

量化分析培训行业估值与业绩关系

——基于 K12 龙头历史表现



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- 回顾 K12 课外辅导龙头历史股价表现,其估值水平与扩张阶段具有一定关联性。长期来看,培训机构股价涨幅与净利润涨幅强相关,自 11 年以来,好未来净利润增长近 10 倍,股价涨幅近 10 倍;新东方净利润涨幅近 2.5 倍,股价涨幅亦接近 2.5 倍。分阶段来看,由于 1) 培训机构,尤其是 K12 课外辅导招生具有一定延续性和拓展性,营收增长可预测性强;2) 扩张周期下,教室使用率逐步上升,**营收快速增长带动估值水平提升**。不同阶段的估值方法和驱动因素有所区别:利润驱动时期——扩张结束,利润增长驱动股价增长,采用“**市盈率法**”估值;扩张驱动时期——扩点速度大幅增长,营收增速亦保持高速增长、略有滞后,股价由营收和估值双向推动,采用“**预期营收增速调整后市盈率法**”;整体上估值依据扩张周期不同阶段呈现不同变化。
- 通过拟合我们得出课外辅导行业**营收增速**与 **PE** 的动态关系:“ **$y = 0.82x + 12$** ”。我们对好未来、新东方历史股价和驱动因素的分析,发现由于 K12 课外辅导行业在扩张期增速较快,**市盈率会随着营收增速增长**。通过新东方、好未来的营收增速与 PE 拟合情况,我们发现二者趋势性较为明显,其中新东方营收增速与 PE 的相关系数达 0.77,好未来营收增速与 PE 的相关系数达 0.62,解释力较为明显。我们按季度将新东方、好未来历史的营收增速和 PE 排序进行“线性回归”。(选取线性回归方便简化,实际拟合中指数函数效果更好)我们得到“ **$y = 0.82x + 12$** ”的关系式,其中 $R^2=0.6$ 。意味着“**营收增速每提高 10%,对应 PE 将提高约 8.2**”;截距 12 代表“**增速为 0 时,行业平均 PE 约 12**”,与新东方/好未来 wacc 数值 8.7 相匹配 ($PE=1/wacc$),进一步佐证公式的合理性。
- K12 培训行业的驱动因素与估值特征也对职业培训具有一定借鉴意义。从行业特征对比来说,**业绩可预测角度**,职业培训因为其单门报读,续班率低,扩张延续性较低,估值或更为平稳;**市场空间角度**,K12 课外辅导行业集中度低,龙头公司增长空间广阔,职业培训细分行业,龙头集中度较高,但多元化空间较大。综合来看,职业培训的驱动因素与 K12 课外辅导相似,可以利用上述关系式进行动态分析。

投资建议与投资标的

- 我们看好 K12 课外培训及职业培训行业发展。1) **K12 课外辅导**,市场空间广阔,参培率仍有进一步提升空间,龙头集中度有望进一步提升。监管趋严对课外辅导渗透率影响有限,利于全国性课外辅导龙头。与发达国家相比,中国课外辅导渗透率和支出仍有较大增长空间,受政策影响效果较小。2017 年中国课外辅导参培率约 40%+, 低于韩国 70%水平,利于我国全国性课外辅导龙头;政策下的新兴领域仍处蓝海,产业值得期待。**建议关注**:新东方 (EDU, 未评级),好未来 (TAL, 未评级); 2) **职业培训**,随着我国经济结构调整及产业升级,各行业对技术人才需求与日俱增,但目前国内职业教育体系不够完善,未来职业培训市场有望进一步增长。**建议关注**:中公教育 (002607, 未评级)。

风险提示

- 政府监管趋严,线下扩张放缓,历史数据有限导致公式失效风险

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

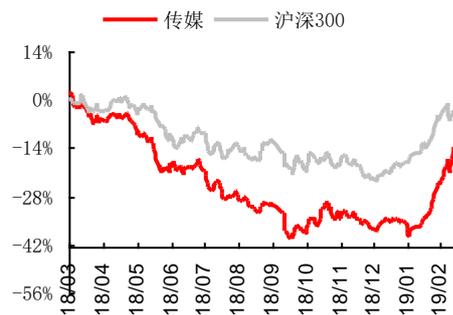
行业

传媒

报告发布日期

2019 年 03 月 29 日

行业表现



资料来源: WIND

证券分析师

项雯倩

021-63325888*6128

xiangwenqian@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860517020003

联系人

高博文

021-63325888-6089

gaobowen@orientsec.com.cn

相关报告

对标海外教育政策沿革,优选弱政策周期 2018-11-29
景气赛道

目 录

1. 以史为鉴：从课外辅导双巨头看行业估值方法	4
1.1 好未来：从利润驱动到估值&营收协同驱动	4
1.1.1 股价&经营数据：业绩高速增长推动股价强劲表现	4
1.1.2 估值及驱动因素：网点扩张推动估值动态化	5
1.1.3 时期划分：不同运行周期下的驱动与估值	7
1.2 新东方：从利润驱动到估值&营收协同驱动	9
1.2.1 股价&经营数据：利润推动股价增长	9
1.2.2 估值及驱动因素：网点扩张推动估值动态化	10
1.2.3 时期划分：不同运行周期下的驱动与估值	12
1.3 探索扩张期“营收增速与 PE 水平”的关系	14
2. 职业培训比较分析与估值展望	15
2.1 职业培训空间广阔，受益于政策推动.....	15
2.2 从行业特征对比，职业培训估值或更为平稳.....	16
3. 投资建议与投资标的	17
3.1 K12 课外辅导：龙头集中度有望进一步提升.....	18
3.2 职业培训：政策利好市场空间扩容	19
风险提示.....	19

图表目录

图 1: 好未来绝对收益与相对收益 (2011-2019 年)	4
图 2: 好未来营业收入 (百万美元) 及增速 (2011-2019 年)	5
图 3: 好未来营运利润 (百万美元) 及增速 (2011-2019 年)	5
图 4: 好未来及可比公司市盈率 (白色为好未来)	6
图 5: 好未来及可比公司企业市销率 (白色为好未来)	6
图 6: 好未来扩点情况	6
图 7: 好未来 K12 人次增长情况	6
图 8: 好未来 Non-GAAP 运营利润率	7
图 9: 好未来递延收入 (百万美元)	7
图 10: 股价表现与运营利润相关	7
图 11: 股价表现拆分——营收增长贡献&估值贡献	8
图 12: 开点增速领先营收 3 个季度	8
图 13: 股价表现与营收相关	8
表 1: 18 年以来课外辅导政策梳理	9
图 14: 新东方绝对收益与相对收益 (2011-2019 年)	10
图 15: 新东方营业收入 (百万美元) 及增速 (2012-2019 年)	10
图 16: 新东方营运利润 (百万美元) 及增速 (2012-2019 年)	10
图 17: 新东方及可比公司市盈率 (白色为新东方)	11
图 18: 新东方及可比公司企业市销率 (白色为新东方)	11
图 19: 新东方扩点情况	11
图 20: 新东方 K12 人次增长情况	11
图 19: 新东方 Non-GAAP 运营利润率	12
图 20: 新东方递延收入 (百万美元)	12
图 23: 股价表现与运营利润相关	12
图 24: 股价表现与 K12 人次相关 (略滞后)	13
图 25: 新东方营收增速与 PE 关系	14
图 26: 好未来营收增速与 PE 关系	14
图 27: 课外辅导行业营收增速与 PE 关系	14
图 28: 课外辅导行业营收增速与 PE 关系 (滞后一季度)	14
图 29: 中国教育体系	15
图 30: 职业教育总收入	15
表 2: 职业教育与 K12 课外辅导对比	16
表 3: 三类职业培训对比	17

