

买入

2021年3月9日

中国第三大 K12 全国班课机构，聚焦业务、快速发展

► **中国第三大 K12 线下班课教育培训机构：**朴新教育成立于 2014 年，由新东方前高级副总裁沙云龙等多位投身于教育培训行业的资深高管联合创办。公司业务主要分为 K12 教育培训和出国留学培训，目前在全国 32 个城市开设 400 个教学区，年服务学员人次过百万（2019 年学生报名人数 287 万，2020 年前 3 季度 292 万），成为中国第三大 k12 线下班课教育培训机构，2020 年 3 季度公司 K12 收入占比达到 73.1%。

► **以投资并购和投后管理为发展模式：**朴新选择以投资并购和投后管理为发展模式，过去五年甄选出 62 家品牌进行整合。在所有收购的学校中，公司实施 PBS 来改善其运营的各个方面。并购为公司快速实现全国化扩张提供助力，通过并购公司快速在新城市实现 0-1 的突破，通过投后管理，公司逐步实现 1-10 的发展。回顾历史，公司并购的成功比例在 90%+。

► **收入快速增长，盈利开始扭亏：**公司 2016 年收入只有 4.4 亿元，借助于收并购和自身快速发展，其收入 17 年-19 年分别达到 12.8 亿元、22.3 亿元、31.0 亿元，以及 20 年前 9 个月收入同比下降 2% 至 21.9 亿元。16-19 年收入中 K12 占比分别为 68.9%、53.1% 和 62.6%，其中 20 年前 9 月 K12 占比为 71%。公司 16-19 年归母净利润为 -1.3 亿元、-4.0 亿元、-8.3 亿元和 -5.2 亿元。而并购进来亏损严重的公司也在公司手中逐步减少亏损，16-19 年公司 Non-GAAP 经营利润率分别为 -17.4%、-20.6%、-11.8%、-4.1%，20 年前 3 季度即使遭遇新冠影响，公司的 Non-GAAP 经营利润率为 -0.6%。而值得一提的是 2020 年前 3 季度，公司 K12 业务已经实现了 2.3 亿元盈利（不含网校和总部费用，经营利润率为 14.9%，去年同期为 1.7 亿盈利）。

► **目标价 13.6 美元，首次覆盖，给予买入评级：**未来公司将会把业务聚焦在 K12 培训上，以初步建立的全国性网络为基础，以内生增长为主（从 21 年开始每年产能增加 20%+）、并购发展为辅。我们预计公司近三年 K12 业务复合增长速度将达到 30%+，其他业务平稳发展。长期而言，通过公司强大的运营能力，我们预计朴新 K12 长期有望拿到近 2% 的市占率，以 13% 的折现率和 2% 的永续增长率计算 DCF，得出目标价为 13.6 美元，较昨日收市价有 119% 的上升空间，相当于公司 21-22 年的 40 倍和 17 倍 PE，以及 21-22 年的 2.2 倍和 1.8 倍 PS。

但玉翠

+852-25321539

Tracy.dan@firstshanghai.com.hk

主要资料

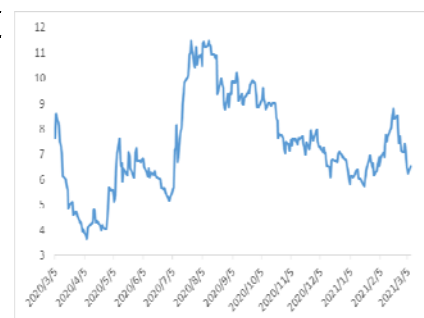
行业	教育
股价	6.21 美元
目标价	13.6 美元 (+119%)
股票代码	NEW.US
已发行股	0.87 亿 ADS
总市值	5.7 亿美元
52 周高/低	12.39/3.62 美元
每股净资产	5.7 美元
主要股东	沙云龙 47%， Long Favor 10.4%

表：盈利摘要

截止12月31日财政年度	2018实际	2019实际	2020预测	2021年预测	2022年预测
收入 (百万元)	2,228	3,104	2,907	3,485	4,392
变动 (%)	73.7%	39.3%	-6.3%	19.9%	26.0%
经营利润 (百万元)	(639)	(358)	(103)	275	601
变动 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	118.8%
净利润 (百万元)	(833)	(520)	(18)	192	453
变动 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	135.8%
每ADS收益 (元)	(11.56)	(6.06)	(0.16)	2.25	5.25
市盈率@6.21\$ (倍)	N/A	N/A	N/A	19.7	8.4
PS@6.21\$ (倍)	1.8	1.3	1.4	1.1	0.9
息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博

第三家全国化线下课培训机构

朴新教育成立于2014年，公司业务主要分为学科教育、出国留学。公司于2018年6月在美国上市，选择以投资并购和投后管理为发展模式。

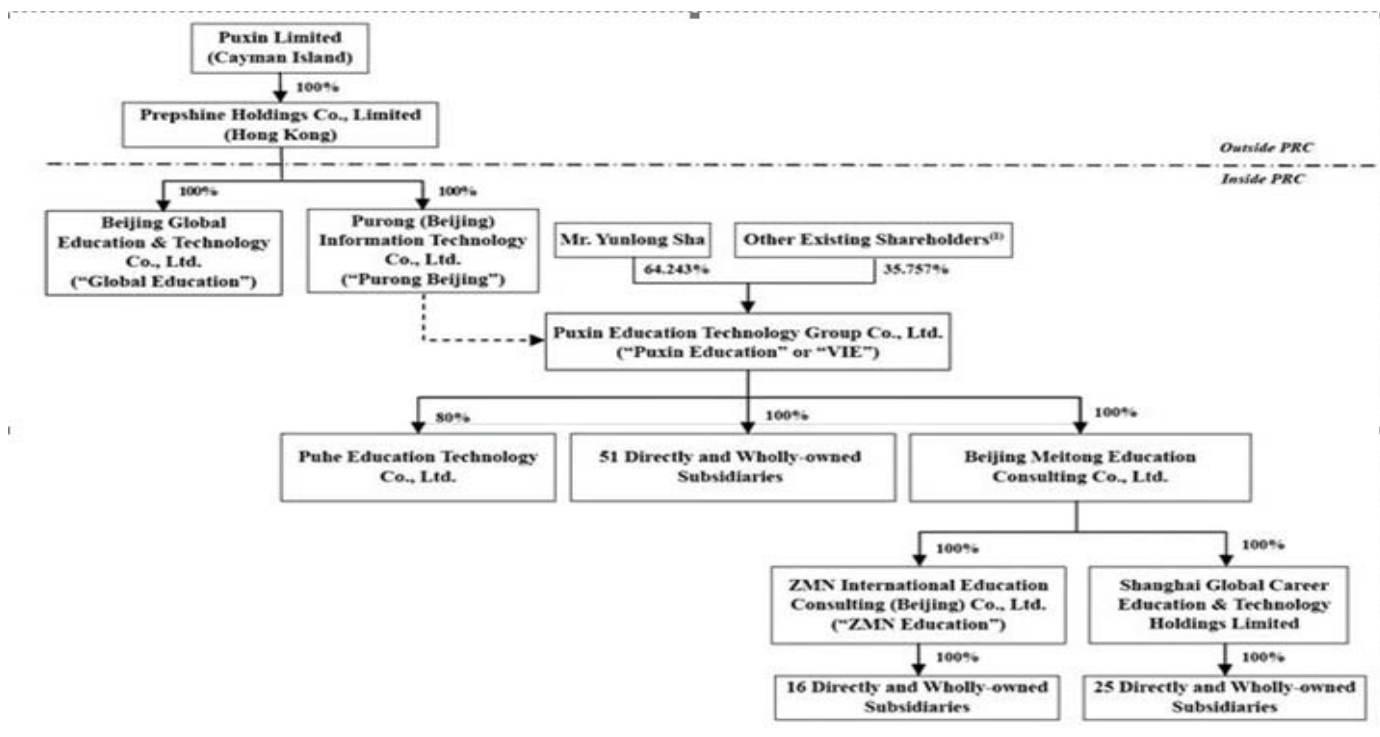
朴新教育成立于2014年，名字取自古语“敦兮若朴、敝而新成”，意指纯朴得好像未经雕琢，同时也有创新、突破、自我超越之意，由新东方前高级副总裁沙云龙等多位投身于教育培训行业的资深高管联合创办。公司于2018年6月在美国上市，IPO发行720万ADS（占总股本的8.28%），发行价17美元/股，融资额度1.224亿美元。上市后公司股价一度冲高到35美元/股，后持续回落。公司创始人沙云龙持股47%，Long Favor持有10.4%（员工持股平台，用于员工股权激励）。

公司业务主要分为学科教育和出国留学。其中学科教育涵盖了K-12所有年级及所有学科教育，提供实验、多媒体、互动、角色互换等多种趣味教学模式，并且线上课程与线下教育同步开启，提供VIP个性化、精品班、双师课堂等多种定制化课堂选择，提供差异化辅导模式。出国留学培训则通过旗下啄木鸟教育、环球教育等留学品牌为学生提供一站式留学服务。目前在全国32个城市开设400个教学区，年服务学员人次过百万（2019年学生报名人数287万，2020年前3季度292万），成为中国第三大课外教育培训机构。

