

教育行业2021年中期策略报告 教培还需谨慎，围绕就业选职教

2021年06月19日



行业评级

教育 中性（维持）

证券分析师

易永坚

投资咨询资格编号：S1060516080002

电子邮箱：YIYONGJIAN176@pingan.com.cn

投资要点

- 截止到统计日（6月11日），中国教育指数（全球范围内中国教育上市公司）跌幅-28.18%，对比申万一级行业指数跌幅靠前。
大跌原因：1) 政策影响，教培行业监管政策及处罚措施持续出台，“民促法实施细则”严管K12民办学校等；2) 财报压力，包括疫情扰动线下开班、在线教培广告导流模式受损等因素。
- 中短期对教培行业持谨慎预判：1) 本轮教培监管是有史以来最严的一次，包括“周末及假期是否能培训”、“资金监管”等方面的细则均未被证伪；2) 本轮监管加强的背景：一是2018年监管的延续，二是目前教培机构的“超岗超学”、“虚假宣传”及高度资本化带来了不利社会影响；3) 本轮监管是至上而下的全方位整治，“双减”文件已经在中央深改委审批通过，预计能够落地，由于细则尚不明了，短期无法判断影响程度，建议谨慎配置教培行业标的。4) 但是长期来看，我们还是相信校外教培的教育补充作用，整体判断“寒冬将至，但冰雪终将消融”。
- 围绕就业做教培：1) 持续创新高的毕业生规模和就业压力之间的“剪刀差”不断扩大：根据教育部数据，2021年高校毕业生规模达909万人，预计2022年将突破1000万人，未来4年的高校毕业生还将持续创新高。目前就业市场承压是不争的事实，解决不断新增的大学生就业压力成为政府的重要工作。2) 主动解决就业有两个方向，一方面是延长学习周期，主要是高校扩容，建议关注高校板块内的中教控股、宇华教育、希望教育、新高教集团等；另一方面是政府公职类岗位扩容，增加公共服务部门（治安、教育及医疗等）的岗位供给，建议关注中公教育。
- 风险提示：1) 行业政策变化，包括教培行业政策持续收紧、教育行业预收款模式受监管等；2) 行业突发事件，如机构“跑路”等事件影响；3) 疫情反复带来业务影响，特别是线下模式为主的板块；4) 相关个股业绩不及预期。

