

# 教育

## 2020 中报业绩验证教育板块确定性+成长性

**确定性+成长性兼具，2020 疫情背景下教育行业多个细分赛道取得中期逆势增长。**在需求刚性、政策利好以及治理结构优化的带动下，教育行业多个细分赛道 2020 中期业绩表现亮眼。概括而言，隶属于学历教育的民办高教板块采用全年统一招生+学费预收模式，疫情背景下仍取得确定性增长；而培训相关业务则受疫情影响较为严重，中报收入及利润有所下滑，目前正快速恢复。另一方面，在线教育获得发展良机，2020H1 生人次和收入规模高速增长。

**民办高教：疫情影响有限，板块逆势增长。**民办高教公司全年学费预收，且学历教育需求刚性较强，疫情影响仅限于部分住宿费退还以及学费延期确认，2020H1 上市民办高教公司的教育业务均取得收入和业绩正增长。运营方面，2020H1 以内生增长+并购后整合为主，新增并购项目放缓。展望全年，专升本及高职扩招带动学额提升，全年增长可期。此外，民办高教公司的业务拓展（继续教育、职业培训等）、校园扩建以及转设加速政策带来的利好值得关注。

**职业教育：招生及收入确认受影响，预计下半年快速恢复。**职业教育板块受疫情影响，2020H1 的招生和收入确认受到较大影响。作为招录培训和技能培训龙头的中公教育以及中国东方教育 2020 中报收入及业绩均有所下滑。另一方面，疫情造成的就业压力带动职业培训需求增加，而“保就业”主线下的一系列政策增加招录岗位以及职业培训供给。在此带动下，中公教育 2020H1 培训人次同增 37.1%，中国东方教育在 4 月份学校陆续复课后招生情况正快速恢复，全年来看，职业教育龙头均有望实现正增长。

**K12 课外：线下培训逐步恢复，在线培训快速发展。**K12 线下和在线课培疫情下表现分化。K12 线下培训受疫情影响较大，各龙头机构虽在疫情发生后快速转为线上教学，但中报收入业绩普遍下滑，2020H1 仅思考乐教育和采取全封闭培训为主的龙门教育取得业绩增长，另外学而思培优 FY2020Q1 取得 28% 的营收增长，目前线下基本复课，培训需求有望在下半年得到释放。在线方面，各 K12 在线机构抓住的疫情带来的行业发展机遇，进行大规模投放获客，2020H1 收入以及培训人次普遍取得 100%+ 的正增长，同时大规模投放使得各机构销售费用率激增，利润端仍承受较大压力。

**投资建议。**教育行业商业模式和消费属性极具吸引力，同时对政策高度敏感，核心推荐政策明朗、具备成长性且格局较优的四条核心赛道——K12 课培、职业教育、民办高教、教育信息化。2020 年疫情背景下政策导向相对积极，“稳就业”趋势确定，招录以及高校扩招利好有望在下半年逐步兑现，看好具有较高确定性的职业教育、民办高教赛道，核心推荐中公教育、中国东方教育、华夏视听教育、希望教育、宇华教育、中国科培；疫情催化在线教育及教育信息化发展提速，暑期临近刚需属性拉动 K12 线下积极复苏，看好具有较强成长性的 K12 培训、教育信息化赛道，核心推荐跟谁学、科斯伍德、佳发教育。

**风险提示：**《民促法实施条例》终稿落地的时点和条款恐带来政策不确定性因素；市场竞争加剧；并购速度不达预期；疫情复发风险；公司业绩低于预期。

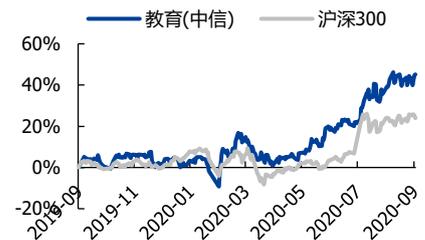
### 重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
01981.HK	华夏视听教育	买入	0.11	0.18	0.26	0.34	40.5	24.1	17	12.7
300192.SZ	科斯伍德	买入	0.27	0.61	0.86	0.99	91.5	40.7	28.8	25.1
00667.HK	中国东方教育	买入	0.41	0.43	0.61	0.75	40.1	39.7	26.4	20.8
002607.SZ	中公教育	买入	0.29	0.4	0.54	0.64	126.8	92.1	68.8	57.6
GSX.N	跟谁学	买入	0.79	0.48	2.31	5.71	692.7	1137.4	237.1	95.7

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

### 相关研究

- 《教育：兼顾确定性与成长性，优选板块龙头》2020-07-29
- 《教育：继续强调教育板块配置机会》2020-07-14
- 《教育：扩招红利再现，民办高教专科扩招影响几何？》2020-05-25



## 内容目录

民办高教：疫情影响可控，板块逆势增长 .....	4
复盘：疫情影响有限，并购节奏放缓 .....	4
展望：学额提升带动增长，关注业务拓展、校园扩建、转设加速 .....	6
职业教育：招生及收入确认受影响，预计下半年快速恢复 .....	8
中公教育：考试延期拖累收入确认，供需双升支撑全年增长 .....	9
中国东方教育：疫情拖累业绩表现，招生仍处于快速恢复期 .....	13
K12 课外：线下培训逐步恢复，在线培训快速发展 .....	15
线下：疫情冲击后逐步复课，中长期看好龙头整合 .....	16
全封闭模式：龙门教育逆势增长，关注秋季招生及职普融合模式探索 .....	19
在线：渗透率提升驱动高增长，关注 K12 在线教育公司边际变化 .....	20
教育信息化：佳发教育收入确认受扰动，各业务市场拓展加速 .....	25
投资策略：兼顾确定性与成长性，优选板块龙头 .....	26
风险提示 .....	28

## 图表目录

图表 1：民办高教公司 2020H1 受疫情影响情况汇总 .....	4
图表 2：各民办高教公司 2020H1 营收及增速（左轴：亿元；右轴：%） .....	5
图表 3：各民办高教公司 2020H1 归母净利润及增速（左轴：亿元；右轴：%） .....	5
图表 4：民办高教公司在校生人数、学校数量及并购情况 .....	5
图表 5：各民办高教公司 2020-2021 学年招生学额增长情况 .....	6
图表 6：各民办高教公司开展招生计划外业务一览 .....	6
图表 7：各公司旗下校园扩建计划 .....	7
图表 8：各民办高教公司 2020-2021 学年招生学额增长情况 .....	8
图表 9：2010-2020 年我国高校毕业生人数及增速（左轴：万人；右轴：%） .....	9
图表 10：2020 年稳就业相关政策汇总 .....	9
图表 11：中公教育单季度收入及同比增速（左轴：亿元；右轴：%） .....	10
图表 12：中公教育单季度归母净利润及同比增速（左轴：亿元；右轴：%） .....	10
图表 13：中公教育毛利率及归母净利率（单位：%） .....	10
图表 14：中公教育期间费用率（单位：%） .....	10
图表 15：近三年省考联考日期及参与省份 .....	11
图表 16：中公教育分业务营收（单位：百万元） .....	11
图表 17：中公教育面授培训及线上培训收入占比（单位：%） .....	11
图表 18：全国省考招录人数及增速（左轴：万人；右轴：%） .....	12
图表 19：中公教育培训人次及同比增速（左轴：万人；右轴：%） .....	12
图表 20：中公教育直营分支机构数量及同比增速（左轴：个；右轴：%） .....	12
图表 21：中公教育研发人员数及同比增速（左轴：人；右轴：%） .....	13
图表 22：中公教育授课师资人数及同比增速（左轴：人；右轴：%） .....	13
图表 23：中国东方教育营收及增速（左轴：亿元；右轴：%） .....	13
图表 24：中国东方教育归母净利润及增速（左轴：亿元；右轴：%） .....	13
图表 25：中国东方教育毛利率及归母净利率（单位：%） .....	14
图表 26：中国东方教育期间费用率（单位：%） .....	14
图表 27：中国东方教育新培训人次（单位：万人） .....	14
图表 28：中国东方教育平均培训人次（单位：万人） .....	14

图表 29: 中国东方教育校区数量及同比增速 (左轴: 个; 右轴: %)	15
图表 30: 中国东方教育分业务营收 (单位: 亿元)	15
图表 31: 中国东方教育分业务毛利率 (单位: %)	15
图表 32: A 股及港股 K12 课外培训上市公司 2020H1 财务数据汇总	16
图表 33: 新东方营收及同比增速 (左轴: 亿美元; 右轴: %)	16
图表 34: 新东方归母净利润及同比增速 (左轴: 亿美元; 右轴: %)	16
图表 35: 好未来营收及同比增速 (左轴: 亿美元; 右轴: %)	17
图表 36: 好未来归母净利润及同比增速 (左轴: 亿美元; 右轴: %)	17
图表 37: 学而思培优业务营收同比增速 (单位: %)	17
图表 38: 新东方 K12 相关业务营收增速 (单位: %)	17
图表 39: 思考乐教育营收及增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)	18
图表 40: 思考乐教育归母净利润及增速 (左轴: %; 右轴: %)	18
图表 41: 新东方学习中心数及同比增速 (左轴: 个; 右轴: %)	18
图表 42: 好未来学习中心数及同比增速 (左轴: 个; 右轴: %)	18
图表 43: 思考乐教育学习中心数目 (单位: 个)	19
图表 44: 龙门教育营业收入及增速 (左轴: 百万元; 右轴: %)	19
图表 45: 龙门教育归母净利润 (左轴: 百万元; 右轴: %)	19
图表 46: 龙门教育全封闭培训人次 (单位: 人)	20
图表 47: 疫情期间全新客户流入城市占比 (单位: %)	21
图表 48: 疫情期间全新客户流入阶段占比 (单位: %)	21
图表 49: 跟谁学营收及同比增速 (左轴: 百万元; 右轴: %)	21
图表 50: 跟谁学付费参培人次及同比增速 (左轴: 万人; 右轴: %)	21
图表 51: 学而思网校营收及同占好未来营收比重 (左轴: 亿美元; 右轴: %)	22
图表 52: 学而思网校参培人次及占好未来人次比重 (左轴: 万人; 右轴: %)	22
图表 53: 有道精品课现金收入及同比增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)	22
图表 54: 有道精品课 K12 付费参培人次及增速 (左轴: 万人; 右轴: %)	22
图表 55: 新东方在线营业收入及增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)	23
图表 56: 新东方在线 K12 付费参培人次及增速 (左轴: 万人; 右轴: %)	23
图表 57: K12 在线大班公司 2020 年品牌营销活动汇总	23
图表 58: 跟谁学毛利率及期间费用率 (单位: %)	24
图表 59: 新东方在线毛利率及期间费用率 (单位: %)	24
图表 60: 好未来毛利率及期间费用率 (单位: %)	24
图表 61: 有道毛利率及期间费用率 (单位: %)	24
图表 62: 新东方在线教学、内容开发和内容制作人员数量 (单位: 人)	25
图表 63: 好未来教师人数 (单位: 人)	25
图表 64: K12 在线机构 2020 年秋期正价课提价情况	25
图表 65: 佳发教育营收及同比增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)	26
图表 66: 佳发教育归母净利润及同比增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)	26
图表 67: 覆盖教育公司盈利预测和估值	27
图表 68: 其他相关教育公司盈利预测和估值	27

2020H1 在疫情影响下，教育行业在需求刚性、政策利好以及治理结构优化的带动下中期业绩表现亮眼。回顾 2020 上半年教育各细分赛道的运营情况，（1）民办高教板块由于属于学历教育，其需求刚性强，且采用全年统一招生+学费预收模式，受疫情影响较小；（2）职业教育板块受疫情影响，招生和收入确认节奏收到扰动，上半年收入及业绩出现下滑，目前运营情况正在快速恢复中；（3）K12 线下课培方面，虽然各龙头机构均在疫情期间转线上消课，但 2020H1 收入和业绩受疫情影响仍较为严重；（4）K12 在线课外培训机构抓住行业发展机遇，通过加大投放获客，学生人次和收入规模高速增长，但利润端承压。

展望 2020 下半年，我们认为在疫情得到有效控制的情况下，叠加政策利好因素，各细分赛道有望步入快速恢复阶段。具体而言，民办高教板块关注专升本及高职扩招带动的学额提升以及独立学院转设加速利好，线下培训板块关注线下复课后的招生恢复，而 K12 在线板块则关注暑期投放后的转化以及用户留存情况。

## 民办高教：疫情影响可控，板块逆势增长

### 复盘：疫情影响有限，并购节奏放缓

**全年学费预收+较强需求刚性，民办高教板块受疫情影响有限。**由于高等学校采用全年统一招生，2019-2020 学年本专科学费已于 2019 年 9 月完成预收，且学生对于学历教育的需求刚性强，故疫情对民办高教公司造成的影响局限于（1）春季学期部分住宿费退费以及（2）教学计划调整导致春季学期部分学费延期确认至下半年。从 2020H1 财务数据来看，除华夏视听教育受影视制作业务收入确认波动影响外，各民办高教公司均实现收入及归母净利润的正增长，受疫情影响有限。

图表 1: 民办高教公司 2020H1 受疫情影响情况汇总

公司	受疫情影响情况
中国科培	2020H1 广东理工学院及肇庆学校住宿费退还 2610 万元，哈尔滨石油学院住宿费退还 610 万元。
新高教集团	2020H1 住宿费退还约 3610 万元，约 6390 万元学费递延至 2020 年 7 月及 8 月确认。
中国新华教育	集团各学校合计退还住宿费约 2000 余万元。
民生教育	2020H1 住宿费退还约 2100 万元，约 3400 万元学费递延至 2020 年 7 月约确认。
中汇集团	截至 2020 年 5 月 31 日住宿费退还约 1800 万元，预计 FY2020 全年退还约 3600 万元。（财年截止日为 8 月 31 日）
建桥教育	2020H1 住宿费退还约 3390 万元。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 2: 各民办高教公司 2020H1 营收及增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所 注: 中教控股/宇华教育/希望教育/中汇集团财年截止日为 8 月 31 日

图表 3: 各民办高教公司 2020H1 归母净利润及增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所 注: 中教控股/宇华教育/希望教育/中汇集团财年截止日为 8 月 31 日

**2020H1 增长以内生增长+并购后整合为主, 新增并购项目放缓。**相较于 2019 年的频繁并购, 进入 2020 年后, 各民办高教公司新增并购事项放缓, 仅中国科培、希望教育、中教控股、新高教集团完成新增并购项目, 此外, 新高教集团完成河南学校和广西学校的剩余股权并购。在疫情背景下, 内生增长+此前并购学校整合成为 2020 年到目前为止各民办高教公司的主要增长路径。具体而言, 截至 2020H1, 中国科培/希望教育/民生教育/新高教集团分别实现 35.8%/21.1%/13.9%/12.5% 的在校生人数内生同比增长; 另一方面, 希望教育/宇华教育借助内生+并购学校并表后的高效整合分别实现 62.9%/48.5% 的在校生增长。

图表 4: 民办高教公司在校生人数、学校数量及并购情况

	截至 FY2020H1 已并表学校在校生人数及增速 (人, %)	内生增长在在校生人数增速 (%)	已并表学校数目 (所)	待并表学校数目 (所)	2019 年新增并购项目	2020 年新增并购项目
新高教集团	105269(+12.5%)	+12.5%	6	1	0 起	1 起 (云南爱因森科技专修学院)
民生教育	84821(+13.9%)	+13.9%	10	2	1 起 (南昌职业学院)	0 起
中国科培	71925(+35.8%)	+35.8%	2	1	0 起	1 起 (哈尔滨石油学院)
华夏视听教育	14256(+5.5%)	+5.5%	1	0	0 起	0 起
中国新华教育	33118(-5.3%)	-6.3%	2	2	1 起 (南京财经大学红山学院)	0 起
中教控股	181826(+23.3%)	/	10	1	3 起 (济南大学泉城学院、重庆南方翻译学院、澳大利亚国王学院)	2 起 (与伦敦里士满大学合作、海口经济学院)
宇华教育	138234(+48.5%)	+7.0%	29	0	2 起 (泰国斯坦福国际大学、山东英才学院)	0 起
希望教育	140125(+62.9%)	+21.1%	14	1	4 起 (贵州大学科技学院、鹤壁汽车工程职业学院、苏州托普信息职业技术学院、银川能源学院)	1 起 (马来西亚英迪大学)
中汇集团	35300(+8.0%)	+7.9%	4	0	1 起 (NYU Language School)	0 起

资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所 注: (1) 已并表及待并表学校数目截至 2020 年 9 月 1 日; (2) 民生教育仅统计校园教育在校生人数; (3) 华夏视听教育在校生人数为招股书中披露的 2019-2020 学年在读学生总数, 宇华教育为 FY2019 年报披露的 2019-2020 学年就读学生人数; (4) 中教控股在校生内生增速因缺少学校数据无法计算。

## 展望：学额提升带动增长，关注业务拓展、校园扩建、转设加速

“保就业”政策下高等教育劳动力蓄水池功能凸显，各民办高教公司学额提升显著。疫情导致就业压力增大，2020年硕士研究生/专升本扩招18.9/32.2万人以及今明两年高职扩招200万人政策相继出台。从2020中报披露的学额增长情况来看，各民办高教公司均充分受益于本轮扩招政策带来的学额提升，专升本学额提升尤为亮眼，中国科培、新高教集团、中教控股等公司旗下学校专升本招生计划同比增长高达100%以上。

图表5：各民办高教公司2020-2021学年招生学额增长情况

公司	2020-2021 学年学额增长情况
中国科培	2020-2021 学年本科学额同增约 38%，大专学额同增约 143%。其中，广东理工学院专升本学额 3600 个，同比增长 1100%。
中汇集团	2020-2021 学年华商学院本科同招学额同降 16.5% 至 5300 人，专插本学额预计 1800 人+；华商职业学院专科统招学额同增 36.7% 至 7500 人。
新高教集团	2020-2021 学年本科学额同增约 18%，专升本学额同比增长 120% 以上。
宇华教育	2020-2021 学年郑州工商学院专升本学额同增约 1200 人；湖南涉外经济学院本科学额同增约 1000 人、专升本同增约 400 人；山东英才学院本科/专科/专升本学额同增约 50/800/900 人。
中国新华教育	2020-2021 学年招生计划共 1.11 万人，同增约 7%；其中本科招生计划 1.08 万人，同增约 19%。
中教控股	2020-2021 学年招生学额总数 3.76 万人，同增 27%；其中专升本学额 8400 人，同增 300%。
民生教育	2020-2021 学年招生计划共 3.62 万人，同增 3588 人；其中本科招生计划为 1.87 万人，同增 1710 人。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

立足高等教育拓展多元业务，计划外招生项目成为新的高增长点。从2020中报情况来看，各民办高教公司强化对不受招生学额限制的新业务布局，重点关注方向包括继续教育、职业培训等领域。如中国科培、中汇集团、新高教集团、民生教育均重视职业培训业务发展，中国科培、中教控股以及华夏视听教育着重发展成人大学和继续教育业务。我们认为在外延并购放缓背景下，积极拓展不受学额限制的继续教育以及职业培训业务有助于民办高教公司优化收入结构，实现长期稳定增长。

图表6：各民办高教公司开展招生计划外业务一览

公司	招生计划外业务现状及发展前景
中国科培	广东理工学院开展成人大学课程，截至2020H1在校/校外成人大学在校生人数4783/28877人，同增113.6%/94.1%，占营收比重同增1.9PCTs至8.4%。 公司计划进一步扩展成人大学课程并扩展广东理工学院考证中心课程范围。
中汇集团	华商学院增城校区继续教育学院开展成人教育以及CFA、初级会计师等职业资格证书培训课程。 公司计划（1）与商汤科技开发人工智能相关课程；（2）与金蝶集团合作开发企业数字化管理人才相关课程；（3）与西南政法大学合作结合海外教育资源开展法学类职业培训项目。
新高教集团	截至2020H1，公司面向社会开展政府补贴性培训约3500人，截至8月已获批14000人次培训名额。 2020年6月并购云南爱因森科技专修学院，其提供会计培训、IT培训、成人委托培训等培训服务。
中教控股	截至FY2020H1，旗下大学继续教育在校生23790名，同增24.1%。 通过托管广东明世在线和民生在线开展在线学历教育以及职业资格证书培训业务，2020H1在线学历教育在校生11.31万名，职业资格证书培训学生1.47万名。
民生教育	通过并购TCL教育网间接持有奥鹏教育50%股权以及丝绸之路80%股权，奥鹏教育开展在线学历教育、慕课教育以及教师继续教育，2020H1教师继续教育在校生76万名。
华夏视听教育	开展不受招生计划限制的国际学院和继续教育学院业务，2019-2020学年国际学院在校生410人，继续教育学院在校生301人，预计2020-2021学年同比大幅增加。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所 注：中教控股财年截止日为8月31日

**积极扩建校园，带动中长期在校人数增长。**在外延并购放缓的背景下，内生增长带来的学校容量提升值得关注，尤为值得关注的是各民办高教公司的校园扩建计划。宇华教育、中国科培、中教控股及民生教育均有新校区建设项目，投入使用后将带来1万人以上的学生增量。希望教育目前有3所自建学校正在建设中，预计2021年秋季开学，开学后将提升公司的收入及利润。

图表7: 各公司旗下校园扩建计划

公司	学校	位置	占地面积	容纳学生	土地对价/投资额	预计交付使用时间
宇华教育	郑州工商学院新校区	河南兰考	1200亩 第一期500亩	第一期约8000名	/	2020年9月
中国科培	广东理工大学鼎湖三期项目	广东肇庆	建筑面积6.8万平方米	约3100名	/	2020年9月
中国科培	广东理工大学高要校区	广东肇庆	/	约2400名 中职约1300名	/	2020年9月
中国科培	广东理工大学高要校区	广东肇庆	/	约4600名	/	2021年9月
中国科培	哈尔滨石油学院	黑龙江哈尔滨	/	约3000名	/	2021年9月
中教控股	广州大学松田学院新校区	广东肇庆	1500亩 第一期366亩	3万名 第一期1.34万名	第一期对价1.37亿元	2021年9月
中教控股	广东白云学院新校区	广东广州	总占地750亩	第二期1.8万名	/	2021年9月
希望教育	新建: 重庆数字产业职业技术学院	重庆	教育用地503亩+二类居住种地277亩+公园绿地113亩	1万名以上	投资15亿元	2021年9月
希望教育	新建: 江西樟树中医药职业学院	江西樟树	201亩	/	对价2055万元	2021年9月
希望教育	新建: 白银明德职业学院	甘肃白银	教育用地800亩+二类居住种地300亩	1.2万名以上	投资13亿元	2021年9月
中汇集团	华商学院四会校区	广东肇庆	约800亩 第一期248亩	约1.6万名 第一期约6000名	第一期投资5.8亿元	2020年9月
中汇集团	华商职业学院新会校区	广东江门	约2000亩 第一期约683亩	约3万名 第一期约1.2万名	第一期投资6亿元	2021年9月
民生教育	云南大学滇池学院阳宗海新校区	云南昆明	1753亩	约4.3万名	/	2023年

资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

**独立学院转设加速，行业格局有望加速优化。**2020年5月教育部印发《关于加快推进独立学院转设工作的实施方案》，指出要按照“能转尽转、能转快转、统筹兼顾、协调并进、分类指导、因校施策”的工作思路，加速推动独立学院转设工作。从政策实际落地情况来看，各民办高教公司旗下独立学院2020年转设工作推进加速。华夏视听教育旗下中国传媒大学南广学院已于2020H1转设成为南京传媒学院，其他民办高教公司旗下独立学院转设工作正积极筹备中。转设完成后有利于民办高教公司减少每年管理费支出，提升集团整体盈利水平，目前民办高教集团旗下独立学院管理费率多在学费收入的10%左右，同时脱钩后仍可寻求更优的民办公办高校合作模式，有利于集团整体健康发展。

图表 8: 各民办高教公司 2020-2021 学年招生学额增长情况

公司	旗下独立学院转设进度
华夏视听教育	南京传媒学院已于 2020 年完成转设
中教控股	四川外国语大学重庆南方翻译学院: 已完成举办者变更, 报教育部审批 广州大学松田学院: 通过省政府审批, 报教育部审批 济南大学泉城学院: 报省政府审批中
中国新华教育	安徽医科大学临床医学院: 转设工作积极筹备中, 预计 2021 年完成转设 南京财经大学红山学院: 转设工作积极筹备中, 预计 2021 年完成转设
民生教育	云南大学滇池学院: 预计于 2021 年完成转设 重庆工商大学派斯学院: 预计于 2021 年完成转设
新高教集团	兰州理工大学技术工程学院: 转设工作有序进行 湖北民族大学科技学院: 转设工作有序进行 西南交通大学希望学院: 转设工作有序进行
希望教育	贵州大学科技学院: 转设工作有序进行 贵州财经大学商务学院: 转设工作有序进行 山西医科大学晋祠学院: 转设工作有序进行
中汇集团	广东财经大学华商学院: 争取于 2021 年底前完成华商学院转设

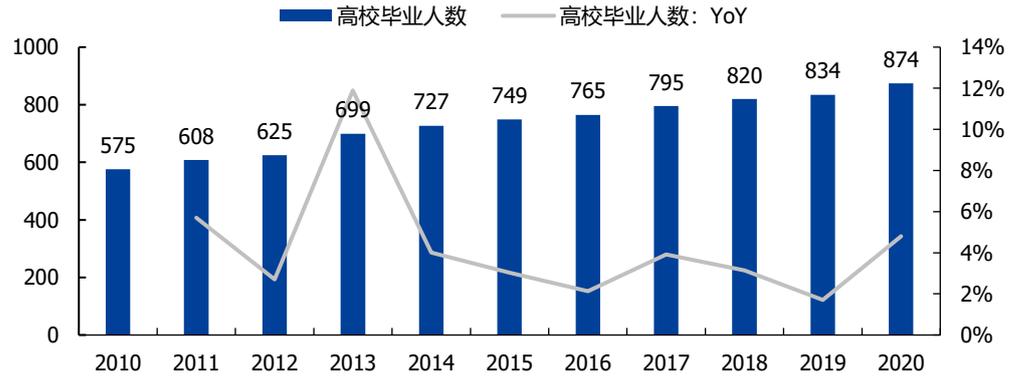
资料来源: 公司公告, 公司公开会议, 国盛证券研究所

## 职业教育: 招生及收入确认受影响, 预计下半年快速恢复

疫情背景下, 职业教育板块的招生和收入确认受到较大影响。中公教育和中国东方教育作为招录培训和技能培训龙头, 2020H1 收入分别同比下滑 22.8% 以及 16.7%, 利润端, 中公教育 2020H1 归母净亏损 2.33 亿元, 中国东方教育 2020H1 归母净利润同降 22.4% 至 2.43 亿元。中公教育主要受各类招录考试延期影响, 协议班收入确认随之延后; 而中国东方教育受疫情影响从 4 月中旬开始陆续开学复课, 导致上半年收入利润出现同比下滑。

**供需双向驱动, 预计 2020 下半年职业教育龙头快速恢复。**需求端, 2020 年我国高校毕业生人数同增 40 万人至 874 万人, 创下新高。在疫情背景下就业压力进一步加剧, 从而带动职业教育培训需求提升。供给端, 在“保就业”政策下, 公务员、事业单位、国企等各类招录考试扩招 20%+, 以及 5 月 22 日政府工作报告提出今明两年职业培训 3500 万人目标有效推动行业供给。综合供需两方面因素, 展望 2020 下半年, 我们认为伴随疫情得到有效控制, 各项招录考试恢复以及线下培训网点恢复运营, 有望驱动职业教育龙头实现收入及利润的快速增长。

图表 9: 2010-2020 年我国高校毕业生人数及增速 (左轴: 万人; 右轴: %)



资料来源: 教育部, 国盛证券研究所

图表 10: 2020 年稳就业相关政策汇总

日期	政策内容
2月25日国务院常务会议	扩大今年硕士研究生招生和专升本规模, 增加基层医疗、社会服务等岗位招募规模, 加大对小微企业吸纳高校毕业生就业的支持。
2月28日教育部、人社部关于就业和高校毕业生相关工作的发布会	①硕士研究生/专升本扩招 18.9/32.2 万人; ②重点加大基础教育、基层医疗、社区服务等领域招录; ③同有关部门实施好大学生基层就业的各类项目, 鼓励更多高校毕业生面向基层就业(大学生村官/三支一扶/西部计划等)。
4月14日国务院常务会议	开发科研助理岗位, 充实基层教师和医护人员队伍。更多采用市场化办法, 政府给予政策支持, 鼓励毕业生围绕社区各类服务需求创业就业。
4月17日中共中央政治局会议	加大“六稳”工作力度, 首次提出以保居民就业为首的“六保”要求, 提出“要抓好重点行业、重点人群就业工作, 把高校毕业生就业作为重中之重”。
5月7日教育部《关于做好2020年中等职业学校招生工作的通知》	坚持职普比例大体相当, 适度扩大中职招生规模, 充分利用高职扩招、职业教育本科试点、普通高等学校专升本扩招等有力政策, 积极引导学生接受中等职业教育。
5月22日政府工作报告	要千方百计稳定和扩大就业。加强对重点行业、重点群体就业支持。今明两年职业技能培训 3500 万人次以上, 高职院校扩招 200 万人, 要使更多劳动者长技能、好就业。
5月28日教育部《关于在普通高校继续开展第二学士学位教育的通知》	鼓励高校开展第二学士学位教育, 重点支持高校在国家急需的公共卫生与预防医学、应急技术与管理、电子信息、大数据、网络空间安全、集成电路、能源动力、生物与医药、养老护理、家政服务等相关领域以及高校有能力、有需要举办的专业增设第二学士学位专业; 支持高校依托“双一流”建设学科专业增设第二学士学位专业。

资料来源: 教育部, 人社部, 国盛证券研究所

### 中公教育: 考试延期拖累收入确认, 供需双升支撑全年增长

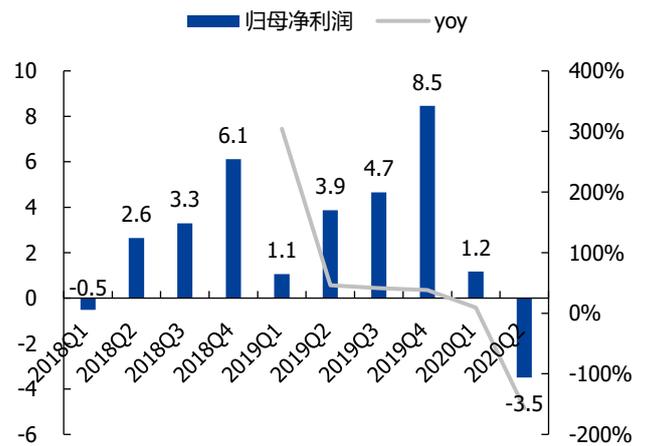
受疫情影响, 公司 2020H1 收入及利润出现下滑。2020H1 公司营业收入同降 22.8% 至 28.08 亿元, 归母净亏损 2.33 亿元, 归母扣非净亏损 3.68 亿元, 同比转亏; 对应 Q2 单季度营收同降 32.2% 至 15.78 亿元, 归母净亏损 3.49 亿元。

图表 11: 中公教育单季度收入及同比增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

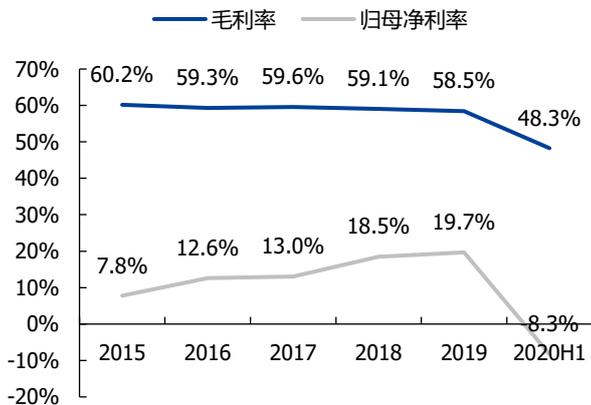
图表 12: 中公教育单季度归母净利润及同比增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

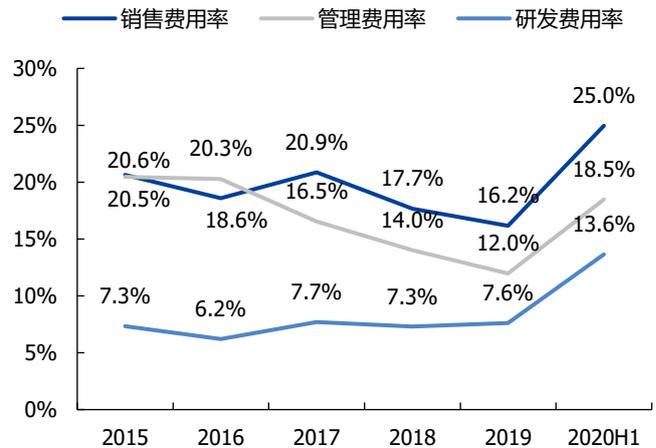
由于考试延期致使公司收入确认延迟, 导致上半年收入同比下降, 而各项成本费用相对刚性导致费用率有所提升。2020H1 公司毛利率同降 9.2PCTs 至 48.3%, 销售/管理/研发费用率分别同增 6.4/4.7/5.3PCTs 至 25.0%/18.5%/13.6%。综上, 2020H1 公司归母净利率同降 21.9PCTs 至-8.3%。

图表 13: 中公教育毛利率及归母净利率 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表 14: 中公教育期间费用率 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

考试延期影响协议班收入确认, 综合序列表现亮眼。疫情导致 2020 年多项考试延期, 以省考为例, 往年多数省份于 3 月公告、4 月联考, 而今年公告集中于 6 月中下旬, 联考延期至 7-8 月举行, 收入确认影响较大。2020H1 公司公务员/事业单位/教师序列营收分别同降 40.9%/4.2%/32.8%至 12.18/2.49/3.50 亿元。另一方面, 考研、医疗等新业务保持高活跃度, 综合序列在培训需求提升带动下实现逆势增长, 2020H1 营收同增 26.0%至 9.71 亿元, 进一步验证公司此前板块拓展合理性。此外疫情期间公司对优质课程产品进行在线化拓展提升教学效果, 线上线下融合优势充分体现, 线上培训收入同比大幅增长 162.3%至 11.66 亿元。

图表 15: 近三年省考联考日期及参与省份

年份	省考联考日期	参与省份
2020	2020/7/25	福建/四川/河南/陕西/湖南/天津 (共 6 个省份)
2020	2020/8/22	内蒙古/黑龙江/湖北/江西/贵州/安徽/新疆/宁夏/吉林/广西/辽宁/重庆/海南/云南/甘肃/青海/新疆兵团/山西/河北 (共 19 个省份)
2019	2019/4/20	安徽/重庆/福建/贵州/广西/湖南/湖北/海南/河南/黑龙江/吉林/江西/内蒙古/宁夏/山东/山西/陕西/四川/天津/西藏/新疆兵团/新疆/云南 (共 23 个省份)
2018	2018/4/21	安徽/重庆/福建/甘肃/贵州/海南/河北/黑龙江/湖北/湖南/吉林/江西/内蒙古/宁夏/青海/山东/山西/陕西/四川/天津/新疆/新疆兵团/云南 (共 23 个省份)

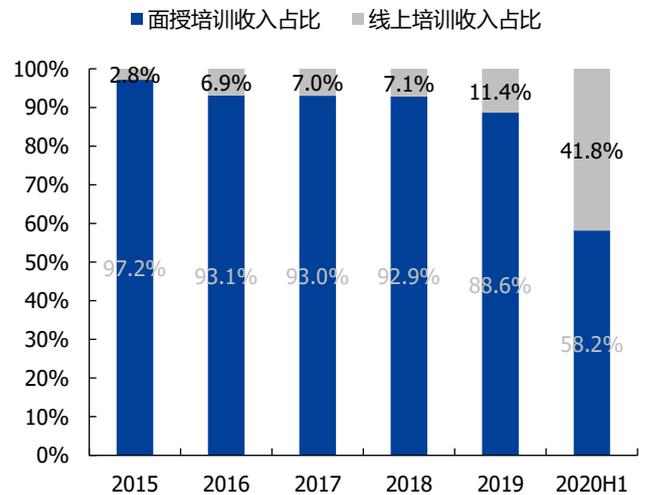
资料来源: 各省公务员局, 国盛证券研究所

图表 16: 中公教育分业务营收 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 从 2019 年起, 线上培训收入归入各序列业务线

图表 17: 中公教育面授培训及线上培训收入占比 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

就业压力下职业教育培训需求激增, 预计下半年有望实现高速增长。疫情期间公司积极通过线上等渠道销售, 2020H1 培训人次同增 37.1%至 245.23 万人次, 合同负债 (即扣除增值税后的预收款项) 同增 31.5%至 72.22 亿元, 就业压力下职业教育培训需求提升得到验证。从供给端而言, 在“保就业”政策基调下, 2020 年公务员、事业单位、国企等招录人数同增 20%+, 硕士研究生、专升本、第二学士学位等项目扩招 170 余万人, 公共部门就业及学历提升扩招明显。供需双向利好之下, 叠加各类招录考试的陆续恢复, 预计 2020H2 公司面授业务有望实现快速反弹。

图表 18: 全国省考招录人数及增速 (左轴: 万人; 右轴: %)



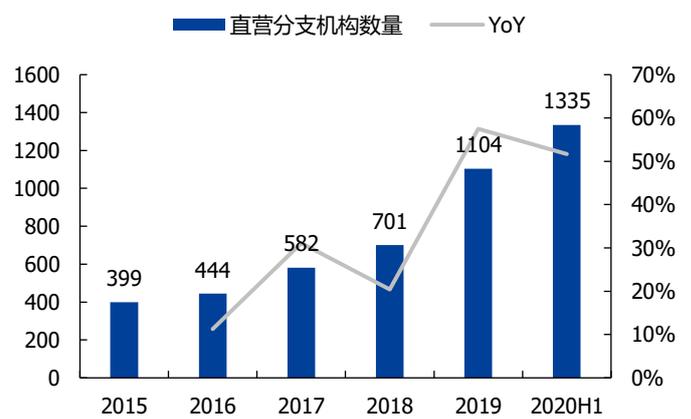
资料来源: 国盛证券研究所

图表 19: 中公教育培训人次及同比增速 (左轴: 万人; 右轴: %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

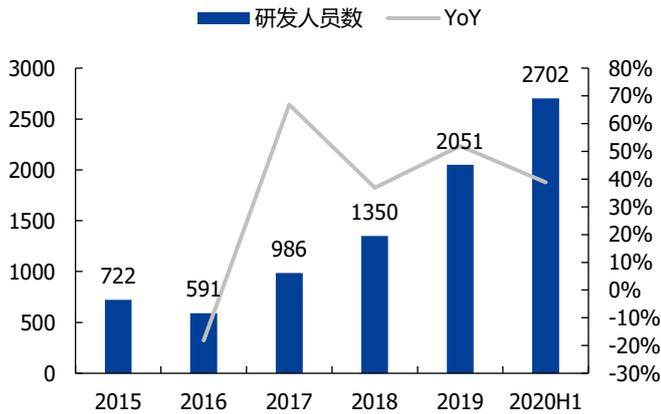
图表 20: 中公教育直营分支机构数量及同比增速 (左轴: 个; 右轴: %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

持续深化网点下沉、师资储备以及新品类扩展, 职教龙头壁垒进一步提升。网点下沉方面, 截至 2020H1 公司直营分支机构数量 1335 个, 相较 2019 年末增长 20.9%; 人才储备方面, 截至 2020H1 公司研发人员/授课师资相较 2019 年末增长 31.7%/33.9%至 2072/18036 人; 新品类扩展方面, 公司从 2019H2 开始采取新业务板块“起飞行动”, 从顶层给予新业务更多的管理资源投入。公司在疫情背景下持续夯实内功, 提升龙头壁垒和行业内的主导能力, 为未来长期市占率的提升奠定坚实基础。

图表 21: 中公教育研发人员数及同比增速 (左轴: 人; 右轴: %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 22: 中公教育授课师资人数及同比增速 (左轴: 人; 右轴: %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 中国东方教育: 疫情拖累业绩表现, 招生仍处于快速恢复期

疫情导致开学延期, 业绩表现受拖累。公司 2020H1 实现营收 15.2 亿元, (yoy-16.7%), 实现净利润 2.4 亿元 (yoy-22.4%), 经调整净利润 2.1 亿元 (yoy-48%), 调整项包括 3808 万期权费用以及 6845 万汇兑收益。

图表 23: 中国东方教育营收及增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

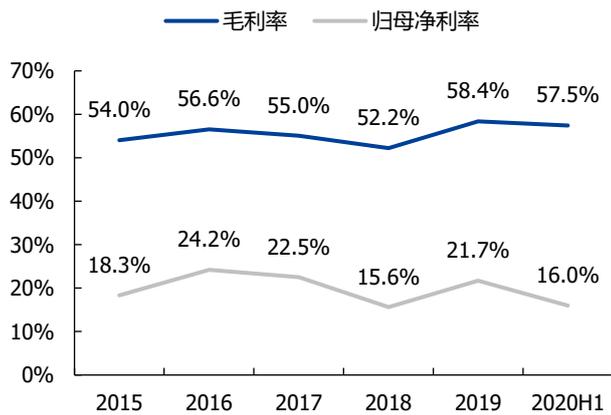
图表 24: 中国东方教育归母净利润及增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

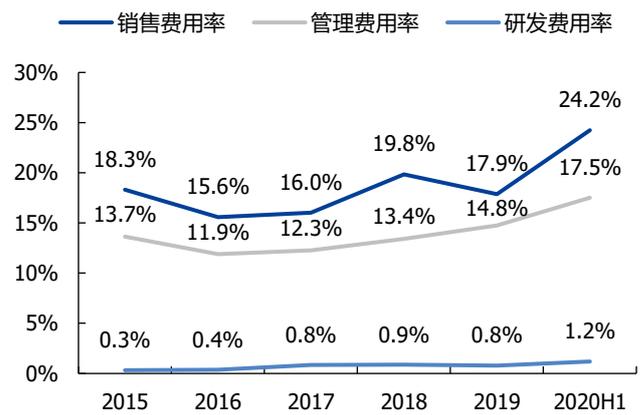
利润率以及费用率方面, 2020H1 教师薪酬、租金、折旧等刚性成本影响下整体毛利率小幅下滑至 57.5% (yoy-3.3ppt), 销售费用率受招生周期拉长以及新校招生投入等影响提升至 24.2% (yoy+6.7ppt), 管理费用率受期权费用影响小幅提升至 17.5% (yoy+1.9ppt), 经调整净利率 14% (yoy-8.4ppt)。

图表 25: 中国东方教育毛利率及归母净利率 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

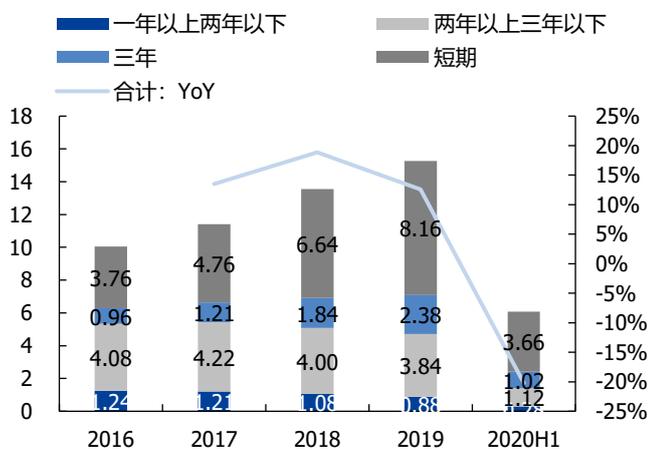
图表 26: 中国东方教育期间费用率 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

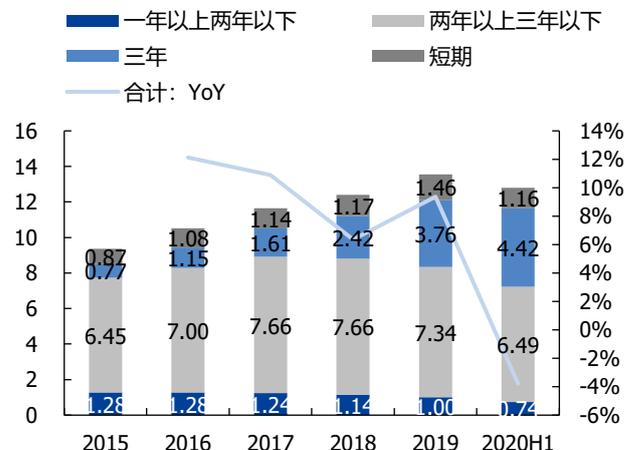
招生节奏延后新生数量下滑, 三年制延续增长, 平均学费呈现合理下降。旗下各品牌学校延迟至4月中旬陆续开学复课, 目前招生已逐渐恢复, 截止2020H1新生人数6.1万人(yoy-20%), 其中长期/短期课程新生数量同比分别下滑28%/14%; 2020H1平均培训人数12.8万, 同比下滑4%左右, 其中长期/短期课程新生数量同比分别下滑2%/20%。长班制中三年制增长仍显著, 新生人数/平均人数分别实现6%/35%增长。上半年整体平均学费2.4万元, 同比下滑14%, 主要系收入下滑幅度较大而平均培训人数下滑幅度较小, 定价方面增设新专业等提价逻辑仍顺畅。

图表 27: 中国东方教育新培训人次 (单位: 万人)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

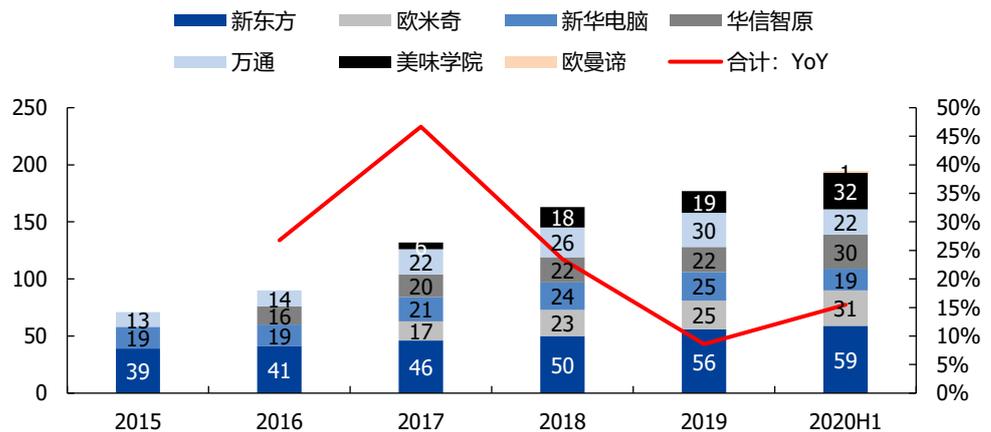
图表 28: 中国东方教育平均培训人次 (单位: 万人)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

校区拓展继续推进, 美业赛道招生表现超预期。2020H1共新增19个校区(新东方3个、欧米奇6个、美业1个、新华5个、万通2个)。首个美业学校于2019年12月批复执照, 2020年5月7日正式开学, 学校容量约1000人, 截止2020H1报名人次约460人, 受分批开学影响到校开课人数247人, 疫情影响下整体招生效果表现超预期, 此外美业年内预计分别于郑州、长沙各新增一所学校。

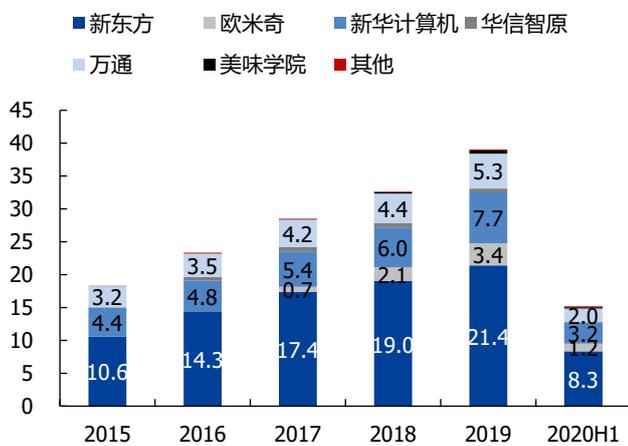
图表 29: 中国东方教育校区数量及同比增速 (左轴: 个; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

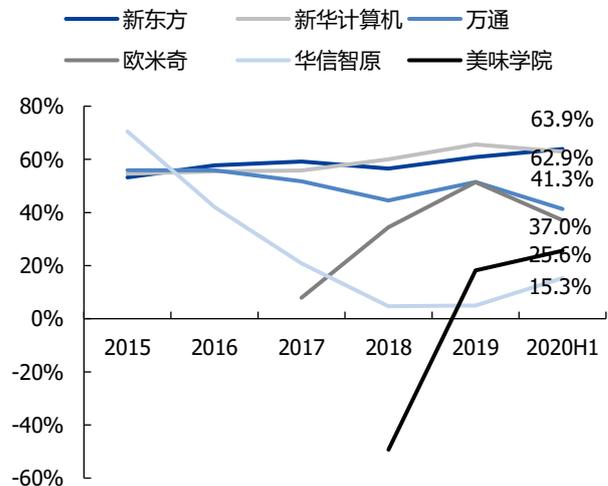
分品牌看, 成本结构差异导致盈利变动差异, 短班制新品牌招生影响相对较小。新东方/欧米奇/美味学院/新华电脑/万通汽修分别实现营收 8.3 亿/1.2 亿/2194 万/3.2 亿/2 亿元, 同增-18%/-25%/+17%/-7%/-21%, 毛利率分别为 63.9%/37%/25.6%/62.9%/41.3%, 同增-0.4/-14/+15.9/-4.7/-12.4ppt, 其中万通刚性成本占比较高。招生方面欧米奇、美味学院表现较佳, 分别实现 6%、16% 新生人数增长, 主要由于短班制为主, 招生影响相对小于长期班, 而长班制为主品牌招生群体初中及高中毕业生占比, 受中高考推迟影响较大。

图表 30: 中国东方教育分业务营收 (单位: 亿元)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表 31: 中国东方教育分业务毛利率 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

招生旺季略有后移, 数据转暖趋势可见, 政策利好背景下仍看好公司成长空间。受疫情影响中高考延后至 7 月, 因此主流客群招生旺季由往年 6-8 月延后至 7-9 月, 目前预计新生数量恢复至同比下滑 10% 以内水平, 数据转暖趋势明显。“保就业”主线下职业教育政策利好频出, 5 月 22 日政府工作报告明确提出今明两年 3500 万职业技能培训目标, 公司作为职业培训龙头有望优先享受行业快速增长红利。此外, 疫情或导致中小机构出清, 行业整合机会有望推动龙头市占率进一步提升。

## K12 课外: 线下培训逐步恢复, 在线培训快速发展

## 线下：疫情冲击后逐步复课，中长期看好龙头整合

**K12 线下课外培训受疫情冲击较为严重，2020H1 收入业绩下滑明显。**受疫情影响，各地教育主管部门从1月26日起陆续通知推迟中小学开学时间，并叫停线下 K12 课外培训。虽然头部公司均转移至线上开展业务，但是从半年度财报表现来看，A 股及港股 K12 课外培训上市公司普遍出现收入和业绩的显著下滑，仅思考乐教育取得逆势增长。

图表 32: A 股及港股 K12 课外培训上市公司 2020H1 财务数据汇总

	营业收入(亿元)	营业收入: YoY	归母净利(亿元)	归母净利: YoY
思考乐教育	3.26	+10.2%	0.46	+38.4%
紫光学大	12.96	-23.3%	0.44	-53.4%
豆神教育	7.13	-21.0%	-0.95	同比转亏
卓越教育集团	7.69	-11.3%	0.55	-28.0%
昂立教育	7.85	-27.9%	-0.80	同比转亏

资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

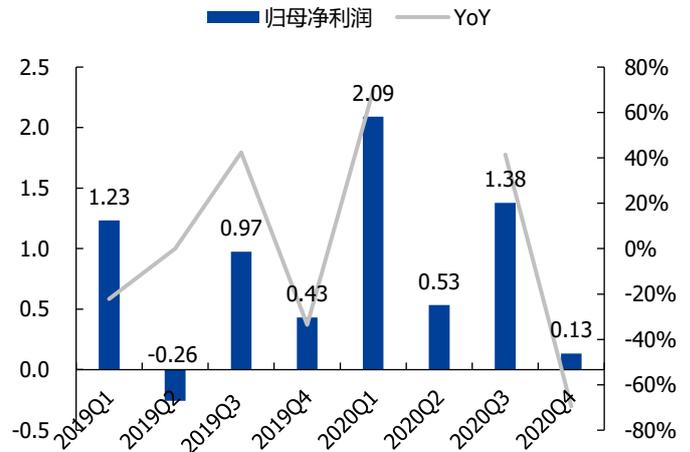
双巨头方面，好未来延续增长势头，新东方受疫情冲击收入及利润同比下滑。从新东方/好未来双巨头最新季报（截至 2020 年 5 月 31 日，对应新东方 FY2020Q4 以及好未来 FY2021Q1）表现来看，新东方营收同降 5.3%至 7.98 亿美元，归母净利润同降 69.5%至 1319 万美元；好未来营收同增 35.2%至 9.11 亿美元，归母净利润 8165 万美元，同比扭亏为盈，在疫情背景下取得逆势增长。

图表 33: 新东方营收及同比增速 (左轴: 亿美元; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所 注: 新东方财年截止日为 5 月 31 日

图表 34: 新东方归母净利润及同比增速 (左轴: 亿美元; 右轴: %)



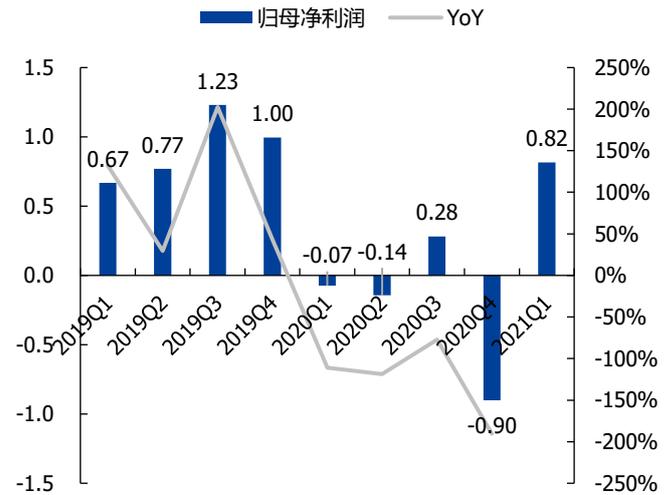
资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所 注: 新东方财年截止日为 5 月 31 日

图表 35: 好未来营收及同比增速 (左轴: 亿美元; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所 注: 好未来财年截止日为 2 月 28/29 日

图表 36: 好未来归母净利润及同比增速 (左轴: 亿美元; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所 注: 好未来财年截止日为 2 月 28/29 日

我们认为双巨头在疫情之下最新季度财报表现分化的原因包括:

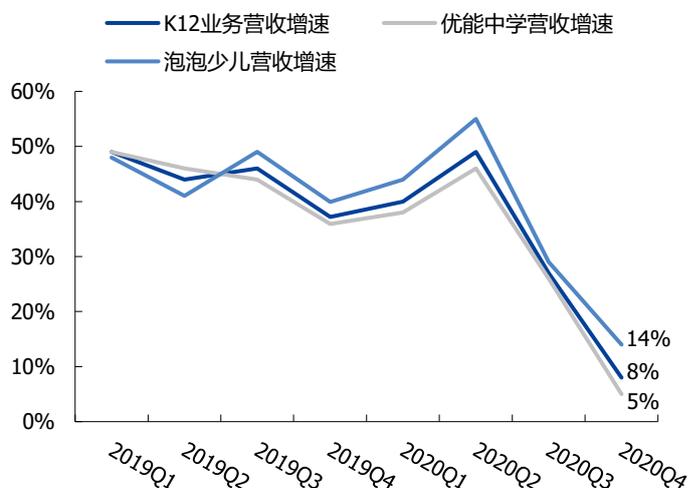
- **新东方受海外疫情影响严重:** 新东方业务线包括海外考试备考, 受海外疫情影响, 该业务 FY2020Q4(截至 2020 年 5 月 31 日)营收同比大幅降低 50%(以人民币计)。
- **好未来对在线教育布局更加成熟:** 学而思网校 FY2021Q1(截至 2020 年 5 月 31 日)营收占比达到 25%, 受益于疫情带动在线教育渗透率提升, 学而思网校营收同增 133%, 带动公司整体收入规模强势增长。
- **若单独比较双巨头的线下 K12 培训业务, 好未来本次疫情应对更加有效:** 于截至 2020 年 5 月 31 日季度, 新东方 K12 业务营收同增 8%, 其中优能中学/泡泡少儿营收同增 5%/14%; 而占好未来营收 60%的学而思培优小班业务营收同增 28%, 正价长期班参培人次同增 43%。

图表 37: 学而思培优业务营收同比增速 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所 注: 以人民币计, 好未来财年截止日为 2 月 28/29 日

图表 38: 新东方 K12 相关业务营收增速 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所 注: 新东方财年截止日为 5 月 31 日

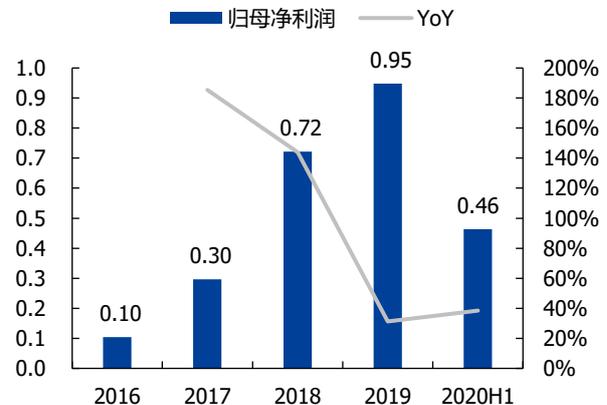
区域龙头方面，思考乐教育增长最为亮眼。公司 2020H1 营收同增 10.2%至 3.26 亿元，归母净利润同增 38.4%至 4632 万元，经调整净利润同增 6.8%至 6428 万元。公司在疫情期间借助 ClassIn 平台，快速将学生转移至线上并采用“原老师、原学生、原课程”授课，经营情况取得逆势增长。公司旗下所有学习中心已于 6 月全面恢复线下授课，2020 暑期体验课程学生人次同增 91.4%，深圳以外城市同比增长 215.0%，后续增长可期。

图表 39: 思考乐教育营收及增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表 40: 思考乐教育归母净利润及增速 (左轴: %; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

疫情带来行业整合机遇，龙头机构网点持续推进网点扩张。学习中心扩张情况方面，新东方 FY2020 学习中心净增 49 所至 1465 所，教师面积同比增加 26%，略超出此前 20%-25%容量扩张上限。根据公司公开业绩电话会议披露，公司计划在 2021 财年保持 20%-25%的容量扩张。好未来 FY2020Q1 (截至 2020 年 5 月 31 日最新财务季度) 新增 65 所学习中心至 936 所，新进入 20 个城市，完成 30 个二线城市的全面覆盖，并发力三线以下市场。而从区域龙头的情况来看，思考乐教育 2020H1 新增 27 所学习中心至 127 所，并已按计划在广州开设两所学习中心。

疫情或加速行业洗牌，龙头机构存在市占率提升机遇。K12 线下课外培训市场高度分散，本次疫情影响下，中小型机构或面临租金难以覆盖、教师人才流失的风险，疫情或加速长尾机构出清。而全国性及区域性龙头机构通过快速线上布局实现业务延续，并借此行业整合机会扩张网点，从而进一步提升市占率。

图表 41: 新东方学习中心数及同比增速 (左轴: 个; 右轴: %)



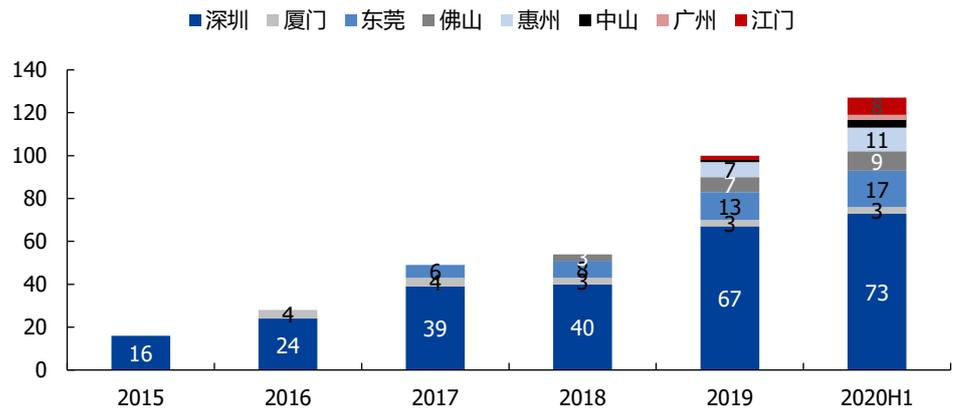
资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所 注: 新东方财年截止日为 5 月 31 日

图表 42: 好未来学习中心数及同比增速 (左轴: 个; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所 注: 好未来财年截止日为 2 月 28/29 日

图表 43: 思考乐教育学习中心数目 (单位: 个)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

### 全封闭模式: 龙门教育逆势增长, 关注秋季招生及职普融合模式探索

龙门教育逆势增长, 全面并表驱动上市公司业绩高速增长。2020H1 龙门教育营收同降 5.7%至 2.44 亿元, 归母净利润同增 13.3%至 8104 万元, 教育培训业务毛利率同增 1.7PCTs 至 54.6%, 在疫情背景下实现利润逆势增长。其中, 全封闭业务营收同比略增, 教育科技产品销售份额同比略降, K12 业务受疫情影响营收同比下降。龙门教育于 2020 年 4 月全面并入科斯伍德, 带动上市公司 2020H1 公司营业收入同降 13.1%至 3.84 亿元, 归母净利润同增 73.5%至 6183 万元。

图表 44: 龙门教育营业收入及增速 (左轴: 百万元; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

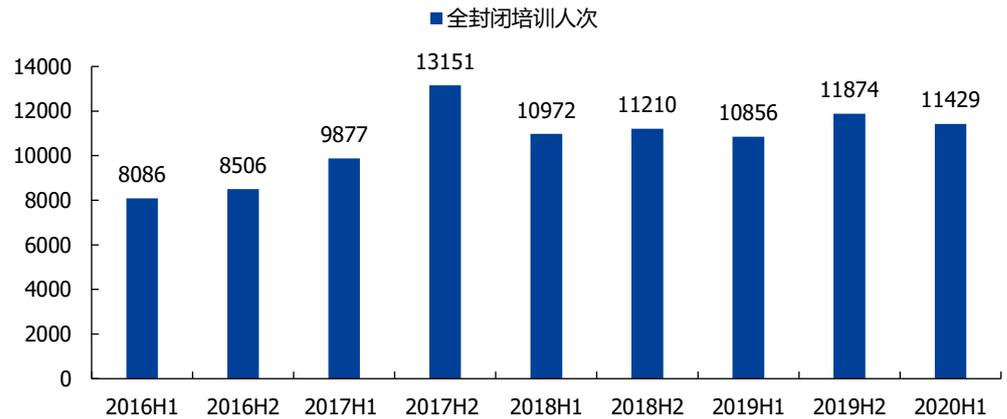
图表 45: 龙门教育归母净利润 (左轴: 百万元; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

龙门教育原有 5 大校区接近饱和, 2020 中高考成绩亮眼。运营方面, 龙门教育全封闭培训 2020 年春季学期在校人数同增 5.3%至 11429 人, 2020 年高考重点班一本上线率 52.3%, 二本上线率 91.8%; 中考 600 分以上学生近 500 人, 最高 757 分 (西安中考满分 700 分, 部分外地市满分 820 分), “五加教学”模式带来的提分升学效果得到有效验证。

图表 46: 龙门教育全封闭培训人次 (单位: 人)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

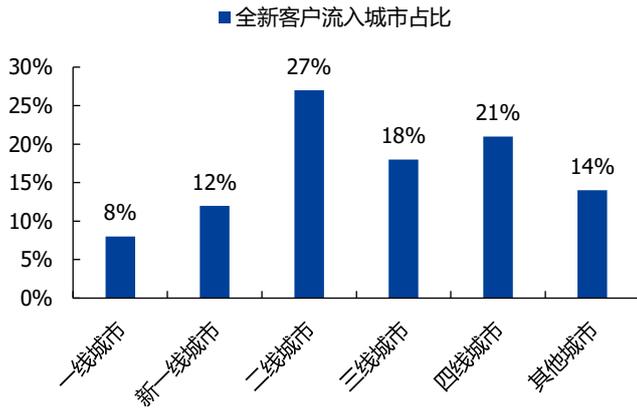
**新增校区即将投入使用, 受疫情影响秋季学期招生节奏放缓。**2020年6月龙门教育新增西安莲湖校区, 预计9月投入使用, 可使校区总容量可提升约25%。由于2020年高考时间延后, 今年龙门教育全封闭培训业务秋季学期招生启动晚于正常年份, 目前招生工作仍在进行中, 预计持续至9月末, 招生节奏相较往年亦有所放缓。此外, 龙门教育中考部3所校区增设周末两天全封闭培训业务以及初中学生课外学习生活托管业务, 丰富业务品类的同时进一步提升校区利用率。

**携手倍凡教育, 探索“职普融合”异地复制模式。**龙门教育全面并表优化公司股权和治理架构, 此外, 公司开始探索全封闭培训业务异地复制路径。公司于7月31日与倍凡教育达成意向性合作, 倍凡教育为大专/中专院校提供学校管理、专业共建等运营服务, 预计有效满足龙门教育异地复制过程中对场地、牌照、生源三大要素的需求。作为“职普融合”探索路径上的重要一步, 本次合作有望使龙门教育通过托管对方中职学校普通高考班的形式实现异地复制。

### 在线: 渗透率提升驱动高增长, 关注 K12 在线教育公司边际变化

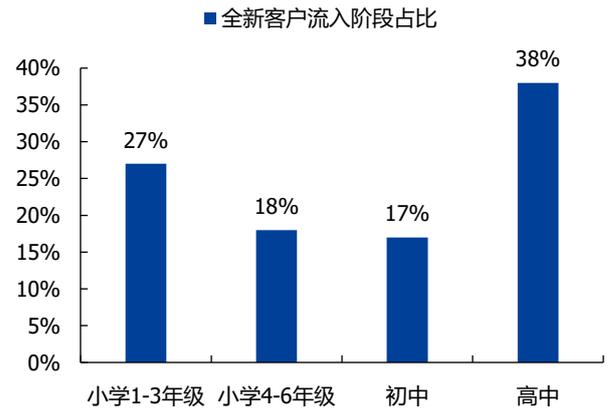
**疫情推动 K12 在线渗透率显著提升, 并进一步触及下沉市场。**回顾 2020 年上半年 K12 在线课外培训行业, 此次疫情发生后, 由于中小学开学延期以及线下培训被叫停, 在疫情期间 K12 在线机构免费课程投放、K12 线下课外培训机构转移至线上以及 K12 学校采用“空中课堂”等形式线上授课的推动下, K12 在线渗透率显著提升。同时, 本轮渗透率提升使得 K12 在线完成进一步渠道下沉, 根据腾讯数据调查报告, 疫情期间 K12 在线全新流入用户中, 来自二线及以下城市占比达到约 80%。

图表 47: 疫情期间全新客户流入城市占比 (单位: %)



资料来源: 腾讯数据, 国盛证券研究所

图表 48: 疫情期间全新客户流入阶段占比 (单位: %)

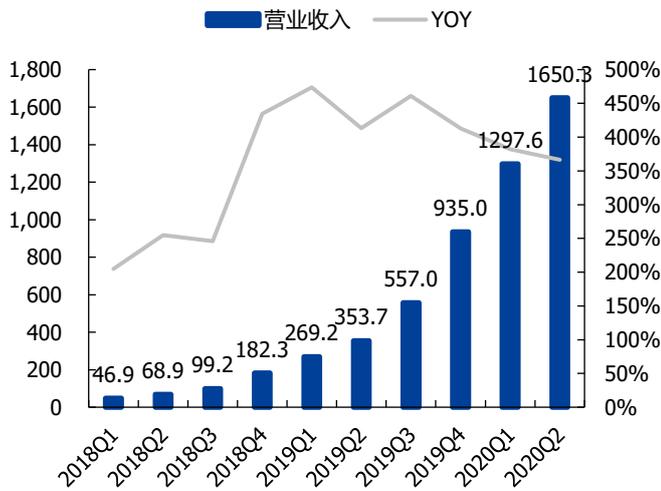


资料来源: 腾讯数据, 国盛证券研究所

充分受益于本轮在线教育发展浪潮, 各 K12 在线教育机构收入及参培人次均取得高速增长, 具体而言:

- 跟谁学 2020H1 营收同增 373.3%至 29.48 亿元, 现金收入 (Gross billings) 同增 319.7%至 37.75 亿元, 付费参培人次同增 323.3%至 234.1 万人。2020Q2 单季度营收同增 366.6%至 16.50 亿元, 付费参培人次同增 331.7%至 156.7 万人。

图表 49: 跟谁学营收及同比增速 (左轴: 百万元; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

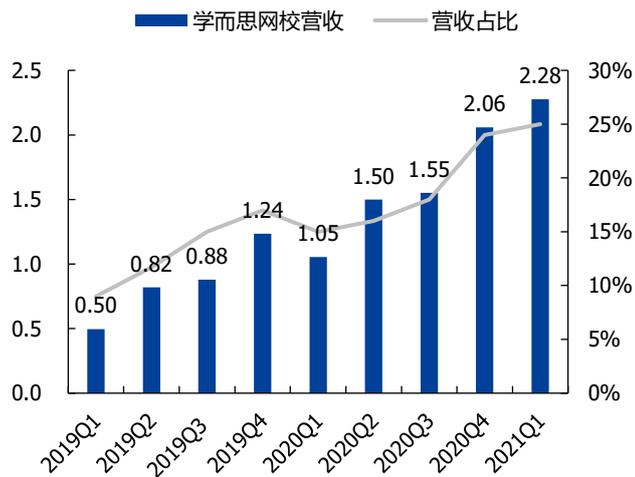
图表 50: 跟谁学付费参培人次及同比增速 (左轴: 万人; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

- 学而思网校 FY2020Q1 营收以人民币计同增 133%, 长期正价班人次同增 143%至 127 万人, 营收占比同增 10PCTs 至 25%。

图表 51: 学而思网校营收及同占好未来营收比重(左轴: 亿美元; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所 注: 财年截止日为 2 月 28/29 日

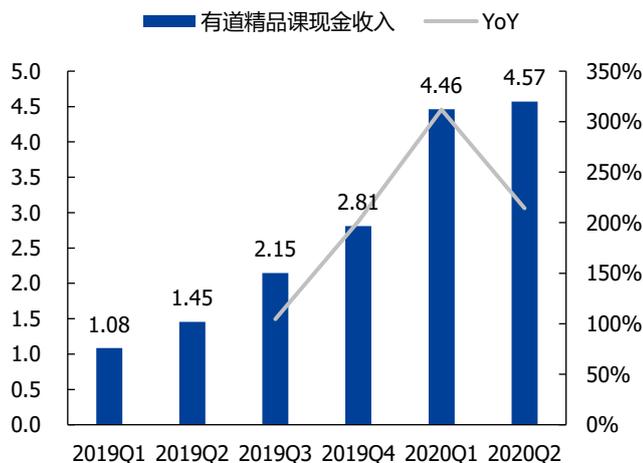
图表 52: 学而思网校参培人次及占好未来人次比重(左轴: 万人; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所 注: (1) 财年截止日为 2 月 28/29 日; (2) 2020Q1 起长期正价班培训人次

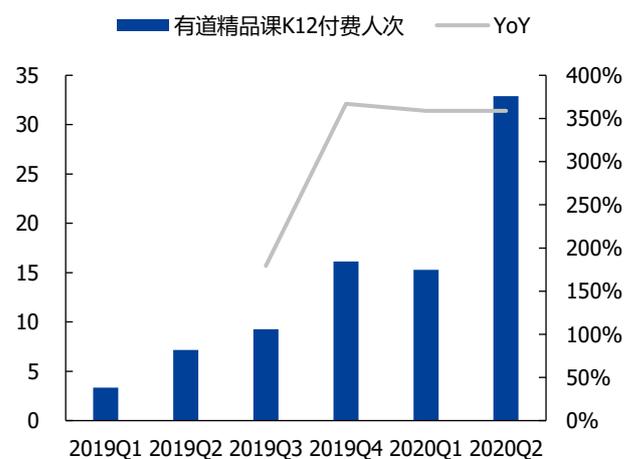
- 有道精品课 2020H1 现金收入 (Gross billings) 同增 256.1%至 9.03 亿元, K12 付费参培人次同增 358.9%至 48.2 万人; 对应 2020Q2 单季度现金收入同增 214.4%至 4.57 亿元, K12 付费参培人次同增 358.9 至 32.9 万人。

图表 53: 有道精品课现金收入及同比增速(左轴: 亿元; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

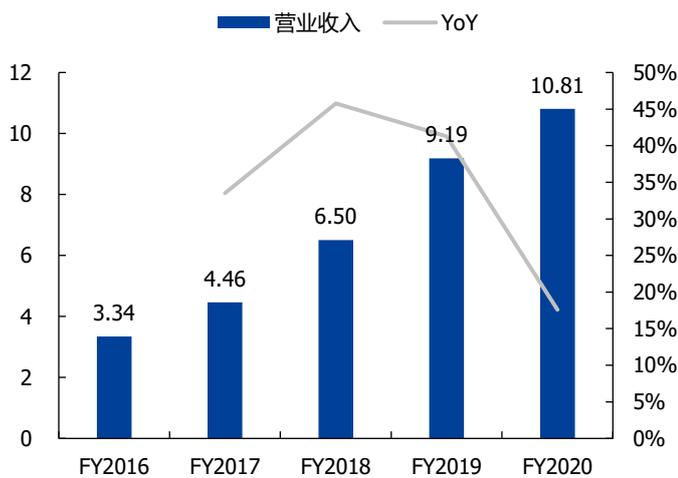
图表 54: 有道精品课 K12 付费参培人次及增速(左轴: 万人; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

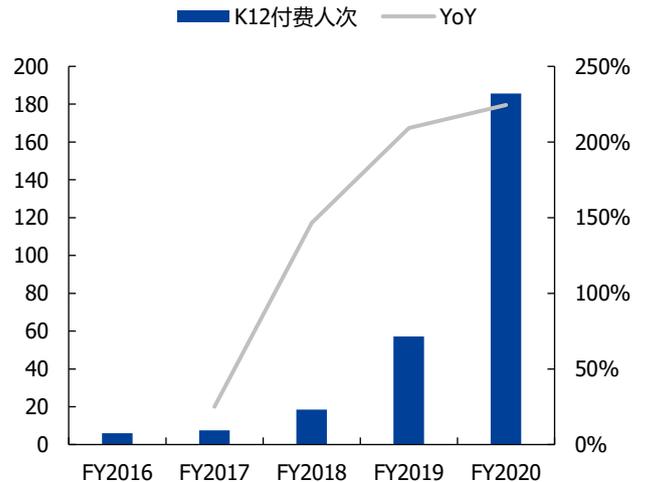
- 新东方在线 FY2020 营收同增 17.6%至 10.81 亿元, 付费学生人次同增 30.9%至 285.2 万人, 其中 K12 付费人次同增 224.5%至 185.6 万人; 对应 FY2020H2 营收同增 16.3%至 5.13 亿元, 付费学生人次 42.8%至 153.5 万人, 其中 K12 付费人次同增 293.2%至 110.1 万人次。

图表 55: 新东方在线营业收入及增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所 注: 新东方在线财年截止日为 5 月 31 日

图表 56: 新东方在线 K12 付费参训人次及增速 (左轴: 万人; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所 注: 新东方在线财年截止日为 5 月 31 日

纵观 2020 年上半年各 K12 在线教育公司的运营情况, 我们认为投放力度增强、辅导教师招聘规模扩大以及暑期正价课程价格提升是三点值得关注的边际变化。

**边际变化一: 营销投放力度扩大, 多种投放渠道并行。**根据多鲸资本《2019 年在线 K12 教培行业分析报告》, 2019 年暑期 K12 在线教育公司营销投放达到 30-40 亿元。2020 年疫情期间各公司推出大量免费课程, 暑期营销投放力度不减, 预计投放力度 50 亿元+。新东方在线将新一年级、初一、高一等入口年级暑期正价课全部降至 50 元, 低价班投放力度最大。广告营销方面, 各家公司营销渠道多元化, 地面广告、社群营销、赞助代言等形式均被广泛采用, 在 K12 在线渗透率提升过程中, 各机构均加大获客力度以积累用户规模。

图表 57: K12 在线大班公司 2020 年品牌营销活动汇总

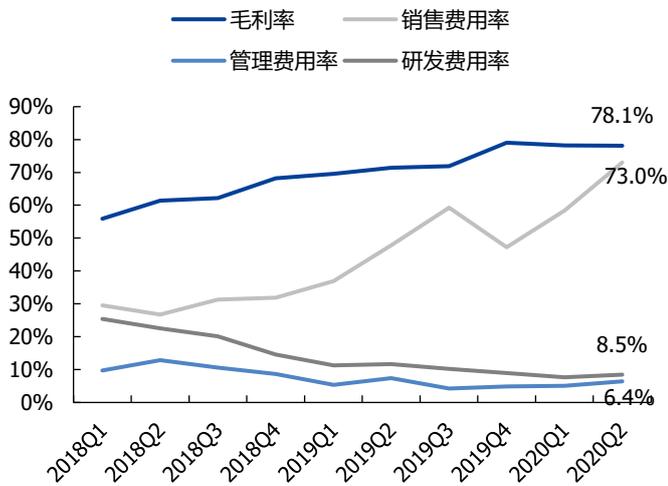
K12 在线公司	品牌营销活动	时间
跟谁学	东方卫视《极限挑战》第六季	2020.5
	浙江卫视《中国好声音》第九季	2020.8
	爱奇艺《亲爱的小课桌》	2020.8
	江苏卫视《最强大脑》第七季	2020.5
猿辅导	央视《中国诗词大会》第五季	2020.1
	央视 2020 春晚	2020.1
	2022 北京冬奥会及冬残奥会	2020.7 赞助
作业帮直播课	湖南卫视《神奇的汉字》第二季	2020.5
	中国女排代言	2020.4
有道精品课	湖南卫视《叮咚上线! 老师好》	2020.7
	郎平代言	2020.4

资料来源: 各品牌官网, 国盛证券研究所整理

**销售费用激增, 利润端持续承压。**从费用率角度来看, 由于各 K12 在线公司 2020 年加大营销同方, 新东方在线 FY2020 销售费用率同增 32.4PCTs 至 80.7%; 跟谁学/有道 2020H1 销售费用率分别同增 23.4/30.0PCTs 至 66.6%/63.9%; 而网校业务收入占比达到 25% 的好未来 FY2021Q1 销售费用率同增 1.9PCTs 至 24.1%。大规模的营销投放导致各机构利润端持续承压, 新东方在线 FY2020 归母净亏损 7.15 亿元, 相较 FY2019 的净亏损 0.40 亿元同比大幅扩大; 有道 2020H1 归母净亏损同比扩大 125.4% 至 4.27 亿元;

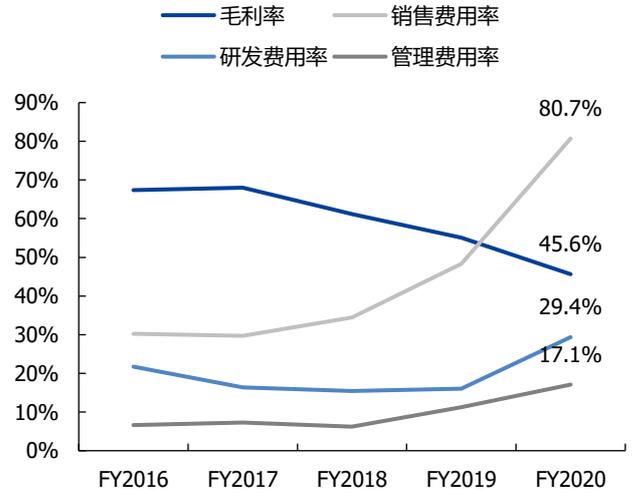
跟谁学 2020H1 归母净利润 1.66 亿元，但营业利润出现 6884 万元亏损。在目前 K12 在线渗透率仍有较大提升空间的背景下，各公司之间的营销获客战仍在持续。

图表 58: 跟谁学毛利率及期间费用率 (单位: %)



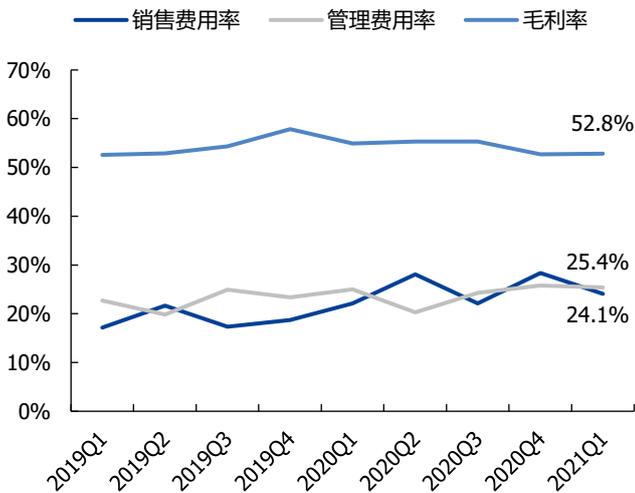
资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表 59: 新东方在线毛利率及期间费用率 (单位: %)



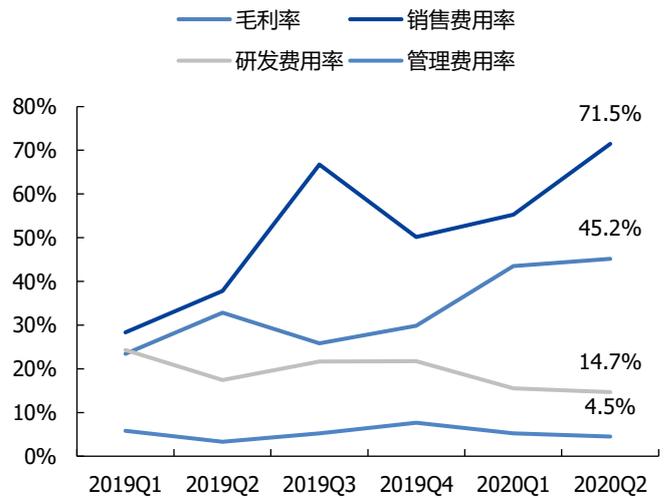
资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所 注: 新东方在线财年截止日为 5 月 31 日

图表 60: 好未来毛利率及期间费用率 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所 注: 好未来财年截止日为 2 月 28/29 日

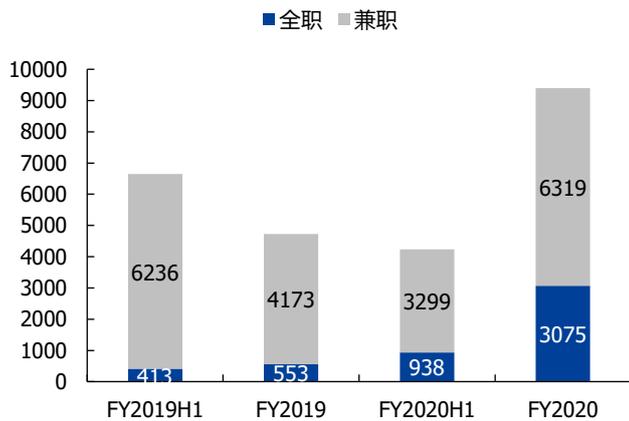
图表 61: 有道毛利率及期间费用率 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

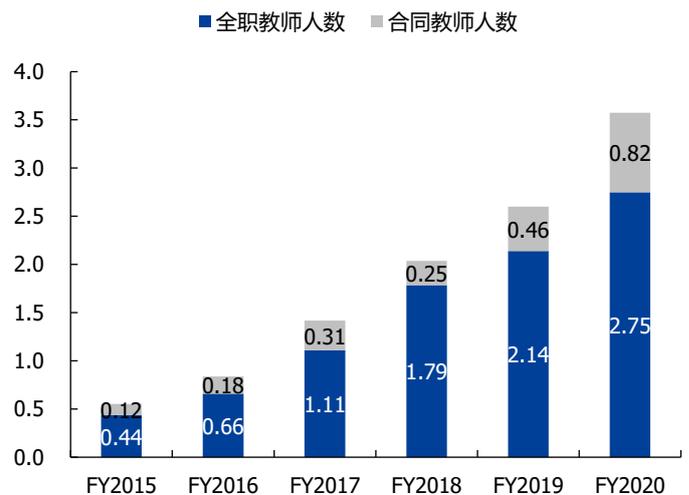
**边际变化二: 扩大辅导教师招聘, 承载大规模用户流入。**2020 年 K12 在线渗透率提升显著, 各公司通过营销投放积累大规模用户的同时均扩大辅导教师招聘以承载用户流入。具体而言, 跟谁学辅导教师人数从 2019 年末的 3736 名增加至截至 2020H1 的超 1 万名; 新东方在线全职教学、内容开发和内容制作人员从截至 FY2020H1 的 938 名增加至截至 FY2020 (即截至 2020 年 5 月 31 日) 的近 3075 名; 猿辅导于 2020 年 3 月启动“万人春招计划”。扩大辅导老师规模的意义在于提升在线大班课教育质量, 从而在教学和课后服务方面提升用户体验和满意度。

图表 62: 新东方在线教学、内容开发和内容制作人员数量 (单位: 人)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表 63: 好未来教师人数 (单位: 人)



资料来源: 腾讯数据, 国盛证券研究所

**边际变化三: 2020年秋季提价明显, 成为驱动行业规模增长的另一大动力。**对比各K12在线大班机构2020年秋季相较2019年秋季正价课程定价, 我们发现部分机构暑期正价课程提价明显。以小学四年级数学秋季正价班为例, 此前定价较低的新东方在线和猿辅导2020年秋季提价25%以上, 学而思网校有10%的稳定提价, 而此前定价较高的跟谁学于2020年秋季未明显提价。我们认为伴随疫情导致在线教育需求增加、K12在线大班自身产品质量提升以及行业集中度提升带来议价能力的提升, 价格提升有望与渗透率提升共同成为支撑K12在线行业规模提升的驱动因素。

图表 64: K12 在线机构 2020 年秋季正价课提价情况

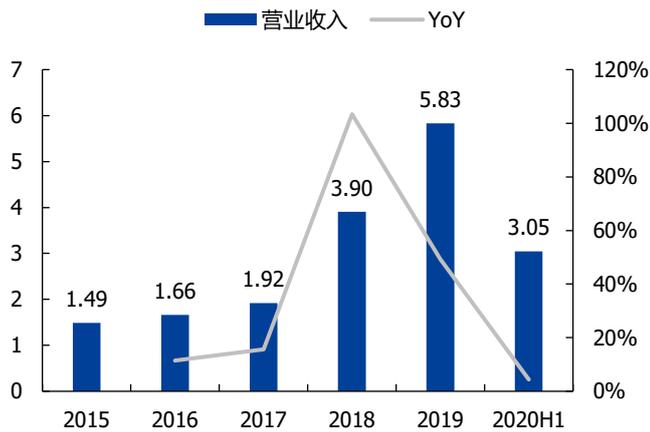
可比课程	2019 秋季定价	2020 秋季定价	课时单价涨幅
新东方在线 小学四年级数学	1280 元 16 次课, 每次课 2 小时, 对应小时单价 40.0 元	1200 元 16 次课, 每次课 1.5 小时, 对应小时单价 50.0 元	+25.0%
学而思网校 小学四年级数学	1500 元 15 次课, 每次课 2 小时, 对应小时单价 50.0 元	1760 元 16 次课, 每次课 2 小时, 对应小时单价 55.0 元	+10.0%
猿辅导 小学四年级数学	1200 元 15 次课, 每次课 1.5 小时, 对应小时单价 53.3 元	1400 元 15 次课, 每次课 1.5 小时, 对应小时单价 67 元	+25.7%
跟谁学 小学四年级数学	2288 元 16 次课, 每次课 1.5 小时, 对应小时单价 95.3 元	2299 元 16 次课, 每次课 1.5 小时, 对应小时单价 95.8 元	+0.5%

资料来源: 各机构官网, 国盛证券研究所

## 教育信息化: 佳发教育收入确认受扰动, 各业务市场拓展加速

佳发教育 2020H1 营收同增 4.4%至 3.05 亿元, 归母净利润同增 23.6%至 1.18 亿元; 对应 Q2 单季度收入同降 4.4%至 2.07 亿元, 归母净利润同增 13.5%至 9084 万元。Q2 单季度收入同比下降主要系 2020 年高考延期至 7 月影响公司收入确认节奏所致。2020H1 公司毛利率同增 0.6PCTs 至 54.5%, 销售/管理/研发费用率分别同降 1.5/0.8/1.4PCTs 至 5.4%/5.7%/4.1%, 销售费用率下降主要系销售人员薪酬及差旅费下降 199 万元所致, 管理费用率下降主要系折旧费下降 83 万元所致。综上, 归母净利润率同增 6.0PCTs 至 38.8%。

图表 65: 佳发教育营收及同比增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表 66: 佳发教育归母净利润及同比增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)



资料来源: 腾讯数据, 国盛证券研究所

**智慧招考业务: 平台建设保持领先, 口语机考领域取得突破。**2020H1, 受高考延期带来的收入确认影响, 公司标考设备收入同增 3.2%至 2.17 亿元, 毛利率同降 2.9PCTs 至 58.5%。公司于 2020H1 中标宁夏省级考试综合管理平台, 并完成国家教育考试综合管理平台的交付使用, 继续为地市级、区县级和学校级的标考建设奠定入口优势, 保持行业领先地位。英语口语机考领域, 公司与腾讯云联合研发“新一代英语听说人机对话系统”, 实现英语人机对话在脱离机房环境下的运行, 满足口语机考的建设成本、考试组织、日常使用维护等难题。英语口语系列新产品预计 2020 年 9 月发布, 成为智慧招考业务新的增长点。

**智慧教育业务: 加速市场拓展, 毛利率改善显著。**公司智慧教育业务 2020H1 收入受疫情影响同增 3.6%至 6696 万元, 毛利率同比显著提升 13.9PCTs 至 50.3%, 毛利率大幅提升主要系自主产品占比提升所致。智慧教育业务在报告期内加速市场拓展, 具体而言: (1) 考教统筹业务在兼顾 K12 学校市场的同时加大对高校的推广工作, 先后中标广西工业大学、集宁师范学院等项目; (2) 新高考业务继续以生涯规划为着力点, 积极推进江油市生涯规划中心建设, 并与多地政府合作打造生涯体验中心; (3) 智慧校园设计能力得到认可, 2020H1 公司先后中标凉山彝族自治州、达州市、贵安新区等区域智慧校园建设项目, 并与宜宾市政府签署长期合作协议, 共同打造宜宾区域教育云平台。

## 投资策略: 兼顾确定性与成长性, 优选板块龙头

教育行业商业模式和消费属性极具吸引力, 同时对政策高度敏感, 核心推荐政策明朗、具备成长性且格局较优的四条核心赛道——K12 课培、职业教育、民办高教、教育信息化。2020 年疫情背景下政策导向相对积极, “稳就业”趋势确定, 招录以及高校扩招利好有望在下半年逐步兑现, 看好具有较高确定性的职业教育、民办高教赛道; 疫情催化在线教育及教育信息化发展提速, 刚需属性拉动 K12 线下积极复苏, 看好具有较强成长性的 K12 培训、教育信息化赛道, 综上:

**1) 职业培训:** 稳就业政策基调明确, 就业导向需求刚性。看好龙头公司有望逆势实现份额提升。推荐中公教育、中国东方教育。

**2) 民办高教:** 高教板块学额陆续披露, 专升本扩招利好充分体现, 拉动各集团学额实现 15%以上增长, 重点关注 21 财年估值切换以及独立学院转设进度, 重点推荐: 希望教育、华夏视听教育、宇华教育、中国科培。

**3) K12 课培:** 线下培训陆续复课, 且教育部建议学校不占用双休日、假期时间补课, 暑期获客及后续转化值得关注。经过本次疫情, 线上线下一体化布局的龙头公司集中度有望进一步提升。推荐**科斯伍德、跟谁学**。

**4) 教育信息化:** 线上教学的契机有望加速需求端认知和产品升级, 核心推荐**佳发教育**。

图表 67: 覆盖教育公司盈利预测和估值

赛道	代码	公司	股价 原始货币	EPS (人民币)			PE			市值 (亿)	PEG	评级
				19A	20E	21E	19A	20E	21E			
职业	002607.SZ	中公教育	37.10	0.29	0.40	0.54	127	92	69	2,288	3.5	买入
培训	0667.HK	中国东方教育	17.58	0.39	0.39	0.59	40	40	26	386	1.0	买入
K12	300192.SZ	科斯伍德	24.80	0.27	0.61	0.86	91	41	29	74	1.5	买入
培训	1769.HK	思考乐教育	23.05	0.25	0.30	0.42	83	68	48	128	1.8	增持
K12	GSX.N	跟谁学	80.01	0.79	0.48	2.31	693	1137	237	191	4.6	买入
在线	1797.HK	新东方在线	33.80	-0.07	-0.79	-0.61	/	/	/	318	/	买入
信息化	300559.SZ	佳发教育	22.19	0.51	0.75	1.05	43	29	21	89	1.0	买入
	1981.HK	华夏视听教育	4.91	0.11	0.18	0.26	41	24	17	82	0.6	买入
	6169.HK	宇华教育	7.13	0.15	0.29	0.39	43	22	16	238	0.8	买入
	1890.HK	中国科培	6.00	0.23	0.28	0.37	23	19	14	121	0.8	买入
	1765.HK	希望教育	2.37	0.07	0.08	0.10	31	27	22	171	1.4	买入
高教	2001.HK	新高教集团	5.52	0.25	0.31	0.38	19	16	13	85	0.8	买入
	0382.HK	中汇集团	5.71	0.21	0.29	0.35	24	18	14	58	0.9	买入
	1569.HK	民生教育	1.19	0.08	0.10	0.12	13	10	9	50	0.7	买入
	2779.HK	中国新华教育	2.50	0.17	0.21	0.26	13	10	9	40	0.7	买入
	0839.HK	中教控股	14.44	0.35	0.42	0.55	37	30	23	310	1.2	买入
早教	002621.SZ	美吉姆	7.10	0.14	0.04	0.21	49	170	33	59	1.1	增持

资料来源: Wind, 国盛证券研究所整理 注: EPS采用国盛证券研究所预期, 其中希望教育、跟谁学采用调整激励费用后归母净利润。股价和市值采用2020年9月4日收盘价, 货币采用公司所在市场货币, 美元兑人民币汇率采用6.8359, 港币兑人民币汇率采用0.88203

图表 68: 其他相关教育公司盈利预测和估值

赛道	代码	公司	股价 元	EPS (人民币)			PE			市值 亿元	PEG
				19A	20E	21E	19A	20E	21E		
职业培训	300338.SZ	开元股份	10.45	-1.85	-0.08	0.18	/	/	58	36	/
	6068.HK	睿见教育	2.99	0.17	0.21	0.27	16	13	10	65	0.5
K12 学校	1773.HK	天立教育	6.81	0.13	0.18	0.23	47	34	26	141	1.1
	002659.SZ	凯文教育	6.91	0.06	-0.03	0.10	109	/	66	41	/
	BEDU.N	博实乐	6.55	2.72	2.67	3.74	16	17	12	8	0.5
	EDU.N	新东方	149.29	17.80	20.97	26.02	57	49	39	236	1.6
	TAL.N	好未来	75.13	5.06	0.09	5.59	101	5814	92	450	6.0
K12 课外	ONE.N	精锐教育	4.18	1.28	-0.12	2.30	22	/	12	7	/
	000526.SZ	紫光学大	65.39	0.14	0.14	0.82	486	454	475	63	2.2
	300010.SZ	立思辰	20.82	0.04	0.10	0.39	591	213	54	181	1.5
	600661.SH	昂立教育	16.32	0.19	0.41	0.72	86	40	23	47	0.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所整理 注: 港股和A股EPS采用Wind一致预期, 美股采用彭博一致预期。股价和市值采用2020年9月4日收盘价, 货币采用公司所在市场货币, 美元兑人民币汇率采用6.8359, 港币兑人民币汇率采用0.88203

## 风险提示

- 1.《民促法实施条例》终稿落地的时点和条款恐带来政策不确定性因素。**
- 2.市场竞争加剧：**教育行业整体分散，现金流好且盈利能力强使得行业进入者众多。学历赛道中，公民同招、学前教育普惠政策对学前教育、义务教育民办学校恐有限制；非学历赛道中，整体规范经营导向下，职业培训、在线教育和K12课外等赛道均竞争激烈。
- 3.并购速度不达预期；**受政策不确定性、审批流程等因素影响，民办学历赛道收购进度恐受影响。
- 4.疫情复发风险：**若疫情复发导致学校无法开学以及培训机构无法复课，对民办高教以及线下培训获客以及收入确认造成不利影响。
- 5.公司业绩低于预期：**招生/获客情况低于预期、收购和并表进度低于预期、渠道扩张速度放缓、合规成本高于预期等因素均或导致公司业绩低于预期。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com