1. 以史为鉴：从课外辅导双巨头看行业估值方法

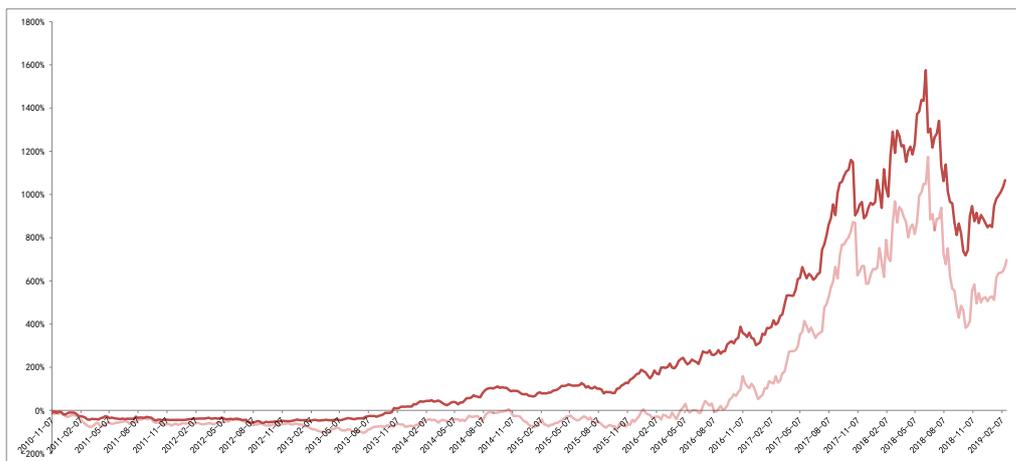
随着越来越多的教育类公司登陆资本市场，对其估值方法及驱动因素的研究日渐重要。根据商业模式的不同，传统的教育类公司可以分为培训类、学校类、在线类，本篇报告我们将着重研究培训类教育公司的估值方法及股价驱动因素。通过回顾新东方/好未来 14-19 年股价表现及估值情况，我们发现大体可以分为“利润驱动期——市盈率”、“扩张驱动期——调整市销率”，下文将以两家公司历史情况进行详细阐述分析。

1.1 好未来：从利润驱动到估值&营收协同驱动

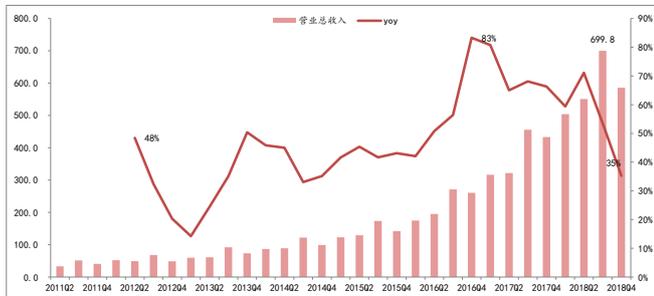
1.1.1 股价&经营数据：业绩高速增长推动股价强劲表现

自 11 年以来，好未来营收/利润增长近 10 倍，股价涨幅超 10 倍。2018 自然年，好未来实现营业收入 23.4 亿美元，同比增长 53%，较 11 年增长近 11 倍；调整后运营利润 3.6 亿美元，同比增长 57%，较 11 年增长近 9 倍。剔除美股表现强劲影响，好未来相对收益涨幅亦近 8 倍。

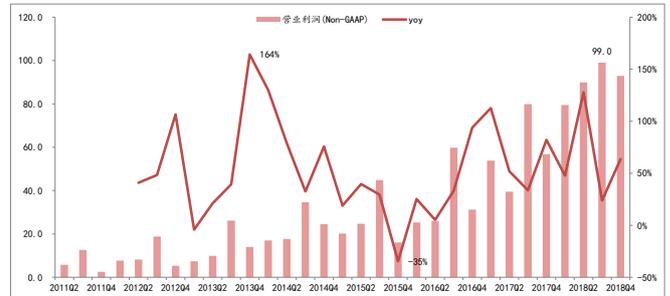
图 1：好未来绝对收益与相对收益（2011-2019 年）



资料来源：wind、公司财报，东方证券研究所（深红色为绝对收益，浅红色为相对收益）

图 2：好未来营业收入（百万美元）及增速（2011-2019 年）


资料来源：wind，公司财报，东方证券研究所

图 3：好未来营运利润（百万美元）及增速（2011-2019 年）


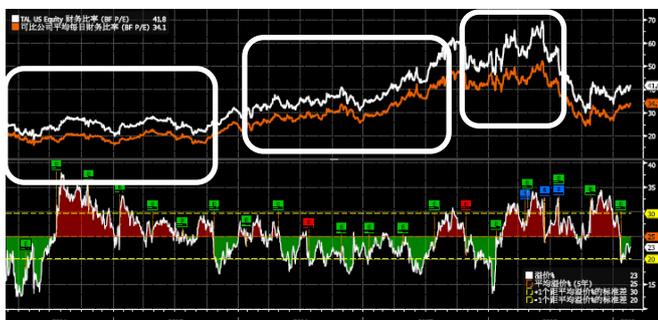
资料来源：wind，公司财报，东方证券研究所

1.1.2 估值及驱动因素：网点扩张推动估值动态化

我们对好未来近 5 年的市盈率及市销率变化进行对比分析，将好未来估值及股价驱动分为四个时期：

- 1) 利润驱动时期：**从 2014 年 1 月至 2015 年 9 月，好未来 PE 估值中枢位于 25 X，PS 估值中枢位于 4 X，隐含净利润率 16%。股价主要由净利润增长驱动、估值相对稳定。
- 2) 外延扩张驱动时期：**从 2015 年 10 月至 2017 年 9 月，好未来 PE 估值中枢从 25 X 升至 70 X，PS 估值中枢从 4X 升至 8X。期间好未来扩点 266 个，较 15 年底增长近 90%，而由于新开线下培训网点教室利用率需要 1.5-2 年时间达到成熟状态，营收及净利润增长较为滞后。本阶段股价主要由扩点驱动，增长预期提升估值中枢。
- 3) 内生增长驱动时期：**从 2015 年 10 月至 2017 年 9 月，好未来 PE 估值中枢 55X，PS 估值中枢 7X。扩张期结束，增长主要由内生驱动，估值逐步回落。
- 4) 利润率时期：**从 2018 年 6 月至今，PE 估值中枢从 70 回落至 30，PS 估值中枢从 8 回落至 4，估值受制于课外辅导监管趋严，扩张预期放缓，利润率触底回升。

图 4：好未来及可比公司市盈率（白色为好未来）



资料来源：Bloomberg，公司财报，东方证券研究所

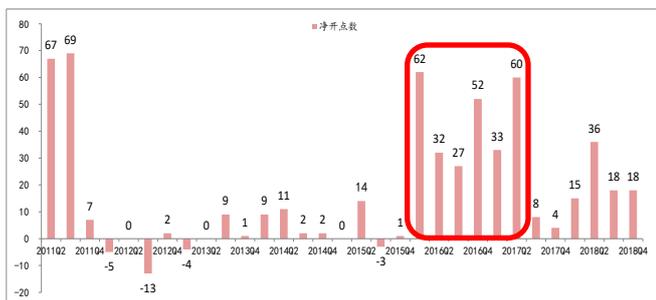
图 5：好未来及可比公司企业市销率（白色为好未来）



资料来源：Bloomberg，公司财报，东方证券研究所

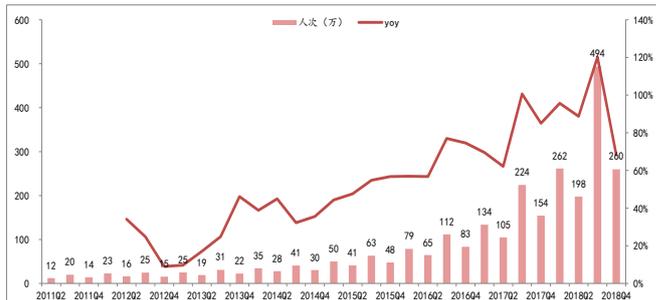
由于线下培训扩点会导致短期利润率承压，所以培训机构会有明显的扩张周期。以好未来看，11Q4-15Q4 是公司内生增长时期，16Q1-17Q2 是公司外延扩张时期，对应人次增长来看，人次增长具有一定滞后性。

