

培训新政同步规范线上机构，长期建议关注中公教育

——教育行业跨市场周报（第53期）

行业周报

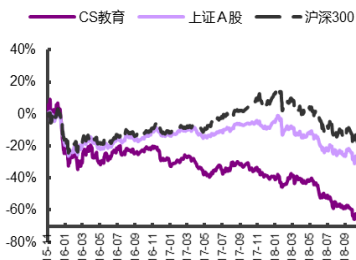
分析师

刘凯(执业证书编号：S0930517100002)
021-52523849
kailiu@ebsec.com

联系人

冷玥
lengyue@ebsec.com

教育指数走势图



资料来源：Wind

相关研报

1. 教育行业跨市场周报（第52期）——在线教育开启上市热潮，新东方在线通过港交所聆讯……2018-11-25
1. 教育行业跨市场周报（第51期）——学前意见限制幼儿园资产证券化，建议关注三垒股份错杀机会 2018-11-18
2. 教育行业跨市场周报（第50期）：积极配置A股教育行业，建议关注低估百洋股份……2018-11-11
3. 教育行业跨市场周报（第49期）：中公教育有条件过会，职教龙头登陆A股……2018-11-05
4. 教育行业跨市场周报（第48期）：新东方好未来财报披露，精锐教育收购启迪巨人……2018-10-29
5. 教育行业跨市场研究报告之八：在线教育，教育+互联网，直播+AI……2018-09-17
6. 教育行业跨市场研究报告之七：2018年半年报总结，在线教育增长迅速，成人培训空间广阔……2018-09-05

◆**教育行业市场回顾和估值情况。**A股教育指数(930717)本周上涨0.96%，跑赢创业板指(vs0.62%)、跑赢沪深300(vs0.03%)。截至2018年11月30日，A股重点公司18/19年PE为27x/23x；港股重点公司FY18/FY19年PE为21X/16X；美股重点公司FY18/FY19年PE为37X/28X。A股周涨幅前三名的公司是：世纪鼎利(+10.66%)、盛通股份(+4.45%)、拓维信息(+3.79%)。

◆**教育行业投资建议。**我们维持年初至今对于教育行业的投资观点“聚焦龙头，兼顾成长”。(1)龙头主线推荐职业培训龙头中公教育/亚夏汽车(002607)、教育信息化龙头视源股份(002841)、三垒股份/美吉姆教育(002621)，建议关注在线教育龙头新东方在线(H00947.HK)上市后的投资机会；(2)成长主线建议关注百洋股份、三盛教育、科斯伍德、开元股份、盛通股份、立思辰等公司。

◆**核心观点：新政规范线上机构，积极关注中公教育**

2018年11月26日，据蓝鲸教育报道，近日教育部办公厅、国家市场监督管理总局办公厅、应急管理部办公厅联合发布了《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》，核心内容如下：

- 1、对于无证开展培训、非学科类培训机构开展学科培训以及其它违规开展培训的机构，教育部门将会同有关部门予以取缔。
- 2、各地教育部门要加快办学许可审批进度，2018年底前不能存在无证无照还在开展培训的机构，同时，要指导停业整顿的机构做好退费和群众安抚工作，防止机构卷钱逃跑引发群体性事件。
- 3、按照线下培训机构管理政策，同步规范线上培训机构，线上培训机构所办学科类培训班的名称、培训内容、招生对象、进度安排、上课时间等必须在省级教育行政部门备案，必须将教师的姓名、照片、教师班次及教师资格证号在其网站显著位置予以公示。
- 4、教育部已经建设完成全国统一的校外培训机构管理服务系统，面向社会公布校外培训机构的有关政策、白名单、黑名单等信息，便于群众查询、选择合规机构。

点评：线下培训行业目前处于政策强监管状态，未来政策监管范围将从线下培训延伸至线上培训(toC在线教育)，在线教育机构经营或将承压。

在师资条件方面，《国务院办公厅关于规范校外培训机构发展的意见》(以下简称《意见》)要求线下培训机构“校外培训机构必须有稳定的师资队伍，不得聘用中小学在职教师。从事语文、数学、英语及物理、化学、生物等学科知识培训的教师应具有相应的教师资格”。因此未来从事学科培训的在线教育机构老师应该全取且应考取教师资格证，英语在线直播赛道相关企业的外籍教师是否也需要考取相关的教师资格证我们将保持跟踪。

在资质审批方面,《意见》要求“确保证照齐全。校外培训机构必须经审批取得办学许可证后,登记取得营业执照才能开展培训。县级教育部门负责审批颁发办学许可证,校外培训机构在同一县域设立分支机构或培训点的,均须经过批准;跨县域设立分支机构或培训点的,需到分支机构或培训点所在地县级教育部门审批。”未来在线教育企业如何取得经营资质我们也将保持跟踪。

在经营限制方面,《意见》要求“细化培训安排。校外培训机构开展学科知识培训的内容、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;培训内容不得超出相应的国家课程标准;培训进度不得超过所在县(区)中小学同期进度;校外培训机构培训时间不得与当地中小学校教学时间相冲突,培训结束时间不得晚于 20:30,不得留作业;严禁组织举办中小学生学科类等级考试、竞赛及进行排名。不得一次性收取时间跨度超过 3 个月的费用。”未来在线教育企业的授课内容、班次、招生对象、进度、上课时间、收费都可能与线下培训的要求趋同。在收费方面,如果严格执行“3 个月”标准,部分一对一的在线机构或部分现金流不佳的在线机构将面临较大的经营压力。

一、教育细分行业核心观点之《培训行业》:需求强烈,供给缩减;监管趋严驱动行业规范发展,龙头公司有望受益于集中度的提升。

《通知》、《送审稿》和《意见》对于培训领域规范力度趋于加强,大部分培训机构短期均受影响,中小机构受冲击较大。由于国内升学和就业的压力,目前中国培训需求强烈,随着供给侧小微机构逐步出清,全国龙头和区域巨头培训机构长期仍有望受益于集中度的提升。培训行业投资建议:中小学领域建议关注两大龙头(新东方和好未来)、区域和学科巨头公司(科斯伍德 300192);早教领域推荐三垒股份(002621 美杰姆教育);成人领域建议关注中公教育 002607、华图教育、百洋股份 002696。

成人职业培训行业和公司观点:核心推荐行业龙头中公教育(亚夏汽车 002607)。中公教育主要领域包括公务员、事业单位、教师等。目前中公教育拥有覆盖 31 个省市自治区 319 个地级市的 619 个直营分支机构,并拥有 7,264 名全职授课教师。中公教育 2015-2017 年收入分别为 20.7、25.8 和 40.3 亿元;2015-2017 年参培学员累计 288.46 万人次(含面授和线上培训),3 年 CAGR 约 62.1%。考虑中公教育并表和亚夏汽车资产置换,我们预计上市公司亚夏汽车(中公教育)2018-2020 年收入分别为 64.81、90.70、115.14 亿元,净利润分别为 9.50、13.30、16.80 亿元, EPS 分别为 0.17、0.24、0.30 元。考虑股本增厚后约 500 亿元市值对应 2018-2020 年 P/E 约 53x、37x 和 30x。

三垒股份(002621 美杰姆教育)股价错杀,维持核心推荐。中小学培训领域诞生千亿市值新东方和好未来、成人职业培训领域诞生 500 亿市值中公教育,早幼教领域仍然龙头缺位。三垒股份拟通过控股子公司启星未来以 33 亿元现金购买美杰姆 100% 股权,上市公司权益占比约 70%。截至 2018 年 6 月 30 日,美杰姆教育签约的早教中心总数达 392 家,包括 294 家加盟中心和 98 家直营中心,其中一线、二线、三线及以下城市分别为 73 家(全部直营)、204 家(直营 25 家/加盟 179 家)和 115 家(全部加盟)。我们维持三垒股份 2019-2020 年净利润预测为 1.93 和 2.21 亿元。本次《学前教

育意见》主要针对幼儿园领域，对于早教领域和三垒股份并无影响，三垒股份目前股价对应 2019-2020 年 P/E 为 27x 和 23x，维持“买入”评级。

二、教育细分行业核心观点之《学校行业》：民办学校资产证券化的资本市场预期或将持续承压。

在学校类资产方面，我们认为学校类资产的政策导向未来将会是规范和发展、公益和逐利之间的再平衡。2018 年 4 月《民促法（修订草案）》新增“公益性”细则、2018 年《民促法（修订草案）（送审稿）》新增“集团化办学/非营利性”、“关联交易”细则，目前业界均在关注未来民办学校政策在集团化办学、协议控制、关联交易、非营利性学校等法规的演进趋势，未来我们也将对“民办学校资产证券化”相关政策保持持续跟踪。

《民促法》公益性细则、《学前教育意见》公益性和遏制过度逐利的相关细则的颁布，或使民办学校部分领域资产证券化和盈利能力的资本市场预期持续承压。

三、教育细分行业核心观点之《信息化行业》：信息化财政经费投入持续提升，核心推荐视源股份（002841.SZ）。视源股份教育业务观点更新：

(1) 我们认为希沃交互平板全行业渗透率远未至天花板，学校场景的应用从政府招投标体系延伸至幼教/大学/实验室等非招投标体系，培训场景的需求也逐步打开，我们测算全行业需求量至少在 2000 万台以上，截止 2018 年年底的全行业存量交互智能平板渗透率仅约 15-20%，未来空间巨大且有望加速渗透。(2) 教育信息化业务通过希沃交互平板打开全国市场，未来录播平板、电子班牌、电子书包、信息管理系统、“希沃信鸽”、“班级优化大师”等产品有望形成完整的教育生态体系，继续巩固和夯实中国教育信息化行业的龙头地位。我们维持视源股份 2018~2020 年归母净利润预测为 9.60、12.95 和 17.03 亿元，目前约 400 亿元市值对应 2018-2020 年 PE 约 42x、31x 和 24x，维持买入评级。

四、教育细分行业核心观点之《在线教育行业》：K12 在线直播王牌赛道，建议积极关注新东方网（00947.HK）未来的投资机会。

在线教育行业具体观点请见我们于 2018 年 9 月外发 60 页深度报告《教育行业跨市场研究报告之八——在线教育：教育+互联网，直播+AI》。在线教育细分领域中，我们强烈看好 K12 在线直播赛道，建议积极把握新东方在线（H00947.HK）港股上市之后的投资机会。

在线教育行业：线下培训龙头互联网平台有望成为在线教育巨头企业，K12 在线直播是王者赛道。2017 年在线教育市场规模近 2000 亿元，预计 2020 年将超过 3000 亿元。我们认为在线教育与线下培训互补而不是互斥，融合而不是颠覆，服务能力和教研水平是在线教育企业扩张的关键。线下培训龙头的在线平台由于品牌认可度高、教学质量好、师资培训体系强，最有可能成为在线教育王者。直播较为真实还原“老师教-学生学”互动场景，是在教育的另一必然趋势。高度分散的 K12 线下培训诞生两家千亿美元上市公司新东方和好未来，我们认为未来“K12 在线直播”是最有潜力的教育赛道之一，市场份额高度集中、三四线城市海量空间、优质教学资源供给缺失

有可能铸就数个巨头公司。新东方网的东方优播业务通过“小班在线教学+线下体验店”模式深度布局 K12 在线直播业务，建议投资者积极关注新东方网未来的投资机会。

五、教育细分行业核心观点之《出版行业》。A 股上市公司三季报均披露完毕，出版行业 25 家上市公司 2018 年前三季度合计实现收入 823.27 亿元 (+5.4%)、归母净利润 96.15 亿元 (-8.3%)、扣非净利润 76.40 亿元 (+1.8%)。前五大市值公司的市值和 PE (TTM) 如下：中南传媒 (211 亿元/18x)、凤凰传媒 (181 亿元/12x)、山东出版 (154 亿元/10x)、中文传媒 (156 亿元/10x)、皖新传媒 (132 亿元/11x)，估值均处于历史较低水平。

风险因素。政策风险、市场竞争加剧风险。

目 录

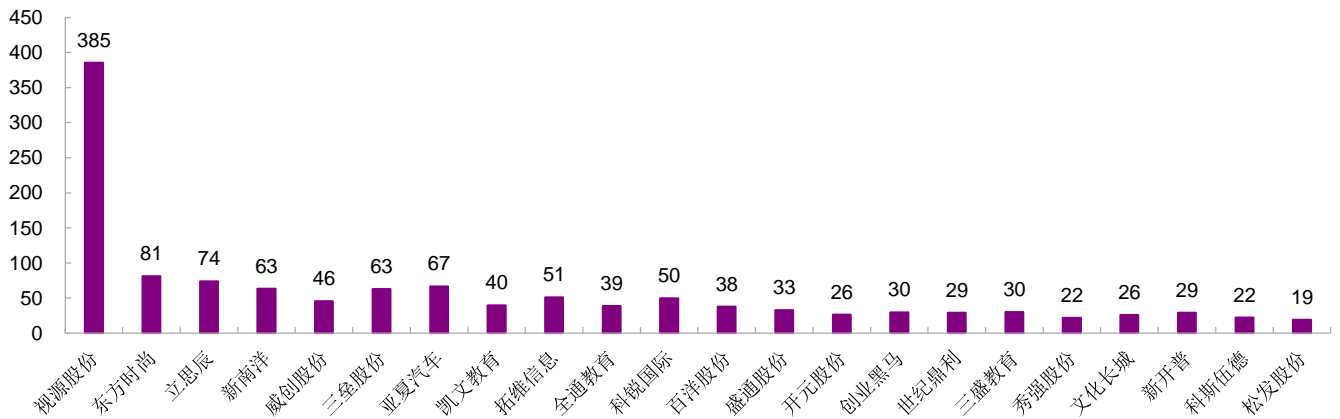
1、 教育行业跨市场表现回顾	6
1.1、 A 股教育行业表现回顾（1126~1130）	6
1.2、 港股教育行业表现回顾（1126~1130）	7
1.3、 美股中概股教育行业表现回顾（1126~1130）	9
1.4、 新三板教育行业表现回顾（1126~1130）	11
1.5、 一级市场教育行业融资总结（1126~1130）	12
2、 教育行业评级分析和投资策略	12
2.1、 估值分析	12
2.2、 投资建议	13
3、 风险因素	13
4、 上周重点报告	13
4.1、 在线教育开启上市热潮，新东方在线通过港交所聆讯——教育行业跨市场周报（第 52 期）	13
5、 上市公司重要公告	16
5.1、 A 股教育上市公司重要公告	16
5.2、 海外教育上市公司重要公告	17
6、 业内动态	17

1、教育行业跨市场表现回顾

1.1、A股教育行业表现回顾（1126~1130）

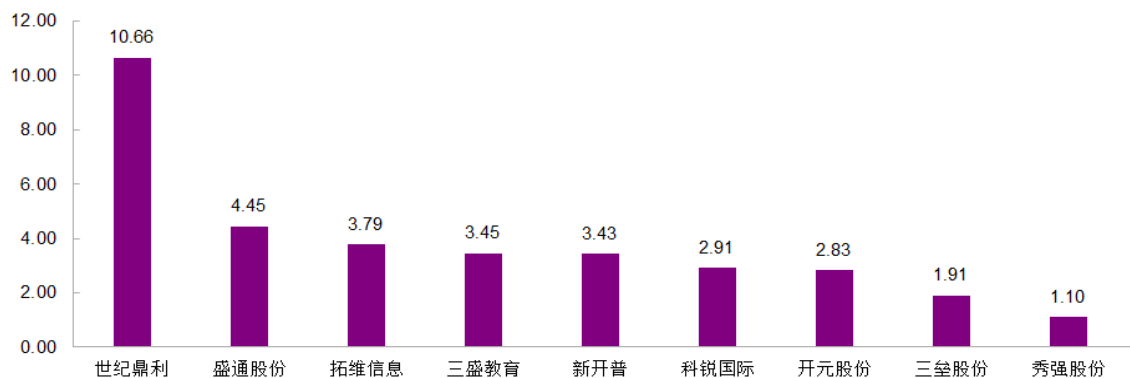
市场回顾。上周（2018年11月26日至2018年11月30日），A股教育行业22家重点公司中9家公司上涨，涨幅前三名为世纪鼎利、盛通股份、拓维信息，涨幅分别为+10.66%、+4.45%、+3.79%。

图1：A股教育行业重点公司市值（单位：亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所注：数据为2018年11月30日市值

图2：A股教育行业公司涨幅榜前九名（单位：%）



资料来源：Wind，光大证券研究所注：时间区间为2018年11月26日到2018年11月30日

表 1: A 股教育行业重点公司列表

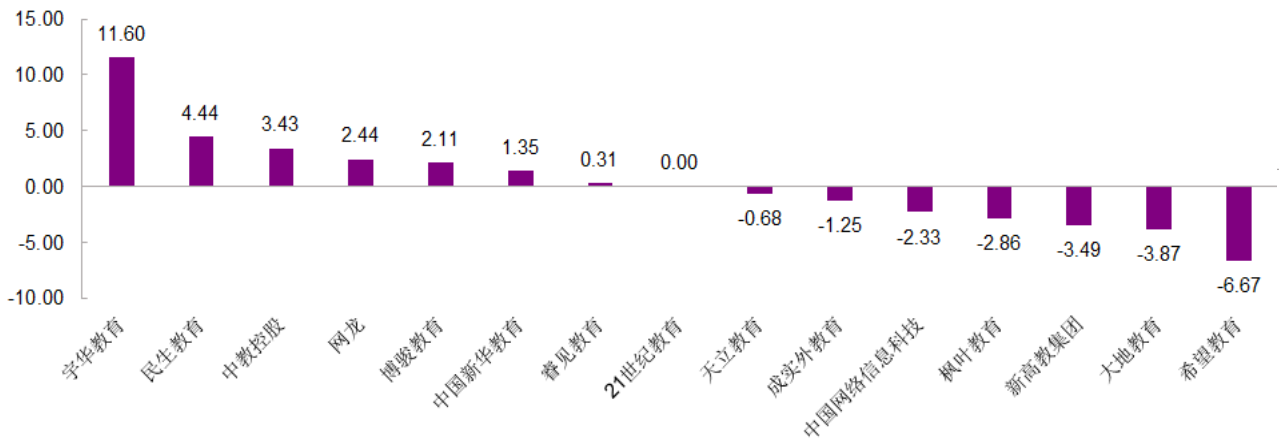
行业	公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (X)			
					2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
信息化	视源股份	002841.SZ	385	58.80	1.06	1.47	1.99	2.62	55	40	30	22
培训	百洋股份	002696.SZ	38	9.58	0.29	0.54	0.67	0.82	33	18	14	12
培训	文化长城	300089.SZ	26	5.43	0.13	0.46	0.55	0.63	42	12	10	9
培训	开元股份	300338.SZ	26	7.62	0.47	0.53	0.71	0.88	16	14	11	9
培训	盛通股份	002599.SZ	33	10.09	0.29	0.48	0.65	0.79	35	21	16	13
信息化	全通教育	300359.SZ	39	6.14	0.10	N/A	N/A	N/A	61	N/A	N/A	N/A
信息化	三盛教育	300282.SZ	30	12.00	0.09	0.58	0.60	0.64	N/A	21	20	19
培训	三垒股份	002621.SZ	63	18.13	0.05	0.11	0.56	0.64	N/A	N/A	32	28
学校	凯文教育	002659.SZ	40	8.01	0.05	0.06	0.29	0.55	N/A	N/A	28	15
信息化	拓维信息	002261.SZ	51	4.66	0.06	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
信息化	立思辰	300010.SZ	74	8.45	0.23	0.24	0.26	0.28	36	35	33	30
信息化	佳发安泰	300559.SZ	49	34.99	1.02	1.40	1.81	2.27	34	25	19	15
学校	威创股份	002308.SZ	46	5.02	0.22	0.26	0.32	0.38	23	19	16	13
学校	秀强股份	300160.SZ	22	3.68	0.19	N/A	N/A	N/A	19	N/A	N/A	N/A
培训	创业黑马	300688.SZ	30	43.74	0.83	0.77	0.88	0.97	53	56	50	45
其他	科锐国际	300662.SZ	50	27.62	0.47	0.62	0.83	1.06	59	45	33	26
培训	新南洋	600661.SH	63	22.16	N/A	0.51	0.67	0.87	N/A	43	33	26
其他	松发股份	603268.SH	19	15.17	0.52	N/A	N/A	N/A	29	N/A	N/A	N/A
其他	科斯伍德	300192.SZ	22	9.16	0.02	0.52	0.44	0.54	N/A	18	21	17
培训	东方时尚	603377.SH	81	13.80	0.56	0.48	0.59	0.71	25	29	23	19
培训	世纪鼎利	300050.SZ	29	5.40	0.21	N/A	N/A	N/A	26	N/A	N/A	N/A
信息化	新开普	300248.SZ	29	6.03	0.37	0.51	0.69	0.93	16	12	9	6
信息化	亚夏汽车	002607.SZ	67	8.11	0.09	0.09	0.10	0.10	90	90	81	81
平均									47	31	27	23

资料来源: Wind, 光大证券研究所注: (1) 股价为 2018 年 11 月 30 日收盘价; (2) 视源股份、文化长城、百洋股份、盛通股份、开元股份、三盛教育、亚夏汽车、立思辰、佳发安泰、凯文教育、科斯伍德、新开普业绩预测采用光大证券研究所的预测数据, 其它公司业绩预测采用 Wind 一致预期, 剔除非正常 PE

1.2、港股教育行业表现回顾 (1126~1130)

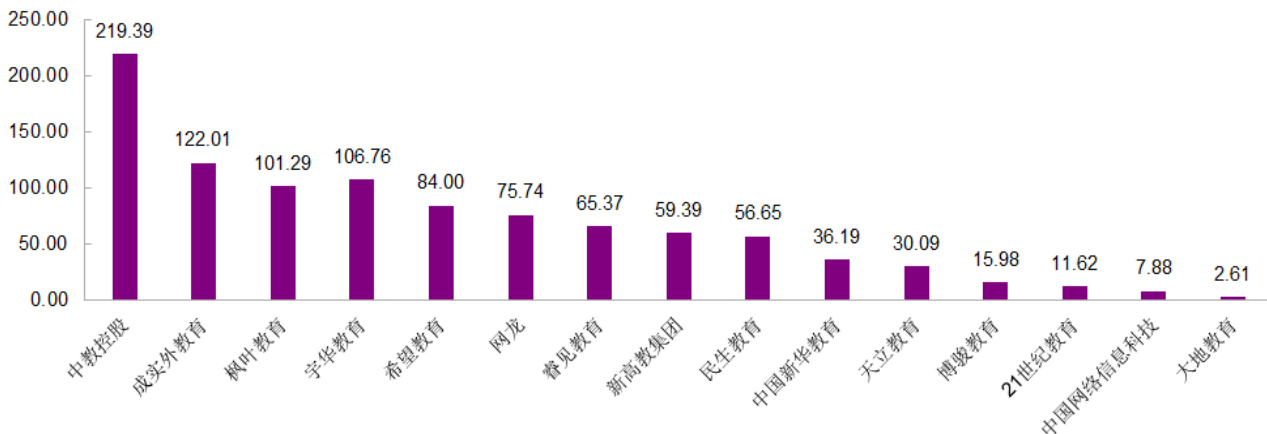
市场回顾。上周 (2018 年 11 月 26 日至 2018 年 11 月 30 日), 港股中概股教育行业 15 家公司中 7 家公司股价上涨。

图 3：港股教育行业公司涨跌幅情况（单位：%）



资料来源：Wind，光大证券研究所注：时间区间为 2018 年 11 月 26 日至 2018 年 11 月 30 日

图 4：港股教育行业公司市值（单位：亿港元）



资料来源：Wind，光大证券研究所注：股价为 2018 年 11 月 30 日收盘价

表 2：港股教育行业部分重点公司列表（单位：港元）

公司简称	股票代码	市值 (亿港元)	股价 (港元)	截止 月份	净利润 (百万港元)				PE (X)			
					2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
中教控股	0839.HK	215	10.66	12	513	767	980	1121	42	28	22	19
成实外教育	1565.HK	116	3.75	12	367	432	576	758	32	27	20	15
枫叶教育	1317.HK	102	3.41	8	487	543	793	1015	21	17	13	10
宇华教育	6169.HK	102	3.13	8	372	531	706	810	27	19	14	13
希望教育	1765.HK	87	1.30	12	253	329	592	766	34	26	15	11
睿见教育	6068.HK	66	3.24	8	237	310	469	592	28	19	14	11
网龙	0777.HK	75	14.20	12	-25	215	355	451	N/A	35	21	17
新高教集团	2001.HK	57	4.00	12	212	375	483	608	27	15	12	9
民生教育	1569.HK	57	1.41	12	311	389	476	531	18	15	12	11
中国新华教育	2779.HK	35	2.19	12	206	264	315	369	17	13	11	10
天立教育	1773.HK	31	1.47	12	157	219	311	447	19	14	10	7
博骏教育	1758.HK	16	1.94	12	42	N/A	N/A	N/A	38	N/A	N/A	N/A
21 世纪教育	1598.HK	12	0.94	12	54	N/A	N/A	N/A	22	N/A	N/A	N/A
中国网络信息 科技	8055.HK	8	0.22	12	-77	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
大地教育	8417.HK	3	0.15	12	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
平均									27	21	16	12

资料来源：Wind，光大证券研究所注：（1）股价为 2018 年 11 月 30 日收盘价；（2）公司盈利预测来自 Wind 一致预期；（3）月份指财年的截止月份，以宇华教育为例，2017 财年指 2016 年 9 月 1 日至 2017 年 8 月 31 日；（4）枫叶教育、宇华教育、睿见教育 2018 年净利润为财报数据

表 3：港股教育行业部分重点公司 EV/EBITDA 估值列表（单位：港元）

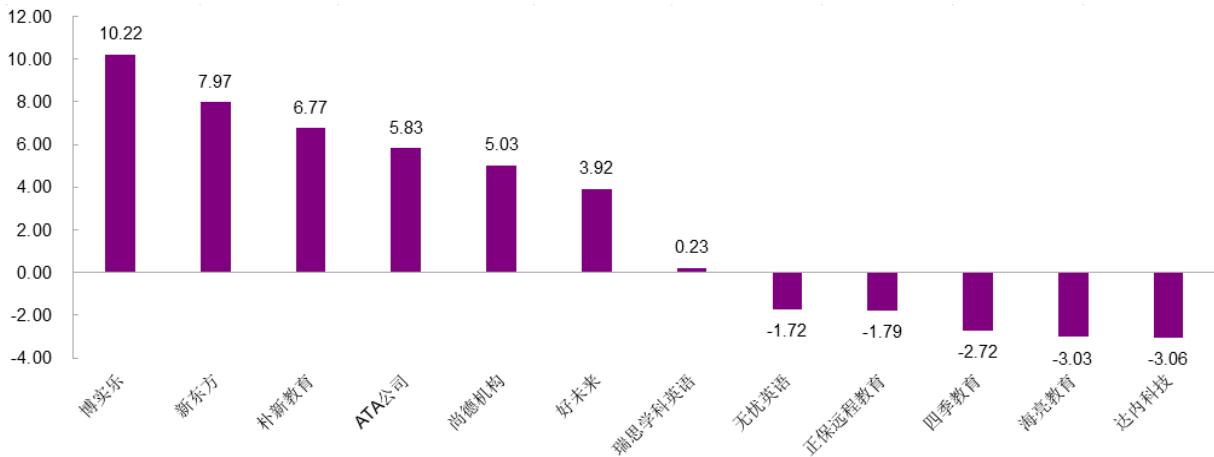
公司简称	股票代码	市值 (亿港元)	股价 (RMB)	PE			EV (亿元)	EV/EBITDA		
				FY2017	FY2018E	FY2019E		FY2017	FY2018E	FY2019E
成实外教育	1565.HK	116	3.75	32	27	20	107	24	19	16
网龙	0777.HK	75	14.20	N/A	33	22	19	398	N/A	33
枫叶教育	1317.HK	102	3.41	21	17	13	72	14	12	9
宇华教育	6169.HK	102	3.13	27	18	13	80	20	13	9
民生教育	1569.HK	57	1.41	18	14	12	34	11	9	7
睿见教育	6068.HK	66	3.24	28	19	14	71	20	14	11
中教控股	0839.HK	215	10.66	42	28	21	179	31	21	15
中国新华教育	2779.HK	35	2.19	17	13	11	20	9	7	6
新高教集团	2001.HK	57	4.00	21	15	12	61	19	14	11
平均				26	20	16				

