

证券研究报告—深度报告

海外教育

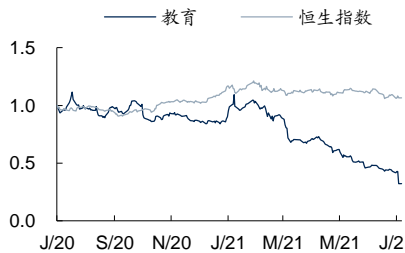
海外教育行业 8 月投资策略

超配

(维持评级)

2021 年 07 月 29 日

一年该行业与指数走势比较



相关研究报告:

《国信证券-行业重大事件快评:大变革下的新方向——“双减”文件点评-210726》——2020-07-26  
 《国信证券-海外教育 2020 中期投资策略:把握长期优质赛道的龙头机遇-200702》——2020-07-02  
 《国信证券-中汇集团-00382.HK-并购转设落地,内生外延并进-200121》——2021-01-21  
 《国信证券-好未来(TAL.N)-财报点评:线上业务增长迅速,OMO 发展战略清晰》——2021-01-22  
 《国信证券-新东方-S(09901.HK)财报点评:业绩稳步增长,OMO 模式成效初显》——2021-01-25  
 《国信证券-新东方在线(01797.HK)财报点评:小班提质为先,大班放量可期》——2021-01-25

证券分析师: 荣泽宇

电话: 010-88005307  
 E-MAIL: rongzeyu@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519060003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,其结论不受其它任何第三方的授意、影响,特此声明

行业投资策略

“双减”落地,职教可为

● “双减”文件落地,从严审批学科类培训机构

7月24日,中共中央办公厅、国务院办公厅印发《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》(以下简称“双减”文件),旨在切实提升学校育人水平,持续规范校外培训,有效减轻义务教育阶段学生过重作业负担和校外培训负担。文件中意义重大、对行业造成深刻影响的主要包括三点:非营利性;严禁资本化运作;存量违规的清理整治。这意味着,今后所有K12学科类培训机构全部需要登记非营利性;目前仍未上市的学科类培训机构,未来将可能无法登陆国内外的资本市场;已上市的公司旗下包含学科类业务的,未来将可能面临全面剥离K12学科类培训业务、重大经营方向和运营模式转移或退市的可能性。

● 市场回顾:教培大跌引发资本市场对教育行业政策监管整体担忧

2021年7月23日,“双减”文件出台前夕,教培板块整体受到重创,截至当日收盘,新东方股价下跌54.2%,好未来下跌70.5%,高途下跌63.4%。26日开盘后,整个教育板块持续下挫,7月板块指数累计下跌39.8%;教培板块下跌70.6%;高教板块受市场情绪带动影响,下跌21.4%;K12学历教育板块下跌15.7%。

● 教培面临多重选择,高教或迎布局良机

未来教培机构除选择成为非营利性机构外,都将面临退出市场或业务转型压力。考虑到实际业务中业务调整、资质获取等方面的时间成本和实现难度,退出比例可能较高,继续从事学科类培训业务的比例可能较低。对于已上市企业,凭借现有品牌知名度和影响力,利用渠道、人力、网点、研发体系等资源全面加速转型兴趣类或成人教育等赛道等方向,可能是维持上市主体合法地位的必然选择。

民办高教职教等相关领域一直以来受到严格监管、有条件鼓励。能够在我国人才培养方向转型升级的大背景下,为社会国家民众创造多元化价值。其上市、扩张、营利的合法性均已得到国家认可。高教行业本身估值水平已经背离基本面持续下行较长时间、较大幅度,其投资布局机遇进一步显现,恐慌性杀跌过后,建议投资者理性看待、积极关注。

● 推荐标的:

推荐高教和职教板块标的:宇华教育、中教控股、新高教、中国科培等,以及职教龙头中国东方教育。建议关注:新东方、好未来、高途、新东方在线等。

● 风险提示:

法律政策落地情况不及预期;公司经营或转型情况不及预期。

部分相关公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2021E	2022E	2021E	2022E
6169.HK	宇华教育	买入	3.62	121.47	0.44	0.51	8.27	7.13
1765.HK	希望教育	买入	1.04	83.03	0.10	0.13	10.29	8.22
0839.HK	中教控股	买入	10.24	232.69	0.65	0.74	15.86	13.87
2001.HK	新高教集团	买入	2.90	45.93	0.42	0.51	6.90	5.68
0667.HK	中国东方教育	买入	7.22	158.91	0.46	0.54	15.69	13.36

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

## 内容目录

事件盘点：“双减”落地，教培面临重大变革 .....	4
市场回顾：“双减”文件出台后，教育股受重挫 .....	9
投资建议 .....	11
风险提示 .....	13
国信证券投资评级 .....	14
分析师承诺 .....	14
风险提示 .....	14
证券投资咨询业务的说明 .....	14

## 图表目录

图 1: 海外教育及细分板块 7 月涨跌幅 (截至 2021.7.26) .....	9
图 2: 海外教育板块与港股其他行业 7 月收益率对比 (截至 2021.7.26) .....	10
表 1: 港股教育行业部分上市公司 (截至 2021.7.26) .....	6
表 2: 美股教育行业部分上市公司 (截至 2021.7.26) .....	6
表 3: 港股教育部分上市公司 FY2020 财务指标 .....	7
表 4: 港股教育部分上市公司 FY2020 财务指标 .....	7
表 5: 港股教育部分上市公司 FY2020 财务指标 .....	8
表 6: 美股教育部分上市公司 FY2020 财务指标 .....	8
表 7: 美股教育部分上市公司 FY2020 财务指标 .....	8
表 8: 美股教育行业部分上市公司 FY2020 财务指标 .....	9
表 9: 海外教育 7 月涨幅排名 (截至 2021.7.26) .....	11
表 10: 重点公司估值表 (截至 2021.7.26) .....	13

## 事件盘点：“双减”落地，教培面临重大变革

### 从严审批学科类培训机构

7月24日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《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》，旨在切实提升学校育人水平，持续规范校外培训（包括线上培训和线下培训），有效减轻义务教育阶段学生过重作业负担和校外培训负担（以下简称“双减”）。受此影响，包括教培、高教、职教在内的民办教育板块股价均大幅下跌。

本次“双减”文件的落地，体现出中央对于全国教育事业发展在我国社会经济发展新时期下要承担怎样的历史使命和社会责任有新的要求和布局——大力发展职业教育；实现基础教育资源均衡提质；重塑学校教育主体地位，缓解家长因子女教育问题产生的经济负担重、精神压力大、生育意愿走低问题。

相关从业公司或面临业务转型、上市公司结构治理重大调整等一系列后续挑战。对于教育等涉及民生行业的整治，也将在短期影响资本市场情绪、并于长期改变一些投资理念与定价逻辑。

具体关于政策内容和导向的详细解读，请参考我们于7月26日发布的快评《大变革下的新方向——“双减”文件点评》。

我们认为，文件中意义重大、对行业造成深刻影响的，主要是以下三点：

**第一，非营利性。**我们认为，对于所有学科类培训机构影响最大的是“现有学科类培训机构统一登记为非营利性机构”的相关表述。首先，该表述未区分义务教育阶段和高中阶段，我们认为严格执行的话，代表着今后所有K12学科类培训机构全部需要登记非营利性，并非很多解读所谓“高中阶段暂无风险”。其次，非营利性机构意味着股东无法取得和自由分配办学回报，这将使得以获利为目的的从事该业务的机构被迫在转型其他领域、剥离学科类培训业务、退出市场或转型为公益属性机构，几个选项中进行选择。

**第二，严禁资本化运作。**此处包含四层含义：其一，未上市的，一律不得上市融资；其二，上市公司不得通过资本运作投资或购买学科类培训机构资产；其三，不允许外资通过各种方式控股或参股学科类培训机构；其四，已违规的，要进行清理整治。

**第三，存量清理，违规清理。**文中明确提到，“现有学科类培训机构统一登记为非营利性机构”，“对现有学科类培训机构重新审核登记，逐步大大压减，解决过多过滥问题”，以及“已违规的，要进行清理整治”。以往的文件里是没有包含存量清理整治这个点的，代表了政府对过往的不追溯，例如红黄蓝在幼儿园禁止资本化运作之后，依旧没有退市。这次显然政府考虑到了存量的上市公司，文件中的要求对存量公司同样适用。

根据“双减”文件上述要求，目前仍未上市的学科类培训机构，未来将无法登陆资本市场，包括港股和美股。而面对外资不得控股/参股相关机构的要求，叠加清理整治存量违规现象的要求，已上市的公司旗下包含学科类业务的，未来将可能面临全面剥离K12学科类培训业务或退市的选择。针对存量上市机构的“清理整治”要求与禁止外资“参股”两项，可谓是史无前例地严厉。若今后严格执行相关要求，可以预见的是资本市场上将不会存在于中国境内开展学科类培训业务的上市公司。

### 教培机构未来面临多重选择

结合机构需选择设立非营利性、严禁资本化运作、禁止周末寒暑假节假日补课这几条要求来看，未来教培机构除选择成为非营利性机构外，都将面临退出市场或业务转型压力。考虑到实际业务中业务调整、资质获取等方面的时间成本和实现难度，退出比例可能较高，继续从事学科类培训业务的比例可能较低。

对于已上市企业，凭借现有品牌知名度和影响力，利用渠道、人力、网点、研发体系等资源全面加速转型兴趣类或成人教育等赛道，可能是维持上市主体合法地位的必然选择。

### 高教受情绪影响大跌，或迎布局良机

高教股的下跌，我们认为主要是市场关注度持续走低，对行业的定价中枢受整体情绪和行业增速下台阶等因素影响处于下行趋势。另一方面，本次对教培行业的监管政策严厉程度大幅超出市场预期，引发对高教行业、其他民生相关行业、甚至整个中概股以及港股市场定价逻辑的较大担忧。我们认为，短期内市场的担忧情绪缓解需要时间。但在冲击过后，理解国家的战略目标与施政思路、以及其对不同领域的不同影响，是有必要性的。

国家近年来在教育行业进行的改革目标明确、思路清晰。具体而言有三大改革方向：其一，大力发展职业教育，提出“职业教育和普通教育是两种不同教育类型，具有同等重要地位”。其二，实现基础教育均衡、提质，重塑学校主体地位；在避免选拔考试压力过度、过早向低龄段学生传递的同时，降低家庭教育的时间、经济、思想负担。校外教培的存在，正是加重了这部分负担。其三，重视学生身心健康和综合素质全面发展，在家庭、学校、社会共同参与努力下，加强社会主义接班人的思想品德、爱国主义教育。

对于高教、职教赛道，政策一直持积极态度，且监管审核一直以来都非常严格，包括对办学资质、办学条件、学费学杂费等审核，和教培行业商业化运作的逻辑不同。

政策方面，2019-2021 年大规模的高职院校扩招中，近年来高教职教的发展都享受到了政策红利。主要原因系，一方面民办学校可以创造社会福利，创造更多学额，满足更多学生升学需求，满足企业用人需求，为社会创造人才；另一方面民办学校满足政府需求，国家要在有限的经费下实现高等教育毛入学率的提高，需要民办学校的参与。结合《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》（以下简称实施条例），实施条例中对高教和职教是持明确支持态度的，而且明确学校可以自主选择营利性和非营利性。

需要特别指出的是，实施条例的落地和针对学科类培训的监管措施制定是在同一时间段推进的，对高教的鼓励态度亦是政府在经过几年的充分调查、讨论后作出的决策。因此我们认为，情绪冲击过后，回归理性对不同性质的具体问题具体分析，识别投资机遇，是今后一段时间值得投资者重视的方向。高教行业本身估值水平已经背离基本面持续下行，本次受到教培行业重大利空冲击而遭遇大幅度下跌后，投资布局的机遇将进一步体现。

### 中教控股并购四川锦城学院

7月26日，中教控股公告以24.46亿元对价收购四川锦城学院51%股权。该并购是我国民办高校并购史上，并购的第一个一本层次的本科院校，第一个985旗下独立学院，也是集团第一个对四川本科学校的收购。该学校办学质量高，财务状况好，独立学院转设已经完成。未来在办学规模、学费定价、运营效率、高端资源及海内外协同等方面仍具有充足的增长空间。

中教控股一直以来拥有出色的并购能力，并且保持着较快的并购速度。此次并购的落地，一方面再一次印证了中教控股作为行业龙头，在并购方面的实力，公司业绩有望进一步增厚；另一方面，对整个民办教育行业而言，也释放了一个持续向好发展的积极信号，在市场情绪过后，为未来估值和股价的增长提供了更大的潜在空间。

**表 1: 港股教育行业部分上市公司 (截至 2021.7.26)**

证券代码	证券简称	主营业务	是否纳入港股通	市值 (亿元)	港股通自由流通股持股占比
9901.HK	新东方-S	K12 教培	暂未纳入	208.59	-
1797.HK	新东方在线	K12 在线教培	沪、深港通	31.82	12.01
0382.HK	中汇集团	民办高教	暂未纳入	45.41	-
0839.HK	中教控股	民办高教	沪、深港通	232.69	5.56
1765.HK	希望教育	民办高教	沪、深港通	83.03	16.02
6169.HK	宇华教育	民办高教+K12	沪、深港通	121.47	15.07
2001.HK	新高教集团	民办高教	沪、深港通	45.93	9.64
6068.HK	睿见教育	民办 K12	沪、深港通	27.56	8.86
2779.HK	新华教育	民办高教	暂未纳入	22.49	-
1525.HK	建桥教育	民办高教	暂未纳入	17.20	-
1569.HK	民生教育	民办高教	沪、深港通	36.86	3.33
0667.HK	中国东方教育	民办高教	沪、深港通	158.91	7.06
1773.HK	天立教育	民办 K12	沪、深港通	31.73	17.59
1890.HK	中国科培	民办高教	沪、深港通	67.09	5.19
1981.HK	华夏视听	民办艺术类高教	沪、深港通	47.94	2.76
9616.HK	东软教育	民办 IT 类高教	暂未纳入	29.41	-

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**表 2: 美股教育行业部分上市公司 (截至 2021.7.26)**

证券代码	证券简称	主营业务	市值 (亿元)
EDU.N	新东方	K12 教培	208.78
TAL.N	好未来	K12 教培	183.85
GOTU.N	高途集团	K12 在线教培	41.25
FEDU.N	四季教育	K12 教培	2.08
NEW.N	朴新教育	K12 教培	3.69
ONE.N	精锐教育	K12 教培	6.12
REDU.O	瑞思学科英语	K12 教培	4.39
BEDU.N	博实乐	民办 K12	26.01
HLG.O	海亮教育	民办 K12	58.92
RYB.N	红黄蓝	民办 K12	6.90
COE.N	无忧英语(51TALK)	K12 在线教培	3.89
DAO.N	有道	K12 在线教培	68.97
LAIX.N	流利说	K12 在线教培	2.89

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**表 3: 港股教育部分上市公司 FY2020 财务指标**

证券代码	证券简称	收入 (亿元)	收入同比增速 (%)	归母净利润 (亿元)	净利润同比增速 (%)
9901.HK	新东方-S	255.22	15.57	29.48	73.62
1797.HK	新东方在线	10.81	17.57	-7.42	-1765.60
0382.HK	中汇集团	8.00	13.62	2.91	34.47
0839.HK	中教控股	26.78	36.41	6.33	6.85
1765.HK	希望教育	8.72	-34.51	1.19	-75.66
6169.HK	宇华教育	24.09	40.82	2.04	-57.97
2001.HK	新高教集团	7.22	-37.97	1.75	-54.74
6068.HK	睿见教育	17.93	6.59	5.12	42.40
2779.HK	新华教育	4.79	9.39	3.25	20.18
1525.HK	建桥教育	5.55	10.09	1.93	53.93
1569.HK	民生教育	11.07	9.72	1.31	-61.52
0667.HK	中国东方教育	36.49	-6.59	2.58	-69.61
1773.HK	天立教育	12.98	41.24	3.79	42.97
1890.HK	中国科培	8.67	21.43	5.65	23.78
1981.HK	华夏视听	7.90	5.70	3.16	78.42
9616.HK	东软教育	11.00	14.80	0.74	-46.67

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**表 4: 港股教育部分上市公司 FY2020 财务指标**

证券代码	证券简称	销售费用率 (%)	管理费用率 (%)	财务费用率 (%)	毛利率 (%)	净利率 (%)	资产负债率 (%)
9901.HK	新东方-S	12.44	32.01	0.13	55.60	9.92	56.23
1797.HK	新东方在线	80.70	17.09	0.98	45.63	-70.15	38.88
0382.HK	中汇集团	0.91	13.38	1.95	49.52	35.38	48.00
0839.HK	中教控股	4.89	13.50	3.36	59.78	25.76	50.45
1765.HK	希望教育	4.53	12.47	15.80	43.30	13.10	54.20
6169.HK	宇华教育	1.95	9.90	4.18	60.95	13.29	57.92
2001.HK	新高教集团	1.27	6.85	8.77	47.70	37.30	57.27
6068.HK	睿见教育	1.29	14.09	5.94	48.41	27.86	60.98
2779.HK	新华教育	2.27	13.93	2.73	64.96	67.93	20.60
1525.HK	建桥教育	0.39	19.28	9.98	60.45	34.57	47.92
1569.HK	民生教育	1.82	18.83	7.73	51.22	11.26	54.32
0667.HK	中国东方教育	22.70	15.60	4.00	53.96	7.05	38.50
1773.HK	天立教育	2.16	11.25	1.48	43.28	29.10	54.85
1890.HK	中国科培	2.64	12.86	1.02	69.88	65.12	28.14
1981.HK	华夏视听	3.88	8.70	0.35	44.73	40.07	14.99
9616.HK	东软教育	2.95	21.02	6.76	38.28	6.75	56.39

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**表 5: 港股教育部分上市公司 FY2020 财务指标**

证券代码	证券简称	ROE (%)	ROIC (%)	分红率 (%)	股息率 (TTM) (%)	近三年股价复合增长率 (%)	月初至今股价增长率 (%)
9901.HK	新东方-S	16.23	9.64	0.00	0.00	-	-35.27
1797.HK	新东方在线	-33.23	-44.02	0.00	0.00	-	-24.84
0382.HK	中汇集团	16.94	14.16	4.24	2.00	-	-8.00
0839.HK	中教控股	8.35	4.93	27.71	2.57	-1.69	-9.07
1765.HK	希望教育	2.33	1.26	30.48	0.50	-	-9.70
6169.HK	宇华教育	5.59	2.86	81.99	4.06	-4.66	-13.06
2001.HK	新高教集团	7.28	2.97	26.93	1.98	-19.82	-10.02
6068.HK	睿见教育	19.99	8.40	50.40	9.37	-37.90	-9.53
2779.HK	新华教育	11.96	13.77	29.44	3.23	-20.25	-6.07
1525.HK	建桥教育	13.90	5.62	0.00	2.97	-	-3.56
1569.HK	民生教育	3.37	1.50	29.92	2.14	-15.55	-7.17
0667.HK	中国东方教育	4.24	3.54	48.62	0.94	-	-9.45
1773.HK	天立教育	13.17	6.07	28.76	1.95	-15.17	-13.99
1890.HK	中国科培	18.94	20.79	39.28	2.29	-	-6.80
1981.HK	华夏视听	15.89	18.06	0.00	1.40	-	-10.70

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理注: 股息率和近三年股价复合增长率计算日期截至 2021 年 7 月 26 日

**表 6: 美股教育部分上市公司 FY2020 财务指标**

证券代码	证券简称	收入 (亿元)	收入同比增速 (%)	归母净利润 (亿元)	净利润同比增速 (%)
EDU.N	新东方	255.22	15.57	29.48	73.62
TAL.N	好未来	<b>290.93</b>	<b>37.35</b>	<b>-7.51</b>	<b>-5.26</b>
GOTU.N	高途集团	71.25	236.89	-13.93	-714.63
FEDU.N	四季教育	2.80	-27.96	-0.28	74.25
NEW.N	朴新教育	29.04	-6.44	-0.32	93.79
ONE.N	精锐教育	34.39	-13.90	-7.30	-397.44
REDU.O	瑞思学科英语	9.58	-37.33	-1.32	-189.42
BEDU.N	博实乐	33.67	31.35	1.61	-33.22
HLG.O	海亮教育	14.83	-1.10	3.71	26.38
RYB.N	红黄蓝	7.16	-39.81	-2.43	-1346.64
COE.N	无忧英语	20.54	38.93	1.47	240.74
DAO.N	有道	31.68	142.74	-17.53	-191.40
LAIX.N	流利说	9.73	-4.94	-3.95	31.31

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**表 7: 美股教育部分上市公司 FY2020 财务指标**

证券代码	证券简称	销售费用率 (%)	管理费用率 (%)	财务费用率 (%)	毛利率 (%)	净利率 (%)	资产负债率 (%)
EDU.N	新东方	12.44	32.01	0.13	55.60	9.92	56.23
TAL.N	好未来	37.37	24.85	0.38	54.43	-3.18	57.03
GOTU.N	高途集团	81.63	0.00	0.00	75.26	-19.55	46.38
FEDU.N	四季教育	11.04	0.00	0.00	39.76	-9.95	33.05
NEW.N	朴新教育	36.11	0.00	2.77	46.33	-1.26	90.92
ONE.N	精锐教育	23.87	0.00	3.01	36.91	-22.35	94.40
REDU.O	瑞思学科英语	24.38	0.00	2.46	37.09	-14.76	79.33
BEDU.N	博实乐	0.00	0.00	4.73	36.29	4.88	71.13
HLG.O	海亮教育	1.81	5.23	0.29	33.69	24.73	27.00
RYB.N	红黄蓝	1.17	0.00	0.00	-6.55	-37.54	74.32
COE.N	无忧英语	50.42	0.00	0.00	71.74	7.15	139.24
DAO.N	有道	85.15	0.00	0.99	45.91	-55.35	167.97
LAIX.N	流利说	82.39	0.00	0.00	71.50	-40.59	259.86

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理



表 8: 美股教育行业部分上市公司 FY2020 财务指标

证券代码	证券简称	ROE (%)	ROIC (%)	近三年股价年复合增长率 (%)	月初至今股价增长率 (%)
EDU.N	新东方	16.23	9.64	-40.28	-36.48
TAL.N	好未来	-3.01	-1.25	-52.41	-40.97
GOTU.N	高途集团	-38.23	-26.36	-	-42.56
FEDU.N	四季教育	-4.40	-3.92	-48.08	-11.16
NEW.N	朴新教育	-9.39	-0.79	-67.97	-27.06
ONE.N	精锐教育	-97.77	-12.90	-62.28	-21.73
REDU.O	瑞思学科英语	-23.99	-6.29	-55.23	-22.42
BEDU.N	博实乐	5.90	2.87	-40.35	-7.82
HLG.O	海亮教育	20.17	16.56	-23.67	-4.59
RYB.N	红黄蓝	-46.41	-14.79	-43.93	-4.05
COE.N	无忧英语	-15.36	9.99	-34.89	-28.43
DAO.N	有道	316.38	-226.21	-	-26.48
LAIX.N	流利说	76.12	-383.07	-	-19.26

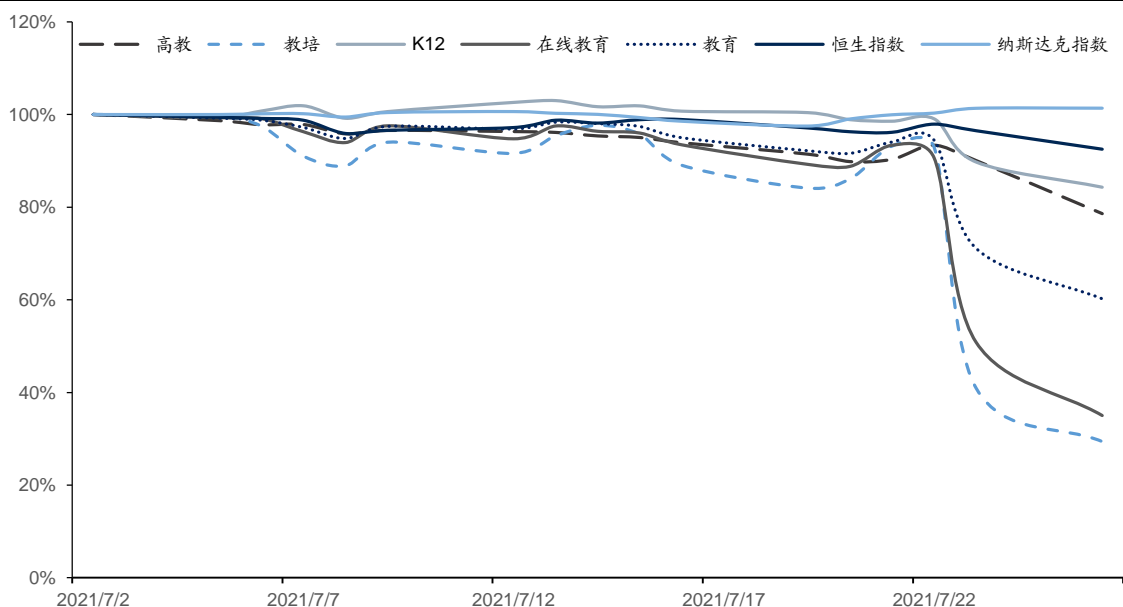
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

注: 股息率和近三年股价复合增长率计算日期截至 2021 年 7 月 26 日

### 市场回顾：“双减”文件出台后，教育股受重挫

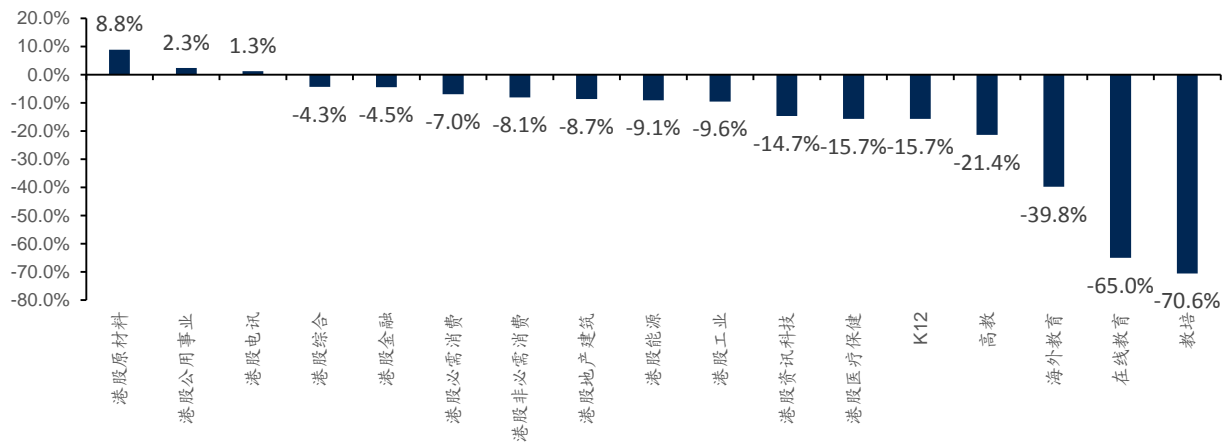
我们通过将港股和美股上市的教育各个板块成分股取等权重平均值构建指数，2021 年 7 月，教培板块前期走势平稳；自 7 月 23 日，“双减”文件出台前夕，到目前为止，教育股持续下挫。整个教育板块指数下跌 39.8%，同期恒生指数下跌 7.5%；纳斯达克指数上涨 1.4%。教培板块面临重大变革，下跌 70.6%；高教板块受市场情绪带动影响，下跌 21.4%；K12 学历教育板块下跌 15.7%。

图 1: 海外教育及细分板块 7 月涨跌幅 (截至 2021.7.26)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 海外教育板块与港股其他行业 7 月收益率对比 (截至 2021.7.26)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**表 9：海外教育 7 月涨幅排名（截至 2021.7.26）**

证券代码	证券简称	涨幅 (%)	股价(港元/美元)	市值(亿元)	PE(TTM)	PB(MRQ)
9616.HK	东软教育	-3.32	5.4	29.41	40.43	2.59
1525.HK	建桥教育	-3.56	5.4	17.20	9.77	3.38
RYB.N	红黄蓝	-4.05	3.86	6.90	-8.52	0.97
HLG.O	海亮教育	-4.59	35.3	58.92	12.58	4.34
2779.HK	新华教育	-6.07	1.79	22.49	7.45	4.62
1890.HK	中国科培	-6.80	4.38	67.09	13.15	7.68
1569.HK	民生教育	-7.17	1.1	36.86	29.16	3.40
BEDU.N	博实乐	-7.82	3.36	26.01	16.17	0.82
0382.HK	中汇集团	-8.00	5.8	45.41	16.90	6.73
0839.HK	中教控股	-9.07	12.90	232.69	25.30	9.41
0667.HK	中国东方教育	-9.45	8.48	158.91	61.01	4.30
6068.HK	睿见教育	-9.53	1.54	27.56	4.91	1.65
1765.HK	希望教育	-9.70	1.34	83.03	33.87	10.39
2001.HK	新高教集团	-10.02	3.81	45.93	8.94	7.06
1981.HK	华夏视听	-10.70	3.66	47.94	16.16	6.46
FEDU.N	四季教育	-11.16	0.7	2.08	-7.37	0.74
6169.HK	宇华教育	-13.06	4.6	121.47	12.43	5.65
1773.HK	天立教育	-13.99	1.8	31.73	8.76	2.54
LAIX.N	流利说	-19.26	0.9	2.89	-1.58	0.30
ONE.N	精锐教育	-21.73	0.6	6.12	-0.64	0.19
REDU.O	瑞思学科英语	-22.42	1.20	4.39	-8.37	0.46
1797.HK	新东方在线	-24.84	3.9	31.82	-2.49	3.36
DAO.N	有道	-26.48	8.5	68.97	-3.66	2.19
NEW.N	朴新教育	-27.06	0.7	3.69	7.62	0.13
COE.N	无忧英语	-28.43	2.8	3.89	3.78	0.19
9901.HK	新东方-S	-35.27	16.00	208.59	9.00	0.99
EDU.N	新东方	-36.48	1.94	208.78	8.46	0.93
TAL.N	好未来	-40.97	4.4	183.85	-24.46	0.63
GOTU.N	高途集团	-42.56	2.5	41.25	-1.41	0.58

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：港股股价单位为港元，美股股价单位为美元

## 投资建议

**教培关注龙头后续转型等动态。**教培上市公司股价的暴跌，已经相当程度反映了我们上述分析中提到的“双减”政策对于学科类培训龙头机构的影响。当下我们和市场需要共同思考与关注的是，这些在激烈的市场竞争中胜出的，各方面能力出色、有相当品牌和各种资源积累的公司，是否会选择全面转型、转型后的发展机遇如何、前景和当前定价是否不匹配，进而是否有新的业务、新的逻辑、新的面貌、新的定价体系成形、新的投资机会出现。

转型是一个很大的挑战，需要相当的决心、重头再来的勇气、克服各种主客观困难的凝聚力和执行力，也需要一定的机遇。我们建议投资人在股价低点关注即将发布财报的各家培训机构相关动态。

**高教受情绪影响大跌反而是布局良机。**包括高等教育在内的职业教育赛道，是国家明确鼓励社会资本参与并积极做出贡献的领域。民办高等教育在历史上一直受到政府严格的监管，并在提高我国高等教育普及率、应用型人才培养、深化地方校企合作促进产业经济发展等方面，起到了积极有益的作用。也正因其带来的价值和成绩受到政府认可，民办教育促进法及其实施条例经过多年反复讨论和修订最终落地后，才会对其给予认可鼓励。

民办高等教育行业，从项目立项、审批、资质获取，到办学投入、招生指标、

收费标准，再到后续教学成绩、发展方向等全生命周期中各个环节，均受到政府严格管控、考核、把关。意识形态方面，须由政府选择或认同人选作为党委书记进入学校管理决策层，并负责学校党建工作。

其业务模式、存续价值，均受到中央和地方政府认可。否则为何在今年政府持续加强学科类培训的同一时期，5月落地的民促法实施条例中，没有对其存续、选择营利性、拓展业务、上市等事项给予禁止？这个问题，值得恐慌情绪释放过后的市场，重视和思考。我们认为，高教行业估值水平已经背离基本面持续下行，本次受到教培行业重大利空冲击而遭遇大幅度下跌后，投资布局的机遇将进一步体现。

重点推荐受情绪影响大幅下跌的高教职教公司，如宇华教育、中教控股、新高教、希望教育、中国科培、中汇集团、华夏视听教育、东软教育等；建议关注：新东方、好未来、高途、新东方在线等。

。

**表 10: 重点公司估值表 (截至 2021.7.26)**

证券代码	证券简称	投资评级	股价 (港元/美元)	市值 (亿港元)	EPS (元/股)			PE		
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
0382.HK	中汇集团	买入	4.86	45.41	0.42	0.59	0.73	11.63	8.22	6.61
0839.HK	中教控股	买入	10.74	232.69	0.60	0.74	0.87	17.76	14.59	12.34
1765.HK	希望教育	买入	1.12	83.03	0.10	0.13	0.16	11.06	8.84	7.00
6169.HK	宇华教育	买入	3.83	121.47	0.38	0.46	0.51	10.00	8.34	7.51
2001.HK	新高教集团	买入	3.17	45.93	0.38	0.47	0.55	8.40	6.71	5.73
6068.HK	睿见教育	买入	1.28	27.56	0.29	0.34	0.41	4.38	3.74	3.11
2779.HK	新华教育	买入	1.49	22.49	0.24	0.30	0.34	6.32	5.01	4.38
1525.HK	建桥教育	买入	4.49	17.20	0.63	0.78	0.93	7.15	5.78	4.82
1569.HK	民生教育	买入	0.90	36.86	0.14	0.17	0.21	6.31	5.25	4.31
0667.HK	中国东方教育	买入	7.06	158.91	0.47	0.57	0.65	14.86	12.40	10.88
1773.HK	天立教育	买入	1.51	31.73	0.24	0.34	0.50	6.24	4.46	3.06
1890.HK	中国科培	买入	3.65	67.09	0.39	0.49	0.57	9.39	7.45	6.34
1981.HK	华夏视听	买入	3.05	47.94	0.26	0.35	0.43	11.67	8.76	7.09
9616.HK	东软教育	买入	4.45	29.41	0.40	0.53	0.62	11.26	8.48	7.19

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

## 风险提示

法律政策落地情况不及预期; 公司运营和转型情况不及预期; 教学和服务质量提升不及预期。

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨

询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032