

教育行业周报：K12 双巨头发布最新财报，掌门 1
第 83 期 (2019.1.13-2019.1.26)
对 1 完成 3.5 亿美元融资

2019.1.27

	黄莞 (分析师)	田鹏 (研究助理)
电话:	020-88832319	020-88836115
邮箱:	huanguan@gzgzhs.com.cn	tian.peng@gzgzhs.com.cn
执业编号:	A1310517050001	A1310117080001

新三板教育行业数据	
指标	上周交易
总市值 (亿)	432.75
流通市值 (亿)	233.55
成交数量 (万股)	98.05
成交金额 (万元)	282.85
挂牌公司数量	240

本期观点

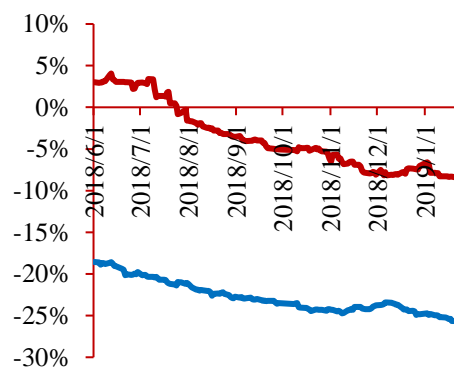
本期广证恒生新三板教育指数下跌 0.05%，领先三板成分指数 0.38 个百分点，领先三板做市指数 0.74 个百分点。本期最受关注是两家在线教育企业——DaDa、掌门 1 对 1 分别完成数亿美元融资。目前头部的在线教育企业已经实现的一定体量的营收水平且保持高速增长，下一阶段将是达到盈利拐点。内容驱动型的在线培训模式更可能解决在线教育两大核心要点：第一是高性价比流量获取；第二是教学质量的控制，进而提升客户满意度和续费率，构建强大的品牌影响力。而且一旦商业模式跑通，在线教育企业在数据收集、科技应用方面具有天然的优势，通过自适应学习、线上学习测评、人脸识别、语音识别，触感互动等科技手段的应用，使得线上教育在辅导个性化、数据可视化、效果可视化等方面优势更加明显，从而显著提升孩子互动感、专注力及学习主动性，大幅提升学习效果，进而构建更强的竞争壁垒。

公司要闻

- (1) 爱乐祺：拟设立全资子公司彩虹贝贝，拓展托育早教服务产业链。
- (2) 视源股份：拟投资 5 亿元研发学生智慧终端，教育信息化市场空间广阔。
- (3) 亚夏汽车：拟更名为中公教育，主营业务向教育培训转型。
- (4) 中教控股：2.51 亿元收购泉城大学 100% 权益，布局山东市场。
- (5) 新东方：K12 业务维持高速增长，FY19Q2 净利继续承压但边际改善。
- (6) 好未来：FY19Q3 线上营收翻倍，线下扩张放缓效率提升助净利增 205%。
- (7) 中国科培：登陆港股首日收盘价 2.51 港币，涨幅达 1.21%。
- (8) 国务院发布《关于开展城镇小区配套幼儿园治理工作的通知》。
- (9) 思考乐教育：港交所递交招股书，2017 年营收 3.5 亿元居华南第五。
- (10) DaDa：完成 D 轮 2.55 亿美元融资，华平资本领投。
- (11) 掌门 1 对 1：完成 3.5 亿美元 E1 轮融资，投资方为中金甲子等。

本期新三板市场

上周教育行业总成交数量为 98.05 万股，相比上上周增加 8.28%；总成交金额为 282.85 万元，相比上上周减少 28.15%。上周教育行业公司中，有 19 家公司发生交易，其中 9 家是竞价转让企业，10 家是做市转让企业。上涨家数 6 家，下跌家数 2 家，持平家数 11 家。教育行业市盈率 (TTM、整体法，剔除负值) 为 21.69 倍，相对于上期的 22.15 下降 0.46 倍。本期教育行业新增 0 家挂牌企业，新增 0 家待审查企业，0 家企业发布定增预案，0 家发布并购重组计划。

广证恒生新三板教育指数走势


— 三板成指变化率
 — 广证恒生新三板教育指数变化率

广证恒生
做中国新三板研究极客




目录

1. 公司要闻.....	4
2. 主板关注.....	4
3. 海外关注.....	6
4. 行业动态.....	9
5. 新三板市场表现回顾.....	12
5.1 上周新三板教育指数下跌 0.05%	12
5.2 上周教育行业总交易量增加，总成交金额下降.....	12
5.3 上周教育行业有 19 家公司发生交易，博冠科技领涨.....	13
5.4 上周教育行业 PE (TTM) 为 22.69 倍，较上期下降 0.46 倍.....	15
5.5 本期教育行业 0 家公司发布定增预案.....	15
5.6 本期教育行业 0 家公司发布并购重组计划.....	15
5.7 本期教育行业新增 0 家挂牌企业	15
5.8 教育行业新增待审查企业 0 家	16



图表目录

图表 1 教育行业公司要闻点评	4
图表 2 主板事件点评	4
图表 3 一张表看主板市场	5
图表 4 海外新闻关注	6
图表 5 一张表看海外市场（港股）	8
图表 6 一张表看海外市场（美股）	9
图表 7 行业动态关注	10
图表 8 广证恒生新三板教育指数走势	12
图表 9 教育指数与三板成指变化率对比	12
图表 10 广证恒生新三板教育行业指数上周表现.....	12
图表 11 上周教育行业成交数量减少，成交金额上涨.....	13
图表 12 教育行业历史成交量	13
图表 13 教育行业历史成交金额	13
图表 14 一周竞价转让公司成交情况	14
图表 15 一周做市转让公司成交情况	14
图表 16 教育行业涨跌个股一览	15
图表 17 教育行业市盈率为 21.69 倍	15

