

行业整合提速，龙头迎来新机遇

2021年教育行业投资策略

证券分析师：黄哲 A0230513030001
2020.11.16



大循环 双循环
Great Circulation & Dual Circulation

申万宏源 · 2021资本市场年会
Shenwan Hongyuan · 2021 Capital Market Annual Conference

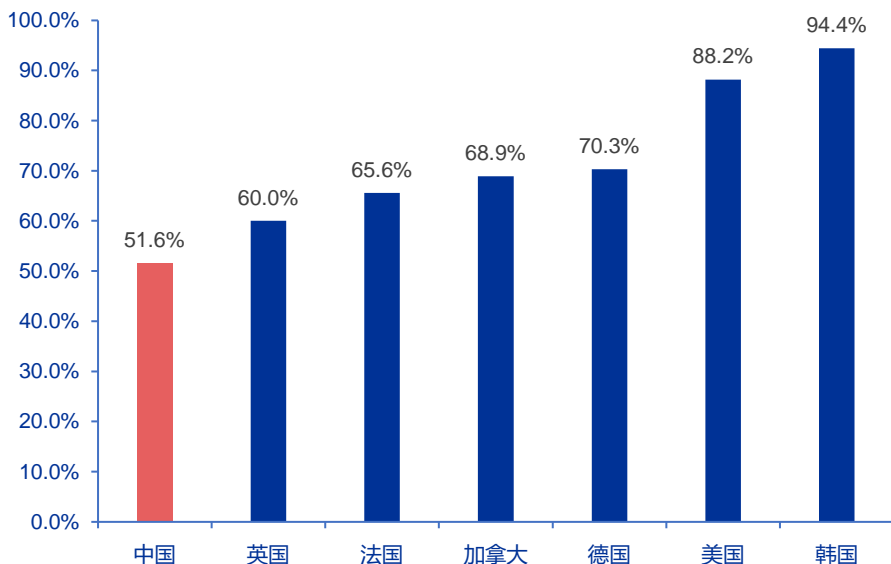
目录

1. 职教改革贯穿五年规划，高教行业发展提速
2. 疫情消退，线下复课，线下K12整合加速
3. 政策落地，分类监管
4. 配置龙头公司

1.1 入学率提升推动高教行业渗透率提高

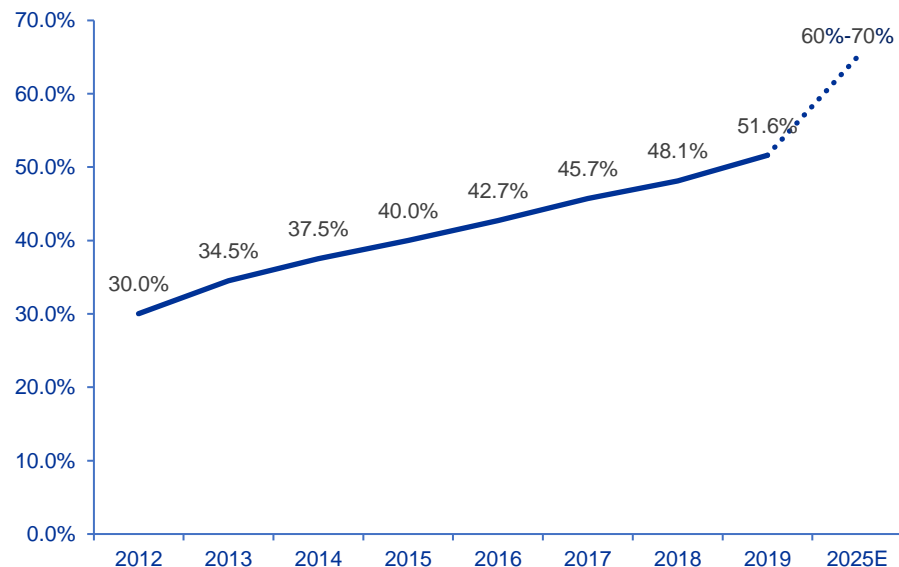
- 2019年中国高等教育毛入学率达到51.6%，已完成16年十三五规划所提出的20年50%的目标，但较发达国家普遍高于60%-95%的水平仍有很大差距。
- 社会评价体系也以学历为主要参考标准。学历越高越受社会认可，因此大学教育需求维持景气。
- 预计在十四五规划中高等教育毛入学率将进一步提升至60%-70%水平。

高等教育毛入学率，中国与发达国家仍有差距



资料来源：联合国教科文组织，教育部，申万宏源研究

十四五规划中毛入学率目标或将进一步提升

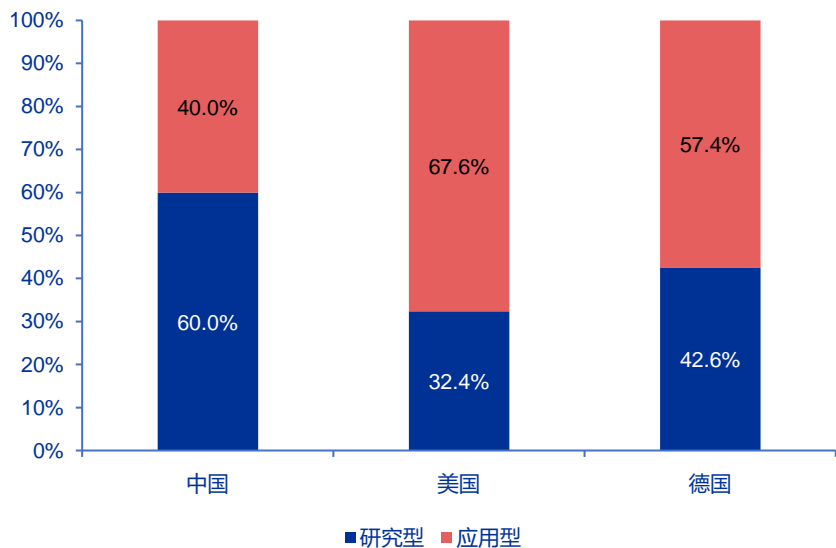


资料来源：教育部，申万宏源研究

1.2 供需矛盾推动高教改革

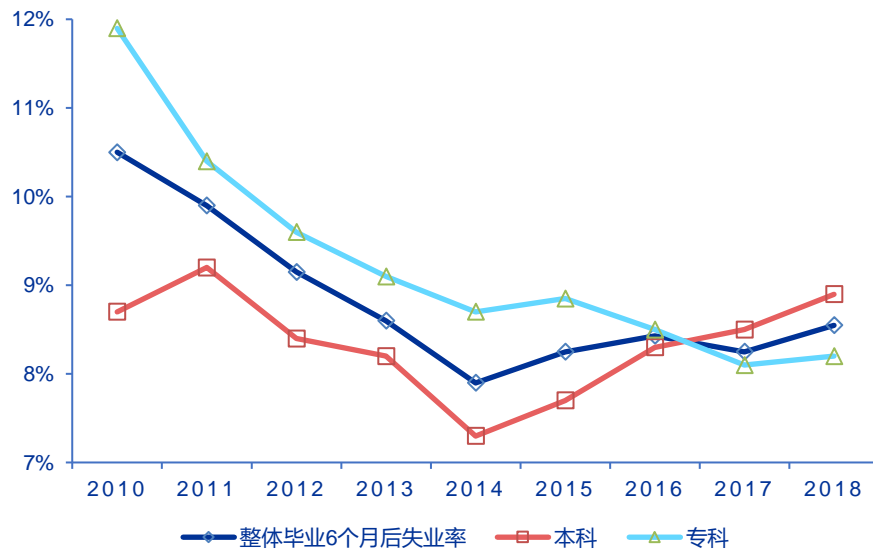
- 人才培养体系结构失衡——中国高等教育研究型人才培养占比过重，市场迫切需求的具备实操能力的应用型人才供给不足，出现从精英教育到大众教育的阵痛期。对比结构合理的发达国家如德国、美国，我国高等教育人才结构失衡相当严重。
- 《国家职业教育改革实施方案》的颁布预示职教改革拉开序幕。我们认为职教改革是涵盖了应用型本科，高职，中职，技校的整个教育系统的改革。我们判断高职院校扩招及技师院校并入高等序列为改革两大主线。

中国高等教育人才培养结构失衡



资料来源：NCES，德国联邦统计局，国家统计局，申万宏源研究

应届本科毕业生的高失业率代表市场对本科生需求的饱和



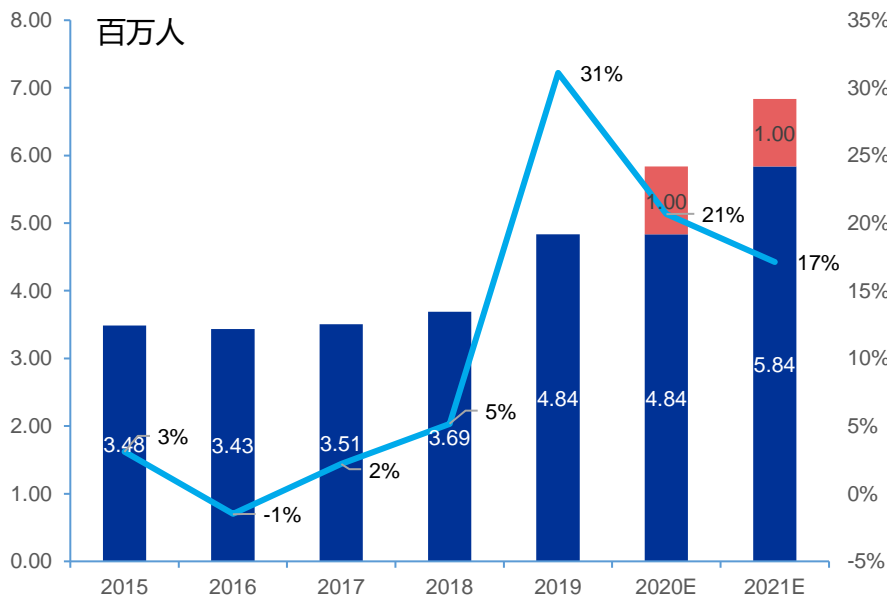
资料来源：教育部，申万宏源研究

1.3 政策鼓励应用型人才培养

■ 高职扩招助推改革加速

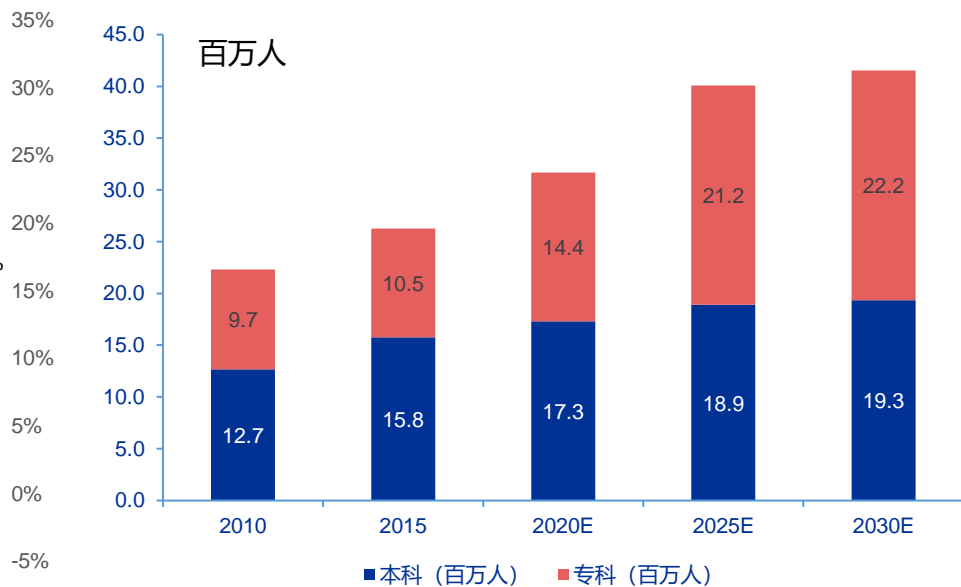
- 19年政府工作报告中首次提出高职百万扩招，并最终带动专科招生人数增长115万人，其中统招约60万人，退役军人、下岗失业人员、农民工、新型职业农民等群体招生52万。
- 20年再次提出高职扩招计划，并计划于今明两年扩招200万人次，将带动20/21学年、21/22学年招生人数分别同比再增长21%、17%。预计未来高职扩招将进入常态化，成为一项长期政策，而专科生占比预计从2018年的40%提升至2030年的53.5%。

高职扩招三年三百万，年招生规模显著放量



资料来源：教育部，申万宏源研究

至2030年高职院校在校生占比显著提升

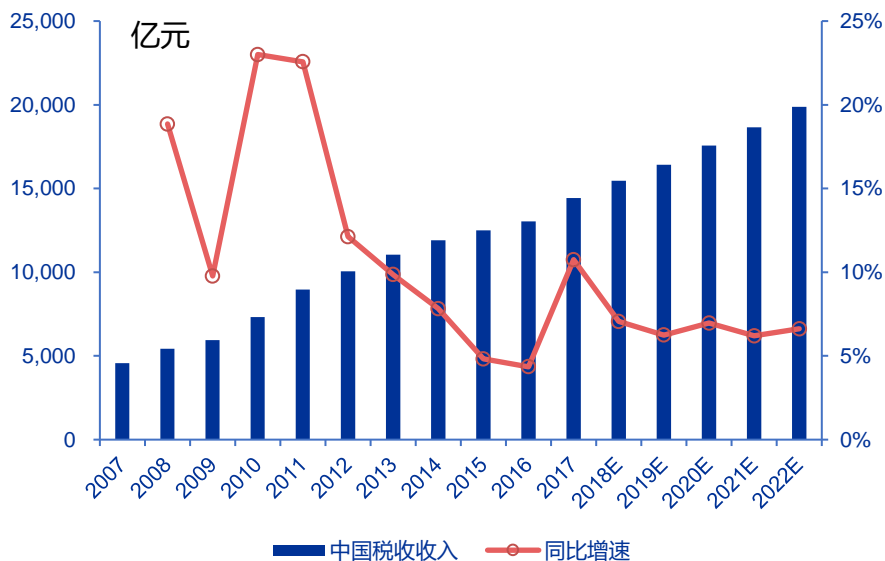


资料来源：教育部，申万宏源研究

1.4 公办学校扩招乏力

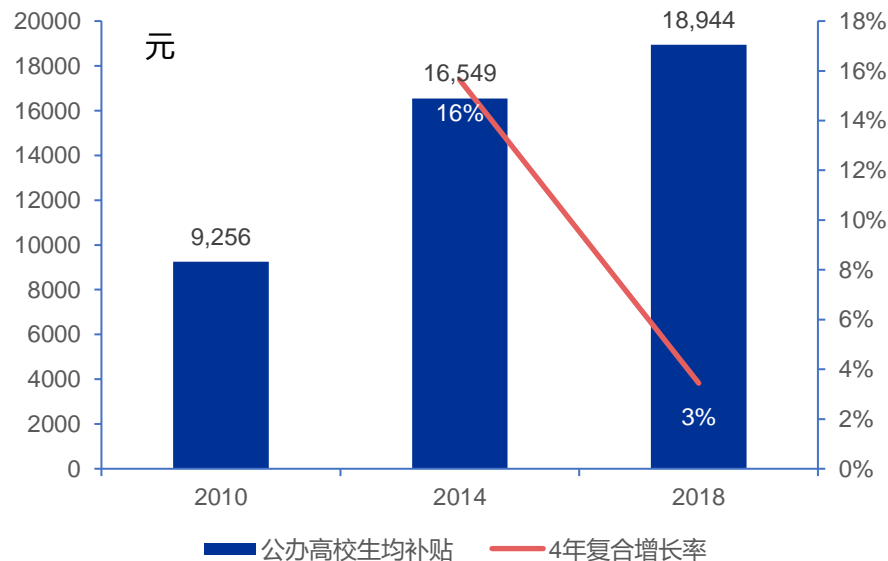
- 根据弗若斯特沙利文 (Frost & Sullivan) 数据, 2017年公办高等教育收入的86%来自政府补助。而民办高等教育仅有12%。因此, 我们认为公办高等教育行业的扩张对政府补贴的依赖性较大。
- 为了让公办高校容纳更多学生, 政府的教育经费支出可能会相应的增加。而在增值税改革以及政府行政性收费减少的大环境下, 政府的教育经费支出将不会有激增的可能, 从而影响公办学校的扩招。

财政收入增速一降再降



资料来源: Wind, 国家统计局, 申万宏源研究

公共财政对公办的支持逐步减弱

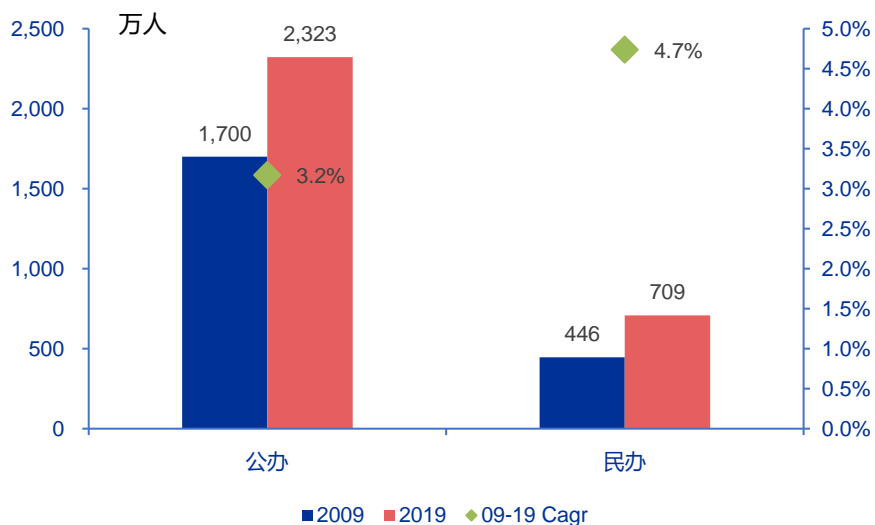


资料来源: Wind, 教育部, 申万宏源研究

1.5 民办院校扩招意愿更为充足

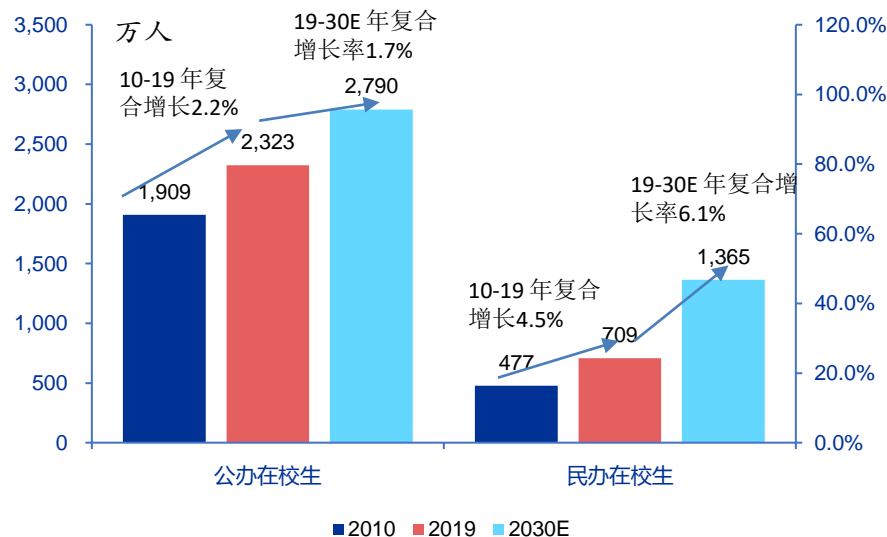
- 弱财政支持将制约公办学校扩张动能。非就业导向的课程设置也使得公办高校教育缺乏竞争力，过去10年在校生人数年化增长仅3%。
- 民办高校以扩大招生带动经营业绩增长，扩张动力充足。随着专升本，专科扩招以及毛入学率的不断提升，我们预计大多数增量生源的教育需求由民办教育满足。
- **假设70%的新增大学生上民办高校，则2030年民办高校在校生总人数1365万，19至30年11年CAGR可达6.1%**

过去10年公办学校在校生人数复合增速仅3.2%，
低于民办学校的4.7%



资料来源：教育部，申万宏源研究

至2030年民办学校在校生规模扩张2.2倍

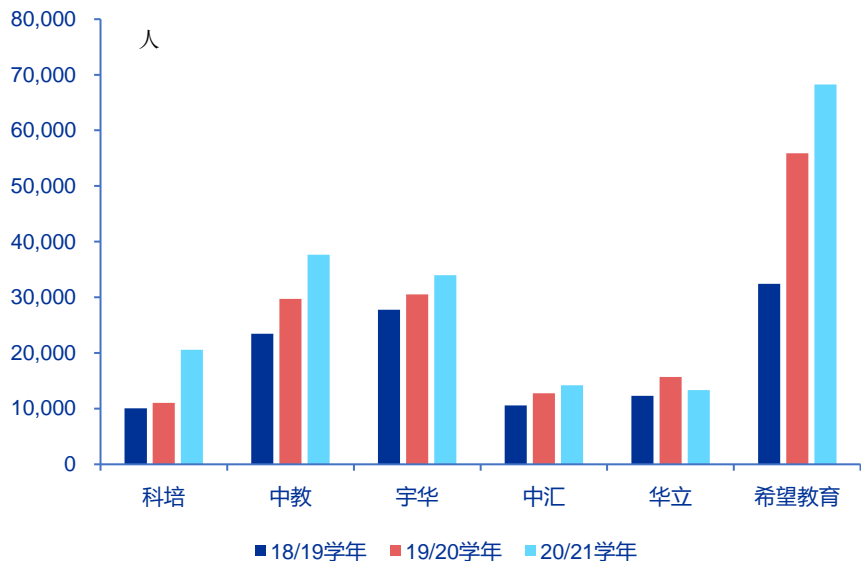


资料来源：教育部，申万宏源研究

1.6 三年三百万！高职扩招带动在校生快速增长

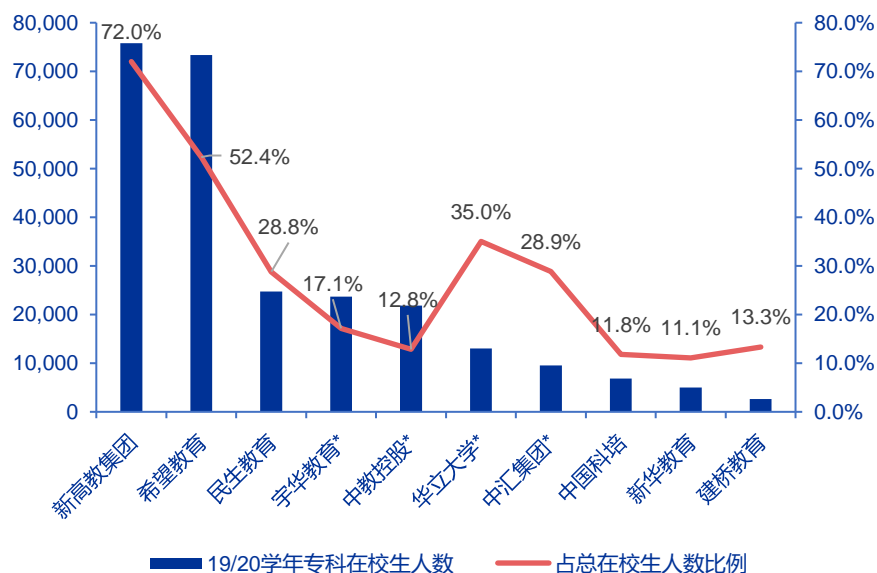
- 19年高职百万扩招，港股上市公司平均招生计划从18/19学年的7,089人增长至19/20学年的9,263人，同比增长30.7%，增速远超行业平均。
- 高职未来两年在扩招两百万，上市公司学额增长持续。港股高教板块公司的专科（高职）平均招生计划从19/20学年的10,867人增长至20/21学年的13,953人，同比增长30%。专科生占比高，专科办学有特色的高校更具增长潜力。

20/21学年，上市公司招生学额显著提升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注重专科办学的公司将迎来更高的成长性