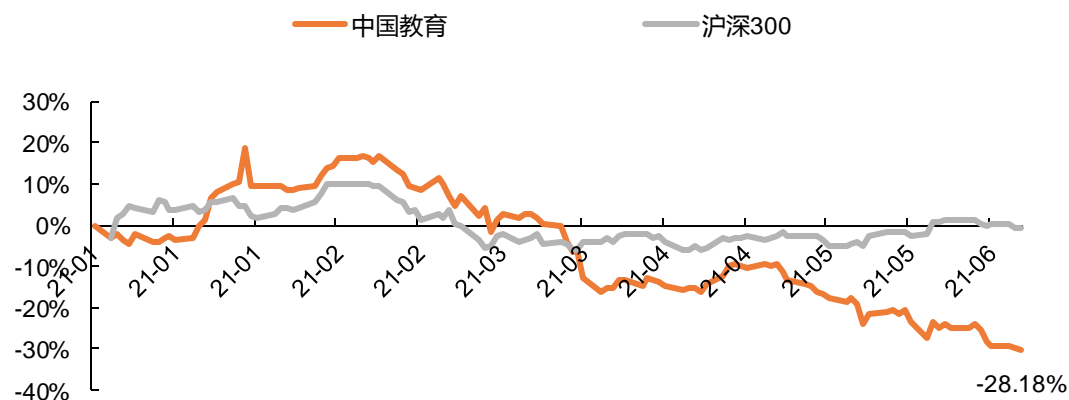
目录 CONTENTS

- ① 行业回顾：多因素诱发普跌
- ② 2021年H1策略：教培还需谨慎，围绕就业选职教
- ③ 投资建议及风险提示

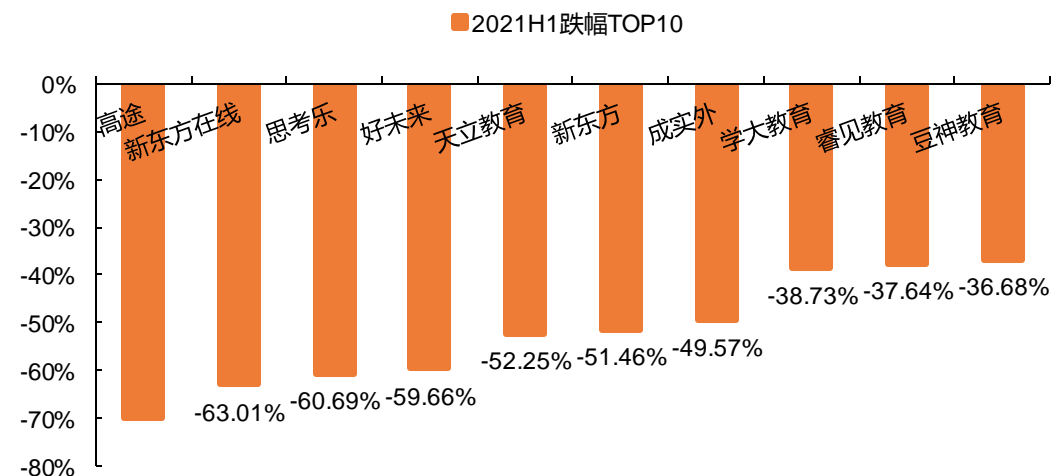
2020年H1市场回顾：多因素诱发行业普跌

- 截止统计日（6月11日），中国教育指数（全球范围内中国教育上市公司）跌幅-28.18%。
- 大跌原因：1) 政策影响，教培行业监管政策及处罚行为持续出台，“民促法实施细则”严管K12民办学校等；2) 财报压力，包括疫情扰动线下开班、在线教培广告导流模式受损等因素。

