

教育行业周报：编程猫完成 4 亿元 C 轮融资，跟 第 23 期 (2019.10.28-2019.11.10)
谁学 2019Q3 营收+461.5%超预期

2019.11.11

	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

本期最受关注的是编程猫近日宣布完成获得单轮 4 亿元融资，由中俄基金领投。编程猫是中国知名少儿编程教育品牌。为全球 7-16 岁少儿研发了图形化编程平台及系列编程课。目前，编程猫累计融资额达到 10 亿元，其已研发了超过 19 种品类编程课，并与包括清华大学、香港大学、人大附小等在内的全国一万余所学校与教育机构达成合作。据透露，本次融资后，编程猫将继续锁定编程教育市场头部地位，巩固领先优势，拉大跟随者的差距，并将正式开始筹划科创板上市工作。我们认为，稳定可控的获客成本是企业最终获胜的基石，强有力的产品竞争优势是企业留存用户、实现规模化，并最终成为行业头部企业的必经之路。形成差异化的产品优势，构筑企业核心竞争力的关键仍在教研。线上精细化运营、线下规模化发展，以及线上线下良性互补是控制获客成本、提高用户粘性的有效途径。

公司要闻

- (1) 博实乐: FY2019 实现营收 25.63 亿元，布局全球学校网络。
- (2) 跟谁学: K12 业务助力 Q3 营收+461.5%超预期，经营效率进一步优化。
- (3) 科斯伍德: 收购龙门教育 50.17% 股权过会，开启成长新阶段。
- (4) 昂立教育: 2019 前三季度归母净利润 1.03 亿元，预计 FY2019 扭亏为盈。
- (5) 中公教育: 2019Q3 实现营收 61.60 亿元，关注公考招录回暖机会。
- (6) 佳发教育: 2019Q3 实现营收 1.10 亿元，销售规模扩大促业绩增长。
- (7) 视源股份: 前三季度净利润率同增 3.51pct，预计全年维持高增长。
- (8) 爱立方: 2019Q3 实现营收增长近 5 倍，新开拓幼教业务助业绩增长。
- (9) 画啦啦: 完成 B+轮融资，由乐高家族办公室 Kirkbi 旗下乐高创新投资基金领投。
- (10) 编程猫: 获 4 亿元 C 轮融资，由中俄基金领投。
- (11) 教育部: 下半年中小学教师资格开考，590 万考生创历史新高。

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，25 家上涨。港股 23 家重点公司新东方在线上上周涨幅最大，上涨 11.15%；美股 17 家重点公司中尚德机构上周涨幅最大，上涨 5.69%。
- (2) 主板市场: 上周主板市场 26 家重点公司中，12 家上涨，涨幅前 3 名为开元股份、科斯伍德、佳发教育，涨幅分别为 11.70%、11.61%、8.50%。
- (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，其中编程猫完成 4 亿元 C 轮融资。

本期重点报告:

- 1.跟谁学 (GSX.N) : K12 业务助力 Q3 营收+461.5%超预期，经营效率进一步优化-20191106
- 2.跟谁学 (GSX.N) : 黄金赛道，惕龙乾乾 (下篇) -20191104
- 3.跟谁学 (GSX.N) : 黄金赛道，惕龙乾乾 (上篇) -20191103



目录

1. 海外关注.....	4
2. 主板关注.....	6
3. 三板关注.....	9
4. 行业动态.....	10



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	9
图表 6. 行业动态关注	10
图表 7. 本期教育行业一级市场共统计到 10 起投融资事件.....	12

1. 海外关注

- (1) 博实乐: FY2019 实现营收 25.63 亿元, 布局全球学校网络。
 (2) 跟谁学: K12 业务助力 Q3 营收+461.5%超预期, 经营效率进一步优化。

