

政策约束下的供给侧变革

——教育行业跨市场 2019 年投资策略

行业年度报告

◆ **2018 年教育行业表现回顾：指数跑输大盘，个股普跌显著。**A 股教育指数（930717）跑输大盘，2018 年初至今跌 31%；《送审稿》影响学校资产政策预期，港股公司股价大幅回调。培训政策等因素致使美股新东方好未来股价大跌，近 10 家美股公司股价回撤超过 50%。A 股/港股/美股 2017-2018 年迎来教育资产上市大潮，2014-2018 年全市场 IPO 数量分别为 4/3/5/17/16 家。2018 年 A 股并购 10 起，并购数量缩减但总体金额保持平稳，中公教育成功借壳亚夏汽车是 2018 年教育并购市场标志性事件。

◆ **产业趋势：政策已然是最核心变量，公益属性主导政策方向，政策约束下供给侧大幅变革。**我们将教育行业划分为学校、培训、在线、信息化和出版五大领域。**(1) 学校：**公益性大势所趋，不同领域的盈利能力和资产证券化影响不一。义务教育学校不得设立为营利性，因此小学和初中是目前监管的重心，但是幼儿园、高中、大学、大专等可以选择为营利性。目前民办幼儿园的整体盈利能力和资产证券化路径已受到学前新政的严格规范，未来其它学校盈利能力和资产证券化的政策变化趋势我们将保持跟踪。**(2) 培训：**国家意志，短空长多。国家密集出台相关政策后，审批和检查流程趋严将影响全年龄段学科类培训机构的现有校区的运营和新校区的扩张，政策对于中小学学科类培训机构影响较大。全国性龙头培训机构和区域培训机构短期或受影响，但是在升学和提分需求刚性的情况下，长期仍有望深度受益于份额提升。中小学学科类培训监管最为严格，成人职业培训监管相对次之，早教培训监管最为宽松。**(3) 在线教育：**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），在线教育机构教研和运营规范度将大幅提升。

◆ **赛道筛选：需求提升供给收缩下，寻找政策五大宽松地带。**人口和支出是行业两大变量：人口方面，二胎政策后出生率不及预期，未来全面生育政策或将出台，生育率或将逐步提升；支出方面，阶层延续和升学就业有望驱动教育投入持续提升。展望未来，教育行业已经迎来移动和 DT 时代，教育与科技深度融合将是顺势而为，“教育+AI”精准教学或将使得因材施教和以学生为中心变得可能，家庭教育支出也有望进一步提升。在需求提升和供给收缩的背景下，赛道选择方面，我们看好政策的五大宽松地带：职教培训、早教培训、在线直播、信息化、出版。

◆ **赛道一之成人职业培训：证书和技能两大市场，中公东方两大龙头。**2019 年成人职业培训行业约 5000 亿元市场空间，中公教育和东方教育分别是证书和技能两大领域的龙头公司。参培率和客单价提升有望驱动公务员和事业单位业务保持增长，政策红利有望驱动教师业务爆发，核心推荐 **亚夏汽车（中公教育）**。

◆ **赛道二之早教培训：需求刚性但监管宽松，美杰姆教育登陆 A 股。**一线城市需求尚未饱和，二三四线城市仍有广阔前景，目前竞争格局分散，海外早教品牌收费较高。早幼教领域政策监管较为宽松，重点推荐 **三垒股份**（并购美杰姆教育）。

◆ **赛道三之在线教育：K12 在线直播是王牌赛道。**K12 线下培训市场高度分散竞争格局下，诞生两家千亿市值上市公司好未来和新东方；K12 在线直播市场供给有限，新东方在线和学而思网校是两大龙头平台，品牌、教研、运营、资金实力雄厚，未来有望迎来超高速增长，建议关注 **新东方在线** 港股 IPO 后投资机会。

◆ **投资建议。**我们维持教育行业投资观点“聚焦龙头，兼顾成长”。（1）龙头主线：核心推荐职业培训龙头 **中公教育/亚夏汽车（002607.SZ）**、重点推荐早教龙头 **三垒股份/美杰姆教育（002621.SZ）**、教育信息化龙头 **视源股份（002841.SZ）**，建议关注在线教育龙头 **新东方在线（H00947.HK）** 以及技能职业教育培训龙头 **中国东方教育（H01072.HK）** 上市后的投资机会。（2）成长主线：推荐 **百洋股份、昂立教育、科斯伍德、三盛教育、开元股份、盛通股份** 等，建议关注 **佳发教育**。

◆ **风险提示：**教育政策变化、市场竞争加剧等。

公司	代码	市值 收盘价		EPS (元)				PE (X)			
		(亿元)	(元)	17	18E	19E	20E	17	18E	19E	20E
亚夏汽车	002607	60	7.33	0.01	0.17	0.24	0.31	733	43	31	24
视源股份	002841	367	55.94	1.06	1.47	1.99	2.62	53	38	28	21
三垒股份	002621	60	17.37	0.05	0.11	0.56	0.64	347	158	31	27

资料来源：Wind，光大证券研究所预测 注：股价为 2019 年 1 月 2 日收盘价

分析师

刘凯（执业证书编号：S0930517100002）

021-52523849

kailiu@ebscn.com

曹天宇（执业证书编号：S0930517110001）

021-52523693

caoty@ebscn.com

联系人

贾昌浩

021-52523835

jiachanghao@ebscn.com

相关研报

- 1、教育行业跨市场深度研究报告之一——研究框架：三维标准，四分天下
.....2017-10-26
- 2、IT 培训行业之产业篇：百舸争流，一超多强——教育行业跨市场深度研究报告之二
.....2017-12-09
- 3、AI 赋能，云起龙骧——教育行业 2018 年投资策略
.....2017-12-19
- 4、早教行业：蒙以养正，一炷心香——跨市场教育行业深度研究报告之四
.....2018-04-03
- 5、教育信息化：国家意志，智慧生态——教育行业跨市场深度研究报告之五
.....2018-06-07
- 6、凤凰涅槃，鹏程万里——教育行业跨市场 2018 年下半年投资策略
.....2018-06-08
- 7、新高考：日新月异，鹏程万里——教育行业跨市场研究报告之六
.....2018-07-23
- 8、在线教育：教育+互联网，直播+AI——教育行业跨市场研究报告之八
.....2018-09-17
- 9、中公教育借壳上市，A 股龙头扬帆起航——亚夏汽车（002607.SZ）公司深度报告
.....2018-05-10
- 10、33 亿元现金并购早教龙头美杰姆教育——三垒股份（002621.SZ）跟踪报告
.....2018-06-10
- 11、源远流深，傲世天下——视源股份深度报告
.....2018-03-02

投资聚焦

研究背景

教育产业需求稳步提升，但是供给受到政策巨大影响。2018 年各个领域的监管性文件频发，《中华人民共和国民办教育促进法实施条例（修订草案）（送审稿）》、《国务院办公厅关于规范校外培训机构发展的意见》、《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》等相关文件对于整个行业供给侧将产生深远的影响。教育部副部长朱之文近期表示：**教育绝对不能丧失国家性和民族性，教育要将公益性摆在第一位，决不能成为纯粹逐利的市场行为。**

我们的创新之处

1、教育产业重度区隔，按照模式分为学校、培训、信息化、在线教育、出版五大领域；按照年龄段可以分为三大维度；两两组合可以划分为 15 个赛道。不同的政策对于不同细分赛道影响不一，本篇报告研究了不同政策对不同细分赛道的影响，并筛选政策相对宽松的五大细分赛道：成人职业培训、早教培训、在线教育、信息化、出版。

2、将成人职业培训分为证书类和技能类两大细分领域进行分析；提出成人职业培训行业筛选框架因素：业务复制能力、行业增速、考试培训标准程度、考试通过难度（参培率）、参加考试人数、客单价。我们认为行业筛选看好（1）人才招聘和资格认证；（2）自考。

3、分析 K12 在线直播行业发展趋势和商业模式，K12 线上直播培训受益于需求爆发、政策规范，趋势渐起，市场集中度较线下大幅提升，线下培训龙头的线上平台有望成为大体量龙头企业。

投资观点

我们维持教育行业核心观点“聚焦龙头，兼顾成长”：

（1）龙头主线：核心推荐职业培训龙头中公教育/亚夏汽车（002607.SZ）、重点推荐早教龙头三垒股份/美吉姆教育（002621.SZ）、教育信息化龙头视源股份（002841.SZ），建议关注在线教育龙头新东方在线（H00947.HK）以及技能职业教育培训龙头中国东方教育（H01072.HK）上市后的投资机会。

（2）成长主线：推荐百洋股份、昂立教育、科斯伍德、三盛教育、开元股份、盛通股份等，建议关注佳发教育。

目录

1、 2018 年教育行业表现回顾：指数跑输大盘，个股普跌显著	7
1.1、 A 股市场：教育指数跑输大盘，18 年初至今跌 31%.....	7
1.2、 港股市场：《送审稿》影响深远，学校类资产跌幅明显	9
1.3、 美股市场：好未来和新东方股价大跌.....	9
1.4、 三板市场：众多优质公司摘牌	10
1.5、 并购市场：中公教育 A 股借壳成功，2019 年 A 股并购市场或将重启	11
2、 教育趋势：供给受限，需求旺盛	14
2.1、 供给端：公益属性主导政策方向，学校培训在线均受管制.....	14
2.1.1、 学校行业相关政策：公益性大势所趋，不同领域的盈利能力和资产证券化影响不一	14
2.1.2、 培训行业相关政策：国家意志，短空长多	16
2.1.3、 在线教育行业相关政策：线上线下同步规范	17
2.1.4、 新高考相关政策：增强考试自主性，促进教育公平	18
2.2、 需求端：阶层延续和升学就业驱动教育投入持续提升	19
2.3、 需求稳定供给收缩下，寻找政策五大宽松地带：职教培训、早教培训、在线直播、信息化、出版.....	21
3、 教育赛道：政策宽松，需求共振	24
3.1、 成人职业培训：证书和技能两大领域，中公教育和东方教育行业龙头	24
3.1.1、 成人证书培训：人才招聘和资格认证考试钻石赛道，核心推荐中公教育（借壳亚夏汽车）	25
3.1.2、 成人技能培训：厨师汽修空间巨大，关注东方教育港股 IPO 后的投资机会	28
3.2、 早教培训：需求刚性监管宽松，龙头美杰姆教育登陆 A 股	29
3.3、 在线教育：K12 在线直播是王牌赛道，关注新东方在线港股 IPO 后投资机会.....	32
3.3.1、 行业本质：“教育+互联网”，而不是“互联网+教育”	32
3.3.2、 K12 在线直播是王牌赛道，新东方在线和学而思网校两大龙头平台.....	33
3.4、 教育信息化：三全两高一，重点推荐视源股份	35
3.5、 出版行业：政策支持，群雄割据	38
4、 教育行业评级分析和投资策略	41
4.1、 估值分析	41
4.2、 投资建议：聚焦龙头，兼顾成长	41
5、 风险因素	43
6、 重点公司介绍	44
6.1、 亚夏汽车（002607.SZ）：中公借壳获有条件过会，A 股龙头扬帆起航	44
6.2、 三垒股份（002621.SZ）：完成并购美杰姆，早教龙头登陆 A 股	45
6.3、 视源股份（002841.SZ）：源远流深，傲视天下	46
6.4、 新东方在线（H00947.HK）：新东方集团旗下在线教育供应商.....	47

6.5、 百洋股份 (002696.SZ) : 火星楷魔协同，深度布局职教.....	48
6.6、 昂立教育 (600661.SH) : 持续剥离非教培业务，深度布局教培领域.....	49
6.7、 科斯伍德 (300192.SZ) : 拟并购龙门剩余股权，开启全国业务扩张.....	51

图表目录

图 1：美股、港股、A 股样本库公司总数量（家）.....	7
图 2：2014-2018 年美股、港股、A 股 IPO 教育公司数量（家）.....	7
图 3：2018 年初至今 A 股教育（930717）、上证综指、创业板指、沪深 300 涨跌幅（%）.....	8
图 4：A 股教育重点公司 2018 年初至今涨幅前五（%）.....	8
图 5：中公教育历年销售收入和增速.....	12
图 6：中公教育历年净利润和增速.....	12
图 7：中国学历教育体系.....	15
图 8：2017 年浙江省高考前十名语文分数拉开差距.....	19
图 9：新高考带来电子班牌等教育信息化新需求.....	19
图 10：美国 1997~2017 年消费品和服务的价格变化.....	20
图 11：教育文娱消费增长率（%）.....	21
图 12：教育文娱消费占比（元，%）.....	21
图 13：在线化和信息化趋势.....	21
图 14：教育行业架构图.....	22
图 15：A 股（蓝色）、港股（红色）、美股（绿色）、三板（黑色）教育企业的行业图谱.....	23
图 16：教育细分赛道的政策监管图谱.....	23
图 17：成人职业培训行业细分领域.....	24
图 18：职业培训行业细分领域投资价值梳理.....	25
图 19：2018 年上半年各个统考省市教师资格考试整体通过率.....	27
图 20：早教行业主要机构包括早教中心、托育机构、学前培训.....	29
图 21：4 家早教中心教学网点一二三四线城市占比情况.....	31
图 22：在线直播优势.....	33
图 23：K12 在校生及在线教育覆盖学生数（单位：万人）.....	34
图 24：新东方在线的线上课程布局.....	34
图 25：中国财政性教育支出及占 GDP 比重.....	36
图 26：中国教育信息化投入资金估算（亿元）.....	36
图 27：2017 年教育信息化公司营业收入 Top10（单位：百万元）.....	37
图 28：教育信息化企业三维框架：产品、渠道、数据.....	37
图 29：2017 年出版发行行业规模占比情况.....	38
图 30：2017 年出版市场各类出版营收占比情况.....	38
图 31：2017 年新版与重印图书出版占比.....	38
图 32：2017 年新版图书品种结构.....	38
图 33：出版行业产业链.....	39
图 34：教育行业估值比较.....	41
表 1：2014-2018 年美股、港股、A 股教育上市公司（包括借壳上市和超过 10 亿元并购）.....	7
表 2：A 股教育重点公司 2018 年初至今涨跌幅情况.....	8

表 3：H 股教育重点公司 2018 年初至今涨跌幅情况.....	9
表 4：美股教育重点公司 2018 年初至今涨跌幅情况.....	10
表 5：2018 年新三板教育行业公司摘牌情况	10
表 6：2013~2018 年 12 月 21 日并购金额和事件统计（亿元）	11
表 7：2018 年 A 股上市公司并购教育类资产的重要事件列表	13
表 8：港股上市公司并购学校案例.....	13
表 9：学校行业的相关政策.....	15
表 10：2017 年全国教育事业发展统计	16
表 11：《国务院办公厅关于规范校外培训机构发展的意见》具体内容	16
表 12：培训行业各领域许可证和营业执照情况	17
表 13：2011-2017 年我国新生儿数量	20
表 14：2012-2019 年国家公务员考试招录情况	26
表 15：烹饪、信息技术和汽车服务培训主要供应商市占率	28
表 16：我国知名早教中心教学网点分布情况	30
表 17：美杰姆教育的单店模型（单位：万元）	31
表 18：K12 在线培训主流形式及参与企业.....	34
表 19：新东方和好未来在 K12 直播领域采用不同的打法	35
表 20：A 股 17 家出版类公司信息情况	39
表 21：2016-2018 年出版行业相关政策	40
表 22：A 股教育行业重点公司列表	41
表 23：港股教育行业部分重点公司列表（单位：港元）	42
表 24：美股教育行业重点公司列表（单位：美元）	42
表 25：中公教育/亚夏汽车估值情况.....	44
表 26：三垒股份估值情况	45
表 27：视源股份估值情况	46
表 28：新东方在线盈利情况.....	47
表 29：百洋股份估值情况	48
表 30：昂立教育分业务收入预测	49
表 31：培训公司估值表	50
表 32：昂立教育估值情况	50
表 33：科斯伍德估值情况	51

1、2018 年教育行业表现回顾：指数跑输大盘，个股普跌显著

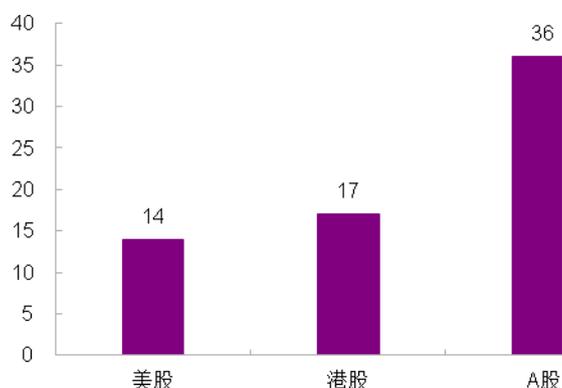
2017-2018 年港股和美股上市教育公司数量众多。考虑 IPO、借壳上市，超过 10 亿元并购，2014-2018 年，A 股/港股/美股资产证券化的企业数量分别为 4、3、5、17 和 16 家企业，资产证券化逐年加速。教育企业基本都是通过并购和借壳登陆 A 股资本市场。2014-2016 年教育公司 IPO 数量不多，美股和港股基本稳定在 1 家。2017 年开始，批量的教育公司登陆港股，开启内地教育公司赴港上市的热潮，2017、2018 年港股 IPO 公司数量分别为 6 家、7 家，目前在港股排队的教育公司超过 10 家。2018 年美股上市的教育公司数量达到 4 家。

表 1：2014-2018 年美股、港股、A 股教育上市公司（包括借壳上市和超过 10 亿元并购）

	美股	港股	A 股
2014	达内科技	枫叶教育	全通教育、立思辰
2015	海亮教育	N/A	中文在线、拓维信息
2016	无忧英语	成实外教育	佳发安泰、南方传媒、东方时尚
2017	四季教育、瑞思学科英语、博实乐	中教控股、新高教集团、民生教育、宇华教育、大地教育、睿见教育	世纪天鸿、创业黑马、科锐国际、视源股份、中国科传、文化长城、百洋股份、开元股份
2018	流利说、朴新教育、精锐教育、尚德机构	宝宝树、希望教育、博骏教育、天立教育、21 世纪教育、中国新华教育、卓越教育	三垒股份、亚夏汽车、昂立教育、凯文教育、三盛教育

资料来源：Wind，光大证券研究所

图 1：美股、港股、A 股样本库公司总数量（家）



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：美股港股为全部教育上市公司，A 股为光大证券重点跟踪池，统计截止日期为 2018 年 12 月 21 日

图 2：2014-2018 年美股、港股、A 股 IPO 教育公司数量（家）



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：统计截止日期为 2018 年 12 月 21 日

1.1、A 股市场：教育指数跑输大盘，18 年初至今跌 31%

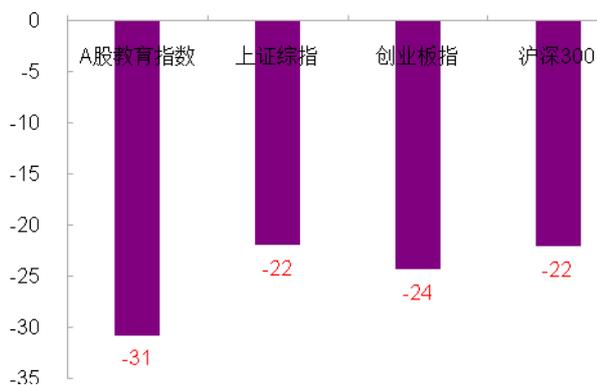
A 股教育公司多数是通过收并购教育资产进入教育行业。2014-2018 年部分 A 股上市公司通过并购方式进入教育行业，并购的标的资产主要集中在教育信息化和培训两大领域。2015 年指数高点至今，由于去杠杆和大股东股权质押、《民促法》和配套政策低于预期、《送审稿》监管政策严于预期、A 股部分并购标的业绩低预期，A 股教育行业股价大幅下跌。

A股教育板块跌幅较大，教育指数（930717）18年初至今跌幅31%。2018年1月至2018年12月初A股教育指数（930717）跌幅31%，跑输上证综指（vs-22%）、创业板指（vs-24%）以及沪深300（vs-22%）。

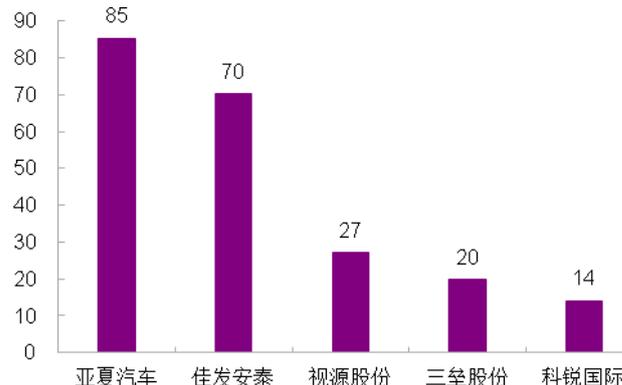
各细分领域龙头公司领涨。在36家重点公司中，有5家公司股价上涨，31家下跌。龙头公司涨幅由高到底依次是职业培训龙头中公教育/亚夏汽车（002607.SZ）、教育信息化龙头视源股份（002841.SZ）、早教培训龙头美杰姆/三垒股份（002621.SZ）、人力资源服务龙头科锐国际（300662.SZ）；此外还有教育信息化公司佳发安泰（300559.SZ）。

图3：2018年初至今A股教育（930717）、上证综指、创业板指、沪深300涨跌幅（%）

图4：A股教育重点公司2018年初至今涨幅前五（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据统计时间区间为2018年1月1日至2018年12月10日



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据统计时间区间为2018年1月1日至2018年12月10日

表2：A股教育重点公司2018年初至今涨跌幅情况

代码	名称	市值 (亿元)	2018年股价涨跌幅 (%)	2018年最高点至今跌幅 (回撤) (%)
002841.SZ	视源股份	381	27.03	-14.60
603377.SH	东方时尚	77	-54.03	-54.62
300010.SZ	立思辰	75	-22.65	-44.79
002621.SZ	三垒股份	65	19.77	-8.75
600661.SH	新南洋	62	-14.19	-34.25
002607.SZ	亚夏汽车	61	85.32	-51.19
002261.SZ	拓维信息	51	-38.75	-41.40
300662.SZ	科锐国际	50	14.11	-10.32
002308.SZ	威创股份	47	-57.97	-58.48
300359.SZ	全通教育	39	-36.15	-42.25
002659.SZ	凯文教育	39	-37.97	-52.32
002696.SZ	百洋股份	38	-8.84	-34.19
300050.SZ	世纪鼎利	34	-23.78	-35.22
300248.SZ	新开普	33	-22.36	-30.82
002599.SZ	盛通股份	32	-18.23	-28.36
300688.SZ	创业黑马	30	-19.62	-48.41
300282.SZ	三盛教育	30	-36.85	-42.96
300089.SZ	文化长城	27	-44.71	-46.76
300338.SZ	开元股份	27	-64.88	-65.41
300160.SZ	秀强股份	23	-50.53	-53.82

300192.SZ	科斯伍德	22	-31.34	-32.10
603268.SH	松发股份	22	-18.20	-19.21

资料来源：Wind，光大证券研究所 注：统计区间为 2018 年 1 月 1 日至 12 月 10 日

1.2、港股市场：《送审稿》影响深远，学校类资产跌幅明显

港股教育上市公司目前 17 家，已形成教育产业集群。宝宝树、卓越教育分别于 11 月 27 日和 12 月 27 日正式在联交所交易，港股教育公司数量达到 17 家。同时在排队的有 10 家，分别是中国东方教育控股、新东方在线、华图教育、沪江教育科技、春来教育、银杏教育、华立大学集团、中国科培教育、尚德启智教育、凯晴教育。

《送审稿》影响深远，义务教育阶段学校类资产跌幅明显。2018 年 8 月 10 日司法部公布了由教育部研究起草的《中华人民共和国民办教育促进法实施条例（修订草案）（送审稿）》（以下简称《送审稿》），对义务教育阶段学校影响较大，从 2018 年最高点回撤超过 50% 的上市公司有 9 家，分别是大地教育 87%、天立教育 66%、21 世纪教育 60%、睿见教育 59%、枫叶教育 57%、新高教集团 54%、新华教育 53%、中国网络信息科技 53%、希望教育 50%。

表 3：H 股教育重点公司 2018 年初至今涨跌幅情况

代码	名称	市值 (亿港元)	2018 年股价涨跌幅 (%)	2018 年最高点至今跌幅 (回撤) (%)
中教控股	0839.HK	201	49.24	-40.84
成实外教育	1565.HK	127	-21.66	-32.58
宇华教育	6169.HK	108	2.89	-49.53
枫叶教育	1317.HK	99	-27.66	-57.27
希望教育	1765.HK	75	-14.73	-50.45
网龙	0777.HK	71	-38.77	-43.34
睿见教育	6068.HK	65	-7.55	-59.20
民生教育	1569.HK	57	-11.25	-40.59
新高教集团	2001.HK	56	-6.68	-53.81
中国新华教育	2779.HK	34	-4.11	-53.02
天立教育	1773.HK	27	-13.61	-65.68
博骏教育	1758.HK	17	3.68	-34.98
21 世纪教育	1598.HK	11	-5.32	-59.73
中国网络信息 科技	8055.HK	7	-39.39	-53.49
大地教育	8417.HK	3	2.00	-87.25

资料来源：Wind，光大证券研究所 注：统计区间为 2018 年 1 月 1 日至 12 月 10 日

1.3、美股市场：好未来和新东方股价大跌

美股市场：受国家政策和美股下跌等因素的影响，好未来（TAL.N）和新东方（EDU.N）两大龙头股价大跌。截至 2018 年 12 月 10 日，新东方和好未来的市值约 86 亿美元和 152 亿美元，较 2018 年最高点跌幅 49% 和 44%。我们统计 13 家美股教育上市公司，2018 年初至今只有 ATA 公司、海亮教育股价上涨。

表 4：美股教育重点公司 2018 年初至今涨跌幅情况

公司名称	代码	市值 (亿美元)	2018 年股价涨跌幅 (%)	2018 年最高点至今跌幅 (回撤) (%)
好未来	TAL.N	152	-9.46	-43.52
新东方	EDU.N	86	-41.52	-49.29
海亮教育	HLG.O	14	18.50	-39.77
博实乐	BEDU.N	13	-42.05	-54.90
尚德机构	STG.N	6	-70.45	-76.70
朴新教育	NEW.N	5	-72.62	-83.57
瑞思学科英语	REDU.O	5	-45.71	-56.83
流利说	LAIX	4	-29.96	-46.30
达内科技	TEDU.O	4	-54.88	-56.22
正保远程教育	DL.N	2	-16.77	-31.28
四季教育	FEDU.N	2	-57.45	-62.27
无忧英语	COE.N	2	-36.48	-44.80
ATA 公司	ATAI.O	0.2	84.59	-84.02

资料来源：Wind，光大证券研究所 注：统计区间为 2018 年 1 月 1 日至 12 月 10 日

1.4、三板市场：众多优质公司摘牌

众多优质公司摘牌。在最高峰时期，三板教育行业共有超过 250 家公司，但是截至 2018 年 12 月 10 日，新三板教育行业仅有 212 家公司。2018 年年初至今，共有 35 家公司退市摘牌，包括佳一教育、新东方网、华图教育、传智播客、高思教育等。根据 208 家 2018 年半年报信息披露完全的新三板教育行业公司，新三板教育行业 2018H1 整体营业收入 87.03 亿元，同比增长 3.78%；整体净利润 2.94 亿元，同比增长 3.44%。

表 5：2018 年新三板教育行业公司摘牌情况

证券代码	证券简称	摘牌日期	公司业务
871106.OC	创凯智能	2018-12-04	从事图形图像控制器、硬件式交互平板的研产销
831930.OC	和君商学	2018-11-16	现代商业精英的培训基地，管理培训和商学教育的稀缺标的
870639.OC	环球艺盟	2018-11-13	提供“艺术留学咨询-艺术留学预备课程”服务
837352.OC	百锐基业	2018-11-02	提供企业管理培训、管理咨询服务
837482.OC	龙源数媒	2018-10-24	为数字文化综合性服务解决方案提供商
870813.OC	中鹏教育	2018-10-10	提供设计类技能提升培训、管理类国家职业资格培训
838782.OC	五道口	2018-09-07	培训项目设计与实施，培训咨询，软件产品与开发
871319.OC	金宝威	2018-09-05	公司从事幼教产业服务
834987.OC	清睿教育	2018-08-29	“互联网+教育，“口语 100”产品已走进全国 260 个城市的 6000 多所中小学
833380.OC	起航股份	2018-08-22	银行业的培训、咨询及科技服务
870913.OC	关键词	2018-08-13	青少年英语培训
839976.OC	传智播客	2018-07-31	致力于软件开发人才培养的职业培训机构
870106.OC	大山教育	2018-07-30	K12 课外辅导培训
870155.OC	高思教育	2018-07-20	从事 K12 小班培优线下培训业务
430702.OC	ST 昊福	2018-07-16	新三板民营出版第一股
430297.OC	金硕集团	2018-07-16	教育信息化服务提供商
836515.OC	彩珀科教	2018-07-13	专注于科教文化产品研发、生产、销售
837188.OC	美奇林	2018-07-10	从事玩具产品的研发和销售
837055.OC	宏祥智能	2018-07-09	提供智慧教育、建筑智能化、信息系统集成技术开发服务

836587.OC	心意答	2018-07-09	提供信息化设备、计算机软件、云端服务等服务
836553.OC	中汇税务	2018-06-28	税务咨询和税务培训服务
833587.OC	网班教育	2018-06-27	在线教育培训综合解决方案的软件服务提供商
834061.OC	佳奇科技	2018-06-19	以智能机器人玩具等产品为载体, 智能化教育服务供应商
839467.OC	易第优	2018-04-25	专注 IT 技术培训
834541.OC	创显科教	2018-04-23	“互联网+教育信息化服务”的综合服务提供商
836000.OC	博商管理	2018-04-02	自主品牌培训业务、EMBA 培训、咨询服务、研究生院合作项目等
835932.OC	ST 壹灵	2018-03-29	为中小学的学生、教师和学校提供线上录播课程及平台和线上实时辅导的在线教育服务
872035.OC	金石教育	2018-03-19	专注中小学课外辅导教育服务
838254.OC	老鹰教育	2018-03-19	专注于培训学生应对美术高考的专业美术绘画培训机构
839852.OC	九天飞行	2018-03-02	各类飞行执照培训
839896.OC	新东方网	2018-02-14	面向学前儿童、中小學生、大学生以及职业人群的专业在线教育服务
830858.OC	华图教育	2018-02-13	公务员、事业单位、教师考试培训
833142.OC	佳一教育	2018-02-06	专注中小学课外辅导服务、教学内容服务和图书产品策划与销售
834525.OC	西普教育	2018-01-23	面向全国高校 IT 类专业提供专业教学设备及教学服务

资料来源: Wind, 光大证券研究所

1.5、并购市场: 中公教育 A 股借壳成功, 2019 年 A 股并购市场或将重启

2018 年 A 股教育行业并购数量大幅减少。我们按照首次公告时间节点统计梳理了 2010 年至 2018 年 12 月 21 日的 157 起 A 股上市公司并购教育类资产的案例, 得出以下结论:

(1) 2016 年以来行业并购遇冷: 2010 年至 2018 年 1-11 月份, 教育行业的拟并购数量从 2010~2012 年均均为 0 起增加到了 2013 年 3 起、2014 年 13 起、2015 年 60 起、2016 年的 39 起、2017 年 32 起和 2018 年 1-12 月 12 日 10 起, 教育行业的拟并购金额从 2013 年的 7 亿元和 2014 年的 17 亿元增长到 2015 年 198 亿元、2016 年的 261 亿元、2017 年的 253 亿元和 2018 年 1-12 月 12 日的 253 亿元。

表 6: 2013~2018 年 12 月 21 日并购金额和事件统计 (亿元)

年份/项目	拟并购金额 (亿元)	拟并购事件数	实际并购金额 (亿元)	实际并购事件数
2013	6.89	3	6.89	3
2014	16.87	13	16.47	12
2015	198.01	60	149.66	54
2016	261.28	39	199.62	33
2017	252.84	32	154.87	17
2018/12/12	253.00	10	253.00	10
总计	988.89	157	753.51	123

资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 注: 并购发生时间按照公告首次披露日统计, 拟并购数据按照预案发布统计; 实际并购数据是剔除并购失败后的并购金额。

(2) 2018 年重要并购案例一: 中公教育借壳亚夏汽车 (002607.SZ)。

交易方案分为三大部分: (1) 重大资产置换: 上市公司亚夏汽车拟将除保留资产以外的全部资产与负债作为置出资产, 与中公教育等值部分进行资产置换。(2) 发行股份购买资产: 拟置入资产中公教育最终作价 185.0 亿元, 拟置出资产最终作价 13.5 亿元, 两者差额为 171.5 亿元。上市公司

发行股份购买资产的发行价为 3.68 元/股，拟发行股份约 46.6 亿股。(3) 股份转让：上市公司控股股东亚夏实业向中公合伙和李永新分别转让其持有的 8000 万股和 7270 万股亚夏汽车股票。中公教育承诺 2018-2020 年扣非归母净利润分别不低于 9.3、13.0 和 16.5 亿元，185 亿元对价对应 2018-2020 年 P/E 为 20x、14x 和 11x，对应 38.8 亿元的 3 年合计利润 P/E 为 4.8x。

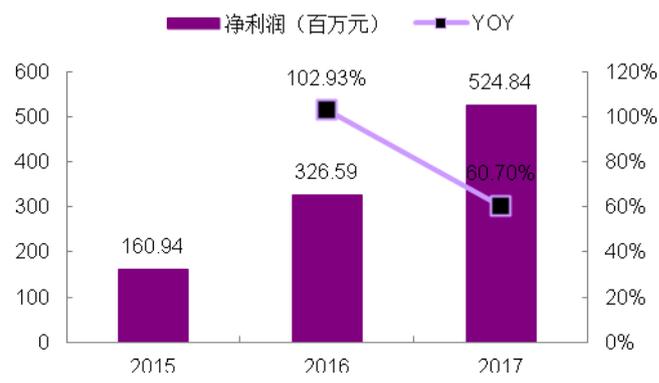
中公教育是国内职业培训龙头企业。中公教育是国内领先的非学历职业教育培训服务提供商，主要领域包括公务员、事业单位、教师等。截至 2018 年 4 月 30 日，中公教育拥有覆盖 31 个省市自治区 319 个地级市的 619 个直营分支机构，并拥有 7,264 名全职授课教师。中公教育 2015-2017 年收入分别为 20.7、25.8 和 40.3 亿元；2015-2017 年参培学员累计 288.46 万人次（含面授和线上培训），3 年 CAGR 约 62.1%。中公教育 2017 年面授和线上的培训人次分别为 88.24 和 58.36 万人次。公司 2017 年线下培训业务中，公务员实现 20.7 亿元收入、事业单位 5.7 亿元、教师 6.7 亿元、其它 4.4 亿元；线上培训实现 2.8 亿元收入。

图 5：中公教育历年销售收入和增速



资料来源：《交易报告书》，光大证券研究所

图 6：中公教育历年净利润和增速



资料来源：《交易报告书》，光大证券研究所

(3) 2018 年重要并购案例二：三垒股份 (002621.SZ) 并购美杰姆。

三垒股份通过其为本次交易设立的控股子公司启星未来以 33 亿元现金购买美杰姆 100% 股权，资金来源于三垒股份和其他股东的增资投入，其中：三垒股份拟合计投入 23.10 亿元，大连佳兆业拟投入 5 亿元，珠海融远拟投入 4.9 亿元。2018 年 12 月 7 日，三垒股份已经完成对美杰姆的并购。美杰姆教育创始人承诺 18-20 年净利润分别不低于 1.80、2.38 和 2.90 亿元。

美杰姆通过全国范围内的早教中心为广大婴幼儿提供专业的早教课程内容及授课服务。美杰姆的课程体系包括：欢动课 My Gym、艺术课 My Art 和音乐课 My Music 三种课程，美杰姆 60/80/90 节课包收费约 1.5/2.0/2.3 万元，会员人数超过数十万人，课程均价约 200-300 元。目前美杰姆主要通过“加盟为主，直营为辅”方式开展早教业务，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。

(4) A 股上市公司收购教育类资产平均过会周期为 4-7 个月。我们对 21 起“现金+发股”并购资产且成功过会的收购事件进行总结：A 股上市公司收购教育类资产事项得到证监会受理通知的时间是在首次公告后的 1-1.5

个月，成功过会的周期在首次公告后的 4-7 个月。如开元股份 (300338.SZ) 收购恒企教育过会周期为 4 个月、三盛教育 (300282.SZ) 收购恒峰信息为 5 个月、勤上股份 (002638.SZ) 收购广州龙文为 6 个月、中公教育借壳亚夏汽车 (002607.SZ) 为 6 个月。

表 7：2018 年 A 股上市公司并购教育类资产的重要事件列表

上市公司简称	上市公司股票代码	首次公告时间	标的资产简称	收购股权比例	收购股权对价 (百万元)	100%股权对承诺净利润 (百万元) PE (X)				
						2019	2020	2018	2019	
立思辰	300010	2018/2/5	中文未来	51%	480	941	39.80	51.70	24	18
立思辰	300010	2018/11/6	中文未来	39%	702	1800	50.70	65.90	36	27
文化长城	300089	2018/2/22	成功文化、众诚天合		880					
凯文教育	002659	2018/5/15	凯瑞联盟	35%	253	721				
洪涛股份	002325	2018/1/31	新概念学校	51%	510	1000	38.30	43.40	26	23
洪涛股份	002325	2018/3/1	涉外学院	55%	340	618				
盛通股份	002599	2018/2/6	中鸣数码	51%	15	30				
三垒股份	002621	2018/1/19	美杰姆	100%	3300	3300	238	290	14	11
凯文教育	002659	2018/2/22	威斯敏斯特合唱音乐学院		280					
亚夏汽车	002607	2018/5/5	中公教育	100%	18500	18500	1300	1650	14	11
平均									23	18

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

港股大学主要增长驱动力来自于外延并购。2017 年 1 月至 2018 年 12 月，港股上市企业完成 15 起并购案例，涉及总金额超过 30 亿元，其中中小学并购案例 6 例，大学并购案例 9 例。

表 8：港股上市公司并购学校案例

并购方	并购时间	并购标的	并购方式及价格
枫叶教育	2017 年 2 月 5 日	海南国科园实验学校 52.4% 权益	总交易金额为 8541.20 万元 (现金 749.70 万元+股权 7791.50 万元)
	2017 年 12 月 14 日	深圳市伊斯顿龙岗书院 55% 权益	以现金 8904.50 万元支付
	2018 年 1 月 25 日	海口美舍交慧教育科技有限公司 100% 权益	以现金 9000 万元支付
	2018 年 1 月 25 日	美文前沿管理 100% 股权	以现金 3000 万元支付
	2018 年 1 月 25 日	美华前沿管理 100% 股权	以现金 1000 万元支付
	2018 年 12 月 10 日	泸州七中佳德学校 66% 股权	交易总价 1.85 亿元 (现金 1.45 亿元+股权 0.4 亿元)
睿见教育	2017 年 6 月 19 日	华南师大粤东实验学校 70% 学校出资人权益+资产 70% 权益	以现金 2.24 亿元支付
宇华教育	2017 年 12 月 27 日	湖南猎鹰 75% 股权	以现金 1.43 亿元支付
新高教集团	2017 年 12 月 27 日	新疆财经大学商学院 56% 权益	以现金 2.24 亿元支付
	2018 年 1 月 8 日	洛阳科技职业学院 55% 权益	以现金 3.96 亿元支付
民生教育	2017 年 8 月 30 日	安徽文达信息工程学院 51% 权益	以现金 5.0 亿元支付
	2017 年 8 月 30 日	安徽蓝天国际飞行学院和安徽合肥信息技术学院 51% 权益	以现金 1.0 亿元支付
	2017 年 11 月 6 日	重庆电信职业学院 51% 权益	以现金 1.25 亿元支付
	2018 年 11 月 25 日	曲阜远东职业技术学院 51% 股权	以现金 9180 万元支付
中教控股	2018 年 3 月 13 日	树仁教育	以现金 8.55 亿元支付

资料来源：Wind，光大证券研究所

2019 年 A 股并购市场有望回暖。2018 年 10 月 20 日，证监会新闻发言人常德鹏表示，为回应市场需求，统一被否企业重新申报 IPO 的监管标准，

支持优质企业参与上市公司并购重组，推动上市公司质量提升，将 IPO 被否企业筹划重组上市的间隔期从 3 年缩短为 6 个月。证监会关于并购重组的最新政策，拓宽了优质资产进入资本市场渠道和效率。2018 年 11 月 16 日，证监会修订发布《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 26 号——上市公司重大资产重组(2018 年修订)》，简化了上市公司并购重组预案披露要求，进一步鼓励支持上市公司并购重组，2019 年 A 股并购市场有望回暖。

2、教育趋势：供给受限，需求旺盛

2.1、供给端：公益属性主导政策方向，学校培训在线均受管制

2.1.1、学校行业相关政策：公益性大势所趋，不同领域的盈利能力和资产证券化影响不一

教育行业相关政策以“公益属性”为主要方向，“遏制过度逐利和纯粹逐利”被反复重申。从规范层级来说，义务教育阶段（小学和初中）不得设立为营利性，但是幼儿园、高中、大学、大专等可以选择转设为营利性。目前民办幼儿园的整体盈利能力和资产证券化路径已受到国家严格规范，未来其它学校上市公司（中小学/高教等）的盈利能力和资产证券化的政策变化趋势我们将保持跟踪。

1、2018 年 12 月 3 日，教育部副部长朱之文参加 GES 大会演讲时表示：

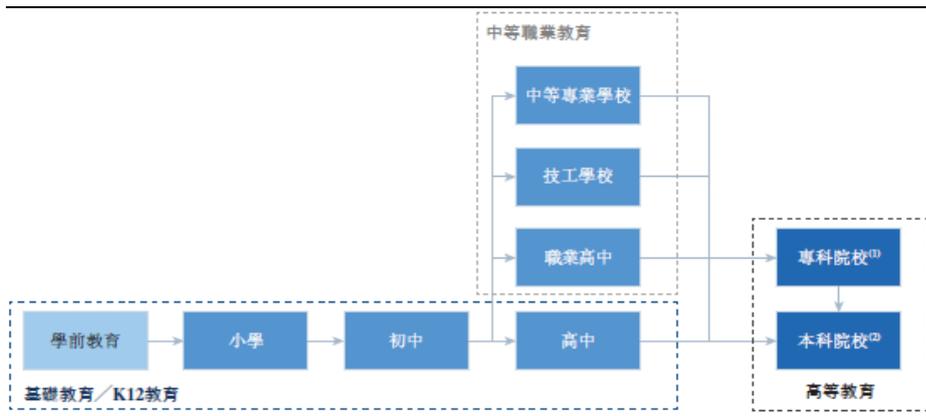
（1）教育具备鲜明的国家和民族属性，在互联网时代，尽管教育的形式变得多样，但是绝对不能丧失国家性和民族性；（2）教育具有公共属性，在未来发展中无论资本如何参与教育，无论教育怎么发展，教育都要将公益性摆在第一位，决不能成为纯粹逐利的市场行为。

2、2018 年 11 月 7 日，《国务院关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》：“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。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。”

3、2018 年 8 月 10 日，《中华人民共和国民办教育促进法实施条例（修订草案）（送审稿）》第十二条：“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。”

4、2018 年 4 月 20 日，《中华人民共和国民办教育促进法实施条例（修订草案）（征求意见稿）》新增第四条：“民办学校应当坚持中国共产党的领导，坚持社会主义办学方向，坚持教育公益性，落实立德树人根本任务。”

图 7：中国学历教育体系



资料来源：弗若斯特沙利文，光大证券研究所整理

表 9：学校行业的相关政策

政策条目	具体内容	增删部分	限制方向
《送审稿》第十二条	同时举办或者实际控制多所民办学校、实施集团化办学的社会组织应当具有法人资格，具备与其所开展办学活动相适应的资金、人员、组织机构等条件与能力，并对所举办民办学校承担管理和监督职责。	(新增) 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。	限制资产证券化
《送审稿》第四十五条	民办学校与利益关联方发生交易的，应当遵循公开、公平、公允的原则，不得损害国家利益、学校利益和师生权益。民办学校应当建立利益关联方交易的信息披露制度。	(删除了非营利性)； (新增) 教育行政部门、人力资源社会保障部门应当加强对非营利性民办学校与利益关联方签订协议的监管，对涉及重大利益或者长期、反复执行的协议，应当对其必要性、合法性、合规性进行审查审计。	限制盈利能力
《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》	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。	/	限制资产证券化（幼儿园）
	民办园一律不准单独或作为一部分资产打包上市。	/	限制资产证券化（幼儿园）
	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。	/	限制资产证券化（幼儿园）
	到 2020 年，全国学前三年毛入园率达到 85%，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）达到 80%。	/	限制盈利能力（幼儿园）

资料来源：国务院等网站，光大证券研究所整理

国家和地方财政经费不足，民办教育举足轻重的作用。一方面，民办教育贡献巨大力量。2012 年以来，民办教育提供教育公共服务超过 4.6 亿人，相当于节约财政资金 2 万亿元；2016 年以来，每年财政贡献超过 5000 亿元。一方面，民办教育投入成效高。2002-2015 年间，全国财政性教育经费总量从 3491 亿增长到 29221 亿，增幅近 8 倍，但民办教育获得的财政拨款占比从 0.34% 增长到 0.93%，不到 1%。民办教育对社会有 18.5% 的公共服务贡献只占用了不到 1% 的公共财政资金。

表 10: 2017 年全国教育事业发展统计

类别	学校数 (所)			在校学生数 (万人)		
	总数	民办	民办占比	总数	民办	民办占比
幼儿园	20.50 万所	16.04 万所	78.24%	4600.14	2572.34	55.92%
普通小学	16.70 万所	6107	3.66%	10093.70	814.17	8.07%
初中学校	5.19 万所	5277	10.17%	4442.06	577.68	13%
普通高中	1.36 万所	3002	22.07%	2374.55	306.26	12.90%
中等职业教育	1.07 万所	2069	19.34%	1592.50	197.33	12.39%
普通高校	2631	746	28.35%	3017.55	628.46	20.83%
1、本科(含独立学院)	1243	429	34.51%	1649	392	23.77%
2、大专	1388	317	22.84%	1105	242	21.90%
3、本科(非独立学院)	977	163	16.68%	1401	144	10.28%
3、本科独立学院	266	266	100%	248	248	100%
职技培训机构	—	8.92	—			

资料来源: 教育部官网、国务院官网, 光大证券研究所 注: 本科(含独立学院) = 独立学院 + 本科(非独立学院)

2.1.2、培训行业相关政策: 国家意志, 短空长多

国家高层下发培训新政, 行业集中度有望趋于提升。

2017 年 1 月, 时任上海市市委书记的韩正多次指示“清理整顿规范教育培市场秩序, 减轻中小学生学习负担”。

2017 年, 上海、成都、南昌相继出台治理和规范培训机构的相关规定。2018 年 8 月 6 日, 国务院印发《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》)。

2018 年 8 月 6 日, 国务院印发《国务院办公厅关于规范校外培训机构发展的意见》。

2018 年 11 月底, 教育部联合多部门发布《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。

表 11: 《国务院办公厅关于规范校外培训机构发展的意见》具体内容

要点	具体内容
基本原则	重点规范语文、数学、英语及物理、化学、生物等学科知识培训, 坚决禁止应试、超标、超前培训及与招生入学挂钩的行为。
明确设置办学标准	(1) 场所条件方面: 固定场所, 同一培训时段内生均面积不低于 3 平方米; 必须符合消防、环保、食品经营等管理规定要求。 (2) 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。
办学需要依法审批登记	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。
规范培训行为	(1) 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; 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习类等级考试、竞赛及进行排名。 (2) 规范收费管理。不得一次性收取时间跨度超过 3 个月的费用。

资料来源: 政府文件, 光大证券研究所整理

需求：培训行业需求旺盛有四大原因——历史传承、家庭重视、资源稀缺、考试为纲。（1）历史传承：东亚数千年文化自古以来就对于教育非常重视，在任何社会和国家，名校教育经历依然是完成社会阶级跃迁的重要路径；（2）家庭重视：家庭收入水平和 80 后、90 后家长受教育水平持续提升之后，家长对于子女教育的重视度也持续大幅提升；（3）资源稀缺：重点城市初高中名校资源稀缺，对于优质生源争夺是所有初高中名校的核心要义，所以部分校外培训机构与名校组织中小學生等级考试及竞赛，将校外培训机构培训结果与中小學校招生入学进行挂钩；（4）考试为纲：中国教育体系仍然是以高考为核心的“一考定终身”的独木桥形式，高考和中考升学压力自上而下给家长和学生带来极大的焦虑感。

供给：培训行业集中度有望向全国性龙头公司和区域巨头公司集中。行业目前竞争格局高度分散，处于完全竞争状态。目前全国约 80 万家中小学培训机构，好未来、新东方的两家龙头公司的收入占比仅约 2%。未取得办学许可证和营业执照的小微培训机构，未来发展将会受到极大的制约。目前众多大型的培训机构，大部分都做到了办学许可证和营业执照的“双证齐全”。在小微培训机构的关停浪潮中，我们认为市场份额有望加速向拥有全国性或区域性品牌、优秀教研师资和优质教学质量的公司集中，竞争格局有望从完全竞争走向寡头竞争。优质培训机构凭借精细化管理能力、深厚品牌积淀和互联网业务布局，市占率将不断提升。

培训行业按照年龄段可以分为 0-6 岁早教培训、6-18 岁中小学课外培训、18 岁以上成人职业培训；按照类型可以分为学科和素质两大类。

（1）从培训机构渠道的角度看，审批和检查流程趋严将影响全年龄段学科类培训机构的现有校区的运营和新校区的扩张；

（2）从培训机构教研的角度看，《意见》对于 6-18 岁中小学学科类培训、小微机构影响较大。全国性龙头培训机构和区域培训机构短期或受影响，但是在升学和提分需求刚性的情况下，长期仍有望深度受益于份额提升；

（3）从培训机构监管层级的角度看，中小学学科类培训监管最为严格，成人职业培训监管相对次之，早教培训监管最为宽松。

表 12：培训行业各领域许可证和营业执照情况

类别	0-3 岁 早教培训	3-18 岁 学科类培训	3-18 岁 素质类培训	18 岁+ 成人培训
办学许可证	N/A	Y	Y, 易取得	Y, 易取得
工商营业执照	Y	Y	Y	Y
消防安全	要求相对宽松	Y	要求相对宽松	要求相对宽松

资料来源：光大证券研究所整理 注：Y 代表需要该证书；N/A 不需要相关证书。

2.1.3、在线教育行业相关政策：线上线下同步规范

2018 年 11 月 26 日，据蓝鲸教育报道，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》“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。”

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。

1、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职且应考取教师资格证，由于教师资格考试较低的通过率，在增加培训机构运营成本的同时，有望催生巨大的教师资格考试培训需求，业务层面利好中公教育和华图教育等公司。

2、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。

3、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习类等级考试、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。

2.1.4、新高考相关政策：增强考试自主性，促进教育公平

新高考具体观点请见我们于 2018 年 7 月 23 日外发 40 页深度报告《新高考：日新月异，鹏程万里——教育行业跨市场研究报告之六》。

新高考教改：增强考试自主性，促进教育公平。2014 年 9 月，教育部开始逐步启动新高考教改。新高考实行“不分文理，6 选 3”模式，学生可以在语数英之外根据特长从“政史地物化生”中选择 3 门，且外语科目提供两次考试机会，增强了学生的自主性。新高考改革在全国范围内分批推进，2014~2017 年 6 省市进行改革试点，2018 年 17 省市同时开启新高考改革，2020 年将全面建立新高考制度。随着新高考的推进，高校能够通过加大自主招生选拔力度，选择更适合专业要求的人才，考生能够在更加公平的环境下进行报考。我们认为，新高考改革将深刻影响培训、教育信息化、在线教育等细分赛道。

培训赛道：得语文者得天下，学科竞赛成自主招生核心指标。（1）大语文培训：新高考语文科目广度、难度提升，成为最主要的拉分科目，同时新课标下的语文教学更侧重语文核心素养的培养。大语文培训市场规模可期，我们预计 2018 年中小学语文培训市场规模达 900 亿元，学而思等教育机构纷纷加码大语文培训。（2）自主招生及学科竞赛培训：新高考制度下，

高校自主招生比例逐年加大，2018 年全国有 90 所试点高校进行自主招生，其中包括 77 所资格在全国进行自主招生的高校和 13 所可以在本省自主招生的院校；报考自主招生人数从 2016 年的 47 万人，增长至 2018 年的 82 万人。学科竞赛成绩因易量化成为自主招生的核心指标，面向学校常规培训的竞赛课程辅导将因此受到更多的重视。我们预计 2018 年自招及学科竞赛辅导市场规模达 55 亿元。

教育信息化：走班排课需求爆发，硬件设备与软件服务迎来新风口。新高考改革下的“3+3”模式导致高中教学模式的改变，学校需从原有的“一班一课表”转变为“一人一课表”，围绕走班排课产生的大量的资源分配、信息指引、班级管理成为核心需求。（1）硬件设备：电子班牌作为信息发布系统终端，可助力信息指引与考勤管理功能，电子班牌目前单价在 5000 元左右，配套手环售价在 200-300 元/只，预计电子班牌及配套手环市场规模约 100 亿元。（2）软件服务：走班排课服务利用最优智能排课算法，结合学生选课意愿和学校及教师资源情况，生成符合学生和学校需求的课表，服务单价在 10 万元/校/年左右，市场规模达每年 27 亿元。

在线教育：面向新高考的信息服务有望成为新增长点。新高考提升自主选择性，信息不对称带来了信息服务需求的爆发。（1）学习生涯规划：通过大数据整合 2900 余所高校信息，结合职业规划理论弥补信息断层；（2）自主招生辅导：在线平台整合 90 所试点高校的自招信息，模拟在线报名流程，助力学生从容应对自招；（3）志愿填报指导：通过在线职业测评工具、录取线数据库和线下升学辅导服务助力志愿科学填报。我们预计 2018 年新高考的在线及线下信息服务市场规模在 55 亿元左右。

图 8：2017 年浙江省高考前十名语文分数拉开差距

名次	总分	语文	数学	英语	物理	化学	生物
1	723	132	147	144	100	100	100
2	720	128	150	142	100	100	100
3	717	126	150	141	100	100	100
4	712	125	149	138	100	100	100
5	710	116	150	144	100	100	100
6	710	120	150	143	100	100	97
7	709	124	148	140	100	100	97
8	708	120	140	142	100	100	100
9	705	125	150	142	97	94	97
10	704	114	150	143	100	100	97
平均分		123	148	142	100	100	99

资料来源：搜狐教育，光大证券研究所整理

图 9：新高考带来电子班牌等教育信息化新需求



资料来源：希沃官网，光大证券研究所整理

2.2、需求端：阶层延续和升学就业驱动教育投入持续提升

人口数量和教育支出是教育行业的两大重要变量。

人口数量：全面二胎作用有限，18 年生育率或将再创新低。2017 年是全面二胎政策实施的第二年，全国出生人口为 1,723 万人，比 2016 年减少 63 万人。2017 年出生人口一胎、二胎、三胎分别占比 42%、51%、7%。二胎政策带来的人口增量不如预期，除了面临老龄化、少子化现象，人们的

生育意愿大幅降低。生活成本高、工作时长以及儿童护理、教育成本飙升是影响人们生育的主要因素。根据世界银行数据, 目前我国的生育率约为 1.6 左右, 远远低于全球正常水平 2.5, 也低于高收入经济体的 1.7。2018 年的出生人口或将将至 1500 万以下, 减少 13% 以上, 总和生育率将至 1.5 以下。

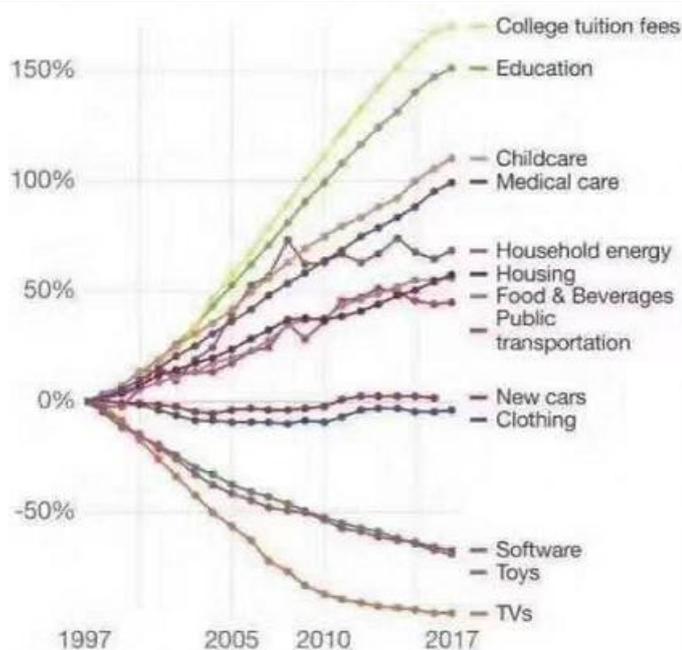
表 13: 2011-2017 年我国新生儿数量

年份	出生人数 (万人)	一孩数 (万人)	二孩数 (万人)	三孩及以上 (万人)	出生率 (‰)
2011 年	1604	1065 (66%)	470 (29%)	70 (5%)	11.93
2012 年	1635	1065 (65%)	497 (30%)	72 (5%)	12.10
2013 年	1640	1065 (64%)	511 (31%)	73 (5%)	12.08
2014 年	1687	972 (58%)	606 (36%)	109 (6%)	12.37
2015 年	1655	886 (54%)	652 (39%)	117 (7%)	12.07
2016 年	1786	973 (55%)	721 (40%)	92 (5%)	12.95
2017 年	1723	724 (42%)	883 (51%)	116 (7%)	12.43

资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

教育支出: 焦虑感和危机感有望驱使庞大中产阶级的教育开支持续提升。根据美国劳动统计局的数据, 1997~2017 年 20 年间美国 CPI 变化, 其中学费和教育支出增幅超过 150%, 医疗支出紧随其后增幅为 100%。教育和医疗是美国家庭的主要支出领域。与美国的教育支出情况相似, 对于中国居民来说, 东亚数千年文化自古以来就对于教育非常重视, 名校教育经历依然是完成社会阶级跃迁的重要路径, 而中国社会价值观“再苦不能苦孩子, 再穷不能穷教育”深入骨髓; 此外, 随着家庭收入水平和 80 后、90 后家长受教育水平持续提升之后, 家长对于子女教育的重视度也持续大幅提升。教育是全球的刚需, 随着收入的增加, 中国教育文娱类消费的增长率在加速增长; 其在总消费中的百分比也在加快增长。

图 10: 美国 1997~2017 年消费品和服务的价格变化



资料来源: United States Bureau of Labor Statistics (BLS), 光大证券研究所整理

图 11：教育文娱消费增长率 (%)



资料来源：中国家庭与金融调查研究中心，光大证券研究所
注：横坐标为收入十分位数

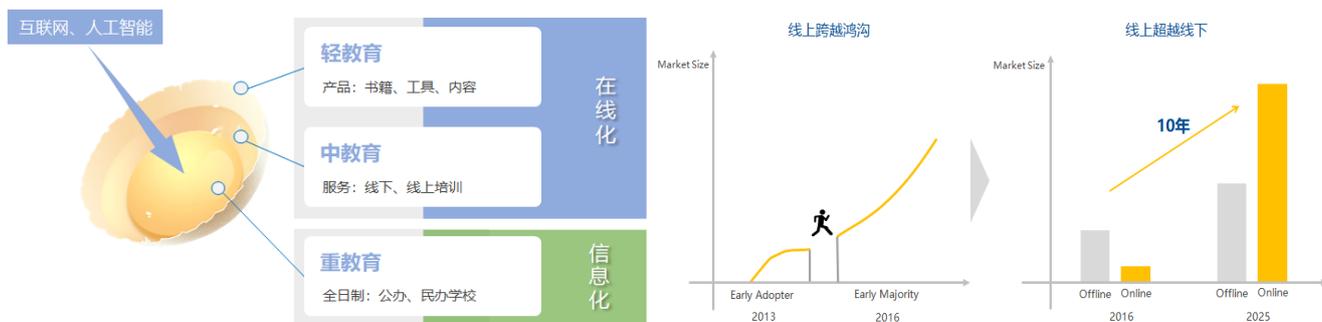
图 12：教育文娱消费占比 (元, %)



资料来源：中国家庭与金融调查研究中心，光大证券研究所注：
横坐标为收入十分位数

教育行业即将迎来 DT 时代，“教育+AI”或将进一步提升家庭教育支出。科技产业正在从 IT (Information Technology) 时代走向 DT (Data Technology) 时代，在大数据的影响下，教育产业将迎来深度变革。我们认为 1.0 阶段的教育产业，以“教师”为核心，无论线下培训机构或者在线教育公司均以“时间”收费，本质是“服务”产业。在 DT 时代的 2.0 阶段的教育产业，以“学生”为核心，并将基于大数据，以“效果和效率”考量标准为学生提供个性化的服务，真正做到因材施教。通过大数据积累学生学习行为数据，并根据学生知识图谱的精准画像，进而提供个性化和差异化的学习内容将成为大势所趋。

图 13：在线化和信息化趋势



资料来源：蓝象资本，光大证券研究所整理

2.3、需求稳定供给收缩下，寻找政策五大宽松地带：职教培训、早教培训、在线直播、信息化、出版

教育产业，重度区隔。近 10 万亿产值的教育行业可以通过 3 大维度进行划分和组合。3 大维度分别包括 (1) 学习体系：国内教育和国际教育；(2) 商业模式：toB、toC 线下培训、toC 线上教育和 (3) 年龄区间：0~6 岁，6~18 岁，18 岁+。

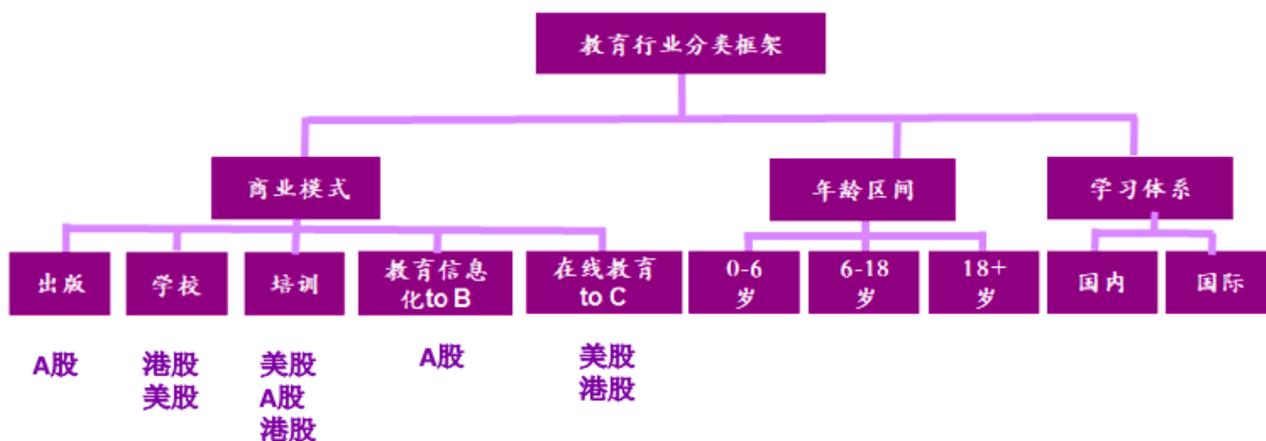
1、年龄区间：0~6岁为幼教/学前教育，6~18岁为K12教育，18岁以上为高等/职业教育。

2、商业模式（toB和toC）：学校（toC）、培训（toC）、在线教育（toC）、教育信息化和园所服务（toB）、出版（toB）。培训和学校是教育产业最重要的两大核心板块。

- ✓ 学校（toC）：幼儿园、小学、初中、高中、中专、大专、大学；
- ✓ 培训（toC）：学科类培训和素质类培训、早教培训、中小学培训、成人职业培训；
- ✓ 在线教育（toC）：在线教育企业从学生、家长、教师收费；
- ✓ 教育信息化和园所服务（toB）：企业向大中小学校提供教育信息化的系统、产品和服务，费用由教育厅/局（公立学校）、民办学校、幼儿园、培训机构等进行支付；
- ✓ 出版（toB）：教材和教辅出版商。

3、学习体系（国内/国际）：学生的学习体系归属于国内体系还是国外体系进行划分；国际主要包括国际学校、留学和游学行业。

图 14：教育行业架构图



资料来源：腾讯教育、中国统计年鉴，光大证券研究所绘制

需求稳定供给收缩下，寻找政策五大宽松地带：职教培训、早教培训、在线直播、信息化、出版。我们将不同资本市场的教育行业上市公司画入下图，不同市场的产业集群不尽相同：（1）A股集中在培训、教育信息化、出版；（2）港股以学校类公司为主；（3）美股以培训类公司为主。

图 15: A 股 (蓝色)、港股 (红色)、美股 (绿色)、三板 (黑色) 教育企业的行业图谱

	培训 (2C)	学校 (2C)	在线教育 (2C)	教育信息化 (2B)	出版 (2B)
幼教 (0-6岁)	三垒股份 (美杰姆教育)	博实乐	沪江教育科技		
		威创股份	新东方在线		
		博骏教育 21世纪教育			
中小学教育 (6-18岁)	新东方 好未来	博实乐	51TALK	视源股份	中文传媒
	立思辰 (中文未来)	枫叶教育	沪江教育科技	科大讯飞	长江传媒
	精锐教育	睿见教育	新东方在线	立思辰 (康邦科技)	凤凰传媒
	新南洋 (昂立教育)	成实外教育		三盛教育	中南传媒
	盛通股份 (乐博教育)	海亮教育		颂大教育	皖新传媒
	朴新教育	宇华教育		佳发教育	中原传媒
	卓越教育	凯文教育			时代出版
	瑞思学科英语	天立教育			南方传媒
	科斯伍德 (龙门教育)	博骏教育			城市传媒
四季教育	21世纪教育			出版传媒	
成人教育 (18+岁)	亚夏汽车 (中公教育)	中教控股	尚德机构	新开普	
	华图教育	宇华教育	正保远程教育	全美在线	
	达内科技	希望教育	沪江教育科技	金智教育	
	百洋股份 (火星时代)	新高教集团	新东方在线	新道科技	
	开元股份 (恒企教育)	民生教育			
	文化长城 (翡翠教育)	中国新华教育			
	21世纪教育				北教传媒

资料来源: 光大证券研究所整理

五大领域的政策影响如下图:

- 1、学校: 目前市场分歧比较大, 最终的政策细则落地还需时日, 我们将对中小学校、高教类学校未来的盈利能力和资产证券化的政策演变趋势保持跟踪;
- 2、培训: 中小学学科类培训影响较大, 职教培训监管相对宽松, 早教培训监管最为宽松;
- 3、信息化: 国家财政经费投入, 政策处于支持状态;
- 4、在线教育: 监管力度与线下培训趋同;
- 5、出版: 鼓励和支持。

图 16: 教育细分赛道的政策监管图谱

	学校 (2C)	培训 (2C)	在线 (2C)	信息化 (2B)	出版 (2B)
学前教育 (0-6岁)	限制盈利 禁止证券化	监管真空	同步规范	鼓励	支持
中小学教育 (6-18岁)	?	严格规范	同步规范	鼓励	支持
成人教育 (18岁+)	?	监管较松	同步规范	鼓励	支持

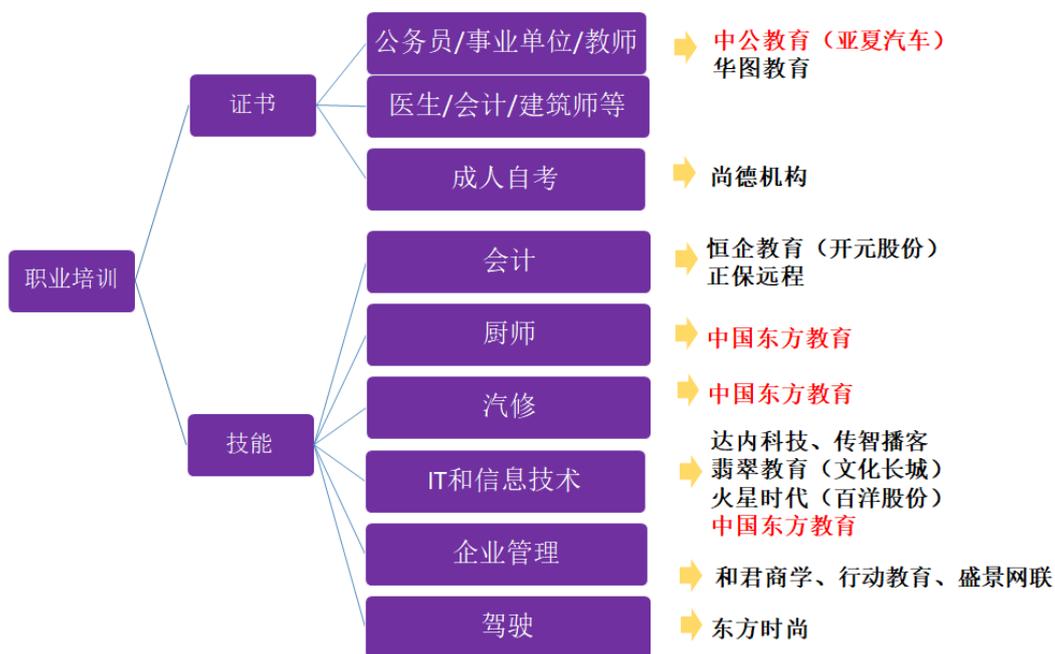
资料来源: 光大证券研究所整理

3、教育赛道：政策宽松，需求共振

3.1、成人职业培训：证书和技能两大领域，中公教育和东方教育行业龙头

可参考我们《中公教育借壳上市，A股龙头扬帆起航——亚夏汽车(002607.SZ)深度报告》，2019年成人职业培训行业约5000亿元市场空间，YoY+10-20%。可分为证书(500亿元)和技能(4500亿元+)两大类，预计跨细分赛道扩张是细分赛道巨头公司未来主要成长路径。

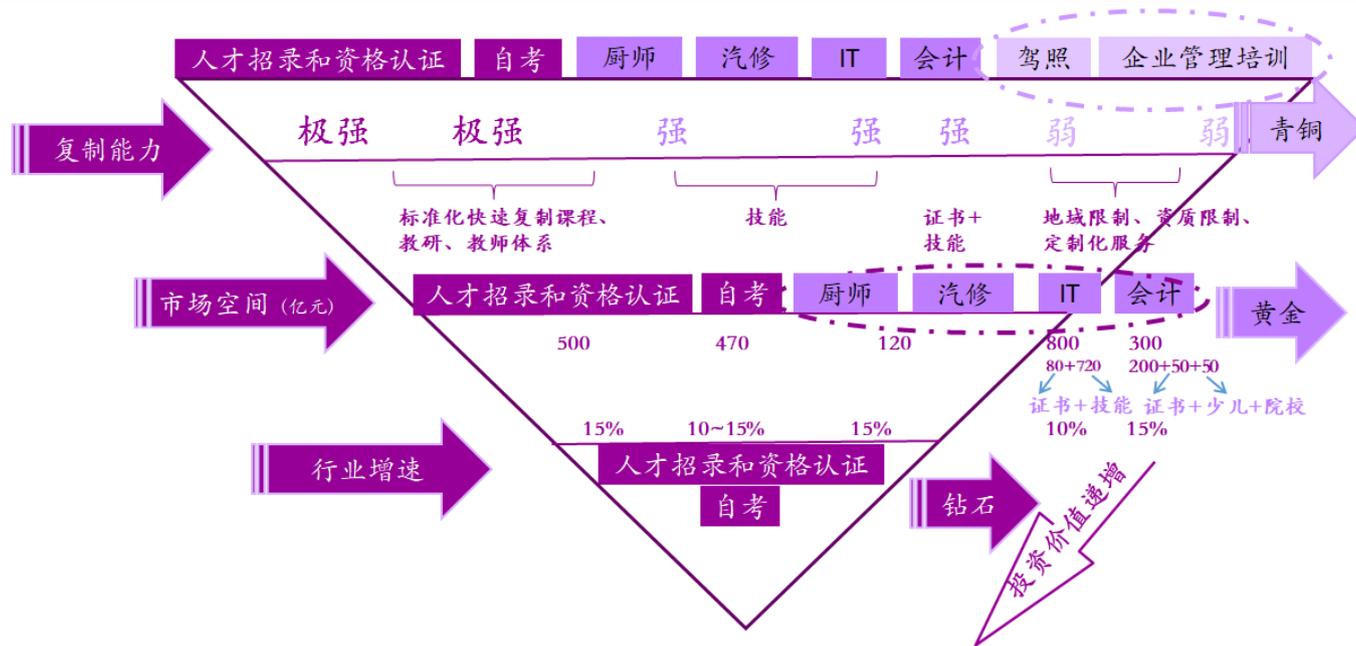
图 17：成人职业培训行业细分领域



资料来源：光大证券研究所整理

成人职业培训行业筛选框架因素：业务复制能力、行业增速、考试培训标准程度、考试通过难度(参培率)、参加考试人数、客单价。我们认为行业筛选看好(1) 人才招聘和资格认证；(2) 自考。

图 18：职业培训行业细分领域投资价值梳理



资料来源：光大证券研究所整理

3.1.1、成人证书培训：人才招录和资格认证考试钻石赛道，核心推荐中公教育（借壳亚夏汽车）

2017 年人才招录考试和资格认证考试市场空间约 500 亿元。由于复杂的就业形势，许多高校毕业生和其他高学历人才就业或寻求工作岗位调整时将更多地目光放在工作条件相对优越的国家行政和事业编制内的岗位、教师岗位、医疗卫生岗位，参加各类人才招录考试，继而为人才招录培训提供充足的生源。根据国家公务员局统计数据，截止 2017 年底公务员、事业单位、教师、金融、医疗五项从业人员共 7936 万人，每类工作人员工作年限约 30 年，因此每年参与岗位轮换约 265 万人，我们预计岗位招录比约 12:1，每年参与考试的人数约 2700 万人，结合 40% 参培率和 4600 元生均收费，人才招录考试和资格认证考试市场空间约为 500 亿元。

一、公务员培训：报考人次仅是一个维度，参培率和客单价仍有提升空间。

(1) 维度一之报考人次：2018 年国考岗位缩编，但就业难驱动报考人次缓慢走低。

(A) 国家公务员：2019 年国家公务员计划招录 14537 人，同比 2018 年招录 28533 人下降 49%，主要是因为国家税务部门的改革，国税部门招录人数同比减少 53%，其余部门招录人数并无明显下降。2019 年国考报名人数 138 万人，同比 2018 年的 165 万人下降 16%。2012-2019 年参考人数基本稳定在 90-100 万人之间。

(B) 地方公务员：目前只有北京上海公布了 2019 年招录公告，北京招录 3243 人，同比减少 1029 人；上海招录 3123 人，同比减少 707 人，从北京上海的招录公告来看，2019 年招录人数下滑的趋势比较确定，下滑幅度在 20% 左右。

表 14：2012-2019 年国家公务员考试招录情况

年份	招考职位	招录人数	审核通过	参考人数	报录比
2019	9,657	14,537 人	137.93 万人	92 万人	95.2:1
2018	16,144	28,533 人	165.97 万人	113.4 万人	57.8:1
2017	15,589	27,061 人	133.86 万人	98.4 万人	49.5:1
2016	15,659	27,817 人	139.46 万人	93 万人	33.4:1
2015	13,475	22,249 人	140.9 万人	105 万人	47.2:1
2014	11,729	19,538 人	152 万人	99 万人	50.7:1
2013	12,927	20,879 人	150 万人	111.7 万人	53.5:1
2012	10,486	17,941 人	130 万人	96 万人	53.5:1

资料来源：中公教育官网，光大证券研究所整理

(2) 维度二之参培率：参学率和参培率分别约 40%和 15%，参培率仍有较大提升空间。参培率指参加线下培训班的比率，客单价数千-数万元不等；参学率涵盖参培率，除了参加线下培训之外，购买书籍或者购买低价的引流在线课程均属于参学率，客单价约几十元。目前公务员考试全行业的参学率约 40%，参培率约 15%。相较于考研约 60%参培率，公务员考试的参培率仍有较大的提升空间。2012~2018 年竞争比基本维持在 40:1~55:1，2019 年竞争比提升至 95:1 将导致 2019 年国考竞争加剧，有望进一步提升培训业务的参培率。

(3) 维度三之客单价：稳步提升。目前公务员考试笔试培训均价 5500 元，面试培训均价 1.5 万元。由于有品牌的巨头企业拥有较强的定价权，每年学费都有望保持稳定增长。

二、事业单位培训：公务员招录减少，事业单位增长明显。国家机关单位的编制有多种：公务员编制、参公事业编、全额拨款事业编、差额拨款事业编、工勤编和临时工。广义的事业单位编制包括参公事业编、全额拨款事业编、差额拨款事业编等：

- ✓ 参公事业编指参照公务员编制的事业单位编制，不属于公务员编制，但是各种录用、考核、升迁、福利和公务员一样。
- ✓ 全额拨款事业编指政府部门在急需人手时调用的此类人员，承担一些拆迁、应急等工作。
- ✓ 差额拨款事业编人数不多，一般在医疗卫生等公益性单位，有独立的收入报酬体制，薪资根据市场情况而定。
- ✓ 工勤编和临时工不属于事业编，主要指拥有一技之长的各类人员，比没有编制的同类技术工人待遇高。

(1) 维度一之报考人数：事业单位相比公务员每年招录人数充足，根据人力保障局数据，2017 年全国公开招聘事业单位人员 93 万人，同比增加 16%，中央事业单位 9.7 万人，地方 83.3 万人。上海事业单位每批次招录人数在 4000 人左右，每年会多批次招录。2018 年上海辅警、城管类的事业单位招录首次需要标准化考试，未来所有事业单位的招录会逐渐标准化、规范化，我们认为统一的事业单位统考是行业未来发展趋势。这类考试相对于公务员考试来讲，门槛低但难度不低，会催生更多的低学历求职者参考，同时

催生大量的培训需求。2017年事业单位报考人数600万人，我们预计18-20年CAGR有望保持10%左右。

(2) **维度二之参培率**：2017年全国事业单位录取率约15%，参培率约为15%。随着事业单位报考人数的持续提升，竞争程度提升，我们预计未来事业单位参培率有望逐步提升。

(3) **维度三之客单价**：2017年事业单位笔试培训客单价约为4500元，面试培训客单价8000-10000元。相较于公务员培训的客单价仍有较大增长空间。我们预测2020年事业单位笔试培训客单价有望提升至6000元，面试培训客单价有望提升至1.0-1.3万元。

三、教师培训：教师考试包含教师资格考试及教师招聘考试两个体系。前者是国家施行的教师职业许可制度考试，后者是获得教师资格认证后的竞争上岗考试。

(1) **教师资格考试**：通过率逐年降低，参培率有望提升。全称为中小学教师资格考试，是国家对专门从事教育教学工作人员的基本要求，是公民获得教师职位、从事教师工作的前提条件。教师资格考试于2011年开始改革，实行全国统一考试，包括笔试和面试两个部分。笔试一般在每年3月和11月各举行一次，面试通常在每年5月和12月各举行一次。改革后的教师资格考试报考人数增加、考试难度提升、通过率降低。

图 19：2018 年上半年各个统考省市教师资格考试整体通过率



资料来源：搜狐教育，光大证券研究所

(2) **教师招聘考试**：地区统一组织，正规化招聘催生巨大市场。也称教师入编考试，是由地区教育局或人事局统一组织的教师上岗考试。主要实施形式为各地教育局组织的公考聘用机制，包括发布招聘简章（一般是地区教育网或人事人才网）-笔试-面试-考核-录用-签约等一般程序。考试内容主要包括专业知识和公共基础知识等，按各地区的要求存在不同。

维度一之报考人数：(1) **驱动力一之高考改革**：国考改革实施后，师范类学生被纳入考查范围，使得报考人数较政策改革前显著增长。(2) **驱动力二之培训新规**：2018年8月22日国办80号文规范校外培训机构，要求所有从事学科类培训的教师必须有教师资格，目前全国约80万所各类培训机构，假设每所机构平均20个老师，拥有教师资格证的比例约在

30%~50%之间。公立校有 1700 万教师，一些偏远地区公立校的教师也存在资格证缺失现象，导致教师资格证缺口巨大。

维度二之参培率：目前教师资格考试全行业的参培率约 10%，招聘考试参培率 15%，合计参培率约在 10-15%之间，未来仍有较大的提升空间。根据搜狐教育数据，2017/2018 年教师资格考试报名考生分别为 418/651 万人，2017 年录取人数为 38 万人，每年基本稳定。随着国家加大对教师队伍的建设力度，录取人数将保持增长，但报考人数增长迅猛，仍将驱动考试竞争程度提高，有望进一步提升教师考试培训参培率。

维度三之客单价：目前资格考试笔试培训价格平均为 3000 元，招聘笔试培训价格约 5000 元，面试培训价格均为 8000 元左右。与公务员的客单价还有很大的差距，随着教师培训报考人数的增多，培训客单价将持续提升。

成人职业资格证书培训行业核心推荐龙头中公教育（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。

3.1.2、成人技能培训：厨师汽修空间巨大，关注东方教育港股 IPO 后的投资机会

烹饪、信息技术和汽车服务培训需求端：根据弗若斯特沙利文报告，烹饪技术、信息技术和汽车服务的收入之和占 2017 年中国职业技能教育市场总收入的 40%。人才缺口方面，烹饪技术类 2017 年人才缺口 220 万人，增至 2022 年 310 万人；信息技术类 2017 年人才缺口 770 万人，增至 2022 年 1680 万人；汽车服务类 2017 年人才缺口 400 万人，增至 2022 年 870 万人。烹饪技术、信息技术和汽车服务行业的培训需求强烈。弗若斯特沙利文预测，2018 年厨师、信息技术、汽修的市场规模约占非学历职业教育的 44%，即约为 1760 亿元。

烹饪、信息技术和汽车服务培训供给端：供给端从业公司数量众多，中国东方教育控股在烹饪、信息技术和汽车服务等均为细分领域第一。根据弗若斯特沙利文报告，按照培训人数计，中国三大职业技能教育参与者合计占据 2.5% 的市场份额。截止 2017 年底，中国东方教育控股在烹饪、信息技术和汽车服务三个细分领域的市占率均为第一，分别为 23.1%、3.4%、9.7%。

表 15：烹饪、信息技术和汽车服务培训主要供应商市占率

烹饪	培训人次	市占率	信息技术	培训人次	市占率	汽车服务	培训人次	市占率
中国东方教育	65,372	23.1%	中国东方教育	21,442	3.4%	中国东方教育	15,236	9.7%
集团 A	8,077	2.9%	集团 C	20,882	3.3%	集团 E	15,000	9.5%
集团 B	2,600	0.9%	集团 D	20,023	3.2%	集团 F	2,000	1.3%

资料来源：中国东方教育控股招股说明书，光大证券研究所 注：统计时间截止 2018 年 8 月 31 日

中国东方教育控股有限公司于 2018 年 12 月 6 日在港交所递交招股说明书，旗下包含新东方烹饪教育、新华电脑教育、万通汽车教育、欧米奇及华信智原等 5 所学校品牌，是中国领先的职业技能教育提供商，收入主要来源于学生的学费及服务费等。截止 2018 年 8 月 31 日，集团在全国 29 个省市有 139 所学校，其中 25 所提供职业中专教育。截止 2018 年 8 月 31 日止 8 个月，新东方烹饪教育有 50 所学校、培训学生 7.0 万人次；新华电脑教育

有 23 所学校、培训学生 2633 人次；万通汽车教育有 25 所学校、培训学生 1.9 万人次；欧米奇有 19 所学校、培训学生 2.9 万人次；华信智原有 22 所学校、培训学生 1209 人次，集团拥有教师 4261 名。

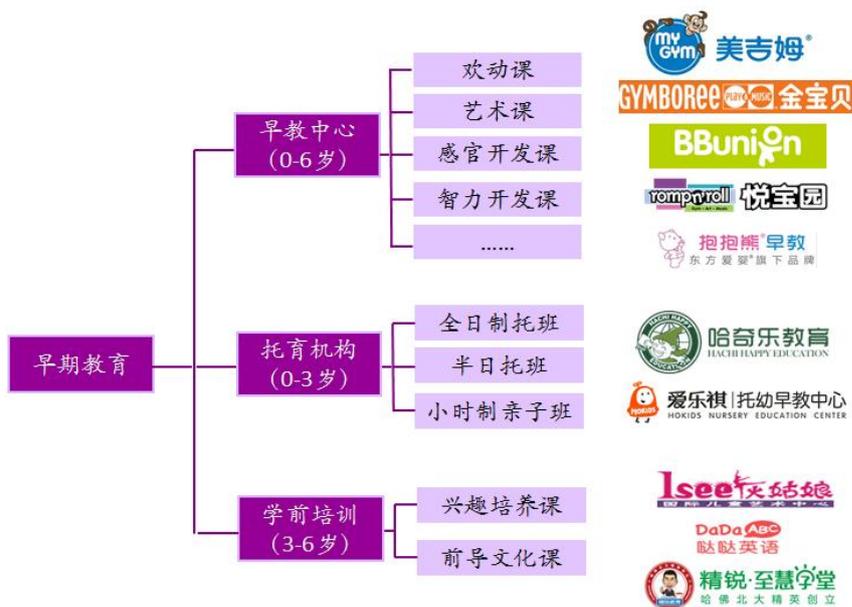
集团 2017 年总收入 28.50 亿元，2015-2017 三年 CAGR 为 25%；净利润 6.40 亿元，三年 CAGR 为 39%。品牌学校收入方面，新东方烹饪学校收入占比基本维持在 60%，是集团主要收入贡献来源；新华电脑收入占比 20% 左右；万通学校收入占比 15% 左右。毛利率方面，2015-2017 毛利率分别为 54.0%、56.6%、55%，基本稳定在 55% 左右，盈利能力较强；净利率方面，2015-2017 净利率分别为 19.3%、25.1%、23.2%。成本方面，集团的主要成本来自教师薪资和福利，占总成本的 30% 左右，其次是学生教学和活动成本，占总成本 25% 左右。学费方面，新东方烹饪学校长期班学费为 1.2-3.7 万元；短期班 1200 元到 1.9 万元；欧米奇只有短期班，收费在 0.9-4.7 万元；新华电脑长期班 0.7-4.0 万元，短期班 800 元到 3 万元；万通长期班 0.7-3.9 万元，短期班 680 元到 3.7 万元。

3.2、早教培训：需求刚性监管宽松，龙头美杰姆教育登陆 A 股

早教行业具体观点请见我们于 2018 年 4 月 11 日外发 30 页深度报告《早教行业：蒙以养正，一炷心香——跨市场教育行业深度研究报告之四》。

早教行业：早教即早期教育，狭义上我们把 0-3 岁幼儿的教育划分为早教。早教行业的主要线下机构包括早教中心、托育机构和学前培训。根据早教行业公司业务分类，我们按上、中、下游梳理出幼教行业的产业链。1) 上游：toB 的内容/装备提供商及 toC 的母婴&早教产品服务供应商；2) 中游：提供早教服务的 toC 机构园所；3) 下游：0-3 岁儿童和家长。早教在国内起步较晚，但发展迅速并逐渐本土化和科学化。

图 20：早教行业主要机构包括早教中心、托育机构、学前培训



资料来源：光大证券研究所绘制

需求端：千亿市场刚性需求，二三四线城市前景广阔。全面二胎政策带动幼儿数量增长（约 1 亿人）、教育消费升级带动平均早教消费支出提升（10,000 元/年）以及适龄儿童参课比率（20%）三大因素催生 2017 年早教行业约 2,000 亿市场空间。北上广深一线城市的早教中心教学网点数占全国的 13.88%，其 2016 年出生人口总数仅占全国出生人口的 4.86%。

供给端：竞争格局分散，海外早教品牌收费较高。目前我国各品牌早教中心共设有约 11,000 个线下教学网点，前 8 大早教中心的教学网点合计约 2,400 家，CR8 约 22%，竞争格局较为分散。美吉姆、金宝贝、东方爱婴、新爱婴的早教中心数均在 300 家以上，悦宝园、运动宝贝、聪明树的早教中心数约 100-200 家。目前早教中心在工作日、周末均提供早教课程，课堂容量在 8-14 人不等，每周 2-3 堂课，每堂课时长 45-60 分钟。金宝贝、美吉姆等海外早教品牌收费在 250-300 元/节，国内品牌如悦宝园、东方爱婴的收费为 150-200 元/节，海外早教品牌收费明显较高。早教中心主要以加盟模式实现快速扩张，以悦宝园的加盟费为例，一线城市例如北京、上海为 50 万元，二线城市 45 万元，三四线城市 35-38 万元。

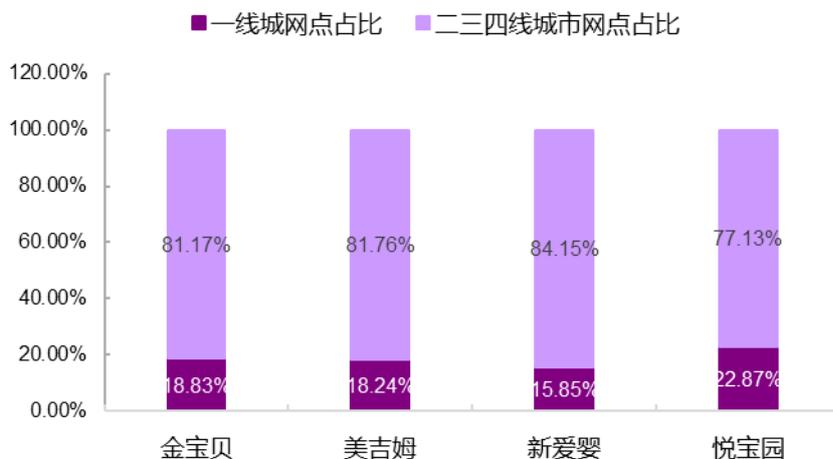
表 16：我国知名早教中心教学网点分布情况

机构名称	金宝贝	美吉姆	东方爱婴	新爱婴	悦宝园	运动宝贝	聪明树	BUNON
成立时间	1976 年，2003 年进入中国	1983 年，2009 年进入中国	1998 年	2003 年	2004 年，2009 年进入中国	2008 年	2004 年	2008 年进入中国
类型	美式早教，国际连锁	美式早教，国际连锁	中式教育	蒙台梭利早教	美式早教，国际连锁	中西合璧教育	中式国际早教	国际早教
教学语言	双语	双语	中文	中文	双语	中文	中文	双语
覆盖城市数	147	138	-	173	99	147	-	82
教学网点总数	409	329	485	492	188	182	18	11
北京	24	23	5	1	25	2	3	2
上海	20	21	2	44	16	1	1	3
广州	19	10	6	23	0	0	0	2
深圳	14	6	3	10	2	1	1	1
一线城市网点数	77	60	16	78	43	4	5	8
一线城市网点占比(%)	18.83	18.24	3.57	15.85	22.87%	2.0	2.81	7.21
二线城市网点数	134	109	122	102	53	27	33	22
二线城市网点占比(%)	32.6	33.13	25.15	2.7	28.19	14.84	18.54	19.82

资料来源：各大早教中心官网，光大证券研究所整理 注：统计时间截至 2018 年 5 月 31 日

一线城市领军线下培训发展，二三四线城市仍有广阔前景。（1）根据目前的早教中心分布情况数据显示，北上广深一线城市的早教中心网点分布占全国的 13.88%，其 2016 年出生人口总数仅占全国出生人口的 4.86%。由此我们可以估算出，一线城市的人均早教中心网点数量约为全国平均水平的 3 倍左右。（2）《上海幼儿早期教育（0-6 岁）状况调查》数据显示，接受调查的上海家庭中 0-3 岁与 4-6 岁的孩子参与早教课程的比率分别 39.9% 及 73.5%。我们假设一线城市人均早教中心网点数量已满足当前需求，假如按一线城市参培率 60%，二三四线城市参培率 30% 来计算，则为满足市场需求，二三四线城市人均早教中心网点数量仍有较大的提升空间。

图 21：4 家早教中心教学网点一二三四线城市占比情况



资料来源：各早教中心官网，光大证券研究所 注：统计时间截至 2018 年 3 月 16 日

早教培训行业重点推荐三垒股份 (002621.SZ) (美杰姆教育的加盟业务)。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。三垒股份已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)。

目前三垒股份拥有美杰姆教育加盟业务 70% 股权，巨大的学生规模、收入利润体量为三垒股份的直营业务布局打开了广阔空间。参照下表单店模型，我们测算截止 2018 年 6 月 30 日美杰姆全国 389 家门店理论的满员人数 28 万人和净利润 9 亿元。目前一线城市有 70 个门店，满班总人数 6.3 万人，总收入 8.6 亿元，净利润 3.2 亿元；二线城市有 207 个门店，满班总人数 14.5 万人，总收入 14.8 亿元，净利润 3.9 亿元；三线城市有 112 个门店，满班总人数 6.7 万人，总收入 5.5 亿元，净利润 1.7 亿元。全国门店满班人数理论为 28 万人，收入 29 亿元，净利润 8.8 亿元。

表 17：美杰姆教育的单店模型 (单位：万元)

项目	一线城市	二线城市	三线及以下城市
单店会员数量(人)	900	700	600
客单价格(万元)	2	1.5	1.2
消课率	68%	68%	68%
营业收入总计(万元)	1224.0	714.0	489.6
单店面积(平方米)	800	700	600
租金(元/平米/天)	8	7	5
租金总计(万元)	233.6	178.85	109.5
单店教师数量(人)	25	20	15
教师薪酬(万元/月)	1	0.8	0.6
薪酬总计(万元)	300	192	108
加盟费(万元/年)	10	8	6
折旧摊销(教具等硬件设施)(万元)	40	40	40

权益金(万元)	110.2	64.3	44.1
营业成本总计(万元)	693.8	483.1	307.6
毛利润(万元)	530.2	230.9	182.0
毛利率	43.3%	32.3%	37.2%
三费一税(管理费用、财务费用、销售费用及税金)	73.4	42.8	29.4
净利润(万元)	456.8	188.1	152.7
净利率	37.3%	26.3%	31.2%

资料来源：光大证券研究所预测

3.3、在线教育：K12 在线直播是王牌赛道，关注新东方在线港股 IPO 后投资机会

在线教育行业具体观点请见我们于 2018 年 9 月 17 日外发 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》。

3.3.1、行业本质：“教育+互联网”，而不是“互联网+教育”

什么是**在线教育**。广义定义既包括 toC 模式，客户为学生、家长、老师等 C 端用户；也包括 toB 模式教育信息化，客户为教育局/厅等。狭义定义和本篇报告主要探讨 toC 模式在线教育。在线化、移动化、智能化是教育产业未来最重要的发展趋势之一。

发展规律：“教育+互联网”，而不是“互联网+教育”。（1）规律一：“教育+互联网”融合而不是颠覆，在线教育和线下培训是互补而不是互斥。由于教育的本质是服务，在“老师-场景-学生”的链条中，大部分的在线教育模式缺乏合适的学习场景，未来主流仍将是线下面授，互联网难以颠覆线下培训机构，线下培训机构通过深度布局在线教育业务之后将具备极强的竞争实力。我们认为未来最大的教育企业大概率是拥有在线教育基因的线下机构。新东方和好未来、中公教育和华图教育等龙头培训机构依托其教研资源和资本力量，在在线教育领域深度布局。（2）规律二：服务和教研至上，流量不等于流水。渠道（流量）仅是在线教育企业做大做强的一个维度，“品牌、运营、教研、渠道”仍然是所有在线教育公司发展的核心要素。（3）规律三：由于极高的试错成本、时间成本和机会成本，且升学就业效果为王，所以免费模式难以为继。（4）规律四：教育行业重度垂直，不具备跨年龄段的范围经济，类淘宝的 C2C 平台很难具备生命力。（5）规律五：在线教育是线下培训的运营映射，一对一规模不经济，班课未来仍是主流。

需求端：升学就业需求、技术创新、政策规范创造千亿需求。驱动力一之升学就业需求：焦虑感和危机感有望驱使庞大中产阶层的教育开支持续提升；驱动力二之技术创新：AI 和大数据等前沿科技将重构教育体验；驱动力三之政策规范：线下培训政策收紧有望驱动在线教育快速发展。艾媒咨询数据，2017 年中国在线教育市场规模达 1917 亿元，2020 年市场规模将达到 3150 亿元。

供给端：细分领域众多，盈利能力困难。我们将在线教育企业分为服务（直播等）、内容（录播、题库等）、工具（拍照搜题、家校互动、O2O）、综合平台（包含服务、内容、工具两者以上）四个类别。（1）直播：班课直播趋势渐起，代表企业为新东方在线和学而思网校等；一对一直播针对个

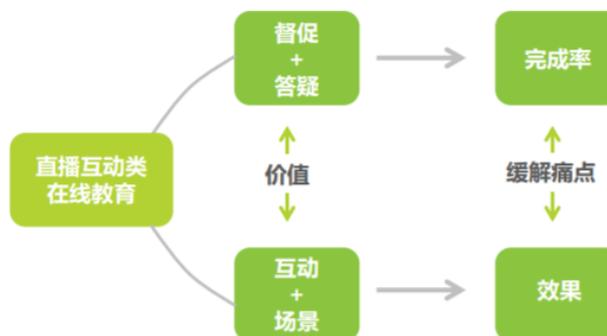
个性化需求，代表企业 VIPKID、掌门一对一等；（2）录播：18 岁+成人在线教育的主流形式，代表企业为正保远程、尚德机构；（3）题库、拍照搜题、在线答疑：代表企业学霸君、猿题库、作业帮等。在线教育上市企业普遍营收快速提升、毛利率逐步改善，但是盈利压力较大。

未来趋势：快速、直播和 AI。（1）趋势一：在线教育将快速历经线下培训 30 年的发展历程，线下领先培训机构能够获得 1~3% 的市场份额，而线上领先的在线教育公司可能能够获得 10%~20% 的市场份额，在线教育公司的天花板可能是同业务线下培训公司的 10 倍。（2）趋势二：教育的本质是服务，直播服务更接近线下培训体验，将是未来最重要产业风口。（3）趋势三之 AI 大数据精准教学：1.0 和 2.0 阶段的教育产业分别以“教师”和“学生”为核心，未来基于大数据对学生进行精准画像，以“效果和效率”标准为学生提供个性化的服务，有望真正做到因材施教。

3.3.2、K12 在线直播是王牌赛道，新东方在线和学而思网校两大龙头平台

K12 在线直播是通过互联网进行教学内容传播，教师和学生实时互动的应用场景。直播互动从体验上更加接近于线下培训，能够最大限度地提升教学内容的影响力，并提高教学效率，将是未来在线教育发展的重要趋势。在直播过程中师生可进行有效的互动，可以随时答疑，与线下学习效果高度相似；在线直播的课程中老师可对学生的学习起到观察和督促的作用，对学习效率和效果的提升有重要意义；直播提供的语言环境和互动场景能够为学生提供沉浸式的学习感受，从而提高学生的专注度和接收程度。

图 22：在线直播优势



资料来源：艾瑞咨询

K12 线上直播培训受益于需求爆发、政策规范，趋势渐起，市场集中度较线下大幅提升，线下培训龙头的线上平台有望成为大体量龙头企业。在三四线城市需求爆发、国家政策抑制线下培训等因素驱动下，K12 在线教育行业趋势渐起。据艾媒咨询统计，2017 年我国 K12 阶段在校生中，在线教育渗透率已达 10.23%，预计 2020 年渗透率将达到 12.60%，K12 阶段的在线教育市场规模将突破千亿元。与线下培训机构不同，在线培训机构由于门槛高、盈利难，市场集中度大幅提升，从业头部机构仅数十家。我们预计未来 K12 在线培训行业也有望诞生大体量的龙头企业，成为在线教育行业最主要的细分领域。我们认为在线下培训龙头的在线平台，包括学而思网校和新东

方在线等，具备较高的品牌知名度，教学质量受到学生家长认可，具备较强资金实力，能够抢占先发优势，最有可能成为 K12 在线教育领域的龙头公司。

图 23: K12 在校生及在线教育覆盖学生数 (单位: 万人)



资料来源: 艾媒咨询预测、光大证券研究所

目前 K12 阶段的在线直播有三种较为主流的模式，分别为大班、一对一和班课。大班模式出现的最早，学而思网校、猿辅导等大班模式的主要倡导者。在线大班一般会配备一名经验丰富的授课教师，或者一名授课教师搭配一名课后辅导教师；同时在线的学生数量通常超过 100 人，在授课过程中学生与教师的互动性较差；此外，大班对网络带宽的要求较高。一对一模式则是一名教师与一名学生通过网络进行一对一的互动，授课过程的互动性好，对学生的学习状况了解程度高，但是对于开课机构的师资要求较高，需要配备多名教师，人力成本高昂，VIPKID、掌门一对一等均采用一对一模式。班课模式则是介于大班和一对一模式之间的模式，也是目前被认为最合理的资源配置：通常每个班级的学生数量在 30 人以内，平衡人力成本和教学效果，互动性适中，目前推行该模式的企业包括东方优播等。

图 24: 新东方在线的线上课程布局



资料来源: 新东方在线官网, 光大证券研究所

表 18: K12 在线培训主流形式及参与企业

模式	学生人数	课时单价	优势	劣势	主要参与企业 (平台)
大班	超过 40 人, 通常在 100 人左右	30 元~50 元/小时	成本低, 价格低	互动性差, 网络带宽要求高	学而思网校、猿辅导、91 好课等、新东方在线
一对一	1	100 元~200 元/小时	互动性好, 针对性强	成本高, 价格高	掌门 1 对 1、学而思网校、

					VIPKID、哒哒英语等
班课	30 人以内	60 元/小时	互动性适中，成本适中，价格适中	学生配套设备较多	东方优播

资料来源：搜狐教育、各公司官网、光大证券研究所

新东方在线 K12 在线直播平台东方优播拥有宏大成长空间。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。

好未来在线教育平台学而思网校，专攻大班直播错位开拓低线城市业务。学而思网校主要做 K12 在线直播业务，既是线下班课业务的补充，又可以迅速复制到三四线城市。把在一二线城市发展的比较成熟的教育模式通过互联网直播输送到三四五线城市。目前学而思网校的直播课为大班直播，不受上课人数的限制；新东方在线选择小班直播形式，每次直播授课学生人数在 20~30 人。在线大班直播最大的优点就是规模经济，小班直播则可以最大程度的专注学生提供个性化辅导。

表 19：新东方和好未来在 K12 直播领域采用不同的打法

项目	新东方乐播课（20~30 人小班）	学而思在线大班课
缺点	高质量教师需求数量大； 线下服务点店长需求数量大； 运营重服务重管理； 成本高价格贵； 规模不经济。	课程内容有效性； 异地课程针对性低； 互动不足； 个性化难以保证； 授课教师课后服务少； 招新方式主要靠广告流量； 学生管理难度大。
优点	多方互动； 个性化可以保证； 根据城市开始针对性课程； 双向互动直播； 重课后服务重成绩落实； 以城市为据点建立线下服务中心，增强信任感和降低招生成本； 单一城市突破，利于口碑爆发。	对教师人数的需求不是特别大； 不需要线下服务点支撑； 成本价格较低； 规模经济；

资料来源：公司官网，光大证券研究所。

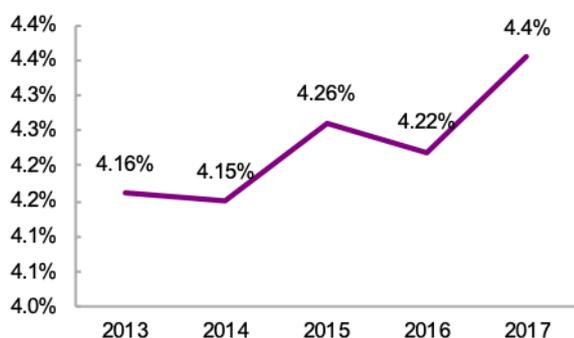
3.4、教育信息化：三全两高一，重点推荐视源股份

教育信息化行业具体观点请见我们于 2018 年 6 月 7 日外发 50 页深度报告《教育信息化：国家意志，智慧生态——教育行业跨市场深度研究报告之五》。

政策趋势“深化应用，融合创新”。教育信息化以信息技术手段促进教育公平，教育信息化 2.0 时代着力构建智慧生态。《教育信息化 2.0 行动计划》中，教育信息化的核心目标已从“三通两平台”升级为实现“三全两高一”，致力实现智慧教育生态。（1）三全：教学应用覆盖全体教师、学习应用覆盖全体适龄学生、数字校园建设覆盖全部学校。（2）两高：着力提高信息技术应用水平，着力提高广大师生信息素养。（3）一大：建设“互联网+教育”大平台。教育信息化产业链包含电信运营商、产品供应商、系统集成商（渠道商）、政府、使用者（学校、家长、学生等）五个环节。

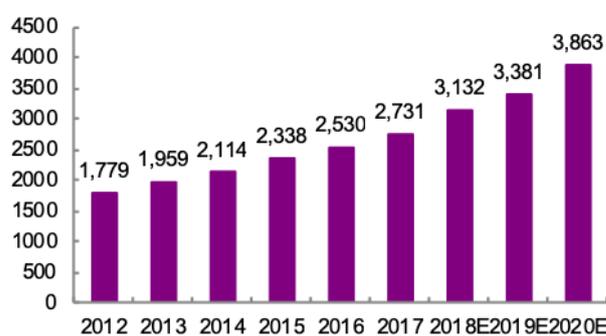
行业需求和供给：政策红利、科技进步和制度完善三大动力催生海量市场。（1）需求端：国家财政性教育经费占 GDP 比重已从 2005 年的 2.82% 提升至 2017 年 4.4%；教育信息化的经费投入占比也从 2009 年 4% 增长至 2017 年 8%。预计 2020 年 B 端财政预算投入约 3900 亿元，C 端市场空间 2200 亿元。B 端市场中，K12、幼教和高校教育信息化经费投入占比分别约 76%、18% 和 6%。（2）供给端：教育信息化行业厂商众多，2014-2017 年，教育信息化收入规模呈持续上升趋势，年均复合增长率高达 71%。随着教育信息化进入生态构建时代，企业全面布局硬件、软件和解决方案，目前国内教育信息化从业企业收入前 5 名的分别是视源股份（002841.SZ）、网龙（0777.HK）、科大讯飞（002230.SZ）、立思辰（300010.SZ）、全通教育（300359.SZ）。

图 25：中国财政性教育支出及占 GDP 比重



资料来源：中国统计年鉴，光大证券研究所整理

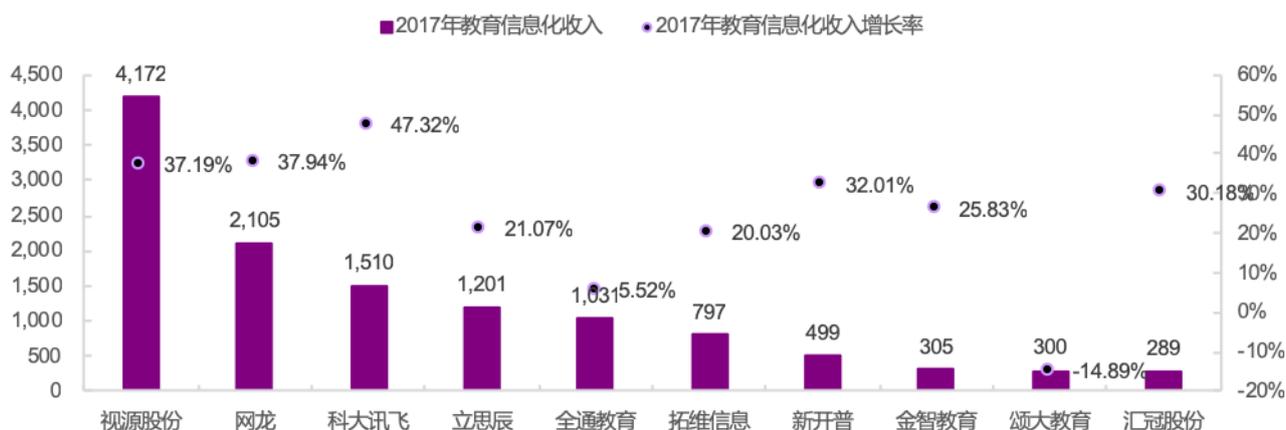
图 26：中国教育信息化投入资金估算（亿元）



资料来源：国家中长期教育改革和发展规划纲要，光大证券研究所整理估算

产品布局和渠道网络：目前教育信息化产品布局以“三通两平台”为核心，不同教育阶段的教育信息化建设侧重点不同：（1）K12 教育阶段拥有 24 万所学校、1040 万名教师、1.69 亿名中小學生，以应试教育为纲，以提升教学效果为目标，是最重要的教育信息化需求来源；（2）高教阶段拥有 2596 所高校、160 万名教师、2894 万名学生，致力于实现资源共享和业务流程优化；（3）幼教阶段拥有机构 23.98 万所，250 万名教师，4414 万名学生，信息化建设聚焦寓教于乐，注重展示互动。由于目前 K12 信息化中 toB 业务为主流，以政府招投标为主，因此以区县为单位建设渠道网络，成为产品推广的关键，龙头企业多采用代理合作的模式迅速实现大规模区域覆盖，高教、幼教信息化产品推广更为市场化。

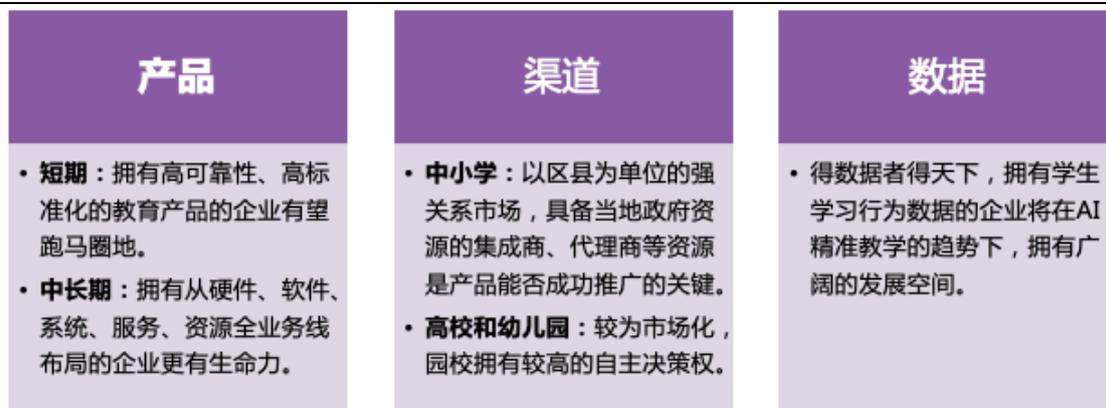
图 27：2017 年教育信息化公司营业收入 Top10（单位：百万元）



资料来源：Wind、光大证券研究所

行业增长动力及公司成长路径：信息化需求全方位升级及以终端为入口的智慧教育生态构建。行业增长动力主要来自信息化需求的全方位升级：（1）终端设备的升级迭代、（2）数据分析服务的深度推进、（3）开放平台+优质内容的生态构建、（4）人工智能等新兴技术拓展应用领域、（5）双师课堂等新模式的兴起。公司成长路径主要围绕以终端为入口的智慧教育生态构建：（1）硬软件融合发展、（2）优质内容收费、（3）B 端覆盖带动 C 端收入、（4）数据挖掘与个性化推荐、（5）资本红利及并购扩张。

图 28：教育信息化企业三维框架：产品、渠道、数据



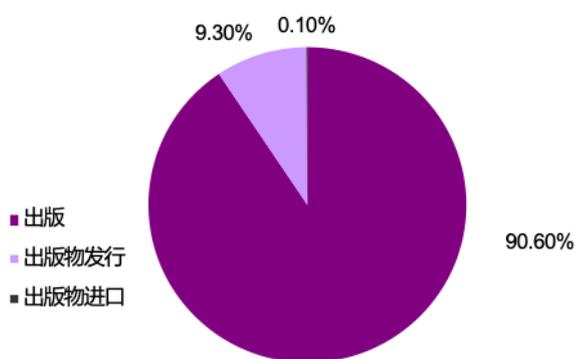
资料来源：艾媒咨询、国家统计局，光大证券研究所

教育信息化行业重点推荐视源股份 (002841.SZ)。（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。

3.5、出版行业：政策支持，群雄割据

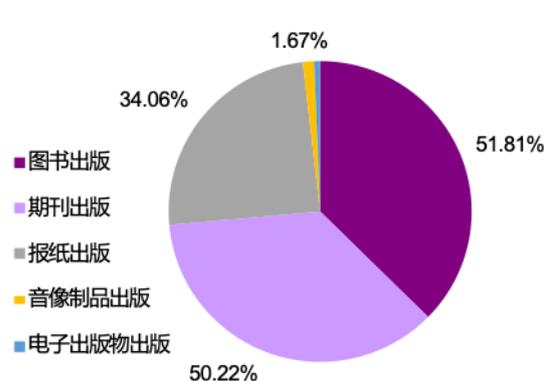
2017年出版市场约1700亿元：图书出版营收占比最高，电子出版物出版增速最快。根据《2017年新闻出版产业分析报告》数据，2017年我国出版发行行业总规模共4963亿元（扣除印刷复刻），其中出版物发行4496亿元，占比90.60%。在出版市场中，图书类出版物占比最高，2017年营业收入达879.60亿元(YoY+5.68%)，利润总额137.5亿元(YoY+2.4%)，2010-2017年行业复合增速为7.3%。电子出版物2017年营收14.95亿元(YoY+13.29%)，增速最快。2017年期刊出版营业收入196.54亿元(YoY+1.46%)，报纸出版营业收入578.25亿元(YoY-0.04%)，报刊杂志由于受新媒体冲击明显，行业规模呈现下滑趋势。

图 29：2017 年出版发行行业规模占比情况



资料来源：《2017年新闻出版产业分析报告》，光大证券研究所整理

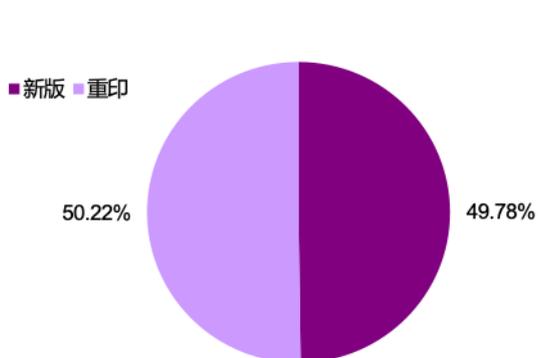
图 30：2017 年出版市场各类出版营收占比情况



资料来源：《2017年新闻出版产业分析报告》，光大证券研究所整理

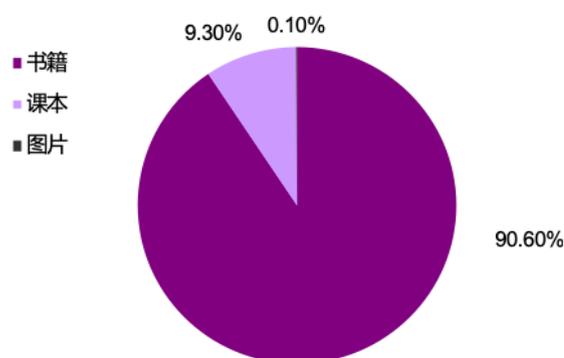
图书出版新版与重印数量近1:1，新版书籍占比近91%。从数量上看，2017年全国共出版新版图书25.5万种，重印图书25.7万种，占比接近1:1。从种类上看，图书主要包括书籍（大众类图书）、课本（主要为教材和教辅等）和图片3类。2017年，全国出版新版书籍23.1万种(YoY-1.6%)，占新版图书品种的90.6%，提高1.1pcts；新版课本2.4万种(YoY-13.0%)，占比9.3%，降低1.1pcts；新版图片157种(YoY-23.4%)，占比0.1%。

图 31：2017 年新版与重印图书出版占比



资料来源：《2017年新闻出版产业分析报告》，光大证券研究所整理

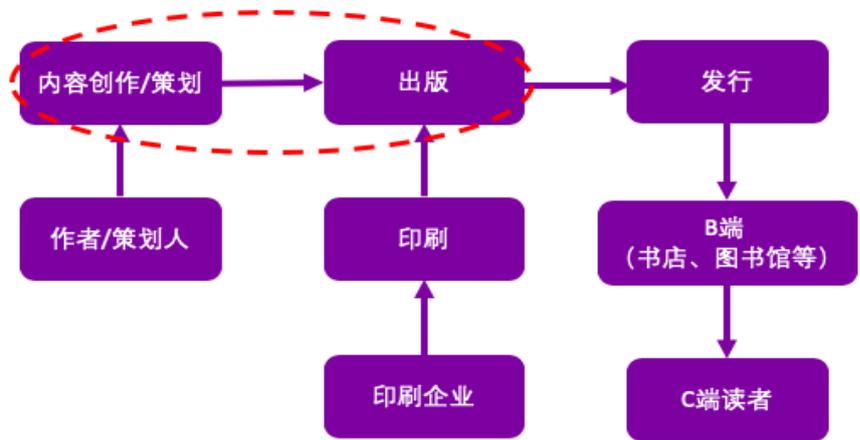
图 32：2017 年新版图书品种结构



资料来源：《2017年新闻出版产业分析报告》，光大证券研究所整理

内容和出版是产业链核心环节。从产业链来看，出版行业可分成上游的内容创作和策划，中游图书出版到下游渠道发行。其中内容创作和出版是整个产业链条的核心，直接带动印刷、物资供应和出版物发行三个环节。

图 33：出版行业产业链



资料来源：光大证券研究所绘制

出版传媒企业上市步伐加快，出版核心主业地位更趋稳固。2017年，中国科传、中国出版、新经典等6家出版传媒企业相继上市，为近年来最多。截至2018年12月13日，A股17家出版类公司中，除新经典和世纪天鸿两家民营书商外，其余公司均为国有控股企业。根据《2017年新闻出版产业分析报告》披露，2017年出版、发行、印刷业务收入在各出版公司营业收入中合计所占比重平均为65.9%，同口径提高3.0pcts，编印发核心主业地位更趋稳固。

表 20：A股17家出版类公司信息情况

公司简称	股票代码	上市时间	类型	实控人	第一大股东	持股比例	市值 (亿元)
中南传媒	601098.SH	2010年10月28日	省级	湖南省人民政府	湖南出版投资控股集团有限公司	61.46%	220
凤凰传媒	601928.SH	2011年11月30日	省级	江苏省人民政府	江苏凤凰出版传媒集团有限公司	46.08%	197
中文传媒	600373.SH	2010年10月12日 借壳	省级	江西省人民政府	江西省出版集团公司	54.83%	176
山东出版	601019.SH	2017年11月22日	省级	山东出版集团有限公司	山东出版集团有限公司	76.81%	158
皖新传媒	601801.SH	2010年	省级	安徽省人民政府	安徽新华发行(集团)控股有限公司	54.95%	132
新华文轩	601811.SH	2016年8月8日	省级	四川省人民政府国有资产监督管理委员会	四川新华发行集团有限公司	49.11%	119
中国出版	601949.SH	2017年8月21日	国家级	中华人民共和国国务院	中国出版集团公司	76.05%	83
长江传媒	600757.SH	2011年12月29日 借壳	省级	湖北省国有文化资产监督管理与产业发展领导小组办公室	湖北长江出版传媒集团有限公司	56.46%	80
新经典	603096.SH	2017年4月25日	民营	陈李平, 陈明俊	陈明俊	52.90%	78
中原传媒	000719.SZ	2011年12月2日 借壳	省级	河南省人民政府	中原出版传媒投资控股集团有限公司	77.13%	78

南方传媒	601900.SH	2016年2月15日	国有	广东省人民政府	广东省出版集团有限公司	69.96%	74
中国科传	601858.SH	2017年1月8日	国家级	中国科学院控股有限公司	中国科技出版传媒集团有限公司	73.66%	71
城市传媒	600229.SH	2015年9月3日借壳	市级	青岛市财政局	青岛出版集团有限公司	53.30%	49
新华传媒	600825.SH	2006年10月17日借壳	省级	上海市人民政府国有资产监督管理委员会	上海新华集团发行有限公司	28.00%	48
时代出版	600551.SH	2015年9月3日借壳	省级	安徽省人民政府	安徽出版集团有限责任公司	58.45%	42
出版传媒	601999.SH	2007年12月21日	省级	辽宁省人民政府国有资产监督管理委员会	辽宁出版集团有限公司	67.52%	29
世纪天鸿	300654.SZ	2017年9月26日	民营	任志鸿	北京志鸿教育投资有限公司	46.71%	19

资料来源: wind, 光大证券研究所整理 注: 市值统计时间为2018年12月14日

出版行业受国家政策支持。出版行业分省份竞争比较稳定, 一般每个省份会有一个出版公司。国家政策利好出版行业发展。近年来, 支持出版发行行业发展的政策不断出台。2018年1-9月, 财政部、税务总局相继出台延续出版行业增值税优惠的政策及提高出口退税率的政策, 支持行业在国内做大做强并走向国门。

表 21: 2016-2018 年出版行业相关政策

时间	发布单位	政策	关键内容
2018年9月	财政部、税务总局	《关于提高机电、文化等产品出口退税率的通知》	自2018年9月15日起, 将文化产品增值税出口退税率提高至16%
2018年6月	财政部、税务总局	《关于延续宣传文化增值税优惠政策的通知》	自2018年1月1日起至2020年12月31日, 对大部分出版物在出版环节执行增值税100%先征后退的政策, 部分出版物在出版环节实行增值税先征后退50%的政策; 图书批发、零售环节免征增值税。
2017年1月	中共中央办公厅、国务院办公厅	《关于促进移动互联网健康有序发展的意见》	大力推动传统媒体与移动新媒体深度融合, 加快布局移动互联网阵地建设, 建成一批具有强大实力和传播力、公信力、影响力的新型媒体集团等。
2016年12月	国家新闻出版广电总局发布	《全民阅读“十三五”时期发展规划》	明确了全民阅读工作的指导思想、基本原则和主要目标, 明确“十三五”时期的重点任务及时间表、路线图等, 以进一步推动全民阅读工作常态化、规范化, 共同建设书香社会。
2016年10月	国家新闻出版广电总局	《关于加快新闻出版业实验室建设的指导意见》	“十三五”期间, 新闻出版业需要加快实验室建设, 以发挥科技的支撑与引导作用, 加强科技研发、标准研制、技术应用、人才培养、模式创新, 加快新闻出版业转型升级, 促进传统媒体与新兴媒体、传统出版与新兴出版的融合发展, 推动新闻出版业拓展新业务、建立新业态、产生新效能。
2016年6月	中宣部、总局、国家发展改革委、教育部等11部门	《关于支持实体书店发展的指导意见》	到2020年, 要基本建立以大城市为中心、中小城市相配套、乡镇网点为延伸、贯通城乡的实体书店建设体系, 形成大型书城、连锁书店、中小特色书店及社区便民书店、农村书店、校园书店等合理布局、协调发展的良性格局。
2016年5月	国家新闻出版广电总局	《“十三五”国家重点图书、音像、电子出版物出版规划》	对“十三五”国家重点图书、音像、电子出版物出版工作提出要求。“十三五”重点出版物出版规划总体规模为3000种左右, 首次遴选的项目共2171种。

资料来源: 部门官网, 光大证券研究所

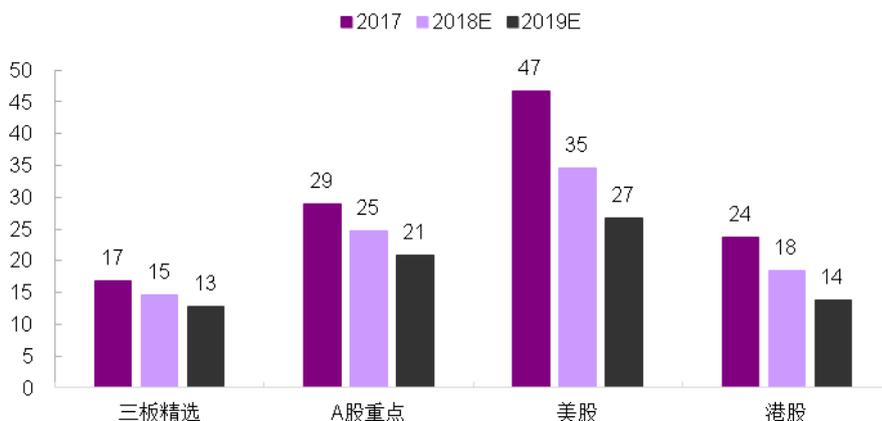
4、教育行业评级分析和投资策略

4.1、估值分析

估值梳理。截至 2019 年 1 月 2 日，各市场估值情况如下：

- 1、A 股教育：重点公司 2018/2019 年 PE 为 25X/21X；
- 2、港股教育：重点公司 2018/2019 年 PE 为 18X/14X；
- 3、美股教育：重点公司 FY2018/FY2019 年 PE 为 35X/27X；

图 34：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 2019 年 1 月 2 日收盘价；（2）采用 Wind 一致预期

4.2、投资建议：聚焦龙头，兼顾成长

投资建议。我们维持教育行业的投资观点“聚焦龙头，兼顾成长”。

（1）龙头主线核心推荐职业培训龙头中公教育/亚夏汽车（002607.SZ）、重点推荐早教龙头三垒股份/美吉姆教育（002621.SZ）、教育信息化龙头视源股份（002841.SZ），建议关注在线教育龙头新东方在线（H00947.HK）以及技能职业教育培训龙头中国东方教育（H01072.HK）上市后的投资机会；

（2）成长主线：推荐百洋股份、昂立教育、科斯伍德、三盛教育、开元股份、盛通股份等，建议关注佳发教育。

表 22：A 股教育行业重点公司列表

行业	公司简称	股票代码	市值		EPS (元)				PE (X)			
			(亿元)	(元)	2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
培训	亚夏汽车	002607.SZ	60	7.33	0.01	0.17	0.24	0.31	733	43	31	24
培训	三垒股份	002621.SZ	60	17.37	0.05	0.11	0.56	0.64	N/A	N/A	31	27
信息化	视源股份	002841.SZ	367	55.94	1.06	1.47	1.99	2.62	53	38	28	21
培训	百洋股份	002696.SZ	35	8.91	0.29	0.54	0.67	0.82	31	17	13	11
培训	新南洋	600661.SH	55	19.29	N/A	0.51	0.67	0.87	N/A	38	29	22
其他	科斯伍德	300192.SZ	21	8.62	0.02	0.52	0.44	0.54	N/A	17	20	16

信息化	三盛教育	300282.SZ	30	11.88	0.09	0.58	0.60	0.64	132	20	20	19
培训	开元股份	300338.SZ	24	6.95	0.47	0.53	0.71	0.88	15	13	10	8
培训	盛通股份	002599.SZ	31	9.53	0.29	0.48	0.65	0.79	33	20	15	12
信息化	全通教育	300359.SZ	38	5.93	0.1	N/A	N/A	N/A	59	N/A	N/A	N/A
培训	文化长城	300089.SZ	25	5.27	0.13	0.46	0.55	0.63	41	11	10	8
学校	凯文教育	002659.SZ	39	7.91	0.05	0.06	0.29	0.55	N/A	N/A	27	14
信息化	拓维信息	002261.SZ	47	4.28	0.06	N/A	N/A	N/A	71	N/A	N/A	N/A
信息化	佳发教育	300559.SZ	50	35.73	1.02	1.4	1.81	2.27	35	26	20	16
学校	威创股份	002308.SZ	41	4.45	0.22	0.27	0.32	0.38	20	16	14	12
学校	秀强股份	300160.SZ	20	3.41	0.19	N/A	N/A	N/A	18	N/A	N/A	N/A
培训	创业黑马	300688.SZ	27	39.40	0.83	0.77	0.88	0.97	47	51	45	41
其它	科锐国际	300662.SZ	47	26.30	0.47	0.62	0.83	1.06	56	42	32	25
培训	东方时尚	603377.SH	81	13.74	0.52	N/A	N/A	N/A	26	N/A	N/A	N/A
培训	世纪鼎利	300050.SZ	34	6.15	0.02	0.52	0.44	0.54	308	12	14	11
信息化	新开普	300248.SZ	32	6.74	0.56	0.48	0.59	0.71	12	14	11	9
平均									37	29	25	21

资料来源: Wind, 光大证券研究所注: (1) 股价为 2019 年 1 月 2 日收盘价; (2) 视源股份、百洋股份、盛通股份、开元股份、三盛教育、亚夏汽车、凯文教育、科斯伍德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。

表 23: 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	187	9.27	12	513	767	980	1121	36	24	19	17
成实外教育	1565.HK	120	3.90	12	367	432	576	758	33	28	21	16
枫叶教育	1317.HK	96	3.22	8	487	594	793	1015	21	17	13	10
宇华教育	6169.HK	98	3.01	8	372	528	706	810	27	19	14	12
希望教育	1765.HK	53	0.80	12	253	329	592	766	22	17	9	7
睿见教育	6068.HK	59	2.90	8	237	357	469	592	24	16	12	10
网龙	0777.HK	69	12.98	12	-25	215	355	451	N/A	30	18	14
新高教集团	2001.HK	51	3.55	12	212	375	483	608	23	13	10	8
民生教育	1569.HK	52	1.29	12	311	389	476	531	17	13	11	10
中国新华教育	2779.HK	32	2.00	12	206	264	315	369	14	11	9	8
天立教育	1773.HK	27	1.31	12	157	219	311	447	19	13	9	6
博骏教育	1758.HK	16	1.94	12	42	N/A	N/A	N/A	35	N/A	N/A	N/A
21 世纪教育	1598.HK	11	0.91	12	54	N/A	N/A	N/A	20	N/A	N/A	N/A
中国网络信息科技	8055.HK	9	0.24	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									24	18	13	11

资料来源: Wind, 光大证券研究所注: (1) 股价为 2019 年 1 月 2 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 24: 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	87	54.81	5	274	296	300	32	29	29
好未来	TAL.N	151	26.68	2	117	198	275	129	76	55
达内科技	TEDU.O	3	6.30	12	42	54	70	8	6	5
博实乐	BEDU.N	12	9.21	8	26	44	66	45	27	18
海亮教育	HLG.O	13	50.00	6	25	N/A	N/A	52	N/A	N/A
正保远程教育	DL.N	2	6.70	9	15	N/A	N/A	15	N/A	N/A
瑞思学科英语	REDU.O	4	7.96	12	-7	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
精锐教育	ONE.N	13	7.80	12	N/A	N/A	65	N/A	N/A	20
朴新教育	NEW.N	5	5.91	12	N/A	N/A	76	N/A	N/A	6
平均								47	35	27

资料来源：Wind，光大证券研究所注：(1) 股价为 2019 年 1 月 2 日收盘价；(2) 公司业绩预测采用 Bloomberg 一致预期，(2) 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。

5、风险因素

行业风险：

(1) 教育政策风险：教育行业相关政策在鼓励民办教育产业的基础上，以“公益属性”为主要方向，“遏制过度逐利和纯粹逐利”被反复重申。从规范层级来说，义务教育阶段（小学和初中）不得设立为营利性，但是幼儿园、高中、大学、大专等可以选择转设为营利性。目前民办幼儿园的整体盈利能力和资产证券化路径已受到国家严格规范，未来国家是否会出台相关政策限制其它年龄段学校（中小学/高教等）的盈利能力和资产证券化路径，我们将保持持续跟踪。

(2) 教育经费不足的风险：2017 年中央财政教育经费增长 5%，西藏、河南、云南教育经费分别增长 23%、16%、14%。华北地区增长乏力，东北地区出现负增长。黑龙江下滑 1%，内蒙古、吉林、辽宁、山西增幅不足 3%。随着东北地区经济增长乏力持续，未来相关地区可能会出现教育经费不足的风险。

公司风险：

(1) 教研能力下降的风险：教师、课程及教程研发都与教育质量息息相关，教研团队核心人员的变动，会对教育机构的服务质量、口碑产生一定影响。

(2) 核心技术及人员流失的风险：教师、课程及教程研发都与教育质量息息相关，这些核心人员的变动，会对教育机构的服务质量、口碑产生一定影响。

6、重点公司介绍

6.1、亚夏汽车（002607.SZ）：中公借壳获有条件过会，A股龙头扬帆起航

亚夏汽车于2018年11月3日发布公告：重大资产置换及发行股份购买资产事项获得中国证监会上市公司并购重组审核委员会有条件通过。

交易方案分为三大部分：（1）重大资产置换：上市公司亚夏汽车拟将除保留资产以外的全部资产与负债作为置出资产，与中公教育等值部分进行资产置换。（2）发行股份购买资产：拟置入资产中公教育最终作价185.0亿元，拟置出资产最终作价13.5亿元，两者差额为171.5亿元。上市公司发行股份购买资产的发行价为3.68元/股，拟发行股份约46.6亿股。（3）股份转让：上市公司控股股东亚夏实业向中公合伙和李永新分别转让其持有的8000万股和7270万股亚夏汽车股票。中公教育承诺2018-2020年扣非归母净利润分别不低于9.3、13.0和16.5亿元，185亿元对价对应2018-2020年P/E为20x、14x和11x，对应38.8亿元的3年合计利润P/E为4.8x。

中公教育是国内职业培训龙头企业。中公教育是国内领先的非学历职业教育培训服务提供商，主要领域包括公务员、事业单位、教师等。截至2018年4月30日，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%。中公教育2017年面授和线上的培训人次分别为88.24和58.36万人次。公司2017年线下培训业务中，公务员实现20.7亿元收入、事业单位5.7亿元、教师6.7亿元、其它4.4亿元；线上培训实现2.8亿元收入。

盈利预测。我们预测中公教育18-20年的收入为64.81、90.70、115.15亿元。考虑到中公教育2018年上半年收入约24亿元，是2017年全年40亿元收入的60%，基于此我们认为2018全年将超额完成业绩承诺，我们维持中公18-20年的收入预测为65.98、93.69、118.94亿元，净利润预测为9.46、13.31、16.85亿元，EPS预测分别为0.17、0.24、0.31元。当前股价7.33元/股和考虑股本增厚，对应2018-2020年P/E约为43x、31x和24x，维持亚夏汽车（中公教育）“买入”评级。

风险提示。借壳失败的风险、无法完成业绩承诺的风险等。

表 25：中公教育/亚夏汽车估值情况

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6,561	6,664	6,598	9,369	11,894
营业收入增长率 YoY	25.67%	1.58%	-1.00%	42.00%	26.95%
净利润(百万元)	66	73	946	1,331	1,685
净利润增长率 YoY	336.34%	11.51%	1187.44%	40.72%	26.59%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.01	0.01	0.17	0.24	0.31
PE	733	733	43	31	24

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年1月2日

6.2、三垒股份（002621.SZ）：完成并购美杰姆，早教龙头登陆 A 股

三垒股份并购美杰姆于 2018 年 12 月 7 日正式完成，早教龙头登陆 A 股。美杰姆通过全国范围内的早教中心为广大婴幼儿提供专业的早教课程内容及授课服务。美杰姆教育承诺 2018~2020 年净利润分别不低于 1.80、2.38 和 2.90 亿元。截至 2018 年 6 月 30 日，美杰姆教育签约的早教中心总数达 398 家，由于规范性等原因，本次交易方案仅包括加盟业务和北京/沈阳 2 家直营中心。

早教中心龙头美杰姆教育。美杰姆的课程体系包括：欢动课 My Gym、艺术课 My Art 和音乐课 My Music 三种课程，美杰姆 60/80/90 节课包收费约 1.5/2.0/2.3 万元，会员人数超过数十万人。目前美杰姆主要通过“加盟为主，直营为辅”方式开展早教业务，目前主要收入及利润来源于加盟业务。美杰姆营业收入包含授权加盟费收入、权益金及推广基金收入、产品销售收入、直营中心售课收入、以及向加盟中心提供运营支持等其他业务收入。美杰姆教育 2017 年的收入为 2.17 亿元，净利润为 8509 万元；我们预计 2018-2020 年收入预计为 3.77、4.78 和 5.83 亿元。

参照单店模型的论述，我们测算截止 2018 年 6 月 30 日美杰姆全国 389 家门店理论的满员人数和财务数据。目前一线城市有 70 个门店，满班总人数 6.3 万人，总收入 8.6 亿元，净利润 3.2 亿元；二线城市有 207 个门店，满班总人数 14.5 万人，总收入 14.8 亿元，净利润 3.9 亿元；三线城市有 112 个门店，满班总人数 6.7 万人，总收入 5.5 亿元，净利润 1.7 亿元。全国门店满班人数理论为 28 万人，收入 29 亿元，净利润 8.8 亿元。

盈利预测和投资评级。我们维持三垒股份 2018~2020 年归母净利润预测为 0.37、1.93、2.21 亿元，对应 2018~2020 年 EPS 为 0.11、0.56 和 0.64 元，目前股价对应 2019-2020 年 P/E 为 31x 和 27x。我们维持公司“买入”评级。

风险提示：业绩承诺能否完成的风险、教育政策变化风险等。

表 26：三垒股份估值情况

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	67	177	587	713	844
营业收入增长率	-50.95%	165.17%	231.50%	21.47%	18.37%
净利润（百万元）	10	18	37	193	221
净利润增长率	-81.81%	82.68%	101.59%	422.61%	14.35%
EPS（元）	0.03	0.05	0.11	0.56	0.64
P/E	579	347	158	31	27

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 1 月 2 日

6.3、视源股份（002841.SZ）：源远流深，傲视天下

智能显示交互行业的“海康威视”。智能交互显示行业潜在市场空间近万亿，公司依托于液晶显示板卡的技术积淀，业务向教育、会议、汽车、智能家居、医疗延伸，目前已是液晶显示主控板卡全球市占率第一、教育平板全国市占率第一的龙头公司。

教育交互智能平板业务：希沃领军国内市场。公司希沃教育平板累积出货量已达 80 万台，应用场景由教室延伸至校园、从教育平板延伸至整体解决方案，目前产品已包括班牌/希沃信鸽/班级优化大师/电子书包/校园信息化系统等。AI 赋能的智慧学习趋势下，得数据者得天下，视源股份的业务空间将从百亿元延伸至千亿元。我们预计公司 2018 年教育业务收入 60 亿元，未来 3 年 CAGR 约 30%。

会议交互智能平板业务：MAXHUB 销量呈现爆发式增长。会议平板 MAXHUB 性价比高，短期设备销售收入将实现爆发式增长；长期公司将以 MAXHUB 为终端入口，布局应用软件、信息系统在内的企业服务生态。我们预计公司 2018 会议业务收入为 9.5 亿元，未来 3 年 CAGR 约 100%。

液晶电视显示主控板卡业务：行业地位持续领先，智能电视板卡收入占比提升。公司液晶显示主控板卡业务的行业地位持续领先，2017 年智能电视板卡出货量占比已提升至 15%，由于智能电视显示板卡的单价约为非智能板卡的 2-3 倍，显著带动公司的液晶显示主控板卡业务收入。

投资建议：我们维持 2018~2020 年收入为 141.93、181.24 和 220.90 亿元，归母净利润预测为 9.60、12.95 和 17.03 亿元，对应 EPS 为 1.47、1.99 和 2.62 元，维持“买入”评级。

风险提示：液晶显示板卡收入下降、交互智能平板拓展不及预期、汇率波动

表 27：视源股份估值情况

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	8,237.94	10,867.61	14,193.10	18,124.58	22,090.24
营业收入增长率	37.39%	31.92%	30.60%	27.70%	21.88%
净利润（百万元）	741.96	691.08	960.41	1,295.47	1,703.29
净利润增长率	109.32%	-6.86%	38.97%	34.89%	31.48%
EPS（元）	1.14	1.06	1.47	1.99	2.62
P/E	49	53	38	28	21
P/B	30.7	15.3	11.6	9.1	7.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 1 月 2 日

6.4、新东方在线（H00947.HK）：新东方集团旗下在线教育供应商

新东方在线：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%）。

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。

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。

风险因素：知识产权受到侵害的风险、核心技术及人员流失的风险。

表 28：新东方在线盈利情况

指标	2016	2017
收入(百万元)	334.21	446.22
YoY	N/A	33.52%
净利润(百万元)	59.66	94.27
YoY	N/A	57.78%

资料来源：Wind，光大证券研究所

6.5、百洋股份（002696.SZ）：火星楷魔协同，深度布局职教

职教业务占比持续提升，火星时代内生外延增厚业绩。截至 2018 年 6 月 30 日，火星时代在全国 13 个城市设立了 15 个线下教学中心，未来三年线下校区将增至 20+ 个，预计公司 18-19 年培训学生数为 2.79 万人、2.93 万人。火星时代于 2017 年 12 月将 15 门课程的客单价平均提价 16%，上调之后生均客单价为 4600-4700 元/月、约 2.3 万元/年。火星时代未来将借助资本平台围绕艺术教育领域横向扩张火星原有业务体系，积极并购整合 IT 教育、青少年数字艺术教育；纵向延伸 STEAM、艺术留学和游学等领域，内生+外延将驱动火星时代业绩稳健增长。

火星时代与楷魔视觉业务协同，深度布局职教领域。2018 年 6 月公司通过火星时代现金收购楷魔视觉 80% 股权，交易对价 3.41 亿元，楷魔视觉承诺 2018-2020 年净利润分别不低于 3,600 万元、4,860 万元、6,561 万元。2018 年 7 月 10 日，楷魔受让百洋股份控股股东 790 万股股份，占百洋股份总股本 2%，总价款 1.03 亿元。楷魔视觉主营业务为影视特效制作，业务链覆盖影视特效全流程，2017 年收入为 5,765 万元，净利润为 2,061 万元。截至 6 月 26 日，楷魔视觉 2018 年已签订的制作项目有 12 个，项目合同总金额约 1.1 亿元。未来楷魔视觉将和火星时代在人才培养、培训内容、品牌宣传、行业资源 4 个方面形成良好的业务协同效应，百洋股份并购楷魔视觉后，将持续深度布局职教领域，增厚公司业绩。

政策红利推动校企合作、产教融合，百洋股份探索业务增长点。2018 年 2 月 5 日，《职业学校校企合作促进办法》正式发布。《办法》侧重国家发改委、工信部等部门共同深化校企合作的具体举措，与《关于深化产教融合的若干意见》一起，两个文件共同把产教融合、校企合作引向深入的政策“组合拳”。百洋股份本次合作办学利用火星时代现有的课程体系以及师资力量，与广西信息职业技术学院共同探索校企合作办学的新模式，有利于充分发挥企校双方的资源优势，增加公司新的收入及利润增长点。

估值分析。我们维持百洋股份 18~20 年净利润预测为 2.14 亿元、2.63 亿元、3.23 亿元，对应 18~20 年 EPS 预测为 0.54、0.67、0.82 元，净利润 3 年 CAGR 约为 15%。目前公司股价对应 18/19/20 年 P/E 为 17x、13x 和 11x。我们维持百洋股份目标价 15.00 元，维持“买入”评级。

风险提示：收购整合风险、教育行业监管和产业政策变化风险等。

表 29：百洋股份估值情况

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	2,069	2,394	2,995	3,334	3,618
营业收入增长率	10.99%	15.74%	25.10%	11.31%	8.51%
净利润（百万元）	59	113	214	263	323
净利润增长率	3.81%	91.04%	88.83%	23.14%	22.84%
EPS（元）	0.15	0.29	0.54	0.67	0.82
P/E	59	31	17	13	11

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 1 月 2 日

6.6、昂立教育（600661.SH）：持续剥离非教培业务，深度布局教培领域

中金系持续增持成第一大股东，交大产业集团仍为实控人。截至 2018 年 12 月 13 日，中金集团及其一致行动人多次增持后合计持有公司 6500 万股股份（22.68%），已超过交大产业集团及其一致行动人（22.65%），成为公司第一大股东。由于本次权益不触及要约收购，交大产业集团仍为公司控股股东及实控人。

加大对非教培产业的整顿剥离，深度布局教培领域。2014 年 7 月，公司完成对昂立教育的重大资产重组，昂立教育成为公司全资子公司。2018 年 11 月 2 日，证券简称由“新南洋”变更为“昂立教育”。目前公司主营业务为教育培训，深度布局四大领域（K12 教育、职业教育、国际教育和幼儿教育）。2018H1，公司实现营业收入 9.63 亿元（YoY+21%），归母净利润为 4,751 万元（YoY+12%）。教育培训实现营业收入 8.34 亿元（YoY+23%），占公司营业收入比例 86.63%，持续保持良好的增长态势。

K12 教育业务：校区全国范围稳步扩张，探索高端少儿美语项目。K12 教育业务旗下有昂立外语、智立方、上海少儿、STEM 等优势品牌。2018H1，K12 教育业务实现营业收入 7.26 亿元（YoY+26%），归母净利润 4437 万元（+10%）。截至 2018 年 8 月，昂立教育成功拓展新校 27 所、扩校 7 所，总校区已达 199 所。公司与韩国 CDL 公司开展深度长期战略合作，收购韩国 CDL 部分股权，并与其成立合资公司在国内运营高端少儿美语项目。

职业教育、国际教育和幼儿教育业务均推进顺利。（1）2018H1，职业教育业务实现营业收入 1.01 亿元。在非学历培训方面，党政干部、游戏动漫、金融与管理等培训业务实现快速增长。同时积极拓展新的增长点，目前已与河南新乡、山东滨州两所职业技术学院合作办学，与山东深泉学院签署战略合作协议。（2）国际教育事业部顺利推进奉浦及湖州两个现代教育示范园区校区工作，义乌、南京红太阳教育小镇项目分别进入立项收尾和实质立项阶段。（3）幼儿教育事业部已完成重庆、济南和上海子公司的设立，新设“昂立润萌”和“绿杉谷”两个高端托育早教中心品牌，目前在建 1 所幼儿园、2 所托育早教中心，筹建 1 所托育早教中心。

关键假设。K12 教育方面，昂立的核心竞争力两块，一个是面对中学生班课模式，一个是 1 对 1、1 对 3 和精品学堂。昂立未来的发展重点在 K12，2018H1 增速在 26%，未来三年复合增速有望保持 22~25%。职业教育方面，公司通过协议的方式，将昂立教育是整合资源的大平台，合作职业技术学院，上海交大提供科研、师资的支持，未来稳步推进，我们给予 5%的复合增速。

表 30：昂立教育分业务收入预测

分业务收入 (亿元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
K12 教育	9.60	12.55	15.69	19.45	23.73
yoy	N/A	30.73%	25.00%	24.00%	22.00%
职业教育	2.25	2.37	2.49	2.61	2.74
yoy	N/A	5.33%	5.00%	5.00%	5.00%
其他业务	2.05	2.32	2.55	2.81	3.09
yoy	N/A	13.17%	10.00%	10.00%	10.00%

总计	13.90	17.24	20.73	24.87	29.56
yoy	N/A	24.03%	20.23%	20.00%	18.86%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

盈利预测和估值指标。我们给予昂立教育 18~20 年净利润为 1.44 亿元/1.90 亿元/2.48 亿元, 对应 2018~2020 年 EPS 为 0.50/0.66/0.87 元, 对应 18-20 年 PE 分别为 39/29/22x。目前 A 股美股培训行业 19 年平均估值为 35 倍, 考虑到公司在上海地区的广泛影响以及拥有较高的市场占有率, 公司 K12 教育业务 25% 左右的复合增速、职业教育国际教育快速发展, 我们首次覆盖给予“买入”评级。

表 31: 培训公司估值表

公司简称	股票代码	单位	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (X)			
					2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
三垒股份	002621	RMB	60	17.37	0.05	0.11	0.56	0.64	347	158	31	27
立思辰	300010	RMB	62	7.10	0.23	0.24	0.26	0.28	31	30	27	25
亚夏汽车	002607	RMB	60	7.33	0.09	0.17	0.24	0.31	81	43	31	24
新东方	EDU.N	USD	87	54.81	1.74	1.87	1.88	2.57	32	29	29	21
好未来	TAL.N	USD	151	26.68	0.21	0.35	0.48	0.72	127	76	56	37
平均									124	67	35	27
昂立教育	600661	RMB	55	19.29	0.43	0.5	0.66	0.87	45	39	29	22

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 新东方、好未来业绩预测为 Bloomberg 一致预期, 其余公司业绩预测为光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 1 月 2 日。

风险因素: 政策监管趋严、业务拓展不及预期等风险。

表 32: 昂立教育估值情况

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1,389.76	1,723.56	2,072.27	2,486.63	2,955.60
营业收入增长率	19.27%	24.02%	20.23%	20.00%	18.86%
净利润 (百万元)	182.87	123.12	143.76	190.23	247.95
净利润增长率	204.26%	-32.67%	16.76%	32.33%	30.35%
EPS (元)	0.64	0.43	0.50	0.66	0.87
P/E	30	45	39	29	22

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 1 月 2 日

6.7、科斯伍德（300192.SZ）：拟并购龙门剩余股权，开启全国业务扩张

龙门教育全封闭VIP校区培训业务：毛利率较高，未来战略扩张重点。截止2018年6月30日，该业务在西安拥有6个校区，北京1个校区，在校生1.3万人；未来计划扩张到10个校区，目标在校生3万人，主要面向中高考应届生/复读生及高一、高二学生。龙门教育2017年生均收费中考生15,000元、高考生25,200元，2018H1全封闭VIP校区培训业务收入1.26亿元，同比增加28.49%，我们预计该业务2018-2020年收入分别为2.78、3.18、4.10亿元。

龙门教育K12课外培训业务：布局14个城市和61个学习中心，为VIP校区业务引流。截止2018年6月30日，龙门教育K12业务已在全国14个城市成立子公司，新设61家学习中心，龙门教育通过开设K12课外培训门店为全封闭VIP校区提供流量入口。截止2018年6月30日，K12培训中心主推产品“英语集训赢”已覆盖全国22个省区、47座城市，未来公司将陆续开通语、数等学科模块，实现高考“6选3”学科全覆盖。我们预计该业务2018~2020年收入为2.76、3.67、5.08亿元。

学历教育业务：轻资产模式布局营利性高中，与中职学校积极合作。（1）龙门教育新“四中”布局：聚焦中高考、中等生，深耕中西部，解决中产阶层焦虑感。龙门教育高中业务采用轻资产合作办学模式。（2）龙门教育未来积极与中职学校合作，开启“职业素养+学科素养+人文素养”业务新模式。

科斯伍德拟以现金加发行股份的方式并购龙门教育剩余股权。科斯伍德计划筹划重大资产重组事宜，于2018年10月9日披露《关于签署意向性合作协议暨关联交易的公告》，科斯伍德拟以现金加发行股份的方式收购龙门教育剩余50.24%股权。启动本次收购前，科斯伍德已持有龙门教育49.76%股权，为龙门教育的控股股东。若本次收购完成，科斯伍德将持有龙门教育100%股权。

业绩预测和估值指标。不考虑未来龙门教育剩余股权的并购影响，我们维持科斯伍德18~20年净利润为1.26亿元/1.06亿元/1.31亿元，对应2018~2020年EPS为0.52/0.44/0.54元。我们维持13.00元目标价，维持“买入”评级。

风险提示：同业市场竞争风险、教育行业政策变化风险。

表 33：科斯伍德估值情况

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	490	472	1,152	1,334	1,605
营业收入增长率	-1.08%	-3.60%	144.10%	15.75%	20.33%
净利润（百万元）	36	6	126	106	131
净利润增长率	3.68%	-83.99%	2089.96%	-15.69%	23.12%
EPS（元）	0.15	0.02	0.52	0.44	0.54
P/E	57	431	17	20	16

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年1月2日

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见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	haohui@ebscn.com
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	suy1@ebscn.com	
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199	taoyi@ebscn.com
	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	
私募业务部	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	
	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