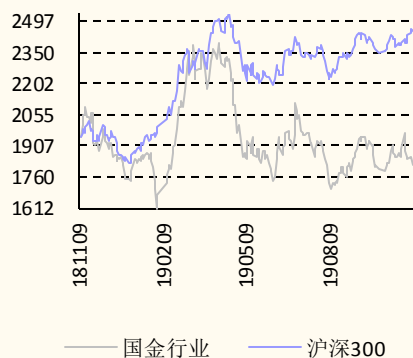


## 市场数据(人民币)

|           |       |
|-----------|-------|
| 市场优化平均市盈率 | 18.90 |
| 国金教育指数    | 1831  |
| 沪深300指数   | 3973  |
| 上证指数      | 2964  |
| 深证成指      | 9895  |
| 中小板综指     | 9215  |



## 相关报告

- 1.《2019 教育行业周报第 41 期：国考过审人数达 143.7 万人，...》，2019.11.3
- 2.《数据分析：中国可能还需要更多公务员——公务员体系&结构量...》，2019.10.22
- 3.《2019 教育行业周报第 40 期：国考招录人数回升 66%，体制内...》，2019.10.20
- 4.《国考招录人数回升 66%，体制改革过程中，培训需求有望持续提升...》，2019.10.15
- 5.《2019 教育行业周报第 39 期：职教政策再推进--社服领域人才...》，2019.10.13

吴劲草 分析师 SAC 执业编号：S1130518070002  
wujc@gjzq.com.cn

郑慧琳 联系人  
zhenghuijin@gjzq.com.cn

## 2019 教育行业周报第 42 期：新东方 K12 为引擎，春种秋收 VS 好未来重线上，等待下蹲起跳

### 行情回顾

- 本周，国金教育指数涨跌幅-0.81%，上证指数-0.49%，深证成指-0.22%，创业板指-0.25%，传媒指数(中信)+0.13%，餐饮旅游(中信)+0.11%，沪深300指数-0.47%。
- 年初至今，国金教育指数涨跌幅+4.69%，上证指数+18.86%，深证成指+36.68%，创业板指+36.84%，传媒指数(中信)+10.63%，餐饮旅游(中信)+27.22%，沪深300指数+31.97%。

### 行业观点

- 近期，新东方和好未来分别发布了 FY20Q1 和 FY20Q2 未经审计的财报(2019.6.1-8.31)。我们从 4 个方面进行对比：
  - ①**网点扩张节奏：新东方单季度扩张速度放缓 VS 好未来单季度扩张较快。** FY20Q1 期末新东方单季学习中心及学校合计 1261 个，环比增加 7 个，单季度网点扩张速度相对放缓，FY20 计划扩容 20%。好未来近两季度扩张有所提速，FY20Q1/Q2 单季度网点分别增加 49/33 个，总数达 758 个。
  - ②**营收增长：新东方维持较快增长，未来依然值得乐观 VS 好未来增速同比放缓，未来或将保持 30%-40%的新常态。** 新东方 FY20Q1 实现营业收入 10.72 亿美元，同增 25% (USD) /30% (RMB)，预计 FY20Q2 实现营收同增 26%-29% (USD) /30%-33% (RMB)。好未来 FY20Q2 实现营业收入 9.37 亿美元，同增 34% (USD) /39% (RMB)，增速环比有所提高。公司预计 FY20Q3 营收同增 41-44%YoY (USD) /45-48%YoY (RMB)，增速指引环比提高，主要由于培优小班业务增长环比有所加速。我们认为未来 30-40%的增速，应该是好未来的“新常态”，过去 60-70%的增速很难再出现。
  - ③**细分业务情况：新东方 K12 业务是重要增长引擎 VS 好未来学而思培优增速环比提高，在线业务营收快速增长但仍未实现盈利。** 新东方 K12 业务是其重要增长引擎，K12 业务 FY20Q1 收入同增 35% (USD) /40% (RMB)，夏季促销留存率以及正价班级续班率均有提升，在线业务收入占比仍较低 (FY19 全年新东方在线营收占比不到 5%)。好未来 FY20Q2 学而思培优营收占比为 63%，营收同增 20% (USD) /24% (RMB)，增速相较 Q1 环比有所提升，在线业务营收占比为 16%/+4pct，预计目前仍处于亏损状态，伴随在线业务收入占比快速提升，公司整体利润端有所承压。
  - ④**利润率变化：新东方处于春种秋收阶段 VS 好未来利润端承压明显，投资计提致影响较大，等待下蹲起跳。** 新东方连续三个季度非 GAAP 营业利润率改善，FY20Q1 为 24.0%/+3.6pct，主要由于利用率提高，经营杠杆有所体现和夏季促销提价。目前公司处于整合扩张的收获期、利润增长的秋收期，我们预计 FY20 全年利润率仍然会呈现提升趋势。好未来随着线上业务的烧钱战不断升级，利润端承压明显，同时 FY20Q1&Q2 受到长期投资公允价值变动&减值损失影响较大，账面出现亏损，但非经营性亏损，预计 FY21Q1&Q2 账面利润增幅较大，等待明年下蹲起跳。
- **推荐标的：**中国东方教育，中国科培，中教控股，中公教育，佳发教育等
- **风险提示：**民促法尚未落地；收购整合风险；招生不及预期等风险。

