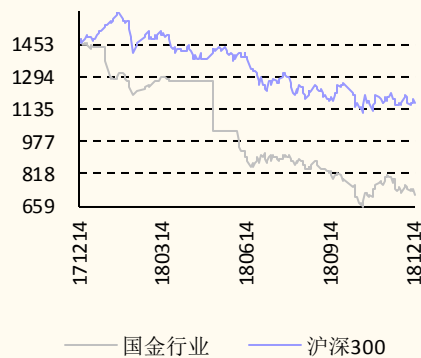


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金教育指数	717.11
沪深300指数	3165.91
上证指数	2593.74
深证成指	7629.65
中小板综指	7715.56



相关报告

- 1.《东方教育交表拟 IPO——“新东方烹饪”母公司，最大职教集团之...》，2018.12.10
- 2.《2018 教育行业周报第 46 期：职教龙头中国东方教育集团递交 I...》，2018.12.9
- 3.《2018 教育行业周报第 45 期：北京市发布《实施意见》，关注变...》，2018.12.2
- 4.《教培新政再出，剑指互联网教育，在线教育野蛮生长或入下一阶段...》，2018.11.27
- 5.《2018 教育行业周报第 44 期：教育政策频发，学校公司经营进展...》，2018.11.25

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

郑慧琳 联系人
zhenghui@gjzq.com.cn

2018 教育行业周报第 47 期：K12 学科培训整治继续推进，小升初相关培训或为整治重点

投资建议

- 本周，国金教育指数涨跌幅 0.90%，上证指数-0.47%，深证成指-1.35%，创业板指-2.28%，传媒指数(中信)-1.04%，餐饮旅游(中信)-0.76%，沪深300指数-0.49%。
- 年初至今，国金教育指数涨跌幅-26.21%，上证指数-22.54%，深证成指-31.74%，创业板指-25.95%，传媒指数(中信)-36.23%，餐饮旅游(中信)-7.08%，沪深300指数-22.54%。

行业点评

- **K12 教培整治力度加严，全国整改完成率达 90%**。2018 年 12 月 13 日，教育部召开新闻发布会，通报全国整改校外培训机构进展，整改工作初见成效。截至 12 月 12 日，全国共摸排 40 万所校外培训机构，发现存在问题的机构 27.3 万所，现已整改 24.8 万所，整改完成率达到 90%。广东、西藏、广西、浙江、上海、甘肃、安徽、宁夏、河南、福建、江苏、新疆生产建设兵团、山西、四川等 14 地整改完成率达到 95%。
- **北京地区受到格外关注，与一些在自媒体上广泛流传的文章，有着直接关系**。作为“疯狂的黄庄”所在地，北京校外培训机构治理工作一向备受关注。尤其近期，北京在校外培训机构治理方面动作频繁。发布会上也公布了有关工作情况，北京市以黄庄地区为重点，通过电子地图确定了 26 个热点地区，然后建立市级专项督查组，明查暗访、集中整治。通过“拉网式”排查，北京市共排出校外培训机构 12681 家，其中存在问题的有 7557 家。7 月开始起进入集中整治阶段后，目前已经整改培训机构 7079 家，整改进度达 93.67%。第一轮集中督查现已基本完毕，第二轮督查将于 1 月份进行。
- **K12 教培整治不是新鲜事，2017 年初已经开始**。2017 年初，上海的“禁奥数杯赛”开始；2017 年中，全国多个地区包括上海，成都等地的培训机构摸底整治；2018 年 2 月“教育部办公厅等四部门关于切实减轻中小学生学习负担开展校外培训机构专项治理行动”；2018 年 8 月，国务院办公厅印发《关于规范校外培训机构发展的意见》(禁补令)；2018 年 11 月，教育部等三部门办公厅联合印发《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》。一系列政策明确强调对校外 K12 学科培训机构的监管与整治，整治力度不断加严，同时也开始对互联网教育进行政策层面的规范。
- **对中学培训影响小于小学，对大机构影响小于小机构，职教培训并不在整治范围内**。中央政策的方向是清晰的，是要整治的学科课外培训，主要是针对是中小学学科课外培训。相比于中学的可量化的考试成绩和更清晰的教学大纲，小学教育的内容和“小升初”的筛选机制更加模糊，存在更大操作空间，超纲教学并不鲜见，对教育本质的扭曲也更严重。因此，未来预计会持续整治与小升初相关的内容，相关培训机构或受较大影响。主要整治内容包括 1.办学许可证，2.工商执照，3.消防相关证明，4.教室面积，5.教师资格。大机构比小机构操作更加从容，但扩张也会受阻，扩张速度或有所减缓。职教培训(包括技能培训，公务员培训等)和 0-3 岁的商业机构早教培训并不受负面影响，对于教师资格证培训的需求有望在中短期显著提高，建议关注相关业务公司，如亚夏汽车(中公教育)。
- **推荐标的**：百洋股份，科斯伍德，新高教集团，希望教育
- **风险提示**：送审稿公开征求意见结果存不确定性；民促法细则未完全落实。

