商业贸易行业周报（2021 年第 12 期）

K12 线上线下教培监管加码

增持（维持）

2021 年 03 月 27 日

证券分析师 吴劲草
执业证号：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn
证券分析师 张家璇
执业证号：S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn

本周观点

- **1 月中旬中纪委点名批评在线教育作为此次监管趋严的标志性事件以来，K12 教培问题开始引发社会持续关注，监管存在进一步趋严趋势。**1 月中旬中纪委点名批评在线教育的乱象与监管问题，作为此次监管趋严的标志性事件，自此 K12 教培问题开始持续引发社会关注，主要针对问题包括：在线教育过度的广告投放引起了家长的焦虑，超前的学习氛围加剧了内卷幼龄化的形成，这些不良社会影响引起了政府及监管机构的重视。

- **本轮整治或将成为 2018 年以来较为严格，较大规模的一次监管行动。1）本次监管整治力度可能会较之前更大，涉及面更广：**本轮整治可能是 2018 年以来再一次较为严格的监管行动，规模较大，或涉及线上与线下众多培训机构，线上教培的广告开支将有所限制，广告内容将更加规范，线下培训机构将面临进一步洗牌，小机构或被淘汰，大机构的扩张将受到一定限制，监管审批可能趋严。**2）本次监管矛头主要指向低幼龄课外教培：**尤其是在低幼龄阶段的在线教育，学科类培训，超前培训等方面。

- **本次整顿主要针对 K12（尤其是义务教育阶段）培训机构，对高教类公司，K12 学校类公司，以及职业教育公司影响不大。**建议关注：高校公司（中教控股、希望教育等）；职业教育机构（中公教育、中国东方教育等）；K12 学校公司（天立教育等）。

近期研究汇总

- **《天立教育 2020 年报点评》：2021.3.21**

本周天立教育发布了 2020 年报，收入 12.98 亿元，同比+41.5%，经调整净利润 3.81 亿元，同比+43.7%，主要得益于新开学校数量大，在校生人数的增长以及部分学校上调学费所带动。全国已有 32 所学校，在校生人数大幅增长已达到 5 万+，异地扩张已初具规模，我们认为未来 3 年公司仍将保持每年 5-10 所的学校扩张速度，长期看好其业绩增长。

《中国东方教育 2020 年报点评》：2021.3.26

本周中国东方教育发布了 2020 年报，疫情下收入 36.5 亿元，同比-6.6%，经调整净利润 5 亿元，同比-44.4%。公司作为我国职业教育龙头，2020 年因疫情影响令业绩承压，但主要集中在上半年，从 2020H2 开始公司实际经营逐步恢复，实现了下半年收入正增长，未来或受益于长期课程占比的提升以及新教学板块和业务的拓展带来的增量。看好公司疫情后全面恢复。

- **风险提示：政策风险，招生不及预期，扩张速度不及预期等。**

行业走势



相关研究

1、《商业贸易行业跟踪周报：年活跃买家超越阿里，但拼多多还有很长的路要走》2021-03-21

2、《教育行业周报（2021 年第 11 期）：2022 上海中考改革持续推进，民强公弱的初中格局或持续均衡》2021-03-21

3、《商业贸易行业点评：1-2 月社零同比+33.8%，较 2019 同期+6.4%》2021-03-15

请务必阅读正文之后的免责声明部分

本周观点：K12 线上线下教培监管加码

1 月中旬中纪委点名批评在线教育作为此次监管趋严的标志性事件以来，K12 教培问题开始引发社会持续关注，监管存在进一步趋严趋势。1 月中旬中纪委点名批评在线教育的乱象与监管问题，作为此次监管趋严的标志性事件，自此 K12 教培问题开始持续引发社会关注，主要针对问题包括：在线教育过度的广告投放引起了家长的焦虑，超前的学习氛围加剧了内卷幼龄化的形成，这些不良社会影响引起了政府及监管机构的重视。

- 1 月中旬，中纪委点名批评在线教育的乱象与监管问题，指出行业正处于企业竞争加剧、获客成本高企、行业内耗严重的困境，同时监管面临培训内容核查难、培训预收费监管难等现实问题。
- 两会期间，针对义务教育课外培训机构的建议包括应加强对于线上教育平台的监管，对于超标超前、应试导向等违法违规行为严肃查处，同时加强审查课外培训机构的广告投放，避免狂轰乱炸的广告引发家长焦虑。
- 3 月 12 日，北京教委针对在线教育存在的虚假广告、退费难等突出问题，宣布将对于线下培训机构的办学资质、办学条件等可量化标准进行规范管理，整改不符合要求的机构。

本轮整治或将成为 2018 年以来较为严格，较大规模的一次监管行动。2018 年以来，K12 课外培训机构的整治已持续若干年，本轮整治或使行业面临新一轮洗牌。1）**对于线下培训机构，**本次整治再次重申对于办学资质、师资聘任及安全规范等多方面的要求，小机构更有可能在规范化中被取缔或淘汰，大机构也将面临的监管趋严，短期内扩张会受到一定影响；2）**对于线上培训机构，**尽管到目前为止，此次整治并没有对其提出针对性的监管措施，但线上义务教育阶段课外培训监管更加严格是必然趋势，行业将从无序向规范化发展，培训机构依赖高营销获客达到快速扩张效果的增长逻辑将有所改变，广告内容也会尽量避免引发家长焦虑。

针对本次 K12 课外培训监管趋严的现象：1）本次监管整治力度可能会较之前更大，涉及面更广：本轮整治可能是 2018 年以来再一次较为严格的监管行动，规模较大，或涉及线上与线下众多培训机构，线上教培的广告开支将有所限制，广告内容将更加规范，线下培训机构将面临进一步洗牌，小机构或被淘汰，大机构的扩张将受到一定限制，监管审批可能趋严。**2）本次监管矛头主要指向低幼龄课外教培**：尤其是在低幼龄阶段的在线教育，学科类培训，超前培训等方面。

本次整顿主要针对 K12（尤其是义务教育阶段）培训机构，对高教类公司，K12 学校类公司，以及职业教育公司影响不大。建议关注：高校公司（中教控股、希望教育等）；职业教育机构（中公教育、中国东方教育等）；K12 学校公司（天立教育等）。

近期研究汇总：

《天立教育 2020 年报点评》2021.3.21：收入+42%，经调整净利+44%，新学校异地扩张高速推进中

本周天立教育发布了 2020 年报，公司收入 12.98 亿元，同比+41.5%，经调整净利润 3.81 亿元，同比+43.7%，业绩略超预期，公司业绩大幅增长主要得益于新开学校数量大，在校生人数的增长以及部分学校上调学费所带动。全国已有 32 所学校，在校生人数大幅增长已达到 5 万+，异地扩张已初具规模，19-20 年集中新开的学校利用率仍有较大提升空间，未来业绩有望持续释放。公司解决低线城市优质教育资源稀缺问题的初心不变，品牌输出，标准化管理为公司异地扩张保驾护航，我们认为未来 3 年公司仍将保持每年 5-10 所的学校扩张速度，平均学费和寄宿费增长超预期，长期看好。

《中国东方教育 2020 年报点评》2021.3.26：疫情下收入-6.6%，经调整净利-44.4%，期待职教龙头疫情后全面恢复

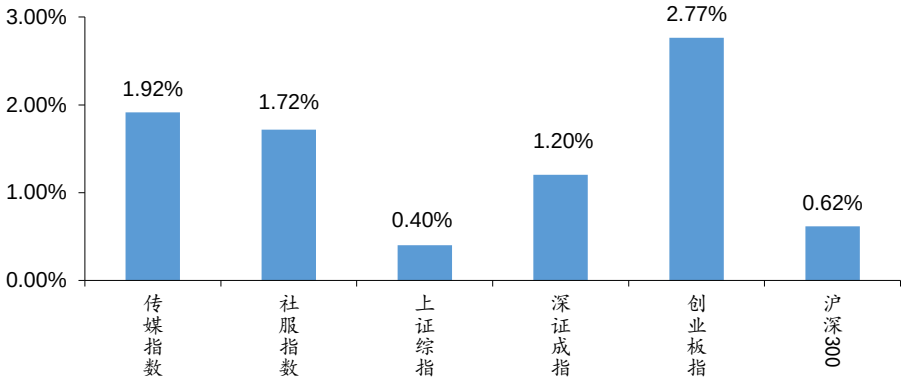
本周中国东方教育发布了 2020 年报，疫情下收入 36.5 亿元，同比-6.6%，经调整净利润 5 亿元，同比-44.4%。分板块来看，新东方和万通受疫情影响较大，收入均同比-9%左右，新华电脑和欧米奇受疫情影响相对可控，同比下降 3%-4%，美味学院疫情中收入逆势同比+15.6%。公司作为我国职业教育龙头，2020 年因疫情影响令业绩承压，但主要集中在上半年，从 2020H2 开始公司实际经营逐步恢复，实现了下半年收入正增长，未来或受益于长期课程占比的提升以及新教学板块和业务的拓展带来的增量。后时代疫情，公司将继续加深校网密度，积极拓展行业新的领域和赛道专业，看好公司疫情后全面恢复。

本周行情回顾

过去一周，传媒指数（申万）上涨 1.92%，社服指数（申万）上涨 1.72%，上证综指上涨 0.40%，深证成指上涨 1.20%，创业板指上涨 2.77%，沪深 300 指数上涨 0.62%。

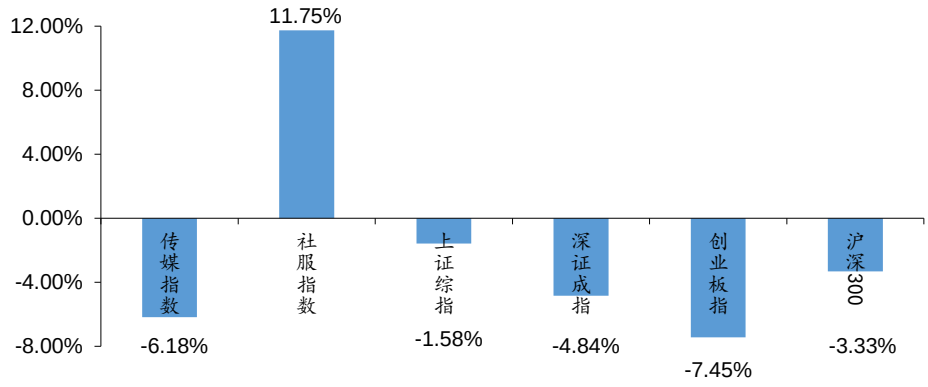
年初至今，传媒指数（申万）下跌 6.18%，社服指数（申万）上涨 11.75%，上证综指下跌 1.58%，深证成指下跌 4.84%，创业板指下跌 7.45%，沪深 300 指数下跌 3.33%。

图 1：过去一周行情涨跌情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所，传媒和社服均为申万指数

图 2：年初至今行情涨跌情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所，传媒和社服均为申万指数

本周行业重点公告

【民生教育】（1569.HK）3 月 23 日公告：公司发布截至 2020 年 12 月 31 日止年度的全年业绩。公司收入为 11 亿元，同比+10.1%；毛利为 5.67 亿元，同比+9.8%；经调整 EBITDA 为 6.06 亿元，同比+10.1%，调整项为 530 万元的学费收入递延至 2021 年 1 月确认；经调整净利润为 4.32 亿元，同比+12%，调整项为向学生退回住宿费 0.2 亿元。在校生人数达 92772 人，同比+12.1%。宣派末期股息每股普通股 1.07 港仙（相当于人民币 0.9 分）。

【昂立教育】（600661.SH）3 月 24 日公告：公司的控股子公司上海交大教育（集团）有限公司拟将其持有的昆山新南洋教育发展有限公司 100%股权出售给上海沪翊文

请务必阅读正文之后的免责声明部分

化发展有限公司，交易对价 1 亿元。

【建桥教育】（1525.HK）3 月 24 日公告：公司发布截至 2020 年 12 月 31 日止年度业绩。公司收入为 5.55 亿元，同比+10.7%；毛利为 3.35 亿元，同比+19.8%；税前利润为 1.98 亿元，同比+56.8%；年内利润为 1.93 亿元，同比+53.9%；经调整纯利为 2.03 亿元，同比+34.3%。20/21 学年新生数较去年增加 446 人，总人数达到 6326 人，新生报到率达到 93.02%。

【科德教育】（300192.SZ）3 月 24 日公告：公司与河南慧闻少林武术文化实业集团有限公司签订战略合作框架协议。根据协议约定，双方将在全国范围内拓展中等职业学校和普通高中教育业务。慧闻集团旗下公司登封慧闻彩虹少林武术文化博览有限公司主要为全国的体育特长学校提供教学管理与师资，科德教育有意向收购慧闻彩虹文化博览 51%的股权。

【中公教育】（002607.SZ）3 月 25 日公告：公司发布 2020 年度业绩预告。2020 年公司归母净利润为 23-24.5 亿元，同比去年同期增加 27.46%-35.77%；扣非净利润为 18.6-20.1 亿元，同比去年同期增加 9.39%-18.21%；预计 EPS 为 0.37-0.4 元/股。

【中国东方教育】（0667.HK）3 月 25 日公告：公司公布 2020 年度业绩。2020 年受到疫情的影响，收入为 36.49 亿元，同比+6.6%；2020 年为净利润为 2.58 亿元，同比-69.6%；经调整净利润为 5 亿元，同比-44.4%；毛利率为 54%，相比 2019 年的 58.4%有所下降。截至 2020 年底，学校总数 206 所，同比+29 所，未来将保持每年约 20 所新学校扩张。新招生人数 145472 人，同比+4.7%；平均培训人次为 133310，同比+1.7%。

【昂立教育】（600661.SH）3 月 26 日公告：关于签订募集资金专户存储四方监管协议。去年 9 月，公司通过了《关于变更部分募集资金投资项目的议案》，同意使用“职业教育业务发展项目”募集资金中 8517 万元用于“收购育伦教育 51%股权项目”，其余募集资金全部转入公司原“K12 教育业务发展项目”。近日，公司将上述由 “职业教育业务发展项目”变更为“K12 教育业务发展项目”的部分募集资金 6,800 万元转入公司“K12 教育业务发展项目”募集资金专户，并签订《募集资金专户存储四方监管协议》。

本周行业重点新闻

2 月中小学教育 APP 榜：“腾讯企鹅辅导”环比下降 28%，“学而思网校”入围千万级行列

蓝鲸教育 3 月 22 日讯，2021 年 2 月末中小学教育 APP 共 136 家，活跃用户 18881 万，占教育全网用户比例 43%，与 2021 年 1 月末相比小幅下降 1%。与 2021 年年初相比，用户规模数减少 1212 万，环比降幅为 6%。2 月末的启动次数达 48.73 亿次，使用时长为 5.9 亿小时。

北京校外培训机构需配资金“监管人”

多知网 3 月 22 日讯，近日，海淀区教委联合海淀区金融办依法行政，为校外培训机构和银行牵线，确保学费资金安全。培训机构可以将预付学费自动存进监管银行免费开设的学费资金监管账户，校外培训机构申请线下复课时，必配资金“监管人”，“监管人”须立保密协议；预付学费“一课次一消”，目前，海淀区已有 60 家校外培训机构签署退费承诺。

教育部印发《职业教育专业目录（2021 年）》

蓝鲸教育 3 月 22 日讯，新版《目录》统一采用专业大类、专业类、专业三级分类，一体化设计中等职业教育、高等职业教育专科、高等职业教育本科不同层次专业，共设置 19 个专业大类、97 个专业类、1349 个专业，其中中职专业 358 个、高职专科专业 744 个、高职本科专业 247 个。

教育部、财政部及国家发展改革委印发了《“双一流”建设成效评价办法（试行）》

芥末堆 3 月 23 日讯，近日将对“双一流”建设采用自我评价、专家评价、第三方评价等方式呈现建设高校和学科的综合评价结果。综合评价结果不计算总分、不发布排名，将作为下一轮建设范围动态调整的主要依据。

有道词典官宣欧阳娜娜为其 2021 年度品牌代言人

蓝鲸教育 3 月 24 日讯，近日，网易有道旗下有道词典官宣欧阳娜娜为其 2021 年度品牌代言人。由此展现有道词典年轻、活力的品牌主张，鼓励用户学习与成长。有道词典还邀请其成为“明星语音”功能的首位女声明星，该功能于 2020 年 9 月上线。

9 家北京校外培训机构线下复课

蓝鲸教育 3 月 25 日讯，近日，北京通州区教委对外发布公告称，对照具备办学许可、接受资金监管等要求目前已批准 9 家学科类校外培训机构恢复线下培训，17 家机构违规办学被点名。

少儿编程教育机构核桃编程完成 C 轮融资

蓝鲸教育 3 月 25 日讯，少儿编程教育机构核桃编程宣布完成新一轮融资，C 轮系列融资额约 2 亿美元。这是迄今为止少儿编程行业金额最高的一笔融资，同时创造中国在线教育 C 轮融资额高点。本轮融资将“All in 教育科技”，在 AI 教学产品建设、优质师资储备与教研体系等方面进行持续投入，不断提升用户的体验与服务品质。

《2021 中国 K12 在线英语发展蓝皮书》发布

芥末堆 3 月 26 日讯，昨日，南方周末联合中国科学院计算技术研究所大数据研究院及益普索中国（咨询）有限公司发布《2021 中国 K12 在线英语发展蓝皮书》。蓝皮书显示，在线英语教育行业从追求规模逐渐转为追求效能，专注产品升级，瞄准下沉市场。

发改委发布《加快培育新型消费实施方案》

芥末堆 3 月 26 日讯，近日，国家发改委同中央网信办、教育部、工信部等 28 个部门制定并印发了《加快培育新型消费实施方案》，主要为进一步培育新型消费，鼓励消费新模式新业态发展，促进线上线下消费融合发展。对有序发展在线教育、新职业新工种开发和培训，以及对新业态新模式的监管服务等做了详细介绍。

行业公司估值表

表 1：相关标的估值表

代码	简称	总市值（亿）	收盘价	EPS			PE		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
9901.HK	**新东方-S**	**2,159.9**	**126.00**	**16.90**	**19.08**	**27.41**	**6**	**6**	**4**
TAL.N	好未来	337.0	56.20	-0.56	0.47	1.99	-100	120	28
002607.SZ	**中公教育**	**1,770.0**	**28.70**	**0.29**	**0.42**	**0.57**	**99**	**68**	**50**
0667.HK	**中国东方教育**	**357.2**	**16.26**	**0.39**	**0.49**	**0.58**	**35**	**28**	**24**
GSX.N	跟谁学	99.3	39.01	1.42	-6.55	-9.17	179	-39	-28
300192.SZ	**科德教育**	**43.9**	**14.77**	**0.33**	**0.55**	**0.82**	**45**	**27**	**18**
002621.SZ	美吉姆	47.9	5.80	0.20	-0.03	0.22	29	-212	27
300010.SZ	豆神教育	69.8	8.04	0.04	-0.29	0.25	228	-28	32
1769.HK	思考乐教育	51.0	9.18	0.19	0.10	0.21	40	80	36
3978.HK	卓越教育集团	24.9	2.93	0.17	-	-	14	-	-
0839.HK	**中教控股**	**329.5**	**14.50**	**0.29**	**0.51**	**0.74**	**42**	**24**	**16**
1765.HK	**希望教育**	**220.1**	**2.76**	**0.06**	**0.11**	**0.15**	**39**	**21**	**15**
6169.HK	宇华教育	206.7	6.16	0.06	0.38	0.44	86	14	12
0382.HK	中汇集团	80.4	7.50	0.29	0.39	0.55	22	16	12
1890.HK	**中国科培**	**105.6**	**5.24**	**0.23**	**0.30**	**0.36**	**19**	**15**	**12**
1981.HK	**华夏视听教育**	**111.7**	**6.73**	**0.11**	**0.18**	**0.27**	**51**	**31**	**21**
1773.HK	**天立教育**	**179.6**	**8.29**	**0.13**	**0.17**	**0.24**	**54**	**41**	**29**
1317.HK	**枫叶教育**	**62.3**	**2.08**	**0.17**	**0.29**	**0.34**	**10**	**6**	**5**
6068.HK	睿见教育	78.0	3.58	0.25	0.29	0.33	12	11	9
1565.HK	成实外教育	51.0	1.65	0.13	-	-	11	-	-
2001.HK	新高教集团	69.1	4.36	0.26	0.37	0.44	14	10	8
1569.HK	民生教育	61.2	1.45	0.09	0.03	0.14	14	38	8
1525.HK	建桥教育	25.2	6.08	0.42	-	-	12	-	-

数据来源：Wind，东吴证券研究所，数据截至 2021 年 3 月 26 日收盘

部分 0831 财年的 2019A 的数据为 FY2020A，未加粗部分 EPS 来自 wind 一致预期，已加粗部分来自东吴证券研究所预测

港股和美股收盘价分别为港币和美元， EPS 除好未来为美元外，其他均为人民币， 汇率港币/人民币为 0.84 元，美元/人民币为 6.5 元

风险提示

疫情反复，业绩不达预期，政策推进进度不及预期

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn