

教育行业周报：K12 双巨头发布最新财报，核桃 第 22 期 (2019.10.14-2019.10.27)
编程完成 B 轮 5000 万美元融资

2019.10.27

	黄莞 (分析师)	田鹏 (分析师)	史玲林 (研究助理)
电话:	020-88832319	020-88836115	
邮箱:	huangguan@gzgzhs.com.cn	tian.peng@gzgzhs.com.cn	shi.linglin@gzgzhs.com.cn
执业编号:	A1310517050001	A1310519080001	A1310118080004

本期观点

本期最受关注是 K12 双巨头发布最新财报，其中新东方 FY2020Q2 实现净收入 10.72 亿美元 (+24.60%)，GAAP 归母净利润 2.09 亿美元 (+69.60%)，Non-GAAP 归母净利润 2.30 亿美元 (+25.00%)，线下利用率提升驱动盈利高增长；好未来 FY2020Q1 实现营收 9.37 亿美元 (+33.85%)，归属于好未来的净亏损为 1440.00 万美元，Non-GAAP 归母净利润 1450 万美元 (-84.80%)，单季度亏损主要受销售费用大幅提升及股权投资公允价值变动损失所致。2018 年以来对 K12 课外教培行业的监管政策频出，专项治理逐步推进，2019 年迈入常态化监管阶段，监管从线下延伸至线上。我们认为短期内将阶段性上升行业整体经营成本，长期来看整顿趋势的延续有助于市场更加规范发展。成长性与结构性的双重机会下，我们看好具备核心竞争力且能够实现标准化低成本扩张、线上转型逻辑已验证且保持高速增长 K12 教培龙头好未来及新东方。

公司要闻

- (1) 好未来：FY2020Q2 营收同增 33.86%，净亏损 1440 万美元。
- (2) 新东方：K12 高增长促 20Q1 营收+52%，利润率有望进一步提升。
- (3) 中公教育：预计前三季度净利同比增长超 70%，业绩维持高增长。
- (4) 科斯伍德：三季报预告高增长，龙门教育前三季度预告同增 50%。
- (5) 网易有道：正式在美上市，2019H1 实现营收 5.49 亿元。
- (6) 对啊网：获新浪微博基金 2 亿元战略投资。
- (7) 国家发改委等：发布《支持社会力量发展普惠托育服务专项行动实施方案（试行）》。
- (8) 核桃编程：完成 B 轮 5000 万美元融资，高瓴资本、华兴资本领投。
- (9) 国家卫健委：发布《托育机构设置标准（试行）》和《托育机构管理规范（试行）》。

本期市场数据回顾

- (1) 海外市场：上周海外市场 40 家重点公司中，18 家上涨。港股 23 家重点公司思考乐教育上周涨幅最大，上涨 17.22%；美股 17 家重点公司中好未来上周涨幅最大，上涨 10.63%。
- (2) 主板市场：上周主板市场 26 家重点公司中，15 家上涨，涨幅前 3 名为文化长城、紫光学大、百洋股份，涨幅分别为 30.55%、9.99%、7.99%。
- (3) 一级市场：本期教育行业一级市场共统计到 10 起投融资事件，其中核桃编程完成 5000 万美元 B 轮融资。

本期重点报告：

1. 【深度解读】国家卫健委发布，托育全国性标准出炉！-20191016
2. 大语文专题：乘“学科素质化”之东风，孕育千亿市场新机遇-20191015
3. 【深度解读】首部促进在线教育发展意见出台！-20190930



目录

1. 海外关注.....	4
2. 主板关注.....	6
3. 三板关注.....	8
4. 行业动态.....	8



图表目录

图表 1. 海外新闻关注	4
图表 2. 一张表看海外市场（港股）	5
图表 3. 一张表看海外市场（美股）	5
图表 4. 主板事件点评	6
图表 5. 一张表看主板市场	7
图表 6. 行业动态关注	8
图表 7. 本期教育行业一级市场共统计到 10 起投融资事件	11

