



教育行业 2019 半年报总结：政策影响趋缓，核心资产 成长性良好

2019.9.18

	黄莞 (分析师)	田鹏 (分析师)
电话:	020-88832319	020-88836115
邮箱:	huangguan@gzgzhs.com.cn	tian.peng@gzgzhs.com.cn
执业编号:	A1310517050001	A1310519080001

摘要:

● 2019H1 年教育产业链全览

(1) **港股**: 总营收 121.83 亿元, 平均营收 5.54 亿元 (+32.50%); 总净利润 32.60 亿元, 平均净利润 1.48 亿元 (+21.32%); (2) **美股**: 总营收 482.43 亿元, 平均营收为 20.49 亿元 (+44.01%); 总净利润 36.67 亿元, 平均净利润 1.34 亿元 (+77.25%); (3) **A 股**: 总营收 297.81 亿元, 平均营收 11.45 亿元 (+16.32); 总净利润 19.70 亿元, 平均净利润 0.76 亿元 (+25.46%); (4) **新三板**: 总营收 56.57 亿元, 平均营业收入 3041.65 万元 (-5.13%); 总净利润总额 0.71 亿元, 平均净利润 38.11 万元 (-46.19%)。

● 分市场具体情况

1、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，我们认为在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。

(1) **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 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，其可通过选择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，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，建议重点关注港股非学历职业培训龙头中国东方教育。(2) **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；规范化程度提高影响短期利润，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、A 股市场：教育业绩贡献程度提升，关注高行业景气度赛道。

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整体估值。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。随着整体 A 股教育板块的纯正度不断提升，教育业务对上市公司主体的业绩贡献程度在逐步加大，不少行业景气度较高的教育资产整体业绩都处于一个稳定上升的态势，掌握核心教育资产的标的有望重构其自身估值逻辑。建议重点关注教育信息化、早教及职业培训等政策确定性较强赛道的头部标的。

3、新三板市场：分化持续，头部企业证券化加速。

在过去 3-5 年前，教育资产海外上市浪潮并未展开，同时 A 股证券化路径也并未完全通畅，三板作为较多的教育企业的聚集地能够很好地反映整个教育板块业绩的变化情况。而随着近年来越来越多的优质教企从三板摘牌，目前整体板块以业绩体量较小的中小企业为主，整体的业绩波动性较大，很难较好地反映整个教育板块的业绩变动趋势。同时，目前整体三板的制度建设仍在持续优化、改革阶段，近年来新增的挂牌企业数量呈现减少趋势，大多中小企业更倾向于选择在一级市场进行投融资。从以上角度出发，我们认为更宜用一级市场的眼光来看待整体三板教育板块。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，未来证券化的可能性更高，价值更大。

● 风险提示：政策变动风险

相关报告

1、2019 年教育中期策略：证券化提速持续，关注素质教育行业性机会—20190619



目录

1. 跨市场教育行业半年报总览.....	4
2. 分市场情况.....	6
2.1 海外教育行业：上市浪潮持续，政策影响趋缓.....	6
2.1.1 海外教育板块集群效应进一步突显.....	6
2.1.2 板块估值回暖，业绩增长态势良好.....	8
2.2 A股市场：核心教育资产成长性良好，教育业绩贡献程度提升.....	11
2.3 新三板市场：分化持续，头部企业证券化加速.....	12
3. 投资策略.....	16
4. 风险提示.....	18



图表目录

图表 1 全产业上市/挂牌公司 2019H1 营收前 20 强.....	4
图表 2 全产业上市/挂牌公司 2019H1 净利润前 20 强.....	5
图表 3 全产业上市/挂牌公司 2019H1 营收增速前 20 强（剔除营收<5000 万）.....	5
图表 4 全产业上市/挂牌公司 2019H1 净利润增速前 20 强（剔除净利润<1000 万）.....	6
图表 5 2018 年以来美股教育板块新增 6 家培训企业.....	6
图表 6 2018 年以来港股教育板块新增 10 家民办学校企业，4 家培训企业.....	6
图表 7 港股排队企业业绩表现.....	7
图表 8 美股教育企业业绩表现.....	9
图表 9 港股教育企业业绩表现.....	9
图表 10 K12 双巨头享受较高估值溢价.....	10
图表 11 港股民办学校板块估值整体回暖.....	10
图表 12 2019H1 中公教育、视源股份和紫光学大教育营收规模位列前三.....	11
图表 13 2019H1 年视源股份归母净利约 5.64 亿，居 A 股教育企业之首.....	12
图表 14 多家公司剥离传统主业转为纯教育.....	12
图表 15 2019 年 1 月以来摘牌的净利润>1000 万的新三板优质企业（按归母净利润排序）.....	13
图表 16 2019H1 板块归母净利向中靠拢，整体分化程度明显放缓.....	14
图表 18 15 家 2019H1 年净利润超过 1000 万的新三板教育企业平均估值约为 17.78 倍.....	15
图表 19 重点关注标的一览.....	17

1. 跨市场教育行业半年报总览

截至 2019 年 8 月 31 日，教育行业上市/挂牌公司 2019 年半年报基本披露完毕。我们收录了共 258 家教育公司半年报情况，其中包括 194 新三板挂牌公司、26 家 A 股公司、22 家港股公司、16 家美股公司。