朴新选择以投资并购和投后管理为发展模式，过去五年在1000多个国内外培训品牌中甄选出62家品牌进行整合。旗下教育品牌包括：环球教育、啄木鸟教育、YESSAT、育澜剑桥、金门桥留学、筑梦堂教育、环球游学、美通奇季等留学游学品牌，北京学校、求实教育、成都学校、同芳学校、学有方教育、英讯理想、田田教育、飞越教育、济南教育、天材教育、世纪东方、彩虹教育、创新学校、天天向上、重庆无忧、维恩教育、新课标教育、领先教育、朴新优课、朴新双师、小泽画室、翰林教育、英才教育、福布斯教育、晟嘉教育、杨健教育、朴德教育等K-12教育品牌。大部分品牌经营历史超过十年，并在当地有良好的声誉和口碑，可因地制宜，因材施教。近年来，培训行业竞争加剧，朴新通过行业整合、投资收购和投后管理，使其初步完成全国化布局。

朴新教育采取VIE架构。公司于中国经营在线及移动教育平台，其构成增值电信业务，该业务为中国法律规定的外商投资限制业务，即：(a)限制外国投资者于经营相关业务的公司中持有超过50%的股权；及(b)持有相关公司任何股权的外国投资者须符合若干资格规定。鉴于上述限制公司通过股权拥有权直接持有公司的综合联属实体不可行，故公司通过公司的综合联属实体经营公司的相关业务。为维持对综合联属实体所经营的相关业务的实际控制权以及为收取相关业务所产生的经济利益，公司的外商独资企业与相关可变利益实体及其注册股东订立一系列合约安排，包括独家管理顾问及业务合作协议、独家认购期权协议、股权质押协议、授权书等。据此，公司取得公司相关可变利益实体的控制权，及有权收取相关可变利益实体所产生的所有经济利益。由于订有合约安排，公司的综合联属实体的财务业绩可综合至集团的财务资料中，犹如彼等为公司的附属公司一般。

图表 1: 公司 VIE 架构



注：→代表 100% 股权控制， --->代表合约安排

资料来源：公司资料

图表 2: 朴新课程体系



资料来源：公司资料

图表 3:公司发展历程



资料来源: 公司资料

图表 4:公司管理层介绍

公司管理层	年龄	职位	履历
沙云龙	44	董事会主席/CEO	公司创始人 新东方高级副总裁 (2001-2014) 长江商学院工商管理硕士
胡明	48	独立董事	公司独立董事 (2018.6-至今) 中信出版集团董事 (2016.9-至今) 公司董事 (2015-2018.6) 华谊兄弟管理职位 (2005.5-2016.2)
范勇宏		独立董事	Hongshi资产管理总经理 中国建设银行/华夏证券 (1988-1998) 中国资产管理总经理, 中国资产 (香港) 董事会主席 (1998-2013) 中国人寿资管首席投资官 (2013-2015) 银科投资 财政部财政科学研究所 经济学博士
王能	47	独立董事	公司独立董事 (2019.2-至今) 哥伦比亚大学商学院房地产与金融教授 上海财经大学金融学院名誉院长和学术主任 国家经济研究局研究助理 斯坦福大学商学院金融博士学位
王鹏	43	CFO	公司CFO (2017.10-至今) 中国恒天集团有限公司高级副总裁 (2016.10-2017.10) 新东方旗下所学校校长 (2010.3-2016.10) 中国人民大学经济学博士

资料来源: 公司资料, 第一上海整理

公司业务介绍

朴新教育的业务包括 K12 1、课程

教育、出国留学和咨询, K-12 辅导以各种形式提供应试教育服务, 例如基于课堂的课后补习, 全日制指导大 400 家线下培训机构分布于全国 32 个城市, 另也有 K-12 学科, 包括数学、英语、语文、物理、化学、生物、政治、地理和历史, 在推进 OMO 模式。2020 年

前3季度为292万人次学生提供高品质教培服务。以及针对中国艺术学院入学考试的专业艺术技能培训。

K-12课程贡献了18和19年收入的53.1%和62.1%，贡献了18和19年付费学生人次的95.6%和90.8%，其付费人次在第二、三、四季度都明显高于第一季度，这一般是由于大部分学生选择联报课或在前一年就报完寒假班和春季班，此外寒假由于时间短，课程量也相对较小。20年由于新冠肺炎对出国业务的影响，公司K12业务更是成为主要的营收和增长支柱，2020年3季度公司K12收入占比达到73.1%。

除此以外，朴新还提供一站式留学服务，包括留学申请入学考试、语言考试和全方位咨询服务。出国留学18和19年收入占比分别为46.9%和37.4%，但由于出国留学咨询及培训项目单价高，所占付费学生人次不超过10%。20年由于新冠肺炎蔓延对出国业务造成重大影响，20年前3季度收入同比-38%至5.5亿元。

公司2018年11月推出朴新网校在线教育模式，课程价格从699-1920元不等，主要为基础K-12课程在线教育辅导，同时提供免费或超低价（<10元）的试听课程，2020年前3季度朴新网校收入占比约4%至0.8亿元，亏损严重。由于在线双师大班课竞争激烈，公司已于20年底将朴新网校剥离给跟谁学。我们预计朴新网校20年亏损1亿元左右，网校剥离有利于公司减少亏损，并重新聚焦K12教培线下和OMO业务。

2、教学模式

朴新教育400家线下培训机构分布于全国32个城市。课后辅导服务中，既有大班教学，又有个人化定制服务。朴新会评估每位学生过去和当前的学习成绩以及未来的学习目标，并根据科目、年级水平、时间安排和预算提出建议，以满足学习需求。例如，朴新提供三个不同级别的K-12数学辅导课程：标准课程、高级课程和经营课程，提供差异化教学模式，以最大程度帮助学生。教学采用双师模式，除主讲老师外，辅导老师会跟踪每个学生的表现和进度，并定期与学生及其父母进行沟通。在2019年1月新开设了线上答疑辅导专栏，进一步提高学习效率和效果。

个人定制的课后辅导课每班一般不超过6人，通过解决科目弱项，增强应试技能，并养成学习习惯来提高学业成绩。春季和秋季学期一般每周两到三次，寒暑假期间一般每周四到五次，每课时在150-600元不等，学生可随时退出课程并退还未授课的学费。

在2019年4月，朴新开始提供全职辅导，旨在帮助高中学子准备高考或艺考，一般持续6到9个月时间，学费为40,000-60,000元每人。

3、高品质教学服务

对于一个课后教育辅导机构来说，教育服务质量至关重要，有利于品牌形象的建设和推广，并为后续发展奠定良好的基础。好的教育服务质量一方面取决于授课老师的质量，另一方取决于授课方法的有效性。

朴新针对小组课程和个性化服务分别聘请老师，定期招聘中国大学毕业的老师和在当地公立学校中有着丰富的教学经验和良好的记录和声誉的老师。截至20年3季度末，公司共有5399名全职老师。

在教学方法上，朴新开发了“九个步骤”的方法，它标准化了教师的教学活动，在所有学习中心实施，以确保始终如一的教学质量。“九个步骤”包括（1）上课准备，（2）课前评估，（3）课堂指导，（4）授课，（5）课堂回顾，（6）课堂测验，（7）课后复习，（8）检查作业以及（9）收集反馈，并为每个步骤设定标准。

4、销售和营销

公司主要通过在线和移动广告投放，与新媒体平台和地方教育平台合作投放广告来做线上宣传，建立在线微信群，吸收潜在学生及其父母，投放广告并分享与教育相关的信息。线下则通过学生的口口相传来宣传招募，因为选择收购的当地机构大多拥有良好声誉，能极大程度促进招聘。

除了在总部的集中式营销团队外，每个学习中心也有销售人员，在城市的学校和住宅区分发传单或投放广告，并定期举行信息发布会、研讨会和讲习班，以为潜在的学生及其父母提供了解公司提供的产品和服务的机会。

公司竞争优势

公司的竞争优势有：(i) 在中国课后教育市场上处于领先地位；(ii) 模块化且不断发展的管理系统；(iii) 较好的收购往绩记录；(iv) 以教学质量为基础的声誉建立；(v) 有远见的管理团队和完善的人才系统。

以下竞争优势对公司在教育培训市场的成功至关重要，并令公司从竞争对手中脱颖而出：

在中国课后教育市场上处于领先地位

按学生人数计算，公司是中国第三大课外教育服务机构，是在全国范围内开展业务的少数参与者之一。截至20年3季度，公司在中国19个省的32个城市拥有400个直接运营的K-12学习中心和海外学习中心。作为中国为数不多的提供完整辅导服务和产品的机构之一，公司提供完整的K-12课程辅导，出国留学考试准备和出国留学咨询服务。公司以多种形式为学生提供服务，包括线下小组课程和个性化辅导课程和OMO（线上线下的融合）课程。就学生而言在K-12辅导服务方面排名第三，就收入而言是中国第二大提供海外学习准备服务机构。

公司的业务发展迅速。公司的总入学人次从2016年的45万增加了180.4%至2017年的128万，而2018年和2019年公司入学人次则分别达到了185万和287万，同比增长45%和56%，展现了在中国的课后教育服务机构中的最快增长（之一）。即使遭受新冠肺炎影响，公司学生人次2020年前3季度仍有292万人次，同比增长46%。如果除去朴新网校，则2020年前3季度线下学生人次为203万人次，而k12线下学生为199万人次。

模块化且不断发展的管理系统

公司拥有强大而有效的运营能力以及成熟的收购和学校整合系统。公司实施了模块化管理系统Puxin Business System (PBS)，这是公司业务整合和流程改进的标准。PBS由公司的核心管理团队内部设计，反映了超过15年的中国教育行业经验。它涵盖了3,000多个运营和管理流程，包括组织结构、财务管理、操作手册、产品开发、学生招聘、教师管理、市场营销、人力资源和知识管理。对于公司的收购，公司在尽职调查过程中尽早使用PBS工具分析目标的增长潜力并制定改进计划。PBS也为公司制定企业战略和根据客户需求分配资源提供指导。在日常运营中，公司遵循PBS中列出的全面而详细的任务清单，有效和高效的执行。

