

教育双周报（20210329-20210410）

复盘好未来的在线教育 10 年发展史

□ **市场回顾:** 2021年3月29日到2021年4月9日, 中信教育指数累计整体上涨0.75%, 同期沪深300指数下跌0.05%, 板块跑赢沪深300指数0.80个百分点。同期, H股教育个股涨跌幅中位数-2.76%, 美股教个股涨跌幅中位数1.24%。高乐股份(+28.50%)、东方时尚(+11.02%)、睿见教育(+8.38%)涨幅居前。

□ **行业观点: 好未来的在线教育 10 年发展史--为了更好的未来**

事件: 早在2010年初, 在线教育这一概念更多的被等同于慕课的时期, 好未来便推出了“学而思”线上业务。至今, 作为传统意义上的线下教辅机构, 好未来的在线教育业务已经发展了超过10年, 最新一季的财报数据显示, 在线教育营收占比已经超过30%。在线教育的发展速度已经成为了好未来能否拥有更好未来的关键。

观点: 我们认为, 在经历了两年资本浪潮助力下的跑马圈地后, K12在线教育的行业格局已经初步明晰。在过去两年, 在线机构更看重注册用户数、活跃用户数等指标, 更多为营销导向, 注重用户规模的增长而相对轻视盈利能力。但随着监管的趋严和资本投放的理性, 公司的核心竞争力将从募资能力和投放能力将转向产品质量、教师供给和线下流量获取能力。公司作为线下培训巨头, 教师培训、教学研究、线下门店管理能力相较于纯线上机构具备优势。而公司多年来营造的良好口碑和强大品牌力, 不仅是线下高效获客的基础, 也是决定公司未来产品品牌溢价的核心因素。

□ **行业动态: 教育部: 推进幼儿园与小学科学衔接, 小学严格执行免试就近入学:** 近日, 教育部为深入贯彻向十九届五中全会“建设最具教育体系”的要求, 印发了《关于大力推进幼儿园与小学科学衔接的指导意见》(以下简称《指导意见》), 部署推进幼儿园与小学衔接工作。其中明确指出: 小学应严格执行免试就近入学, 取消以各类考试, 竞赛, 培训成绩或证书等作为招生依据; 坚持按课程标准零起点教学。幼儿园满足需要的地方, 小学不得举办学前班。幼儿园不得提前教授小学课程内容, 不得布置读写算术家庭作业, 不得设学前班。**教育部明确中小学睡眠时间, 校外培训不得以任何形式布置作业:** 教育部近日发布《关于进一步加强中小学生睡眠管理工作的通知》(以下简称《通知》), 《通知》明确了中小学睡眠时间要求。并要求校外线下培训结束时间不得晚于20:30, 线上直播类培训结束时间不得晚于21:00, 不得以课前预习、课后巩固、作业练习、微信群打卡等任何形式布置作业。要求各地教育部门按照管理权限, 会同相关部门采用技术手段加强监管, 确保每日22:00到次日8:00不得为未成年人提供游戏服务。

□ **投资策略: K12:** 我们预计k12课外辅导将迎来在资金和师资两方向的严格监管, 长期看将加速中小机构出清, 龙头将获得更大份额, 建议关注新东方、新东方在线。**高教:** 板块兼具业绩确定性和估值性价比, 建议关注希望教育; **职业教育:** 政策支持力度不断增加, 建议关注中公教育、传智教育; **教育信息化:** 建议关注鸿合科技。

□ **风险提示:** 行业政策变化超预期; 招生规模不及预期; 线下复课时间不及预期。

推荐 (维持)

华创证券研究所

证券分析师: 刘欣

邮箱: liuxin3@hcyjs.com

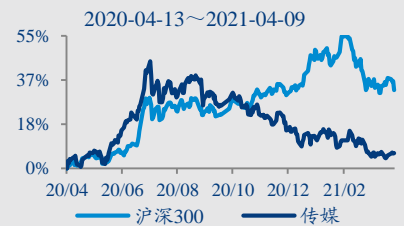
执业编号: S0360521010001

行业基本数据

| | | 占比% |
|----------|-----------|------|
| 股票家数(只) | 172 | 4.05 |
| 总市值(亿元) | 17,416.12 | 2.0 |
| 流通市值(亿元) | 13,211.15 | 2.04 |

相对指数表现

| | % | 1M | 6M | 12M |
|------|-------|--------|--------|-----|
| 绝对表现 | -3.23 | -15.7 | 3.68 | |
| 相对表现 | -3.86 | -27.14 | -31.55 | |



相关研究报告

《教育双周报(20210315-20210328): 大厂纷纷造灯, 教育智能硬件是怎样的赛道》

2021-03-28

目 录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 一、专题：好未来的在线教育 10 年发展史--为了更好的未来 | 4 |
| （一）发展历程：双师模式开创者，在线大班赛道龙头 | 4 |
| （二）由 3000 万到 20 亿，10 年间保持高速增长 | 5 |
| （三）产品演变：本地化和下沉 | 8 |
| 二、上两周市场表现回顾 | 10 |
| （一）A 股教育公司市场表现 | 10 |
| （二）港股教育公司市场表现 | 11 |
| （三）美股教育公司市场表现 | 12 |
| 三、教育行业新闻和公司公告 | 13 |
| （一）教育行业新闻 | 13 |
| （二）公司公告 | 13 |
| 四、重点公司估值 | 14 |
| 五、风险提示 | 15 |

图表目录

| | | |
|-------|------------------------------------|----|
| 图表 1 | 好未来在线教育发展历程 | 5 |
| 图表 2 | 公司在线教育服务收入占总营收比例 | 6 |
| 图表 3 | 在线教育业务同比增速 | 6 |
| 图表 4 | 好未来、新东方在线、跟谁学在线教育营收情况 (单位: 万元) | 7 |
| 图表 5 | 新东方在线 K12 学生人数 (单位: 万人) | 7 |
| 图表 6 | 学而思网校长期正价课学生人数 (万人) | 7 |
| 图表 7 | 跟谁学付费学生人数 (单位: 万人) | 7 |
| 图表 8 | 2020 年 11 月中国 K12 在线辅导类 APP 活跃用户规模 | 8 |
| 图表 9 | 好未来销售费用率 | 8 |
| 图表 10 | 不同 APP 对应的用户群 | 9 |
| 图表 11 | 学而思网校课程模式转变 | 10 |
| 图表 12 | 中信教育指数与沪深 300 指数对比 | 10 |
| 图表 13 | A 股教育公司上两周表现 | 11 |
| 图表 14 | 港股通持股占比情况 | 11 |
| 图表 15 | 港股教育公司上两周表现 | 12 |
| 图表 16 | 美股教育公司上两周表现 | 12 |
| 图表 17 | 教育公司估值情况 | 14 |

一、专题：好未来的在线教育 10 年发展史--为了更好的未来

事件：早在 2010 年初，在线教育这一概念更多的被等同于慕课的时期，好未来便推出了“学而思”线上业务。至今，作为传统意义上的线下教辅机构，好未来的在线教育业务已经发展了超过 10 年，最新一季的财报数据显示，在线教育营收占比已经超过 30%。在线教育的发展速度已经成为了好未来能否拥有更好未来的关键。

