



2019 年教育行业中期策略：证券化提速持续，关注素质教育行业性机会

2019.6.19

	黄莞 (分析师)	田鹏 (研究助理)	史玲林 (研究助理)
电话:	020-88832319	020-88836115	020-88832286
邮箱:	huangguan@gzgzhs.com.cn	tian.peng@gzgzhs.com.cn	shi.linglin@gzgzhs.com.cn
执业编号:	A1310517050001	A1310117080001	A1310118080004

相关报告

- 1、素质教育系列 I：10 家新锐企业深度揭秘 270 亿 STEAM 教育市场最新打法—20180710
- 2、素质教育系列 II：横跨教育和旅游两大万亿级市场，游学研学行业投资机会深度解码-20180814
- 3、素质教育系列 III 教育综合体：聚合赋能，素质教育领先商业模式-20180922
- 4、素质教育系列 IV：千亿市场招生难、规模化难？音乐教育何去何从？-20181130
- 5、2019 年素质教育投融资分析 I 之 STEAM 教育：26 亿 87 起 STEAM 投融资盘点，谁是 2019 年的行业先锋？-20190520
- 6、2019 年教育行业年度策略：监管新常态，关注在线教育新机遇-20181211

摘要：

我们基于产业链研究视角及长期对教育行业的跨市场研究跟踪，为广大投资者分享我们对整个资本市场教育资产的核心观点。

● 政策环境梳理：监管迈入常态化阶段

在 2018 年几次关键性政策的出台后，2019 年整体迈入常态化监管阶段，后续出台超预期的政策可能性较小。我们认为监管层对于民办教育定位为“公立教育的有效补充”，各细分领域也将延续此政策基调。从政策的角度出发，当前时点可积极关注：(1) 政策环境较为宽松、鼓励的赛道。例如素质教育、职业培训、教育信息化等；(2) 关注政策升级的大背景下，影响较为可控，不影响本身核心投资逻辑的赛道。例如民办高教、K12 课外培训等。值得注意的是，今年上半年职教赛道围绕《国家职业教育改革实施方案》为核心，持续密集出台各类配套政策。我们认为，未来 2-3 年职教赛道将会迎来配套政策的逐步落地和验证，当前时点将是职业教育赛道第三波政策红利周期的起始点。

● 2018 年教育产业链全览

(1) 一级市场：教育投资趋于理性，关注在线教育及素质教育。2018Q2 后市场回归理性，中后期融资占比提升明显；素质教育热度提升明显，K12 最为成熟高额融资占比不断提高；在线教育标的逐步走向成熟，高额投资占比和复投率均逐年上升。(2) 新三板市场：聚焦细分龙头成长性机会。在当前 IPO 常态化大背景下一二级市场套利空间压缩，我们建议重点关注年归母净利润在 2000-5000 万之间且有着持续成长动力的教育企业，其资本化价值较大，长期来看收益将更加可观。(3) A 股市场：去伪存真，板块教育属性逐步纯化。2018 年以来，部分跨界并购的公司计提大部分商誉减值，阵痛过后有望轻装上阵；同时，教育概念股开始剥离其非教育资产，而以中公教育为代表的核心教育资产也通过重组实现上市，教育资产重组借壳登陆 A 股路径有望重启。A 股教育板块逐步纯化，掌握核心教育资产的标的有望重构估值逻辑。(4) 海外市场：教企海外上市热度不减，板块估值受政策影响逐步减弱。基于估值、IPO 效率、政策等三大因素的跟踪考量，我们认为中短期内教育企业海外上市热潮仍将持续。而随着头部标的登陆资本市场，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。

● 2019 年下半年重点关注素质教育板块

素质教育领域长期受到政策支持，尤其是 2018 年教育部从政策端将以 STEAM 教育为代表的相关内容纳入课标后，需求进一步释放，素质教育整体渗透率提升的核心逻辑不断强化。同时，素质教育也是 3 年多以来一级市场教育领域投融资持续提升的唯一赛道，未来 2-3 年行业性投资机会更多，各细分赛道的头部企业也逐渐脱颖而出，2018 年以来素质教育投资案例共 139 起 (+7.75%)，融资金额总计 49.67 亿元 (+58.84%)。在当前时点下，我们认为稳定可控的获客成本是素质教育企业做大做强的前提，一方面可在线上精细化运营提高单位获客收入与效率；另一方面可联动线下，获取较低成本的流量。同时，素质教育仍处于发展初期，各个领域都面临着师资质量相近、课程大同小异等问题，构建产品竞争优势更应该依赖教研，教研实力成为了拉开差距的主要因素。我们更看好教研能力强，具备一定的产品竞争优势，且获客成本可控的细分头部企业。

重点推荐：编程猫、Makeblock、贝尔科教。

● 风险提示：市场发展不达预期；政策变动风险。





目录

1. 政策环境梳理：监管迈入新常态，拥抱确定性赛道.....	5
2. 2019 年教育产业链全览.....	7
2.1 一级市场：市场回归理性，重点关注在线教育，素质教育.....	7
2.2 新三板市场：分化持续，头部企业证券化加速.....	11
2.3 A 股市场：去伪存真，板块教育属性逐步纯化.....	14
2.4 海外教育行业：K12 双巨头高速增长，学校类资产政策影响趋缓.....	16
2.4.1 海外教育板块集群效应进一步突显.....	16
2.4.2 板块估值回暖，业绩增长态势良好.....	18
3. 2019 年下半年重点关注素质教育板块.....	20
3.1 素质教育头部企业持续领跑，STEAM 教育表现突出.....	21
3.1.1 政策：素质教育长期利好，STEAM 教育进入政策落地前期.....	21
3.1.2 投融资：大额融资较去年翻倍，头部企业持续领跑.....	22
3.2 竞争优势梳理：头部企业崭露头角，差异化运营是构建壁垒关键.....	23
3.2.1 看产品：通识课程已初达共识，深耕教研、分级解读课程是核心产品优势.....	24
3.2.2 看渠道：精细化运营提高线上获客效率，延伸线下以期降低获客成本.....	25
3.2.3 看品牌：资本关注度逐步集中，用户影响力塑造仍任重道远.....	27
3.3 投资逻辑：看好教研能力强，获客成本可控的细分头部企业.....	28
4. 投资策略.....	29
4.1 跨市场教育板块投资策略.....	29
4.2 重点推荐标的.....	31
4.2.1 编程猫：趣味化编程先行者.....	31
4.2.2 Makeblock：全球领先的 STEAM 教育解决方案提供商.....	32
4.2.3 贝尔科教：STEAM 教育全产业链平台.....	33
5. 风险提示.....	34



图表目录

图表 1 我国教育政策演进的三个阶段	5
图表 2 细分领域政策梳理	6
图表 3 2015 年以来教育投资趋于理性	8
图表 4 教育投资自 2018 年 Q2 下滑	8
图表 5 前期投资占主导，融资数量占比达 77%	8
图表 6 教育投资整体后移	9
图表 7 战略投资占比逐步提升	9
图表 8 2018 年大部分细分领域投资数量均有显著减少	9
图表 9 K12 领域中后期投资占比上升	10
图表 10 K12 领域高额投资占比不断扩大	10
图表 11 2018 年以来 K12 教育亿元以上投资事件共 12 起	10
图表 12 摘牌的部分新三板优质企业（按归母净利润排序）	11
图表 13 2018 亏损企业及绩优企业数量仍同步增大，但整体分化程度有放缓的趋势	12
图表 15 2018 年净利润 2000-5000 万企业平均归母净利润同比增长为 22.27%	13
图表 16 26 家 2018 年净利润超过 2000 万的新三板教育企业平均估值约为 16.04 倍	14
图表 17 2018 年视源股份、中公教育和紫光学大教育营收规模位列前三	14
图表 18 2018 年中公教育归母净利约 11.53 亿，居 A 股教育企业之首	15
图表 19 多家公司剥离传统主业转为纯教育	16
图表 20 2018 年以来美股教育板块新增 5 家培训企业	16
图表 21 2018 年以来港股教育板块新增 8 家民办学校企业，2 家培训企业	16
图表 22 港股排队企业业绩表现	17
图表 23 美股教育企业业绩表现	19
图表 24 港股教育企业业绩表现	19
图表 25 K12 双巨头享受较高估值溢价	20
图表 26 港股民办学校板块估值整体回暖	20
图表 27 2018 年以来素质教育领域部分相关政策	21
图表 28 2018 年素质教育领域投融资事件达 139 起	22
图表 29 2018 年素质教育领域融资规模 49.67 亿元	22
图表 30 素质教育各一级赛道投融资案例数量占比	23
图表 31 素质教育各一级赛道投融资金额占比	23
图表 32 2018 年-2019 年 4 月素质教育获得亿元以上投融资的企业	23
图表 33 各机构课程体系和梯度划分	24
图表 34 各机构师资力量比较（除 Makeblock）	25
图表 35 Makeblock 网站日均访问量最高，编程猫次之（单位：次）	26
图表 36 体验课推送平均阅读量差异显著，核桃编程表现最好（单位：次）	26
图表 37 线下网点覆盖区域对比	26
图表 38 在 2018 年之后获取单笔千万级、累计过亿的头部企业融资情况	27
图表 39 编程猫百度指数相对较高	27
图表 40 核桃编程公众号平均阅读量最高（单位：次）	27
图表 41 部分素质教育企业运营策略	28
图表 42 部分素质教育企业产品策略	29
图表 43 重点关注标的一览	30
图表 44 编程猫融资历史	32
图表 45 Makeblock 融资历史	33



图表 46 贝尔科教融资历史 34



1. 政策环境梳理：监管迈入新常态，拥抱确定性赛道

我国教育政策的演进以 2015-2017 为界可划分为三个阶段：(1) 第一阶段：2015 年以前，政策主要以纲领性文件为主，逐步完善教育顶层设计，行业证券化受制于“非营利性”；(2) 第二阶段：2015-2017 年，民促法修法预期推动大量社会资本开始涌入教育行业，整体行业证券化加速；(3) 第三阶段：2018 年至今，大量行业规范性政策出台，纠正过往民办教育过度逐利现象，推动行业规范性发展，部分细分领域证券化限制趋严。

图表1 我国教育政策演进的三个阶段

阶段	核心政策	政策导向
2015 年以前	2003《民办教育促进法》 2010《国家中长期教育改革和发展规划纲要(2010-2020年)》 2012《教育部关于鼓励和引导社会资本进入教育领域促进民办教育健康发展的通知》 2013《中外合作办学条例》	整体以纲领性文件为主，推动教育改革，引导社会资本进入教育领域
	2010《关于当前发展学前教育的若干意见》 2011《教育信息化十年发展规划(2011-2020年)》 2012《教育部办公厅关于开展0-3岁婴幼儿早期教育试点工作有关事项的通知》 2014《现代职业教育体系建设规划(2014-2020年)》	各细分领域顶层设计逐步完善，推动学前教育、教育信息化、职业教育等细分领域发展
2015-2017 年	2015.08《教育法律一揽子修正案(草案)》 2015.12《高等教育法》修法 2016.11审议通过《民办教育促进法(修订案)》 2017.01《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的若干意见》、《民办学校分类登记实施细则》 2017.09新版《民促法》正式实施	整体推进民促法修订，扫清教育营利性障碍，教育行业证券化加速
	2016.06《教育信息化十三五规划》 2015.04《义务教育法》修订	细分领域中推动教育信息化建设，加大义务教育投入
2018 年至今	2018.04《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) 2018.08《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) 2019.02《粤港澳大湾区发展规划纲要》 2019.02《中国教育现代化2035》&《加快推进教育现代化实施方案(2018-2022年)》	整体推进新版民促法实施条例修订&送审，规范民办教育发展
	2018.02《关于切实减轻中小学生课外负担开展校外培训机构专项整治的通知》 2018.04《教育信息化2.0行动计划》 2018.08《关于规范校外培训机构发展的意见》 2018.11《国家职业教育改革实施方案》 2018.11《关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》 2019.05《关于促进3岁以下婴幼儿照护服务发展的指导意见》	各细分领域规范性政策出台：规范学前教育、课外培训领域；推动教育信息化建设、职业教育改革；托育顶层设计出台

资料来源：广证恒生



在 2018 年几次关键性政策的出台后，我们认为 2019 年整体迈入常态化监管阶段，后续出台超预期的政策可能性较小，本质上还是遵循监管层对于教育行业的重点细分领域的态度。(1) 对于整体民办教育领域：我们认为监管层对于民办教育的定位为“公立教育的有效补充”，不可越俎代庖；(2) 对于学前教育领域：核心态度在于“普惠+公益”，旨在从根本上解决入园难、入园贵问题，全面落实普惠性幼儿园的建设目标；(3) 对于课外培训领域：核心在于“规范”，学科培训与素质培训分类管理，全面整治行业各类不规范的现象；(4) 对于民办学校领域：核心态度在于“分类管理”，强调营利性及非营利性民办学校的分类管理，在整体鼓励民办学校行业发展的宗旨上，给予非营利性学校更多政策优惠，同时禁止义务教育阶段的营利性。

从政策的角度出发，我们认为在当前时点可积极关注 (1) 政策环境较为宽松、鼓励的赛道。例如素质教育、职业培训、教育信息化等。(2) 关注政策升级的大背景下，影响较为可控，不影响本身核心投资逻辑的赛道。例如民办高教、K12 课外培训、在线教育等。

图表2 细分领域政策梳理

领域	核心政策内容	核心研判
早教	《关于促进 3 岁以下婴幼儿照护服务发展的指导意见》：强调将把婴幼儿照护服务纳入经济社会发展规划，计划 2025 年基本健全相关政策法规体系。	政策监管体系处于完善过程中。国家政策多停留在鼓励与促进的层面，亟待建立完整的政策监管体系。我们认为一些较为规范的早教龙头企业其实还是会长期受益于行业集中度提升的趋势，核心点在于其自身关于坪效、人效较低等商业模式固有问题的优化。
幼教	《关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》：配套性幼儿园不得办成营利性幼儿园；社会资本不得通过兼并收购等方式控制非营利性幼儿园；民办园一律不准单独或作为一部分资产打包上市。	严格遏制资本过度逐利，划清资产证券化红线。《幼教新规》出台后幼教资产证券化受限，同时已证券化的存量幼教资产的具体影响尚未确定，需等待监管层全面排查后提出治理要求；短期可关注幼教内容、师资供需缺口的机会。
民办学 校	《民促法实施条例（送审稿）》：加强民办学校分类管理，实施集团化办学的，不得通过兼并收购等方式控制非营利性民办学校；不得“以非营利性之名，行营利性之实”。	定位为公立教育的补充，分类管理加强。送审稿支持民办教育发展宗旨未变，旨在分类管理。整体来看，民办高教整体确定性较高，并购核心逻辑未变，后续板块估值有望逐步修复。
K12 课 外培训	《关于规范校外培训机构发展的意见》：首次对互联网教育进行了政策层面的规范；需明确 K12 在线教育的培训班的名称、培训内容、招生对象、进度安排、上课时间等，加严了对于兼职教师的限制。	专项整治基本完成，步入常态化监管阶段。行业经历了专项整治，迈入办学规范化、监管常态化新周期，龙头将受益于行业集中度将持续提升。同时在线教育也已经纳入监管体系，后续将全面向规范化方向发展。



