

综合行业

教培中小机构面临挑战，高教板块短期调整不改长期逻辑

增持（维持）

2020年02月16日

投资要点

■ **教培板块：明兮大语文宣布破产，折射疫情下中小机构面临挑战。**本周曾被誉为大语文赛道黑马的在线大语文品牌明兮教育发布通知由于过于激进的课程研发投入以及疫情下投资方的停止投资，公司已停止运营。明兮专注于向5-12岁人群提供4-6人小班的在线阅读课堂。

明兮大语文破产的启示：中小机构面临资金陷阱在疫情下进一步凸现，线上小班模型存在规模比例。由于预收款模式，教培机构会预先收到学费使账上通常有较高现金。这样的模式使得小机构可能在各项开支尚未出现之前出现账上有丰富可用资金的错觉，并由此进行大规模投入。这导致若此后新增学费不及预期，可能在账面上出现较大的资金缺口。

另一方面随着线下停课依旧在持续，产业内大面积的中小教培机构开始面临春季班续费的考验。在全力突击在线直播系统的努力下，大部分教培机构在相对较低的退班率下完成了线下转线上。然而随着各地线下停课仍在继续，中小机构的春季班续费率仍旧存疑，现金流压力依旧较大。

线上小班模式具有规模壁垒。与线上大班的模式相比，小班由于单个教师上课产能受限，其单课盈利模型并不如大班模型。以大班为主的跟谁学毛利率超过70%，而市场预估小班课为主的东方优播成熟后毛利率在60%左右。相对较低的毛利率使得在线小班模式需要在课程研发、营销等费用支出上更加谨慎，这就使得规模较大、具备品牌优势的机构更有优势，建议继续关注在全国范围具备品牌优势的新东方在线。

高教板块：短暂回调不改长期逻辑。本周高教板块除中国科培(+4.21%)外均出现一定回调，但是我们认为高教整体基本面未变。高教公司较强的业绩稳定性在疫情下尤显珍贵。在此次估值修复行情中，中教、宇华、希望三大龙头已纷纷出现明显的估值修复。

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。

■ **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14.1/9.0/9.9/8.2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。

■ **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：高教中科培有望继续提升估值，教培板块有望迎来集中度提升》2020-02-09
- 2、《综合行业：高教、在线教育有望成为消费行业避风港》2020-02-01
- 3、《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

内容目录

1. 教培：明兮大语文破产，折射疫情下中小机构面临挑战.....	4
1.1. 大语文赛道黑马明兮大语文在疫情下宣布破产	4
1.2. 明兮大语文破产的启示：中小机构面临的资金陷阱在疫情下进一步凸现，线上小班模型存在规模壁垒	5
2. 高教板块：短暂回调不改长期逻辑，继续推荐	6
3. 本周行情回顾	8
4. 本周行业重点新闻	8
5. 风险提示	9

图表目录

图 1：明兮大语文产品部分介绍	4
图 2：部分高教公司估值变动	6
图 3：相关标的估值情况	7
图 4：本周相关标的涨跌幅	8

1. 教培：明兮大语文破产，折射疫情下中小机构面临挑战

1.1. 大语文赛道黑马明兮大语文在疫情下宣布破产

本周曾被誉为大语文赛道黑马、并得到创新工厂投资的在线大语文品牌明兮教育发布通知称，明兮语文由于资金发生困难，目前公司已经停止运营。

明兮专注于向 5-12 岁人群提供 4-6 人小班的在线阅读课堂，其课程的特色包括了：

- 1、在数十万册文学作品中由教学专家、知名童书主编、儿童绘本作家、一线在线名师等专家精选教学文本；
- 2、教研经过精细打磨，课堂内容需经过 7 轮以上的集体教研打磨，至少 3 次试讲公测，千锤百炼第十次才会和孩子们见面
- 3、交互课件：基于对儿童世界的共情理解，100%原创智能互动课件，精美灵动的画像，游戏式的互动设计
- 4、课后辅导体系完备：独创小程序诵读专项训练营、拼音儿歌闯关营、字词积累营等方式帮助学生复习巩固。

图 1：明兮大语文产品部分介绍





数据来源：公司官网，东吴证券研究所

在较好的课程体系口碑以及较好的互动课件体系下，明兮大语文一度吸引超 4000 个学员进行小班在线学习，月流水超过 600 万。

然而明兮过于激进的投入导致的现金流问题在疫情下被激发，在疫情发生的情况下融资方放弃投资，导致明兮最终破产。虽然一度获得超过千万的融资，但是明兮在发展初期过于冒进，在项目初期同时开展 4 个学年的课程研发。这虽然让明兮形成了教、学、练、测、评一体化的产品体系，但也让公司投入增速大幅增加。同时公司又出现对融资节奏的误判，造成了运营资金上产生缺口。最终由于公司的投资方更多来自线下产业方，此次疫情下投资方最终决定放弃投资。

1.2. 明兮大语文破产的启示：中小机构面临的资金陷阱在疫情下进一步凸现，线上小班模型存在规模壁垒

教培商业模式存在资金陷阱，疫情下小机构现金流考验进一步凸现。明兮大语文过大的支出折射出教培行业对于小机构的资金陷阱问题：由于预收款的模式，教培机构都会预先收到学费使得账上会有较高的现金，但是在学费预收之后教培机构每个月都会有包括租金、教师工资等等持续的支出。这样的模式使得小机构可能在收到学费以及融资之后出现账上有丰富可用资金的错觉，并由此进行大规模的课程体系等方面的研发投入。这导致若此后新增学费不及预期，其可能在账面上出现较大的资金缺口。

另一方面随着线下停课依旧在持续，产业内大面积的中小教培机构开始面临春季班续费的考验。在全力突击在线直播系统的努力下，大部分教培机构在相对较低的退班率下让线下班转成了线上班。然而由于各地线下停课仍在继续，中小机构的线上课程可能会延续至春季学期。由于中小机构在线产品的体验仍旧低于线下、并且其对于线上的营销方式并不熟悉，因此中小机构的春季班续费率仍旧存疑。在春季班续费率存疑的情况

下，线下中小教培机构可能依旧面临现金流的压力。

线上小班模式具有规模壁垒。与线上大班的模式相比，小班由于单个教师上课产能受到限制，其单课盈利模型并不如大班模型。以大班为主的跟谁学由于单课平均人次在19Q3已经达到1200人，其较高的教师利用率使其毛利率超过70%。另一方面，在线小班虽然没有已经成熟的模型，但是根据比较线下成熟小班和东方优播的模式（东方优播教师成本与线下小班大致相似，但是少了15%左右的租金成本多了8%左右的宽带成本）可以看到，成熟在线小班的毛利率大约在60%左右。

相对较低的毛利率使得在线小班模式需要在课程研发、营销等费用支出上更加谨慎，这就使得规模较大、具备品牌优势的机构更有可能在这样的模式上生存下来，建议继续关注在全国范围具备品牌优势的新东方在线。

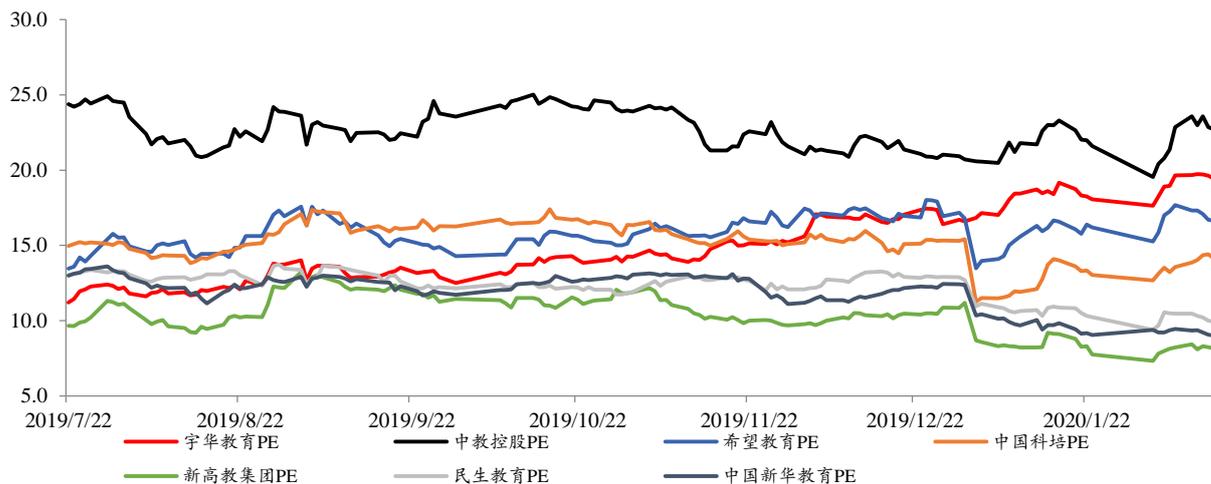
2. 高教板块：短暂回调不改长期逻辑，继续推荐

本周高教板块除中国科培(+4.21%)外均出现一定回调，但是我们认为高教整体基本面未变，继续维持推荐。

高教板块受到疫情影响较小，业绩增速稳定。收入方面，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。

龙头带动的估值修复逻辑下，我们任务中国科培依旧有估值修复的空间。此次的估值修复中，龙头高教公司享受着更高的估值溢价，（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。

图2：部分高教公司估值变动



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

我们认为，在其余公司中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。其目前 14 倍左右的估值、6 亿利润的体量，相对于未来两年 20% 以上的内生增速，依旧有估值修复的空间。

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。

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 14.1/9.0/9.9/8.2 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	202.4	5.93	34.13	8.91	22.71	10.58	19.13
6169.HK	宇华教育	181.7	5.31	34.23	4.85	37.47	9.33	19.47
1765.HK	希望教育	104.3	1.68	62.12	4.80	21.73	6.27	16.64
2001.HK	新高教集团	39.6	2.43	16.34	3.74	10.60	4.85	8.17

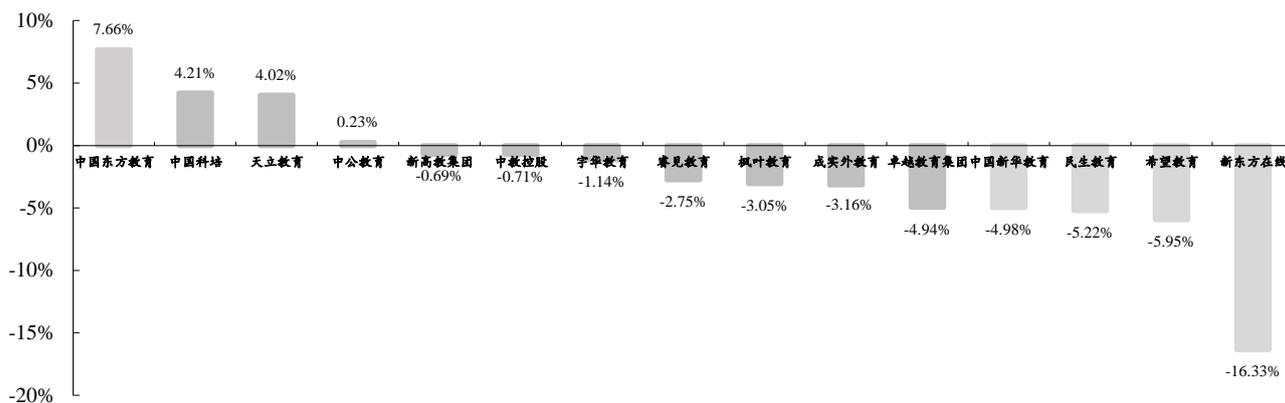
1569.HK	民生教育	45.9	3.33	13.79	3.91	11.74	4.62	9.93
2779.HK	中国新华教育	33.1	2.56	12.94	3.13	10.58	3.68	9.00
1890.HK	中国科培	84.6	3.42	24.73	4.37	19.35	5.98	14.14
1565.HK	成实外教育	51.1	3.56	14.34	5.29	9.66	6.40	7.99
1317.HK	枫叶教育	77.0	5.43	14.19	6.48	11.89	8.41	9.16
6068.HK	睿见教育	58.5	3.10	18.86	4.06	14.42	5.64	10.38
1773.HK	天立教育	72.4	1.95	37.18	2.71	26.72	3.66	19.78
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	1,071.3	11.53	92.91	17.44	61.43	24.55	43.64
0667.HK	中国东方教育	321.2	5.10	62.99	7.87	40.82	11.09	28.97

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 1.50%，其中中国东方教育（+7.66%）、中国科培（+4.21%）、天立教育（+4.02%）涨幅靠前。

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

【教育部回应是否推迟高考：根据疫情评估结果决定】国务院联防联控机制就教育系统疫情防控工作举行发布会。针对 6 月份全国统一高考是否会推迟时间的问题，教育部高校学生司司长王辉表示，教育部会同相关部门和各地评估疫情对组织考试可能引发的问题，审慎研究制定今年高考方案。

【斗鱼直播开通在线教育等服务】针对各地区学校延迟开学的情况，斗鱼开通针对在线教育的相关服务，如对直播授课的师生与院校提供直播使用指引，为相关直播间提

供绿色护航等，联合教育机构开通网络课程直播+录播。

【明兮大语文停止运营：自称误判融资节奏】明兮大语文创始人王嘉树发布致学生家长信，表示因发展冒进导致投入增速大幅增加。同时对融资节奏出现误判，造成了运营资金产生较大缺口。在最近的融资中，投资方因疫情原因而放弃投资，最终公司终止运营。

【教育部回应“停课不停学” 严禁幼儿园开展网上教学活动】教育部有关负责人就“停课不停学”相关问题回答了记者提问。负责人表示，对小学低年级上网学习不作统一硬性要求，不得强行要求学生每天上网“打卡”、上传学习视频等，防止增加学生不必要的负担；要指导学生合理安排作息時間，保障身心健康；严禁幼儿园开展网上教学活动。

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>