

# 恒企江勇任上市公司董事长，开元治理结构实现里程碑式跨越

## ——教育行业跨市场周报（第92期）

行业周报

◆**教育行业市场回顾和估值情况。**A股教育指数本周上涨1.41%，跑赢沪深300（vs0.60%），跑赢创业板指（vs1.08%）。截至2019年9月27日，A股重点公司19/20年PE为34x/25x；港股重点公司FY18/FY19年PE为17X/13X；美股重点公司FY18/FY19年PE为42X/33X。A股周涨幅前三名的公司是：山鼎设计（+12.84%）、开元股份（+9.65%）、新开普（+9.24%）。

◆**教育行业投资建议：五条主线配置，建议关注中公教育、中国东方教育、新东方在线、视源股份、开元股份。**建议关注：（1）成人职业培训：中公教育、中国东方教育（H）、开元股份；（2）教育信息化：中小学信息化龙头视源股份、鸿合科技、新开普、科大讯飞、佳发教育、拓维信息、三盛教育等。（3）高校：宇华教育（H）、希望教育（H）等。（4）早教和素质教育培训：美吉姆、盛通股份。（5）在线教育：新东方在线、跟谁学（N）。

◆**重要事件：恒企江勇任上市公司董事长，开元治理结构实现里程碑式跨越。**

开元股份公司治理结构已经实现全面优化，恒企江勇担任上市公司董事长，教育业务高管全面负责上市公司运营。上市公司原董事长罗旭东先生辞去上市公司董事长职务后，恒企教育创始人兼董事长江勇先生担任上市公司董事长、中大英才创始人兼董事长赵君先生担任上市公司总经理、恒企教育财务总监丁福林先生担任上市公司财务总监。

赵君先生前期溢价增持，增持价和增持金额均超预期，彰显教育业务高管信心。（1）增持价超预期：前期二级市场股价约9.0元，增持价12.0元溢价33%；（2）增持金额超预期：赵君先生耗资约2.20亿元增持开元股份股票，原计划约1.15亿元。开元股份于2019年6月3日公告：开元股份以1.44亿元现金收购中大英才30%股权。中大英才创始人赵君承诺在取得标的资产转让款项后6个月内通过市场集合竞价、大宗交易或协议转让等方式增持开元股份股票，增持总金额不低于1.152亿元。本次约2.20亿元的增持金额超出之前约1.152亿元的承诺增持金额。

关注2020年之后成长趋势：收入40%+复合增长，盈利回归行业平均水平。（1）收入端：2019H1，恒企教育收入7.01亿元（+46.05%），中大英才收入5,108万元（+44.30%）；展望未来，财经业务、自考业务、设计业务、在线教育业务（中大英才）收入有望保持30%、50%、50%和50%复合增长。（2）利润端：2020年之后净利率有望回归行业正常水平，开元股份职业教育行业2017年和2018年净利率约22%和12%，2019年预计约6%，我们预计2020年之后有望重新回到10%以上的净利率水平。

◆**风险因素。**政策风险、市场竞争加剧风险。

### 分析师

刘凯（执业证书编号：S0930517100002）  
021-52523849  
[kailiu@ebsec.com](mailto:kailiu@ebsec.com)

### 联系人

贾昌浩  
021-52523835  
[jiachanghao@ebsec.com](mailto:jiachanghao@ebsec.com)

### 相关研报

- 1.ATA 宣布完成收购 ACG，转型国际教育服务——教育行业跨市场周报（第85期）……2019-08-11
- 2.精锐教育3Q19收入+33%，FY19收入指引+35-40%——教育行业跨市场周报（第84期）……2019-08-04
- 3.好未来1Q20收入+28%，新东方4Q19收入+20%——教育行业跨市场周报（第83期）……2019-07-28
- 4.中汇集团在港上市，FY2019H1收入3.52亿元——教育行业跨市场周报（第82期）……2019-07-21

# 目录

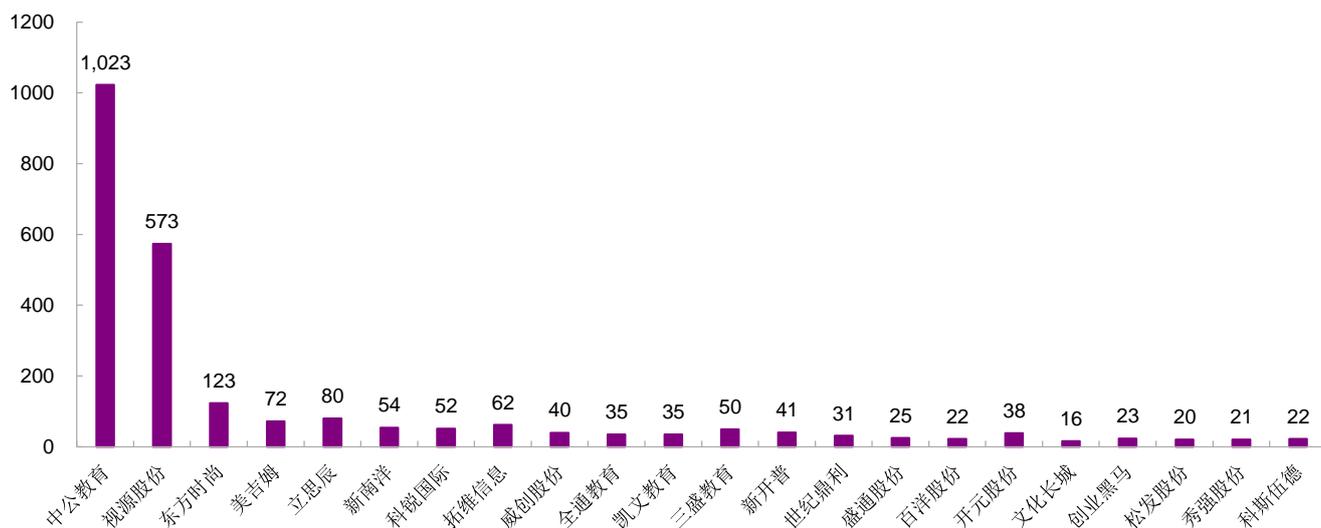
1、 教育行业跨市场表现回顾 .....	3
1.1、 A 股教育行业表现回顾 ( 0923~0927 ) .....	3
1.2、 港股教育行业表现回顾 ( 0923~0927 ) .....	4
1.3、 美股中概股教育行业表现回顾 ( 0923~0927 ) .....	5
1.4、 新三板教育行业表现回顾 ( 0923~0927 ) .....	7
1.5、 一级市场教育行业融资总结 ( 0923~0927 ) .....	7
2、 教育行业评级分析和投资策略 .....	8
2.1、 估值分析 .....	8
2.2、 投资建议 .....	8
3、 风险因素 .....	9
4、 上周重要报告 .....	9
4.1、 VIPKID 获腾讯 1.5 亿美元投资，K12 在线教育领域竞争持续 ——教育行业跨市场周报 ( 第 91 期 ) .....	9
4.2、 海亮教育 FY19 业绩靓丽，服务学生超过 6 万人次——跨市场教育行业观察之九 .....	10
4.3、 中教控股点评：收购澳大利亚国王学院 100% 股权，首次布局国际高等教育市场 .....	13
4.4、 深度点评：恒企江勇任上市公司董事长，公司治理实现里程碑式跨越 .....	14
5、 上市公司重要公告 .....	15
5.1、 A 股教育上市公司重要公告 .....	15
5.2、 海外教育上市公司重要公告 .....	16
6、 业内动态 .....	16