1. 海外关注

- (1) 好未来: FY2020Q2 营收同增 33.86%，净亏损 1440 万美元。
 (2) 新东方: K12 高增长促 20Q1 营收+52%，利润率有望进一步提升。

图表1. 海外新闻关注

10月24日	好未来: FY2020Q2 营收同增 33.86%，净亏损 1440 万美元
事件	10月24日,好未来发布FY2020Q2 未经审计财务报告。FY2020Q2(2019/6/1 -2019/8/31) 公司实现净收入 9.37 亿美元 (+33.86%) ; 营业利润 6990 万美元 (-13.50%) ; 归属于好未来的净亏损为 1440 万美元 (-118.70%) 。
点评	<p>转型线上线下多元业态有机中高速增长, 营收+49.44%/营业利润+63.75%。 (1) 收入方面, FY2020Q2 公司实现营收 9.37 亿美元 (+33.86%) , 实现超预期增长 (此前电话会议营收增速指引 28%-31%) 。FY2020Q2 长期正价课总招生人数 341.31 万人 (+54.50%) , 在线课程学员增速有所回升, 线上招生人数同比增长 134%。(2) 成本费用方面, FY2020Q2 销售费用率为 28.07% (+6.36pct) , 管理费用率为 20.28% (+0.42pct) , 主要原因在于在线教育暑期营销大战中好未来在市场推广中投入较多以扩大客户群和品牌, 并增加了对销售和营销人员的补偿。(3) 利润方面, FY2020Q2 毛利率持续攀升至 55.28% (+2.42%) , 主要得益于线下产能进一步扩张、入学人数大幅增长。归属于好未来的净亏损 1440 万美元 (-118.70%) , 营业利润为 6990 万美元 (-13.50%) 。</p> <p>网点扩张速度放缓, 新城市扩张速度回升。 FY2020Q2 新增网点共 33 个, 同比增长 4.55%, 新进城市 12 个, 累计进入城市 69 个, 新增网点中 24 个培优小班学习中心, 4 个是励步中心, 2 个是一对一中心, 3 个是学而思国际。截至 FY2020Q2, 好未来共有网点 758 家 (其中培优小班 538 家, 摩比小班 17 家, 励步小班 86 家, 智康一对一 114 家, 学而思国际 3 家) 政策指导行业整顿以及公司主动控制线下网点扩张速度, FY2019Q2-FY2020Q2 网点扩张环比增速分别为 2.86%/2.78%/1.50%/7.25%/4.55%, FY2020Q2 线下产能扩张速度放缓。此外, TOP5 城市 (北京, 上海, 广东, 深圳和南京) 以美元计学而思培优小班课程营业收入同比增长 15%, 占学而思小班课程业务量的 54%; 除 TOP5 以外的城市产生的营业收入按美元计增长了 26%, 占学而思培优小班课程业务收入的 46%。</p>
10月22日	新东方: K12 高增长促 20Q1 营收+52%，利润率有望进一步提升
事件	10月22日,新东方发布FY2020Q1 财报 (2019年6月1日—2019年8月31日) 。报告期内, 公司实现净收入 10.72 亿美元, 同比增加 24.6%; 营业利润 2.46 亿美元, 同比增长 52.60%; 归母净利润 2.03 亿美元, 同比增长 67.79%。
点评	<p>强劲 K12 业务助力营收增长 25%, 利润率有望进一步提升。 (1) 收入方面, FY2020Q1 公司实现营收 10.72 亿美元 (+24.6%) ; 业务拆分看, K12 业务是助推营收增长的主要动力, 收入同比增长 35%, 其中优能中学约 33%, 泡泡少儿约 38%。(2) 费用方面, 销售费用率为 9.44% (-2.11pct) , 从季度数据来看, 新东方销售费用率呈现季节性波动, 但在 2020Q1 实现新低点, 主要得益于新东方坚持“优化市场战略”, 重点深耕已有客户, 并由快速增长和强劲盈利潜力的城市进行产能扩张, 以较低获客成本获取更大客户群; 管理费用率为 26.51% (-0.66pct) , FY2018Q1-FY2020Q1 同期管理费用率分别为 23.59%/27.17%/26.51%, 走高趋势归因于公司从 FY2015 年开始实行“优化市场战略”进行线下网点扩张增加人力资源管理成本。(3) 利润方面, 2020Q1 公司营业利润 2.46 亿美元</p>

(+52.60%)，营业利润率 22.97% (+4.21%)。预计随着教学网点数量高速扩张，公司未来营业利润有望进一步提升。

线下网点扩张速度放缓聚焦利用率，双师模式助推市场渗透率增长。截至 FY2020Q1 公司拥有教学中心总数为 1261 个，同比 FY2019Q1 增加 161 家，环比 FY2019Q4 增加 7 家。前期网点大幅增加拉动入学人数攀升，而目前扩张速度逐渐放慢，致力于提高利用率。在渗透率方面，截止 FY2020Q1，双师课堂模式已经推广至 46 个已有城市的泡泡少儿项目，30 个已有城市的优能中学项目，以及新进 7 个城市的泡泡少儿项目和优能中学项目，这些现有市场的渗透率明显增长。新东方将在未来几个季度继续采用这一策略进一步抢占市场份额。

资料来源：Wind、公司公告、广证恒生

图表2. 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)
1769.HK	思考乐教育	17.22	23.47	153.51	65.61	46.45
1773.HK	天立教育	7.99	9.74	22.97	26.30	63.31
0382.HK	中汇集团	7.46	12.97	45.64	21.11	38.43
2001.HK	新高教集团	4.45	-1.61	-8.75	14.09	42.43
1317.HK	枫叶教育	2.50	2.07	-41.14	10.63	66.52
3978.HK	卓越教育集团	2.45	15.14	-20.32	26.57	19.25
1565.HK	成实外教育	0.43	0.43	-29.47	16.87	65.81
1598.HK	21 世纪教育	0.00	-3.90	-9.76	8.76	8.15
1797.HK	新东方在线	-0.40	14.33	35.14	-310.52	126.82
0839.HK	中教控股	-0.50	5.24	1.47	39.26	219.58
1969.HK	中国春来	-0.65	4.05	1.99	13.37	16.68
1569.HK	民生教育	-0.76	-2.26	-23.53	14.27	47.15
1851.HK	银杏教育	-1.04	3.26	-9.09	29.63	8.58
0667.HK	中国东方教育	-1.43	15.87	66.33	51.94	325.94
1890.HK	中国科培	-1.72	1.01	12.93	17.28	72.43
1752.HK	澳洲成峰高教	-1.75	-3.45	-13.85	31.34	6.41
2779.HK	中国新华教育	-1.79	8.30	6.34	14.31	39.79
6169.HK	宇华教育	-2.23	4.77	25.57	18.64	130.18
1935.HK	嘉宏教育	-2.37	2.69	4.56	11.77	23.84
6068.HK	睿见教育	-2.92	3.75	-22.75	16.17	61.36
1758.HK	博骏教育	-3.51	-15.38	-56.35	23.32	4.08
1765.HK	希望教育	-3.94	1.67	6.95	25.76	73.42
1761.HK	宝宝树集团	-7.41	-9.09	-65.22	1.34	30.49

数据来源：Wind、广证恒生

图表3. 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)
TAL.N	好未来	10.63	22.76	19.16	126.43	1,804.56

