

民办高校与职业培训为教育行业最佳赛道

2019年09月04日

看好 / 维持

教育 / 行业报告

——“不一样的财报解读”系列之2019年中报

研究员	张凯琳	电话: 010-66554087	邮箱: zhangkl@dxzq.net.cn	执业证书编号: S1480518070001
研究助理	王紫	电话: 010-66554104	邮箱: wangzi@dxzq.net.cn	执业证书编号: S1480118060012

投资摘要:

教育板块不断壮大。我们统计了教育板块港股 13 家公司和 A 股 1 家公司发布的截至 2019 年 6 月 30 日中期财务报告,这 14 家公司中有 5 家是在 19 年上半年实现港股上市,1 家在 19 年初实现 A 股借壳上市。

并购和政策支持,推动高教职教持续快速增长。2019 上半年教育行业营业收入平均增长 39.4%,增幅较去年同期大幅提升 15 个百分点。港股教育以民办高校为主,随着更多公司上市,加快了行业并购扩张的步伐。当前独立学院加速转设、职业教育行业扶持政策频出,使得以职业学历教育为主的民办大学板块通过外延并购与内生增长共同拉动营收规模的加速扩大。另外,A 股中公教育上市后,教师资格培训成为拉动公司营收新动力,培训人数和价格提升共同拉动营收增长。从板块内部来看,新近上市的两大职业培训龙头在收入和利润规模上都处于教育板块领先地位,尤其是收入端,较民办大学类的公司有明显的优势。

高教板块新并购学校仍处上升期,导致盈利能力小幅下滑。上半年教育行业平均毛利率 53.4%,较去年同期有 4.5 个百分点的提升。行业毛利率提升主要是由于中国东方教育的拉动,公司新建校区利用率提升、爬坡速度快,带来毛利率显著提升近 8 个百分点。行业平均归母净利率 34.7%,近两年呈现小幅下降趋势,主要是受到港股民办大学板块的影响,部分企业并购中进行融资导致财务费用率提升。不同类别教育板块净利率有较为明显的差异,高等教育有 30%-70%较高的净利率,职业培训净利率在 15%上下,而 K12 课外培训净利率在 10%左右。上半年行业平均 ROE、ROA、ROIC 较上年同期均有小幅下滑,主要是由于民办高校板块在加速并购的同时,新学校的收入和盈利水平尚低,但规模扩张长期带来公司市占率提升,利于长期发展。

K12 培训龙头目前处于厚积薄发的积累期。在站稳一、二线城市后,公司近两年开始布局在线教育和三、四线城市下沉。由于财报期的不同,美股两家 K12 校外培训龙头新东方和好未来分别发布了截至 5 月 31 日的 2019 财年四季报和 2020 财年一季报。从两家公司单季度的业绩来看,平均营收在 50 亿元人民币以上,收入规模远高于港股与 A 股教育板块,新东方营收规模略高于好未来。净利润方面两家公司存在较大差异,上个季度好未来出现净亏损,而新东方的归母净利也有较大幅度的下滑。

投资建议:我们延续首篇行业深度至今的行业观点,在教育各个细分板块中,首先看好高等教育与职业培训板块。民办大学在高职扩招和高等教育渗透率不断提升背景下,行业规模不断扩大,各民办高校集团依靠并购持续加速增长。持续看好行业领先企业中教控股、新高教集团。职业培训客户群体更为广泛,在国家大力推动职业教育发展的政策下行业未来发展前景广阔。其中,中公教育在招录考生领域具有绝对领先地位,教师招聘成为拉动公司营收的重要增长极,同时公司积极布局考研及其他资格考试培训,未来潜力巨大。

风险提示:出现超预期政策,行业恶性事件发生,高效并购整合不及预期,职教政策落地不及预期。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PE				PB	评级
	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E		
中公教育	0.22	0.28	0.39	0.48	64.03	44.38	32.58	25.25	47.85	强烈推荐
中国东方教育	0.10	0.36	0.50	0.62	72.64	57.78	41.34	33.02	4.66	未评级
中教控股	-	0.36	0.42	0.47	-	28.93	25.29	22.34	2.87	未评级

资料来源:公司财报、Wind,东兴证券研究所

目 录

1. 并购和政策支持，推动高教职教持续快速增长	3
2. 新校处于上升期，盈利能力小幅下滑	4
3. K12 培训龙头目前处于厚积薄发的积累期	5
4. 投资建议	5
5. 风险提示	6
相关报告汇总	6

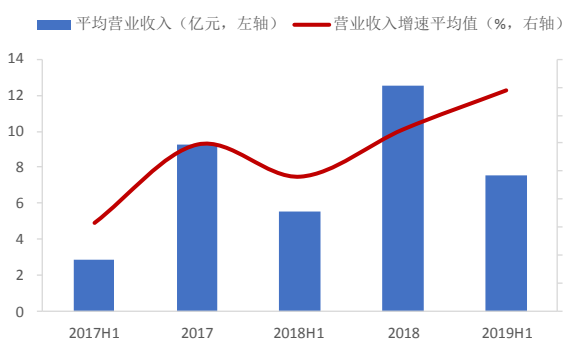
插图目录

图 1：教育板块平均营业收入及增速	3
图 2：教育板块平均归母净利及增速	3
图 5：教育板块个股营业收入及增速	3
图 6：教育板块个股归母净利及增速	3
图 3：教育板块平均毛利率与平均净利率	4
图 4：教育板块平均 ROE、ROA、ROIC	4
图 7：教育板块个股毛利率与净利率	4
图 8：教育板块个股 ROE、ROA、ROIC	4
图 9：新东方与好未来单季度营收对比	5
图 10：新东方与好未来单季度归母净利对比	5

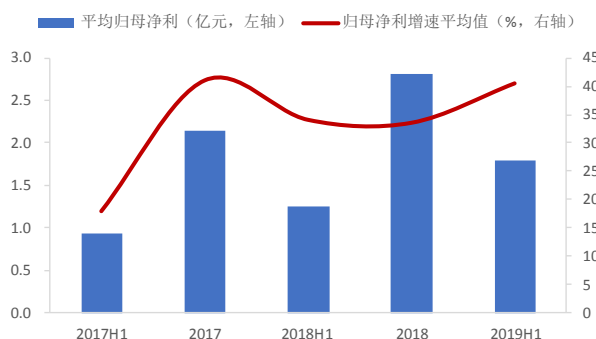
1. 并购和政策支持，推动高教职教持续快速增长

我们统计了教育板块港股 13 家公司和 A 股 1 家公司发布的截至 2019 年 6 月 30 日中期财务报告，这 14 家公司中有 5 家是在 19 年上半年实现港股上市，1 家在 19 年初实现 A 股借壳上市。14 家公司主要涉及民办高校、K12 培训、职业培训三个板块，由于港股 K12 学历教育公司和部分高等教育公司财报期不同，不在本次讨论之中。

2019 上半年教育行业平均总营业收入 7.6 亿元，营业收入增速平均值为 39.4%，增幅较去年同期大幅提升 15 个百分点。归母净利平均为 1.8 亿元，同比增长 40.6%，若剔除 A 股中公教育的显著影响，港股 13 家教育公司归母净利同比增长 33.5%，增速较去年同期下降约 0.6 个百分点。

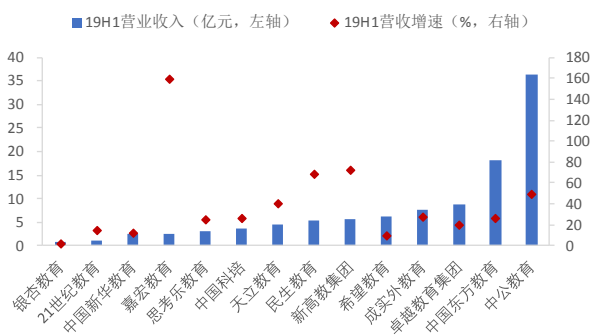
图 1：教育板块平均营业收入及增速


资料来源：Wind，公司公告，东兴证券研究所

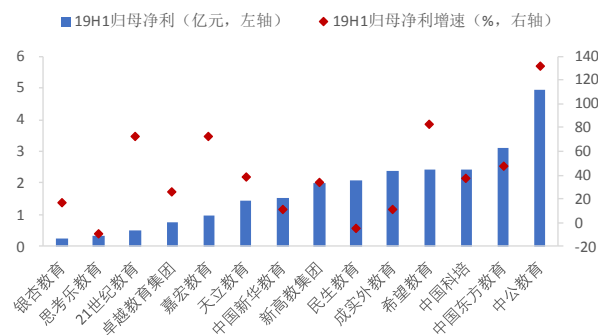
图 2：教育板块平均归母净利及增速


资料来源：Wind，公司公告，东兴证券研究所

整体来看，教育行业整体呈现快速扩张的趋势。港股教育以民办高校为主，随着更多公司上市，加快了行业并购扩张的步伐。当前独立学院加速转设、职业教育行业扶持政策频出，使得以职业学历教育为主的民办大学板块通过外延并购与内生增长共同拉动营收规模的加速扩大。另外，A 股中公教育上市后，教师资格培训成为拉动公司营收新动力，培训人数和价格提升共同拉动营收增长。

