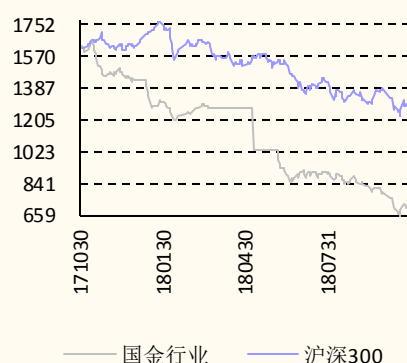


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金教育指数	709.99
沪深300指数	3173.64
上证指数	2598.85
深证成指	7504.72
中小板综指	7543.86



相关报告

1. 《民法法过渡期推进情况研究：存量学校过渡期或维持现状，新设学校...》，2018.10.23
2. 《2018 教育行业周报第 39 期：个税专项附加扣除暂行办法发布，...》，2018.10.21
3. 《2018 教育行业周报第 38 期：未来美国对中国学生签证或收紧，...》，2018.10.14
4. 《2018 教育行业周报第 37 期：北京教委发文支持中小学集团化办...》，2018.10.7
5. 《四川发布《实施意见》，持续体现地方政府对于民办教育支持态度...》，2018.9.25

吴劲草 分析师 SAC 执业编号：S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

郑慧琳 联系人
zhenghuilin@gjzq.com.cn

2018 教育行业周报第 40 期：全国培训机构整治要求再升级，江苏省对于违规宣传和教学内容等方面击检查

投资建议

- 本周，国金教育指数涨跌幅 1.23%，上证指数 1.90%，深证成指 1.58%，创业板指 1.06%，传媒指数(中信)1.99%，餐饮旅游(中信)1.08%，沪深 300 指数 1.23%。
- 年初至今，国金教育指数涨跌幅-29.64%，上证指数-22.38%，深证成指-32.86%，创业板指-28.62%，传媒指数(中信)-39.3%，餐饮旅游(中信)-13.88%，沪深 300 指数-22.36%。

行业点评

- 2018 年 10 月 26 日，教育部在京召开推进校外培训机构整改工作座谈会，提出十月底前，各省份务必出台设置标准并报教育部备案，以及落实整改销号制度、切实做好审批和备案等九项整改工作，预计今年年底前完成整改任务。明确提出：①各地要以县为单位在政府网站或教育行政部门官网上公布培训机构黑白名单，各省要在官网上开辟专栏公布各县市区发布黑白名单的网址。②从事语数英、理化生等学科培训的教师必须要具有相应教师资格。严格管理学校教师，严禁教师到校外培训机构兼职补课或自行开班补课。
- 10 月 25 日，江苏省教育厅发布《集中整治校外培训机构的通告》，提出集中整治校外培训机构的办学资质、安全隐患、教学内容、师资聘任、竞赛考试、招生宣传、收费管理等方面存在的违规违法行为。对于任何违反规定的机构，一律最低停业整改、最高吊销办学许可证的处罚。同日，南京市教育局对于新东方、励步等机构进行了突击检查，其中新东方天安国际校区存违规宣传问题（海报展示南外/国际班加试高分榜），乐灵资金西城中心存在超范围办学（办学许可证没有包含数学，但提供数学课程）和模糊宣传问题（将培训老师与公办学校进行牵连宣传）。
- 这次整治要求升级，对于以往的最大问题——教学内容，进行了严格查处。现在明确要求一切培训机构必须具备营业执照、办学许可证、所有老师拥有教师资格证。同时，又提出了更加严格的禁止超范围办学。在教育部的严格要求下，有些地方表现出了“不好查也要查”的态度。
- 关于教师执照：9 月 13 日，教育部已经发布《通知》，要求未取得教师资格者，今后培训机构不得继续聘用。以行业龙头企业好未来为例，在投资者沟通交流会议中，好未来表示公司在过去几年一直将教师执照的优先级放在很高的位置，其教师拥有教师执照的百分比高于行业均值；基于政府的政策，公司将要求大部分没有执照的老师将会参加今年 11 月的考试。
- 我们认为，更严格的监管要求对于整个 K12 教培行业都会产生一定的冲击。头部企业相较中小机构更加规范，对于办学资质、教师资格等要求也更易满足，在市场整顿淘汰违规办学机构的背景下，可能受益于部分培训需求转移至头部。但是考虑到监管态度趋严，监管内容加码的可能性，其不可避免会受到一定影响。对于需求端，我们认为供给端的政策改革并不会影响学生和家仍需要优质的校外培训机构，校外培训的需求仍处于旺盛状态。
- **推荐标的：**新高教集团，中教控股，百洋股份，科斯伍德，佳发教育
- **风险提示：**监管要求难以具体量化存模糊性；高压监管或产生负面影响。

本周发布报告

【公司点评】百洋股份：18Q1-Q3 归母净利润+159%YOY，火星时代&楷魔视觉并表，全年业绩预计+70-90%

业绩简评

- 百洋股份 2018 年 Q1-Q3 实现营收 21.76 亿元，+37%YOY，归母净利润 1.30 亿元，+159%YOY，符合预期（业绩预期为 140%-170%）。其中 2018Q3 单季实现营收 10.03 亿元，+41%YOY，归母净利润 7952 万元，+123% YOY。

经营分析

- 2018 年 6 月末完成收购头部影视特效制作公司楷魔视觉 80%股权，有望成为公司新利润增长点。公司通过火星时代以 3.4 亿现金收购楷魔视觉 80% 股权，楷魔视觉主要业务为影视后期特效制作，火星和楷魔有望实现有机融合，有效向产业链下游延伸，加强教学的实战性，实现产学研结合，提升教学效果，同时拓展品牌影响力。楷魔实控人按协议约定增持百洋股份股票不低于 1 亿元，锁定期为 24 个月，截止 2018Q3 期末，楷魔视界管理咨询有限公司持有百洋股份 2%的股权，进一步进行深度利益绑定。
- 百洋股份拟开办职业数字艺术学院，深化产教融合，切入职校学历教育，有望通过输出优质课程，低成本开拓校园渠道，建立口碑。2018 年 10 月百洋股份与广西信息职业技术学院签署了合作办学协议，拟联合开办广西信息职业技术学院数字艺术学院，招生目标 3000 人，拟开设专业为数字媒体艺术设计、室内艺术设计、游戏设计、影视多媒体技术、影视动画等，学员毕业后将获得大专学历证书。根据协议，百洋提供 55%营运资金及办学场地，未来有权按照营运资金投入比例获得结余分配。顺应国家鼓励企业举办职业教育，深化产教融合、鼓励校企合作的大趋势，百洋股份有望利用火星时代现有的课程体系以及师资力量，与合作方共同探索校企合作办学的新模式，有利于充分发挥企校双方的资源优势，扩大公司在业内的知名度及品牌影响力，增加公司新的收入及利润增长点。
- 业绩指引：公司预计 2018 年全年实现归母净利润 1.92-2.15 亿元，同比增长 70%-90%，主要系教育文化业务随着火星时代及新收购的楷魔视觉收入的持续增长，给公司业绩带来较大的贡献（火星时代 2017 年 8 月开始并表，楷魔视觉 2018 年 7 月开始并表）。

投资建议

- 我们预计公司 18/19 年归母净利润为 2.01/2.63 亿元，对应 PE 为 15x/12x，维持买入评级，目标价 13 元。

风险提示：收购整合过程尚有不不确定性；教育业务拓展可能不及预期；举办学院合作方仍处于筹办阶段具有不确定性；原主业原材料价格波动等风险。

【行业点评】民促法过渡期推进情况研究：存量学校过渡期或维持现状，新设学校已现“学校有限公司”投资逻辑

行业观点

- 我们认为《送审稿》精神本身主要目的在规范，而不在禁止和限制。送审稿整体仍然体现了国家在鼓励促进民办教育发展的大方向上，强调对民办教育实施分类管理，并加强监管的态度。同时非义务教育阶段尤其是高校板块收购兼并实现快速扩张布局的行业逻辑并没有发生变化。2018 年 8 月民生教育和 9 月新高教集团的收购公告持续印证了这一点。
- 在民办学校分类登记各地实施意见推进过程中，我们统计了各省情况，得到以下总结：①18 个省明确过渡期，上海过渡期最短，18 年底前需做出选择，有望成为其他各省的范本，大部分省份过渡期至 2022 年，存量学校或在过渡期结束前保持经营现状。目前有 24 个省级单位发布实施意见，对

民办学校分类登记有所规定，其中 18 个省级单位对于营利性选择有明确过渡期要求，大多数省份过渡期的规定为 5 年，民办学校需在 2022 年 9 月 1 日或 12 月 31 日之前做出选择。其中，上海的过渡期最短，为 2-4 年，并且要求现有学校的举办者在 2018 年年底之前，向主管部门提交关于学校办学属性选择的书面材料，未按期提交材料的学校不得转设为营利性民办学校；选择登记为非营利性学校的在 2019 年年底之前，选择登记为营利性学校的，高校在 2021 年年底之前，其他学校在 2020 年年底之前完成相应工作。上海作为过渡期最短的地区，其具体操作有望成为其他各省的范本。目前全国各地大部分存量学校尚未进行登记选择，预计大部分存量学校在过渡期临近前才会做出登记选择，在选择之前，存量学校或保持经营现状。②目前新设学校的分类登记工作正在进行中，已出现公司制民办学校/学校有限公司。2017 年 9 月之后新设的学校已经可以看到变化，我们在企查查搜索发现出现的登记为公司制的民办学校大部分为新设高中和幼儿园，由于其批准设立时需明确营利性选择并在工商行政管理部门进行登记。而存量学校的登记变更，由于过渡有一定年限，并且具体实施有待进一步落实，推进仍较为缓慢。

投资建议

- 由于现有上市公司体内学校大多为存量学校，我们预计公司不会立马做出选择，而是倾向在过渡期临近做出相应决策，2017 年 9 月起增量学校的分类管理已经开始推行，新设立学校会根据所需登记为营利性或非营利性学校，对于营利性学校的税率政策，大多数省份表述要给予优惠，尚未给出明确数字，部分省份（如四川省）设定按 15% 的税率征收企业所得税，预计未来 15% 的优惠税率有一定倾向的趋势。
- 我们认为，目前阶段实操层面看来，《送审稿》对学校类公司的影响有限，建议积极关注。自 2018 年 8 月 10 日送审稿发布以来，引发了学校类上市公司证券层面的剧烈震荡，高校和 K12 板块均受到巨大影响。实际上我们认为，影响是有限的，主要是税率、土地折旧等方面的影响，并不会影响学校的实际经营和长期发展逻辑，建议积极关注港股学校类上市公司。

风险提示

- 民促法送审稿公开征求意见结果存不确定性；各地民促法细则落实情况存不确定性；个税专项附加扣除暂行办法为征求意见稿存不确定性等风险。

【公司点评】新东方 FY19Q1: Non-GAAP 利润同比增长 14%，扩张降速，重点关注未来利润率能否提升

事件

- 2018 年 10 月 23 日，新东方 (NYSE: EDU) 发布了截至 2018 年 8 月 31 日的 2019 财年 Q1 未经审计的业绩数据。

投资建议

- 新东方 FY19Q1 营业收入 8.6 亿美元，+30%YoY。具体业务来看，K12 课后教辅收入+49%YoY，K12 业务仍然是其主要增长点。公司预计 FY19Q2 营业收入为 5.69 到 5.86 亿美元，+22%到+26%YoY。
- FY19Q1 公司实现归母净利润 1.23 亿美元，-22%YoY。毛利率 57.3% (-1.9pct)；净利率 14.3% (-9.6pct)；销售费用率 11.5% (+0.4pct)；管理费用率 27.2% (+3.6pct)。一方面扩张中教师工资和租金成本带来的毛利率下降；另一方面扩张进程推进以及内部管理改革持续进行，管理费用率和销售费用率上升，FY19Q1 股权激励费用为 1392 万美元，+345%YoY。
- FY19Q1 公司 Non-GAAP 归母净利润 1.84 亿美元，+14%YoY，更能反映实际经营情况。Q1 是新东方的旺季，通常 Q1 的 Non-GAAP 净利润占全年的 45%-55%，而 FY19Q1 公司的非经常性损益较多，使得 FY19Q1 出现了一定程度的归母净利润下滑。Non-GAAP 归母净利润更能够反映公司的实际经营情况，两者之间主要调整了：①由于 2018.06.01 开始实行新会

计准则，导致 FY19Q1 产生的因长期投资账面价值变动引起的 4700 万美元损失，该损失是非经常性的，与经营活动无关；②股权激励费用。

- FY19Q1 新东方单季学习中心增加 19 个（其中学校增加 1 所），总数达到 1100 个（其中学校 88 所），相较之前五个季度（单季度增加 41-81 个学习中心），公司放缓了网点扩张的步伐。而放缓网点扩张步伐之后，利润率是否会有所提升，是未来几个季度需要着重关注的。
- 目前公司面临的外部环境存在一定不确定性，包括或有的中国留学生签证收紧，及 K12 培训监管加严等，但整体的落地影响程度仍不确定。我们预计 FY19-21 年公司实现归母净利润 3.10/4.30/5.15 亿美元，对应 pe 分别为 27/19/16x，Non-GAAP 归母净利润 3.95/4.70/5.60 亿美元，对应 pe 分别为 21/18/15x，下调至增持评级，目标价 58 美元。

风险提示： 网点扩张成熟需要一定时间验证；公司可能无法聘请，培训和留住足够的合格教师，以跟上公司预期的增长速度等风险。

【公司点评】好未来 19Q2 业绩点评：增速放缓新常态，稳健发展筑稳根基 事件

- 2018 年 10 月 25 日，好未来（NYSE: TAL）发布了截至 2018 年 8 月 31 日的 2019 财年 Q2 未经审计的财报。

业绩分析

- FY19Q2 营收增速 53.5%，小班培优仍是主导地位，在线课程占比提高。FY19Q2 营业收入 7 亿美元，同比增速达 53.5%（此前指引增幅在 42-45%），学生数同增 120.2%，“量”增内生驱动，需注意好未来的学生数是线上线下合计。FY19Q2 小班业务收入占 79.6%，仍处于主导地位，在线课程收入占比提高了 5.7pct，体现了公司发展在线课程的进程推进。
- Non-GAAP 归母净利润调整了股权激励费用的影响，更能反映其真实经营状况，FY19Q2 为 0.95 亿美元，+33.8%YoY。好未来 FY19Q2 毛利率 52.9%/ +6.6pct；销售费用率 21.7%/ +8.8pct，管理费用率 19.8%/ +0.7pct，Non-GAAP 归母净利率 13.6%/ -2.0pct。
- 好未来经历了此前网点高速扩张，或需要进行管理上的整合消化。好未来 FY16Q4 至 FY18Q1 快速扩张，平均每个季度新增 44 个学习中心，之后扩张速度放缓，FY18Q2-FY18Q4 平均每个季度新增 9 个学习中心，FY19Q1 单季增加 36 个，而 FY19Q2 单季增加 18 个，扩张速度有所放缓。
- FY19Q2 期末递延收入同比增速 19.3%，已经连续两个季度低于 50%。递延收入变化趋势领先于收入变化趋势，是收入预测的先验指标。递延收入增速明显放缓，可以预见未来收入增速会有一定程度的放缓。而公司所给的 FY19Q3 业绩指引中，收入增速 30-35%，也印证了这一点与递延收入增速变化趋势相吻合。好未来过去业绩 60-70%的增速是特定时期内迅速扩张的产物，未来扩张降速至 30%-40%或是新常态。
- 投资建议：好未来是 k12 培训的龙头企业，但估值仍是需要考虑的因素，同时关于培训监管加严政策对其影响也具有一定不确定性，我们预计 FY2019-FY2021 公司实现归母净利润 2.77/3.65/4.83 亿美元，对应 pe 分别为 52/39/30 倍，Non-GAAP 归母净利润 3.34/4.33/5.61 亿美元，对应 Non-GAAP 的 pe 分别为 43/33/26 倍，下调至中性评级，目标价 26 美元。
- 风险提示：前期网点扩张成熟仍需时间验证；行业竞争愈发激烈等风险。

【公司点评】三垒股份 18Q1-Q3 收入同增 23%，收购美吉姆工作正在进行中 业绩简评

- 三垒股份 2018 年 Q1-Q3 实现营收 1.59 亿元，+23.3 %YOY，归母净利润 1339 万元，-49.4%YOY，主要原因在于，报告期内，公司受本期计提股

份支付费用影响，支付限制性股权激励计划对应股份支付费用 1689 万元，剔除该因素的影响，2018Q1-Q3 归母净利润 3028 万元，+14.5%YOY。净利润增速低于营收增速还受到本期上市公司因并购重组增加了项目人员工资、差旅及中介机构费用。公司预计 2018 年全年实现归母净利润 1285-2203 万元，同比变动幅度为-30%至 20%。

经营分析

- 三垒股份拟收购早教龙头美吉姆，目前收购工作正在进行中。2018 年 6 月 6 日，三垒股份为此次交易设立一家控股子公司（收购方）作为收购实施主体，三垒股份认缴 70% 的注册资本，第三方投资者认缴剩余 30% 的注册资本，拟以支付现金方式购买美吉姆 100% 股权，交易作价 33 亿元。本次交易对方为美吉姆的 5 位自然人股东。此次重大资产范围不包含美吉姆对外剥离的直营中心股权。美吉姆 2018/2019/2020 年业绩承诺分别不低于 1.80/2.38/2.90 亿元，同比增速分别为 111.5%、32.2%和 21.8%。根据公司 10 月公告显示目前收购工作正在进行中。
- 美吉姆是成立于 1983 年，2010 年引入中国，遍布全球 30 个国家和地区，是极具国际竞争力的早期教育品牌。竞争力在于——①有先进的教学理念和课程设置、品牌影响力以及优秀的管理团队和企业文化，其创始团队拥有多年的教育企业销售和管理经验。②拥有完整的加盟设计体系，成熟的商业模式和精细化服务标准，加盟模式标准化，可复制和可扩张性强。
- **投资建议：**公司拟以现金收购美吉姆，通过概率较大，若假设美吉姆 2018 年并表，并考虑潜在财务费用支出影响，我们预计 2018-2020 年公司备考归母净利润为 1.53/1.69/1.78 亿元，备考 PE 分别为 32/29/28 倍。维持买入评级，目标价 19 元。
- **风险提示：**快速扩张过程中公司的管理难度加大，经营风险提高；公司原制造业业绩存在下滑风险；收购交易尚未完成仍存不确定性等风险。

【公司点评】凯文教育 18 年 Q3 业绩点评：环比亏损缩窄，19 年或成重要业绩拐点

业绩简评

- 凯文教育 2018 年 Q1-Q3 实现营收 1.57 亿元，-65%YOY，归母净利润-7141 万元（业绩预期为-7500 万元至-6500 万元），去年同期为-6193 万元，主要原因在于去年同期公司桥梁钢构业务和教育业务并行，且桥梁钢构业务收入占比较大，本期桥梁钢构业务已经剥离，导致相关收入发生较大下降。其中 2018Q3 单季实现营收 6790 万元，-69%YOY，归母净利润-1973 万元，去年同期为-3662 万元。

经营分析

- ①预收账款相较年初增长 140%。截止 2018Q3 季末，预收账款为 2.29 亿，相较 2017 年末的 0.95 亿元，同比增加了 140%，相较 2018Q2 季末增加了 4%，主要系本报告期预收 2018-2019 学年学费，此部分预收款项将按权责发生制在服务期内确认收入。②2018Q1 归母净利润为-3011 万元，2018Q2 归母净利润为-2157 万元，2018Q3 归母净利润为-1973 万元，环比亏损有所改善。③公司预计 2018 年净亏损-9800 万元至-8500 万元，即预计 2018Q4 净亏损-2659 至-1359 万元，亏损的主要原因是自建学校项目竣工折旧摊销金额增加，融资规模增加导致利息成本增加。
- 经测算，海淀学校 2017 年 9 月入学的新生部分已越过盈亏平衡点。海淀学校已完成两批招生，朝阳学校第一批学生已入学。经测算，2017.9-2017.12，海淀学校已实现盈利，随着 2018/2019 学年海淀学校第三批学生入学以及朝阳学校第二批学生入学，2018/2019 学年内，朝阳学校有望达到盈亏平衡，盈亏平衡点之后，业绩向上弹性较大，盈利能力或可期。
- 高壁垒，高定位，强盈利能力公司，学校渐近盈亏平衡点，2018/2019 学年之后业绩弹性较大，维持“买入”评级。由于增发仍存不确定性，暂不

考虑增发情况，我们预测公司 19/20 年归母净利润为 0.52/1.91 亿元，19/20 年对应 PE 为 82x/22x，维持买入评级，考虑到学校资产从建设到盈利需要 2-3 年，盈亏平衡点越过之后业绩弹性较大，公司预计 2019 年有望盈利转正，是业绩的重要拐点，根据现金流估值，我们给予公司 6-18 月内目标价 13.5 元。

- **风险提示：**学校招生或不及预期；学生学籍管理可能存在一定风险；未来学生升学情况尚不确定；学校课程可能依据国家政策要求有所改动。

【公司点评】盛通股份 18Q3 点评：前三季度利润同增 41%，预计全年利润增速 30-62%

业绩简评

- 2018 年 Q1-Q3，盛通股份实现营收 13.68 亿元，+46%YOY；归母净利润为 7229 万元，+41%YOY；营收增速快的主要原因在于公司本期的出版服务业务和教育培训业务业绩的增长。其中，2018 年 Q3 单季度实现营收 5.17 亿元，+25%YOY，归母净利润 2185 万元，+4%YOY。

经营分析

- 素质教育板块建设持续进行，课程体系、营销模式、业务拓展深入挖掘。公司通过收购乐博教育，切入机器人教育领域，打造 STEAM 教育第一股，2017 年 1 月开始并表。乐博教育凭借其在机器人教育市场领先地位，为 STEAM 品牌塑造提供有力保障。截至 2018 年 6 月 30 日，公司在 25 个省及直辖市，拥有 98 家直营店和 218 家加盟店，较 17 年末增加 5 家直营和 28 家加盟。报告期内，公司积极完善课程体系和扩充产品品类，已形成为 4-14 岁青少年提供 10 年机器人和编程学习的课程体系；招生方面，实行以地推为主，同时采用线上线下结合方式进行获客；公司积极拓展赛事体系，可为学员提供多样化机器人赛事机会。2B 业务方面，公司与工信部旗下信达传媒达成合作，共同推进青少年机器人技术培训教材的制定、等级考试规划和活动组织、师资培训、机器人赛事合作等。全资子公司盛通知行以现金方式收购中鸣数码 51% 股权。中鸣数码参与或主办多项全国性机器人竞赛活动，拥有面向全国中小学校的完善销售渠道和良好用户基础，利于业务拓展。
- **业绩指引：**公司预计 2018 年全年实现净利 1.2-1.5 亿元。+30%-62%YOY，2018Q4 实现净利 4771-7771 万元，+15%-88%YOY，主要系教育业务板块业绩增长稳定，同时出版综合服务板块盈利能力持续提升。

投资建议

- STEAM 教育需求持续增长，政策催化不断，如近期教育部门拟将编程纳入必修体系，认知需求提升+政策持续催化下，未来 3-10 年 STEAM 教育有望持续享受行业红利，公司作为 STEAM 教育最大供应商之一或将受益。此外，印刷主业迎来快速增长主要原因是去产能背景下，公司作为印刷龙头企业，体现出较强竞争优势。我们预计 18-20 年归母净利润为 1.31/1.54/1.83 亿元，对应 PE 为 23/20/17x，维持买入评级，目标价 13 元。