PBS是一个动态的、具有前瞻性的系统，它在整个企业的多个领导团队的加入下不断发展。公司建立了开放、前瞻和注重结果的企业文化，并将自己打造成为一个学习型组织。公司鼓励公司管理层和员工寻求运营方面的持续改进，并在公司的团队中分享他们的第一手经验。公司的PBS不断融合了最佳做法，并在公司的整个网络中消除了过时或效率低下的做法，这使其成为一个在行业内领先且具有包容性并不断发展的系统。通过实施标准化和集中化的运营管理系统，公司实现了行业领先的运营绩效。

较好的收购往绩记录

公司以收购为导向的业务模式和强大的收购后整合能力使公司能够实现快速增长并取得先发优势，在分散的中国课后教育市场中抓住整合机会。

通过应用公司的四阶段收购目标选择程式，公司对收购采取了系统而规范的方法处理。公司采用了一套严格的标准，考虑了以下主要因素，包括目标的地理位置、在当地市场的声誉、增长潜力、与公司现有学校的协同作用以及成功整合的可能性。借助公司的模块化管理系统和管理层强大的执行能力，公司能够有效完成收购并迅速改善被收购学校的运营和管理。自成立以来，公司确定并联系了中国约 1,550 个目标学校，作为公司的潜在收购目标，朴新进入估值和调研阶段的公司标的有约 300 个，获得预先批准的收购有约 100 个，公司已收购了 62 个目标。

在所有收购的学校中，公司实施 PBS 来改善其运营的各个方面。公司为收购后的运营和管理制定了详细的 100 天执行计划，并提出了 21 个收购后里程碑，通过这些来监管每个收购过程是否及时到位，并确保公司在全集团范围内的运营方法和企业文化得到有效实施。这个系统的方法为所收购学校的强劲增长奠定了基础。

收购里程碑涵盖的具体方面包括：

- 学生招生与营销：收购后采取各种营销措施来增加报名学生人数，提供促销价格的课程来吸引新生，为被收购的学校制定具体的营销计划。
- 课程和服务：每个被收购的学校将采用朴新教育统一的课程和课程材料，以提供质量一致的课程。
- 教师：为已获得的学校的现有教师提供全面的培训，并购提供更好的激励机制和职业前景。
- IT 系统：在三个月内将所收购学校整合到 IT 系统中。每个被收购的学校运用统一的 ERP 系统、CRM 系统和知识管理系统。
- 财务管理：总部对收购的学校进行集中财务管理，为每所学校制定预算计划，包括班级数量和学生入学人数以及绩效目标。

在整个整合过程中，朴新教育总部的专职团队负责监督被收购学校的执行情况，并向校长提供指导。校长必须每天、每周和每月向朴新教育总部递交有关被收购学校日常运作的报告，为期至少三个月。

朴新教育在 0-1 阶段通过收购得到一个学校，一般有 3-8 个学习中心，几百个学生，收购后换掉机构校长，派新的校长和植入 PBS 系统。因为教培行业高度分散，主要竞争对手是中小公司，公司凭借强大的运营和团队战斗力降维打击这些小机构。朴新进入城市之后通过派人和赋能，会使得收购企业的收入增长和盈利快速改善。15、16 和 17 年朴新教育只做 K12 业务，17 年 3 季度进入留学业务（收购环球雅思和啄木鸟），18 年较少收购，19 年进入全日制学校一拓展至艺术高考领域。并购以学校考试培训需求为指挥棒，因为中国每年 1000 万高中毕业生中 840 万为普通高考生，105 万为艺术类高考生（美术为主，其他为音乐和传媒，但是其单年培训学费远远高于普通高考生），其他 50 万学生为出国人群。所以朴新的布局是高考、艺术和出国培训全赛道覆盖。

公司上市前的平均收购价为 0.7 倍 PS，购买的都是一些小标的。18 年上市后标的变大更优，升为 1.2 倍 PS。收购公司业绩都不理想，比如 K12 收购时平均亏损 20%，17 年收环球雅思和啄木鸟，2 家合计亏 2.4 亿。普遍而言，公司进场时收购机构只有 40 分（满分 100 分），公司会派经验丰富的老校长接管学校，同时会派一个后备校长做老校长的助理，老校长运营一年后把学校变为 65-70 分，老校长会经过 2 轮实训、老师淘汰、管理干部调整和智能化导入等（大约淘汰 1/4-1/3 的人），把这个学校的接手难度降低一个数量级后交给新校长，新校长再把学校从 65

分做到 90 分，经过几年时间新校长又变成了老校长，可以再派去新学校。

回顾公司的历史和财报，截至 20 年 3 季度公司有 20.4 亿商誉，2.3 亿无形资产，2.7 亿 PPE（总共 25.4 亿元），估计历史并购代价在 1 倍 PS 左右，我们预计 20 年收入约为 29.3 亿元，总的来看并购效益并不非常显著。

但是如果细分来看，历史上公司并购的大头在留学和全日制业务，比如当年环球和雅思共花费 8 亿元左右，全日制业务花费了 6 亿多元并购，而留学业务 19 年同比增长 10.9% 之 11.6 亿元，而在 20 年新冠期间更是遭受重创，20 年前 3 季度同比下降 37% 至 5.5 亿元。

但是如果单看 K12 的并购业务历史数据，还是取得了不错的成绩。如太原 15 年 4 月收购 8 个校区，收入 4000 万元 200 万利润，而 20 年太原有 24 个校区，2 亿元收入和 0.55 亿元利润，收入年复合增速 37%，利润年复合增速 91%，太原福布斯也更名为朴新福布斯。2015 年 6 月收购的 K-12 教辅机构天津盛嘉，15 年 3 季度收购时收入为 1700 万收入，19 年达到 1.5 亿元收入。2019 年收购的佛山明士教育时其收入为 4300 万元，亏损 400 万元，而公司收购后在没有人员、机构和业务大变动情况下，即使遭遇新冠疫情严峻考验，预计 20 年也仍有一个收入略微增长、盈利转正的好成绩，而宁波更是可以做到特价班续班率也达到 70%+，其他城市如大连、济南、西安、南京、成都、北京、泸州等成绩也非常喜人，公司前 10 大城市的收入规模都在 8000 万元以上。

朴新 15 年成立之处，毫无品牌力可言，一切从 0 开始。历史数据表明即使是行业某龙头企业剔除一线和强二线城市，从 0 做到 5000 万也需要 4 年左右，而做到 1 亿元，大约需要 7 年。如果朴新一切采取自建模式，在毫无品牌力的基础上应该需要更长时间。但朴新采取收购模式，收购一个 1500-1800 万元的机构，大约 2 年可以将其做到 4-5 千万元。如果收购一个年收入 4 千万元左右的机构，可在 3 年左右将其收入规模做到 1 亿元左右，大大缩短了公司发展所需时间，快速完成全国化布局。

并购模型有 3 波红利，1、老店运营效率提升，综合利用率从 35-40% 提升至 80-90%，收入和盈利大幅改善。2、物理扩张，21 年会开始扩张，预计每年 20%+ 物理扩张，30% 内生增长。3、品牌溢价提升，包括课程单价提升和销售费率下降，学校利润速度增速比收入更快。

公司历史上共收购 63 个机构，失败的机构在个位数（如 15 年的北京睿宝、16 年收购的广州、沈阳和杭州），整体而言整合成功率在 90%+。中间踩过各种并购整合的坑，建立了自己的认知，这是公司未来并购中的一笔财富。回顾 K12 培训的收入结构，大约 20% 是并购增加，而 80% 都是公司依靠投后自身增长。

整合失败主要原因是当初从一线城市开始是一个错误（而且收购的是当地的小机构），而公司调整策略后在二线及以下城市降维打击当地小机构则取得了巨大成功。未来公司仍将坚持农村包围城市的做法，以现有城市为据点，在高铁一小时覆盖面内结合 OMO 和创新激励机制，做好网点下沉覆盖。

因此，公司在业内参与者中建立了公认的品牌“朴新”。根据 Frost & Sullivan 的报告，70.8% 的受访者在寻找潜在的业务收购者时选择了朴新作为首选的合作伙伴或购买者之一。公司的在行业中强大的品牌信誉使公司能够接触大量高质量的收购目标。公司相信，公司在收购以及收购后管理和运营能力方面的成功记录不仅创造了网络效应使公司吸引了越来越多的寻找潜在的业务收购方的学校运营商，但也为公司潜在的竞争对手创造了进入市场的壁垒。

以教学质量为基础的声誉建立

公司的大多数学校在当地市场都享有高声誉。公司收购的学校平均拥有十年的运营历史，被公司收购之前最长的运营历史约为 21 年。公司采取联合品牌战略来运营公司收购的 K-12 辅导学校，这不仅使公司能够利用已收购学校的信誉，也促进了公司“朴新”品牌在当地市场的认可。