## 1、教育行业跨市场表现回顾

### 1.1、A股教育行业表现回顾（0923~0927）

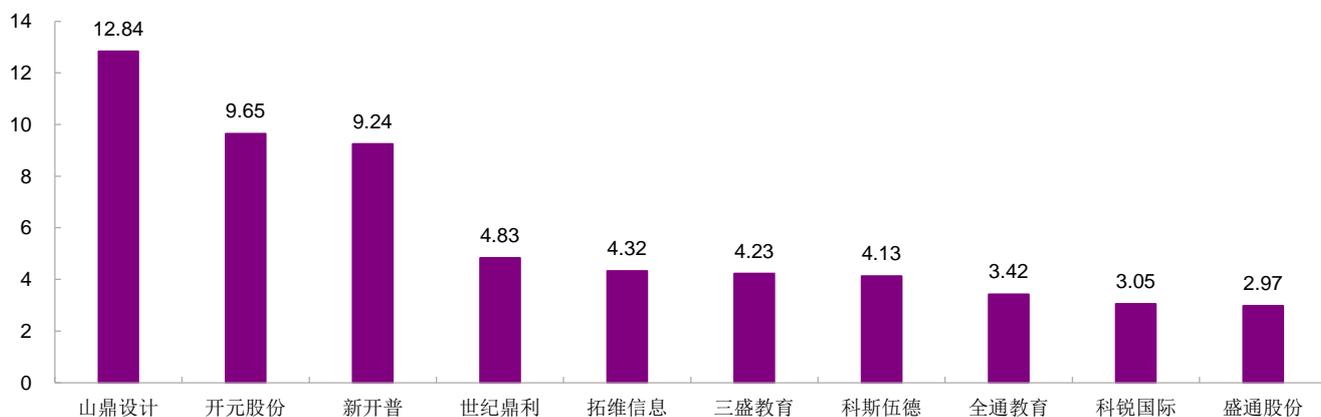
**市场回顾。**上周（2019年9月23日至2019年9月27日），A股教育行业22家重点公司中17家公司上涨，涨幅前三名为山鼎设计、开元股份、新开普，涨幅分别为+12.84%、+9.65%、+9.24%。

图 1：A股教育行业重点公司市值（单位：亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所注：数据为2019年9月27日市值

图 2：A股教育行业公司涨幅榜前10名（单位：%）



资料来源：Wind，光大证券研究所注：时间区间为2019年9月23日到2019年9月27日

表 1: A 股教育行业重点公司列表

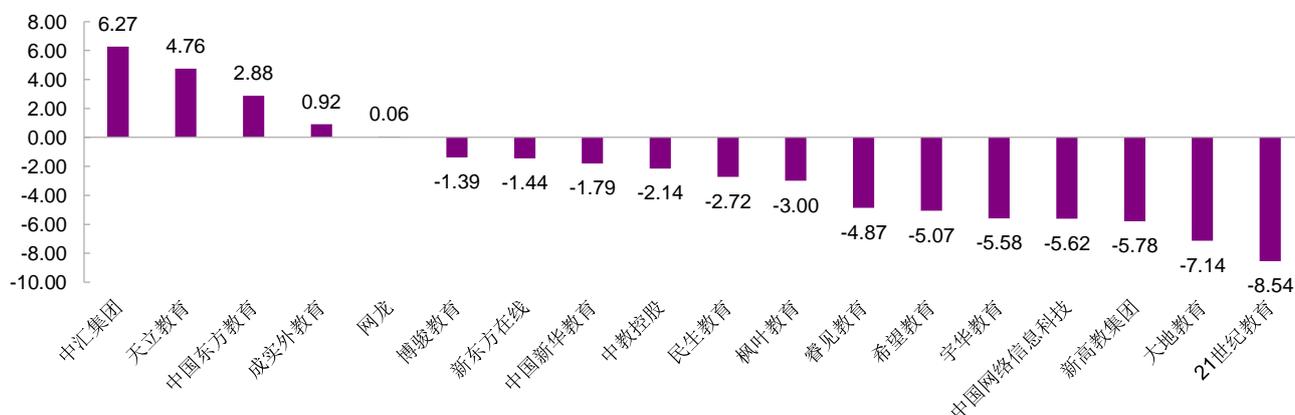
行业	公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (X)				
					2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
培训	中公教育	002607.SZ	965	15.65	1,153	1746	2539	3495	84	55	38	28
信息化	视源股份	002841.SZ	592	90.25	1,004	1617	2205	3102	59	37	27	19
培训	开元股份	300338.SZ	41	12.05	99	80	248	354	42	52	17	12
出版	盛通股份	002599.SZ	27	4.85	124	156	211	255	21	17	13	10
信息化	佳发教育	300559.SZ	78	29.10	124	976	1233	1538	63	8	6	5
信息化	三盛教育	300282.SZ	47	12.57	114	126	165	185	41	37	29	25
培训	美吉姆	002621.SZ	76	12.94	32	193	221	271	N/A	40	35	28
培训	山鼎设计	300492.SZ	37	45.00	27	33	41	45	N/A	N/A	N/A	N/A
学校	凯文教育	002659.SZ	37	7.51	-98	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
培训	科斯伍德	300192.SZ	25	10.34	28	N/A	N/A	N/A	90	N/A	N/A	N/A
信息化	新开普	300248.SZ	42	8.63	96	N/A	N/A	N/A	43	N/A	N/A	N/A
学校	威创股份	002308.SZ	43	4.77	158	N/A	N/A	N/A	27	N/A	N/A	N/A
培训	创业黑马	300688.SZ	25	26.62	13	43	61	78	N/A	N/A	N/A	N/A
培训	科锐国际	300662.SZ	57	31.44	118	154	198	252	48	37	29	22
培训	新南洋	600661.SH	56	19.53	-267	204	250	298	N/A	27	22	19
培训	松发股份	603268.SH	21	16.60	38	N/A	N/A	N/A	55	N/A	N/A	N/A
培训	东方时尚	603377.SH	100	16.99	223	235	255	279	45	42	39	36
学校	世纪鼎利	300050.SZ	33	6.08	57	N/A	N/A	N/A	58	N/A	N/A	N/A
信息化	全通教育	300359.SZ	38	6.05	-657	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
信息化	三爱富	600636.SH	47	10.59	543	205	259	312	9	23	18	15
平均									49	34	25	20

资料来源: Wind, 光大证券研究所注: (1) 股价为 2019 年 9 月 27 日收盘价; (2) 视源股份、文化长城、百洋股份、盛通股份、开元股份、三盛教育、三垒股份、中公教育、佳发安泰、凯文教育、科斯伍德、新开普业绩预测采用光大证券研究所的预测数据, 其它公司业绩预测采用 Wind 一致预期, 剔除非正常 PE

## 1.2、港股教育行业表现回顾 (0923~0927)

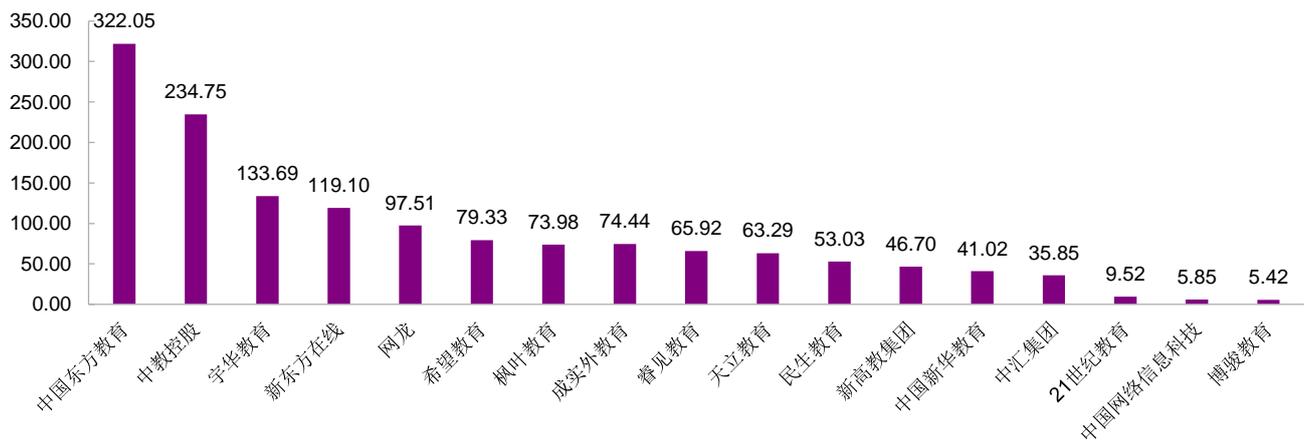
市场回顾。上周 (2019 年 9 月 23 日至 2019 年 9 月 27 日), 港股中概股教育行业 16 家公司中 5 家公司股价上涨。