图 6：好未来扩点情况



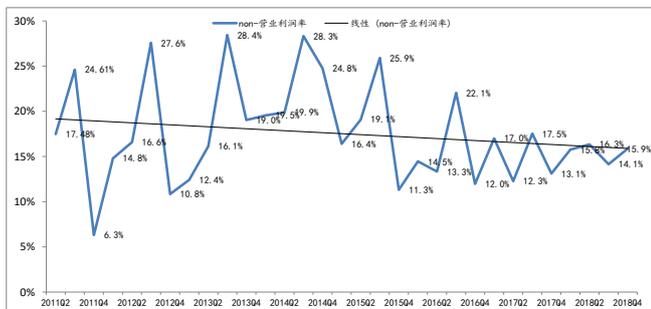
资料来源：公司财报，东方证券研究所

图 7：好未来 K12 人次增长情况

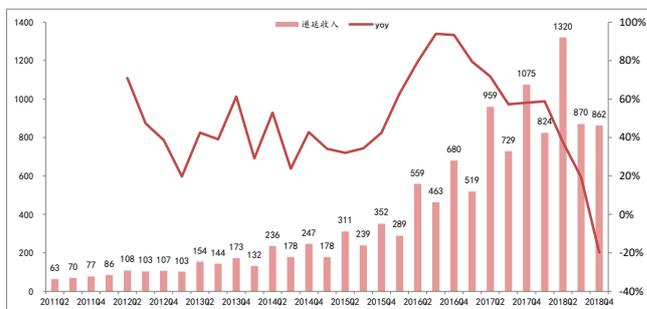


资料来源：公司财报，东方证券研究所

在扩张情况下，公司运营利润率中枢承压，净利润增长指标滞后于营收增长，营收增长滞后于递延收入增长，递延收入增长滞后于扩点增长。以 2016Q2 为例，净利润同比增长 5.3%，营收同比增长 50.8%，递延收入同比增长 80%，净开点数增长 129%。

图 8：好未来 Non-GAAP 运营利润率


资料来源：公司财报，东方证券研究所

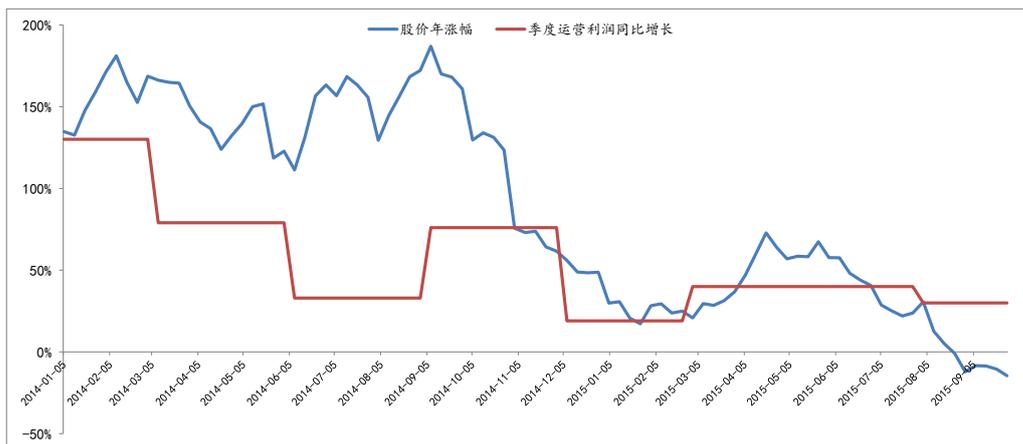
图 9：好未来递延收入（百万美元）


资料来源：公司财报，东方证券研究所

1.1.3 时期划分：不同运行周期下的驱动与估值

➤ 利润驱动时期：股价随净利润增长

2014 年 1 月至 2015 年 9 月好未来市盈率保持稳定，利润增长带动股价增长，股价涨幅略滞后于运营利润增长。该阶段应使用市盈率进行估值，估值中枢区间位于 25X。通过这一期间的股价表现，股价涨幅表现出与运营利润增长一定的同步关系。再经历前阶段快速扩张后，好未来扩点速度放缓至个位数（-3 至 14），营收、人次保持较高增速（32%至 55%），运营利润增速更为明显（19%-130%）。

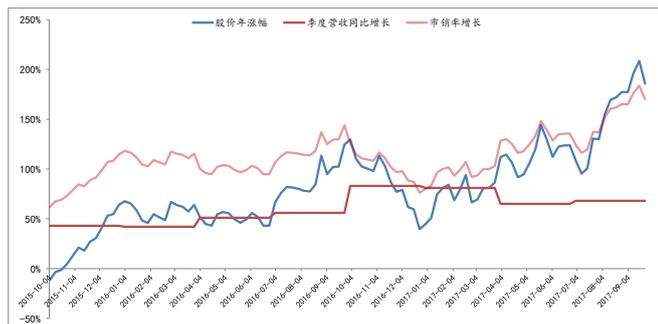
图 10：股价表现与运营利润相关


资料来源：公司财报，东方证券研究所

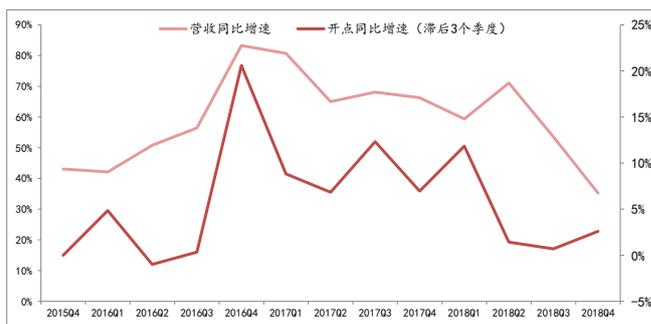
➤ 外延扩张驱动时期：股价随营收、估值增长

2015 年 10 月至 2017 年 9 月是好未来的外延扩张驱动时期，连续线下扩点带来的高营收预期提前反映在估值中，股价由营收、估值驱动。通过拆分股价表现，可以看出营收和市盈率各贡献 50% 股价增长。调整后的市销率估值中枢区间为 4 X-8 X。2015 年暑假特价班拉开了新一轮扩点周期的帷幕，由于网点开设初期利用率低，营收增速会滞后 3-5 个季度。该时期内，扩点增速（27 至

62) 和人次增速 (57%至 101%) 领先于递延收入增速 (42%至 94%)，同时快于营收增速 (42%至 83%)。由于大量的先期成本投入，运营利润短期承压，2015Q4 运营利润同比下降 35%。中后期网点渐趋成熟，盈利状况好转，运营利润增速一度达到 113%。

