

2021年03月20日

## 2022 上海中考改革持续推进，民强公弱的初中格局或持续均衡

增持（维持）

证券分析师 吴劲草  
执业证号：S0600520090006

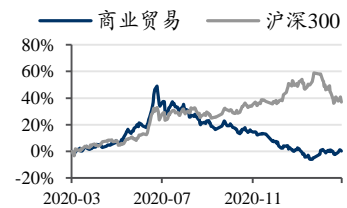
wujc@dwzq.com.cn  
证券分析师 张家璇  
执业证号：S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn

### 本周观点

- 本周，上海市教委公布了《上海市高中阶段学校招生录取改革实施办法》，名额分配政策变化较大：本次新办法适用于2022年起参加上海中考的考生。高中招生分为自主招生、名额分配综合评价和统一招生录取三种类型。其中名额分配是本次变化较大的录取方式。
- 本次发布的《实施办法》是2018年上海中考改革的补充，“新人新办法，老人老办法”改革稳步推进中。名额分配到校在2018年便已提出，本次实施办法其实是2018年《实施意见》的配套文件，当时的文件在发布时就指出高中阶段学校招生录取改革从2018年入学的学生（即2022参加中考考生）起实施，今年出台文件进一步补充主要体现了“新人新办法，老人老办法”的原则，政策较为人性化，改革平稳有序进行。
- 委属高中72%的名额凭借裸分，区属高中35%-45.5%的名额分配到校：新的《实施办法》新增了名额分配到区的方式，保证了各区都有一定的名额分配指标，但如何选拔依旧是依据本区内的考生的中考成绩排名，从高到低排序录取。可见新的“名额分配到区”的实质仍类似于统一招生。根据新的《实施办法》，名额分配要求占区属高中的50%-65%（委属为65%），其中分配到区30%、分配到校70%（委属为80%和20%）。
- 自主招生比例下降，初高中标准化选拔是未来大趋势。之前一所区属市示范性高中约有40%的学生通过自招录取，45%的学生通过中考统一招生录取，15%通过名额分配录取。即60%的学生是比拼中考分数录取的，而这一部分的录取相对统一、客观、公正。新的《实施办法》颁布后，预计自主招生录取的学生只占录取人数的15%左右，中考统一招生约占25%，名额分配到区约占18%，名额分配到校约占42%。新办法实施后通过比拼中考分数录取的学生占到85%，相比于之前大幅提升。
- 民办初中垄断优秀生源时代已经过去，未来公办初中实力将增强，其中弱势公办初中的生源流失问题将有所缓解，教育发展更加平衡协调。自2020年上海民办摇号实施以来，优秀学生的家长出于对确定性和风险的衡量，会更多选择对口学区较为确定的优质公办初中，公办初中实力将增强，民办初中优质生源与优质成绩形成的正循环难以持续。而新的《实施办法》颁布后，名额分配到校比例大幅增加。弱势公办初中将享受到一定的分配名额红利，其生源流失将会得到一定缓解。小学和初中仍鼓励“就近上学”。
- 建议关注：中公教育，中教控股、希望教育、中国东方教育、天立教育
- 风险提示：政策推进进度不及预期。

### 行业走势



### 相关研究

- 1、《商业贸易行业点评：1-2月社零同比+33.8%，较2019同期+6.4%》2021-03-15
- 2、《商业贸易行业跟踪周报：京东发布2020全年业绩，年活跃用户+30%》2021-03-14
- 3、《教育行业周报（2021年第10期）：北京教委声明本次K12课外培训整治并非取缔，合规机构仍可恢复正常教学》2021-03-14

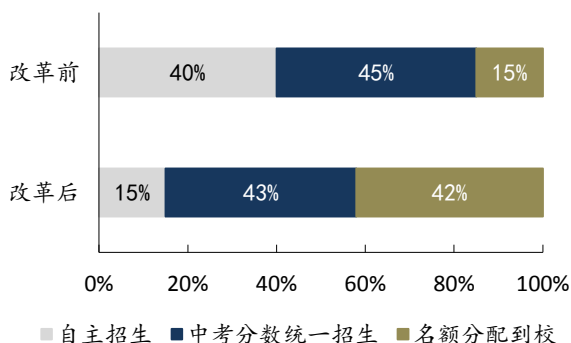
## 本周观点：2022 上海中考改革持续推进，民强公弱的初中格局或持续均衡

本周，上海市教委公布了《上海市高中阶段学校招生录取改革实施办法》，**名额分配影响较大**：本次新办法适用于 2022 年起参加上海中考的考生。高中招生分为自主招生、名额分配综合评价和统一招生录取三种类型。其中，自主招生和统一招生是原有的录取方式，名额分配是本次变化较大的录取方式。

本次发布的《实施办法》是 2018 年上海中考改革的补充，“新人新办法，老人老办法”，**改革稳步推进中**。名额分配到校在 2018 年便已提出，本次实施办法其实是 2018 年《上海市进一步推进高中阶段学校考试招生制度改革实施意见》的配套文件，当时的文件在发布时就已经指出高中阶段学校招生录取改革从 2018 年入学的学生（即 2022 年参加中考考生）起实施，今年出台文件进一步补充主要体现了“新人新办法，老人老办法”的原则，政策较为人性化，改革平稳有序进行。

**委属高中 72% 的名额凭借裸分，区属市实验性示范性高中 35%-45.5% 的名额分配到校**：上海原先也有名额分配，区内的示范性高中将名额分配给区内各个初中，即“名额分配到校”。而新的《实施办法》中的名额分配则包括了原有的名额分配到校，并新增了名额分配到区的方式，保证了各区都有一定的名额分配指标，但如何选拔依旧是根据本区内的考生的中考成绩排名，从高到低排序录取。可见新的“名额分配到区”的实质仍类似于统一招生。新的《实施办法》要求名额分配占区属市实验性示范性高中的 50%-65%（委属为 65%），其中分配到区 30%、分配到校 70%（委属为 80%和 20%）。

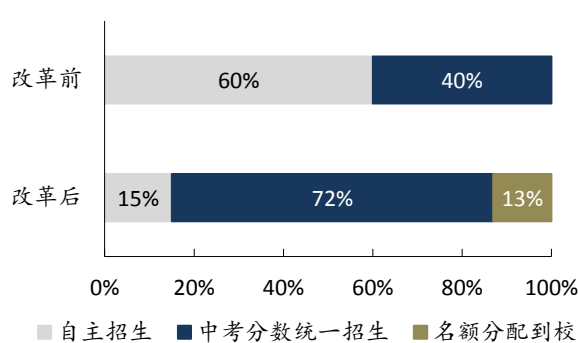
图 1：招生录取改革（区属市实验性示范性高中）



数据来源：上海市教委，东吴证券研究所

注：图中改革后的“统一招生”包括名额分配到区。

图 2：招生录取改革（委属市实验性示范性高中）



数据来源：上海市教委，东吴证券研究所

注：图中改革后的“统一招生”包括名额分配到区。

**自主招生比例下降，初高中标准化选拔是未来大趋势**。原先，一所区属市实验性、示范性高中（如建平中学）大约有 40% 的学生通过自主招生录取，45% 的学生通过中考

统一招生录取, 15%通过名额分配录取(相当于新办法的“名额分配到校”)。可以认为, 60%的学生是比拼中考分数录取的, 而这一部分的录取相对统一、客观、公正。而新的《实施办法》颁布后, 预计自主招生录取的学生只占录取人数的 15%左右, 中考统一招生约占 25%, 名额分配到区约占 18%, 名额分配到校约占 42%。新办法实施后通过比拼中考分数录取的学生占到 85%, 相比于之前大幅提升。

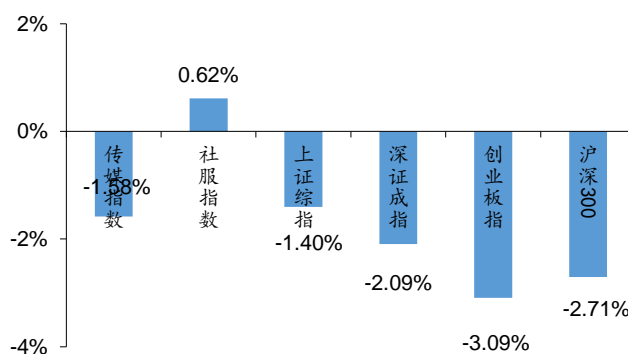
民办初中垄断优秀生源时代已经过去, 未来公办初中实力将增强, 其中弱势公办初中的生源流失问题将有所缓解, 教育发展更加平衡协调。在民办摇号之前, 上海的民办初中显著强于公办初中, 自 2020 年上海民办摇号实施以来, 优秀学生的家长出于对确定性和风险的衡量, 会更多选择对口学区较为确定的优质公办初中, 公办初中实力将增强, 民办初中优质生源与优质成绩形成的正循环难以持续, 而新的《实施办法》颁布后, 名额分配到校比例大幅增加。弱势公办初中将享受到一定的分配名额红利, 其生源流失将会得到一定缓解。小学和初中仍鼓励“就近上学”。

## 本周行情回顾

过去一周, 传媒指数(申万)下跌 1.58%, 社服指数(申万)上涨 0.62%, 上证综指下跌 1.4%, 深证成指下跌 2.09%, 创业板指下跌 3.09%, 沪深 300 指数下跌 2.71%。

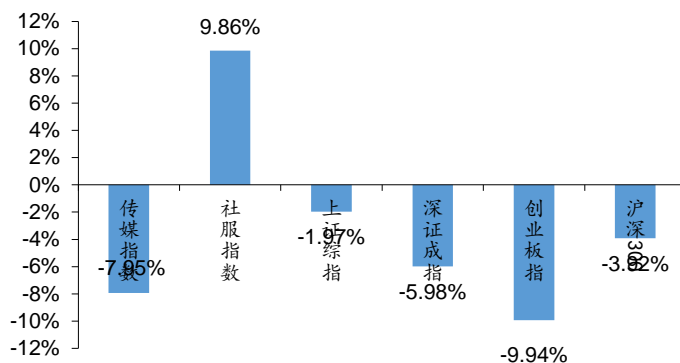
年初至今, 传媒指数(申万)下跌 7.95%, 社服指数(申万)上涨 9.86%, 上证综指下跌 1.97%, 深证成指下跌 5.98%, 创业板指下跌 9.94%, 沪深 300 指数下跌 3.92%。

图 3: 过去一周行情涨跌情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 传媒和社服均为申万指数

图 4: 年初至今行情涨跌情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 传媒和社服均为申万指数

## 本周行业重点公告

**【卓越教育】(3978.HK)** 3月15日公告: 公司将于3月25日(星期四)举行董事会会议, 发布2020年业绩, 考虑建议派发末期股息(如有)。

**【中国新华】(2779.HK)** 3月15日公告: 公司将于3月26日(星期五)举行董事会会议, 发布2020年业绩, 考虑建议派发末期股息(如有)。

**【美吉姆】(002621.SZ)** 3月16日公告: 公司于3月15日完成了《2019年度利润分配方案》所制定的工商登记变更事项, 即以2019年底的总股本5.9亿股为基数, 以资本公积金每10股转增4股, 不派发现金红利和送红股。由于公司回购了部分股权激励限制性股票, 此次变更后公司股本为8.3亿股。

**【紫光学大】(000526.SZ)** 3月16日公告: 公司将于3月19日非公开发行2156.8万股, 本次发行后公司股份总数变为1.18亿股(发行前为9619.5万股)。本次发行价格为38.53元/股, 募集资金总额为8.31亿元。

**【瑞思教育】(REDU.O)** 3月16日公告: 公司公布2020第四季度及全年未经审计的财报。受疫情影响, 瑞思教育2020年总收入为9.6亿, 同比下降37.3%, 归属于瑞思的净亏损为1.32亿。预计瑞思2021年全年收入将在14.2亿元到17.3亿元之间。

**【中国科培】(1890.HK)** 3月17日公告: 公司将于3月29日(星期一)举行董事会会议, 发布2020年业绩、考虑建议派发末期股息(如有)。

**【华夏视听】(1981.HK)** 3月17日公告: 公司将于3月29日(星期一)举行董事会会议, 发布2020年业绩、考虑建议派发末期股息(如有)。

**【成实外教】(1565.HK)** 3月18日公告: 公司将于3月30日(星期二)举行董事会会议, 发布2020年业绩、考虑建议派发末期股息(如有)。

**【尚德机构】(STG.N)** 3月18日公告: 公司公布2020第四季度及全年未经审计的财报。公司2020年净收入22.04亿元, 同比上升0.5%。毛利润为人民币18.17亿元, 同比增长1.1%, 净亏损为4.31亿元。

**【天立教育】(1773.HK)** 3月19日公告: 公司今日召开董事会议, 发布2020年度业绩公告。2020年, 天立教育营收为12.98亿元, 相比于2019年的9.17亿元增长41.5%。毛利润5.62亿元, 同比增长49.3%。经调整净利润3.81亿元, 同比增长43.7%。

**【思考乐】(1769.HK)** 3月19日公告: 公司将于3月31日(星期三)举行董事会会议, 发布2020年业绩、考虑建议派发末期股息(如有)。

**【21世纪教育】(1598.HK)** 3月19日公告: 公司将于3月31日(星期三)举行董事会会议, 发布2020年业绩、考虑建议派发末期股息(如有)。

**【科德教育】(300192.SZ)** 3月19日公告: 近日, 公司与厦门倍凡教育管理有限公司的相关方林木顺、杭州潮林教育科技有限公司签署协议, 以受让股权的方式实现对河南毛坦高级中学有限公司的控股。同期, 双方将对其管理和持有的职业学校进行冲刺班业务合作。

## 本周行业重点新闻

### 思考乐、华夏视听正式进入港股通

蓝鲸财经3月15日讯, 港股通股票名单发生调整并于15日起生效。其中, 思考乐教育(01769.HK)、华夏视听教育(01981.HK)被调入, 民生教育(01569.HK)被调出。此前, 思考乐和华夏视听已宣布将于3月纳入港股通。

### 培生发布未经审计的2020年财报

芥末堆3月15日讯, 培生(Pearson)教育集团于3月8日公布的未经审计的2020年财报显示, 培生去年营收为34亿英镑, 与2019相比下降12%。培生宣布将从此前的主要瞄准学校市场转型为直接面向消费者, 瞄准数字化学习工具、员工技能缺口, 以及认可和认证这三大领域。

### 上海中考招生改革

芥末堆3月16日讯, 上海市教委公布《上海市高中阶段学校招生录取改革实施办法》。从2022年起, 上海市高中阶段学校招生录取工作分为自主招生录取、名额分配综合评价录取和统一招生录取三种类型。自主招生不超过全市普通高中招生计划的6%, 实验性示范性高中招生计划名额分配占50%-65%(包含“名额分配到区招生录取”和“名额分配到校招生录取”两大类)。

### 广州对校外培训机构的违规招生宣传等问题严肃核查

芥末堆 3 月 16 日讯，在广州市人民政府新闻办公室举行的“3·15”国际消费者权益日专场新闻发布会上，广州市教育局相关负责人通报称，广州对部分校外教育培训机构与个别学校涉嫌违规招生宣传等问题严肃核查，组织约谈 8 家涉嫌违规培训机构，依法依规关停 1 家机构。

### 在线教育专业委员会成立

多知网 3 月 17 日讯，网信办和中国网络社会组织联合会于 3 月 16 日成立了在线教育专业委员会，加强行业自律，规范市场管理。

### 教育部新闻发布会介绍《义务教育质量评价指南》有关情况

芥末堆 3 月 18 日讯，教育部召开新闻发布会，介绍《义务教育质量评价指南》有关情况。《评价指南》提出，不给学校下达升学指标，不单纯以升学率评价学校、校长和教师，不举办重点学校，不公布、不炒作中高考状元、升学率等。

### Kahoot!于挪威上市，可能会二次上市

芥末堆 3 月 18 日讯，挪威游戏化学习平台 Kahoot!宣布从今天开始在奥斯陆证券交易所交易，代码为“KAHOT.OL”。其目前付费订阅人数达到 55 万，同比增长 200%。去年开票收入为 4500 万美元，同比增长 247%。Kahoot!正在考虑二次上市，不排除美国的资本市场。

## 行业公司估值表

表 1: 相关标的估值表

代码	简称	总市值 (亿)	收盘价	EPS			PE		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
9901.HK	新东方-S	2,134.2	124.50	16.90	19.08	27.41	6	5	4
TAL.N	好未来	394.2	65.75	-0.56	0.47	1.99	-117	140	33
002607.SZ	中公教育	1,787.9	28.99	0.29	0.42	0.57	100	69	51
0667.HK	中国东方教育	356.8	16.24	0.39	0.49	0.58	35	28	24
GSX.N	跟谁学	220.5	86.60	1.42	-6.55	-9.17	396	-86	-61
300192.SZ	科德教育	40.7	13.69	0.33	0.55	0.82	41	25	17
002621.SZ	美吉姆	43.6	5.28	0.20	-0.03	0.22	26	-193	24
300010.SZ	豆神教育	74.5	8.58	0.04	-0.29	0.25	244	-30	34
1769.HK	思考乐教育	56.9	10.24	0.19	0.10	0.21	45	90	40
3978.HK	卓越教育集团	23.9	2.81	0.17	-	-	14	-	-
0839.HK	中教控股	341.8	15.04	0.29	0.51	0.74	44	25	17
1765.HK	希望教育	225.7	2.83	0.06	0.11	0.15	40	22	16
6169.HK	宇华教育	213.4	6.36	0.06	0.38	0.44	89	14	12
0382.HK	中汇集团	83.2	7.76	0.29	0.39	0.55	23	17	12
1890.HK	中国科培	105.0	5.21	0.23	0.30	0.36	19	15	12
1981.HK	华夏视听教育	126.0	7.59	0.11	0.18	0.27	58	35	23
1773.HK	天立教育	187.4	8.65	0.13	0.17	0.24	56	43	30
1317.HK	枫叶教育	67.1	2.24	0.17	0.29	0.34	11	6	6
6068.HK	睿见教育	80.2	3.68	0.25	0.29	0.33	12	11	9
1565.HK	成实外教育	53.1	1.72	0.13	-	-	11	-	-
2001.HK	新高教集团	71.5	4.51	0.26	0.37	0.44	15	10	9
1569.HK	民生教育	57.4	1.36	0.09	0.08	0.14	13	15	8
1525.HK	建桥教育	25.2	6.07	0.42	-	-	12	-	-

数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 数据截至 2021 年 3 月 19 日收盘

部分 0831 财年的 2019A 的数据为 FY2020A, 未加粗部分 EPS 来自 wind 一致预期, 已加粗部分来自东吴证券研究所预测

港股和美股收盘价分别为港币和美元, EPS 除好未来为美元外, 其他均为人民币, 汇率港币/人民币为 0.84 元, 美元/人民币为 6.5 元

## 风险提示

政策推进进度不及预期。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