公司始终如一的高教学质量和水准巩固了公司的良好声誉。公司开发了“九步法”，这使公司的教师教学活动标准化，例如班级准备、对学生的课前评估、课内教学以及课后复习和评估。九步法使公司的老师能获得有关学生学习方式、能力和表现的重要信息，从而帮助他们完善课程内容。老师对于公司的服务质量和声誉至关重要，公司采取了许多措施来维持一支敬业、高品质的团队，包括选择性的教师聘用过程，持续的教师培训和严格的评估，基于竞争绩效的薪酬和职业发展机会。公司的 K-12 辅导教学质量已得到父母的认可，2020 年 3 季度公司 K12 留存率 70%+，转化率 35%。

有远见的管理团队和完善的人才系统

公司拥有一支创新和创业的管理团队，对教育充满热情并拥有丰富的运营经验。公司的创始人和首席执行官沙云龙先生曾担任新东方教育高级副总裁，在教育领域拥有 20 年的运营经验，沙云龙先生对学校的运营和整合有着深入的了解。公司的核心管理人员，包括首席财务官王鹏先生，负责个性化业务的高亮先生，负责 K12 班课业务的孙晶老师，留学业务主管赖寒老师等都是该行业的领导者和开拓者。在公司的管理团队的领导下，公司已成功执行了成长战略，专注于课外教育服务，并成为行业领导者。

公司专注于吸引、开发和保留人才，这是公司成功执行 PBS 和战略收购的基础。公司启动了系统的职业发展计划，为公司的长期发展建立人才储备，这些培训包括：

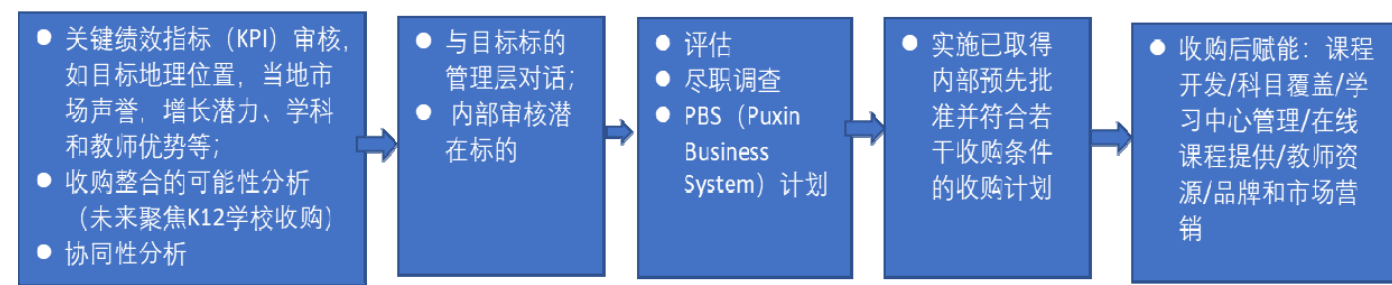
(1)、朴贤计划（校长选拔）：顶尖人才培养计划，每期培训课 9 个月，理论+实践，13 期培训课程。

(2)、朴贤计划+（高级管理人才培训计划）：理论培训后的实际操作经验，优化资源配置，内部支持。例如公司班课的负责人孙晶老师原来是收购的宁波学校的教学总监，后来经过宁波校长助理、天津校长等历练，最后成为班课中心总经理，其他核心关键领域的干部也越来越多是自己培养起来的人才。

(3)、朴优计划(中层管理培训):各条业务线培训，每 6 个月选一次。

(4)、朴蓝计划（为一线员工和管理培训生提供培训）：人才开发计划，每 3 个月选择一次，公司 2 年以上教师的流动率很低。

图表 5: 并购模型



资料来源：公司招股书，第一上海

图表 6: 朴新为收购学校赋能



资料来源：公司资料

图表 7: 被收购学校典型的转变路径

季度	采取的行动	报名趋势	收入变化	经营利润率变化
第1-2季度	合规		+	+
	安装ERP CRM	+	+	
	教师培训	+	+	
第3-4季度	报名市场推广	+++++	++	
	扩大学科覆盖	+++	+++	+
	人员结构调整	+	+	+
第5-6季度	提高保留率	++++	++++	+++++
	提高利用率	++++	++++	++
第7-8季度	产品迭代	+++	+++	
	成本优化			++++

资料来源：公司资料

图表 8: 朴新教育专业人才培养计划



资料来源: 公司资料

行业情况

根据 Frost & Sullivan 报告, 中国课外教育市场总收入从 2012 年的人民币 2,638 亿元迅速增长到 2017 年的人民币 4,834 亿元, 年均复合增长率为 12.9%。到 2022 年, 这一庞大的市场规模预计将在 2022 年大幅增长至人民币 8,049 亿元, 年均复合年增长率为 10.7%。

1、中国课外教育市场

中国课外教育市场是一个庞大、成长中且分散的市场, 其中包括 K-12 课后辅导, 留学考试准备和咨询。根据 Frost & Sullivan 报告, 中国课外教育市场总收入从 2012 年的人民币 2,638 亿元迅速增长到 2017 年的人民币 4,834 亿元, 年均复合增长率为 12.9%。到 2022 年, 这一庞大的市场规模预计将在 2022 年大幅增长至人民币 8,049 亿元, 年均复合年增长率为 10.7%。

中国的学校和大学主要基于学生的学习成绩录取学生, 庞大的学生群体与数量有限的优质学校和大学之间存在差距。根据 Frost & Sullivan 报告, 2017 年, 中国有 1310 万高中毕业生, 其中 940 万人参加了高考, 只有 370 万学生被大学录取, 其中有 120 万学生被一线大学录取。根据 Frost & Sullivan 报告, 四年制学院录取率和中国前 50 名大学在 2017 年分别仅为 39.6% 和 2.5%, 大大低于美国 55.8% 和 23.5% 的比例。被优质大学录取的压力延伸到高中、中学, 甚至是 K-12 教育系统的低年级, 这产生了对额外课程的需求。

此外, 中国父母通常非常重视子女的教育, 往往愿意为子女支付更高的教育个人支出占比。日渐增长的高质量教育的压力和对更高学业成绩的渴望, 越来越多的父母选择从早期开始就进行课外 K-12 教育辅导, 以更好地为孩子准备入学考试。根据 Frost & Sullivan 报告, 继正规教育之后, 课后教育已成为学术教育支出中的第二大类别, 占 2016 年中国家庭教育支出的 41.7%。

面对中国教育资源的匮乏和高考的激烈竞争, 中国学生将出国留学视为一种可获得优质教育和职业机会的另一种选择。此外, 中国持续参与全球化, 中国家庭可支配收入的稳定增长和对全球视野的重视推动了出国留学的趋势。

课后教育市场的增长动力:

- (1) 中国的 GDP 和可支配收入稳定增长

2017 年, 中国 GDP 为 82.7 万亿元人民币, 同比稳定增长 11.2%, 位居世界第二。

中国从 2017 年到 2022 年，人均可支配收入预计将以 7.0% 的复合年增长率增长，显示出中国家庭在课后辅导和海外学习的潜在增长的购买力。

(2) 富裕家庭数量增加

富裕家庭数量的显著增加推动了中国课后教育市场的发展。根据 Frost & Sullivan 报告显示，2017 年中国家庭年收入在 25 万元人民币以上的家庭占 13.2%，预计这一比例到 2022 年将达到 27.7%。富裕的家庭拥有更强的财务背景和对优质教育的更高期望，因此他们更愿意在课后辅导上花钱。

(3) 家庭教育支出不断增长

中国家庭非常重视孩子的教育。与人均 GDP 和可支配收入的持续增长相一致，家庭教育总支出从 2012 年的 7,356 亿元人民币大幅增长至 2017 年的人民币 11,143 亿元，预计 2022 年将达到人民币 17,434 亿元。

(4) 快速城市化

中国快速的城市化进一步支持了中国课外教育市场的增长。城市地区越来越多的人竞争工作，增加了求职和职业发展的压力。人们日益认识到，高等教育和更好的学业成绩可能会带来更好的未来职业前景和更高的收入，将他们与竞争对手区别开来。因此，快速的城市化是导致中国课后教育市场需求不断增长的重要因素。

2、中国的 K-12 课后辅导市场

根据 Frost & Sullivan 报告，在 2017 年，约 12.7% 的幼儿园儿童，21.9% 的小学生，36.8% 的初中生和 57.8% 的高中生参加了 K-12 课后辅导课程。从 2012 年到 2017 年，中国 K-12 课外辅导市场的收入以 12.7% 的复合年增长率增长至 3833 亿元，并且预计从 2017 年到 2024 年，将继续以 10.6% 的复合年增长率增长至 6520 亿元。

3、中国的留学辅导市场

2017 年出国留学人数为 60.8 万，同比增长 11.74%，其中获得研究生以上学位到达 22.7 万人。2018 年为 66.2 万人，2019 年留学人数在 71 万左右。随着国内居民收入水平和国际化教育需求的不断上升，未来出国留学仍是富裕和中产阶级家庭的重要选择。

2020 年疫情造成的行业重大冲击，留学考试业务几乎停摆，留学咨询业务也大幅减少。但是国内的激烈的高考竞争，海外优质的教育资源等吸引海外留学的主要因素并没有受新冠疫情而改变，调研发现确定放弃留学的学生依然只是少数，预计随着新冠疫苗的注射，留学培训业务将逐步重回正轨，行业将于 21 年触底反弹。

全球化智库 (CCG) 与智联招聘联合发布的《2018 年中国海归就业创业调查报告》中，调查了不同学历背景下的海归薪酬分布状况。本科硕士毕业回国的留学生的薪酬主要集中在 5000-15000 元，本科达到 2 万以上薪酬的占 9.8%。硕士毕业回国的留学生薪酬达到 2 万以上的是 16.4%，79.2% 毕业生薪酬在 5000-15000 元之间。