DL.N	正保远程教育	9.09	25.71	0.15	13.40	15.67
GSX.N	跟谁学	8.14	3.70	47.04	743.59	256.17
ONE.N	精锐教育	6.33	0.82	-10.75	-11.27	83.93
EDU.N	新东方	6.22	7.87	31.06	58.93	1,350.18
LAIX.N	流利说	5.35	-25.06	-68.57	-2.41	11.65
NEW.N	朴新教育	3.99	8.57	-30.16	-7.23	54.57
FEDU.N	四季教育	3.61	6.57	-9.47	77.91	6.35
REDU.O	瑞思学科英语	3.45	-13.39	-23.31	23.99	30.13
AMBO.A	安博教育	1.88	-10.93	-64.33	64.80	2.51
COE.N	无忧英语 (51TALK)	1.59	-5.53	13.43	-3.02	10.12
HLG.O	海亮教育	-0.62	1.15	29.92	39.75	120.04
BEDU.N	博实乐	-1.49	-6.66	-21.41	26.70	83.46
RYB.N	红黄蓝	-2.70	-5.40	-23.85	-56.10	12.67
STG.N	尚德机构	-13.93	-14.84	-20.46	-5.28	29.09
TEDU.O	达内科技	-16.87	-26.38	-85.02	-0.47	2.90

数据来源: Wind、广证恒生

2. 主板关注

- (1) 中公教育: 预计前三季度净利同比增长超 70%, 业绩维持高增长。
- (2) 科斯伍德: 三季报预告高增长, 龙门教育前三季度预告同增 50%。

图表4. 主板事件点评

10月15日	中公教育: 预计前三季度净利同比增长超 70%, 业绩维持高增长
事件	10月15日, 中公教育发布 2019 年前三季度业绩预告, 预计 2019 前三季度实现归母净利润 9.25-9.75 亿元, 同比增长 70.89%-80.13%, 去年同期盈利 5.41 亿元。
点评	<p>业绩维持高增长, 公考培训逆势增长+新赛道复制得到成功验证。报告期内, 公司业绩预告高增长, 主要由于 (1) 公考培训方面, 依托研发专业化、教师专职化、渠道直营化、运营科技化的优势造就公考培训龙头, 筑基 1.0 通过市占率、参培率以及客单价提升驱使公考培训收入逆势增长; (2) 受益于公司坚持对下沉市场和新基础招录产品的研发, 公司教师和基础公共服务招录培训收入进入收获期, 实现从 1.0-1.5 的大公职类招录培训突破; (3) 画好同心圆, 顺势往 2.0-3.0 多品类职教培训赛道复制, 中期看好考研和 IT 培训赛道营收高速增长, 长期看掘金万亿职教培训市场, 多品类配合提高单用户生命周期, 并因地制宜推出培训基地提高管理和运营效率。</p> <p>公务员国考招录人数同增 66%, 长期看好公考培训行业 200 亿规模目标。从行业招录人数层面看, 由于 2017-2018 年经历了政府机构改革, 国考和省考招录人数出现断层下跌, 我们过去一直认为待机构改革影响得到消化后, 考虑基础公务员需求依旧旺盛, 公务员招录人数持续下降可能性不大, 有望迎来招录人数反弹, 并保持相对稳定的招录需求。此外我们一直认为, 公务员招录人数和公务员报考人数并非完全的正向线型相关, 国考报名人数除了与招录人数有关以外, 更倚重于高校毕业生人数总盘子以及社会整体经济环境就业情况。考虑①高校毕业生进入温和内生增长状态且就业压力高居不下; ②目前公务员培训</p>

