

增持

——维持

日期：2019年05月27日

行业：教育



分析师：周菁

Tel: 021-53686158

E-mail: zhoujing@shzq.com

SAC证书编号: S0870518070002

证券研究报告/行业研究/中期策略

# 政策为纲，景气为王，龙头向上

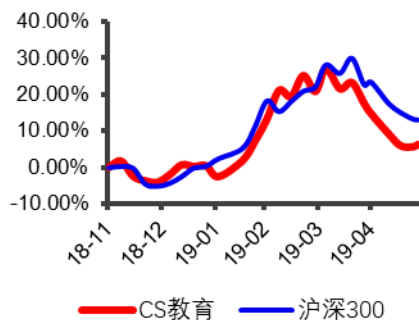
## —教育行业 2019 年中期投资策略

### ■ 主要观点

#### 职业教育：政策加码，龙头加速

职业教育是当下政策红利最为确定的赛道之一，2018-2019 年相关政策持续加码，为行业不断注入催化剂。短期的催化因素包括：职业院校面临高职扩招百万、双高计划建设、“1+X”证书制度试点三大机会；职业技能培训机构面临产教融合型企业建设、大规模职业技能提升行动两大机会。高职百万扩招带动生源潜在增速达 25%+，政府从失业保险基金结余中拿出的 1000 亿元，统筹用于三年 5000 万人次的大规模职业技能提升行动。微观层面，职教龙头加速证券化、收割份额。高教领域，2018 年代表港股高教公司旗下 40 所高校占民办高校的 5.3% (vs2017 年 3.6%)、占全国的 1.5% (vs2017 年 1.0%)；上市公司体系内在校生占民办高校的 7.9% (vs2017 年 5.1%)、占全国的 1.8% (vs2017 年 1.2%)，依靠外延并购，民办高校行业集中度明显提升。职业技能培训领域，中公教育、华图教育、中国东方教育等龙头均开展证券化，依靠资金优势加快渠道布局、拓展规模，不断提升市场份额。中公教育、华图教育将县级城市作为未来渠道下沉重点，中国东方教育也将加大对 15-21 岁农村青少年的优质服务供给。

近 6 个月行业指数与沪深 300 比较



#### 教育信息化：软硬件融合，新标考建设

新高考改革背景下，教育信息化产品从单一的、传统的监控设备、网上查询、阅卷综合管理系统等向生态化的产品体系演变，新增选科、走班选课、智能排课、智能考勤、考务管理、成绩分析、走班教学管理、生涯规划、综合素质评价等软件系统需求及电子班牌、智能白板、录播摄像头等硬件产品需求。2020 年前将是新高考信息化产品进校的窗口期，能够提供适应新高考的一体化解决方案的厂商有望脱颖而出，把握新高改红利。同时，随着 2013 年初步建设完成的标考设备进入集中的更新换代周期，2017 年新标考建设进入了量价齐升的快速增长阶段：第一，应用场景向学业水平考试、中考等场景纵向延伸，估算中考所需标考教室数量约 70 万间左右，再造且超过高考的标考数量规模。第二，该轮建设围绕平台数据整合，展开多系统共建，单个考场配套系统更多实现客单价翻番，由 3000 元左右提升至 8000-10000 元左右。

#### 早教：托育教育驶入新蓝海

我国 0-3 岁儿童入托率约为 5%，远低于国际平均 33% 的入托水平，托育服务供给严重缺失。市场倒逼改革，国家出台政策加大托育教育服务供给，上海发布“1+2”文件、国务院印发《关于促进 3 岁以下婴幼儿照护服务发展的指导意见》，行业迎来规范发展期。目前市场上主打 0-3 岁早期托育教育服务的机构主要分四类，一是垂直化的专业托育服务商，提供全日托、半日托等多类服务，如茂楷婴童学苑、纽诺教育、YoKID 优儿学堂、袋鼠麻麻、圣顿教育、多乐小熊等；二是实行“早教+托育”新模式的成熟早教机构，在早教课程的基础上提供

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。

托育服务，如金宝贝、美吉姆、运动宝贝、爱乐祺等；三开设托班的幼儿园，向下延伸为 0-3 岁儿童提供托育服务；四是面向 B 端企业用户，根据企业需求为企业员工提供儿童看护与教育服务的机构，如东方剑桥教育集团旗下 Koala Educare Daycare Center。

### ■ 投资建议

教育板块主要依托内需市场，且用户支付能力普遍较强，具备一定的抗周期性和防御性，彰显投资价值。展望 2019 年下半年，建议关注政策利好贯穿全年的职业教育板块，景气为王，龙头当道，核心推荐中公教育、开元股份；新高改赋予新需求的 2.0 版教育信息化，拥有强技术和强渠道的企业更易脱颖而出，核心推荐佳发教育；政策支持下驶入新蓝海的托育教育，早教龙头可开展“早教+托育”新模式，利用品牌声誉吸收生源，提供托育服务实现多元化、增加坪效，核心推荐美吉姆。

### ■ 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、业务拓展不及预期、商誉减值风险、坏账损失风险等。

### ■ 数据预测与估值：

重点关注股票业绩预测和市盈率

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E		
中公教育	002607	11.37	0.19	0.27	0.40	60	42	28	22.81	增持
开元股份	300338	11.33	0.29	0.57	0.72	39	20	16	1.76	增持
佳发教育	300559	21.20	0.47	0.70	1.07	45	30	20	3.76	增持
美吉姆	002621	21.60	0.09	0.49	0.53	240	44	41	6.16	增持

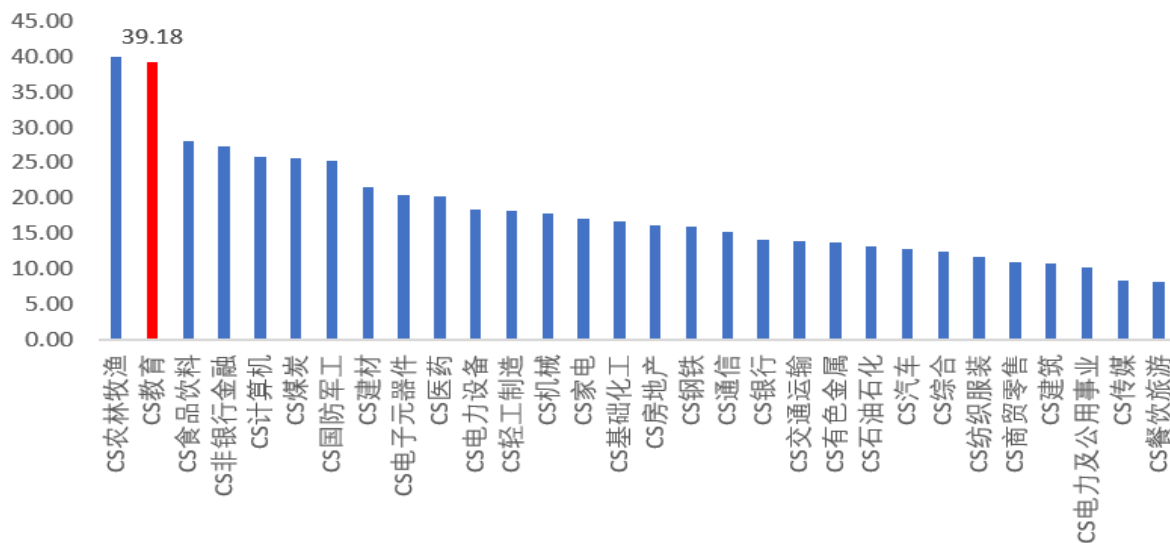
数据来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为 2019/5/24 收盘价）

## 一、行业回顾

### 1.1 行情回顾：板块涨幅领先，整体估值低位

截止 2019 年 5 月 24 日，CS 教育年初至(下同)今上涨 39.18%，位于所有 30 个中信一级行业的第 2 位，仅次于农林牧渔 39.89% 的涨幅。同期沪深 300 上涨 19.37%，教育板块跑赢大盘 19.81 个百分点。

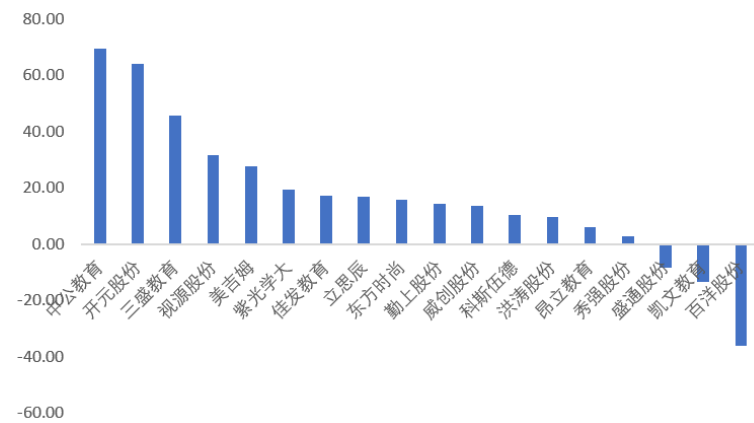
图 1 各板块年初至今区间涨跌幅 (%)



数据来源：wind，上海证券研究所（注：截止 2019/5/24，下同）

以 A 股重点教育上市公司为样本，在估值修复带动的年初上涨行情中，教育板块多数个股录得上涨，其中年初至今涨幅排名前五位的分别为中公教育 (+69.41%)、开元股份 (+63.97%)、三盛教育 (+45.58%)、视源股份 (+31.78%)、美吉姆 (+27.51%)，上涨的个股主要分布在职业教育、教育信息化和早教赛道，一是职业教育和教育信息化享受明确的政策利好，二是全面二孩政策下早教存在向上的市场需求且标的属于龙头，具有一定的品牌和规模优势。同期仅百洋股份、凯文教育和盛通股份录得下跌，跌幅分别为 36.05%、13.47%、8.27%。

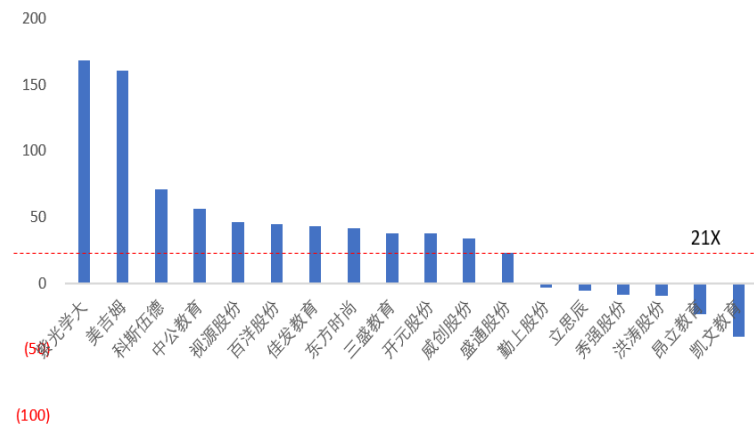
图 2 A 股重点教育上市公司年初至今涨幅 (%)



数据来源: wind, 上海证券研究所

以 A 股重点教育上市公司为样本, 剔除掉估值差异较大的数值后, 截止 5 月 24 日, A 股教育板块整体的平均动态估值约为 21X, 较年初 38X 估值水平有较大幅度回落, 处于历史低位, 一是估值切换, 部分个股 2018 年业绩大幅增长消化了高估值, 如中公教育; 二是部分个股计提大额商誉减值导致动态估值为负, 拉低了板块整体的估值水平, 如昂立教育、立思辰。总体来看, 多数教育个股当前 PE (TTM) 位于 30-50X 左右。

图 3 A 股重点教育上市公司 PE (TTM)



数据来源: wind, 上海证券研究所 (注: 剔除了动态估值较高的紫光学大和美吉姆)

## 1.2 业绩回顾: 商誉减值拖累盈利

以 A 股重点教育上市公司的核心教育子公司为统计范围, 2018 年教育业务实现收入总计 364.25 亿元, 同比增长 41%, 实现净利润 34.32 亿元, 同比增长 23%, 行业平均净利率约为 9%。净利润增速低于营收增速, 导致净利率同比下滑 2 个百分点, 一方面部分上市公司受去年教育行业严监管影响, 盈利增速放缓, 另一方面部分收购标的未能如期完成业绩承诺导致商誉大幅减值, 带来计提损失。

表 1A 股重点教育上市公司 2018 年业绩情况

细分领域	上市公司	标的公司	营业收入			净利润		
			2018	2017	增速	2018	2017	增速
早教	美吉姆	美吉姆	362.4	216.56	67%	190.55	87.44	118%
	小计		362.4	216.56	67%	190.55	87.44	118%
幼教	威创股份	红缨教育	271.68	261.53	4%	63.35	75.71	-16%
		金色摇篮	220.45	198.2	11%	87.4	106.75	-18%
		可儿教育	68.15	51.02	34%	42.01	42.34	-1%
		鼎奇幼教	30.24	5.25	476%	12.55	2.79	350%
	秀强股份	全人教育	86.02	70.35	22%	-93.96	19.81	-574%
		江苏童梦	105.6	61.84	71%	-10.6	14.7	-172%
小计		782.14	648.19	21%	100.75	262.1	-62%	
K12 教培	紫光学大	学大教育	3164.18	3064.22	3%	137.94	137.85	0%
	勤上股份	龙文教育	691.01	701.54	-2%	60.18	85.96	-30%
	昂立教育	昂立教育	2095.46	1723.56	22%	-322.08	104.47	-408%
	科斯伍德	龙门教育	500.13	397.76	26%	131.82	105.23	25%
	立思辰	中文未来	180.35	83.48	116%	64.94	23.21	180%
	小计		6631.13	5970.56	11%	72.8	456.72	-84%
素质教育	盛通股份	乐博教育	234.83	182.74	29%	43.36	29.7	46%
	小计		234.83	182.74	29%	43.36	29.7	46%
国际教育	凯文教育	文凯兴	78.55	12.23	542%	-70.6	-32.03	120%
		凯文智信	140.18	64.98	116%	20.72	-17.21	-220%
	美吉姆	楷德教育	68.36	56.84	20%	28.93	22.88	26%
	立思辰	360 留学	71.4	42.91	66%	51.88	30.92	68%
	小计		358.49	176.96	103%	30.93	4.56	578%
职业教育	中公教育		6236.99	4031.26	55%	1152.89	524.84	120%
	开元股份	恒企教育	1086.93	603.01	80%	120.95	109.61	10%
		中大英才	94.11	58.63	61%	27.62	22.92	21%
	百洋股份	火星时代	546.9	496.43	10%	54.03	87.03	-38%
	东方时尚		1050.92	1173.09	-10%	223.27	234.95	-5%
	洪涛股份	学尔森		89.68			-35.85	
跨考教育			180.59			46.9		
小计		9015.85	6362.42	42%	1578.76	979.35	61%	
教育信息化	立思辰	康邦科技	1082.58	881.76	23%	168.04	125.12	34%
		百年英才	117.17	59.07	98%	37.04	21.62	71%
	三盛教育	恒峰信息	466.07	288.8	61%	81.73	66.43	23%
	佳发教育		390.48	192.23	103%	123.92	73.14	69%
	视源股份		16983.69	10867.61	56%	1004.27	691.08	45%
	小计		19039.99	12289.47	55%	1415	977.39	45%

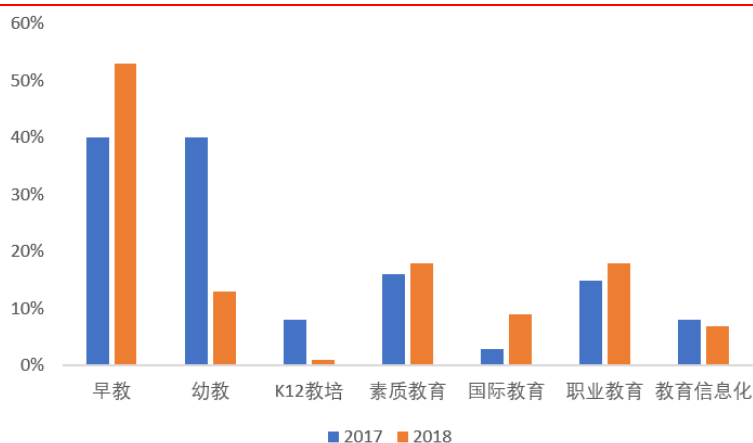
数据来源: Wind, 上海证券研究所

增速角度来看, 国际教育赛道营收增速领先, 主要系凯文教育旗下两所学校逐步进入运营正轨期, 生源扩大带动学费等收入增长; 早教、教育信息化和职业教育高速增长, 景气度高; 素质教育、

幼教和 K12 教培增速约 10%-20% 左右，其中 K12 教培受四部委禁令、80 号文件等政策影响，行业整体增速下移，幼教受学前教育新规影响趋势也下行。

盈利角度来看，早教盈利能力最强，美吉姆毛利率 60%+、净利率 40%+。职业教育、素质教育的净利率位于 15%-20% 区间，其中职业教育整体净利率由 15% 增至 18%，主要系占比较大的中公教育由于数字化经营提升效率，净利率由 13% 提高至 18%；素质教育赛道的乐博教育净利率由 16% 提高至 18%，主要系学员增长提升了校区的使用率且开设了部分毛利率较高的短期课程。幼教净利率由 40% 降至 13%，盈利能力大幅下滑，一是红缨教育、金色摇篮等运营成本上升导致盈利下降，二是全人教育业绩承诺未达标、计提商誉减值，使得盈利大幅亏损。国际教育和教育信息化净利率位于 5%-10% 区间，其中国际教育赛道整体净利率由 3% 提高至 9%，主要系凯文教育运营爬坡、学校使用率提升带动盈利水平提升，教育信息化整体净利率维持在 7-8%，较为稳定。K12 教培整体净利率由 8% 降至 1%，主要系昂立教育计提股权投资的资产减值准备和或有负债导致业绩大幅转亏。

图 4A 股教育各细分领域净利率水平 (%)



数据来源: wind, 上海证券研究所

## 二、职业教育：政策加码，龙头加速

### 2.1 政策加码注入催化剂

职业教育是当下政策红利最为确定的赛道之一。在目前经济转型过程中存在的结构性人才缺乏压力下，职业教育被赋予增加高技能人才供给、促进人力资源供给侧结构性改革、推动人口红利转为人力资源红利的重要使命，成为缓解当前就业压力、解决技能人才短缺、提高就业质量的战略之举。

表 2 职业教育近几年主要发展政策一览

时间	政策法规	发文机构	主要内容
2017 年 12 月	《国务院办公厅关于深化产教融合的若干意见》	国务院	鼓励企业以独资、合资、合作等方式依法参与举办职业教育、高等教育。通过购买服务、委托管理等，支持企业参与公办职业学校办学。鼓励有条件的地区探索推进职业学校股份制、混合所有制改革，允许企业以资本、技术、管理等要素依法参与办学并享有相应权利。支持引导企业深度参与职业学校、高等学校教育教学改革。
2018 年 2 月	《职业学校校企合作促进办法》	教育部等六部门	校企合作实行校企主导、政府推动、行业指导、学校企业双主体实施的合作机制。职业学校和企业可以结合实际在人才培养、技术创新、就业创业、社会服务、文化传承等方面开展 7 种形式合作。鼓励各地通过政府和社会资本合作、购买服务等形式支持校企合作。
2018 年 5 月	《国务院关于推行终身职业技能培训制度的意见》	国务院	以政府补贴培训、企业自主培训、市场化培训为主要供给，以公共实训机构、职业院校（含技工院校）、职业培训机构和行业企业为主要载体，以就业技能培训、岗位技能提升培训和创新创业培训为主要形式，构建资源充足、布局合理、结构优化、载体多元、方式科学的培训组织实施体系。将企业职工培训作为职业技能培训工作的重点，明确企业培训主体地位，完善激励政策，支持企业大规模开展职业技能培训。健全校企合作制度，探索推进产教融合试点。
2018 年 8 月	《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）》	司法部	公办学校不得举办或者参与举办营利性民办学校。公办学校举办或者参与举办非营利性民办学校的，不得以品牌输出方式获得收益。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。设立实施语言能力、艺术、体育、科技、研学等有助于素质提升、个性发展的教育教学活动的民办培训教育机构，以及面向成年人开展文化教育、非学历继续教育的民办培训教育机构，可以直接申请法人登记。实施高等学历教育的，注册资本最低限额为 2 亿元人民币。
2019 年 1 月	《国家职业教育改革实施方案》	国务院	到 2022 年，职业院校教学条件基本达标，一大批普通本科高等学校向应用型转变，建设 50 所高水平高等职业学校和 150 个骨干专业（群）。从 2019 年开始，在职业院校、应用型本科高校启动“学历证书+若干职业技能等级证书”制度试点（以下称 1+X 证书制度试点）工作。2020 年初步建成 300 个示范性职业教育集团（联盟），带动中小企业参与。支持和规范社会力量兴办职业教育培训，鼓励发展股份制、混合所有制等职业院校和各类职业培训机构。
2019 年 2 月	《中国教育现代化 2035》	中共中央办公厅、国务院办公厅	加快发展现代职业教育，不断优化职业教育结构与布局。集中力量建成一批中国特色高水平职业院校和专业，推进中等职业教育和普通高中教育协调发展。
2019 年 2 月	《加快推进教育现代化实施方案（2018—2022 年）》	中共中央办公厅、国务院办公厅	深化职业教育产教融合，完善学历教育与培训并重的现代职业教育体系，健全产教融合的办学体制机制，大力推进产教融合、校企合作，制定并落实职业院校生均拨款制度。

2019年3月	《建设产教融合型企业实施办法（试行）》	发改委、教育部	重点建设培育主动推进制造业转型升级的优质企业，以及现代农业、智能制造、高端装备、新一代信息技术、生物医药、节能环保、新能源、新材料以及研发设计、数字创意、现代交通运输、高效物流、融资租赁、工程咨询、检验检测认证、电子商务、服务外包等急需产业领域企业，以及养老、家政、托幼、健康等社会领域龙头企业。进入产教融合型企业认证目录的企业，给予“金融+财政+土地+信用”的组合式激励，并按规定落实相关税收政策。
2019年4月	《关于实施中国特色高水平高职学校和专业建设计划的意见》	教育部、财政部	集中力量建设50所左右高水平高职学校和150个左右高水平专业群，到2022年，列入计划的高职学校和专业群办学水平、服务能力、国际影响显著提升；到2035年，一批高职学校和专业群达到国际先进水平，引领职业教育实现现代化。
2019年4月	《关于在院校实施“学历证书+若干职业技能等级证书”制度试点方案》	教育部等四部门	自2019年开始，重点围绕服务国家需要、市场需求、学生就业能力提升，从10个左右领域做起，启动1+X证书制度试点工作。2020年下半年，做好试点工作阶段性总结，研究部署下一步工作。
2019年5月	《高职扩招专项工作实施方案》	教育部等六部门	高职大规模扩招100万人，合理确定2019年各省份高职扩招计划安排，重点布局在优质高职院校，区域经济建设急需、社会民生领域紧缺和就业率高的专业，以及贫困地区特别是连片特困地区。加大东部地区院校向中西部地区的招生计划投放力度。中央财政加大对高职院校扩招的支持力度，引导地方政府落实生均拨款制度、奖助学金提标扩面政策等，加强办学条件薄弱公办高职院校改造，加大政府购买高职教育服务力度。
2019年5月	《职业技能提升行动方案（2019—2021年）》	国务院	2019年至2021年共开展各类补贴性职业技能培训5000万人次以上，其中2019年培训1500万人次以上；经过努力，到2021年底技能劳动者占就业人员总量的比例达到25%以上，高技能人才占技能劳动者的比例达到30%以上。企业举办或参与举办职业院校的，各级政府可按规定根据毕业生就业人数或培训实训人数给予支持。从失业保险基金结余中拿出1000亿元，统筹用于职业技能提升行动。落实将企业职工教育经费税前扣除限额提高至工资薪金总额8%的税收政策。

数据来源：国务院，教育部，司法部，财政部，上海证券研究所

2018-2019年，职业教育相关政策持续加码，为行业不断注入催化剂。我们按学历的职业院校和非学历的职业技能培训机构分类整理了短期的催化因素：

表3 职业教育的短期催化因素

主体	关键词	要点
学历教育	高职扩招百万	2019年高职大规模扩招100万人，对应招生计划增量约115万人
	双高计划建设	“双高”即中国特色高水平高职学校和专业建设，集中力量建设50所左右高水平高职学校和150个左右高水平专业群

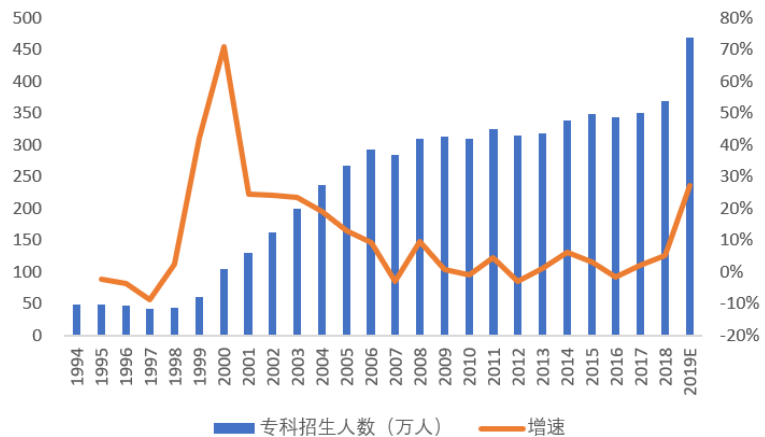


		“1+X”证书制度试点	2019 年开始重点围绕服务国家需要、市场需求、学生就业能力提升，从 10 个左右职业技能领域做起，稳步推进 1+X 证书制度试点工作。截至 5 月 6 日，首批 6 个职业技能等级证书中每个证书约有 200-600 所院校参与试点，涉及学生总规模累计约 20 多万人
非学历教育	职业技能培训机构	产教融合型企业建设	产教融合型企业兴办职业教育的投资，按投资额 30% 来抵免该企业当年应交教育费附加和地方教育附加。全国 24 家企业已进入重点建设培育的产教融合型企业名单
		职业技能提升行动	从失业保险基金结余中拿出的 1000 亿元用于职业技能提升行动，2019 年至 2021 年共开展各类补贴性职业技能培训 5000 万人次以上，其中 2019 年培训 1500 万人次以上

数据来源：教育部，上海证券研究所

**高职百万扩招带动生源潜在增速达 25%+**。近几年我国专科层次每年招生人数在 350 万人左右，2018 年全国普通专科招生 368.83 万人，同比增长 5%，占普通高校本专科合计招生人数的 47%。按扩招指引上限 100 万人测算，2019 年高职招生人数增长幅度可达近 27%，远高于现阶段低个位数增长水平。增量生源除了应届的高中和中职毕业生，还包括往届中职毕业生、退役军人、下岗失业人员、农民工和新型职业农民。高职扩招有望在年内助力我国高等教育毛入学超过 50%，从而实现高等教育的普及化。生源池的扩容为高职院校规模扩张贡献了底层动力，教学质量过硬、专业强需求、就业率高的高职院校将更易吸收到增量生源，享受政策改革红利。