<p>职业教 育</p>	<p>《国家职业教育改革实施方案》：鼓励和支持社会各界特别是企业积极支持职业教育；到 2022 年，建设 50 所高水平高等职业学校和 150 个骨干专业；培育数以万计的产教融合型企业，启动“1+X 证书”制度试点工作。</p>	<p>第三波政策红利周期开启。职业教育定位清晰，政策导向依旧指向鼓励“产教融合、校企合作”，重点在于“提升服务能力”，是教育细分领域中政策环境最为宽松的赛道之一。迈入 2019 年后围绕《改革方案》持续密集出台政策，未来 2-3 年职教赛道将会迎来配套政策的逐步落地和验证，当前时点将是职业教育赛道第三波政策红利周期的起始点。</p>
<p>教育信 息化</p>	<p>《教育信息化 2.0 行动计划》：2022 年基本实现“三全两高一”的发展目标，构建“互联网+”条件下的人才培养新模式。</p>	<p>迈入 2.0 时代，构建全新智慧教育生态。向“三全两高一”的目标发展，软件建设和信息化素养成为 2.0 的重点，看好具有优质内容和渠道的综合服务运营商突围而出。</p>

资料来源：国务院、教育部、司法部、广证恒生

2.2019 年教育产业链全览

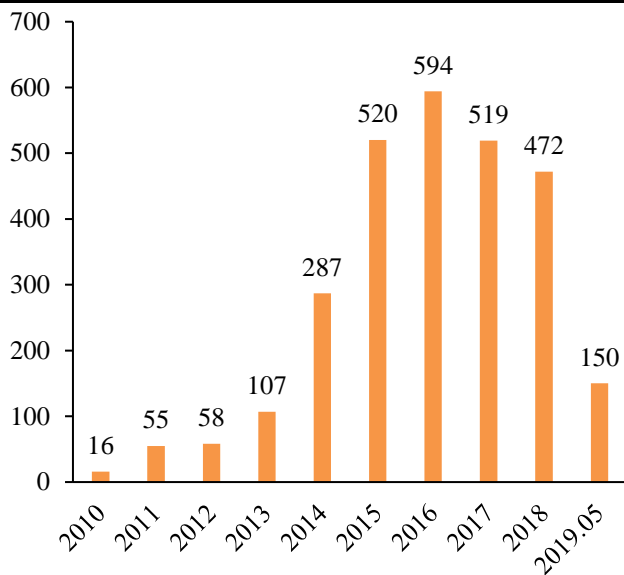
我们基于产业链研究视角及长期对教育行业的跨市场研究跟踪，为广大投资者分享在此时点下我们对整个资本市场教育资产的核心观点。

2.1 一级市场：市场回归理性，重点关注在线教育，素质教育

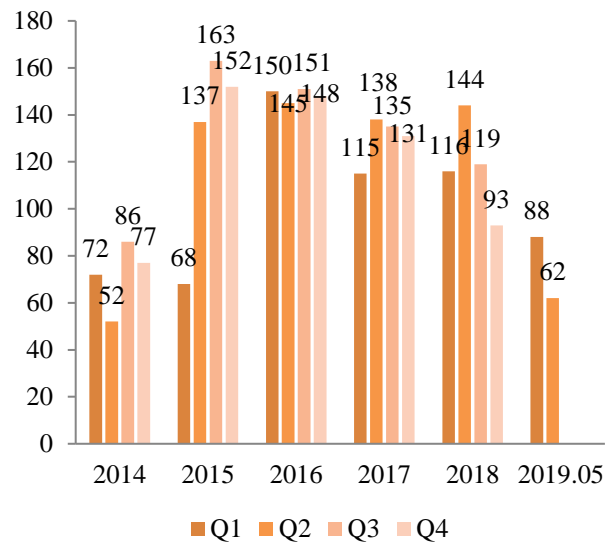
2018 年一级市场总体表现为教育投资趋于理性，高额投资涌向较成熟标的，行业大趋势向好。截至 2019 年 5 月 31 日，我们共录得教育一级市场投资 2814 起。其中，2019 年前 5 个月合计录得 150 起投融资，较去年同期下降 29.25%，反映出一级市场教育投资趋于理性的态势。具体来看，资金往中后期项目聚集，整体复投率提升。从细分赛道来看，在线教育在经过最近几年商业模式试错和市场验证后，领跑企业迎来快速发展期，大额融资不断。同时，消费升级的背景下素质教育是热度提升最明显的赛道之一，主要以早期投资为主，部分明星标的备受资本青睐。

从投融资数量看，自 2018 年 Q2 后投资事件数量下滑，市场回归理性。分年度来看，教育行业一级市场投资在 2014 至 2018 年保持高热度。2016 年达到顶峰 594 起，随后市场逐渐降温，教育投资市场趋于理性。分季度来看，2018Q2 成为近年来的投资热度区间峰值，随后一年整体投资事件数量较过往相比出现下滑。

图表3 2015 年以来教育投资趋于理性



图表4 教育投资自 2018 年 Q2 下滑



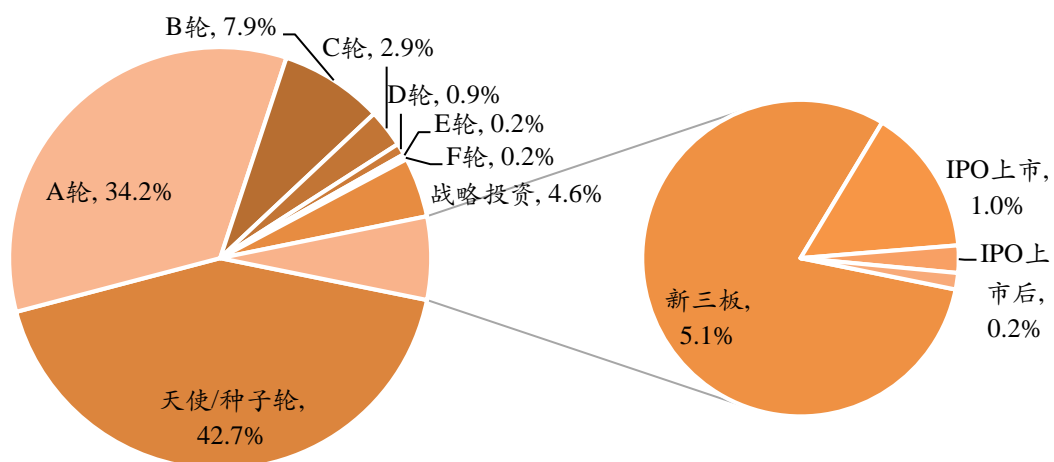
资料来源：IT 桔子、广证恒生

资料来源：IT 桔子、广证恒生

注：数据截至 2019 年 5 月 31 日，下同。

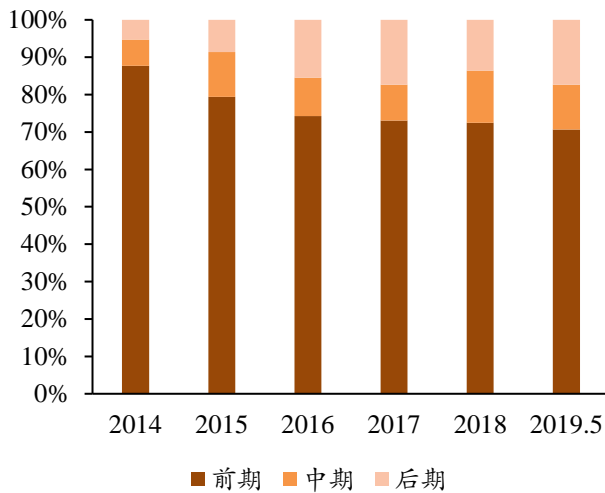
从融资轮次看，前期投资占主导，中后期投资占比逐步提升。教育行业投融资中，总体上前期投资占比最高，达到 71%。除此之外，在后期投资中，投资者在新三板（5.1%）、战略投资（4.6%）等轮次中也会选择投资进入。2016 年以来前期投资占比持续下滑，到 2019 年下降至 70.67%。与之对应的 2019 年中后期投资占比为 29.33%。教育市场投资进入分化期，存量标的融资能力有所强化，市场更加关注成熟标的。将近几年后期融资细化来看，战略投资越来越受投资者青睐，近五年来数额占比皆呈增长趋势，2019 年 1-5 月战略投资达到 12 起，占后期融资 46%。战略投资的投资方大部分为美股、A 股或新三板挂牌教育企业等产业资本，投资目的从投资向业务协同延伸，上市公司加速通过一级市场投资谋求教育业务协同发展及资源整合。

图表5 前期投资占主导，融资数量占比达 77%

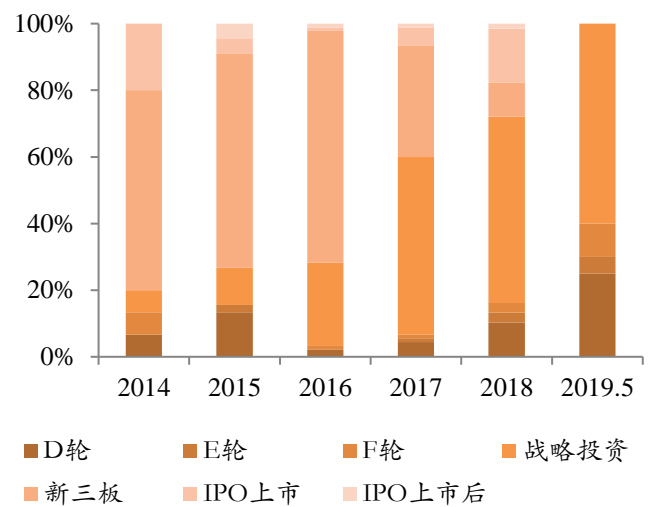


资料来源：IT 桔子、广证恒生

图表6 教育投资整体后移



图表7 战略投资占比逐步提升

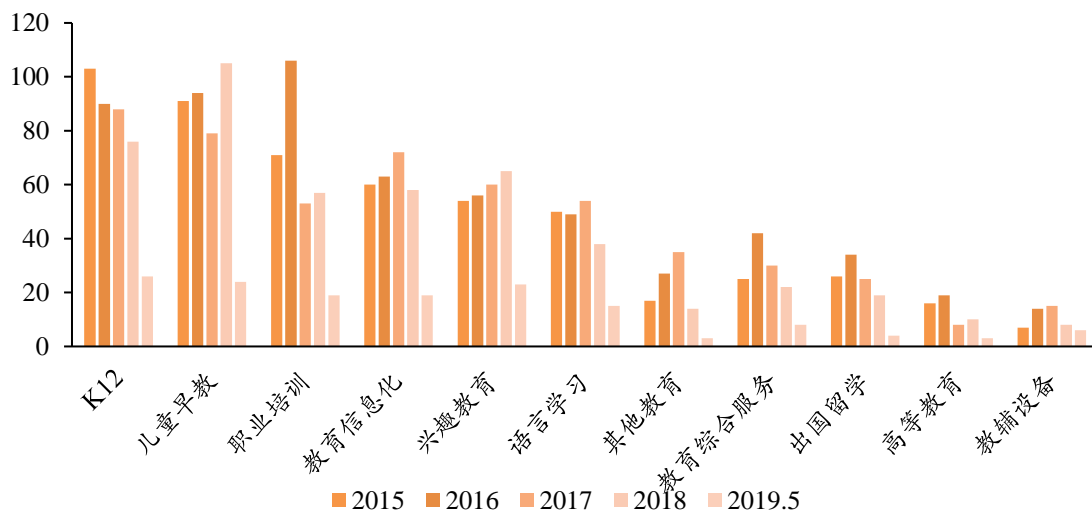


资料来源: IT 桔子、广证恒生

资料来源: IT 桔子、广证恒生

从教育细分行业来看, 素质教育占据主导, K12 教育热度不减。具体来看, 消费升级下素质教育领域投资热度提升显著, 涌现出较多优质早期项目, 值得关注。K12 热度不减, 融资占比维持在较高水平, 教育信息化相关企业的投融资活动迎来大爆发。语言学习和出国留学近年来下降显著, 显示相应领域相对走向成熟; 职业培训、高等教育近年来热度大体稳定。高教板块投融资较少, 这与板块本身具备较强的变现能力与融资能力有关。

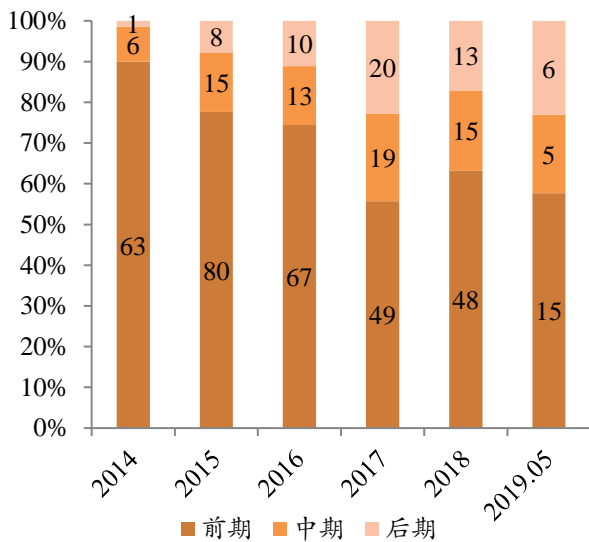
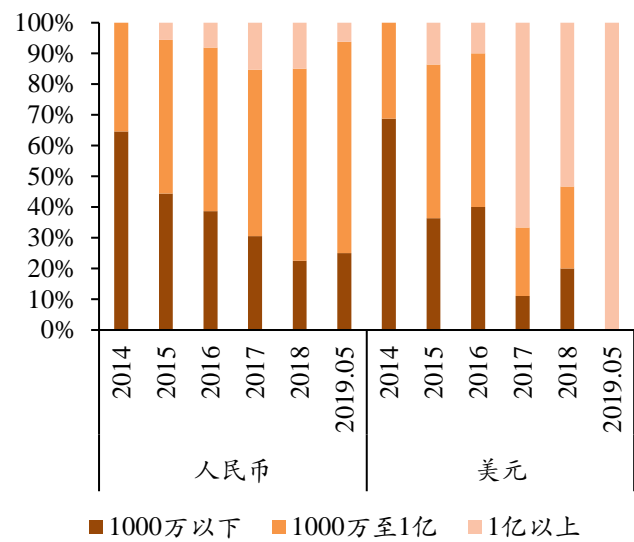
图表8 2018 年大部分细分领域投资数量均有显著减少



资料来源: IT 桔子、广证恒生

教育行业各细分赛道中, K12 是最成熟的领域之一, 中后期融资占比不断提升, 高额投资占比提高。2019 年 1-5 月, K12 投资案例共 26 起, 相比去年同期减少 1 起, 占比 17.3%。从投资轮次看, 中后期投资占比呈上升趋势, 市场格局逐渐清晰。2019 年 1-5 月中后期投资合计占比 42%, 其中后期比例达 23%。从投资金额看, 人民币高额投资占比不断扩大, 美元高额投资保持较高占比, 成熟标的吸金效应显著。2019 年 1-5 月 K12 投资案例中, 人民币千万级别以上投资占比 75%(+4.4pct); 美元千万级别以上投资占比 100% (+28.6pct), 始终保持较高占比。

值得注意的是，K12 赛道中获得高额融资的标的大部分都属于在线教育公司，包揽了 2018 年来 K12 教育发生的 12 起亿元以上投资事件。其中作业帮通过自主研发的多款线上学习工具为中小學生提供学习辅导，在 2018 年先后获得 3.5 亿美元 D 轮融资和 5 亿美元 E 轮融资；一起作业为学生、老师和家长三方互动的线上作业平台，获得 2.5 亿美元 E 轮融资；掌门一对一在 2019 年获得 3.5 亿美元 E 轮融资。我们认为，整个在线教育行业经历了资本推动和模式试错、验证，已经迈入资本化的新阶段，变现模式清晰，以内容驱动型为主的头部企业率先迎来规模化拐点，资本助力叠加行业政策逐步升级，行业集中度将加速提升。

