

增持

——维持

证券研究报告 / 行业研究 / 行业动态

日期: 2018年8月27日

行业: 教育



分析师: 周菁

Tel: 021-53686158

E-mail: zhoujing@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518070002

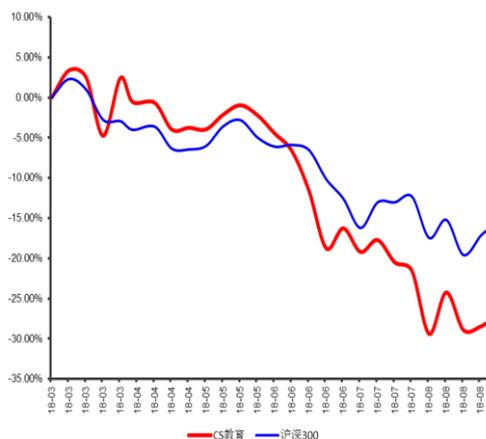
国务院发布意见规范校外培训, 分类管理态度明确

——教育行业周报

■ 一周表现回顾:

上周上证综指上涨 2.27%, 深证成指上涨 1.53%, 中小板指上涨 1.58%, 创业板指上涨 1.10%。同期, 教育 A 股下跌 0.33%, 教育港股上周受民生教育并购落地促动反弹上涨 12.64%, 教育美股下跌 1.08%。教育个股方面, 上周股价上涨幅度较大的有科斯伍德(9.82%)、东方时尚(7.64%)、佳发教育(7.00%)、秀强股份(6.42%)和和晶科技(5.08%); 股价下跌幅度较大的有高乐股份(-19.47%)、三盛教育(-17.67%)、凯文教育(-10.76%)、拓维信息(-5.13%)和开元股份(-3.84%)。上周教育港股迎来反弹, 民生教育公告成功收购云南滇池学院 51% 股权, 消除市场对《送审稿》影响高教板块并购逻辑的担忧, 高教个股迎来较大幅度反弹, 其中民生教育上涨 33.62%、新高教集团上涨 23.78%、中教控股上涨 20.48%、天立教育上涨 17.68%、宇华教育上涨 16.98%。上周教育美股中股价上涨幅度较大的有尚德机构(5.46%)、正保远程(3.79%)、博实乐(2.91%)、海亮教育(2.57%)和朴新教育(2.47%)。受国务院出台教培行业整治文件影响, K12 校外培训相关个股跌幅较大, 分别为四季教育(-10.44%)、新东方(-9.78%)、瑞思学科英语(-6.71%)、好未来(-4.37%)。

最近 6 个月行业指数与沪深 300 指数比较



报告编号:

■ 行业最新动态:

- 1、尚德机构 2018 财年 Q2 财报: 营收 4.818 亿元, 同比增长 134.1%
- 2、朴新上市后首次财报会: 将持续并购
- 3、DaDaBaby 核心课程升级, 上线两月已有数万家长用户
- 4、Lingo Bus 推海外华人子女中文课, 三年内付费学员将达 5 万人
- 5、北京拟从 9 月份起, 在义务教育阶段学校匹配校内托管班

■ 投资建议:

上周, 国务院发布《关于规范校外培训机构发展的意见》, 进一步加强对校外培训机构的治理与监管。与 2 月教育部联合四部委发文相比, 本次《意见》在诸多细节方面做了更明确更严格的规定:

第一, 分类管理态度明确。鼓励发展以培养中小学生兴趣爱好、创新精神和实践能力为目标的培训, 重点规范语数外物化生等学科知识培训, 坚决禁止应试、超标、超前培训及与招生入学挂钩的行为。我们认为, 从去年开始的地方性整治和今年开始的全国性整治主要针对的是 K12 阶

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。

段存在的校外补课现象，且主要是与考试科目相关的课程培训内容，增添了学生课外学习压力，因此多个文件出台核心是治理学科辅导类的校外培训机构，严格禁止超前超纲教学、禁止以搞奥数等形式将培训机构与学校招生挂钩；对于美术、音乐、体育、国学、编程等素质类培训，政府在机构符合设置要求的背景下持支持态度。值得注意的是，本次《意见》中提到的“坚决禁止应试”中的“应试”概念如何定义仍有待明晰，这与当前提供中小学学科辅导的校外培训机构的业务相关性较高，需准确把握。

第二，具体设置要求提高门槛。本次《意见》较之前教育部文件在办学机构设置标准方面做出了更清晰更高的硬性要求：（1）场所方面，同一培训时段内生均面积不低于3平方米，这条将对许多中小机构产生较大影响；（2）师资方面，从事语数外物化生等学科知识培训的教师必须具有相应的教师资格，短期内会减少市场上合格教师的供给，增加机构师资成本，长期来看提高了教师角色门槛，有助于提升教师群体的综合素质；（3）管理方面，加强党建，党的工作同步开展。

第三，加强规范培训行为。《意见》要求校外培训机构开展学科类培训的内容、班次、招生对象、进度、上课时间等要向所在地县级教育部门备案并向社会公布，不得一次性收取时间跨度超过3个月的费用。“3个月”的规定在此前的文件中从未出现，为本次《意见》首提，针对教培行业常见的预收制作出限定。教培行业预收制特点使得现金流较为充裕，3个月的规定一定程度上将会影响教培机构的现金流状况，上市公司有广泛的融资渠道，抗风险能力比一般的中小机构强，预计影响较为有限。从行业来看，对现在普遍的联报课程产品将会有所影响，教培行业的课程设计预计将会作出相应调整。

第四，《意见》与《送审稿》在办学审批流程及县域内设立分支机构有不同规定：（1）《意见》要求所有校外培训机构均须“先证后照”，而《送审稿》对素质类和成人培训类不要求前置审批，可直接在工商办理登记；（2）《意见》要求校外培训机构在同县域内设立分支机构均须经过批准，跨县域则得到当地县级教育部门的审批，而《送审稿》对同市范围内设立分支机构不要求审批，只需备案。目前《意见》已由国务院发布，而《送审稿》仍处于征求意见阶段，可以看到《意见》的规定更为严苛，《送审稿》可能会据此作出适当修缮。

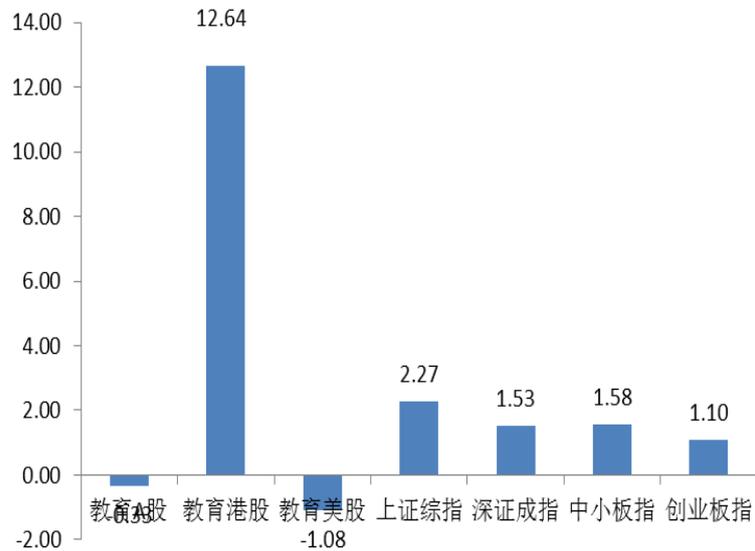
总的来看，我们认为从今年年初教育部发文到现在国务院出台文件，政

府对于校外培训机构的治理整顿逐步加强，意在规范行业发展，指导行业从保障学生身心健康角度出发提供教育服务，而非打压课外培训行业。短期供给端将受到整顿影响出清不合规机构，企业支付合规成本导致短期盈利受影响，整个行业门槛被提高，但市场存在刚需，长期来看头部企业将受益于行业规范而加速良性发展，市场份额将向龙头集中。此外，开展素质类培训的校外机构享受一定政策红利，有望借助校内开展课后托管业务进校，利用 B 端学校获客，扩大业务规模。

一、上周行业回顾

上周上证综指上涨 2.27%，深证成指上涨 1.53%，中小板指上涨 1.58%，创业板指上涨 1.10%。同期，教育 A 股下跌 0.33%，教育港股上周受民生教育并购落地促动反弹上涨 12.64%，教育美股下跌 1.08%。