本周发布报告

【行业深度研究】东方教育交表拟 IPO——“新东方烹饪”母公司，最大职教集团之一，职教航母正式启航

行业观点

- **2018年12月6日，中国东方教育集团递交港股 IPO，成为今年第16家 IPO 的教育行业公司。**旗下的新东方烹饪在电视广告媒体时代投放大量广告，至今诸如“学厨师，还是去新东方”等广告词依旧脍炙人口。新东方烹饪和新东方教育因为名称相似，常被认为互有联系，实质上两者不论股权或者业务内容没有任何关系。但都在各自的细分行业深耕多年，成为了所在行业龙头。新东方（EDU）创立于1993年，2006纽交所上市，现依然为全国K12教培&英语培训龙头。而新东方烹饪创立于1988年，隶属于中国东方教育集团，中国东方教育集团按平均培训人次计算，占据烹饪职业技能教育行业的23.1%份额，远超第二名的2.9%份额。
- **起家于烹饪，却未止步于烹饪，三大方向五大品牌格局形成，中国最大职教集团之一，资源丰富，扩张潜力大。**1988年创立新东方烹饪和新华电脑之后，2001年成立万通汽车教育，奠定烹饪技术、信息技术及汽车服务三大职业技能教育方向。2006年收购华信智原DT人才培训基地，2016年新增欧米奇西点西餐教育，至此五大品牌格局形成。除此之外，2017年成立的美味学院，提供私人订制体验服务。截至2018年8月31日，集团总平均培训人次达到12.16万人，按人次算，是中国最大的职业技能教育提供商。公司在内地29个省份及香港共运营139所学校，其中25所学校还提供职业中专学历教育。集团前三大股东互为堂兄弟，第一大股东吴俊保先生也是中国新华教育集团的最大的股东，两集团均与新华集团有关，新华产业涵盖教育、地产和金融等多个领域，旗下公司在扩张进程中资源丰富，潜力较高。
- **营收/净利达 28.5/6.6 亿，体量位居教育行业前五。**教育行业公司营收前10名中有8个培训和2所学校，而净利前10名中培训和学校各5个，培训行业的业态本质是商业连锁，因此具有竞争性更强，公司分化差异较大的特点，而学校行业的业态进入门槛较高，行业本身的竞争强度低于培训，因此有一荣俱荣的行业性红利在。中国东方教育按业务类型分属于培训行业，按营收规模排第四，按净利规模排第三，仅次于新东方和好未来。公司FY15-17营收/净利/平均培训总人数CAGR分别为16%/23%/12%，FY17营收/净利达28.5/6.6亿元，收入新东方烹饪/新华电脑/万通占比61%/19%/15%。
- **实质业态介于培训和学校之间。**我们选取14家学校和8家培训公司进行对比：培训资产更轻，扩张速度和毛利率有优势，ROA更高，但是在费用端水平更高，综合影响下净利率学校行业占优。培训行业中，中国东方教育一年以上的长期课程占比高达90%。相较其他公司，时间更长且多为全日制教学，这导致实质业态其实介于培训和学校之间：一方面，资产比学校要轻，另一方面，利用效率比一般培训要高，运营比一般培训稳定，网点管理集中度比较高，因此费用更加可控。因此其销售费用率和净利率介于学校和培训之间，毛利率类似培训，管理费用率类似学校，ROA略高于学校和培训。
- **职业教育一直是国家政策所支持的方向，政策风险较小。**国家为促进职业教育、技工教育、职业技能培训等教育发展，出台系列文件，包括2015年教育部发布的《关于深入推进职业教育集团化办学的意见》、2016年人力资源社会保障部发布的《关于印发技工教育“十三五”规划的通知》、2018年国务院发布的《关于推行终身职业技能培训制度的意见》等。近期教育政策震荡较大，但职业教育一直是政策所支持的方向，政策风险较小。

