

增持

——维持

证券研究报告 / 行业研究 / 行业动态

日期: 2018年8月20日

行业: 教育



分析师: 周菁

Tel: 021-53686158

E-mail: zhoujing@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518070002

## 送审稿引发港股学校资产股价巨大波动

### ——教育行业周报

#### ■ 一周表现回顾:

上周上证综指下跌 4.52%，深证成指下跌 5.18%，中小板指下跌 5.30%，创业板指下跌 5.12%。同期，教育 A 股下跌 4.22%，教育港股下跌 23.35%，教育美股上涨 41.84%。教育个股方面，上周股价上涨的仅有高乐股份（43.53%）；股价下跌幅度较大的有凯文教育（-11.79%）、威创股份（-11.01%）、拓维信息（-10.76%）、立思辰（-10.13%）和文化长城（-9.14%）。上周教育港股受《民促法实施条例》送审稿影响迎来较大波动，多数个股周跌幅超过 30%，其中天立教育下跌 43.61%、枫叶教育下跌 42.62%、睿见教育下跌 39.62%、宇华教育下跌 39.55%、中国新华教育下跌 36.81%。上周教育美股中股价上涨的有正保远程（2.93%）、达内科技（1.25%）、精锐教育（0.50%）。跌幅较大的有尚德机构（-21.20%）、博实乐（-17.43%）、瑞思学科英语（-14.43%）、海亮教育（-12.36%）、好未来（-10.06%）。

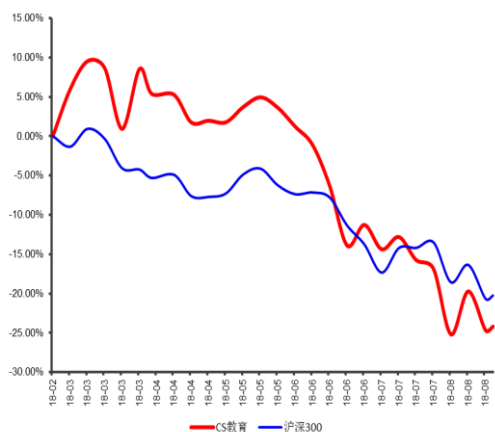
#### ■ 行业最新动态:

- 1、ATA 以 5000 万人民币收购美之旅 100% 股权
- 2、编玩边学获科大讯飞 Pre-B 轮数千万元战略投资，借学校端引流
- 3、京东教育在线平台将于 8 月份同时在京东官网和 APP 正式上线
- 4、新高考校内服务提供商和气聚力获 5000 万元 A 轮投资
- 5、爱培优获数千万元 Pre-A 轮融资，用于课程产品、运营服务升级等

#### ■ 投资建议:

上周，因为送审稿影响，港股教育板块迎来巨大波动，部分个股周跌幅超过 30%，港股教育市值缩水严重。首先需要说明的是，送审稿的本意仍是促进民办教育稳定、健康发展，但与 420 的征求意见稿相比，加强了从本质上区分营利性和非营利性办学。从各个板块受影响程度来看，我们认为（1）高等教育：原则上并购逻辑不受影响，但未来将更倾向于标的先做营利性变更再考虑对其兼并收购，此举可能会加速目前尚未作出选择的标的提前进行营利性变更，且营利性高校综合运营成本上升（土地出让、税收补贴减少），未来存在盈利下滑的风险，需要修炼内功提升办学质量；第 7 条规定使得营利性独立学院的母体高校被强制性退出，出售意愿增强，潜在的独立学院标的数量有望增加；（2）K12 教育：受送审稿影响最大的板块，不确定性风险增强，如若落地，未来涉及 K9

最近 6 个月行业指数与沪深 300 指数比较



报告编号:

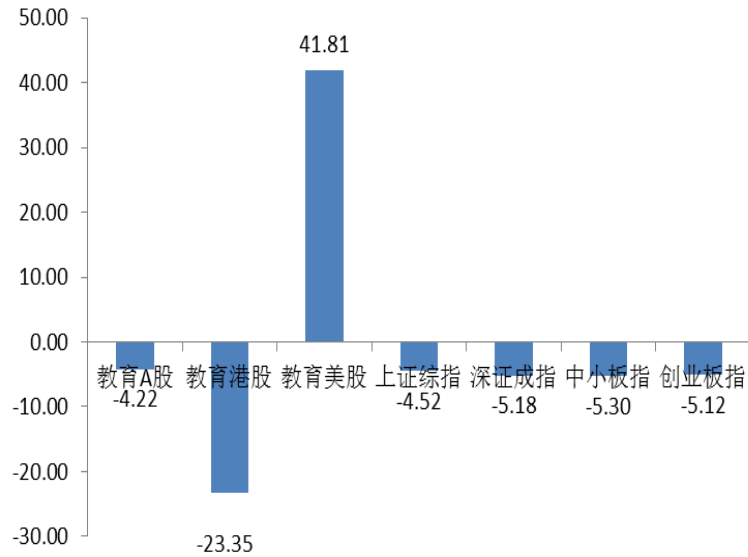
重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责声明。

的民办 K12 学校上市,依靠当前搭建 VIE 架构转移利润的模式可能受阻;如若再溯及过往,含 K9 的教育上市公司未来存在因剥离小学、初中资产导致的业绩下滑风险(溯及过往会与第 45 条存在部分矛盾),且并购受限的情况下将更倾向于选择自建扩建等内生增长方式。目前第 12 条引发社会各界较大争议,我们认为由于送审稿处于征求意见阶段,可能存在一定的修改空间;(3) 学前教育:明确非营利享受政策优惠但限价,营利自主定价。(4) 教育培训:学科辅导实行“先证后照”的审批制,设立需由县级以上人民政府教育行政部门审批,提高了办学门槛,有利于行业规范发展,不合规中小机构的出清将有利于行业龙头加速获取生源,市场集中度有望提升。素质教育可直接申请法人登记,不需在教育部门办理前置许可,简化设立流程,预计办学门槛的适当降低将增加市场中的素质教育供应商数量,具有优质素质教育内容、渠道布局完善的企业更易脱颖而出。此外,面向成人的职业教育培训也同样受益于办理流程的简化。(5) 在线教育:适应形势,加强规范,明确在线学历教育必须取得办学许可和互联网经营许可“双证”。

## 一、上周行业回顾

上周上证综指下跌4.52%，深证成指下跌5.18%，中小板指下跌5.30%，创业板指下跌5.12%。同期，教育A股下跌4.22%，教育港股下跌23.35%，教育美股上涨41.84%。

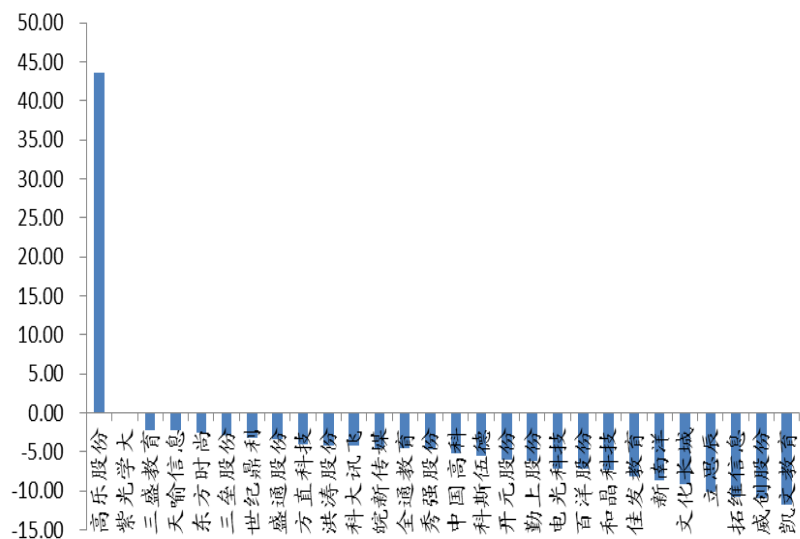
图 1 上周行业市场表现 (%)



数据来源: wind、上海证券研究所

教育个股方面，上周股价上涨的仅有高乐股份 (43.53%)；股价下跌幅度较大的有凯文教育 (-11.79%)、威创股份 (-11.01%)、拓维信息 (-10.76%)、立思辰 (-10.13%) 和文化长城 (-9.14%)。

图 2 教育个股市场表现 (%)



数据来源: wind、上海证券研究所

上周教育港股受《民促法实施条例》送审稿影响迎来较大波动，多数个股周跌幅超过 30%，其中天立教育下跌 43.61%、枫叶教育下跌

42.62%、睿见教育下跌 39.62%、宇华教育下跌 39.55%、中国新华教育下跌 36.81%。

表 1 教育港股涨跌幅一览

股票代码	股票简称	周涨幅	月涨幅	季涨幅
1565.HK	成实外教育	-3.89	-6.71	-10.63
1758.HK	博骏教育	-12.55	-24.74	-24.74
1598.HK	21 世纪教育	-20.69	-30.83	-46.20
1765.HK	希望教育	-24.54	-12.83	-12.83
1569.HK	民生教育	-30.12	-35.56	-38.30
2001.HK	新高教集团	-32.33	-38.03	-35.83
0839.HK	中教控股	-33.60	-35.96	-39.86
2779.HK	中国新华教育	-36.81	-35.81	-37.79
6169.HK	宇华教育	-39.55	-44.71	-39.66
6068.HK	睿见教育	-39.62	-40.92	-39.97
1317.HK	枫叶教育	-42.62	-44.58	-43.23
1773.HK	天立教育	-43.61	-45.81	-43.26

数据来源: Wind、上海证券研究所

上周教育美股中股价上涨的有正保远程(2.93%)、达内科技(1.25%)、精锐教育(0.50%)。跌幅较大的有尚德机构(-21.20%)、博实乐(-17.43%)、瑞思学科英语(-14.43%)、海亮教育(-12.36%)、好未来(-10.06%)。

表 2 教育美股涨跌幅一览

股票代码	股票简称	周涨幅	月涨幅	季涨幅
DL.N	正保远程	2.93	13.14	10.47
TEDU	达内科技	1.25	0.00	-7.31
ONE	精锐教育	0.50	1.44	1.66
EDU	新东方	-4.16	-3.10	-11.35
COE.N	无忧英语	-4.29	-3.27	-16.65
RYB	红黄蓝	-7.29	-3.34	17.25
FEDU	四季教育	-8.24	-2.24	-30.78
NEW.N	朴新教育	-8.59	-15.67	-32.62
TAL	好未来	-10.06	-2.72	-24.96
HLG	海亮教育	-12.36	-9.28	-10.87
REDU	瑞思学科英语	-14.43	-16.94	-30.50
BEDU	博实乐	-17.43	-18.99	-40.53
STG.N	尚德机构	-21.20	-13.93	-49.16

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
公司公告	科大讯飞	002230	2018H1 业绩&开展票据池业务	1、公司上半年实现营收 32.10 亿元 (+52.68%)、归属净利润 1.31 亿元 (+21.74%)、扣非归属净利润 2020 万元 (-74.39%)。2、公司董事会同意公司及控股子公司与国内商业银行开展票据池业务，共享不超过 5 亿元的票据池额度，可滚动使用。
	开元股份	300338	2018H1 业绩	公司上半年实现营收 5.98 亿元 (+91.12%)、归属净利润 6536 万元 (+18.60%)、扣非归属净利润 6255 万元 (+16.53%)。
	东方时尚	603377	2018H1 业绩	公司上半年实现营收 5.23 亿元 (-9.99%)、归属净利润 1.14 亿元 (+1.09%)、扣非归属净利润 7006 万元 (-31.72%)。
	立思辰	300010	签署合同	公司全资子公司立思辰合众签署张家口教育云 PPP 项目采购集成运维合同，合计金额约 3.13 亿元。
	世纪鼎利	300050	解禁	公司本次解除限售 433.50 万股，占比 0.78%，实际上市流通 319.42 万股，占比 0.57%。
	全通教育	300359	政府补助	公司年初至今累计收到政府补助 2173 万元，预计对 2018 年利润总额影响金额约为 173.19 万元。