图表9 K12 领域中后期投资占比上升

图表10 K12 领域高额投资占比不断扩大


资料来源：IT 桔子、广证恒生

资料来源：IT 桔子、广证恒生

图表11 2018 以来 K12 教育亿元以上投资事件共 12 起

时间	公司名	轮次	金额
2018-10-02	作业帮	E 轮	5 亿美元
2018-07-18	作业帮	D 轮	3.5 亿美元
2019-02-18	掌门一对一	E 轮	3.5 亿美元
2018-12-25	猿辅导	F 轮	3 亿美元
2018-03-20	一起作业	E 轮	2.5 亿美元
2018-11-05	猿题库	战略投资	2.5 亿美元
2019-05-30	作业盒子	D 轮	1.5 亿美元
2018-02-01	作业盒子	C 轮	1 亿美元
2018-07-04	松鼠 AI 智适应教育	A 轮	6 亿人民币
2019-04-25	洋葱数学	D 轮	3 亿人民币
2018-07-27	爱学堂	B+ 轮	2.3 亿人民币
2018-02-28	洋葱数学	C 轮	1.2 亿人民币

资料来源：IT 桔子、广证恒生



2.2 新三板市场：分化持续，头部企业证券化加速

新三板优质教企持续摘牌，证券化加速。2018 年 5 月至 2019 年 5 月共有 43 家企业摘牌，近 2 年累计摘牌教企 73 家，其中最值得关注的是拟于未来 1-2 年登陆二级市场的各教育细分领域的优质企业，如传智播客、创显科教、华图教育、高思教育、全美在线等。这些绩优教企摘牌后的去向主要包括两类，一类是选择筹备 A 股 IPO，另一类则考虑转战海外上市。一方面，新三板作为我国多层次资本市场的重要组成部分，起到承上启下的作用，优质资产摘牌选择更高层级的资本市场是企业发展到一定规模体量的自然选择，也符合整体教育行业资产证券化提速的趋势。另外一方面，这些企业通常是具备较好的盈利能力与成长能力，而且相比一级市场，这些企业的规范性更高。我们统计这 43 家摘牌企业中利润规模前 20 家企业的最新报告中平均营收及平均归母净利润分别为 2.62 亿元、3125.15 万元，远高于板块整体水平。

图表12 摘牌的部分新三板优质企业（按归母净利润排序）

公司代码	终止挂牌企业	摘牌日期	营收(万元)	归母净利润(万元)	营收增速	归母净利润增速
830858.OC	华图教育(退市)	2018/2/13	192188.37	35649.50	41.43%	67.38%
839976.OC	传智播客(退市)	2018/7/31	69812.10	13995.24	29.32%	38.22%
835079.OC	全美在线(退市)	2017/10/11	47163.74	11405.87	43.65%	41.44%
831930.OC	和君商学(退市)	2018/11/16	146369.77	8395.49	-18.67%	-6.93%
839896.OC	新东方网(退市)	2018/2/14	41069.49	5660.63	29.22%	266.69%
870155.OC	高思教育(退市)	2018/7/20	39281.39	5309.09	44.60%	128.30%
835971.OC	尚睿通(退市)	2017/9/1	27630.90	4918.58	40.19%	18.51%
834541.OC	创显科教(退市)	2018/4/23	35195.90	4476.01	32.02%	65.14%
871106.OC	创凯智能(退市)	2018/12/4	26208.79	3766.66	31.67%	102.28%
834061.OC	佳奇科技(退市)	2018/6/19	30588.10	3667.38	26.77%	19.54%
871610.OC	教师网(退市)	2019/1/3	26517.61	3585.17	41.96%	83.42%
834987.OC	清睿教育(退市)	2018/8/29	7375.03	3584.85	41.43%	116.50%
870106.OC	大山教育(退市)	2018/7/30	21734.35	3195.86	160.82%	477.69%
833456.OC	世纪天鸿(退市)	2017/8/29	37963.87	3131.85	-1.36%	-7.71%
838254.OC	老鹰教育(退市)	2018/3/19	12156.34	3035.65	55.96%	1.67%
839852.OC	九天飞行(退市)	2018/3/2	15305.25	2591.53	53.24%	121.89%
836515.OC	彩珀科教(退市)	2018/7/13	18953.74	2506.11	-6.07%	30.21%
835241.OC	经纶传媒(退市)	2018/4/18	21638.94	2470.94	3.92%	-43.50%
872627.OC	摩天之星(退市)	2018/10/15	44948.64	2242.75	63.43%	287.76%
837329.OC	森途教育(退市)	2017/11/7	7626.78	2236.00	173.35%	128.58%
833142.OC	佳一教育(退市)	2018/2/6	7646.26	2052.56	22.76%	21.25%
837243.OC	天学网(退市)	2017/12/13	12340.79	2035.05	174.70%	217.49%
839136.OC	三盟科技(退市)	2018/1/19	24499.03	1884.68	78.17%	17.73%
870385.OC	华普教育(退市)	2019/3/4	6380.28	1832.38	66.21%	290.64%



837730.OC	正保育才(退市)	2019/4/22	11272.41	1786.18	11.27%	-37.90%
837797.OC	众巢医学(退市)	2019/2/25	6662.09	1746.94	65.61%	67.75%

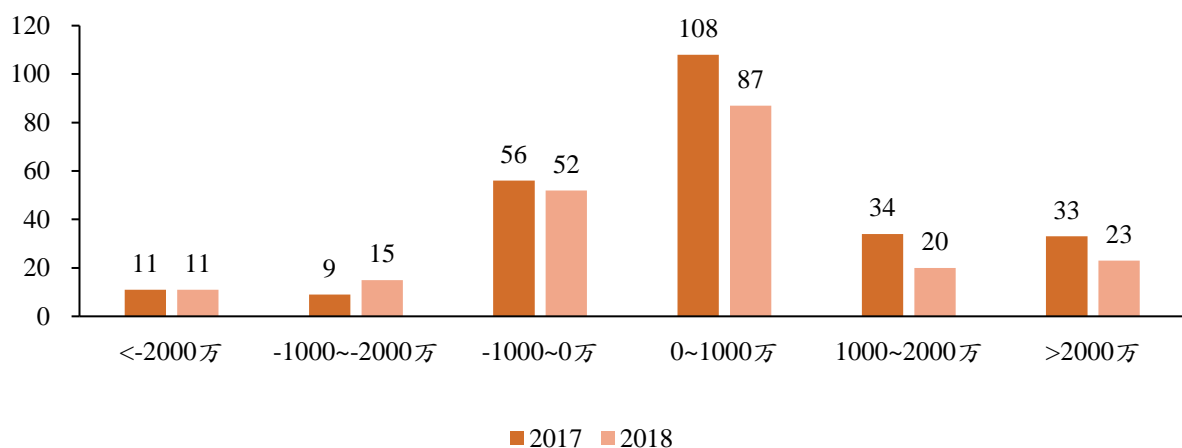
资料来源：wind、广证恒生

注：取各个企业摘牌前最新公布的年报数据；底色标注的为近一年中摘牌的企业。

2018 年新三板教企平均营收稳定增长，平均归母净利润下滑明显，板块业绩弱化。2018 年我们选出 202 家披露 2018 年年报的新三板教育企业进行业绩分析。2018 年 202 家新三板教育企业总计实现营收 159.46 亿元，平均营业收入 7893.85 万元，同比增长 8.03%（整体法）；归母净利润总额 9.94 亿元，平均归母净利润为 492.00 万元，同比下降 18.28%（整体法），整体业绩较上年同期下降。相对于整个新三板业绩来说，新三板教育企业整体业绩规模偏小，2018 年新三板平均营业收入 2.00 亿元（算术平均）、同比增加 6.94%，平均归母净利润 850.58 万元（算术平均）、同比下降 16.53%。（注：以上为剔除分豆教育、决胜股份、一乘股份极端值以及剔除律云股份、唐音股份、中创互动后的数据，其中律云股份、唐音股份、中创互动三家公司已发布 2018 年报，但报告期内未开展业务，营收为零。）

亏损企业占比增加与优质教企摘牌是 2018 年新三板教育板块业绩弱于同期主要原因。通过对比新三板教育企业 2018 年和 2017 年的业绩情况，我们发现业绩分布格局进一步向左侧倾斜。一方面，整体亏损企业数量降低但占比增加。2018 年共 73 家企业处于亏损状态，较 2017 年减少了 3 家，但亏损企业占比略有上升，从 2017 年的 30.28% 上升至 2018 年的 36.14%。其中“净利润低于-1000 万”的企业数量从 2017 年的 20 家上升至 2018 年的 23 家，占亏损企业的比率从 26.32% 升至 31.51%。亏损幅度在 1000 万以内的企业有所减少，从 2017 年的 56 家下降到 50 家，但占比从 22.31% 升至 24.75%。另一方面，优质教企摘牌也对新三板教育板块业绩影响显著。其中，在最新报告期内“净利润高于 5000 万”的摘牌企业数量为 3 家，“净利润超过 2000 万小于 5000 万”的摘牌企业数量为 7 家。

图表13 2018 亏损企业及绩优企业数量仍同步增大，但整体分化程度有放缓的趋势

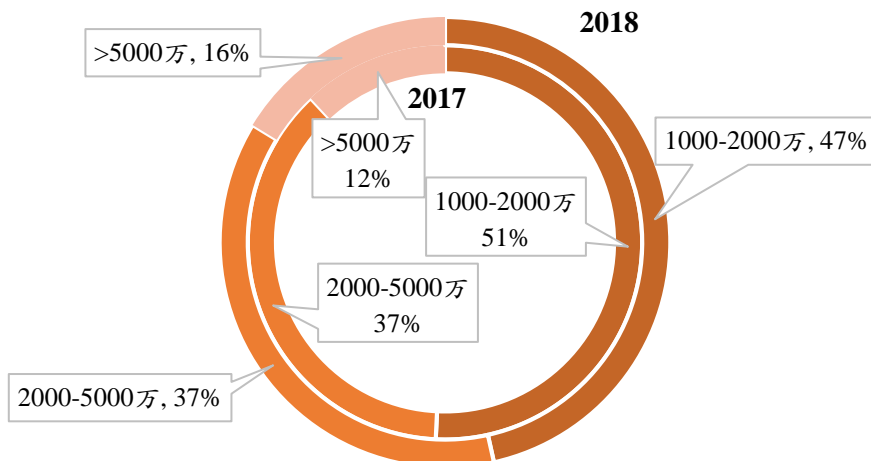


资料来源：Wind、广证恒生

我们进一步分析发现，净利润超过 1000 万的 43 家教育企业 2018 年平均归母净利润同比增长 26.23%（整体法），高于新三板教育板块平均水平 44.51 个百分点，显著优于板块内部大部分企业。从利润分布来看，与 2017 年同期情况类似，约五成的样本数据归母净利润集中在 1000-2000 万元区间内，但受到优质教企摘牌的影响，2000-5000 万元区间内样本减少九个，大于 5000 万元区间内样本减少一个。在 2018 年，

归母净利润在 2000-5000 万元区间的企业数量占比持平，营收及归母净利润同比增长率（整体法）分别为 17.14%、22.27%。净利润大于 5000 万元区间的企业数量占比稍有增加且 2018 年营收和归母净利润增速都是较快的，同比增长率（整体法）分别为 20.44%、25.98%。

图表14 2018 年归母净利润大于 5000 万的公司占比增加



资料来源：Wind、广证恒生

这也符合我们的判断：建议重点关注全年归母净利润在 2000-5000 万之间，且有着持续成长动力的教育企业。我们在此前的 2017、2018H1 的新三板教育板块业绩点评中便提出，未来投资应重点关注企业成长性而非一二级市场的估值差。一方面，从后续资本化的角度而言，我们认为全年归母净利润在 2000-5000 万之间的企业已经具备一定盈利体量，在保持稳定增长性的前提下有望通过 2-3 年的发展将年度归母净利润规模扩大至 5000 万乃至 1 亿元以上，随后其无论是在 A 股，或美股港股证券化都存在可能性，同时包括本次科创板的推出对于部分技术创新型的科创属性教育企业亦提供了一条潜在的资本化路径，整体资本化价值较大，确定性较强。对于另外一方面，在目前 IPO 常态化的大背景下，一二级市场的套利空间正在被压缩，成长性成为越来越多机构更为关注的核心指标，此时也可将投资区间进一步前移，精选此类全年归母净利润在 2000-5000 万且处于潜力赛道的高增速教企，长期收益将更为可观。

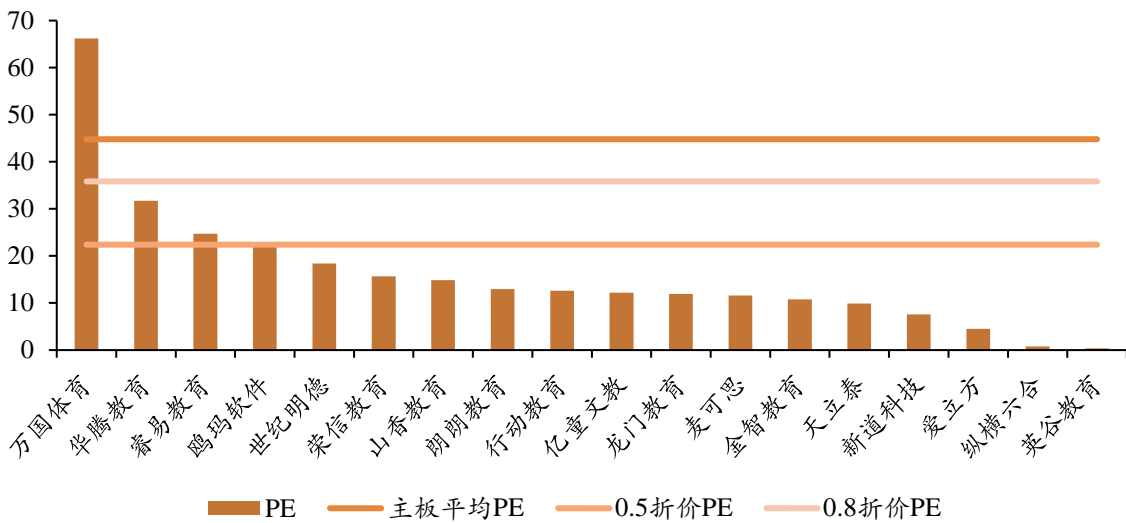
图表15 2018 年净利润 2000-5000 万企业平均归母净利同比增长为 22.27%

	净利润 1000-2000 万	净利润 2000-5000 万	净利润 >5000 万
平均营收增长率	19.22%	17.14%	20.44%
平均归母净利润增长率	34.15%	22.27%	25.98%
数量	20	16	7

资料来源：wind、广证恒生

就估值水平而言，由于部分新三板中小教育企业利润基数低导致当期估值较高，进而推高了平均行业估值水平至 30.94（已剔除无交易、估值为负及大于 200 的企业），但以 18 家 2018 年净利润超过 2000 万的新三板教育企业为样本（已剔除无交易、估值为负的企业），其平均估值水平 16.04 倍。大多数新三板明星教育企业的 2018 年动态 PE 估值不超过 15 倍，而主板教育相关企业平均估值水平约 40-50 倍。考虑到头部企业的较高成长性，新三板优质教育企业仍具备较大的长期投资价值。

图表16 26 家 2018 年净利润超过 2000 万的新三板教育企业平均估值约为 16.04 倍

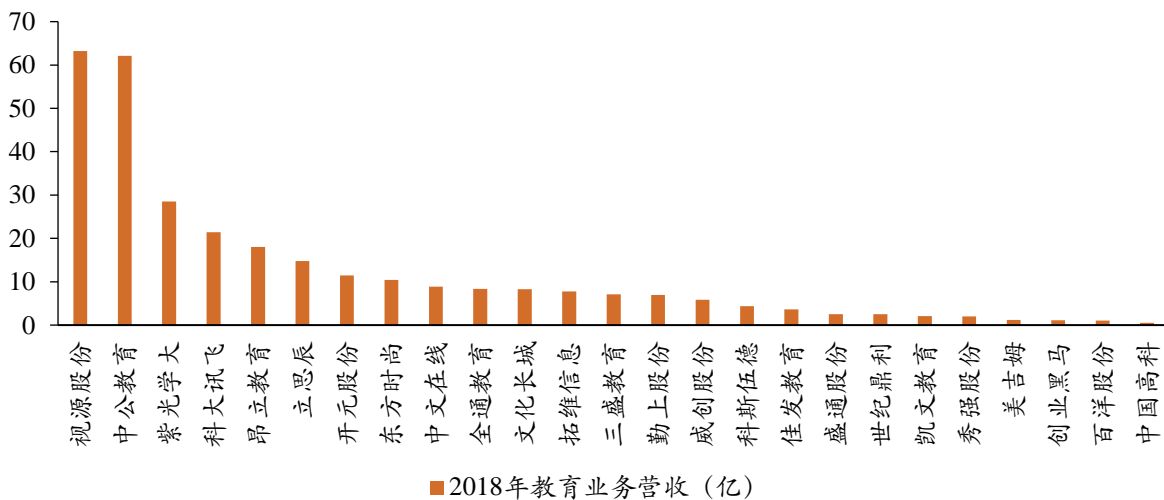


数据来源: Wind、广证恒生

2.3 A 股市场：去伪存真，板块教育属性逐步纯化

A 股企业教育业务营收规模增长迅速。从企业的教育业务营收来看，2018 年视源股份、中公教育和紫光学大位列前三，分别是 63.23 亿、62.14 亿和 28.52 亿，教育收入占总营收的比重分别为 37.23%、99.63% 和 98.58%。视源股份旗下的希沃教育产品，市场份额保持行业领先，业务范围继续扩大。2018 年希沃在交互智能平板市场的销量和销售额继续保持市场占有率第一的领先优势。2018 年中公教育借壳亚夏汽车成功上市，成为 A 股教育板块新龙头，线上线下共同发力，积极布局双师和 IT 系统升级改造，借助科技提高效率，渠道下沉明显，2018 年营收同比增长 54.72%，归母净利润同比增长 119.67%。紫光学大是 K12 领域专业一对一辅导服务提供商，推出“e 学大”平台，集工具型、题库型、平台型功能于一身，开创在线教育 O2O 模式。

图表17 2018 年视源股份、中公教育和紫光学大教育营收规模位列前三

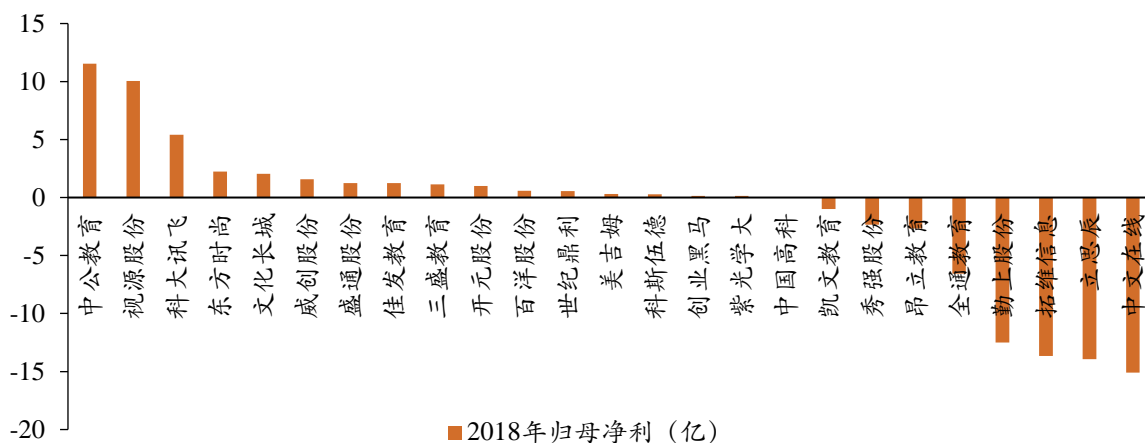


数据来源: Wind、广证恒生



板块两级分化趋势显现：一方面，核心教育资产成长性良好，教育业务并表助力上市公司业绩高速增长。2018 年 A 股教育行业有 12 家企业的归母净利润超过 5000 万，其中中公教育归母净利达 11.53 亿居首，视源股份和科大讯飞位列其后，分别为 10.04 亿和 5.42 亿。从 2018 年归母净利润的同比增长率来看，科斯伍德 2018 年归母净利同比增长 385.73%，主要是由于龙门教育并表，其教育培训营收达到 5.00 亿，占比总营收达 52.14%，净利润 1.32 亿元，占总净利达 129.4%（母公司净利润 1.02 亿元）。文化长城也迎来业务并表，归母净利实现高速增长。文化长城 2018 年归母净利同比增长 178.85%，翡翠教育在报告期内实现并表，旗下联讯教育、智游臻龙及翡翠教育去年业绩均超额完成，推进其业绩大幅增长，其中翡翠教育 2018 年实现营收 5.37 亿元，占总营收达 64.86%，净利润 1.42 亿元，占总净利润达 66.36%。**另外一方面，2015-2016 年上市公司跨界并购后遗症逐步显现，多家企业计提商誉减值。**2018 年共计 43 家子公司存在业绩承诺，其中完成业绩承诺的子公司 32 家，占比达 74%，承诺业绩共计 34.20 亿元，实际完成业绩共计 34.13 亿元，业绩对赌完成幅度为-0.21%。受商誉减值影响，中文在线、立思辰、拓维信息、和勤上股份净亏损均超-10 亿，分别达-15.08 亿元、-13.93 亿元、-13.66 亿元和-12.49 亿元。

图表18 2018 年中公教育归母净利约 11.53 亿，居 A 股教育企业之首



数据来源：Wind、广证恒生

注：(1) 中文在线因子公司晨之科未完成业绩对赌计提商誉减值准备 12.54 亿元、资产减值 1.68 亿元；

(2) 立思辰计提商誉减值准备 10.69 亿元，包含商誉减值在内资产减值准备 13.74 亿元；

(3) 拓维信息计提资产减值损失 14.06 亿元，主要是计提海天科技、火溶信息及长征教育商誉减值准备 12.88 亿元；

(4) 勤上股份子公司未完成业绩对赌计提商誉减值 10.88 亿元。

同时，多家公司剥离传统主业，A 股教育概念股逐步纯化。除了通过并购延伸产业链加深教育布局，A 股目前也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 4 家公司剥离传统主业，凯文教育（原中泰桥梁）在 2017 年 10 月 18 日宣布剥离桥梁业务，三盛教育（原汇冠股份）在 2017 年 11 月 3 日宣布拟以 9.4 亿元转让所持有的全部旺鑫精密股份，立思辰在 2018 年 10 月 8 日宣布剥离信息安全业务，科斯伍德在 2018 年 10 月 9 日公告拟结束法国全资子公司 Brancher Kingswood 及其下属波兰子公司 Brancher Central Europe Sp.ZO.O. 的业务，同时拟停止连云港全资子公司江苏科斯伍德化学科技有限公司的业务经营，开元股份则在 2018 年 11 月 16 日宣布剥离检测仪器业务。

长久以来，A 股教育概念股多为并购而得，带来较高商誉的同时，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，一方面部分公司已计提大部分商誉减值，阵痛过后有望轻装上阵；

另外一方面，以中公教育为代表的一二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。我们认为，整体 A 股教育板块开始逐步纯化，当前时点下掌握核心教育资产的标的有望重构其估值逻辑。

图表19 多家公司剥离传统主业转为纯教育

A 股公司名称	传统主业	教育业务	公示剥离传统主业时间
凯文教育	桥梁钢结构	文凯兴、文华学信	2017 年 10 月 18 日
三盛教育	精密制造	恒峰信息等	2017 年 11 月 3 日
立思辰	信息安全科技	中文未来等	2018 年 10 月 8 日
科斯伍德	胶印油墨	龙门教育等	2018 年 10 月 9 日
开元股份	检测分析仪器	恒企教育、中大英才等	2018 年 11 月 16 日

资料来源：公司公告、广证恒生

2.4 海外教育行业：K12 双巨头高速增长，学校类资产政策影响趋缓

2.4.1 海外教育板块集群效应进一步突显

自 2018 年以来已有 6 家教育企业登陆美股市场，11 家成功登陆港股。自 2018 年来，尚德机构、精锐教育、朴新教育、流利说、华富教育和跟谁学陆续登陆美股，而美联国际教育也递交了上市材料，预计在不久后也将成功登陆美股。近两年美股上市企业以培训类企业为主，以新东方和好未来为核心的教育培训板块不断集聚，板块效应继续提升。另外一方面，众多民办学校集团纷纷选择到港股上市。截至 2019 年 6 月 12 日，已有 8 家民办学校集团和 3 家培训企业成功登陆港股，仍有 6 家教育企业正在排队进程中，其中民办学校类企业包括尚德启智教育、嘉宏教育（已通过聆讯）、建桥教育集团、中汇集团 4 家；培训类企业有思考乐教育（已通过聆讯）；教育信息化企业有见知教育。

图表20 2018 年以来美股教育板块新增 6 家培训企业

公司代码	上市公司	上市时间	主营业务
STG.N	尚德机构	2018/3/23	在线职业培训
ONE.N	精锐教育	2018/3/28	K12 课外培训
NEW.N	朴新教育	2018/6/15	K12 课外培训
LAIX.N	流利说	2018/9/27	在线教育培训
WOFU.O	华富教育	2019/4/30	在线职业培训
GSX.N	跟谁学	2019/6/6	在线 K12 课外培训

资料来源：Wind、广证恒生

图表21 2018 年以来港股教育板块新增 8 家民办学校企业，3 家培训企业

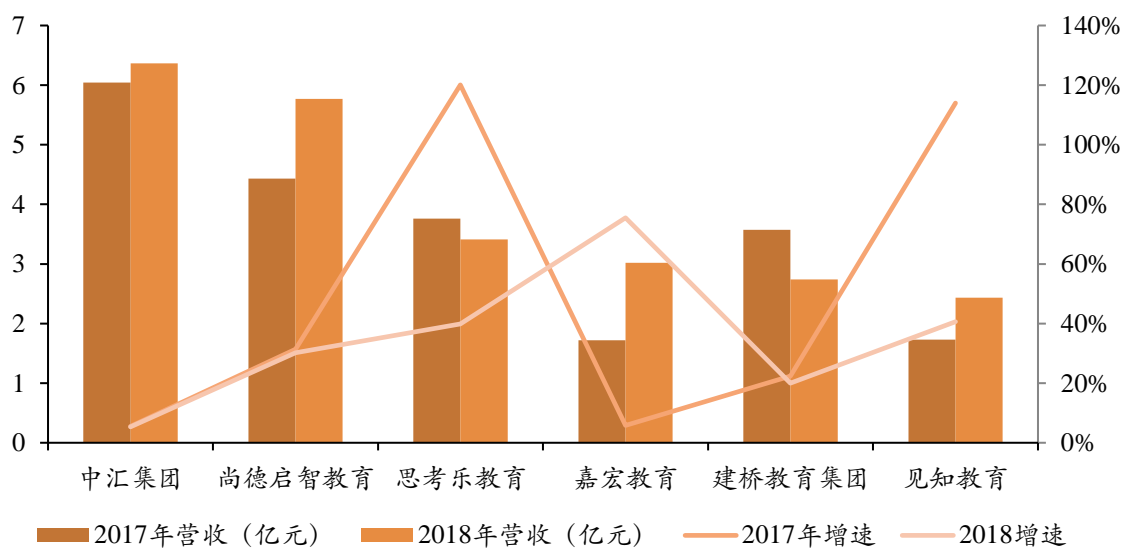
公司代码	上市/聆讯公司	上市/聆讯时间	主营业务
2779.HK	中国新华教育	2018/3/26	民办高等教育学校
1598.HK	21 世纪教育	2018/5/29	K12+高等教育
1773.HK	天立教育	2018/7/12	K12 民办学校
1758.HK	博骏教育	2018/7/31	K12 民办学校

1765.HK	希望教育	2018/8/3	民办高等教育学校
1969.HK	中国春来	2018/9/13	民办高等教育学校
3978.HK	卓越教育	2018/12/27	K12 课外培训
1851.HK	银杏教育	2019/1/18	民办高等教育学校
1890.HK	中国科培	2019/1/25	民办高等教育学校
1797.HK	新东方在线	2019/3/28	在线教育培训
0667.HK	中国东方教育	2019/6/12	职业培训
1935.HK	嘉宏教育	2019/6/3 (通过聆讯)	高中+高等教育
1769.HK	思考乐教育	2019/6/11 (通过聆讯)	K12 课外培训
H00799.HK	华图教育	2018/3/22 (聆讯资料失效)	职业培训
H00806.HK	益达教育	2018/3/29 (聆讯资料失效)	职业培训
H00932.HK	沪江教育科技	2018/12/07 (聆讯资料失效)	在线教育培训
H00966.HK	尚德启智教育	2019/2/1 (聆讯资料更新)	K12 民办学校
H01033.HK	见知教育	2019/4/30 (聆讯资料更新)	职教信息化
H01034.HK	辰林教育集团	2018/10/3 (聆讯资料失效)	民办高等教育学校
H01040.HK	莲外教育	2018/10/22 (聆讯资料失效)	K12 民办学校
H01082.HK	建桥教育集团	2019/1/14 (递交聆讯资料时间)	民办高等教育学校
H01098.HK	中汇集团	2019/2/1(递交聆讯资料时间)	民办高等教育学校

资料来源: Wind、广证恒生

目前港股排队中的教育企业仍有 6 家, 其中思考乐教育和嘉宏教育已通过上市聆讯。2018 年多家教育企业选择登陆港股市场, 从营收规模来看, 中汇集团、尚德启智教育、思考乐教育分别以 6.36 亿元、5.77 亿元、3.41 亿元位列前三。在学校类企业中, 中汇集团营收规模最大, FY2018 营收规模达 6.36 亿元; 尚德启智教育紧随其后, 2018 年营收为 5.77 亿元。

图表22 港股排队企业业绩表现



资料来源: 招股说明书, 广证恒生

注: 思考乐教育、建桥教育集团 FY2018 为九个月业绩, 尚德启智教育为八个月业绩。



整体来看，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，随着新东方在线及卓越教育成功登陆港股，思考乐教育也通过了聆讯将于近期上市，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。从政策方面而言，当前 A 股尚无学校、培训机构等核心教育资产独立 IPO 成功的先例，不确定性较强，同时《送审稿》对民办高教影响可控，培训行业监管趋严长期来看也利好头部企业；从 IPO 效率方面来看，美股及港股效率较高、上市确定性较强。我们判断这一波教育核心资产海外上市浪潮仍将持续，而随着头部标的登陆资本市场，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。