图 5 历年普通专科招生人数（万人）



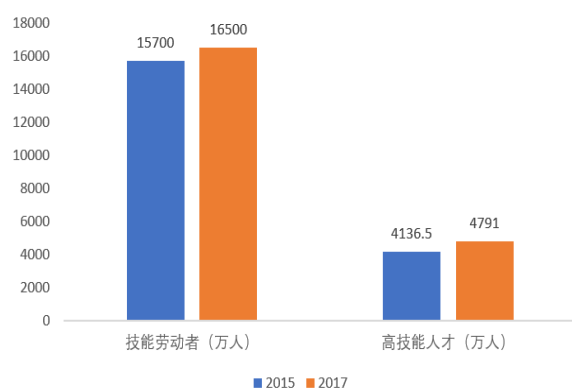
数据来源：wind，上海证券研究所

**我国就业市场以低端劳动力为主、技术型人才短缺。**根据人社部数据，截止 2017 年底，全国共有技能劳动者 1.65 亿人，占就业人员总量的 21.3%，其中高技能人才 4791 万人，占就业人员总量的 6.2%。2015-2017 年间，我国技能劳动者和高技能人才复合增速分别为 3%和 8%，高技能人才在技能劳动者中的占比由 26.3%提升至 29.0%，人才结构有所改善，但与发达国家相比仍有较大水平差距，如德国、日本的高技能人才在技能劳动者中的占比分别高达 50%和

40%。随着产业转型升级的需求释放，结构性人才缺乏成为主要掣肘。

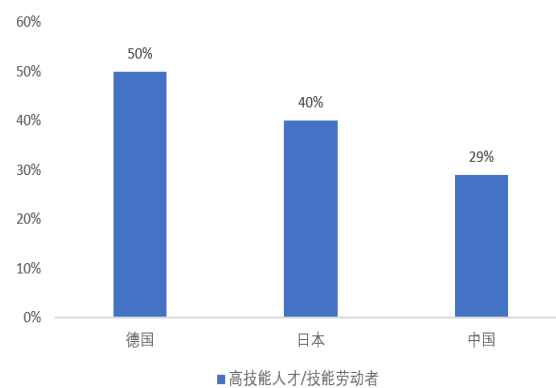
**我国启动大规模职业技能提升行动。**国务院最新印发《职业技能提升行动方案（2019—2021年）》，提出要面向职工、就业重点群体、建档立卡贫困劳动力等城乡各类劳动者，大规模开展职业技能培训。2019年至2021年共开展各类补贴性职业技能培训5000万人次以上，其中2019年培训1500万人次以上，力争到2021年底技能劳动者占就业人员总量的比例达到25%以上，高技能人才占技能劳动者的比例达到30%以上。各级政府要加大资金支持力度，将一定比例的就业补助资金、地方人才经费和行业产业发展经费中用于职业技能培训的资金，以及从失业保险基金结余中拿出的1000亿元，统筹用于职业技能提升行动。

图6 我国技能劳动者及高技能人才人数情况（万人）



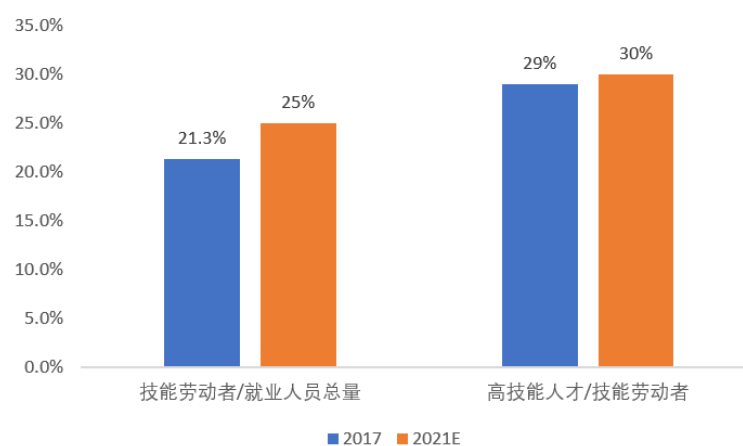
数据来源：人社部，上海证券研究所

图7 各国高技能人才/技能劳动者比例



数据来源：人社部，上海证券研究所

图8 我国职业技能提升行动目标



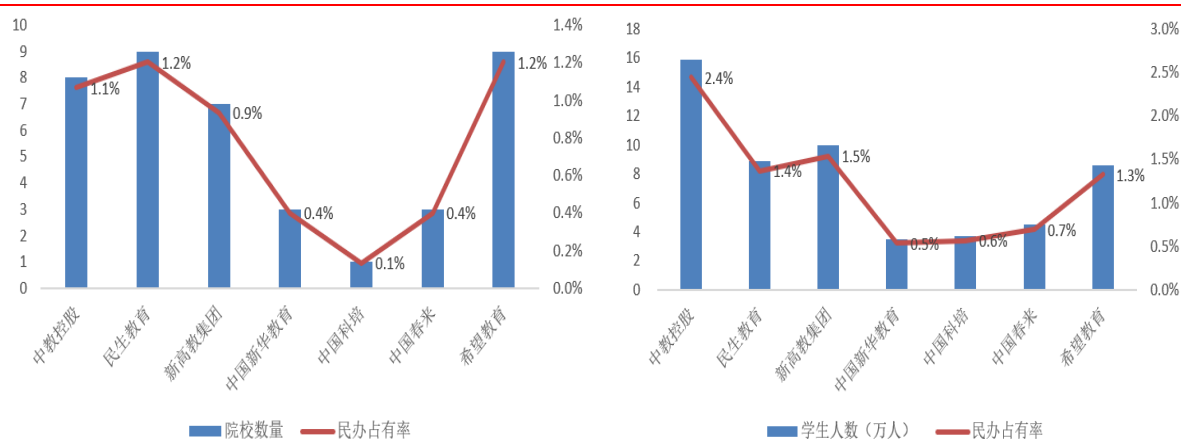
数据来源：国务院，人社部，上海证券研究所

## 2.2 龙头加速，收割份额

高等教育外延并购，整合提升行业集中度。学校数量维度，2018

年全国共有普通高校 2663 所，其中本科 1245 所、高职专科 1418 所，民办普通高校为 749 所，占全国比例 28.13%。以已在港股上市的 7 家主营为高等职教的上市公司为样本，我们统计得到 2018 年样本公司旗下共有 40 所高校（含仍在收购过程中的，筹建期的暂不考虑），占民办高校的 5.3%，占全国高校的 1.5%，而去年同期上市公司体系内高校数量合计仅 27 所，分别占 2017 年全国民办高校和高校总数的 3.6% 和 1.0%。学生人数维度，2018 年上市体系内 40 所高校合计在校生人数达 51.37 万人，占全国 2831.03 万普通高校在校生人数的 1.8%、占民办 649.60 万在校生人数的 7.9%。去年同期上市公司体系内高校的在校生人数合计为 32.14 万人，占当期全国和民办高校在校生人数的 1.2%、5.1%。上市后，龙头加大了对其他民办高校的并购整合，使得校园网络和学生人数不断扩张，民办高校行业集中度明显提升。

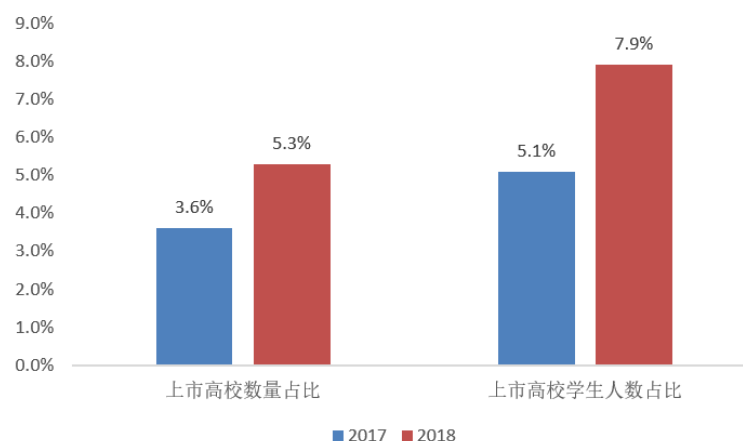
图 9 代表港股高教公司旗下学校数量及占有率 (2018)      图 10 代表港股高教公司学生人数及占有率 (2018)



