

综合行业

高教、在线教育有望成为消费行业避风港 增持（维持）

2020年02月01日

投资要点

■ 在目前整体大环境不明朗的情况下，教育行业有望成为消费行业避风港。我们继续推荐业绩不受影响同时低估值的高教板块，以及有望受益的新东方在线。

■ 高教板块：疫情影响开学时间但对学费确认影响较小，目前估值具备性价比。高教板块受到疫情影响主要来自担忧学生教师返乡后感染所带来的可能的大面积影响，但是目前各省市均已推出延迟高校开学通知。这虽然在一定程度上会影响各高校的上课进度，但是这在很大程度上将缓解各高校在开学后被大面积感染的风险。

延迟开学对高教的业绩难带来实质影响。由于高校均为按年度缴费，本年度学费均已在19年9月缴费完毕，目前的收入均为递延收入的逐季确认。因此本学年收入并不会因疫情受到影响。此外各高校也没有因疫情带来大额额外开支，因此整体业绩并未有实质影响。

目前高校估值已经具备较强性价比。我们目前并不下调高等教育各公司的盈利预测，目前科培/新华/民生/新高教对应20年估值仅为12/9/9/8倍。这些学校在未来几年均有望在学生人数和学费增长的双重带动下保持双位数以上的内生增速，目前估值已经体现出较高性价比。

■ 在线教育：替代线下教培作用显著，龙头更强的服务和产品有望获益。受疫情影响下的K12教培行业线下班全面转向线上，这对本就处于快速扩张的在线教育又是一次新的拉新机会。包括好未来、新东方、卓越教育在内的线下教培机构均将线下课程转为线上以此保证寒假及春季班的学生继续能够延续此前的上课进度。

头部公司更强的服务和产品有望脱颖而出，以此获得更高的正价转化率。在各家在线机构纷纷在当前免费捐课的情况下，我们认为能够对业绩产生实质影响的一方面是在线平台能够缓解线下停课对传统教培机构带来的损失；另一方面是在线平台通过自身优质的产品和服务将获得的新客转化为日后正价班的学员。

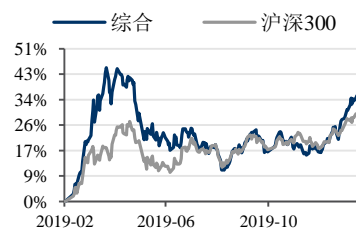
我们认为新东方在线独具特色的东方优播小班模式，依靠其新东方品牌的背书、更适应当地教学环境的本地化教材、以及小班模式更强的服务和互动属性，在当前情况下有望获得更快的学生人数增长。同时我们相信在后期的转化中，优播小班模式更强的体验以及来自一线城市的师资力量，有望让这些三四线的新学员加速转化为公司的正价班学生。东方优播预计在2-3个财年内进驻300个人口超过百万的三四线城市，这样规模的城市基本均拥有10万以上的K12适龄人口，东方优播短期内能够下沉的空间依旧广大。我们继续看好新东方在线继续的扩张。

■ 投资建议：从推荐标的上，（1）港股低估值的高教板块公司在未来几年均有望在学生人数和学费增长的双重带动下保持双位数以上的内生增速。同时这些学校的业绩增速受疫情影响较小，目前科培/新华/民生/新高教对应20年估值仅为12/9/9/8倍，维持买入评级；（2）推荐市场空间较大、行业增速较快且不受疫情影响的在线教育龙头，新东方在线；（3）建议关注虽然受到一定疫情影响，但是积极开展线上课程同时市场前景较大的教培龙头，立思辰、卓越教育集团。

■ 风险提示：政策落地尚有不不确定性；异地扩张及各学校招生规模不及预期

证券分析师 马莉
执业证号：S0600517050002
010-66573632
mal@dwzq.com.cn
证券分析师 张良卫
执业证号：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@dwzq.com.cn
证券分析师 林骥川
执业证号：S0600517050003
021-60199793
linjch@dwzq.com.cn
证券分析师 陈腾曦
执业证号：S0600517070001
021-60199793
chentx@dwzq.com.cn
研究助理 金含
021-60199793
jinh@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

- 1、《综合行业：“强基计划”引发市场对立思辰关注，科培来开20年港股高校并购序幕》
2020-01-19
- 2、《综合行业：职教再迎政策利好，长期看好赛道持续成长》
2019-12-08
- 3、《综合行业：职业教育迎来新立法，长期利好行业整体发展》
2019-12-06

内容目录

1. 高教板块：疫情影响开学时间但对学费确认影响较小，目前估值具备性价比.....	4
2. 在线教育：替代线下教培作用显著，龙头更强的服务和产品有望获益.....	5
3. 本周行情回顾	6
4. 本周公告及行业重点新闻	7
4.1. 公司公告	7
4.2. 行业新闻	8
5. 风险提示	8

图表目录

图 1：各地推迟返校时间	4
图 2：部分高教公司估值	5
图 3：各教育培训公司捐赠及线上开课情况	5
图 4：相关标的估值情况	6
图 5：本周相关标的涨跌幅	7

此次武汉新冠疫情对消费带来的抑制影响依然有待观察，但是在消费板块中我们认为高教和在线教育两大板块由于消费的相对刚性以及对 K12 线下教培的替代作用，预计受到疫情影响会相对较小。

在目前整体大环境不明朗的情况下，教育行业有望成为消费行业避风港。我们继续推荐业绩不受影响同时低估值的高教板块，以及有望受益的新东方在线。

1. 高教板块：疫情影响开学时间但对学费确认影响较小，目前估值具备性价比

高教板块受到疫情影响主要来自担忧学生教师返乡后感染所带来的可能的大面积影响，但是目前各省市均已推出延迟高校开学通知。从目前发布的时间看各地均将开学时间延迟到了 2 月下旬，这虽然在一定程度上会影响各高校的上课进度，但是这在很大程度上将缓解各高校在开学后被大面积感染的风险。

图 1：各地推迟返校时间

教育部	部属高校延期开学，具体开学时间与当地高校开学时间保持一致
湖北	各类学校延期开学，开学时间视疫情情况而定
浙江	各类学校 2 月 17 日前不得开学，具体时间另行通知
上海	各类学校 2 月 17 日前不得开学，具体时间另行通知
江苏	各类学校 2 月 17 日前不得开学，具体时间另行通知
山东	高等学校、技师学院、中职学校（含技工学校）开学时间不早于 2 月 24 日
安徽	各类学校 2 月 17 日前不得开学，具体时间另行通知
云南	各类学校 2 月 17 日前不得开学，具体时间另行通知
福建	各类学校 2 月 16 日前不得开学，具体时间另行通知
江西	各类学校 2 月 17 日前不得开学，具体时间另行通知
黑龙江	普通高等学校 3.1 以后，具体时间另行通知

资料来源：各地教育局，东吴证券研究所

延迟开学对高教的业绩难带来实质影响。虽然为了避免大面积感染而采取的延迟开学会让高校的课程进度受到影响，但是由于高校均为按年度缴费，本年度学费均已在 19 年 9 月缴费完毕，目前的收入均为递延收入的逐季确认。因此本学年收入并不会因疫情受到影响。此外各高校也没有因疫情带来大额额外开支，因此整体业绩并未有实质影响。

最差情况，若出现疫情一直延续至高考，则可能由于高考推迟带来新一年学费确认的推迟（2003 年高考时间未推迟）。但是高等教育作为刚需行业，虽然学费可能推迟但是对于各高校业绩的绝对值影响有限。

连续调整之后，目前高校估值已经具备较强性价比。综上分析，我们目前并不下调高等教育各公司的盈利预测，目前科培/新华/民生/新高教对应 20 年估值仅为 12/9/9/8 倍。这些学校在未来几年均有望在学生人数和学费增长的双重带动下保持双位数以上的内生增速，目前估值已经体现出较高性价比，维持买入评级。

图 2：部分高教公司估值

	2020PE	2021PE	20 增速	21 增速
中国科培	12.3	10.2	37%	21%
中国新华教育	8.9	7.6	18%	17%
民生教育	9.3	8.1	18%	14%
新高教集团	7.5	6.5	30%	16%

资料来源：WIND，东吴证券研究所

2. 在线教育：替代线下教培作用显著，龙头更强的服务和产品有望获益

受疫情影响下的 K12 教培行业线下班全面转向线上，这对本就处于快速扩张的在线教育又是一次新的拉新机会。包括好未来、新东方、卓越教育在内的线下教培机构均将线下课程转为线上以此保证寒假及春季班的学生继续能够延续此前的上课进度。

图 3：各教育培训公司捐赠及线上开课情况

好未来	设立 1 亿元抗击疫情专项基金，2000 万已捐赠武汉市慈善总会； 线下停课机构全面转为线上授课；抗击疫情中的 8000 万用于教育专项，为中小學生提供免费的直播课程
新东方	向湖北红十字会捐款 2000 万 线下停课机构全面转为线上授课；向全国中小學生，免费开放旗下专业在线教育平台“新东方在线”所有春季班直播课程，第一批将供应一百万份
猿辅导	向武汉市慈善总会捐赠者 1000 万；为全国中小學生提供免费的巩固预习课
作业帮	针对因疫情推迟春季开学的中小學生推出春季校内同步直播课，完全免费
松鼠 AI	线下班均改为线上；免费面向全国发放 100 万个账号
立思辰大语文	线下停课机构全面转为线上授课；疫情期间免费赠送“春季同步学”线上系列课程，再为大语文的线下在册学员额外送出四次“诸葛一队”大咖拔高课
网易有道	向武汉市中小學生免费提供寒假线上课程
跟谁学	跟谁学+高途课堂联合向武汉地区的中小學免费赠送 20000 份、价值 2000 万元的寒假正价直播课

资料来源：鲸媒体，多知网，东吴证券研究所

在线教育纷纷捐课以获客的情况下，头部公司更强的服务和产品有望脱颖而出，以此获得更高的正价转化率。在各家在线机构纷纷在当前免费捐课的情况下，我们认为能够对业绩产生实质影响的一方面是在线平台能够缓解线下停课对传统教培机构带来的损失；另一方面是在线平台通过自身优质的产品和服务将获得的新客转化为日后正价班的学员。

对于本身就存在线下班的传统教培机构，在线课堂与线下传统教培班的对冲效果仍有待观察。但是我们对于新东方在线这样单纯提供在线平台的龙头来说，这次疫情有望成为其进一步获得新流量的推动力。

新东方在线独具特色的东方优播小班模式，依靠其新东方品牌的背书、更适应当地

教学环境的本地化教材、以及小班模式更强的服务和互动属性，在当前情况下有望获得更快的学生人数增长。同时我们相信在后期的转化中，优播小班模式更强的体验以及来自一线城市的师资质量，有望让这些三四线的新学员加速转化为公司的正价班学生。

东方优播预计在 2-3 个财年内进驻 300 个人口超过百万的三四线城市，这样规模的城市基本均拥有 10 万以上的 K12 适龄人口，东方优播短期内能够下沉的空间依旧广大。同时，在线大班业务目前依旧处于行业的快速发展期，最终的大班形态依旧没有出现，新东方在线的大班业务也处于高速增长期。我们看好新东方在线持续的扩张，继续维持对新东方在线“买入”评级。

从推荐标的上，(1) 港股低估值的高教板块公司在未来几年均有望在学生人数和学费增长的双重带动下保持双位数以上的内生增速。同时这些学校的业绩增速受疫情影响较小，目前科培/新华/民生/新高教对应 20 年估值仅为 12/9/9/8 倍，维持买入评级；(2) 推荐市场空间较大、行业增速较快且不受疫情影响的在线教育龙头新东方在线；(3) 建议关注虽然受到一定疫情影响，但是积极开展线上课程同时市场前景较大的教培龙头，立思辰、卓越教育集团。

图 4：相关标的估值情况

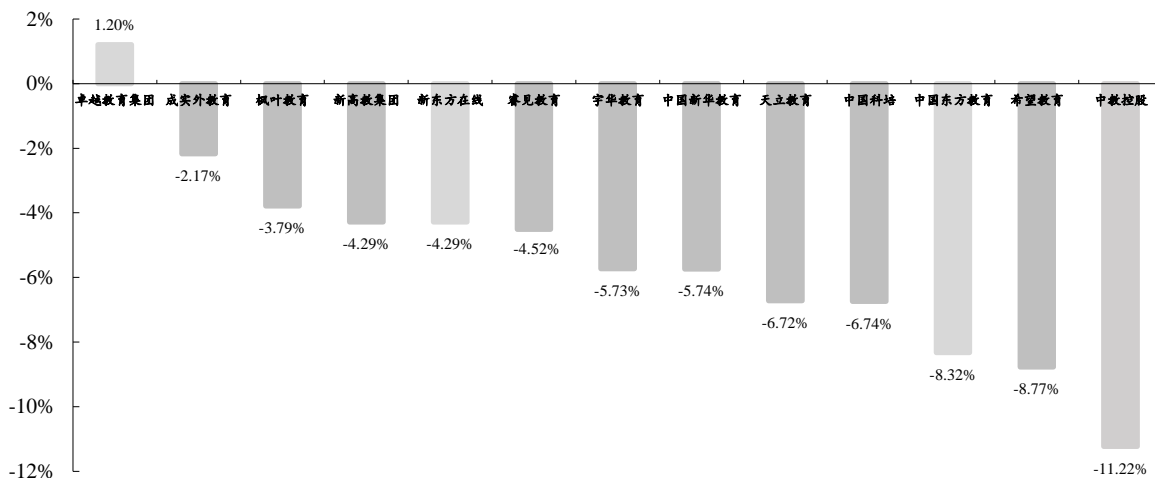
证券代码	证券名称	人民币市值(亿元)	归母净利(亿元)(18)	对应 PE	归母净利(亿元)(19E)	对应 PE	归母净利(亿元)(20E)	对应 PE
0839.HK	中教控股	171.3	5.93	28.88	8.91	19.22	10.58	16.19
6169.HK	宇华教育	159.0	5.31	29.95	4.85	32.78	9.33	17.03
1765.HK	希望教育	92.1	1.68	54.87	4.80	19.20	6.27	14.69
2001.HK	新高教集团	36.6	2.43	15.09	3.74	9.78	4.85	7.54
1569.HK	民生教育	42.7	3.33	12.83	3.91	10.92	4.62	9.25
2779.HK	中国新华教育	32.8	2.56	12.80	3.13	10.47	3.68	8.91
1890.HK	中国科培	73.6	3.42	21.51	4.37	16.83	5.98	12.30
1565.HK	成实外教育	49.3	3.56	13.82	5.29	9.31	6.40	7.70
1317.HK	枫叶教育	74.3	5.43	13.69	6.48	11.47	8.41	8.83
6068.HK	睿见教育	53.7	3.10	17.30	4.06	13.22	5.64	9.52
1773.HK	天立教育	63.8	1.95	32.76	2.71	23.54	3.66	17.43
3978.HK	卓越教育集团	31.7	0.55	57.62	1.46	21.71	1.92	16.51
002607.SZ	中公教育	1,033.7	11.53	89.65	17.44	59.27	24.55	42.10
0667.HK	中国东方教育	282.2	5.10	55.34	7.87	35.86	11.09	25.45

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所，其中睿见教育、天立教育、中教控股、宇华教育、卓越教育来自 Wind 一致预期

3. 本周行情回顾

本周恒生指数下跌 5.86%，教育板块同样受武汉新冠疫情影响出现较大波动，卓越教育集团 (+1.20%)、成实外教育 (-2.17%)、枫叶教育 (-3.79%) 相对靠前。

图 5：本周相关标的涨跌幅



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

4. 本周公告及行业重点新闻

4.1. 公司公告

【新东方在线 授出购股权】 公司公告向若干合资格人士（包括两名董事）授出 4000 万股购股权，每股股份行使价为 25.4 港币（较 1/24 日收盘价无折价）；购股权有效期为自授出日期起十年。此次授予对象包括孙东旭（现任联席行政总裁）50 万股及尹强（现任财务总监）80 万股。

【民生教育 终止河北工业大学城市学院相关协议】 公司公告向就有关拟与河北工大及张家口市政府合作设立城市学院；及与河北工业大学及张家口政府签订多份协议拟设民办大学。鉴于已签署协议项下拟进行的交易进度存在延误，为符合公司及其股东的整体最佳利益，经各方友好、平等协商，于 2020 年 1 月 22 日，公司及重庆悦诚与张家口市人民政府、张家口经济开发区管理委员会、河北工业大学就终止各方已签署协议达成一致，并分别签订终止/解除协议书。

【立思辰 业绩预告】 公司公告 19 年净利润 3300-3800 万（去年同期亏损 13.9 亿），业绩增长原因：1、公司教育业务持续发力，2019 年全年收入约 21.60 亿元，较上年同期增长 10.65%。其中 2C 业务收入 6.85 亿，较上年同期增长近 100%。2、2019 年度由于融资规模增加，全年财务费用约 1.15 亿元，对净利润造成较大影响。3、2019 年度公司的非经常性损益约为 -200.00 万元，对公司净利润无重大影响。

4.2. 行业新闻

【教育部 停止聚集性活动和考试】1月25日消息,日前,教育部连发两则通知,要求教育系统做好新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控应急预案工作。通知要求各级教育行政部门和学校在疫情流行期间原则上不举办大型聚集性活动和考试;各地各高校将举行的特殊类型招生考试、高职分类招生考试等一般应推迟进行;中小学生在不参加社会机构等部门举办的比赛、展示、评比等大型聚集性活动和考试,学校必要时对学校教学安排及相关工作做出调整。

【各教育机构 纷纷暂停线下培训】武汉新东方、新航道、学而思等100余家校外培训机构基本停课,众多培训机构纷纷表示将停止线下授课,转为在线课程。上海学而思表示,学员可将剩余课程转到学而思在线课程,或调至年后二期三期。网易有道精品课向武汉市中小学生免费提供寒假线上课程。好未来直播云表示,直播云系统将免费向所有教育培训机构开放,直至疫情结束。

5. 风险提示

- 1、政策落地尚有不稳定性;
- 2、异地扩张及各学校招生规模不及预期。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