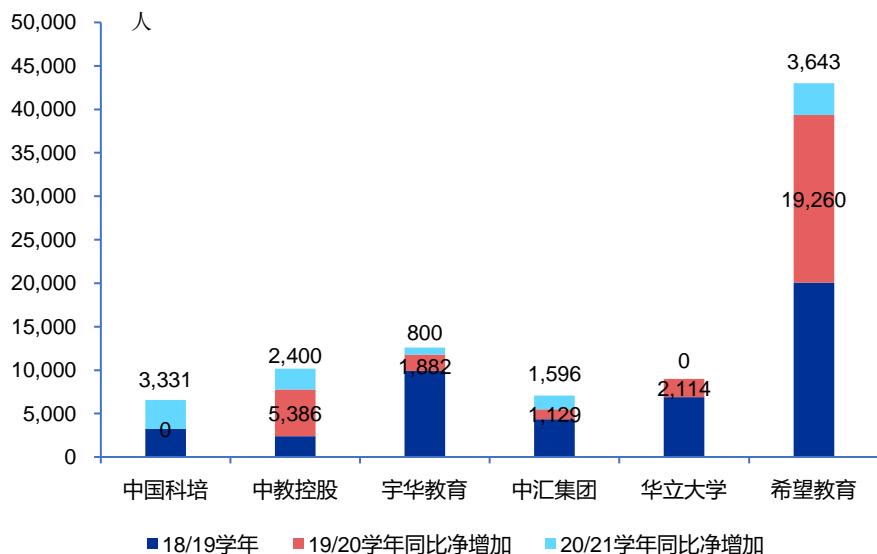


资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.7 21学年在校生人数继续强劲增长

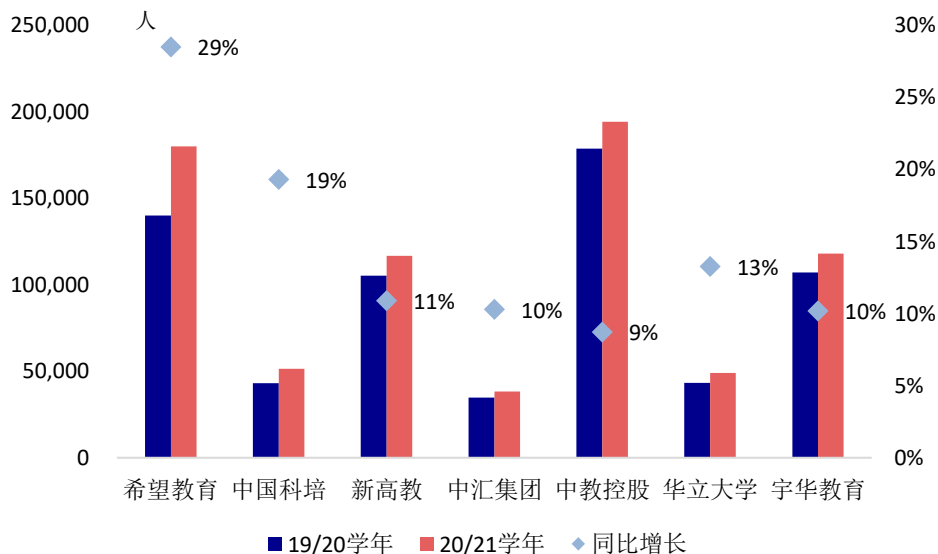
- 受今年初专升本扩招人数翻倍，专科未来2年扩招200万的政策推动，各家公司的在校生人数也取得大幅的增长。同比增速均值为27%。如果扣除因并购和非在校成人高教业务带来的在校生增长，各家高校公司在校生内生增长均值也达到了15%。相较去年12%同比增速继续攀升。

20/21学年上市公司专科新招学生人数预计显著提升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

预计21年高校在校生内生增长（扣除校外成人，当年并购带来的人数增长）再次提速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

目录

1. 职教改革贯穿五年规划，高教行业发展提速
2. 疫情消退，线下复课，线下K12龙头整合加速
3. 政策落地，分类监管
4. 配置龙头公司

2.1 对标18年，后疫情时代中小机构举步维艰

- 受疫情影响，K12课外辅导机构不得不临时停业，其中，龙头公司选择转移线上，守住存量生源。而对于中小型机构，无法将学生及时转移至线上，导致了大量客户的流失。同时暑期线下复课进展缓慢，中小型培训机构的消课节奏也将大幅放缓。然而运营成本却因复课反而有所增加（支付教师课时费）。因此，我们预计中小型机构经营性现金流将加速恶化，一部分机构将退出市场。
- 2018年类似行业洗牌情况也出现过。彼时教育部意在整治校外培训机构各种运营乱象，出台各项政策责令行业整改：如培训场所需符合生均3平米的要求，预收学费不能超过3个月等，不准超纲教学，且主科培训老师需具备教师资格证。而为了满足生均3平方米的要求，小型机构合并旗下多个培训中心，丧失以往通勤便利的优势，导致客源流失。师资力量的匮乏，考取从业资格举步维艰，中小机构经营情况进一步恶化。同时，由于仅能收取三个月的学费，培训机构营运现金流明显收紧，中小机构快速扩张的情况几乎消失。

18年监管政策频发，K12教培迎来“最严监管年”

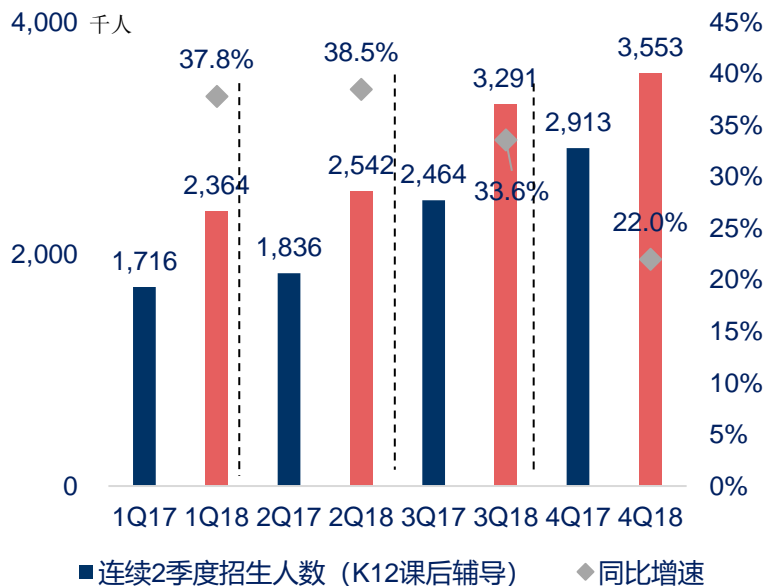
日期	政策	主要内容
2018/2/26	《关于切实减轻中小学生课外负担开展校外培训机构专项治理行动的通知》	<p>整治课外辅导机构超纲教学现象，减少学生负担</p> <p>严禁课外培训机构组织举办学科等级考试、竞赛及排名。</p> <p>将治理过程分为全面部署、排查摸底；集中整治；专项督促检查三个阶段</p>
2018/8/22	《关于规范校外培训机构发展的意见》	<p>不得聘用中小学在职教师，从事学科知识培训教师应具有相应教师资格。</p> <p>校外培训机构必须有符合安全条件的固定场所，同一培训时段内生均面积不低于3平方米</p> <p>不得一次性收取时间跨度超过3个月的费用</p>
2018/11/26	《关于健全校外培训机构专项治理整改若干工作机制的通知》	<p>进一步加快行业治理速度，争取在2018年末完成整改工作</p>

资料来源：国务院，教育部，申万宏源研究

2.2 龙头公司亦短期承压

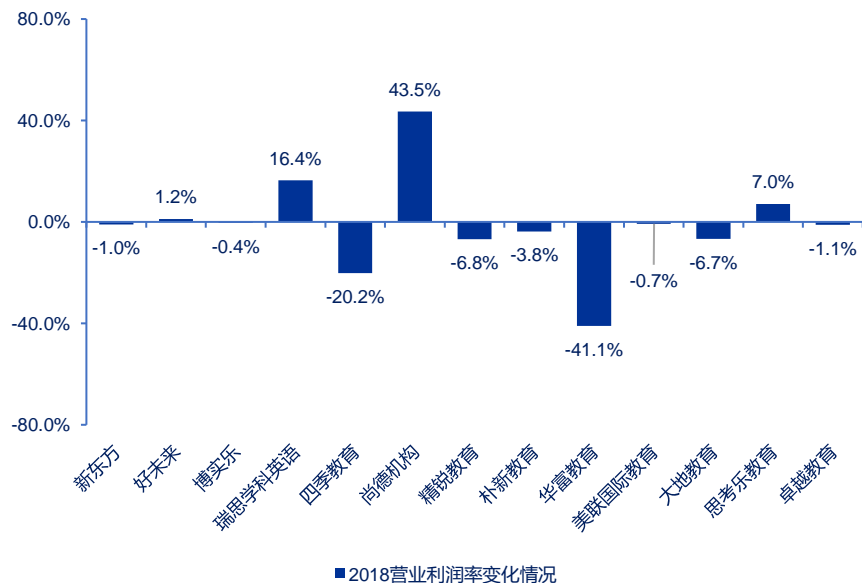
- 自2018年下半年起，龙头机构也面临着一定的经营压力。以新东方为例，公司在2018年三四两季度的培训人次同比增速和运营利润率都出现了下降。2018年三季度培训人次同比增速较去年同期下降1.4个百分点至33.6%。并于四季度继续下滑15.7个百分点至22%。而集团三季度的营运利润率同比下滑4.45个百分点至20.4%，并继续于四季度同比收窄1.69个百分点至-2.5%。全行业来看，K12教培上市公司在18年的平均营运利润率同比下降1个百分点。

监管趋严，新东方招生增速放缓



资料来源：公司公告，申万宏源研究

线下K12课辅上市公司2018年的平均营运利润率较同期下降1个百分点

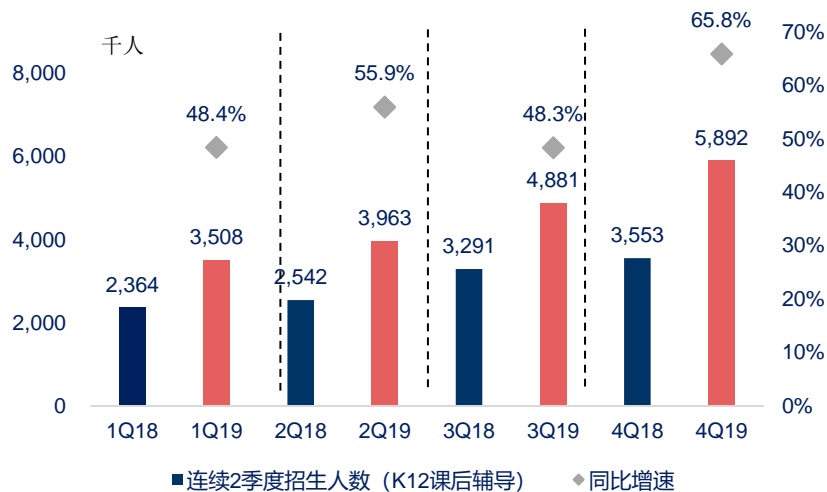


资料来源：公司公告，申万宏源研究

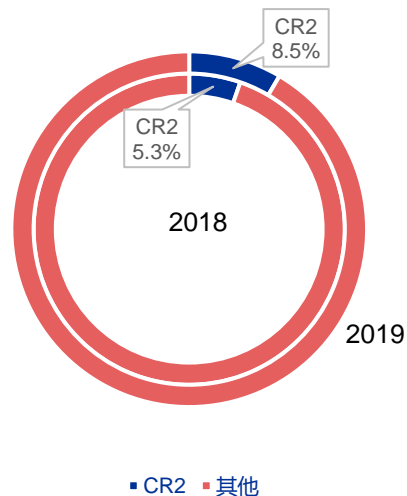
2.3 龙头公司逆势扩张，积极整合市场

- 整改期间，龙头公司得益于其自身的教研师资优势以及夯实的现金储备，迅速完成整改，并逆势扩张开始整合市场。
- 行业整治在19年上半年基本完成，中小型机构规模明显萎缩，而市场需求依然存在。因此，以新东方为例自19年1季度开始，培训人次同比增速相较去年同期回升10.6个百分点至48.4%。并于之后3个季度逐步加速，在4季度达到65.8%的同比增速，达到近5年最高的增长速度。而另一巨头好未来的情况同样如此。根据培训人次来计算，行业CR2已上升3.2个百分点至8.5%。

走出行业阵痛期，新东方招生情况明显反弹



19年，行业CR2同比上升1.6个百分点



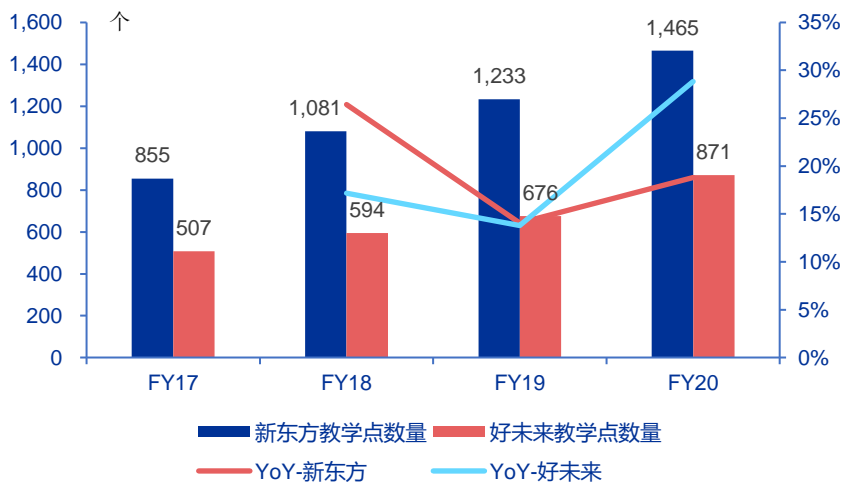
资料来源：公司公告，申万宏源研究

资料来源：万得，公司公告，申万宏源研究

2.4 疫情淡去，行业整合有望再度加速

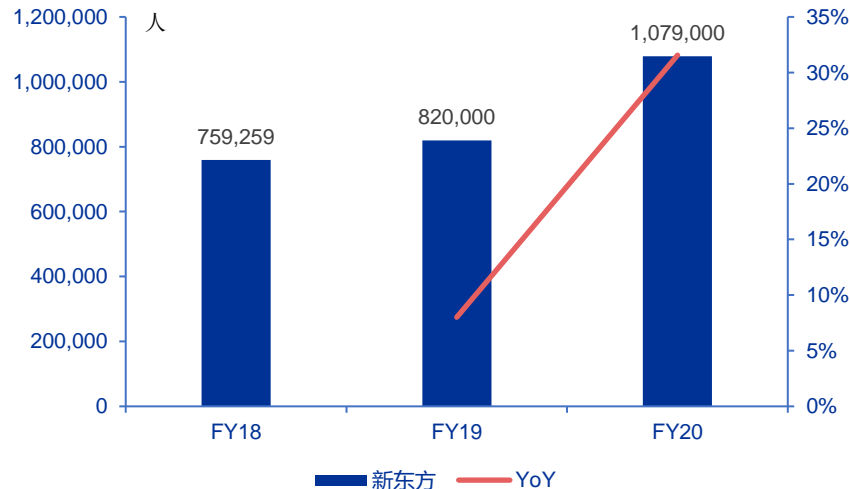
- 与18年情况相同，我们预计由于今年疫情影响，大批中小型课外辅导机构退出市场将成为必然。而龙头公司，如新东方在疫情期间依旧保持同比20-25%的教学点扩张速度，预计将在完全复课后，进一步吞并中小型机构退出释放的空间。由于线下教培的需求依旧保持强劲，我们相信K12课外辅导行业集中度有望再一次提升。我们预计在线下培训逐步恢复后，头部机构的培训人次增速将大幅提高，复制2019年下半年的高增长行情。以20年的暑期招生情况来看，新东方暑期促销班招生超107万，同比增长近32%，远高于19年同期23个百分点的增速。

头部机构加速扩张教学点数，伺机吞并市场



资料来源：公司公告，申万宏源研究

疫情后，新东方暑期促销班招生同比增长32%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

目录

1. 职教改革贯穿五年规划，高教行业发展提速
2. 疫情消退，线下复课，线下K12龙头整合加速
3. 政策落地，分类监管
4. 配置龙头公司

3.1 政策监管细化趋势明显

- 民办教育促进法实施条例有待落地，推进落实民办教育分类管理的政策细则。民办学校举办者可依规自主选择设立非营利性或者营利性民办学校，实施分类登记、分类管理。

时间	文件或事件	内容
1995年3月	《教育法》	任何组合和个人不得以营利为目的举办学校及其他教育机构。
2003年9月	《民办教育促进法》	出资人可以从办学结余中取得合理回报，取得合理回报的具体办法由国务院规定。
2013年9月	《教育法律一揽子修订草案（征求意见稿）》	提出修订《教育法》、《高等教育法》、《民办教育促进法》。对现行教育法规中营利性和非营利性民办学校提出分类管理。民办学校可以自主选择，登记为非营利性或者营利性法人。
2016年12月	教育部等三部门颁布《营利性民办学校监督管理实施细则》	社会组织或者个人可以举办营利性民办高等学校和其他高等教育机构、高中阶段教育学校和幼儿园，不得设立实施义务教育的营利性民办学校。
2017年9月	新民促法正式生效	民办教育分类管理正式落地。 民办学校的举办者可以自主选择设立非营利性或者营利性民办学校，实施分类登记、分类收费。
2018年4月	《中华人民共和国民办教育促进法实施条例（修订草案）（征求意见稿）》	第四十三条允许举办者与民办学校进行合法关联交易，但要建立信息披露制度。
2018年8月	司法部发布《民促法实施条例（修订草案）（送审稿）》	第7条：公办学校不得举办或者参与举办营利性民办学校……不得以品牌输出方式获得收益。——高校独立学院转设加速 第12条：实施集团化办学的，不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校。——非营利性学校并购暂停。 第45条……教育行政部门、人力资源社会保障部门应当加强对非营利性民办学校与利益关联方签订协议的监管，对涉及重大利益或者长期、反复执行的协议，应当对其必要性、合法性、合规性进行审查审计。——关联交易合理性得到确认。
2020年11月	教育部答复全国政协“关于促进民办教育健康发展的提案”	1) 教育部明确各省市在营利性非营利性学校的具体监管政策上的自主权。针对过渡期，财税等具体的政策由各地自行制定。 2) 教育部明确对“合法合规的关联交易持开放态度”。重提关联交易定价的“三公原则”（公开、公平、公允）。

资料来源：国务院，教育部，司法部，申万宏源研究

3.2 分类管理是民办教育促进法监管出发点

- 实施对不同阶段学校的分类管理体现了监管机构对“公平”和“效率”原则的把握。“营利性”学校追求效率，按照市场化的手段办学，增加投入带动学科品牌建设，最终实现品牌强-招生畅-盈利旺的正向循环。而“非营利性”学校以“公平”为办学初衷。改革调控将逐步实现生源和师资的平均分配，从而令教育资源均衡分布。

潜在影响	实行分类管理后	
学校的法律定位	非营利性	营利性
举办者从学校中获取利润	不允许	允许
外资控股	不允许外资控股义务教育学校	-
接受关联方的服务	政府审计	-
土地	出让或划拨	只能出让，允许地方政府提供土地优惠
税收	根据税法规定获得所得税免税资格， 非营利性收入免征所得税 。禁止向相关或非相关方转移利益	所得税适用，国家税收应引入优惠的行业税率
政府支持和奖励	可通过购买服务，学生贷款/奖学金，租用或转让政府闲置资产（土地，楼宇等），政府补贴，资金补贴，捐赠奖励	可通过购买服务，学生贷款/奖学金，租用或转让政府闲置资产（土地，楼宇等）
学费	省政府根据教育成本和其他因素制定政策	学校有完全的自由裁量权
公用事业费用	与公立学校相同	与公立学校相同
被教育集团控制或收购	不允许	-
教育集团举办学校	不允许	允许

资料来源：教育部，申万宏源研究

3.3 放权地方，政策因地制宜

- 教育部明确各省市在营利性和非营利性学校的具体监管政策上的自主权。针对过渡期，财税等具体的政策由各地立足地区实际而制定。我们预计地方政府或将采用15%的企业所得优惠税，以及适用先租后补的土地性质变更缴款方式扶持民办教育。
- 各省民办教育实施细则将在明确过渡期的基础上自行制定针对民办教育的有关土地，税收的政策。对民办教育的扶持态度不改，利好政策可期。

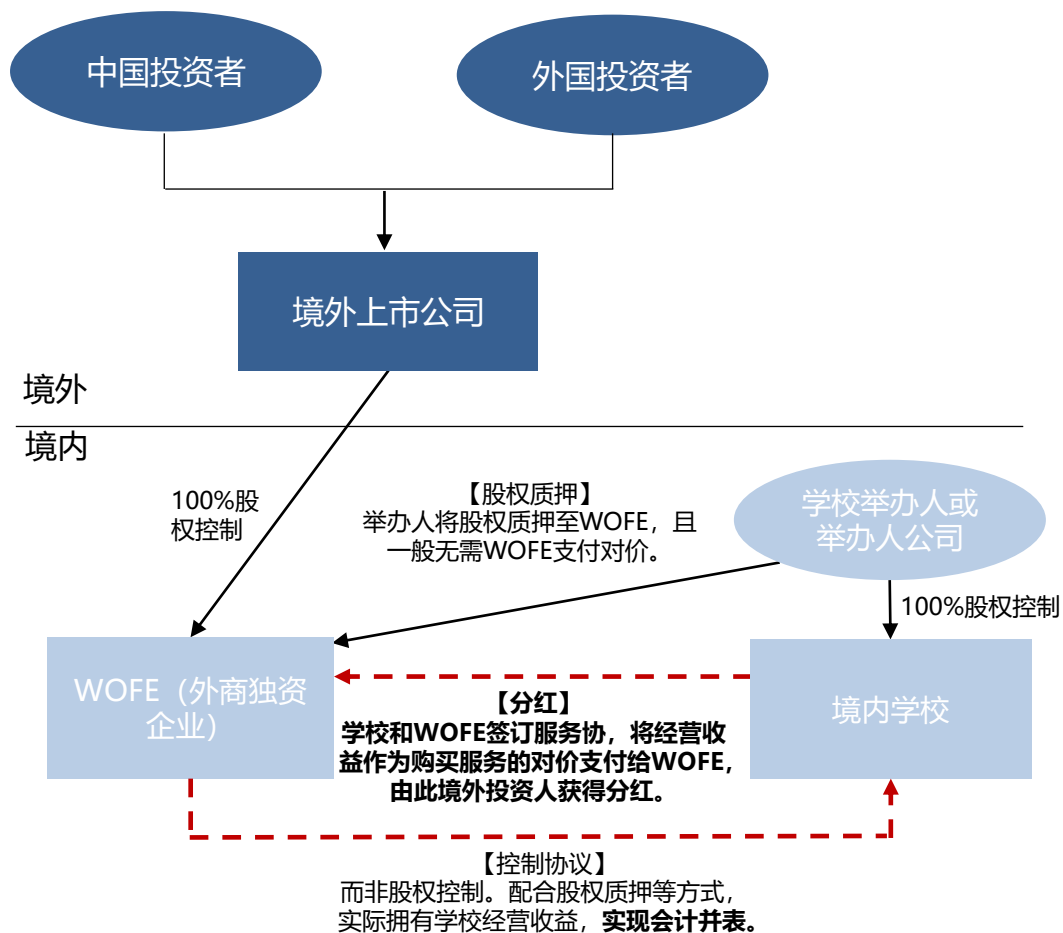
省份	过渡期	省份	过渡期
辽宁	未注明	重庆	未注明
安徽	需在22年前注册营利或非营利	宁夏	17年11月7日前开办的，需在22年12月31日前注册营利或非营利
甘肃	未注明	山东	17年11月7日前开办的，需在22年9月1日前注册营利或非营利
天津	未注明	江西	需在22年9月1日前注册营利或非营利
湖北	未注明	贵州	未注明
云南	16年11月7日前开办的，需在21年11月7日前注册营利或非营利； 17年9月1日前开办的，尽早注册； 17年9月1日后开办的，需在开办时申明注册营利或非营利。	吉林	未注明
上海	18年前提交纸质材料； 19年确定注册为营利非营利； 20年完成非营利学校注册； 21年完成营利学校注册；	广西	17年9月1日前开办的，需在22年12月31日前注册营利或非营利
浙江	16年11月7日前开办的，需在22年前注册营利或非营利	四川	未注明
河北	需在22年前注册营利或非营利	北京	未注明
内蒙古	17年9月1日前开办的，需在23年8月31日前注册营利或非营利	湖南	16年11月7日前开办的，需在22年8月31日前注册营利或非营利
河南	需在22年前注册营利或非营利	山西	16年11月7日前开办的，需在22年前注册营利或非营利
海南	17年9月1日前开办的，需在22年8月31日前注册营利或非营利	黑龙江	16年11月7日前开办的，需在22年9月1日前注册营利或非营利
陕西	需在22年9月1日前注册营利或非营利	福建	16年11月7日前开办的，需在22年前注册营利或非营利
江苏	需在20年12月31日前注册营利或非营利，但可延期至22年	新疆	未注明
广东	未注明	西藏	未注明
青海	未注明		

资料来源：各省市教育厅，申万宏源研究

3.4 关联交易遵循合理合规原则

- 教育部明确对“合法合规的关联交易持开放态度”。重提关联交易定价的公开、公平、公允的“三公原则”
- VIE架构下，上市公司通过和学校的关联交易，获取经营利润实现分红。针对关联交易的审查将使部分学校的经营收益不可直接作为对股东的分红。
- 营利性学校则可不使用关联交易而直接向股东分红。不受关联交易审查限制。

通过关联交易获取学校利润的路径



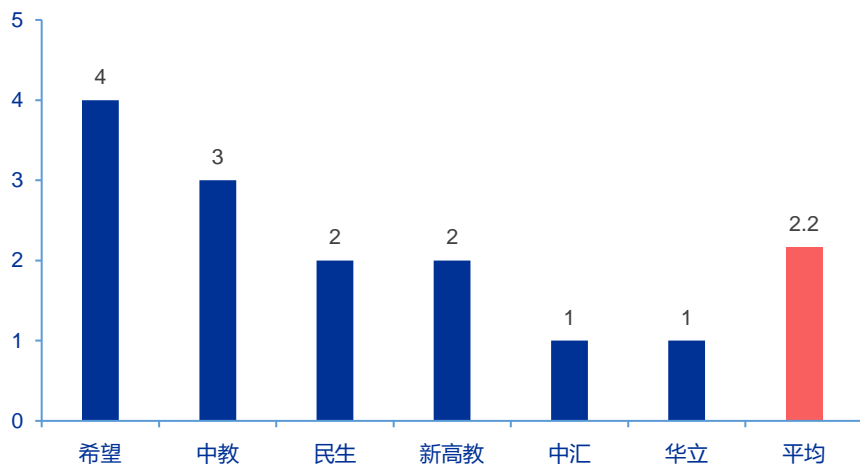
资料来源：教育部，申万宏源研究

3.5 独立学院转设加速推进

■ 独立学院转设带动收并购业务加速，学校经营更加自主。

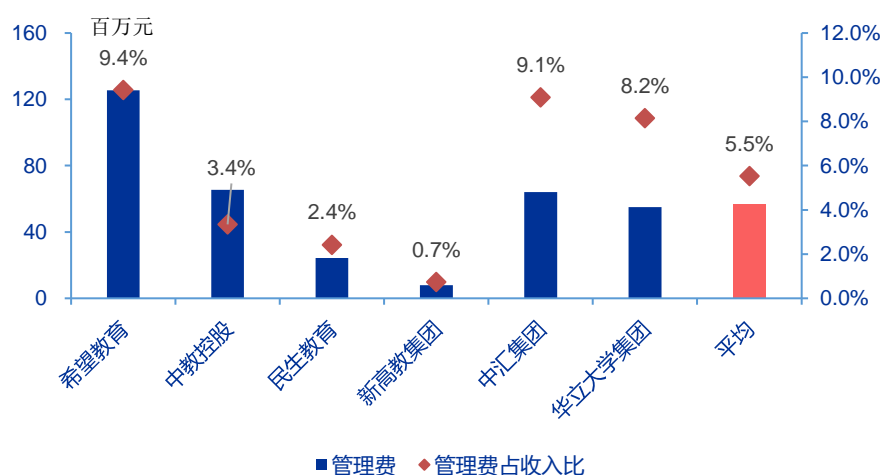
- 《民促法实施条例（修订草案）（送审稿）》提出“公办学校不得举办或者参与举办营利性民办学校……不得以品牌输出方式获得收益”。教育部于5月18日发文，《关于加快推进独立学院转设工作的实施方案》，进一步推进独立学院转设进程。第一批独立学院转设已于20年11月由教育部公示。
- 预计有条件完成转设的独立学院将会尽快转设为民办普通本科高校，从而减少其每年上缴挂靠院校的管理费支出，提升毛利润及净利润。业内各家上市公司在2019财年平均支出的管理费约人民币5704万元，占总收入5.5%。其中，希望教育 (01765.HK) 拥有4所独立学院，2019年支付管理费达到1.25亿元，占收入的9.4%，预计在完成转设后，公司的毛利率及净利率都将获得大幅的改善。

高教公司各自拥有数量众多的独立学院



资料来源：公司公告，申万宏源研究

转设带来管理费减免，上市公司利润增厚明显



资料来源：公司公告，申万宏源研究

目录

1. 职教改革贯穿五年规划，高教行业发展提速
2. 疫情消退，线下复课，线下K12龙头整合加速
3. 政策落地，分类监管
4. 配置龙头公司

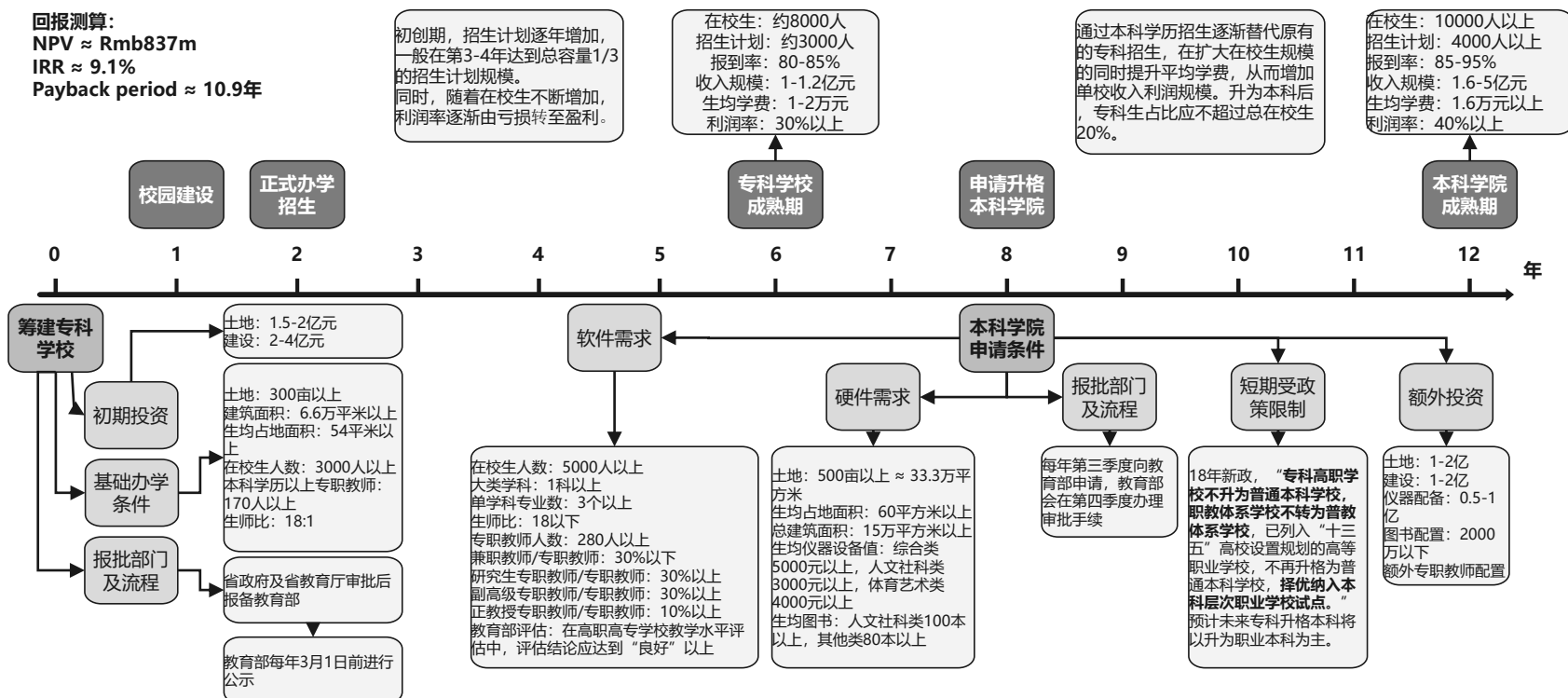
4.1 高教板块投资建议

■ 高校赛道高壁垒，先入优势明显

- 高校从筹建到运营成熟至少需要12年时间。期间经历筹建专科学校的过程，逐届招生至学校满员，拥有4届及以上毕业生后申请升格为本科院校，本科逐届招生至满员等环节。各个环节对学校运营提出了严格的要求。经测算，运营优质的高校平均IRR为9.1%。

高校筹建及回报图

回报测算：
NPV ≈ Rmb837m
IRR ≈ 9.1%
Payback period ≈ 10.9年



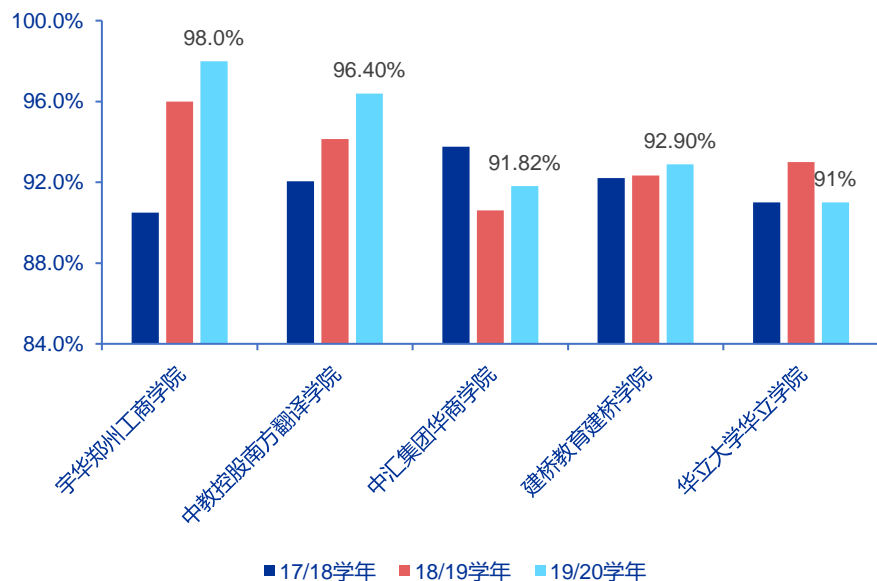
资料来源: 教育部, 申万宏源研究

4.1 高教板块投资建议

■ 高校办学机制灵活，人才培养模式适应市场需求

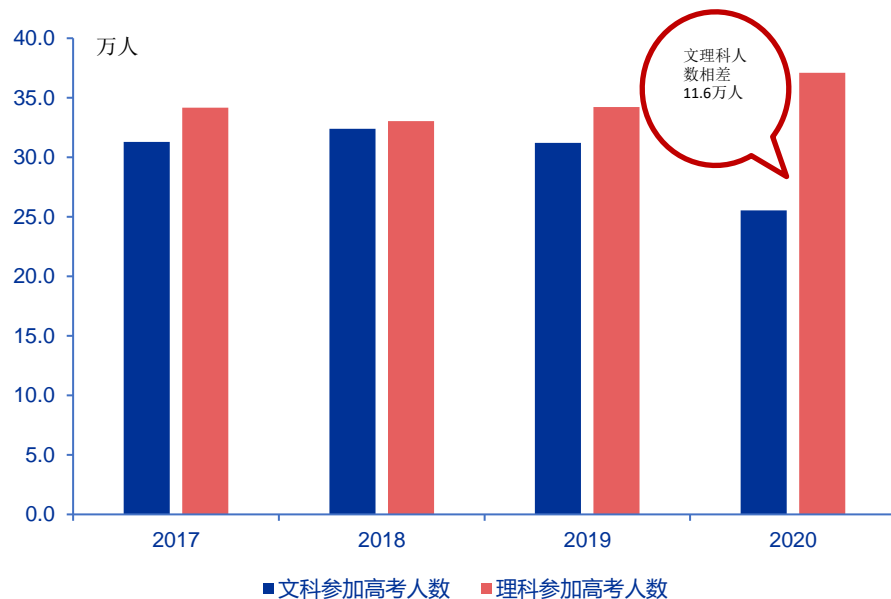
- 入口端招生机制灵活，高报到率，高校舍利用率是一大特色。
- 培养阶段注重学科设置，灵活的教职人员配置，保证专业更新迭代契合市场需求。近年来根据市场用工需求的变化，多数民办学校开设了康养护理，AR/VR，大数据，电子竞技等专业。

上市优质民办高校的报到率和学校利用率一直保持在高水平



资料来源：公司公告，申万宏源研究

20年高考广东文理科学生人数出现11.6万的巨大差额，中教控股适时调整文理科招生比例至4:6，体现招生机制灵活机动



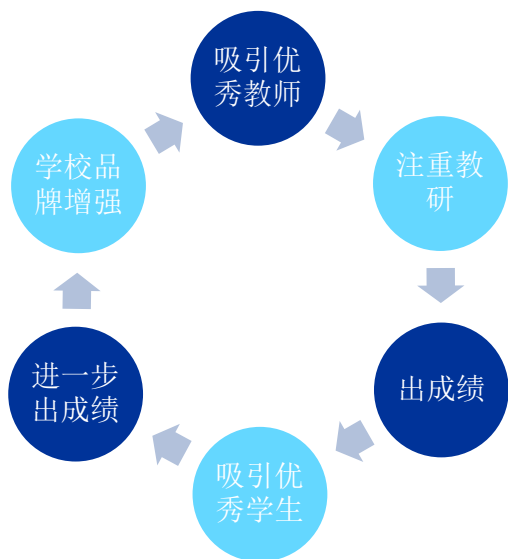
资料来源：广东省教育考试院，申万宏源研究

4.2 K12教培板块投资建议

■ K12课后培训师资学员正循环，马太效应强

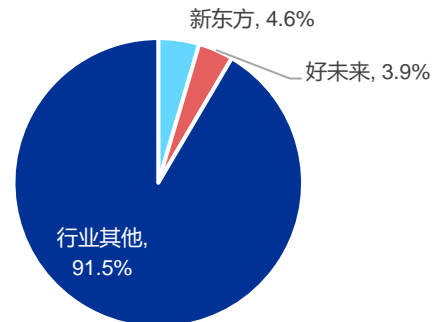
- 优质师资为先，保证学员提升成绩，提升口碑，吸引优质学生参培，进一步巩固办学优势，并以此吸引优质师资。师资学员的正循环就此形成，强者恒强的现象在教培行业屡见不鲜。

教育品牌建设过程中伴随马太效应



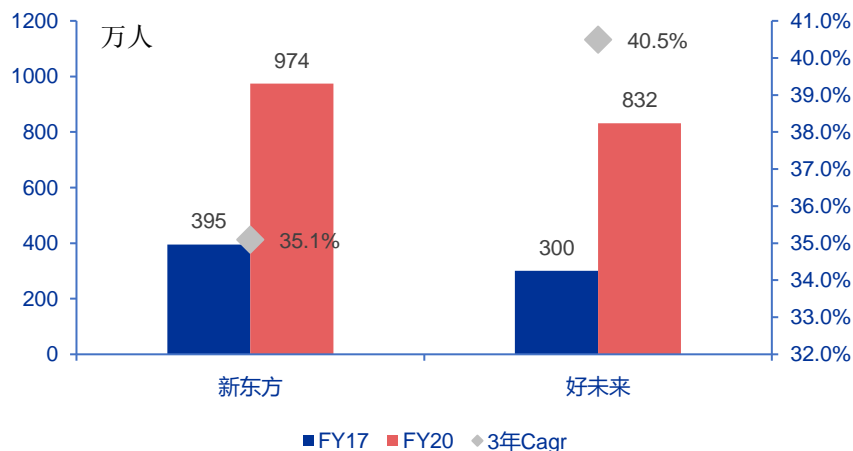
资料来源：申万宏源研究

K12课辅龙头市占率仍有广阔提升空间（培训人次口径）



■ 新东方 ■ 好未来 ■ 行业其他

K12课辅龙头培训人次增速显著高于行业平均6.4%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.3 估值修复可期

- 随着高等教育毛入学率的上升，职业教育改革所带动的专科在校生人数增长，以及民促法下营利性学校定价权的逐步放开，我们认为民办高等教育行业平均15倍的市盈率仍有待提高，预计在20年下半年整体行业估值将继续上行。在港股上市的民办高等教育公司中，我们首推宇华教育（06169.HK），希望教育（01765.HK），新高教集团（02001.HK），以及新东方-S（09901.HK）。
- 新东方的港股二次上市，开启港股课后培训板块的投资机会。后疫情时代，线下整合加速，龙头业绩增速提速可期。

民办高教上市公司	代码	市值 (十亿港元)	PE (TTM)	PE (20E)	PE (21E)	PE (22E)
中教控股	00839.HK	31.7	45.19	27.87	21.3	17.41
宇华教育	06169.HK	23.5	42.2	22.48	16.09	13.86
希望教育	01765.HK	15.6	26.48	20.37	14.78	12.82
中国科培	01890.HK	11.8	22.99	16.39	13.3	11.29
新高教集团	02001.HK	7.3	15.87	11.15	9.27	7.78
高教板块平均		18.0	30.55	19.65	14.95	12.63

民办K12教培上市公司	代码	市值 (十亿港元)	PE (TTM)	PE (20E)	PE (21E)	PE (22E)
新东方	EDU.N/09901.HK	222.9	113.45	55.83	46.47	32.84
新东方在线	01797.HK	25.5	NA	NA	NA	NA
思考乐教育	01769.HK	9.7	82.73	49.04	33.24	24.4
K12教培板块平均		86.0	98.09	52.44	39.86	28.62

资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究 (截止于2020年11月13日收盘)

4.4 宇华教育 (06169.HK)

■ 投资要点

- 宇华教育是港股高教公司中教学品质突出，学校管理精益，并购能力最强的三项全能公司。
 - ✓ 1) 服务产品的品控方面，宇华保持行业最高标准。公司旗下三所高校均位列民办高校排行榜前10位，教学品质在港股上市公司中最优。
 - ✓ 2) 宇华教育以成本管控严格著称。管理上，集团采用ERP实现总部对分校的严格管理。其各项费用率均位列港股高教公司最低水平之列。
 - ✓ 3) 公司执行力高效，在高校并购方面收获颇丰。17年上市后，先后完成对4所大体量院校的并购，使得集团在校生人数增长6.5万人，增幅114%。

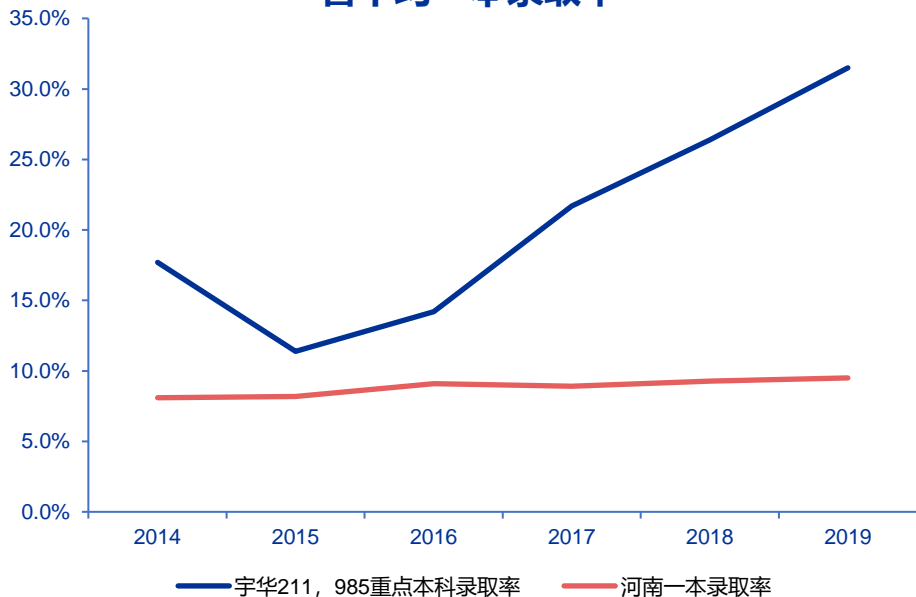
■ 盈利预期及估值

- 我们预计20-23年调整后归母净利润复合增长率23%，21财年PE14倍。未来4年公司业绩将维持在20%以上高速增长。

4.4 宇华教育 (06169.HK)

- 品牌优：公司从K12顶尖民办学校起步，到运营三省头部民办高校，注重教学质量是公司的基因。公司运营着河南K12民办龙头学校。以高考重本率为考核指标，排名河南省前10。集团的高校分布于河南，湖南，山东三省，三所学校也均为当地民办学校第一名。此外，集团在境外收购的斯坦福国际学校也是当地私立高校中的优质学校。

宇华985,211重点本科录取率超过省平均一本录取率



在中国和河南民办高等教育院校排名中, 综合实力分别为第7 和第1



2018年湖南民办高等教育机构综合实力排名第1



连续7年位居中国民办大学排行榜前三;



中国百强高中, 河南省示范高中之一; 2019河南省理科状元, 重本率31.5%, 连续5年提升。

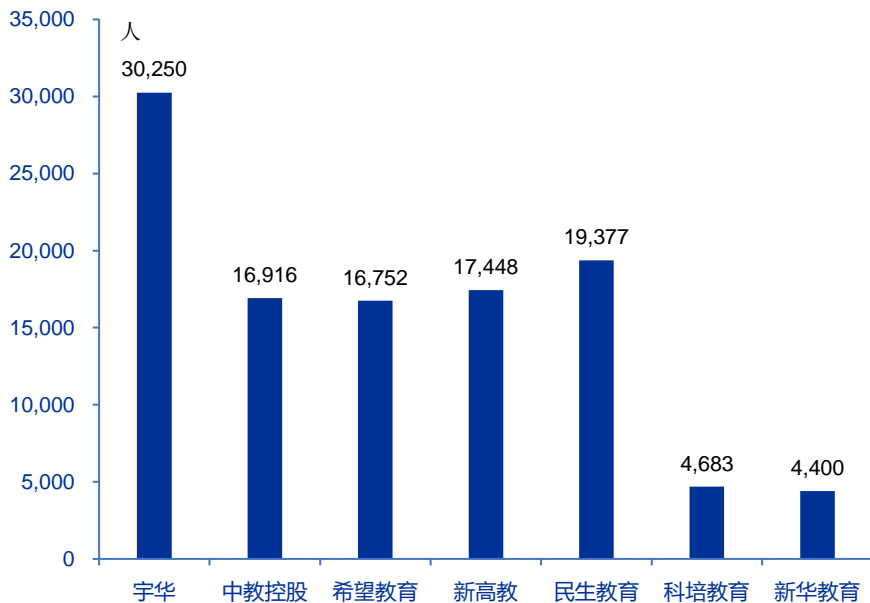
资料来源：公司公告，申万宏源研究

资料来源：公司公告，申万宏源研究

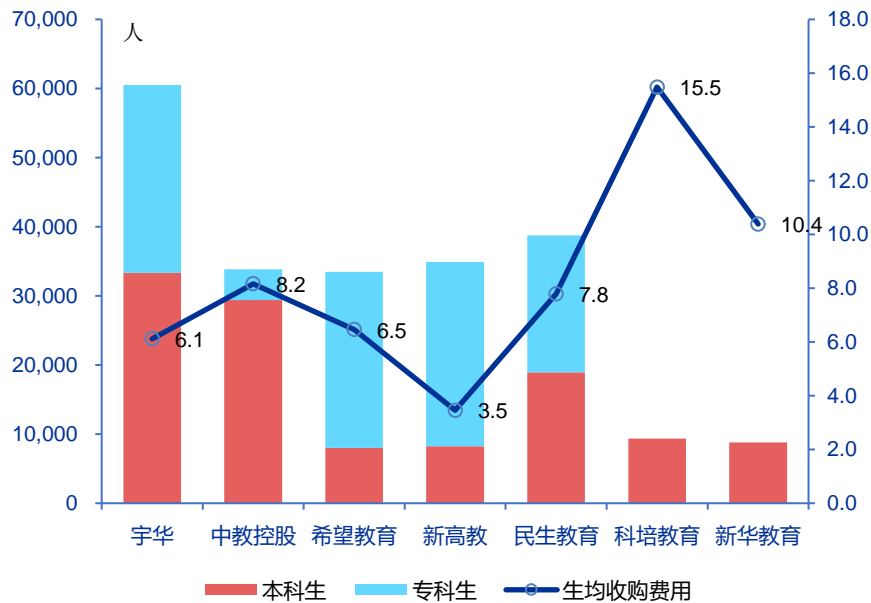
4.4 宇华教育 (06169.HK)

- 强并购：并购方面公司执行力高。17年上市后，先后完成对湖南涉外经济学院，开封博望高中，泰国斯坦福国际学校和山东英才学院的收购，使得集团在校生人数增长6.5万人，增幅114%。其中湖南涉外和山东英才的并购以被并购院校体量大、教学口碑佳著称。而更高的单校在校生人数预示着更大规模效应，加上集团的管理输出，待挖掘的利润空间广阔。

被收购学校校均在校生



宇华收购标的多为高本科占比，低生均收购价格



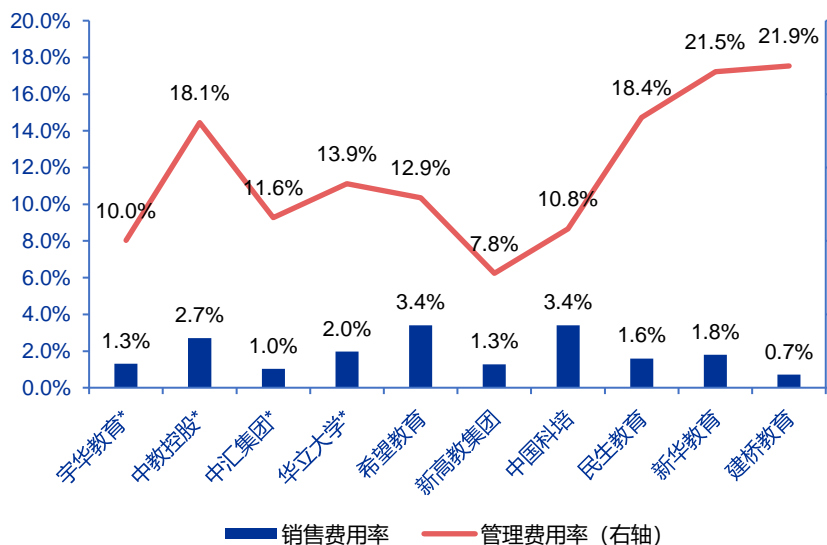
资料来源：公司公告，申万宏源研究

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.4 宇华教育 (06169.HK)

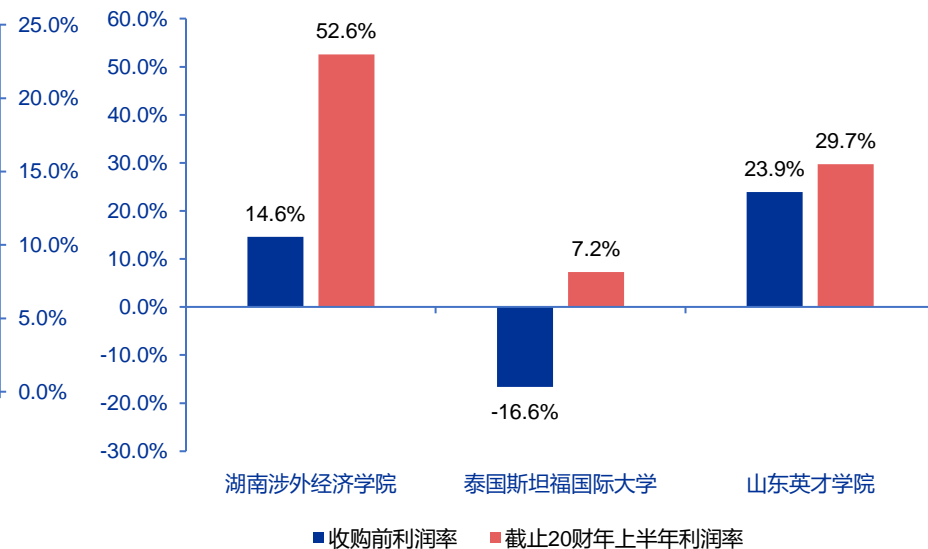
- 严管控：高校是重资产、人力资本密集型行业。因此人员效率和成本管控能力对获取超额利润尤为重要。宇华教育以成本管控严格著称。管理上，集团采用ERP实现总部对分校的严格管理，各项费用率均位列港股高教公司最低水平之列。对并购院校的运营效率提振也体现公司的管理能力。

宇华管理费用率、销售费用率分别为上市公司第二及第三低



资料来源：公司公告，申万宏源研究

并购院校利润率显著提升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

■ 投资要点

- 1) 专升本扩招，专科扩招，职教改革等政策利好三重叠加，在校生人数3年复合增长率22%，远超行业5%的增速。
- 2) 并购及投后管理能力优异。公司在高教行业内最早从事并购。收购学校绩效调整成果突出。20财年外延并购累积贡献在校生增速25个百分点。
- 3) 拥有4所独立学院，2019年支付管理费达到1.25亿元，占收入的9.4%，预计在完成转设后，公司的毛利率及净利率都将获得大幅的改善。

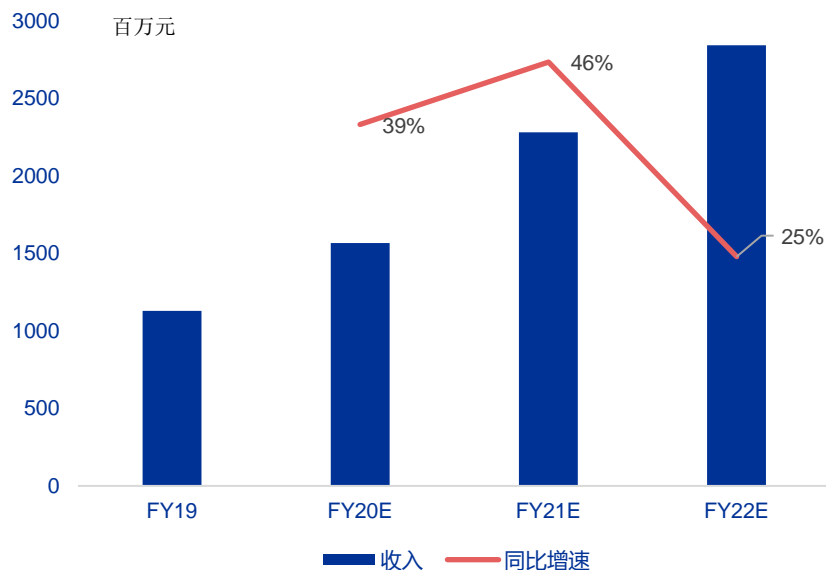
■ 盈利预期及估值

- 未来4年利润复合增长率28%。公司对于学费等价格手段运用较为保守，因此未来提价空间广阔，业绩增速或超我们的预期。21财年PE14倍。未来4年公司业绩将维持在20%以上高速增长。

4.5 希望教育 (01765.HK)

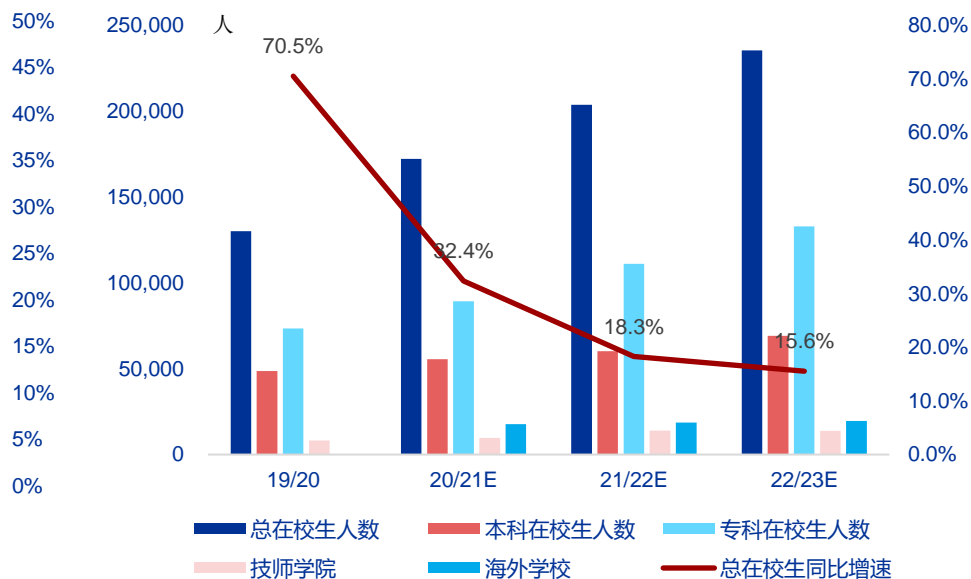
- 我们认为受惠于三个政策利好（高职扩招、专升本扩招、毛入学率提升）的叠加，希望教育的收入和在校生人数将实现快速增长，预计未来3年收入年复合增速为36.1%，而在校生年复合增速将达到21.8%，远超行业历史均值5%左右的增速。

政策推动下，收入规模将不断提升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司在校生人数将远超行业平均水平

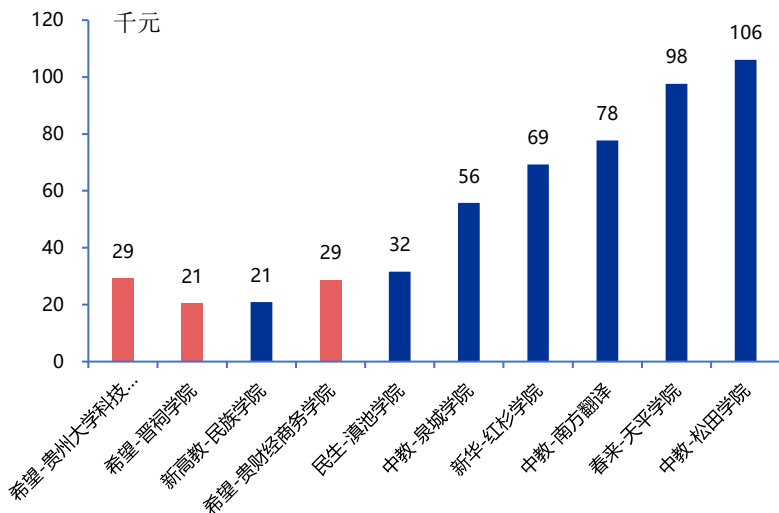


资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.5 希望教育 (01765.HK)

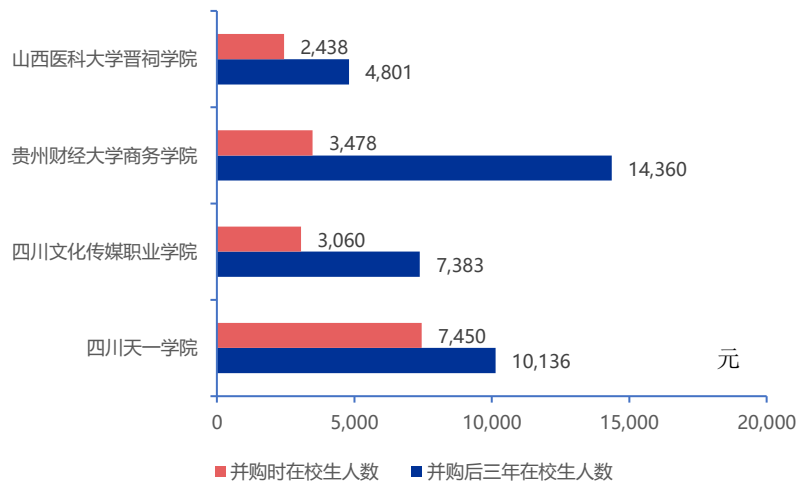
- 希望教育并购和投后管理能力突出。对比行业其他公司资产收购情况，希望教育的收购价格远低于同行。此外，公司投后管理能力优秀，被并购学校三年内在校生人数均获得了大幅的增长。
- 20财年外延并购累积为公司贡献在校生近4.3万人，增速50个百分点，预计未来3年公司38.6%的利润复合增长率中，超过10个百分点将由并购院校的利润提升贡献。

希望对独立学院的生均并购价格远低于同行



资料来源：公司公告，申万宏源研究

上市前并购四所学校的在校生人数均获得了大幅的增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.6 新高教集团 (02001.HK)

■ 投资要点

- 高职扩招推动集团招生计划增长提速。
- 学费水平较行业平均仍旧偏低，有望进一步提升。
- 资产负债表持续改善，学校整合效果显现，经营现金流持续增强，并购重启可期。

■ 短期催化剂

- 新疆并购案胜诉，投资款收回，18年计提损失将被冲回，增厚短期业绩。

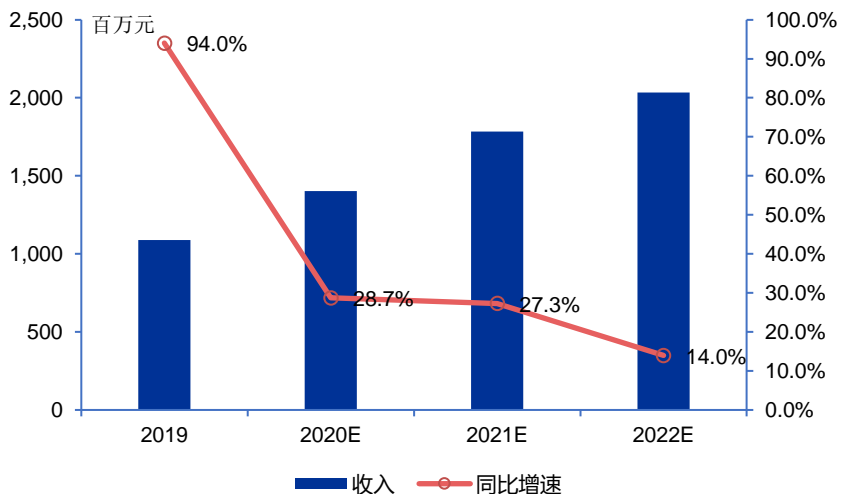
■ 盈利预期及估值

- 仅依靠内生增长，预计公司利润3年复合增速将达到30%。对应PEG为0.35倍，显著低于行业平均0.72倍，估值修复将持续进行。通过折现现金流模型得到目标价7.61港元，较现价有49.2%的提升空间，对应20年19倍PE，略高于20年行业平均18倍PE。

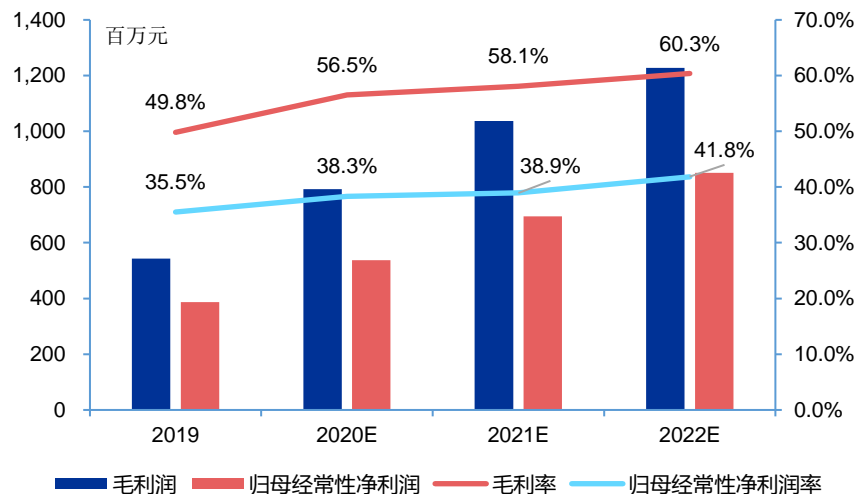
4.7 新高教集团 (02001.HK)

- 持续3年的专科扩招奠定了公司在校生成数快速增长的基础。预计未来三年在校生成数复合增长率12.1%，叠加依托口碑的提价策略，3年学费年化增速8.7%，收入增速可达23%，内生增长动力充沛。
- 旗下院校利用率不断提升，规模效益显现，经营效率不断提升。预计未来三年毛利率将从19年50%提升至60%。

量价双增，公司收入不断增长



经营效益不断提升，盈利能力显著增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.7 新高教集团 (02001.HK)

- 2019年12月，新疆最高法院宣告新高教集团在新疆并购案中胜诉，卖方必须归还所有预付款。至2020年6月，公司已收回1.36亿投资款。预计18年计提的投资损失能冲回1,978万元人民币，约占2020年净利润3.2%。
- 此外，公司过往并购战绩出色，生均并购价格低，学校质量高，人数多，不输行业龙头如宇华、中教等公司。预计走出新疆并购阴霾后，公司估值修复可期。

新疆投资款项的收回，短期业绩提振效果明显

新疆并购投资款项收回敏感性分析			
最终无法收回的预付款 (人民币百万元)	11.2	6.2	0
预付款中已收回的部分 (人民币百万元)	136.8	141.8	148
3098万计提损失的冲回部分 (计提损失减已收回款项) (人民币百万元)	19.78	24.78	30.98
计提冲回在20财年预计净利润的占比	3.20%	4.00%	5.10%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.8 新东方-S (09901.HK)

■ 投资要点

- 后疫情时期，整合加速，培训人次增长提速。
- 持续教研投入，整合科技应用，OMO系统提升效率，推动利润率扩张。
- 通过在线教育布局低线城市，高线、低线两翼齐飞。

■ 短期催化剂

- 培训人次环比增速持续提速。

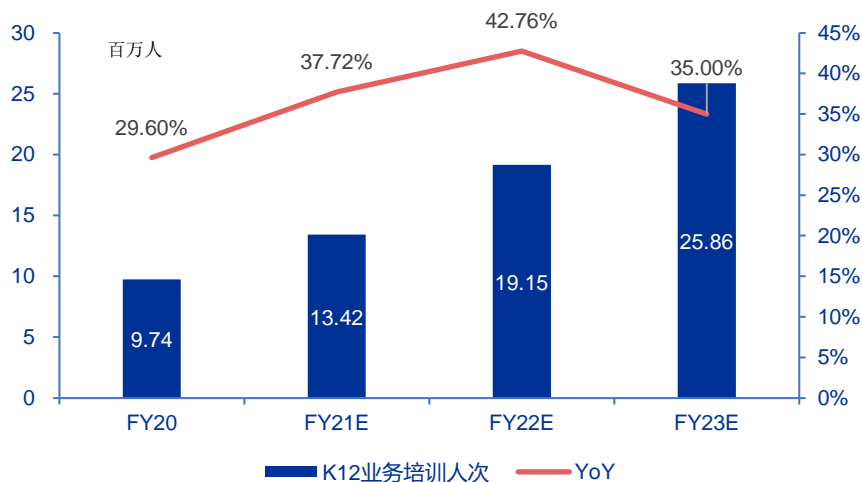
■ 盈利预期及估值

- 得益于OMO和产能扩张策略，新东方旗下的课外辅导业务收入将迅速增长，总收入占比也将不断提升。此外，我们预计随着留学语言类考试的逐步重启，公司的留学备考业务也将很快恢复。因此，我们预测公司21财年、22财年和23财年每股收益分别为4.11美元、6.31美元和7.70美元，对应PE50.4x，32x和21.3x。

4.8 新东方-S (09901.HK)

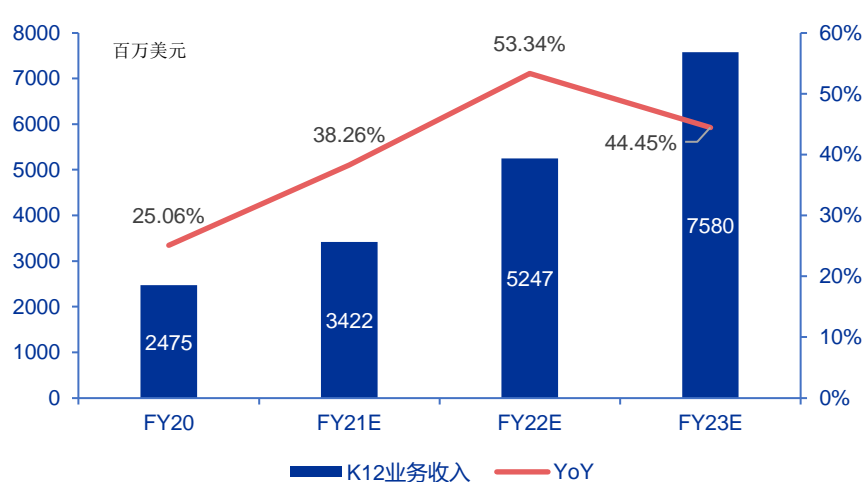
- 新冠疫情推动K12教培行业加速整合。中小型课外培训机构由于疫情期间线下停课，又无力开展线上教学，导致学生大量流失。线下复课后，销课速率低且费用增加，因此现金流承受巨大压力。我们预计相当数量的中小型课外培训机构将无以为继，被迫退出市场。
- 新东方在疫情期间维持教学点数量高速扩张，将迅速吸收中小型教培机构流失的学生，进一步巩固市场。我们预计新东方的线下K12业务培训人次将以38.46%的三年复合增长率从20财年的974万增长到23财年的约2586万，带动K12收入以45.2%的三年复合增长率增长至23年的75.8亿美元。

依靠行业整合，培训人次增速明显



资料来源：公司公告，申万宏源研究

加速整合，K12业务收入规模大幅提升

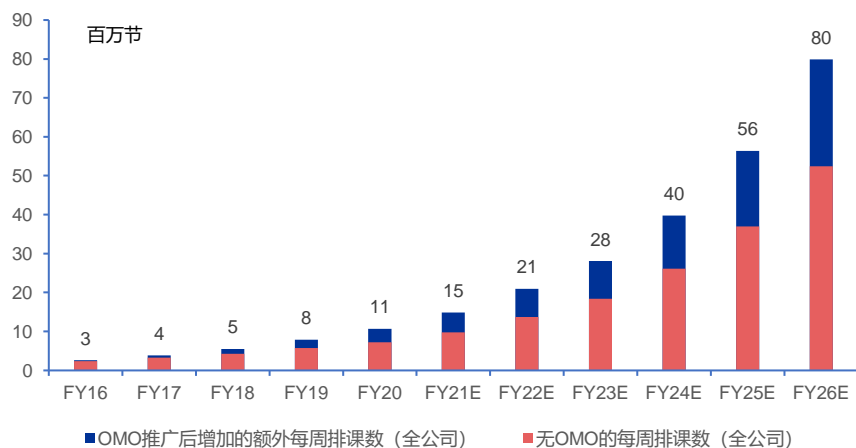


资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.8 新东方-S (09901.HK)

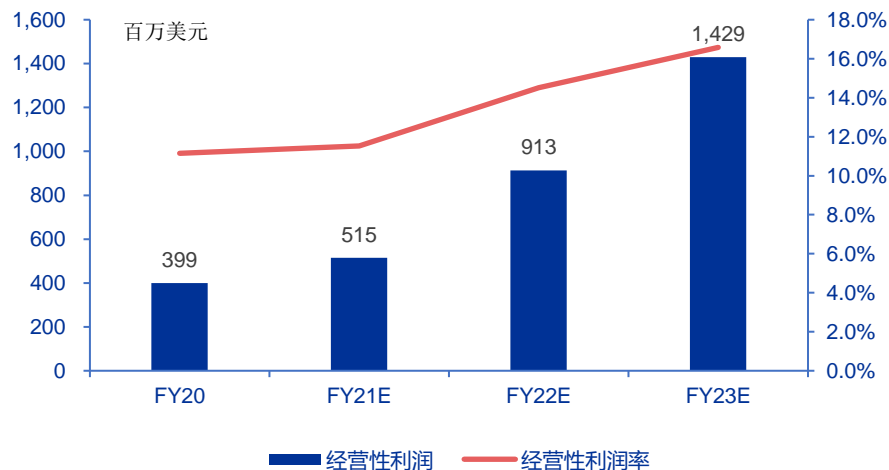
- 随着新东方在技术开发方面的投入不断加大，OMO，VPS和QAD三套系统的开发迭代将有效改善学生的学习体验以及提高学习中心的运营效率。
- 新东方积极布局的OMO策略可以让公司更有效地分配教学资源，从而突破了教室容量对K12课外培训业务的限制。
 - OMO策略可以将随堂测验这类非教学内容转移至线上，节省教师的教学时间，缩短线下课程时长，增加教学中心排课数量和利用率。我们预计伴随着OMO系统的推广，整体教学点容量有望提升50-53%。利用率提升带动利润率扩张，我们预测新东方的经营利润率将由20财年的11.1%增至23财年的16.6%。

OMO系统将突破以往教学点的容量限制



资料来源：公司公告，申万宏源研究

OMO带动盈利能力显著增长

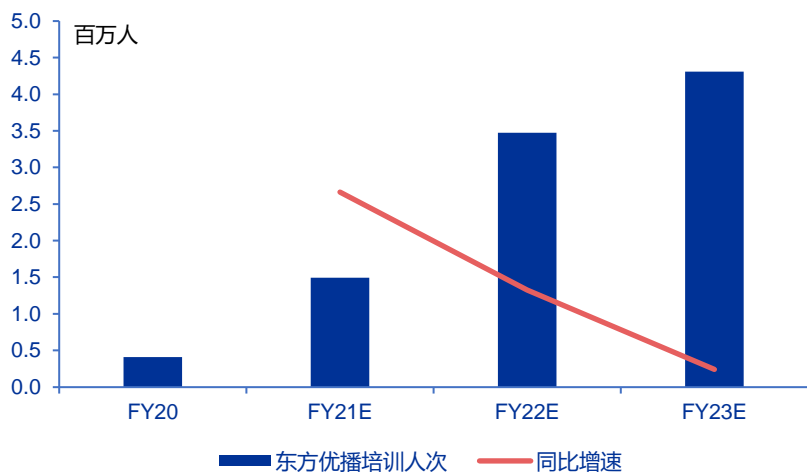


资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.8 新东方-S (09901.HK)

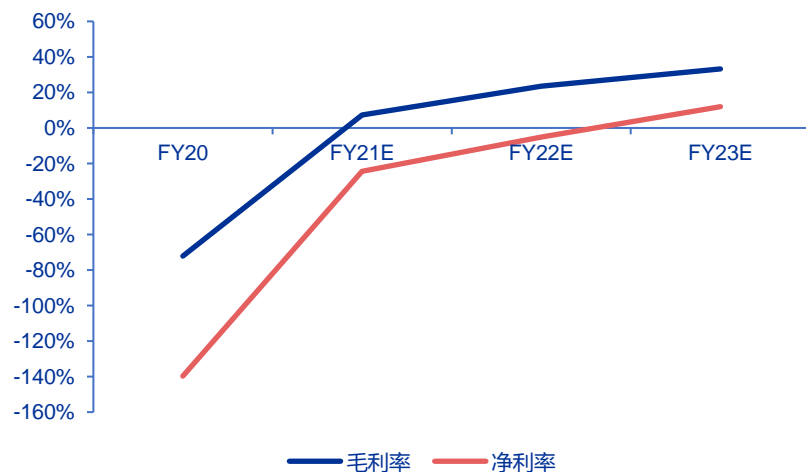
- 新东方通过旗下子公司新东方在线 (01797.HK) 布局低线城市。借助高线优质师资优势迅速抢占低线头部生源，实现高线、低线课后辅导业务两翼齐飞。在新东方在线的所有业务中，我们预计东方优播将贡献绝大部分的营收。
- 由于独特的小班在线课程，东方优播为学生和老师提供更好的课堂互动机会，叠加来自高线城市的教师和出色的教研，我们预计东方优播将在21财年完成300城市布局。总培训人次将在23财年将达到430万，三年复合增长率为119.4%。该业务净利率也有望在23财年扩大至12%。

东方优播的培训人次有望在23财年达到430万



资料来源：公司公告，申万宏源研究

东方优播品牌的净利率有望在23财年达到12%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.9 风险提示

- **《民促法（实施条例）》落地后政策趋严，导致关联交易受限；**
- **高校招生计划向公办倾斜，民办高校招生增速放缓；**
- **民办高校市场化定价机制推进受阻，学费提升困难，无法对冲成本上升；**
- **基础教育公平化改革，公民同招导致低龄段培训需求萎缩。**

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swwhy.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swwhy.com
华南	陈左茜	0755-23832751	chenzuoxi@swwhy.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swwhy.com

A股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。
本报告采用的基准指数	： 沪深300指数

港股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (BUY)：	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 10% ~ 20%；
持有 (Hold)	： 相对市场表现在 - 10% ~ + 10%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 10% ~ 20%以下；
卖出 (SELL)	： 相对弱于市场表现 20%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。
本报告采用的基准指数	： 恒生中国企业指数 (HSCEI)

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

黄哲
huangzhe@swsresearch.com