图 3：教育板块个股营业收入及增速


资料来源：Wind，公司公告，东兴证券研究所

图 4：教育板块个股归母净利及增速


资料来源：Wind，公司公告，东兴证券研究所

从板块内部来看，新近上市的两大职业培训龙头——职业资格培训龙头中公教育和职业技能培训龙头中国东方教育，在收入和利润规模上都处于教育板块领先地位，尤其是收入端，较民办大学类的公司有明显的优势。

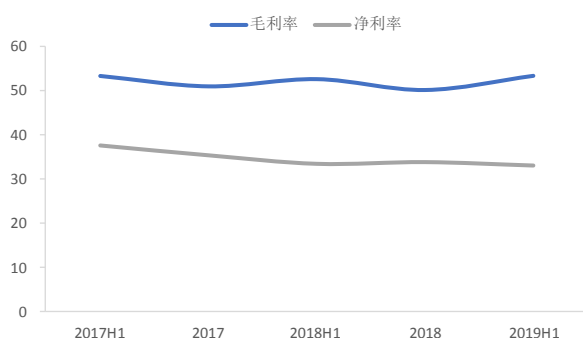
2. 新校处于上升期，盈利能力小幅下滑

上半年教育行业平均毛利率 53.4%，较去年同期有 4.5 个百分点的提升。行业毛利率提升主要是由于中国东方教育的拉动，公司新建校区利用率提升、爬坡速度快，带来毛利率显著提升近 8 个百分点。

行业平均归母净利率 34.7%，近两年呈现小幅下降趋势。净利率小幅下滑主要是受到港股民办大学板块的影响，部分企业在并购扩张的过程中进行融资导致的财务费用率提升。

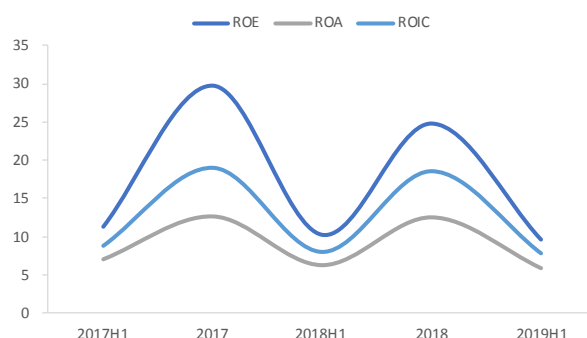
上半年行业平均 ROE、ROA、ROIC 分别为 9.7、5.9、7.8，较上年同期均有小幅下滑。主要是由于民办高校板块在加速并购的同时，部分新并购学校的收入和盈利水平尚低。

图 5：教育板块平均毛利率与平均净利率



资料来源：Wind，公司公告，东兴证券研究所

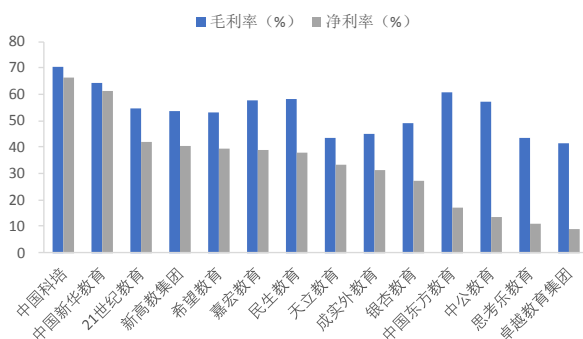
图 6：教育板块平均 ROE、ROA、ROIC



资料来源：Wind，公司公告，东兴证券研究所

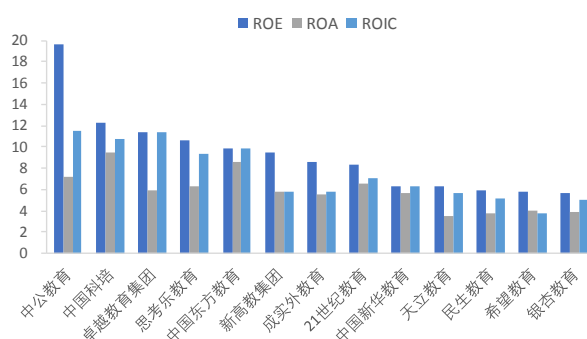
从盈利能力来看，不同类别教育板块净利率有较为明显的差异。民办高校板块普遍拥有 30%-70% 较高的净利率，职业培训企业净利率在 15% 上下，而 K12 课外培训的净利率在 10% 左右。此外，值得注意的是中公教育的中报净资产收益率显著高于板块其他企业，而民办高校板块中国科培的 ROE、ROA 和 ROIC 较其他公司有比较明显的优势。

图 7：教育板块个股毛利率与净利率



资料来源：Wind，公司公告，东兴证券研究所

图 8：教育板块个股 ROE、ROA、ROIC



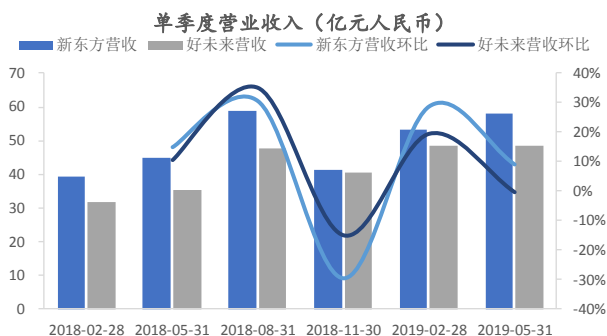
资料来源：Wind，公司公告，东兴证券研究所

3. K12 培训龙头目前处于厚积薄发的积累期

由于财报期的不同，美股两家 K12 校外培训龙头新东方和好未来分别发布了截至 5 月 31 日的 2019 财年四季报和 2020 财年一季报。

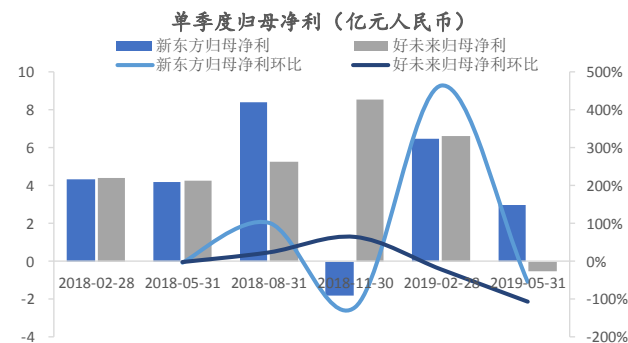
从两家公司单季度的业绩来看，平均营收在 50 亿元人民币以上，收入规模远高于港股与 A 股教育板块，新东方营收规模略高于好未来。净利润方面两家公司存在较大差异，上个季度好未来出现净亏损，而新东方的归母净利也有较大幅度的下滑。两大 K12 培训龙头在站稳一、二线城市后，公司近两年开始布局在线教育和三、四线城市下沉，目前处于厚积薄发的积累期。

图 9：新东方与好未来单季度营收对比



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 10：新东方与好未来单季度归母净利对比



资料来源：Wind，东兴证券研究所

4. 投资建议

我们延续首篇行业深度《找准定位，民办教育仍大有可为》中的观点，在教育各个细分板块中，首先看好高等教育与职业培训板块。此前在深度报告中我们曾提出民办教育发展方向要把握住两个方向：一是民办教育是对公办教育的补充，是为了满足多样性而存在，因此在公办教育相对空缺、国家投入较少的领域往往是民办教育的机遇所在，教育人群数量和优质资源缺口奠定市场需求。二是由于教育行业的公益性，虽然允许盈利性的存在，但教育质量与教育公平仍然是国家会给予把控的方向，尤其是正规学校教育部分，对于越低年龄段的教育把控会越严格。基于以上两点，民间资本在参与教育发展的过程中，在高等教育和职业培训两个领域拥有更大的发展空间。

- ◆ 民办大学在高职扩招和高等教育渗透率不断提升背景下，行业规模不断扩大，各民办高校集团依靠并购持续加速增长。虽然民促法实施条例尚未落地，行业情绪较为脆弱，受到任何政策相关的风吹草动都会带来市场波动，但行业基本面未变，国家对于社会力量参与教育发展的支持未变。持续看好行业领先企业中教控股、新高教集团。
- ◆ 职业培训的客户群体更为广泛，覆盖 18-45 岁人群，在国家大力推动职业教育发展的政策下行业未来发展前景广阔。其中职业资格证书龙头中公教育在招录考生领域具有绝对领先地位，教师招聘成为拉动公司营收的重要增长极，同时公司积极布局考研及其他资格考试培训，未来潜力巨大。

5. 风险提示

出现超预期政策，行业恶性事件发生，高效并购整合不及预期，职教政策落地不及预期。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	教育行业深度系列之一：找准定位，民办教育仍大有可为	2019-01-04
行业	教育行业深度系列之二：职业培训，经济转型与人口结构变化推动行业发展	2019-05-30
公司	中公教育（002607.SZ）：可复制模式多赛道布局，逆势增长持续可期	2019-08-20
公司	民生教育（1569.HK）：学校网络持续扩张保障营收增长，较高融资成本率或成新常态	2019-08-20
公司	新高教集团（2001.HK）：外延内生扩大收入规模，债务结构得到改善	2019-08-28

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016 年 1 月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于餐饮旅游领域研究。

研究助理简介

王紫

对外经济贸易大学管理学学士，法国诺欧高等商学院管理学硕士。2018 年 5 月加入东兴证券研究所，一年港股大消费及港股策略研究经验，目前专注于教育、餐饮、人力资源等社会服务行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。