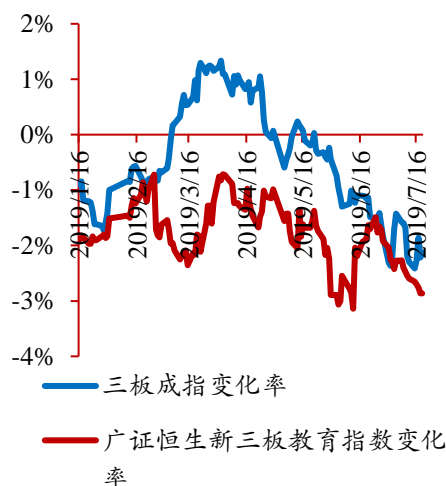


教育行业周报：首部在线教育规范意见出台，中 第 15 期 (2019.7.8-2019.7.21)

汇集团在港上市

2019.7.21

广证恒生新三板教育指数走势



本期重点报告

1. 教育政策专题：3 大维度剖析最新校外在线培训规范意见-20190715
2. 早教托育专题：托育机构必读：税收新政能省多少钱？-20190712
3. 在线教育专题：“社交+”视角下在线教育的未来推演-20190711

广证恒生
做中国新三板研究极客



| | |
|----------------------------|-------------------------|
| 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 |

本期观点

本期最受关注是教育部等 6 部门发布《关于规范校外线上培训的实施意见》，首部在线教育规范意见正式落地。本次《意见》核心内容涵盖备案材料及流程、日常监管重点、后续监管机制三大方面。当前阶段，我们仍最看好内容驱动型的 B2C 的直播模式。核心逻辑是其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。而本次政策落地后，一方面是师资、课程内容等一系列的规范性要求，另外一方面是预收款的长度的限制，两者将提高在线教育供应链端的复杂程度和整体的竞争门槛。同时，在头部企业已经实现规模化，竞争加剧使得行业流量价格持续抬升的背景下，整个在线教育行业的短期内出清将明显提速，行业集中度快速提升。随着线下监管政策正式延伸到线上，我们维持此前的判断：包括预收款、教师资质等的限制将导致一大批不具备自我造血能力、忽略教研体系构建、盲目“烧钱”的在线教育企业在未来 1-2 年被淘汰。

公司要闻

- (1) 龙门教育：预计 19H1 净利润同比+20%，K12 课外培训业务持续发力。
- (2) 紫光学大：预计 19H1 净利润 0.82-1.1 亿元，较去年同期基本保持稳定。
- (3) 立思辰：预计 19H1 净利润 0.35-0.40 亿元，聚焦教育业务业绩扭亏为盈。
- (4) 中国新华教育：拟 9.18 亿元收购海源学院及卫生学校 60% 权益。
- (5) 中汇集团：大湾区最大民办商科高教集团在港挂牌上市。
- (6) 博实乐：19Q3 实现营收 6.93 亿元 (+28.1%)，并购布局全球校园网络。
- (7) 国务院：发布《关于深化教育教学改革全面提高义务教育质量的意见》。
- (8) 教育部等 6 部门：发布《关于规范校外线上培训的实施意见》。
- (9) 云知光：完成 3000 万元 Pre-A 轮融资，时代伯乐基金领投。

本期市场数据回顾

- (1) 三板市场：广证恒生新三板教育指数在上周五（2019 年 7 月 19 日）收盘于 1412.55 点，一周下降 0.27%。
- (2) 主板市场：上周主板市场 26 家重点公司中，11 家上涨，涨幅前 3 名为中信出版、中公教育、三盛教育，涨幅分别为 14.46%、7.18%、5.22%。
- (3) 海外市场：上周海外市场 39 家重点公司中，20 家上涨。港股 22 家重点公司中 21 世纪教育上周涨幅最大，上涨 41.77%；美股 17 家重点公司中达内科技上周涨幅最大，上涨 38.10%。
- (4) 一级市场：本期教育行业一级市场共统计到 8 起投融资事件，其中云之光完成 3000 万元 Pre-A 轮融资。



目录

| | |
|--------------|---|
| 1. 三板关注..... | 4 |
| 2. 主板关注..... | 5 |
| 3. 海外关注..... | 6 |
| 4. 行业动态..... | 9 |