数据来源: wind, 上海证券研究所

数据来源: 人社部, 上海证券研究所

图 11 代表港股高教公司旗下学校占民办高校比例

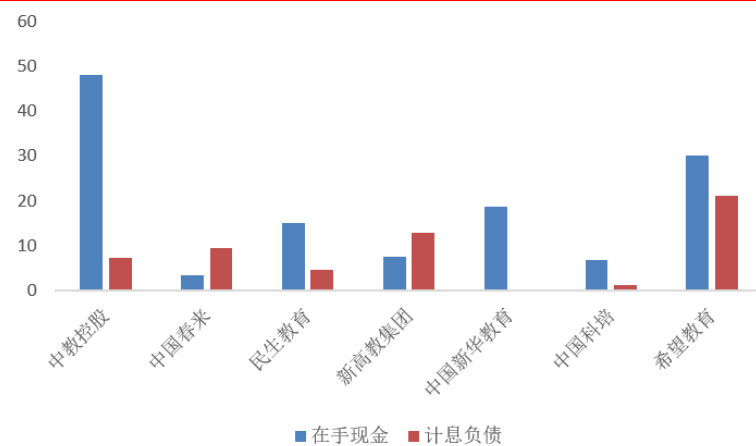


数据来源: 教育部, wind, 上海证券研究所

并购整合需要资金支持，现金充裕+融资便利（融资渠道通畅及融资成本低）备好充足弹药。我们整理了各大高教上市公司目前在手现

金状况（含理财），中教控股和希望教育资金最为充足，分别约有 48 亿元（2019 年 2 月末现金及现金等价物 18 亿+2019 年 3 月成功发行可换股债券募资 23.55 亿港元+4 月提取国际金融公司贷款 1.34 亿美元）和 30 亿元；中国春来在手现金规模较小。负债方面，希望教育计息负债规模最大，达 21 亿元，全部为银行及信托贷款，其次为新高教集团，约 13 亿元，中国科培和中国新华教育计息负债规模较小。融资渠道来看，中教控股、民生教育和新高教集团拥有便利的融资渠道：（1）中教控股：2019 年 3 月成功发行可换股债券募资 23.55 亿港元，年利率 2%，2019 年 4 月提取国际金融公司贷款 1.34 亿美元；（2）民生教育：2018 年 8 月与工行重庆分行合作，未来三年对方将提供累计不低于 100 亿元的意向性融资，2018 年 12 月与中金资本成立 100 亿元并购基金；（3）新高教集团：2018 年 2 月获得银行财团 5 亿港元 5 年期贷款融资，最高 10 亿港元；2019 年 4 月以每股 3.57 港元完成配售，募资净额 3.89 亿港元。

图 12 代表港股高教公司最新在手现金及计息负债情况（亿元）



数据来源：wind，上海证券研究所（注：中教控股和中国春来为 2019H1 数据，其余为 2018 年数据）

**职业技能培训龙头加速证券化，加快渠道布局，收割份额。** 公考培训龙头中公教育借壳亚夏汽车成功登陆 A 股，另一龙头华图教育已递交港股招股书；拥有“新东方烹饪学校”“新华电脑学校”“万通汽修学校”等知名职教品牌的中国东方教育将于 6 月 12 日正式在港交所挂牌上市，职教龙头多地开花，加速证券化。龙头上市后依靠资金优势加快渠道布局、拓展规模，不断提升市场份额。（1）中公教育：截止 2018 年底，公司在全国 319 个地级市建立了 701 个直营校区，未来几年将以县城作为渠道下沉的新重点。（2）华图教育：截止 2018 年 10 月，华图教育在全国 343 座城市建立了 435 家培训中心，未来 5 年计划新建 353 家培训中心，每年分别新建 64、62、64、68、95 家，其中华中大区、北京、西蒙大区、华东大区、东北大区、华南大区、华北大区、西北大区分别新建 80、2、23、88、54、34、43、29 家，业务

网络将进一步覆盖全国 3000 个县级城市。(3)中国东方教育:截止 2018 年,公司旗下拥有 50 所新东方烹饪教育学校、23 所欧米奇西点西餐教育学校、24 所新华电脑教育学校、22 所华信智原 DT 人才培训基地、26 所万通汽车教育学校、18 个私人订制烹饪体验中心(美味学院)。未来 3 年,公司计划在多个主要省会城市及服务欠缺地区建立约 51 所新学校及 6 家新私人订制烹饪体验中心,进一步下沉渠道,为农村地区 15-21 岁青少年提供优质教育。

### 三、教育信息化:软硬件融合,新标考建设

**2014-2020 年为此一轮新高考改革期。**我国新一轮高考改革从 2014 年开始,首批以上海和浙江为试点,2017 年第二批为北京、天津、海南、山东 4 个省市,2018 年第三批为江苏、湖北、福建、辽宁、广东、重庆、河北、湖南 8 个省市,2019 年第四批可能是原定的 7 个省份(宁夏、广西、陕西、云南、甘肃、青海、新疆)加上 2018 年推迟的 10 个省份(安徽、河南、四川、山西、黑龙江、吉林、内蒙古、江西、贵州、西藏),2020 年全国将全面建立新高考制度。

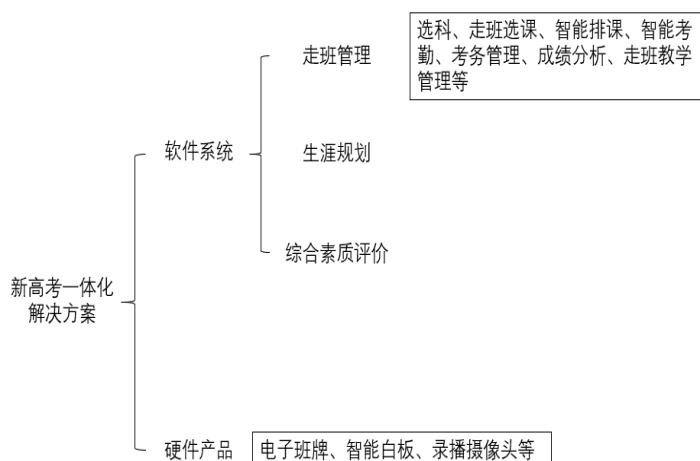
图 13 全国新高考改革时间安排表



数据来源:佳发教育官网,上海证券研究所

随着新高考在各省落地实施,教育信息化迎来新需求。教育信息化产品从单一的、传统的监控设备、网上查询、阅卷综合管理系统等向生态化的产品体系演变,新增选科、走班选课、智能排课、智能考勤、考务管理、成绩分析、走班教学管理、生涯规划、综合素质评价等软件系统需求及电子班牌、智能白板、录播摄像头等硬件产品需求。2020 年前将是新高考信息化产品进校的窗口期,能够提供适应新高考的一体化解决方案的厂商有望脱颖而出,把握新高考红利。

图 14 新高考下催生软硬件产品新需求



数据来源：上海证券研究所

图 15 新高考产品代表厂商



数据来源：公司官网，上海证券研究所

硬件产品中，智能白板的代表厂商包括希沃、鸿合、Promethean（旗下产品 ClassFlow）、SMART 等，其中希沃是国内交互智能平板行业龙头，2018 年交互智能平台（IWB）实现营收 56.76 亿元，同比增长 36%，市占率达 36.5%。录播摄像头的代表厂商包括奥威亚、现代中庆、锐取、北京文香、中广上洋、翰博尔等，其中奥威亚市占率长期领先同行，2018 年实现营收 4.15 亿元，同比增长 8%，净利润 1.74 亿元，扣非后归属净利润 1.97 亿元，同比增长 20%。

图 16 希沃 IWB 收入及市占率 (亿元)

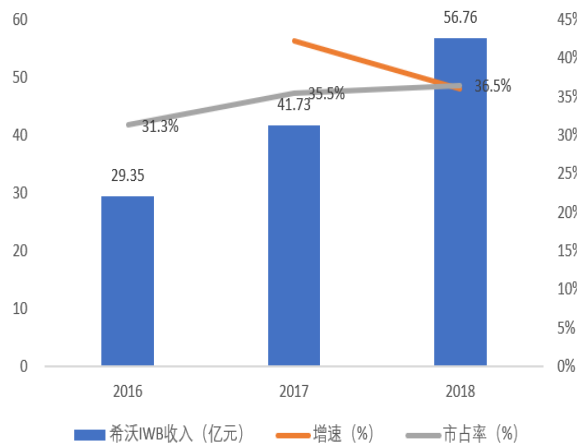
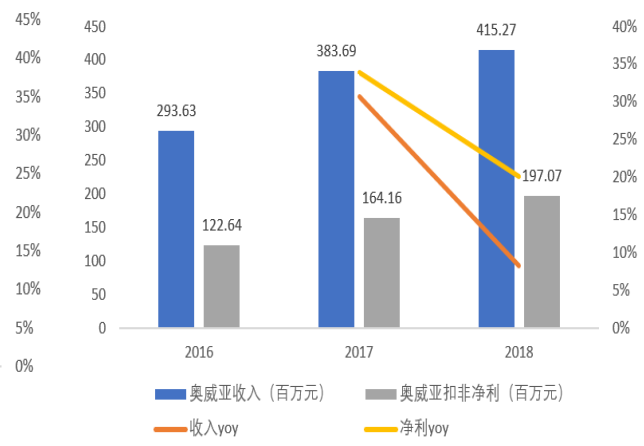


图 17 奥威亚收入及净利 (百万元)

