

增持

——维持

日期：2018年7月30日

行业：教育



分析师：周菁

Tel: 021-53686158

E-mail: zhoujing@shzq.com

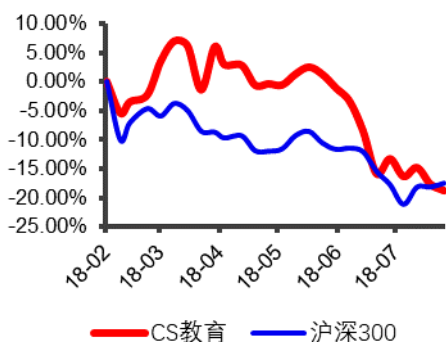
SAC 证书编号: S0870518070002

证券研究报告 / 行业研究 / 行业动态

新东方和好未来发布最新财报，K12 教培如何破局？

——教育行业周报

最近6个月行业指数与沪深300指数比较



报告编号:

■ 一周表现回顾:

上周上证综指上涨 1.57%，深证成指上涨 0.48%，中小板指下降 0.16%，创业板指下降 0.93%。同期，教育 A 股上涨 0.88%，教育港股上涨 4.10%，教育美股下降 3.22%。教育个股方面，上周股价上涨幅度较大的有勤上股份(10.20%)、高乐股份(8.28%)、拓维信息(4.81%)、秀强股份(4.32%)、电光科技(3.90%)。上周股价下跌幅度较大的有和晶科技(-6.73%)、开元股份(-5.81%)、三盛教育(-2.80%)、三垒股份(-2.50%)和科斯伍德(-1.98%)。教育港股中周涨幅较大的有宇华教育(9.96%)、天立教育(9.78%)、中国新华教育(7.84%)、枫叶教育(6.64%)、民生教育(5.52%)、新高教集团(4.92%)。跌幅较大的有 21 世纪教育(-2.05%)、成实外教育(-0.62%)。教育美股中周涨幅较大的有瑞思学科英语(4.42%)、达内科技(3.33%)、正保远程(1.47%)、海亮教育(0.67%)、精锐教育(0.50%)。跌幅较大的有尚德机构(-17.36%)、好未来(-14.53%)、新东方(-3.89%)、博实乐(-3.35%)、四季教育(-3.29%)。

■ 行业最新动态:

- 1、希望教育在港 IPO 发行超 16 亿股，融资或将达 32 亿港元
- 2、嗨学网拟投资 5 亿元建立成都中心，并已完成 D 轮融资
- 3、寓乐湾完成 C 轮融资，沅华资本领投
- 4、杰睿教育完成 1.3 亿元 A 轮融资，真格教育基金领投

■ 投资建议:

近期，新东方和好未来纷纷发布最新一季财报，从中可以窥见两大巨头发展路径存在一定的差异性，我们由此探寻 K12 传统教培机构的破局：

(1) 新东方：仍在新一轮线下扩张期，但预期扩张速度适当放缓，平衡扩张与盈利。2018 财年新东方全国校区教室面积增长 40%，招生增长 30.3%，产能供给增速超过生源增速，2019 财年新东方将新增教室产能控制在 20-25%，更关注提高现有教室的使用率及学生留存率，从而逐步恢复盈利水平。(2) 好未来：从线下扩张转为线上扩张，放缓线下扩张速度，发力在线教育。受全国整顿 K12 教培行业的政策不确定性影响，好未来放缓前期扩张较快的线下业务，FY19Q1 教室产能增长 18%，预计 Q2 增长 14%，未来重心转向大力发展在线教育。FY19Q1，在线业务

收入美元计增速高达 212.8%，招生同比增长 144.7%，收入占比 9%，招生占比 23%。核心的培优业务中，收入美元合计增速 72%、招生同比增长 87%，其中纯线下培优收入美元计增速 66.7%、招生同比增长 34.4%，可见在线业务已成为好未来生源持续高增长的新动力。**(3) 传统区域龙头：借助资本优势，自建+战略投资加快从区域走向全国。**代表如卓越教育，根据招股书，未来 3 年，卓越教育拟在广东省多个主要城市及华南及全国若干主要城市，开设约 150 个新教育中心，三年复合增速达 22.4%，与新东方扩张速度相当，同时卓越教育计划收购或战略投资若干具有区域知名度的 K12 课外培训机构，以提高市占率。**(4) 新物种：以“投资并购+投后管理”为核心发展方式，快速整合高度分散的 K12 教培市场。**代表如朴新教育，成立四年时间已经收购了 48 家学校，在全国建立近 400 个学习中心，数量规模居行业第三，市占率迅速提升。该种模式的优势在于能够迅速扩大规模，抢占市场，但是经营难度在于投后如何做到真正的整合。朴新的方式是在收购标的后，派驻校长或总经理进行从上至下的把控，并搭建 PDS 系统进行每一个运营模块的严格统一标准化，从而实现外购标的的内化。

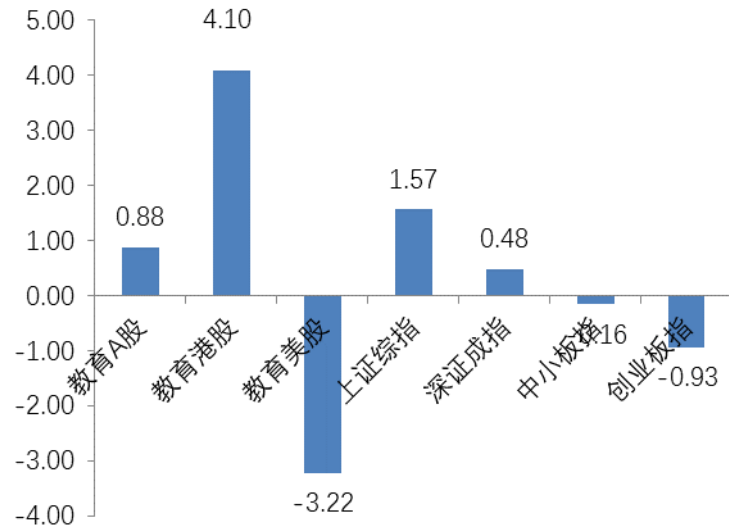
总的来看，目前传统的 K12 教培龙头仍保持较快的线下扩张增速，以加大市场份额的获取，但受到政策影响及扩张期盈利水平下滑的制约，产能增速从 30-40%降至 20-25%左右，同时在线教育成为龙头日益关注的新战场。此外，K12 教培行业高度分散为并购整合提供了充分的机会，通过“投资并购”模式迅速整合实力较弱的中小机构再进行投后改造，也成为 K12 教培机构异军突起的新方式。

建议关注拟登陆港股的在线教育龙头机构新东方在线和沪江网，龙门教育并表及分红带来业绩大幅预增的科斯伍德，且继续关注港股实体学校资产，如枫叶教育、中教控股、宇华教育。

一、上周行业回顾

上周上证综指上涨 1.57%，深证成指上涨 0.48%，中小板指下降 0.16%，创业板指下降 0.93%。同期，教育 A 股上涨 0.88%，教育港股上涨 4.10%，教育美股下降 3.22%。

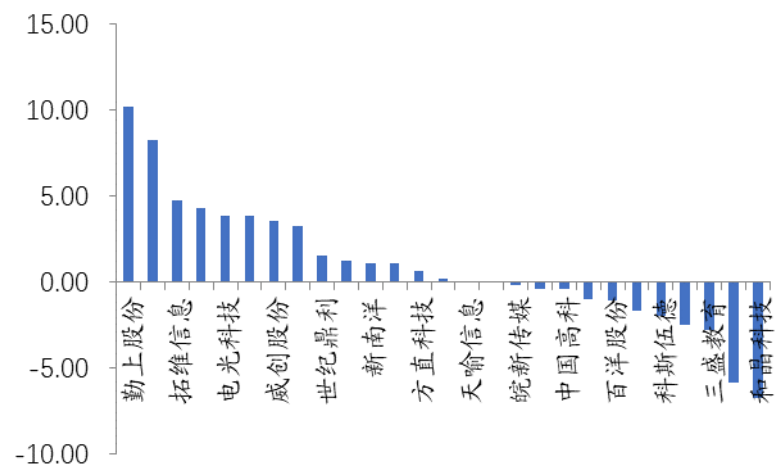
图 1 上周行业市场表现 (%)



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勤上股份 (10.20%)、高乐股份 (8.28%)、拓维信息 (4.81%)、秀强股份 (4.32%)、电光科技 (3.90%)。上周股价下跌幅度较大的有和晶科技 (-6.73%)、开元股份 (-5.81%)、三盛教育 (-2.80%)、三垒股份 (-2.50%) 和科斯伍德 (-1.98%)。

图 2 教育个股市场表现 (%)



数据来源: wind、上海证券研究所

教育港股中周涨幅较大的有宇华教育 (9.96%)、天立教育 (9.78%)、中国新华教育 (7.84%)、枫叶教育 (6.64%)、民生教育 (5.52%)、

新高教集团 (4.92%)。跌幅较大的有 21 世纪教育 (-2.05%)、成实外教育 (-0.62%)。

表 1 教育港股股票涨幅一览

股票代码	股票简称	周涨幅	月涨幅	季涨幅
6169.HK	宇华教育	9.97	15.63	53.39
1773.HK	天立教育	9.78	9.09	9.09
2779.HK	中国新华教育	7.84	11.45	28.71
1317.HK	枫叶教育	6.64	5.84	27.10
1569.HK	民生教育	5.52	4.95	40.44
2001.HK	新高教集团	4.92	14.89	42.00
6068.HK	睿见教育	3.94	9.33	29.86
0839.HK	中教控股	0.70	10.77	37.40
1565.HK	成实外教育	-0.62	-1.63	5.64
1598.HK	21 世纪教育	-2.05	-15.38	-16.37

来源: Wind、上海证券研究所

教育美股中周涨幅较大的有瑞思学科英语 (4.42%)、达内科技 (3.33%)、正保远程 (1.47%)、海亮教育 (0.67%)、精锐教育 (0.50%)。跌幅较大的有尚德机构 (-17.36%)、好未来 (-14.53%)、新东方 (-3.89%)、博实乐 (-3.35%)、四季教育 (-3.29%)。

表 2 教育美股股票涨幅一览

股票代码	股票简称	周涨幅	月涨幅	季涨幅
REDU	瑞思学科英语	4.42	-6.30	-17.05
TEDU	达内科技	3.33	14.93	-13.09
DL.N	正保远程	1.47	2.98	-4.40
HLG	海亮教育	0.67	-3.54	-3.77
ONE	精锐教育	0.50	3.32	-3.45
NEW.N	朴新教育	0.00	-11.54	-9.86
RYB	红黄蓝	-2.10	6.56	22.82
COE.N	无忧英语	-2.37	-8.33	-10.81
FEDU	四季教育	-3.29	-13.10	-31.74
BEDU	博实乐	-3.35	-8.12	9.46
EDU	新东方	-3.89	-5.27	-0.47
TAL	好未来	-14.53	-6.47	-4.12
STG.N	尚德机构	-17.36	-28.40	-21.53

数据来源: Wind、上海证券研究所

二、近期公司动态

表 3 教育相关上市公司公告

类型	公司名	代码	事件	内容
	洪涛股份	002325	装修装饰 业务经营 状况	2018Q2 装修装饰业务新签订单金额为 12.67 亿元，中标未签订单金额 5.38 亿元。
	盛通股份	002599	半年业绩 快报、回购 股份	1. 公司 2018H1 预计实现营业总收入 8.56 亿元 (+63.09%)，归属净利润 5,022.68 万元 (+66.33%)。2. 公司拟以集中竞价的交易方式回购公司股份，回购股份的价格区间为不低于人民币 1 元/股、不超过人民币 13 元/股，回购股份的性质为非限售股，股本变更为 3.25 亿股。
	立思辰	300010	股份质押、 聘任副总 裁、股权转 让	1. 公司控股股东池燕明质押公司 550 万股，占其所持 3.69%，累计质押 5979 万股，占其所持 40.07%。2. 公司拟聘任刘顺利先生担任公司副总裁。3. 股权转让后，诸葛创意、竹格雪棠拟将所持股份转让给于奕昕，奕昕届时将持股 2138.06 万股，占比 2.45%。
公司公告	全通教育	300359	解除质押	公司实际控制人林小雅女士拟解押公司 1,620 万股，占其所持 99.01%。林小雅女士直接持有公司股份 1,636 万股，占公司总股本的 2.58%。
	新南洋	600661	对外投资、 设立基金、 设立合资 公司	1. 公司拟收购韩国 CDL 公司 79.40 万股普通股。预估交易金额约为 124.45 亿韩元（约为 7,460.38 万元人民币）。2. 公司拟与金山资本共同发起设立金洋教育产业并购基金，公司作为有限合伙人拟出资 9,500 万元，公司全资子公司交洋商务作为普通合伙人拟出资 100 万元，首期规模不超过 5 亿元，投向国内教育培训、教育科技等相关行业。3. 公司拟与威海产业发展基金共同发起设立鲲鹏新南洋教育产业投资基金。公司作为有限合伙人拟出资 1.2 亿元，公司全资子公司交洋商务认缴 GP 公司。并购基金首期规模 5 亿元，投向教育培训，幼儿园，国际学校及其他教育领域。4. 公司全资子公司昂立教育与韩国 CDL 公司旗下全资子公司清潭中国共同发起设立合资公司昂立哆来咪教育科技，昂立教育拟出资人民币 3060 万元，发展少儿英语教育培训。
	威创股份	002308	股权过户、 战略合作	1. 凯瑞联盟股权过户手续已完成，公司持股 35%。2. 公司与教育部学校规划建设发展中心签署战略合作协议。
	开元股份	300338	减持股份	公司董事、总经理罗旭东计划减持不超过 750 万股（占本公司总股本比例 2.21%）。

数据来源：Wind、上海证券研究所

三、行业近期热点信息

希望教育在港 IPO 发行超 16 亿股，融资或将达 32 亿港元

四川民办高等教育集团希望教育拟以每股 1.52 港元至 1.92 港元发行 16.7 亿股，集资最多将达 32 亿港元。希望教育或将于 7 月 27 日定价，8 月 3 日正式在港交所挂牌。希望教育 2015 年营收 4.87 亿元，2016 年营收 6.14 亿元，2017 年营收 7.52 亿元。净利润由 2015 年的 0.64

亿元增长至 2017 年的 2.19 亿元，净利率由 13.2% 增长至 29.1%。希望教育成立于 2007 年，以高等教育与职业教育为主要业务。目前，希望教育共运营八所高等院校，包括三所大学以及五所大专院校，分别在四川，贵州以及山西三个省份，其中有五所是希望教育陆续并购而来。希望教育通过并购和创办的方式，不断增加学校数量，累积学生基础。希望教育在校学生人数 2014 年为 4.14 万人，到 2017 年已经达到 8.66 万。以截至 2017 年 12 月 31 日就读人数计算，希望教育为全国第二大民办高等教育集团，市场份额为 1.1%。

嗨学网拟投资 5 亿元建立成都中心，并已完成 D 轮融资

互联网在线职业教育公司嗨学网与成都市成华区建设路金融商务总部发展区促进中心就“嗨学成都中心项目”投资签订战略合作协议。嗨学网于最近完成 D 轮融资，投资方包括清华控股旗下教育领域的投资基金。嗨学未来拟在成华区投资总计 5 亿元，将“嗨学成都中心项目”建设成为影响全省乃至全国的在线教育项目。嗨学网还将在成华区布局成立嗨学成都中心，作为继北京之后的第二总部。此外，嗨学网在成华区成立了微信营销中心，进一步拓展西南业务。

寓乐湾完成 C 轮融资，泓华资本领投

寓乐湾完成 C 轮融资，由泓华资本领投，华和资本、御润资本跟投。本轮融资将基于寓乐湾的顶层设计主要用于业务的进一步拓展。寓乐湾成立于 2013 年 8 月，主营 STEAM 跨学科学习课程及产品服务。自 2013 年成立，寓乐湾耗时四年完成了顶层设计下各个业务模块的构建。寓乐湾的顶层设计中 STEAM 教育可以分为两大板块，一是教育云承载下的个性化学习，由大数据测评系统引导进行精准的测评与学习资源的推送，依托云端平台提供个性化的资源学习。二是以学生核心素养为培养目标的学习空间的搭建，校内装备与课程体系的研发应用与校外培训校区的建立实施，旨在共同打造最适宜的 STEAM 教育学习空间。寓乐湾 STEAM 云平台的使用用户有 60 万学生，2018 年上半年，寓乐湾在 C 端的付费用户近 10 万人。此外，2018 年的营收目标是 2 亿元。

杰睿教育完成 1.3 亿元 A 轮融资，真格教育基金领投

杰睿教育宣布完成 1.3 亿元 A 轮融资，由真格教育基金领投，融金富海、千帆资本跟投。本次融资将主要用于收购标的、产品研发和技术投入。杰睿教育创办于 2004 年，主营英语学科课外辅导，是北京地区老牌 K12 教育培训机构，2017 年 11 月由原高思教育联合创始人池恒及其团队完成对杰睿的收购重组。北京杰睿教育与同时完成收购的

济南精英教育、徐州直通车教育将作为一二三线城市标杆，助力杰睿教育集团进行全国并购式扩张，未来收购标的主要聚焦在二三线市场的区域龙头企业。杰睿教育新的管理团队来自教育、投资、互联网等不同领域，通过技术方式搭建集团产品、营销、运营等系统，以集团后台赋能方式帮助收购企业完成定制化改造策略，帮助收购企业突破原有管理瓶颈。

艺术培训品牌维欧艺术联盟获 2000 万元 A 轮融资

艺术培训品牌维欧艺术联盟获 2000 万元 A 轮融资，由普丰资本投资，本轮融资主要用于拓展市场和挖掘供应链资源。2017 年，维欧在北京、上海、深圳等城市开设了 12 个校区，营收为数千万元，净利率为 50%；今年预计营收目标过亿元。维欧成立于 2011 年，起初以服装设计为主；2013 年服装留学培训机构成立，新增珠宝留学培训专业基础课；2014 年开设了服装，珠宝，平面，新媒体，电影等多个专业；2015 年上海分部成立，正式开设游学课程；2016 年深圳分部成立，并成立时尚产业众创空间及维欧设计师联盟。成立至今，有 2000 多名设计师进入了全球国际院校，平均每个学员拿到 4 个高校 offer。

鲸鱼小班获千万美元 A 轮融资，清新资本领投山行资本跟投

国内首家同伴式青少儿在线英语学习平台“鲸鱼小班”(原柔持英语)对外宣布已完成由清新资本领投、山行资本跟投的千万美元 A 轮融资。鲸鱼小班始终坚持“三固定”模式(“固定老师、固定同伴、固定课表”)，得益于差异的模式、明显的效果和良好的口碑，鲸鱼小班在过去半年内业绩增长了近五倍，月流水已经突破千万。

新东方推出加拿大本科预科课程，主要面向国内高中生

新东方与加拿大数字化教学研究中心(简称 DLRC/TVO-ILC)签署了战略合作伙伴协议，同时对外发布了新东方留学考试国际名校预科项目。此次推出的一年期 OSSD(安大略省高中文凭)预科课程项目，主要面向国内高中生，目标是帮助学生提前衔接中西教育，过渡语言环境，巩固学习基础，提高学生语言、学术和自主学习能力。入读 OSSD 课程后，每个学生将会注册安省学籍，以加拿大中学生身份申请加拿大大学。同时学生国内高中的课程可以转学分，实际只需要一年的学习时间就可以拿到安省高中毕业文凭，无需从头学习加拿大四年高中课程。

网易有道推出少儿阅读应用“有道乐读”，付费会员 25 元包月

近日，网易有道公司上线少儿阅读应用有道乐读，面向 6-15 岁的少

年儿童提供阅读服务。乐读根据儿童发展心理学和青少年阅读力成长规律建立起了一套少儿阅读阶段和阶梯书库，将少儿阅读从萌芽期到独立阅读期细分为五个阶段，分别给不同阶段的孩子提供合适的书。根据不同用户的使用场景，乐读提供了包括有声书、知识专栏，各种主题电子书及绘本在内的多种阅读方式。目前，乐读采用付费会员包月制，25元包月。

阿凡题与上海昂立教育达成战略合作，将人工智能植入传统晚辅

阿凡题宣布与昂立教育达成战略合作，双方将在上海开办联合品牌校区，将人工智能植入传统晚辅。在模式跑通之后，双方还计划在更大范围的合作校区中植入阿凡题的产品和技术。阿凡题致力于用人工智能技术打造“中央课堂”，赋能线下传统机构，现已经将传统托管业务升级为晚辅。目前，以作业辅导为核心的阿凡题晚辅向后续课程（一对一、班课）的转化率超过50%，续费率接近90%。相比传统同类型机构，坪效可做到翻番。此外，阿凡题学生成绩提高比例也普遍超过90%。

四、投资建议

近期，新东方和好未来纷纷发布最新一季财报，从中可以窥见两大巨头发展路径存在一定的差异性，我们由此探寻 K12 传统教培机构的破局：**(1) 新东方：仍在新一轮线下扩张期，但预期扩张速度适当放缓，平衡扩张与盈利。**2018 财年新东方全国校区教室面积增长 40%，招生增长 30.3%，产能供给增速超过生源增速，2019 财年新东方将新增教室产能控制在 20-25%，更关注提高现有教室的使用率及学生留存率，从而逐步恢复盈利水平。**(2) 好未来：从线下扩张转为线上扩张，放缓线下扩张速度，发力在线教育。**受全国整顿 K12 教培行业的政策不确定性影响，好未来放缓前期扩张较快的线下业务，FY19Q1 教室产能增长 18%，预计 Q2 增长 14%，未来重心转向大力发展在线教育。FY19Q1，在线业务收入美元计增速高达 212.8%，招生同比增长 144.7%，收入占比 9%，招生占比 23%。核心的培优业务中，收入美元合计增速 72%、招生同比增长 87%，其中纯线下培优收入美元计增速 66.7%、招生同比增长 34.4%，可见在线业务已成为好未来生源持续高增长的新动力。**(3) 传统区域龙头：借助资本优势，自建+战略投资加快从区域走向全国。**代表如卓越教育，根据招股书，未来 3 年，卓越教育拟在广东省多个主要城市及华南及全国若干主要城市，开设约 150 个新教育中心，三年复合增速达 22.4%，与新东方扩张速度相当，同时卓越教育计划收购或战略投资若干具有区域知名度的 K12 课外培训机构，以提高市占率。**(4) 新物种：以“投资并购+投**

后管理”为核心发展方式，快速整合高度分散的 K12 教培市场。代表如朴新教育，成立四年时间已经收购了 48 家学校，在全国建立近 400 个学习中心，数量规模居行业第三，市占率迅速提升。该种模式的优势在于能够迅速扩大规模，抢占市场，但是经营难度在于投后如何做到真正的整合。朴新的方式是在收购标的后，派驻校长或总经理进行从上至下的把控，并搭建 PDS 系统进行每一个运营模块的严格统一标准化，从而实现外购标的的内化。

总的来看，目前传统的 K12 教培龙头仍保持较快的线下扩张增速，以加大市场份额的获取，但受到政策影响及扩张期盈利水平下滑的制约，产能增速从 30-40% 降至 20-25% 左右，同时在线教育成为龙头日益关注的新战场。此外，K12 教培行业高度分散为并购整合提供了充分的机会，通过“投资并购”模式迅速整合实力较弱的中小机构再进行投后改造，也成为 K12 教培机构异军突起的新方式。

建议关注拟登陆港股的在线教育龙头机构新东方在线和沪江网，龙门教育并表及分红带来业绩大幅预增的科斯伍德，且继续关注港股实体学校资产，如枫叶教育、中教控股、宇华教育。

分析师承诺

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。

免责声明

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声明具有修改权和最终解释权。