	参培率不到 20%，中性预计有望达到 33%，人均课时以及客单价依然处于增长态势（目前协议班单课时 100-120 元左右，退费后单课时 50-80 元），我们中性看好公考培训 200 亿市场目标。
10 月 14 日	科斯伍德：三季报预告高增长，龙门教育前三季度预告同增 50%
事件	10 月 14 日，科斯伍德发布 2019 年前三季度业绩预告，预计 2019 前三季度实现归母净利润 0.62-0.73 亿元，同比增长 70%-100%，去年同期盈利 0.36 亿元。
点评	<p>油墨主业盈利能力提升，龙门教育前三季度归母净利润同增 47-53%。公司主营业务为研发、生产、销售具有自主知识产权和自主品牌的教育信息化产品并为用户提供相关服务，产品主要包括智慧招考和智慧教育两大产品系列。预计 2019 前三季度实现归母净利润 1.47-1.55 亿元，同比增长 90.58%-100.95%，预计 2019Q3 归母净利润 0.51-0.59 亿元，同比增长 83.01%-111.72%，公司净利润大幅增长主要系营业收入增加所致。2019H1，公司实现营收 2.92 亿元，其中智慧教育业务和标准化考点设备分别占营收 71.97%和 22.15%，智慧教育业务同比增长 650.36%。</p> <p>拟收购中西部 K12 课培龙头龙门教育 50.17%股权，资产收购正有序进行。公司拟作价 8.12 亿元收购龙门教育 50.17%股权，支付方式：发股、发行可转债、现金支付占比分别为 35.71%、36.90%、27.39%，业绩承诺为龙门教育核心管理团队承诺 2019/2020 年实现扣非净利润为 1.6/1.8 亿元，龙门教育整体估值 16.18 亿元，对应 19 年 PE 为 10 倍，目前资产收购正在有序进行。截止 2019 年 6 月 30 日，公司在全国拥有 7 个全封闭校区，在全国 13 个城市开始 K12 补习业务。我们认为，公司通过收购龙门教育剩余股权，有望进一步聚焦教育赛道，本次收购估值合理，发股绑定龙门教育核心团队，并表范围扩大驱动公司业绩成长。</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)
300089.SZ	文化长城	30.55	20.83	-39.04	15.75	19.53
000526.SZ	紫光学大	9.99	21.21	35.26	527.60	31.99
002696.SZ	百洋股份	7.99	0.68	-25.99	-289.34	23.52
002841.SZ	视源股份	5.54	5.27	33.69	53.49	632.97
002261.SZ	拓维信息	4.67	0.97	-5.14	-5.10	69.02
002621.SZ	美吉姆	4.33	1.27	4.43	74.26	75.46
300050.SZ	世纪鼎利	3.01	-4.43	-22.91	66.96	31.71
300192.SZ	科斯伍德	2.86	38.04	37.21	80.95	33.18
300364.SZ	中文在线	2.75	-3.61	-35.74	-1.66	28.87
603377.SH	东方时尚	2.09	11.81	39.03	61.83	138.06
300688.SZ	创业黑马	1.79	-5.96	-15.18	162.54	23.28
300359.SZ	全通教育	0.73	-5.33	-29.27	-5.14	34.94
002599.SZ	盛通股份	0.71	-11.80	-36.60	19.27	23.36
300338.SZ	开元股份	0.66	-11.59	-5.43	51.35	36.39
600661.SH	昂立教育	0.27	-4.78	-11.70	-20.29	53.61

002955.SZ	鸿合科技	-0.29	-12.16	-23.25	23.16	79.49
002607.SZ	中公教育	-0.95	12.11	48.78	71.71	1,153.30
002659.SZ	凯文教育	-1.27	-5.94	-22.73	-34.08	34.75
300788.SZ	中信出版	-1.65	10.87	120.35	40.40	89.58
002308.SZ	威创股份	-1.70	0.22	-24.59	36.29	41.96
300282.SZ	三盛教育	-1.85	-42.76	-23.65	28.21	29.76
002638.SZ	勤上股份	-2.95	3.13	-3.24	-3.77	49.96
600730.SH	中国高科	-3.52	-6.29	-19.27	392.93	30.56
300010.SZ	立思辰	-3.74	4.38	-6.24	-6.54	84.84
002230.SZ	科大讯飞	-3.92	-3.34	-4.44	105.14	732.35
300559.SZ	佳发教育	-7.27	3.91	17.90	43.26	73.69

数据来源: Wind、广证恒生

3. 三板关注

本期暂无要闻。

4. 行业动态

- (1) 网易有道: 正式在美上市, 2019H1 实现营收 5.49 亿元。
- (2) 对啊网: 获得 2 亿元战略投资, 投资方为新浪微博基金。
- (3) 国家发改委等: 发布《支持社会力量发展普惠托育服务专项行动实施方案(试行)》。
- (4) 核桃编程: 完成 B 轮 5000 万美元融资, 由高瓴资本、华兴资本领投。
- (5) 国家卫健委: 发布《托育机构设置标准(试行)》和《托育机构管理规范(试行)》。

图表6. 行业动态关注

10月25日	网易有道: 正式在美上市, 2019H1 实现营收 5.49 亿元
事件	10月25日, 网易旗下在线教育公司网易有道正式于纽约证券交易所正式挂牌上市, 发行价为每股美国存托股(ADS) 17 美元。
点评	<p>网易旗下综合在线教育公司, 2019H1 营收同比增长 67.38%。 网易有道是一个综合在线教育公司, 主要包括学习服务与产品和在线市场服务两大板块。招股书显示, 公司 2017 年和 2018 年分别实现营收 4.56 亿元和 7.32 亿元, 2019H1, 有道实现营收 5.49 亿元, 同比增长 67.38%。有道主营业务包括学习服务和产品以及在线市场服务, 2019H1, 两者营收占比分别为 57.39% 和 42.61%, 其中学习服务和产品又可细分为智能设备、收费优质服务、在线课程服务三方面, 在线课程服务在此细分业务营收中占比约 7 成。</p> <p>渗透率迈过拐点, 在线 K12 教育市场空间高速扩容。 据弗洛斯特沙利文推算, 在线 K12 教培行业 2018 年的市场规模为 302 亿元, 到 2023 年预计可增长至 3672 亿元, 平均复合增长率为 64.8%。行业空间高速增长背后的核心逻辑在于渗透率的快速提升, 2017-2019 年在线 K12 教育的渗透率迈过拐点期, 由 4.70% 大幅提升至 15.70%。未来在用户接受程度持续上升的情况下, 预计 2023 年行业整体渗透率有望提升至 45%。</p>
10月24日	对啊网: 获得 2 亿元战略投资, 投资方为新浪微博基金
事件	10月24日, 在线职业教育平台对啊网对外宣布获得 2 亿元战略投资, 投资方为新浪

	<p>微博基金。</p> <p>在线职业教育平台，本轮融资将用于继续加大师资、教研、用户服务及智能化方面的投入。对啊网成立于 2014 年，是综合性大型移动互联网职业教育企业，专注白领在线职业教育、在线职业提升，提供职业技能类、学历类免费视频课程，在线直播课程，在线题库，论坛社区答疑等。截至 2019 年初，对啊网共持有注册商标 4 个、著作权 20 项，前总注册用户数超 1500 万，总装机用户数近 4000 万，用户数连续 3 年高速增长，月活超 900 万，自主研发运营学习类 APP30 余款，其中在线用户广泛分布在中国 350 多个城市，包括一线、新一线、二线，三线以及海外国家日本、俄罗斯、马来西亚等地区。2018 年对啊网营收在 4 亿人民币左右，其中财会类课程占比约 50%。本轮融资将用于继续加大师资、教研、用户服务及智能化方面的升级投入。</p> <p>看好能够贴合用户需求，真正解决用户痛点的细分领域头部在线教育企业。目前行业还处在以名师、销售为导向的阶段，后续的核心驱动将向课程导向、行为导向逐步演化迭代：企业需要打磨产品，更加贴合用户的需求，满足用户对体验和结果的双重诉求。要达到较好的教育成效，未来的投入重点是提升打造师资队伍的能力，研发优质内容。而要达到优质的用户体验，就要在情景化、游戏化、社区化各个方面着力，加强线上教育的互动性和强制性。我们认为，由于在线教育企业教育属性的存在，其运营比纯粹的互联网模式要复杂。有别于互联网巨头寡头垄断的局面，在线教育更容易趋向于百花齐放。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。另外一方面，从近期科创板的角度而言，头部在线教育公司自身普遍在 DT、AI 等创新应用技术持续高投入，符合科创板的入选企业的定位。我们认为，科创板后续的推出落地有望为这些已实现规模化但尚未盈利，技术创新应用属性较强的在线教育公司提供一条新的资本化路径。</p>
10 月 24 日	国家发改委等：《支持社会力量发展普惠托育服务专项行动实施方案（试行）》
事件	10 月 24 日，国家发改委、国家卫健委联合发布《支持社会力量发展普惠托育服务专项行动实施方案（试行）》，每个新增托位给予 1 万元补助。
点评	<p>中央预算内投资补贴+普惠金融服务支持托育机构建设。本次政策拟在 2020 年开展专项行动试点，中央预算内投资支持试点城市的示范性托育服务机构和社区托育服务设施，每个新增托位给予 1 万元的补助，并对参与专项行动的托育机构提供普惠金融服务。此外还将引入第三方信用服务机构，建立托育服务机构及从业人员“黑名单”制度。此次新增托位补助重点支持两类托育机构，一是承担一定指导功能的示范性托育服务机构。二是社区托育服务设施。我们认为，此次政策对示范性托育机构的选址也设置了一定的宽容度，为政策惠及非社区型托育机构提供了明确的支持。文件指出，托育机构可利用早期教育中心、妇女儿童活动中心、妇女儿童之家、家庭教育指导服务中心、学前教育机构、计划生育服务机构、月子中心、家政服务公司等资源改扩建。</p> <p>再次明确监管层对托育的核心态度为“满足多层次市场的需求”，当前阶段目标主要在于增加市场供给，多方面鼓励市场化运营托育机构。此次实施指南再一次明确了政府对托育行业的态度，即满足市场需求，提高社会托育服务的供给，大力鼓励市场化运营托育机构，引导社会资本提供普惠托育服务，但对普惠托育服务的价格仍主要通过市场形成。持续建议关注规范及运营能力强、定位适宜，以直营为主或强加盟形式的优质托育机构，有望在此次规范政策落地后享受率先发展的红利。长期关注托育机构在政企合作、多层次</p>

	市场、B 端市场的业务前景。
10 月 23 日	核桃编程：完成 B 轮 5000 万美元融资，由高瓴资本、华兴资本领投
事件	10 月 23 日，核桃编程宣布完成 B 轮 5000 万美金融资，由高瓴资本、华兴资本领投，源码资本、XVC、众源资本、微影资本、泰合资本跟投，本轮融资是编程赛道最大一笔融资。
点评	<p>少儿编程行业领导者，本轮融资将用于技术升级、师资储备方面的投入。核桃编程成立于 2017 年，少儿编程教育行业的领导者，致力于以科技手段促进编程教育，通过入门课程、进阶课程及思维工坊小班课帮助孩子学习编程知识，并将美国常青藤名校的理科知识进行改编，从孩子的角度为用户提供相关教育课程。截至 2019 年 8 月，核桃编程同期在读学员已经超过 65 万，在读学员单季增长突破 85%，学员数量与增速皆稳居少儿编程行业第一。本轮融资为编程赛道最大一笔融资，将用于技术升级、师资储备方面的投入。</p> <p>IT 培训低龄化趋势渐显，少儿编程教育崭露头角。国务院印发的《新一代人工智能发展规划》，明确指出应逐步开展全民智能教育项目，在中小学阶段设置人工智能相关课程、逐步推广编程教育。贯彻落实政策的有效途径之一就是开展少儿编程教育。根据《2017-2023 年中国少儿编程市场分析预测报告》，目前我国少儿编程教育渗透率为 0.96%，每人每年在编程教育领域消费金额约 6000 元，粗略估计国内少儿编程市场规模约为 100 亿元。少儿编程教育市场具有可观的发展空间，市场规模增长逻辑在于渗透率的不断提升。编程猫以在线模式切入少儿编程市场，课程内容及课程设计出色，C 端及 B 端用户拓展顺利，建议投资者长期关注。</p>
10 月 14 日	国家卫健委：发布《托育机构设置标准（试行）》和《托育机构管理规范（试行）》
事件	10 月 14 日，国家卫生健康委发布《托育机构设置标准（试行）》和《托育机构管理规范（试行）》，旨在加强托育机构专业化、规范化建设。
点评	<p>鼓励市场化建设机构，规范机构专业化运营，长期利好规范及运营能力强的优质托育机构。从整体设置要求来看，政策鼓励市场化运营托育机构，可采取公办民营、民办公助等多种形式。在城市居住区规划建设与常住人口规模相适应的托育机构，并兼顾进城务工人员的需求，支持用人单位以单独或联合方式举办托育机构。并对托育机构从备案设立到日常运营管理，提出了全流程专业化运营指导。此外，师资人力、场地租赁是托育机构两大核心成本，此次政策严格设置了班级规模、生师比、用人资质、场地等要求，并在班级规模、场地租赁等方面相对 2018 年 4 月的上海政策有了进一步的要求，一定程度上加大了企业运营成本，不规范及运营能力较差的机构将被市场出清，长期利好规范及运营能力强的优质托育机构。</p> <p>教育领域监管政策逐步增强，重视监管层对托育行业的定位和态度。2018 年以来教育监管升级迈入新常态，对细分领域的监管政策逐步加强，目前幼教、K12 课外培训、民办学校、在线教育等诸多领域均已出台相应的规范政策。我们认为，对于托育行业后续政策风向研判，尤其需要重视监管层的定位和态度。整体来看，监管层目前对托育行业的核心态度在于“满足多层次市场的需求”——其中包括城镇居民、进城务工人员、农村等多层次需求来源。当前，政策鼓励市场化运营托育机构，采取“公办民营、民办公助”等多种形式，希望充分调动社会力量积极性丰富托育服务的供给，延续了民办教育“属地管理、分类指导”的原则，并同时延续学前教育“政策引导、普惠优先”的大方针，过度逐利的托育机构可能存在一定风险。此外，政策还支持用人单位单独或联合其他单位共同举办托</p>

育机构，对标美国第一大B端托育机构Bright Horizons，政策已为国内托育机构开辟B端市场奠定了基石，但仍待配套政策落地。

资料来源：Wind、多知网、蓝鲸财经、广证恒生

图表7. 本期教育行业一级市场共统计到 10 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
2019/10/14	和码编程	素质教育	Pre-A 轮	数千万人民币	中软国际、青蓝资本
2019/10/14	唯科乐	素质教育	战略投资	未透露	蓝象资本
2019/10/15	卓育英才	其他教育	A 轮	数千万人民币	明德传承
2019/10/16	MoreCare 茂楷	儿童早教	战略投资	1 亿人民币	金宝贝
2019/10/17	舒伯教育	其他教育	天使轮	数百万人民币	学果果教育
2019/10/21	友道学院	职业培训	A+轮	未透露	中创红星，北京鉴远投资管理
2019/10/22	爱培优	K12 培训	A 轮	数千万人民币	中南弘远
2019/10/23	核桃编程	素质教育	B 轮	5000 万美元	华兴新经济基金、高瓴资本、众源资本、微影资本、源码资本、XVC
2019/10/24	对啊网	职业培训	战略投资	未透露	新浪微博基金
2019/10/25	书案少年	K12 培训	种子轮	数百万人民币	灵琐资产

数据来源：IT 桔子、广证恒生

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。