语言能力测试 (包括但不限于 SAT, TOEFL 和 IELTS) 是出国留学交流和沟通的先决条件。近年来有越来越多的学生参加语言测试。根据 Frost & Sullivan 报告，从 2012 年到 2017 年，参加留学考试准备课程的学生数量以复合年增长率 8.9% 增长。根据 Frost & Sullivan 报告，留学考试准备市场的总收入从 2012 年的人民币 52 亿元增加到 2017 年的人民币 125 亿元，复合年增长率为 19.2%。预计该市场的总收入将从 2017 年开始以 16.6% 的复合年增长率增长到 2022 年，达到 269 亿元人民币。

根据 Frost & Sullivan 报告，留学咨询服务市场的总收入从 2012 年的人民币 75 亿元增长到 2017 年的人民币 165 亿元，复合年增长率为 17.1%。从 2017 年到 2022

年，该收入预计将以 14.9% 的复合年增长率进一步增长。

中国留学辅导市场的增长动力

(1) 越来越年轻化的追求海外教育的留学生群体

随着中国的快速全球化，越来越多的中国学生选择在年轻的时候到国外求学。从 2012 年到 2017 年，攻读本科学位的学生数量以 10.9% 的复合年增长率增长，大大高于追求研究生学位的学生（5.1%）。

(2) 中国家庭财富的增加

中国经济持续高速增长，人均可支配收入增加。这导致近年来，中国家庭的财富以及富人数量急剧增长。鉴于人们普遍认为来自全球知名机构的教育改善了职业前景，中国家庭倾向于在海外教育上花费。反过来，这种现象推动了中国留学辅导市场的稳定增长。

(3) 正规教育对海外申请的有限指导

中国的公立学校不提供与出国留学申请和相关语言测试有关的直接指导或支持。数量庞大希望出国留学的学生必须寻求提供出国留学考试准备和咨询服务的机构的支持，从而支持这个市场的持续增长。

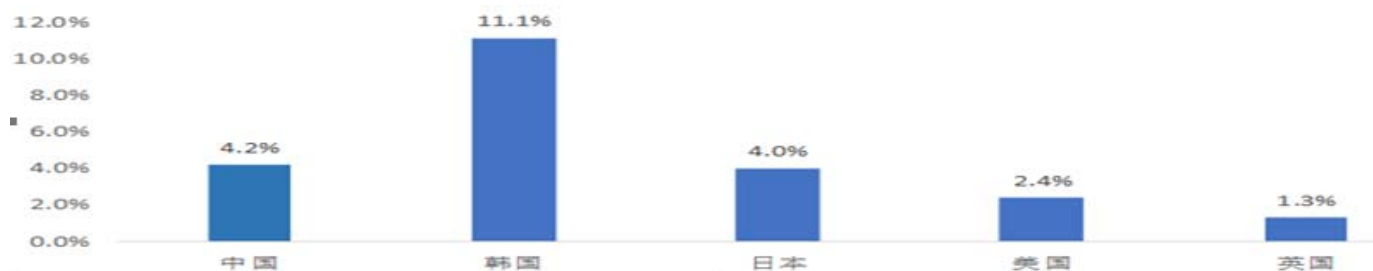
4、中国课后教育市场的竞争与预期整合

中国的课后教育市场仍然高度分散，拥有各种规模的市场参与者。公司在 K-12 辅导服务方面的主要竞争对手包括好未来，新东方、各种本地机构，以及线上教育机构。公司在留学辅导服务方面的主要竞争对手为新东方。

根据 Frost & Sullivan 报告，截至 2017 年 12 月 31 日，中国有超过 10 万家 K-12 课后辅导服务提供商，其中前五名的玩家仅占 2017 年 3.9% 的市场份额的收入。许多服务提供商经营的学习中心数量有限，常常处于亏损状态，缺乏必要的规模或管理专业知识，无法投资于提高学生学业成绩和吸引更多学生所需的课程开发，教师培训和技术。预计 20 年头部前 2 机构的市占率小于 7%，行业仍有巨大整合机会。

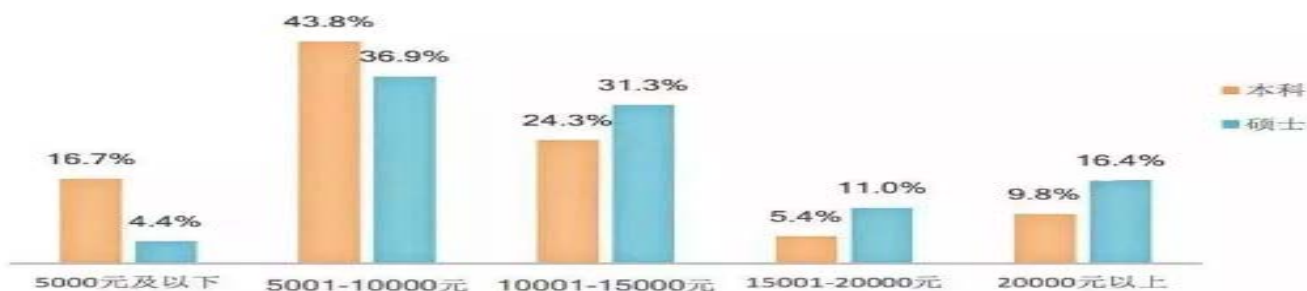
另外头部教培机构主要集中在 1、2 线城市，由于优秀师资和管理缺乏而难以下沉至下线市场，未来我们认为头部教培机构将借助以下三种方式下沉市场扩大覆盖：1、线下机构的增加；2、OMO 等模式扩大覆盖半径；3、纯在线模式（大班和小班课）突破地域限制。随着地域限制的突破和覆盖半径加大，国家对教培监管的加严（校区、资金收取和监管、学习内容、学习时间、教师资格等），加之头部教培机构在内容研发、品牌力度、运营能力和教师培养的优势，我们预计未来 10 年教培市场集中度将持续提升。

图表 9: 2016 年各国教育支出占个人支出比例



资料来源：公司招股书

图表 10:2018 年应届海归人才薪酬分布



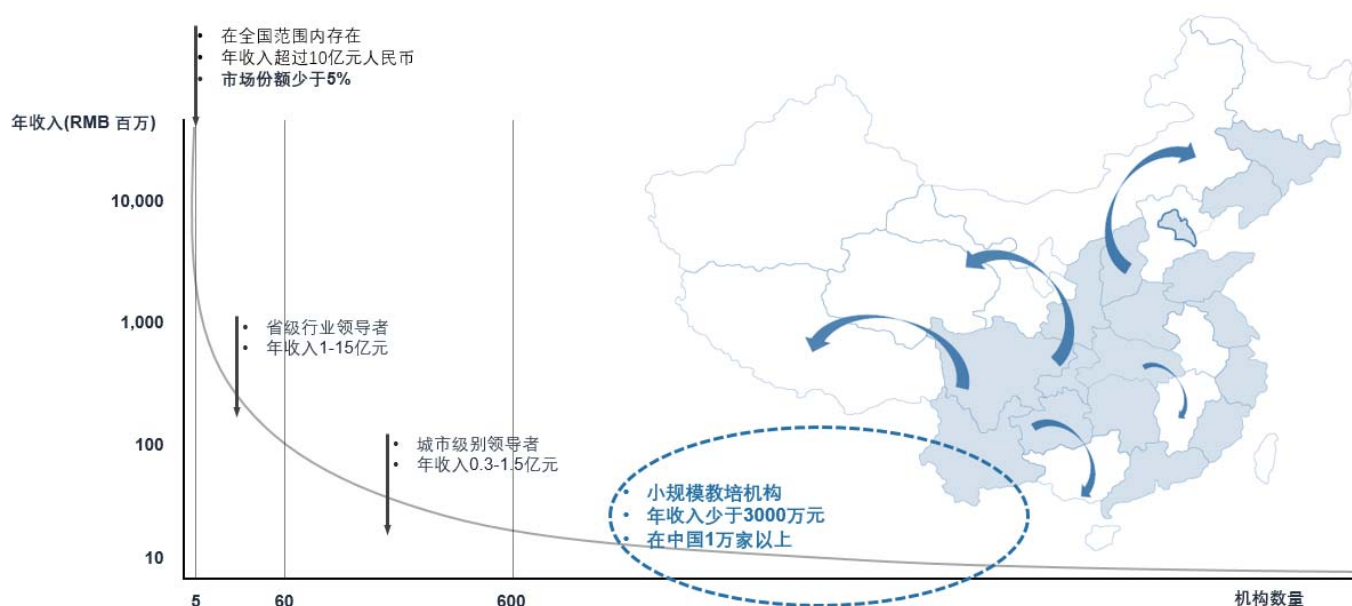
资料来源：全球化智库

图表 11: 中美教育培训上市公司概览

公司名称	市值 (亿元)	收入 (亿元)	收入增速	PS	2019年毛利率	GAAP 利润	利润率	学生人次(万)	老师数量	教学点	城市数	备注
好未来	3291	257.4	27%	12.8	55.1%	(2.4)	-0.9%	1,663	3万+	990	102	2019.12.1-2020.11.31
新东方	2051	231.9	3%	8.8	55.6%	24.4	10.5%	1,134	4万+	1,518	117	2019.12.1-2020.11.31
跟谁学	1405	58.5	329%	24.0	74.7%	-5.9	-10.1%	469	1.5万+			2019.10.1-2020.9.30
思考乐	50	7.4	35%	6.7	42.7%	1.3	17.3%	30	2,500	127	9	2019.7.1-2020.7.30
朴新教育	44	30.5	10%	1.4	45.7%	(0.8)	-2.5%	165	5,399	400	32	2019.10.1-2020.9.30
卓越	19	17.3	7%	1.1	41.9%	1.1	6.6%	69		265	10	2019.7.1-2020.7.30