图表1. 海外新闻关注

11月7日	博实乐: FY2019 实现营收 25.63 亿元, 布局全球学校网络
事件	11月7日, 博实乐发布 FY2019Q4 未经审计财务报告。报告显示, FY2019 公司实现营收 25.63 亿元, 同比上升 49.10%; 净利润 2.53 亿元, 同比上升 1.5%。
点评	<p>业务进展顺利, FY2019 营收 25.63 亿元 (+49.10%) 超预期。 (1) 收入方面, FY2019 公司实现营收 25.63 亿元 (+49.10%), 远超预期增长上限 4.2%, 主要系国际学校和双语学校的学生人数和学费上涨、新开展海外学校业务以及补充教育业务增长所致。2018 财年、2017 财年和 2016 财年营收分别为 17.19 亿元、13.28 亿元和 10.40 亿元, 公司营收连续三年高速增长。(2) 成本费用方面, 毛利率为 38.11% (+1.56pct), FY2019 销售费用和管理费用为 9.80 亿元 (+87.94%), 占营业收入比值为 27.00% (+5.60pct), 主要原因系品牌推广相关的营销费用增加、管理人员薪酬增加以及收购成本增加;(3) 利润方面, FY2019 实现净利润 2.53 亿元 (+1.50%), 经调整净利润 3.28 亿元 (+15.2%), 利润增速低于营收增速主要受费用端上升及新收购学校影响, 其中新收购的海外学校亏损 0.40 亿元。</p> <p>2019 财年致力于扩大业务规模, 布局全球学校网络。 博实乐教育是一家多元化教育集团, 旗下拥有 K12 国际学校 6 所, 双语学校 11 所, 幼儿园 34 所, 业务包括海外游学、国内营地、教育科技等。于 2019 财年, 公司在扩大业务规模和服务范围方面不断做出重大投资, 通过内生增长和兼并增长布局全球学校网络, 近期收购了伯恩茅斯学院, 圣迈克尔学院, 博斯沃思独立学院和 CATS 学院, 稳固公司在中国境外的地位。目前, 公司在英国拥有 7 所学校, 在美国拥有 1 所寄宿学校, 总共招收了 2500 多名学生, 英国和美国市场的扩张是实现全球布局目标的第一步, 总体而言, 公司目前拥有 88 所学校的全球网络, 总共有 67,194 名学生。</p>
11月5日	跟谁学: K12 业务助力 Q3 营收+461.5%超预期, 经营效率进一步优化
事件	11月5日, 跟谁学发布 2019Q3 未经审计财务报告。2019Q3 (2019/7/1-2019/9/30) 公司实现营业收入 5.57 亿元 (+461.5%), 对应净利润 190.2 万元 (+178.07%), 连续 6 个季度维持盈利。
点评	<p>营收增长 461.5%, 连续 6 个季度实现盈利。 (1) 收入方面: 2019Q3 公司单季度实现营业收入 5.57 亿元 (+461.5%), 高于此前营收指引上限 (390.9%-411.1%) 主要系付费人次的增长及客单价上升推动。拆分业务来看, 公司核心业务 K12 课程营收 4.59 亿元 (+525.5%), 占整体营收贡献达 82% (+5pct); 外语、职业与素质课程营收 0.91 亿 (+390.0%)。(2) 费用方面: 销售费用率达 59.31% (+28.05pct)。一方面源自于 K12 暑期大战带来的整体市场投入增加, 另外一方面主要与教培行业的业绩季节性特征相关。其他方面, 研发费用率及管理费用率维持优化态势, 分别为 10.26% (-9.91pct) 和 4.24% (-6.41pct)。(3) 利润方面: 毛利率进一步攀升至 71.9% (+9.74pct), 主要受益于教师产能的进一步释放; 调整后经营利润率及净利率分别为 1.3%、3.6%, 较上季度下滑明显, 主要受销售费用率的提升影响。</p> <p>学员人数维持高增长, 教师产能持续抬升。 (1) 招生人数方面: 公司 2019Q3 在读人</p>

数上升达 82 万 (+240.3%)，其中付费人次 (付费大于 99 元) 达 53.8 万。具体拆分来看：K12 课程付费人次达 47.7 万 (+368%)，兴趣、职业及素质类付费人次达 6.1 万 (+191%)，K12 仍是核心贡献。(2) 教师产能方面：公司 2019Q3 主讲教师人数基本维持稳定，辅导教师人数增长至 2500 人 (Q2 为 1000 人)；K12 课程生师比上升至 1400 (Q2: 1200)，生师比抬升下教师产能继续释放，人均创收提升。我们测算公司主讲教师 Q3 人均创收能力上升至 90.56 万/月 (对应年均约 1086 万)，TOP10 教师人均创收上升至 642.40 万/月 (对应年均约 7708 万)。其中市场较为关注的 TOP10 教师人均创收占比下降至 34.6%，较 Q1 下降约 12pct，主要受益于新进教师的产能释放，整体符合预期。

资料来源：Wind、公司公告、企查查、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)
1797.HK	新东方在线	11.15	52.28	85.60	-401.14	162.25
0382.HK	中汇集团	10.11	30.52	66.90	20.33	43.61
1769.HK	思考乐教育	7.37	47.67	195.13	76.38	53.56
1569.HK	民生教育	6.98	2.99	-20.23	15.14	49.57
3978.HK	卓越教育集团	6.92	45.75	2.32	32.71	23.47
1565.HK	成实外教育	5.74	-2.27	-33.22	15.80	61.03
1758.HK	博骏教育	5.66	-9.68	-52.14	23.75	4.11
1765.HK	希望教育	3.17	13.04	20.18	27.45	77.48
6068.HK	睿见教育	2.62	8.64	-12.47	17.14	64.42
1935.HK	嘉宏教育	1.85	-1.79	4.56	11.77	23.61
0839.HK	中教控股	1.71	0.34	6.93	38.86	215.29
1752.HK	澳洲成峰高教	1.69	3.45	3.45	33.54	6.79
1317.HK	枫叶教育	1.60	-2.31	-21.91	10.98	68.02
1598.HK	21 世纪教育	1.32	0.00	-1.28	9.12	8.40
1969.HK	中国春来	0.65	0.00	4.03	13.46	16.63
2779.HK	中国新华教育	0.35	9.27	9.84	14.78	40.70
6169.HK	宇华教育	-0.22	8.17	30.92	19.12	132.27
0667.HK	中国东方教育	-0.95	8.92	67.34	52.31	325.09
1890.HK	中国科培	-3.02	-4.94	11.47	16.59	68.87
1773.HK	天立教育	-3.26	7.59	21.67	25.37	60.48
1851.HK	银杏教育	-4.59	1.08	-5.56	29.16	8.36
1761.HK	宝宝树集团	-5.42	-12.33	-65.96	1.28	28.98
2001.HK	新高教集团	-6.54	-1.96	-7.54	13.86	41.33

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)
STG.N	尚德机构	5.69	2.36	-11.86	-5.70	31.02
REDU.O	瑞思学科英语	4.67	18.58	-19.73	25.11	31.17



TAL.N	好未来	4.30	21.90	21.66	130.80	1,845.72
RYB.N	红黄蓝	3.41	-6.63	-19.95	-55.46	12.38
ONE.N	精锐教育	2.11	1.96	-11.02	-11.08	81.63
LAIX.N	流利说	1.81	-20.66	-68.88	-2.43	11.62
NEW.N	朴新教育	1.22	28.96	46.03	-8.09	60.40
FEDU.N	四季教育	1.01	9.22	-14.16	83.54	6.73
EDU.N	新东方	0.68	9.90	32.56	58.70	1,329.64
HLG.O	海亮教育	0.00	1.06	20.11	40.41	120.62
BEDU.N	博实乐	-0.55	-3.03	-21.39	25.81	79.75
COE.N	无忧英语 (51TALK)	-2.21	-3.67	18.36	-3.05	10.12
AACG.O	ATACREATIVE ITYGLOBAL	-2.26	6.79	-21.00	0.31	2.94
AMBO.A	安博教育	-3.57	-14.56	-68.60	53.67	2.05
TEDU.O	达内科技	-4.77	-22.44	-81.55	-0.49	2.97
GSX.N	跟谁学	-6.02	10.30	46.09	568.11	251.61

数据来源: Wind、广证恒生

2. 主板关注

- (1) 科斯伍德: 收购龙门教育 50.17% 股权过会, 开启成长新阶段。
- (2) 昂立教育: 2019 前三季度归母净利润 1.03 亿元, 预计 FY2019 扭亏为盈。
- (3) 中公教育: 2019Q3 实现营收 61.60 亿元, 关注公考招录回暖机会。
- (4) 佳发教育: 2019Q3 实现营收 1.10 亿元, 销售规模扩大促业绩增长。
- (5) 视源股份: 前三季度净利润率同增 3.51pct, 预计全年维持高增长。

图表4. 主板事件点评

11月8日	科斯伍德: 收购龙门教育 50.17% 股权过会, 开启成长新阶段。
事件	11月8日, 科斯伍德发行股份、可转换债券及支付现金购买龙门教育 50.17% 股权并募集配套资金暨关联交易事项获得无条件通过。
点评	<p>收购中西部 K12 课培龙头龙门教育 50.17% 股权获无条件通过, 加速聚焦教育业务。</p> <p>公司作价 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%, 其中龙门教育核心团队均股份绑定为主, 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。整体交易已于 11 月 6 日获证监会无条件通过, 公司进一步往教育板块聚焦, 成长可期。</p> <p>课培整顿有望加速行业集中, 全封闭校区异地扩张+K12 学习中心进入盈利期驱动成长。</p> <p>K12 课培行业具有需求刚性+分散特点, 2018 年以来课培行业整顿加速区域龙头市占率提升, 龙门教育有望迎来成长机会。截止 2019 年 6 月 30 日, 公司在全国拥有 7 个全封闭校区 (西安 5 个, 北京 2 个), 预计后续将继续在中西部重点城市进行全封闭校区扩张; 目前在全国 13 个城市开始 K12 补习业务, 考虑前两年为业务成长期, 2019 年有望开始贡献利润。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, 发股绑定龙</p>

	门教育核心团队，并表范围扩大驱动公司业绩成长。
10月30日	昂立教育：2019前三季度归母净利1.03亿元，预计FY2019扭亏为盈
事件	10月30日，昂立教育发布2019年未经审计第三季度报告，报告显示，2019Q3公司实现营收6.90亿元，同比增长12.16%；归母净利0.53亿元，同比上升8.02%。
点评	<p>前三季度累计归母净利1.03亿元，预计FY2019实现扭亏为盈。昂立教育公司成立于1992年12月，2014年7月对昂立教育进行资产重组，主业聚焦于教育服务，不断加大非教育类产业的整顿剥离。逐步形成了覆盖K12教育、职业教育、国际教育、幼儿教育等领域的终身教育产业链，力争成为国内最优秀的教育培训服务提供商。2019Q3公司实现营收6.90亿元(+12.16%)，归母净利0.53亿元(+8.02%)。前三季度累计实现营收17.80亿元(+12.77%)，归母净利1.03亿元(+6.72%)。2018财年，公司净亏损-2.67元，主要受收购的英国伦敦Astrum Education Group Limited集团经营状况以及K12办学点布局影响。公告指出，经财务部门初步测算，预计2019年度将扭亏为盈，</p> <p>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。</p>
10月29日	中公教育：2019Q3实现营收61.60亿元，关注高考招录回暖机会。
事件	10月29日，公司发布2019年三季报，实现营收61.60亿元，同比增长47.67%；实现归母净利润9.59亿元，同比增长77.15%。
点评	<p>业绩高增长，毛利率同比提升1.1pct，盈利能力增强。报告期内，受益于公司及时优化管理捕捉回暖的机会，并主动加速市占集中的综合效应，营收保持高速增长，毛利率同比提升1.1pct至57.6%；受业务扩张影响，销售费用和管理费用保持合理的水平增长；受公司扩大研发规模领先优势及增强科技基础设施投资影响，研发费用同比提升61.6%；受本期收款手续费较大幅度增长和上年四季度及今年上半年金融机构短期贷款增加影响，报告期内确认6533万元财务费用；同时确认1.26亿元短期理财投资收益。</p> <p>公务员国考招录人数同增66%，长期看好高考培训行业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，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性相关，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），中性看好高考培训200亿市场目标。</p>