图 3: 港股教育行业公司涨跌幅情况 (单位: %)



资料来源: Wind, 光大证券研究所注: 时间区间为 2019 年 9 月 23 日至 2019 年 9 月 27 日

图 4：港股教育行业公司市值（单位：亿港元）



资料来源：Wind，光大证券研究所数据为 2019 年 9 月 27 日市值

表 2：港股教育行业部分重点公司列表（单位：港元）

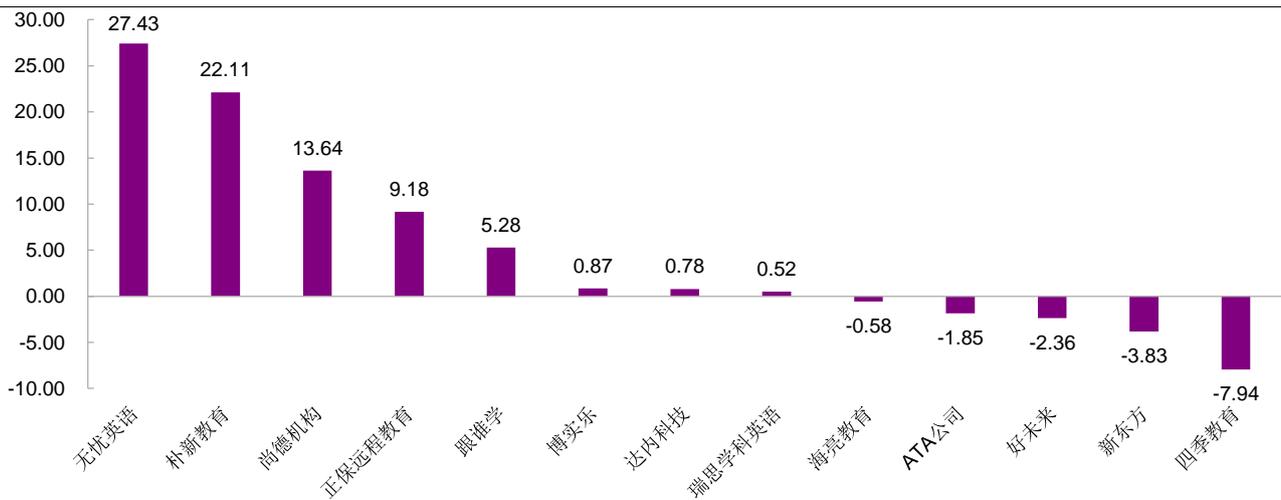
公司简称	股票代码	市值 (亿港元)	股价 (港元)	截止 月份	净利润 (百万港元)			PE (X)		
					2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
中国东方教育	0667.HK	312	14.30	12	510	931	1172	61	34	27
新东方在线	1797.HK	115	12.30	5	91	-40	-108	N/A	N/A	N/A
宇华教育	6169.HK	133	4.06	8	531	706	936	25	19	14
枫叶教育	1317.HK	78	2.59	8	543	674	841	14	12	9
睿见教育	6068.HK	68	3.32	8	310	422	534	22	16	13
天立教育	1773.HK	68	3.30	12	195	N/A	N/A	35	N/A	N/A
新高教集团	2001.HK	50	3.26	12	242	390	518	21	13	10
中教控股	0839.HK	221	10.96	12	N/A	739	933	N/A	30	24
民生教育	1569.HK	57	1.43	12	333	414	471	17	14	12
中国新华教育	2779.HK	44	2.74	12	256	315	435	17	14	10
希望教育	1765.HK	87	1.31	12	168	447	613	52	20	14
网龙	0777.HK	102	19.20	12	546	771	933	19	13	11
中国科培	1890.HK	77	3.86	12	342	438	512	23	18	15
<b>平均</b>								<b>24</b>	<b>17</b>	<b>13</b>

资料来源：Wind，光大证券研究所注：（1）股价为 2019 年 9 月 27 日收盘价；（2）公司盈利预测来自 Wind 一致预期；（3）月份指财年的截止月份，以宇华教育为例，2017 财年指 2016 年 9 月 1 日至 2017 年 8 月 31 日；（4）枫叶教育、宇华教育、睿见教育 2019 年净利润为财报数据

### 1.3、美股中概股教育行业表现回顾（0923~0927）

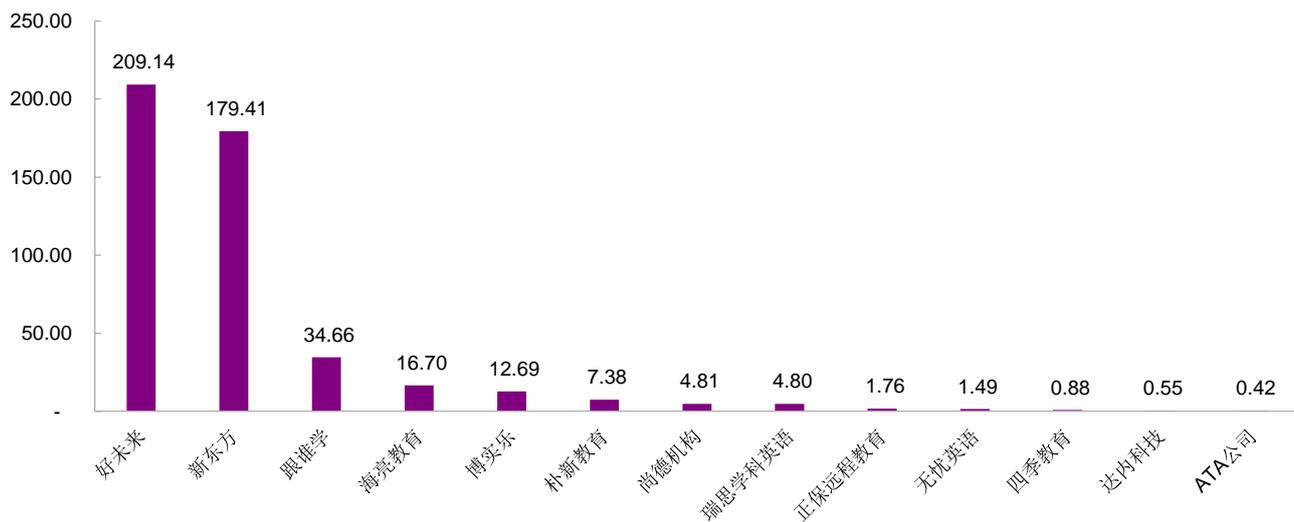
上周（2019 年 9 月 23 日至 2019 年 9 月 27 日），美股中概股教育行业 13 家公司中 8 家公司股价上涨。

图 5: 美股中概股教育行业公司涨跌幅情况 (单位: %)



资料来源: Wind, 光大证券研究所注: 时间区间为 2019 年 9 月 23 日至 2019 年 9 月 27 日

图 6: 美股中概股教育行业公司市值 (单位: 亿美元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所注: 数据为 2019 年 9 月 27 日市值

表 3: 美股教育行业重点公司列表 (单位: 美元)

公司简称	股票代码	市值 (亿美元)	股价 (美元)	截止月份	净利润 (百万美元)			PE (X)		
					FY18	FY19E	FY20E	FY18	FY19E	FY20E
新东方	EDU.N	172	108.87	5	296	238	467	58	72	37
好未来	TAL.N	206	34.76	2	198	367	300	104	56	69
精锐教育	ONE.N	12	7.25	8	36	29	44	32	40	26
达内科技	TEDU.O	1	1.29	12	-87	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
博实乐	BEDU.N	12	9.32	8	36	49	62	33	24	19
海亮教育	HLG.O	16	62.76	6	34	52	61	48	31	27
正保远程教育	DL.N	2	4.94	9	12	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
瑞思学科英语	REDU.O	4	7.78	12	21	17	21	21	26	21
尚德机构	STG.N	4	2.50	12	-135	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
朴新教育	NEW.N	8	9.50	12	-121	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
四季教育	FEDU.N	1	1.97	12	0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

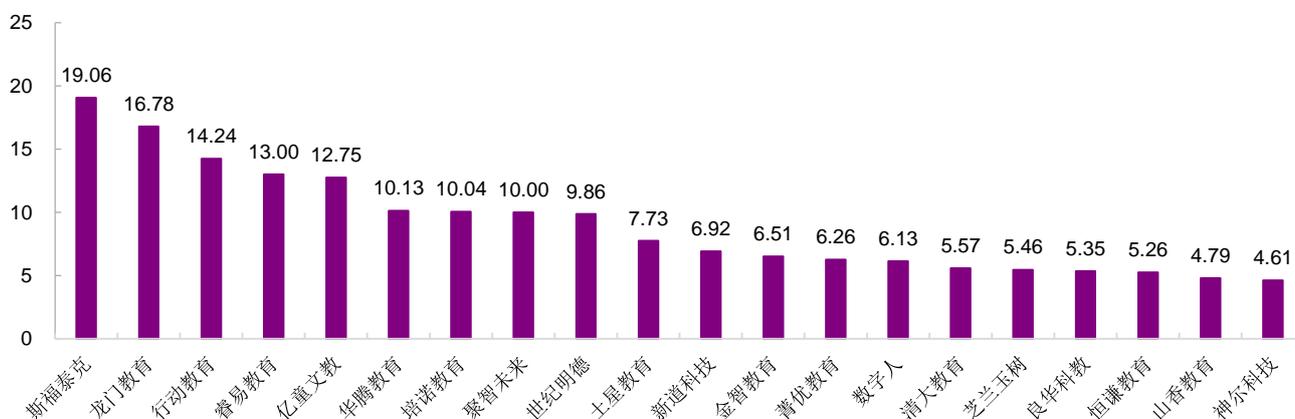
无忧英语	COE.N	1	7.20	12	-61	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
ATA 公司	ATAI.O	0	1.86	12	125	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
跟谁学	GSX.N	30	12.95	12	3	28	119	N/A	N/A	26
<b>平均</b>								<b>49</b>	<b>42</b>	<b>33</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所注: (1) 股价为 2019 年 9 月 27 日收盘价; (2) 公司业绩预测采用 Bloomberg 一致预期; (3) 月份指财年的截止月份, 以好未来为例, 2018 财年指 2017 年 3 月 1 日至 2018 年 2 月 28 日, 净利润数据为 non-gaap 数据, 美股公司为相应的财年数据。

### 1.4、新三板教育行业表现回顾 (0923~0927)

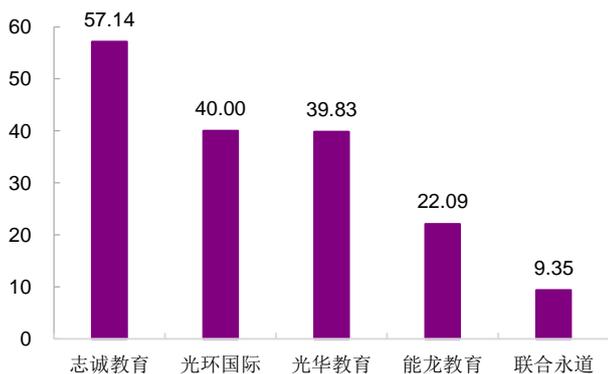
**新三板教育行业表现回顾。**新三板教育板块共有 210 家公司。上周(2019 年 9 月 23 日至 2019 年 9 月 27 日), 21 家公司构成的做市板块中有 4 家发生交易, 187 家公司构成的竞价板块中有 7 家发生交易。目前创新层板块共有 19 家公司, 基础层板块共有 188 家公司。

图 7: 新三板教育行业市值前 20 名 (单位: 亿元)



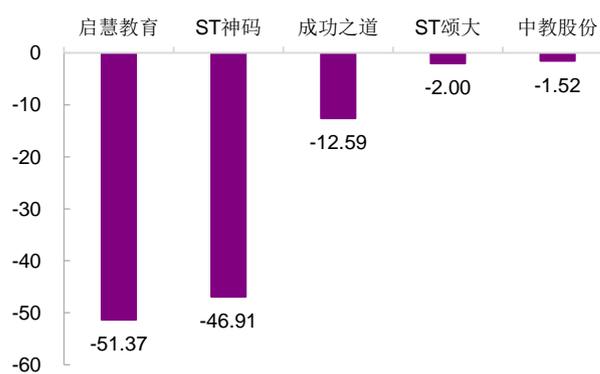
资料来源: Wind, 光大证券研究所注: 数据为 2019 年 9 月 27 日市值

图 8: 新三板教育行业涨幅前 5 名 (单位: %)



资料来源: Wind, 光大证券研究所注: 时间区间为 2019 年 9 月 23 日至 2019 年 9 月 27 日

图 9: 新三板教育行业跌幅前 5 名 (单位: %)



资料来源: Wind, 光大证券研究所注: 时间区间为 2019 年 9 月 23 日至 2019 年 9 月 27 日

### 1.5、一级市场教育行业融资总结 (0923~0927)

上周(2019 年 9 月 23 日至 2019 年 9 月 27 日), 4 家一级市场教育公司宣布获得融资。(1) 9 月 23 日, 贝达英语获得千万元的 angel 轮融资, 因爱科技获得 B 轮融资。(2) 9 月 24 日, Lirica 获得 100 万美元的种子轮融资。(3) 9 月 27 日, 极客晨星宣布获得近亿元 A+轮融资。

表 4：上周一级市场教育企业融资情况

公司名称	融资时间	融资金额	融资阶段	投资方	公司简介
贝达英语	9月23日	千万元	天使轮	贝尔科教	在线少儿英语培训机构
因爱科技	9月23日	B轮	未透露	红杉资本, 纪源资本	轻量级的互联网家园共育平台
Lirica	9月24日	100 万美元	种子轮	Veridian Ventures, 索尼音乐	一款英国语言学习音乐播放器, 主要功能是帮助学生边听歌曲边学习语言
极客晨星	9月27日	近亿元	A+轮	海纳亚洲创投基金	儿童编程教育机构

资料来源：Wind，光大证券研究所

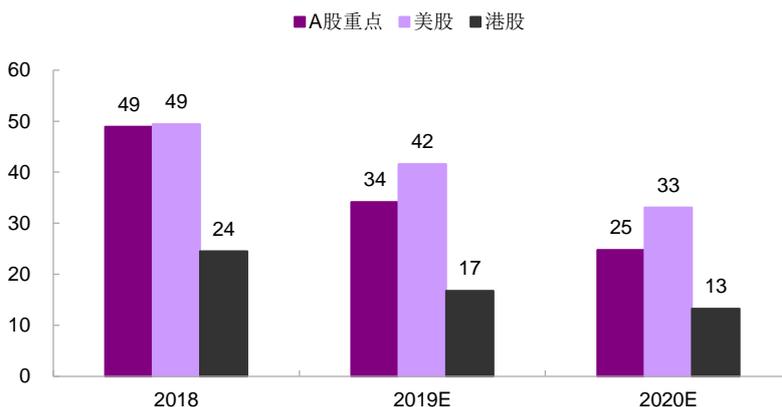
## 2、教育行业评级分析和投资策略

### 2.1、估值分析

估值梳理。截至 2019 年 9 月 27 日，各市场估值情况如下：

- 1、A 股教育：重点公司 2019/2020 年 PE 为 34X/25X；
- 2、港股教育：重点公司 2019/2020 年 PE 为 17X/13X；
- 3、美股教育：重点公司 FY2019/FY2020 年 PE 为 42X/33X。

图 10：教育行业估值比较



资料来源：Wind，光大证券研究所注：（1）股价为 2019 年 9 月 27 日收盘价；（2）采用 Wind 一致预期

### 2.2、投资建议

**教育行业投资建议：五条主线配置，核心推荐中公教育、中国东方教育、新东方在线、视源股份、开元股份。**

（1）成人职业教育培训：核心推荐龙头公司中公教育和中国东方教育、开元股份；

（2）教育信息化：核心推荐中小学信息化龙头公司视源股份；建议关注新开普、科大讯飞、佳发教育、拓维信息、立思辰、三盛教育、三爱富等公司。

（3）高校：考虑到该板块流动性较低，建议对低估值的高教标的均可配置，重点关注：宇华教育、希望教育等。满员稳定、学费随着 CPI 增长的成熟高校（完税后）的合理估值在 15-20xPE 之间。考虑港股高校的内生增

长空间及外延并购的可能性，我们预计短期高教标的均有望恢复至 19 年 20xPE。

(4) 早教和素质教育培训：建议关注美吉姆、盛通股份。

(5) 在线教育：核心推荐新东方在线。

### 3、风险因素

**行业风险：**(1) 政府教育政策的变化带来负面影响。(2) 极端事件风险。(3) 市场竞争加剧的风险。(4) 宏观经济波动风险。

**公司风险：**(1) 知识产权受到侵害的风险。(2) 核心技术及人员流失的风险。(3) 新产品研发和推广风险。(4) 收入季节性波动风险。(5) 盈利能力无法持续增长风险。

### 4、上周重要报告

#### 4.1、VIPKID 获腾讯 1.5 亿美元投资，K12 在线教育领域竞争持续 —— 教育行业跨市场周报（第 91 期）

外发时间：9 月 23 日

◆**教育行业市场回顾和估值情况。**A 股教育指数本周下跌-0.38%，跑赢沪深 300 (vs-0.92%)，跑输创业板指 (vs-0.32%)。A 股周涨幅前三名的公司是：东方时尚 (+17.66%)、新南洋 (+8.04%)、山鼎设计 (+7.73%)。

◆**重要事件：VIPKID 敲定腾讯 1.5 亿美元投资，K12 在线教育领域竞争持续。**腾讯确认将向 VIPKID 投资 1.5 亿美元，估值 45 亿美元。VIPKID 的老股东创新工场此前已经部分退出，作为大股东之一的红杉资本，在新一轮中没有跟投。在线少儿英语领域，从 2013-2018 五年间，仅头部四家企业 VIPKID、ItutorGroup、DaDa、51Talk 的融资金额就超过 16 亿美元。目前市场环境正在发生快速变化，白热化的竞争环境不仅仅发生在线少儿英语，更是蔓延到 K12 课外培训。

**学而思、猿辅导、作业帮在微信朋友圈、抖音、今日头条等众多渠道铺开广告。**根据 36Kr 数据：三家在线教育平台平均日投放广告超过 1000 万元。暑期招生期间，十家在线教育公司的广告投放总额达到 30-40 亿元，学而思网校、猿辅导、作业帮暑期招生规模均突破 100 万人次。学而思网校春季续班率超过 90%，猿辅导超过 80%。目前行业的平均推广转化率可能约 10%~20%。

**收入方面，新东方在线 (H) FY19 收入 9.2 亿元 RMB，学而思网校收入约 24 亿元 RMB。**两家公司的续班率都稳定在 60~80%。FY19 新东方在线付费学生人数达到 194 万人次，学而思网校 240 万人次。学而思网校的直播课为大班直播，不受上课人数的限制；新东方在线主要选择小班直播形式，每次直播授课学生人数在 20~30 人。跟谁学 (N) 主打名师模式，直播方式提供线上大班课程。FY19H1 收入 6.2 亿元人民币，净利润 5027 万元，学生人数超过 77 万人次。猿辅导主要提供 30 人在线小班课，18 年收入约 15 亿元。

教育培训行业有着极强的试错成本和马太效应，线下培训龙头机构的复合增长速度常年高于行业平均增速。由于在线教育行业的互联网属性，资本、教研、运营等竞争要素的影响，在线教育行业也存在强者恒强的可能性。随着在线培训政策监管的趋严，大部分培训机构短期均受影响，中小机构受冲击较大，部分培训需求或由线下转向线上。考虑到线下培训龙头在资本、教研、运营、渠道、品牌的优势，我们认为全国线下培训龙头的在线教育公司有望实现更加快速的发展。

◆**教育行业投资建议：五条主线配置，建议关注中公教育、中国东方教育、新东方在线、视源股份、开元股份。**

建议关注：(1)成人职业培训：中公教育、中国东方教育(H)、开元股份；(2)教育信息化：中小学信息化龙头视源股份、鸿合科技、新开普、科大讯飞、佳发教育、拓维信息、三盛教育等。(3)高校：宇华教育(H)、希望教育(H)等。(4)早教和素质教育培训：美吉姆、盛通股份。(5)在线教育：新东方在线、跟谁学(N)。

◆**风险因素。**政策风险、市场竞争加剧风险。

## 4.2、海亮教育 FY19 业绩靓丽，服务学生超过 6 万人次——跨市场教育行业观察之九

外发时间：9 月 25 日

◆**事件：**海亮教育(HLG)发布 2019 财年财务业绩报告(2018 年 7 月 1 日—2019 年 6 月 30 日),2019 财年营收 14.99 亿元 RMB(下同)(+28.2%)，净利润 3.16 亿元(+36.8%)。

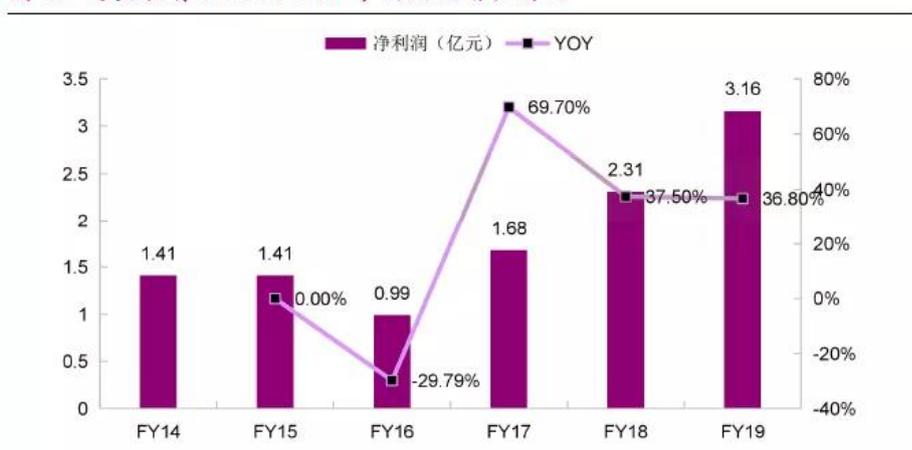
◆**点评：2016-2019 财年营收与净利润持续增长。**2019 财年海亮教育实现营业收入 14.99 亿元，同比增长 28.2%，收入增长主要因为学校数量和学生人数的增长、学费水平的提升和多元化的增值服务。毛利润为 4.72 亿元，同比增长 29.4%。净利润为 3.16 亿元，同比增长 36.8%。截至 2019 年 6 月 30 日，海亮教育为 36 所学校、共计 61,109 名学生提供教育和管理服务。其中公司自主举办 9 所学校(在校学生 22,819 人)，向 27 所学校提供管理服务(在校学生 38,290 人)。

图 1：海亮教育 FY14-FY19 收入及增长情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

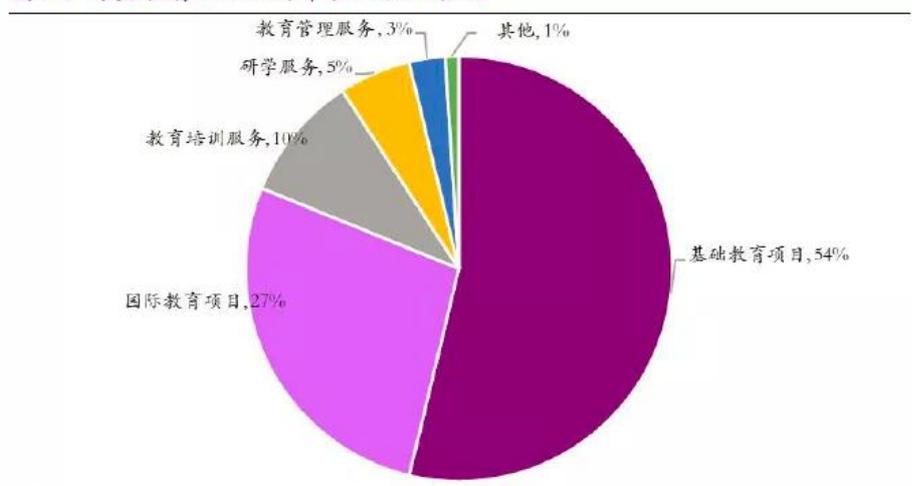
图 2：海亮教育 FY14-FY19 净利润及增长情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

◆ 坚定加快轻资产战略，专注于为学生提供优质的教育服务。通过自主举办或向公立或民办学校提供教育管理服务，海亮教育已从 2018 财年的 23 所学校扩张到 2019 财年的 36 所学校。截至 2019 年 6 月 30 日，海亮教育自主举办 9 所学校，运营管理 27 所学校，学生总数已达到 61,109 人，其中自主举办学校的学生总人数达 22,819 人。此外，国际教育项目仍保持显著增长态势，学生人数从 2018 年 6 月 30 日的 3,860 人增长至 2019 年 6 月 30 日的 4,553 人。

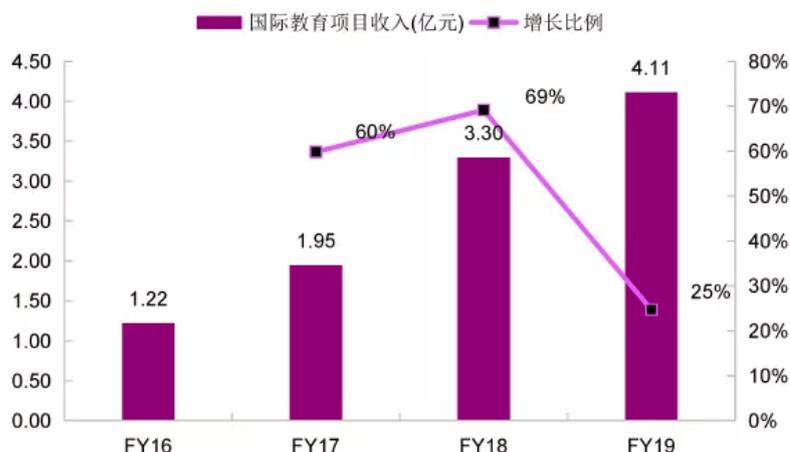
图 3：海亮教育 2019 财年营业收入占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所

◆ 国际教育项目保持显著增长态势。2019 财年的国际教育项目收入为人民币 4.113 亿元，较去年同期的人民币 3.298 亿元增长人民币 8,150 万元，增幅为 24.7%，这主要得益于国际教育项目学生数量和生均学费的共同增长。

图 4：海亮教育 FY16-19 国际教育项目营收变化



资料来源：公司公告，光大证券研究所

◆**盈利能力不断增强，净利润率提升 2.7pcts。**2019 财年毛利率增加 0.3pcts 至 31.5%，净利率增加 2.7pcts 至 26.7%。营业费用为人民币 9,770 万元，较去年同期增长 11.1%；销售费用为人民币 2,500 万元，较去年同期小幅增长，增幅为 2.0%；管理费用为人民币 7,270 万元，较去年同期的增幅为 14.7%。管理费用的增加主要源于行政人员薪酬水平上升带来的职工成本的增加。

◆**投资建议。**海亮教育是华东地区优质的民办教育集团，自主举办学校业务、管理服务、教育培训、研学留学等业务增速良好。根据 Bloomberg 一致预期，FY20 年净利润 6100 万美元，当前市值约 16.5 亿美元，对应 FY20 PE 为 27x，建议积极关注。

表 1：港股教育行业部分重点公司列表（单位：港元）

公司简称	股票代码	市值 (亿港元)	股价 (港元)	截止 月份	净利润 (百万港元)			PE (X)		
					2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
中国东方教育	0667.HK	320	14.66	12	510	931	1172	63	34	27
新东方在线	1797.HK	126	13.46	8	91	-40	-108	N/A	N/A	N/A
中教控股	0839.HK	221	10.96	12	531	706	936	42	31	24
成实外教育	1565.HK	71	2.31	12	543	674	841	13	11	8
枫叶教育	1317.HK	76	2.53	8	310	422	534	24	18	14
宇华教育	6169.HK	140	4.26	8	195	N/A	N/A	72	N/A	N/A
希望教育	1765.HK	82	1.23	12	242	390	518	34	21	16
睿见教育	6068.HK	66	3.23	8	N/A	739	933	N/A	9	7
网龙	0777.HK	99	18.74	12	333	414	471	30	24	21
新高教集团	2001.HK	50	3.24	12	256	315	435	20	16	11
民生教育	1569.HK	55	1.36	12	168	447	613	33	12	9
中国新华教育	2779.HK	42	2.64	12	546	771	933	8	6	5
天立教育	1773.HK	63	3.02	12	342	438	512	18	14	12
博骏教育	1758.HK	6	0.69	12	229	447	577	2	1	1
21 世纪教育	1598.HK	9	0.74	12	200	417	544	N/A	N/A	N/A
中国网络信息科技	8055.HK	6	0.16	12	171	387	512	2	1	1
大地教育	8417.HK	1	0.03	12	142	356	479	0	0	0
平均								29	16	13

资料来源：Wind，光大证券研究所注：(1) 股价为 2019 年 9 月 20 日收盘价；(2) 公司盈利预测来自 Wind 一致预期；(3) 月份指财年的截止月份，以宇华教育为例，2017 财年指 2016 年 9 月 1 日至 2017 年 8 月 31 日；(4) 枫叶教育、宇华教育、睿见教育 2019 年净利润为财报数据

表 2: 美股教育行业重点公司列表 (单位: 美元)

公司简称	股票代码	市值 (亿美元)	股价 (美元)	截止 月份	净利润 (百万美元)			PE (X)		
					FY18	FY19E	FY20E	FY18	FY19E	FY20E
新东方	EDU.N	177	111.39	5	296	238	467	60	74	38
好未来	TAL.N	215	36.29	2	198	367	300	108	59	72
达内科技	TEDU.O	1	1.15	12	-87	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
博实乐	BEDU.N	12	9.55	8	36	49	62	34	25	20
海亮教育	HLG.O	16	63.74	6	34	43	61	49	38	27
正保远程教育	DLN	2	5.23	9	12	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
瑞思学科英语	REDU.O	5	8.80	12	21	17	21	24	29	24
尚德机构	STG.N	5	2.68	12	-135	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
朴新教育	NEW.N	8	9.38	12	-121	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
四季教育	FEDU.N	1	1.78	12	0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
无忧英语	COE.N	2	7.35	12	-61	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
ATA 公司	ATAI.O	0	1.80	12	125	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
平均								51	43	34

资料来源: Wind, 光大证券研究所注: (1) 股价为 2019 年 9 月 20 日收盘价; (2) 公司业绩预测采用 Bloomberg 一致预期; (3) 月份指财年的截止月份, 以好未来为例, 2018 财年指 2017 年 3 月 1 日至 2018 年 2 月 28 日, 净利润数据为 non-gaap 数据, 美股公司为相应的财年数据。

◆**风险因素。**政策风险。民促法对民办教育行业的影响。

### 4.3、中教控股点评: 收购澳大利亚国王学院 100% 股权, 首次布局国际高等教育市场

外发时间: 9 月 25 日

◆**事件:** 2019 年 9 月 23 日, 中教控股公告以 1.34 亿澳元收购澳大利亚国王学院 100% 股权, 预计交易将于 2019 年 10 月完成。

◆**中教控股收购国王学院, 完成国际高等教育市场的首次布局。**截至 2019 年 9 月, 中教控股在江西、广东、河南、重庆等地运营 9 所学校, 在校人数合计约 17.8 万人。公司拥有提供国际教育课程的丰富经验, 目前已与美国、英国、澳大利亚及韩国等地超过 70 家海外大学合办交流计划及联合教育课程。此次收购澳大利亚国王学院是中教控股在国际高等教育市场上的首次布局, 是集团国际化进程中重要战略举措。

◆**中澳留学市场供需匹配, 选择澳大利亚市场有利于集团国际化战略快速落地。**澳大利亚是全球最受欢迎且增长迅速的国际学生市场之一, 留学生占该国 2018 年全部高等教育学生人数的 30%, 是全球比例最高的国家之一。中澳两国留学市场的供需极为匹配, 中教控股选择澳大利亚的高等院校有利于其国际化战略的快速落地。

◆**国王学院是澳大利亚一家高速增长的高等教育学府。**国王学院是澳大利亚一所高等教育机构, 为全球近 100 个国家、超过 2400 名学生提供会计、商业、信息技术等专业的硕士及学士学位课程, 是中国教育部认可的海外学院之一。收购前获澳大利亚政府批准增加招生指标至 3,225 人, 较当前人数有 31% 增长空间, 预计未来可再进一步增加 31% 至 4,225 人。学费 (以专业会计硕士为例) 年约 13 万元人民币。国王学院拥有三个校区, 均位于悉尼核心商业区。2018 年 6 月 30 日至 2019 年 6 月 30 日, 国王学院未审计 EBITDA 为 1418 万澳元 (+20.67%), EBITDA 率达 37.5%, 税后纯利 885 澳元 (+23.14%)。收购价格对应 FY19 EV/EBITDA 9.4 倍, 价格较为合理。

◆**盈利预测:** 考虑国王学院并表后将提高中教控股收入 13%, EBITDA 8.4%。暂时不考虑国王学院的并表, 我们维持 FY19-21 年收入预测分别为 18.75/23.35/25.22 亿元, 调整后净利润预测分别为 7.93/9.33/10.91 亿元。

公司目前股价对应 2019 财年 25x PE，考虑到公司外延并购有序推进，本次收购完成后，在校生人数将突破 18 万人，维持“买入”评级。

◆风险提示：教学质量下滑、教育政策变动、外延扩张策略不达预期。

#### 4.4、深度点评：恒企江勇任上市公司董事长，公司治理实现里程碑式跨越

外发时间：9 月 25 日

◆事件：2019 年 9 月 25 日，开元股份召开第三届董事会第三十五次会议决议并公告以下事项：

- 1、恒企教育创始人、董事长兼总裁江勇先生担任上市公司董事长。
- 2、中大英才创始人、董事长赵君先生担任上市公司总经理。
- 3、上市公司原董事长罗旭东先生辞去上市公司董事、董事长职务。
- 4、恒企教育财务总监丁福林先生担任上市公司财务总监。
- 5、与湖南名校雅礼中学合作，成立合资公司利用闲置老产业园区筹办普通高中学校。
- 6、拟设立 10 亿元产业投资基金布局教育产业链。
- 7、设立控股孙公司广州启课程教育科技有限公司作为恒企教育涉足智能教育在高校运作的平台，正式运作高校项目，构建“高校业务”新赛道。

点评：

##### 1、恒企江勇任董事长、中大赵君任总经理并溢价增持是公司治理结构改善的里程碑式事件

开元股份公司治理结构已经实现全面优化，恒企江勇担任上市公司董事长，教育业务高管全面负责上市公司运营。上市公司原董事长罗旭东先生辞去上市公司董事长职务后，恒企教育创始人兼董事长江勇先生担任上市公司董事长、中大英才创始人兼董事长赵君先生担任上市公司总经理、恒企教育财务总监丁福林先生担任上市公司财务总监。

赵君先生前期溢价增持，增持价和增持金额均超预期，彰显教育业务高管信心。(1) 增持价超预期：前期二级市场股价约 9.0 元，增持价 12.0 元溢价 33%；(2) 增持金额超预期：赵君先生耗资约 2.20 亿元增持开元股份股票，原计划约 1.15 亿元。开元股份于 2019 年 6 月 3 日公告：开元股份以 1.44 亿元现金收购中大英才 30% 股权。中大英才创始人赵君承诺在取得标的资产转让款项后 6 个月内通过市场集合竞价、大宗交易或协议转让等方式增持开元股份股票，增持总金额不低于 1.152 亿元。本次约 2.20 亿元的增持金额超出之前约 1.152 亿元的承诺增持金额。

教育业务高管持股比例已高度接近上市公司创始人罗氏家族，公司治理结构改善迈出实质性的步伐。2019 年 5 月 10 日，开元股份创始人罗氏家族合计持股比例约 29.24%；教育业务创始团队作为上市公司业绩的核心贡献方，持股比例约 18.25%。本次增持中，赵君持股比例从 1.87% 提高至 7.19%，提高近 5.32pcts。本次赵君增持完成之后，罗氏家族合计持股比例约 24.24%；教育业务高管合计持股比例约 23.57%，双方股权比例仅相差不到 1.0%。随着教育业务高管与上市公司利益逐步绑定，我们认为开元（恒企+中大）有

望重回快速增长趋势。2019H1 职业教育培训业务 7.52 亿元，同比增长 48%，超预期的业绩表现是公司治理结构清晰的重要标志。

图 1：赵君及其控制的新余中大瑞泽投资合伙企业增持前后持股情况

具体增持情况如下：

股东名称	日期	增持方式	增持均价 (元/股)	增持股数 (股)	占总股本比例
赵君	2019/9/4	协议转让	12.00	17,300,000	5.01%
赵君	2019/8/22	集中竞价	8.94	28,800	0.01%
赵君	2019/6/23	集中竞价	8.805	205,800	0.06%
中大瑞泽	2019/7/18-2019/7/19	集中竞价	9.62	1,053,151	0.31%
合计				18,587,751	5.39%

