

如何看待教育行业投资

证券分析师：吴劲草

执业证书编号：S0600520090006

联系邮箱：wujc@dwzq.com.cn

证券分析师：谭志千

执业证书编号：S0600522120001

联系邮箱：tanzhq@dwzq.com.cn

2024年3月22日

- ❑ **需求刚性**：选拔制度+身份认证。
- ❑ **账款预收现金流好**：教育公司的主要收入来源——学费，一般会在提供服务前收取，保证了公司拥有良好的现金流。
- ❑ **抗周期性**：教育行业具有抗经济周期特性，各种经济环境下均具有发展驱动力，具备长期成长性。
- ❑ **价格敏感度低**：教育行业由于其不可逆特性，试错成本高，在排序机制下优质的教育资源始终稀缺，价格敏感度低。
- ❑ **劳动密集型**：教育行业属于服务业，规模化企业需要大量的教师队伍，人力成本占比不低。
- ❑ **投资建议**：1) 教培：政策稳定，行业需求旺盛，推荐学大教育，新东方，建议关注好未来，思考乐教育，卓越教育集团等。2) 公考：行业需求旺盛，供给端竞争格局改善，推荐华图山鼎，粉笔，中公教育等。3) 高教：业绩增长稳定，分红比例稳定，估值性价比高，推荐中教控股等。
- ❑ **风险提示**：政策风险，学校类违约风险，招生不及预期。



1、教育行业细分方法论图谱

2、如何找到一家好的教育公司

3、培训类公司

4、学校类公司

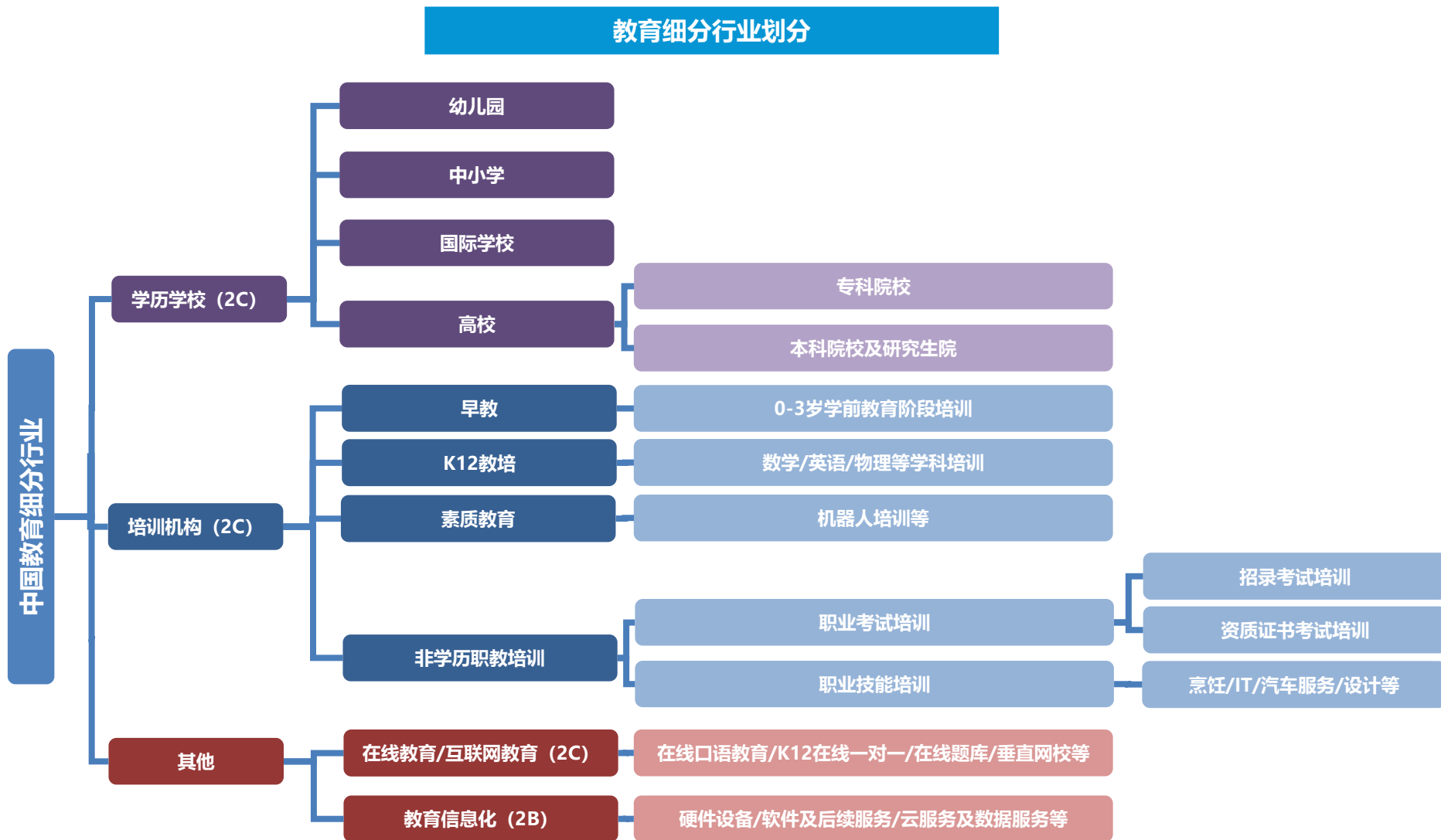
5、投资建议

6、风险提示

1、教育行业细分方法论图谱

1.1 教育细分行业分类

- 教育行业可以主要分为学校类公司和培训类机构，以及教育信息化等服务类机构。



**2020年
民办摇号**

**2021年
教培“双减”**



需求端

供给端

2、如何找到一家好的教育公司

2. 第一步：学校类公司or培训类公司

- ❑ 学校行业资产重，门槛高，收入稳定，一般有稳定的分红。
- ❑ 培训行业资产轻，门槛低，ROE较高。

教育细分行业特点

	培训行业	学校行业
现金流	预售款制度，现金流非常好	
轻&重资产	轻资产	重资产
扩张速度	较快	较慢
稳定性	较弱	较强
净利率常见范围	15%-30%	30%-50%
营销费用	较高 (10%以上，甚至可超过30%)	较低 (5%以下)
ROE	较高 扩张期可超过20%甚至30%	一定程度低于教育培训 15%左右较为常见
共同核心竞争力	口碑、管理	
差异核心竞争力	跨区域监管、激励制度，IT系统， 招生营销等	升学情况，政府资源，区位资源 等

3、培训类公司

3. 培训类公司：现金占比高，固定资产占比低

- 头部教培机构的资产结构中现金占比高，2019年新东方和好未来的现金及现金等价物的占比约在33%；固定资产占比较低，2019年，新东方固定资产占比为11.4%，好未来固定资产占比为7.7%。