1. 公司要闻

(1) 爱乐祺：拟设立全资子公司彩虹贝贝，拓展托育早教服务产业链。

图表 1 教育行业公司要闻点评

1月21日	爱乐祺：拟设立全资子公司彩虹贝贝，拓展托育早教服务产业链
事件	近日，爱乐祺发布公告，拟设立全资子公司北京彩虹贝贝文化有限公司，注册资本为人民币 100 万元。
点评	<p>爱乐祺专业从事托育早教，能够同时满足家庭的托管需求和早期专业教育的需求。公司主要针对 0-6 岁的婴幼儿及家庭，业务涵盖了早期教育课程原创研发设计、推广销售、培训服务等较为全面的业务链条，可为客户提供科学、全面、系统的早期教育培训服务。公司采用“直营为主，加盟为辅”的稳健扩张模式，大力推进早教业务拓展。自营端，公司在提高早教中心坪效比的同时，加强店内服务与教学水平的提升，进一步提升竞争力；加盟端，加盟早教中心已全面放开加盟半径，增加公司的品牌知名度和市场占有率。公司 2018H1 营收 2012.02 万元，同比增长 22.82%；其中加盟费收入为 1427.99 万元，同比增加 16.69%。同期归母净利润 508.16 万元，同比增长 26.45%。本次投资目的在于拓展公司业务，与原有业务进行互补，共同拓展托育早教的服务产业链。</p> <p>我们认为，在面对整体早教市场“大行业、小企业”的格局下，大型连锁品牌机构具备较强规模化经营优势，有望持续提升市场份额，成长性及确定性较高，建议长期关注。综合来看，我们看好头部品牌利用“直营+深度加盟”的综合模式来实现连锁化扩张：一方面利用直营模式在核心城市塑造品牌效应，沉淀教学、服务等核心竞争力；一方面利用深度加盟的模式来实现全国范围内快速扩张，获取市场，进一步扩大品牌影响力。</p>

资料来源：Wind、公司公告、广证恒生

2. 主板关注

(1) 视源股份：拟投资 5 亿元研发学生智慧终端，教育信息化市场空间广阔。

(2) 亚夏汽车：拟更名为中公教育，主营业务向教育培训转型。

图表 2 主板事件点评

1月13日	视源股份：拟投资 5 亿元研发学生智慧终端，教育信息化发展空间广阔
事件	视源电子发布公告，公司近日与合肥高新技术产业开发区管委会签署《投资合作协议》，拟投资 5 亿元建设“视源学生智慧终端研发中心项目”。
点评	<p>公司“显控+”龙头地位不断强化，致力于成为智慧教育解决方案提供商。公司主营业务方向为液晶显示主控板卡、工业电源、交互智能平板、移动智能终端和医疗等产品的设计、研发和销售，旗下有两个品牌，一个是教育信息化应用工具提供商希沃(seewo)，一个是高效会议平台 MAXHUB。公司产品已广泛应用于消费电子领域和商用电子领域，拥有多个综合实验室。2018 年前三季度营收 120.02 亿元，同比增长 60.83%；归母净利润 8.5 亿元，同比增长 42.53%。本次项目将开展视源股份学生智慧终端、其配套智慧课堂整机设备等产品的研发、设计、销售及相关产品测试实验等；学生课堂行为智能捕捉及分析等。</p> <p>教育信息化发展空间广阔，未来可期。一方面，庞大的教育人口基数和教育经费的持</p>

	<p>续投入催生了我国教育信息化海量市场空间。我们按政策规定的“各级政府在教育经费中按不低于8%的比例列支教育信息化经费”测算,2017年教育信息化经费投入约3400亿元,预计行业增速约不低于教育经费增速(2017年全国教育经费同比增长9.43%)。在政策持续助力带来的全国性硬件大普及阶段之后,教育信息化将进入“融合创新,深化应用”的阶段。我们建议聚焦深度布局教育信息化软硬件技术以及内容、具有产品创新能力、业务覆盖全国渠道的综合服务运营商,看好其在深耕渠道,深化应用服务中持续领跑。</p>
1月16日	亚夏汽车:拟更名为中公教育,主营业务向教育培训转型
事件	<p>亚夏汽车发布公告,公司拟变更名称为中公教育科技股份有限公司。公司证券简称变更为“中公教育”。</p>
点评	<p>职业教育市场规模庞大,中公教育以4.1%的份额位居第一。中公教育是专注于非学历职业就业培训服务提供商,提供公务员、事业单位等职业的就业能力培训。根据弗若斯特沙利文,按照收入统计,中公教育以4.1%的份额位居职业教育市场第一。中公教育近三年业绩增长迅速,2015-2017年公司营收分别实现20.76、25.84、40.31亿元,对应实现归母净利1.61、3.27、5.25亿元。公司作为职业培训领域绝对龙头,在具备强大线下壁垒的同时,后续有望通过“横向扩学科+在线”进一步打开增长天花板。亚夏汽车主营品牌汽车经销、维修、汽车金融、汽车保险经纪等。2018年12月,亚夏汽车收购中公教育事项已完成过户手续及相关工商变更登记事宜,上市公司的主营业务变更为非学历职业就业培训服务。亚夏汽车更名意味着公司主营业务转型进入教育培训行业,中公教育借道成为A股职业教育龙头。本次更名符合中公教育战略发展布局,有利于提升中公教育的综合竞争力。</p> <p>A股教育概念股逐步纯化。A股目前有越来越多的公司选择剥离传统主业,聚焦教育业务。2017年10月至今一共有5家公司剥离传统主业,包括凯文教育、三盛教育、立思辰、科斯伍德及开元股份。长久以来,A股教育概念股多为并购而得,一方面带来较高的商誉,一方面过多的非核心教育资产也影响整体上市公司主体的估值逻辑。今年以来,一方面以中公教育为代表的一级市场核心教育资产通过重组正式登陆A股,同时部分上市公司也开始剥离传统主业聚焦教育领域,整体A股教育板块开始逐步纯化,掌握核心教育资产的标的有望重构其估值逻辑。</p>

资料来源:Wind、公司公告、广证恒生

图表3 一张表看主板市场

公司代码	公司名称	周涨跌幅 (%)	月涨跌幅 (%)	半年涨跌幅 (%)	PE (TTM)	市值(亿元)
002599.SZ	盛通股份	7.72	8.85	-3.10	29.50	33.53
300282.SZ	三盛教育	6.79	21.56	-8.65	135.90	35.31
603377.SH	东方时尚	5.36	9.19	0.96	40.37	86.61
300192.SZ	科斯伍德	3.75	-0.11	-19.06	28.93	22.14
300559.SZ	佳发教育	0.84	7.51	-1.72	47.19	52.20
002659.SZ	凯文教育	0.70	-3.36	-50.34	260.37	35.90
002696.SZ	百洋股份	0.57	-4.11	-19.95	18.18	35.06
300160.SZ	秀强股份	0.53	2.44	-10.37	36.75	22.41
002607.SZ	亚夏汽车	0.52	15.23	-16.44	108.80	63.49
600661.SH	昂立教育	0.45	0.65	-23.94	57.91	57.54

002230.SZ	科大讯飞	0.25	17.94	-13.71	121.63	590.09
002841.SZ	视源股份	0.12	1.26	-4.31	40.27	380.39
300235.SZ	方直科技	-0.69	3.13	-20.33	80.00	14.40
300089.SZ	文化长城	-0.90	1.67	-19.41	16.45	26.36
000526.SZ	紫光学大	-1.88	0.16	-33.18	62.38	18.11
002621.SZ	三垒股份	-2.29	16.65	10.17	1,315.38	69.66
300050.SZ	世纪鼎利	-3.45	-2.95	-3.11	56.65	30.51
300364.SZ	中文在线	-4.09	-4.47	-33.96	48.13	37.98
300359.SZ	全通教育	-4.23	-1.51	-18.65	49.50	37.28
300010.SZ	立思辰	-4.41	-3.62	-33.43	41.54	60.17
600730.SH	中国高科	-4.83	-1.46	-7.98	-69.15	27.75
300338.SZ	开元股份	-5.64	-0.69	-41.79	16.26	24.85
002308.SZ	威创股份	-6.15	-2.55	-43.53	25.87	41.69
300688.SZ	创业黑马	-6.23	-8.70	-33.52	53.88	26.11
002261.SZ	拓维信息	-7.02	1.39	-4.17	-137.26	48.10
002638.SZ	勤上股份	-7.61	-5.20	-17.21	70.19	38.73

数据来源: Wind、广证恒生

3. 海外关注

- (1) 中教控股: 2.51 亿元收购泉城大学 100% 权益, 布局山东市场。
- (2) 新东方: K12 业务维持高速增长, FY19Q2 净利继续承压但边际改善。
- (3) 好未来: FY19Q3 线上营收翻倍, 线下扩张放缓效率提升助净利大增 205%。
- (4) 中国科培: 登陆港股首日收盘价 2.51 港币, 涨幅达 1.21%。

图表 4 海外新闻关注

1月15日	中教控股: 收购泉城大学 100% 权益, 布局山东市场
事件	中教控股发布公告, 于 1 月 14 日签订协议, 中教控股发布公告拟收购山东大众文化产业投资有限公司 100% 股份, 其拥有济南大学泉城学院 100% 联席举办人权益。济南大学泉城学院是与济南大学合作经营的独立学院。
点评	<p>中国领先的大型民办高等教育集团, 外延并购助力学校网络持续扩张。2018 年上半年营收 1.06 亿元, 同比增长 62.72%; 归母净利润 0.52 亿元, 同比增长 72.41%。泉城大学位于中国山东省蓬莱市, 为经中国教育部于 2005 年批准成立并由山东蓝科与济南大学合作经营的独立学院。泉城大学拥有本科专业 38 个, 专科专业 9 个, 涵盖经济学、管理学、文学、理学、工学和艺术学等 6 个学科门类, 目前有在校学生 8529 人。交易标志着公司在拓展学校网络及提高市场渗透率的不懈努力。公司将进一步进入中国人口第二大省山东省, 为重要战略区域。收购后, 学生总数将进一步增加并提高公司的盈利能力。</p> <p>民办高校并购扩张的核心逻辑不变, 未来 2 年仍将是民办高校并购的高峰年。学校类资产固有的运营模式决定了其盈利能力强但内生增长较慢的特征, 因此通过外延并购做大做强是目前民办教育集团的首选方式之一。我们认为, 教育巨头通过产业链并购实行规模快速扩张的可行性较高, 其拥有丰富的实际学校运营管理经验, 无论是在收购估值、被并</p>

	<p>购标的资产质量鉴别，或者是后续的输出、整合管理上都具备明显的优势。从民促法送审稿的角度出发，民办高校可通过选择成为营利性而规避相关政策限制，并购扩张仍是民办高校的核心逻辑，我们预计未来2年仍将是民办高校并购的高峰年。我们看好已率先登陆资本市场的民办高校集团借助资本市场实现行业资源的快速整合，进一步提升市场份额。建议关注整合能力出众、体系输出能力较强且具备丰富并购成功案例的民办高校标的。</p>
1月22日	新东方：K12业务维持高速增长，FY19Q2净利继续承压但边际改善
事件	<p>新东方 (EDU.N) 于1月22日发布FY2019Q2财报 (2018年9月1日—2018年11月30日)。报告期内，公司实现营收5.97亿美元，同比增长27.8%；归母净利润亏损2582.6万美元，去年同期盈利427.9万美元。</p>
点评	<p>K12业务大增助力营收同比增长28%略超预期，成本及管理费用提升致净利承压。(1) 收入方面，FY2019Q2公司实现营收5.97亿美元，同比增长27.8%，增速略超预期 (上季度指引Q2营收增速22%-26%)，主要来自K12业务学生人数增长。(2) 成本费用方面，报告期内，公司营业成本率上涨1.62pct至50.26%，主要系教师薪酬上升以及新开教学点租金成本增加；销售费用率小幅下降0.09pct至15.34%；管理费用率上涨0.74pct至39.47%，主要来自股权激励费用、教学网络扩张以及与线上线下综合教学系统有关的研发费用和人力成本上升。(3) 受上述因素影响，公司运营利润率、净利率分别为-4.78% (-1.98pct)、-4.33% (-5.24pct)；剔除长期投资的公允价值亏损后归母净利润为930.9万美元，同比增长117.50%；归母净利率为1.56% (+0.64pct)。过去四个季度运营利润率同比下降分别为-3.69%、-2.59%、-5.6%、-1.98%，当期边际改善。</p> <p>线下网点扩张速度减缓，标准化教学体系显著提升留存率。(1) 行业整顿背景下线下网点扩张速度减缓。FY2019Q2公司招生人数约232万人，同比增长23.6%，其中K12业务招生人数同比增长34%。本季度公司在现有城市净增24个线下网点，并在金华新开设1所培训学校。截至目前公司教学点为1125个，季度环比增速为2.27%。(2) 持续加码线上线下综合教学系统，线上赋能线下并加速渠道下沉。公司将继续维持对双师模式和线上K12业务 (即新东方在线) 新产品的战略性投入，助力业务向低线城市拓展。本季度新东方投入约2370万美元继续完善线上线下标准化互动教学系统在全国范围内K12业务中的使用，并应用到部分大城市的海外考试业务中，覆盖14个新城市。(3) 试点建立标准化教学体系完善教学质量，助力K12业务学生留存率提升。FY2019新东方在优能中学启动试点项目，统一教育内容和教学方法，该业务的学生留存率获得显著提高。计划将该实践推广到K12所有业务，有助于持续提高新东方的竞争力。</p>
1月24日	好未来：FY19Q3线上营收翻倍，线下扩张放缓效率提升助净利大增205%。
事件	<p>好未来 (TAL.N) 1月25日发布FY2019Q3财报 (2018年9月1日—2018年11月30日)。公司实现净收入5.86亿美元，同比增长35.25%；营业利润为7100万美元，同比增长59.2%；归母净利润1.24亿美元，同比增长204.55%。</p>
点评	<p>线上业务高速增长109%推动营收增长超预期，成本端改善助力利润率上升。(1) 收入方面，FY2019Q3公司实现净收入5.86亿美元，同比增长35.25%，实现超预期增长 (指引增速：30%-32%)，主要系大力推广线上和小班业务带来招生人数提升。其中小班业务是核心收入来源，占总营收比重65%；在线业务占比为15%，同比增长约109%，成为增长驱动力。(2) 成本费用方面，公司的销售费用率为17.34% (+3.07pct)，主要来自为扩大用户群、提高品牌知名度进行的市场推广活动投入增加以及营销团队扩大导致的薪资成</p>

	<p>本增加；管理费用率为 24.94% (+0.48pct)，主要系行政管理人员数目及薪资水平的增加。</p> <p>(3) 毛利率延续攀升趋势增至 54.33% (+5.36pct)，主要系线下扩张速度放缓以及利用率提升，成本控制出色。归母净利润 1.24 亿美元，同比增长 204.55%。净利率大幅上涨 11.75pct 至 21.13%，除上述原因外，主要来自长期投资的公允价值收益达 9869 万美元。更能反映经营状况的营业利润为 7100 万美元，同比增长 59.2%，营业利润率 12.12% (+1.82pct)。</p> <p>线下产能扩张速度放缓延续，线上线下有有机组合或成未来增长驱动力。 (1) 行业整顿下线下产能扩张持续放缓。本季度净增教学点 18 个，环比增速仅为 2.78%；到目前为止的 FY2019 产能扩张幅度只有 14%，而 FY2018 全年产能扩张 51%。短期内公司对于线下扩张保持谨慎态度。(2) 公司线上转型逻辑已验证，线上业务维持超高速增长或成未来业绩增长核心驱动力，Q3 线上招生约 104 万人，同比增长 220%，招生占比贡献 40% (+19pct)。线上业务维持超高速增长将成公司未来招生人数及营收高速增长主要驱动力。预计公司将继续采用“线下提升效率贡献利润+线上抢占市场份额贡献营收”的组合，通过传统线下模式、双师模式以及在线教育模式的有机组合保持业绩高增长。</p>
1 月 25 日	中国科培：登陆港股首日收盘价 2.51 港币，涨幅达 1.21%
事件	2019 年 1 月 25 日，中国科培即正式登陆港股市场，成为第 15 家登陆港股的民办学校。首日收盘价 2.51 港币，上涨 1.21%。
点评	<p>公司是华南地区领先的民办高教集团。 目前公司旗下共有两所位于广东省的院校，分别提供民办高等教育（广东理工学院）和中职教育（肇庆学院）。2018/2019 学年，集团学生总数为 45118 人，其中广东理工学院 36860 人。根据弗若斯特沙利文报告，按 2017/2018 学年的在校生总数计，广东理工学院是华南地区第一大民办高教院校，市场占有率达 2.6%。公司 2016/2017 及 2018 年 1-8 月营收分别为 3.50/4.55/2.84 亿元，对应净利润 1.79/2.31/1.66 亿元。</p> <p>“自建升级+扩容”双管齐下，办学层次不断优化。 公司通过“自建升级+扩容”实现学生人数的快速增加，本科课程人数占比不断提高，旗下广东理工学院扩容计划正在进行中。公司拟通过收购现有学校扩展业务网络，但目前尚未有具体的并购计划。本次融资净额 7.57 亿港元，主要用于收购其他学校（44.9%），扩充现有学校（37.6%），偿还部分贷款（7.5%），以及作为营运资金（10%）。在此次送审稿出台的大背景下，我们认为高教外延并购实现规模快速扩张的大逻辑不变，预计后续公司登陆资本市场后将加速推进并购进程。</p>

资料来源：多知网、鲸媒体、芥末堆、广证恒生

图表 5 一张表看海外市场（港股）

公司代码	公司名称	周涨跌幅 (%)	月涨跌幅 (%)	半年涨跌幅 (%)	PE (TTM)	市值 (亿元, RMB)
1851.HK	银杏教育	7.41	7.41	7.41	19.25	6.28
2001.HK	新高教集团	3.02	17.53	-47.23	18.07	50.68
0839.HK	中教控股	2.02	13.38	-22.05	33.97	194.17
2779.HK	中国新华教育	1.41	9.64	-43.16	14.15	30.09
1569.HK	民生教育	0.69	12.31	-20.65	15.61	50.79
3978.HK	卓越教育集团	0.00	1.67	1.67	20.01	17.95
1765.HK	希望教育	0.00	7.59	-54.55	22.86	49.07
1890.HK	中国科培	1.21	1.21	1.21	18.91	45.52

6169.HK	宇华教育	-0.32	4.65	-45.69	16.95	89.59
1317.HK	枫叶教育	-0.84	5.65	-48.40	16.94	91.58
1598.HK	21世纪教育	-1.10	1.12	-33.33	20.28	9.54
1752.HK	澳洲成峰高教	-1.54	6.67	-40.74	91.64	7.11
1773.HK	天立教育	-1.84	14.29	-48.05	17.65	28.75
1565.HK	成实外教育	-2.05	1.87	-21.33	29.05	102.17
1761.HK	宝宝树集团	-2.48	-3.98	-8.59	-3.31	91.82
1969.HK	中国春来	-2.76	-4.08	-18.97	12.37	14.65
6068.HK	睿见教育	-3.77	8.95	-56.69	17.51	54.13
1758.HK	博骏教育	-10.74	-32.83	-53.66	57.10	9.48

数据来源: Wind、广证恒生

图表 6 一张表看海外市场 (美股)

公司代码	公司名称	周涨跌幅 (%)	月涨跌幅 (%)	半年涨跌幅 (%)	PE (TTM)	市值 (亿元, RMB)
STG.N	尚德机构	21.21	92.59	-20.00	-5.27	60.84
TAL.N	好未来	-1.26	15.63	-26.97	50.12	1,145.87
EDU.N	新东方	12.26	46.52	-18.79	50.73	794.13
ATA.O	ATA 公司	0.00	1.03	66.43	0.19	1.52
BEDU.N	博实乐	-1.68	20.67	-31.17	35.14	96.20
RYB.N	红黄蓝	-2.08	12.46	-69.91	-89.67	13.05
ONE.N	精锐教育	-1.13	24.47	-19.72	-13.49	96.66
COE.N	无忧英语 (51TALK)	0.00	42.91	-27.20	-2.34	10.07
REDU.O	瑞思学科英语	0.79	12.53	-33.51	-126.72	33.15
LAIX.N	流利说	-0.23	19.72	-31.38	-6.06	28.22
FEDU.N	四季教育	3.77	-1.08	-44.56	41.82	8.97
AMBO.A	安博教育	3.67	4.54	-11.29	26.06	9.08
TEDU.O	达内科技	1.34	10.05	-19.83	-6.98	24.61
DL.N	正保远程教育	0.73	2.69	-12.05	19.66	15.50
HLG.O	海亮教育	-6.40	-24.20	-49.26	30.84	70.35
NEW.N	朴新教育	2.88	-8.55	-73.05	-3.71	29.62

数据来源: Wind、广证恒生

4. 行业动态

- (1) 思考乐教育: 港交所递交招股书, 2017 年营收 3.5 亿元居华南第五。
- (2) DaDa: 完成 D 轮 2.55 亿美元融资, 华平资本领投。
- (3) 国务院发布《关于开展城镇小区配套幼儿园治理工作的通知》。
- (4) 掌门 1 对 1: 完成 3.5 亿美元 E1 轮融资, 投资方为中金甲子等。

图表 7 行业动态关注

1月17日	思考乐教育：港交所递交招股书，2017年营收3.5亿元居华南第五
事件	1月17日，思考乐教育正式向港交所递交招股书。
点评	<p>华南地区 K12 课外辅导市场前五大参与者之一，2015-2017 年营收 CAGR 居华南第一。思考乐教育成立于 2008 年，是一家立足于华南地区的专业中小学课外教育培训企业，课程服务涵盖中小学全科教育培训，旗下拥有思考乐乐学、思考乐升学多个子品牌。截至 2018 年 3 月 30 日，思考乐教育共拥有教学中心 56 个，相较于 2016 年增长一倍。根据弗若斯特沙利文的报告，思考乐教育为中国华南地区 K12 课后教育服务市场的前五大参与者之一。截至 2017 年，思考乐教育总学生人数为 130,511 人，营业收入 3.5 亿元人民币，占华南市场份额的 0.5%；自 2015 年至 2017 年，思考乐收益年复合增长率为 164.6%，位居华南地区 K12 课后教育服务商第一。</p> <p>港股教育培训板块有望加速形成。目前培训类教企美股集群效应明显，而学校类资产仍以选择登陆港股为主，随着思考乐教育递交港股聆讯材料，新东方在线、沪江教育科技通过港股上市聆讯以及卓越教育登陆港交所，我们判断各细分领域头部企业成功登陆港股后将引领港股的培训类教企形成板块效应，港股教育培训板块有望加速形成。基于 IPO 效率、政策等原因，我们判断这一波教育核心资产海外上市浪潮仍将持续，而随着教育政策的逐步收紧，海外教育板块二级市场估值下滑，我们预计 2019 年将成为教育资产海外上市热潮的拐点，后续证券化热度将明显下降。另外一方面，随着头部标的的登陆资本市场，未来 2-3 年将是产业链并购大年，教育龙头利用并购来实现自身增长边际的突破。</p>
1月16日	DaDa：完成 D 轮 2.55 亿美元融资，华平资本领投
事件	有媒体报道称，DaDa 已完成 D 轮 2.55 亿美元融资，华平资本领投，好未来、涌铎投资跟投。
点评	<p>专注青少儿英语学习的 1 对 1 在线教育平台，近年来对产品和教育技术持续升级。成立于 2013 年 4 月，是一家专注于 4~16 岁青少儿英语学习的 1 对 1 在线教育平台，坚持固定外教、固定学习时间的运营方式。DaDa 利用人工智能、大数据等前沿技术，提升在线教育的教学效率。2018 年获好未来和老虎环球基金 1 亿美元 C 轮融资以来，DaDa 在品牌建设、教育技术和业务方面都展开了一系列动作。(1)2018 年 6 月正式将品牌名称由“DaDa ABC”变更为“DaDa”，或将引入新业务扩张产品渠道。(2)技术方面，2018 年 6 月推出沉浸式互动直播课程平台“DaDa TV”；之后陆续推出“课必 Da”计划、“DaDa smart”系统两款最新产品及 AR 课堂产品。(3)业务方面，于 2018 年 6 月正式上线专注于 0-6 岁儿童启蒙教育子品牌“DaDa Baby”，主打“亲子共学”的理念。此外，DaDa 持续引进海外教材版权。本次融资有助于 DaDa 对业务和教育技术进一步升级，增强竞争力。</p> <p>看好能够贴合用户需求，真正解决用户痛点的细分领域头部在线教育企业。目前行业还处在以名师或销售为导向的阶段，后续的核心驱动将向课程导向、行为导向逐步演化迭代：企业需要打磨产品，更加贴合用户的需求，满足用户对体验和结果的双重诉求。要达到较好的教育成效，未来的投入重点是提升打造师资团队的能力，研发优质内容。而要达到优质的用户体验，就要在情景化、游戏化、社区化各个方面着力，加强线上教育的互动性和强制性。我们认为，由于在线教育企业教育属性的存在，其运营比纯粹的互联网模式要复杂。有别于互联网巨头寡头垄断的局面，在线教育更容易趋向于百花齐放。我们看好在各自细分赛道已经率先实现规模化，且能贴合用户需求，真正解决用户痛点的头部在线教育企业。</p>

1月22日	国务院发布《关于开展城镇小区配套幼儿园治理工作的通知》
事件	1月22日，国务院发布《关于开展城镇小区配套幼儿园治理工作的通知》，展开全面整改配套园工作，不得办成营利性幼儿园。
点评	<p>全面展开配套园整顿工作，明确配套园红线。（1）明确配套园性质，不得办成营利性幼儿园。小区配套幼儿园移交当地教育行政部门后，应当由教育行政部门办成公办园或委托办成普惠性民办园，不得办成营利性幼儿园。（2）明确各项工作推进时间点。摸底排查工作，2019年4月前完成；对于已经建成、需要办理移交手续的，原则上于2019年6月底前完成；对于需要回收、置换、购置的，原则上于2019年9月底前完成；对于需要补建、改建、新建的，原则上于2019年12月底前完成相关建设规划，2020年12月底前完成项目竣工验收。</p> <p>我们整体解读如下：（1）政策具有延续性，配套型幼儿园将成为重要的普惠型幼儿园供给。我们认为，本次政策推进整体符合预期，顺沿了此前《学前新规》所明确的配套园性质，进一步明确了各项工作推进的具体时间点，后续配套园将成为普惠性质园所或公办园所的重要供给。（2）注意政策风险向其余年龄段延伸。一方面，需要关注0-3岁早教领域的风险延伸：早教领域长期处于监管真空，理论上属于卫计委监管，不受教育部监管。目前以商业培训类机构为主，中短期内政策风险较低，长期需跟踪后续早教领域监管部门落地情况；另外一方面，需要关注K9义务教育阶段的风险延伸：如前所述，民促法实施条例送审稿中分歧点较多，定义模糊，后续政策落地后会更加清晰，风险点在于政策是否会超预期进一步收紧。</p>
1月23日	掌门1对1：完成3.5亿美元E1轮融资，投资方为中金甲子等
事件	在线教育机构掌门1对1已经完成3.5亿美元E1轮融资，投资方为华人文化产业基金、中国国际金融有限公司旗下中金甲子基金等。
点评	<p>掌门1对1从K12全学科一对一课外辅导培训业务起家，2018年向素质教育科技公司转型。2014年，掌门1对1从线下转型做线上教育业务；2016年，掌门1对1内部孵化了三人小班课和十大大班课；2018年11月，掌门1对1发布掌门少儿和掌门陪练两个子品牌，正式转型为素质教育科技公司。根据其官网透露，目前拥有超过10万套独立研发教材资料以及700万各省各学科专业题库资源，服务质量备受广大家长学生肯定。2017年，掌门1对1注册学员超过200万人，学员覆盖全国600多个城市。此前曾于2018年12月获StarVC1.2亿美元D轮融资。</p> <p>千亿级在线教育市场拐点已至，看好内容驱动型机构突围。根据弗若斯特沙利文报告，2017年中国在线课外辅导市场空间约人民币964亿元，对应2017-2022年年均复合增长率为26.3%。海量市场空间下竞争格局极其分散，2017年CR5仅1.67%。经过最近几年各类商业模式大量的试错，当前部分领跑的在线教育企业商业模式逐渐清晰，在2017-2018年陆续迎来规模化扩张的拐点。另一方面，大部分头部在线教育企业持续烧钱，企业盈利拐点的到来仍需时日。我们最看好内容驱动型的在线培训模式率先突围，内容驱动型的在线培训模式更可能解决在线教育两大核心要点：第一是高性价比流量获取；第二是教学质量的控制，进而提升客户满意度和续费率，构建强大的品牌影响力，持续降低获客成本。</p>

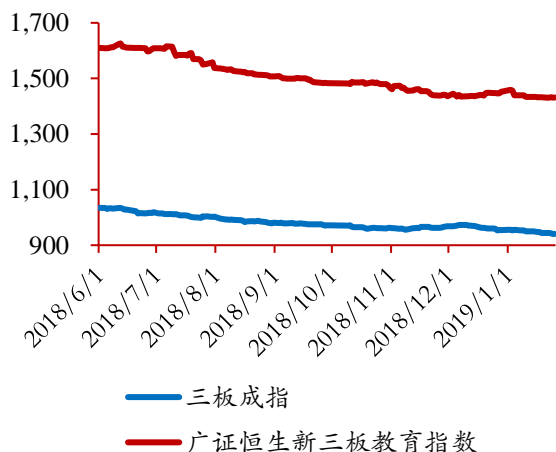
资料来源：鲸媒体、芥末堆、广证恒生

5. 新三板市场表现回顾

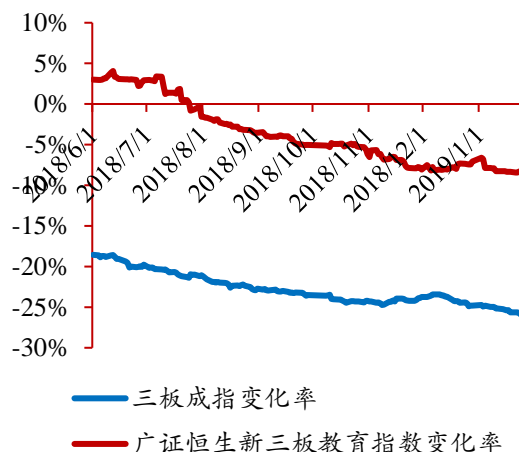
5.1 上周新三板教育指数下跌 0.05%

广证恒生新三板教育指数在上周五（2019年1月25日）收盘于1431.65点，一周下跌0.05%。三板成分指数下降0.43%，三板做市指数上涨0.69%。上周广证恒生新三板教育指数领先三板成分指数0.38个百分点，领先三板做市指数0.74个百分点。

图表 8 广证恒生新三板教育指数走势



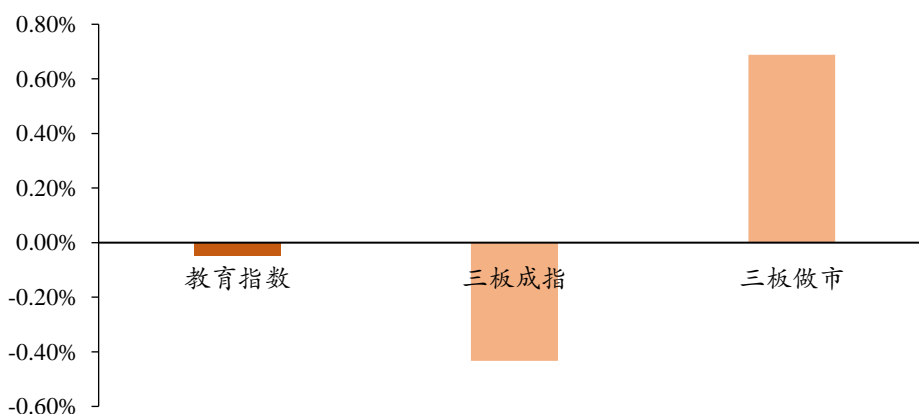
图表 9 教育指数与三板成指变化率对比



数据来源：Wind、广证恒生

数据来源：Wind、广证恒生

图表 10 广证恒生新三板教育行业指数上周表现



数据来源：Wind、广证恒生

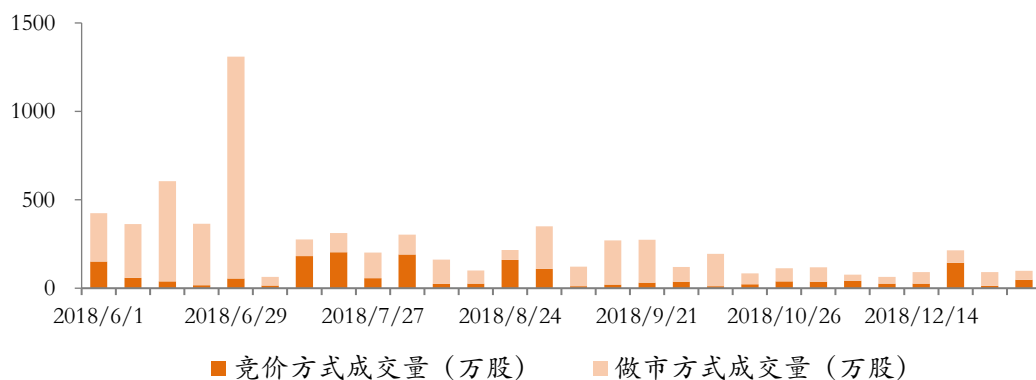
5.2 上周教育行业总交易量增加，总成交金额下降

上周教育行业总成交数量为98.05万股，相比上上周增加8.28%；总成交金额为282.85万元，相比上上周减少28.15%。其中竞价企业总成交数量为47.30万股，总成交金额为89.52万元；做市企业总成交数量为50.75万股，总成交金额为193.33万元。

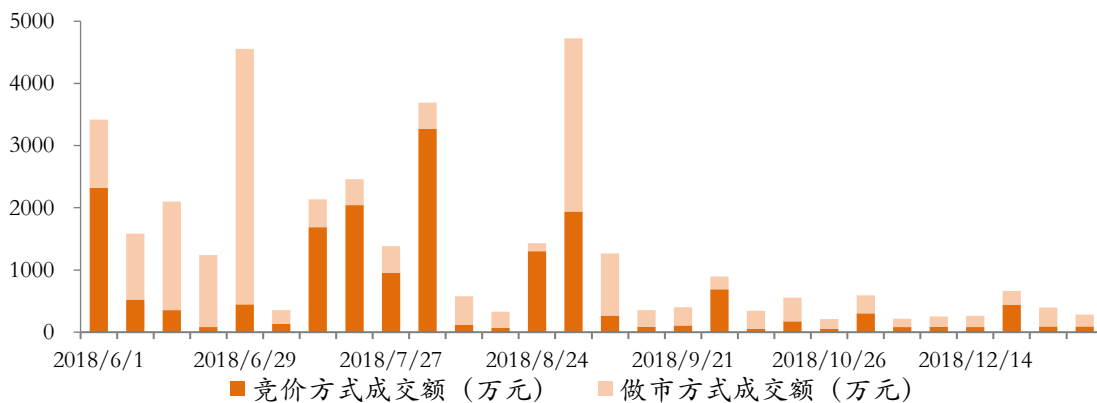
图表 11 上周教育行业成交数量减少，成交金额上涨

项目	上周	占比	与上期相比
成交数量 (万股)	98.05	100.00%	8.28%
其中：竞价方式	47.30	48.24%	281.45%
做市方式	50.75	51.76%	-35.06%
成交金额 (万元)	282.85	100.00%	-28.15%
其中：竞价方式	89.52	31.65%	-2.19%
做市方式	193.33	68.35%	-36.02%

数据来源：Wind、广证恒生

图表 12 教育行业历史成交量


资料来源：Wind、广证恒生

图表 13 教育行业历史成交金额


资料来源：Wind、广证恒生

5.3 上周教育行业有 19 家公司发生交易，博冠科技领涨

上周教育行业公司中，有 19 家公司发生交易，其中 9 家是竞价转让企业，10 家是做市转让企业。上涨家数 6 家，下跌家数 2 家，持平家数 11 家。具体到个股，上周博冠科技涨幅最大，上涨 100.00%；龙门教育跌幅最大，下跌 44.27%。

图表 14 一周竞价转让公司成交情况

公司代码	公司简称	周涨跌幅 (%)	周换手率 (%)	PE(TIM)	周成交量 (万股)	周成交额 (万元)
833108.OC	博冠科技	100.00	0.21	7.33	1.30	2.86
831891.OC	行动教育	10.41	0.03	11.15	0.80	15.82
837314.OC	中青科技	6.25	0.01	80.93	0.10	0.03
835705.OC	睿易教育	0.00	0.07	27.31	0.80	32.94
831850.OC	分豆教育	-2.22	0.32	-1.13	29.00	12.76
838140.OC	伟才教育	-6.25	0.01	57.23	0.10	1.77
430022.OC	五岳鑫	-28.57	0.13	5.05	3.40	1.56
839505.OC	九春教育	-30.00	0.45	-2.84	11.70	20.77
838830.OC	龙门教育	-44.27	0.00	10.20	0.10	1.02

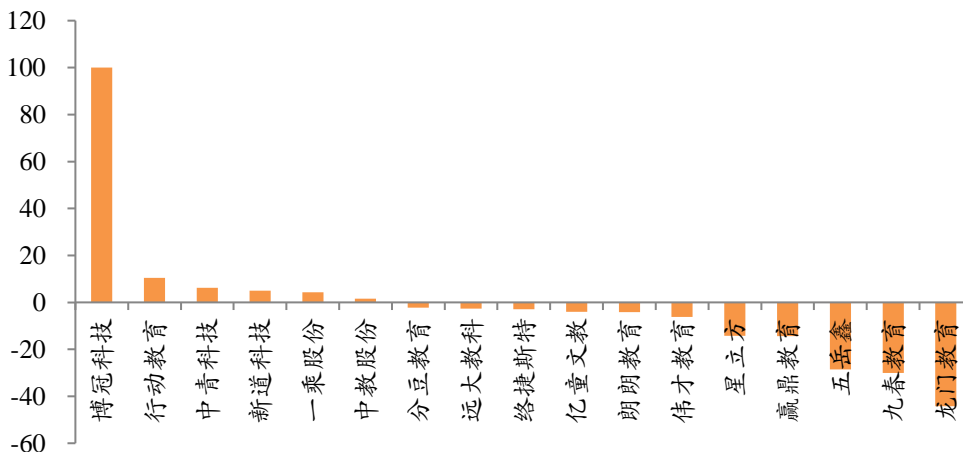
数据来源: Wind、广证恒生

图表 15 一周做市转让公司成交情况

公司代码	公司简称	周涨跌幅 (%)	周换手率 (%)	PE(TIM)	周成交量 (万股)	周成交额 (万元)
833694.OC	新道科技	5.05	0.04	8.00	9.40	30.76
834592.OC	一乘股份	4.35	0.12	-3.55	5.60	1.35
430176.OC	中教股份	1.61	0.00	14.70	0.20	0.25
831601.OC	威科姆	0.00	0.01	27.25	1.70	1.86
430511.OC	远大教科	-2.59	0.00	12.47	0.10	0.30
834832.OC	络捷斯特	-2.94	0.01	34.04	0.30	0.30
430223.OC	亿童文教	-4.01	0.17	8.81	13.25	103.06
834729.OC	朗朗教育	-4.15	0.02	14.03	0.50	3.58
430375.OC	星立方	-14.29	0.16	6.64	6.20	9.50
833173.OC	赢鼎教育	-14.41	0.23	-1.99	13.50	42.36

数据来源: Wind、广证恒生

图表 16 教育行业涨跌个股一览

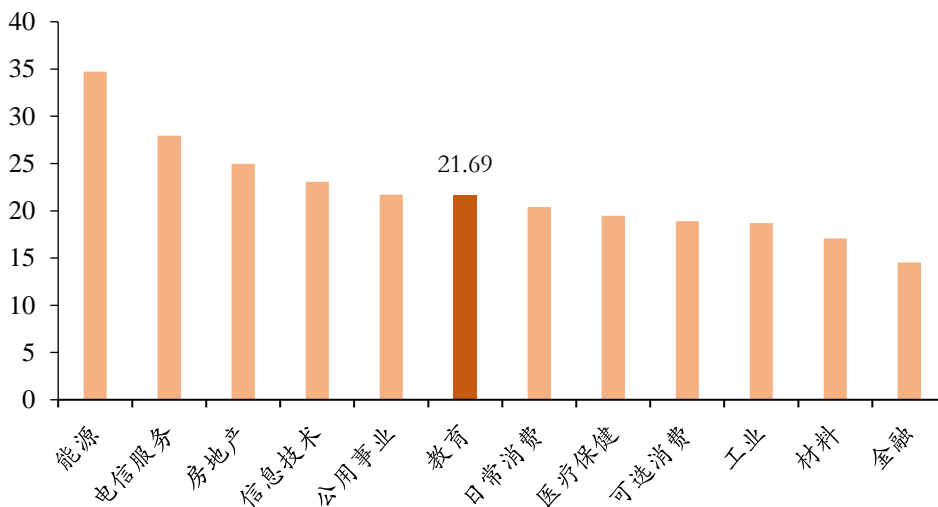


数据来源: Wind、广证恒生

5.4 上周教育行业 PE (TTM) 为 22.69 倍, 较上期下降 0.46 倍

教育行业市盈率 (TTM、整体法, 剔除负值) 为 21.69 倍, 相对于上期的 22.15 下降 0.46 倍。其中竞价企业市盈率为 23.84 倍, 做市企业市盈率为 15.88 倍。

图表 17 教育行业市盈率为 21.69 倍



数据来源: Wind、广证恒生

5.5 本期教育行业 0 家公司发布定增预案

本期教育行业有 0 家公司发布定增预案。

5.6 本期教育行业 0 家公司发布并购重组计划

本期教育行业共有 0 家公司发布并购重组计划。

5.7 本期教育行业新增 0 家挂牌企业

截止上周五 (1 月 25 日) 为止, 本期教育行业新增挂牌企业 0 家。



5.8 教育行业新增待审查企业 0 家

本期教育行业新增待审查企业共 0 家。

数据支持：苏珂



新三板团队介绍：

在财富管理和创新创业的两大时代背景下，广证恒生新三板构建“研究极客+BANKER”双重属性的投研团队，以研究力为基础，为企业量身打造资本运营计划，对接资本市场，提供跨行业、跨地域、上下游延伸等一系列的金融全产业链研究服务，发挥桥梁和杠杆作用，为中小微、成长企业及金融机构提供闭环式持续金融服务。

团队成员：

袁季（广证恒生总经理兼首席研究官）：长期从事证券研究，曾获“世界金融实验室年度大奖—最具声望的100位证券分析师”称号、2015及2016年度广州市高层次金融人才、中国证券业协会课题研究奖项一等奖和广州市金融业重要研究成果奖，携研究团队获得2013年中国证券报“金牛分析师”六项大奖。2014年组建业内首个新三板研究团队，创建知名研究品牌“新三板研究极客”。

赵巧敏（新三板研究总监、副首席分析师）：英国南安普顿大学国际金融市场硕士，8年证券研究经验。具有跨行业及海外研究复合背景，曾获08及09年证券业协会课题二等奖。具有多年A股及新三板研究经验，熟悉一二级资本市场运作，专注机器人、无人机等领域研究，担任广州市开发区服务机器人政策咨询顾问。

温朝会（新三板副团队长）：南京大学硕士，理工科和经管类复合专业背景，七年运营商工作经验，四年市场分析经验，擅长通信、互联网、信息化等相关方面研究。

黄莞（新三板副团队长）：英国杜伦大学金融硕士，具有跨行业及海外研究复合背景，负责教育领域研究，擅长数据挖掘和案例分析。

司伟（新三板高端装备行业负责人）：中国人民大学管理学硕士，理工与经管复合专业背景，多年公募基金从业经验，在新三板和A股制造业研究上有丰富积累，对企业经营管理有深刻理解。

魏也娜（新三板TMT行业高级研究员）：金融硕士，中山大学遥感与地理信息系统学士，3年软件行业从业经验，擅长云计算、信息安全等领域的研究。

刘锐（新三板医药行业高级研究员）：中国科学技术大学有机化学硕士，具有丰富的国内医疗器械龙头企业产品开发与管理经验，对医疗器械行业的现状与发展方向有深刻的认识，重点关注新三板医疗器械、医药的流通及服务行业。

胡家嘉（新三板医药行业研究员）：香港中文大学生物医学工程硕士，华中科技大学生物信息技术学士，拥有海外知名实业工作经历，对产业发展有独到理解。重点研究中药、生物药、化药等细分领域。

田鹏（新三板教育行业研究员）：新加坡国立大学应用经济学硕士，曾于国家级重点经济期刊发表多篇论文，具备海外投资机构及国内券商新财富团队丰富研究经历，目前重点关注教育领域。

于栋（新三板高端装备行业高级研究员）：华南理工大学物理学硕士，厦门大学材料学学士，具有丰富的一二级研究经验，重点关注电力设备及新能源、新材料方向。

史玲林（新三板大消费行业研究员）：暨南大学资产评估硕士、经济学学士，重点关注素质教育、早幼教、母婴、玩具等消费领域。

李嘉文（新三板主题策略研究员）：暨南大学金融学硕士，具有金融学与软件工程复合背景，目前重点关注新三板投资策略，企业资本规划两大方向。

联系我们：

邮箱：huangguan@gzgzhs.com.cn

电话：020-88832319



广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。