

2019年6月2日

教育



职业教育政策红利，关注高校和培训

——教育行业 2019 年下半年投资策略

行业中期报告

◆**2019 年教育行业表现回顾**：A 股教育指数 (930717) 跑输大盘，2019 年初至 5 月 20 日涨 11%。其中，龙头公司表现良好，中公教育+68%、视源股份+34%、美吉姆+33%。港股教育指数跑赢恒生指数，年初至今涨 13.3%。其中，天立教育+100%、网龙+70%、睿见教育+42%。美股教育龙头表现优异，新东方+52%、好未来+30%。

◆**国家政策明确鼓励推动职业教育，行业或将迎来高速发展**。1H19 职业教育领域政策频发，我国相继出台一系列政策，同时 19 年高职院校将大规模扩招 100 万人，同比增长 27%。我国正处于经济转型升级的关键时期，需要大量的技术性人才。本轮国家职业教育改革从政策制定和执行力度上都反应出大规模地培训技术人才是有效支撑我国经济高质量发展的关键。**重点关注：高教及职业培训行业。**

◆**港股民办高教行业存在价值洼地，行业整体估值或被低估**。港股高教公司受《民促法实施条例（送审稿）》的影响，2018 年 8 月 10 日期间板块出现大幅调整，根据我们的盈利预测，截至 19 年 5 月 28 日行业平均（除中教外）19 年估值为 16xPE。而 19 年以来国家出台的一系列职业教育政策明确鼓励支持社会力量办好职业教育，我们认为高教行业政策风险低，合理估值在 20xPE 以上，当前整体估值或被显著低估。优选低估值、高弹性、高内生、强外延的民办高校，重点推荐：希望教育、中国科培。

◆**职业培训行业品类繁多，重点关注细分龙头跨品类，沉渠道**。国家政策鼓励、资本力量助推下，职业培训迎来蓬勃发展。我们测算 19 年成人职业培训行业约 5000 亿元市场空间。渠道下沉与跨品类协同发展是职教细分龙头下一阶段的重要发展方向。按照业务复制能力、行业增速、考试培训标准程度、参培率、客单价等因素我们重点推荐：中公教育、开元股份。

◆**投资建议**。我们建议四条主线积极配置教育行业：（1）成人职业培训：重点推荐中公教育、开元股份。（2）教育信息化：重点推荐网龙、视源股份；（3）民办高校：建议对低估值的高教标的均可配置，重点推荐：希望教育、中国科培。（4）在线教育：重点推荐新东方在线。

◆**风险提示**。教育政策、教育经费不足、教研能力下降的风险

证券代码	公司名称	货币单位	收盘价	调整后 EPS			调整后 P/E			评级
				18	19E	20E	18	19E	20E	
1765.HK	希望教育	HKD	1.08	0.03	0.07	0.09	36	15	12	买入
1890.HK	中国科培	HKD	3.32	0.23	0.20	0.24	14	17	14	买入
0777.HK	网龙	HKD	20.70	1.18	1.67	2.02	18	12	10	买入
1797.HK	新东方在线	HKD	9.92	0.10	-0.04	-0.12	99	N/A	N/A	买入
002607.SZ	中公教育	RMB	11.95	0.22	0.28	0.38	54	43	32	买入
002841.SZ	视源股份	RMB	74.80	1.55	2.22	2.91	48	38	21	买入
300338.SZ	开元股份	RMB	11.73	0.49	0.53	0.79	24	22	15	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截至日期为 2019/5/29

注：1) 调整项包括上市开支、股权激励开支以及额外计提的政府补贴；2) 上述公司未来业绩均为光大证券研究所预测；3) CNY:HKD=1:1.1304。

分析师

刘凯 (执业证书编号：S0930517100002)

021-52523849

kailiu@ebsec.com

曹天宇 (执业证书编号：S0930517110001)

021-52523693

caoty@ebsec.com

联系人

贾昌浩

021-52523835

jiachanghao@ebsec.com

相关研报

- 1、教育行业跨市场深度研究报告之一——研究框架：三维标准，四分天下
.....2017-10-26
- 2、IT 培训行业之产业篇：百舸争流，一超多强——教育行业跨市场深度研究报告之二
.....2017-12-09
- 3、AI 赋能，云起龙骧——教育行业 2018 年投资策略
.....2017-12-19
- 4、早教行业：蒙以养正，一炷心香——跨市场教育行业深度研究报告之四
.....2018-04-03
- 5、教育信息化：国家意志，智慧生态——教育行业跨市场深度研究报告之五
.....2018-06-07
- 6、凤凰涅槃，鹏程万里——教育行业跨市场 2018 年下半年投资策略
.....2018-06-08
- 7、新高考：日新月异，鹏程万里——教育行业跨市场研究报告之六
.....2018-07-23
- 8、在线教育：教育+互联网，直播+AI——教育行业跨市场研究报告之八
.....2018-09-17
- 9、中公教育借壳上市，A 股龙头扬帆起航——亚夏汽车 (002607.SZ) 公司深度报告
.....2018-05-10
- 10、33 亿元现金并购早教龙头美杰姆教育——三垒股份 (002621.SZ) 跟踪报告
.....2018-06-10
- 11、源远流深，傲世天下——视源股份深度报告
.....2018-03-02

投资聚焦

研究背景

职业教育领域政策频发, 国家意志推动产业快速发展, 重点关注高校和培训板块。从 2017 年开始到 2019 年, 国务院办公厅、教育部对职业教育领域的相关政策层出不穷。2019 年就相继出台《国家职业教育改革实施方案》、《关于在院校实施“学历证书+若干职业技能等级证书”制度试点方案》、《职业技能提升行动方案(2019-2021)》。一系列政策的出台将推动职业教育行业迈入快速发展轨道。

我们的创新之处

1、提出高等教育行业公司估值构成: 在底部估值基础上(满员稳定、学费随 CPI 增长的学校), 叠加可预见的内生增长空间及外延并购预期带来的增益。其中我们认为底部估值可通过量化的方法估算得到, 考虑到不同公司内生增长空间和外延扩张预期存在差异, 还需要根据学校资产所处地区人口结构、在手现金、资金成本、公司市值大小等因素来综合判断。

2、将成人职业培训分为证书类和技能类两大细分领域进行分析; 提出成人职业培训行业筛选框架因素: 业务复制能力、行业增速、考试培训标准程度、考试通过难度(参培率)、参加考试人数、客单价。我们认为行业筛选看好(1) 人才招聘和资格认证; (2) 自考。

投资观点

我们建议四条主线积极配置教育行业:

(1) 成人职业教育培训: 国家政策明确鼓励推动职业教育, 行业或将迎来高速发展。重点推荐就业培训考试领域龙头公司**中公教育**、专注大财经和 IT 领域培训公司**开元股份**。

(2) 教育信息化: 《中国教育现代化 2035》、《教育部 2019 年工作要点》出台, 全面利好教育信息化行业。重点推荐两家教育信息化龙头公司**网龙**和**视源股份**。

(3) 民办高校: 考虑到该板块流动性较低, 建议对低估值的高教标的均可配置, 重点推荐: 西部地区优质的民办高校**希望教育**、广东地区民办高校**中国科培**。

(4) 在线教育: 重点推荐全年龄阶段布局的在线教育龙头公司**新东方在线**。

目录

1、 2019 上半年教育行业表现回顾：指数跑输大盘，龙头公司表现良好	5
1.1、 A 股市场：教育指数跑输大盘，19 年初至今涨 11%	5
1.2、 港股市场：IPO 热度不减，上半年 3 家公司上市	6
1.3、 美股市场：好未来和新东方股价上涨	7
1.4、 2018 年报总结：在线教育收入增长迅速，线下培训龙头强者恒强	7
2、 职教领域政策红利，关注高校和培训	9
2.1、 职教领域政策频发，国家意志推动产业快速发展	9
2.2、 重点关注高校和职业培训板块	10
2.2.1、 高校：行业逐步发生改变，未来将成为充分竞争市场	10
2.2.2、 培训：职业技能培训已成为稳定就业的关键举措	11
3、 民办高教：行业增长潜力大，估值或被低估	11
3.1、 高教行业进入门槛高，并购是现阶段主要增长逻辑	11
3.2、 如何看待高教行业的底部估值？	12
3.3、 高教板块为价值洼地，优选高内生+强外延+低市值的公司	14
4、 职业培训：证书和技能两大领域，中公教育和东方教育行业龙头	15
4.1、 证书培训：人才招聘和资格认证考试钻石赛道，核心推荐中公教育	16
4.2、 成人技能培训：财经、厨师空间巨大，关注开元股份和东方教育港股 IPO 后的投资机会	18
5、 教育行业估值分析和投资策略	20
5.1、 估值分析	20
5.2、 投资建议：四条主线，积极配置	20
6、 风险因素	21
7、 重点公司介绍	22
7.1、 中公教育 (002607.SZ)：A 股教育龙头，打造职教航母	22
7.2、 视源股份 (002841.SZ)：源远流长，傲世天下	23
7.3、 网龙 (0777.HK)：游戏、教育双轮驱动	24
7.4、 新东方在线 (1797.HK)：线上发力，旭日东升	25
7.5、 希望教育 (1765.HK)：价值被低估的西部民办高校先行者	26
7.6、 中国科培 (1890.HK)：华南地区民办高等教育领导者	27
7.7、 开元股份 (300338.SZ)：公司治理逐步优化，职教巨头凤凰涅槃	28
8、 附录	29

图表目录

图 1 : 2019 年初至今 A 股教育 (930717)、上证综指、创业板指、沪深 300 涨跌幅 (%)	5
图 2 : A 股教育重点公司 2019 年初至今涨幅前十 (%)	5
图 3 : 教育行业 2018 年各细分行业营业收入占比情况	8
图 4 : 教育行业 2018 年营业收入前 15 名 (亿元人民币)	8
图 5 : 教育行业 2018 年净利润前 15 名 (亿元人民币)	8
图 6 : 民办高教行业或将向充分竞争市场过渡	10
图 7 : 2012-2018 年&2020E 中国高等教育毛入学率	11
图 8 : 民办高等教育渗透率	11
图 9 : 教育行业估值结构	12
图 10 : 港股消费行业与教育股 beta	13
图 11 : 市场收益率 Rm 敏感性测试	14
图 12 : 学校资产 P/E 估值	14
图 13 : 港股教育公司在手现金 (百万元人民币 , FY18)	15
图 14 : 港股教育公司 P/E 估值 (2019E)	15
图 15 : 港股教育公司市值 (亿港元)	15
图 16 : 港股教育公司 ROA (FY2018)	15
图 17 : 成人职业培训行业细分领域	16
图 18 : 教育行业 PE 估值比较	20
表 1 : A 股教育重点公司 2019 年初至今涨跌幅情况 (按照市值排序)	5
表 2 : H 股教育重点公司 2019 年初至今涨跌幅情况	6
表 3 : 美股教育重点公司 2019 年初至今涨跌幅情况	7
表 4 : 2019 上半年职业教育政策一览	9
表 5 : 19 年以来国家政策鼓励发展高质量职业教育	10
表 6 : 部分职业教育公司运营数据一览	16
表 7 : 2012-2019 年国家公务员考试招录情况	17
表 8 : 烹饪、信息技术和汽车服务培训主要供应商市占率	19
表 9 : 2018 年会计资格认证考试市场空间测算	19
表 10 : 会计培训领域领导企业	19
表 11 : 2017 年会计类培训人才招录和资格认证考试基本信息汇总	19
表 12 : 重点推荐公司组合	21
表 13 : A 股教育行业部分重点公司列表	29
表 14 : 港股教育行业部分重点公司列表 (单位 : 港元)	30
表 15 : 美股教育行业部分重点公司列表 (单位 : 美元)	30