10月28日	佳发教育：2019Q3 实现营收 1.10 亿元，销售规模扩大促业绩增长
事件	10月28日，佳发教育发布2019年第三季度报告，20192019Q3实现营收1.10亿元，同比增长37.48%；归母净利润0.59亿元，同比增长113.53%。
点评	<p>营销规模扩大助力营收增长，归母净利润同比增长近一倍，达预期上限。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。公司20192019Q3实现营收1.10亿元(+37.48%)，主要系报告期内公司加大市场营销力度，销售规模扩大所致。归母净利润0.59亿元(+113.53%)，主要系各项费用稳定，营收增长所致。公司此前预计20192019Q3归母净利润0.51-0.59亿元，同比增长83.01%-111.72%，2019Q3业绩达预期上限。</p> <p>教育信息化发展空间广阔，未来可期。庞大的教育人口基数和教育经费的持续投入催生了我国教育信息化海量市场空间。我们按政策规定的“各级政府在教育经费中按不低于8%的比例列支教育信息化经费”测算，2017年教育信息化经费投入约3400亿元，预计行业增速约不低于教育经费增速（2017年全国教育经费同比增长9.43%）。在政策持续助力带来的全国性硬件大普及阶段之后，教育信息化将进入“融合创新，深化应用”的阶段。我们建议聚焦深度布局教育信息化软硬件技术以及内容、具有产品创新能力、业务覆盖全国渠道的综合服务运营商，看好其在深耕渠道，深化应用服务中持续领跑。</p>
10月28日	视源股份：前三季度净利润率同增 3.51pct，预计全年维持高增长
事件	10月28日，公司发布2019年三季报，公司19年前三季度实现营收130亿元：创业板100%同比增长8.32%，实现归母净利润14.14亿元，同比增长66.3%；其中Q3单季实现营收57.96亿元，同比增长0.22%，实现归母净利润8.49亿元，同比增80%长82.79%。
点评	<p>40%前三季度业绩高增长符合预期，综合毛利率同比提升 6.96pct，经营活动现金流净额同增 116%，全年预告维持高增长。报告期内业绩同比高增长，20%主要受益于综合毛利率同比提升6.69pct至27.91%，主要由于上游原材料0%成本下降以及高毛利率产品（智能板卡、大屏板卡）出货占比提升所致，来毛利率最高值。同时，受市场推广增加以及股权激励摊销影响，销售费用率及管理费用率同比提升1.42/0.96pct至5.83%/3.91%；公司继续加强研发投入，研发费用率同比提升1.41pct至5.71%；受利息收入增加的影响，实现负向财务费用4522万元；报告期内，受政府补助增加影响，营业外收入同比提升384%至5414万元；受业务发展及预收款增加，经营活动现金流净额同比提升116%。公司预计2019年全年归母净利润变动区间为45-70%，维持高增长态势。</p> <p>多元业务布局越趋成熟，有望中长期贡献成长。公司一直围绕“显控”技术同源做行业应用扩张，不断挖掘运用场景以及多元化产品品类，从而推动赛道扩容与增长持续性。目前在冰箱、空调等家用白电领域成品逐渐成熟；同时布局智慧医疗领域，产品已在若干家医院试点应用；汽车电子进军海外前装市场，静待市场爆发；教育信息化推出多元硬件产品，远期看好系统软件贡献增量收入。多元孵化业务的不断成熟与同赛道内产品品类的扩张，有望为公司贡献继MAXHUB后的增长引擎提供充足的储备。</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)
300338.SZ	开元股份	11.70	5.08	-13.86	87.94	38.35
300192.SZ	科斯伍德	11.61	56.10	83.14	64.79	38.47
300559.SZ	佳发教育	8.50	15.14	35.31	38.21	77.18
300010.SZ	立思辰	5.53	14.61	19.06	-6.55	87.87
002230.SZ	科大讯飞	2.92	11.58	17.37	108.90	758.51
300688.SZ	创业黑马	2.53	0.63	-6.96	230.86	22.80
002308.SZ	威创股份	2.02	6.06	-7.52	40.56	41.23
002638.SZ	勤上股份	1.60	4.95	11.97	-3.66	48.29
002955.SZ	鸿合科技	0.93	-5.73	-26.99	26.01	75.62
000526.SZ	紫光学大	0.54	27.15	60.99	371.39	32.07
002841.SZ	视源股份	0.37	-1.02	15.68	36.01	564.65
002621.SZ	美吉姆	0.25	-2.55	-4.34	68.97	70.08
002659.SZ	凯文教育	-0.44	-3.38	-6.41	-32.84	34.20
300788.SZ	中信出版	-0.67	9.42	136.95	40.54	96.33
002696.SZ	百洋股份	-0.72	-0.54	-17.60	-266.49	21.66
002607.SZ	中公教育	-0.75	22.30	66.50	58.95	1,221.15
600661.SH	昂立教育	-0.96	-0.54	-9.93	-20.38	53.04
300364.SZ	中文在线	-1.36	0.55	-26.46	-1.62	28.10
300282.SZ	三盛教育	-1.39	-27.70	-24.60	29.97	29.12
600730.SH	中国高科	-1.60	-7.88	-11.22	-858.34	28.80
300359.SZ	全通教育	-2.03	-0.75	-17.70	-4.94	33.61
002599.SZ	盛通股份	-2.63	-7.92	-30.98	17.10	22.32
300050.SZ	世纪鼎利	-3.54	-1.98	-7.16	57.37	29.69
002261.SZ	拓维信息	-4.66	-1.25	8.86	-4.50	60.87
603377.SH	东方时尚	-5.44	7.99	43.50	62.25	139.00
300089.SZ	文化长城	-29.67	33.55	-16.33	35.77	19.72

数据来源: Wind、广证恒生

3. 三板关注

(1) 爱立方: 2019Q3 实现营收增长近 5 倍, 新开拓幼教业务助业绩增长。

图表6. 行业动态关注

11月1日	爱立方: 2019Q3 实现营收增长近 5 倍, 新开拓幼教业务助业绩增长
事件	11月1日, 爱立方发布 2019 年第三季度报告, 2019Q3 实现营收 4318.19 万元, 同比增长 480.63%; 归母净利润 362.36 万元, 同步增长 132.69%。
点评	2019Q3 营收增长近 5 倍, 新开拓幼教业务助力业绩增长。 公司主营业务为提供幼儿教育全程服务, 具体包括幼儿课程、幼儿玩教具、幼儿云平台及连锁幼儿园四大板块业务。公司 2019Q3 实现营收 4318.19 万元(+480.63%); 归母净利润 362.36 万元(+132.69%)。

三季度累积实现营收 1.21 亿元 (+140.22%)，主要由于对于幼教市场的持续性开拓，公司在原有业务良好发展的情况下，利用现有资源开展了新的业务。三季度累积归母净利润 2063.56 万元 (+592.41%)。公司营收快速增长，各项费用相对稳定，净利润增幅较大。

幼儿园资产证券化受限，关注幼教内容、师资供需缺口的机会。我国教育行业的投资机会与各个细分领域的证券化浪潮密切相关，幼教新规的出台使得后续幼儿园资产证券化受限。同时，上市公司体内目前已证券化的存量幼教资产的具体影响尚未确定，具体仍需等待监管层全面排查后分类提出治理要求。当前时点下可关注风险下的幼教内容、师资供需缺口的机会：（1）采购专业内容、服务等需求仍存：幼教内容、信息化提供商不受政策影响，长期受益于整个幼教领域的消费升级，同时，连锁幼儿园集团也会向专业的内容、运营服务提供商转型；（2）幼师供应仍存较大缺口：短期内师资供应、师资培训的专业机构存在机会。

资料来源：Wind、公司公告、广证恒生

4. 行业动态

- （1）画啦啦：完成 B+轮融资，由乐高家族办公室 Kirkbi 旗下乐高创新投资基金领投。
- （2）编程猫：获 4 亿元 C 轮融资，由中俄基金领投。
- （3）教育部：下半年中小学教师资格开考，590 万考生创历史新高。

图表7. 行业动态关注

11 月 6 日	画啦啦：完成 B+轮融资，由乐高家族办公室 Kirkbi 旗下乐高创新投资基金领投
事件	11 月 6 日，画啦啦少儿美术（广州六一教育科技有限公司）宣布于近日完成 B+轮融资。本轮投资由乐高家族办公室 Kirkbi 旗下乐高创新投资基金领投，经纬中国、启明创投跟投。
点评	<p>国内首个在线少儿美术教育产品，本轮融资将用于美术教学系统升级、课程研发、师资和管理队伍的提升。画啦啦成立于 2015 年，为广州六一信息科技有限公司旗下在线少儿美术教育品牌，六一教育成立于 2014 年底，其成立之初即获得过好未来、真格教育的数千万元 A 轮融资。截止目前，六一教育已完成五轮融资。旗下拥有画啦啦少儿美术和画啦啦小灯塔通识课两大素质教育产品，其中，画啦啦少儿美术是针对 5-12 岁的儿童成长特性设计的国内首个在线少儿美术教育产品，截至 2019 年 6 月，画啦啦拥有注册学员超过 500 万人，其中 5-9 岁付费学员超过 20 万人。本轮融资将用于画啦啦 Art-Cloud 在线美术教学系统的升级、在线少儿美术课程的研发、优质教师队伍建设和管理队伍的提升。</p> <p>看好相对多元化的优质企业，在线教育为美术教育提供了一条轻量化的增长路径，但美术教育对线下的体验依赖尚不可完全替代。去专业化教学后的少儿美术通识教育，能够提升企业扩张的可复制性。多品类教育能满足客户多元化学习诉求，同时可以提高资源利用率，增强用户单位价值，加速企业规模化。看好此趋势下，相对多元化的少儿美术通识教育机构。同时，在线教育是新技术下赋予美术教育的新机遇，为线下的传统美术教育打开了一条轻量化的增长路径。看好技术赋能下，教研与运营能力强的优质企业。但美术教育对线下的体验依赖尚不可完全替代，线下方面，可以通过直营+加盟模式联合扩张，直营模式相对稳健，布局在区域中心城市，同时通过加盟模式下沉三四线城市。看好直营基础扎实、加盟模式已得验证的企业。</p>

11月4日	编程猫：获4亿元C轮融资，由中俄基金领投
事件	编程猫近日宣布完成获得单轮4亿元C轮融资，由中俄基金(中俄两国共同成立的跨国私募股权基金)领投。
点评	<p>编程猫是中国知名少儿编程教育品牌。为全球7-16岁少儿研发了图形化编程平台及系列编程课。目前，编程猫累计融资额达到10亿元，其已研发了超过19种品类编程课，并与包括清华大学、香港大学、人大附小等在内的全国万余所学校与教育机构达成合作。据透露，本次融资后，编程猫将继续锁定编程教育市场头部地位，巩固领先优势，拉大跟随者的差距，并将正式开始筹划科创板上市工作。目前，编程猫学员已达3147万，在今年3月实现了经营性现金流打正，今年6月，单月收入6122万元，2019年3季度收入破2亿元，已连续八个季度实现收入环比两倍以上增长。</p> <p>在半刚需环境下，C端将是STEAM赛道中的企业竞争的主要战场，预计资本层面将加速往商业模式跑通的头部几家企业集中。国家一直在推动STEAM教育的发展，落到各地B端市场需要一定的时间。短期3-5年行业竞争仍在C端。目前消费者认知培育在加速提升，资本的集中度也节节攀升，预计资本层面将加速往商业模式跑通的头部几家企业集中。随着业绩的放量，头部企业有望加速脱颖而出，拉开与后续梯队的差距，头部企业竞争格局初步清晰，在此过程中企业在C端的运营积累尤为重要。在C端市场的竞争中，获客以及留存是决定企业最终经营效益的重要参数。我们认为，稳定可控的获客成本是企业最终获胜的基石，强有力的产品竞争优势是企业留存用户、实现规模化，并最终成为行业头部企业的必经之路。形成差异化的产品优势，构筑企业核心竞争力的关键仍在教研。线上精细化运营、线下规模化发展，以及线上线下良性互补是控制获客成本、提高用户粘性的有效途径。</p>
11月1日	教育部：下半年中小学教师资格开考，590万考生创历史新高
事件	11月1日，教育部官网发布消息称，2019年下半年中小学教师资格考试考生人数再创新高，高达590万人，考试科次1237万科次，比上半年考生人数增加一倍多，加上上半年考生人数290万，全年中小学教师资格考试人数近900万人。
点评	<p>教师门槛提高、教师薪酬增加提升教师资格证热度。近年来，政策明文要求教师须持有教师资格证上岗，进一步提高了教师门槛。例如2019年7月，教育部等六部门发布《关于规范校外线上培训的实施意见》，指出学科类培训人员备案材料主要包括：基本信息、教师资格证明（其中，外籍人员提供学习和工作经历、教学资质或教学能力说明）。2018年8月，国务院办公厅发布《规范校外培训机构发展的意见》。《意见》指出，从事语文、数学、英语及物理、化学、生物等学科知识培训的教师应具有相应的教师资格。此外，一线城市高教师薪资待遇亦吸引更多人才加入到教师岗位竞争中。</p> <p>高需求推动教师资格证培训产业发展，未来教师培训行业将向更广阔C端市场进军。590万创新高的考生背后是需求广阔的教师培训空间，近年来，教研实力突出的龙头企业今年入教师培训市场，我们认为，教师培训赛道相比单独的存在，与其他业务模式也能很好地结合而诞生优质且可持续的商业模式。传统的教师培训企业针对的更多是典型的B端市场，其余培训赛道的龙头企业通过自身业务链的延伸涉足到教师培训的C端市场，是对整个教师培训市场的一个业务模式更新升级的一个重要推动。面对日渐高涨的需求，我们认为未来的教师培训将打破在B端市场的局限，向更广阔的C端市场进军。</p>

资料来源：Wind、画啦啦公司官网、编程猫公司官网、多知网、广证恒生

图表8. 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
2019/10/28	Robobloq 魔块智能	素质教育	战略投资	1000 万人民币	众合创投
2019/10/30	牛牛成长	素质教育	A 轮	数千万人民币	联创永宣(领投)、盈 动资本
2019/10/31	铂略咨询	职业培训	B 轮	未透露	智联招聘、华夏桃李资 本(财务顾问)
2019/10/31	HnR 新升力	儿童早教	战略投资	未透露	字节跳动
2019/11/1	优必杰	素质教育	A+轮	未透露	启明创投、源星资本、 北京亚昌富投资管理
2019/11/4	Dr.S 赛先生	教育综合服务	A 轮	数千万人民币	北塔资本,精中教育,天 地酬勤
2019/11/4	编程猫	素质教育	C 轮	4 亿人民币	赛富基金,猎豹移动,清 流资本,高瓴资本,中俄 投资基金
2019/11/5	乐码王国	素质教育	天使轮	数百万人民币	浙江成功之道教育集团
2019/11/6	画啦啦	素质教育	B+轮	未透露	经纬中国,启明创投,乐 高创新投资基金
2019/11/8	歌斐教育	教育综合服务	A 轮	1 亿人民币	同程旅游,荣大资本,新 建元,天翊资本

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。