2021年H1中国教育指数涨幅-28.18%



2021年H1教育行业跌幅TOP10

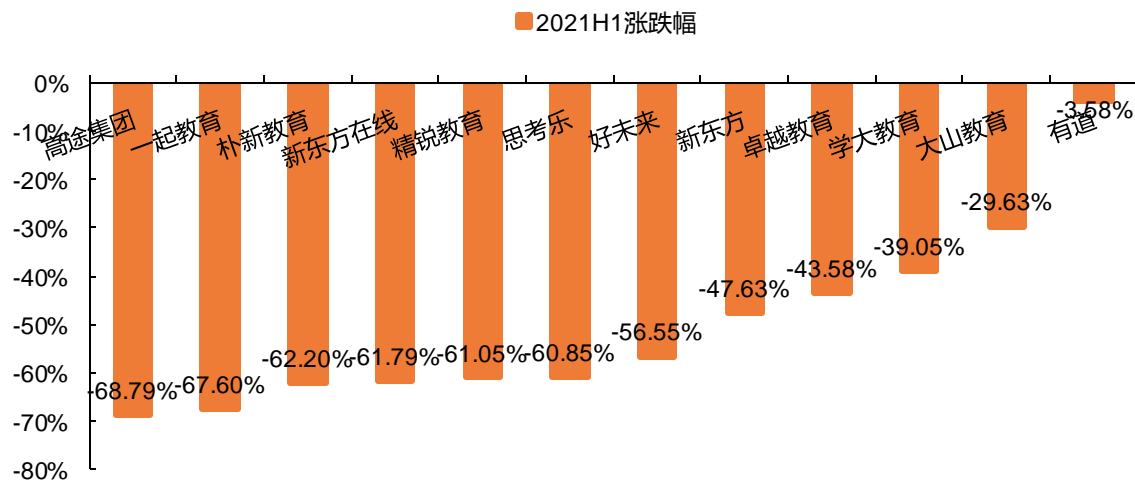


资料来源：Wind，平安证券研究所，含A股、港股、中概的国内上市教育公司，截止时间：2021.06.11

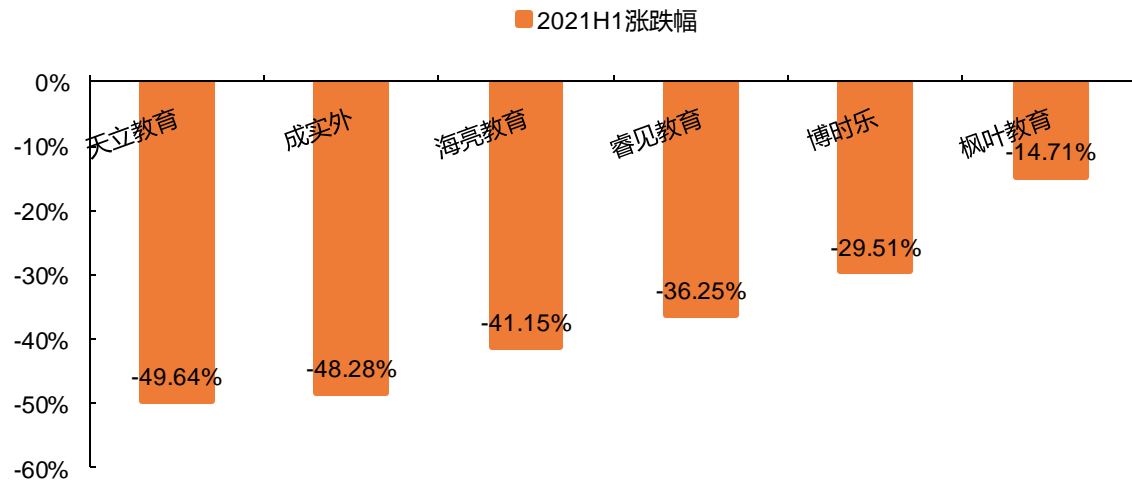
2020年H1市场回顾：多因素诱发行业普跌

- **教培行业**上半年整体板块性的大幅回调，一方面源于行业政策收紧、监管风险加剧，另一方面与财务数据表现不佳有关。特别是在线教育板块，其中高途集团下跌-68.79%、一起教育下跌-67.60%。
- **K9教育**亦是板块性的下跌，主要系“民促法细则”的落地对K9民办资产造成了直接性冲击，预计未来该板块的价值评估呈不确定性特征，估值瓶颈仍将存在。

2021年H1教培行业涨跌幅



2021年H1 K9学校涨跌幅

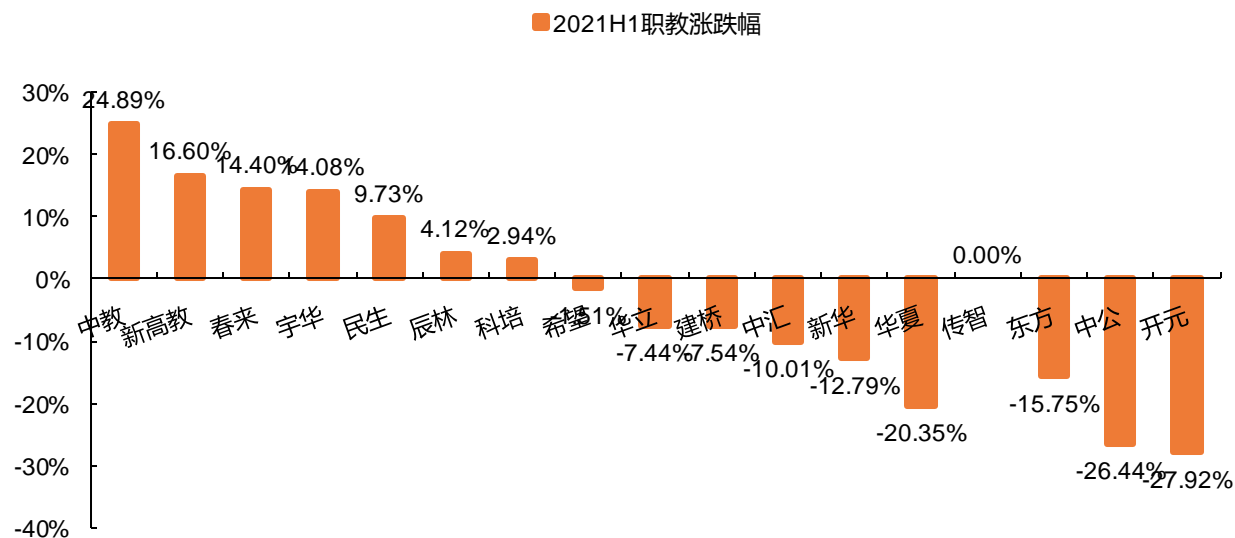


资料来源：Wind，平安证券研究所

2020年H1市场回顾：多因素诱发行业普跌

■ 职教有所分化：

- 高校板块受“民促法细则”落地利好影响，所涉及的关联交易、并购等此前市场担忧的问题得到清晰解决，中教、新高教、宇华这类并购活跃、管理规范及资金相对充裕的高校个股表现更为强势。
- 职业培训赛道表现较弱，核心龙头中公教育、东方教育的业绩“平常”，估值层面受到一定的压制。近期软件培训机构“传智播客”受华为“鸿蒙”概念影响，表现强势。