图 11：股价表现拆分——营收增长贡献&估值贡献


资料来源：公司财报，东方证券研究所

图 12：开点增速领先营收 3 个季度


资料来源：公司财报，东方证券研究所

➤ 内生增长驱动时期：股价随营收增长

2017 年 10 月至 2018 年 5 月是好未来的内生增长驱动时期，好未来放慢扩张步伐，估值溢价逐步消除，股价重新回到营收增长推动，估值位于市销率 7X 震荡。结束了连续 6 个季度高速扩点 (266 个) 后，受益于教室使用率提升，尽管净开点数下降 (4 至 36)，好未来学生人次保持高速增长 (85%至 96%)。营收增速略低于人次增速 (66%至 71%)，递延收入增速 (38%至 58%) 和运营利润增速 (48%-128%) 保持较高水平。

图 13：股价表现与营收相关


资料来源：公司财报，东方证券研究所

➤ 利润率驱动时期：线下扩张放缓，运营利润率有望触底

2018 年 6 月至今是利润率驱动时期，线下 K12 课外辅导监管趋严，扩点增速放缓，随着满园率提升，利润率逐步触底回升，市盈率趋于稳定。该阶段股价驱动因素为净利润，市盈率估值中枢区间 40X。该时期内净增 18 网点，学生人次增速 (68%至 120%) 大幅高于营收增速 (35%至 54%)

和营运利润增速（24%-64%）。受到“课外辅导收费一次不能超过三个月”的政策影响，递延收入增速由正转负（19%至-20%）。

表 1：18 年以来课外辅导政策梳理

时间	部门	政策	具体内容
2018 年 1 月	上海市教委	“一标准两办法”	1、严禁民办培训机构举办与升学或考试相关的学科及延伸类 竞赛活动或等级测试 等变相竞赛活动。严禁民办培训机构将自身培训与所展开竞赛捆绑。 2、对违反义务教育教学规律、 授课人员资质不达标 等进行依法查处。
2018 年 2 月	教育部办公厅	《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通知》	1、对具备办理证照条件校外培训机构，指导办理，不符合条件， 责令停止办学 。 2、纠正学科类培训出现“ 超纲教学 ”、“ 提前教学 ”等行为，具体内容需要备案。 3、禁止校外培训机构组织中小学登记考试及竞赛， 查处培训结果与中小学校招生挂钩 。
2018 年 8 月	国务院办公厅	《规范校外培训机构发展的意见》	1、场所条件（生均面积不低于 3 平方米）、师资要求（不得聘用中小学在职教师及 学科培训教师应具有相应教师资格 ）。 2、校外培训机构具体内容需向所在地县级教育部门备案， 培训内容不得超出相应国家课程标准 ，培训结束时间不得晚于 20:30； 严禁中小学学科等级考试、竞赛 。 3、收费时段与教学安排相协调一致， 不得一次性收取时间跨度超过 3 个月的费用 。
2018 年 9 月	北京市教委	《关于加强中小学生学习课后服务的指导意见（试行）》	1、普遍建立弹性离校制度，丰富课外活动为基础，提供 课后托管服务 。（至 5:30）
2018 年 9 月	教育部办公厅	《关于面向中小学生的全国性竞赛活动管理办法（试行）》	1、原则上 不举办面向义务教育阶段的竞赛活动 。 2、竞赛以及竞赛产生的结果不作为中小学招生入学的依据。 3、教育机构不得组织承办中小学生学习参加清单之外冠以“ 全国 ”、“ 国家 ”字样竞赛。
2018 年 11 月	北京市教委	首次发布黑白名单	1、首次采用发布黑白名单形式对全市校外培训机构进行公示。 2、北京市学科类校外培训机构实行培训内容、班次、招生对象、进度等备案审核制度。
2018 年 11 月	教育部办公厅	《关于健全校外培训机构专项治理整改若干工作机制的通知》	1、强调对在线培训机构的监督，要求明确按照线下培训机构管理政策，同步规范线上培训机构；线上培训机构所办学科培训班的名称、培训内容、招生对象、进步安排、上课时间等必须备案； 必须将教师的姓名、照片、教师班次及教师资格证号在网站显著位置公示 ，加强对在线教育的监管。

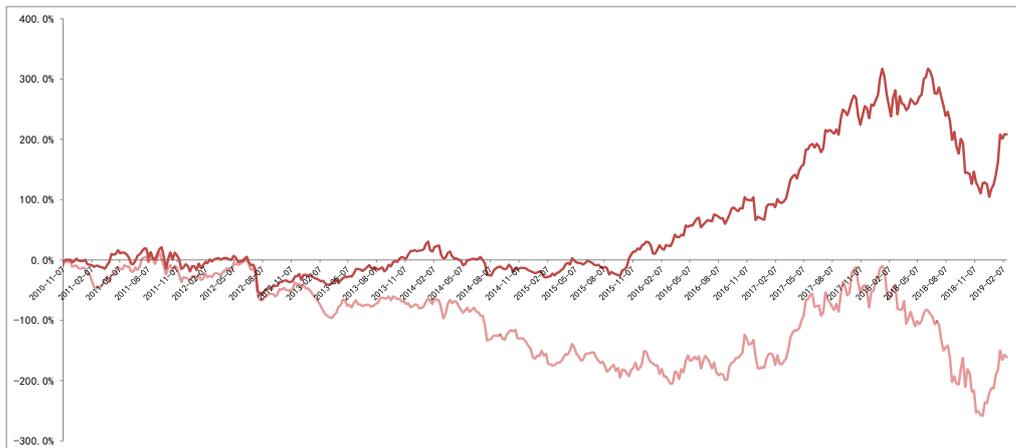
资料来源：各地区教育部门，东方证券研究所

1.2 新东方：从利润驱动到估值&营收协同驱动

1.2.1 股价&经营数据：利润推动股价增长

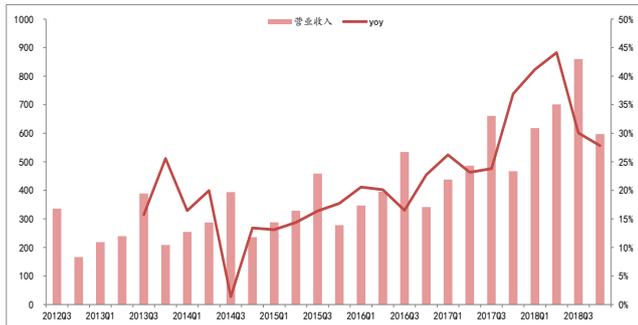
自 13 年以来，新东方营收/利润增长近 2.5 倍，股价涨幅在 2.5 倍左右，**长期来看利润仍然股价的主要驱动因素**。2018 自然年，新东方实现营业收入 27.8 亿美元，同比增长 35%，较 13 年增长近 1.6 倍；调整后运营利润 3.3 亿美元，同比增长 16%，较 13 年增长近 0.6 倍。新东方绝对收益涨幅为超过 200%。

图 14：新东方绝对收益与相对收益（2011-2019 年）



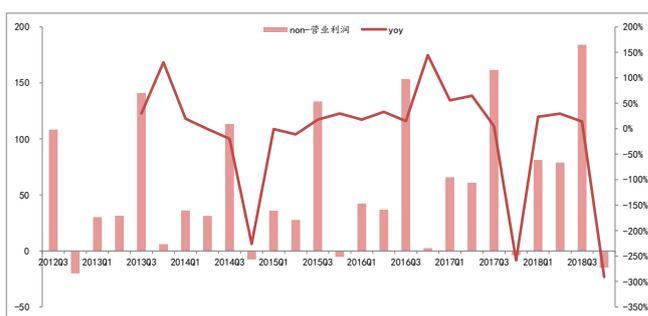
资料来源：Wind，公司财报，东方证券研究所

图 15：新东方营业收入（百万美元）及增速（2012-2019 年）



资料来源：Wind，公司财报，东方证券研究所

图 16：新东方营运利润（百万美元）及增速（2012-2019 年）



资料来源：Wind，公司财报，东方证券研究所

1.2.2 估值及驱动因素：网点扩张推动估值动态化

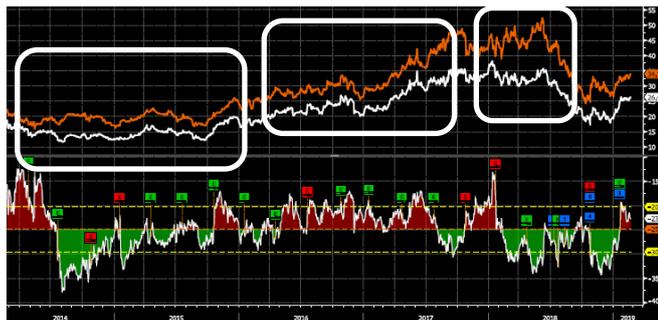
我们对新东方近 5 年的市盈率及市销率变化进行对比分析，将新东方估值及股价驱动分为四个时期：

- 1) **利润驱动时期**：从 2014 年 1 月至 2015 年 9 月，PE 估值中枢 15，PS 估值中枢 2，隐含净利润率 13%，股价主要由**净利润增长**驱动，估值相对稳定。
- 2) **人次驱动时期**：从 2015 年 10 月至 2017 年 9 月，PE 估值中枢从 15 升至 50，PS 估值中枢从 2 升至 6。新版泡泡少儿项目和优能 VPS 系统在新东方 55 个城市的校区推广实施，泡泡&优能中学报名人数迅速增长，较 15 年底增长近 80%。该阶段股价主要由**人次**驱动。
- 3) **外延扩张驱动时期**：从 2017 年 10 月至 2018 年 5 月，PE 估值中枢 45，PS 估值中枢 5.5。与上一时期相比，PE/PS 估值略微回落。这一时期，新东方开始大力线下扩张，线下网点数保持了连续五个季度的高速增长。期间新东方扩点 182 个，较 17 年底增长近 20%。外延增长模式下，新开的学习中心需要 2-3 个季度完成前期筹备工作，前 2 年内利用率不高，集团整体的盈利水平承压。本阶段估值主要由**营收**驱动。

4) **内生增长驱动时期**：从 2018 年 6 月至今，PE 估值中枢从 45 回落至 25，PS 估值中枢从 5.5 回落至 3。扩张期结束，增长主要由内生驱动，受制于**课外辅导监管趋严**，估值逐步回落。

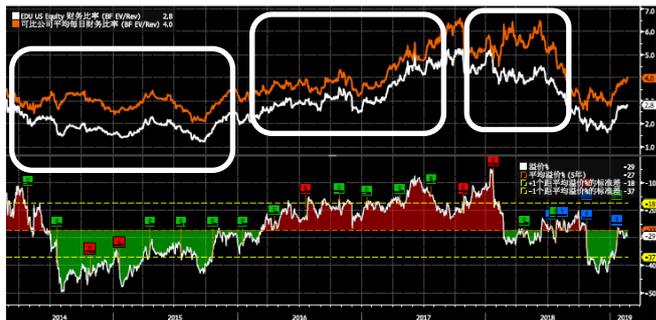
新东方和好未来的扩张模式呈现明显的外延+内生交替的形式，估值趋势极为一致。

图 17：新东方及可比公司市盈率（白色为新东方）



资料来源：Bloomberg，公司财报，东方证券研究所

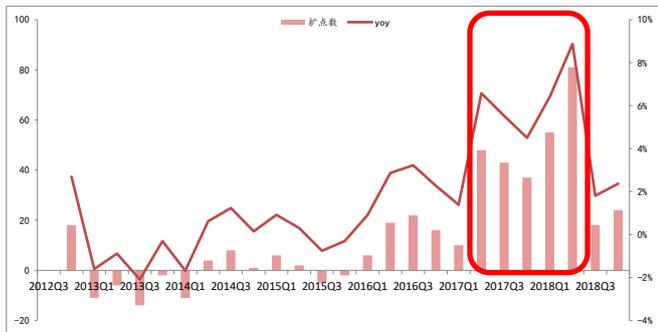
图 18：新东方及可比公司企业市销率（白色为新东方）



资料来源：Bloomberg，公司财报，东方证券研究所

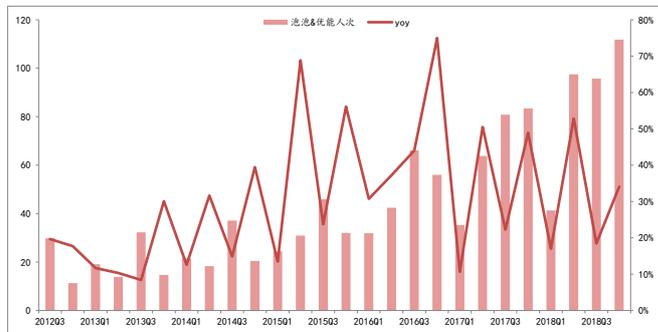
由于线下培训扩点会导致短期利润率承压，所以培训机构会有明显的扩张周期。以新东方看，11Q3-17Q1 是公司内生增长时期，17Q2-18Q2 是公司外延扩张时期，对应人次增长来看，人次增长具有一定滞后性。

图 19：新东方扩点情况



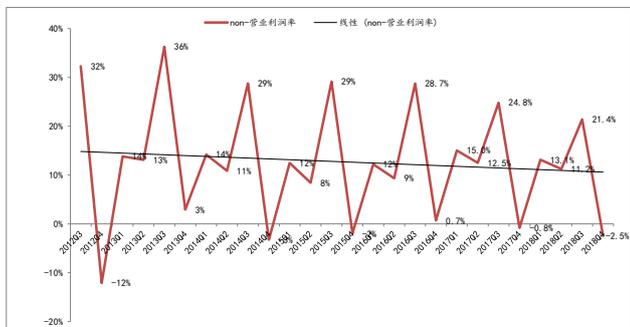
资料来源：公司财报，东方证券研究所

图 20：新东方 K12 人次增长情况

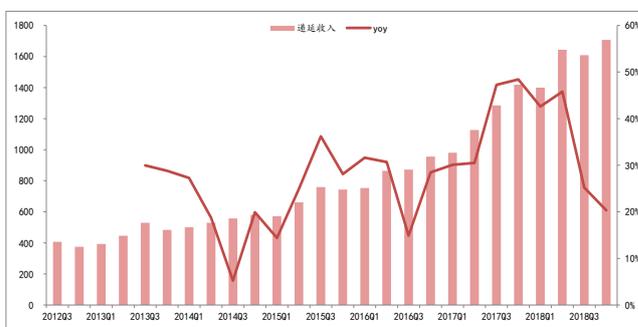


资料来源：公司财报，东方证券研究所

在扩张情况下，公司运营利润率中枢承压，净利润增长指标滞后于营收增长，营收增长滞后于递延收入增长，递延收入增长滞后于扩点增长。以新东方 2017Q2 为例，净利润同比增长 5.6%，营收同比增长 23.8%，递延收入同比增长 42%，新增网点 44 个。