观点：我们认为，在经历了两年资本浪潮助力下的跑马圈地后，K12 在线教育的行业格局已经初步明晰。在过去两年，在线机构更看重注册用户数、活跃用户数等指标，更多为营销导向，注重用户规模的增长而相对轻视盈利能力。但随着监管的趋严和资本投放的理性，公司的核心竞争力将从募资能力和投放能力将转向产品质量、教师供给和线下流量获取能力。公司作为线下培训巨头，教师培训、教学研究、线下门店管理能力相较于纯线上机构具备优势。而公司多年来营造的良好口碑和强大品牌力，不仅是线下高效获客的基础，也是决定公司未来产品品牌溢价的核心因素。

（一）发展历程：双师模式开创者，在线大班赛道龙头

学而思网校是好未来教育集团（原学而思）旗下的中小学在线教育品牌。作为当前中国 K12 在线教育行业的龙头，学而思网校发展到今天已有十年的积淀。

初创阶段（2008-2012）：学而思网校上线。2008 年，学而思筹备信息事业部，进军在线教育。2010 年初，学而思网校正式上线运行，覆盖语数英、物化生 6 个学科（K12 基础学科+理科学科），提供“音视频课程”（即录播视频），各学科作业、考试均在线上。其“商业目标”是利用专业课程、高素质老师覆盖物理位置（线下）无法覆盖的市场，让学生在最方便的时间地点访问课程。2010 年 10 月 20 日，学而思在美国纽交所挂牌上市，成为国内首家在美上市的中小学教育机构，股票代码为 TAL。2012 年，学而思网校确立了“学习有意思”的品牌理念，学而思正式更名为好未来。

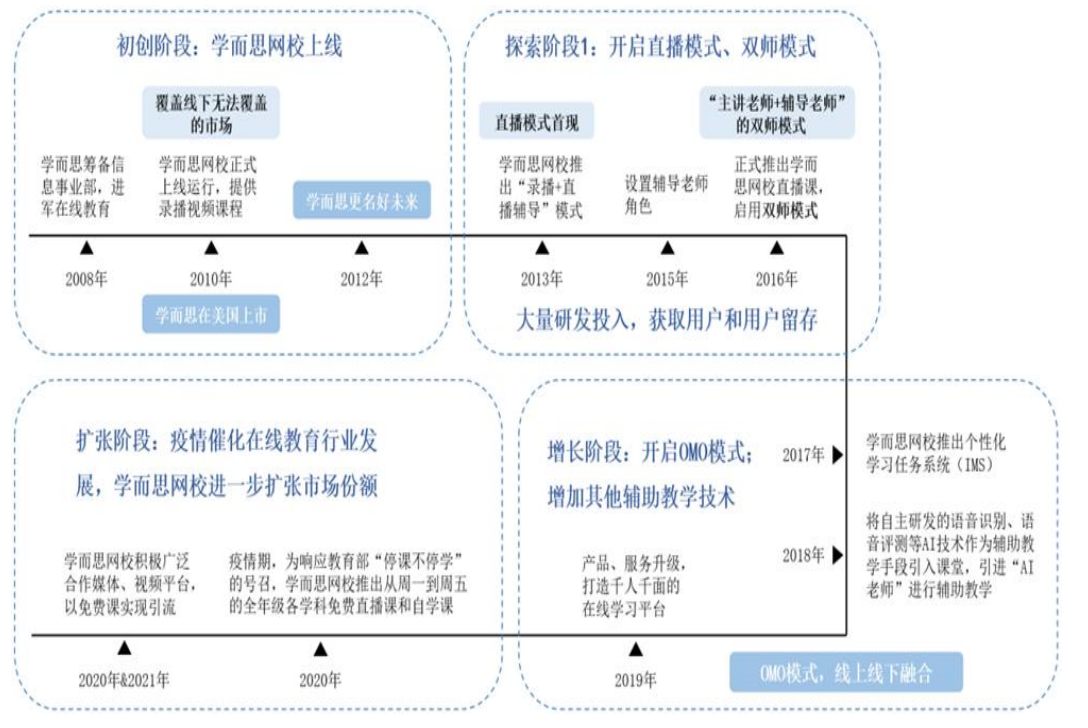
探索阶段（2012-2016）：启用直播模式与双师模式。早期的学而思网校采用的录播课程方式教学效果不佳，口碑一般。为此 2013 年，学而思网校推出“录播+直播辅导”模式，录播讲知识点，直播辅导课后答疑。2015 年，学而思网校进行直播课程的尝试和推动，设置辅导老师角色，承担随堂测批改和学习监督。也就是现在比较成熟的在线双师大班模式。2016 年正式推出学而思网校直播课，通过线上“主讲老师+辅导老师”的双师大班直播课的模式在放大优质师资杠杆的同时确保对学生的个性化辅导。

增长阶段（2016-2019）：转向 OMO 模式，增加其他辅助教学技术。2016 年，学而思线下业务也开始使用智能学习系统（IPS），线上线下连接融合，开始从 O2O 模式到 OMO 模式的转变。线上系统能支持线下的老师与学生完成课前准备、课中测验、课后作业和复习，实现线上的访问与交互。这一举措完善了学而思整体的教学授课体系，线下机构传统的优势也能为线上教育业务积累大量的用户。2017 年，学而思网校升级“ID02.0 个性化学习体系”，推出个性化学习任务系统（IMS），首次将人脸识别、语音识别、触感互动等技术引入课堂。2018 年，学而思网校采用双师直播模式，将自主研发的语音识别、语音评测等 AI 技术作为辅助教学手段引入课堂，引进“AI 老师”进行辅助教学，提升教学成果。2019 年，基于十余年的教学经验和数据积累，学而思网校进行了产品、服务升级，打造出千人千面的在线学习平台，在提升学习体验和效果的路上不断探索。

扩张阶段（2019-至今）：疫情催化学而思网校的扩张发展。2020 年 1 月 26 日，为响应教育部“停课不停学”的号召，学而思网校从 2 月 10 日起向全国用户推出从周一到周五的全年级各学科免费直播课和自学课。同年，学而思网校荣膺第十二届中国企业社会责

任年会“年度战疫先锋企业”、成为《朗读者》独家在线教育合作伙伴、入选中央网信办网络扶贫典型案例、成为“中国航天事业战略合作伙伴”、连续三年入围中国互联网百强。目前，学而思网校积极开放线上直播课程并广泛合作媒体、视频平台，以免费课实现引流。

图表 1 好未来在线教育发展历程

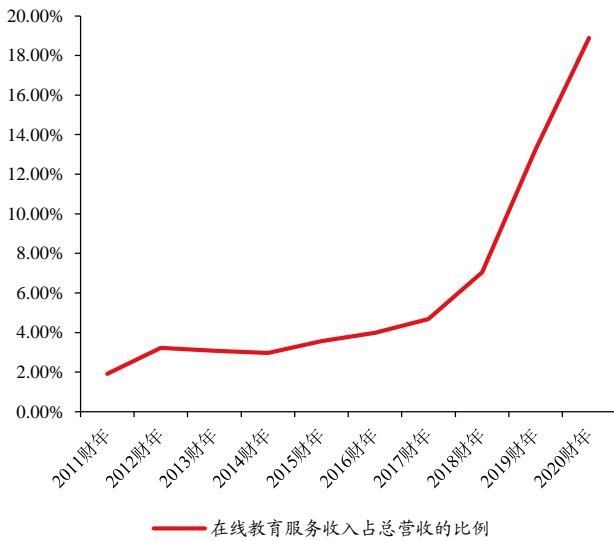


资料来源：公司招股说明书，公司官网，华创证券整理

(二) 由 3000 万到 20 亿，10 年间保持高速增长

从财务相关数据来看，在 2017 财年之前，好未来的在线教育收入占总营收的比例一直低于 5%，多年来徘徊在 3%至 4%左右。而在 2017 财年至 2020 财年之间，该比例出现持续的大幅增长，从 4.69%上升至 2020 财年的 18.88%，另外在线教育收入的同比增长也一跃超过 100%，因此我们可以认为 2017 财年是好未来在线教育业务营收初期与营收增长两个阶段的分界点。2021 财年 Q3 学而思网校的收入占比已达近 28%，收入增速远高于其他业务线。