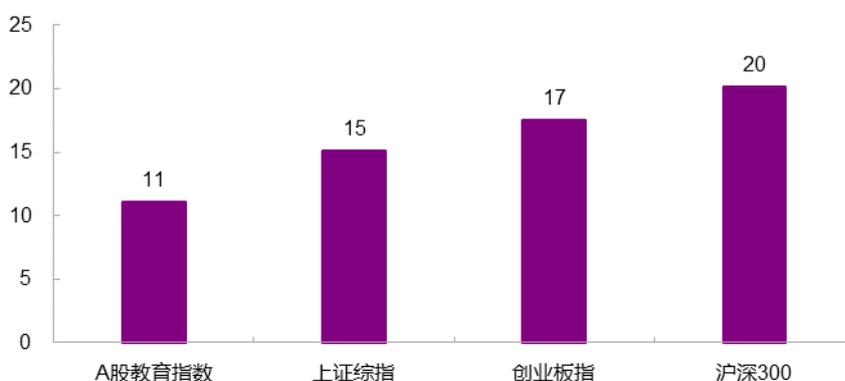
1、2019 上半年教育行业表现回顾：指数跑输大盘，龙头公司表现良好

1.1、A 股市场：教育指数跑输大盘，19 年初至今涨 11%

A 股教育板块涨幅明显，教育指数 (930717) 19 年初至今涨幅 11%。2019 年 1 月 1 日至 2019 年 5 月 20 日 A 股教育指数 (930717) 涨幅 11%，跑输上证综指 (vs+15%)、创业板指 (vs+17%) 以及沪深 300 (vs+20%)。

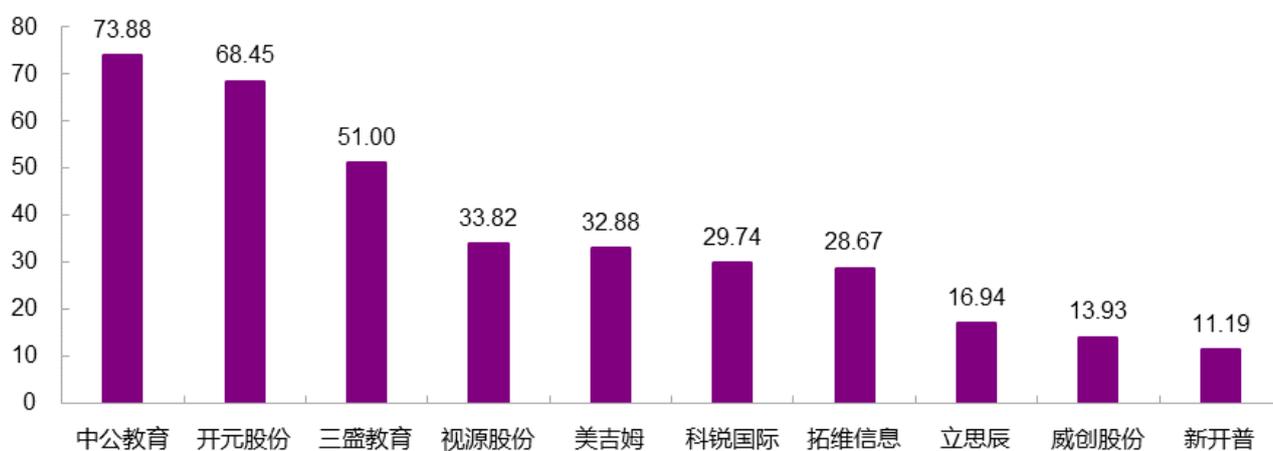
各细分领域龙头公司领涨。在 22 家重点公司中，有 16 家公司股价上涨，6 家下跌。龙头公司涨幅由高到底依次是职业培训龙头中公教育 (002607.SZ)、开元股份 (300338.SZ)；教育信息化龙头视源股份 (002841.SZ)；早教培训龙头美杰姆 (002621.SZ)。

图 1：2019 年初至今 A 股教育 (930717)、上证综指、创业板指、沪深 300 涨跌幅 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所注：数据统计时间区间为 2019 年 1 月 1 日至 2019 年 5 月 20 日

图 2：A 股教育重点公司 2019 年初至今涨幅前十 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所注：数据统计时间区间为 2019 年 1 月 1 日至 2019 年 5 月 20 日

表 1：A 股教育重点公司 2019 年初至今涨跌幅情况 (按照市值排序)

代码	名称	市值 (亿元)	2019 上半年股价涨跌幅 (%)	2019 上半年最高点至今跌幅 (回撤) (%)
002607.SZ	中公教育	701	73.88	-14.98

002841.SZ	视源股份	488	33.82	-9.54
603377.SH	东方时尚	99	7.88	-13.41
002621.SZ	美吉姆	75	32.88	-9.96
300010.SZ	立思辰	74	16.94	-27.99
300662.SZ	科锐国际	66	29.74	-17.44
002261.SZ	拓维信息	64	28.67	-24.37
600661.SH	新南洋	59	9.41	-11.50
002308.SZ	威创股份	46	13.93	-27.67
300282.SZ	三盛教育	44	51.00	-0.71
300338.SZ	开元股份	39	68.45	-15.53
300359.SZ	全通教育	38	4.27	-35.04
002659.SZ	凯文教育	36	-13.23	-26.46
300248.SZ	新开普	36	11.19	-32.17
300050.SZ	世纪鼎利	33	3.22	-20.47
002599.SZ	盛通股份	29	-4.69	-29.72
300688.SZ	创业黑马	25	-6.92	-26.77
300192.SZ	科斯伍德	23	-0.23	-26.23
002696.SZ	百洋股份	23	-32.70	-39.27
603268.SH	松发股份	23	8.39	-22.44
300089.SZ	文化长城	22	-11.86	-40.46
300160.SZ	秀强股份	21	10.72	-26.40

资料来源: Wind, 光大证券研究所注: 统计区间为 2019 年 1 月 1 日至 5 月 20 日

1.2、港股市场: IPO 热度不减, 上半年 3 家公司上市

港股教育选取上市公司 15 家, 已形成教育产业集群。银杏教育、中国科培、新东方在线分别于 2019 年 1 月 18 日、1 月 25 日和 3 月 28 日在联交所上市。同时在排队的有 7 家, 分别是中国东方教育控股、华图教育、春来教育、华立大学集团、尚德启智教育、凯晴教育、中汇集团。

表 2: H 股教育重点公司 2019 年初至今涨跌幅情况

公司名称	代码	市值 (亿港元)	2019 年股价涨跌幅 (%)	2019 年最高点至今跌幅 (回撤) (%)
中教控股	0839.HK	246	22.99	-13.47
成实外教育	1565.HK	119	-15.23	-20.48
宇华教育	6169.HK	107	1.75	-17.27
网龙	0777.HK	107	70.42	-16.53
枫叶教育	1317.HK	91	-9.79	-37.36
睿见教育	6068.HK	81	41.85	-17.57
希望教育	1765.HK	73	25.88	-23.02
民生教育	1569.HK	65	25.19	-19.61
天立教育	1773.HK	58	100.00	-12.69
新高教集团	2001.HK	47	-12.28	-42.86
中国新华教育	2779.HK	40	35.23	-16.35
21 世纪教育	1598.HK	10	-13.83	-17.35
博骏教育	1758.HK	9	-43.50	-43.22
中国网络信息科技	8055.HK	6	-28.80	-35.27
大地教育	8417.HK	1	-72.08	-73.78

资料来源: Wind, 光大证券研究所注: 统计区间为 2019 年 1 月 1 日至 5 月 20 日

1.3、美股市场：好未来和新东方股价上涨

美股市场：好未来 (TAL.N) 和新东方 (EDU.N) 两大龙头股价上涨。截至 2019 年 5 月 20 日，新东方和好未来的市值约 129 亿美元和 201 亿美元，股价分别较 2019 年初上涨 51.65% 和 29.54%。我们统计了 13 家美股教育上市公司，2019 年初至 5 月 20 日有 8 家公司上涨，其中 ATA 公司 (ATAI.O) 上涨 132.61%，流利说 (LAIX) 上涨 28.97%。

表 3：美股教育重点公司 2019 年初至今涨跌幅情况

公司名称	代码	市值 (亿美元)	2019 年股价涨跌幅 (%)	2019 年最高点至今跌幅 (回撤) (%)
好未来	TAL.N	201	29.54	-12.51
新东方	EDU.N	129	51.65	-15.17
海亮教育	HLG.O	13	2.00	-15.00
博实乐	BEDU.N	12	14.55	-16.93
瑞思学科英语	REDU.O	5	17.59	-14.91
朴新教育	NEW.N	5	9.31	-53.99
尚德机构	STG.N	5	-7.89	-50.88
流利说	LAIX	4	28.97	-30.67
正保远程教育	DL.N	2	-9.27	-20.54
达内科技	TEDU.O	2	-40.79	-46.41
无忧英语	COE.N	1	-15.65	-20.91
四季教育	FEDU.N	1	-17.11	-26.62
ATA 公司	ATAI.O	0.5	132.61	-52.44

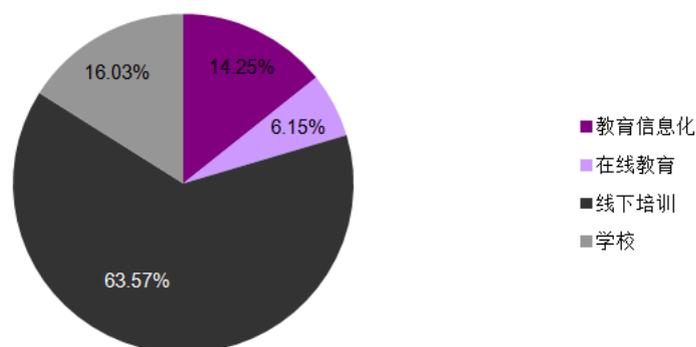
资料来源：Wind，光大证券研究所注：统计区间为 2019 年 1 月 1 日至 5 月 20 日

1.4、2018 年报总结：在线教育收入增长迅速，线下培训龙头强者恒强

截止到 2019 年 5 月 6 日，A 股、港股、美股教育行业公司 2018 年年报已披露完毕。我们根据主营业务的不同，将 49 家教育行业公司划分为四大细分子行业，主要包括：(1) 教育信息化、(2) 线下培训、(3) 在线教育和 (4) 学校。根据年报信息披露完全的 49 家教育行业公司，教育行业 2018 年总体营业收入 906.27 亿元，同比增长 36.31%；总体净利润 97.01 亿元，同比增长 26.81%。

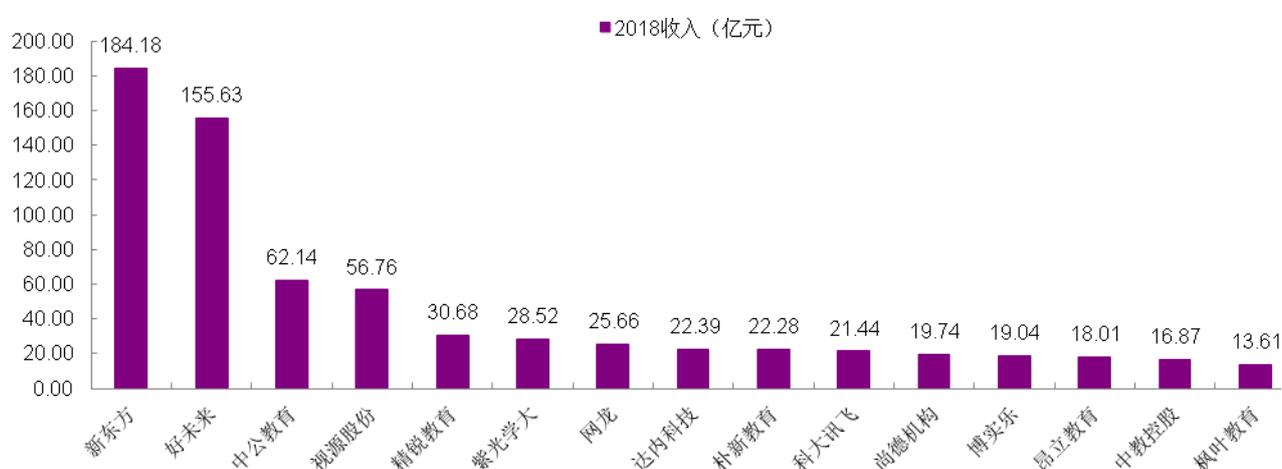
四大领域 2018 年总结。 (1) 培训：收入 576.15 亿元，YoY+36.21% (同下)；净利润 54.60 亿元，+26.54%。(2) 学校：收入 145.28 亿元，+34.86%；净利润 40.94 亿元，+12.28%。(3) 在线教育：收入 55.69 亿元，+67.13%；净利润-16.28 亿元，-1.31%。(4) 教育信息化：收入 129.15 亿元，+28.08%；净利润 17.76 亿元，+36.96%。

图 3: 教育行业 2018 年各细分行业营业收入占比情况



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 4: 教育行业 2018 年营业收入前 15 名 (亿元人民币)



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 5: 教育行业 2018 年净利润前 15 名 (亿元人民币)



资料来源: Wind、光大证券研究所

2、职教领域政策红利，关注高校和培训

2.1、职教领域政策频发，国家意志推动产业快速发展

职业教育领域政策频发，国家意志推动产业快速发展，重点关注高校和培训板块。从 2017 年开始到 2019 年，国务院办公厅、教育部对职业教育领域的相关政策层出不穷。2017 年 12 月 19 日，国务院办公厅印发《关于深化产教融合的若干意见》。2018 年 2 月 5 日，《职业学校校企合作促进办法》正式发布。2019 年，又相继出台《国家职业教育改革实施方案》、《关于在院校实施“学历证书+若干职业技能等级证书”制度试点方案》、《职业技能提升行动方案（2019-2021）》。一系列政策的出台将推动职业教育行业迈入快速发展轨道。政策红利主要集中在职业教育领域，我们认为重点关注民办高校板块和职业培训板块。

表 4：2019 上半年职业教育政策一览

时间	部门	文件	要点
2019/2/13	教育部	《国家职业教育改革实施方案》	1、完善职业教育和培训体系，优化学校、专业布局，深化办学体制改革和育人机制改革，以促进就业和适应产业发展需求为导向，鼓励和支持社会各界特别是企业积极支持职业教育，着力培养高素质劳动者和技术技能人才。2、从 2019 年开始，在职业院校、应用型本科高校启动“学历证书+若干职业技能等级证书”制度试点工作。到 2022 年，职业院校教学条件基本达标，一大批普通本科高等学校向应用型转变。
2019/4/13	国家发改委、教育部	《建设产教融合型企业实施办法（试行）》	1、进入产教融合型企业认证目录的企业，给予“金融+财政+土地+信用”的组合式激励，并按规定落实相关税收政策。2、重点建设培育主动推进制造业转型升级的优质企业，以及现代农业、智能制造、高端装备、新一代信息技术、生物医药、节能环保、新能源、新材料以及研发设计、数字创意、现代交通运输、高效物流、融资租赁、工程咨询、检验检测认证、电子商务、服务外包等急需产业领域企业，以及养老、家政、托幼、健康等社会领域龙头企业。
2019/4/10	教育部等四部门	《关于在院校实施“学历证书+若干职业技能等级证书”制度试点方案》	自 2019 年开始，重点围绕服务国家需要、市场需求、学生就业能力提升，从 10 个左右领域做起，启动 1+X 证书制度试点工作。有关院校将 1+X 证书制度试点与专业建设、课程建设、教师队伍建设等紧密结合，推进“1”和“X”的有机衔接，提升职业教育质量和学生就业能力。通过试点，深化教师、教材、教法“三教”改革；促进校企合作；建好用好实训基地；探索建设职业教育国家“学分银行”，构建国家资历框架。
2019/4/18	教育部、财政部	《中国特色高水平高职学校和专业建设计划项目遴选管理办法（试行）》	高水平高职学校和专业建设计划（“双高计划”）每五年一个支持周期，2019 年启动第一轮建设。实行总量控制、动态管理，年度评价、期满考核，有进有出、优胜劣汰。重点支持建设 50 所左右高水平高职学校和 150 个左右高水平专业群。
2019/5/13	教育部等六部门	《高职扩招专项工作实施方案》	1、合理确定 2019 年各省份高职扩招计划安排。各地要科学分配扩招计划，重点布局在优质高职院校，区域经济建设急需、社会民生领域紧缺和就业率高的专业，以及贫困地区特别是连片特困地区。2、在 2019 年高考前组织一次参加高职扩招专项考试的补报名工作，主要面向普通高中毕业生、中职（含中专、技工学校、职业高中）毕业生、退役军人、下岗失业人员、农民工和新型职业农民等报考高职院校的群体。于 10 月份面向 2019 年退役的军人再增加一次补报名。3、完善和落实相关奖助学金、学费减免等资助政策，退役军人学费资助按高职院校实际收取学费金额执行，每生每年最高不超过 8000 元，超出部分自行承担。
2019/05/25	国务院办公厅	《职业技能提升行动方案（2019-2021）》	2019 年至 2021 年共开展各类补贴性职业技能培训 5000 万人次以上，其中 2019 年培训 1500 万人次以上；经过努力，到 2021 年底技能劳动者占就业人员总量的比例达到 25% 以上，高技能人才占技能劳动者的比例达到 30% 以上。

资料来源：各个政府官方网站，光大证券研究所整理

2.2、重点关注高校和职业培训板块

2.2.1、高校：行业逐步发生改变，未来将成为充分竞争市场

高素质技术人才短缺，国家政策转向发展高质量职业教育，民办高教市场供需同步扩大。为满足“中国制造 2025”对先进制造业、现代服务业等领域高素质技术人才的需求，提升学生专业与职业的匹配度，今年以来，国家各项利好出台支持发展高质量职业教育。1) 2月13日《国家职业教育改革实施方案》鼓励社会力量兴办各类职教机构，要求5-10年内向政府统筹管理、社会多元办学的格局转变；2) 3月5日李克强总理提出2019年高职院校大规模扩招100万人，并已于4月30日落实全国高职招生计划增量115万人。随着民办力量的加入以及招生计划的放开，我们认为未来民办高教市场的供给和需求将逐步释放，市场化程度进一步提升。

表 5：19 年以来国家政策鼓励发展高质量职业教育

时间	主要内容
2019/2/13	国务院印发《国家职业教育改革实施方案》，总体要求经过5-10年，由政府举办为主向政府统筹管理、社会多元办学的格局转变；支持和规范社会力量兴办职业教育培训，鼓励发展股份制、混合所有制等职业院校和各类职业培训机构；深化复合型技术技能人才培养培训模式改革，提出启动1+X证书制度试点工作，同时院校内培训可面向社会人群开放。
2019/3/5	十三届全国人大二次会议上国务院总理李克强在政府工作报告中指出，鼓励更多应届高中毕业生和退役军人、下岗职工、农民工等报考高职院校考试，2019年高职院校大规模扩招100万人。
2019/4/30	《高职扩招专项工作实施方案》经国务院常务会议讨论通过，目前已落实2019年全国高职招生计划增量115万人。

资料来源：国办、教育部官网，光大证券研究所

选择营利性之后，高就业质量学校将享有定价权，头部企业优先受益。考虑到教育行业的本质是提供服务，具有优质教学质量的学校将享有定价权。而高质量的职教体现在使学生实现高质量就业。因此在“能就业”到“就好业”的转变过程中，我们认为，产教融合做得好的、能够提供契合市场需求的头部学校将率先从市场规模的扩大中受益。同时长线来看，市场化定价+头部企业的“鲶鱼效应”有望提升行业教育质量水平，带动行业良性竞争，高教市场或将向充分竞争市场过渡。

图 6：民办高教行业或将向充分竞争市场过渡



资料来源：光大证券研究所整理

2.2.2、培训：职业技能培训已成为稳定就业的关键举措

国办印发职业技能提升方案。2019年5月24日,国务院办公厅印发《职业技能提升行动方案(2019-2021)》。把职业技能培训作为保持就业稳定、缓解结构性就业矛盾的关键举措,作为经济转型升级和高质量发展的重要支撑。目标任务是2019年至2021年共开展各类补贴性职业技能培训5000万人次以上,其中2019年培训1500万人次以上;经过努力,到2021年底技能劳动者占就业人员总量的比例达到25%以上,高技能人才占技能劳动者的比例达到30%以上。

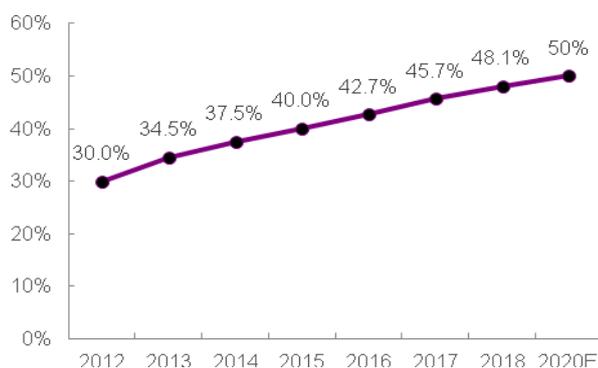
本次《方案》强调职业技能培训的重要作用,同时对19-21年培训入次数(3年5000万人次)和培训质量(高技能人才占技能劳动者的比例达到30%以上)做出明确规定。根据统计局数据,2018年我国就业总人口7.7亿人,年均培训1700万人次占总就业人口的2.2%,我们预计未来5年培训超过10%的就业人口,将极大的提升就业人员整体素质。

3、民办高教：行业增长潜力大，估值或被低估

按照举办者方性质划分,高等教育可分为公办高等教育和民办高等教育。公办高等教育主要为研究型的大学,如我们所熟知的985/211等学校。而民办大学专注应用型教育,以就业为导向,培养学生的实用性技能,同时颁发大学或大专文凭。目前不论是考生的报考倾向还是录取分数线上,民办大学都要落后于公立大学。2017年我国高等教育毛入学率达到45.7%,而根据弗若斯特沙利文报告,同时期民办高等教育渗透率仅为22.8%。

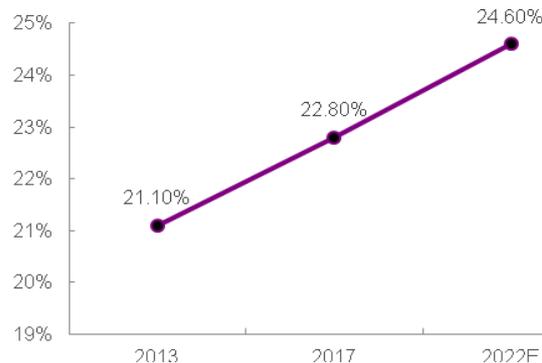
随着技术型人才需求的不断提升,民办本专科高等教育增长潜力巨大。我国当前经济正处于转型期,“中国制造2025”将极大提升对于技术型人才的需求。随着今年以来,国家职业教育领域各项利好政策的不断出台和落实,我们认为,专注技能教育的民办高等教育将主动契合市场需求,优化调整专业结构,有望以此实现更快的发展,同时成为实现2020年高等教育毛入学率50%的目标的主要推动力。

图7：2012-2018年&2020E中国高等教育毛入学率



资料来源：教育部，光大证券研究所整理

图8：民办高等教育渗透率



资料来源：弗若斯特沙利文预测，光大证券研究所

3.1、高教行业进入门槛高，并购是现阶段主要增长逻辑

高教行业为牌照型非充分竞争市场,新建高校难度大,进入壁垒高。1)高教行业准入门槛高,新设立民办高等教育机构需要取得一系列批文、执照及许可,并符合特定要求规范,如注册资本、学生数量、教师资质等。其中

本科高校的设立政策更是不断收紧, 手续繁琐耗时且不确定性大。因此, 高校牌照 (尤其是本科牌照) 成为高教行业的一道天然壁垒, 同时也奠定了高教行业区域性集中的非充分竞争格局。2) 高教行业建校初始投入大, 投资回报率较低, 2017 年港股高教行业平均 ROA 在 10% 左右, 同时新建民办高校仍需要很长的时间来树立品牌形象来吸引生源, 故难以通过新建学校来实现快速增长。

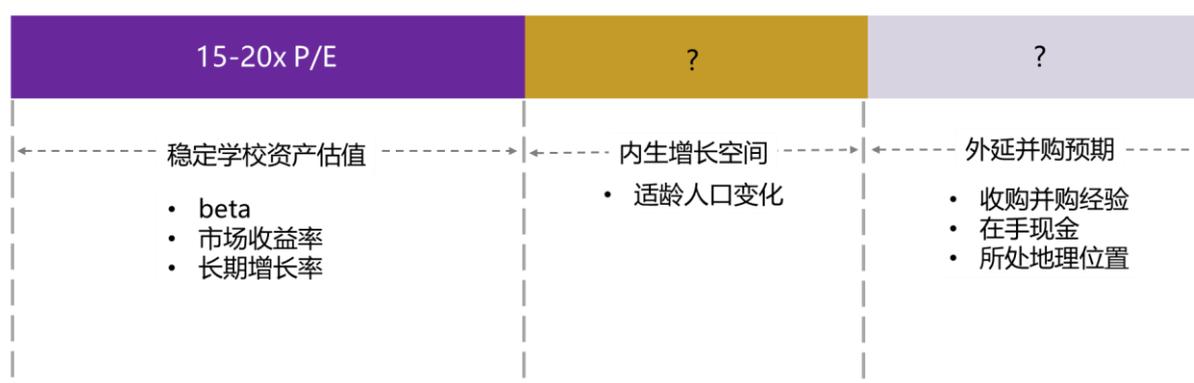
成熟校区内生增长受学额所限, 并购或为快速扩张的主要逻辑。由于本专科学额由教育部统筹分配, 所以民办高校在招生人数上受到较大限制, 尤其是成熟的本科高校, 学生规模受到限制。国家教育部批准的本科招生计划已经进入稳定期, 增速较为缓慢, 2013-2017 年 CAGR 为 1.2%, 2017 年增速仅为 0.9% 创下新低。我们认为, 在建校受阻、学额受限的环境下, 外延并购将是未来 3-5 年民办高等教育公司扩张的主要逻辑。18 年全国共有民办高校 749 所, 根据我们在《关注护城河来源, 聚焦确定性增长——港股民办教育行业综合对比分析》报告中的测算, 最终可能被并购的学校数量在 100-150 所左右。行业进入跑马圈地阶段。

3.2、如何看待高教行业的底部估值?

港股高教公司受《民促法实施条例 (送审稿)》的影响, 2018 年 8 月 10 日期间板块出现大幅调整, 根据我们的预测目前行业平均 (除中教外) 19 年估值为 16xPE。2019 年国家鼓励职业教育的政策陆续出台, 态度及方向性明确, 我们认为高教行业合理估值在 20xPE 以上。

我们认为高等教育行业公司估值构成为, 在底部估值基础上 (满员稳定、学费随 CPI 增长的学校), 叠加可预见的内生增长空间及外延并购预期带来的增益。其中我们认为底部估值可通过量化的方法估算得到, 考虑到不同公司内生增长空间和外延扩张预期存在差异, 还需要根据学校资产所处地区人口结构、在手现金、资金成本、公司市值大小等因素来综合判断。

图 9: 教育行业估值结构



资料来源: 光大证券研究所

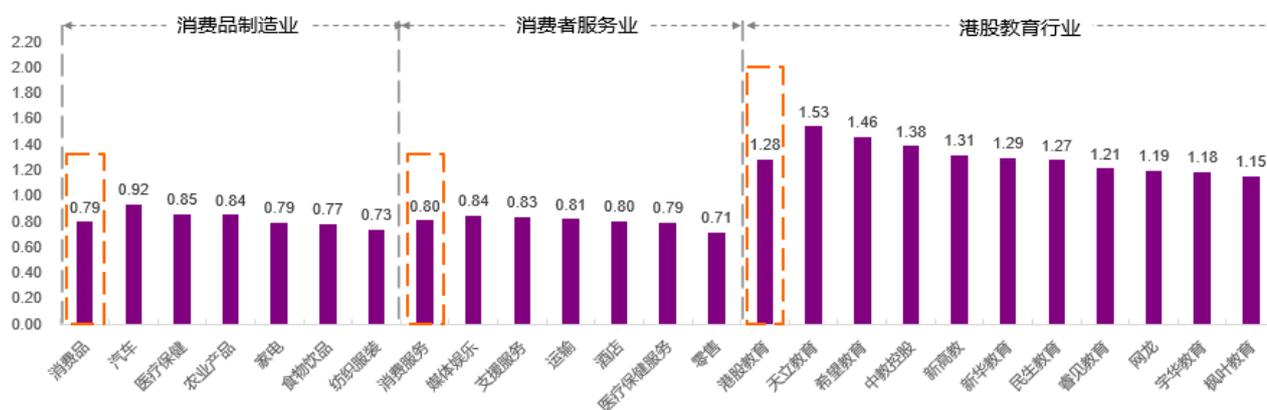
考虑到高校资产运营稳定, 收入以预收款为主, 现金流具备稳定性和持续性, 故我们认为一个满员稳定, 学费随 CPI 增长的学校, 即高校的底部估值可通过永续增长模型 DDM 估算得到。那么单体成熟价值=净利润/(WACC-g)。根据 PE=市值/净利润, 可得到一个成熟学校的 DDM 价值

$=1/WACC-g$ 。综上,教育资产的底部估值由 WACC、长期增长率 g 两大因素共同决定。

公司加权资本成本 $WACC=E/V \times Re+D/V \times Rd$ 。其中 Rd 为公司债务成本,即公司负债的利息率; Re 为公司权益成本,根据 CAPM 模型, $Re=Rf+\beta(Rm-Rf)$ 。假设学校资产为 100% 自有资金购建,得到 $WACC=Re=Rf+\beta(Rm-Rf)$

1. **Beta: 原始 Beta 存在失真问题,参考必选消费行业,在 0.7-1.0 之间。**目前港股教育 beta 平均 1.28, 对一个抗周期行业而言明显过高,且 R^2 低,不具备解释力度,主要原因是港股教育公司上市时间短,且短期受到政策的不确定影响大。使用原始 Beta 进行估值可能存在数据失真的问题。因此我们认为满员、交税的学校资产 beta 可参考必选消费行业,在 0.7-1.0 之间。

图 10: 港股消费行业与教育股 beta



资料来源: wind, 光大证券研究所, 统计区间为 13/01/01-19/05/25

2. **长期增长率 (g):** 我们认为单体学校达到成熟状态之后,即满员学校,利润仅随 CPI 增长。故公司利润的长期增长率与学费增长率一致,假设学费保持温和增长,接近通胀水平 CPI,即约 2-3% 的增速。
3. **底部 P/E 估值的确定:**
 - i. Beta: 参考必选消费,取到 0.9
 - ii. 市场收益率 Rm : 过去 5 年恒指平均收益率(加平均股息率)——9.0%
 - iii. 无风险收益率 Rf : 10 年期美国国债收益率——3.4%
 - iv. 长期增长率 g : 与 CPI 接近——2.0%

在以上假设的基础上,通过对 WACC 和长期增速 g 的敏感性测试,我们得到一个满员稳定、学费随着 CPI 增长的成熟高校(完税后)的合理估值区间在 15-20xPE。

2019-06-02 教育

图 11: 市场收益率 Rm 敏感性测试

Rm \ β	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1
7.5%	6.3%	6.7%	7.1%	7.5%	7.9%
8.0%	6.6%	7.1%	7.5%	8.0%	8.5%
8.5%	7.0%	7.5%	8.0%	8.5%	9.0%
9.0%	7.3%	7.9%	8.4%	9.0%	9.6%
9.5%	7.7%	8.3%	8.9%	9.5%	10.1%
10.0%	8.0%	8.7%	9.3%	10.0%	10.7%
10.5%	8.4%	9.1%	9.8%	10.5%	11.2%

资料来源: 光大证券研究所

图 12: 学校资产 P/E 估值

WACC \ g	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
7.0%	16.7	18.2	20	22.2	25
7.5%	15.4	16.7	18.2	20	22.2
8.0%	14.3	15.4	16.7	18.2	20
8.5%	13.3	14.3	15.4	16.7	18.2
9.0%	12.5	13.3	14.3	15.4	16.7
9.5%	11.8	12.5	13.3	14.3	15.4
10.0%	11.1	11.8	12.5	13.3	14.3

资料来源: 光大证券研究所

3.3、高教板块为价值洼地，优选高内生+强外延+低市值的公司

港股教育板块平均估值为 19 年 16xPE,除了中教最高达到 32xPE 之外,其余公司基本在 10x-17x 之间,低于我们测算的 15-20xPE 的底部估值。此外,港股大部分上市高校与我们所假设的成熟学校存在一定区别: 1) 拥有一定的内生增长空间; 2) 在手现金充裕,拥有外延的可能性; 综合考虑这两点因素,我们认为高教行业整体估值被低估,存在价值洼地,行业合理估值应为 20xPE 以上。

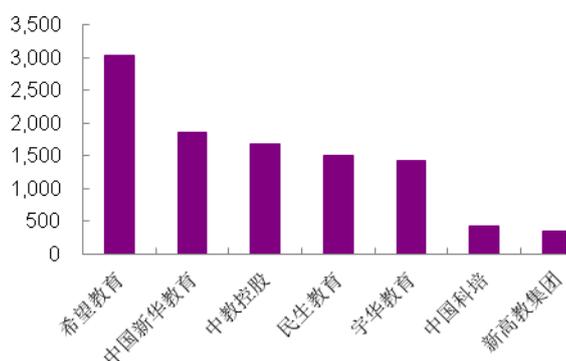
行业整体被低估的情况下,我们认为低估值的港股高教公司均可配置,优选低估值、高弹性(低市值)、高内生、强外延的公司。重点推荐: 希望教育、科培教育。

1) 外延并购: 在手现金反应并购能力,市值大小决定增长弹性。通常在手现金数量越大,可预期其外延并购能力越强,估值越高。但由于高教行业是存量并购,已有规模大小将影响并购学校对公司盈利的边际改善作用,可认为市值越大,弹性越小。因此,按成功整合一所学校 NPV 为 5-10 亿 RMB 来粗略计算,可以通过考虑其暗含多少所学校收购预期,并参考在手现金梳理来考虑估值。

2) 内生增长: 辩证看 ROA 高低,优选增长空间大或运营效率高的公司。民办高等教育行业平均调整后 ROA 为 10%,分化程度较大。ROA 较低可能是由于外延并购整合尚未完成,未来预期会有增长放量。比如希望教育 18 年 ROA 仅为 5.7%,主要是由于公司外延收购不断,17 年收购四川学校,18 年收购甘肃、重庆学校,学校人数仍处于爬坡期,故 ROA 较低,未来内生增长空间大。ROA 较高首先要考虑利润是否可持续,或是否由不同会计方法导致的情况;若利润增长稳定可靠,可能是由于公司具备较强的运营效率。如新华和科培 ROA 水平位居板块前列,均在 17%左右,主要是由于两家公司目前仅经营 2 个单体学校,单体学校运营效率相对较高。

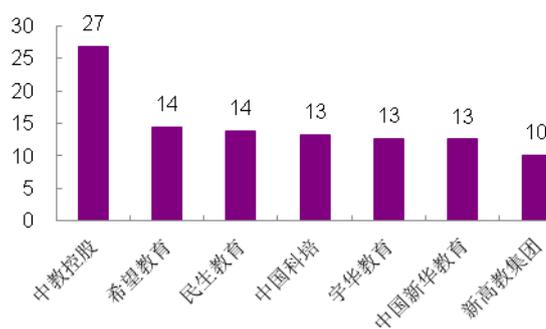
2019-06-02 教育

图 13: 港股教育公司在手现金 (百万元人民币, FY18)