图 19：新东方 Non-GAAP 运营利润率


资料来源：公司财报，东方证券研究所

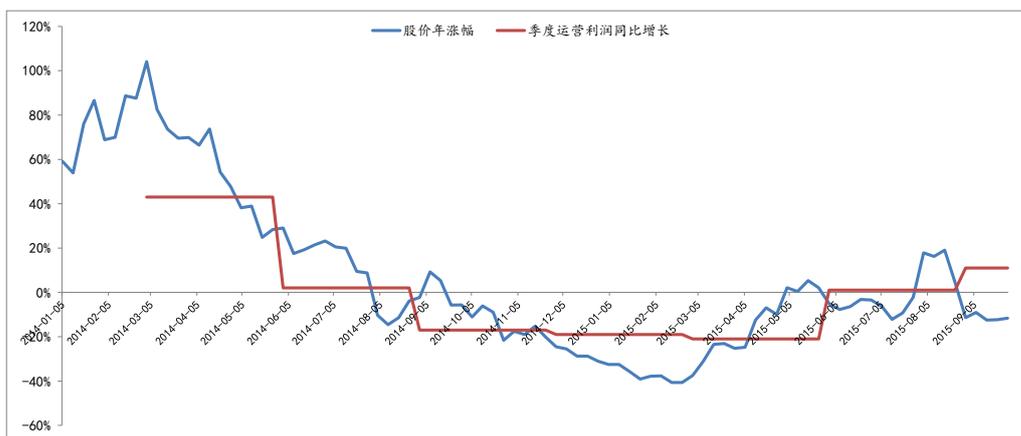
图 20：新东方递延收入 (百万美元)


资料来源：公司财报，东方证券研究所

1.2.3 时期划分：不同运行周期下的驱动与估值

➤ 利润驱动时期：股价随净利润下滑

2014 年 1 月至 2015 年 9 月新东方市盈率保持稳定，利润下跌导致股价承压，股价跌幅略滞后于运营利润跌幅。该阶段应使用市盈率进行估值，估值中枢区间 15X。期间内，新东方线下网点扩张缓慢 (-11 至 8)，K12 学生人次增速 (13%至 69%) 快于营收增速 (1%至 20%) 和递延收入增速 (5%至 36%)，运营利润承压 (-226%-18%)。

图 23：股价表现与运营利润相关


资料来源：公司财报 (由于新东方季节性较强，采用 trailing12 月)，东方证券研究所

➤ 人次驱动时期：股价随人次、估值增长

2015 年 10 月至 2017 年 9 月是人次驱动时期，期间内学生人次增长 80%。网点利用率的提升促进了营收的持续增长，股价由营收、估值驱动。通过拆分股价表现，可以看出营收和市销率各贡献 50%股价增长。市盈率估值中枢在 15X-50X，市销率估值中枢区间为 2 X-6X。该时期现有网点逐渐饱和后，运营利润恢复正向增长 (5%至 44%)。新东方开始加快线下扩张步伐 (-2 至 48)，人次增速 (11%-75%) 快于递延收入增速 (15%至 47%) 和营收增速 (16%至 26%)。

图 24：股价表现与 K12 人次相关（略滞后）


资料来源：公司财报，东方证券研究所

➤ 外延扩张驱动、内生增长驱动期

由于线下 K12 课外辅导监管趋严，扩点难度增加，此区间，新东方、好未来估值走势相近。

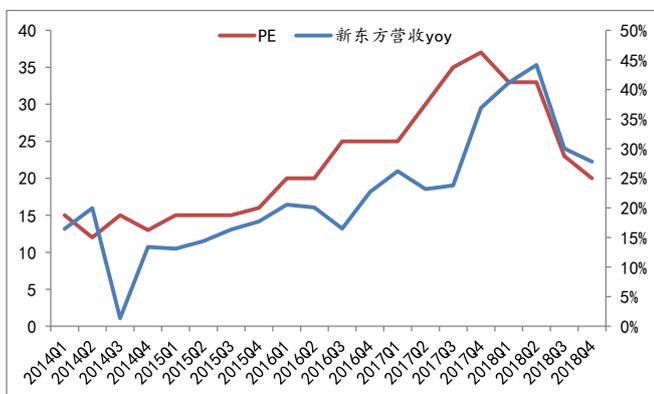
2017 年 10 月至 2018 年 5 月是新东方的外延扩张驱动时期，连续线下扩点带来的高营收预期提前反映在估值中，股价由营收增长驱动。市销率估值中枢区间为 5.5X。该期间内新东方大规模扩张，季度净开点数达到五年内最高值（37 至 81），由于新开网点利用率低，人次增速（17%至 53%）和营收增速（37%至 44%）落后于净开网点增速。阶段后期，虽然大量新设网点拉低了整体利润表现，但是部分早期开发网点逐渐发育成熟，带来了利润环境的改善，运营利润增速从-258%上升至 30%。

2018 年 6 月至今是利润率驱动时期，线下 K12 课外辅导监管趋严，扩点增速放缓，利润率触底，新东方市盈率趋于稳定。净利润驱动股价增长，市盈率估值中枢区间 25X。尽管线下扩张大幅放缓（18-24），受益于前一时期的快速扩张，学生人次（18%至 34%）、营收（28%至 30%）和递延收入（20%至 25%）仍保持稳定增速。

1.3 探索扩张期“营收增速与 PE 水平”的关系

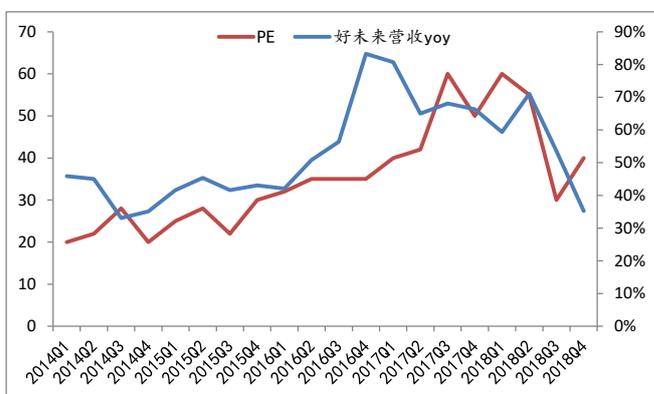
经过上文，我们对好未来、新东方历史股价和驱动因素的分析，我们发现由于 K12 课外辅导行业在扩张期增速较快，市盈率会随着营收增速增长，接下来我们将进一步量化这种关系。通过新东方、好未来的营收增速与 PE 拟合情况，我们发现二者趋势性较为明显，其中新东方营收增速与 PE 的相关系数达 0.77，好未来营收增速与 PE 的相关系数达 0.62，解释力较为明显。此外，我们可以看到，营收增速滞后于 PE 变化月一个季度。

图 25：新东方营收增速与 PE 关系



资料来源：公司财报，彭博，东方证券研究所

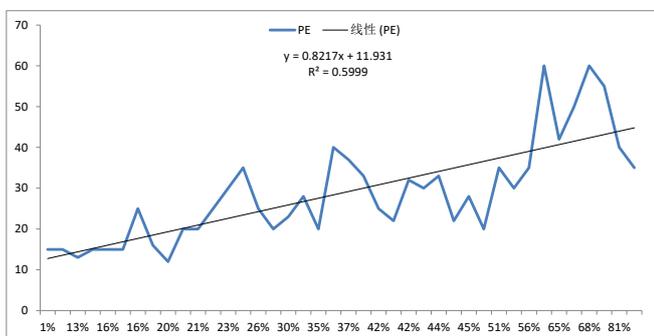
图 26：好未来营收增速与 PE 关系



资料来源：公司财报，彭博，东方证券研究所

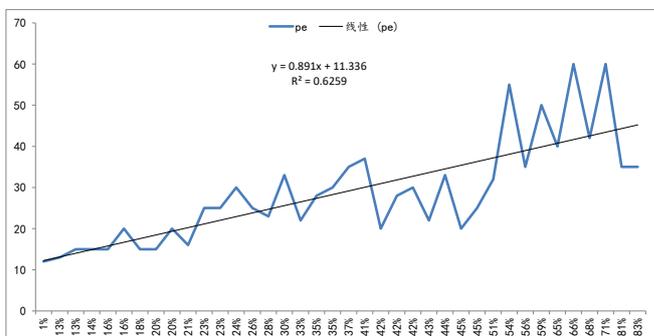
我们按季度将新东方、好未来历史的营收增速和 PE 排序进行“线性回归”。（选取线性回归方便简化，实际拟合中指数函数效果更好）我们得到“ $y = 0.82x + 12$ ”的关系式，其中 $R^2=0.6$ 。意味着“营收增速每提高 10%，对应 PE 将提高约 8.2”。其中截距约为 12（即在行业增速为 0 时，PE 为 12），根据 wind 显示，采取“5 年期国债利率、5 年纳斯达克指数”，新东方的 WACC 位于 7.7，好未来的 WACC 位于 9.7，二者平均值 8.7。实际上 $PE = (1+g) / (wacc-g)$ ，在增速 $g=0$ 时， $PE=1/WACC$ （100%分红情况下），这与关系式截距和 WACC 值相符合，进一步佐证。

图 27：课外辅导行业营收增速与 PE 关系



资料来源：公司财报，彭博，东方证券研究所

图 28：课外辅导行业营收增速与 PE 关系（滞后一季度）



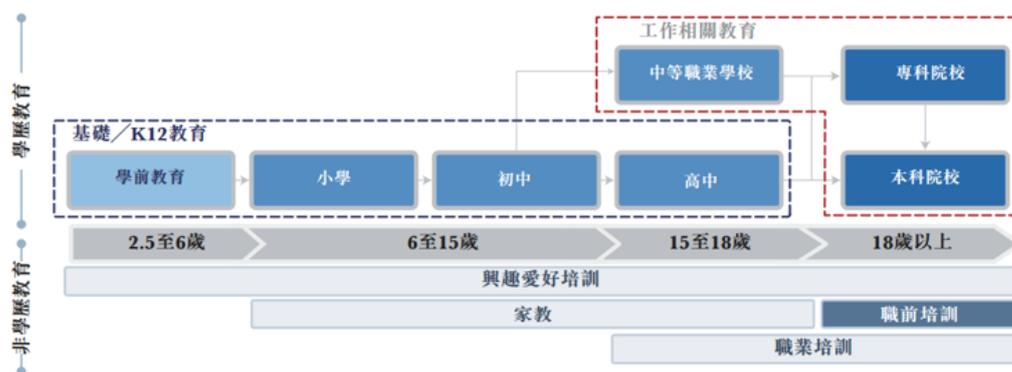
资料来源：公司财报，彭博，东方证券研究所

2. 职业培训比较分析与估值展望

2.1 职业培训空间广阔，受益于政策推动

我们认为K12培训行业的驱动因素与估值特征也对职业培训具有一定借鉴意义。职业教育包括学历教育（中等职业学校，专科院校和本科院校）以及非学历教育，其中我们主要聚焦于职业考试培训（非学历教育），符合培训类特征，驱动因素与估值具有可比性。职业培训是仅次于K12课外培训的第二大教育细分市场。在2017年职业培训市场规模达到987亿，但较为分散，其中职业资格考试212亿，教师招录考试157亿，IT专业培训256亿，事业单位招聘108亿，公务员考试99亿。职业培训总规模呈现稳步增长趋势，根据弗若斯特沙利文预测，2018-2022年年复合增长率保持14.3%。近年来劳动力市场结构性矛盾突出，国家对职业教育的大力支持或推动职业教育重要性的持续提升。

图 29：中国教育体系



资料来源：弗若斯特沙利文，东方证券研究所

图 30：职业教育总收入



资料来源：弗若斯特沙利文，东方证券研究所

政策端亦不断推动职业教育大发展。19 年以来，职业教育政策频出，重视程度加大。年初国务院发布《国家职业教育改革实施方案》，提出了职业教育全方位的政策支持，把职业教育摆在教育改革创新和经济社会发展中更加突出的位置。2 月 19 日，教育部召开新闻发布会介绍该方案的主要内容和下一步工作考虑，表示会为社会力量兴办职业教育探索更多路径。3 月 5 日发布的 2019 年政府工作报告也提出支持企业和社会力量兴办职业教育。2019 相关政策频发，政策的扶持和相对宽松的监管有力的推动了职业教育的未来发展。

2.2 从行业特征对比，职业培训估值或更为平稳

就业形势严峻催生职业教育需求，无论是希望通过公职考试拿到铁饭碗，还是参加职业资格考试使得自己在职场中更有竞争力，职业培训成为不少人的选择。与 K12 培训相比，职业培训因为**其单门报读，续班率低**，且目前市场下沉率较高等特点，**扩张延续性较低，估值或更为平稳**。

职业培训具有一次性的特点，单门报读，重复购买率低。K12 课外辅导具有很强的**延续性**和**拓展性**，通常学生会选择同一课外辅导机构辅导多门学科以及持续辅导至年级结束（头部企业续班率也比较高），相比之下，职业培训的报考学生偏向于**一次性、单科**报名。在教育领域，通常新客户的获客成本是老客户保留成本的数倍，K12 课外辅导由于较高的续班率，重复购买成为保持盈利稳健增长的重要驱动力，**可预期性更强，估值水平可能更高**。因而虽然扩张周期中人次和盈利增长都有滞后性，但由于扩张周期后 K12 课外辅导网点利用率会稳步提升，K12 课外辅导在扩张周期中估值溢价较高。相比于 K12 课外辅导，职业培训续班率低，获客成本高，在扩张时期估值溢价可能较低。职业培训科目较为分散，一般为单门报读。K12 课外辅导多是全科报读或多科报读，客单价高，这也导致职业培训的估值水平可能较 K12 课外辅导略低。

表 2：职业教育与 K12 课外辅导对比

	K12 课外辅导	职业教育（非学历培训就业）
行业特点	<ul style="list-style-type: none"> 课外辅导具有很强连续性（续班率指标很重要） 付款与体验者相分离（口碑/品牌较为重要） 用户年龄结构偏小，带有一定看护性质（线上处于发展阶段） 	<ul style="list-style-type: none"> 统一程度较高（比如国考） 付款与上课人一致（有较为明显从众心理） 用户年龄结构大 各职业教育细分关联程度低（K12 一般多科一起报名）
市场空间	用户数：1.36 亿 户均支出：233 元/月 渗透率：38%（通识类）、22%（艺术类） 市场规模： 3800 亿	（公务员考试为例） 用户数：149 万（国考）+370 万（地方） 客单价：1900 元/年（包括线上加权） 参培率：26.5% 市场规模： 99 亿
竞争格局	TOP 2：6% TOP 10：9% 相关公司：新东方、好未来	（公务员考试为例） TOP 2：33%（中公 20.7 亿、华图 12.3 亿） 相关公司：中公教育、华图教育

资料来源：China Institute of Education Finance，东方证券研究所

与 K12 教育龙头公司相比，职业教育龙头公司网点分布范围更广，**对底线城市的渗透率更强，市场集中度更高**。截止 2018 年 4 月，中公教育覆盖 31 个省 319 个地市；截止 2018 年 10 月，华图教育覆盖 31 个省 343 座城市。以公务员考试为例，中公、华图一共占据 33% 的市场份额。而 K12 培训公司中，截止 2018 财年，新东方覆盖全国 75 个城市；截止 FY2019Q3，好未来在全国 54 个城市布有网点，其中 49 座为一二线城市。新东方和好未来一共占据 6% 的 K12 课外辅导份额。职业教育龙头公司在三四线城市下沉率高。整体上看，K12 课外辅导市场广阔、行业集中度低，龙头增长空间及预期大；职业培训市场中细分品类较多，多元化空间大，可以充分利用营销及教室资源，龙头可以通过产品多元化保持高速增长。

表 3：三类职业培训对比

职业培训	公务员考试	事业单位考试	教师招聘考试
市场规模	99 亿	108 亿	157 亿
复合增速 (14-17)	17.4%	17.8%	17%
参考人员	149 万 (国考) + 370 万 (地方)	270 万	约 400 万
录取率	2-3%	3%笔试 25%面试	约 20%
参培率	26.5%	25.6%	-
客单价	1900 元	1570 元	-
中公收入 (2017)	20.7 亿元	5.7 亿元	6.7 亿元
华图收入 (2017)	12.3 亿	3 亿	2.8 亿
集中度	33%	8%	6%

资料来源：China Institute of Education Finance，弗若斯特沙利文，东方证券研究所

从行业特征对比来说，**业绩可预测角度**，职业培训因为其单门报读，续班率低，扩张延续性较低，估值或更为平稳；**市场空间角度**，K12 课外辅导行业集中度低，龙头公司增长空间广阔，职业培训细分行业，龙头集中度较高，但多元化空间较大。综合来看，职业培训的驱动因素与 K12 课外辅导相似，估值水平或略低于 K12 课外辅导龙头公司。

3. 投资建议与投资标的

我们看好 K12 课外培训及职业培训行业发展。1) **K12 课外辅导**，市场空间广阔，参培率仍有进一步提升空间，龙头集中度有望进一步提升。监管趋严对课外辅导渗透率影响有限，利于全国性课外辅导龙头。与发达国家相比，中国课外辅导渗透率和支出仍有较大增长空间，受政策影响效果较小。2017 年中国课外辅导参培率约 40%+，低于韩国 70% 水平，利于我国全国性课外辅导龙头；政策下的新兴领域仍处蓝海，产业值得期待。**建议关注**：新东方 (EDU，未评级)，好未来 (TAL，未评级)；2) **职业培训**，随着我国经济结构调整及产业升级，各行业对技术人才需求与日俱增，但目前国内职业教育体系不够完善，未来职业培训市场有望进一步增长。**建议关注**：中公教育 (002607，未评级)。

3.1 K12 课外辅导：龙头集中度有望进一步提升

政策引导下，通识类培训仍有较大空间，中国 K12 课外辅导集中度低，新东方好未来营收远超第二梯度，供给侧改革利于集中度提升。逻辑如下：1) 即使在韩国新高考+培训减负的 10 年大背景下，韩国通识类课外参培率仍维持 52.2% 高位。目前我国 38%，仍有明显空间；2) 2017 年新东方/好未来 K12 课外辅导收入分别为 107 亿/88 亿人民币，是第三名学大教育营收的 3-4 倍。整体上看，中国 K12 行业集中度低，TOP 2 公司营收占比仅 6%，TOP 10 集中度仅 9%，中小企业出清对行业格局改善空间大，龙头中长期将受益于供给侧改革。

新东方 (EDU, 未评级)

(1) 全国性教育龙头，业绩增速加快。截止 19 财年 Q2，新东方教学网点覆盖 76 座城市，拥有 89 所学校和 1036 家学习中心，18 财年学员人次达 632.9 万，同比增长 30.3%。2018 财年实现营业收入 24.47 亿美元，净利润 2.96 亿美元，分别同比增长 36%/8%，营收相比去年增速有所提升，毛利率和净利率维持在 56.5%/12.1% 的行业领先水平。

(2) 深度转型 K12 成效显著，网点扩张提速。18 财年 K12 业务营收 14.4 亿美元，占比从 17 财年的 55.6% 上升至 59%，培训人次达 545.5 万人，同比增长 38%。至 19 财年二季度，教学点总数达到 1125 家，扩点速度维持高增长，学员人次高增长率有望保持。

(3) 低价班+双师课堂提升获客能力，挖掘三四线城市市场。配合全国扩张步伐，18 年新新东方在 39 个城市开展夏季推广活动，对新生提供多科目低价试用课程，试用人数达到 76.2 万人，同比增长 37.5%，学生留存率由上年 50% 提升至 54%。18 财年将继续覆盖 5-10 座三四线城市，并采用集团内部共建模式实现成熟师资输出、低成本快速建校。

好未来 (TAL, 未评级)

(1) 全国性培训教育龙头。截止 19 财年 Q3，好未来覆盖 43 座城市，共有学习中心 666 所，三季度招生人次 259.9 万，同比增长 68%。19 财年 Q3 实现营业收入 5.86 亿美元，同比增长 35.2%，Non-GAAP 运营利润 0.93 亿，同比增长 64%。

(2) 大力拓展线上业务，线上业务增长迅速。学而思线上课程为公司近两年核心拓展业务，增速明显。19 财年 Q2 学而思网校人次 240 万，占总人次的 48.6%，同比增长 223%，贡献公司人次增长 61%。网校业务实现收入 8200 万美元，同比增长 184%。以韩国经验来看，线上课外辅导培训渗透率将逆势上升。

3.2 职业培训：政策利好市场空间扩容

国务院印发《国家职业教育改革实施方案》，利好职业教育。《实施方案》要求职教改革以促进就业和适应产业发展需求为导向，培养高素质劳动者和技术技能人才。职教改革、技术技能人才待遇水平的提高，都会提高职业教育吸引力，长期提振需求。随着我国经济结构调整及产业升级，各行业对技术人才需求与日俱增，但目前国内职业教育体系不够完善，未来职业培训市场有望进一步增长。

中公教育(002607, 未评级)

(1) A股最大、最纯正教育公司。根据公司业绩快报，18年公司营收62.4亿(yoy+54.7%)，归母净利润11.5亿(yoy+120%)。截止18年4月，公司覆盖31个省319个地级市，拥有619个分支机构，深耕职业培训（公务员考试、事业单位考试、教师考试培训），是A股最大、业务最纯正的教育类上市公司。

(2) 教育细分行业中，政策支持力度最大，确定性最高。在中国经济结构转型的攻坚环节，职业教育在教育体系重要性持续提升。国家鼓励应用型人才培训转化，政策力度加大，高度重视职业教育发展。

(3) 选拔性考试利好于研发型机构。公务员、事业单位考试皆为选拔性考试，招录比例较低，培训机构研发能力要求高。历史业绩和良好的口碑进一步提高行业集中度，研发能力强的龙头公司具有显著优势。

风险提示

- 政府监管趋严

国家与地方出台一系列减负与规范K12课外辅导政策，若监管进一步趋严可能会对相关上市公司造成负面影响。

- 线下扩张放缓

由于线下监管趋严，线上K12课外辅导景气度提高。如果线上竞争加剧，可能会导致买量成本上升，从而影响行业盈利能力。

- 历史数据有限导致公式失效风险

1) 本文选取新东方、好未来历史季度营收增速与PE散点关系回归拟合，数据量有限，且并未考虑营收增速为负情况下，具有一定局限性。2) 中公教育、卓越教育等培训行业上市公司上市时间较短，故取样中并未选取，估值关系推广中存在失效风险。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