数据来源：Wind、上海证券研究所

## 三、行业近期热点信息

### ATA 以 5000 万人民币收购美之旅 100% 股权，主营业务将转变为国际教育服务

ATA 宣布已经与美之旅签订了最终协议。根据最终收购条款，ATA 将以 5000 万人民币收购美之旅 100% 的股份，其中 3743 万人民币将分为现金和增发股票两种方式支付，各占 50%。美之旅主要提供游学产品及解决方案，包括海外学习和旅游服务，美之旅通过其 B2B 分销网络，每年为 7000 多名学生提供服务，并在海外拥有 1100 个寄宿家庭合作伙伴。美之旅在 30 多个国际游学目的地拥有超过 15 个类别的游学产品，包括语言、体育、艺术、技术等。

### 编玩边学获科大讯飞 Pre-B 轮数千万元战略投资，借学校端引流

编玩边学已于 7 月完成科大讯飞数千万元 Pre-B 轮战略投资，君联资本继续跟投，融资资金将主要用于课程与产品研发迭代、武汉教师基地扩张和全国渠道拓展。编玩边学的少儿编程课程体系与服务，将借助讯飞已有的渠道资源直接进校。科大讯飞是智能语音领域的领军者，在国际最高水平语音合成比赛 Blizzard Challenge 上取得 12 连冠。编玩边学将在个性化学习、学情自适应分析、师生在线交互、语音答疑等领域引入科大讯飞的核心 AI 技术支撑，提升教学体验与产品竞争力。双方合作推进少儿 AI 教育，少儿 AI 教育指教少儿学习 AI 知识，是编玩边学正在拓展的新领域，科大讯飞正在推进青少年 AI 教

育业务。

#### 新高考校内服务提供商和气聚力获 5000 万元 A 轮投资

北京和气聚力教育科技有限公司获顺为资本和清科辰光联合投资的 5000 万元 A 轮投资。北京和气聚力是一家用“互联网+教育”方式提供新高考校内服务的企业。旗下的“好专业升学规划研究院”，专攻新高考课题研究以及产品线研发，其核心产品主要辅助中学在新的考试与招生制度下，引导和管理学生的个性化选科、设计最优化分班方案，以及根据数百条个性化排课规则，编排教学课表，并对走班教学进行科学管理。该产品和服务已经服务了超过 600 所中学实施改革，其中为浙江和上海高中提供服务已超过三年。

#### 在线幼儿英语启蒙产品波比英语获千万元天使轮融资

在线幼儿英语启蒙产品波比英语完成千万元天使轮融资，投资方为明势资本。本轮融资将主要用于产品、内容开发和流量获取。针对 3-6 岁的儿童，波比英语基于 CEFR（欧洲共同语言参考标准）和教育部《中国英语能力等级量表》双标准，设计了一套基于小程序的互动式启蒙英语课，基于地球奇遇、童话世界、奇妙字母、魔法王国四个场景设计，分成 6 个 Level 共计 900 节课。通过语块化的教学理念和游戏化的学习形式，直接针对幼儿进行英语启蒙教育。

#### 爱培优获数千万元 Pre-A 轮融资，用于课程产品、运营服务升级等

专注于新高考自主选拔的在线教育平台爱培优宣布已完成数千万元 Pre-A 轮融资，方正和生、嘉程资本领投，共建创投跟投。爱培优立足于课程与产品，已研发出一套专门针对高中学校的自主选拔课程体系，同时组建了一支专职教学研究团队，为全日制中学提供自主招生、学科竞赛、师资培训、联考测评、教材研发等系统性整体解决方案，帮助中学通过自主招生、综合评价等方式实现升学需求。

#### 斑马少年运动完成 1000 万元 Pre-A 轮融资

青少年体育运动服务平台斑马少年运动宣布完成 1000 万人民币 Pre-A 轮融资，由复星锐正资本投资。此外，斑马少年运动与 CBA 劲旅广厦体育签订了战略合作协议，发布了最新互联网青训平台产品。斑马少年运动建立于 2016 年 5 月，是趣萌体育旗下的青少年运动成长平台。斑马少年运动为体育培训机构提供 SaaS 软件、赛事服务、体能培训等一站式解决方案的综合服务平台，也通过赛事、认证、积分等形式，打造青少年运动培训行业标准体系。目前，斑马少年运动合作的俱乐部数量近 200 家，累计报名人数达到万人，公司曾于 2016 年 6 月完成种子轮融资。

### 京东教育在线平台将于8月份同时在京东官网和APP正式上线

京东教育在线平台将于8月份在京东官网和APP同时上线。京东教育可为教育机构提供线上营销、金融服务等方面支持，同时教育机构也可在京东教育审核后进行课程产品售卖与线上授课。该平台对入驻机构收取保证金和平台使用费用，并根据不同的产品品类与机构进行业务分成，暂不对个人教师开放使用。在品类方面，京东教育共设置了九个业务模块，K12培训、资格证考试、职业教育等领域将率先开展。此外，京东教育还推出了基于LBS的线下服务业务和面向教育机构的“无界营销”服务。

### 运动宝贝收购孩提学苑，升级早托品牌 Momyhome Daycare

运动宝贝教育集团正式收购0-4岁日托品牌孩提学苑，并将其并入运动宝贝教育集团旗下全资子公司 Momyhome Daycare，这意味着运动宝贝将再次发力早幼教产业链部署。Momyhome 将会拓展百家中心，从餐食、日用品、师资等供应链全面发力，联合全国数十所高校的供应专项老师，建立起规模化运营的品牌优势。运动宝贝致力于为0-6岁的宝宝提供专业的早期潜能开发和成长指导，在全国范围内已有近400家线下早教中心。孩提学苑是中国一家面向0-3岁宝宝的美式日托教育机构，涵盖美式 DAYCARE 托育中心、家长学苑、国际化师资学苑和孩提研究苑项目，融合国内外教育理念，整合优质教育资源，集课程研发、师资培训、项目运营、品牌管理为一体。

## 四、投资建议

上周，因为送审稿影响，港股教育板块迎来巨大波动，部分个股周跌幅超过30%，港股教育市值缩水严重。首先需要说明的是，送审稿的本意仍是促进民办教育稳定、健康发展，但与420的征求意见稿相比，加强了从本质上区分营利性和非营利性办学。从各个板块受影响程度来看，我们认为（1）高等教育：原则上并购逻辑不受影响，但未来将更倾向于标的先做营利性变更再考虑对其兼并收购，此举可能会加速目前尚未作出选择的标的提前进行营利性变更，且营利性高校综合运营成本上升（土地出让、税收补贴减少），未来存在盈利下滑的风险，需要修炼内功提升办学质量；第7条规定使得营利性独立学院的母体高校被强制性退出，出售意愿增强，潜在的独立学院标的数量有望增加；（2）K12教育：受送审稿影响最大的板块，不确定性风险增强，如若落地，未来涉及K9的民办K12学校上市，依靠当前搭建VIE架构转移利润的模式可能受阻；如若再溯及过往，含K9的教育上市公司未来存在因剥离小学、初中资产导致的业绩下滑风险（溯及

过往会与第 45 条存在部分矛盾), 且并购受限的情况下将更倾向于选择自建扩建等内生增长方式。目前第 12 条引发社会各界较大争议, 我们认为由于送审稿处于征求意见阶段, 可能存在一定的修改空间;

(3) 学前教育: 明确非营利享受政策优惠但限价, 营利自主定价。

(4) 教育培训: 学科辅导实行“先证后照”的审批制, 设立需由县级以上人民政府教育行政部门审批, 提高了办学门槛, 有利于行业规范发展, 不合规中小机构的出清将有利于行业龙头加速获取生源, 市场集中度有望提升。素质教育可直接申请法人登记, 不需在教育部门办理前置许可, 简化设立流程, 预计办学门槛的适当降低将增加市场中的素质教育供应商数量, 具有优质素质教育内容、渠道布局完善的企业更易脱颖而出。此外, 面向成人的职业教育培训也同样受益于办理流程的简化。(5) 在线教育: 适应形势, 加强规范, 明确在线学历教育必须取得办学许可和互联网经营许可“双证”。

## 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。