资料来源：各公司资料，第一上海整理

图表 12: 高度分散的市场带来整合机会



资料来源：朴新教育估算

公司历史业绩介绍

公司16-19年归母净利润为-1.3亿元、-4.0亿元、-8.3亿元和-5.2亿元。20年前3季度由于经营利润持续改善，以及期权费用回归正常、可转债结束等，20年前3季度的利润扭亏为盈至0.37亿元。

公司17-19年教学中心数量分别为400、386和446间，20年3季度底为400，18年公司因为合规标准，关停或置换一些学习中心，虽然中心数量减少，但是面积没有减少。20年公司将杭州、沈阳、广州的17个长期亏损校区关掉，另外20年在疫情影响下，公司将啄木鸟和环球2套班子和一些校区合并以提升运营效率，关闭了20多家校区。

公司2016年收入只有4.4亿元，借助于收并购和自身快速发展，其收入17年-19年分别达到12.8亿元、22.3亿元、31.0亿元，以及20年前9个月收入同比下降2%至21.9亿元。17-19年收入中K12占比分别为68.9%、53.1%和62.6%，其中20年前9月K12占比为71%。16-19年公司的学生人次为46万、128万、185万、287万（除去朴新网校268万），20年前3季度学生人次为292万（除去朴新网校203万，同比提升2%）。

20年前3季度K12业务同比增长15%至15.5亿元，占总收入比71%。K12业务中又分为三块业务，分别是：1、班课业务约占总收入的36%，仍保持快速增长势头；2、个性化业务（主要是一对一辅导），个性化业务受新冠疫情冲击较大，20年业务遭受重大下滑，收入占比在21%左右。3、全日制培训（主要是艺考培训）。除了K12业务公司还有出国考试和咨询业务，这块业务受新冠肺炎发展严重影响，20年前3季同比下降37.3%至5.5亿元，占总收入25%。另外公司20年前3季度还有0.8亿元的朴新网校业务，但是因为网校竞争激烈需要大量烧钱投入，公司已于20年底将其剥离。

随着班课业务占比的上升和并购进来的公司盈利改善，公司16-19年毛利率为41.3%、38.1%、44.2%和47.2%，20年前3季度公司毛利率为47.1%。公司的毛利率低于好未来和新东方的约55%，但是却高于思考乐和卓越的42-43%。

朴新17-19年的销售费率高达34.7%、38.1%和34.9%，20年前9月销售费率为34.7%，而对比新东方的销售费率维持在12-13%，如此高的销售费用是因为：1、留学业务营销推广费用高；2、K12业务在绝对获客成本和行业龙头相似的情况下，客单价低约10%-20%；3、品牌力、生源结构和校区面积等影响续班率。

17-19年朴新管理费率为28.3%、34.8%和24.1%，20年前9月管理费率为14.2%，而新东方的管理费率在33%左右，好未来的管理费率约为24%上下，公司在18和19年在股价大跌期间发了大量的股权激励（SBC）并且在4个季度计入损益表，这导致其后的一段时间公司SBC费用可大幅减少，从而为公司行政费用带来节约。

而并购进来亏损严重的公司也在公司手中逐步减少亏损，16-19年公司Non-GAAP经营利润率分别为-17.4%、-20.6%、-11.8%、-4.1%，20年前3季度即使遭遇新冠影响，公司的Non-GAAP经营利润率为-0.6%。而值得一提的是2020年前3季度，公司K12业务已经实现了2.3亿元盈利（不含网校和总部费用，经营利润率为14.9%，去年同期为1.7亿盈利）。

公司股价在上市后经历暴跌，且在底部横盘2年多，公司为了挽留和激励员工发出长期期权激励员工，并且在18年和19年将期权费用全部进入损益表计提，导致18和19年公司的股权费用分别达到3.7亿和2.3亿元（因为激励期限是5年起步，本应该在5-6年摊销，但是公司4个季度摊销完成）。高额并购支出导致公司19年的净财务费用也达到了0.46亿元。同时公司的可转债公允价值也出现了亏损，17-19可转债亏损分别为0.7亿、1.3亿和1.0亿元。而以上一次性计提在20年大幅减少，20年前3季度的股权费用只有0.2亿元，净财务费用为0.26亿元，而可转债公允价值变动为0.21亿元。

综上所述，公司16-19年归母净利润为-1.3亿元、-4.0亿元、-8.3亿元和-5.2亿元。20年前3季度由于经营利润持续改善，以及期权费用回归正常、可转债结束

等，20年前3季度的利润扭亏为盈至0.37亿元。

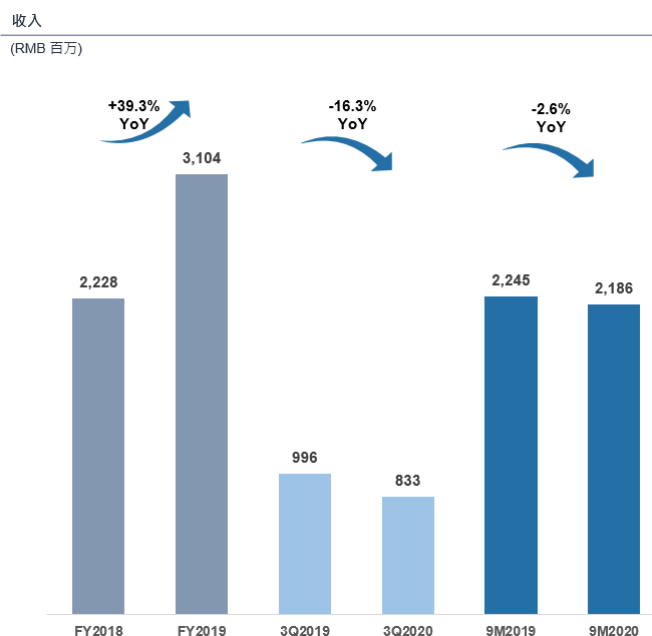
公司2018年IPO上市募资8.0亿元，由于历史上的多次收购，20年3季度底，公司账上的无形资产和商誉分别达到2.3亿元和20.4亿元。公司在手现金5.9亿元，银行借款5.6亿元，第三方贷款4.6亿元。21年3月公司公告发行本金总额6900万美元可转债，5年到期，年利率3%，这笔钱帮公司解决短期财务压力。

图表 13:公司收入拆分

	2,016	2,017	2,018	2,019	2020Q1	2020Q2	2020Q3
K-12教培	370,712	884,148	1,182,397	1,927,000	542,700	400,000	609,300
yoy		138.5%	33.7%	37.8%	44%	14%	1.0%
收入占比	84.4%	68.9%	53.1%	52.5%	72.7%	69.8%	73.1%
班课	298,733	611,268	817,843	1,103,607			
收入占比	68.0%	47.7%	36.7%	35.6%			
yoy		104.6%	33.8%	34.9%			
一对一	71,979	272,880	364,554	553,654			
收入占比	16.4%	21.3%	16.4%	17.8%			
yoy		279.1%	33.6%	51.9%			
全日制艺校	-	-	-	286,593			
收入占比				9.23%			
海外教育	68,469	398,414	1,045,720	1,160,100	205,000	157,400	191,400
yoy		481.9%	162.5%	41.0%	-12.8%	-39.9%	-50.4%
收入占比	15.6%	31.1%	46.9%	37.4%	26.6%	27.1%	23.0%
海外考试	59,145	334,288	860,687	941,537			
收入占比	13.47%	26.06%	38.63%	30.33%			
海外咨询	9,324	64,126	185,033	218,567			
收入占比	2.12%	5.00%	8.30%	7.04%			
朴新网校				14,600	23,000	24,000	32,500
yoy					1177.8%	700.0%	351.4%
合计	439,181	1,282,562	2,228,117	3,103,958	770,700	581,400	833,200

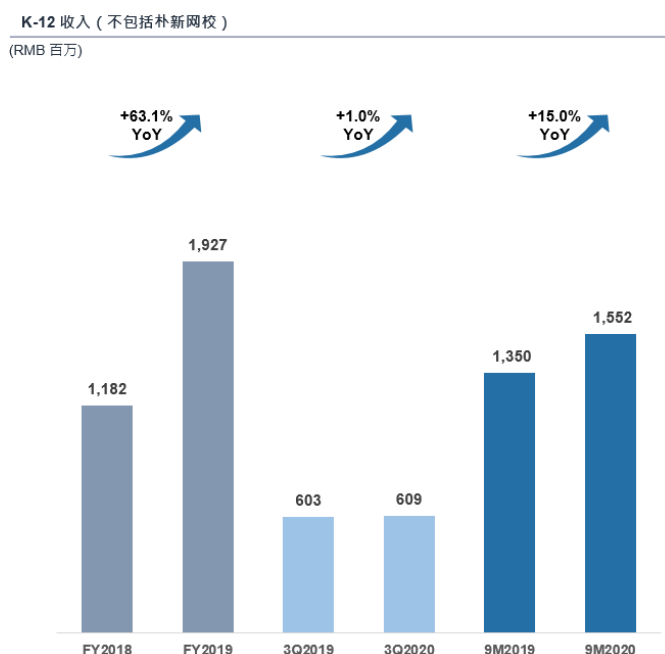
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 14:公司收入



