

增持

——维持

日期：2018年5月21日

行业：教育



分析师：张涛

Tel: 021-53686152

E-mail: zhangtao@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120023

研究助理：周菁

Tel: 021-53686158

E-mail: zhoujing@shzq.com

SAC 证书编号: S0870116060005

证券研究报告 / 行业研究 / 行业动态

这个时点教育为什么涨?估值消化+港股映射

——教育行业周报

■ 一周表现回顾:

上周上证综指上涨 0.95%，深证成指上涨 0.36%，中小板指上涨 0.73%，创业板指上涨 0.11%。同期，教育 A 股上涨 2.30%，教育港股大涨 9.67%，教育美股上涨 1.05%。上周股价上涨幅度较大的有威创股份（14.10%）、凯文教育（12.93%）、创业黑马（11.77%）、文化长城（10.29%）、开元股份（9.27%）；下跌幅度较大的有秀强股份（-8.20%）、电光科技（-4.66%）、长方集团（-4.42%）、华媒控股（-4.10%）、东方时尚（-3.03%）。

■ 行业最新动态:

- 1、朴新拟赴美 IPO：2017 年营收 12.82 亿元
- 2、今日头条推少儿英语品牌 gogokid，“流量大户”瞄准外教 1 对 1
- 3、与好未来达成战略合作后，哒哒英语宣布品牌升级
- 4、新东方在线 K12 升级课程体系，暑期入口课程售价 20 元
- 5、好未来对教培行业开放核心资源，用双师课堂试水 To B 服务

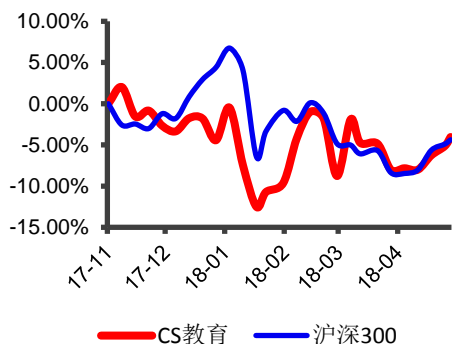
■ 投资建议:

上周，教育港股大涨，带动 A 股教育回暖，周内部分个股出现较大涨幅。我们认为，这个时点教育为什么涨，主要系：

(1) A 股教育滞涨 1 年，估值消化后性价比逐渐显现。2017 年 A 股教育板块受挫，整体涨幅落后，估值也从高位一路下滑近乎腰斩，目前来看，A 股教育板块平均 PE 约为 45X 左右。而业绩方面，A 股核心教育资产营收增速多约 10-20%，利润增速约 30% 左右，保持快速增长。估值消化背景下，当前时点 A 股教育资产的性价比已经逐渐显现。

(2) 资金加持，海外大涨映射 A 股。港股教育大涨背后的逻辑在于资金对于港股教育资产经营模式的认知逐渐清晰：(a) 民办中小学代表枫叶教育凭借品牌价值进行轻资产扩张，2015-2017 年营收和净利 CAGR 分别达到 29% 和 41%，验证了内生式增长的持续动能；(b) 民办高教尽管内生增长受限，但该部分内生具有稳定的增长基础，即每年学额的分配调整及学费 5-10% 的提价幅度，同时更大的发展来自广阔的行业整合空间，代表企业中教控股通过收购两所职业院校，旗下在校生规模突破 12 万人，已是全国民办高校龙头，但按 2016 年全国民办高校在校生 634 万人计算，占比不足 2%，未来提升空间巨大。港股教育的优质性吸引南下资金入驻，港股通持股比例不断走高，年初至 5/17，板块平均涨幅

最近 6 个月行业指数与沪深 300 指数比较



报告编号：ZT18-MIT01

重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责声明。

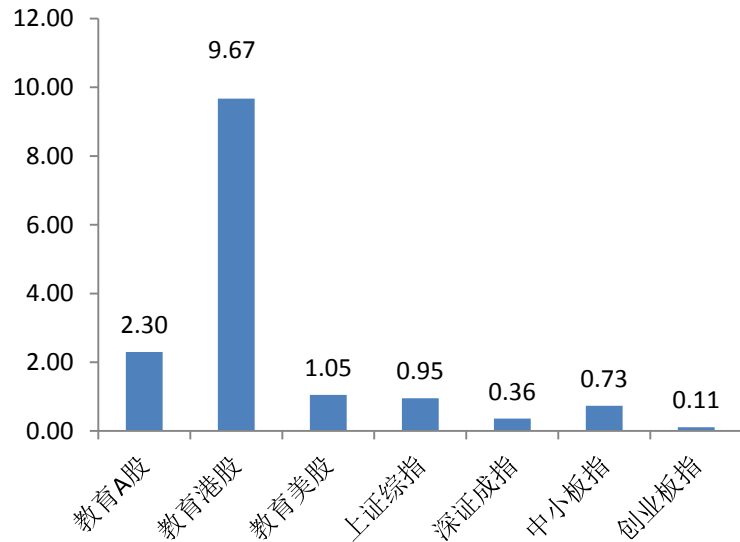
43%，其中中教控股、新高教集团涨幅分别高达 101% 和 84%。资金带动港股教育估值提升，目前板块平均市盈率已接近 40X，与 A 股的估值差异进一步缩小，也说明 A 股目前的估值水平趋于合理。

建议关注：港股通下教育个股，如枫叶教育、中教控股；A 股成长性明确的教育龙头，如百洋股份、科斯伍德、新南洋、凯文教育、开元股份等。

一、上周行业回顾

上周上证综指上涨0.95%，深证成指上涨0.36%，中小板指上涨0.73%，创业板指上涨0.11%。同期，教育A股上涨2.30%，教育港股大涨9.67%，教育美股上涨1.05%。

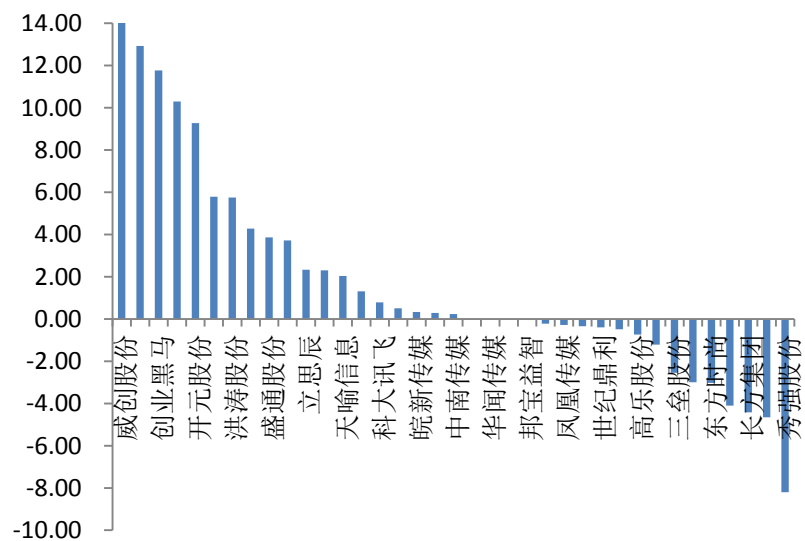
图 1 上周行业市场表现 (%)



数据来源: wind、上海证券研究所

教育个股方面，上周股价上涨幅度较大的有威创股份 (14.10%)、凯文教育 (12.93%)、创业黑马 (11.77%)、文化长城 (10.29%)、开元股份 (9.27%)。上周股价下跌幅度较大的有秀强股份 (-8.20%)、电光科技 (-4.66%)、长方集团 (-4.42%)、华媒控股 (-4.10%)、东方时尚 (-3.03%)。

图 2 教育个股市场表现 (%)



数据来源: wind、上海证券研究所

二、近期公司动态

表 1 教育相关上市公司动态

类型	公司名	代码	事件	内容
	威创股份	002308	收购股权	公司拟变更募资 2.625 亿元用于收购凯瑞联盟 35% 股权，凯瑞联盟旗下拥有“芝麻街英语”少儿英语培训品牌。标的承诺 2018-2020 年净利润分别不低于 5000/6100/7400 万元。
	洪涛股份	002325	增持	2017/5/17-2018/2/8，公司控股股东、实控人刘年新及其配偶陈远芬合计增持 2203.53 万股，占比 1.77%。
	拓维信息	002261	中标&减持	1、公司全资子公司海云天中标“国家统一法律职业资格考试计算机化考试服务项目”，金额为每人每卷 24.5 元，参考 2017 年司考报名人数，本次中标预计带来 3100 万元销售收入（不包括分省的机位费和监考费）。2、公司董事、副总常征 5/16-5/17 合计减持 707.58 万股，占比 0.64%。
	盛通股份	002599	停牌	公司筹划非公开发行股票事项，拟定增不超过 6497 万股，占比不超过发行前总股本的 20%，募资不超过 9 亿元，用于出版综合服务和教育培训服务。公司股票 5 月 21 日起停牌。
	新南洋	600661	诉讼	公司拟将中文名称由“新南洋”变更为“新南洋昂立教育科技”，原告昂立教育要求立即停止将“昂立”作为其字号的侵权行为，登报道歉，承担律师费 10 万元及全部诉讼费。
公司公告	神州数码	000034	复牌	公司拟支付股份及发行现金收购启行教育 100% 股权，对价 46.5 亿元，其中发行价为 18.26 元/股，并募资不超过 9.66 亿元，用于支付现金对价及相关税费。标的承诺 2017-2018 年合计净利润 5.2 亿元，2017-2019 年合计净利润 9 亿元。公司 5 月 16 日开市起复牌。
	文化长城	300089	收购股权	公司拟以现金购买成功集团 51% 股权，以发行股份及支付现金方式购买北京众诚股权，不构成重大资产重组，转为一般资产收购事项。
	*ST 紫学	000526	设立基金	公司全资子公司学大信息参与设立基金，总规模 1.8 亿元，其中学大信息认缴出资 8000 万元，占比 44.44%，投资早期及成长期教育项目，重点为新教育、创新教育及有竞争力的培训教育等领域，并适当配置并购项目。
	世纪鼎利	300050	补充协议	公司拟将上海美都 2017 年未完成的业绩差额调整至 2018-2020 年实现，即 2018-2020 年净利润分别不低于 3300/3900/4250 万元，对应 2017-2020 年累计净利润不低于 1.33 亿元。
	全通教育	300359	中标	公司控股子公司上海闻曦中标“嘉定青少年科创集散地服务项目”，金额 3496.44 万元。
	开元股份	300338	股票激励	公司拟授予限制性股票不超过 644 万股，占比 1.9%，每股 9 元，业绩考核为恒企教育 2018-2020 年净利润分别不低于 1.79/2.01/2.40 亿元。
	电光科技	002730	减持	公司实控人石晓贤、石晓霞、施隆、朱丹通过大宗交易系统以 9.86 元/股分别减持 385/60/68.75/68.75 万股，合计占比 1.81%。

数据来源：公司公告、上海证券研究所

三、行业近期热点信息

朴新拟赴美 IPO：2017 年营收 12.82 亿元

朴新教育向 SEC 递交招股书，拟募集 3 亿美元，计划在纽交所上市，创始人沙云龙持股 47%。朴新教育 2017 年营收 12.82 亿元，净亏损 3.97 亿元。本次募集的约 70% 的资金用于收购中国的新学校；约 15% 的资金将用于完善信息技术系统以及在线平台；约 10% 的资金将用于市场营销和品牌推广；余下资金将用于营运和其他一般企业用途。

盒子鱼完成 C 轮数亿元融资，推课均 20 元的 5 分钟北美外教 1 对 1
盒子鱼宣布完成数亿元 C 轮融资，投资方包括美国保险巨头史带集团 (STARR) 和新东方。本轮融资将用于扩展服务和系统的提升。目前，盒子鱼的主产品结构已经清晰起来，从智能课程到“外教实时练”，再到“国际班”。下一步，盒子鱼的关键在于，如何转化目前的公立校渠道的 C 端流量以及如何通过新的方式拓展 C 端渠道。

华尔街英语将在中国开设 40 家新中心，拓展二三线城市市场

近日，华尔街英语公布发展计划。在新股权架构下，华尔街英语将加大产品和技术研发投入、拓展业务产品线，在中国现有业务城市开设近 40 家新中心，并将开拓二三线城市市场。华尔街英语 2000 年进入中国市场，目前在中国 11 个城市开设了 75 家学习中心。去年 11 月，培生集团同意将华尔街英语以 3 亿美元的售价出售给与霸菱亚洲投资基金和中信资本有关联的一组基金。

今日头条推少儿英语品牌 gogokid，“流量大户”瞄准外教 1 对 1

今日头条已于近日推出少儿在线英语品牌 gogokid，官网显示 gogokid 全部由北美外教一对一在线授课。gogokid 智能学习系统包含人工智能技术、专属学习数据库以及可动态绘制学习规划蓝图服务，可提提课前智能匹配，课中人工智能识别表情，自动生成学习报告以及课后作业智能生成等内容。gogokid 全部教师均来自美国或加拿大，拥有本科及以上学历背景，录取率 3%，另 gogokid 还会配备中教老师全程跟进家长及学员的需求。gogokid 主要以美国小学课标 (CCSS) 和国内教育部英语课程标准 (新课标) 双重标准，通过主修课、拓展课以及公开课的方式进行知识传播。

与好未来达成战略合作后，哒哒英语宣布品牌升级

在线青少儿英语教育品牌“哒哒英语”举办“Unique”品牌焕新发布会，强调以“陪伴”作为其全新教育理念的核心，并对外公布了全新品牌 LOGO。发布会上，哒哒英语展示了沉浸式互动直播课堂和自主研发的在线表情教室两个产品，并宣布与好未来教育集团达成技术协同合作。在线表情教室与近期好未来针对线下教室推出的“魔镜系统”相似，

能够实时捕获学生的表情信息并予以分析,判断学生在课堂上的学习状态。

新东方在线 K12 升级课程体系, 暑期入口课程售价 20 元

新东方在线宣布对中小学教学产品进行升级。此次新东方在线 K12 主要针对上课平台及课程体验进行了升级,通过自身研发的技术功能,围绕在线授课和课后服务两大环节,让课程更加贴合 K12 学习场景。升级后的直播双师课堂“东方夸课学习平台”目前能实现学生同时与主讲老师和辅导老师视频交流互动。2018 年暑假,新东方在线设置了新的课程模式和优惠规则。暑假课程设置以学生为主体,围绕准确的教学内容、完善的在线课堂体验、严格的学员管理和先进的教学理念四大课程优势进行了升级。同时,每个学科课程分为上下两段,上段课程 3 天,下段课程 6 天,上下段课程为一个完整的课程,暑期上段课程售价为 20 元。

好未来对教培行业开放核心资源, 用双师课堂试水 To B 服务

近日,好未来正式成立好未来教育云事业部,并首先发布了面向教培行业的 ToB 服务产品——“未来魔法校”(Magic School)。在输出形式上,未来魔法校依托“双师”的方式对行业课外教育机构进行对外输出,过程中,会系统培训机构校长、双师主管及辅导老师,也会就双师业务提供相应的设备服务。好未来成立好未来教育云事业部是瞄准行业中小型教育企业,主要帮助其解决运营上的两大问题:一是如何利用科技手段提升课堂品质;二是培训机构在规模化过程中,如何保证老师的上课水平。未来,摩比、励步、魔镜等产品都可以面向行业输出。

51Talk 发青少儿在线英语学习报告: 华东新付费学员全国第一

51Talk 发布基于其用户所得出的青少儿在线英语学习报告,报告显示,2107 年 51Talk 非一线城市新付费学员是一线城市的 1.31 倍,且非一线城市学员的起步年龄普遍大于 9 岁,另 2017 年 51Talk 客单价非一线城市接近一线城市。2015-2017 年,51talk 青少儿新付费学员中,华东、华北和中南地区学员占比较高,其中华东地区以 35% 的占比位居第一。

四、投资建议

上周,教育港股大涨,带动 A 股教育回暖,周内部分个股出现较大涨幅。我们认为,这个时点教育为什么涨,主要系:

(1) A 股教育滞涨 1 年,估值消化后性价比逐渐显现。2017 年 A 股教育板块受挫,整体涨幅落后,估值也从高位一路下滑近乎腰斩,目

前来看，A股教育板块平均PE约为45X左右。而业绩方面，A股核心教育资产营收增速多约10-20%，利润增速约30%左右，保持快速增长。估值消化背景下，当前时点A股教育资产的性价比已经逐渐显现。

表 2 A股教育上市公司标的财务数据

		营收 (万元)			净利润 (万元)		
		2016	2017	增速	2016	2017	增速
幼教	红缨教育	28577	26153	-8.5%	10237	7571	-26.0%
	金色摇篮	10909	19820	81.7%	6039	10675	76.8%
	全人教育	6314	7035	11.4%	1927	1981	2.8%
K12	昂立教育	87544	106658	21.8%	9787	12457	27.3%
	龙文教育	62172	70154	12.8%	6642	8596	29.4%
	学大教育	255600	281700	10.2%	7516	13785	83.4%
	龙门教育	24117	39776	64.9%	5889	9921	68.5%
职业教育	恒企教育	38164	60301	58.0%	8433	10961	30.0%
	火星时代	40724	49643	21.9%	6075	8703	43.3%
素质教育	乐博教育	15071	18274	21.3%	2623	2970	13.2%

数据来源：公司财报、上海证券研究所

(2) 资金加持，海外大涨映射A股。港股教育大涨背后的逻辑在于资金对于港股教育资产经营模式的认知逐渐清晰：(a) 民办中小学代表枫叶教育凭借品牌价值进行轻资产扩张，2015-2017年营收和净利CAGR分别达到29%和41%，验证了内生式增长的持续动能；(b) 民办高教尽管内生增长受限，但该部分内生具有稳定的增长基础，即每年学额的分配调整及学费5-10%的提价幅度，同时更大的发展来自广阔的行业整合空间，代表企业中教控股通过收购两所职业院校，旗下在校生规模突破12万人，已是全国民办高校龙头，但按2016年全国民办高校在校生634万人计算，占比不足2%，未来提升空间巨大。港股教育的优质性吸引南下资金入驻，港股通持股比例不断走高，年初至5/17，板块平均涨幅43%，其中中教控股、新高教集团涨幅分别高达101%和84%。资金带动港股教育估值提升，目前板块平均市盈率已接近40X，与A股的估值差异进一步缩小，也说明A股目前的估值水平趋于合理。

建议关注：港股通下教育个股，如枫叶教育、中教控股；A股成长性明确的教育龙头，如百洋股份、科斯伍德、新南洋、凯文教育、开元股份等。

分析师承诺

张涛 周菁

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20% 以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10% 以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10% 以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。