拆分来看各个市场的情况：

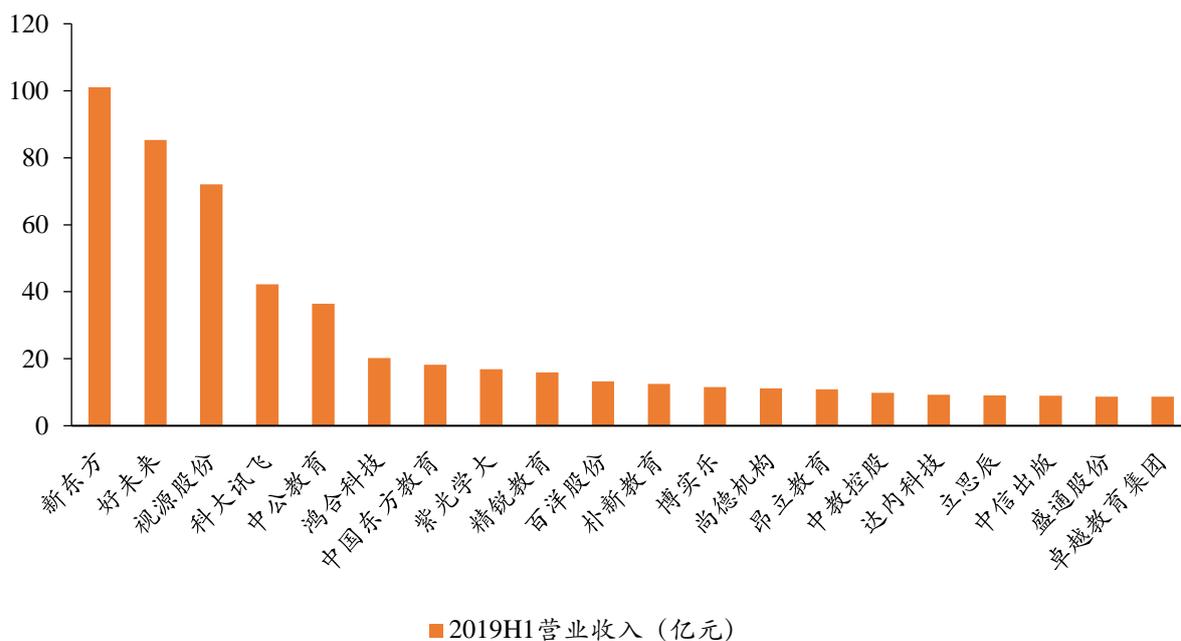
(1) 港股：总营收 121.83 亿元，平均营收 5.54 亿元 (+32.50%)；总净利润 32.60 亿元，平均净利润 1.48 亿元 (+21.32%)；

(2) 美股：总营收 482.43 亿元，平均营收为 20.49 亿元 (+44.01%)；总净利润 36.67 亿元，平均净利润 1.34 亿元 (+77.25%)；

(3) A 股：总营收 297.81 亿元，平均营收 11.45 亿元 (+16.32%)；总净利润 19.70 亿元，平均净利润 0.76 亿元 (+25.46%)；

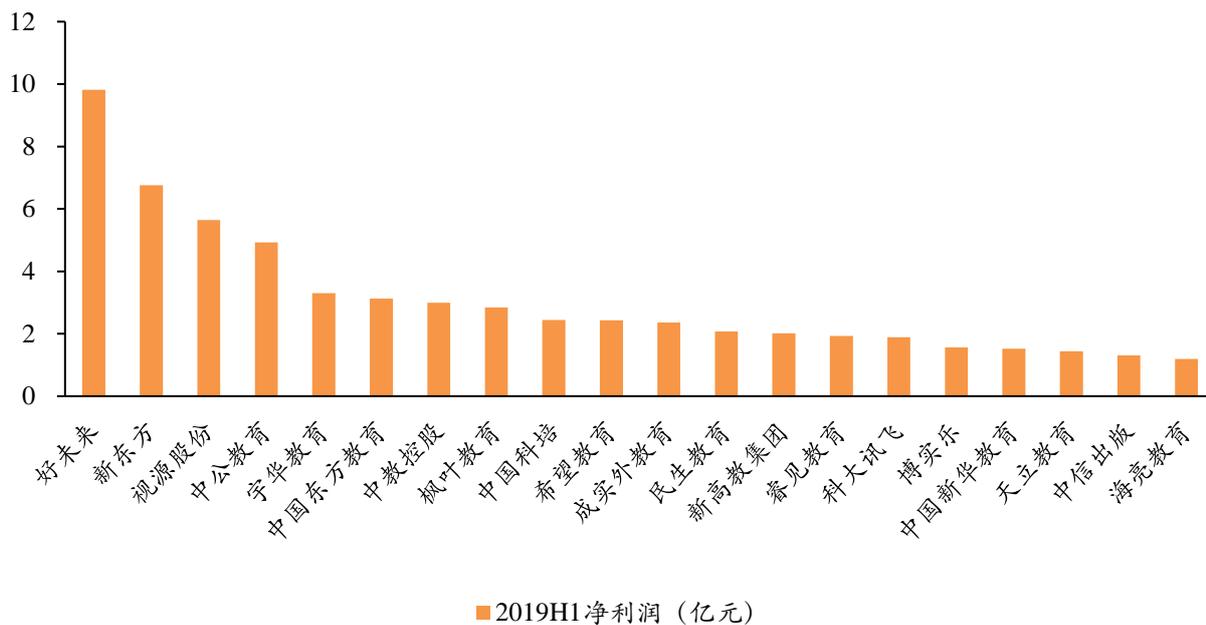
(4) 新三板：总营收 56.57 亿元，平均营业收入 3041.65 万元 (-5.13%)；总净利润总额 0.71 亿元，平均净利润 38.11 万元 (-46.19%)。