风险提示

政策不确定性，公司获取执照上可能遇到阻碍等风险。

【公司点评】枫叶教育：拟收购泸州 K9 学校，有望加强川渝地区生源协同事件

- 2018 年 12 月 10 日，枫叶教育发布公告，拟以现金+发现股份的方式收购泸州七中佳德教育投资有限公司（以下简称泸州公司）66%股权，对价为人民币 1.85 亿元（约 2.1 亿港元），部分以现金方式支付，部分通过按 3.524 港元的发行价（相较最新收盘价溢价 8.1%）向泸州公司配发及发行 1614 万股作为支付方式。泸州公司旗下拥有泸州七中佳德国际学校，收购事项完成后，枫叶教育将拥有泸州公司 66%权益，泸州公司将成为枫叶教育间接非全资附属公司。
- 泸州公司成立于 2011 年，主要经营泸州七中佳德国际学校，该学校位于四川省泸州市，为一所一至九年級的頂尖中小學寄宿制學校，其管理團隊在當地備受讚譽，教學質量卓越，教學成果優異，泸州市 2018 年全市初中學生考試最高分前五名中的四名學生均來自該學校。該學校可容納學生總數為 3500 名，目前在校學生超過 3200 名，教職人員為 380 名。該學校占地面積約 6.65 萬平方米，建築面積約 9.09 萬平方米。此外，該學校設有 90 間教室以及科學實驗室、美術室及多媒體教室等多功能教室。該學校全年學費為人民幣 2.0-2.5 萬元（約 2.3-2.8 萬港元）。泸州公司截止 2018 年 8 月 31 日年度除稅前淨利潤為 1806 萬元，+33%yoy，除稅後淨利潤為 1748 萬元，+40%yoy，截止 2018 年 8 月 31 日資產淨值為 2.62 億元。

评论

- 若收购通过，或将对学校行业释放积极信号。收购事项完后仍存一定不确定性，但若能通过的话，对于 K12 学校公司的收并购，释放出积极信号，后续扩张逻辑或将被进一步打开。
- 有望加强枫叶体系内川渝地区的生源协同。枫叶教育在重庆原设有一个自有模式的大校区，3300 人容量，涵盖幼儿园到高中阶段，2017/2018 学年在重庆梁平新增一个轻资产模式校区，1500 人容量，涵盖幼儿园到初中阶段。若此次收购完成，或将进一步扩展枫叶学校网络及持续建立在重庆及四川省的品牌知名度，该学校将纳入枫叶的重庆教育园区，有望为重庆高中增加稳定生源，继而增加重庆高中的入读人数。

投资建议

- 我们预计公司 FY19-21 归母净利润为 6.9/8.8/10.7 亿元人民币，对应 PE 为 12/10/8，维持买入评级，目标价 7 港元。

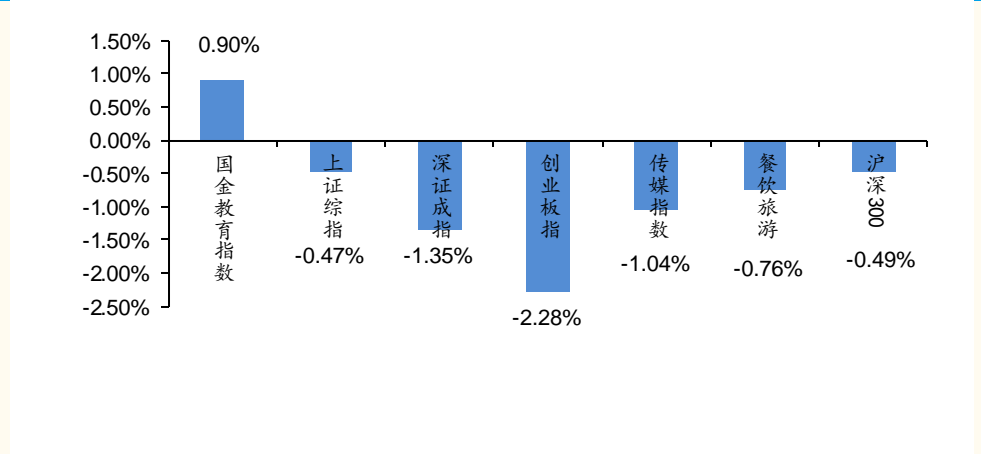
风险提示

- 收购事项尚未完成仍存不确定性，政策变化带来的风险等。

一周行情回顾

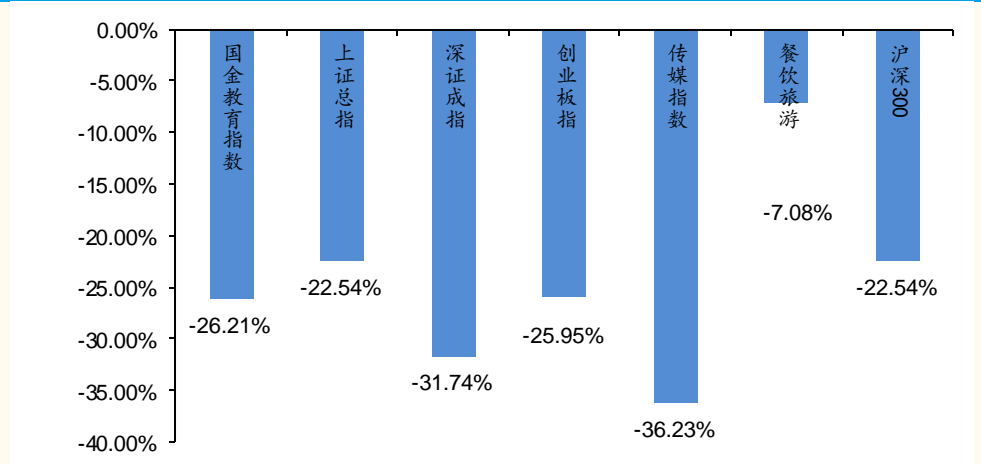
- 本周，国金教育指数涨跌幅 0.90%，上证指数-0.47%，深证成指-1.35%，创业板指-2.28%，传媒指数(中信)-1.04%，餐饮旅游(中信)-0.76%，沪深 300 指数-0.49%。
- 年初至今，国金教育指数涨跌幅-26.21%，上证指数-22.54%，深证成指-31.74%，创业板指-25.95%，传媒指数(中信)-36.23%，餐饮旅游(中信)-7.08%，沪深 300 指数-22.54%。

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
■ 【枫叶教育】(1317) 枫叶教育：涉及根据一般授权发行代价股份收购目标公司股权的股份交易

枫叶教育 12 月 10 日发布公告，公司的全资附属公司于 2018 年 12 月 10 日与卖方订立协议，有条件地购买目标公司的 66% 股权，代价为人民币 1.85 亿元。代价大部分以现金支付，部分由公司根据一般授权以 3.524 港元的价格向卖方配发及发行 1614 万股代价股份的方式支付，价值 5000 万元。收购事项完成后，买方将拥有目标公司（其于四川省泸州市拥有一家顶尖中小学，在读学生超过 3200 名）66% 权益，且目标公司将成为本公司间接非全资附属公司。

■ 【文化长城】(300089) 文化长城：关于公司与广东韩江投资集团有限公司签订战略合作意向协议的公告

文化长城 12 月 10 日发布公告，公司与潮州市国有企业韩江投资协商一致并签署了《战略合作意向协议》，拟在文化长城大股东股权质押业务和信用贷款业务、上市公司信用贷款业务进行合作，期限为 2 年。韩江投资注册资本为 8.57 亿人民币，主营业务为城市基建、市政建设、旧城区改造和房地产开发投资以及旅游项目、酒店业的投资开发，股东为潮州市财政局和国开发展基金有限公司。

■ 【勤上股份】(002638) 勤上股份：关于退出深圳英伦教育产业有限公司的进展公告

勤上股份 12 月 10 日发布公告，公司与英伦教育、傅皓、傅腾霄、傅军签署了《股权回购及转让协议》，与傅皓签署了两份《股权质押合同》。截止 12 月 7 日，公司转让给傅皓的英伦教育 10% 股权已经办理了工商登记，英伦教育对本公司持有其的 30% 股权的回购减资事宜尚在办理过程中。公司收到英伦教育支付的 3200 万元首批款，公司尚有 3600 万元首批款未收到。2018 年 12 月 7 日，公司已经向英伦教育和傅皓发函催缴，并限期英伦教育和傅皓在 2018 年 12 月 21 日前向公司支付其尚未支付的 3600 万元首批款。公司已办理完毕相关股权质押登记手续。

■ 【新高教集团】(2001) 新高教集团：完成收购东北学校 东北学校结构性合约

新高教集团 12 月 10 日发布公告，宣布完成收购东北学校（即哈尔滨华德学院）。同日，东北学校的举办者哈轩公司与集团全资附属公司辉煌公司订立东北学校结构性合约。根据合约协议，东北学校将成为集团控制的实体，东北学校的 73.91% 经济利益以服务费形式支付给辉煌公司，东北学校的经营业绩将并入集团经营业绩。

■ 【东方时尚】(603377) 东方时尚：关于拟修改回购股份预案的公告

东方时尚 12 月 11 日发布公告，公司原《回购股份预案》中“拟回购资金总额不超过 3 亿元，不低于 5000 万元”，拟修改为：“拟回购资金总额不超过 3 亿元，不低于 1.5 亿元”。公司原《回购股份预案》中“本次回购股份的实施期限为自股东大会审议通过本次回购股份方案之日起六个月内”，拟修改为：“本次回购股份的实施期限为自股东大会审议通过本次回购股份方案之日起十二个月内”。

■ 【东方时尚】(603377) 东方时尚：公开发行可转换公司债券募集资金投资项目的可行性分析报告

东方时尚 12 月 11 日发布公告，公司公开发行可转债预案已经公司第三届董事会第十七次会议审议通过，募集可转债总额不超过人民币 7.1 亿元。本次发行可转债决议有效期为 1 年，债券存续期限为 6 年，票面金额为 100 元每张。本次募资主要用于新能源车购置项目、回购股份、偿还银行贷款和补充流动资金，预计投入金额分别为 3 亿元、2 亿元和 2.1 亿元。

■ **【昂立教育】(600661) 昂立教育：关于第一大股东权益变动的提示性公告**

昂立教育 12 月 11 日发布公告，截至 12 月 11 日，中金集团及其一致行动人合计持有昂立教育 6500 万股，占总股本 22.68%。其持股比例已超过交大产业集团所持有的 22.65%，成为昂立教育第一大股东。

■ **【东方时尚】(603377) 东方时尚：关于控股子公司股权转让暨关联交易的公告**

东方时尚 12 月 12 日发布公告，公司拟将其持有的江西东方时尚 51%股权转让给江西恒望。本次交易构成关联交易。江西东方时尚注册资本为 2.5 亿元人民币，2018 年 11 月 30 日经审计净资产为 2.36 亿元，目标股权转让价格为 1.61 亿元。

一周行业重点新闻
■ 河南省教育厅：杜绝校内考研辅导机构

蓝鲸教育 12 月 9 日讯，2019 年全国硕士研究生招生考试在即，河南省教育厅近期下发通知，严禁高校人员参与考研辅导活动，并要求各高校在研究生考试期间加强对教职工和学生的管理，严防他们参与替考、“助考”等舞弊活动。通知要求，在考研期间，要组织开展集体教学、科研或文体活动，并严格考勤，确保人人到位。对无故不参加学校集体活动或拒绝点名登记者，依据校纪校规严肃处理。从源头切断教职工和学生违法违规的可能性。

■ 卓越教育明起招股，募资约 4 亿港元，将于 12 月 27 日在港上市

蓝鲸教育 12 月 11 日讯，卓越教育(03978.HK)明日起至下周一(17日)中午招股，每股招股价 2.2 至 2.9 港元，发售 1.514 亿股。其中 10%公开发售，90%国际配售，集资额 3.33 亿至 4.39 亿港元。一手 1000 股，入场费 2929.22 港元。并将于 12 月 27 日在港交所挂牌上市。公司 2015-2017 及 2018H1 营收分别为 7.60 亿元、8.96 亿元、11.42 亿元、7.23 亿元。截至 2018 年 6 月底，公司在内地共有 213 间教育中心。

■ 对学而思现场执法，叫停违规竞赛，教育部表扬 8 地市培训机构整治工作

芥末堆 12 月 11 日讯，今日，教育部通报表扬了在推进校外培训机构治理工作中成效突出的地区教育行政部门，主要包括北京、贵阳等地的教育部门。通报提到，北京市丰台区强化联合执法，对学而思、金钥匙个性化学习中心等违规培训机构进行现场执法。同时，该区创新管理机制，积极探索运用 app、面部识别及监控设备等信息化手段对培训机构办学行为进行全程监管。通告还提到，贵州省贵阳市取缔关停违规校外培训机构 510 所。

■ 安徽省教育厅确认新高考暂缓实施，何时启动视情况而定

多知网 12 月 12 日讯，昨日上午，安徽省教育厅厅长李和平就安徽省高考改革进度作了具体介绍，称：“高考是牵一发而动全身的过程，经过我省的统筹考虑、审慎研判，发现现阶段我省进行高考改革的条件还并不成熟，因此，决定 2018 年入学的高一新生暂不启动实施高考综合改革，并报教育部。但这并不意味着我省不进行高考改革，只是暂缓。”这意味着安徽省 2021 年的高考依然维持不变。

■ 全国 2020 年底基本消除超 56 人大班额，北京明年将取消特长生

多知网 12 月 13 日讯，今日，教育部召开新闻发布会。截至 12 月 12 日，全国共摸排 40 万所校外培训机构，发现存在问题的机构 27.3 万所，现已整改 24.8 万所，整改完成率达到 90%。下一步，教育部将进一步加大校外培训机构的治理力度，切实解决校外培训机构存在安全隐患、无证无照、超标超前教学等突出问题，确保年底前完成集中整改工作。2018 年全国 24 个大城市义务教育免试就近入学比例达到 98%。2018 年 66 人以上的大班额控制在 2%以内，到 2020 年，56 人以上的大班额控制在 5%以内。北京市 2019 年将取消特长生招生，进一步规范寄宿制招生，到 2020 年将实施登记派位入学。河南省 2017-2020 年计划投资 14.4 亿元，2018 年将完成新建、改扩建农村寄宿制小学 900 所。

■ 少儿英语 AI 品牌叮咚课堂 A 轮融资数千万元，创世伙伴资本领投

多知网 12 月 14 日讯，少儿英语 AI 课堂“叮咚课堂”宣布于近期完成数千万元 A 轮融资。叮咚课堂是一款为 5~10 岁儿童量身打造的在线少儿英语 AI 教育产品，它基于图像识别、自然语言处理等先进 AI 技术，模拟真人美国教师，创建互动教学场景课堂，并在纯正美教口语教学中加入大量英语互动游戏，提高孩子学习的趣味性和主动性。在上课形式上，叮咚课堂采用小班课，此前为 1 对 4，现在为 1 对 2，每节课 25 分钟；在价格方面，叮咚课堂每课时的价格比较低，甚至低至 10 元。

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