图表 2 公司在线教育服务收入占总营收比例



资料来源: Wind, 华创证券

图表 3 在线教育业务同比增速



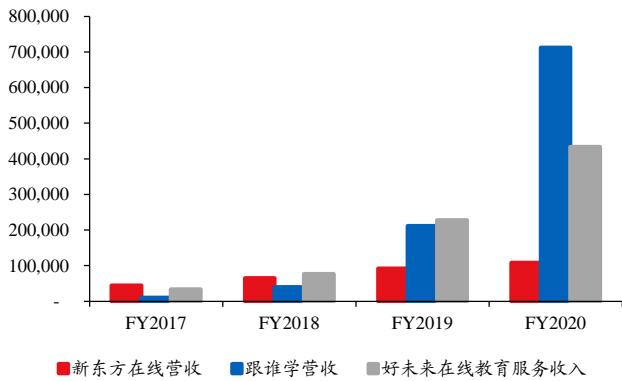
资料来源: Wind, 华创证券

营收初期: 多年连续亏损, 价格无差异, 获取用户和用户留存: 在学而思网校运营的初期, 其主要的运营目标是扩大用户群, 让用户范围不再局限于一二线城市, 能够覆盖全国各个城市。事实上, 在这一时间点, 我国的在线教育市场正处于刚起步的阶段, 绝大多数企业在布局在线教育上仍处于烧钱阶段, 好未来 2013 财年在线业务亏损 650 万美元, 在线课程的营收仅占总营收的 3%, 大量的研发投入使学而思网校从正式上线至 2013 财年更是连续亏损, 直到 2014 财年后未来在线业务才基本收支相抵。好未来当时的 CFO 约瑟夫·考夫曼在 2015 财年 Q1 季度 (2014 年 3 月 1 日-5 月 31 日) 的财报解读会上指出, 公司暂时不考虑在线业务能带来多少利润, 更多需要注意的是获取用户和用户留存, 扩大在线招生的人数, 提高留存率。在这一阶段, 在线教育市场发展极为快速, 在线课程的平均价格与线下课程的均价无较大差异, 甚至出现了小幅下降, 比如在初期, 学而思培优的线下小班课、k12 学科小时单价在 30-80 元, 而好未来在线课程的小时单价在 20-100 元, 2016 财年甚至在更低的范围, 15-60 元。

营收增长期: 在线课程成为驱动收入增长的因素。自 2017 财年起, 好未来在线课程注册人数增加一直是驱动收入增长的因素, 而在 2017 财年之前, 好未来的学生增长更多来自于线下的“学而思培优”以及个性化 1 对 1 培训的“爱智康”。这一结果与 2016 年向 OMO 模式转变的战略密不可分, 线下机构的优势为线上业务积累大量的用户; 同时这一结果也是过去几年大量研发投入、价格无差异及获取用户留存策略的变现。

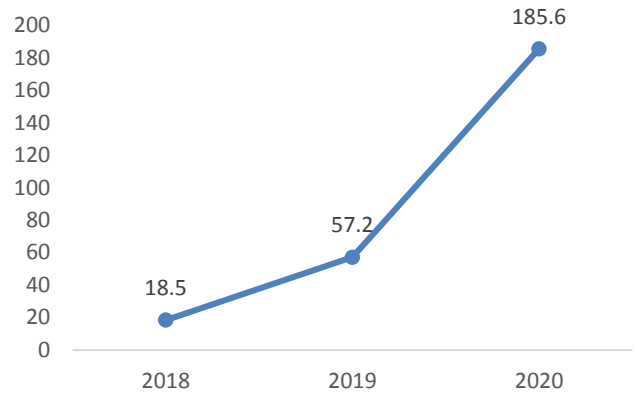
从营收及学生人数的数据来看, 好未来在线教育业务已经占据了 K12 网校中的龙头地位, 竞争对手主要为猿辅导、作业帮和跟谁学, 而和同为线下辅导巨头的新东方相比, 好未来的表现要显著由于新东方在线。

图表 4 好未来、新东方在线、跟谁学在线教育营收情况 (单位: 万元)



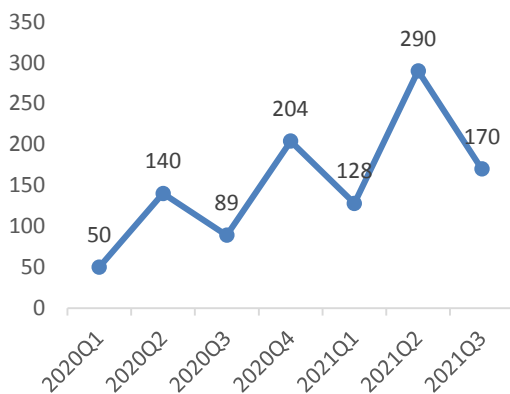
资料来源: Wind, 华创证券

图表 5 新东方在线 K12 学生人数 (单位: 万人)



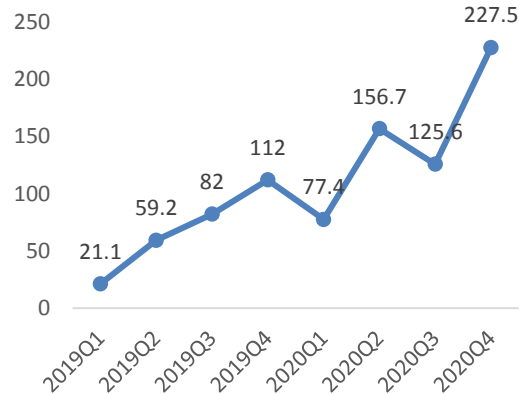
资料来源: Wind, 华创证券

图表 6 学而思网校长期正价课学生人数 (万人)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 7 跟谁学付费学生人数 (单位: 万人)

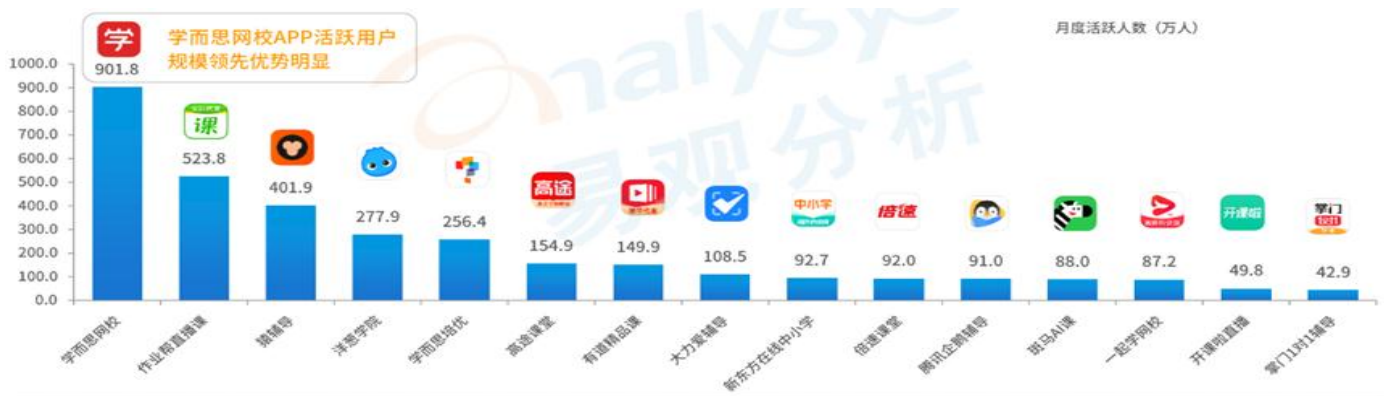


资料来源: Wind, 华创证券

随着越来越多的 80 后 90 后成为中小学生家长, 在线教育模式的接受度整体提升。2020 年受新冠疫情影响, 中小学刚需涌上线上, 在线教育迎来流量高峰。头部卡位战愈发激烈, 厂商纷纷开放免费课、发力市场营销争抢用户, 第一梯队品牌迅速转化流量红利, 实现快速增长及地位巩固, 市场份额进一步向学而思网校、猿辅导等头部平台集中。所有赛道头部参与者, 在近两年不乏完成了数倍的”高速“增长。

