

朴新教育 (NEW.N)

被低估的全国型教培龙头

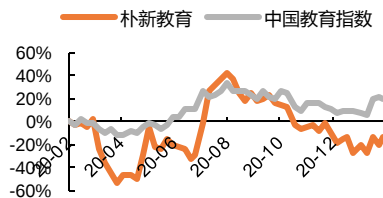
强烈推荐（首次）

现价：6.85 美元

主要数据

行业	教育
公司网址	www.pxjy.com
大股东/持股	沙云龙/44.9%
实际控制人	沙云龙
总股本(百万股)	174.08
流通 HA 股(百万股)	0
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿美元)	5.96
流通 A 股市值(亿元)	0
每股净资产(美元)	0.42
资产负债率(%)	89.07%

行情走势图



证券分析师

易永坚 投资咨询资格编号
S1060520050001
YIYONGJIAN176@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安观点：

- **公司基本情况：**1) 由原新东方“三驾马车”之一的沙云龙创办，业务包括 K12 教培和留学考试及咨询。2) 截止到 2020Q3，公司在全国 32 个城市拥有 400 家直营学习中心，营收超过 30 亿，无论从直营校区数量还是营收规模，公司已经成为国内第三大全国性教培机构。3) 创始人持有公司 44.9% 股权且上市后从未减持。
- **短期催化：业绩预计出现明显拐点。**1) 2017-2019 年公司 K12 业务营收增速分别为 138.5%、33.7% 和 64.4%，2020 前三季度尽管受疫情有所影响，但是营收增速也有 16.5%。我们推测公司 K12 业务的经营利润率维持 15% 以上的健康水平。2) 留学业务原计划 2020 年实现盈利，但受疫情影响而有所延期。出国留学的市场还在，随着疫情的逐步恢复，我们预计公司留学业务能够打平甚至实现盈利。3) 2020 年 11 月公司已将亏损的网校业务剥离及时止损并且能获得部分现金回报。
- **长期：行业进入整合期，公司有望成为行业第三极。**1) 教培供需错配严重，优质供给不足，好未来和新东方两大巨头的供给仍然以一线城市为主，CR2 不超过 10%，而 90% 以上的教培市场缺乏优质供给，留给朴新的市场空间巨大。2) 政策不断加码抬升了行业门槛&挤压了中小机构的盈利空间，缺乏管理和教研的落后产能正逐步退出市场，另外疫情和在线教育的冲击加速了该趋势的形成，行业已进入整合期。3) 朴新“并购整合+内生”模式已经历了市场 5 年的考验，模式基本跑通。公司在存量业务“造血”&外部融资“输血”的支持下有望实现市场快速整合。
- **盈利预测：不考虑并购的情况下。**预测公司 2020-2022 年的营收分别为 29.26 亿元、36.96 亿元、51.3 亿元，净利润分别为-0.78 亿元、1.12 亿元、3.16 亿元。我们看好以沙云龙为主的“专家型”管理层，看好公司未来市场整合能力及赋能。参考可比公司 5-9 倍 PS 估值，我们认为朴新未来潜力巨大，有数倍的估值空间。首次覆盖给予公司“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**1) 现金流持续紧张；2) 疫情带来的行业波动；3) 留学业务持续恶化；4) 内生不及预期；5) 并购整合失败风险；6) 商誉减值。

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2228.12	3103.96	2925.89	3695.81	5129.94
YoY(%)	73.72	39.31	-5.74	26.31	38.80
经调整净利润(百万元)	-326.04	-183.56	-77.66	111.81	315.84
YoY(%)	/	/	/	243.98	182.48
毛利率(%)	44.22	47.50	46.75	47.84	48.55
经调整净利率(%)	/	/	/	3.03	6.16
P/S(倍)	3.87	1.83	1.51	1.00	0.72

正文目录

一、	公司基本情况：全国型教培机构	5
1.1	公司历史回顾	5
1.2	全国型教培机构	6
1.3	公司股权结构	6
二、	短期催化：业绩预计出现明显拐点	7
2.1	业务拆分：毛利率改善&费率降低，开启盈利	7
2.2	K12 业务：打下全国性业务基础，进入正反馈阶段	9
2.3	留学业务：至暗时刻已过	12
2.4	业绩存在显著拐点	13
三、	长期：行业进入整合期，公司有望成为第三极	17
3.1	庞大教培市场缺乏优质供给	17
3.2	行业进入整合期，落后产能逐步退出市场	18
3.3	布局全国，朴新模式成熟复制	20
四、	盈利预测及估值	24
五、	风险提示	25

图表目录

图表 1	朴新教育的理念	5
图表 2	朴新教育发展历程	5
图表 3	朴新教育学习中心分布省份	6
图表 4	朴新教育的股权结构	6
图表 5	公司营收及增速	7
图表 6	公司营收构成	7
图表 7	公司毛利率	7
图表 8	公司主营成本构成	7
图表 9	朴新 K12 业务毛利率与同行对比	8
图表 10	公司销售费率及管理费率	8
图表 11	公司销售费率及管理费率（扣除股权激励费）	8
图表 12	公司净利润情况	8
图表 13	朴新收购的 K12 教培机构（截止到 2019 年）	9
图表 14	朴新并购 K12 品牌的城市分布	9
图表 15	朴新每年并购 K12 机构品牌数	9
图表 16	朴新学习中心情况（个）	10
图表 17	朴新学习中心的并购&新建&关闭（个）	10
图表 18	朴新 K12 业务招生情况（不含在线）	10
图表 19	朴新 K12 班课招生占比超九成	10
图表 20	朴新 K12 业务的 ASP（元/人次·年）	11
图表 21	朴新太原 K12 业务收费标准	11
图表 22	朴新 K12 班课的续班率和满班率	11
图表 23	朴新 K12 业务的营收规模	12
图表 24	朴新收购的留学培训机构（截止到 2019 年）	12
图表 25	朴新旗下环球教育（环球雅思）	12
图表 26	朴新旗下高端留学机构啄木鸟	12
图表 27	朴新留学业务营收情况	13
图表 28	朴新留学业务的毛利率情况	13
图表 29	朴新留学业务的招生及 ASP	13
图表 30	已上市 K12 在线教培机构营收规模（亿）	14
图表 31	未上市 K12 在线教培巨头融资（2020 年）	14
图表 32	朴新留学业务季度营收（百万）	14
图表 33	中国出国留学人数（万人）	15
图表 34	2020 年 66% 的国内留学行为延期	15
图表 35	疫情过后留学行为预期能够恢复正常	15
图表 36	公司递延收入情况	16

图表 37	公司财务费用&股权激励额费用&公允价值变动损益	16
图表 38	公司经调整后净利润	16
图表 39	万亿级别的 K12 教培市场	17
图表 40	K12 在校群体规模	17
图表 41	九城在校生占比不超过 10%	17
图表 42	K12 教培供需错配	17
图表 43	好未来和新东方九城学习中心占比	18
图表 44	好未来和新东方市占率合计不超 10%	18
图表 45	政策抬升教培机构运营成本	18
图表 46	中小机构落后产能会被时代淘汰	19
图表 47	疫情带动在线教育渗透	19
图表 48	疫情加速地方教培市场整合	19
图表 49	朴新的模式	20
图表 50	朴新 PBS 模型赋能并购标的	20
图表 51	朴新 PBS 模型 8 个季度的整合路径	21
图表 52	扭亏经典案例	21
图表 53	并购标的在地方的品牌效应	22
图表 54	并购标的内部有存量人才资源	22
图表 55	朴新的优势：丰富的经验	22
图表 56	朴新的优势：人才梯队建设	23
图表 57	朴新的优势：管理层的专业主义	23
图表 58	公司盈利预测（百万元）	24
图表 59	可比公司 PS 估值	25

一、 公司基本情况：全国型教培机构

1.1 公司历史回顾

朴新教育由原新东方“三驾马车”之一的沙云龙创办（2014年9月），业务包括K12教培、留学考试及咨询。公司通过“并购整合&内生”的方式全国扩张，涵盖30多个城市&400个直营校区，全年主营收入超过30亿，已是名副其实的全国性教培龙头。

图表1 朴新教育的理念



资料来源：公司官网，平安证券研究所

公司发展历程：

- 1) 2014年9月，原新东方“三驾马车”之一的沙云龙等人创立朴新教育；
- 2) 2015年，4月收购第一家教培机构太原福布斯，当年累计收购13家地方机构；
- 3) 2016年收购宁波维恩等19家机构；
- 4) 2017年收购环球雅思、啄木鸟等16家机构；
- 5) 2018年6月美国IPO成功，当年受政策影响仅收购3家地方机构；
- 6) 2019年收购佛山明士等13家机构；
- 7) 2020年遭遇疫情，11月份剥离网校业务及时止损。

图表2 朴新教育发展历程



资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.2 全国型教培机构

截止到 2020Q3, 公司在全国 32 个城市的校区数量为 400 家, 2019 年全年营收规模为 31.04 亿元, 其中 K12 教培业务为 19.44 亿元, 占比为 62.6%, 到 2020Q3 该占比已经升至 72.1%。无论从直营校区数量还是营收规模, 朴新已经成为国内第三大全国性教培机构(前两大分别是好未来、新东方)。