资料来源：Wind，光大证券研究所注：（1）股价为 2018 年 11 月 30 日收盘价；（2）公司盈利预测来自 Wind 一致预期

1.3、美股中概股教育行业表现回顾（1126~1130）

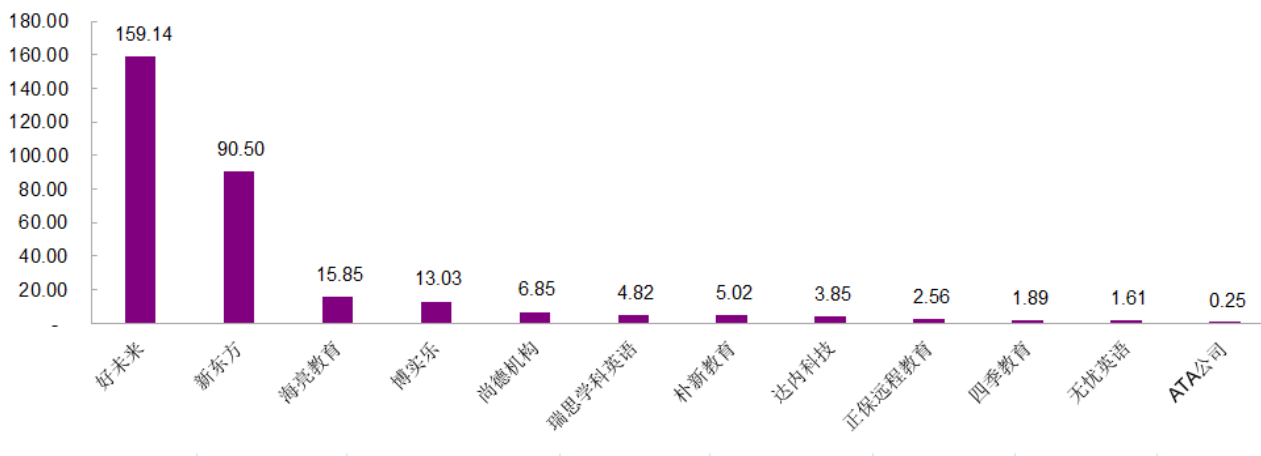
上周（2018 年 11 月 26 日至 2018 年 11 月 30 日），美股中概股教育行业 12 家公司中 7 家公司股价上涨。

图 5: 美股中概股教育行业公司涨跌幅情况 (单位: %)



资料来源: Wind, 光大证券研究所注: 时间区间为 2018 年 11 月 26 日至 2018 年 11 月 30 日

图 6: 美股中概股教育行业公司市值 (单位: 亿美元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所注: 股价为 2018 年 11 月 30 日收盘价

表 4: 美股教育行业重点公司列表 (单位: 美元)

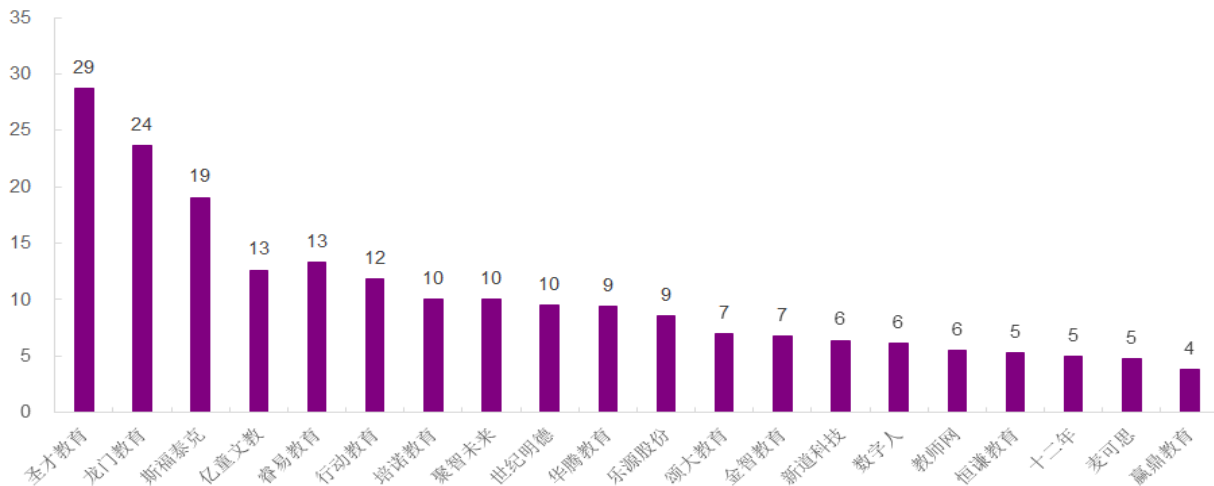
公司简称	股票代码	市值 (亿美元)	股价 (美元)	截止 月份	净利润 (百万美元)			PE (X)		
					FY17	FY18E	FY19E	FY17E	FY18E	FY19E
新东方	EDU.N	89	55.96	5	274	296	300	32	30	30
好未来	TAL.N	156	27.60	2	117	198	275	134	79	57
达内科技	TEDU.O	4	6.89	12	42	54	70	9	7	5
博实乐	BEDU.N	13	10.79	8	26	44	66	49	29	19
海亮教育	HLG.O	15	59.99	6	25	N/A	N/A	62	N/A	N/A
正保远程教育	DL.N	2	7.46	9	15	N/A	N/A	17	N/A	N/A
瑞思学科英语	REDU.O	5	8.50	12	-7	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
平均								51	37	28

资料来源: Wind, 光大证券研究所注: (1) 股价为 2018 年 11 月 30 日收盘价; (2) 公司业绩预测采用 Bloomberg 一致预期, 新东方、好未来、正保远程教育、博实乐、海亮教育 FY2017 是 2017 财年实际净利润、其余公司 FY2017 为 Bloomberg 一致预期; (3) 月份指财年的截止月份, 以好未来为例, 2017 财年指 2016 年 3 月 1 日至 2017 年 2 月 28 日, 净利润数据为 non-gaap 数据, 美股公司为相应的财年数据。

1.4、新三板教育行业表现回顾（1126~1130）

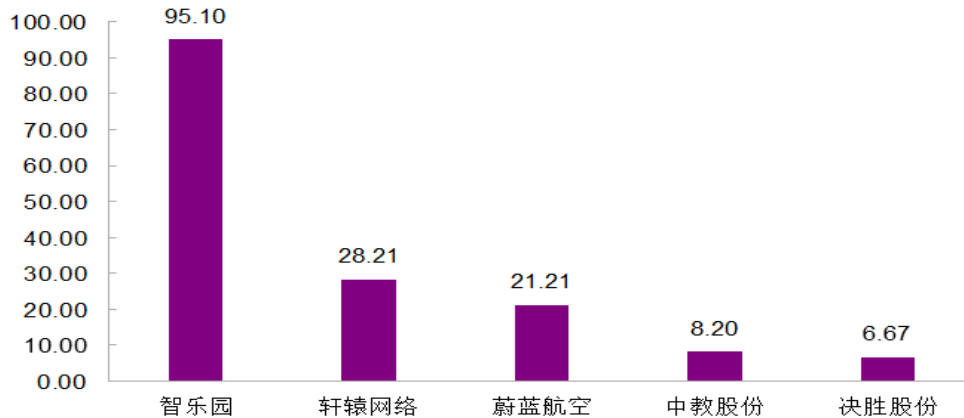
新三板教育行业表现回顾。新三板教育板块共有 219 家公司。上周(2018 年 11 月 26 日至 2018 年 11 月 30 日)，21 家公司构成的做市板块中有 10 家发生交易，196 家公司构成的竞价板块中有 13 家发生交易，2 家公司处于待挂牌状态。目前创新层板块共有 19 家公司，基础层板块共有 195 家公司。

图 7：新三板教育行业市值前 20 名（单位：亿元）



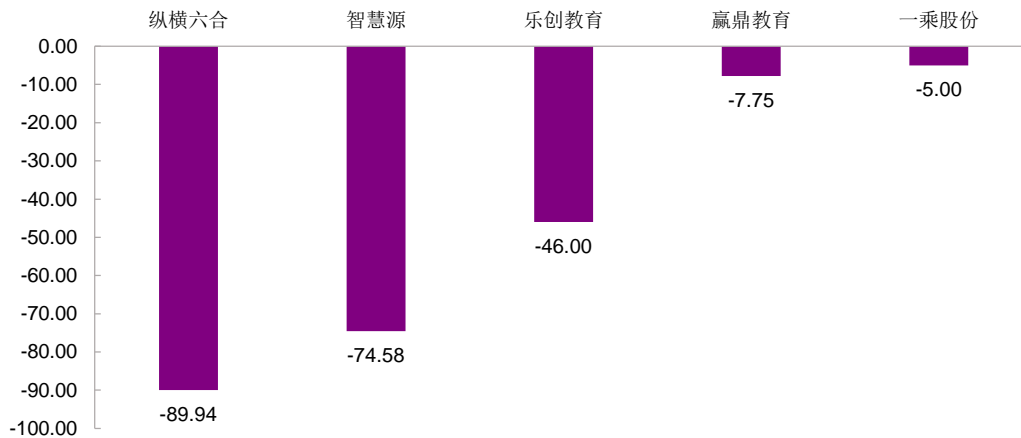
资料来源：Wind，光大证券研究所注：数据为 2018 年 11 月 30 日市值

图 8：新三板教育行业涨幅前 5 名（单位：%）



资料来源：Wind，光大证券研究所注：数据为 2018 年 11 月 30 日市值

图 9：新三板教育行业跌幅前 5 名（单位：%）



资料来源：Wind，光大证券研究所注：数据为 2018 年 11 月 30 日市值

1.5、一级市场教育行业融资总结（1126~1130）

上周（2018 年 11 月 26 日至 2018 年 11 月 30 日），2 家一级市场教育公司获得融资。（1）11 月 19 日，格瑞斯获得 A 轮融资，一学就慧获得 400 万种子轮融资，高顿集团获得 8 亿元 C 轮融资。（2）11 月 20 日，艾艺荷马获得数亿元 B 轮投资。（3）11 月 21 日，声闻 Agora 获得 7000 万美元 C 轮投资。（4）11 月 22 日，叽里呱啦获得千万美金 B 轮投资。（5）11 月 23 日，漫族营地教育获得数百万元种子轮融资。

表 5：上周一级市场教育企业融资情况

公司名称	融资时间	融资金额	融资阶段	投资方	公司简介
爱而分教育	11 月 28 日	1000 万元	天使轮	个人及企业	中小生辅导机构
爱与思	11 月 26 日	50000 万元	A 轮	某港股互联网上市公司	“留学后”品牌

资料来源：Wind，光大证券研究所

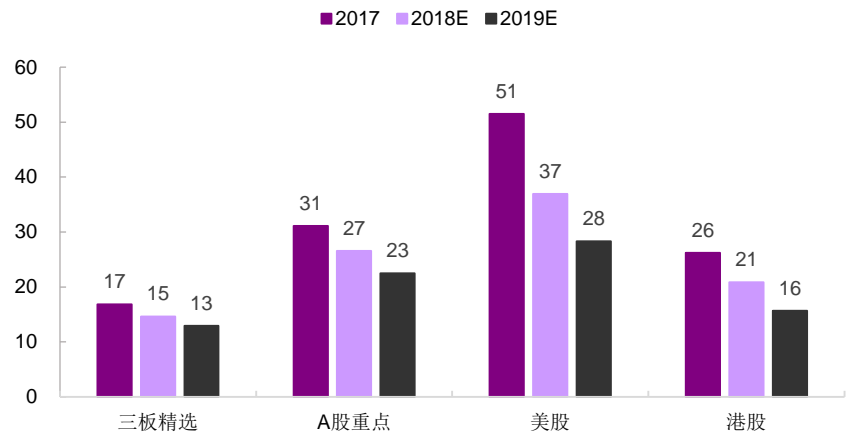
2、教育行业评级分析和投资策略

2.1、估值分析

估值梳理。截至 2018 年 11 月 30 日，各市场估值情况如下：

- 1、A 股教育：重点公司 2018/2019 年 PE 为 31X/27X；
- 2、港股教育：重点公司 2018/2019 年 PE 为 21X/15X；
- 3、美股教育：重点公司 FY2018/FY2019 年 PE 为 37X/28X；

图 10：教育行业估值比较



资料来源：Wind，光大证券研究所注：（1）股价为 2018 年 11 月 30 日收盘价；（2）采用 Wind 一致预期

2.2、投资建议

投资建议。我们维持年初至今对于 A 股教育行业的投资观点“聚焦龙头, 兼顾成长”。（1）龙头主线推荐职业培训龙头中公教育/亚夏汽车(002607)、教育信息化龙头视源股份(002841)、三垒股份/美吉姆教育(002621)，建议关注在线教育龙头新东方在线(H00947.HK)上市后的投资机会；（2）成长主线建议关注百洋股份、三盛教育、科斯伍德、开元股份、盛通股份、立思辰等公司。

3、风险因素

行业风险：（1）政府教育政策的变化带来负面影响。（2）极端事件风险。（3）市场竞争加剧的风险。（4）宏观经济波动风险。

公司风险：（1）知识产权受到侵害的风险。（2）核心技术及人员流失的风险。（3）新产品研发和推广风险。（4）收入季节性波动风险。（5）盈利能力无法持续增长风险。

4、上周重点报告

4.1、在线教育开启上市热潮，新东方在线通过港交所聆讯——教育行业跨市场周报（第 52 期）

外发时间：11 月 23 日

◆教育行业市场回顾和估值情况。A 股教育指数(930717)本周下跌 5.17%，跑赢创业板指(vs 1.57%)、跑输沪深 300(vs -1.66%)。截至 2018 年 11 月 23 日,A 股重点公司 18/19 年 PE 为 27x/23x; 港股重点公司 FY18/FY19

年 PE 为 21X/15X；美股重点公司 FY18/FY19 年 PE 为 35X/27X。A 股周涨幅前三名的公司是：三垒股份 (+11.82%)、东方时尚 (+3.43%)、新南洋 (+1.03%)。我们于《49 期周报：中公教育有条件过会，职教龙头登陆 A 股》、《50 期周报：积极配置 A 股教育行业，建议关注低估值百洋股份》和《51 期周报：学前意见限制幼儿园资产证券化，建议关注三垒股份错杀机会》分别重点提示百洋股份和三垒股份的投资机会，近期均跑赢市场和行业指数。

◆核心观点：在线教育开启上市热潮，新东方在线和沪江网校通过港交所聆讯。强烈看好 K12 在线直播赛道，建议关注新东方在线的投资机会

toC 在线教育企业在 2018 年开启上市热潮。2008 年正保远程教育 (DL.N) 登陆美股之后，长达 10 年时间 (2008-2017 年) 内，仅有 51talk (COE.N) 一家 toC 的在线教育企业于 2016 年在美股上市。但是在 2018 年，继尚德机构 (STG.N) 和流利说 (LAIX.N) 在美股 IPO 之后，本周新东方在线 (H00947.HK) 和沪江教育科技 (H00932.HK) 相继通过港交所聆讯，toC 在线教育企业上市热潮已然开启。

在线教育行业具体观点请见我们于 2018 年 9 月外发 60 页深度报告《教育行业跨市场研究报告之八——在线教育：教育+互联网，直播 +AI》。在线教育细分领域中，我们强烈看好 K12 在线直播赛道，建议积极把握新东方在线 (H00947.HK) 港股上市之后的投资机会。

在线教育行业：线下培训龙头互联网平台有望成为在线教育巨头企业，K12 在线直播是王者赛道。2017 年在线教育市场规模近 2000 亿元，预计 2020 年将超过 3000 亿元。我们认为在线教育与线下培训互补而不是互斥，融合而不是颠覆，服务能力和教研水平是在线教育企业扩张的关键。线下培训龙头的在线平台由于品牌认可度高、教学质量好、师资培训体系强，最有可能成为在线教育王者。直播较为真实还原“老师教-学生学”互动场景，是在线教育的另一必然趋势。高度分散的 K12 线下培训诞生两家千亿市值上市公司新东方和好未来，我们认为未来 K12 在线直播是最有潜力的教育赛道之一，市场份额高度集中、三四线城市海量空间、优质教学资源供给缺失有可能铸就数个巨头公司。

新东方在线 (H00947.HK)：新东方旗下在线教育平台，多领域综合在线教育服务供应商。新东方在线依托于新东方集团，在大学、K12、学前、机构四个领域提供在线教育服务。目前公司核心业务东方优播，现金牛业务新东方在线网站及机构业务，衍生业务酷学多纳及酷学英语。目前新东方集团持有新东方在线股份 66.72%，为控股股东。FY2017，公司实现营收 4.47 亿元 (YoY+33.5%)，净利润 0.94 亿元 (YoY+57.78%)。

背靠中国教育第一龙头新东方，新东方在线拥有品牌、渠道、资本、教研优势。作为国内最大的综合性教育集团，新东方的品牌、教研、服务领先市场。新东方在线依托于新东方，核心优势凸显：(1) 品牌：借力新东方，FY2017 销售费用率仅约 30%；(2) 渠道：新东方线下学员基数导流线上课程，股东腾讯带来线上流量；(3) 教研：共享新东方优质师资力量，并通过引入优质股东提升教研实力。

新东方在线核心业务：K12 在线直播平台东方优播拥有宏大成长空间。K12 在线直播是教育行业的金牌赛道和重要趋势，东方优播同时布局大班直播

和班课直播业务，是新东方在线 K12 业务的核心部分，其中班课模式“乐播课”采用 25-30 人小班教学，课程单价在 60 元/小时，课程内容结合三四线城市的教材及学生的实际学习情况，并设置当地体验店降低营销成本。我们预计新东方在线 K12 业务 2018 年收入约 1.2 亿元，预计未来有望保持超过 200% 的收入复合增速。

新东方在线成长路径：围绕 K12 在线直播领域，以下沉三四线为战略，以加速城市覆盖为战术。在战略制定上，公司将东方优播平台作为核心业务，面向稀缺优质教育资源的三四线城市提供差异化服务，对三四线城市进行教育消费升级。在扩张战术上，东方优播计划在 5-6 年的时间进入 200 个城市，沿用乐播课加线下体验中心的模式，快速提升城市及用户覆盖，预计 5 年后覆盖潜在客户群体将超过 2000 万。

一、教育细分行业核心观点之《培训行业》：需求强烈，供给缩减；监管趋严驱动行业规范发展，龙头公司有望受益于集中度的提升。

《通知》、《送审稿》和《意见》对于培训领域规范力度趋于加强，大部分培训机构短期均受影响，中小机构受冲击较大。由于国内升学和就业的压力，目前中国培训需求强烈，随着供给侧小微机构逐步出清，全国龙头和区域巨头培训机构长期仍有望受益于集中度的提升。培训行业投资建议：中小学领域建议关注两大龙头（新东方和好未来）、区域和学科巨头公司（科斯伍德 300192）；早教领域推荐三垒股份（002621 美杰姆教育）；成人领域建议关注中公教育 002607、华图教育、百洋股份 002696。

成人职业培训行业和公司观点：核心推荐行业龙头中公教育（亚夏汽车 002607）。中公教育主要领域包括公务员、事业单位、教师等。目前中公教育拥有覆盖 31 个省市自治区 319 个地级市的 619 个直营分支机构，并拥有 7,264 名全职授课教师。中公教育 2015-2017 年收入分别为 20.7、25.8 和 40.3 亿元；2015-2017 年参培学员累计 288.46 万人次（含面授和线上培训），3 年 CAGR 约 62.1%。考虑中公教育并表和亚夏汽车资产置换，我们预计上市公司亚夏汽车（中公教育）2018~2020 年收入分别为 64.81、90.70、115.14 亿元，净利润分别为 9.50、13.30、16.80 亿元，EPS 分别为 0.17、0.24、0.30 元。考虑股本增厚后约 500 亿元市值对应 2018-2020 年 P/E 约 53x、37x 和 30x。

三垒股份（002621 美杰姆教育）股价错杀，维持核心推荐。中小学培训领域诞生千亿市值新东方和好未来、成人职业培训领域诞生 500 亿市值中公教育，早幼教领域仍然龙头缺位。三垒股份拟通过控股子公司启星未来以 33 亿元现金购买美杰姆 100% 股权，上市公司权益占比约 70%。截至 2018 年 6 月 30 日，美杰姆教育签约的早教中心总数达 392 家，包括 294 家加盟中心和 98 家直营中心，其中一线、二线、三线及以下城市分别为 73 家（全部直营）、204 家（直营 25 家/加盟 179 家）和 115 家（全部加盟）。我们维持三垒股份 2019~2020 年净利润预测为 1.93 和 2.21 亿元。本次《学前教育意见》主要针对幼儿园领域，对于早教领域和三垒股份并无影响，三垒股份目前股价对应 2019-2020 年 P/E 为 27x 和 23x，维持“买入”评级。

二、教育细分行业核心观点之《学校行业》：民办学校资产证券化的资本市场预期或将持续承压。

在学校类资产方面，我们认为学校类资产的政策导向未来将会是规范和发展、公益和逐利之间的再平衡。2018年4月《民促法（修订草案）》新增“公益性”细则、2018年《民促法（修订草案）（送审稿）》新增“集团化办学/非营利性”、“关联交易”细则，目前业界均在关注未来民办学校政策在集团化办学、协议控制、关联交易、非营利性学校等法规的演进趋势，未来我们也将对“民办学校资产证券化”相关政策保持持续跟踪。《民促法》公益性细则、《学前教育意见》公益性和遏制过度逐利的相关细则的颁布，或使民办学校部分领域资产证券化和盈利能力的资本市场预期持续承压。

三、教育细分行业核心观点之《信息化行业》：信息化财政经费投入持续提升，核心推荐视源股份（002841.SZ）。视源股份教育业务观点更新：（1）我们认为希沃交互平板全行业渗透率远未至天花板，学校场景的应用从政府招投标体系延伸至幼教/大学/实验室等非招投标体系，培训场景的需求也逐步打开，我们测算全行业需求量至少在2000万台以上，截止2018年年底的全行业存量交互智能平板渗透率仅约15-20%，未来空间巨大且有望加速渗透。（2）教育信息化业务通过希沃交互平板打开全国市场，未来录播平板、电子班牌、电子书包、信息管理系统、“希沃信鸽”、“班级优化大师”等产品有望形成完整的教育生态体系，继续巩固和夯实中国教育信息化行业的龙头地位。我们维持视源股份2018~2020年归母净利润预测为9.60、12.95和17.03亿元，目前约400亿元市值对应2018-2020年PE约42x、31x和24x，维持买入评级。

四、教育细分行业核心观点之《出版行业》。A股上市公司三季报均披露完毕，出版行业25家上市公司2018年前三季度合计实现收入823.27亿元（+5.4%）、归母净利润96.15亿元（-8.3%）、扣非净利润76.40亿元（+1.8%）。前五大市值公司的市值和PE（TTM）如下：中南传媒（211亿元/18x）、凤凰传媒（181亿元/12x）、山东出版（154亿元/10x）、中文传媒（156亿元/10x）、皖新传媒（132亿元/11x），估值均处于历史较低水平。

教育行业投资建议。我们维持年初至今对于A股教育行业的投资观点“聚焦龙头，兼顾成长”。（1）龙头主线推荐职业培训龙头中公教育/亚夏汽车（002607）、教育信息化龙头视源股份（002841）、三垒股份/美吉姆教育（002621），建议关注在线教育龙头新东方在线（H00947.HK）上市后的投资机会；（2）成长主线建议关注百洋股份、三盛教育、科斯伍德、开元股份、盛通股份、立思辰等公司。

风险因素：政策风险、市场竞争加剧风险。

5、上市公司重要公告

5.1、A股教育上市公司重要公告

世纪天鸿（300654.SZ）：股东减持（11/29）

公司股东巴学芳减持本公司股份合计不超过155万股，占本公司总股本比例1.1069%。

文化长城（300089.SZ）：公司股份回购注销（11/29）

公司股份回购注销完成后，公司股份总数由 489,837,266 股减至 481,056,870 股，注册资本由 4.90 亿元减至 4.81 亿元。

三垒股份(002621.SZ): 募集资金用途公告 (11/28)

拟将合计募集资金余额 65,661.67 万元变更用于控股子公司支付收购美杰姆 100% 股权的部分现金对价。

盛通股份(002599.SZ): 股东转让股份公告 (11/27)

公司股东贾则平拟将公司 22,473,000 股股份，转让给时代出版传媒股份有限公司，占公司股份总数的 6.92%。

百洋股份(002696.SZ): 股东转让股份公告 (11/27)

新余火星入投资管理合伙企业（有限合伙）累计质押股份 34,755,110 股，占其所持公司股份比例 75.68%。

时代出版(600551.SH): 质押股份公告 (11/26)

新余火星入投资管理合伙企业（有限合伙）累计质押股份 34,755,110 股，占其所持公司股份比例 75.68%。

5.2、海外教育上市公司重要公告

红黄蓝：公布 2018 第三季度财报 (11/30)

2018 年第三季度，红黄蓝净营收同比下降 5.7% 至 3530 万美元，毛利润比 2017 年同期减少 86.4% 至 120 万美元

21 世纪教育：公司回购股份公告 (11/29)

本次回购公司股份 49.8 万股，（占公司总股本 0.04029%）。

6、业内动态

睿见教育公布 2018 财年年度报告 (鲸媒体, 11/29)

11 月 28 日，睿见教育发布截至 8 月 31 日的 2018 财年年度报告，报告期内，睿见教育实现收入 12.47 亿元，同比增长 27.3%；毛利为 5.45 亿元，同比增长 21.1%；年内利润为 3.07 亿元，较上年同期增长 53.4%。。

宇华教育公布 2018 财年年度报告 (鲸媒体, 11/29)

宇华教育发布截至 8 月 31 日的 2018 财年年度报告，报告期内，宇华教育收入为 11.95 亿元，同比增长 41%；毛利率为 56.1%，同比增长 4.6%；年内利润为 5.88 亿元。财报称，宇华 2018 财年收入增加主要是招生人数和学费增加，以及将湖南涉外经济学院业绩并入财报所致。

枫叶教育公布 2018 年财报 (鲸媒体, 11/28)

11 月 27 日，枫叶教育集团发布 2018 财年年度报告，报告期内，枫叶教育实现收益 13.41 亿元，较去年同期增长 23.8%；年内溢利为 5.38 亿元，较去年同期增长 30.1%；经调整后纯利为 6.00 亿元，同比增长 40.2%；毛利为 6.24 亿元，同比增长 15.6%。

爱而分教育获 1000 万天使轮融资 (鲸媒体, 11/28)

爱而分教育已于今年 11 月完成 1000 万天使轮融资，投资方为个人和企业。本轮融资将用于服务体系建设和完善、线下新校区扩张等。爱而分曾于去年 12 月完成了 300 万元种子轮融资。爱而分教育成立于厦门，主要面向小学和初中学生提供语数英学科辅导、素质教育以及家庭教育。

宝宝树正是挂牌港交所（芥末堆，11/27）

互联网母婴社区宝宝树正式挂牌港交所，以 6.91 港元/股的价格开盘。以开盘价计算，宝宝树市值约为 115.32 亿港元。宝宝树旨在为中国年轻家庭提供全产业链的消费服务，深耕母婴家庭领域 11 年来旗下所涉业务范围从母婴社区、电商平台延展至 C2M、知识付费、大健康等领域。

爱与思完成 A 轮 5000 万融资，瞄准留学后服务市场（芥末堆，11/26）

“留学后”教育品牌“爱与思”完成 A 轮 5000 万融资，投资方为某港股上市互联网公司，融资将用于业务拓展。爱与思是一家总部注册在美国西雅图的教育机构，此前主要在美国从事课业辅导业务，从 2006 年开始从事中国留学生在美成长培训。

朴新教育公布 2018Q3 财报（鲸媒体，11/26）

公布 2018Q3 财报，净收入为人民币 6.697 亿元，较上年同期增长 60.1%；净亏损为人民币 5020 万元，较上年同期下降 53.0%；毛利润为人民币 2.951 亿元，同比增长 84.9%。学生入学人数从 2017 年第三季度的 365810 人增加 48.8%至 544253 人。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebscn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebscn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
张亦潇		0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	苏一耘		13828709460	suyy@ebscn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com
	陶奕	021-52523546	18018609199	taoyi@ebscn.com
国际业务	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebscn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
	戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebscn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebscn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebscn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com
私募业务部	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebscn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebscn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebscn.com
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebscn.com