风险提示

- 出版业务成本增加或环保要求增高；教育业务拓展不及预期；新开网点招生不及预期；行业竞争激烈等风险。

【公司点评】开元股份 18Q3 点评：前三季度营收同增 68%，职教业务利润同增 13%

业绩简评

- 开元股份发布 2018 年三季报，2018 年 Q1-Q3 实现营收 9.81 亿元，+68%YOY，归母净利润 1.02 亿元，-7%YOY，2018Q3 单季实现营收 3.83 亿元，+41%YOY，归母净利润 3657 万元，-32% YOY。

经营分析

- 恒企教育&中大英才 2017 年 3 月 1 日开始并表，职业教育业务进一步推进，2018Q1-Q3 贡献 86%营收。营收增速快的原因在于职业教育业务赛道增加、培训业务产品增加以及学员增加所致，归母净利润下降的原因在于制造业业务（仪器仪表业务）营收下降、子公司股权处置、资产清理等影响。2018Q1-Q3 职业教育业务实现营收合计 8.47 亿元，+110%YOY，占总营收的 86%，职业教育业务的净利润较上年同期增长 13.99%。职业教育业务利润增速低于收入增速是由于随着营收的快速增长，运营费用也相应增加，且受到新增股权激励费用、IT 培训业较大亏损等综合影响，
- 毛利率提升，归母净利率下降，销售费用率提高，管理费用率降低。2018 年 Q1-Q3，开元股份毛利率为 72%/+5pct；销售费用率为 27%/+10pct，主要由于营业收入增长影响销售费用同步增长，且推广费等增速较快影响所致；管理费用率为 22%/-2pct；归母净利率为 10%/-8pct。
- 持续整合现有制造业业务。报告期内，全资子公司开元平方于 2018 年 8 月 5 日将持有冶联科技的股权转让给董彬先生。从 2018 年 8 月起，冶联科技不再纳入公司合并会计报表范围。全资子公司开元机电业务已完全并入开元股份，报告期内对开元机电的相关资产进行清理，预计本年度完成开元机电的税务注销手续。冶联科技和开元机电 2017 年均为亏损状态。

投资建议

- 我们预计 2018-2020 年归母净利润为 1.51/2.00/2.57 亿元，对应 PE17/13/10x，6 月 21 日，公司董事会会议决议在对制造业业务整合完成后，启动对开元股份的业务重组，剥离效益不良的业务与子公司，公司治理结构持续优化，业务有望纯化，未来公司或成为纯教育业务公司，全力发展教育业务，值得期待。目标价 9.35 元，维持“买入”评级。

