

增持

——维持

日期：2018年11月29日

行业：教育



分析师：周菁

Tel: 021-53686158

E-mail: zhoujing@shzq.com

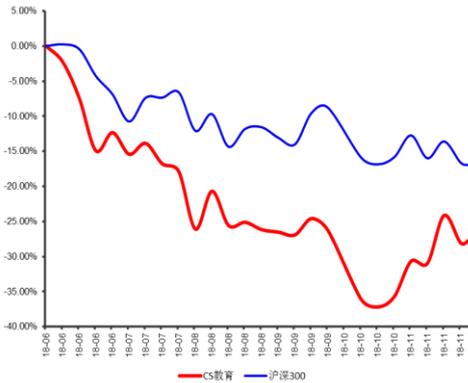
SAC证书编号: S0870518070002

证券研究报告/行业研究/年度策略

既然选择了远方，便只顾风雨兼程

—教育行业 2019 年度投资策略

近 6 个月行业指数与沪深 300 比较



报告编号：

相关报告：

《教育行业 2018Q4 投资策略：柳暗花明又一村》

■ 主要观点

2018 年政策主导市场波动，警惕商誉减值

年初至 11 月 16 日，CS 教育指数年初至今下跌 44.62%，板块表现市场垫底，政策严监管+基本面走弱导致估值折价逾 30%。政策成为主导 2018 年教育板块行情的主要影响因素，K12 培训、学前教育、学历学校、在线教育等均受到不同程度的严格规范。投资者受到监管趋严的影响情绪面较为悲观，板块波动幅度明显加大。此外，A 股教育板块整体面临的商誉减值风险较大，主要是前期并购重组高承诺、高估值、高溢价导致，需要警惕商誉减值对净利润的蚕食影响。

高等教育：外延并购逻辑不变，估值修复可期

政策端，送审稿发布对板块估值形成压制，导致估值出现较大幅度调整，但本质上高教的外延并购逻辑不变。需求端生源基数扩大。供给端学额数量有限，在 2019 年政策逐渐落地明朗化后，市场悲观情绪有望缓解，板块估值有望迎来修复。此外，在送审稿要求公办母校退出独立学院、民办高校负债运营偿还压力较大等背景下，市场上的潜在并购标的数量有望增加，龙头企业通过并购整合能有效促进规模和业绩增长，成长路径清晰。

职业教育：传统赛道龙头加速证券化，探索校企合作

中公教育成功借壳，华图教育也拟登陆港股，公考双巨头上市在即。此外，IT 培训龙头传智播客和财经创导品牌高顿教育纷纷获得大额融资，职业教育传统赛道龙头加速证券化，填补资本市场空白。同时受政策利好推进，职业教育探索校企合作模式，百洋股份旗下火星时代拟与广西信息职业技术学院合作办学，创造业绩新增点。

K12 校外培训：大幅整改行业洗牌，整合大幕拉开

K12 校外培训迎来行政监管之下的行业洗牌潮，短期内行业剧震，证照问题、教师持证问题等成为关键制约因素，龙头企业抗风险能力更强，长期受益。未来行业趋势一是行业整合大幕拉开，二是在线教育同步监管，但仍有较大发展空间。

素质教育：政策利好，发展蓝海

素质教育是政策明确鼓励发展的 K12 校外培训分支，享受政策利好。少儿英语赛道衍生出“低龄化”趋势，幼儿启蒙英语渐起，低成本的幼儿启蒙流量入口将成为下一阶段少儿英语各大玩家争夺的重点。政策推动编程进入课程体系，且需求端，低龄孩子以兴趣培养为主，中高年龄段则存在部分刚需，双管齐下资本加注少儿编程。

早教&托育：早教暂不受学前教育新规影响，托育重生

早教暂不受学前教育新规影响，但预计监管也在路上，随着行业准入门槛提高，美吉姆、金宝贝等龙头企业将获益。目前针对 0-3 岁的托

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。

育服务社会供给严重缺失，随着二胎生育全面放开，托育制度获得重生，上海市已出台“1+2”文件进行推动，预计托育制度将在更多省市落地开展。

■ 投资建议

我们预计 2019 年政策监管趋严形势仍将延续，随着各地民促法实施细则相继出台、民促法送审稿终稿落成及各项政策条例实施的效果发酵，教育行业的供给侧改革日益深化，短期可能带来板块波动及一定程度上抑制投资热情，但中长期看，随着政策落地后的明朗化及供给侧改革带来的行业加速出清，龙头企业有望依托品牌优势和资源优势逆市增长，享受竞争格局改善的行业红利，中长期仍看好教育行业的投资机会。建议关注：职业教育的亚夏汽车（中公教育）和百洋股份（火星时代）、K12 校外培训的科斯伍德（龙门教育）、早教的三垒股份（美吉姆）。

■ 风险提示

监管趋严带来的不确定性风险、市场竞争加剧风险、业务拓展不及预期、商誉减值风险等。

重点关注股票业绩预测和市盈率

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			投资评级
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	
科斯伍德	300192	9.37	0.02	0.44	0.41	469	21	23	增持
百洋股份	002696	9.75	0.29	0.51	0.64	34	19	15	增持
三垒股份	002621	17.50	0.05	0.05	0.10	350	350	175	谨慎增持
亚夏汽车	002607	8.58	0.09	0.20	0.28	95	43	31	暂未评级

资料来源：上海证券研究所，股价数据为 2018 年 11 月 26 日收盘价（注：亚夏汽车采用 wind 一致预期）

目 录

一、2018 年回顾：满城风雨	5
1.1 行情回顾：教育板块表现市场垫底，估值折价逾 30%.....	5
1.2 政策主导 2018 年板块波动，2019 年静待消化.....	7
1.3 教育板块整体的商誉减值和股票质押风险较高.....	10
二、2019 年展望：砥砺前行	12
2.1 高等教育：外延并购逻辑不变，估值修复可期.....	12
2.2 职业教育：传统赛道龙头加速证券化，探索校企合作 ...	16
2.3 K12 校外培训：大幅整改行业洗牌，整合大幕拉开.....	19
2.4 素质教育：政策利好，发展蓝海.....	24
2.5 早教&托育：早教暂不受学前教育新规影响，托育重生	26
三、行业评级、策略	28
四、重点关注公司	29
4.1 科斯伍德 (300192)：收购龙门剩余股权，进一步做大教育.....	29
4.2 百洋股份 (002696)：教育推进改善盈利，开启校企合作.....	29
4.3 三垒股份 (002621)：收购美吉姆，打造早教龙头.....	30
4.4 亚夏汽车 (002607)：公考培训龙头中公教育成功借壳，开启新篇章.....	31
五、风险提示	31

图

图 1 各板块年初至今区间涨跌幅 (%)	5
图 2 教育板块各市场平均估值水平	6
图 3 A 股教育板块各领域平均估值水平	7
图 4 教育行业证券化历程	8
图 5 股票质押比例对应的上市公司数量分布	12
图 6 港股高教板块营收及增速 (亿元)	14
图 7 港股高教板块归属净利润及增速 (亿元)	14
图 8 港股高教上市公司 PE-band	14
图 9 历年高考报名人数 (万人)	15
图 10 各国高等教育毛入学率水平	15
图 11 高教上市公司在校生人数	16
图 12 中教控股收入和利润 (百万元)	16
图 13 三大职业教育市场规模 (亿元)	16
图 14 教师资格考试笔试和面试情况 (万人)	17
图 15 教师资格笔试考试历年报名人数 (万人)	17
图 16 中公教育三大业务收入 (百万元)	18
图 17 华图教育三大业务收入 (百万元)	18
图 18 代表 IT 培训企业收入和净利润 (百万元)	19
图 19 全国现已摸排逾 40 万所校外培训机构	20
图 20 全国校外培训机构完成整改率约 60%	20
图 21 K12 校外培训三大龙头招生人数 (万人)	21
图 22 K12 校外培训三大龙头营收 (亿元)	22
图 23 K12 校外培训三大龙头净利润 (亿元)	22
图 24 截止每期末 K12 校外培训三大龙头校区数量	22
图 25 新东方递延收益及增速 (百万美元)	23
图 26 好未来递延收益及增速 (百万美元)	23
图 27 精锐教育客户预付款及增速 (百万元)	23
图 28 在线及线下少儿编程代表企业	26
图 29 美杰姆营业收入及归属净利润与业绩承诺 (亿元)	27

表

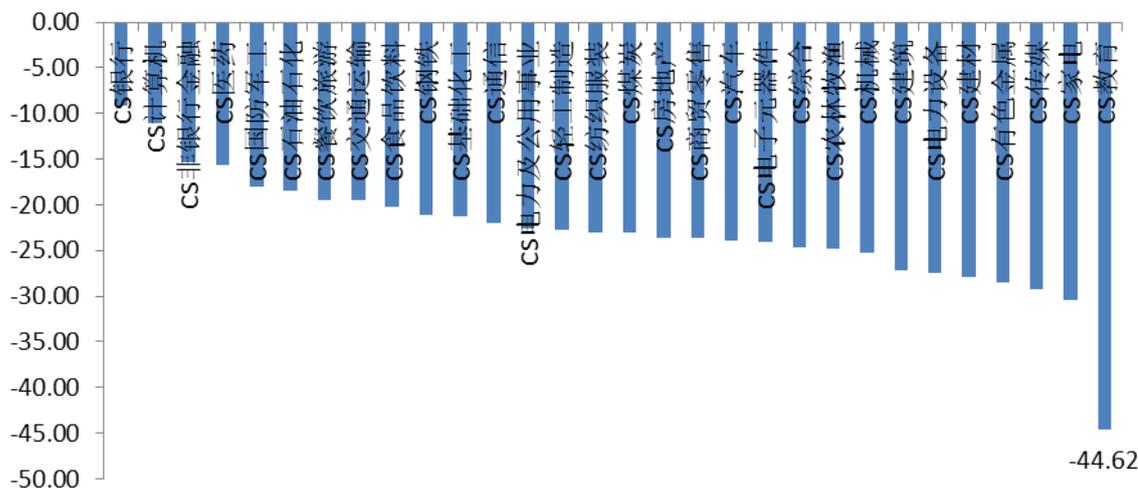
表 1 21 家主要的 A 股教育类上市公司	6
表 2 21 家主要教育公司截止 2018Q3 的商誉情况	10
表 3 21 家主要教育公司的股票质押情况 (截止 2018/11/16)	11
表 4 810 民促法送审稿后港股高教并购案例	12
表 5 传统职教赛道龙头企业纷纷获得融资	19
表 6 素质教育相关支持政策	24
表 7 部分少儿启蒙英语产品盘点	24
表 8 托育教育相关政策法规/事件	27

一、2018 年回顾：满城风雨

1.1 行情回顾：教育板块表现市场垫底，估值折价逾 30%

2018 年教育板块整体表现市场垫底。截止 2018 年 11 月 16 日，CS 教育指数年初至今下跌 44.62%，位于 30 个中信一级行业的末尾（将 CS 综合拆成 CS 综合（剔除教育）与 CS 教育）。教育板块年内经历戴维斯双杀，一方面整个 A 股市场受内外部因素影响，估值持续下移，另一方面教育板块从 2015-2016 年的外延并购逐渐过渡到 2017-2018 年的内生驱动，经济下行背景下企业经营承压，叠加并表因素影响弱化，基本面的业绩也出现较大幅度下滑。

图 1 各板块年初至今区间涨跌幅 (%)



