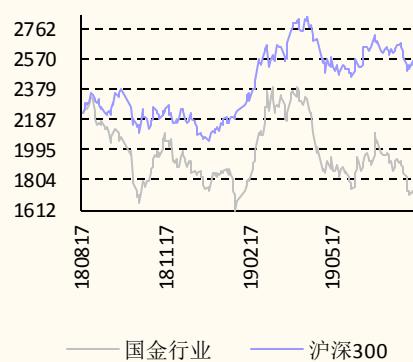


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金教育指数	1731.67
沪深300指数	3710.54
上证指数	2823.82
深证成指	9060.92
中小板综指	8543.47



相关报告

1. 《《民促法送审稿》一周年记——K12 品牌学校发展仍迅猛，高校并...》，2019.8.12
2. 《2019 教育行业周报第 31 期：小谈校外培训政策-2019 教育...》，2019.8.11
3. 《2019 教育行业周报第 30 期：2018 年教育事业发展统计公报...》，2019.8.4
4. 《2019 教育行业周报第 29 期：新东方进入较为乐观周期 VS 好未...》，2019.7.29
5. 《2019 教育行业周报第 28 期：中国东方教育、中国科培、新东方...》，2019.7.21

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

2019 教育行业周报第 32 期：9 月 9 日中国东方教育 & 中国科培 & 新东方在线将进入港股通

行情回顾

- 本周，国金教育指数涨跌幅 1.74%，上证指数 1.77%，深证成指 3.02%，创业板指 4.00%，传媒指数(中信)2.79%，餐饮旅游(中信)3.13%，沪深 300 指数 2.12%。
- 年初至今，国金教育指数涨跌幅-1.00%，上证指数 13.23%，深证成指 25.15%，创业板指 25.39%，传媒指数(中信)0.89%，餐饮旅游(中信)23.98%，沪深 300 指数 23.25%。

行业观点

- 2019 年 8 月 16 日，恒生指数公司发布最新指数检讨结果，中国东方教育、中国科培、新东方在线均被纳入恒生综合指数之成分股，自 2019 年 9 月 9 日起生效，届时港股通名单会有相应调整。恒生指数公司每年对于包括“恒生综合指数”在内的基准指数进行两次调整，以 2019 年为例，调整对应的截止日期为 2018 年 12 月末和 2019 年 6 月末，调整日期在 2019 年 2 月和 8 月，调整名单从 2019 年 3 月和 9 月开始生效。进入恒生港股通指数的标的必然符合进入港股通的要求，没有进入恒生港股通指数但是已经进入恒生综合指数的标的，仍然有可能进入港股通。如果进入的是恒生综合小型股指数，则需要同时满足恒生指数以及平均月末市值大于 50 亿港元两个条件。
- 截止 2019 年 8 月 9 日，港股通共有 7 个教育标的。其中 2019 年 3 月 11 日新进入港股通的希望教育持股比例为 3.85%，枫叶教育/宇华教育/新高教集团/睿见教育/中教控股/民生教育目前港股通中的持股比例分别为 11.96%/11.78%/10.00%/4.68%/4.61%/3.43%。港股通持股比例相较一个月之前变动情况：希望教育/睿见教育/宇华教育/民生教育/新高教集团/中教控股/枫叶教育分别为 +0.34/+0.29/+0.21/+0.06/-0.10/-0.28/-0.72pct。根据检讨结果，中国东方教育、中国科培、新东方在线将于 9 月 9 日进入港股通。①中国东方教育（职业技能教育）：于 2019 年 6 月 12 日上市，最新市值为 273 亿港元，旗下有新东方烹饪/新华电脑/万通/欧米奇/华信智原/美味学院六大品牌，公司 FY18 平均培训人次/营收/净利润达 12.4 万/32.65 亿/5.15 亿。②中国科培（民办高校）：于 2019 年 1 月 25 日上市，最新市值为 69 亿港元，旗下有广东理工学院（本科）和肇庆学校（中职）两所学校，于 2018/2019 学年，总在校生人数为 4.52 万名，公司 FY18 营收/净利润达 5.75 亿元/3.42 亿元。③新东方在线（在线教育）：于 2019 年 3 月 28 日上市，截至最新市值为 93 亿港元。公司提供大学教育、K12 教育、学前教育等多方面教育内容，公司 FY19 付费人次/营收/净亏损达 218 万/9.2 亿/0.6 亿，公司拟以 0.94 亿元人民币收购东方优播 49% 股权，收购后，东方优播将成为公司全资附属子公司。
- 此外，中国新华教育有望于明年进入港股通名单。中国新华教育（民办高校）：于 2018 年 3 月 26 日上市，截至 2019 年 8 月 16 日市值为 39 亿港元，运营新华学院（本科）、新华学校（中职）和临床医学院（独立学院）三所学校，2018 在校生人数/营收/净利润达 3.48 万/3.86 亿/2.56 亿，2019 年公司已公告收购南财红山学院和云南两校。
- 推荐标的：中国东方教育，新华教育，中教控股，中公教育，佳发教育等
- 风险提示：民促法尚未落地；收购整合风险；招生不及预期等风险。