## 本周发布报告

**【公司点评】科斯伍德：收购龙门剩余股权方案获证监会无条件通过，聚焦教育业务全力启航**

### 事件

- **11月6日，科斯伍德重组事项获证监会无条件通过。**2019年11月6日证监会并购重组会召开2019年第57次并购重组委工作会议，对科斯伍德发行股份、可转换债券及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易事项进行了审核。根据会议审核结果，科斯伍德本次重组事项获得无条件通过。
- **2019年6月25日，科斯伍德公告拟以三种方式合计收购龙门教育50.17%的股权。**科斯伍德拟以发行股份、可转换债券及支付现金的方式收购龙门教育股东马良铭、明旻、董兵、马良彩、方锐铭、徐颖、益优科技、财富证券、红塔证券、国都证券、翊占信息、田珊珊、齐勇、智百扬投资、孙少文收购龙门教育50.17%的股权，其中以发行股份的方式支付对价2.9亿元（发行价为9元/股），占交易对价的35.71%；以发行可转换债券的方式支付对价3亿元，占交易对价的36.90%，以支付现金的方式支付对价2.2亿元（债转股价格为9元/股），占交易对价的27.39%。同时，科斯伍德拟通过询价方式向其他不超过5名特定投资者发行股份募集配套资金。募集配套资金总额不超过3亿元（假设发行价为9元/股，则拟发行股数为3333万股）
- **10月21日，科斯伍德就《证监会反馈意见通知书》给予回复。**科斯伍德于2019年9月20日收到证监会出具的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》，并于10月21日给予回复。回复问题涉及有法律法规、民非学校、师资力量、未来增长等多方面。
- **交易后股权结构：**①龙门教育：本次交易完成后，科斯伍德将持有龙门99.93%的股权，全资持有龙门教育。②科斯伍德：考虑配套融资的情况下，本次交易后，如不考虑可转换债券转股，控股股东吴贤良、吴艳红将合计持有上市公司36.49%的股份；如考虑定向可转换债券转股，则吴贤良、吴艳红将合计持有上市公司32.93%的股份，龙门教育副董事长马良铭将持有科斯伍德14.49%股份。持股结构的变化，将龙门管理层与上市公司原股东利益进行深度绑定，增强凝聚力，利于公司长远发展。

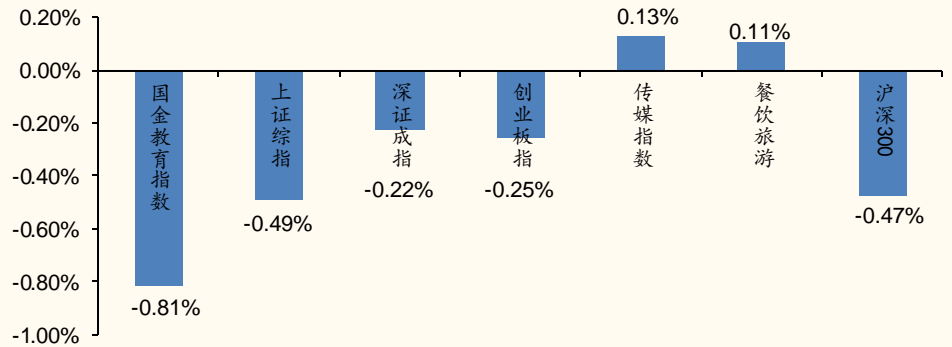
### 投资建议

- 龙门教育经营向好，同时科斯伍德通过缩减非核心业务，聚焦教育行业，有望提高整体盈利能力，集中资源做大教育板块。我们预计科斯伍德2019/2020/2021年归母净利润实现1.02/1.25/1.50亿元，对应PE估值为33/27/23x。
- **风险提示：**增发尚需证监会审核，交易方案尚未落地仍存不确定性，行业政策风险，竞争加剧等。

### 一周行情回顾

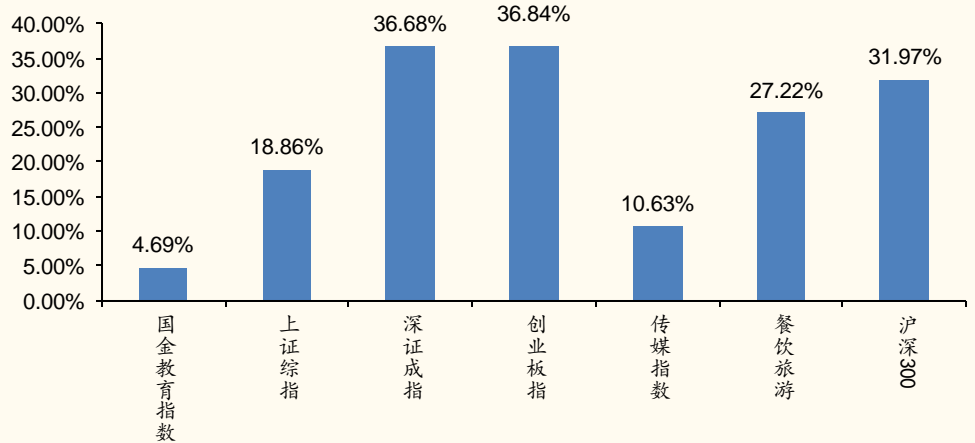
- 本周，国金教育指数涨跌幅-0.81%，上证指数-0.49%，深证成指-0.22%，创业板指-0.25%，传媒指数(中信)+0.13%，餐饮旅游(中信)+0.11%，沪深300指数-0.47%。
- 年初至今，国金教育指数涨跌幅+4.69%，上证指数+18.86%，深证成指+36.68%，创业板指+36.84%，传媒指数(中信)+10.63%，餐饮旅游(中信)+27.22%，沪深300指数+31.97%。

图表 1：本周各指数涨跌幅



来源：WIND，国金证券研究所

图表 2：年初至今各指数涨跌幅



来源：WIND，国金证券研究所

## 一周行业重点公告

- **【CHEGG】(CHGG.N)** 公司公告, 2019 年三季报: 2019Q1-Q3 实现营收约 2.85 亿美元, 同比+26.6%; 毛利润约 2.19 亿美元, 同比增 31.0%; 净亏损约 0.18 亿美元, 同比-11.9%。2019Q3 实现营收约为 0.94 亿美元, 同比+26.8%; 毛利润约 0.72 亿美元, 同比增+32.5%; 净亏损约 0.11 亿美元, 同比-16.3%。
- **【文化长城】(300089.SZ)** 公司公告, 文化长城股票交易价格连续三个交易日内 (2019 年 11 月 1 日、11 月 4 日、11 月 5 日) 日收盘价格跌幅偏离值累计超过 20%, 根据《深圳证券交易所交易规则》的相关规定, 公司股票交易属于异常波动情况。经自查, 公司不存在违反信息公平披露的情形。公司 2018 年度财务报告被出具“无法表示意见”的审计报告, 若公司 2019 年度财务会计报告继续被出具“否定或者无法表示意见”的审计报告, 则深圳证券交易所可能暂停公司股票上市。
- **【LAUREATE EDUCATION】(LAUR.O)** 公司公告 2019 年三季报: 2019Q1-Q3 实现营收约 23.67 亿美元, 同比-1.3%; 归母净利润约 8.78 亿美元, 同比+182.1%; 2019Q3 实现营收约 7.74 亿美元, 同比-0.6%; 归母净亏损约-0.95 亿美元, 同比+1.0%。
- **【职业教育】(CECO.O)** 公司公告 2019 年三季报: 2019Q1-Q3 实现营收约 4.69 亿美元, 同比+7.7%; 归母净利润约 0.42 亿美元, 同比+3.3%; 2019Q3 实现营收约 1.55 亿美元, 同比+6.4%; 归母净利润约 0.18 亿美元, 同比+22.7%。
- **【大峡谷教育】(LOPE.O)** 公司公告 2019 年三季报: 2019Q1-Q3 实现营收约 5.65 亿美元, 同比-15.4%; 净利润约 1.83 亿美元, 同比+18.9%; 2019Q3 实现营收约 1.93 亿美元, 同比+24.3%; 净利润约 0.58 亿美元, 同比+72.2%。
- **【科斯伍德】(300192.SZ)** 公司公告, 科斯伍德重组事项获证监会无条件通过。2019 年 11 月 6 日证监会并购重组会召开 2019 年第 57 次并购重组委工作会议, 对科斯伍德发行股份、可转换债券及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易事项进行了审核。根据会议审核结果, 科斯伍德本次重组事项获得无条件通过。
- **【GP STRATEGIES】(GPX.N)** 公司公告 2019 年三季报: 2019Q1-Q3 实现营收约 4.28 亿美元, 同比+11.9%; 毛利润约 0.66 亿美元, 同比+10.9%; 净利润约 0.06 亿美元, 同比-39.8%; 2019Q3 实现营收约 1.39 亿美元, 同比+12.5%; 毛利润约 0.22 亿美元, 同比+ 12.9%; 净利润约 0.02 亿美元, 同比-34.0%。
- **【斯特雷耶教育】(STRA.O)** 公司公告 2019 年三季报: 2019Q1-Q3 实现营收约 7.33 亿美元, 同比+87%; 净利润约 0.53 亿美元, 同比-238%; 2019Q3 实现营收约 2.42 亿美元, 同比+50%; 净利润约 0.17 亿美元, 同比-132%。

## 一周行业重点新闻

### ■ 因涉嫌信息披露违法违规，证监会立案调查文化长城

蓝鲸教育 11 月 4 日讯，今日晚间，文化长城(300089.SZ)发布公告称，收到证监会调查通知书。公告显示，因公司涉嫌信息披露违法违规，根据《中华人民共和国证券法》的有关规定，证监会对其进行立案调查。调查期间，其将积极配合证监会的工作并按照监管要求履行信息披露义务。此前，文化长城曾受区块链消息影响，自 10 月 24 日起，连获 6 个涨停板。引发深交所关注。其后，文化长城披露，期待区块链产品尚未投入应用。教育部：要抓年底工作落实 集中精力再奋进再攻坚，

### ■ 立思辰参与发起“未来青少年文学文化公益计划”，助力大语文推广蓝鲸教育讯

近日，未来青少年文学文化公益计划发布会在京召开。北京师范大学教育学部课程与教学研究院语文教育研究者易进、北京师范大学文学院语言教育研究所所长任翔、立思辰总裁窦昕、中国社科院文学所青年学者陈思四人正式发起了“未来青少年文学文化公益计划”。李旭光任未来青少年文学文化公益计划行动办主任。该项公益计划聚焦于整体提升当下青少年的文学文化素养，旨在发现、激发、培养具有潜力的未来文学文化优秀青少年人才。

### ■ 五年错报约 9 亿元收入，达内科技或面临退市风险

多知网讯，近日，达内科技(TEDU)于宣布了其董事会独立审计委员会调查的财务报表审计结果。调查发现，公司 2014-2017 财年的报告收入以及先前宣布的 2018 年每个季度和全年的未经审计收入均不准确。2014 至 2018 财年的收入错报总额将少于人民币 9 亿元，约占此前报告的该时期总收入的 11.5%，而实际的收入错报金额可能会更高。2019 年 10 月 29 日，达内曾收到纳斯达克通知称：由于持续拖欠截至 2018 年财报，除非公司及时在纳斯达克听证会上进行听证，否则将面临退市。

### ■ 教育部：推进减负须有增有减、把握好度

鲸媒体讯，昨日，教育部基础教育司副司长俞伟跃在新闻通气会上对近期舆论热议的减负话题做出答复，同时表示合理的学业负担是必需的，是激发学生潜力和锻炼学生能力的必要条件。教育部基础教育司副司长俞伟跃表示，浙江的减负 33 条，是一个面向社会征求意见的方案，目的是要根据社会反映和人民群众的实际感受，进行进一步完善，并不是最后的执行方案。减轻中小学生过重负担，不是简单地缩短在校时间、减少作业量、降低课业难度，而是要把不合理的负担减下来，减去强化应试机械刷题，校外超前、超标培训等不合理负担。

### ■ 美团点评：“决胜 5 公里”，三年内为教培机构带来千亿学费

多知网 11 月 6 日讯，“截至 9 月 30 日，美团点评收录教育机构 134 万个，沉淀用户评论超过 210 万条，年度访问用户达 1.69 亿。未来 3 年内，美团点评预计会为教培机构带来 1000 亿元学费，沉淀 2000 万+条真实评价。”发布会上，美团点评教育业务负责人李亦兰用一串数字表明了美团点评在教育培训业务板块取得的成绩并立下了三年内的小目标。事实上，自 2018 年上市之后，美团就已经开始逐渐精细化布局，向 B 端商家提供新营销服务和产品服务。在今年第二季度财报中，美团特意强调，“大到店”业务板块收入的强劲增长“主要归功于在线营销服务收入的增长”。美团 To B 战略初显成效。

### ■ “腾讯 ConTech 论坛·教育新生态”论坛，聚焦内容生产与消费新规则

蓝鲸教育 11 月 7 日讯，近日，由腾讯新闻主办的“腾讯 ConTech 论坛·教育新生态”在北京举办。本次论坛聚焦教育新生态下的内容生产与消费新规则，共同探讨教育+科技的更多可能。国家教育咨询委员会秘书长&教育部教育发展研究中心原主任张力、世界工程组织联合会(WFEO)当选主席&

中国新一代人工智能发展战略研究院执行院长&南开大学原校长龚克等知名教育学者、教育从业者出席本次活动。

■ **鼓励中小学教师增强科研意识，教育部：运用人工智能、脑科学等开展教育研究**

芥末堆 11 月 7 日讯，今日，教育部发布《关于加强新时代教育科学研究工作的意见》。《意见》中提到，目标用 5 年左右的时间打造一批新型教育智库和高水平教育教学研究机构，建设一支高素质创新型科研队伍，催生一批优秀教育科研成果。《意见》对高等学校和中小学科研方向做出具体区分，分别为：高等学校要重点加强基础理论研究、决策服务研究，优化教育学及其相关学科规划建设和人才培养；中小学要积极开展教育教学实践研究，改进教学方法，提高教育质量。

■ **中共教育部党组要求推进教育治理体系和治理能力现代化**

鲸媒体 11 月 8 日讯，昨日，中共教育部党组发布《中共教育部党组关于教育系统学习贯彻党的十九届四中全会精神的通知》，要求推进教育治理体系和治理能力现代化。《通知》指出，要完善立德树人体制机制。加强体育美育和劳动教育，构建覆盖城乡的家庭教育指导服务体系，培养学生德智体美劳全面发展。《通知》要求，要构建服务全民终身学习的教育体系。坚持学前教育公益普惠原则，提高保教质量。

**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；  
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；  
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH