

综合行业

2020年02月08日

高教中科培有望继续提升估值，教培板块有望迎来集中度提升

增持（维持）

投资要点

■ **高教板块：疫情下龙头迎来估值修复，关注中国科培。** 学费预收的模式让高教板块公司业绩在疫情下几乎不受影响，带动本周高教板块集体大幅上涨。本周希望教育（+18.59%）、中教控股（+17.24%）、宇华教育（+14.11%）、民生教育（+11.67%）、新高教集团（+8.67%）集体上涨，市场表现出了对于高教受到疫情影响较小、业绩稳定性强的充分认可。

此次估值修复行情中，龙头公司享受估值溢价。在整个行业集体上涨的情况下，我们看到规模居前的三家公司估值溢价明显。（1）中教控股作为一直以来的教培行业龙头，估值一直稳定在 20 倍以上；（2）宇华教育在收购山东英才学院之后逐渐也被市场认可了作为行业龙头的地位，迎来了明显的估值修复，从 12 倍左右大幅上升至接近 20 倍；同时希望教育也在近期跟随宇华一起修复至接近 18 倍左右。前三大龙头表现出了明显的估值优势。

中国科培在利润体量上已经比肩龙头公司，高内生增速下相较前三大龙头依旧有较大的估值修复空间。虽然从学生数量上看科培与前三家学校尚有差距，但是由于较高的本科生比例、广东地域优势带来的较高学费、以及公司较强的财务管理能力，科培的利润体量规模与排名第三的希望教育非常接近。同时，在拥有较大体量规模的同时，科培在 20 年依旧可以保持 20% 以上的强劲内生增速。因此我们认为无论从规模上还是增速上，科培相较前三大龙头还有着较明显的估值修复空间。

另一方面，新高教、民生教育、中国新华教育等几家公司目前 10 倍左右的估值仍旧处于一二级市场倒挂的阶段，我们同样认为这些优质的上市公司有估值进一步向上的空间。

■ **教培板块：在线教育流量利好明显，龙头机构有望受益行业集中度提升。** 在线教育方面，各家迎来了流量的大幅上升。我们仍需观察后续各家在流量大幅增长下最终有多少新用户在体验了产品和服务后选择继续在线上继续上课。可以关注好未来、跟谁学等美股上市公司，以及 A 股公司立思辰、昂立教育等。同时，这次疫情有望让此前在三四线城市认知度较低的线上直播小班获得更多关注，在东方优播下沉空间依旧很大的情况下，继续关注新东方在线的持续扩张。

线下教培龙头集中度有望提升。此次疫情使得线下教培基本全面暂停，小型教培机构并不能完全将线下培训转移至线上使得其在学员退费、教师工资、教师租金等多重压力下面临现金流考验。同时，包括好未来、新东方、卓越教育、思考乐、立思辰在内的线下龙头教培机构由于较强的资金实力和信息系统，均能较顺利地将线下课程转为线上，保证寒假及春季班的学生继续能够延续此前的上课进度。同时来自其他无法上课的中小机构学员也有望让这些龙头迎来新的学生人数增长。

■ **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 13.6/9.5/10.5/8.2 倍，维持买入评级；（2）关注市场空间较大、行业增速较快且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：**政策落地有不确定性；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：高教、在线教育有望成为消费行业避风港》

2020-02-01

2、《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

3、《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

内容目录

1. 高教板块：疫情笼罩下龙头迎来估值修复，关注中国科培	4
2. 教培：在线教育流量利好明显，龙头机构有望受益行业集中度提升	5
3. 本周行情回顾	6
4. 本周行业重点新闻	7
5. 风险提示	7

图表目录

图 1：部分高教公司 19 年 7 月以来估值情况	4
图 2：部分高教公司估值	5
图 3：相关标的估值情况	6
图 4：本周相关标的涨跌幅	7

1. 高教板块：疫情笼罩下龙头迎来估值修复，关注中国科培

学费预收的模式让高教板块公司业绩在疫情下几乎不受影响，带动本周高教板块集体大幅上涨。本周希望教育(+19.59%)、中教控股(+17.24%)、宇华教育(+14.11%)、民生教育(+11.67%)、新高教集团(+8.67%)集体上涨，市场表现出了对于高教受到疫情影响较小、业绩稳定性强的充分认可。