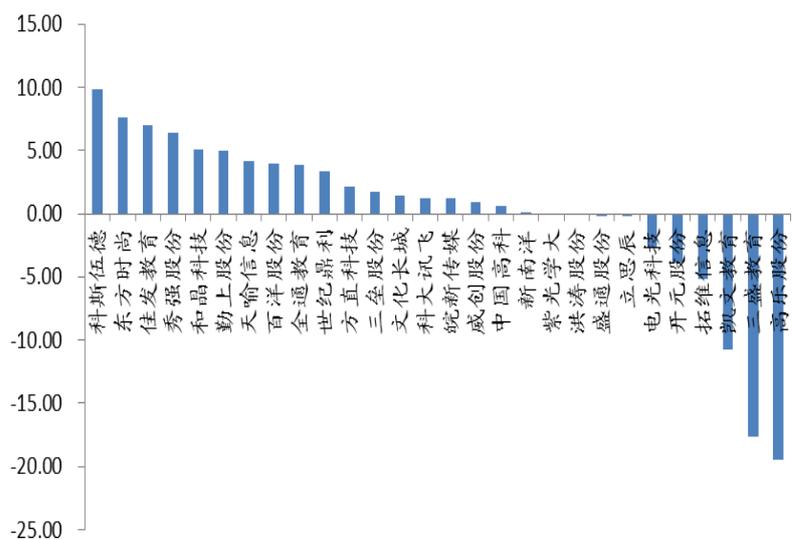
图 1 上周行业市场表现 (%)



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科斯伍德 (9.82%)、东方时尚 (7.64%)、佳发教育 (7.00%)、秀强股份 (6.42%) 和和晶科技 (5.08%)；股价下跌幅度较大的有高乐股份 (-19.47%)、三盛教育 (-17.67%)、凯文教育 (-10.76%)、拓维信息 (-5.13%) 和开元股份 (-3.84%)。

图 2 教育个股市场表现 (%)



数据来源: wind、上海证券研究所

上周教育港股迎来反弹,民生教育公告成功收购云南滇池学院 51% 股权,消除市场对《送审稿》影响高教板块并购逻辑的担忧,高教个股迎来较大幅度反弹,其中民生教育上涨 33.62%、新高教集团上涨 23.78%、中教控股上涨 20.48%、天立教育上涨 17.68%、宇华教育上涨 16.98%。

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
1569.HK	民生教育	33.62	-13.89	-27.23
2001.HK	新高教集团	23.78	-23.29	-18.92
0839.HK	中教控股	20.48	-22.84	-26.14
1773.HK	天立教育	17.68	-36.23	-33.23
6169.HK	宇华教育	16.98	-35.32	-32.08
2779.HK	中国新华教育	14.05	-26.79	-33.01
1598.HK	21 世纪教育	13.04	-21.80	-39.18
1317.HK	枫叶教育	12.87	-37.44	-40.87
1565.HK	成实外教育	7.87	0.63	-11.37
6068.HK	睿见教育	5.81	-37.48	-36.94
1765.HK	希望教育	2.45	-10.70	-10.70
1758.HK	博骏教育	-0.93	-25.44	-25.44

数据来源: Wind、上海证券研究所

上周教育美股中股价上涨幅度较大的有尚德机构 (5.46%)、正保远程 (3.79%)、博实乐 (2.91%)、海亮教育 (2.57%) 和朴新教育 (2.47%)。受国务院出台教培行业整治文件影响, K12 校外培训相关个股跌幅较大, 分别为四季教育 (-10.44%)、新东方 (-9.78%)、瑞思学科英语 (-6.71%)、好未来 (-4.37%)。

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
STG.N	尚德机构	5.46	-9.23	-44.17
DL.N	正保远程	3.79	17.43	13.03
BEDU	博实乐	2.91	-16.63	-33.65
HLG	海亮教育	2.57	-6.95	-9.87
NEW.N	朴新教育	2.47	-13.59	-30.95
ONE	精锐教育	1.99	3.45	3.60
TEDU	达内科技	-0.90	-0.90	-8.43
RYB	红黄蓝	-2.55	-5.81	14.19
COE.N	无忧英语	-4.33	-7.46	-20.75
TAL	好未来	-4.37	-6.97	-30.74
REDU	瑞思学科英语	-6.71	-22.52	-35.77
EDU	新东方	-9.78	-12.58	-25.29

FEDU	四季教育	-10.44	-12.45	-38.63
------	------	--------	--------	--------

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	高乐股份	002348	2018H1 业绩&对外投资	公司上半年实现营收 3.96 亿元 (+42.86%)，归属净利润 1862.72 万元 (-38.81%)。公司拟使用自有资金 1000 万元设立全资子公司普宁市高乐玩具。
	天喻信息	300205	2018H1 业绩	公司上半年实现营收 11.77 亿元 (+11.03%)，归属净利润 6104.27 万元 (+106.37%)。
	三垒股份	002621	2018H1 业绩	公司上半年实现营收 9755.47 万元 (+62.99%)，归属净利润 758.93 万元 (-13.18%)。
	百洋股份	002696	2018H1 业绩	公司上半年实现营收 11.73 亿元 (+34.14%)，归属净利润 5035.73 万元 (+246.04%)。
	新南洋	600661	2018H1 业绩	公司上半年实现营收 9.63 亿元 (+21.42%)，归属净利润 4751.37 万元 (+12.36%)。
	拓维信息	002261	2018H1 业绩&减持	公司上半年实现营收 4.88 亿元 (-11.46%)，归属净利润 1425.76 万元 (-89.02%)。公司控股股东、实控人李新宇拟减持不超过 2201.53 万股，占比 2%，为个人资金安排需求。
	凯文教育	002659	减持	公司持股 5% 以上股东浙江慧科拟合计减持不超过 1492.5 万股，占比 3%，集中竞价减持价格不低于 11 元/股，减持用于补流。
	紫光学大	000526	减持进展	公司股东鑫鼎盛控股 2018/5/21-2018/8/20 期间尚未减持。
	开元股份	300338	减持进展	截至 2018 年 8 月 24 日，公司监事陈方驰尚未减持。
	科大讯飞	002230	定增	公司拟定增资投入新一代感知及认知核心技术研发项目、智能语音人工智能开放平台项目、智能服务机器人平台及应用产品项目、销售与服务体系升级建设项目和补流，总额不超过 34.74 亿元，发行数量不超过 1.08 亿股，限售期 12 个月。
	盛通股份	002599	回购	公司 8 月 20 日首次回购 9.86 万股，占比 0.03%，成交金额 99.62 万元。
	科斯伍德	300192	龙门教育招生	上半年龙门教育实现营收约 2.4 亿元，同比增长 31%，西安校区 7 月份预收下半年学费 1.5 亿元，同比增长 40%，8 月仍持续招生。
	亚夏汽车	002607	解除质押	公司持股 5% 以上的股东周晖 8 月 20 日解除质押 1000 万股，占其所持 13.84%。
	立思辰	300010	补充质押	公司控股股东池燕明 8 月 20 日补充质押合计 152.68 万股，占比 1.02%。累计已质押 5992.44 万股，占其所持 40.16%，占总股本 6.86%。

数据来源：Wind、上海证券研究所

三、行业近期热点信息

尚德机构 2018 财年 Q2 财报：营收 4.818 亿元，同比增长 134.1%

尚德机构公布了其截至 2018 年 6 月 30 日第二季度未经审计的财务报告。尚德机构本财季营收 4.818 亿元，较上年同比增长 134.1%；毛利 3.933 亿元，较上年同比增长 119.6%。净亏损为人民币 2.718 亿元 (4110 万美元)，较上年同比扩大 105.3%。净亏损率即净亏损占净收入的百分比，从 2017 年第二季度的 64.3% 降至今年第二季度的 56.4%。

在本季度,尚德改进了销售和营销的方法,推出了公共课免费学这一新举措,将体验前置,让潜在学生可以提前体验到尚德机构的课程和服务。参加免费课学习的人更有可能成为尚德机构的学生并报名价位较高的课程。

朴新上市后首次财报会:将持续并购

朴新教育(NEW)公布了截至2018年6月30日未经审计的第二季度财务报表。本季度营收达5.31亿元,同比增长123.2%,主要是由于学生人数的增加,尤其是K12班课业务的人数增加。2018财年第二季度,朴新教育学生入学人数从2017年第二季度的364939人增加到2018年同期的519962人,增长了42.5%。2018财年第二季度,朴新的销售费用由2017年第二季度的7270万元增加188.9%至人民币2.1亿元,主要是由于品牌推广费用和销售及营销人员薪酬的增加。对于收购计划,朴新首要关注目前还未进入的二线城市的一些学校和教育公司,同时也在寻找一线城市的机会并购整合进行扩张。

DaDaBaby核心课程升级,上线两月已有数万家长用户

DaDa旗下在线启蒙早教品牌DaDaBaby宣布其核心课程正式升级为“英语启蒙外教课”。DaDaBaby于今年6月正式推出,主要面向0-6岁婴幼儿及家庭提供在线英语启蒙服务。作为该产品的核心课程,官方透露“英语启蒙外教课”在两个月时间内已吸引数万家长入驻。

Lingo Bus推海外华人子女中文课,三年内付费学员将达5万人

VIPKID旗下少儿中文品牌Lingo Bus今日宣布注册学员超过1万名,覆盖全球73个国家和地区;目前团队接近100人,自主研发团队已经组建完成。Lingo Bus学员已覆盖的73个国家和地区中,以欧洲、北美学生为主,下一步将重点开拓东南亚和“一带一路”沿线国家。Lingo Bus有数百位老师,录取率为4%。Lingo Bus方面表示,未来三年计划海外付费学员50000人,培养10000名优秀少儿汉语老师。

北京拟从9月份起,在义务教育阶段学校匹配校内托管班

北京拟从9月份起,在义务教育阶段学校匹配校内托管班,全市覆盖,解决“课后三点半”问题,此前已在大兴和海淀做了试点。校内托管班时间覆盖到5天,周一到周五课后托管服务全覆盖,而且每天基本上延两个小时,基本到五点半左右。托管班将以校内托管为主,依托学校的空间、设备资源等,在教师自愿、学生自愿前提下开展,以体育、艺术、美育为主。不会收学生家长钱,在校教师如果参与课后托管有一定薪酬。将由市级、区级财政共同补贴。

学而思网校发布素质教育谱系，学而思编程课程上线

好未来旗下学而思正式发布素质教育谱系暨学而思编程课程上线。学而思网校素质教育布局包含科技、博物、人文、艺术、思维五个方面，而素质教育课程体系细分为编程、音乐、财商、人工智能、美学、天文等二十余个品类，其中，学而思编程课程9月正式上线。在学习模式上，延续学而思网校模式，将会有三位老师陪伴每个孩子：主讲老师、辅导老师、网校自主研发的“AI老师”。该课程旨在培养孩子的洞察力、思维力、创造力。

卓越教育发布“1-9 年级大语文课程体系”，将延展至学前与高中阶段

卓越教育正式发布“1-9 年级大语文课程体系”。未来，卓越大语文将往学前阶段和高中阶段两个方向延展，搭建 3-18 岁大语文课程体系。卓越大语文“四面一体”金字塔模型：第一面是课程内容，强调读写结合，知行合一，在阅读、写作与实践方面重点发力；第二面是学习方式，以学生为本，倡导思辨、探究、合作，意在激发兴趣、启迪智慧；第三面是课程形式，采用面授、直播、录播、音频、双师等多样化课程；第四面是保障体系，以标准化的研发、师训、教学、运营体系等保证教学质量。

方体语文获真格教育基金 Pre-A 轮融资，主要用于师资队伍建设

近日，在线语文教育品牌方体语文完成 Pre-A 轮融资，由真格教育基金投资，具体金额暂未披露。本轮融资将主要用于加强师资队伍建设，扩大教师团队。方体语文创办于 2017 年，专注于在线小班、语文培优方面教学，以能力型产品为核心，将人文底蕴、跨学科融合、读写能力、贴近生活理念与课程内容、教学设计相融合。小班课在 20 人左右。7 月 30 日，方体语文宣布获得近千万元天使轮融资，投资方为国金投资。

沪江发力多语种市场，沪江网校与人教社、广东世图签约版权合作

沪江旗下 B2C 课程平台沪江网校与人教数字出版有限公司、世界图书出版广东有限公司正式签约标日、泰语两套多语种系列图书。传统的版权合作通常以向出版社购买版权用于课程开发、或图书销售分成为主，沪江使用了“版权内容-APP-在线课程”的合作模式。未来沪江网校多语种将持续强化丰富课程+专业服务+智能教育三驾马车势能。

四、投资建议

上周，国务院发布《关于规范校外培训机构发展的意见》，进一步加强对外培训机构的治理与监管。与 2 月教育部联合四部委发文相

比，本次《意见》在诸多细节方面做了更明确更严格的规定：

第一，分类管理态度明确。鼓励发展以培养中小学生学习兴趣爱好、创新精神和实践能力为目标的培训，重点规范语数外物化生等学科知识培训，坚决禁止应试、超标、超前培训及与招生入学挂钩的行为。我们认为，从去年开始的地方性整治和今年开始的全国性整治主要针对的是 K12 阶段存在的校外补课现象，且主要是与考试科目相关的课程培训内容，增添了学生课外学习压力，因此多个文件出台核心是治理学科辅导类的校外培训机构，严格禁止超前超纲教学、禁止以搞竞赛等形式将培训机构与学校招生挂钩；对于美术、音乐、体育、国学、编程等素质类培训，政府在机构符合设置要求的背景下持支持态度。值得注意的是，本次《意见》中提到的“坚决禁止应试”中的“应试”概念如何定义仍有待明晰，这与当前提供中小学学科辅导的校外培训机构的业务相关性较高，需准确把握。

第二，具体设置要求提高门槛。本次《意见》较之前教育部文件在办学机构设置标准方面做出了更清晰更高的硬性要求：（1）场所方面，同一培训时段内生均面积不低于 3 平方米，这条将对许多中小机构产生较大影响；（2）师资方面，从事语数外物化生等学科知识培训的教师必须具有相应的教师资格，短期内会减少市场上合格教师的供给，增加机构师资成本，长期来看提高了教师角色门槛，有助于提升教师群体的综合素质；（3）管理方面，加强党建，党的工作同步开展。

第三，加强规范培训行为。《意见》要求校外培训机构开展学科类培训的内容、班次、招生对象、进度、上课时间等要向所在地县级教育部门备案并向社会公布，**不得一次性收取时间跨度超过 3 个月的费用**。“3 个月”的规定在此前的文件中从未出现，为本次《意见》首提，针对教培行业常见的预收制作出限定。教培行业预收制特点使得现金流较为充裕，3 个月的规定一定程度上将会影响教培机构的现金流状况，上市公司有广泛的融资渠道，抗风险能力比一般的中小机构强，预计影响较为有限。从行业来看，对现在普遍的联报课程产品将会有所影响，教培行业的课程设计预计将会作出相应调整。

第四，《意见》与《送审稿》在办学审批流程及县域内设立分支机构有不同规定：（1）《意见》要求所有校外培训机构均须“先证后照”，而《送审稿》对素质类和成人培训类不要求前置审批，可直接在工商办理登记；（2）《意见》要求校外培训机构在同县域内设立分支机构均须经过批准，跨县域则得到当地县级教育部门的审批，而《送审稿》对同市范围内设立分支机构不要求审批，只需备案。目前《意见》已由国务院发布，而《送审稿》仍处于征求意见阶段，可以看到《意见》的规定更为严苛，《送审稿》可能会据此作出适当修缮。

总的来看，我们认为从今年年初教育部发文到现在国务院出台文件，

政府对于校外培训机构的治理整顿逐步加强，意在规范行业发展，指导行业从保障学生身心健康角度出发提供教育服务，而非打压课外培训行业。短期供给端将受到整顿影响出清不合规机构，企业支付合规成本导致短期盈利受影响，整个行业门槛被提高，但市场存在刚需，长期来看头部企业将受益于行业规范而加速良性发展，市场份额将向龙头集中。此外，开展素质类培训的校外机构享受一定政策红利，有望借助校内开展课后托管业务进校，利用 B 端学校获客，扩大业务规模。

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。