增持前后持股情况如下：

股东姓名	本次权益变动前		本次权益变动后	
	持有公司股份数量 (股)	持有公司股份比例 (%)	持有公司股份数量 (股)	持有公司股份比例 (%)
赵君	234,600	0.07%	17,534,600	5.08%
中大瑞泽	6,224,350	1.80%	7,277,501	2.11%
合计	6,458,950	1.87%	24,812,101	7.19%

备注：赵君持有樟树市中大睿远投资管理中心(有限合伙)99%合伙份额，为其实际控制人。樟树市中大睿远投资管理中心(有限合伙)持有中大瑞泽99%合伙份额，因此赵君通过中大瑞泽间接持有公司股份 7,277,501 股。

股东名称	交易方式	股份性质	本次权益变动前		本次权益变动后	
			持有公司股份数量 (股)	持有公司股份比例 (%)	持有公司股份数量 (股)	持有公司股份比例 (%)
罗建文	协议转让	无限售流通股	53,992,722	15.64%	45,602,722	13.28%
罗旭东	协议转让	无限售流通股	35,657,976	10.33%	26,747,976	7.79%
赵君	协议转让	无限售流通股	234,600	0.07%	17,534,600	5.11%

资料来源：Wind，光大证券研究所

## 5、上市公司重要公告

### 5.1、A 股教育上市公司重要公告

#### 开元股份 (300338.SZ)：公司高层变动 (09/28)

2019 年 9 月 25 日，开元股份召开第三届董事会第三十五次会议决议并公告：

(1) 恒企教育创始人、董事长兼总裁江勇先生担任上市公司董事长。(2) 中大英才创始人、董事长赵君先生担任上市公司总经理。(3) 上市公司原董事长罗旭东先生辞去上市公司董事、董事长职务。(4) 恒企教育财务总监丁福林先生担任上市公司财务总监。(5) 与湖南名校雅礼中学合作，成立合资公司利用闲置老产业园区筹办普通高中学校。(6) 拟设立 10 亿元产业投资基金布局教育产业链。(7) 设立控股孙公司广州启课程教育科技有限公司作为恒企教育涉足智能教育在高校运作的平台，正式运作高校项目，构建“高校业务”新赛道。

#### 全通教育 (300359.SZ)：收购公告 (09/28)

9 月 23 日，全通教育披露重大资产重组进展表示，收购巴九灵 96% 股权一事因核心条款等尚未达成最终共识，可能导致交易各方撤销、中止本次重组方案。9 月 28 日，全通教育发布公告称，受宏观经济环境、上市公司及标的资产经营情况、重组政策变化以及股票二级市场价格波动等因素影响，交易双方未能就本次重组方案所涉交易定价、业绩承诺与补偿安排等要素达成最终共识，公司决定终止筹划上述重大资产重组。

## 5.2、海外教育上市公司重要公告

### 海亮教育 (HLG.O)：公布 2019 财年财报 (09/23)

9月23日,海亮教育公布了截至2019年6月30日的2019财年财报。2018年6月30日至2019年6月30日,海亮教育实现营业收入14.99亿元,同比增长28.19%;毛利润4.72亿元,同比增长29.4%;毛利率为31.5%,提升0.3pct;净利润3.19亿元,同比增长36.8%。

### 中教控股 (0839.HK)：收购公告 (09/24)

2019年9月23日,中教控股公告以1.34亿澳元收购澳大利亚国王学院100%股权,预计交易将于2019年10月完成。截至2019年9月,中教控股在江西、广东、河南、重庆等地运营9所学校,在校人数合计约17.8万人。公司拥有提供国际教育课程的丰富经验,目前已与美国、英国、澳大利亚及韩国等地超过70家海外大学合办交流计划及联合教育课程。此次收购澳大利亚国王学院是中教控股在国际高等教育市场上的首次布局,是集团国际化进程中重要战略举措。

### 民生教育 (1569.HK)：公布 2019 财年中报及招生情况 (09/25)

9月24日,民生教育披露截至2019年9月23日的在校生总人数情况。公告显示,2019/2020学年民生教育新生报到总人数为29777人,同比增长48.1%;在校生人数为81551人,同比增长24.5%。9月25日,民生教育公布2019财年中报,实现收入5.36亿元,同比增长68.27%;净利润2.07亿元,同比下降4.95%。

## 6、业内动态

### 三盛教育溢价 10 倍收购中育贝拉收深交所问询函 (鲸媒体, 09/23)

9月22日消息,三盛教育于因以1.23亿元现金收购北京中育贝拉国际教育科技有限公司(下称“中育贝拉”)51%股权,收到深交所问询函。深交所要求三盛教育披露说明其他应收款、其他流动资产、长期待摊费用的具体明细以及营业成本的主要构成,并结合同行业公司情况说明其资产结构及毛利率是否合理。

### 喜马拉雅联合易现科技共同发起 AR 教育联盟 (鲸媒体, 09/23)

9月23日,近日在首届戛纳国际创意节AR峰会上,喜马拉雅、易现先进科技(网易AR)、贝玛教育、ahaschool共同发起成立增强现实(AR)教育联盟。

### 澳洲成峰高教拟收购澳洲英语教育服务公司 85% 股权 (鲸媒体, 09/23)

9月23日,澳洲成峰高教公布,于2019年9月20日,澳洲成峰的全资附属公司Top Education Development Pty Ltd(TEDPL)与独立第三方Shichao

Niu 的卖方订立了《股份买卖契据》。根据《股份买卖契据》，TEDPL 已有条件地同意购买 Scots English College Pty Ltd 85% 股权，基础购买价为现金 3,622,360 澳元(约相等于 1927 万港元)，惟须按成交调整而定。

#### 全国校外线上培训管理服务平台已上线，设白、灰、黑名单(鲸媒体，09/24)

据悉，全国校外线上培训管理服务平台已上线使用，学科类校外线上培训机构将通过该平台进行备案。该平台的“帮助中心”页面已上线了“审查操作教程”、“Q&A”、“用户手册”等功能，辅助机构进行备案审查。

#### 思考乐(拟 5800 万建立综合培训中心(鲸媒体，09/25)

9 月 25 日，思考乐教育发布公告，为加强吸引、培养和挽留优秀人才，集团打算建立一个综合培训中心，以向高级管理层、教师和其他工作人员提供强大而专业的培训课程。展望未来，董事会相信该培训中心将在支持集团的快速发展方面具有重大战略意义。集团欣然宣布，集团已找到一个合适建立有关培训中心的场所。

#### 学而思网校独家冠名《同一堂课》，深入布局大语文赛道(鲸媒体，09/27)

9 月 26 日中国经济网消息，由好未来旗下在线教育品牌学而思网校独家冠名的浙江卫视《同一堂课》节目第二季在上海正式发布。节目以“同一个国家，同一堂课”为初心，秉持“学而有思，文化自信；同一堂课，塑造品格”的宗旨，致力于打造全球华人共享的优质语文课堂。体坛名将孙杨、影视名人惠英红以“老师”身份亮相发布会。

#### 教育部批准设立香港科技大学(广州)，今日正式动工(鲸媒体，09/27)

据中国新闻网消息，9 月 26 日，中国(广东)自贸区南沙片区庆盛枢纽地块西北角，面积约 1.13 平方公里的香港科技大学(广东)项目正式动工，此项目为广州南沙粤港澳全面合作示范区的重点建设项目。

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