数据来源：Wind，上海证券研究所（注：截止 2018/11/16）

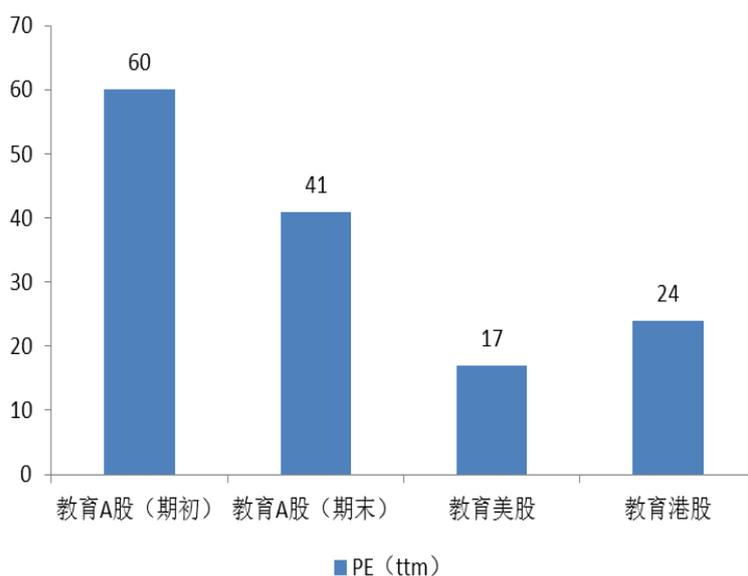
教育板块整体估值较年初下降逾 30%。以 21 家主要的 A 股教育类上市公司为样本（新增亚夏汽车），我们剔除掉估值差异较大的数值后，数据显示，A 股教育板块的整体估值已由年初的 60X 降至 11 月 16 日的 41X，下降幅度超过 30%，其中多数个股的 PE(ttm) 为 20-40X。同期，教育美股的整体估值由年初的 38X（本年度新上市公司以上市首日估值水平记为年初估值，下同）降至期末的 17X，其中多数个股的 PE(ttm) 为 30-40X，板块整体估值水平较低主要系瑞思学科英语 2017Q4 支付 IPO 相关费用及股权激励等费用，业绩出现大幅亏损，使得其期末 PE(ttm) 降为 -128X，拉低板块整体估值水平。教育港股的整体估值水平则由年初的 36X 降至 24X，其中多数个股的 PE(ttm) 为 10-30X。若不考虑年内新上市公司，教育美股和港股的年初估值水平分别约为 57X 和 33X。

表 1 21 家主要的 A 股教育类上市公司

细分领域	上市公司
学前教育	威创股份、秀强股份
K12 教育	新南洋、勤上股份、紫光学大、科斯伍德
素质教育	盛通股份
国际教育	凯文教育、电光科技、三垒股份
职业教育	开元股份、百洋股份、文化长城、东方时尚、洪涛股份、亚夏汽车
教育信息化	立思辰、全通教育、拓维信息、三盛教育、佳发教育

数据来源：上海证券研究所

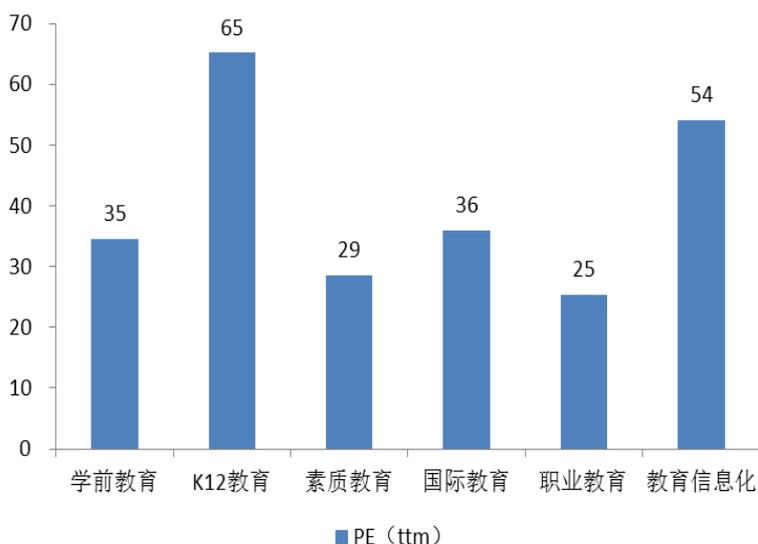
图 2 教育板块各市场平均估值水平



数据来源：Wind, 上海证券研究所

政策严监管+基本面走弱导致估值较大幅度调整。截止 11 月 16 日，A 股学前教育、K12 教育、素质教育、国际教育、职业教育、教育信息化各子板块的平均估值水平（剔除估值差异较大数值）分别约为 35X、65X、29X、36X、25X、54X，多数板块估值下移。一方面，今年以来政策严监管大势已定，一定程度上压制了教育板块成长逻辑，打击投资者信心；另一方面，由于并表因素逐渐消退，教育板块整体基本面走弱，业绩增速放缓情况下，估值相应出现较大幅度调整。

图 3A 股教育板块各领域平均估值水平



数据来源: Wind, 上海证券研究所

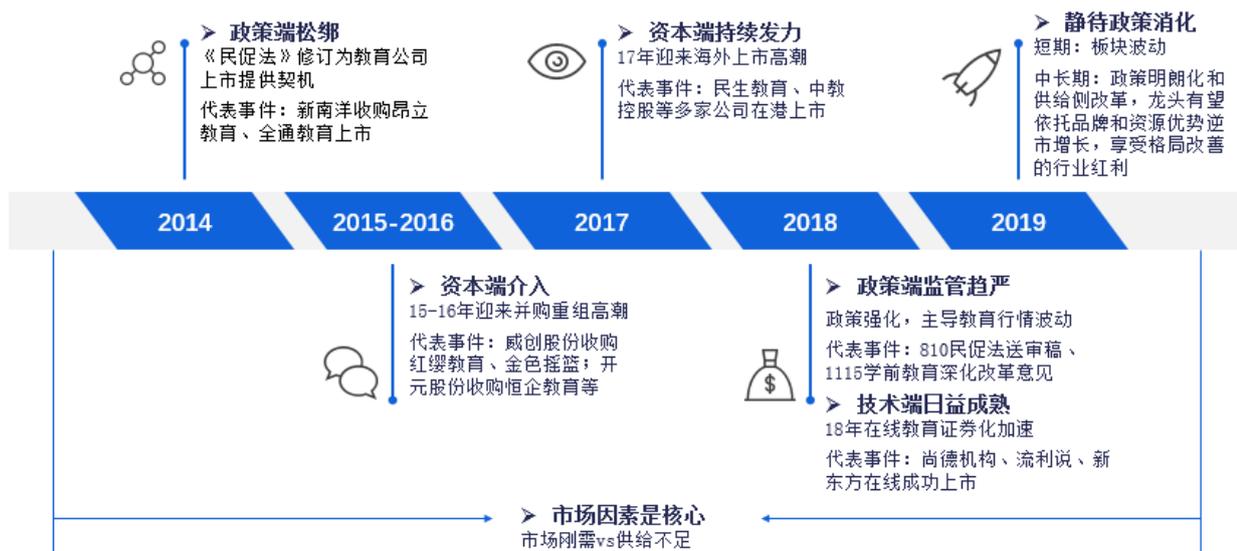
1.2 政策主导 2018 年板块波动, 2019 年静待消化

我们将教育行业的主要影响因素划分为四大类, 分别是政策、市场、资本和技术, 其中市场包含需求和供给两大方面。教育行业从 2014 年开始兴起的资产证券化浪潮起源是政策端的松绑,《民促法》修订为教育公司上市提供了契机, 由此资本开始介入。大量的上市公司通过跨界收购教育资产转型至教育领域, 教育行业逐渐由产业化向资本化发展, 在 2015-2016 年迎来并购重组的高潮, 并在 2017 年迎来海外上市的高潮。随着技术的逐渐成熟, 在线教育在少儿英语赛道火爆后, 向 K12、职业教育等其他领域渗透, 并在 2018 年相继迎来尚德机构、流利说、新东方在线等头部企业的成功上市。教育行业证券化程度不断加深, 并逐渐获得资本市场的青睐, 港股通资金加持港股教育资产、美股市场好未来和新东方涨势亮眼。但归根究底, 教育资产具有投资价值的原因在于其具有市场刚需基础, 且当前时点教育供给明显不足, 供需失衡情况较为严重。民众日益增长的对优质教育资源的需求与欠缺的社会供给之间的矛盾, 为教育产业发展提供了广阔空间。

2018 年政策是影响教育板块波动的最大变量, 2019 年静待政策消化。今年以来, 政府对教育行业的监管态度明确且坚硬, 政策成为主导 2018 年教育板块行情的主要影响因素, K12 培训、学前教育、学历学校、在线教育等均受到不同程度的严格规范。投资者受到监管趋严的影响情绪面较为悲观, 板块波动幅度明显加大, 从 8 月民促法送审稿发布后整体进入了下行通道, 至 11 月学前教育深化改革意见发布, 投资者信心接连受到重创。我们认为, 2019 年政策监管趋严形势仍将延续, 随着各地民促法实施细则相继出台、民

促法送审稿终稿落成及各项政策条例实施的效果发酵，教育行业的供给侧改革日益深化，短期可能带来板块波动及一定程度上抑制投资热情，但中长期看，随着政策落地后的明朗化及供给侧改革带来的行业加速出清，龙头企业有望依托品牌优势和资源优势逆市增长，享受竞争格局改善的行业红利，中长期仍看好教育行业的投资机会。

图 4 教育行业证券化历程



数据来源：上海证券研究所

民促法送审稿动摇民办学校上市（VIE架构）与扩张（外延收购）根基，民办高校领域影响相对有限。第一，送审稿要求实施集团化办学的，不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校（第12条）。K9阶段必须登记为非营利性，未来新法若适用，那么K9以VIE架构上市可能受阻，且作为标的被兼并收购也大概率不可行；高中阶段和高等教育理论上可以选择登记为营利性或非营利性，兼并收购或协议控制上市在营利性前提下仍具可行性，但由于设立为营利性后，相关的土地和税收优惠减少，运营成本上升，存在盈利能力下滑的风险，可通过扩大学生规模、适当提高学费、多元化教育业务等方式进行对冲。第二，送审稿要求公办学校不得举办或者参与举办营利性民办学校，举办或者参与举办非营利性民办学校的不得以品牌输出方式获得收益（第7条）。此条对民办高校的影响较大，一方面，母体高校将在政策要求下逐步实现与营利性独立学院脱钩，另一方面，如果是非营利性民办高校，母体高校的品牌输出也将受到限制，从财务角度看，民办高校的成本端将节省向母体高校支付的管理费。此外，由于母体高校被强制性退出，独立学院等将会加速转设成为民办普通本科院校，股