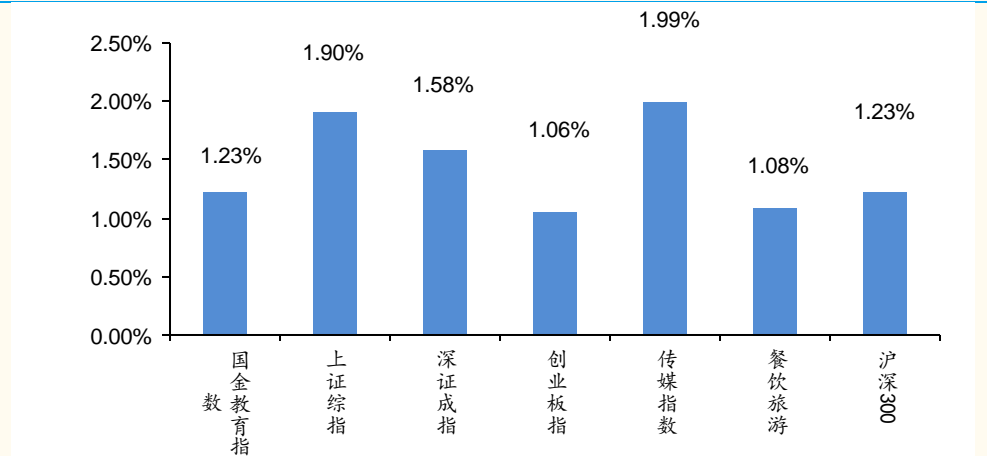
风险提示

- 如果职教业绩未达预期，存商誉减值风险；职教行业竞争加剧；公司制造业业务整合及整体业务重组计划仍存不确定性等风险。

一周行情回顾

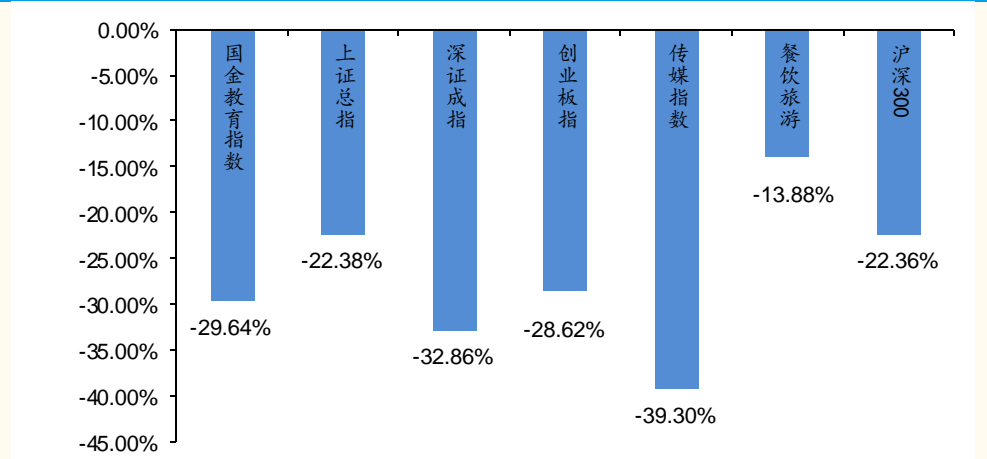
- 本周，国金教育指数涨跌幅 1.23%，上证指数 1.90%，深证成指 1.58%，创业板指 1.06%，传媒指数(中信)1.99%，餐饮旅游(中信)1.08%，沪深 300 指数 1.23%。
- 年初至今，国金教育指数涨跌幅-29.64%，上证指数-22.38%，深证成指-32.86%，创业板指-28.62%，传媒指数(中信)-39.3%，餐饮旅游(中信)-13.88%，沪深 300 指数-22.36%。

图表 1：本周各指数涨跌幅



来源：WIND，国金证券研究所

图表 2：年初至今各指数涨跌幅



来源：WIND，国金证券研究所

一周行业重点公告

- **【百洋股份】(002696) 10月22日百洋产业投资集团股份有限公司发布关于FY2018Q3报告**

百洋股份10月22日发布公告, Q3单季度内公司营收10.03亿元, +41%YOY; 毛利率25%, 比去年同期上升5pct; 归母净利润0.79亿元, 净利率7.9%。Q1-Q3营收21.76亿元, +37%YOY; 归母净利润1.3亿元, 净利率6%, 净利率和去年同期一致。
- **【东方时尚】(603377) 10月23日东方时尚驾驶学校股份有限公司发布关于FY2018Q3报告**

东方时尚10月23日发布公告, 2018Q1-Q3公司营收8.08亿元, -13.8%YOY; 归母净利润1.91亿元, -9.6%YOY。报告期末总资产39.6亿元, 比上年度末增加25.3%。
- **【新东方】(EDU) 10月23日新东方教育科技集团发布关于FY2019Q1报告**

新东方10月23日发布2019Q1财报, 新东方FY19Q1营业收入8.6亿美元, +30%YoY。FY19Q1公司实现归母净利润1.23亿美元, -22%YoY; 非GAAP归母净利润1.84亿美元, +14%YoY。毛利率57.3%, 较上年同期-1.9pct; 净利率14.3%, 较上年同期-9.6pct。共有学习中心及学校1100所, 报告期内入学173.5万人。
- **【三垒股份】(002621) 10月24日大连三垒机器股份有限公司发布FY2018Q3财报**

三垒股份10月24日发布公告, 2018Q3公司营收0.6亿元, -11%YOY; 归母净利润580万元, -64%YOY。归母扣非净利润-186万元, -110%YOY。剔除股权激励的影响, 年初至报告期末归属于上市公司股东的净利润为3028万元, 较上年同期增长14.47%。
- **【新高教】(2001) 10月25日中国新高教集团有限公司发布终止收购的公告**

新高教10月25日发布公告, 公司终止收购新疆财经大学商务学院。原因包括: 股权转让协议若干条件截止今日尚未达成, 继续收购不利于股东利益。
- **【凯文教育】(002659) 10月25日北京凯文德信教育科技股份有限公司发布2018Q3财报**

凯文教育10月25日发布2018Q3财报, 2018Q3内, 凯文教育营业收入为6790.20万元, -68.82%YOY, 归属于上市公司股东的净利润为-1972.59万元, +46.13%YOY。截至报告期末, 凯文教育总资产37.86亿元。营收降低主要由于去年同期为桥梁钢构和教育双主业并行, 相关发生额中桥梁钢构业务占比较大, 本期桥梁钢构业务已经剥离, 导致相关发生额发生较大下降。
- **【勤上股份】(002638) 10月25日东莞勤上光电股份有限公司发布2018Q3财报**

勤上股份10月25日发布2018Q3财报, 2018Q3内, 勤上股份营业收入为3.08亿元, -2.10%YOY, 归属于上市公司股东的净利润为-1074.53万元, -156.32%YOY。截至报告期末, 勤上股份总资产66.80亿元。
- **【亚夏汽车】(002607) 10月25日亚夏汽车股份有限公司发布停牌公告**

亚夏汽车10月25日发布公告, 由于证监会需要对并购方案进行会议讨论公司自10月26日起停牌。
- **【亚夏汽车】(002607) 10月25日亚夏汽车股份有限公司发布关于证监会第一次反馈意见通知书的回复**