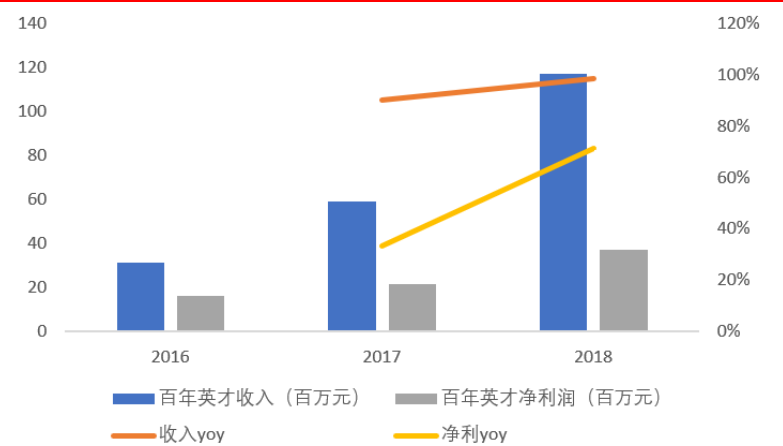


数据来源: wind, 奥维云网, 上海证券研究所

数据来源: wind, 上海证券研究所

软件系统大致可分为 2B 的包含走班排课功能在内的智能 SaaS 系统和 2C 的生涯规划、志愿填报及综合素质评级系统等。**2B 方面，智能走班排课成为学校流量入口级系统**，通常分为选课、分班、排课三大模块，支持线上线下、多轮选课，综合考虑男女生比例、成绩等多因素自动与手动结合开设创新班或平行班等多种班型，优化算法来解决排课冲突等，此外还添加了考务管理、考勤管理、成绩管理等其他模块。学校可根据各自需求采购搭载定制应用模块的以智能走班排课为基础平台的整套 SaaS 系统，客单价从 2 万元/年-30 万元/年不等，代表性服务商包括晓羊教育、万朋教育、和气聚力（好专业）、课程帮、辰知、希悦等。晓羊教育是走班排课系统赛道的头部企业，现已覆盖北京、天津、四川、山东等全国 1600 余所高中，按 2018 年全国 1.37 万所普通高中计算，市占率约为 12%，客单价约 30 万元/年。**2C 方面，现阶段主要为学生提供更为精准的个性化生涯规划、志愿填报等服务。**2018 年我国普通高中在校生人数 2375.37 万人，高考报名人数 975 万人，假设到 2020 年新高考在全国全面落地，所有学生按生均每年花费 1000 元计算，则生涯规划和志愿填报的市场空间分别接近 240 亿元和 100 亿元。目前，市场上主要的生涯规划/志愿填报服务商包括百年英才、申请方、优志愿、新生涯、壹鼎生涯、完美志愿、问学教育等。百年英才为立思辰旗下专为中学生提供生涯规划及升学服务的新高考志愿填报服务机构，在全国 33 个城市开设了分支机构，2018 年实现营收 1.17 亿元，同比增长 98%，净利润 3704 万元，同比增长 71%。

图 18 百年英才收入及净利（百万元）

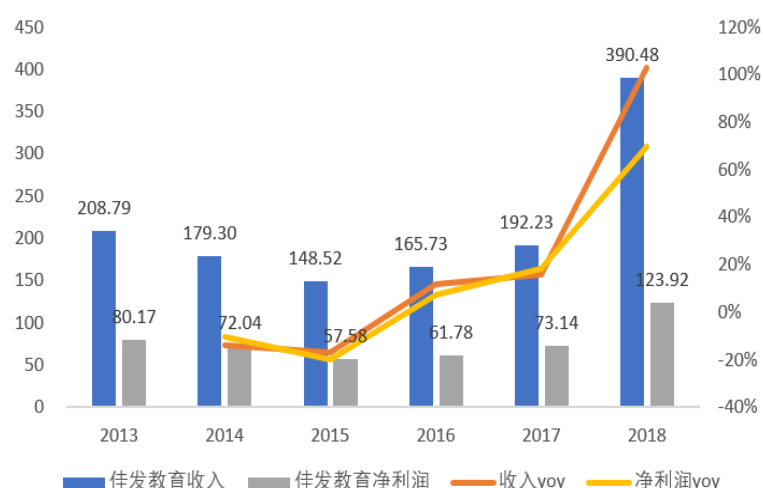


数据来源: wind, 上海证券研究所

新高考背景下，标准化考点也迎来新一轮建设周期。上一轮标考建设为 2011-2013 年，“考试综合业务系统、考生身份验证系统、作弊防控系统、视频及网络监控系统、应急指挥系统”五大核心系统需求上升，产品向多样化、高科技化、标准化方向发展。随着 2013 年初步建设完成的标考设备进入集中的更新换代周期，2017 年新标考建设进入了量价齐升的快速增长阶段。第一，应用场景纵向延伸，前批标考主要用于高考，现向学业水平考试、中考等场景延伸。以中考为例，全国每年约有 1400 万初中毕业生，按每个考场 30 个人计算，约需要标考 46 万间，加上 50% 备用考场，预计中考所需标考教室数量约 70 万间左右，再造且超过高考的标考数量规模。第二，上一轮建设以网上巡查建设为主，而这一次建设采用围绕平台数据整合，展开多系统共同建设。单个考场因为配套系统更多（以前一个子系统，现在 3-4 个系统进场），客单价实现翻番，由此前的 3000 元左右提升至 8000-10000 元左右。按每个标考投入约 1 万元左右测算，新一轮标考信息化建设市场空间约（高考 50 万考场+中考 70 万考场）\*1 万元 ARPU=120 亿元。佳发教育是新标考建设龙头，参与了 25 个省从国家端到学校端的五级互通互联教育考试考务管理与服务平台建设，在网上巡查系统建设中占绝对领先地位，覆盖 1.3 万所学校、30 万间考场，市占率达 60% 以上。2018 年公司实现营收 3.90 亿元，同比增长 103%，归属净利润为 1.23 亿元，同比增长 89%。



图 19 佳发教育收入及净利（百万元）



数据来源: wind, 上海证券研究所

#### 四、早教：托育教育驶入新蓝海

托育教育属于早期教育的分支，但与亲子早教有所不同。一是托育教育主要以实施保育为主、教养融合，针对的是 0-3 岁儿童的看护刚需，而亲子早教旨在通过运动、音乐、艺术等丰富的早教课程来开发婴幼儿潜能及培养婴幼儿个性。二是托育中心多设在社区内，以满足家长便捷接送的需求，距离是首要的考虑因素，而早教中心多设在商圈，打造高端形象吸引客流，课程、师资、环境的重要性高于距离。三是托育中心能提供全日制、半日制及小时制等多种托育服务，时间安排灵活，坪效较高，而早教中心通常是课时制，且需家长配合参与，大多在周末上课，工作日期间教室空置率高，场地利用率较低，坪效较低。

表 4 托育中心与早教中心的区别

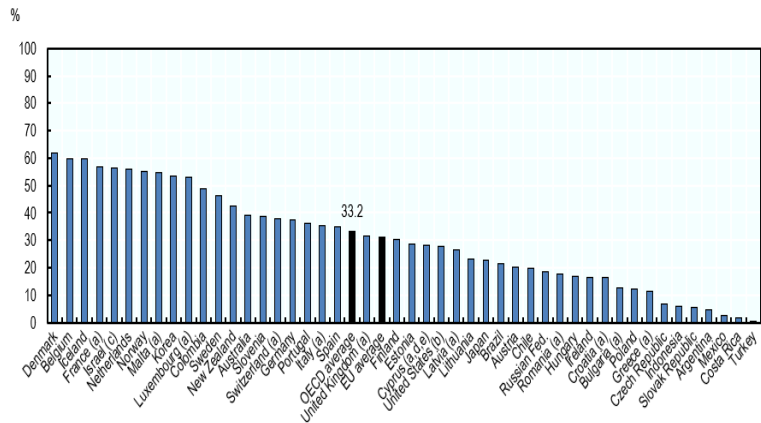
	托育中心	早教中心
教育目的	保育为主、教养融合，主要针对看护刚需	开发婴幼儿潜能及培养婴幼儿个性
选址	多在社区，距离是首要考虑因素	多在商圈，课程、师资、环境的重要性高于距离
养教模式	提供全日制、半日制及小时制等多种托育服务，坪效较高	大多周末上课，工作日教室空置率高，坪效较低

数据来源: 上海证券研究所

我国入托率约为 5%，远低于国际水平，家长普遍存在需求。根据 OECD Family Database 数据，2016 年 OECD 成员国 3 岁以下儿童入托率平均达到 33.2%，其中 10 个国家 3 岁以下儿童入托率超

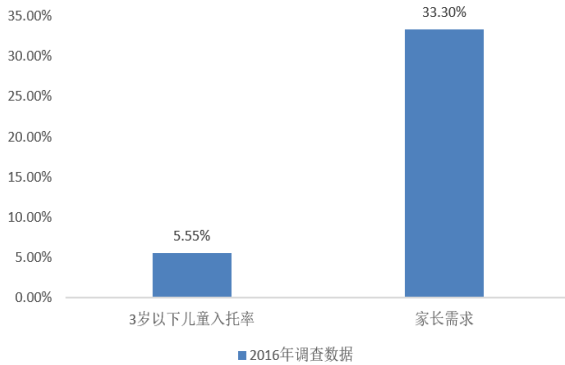
过 50%，丹麦最高，达到 61.8%，法国、德国、英国、美国则分别为 56.7%、37.3%、31.5%、28.0%，同处东亚地区的韩国与日本分别为 53.4%、22.5%。根据官方数据，目前我国的 3 岁以下儿童入托率远低于 OECD 平均水平。2016 年原国家卫计委十城市的调查数据显示，10004 人的样本中 3 岁以下儿童入托率仅为 5.55%，而 33.3% 的家长存在托育需求。2017 年国务院妇儿工委四省市的调查数据显示，4770 人的样本中 3 岁以下儿童入托率仅为 4.29%，而高达 48% 的家长存在托育需求。

图 20 OECD 成员国 3 岁以下儿童入托率情况 (2016 年)



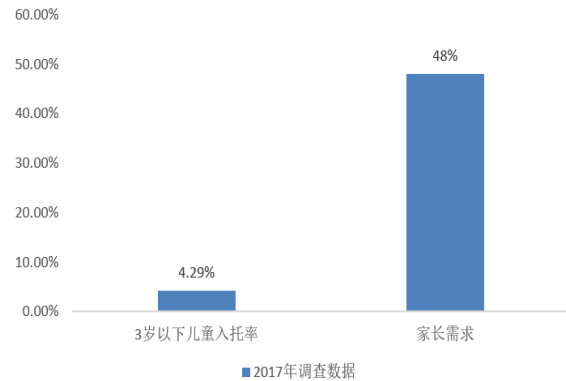
数据来源: OECD Family Database, 上海证券研究所

图 21 2016 年原国家卫计委十城市调查数据



数据来源: 城市化观察网, 上海证券研究所 (注: 样本量 10004 人)

图 22 2017 年国务院妇儿工委四省市调查数据

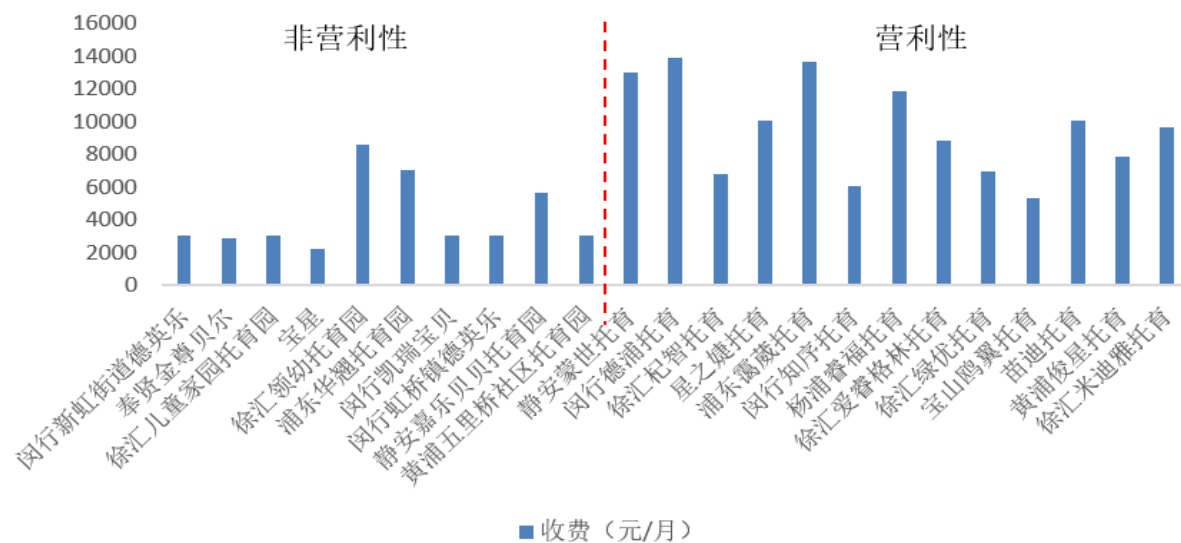


数据来源: 城市化观察网, 上海证券研究所 (注: 样本量 4770 人)

**政策出台加强托育服务供给。**2018 年 4 月,上海市率先发布《关于促进和加强本市 3 岁以下幼儿托育服务工作的指导意见》、《上海市 3 岁以下幼儿托育机构管理暂行办法》、《上海市 3 岁以下幼儿托育机构设置标准 (试行)》等相关文件 (“1+2” 文件), 构建长效机制增加托育服务供给。2019 年 5 月, 国务院正式印发《关于促进 3 岁以下婴幼儿照护服务发展的指导意见》(以下简称 “《意见》”), 提出到 2020 年, 婴幼儿照护服务的政策法规体系和标准规范体系

初步建立，建成一批具有示范效应的婴幼儿照护服务机构；到 2025 年，多元化、多样化、覆盖城乡的婴幼儿照护服务体系基本形成，人民群众的婴幼儿照护服务需求得到进一步满足。《意见》指出要加大对社区婴幼儿照护服务的支持力度，鼓励通过市场化方式，采取公办民营、民办公助等多种方式，在就业人群密集的产业聚集区域和用人单位完善婴幼儿照护服务设施，且婴幼儿照护服务机构可按营利性和非营利性进行分类登记。《意见》的出台表明了政府对托育行业的重视，如政府可通过提供场地、财政补贴、税费优惠、减免租金、优先保障建设用地等多项措施支持社会力量开展婴幼儿照护服务，但仍存在托育园办学标准（如用地面积、活动场地规划要求、人员配比和资质、市场议价 or 政府定价等）尚不明确等问题。同时，《意见》鼓励有条件的幼儿园开设托班，一定程度上可能对托育机构造成生源分流影响。目前，上海已有 111 个经登记的托育机构，其中营利性 71 个、非营利性 39 个、免费福利性 1 个。其中非营利性托育机构月收费约 3000 元左右，突出普惠性，营利性托育机构场地面积更大（500-1000 坪以上）、提供双语课程，月收费通常 5000-7000 元左右，部分机构每月收费可超过万元。

图 23 上海部分托育机构收费比较



数据来源：互联网整理，上海证券研究所

目前市场上主打 0-3 岁早期托育教育服务的机构主要分四类，一是垂直化的专业托育服务商，提供全日托、半日托等多类服务，如茂楷婴童学苑、纽诺教育、YoKID 优儿学堂、袋鼠麻麻、圣顿教育、多乐小熊等；二是实行“早教+托育”新模式的成熟早教机构，在早教课程的基础上提供托育服务，如金宝贝、美吉姆、运动宝贝、爱乐祺等；三开设托班的幼儿园，向下延伸为 0-3 岁儿童提供托育服务；四是面向 B 端企业用户，根据企业需求为企业员工提供儿童

看护与教育服务的机构，如东方剑桥教育集团旗下 Koala Educare Daycare Center。从垂直化的托育服务商来看，多数头部机构均成立于 2015-2017 年，我们认为主要系该阶段二孩政策实施导致社会上的托育服务供给愈发供不应求，且 80、90 后为主的家长对专业化的儿童照护服务需求与接受程度更高，由此催生了市场化运作的托育机构的诞生。优儿学堂、茂楷婴童学苑定位高端，平均每月收费约 15000 元左右，主要分布在北上广深一线及新一线城市，师生比介于 1:2 至 1:4；纽诺教育、多乐小熊、袋鼠麻麻等定位中高端，平均每月收费约 5000 元左右，师生比约为 1:5。总的来看，目前市场化托育机构均以直营店形式经营，我们认为主要系现阶段托育机构仍处于业态回归后的发展初期，全国性的知名品牌尚未建立，直营形式经营更利于品质把控、塑造品牌，待品牌确立后可采用加盟模式进一步下沉渠道。

表 5 代表性托育机构比较

	YoKID 优儿学堂	茂楷婴童学苑	纽诺教育	圣顿教育	多乐小熊	袋鼠麻麻
成立时间	2015 年	2017 年	2009 年	2016 年	2015 年	2016 年
定位	高端	高端	中高端	中高端	中高端	中端
门店数	8 家	9 家	30 家	6 家	50 家	13 家
师生比	1:2	1:4		1:2	1:3 或 1:5	1:5
收费	16000-18000 元/月	北京 16800 元/月，济南 12800 元/月	5000-6000 元/月	一线 15000 元/月，二线 8000 元/月，三线 2500 元/月	1 岁以上 15000 元/月	4000-5000 元/月
覆盖范围	北京	北京、上海、济南、武汉、广州、深圳	广州、深圳、佛山	北京、青岛、洛阳、大连、蚌埠	北京、天津、河北、黑龙江、辽宁、河南、湖北、山东、山西、陕西等	上海

数据来源：互联网整理，上海证券研究所

## 五、行业评级、策略

维持教育行业“增持”评级。2019 年开局以来，《教育现代化 2035》、《加快推进教育现代化实施方案(2018—2022 年)》、《国家职业教育改革实施方案》等一系列重磅政策出台，行业迎来政策面的边际宽松，带动投资情绪回暖，估值有所修复。在结构性人才短缺的激化下，职业教育被赋予稳就业、提质量、推动人力资源供给侧改革的重要使命，高职教育给予百万扩招指引，职业技能开展大规模提升计划行动，职业教育享受明确政策利好，迎来历史性发展机遇。

遇。为迎合新高考改革要求，教育信息化从 1.0 的硬件采购为主到 2.0 关注软件和内容，进一步加强了智能白板、录播摄像头等硬件产品与走班排课、生涯规划、志愿填报、综合素质评价等软件系统的融合，同时迎来了标准化考点更新换代的建设新周期。我国 0-3 岁儿童托育服务严重缺失，市场倒逼改革，国家出台政策加大托育教育服务供给、规范行业发展，托育教育回归，驶入新蓝海。

教育板块主要依托内需市场，且用户支付能力普遍较强，具备一定的抗周期性和防御性，彰显投资价值。展望 2019 年下半年，建议关注政策利好贯穿全年的职业教育板块，景气为王，龙头当道，核心推荐中公教育、开元股份；新高改赋予新需求的 2.0 版教育信息化，拥有强技术和强渠道的企业更易脱颖而出，核心推荐佳发教育；政策支持下驶入新蓝海的托育教育，早教龙头可开展“早教+托育”新模式，利用品牌声誉吸收生源，提供托育服务实现多元化、增加坪效，核心推荐美吉姆。

## 六、重点关注公司

### 6.1 中公教育 (002607)：职教龙头，风鹏正举

公司是国内职业教育龙头，业务包括公务员考试培训、事业单位招聘培训、教师招聘及资格证培训、综合培训四大序列。公考培训已与华图一起成为双寡头，CR2 超过 40%；受去年 K12 教培新规影响教师资格证报考人数激增，公司教师培训业务高速增长，已成为第二大收入来源，规模突破 10 亿元；公司正积极扶持考研、IT 培训等新综合业务，不断丰富产品矩阵，拓宽成长边界。2018 年公司实现收入 62.37 亿元，同增 54.72%；归属净利润为 11.53 亿元，同增 119.67%。2019Q1 实现营收 13.12 亿元，同增 61.93%，归属净利润 1.06 亿元。行业层面享受政策红利，自身层面受益于重研发教学、全品类、强渠道和经营数字化转型，规模优势凸显，运营效率提升，护城河加深。我们看好在政策利好和自身实力背景下公司作为职教龙头的长期成长能力，维持“增持”评级。

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6236.99	8767.65	11741.39	14509.56
年增长率		40.58%	33.92%	23.58%
归属于母公司的净利润	1152.89	1663.67	2438.4269	3046.806
年增长率		44.30%	46.57%	24.95%
每股收益 (元)	0.19	0.27	0.40	0.49
PER (X)	59.84	42.11	28.43	23.20

资料来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为 2019/5/24 收盘价）

## 6.2 开元股份 (300338): 正式转型纯职教, 开启多元新发展

2018 年公司实现营收 14.54 亿元, 同增 48.25%, 归属净利润 9869 万元, 同减 38.41%, 主要系 IT 业务亏损及计提了全额商誉减值。其中, 恒企教育全年收入 10.87 亿元, 同增 80.25%, 招生 17.08 万人次, 同增 23.5%, 受高端课程占比提升影响, 客单价提高 11.86% 至 7394 元/人次, 全年订单销售回款达 12.63 亿元, 同增 38.15%。2019 年 4 月制造业务将实现剥离, 不再并表, 公司成为纯职业教育的。恒企一方面深耕财经、自考、设计、IT 四大业务, 渠道端每年新增校区 10-20%, 产品端不断完善产品矩阵, 持续向多品类、中高端延伸, 另一方面积极扩展赛道, 已探索教师资格考证培训、年轻时代、行家网校等新项目, 未来规划每年探索孵化不少于 2-3 个新项目, 向多赛道多元化多品牌的综合性职业教育运营集团演进。19 年恒企目标销售回款 15 亿元, 同增约 19%。中大英才将加强与恒企的线上线下深度融合, 包括项目试点、人员融合等, 19 年销售回款目标 1.5 亿元, 同增约 51%。2019Q1 公司实现营收 3.56 亿元, 同增 50.94%, 归属净利润 2215 万元, 同增 32.31%。公司现阶段打磨产品、拓展渠道、抢占份额, 预计在回款指引下收入端将保持较快增长, 并逐步转化为利润迎来业绩的稳步释放。公司逐渐厘清业务条线和管理机制, 未来经营效率有望提升为业绩带来弹性, 当前估值处于较低水平, 具备修复空间, 维持“增持”评级。

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1453.90	1516.27	1895.89	2274.34
年增长率		4.29%	25.04%	19.96%
归属于母公司的净利润	98.60	197.76	249.41	318.89
年增长率		100.57%	26.12%	27.86%
每股收益 (元)	0.29	0.57	0.72	0.92
PE (X)	39.07	19.88	15.74	12.32

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (按最新股本摊薄, 股价为 2019/5/24 收盘价)

## 6.3 佳发教育 (300559): 标考龙头地位巩固, 智慧教育全面落地

受益于 2017 年开始的新一轮标考设备更新换代周期, 公司核心的标考设备业务重回快车道, 2018 年实现收入 2.92 亿元, 同比增长 101.2%, 毛利率 56.30% (-3.74pct)。同时, 教育信息化 2.0 和新高考改革驱动智慧教育发展, 公司产品落地 13 个省份, 实现收入 6796 万元, 同比增长 155.4%, 毛利率 73.70% (-6.46pct)。2019Q1 公司实现营收 7523 万元, 同增 88.18%, 标考&智慧教育收入双高

增，归属净利润 1565 万元，同增 110.54%。公司目前是国内标考建设龙头，标考设备覆盖了全国 30 多万间教室，市占率达 60% 以上。随着标考进入建设新周期，公司作为龙头有望依据产品优势、渠道优势等率先受益。同时，新高考改革在全国各大省份相继开展，对走班排课、生涯规划、综合评价等系统需求上升，公司适时推出“云巅”智慧教育产品匹配新高考需求，2018 年已覆盖 300 所学校，计划 2019/2020 年分别覆盖 1300/5000 所。在教育信息化 2.0 和新高考改革驱动下，教育信息化进入新一轮的景气周期，具有深厚渠道布局 and 完整产品体系的企业有望脱颖而出，看好公司作为龙头的发展潜力。维持“增持”评级。

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	390.48	623.90	942.31	1255.88
年增长率		59.78%	51.04%	33.28%
归属于母公司的净利润	123.92	187.51	285.30	381.46
年增长率		51.32%	52.15%	33.70%
每股收益 (元)	0.47	0.70	1.07	1.43
PER (X)	45.11	30.29	19.81	14.83

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (按最新股本摊薄, 股价为 2019/5/24 收盘价)

## 6.4 美吉姆 (002621): 以美吉姆为新基点, 加快推进教育

### 产业布局

2018 年 12 月美吉姆正式并表, 公司证券简称由“三垒股份”正式更名为“美吉姆”。美吉姆 2018 年营收 3.62 亿元, 同增 67%, 归属净利润 1.91 亿元, 同增 118%, 完成 1.8 亿元业绩承诺, 净利率同比提高 12.2pct 至 52.6%。12 月并表收入 3301 万元, 占公司总营收的 12.44%, 并表净利润 2159 万元 (持股 70%), 占公司总净利润的 55.34%, 业绩增厚明显。2019Q1 公司实现营收 1.24 亿元, 同增 218.14%, 归属净利润为 1689 万元, 同增 875.31%。公司于 2018 年成功收购早教龙头美吉姆, 教育版图进一步扩充。目前美吉姆全国共有 434 家早教中心, 2018 年净增 105 家, 高于重组报告书预测值 424 家, 网点布局提速。2019 年, 公司将在确保质量的前提下, 丰富美吉姆产品体系, 加快新开直营和加盟店, 拓展印度、俄罗斯、港澳台等海外市场, 并研发线上产品抢占市场份额。楷德教育现在北京、上海、深圳拥有 7 个直营中心, 培训服务质量和优秀师资储备业内领先。公司将持续投资并购具有协同效应的国际教育集团, 逐步建立并巩固龙头地位。在早教行业高景气度背景下, 美吉姆加快对二三线城市空白区域的开发, 理论容量 1100 多家, 现渗透率仅 40%, 成长的天花板尚高, 看好龙头渠道下沉的发展前景, 维持“增持”评级。

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	265.36	729.53	849.93	972.77
年增长率		174.93%	16.50%	14.45%
归属于母公司的净利润	31.55	171.79	183.11	227.91
年增长率		444.51%	6.59%	24.47%
每股收益 (元)	0.09	0.49	0.53	0.66
PER (X)	240	44.08	40.75	32.73

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (按最新股本摊薄, 股价为 2019/5/24 收盘价)

## 七、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、业务拓展不及预期、商誉减值风险、坏账损失风险等。



## 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。

## 免责条款

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条款具有修改权和最终解释权。