学而思网校头部地位优势明显, APP 活跃用户规模遥遥领先: 2020 年 11 月的月度活跃人数达到 901.8 万人, 几乎是第二、第三名 APP 月度活跃人数之和。一方面, 得益于学而思网校持续积累的丰富教育资源及良好的品牌口碑。另一方面, 在 2020 年, 学而思网校通过持续开放免费教育资源、推进市场下沉、深化品牌加速发展业务, 实现了正价课人次及收入的快速增长, 2020 财年学而思网校长期正价课学生人数已达 483 万, 占公司综长期正价课学生人数的 40%。另外, 学而思网校在创新能力和现有资源维度拥有优势。学而思网校积极开放线上直播课程并广泛合作媒体、视频平台, 以免费课实现引流。在多维竞争优势及契合行业趋势的发展策略下, 学而思网校的头部地位愈加稳固, 在品牌认可度上远高于同行大部分竞争对手。

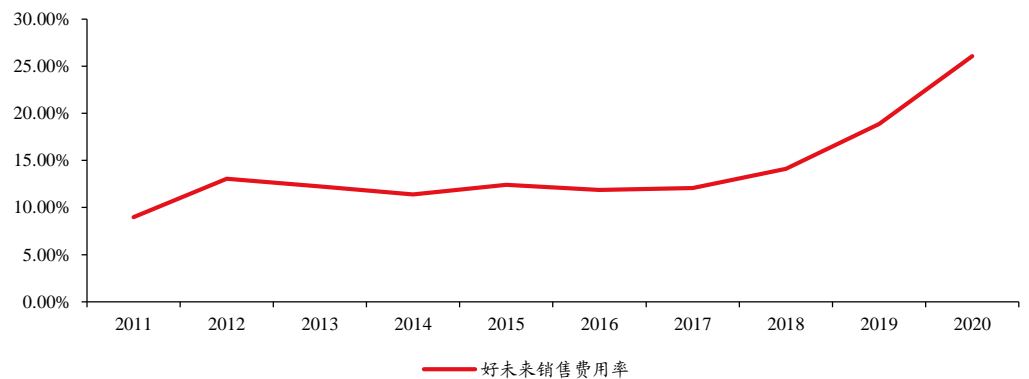
图表 8 2020 年 11 月中国 K12 在线辅导类 APP 活跃用户规模



资料来源: 易观千帆《中国 K12 在线辅导行业总结和趋势洞察 2021》

营销费用率过高, 利润空间缩小: 在拥有许多优势的同时, 好未来也面对着营销费用持续大幅上升的局面, 尤其 2020 财年起, 疫情加速了在线教育行业的发展, 为了争夺市场份额提高市场竞争力, 公司加大了对线上教育业务的营销投入, 2021 财年 Q3 公司的营销费用达到 4.2 亿美元, 销售费用率高达 37.6%, 利润端承受了不小的压力。随着在线教育营销大战的告一段落, 其销售费用率可能将有所回落。

图表 9 好未来销售费用率

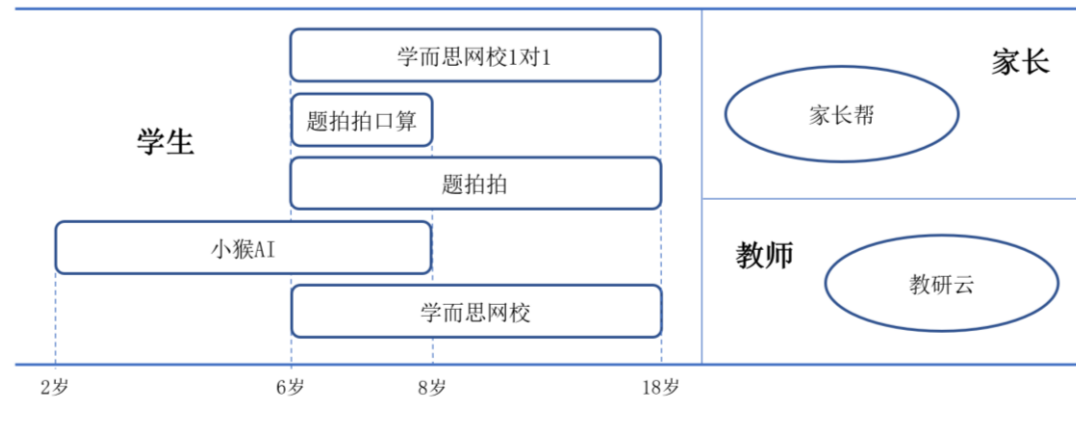


资料来源: Wind, 华创证券

(三) 产品演变: 本地化和下沉

好未来旗下不同在线教育 APP 针对的用户人群不同: 学而思网校是集团旗下发展历史最久的在线教育品牌, 是国内较早融合“互联网”与“教育”两大领域的中小学全科在线学习平台之一, 面向 6-18 岁 K12 阶段的学生用户。学而思网校 1 对 1 是好未来旗下在线一对一教育的品牌, 为学员提供高品质个性化 1 对 1 辅导, 课程设置更加个性化自由化, 针对的仍是 6-18 岁 K12 阶段的学生用户, 但该部分用户往往家庭条件较好。除学而思网校 App 外, 为中小學生提供搜题解题的**题拍拍**、为 1-3 年级学生提供数学辅导的**题拍拍口算**、为 2-8 岁孩子提供启蒙课程的小猴 AI 课也是学而思网校旗下的教辅应用, 共同帮助每个孩子“每天进步一点点”。另外, **家长帮**是为想了解子女学习情况的父母设计的移动互动平台。**教研云**是好未来提供的服务于老师的 K12 教研平台, 将优质教育资源与便利的组卷、课件、排版工具结合, 打通老师备课、上课和改作业等场景, 解决教学痛点。

图表 10 不同 APP 对应的用户群

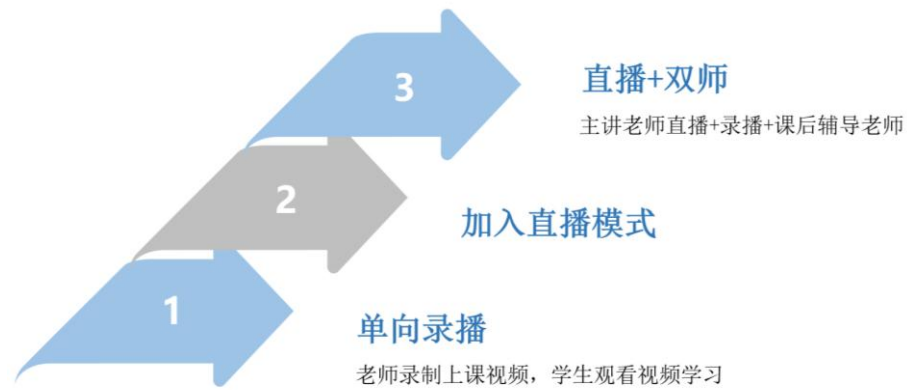


资料来源：公司官网，华创证券整理

学而思网校课程的特点：①**优质的教学资源与科技技术，教材版本覆盖面广。**对于在线教育来说，决定是否能留住学生的关键性因素是教师的授课质量。线下教育机构授课的老师都是所居城市中的名师，而学而思网校的名师毕业于清华、北大、哈佛等国内外名校，拥有丰富的教学经验，拥有独具特色的教学方式。除了教学资源以外，学而思网校的优势更体现在科技技术优势上，打造了 AI 课堂、教学过程评估、口语表达能力评测、作业拍搜批改等创新产品，覆盖“教、学、测、练、评”各教学环节。比如学而思网校课堂采用图像和语言识别技术，可以监测孩子们在上课时的动态，帮助老师更好地了解学生的学习状况。从教学产品端来看，学而思网校还有较为广泛的教材版本覆盖与更精细的课程难度分级，全国、沪教、人教、苏教等不同教材均有涉及。②**名师培养，注重反馈。**学而思建立了一支百余人的高水平教研团队，团队中的成员通过总结解题方法，搜集各地考试题用于编撰教材，设计课程，并培训教师。这种方式能够将专业功底深厚、具备潜力的老师培养成对考点把握准确，对学生教学管理、课堂管理具备丰富经验的网课名师，通过批量创造名师，借助在线教育这种跨越地域、空间的教学方式，让学而思网校在全国多地开花，实现教育规模的稳步提升。同时，学而思网校注重家长与学生的反馈、意见与口碑。在每进入一个城市之前，学而思网校会通过官网，论坛或者其他公开教育平台获取当地家长和学生们的学习痛点，了解当地的市场情况，教学侧重等等；在新市场落地后，学而思网校会首先进行小范围的招生，进行实验性教育，在投入了大量名师资源之后，首批网校生往往能取得较好的教学效果，在当地形成良好的教学口碑，撬动更大的市场。

产品模式的转型：学而思网校的课程模式经历了从单向录播，到可互动的直播课堂，再到“直播+双师”模式（主讲老师直播+录播+辅导老师）的转变，而这种“直播+双师”的模式也是许多在线机构现在授课的主要形式。“直播+双师”模式，能解决小班和 1 对 1 高单价、受众少，大班价格低但学习效率可能下降的问题，对供给端能提供较好的盈利，对需求端能在降低成本的同时获得相对不错的学习效果。

图表 11 学而思网校课程模式转变



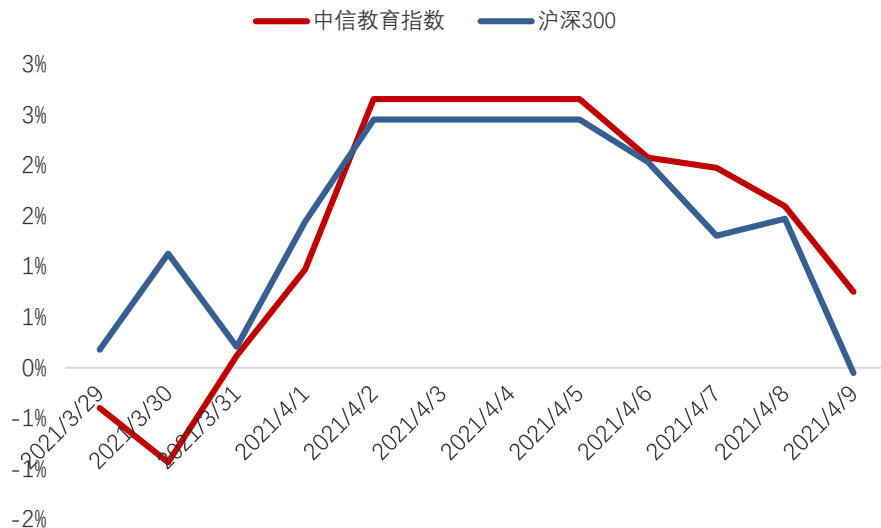
资料来源: 公司历年年报, 华创证券

二、上两周市场表现回顾

(一) A 股教育公司市场表现

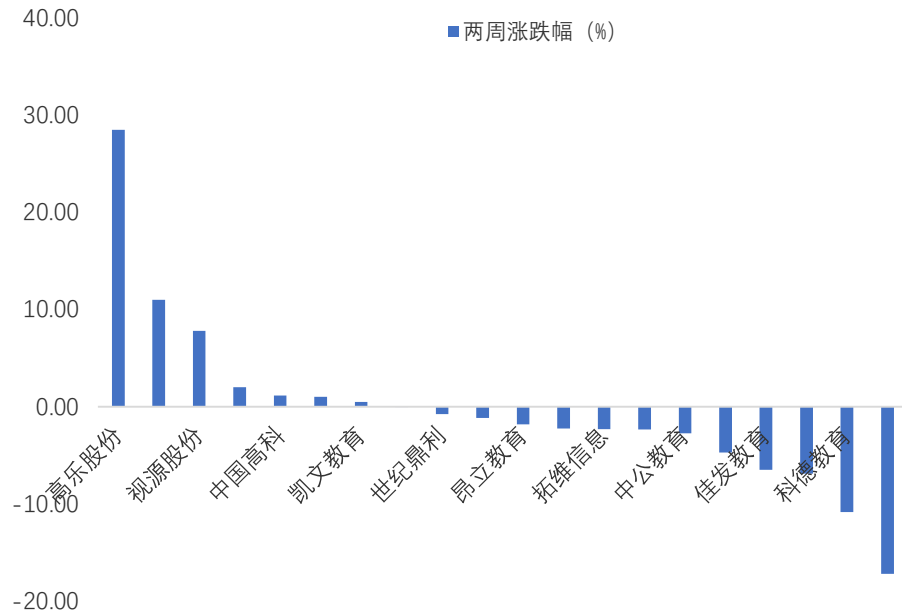
2021年3月29日到2021年4月9日, 中信教育指数累计整体上涨0.80%, 同期沪深300指数下跌0.05%, 板块跑赢沪深300指数0.80个百分点。A股教育个股涨跌幅中位数0.45%, 其中涨跌幅前三的个股分别为: 高乐股份(+28.50%)、东方时尚(+11.02%)、视源股份(+7.80%)、紫光学大(+17.18%)、科德教育(-10.83%)、美吉姆(-6.90%)。

图表 12 中信教育指数与沪深 300 指数对比



资料来源: Wind, 华创证券

图表 13 A 股教育公司上两周表现

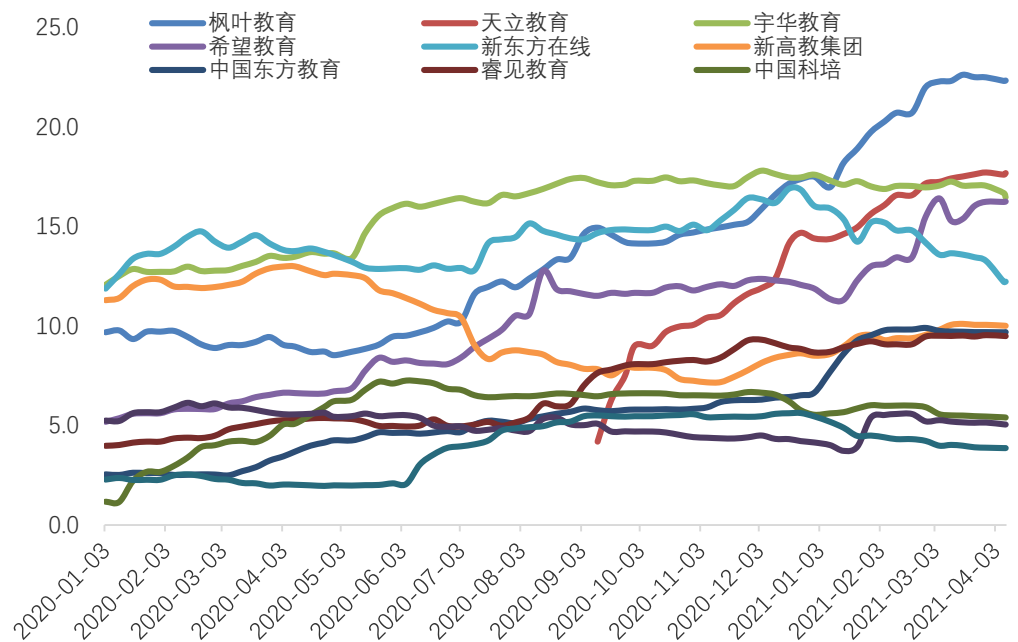


资料来源: Wind, 华创证券

(二) 港股教育公司市场表现

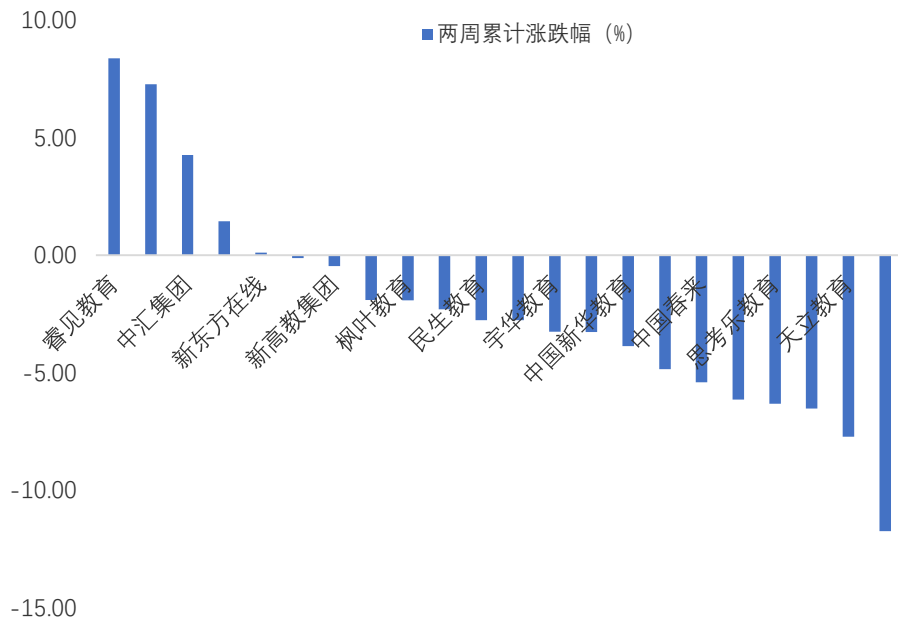
2021年3月29日到2021年4月9日, H股教育个股涨跌幅中位数-2.76%, 其中涨跌幅前三的个股分别为: 睿见教育(+8.38%)、嘉宏教育(+7.29%)、中汇集团(+4.27%)、新东方-S(-11.75%)、天立教育(-7.72%)、希望教育(-6.52%)。

图表 14 港股通持股占比情况



资料来源: Wind, 华创证券

图表 15 港股教育公司上两周表现

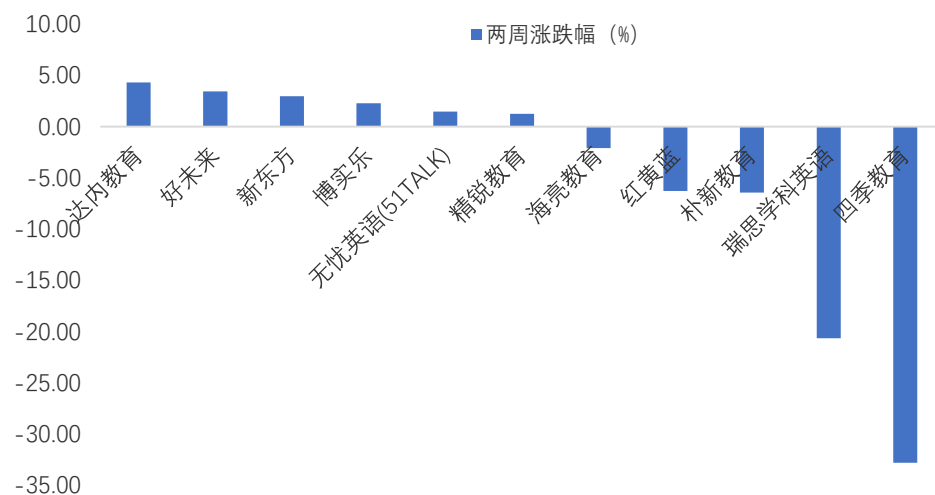


资料来源: Wind, 华创证券

(三) 美股教育公司市场表现

2021年3月29日到2021年4月9日, 美股涨跌幅中位数为1.23%, 其中涨跌幅前三的个股分别为: 达内教育(4.30%)、好未来(3.42%)、新东方(2.95%)、四季教育(-32.78%)、瑞思学科英语(-20.65%)、朴新教育(-6.43%)。

图表 16 美股教育公司上两周表现



资料来源: Wind, 华创证券

三、教育行业新闻和公司公告

(一) 教育行业新闻

教育部：从严审批校外机构、严控书面作业量：国新办就“深入贯彻“十四五”规划，加快建设高质量教育体系”举行发布会。会上，教育部基础教育司司长吕玉刚表示：对校外培训机构要从严审批培，强化培训内容监管，创新收费管理方式；对义务教育学校，要进一步提高课堂教学质量，规范作业管理，提高作业设计水平，严格控制书面作业的总量。

教育部停止承办剑桥 MSE 考试，此前已合作 25 年：中国教育考试网发布一则公告：经教育部考试中心与英国剑桥大学英语考评部友好协商，从即日起考试中心不再承办剑桥通用英语五级考试(MSE)。

教育部明确中小学睡眠时间，校外培训不得以任何形式布置作业：教育部近日发布《关于进一步加强中小学生睡眠管理工作的通知》(以下简称《通知》)，《通知》明确了中小学睡眠时间要求。并要求校外线下培训结束时间不得晚于 20:30，线上直播类培训结束时间不得晚于 21:00，不得以课前预习、课后巩固、作业练习、微信群打卡等任何形式布置作业。要求各地教育部门按照管理权限，会同相关部门采用技术手段加强监管，确保每日 22:00 到次日 8:00 不得为未成年人提供游戏服务。

教育部：推进幼儿园与小学科学衔接，小学严格执行免试就近入学：近日，教育部为深入贯彻向十九届五中全会“建设最具教育体系”的要求，印发了《关于大力推进幼儿园与小学科学衔接的指导意见》(以下两次《指导意见》)，部署推进幼儿园与小学衔接工作。其中明确指出：小学应严格执行免试就近入学，取消以各类考试，竞赛，培训成绩或证书等作为招生依据；坚持按课程标准零起点教学。幼儿园满足需要的地方，小学不得举办学前班。幼儿园不得提前教授小学课程内容，不得布置读写算术家庭作业，不得设学前班。

(二) 公司公告

佳发教育 (300559.SZ)：公司于 3 月 31 日发布了 2020 年度财报，报告期内实现了营收 5.9 亿元，较上年同期增长 1.26%，归属于上市公司股东的净利润 2.1 亿元，同比增长 2.59%，扣除非经常性损益后但净利润为 2 亿元，同比下降 0.11%。

卓越教育 (3978.HK)：卓越教育集团发布 2020 年业绩报告。报告期内，卓越集团实现营业收入 16.88 亿元，相较去年同期降低 7.9%；实现经调整纯利 1.44 亿元，同比下滑 12.9%。

美吉姆 (002621.SZ)：公司发布公告，终止 2019 年度非公开发行 A 股股票。据公告表示，鉴于政策环境及市场环境发生变化，经过公司综合考虑内外部因素，并与中介机构等深入沟通和审核分析，决定终止发行。

鸿合科技 (002955.SZ)：公司 4 月 7 日发布 2020 年报，全年公司实现营业收入 39.94 亿元，同比减少 17.32%，实现归母净利润 0.82 亿元，同比减少 74%，扣非归母净利润 0.2 亿元，同比减少 92.82%，经营活动现金流净额 1.46 亿元，同比增长 190.96%。2020 年公司业绩下滑主要受疫情影响导致国内外订单减少以及加大研发投入带来的费用增加。

四、重点公司估值
图表 17 教育公司估值情况

| 行业 | 股票代码 | 公司名称 | 股价 | 总市值 | 流通市值 | PE | | | EPS | | | PS | | |
|-------------|-----------|--------|-----------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2021/3/26 | (亿元) | (亿元) | 2019A | 2020E | 2021E | 2019A | 2020E | 2021E | 2019A | 2020E | 2021E |
| K12 课外辅导 | tal.n | 好未来 | 58.1 | 0.0 | 0.0 | -103.8 | 188.8 | 34.6 | -0.56 | 0.31 | 1.68 | 11.13 | 13.10 | 0.00 |
| | edu.n | 新东方 | 14.7 | 0.0 | 0.0 | 5.7 | 56.0 | 36.8 | 2.59 | 0.26 | 0.40 | 6.18 | 8.84 | 0.00 |
| | 9901.HK | 新东方-S | 111.2 | 1906.2 | 156.4 | 42.9 | 425.4 | 279.5 | 2.59 | 0.26 | 0.40 | 0.00 | 8.54 | 34.85 |
| | 300010.sz | 豆神教育 | 7.9 | 68.3 | 53.1 | 223.3 | -107.7 | 27.3 | 0.04 | -0.07 | 0.29 | 5.74 | 4.28 | 3.27 |
| | 1769.HK | 思考乐教育 | 8.6 | 47.8 | 12.0 | 45.2 | -- | 35.4 | 0.19 | 0.00 | 0.24 | 10.24 | 8.93 | 4.35 |
| | 300192.sz | 科德教育 | 13.2 | 39.1 | 21.5 | 39.9 | 24.1 | 17.7 | 0.33 | 0.55 | 0.74 | 3.54 | 4.66 | 3.63 |
| | 000526.sz | 紫光学大 | 37.0 | 43.6 | 18.9 | 256.9 | 278.3 | 53.2 | 0.14 | 0.13 | 0.70 | 1.03 | 1.68 | 1.30 |
| | 600661.sh | 昂立教育 | 14.6 | 41.8 | 20.1 | 75.0 | -- | -- | 0.19 | 0.00 | 0.00 | 2.35 | 1.79 | -- |
| | new.n | 朴新教育 | 3.9 | 0.0 | 0.0 | -1.3 | -37.8 | 3.6 | -3.03 | -0.10 | 1.10 | 2.20 | 1.14 | 0.00 |
| | redu.o | 瑞思学科英语 | 3.7 | 0.0 | 0.0 | 2.9 | -3.5 | 2.8 | 1.27 | -1.06 | 1.29 | 2.14 | 1.57 | 0.00 |
| | 3978.hk | 卓越教育集团 | 2.8 | 23.3 | 8.8 | 16.1 | -- | -- | 0.17 | 0.00 | 0.00 | 1.94 | 1.25 | -- |
| | 9986.hk | 大山教育 | 0.8 | 6.7 | 1.9 | -- | -- | -- | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 2.02 | -- |
| | fedu.n | 四季教育 | 1.2 | 0.0 | 0.0 | -0.3 | -- | -- | -4.63 | 0.00 | 0.00 | 1.54 | 0.90 | -- |
| 职业教育 | 002607.sz | 中公教育 | 27.9 | 1721.9 | 357.8 | 96.3 | 69.2 | 50.3 | 0.29 | 0.40 | 0.56 | 17.68 | 23.61 | 10.12 |
| | 0667.hk | 中国东方教育 | 16.2 | 356.9 | 72.9 | 39.8 | -- | 34.0 | 0.41 | 0.00 | 0.48 | 9.59 | 9.37 | 7.40 |
| | 003032.sz | 传智教育 | 23.0 | 92.6 | 9.3 | -- | 147.0 | 47.8 | 0.00 | 0.16 | 0.48 | 0.00 | 0.00 | 8.67 |
| | 603377.sh | 东方时尚 | 15.4 | 94.1 | 44.3 | 36.7 | 62.1 | 34.2 | 0.42 | 0.25 | 0.45 | 10.22 | 10.52 | 7.28 |
| | 300492.sz | 华图山鼎 | 63.0 | 88.9 | 25.7 | 242.3 | 740.4 | 370.2 | 0.26 | 0.09 | 0.17 | 19.51 | 32.40 | 44.22 |
| | 300338.sz | 开元教育 | 5.1 | 17.2 | 12.0 | -2.7 | -- | -- | -1.84 | 0.00 | 0.00 | 2.50 | 1.61 | -- |
| | 300688.sz | 创业黑马 | 17.9 | 19.5 | 9.1 | 105.3 | -- | -- | 0.17 | 0.00 | 0.00 | 6.49 | 9.42 | -- |
| | tedu.o | 达内教育 | 3.2 | 0.0 | 0.0 | -0.2 | -2.9 | -- | -19.41 | -1.08 | 0.00 | 0.32 | 0.56 | -- |
| 早教 | 002621.SZ | 美吉姆 | 5.4 | 44.6 | 17.4 | 27.0 | 46.9 | 26.5 | 0.20 | 0.12 | 0.20 | 24.38 | 7.39 | 6.07 |
| 人力 | 300662.sz | 科锐国际 | 54.4 | 99.4 | 58.7 | 64.3 | -- | 41.7 | 0.85 | 0.00 | 1.30 | 2.60 | 2.76 | 1.75 |
| K12 校内 | 1773.hk | 天立教育 | 7.7 | 165.7 | 83.1 | 59.1 | -- | 31.3 | 0.13 | 0.00 | 0.24 | 8.75 | 17.14 | 9.17 |
| | 1981.hk | 华夏视听教育 | 7.2 | 119.2 | 29.1 | 47.9 | -- | 26.7 | 0.15 | 0.00 | 0.27 | 0.00 | 16.31 | 10.05 |
| | hlg.o | 海亮教育 | 54.3 | 0.0 | 0.0 | 76.5 | 47.0 | 39.6 | 0.71 | 1.16 | 1.37 | 7.71 | 8.10 | 0.00 |