图表目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 图表 1. 教育行业公司要闻点评 | 4 |
| 图表 2. 广证恒生新三板教育指数走势 | 4 |
| 图表 3. 教育指数与三板成指变化率对比 | 4 |
| 图表 4. 主板事件点评 | 5 |
| 图表 5. 一张表看主板市场 | 6 |
| 图表 6. 海外新闻关注 | 7 |
| 图表 7. 一张表看海外市场（港股） | 8 |
| 图表 8. 一张表看海外市场（美股） | 9 |
| 图表 9. 行业动态关注 | 10 |
| 图表 10. 本期教育行业一级市场共统计到 8 起投融资事件..... | 11 |

1. 三板关注

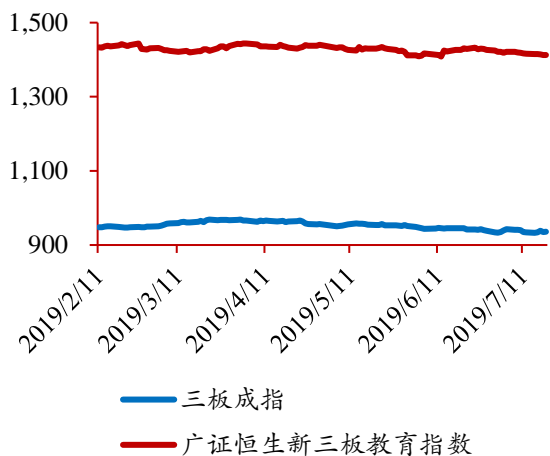
(1) 龙门教育：预计 19H1 净利润同比增长超 20%，K12 课外培训业务持续发力。

图表1. 教育行业公司要闻点评

| | |
|-------|---|
| 7月11日 | 龙门教育：预计 19H1 净利润同比增长超 20%，K12 课外培训业务持续发力。 |
| 事件 | 7月11日，龙门教育发布 2019H1 业绩预告，预计实现归母净利润 7000-7400 万元，同比增长 21%-28%，去年同期盈利 5763 万元。 |
| 点评 | <p>背靠上市公司科斯伍德优质平台，K12 课外培训业务持续发力。龙门教育成立于 2006 年，是一家以升学和能力为导向，集教育培训、产品研发、教学研究于一体的 K12 综合教育服务机构。2019 年 6 月 24 日，科斯伍德拟通过发股+发行可转债+现金合计作价 8.12 亿元收购龙门教育 50.17%，交易完成后公司将合计持有龙门教育 99.93% 股权。背靠上市公司科斯伍德优质平台，龙门教育在业务规模、品牌打造、渠道建设、教研开发与融资能力等多方面有望实现跨越式发展。龙门教育 2019H1 净利润同比上升超 20%，主要原因为封闭式校区在 2019 年继续扩大招生规模，因而营业收入增加；K12 经历成长期后全面繁荣进入稳定盈利期，在本年贡献出较多利润。</p> <p>K12 课外培训市场空间 4500 亿且集中度低，区域性巨头仍有机会。从教育资产资本化的进程来看，过去在 2006、2010 年的两波上市浪潮中，新东方、好未来、学大教育等全国性 K12 培训龙头接连登陆资本市场，2017-2019 年将迎来第三波 K12 教培企业上市潮，这波上市潮主要以全国性二线龙头和区域性巨头为主，如朴新教育、精锐教育、卓越教育、瑞思学科英语、四季教育等。根据广证恒生测算，目前全国约有 1.7 亿中小学生，2017 年 K12 课外培训行业空间约 4500 亿。整体竞争格局仍然分散，双巨头新东方好未来市占率合计约 5%。伴随着行业整顿政策的持续推进和技术进步及深度应用，K12 区域性巨头有望凭借多年沉淀的区域品牌效应，通过双师模式、入口级策略、产业链延伸、产品叠加等诸多方式实现区域深耕，后续增长潜力依旧巨大。</p> |

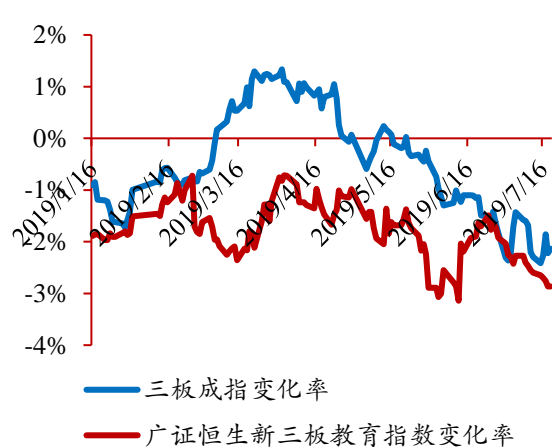
资料来源：Wind、公司公告、广证恒生

图表2. 广证恒生新三板教育指数走势



数据来源：Wind、广证恒生

图表3. 教育指数与三板成指变化率对比



数据来源：Wind、广证恒生

2. 主板关注

- (1) 紫光学大：预计 19H1 净利润 0.82-1.1 亿元，较去年同期基本保持稳定。
- (2) 立思辰：预计 19H1 净利润 0.35-0.40 亿元，聚焦教育业务助同期业绩扭亏为盈。

图表4. 主板事件点评

| 7月12日 | 紫光学大：预计19H1净利润0.82-1.1亿元，较去年同期基本保持稳定 |
|-------|---|
| 事件 | 7月12日，紫光学大发布2019H1业绩预告，预计实现归母净利润0.82-1.1亿元，较去年同期变动-18.89%-8.81%，去年同期盈利1.01亿元。 |
| 点评 | <p>业绩较去年同期基本保持稳定。报告期内，公司2019年上半年教育培训服务业务经营稳定，使得公司本报告期业绩与去年同期相比基本保持稳定。同时，公司业绩受K12一对一教育培训业务季节性周期影响，使得2019年上半年尤其是第二季度收入相对高于其他季度。4月26日，公司发布2019年一季报。报告显示，公司2019Q1实现营收7.59亿元，同比增长4.97%；归属于上市公司股东净利润为252.4万元，同比下降16.04%。</p> <p>K12教培行业大整顿将加速行业集中度提升，全国性和区域性龙头均长期受益。近年来，对K12课外教培行业的监管政策频出，专项治理逐步推进，2018年以来尤为明显。我们认为短期内将阶段性上升行业整体经营成本，大量不规范的中小机构更是面临生存危机。长期来看整顿趋势的延续有助于市场更加规范发展，中小培训机构加速离场，头部企业将享受行业集中度提升的红利。其中全国性龙头凭借强大品牌影响力和标准化教研体系实现进一步全国扩张，具备较强核心竞争力的优秀区域龙头凭借本土化优势深耕区域市场加速渠道下沉，同时抓住机遇布局全国，同样具备增长机会。</p> |
| 7月12日 | 立思辰：预计19H1净利润0.35-0.40亿元，聚焦教育业务助同期业绩扭亏为盈 |
| 事件 | 7月12日，立思辰发布2019H1业绩预告，预计实现归母净利润0.35-0.40亿元，去年同期亏损5673.15万元。 |
| 点评 | <p>B端C端齐发力，聚焦教育业务助同期业绩扭亏为盈。报告期内，在完成信息安全业务第一批分拆工作后，2019年，公司加大了对教育业务的投入，并取得预期成效。与上年同期相比，报告期内公司C端教育业务发展迅速，为公司带来了较高的经济效益，同时B端教育业务也略有增长，因此2019年1-6月归属母公司的净利润与去年同比扭亏为盈。此外，2019年1-6月非经常性损益约为200万元，对公司净利润无重大影响。</p> <p>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、科斯伍德和开元股份。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5. 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) |
|-----------|------|-------------|-------------|--------------|----------|--------|
| 300788.SZ | 中信出版 | 14.46 | 84.38 | 84.38 | 36.26 | 74.96 |
| 002607.SZ | 中公教育 | 7.18 | 2.80 | 83.94 | 67.12 | 838.15 |
| 300282.SZ | 三盛教育 | 5.22 | 4.85 | 47.73 | 38.45 | 44.54 |
| 002955.SZ | 鸿合科技 | 2.24 | 4.53 | -15.37 | 26.23 | 87.65 |
| 300010.SZ | 立思辰 | 2.00 | 23.13 | 31.84 | -6.09 | 84.14 |
| 600730.SH | 中国高科 | 1.28 | -4.95 | 12.52 | 432.77 | 32.44 |
| 002659.SZ | 凯文教育 | 0.54 | 1.90 | 4.61 | -42.09 | 37.34 |
| 002841.SZ | 视源股份 | 0.31 | 5.79 | 29.21 | 45.32 | 482.57 |
| 002621.SZ | 美吉姆 | 0.31 | -0.15 | 8.00 | 163.68 | 76.46 |
| 000526.SZ | 紫光学大 | 0.18 | 8.14 | 20.94 | 174.20 | 21.72 |
| 300559.SZ | 佳发教育 | 0.05 | 10.79 | 15.78 | 44.72 | 59.09 |
| 603377.SH | 东方时尚 | 0.00 | -7.10 | 10.86 | 36.78 | 87.67 |
| 002308.SZ | 威创股份 | -1.04 | -5.58 | -3.07 | 31.43 | 43.15 |
| 300359.SZ | 全通教育 | -1.34 | -2.81 | -6.83 | -5.64 | 37.23 |
| 600661.SH | 昂立教育 | -1.43 | -0.65 | 6.14 | -23.88 | 61.41 |
| 300364.SZ | 中文在线 | -1.89 | -4.60 | -19.10 | -2.06 | 32.04 |
| 300050.SZ | 世纪鼎利 | -1.91 | -9.76 | -6.78 | 51.41 | 30.73 |
| 002261.SZ | 拓维信息 | -2.07 | -2.07 | 20.64 | -4.60 | 62.41 |
| 002230.SZ | 科大讯飞 | -2.24 | 5.43 | 12.02 | 126.29 | 709.67 |
| 002638.SZ | 勤上股份 | -2.82 | -3.50 | 0.36 | -3.22 | 41.92 |
| 002696.SZ | 百洋股份 | -3.26 | -5.03 | -29.52 | 48.36 | 24.67 |
| 300688.SZ | 创业黑马 | -3.42 | -1.03 | -11.76 | 126.95 | 24.18 |
| 300089.SZ | 文化长城 | -4.40 | -5.33 | -29.04 | 9.19 | 18.81 |
| 300192.SZ | 科斯伍德 | -4.56 | -1.07 | 5.86 | 67.39 | 22.34 |
| 002599.SZ | 盛通股份 | -4.80 | -0.53 | -3.12 | 24.06 | 30.25 |
| 300338.SZ | 开元股份 | -7.95 | -9.00 | 23.66 | 31.53 | 32.79 |

数据来源: Wind、广证恒生

3. 海外关注

- (1) 中国新华教育: 拟 9.18 亿元收购昆明医科大学海源学院及昆明卫生学校 60% 权益。
- (2) 中汇集团: 大湾区最大民办商科高教集团在港挂牌上市。
- (3) 博实乐: FY2019Q3 实现营收 6.93 亿元 (+28.09%) , 外延并购布局全球校园网络。

图表6. 海外新闻关注

| 7月15日 | 中国新华教育：拟9.18亿元收购昆明医科大学海源学院及昆明市卫生学校60%权益 |
|-------|---|
| 事件 | 7月15日，公司公告，拟通过现金+发股合计作价9.18亿元收购昆明医科大学海源学院和昆明市卫生学校60%权益。 |
| 点评 | <p>现金+发股作价9.18亿元收购海源学院和卫生学校60%权益，外延并购持续推进。公司拟通过现金+发股合计作价9.18亿元收购昆明医科大学海源学院和昆明市卫生学校60%权益，支付方式为以现金4.28亿元认购富达公司41.96%股权；以现金1.84亿元及3.06亿元（按照每股代价股份4港元配发及发行代价股份方式支付）向苏先生收购富达公司共18.04%股权。海源学院于2001年创立，位于中国云南省昆明市，为一所提供本科课程的民办高等院校，是教育部批准的独立学院。2018-2019学年，海源学院有在校生约1.2万人，学费约1.7-2.5万元/年。昆明市卫生学校成立于1953年，为一间位于中国云南省昆明市的民办中等职业学校。2018-2019学年，昆明市卫生学校有在校生约6247人，学费约6000元/年。2018年两学校未经审计的合计收入为3.1亿元(+20%)；净利润为1.24亿元(+51%)。海源学院为全国排名前列的优质独立学院，而昆明市卫生学校为中国一所优质民办中等职业学校，两校在教学资源、专业及办学层次上有很好的协同效应。凭借此次收购，集团将进入另一重要战略区域-云南。</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、被并购标的资产质量鉴别，或者是后续的体系输出、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。</p> |
| 7月16日 | 中汇集团：大湾区最大民办商科高教集团在港挂牌上市 |
| 事件 | 7月16日，大湾区最大民办商科高教集团中汇集团在港挂牌上市。截至当日下午收盘，其股价报2.87港元/股，总市值为28.7亿港元。 |
| 点评 | <p>大湾区最大民办商科高教集团，就业率保持高位归母净利率持续增长。中汇集团作为大湾区最大的民办商科高教集团，隶属于华商教育集团。公司目前运营两家中国民办高等教育机构（华商学院及华商职业学院）及一家澳大利亚民办职业教育机构（澳洲国籍商学院）。根据弗若斯特沙利文的资料，按2017/2018学年商务专业总入学人数计，公司在大湾区排名第一。2015/2016学年、2016/2017学年以及2017/2018学年，华商学院就业率分别为98.3%、97.4%以及96.2%，华商职业学院就业率分别为97.9%、98.4%以及97.6%。FY2016-FY2018营业收入分别为5.73/6.04/6.36亿元，对应归母净利率15.9%/21.7%/25.4%。此次的募集资金，公司预计将30%用于建立及开发华商学院四会校区；7%用于建设科技中心；3%用于建设国家会议中心；30%用于投资新教育机构或收购其他教育机构；20%用于支持在澳大利亚的现有海外业务及海外扩张；10%用于营运资金及一般公司用途。</p> <p>未来2-3年仍将是教育资产海外上市大年，民办学校港股集群效应明显。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。冲刺海外市场成为国内优质民办学校资产登陆资本市场的主流选择，我们预计2019年仍将是民办学校海外IPO大年，未来2-3年也将是民办学校并购高峰年。已经在港股上市的教育企业以民办学校类企业为主，民办学校港股集群效应日益显著。港股民办学校做大做强的核心在于增</p> |

| | |
|--------------|---|
| | 加学校数量，并购等外延扩张方式可显著促进行业资源整合提速。我们看好已率先登陆资本市场的民办学校集团借助资本市场力量，利用并购、轻资产等外延扩张方式加速发展，进一步抢占市场份额。建议关注具有较强体系输出和丰富并购、轻资产等外延扩张经验的民办学校标的。 |
| 7月18日 | 博实乐：FY2019Q3 实现营收 6.93 亿元 (+28.09%)，外延并购布局全球校园网络 |
| 事件 | 博实乐公布了 FY2019Q3 未经审计的财务业绩。财报显示，FY2019Q3 公司实现营收 6.93 亿元，同比增长 28.09%；净利润为 1.37 亿元，同比增长 2.50%。 |
| 点评 | <p>FY2019Q3 营收同比上升 28.1%，外延并购加速布局全球校园网络。 (1) 收入方面，FY2019Q3 实现营收 6.93 亿元，同比增长 28.09%。其中，国际学校、双语学校、幼儿园业务板块分别占第三季度总营收的 32.6%、28.16%、22.71%。较去年同期，三大板块营收分别增长 26.3%、20.6%、21.1%。(2) 成本费用方面，FY2019Q3 营收成本为 3.74 亿元(+21.6%)，主要是教师人数和薪酬增加所致。目前，教师总数为 5338 人(+23%)；毛利率为 45.90% (+2.91pct)。(3) 利润方面，FY2019Q3 净利润为 1.37 亿元(+2.5%)；经调整后净利润为 1.6 亿元(+10.8%)。本季度期间，博实乐作价 3800 万英镑，收购了圣迈克尔学校和博斯沃思独立学院两所学校 100% 的股权。7 月份，博实乐签订了收购英国剑桥文理学院 (CATS) 所有股权的协议。2018 财年，这些海外学校，包括此前博实乐收购的英国伯恩茅斯学校，总收入约 9.43 亿元，学生人数超过 3300 人。此外，博实乐也已经完成了对武汉三牛国际学校和山东七巧板的战略投资，来扩大国内学校和幼儿园网络。截至 2019 年 5 月 31 日，博实乐在全球共拥有 78 所学校，容纳了 62446 名学生。</p> <p>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、被并购标的资产质量鉴别，或者是后续的体系输出、整合管理上都具备明显的优势：其一，以产业投资为主的民办学校企业作为并购方，本身具有较高学校运营能力，因此无论是从财务预测角度还是从学校未来管理运营的角度，专业性更强且预测更为精准，给出的估值较为恰当。其二，与其他教育细分板块的相比，学校类资产一般具备土地、教学楼、校舍等体量较大的固定资产，并购后产生的商誉较小，商誉减值风险较低。其三，对于民办学校并购其他学校的案例而言，并购方将深度参与标的学校的后续运营，被并购标的业绩将较大程度地依赖于并购方的各类决策，标的在被并购后的经营表现较为良好。我们判断 2018-2019 年仍将是学校类资产海外上市大年，未来 2 年将是民办学校资产并购高峰年，重点关注具备较强并购扩张经验的民办学校标的。</p> |

资料来源：Wind、公司公告、广证恒生

图表7. 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) |
|---------|---------|----------|----------|-----------|----------|--------------|
| 1598.HK | 21 世纪教育 | 41.77 | 40.00 | 23.08 | 17.25 | 12.01 |
| 1769.HK | 思考乐教育 | 23.17 | 5.15 | 5.15 | 26.16 | 18.94 |
| 1797.HK | 新东方在线 | 21.56 | 8.72 | 3.92 | 536.40 | 87.19 |
| 0667.HK | 中国东方教育 | 8.77 | 24.20 | 32.46 | 49.29 | 252.08 |
| 1752.HK | 澳洲成峰高教 | 7.58 | 14.52 | 9.23 | 64.92 | 7.95 |
| 1890.HK | 中国科培 | 7.25 | 9.47 | 51.95 | 18.97 | 65.03 |
| 2779.HK | 中国新华教育 | 6.39 | 11.53 | 35.62 | 15.58 | 39.99 |
| 1969.HK | 中国春来 | 5.19 | 2.53 | 11.72 | 14.07 | 17.08 |



| | | | | | | |
|---------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|
| 0382.HK | 中汇集团 | 3.83 | 3.83 | 3.83 | 14.78 | 26.18 |
| 0839.HK | 中教控股 | 3.00 | 5.99 | 14.82 | 40.36 | 219.70 |
| 1773.HK | 天立教育 | 1.58 | 10.69 | 99.19 | 29.97 | 58.51 |
| 3978.HK | 卓越教育集团 | 0.43 | -3.75 | -5.33 | 31.33 | 17.24 |
| 1565.HK | 成实外教育 | 0.00 | -10.23 | -27.26 | 21.26 | 75.97 |
| 1317.HK | 枫叶教育 | -0.67 | -3.87 | -14.32 | 12.88 | 78.41 |
| 6169.HK | 宇华教育 | -1.20 | 0.30 | 8.30 | 14.01 | 95.22 |
| 1765.HK | 希望教育 | -1.77 | 8.82 | 32.80 | 38.61 | 65.00 |
| 2001.HK | 新高教集团 | -1.81 | -8.11 | -30.96 | 15.14 | 36.82 |
| 1569.HK | 民生教育 | -2.05 | 3.62 | -1.38 | 15.12 | 50.47 |
| 6068.HK | 睿见教育 | -4.15 | -8.42 | 17.76 | 18.02 | 66.54 |
| 1851.HK | 银杏教育 | -7.07 | -1.08 | 36.30 | 32.36 | 8.08 |
| 1758.HK | 博骏教育 | -8.60 | -5.56 | -42.95 | 36.12 | 6.15 |
| 1761.HK | 宝宝树集团 | -11.56 | -13.79 | -41.77 | 38.35 | 55.62 |

数据来源: Wind、广证恒生

图表8. 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) |
|----------|------------------|----------|-------------|--------------|-------------|-----------------|
| TEDU.O | 达内科技 | 38.10 | -31.76 | -74.03 | -1.06 | 6.34 |
| GSX.N | 跟谁学 | 13.38 | 10.59 | -1.34 | 1,389.90 | 166.75 |
| EDU.N | 新东方 | 4.50 | 3.84 | 47.19 | 59.23 | 1,056.50 |
| HLG.O | 海亮教育 | 3.24 | -3.38 | 34.33 | 38.62 | 102.19 |
| RYB.N | 红黄蓝 | 1.27 | -1.54 | -4.90 | -131.85 | 12.83 |
| TAL.N | 好未来 | 0.78 | -5.06 | 19.84 | 58.30 | 1,469.56 |
| ATA.O | ATA 公司 | 0.77 | 6.05 | 168.37 | 0.50 | 4.39 |
| REDU.O | 瑞思学科英语 | 0.33 | 0.22 | 2.15 | 24.00 | 35.11 |
| FEDU.N | 四季教育 | 0.00 | -4.64 | -30.19 | -991.21 | 6.11 |
| ONE.N | 精锐教育 | -1.19 | 4.39 | -5.88 | -11.68 | 93.15 |
| LAIX.N | 流利说 | -1.99 | -1.60 | 13.22 | -6.77 | 33.23 |
| NEW.N | 朴新教育 | -2.27 | -8.65 | 7.69 | -4.28 | 31.72 |
| DL.N | 正保远程教育 | -3.01 | -5.91 | -26.08 | 13.16 | 11.59 |
| STG.N | 尚德机构 | -7.52 | -8.73 | -51.28 | -3.03 | 24.53 |
| BEDU.N | 博实乐 | -7.74 | -6.53 | -17.99 | 26.79 | 81.22 |
| COE.N | 无忧英语 (51TALK) | -9.36 | -6.49 | -15.76 | -2.32 | 8.68 |
| AMBO.A | 安博教育 | -19.09 | -22.40 | -52.59 | 14.70 | 4.24 |

数据来源: Wind、广证恒生

4. 行业动态

- (1) 国务院: 发布《关于深化教育教学改革全面提高义务教育质量的意见》。
- (2) 教育部等6部门: 发布《关于规范校外线上培训的实施意见》。

(3) 云知光：完成 3000 万元 Pre-A 轮融资，时代伯乐基金领投。

图表9. 行业动态关注

| 7 月 8 日 | 国务院：发布《关于深化教育教学改革全面提高义务教育质量的意见》 |
|----------|---|
| 事件 | 7 月 8 日，国务院发布《关于深化教育教学改革全面提高义务教育质量的意见》，该文件是新中国成立以来出台的首部聚焦义务教育阶段教育教学改革的纲领性文件。 |
| 点评 | <p>首个聚焦义务教育阶段教育教学改革的纲领性文件。核心内容如下：(1) 公民同招，超额摇号。民办义务教育学校招生纳入审批地统一管理，与公办学校同步招生；对报名人数超过招生计划的，实行电脑随机录取。(2) 义务教育学校不得引进境外课程、使用境外教材。严禁用地方课程、校本课程取代国家课程，严禁使用未经审定的教材。(3) 促进信息技术与教育教学融合应用。推进“教育+互联网”发展，按照服务教师教学、服务学生学习、服务学校管理的要求，建立覆盖义务教育各年级各学科的数字教育资源体系。</p> <p>我们认为本次义务教育阶段意见实为前几次教育政策的延伸及补充，实则依然是围绕教材内容监管、对于招生过程的规范、对于中小学生的减负、对于教学公平的倡导中来。</p> <p>从至上而下角度看投资逻辑：(1) 依然首选政策利好确定性高的版块职教和教育信息化，推荐由于国家重视对教师培训，教师考培人数大幅提升的公职类考培龙头中公教育和职校龙头中教控股；科技赋能教育公平，推荐教育信息化龙头视源股份、录播龙头三爱富，关注天喻信息；(2) K12 课培领域由于中考、高考升学刚需仍存，行业在规范中成长，集中度提升，长期看好新东方、好未来龙头成长；(3) 至下而上结合政策以及估值基本面关注睿见教育、科斯伍德。</p> |
| 7 月 15 日 | 教育部等 6 部门发布《关于规范校外线上培训的实施意见》 |
| 事件 | 2019 年 7 月 15 日，教育部等 6 部门发布《关于规范校外线上培训的实施意见》，首部在线教育规范政策正式落地。 |
| 点评 | <p>监管正式延伸至线上，首部在线教育规范政策落地。我们梳理本次《意见》核心内容涵盖备案材料及流程、日常监管重点、后续监管机制三大方面：(1) 备案流程：省级教育行政部门主导，存量机构 10 月 31 日前需提交相关材料。(2) 监管重点：涵盖内容、时长、师资、信息安排、收费 5 大方面。其中，我们认为需核心关注的点包括：课程结束时间（晚上 21:00 前结束，针对义务教育阶段，直播类）、相关功能规定（需具备护眼功能、家长监管功能）、师资（与线下要求基本一致，强调信息公示）、预收款限制（不得超过 60 个课时；时间跨度不得超过 3 个月），一系列的规范性设定将对在线教育机构的课程设置、续费率、销课能力、师训体系构建都提出了更高的要求。(3) 监管机制：建设全国校外线上培训管理服务平台，建立黑白名单制度。</p> <p>当前阶段，我们仍最看好内容驱动型的 B2C 的直播模式。核心逻辑是其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。而本次政策落地后，一方面是师资、课程内容等一系列的规范性要求，另外一方面是预收款的长度的限制，两者将提高在线教育供应链端的复杂程度和整体的竞争门槛。同时，在头部企业已经实现规模化，竞争加剧使得行业流量价格持续抬升的背景下，整个在线教育行业的短期内出清将明显提速，行业集中度快速提升。随着线下监管政策正式延伸到线上，我们维持此前的判断：包括预收款、教师资质等的限制将导致一大批不具备自我造血能力、忽略教研体系构建、盲目“烧钱”的在线教育企业未来 1-2 年被淘汰。</p> |

| | |
|-------|---|
| 7月19日 | 云知光：完成3000万元Pre-A轮融资，时代伯乐基金领投。 |
| 事件 | 7月19日，照明产业教育培训服务商云知光宣布获得由时代伯乐基金领投的3000万元Pre-A轮融资。 |
| 点评 | <p>照明产业教育培训服务商，赋能实体渠道商家。云知光成立于2014年，是一家以新媒体、教育培训平台、照明专业能力和互联网技术为载体，为泛照明产业提供专业照明教育培训，培养和开拓设计师渠道，服务照明制造企业，赋能实体渠道商家，为终端用户提供照明整体解决方案的“照明+互联网”平台。公司旗下设有北京云知光文化传媒有限公司、广州云知光职业培训学校等6家子公司。发展至今，已影响到超300,000产业专业受众，连接了超60,000位设计师，与1000多家实体渠道商家建立了合作关系。本轮融资将主要用于VR/AR等新一代照明培训技术和营销技术的开发、数字化服务能力和专业内容服务能力的建设以及实体渠道商家的照明新零售赋能。</p> <p>持续优化课程体系，推动照明新零售业务板块技术升级。公司未来将主要致力于用技术和专业手段推动照明新零售业务板块。同时，教育业务板块也会在课程体系优化、技术手段等方面予以加强。目前教育板块在云知光的整体业务占比达到50%左右，随着其他业务板块的增长，教育业务的占比将有所下降。</p> |

资料来源：鲸媒体、芥末堆、多知网、广证恒生

图表10. 本期教育行业一级市场共统计到8起投融资事件

| 时间 | 公司名称 | 子行业 | 融资轮次 | 融资金额 | 投资方 |
|-----------|---------------|----------|--------|----------|-------------------|
| 2019/7/9 | 趣口才 | 素质教育-在线 | A轮 | 数百万 | 黑马基金、诺瓦资本、紫京资本 |
| 2019/7/10 | 智慧喵 | 素质教育 | Pre-A轮 | 千万级人民币 | 锐合创投 |
| 2019/7/10 | 格燃教育 | 职业培训 | Pre-A轮 | 2亿元 | 未透露 |
| 2019/7/10 | 我思教育 | 儿童早教 | B轮 | 未透露 | 唐竹资本、微影资本、易视腾、新东方 |
| 2019/7/11 | 稚子社 | 儿童早教 | Pre-A轮 | 数千万元人民币 | 上海联创、CID华威国际 |
| 2019/7/12 | iTutorGroup集团 | 语言学习-在线 | 战略投资 | 未透露 | 中国平安 |
| 2019/7/18 | 小盒科技(作业盒子) | K12培训-在线 | D轮 | 1.5亿美元 | 阿里巴巴领投 |
| 2019/7/19 | 云知光 | 职业培训 | Pre-A轮 | 3000万人民币 | 时代伯乐 |

数据来源：IT桔子、广证恒生

数据支持：胡骞文



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。

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。