图表1 全产业上市/挂牌公司 2019H1 营收前 20 强



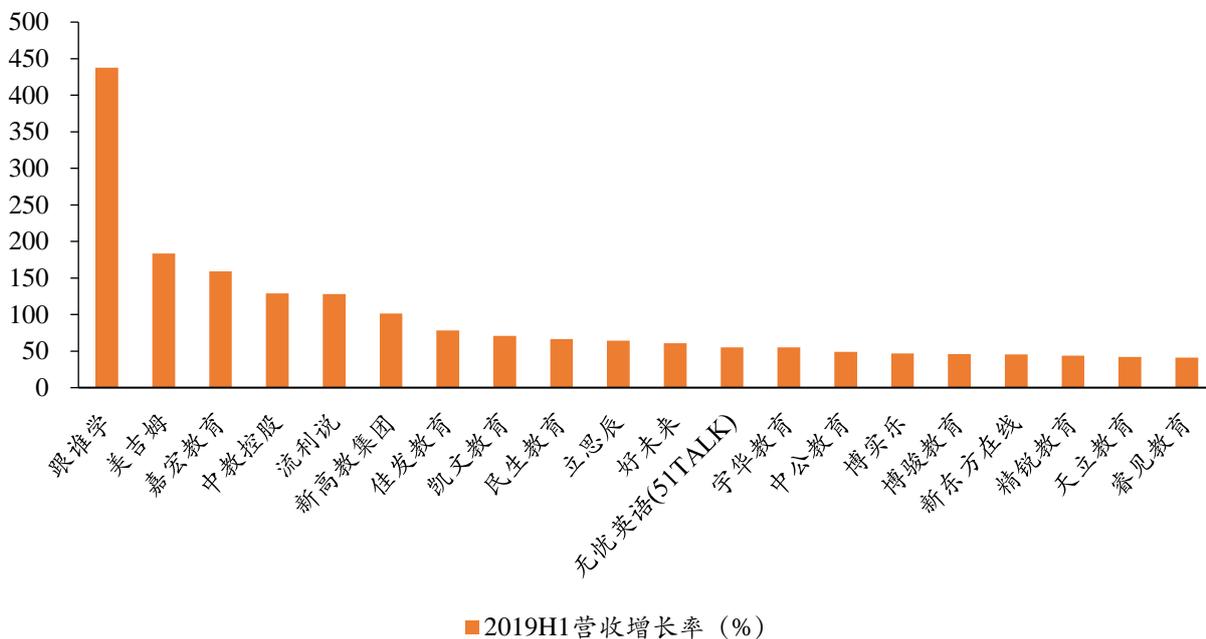
资料来源：Wind、广证恒生

图表2 全产业上市/挂牌公司 2019H1 净利润前 20 强

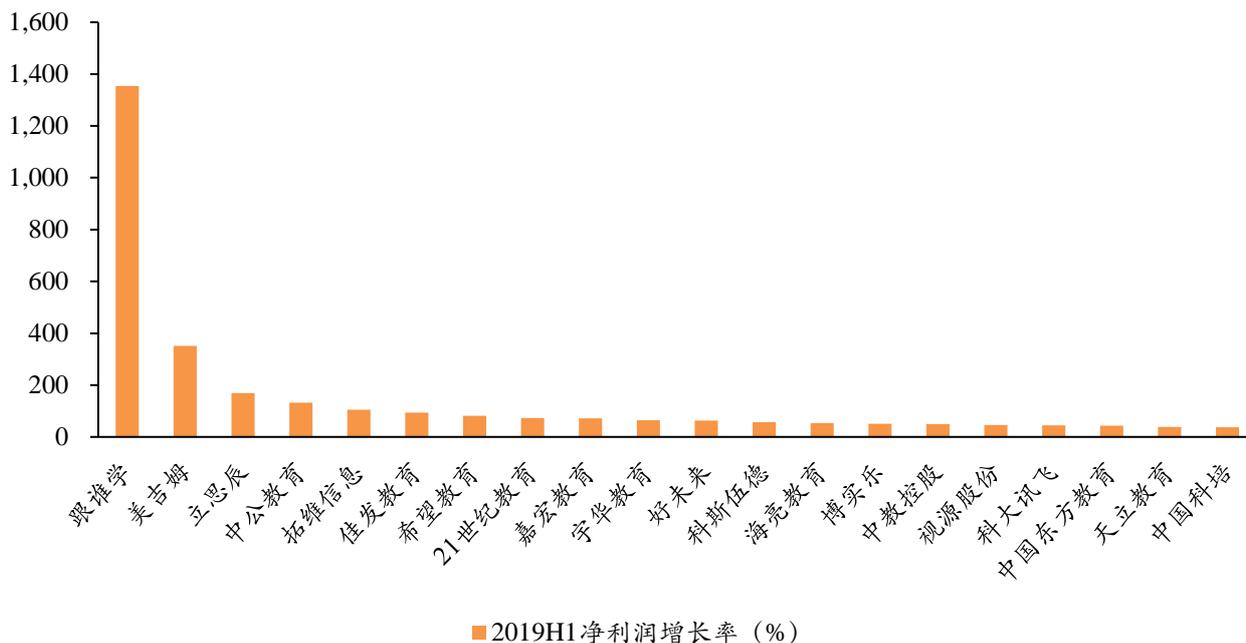


资料来源: Wind、广证恒生

图表3 全产业上市/挂牌公司 2019H1 营收增速前 20 强 (剔除营收<5000 万)



资料来源: Wind、广证恒生

图表4 全产业上市/挂牌公司 2019H1 净利润增速前 20 强（剔除净利润<1000 万）


资料来源：Wind、广证恒生

2. 分市场情况

2.1 海外教育行业：上市浪潮持续，政策影响趋缓

2.1.1 海外教育板块集群效应进一步突显

2019 年上半年已有 2 家教育企业登陆美股市场，7 家成功登陆港股。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，板块效应持续提升。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 9 月 16 日，2019 年已有 4 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建桥教育集团、辰林教育集团、东软教育、华立大学、华夏视听 5 家；培训类企业有见知教育 1 家。

图表5 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
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6 2018 年以来港股教育板块新增 10 家民办学校企业，4 家培训企业

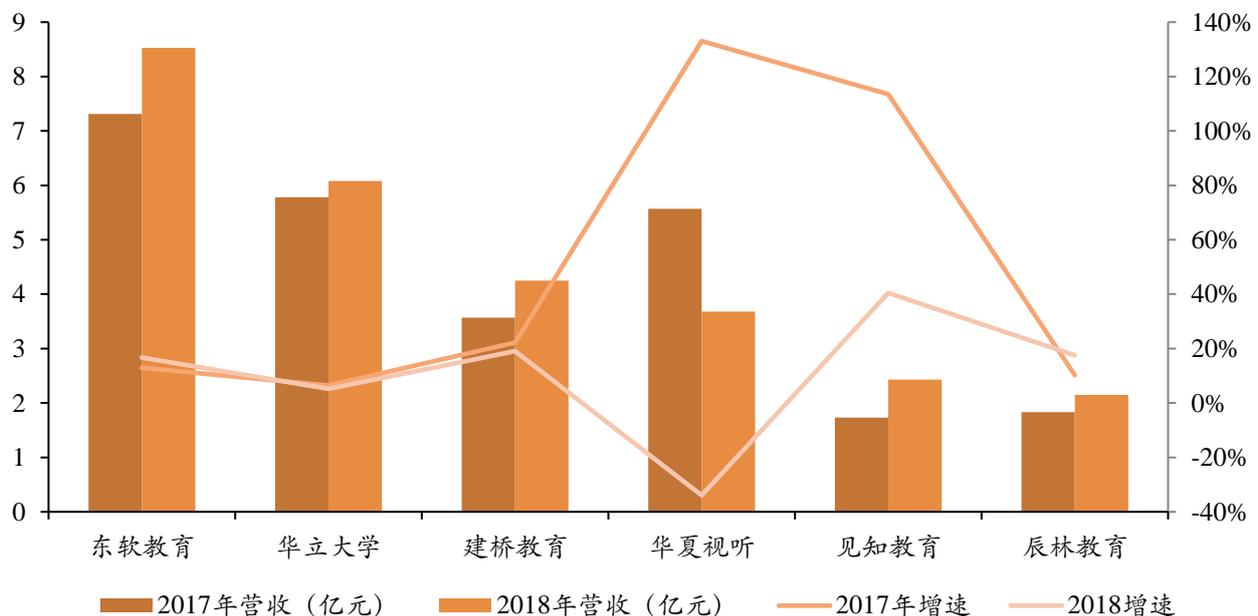
公司代码	上市/聆讯公司	上市/聆讯时间	主营业务
1851.HK	银杏教育	2019/1/18	民办高等教育学校
1890.HK	中国科培	2019/1/25	民办高等教育学校
1797.HK	新东方在线	2019/3/28	在线教育培训