资料来源：Wind，平安证券研究所

目录 CONTENTS

① 行业回顾：多因素诱发普跌

② 2021年H1策略：教培谨慎乐观，围绕就业选职教

③ 投资建议及风险提示

教培监管复盘：政策的来龙去脉

教培行业历次监管梳理



教培监管复盘：本轮监管严在哪？

■ 本轮监管严在哪（市场担心的点）：

- 周末及假期（包括寒暑假）是否可以培训？

市场担心：行业空间大打折扣。

- 资金加强监管，甚至“一课一消”？

市场担心：资产周转率下降，影响ROE，也影响市场扩张。

- 不再新批办学许可证？

市场担心：扩展路径受阻。

- 禁止广告投放？

市场担心：主要是在线教培机构前端引流问题，现金流锐减，商业模式大受挑战。

- 暂停6岁及以下的学科类培训？

市场担心：少儿培训机构无法正常发展。

- 教培机构不允许上市？

市场担心：资本无法通过IPO退出，融资受阻。

教培监管复盘：监管起源

■ 监管起源：

- 2018年监管的延续。
- 在线教育广告和过渡资本化的“催化”。

🕒 2021年北京教培监管细则与2018年对比

我们来看一下，2018年具体在查什么？

2018年8月

国务院办公厅出台

《规范校外培训机构发展的意见》

核心：办学场地、办学许可证、消防证。

具体还提到了八点：

- 1) 办学场所
- 2) 师资队伍
- 3) 证照齐全
- 4) 培训时间
- 5) 培训内容
- 6) 收费周期
- 7) 教学安排
- 8) 课后服务

张沉浮EDU

我们再来看一下，2021年具体在查什么？

2021年3月

北京新一轮治理整顿检查

核心：“八项严查”

- 1) 办学资质，营业执照和办学许可证等；
- 2) 教师资格，教师资格证、劳动合同、外籍教师等；
- 3) 教学内容，是否超纲超前、小升初、幼升小以及留作业、搞排名、办比赛等；
- 4) 培训时间，晚上8:30后不能办学；
- 5) 收费周期，不超过3个月或60个课时；
- 6) 资金监管，专户收费纳入银行监管或保证金；
- 7) 安全条件，300平，生均3平，视频监控和消防证；
- 8、广告宣传，是否虚假夸大和制造焦虑，有没有和校内背道而驰……

🕒 K12在线教培虚假宣传泛滥



教培监管复盘：本轮监管的过程演化

■ 过程演化：

- 两会期间，国家领导人“两次讲话、三次批示”，特别强调“学生过重的作业负担，校外培训的负担”等问题。
- 3月初，北京朝阳区、昌平区相继发出停课整顿的通知。
- 随后，网传《“双减”》文件中提出的“双减”、“三限”，行业整治的风潮蔓延至全国。
- 3月下旬，央视、抖音、分众等广告渠道下架或者减少教育广告的投放。
- 5月7日，北京市委书记与中小学校长、教培机构代表座谈的新闻引起关注。
- 4月以后，四川、山西、杭州、福建等地区均推出监管政策。
- 5月，教培机构陆续收到罚单。
- 6月7日，国家领导人在青海考察时再谈校外培训问题。
- 6月16日，教育部成立校外教育培训监管司。

