

增持

——维持

日期：2019年2月11日

行业：教育



分析师：周菁

Tel: 021-53686158

E-mail: zhujing@shzq.com

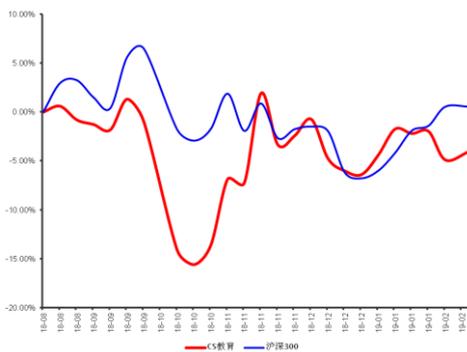
SAC 证书编号: S0870518070002

证券研究报告 / 行业研究 / 行业动态

# 教育板块商誉减值风险释放，精选赛道和龙头

——教育行业周报

最近6个月行业指数与沪深300指数比较



报告编号：

## ■ 表现回顾：

上两周（2019.1.27-2.10）上证综指上涨 0.63%，深证成指上涨 1.17%，中小板指上涨 1.20%，创业板指上涨 0.46%。同期，教育 A 股下跌 5.17%，教育港股上涨 9.40%，教育美股上涨 2.48%。教育个股方面，上两周股价上涨的仅有立思辰（13.13%）、三垒股份（5.79%）、科斯伍德（2.04%）、科大讯飞（1.06%）。上周股价下跌幅度较大的有百洋股份（-23.56%）、和晶科技（-11.78%）、勤上股份（-11.76%）、秀强股份（-11.64%）、盛通股份（-9.68%）。上两周教育港股中，股价涨幅较大的有希望教育（32.94%）、天立教育（21.88%）、睿见教育（19.93%）、民生教育（14.38%）。股价下跌的仅有博骏教育（-3.76%）。上两周教育美股中，股价涨幅较大的有红黄蓝（21.95%）、朴新教育（13.51%）；股价跌幅较大的有四季教育（-19.26%）、精锐教育（-12.27%）、51Talk（-11.18%）、海亮教育（-11.16%）。

## ■ 行业最新动态：

- 1、核桃编程或完成新一轮过亿元融资，由高瓴资本领投
- 2、秦汉胡同完成 1 亿元 A 轮融资，一村资本领投
- 3、新东方在线更新港股说明书，截至 2018 年 11 月 30 日止 6 个月总营收为 4.80 亿元
- 4、尚德启智更新招股书，2018 年营收 5.77 亿元
- 5、华立大学集团再次冲击港股，2018 年收益 6.08 亿元

## ■ 投资建议：

A 股教育板块主要源自 2015 年兴起的并购潮，高承诺高估值形成账上的高商誉。随着三年业绩对赌结束，企业不再受业绩承诺约束，叠加经济下行期间的经营压力加大，且存在从商誉减值改为商誉摊销的准则变数，多家上市公司大幅计提商誉减值，进行业绩“洗澡”，我们此前在年度策略中提示警惕商誉减值对净利润的蚕食影响，短期内商誉减值将大幅拉低净利润水平甚至造成大额亏损，但对现金流无实质性影响，另一方面也有利于企业来年轻装上阵。我们认为，商誉减值风险短期将造成投资情绪波动，叠加教育政策监管趋严的影响，一定程度上压制板块投资热情，建议关注享有政策利好、市场需求旺盛的相关赛道中具备品牌优势和规模优势的龙头机构，如职业教育赛道的亚夏汽车、早教赛道的三垒

重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责声明。

股份。同时，港股高教板块的外延并购逻辑仍持续，建议关注中教控股。

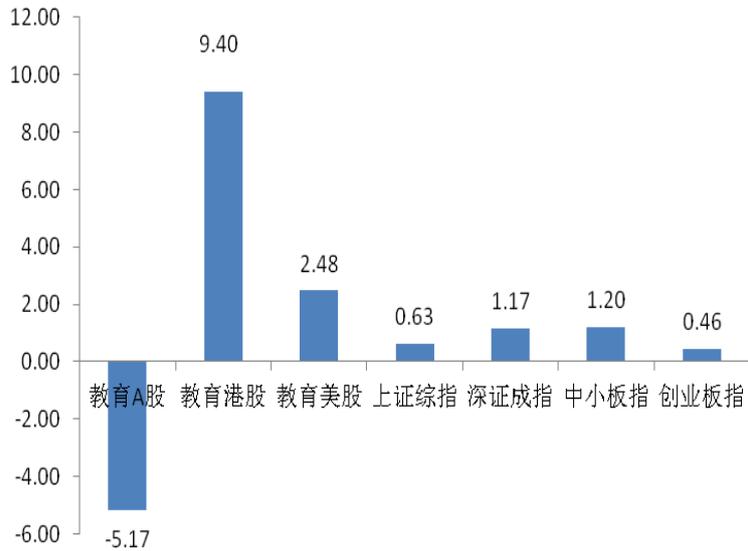
■ **风险提示：**

监管趋严带来的不确定性风险、市场竞争加剧风险、商誉减值风险、业务拓展不及预期等。

## 一、上周行业回顾

上两周（2019.1.27-2.10）上证综指上涨 0.63%，深证成指上涨 1.17%，中小板指上涨 1.20%，创业板指上涨 0.46%。同期，教育 A 股下跌 5.17%，教育港股上涨 9.40%，教育美股上涨 2.48%。

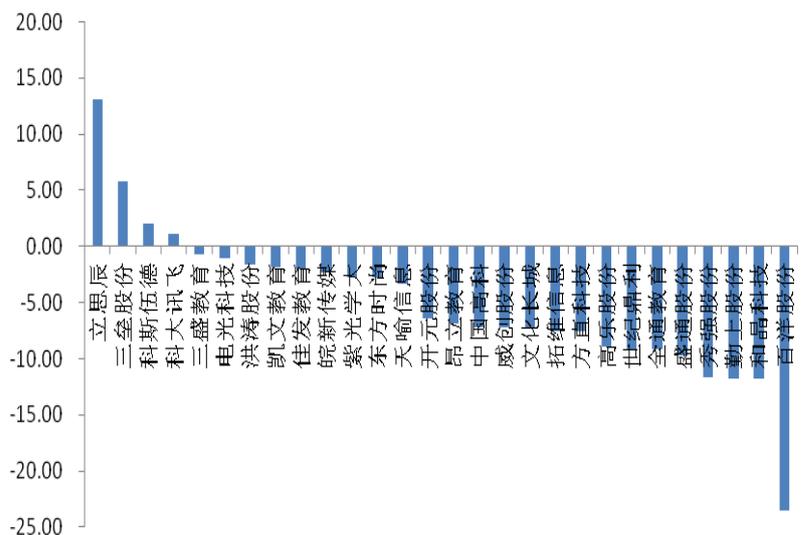
图 1 上周行业市场表现 (%)



数据来源: wind、上海证券研究所

教育个股方面，上两周股价上涨的仅有立思辰（13.13%）、三垒股份（5.79%）、科斯伍德（2.04%）、科大讯飞（1.06%）。上周股价下跌幅度较大的有百洋股份（-23.56%）、和晶科技（-11.78%）、勤上股份（-11.76%）、秀强股份（-11.64%）、盛通股份（-9.68%）。

图 2 教育个股市场表现 (%)



数据来源: wind、上海证券研究所

上两周教育港股中，股价涨幅较大的有希望教育（32.94%）、天立教育（21.88%）、睿见教育（19.93%）、民生教育（14.38%）。股价下跌的仅有博骏教育（-3.76%）。

表 1 教育港股股票涨幅一览

股票代码	股票简称	周涨幅	月涨幅	季涨幅
1765.HK	希望教育	32.94	41.25	-16.91
1773.HK	天立教育	21.88	35.42	23.42
6068.HK	睿见教育	19.93	35.42	-8.05
1569.HK	民生教育	14.38	25.56	14.38
2001.HK	新高教集团	12.96	39.16	5.48
1851.HK	银杏教育	12.41	20.74	20.74
6169.HK	宇华教育	10.79	12.94	-6.93
1969.HK	中国春来	9.93	6.90	-1.90
2779.HK	中国新华教育	9.72	24.08	-1.25
1890.HK	中国科培	9.56	9.56	9.56
0839.HK	中教控股	8.11	28.62	10.29
1317.HK	枫叶教育	6.60	21.29	-9.46
1598.HK	21 世纪教育	2.22	0.00	-11.54
1565.HK	成实外教育	0.79	-1.03	-15.20
3978.HK	卓越教育集团	0.41	2.08	2.08
1758.HK	博骏教育	-3.76	-14.67	-38.76

数据来源：Wind、上海证券研究所

上两周教育美股中，股价涨幅较大的有红黄蓝（21.95%）、朴新教育（13.51%）；股价跌幅较大的有四季教育（-19.26%）、精锐教育（-12.27%）、51Talk（-11.18%）、海亮教育（-11.16%）。

表 2 教育美股股票涨幅一览

股票代码	股票简称	周涨幅	月涨幅	季涨幅
RYB.N	红黄蓝	21.95	18.74	-51.84
NEW.N	朴新教育	13.51	8.62	-9.87
DL.N	正保远程教育	5.36	5.36	-1.09
REDU.O	瑞思学科英语	4.07	11.38	-16.44
TAL.N	好未来	3.53	9.43	16.17
EDU.N	新东方	0.14	23.21	35.19
STG.N	尚德机构	-0.37	43.42	32.93
BEDU.N	博实乐	-1.75	-6.17	-15.56
TEDU.O	达内科技	-5.52	-1.09	-30.44
HLGO	海亮教育	-11.16	-28.05	-46.83
COE.N	无忧英语	-11.18	-8.78	-23.03
ONE.N	精锐教育	-12.27	-7.03	0.89
FEDU.N	四季教育	-19.26	-15.83	-50.57

数据来源: Wind、上海证券研究所

## 二、近期公司动态

表3 教育相关上市公司动态

类型	公司名	代码	事件	内容
公司公告	科斯伍德	300192	2018 业绩预告	公司预计 2018 年归属净利润约为 7471.18 万元-7644.12 万元, 同比增长 1196%-1226%。
	高乐股份	002348	2018 业绩预告修正	公司修正 2018 年预计归属净利润约为 1652.67 万元-4407.13 万元, 同比下降 20%-70%。
	盛通股份	002599	员工持股届满&回购	公司第二期员工持股计划持有公司股票 569.12 万股, 占比 1.75%, 将于 2019.7.24 届满。截止 1 月 31 日, 公司累计回购 827 万股, 占比 2.55%, 成交金额 8091 万元。
	亚夏汽车	002607	2018 业绩预告修正&资产重组	公司修正 2018 年预计归属净利润约为 11 亿元-11.6 亿元, 同比增长 1397.55%-1479.23%。公司重大资产置换及发行股份购买中公教育的新增股份发行价为 3.27 元/股, 新增股份数 53.47 亿股, 上市日为 1 月 31 日。交易完成后, 公司实控人和控股股东变为李永新和鲁忠芳, 李永新合计质押 7260 万股, 占其所持 6.42%, 用于融资, 质押期 2019.1.30-3.28。
	三盛教育	300282	2018 业绩预告	公司预计 2018 年归属净利润约为 1.13 亿元-1.19 亿元, 同比增长 405%-435%。
	方直科技	300235	2018 业绩预告	公司预计 2018 年归属净利润约为 1041.67 万元-1306.26 万元, 同比增长 18.07%-48.06%。
	紫光学大	000526	2018 业绩预告	公司预计 2018 年归属净利润约为 1000 万元-1500 万元, 同比下降 38.48%-58.98%。
	勤上股份	002638	2018 业绩预告修正	公司修正 2018 年预计归属净利润约为亏损 12 亿元-15 亿元, 去年同期盈利 8419.67 万元。
	中国高科	600730	2018 年业绩预减	公司预计 2018 年归属净利润同比减少 3300 万元-4900 万元, 同比下降 67%-99%。
	文化长城	300089	2018 业绩预告	公司预计 2018 年归属净利润约为 1.84 亿元-2.06 亿元, 同比增长 150%-180%。
	三垒股份	002621	2018 业绩预告修正	公司修正 2018 年归属净利润约为 2202.53 万元-3120.26 万元, 同比上升 20%-70%。
	百洋股份	002696	2018 业绩预告修正&股权转让&受让股权	公司修正 2018 年归属净利润约为 3000 万元-8000 万元, 同比上升 29.33%-73.50%。火星时代创始人王琦愿意与公司友好协商购回火星时代 100% 股权。公司拟受让日昇海洋 66.26% 股权和广西祥和顺 75.29% 股权, 进一步扩大公司食品及饲料原料业务规模。
	昂立教育	600661	2018 年业绩预亏&政府补助	公司预计 2018 年归属净利润亏损约 3000 万元, 主要系参股企业重大亏损, 按权益法计入投资收益预计亏损约 7200 万元。2018 年全年公司合计收到政府补助 1508 万元。
	全通教育	300359	2018 业绩预告	公司预计 2018 年归属净利润亏损 6.2 亿元-6.25 亿元, 去年同期盈利 6629.16 万元。

立思辰	300010	2018 业绩预告	公司预计 2018 年归属净利润亏损 12.5 亿元-12.55 亿元，去年同期盈利 2.03 亿元。
秀强股份	300160	2018 业绩预告	公司预计 2018 年归属净利润亏损 1.4 亿元-1.7 亿元，去年同期盈利 1.11 亿元。
和晶科技	300279	2018 业绩预告	公司预计 2018 年归属净利润亏损 6.95 亿元-7 亿元，去年同期盈利 7680.03 万元。
东方时尚	603377	股权转让&解禁	公司拟购买中化岩土持有的东方时尚国际航空 40% 股权，由于中化岩土实缴出资 0 元，转让对价为 0 元。2019 年 2 月 14 日，公司解禁上市流通股 4.23 亿股，公司届时无剩余限售股。
威创股份	002308	回购股份	截止 1 月 31 日，公司集中竞价回购累计 573 万股，占比 0.63%，成交金额约 3000 万元。
拓维信息	002261	减持	公司董事张忠革 2018.12.04-2019.1.10 期间累计减持 50.42 万股，占比 0.05%。

数据来源：Wind、上海证券研究所

### 三、行业近期热点信息

#### 核桃编程或完成新一轮过亿元融资，由高瓴资本领投

儿童编程教育服务提供商核桃编程或已完成过亿元新一轮融资，由高瓴资本领投。核桃编程成立于 2017 年 7 月，主要为 7-12 岁的儿童提供在线少儿编程教学服务和课程产品，主要参照 CSTA 美国计算机科学教育体系，美国计算机科学的教育标准及 ARCS 动机设计模型优化课程体验，同时根据中国学生的特点进行研发设计，确保知识体系设置的科学性及其有效性。核桃编程采用“录播+在线作业+辅导+微信群活动”的教学模式。（多知网）

#### 秦汉胡同完成 1 亿元 A 轮融资，一村资本领投

国学与传统文化素质教育机构秦汉胡同近日完成一亿元人民币 A 轮融资，一村资本领投，沪江教育、苏州汇利华等机构跟投。本轮融资主要用于线上内容产品的研发以及线下国学馆的扩张。秦汉胡同历史学员累计近 10 万人，在读学员数约 4 万人。团队共计 1700 人，教师近一千人，教研团队 80 人。线下国学馆 71 家，2020 年计划将线下国学馆开到 100 家。（投资界）

#### 鲸鱼小班 1 月业绩达 2000 万，连续第三个月实现净现金流为正

鲸鱼小班 1 月业绩达 2000 万，比去年同期增长 6 倍以上。近一年来，其续费率在 70% 以上、平均获客成本低于 2000 元。鲸鱼小班已连续三个月实现净现金流为正。鲸鱼小班目前所设课程有主修课程、辅修课程、零基础启蒙课程等，针对 5-15 岁的青少儿，课程学习采用学科报名的方式，每一门课程用户都可以单独地去学习和报名。在班型

方面，鲸鱼小班有1对2、1对3和1对4三种班型，1对2的班型比重较高。（鲸媒体）

### **新东方在线更新港股说明书，截至2018年11月30日止6个月总营收为4.80亿元**

新东方在线更新于港交所递交的招股说明书。截至2018年11月30日止六个月，新东方在线总营收为4.80亿元人民币，毛利为2.81亿元人民币，经营利润为4144.5万元人民币。经调整，该期内利润为3143.3万元。招股书透露，亏损主要由于加大销售及营销开支，尤其是K12和学前的投入和扩张。截至2018年11月30日止六个月，新东方在线总计学生报名流水为5.273亿元人民币，付费学生人次为110.4万人次。截至2018年11月30日，新东方在线共有221名全职教师，2232名兼职教师，79名全职导师及2890名兼职导师。（鲸媒体）

### **“家燕妈妈艺术中心”获Pre-A轮融资，2019年将开放全国加盟**

少儿艺术素质教育品牌“家燕妈妈艺术中心”于近日宣布完成1280万元Pre-A轮融资，香港梦想沙龙娱乐领投，小橙基金跟投。本轮资金将用于独家课程产品研发、线上教务管理体系研发、师资团队扩建、品牌推广、运营体系以及校区扩张等。家燕妈妈艺术中心教学体系包含“说唱跳演走”五个类别，在学生管理、环境打造、赛事筹划等方面有一整套系统化运营模式。2019年，家燕妈妈艺术中心将开放全国加盟，计划在一年内完成百城百店的加盟目标。此外，家燕妈妈艺术中心还将成立商学院，为加盟商提供教学、运营、管理等服务。（鲸媒体）

### **STEAM教育内容供应商唯科乐获Pre-A轮融资**

STEAM教育内容供应商唯科乐宣布完成Pre-A轮融资，由深圳蓝海众力资本管理有限公司领投，深圳市朗科投资有限公司跟投，金额暂未披露。本次融资将用于市场推广和内容迭代。唯科乐是唯童旗下的机器人教育品牌，成立于2016年，总部位于深圳。唯科乐机器人以智能硬件构建和程序编辑为主要课程载体，融合STEM教育核心学科，为3-9岁中国孩子提供机器人教育。唯科乐品牌已经进驻了全国114个城市，共有135位经销商，有超过500家幼儿园和机构用户。（鲸媒体）

### **尚德启智更新招股书，2018年营收5.77亿元**

尚德启智披露了更新版招股书。尚德启智在 2016-2018 年的营收分别为 3.37 亿元、4.43 亿元、5.77 亿元，净利润分别为 0.68 亿元、0.75 亿元、1.11 亿元。截至 2018 年 12 月 31 日，尚德启智在校生总人数为 8181 人，教师共 756 名。在 2018-2019 学年，学校利用率达 72.5%。尚德启智营收增长的原因主要是尚德实验学校的学费增加；在校人数增加，令培训中心提供的培训课程活动及课时时长增加，从而使培训课程费用收入增加；主校区寄宿费及选择寄宿学生人数增加令寄宿费收入增加。（多知网）

#### 红黄蓝将以 1.25 亿元收购新加坡教育资产，公司拟更名 GEH

红黄蓝宣布将以约人民币 1.25 亿元现金收购新加坡私营儿童教育集团 70% 股权，对于收购标的品牌名称未予披露。在收购的同时，公司打算将其名称从 RYB Education 更名为 GEH Education，公司董事会已批准更改名称，并将提交公司股东大会，以供股东进一步审批。对于新加坡资产的收购，红黄蓝解释为品牌和服务扩张方面的考虑。（多知网）

#### 生涯规划服务商壹鼎生涯获千万元级 A 轮融资，估计近 2.2 亿元

互联网教育服务提供商壹鼎生涯完成数千万元 A 轮融资，投资方为上海宏慧创意产业投资管理有限公司、上海金蒙企业管理中心（有限合伙）。本轮融资将主要用于团队建设、服务能力、技术投入三方面的提升。此轮融资后，壹鼎生涯估值已接近 2.2 亿元。截至 2018 年底，壹鼎生涯规划系统已在上海、江苏、山东、河南、安徽、四川等全国 15 省市自治区全面推广，服务近 800 所学校用户。（多知网）

#### 华立大学集团再次冲击港股，2018 年收益 6.08 亿元

华立大学集团有限公司二次递交招股书，再次冲刺港股。截至 8 月 31 日止年度的 2016 年、2017 年及 2018 年，华立大学集团的收益分别为 5.43 亿元、5.78 亿元、6.08 亿元；年度利润分别为 2.03 亿元、1.93 亿元及 1.93 亿元。截至 2018 年 12 月 31 日，华立大学集团旗下拥有三所学校，即华立学院、华立职业学院及华立技师学院，在校学生合共约 37389 名。（鲸媒体）

## 四、投资建议

A 股教育板块主要源自 2015 年兴起的并购潮，高承诺高估值形成账上的高商誉。随着三年业绩对赌结束，企业不再受业绩承诺约束，叠加经济下行期间的经营压力加大，且存在从商誉减值改为商誉摊销的准则变数，多家上市公司大幅计提商誉减值，进行业绩“洗澡”，我

们此前在年度策略中提示警惕商誉减值对净利润的蚕食影响，短期内商誉减值将大幅拉低净利润水平甚至造成大额亏损，但对现金流无实质性影响，另一方面也有利于企业来年轻装上阵。我们认为，商誉减值风险短期将造成投资情绪波动，叠加教育政策监管趋严的影响，一定程度上压制板块投资热情，建议关注享有政策利好、市场需求旺盛的相关赛道中具备品牌优势和规模优势的龙头机构，如职业教育赛道的亚夏汽车、早教赛道的三垒股份。同时，港股高教板块的外延并购逻辑仍持续，建议关注中教控股。

## 五、风险提示

监管趋严带来的不确定性风险、市场竞争加剧风险、商誉减值风险、业务拓展不及预期等。

## 分析师承诺

周菁

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20% 以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10% 以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10% 以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。