| | | | | | | | | | | | | | | |
|-----------|-----------|--------|------|-------|------|------|-------|-------|------|-------|------|-------|-------|------|
| | 6068.hk | 睿见教育 | 3.9 | 84.5 | 26.2 | 22.8 | -- | 13.4 | 0.17 | 0.00 | 0.29 | 3.61 | 4.05 | 3.76 |
| | 1317.hk | 枫叶教育 | 2.0 | 61.1 | 30.8 | 9.2 | -- | 9.9 | 0.22 | 0.00 | 0.21 | 5.42 | 3.50 | 2.94 |
| | bedu.n | 博实乐 | 5.8 | 0.0 | 0.0 | 3.0 | -- | -- | 1.97 | 0.00 | 0.00 | 2.94 | 1.40 | -- |
| | 1565.hk | 成实外教育 | 1.6 | 48.5 | 18.8 | 12.1 | -- | -- | 0.13 | 0.00 | 0.00 | 4.24 | 4.27 | -- |
| | 002659.sz | 凯文教育 | 4.1 | 24.4 | 17.4 | 51.0 | -22.3 | 340.0 | 0.08 | -0.18 | 0.01 | 12.87 | 3.67 | 5.35 |
| | | | | | | | | | | | | | | |
| 高教 | 0839.hk | 中教控股 | 14.1 | 320.4 | 91.7 | 48.4 | -- | 25.3 | 0.29 | 0.00 | 0.56 | 9.21 | 10.31 | 8.61 |
| | 1765.hk | 希望教育 | 2.6 | 205.7 | 43.3 | 35.8 | 36.5 | 21.4 | 0.07 | 0.07 | 0.12 | 7.16 | 15.19 | 8.18 |
| | 1890.hk | 中国科培 | 5.1 | 103.6 | 25.9 | 22.3 | -- | 13.5 | 0.23 | 0.00 | 0.38 | 11.13 | 13.33 | 8.11 |
| | 0382.hk | 中汇集团 | 7.8 | 83.8 | 20.9 | 28.3 | -- | 19.3 | 0.28 | 0.00 | 0.41 | 5.39 | 9.76 | 6.97 |
| | 2001.hk | 新高教集团 | 4.3 | 68.8 | 32.2 | 16.7 | -- | 12.1 | 0.26 | 0.00 | 0.36 | 5.79 | 5.23 | 4.36 |
| | 002093.sz | 国脉科技 | 6.3 | 63.8 | 28.6 | 59.8 | 29.4 | 19.9 | 0.11 | 0.22 | 0.32 | 8.26 | 14.01 | 6.12 |
| | 1569.hk | 民生教育 | 1.4 | 59.5 | 12.5 | 16.6 | -- | 9.8 | 0.09 | 0.00 | 0.14 | 7.07 | 4.16 | 2.87 |
| | 2779.hk | 中国新华教育 | 2.2 | 36.0 | 10.2 | 13.3 | -- | 9.2 | 0.17 | 0.00 | 0.24 | 8.59 | 7.48 | 6.27 |
| | 1756.hk | 华立大学集团 | 2.6 | 30.6 | 5.9 | 5.7 | -- | 8.9 | 0.45 | 0.00 | 0.29 | 4.12 | 3.79 | 3.44 |

资料来源: Wind, 华创证券 (估值数据采用 Wind 一致预期)

五、风险提示

行业政策变化超预期; 招生规模不及预期; 线下复课时间不及预期。

传媒组团队介绍

组长, 首席研究员: 刘欣

中国人民大学硕士。先后于中金公司 (2015-2016)、海通证券 (2016-2019)、民生证券 (2019-2020), 从事 TMT 行业研究工作。所在团队 2016/2017 年连续两年获得新财富最佳分析师评选文化传媒类第三名, 2016 年水晶球评选第三名, 2016 年金牛奖第三名, 2017 年水晶球第五名, 2017 证券时报金翼奖第一名, 2019 年获得 WIND 第七届金牌分析师评选传播与文化类第五名等。

助理分析师: 费磊

南开大学硕士。曾就职民生证券, 2021 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

| 地区 | 姓名 | 职务 | 办公电话 | 企业邮箱 |
|---------|-----|---------------|-------------------|------------------------|
| 北京机构销售部 | 张昱洁 | 副总经理、北京机构销售总监 | 010-66500809 | zhangyujie@hcyjs.com |
| | 杜博雅 | 高级销售经理 | 010-66500827 | duboya@hcyjs.com |
| | 张菲菲 | 高级销售经理 | 010-66500817 | zhangfeifei@hcyjs.com |
| | 侯春钰 | 销售经理 | 010-63214670 | houchunyu@hcyjs.com |
| | 侯斌 | 销售经理 | 010-63214683 | houbin@hcyjs.com |
| | 过云龙 | 销售经理 | 010-63214683 | guoyunlong@hcyjs.com |
| | 刘懿 | 销售经理 | 010-66500867 | liuyi@hcyjs.com |
| | 达娜 | 销售助理 | 010-63214683 | dana@hcyjs.com |
| | 车一哲 | 销售经理 | | cheyizhe@hcyjs.com |
| 广深机构销售部 | 张娟 | 副总经理、广深机构销售总监 | 0755-82828570 | zhangjuan@hcyjs.com |
| | 汪丽燕 | 高级销售经理 | 0755-83715428 | wangliyan@hcyjs.com |
| | 段佳音 | 资深销售经理 | 0755-82756805 | duanjiayin@hcyjs.com |
| | 包青青 | 销售经理 | 0755-82756805 | baoqingqing@hcyjs.com |
| | 巢莫雯 | 销售经理 | 0755-83024576 | chaomowen@hcyjs.com |
| | 董姝彤 | 销售经理 | 0755-82871425 | dongshutong@hcyjs.com |
| | 张嘉慧 | 销售助理 | 0755-82756804 | zhangjiahui1@hcyjs.com |
| | 邓洁 | 销售助理 | 0755-82756803 | dengjie@hcyjs.com |
| 上海机构销售部 | 许彩霞 | 上海机构销售总监 | 021-20572536 | xucaixia@hcyjs.com |
| | 官逸超 | 资深销售经理 | 021-20572555 | guanyichao@hcyjs.com |
| | 黄畅 | 资深销售经理 | 021-20572257-2552 | huangchang@hcyjs.com |
| | 张佳妮 | 高级销售经理 | 021-20572585 | zhangjianian@hcyjs.com |
| | 吴俊 | 高级销售经理 | 021-20572506 | wujun1@hcyjs.com |
| | 柯任 | 销售经理 | 021-20572590 | keren@hcyjs.com |
| | 蒋瑜 | 销售经理 | 021-20572509 | jiangyu@hcyjs.com |
| | 施嘉玮 | 销售经理 | 021-20572548 | shijiawei@hcyjs.com |
| 私募销售组 | 潘亚琪 | 高级销售经理 | 021-20572559 | panyaqi@hcyjs.com |
| | 汪子阳 | 销售经理 | 021-20572559 | wangziyang@hcyjs.com |

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

| 北京总部 | 广深分部 | 上海分部 |
|------------------------------------|---|------------------------------------|
| 地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A | 地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 | 地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 |
| 邮编: 100033 | 邮编: 518034 | 邮编: 200120 |
| 传真: 010-66500801 | 传真: 0755-82027731 | 传真: 021-20572500 |
| 会议室: 010-66500900 | 会议室: 0755-82828562 | 会议室: 021-20572522 |