从收入端来看，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。其次从费用端来看，此外各高校也没有因疫情带来大额额外开支。同时目前疫情发展预期来看，20年高考并不会推迟，因此下一学年的学生人次和学费预计也不会受到影响。

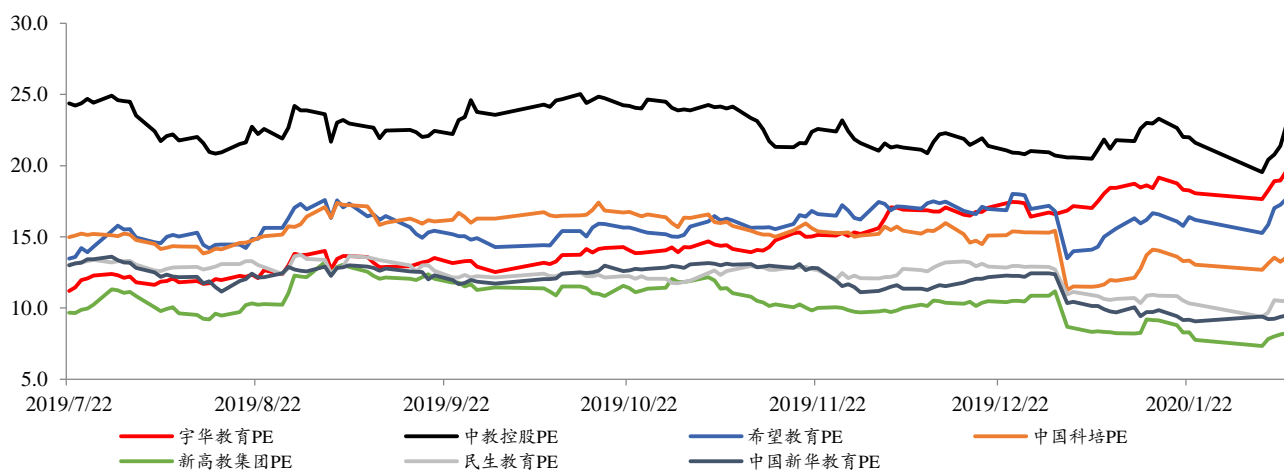
此次估值修复行情中，龙头公司享受估值溢价。在整个行业集体上涨的情况下，我们梳理了各家公司19年7月以来的估值变化情况，规模居前的三家公司估值溢价明显。

(1) 中教控股作为一直以来的教培行业龙头，估值一直稳定在20倍以上；

(2) 宇华教育在收购山东英才学院之后逐渐也被市场认可了作为行业龙头的地位，迎来了明显的估值修复，从12倍左右大幅上升至接近20倍；同时希望教育也在近期跟随宇华一起修复至接近18倍左右。前三大龙头表现出了明显的估值优势。

(3) 其他几家公司估值明显偏低，其中中国科培由于较高的内生增速估值相对较高(对应20年13倍+)，其他包括民生教育、新高教集团、中国新华教育估值均一直徘徊在10倍左右。

图1：部分高教公司19年7月以来估值情况



资料来源：各地教育局，东吴证券研究所

中国科培在利润体量上已经比肩龙头公司，高内生增速下相较前三大龙头依旧有较大的估值修复空间。虽然从学生数量上看科培与前三家学校尚有差距，但是由于较高的本科生比例、广东地域优势带来的较高学费、以及公司较强的财务管理能力，科培的利润体量规模与排名第三的希望教育非常接近。

同时，在拥有较大体量规模的同时，科培在 20 年依旧可以保持 20% 以上的强劲内生增速。因此我们认为无论从规模上还是增速上，科培相较前三大龙头还有着较明显的估值修复空间。

另一方面，新高教、民生教育、中国新华教育等几家公司目前 10 倍左右的估值仍旧处于一二级市场倒挂的阶段，我们同样认为这些优质的上市公司有估值进一步向上的空间。

图 2：部分高教公司估值

证券代码	证券名称	人民币市值(亿元)	20 归母净利(亿元)	对应 20PE	最新学生人数(人)
6169.HK	宇华教育	183.7	9.35	19.3	138,234
0839.HK	中教控股	203.7	8.91	19.7	181,115
1765.HK	希望教育	110.8	6.27	17.7	119,943
1890.HK	中国科培	81.1	5.98	13.6	67,290
2001.HK	新高教集团	39.9	4.85	8.2	113,507
1569.HK	民生教育	48.4	4.62	10.5	81,551
2779.HK	中国新华教育	34.8	3.68	9.5	44,701

资料来源：WIND，东吴证券研究所（宇华、中教为万得一致预期）

2. 教培：在线教育流量利好明显，龙头机构有望受益行业集中度提升

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。这次疫情全面利好在线教育机构，对于 19 年夏天经历了烧钱大战的各家在线教育机构来说这是一次全社会范围的拉新机会。

在线教育方面，流量大幅增长，在线大班产品和服务决定最终留存情况。包括好未来、猿辅导、跟谁学等等在内的在线大班课提供商，在 19 年暑假经历了总计几十亿的烧钱拉新大战，单用户获客成本甚至高达千元，其留存转化情况却较为一般。在线大班教育虽然用双师制一定程度上解决了对学生的服务问题，并且一下子解决了优秀教师的产能瓶颈，但是不同学生学习进度不一的问题，上课老师和辅导老师是两个人等问题始终未得到解决。

因此在这次流量爆发式增长的机遇下，我们仍需观察后续各家在流量大幅增长下最终有多少新用户在体验了产品和服务后选择继续在线上继续上课。可以关注好未来、跟谁学等美股上市公司，以及 A 股公司立思辰、昂立教育等。

而新东方在线的小班模式则有望扩大知名度，继续快速增长。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，为三四线希望获得更好教培服务的消费

者提供了全新的选择。这次疫情有望让此前在三四线城市认知度较低的线上直播小班获得更多关注，在东方优播下沉空间依旧很大的情况下，继续关注新东方在线的持续扩张。

线下教培龙头集中度有望提升。此次疫情使得线下教培基本全面暂停，小型教培机构并不能完全将线下培训转移至线上使得其在学员退费、教师工资、教师租金等多重压力下面临现金流考验。同时，包括好未来、新东方、卓越教育、思考乐、立思辰在内的线下龙头教培机构由于较强的资金实力和信息系统，均能较顺利地将线下课程转为线上，保证寒假及春季班的学生继续能够延续此前的上课进度。同时来自其他无法上课的中小机构学员也有望让这些龙头迎来新的学生人数增长。

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 13.6/9.5/10.5/8.2 倍，维持买入评级；**(2)** 关注市场空间较大、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 3：相关标的估值情况

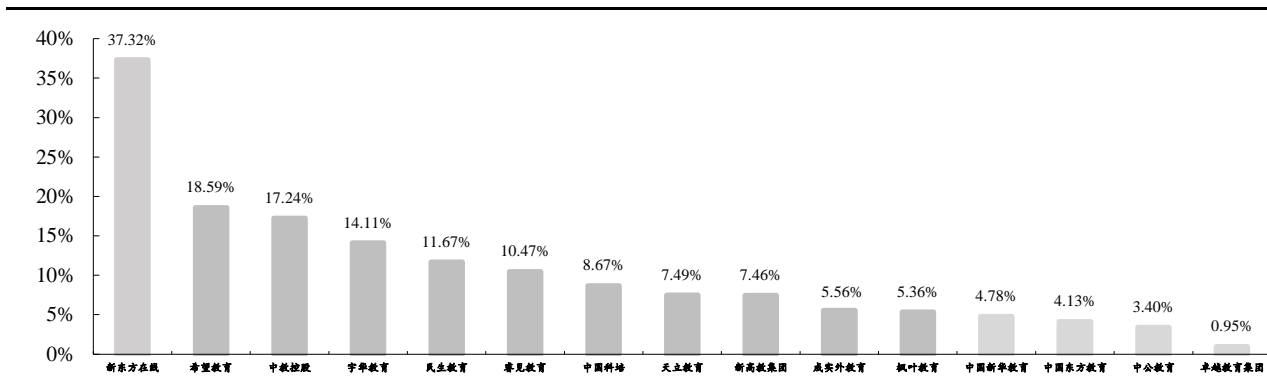
证券代码	证券名称	人民币市值(亿元)	归母净利(亿元) (18)	对应 PE	归母净利(亿元) (19E)	对应 PE	归母净利(亿元) (20E)	对应 PE
0839.HK	中教控股	203.7	5.93	34.35	8.91	22.86	10.58	19.25
6169.HK	宇华教育	183.7	5.31	34.60	4.85	37.87	9.33	19.68
1765.HK	希望教育	110.8	1.68	66.00	4.80	23.09	6.27	17.68
2001.HK	新高教集团	39.9	2.43	16.44	3.74	10.66	4.85	8.22
1569.HK	民生教育	48.4	3.33	14.53	3.91	12.37	4.62	10.47
2779.HK	中国新华教育	34.8	2.56	13.61	3.13	11.13	3.68	9.47
1890.HK	中国科培	81.1	3.42	23.71	4.37	18.55	5.98	13.56
1565.HK	成实外教育	52.7	3.56	14.80	5.29	9.97	6.40	8.24
1317.HK	枫叶教育	79.4	5.43	14.63	6.48	12.25	8.41	9.44
6068.HK	睿见教育	60.2	3.10	19.38	4.06	14.82	5.64	10.67
1773.HK	天立教育	69.5	1.95	35.72	2.71	25.66	3.66	19.00
3978.HK	卓越教育集团	32.5	0.55	59.09	1.46	22.26	1.92	16.93
002607.SZ	中公教育	1,068.8	11.53	92.70	17.44	61.28	24.55	43.54
0667.HK	中国东方教育	298.1	5.10	58.46	7.87	37.88	11.09	26.88

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

本周恒生指数上涨 4.15%，教育板块估值修复明显，新东方在线(+37.32%)、希望教育(+18.59%)、中教控股(+17.24%)相对靠前。

图 4：本周相关标的涨跌幅



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

4. 本周行业重点新闻

【新东方小学全科同步公益课全国上线】新东方小学积极响应教育部号召，履行作为行业领军者的教育使命和社会责任，面向全国小学生免费提供春季同步线上课程，覆盖语文、数学、英语全学科，保障广大小学生停课不停学，轻松迎接新学期。同时，新东方小学联合家庭教育、心理学专家推出免费的在线家庭教育课程，让良好的亲子关系陪伴孩子全面成长。

【成人 IT 培训机构“兄弟连”北京校区停止招生 员工全部遣散】成人 IT 培训机构“兄弟连”教育创始人李超宣布：因公司现金流问题，即日起兄弟连北京校区停止招生，同时员工全部遣散。上海、广州校区已相继经独立运营，不再归属集团总部，可更换品牌正常开展业务。沈阳、西安校区业务、院校合作业务，相关负责人带领员工根据自身情况更换品牌可选择自行创业，自负盈亏。

【跟谁学斥资 3.3 亿元购买河南三栋办公楼】预计下半年投入使用在线教育公司跟谁学发布公告称，公司已经完成在河南郑州多宗商业地产的收购，总价 3.338 亿元。公告显示，跟谁学购买的商业地产为三栋办公楼，其中两栋已完工，一栋仍在建设中。跟谁学计划将三栋办公楼用于业务运营，预计在今年下半年投入使用。

【学校和教育机构可免费接入微信支付新能力】疫期恰逢开学，“避免人群聚集+不影响教学”就成了学校和教育机构的“开学第一课”。为了能让师生家长们平稳度过疫期，微信支付、小程序、企业微信携手教育行业服务商，为学校和教育机构提供了免开发、快速接入的在家上课、在家缴费解决方案。

5. 风险提示

1、政策落地尚有不不确定性；

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>