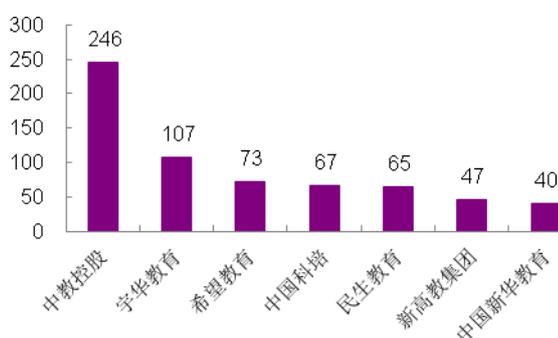
资料来源: wind, 各公司公告

图 14: 港股教育公司 P/E 估值 (2019E)



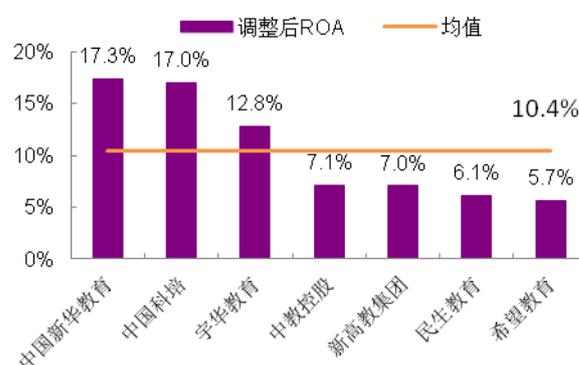
资料来源: wind, 光大证券研究所预测, 截取日期 19/05/25

图 15: 港股教育公司市值 (亿港元)



资料来源: wind, 光大证券研究所, 截取日期 19/05/25

图 16: 港股教育公司 ROA (FY2018)



资料来源: wind, 光大证券研究所

4、职业培训: 证书和技能两大领域, 中公教育和东方教育行业龙头

根据我们在报告《中公教育借壳上市, A股龙头扬帆起航——亚夏汽车(002607.SZ)深度报告》和《政策约束下的供给侧变革——教育行业2019年投资策略》中的测算, 2018年职业培训行业约5000亿元市场空间, YoY+10-20%。可分为证书(500亿元)和技能(4500亿元+)两大类, 预计跨细分赛道扩张是细分赛道巨头公司未来主要成长路径。

图 17: 成人职业培训行业细分领域



资料来源: 光大证券研究所整理

职业培训行业筛选框架因素: 业务复制能力、行业增速、考试培训标准程度、考试通过难度(参培率)、参加考试人数、客单价。我们认为行业筛选看好(1) 人才招聘和资格认证; (2) 自考。

表 6: 部分职业教育公司运营数据一览

培训机构	统计项目		2016	2017	2018	统计项目	2016	2017	2018
中公教育	人员薪酬 (百万元)	人民币	972	1211	1751	教学网点数 量(个)	413	551	701
东方教育集团			290	372	322		107	143	156(18Q3)
华图教育			739	881	533		291	393	435(18Q2)
达内科技		美元	173	239			145	184	
恒企教育(开元股份)		人民币	35	161	140		256	348	360(18Q3)

资料来源: 公司年报, 光大证券研究所整理

4.1、证书培训: 人才招聘和资格认证考试钻石赛道, 核心推荐中公教育

2018 年人才招聘考试和资格认证考试市场空间约 500 亿元。由于复杂的就业形势, 许多高校毕业生和其他高学历人才就业或寻求工作岗位调整时将更多地目光放在工作条件相对优越的国家行政和事业编制内的岗位、教师岗位、医疗卫生岗位, 参加各类人才招聘考试, 继而为人才招聘培训提供充足的生源。根据国家公务员局统计数据, 截止 2018 年底公务员、事业单位、教师、金融、医疗五项从业人员共 8000 万人, 每类工作人员工作年限约 30 年, 因此每年参与岗位轮换约 267 万人, 参考历年平均 10:1 的报录比, 我们预计每年参与考试的人数约 2700 万人, 结合 40% 参培率和 4600 元生均收费, 人才招聘考试和资格认证考试市场空间约为 500 亿元。

一、公务员培训: 报考人次仅是一个维度, 参培率和客单价仍有提升空间。

(1) 维度一之报考人次: 2018 年国考岗位缩编, 但就业难驱动报录比抬升。

(A) 国家公务员: 2019 年国家公务员计划招录 14537 人, 同比 2018 年招录 28533 人下降 49%, 主要是因为国家税务部门的改革, 国税部门招录人数同比减少 53%, 其余部门招录人数并无明显下降。2019 年国考报名人数 138 万人, 同比 2018 年的 165 万人下降 16%。2012-2019 年参考人数基本稳定在 90-100 万人之间。

(B) 地方公务员: 根据已经披露信息的省份, 2019 年招录人数下滑的趋势比较确定, 下滑幅度在 20% 左右。

表 7: 2012-2019 年国家公务员考试招录情况

年份	招考职位	招录人数	审核通过	参考人数	报录比
2019	9,657	14,537 人	137.93 万人	92 万人	95.2:1
2018	16,144	28,533 人	165.97 万人	113.4 万人	57.8:1
2017	15,589	27,061 人	133.86 万人	98.4 万人	49.5:1
2016	15,659	27,817 人	139.46 万人	93 万人	33.4:1
2015	13,475	22,249 人	140.9 万人	105 万人	47.2:1
2014	11,729	19,538 人	152 万人	99 万人	50.7:1
2013	12,927	20,879 人	150 万人	111.7 万人	53.5:1
2012	10,486	17,941 人	130 万人	96 万人	53.5:1

资料来源: 中公教育官网, 光大证券研究所整理

(2) 维度二之参培率: 参学率和参培率分别约 40% 和 15%, 参培率仍有较大提升空间。参培率指参加线下培训班的比率, 客单价数千-数万元不等; 参学率涵盖参培率, 除了参加线下培训之外, 购买书籍或者购买低价的引流在线课程均属于参学率, 客单价约几十元。目前公务员考试全行业的参学率约 40%, 参培率约 15%。相较于考研约 60% 参培率, 公务员考试的参培率仍有较大的提升空间。2012-2018 年竞争比基本维持在 40:1~55:1, 2019 年竞争比提升至 95:1 将导致 2019 年国考竞争加剧, 有望进一步提升培训业务的参培率。

(3) 维度三之客单价: 稳步提升。目前公务员考试笔试培训均价 6000 元, 面试培训均价 1.5 万元。由于有品牌的巨头企业拥有较强的定价权, 每年学费都有望保持稳定增长。

二、事业单位培训: 公务员招录减少, 事业单位增长明显。国家机关单位的编制有多种: 公务员编制、参公事业编、全额拨款事业编、差额拨款事业编、工勤编和临时工。广义的事业单位编制包括参公事业编、全额拨款事业编、差额拨款事业编等。

(1) 维度一之报考人数: 事业单位相比公务员每年招录人数充足, 根据人力保障局数据, 2017 年全国公开招聘事业单位人员 93 万人, 同比增加 16%, 中央事业单位 9.7 万人, 地方 83.3 万人。上海事业单位每批次招录人数在 4000 人左右, 每年会多批次招录。2018 年上海辅警、城管类的事业单位招录首次需要标准化考试, 未来所有事业单位的招录会逐渐标准化、规范化, 我们认为统一的事业单位统考是行业未来发展趋势。这类考试相对于公

务员考试来讲, 门槛低但难度不低, 会催生更多的低学历求职者参考, 同时催生大量的培训需求。我们预计 19-20 年 CAGR 有望保持 10% 左右。

(2) **维度二之参培率**: 2018 年全国事业单位录取率约 15%, 参培率约为 15%。随着事业单位报考人数的持续提升, 竞争程度提升, 我们预计未来事业单位参培率有望逐步提升。

(3) **维度三之客单价**: 2018 年事业单位笔试培训客单价约为 4500 元, 面试培训客单价 8000-10000 元。相较于公务员培训的客单价仍有较大增长空间。我们预测 2020 年事业单位笔试培训客单价有望提升至 6000 元, 面试培训客单价有望提升至 1.0-1.3 万元。

三、教师培训: 教师考试包含教师资格考试及教师招聘考试两个体系。前者是国家施行的教师职业许可制度考试, 后者是获得教师资格认证后的竞争上岗考试。

维度一之报考人数: (1) **驱动力一之教师国考改革**: 教师国考改革实施后, 师范类学生被纳入考查范围, 使得报考人数较政策改革前显著增长。

(2) **驱动力二之培训新规**: 2018 年 8 月 22 日国办 80 号文规范校外培训机构, 要求所有从事学科类培训的教师必须有教师资格, 目前全国约 80 万所各类培训机构, 假设每所机构平均 20 个老师, 拥有教师资格证的比例约在 30%~50% 之间。公立校有 1700 万教师, 一些偏远地区公立校的教师也存在资格证缺失现象, 导致教师资格证缺口巨大。

维度二之参培率: 目前教师资格考试全行业的参培率约 10%, 招聘考试参培率 15%, 合计参培率约在 10-15% 之间, 未来仍有较大的提升空间。根据搜狐教育数据, 2017/2018 年教师资格考试报名考生分别为 418/651 万人, 2017 年录取人数为 38 万人, 每年基本稳定。随着国家加大对教师队伍的建设力度, 录取人数将保持增长, 但报考人数增长迅猛, 仍将驱动考试竞争程度提高, 有望进一步提升教师考试培训参培率。

维度三之客单价: 目前资格考试笔试培训价格平均为 3000 元, 招聘笔试培训价格约 5000 元, 面试培训价格均为 8000 元左右。与公务员的客单价还有很大的差距, 随着教师培训报考人数的增多, 培训客单价将持续提升。

4.2、成人技能培训: 财经、厨师空间巨大, 关注开元股份和东方教育港股 IPO 后的投资机会

烹饪、信息技术和汽车服务培训需求端: 根据弗若斯特沙利文报告, 烹饪技术、信息技术和汽车服务的收入之和占 2018 年中国职业技能教育市场总收入的 40%。人才缺口方面, 烹饪技术类 2017 年人才缺口 220 万人, 增至 2022 年 310 万人; 信息技术类 2017 年人才缺口 770 万人, 增至 2022 年 1680 万人; 汽车服务类 2017 年人才缺口 400 万人, 增至 2022 年 870 万人。烹饪技术、信息技术和汽车服务行业的培训需求强烈。弗若斯特沙利文预测, 2018 年厨师、信息技术、汽修的市场规模约占非学历职业教育的 44%, 即约为 1760 亿元。

烹饪、信息技术和汽车服务培训供给端: 供给端从业公司数量众多, 中国东方教育控股在烹饪、信息技术和汽车服务等均为细分领域第一。根据弗若斯特沙利文报告, 按照培训人数计, 中国三大职业技能教育参与者合计占

据 2.5% 的市场份额。截止 2018 年 8 月 31 日, 中国东方教育控股在烹饪、信息技术和汽车服务三个细分领域的市占率均为第一, 分别为 23.1%、3.4%、9.7%。

表 8: 烹饪、信息技术和汽车服务培训主要供应商市占率

烹饪	培训人次	市占率	信息技术	培训人次	市占率	汽车服务	培训人次	市占率
中国东方教育	65,372	23.1%	中国东方教育	21,442	3.4%	中国东方教育	15,236	9.7%
集团 A	8,077	2.9%	集团 C	20,882	3.3%	集团 E	15,000	9.5%
集团 B	2,600	0.9%	集团 D	20,023	3.2%	集团 F	2,000	1.3%

资料来源: 中国东方教育控股招股说明书, 光大证券研究所注: 统计时间截止 2018 年 8 月 31 日

会计培训行业需求端: 空间巨大, 方兴未艾。会计培训主要分为资格认证培训和职业技能培训两大类。

(1) 在会计资格认证培训领域, 主要的考试包括注册会计师、会计专业技术资格考试、会计从业考试等等, 根据报名人数、参培率和人均收费计算, 2018 年市场空间超 100 亿元;

(2) 在会计职业技能领域, 根据国家统计局数据, 截至 2018 年年末, 我国工商登记的中小企业超过 2000 万家, 个体工商户超过 5500 万户。如果中小企业按照每家企业 3 人、30% 的参培率和 4000 元/人的客单价计算, 我们预计仅会计实操上岗培训市场空间约 800 亿元。

表 9: 2018 年会计资格认证考试市场空间测算

考试名称	报名人数(万人)	平均参培率	人均培训费用(元)	市场规模(亿元)
会计从业考试	300	15%	3000	14
注册会计师考试	120	50%	4500	27
会计专业技术资格考试(职称考试)	270	45%	4500	55
特许公认会计师考试	25	50%	5500	7
合计				102

资料来源: 百度教育, 光大证券研究所整理预测 注: 参培率和人均收费为光大证券研究所测算。

会计培训行业供给端: 竞争格局分散, 正保远程、恒企教育、高顿财经为行业巨头企业。会计职业培训领域的主要从业机构基本都是地方的中小培训机构, 全国性从业机构较少, 目前行业内领先的公司包括: 恒企教育、中华会计网校(正保远程教育 DL.N)、高顿财经、仁和会计教育等。

表 10: 会计培训领域领导企业

机构名称	规模与实力	主营业务
仁和会计	国内老牌会计培训机构, 拥有 200 余所校区, 规模较大	专注于会计培训业务, 从基础会计到中高级均全面覆盖。
中华会计网校	正保远程教育(美国纽交所上市公司, 股票代码: DL) 旗下知名主打品牌网站之一, 国际四大会计师事务所员工的网上培训基地, 拥有注册学员数百万	会计/税务/证券/公务员等考证业务
恒企教育	覆盖全国 150 多个城市开办了近 300 家网点, 老牌会计培训机构。上市公司(被开元股份并购)	目前恒企教育主要业务为会计培训服务、IT 培训服务

资料来源: 并购交易书, 光大证券研究所整理

表 11: 2017 年会计类培训人才招聘和资格认证考试基本信息汇总

考试名称	考试性质	参考书目	考试内容难度	考试通过比率	考试频次(次/年)	参考人数(百万人/年)
------	------	------	--------	--------	-----------	-------------

2019-06-02 教育

会计从业资格考试	资格认证	有	★	30%	4	300
注册会计师考试	资格认证	有	★★★★★	10%	1	120
会计专业技术资格考试(职称考试)	资格认证	有	★★★	初级 25%、中级别 9%	1	270
税务师考试	资格认证	有	★★★	10%	1	44
特许公认会计师考试	资格认证	有	★★★★★	单科 40%	4	25
国际注册内部审计师考试	资格认证	有	★★★★★	30-50%	1	2
加拿大注册会计师考试	资格认证	有	★★★★★	80% (中国)	4	2
美国注册管理会计师考试	资格认证	有	★★★	40%+ (中国)	中英文各 3 次/年	2

资料来源: 百度教育, 光大证券研究所整理预测。注: 通过率率为光大证券研究所测算。

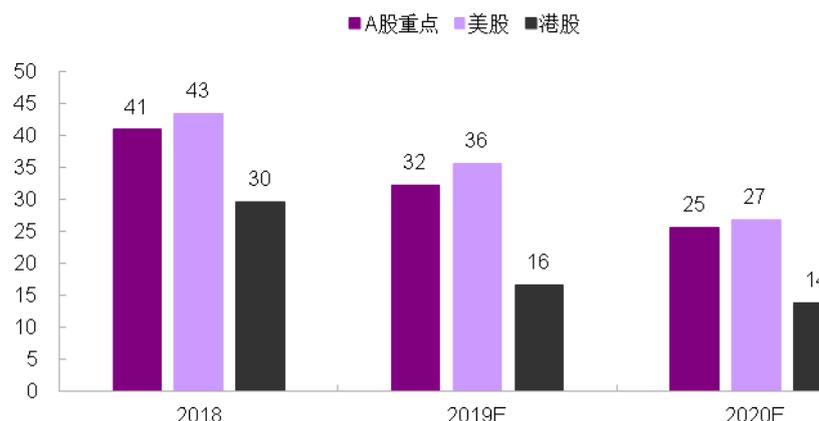
5、教育行业估值分析和投资策略

5.1、估值分析

估值梳理。截至 2019 年 5 月 29 日, 各市场估值情况如下:

- 1、A 股教育: 重点公司 2018/2019 年 PE 为 41X/32X;
- 2、港股教育: 重点公司 2018/2019 年 PE 为 30X/16X;
- 3、美股教育: 重点公司 FY2018/FY2019 年 PE 为 43X/36X。

图 18: 教育行业 PE 估值比较



资料来源: Wind, 光大证券研究所注: (1) 股价为 2019 年 5 月 29 日收盘价; (2) 采用 Wind 一致预期。

5.2、投资建议: 四条主线, 积极配置

我们建议四条主线积极配置教育行业:

- (1) 成人职业教育培训: 国家政策明确鼓励推动职业教育, 行业或将迎来高速发展。重点推荐中公教育、开元股份。
- (2) 教育信息化: 《中国教育现代化 2035》、《教育部 2019 年工作要点》出台, 全面利好教育信息化行业。重点推荐网龙、视源股份。
- (3) 民办高校: 考虑到该板块流动性较低, 建议对低估值的高教标的均可配置, 重点推荐: 希望教育、中国科培。
- (4) 在线教育: 重点推荐新东方在线。

表 12: 重点推荐公司组合

证券代码	公司名称	货币单位	收盘价	调整后 EPS			调整后 P/E			评级
				18	19E	20E	18	19E	20E	
1765.HK	希望教育	HKD	1.08	0.03	0.07	0.09	36	15	12	买入
1890.HK	中国科培	HKD	3.32	0.23	0.20	0.24	14	17	14	买入
0777.HK	网龙	HKD	20.70	1.18	1.67	2.02	18	12	10	买入
1797.HK	新东方在线	HKD	9.92	0.10	-0.04	-0.12	99	N/A	N/A	买入
002607.SZ	中公教育	RMB	11.95	0.22	0.28	0.38	54	43	32	买入
002841.SZ	视源股份	RMB	74.80	1.55	2.22	2.91	48	38	21	买入
300338.SZ	开元股份	RMB	11.73	0.49	0.53	0.79	24	22	15	买入

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价截至日期为 2019/5/29

注: 1) 调整项包括上市开支、股权激励开支以及额外计提的政府补贴; 2) 上述公司未来业绩均为光大证券研究所预测; 3) CNY:HKD=1:1.1304。

6、风险因素

行业层面:

(1) 教育政策风险: 教育行业相关政策在鼓励民办教育产业的基础上, 以“公益属性”为主要方向, “遏制过度逐利和纯粹逐利”被反复重申。从规范层级来说, 义务教育阶段(小学和初中)不得设立为营利性, 但是幼儿园、高中、大学、大专等可以选择转设为营利性。目前民办幼儿园的整体盈利能力和资产证券化路径已受到国家严格规范, 未来国家是否会出台相关政策限制其它年龄段学校(中小学/高教等)的盈利能力和资产证券化路径, 我们将保持持续跟踪。

(2) 教育经费不足的风险: 2017 年中央财政教育经费增长 5%, 西藏、河南、云南教育经费分别增长 23%、16%、14%。华北地区增长乏力, 东北地区出现负增长。黑龙江下滑 1%, 内蒙古、吉林、辽宁、山西增幅不足 3%。随着东北地区经济增长乏力持续, 未来相关地区可能会出现教育经费不足的风险。

公司层面:

(1) 教研能力下降的风险: 教师、课程及教程研发都与教育质量息息相关, 教研团队核心人员的变动, 会对教育机构的服务质量、口碑产生一定影响。

(2) 核心技术及人员流失的风险: 教师、课程及教程研发都与教育质量息息相关, 这些核心人员的变动, 会对教育机构的服务质量、口碑产生一定影响。

7、重点公司介绍

7.1、中公教育 (002607.SZ)：A 股教育龙头，打造职教航母

中公教育是国内职业培训龙头企业。中公教育是国内领先的非学历职业就业培训服务提供商，主要领域包括公务员、事业单位、教师等。中公教育 2015-2018 年收入分别为 20.7、25.8、40.3 和 62.5 亿元；2015-2017 年参培学员累计 288.46 万人次（含面授和线上培训），2018 年培训学员突破 120 万人次。公务员招录面授培训业务 18 年实现营业收入 30.82 亿元(+49.15%)；教师招录及教师资格面授培训业务实现营业收入 10.75 亿元(+60.58%)；综合面授培训业务实现营业收入 8.28 亿元(+87.17%)；事业单位招录面授培训业务实现营业收入 7.85 亿元(+37.91%)；线上培训业务实现营业收入 4.44 亿元(+57.64%)；其他业务共实现营业收入 0.23 亿元(+869.64%)。19Q1 收入 13.12 亿元(+61.93%)，净利润 1.06 亿元(+304.47%)。

中公教育的中短期成长路径主要四个维度。（1）品类拓展：中公从公职招录逐渐拓展到考研、IT 技能、国企金融、出国留学等领域。（2）渠道下沉和院校覆盖：截止 2018 年 12 月，中公教育的 701 个直营分支机构已覆盖 31 个省 319 个城市。未来中公教育渠道网络将逐步向县级市进行延伸。目前中公覆盖高校数量约 200 所，全国有约 2663 所高校，仍有较大的成长空间。（3）客单价提升：无论早教培训、中小学培训还是成人培训，大部分优质培训机构均具备较强的定价权。（4）运营效率提升：中公教育 2015-2018 年净利率约 7.8%、12.7%和 13.0%和 18.4%，处于逐年提升的趋势。我们认为未来随着双师课堂渗透率、信息系统中台化率逐步提升，公司远期的净利率有望超过 20%。

盈利预测、投资评级和估值。考虑到公司整体收入快速增长，以及双师课堂、自主 IT 系统开发升级带来公司盈利能力的提升，我们预计公司净利率有望保持持续提升。我们维持中公教育 19~21 年净利润预测为 17.33/23.18/30.13 亿元，EPS 预测分别为 0.28/0.38/0.49 元。当前约 780 亿元市值对应 19-21 年 P/E 为 43x/32x/24x，维持中公教育“买入”评级。

风险提示：公务员国考和省考招生人数下降风险。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,031	6,237	9,372	12,061	15,104
营业收入增长率	56.00%	54.73%	50.26%	28.70%	25.23%
净利润（百万元）	525	1,153	1,733	2,318	3,013
净利润增长率	60.55%	119.62%	50.35%	33.70%	30.03%
EPS（元）	0.09	0.19	0.28	0.38	0.49
P/E	151	54	43	32	24

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 5 月 29 日

7.2、视源股份 (002841.SZ)：源远流深，傲世天下

视源股份：全球智能显示交互领域龙头企业。公司作为全球显示主控板卡第一份额的龙头企业，通过“希沃”交互智能平板布局全球教育信息化市场，通过MAXHUB会议平板布局国内会议信息化市场，在两大显示交互领域也均成为市占率第一的龙头公司。2018年公司实现营业收入169.84亿元(YoY+56.28%)，实现归母净利润10.04亿元(YoY+45.32%)，实现扣非后归母净利润9.41亿元(YoY+36.13%)。团队分享、技术研发、品牌优势、渠道布局构成了公司的四大核心竞争力。19Q1收入33.61亿元(+26.33%)，归母净利润1.88亿元(+47.39%)。

板卡业务稳居全球首位，18年受益景气度提升，实现量价齐升。2018年全球液晶电视出货量约为22,495.30万台，同比上涨2.50%，电视行业景气度略有回升。未来公司将进一步基于Mstar、MTK、Realtek、Amlogic、RDA、海思等主流芯片平台，推出了可支持全球主流电视信号标准的液晶电视主控板卡产品体系。公司还通过产品功能的整合提高产品的附加值。此外，19年3月发布的《超高清视频产业发展行动计划(2019~2022年)》，也将为公司的板卡业务带来新的发展机遇。