0667.HK	中国东方教育	2019/6/12	职业培训
1935.HK	嘉宏教育	2019/6/18	高中+高等教育
1769.HK	思考乐教育	2019/6/21	K12 课外培训
H01098.HK	中汇集团	2019/7/16	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
H00799.HK	华图教育	2018/10/23 (聆讯资料失效)	职业培训
H00806.HK	益达教育	2018/11/26 (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 (聆讯资料失效)	K12 民办学校
H01033.HK	见知教育	2019/4/30 (聆讯资料更新)	职业培训
H01082.HK	建桥教育	2019/8/23 (聆讯资料更新)	民办高等教育学校
H01034.HK	辰林教育	2019/8/26 (聆讯资料更新)	民办高等教育学校
H01221.HK	东软教育	2019/7/2 (首次递交)	民办高等教育学校
H00755.HK	华立大学	2019/7/29 (聆讯资料更新)	民办高等教育学校
H01266.HK	华夏视听	2019/9/9 (首次递交)	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。2019 年多家教育企业选择登陆港股市场, 从 FY2018 营收规模来看, 东软教育、华立大学、建桥教育分别以 8.53 亿元、6.08 亿元、4.25 亿元位列前三。

图表7 港股排队企业业绩表现



资料来源: 招股说明书, 广证恒生

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、卓越教育、思考乐、中国东方教育成功登陆港股, 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。

2.1.2 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9月的16家在美股上市的教育企业最新公布的年报数据，2019H1，板块整体营收实现482.43亿，同比增长44.01%；整体实现归母净利润36.67亿，同比增长77.25%（注：新东方、好未来取最新2019财年年报；剔除未披露2019H1业绩的达内科技及四季教育；剔除由于终止经营而使净利猛增的ATA公司）。

从双巨头的最新2019财年业绩来看：新东方实现归母净利润2.38亿美元，同比下降19.52%，归母净利率为7.69%(-4.41pct)；好未来实现归母净利润3.67亿美元，同比增长85.35%，归母净利率为14.24%(+2.87pct)。新东方在2019财年加大了双师模式和在线K12的战略性投入，以部分短期利润的牺牲换取长期增长，此外由于2018年会计准则变更，导致新东方2019财年长期投资公允价值变动亏损1.05亿美元，也侵蚀了净利率。好未来在非经营性活动上获得投资收益拉高了2019财年净利率。此外，2018年教培行业监管政策收紧也给两家企业带来网点搬迁等新增合规成本进而压低了2019财年的净利水平，我们预计此轮政策对业绩的影响在2019财年后将基本消除。

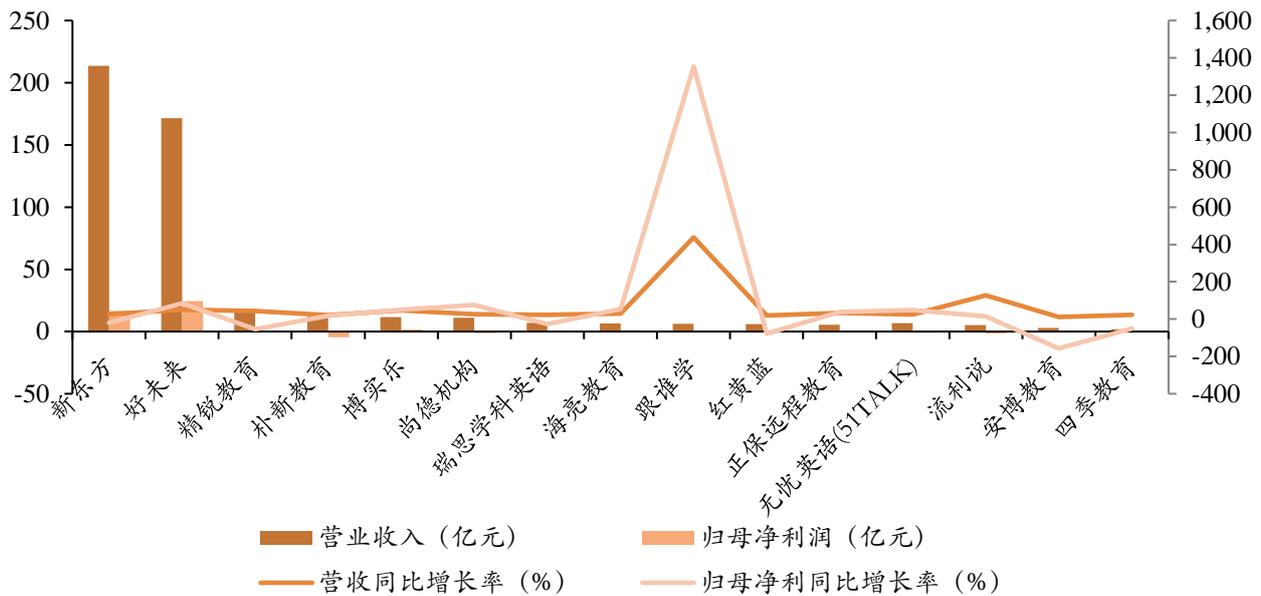
(2) 港股方面：我们跟踪了截至2019年9月22家在港股上市的学校类企业最新公布的年报数据，FY2019H1板块营收总规模达到121.83亿元，同比增长32.50%；净利达到32.60亿，同比增长21.32%。

（注：新东方在线取最新2019财年年度业绩）

从整体个股情况来看：中国东方教育营收超过18亿元居首位，中教控股以9.81亿元位居第二，中国东方教育遥遥领先于其他企业。从营收增速来看，嘉宏教育营收增速最快，达到158.83%，主要是因为信息商务学院的财务业绩并表。净利润增速方面，澳洲成峰高教增速迅猛，达到117.22%，主要系外汇收益和利息收入增加所致，希望教育、21世纪教育、嘉宏教育的归母净利润增长同比均超过70%，增长速度较快。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。

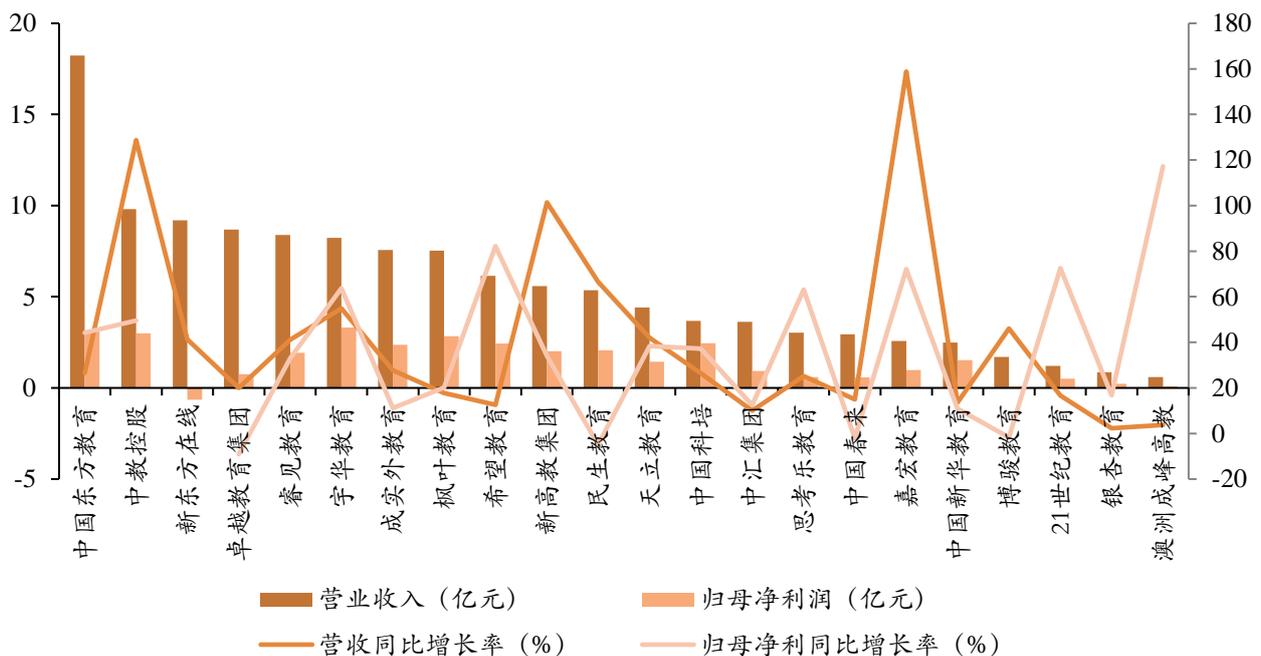
此外，港股教育板块还包括4家培训类企业：其中中国东方教育FY2019H1实现营收18.23亿元，同比增加26.58%，主要系由于平均培训人次及客户注册人数数目增加及每名客户/学生平均服务费/学费增加所致；对应归母净利润3.12亿元(+44.00%)，主要系由于营收上升以及学校和中心使用率提升所致。新东方在线FY2019H1实现营收4.78亿元(+45.40%)，主要系大学教育分部和K12分部付费学生人次增加、学前分部产品优化及每名学生平均开支增加所致；对应归母净利润0.36亿元(-60.00%)，主要系聘请更多教研人员导致营业成本上升，以及加大推广导致销售费用上升所致。卓越教育集团FY2019H1实现营收8.68亿元(+19.95%)，主要系招生人数、辅导课时以及每小时课时费增加所致；对应归母净利润0.75亿元(-9.06%)，主要系在线网校的初期投资影响。思考乐FY2019H1实现营收3.03亿元(+25.19%)，对应净利润（调整后）0.60亿元(+63.20%)，主要受益于招生人数及客单价的上涨。