本周发布报告

【深度报告】《民促法送审稿》一周年记——K12 品牌学校发展仍迅猛，高校并购扩张未受阻，优质资产低估，不应过于悲观

行业观点

- **市场的预期差所在：**2018年8月10日，中央政府发布《民办教育促进法实施条例修订草案送审稿》，《送审稿》中提到“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”。这在当时，引发了剧烈震荡。但这里面是有巨大的预期差的：①政策出发点主要是针对幼儿园，高校作为高年龄学段，管理相对规范的业态，未来受进一步冲击的可能性相对较小；②地方政府对于社会力量兴办民办学校的支持力度其实是明确的。送审稿发布以来，民办学校公司经营情况并不似预期的阴云密布，高校并购持续推进，K12学校品牌优势持续凸显，保持较快扩张增速。
- **民办高校中短期并购整合仍为主基调，进入资源性群雄逐鹿的战国时代：**港股高校公司可用资金充裕，融资渠道多元，并购是其最快，最高效的扩张方式。自送审稿发布以来，民生教育、新高教集团、中教控股、中国新华教育、宇华教育和希望教育共发布过11个并购公告，充分证明了高校并购本身并未受到阻碍。2019年7月19日宇华教育公告收购山东英才学院，表明高校上市公司亦呈现集中化趋势。同时，政策上鼓励独立学校加速转设脱钩，很大程度上丰富了高校公司的可并购标的。
- **K12学校公司虽然没有冲锋号角，但已经开始冲锋：**从在校人数来看，民办K12学校基本上同比都有20-40%的增长，营收与利润也都呈现健康且较快速的增长。民办学校的上市K12学校均为优质资产，本身办学品牌力强，学生筛选机制和课程设置灵活度高，其学生经过完善体系培养后，整体高中毕业生升学率（本科）超90%，且其中有很大比例被重点一本院校录取，而2018年全国高考本科录取率仅为44%，远低于上市K12学校升学率水平。
- **IPO&港股通最新进展：**目前港股共有17家民办学校公司，其中5家于送审稿发布后成功上市，均为民办高校公司，包括中国春来教育、银杏教育、科培教育、嘉宏教育和中汇集团。目前，还有2家民办高校公司已递交港股IPO资料，分别为华立大学和东软教育，民办学校板块上市公司队伍持续壮大。目前港股通共有7个教育标的，最新港股通名单将于9月9日更新，我们预计中国科培、中国东方教育、新东方在线有望于9月进入港股通名单，新华教育有望于明年进入港股通名单。
- **中国教育经费多渠道筹集需求凸显，社会投入占比有望提升：**我国对于教育经费投入主要来源于国家财政性教育经费，而国家财政性教育经费中主要来源于地方财政教育支出，地方财政实际上是整个社会对于教育投入的主要压力承担者。以“均衡化”为主要思路，我们认为，未来对于低年龄段（如幼儿园、义务教育）的公办财政投入占比或将增加，而社会办学力量在高龄阶段（如高等教育），将有望起到更重要的作用。
- **投资建议：**K12品牌学校&高校，多年“精细经营+资源整合”积淀，品牌效应凸显，估值有望回升。经过多年的精细经营和资源整合，不论是K12品牌学校，还是高校上市公司，已经形成了较高的进入壁垒，并且具备良好的运营模式和现金流，拥有持续增长的潜力和确定性，都是非常优质的资产。因为政策一直悬而未决带来的悲观情绪，使得这些优质资产现在处于被低估的状态，目前学校公司对应2019财年的平均PE估值在15x左右，部分较低已至10x左右，估值有回升空间。推荐中教控股、希望教育、中国新华教育等，建议关注睿见教育、中国科培等。
- **风险提示：**民促法尚未落地；招生不及预期；人才或存在短缺等风险。