权转让需求下潜在的高校并购标的数量有望增加。总的来看，我们认为送审稿对民办高校的影响较为有限，外延并购逻辑不受影响。

学前教育深化改革意见切断民办园上市之路。11月15日，《中共中央国务院关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》对外发布，意见与送审稿一脉相承，对送审稿第12条的适用范围和方式进一步扩充，指出“社会资本不得通过兼并收购、受托经营、加盟连锁、利用可变利益实体、协议控制等方式控制国有资产或集体资产举办的幼儿园、非营利性幼儿园”，并新增“民办园一律不准单独或作为一部分资产打包上市”、“上市公司不得通过股票市场融资投资营利性幼儿园，不得通过发行股份或支付现金等方式购买营利性幼儿园资产”等规定，监管严格力度超市场预期。意见的出台短期压制幼教板块，尤其是幼教并购、加盟、连锁经营等模式，民办园证券化路径受阻，新上市民办园几乎无可能，上市公司现有体系的幼儿园资产如何处置仍需等待政策进一步说明。新规剑指近几年兴起的幼儿园并购热，旨在规范学前教育行业发展，遏制资本过度的逐利行为，引导教育回归本位，资本不能过度裹挟教育。办园结构方面，我国学前教育将始终坚持以普惠性为主体，公办和民办普惠覆盖率目标达到80%，其中公办园占比要达到50%，二八格局使得营利性民办园一方面发展空间受限，另一方面虽实行市场调节价，但会面临更多的收费监管，高端园的盈利水平或将受影响。但同时，新规要求的“全面落实幼儿园教师持证上岗”有望大力推动幼师培训行业的发展，一方面加大力度支持师范院校设立并办好学前教育专业，另一方面考证刚需带动社会化职业教育培训机构相关业务发展。

K12校外培训成监管重灾区，线下线上同步规范。2018年以来K12校外培训行业政策频发，2月四部委联合印发《关于切实减轻中小学生课外负担开展校外培训机构专项治理行动的通知》，要求对K12校外培训行业中普遍存在的安全隐患、无照无证、有照无证、招生和培训内容不规范、培训与招生挂钩等乱象进行排查与整改。8月国务院下发《关于规范校外培训机构发展的意见》，实施分类管理，鼓励发展素质类、重点规范应试类，强调“先证后照”开办顺序，并首次对预收款制度作出规范，即“不得一次性收取时间跨度超过3个月的费用”。11月，三部门联合印发《关于健全校外培训机构专项治理整改若干工作机制的通知》，要求“2018年底前不能存在无证无照还在开展培训的机构”，并强化在线培训监管，按照线下培训机构的管理政策，同步规范线上机构，线上培训的班次名称、培训内容、招生对象、进度安排和上课时间等均须备案，且教师须持证上岗。总的来看，K12校外培训行业的监管信号十分明确，

线上线下同步展开，全面消除监管盲区，短期内行业迎来剧震，证照问题、教师持证问题等将成为关键制约因素，龙头企业的抗风险能力相对更强，行政手段下的洗牌潮后，市场份额有望进一步向实力较强的头部机构集中。

1.3 教育板块整体的商誉减值和股票质押风险较高

A股教育类上市公司基本是以并购重组转型而来，因此高承诺、高估值、高溢价导致了账面上的高商誉。我们以 21 家主要教育公司为样本进行统计，截止 2018Q3，主要教育公司的商誉总值合计约为 203.37 亿元，其中从绝对值角度来看，商誉值排名前 10 的公司分别为立思辰（41.56 亿元）、拓维信息（21.32 亿元）、威创股份（17.26 亿元）、文化长城（16.07 亿元）、勤上股份（15.84 亿元）、紫光学大（15.27 亿元）、开元股份（14.18 亿元）、全通教育（13.93 亿元）、百洋股份（11.50 亿元）、三盛教育（6.84 亿元）。

相对值角度来看，一是 21 家主要教育公司的商誉总值占总净资产的比例约为 41%，与其他行业相比，商誉的净资产占比偏高，具有较大的商誉减值压力。具体来看，截止 2018Q3，商誉的净资产占比排名前 10 的公司分别为紫光学大（1172%）、立思辰（74%）、科斯伍德（68%）、文化长城（68%）、全通教育（65%）、开元股份（63%）、拓维信息（55%）、百洋股份（49%）、威创股份（48%）、秀强股份（37%）。

二是 21 家主要教育公司的商誉总值约是总归母净利润的 12.82 倍，商誉占净利润的比重越高，商誉减值对公司业绩造成的波动影响越大。具体来看，截止 2018Q3，商誉的归母净利润占比排名前 10 的公司分别为立思辰（549.60 倍）、全通教育（234.14 倍）、拓维信息（42.53 倍）、紫光学大（22.35 倍）、勤上股份（21.94 倍）、三垒股份（21.55 倍）、开元股份（13.91 倍）、文化长城（11.75 倍）、威创股份（11.73 倍）、百洋股份（8.85 倍）。

表 2.21 家主要教育公司截止 2018Q3 的商誉情况

上市公司	商誉 (百万元)	净资产 (百万元)	归母净利润 (百万元)	商誉/净资产 (%)	商誉/归母净利润 (倍)
威创股份	1,726.16	3,603.92	147.10	48%	11.73
秀强股份	475.18	1,287.68	85.00	37%	5.59
紫光学大	1,526.77	130.32	68.30	1172%	22.35
昂立教育	0.00	1,703.35	96.55	0%	0.00
勤上股份	1,584.43	5,302.80	72.22	30%	21.94
科斯伍德	596.44	877.82	85.95	68%	6.94
盛通股份	417.32	1,570.59	72.29	27%	5.77
凯文教育	214.68	2,139.78	-71.41	10%	-3.01
电光科技	195.90	992.00	49.05	20%	3.99

三垒股份	288.62	1,178.20	13.39	24%	21.55
开元股份	1,418.24	2,256.24	101.92	63%	13.91
百洋股份	1,150.08	2,362.60	129.88	49%	8.85
亚夏汽车	36.85	1,959.24	40.37	2%	0.91
东方时尚	118.19	2,234.39	191.25	5%	0.62
文化长城	1,607.19	2,376.56	136.73	68%	11.75
洪涛股份	570.31	4,301.72	141.53	13%	4.03
佳发教育	44.50	750.50	77.13	6%	0.58
三盛教育	684.49	2,462.89	85.21	28%	8.03
拓维信息	2,132.39	3,911.50	50.14	55%	42.53
全通教育	1,393.38	2,153.40	5.95	65%	234.14
立思辰	4,156.00	5,644.13	7.56	74%	549.60
合计	20,337.12	49,199.64	1,586.11	41%	12.82

数据来源: Wind, 上海证券研究所

教育板块股票质押比例约为 27%、大股东持股质押比例约为 55%，处于较高水平。截止 11 月 16 日，我们以 21 家主要教育公司为样本统计股票质押风险，教育板块质押股份的总市值约为 240 亿元，整体的股票质押比例（已质押股份数量/总股本）约为 27%，其中质押比例在 10% 以下/10-20%/20-30%/30%-40%/40% 以上的公司数量分别为 4 个、8 个、2 个、3 个、4 个。从第一大股东持股质押比例来看，大股东整体质押比例较高，合计约为 58%，如果股价持续下跌，大股东不能及时补充质押，股价跌破平仓线，则存在质押股份被迫清仓的风险，带来股价更大幅度地下跌。

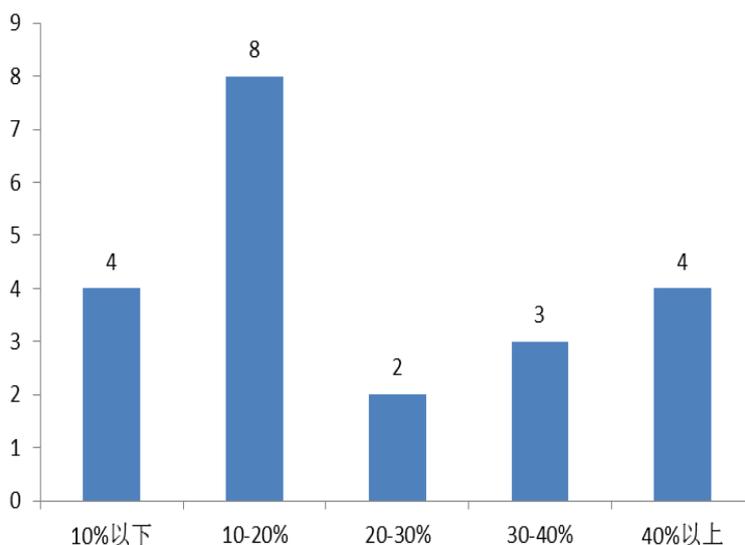
表 3 21 家主要教育公司的股票质押情况（截止 2018/11/16）

上市公司	质押股份数量 (百万股)	总股本 (百万股)	质押比例 (%)	大股东累计质押数量 (百万股)	大股东持股数量 (百万股)	大股东累计质押数占持股数比例 (%)
紫光学大	0.08	96.20	0%	0.00	15.00	0%
拓维信息	328.44	1,100.77	30%	173.60	202.08	86%
威创股份	288.69	910.36	32%	262.13	302.27	87%
洪涛股份	184.22	1,249.44	15%	184.00	389.71	49%
盛通股份	131.97	324.68	41%	59.10	78.26	76%
亚夏汽车	245.30	820.34	30%	116.70	152.70	76%
三垒股份	3.25	347.60	1%	0.00	101.25	0%
勤上股份	512.24	1,518.69	34%	2.50	254.97	1%
凯文教育	105.03	498.57	21%	64.00	162.55	39%
百洋股份	141.44	395.31	36%	106.10	133.39	80%
电光科技	2.16	322.67	1%	0.00	165.00	0%
立思辰	101.88	873.06	12%	55.82	149.22	37%
文化长城	215.09	481.06	45%	141.20	143.44	98%
秀强股份	84.98	592.95	14%	82.70	144.43	57%
科斯伍德	79.75	242.55	33%	69.75	93.57	75%

三盛教育	85.95	249.54	34%	52.35	52.35	100%
开元股份	109.02	345.18	32%	32.70	53.99	61%
全通教育	275.75	633.00	44%	180.03	185.14	97%
佳发教育	32.95	140.22	23%	5.54	46.89	23%
昂立教育	9.59	286.55	3%	0.00	34.77	0%
东方时尚	285.39	588.00	49%	264.67	358.02	74%
合计	3,223.16	12,016.72	27%	1,852.87	3,218.98	58%

数据来源: Wind, 上海证券研究所

图 5 股票质押比例对应的上市公司数量分布



数据来源: Wind, 上海证券研究所

二、2019 年展望：砥砺前行

2.1 高等教育：外延并购逻辑不变，估值修复可期

810 送审稿暂不影响民办高校 VIE 架构和外延并购逻辑。送审稿发布后，市场情绪普遍悲观，导致港股教育板块重挫。我们认为，民办高校原则上可以选择登记为营利性，因此不受送审稿第 12 条规定限制，且当前属于送审稿尚未落地的政策真空期，并购整合依旧可行。送审稿之后，中教控股、民生教育、新高教集团仍在进行对外收购，且在河南省经营三所高等院校的春来教育也成功登陆港股，进一步说明高等教育 VIE 架构和外延并购逻辑在当前环境下仍可操作。

表 4 810 民促法送审稿后港股高教并购案例

上市公司	收购标的	收购资产	交易价	交易方式
------	------	------	-----	------

民生教育	励德集团 51%股权	滇池学院，独立学院，17-18 学年在校生 18470 人，预计 18-19 学年将达 19200 人，学费约为 1.60-2.45 万元	股权对价 5.825 亿元，代替偿付 2.31 亿元等值的美元债务	本次交易仅滇池学院的举办者滇池公司的实控人发生变更，由励德集团变更为民生教育，但滇池学院的举办者未变更，根据法律法规，前述实控人变更无需在教育及民政部门批准。由于交易没有直接变更滇池学院的举办者，也没有变更滇池学院的举办者滇池公司的外商投资企业再投资性质，因此不会对滇池学院现有举办者架构的合法性产生影响。此项交易将在境外进行
	曲阜卓永 51%股权	山东远东学院，高等专科院校，16-17 年税后净利润分别为 793/1116 万元，18 年 1-10 月税后净利润 1370 万元，18-19 学年在校生 5417 人	51%股权对价 9180 万元	交割日后 6 个月内以等值于 2520 万元的美元对价购买额外 14% 股权，届时将持股 65%；远东学院成为民办本科普通高校的前提下，股权转让协议之日起满 3 年后的第 4-5 年内，重庆悦诚有权授出针对 35% 剩余股权的认沽期权，收购倍数不超过 20X，认购金额不低于 6300 万元
新高教集团	嵩明新巨 51%股权 (先 45% 后增至 51%)	广西英华国际职业学院(大专)、广西钦州英华国际职业技术学校(中职)、广西英华国际职业学校附属中学(高中)三所学校，17-18 学年在校生 8434 名	45% 股权认购价 1.17 亿元+提供 3021 万元贷款可转换为股本=1.47 亿元获得 51% 股权	广西学校举办者及广西学校将与辉煌公司订立结构性合约，其条款及条件在各重大方面应与现有结构性合约相同，其后广西学校举办者及广西学校将被视为公司的综合联属实体，同时经营业绩并表
	河南学校 55% 学校 举办权	洛阳科技职业学院，洛阳市唯一一所民办高职院校，15/16 年税后净利润分别为 1194/1682 万元，16-17 学年/17-18 学年学生人数分别为 13289/18243 人	交易价 1.02 亿元，收购完成后将继续出资 2.94 亿元用于河南学校二期建设	河南荣豫及河南学校与辉煌公司订立河南学校结构性合约，其条款及条件将在所有重大方面与现有的结构性合约相同，此后河南荣豫及河南学校将成为公司的综合联属实体
中教控股	松田公司 100% 股 权	松田大学 100% 股权和松田学院 100% 股权，16-17 年税后净利润分别为 7882/7406 万元	14.19 亿元(含收购代价 5000 万元、债权转让 4.88 亿元、向标的以注资或股东贷款方式注入不超过 8.81 亿元)	向目标公司转让松田公司 100% 股权，并向投资者(作为中教控股并表附属实体)转让目标公司 100% 股权。松田公司拥有松田大学 100% 联席举办人权益(与广州大学联席举办)及松田学院 100% 举办人权益

数据来源：公司公告，上海证券研究所

业绩稳增，并表驱动效果明显。以中教控股、民生教育、新高教集团、中国新华教育、希望教育、中国春来 6 家高教企业为统计样本，2018H1 港股高教总营收为 22.07 亿元，同比增长 33%，主要

系中教控股和希望教育外延并表大幅提高增速水平，剔除掉并表因素，中教控股和希望教育的收入增速分别约为12%和21%，总的来看，高教企业收入保持10-20%的内生稳定增长。盈利端，2015-2017年高教上市企业归属净利润复合增速约为34%，2018H1为33%，业绩增速整体高于收入增速，主要系上市的高校基本上运营时间较长，早已度过爬坡期，边际成本增量有限，业绩加快释放，净利率稳步提升。

图 6 港股高教板块营收及增速 (亿元)

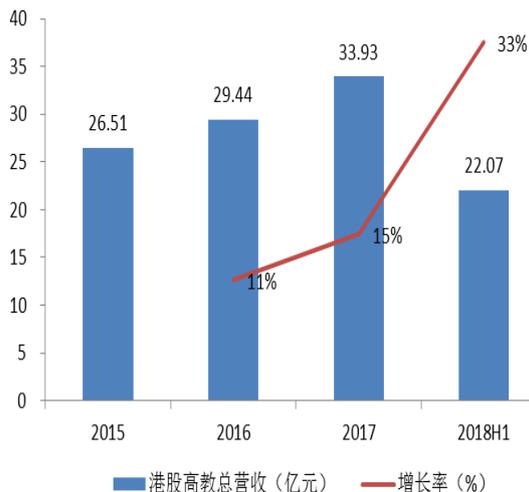
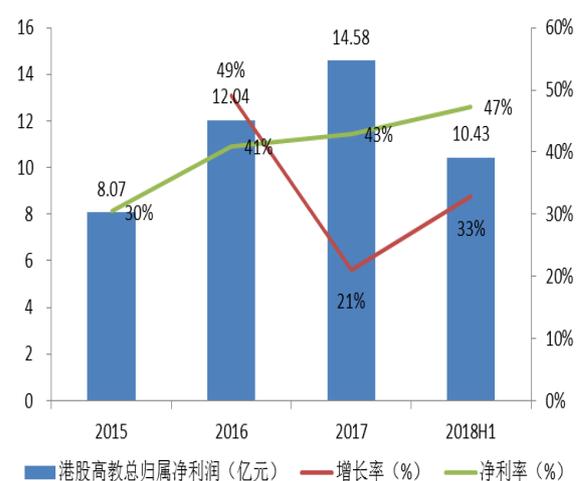


图 7 港股高教板块归属净利润及增速 (亿元)

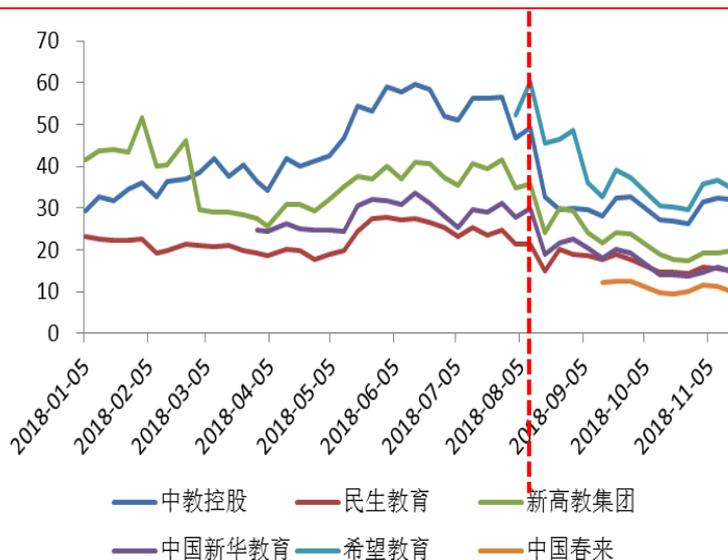


数据来源：公司公告，上海证券研究所

数据来源：公司公告，上海证券研究所

估值普遍下移，相对高峰估值折价近50%。受810政策波动影响，港股高教板块估值明显下移，相较于高峰时期估值折价幅度近50%。截止11月16日，高教板块动态估值多为10-20X，仅中教控股和希望教育的PE (ttm) 达到30X以上。

图 8 港股高教上市公司 PE-band



数据来源：Wind，上海证券研究所

2019 年港股高教板块有望迎来估值修复。政策端，送审稿发布对板块估值形成压制，导致估值出现较大幅度调整，但本质上高教的外延并购逻辑不变。需求端，高考报名人数重回增长通道，2018 年达到 975 万人，同比增加 35 万人，创下 2010 年来新高。供给端，2017 年我国高等教育毛入学率仅为 45.7%，与发达国家普遍 50% 以上的水平相比仍有差距，高等教育在我国仍属稀缺品。总的来看，高等教育板块面临的政策风险相对较小，需求端生源基数扩大，而供给端学额数量有限，在 2019 年政策逐渐落地明朗化后，市场悲观情绪有望缓解，板块估值有望迎来修复。

图 9 历年高考报名人数 (万人)

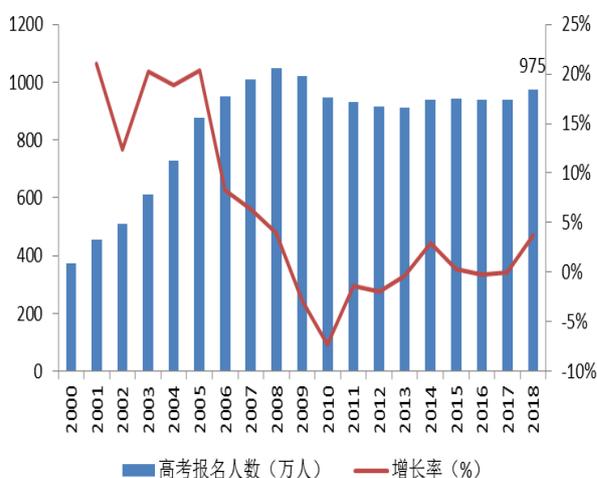
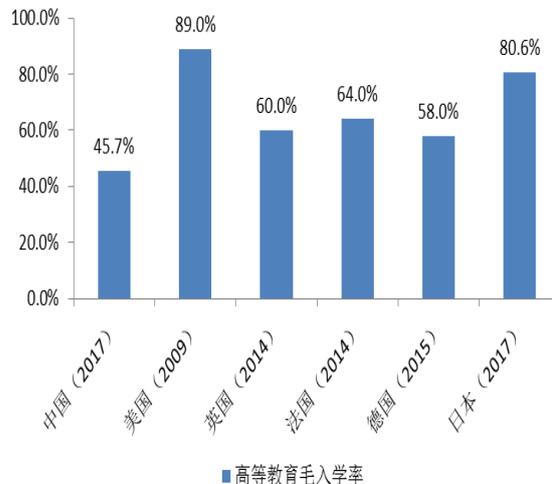


图 10 各国高等教育毛入学率水平



数据来源：中国教育在线，上海证券研究所

数据来源：教育部，互联网整理，上海证券研究所

行业整合空间大，龙头成长路径清晰。我们估计 2018-2019 学年，港股上市的 6 家高教企业旗下 35 所境内高等院校的在校生人数合计超过 39 万人，占 2017 年全国民办高校在校生 628 万人的 6%，行业集中度有所提高，但依然偏低。较低的市场集中度为龙头企业提供了广阔的整合空间。以高等教育龙头中教控股为例，上市之初旗下三所院校合计学生人数约 7.6 万人，上市后公司加大对外收购，2018 年 3 月收购了郑州城轨学校和西安铁道学院，增加约 4.5 万名学生；2018 年 9 月完成收购松田大学和松田学院，增加约 1.2 万名学生，叠加院校自身扩招，目前旗下 7 所院校的在校生人数合计超过 14 万，上市不足 1 年，学生规模几近翻倍。受益于内生稳健增长和外延并表驱动，中教控股保持高速增长，2018 年 1-8 月收入同比增长 58.6% 至 9.33 亿元，净利润同比增长 65.9% 至 4.01 亿元，经调整净利润同比增长 62.9% 至 4.82 亿元。我们认为，在送审稿要求公办母校退出独立学院、民办高校负债运营偿还压力较大等背景下，市场上的潜在并购标的数量有望增加，龙头企业通过并购整合能有效促进规模和业绩增长，成长路径清晰。