教育业务领军国内市场，基于硬件优势升级产品体系。根据奥维云网《2018年Q4中国B2BIWB市场研究报告》统计，公司在教育市场交互智能平板2016年、2017年、2018年销售额市占率分别为31.30%、35.50%、36.50%，各期均位居中国大陆交互智能平板市场领先地位。希沃定位于教育信息化应用工具提供商，积极把握国内教育行业政策动态，以“用户”为核心，突破过往单一交互智能平板产品的业务模式，立足“教师、教室、教学”，针对教育信息化的不同应用场景，将产品体系升级为“常态化教学应用软件、数字化环境硬件、数据管理与服务软件”三大部分，推出了智慧黑板、电子白板、常态化智能录播系统、学生终端、易课堂等硬件及软件类新产品，基本实现了教育信息化应用工具的全面覆盖。

盈利预测、估值与评级。充分考虑视源股份各项业务发展趋势，结合公司18年年报，我们维持对视源股份2019~2021年的归母净利润预测为13.07/17.41/22.98亿元，对应EPS为2.22/2.91/2.87元，维持“买入”评级。

风险提示：教育政策变化、业务拓展不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,868	16,984	21,050	26,606	33,396
营业收入增长率	31.92%	56.28%	23.94%	26.40%	25.52%
净利润(百万元)	691	1,004	1,307	1,741	2,298
净利润增长率	-6.86%	45.32%	30.11%	33.20%	32.00%
EPS(元)	1.05	1.53	2.22	2.91	2.87
ROE(归属母公司)(摊薄)	27.56%	29.51%	28.52%	29.68%	30.42%
P/E	76	48	34	26	19

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年5月29日

7.3、网龙 (0777.HK)：游戏、教育双轮驱动

游戏、教育双轮驱动，业绩持续改善。18 年公司营收 50.4 亿元人民币，YoY 30%，主要是由于游戏和教育业务均实现稳步增长；归母净利润 5.5 亿元，相比上年同期-2080 万元实现扭亏。盈利情况大幅改善，主要是游戏业务持续发力，教育业务盈利情况大幅改善，其中海外教育业务已经实现扭亏，国内教育业务仍处于投入期。

游戏收入创历史新高，经营利润同比增长 92.5%。18 年游戏业务收入 23.7 亿元创历史新高，YoY 41.5%。其中，端游收入 19.15 亿元，YoY 39.8%，端游收入创历史新高，增长主要由于旗舰 IP《魔域》推出新资料片及新功能，ARPU 同比提升 64.8%至 665 元。；手游收入 4.53 亿元，YoY 49.3%，主要受益于《魔域》口袋版及《魔域手游》流水的快速增长，2H18 平均月流水约 1 亿元。受益于收入强劲增长和经营杠杆成效，经营利润同比增长 92.5%至 13 亿元，经营利润率由去年同期的 40.4%上升至 54.9%。此外，公司计划今年推出数款新 IP 及新类型的游戏，数个新游戏已于近期获得版号审批。

教育营收稳步增长，海外业务普米盈利快速提升。18 年教育业务收入 25.7 亿元人民币，YoY 21.9%；经营亏损 4.2 亿元，与去年同期相比略有缩窄。1) 海外业务普米盈利能力大幅提升，净利从去年同期的 500 万元增长至 1.5 亿元，主要是受益于“一带一路”倡议下公司业务向埃及、尼日利亚、肯尼亚和马来西亚等新兴市场国家拓展，以及莫斯科智慧城市项目第二阶段大规模订单发货。2) 受益于毛利较高的 VR 业务增长，国内教育板块毛利同比提升 13.6%，但由于目前仍在用户推广阶段，持续高企的研发、销售及行政费用致使盈利仍然处于净亏损状态。截至 18 年底，101 教育 PPT 国内安装用户达到 500 万，相比去年同期的 120 万增长超 3 倍。此外，18 年公司完成对 Edmodo 收购，截至目前，用户数超过 1 亿人，遍布 190 多个国家的 40 万所学校，未来有望与普米结合，通过导入 K12 用户案例获得海量用户规模变现机会。

维持目标价 30.55 港元，维持至“买入”评级。我们维持 19/20/21 年收入预测分别为 60.4、68.2、73.6 亿元，同比增长 20%/13%/8%；维持归母净利润预测为 7.7、9.3、10.1 亿元，同比增长 29%/23%/9%；综合考虑分部估值及绝对估值结果，我们维持目标价 30.55 港元/股，对应 19 年的 PE 为 18x，维持“买入”评级。

风险提示：教育产品推广低于预期；Edmodo 整合不达预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元人民币)	3,868	5,038	6,035	6,816	7,357
营业收入增长率	38.47%	30.25%	19.79%	12.95%	7.95%
归母净利润 (百万元人民币)	-21	546	771	933	1,014
归母净利润增长率	-	-	28.73%	23.04%	9.37%
EPS (港元)	-0.05	1.18	1.67	2.02	2.20
ROE	-0.50%	11.61%	13.44%	14.63%	14.14%
P/E	-	18	12	10	9

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 5 月 29 日

7.4、新东方在线 (1797.HK)：线上发力，旭日东升

新东方在线：新东方旗下在线教育平台，多领域综合在线教育服务供应商。新东方在线依托于新东方集团，在大学、K12、学前、机构四个领域提供在线教育服务。目前公司核心业务东方优播，现金牛业务新东方在线网站及机构业务，衍生业务酷学多纳及酷学英语。目前新东方集团持有新东方在线股份 66.72%，为控股股东。FY2018，公司实现营收 6.50 亿元 (YoY+45.8%)，净利润 0.91 亿元 (YoY-2.8%)。

在线教育行业：线下培训龙头互联网平台有望成为在线教育巨头企业，K12 在线直播是王者赛道。2017 年在线教育市场规模近 2000 亿元，预计 2020 年将超过 3000 亿元。我们认为在线教育与线下培训互补而不是互斥，融合而不是颠覆，服务能力和教研水平是在线教育企业扩张的关键。线下培训龙头的在线平台由于品牌认可度高、教学质量好、师资培训体系强，最有可能成为在线教育王者。高度分散的 K12 线下培训诞生两家千亿市值上市公司新东方和好未来，我们认为未来 K12 在线直播是最有潜力的教育赛道之一，市场份额高度集中、三四线城市海量空间、优质教学资源供给缺失有可能铸就数个巨头公司。

背靠中国教育第一龙头新东方，新东方在线拥有品牌、渠道、资本、教研优势。作为国内最大的综合性教育集团，新东方的品牌、教研、服务领先市场。新东方在线依托于新东方，核心优势凸显：(1) 品牌：借力新东方，FY2018 销售成本约 38%；(2) 渠道：新东方线下学员基数引流线上课程，股东腾讯带来线上流量；(3) 教研：通过引入优质股东提升教研实力。

核心业务：K12 在线直播平台东方优播拥有宏大成长空间。K12 在线直播是教育行业的金牌赛道和重要趋势，东方优播同时布局大班直播和班课直播业务，是新东方在线 K12 业务的核心部分，其中班课模式“乐播课”采用 25-30 人小班教学，课程单价在 60 元/小时，课程内容结合三四线城市的教材及学生的实际学习情况，并设置当地体验店降低营销成本。新东方在线 K12 业务 2018 年收入约 0.88 亿元，预计未来有望保持超过 100% 的收入复合增速。

成长路径：围绕 K12 在线直播领域，以下沉三四线为战略，以加速城市覆盖为战术。在战略制定上，公司将东方优播平台作为核心业务，面向稀缺优质教育资源的三四线城市提供差异化服务，对三四线城市进行教育消费升级。在扩张战术上，东方优播计划在 5-6 年的时间进入 200 个城市，快速提升城市及用户覆盖，我们预计 5 年后覆盖潜在客户群体将超过 2000 万。

盈利预测。我们维持新东方在线 19-21 年收入预测为 10.00/16.20/26.65 亿元人民币，归母净利润预测为-0.39/-1.11/0.59 亿元人民币，公司处于利润的爬坡期，考虑到公司 21 年净利润有望转正及新东方集团的背景，维持“买入”评级。

风险提示：竞争激烈影响盈利能力、教育政策变化、业务拓展不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入(百万元人民币)	446	650	1,000	1,620	2,665
YoY	33.52%	45.77%	53.67%	62.06%	64.53%
净利润(百万元人民币)	94	91	-39	-111	59
YoY	57.63%	-2.74%	N/A	N/A	N/A
EPS(港元)	0.10	0.10	-0.04	-0.12	0.06
PE	99	99	N/A	N/A	162

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，注：股价为 2019 年 5 月 29 日收盘价，汇率为 RMB:HKD=1:1.14。

7.5、希望教育 (1765.HK)：价值被低估的西部民办高校先行者

中国第二大民办高等教育集团，旗下拥有 8 所民办高校。公司是中国第二大民办高等教育集团，专注于应用型教育，拥有 19 年办学经验。学校网络集中于中西部地区，已覆盖四川、贵州和山西。截至 2018 年 12 月 31 日，公司旗下拥有 8 所高校，其中 3 所由公司自建，5 所由公司收购，在校学生规模达 86,033 人，旗下学校平均就业率同比提升约 2 个 pct 至 92.19%。

内生增长空间广阔，外延扩张经验丰富。公司现有学校容量远未饱和，内生增长空间大。截至 2018 年 12 月 31 日，2018 年公司学校总招生人数 31,025 人，同比增长 43%；在校生人数 86,033 人，同比增长 14%。我们预计公司学校 2021 年在校生人数仍有 60% 的增长空间。此外，3 月 5 日十三届全国人大二次会议上国务院总理在政府工作报告中指出，19 年高职院校扩招 100 万人，公司旗下共有 5 所高职院校，预计未来高职院校招生人数、利用率或将迎来快速增长。

公司外延并购经验丰富，已并购 5 所学校，数量上在目前港股上市的高教公司排第一位，并且公司拥有顶尖的投后管理能力，在招生、教学和就业多方面实现集团化管理，标的学校在纳入集团后均表现出较高的成长性。

19 年 PE 仅为 15x，价值或被显著低估。民办高等教育具有较高的护城河，且现金流稳定。我们认为一个满员没有学生增长空间的民办高校的合理 PE 估值在 15-20x（去税后 EPS）。港股上市民办高校的各类收购案例中，标的学校整合后的估值普遍在 13-14xPE。我们维持 19-21 年收入预测分别为 13.2/15.9/18.2 亿元，归母净利润预测为 4.5/6.1/7.8 亿元。根据绝对估值结果，维持目标价 1.95 港元/股，当前价对应 19 年的 PE 为 15x。考虑到公司内生增长空间，我们维持“买入”评级。

风险提示：教学质量下滑、教育政策变动、外延扩张策略不达预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万人民币)	752	1,030	1,318	1,586	1,823
营业收入增长率	22.47%	36.83%	28.07%	20.26%	14.94%
调整后归母净利润(百万人民币)	222	325	447	613	783
调整后归母净利润增长率	39.45%	46.78%	37.36%	37.21%	27.61%
调整后 EPS (港元)	-	0.03	0.07	0.09	0.12
调整后 P/E	-	35	15	12	9
ROE	35.71%	6.92%	9.50%	11.13%	12.63%

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 5 月 29 日

7.6、中国科培 (1890.HK)：华南地区民办高等教育领导者

华南地区民办高等教育领导者，旗下拥有本专科两所高校。公司是华南地区领先的民办学历高等教育提供商，专注应用型教育，拥有 18 年办学经验。目前在广东肇庆运营一所本科院校广东理工学院及一所中等职业学校肇庆中职，致力于培养高技能技术人才并提供特色工科专业课程。截至 2018 年 9 月 30 日，在校学生总数超过 4.5 万人。

18 年广东高等教育毛入学率 42%，仍有提升空间。广东为全国第一经济大省，2018 年 GDP 总量达到 9.7 万亿 (+8.4%)。同时广东位于珠三角制造业中心，就业环境良好，人口虹吸效应显著。18 年全国 530 万人口新增人口中，仅广东一省达到 177 万。大量的人口流入加剧教育资源紧张性，为民办高等教育的快速发展提供契机。此外，2018 年广东省高等教育毛入学率 42%，相较于 2020 年 50% 的毛入学率目标仍有提升空间。

政策利好+新建校区扩容+学费提升，内生增长可期。广东理工学院新鼎湖校区第一二期扩容工程已经竣工，第三期工程 2019 年开工，预计完成投用后将合计扩充容纳人数约 1.1 万人。同时受益于 19 年高职院校扩招 100 万人的政策利好，学校招生规模有望迎来快速增长。在不考虑未来并购的情况下，我们预计未来三年公司招生规模将以 19% 的 CAGR 高速增长，2021/22 学年在校生人数有望达到 7.6 万人，相较于 18 学年 4.5 万人的在校生规模还有约 69% 的增长空间。此外，公司本专科学费水平低于同业，随着收费较高的本科专业的拓宽，我们认为未来生均学费亦有提升空间，内生增长可期。

经营效率行业领先，18 年调整后 ROA 达 17%。不考虑上市费用和募集资金的影响，18 年港股高等教育板块调整后 ROA 平均水平为 12%，科培调整后 ROA 达 17%，在港股民办高教公司中位居首位。此外，公司位于肇庆的 9 处教育及配套用地均为出让所得，即便未来选择营利性学校后，公司无需补缴土地出让金。

维持“买入”评级，目标价 4.71 港元。不考虑未来并购因素，我们维持公司 19/20/21 年收入分别为 7.2、8.5、9.8 亿元人民币，同比分别增长 24%、19%、15%；CAGR 约 19%。除去上市费用后归母净利润分别为 4.0、4.9、5.7 亿元人民币，同比分别增长 17%、21%、17%，CAGR 约 18%。综合相对估值和绝对估值的结果，考虑公司未来的内生增长空间和优秀的运营能力，我们给予公司 4.71 港元/股的目标价，维持“买入”评级。

风险提示：教学质量下滑、教育政策变动、外延扩张策略不达预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万人民币)	455	575	715	851	981
营业收入增长率	30.15%	26.37%	24.32%	18.98%	15.23%
调整后归母净利润 (百万人民币)	240	345	403	486	571
调整后归母净利润增长率	34.14%	43.62%	16.57%	20.79%	17.38%
调整后 EPS (港元)	-	0.23	0.20	0.24	0.29
调整后 P/E	-	14	17	14	11

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 5 月 29 日

7.7、开元股份 (300338.SZ)：公司治理逐步优化，职教巨头凤凰涅槃

开元股份并购恒企教育和中大英才布局教育行业。开元股份目前为“制造+教育”双主业，2017年3月通过并购布局职业培训领域，分别以12.0亿元（现金4.8亿元+股份支付7.2亿元）并购恒企教育100%股权，并以1.8亿元（现金0.9亿元+股份支付0.9亿元）并购中大英才70%股权，定增价14.62元/股。19Q1公司收入3.56亿元（+51%），归母净利润2040万元（+54%）。

恒企教育：主业为财务会计培训，未来将在大财经和设计领域深度布局。恒企是覆盖全国的会计培训巨头，产品涵盖财务会计技能培训、财务会计考证培训、学历教育中介服务，以及子公司牵引力的IT培训与天琥教育的设计培训等。截止2018年年底，恒企在全国24个省市、170多个城市共有各类终端校区网点397家，同比增加49家，其中恒企338家、天琥51家、牵引力8家。2018年恒企共计招生学员17.08万人次（+24%），订单回款12.63亿元（+38%），客单价7,394元/人次（+12%）。恒企教育承诺16-18年净利润0.80、1.04和1.35亿元，16-18年净利润总额为3.15亿元，完成业绩承诺的98.70%；我们预计未来仍有望保持30+%复合增速。

中大英才：在线职教培训优质平台。中大英才的主业为互联网在线职业考试教育，课程涵盖建筑工程、财经金融、职业资格等10个领域，包括134种细分课程和8450节网校课。中大英才承诺16-18年净利润为0.15、0.20和0.30亿元，已经完成其业绩承诺。2018年中大英才新增注册会员273万人次（+76%），在线成交39.89万人次（+26%），订单回款9,963万元（+60%），客单价250元/人次（+27%）。

聚焦职教培训主业，治理结构不断优化。开元股份未来剥离制造业务后将聚焦教育主业，积极将公司打造成为教育控股集团。截止2019年5月10日，开元股份创始人罗氏家族的合计持股比例约29.12%；恒企教育创始人江勇兄弟的持股比例约10.84%（加广州恒莹合计11.48%），恒企其他创始团队持有4.97%，赵君持有1.8%，教育业务创团队累计持有18.25%。

业绩预测和估值指标。开元股份制造业务19Q2起不再纳入合并报表范围将不再拖累净利润，处于政策红利期的职教培训业务有望重回高增长。考虑到开班费用、管理费用的上涨，我们下调开元股份19~21年归母净利润为1.83/2.73/3.54亿元。职教龙头中公教育约800亿市值对应19年PE超过40x，会计赛道龙头开元股份约40亿市值对应19年PE仅22x，估值仍有较大提升空间，维持“买入”评级。

风险因素。经营管理风险、新开校区不及预期等。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	981	1,454	1,800	2,870	3,650
营业收入增长率	187.67%	48.25%	23.80%	59.44%	27.18%
净利润 (百万元)	160	99	183	273	354
净利润增长率	2617.09%	-38.41%	85.98%	48.91%	29.52%
EPS (元)	0.46	0.49	0.53	0.79	1.02
P/E	26	24	22	15	12

2019-06-02 教育

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 5 月 29 日

8、附录

表 13: A 股教育行业部分重点公司列表

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (X)				评级
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
中公教育	002607.SZ	737	11.95	0.22	0.28	0.38	0.49	54	43	31	24	买入
视源股份	002841.SZ	491	74.80	1.55	2.22	2.91	3.81	48	34	26	19	买入
开元股份	300338.SZ	40	11.73	0.49	0.53	0.79	1.02	24	22	15	12	买入
盛通股份	002599.SZ	30	9.27	0.38	0.48	0.65	0.78	24	19	14	12	买入
佳发安泰	300559.SZ	59	22.03	0.89	1.39	2.11	2.60	25	16	10	8	增持
三盛教育	300282.SZ	46	18.36	0.46	0.60	0.64	0.92	40	31	29	20	买入
美吉姆	002621.SZ	77	22.11	0.09	0.56	0.64	0.78	N/A	39	35	28	买入
凯文教育	002659.SZ	37	7.41	-0.20	0.05	0.25	0.49	N/A	N/A	29	15	买入
科斯伍德	300192.SZ	24	9.92	0.12	0.39	0.48	0.58	83	26	21	17	买入
新开普	300248.SZ	39	8.03	0.20	0.29	0.38	0.49	40	28	21	16	买入
文化长城	300089.SZ	20	4.24	0.43	N/A	N/A	N/A	10	N/A	N/A	N/A	无评级
威创股份	002308.SZ	47	5.19	0.17	0.22	0.26	0.31	31	24	20	17	无评级
创业黑马	300688.SZ	26	38.01	0.20	0.64	0.96	1.53	N/A	60	39	25	无评级
科锐国际	300662.SZ	65	35.96	0.65	0.89	1.14	1.52	55	40	31	24	无评级
新南洋	600661.SH	62	21.48	-0.93	0.64	0.81	1.04	N/A	33	26	21	无评级
松发股份	603268.SH	23	18.19	0.30	N/A	N/A	N/A	61	N/A	N/A	N/A	无评级
东方时尚	603377.SH	101	17.16	0.38	0.42	0.45	0.49	45	41	38	35	无评级
世纪鼎利	300050.SZ	34	6.32	0.10	N/A	N/A	N/A	63	N/A	N/A	N/A	无评级
全通教育	300359.SZ	39	6.17	-1.04	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	无评级
三爱富	600636.SH	51	11.41	1.22	0.51	0.60	0.70	9	22	19	16	无评级
平均								41	32	25	19	

资料来源: Wind, 光大证券研究所注: (1) 股价为 2019 年 5 月 29 日收盘价; (2) 中公教育、视源股份、开元股份、美吉姆、盛通股份、佳发安泰、三盛教育、凯文教育、科斯伍德、新开普业绩预测采用光大证券研究所的预测数据, 其它公司业绩预测采用 Wind 一致预期, 剔除非正常 PE。

2019-06-02 教育

表 14: 港股教育行业部分重点公司列表 (单位: 港元)

公司简称	股票代码	市值 (亿港元)	股价 (港元)	截止 月份	调整后 EPS (港元)			PE (X)			评级
					2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
宇华教育	6169.HK	106	3.23	8	0.20	0.26	0.31	16	12	10	买入
枫叶教育	1317.HK	93	3.10	8	0.19	0.23	0.28	16	13	11	买入
睿见教育	6068.HK	83	4.05	8	0.15	0.20	0.25	27	20	16	增持
天立教育	1773.HK	59	2.84	12	0.11	N/A	N/A	26	N/A	N/A	无评级
新高教集团	2001.HK	47	3.07	12	0.17	0.30	0.37	18	10	8	买入
中教控股	0839.HK	251	12.40	12	0.27	0.39	0.44	46	32	28	买入
民生教育	1569.HK	65	1.62	12	0.08	0.10	0.12	20	16	14	买入
中国新华教育	2779.HK	41	2.53	12	0.17	0.18	0.20	15	14	13	买入
希望教育	1765.HK	72	1.08	12	0.03	0.07	0.09	35	15	12	买入
新东方在线	1797.HK	93	9.92	5	0.10	-0.04	-0.12	99	N/A	N/A	买入
网龙	0777.HK	110	20.70	12	1.18	1.67	2.02	18	12	10	买入
中国科培	1890.HK	66	3.32	12	0.23	0.20	0.24	14	17	14	买入
平均								30	16	14	

资料来源: Wind, 光大证券研究所注: (1) 股价为 2019 年 5 月 29 日收盘价; (2) 天立教育业绩预测为 wind 一致预期, 其余公司盈利预测来自光大证券研究所; (3) 月份指财年的截止月份, 以宇华教育为例, 2017 财年指 2016 年 9 月 1 日至 2017 年 8 月 31 日。

表 15: 美股教育行业部分重点公司列表 (单位: 美元)

公司简称	股票代码	市值 (亿美元)	股价 (美元)	截止 月份	净利润 (百万美元)			PE (X)			评级
					FY18	FY19E	FY20E	FY18	FY19E	FY20E	
新东方	EDU.N	132	83.19	5	296	300	437	44	44	30	买入
好未来	TAL.N	201	34.00	2	198	303	408	102	66	49	无评级
达内科技	TEDU.O	2	3.43	12	-89	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	无评级
博实乐	BEDU.N	12	9.44	8	37	49	62	32	25	19	无评级
海亮教育	HLGO	14	52.40	6	33	52	61	41	26	22	无评级
正保远程教育	DL.N	2	5.75	9	12	N/A	N/A	16	N/A	N/A	无评级
瑞思学科英语	REDU.O	5	9.01	12	21	30	40	24	17	13	无评级
平均								43	36	27	

资料来源: Wind, 光大证券研究所注: (1) 股价为 2019 年 5 月 29 日收盘价; (2) 公司业绩预测采用 Bloomberg 一致预期; (3) 月份指财年的截止月份, 以好未来为例, 2018 财年指 2017 年 3 月 1 日至 2018 年 2 月 28 日, 净利润数据为 non-gaap 数据, 美股公司为相应的财年数据。

2019-06-02 教育

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