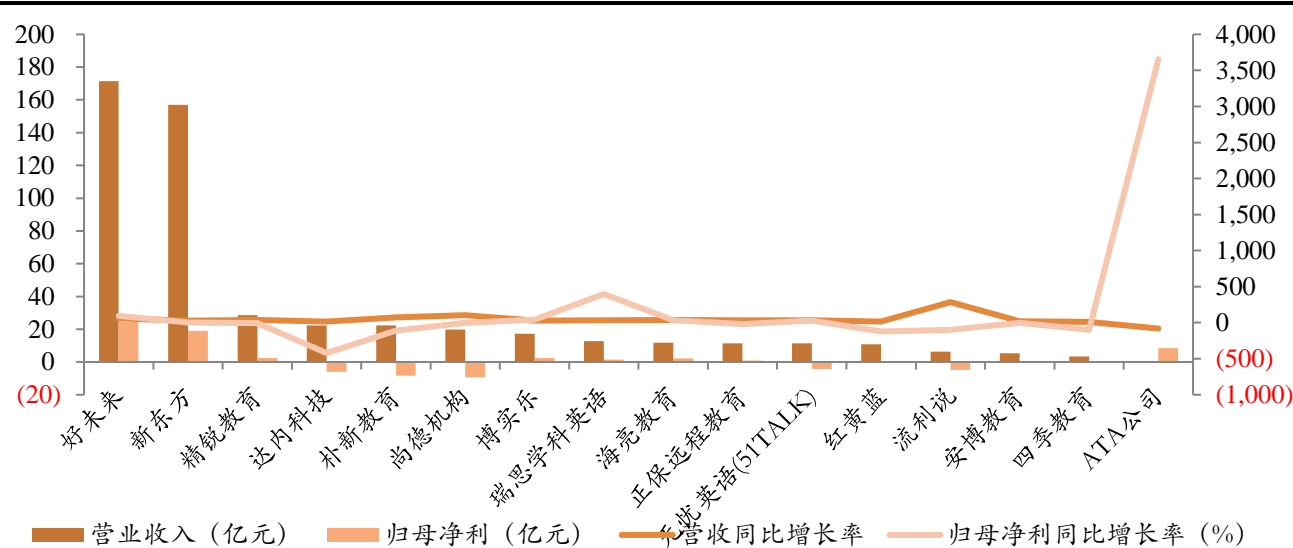
2.4.2 板块估值回暖，业绩增长态势良好

业绩总体增长明显，良好发展态势越发确定。

(1) **美股方面：**我们跟踪了截至 2019 年 5 月的 16 家在美股上市的教育企业最新公布的年报数据，板块整体营收实现 511.81 亿，同比增长 39.61%；整体实现归母净利 29.02 亿，同比增长 48.45%（剔除下滑较为明显的朴新教育、达内科技和流利说以及由于终止经营而使净利猛增的 ATA 公司后，整体实现归母净利 39.83 亿，同比增速达 64.62%）。K12 双巨头最新的财报业绩依旧表现良好：新东方 FY2018 实现营收 156.99 亿元，同比增加 36.01%；归母净利润 18.99 亿元，同比增加 0.84%；好未来 FY2019 净收入为 171.47 亿元，同比增长 57.96%，归母净利润 24.57 亿元，同比增长 95.61%。

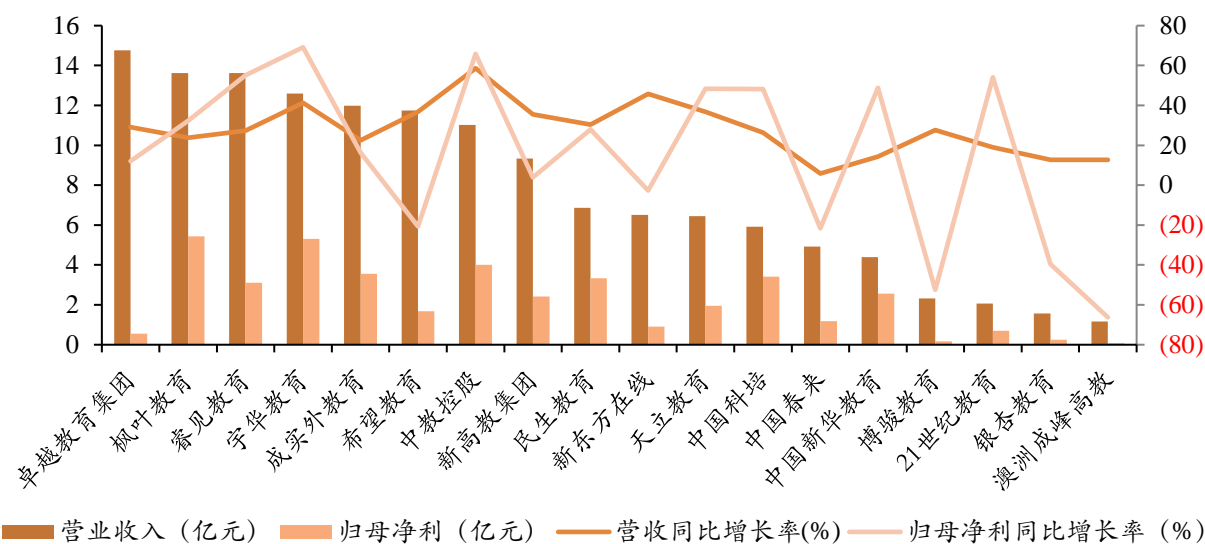
(2) **港股方面：**我们跟踪了截至 2019 年 5 月 16 家在港股上市的学校类企业最新公布的年报数据，FY2018 板块营收总规模达到 113.01 亿元，同比增长 24.51%；净利达到 39.15 亿，同比增长 22.51%。从个股来看，枫叶教育和睿见教育 FY2018 营收规模均超 12 亿，共有 5 家教育营收规模达 10 亿。从营收增速来看，中教控股营收增速最快，达到 58.63%以上。净利润增速方面，宇华教育和中教控股的归母净利增长同比均超过 65%，增长速度迅猛。我们认为，未来随着学校数量增加以及学费提升，民办学校盈利能力有望进一步提升。此外，港股教育板块还包括 2 家培训类企业，其中新东方在线 FY2018 实现营收 6.5 亿元，同比增加 45.77%，主要系公司在增加推广力度的同时扩大了课程组合和优化了考研课程，学生人数较去年同期+91.89%；对应归母净利润 0.91 亿元，同比下降 2.76%，主要系聘请更多教师及课程研究人员导致营业成本升高，以及加大推广导致销售费用上升。卓越教育集团 FY2018 实现营收 14.77 亿元，同比增长 29.08%，主要系招生人数、辅导课时和每小时收费增加；对应归母净利润 0.55 亿元，同比增长 12.08%。

图表23 美股教育企业业绩表现



资料来源: wind, 广证恒生

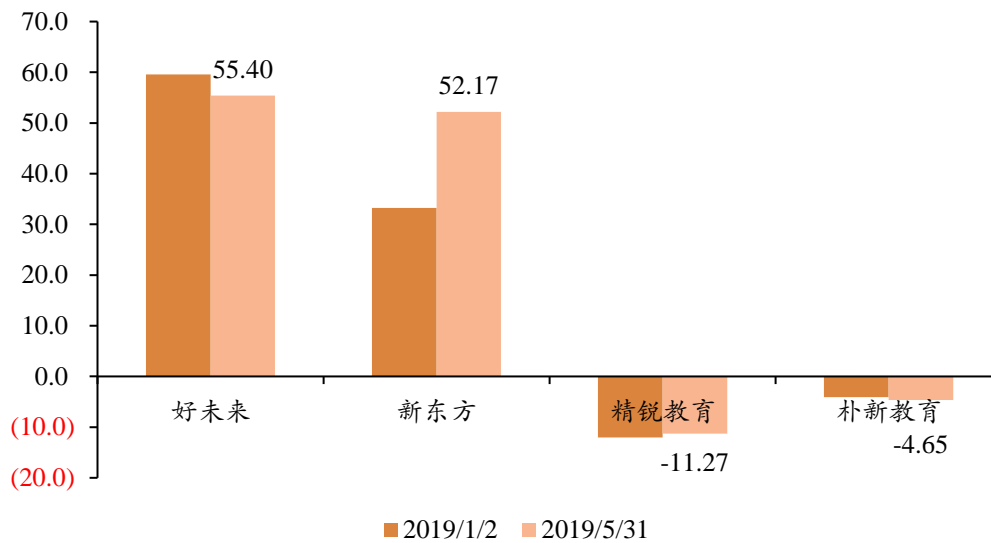
图表24 港股教育企业业绩表现



资料来源: wind, 广证恒生

民办学校板块估值略有回暖，政策后续影响较为可控。在美股方面，不同企业之间估值差异较大，选取2019年5月31日的市盈率来分析，民办学校类企业海亮教育和博实乐的估值在30倍左右，K12双巨头好未来和新东方享受较高的估值溢价，分别达到52.17倍和55.40倍，相比于年初的33.25倍，新东方的估值有了明显的回升。2018年来课外培训行业整顿政策频出，短期内面临经营成本上升，强监管下利润率将持续承压；但从长期来看，行业门槛提高，整顿大趋势将延续，好未来和新东方等头部企业将享受集中度提高红利。港股方面，目前整体民办学校板块估值在15-20倍之间。从目前披露的最新财报数据分析，K12民办学校和民办高教在经营上目前受到政策的影响有限，K12民办学校以自建和轻资产扩张为主，而民办高教是以并购扩张为主，各自的核心逻辑上都没有受到政策的影响。而值得注意的是，目前K12民办学校证券化不确定性较强，送审稿出台后递交聆讯材料的莲外教育、尚德启智教育至今未能成功上市，整体管理趋严，需重点跟踪后续《民促法实施条例》送审稿落地情况。

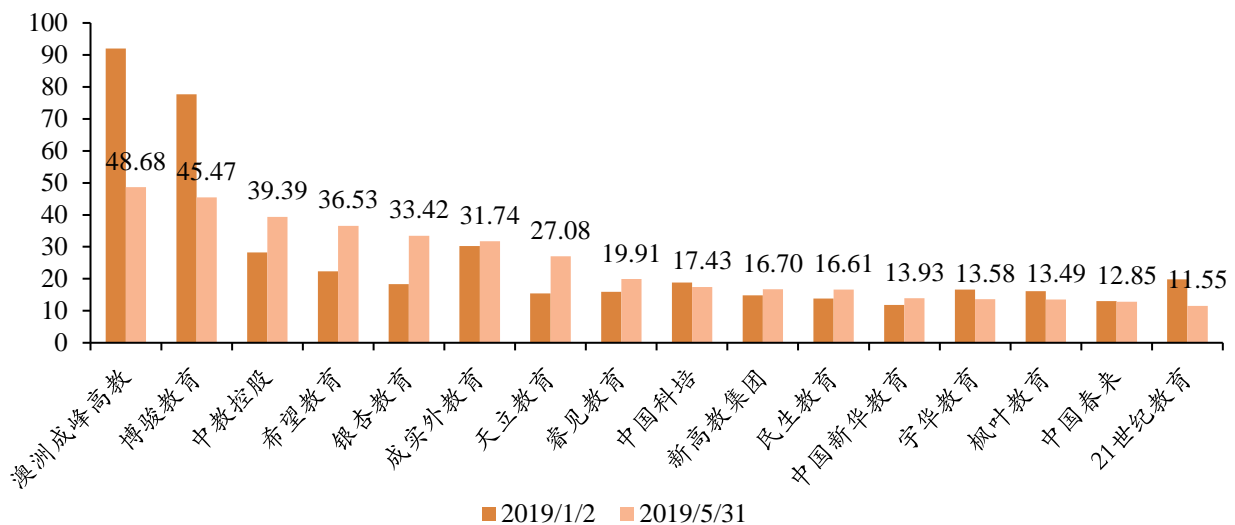
图表25 K12 双巨头享受较高估值溢价



数据来源: Wind、广证恒生

注: 剔除 PE 变动较大的四季教育。

图表26 港股民办学校板块估值整体回暖



数据来源: Wind、广证恒生

注: 中国科培、银杏教育选取上市首日市盈率。

3. 2019 年下半年重点关注素质教育板块

素质教育领域长期受到政策支持,尤其 2018 年以来教育部从政策端将以 STEAM 教育为代表的相关内容纳入课标后,整个赛道的需求进一步释放。同时,素质教育也是一级市场投融资热度提升最明显的赛道,2018 年以来素质教育投资案例共 139 起(+7.75%),融资金额总计 49.67 亿元(+58.84%)。在此背景下,素质教育整体渗透率提升的核心逻辑不断强化,商业模式在资本推动下持续迭代而迈向成熟,各细分赛道的头部企业也逐渐脱颖而出。我们认为对于中早期机构而言,在当前时点下可重点关注素质教育的投资机

会。

3.1 素质教育头部企业持续领跑，STEAM 教育表现突出

3.1.1 政策：素质教育长期利好，STEAM 教育进入政策落地前期

素质教育存在长期政策利好，2018 年教育部从政策端将 STEAM 教育相关内容纳入课标，STEAM 教育需求逐步走向刚性。从应试教育向素质教育转变的政策方针已贯彻多年。2018 年 1 月教育部发布《普通高中课程方案和语文等学科课程标准（2017 年版）》（新课标），将机器人设计与制作、STEAM 科技人文融合专题、数据管理与数据分析、人工智能初步等纳入通用技术和信息技术的课标，紧随其后的《教育信息化 2.0 行动计划》明确人工智能、编程课程将会被纳入初、高中学业水平考试。与学制内教育的关联将直接促进 STEAM 教育的需求走向刚性。

地方政策积极响应，推动 STEAM 教育需求端持续升级。在多个省市最新的教育工作计划和其他纲领性规划文件中，信息素养培育、创客教育推进、STEAM 教育试点成为频繁出现的关键词。部分省市还明确了具体举措，这将确保 STEAM 教育需求落地的可行性。以山西省为例，在《山西省基础教育信息化“十三五”推进意见》中明确提出“每市至少建设 3 所创新教育基地学校”，“将学生创新教育过程与成果纳入综合素质评价指标体系”等实质性举措。随着地方性政策的逐步落地，B 端建设创客空间或其他 STEAM 教育试点的需求将加速涌现，在相关课程、比赛成果纳入校内评价体系后，将更为直接的体现在升学优势上，进而促发 C 端需求快速增长。

图表27 2018 年以来素质教育领域部分相关政策

时间	发布单位	文件	主要内容摘要
2018-1-6	教育部	《普通高中课程方案和语文等学科课程标准（2017 年版）》（新课标）	通用技术和信息技术的课标分别加入了 机器人设计与制作、STEAM 科技人文融合专题、数据管理与数据分析、人工智能初步 等。
2018-2-12	教育部	《2018 年教育信息化和网络安全工作要点》	探索信息技术在众创空间、跨学科学习（STEAM 教育）、创客教育等教育教学新模式中的应用，逐步形成创新课程体系。
2018-3-12	教育部	《教育部教育装备研究与发展中心 2018 年工作要点》	积极探索新理念新方式，持续关注 STEM 教育和创客等对中小学教育、课程发展的影响，开展移动学习、虚拟现实、3D 打印等技术在教育教学中的实践应用研究。
2018-4-13	教育部	《教育信息化 2.0 行动计划》	人工智能、编程课程将会被纳入初、高中学业水平考试
2018-2-23	山西省	《山西省基础教育信息化“十三五”推进意见》	开发创新教育课程，将培养学生的创新精神与实践能力作为重点，以项目学习方式积极推进创客教育、STEAM 教育和机器人教育，开展创新教育模式实验研究，每市至少建设 3 所创新教育基地学校。办好“中小学电脑制作活动”等竞赛项目， 将学生创新教育过程与成果纳入综合素质评价指标体系 。

2018-3-19	陕西省	《陕西省教育信息化建设三年行动计划(2018—2020年)》	有条件的地区要积极探索信息技术在“跨学科学习(STEAM 教育)、创客教育等新的教育模式中的应用。
2018	河南省	《河南省教育厅关于进一步推进中小学创客教育的通知》	加快各地市创客试点校建设。
2018-3-23	重庆市	重庆教育信息技术与装备中心 2018 年工作要点	探索科技创新 STEAM 教育课程研究,积极推动中小学校开展 STEAM 教育试点。做好教育综合改革试点重点项目“中小学科技创新改革试点”研究。
2018-12-17	浙江省	关于印发浙江省教育信息化三年行动计划(2018-2020年)的通知	加强学生课内外一体化的信息技术知识、技能、应用能力以及信息意识、信息伦理等方面的培养。继续办好中小学电脑制作、智能机器人和创客比赛等活动。
2018-12-28	湖南省	《湖南省“互联网+教育”行动计划(2019—2022年)》	对接国家学生信息素养评价指标体系,将学生信息素养纳入学生综合素质评价。推动落实各级各类学校的信息技术课程,将信息技术纳入初、高中学业水平考试。

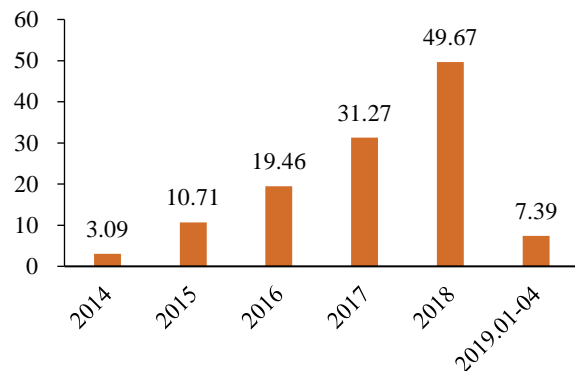
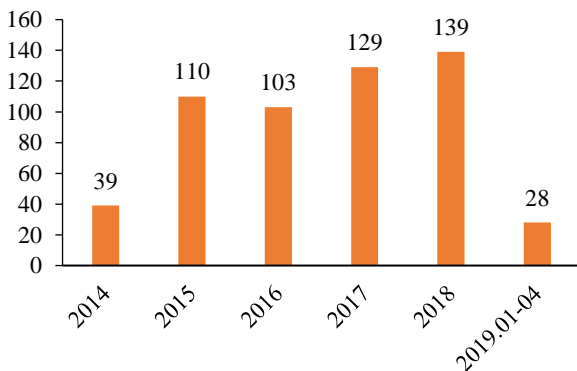
资料来源: 政府官网、广证恒生

3.1.2 投融资: 大额融资较去年翻倍, 头部企业持续领跑

2018 年全年素质教育发生 139 起投融资事件(+7.75%), 融资金额总计 49.67 亿元(+58.84%)。2019 年前 4 月完成 28 起融资, 融资总额约 7.39 亿元。从头部企业来看, 2018 年亿元以上投融资案例共 13 起, 较 2017 年翻一番。从平均情况来看, 2018 年素质教育单笔融资金额达 3574 万元(+47.41%)。从轮次分布来看, 素质教育项目轮次仍集中在早期, A 轮及以前投融资项目占比达 82.01%。

图表28 2018 年素质教育领域投融资事件达 139 起

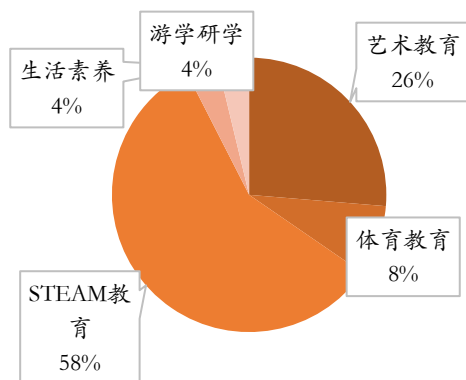
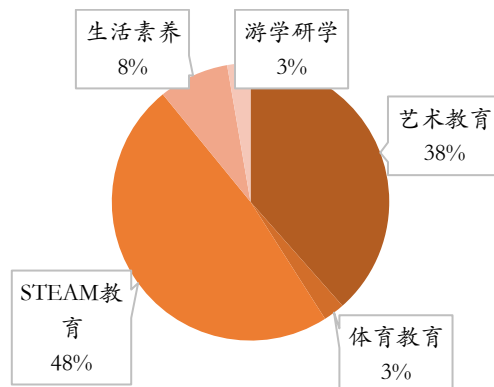
图表29 2018 年素质教育领域融资规模 49.67 亿元



资料来源: IT 桔子、广证恒生

资料来源: IT 桔子、广证恒生

2018 年全年素质教育五大赛道中 STEAM 教育表现最为突出, 投融资事件和金额均占比均最高, 分别达 58%、48%。从投融资数量来看, STEAM 教育最多, 艺术教育次之; 从投融资数量增速来看, STEAM 教育增速最快, 达 92.50%, 体育教育次之; 从融资金额来看, STEAM 教育最高, 其次是艺术教育; 从融资金额增速来看, 生活素养领域增速最快, 达 230.17%, STEAM 教育次之, 增长 116.98%;

图表30 素质教育各一级赛道投融资案例数量占比

图表31 素质教育各一级赛道投融资金额占比


资料来源：IT 桔子、广证恒生

资料来源：IT 桔子、广证恒生

2018 年全年素质教育亿元以上投融资案例共 13 起，2019 年开年又完成了 4 笔亿元以上融资，其中 STEAM 教育 9 起占比超 50%。2018 年-2019 年前 4 月获取单笔融资超亿元的 STEAM 教育企业分别是小码王、核桃编程、编程猫、傲梦编程、Makeblock、神奇科学堂、贝尔科教等 7 家头部企业，其中小码王与编程猫分别于该时间区间获得 2 次亿元以上的单笔融资。

图表32 2018 年-2019 年 4 月素质教育获得亿元以上投融资的企业

时间	公司名	细分领域	最新轮次	单笔融资金额
2019-02-20	小码王	STEAM 教育——少儿编程	B+轮	1 亿人民币
2019-02-18	核桃编程	STEAM 教育——少儿编程	A+轮	1.2 亿人民币
2019-02-01	秦汉胡同国学书院	艺术教育——国学文学	A 轮	1 亿人民币
2019-01-25	编程猫	STEAM 教育——少儿编程	D 轮	数亿人民币
2018-11-20	荷马教育	艺术教育——美术教育	B 轮	数亿人民币
2018-11-02	VIP 陪练	艺术教育——音乐教育	C 轮	1.5 亿美元
2018-09-12	傲梦编程	STEAM 教育——少儿编程	B 轮	1.2 亿人民币
2018-08-30	Makeblock	STEAM 教育——机器人教育	C 轮	3 亿人民币
2018-06-29	神奇科学堂	STEAM 教育——创客教育	Pre-A 轮	1 亿人民币
2018-05-25	编程猫	STEAM 教育——少儿编程	C 轮	3 亿人民币
2018-05-14	成长保	生活素养——全脑开发	B+轮	1.5 亿人民币
2018-05-03	小码王	STEAM 教育——少儿编程	B 轮	1.3 亿人民币
2018-03-20	贝尔科教	STEAM 教育——机器人教育	B 轮	数亿人民币
2018-03-06	成长保	生活素养——全脑开发	B 轮	1.5 亿人民币
2018-01-13	七巧国	其他/综合——教育综合体	天使轮	2 亿元
2018-01-08	VIP 陪练	艺术教育——音乐教育	B 轮	数亿
2018-01-04	Find 智慧钢琴	艺术教育——音乐教育	A 轮	数亿

资料来源：IT 桔子、广证恒生

3.2 竞争优势梳理：头部企业崭露头角，差异化运营是构建壁垒关键

素质教育领域包含 STEAM 教育、艺术教育、体育教育、游学研学、生活素养等五大领域。整个市场

发展阶段均处于成长期，其中 STEAM 教育领域单笔融资超亿元的企业最多，具有较强的对比分析的可行性。以下我们以 2018 年-2019 年前 4 月获取单笔融资超亿元的 6 家 STEAM 教育头部企业——小码王、核桃编程、编程猫、傲梦编程、Makeblock、贝尔科教——作为案例样本进行详细分析。这 6 家企业均属于编程教育产业链，一类是软件编程培训，如小码王、核桃编程、编程猫、傲梦编程等；另一类是硬件编程企业，如 Makeblock、贝尔科教等。

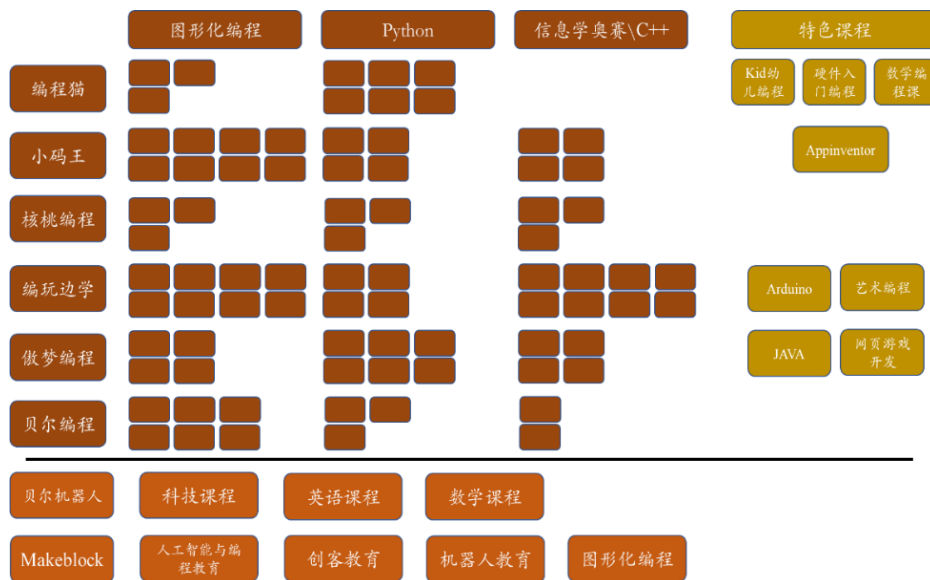
3.2.1 看产品：通识课程已初达共识，深耕教研、分级解读课程是核心产品优势

编程教育的通识课程设置已初达共识，形成图形化编程、Python、信息学奥赛 (NOIP) 等三大模块。

图形化编程主要面向小学或幼儿阶段的低龄学生，主要基于 Scratch 语言，不要求使用者掌握代码和命令，只需要利用图形化模块像搭积木一样完成程序的编写。Python 主要面向小学高年级至高中阶段，要求对各项命令和代码有一定程度的理解，但相比 C 语言难度较低。信息学奥赛则针对高中学生，基于更高难度编程语言，对学生的抽象思维和逻辑思考能力要求更高。在我们选取的少儿编程企业中，除编程猫外，课程内容均涵盖以上三大模块，受众覆盖整个 K12 阶段。

深耕教研进行课程分级解读与特色延伸是企业产品内容的核心优势。一方面，从各公司披露的师资力量来看，虽各有侧重但差异较小。我们认为，通过教研标准化达到优质师资标准化才能真正地构建竞争优势。另外一方面，通识课程虽大致一致，但企业对课程内容的分级解读略有差异。其中，编玩边学的内容梯度最为细致，拆分了 20 个分级课程。编程猫自研的更简单的 Kitten 语言将图形化编程的入门年龄扩展至更低龄阶段。贝尔科教则基于 AIQ 理论开发了包括贝尔编程双师课堂、Mabot 球形教育机器人、BeBO 智能教室等产品，除科技课程外还涉及部分学科教育。Makeblock 则开发了更为高级的人工智能课程等。

图表33 各机构课程体系和梯度划分



资料来源：公司官网、广证恒生

注：一个小方块代表一个课程梯度

图表34 各机构师资力量比较（除 Makeblock）

公司名	师资质量/数量
编程猫	80+教研教学人员来自国内外知名高校（清北、巴黎十一大等）
小码王	师资 500 余人，讲师几乎都具备软件工程师的背景
核桃编程	100% 本科以上学历教育相关专业，98% 三年以上少儿教育经验
编玩边学	北大、清华等名校及海归精英人才组成的师资团队
做梦编程	985、211 名校师资、国内外计算机竞赛金牌选手
贝尔科教	6000 余名教育学、心理学、行为学、教学管理专业出身、经验丰富的教师

资料来源：公司官网、广证恒生

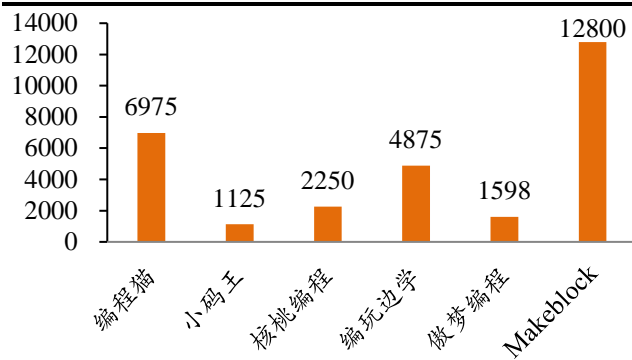
教研能力是各头部企业形成竞争优势的主要要素。据公开披露与不完全统计——从教研团队规模来看，编程猫的研发人员约 800 人，小码王、贝尔科教、Makeblock 研发团队规模在 200 人左右，其余企业均为百人规模。从知识产权数量来看，编程猫拥有的知识产权达 918 项，其中专利 259 项、作品著作权 600 项、软件著作权 57 项、证书信息两项，编程猫在知识产权的数量上高于其他企业，主要是由于每个课程均有注册相应作品著作权。从产品迭代速度来看，根据企名片不完全统计，编程猫在 2017 年 10 月至 2019 年 4 月间发布了 9 项新产品或新课程，平均 2 月发布一次新品。同样保持较快迭代速度的企业还有 Makeblock，其平均半年召开一次发布会，推出一件或多件新品，2019 年 5 月 Makeblock 新发布两款针对 C 端家庭的产品。

3.2.2 看渠道：精细化运营提高线上获客效率，延伸线下以期降低获客成本

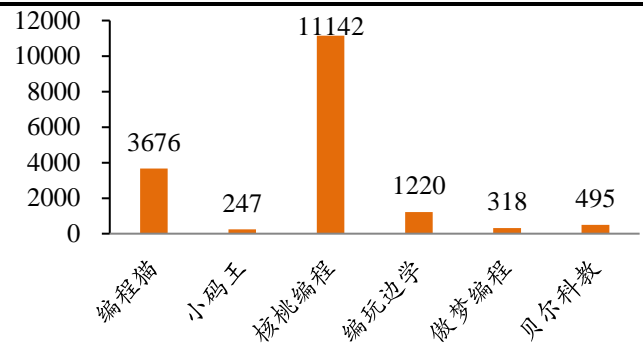
互联网是企业营销推广的重要渠道，尤其是部分专注于线上教学的少儿编程企业。概括来看，主要线上渠道包括：搜索页广告投放、免费体验课、社交平台宣传和自有论坛/微信群运营。除了外部广告外，上述获客渠道多承载于微博、微信、抖音等公开平台及自有论坛。

精细化运营构成企业线上获客优势，企业在线上渠道的运营方面各有偏倚。为客观评价企业线上渠道的运营效果，我们选取了多项指标分析：（1）从网页访问量来看，Makeblock 网页访问量较高，主要系其业务面向全球，产品和服务覆盖群体广；（2）从论坛活跃程度来看，编程猫对论坛运营相对重视，其自有社区发布的编程作品数量在千万级，并以单日 2-3 万件的速度增长；（3）从公众号体验课推送的平均阅读量来看，核桃编程表现出色，平均阅读次数在万人次以上。

图表35 Makeblock 网站日均访问量最高，编程猫次之（单位：次）



图表36 体验课推送平均阅读量差异显著，核桃编程表现最好（单位：次）



资料来源：站长之家、广证恒生

资料来源：官方微信公众号、广证恒生

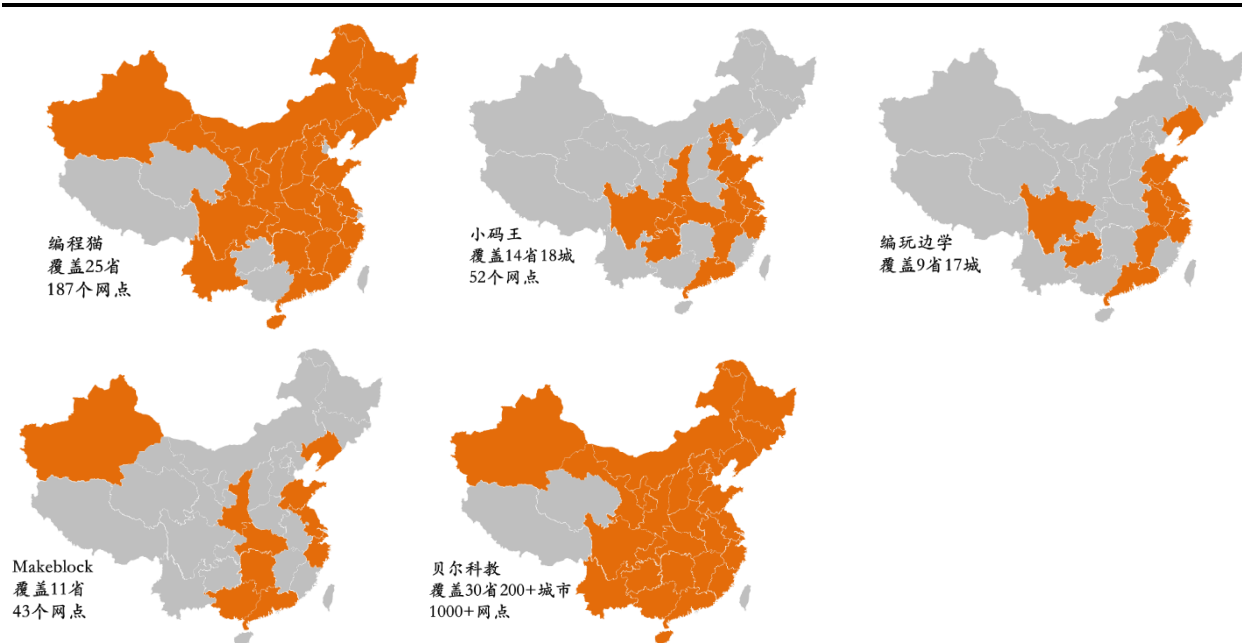
注：1.数据收集于2019年5月17日，指标为近一月日均IP访问量，统计对象均为各企业官网。

注：样本为截止2019年5月1日的最近三次推广体验课。

2.贝尔科教未获得公开数据。

线上获客成本高企，线下延伸或是解决途径之一。随着线上流量增量放缓，获客成本不断增加，部分在线编程教育企业也在尝试延伸线下以降低获客成本。线下市场一方面是以学校渠道为主的B端市场，主要受益于政策的推动，需要企业提供一揽子解决方案输出。目前编程猫、小码王、Makeblock均与学校达成合作，据公开资料Makeblock的产品覆盖了全球25000所学校；编程猫也进驻了国内7120所中小学。B端市场之外，线下还有更为辽阔的C端培训市场，目前除核桃编程和做梦编程未设立线下网点外，其余机构均以直营或加盟的方式开设了线下门店。其中网点数最多、覆盖区域最广的当属贝尔科教，其线下机器人活动中心有1000多家，其中直营店超200家。此外，小码王是专注于线下市场的少儿编程企业，截止2019年5月直营店已有52家。编程猫通过品牌加盟的方式，也已建成187家线下中心。

图表37 线下网点覆盖区域对比



资料来源：公司官网、广证恒生

注：编玩边学、核桃编程、做梦编程未披露相关资料

3.2.3 看品牌：资本关注度逐步集中，用户影响力塑造仍任重道远

资本关注度逐步集中，细分头部企业连续获得大额融资。据不完全统计，STEAM 教育领域累计融资过亿的企业合计 9 家，其中 8 家又于 2018 年之后获取了单笔千万级以上的融资，资本对细分领域头部企业的偏好开始浮现。企业的投资者中不乏高瓴资本、红杉资本中国、IDG 资本、中金甲子等顶级投资机构，也不乏科大讯飞、好未来等优质产业资本。

图表38 在 2018 年之后获取单笔千万级、累计过亿的头部企业融资情况

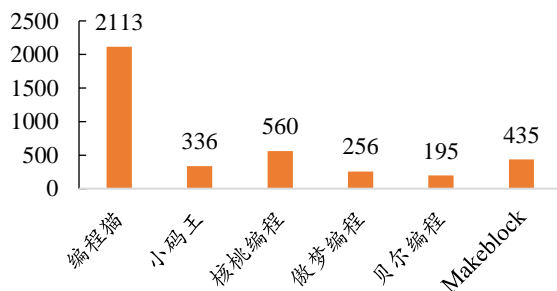
公司名	最新融资轮次	累计融资金额	部分投资机构
编程猫	D 轮	5.9 亿元	高瓴资本、清流资本、猎豹移动、清晗基金等
小码王	B+轮	2.3 亿元	杭州多融创投、涌铎投资、聚卓资本、微光创投等
核桃编程	A+轮	1.8 亿元	高瓴资本、XVC 创投，山行资本、嘉程资本等
编玩边学	Pre-B 轮	1 亿元	科大讯飞、君联资本、泰亚鼎富等
做梦编程	B 轮	1.5 亿元	好未来、IDG 资本、前海母基金、青松基金等
贝尔科教	B 轮	1.8 亿元	高通创投、黑马基金、源政投资、国中创投、星河控股等
Makeblock	C 轮	5.4 亿元	红杉资本中国、中金甲子、越秀产业基金、深创投等

资料来源：IT 桔子、广证恒生

注：上述累计融资金额为不完全统计下的估算值，披露的融资金额换算标准：数十万约等于 30 万，数百万≈300 万，数千万≈3000 万，数亿≈1 亿

社交媒体是企业 C 端重要的品牌宣传渠道，企业在私域流量池运营上各具优势。在国内主流社交平台微信、抖音、微博等，七家企业有所布局。机构在私域流量池的运营上各具优势，整体百度指数来看，编程猫搜索热度最高。微信方面，部分企业开设多个账号形成公众号矩阵，如编程猫的三个校区在微博均有独立运营账号、贝尔科教在微信上开设了贝尔科教集团、贝尔机器人、贝尔编程三个公众号。核桃编程在微信运营也相对较优，其官方公众号普遍阅读量较高，最受欢迎的优惠团购课程等推送平均获得过万阅读，再辅以经常举办的留言抽奖活动，进一步增加公众号热度。短视频方面，编玩边学运营了抖音、快手、哔哩哔哩等多个短视频账号，视频播放超 1.2 亿次，各视频平台为编玩边学官网和各产品带来超过 13 万注册用户。此外，主办、协办线下比赛也是强化品牌影响力的重要方式，目前除核桃编程外，各家机构均在比赛方面有所涉猎。

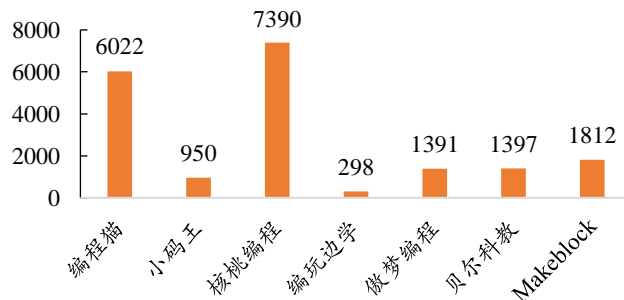
图表39 编程猫百度指数相对较高



资料来源：百度、广证恒生

注：数据收集于 2019 年 5 月 12 日至 2019 年 6 月 10 日。全国范围内移动+PC 的百度指数平均值

图表40 核桃编程公众号平均阅读量最高（单位：次）



资料来源：官方微信公众号、广证恒生

注：样本为截止 2019 年 5 月 21 日的最近十次推送；贝尔科教数据包含贝尔科教集团、贝尔机器人、贝尔编程三个公众号。

3.3 投资逻辑：看好教研能力强，获客成本可控的细分头部企业

素质教育格局未定，稳定可控的获客成本利于企业打持久战。素质教育仍处于快速发展中，政策推进及落地需要一定的时间周期，头部企业竞争格局暂未稳定，仍需打持久战。我们认为，稳定可控的获客成本是素质教育企业的持久战前提，一方面可在线上精细化运营提高单位获客收入与效率；另一方面可联动线下，获取较低成本的流量。据企业公开披露，编玩边学在各视频平台的精细化运营为其带来超 13 万注册用户；快陪练与线下培训机构的合作使其获客成本成功保持在客单价的 20% 左右。

图表41 部分素质教育企业运营策略

企业	具体措施
荷马教育	通过和当地培训机构和院校的合作，进行跨区域教学。一方面学生通过线上工具获得课程，另一方面学生还可以通过线下的“荷马系”教师进行艺考指导，据公开披露其 2018 年营收约 2 亿元，辅导艺考学生约 4000 人。
美术宝	2016 年上线专业版产品“美术宝 Pro”，在美术宝 Pro 上学生可以按步骤详细了解了一幅作品的创作过程，同时还上线了设计师众包产品“设计宝”和艺术直播产品“艺直播”，一方面延长用户的生命价值，另一方面丰富机构的营销方式。
快陪练	快陪练为每位学生配备了钢琴陪练老师、班主任、学习顾问 3 对 1 服务体系，班主任每周至少 4 次反馈 6 项学习数据（到课率、学习频次、学习态度、学习吸收率、下次学习注意事项、老师对孩子的评价），让家长实时了解孩子学习情况，并同步数据给线下老师，方便他们有针对性的教学。根据公开披露，快陪练通过与线下机构合作降低了获客成本，目前获客成本约在客单价的 20% 左右。
编玩边学	通过小程序、短视频、朋友圈裂变获客。小程序方面，编玩边学开发了一款“动手玩转少儿编程”的微信小程序，将小程序分享到三个群就可以体验编程，整个流程不超过五分钟。短视频方面，编玩边学运营了抖音、快手、哔哩哔哩等短视频账号，视频播放次数超过 1.2 亿次，各视频平台为编玩边学官网和各产品带来超过 13 万注册用户。朋友圈方面，推出了“4×体验课”来引流获客。

资料来源：公开资料、广证恒生

构建产品竞争优势依赖教研，尤其是对通识课程的分级细化以及特色延伸等，我们更看好教研能力突出、对通识课程进行分级细化以及特色延伸的企业。衡量企业营销效率的重要指标如留存率、转化率、续费率等均主要受制于教育产品及内容。且素质教育仍处于发展初期，各个领域都面临着师资质量相近、课程大同小异等问题。因此，教研实力是其构成竞争优势的主要要素。在教育领域，通识内容的相似与产品同质化的现象并非因果关系，如 K12 课外培训领域，所有教育内容均基于教育部大纲；IT 培训领域，教育内容也依赖时下主流的底层工具。在通识课程之上，机构各自对其的分级细化、特色延伸才是形成产品竞争优势的核心。比如 VIP 陪练的音乐星球产品，包含了音乐素养课，音乐绘本故事、乐理知识等通识类内容。此外还从音乐知识、音乐故事、FM 电台三方面切入，为孩子提供更全面、更有趣的音乐学习环境。

图表42 部分素质教育企业产品策略

企业	具体措施
VIP 陪练	其音乐星球产品，包含了音乐素养课，音乐绘本故事、乐理知识等通识类内容。此外还从音乐知识、音乐故事、FM 电台三方面切入，通过视频和音频让孩子趣味观看、聆听，为孩子提供更全面、更有趣的音乐学习环境。
秦汉胡同国学书院	通过亲子人文通识教学，综合物证实物观摩、线下授课、在线图文、在线音视频、随机测试等方式开展教学活动。2018 年底启动在线业务，通过在线音视频内容，满足线上及线下学员在线上学习成语故事和传统文化。其在线产品包括品牌栏目“伍老师说历史”等。
编程猫	自主研发的语言 Kitten 抛弃 flash 的链接障碍性，双倍于 Scratch 的积木数量，占用内存仅为 Scratch 的 1/5，支持多人协作编程及云变量功能，实现积木转 Python、JavaScript 语言，可接入超过 100 种硬件。此外还独创编程教学管理与课程资源一体化云平台，可提供多维度教学质量统计分析。
做梦编程	首创 STPS 教学模式，通过情境、思考、操练、演说 4 大环节，让课堂充满互动性和自主性。并开发了双体系课程，将教学规划分为“人工智能与竞赛升学”和“素质教育与艺术创造”两个方向，包括 7 种主流编程语言与 17 个级别的课程进阶体系。
贝尔编程	基于北美 CSTA 的成熟课程体系设置了循序渐进的课程，其中学龄课程采用中英双语教学模式，在学习编程的同时提高英语水平。此外，贝尔科教将课程进行本土 IP 化改造，将中国经典——西游记的人物形象融入教学中。并打造了两大人工智能教学产品，一个是自适应教学：在孩子进行学习时，贝尔编程会智能分析其每个环节的学习情况。另一个是智能挑战系统+智能学习报告：在学习过程中能够实现清晰的目标分解，智能的错误提示，帮助孩子打通“学、练、测、实践”中重要的练习环节。

资料来源：公开资料、广证恒生

注：贝尔科教包括贝尔机器人、码酷机器人、贝尔编程三大业务

4. 投资策略

4.1 跨市场教育板块投资策略

(1) 一级市场：市场回归理性，关注在线教育及素质教育。

2018Q2 以来整体教育投资趋于理性，后期融资占比不断提升，在线教育领域的大额融资尤为亮眼。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，突破发展瓶颈，迎来快速发展期。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。此外，素质教育随着渗透率提升的核心逻辑不断强化，特别是近期新政重点强调减负且直接打击类似奥数类应试培训市场。素质教育逐渐成为一级市场投资风口。但素质教育仍非刚需，消费者需要进一步的培育于转化，目前我们看好教研能力强具备一定产品竞争优势，且获客成本可控的细分头部企业。推荐关注：VIPKID、掌门一对一、编程猫、贝尔科教、Makeblock、画啦啦、VIP 陪练等。

(2) 新三板市场：分化持续，头部企业证券化加速。

板块内部业绩分化持续，集中度持续提升，细分头部企业证券化加速。建议重点关注全年归母净利润在 2000-5000 万之间，且有着持续成长动力的教育企业。一方面，我们认为全年归母净利润在 2000-5000

万之间的企业已经具备一定盈利体量，随后其无论是在 A 股或海外证券化都存在可能性，同时包括本次科创板的推出对于部分科创属性较强的教育企业亦提供了潜在的资本化路径，整体资本化价值较大。另外一方面，在目前 IPO 常态化的大背景下，一二级市场的套利空间正在被压缩，成长性成为越来越多机构更为关注的核心指标，精选全年归母净利润在 2000-5000 万且处于潜力赛道的高增速教企，长期收益将更为可观。**推荐关注：龙门教育、新道科技、山香教育、金智教育、麦可思、世纪明德、华腾教育。**

(3) A 股市场：去伪存真，板块教育属性逐步纯化。

长期以来 A 股教育板块主要是通过并购重组而来，带来了较高商誉的同时，较多的非核心教育资产及其原有的传统主业也影响了其背后的估值逻辑。2018 年以来，一方面是部分此前跨界并购的公司计提了大部分的商誉减值，阵痛过后有望轻装上阵；另一方面是原本的教育概念股开始剥离其非教育资产，将传统主业剥离出上市公司主体来聚焦发展教育业务；同时，以中公教育为代表的一级市场核心教育资产通过重组登陆 A 股，同时随着并购重组等相关政策有所放松，我们预计教育资产通过重组借壳登陆 A 股路径有望重启。随着整体 A 股教育板块的纯正度不断提升，我们认为掌握核心教育资产的标的有望重构其自身估值逻辑。**推荐关注：视源股份、美吉姆、中公教育。**

(4) 海外市场：教企海外上市热度不减，板块估值受政策影响逐步减弱。

整体来看，基于估值、IPO 效率、政策等三大因素的跟踪考量，我们认为在短期内教育企业海外上市热潮仍将持续。另外一方面，随着头部标的登陆资本市场，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。

1) 美股主要关注点为 K12 课外培训板块：短期来看，行业整体经营成本阶段性上升，中小机构面临生存危机；规范化提高影响短期利润，上市企业股价亦承压；长期来看，中小机构加速离场，行业门槛提高，整顿大趋势将延续，头部企业将享受集中度提高红利。

2) 港股主要关注民办学校板块及陆续登陆资本市场的培训类龙头标的：对于民办 K12 学校而言，由于涉及到义务教育阶段，本身只能选择成为非营利性，后续在政策方面的不确定性较大。而对于民办高校而言，其可通过变更旗下学校属性为营利性而规避目前的相关政策限制，并购这一核心逻辑仍然可行。后续需要重点衡量的为在整体行业净利润率水平下降的情况下，其现行估值的匹配程度，当前时点下高教板块估值具备较强配置价值。同时，非学历职业培训龙头东方教育正式登陆港股，我们认为未来 1-2 年职教板块处于政策确定性较强的红利期，建议重点关注。

美股推荐关注：新东方、好未来、精锐教育；港股推荐关注：中教控股、中国科培、希望教育、卓越教育、新东方在线、中国东方教育。

图表43 重点关注标的一览

市场	公司名称	最新年报	营业收入 (亿元)	营收同比增长率	归母净利 (亿元)	归母净利同比增长率
美股	新东方	FY2018	156.99	27.11%	19.00	0.84%
	好未来	FY2019	171.47	57.96%	24.57	95.61%
	精锐教育	FY2018	28.63	39.13%	2.46	-4.98%
港股	中教控股	FY2018	9.33	58.63%	4.01	65.87%

	希望教育	FY2018	11.01	36.83%	1.68	-20.69%
	中国科培	FY2018	5.92	26.37%	3.42	48.11%
	新东方在线	FY2018	6.50	45.77%	0.91	-2.76%
	卓越教育集团	FY2018	14.77	29.08%	0.55	12.08%
	中国东方教育	FY2018	32.66	14.54%	4.39	-21.47%
A 股	视源股份	2018	169.84	56.28%	10.04	45.32%
	中公教育	2018	62.37	54.72%	11.53	119.67%
	美吉姆	2018	2.65	49.78%	0.32	71.90%
新 三 板	世纪明德	2018	5.98	15.27%	0.16	-72.92%
	华腾教育	2018	0.76	-4.63%	0.28	-25.51%
	金智教育	2017	41.32	35.68%	0.60	74.74%
	新道科技	2018	2.90	17.10%	0.89	7.45%
	龙门教育	2018	5.00	25.74%	1.32	25.26%
	山香教育	2018	1.82	26.15%	0.34	64.23%
	麦可思	2018	1.14	15.28%	0.43	34.01%
一级市场	VIPKID、掌门一对一、编程猫、贝尔科教、Makeblock、画啦啦、VIP 陪练。					

数据来源：Wind、广证恒生

4.2 重点推荐标的

素质教育领域长期受到政策支持，方兴未艾。在此背景下，素质教育整体渗透率提升的核心逻辑不断强化，商业模式在资本推动下持续迭代而迈向成熟，各细分赛道的头部企业也逐渐脱颖而出。我们认为对于中早期机构而言，在当前时点下可重点关注素质教育的投资机会。

4.2.1 编程猫：趣味化编程先行者

编程猫是针对 7-16 岁学生开发的少儿编程在线教育平台，致力于通过游戏化学习法，激发孩子的学习兴趣。公司于 2015 年 3 月在深圳成立，自主研发了国内著名图形化编程工具平台，包括 2D 图形化编程创作平台“源码编辑器”、3D 图形化编程创作平台“代码岛”和教师教学管理系统“未来教室”。目前，平台用户超 1100 万人，用户作品超过 700 万件，接入 7120 所公立教育学校，线下培训中心 187 家。

我们认为公司的主要亮点在于：

(1) **故事化、可视化、游戏化教学，激发少儿学习兴趣。**少儿教育中一大重点在于学习兴趣的培养，尤其是面对编程这样抽象的内容，如何激发学生兴趣是教学的难点。编程猫的课程开发专注于趣味教学，学生可以在多功能编程平台上使用图形化编程工具，像搭积木一样创作游戏、软件、动画和故事等，在动



手编程中培养逻辑思维、任务拆解能力和创造能力。编程猫还开发了代码竞技场、通天塔等教学游戏，让学生在游戏中练习、巩固，让寓教于乐成为可能。

(2) **教研能力强大，开发出完善的编程工具矩阵以及人工智能教学系统。**公司研发团队达 800 人，底层工具研发人员近 300 人，课程研发体系建设人员近 300 人。为了帮助孩子更好地学习、创作，编程猫开发了完善的工具矩阵，包括 2D 版的 Kitten、3D 版的 Box、面向 4~6 岁幼儿编程教育的 Kids 以及 Nemo 移动端图形化编程工具，个性化、游戏化的创造性功能设计进一步降低了少儿学习编程的门槛。为提升教学效果、控制教学质量，编程猫打造了强大的人工智能教学系统，融合全维度编程猫创作学习工具，全面打通编程学科教、学、管、测、评、练、赛教学环节，并可提供多维度教学质量统计分析。

(3) **打造未来教室，提供少儿编程教学服务方案开阔 B 端市场，加盟模式推进线下培训中心覆盖。**由于 C 端市场目前渗透率较低，在线获客成本高，编程猫一方面以加盟模式推进线下培训中心的覆盖。目前编程猫线下培训中心也已建成 187 家。另一方面开阔 B 端市场，为企业带来潜在用户。编程猫针对 B 端市场，打造了面向学校、教育主管部门的编程教学管理与课程资源一体化云平台—未来教室，提供标准化教材工具、学生作品管理、教学跟踪、数据分析等服务。目前，未来教室已进入全国 7120 所学校。

融资状况：目前公司已完成 8 轮融资，累计融资金额超 5 亿元。最新一轮融资为 2019 年 1 月数亿人民币的 D 轮融资，投资方为光控众盈资本，展博创投。

图表44 编程猫融资历史

时间	轮次	金额	投资方
2019/1/25	D 轮	数亿元	光控众盈资本、展博创投
2018/5/25	C 轮	3 亿元	招银国际、新京报、山水创投、松禾资本、寻找中国创客导师基金
2018/1/19	战略投资	数千万	慕华投资(慕华教育)
2017/11/17	B 轮	12000	高瓴资本、清流资本、猎豹移动、清晗基金
2017/5/16	A+轮	1500	知行教育
2016/12/15	A 轮	2000	展播创投
2016/4/6	天使轮	数百万	猎豹移动、紫牛基金
2015/5/17	种子轮	数百万	傅盛

资料来源：IT 桔子、广证恒生

4.2.2 Makeblock：全球领先的 STEAM 教育解决方案提供商

Makeblock 是一家全球领先的 STEAM 教育解决方案提供商。公司面向学校、教培机构、家庭的 STEAM 教育场景和娱乐场景，提供齐全的机器人硬件、编程软件，输出优质的教学内容，并打造国际化的青少年机器人赛事，以一体化的教育解决方案和创新的模式，推动科技和教育的深度结合。目前，Makeblock（童心制物）已将产品销往全球 140 多个国家和地区，进入全球 25,000 多所学校，拥有超过 1600 个渠道合作伙伴，用户人数超过 800 万并持续增长。

我们认为公司的主要亮点在于：

(1) **一体化教育解决方案提供者，硬件、软件、教培全覆盖。**公司产品线软硬结合，同时对外输出 STEAM 教育解决方案，业务覆盖产业链上游和中游。硬件方面包括金属机器人套件 mBot 系列、Airblock

飞行机器人等；软件方面包括编程平台慧编程 mBlock5、机器人产品操控软件 MakeblockApp 等；STEAM 教育解决方案方面，公司针对不同学习阶段提供小学、初中、高中、大学教育解决方案，包含教师发展指导、教学具研发、综合实践活动策划、创新赛事运营以及课程资源管理等。此外，公司还输出多版本多语言的教材、视频教学资料。

(2) B 端 C 端齐发力，双管齐下互补发展。在 B 端，公司面向学校、培训机构提供一站式 STEAM 教育解决方案、硬件及软件教育资源。目前，Makeblock 已为全国 5000 多所中小学提供创客空间解决方案，同时在美国、法国、日本等地与当地大学、出版社展开全球合作。在 C 端，Makeblock 面向家庭用户销售早教编程机器人、模块化编程机器人、儿童益智无人机等硬件产品，价格集中在 500-600 元。2B2C 模式的优势在于，一方面可以吸引 B 端学生通过 C 端购买产品，另一方面，同时面向机构和消费者有助于企业规模的扩张和品牌的建立。

融资状况：目前公司已完成 5 轮融资，累计融资额逾 5 亿元，最新一轮融资为 2018 年 8 月 3 亿人民币的 C 轮融资，由中金甲子、越秀产业基金、朗玛峰创投、光信资本投资。

图表45 Makeblock 融资历史

时间	轮次	金额	投资方
2018/8/30	C 轮	3 亿人民币	中金甲子、越秀产业基金、朗玛峰创投、光信资本
2017/3/16	B 轮	2 亿人民币	深创投（领投）、EMC 媒体基金（领投）
2015/4/10	A 轮	600 万美元	红杉资本中国
2013/7/13	天使轮	数百万人民币	北极光创投、云天使基金
2012/3/1	种子轮	数十万美元	HAX

资料来源：IT 桔子、广证恒生

4.2.3 贝尔科教：STEAM 教育全产业链平台

贝尔科教是一家专注于 STEAM 教育全产业链解决方案的企业，公司组建了包括线下连锁培训学校、线上教学软件平台、配套智能硬件和少儿编程大赛在内的闭环生态。目前已发展成集创意科教研究院、贝尔机器人活动中心、玛酷机器人活动中心、贝尔编程等诸多业务于一体的全产业链平台。目前，贝尔科教已研发核心课程 2000 多套，开设机器人儿童活动中心 1000 多家，覆盖 200 多个城市，为 80 多万名儿童提供教育服务；贝尔科教自主研发了 6 大系列产品，包括 50 多个套装，拥有专利 100 多件。

我们认为公司的主要亮点在于：

(1) 直营加盟并举实现线下网点广覆盖，立足线下赢获客成本优势。截至 2019 年 1 月，贝尔科教在全国拥有超 800 家线下连锁学校，其中直营店超 200 家，覆盖全国 30 个省和直辖市、200+城市，网点数量和覆盖范围均为 STEAM 领域第一。在线上获客成本高企的背景下，STEAM 教育企业纷纷在线下开设网点，而贝尔科教凭借其出众的线下渠道基础，在获客成本方面更具优势。

(2) 产品线丰富完备，少儿编程、机器人教育、创客教育全覆盖。贝尔科教的课程几乎覆盖了 STEAM 教育的所有领域，旗下贝尔编程、贝尔机器人、玛酷机器人三大品牌。贝尔编程主营在线少儿编程，贝尔机器人是为线下机器人教育直营品牌，面向 3 到 13 岁儿童提供专业的个性化机器人定制培训服务，玛酷机器人为旗下机器人教育加盟品牌，也兼营创客教育。

(3) **软硬结合，既有机器人硬件产品，又能输出系统性教学方案。** 贝尔科教凭借自身强大的研发实力推出了 Mabot、Thunbot 和 Rebot 三大系列机器人，同时还为旗下加盟品牌玛酷机器人提供全套的 STEAM 教育加盟解决方案服务。实现软硬结合使得贝尔科教更具竞争优势，一方面，它可在产品设计上开发更具针对性和学习场景的机器人；另一方面，具有配套 STEAM 教学方案的机器人产品竞争门槛更高、更难以被替代。

融资状况：目前公司已完成 2 轮融资，累计融资额约 1.8 亿元，最新一轮融资为 2018 年 8 月由国中创投领投的 3 亿人民币的 C 轮融资。

图表46 贝尔科教融资历史

时间	轮次	金额	投资方
2018/3/20	B 轮	数亿元	国家中小企业发展基金（国中创投）（领投）、高通 Qualcomm Ventures、星河控股集团、淳信资本、创壹号
2016/9/21	A 轮	8000 万元	高通 Qualcomm Ventures、源政投资、黑马基金

资料来源：IT 桔子、广证恒生

5. 风险提示

(1) **市场发展不及预期：**以 STEAM 教育为代表的新兴素质教育在我国发展时间不长，广证恒生预估当前我国 STEAM 教育培训的渗透率仅为 1.5%。未来市场增长的空间主要在于渗透率的提升，渗透率每提升 1%，对应市场空间提升约 150 亿。未来渗透率有望持续提升的核心逻辑在于 G 端政策推广力度空前和 C 端家庭教育理念不断优化。国家教育政策鼓励校外发展素质教育作为校内教育的有力补充，而非强化应试教育。但如果渗透率提升不达预期，可能导致 STAME 教育市场发展不及预期。

(2) **政策变动风险：**我国政策执行机制自上而下层层传导，即使当前中央层面的各项职教配套政策落地，具体到各个省市中仍需要按照各地方政府出台对应的具体实施条例实行，最终在产教融合、校企合作、激励政策等具体落地效果不确定性较大。由于教育事业涉及民生、公益性、公平性等属性导致其政策敏感性极强，尤其是在我国民办教育领域上位法仍在推进中，且整体教育行业监管升级迈入新常态的背景下，需要注意重点政策短期内对于二级市场的影响。

数据支持：邓益萌、田圣金



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（新三板教育行业高级研究员）：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 一二级市场研究经验，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&教育行业研究员）：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。