元)	20.58	28.62	40.92	54.80	69.28
营业收入同比增长率 (%)	34.60%	39.11%	42.97%	33.91%	26.43%
营业成本 (亿元)	10.02	14.13	20.05	26.58	33.26
销售费用 (亿元)	3.69	5.91	8.59	11.23	13.86
管理费用 (亿元)	3.81	6.30	6.75	8.93	11.15
净利润 (亿元)	2.59	2.46	4.20	6.12	8.37
净利润同比增长率 (%)	36.69%	-4.98%	70.71%	45.81%	36.76%
EPS (元)	1.59	1.51	2.58	3.76	5.14
毛利率 (%)	51.29%	50.64%	51.00%	51.50%	52.00%

数据来源：公司公告、广证恒生

**图表26 核心教育企业一致预期对应动态估值情况**

公司代码	公司简称	2018 财年营业收入 (亿元)	2018 财年归母净利润 (亿元)	总市值(亿元)	PE(TTM)	2019PE	2020PE
EDU.N	新东方	156.99	18.99	683.82	38.72	24.37	20.33
TAL.N	好未来	108.55	12.56	1150.98	66.90	41.98	28.94
	均值	132.77	15.78	917.40	52.81	33.17	24.63
ONE.N	精锐教育	28.62	2.46	98.38	39.99	23.42	16.08

数据来源: wind 一致预期, 广证恒生

注: 好未来 FY2019 区间为 2018 年 2 月 28 日至 2019 年 2 月 28 日; 新东方 FY2019 区间为 2018 年 5 月 31 日至 2019 年 5 月 31 日; 精锐教育 FY2019 区间为 2018 年 8 月 31 日至 2019 年 8 月 31 日, 尚未公布, 上表为精锐教育 FY2018 数据

## 5. 风险提示

### 5.1 政策不确定性风险

2018 年以来, 针对 K12 课外培训行业的监管政策频出, 专项治理有序推进。2 月, 四部委联合引发《关于切实减轻中小学生课外负担开展校外培训机构专项治理行动的通知》, 针对面向中小学生开展学科类培训的 K12 机构进行严格规范整顿。8 月, 国务院办公厅出台《关于规范校外培训机构发展的意见》, 预计监管力度将持续加强、迈入常态化。据教育部官方消息披露, 截至 2018 年 12 月 30 日, 全国共摸排校外培训机构 401050 所, 存在问题机构 272842 所, 现已完成整改 269911 所, 完成整改率 98.93%。精锐教育旗下部分教学中心没有经营许可证或登记执照或消防安全许可证, 公司正对问题网点进行执照申请及其他相应改善。如果不能按照规定要求满足监管要求, 精锐教育可能 K12 教培行业政策不确定性及监管风险。

### 5.2 异地扩张不达预期风险

精锐教育正战略性并购扩张, 开拓北方市场, 同时在其他新一线、二线城市也积极增加教学网点。当前精锐教育营业收入主要来自于上海, 约占总营收 60%, 在上海具有最高的高端 K12 教育市场占有率和品牌知名度。在北京、广深地区等其他核心区域将长期面临新东方、好未来、卓越教育等全国性和区域本土品牌的激烈竞争。考虑到短期监管政策越发严格, 扩张之后的异地管理可能面临成本增高、短期效率降低等问题, 精锐教育存在异地扩张不达预期风险。

### 5.3 并购不达预期风险

同业横向并购扩张可以协同现有业务发展, 但同样也存在并购后期整合管理风险。精锐教育 2018 年上市以来并购了天津华英教育和北京巨人教育等多家教育企业。例如北京巨人教育是全国知名的老牌 K12 教育机构, 有着超 20 年的课程教研体系和运营经验。但是近年来经历了多次名师出走事件, 经营业绩波动较大。如果不能很好地实现对并购企业的管理和提升, 精锐教育教育将面临并购不达预期风险。

数据支持: 石小仟、苏珂



### 新三板团队介绍:

在财富管理和创新创业的两大时代背景下,广证恒生新三板构建“研究极客+BANKER”双重属性的投研团队,以研究力为基础,为企业量身打造资本运营计划,对接资本市场,提供跨行业、跨地域、上下游延伸等一系列的金融全产业链研究服务,发挥桥梁和杠杆作用,为中小微、成长企业及金融机构提供闭环式持续金融服务。

### 团队成员:

**袁季(广证恒生总经理兼首席研究官):**长期从事证券研究,曾获“世界金融实验室年度大奖—最具声望的100位证券分析师”称号、2015及2016年度广州市高层次金融人才、中国证券业协会课题研究奖项一等奖和广州市金融业重要研究成果奖,携研究团队获得2013年中国证券报“金牛分析师”六项大奖。2014年组建业内首个新三板研究团队,创建知名研究品牌“新三板研究极客”。

**赵巧敏(新三板研究总监、副首席分析师):**英国南安普顿大学国际金融市场硕士,8年证券研究经验。具有跨行业及海外研究复合背景,曾获08及09年证券业协会课题二等奖。具有多年A股及新三板研究经验,熟悉一二级市场运作,专注机器人、无人机等领域研究,担任广州市开发区服务机器人政策咨询顾问。

**温朝会(新三板副团队长):**南京大学硕士,理工科和经管类复合专业背景,七年运营商工作经验,四年市场分析经验,擅长通信、互联网、信息化等相关方面研究。

**黄莞(新三板副团队长):**英国杜伦大学金融硕士,具有跨行业及海外研究复合背景,负责教育领域研究,擅长数据挖掘和案例分析。

**司伟(新三板高端装备行业负责人):**中国人民大学管理学硕士,理工与经管复合专业背景,多年公募基金从业经验,在新三板和A股制造业研究上有丰富积累,对企业经营管理有深刻理解。

**陆彬彬(新三板主题策略分析师):**美国约翰霍普金斯大学金融硕士,负责新三板市场政策、私募机构、投后管理等领域研究,擅长数据挖掘和政策分析。

**魏也娜(新三板TMT行业高级研究员):**金融硕士,中山大学遥感与地理信息系统学士,3年软件行业从业经验,擅长云计算、信息安全等领域的研究。

**刘锐(新三板医药行业高级研究员):**中国科学技术大学有机化学硕士,具有丰富的国内医疗器械龙头企业产品开发与管理经验,对医疗器械行业的现状与发展方向有深刻的认识,重点关注新三板医疗器械、医药的流通及服务行业。

**胡家嘉(新三板医药行业研究员):**香港中文大学生物医学工程硕士,华中科技大学生物信息技术学士,拥有海外知名实业工作经历,对产业发展有独到理解。重点研究中药、生物药、化药等细分领域。

**田鹏(新三板教育行业研究员):**新加坡国立大学应用经济学硕士,曾于国家级重点经济期刊发表多篇论文,具备海外投资机构及国内券商新财富团队丰富研究经历,目前重点关注教育领域。

**于栋(新三板高端装备行业高级研究员):**华南理工大学物理学硕士,厦门大学材料学学士,具有丰富的二三级研究经验,重点关注电力设备及新能源、新材料方向。

**史玲林(新三板大消费&教育行业研究员):**暨南大学资产评估硕士、经济学学士,重点关注素质教育、早幼教、母婴、玩具等消费领域。

**李嘉文(新三板主题策略研究员):**暨南大学金融学硕士,具有金融学与软件工程复合背景,目前重点关注新三板投资策略,企业资本规划两大方向。

### 联系我们:

邮箱: [huangguan@gzgzhs.com.cn](mailto:huangguan@gzgzhs.com.cn)

电话: 020-88832319



**广证恒生：**

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼  
电话：020-88836132，020-88836133  
邮编：510623

**股票评级标准：**

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；  
谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；  
中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；  
回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

**分析师承诺：**

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

**重要声明及风险提示：**

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，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“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。