

新高考教改：日新月异，鹏程万里

——教育行业跨市场研究报告之六

行业深度

◆**新高考教改：增强考试自主性，促进教育公平。**2014年9月，教育部开始逐步启动新高考教改。新高考实行“不分文理，6选3”模式，学生可以在语数英之外根据特长从“政史地物化生”中选择3门，且外语科目提供两次考试机会，增强了学生的自主性。新高考改革在全国范围内分批推进，2014~2017年6省市进行改革试点，2018年17省市同时开启新高考改革，2020年将全面建立新高考制度。随着新高考的推进，高校能够通过加大自主招生选拔力度，选择更适合专业要求的人才，考生能够在更加公平的环境下进行报考。我们认为，新高考改革将深刻影响培训、教育信息化、在线教育等细分赛道。

◆**培训赛道：得语文者得天下，学科竞赛成自主招生核心指标。**(1)**大语文培训：**新高考语文学科广度、难度提升，成为最主要的拉分科目，同时新课标下的语文教学更侧重语文核心素养的培养。大语文培训市场规模可期，我们预计2018年中小学语文培训市场规模达900亿元，学而思、立思辰等教育机构纷纷加码大语文培训。(2)**自主招生及学科竞赛培训：**新高考制度下，高校自主招生比例逐年加大，2018年全国有90所试点高校进行自主招生，其中包括77所资格在全国进行自主招生的高校和13所可以在本省自主招生的院校；报考自主招生人数从2016年的47万人，增长至2018年的82万人。学科竞赛成绩因易量化成为自主招生的核心指标，面向学校常规培训的竞赛课程辅导将因此受到更多的重视。我们预计2018年自招及学科竞赛辅导市场规模达55亿元。

◆**教育信息化：走班排课需求爆发，硬件设备与软件服务迎来新风口。**新高考改革下的“3+3”模式导致高中教学模式的改变，学校需从原有的“一班一课表”转变为“一人一课表”，围绕走班排课产生的大量的资源分配、信息指引、班级管理成为核心需求。(1)**硬件设备：**电子班牌作为信息发布系统终端，可助力信息指引与考勤管理功能，电子班牌目前单价在5000元左右，配套手环售价在200-300元/只，预计电子班牌及配套手环市场规模约100亿元。(2)**软件服务：**走班排课服务利用最优智能排课算法，结合学生选课意愿和学校及教师资源情况，生成符合学生和教师需求的课表，服务单价在10万元/校/年左右，市场规模达每年27亿元。

◆**在线教育：面向新高考的信息服务有望成为新增长点。**新高考提升自主选择性，信息不对称带来了信息服务需求的爆发。(1)学习生涯规划：通过大数据整合2900余所高校信息，结合职业规划理论弥补信息断层；(2)自主招生辅导：在线平台整合90所试点高校的自招信息，模拟在线报名流程，助力学生从容应对自招；(3)志愿填报指导：通过在线职业测评工具、录取线数据库和线下升学辅导服务助力志愿科学填报。我们预计2018年新高考的在线及线下信息服务市场规模在55亿元左右

◆**投资建议：**我们认为新高考改革将深刻影响培训、教育信息化、在线教育等细分赛道。推荐教育信息化龙头**视源股份(002841.SZ)**，建议关注收购中文未来布局大语文培训，旗下百年英才提供在线自主招生及志愿填报的**立思辰(300010.SZ)**、布局新高考走班排课服务的**佳发教育(300559.SZ)**（光大计算机组）、探索新高考赛道的**科斯伍德(300192.SZ)**。

◆**风险分析：**政策变化、竞争激烈导致盈利能力下降、教育经费不足。

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资 评级
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	
002841.SZ	视源股份	60.86	1.06	1.47	1.99	57	41	31	买入
300010.SZ	立思辰	10.28	0.23	0.24	0.26	44	42	40	增持
300192.SZ	科斯伍德	10.76	0.02	0.52	0.44	453	21	25	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测 注：股价时间为2018年7月20日

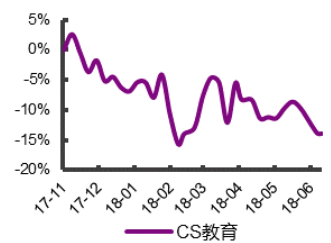
分析师

刘凯(执业证书编号：S0930517100002)
021-22169324
kailiu@ebsec.com

联系人

冷玥
lengyue@ebsec.com

教育行业主要数据图



资料来源：Wind

相关研报

- 1.研究框架：三维标准，四分天下——教育行业跨市场深度研究报告之一……………2017-11-08
- 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……………2017-12-19
- 3.IT 培训行业之需求篇：千帆竞发，策马飞腾——教育行业跨市场深度研究报告之三……………2018-03-02
4. 早教行业：蒙以养正，一炷心香——教育行业跨市场深度研究报告之四……………2018-04-11
5. 源远流长，傲视天下——视源股份深度研究报告……………2018-03-02
6. 教育信息化：国家意志，智慧生态——教育信息化跨市场研究报告之五……………2018-06-14

投资聚焦

研究背景

2014年9月发布的《国务院关于深化考试招生制度改革的实施意见》拉开了高考改革大幕。在考试形式和内容方面，新高考政策实行“不分文理，3+3”模式。学生可以在统一的考试科目语数英之外根据特长和兴趣从思想政治、历史、地理、物理、化学、生物中选择其中的3门，且外语科目提供两次考试机会。在招生录取机制方面，新高考政策规范自主招生机制，完善高校招生选拔机制。

新高考政策将深刻改变教育行业。首先，语文学科重要性增强，在传统高考模式下学生家长往往对语文学科的重要性认知不足；高校进行自主招生时较为看重理科竞赛这一量化指标，但对于常态化训练尚不成体系。其次，新高考将学校的“一班一课表”改变为“一人一课表”，学校需要结合学生的选课意愿和教室及教师资源对课程进行统一安排，对于学校来说存在着较大的实施难度。此外，新高考增强学生自主性的同时，需要学生做出一系列关键性选择，学生及家长迫切需要大量相关信息和咨询辅导来解决信息不对称的问题。

新高考改革关键数据：

- (1) 学生成绩组合由新高考改革前的文、理**2种**，变为**20种**
- (2) 全国除港澳台外的**31**个省市自治区，将全部在**2022**年前实行新高考
- (3) 语文成为高考拉分重要科目，浙江省2017年高考总分第一名总分**723**分，前十名总分平均为**712**分；第一名语文成绩为**132**分，前10名语文成绩平均分为**123**分。
- (4) 高校招生自主性加强，2018年全国有**90**所试点高校进行自主招生，2016年全国报名自主招生的人数仅为**47**万人，2017年报考人数达到**60**万人，2018年报考人数达到**82**万人
- (5) 自主招生在高考录取中的作用越来越关键，2018年全国享受北大清华各类录取降分政策的人数高达**6133**人，2018年北大清华计划招生总人数为**6700**人，降分人数占比达**91.54%**。
- (6) 学科竞赛成为自主招生关键指标，每年5大学科竞赛获奖总人次达**8**万人。
- (7) 新高考深刻影响培训市场，我们预计2018年语文培训市场规模在**900**亿元左右，自主招生辅导的2018年市场规模在**30**亿元左右，高中竞赛辅导培训市场2018年市场规模达**25**亿元左右。
- (8) 新高考带来教育信息化新需求，我们估算走班排课硬件设备市场规模在**100**亿元左右，软件及服务市场规模在每年**27**亿元左右。
- (9) 新高考助力高考教育咨询在线服务及线下升学辅导服务，我们估计在线咨询需求2018年市场规模在**20**亿元左右，其他类型的线下咨询服务2018年市场规模在**36**亿元左右。

创新之处

- (1) **市场上首篇关于新高考政策的专题报告。**本篇报告通过系统介绍新高考的改革内容、时间规划、改革目标，对新高考带来的教育行业改变进行了分析。新高考在全国范围内分批推进，具备改革的全面性和彻底性，通过 3+3 选考的方式增强了考生自主性并优化了高考的选才标准。
- (2) **明确新高考政策对培训、教育信息化、在线教育等领域带来的影响。**在教育的众多细分领域中，本篇报告将新高考的影响定位于培训、教育信息化、在线教育三个细分赛道。培训赛道中，语文培训和学科竞赛培训重视程度将显著提升；教育信息化赛道中，走班排课软件及服务及电子班牌等硬件设备销量将大幅提升；在线教育赛道中，通过在线方式，提供学习生涯规划、自主招生辅导、志愿填报辅导。

投资观点

我们建议关注新高考改革为教育细分赛道带来的投资机遇，尤其是培训、教育信息化及在线教育领域。推荐教育信息化龙头视源股份（002841.SZ），建议关注通过收购中文未来布局大语文培训，旗下百年英才提供在线自主招生及志愿填报服务的立思辰（300010.SZ）；布局新高考走班排课服务的佳发教育（300559.SZ）（光大计算机组）；探索新高考赛道的科斯伍德（300192.SZ）；以及提供竞赛培训及自主招生培训的一级市场公司爱培优。

目录

1、 新高考改革：增强考试自主性，促进教育公平.....	7
1.1、 改革内容：3+3 方式增强自主性，选考科目绑定专业选择.....	7
1.2、 时间规划：全国范围分批推进，2020 年全面建立新高考制度.....	9
1.3、 改革目标：优化选才标准，促进教学公平.....	10
1.4、 新高考改革将深刻影响培训、教育信息化、在线教育等细分赛道.....	10
2、 培训：得语文者得天下，学科竞赛成自主招生核心指标.....	11
2.1、 语文培训：语文重要性增强，机构持续加码大语文教培.....	11
2.2、 自招辅导：高校自主招生力度加大，备考指导成为刚性需求.....	17
2.3、 竞赛辅导：学科竞赛成绩成为自招核心指标，竞赛培训体系不断完善.....	20
3、 教育信息化：走班排课需求爆发，硬件设备与软件服务迎来新风口.....	26
3.1、 高中走班排课需求爆发，资源分配、信息指引、班级管理成为核心需求.....	26
3.2、 硬件设备：电子班牌助力信息指引与考勤管理.....	27
3.3、 软件服务：走班排课服务科学分配教学资源.....	29
4、 在线教育及咨询服务：面向新高考的信息咨询服务有望成为新增长点.....	31
4.1、 新高考改革增强考生自主性，信息服务需求集中呈现.....	31
4.2、 学习生涯规划：在线平台提升学业生涯教学效率.....	33
4.3、 自主招生信息服务：汇总多方信息，实现有效整合.....	34
4.4、 志愿填报指导：在线职业测评、智能填报及线下升学咨询助力志愿科学填报.....	35
5、 投资建议.....	36
6、 风险分析.....	37
7、 重点公司分析.....	38
7.1、 视源股份（002841.SZ）：教育信息化龙头企业.....	38
7.2、 科斯伍德（300192.SZ）：7.7 亿元现金并购龙门教育.....	39
7.3、 立思辰（300010.SZ）：聚焦教育业务，加码 K12 语文教培.....	40
7.4、 佳发教育（300559.SZ）：紧抓“新高考”改革机遇，有望迎来新的业务增长点.....	41

图表目录

图 1：新高考改革下的高考成绩组成	8
图 2：选考成绩计算方法	9
图 3：语文学科的核心素养	13
图 4：学而思大语文“黄金三环”	14
图 5：学而思大语文体验课	15
图 6：思晨作文	16
图 7：庖丁阅读体系	16
图 8：中文未来“诸葛学堂”主要业务	16
图 9：中文未来课程体系变革	16
图 10：中文未来的历史净利润和承诺净利润（单位：万元）	17
图 11：立思辰·百年英才产品与服务	18
图 12：立思辰·百年英才自主招生资讯平台	19
图 13：百年英才自招模拟系统	19
图 14：爱培优培训体系	20
图 15：爱培优课程体系	24
图 16：爱培优培养模型	24
图 17：爱培优常训授课模型	24
图 18：爱培优师资体系	25
图 19：爱培优分层教学理念	26
图 20：走班选排课管理平台	27
图 21：佳发教育电子班牌	28
图 22：希沃云班牌	28
图 23：佳发教育智能考勤解决方案	29
图 24：佳发教育走班排课系统特点	31
图 25：佳发教育智慧走班排课	31
图 26：新高考“双向选择”	32
图 27：立思辰高考志愿与升学规划	33
图 28：51 选校生涯规划产品服务	34
图 29：自主招生在线的自招信息整合	34
图 30：51 选校生涯规划测评工具	35
图 31：51 选校生涯规划测评系统	35
图 32：百年英才职业测评内容	36
表 1：2017 年高考录取人数	8
表 2：浙江省选考科目成绩赋分表	9
表 3：我国省市新高考改革时间规划表	10

表 4：浙江省 2017 年新高考省前十名成绩	12
表 5：清华北大降分人数汇总	17
表 6：各省市自主招生学科竞赛成绩要求	20
表 7：新高考下高校自主选拔比例不断提高	32
表 8：百年英才升学辅导服务	36
表 9：新高考重点公司列表	37
表 10：视源股份盈利预测	38
表 11：科斯伍德盈利预测	39
表 12：立思辰盈利预测	40
表 13：佳发教育盈利预测	41

1、新高考改革：增强考试自主性，促进教育公平

1.1、改革内容：3+3 方式增强自主性，选考科目绑定专业选择

国务院于 2014 年 9 月发布的《国务院关于深化考试招生制度改革的实施意见》拉开了高考改革大幕。《实施意见》提出了我国新高考改革的总体方案，各省根据教育部总体方案并结合本地实际情况出台相应的细则。其总体目标是到 2020 年基本建立中国特色现代教育考试招生制度，形成分类考试、综合评价、多元录取的考试招生模式，健全促进公平、科学选才、监督有力的体制机制。

新高考改革从招生计划分配方式、考试内容和形式、招生录取机制等方面完善了高考制度。

1、在招生计划分配方式方面，新高考改革（1）提高中西部地区和人口大省高考录取率；（2）增加农村学生上重点高校人数；（3）完善中小学招生办法破解择校难题。

2、在考试形式和内容方面，新高考政策（1）实行“不分文理，3+3”模式。学生可以在统一的考试科目语数英之外根据特长和兴趣从思想政治、历史、地理、物理、化学、生物中选择其中的 3 门，学生的成绩组合将有 20 种，且外语科目提供两次考试机会；（2）完善高中学业水平考试，考试范围覆盖国家规定的所有学习科目；（3）规范高中学生综合素质评价；（4）加快推进高职院校分类考试；（5）改进评分方式，加强评卷管理，完善成绩报告。

3、在招生录取机制方面，新高考政策（1）严格控制考试加分项目；（2）规范自主招生机制；（3）完善高校招生选拔机制。高校要在招生章程中详细列明考试招生相关事项并提前公布；（4）改进录取方式。推行高考成绩公布后填报平行志愿的方式，逐步取消高校招生录取批次，完善投档录取模式；（5）试行普通高校、高职院校、成人高校之间学分转换。

二三本合并成为新高考的一大趋势。根据国家统计局数据，截至 2017 年 5 月 31 日，全国高等学校共计 2914 所。普通高等学校 2631 所（含独立学院 265 所、一本院校 348 所），成人高等学校 283 所。2017 年高考录取人数中，本科的录取人数约为 352.28 万，专科的录取人数约为 344 万，其中，一本的录取人数占本科的录取人数的 37.09%。2017 年，已有北京、天津、重庆等 20 省市自治区将二本和三本合并，而湖南、甘肃、黑龙江、宁夏、陕西、青海、吉林仍存在三本，山东、上海、海南目前仅分本科批次和专科批次录取；浙江采用分段录取的方式。

表 1: 2017 年高考录取人数

	本科合计	一本	二本	三本	专科
录取人数	3,522,783	1,306,763	2,191,357	24,663	3,440,038
占本科录取 学生比例		37.09%	62.21%	0.70%	

资料来源：教育部、各地教育厅，光大证券研究所注：（1）上海、浙江、山东、海南将一本、二本、三本合并为本科招生，本数据依据官方公布的一本录取率计算上述省份的一本录取人数；（2）2017 年，除湖南、甘肃、黑龙江、宁夏、陕西、青海、吉林外，其余省份均将二本、三本合并为二本。

图 1: 新高考改革下的高考成绩组成

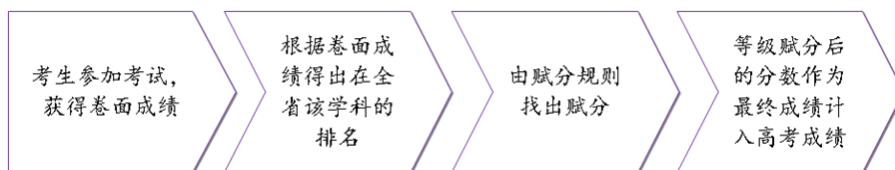


资料来源：光大证券研究所

高校可以按照专业特点，对报考该专业学生的选考科目做出要求，因此学生的选考科目与专业选择相关，同时高校的自主招生占比大幅提升，各个高校的招生政策因地制宜。自主招生打破“唯分数论”，对应试教育起到一定的平衡作用。根据教育部数据，2018 年，新增 17 个省份加入高考改革试点。2015~2017 年，自主招生报考人数分别达到 16.2 万人、48.5 万人和 62.2 万人，2018 年 4 月 16 日，全国报名自主招生考试的考生约 84 万人，同比增幅 35%，自主招生人数规模增长迅速。同时，自主招生在名校录取中的渗透率也在逐步提升，根据自主招生网披露的数据，以浙江省为例：裸分考清北的人数占比不足 6%，大部分都是通过自主招生和其他加分，未来自主招生报名人数和招生占比将持续增加。高校招生对考生所选科目也提出不同的要求。高校可以按照专业划定选考科目范围，最多不超过 3 门。高考未来将探索“专业+学校”的志愿填报方式，引导从学生兴趣和特长出发，选择适合自己的专业和学校。

等级赋分制度将选考科目“思想政治、历史、地理、物理、化学、生物”成绩标准化，便于进行科学排名。通常来说，考试难度不同使得单纯的分数比较失去价值，新高考引入“等级赋分”将分数转化为同质性的标准分数便于进行科学排名。根据浙江省教育厅的公告，学生考试时会得到一个卷面分数，据此将学生成绩进行由高到低的排序，并按照百分制去排位次，例如，前 5% 就代表只被 5% 的考生超过。然后会将其划分为 A、B、C、D、E 五个等级，再把等级根据赋分规则转化为具体的分数，这个分数就是通过排名被标准化的分数。例如，某同学物理试卷分数为 90 分，全省物理排名为 10%，根据赋分规则，10% 的排名赋分为 91 分，此分数就是计入高考的成绩。目前浙江和上海在试点中已经出台明确的方案。

图 2：选考成绩计算方法



资料来源：搜狐教育、光大证券研究所

表 2：浙江省选考科目成绩赋分表

五位等级	21 位等级	人数比例	成绩排名前	赋分 (计入高考总分)	
A (15%)	A1	1	1%	100	
	A2	2	2%-3%	97	
	A3	3	4%-6%	94	
	A4	4	7%-10%	91	
	A5	5	11%-15%	88	
B (35%)	B1	6	16%-21%	85	
	B2	7	22%-28%	82	
	B3	8	29%-36%	79	
	B4	9	37%-43%	76	
	B5	10	44%-50%	73	
C (34%)	C1	11	51%-57%	70	
	C2	12	58%-64%	67	
	C3	13	65%-71%	64	
	C4	14	72%-78%	61	
	C5	15	79%-84%	58	
D (15%)	D1	16	85%-89%	55	
E	E	21	不超过 1%	最后 1%	40

资料来源：新校长传媒、光大证券研究所整理

1.2、时间规划：全国范围分批推进，2020 年全面建立新高考制度

2014 年国务院出台的《深化考试招生制度改革的实施意见》提出了新高考的总体实施规划：2014 年启动考试招生制度改革试点，2017 年全面推进，到 2020 年基本建立中国特色现代教育考试招生制度，形成分类考试、综合评价、多元录取的考试招生模式。2014 年 9 月，上海和浙江成为第一批试点省市，率先开启高考综合改革，从 2014 年秋季新入学的高一学生开始实施。上海和浙江人民政府分别于当月印发《上海市深化高等学校考试招生综合改革实施方案》和《浙江省深化高校考试招生制度综合改革试点方案》。浙江省教育厅和上海教育委员会于 2015 年颁布了有关综合素质评价实施办法和普通高中学业水平考试实施办法，并分别于 2017 年和 2018 年

颁布了关于进一步深化高考综合改革试点的若干意见。2017年，第二批试点省市高考改革正式启动，共包括北京、天津、山东和海南四个省市。2018年，广东、江苏、重庆等17个省市同时开启高考综合改革。

表3：我国省市新高考改革时间规划表

省市	启动时间	执行时间	省市	启动时间	执行时间
上海	2014	2017	江西	2018	2021
浙江	2014	2017	贵州	2018	2021
北京	2017	2020	湖南	2018	2021
天津	2017	2020	福建	2018	2021
山东	2017	2020	内蒙古	2018	2021
海南	2017	2020	青海	2018	2021
广东	2018	2021	西藏	2018	2021
江苏	2018	2021	河南	2018	2021
重庆	2018	2021	辽宁	2018	2021
河北	2018	2021	云南	2019	2022
四川	2018	2021	甘肃	2019	2022
湖北	2018	2021	广西	2019	2022
吉林	2018	2021	宁夏	2019	2022
山西	2018	2021	陕西	2019	2022
黑龙江	2018	2021	新疆	2019	2022
安徽	2018	2021			

资料来源：教育部、各地教育厅，光大证券研究所整理

1.3、改革目标：优化选才标准，促进教学公平

新高考改革力图实现公平选才、科学选才。新高考改革的目标是到2020年基本建立中国特色现代教育考试招生制度，形成分类考试、综合评价、多元录取的考试招生模式，健全促进公平、科学选才、监督有力的体制机制，构建衔接沟通各级各类教育、认可多种学习成果的终身学习“立交桥”。

新高考对促进学生发展、高中和高校的办学自主、教育公平等方面具有深远意义。新高考改革能够全面推动我国教育事业从外延发展转向内涵发展，为我国的现代化建设提供强有力的人才支撑，让全社会共享“人才红利”。具体来看，（1）对学生而言，新高考扩大了学生科目选择权、考试选择权、学校和专业的选择权，突破了过去“唯成绩论”的弊端，为不同的学生选择不同的人生道路提供了可能；（2）对高中学校而言，学校有权根据自己的办学特色强化学科课程建设，克服高中教育盲目追求升学率的弊端；（3）对高校而言，新高考改革扩大了高校的办学自主权，“高校选科”使得高校可以根据专业要求确定选考科目和招生标准等，从而招录到合适的学生，突破了高校“以分取人”的弊端；（4）在教育公平方面，新高考制度可在一定程度上消除地区教育资源不均衡、招生造假、属地招生地方保护等不公平因素，助力教育公平和社会公平的实现。

1.4、新高考改革将深刻影响培训、教育信息化、在线教育等细分赛道

我们预计新高考改革将深刻影响培训、教育信息化、在线教育等细分赛道：

(1) 对于培训赛道来说，新高考的选拔方式使得考生可以选择具备优势的选考科目，因此必考科目中语文的重要程度增强，语文培训将更受重视；同时，自主招生将学科竞赛成绩视为核心指标，自主招生辅导、学科竞赛培训重要性增加。新高考允许考生从理化生政史地6门科目中选考任意3门，学生能够选择更具备优势的科目进行考试，因此必考科目语数外将更加具备区分性。由于新高考不再区分文理科，因此数学考试的题型和难度将更加具备普适性，预期难度将低于原理科高考数学难度。英语高考由一年一次变为一年两次，取较高的分数作为高考成绩，因此语文的重要性增强，考生将在语文学习中投入更多精力，课外语文培训的地位也将显著提升。各个学校的自主招生主动性增强，但要求不一，需要有专业的辅导机构进行辅导，自主招生辅导能够对学生进行针对性的指导，通过自主招生考核的可能性大大增强。由于学科竞赛成绩易于量化，也与高校分专业培养细分领域人才的培养目标相符合，预计高校会将学科竞赛成绩作为自招的核心指标，针对学科竞赛的培训关注程度将提升。

(2) 对于教育信息化赛道来说，新高考带来了海量的走班排课需求，具备走班排课功能的硬件设备和软件应用需求迫切。实行新高考之后，原有的“一班一课表”模式已不再使用，学校需要结合每一个学生的选课意愿、学校的教师资源和教室资源，对课表进行统筹安排，学校急需具备走班排课的软件和应用服务。同时，很多学校不允许学生随身携带手机，但是学生有查看课表和课程信息指引的需求，因此学校也开始大力采购电子班牌，利用电子班牌进行课表信息显示和考勤。

(3) 对于在线教育赛道来说，新高考增强了考生的自主选择性，考生迫切需要进行学习生涯规划、自主招生、高考志愿填报等教育信息咨询，而在线教育的形式能够高效、便捷地为学生提供相应的服务。由于新高考模式下，选考科目与高校专业选择联系更加紧密，学生需要结合自己的大学专业倾向对选考科目进行选择，学习生涯规划成为了刚性需求，在线教育可以通过提供在线测试题库的方式，帮助学生找到自身的择业优势。同时，高校通过自主招生进行招生的比例加大，自主招生考试信息整合及应试辅导也成为了教育咨询的重要内容，而在线教育模式能够轻松实现信息整合、报名模拟及在线远程辅导。在高考志愿填报环节，通过在线服务的形式能够更便捷的提供历年分数线数据、高考成绩估分、专业情况咨询等服务。

2、培训：得语文者得天下，学科竞赛成自主招生核心指标

2.1、语文培训：语文重要性增强，机构持续加码大语文教培

新高考模式下，考生能够选择更加具备优势的选考科目，因此必考科目语数外成为区分考生成绩的关键，而语文在考试科目中的地位提升最为显著。新高考制度下，语文数学外语为必考科目，目前首批实行新高考模式的上海和浙江已经落实英语的“一年两考”，北京、天津等也即将落实英语一年两考的新模式。在不区分文理科的前提下，数学科目将实行全国统考，数学考试将更加具备通用性和基础性，在原有的文科数学和理科数学的基础上采用折衷的形式，命题的难度将显著下降。唯有语文科目，广度、难度提升，

强调学生的核心素质培养，预计在高考总分中区分度最大，容易拉开学生档次。

在已实行新高考的试点省份中，语文已经成为拉分的最重要科目。以浙江省 2017 年高考成绩为例，排名省前十名的学生必考科目数学、外语分数相差不大，两门必考科目和选考科目的平均分更是接近满分，但是语文的分数差距较大，总分最高的考生语文分数高达 132 分，为前十名考生中最高的，前十名考生的语文科目平均分为 123 分，语文已经成为了新高考模式下的拉分关键科目。

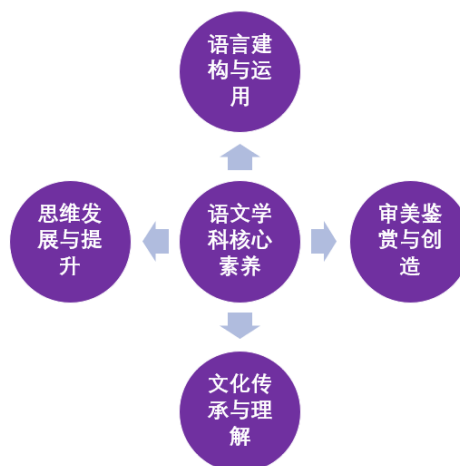
表 4：浙江省 2017 年新高考省前十名成绩

名次	总分	语文	数学	英语	物理	化学	生物
1	723	132	147	144	100	100	100
2	720	128	150	142	100	100	100
3	717	126	150	141	100	100	100
4	712	125	149	138	100	100	100
5	710	116	150	144	100	100	100
6	710	120	150	143	100	100	97
7	709	124	148	140	100	100	97
8	708	120	140	142	100	100	100
9	705	125	150	142	97	94	97
10	704	114	150	143	100	100	97
平均分		123	148	142	100	100	99

资料来源：搜狐教育、光大证券研究所

新高考制度下，语文教学将更加侧重语文学科核心素养的培养，将语文教育由单纯的课堂教学延伸至生活和学习的各个领域。语文学科核心素养，是学生在积极的语言实践活动中积累与构建起来，并在真实的语言运用情境中表现出来的语言能力及其品质，主要包括“语言建构与运用”“思维发展与提升”“审美鉴赏与创造”“文化传承与理解”四个方面。在此基础上，大语文的理念被越来越多的人所接受，大语文教育主张语文教育以课堂教学为轴心，尊重个性，启迪灵性，向生活和学习的各个领域延展。

图 3：语文学科的核心素养



资料来源：搜狐教育、新浪教育、光大证券研究所

学科地位的提升带来语文培训赛道的广阔空间。新高考改革前，语文培训一直是教培领域里的小众化角色，而在新高考改革后，外语可多次参考，数学试题难度趋于下降，唯独语文的难度、广度将会提升。因此，新高考下，学生成绩的区分度主要体现在语文。据国家统计局数据，目前我国中小学生总教在 1.8 亿人左右，按照 2018~2020 年语文课外培训渗透率 5%、8%、10% 估算，语文培训班学费在 10000 元/年、11000 元/年、12000 元/年计算，2018~2020 年语文培训市场规模在 900 亿元、1440 亿元、2000 亿元左右。

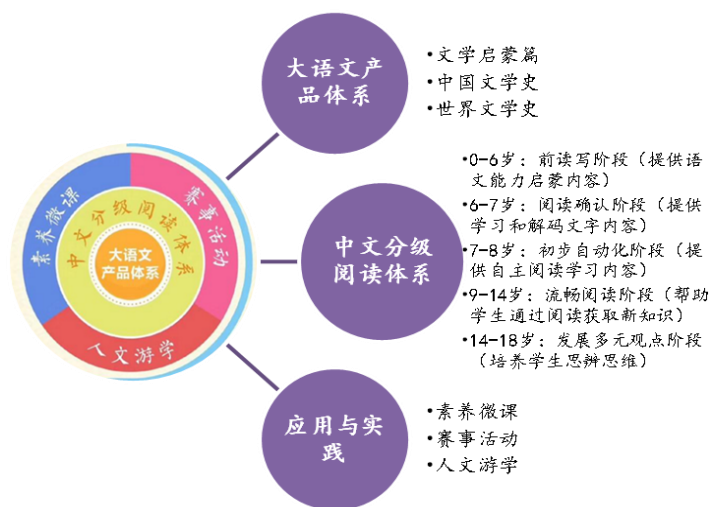
教育机构纷纷布局大语文，研发完备课程体系。在其他科目的培训市场已成红海之时，众多教育机构寻求增加语文培训课程，布局大语文蓝海。高思教育（870155.OC）推出思泉语文，巨人教育语文产品也是其重要的学科产品，2017 年学而思旗下“东学堂语文”改名为“学而思大语文”，2018 年，卓越、好未来、四中网校相继推出大语文产品体系。此外，立思辰（300010.SZ）收购了知名语文品牌中文未来，作为开拓未来大语文市场的重要筹码。

高中语文新课标的修订落地推动教育机构提高语文辅导课程要求。2017 年部编本教材在全国落地，语文学习需要回归人文性、加强阅读量、增加传统文化学习。传统语文教学主要是按照考试大纲指定篇目进行学习，而目前各品牌推出的新式语文教学在形式和内容上都做了革新。在形式上借助科技产品进行语文教学，并根据学生年龄和认知水平进行教学设计；在内容上，结合时代背景进行教学，将古今中外的世界文学作品进行有机融合。

好未来（TAL.N）旗下品牌学而思打造大语文“黄金三环”。2018 年 3 月 20 日，学而思发布大语文产品，将通史博文、知人论世、重器无锋作为设计理念，重在激发学生的语文学习兴趣，培养孩子的语文能力和素养。学而思大语文主要包含课程体系、中文分级阅读体系、应用与实践三个层次的内容。（1）学而思大语文的课程体系涵盖低中高年级，使每一个年级阶段都会涉猎到不同的文学读物。例如小学低年级主要是儿童文学、蒙学经典等；小学中高年级主要是中国现当代文学、外国文学、中国古代散文等；六年级则是文言文一年特训；（2）分级阅读主要面向 6 至 12 岁儿童，划分为“学

前-小低、小中、小高”三个阶段。书目主要涵盖人文与艺术、文学、科普与传统文化四个方面。此外，大语文分级阅读图书馆与亚马逊合作，目前共有合作书籍 120 册；（3）大语文的应用实践从人文游学、素养微课和素质活动三方面助力学生学以致用。人文游学主要从文人足迹、多元世界文化等方面展开教学与学习，未来将与旅行社合作推出语文游学产品；素养微课推出了“七点悦读”和“悦历”，通过微课和图片的形式让孩子充分利用碎片化时间了解传统文化；素质活动主要包含写作、演说等方式。2018 年，中华文学基金会和学而思大语文联合共建茅盾青少年文学院，让孩子有机会亲临茅盾故居采风写作；2018 年秋，学而思大语文将与北大中文系共同推出青少年演讲平台“少年演说家”。目前学而思大语文产品已经在 15 个城市上线，2018 年暑假将在北京上线 1-4 年级大语文课程。

图 4：学而思大语文“黄金三环”



资料来源：学而思、光大证券研究所

学而思通过身临其境的体验式教学方式，打造超越时空的趣味课堂。学而思大语文采用互动模式进行课堂交互，每一门课程以通俗易懂的微课形式呈现，并借助绿幕合成课件的方式还原历史真实场景；课中互动上，学而思大语文采用“动画和真人”经典诗歌唱读、多元化游戏互动、语音答题器互动和传统文化说唱等方式展开体验式学习。通过体验式教学的方式，大语文教学最大程度地避免了语文教学仅为答题技巧训练的局限，将语文教学内容与语言建构、思维发展、审美鉴赏、文化传承等联系起来，打消了学生对于语文学习的负面情绪，激发了学生学习语文的兴趣。

图 5：学而思大语文体验课



资料来源：学而思、光大证券研究所

立思辰 (300010.SZ) 收购中文未来，加速布局“大语文”。2018年2月14日，立思辰发布公告称，拟以自有资金4.81亿元收购中文未来51%股权。中文未来是语文学科辅导及语文素质教育领域的龙头，拥有目前K12教育培训市场内最领先的语文产品——大语文。大语文采用“线上+线下”的发展模式，其线上产品“诸葛学堂”主要采用“直播+录播辅导”的模式，线下教学网点以“大语文”课程为核心，目前通过自主办学及合作的方式进入北京、深圳、湖南、成都等区域。

中文未来大语文培训体系完备，课程内容丰富。中文未来的大语文课程体系以“古代文学，外国文学，创新写作”为主线，通过讲故事的方式培养学生兴趣，注重和校内语文体系的联动，开设全国名师写作课程、最具提分效果的阅读课程、诸葛学堂的线上课程、读万卷书行万里路的旅游课程四大课程，并开通线上线下两个教学渠道，开创了语文课外教育中“给小学生讲文学史”的先河。大语文的教学目标群体涵盖小学一到六年级，针对低年级学生开设的国学蒙学、儿童文学、绘本写作课程，针对高年级学生开设的古代文学、外国文学、精品写作课程。

中文未来大语文的教学板块分为：（1）**思晨写作：通过结合西方文学理论和大量的名著素材，让学生走出写作困境。**思晨作文采用108种技巧覆盖中小学写作，以西方文论安排技法线索，且学生习作都会获得专业批改团队和授课教师的两轮把关和200-300字的针对性精批；（2）**庖丁阅读：用教学的方法解决语文阅读的难题。**庖丁阅读主要针对现代文、文言文和名著的阅读，适合三至六年级学生；（3）**诸葛学堂：邀请北大名师授课的系列课程，致力于打造一个高效、有趣、有意义的学习平台和云教学资源平台。**

图 6：思晨作文



资料来源：诸葛学堂官网、光大证券研究所

图 8：中文未来“诸葛学堂”主要业务



资料来源：诸葛学堂官网、光大证券研究所

图 7：庖丁阅读体系



资料来源：诸葛学堂官网、光大证券研究所

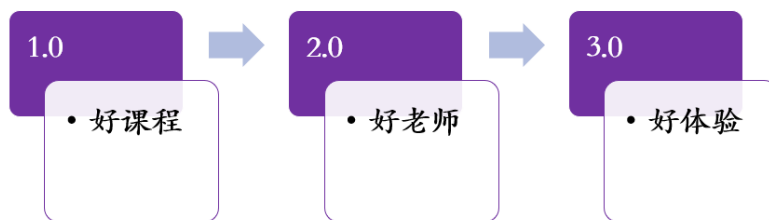
中文未来（立思辰）大语文系列课程积累深厚，历经三个阶段的迭代与升级。大语文课程体系历经了“好课程”、“好老师”、“好体验”三个阶段的迭代与升级，内涵不断丰富，学生体验不断提升。

(1) 1.0 阶段“好课程”：研发出一整套基于大语文课程体系的公开出版物和教研产品，并在全国范围内向包括学而思等机构进行教研输出。

(2) 2.0 阶段“好老师”：重新设计教师薪酬体系，重视对教师的服务，集聚最优秀的教师，让每一位教师都能在大语文收获满足感和成就感。

(3) 3.0 阶段“好体验”：不以收入和学员数为考察对象，设计了全新的满意度考核体系，对学员和家长的满意度的考察将成为唯一的考量指标。

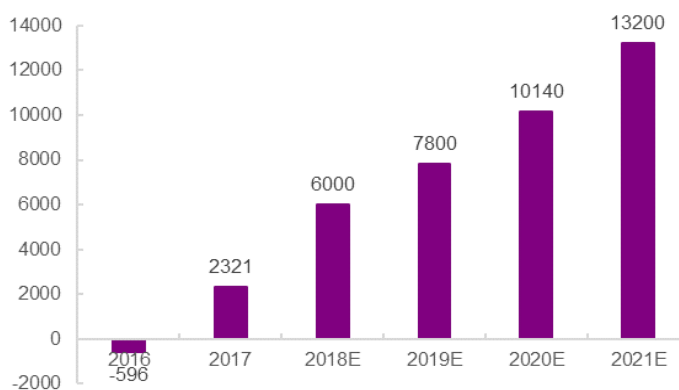
图 9：中文未来课程体系变革



资料来源：光大证券研究所

立思辰助力中文未来加速全国化布局，抢占大语文市场。中文未来“诸葛学堂”目前已覆盖全国 300 座城市和近 10 万名学生，课程单价在 100 元/小时左右。未来，中文未来将利用在线学习平台突破地域限制，为全国范围内的中小學生提供语文学科产品。同时，公司积极拓展线下教学网点，已进入北京、上海、深圳、长沙、成都、西安、南京、天津、武汉 9 个城市。目前中文未来线下普通课程的价格 100 元/小时，高端课程价格在 200 元/小时左右。中文未来 2016 年实现营业收入 1337 万元，实现净利润-596 万元，2017 年实现营业收入 8348 万元，同比增长 524%，实现净利润 2321 万元，扭亏为盈。中文未来承诺 2018 年度至 2021 年度实现净利润分别不低于 6000 万元、7800 万元、1.01 亿元和 1.32 亿元。

图 10：中文未来的历史净利润和承诺净利润（单位：万元）



资料来源：公司公告、光大证券研究所

2.2、自招辅导：高校自主招生力度加大，备考指导成为刚性需求

随着新高考改革的持续推动，高校招生自主权扩大，自主招生占比持续增加。2018 年，全国有 90 所试点高校进行自主招生，其中包括 77 所资格在全国进行自主招生的高校和 13 所可以在本省自主招生的院校。以北京大学和清华大学的自主招生情况为例，北京大学 2018 年全国自主招生及博雅计划通过审核的人数接近 6000 人，获得自主招生加分的学生人数为 855 人，获得博雅计划及筑梦计划加分的人数约为 2025 人；清华大学通过自主招生、“领军计划”和“自强计划”初审的考生人数约为 6000 人，获得自主招生加分的学生人数共 949 人，获得“领军”、“自强”加分的学生人数约为 2304 人。2018 年清华北大计划招生总数为 6700 人，获得降分人数占比已达 91.54%。

表 5：清华北大降分人数汇总

降分类型	清华大学	北京大学	合计
自主招生	949	855	1804
领军计划/博雅计划	1825	1559	3384
自强计划/筑梦计划	479	466	945
获得降分总人数	3253	2880	6133
预计计划招生总人数	3400	3300	6700
获得降分人数占比	95.68%	87.27%	91.54%

资料来源：天科学堂自主招生网、光大证券研究所

高校自招信息繁多杂乱，且考试要求各不相同，需要专业人士对考生自招志愿填报及备考进行指导，市场空间在每年 40 亿元人民币左右。90 所高校的自主招生计划各不相同，且考试要求经常进行调整，学生及家长需要根据考试要求进行有效备考，难度极大。面向高中生的自主招生辅导成为刚性需求。据自主招生在线的统计，2018 年报考自主招生的人数规模在 82 万人左右，我们估算 2018~2020 年，有意愿参与付费自主招生辅导服务的考生在 18%、20%、25% 左右，按照服务价格在 2 万元、2.2 万元、2.5 万元左右计算，自主招生辅导 2018 年~2020 年的市场空间在 30、36、50 亿元人民币左右。

聚焦新高考自招辅导需求，立思辰 (300010.SZ) 子公司百年英才的核心业务包括高考升学服务、自主招生服务和港澳台院校申请服务。2016 年，立思辰以 2.85 亿元人民币收购百年英才 100% 股权，百年英才承诺 2016-2019 年度实现净利润分别不低于人民币 1,500 万元、2,100 万元、2,940 万元、3,822 万元，其中 2016~17 年的业绩承诺已完成。百年英才目前推出围绕高考志愿填报、自主招生、竞赛报名等多项实用性高考信息服务，考生可根据自身需求付费使用相关服务。

图 11：立思辰·百年英才产品与服务

高考志愿填报流程	自主招生服务流程	港澳台院校申请
<ul style="list-style-type: none"> 《职业发展规划》及《专业选择》 《考生分数分析》及《院校选择》 《模拟填报方案》设计（高考前） 《估分填报方案》设计（高考后） 《知分填报方案》设计（出分后） 《方案检查》及《跟踪录取》 	<ul style="list-style-type: none"> 分析考生自主招生报考资质 职业测评《自主招生专业选择》 《自主招生院校选择》 制定自主招生申请预方案 准备自主招生申请材料（包括自荐信） 报名指导 ● 初审结果跟踪 确认考试 ● 笔试面试网上指导 加分后填报 	<ul style="list-style-type: none"> 考生职业发展规划及专业选择 高考考生分数分析及院校选择 报名申请材料收集整理编辑 英文自荐信编写翻译校对 网申报名 院校面试培训辅导视频 院校面试培训全程指导 获取录取院校跟踪录取指导 入学手续办理指导 高校开学前注意事项指导

资料来源：百年英才官网、光大证券研究所

自主招生辅导面向材料准备、笔试、面试等自主招生核心环节，帮助学生争取到高校降分录取的资格。自主招生辅导的主要内容包括背景提升、材料申报、笔试真题和面试技巧等。（1）背景提升环节包括学科竞赛培训、科研作品，以及社会实践活动等。（2）材料申报环节利用模拟在线报名系统，助力学生熟悉网申流程；以立思辰 (300010.SZ) 旗下的百年英才教育自主招生模拟系统为例：系统提供全真的模拟网申系统，还将提供综合评价招生、高校专项计划招生，以及高水平运动队、高水平艺术团、艺术生、保送生的网申体验。（3）笔试真题和面试技巧环节会综合参与过自主招生考试的学生反馈，对自主招生的笔试题型进行分析概括，同时对自主招生面试的相关技巧进行传授。以爱培优的相关课程为例，自招辅导课程包括常训和集训两部分，常训部分分为常训课程和基础服务，课程包括高一下学期和高二授课的通用课程和高三进行授课的综合课程，基础服务包括专家讲座和状元讲座；集训部分通常在假期进行，对学生进行集中的强化式授课。

图 12: 立思辰·百年英才自主招生资讯平台



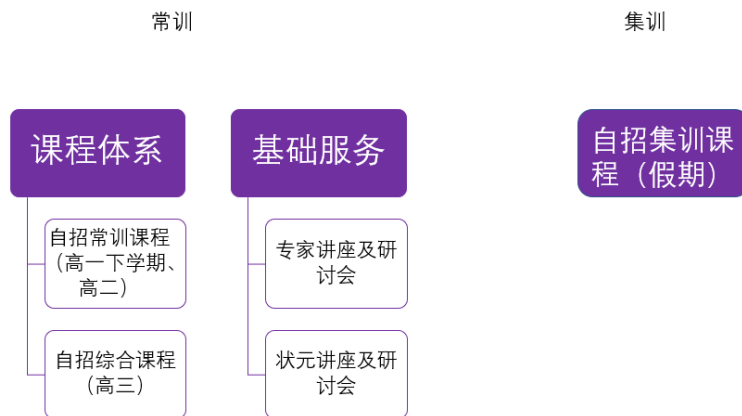
资料来源: 百年英才官网、光大证券研究所

图 13: 百年英才自招模拟系统



资料来源: 百年英才官网、光大证券研究所

图 14：爱培优培训体系



资料来源：爱培优、光大证券研究所

2.3、竞赛辅导：学科竞赛成绩成为自招核心指标，竞赛培训体系不断完善

高校进行自主招生考试，需要明确进行自主招生选拔的关键指标，理科类学科竞赛由于易量化，已成为自主招生的报考条件主要参考指标。2017年高校自主招生报考条件可分为五项学科竞赛、作文类竞赛、英语类竞赛、科技类竞赛、发明专利类、论文著作类、成绩优秀类等七类，其中五项学科竞赛类标准最为统一、奖项最多，在高校进行自主招生选拔中的分量最重。此外，学科竞赛成绩易量化，又与考生运用学科知识的能力息息相关，与高校分专业培养的原则相符合，受到高校认可。五大学科分别是数学、物理、化学、生物和信息学，每年产生获奖人次约 8 万人。具体奖项包含（国 1、国 2、国 3）和省奖（省 1、省 2、省 3）。未来报名人数将进一步增加，2017 年报名物理竞赛的人数就已达 80 万人。

表 6：各省市自主招生学科竞赛成绩要求

省市	学校名称	五项学科竞赛				
		数学	物理	化学	生物	信息学
北京	北京大学	全国决赛	全国决赛	全国决赛	全国决赛	全国决赛
	清华大学	在学科奥林匹克竞赛中表现突出				
	北京交通大学	省三	省三	省三		省三
	北京理工大学	省一	省一	省一	省一	省一
	中国人民大学	省级	省级	省级		国三
	北京化工大学	省二	省二	省二	省二	省二
	北京邮电大学	省级	省级	省级	省级	省级
	北京中医药大学	省二	省二	省二	省二	

	中国传媒大学	省三	省三	省三	省三	省三
	北京语言大学	参加省级(含)以上数学、物理、信息科学竞赛获奖者				
	对外经济贸易大学	省二	省二			
	中国政法大学	国二	国二	国二	国二	国二
	北京航空航天大学	省一	省一	省一	省一	省一
	中央财经大学	省二	省二			省二
	中国石油大学(北京)	获得省级(含)以上学科竞赛三等奖(含)以上者				
	北京科技大学	省二	省二	省二	省二	省二
	北京师范大学	在省级(含)以上数学、物理竞赛获奖者;全国信息类竞赛获奖者				
	华北电力大学(北京)	在某一学科领域有突击特长且获得省二及以上奖励者				
	北京工业大学	获得北京市级以上数学、物理、化学、英语、计算机等竞赛奖				
天津	南开大学	省一	省一	省一	省一	省一
	天津大学	省一	省一	省一		省一
山东	山东大学	省二	省二	省二	省二	省二
	中国海洋大学	省二	省二	省二	省二	省二
	中国石油大学(华东)	在省级及以上中学生学科竞赛(数、物、化)中获一、二、三等奖				
上海	上海交通大学	省一	省一	省一		省一
	华东理工大学	省三	省三	省三	省三	省三
	上海财经大学	省一	省一	省一		
	同济大学	省一	省一	省一	省一	省一
	华东师范大学	省二	省二	省二	省二	省二
	东华大学	省级	省级	省级	省级	省级
	复旦大学	国家级	国家级	国家级		提高组一等奖
	上海大学	获得省(直辖市)级及以上数、物、化、信息、生物学科竞赛竞赛奖项				
湖北	武汉大学	省一/两个不同省二	省一/两个不同省二	省一/两个不同省二	省一/两个不同省二	省一/两个不同省二
	华中科技大学	国三	国三	国三	国三	国三
	武汉理工大学	国三	国三	国三	国三	国三
	中南财经政法大学	荣获各类竞赛省级三等奖及以上者				
	华中师范大学	省三	省三	省三	省三	省三
	华中农业大学	省三	省三	省三	省三	省三
	中国地质大学(武汉)	获得学科竞赛省级三等奖及以上奖励				
陕西	陕西师范大学	省三	省三	省三	省三	省三
	西南农林科技大学	省三	省三	省三	省三	省三
	长安大学	省二	省二	省二	省二	省二

	西安电子科技大学	省二	省二	省二	省二	省二
	西北工业大学	省二	省二	省二		省二
	西安交通大学	省二	省二	省二	省二	省二
	西北大学	省三	省三	省三	省三	省三
	四川大学	省一	省一	省一	省一	省一
四川	电子科技大学	省二/两个不同省三	省二/两个不同省三	省二/两个不同省三	省二/两个不同省三	省二/两个不同省三
	西南财经大学	省二	省二	省二	省二	省二
	西南交通大学	省三	省三	省三	省三	省三
	四川农业大学	省级	省级	省级	省级	
重庆	西南大学	省三	省三	省三	省三	省三
	重庆大学	省二	省二	省二	省二	省二
	西南政法大学	省三	省三	省三	省三	省三
湖南	湖南大学	在报考专业相关的学科竞赛等方面表现突出				
	中南大学	省二	省二	省二	省二	省二
	湖南师范大学	省二	省二	省二	省二	省二
浙江	浙江大学	省一	省一	省一	省一	省一
吉林	吉林大学	省一	省一	省一	省一	省一
	东北师范大学	省二	省二	省二	省二	省二
福建	厦门大学	省一	省一	省一	省一	省一
	福州大学	省三	省三	省三	省三	省三
广东	中山大学	省一	省一	省一	省一	省一
	华南理工大学	省二	省二	省二	省二	省二
江苏	南京大学	省一/两个不同省二	省一/两个不同省二	省一/两个不同省二	省一/两个不同省二	省一/两个不同省二
	苏州大学	省二/两个不同省三	省二/两个不同省三	省二/两个不同省三	省二/两个不同省三	省二/两个不同省三
	南京理工大学	省二/两个不同省三	省二/两个不同省三	省二/两个不同省三	省二/两个不同省三	省二/两个不同省三
	中国矿业大学	在数学、物理、化学或信息方面获得省级及以上学科竞赛奖励				
	江南大学	省二	省二	省二	省二	省二
	南京航空航天大学	省二	省二	省二	省二	省二
	南京农业大学	省三	省三	省三	省三	省三
	河海大学	省二/两个不同省三	省二/两个不同省三	省二/两个不同省三	省二/两个不同省三	省二/两个不同省三
	中国药科大学	省二	省二	省二	省二	省二
	东南大学	省一	省一	省一	省一	省一
	南京师范大学	省二	省二	省二	省二	省二
甘肃	兰州大学	省二/两个不同省三	省二/两个不同省三	省二/两个不同省三	省二/两个不同省三	省二/两个不同省三
黑龙江	哈尔滨工业大学	省一	省一	省一	省一	省一
	哈尔滨工程大学	省一	省一	省一		省一
云南	云南大学	获得全国中学生学科竞赛省级赛区三等奖及以上奖项				

贵州	贵州大学	省三	省三	省三	省三	
河南	郑州大学	省二	省二	省二	省二	省二
安徽	合肥工业大学	省二	省二	省二	省二	省二
	中国科学技术大学	省一	省一	省一	国三	国三
辽宁	大连理工大学	省二	省二	省二	省二	省二
	东北大学	参加省级以上学科竞赛获奖				
	大连海事大学	省三	省三	省三	省三	省三

资料来源：爱培优、光大证券研究所

高校自主招生报考条件强调五项学科竞赛获奖，竞赛辅导地位显著提升。高中学科竞赛的辅导难度较大，门槛较高，相关培训市场规模预计在每年30亿元以上。按照学科竞赛的获奖率在2%~3%左右估算，每年报名五大学科竞赛的人数在300万人左右。根据调研情况，我们假设2018~2020年报名学科竞赛的学生参与竞赛培训比例为5%、7%和8%，同时假设2018~2020年完整的竞赛培训周期相关费用约1.5万元、1.7万元、1.8万元，因此我们预计2018~2020年高中学科竞赛辅导市场规模在25亿元、35亿元、43亿元左右。

学科竞赛辅导行业的“痛点”是优质师资和课程体系的不完善，学校急需通过有效的常规培训来提升学生的学科竞赛成绩。新高考改革催生了自主选拔的需求，但是一方面竞赛难度大，培训门槛高使得优质的竞赛辅导教练成为稀缺资源，而学校自主培养的难度高，周期长；另一方面，极少数经验丰富的教练还在延续传统的线下教学模式，召集小部分学生利用假期进行集训，不仅加剧了供需不平衡，且提升效果也很有限。因此，学校的学科竞赛培训的关键在于解决常训问题。

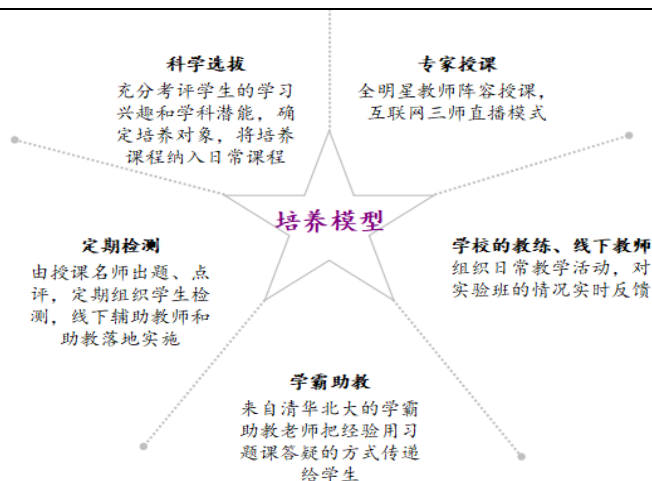
爱培优将学科竞赛体系化，依托互联网模式，通过组织教练自主研发课程，为学校定制系统化解决方案。爱培优解决了传统线下竞赛培训的资源稀缺问题，用互联网模式将名师搬到线上，建立长效的培养机制，使得更多学生能够享受到优质的竞赛辅导课程。爱培优的培养模型为：基于科学机制选拔出适合进行竞赛辅导的学生后，由顶尖专家教练给这些学生上专业课，助教负责日常的答疑和习题课。在授课之后，爱培优还会对合作校进行联考，帮助学校了解学生的学习情况。爱培优通过给学校提供“竞赛+自招”的常训课程，使学校可以享受到最顶尖的竞赛辅导资源，同时，这种模式还可以保证竞赛课程切入B端的同时促使自招课程向C端转化。

图 15：爱培优课程体系



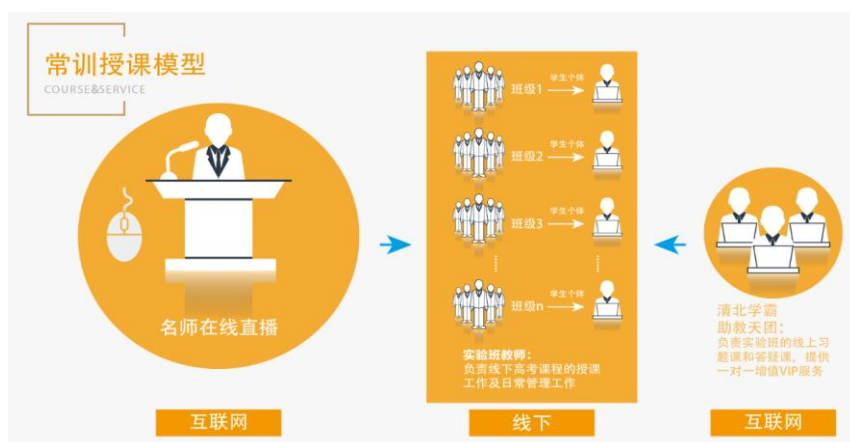
资料来源：爱培优

图 16：爱培优培养模型



资料来源：爱培优、光大证券研究所整理

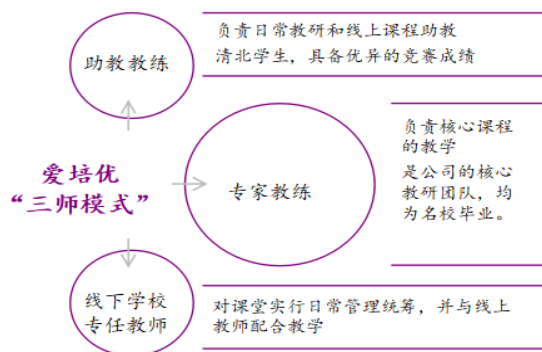
图 17：爱培优常训授课模型



资料来源：爱培优、光大证券研究所

爱培优首创“三师教学”模式。“三师教学”模式是指（专家教练+助教教练+学校教练），通过线上线下相结合的方式，使学生接受到最优质的教学服务，包含专家教练正课与助教教练习题课，科学保证教学效果。该模式能够在不打乱原有教学进度和计划的前提下将课程融入到学校的日常教学中，将传统的竞赛辅导“填鸭式集训”转变为常态化的培训。同时，对于最优秀的学生来说，竞赛学习中“无处问答”是非常大的难题，助教教练同时提供答疑服务，让学生保持在零困惑的学习状态。

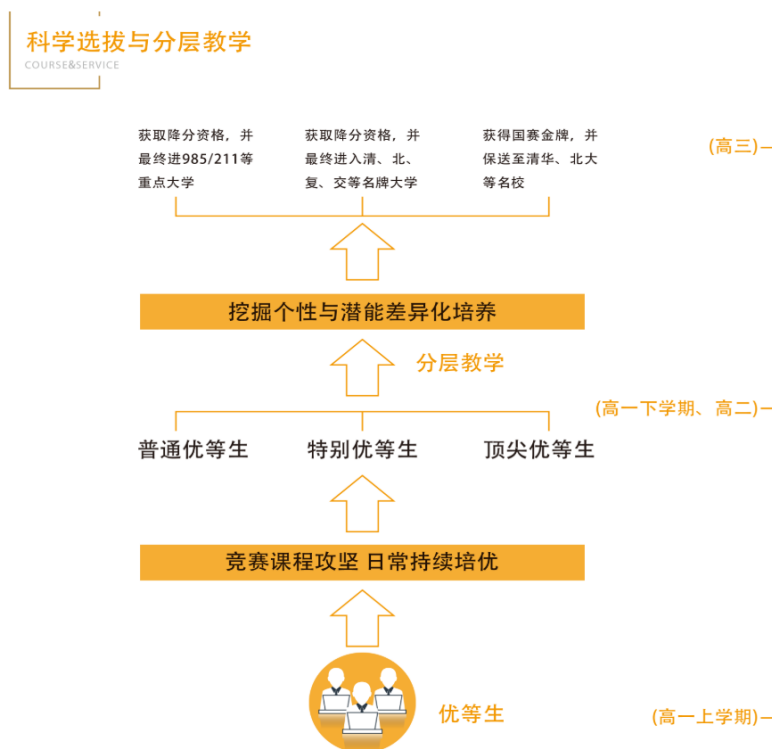
图 18：爱培优师资体系



资料来源：爱培优、光大证券研究所整理

通过构建科学的竞赛课程体系，爱培优打造分层教学理念，致力于尽一切可能帮助学生获得高校的降分录取资格。爱培优的教培体系完善，助力高中在新高一入学时便选拔组建实验班，进行竞赛学习，并在学习过程中逐步实施分层，学力有限的同学，应在高一下学期直接转入自招课程，学有余力的学生可以继续不同级别的竞赛学习。

图 19：爱培优分层教学理念



资料来源：爱培优、光大证券研究所

3、教育信息化：走班排课需求爆发，硬件设备与软件服务迎来新风口

3.1、高中走班排课需求爆发，资源分配、信息指引、班级管理成为核心需求

2018 年全国大范围启动新高考改革，个性化成教育发展重点，预计未来教育制度的不断完善将成为教育信息化行业增长的重要驱动力。从 2014 年上海和浙江率先启动高考改革试点，到 2017 年两地超过 34 万考生迎来首次新高考，2018 年将有第三批共 18 个省份加入新高考队伍。相较于以往“3+X”的考试性质，“3+3”的新形式打破了文理科的壁垒，也要求学生需要更早地考虑毕业以后的方向，明确自己的兴趣，及早地明确学习方式、复习策略和志愿选择的组合问题。

新高考改革下的“3+3”模式导致高中教学模式的改变，选课组合多样化导致课表革新迫在眉睫。教改实施后，学生高考由传统的“语数外+文综/理综”变成了“语数外+3(选课)”，这样一来，学生就有了 20 种选课组合，浙江的高考生的选择则达到了 35 种。此次高考改革倒逼了中小学，尤其是高中的教学模式发生了翻天覆地的变化，学校教学班级由原来的行政班，变成走班教学，也就是说，原来的“一个班一个课表”，变成了现在的“一个人一个课表”。

新高考个性化发展需求促使智能班牌、排班选课系统等新的产品服务形式出现。新高考改革前，学生在固定教学班上课，教室和教师都相对固定，对排课的要求较低。新高考模式实行的是教学班和行政班并存的走班教学，学生的课表各不相同，这就对教室数量、教师安排等提出了更高的要求，科学排课、保证一人一课表、学生考勤和校园安全管理是学校管理工作亟待解决的问题，因此，智能班牌和智能排课系统成为新高考改革背景下的刚需产品。

选课组合的多样化和课表显示的动态化促使资源分配、信息指引、班级管理成为核心需求。新高考改革后，校园教学管理的核心在于消息传递的及时性和准确性，如何实时显示学校通知、班级通知、学生个人信息的更新成为解决难点。智能班牌和智能排课系统可设置集中分布式管理，自由控制每个终端，主页显示班级全面的基本信息，利用最优智能排课算法生成符合学生和学校需求的课表，真正实现“一人一课表”。

图 20：走班选排课管理平台

学校走班教学策略：四个环节 分类解决



资料来源：云教务、光大证券研究所

3.2、硬件设备：电子班牌助力信息指引与考勤管理

电子班牌是信息发布系统终端设备，是当今校园文化建设、数字化建设的系统之一，市场规模在 100 亿元左右。电子班牌一般安装于教室门口，是学校日常工作、班级文化展示和拓展课堂交流等实现智慧校园的一个很好的应用载体。电子班牌多用来显示班级信息，当前课程信息，班级活动信息以及学校的通知信息。信息内容为文字、图片、多媒体内容、flash 等，为学生和老师提供新颖的师生交流及校园服务平台。根据教育部数据，目前国内有 2.7 万所高中，一个电子班牌的单价在 5000 元左右，学生手环单价在 200-300 元左右，按照平均一所高中有 50 个班级，每个班级有 50 个学生进行计算，30% 的学生佩戴电子手环计算，电子班牌及配套手环的市场空间在 100 亿元人民币左右。

电子班牌作为可视化信息平台支持多样化内容的发布和多渠道来源。学校可以将编辑的信息内容通过统一的信息发布平台在教室门口的电子班牌内容发布和管理。发布的内容丰富包括视频、文字、图片、直播也可以是其他软件平台内容，所有素材都在统一的平台管理。制作节目可以设置各种分

辨率，从而适应终端显示尺寸。同时平台支持与其他软件平台的对接，可以读取其他平台的数据直接发布到终端。

图 21：佳发教育电子班牌



资料来源：佳发教育 2017 年报、光大证券研究所

视源股份（002841.SZ）希沃云班牌可实现走班排课、资源共享等拓展功能，为校园管理提供高效的信息化工具。针对新高考走班排课的需求，希沃推出的电子班牌能够实现多重功能：（1）生成个性化课表：老师通过希沃云班牌后台可发布选修课程，学生即可进行选课报名，能够实现一室一课表，一师一课表，一生一课表，学生可通过在电子班牌的感应区刷卡来了解自己的课表和课程教室；（2）教学小数据的存储与管理：希沃电子班牌可以实现对学生数据的全方位采集，并对这些数据进行管理与分析，从而可以使得家长、教师等实时获取学生在校表现情况；（3）出勤考核：为解决走班排课为教师进行班级管理带来的难度，希沃电子班牌还设置了考勤的功能，实现“班班通”功能。（4）翻转课堂：老师可实时发布课堂内容，学生通过班牌获得发布的课程要点、查看课后作业并提交课后反馈。我们预计 2018 年云班牌业务有望为视源股份贡献约 2 亿元的收入。

图 22：希沃云班牌

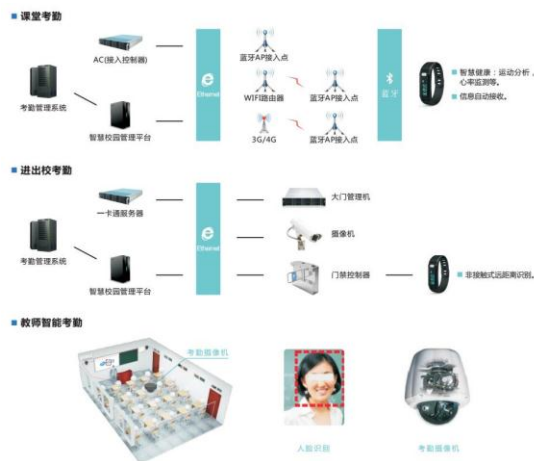


资料来源：希沃官网、光大证券研究所

电子班牌与考勤管理系统、课堂反馈系统的整合可实现校园管理的智能化。佳发教育（300559.SZ）的智能考勤系统覆盖教学全场景，可实现课堂考勤、进出校考级、教师智能考勤，并可针对“新高考”分层走班教学单独开发走班教学考勤功能，将走班课表融入智能考勤系统之中。系统采用感应式与智能视频分析结合的方式，可与一卡通系统、信息发布系统进行整合，

应用灵活便捷。此外，有的智能班牌还加入课堂反馈功能，学生可刷卡自动登陆系统，对所上课程进行课堂反馈，教师及时了解教学反馈，有效地保障教学和课堂质量。

图 23：佳发教育智能考勤解决方案



资料来源：佳发教育 2017 年报、光大证券研究所

3.3、软件服务：走班排课服务科学分配教学资源

新高考制度下的走班制导致排课的复杂程度大幅增加，紧张的教学资源更让排课难度显著提升。走班制排课需要考虑到教室、教师的供给和学生的需求冲突，国内中小学教室和教师数量都少，在教改初期很可能导致部分学科学生人数过多，可提供教学的资源不够的情况。此外，走班制要求在固定的时间点上不同的课程互不冲突，教室、学生、教师都不能有冲突，一个学生不能同时上两节课，一个教室不能同时上两种课程。排课的时候要照顾到每个学生的选择，尽可能满足学生的需求。

走班排课服务利用最优智能排课算法生成符合学生和学校的课表，实现一室一课表、一师一课表、一生一课表，每学年都存在新的走班排课服务需求，按照目前我国拥有 2.7 万所高中计算，每所高中走班排课服务的投入在 10 万元/年计算，我们预计走班排课服务市场规模在 27 亿元/年，以佳发教育（300559.SZ）的云巅智慧教育解决方案的走班排课为例：

(1) 支持排课分层：学生选课报名，在满足学生志愿的前提下，按新高考要求实现走班排课。

(2) 定制化班级设置：各种规则都按不同班级要求进行设置，可以满足班级之间的差异性以及其他各种特殊要求。

(3) 手动调课：后台管理老师可以根据特殊情况进行手动调课，或者重新选择分配。

(4) 课表多样化：针对使用对象显示不同课表，适合全校、教师、班级、学生使用。

(5) 算法兼容性：可以同时输入多种要求进行排课。

目前，佳发教育推出的走班排课服务单价在 10 万元/校/年，服务持续性强，用户粘性较高。

图 24：佳发教育走班排课系统特点



资料来源：佳发教育官网、光大证券研究所

图 25：佳发教育智慧走班排课



资料来源：佳发教育官网、光大证券研究所

4、在线教育及咨询服务：面向新高考的信息服 有望成为新增长点

4.1、新高考改革增强考生自主性，信息服务需求集中呈现

新高考政策鼓励考生进行学习生涯规划，结合自身兴趣和需要自主选择考试科目和大学专业。在新高考 3+3 模式下，高中生不再局限于文科理科的选择，选考科目与志愿填报时的高校专业选择联系更加密切，自由搭配选考科目给了考生很大的选择空间，除了鼓励考生结合自身兴趣和职业规划需要来选择科目，政策还要求招生环节的高等院校的部分专业限制招生科目，以此来引导高考考生的选考科目。相比从前的高考模式，新高考要求学生了解更多的大学专业要求，并结合自身特点做出选择，升学服务需求更为迫切。

鼓励综合评价、多元录取的招生政策，高等院校自主招生选拔比例不断提升，在招生方面拥有了更多的选择自由。新高考打破了原有“唯分数论”、“一考定终身”的评价标准，更加强调人文关怀，赋予高校更多招生选择权利，这是与旧高考制度本质的区别。越来越多的高等院校通过自主招生、专项计划、综合评价等渠道来选取适合自己学校和专业的学生，更大程度上降低了高校错失在特定学科上表现突出综合分数却达不到院校录取分数线的学生的比率。

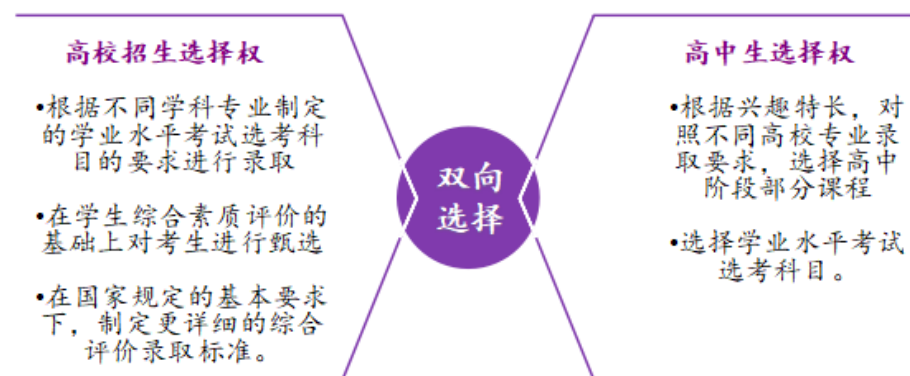
表 7：新高考下高校自主选拔比例不断提高

	2015	2016	2017
自主招生报名人数	16.2 万	48 万	60 万
初审通过人数	/	10.6 万	13.6 万
得到加分人数	1.1 万	2.26 万	2.65 万

资料来源：中国名校自主招生网、光大证券研究所整理

双向自主选择性的增加和信息不对称促使信息服务需求的爆发。新高考使学生在选考科目的有了 20 种组合可以选择，然而，对自身定位的不明确和未来专业了解的缺乏大大提升了学生和家長在做决定时的困惑，甚至学校和老师由于对高校专业了解的片面性，也面临着很大的挑战。学习生涯规划成为了刚性需求，教育咨询行业可以通过提供在线测试题库的方式，帮助学生找到自身的择业优势。同时，自主招生考试信息整合及应试辅导成为也成为了教育咨询的重要内容，在线招考信息整合、报名模拟及考试辅导的需求不断增长。在志愿填报环节，考生和家長更加需要专业的咨询机构提供更加便捷的高校综合分析、择业分析、志愿建议等信息服务。

图 26：新高考“双向选择”



资料来源：自主招生网、光大证券研究所

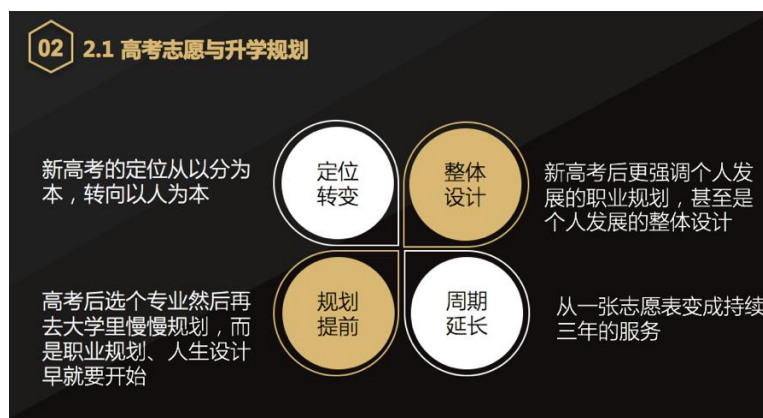
我们预计新高考改革带来的在线咨询咨询服务需求市场规模在每年 30 亿元左右，其他类型的线下咨询服务市场规模在每年 36 亿元左右。新高考在线咨询咨询服务需求对信息整合、信息分析要求较高，相关服务具备系统性和专业性，属于附加价值较高的个性化服务。2018 年，我国共有 975 万考生参与高考，预计 2019~2020 年参与高考人数规模保持稳定。按照 2018~2020 年 40%、45%、50% 的考生使用付费在线信息服务，服务单价在 500 元/次计算，2018~2020 年新高考改革带来的在线信息服务需求市场规模在 20 亿元、23 亿元、25 亿元左右。此外，975 万考生中有大约 300 万的考生报考本科

院校，这部分考生参与线下升学服务的意愿较为强烈，按照 2018~2020 年 40%、45%、50% 的考生参与线下升学服务，服务单价在 3000 元左右计算，线下咨询服务市场 2018~2020 年市场规模在 36、40、45 亿元左右。

4.2、学习生涯规划：在线平台提升学业生涯教学效率

生涯规划辅导成为学生的刚需，学校缺乏专业技术人才和资源导致生涯规划信息断层。适合学生的选考科目和未来生涯规划，越来越成为中学生的刚需。普通家庭由于处于信息链的最末端，对生涯规划很难有清晰的定位。目前大部分中学都缺乏生涯规划课程的资源，能够提供的生涯规划课程信息分散且太过理论，大部分中学教师此前的专业和生涯规划都鲜有联系，教学研究中对该领域也缺乏关注。面对全国 2900 多所高等院校，学校和老师片面的信息收集导致信息断层，很难为学生提供有用的生涯规划课程。

图 27：立思辰高考志愿与升学规划



资料来源：多知网、光大证券研究所

在线平台能够有效整合高校信息，并结合专业规划理论提供生涯规划服务弥补信息断层。在线教育平台能够整合全面的高校招生录取信息、专业现状和未来趋势分析，通过结合未来职业就业预测等信息服务为学生提供科学的指导，也可为开设学业生涯课程的学校提供专业咨询和课程设计。线上，通过课程模块化，对学生提供测评、选科、大学专业解读、数据系统查询服务，线下，可以针对学校及老师，提供生涯规划师资培训、教材配套、生涯活动。

图 28：51 选校生涯规划产品服务



资料来源：51 选校官网、光大证券研究所

4.3、自主招生信息服务：汇总多方信息，实现有效整合

自主招生信息来源广、信息量大，学生往往需要综合多个高校的自主招生信息作出报考选择，急需有效的信息整合服务。目前全国进行自主招生选拔考试的高校多达 90 所，高校一般会将自主招生的信息发布在高校的官网上，查看相关信息需要花费大量的时间；同时自主招生的时间、要求、加分政策各不相同，学生需要对信息进行分析整合，并制定计划进行备考，将来源较为广泛的信息进行有效的整合成为了学生的核心诉求。自主招生在线等网站利用互联网平台的优势，对高校自招信息进行整合，汇总高校自招的报名、笔试、面试、成绩公布安排，为考生节约大量的时间，有助于考生进行系统的备考规划。

图 29：自主招生在线的自招信息整合

南京航空航天大学2018年自主招生测试通知

🔗 2018自主招生测试 南航自主招生测试时间

南京航空航天大学2018年自主招生测试通知已经发布，测试时间为6月10日。

笔试试试 2018-05-31

厦门大学2018年自主招生考试公告

🔗 2018厦大自主招生 厦大自主招生考试时间

厦门大学2018年自主招生考试将于6月10日进行，考试内容包括学科特长考核和体质测试两项。

笔试试试 2018-05-25

资料来源：自主招生在线

此外，自主招生信息服务还侧重备考、笔试、面试指南的分享，提供有效的应考建议。以自主招生在线为例，除了各个高校的自主招生安排等信息的整理和呈现，网站还将多年跟踪自主招生考试的心得进行总结，整理成报名、笔试、面试等科普式文章，分享给用户。随着网站用户规模的扩大，参与过自主招生考试的学生将历年的高校自主招生考题在网站上进行分享，累积成高校自主招生试题库，让用户对高校自主招生考试的试题数量、题型等有更为直观的感受。

4.4、志愿填报指导：在线职业测评、智能填报及线下升学咨询助力志愿科学填报

高考志愿填报博弈难度加大，学生、家长急需科学填报信息服务。据浙江教育考试院显示，在新高考招生录取方案中，普通类平行录取根据高考总分从高到低，分别按实考人数的一定比例分三段填报专业平行志愿和投档录取，实行“专业+学校”的模式，每一段最多可以填报 80 个志愿。考生面对如此数量众多的志愿填报，急需大量数据助力分析和选择。国内升学服务市场准入门槛较低加之各省招生政策有所不同，升学服务市场参与者多且集中度低，未有相应监管措施，行业较为散乱。未来市场将不断整合集中，具备大数据能力、政策跟踪研究、专业服务能力、规划能力的企业将在竞争中脱颖而出。

筛选海量高考录取数据，百年英才依托云计算、数据挖掘搜集建立录取线数据库和志愿填报系统。百年英才的智能填报系统通过对十余年的高考数据采集建立了高中生志愿填报系统，利用高考数据挖掘和建模分析为志愿填报提供基准的样本和解决方案。用户可以按兴趣方向（包括学校、专业、职业）查找学校了解相关信息，也可以通过分数线和位次直接搜索最适合自己的分数的学校。此外，百年英才还提供在线课堂，帮助学生和家长全面了解高考招生信息。

在线职业生测评工具了解学生兴趣，辅助系统和配套课程帮助明确职业选择。以专注生涯规划的 51 选校生涯教育平台提供的解决方案为例，该平台依托“互联网+生涯规划教育”的战略，提供一整套生涯教育系统、师资培训、体验课程、生涯教案、生涯发展中心建设等产品和服务，构建全方位的生涯教育综合服务平台。测评系统涉及：多元性向潜能发展测验、CIA 生涯兴趣测验、职业工作价值观测验，结合职业库、专业库、高校库等信息系统辅助学生确定未来规划。

图 30：51 选校生涯规划测评工具



资料来源：51 选校官网、光大证券研究所

图 31：51 选校生涯规划测评系统



资料来源：51 选校官网、光大证券研究所

百年英才推出了系统性的线下升学辅导服务，结合在线职业测评和志愿填报系统的分析结果，帮助考生实现志愿的科学填报。百年英才的线下升学辅导采用一对一咨询和专家现场辅导的方式，帮助高一、高二的学生提前设定报告目标进行充分准备，帮助高三学生结合考试情况科学报考，实现分数价值最大化，极力避免高分低就的情况发生。对于职业测评系统的评价结果，

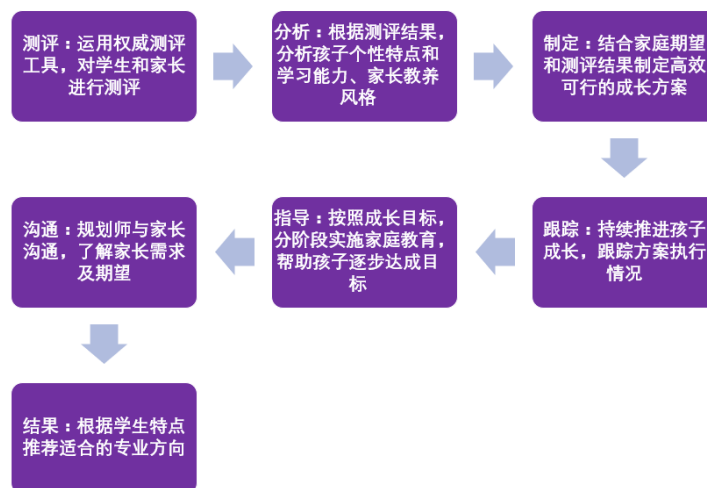
百年英才会进一步进行个性特点分析、成长方案制定、学生行为指导、成长情况跟踪、需求意愿沟通和专业方向推荐。

表 8：百年英才升学辅导服务

模块	内容
职业规划与专业选择	职业发展规划、学习规划，提炼学科门类与大学专业
院校选择	了解如何选择“目标院校”
模拟填报	根据模拟成绩大跨度进行模拟填报
估分填报	高考后，根据估分优化填报方案
知分填报	根据实际高考分数，进行方案优化
跟踪录取	保证录取结果，不退档不落榜
行前指导	更好的规划大学生生活

资料来源：百年英才宣传册、光大证券研究所

图 32：百年英才职业测评内容



资料来源：百年英才宣传册、光大证券研究所

5、投资建议

我们认为新高考改革将深刻影响培训、教育信息化、在线教育等细分赛道。（1）在培训赛道，语文学科的重要性增强，大语文培训的市场规模可期；同时学科竞赛成绩成为高校自招的重要指标，面向学校常规培训的竞赛课程辅导将受到更多的重视。（2）在教育信息化赛道，新高考带来了巨大的走班排课需求，软件服务及课程信息指示设备需求凸显，走班排课软件服务及班牌等硬件设备市场空间巨大。（3）在线教育领域，新高考提升了学生的自主性，学生及家长有着高考信息服务需求，学习生涯规划、自主招生辅导、志愿填报指导等服务成为刚需服务，在线教育的模式有望提升新高考信息服务的效率，受到学生家长的进一步认可。

投资建议。我们看好新高考制度改革带来的投资机遇，推荐教育信息化龙头视源股份（002841.SZ），建议关注通过收购中文未来布局大语文培训、旗下百年英才提供自主招生及志愿填报的立思辰（300010.SZ）；标准化考点建设龙头、布局新高考走班排课服务的佳发教育（300559.SZ）（光大计

算机组)；探索新高考赛道的科斯伍德(300192.SZ)；以及提供竞赛培训和自主招生培训的一二级市场企业爱培优。

表 9：新高考重点公司列表

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (X)				评级
				2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E	
视源股份	002841.SZ	396.0	60.86	1.06	1.47	1.99	2.62	57	41	31	23	买入
佳发教育	300559.SZ	56.0	40.15	1.02	0.95	1.36	1.82	39	42	30	22	N/A
立思辰	300010.SZ	89.8	10.28	0.23	0.24	0.26	0.28	44	42	40	37	增持
科斯伍德	300192.SZ	26.1	10.76	0.02	0.52	0.44	0.54	453	21	25	20	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所 注：（1）股价为 2018 年 7 月 20 日收盘价；（2）佳发教育盈利预测为 wind 一致性预期

6、风险分析

- (1) **政策变化的风险。**新高考教改正处在启动推进阶段，大部分省份尚未出台新高考改革后的考试细则，存在由于新高考政策调整，导致新高考改革内容变化，改革节奏调整的风险。
- (2) **竞争激烈导致盈利能力下降的风险。**培训、教育信息化、在线教育领域的企业数量呈现上升趋势，存在由于企业抢占市场份额，降低产品及服务价格，导致企业盈利能力下降的风险。
- (3) **教育经费不足的风险。**K12 阶段的教育信息化设备及软件的采购主要依赖中央及地方财政经费，存在由于财政经费不足导致教育信息化经费缺乏，进而影响企业盈利能力的风险。

7、重点公司分析

7.1、视源股份（002841.SZ）：教育信息化龙头企业

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。2017年，公司营业收入和净利润为108.7亿元和6.91亿元；历史收入和净利润4年CAGR分别为36.15%和65.36%。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。

智能显示交互方兴未艾，下游应用领域多点开花。智能显示交互应用领域不断延伸：智能电视显卡带动液晶显示板卡量价齐升，教育信息化、会议信息化提升交互智能平板需求，智能白电广泛应用液晶显示屏，车联网进程加快扩大车载显示屏需求。我们估算2018年，电视、教育、会议、家居、车联网等智能显示领域，国内和全球市场规模将达1000、2000亿元，全球潜在规模万亿元。

视源股份业务一之交互智能平板业务：教育信息化和会议信息化两大领域的中国龙头。(1)“希沃”系列平板领军国内教育市场，市场份额35%，经销商模式打造强渠道，结合新高考推出的电子班牌2018年将贡献新的收入来源(2)与海外品牌开展教育平板ODM合作，预计2018年ODM收入达7亿元；(3)会议平板MAXHUB性价比，国内市场份额居首位。预计2018-2020年交互智能平板收入将达69.8、99.1和127.0亿元。

视源股份业务二之液晶显示主控板卡：行业地位持续领先，智能电视板卡收入占比提升。公司液晶显示主控板卡业务的全球市场份额约30%，行业地位持续领先，2017年公司智能电视板卡出货量占比已提升至15%，由于智能电视显示板卡的单价约为非智能板卡的2-3倍，显著带动公司的液晶显示主控板卡业务收入。我们预计2018-2020年液晶显示板卡收入将达到61.0、67.7和75.1亿元。

视源股份业务三之衍生业务：智能家居和汽车电子业务有望率先爆发。公司积极布局智能家居、汽车电子、人工智能、健康医疗等衍生业务，2018年汽车电子业务收入有望突破1亿元。我们预计2018-2020年衍生业务收入将合计达11.2、14.4和18.5亿元。。

业绩预测和估值指标。我们维持视源股份2018-2020年归母净利润为9.60、12.95、17.03亿元，对应EPS为1.47、1.99、2.62元，维持公司“买入”评级。

风险提示：液晶显示板卡收入下降、智能平板拓展不及预期、汇率波动

表 10：视源股份盈利预测

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8,237.94	10,867.61	14,193.10	18,124.58	22,090.24
营业收入增长率	37.39%	31.92%	30.60%	27.70%	21.88%
净利润(百万元)	741.96	691.08	960.41	1,295.47	1,703.29
净利润增长率	109.32%	-6.86%	38.97%	34.89%	31.48%
EPS(元)	1.14	1.06	1.47	1.99	2.62
P/E	53	57	41	31	23

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测 注：股价为2018年7月20日收盘价

7.2、科斯伍德 (300192.SZ)：7.7 亿元现金并购龙门教育

科斯伍德 7.7 亿元现金并购龙门教育 51% 股权，陕西 K12 培训巨头登陆 A 股市场。科斯伍德 (300192.SZ) 是环保胶印油墨行业的龙头企业。科斯伍德以 7.7 亿元现金并购新三板挂牌公司龙门教育 (838830.OC) 50.53% 股权。龙门教育是陕西省全日制中高考培训龙头企业，以“三中”为主要战略：中西部区域、中高考赛道上的中等生市场。主营业务是全封闭 VIP 校区培训服务、K12 课外培训服务以及在线课程和教学辅助软件销售。

K12 培训行业之中高考复读新兴赛道趋势渐起。需求端：收费、学生数量、参培量三大维度共同催生行业海量空间，我们测算 2018/2020 年 K12 课外培训行业 3 年的 CAGR 约为 19%，市场规模分别达到约 7140 亿元和 1.2 万亿元。**供给端：**我们认为率先布局 K12 课外培训新兴赛道的优质资产有望与老牌机构形成错位竞争，市场占有率将不断提升。龙门教育有望受益于二三线城市 K12 课外培训市场的爆发及中高考复读赛道的兴起。

全封闭 VIP 校区培训业务：毛利率较高，未来战略扩张重点。该业务目前在西安拥有 5 个校区，面向中高考应届生/复读生及高一、高二学生。龙门教育 2017 年生均收费中考生 15000 元，高考生 25200 元。2017 年龙门教育全封闭 VIP 校区培训业务收入 2.27 亿元，我们预计 2018-2020 年收入分别为 2.78、3.18、4.10 亿元。

K12 课外培训业务：布局 16 个城市和 62 个学习中心，为 VIP 校区业务导流，未来将探索新高考带来的产品服务需求。龙门教育 2016 年新增 K12 课外培训业务，目前已在 16 个城市成立子公司，新设 62 家学习中心。该业务 2017 年收入 1.16 亿元，我们预计该业务 2018~2020 年收入为 2.76、3.67、5.08 亿元。

营利性高中业务：《新民促法》允许民办高中营利，龙门教育开启营利性高中业务。龙门教育初期计划在全国 12 个省会城市开办营利性高中，未来还将在北上广深等地开设国际班。

业绩预测和估值指标：科斯伍德于 2017 年 12 月 28 日完成龙门教育 50.53% 股权的交割过户。我们维持科斯伍德 18~20 年净利润预测为 1.26、1.06 和 1.31 亿元，对应 2018~2020 年 EPS 为 0.52/0.44/0.54 元，维持“买入”评级。

风险因素。同业市场竞争风险、规模扩大的管理风险。

表 11：科斯伍德盈利预测

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	489.74	472.13	1,152.47	1,333.99	1,605.19
营业收入增长率 YoY	-1.08%	-3.60%	144.10%	15.75%	20.33%
净利润(百万元)	36.00	5.76	126.25	106.44	131.06
净利润增长率 YoY	3.68%	-83.99%	2089.96%	-15.69%	23.12%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.15	0.02	0.52	0.44	0.54
PE	72	453	21	25	20

资料来源：Wind，光大证券研究所预测 股价为 2018 年 7 月 20 日收盘价

7.3、立思辰（300010.SZ）：聚焦教育业务，加码 K12 语文教培

立思辰是未来教育科技龙头企业。公司主营教育和信息安全业务，目前信息安全业务计划全面剥离，聚焦教育业务。公司智慧教育业务已逐步实现教育和 IT 深度融合，主要提供区域教育云、智慧校园顶层设计、校本课程和核心学科应用等服务；学习服务业务主要为大语文课外素质教育培训服务；升学服务业务包括高考志愿填报服务、自主招生服务、生涯规划服务、艺考咨询服务等高考升学服务和留学服务，目前，公司留学服务已在国内开设逾 2 个分支机构，业务覆盖美国、加拿大等 30 个国家逾 3000 所院校。

立思辰坚定转型教育，教育占比逐步提升。公司以“智慧教育+学习/升学服务”为核心，打通校内校外、线上线下、国内国外学习场景，提供面向 B 端的公平高质量智慧教育服务和面向 C 端的个性化学习/升学服务。公司教育业务占比逐步提升，2017 年教育产品及管理解决方案营收达 12.01 亿元，占比达 55.57%，已超过 50%。2017 年，公司高考升学服务业务快速扩张，实现营收 1.11 亿元，同比增长 185.54%，覆盖 20 个省份的 27 家分公司，举办线下活动 680 次，覆盖 13 万人，自媒体访问量新增 1.3 亿，微信社群新增 7 万人，高考管家 APP 下载量新增 70 万次。

立思辰收购中文未来，加码 K12 语文教培赛道。2017 年，公司完成对中国语文学习服务领域领先企业中文未来 51% 股权的收购。中文未来创始团队是大语文教研体系的创立者，深耕 K12 语文学习服务领域多年。随着新高考教育改革不断推进，语文学科基础地位和分数占比逐渐提高，以培养综合素质为核心的语文学科有望成功为学习服务行业新增长点。公司拥有全国最领先的大语文教研体系，丰富的语文内容资源和独特的教学体系，提升学生语文学习兴趣，培养学生文学素养，是语文学习服务领域领先企业。

业绩预测和估值指标。我们维持立思辰 2018/2019/2020 年净利润预测为 2.12/2.26/2.41 亿元，维持 EPS 预测为 0.24/0.26/0.28 元，当前股价对应 3 年 P/E 为 48x、45x 和 41x，维持“增持”评级。

风险因素。行业竞争加剧风险；产业政策变化风险；商誉减值风险；应收账款风险；并购投资收益未达预期风险；人力资源建设与企业发展阶段不匹配风险。

表 12：立思辰盈利预测

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,883.63	2,161.08	2,257.23	2,385.11	2,575.51
增长率 YoY(%)	84.10%	14.73%	4.45%	5.67%	7.98%
净利润(百万元)	280.31	202.78	211.76	225.70	240.71
增长率 YoY(%)	115.38%	-27.66%	4.43%	6.59%	6.65%
每股收益(元)	0.32	0.23	0.24	0.26	0.28
市盈率 PE(x)	32	44	42	40	37

资料来源：Wind，光大证券研究所预测 注：（1）盈利预测为光大证券研究所预测；（2）股价为 2018 年 7 月 20 日收盘价。

7.4、佳发教育（300559.SZ）：紧抓“新高考”改革机遇，有望迎来新的业务增长点

佳发教育是“新高考”云巅智慧教育整体解决方案提供商。公司主营具有自主知识产权和自主品牌的教育信息化产品的研发、生产、销售以及相关运行维护服务，公司主要产品包括国家教育考试考务综合管理平台以及网上巡查、作弊防控、学业考试报名与管理、英语口语考试评测训练等教育考试考务信息化系统和电子班牌、常态化考阅、教学录播、互动课堂、教学资源云平台等“新高考”云巅智慧教育相关产品。

佳发教育考试信息化市场份额扩大，升级换代周期带来新的收入增长。2008年标注化考场开始建设，2013年考试信息化系统进入建设高峰期，目前正进入5年左右升级更换周期。公司提供考试考务管理平台、网上巡查系统、身份认证系统、作弊防控系统、应急指挥系统和学业水平考试报名和管理系统等一个平台五个系统，目前已参与河南、四川、内蒙古、重庆、上海、浙江等28个省（直辖市）、逾140个地市的标准化考点建设，覆盖1.3万所学校、30万个班级，班级市占率达53%。

佳发教育紧抓“新高考”改革机遇，布局云巅智慧教育。2014年国务院发布《关于深化考试招生制度改革的实施意见》，正式拉开“新高考”改革序幕。继浙江、上海之后，全国29个省、市、自治区明确“新高考”改革时间表，北京、天津、山东、海南等4个省市改革已于2017年秋季落地，2018年将有18个省市集中启动“新高考”改革。公司提供智慧走班排课、电子班牌、在线巡课、智能英语听说练习测评系统等云巅智慧教育产品，初步完善新高考产品布局，解决新高考改革后分层走班制教学、教学管理、教学评价等问题，2017年已在河南、重庆、云南、四川和上海实现销售。

佳发教育注重产品研发，助力产品创新升级。公司2017年研发费用同比增长80.68%，公司拥有“考场作弊信号疑似度综合评价办法”、“考场作弊信号智能识别与取证还原方法”、“基于双重生物特征识别与RFID交叉验证的云端考生身份认证技术”等多项核心技术和实用新型专利18项、发明专利7项和软件著作权51项，为产品不断创新升级提供强有力支撑。

业绩预测和估值指标。根据Wind一致预测，佳发教育2018~2020年净利润为1.00/1.30/1.63亿元，2018/2019/2020年EPS为1.40/1.81/2.27元，当前股价对应2018/2019/2020年P/E为23x、18x和14x。

风险因素。市场竞争风险；行业依赖程度较高风险；应收账款回收风险。

表 13：佳发教育盈利预测

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	165.73	192.23	259.70	342.80	432.96
增长率 YoY(%)	11.59	15.99	35.10	32.00	26.30
净利润(百万元)	61.78	73.14	100.20	130.26	162.83
增长率 YoY(%)	7.29	18.39	37.00	29.99	25.01
每股收益(元)	0.86	1.02	1.40	1.81	2.27
市盈率 PE(x)	38	32	23	18	14

资料来源：Wind，光大证券研究所注：（1）盈利预测为Wind一致预测；（2）股价为2018年7月20日收盘价。

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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 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, 光大证券股份有限公司的经营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, 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。

本证券研究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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見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, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳		13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com	
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com	
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com	
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
	深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
李潇		0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
张亦潇		0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
王渊锋		0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
张靖雯		0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
牟俊宇		0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com	
	梁超		15158266108	liangc@ebscn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com	
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com	
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com	
	周梦颖	021-22169087	15618752262	zhoumengying@ebscn.com	
	金融同业与战略客户	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
		丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
		徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
王通		021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com	
私募业务部	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com	
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com	
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com	
	安玲娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com	
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com	
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com	
	左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com	
	任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com	
	俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com	