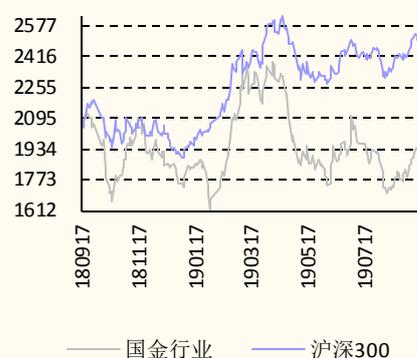


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金教育指数	1943.77
沪深300指数	3972.38
上证指数	3031.24
深证成指	9919.80
中小板综指	9399.25



相关报告

- 1.《2019 教育行业周报第 35 期：华图教育拟以 7.5 亿元控股山鼎...》，2019.9.8
- 2.《2019 教育行业周报第 34 期：中教、新华、希望等高校 2019...》，2019.9.1
- 3.《2019 教育行业周报第 33 期：职业教育重视度再提升，利好学历...》，2019.8.25
- 4.《2019 教育行业周报第 32 期：9 月 9 日中国东方教育&中国科培...》，2019.8.17
- 5.《《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

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 36 期：这个暑假在线教育继续酣战，未来终极形态尚未可知

行情回顾

- 本周，国金教育指数涨跌幅 2.79%，上证指数 1.05%，深证成指 0.98%，创业板指 1.08%，传媒指数(中信)2.40%，餐饮旅游(中信)-0.69%，沪深 300 指数 0.60%。
- 年初至今，国金教育指数涨跌幅 11.12%，上证指数 21.55%，深证成指 37.02%，创业板指 36.79%，传媒指数(中信)15.77%，餐饮旅游(中信)29.64%，沪深 300 指数 31.94%。

行业观点

- **在线教育最大的三个功能是：平台垄断、营销获客和出版传媒。**①平台垄断：创建一个新的平台，通过吸引用户在平台上学习，将学习过程线上化，最终形成垄断。②营销获客：利用相对低价的线上教育方式吸引用户，最终将学生发展至线下或者其他客单价更高的途径。③出版传媒：以录播为主要形式，本质上是出版传媒的线上化。
- **在线教育公司多渠道营销，宣传规模空前。**今年暑期，包括好未来、猿辅导、作业帮在内的数家在线教育机构纷纷打出暑期招生“组合拳”——猿辅导首先推出“49 元暑期系统班”，同时还有暑期联报班；掌门 1 对 1 推出“首月免费+200 元试听”的活动；之后，学而思网校召开“49 元暑期试听”开班动员大会，好未来集团多位高层亲临现场动员……此外，各家机构均采用多渠道营销，分线上线下进行广告投放，范围遍布机场、火车站、公交站、电视剧、微信朋友圈、自媒体短视频等。据亿欧网讯，近十家在线教育公司在暑假期间市场营销投入合计高达 40-50 亿元，其中学而思网校的市场投放达 10 亿元左右，猿辅导及作业帮约为 4-5 亿元。在线教育赛道竞争加剧，各大公司市场营销投放明显增加。
- **高投入带来学生人数高增长，暑期招生至关重要。**学而思网校及猿辅导均为行业龙头企业，据 36 氪讯，学而思网校暑期促销课招生规模超过 100 万人次，秋季班小学人数超过 60 万人次，猿辅导暑期特价课程招生 100 万人次，秋季班 50 万人次左右。K12 在线教育暑期招生人数至关重要，促销课程和正价课程之间的转化率及正价课程的续报率是评价获客效率及增长可持续性的重要指标，目前猿辅导暑期特价课程的转化率较好，具有一定优势。
- **在线教育未来 2-3 年持续经历烧钱大战，最终形成几家独大的垄断格局。**在线教育首先是互联网行业，其次才是教育行业，呈现高垄断性和马太效应。据 36 氪讯，学而思网校在暑期投放 10 亿元基础上，8 月又增加 2 亿元投放，助力其秋季招生战。我们预计，未来 2-3 年伴随在线教育赛道高投入流量争夺战的持续推进，行业有望进一步整合，最终大概率只能存活 2-3 家巨头，形成行业垄断。好未来线下业务自身造血能力强，截止 2019 年 5 月 31 日，公司账上类现金资产达 19 亿美元/134 亿元人民币，在资金方面具有一定优势。新东方在线是具备营销获客及出版传媒（内容）双重功能的在线教育公司，其广告投放策略较为稳健，更依赖课程内容研发及教师培训提升，区别于平台垄断功能企业，因此其营销费用相对保守，获客成本较低。
- **推荐标的：**中公教育，中国东方教育，佳发教育，中教控股，希望教育等。
- **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

【公司深度】中公教育市场规模详细测算：3700 亿总市场，“工业化”进程中，龙头企业作用当仁不让

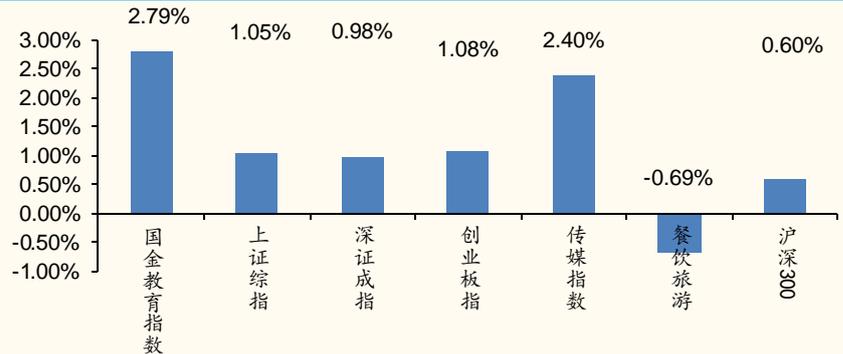
核心观点

- **职业招录类&考试类培训&职业技能培训市场核心增长的来源是参培率&客单价的提升，而不是招录岗位的变动。**在激烈的竞争环境下，人们的焦虑感增强，参培率提升，并且，在对于不确定性的预期和对于此类工作的向往之下，客单价会提升。二者的持续提升在可见的未来（5-15 年）中都是比较具有确定性的。
- **我们预测职业教育培训市场现在规模为 1678 亿元，未来（5-15 年）预计能够达到 3654 亿元。**其中：①职业招录类&考试类培训现在市场规模为 698 亿元，未来预计能够达到 2023 亿元。其中，公务员招录/事业单位招聘/教师招聘/教师资格考试/其他资格考试/考研的市场规模，现在分别为 166/150/55/39/167/122 亿元，未来预计分别达到 399/420/155/117/392/557 亿元，增长空间分别为 2.4/2.8/2.8/3.0/2.3/4.6 倍。②职业技能培训现在市场规模为 980 亿元，未来预计能够达到 1614 亿元。其中烹饪技术、信息技术、汽车服务/其他的市场规模，现在分别为 393/587 亿元，未来预计能够分别达到 705/909 亿元。
- 此外，在军队文职、村官、三支一扶、银行、国家电网等领域也存在大量的培训需求，军队文职/村官/三支一扶每年报考人数分别约为 33/100/3 万人，银行/国家电网从业人数分别约为 417/160 万人。像这样的招录考试还有很多门类，且这些领域均属于中公的培训范畴，我们认为随市场日趋成熟，每一个细分领域都有望做出 30-100 亿的市场规模，值得进一步深耕，具备较强的可拓展空间。
- **投资建议：**中公教育所处的职业招录类&考试类培训&职业技能培训市场量级近 3700 亿，且仅论职业招录类&考试类培训也具备 2000 亿的市场空间。但这些市场的培训体系目前还未完全成熟，需要像中公教育这样的龙头企业对其进行成熟化、规范化、工业化的改造，而在这个过程中，中公教育也有望持续提升市场份额，进一步加深品牌和管理系统的护城河地位。我们预计中公教育 2019-2021 年实现营业收入 89.0/113.5/137.6 亿元，同比增速 43%/27%/21%，实现归母净利润 16.9/22.7/29.4 亿元，同比增速 47%/34%/30%，对应 P/E 分别为 58/43/34 倍，我们认为中公龙头优势有望持续凸显，维持买入评级，提高目标价至 18.5 元。
- **风险提示：**政策风险；参培率提升可能不及预期；招录人数下滑等风险。

一周行情回顾

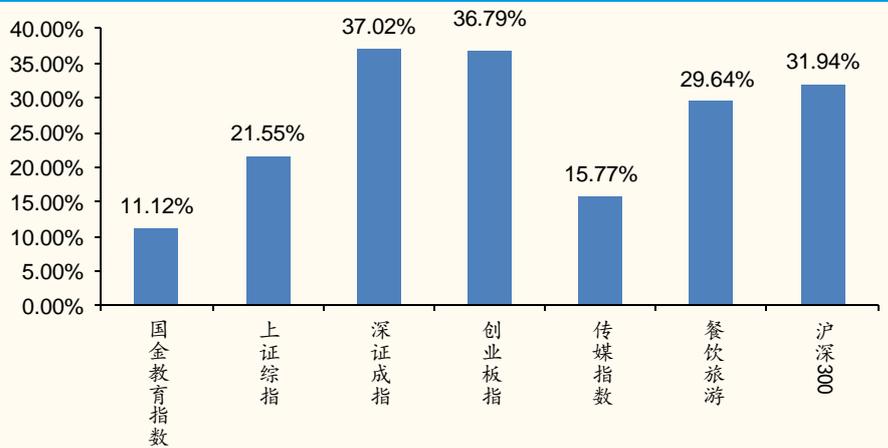
- 本周，国金教育指数涨跌幅 2.79%，上证指数 1.05%，深证成指 0.98%，创业板指 1.08%，传媒指数(中信)2.40%，餐饮旅游(中信)-0.69%，沪深 300 指数 0.60%。
- 年初至今，国金教育指数涨跌幅 11.12%，上证指数 21.55%，深证成指 37.02%，创业板指 36.79%，传媒指数(中信)15.77%，餐饮旅游(中信)29.64%，沪深 300 指数 31.94%。

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

- **嘉宏教育【01935】** 公司发布 2019 年半年报。报告期内，公司累计完成营业收入 2.55 亿元，同比增加 159%；毛利 1.47 亿元，同比增加 115%。期内溢利为 1.29 亿元，同比增加 3%
- **安博教育【AMBO.A】** 公司发布 2019 财年 Q2 季度财报。报告期内，净收入为 2410 万美元，同比增加 6.2%，这一增长主要得益于学生入学率的提高。毛利润为 990 万美元，同比减少 8.3%。主要原因是对新计划和新技术部署的额外投资。毛利率为 41.1%，同比降低 6.5pct。
- **天立教育【1773】** 公司发布有关业务最新情况的自愿公告，截至 2019 年秋季学期初，公司校网内 K-12 学校的入读人数约为 39,156 人，较 2018 年秋季学期初约 28,998 人的入读人数增加约 35.03%。对此，天立教育表示，入读人数的增加主要原因在于扩大校网及提高学校使用率。同时指出，未来将继续策略性地扩展校网，并扩大二线及三线城市的地域覆盖，以致力成为中国基础教育行业的领先者和创新者。
- **无忧英语（51talk）【COE.N】** 公司发布 2019 年第二季度财务业绩报告。报告期内，公司实现营业收入 3.53 亿元，同比增长 25.4%；现金收入 4.99 亿元，同比增长 18.7%；毛利率 69.6，同比增长 3.9pct；Non-GAAP 净亏损收窄至 0.267 亿元，同比减少 60.2%。

一周行业重点新闻

- **【立思辰】立思辰大语文分校登陆美国，未来继续探索大语文海外市场**
 多知网 9 月 9 日讯，北京时间今日，立思辰大语文旗下国际业务品牌——“诸葛学堂”（Zhuge Academy）在美国硅谷正式开业，这是继加拿大之后，立思辰大语文在海外拓展的第二个国家。活动现场，立思辰总裁窦昕发布了大语文课程体系国际版。诸葛学堂旧金山分校将采用“面授班+双师课堂”的形式，在 West San Jose Site、Fremont Site、Newark Site 三个校区进行授课。
- **【全国】教育部等三部门联合印发通知 全面推动退役士兵接受职业教育**
 鲸媒体 9 月 9 日讯，日前，教育部、退役军人事务部、财政部联合印发《关于全面做好退役士兵职业教育工作的通知》，全面推动退役士兵接受职业教育工作，提高退役士兵就业创业能力，促进退役士兵充分稳定就业。
- **【河南省】河南省将提高教师待遇 扩大特岗教师规模**
 鲸媒体 9 月 9 日讯，河南省政府召开全省教师待遇政策落实情况新闻发布会。在深化教师人事制度改革方面，河南省委编办等部门研究制定具体政策，加大编制调剂力度，扩大特岗教师规模。职称评聘向优秀人才和基层一线倾斜，在农村连续从教男满 25 年、女满 20 年的在编在岗教师，符合条件的可直接评聘中小学一级教师。为改善农村教师住房条件，河南计划 3-5 年内通过建设农村教师住房和发放购房补贴或优惠券等方式，解决在编在岗教师的基本住房需求，原则上每平方米价格比同地段同品质商品房优惠不低于 1000 元，或结合当地实际优惠幅度不低于 20%。
- **【新高教】新高教集团与民生银行签署 20 亿元战略合作协议**
 蓝鲸教育 9 月 9 日讯，近日，中国新高教集团(02001.HK)作为中国民生银行的战略合作客户，与民生银行举行了银企战略合作签约仪式。民生银行为新高教集团提供 20 亿元的意向性融资，为中国新高教集团及其成员单位量身定做综合金融服务方案，并提供融资、结算、资本运作、信息咨询、理财、企业年金等多层次、全方位金融服务。
- **【东软控股】百度战略投资东软控股，将在教育、健康等领域加速产业智能化推进**
 蓝鲸教育 9 月 10 日讯，今日，百度宣布战略投资东软控股，投资金额总计 14.43 亿元。据介绍，此次双方达成战略合作伙伴关系后，将在智能城市、智能教育、智能医疗等领域推动产业智能化。
- **【深圳市】针对教育发展不足，深圳发布推进教育高质量发展“40 条”举措**
 芥末堆 9 月 10 日讯 今天，深圳市委市政府召开全市教育大会，并发布《关于推进教育高质量发展的意见》（以下简称《意见》）。针对深圳教育发展不足的问题，提出 18 个方面 40 项举措，涉及学前教育、义务教育、高中教育、高等教育等多个方面。其中，针对深圳公办普高录取率下降问题，《意见》提出将通过建设优质特色高中和重点建设“高中城”等多渠道，到 2022 年新增普高学位 6 万个。
- **【全国】教育部、人社部：中等职业学校教师可参评正高职称**
 蓝鲸教育 9 月 11 日讯，近日，人社部、教育部联合印发《关于深化中等职业学校教师职称制度改革的指导意见》。意见指出，今后中等职业学校的文化课、专业课教师和实习指导教师均可以参评正高职称。《意见》呼吁建立统一的中等职业学校教师职称制度；在普通中等专业学校、职业高中和成人中等专业学校均设文化课、专业课教师和实习指导教师职称类别，统一职称等级和名称，两类教师职称均设置到正高级，打通教师职业发展通道。
- **【宁波】宁波：校外培训机构信用管理实行记分制**
 蓝鲸教育 9 月 12 日讯，浙江省宁波市教育行政部门建立校外培训机构信用

管理制度。校外培训机构信用管理实行记分制，总分 12 分。宁波市的校外培训机构出现违法违规办学行为会被扣分，直至被依法依规注销办学许可证。被注销的名单会推送到宁波市公共信用信息平台，在“信用宁波”和市教育局官网等平台上公布。同时，依法依规将举办者和法定代表人列入失信人员名单。

■ **【海外】为吸引中国学生，英国恢复 PSW 签证**

鲸媒体 9 月 12 日讯，当地时间 9 月 11 日，英国政府宣布了一项“新政”，给留学生发放为期 2 年的工作签证（PSW），以便他们毕业后安心留在英国找工作。英国国际学生事务委员会数据显示，在 2017-2018 学年，在英国接受高等教育的（非欧盟）国际学生数量为 45.85 万人，其中为英国输送国际学生最多的国家是中国，总共输送了 10.65 万人。

■ **【睿乐生】英语测评教育科技公司睿乐生正式登陆中国**

鲸媒体 9 月 12 日讯，据中新网消息，英语和数学测评教育科技公司睿乐生教育集团(睿乐生)11 日正式登陆中国，将为中国学生提供英语分级阅读、测评和数学学习产品。睿乐生教育创立于美国威斯康星州，于 1999 年进入英国，现全球事业总部位于伦敦，业务覆盖全球 95 个国家。目前，全球超过 1800 万名学生使用睿乐生的云端工具进行个性化英语分级阅读、数学学习和英语测评。睿乐生已在北京设立办事处，并在上海成立了数据中心。

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，而不应对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