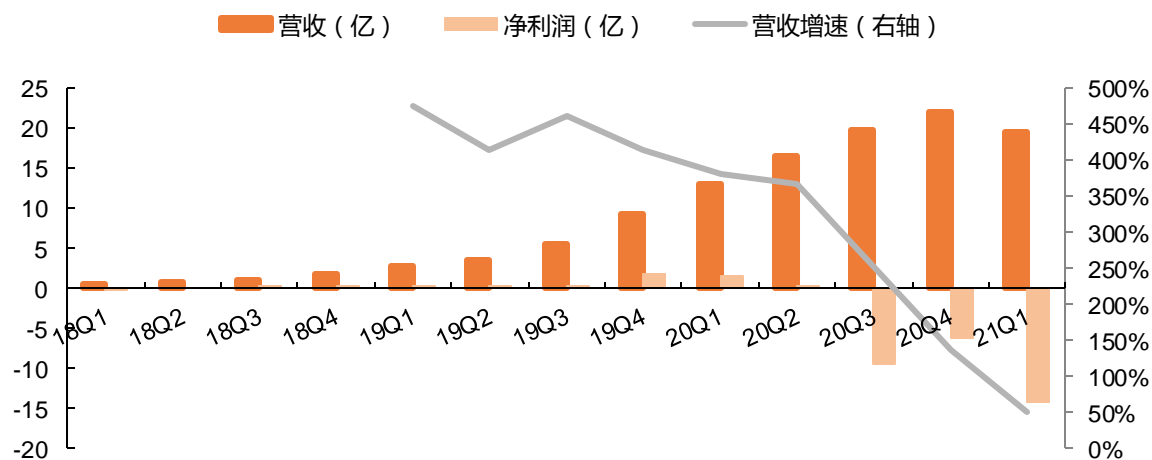
教培监管复盘：怎么落地&影响

- “双减”文件已经通过，待细则公开及落地；部分地方已经陆续出台地方文件：北京地区最严，其他地区相对正常。
- 广告已经下架，在线教培开始“转向”。1) 年龄段“上下延申”，往前少儿素质教育，往后成人职教；2) 线下设点招生等。
- 幼小赛道已经在变，从语数外学科培训向素质类转变。
- 线下教培做好当下客户的收款及培训，做好“过冬”准备。

部分地方已出细则

- 1) 新疆维吾尔自治区：重要通知！严打隐藏在居民小区等场所的违规培训机构
- 2) 北京市顺义区：教培行业再出变动！该地中小学宣布延长课后服务时间，最晚到19点！
- 3) 上海：上海公办小学正式开展学生课后服务！校外培训迎来二次“重创”？
- 4) 温州：重磅！“培训费先放银行，分批支付给机构”，校外培训机构资金监管落地！
- 5) 广州：全面排查培训机构，严厉打击培训机构与民办学校合作掐尖
- 6) 成都市金牛区：节假日不得安排义务教育阶段学科类教学和培训？
- 7) 湖南省龙山县：4天查封全县154家校外培训机构，又一地开始铁腕整治教培行业
- 8) 北京：顶格罚款！北京查处学而思、新东方、高思、高途等四家培训机构
- 9) 重庆：五一假期重庆大力整顿校外培训机构！学而思、新东方等18家培训机构被通报
- 10) 全国整治潮逐步形成，11省出手整治校外培训机构

在线教培上市公司高途教育季度财报



教培行业：谨慎选择，等待冰雪消融

- 根据我们对政策的理解和近期对教培行业的调研，整体判断：行业寒冬将至，等待冰雪融化。
- **“双减”政策细则预计会落地：**5月21日下午，中央全面深化改革委员会审议通过了《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》。由于不知道具体细则的“严厉程度”，中短期建议谨慎选择教培行业。
- **对未来我们选择相信：**1) 相信供需逻辑，国内人才选拔和高考机制深入文化体系，不断上升的教育需求和优质供给的剪刀差依然存在，校外教培有很高的教育补充价值；2) 参考韩国日本等东亚国家，教培的补充作用明显，将逐步向规范化发展。

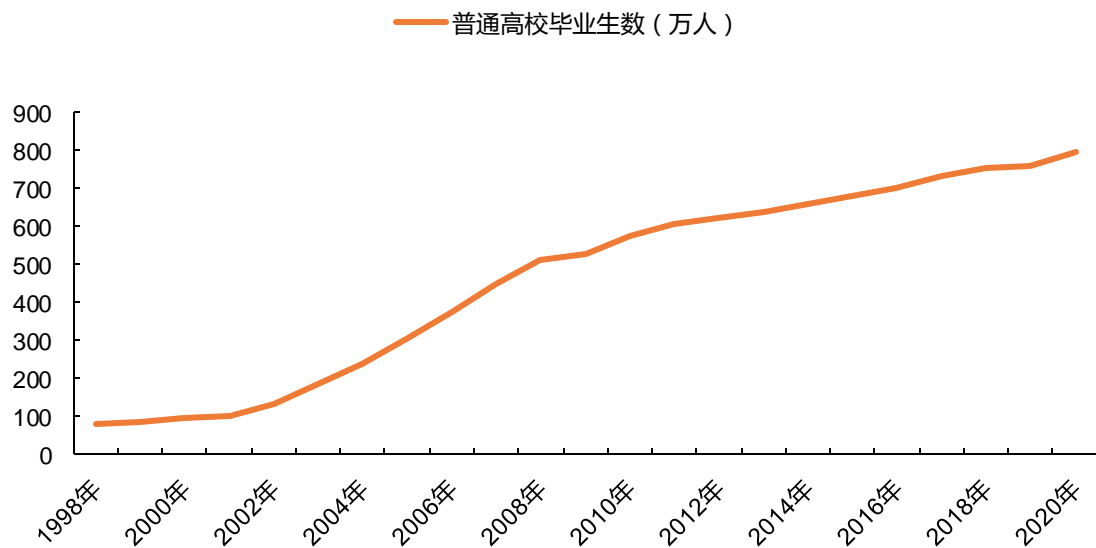
教培行业个股业绩情况

	单位：亿元	2017年	2018年	2019年	2020年
好未来	营收	71.71	108.55	171.47	229.35
	归母净利	8.04	12.56	24.57	-7.72
新东方	营收	123.51	156.99	213.63	255.22
	归母净利	18.84	19.00	16.42	29.48
朴新教育	营收	12.83	22.28	31.04	29.04
	归母净利	-3.97	-8.33	-5.19	-0.32
学大教育	营收	28.12	28.93	29.92	24.30
	归母净利	0.23	0.10	0.12	0.43
精锐教育	营收	20.58	28.63	39.94	34.39
	归母净利	2.59	2.46	2.45	-7.30
大山教育	营收	2.17	2.90	3.84	3.33
	归母净利	0.28	0.45	0.49	0.02
卓越教育	营收	11.47	14.77	18.34	16.92
	归母净利	0.49	0.55	1.36	1.30
思考乐	营收	3.76	4.93	7.11	7.49
	归母净利	0.30	0.72	0.95	0.49
高途教育	营收	0.98	3.97	21.15	71.25
	归母净利	-0.87	0.20	2.27	-13.93
有道	营收	4.56	7.32	13.05	31.68
	归母净利	-1.34	-2.09	-6.02	-17.53
新东方在线	营收	4.47	6.50	9.19	10.81
	归母净利	0.94	0.91	-0.40	-7.42
一起教育	营收		3.11	4.06	12.94
	归母净利		-6.56	-9.64	-13.40

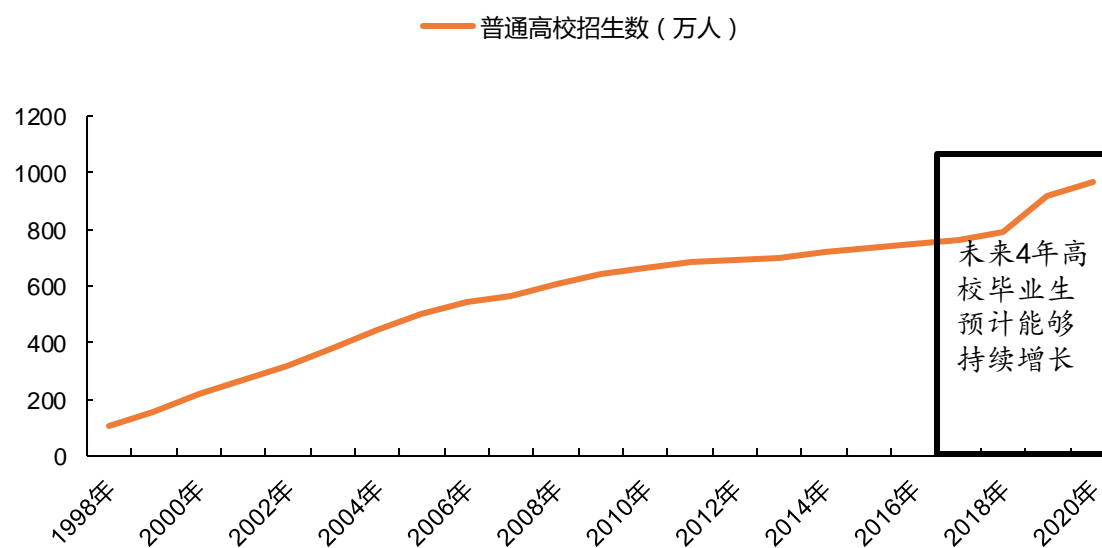
围绕就业做职教：毕业生规模持续创新高与就业环境的“剪刀差”

- 高校毕业生创新高，2022年预计破1000万：根据教育部的数据，2021年高校毕业生规模达到909万人，创历史新高，预计2022年将突破1000万人。近4年高校招生规模持续扩张，预示着未来4年的高校毕业生必将持续创新高。
- 毕业生规模持续创新高与就业之间形成“剪刀差”：目前市场就业环境承压是不争的事实，解决不断新增的大学生就业压力也成为政府的重要工作。

全国普通高校毕业生规模



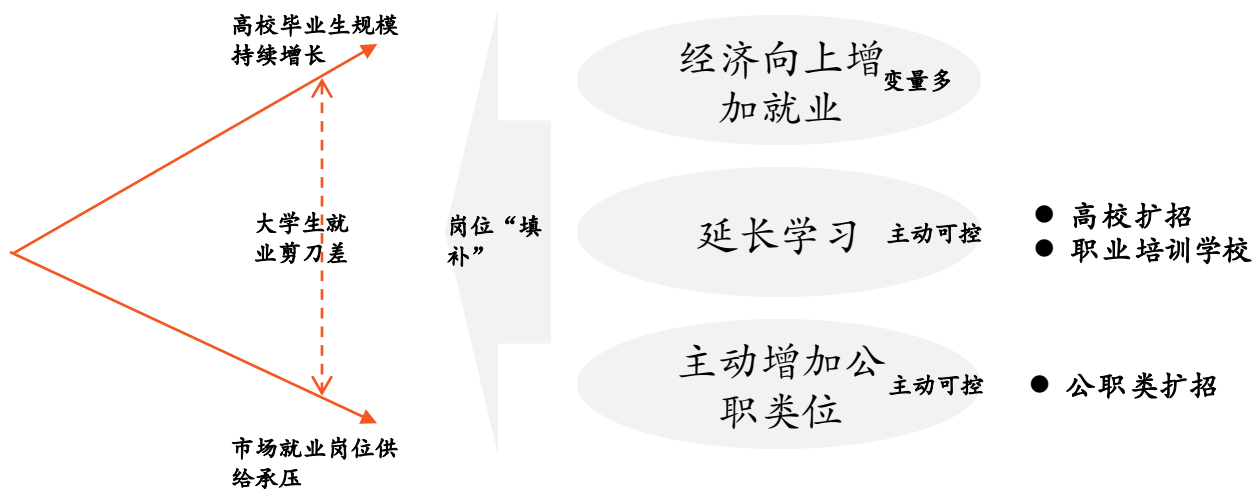
全国普通高校招生规模



围绕就业做职教：毕业生规模持续创新高与就业环境的“剪刀差”

■ 除了经济改善带来工作岗位增加外，有两个就业方向政府可控：

- 延长学习周期：1) 提高升学率，初升高、专升本、高校扩招、研究生扩招，目前正在执行扩招政策，这类政策利好高校板块（扩量）、学历培训机构（专升本、考研培训）
- 公职类岗位扩招：一方面公共服务部门的供给本来就落后于城镇化，特别是治安、教育和医疗；另外一方面公职类招录的主力是政府主管部门，操作可控。但是公职类岗位扩招需政策倾斜及落地。



围绕就业做职教：毕业生规模持续创新高与就业环境的“剪刀差”

- 高校：1) 高校业务模型稳定，有非常好的现金流，特别是本科阶段；2) 两年内高校并购方案仍会持续落地，利润增厚依然可期；3) 高校扩招逻辑对学校的利用率提升明显，包括民办本科名额增加和专升本扩招；4) 教育类学费增长速度高于其他资产价格增长率和通胀率。
- 职业培训：职业培训机构即将迎来好时代，龙头具有稀缺性和长期成长性。

部分港股龙头高教业绩及估值

净利润单位：亿元	项目	2020A	2021E	2022E	2023E
中教控股	归母净利	6.33	13.64	16.61	19.57
	PE	34.50	25.30	20.79	17.65
新高教	归母净利	1.75	5.94	7.44	8.83
	PE	13.53	12.44	9.79	8.22
宇华教育	归母净利	2.04	12.72	15.48	17.14
	PE	27.88	16.14	13.33	12.03
希望教育	归母净利	1.19	8.05	10.07	12.72
	PE	21.71	17.37	13.36	13.76
华夏视听	归母净利	3.16	4.34	5.75	7.05
	PE	29.73	20.58	15.29	12.74

职业培训机构业绩及估值

净利润单位：亿元	项目	2020A	2021E	2022E	2023E
中公教育	归母净利	23.04	30.91	41.22	52.74
	PE	69.76	56.11	41.63	33.09
中国东方教育	归母净利	2.58	10.55	12.66	14.30
	PE	64.37	26.82	22.20	19.81
传智教育	归母净利	0.65	1.91	2.49	3.01
	PE	173.50	66.45	50.37	41.64
开元教育	归母净利	-7.66	0.10	1.00	1.97
	PE	/	171.67	17.76	8.88

目录 CONTENTS

- 行业回顾：多因素诱发普跌
- 2021年H1策略：教培谨慎乐观，围绕就业选职教
- 投资建议及风险提示



投资要点

- 截止到统计日（6月11日），中国教育指数（全球范围内中国教育上市公司）跌幅-28.18%，在申万一级行业指数中跌幅靠前。
大跌原因：1) 政策影响，教培行业监管政策及处罚措施持续出台，“民促法实施细则”严管K12民办学校等；2) 财报压力，包括疫情扰动线下开班、在线教培广告导流模式受损等因素。
- 中短期对教培行业持谨慎预判：1) 本轮教培监管是有史以来最严的一次，包括“周末及假期是否能培训”、“资金监管”等方面的细则均未被证伪；2) 本轮监管加强的背景：一是2018年监管的延续，二是目前教培机构的“超岗超学”、“虚假宣传”及高度资本化带来了不利社会影响；3) 本轮监管是至上而下的全方位整治，“双减”文件已经在中央深改委审批通过，预计能够落地，由于细则尚不明了，短期无法判断影响程度，建议谨慎配置教培行业标的。4) 但是长期来看，我们还是相信校外教培的教育补充作用，整体判断“寒冬将至，但冰雪终将消融”。
- 围绕就业做教培：1) 持续创新高的毕业生规模和就业压力之间的“剪刀差”不断扩大：根据教育部数据，2021年高校毕业生规模达909万人，预计2022年将突破1000万人，未来4年的高校毕业生还将持续创新高。目前就业市场承压是不争的事实，解决不断新增的大学生就业压力成为政府的重要工作。2) 主动解决就业有两个方向，一方面是延长学习周期，主要是高校扩容，建议关注高校板块内的中教控股、宇华教育、希望教育、新高教集团等；另一方面是政府公职类岗位扩容，增加公共服务部门（治安、教育及医疗等）的岗位供给，建议关注中公教育。
- 风险提示：1) 行业政策变化，包括教培行业政策持续收紧、教育行业预收款模式受监管等；2) 行业突发事件，如机构“跑路”等事件影响；3) 疫情反复带来业务影响，特别是线下模式为主的板块；4) 相关个股业绩不及预期。

投资建议及风险提示

证券代码	证券简称	收盘价 (元/港元)	EPS (元)				PE (元)				评级
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
	6月11日		2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
002607.SZ	中公教育	25.81	0.37	0.46	0.62	0.78	69.76	56.11	41.63	33.09	推荐
0667.HK	中国东方教育*	12.87	0.2	0.48	0.58	0.65	64.37	26.82	22.20	19.81	未评级
003032.SZ	传智教育*	31.23	0.18	0.47	0.62	0.75	173.50	66.45	50.37	41.64	未评级
0839.HK	中教控股*	15.18	0.44	0.6	0.73	0.86	34.50	25.30	20.79	17.65	未评级
1765.HK	希望教育*	1.74	0.08	0.1	0.13	0.16	21.71	17.37	13.36	10.86	未评级
2001.HK	新高教集团*	4.60	0.34	0.37	0.47	0.56	13.53	12.44	9.79	8.22	未评级
6169.HK	宇华教育*	6.13	0.22	0.38	0.46	0.51	27.88	16.14	13.33	12.03	未评级
1981.HK	华夏视听教育*	5.35	0.18	0.26	0.35	0.42	29.73	20.58	15.29	12.74	未评级

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±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±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。

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：

此报告旨在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。