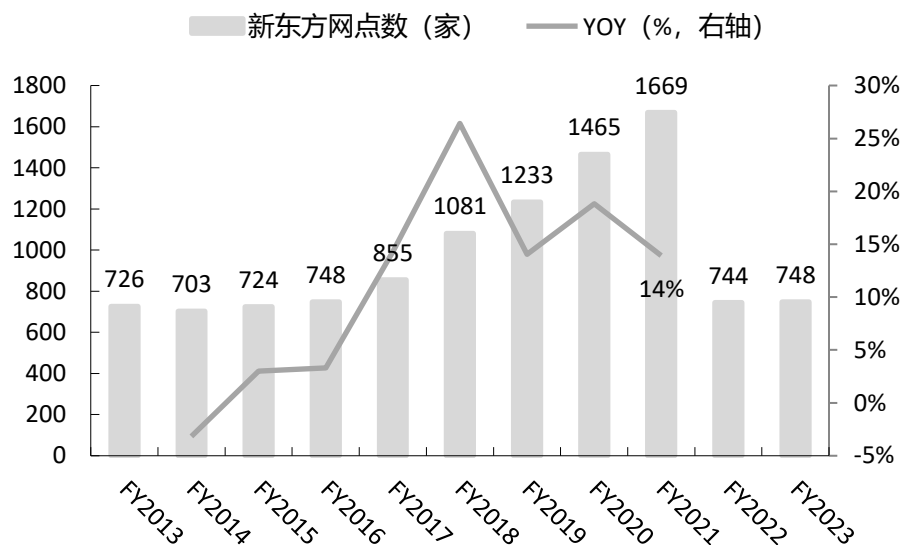
新东方 (亿元, USD)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
总资产	8.63	11.29	13.53	16.04	19.52	23.55	29.25	39.78	46.47	占比(%)
现金及现金等价物	4.73	4.82	4.69	4.71	6.01	7.96	8.36	10.91	15.23	32.8%
短期投资	1.44	3.21	5.05	6.43	6.00	8.19	13.13	16.24	16.69	35.9%
长期投资	0.00	0.02	0.08	1.17	3.26	1.79	2.17	4.33	4.05	8.7%
固定资产	1.60	2.04	2.47	2.25	2.31	2.38	2.83	4.50	5.32	11.4%
其他资产	0.86	1.19	1.24	1.47	1.93	3.23	2.76	3.80	5.18	11.1%

好未来 (亿元, USD)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
总资产	2.18	2.95	3.16	4.28	7.72	10.61	18.29	30.55	37.35	占比(%)
现金及现金等价物	1.99	1.99	2.11	2.70	4.92	4.52	4.73	7.18	12.56	33.6%
短期投资	0.00	0.00	0.00		0.01	0.27	2.29	7.87	2.68	7.2%
固定资产	0.08	0.77	0.76	0.79	0.94	1.15	1.54	2.47	2.88	7.7%
商誉	0.01	0.01	0.01	0.08	0.12	0.87	2.67	2.91	4.14	11.1%
长期投资			0.05	0.27	0.97	2.74	3.48	5.98	8.51	22.8%
其他资产	0.10	0.18	0.22	0.44	0.76	1.05	3.57	4.13	6.58	17.6%

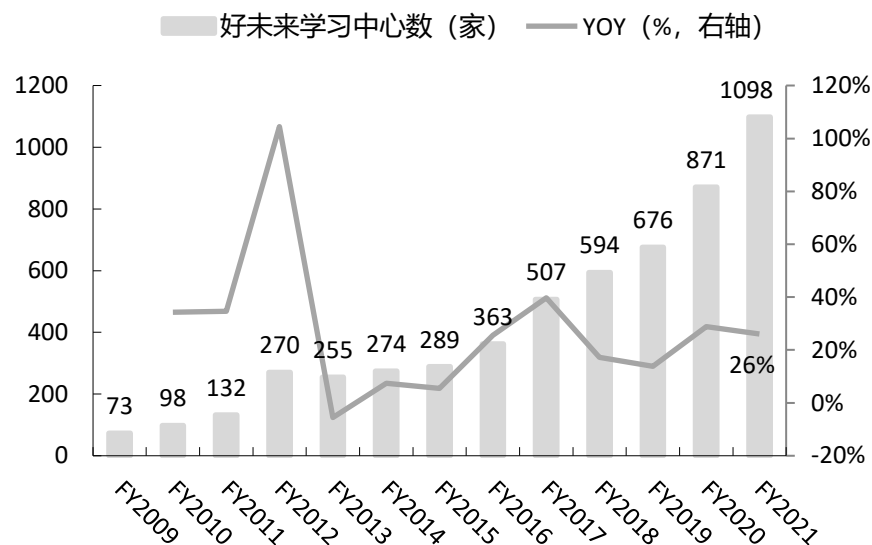
3. 扩张渠道：直接租网点，速度快

- 双减之前，教培机构网点扩张不需要牌照，进入门槛较低，扩张速度较快。双减前，新东方网点数量FY2021达1669家，同比增速为14%；好未来学习中心数量FY2021达1098家，同比增速为26%。

新东方网点数扩张情况及增速



好未来网点数扩张情况及增速



3. 判断是否为考试导向，且判断是选拔性考试还是通过型考试

- 我们以考试类型来划分培训的类型，一般而言，选拔性考试由于按照分数高低排序，竞争激烈程度更高，学生的考试失败的不可逆程度更高，因此往往学生的参培意愿更强，缴费意愿更强，且更倾向于头部机构，机构收费能力更强。
- 选拔性考试的培训市场规模更大，市场集中度相对会更高，更能够跑出大公司，最典型的行业包括K12学科类培训，公考培训等。
- 疫情前的教育行业超过千亿的公司主要来自K12教培和公考行业，分别为新东方（约2000亿+），好未来（3000亿+）和中公教育（2000亿+）。

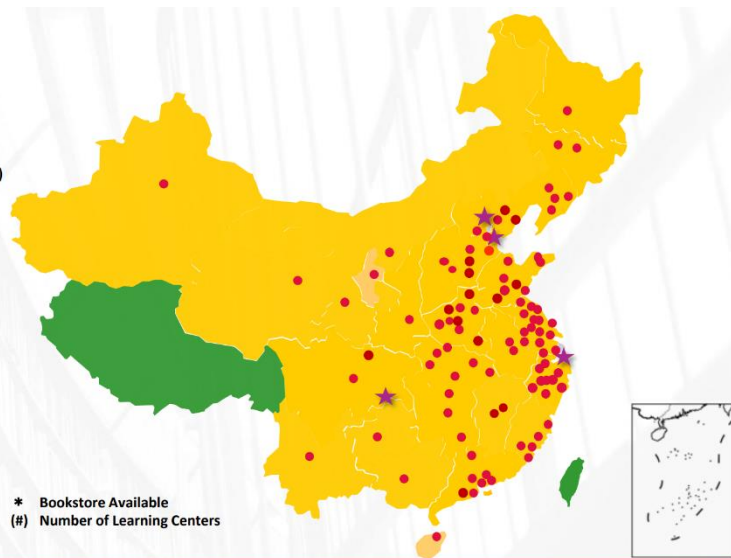
	选拔性考试	通过型考试	非考试导向
特点	按分数高低排序，固定了招录比例的考试	达到XX分即算通过	兴趣爱好，技能类培训
竞争激烈程度	激烈	不激烈	不太存在相互竞争
培训需求渗透率提升空间	高	低	更低
不可逆程度	更高	更低	更低
收费程度	高	低	需根据实际供需判断
市场集中度	更高	低	低
主要的考试类型	小升初，初升高，高考，专升本，考研，考编	英语出国类，考证类	真素养类，技能类培训，比如IT培训，驾照等

3. 判断行业地位：区域型公司or全国性公司

- ❑ 从区域到全国是一个很大的跨越，没有验证其异地扩张能力的区域型公司在业务空间和股价空间上都受到较大的限制。
- ❑ 从区域到全国的障碍主要在于各地的教育体系资源的打通，与更熟悉当地考试体系的老牌机构的竞争，跨区域的管理运营能力等。
- ❑ 现存教培上市公司中，实现全国化布局的仅新东方，好未来，学大等，现存公考赛道中实现全国化布局的机构包括中公，华图和粉笔。

新东方全国网点布局情况

Beijing* (126)	Wuxi (26)	Weifang (7)	Mianyang (1)
Shanghai* (85)	Foshan (12)	Zhuhai (6)	Xinxiang (2)
Guangzhou* (62)	Fuzhou (37)	Jinzhou (8)	Baotou (1)
Wuhan* (49)	Yichang (6)	Baoding (5)	Changshu (4)
Yangzhou (6)	Nanchang (47)	Yantai (9)	Yuci (1)
Tianjin (43)	Jingzhou (4)	Taian (2)	Huizhou (1)
Xi'an* (51)	Dalian* (7)	Kaifeng (3)	Chengde (1)
Nanjing (71)	Lanzhou* (14)	Cangzhou (2)	Zhangjiagang (1)
Shenyang (21)	Huangshi (4)	Qinhuangdao (2)	Hebi (1)
Chongqing* (34)	Ningbo (9)	Anyang (1)	Zhumadian (1)
Chengdu (51)	Xiamen (30)	Handan (2)	Weihai (1)
Shenzhen (24)	Qingdao (33)	Zhangzhou (2)	Xuchang (1)
Xiangyang (17)	Nanning (22)	Nanyang (2)	Xingtai (1)
Taiyuan (32)	Xuzhou (7)	Zhongshan (3)	Changzhou (1)
Harbin* (21)	Zhenjiang (9)	Yinchuan (2)	Huaian (1)
Changsha (39)	Xiangtan (4)	Shaoxing (7)	Taizhou (4)
Jinan (39)	Luoyang (17)	Huzhou (3)	Taizhou (1)
Zhengzhou (46)	Nantong (7)	HongKong (1)	Yixing (1)
Hangzhou (90)	Hohhot (14)	Yancheng (4)	Wuhu (2)
Changchun* (28)	Jilin (10)	Lianyungang (4)	Jiaxing (6)
Shijiazhuang (20)	Guiyang (7)	Jiaozuo (8)	Langfang (3)
Suzhou* (66)	Tangshan (17)	Dongguan (3)	Kunshan (2)
Zhuzhou (3)	Urumchi (11)	Haikou (2)	Danyang (1)
Anshan (1)	Shiyan (4)	Yiwu (6)	Dongyang (1)
Hefei (65)	Quanzhou (5)	Jinhua (4)	Jiujiang (2)
Kunming (16)	Wenzhou (13)	Xining (2)	Hengshui (1)



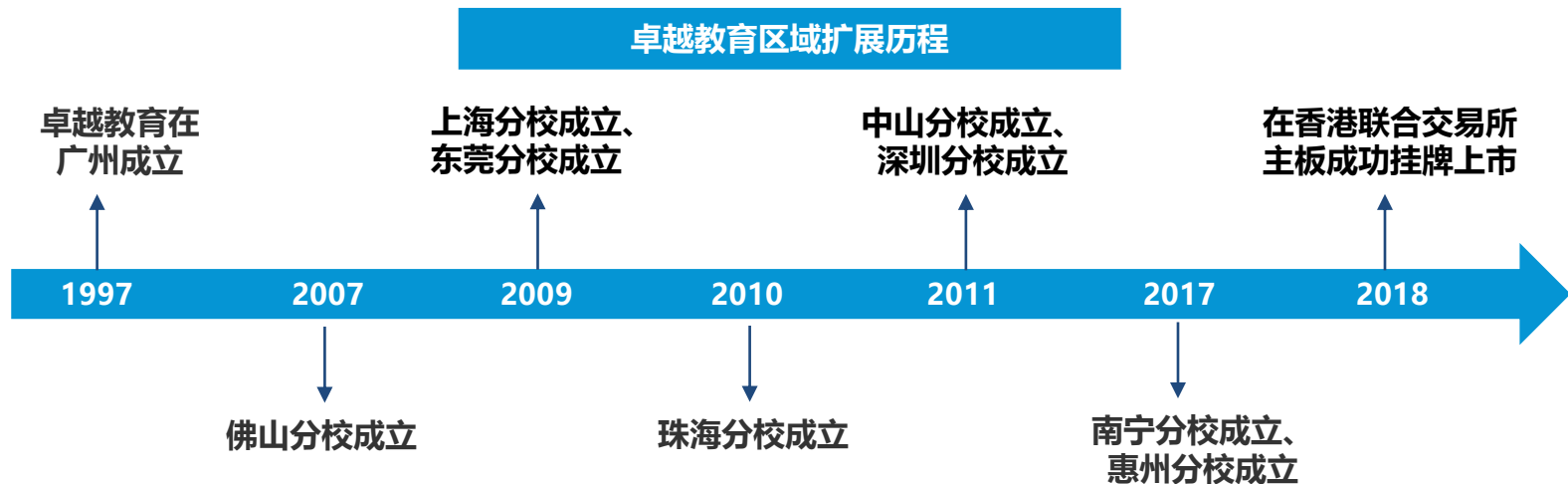
学而思区域网点分布情况

- ❑ 截至2010年上市，学而思共在北京、上海、深圳、广州、天津和武汉开设109个学习中心和87个服务中心，具体如下：
北京：80个学习中心、61个服务中心；上海：14个学习中心、12个服务中心；深圳：2个学习中心、2个服务中心；广州：3个学习中心、3个服务中心；天津：4个学习中心、3个服务中心；武汉：6个学习中心、6个服务中心。

3. 判断行业地位：区域型公司or全国性公司

- 从区域到全国是一个很大的跨越，没有验证其异地扩张能力的区域型公司在业务空间和股价空间上都受到较大的限制。
- 现存教培上市公司中，区域型教培机构包括华南地区的卓越和思考乐等。

卓越教育区域扩展历程



思考乐区域网点分布情况

- 截至2018年年底，思考乐共在广东省及福建省开设54家学习中心，具体如下：广东省：深圳40家、东莞8家、佛山3家；福建省：厦门3家。

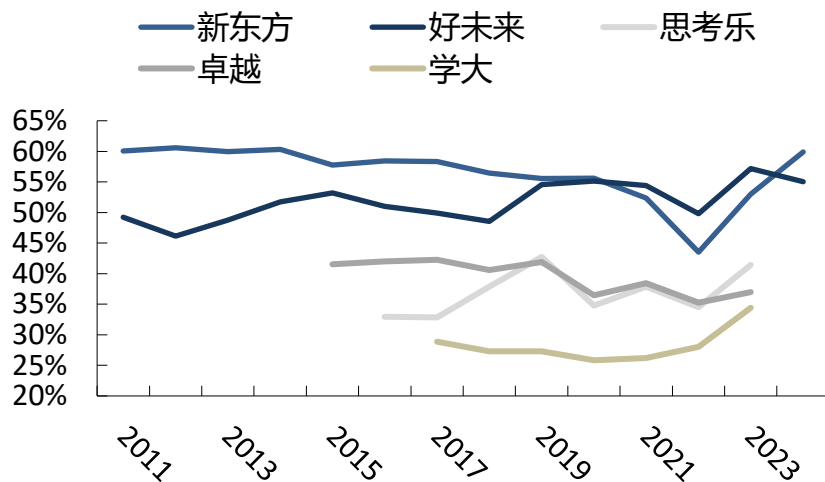
- 按照培训的商业模型，我们一般将培训机构分为线上和线下机构，其中线下机构又会划分成线下大班课和线下小班课。
- 目前来看，线下大班课对于培训机构而言，规模效应最为突出，盈利模式更好。
- 线下大班课一般可以做到20%-25%的经营利润率，15%-20%的净利率。1V1一般只有10%左右的净利率。

	线下大班课	线下小班课	线上课程
客单价	低	高	低
单个老师产出	高	低	高
课程服务效果	较弱	较强	较弱
边际收益性	高	低	高
盈利能力	利润率较高（20%-25%的经营利润率，15%-20%的净利率）	利润率较低（10%左右的净利率）	视销售费用而定，不同赛道的模型仍在测试中

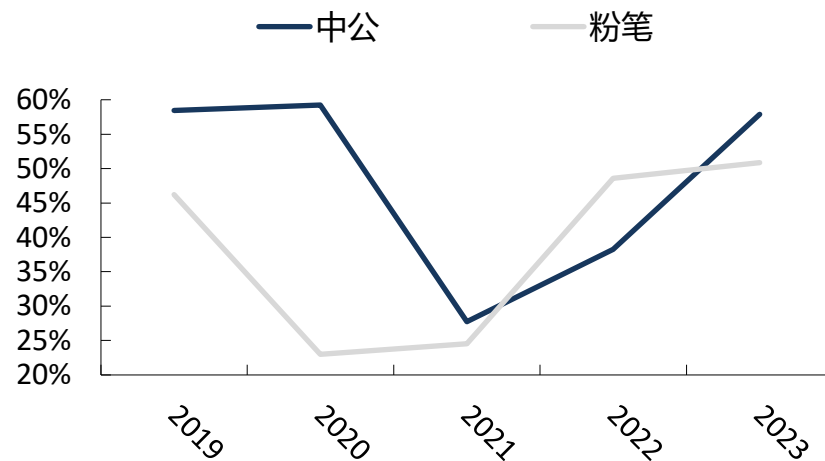
3. 全国性，大班课为主的机构毛利率可超过50%，1V1毛利率仅20%-30%

- ❑ 头部全国性布局的品牌毛利率更高，可达到50%以上的水平。
- ❑ 区域型公司毛利率处于第一档，在30%-40%的水平。
- ❑ 1V1班型毛利率最低，以学大为例，约在20%-30%的水平。

教培公司毛利率（%）对比



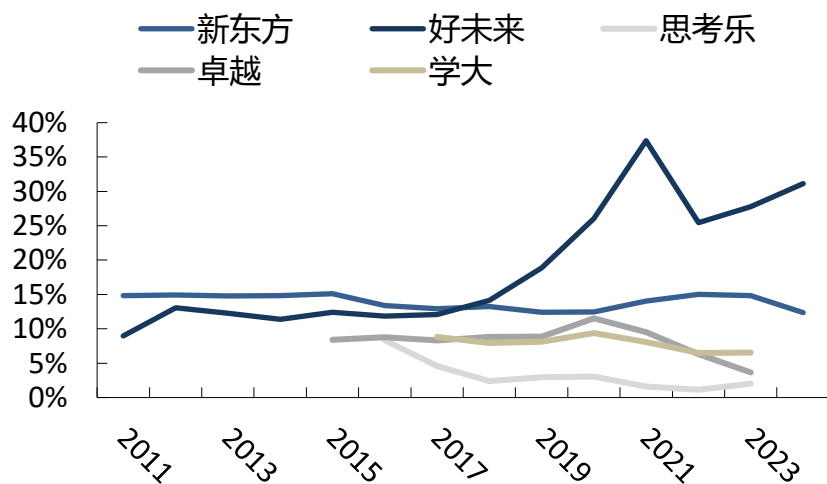
公考培训类公司毛利率（%）对比



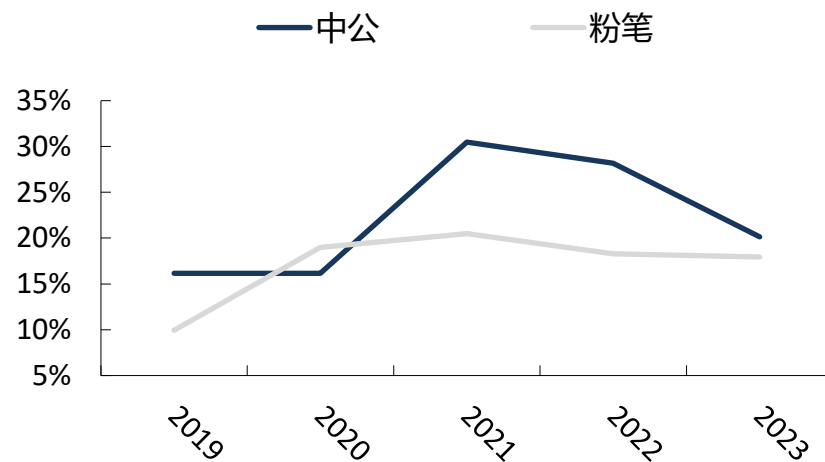
3. 双减前，疫情前培训类公司销售费用率在10%-15%不等

- 培训类公司的销售费用率整体较高，其中教培公司在双减前or 疫情前在10%-15%不等。

教培公司销售费用率（%）对比



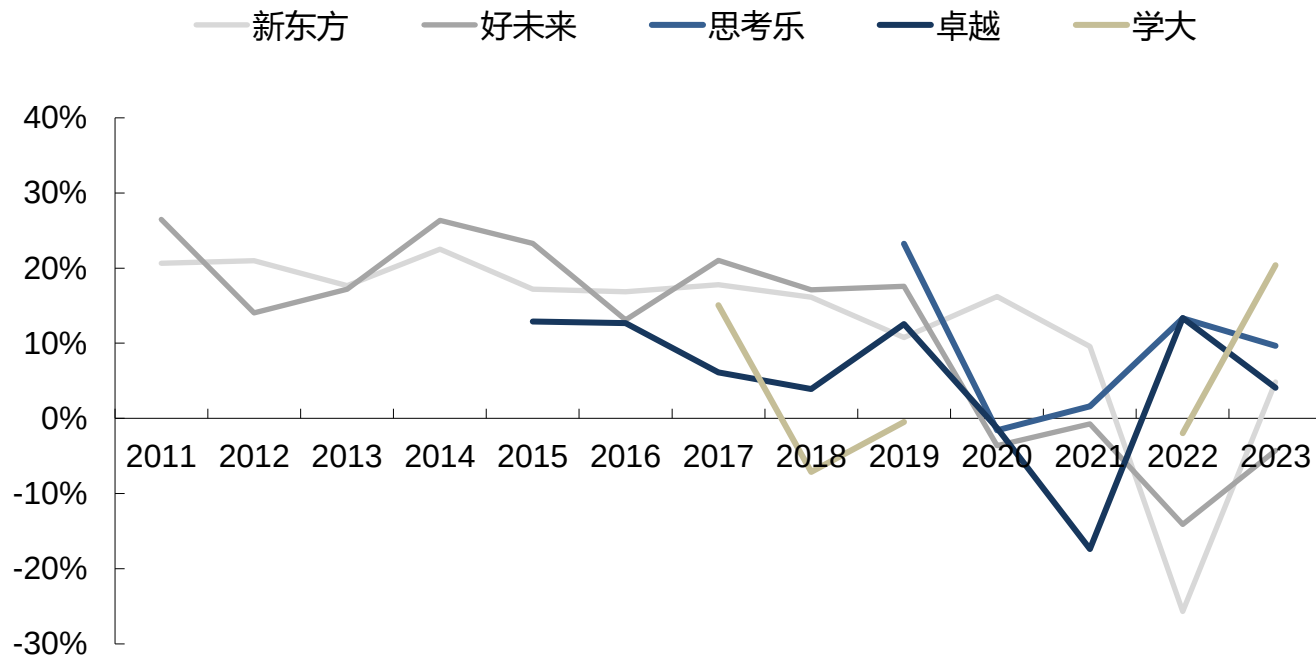
公考培训类公司销售费用率（%）对比



3. 培训类公司在扩张期ROE可达到20%以上水平

- 培训类公司的ROE在扩张期较高，部分公司可达20%以上。

教培公司ROE (%) 对比



3. 判断股价周期波动：新东方股价复盘

- 从估值来看，双减之前，新东方的预测PE主要在20-45倍之间，基本稳定在30-45倍之间，双减至今估值恢复到了30倍左右。
- 公司两波股价上涨大周期分别来自于：1) 第一波：全面转型K12开始重新开网店，PE直接从约20倍至40倍；2) 第二波：业绩兑现，估值基本稳定在40倍左右。

新东方股价复盘



3. 判断股价周期波动：好未来股价复盘

- 好未来股价走势和新东方基本保持一致，同样于2014年开启上涨，2018年中被做空，2021年双减股价下跌约95%。

好未来股价复盘



4、学校类公司

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/076010054052010104>