图 11 高教上市公司在校生人数

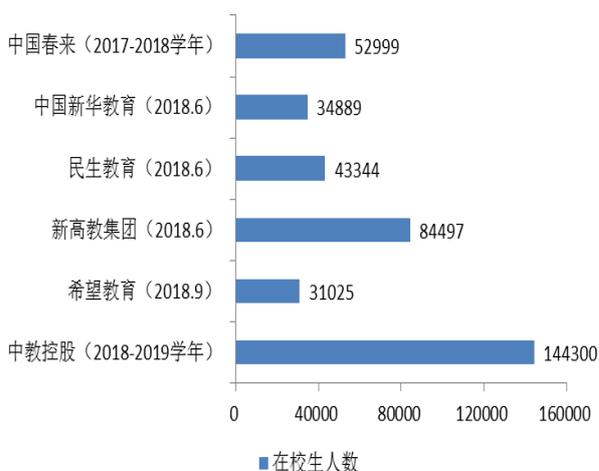
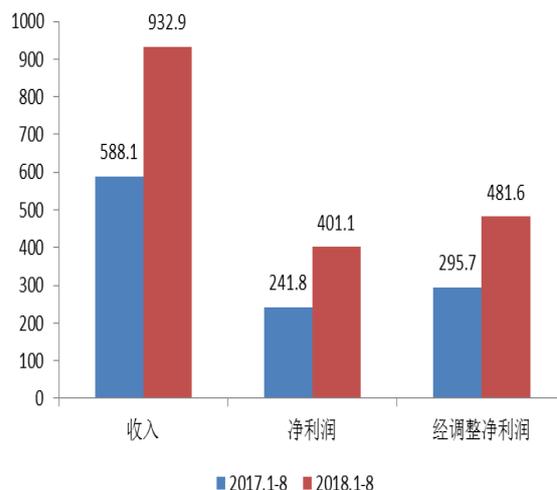


图 12 中教控股收入和利润 (百万元)

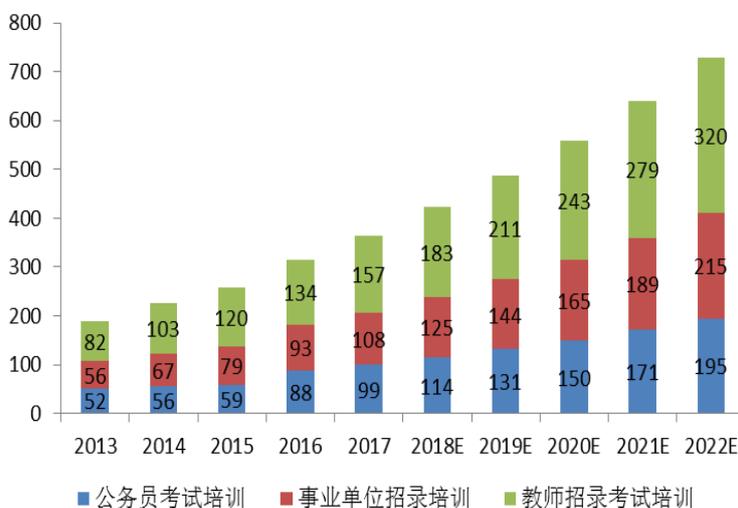


数据来源：公司公告，公司官网，上海证券研究所（注：数据来源：公司公告，上海证券研究所
中国春来人数包含长江大学工程技术学院人数）

2.2 职业教育：传统赛道龙头加速证券化，探索校企合作

公考培训双巨头上市在即，多线布局抢占市场。中公教育借壳亚夏汽车获得证监会有条件通过，公考培训双巨头之一的中公教育正式登陆 A 股，另一巨头华图教育也于 10 月 22 日再次向联交所交表，拟以发行 H 股的形式在香港主板上市。根据 Frost & Sullivan 报告显示，2017 年我国公务员招录培训市场规模约 99 亿元，同比增长 13.0%，预计 2017-2022 年行业复合增速为 14.5%，至 2022 年规模可达 195 亿元。2017 年，中公和华图的公考培训收入分别为 20.66 亿元和 12.33 亿元，对应市场份额分别为 21%和 12%，行业集中度较高。在公考培训扎稳脚跟后，中公和华图纷纷将业务线拓展至事业单位招聘、教师招聘等领域，新业务呈高速增长态势。

图 13 三大职业教育市场规模 (亿元)



数据来源: Frost&Sullivan, 上海证券研究所

教师资格培训市场受益于政策要求有望迎来爆发增长。我国的教师资格考试自 2011 年正式启动以来, 已先后在 28 个省份组织了 14 次全国教师资格考试, 累计参加笔试考试 1082 万人, 考试科次 2177 万次, 笔试通过人数 404 万人, 笔试通过率为 37.3%; 累计参加面试考试 446 万人, 面试通过人数 310 万人, 面试通过率为 69.5%。可以看到笔试的参加人数规模较大, 但考试通过率较低, 考试难度较大, 因此现阶段笔试培训收入主要靠参培率提升驱动; 面试的参加人数规模相对较小, 但考试通过率较笔试高, 因此现阶段面试培训收入主要靠高客单价驱动。教师资格考试领域两次重要政策变化: 一是 2015 年起, 我国全面推行教师资格证全国统考制度, 师范院校毕业生不再直接认定教师资格, 而是统一纳入考试范围, 即 2016 届入学的师范生将不再直接发放教师资格证; 二是 2018 年教育部出台政策要求校外培训机构老师都必须获得教师资格证才能上岗 (2018 年底前完成), 而目前整个 K12 校外培训行业的教师持证率仅约为 50%, 这为教师资格培训市场释放了巨大的体制外需求。受政策强硬规定推动, 2018 年 11 月的下半年教师资格证笔试考试共有 447 万人报名, 规模达到了历年之最, 报名科次为 937 万人次。根据 Frost & Sullivan 报告显示, 2017 年我国教师招聘考试培训市场规模约为 157 亿元, 同比增长 17.2%, 预计 2017-2022 年行业复合增速约为 15.3%, 至 2022 年规模可达 320 亿元。中公和华图目前也均开设了教师资格培训业务, 2015-2017 年中公和华图的教师培训收入复合增速分别达 83% 和 68%。

图 14 教师资格考试笔试和面试情况 (万人)

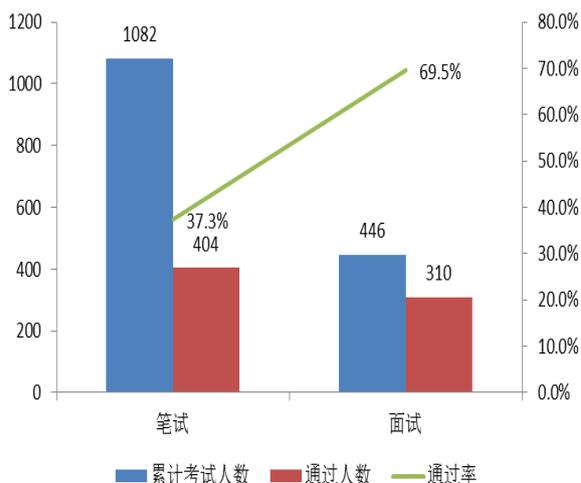


图 15 教师资格笔试考试历年报名人数 (万人)



数据来源: 搜狐教育, 上海证券研究所

数据来源: 搜狐教育, 上海证券研究所

图 16 中公教育三大业务收入（百万元）

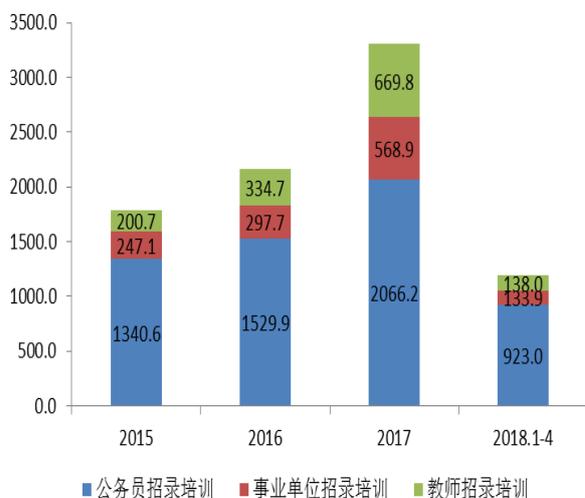
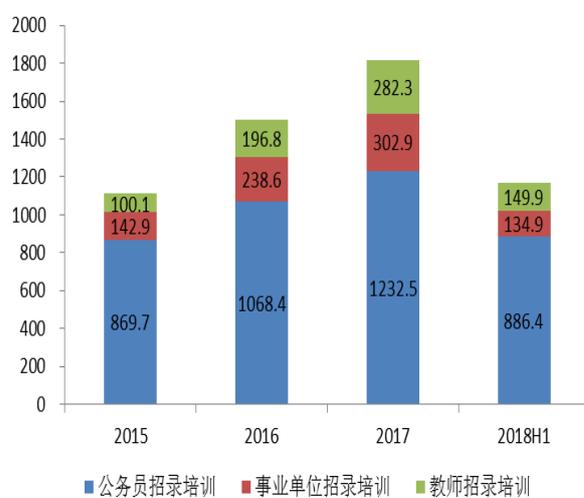


图 17 华图教育三大业务收入（百万元）

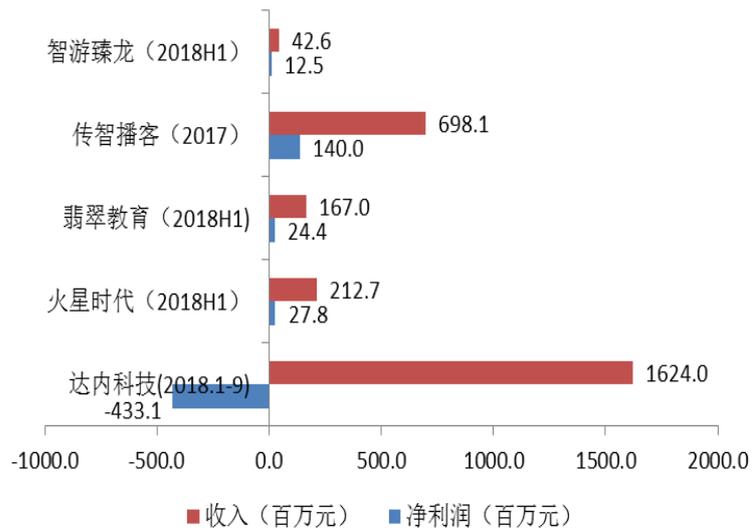


数据来源：公司公告，上海证券研究所

数据来源：公司公告，上海证券研究所

其他传统赛道龙头同样加快融资步伐。IT 培训机构传智播客 9 月获得嘉御基金战略投资，并已接受券商辅导，准备在 A 股 IPO。传智播客是知名的 IT 培训企业，旗下有黑马程序员、传智专修学院、酷丁鱼、博学谷、传智汇五大子品牌。2017 年传智播客实现营收 6.98 亿元，同比增长 29%，归属净利润 1.40 亿元，同比增长 38%。根据 Frost&Sullivan 测算 2017 年全国 IT 培训市场规模约为 256 亿元，传智播客占比约 3%。财经教育创导品牌高顿教育 11 月完成了 8 亿元的 C 轮融资，由高瓴资本与摩根士丹利联合领投，涌铎投资、嘉御基金跟投。高顿教育成立于 2006 年，目前拥有 B2B（高顿财税学院）、B2C（高顿财经、高顿网校）两大事业群和七大事业部，搭建了完整的覆盖线上线下、从个人财经资格认证到企业财税咨询培训的业务体系。我们认为，一方面职业教育培训机构公司化运作成熟，A 股上市不存在法律障碍，退出渠道通畅，另一方面由于就业导向下市场需求旺盛、监管力度较 K12 校外培训机构偏小，资本不断涌入职业教育赛道，推动龙头企业成长，预计传统的 IT、财经、公考、医学等领域龙头证券化程度将逐渐加深。

图 18 代表 IT 培训企业收入和净利润（百万元）



数据来源：公司公告，上海证券研究所

表 5 传统职教赛道龙头企业纷纷获得融资

机构	赛道	轮次	融资金额	投资方
传智播客	IT	pre-IPO	/	嘉御基金
高顿财经	财经	C 轮	8 亿元	高瓴资本与摩根士丹利联合领投，涌铎投资、嘉御基金跟投
课观教育	公考、银行招聘考试、教师资格考试	A 轮	千万元	红点创投
百通世纪	医学	A 轮	数千万元	天津天地酬勤创业投资基金
考虫	考研、四六级、公考等	D 轮	5500 万美元	高瓴资本领投，腾讯和经纬中国跟投

数据来源：互联网整理，上海证券研究所

职业教育校企合作逐步推进。百洋股份旗下火星时代与广西信息职业技术学院签署了合作办学协议，双方拟联合开办数字艺术学院，计划招生 3000 人，结合火星时代的课程优势，开设专业为数字媒体艺术设计、室内艺术设计、游戏设计、影视多媒体设计、影视动画等。火星时代出资 55%，可按该比例享受办学结余。校企合作是我国职业教育政策重点，2018 年 3 月 1 日开始实行的《职业学校校企合作促进办法》进一步建立起校企合作的基本制度框架，加快促进产教融合。我们认为，职业教育机构探索校企合作模式，有利于增强校内渠道获客能力，降低 C 端培训业务招生成本，同时也增加了新的业绩增长点。

2.3 K12 校外培训：大幅整改行业洗牌，整合大幕拉开

年内大力整顿，K12 校外培训完成整改率约 60%。截止 11 月 15 日，全国已有 2963 个县市区启动了针对 K12 校外培训机构的专

项治理整改工作，其中 1247 个已基本完成，县市区完成率 42.09%。全国共摸排校外培训机构 40.11 万所，存在问题机构 27.28 万所，占比 68%，已完成整改 16.32 万所，完成整改率 59.8%。从速度来看，由于接近“2018 年年底完成集中整改”的时间期限，近一个月机构整改明显提速，10 月 15 日到 11 月 15 日完成整改率大幅提高 29.1%。

图 19 全国现已摸排逾 40 万所校外培训机构

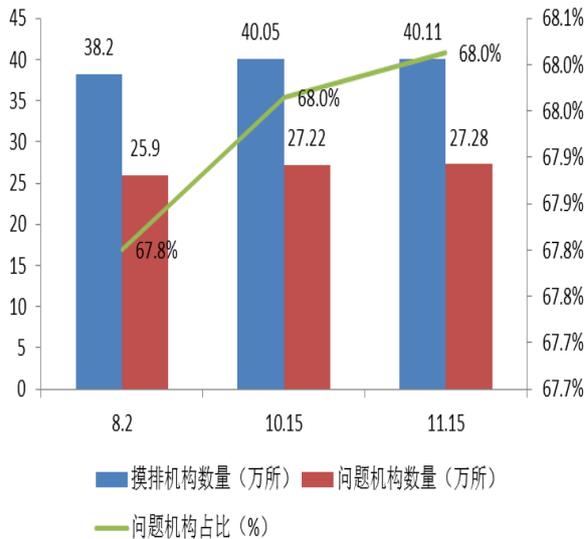
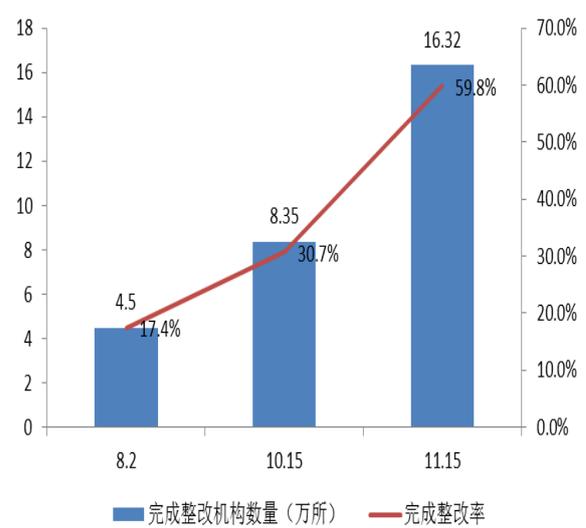


图 20 全国校外培训机构完成整改率约 60%

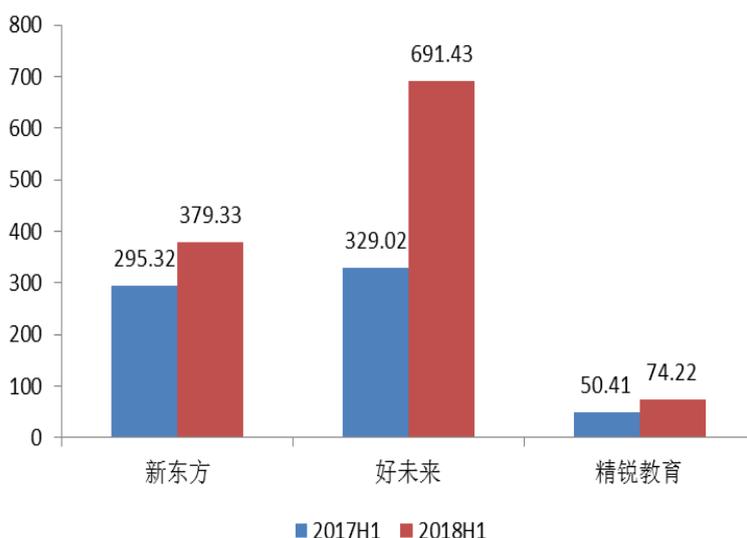


数据来源：教育部，上海证券研究所

数据来源：公司公告，上海证券研究所

我们以新东方 (N)、好未来 (T)、精锐教育 (O) 三大龙头为样本观测 K12 校外培训行业变化，时间区间为 2018 年 3-8 月。**(1) 生源快速流向龙头机构，TON 占据市场约 12% 生源。**2018 年 3-8 月，新东方、好未来、精锐教育分别实现招生 379 万人、691 万人、74 万人，同比增速分别为 28.4%、110.1%、47.2%，其中好未来学生人数高速增长主要系暑期小班和在线课程促销拉动。剔除掉在线因素影响，纯线下的学而思培优小班招生人数同比增长约 35% 左右。总体来看，K12 校外培训三大龙头在吸收生源方面保持 30-40% 左右的快速增长。教育部统计 2017 年我国 K12 阶段在校生人数约为 1.69 亿人，参考华兴资本报告中 57% 的 K12 参培率，估算我国参培的中小學生人数约为 9633 万人，三大龙头现有学生规模合计约为 1144 万人（假设不存在同一人报多个辅导机构、线上线下学生不重合的情况），占据市场约 12% 的生源，我们预计随着校外培训机构整改，生源有望进一步向头部机构集中。

图 21 K12 校外培训三大龙头招生人数 (万人)

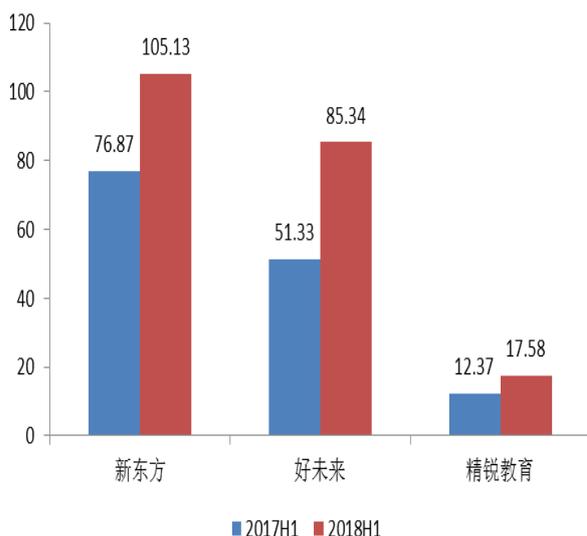


数据来源: 公司公告, 上海证券研究所 (注: 2018H1 表示 2018 年 3-8 月, 下同)

(2) 三大龙头均处于扩张期, 营收高速增长, 盈利略有承压。

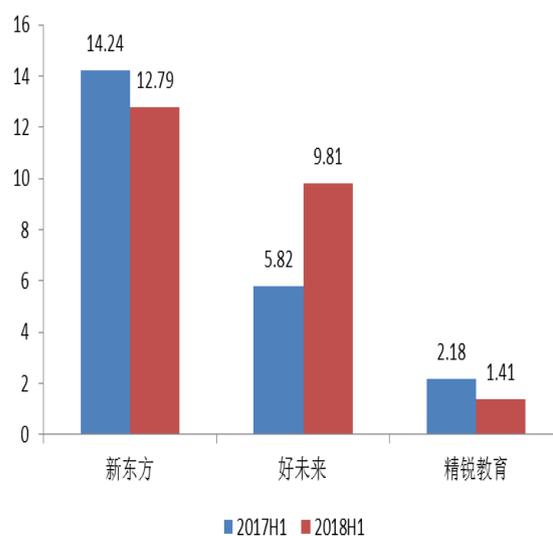
2018 年 3-8 月, 新东方、好未来、精锐教育的营收分别为 76.87 亿元、51.33 亿元、12.37 亿元, 同比增速分别为 36.8%、66.3%、42.1%, 增速均有超业绩指引, 整体保持 35% 以上的高速增长态势, 其中好未来受益于在线业务翻倍式增长, 增速维持在 50% 以上。三大龙头营收保持高增主要系当前均处于扩张期, 通过大力建设线下校区, 不断扩大生源入口, 但随着今年政府对校外培训机构加强监管, 最近一个季度校区建设速度有所放缓。截止 2018 年 8 月末, 新东方、好未来、精锐教育全国校区数量分别为 1100 个、648 个、315 个, 其中新东方和好未来 6-8 月的新增校区数量分别为 19 个和 18 个, 环比分别减少 62 个、18 个。由于新建校区使用率偏低, 而师资、租金等成本刚性, 导致龙头盈利有所承压。2018 年 3-8 月, 新东方、好未来、精锐教育的净利润分别为 12.79 亿元、9.81 亿元、1.41 亿元, 同比增速分别为 -10.2%、68.6%、-35.3%, 新东方增速下滑主要系暑期促销增加了运营成本, 且加大了在线教育投资; 精锐教育盈利较大幅度下滑主要系增加了股权激励费用。总的来看, 由于处于扩张期, 三大龙头利润率较前期高点有所回落, 目前约处于 11%-13% (精锐教育剔除股权激励影响) 水平。

图 22 K12 校外培训三大龙头营收 (亿元)



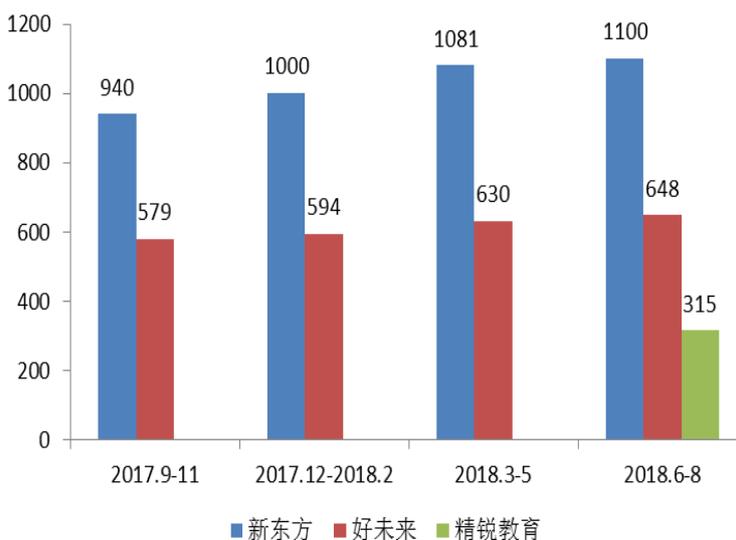
数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 23 K12 校外培训三大龙头净利润 (亿元)



数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 24 截止每期末 K12 校外培训三大龙头校区数量



数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

(3) 新规之下预收账款增幅缩窄。《关于规范校外培训机构发展的意见》要求“培训机构不得一次性收取时间跨度超过3个月的费用”，此条规定使得校外培训机构账面的预收款项大幅减少。截止2018年8月末，新东方、好未来、精锐教育的递延收益分别为11.47亿美元、8.70亿美元、19.92亿元，同比增速分别为23.3%、19.3%和30.1%，整体较此前40-50%的递延收益增速明显放缓。

图 25 新东方递延收益及增速 (百万美元)



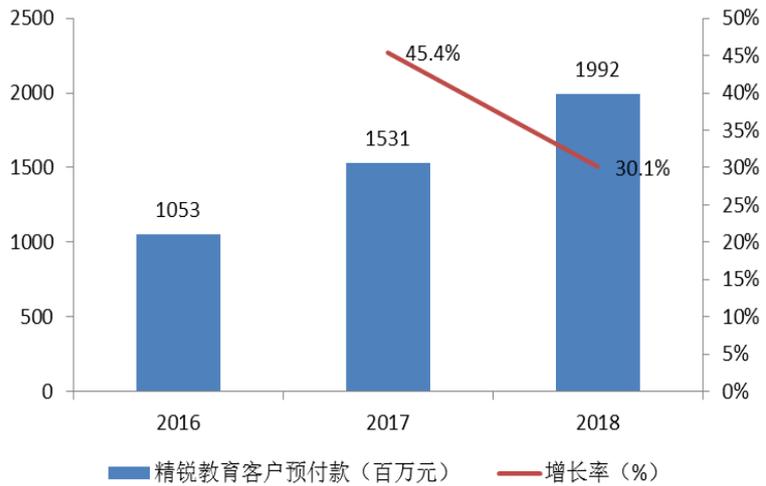
数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 26 好未来递延收益及增速 (百万美元)



数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 27 精锐教育客户预付款及增速 (百万元)



数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

我们认为未来 K12 校外培训行业在严监管之下将会呈现两大发展趋势, 一是行业在行政力量下迎来洗牌潮, 龙头企业加速并购中小企业扩大自身规模, 整合大幕拉开。精锐教育上市后, 接连收购高端少儿 STEM 英语培训品牌小小地球、天津区域性课补龙头华英教育和北京知名培训机构巨人教育, 整合优势拓展少儿语培赛道和中高端班课市场, 弥补短板, 并进军北京完善全国性布局。二是在线教育同步监管, 但仍有较大发展机会。目前线上机构要求与线下机构同步规范整改, 但线下还有场地、消防等方面的诸多要求, 受限程度可能高于线上, 且由于直播、自适应学习等技术改善了在线学习的体验模式, 消费者接受度有所提高, 在线教育在监管之下将从无序走向有序, 规范之后仍有较大的发展机会。目前传统双巨

头新东方和好未来纷纷利用双师模式将服务网络下沉至三四线城市，而纯在线的掌门 1 对 1、海风教育等也保持高速增长，多次融资，获得资本认可。

2.4 素质教育：政策利好，发展蓝海

素质教育是 K12 阶段政策明确支持的发展方向。在学科类校外培训受到严监管之下，另一大校外分支的素质教育却享受政策利好。一方面，《民促法》及相关政策简化素质教育培训机构的设立流程，允许其直接进行工商登记，无需经过教育部门的前置许可；另一方面，培训新规等积极引导校外机构开展以兴趣爱好、创新精神、实践能力等目标的培训，要求各地采取财政补贴、收取服务性收费或代收费等方式筹措经费发展课后服务，为素质教育机构进校获客提供机会。

表 6 素质教育相关支持政策

时间	政策	要点
2017.3	《关于做好中小学生课后服务工作的指导意见》	通过政府购买服务、财政补贴等方式对参与课后服务的学校、单位和教师给予适当补助
2018.8	《关于规范校外培训机构发展的意见》	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，各地可根据课后服务性质，采取财政补贴、收取服务性收费或代收费等方式筹措经费
2018.8	《民促法》送审稿	提供语言能力、艺术、体育、科技、研学等的培训机构直接法人登记

数据来源：国务院，教育部，司法部，上海证券研究所

少儿英语依然火热，幼儿启蒙英语成为新热点。根据睿艺报告，少儿英语仍是资本十分关注的赛道，2018 年上半年共有 17 起融资案例，其中 15 起为在线少儿英语。具体来看，在线 1 对 1 和在线 1 对多两大主流模式分别融资 3 起和 2 起，VIPKID、DaDa、兰迪少儿英语等头部机构纷纷获得资本大额加码。同时，少儿英语赛道衍生出“低龄化”趋势，幼儿启蒙英语渐起，上半年融资 5 起，成为少儿英语赛道的新热点。目前，市场上的幼儿启蒙英语玩家大致可以划分为两类，一是成立之初便专注于幼儿启蒙英语的公司，如宝宝玩英语、叽里呱啦、宝贝英语说等；二是由 K12 少儿英语品牌衍生出来的低幼子品牌，如 VIPKID 推出的自由星球、DaDa 推出的 DaDaBaby。我们认为，K12 少儿英语赛道厮杀激烈、大局渐定，用户获取难度加大且成本较高，拓展低龄的幼儿启蒙有助于在前端截流，促使用户形成使用习惯，从而延长在自身产品体系内的用户生命周期，最终提高 ARPU。低成本的幼儿启蒙流量入口将成为下一阶段少儿英语各大玩家争夺的重点。

表 7 部分少儿启蒙英语产品盘点

品牌名称	定位	成立时间	融资轮次	融资金额	投资方
自由星球	VIPKID 旗下,专业的 0-4 岁英语启蒙	2018.6	D+轮	5 亿美元	腾讯、红杉资本中国等
DaDaBaby	DaDa 旗下,专注服务于 0-6 岁家庭英语启蒙教育子品牌	2018.6	C 轮	1 亿美元	好未来、Tiger 老虎基金等
粉笔 Kids	粉笔网旗下,0-6 岁家庭式英语启蒙课程	2018.4	B 轮	数百万美元	经纬中国、IDG
First Touch	新东方满天星旗下,0-2 岁宝宝家庭英语启蒙产品	2018.4	IPO	/	/
唱唱启蒙英语	专注于 0-6 岁的婴幼儿提供英语启蒙教学服务	2018.1	Pre-A 轮	1000 万元	联想之星等
斑马英语	猿辅导旗下,为母语非英语国家 3-6 岁幼儿提供的在线英语课程	2018.1	E 轮	1.2 亿美元	华平投资、腾讯等
英语小神童	基于“英语启蒙成长树”体系的 0-6 岁婴幼儿启蒙教育品牌	2017.11	Pre-A 轮	数百万美元	蓝湖资本、真格基金
贝壳亲子英语	专注于 0-6 岁宝宝家庭提供亲子英语启蒙服务	2017.8	天使轮	数百万美元	未透露
宝宝玩英语	0-6 岁家庭陪伴式英语启蒙品牌	2016.1	B 轮	1.5 亿元	腾讯、经纬中国等
叽里呱啦	专为 0-6 岁宝贝打造浸润式英语启蒙	2014.7	B 轮	数千万美元	红杉中国、贝塔斯曼基金等
宝贝英语说	儿童英语故事启蒙软件	2011.5	C 轮	未透露	奥飞娱乐等

数据来源: 亿欧, 上海证券研究所

政策推动和市场需求双管齐下, 资本青睐少儿编程。2014 年, 浙江省的新高考中便将技术纳为选考科目之一。2017 年 7 月, 国务院印发的《新一代人工智能发展规划》提出在中小学阶段设置人工智能相关课程, 逐步推广编程教育。2018 年 1 月, 教育部普通高中课程标准方案颁布, 正式将人工智能、物联网、大数据处理划入新课标。政策推动下, 重庆、山西、南京等地已开始布局信息化教育, 多所中小学开设了机器人学习、少儿编程等相关课程。此外, 市场对编程教育的需求度也在逐步提升, 低年龄段孩子以兴趣培养为主, 中高年龄段则一方面以学习编程作为工具语言使用为目的, 另一方面也有将编程能力作为升学竞争力之一, 参加信息学奥赛获得加分/升学机会, 这促使中高年龄段学生存在刚性需求。政策推动及市场需求双重影响下, 资本不断加注少儿编程赛道。据睿艺报告显示, 2018 年上半年科创教育赛道融资案例数稳居素质教育领域第一位, 其中编程教育最为亮眼, 数量多达 16 起。目前少儿编程分线上和线下两种模式, 在线编程教育代表企业包括编程猫、编玩边学、妙小程、傲梦编程、极客晨星等, 线下编程教育代表企业则包括童程童美、小码王等。此外, 学而思网校也于 8 月正式发布了素质教

育课程体系，推出了学而思编程课程，正式进军少儿编程赛道。

图 28 在线及线下少儿编程代表企业



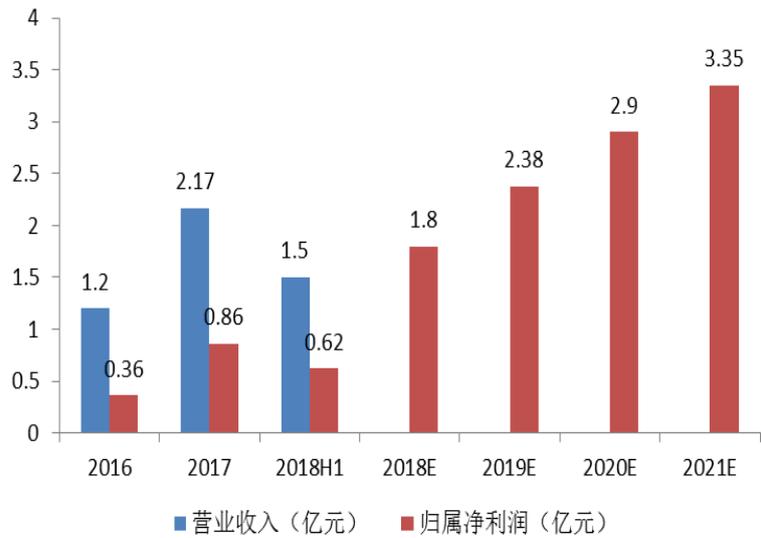
数据来源：公司官网，上海证券研究所

2.5 早教&托育：早教暂不受学前教育新规影响，托育重生

学前教育监管力度超预期，早教暂不受影响。学前教育新规的监管严格力度超市场预期，但新规主要针对 3-6 岁的幼儿园阶段，0-3 岁的早教阶段暂不受新规影响。不过早教行业目前缺乏正式监管文件，预期未来也将有相应文件出台对早教进行一定程度的规范，提高行业门槛，美吉姆、金宝贝等作为业内龙头有望中长期受益于竞争格局改善。

三垒股份积极推进与早教龙头美吉姆的并购重组。公司控股子公司启星未来已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美杰姆 100% 股权，交易价 33 亿元。美杰姆旗下拥有品牌美吉姆，为早教行业龙头之一，截止 2018 年 6 月末，在全国签约了 389 家美吉姆早教中心（387 家加盟+2 家直营），覆盖数十个省份。2018 年上半年，美杰姆收入 1.50 亿元，归属净利润 6233 万元。美杰姆承诺 2018-2021 年扣非净利润分别不低于 1.80/2.38/2.90/3.35 亿元，CAGR 为 23%。

图 29 美杰姆营业收入及归属净利润与业绩承诺 (亿元)



数据来源：公司公告，上海证券研究所

二胎放开引发托育制度重生，托育市场大有可为。1997年，随着国企改革深化，国企开始大规模剥离托儿所、幼儿园等社会化职能，叠加全国出生人口下降等影响，我国托幼数量大幅下降。以上海为例，2003年上海市独立设置的托儿所仍有187个，托管儿童人数达2.97万人，而到2016年，全市托儿所仅剩21所，托管儿童仅4342人，按全市0-3岁儿童约60万人来算，入托率不足1%，托育服务的供给严重缺失。2015年，二胎政策全面放开，引发了托育制度的重生。2018年4月，上海市已率先发布了托育服务相关的“1+2”文件，旨在构建长效机制增加托育服务供给，托育市场大有可为。目前上海市已有22家营利性托育机构、16家非营利性托育机构和1家免费福利性托育点（企事业单位、园区和商务楼宇开办面向本单位职工适龄幼儿），其中营利性托育机构的收费多数达7000元/月及以上，非营利性则大多定价在3000元/月左右。

表 8 托育教育相关政策法规/事件

时间	政策/事件
2016.4	李克强总理主持召开国务院常务会议时提出办好农村学前教育，支持普惠性托儿所和幼儿园，尤其是民办托幼机构发展
2017.1	南京市发布《南京市0—3岁婴幼儿早期发展工作提升行动计划（2017—2020年）》，提出鼓励、扶持社会力量兴办幼儿园，发展特色计时制亲子园，到2020年全市培育80所优质育儿园、亲子园。
2017.6	刘延东副总理在促进儿童健康发展座谈会上强调，要着眼全面二孩政策实施后的新需求，扎实推进托育服务和普惠性学前教育发展

	刘延东副总理在中国人口福利基金会成立 30 周年座谈会上强调，扩大托儿所、幼儿园等公共资源供给，提高群众满意度和获得感
2017.10	十九大报告首次增加“幼有所育”，把教育放在优先发展的战略地位，成为热词
2018.3	两会期间全国政协委员、全国妇联原副主席崔郁提案“关于大力发展 3 岁以下托幼事业，让二孩生得起养得好”成为焦点
2018.4	上海市率先发布 3 岁以下幼儿托育服务“1+2”文件构建长效机制增加托育服务供给

数据来源：教育部，《中国 0-3 岁儿童托育服务行业白皮书》，上海证券研究所

三、行业评级、策略

维持教育行业“增持”评级。政策成为主导 2018 年教育海内外市场波动的主要因素，2019 年静待政策消化。总的来看，我们认为（1）民促法送审稿不改变高等教育的外延并购逻辑，板块整体面临的政策风险相对较小，需求端生源基数扩大，而供给端学额数量有限，在 2019 年政策逐渐落地明朗化后，市场悲观情绪有望缓解，板块估值有望迎来修复。（2）职业教育传统赛道龙头上市或获得融资，加速证券化，填补资本市场空白，同时享受校企合作等政策推进利好。（3）K12 校外培训迎来行政监管之下的行业洗牌潮，短期内行业剧震，证照问题、教师持证问题等成为关键制约因素，龙头企业抗风险能力更强，长期受益。未来行业趋势一是行业整合大幕拉开，二是在线教育同步监管，但仍有较大发展空间。（4）素质教育是政策明确鼓励发展的 K12 校外培训分支，享受政策利好，其中幼儿启蒙英语、少儿编程等热度不减，获得资本青睐。（5）早教暂不受学前教育新规影响，但预计监管也在路上，随着行业准入门槛提高，美吉姆、金宝贝等龙头企业将获益。目前针对 0-3 岁的托育服务社会供给严重缺失，随着二胎生育全面放开，托育制度获得重生，上海市已出台“1+2”文件进行推动，预计托育制度将在更多省市落地开展。

随着并表因素消退，A 股教育板块逐渐回归内生驱动为主，收入增速放缓，业绩表现分化。同时，宏观经济下行背景下企业经营承压，业绩对赌企业完成业绩承诺或有一定压力。目前 A 股教育板块整体面临的商誉减值风险较大，主要是前期并购重组高承诺、高估值、高溢价导致，需要警惕商誉减值对净利润的蚕食影响。

展望 2019 年，短期内监管趋严带来的供给侧改革和情绪面影响可能会压制板块行情，但中长期看，供给侧改革推进有助于加速

行业出清，龙头企业有望依托品牌优势和资源优势逆市增长，享受竞争格局改善的行业红利，仍看好教育行业中长期的投资机会。建议关注：职业教育的亚夏汽车（中公教育）和百洋股份（火星时代）、K12 校外培训的科斯伍德（龙门教育）、早教的三垒股份（美吉姆）。

四、重点关注公司

4.1 科斯伍德（300192）：收购龙门剩余股权，进一步做大教育

2018 年 1-9 月，龙门教育实现营收 3.61 亿元，同比增长 29.96%；归属净利润为 8504 万元，同比增长 39.17%，维持高速增长。公司拟以现金加发行股份的方式向马良铭和上海翊占信息收购龙门教育剩余 50.24% 股权，若收购完成，公司将持有龙门教育 100% 股权。标的业绩承诺 2017-2019 年实现净利润分别不低于 1.0/1.3/1.6 亿元，若全额并表将明显增厚公司业绩。龙门教育聚焦中西部、中等生、中高考培训（学科素养培训+综合素质培养），差异化定位奠定区域龙头地位，同时开启省外布局，扩大成长空间。同时，配合战略调整，公司拟缩减非核心业务。

预计 2018-2020 年公司归属净利润分别为 1.05/0.99/1.28 亿元，对应 EPS 分别为 0.44/0.41/0.53 元/股，对应 PE 分别为 21/23/18 倍（按 2018/11/26 收盘价计算）。维持“增持”评级。

至 12 月 31 日（¥.百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	472.13	1033.09	1202.24	1379.54
年增长率		118.81%	16.37%	14.75%
归属于母公司的净利润	5.76	105.41	99.48	128.07
年增长率		1730.03%	-5.63%	28.74%
每股收益（元）	0.02	0.44	0.41	0.53
PER (X)	468.50	21.30	22.85	17.68

注：有关指标按当年股本摊薄（股价为 2018/11/26 收盘价）

4.2 百洋股份（002696）：教育推进改善盈利，开启校企合作

2018 年前三季度，公司共实现营收 21.76 亿元，同比增长 37.24%，实现归属净利润 1.30 亿元，同比增长 158.90%，EPS 为 0.33 元/股。分季度看，2018Q1、Q2、Q3 的季度营收同比增速分别为 29.03%、38.29%、41.05%，增速逐季提升。营收保持快速增长主要系原主业保持稳健增长及火星时代、楷魔视觉并表贡献业绩。毛利增速超过期间费用增速，带动整体盈利明显改善，公司前三季度共

实现归属净利润 1.30 亿元，同比增长 158.90%，净利率同比提高 2.80pct 至 5.97%。公司预计 2018 年全年归属净利润约为 1.92-2.15 亿元，同比增长 170%-190%。同时，公司与广西信息职业技术学院签署了合作办学协议，共建数字艺术学院，招生目标 3000 人，公司负责提供学院办学场地，可按 55% 的营运资金出资比例对学院年度结余进行分配。

预计 2018-2020 年公司归属净利润分别为 2.03/2.51/3.14 亿元，对应 EPS 分别为 0.51/0.64/0.79 元/股，对应 PE 分别为 19/15/12 倍（按 2018/11/26 收盘价计算）。维持“增持”评级。

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2394.13	3040.71	3442.62	3915.67
年增长率	15.74%	27.01%	13.22%	13.74%
归属于母公司的净利润	113.20	202.72	250.91	313.80
年增长率	91.04%	79.08%	23.77%	25.06%
每股收益 (元)	0.29	0.51	0.64	0.79
PER (X)	33.62	19.12	15.23	12.34

注：有关指标按当年股本摊薄（股价为 2018/11/26 收盘价）

4.3 三垒股份 (002621)：收购美吉姆，打造早教龙头

公司 2017 年 2 月全资收购低龄留学语培机构楷德教育，形成“教育+制造业”双主业格局。2018H1，教育业务贡献收入 1589.22 万元，占比 16.29%，毛利率达到 39.08%，贡献业绩 229.33 万元，占比 30.22%，教育已成为公司新的业绩增长点。目前，公司正在推进与早教龙头美杰姆的并购整合，美杰姆旗下拥有早教知名品牌“美吉姆”。截止 2018H1，美杰姆在全国开设门店 392 家（98 家直营+294 家加盟），其中一、二、三线城市及以下分别有 73 家、204 家和 115 家。2017 年，美杰姆未经审计的营收为 2.17 亿元、净利润为 8509 万元。美杰姆承诺 2018-2020 年每年实现净利润分别不低于 1.80/2.38/2.90 亿元。

预计 2018-2020 年公司归属净利润分别为 1797/3435/4056 万元，对应 EPS 分别为 0.05/0.10/0.12 元/股，对应 PE 分别为 350/175/146 倍（按 2018/11/26 收盘价计算）。若考虑美杰姆成功收购并表，假设 2018 年并表 2 个月，按业绩承诺估算（持有比例为 70%），公司 2018-2020 年备考归属净利润分别为 0.39/2.01/2.44 亿元，对应 EPS 分别为 0.11/0.58/0.70 元/股，对应 PE 分别为 159/30/25 倍（按 2018/11/26 收盘价计算）。维持“谨慎增持”评级。

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	177.17	210.08	240.77	269.09
年增长率	165.18%	18.58%	14.61%	11.76%
归属于母公司的净利润	18.35	17.97	34.35	40.56
年增长率	82.59%	-2.07%	91.09%	18.10%

每股收益 (元)	0.05	0.05	0.10	0.12
PE (X)	350.00	350.00	175.00	145.83

注：有关指标按最新股本摊薄（股价为2018/11/26收盘价）

4.4 亚夏汽车 (002607): 公考培训龙头中公教育成功借壳, 开启新篇章

中公教育是公考培训龙头, 2017 年实现营收 40.3 亿元、归属净利润 5.25 亿元, CAGR 分别为 39% 和 81%, 呈高速增长态势。公考培训霸主地位稳固, 随着参考人数增长和客单价提升, 稳定贡献业绩和现金流; 教师资格证培训业务受益于政策要求, 将迎来体制外培训机构的需求大爆发, 预计未来量价齐升。

参考 wind 一致预期, 预计 2018-2020 年公司归属净利润分别为 6.90/9.74/12.34 亿元, 对应 EPS 分别为 0.20/0.28/0.35 元/股, 对应 PE 分别为 43/31/25 倍 (按 2018/11/26 收盘价计算)。暂未给予评级。

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	6664.37	6598.45	8565.97	10451.05
年增长率	1.58%	-0.99%	29.82%	22.01%
归属于母公司的净利润	73.45	690.08	974.01	1233.85
年增长率	11.51%	839.47%	41.15%	26.68%
每股收益 (元)	0.09	0.20	0.28	0.35
PER (X)	95.33	42.90	30.64	24.51

注：有关指标按当年股本摊薄（参考 wind 一致预期，股价为 2018/11/26 收盘价）

五、风险提示

监管趋严带来的不确定性风险、市场竞争加剧风险、业务拓展不及预期、商誉减值风险等。

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。