图表3 朴新教育学习中心分布省份

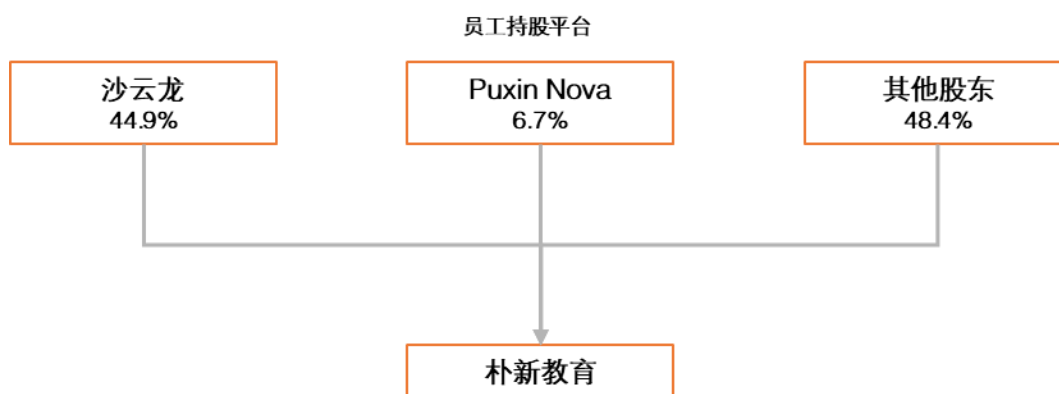


资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

1.3 公司股权结构

公司股权结构相对清晰, 创始人沙云龙高比例持有公司 44.9% 的股权(上市后从未减持公司股票), 员工持股平台 Puxin Nova 持有 6.7%, CFO 王鹏持有股权不超过 1%, 剩余股权为社会股东持有。另外, 根据公开披露信息, 高瓴、景林等知名机构长期持有公司股权。

图表4 朴新教育的股权结构



资料来源: wind, 平安证券研究所

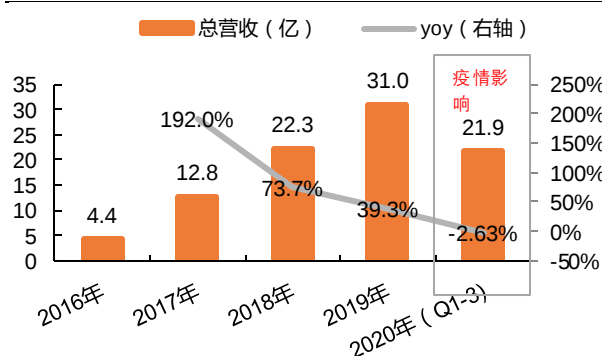
二、短期催化：业绩预计出现明显拐点

2.1 业务拆分：毛利率改善&费率降低，开启盈利

2017年至2019年公司营收的复合增速为91.9%，由于公司业务模式主要集中于线下，2020年受疫情冲击明显，因此前三季度的营收增速有所回落（-2.63%）。

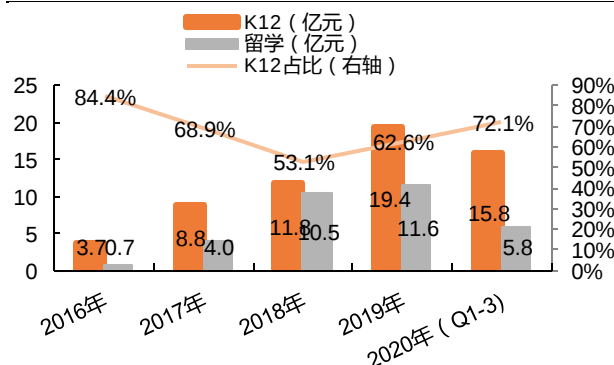
2019年总营收31亿元，其中K12业务占比62.6%（为19.4亿元），而到2020年Q3的时候该比例已经升至72.1%。

图表5 公司营收及增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 公司营收构成

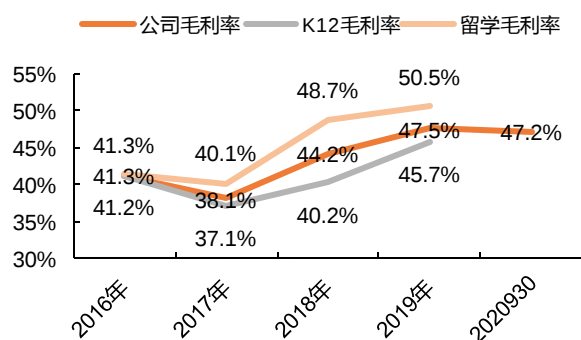


资料来源：公司公告，平安证券研究所

毛利率方面：公司整体毛利率持续上升，从最低2017年的38.1%升至2019年的47.5%，其中留学业务的客单价高而毛利率相对更高，K12业务的毛利率也稳步提升中。

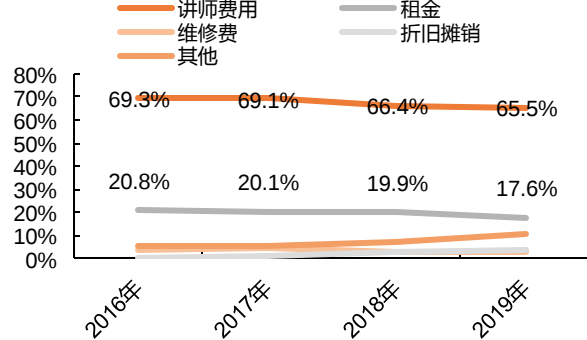
拆分主营成本来看，其中讲师费用占比超过六成（2019年为65.5%），其次是租金费用（2019年为17.6%），另外还有部分是维修费和折旧摊销。

图表7 公司毛利率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表8 公司主营成本构成



资料来源：公司公告，平安证券研究所

对比其他教培机构的毛利率：从我们选取的已上市K12教培机构（不含在线教育品牌）的毛利率数据来看，朴新K12业务的毛利率属于合理水平，2019年朴新K12毛利率为45.7%，高于卓越教育（41.9%）、思考乐教育（42.72%）和大山教育（44.22%），略低于上海的两家机构（精锐和四季2019年毛利率分别为48.12%和48.35%，上海地区客单价较高，另外精锐主打高端个性化其毛利率更高）。

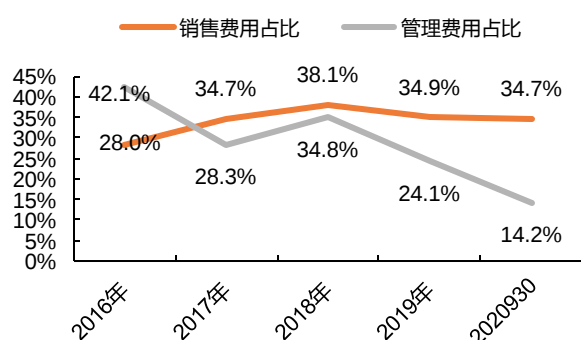
图表9 朴新 K12 业务毛利率与同行对比

K12 机构（不含在线）	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
卓越	41.99%	42.28%	40.58%	41.91%
思考乐	32.96%	32.86%	37.87%	42.72%
大山		43.66%	44.47%	44.22%
精锐	52.25%	51.29%	50.64%	48.12%
四季	58%	63.58%	48.81%	48.35%
朴新 K12 毛利率	41.2%	37.1%	40.2%	45.7%

资料来源: wind, 平安证券研究所, 四季教育 2019 年数据截止 11 月 (FY2020 数据)

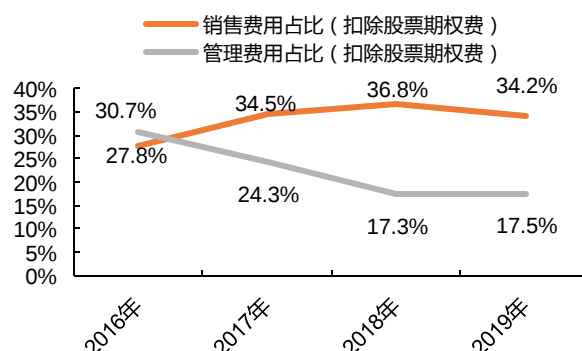
期间费用方面: 1) 销售费用占营收的比例维持在 30%以上, 客观上来说该比例要高于其他 K12 教培, 主要原因是公司业务中有 1/3 左右是留学业务, 留学业务的营销推广费用相对更高。根据我们的调研, 公司 K12 教培业务的销售费用与同行相比没有明显的差别。2) 管理费用占营收的比例持续下降, 2020 年以前该比例超过 20%, 主要原因是管理费用中包括了股权激励费用。股票期权费用主要发生在上市前后, 往后越来越少。

图表10 公司销售费率及管理费率



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

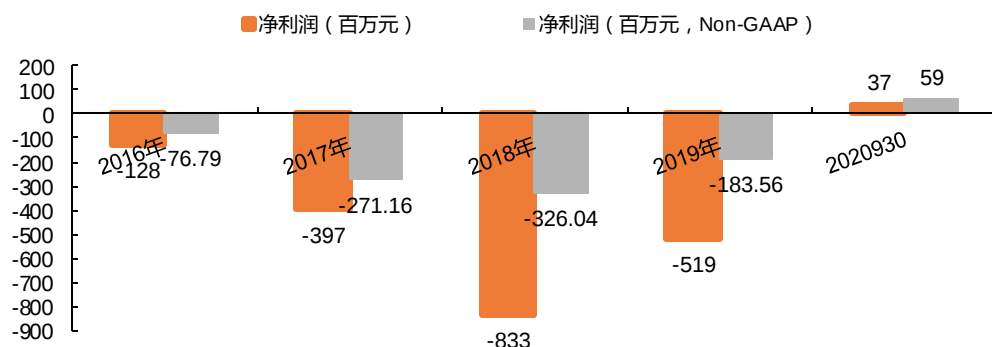
图表11 公司销售费率及管理费率（扣除股权激励费）



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

净利润情况: 由于公司前期并购机构多为亏损状态（扭亏需要一定的时间，特别是环球教育），外加存在股票期权费用和可转债带来的公允价值变动损益，因此公司 2020 年之前利润均为负值。但是随着被并购标的整合的顺利进行，公司净利润已经开始逐步转正，2020 年前三季度的利润为 0.37 亿。

图表12 公司净利润情况



资料来源: wind, 平安证券研究所

2.2 K12 业务：打下全国性业务基础，进入正反馈阶段

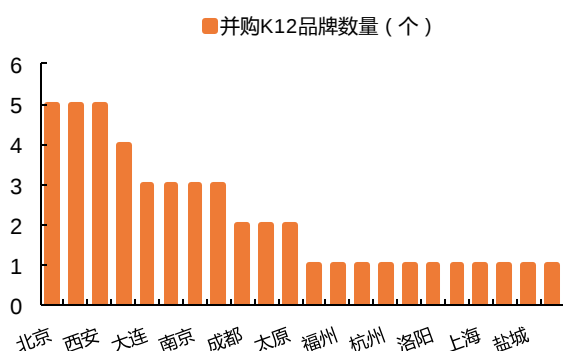
截止到 2019 年末，公司在全国范围内共收购 48 个 K12 教培品牌，涵盖全国 21 个主要城市，基本完成业务的全国覆盖。2015-2019 年间每年分别并购 K12 机构品牌 11 个、12 个、11 个、2 个和 12 个，2018 年收购较少的原因主要是当年教培行业整改政策冲击。

图表13 朴新收购的 K12 教培机构（截止到 2019 年）

机构名称	收购时间	主要办公地	机构名称	收购时间	主要办公地
太原福布斯	2015.04	太原	天津聚铭	2017.02	天津
广州英讯理想	2015.05	广州	南京百分比	2017.04	南京
天津晟嘉	2015.06	天津	成都无忧	2017.04	成都
大连东方神画	2015.08	大连	重庆无忧	2017.04	重庆
沈阳东方神画	2015.08	沈阳	沈阳忠英育龙	2017.05	沈阳
济南道真	2015.1	济南	吉林世纪东方	2017.06	吉林
北京瑞宝	2015.11	北京	盐城天天向上	2017.06	盐城
贵阳田田	2015.11	贵阳	福州学有方	2017.07	福州
济南德林	2015.12	济南	杭州飞越	2017.09	杭州
天津可馨	2015.12	天津	济南天才	2018.11	济南
济南启儒	2016.01	济南	济南博雅	2018.7	济南
南京创新	2016.01	南京	泸州翰林	2019.1	泸州
绍兴领先	2016.01	绍兴	大连科苑	2019.11	大连
宁波维恩	2016.02	宁波	西安青卓美术	2019.4	西安
成都树才	2016.03	成都	北京求实	2019.5	北京
广州步童	2016.05	广州	佛山明士	2019.5	佛山
上海新课标	2016.05	上海	北京小泽画室	2019.7	北京
洛阳彩虹	2016.07	洛阳	北京九鼎画室	2019.7	北京
沈阳冰英	2016.08	沈阳	西安英泰	2019.7	西安
大连同芳	2016.11	大连	南京火炎焱	2019.8	南京
西安杨健	2016.11	西安	广州一尚美术	2019.8	广州
泸州翰林	2016.12	泸州	西安清美画室	2019.8	西安
沈阳英才	2017.01	沈阳	西安远东仁民学校	2019.8	西安
北京朴兴	2017.01	北京	太原美康	2015.06	太原

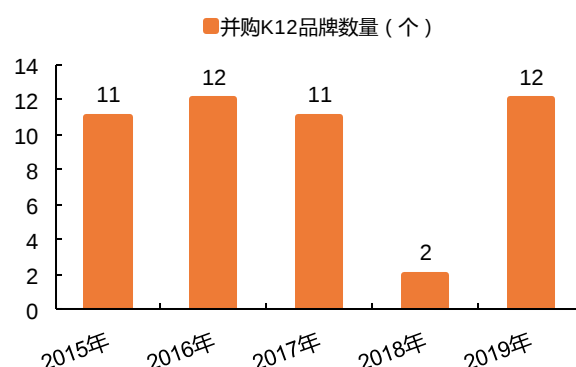
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表14 朴新并购 K12 品牌的城市分布



资料来源：公司公告，平安证券研究所

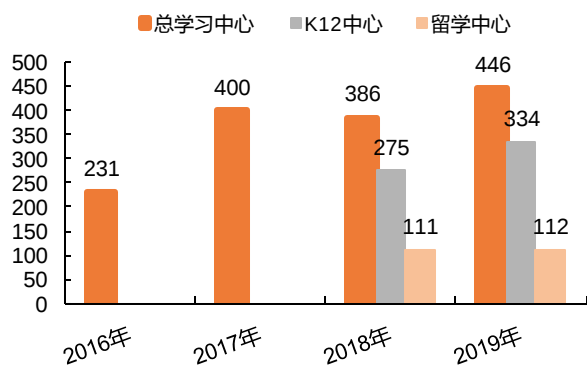
图表15 朴新每年并购 K12 机构品牌数



资料来源：公司公告，平安证券研究所

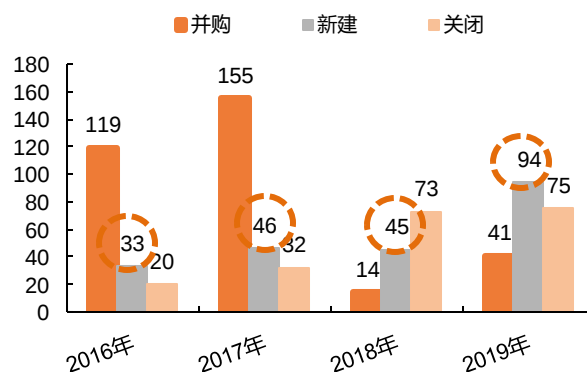
学习中心：根据已披露的学习中心数据，K12 学习中心的占比超过七成且持续增长，而留学中心的规模维持相对稳定。2016-2019年朴新学习中心数量分别为 231个、400个、386个和 446个(2020Q3 为 400 个)。进一步拆分每年学习中心的并购、新建和关闭（整合过程中的正常调整关闭）数据，可以看出公司并购的学习中心有所减少，另外内生新建的学习中心数量 2019 年反超关闭的学习中心数量，侧面反映 K12 业务的内生力在发挥作用。

图表16 朴新学习中心情况（个）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

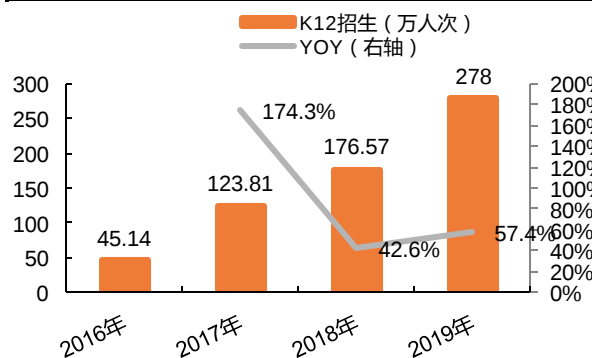
图表17 朴新学习中心的并购&新建&关闭（个）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

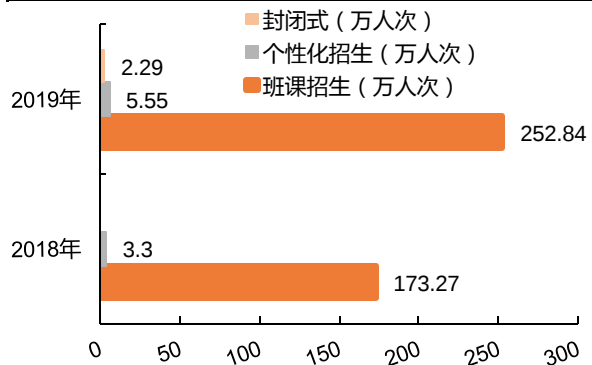
招生情况：2016-2019年 K12 业务招生人次(含低价班人次)分别为 45.14 万人、123.81 万人、176.57 万人、278 万人，2017-2019 年增速分别为 174.3%、42.6%和 57.4%。其中班课招生占比超过九成，公司有部分是个性化招生（2019 年招生为 5.55 万人次），另外公司 2019 年收购了几所艺考培训机构，有少量封闭式招生。因此，我们可以看出朴新是以课班为主的 K12 教培机构，业务模式基础比较扎实。

图表18 朴新 K12 业务招生情况（不含在线）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表19 朴新 K12 班课招生占比超九成

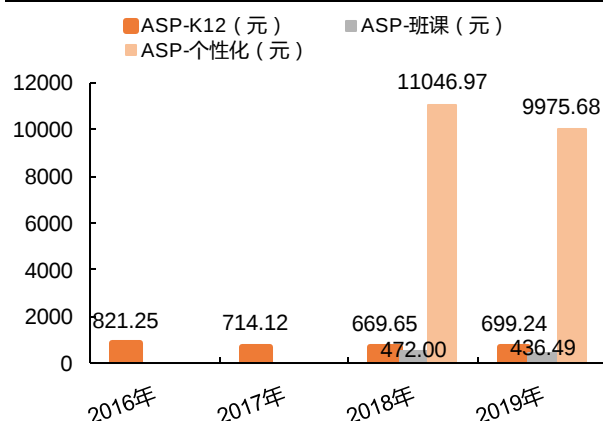


资料来源：公司公告，平安证券研究所

ASP 及收费标准：由于公司统计公布招生人次涵盖了低价引流班人次，因此我们所计算的公司 ASP 比同行要小(同行招生人次计算正价班口径)，2016-19年公司 K12 的 ASP 分别为 821.25 元、714.12 元、669.65 元及 699.24 元，其中个性化的 ASP 较高（2019 年为 9975.68 元/人次·年），个性化招生基本没有低价引流打法。

参考朴新太原福布斯的收费标准：精品班课每节 90-130 元，精品小班 140-220 元，一对一每小时 185-310 元，收费标准在当地属于中上水平。

图表20 朴新 K12 业务的 ASP (元/人次.年)



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

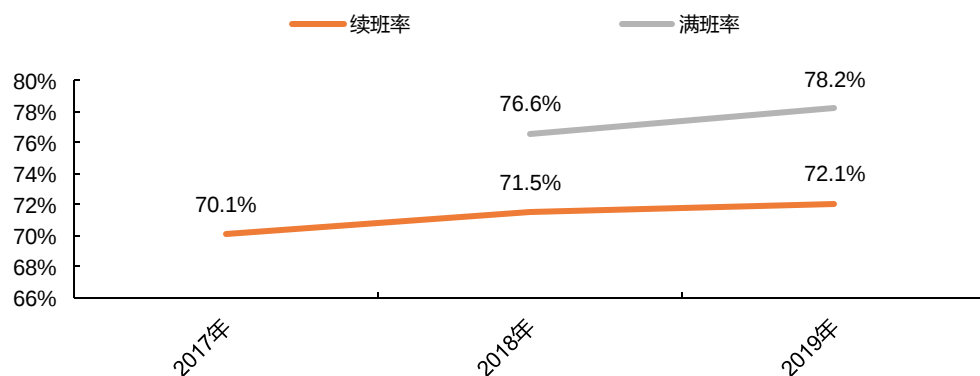
图表21 朴新太原 K12 业务收费标准

年级	精品班课 (元/节)	精品小班 (元/元)	一对一 (元/小时)
二年级	90	140	185
三年级	100	140	185
四年级	100	140	185
五年级	110	150	200
六年级	110	150	210
初一	110	160	220
初二	110	160	230
初三	110	170	255
高一	110	180	265
高二	110	180	280
高三	130	220	310

资料来源:调研信息, 平安证券研究所

K12 班课的续班率及满班率: 从已披露的数据来看, 公司 K12 班课的续班率及满班率两个核心指标保持上升的趋势, 并且要好于大部分同行的数据, 2017-2019 年班课的续班率分别为 70.1%、71.5% 和 72.1%, 2018-2019 年的满班率分别为 76.6% 和 78.2%。

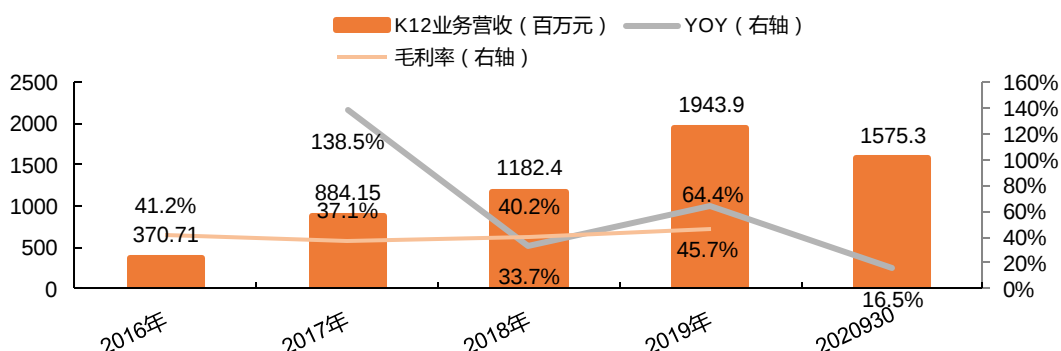
图表22 朴新 K12 班课的续班率和满班率



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

K12 业绩: 2016-2019 年朴新 K12 业务营收分别为 3.71 亿、8.84 亿、11.82 亿、19.44 亿, 对应增速(2017-19 年)分别为 138.5%、33.7% 和 64.4%, 2020 前三季度尽管受疫情有所影响, 但是营收增速也有 16.5%。2016-2019 年毛利率分别为 41.2%、37.1%、40.2% 和 45.7%, 公司线下 K12 业务营销依赖度很低, 我们推测考虑销售费用和管理费用后公司 K12 业务的经营利润率能够维持 15% 以上的健康水平。

图表23 朴新 K12 业务的营收规模



资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.3 留学业务：至暗时刻已过

截止到 2019 年末，公司合计收购 16 个留学培训品牌，其中 2017 年收购的环球教育（环球雅思）和啄木鸟是最主要的留学培训资产。2017 年 8 月公司以 8000 万美元（5.35 亿人民币）对价收购环球教育，标的收购前一财年（2016 年）营收规模 7800 万英镑（6.3 亿人民币）。回溯公司收购留学机构的过程，一方面源于公司管理层均出自新东方，对留学业务有较强的业务偏好和优势，另外一方面，2015-2017 年的留学宏观趋势较为乐观，而环球教育（环球雅思）和啄木鸟在核心城市均有较高的品牌知名度，收购整合提升的空间很大。

图表24 朴新收购的留学培训机构（截止到 2019 年）

机构名称	收购时间	主要办公地	机构名称	收购时间	主要办公地
莱特豪斯	2015.11	北京	大连哲美	2016.12	大连
北京 YESSAT	2015.12	北京	成都翻转科技	2017.04	成都
南京筑梦堂	2016.03	南京	北京知花生	2017.05	北京
深圳戴维斯	2016.04	深圳	啄木鸟教育	2017.07	北京
广州奇季	2016.06	广州	环球教育	2017.08	北京
北京厚谱	2016.06	北京	杭州育澜	2017.09	杭州
济南金门桥	2016.07	济南	武汉文道	2018.7	武汉
北京贵格	2016.08	北京	武汉好远	2019.7	武汉

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表25 朴新旗下环球教育（环球雅思）



资料来源：环球教育官网，平安证券研究所

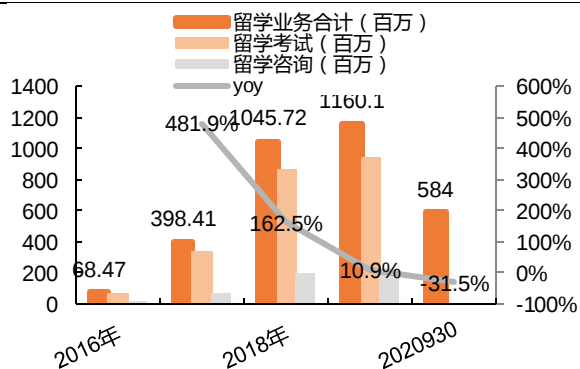
图表26 朴新旗下高端留学机构啄木鸟



资料来源：啄木鸟留学官网，平安证券研究所

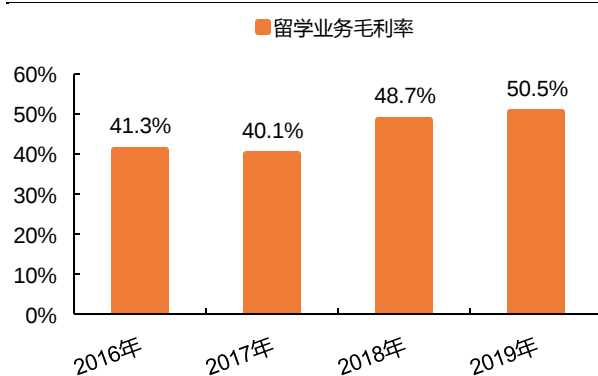
啄木鸟和环球教育分别于 2017 年 7 月、8 月份完成并购，当年留学业务数据不完整，而 2018-2019 年营收数据可比，对应营收分别为 10.46 亿元和 11.6 亿元。连续两年都是并购整合期（降本增效，关闭了部分效益较差的学习中心），因此 2019 年留学业务在招生人次略有下滑的情况下实现了 10.9% 的营收增长，其中 ASP 增长 24%，毛利率也提升 1.8 个 pct。但是从 2019 年开始出国留学的环境发生巨变（国际政治环境恶化），以及 2020 年疫情的巨大冲击，导致 2020 前三季度营收骤降 31.5%，也严重“耽误”并购整合效果的外化，按照 8 个季度左右的整合计划，原本 2020 年留学业务是很有可能实现经营利润转正的。

图表 27 朴新留学业务营收情况



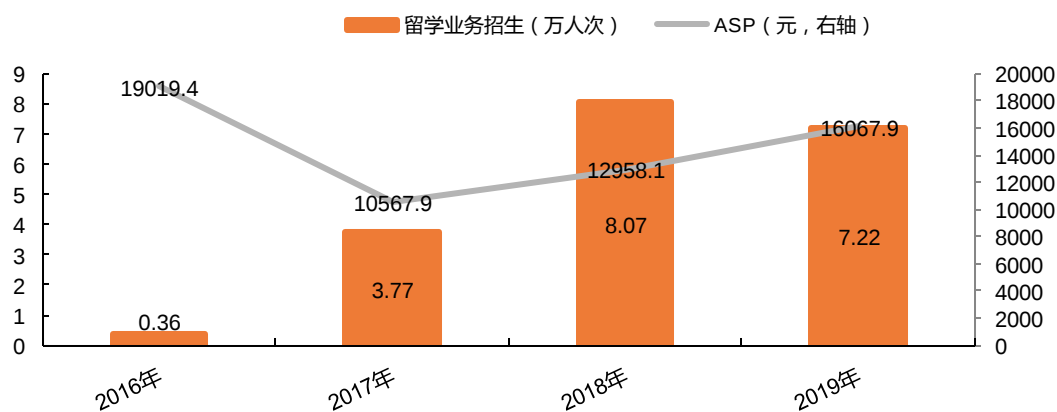
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 28 朴新留学业务的毛利率情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 29 朴新留学业务的招生及 ASP



资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.4 业绩存在显著拐点

■ 剥离网校业务及时止血&回收现金

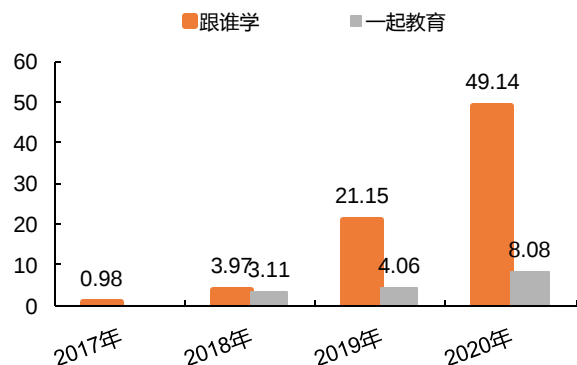
2020 年 11 月根据公司发布《关于朴新网校业务剥离的通知》，通知称公司将剥离朴新网校业务，朴新网校原有业务由跟谁学全面接管。

剥离的原因我们分析如下，1) 公司业务聚焦于线下，网校业务占公司营收体量较小（千万级别营收），如果持续保留及投入则容易影响财报质量（网校业务短期难以实现规模化盈利）；2) K12 纯在线教

育市场同质化竞争极其激烈，头部及第一梯队的玩家已经在融资规模和营收规模方面实现领跑，朴新网校短期内难以实现反超。

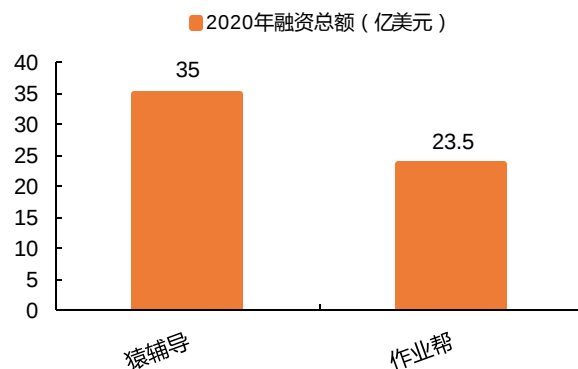
公司将亏损的网校业务剥离一方面可以及时止损（OMO 业务模式不受影响），另外一方面通过出售的方式也可以获得部分现金回报。

图表30 已上市 K12 在线教培机构营收规模（亿）



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表31 未上市 K12 在线教培巨头融资（2020 年）

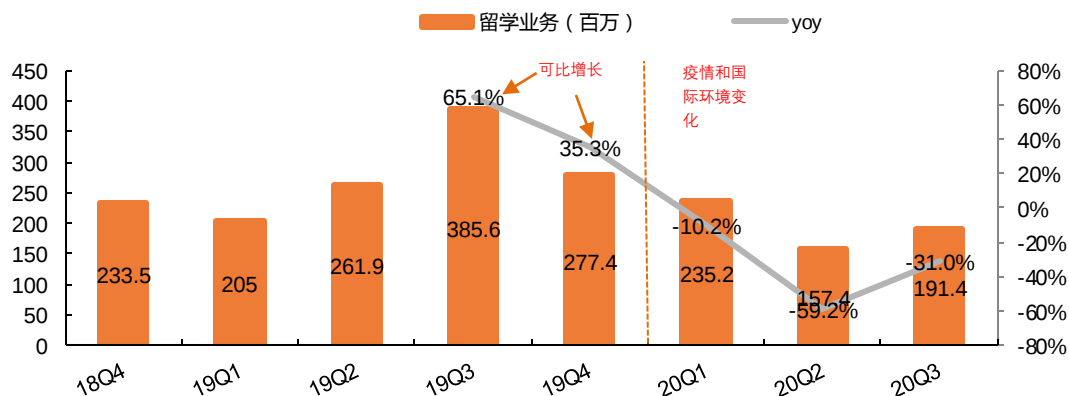


资料来源: 天眼查, 平安证券研究所

■ 留学业务至暗时刻已过

公司旗下主要留学机构环球教育和啄木鸟原计划经过 8 个季度左右的整合后实现规模化盈利（2020 年原计划实现规模化盈利），在并购之后两个机构的季度流水和营收也确实连续实现 10% 以上的增速，但是 2020 年疫情爆发影响了出国留学的正常发展，大批原本打算出国留学的学生计划被打乱，培训和咨询业务严重受损，原有盈利计划未实现。

图表32 朴新留学业务季度营收（百万）

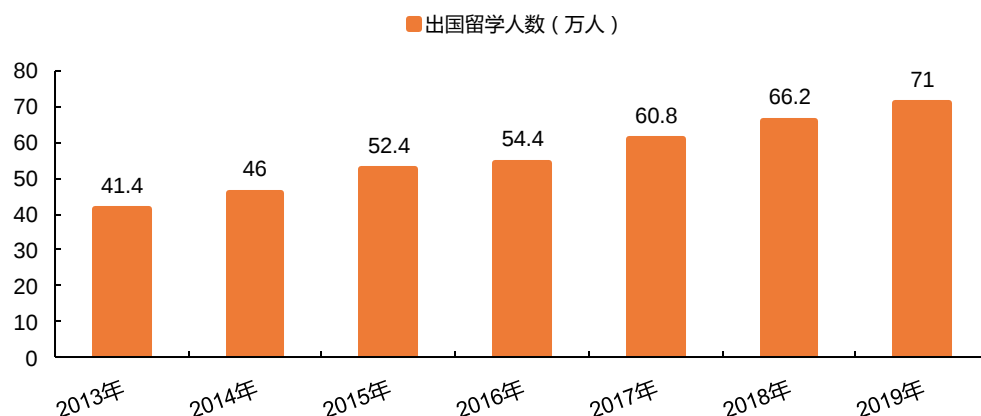


资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

出国留学的大趋势还在，根据国家统计局的数据，2019 年出国留学人数为 71 万人，相较于 2013 年增长了 71.5%。随着国内居民收入水平和国际化教育需求的不断上升，未来出国留学的趋势不可能发生逆转向下，2020 年疫情造成的冲击已经被充分体现，行业属于触底反弹阶段。

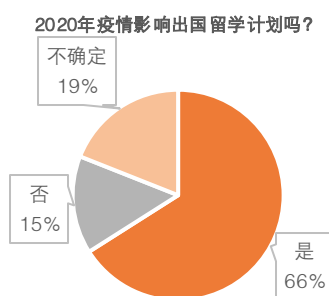
根据 QS 在 2020 年 7 月份统计发布的《新冠疫情如何影响全球留学生》，中国准留学生 66% 受到了疫情的影响，48% 的学生选择推迟留学计划，6% 的学生决定更改留学国家，仅有 4% 的人确定放弃留学。

图表33 中国出国留学人数（万人）



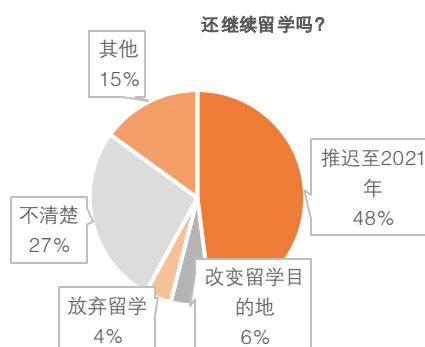
资料来源：国家统计局，平安证券研究所

图表34 2020年66%的国内留学行为延期



资料来源：《新冠疫情如何影响全球留学生》，平安证券研究所

图表35 疫情过后留学行为预期能够恢复正常



资料来源：《新冠疫情如何影响全球留学生》，平安证券研究所

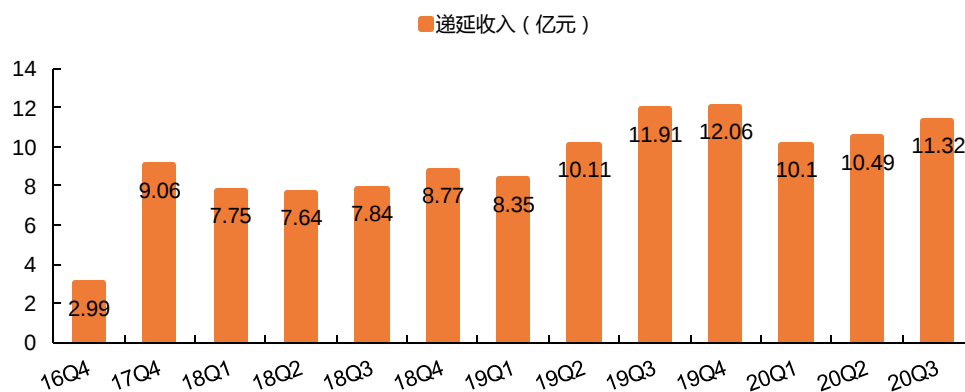
■ K12业务良性运营，财报质量存在巨大改善空间

从递延收入角度来看，目前递延收入单季度维持在10亿元以上，表明公司运营基础比较稳健，其中K12部分能够实现单独盈利。

公司2018年上市IPO实际募资4.9亿元，此后并未再做股权融资，但是公司全国并购整合对资金需求较强，因此资金来源基本依赖间接融资，实际融资成本较高，因此公司利息支出费用每年均有大几千万（2019年0.71亿元），财务费用可优化的空间非常大。

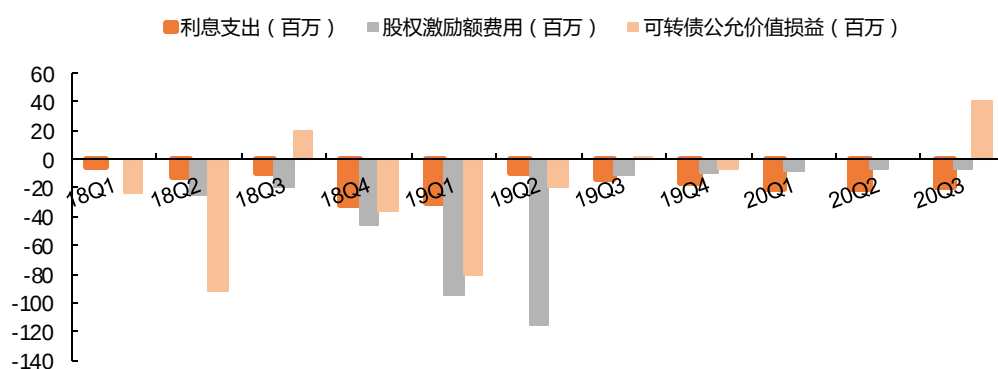
另外，公司在上市前期做了较多的股权激励，拉高了管理和销售费用；公司此前有几笔可转债融资，且股价在上市后表现较弱，造成较大的公允价值变动损失。扣除公司股权激励费用和公允价值变动后，公司实际净利润（调整后净利润）已经连续两个季度扭亏。随着亏钱的网校业务剥离、留学业务困境反转，我们认为公司净利润有望在2021年实现全面盈利。

图表36 公司递延收入情况



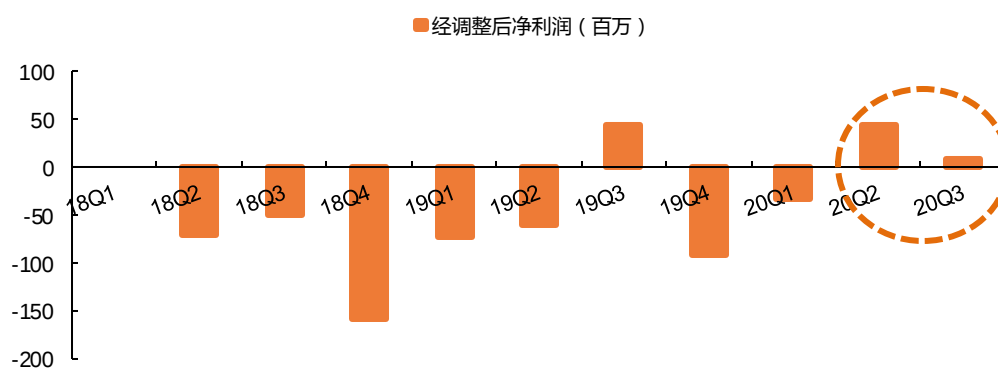
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表37 公司财务费用&股权激励额费用&公允价值变动损益



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表38 公司经调整后净利润



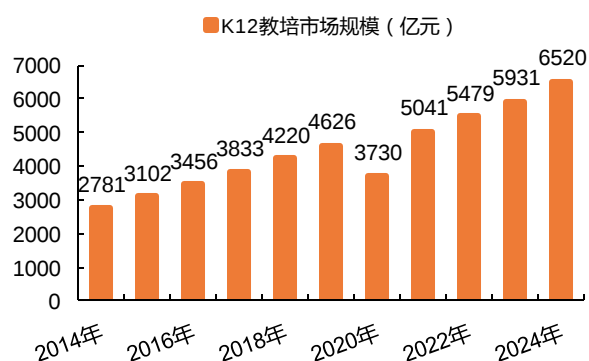
资料来源：公司公告，平安证券研究所

三、 长期：行业进入整合期，公司有望成为第三极

3.1 庞大教培市场缺乏优质供给

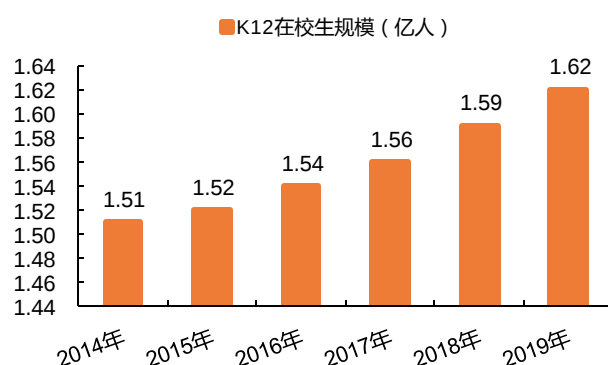
尽管 2020 年的疫情对教培行业产生了极大的冲击，特别是线下模式，很长一段时间都无法开班授课，但是行业需求始终存在并旺盛，部分需求暂时递延或者转移至线上。根据第三方 Frost&Sullivan 的预测数据，2020 年校外教培行业市场规模为 3730 亿元，预计到 2024 年规模增长至 6520 亿元，复合增长 15% 左右，市场景气度依然高。

图表39 万亿级别的 K12 教培市场



资料来源: Frost&Sullivan, 平安证券研究所

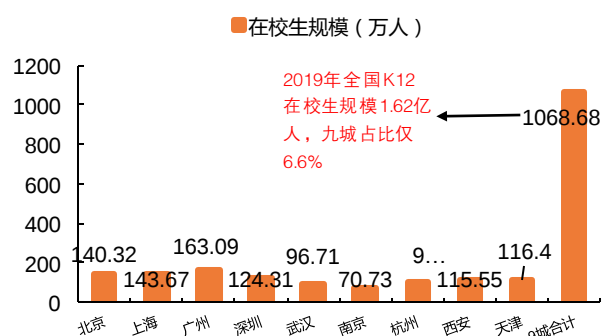
图表40 K12 在校群体规模



资料来源: 国家统计局&教育部, 平安证券研究所

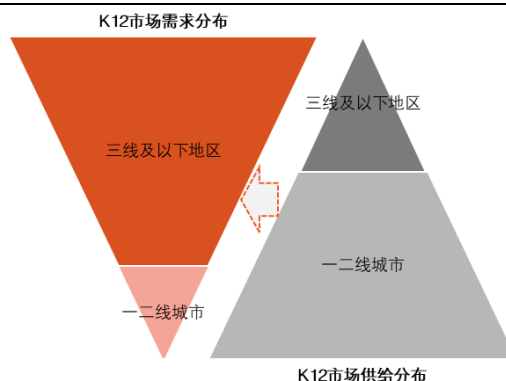
教培供需错配严重，优质供给不足，龙头市占率有限：校外培训市场经过多年的发展已经进入“红海市场”，各种形式的培训机构充斥市场。由于人口地域分布的原因，一线城市 K12 在校生占全国总量的比例仅 10% 左右，90% 的市场需求其实在非一线城市。但是由于优质的教师和管理集中于北上广深等大城市，短期内难以下沉，因此造成教培行业的供给与需求的严重错配，庞大的地方教培市场缺乏优质的供给。以 FY2020 好未来（学而思）和新东方学习中心分布数据来看，其中北上广深、武汉、南京、杭州、天津 9 城的学习中心分别占 67.6% 和 38.7%。非一线城市的教培市场还是被地方中小机构主导，地方机构的教研、管理、人才等各方面存在较大的“短板”，供给能力实际非常有限。

图表41 九城在校生占比不超过 10%



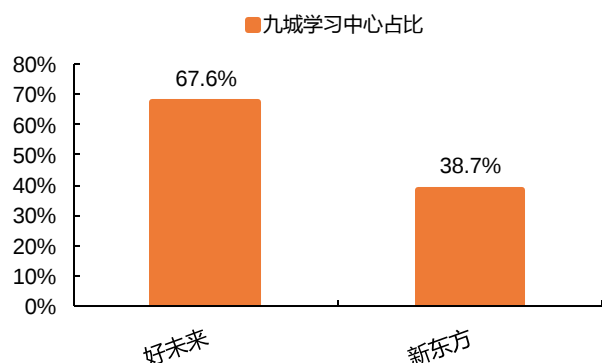
资料来源: 各地统计局, 平安证券研究所

图表42 K12 教培供需错配



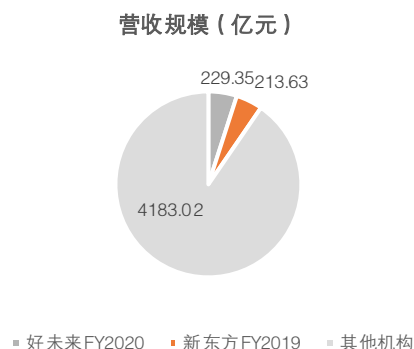
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表43 好未来和新东方九城学习中心占比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表44 好未来和新东方市占率合计不超过 10%



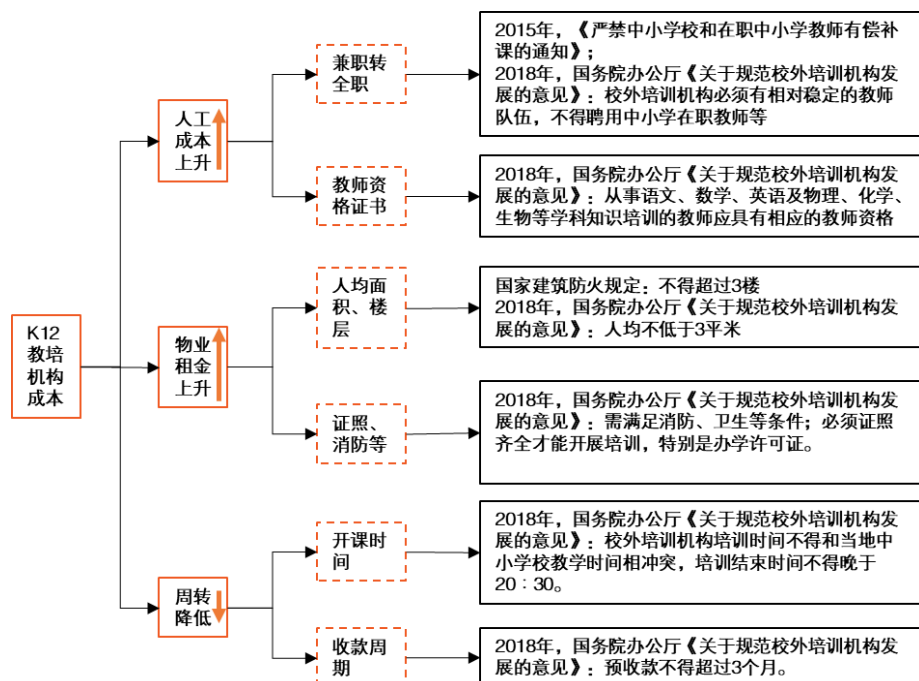
资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.2 行业进入整合期，落后产能逐步退出市场

政策抬升了运营成本，行业门槛提升

教培行业前期野蛮成长带来了“卷款跑路”、学生人身安全、超标学习等社会问题，国家从规范运营角度出发而出台了一系列政策条款，对地方中小机构而言其运营成本大幅提升，行业已不再是“赚快钱”的时代，而是规范运营甚至是精细化运营的时代。

图表45 政策抬升教培机构运营成本



资料来源：国务院，教育部，平安证券研究所

1) 人工成本上升，公立学校老师被禁止校外兼职（目前部分地区公立学校老师校外兼职现象依旧存在），教培机构只能转向招聘全职教师。另外，全职教师必须“持证上岗”，抬高了教培机构的人才门槛。

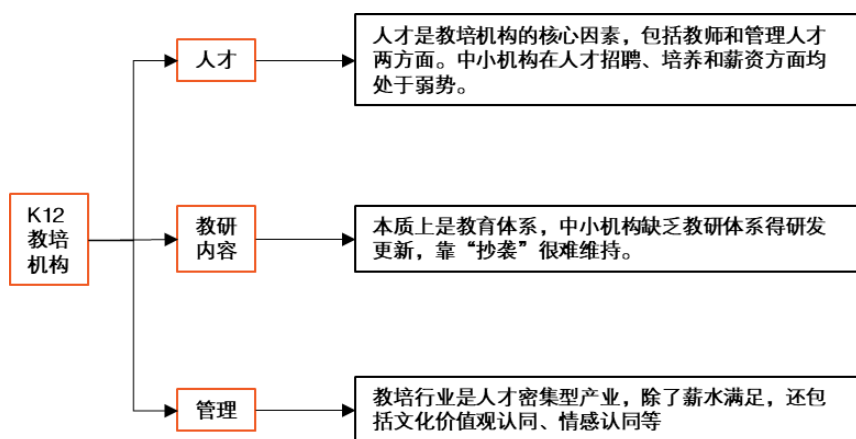
2) 物业租金成本上升, 主要体现在两个方面, 一方面是培训网点不得高于三楼以及人均面积不得低于 3 平米 (有些地区更为严格, 有最低总面积要求); 另外一方面是证照要求, 条件满足的前提下才能开展培训。

3) 单校周转被限制, 开课时间不得跟学校时间冲突, 培训时间不得超过晚上 8:30, 这限制了培训机构开展业务的时间; 另外收款最多不得超过 3 个月, 降低了教培机构对资金的占用效率。

■ 落后产能退出, 没有教研和管理的机构自然淘汰

行业红海背景下, 很多地方中小机构不具备规范运营的理念和能力, 政策已让运营成本抬升, 另外中小机构在人才、教研内容和管理方面存在天然的不足, 这部分落后产能必将被先进产能取代。中小机构落后产能体现, 1) 人才队伍的招聘、培训不足, 特别是在招聘环节缺乏吸引力; 2) 教研内容的缺失, 行业早期中小机构靠“抄袭”能够获得不少资源, 但是缺乏体系, 长期来看很难跟大机构竞争; 3) 管理及文化缺失, 人才密集型行业的管理难度远超普通行业, 另外教培行业还是重度服务行业, 人才密度极高, 薪水、企业文化及价值观各方面的管理难度都大。

图表46 中小机构落后产能会被时代淘汰

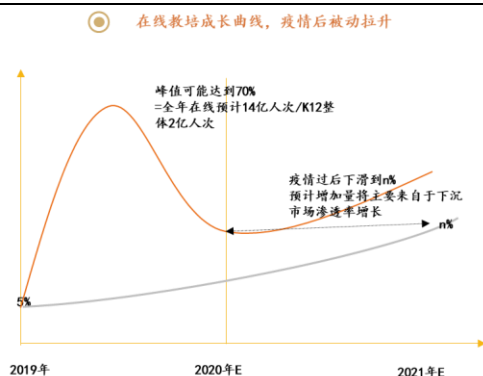


资料来源: 平安证券研究所

■ 疫情冲击, 行业整合加速

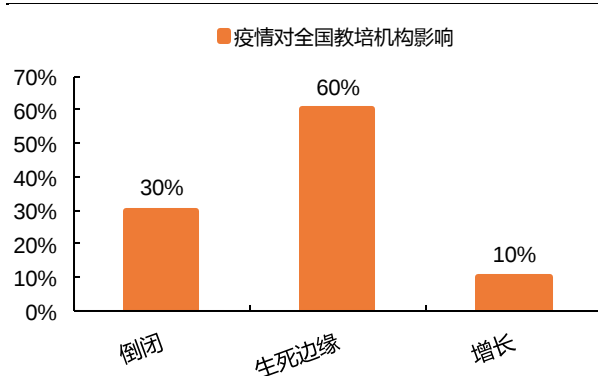
2020 年的疫情让线下教培机构无法正常运营, 整个上半年基本关闭, 在此背景下在线教培机构获得高速发展, 直接冲击了传统线下教培机构。大机构可以依靠资金和人才技术厚度渡过难关, 而部分线下机构在资金不足和经营不善的情况只能走向“灭亡”, 行业加速进入整合期。

图表47 疫情带动在线教育渗透



资料来源: 爱学习, 平安证券研究所

图表48 疫情加速地方教培市场整合



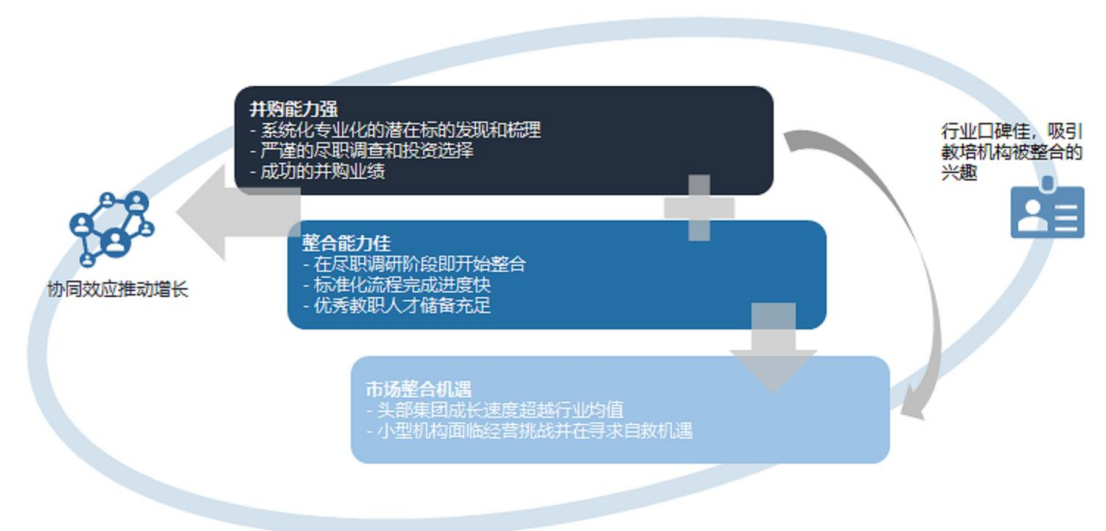
资料来源: 爱学习, 平安证券研究所

3.3 布局全国，朴新模式成熟复制

■ 朴新的模式

在市场进入整合期的背景下，朴新利用“并购整合+内生”的方式走向全国，朴新模式（PBS）本质上就是将管理层丰富的行业经验“细化&标准化”，然后运用到并购标的运营管理中去，形成朴新的“高维”打地方机构的“低维”。整个模式赋能过程包括：事前尽调摸底（公司及行业最资深的专家），并购后从管理运营、招生市场、老师招聘培训、IT系统以及财务规范等全方位的调整。

图表49 朴新的模式



资料来源：公司路演材料，平安证券研究所

图表50 朴新 PBS 模型赋能并购标的



资料来源：公司路演材料，平安证券研究所

8个季度左右的整合路径：1) 第 1-2 个季度，主要是规范运营&ERP 系统运行&老师培训，并购标的在这个阶段可能会出现招生和营收的波动，这是所有并购整合必须经历的短期“阵痛”；2) 第 3-4 个季度，并购标的所在地市场推广调整&扩科行动&人员结构调整，该阶段的招生量会有明显的提升；3) 第 5-6 个季度，以提升续班率和满班率为主；4) 第 7-8 个季度，产品迭代&成本优化。从实际调

研情况来看，个别地区并购标的在整合过程中会发现难以扭亏，则会被果断关停，但是整合成功率远大于关闭，运营较好的标的能在 2 个季度之后即实现明显增长或盈利，一般 8 个季度的整合期过后能够实现扭亏或者延续盈利。

图表51 朴新 PBS 模型 8 个季度的整合路径

时间节点	动作	报名人数	收入	经营利润率
第1-2个季度	监管合规		+	+
	引入ERP与CRM系统	+	+	
	师资培训	+	+	
第3-4个季度	市场营销	+++++	++	
	扩张学科覆盖面	+++	+++	+
	人事结构调整	+	+	+
第5-6个季度	改善续班率	++++	++++	+++++
	改善资源利用率	++++	++++	++
第7-8个季度	产品迭代	+++	+++	
	成本优化			++++

资料来源：公司路演材料，平安证券研究所

图表52 扭亏经典案例

Net Revenue	9M2019	9M2020	YoY
School A	52,776	51,708	-2.0%
School B	25,846	30,635	18.5%
School C	35,986	42,665	18.6%
School D	66,335	63,933	-3.6%
School E	51,595	52,432	1.6%
School F	72,854	75,377	3.5%

Operating Income	9M2019	9M2020	YoY
School A	9,203	15,773	71.4%
School B	2,757	7,072	156.5%
School C	12,208	16,858	38.1%
School D	16,935	21,218	25.3%
School E	9,473	14,783	56.0%
School F	8,328	14,346	72.3%

资料来源：公司路演材料，平安证券研究所

■ 朴新为什么是并购整合而不是自建品牌内生

尽管公司管理团队具有丰富的从业经验，但是朴新教育是成立于 2014 年的年轻公司，按照新建品牌及校区的方式拓展全国效率太低（各地教培市场已不再是蓝海），公司成立之处的发展战略就是并购整合再内生。并购整合地方较为领先的机构一方面可以快速进入当地市场（陌生品牌缺乏沉淀和信

任度), 并购标的教培机构在当地一般具有较好的口碑及品牌沉淀; 另外是并购标的教培机构内有部分存量人才资源, 包括最熟悉当地市场的运营人才和最熟悉当地学情&考情的教师人才。整合前期的招生运营仍然以原有品牌为主(比如收购绍兴的领先教育, 现叫朴新领先教育), 整合完成之后再逐步过渡到“朴新教育”品牌并且在当地做物理扩张。

图表53 并购标的在地方的品牌效应



领先教育创办于2001年, 20年的培训经验, 十几万学员和家长的口碑相传, 2016年被朴新教育收购, 现为北京朴新教育科技集团绍兴分校。

资料来源: 朴新领先官网微信号, 平安证券研究所

图表54 并购标的内部有存量人才资源

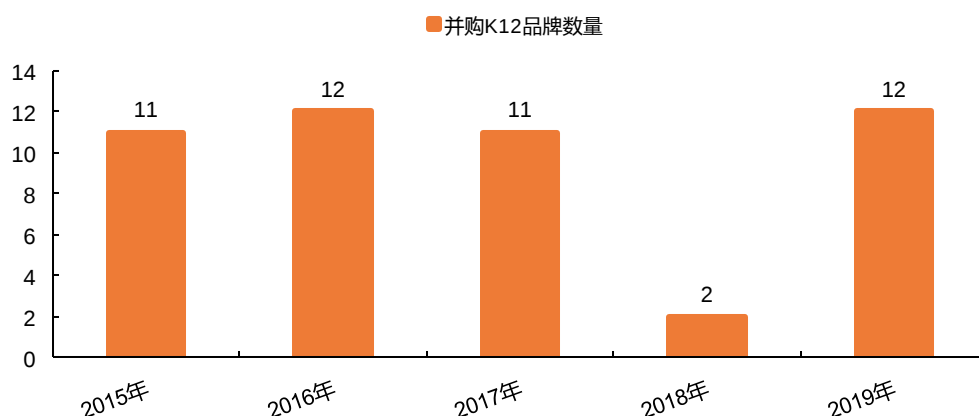


资料来源: 朴新领先官网微信号, 平安证券研究所

■ 朴新的优势

丰富的经验: 公司 2015-19 年分别并购 11 个、12 个、11 个、2 个和 12 个教培品牌, 遍布全国 32 个城市, 涵盖了 400 多个学习中心。在全国范围内看过、整合过的标的是业内最丰富的, 最早一批并购整合的标的已经超过 5 年, 正反两方面的经验对公司是宝贵的财富。某种程度上来讲, 朴新就是教培市场上整合能力最强的机构。

图表55 朴新的优势: 丰富的经验



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

逐步成形的体系(人才梯队&教研体系等):

1) 人才梯队方面, 最早一批人才来自于行业内头部机构和少量并购标的存量人才筛选, 这部分人构成了公司最基础的人才库; 而人才最主要来自于内部培养, 朴新从创设之初就设计了一套完整的上-

中-下层级人才培养体系。核心是三个人才培养体系：朴贤-朴优-朴星/KT 计划，三个计划分别对应上层地方校长、中层管理和底层人才培养。其中朴贤计划以培养地方校长为主，每个季度举办一期，每期选拔出 15-20 人，至今为止已举办近 20 期，为公司长期发展储备了超过 400 名校长级别人才队伍。

2) 教研运营体系方面，公司尽管成立时间短，但是由于管理层从业丰富，深知教研“中央厨房”的重要性。根据我们的调研，目前教研体系由行业资深专家李钢老师牵头，有个性化和班课两条体系，分别由高亮和孙晶负责，教研和运营已经形成体系并且在全国范围复制。

图表56 朴新的优势：人才梯队建设



资料来源：公司招聘微信公众号，平安证券研究所

■ 管理层的专业主义

公司管理团队拥有极其丰富的从业经验，并且基本上都是业内“专家”，创始人沙云龙曾是新东方史上最年轻地方校长，被业内称为新东方第二代“三驾马车”之一（另外两位为跟谁学创始人陈向东和新东方现任行政总裁周成刚），2014 年离开新东方后创立朴新。CFO 王鹏、联合创始人高亮都是原新东方资深教师及高级管理人员，无论是专业技能还是管理经验都是业内最丰富。

图表57 朴新的优势：管理层的专业主义

管理层	职位	介绍
沙云龙	创始人	1976 年生，新东方史上最年轻校长（21 岁），2007 年升任新东方副总裁成为管理层“三驾马车之一”，2014 年创立朴新。
王鹏	CFO	1976 年生，原新东方资深英语教学专家&前途出国总经理等职务，2014 年进入朴新。
高亮	联合创始人	原新东方资深英语教学专家&合肥校长等职务，2015 年进入朴新。
张洪伟	留学事业部总裁	原北京新东方副校长等职务，2015 年进入朴新

资料来源：公司招聘微信公众号，平安证券研究所

四、盈利预测及估值

■ 营收假设

- 1) 网校业务于 2020 年 11 月份出售，该部分收入为千万级别，但是亏损过亿，剥离出售后不再影响财报。
- 2) 留学业务主要是环球教育和啄木鸟，经过近 3 年的整合，该业务基本进入稳态发展阶段。随着疫情的改善，预计 2021 年出国留学考试会有所恢复，2022 年基本实现正常。
- 3) K12 业务预计内生（扩校、续费率&满班率及提价综合因素）增长维持 30-40% 的增长。如果考虑 M&A 因素，则该业务的增长会更加明显。

■ 费用假设

- 1) 留学业务以降本增效为主，费用控制相对严格。
- 2) K12 业务的毛利率随着疫情的缓解有所回升，但是由于新建校区存在爬坡，销售费用会有所增长。
- 3) 股权激励大幅缩减，可转债的公允价值变动损益基本消除。

图表58 公司盈利预测（百万元）

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
营收	439.18	1282.56	2228.12	3103.96	2925.89	3695.81	5129.94
YOY		192.0%	73.7%	39.3%	-5.7%	26.3%	38.8%
毛利率	41.3%	38.1%	44.2%	47.5%	46.8%	47.8%	48.5%
K12 营收	370.71	884.15	1182.4	1943.9	2163.02	2811.92	3936.69
YOY		138.5%	33.7%	64.4%	11.3%	30.0%	40.0%
毛利率	41.2%	37.1%	40.2%	45.7%	45.0%	47.0%	47.5%
留学营收	68.47	398.41	1045.72	1160.1	736.57	883.88	1193.24
YOY		481.9%	162.5%	10.9%	-36.5%	20.0%	35.0%
毛利率	41.3%	40.1%	48.7%	50.5%	50.0%	50.5%	52.0%
调整后利润	-76.8	-271.2	-326.0	-183.6	-77.7	111.8	315.8

资料来源: wind, 平安证券研究所

■ 估值方面

K12 教培行业空间巨大，市场头部机构尚处于业务拓展期，盈利有限，因此市场对头部 K12 教培机构多以 P/S 估值，龙头好未来 2018-20 年的 PS (TTM) 维持在 10 倍左右，新东方 PS (TTM) 为 6 倍左右，思考乐 PS (TTM) 为 5-9 倍。区域性龙头思考乐前期展现了其全国扩展计划，并有所实践（走出深圳及广东省），因此市场给予了相对高的 PS 估值。

朴新教育经过 5 年左右的发展，已经在全国 30 多个城市铺下 400 多个网点，已经成为全国性的教培机构。公司目前对教研体系、人才体系都在进一步完善，预计能够实现“中央厨房式”供给赋能。另外公司全国性战略并未完成，下一步还会积极整合市场份额并且在现有基础上做物理扩张。我们看好以沙云龙为主的“专家型”管理层，看好公司未来市场整合及赋能。参考可比公司 5-9 倍 PS 估值，我们认为朴新未来潜力巨大，有数倍的估值空间。

图表59 可比公司 PS 估值

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
好未来营收 (亿)	165.92	211.9	282	400.7	552.09
PS	10.03	8.21	11.37	7.41	5.38
新东方营收 (亿)	200.45	231.67	265.47	350.71	447.47
PS	5.79	5.11	6.39	5.43	4.25
思考乐营收 (亿)	4.93	7.11	8.72	12.79	17.69
PS		6.3	10.94	3.59	2.60
朴新教育营收 (亿)	22.28	31.04	29.26	36.96	51.30
PS	3.87	1.83	1.51	1.00	0.72

资料来源: wind, 平安证券研究所, 2018-20 年 PS 为 TTM 值, 2021-22 年为静态值

五、 风险提示

- 1、公司有息负债增加，现金流持续紧张；
- 2、疫情带来的行业波动，线下业务无法正常开展；
- 3、出国留学不仅受疫情影响，另外还受国际政治环境影响，如果中美贸易战持续并且恶化，不排除对留学业务产生更大的负面冲击；
- 4、内生物理性扩店计划不及预期，扩店后招生不及预期；
- 5、并购整合失败带来的风险；
- 6、商誉减持风险。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033