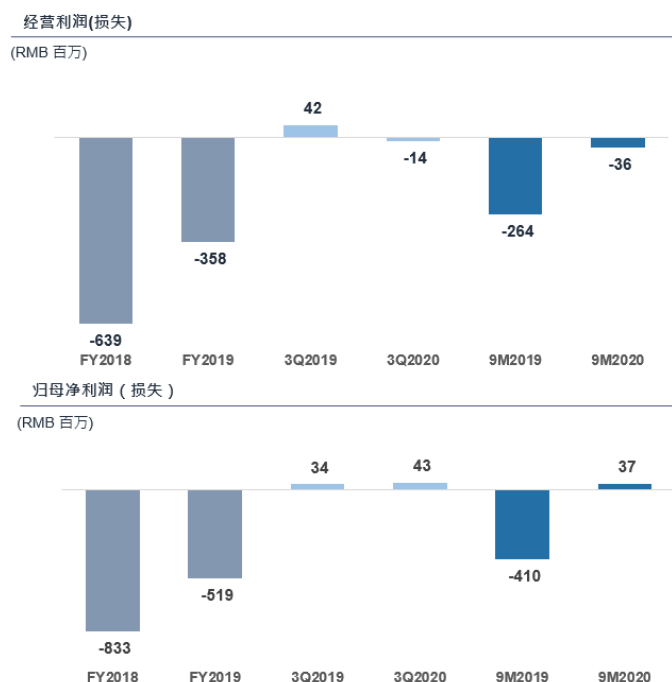
资料来源：公司资料

图表 15:公司 K12 收入



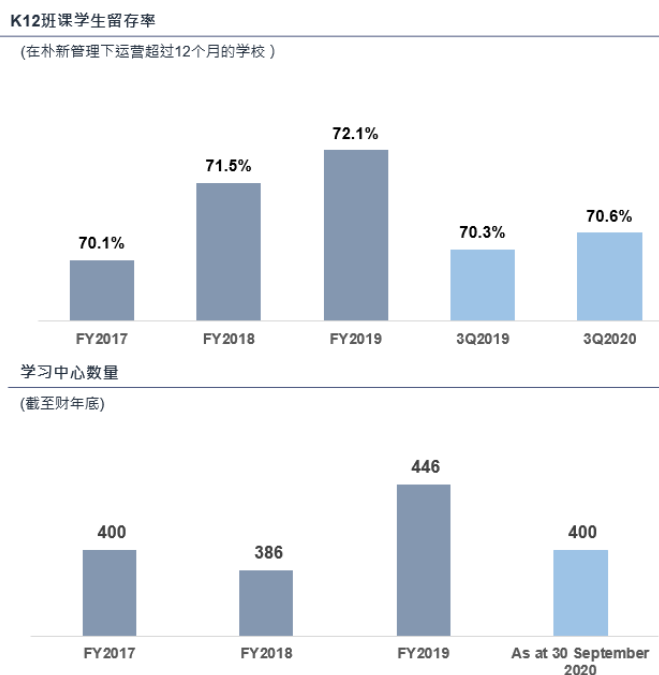
资料来源：公司资料

图表 16: 公司经营利润和归母净利润



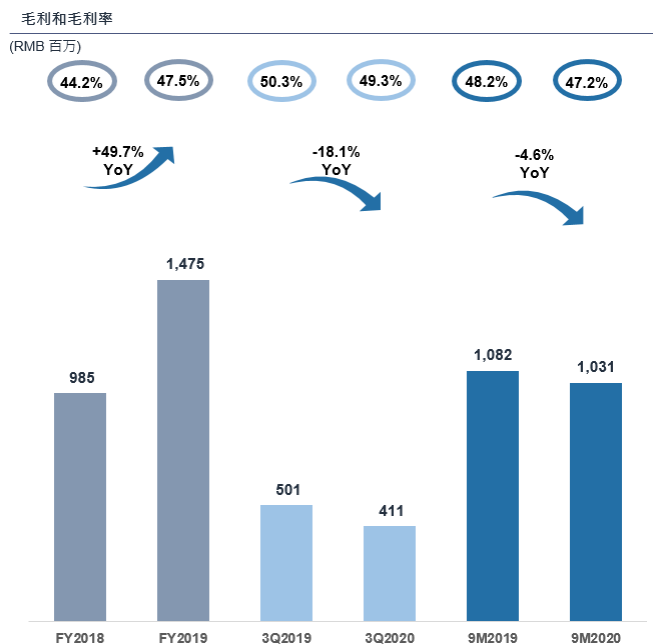
资料来源: 公司资料

图表 17: K12 班课学生留存率和学习中心数量



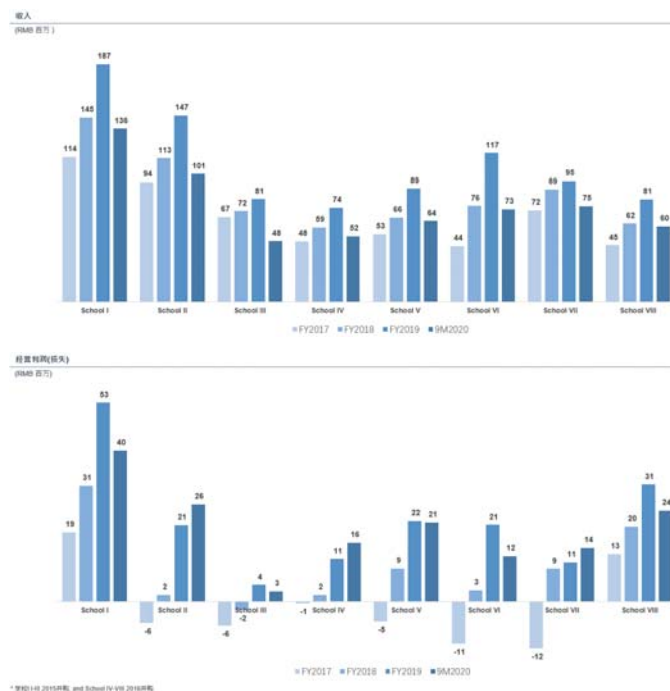
资料来源: 公司资料

图表 18: 公司毛利和毛利率



资料来源: 司资料

图表 19: 并购学校的收入和利润变化



资料来源: 公司资料

业绩预测

市场对并购模式仍持怀疑态度，行业中新东方、好未来和安博都进行过 10 个以上的并购，乐学教育和精锐教育也有小量并购，这其中大部分都以失败结束，其中安博更是以欺诈退市。市场上种种使得资本市场对于教培机构是否能够通过并购发展，是否需要通过并购发展产生疑虑。朴新历史上的并购案例也不是完全成功，比如北京、广州、杭州和沈阳的并购结果差强人意，另外 17 年 3 季度进行了环球教育和啄木鸟的并购后，19 年和 2020 年遭遇国际政治环境变化和新冠疫情冲击，出国留学和咨询业务深受打击。

我们预计公司 20 年收入同比下降 5.5% 至 29.3 亿元，21 年收入同比增长 19% 至 34.8 亿元，22 年收入同比增长 26% 至 43.9 亿元。预计 20-22 年公司的 Non-GAAP 经营利润率分别为 -2.4%、9.1% 和 14.5%。公司归母净利润为 -0.2 亿元、2.0 亿元和 4.6 亿元，归母利润率分别为 -0.6%、5.6% 和 10.4%。

另外朴新并购摊子铺的太广，业务涉及线下 K12 教育（班课、小组课和一对一）、出国留学和咨询、全日制艺考培训甚至朴新网校，而教培行业面临监管加严、线上竞争加剧、疫情等冲击，导致公司盈利尚未达到理想状态，导致市场怀疑情绪加剧，公司股价大跌。股价的下跌对于公司聚拢和激励人才、募集并购资金产生负反馈。

但股价的下跌并不意味着业务的停滞和模式的失败，回顾 K12 的并购 90%+ 是成功的，确实实现了帮助公司在新城市快速实现从 0-1 的突破，使得公司快速成为第三个全国化班课布局的教培公司。过去几年公司虽然网点数没有明显扩张，但是实现了将其网点利用率提升的目标（从 1 到 10），预计从 21 年开始公司将要在已有城市的基础上开始自有新建的扩张（从 10 到 100）。

出国留学业务目前因疫情遭受影响，但是我们认为疫情之后仍有盈利改善的机会，但是目前公司并不计划将其作为未来发展重点。亏损的朴新网校已经剥离，公司未来会将业务重心聚焦在 K12 线下和 OMO 业务。预计公司战略聚焦后，K12 培训业务有望迎来较快发展，由于公司过去已经打下基础，未来 k12 增长主要以内生为主，并购方面主要集中在：1、还没有进入的重点城市，比如郑州、长沙和武汉等；2、已存城市的协同收购。

虽然 2020 年遭遇新冠疫情的挑战，但是仍能看到业务的稳定进展和盈利的大幅改善，根据公司公布的前三季度业绩和 4 季度展望，我们预计公司 20 年收入同比下降 6.3% 至 29.1 亿元，其中 K12 业务同比增长 29% 至 21 亿元，留学业务同比下降 53% 至 6.9 亿元，网校收入 0.8 亿元。之后公司 K12 业务的产能预计增加 20%+/年，再加上学费每年上涨 3-4%，21 年收入同比增长 20% 至 34.8 亿元、22 年收入同比增长 26% 至 43.9 亿元。

预计公司 20-22 年毛利率分别为 48%、49% 和 50%，有望持续提升。因为根据历史经验，对于选址没有问题的 K12 收购学校，公司一般进场 2 年可将其毛利率拉升至 50%+，2-2.5 年其毛利率可达到 55%，而运行优异的成熟学校的毛利率甚至可达到 60%+，所以我们预计公司中长期的毛利率水平有望达到龙头的 55% 左右的水平。

预计 20-22 年公司的 Non-GAAP 经营利润率分别为 -2.3%、9.1% 和 14.9%。公司归母净利润为 -0.14 亿元、2.0 亿元和 4.6 亿元，归母利润率分别为 -0.5%、5.6% 和 10.4%。

估值测算

我们将海外出国留学咨询业务和艺术培训业务维持稳定，而在 K12 业务中预计公司长期有望拿到市场近 2% 的市占率，采取 13% 的折现率和 2% 的永续增长率计算 DCF 为公司估值，得出公司目标价为 13.6 美元。

目前真正实现全国化班课的公司只有 2 个巨头——好未来和新东方，全国化班课机构需要即能实现全国化又要有本地化的能力，这个背后需要系统、教师、教研、运营、管理人才等的支持，我们认为门槛很高，而朴新教育当前的布局已经初具全国化的雏形。

在高度分散而又未来能达到万亿级别的教培市场，根据调研，我们认为未来 10 年在运营、教研、人才培养和激励上领先的头部公司的市占率持续提升是长期趋势，朴新已经有了扎实基础。

元，较昨日收市价有 119% 长期预测中，我们将海外出国留学咨询业务和艺术培训业务维持稳定，而在K12业务的上升空间，相当于公司中预计公司长期有望拿到市场近2%的市占率，采取13%的折现率和2%的永续增长率计算DCF为公司估值，得出公司目标价为13.6美元，较昨日收市价有119%的上升空间，PE, 以及 21-22 年 2.2 倍和 1.8 倍 PS, 首次给予公司买入评级。

图表 20: 教培行业公司估值

证券简称	证券代码	市值 (千元)	19年收入 (千元)	20收入 (千元)	收入增长	ps	毛利率 (%)	净利率 (%)	20年PE	21年PE	22年PE
好未来	TAL US EQUITY	295,348	17,130	22,719	32.6%	13.0	55.1	-3.4	277.5	559.1	78.7
新东方教育	EDU US EQUITY	199,355	21,031	25,112	19.4%	7.9	55.6	11.5	59.9	59.1	37.6
跟谁学	GSX US EQUITY	150,568	2,115	7,125	236.9%	21.1	74.7	10.7	-849.3	-1,006.0	-648,869.0
有道	DAO US EQUITY	25,260	1,305	3,168	142.7%	8.0	28.4	-46.1	-12.6	-14.1	-24.1
一起教育	yq US EQUITY	15,253	406	1,285	216.3%	11.9	57.3	-237.2	-4.5	-13.1	-12.4
新东方在线	1797 HK EQUITY	15,749	919	1,081	17.6%	14.6	45.6	-68.7	-30.9	-11.9	-14.4
豆神教育	300010 CH EQUITY	9,951	1,979	1,936	-2.2%	5.1	40.4	1.5	409.3	34.4	21.6
朴新教育	NEW US EQUITY	3,687	3,104	2,907	-6.3%	1.3	47.5	-16.7	-336.4	24.3	10.4
思考乐	1769 HK EQUITY	5,240	711	819	15.1%	6.4	43.3	13.3		15.0	10.6
精锐教育	one US EQUITY	3,321	3,994	3,439	-13.9%	1.0	36.9	-21.2	-167.4	-26.1	21.1
51 talk	COE US EQUITY	3,452	1,478	2,054	38.9%	1.7	70.2	-7.1	49.7	34.6	
卓越教育	3978 HK EQUITY	1,862	1,832	1,751	-4.4%	1.1	41.9	7.4	16.3	9.6	7.2

资料来源：彭博，第一上海整理

风险因素

- 1、 现金偿付风险；
- 2、 有效管理业务扩张并成功收购整合业务的风险；
- 3、 竞争加剧；
- 4、 商誉减值；
- 5、 监管当局出台不利政策；
- 6、 国际政治环境和疫情持续对留学业务产生冲击；
- 7、 疫情影响线下业务正常开展。

主要财务报表

损益表						财务分析					
<元> <千>, 财务年度截至<12月31日>						<元> <千>, 财务年度截至<12月31日>					
	2018年 实际	2019年 实际	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测		2018年 实际	2019年 实际	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测
收入	2,228,117	3,103,958	2,907,430	3,484,800	4,392,240	盈利能力					
毛利	985,228	1,474,511	1,382,922	1,707,552	2,196,120	毛利率 (%)	44.2%	39.3%	47.6%	49.0%	50.0%
销售及分销成本	-848,088	-1,083,795	-1,031,965	-888,624	-909,194	Non-GAAP经营利润率	-11.8%	-4.1%	-2.3%	9.1%	14.9%
行政开支	-775,883	-748,259	-454,184	-544,377	-686,133	EBITDA 利率 (%)	-30.6%	-11.3%			
经营溢利	(638,743)	(357,543)	(103,226)	274,551	600,793	净利率 (%)	-37.4%	-16.7%	-0.6%	5.5%	10.3%
Non-GAAP经营利润	(263,786)	(127,103)	67,140	317,802	655,308	Non-GAAP净利率	-20.6%	-9.3%	0.6%	6.8%	11.6%
利息及投资理财收入	13,707	25,542	46,056	46,056	46,056	营运表现					
其他收入	-157,428	39,440	-32,530	-80,411	-80,411	SG&A/收入 (%)	72.9%	59.0%	51.1%	41.1%	36.3%
所得税	-5,322	-12,188	159	-48,039	-113,288	实际税率 (%)	-0.6%	-2.4%	0.9%	20.0%	20.0%
股东净利润	(833,409)	(519,634)	18,163	192,157	453,151	股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Non-GAAP股东净利润	(458,452)	(289,194)	17,923	235,408	507,665	财务状况					
折旧及摊销	63,018	90,047	94,913	109,930	118,701	资产负债比率	80.0%	94.5%	102.6%	116.6%	95.5%
EBITDA	(680,946)	(349,335)	110,946	384,480	719,495	30.0% 流动比率	2.1	3.6	4.2	6.5	2.3
Non-GAAP EBITDA	(173,341)	(14,306)	122,015	427,732	774,009	ROA	-30.4%	-11.0%	-0.4%	4.0%	6.7%
增长						ROE	-152.1%	-199.8%	-6.5%	37.4%	44.4%
总收入 (%)	73.7%	39.3%	-6.3%	19.9%	26.0%						
EBITDA (%)				246.5%	87.1%						
净利润 (%)				-1158.0%	135.8%						
资产负债表						现金流量表					
<元> <千>, 财务年度截至<12月31日>						<元> <千>, 财务年度截至<12月31日>					
	2018年 实际	2019年 实际	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测		2018年 实际	2019年 实际	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测
现金及等价物	778,006	256,763	253,958	-218,659	1,502,117	税前盈利	-833,409	-519,634	-18,163	192,157	453,151
限制用途的现金	0	349,540	492,246	492,246	492,246	折旧及摊销	90,445	112,797	94,913	109,930	118,701
预付款项及其他流动资产	128,638	117,148	183,977	214,477	265,026	股权支付费用	374,957	230,440	36,086	43,252	54,514
总流动资产	916,303	927,992	945,491	704,252	2,278,701	递延收入	-32,052	-16,407	-86,471	215,133	344,248
限制用途的现金	40,971	36,727	36,727	36,727	36,727	营运资金变化	183,871	64,913	518,109	509,245	795,437
物业及设备	248,801	298,719	395,471	458,041	494,588	其他	123,283	152,575	-53,629	-453,971	-644,802
其他固定资产投资	1,530,944	3,443,617	3,641,982	3,659,365	3,918,084	营运现金流	-92,905	24,684	490,845	615,744	1,121,249
总固定资产	1,820,716	3,779,063	4,074,180	4,154,132	4,449,400	企业收购	-73,208	-104,534	0	0	0
总资产	2,737,019	4,707,055	5,019,672	4,858,384	6,728,100	资本开支	-83,709	-115,545	-191,666	-172,499	-155,249
应付费用及其他流动资产	436,123	983,715	1,475,573	1,770,687	2,124,824	投资活动现金流	-156,917	-411,309	-199,313	-172,499	43,628
递延收益	876,861	1,205,609	1,129,276	1,353,532	1,705,991	融资活动现金流	831,506	204,246	-680,605	-915,862	555,900
总短期负债	1,931,220	3,308,361	4,015,917	4,554,697	5,326,798	现金变化	629,815	-175,947	-389,072	-472,617	1,720,777
递延收益	121,191	101,372	91,235	82,111	73,900	期初持有现金	189,162	818,977	643,030	253,958	-218,659
总负债	2,189,147	4,446,997	5,147,901	5,663,321	6,427,211	期末持有现金	818,977	643,030	253,958	-218,659	1,502,117
股东权益	547,872	260,058	277,981	513,389	1,021,054						

资料来源：公司资料，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话:(852)2522-2101

传真:(852)2810-6789

报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不不得以任何方式引用、转载或传送报告之任何内容。报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖报告中的任何内容作出任何投资决定。报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出身的投资决策。

报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人士不会对因使用/参考报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人士可能会因应不同的假设或因素发出其它与报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人士可能会持有报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此文件及其复印均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。