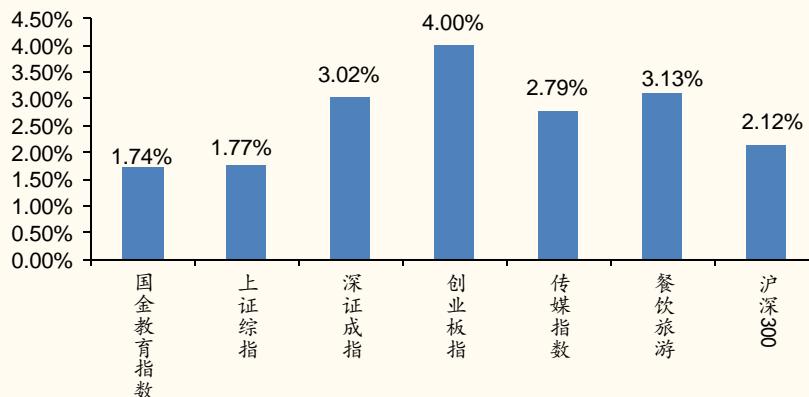
【公司点评】凯文教育：1H2019 营收同增 71%，利润率改善，招生规模扩大 业绩简评

- **1H2019 营收同增 71%，期末预收账款同增 66%。** 凯文教育 1H2019 实现收入 1.53 亿元，+70.8%YOY，其中教育收入 1.39 亿元，占比达 91.2%，收入增长的主要原因系本期招生规模扩大，教育服务收入及教育周边收入增加。净亏损 0.56 亿元，去年同期净亏损 0.52 亿元，同比亏损略有扩大，主要原因系 2018 年下半年公司借款增加，导致报告期内财务费用较去年同期增长；报告期内终止收购 WCC 三所学院，根据会计准则规定将原计入收购成本的交易必要支出计入报告期费用，主要为与交易相关的中介费用（法律尽调、审计、评估等），符合业绩预告-0.53 到-0.57 亿元的预期。1H2019 期末预收账款为 2.85 亿元，同比增加 66%，环比增加 159%。
- **1H2019 伴随学校充盈率提升，利润率水平明显改善。** 凯文教育 1H2019 毛利率 4.4%，同比上升 27.3pct，归母净利润率-36.5%，同比上升 21.3pct。销售费用率 3.8%，同比下降 3.3pct，管理费用率 25.8%，同比下降 7.1pct，伴随招生规模扩大，规模效应显现，销售及管理成本摊薄所致。财务费用率 19.7%，同比上升 9.4pct，主要原因系 2018 年下半年公司取得长期贷款，1H2019 同比融资规模增长所致。
- **分学校来看：** ① 海淀学校（凯文智信）2018 年扭亏为盈，实现净利润 0.21 亿元，2017 年净利润为-26%，2018 年净利润为 15%，2019 上半年净利润为 21%，盈利能力提升明显。② 一方面，朝阳学校是重资产模式运营，折旧摊销较高，另一方面，朝阳学校比海淀学校晚一年开始招生，学校利用率更低，2018 年朝阳学校（文凯兴）净亏损 0.71 亿元，2019/2020 年有望实现盈亏平衡，盈利能力或可期。海淀学校 2016 年 9 月开始招生，已完成三批学生入学，朝阳学校 2017 年 9 月开始招生，已有两批学生入学。2018-2019 学年两校在校生人数为 1221 人，+64%YOY，两校利用率仅为 22%，提升空间大。收入端是变动的，但是在学校运营初期成本相对固定，预计 2019/2020 学年入学新增 500-700 人，招生规模有望进一步扩大。
- **投资建议：** 高壁垒，高定位，强盈利能力公司，盈亏平衡后，业绩弹性较大。我们预测公司 19/20 年归母净利润为 0.21/1.45 亿元，对应 PE 为 174x/25x，维持买入评级，目标价 13.5 元。
- **风险提示：** 招生或不及预期；民促法送审稿尚未发布，仍存不确定性；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；7 月 22 日解禁 1.88 亿股，占总股本 37.6% 等。

一周行情回顾

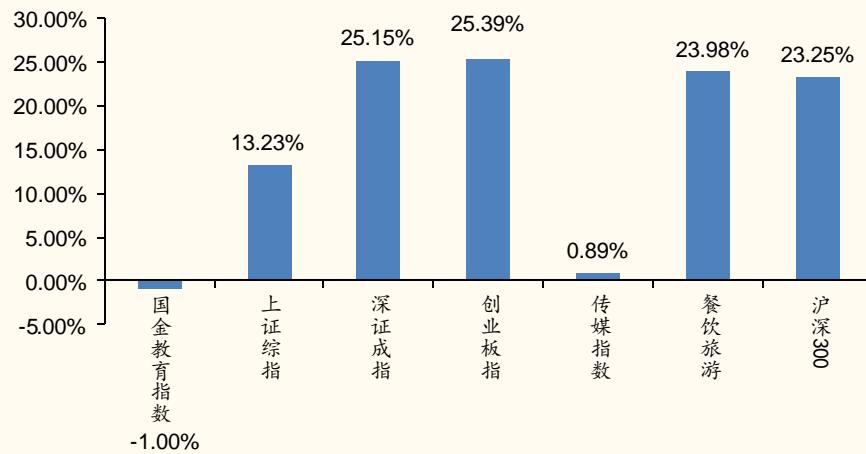
- 本周，国金教育指数涨跌幅 1.74%，上证指数 1.77%，深证成指 3.02%，创业板指 4.00%，传媒指数(中信)2.79%，餐饮旅游(中信)3.13%，沪深 300 指数 2.12%。
- 年初至今，国金教育指数涨跌幅-1.00%，上证指数 13.23%，深证成指 25.15%，创业板指 25.39%，传媒指数(中信)0.89%，餐饮旅游(中信)23.98%，沪深 300 指数 23.25%。

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

- **【立思辰】(300010)** 公司公告，于近日收到招标代理机构山东三阳项目管理有限公司签发的《中标通知书》，确定公司为任城区城乡基础教育能力提升及保障体系工程项目（EPC+F）的中标人，中标金额为 3.02 亿元。
- **【威创股份】(002308)** 公司公告，公司与华文基金、文投资本共同设立的产业基金“南京华创教育产业股权投资基金(有限合伙)”已办理完成工商登记手续，并且已按照合伙协议约定，产业基金首期 6100 万元已募集完毕。
- **【朴新教育】(NEW.N)** 公司发布 2019 年第二季度业绩公告，2Q2019 公司实现净收入为人民币 6.3 亿元，同比增长 19.1%；经调整归属于母公司净亏损为人民币 0.6 亿元，较 2018 年第二季度减少 14.4%。
- **【百洋股份】(002696)** 公司公告，全资子公司火星时代 2018 年业绩未达成，且教育文化产业未来经营情况存在不确定性，公司将对业务结构进行调整，拟与新余火星人投资管理合伙企业（有限合伙）、王琦签订《关于火星时代之股权回购协议》，由新余火星人、王琦按原出让时股权比例受让火星时代 100% 股权。上述股权转让事项完成后，公司将重点发展原有主业。
- **【方直科技】(300235)** 公司发布 2019 年半年度业绩公告，1H2019 公司实现营收 4530 万元，同比增长 1.05%；归母净利润 894 万元，同比增长 89.66%。
- **【三盛教育】(300282)** 公司公告，2019 年 8 月 13 日，公司与自然人李松、王伟（管理层股东）以及北京中育贝拉国际教育科技有限公司（标的公司）签订了《投资框架协议》，公司拟以现金方式自管理层股东或第三方处收购标的公司不低于 40% 的股权。以标的公司 2020 年预测净利润为基础，初步确定标的公司本次投资后估值为人民币 2.42 亿元，对应 40% 股权的估值为人民币 0.97 亿元，最终收购比例和交易价格由各方协商在正式投资协议中约定。
- **【凯文教育】(002659)** 公司发布 2019 年半年度业绩公告，1H2019 公司实现营收 1.53 亿元，同比增长 70.8%；归母净利润-0.56 亿元，同比下降 7.8%，主要原因系 2018 年下半年公司取得 15 年期长期借款，导致报告期内财务费用较上年同期增长，同时，报告期内终止收购 WCC 三所学院，根据会计准则规定将原计入收购成本的交易必要支出计入报告期费用，主要为与交易相关的中介费用（法律尽调、审计、评估等）。
- **【新东方在线】(1797.HK)** 公司发布 2019 财年业绩公告，2019 财年公司实现营收 9.2 亿元，同比增长 41.3%；净利润-0.64 亿元，同比下降 178.2%；经调整净利润-28.9 万元，同比下降 100.4%。
- **【民生教育】(1569.HK)** 公司发布 2019 半年度业绩公告，1H2019 公司实现营收 5.3 亿元，同比增长 66.4%；净利润 2.0 亿元，同比下降 7.8%；经调整净利润 2.3 亿元，同比增长 2.5%。

一周行业重点新闻

- **【新东方在线】发布“新东方托福 Pro”并对托福考试改革进行解析**
鲸媒体 8 月 11 日讯，在新东方托福考试改革经验分享会上，新东方在线发布了全新的 APP “新东方托福 Pro”。据官方介绍，新东方托福 Pro 能够提供 54 套官方模考题、支持倍速播放的全文逐句精听联练习、托福公益课以及智能学习轨迹。8 月起，新东方托福 Pro 将在各大应用商店陆续上线。
- **【湖南省发改委】湖南 15 所独立学院全面提高学费，最低 1.25 万元，最高 1.8 万元**
蓝鲸教育 8 月 13 日讯，昨日，湖南省发改委联合财政厅、教育厅下发《关于调整我省独立学院学费标准的通知》。通知指出，鉴于湖南省独立学院培养成本逐年增加，按照专业类别学费的合理比价，适当提高学费标准。具体为：农林、文史哲理类 1.25 万元/生·年；经法教管类 1.27 万元/生·年；工科体育类 1.3 万元/生·年；医药类 1.5 万元/生·年；新闻传播类 1.6 万元/生·年；表演艺术类 1.8 万元/生·年。该收费标准从 2019 年 7 月 29 日起执行，有效期五年。
- **【海南省委】推进学前教育改革保障教职工待遇**
鲸媒体 8 月 13 日讯，昨日，海南省委和海南省人民政府印发了《海南省推进学前教育深化改革规范发展行动方案》。方案提出要保障幼儿园教职工地位和待遇，逐步实现非在编教师与在编教师同工同酬。同时，方案明确了海南省学前教育发展的目标任务：全省学前三年毛入园率 2020 年达到 86%、2025 年达到 90%、2035 年达到 95%，普惠性幼儿园覆盖率（公办园和普惠性民办园在园幼儿占比）2020 年达到 80%，全省公办园在园幼儿占比 2020 年原则上达到 50%。
- **【正保远程教育】发布 2019 财年 Q3 业绩报告，净利润大增 84.1%**
蓝鲸教育 8 月 14 日讯，中国正保远程教育(NYSE: DL)发布 2019 财年第三季度业绩报告，3Q2019 公司实现净营收 6170 万美元，同比增长 30.2%；净利润 940 万美元，同比大增 84.1%。正保远程预计，4Q2019 净营收区间为 6330-6650 万美元，同比增长 18%-24%；2019 财年净营收将实现约 2 亿美元，同比增长 23.8%-25.8%。
- **【好未来】互联网百强企业名单发布好未来入围**
鲸媒体 8 月 15 日讯，8 月 14 日，工业和信息化部、中国互联网协会在 2019 年中国互联网企业 100 强发布会暨百强企业高峰论坛上联合发布 2019 年中国互联网企业 100 强榜单。好未来集团连续两年登上中国互联网百强榜单，同时也是今年榜单中唯一一家教育企业。
- **【广东省教育厅】广东着手中小学生减负，鼓励开展每周无作业日**
- **【芥末堆】芥末堆 8 月 15 日讯，近日，广东省教育厅印发《广东省落实教育部等九部门关于中小学生减负措施的实施方案（征求意见稿）》，从学校、校外培训机构、家庭和政府四个维度出发，提出共计 21 条减负措施。其中，鼓励分层布置作业、鼓励探索每周无作业日、把线上培训机构纳入中小学减负环节等，均是政策亮点。**
- **【教育部】2019 年秋六省市使用普通高中统编三科教材，教育部组织培训**
多知网 8 月 16 日讯，教育部根据 2017 年颁布的普通高中课程方案和课程标准，组织编写了普通高中思想政治、语文、历史三科教材，已经被国家教材委员会审查通过，将在 2019 年秋季开学由人民教育出版社正式出版，首批在北京、天津、辽宁、上海、山东、海南六省市高中起始年级使用。为推进统编三科教材使用，全面提升实施能力和水平，近日教育部组织了普通高中统编三科（思想政治、语文、历史）教材国家级示范性培训班。
- **【瑞思教育】公布 2019 年 Q2 财务业绩 总收入达 3.67 亿 同比增长 22.3%**
芥末堆 8 月 16 日讯，瑞思教育 (NASDAQ: REDU) 公布了截止到 2019 年 6 月 30 日第二季度未经审计的财务业绩。2Q2019 公司营收 3.67 亿元，

同比增长 22.3%；归母净利润 0.21 亿元，同比下降 50.3%；非 GAAP 归母净利润 0.55 亿元，同比增长 10.4%。

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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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认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