图表8 美股教育企业业绩表现



资料来源: wind, 广证恒生

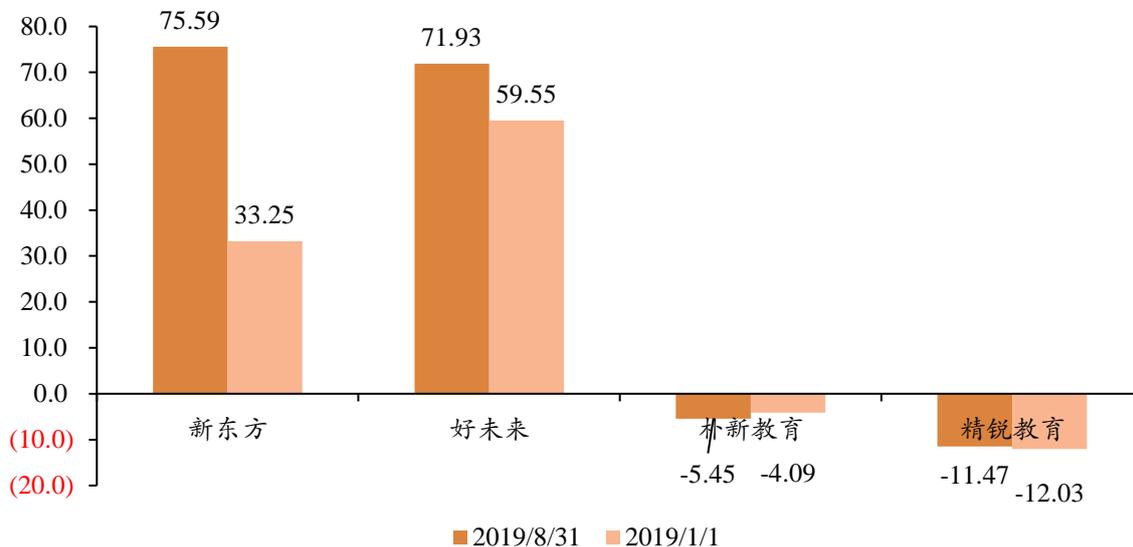
图表9 港股教育企业业绩表现



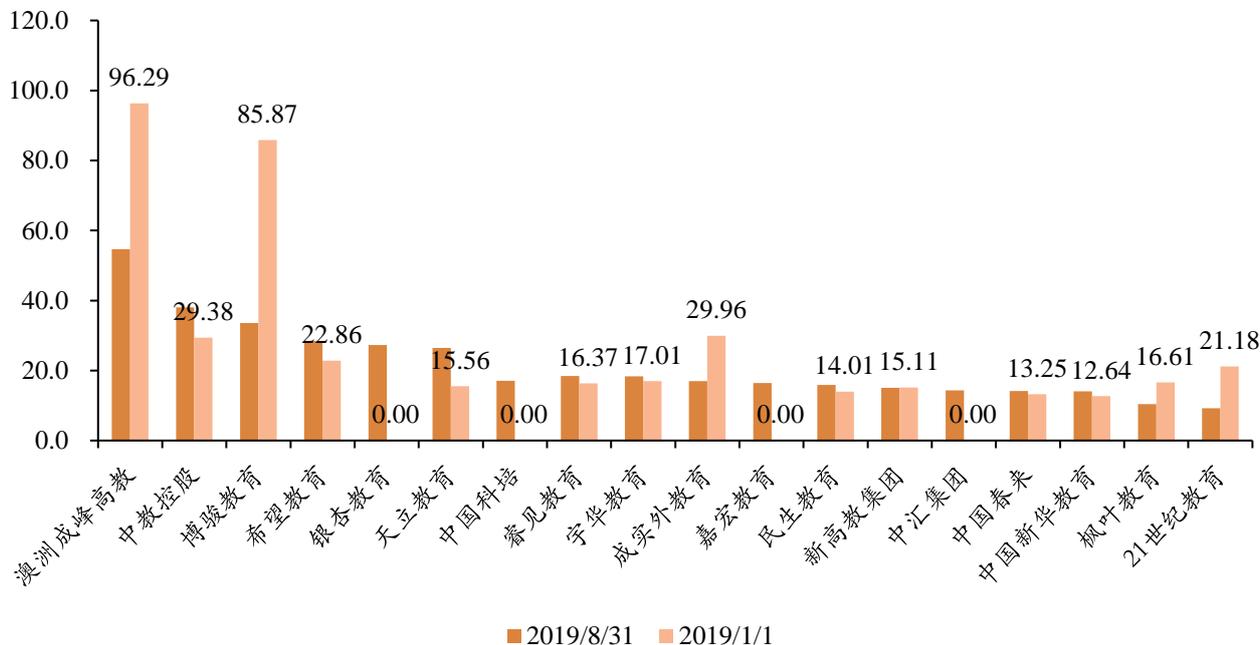
资料来源: Wind, 广证恒生

整体估值回暖，政策影响趋缓。在美股方面，不同企业之间估值差异较大，选取2019年8月31日的市盈率来分析，民办学校类企业海亮教育估值在40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71.93倍和75.59倍，相比于年初新东方的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倍左右，头部企业类似中教控股、希望教育依旧享受一定的估值溢价。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10 K12 双巨头享受较高估值溢价


数据来源：Wind、广证恒生

图表11 港股民办学校板块估值整体回暖


数据来源：Wind、广证恒生

2.2 A 股市场：核心教育资产成长性良好，教育业绩贡献程度提升

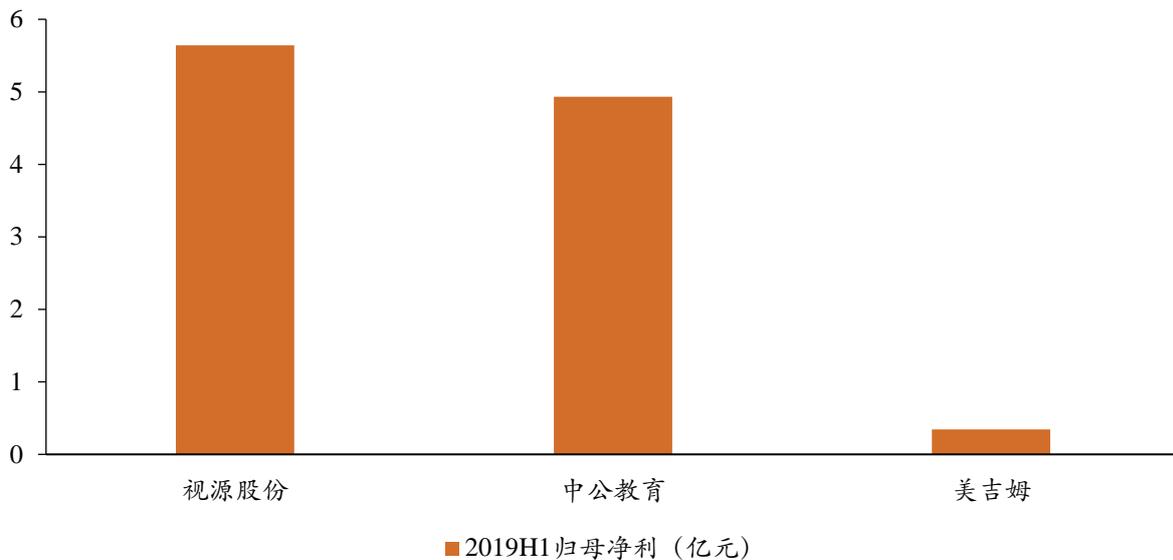
A 股企业教育业务营收规模增长明显。从企业的教育业务营收来看，2019H1 中公教育、视源股份、紫光学大位列前三，分别是 36.12 亿、24.38 亿和 16.71 亿，教育收入占总营收的比重分别为 99.30%、33.84% 和 98.88%。2019 上半年，中公教育对考研和 IT 等赛道级战略新品类进行更大规模的投资，考研和 IT 培训等职业能力提升新业务营收同比增长高达 89.43%。视源股份旗下的希沃教育产品，市场份额保持行业领先，业务范围继续扩大。2019H1，在国内市场出现阶段性下滑的形势下，希沃教育业务依然实现交互智能平板销售额市占率提升至 40.40%，同比增加 3.4%，仍位居中国大陆教育市场交互智能平板排名首位。紫光学大的教育培训业务整体经营稳定，公司以线下培训机构为客户提供专业化教育培训业务为主，并积极探索、布局在线教育的业务模式。

图表12 2019H1 中公教育、视源股份和紫光学大教育营收规模位列前三



数据来源：Wind、广证恒生

核心教育资产成长性良好，教育业务并表、加大教育业务投入以及新品类拓展助力上市公司业绩高速增长。2019H1A 股教育行业有 11 家企业的归母净利润超过 5000 万，其中视源股份归母净利达 5.64 亿居首，中公教育和科大讯飞位列其后，分别为 4.93 亿和 1.89 亿。从 2019H1 归母净利润的同比增长率来看，美吉姆 2019H1 归母净利同比增长 351.57%，主要是由于天津美杰姆公司并表，公司整体的教育培训营收达到 2.01 亿，占比总营收达 72.71%。立思辰归母净利同比增长 169.02%，主要系由于加大教育业务投入，2019 上半年教育营收占比 88.06%，同比上涨 32.54pct。中公教育实现净利润 4.93 亿元，同比上涨 132.17%，主要系由于公务员缩招背景下公务员招录面授培训仍增 26.32%、考研和 IT 培训等职业能力提升新业务增长 89.43%、教师招聘和面授培训增加 52.18%、线上培训增长 205.94%所致，其中考研和 IT 培训等职业能力提升新业务营收占比为 15.17%。

图表13 2019H1 年视源股份归母净利润约 5.64 亿，居 A 股教育企业之首


数据来源：Wind、广证恒生

近年来多家上市公司剥离传统业务聚焦教育业务，A 股教育概念股逐步纯化。凯文教育（原中泰桥梁）在 2017 年 11 月末完成剥离桥梁业务，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 2019 年 3 月公告完成剥离检测仪器业务。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14 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 11 月
三盛教育	精密制造	恒峰信息等	2017 年 11 月
立思辰	信息安全科技	中文未来等	2018 年 10 月
科斯伍德	胶印油墨	龙门教育等	2018 年 10 月
开元股份	检测分析仪器	恒企教育、中大英才等	2019 年 3 月

资料来源：公司公告、广证恒生

2.3 新三板市场：分化持续，头部企业证券化加速

新三板教企持续摘牌，板块证券化加速。2019 年 1 月至 2019 年 8 月共有 34 家企业摘牌，近 2 年（自 2018 年 1 月起）累计摘牌教企 77 家，其中最值得关注的是拟于未来 1-2 年登陆更高层次资本市场的各教

育细分领域的优质企业，如万国体育、传智播客、创显科教、华图教育、高思教育等。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。另一方面，这些企业通常是具备较好的盈利能力与成长能力，且相比一级市场，这些企业的规范性更高。我们统计这近 2 年摘牌企业中利润规模前 20 家企业的最新报告期中平均营收及平均归母净利润分别为 2.33 亿元、4435.03 万元，远高于板块整体水平。

图表15 2019 年 1 月以来摘牌的净利润>1000 万的新三板优质企业（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
871938.OC	大智教育(退市)	2019-02-19	18400.69	3765.11	20.69%	57.99%
837629.OC	万国体育(退市)	2019-08-02	33288.19	3003.75	25.05%	57.81%
834266.OC	英谷教育(退市)	2019-08-23	5160.37	2609.92	20.07%	27.87%
872010.OC	飞硕科技(退市)	2019-07-19	5945.49	2028.16	30.58%	39.93%
837797.OC	众巢医学(退市)	2019-02-25	6719.21	1483.99	36.89%	52.26%

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

2019 年上半年新三板教企平均营收稍有下滑，平均归母净利润下降较明显。2019 年 9 月我们选出 194 家披露 2019 年中报的新三板教育企业进行业绩分析。2019 年上半年 194 家新三板教育企业总计实现营收 56.57 亿元，平均营业收入 3041.65 万元，同比下降 5.13%（算术平均）；归母净利润总额 0.71 亿元，平均归母净利润从 2018H1 的 70.83 万元下降 46.19%至 38.11 万元（算术平均），整体业绩较上年同期弱化。但归母净利润但不能准确反映行业变动趋势，主要原因包括：其一，大部分企业业绩体量较小，从而导致业绩波动较大；其二，三板教育板块大部分为教育信息化企业，其行业业绩存在明显季节性，上半年业绩不具备代表性。

（注：新三板数据为剔除校宝在线、一乘股份极端值以及剔除奥尔斯、ST 神码、律云股份、中创互动、中青科技、雨柔科技后的数据，其中奥尔斯、ST 神码、律云股份、中创互动、中青科技、雨柔科技六家公司已发布 2019 年中报，但报告期内未开展业务，营收为零。）

通过对比 2019H1 教育企业整体业绩情况和 2018H1 教育企业标的整体业绩情况，我们发现整体业绩向中间靠拢，分化的程度有放缓的趋势。一方面，虽整体亏损企业占比增加，但整体亏损幅度下降。2019H1 共 57.73%企业处于亏损状态，较 2018H1 同比上升 10.77pct，其中亏损幅度在 1000 万元以内的企业占亏损企业总数比例为 85.71%，同比上升 4.68pct，占板块总体教育企业比例为 49.48%，同比上升 11.43pct；另一方面，头部净利润较大的企业占比同样在下降，整体分化程度趋缓。净利润大于 2000 万元的企业占比同期下降 1.57pct。

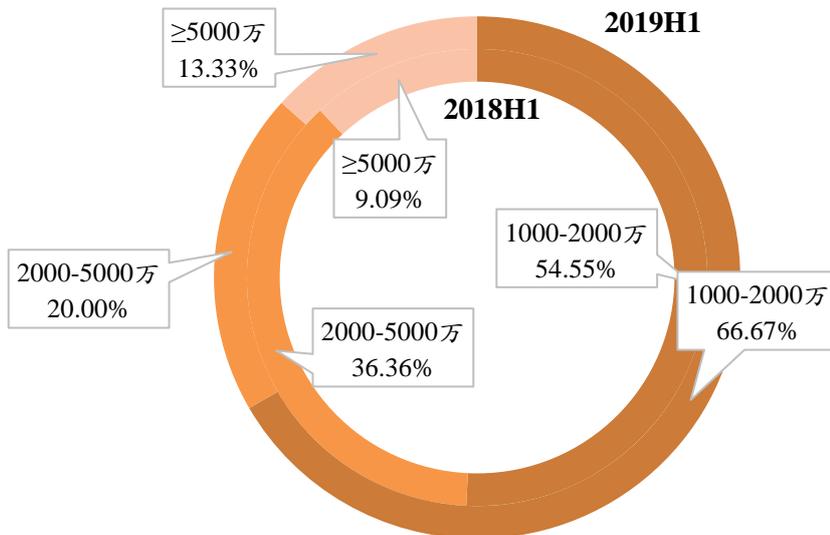
图表16 2019H1 板块归母净利向中靠拢，整体分化程度明显放缓


资料来源：Wind、广证恒生

我们进一步分析发现，净利润超过1000万的教育企业2019H1平均归母净利润同比上升2.20%（算术平均），同比增速高于新三板教育板块平均水平48.39个百分点，显著优于板块内部大部分企业。从利润分布来看，超过六成的样本数据归母净利润集中在1000-2000万元区间内。受到优质教企摘牌的影响，在2019年上半年，1000-2000万元区间样本占比同比上升12.12pct，平均营收下滑9.02%，平均归母净利润同比上升11.60%；2000-5000万元区间内样本占比下降16.36%，平均营收上升3.39%，平均归母净利润同比上升5.28%；净利润大于等于5000万元区间的企业占比持平，平均营收和平均归母净利同比上升分别为2.37%、8.97%（以上皆为算术平均）。

建议重点关注全年归母净利润在2000-5000万之间（也即半年净利润在1000-2000万左右），且有着持续成长动力的教育企业。我们在此前报告中多次提出，未来投资应重点关注企业成长性而非二级市场的估值差。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。

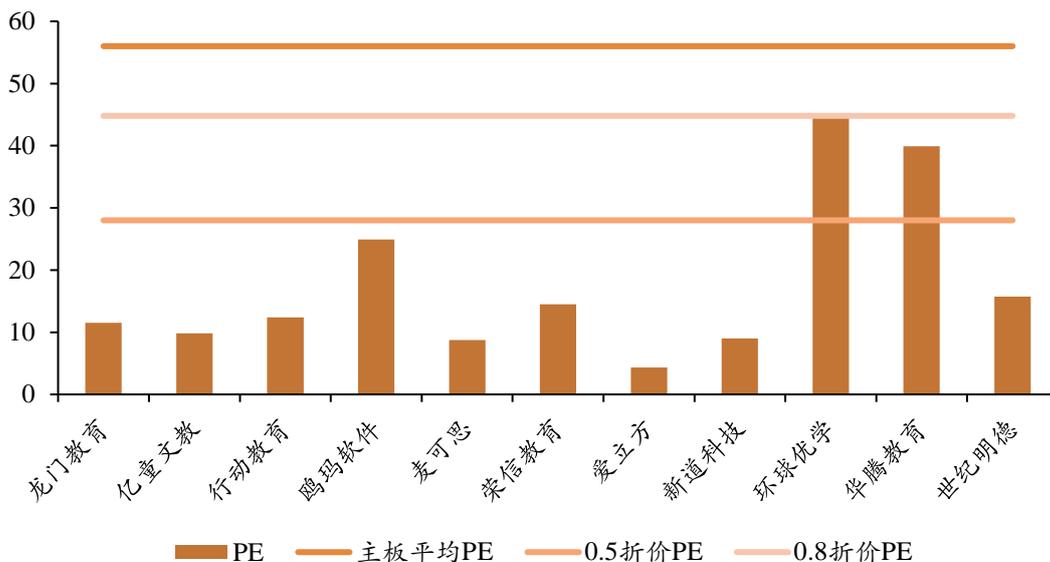
图表17 2019H1 归母净利润大于 2000 万的公司占比下降 12.12%



资料来源：Wind、广证恒生

就估值水平而言，截止 2019 年 9 月 15 日，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 21.83（已剔除无交易、估值为负及大于 200 的企业），但以 15 家 2018 年净利润超过 1000 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 17.78 倍。大多数新三板明星教育企业的 2019H1 年动态 PE 估值不超过 15 倍，相比之下主板教育相关企业平均估值水平约 50-55 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18 15 家 2019H1 年净利润超过 1000 万的新三板教育企业平均估值约为 17.78 倍



数据来源：Wind、广证恒生

3. 投资策略

(1) 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) 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，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，建议重点关注港股非学历职业培训龙头中国东方教育。

2) 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。

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

(2) A 股市场：教育业绩贡献程度提升，关注高行业景气度赛道。

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，教育业务对上市公司主体的业绩贡献程度在逐步加大，不少行业景气度较高的教育资产整体业绩都处于一个稳定上升的态势，例如教育信息化、早教及职业培训等赛道。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。**

(3) 新三板市场：分化持续，头部企业证券化加速。

在过去 3-5 年前，教育资产海外上市浪潮并未展开，同时 A 股证券化路径也并未完全通畅，三板作为较多的教育企业的聚集地能够很好地反映整个教育板块业绩的变化情况。而随着近年来越来越多的优质教企从三板摘牌，目前整体板块以业绩体量较小的中小企业为主，整体的业绩波动性较大，很难较好地反映整个教育板块的业绩变动趋势。同时，目前整体三板的制度建设仍在持续优化、改革阶段，近年来新增的挂牌企业数量呈现减少趋势，大多中小企业更倾向于选择在一级市场进行投融资。从以上角度出发，我们认为更宜用一级市场的眼光来看待整体三板教育板块。

建议重点关注全年归母净利润在 2000-5000 万之间（也即半年度净利润在 1000-2000 万左右），且有着持续成长动力的教育企业。一方面，我们认为此类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，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、麦可思、世纪明德、华腾教育。**

图表19 重点关注标的一览

市场	公司名称	最新财报	营业收入 (亿元)	营收同比增长 率	净利润 (亿元)	归母净利同比增 长率
美股	新东方	FY2019	213.63	26.52%	16.42	-19.61%
	好未来	FY2019Q1	48.49	27.63%	-0.51	-
	精锐教育	FY2019Q3	26.83	39.06%	1.58	-3.20%
港股	中国东方教育	FY2019H1	18.23	26.58%	3.12	44.20%
	中教控股	FY2019H1	9.81	128.75%	3.00	49.50%
	新东方在线	FY2019	9.19	41.27%	-0.64	-
	卓越教育集团	FY2019H1	8.68	19.95%	0.75	-9.06%
	希望教育	FY2019H1	6.15	12.64%	2.43	82.23%
	中国科培	FY2019H1	3.68	26.45%	2.45	37.29%
	思考乐教育	FY2019H1	3.03	25.19%	0.60	63.20 %
A 股	视源股份	2019H1	72.05	15.85%	5.64	46.46%
	中公教育	2019H1	36.37	48.79%	4.93	132.18%
	美吉姆	2019H1	2.77	183.49%	0.34	351.57%
新三 板	世纪明德	2019H1	1.72	15.30%	0.12	133.76%
	华腾教育	2019H1	0.32	-10.35%	0.15	-17.34%
	新道科技	2019H1	0.79	-18.37%	0.15	-39.98%
	龙门教育	2019H1	2.59	7.51%	0.72	24.14%
	山香教育	2019H1	0.76	44.69%	0.07	180.98%
	麦可思	2019H1	0.57	-10.09%	0.26	-17.95%

数据来源：Wind、广证恒生



4. 风险提示

(1) **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: 李观琴



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，具有丰富的二三级研究经验，重点关注电力设备及新能源、新材料方向。

史玲林（新三板大消费&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、早幼教、母婴、玩具等消费领域。

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

联系我们:

邮箱：huangguan@gzgzhs.com.cn

电话：020-88832319



广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

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

重要声明及风险提示：

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

市场有风险，投资需谨慎。