亚夏汽车 10 月 25 日发布公告，对证监会行政许可审查第一次反馈意见通知书的 61 个问题进行了回答，其中包括：全面披露中公教育经营模式、披露民非学校的改制进展、关于民促法的相关问题等。

■ **【三垒股份】(002621) 10 月 26 日大连三垒机器股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书（草案）**

三垒股份 10 月 26 日发布公告，上市公司、上市公司之控股子公司启星未来与交易对方签署了附生效条件的《收购协议》，以支付现金的方式，购买交易对方持有的美杰姆 100% 股权。美杰姆 100% 股权评估值为 33.08 亿元，经各方协商确定，本次交易的交易价格为 33 亿元。

■ **【盛通股份】(002599) 盛通股份：2018 年第三季度报告全文**

盛通股份 10 月 26 日发布公告，2018Q3 期内，公司营业收入为 5.17 亿元，+25%YOY，归属于上市公司股东的净利润为 2185 万元，+4%YOY

■ **【开元股份】(300338) 开元股份：2018 年第三季度报告全文**

开元股份 10 月 26 日发布公告，2018Q3 期内，公司营业收入为 3.83 亿元，+41%YOY，归属于上市公司股东的净利润为 3657 万元，-32%YOY。

■ **【视源股份】(002841) 视源股份：2018 年第三季度报告全文**

视源股份 10 月 26 日发布公告，2018Q3 期内，公司营业收入为 57.84 亿元，+55%YOY，归属于上市公司股东的净利润为 4.65 亿元，+62.18%YOY。

一周行业重点新闻

■ 海亮教育集团发布 FY2018 年报

芥末堆 10 月 22 日讯，美股上市公司海亮教育集团股份有限公司（纳斯达克：HLG）公布 2018 年财报。截至 2018 年 6 月 30 日，海亮教育营收 RMB11.69 亿元，+37.0%YOY；净利润 2.31 亿元，+37.7%YOY。公司在全国拥有和举办 7 所学校，管理和运营不为公司拥有或举办的学校 16 所，共计 23 所学校，在校学生人数 54684 人。

■ 特朗普政府计划进一步管控学生签证

芥末堆 10 月 22 日讯，美国时间 10 月 17 日，特朗普政府发表声明，将于 2019 年秋季实行新的学生签证制度。新的学生签证（nonimmigrant student visa）将会对居留期限进行明确限定，其它类型的非移民签证也会有明确居留时间限制。

■ 莲外教育集团有限公司正式向港交所递交招股书

芥末堆 10 月 23 日讯，浙江莲外教育集团有限公司正式向港交所递交招股书。莲外教育旗下拥有两所学校三个校区，并已建立高中部，提供由幼儿园至高中整个阶段的正式教育服务。今年上半年，莲外教育营收为 8022.6 万元，纯利润为 2812.3 万元。截至 2018 年 9 月 1 日，共录取 4794 名学生。

■ 华图教育再次提交港股招股书

芥末堆 10 月 24 日讯，公务员考试培训公司华图教育提交港股招股书。这是继华图教育今年三月递交港股招股书后，再次试图冲击港股。华图教育的收入从 2015 年的 13.17 亿元增至 2017 年的 22.40 亿元。毛利从 2015 年的 7.80 亿元增至 2017 年的 12.14 亿元。在收入中，面授培训占据主要部分。其中，在截至 2018 年 6 月 30 日内，华图教育的面授培训获得收入 13.44 亿元，占据总收入的 97.3%，线上培训和其他收入占据剩下收入。在收入组成中，公务员招录考试培训仍然占据主要部分，事业单位招聘培训 and 教师招聘培训分别占据其次。

■ 黑龙江发文：建成 500 所冰雪特色校，将冰雪纳入中考

芥末堆 10 月 25 日讯，黑龙江省教育厅发布《关于进一步加强学校冰雪教育工作的通知》（以下简称《通知》），提出到 2020 年，全省建成 500 所冰雪特色学校，实现冰雪运动开课率达到 100%，同时争取 2020 年前将冰雪项目纳入中考体育考试内容并逐步提高分值。

■ 精锐教育联合第三方全资收购巨人教育，打造教育行业新巨头

蓝鲸教育 10 月 26 日，今日下午精锐教育联合第三方共同收购启迪巨人 100% 的股权。同时，精锐教育获得联合投资方的全权委托管理公司运营。目前，精锐教育已成为高端 K12 培训、高端幼教、STEAM 素质教育、在线教育、国际教育为主的大型多元化教育集团。

风险提示

- 监管要求难以具体量化：由于培训机构经营范围均较为广泛，教育部的要去不够明细化，各地地方执行时根据自身条件难以量化具体结果。
- 高压监管对于行业产生负面影响：整体行业的高压监管，对于行业内所有公司的经营范围、经营难度都产生了负面的影响。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH