

教育行业 2019 年投资策略：待政策落地，重点关注高等教育和培训机构

2018 年港股教育行业走势呈现前高后低的特征，行业估值明显受政策影响。8 月出台的民办教育促进法实施细则送审稿是分水岭，在这之前，港股教育类上市公司平均估值在 40 倍 PE 左右，8 月 10 日送审稿出台后，整个板块快速下跌，目前平均估值 20 倍左右，除了业绩继续增长，政策不确定性导致的估值下杀是主要原因。展望 2019 年，民促法实施条例定稿预计在上半年出来，我们预期与送审稿不会有太大出入，在政策不确定性已经被剧烈波动的股价消化大部分后，受政策影响相对小的高等教育板块仍是我们首选，而随着越来越多的教育培训机构类公司登陆港股，也会是 2019 教育行业投资的一个重要领域。

2018 年行业政策频出，监管趋严

2018 年上半年可以说是教育股风头无两的时候，随着上市的学校类资产越来越多，教育行业成为港股独特的标的吸引着投资者的注意；彼时教育行业外延式扩张的速度成为这个行业投资的主旋律，即使中美贸易摩擦开始，大盘开始加速下探的时间里，它仍被看作是一个能逆周期增长的行业。然而 8 月中民促法实施条例送审稿的出台，让市场看到了监管者的铁腕，后续出台的规范校外培训机构发展意见、关于学前教育深化改革规范发展的若干意见，监管不仅没有放松的迹象，还在向其他学段蔓延升级，让投资者更加明白，对政策放松监管不应抱有不切实际的幻想。然而如果我们将时间线拉长，会看到教育行业主要政策从禁止任何举办者从办学中营利，到从法律上明确民办教育可以选择登记为营利性或非营利性（义务教育阶段除外），这不能不说是一种更开放的态度。

2019 教育行业仍值得关注

我们仍然相信在严监管的环境下，教育行业仍值得跟踪，原因如下：1. 教育行业相对来说不受宏观经济周期影响，属于家庭刚性支出部分；2. 教育行业先收费后提供服务的特性，决定了其现金流充沛，且提供的服务极具延续性，收入来源十分稳定；3. 教育资源尤其是优质的教育资源稀缺，供不应求；4. 股价已经反应政策的不确定性，对于某些板块（如高等教育板块）来说反应过度；5. 行业估值距高峰期已下跌 50% 以上，而不少公司未来几年业绩增长确定性颇高，具备投资价值。

投资策略：优先配置受政策影响较小的高教板块，关注即将上市的培训机构

对于民办高等教育来说，监管的主要意图是区分营利性与非营利性分类管理。民办高等教育可以选择登记为营利性，短期利润率会有一定负面影响（土地成本的轻微上升、税率的明显上升），但长期来看我们认为行业外延式并购扩张的发展模式并没有遭到颠覆。民办职业教育是政策鼓励的，而现在国家

香港

教育行业

2019 年 1 月 4 日

评级

超配

相关报告

《天立教育——高速增长的西部地区民办教育供应商》
《中国新华教育调研纪要》
《中国新华教育 (2779 HK) 2018 年中报点评》
《新高教集团 (2001 HK)——内生外延增长并进》
《事件点评：新高教集团 (2001 HK) 控股广西三间学校》
《民生教育 (1569 HK) 2018 年中报点评外延式扩张明显提速，估值有望上台阶》
《民生教育集团 (1569 HK) 调研纪要》
《事件点评：新高教集团终止收购新疆学校》
《事件点评：教育支出纳入个税扣除专项，对教育行业影响正面》
《宇华教育 6169hk——基础教育稳打稳扎，高等教育占半壁江山》
《事件点评：国务院关于学前教育深化改革规范发展的若干意见对涉及学校教育资产的上市公司影响负面》
《民生教育收购山东一所高职院校》
《成实外教育——立足成都，深耕四川》
《宇华教育 (6169 HK) 2018 财年业绩点评》

杨晓琴

证监会中央编号:BBR309
+852 2899 8300
Vivian.yang@guosen.com.hk



每月分享

60+ 份细分领域深度报告

120+ 份外刊资料

最新华尔街日报、金融时报、时代周刊等

400+ 份当月券商深度报告

200+ 份国际投行细分报告

50+ 份其他

金融电子书、考证 / 培训课件等



扫码关注，回复“**研究报告**”

加入报告分享社群

搜搜报告 (ID:sosobaogao)

基本上不批新的民办本科学校，加上独立学院需要加快脱离公办母体，民办本科基本上进入存量整合的时代，已经上市的民办高等教育集团手握丰厚资本，在行业整合中已取得先机。

课外培训机构空间广阔。随着卓越教育集团、沪江教育、新东方在线（已递交上市申请并通过聆讯阶段）等大型培训机构在港股市场上市或排队上市，我们相信明年培训机构会是一个投资者关注的方向。虽然校外培训也受到政策监管，短期培训机构的成本面临上升的压力，但是行业的整顿对于龙头企业绝对是利好，由于行业仍高度分散，市场份额最大的五间培训机构的市场占有率合计也没有超过 2%，未来行业整合空间超大。

对于民办 K12 教育集团来说，需更多时间观察政策落地情况

由于上市的公司基本上都是涉及学前教育及 9 年义务教育和高中学段，基本上无法将它们拆分。学前教育是受到政策监管最为严格的阶段，政策导向是坚决遏制学前教育过度逐利的行为，以发展普惠园为主，提出到 2020 年，普惠性幼儿园覆盖率（公办园和普惠性民办幼儿园占比）达到 80%。政策明确民办园一律不准单独或作为一部分资产打包上市，上市公司不得通过股票市场融资投资营利性幼儿园，不得通过发行股份或支付现金等方式购买营利性幼儿园资产。可以说将幼儿园资产证券化的路给堵死了。至于已经上市的怎么办，市场普遍认为按照法不溯及既往的原则，多数不会被要求拆分出上市主体，但是仍是一个令投资者担忧的点。而且民促法实施细则送审稿也对义务教育阶段做出诸多限制，因此我们认为 K12 教育学校类资产的确面临更多的政策不确定性风险，需等明年民促法实施条例定稿出来（预计是两会前后）再观察。但是，优质的教育一向是稀缺资源，在我国教育资源的供需不平衡问题尤为突出，那么真正能提供优质教育服务的民办 K12 教育集团，我们认为它很有市场空间。

风险提示

行业政策变动风险

相关上市公司扩张速度不及预期

报告正文

2018 年教育行业政策频出，监管趋严

2018 年行业政策密集出台，对行业的发展至关重要。我们回顾一下教育行业的重要法律、政策，会清晰地看到相关法律条文制定的流程，大的方向是从禁止任何人从办学中营利（1995 年教育法）到从法律上明确民办教育可以选择登记为营利性或非营利性（除义务教育阶段），这不能说不是一种放开的姿态。

最早的 1995 年颁布的教育法，禁止任何人从办学中营利，2002 年的民办教育促进法仍有“民办教育不应从办学中牟利”，基于此定调，2004 年的民办教育促进法实施条例基本上也是围绕着“不要求取得合理回报”的民办学校展开的，直到目前为止，基本上绝大部分民办学校都是“不要求取得合理回报”的性质。到 2010 年，国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020）中提出探索民办学校进行营利性和非营利性的分类，2015 年，教育法和高等教育法修订，正式删除了“任何组织和个人不得以营利为目的举办学校及其他教育机构”的规定，修改为“以财政性经费、捐赠资产举办或者参与举办的学校及其他教育机构不得设立为营利性组织”。新修改的高等教育法同时删除了“设立高等学校不得以营利为目的”的规定，这为后来的民促法修改奠定了基础。2016 年的民办教育促进法修订版，就第一次在法律上明确了将民办教育区分为营利性和非营利性，但同时规定义务教育阶段不可设立为营利性学校。2018 年出台的民办教育促进法实施条例征求意见稿及送审稿就是在民促法修订案的基础上做出具有指导性的细化条文，但送审稿就引发了市场上对民办教育集团化办学外延式扩张模式是否遭到颠覆的担忧。

我们重点梳理一下 2018 年出台的行业政策：

2018 年 4 月教育部发布《民办教育促进法实施条例（征求意见稿）》，新增 19 个条文，删去 8 个条文，同时调整了章节结构，改动幅度较大。意见稿定调“支持”和规范管理，主线清晰，对一些条款具体化（比如在税收、土地使用等方面给予民办学校优惠），具有较强的实际操作指导。但征求意见稿的第四十二、四十三条的解读市场是有争议的，有人认为该条款对含义务教育的 K12 民办教育公司会有负面影响。目前上市的学历教育主要是以管理费的形式将非营利性学校的利润转出，条例特别提到“能导致民办学校利益被转移的组织或个人”，那么义务教育阶段希望转为非营利性后能通过以管理费的方式将利润转出的方式将会受到被质疑“利润转移”的风险。而另一种声音认为此条款是明确允许举办者与民办学校进行合法关联交易，但要进行信息披露，并认为允许合法关联交易或体现监管态度在法律允许内较为宽松。

虽然解读有分歧，但当时市场认为征求意见稿整体对民办教育是偏利好，民办教育上市公司继续上涨的股价体现了资本市场的主流观点。

但 8 月份民促法实施细则送审稿出来后，市场的风向变得完全不一样了。其中市场最为关注的是两点：

1. 实施集团化办学的，不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校。港股上市的教育类企业，尤其是高等教育板块，维持高速增长的关键就是并购整合，而行业享受的高估值很大程度上是因为高速整合期带来的高速增长预期。那么这项细则如果最终落地，会令非营利性民办学校要先转成营利性的才可以出售，这中间就涉及到补地价和所得税的问题，可能使得收购成本增加。但是同时，由于二级市场剧烈的价格下跌，我们相信最终会传导到一级市场，使得并购的估值从高位冷却。

从各地已出台的民促法实施细则来看，都给了民办学校选择登记为营利还是非营利一段过渡期，一般为 3-5 年，最长的有 10 年，可以说在最近 3-5 年内，民办学校的收购并不会受影响。同时，“送审稿”第七条对于公办学校参与举办非营利性民办学校的表述更加明晰，

“公办学校举办或者参与举办非营利性民办学校的，应当经主管部门批准，并不得利用国家财政性经费，不得影响公办学校教学活动，不得以品牌输出方式获得收益”，这将进一步促使独立学院加速脱离公办母体，使高等教育板块的并购对象增加。对于 K12 阶段学校而言，由于义务教育阶段不能选择登记为营利性，受影响更大，未来涉及到义务教育阶段的学校料以自建为主。

2. “教育行政部门、人力资源社会保障部门应加强对非营利性民办学校与利益关联方签订协议的监管，对涉及重大利益或者长期、反复执行的协议，应当对其必要性、合法性、合规性进行审查审计”，强调了事前审查。我们相信未来对于香港上市的教育类公司普遍采用的通过 VIE 架构转移利润的做法会有所收紧。此前的“征求意见稿”虽然也对关联交易作出了应遵循“公开、公平、公允”原则的规范要求，但市场普遍解读为是公开承认并允许关联交易，对于香港上市的教育类公司普遍采取的以服务费形式通过 VIE 架构转移利润的做法就是一大利好，消除了政策上的不确定性。但是从送审稿来看，事情的发展似乎来了一个大转弯，送审稿强调相关监管部门要加强非营利性民办学校与利益关联方签订协议的监管，虽然关联交易是合法的，但是明显存在灰色地带。实际上此举就是为了更加严格区分营利性和非营利性学校的管理。对于社会资本进入教育行业，政策态度是明确的：支持并鼓励，但是对于既要享受非营利性学校所带来的政策性福利（如土地、税收、财政补贴等），又要通过 VIE 架构将本来登记为非营利性学校的利润完全转移的做法，今后肯定会有更大的障碍，比如像现在上市公司普遍采取的向关联公司支付服务费的方式，只要所提供的服务是真实、有效并且价格公允的，相信不会受到影响，但是未来能够转移的收入、利润的比例肯定会有所下降。对



于上市公司来说，我们相信未来高等教育登记为营利性的可能性增大，那么受到的主要影响就是税收和土地成本会上升，教育用地的市场价本来就较低，即使是从划拨转变为出让方式获得，差价并不会太大，如果按照 40 年的使用期进行摊销，影响其实非常小。而转为营利性后，实际所得税率肯定会有所上升，但这个负面影响部分也可以被因为由于转为营利性，在收费方面有更大的自主权带来的正面影响来抵消。不管是征求意见稿还是送审稿，都明确了在土地出让和税收方面，会有优惠。因此在利润方面的影响我们相信不会是显著的。而对于无法选择营利性的义务教育阶段学校则影响较大。

表 1：中国教育相关法律制定时间线

出台时间	法律条文	关注重点
1995	教育法	禁止任何人从办学中营利
2002	民办教育促进法（全国人大）	为了不和上位法冲突，民办教育促进法还是有“ 民办教育不应从办学中牟利 ”的表述
2004	民办教育促进法实施条例	在民办教育促进法的基础上细化实施条例，在此背景下，全国的民办学校基本上都是“不要求取得合理回报”
2010	《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010—2020 年）》	开始探索民办学校进行营利性和非营利性的分类
2015	教育法和高等教育法修订	修改决定指导下的国家财政将主要关注普及教育、义务教育，其他的教育领域将慢慢引进一些社会资本，向商业化、社会化方向发展。新修改的教育法删除了“任何组织和个人不得以营利为目的举办学校及其他教育机构”的规定，修改为“以财政性经费、捐赠资产举办或者参与举办的学校及其他教育机构不得设立为营利性组织”。新修改的高等教育法同时删除了“设立高等学校不得以营利为目的”的规定。
2016	民办教育促进法修改（2017 年 9 月 1 日开始实施）	将民办教育区分为营利性和非营利性，但义务教育阶段的民办学校不可以设立为营利性
2017	各省陆续出台民办教育促进法实施细则	多数省份对选择登记为营利性或非营利性学校给予 5 年过渡期
2018. 4	《民办教育促进法实施条例修订草案》征求意见稿（教育部）	明确了多项对民办教育的扶持政策，市场对第四十二、四十三条有关 VIE 架构下的关联交易表述解读分歧
2018. 8	《民办教育促进法实施条例修订草案》送审稿（司法部）	实施集团化办学的，不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校；教育行政部门、人力资源社会保障部门应加强对非营利性民办学校与利益关联方签订协议的监管，对涉及重大利益或者长期、反复执行的协议，应当对其必要性、合法性、合规性进行审查审计”
2018. 11	《国务院关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》	民办园一律不准单独或作为一部分资产打包上市。上市公司不得通过股票市场融资投资营利性幼儿园，不得通过发行股份或支付现金等方式购买营利性幼儿园资产；社会资本不得通过兼并收购、受托经营、加盟连锁、利用可变利益实体、协议控制等方式控制国有资产或集体资产举办的幼儿园、非营利性幼儿园；已经违规的，由教育部门会同有关部门进行清理整治，清理整治完成前不得进行增资扩股

资料来源：教育部、司法部官网，国信证券（香港）研究部整理

2018 年可以说行业政策较为密集，我们上述所列的还只是与学历教育相关的政策，课外培训机构的相关政策我们将会在后面单列。2019 年是政策落地年，市场最为关注的就是民促法实施条例修订草案送审稿的落地，预计会在上半年。规范管理之后，行业或会迎来确定性的增长。我们建议在不确定中仍优先选择受政策影响有限的高等教育板块，2019 年会有几家大型培训教育机构登陆港股，预计会成为市场关注的重点。

2019 教育行业仍值得关注

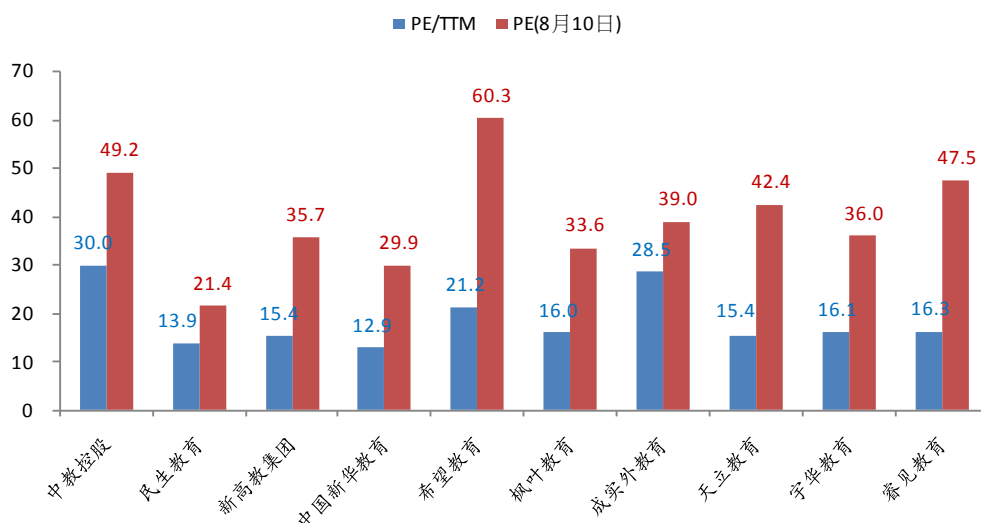
我们仍然相信在严监管的环境下，教育行业仍值得跟踪，原因如下：1. 教育行业相对来说不受宏观经济周期影响，属于家庭刚性支出部分；2. 教育行业先收费后提供服务的特性，决定

了其现金流充沛，且提供的服务极具延续性，收入来源十分稳定；3. 教育资源尤其是优质的教育资源稀缺，供不应求；4. 股价已经反应政策的不确定性，对于某些板块（如高等教育板块）来说反应过度；5. 行业估值距高峰期已下跌 50% 以上，而不少公司未来几年业绩增长确定性颇高，具备投资价值。

行业估值明显下杀，唯业绩增长仍靓丽

在 8 月 10 日送审稿公布之前，市场看好教育行业外延式并购的扩张速度，对行业给予较高估值，高等教育板块平均 PE 在 39 倍左右，而 K12 教育板块估值在 41 倍附近。送审稿出来后，市场对于整个行业的快速增长逻辑产生疑虑，股价快速下跌，接下来的几个月里教育股维持弱势，目前高等教育行业平均估值不到 18 倍，而 K12 教育行业平均估值 22 倍左右。比起 8 月时的估值水平，现在只有当时的一半，而我们看到很多上市公司的业绩增长非常靓丽。待行业政策落地，不确定性消除，相信高速增长的业绩会重新支撑起行业估值水平。

图 1 民促法实施条例修订草案送审稿出台前后，行业估值落差巨大

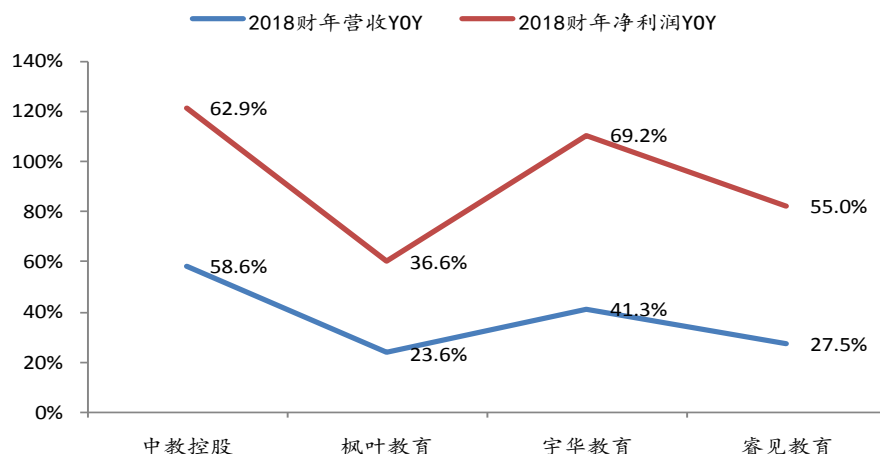


数据来源：Wind，国信证券（香港）研究部

注：PE/TTM 数据截至 2018-12-24 收盘

已经有中教控股、宇华教育、枫叶教育、睿见教育等几家上市公司公布了 2018 财年业绩，营收和净利润增速非常吸引人。

图 2 已公布 2018 财年业绩的几家上市公司增速非常靓丽



数据来源：Wind，国信证券（香港）研究部

注：中教控股今年第一年将财政年度截止日期改为 8 月 31 日

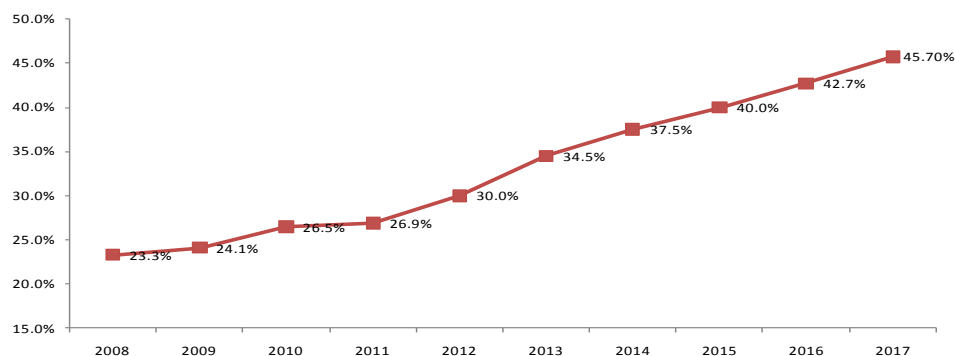
投资策略：高等教育板块受政策影响有限，可重点关注

高等教育由于可以自由选择为营利性或非营利性，营利性的学校并不在被禁止并购的行列之内。送审稿出来后，行业内的确还有并购案例，比如民生教育集团收购云南滇池学院，新高教集团收购广西英华国际职业学院、广西钦州英华国际职业技术学校及广西英华国际职业学校附属中学。行业通过外延式并购的方式扩展并未改变，短期受到的负面因素主要是税收成本上升，但也可以通过学费提升抵消部分负面影响。

行业格局：民办高等教育高门槛低集中度，整合大有可为

根据国家教育事业发展规划“十三五”规划，2020 年高等教育在校生人数目标为 4130 万人，高等教育毛入学率目标为 50%（2015 年美国高等教育毛入学率为 87%，欧洲为 64%），截至 2017 年底中国高等教育毛入学率为 45.7%，而本科的毛入学率更低，只有 20-25%，提升的空间仍然巨大。

图 3 中国高等教育毛入学率



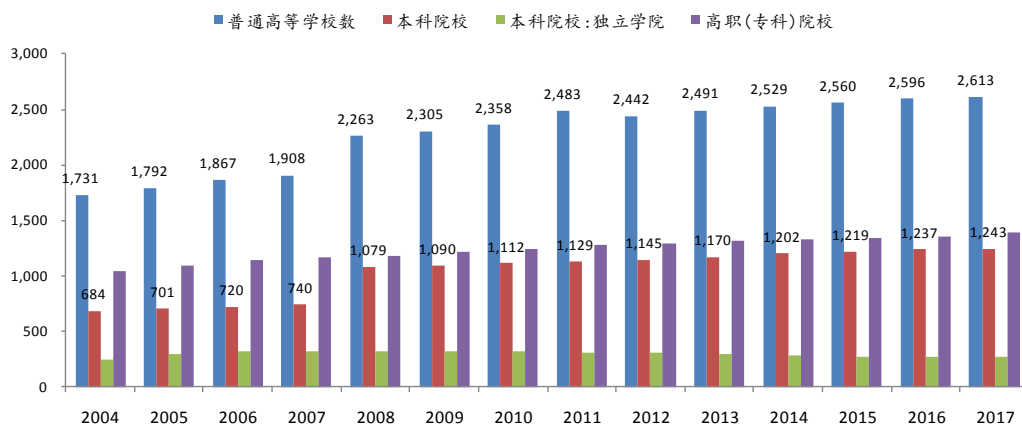
数据来源：中国教育部官网，国信证券（香港）研究部

行业现状：高门槛、供给偏紧；低集中度

高门槛、供给偏紧：新设立民办高等教育机构需要取得一系列批文、执照及许可，并符合特定要求规范，如注册资本、土地面积（本科要求占地面积 ≥ 500 亩）、学生数量、教师资质等。尤其本科高校，手续繁琐耗时且不确定性较大，对于新学校运营商而言，已成为一道天然屏障。

供给偏紧，尤其本科教育供给紧张。2017 年中国 18 岁适龄人口为 1815 万人，高考考生人数 940 万人，其中高等教育录取人数为 700 万人，有 240 万高考考生落榜；本科录取人数为 372 万人，只占参加高考人数的 39.6%，高等教育尤其是本科高等教育供不应求。民促法实施细则修订案送审稿出台后，市场反应过度，我们认为送审稿的目的是为了明确营利性和非营利性民办学校的分类管理，并不会使高等教育行业并购受阻，并且送审稿进一步明确了公办学校不得以任何形式参与民办学校来获利的表述，这将促使独立学院加速脱离母体转设为独立的民办学院，目前全国有 260 余所独立学院，是民办高等教育集团并购的重点考察对象。

图 4 近几年全国普通高等学校数量维持稳定，尤其本科院校无明显增量（单位：所）



数据来源：wind，中国教育部，国信证券（香港）研究部

低集中度：根据弗若斯特沙利文报告，以 2016 年中国民办高等教育在校人数 634 万人计算，2016 年中国前五大民办高等教育集团市场份额共 3.8%，规模最大的教育集团市场份额为 1.2%，存在较大的整合空间（以上数据来自中教控股招股书）。目前，中国共有 700 多所民办高等教育机构，包括民办大学、民办普通专科学校、独立学院等，以及上千所民办职业学校，这些学校大多为独立拥有及经营，所有权高度分散，对于中教控股这样已经上市的行业龙头来说，这些都是庞大的并购机遇并提升学校教育素质的巨大空间。

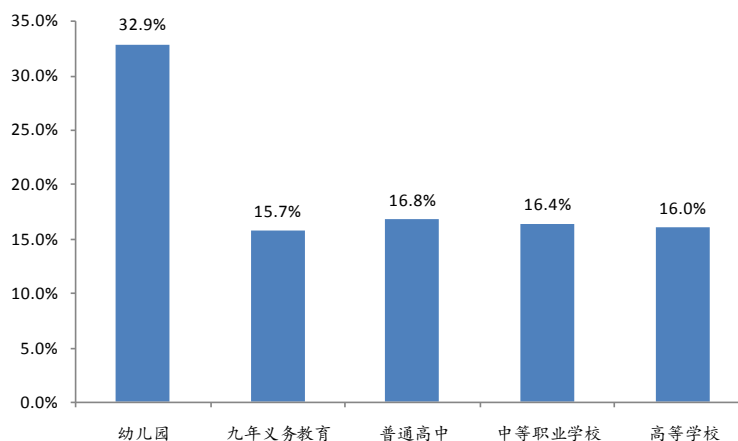
由于中国民办高等教育行业的进入门槛较高，树立品牌形象来吸引生源需要很长的时间，因此并购是民办高等教育集团扩张的主要途径。随着民办高等教育集团陆续上市，领先的参与者将利用资金以及声誉上的优势，持续进行并购，从而实现增长。我们认为，未来民办高等教育行业将进入整合阶段，集中度会逐渐提高。

国家财政性教育经费向学前教育倾斜，高等教育更倚重民间资本投入

11 月中旬公布的《国务院关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》对高等教育板块没有影响，但市场仍担心里面关于要求遏制学前教育过度逐利行为的表述是否代表国家对于整个

营利性民办教育行业的态度。对此，我们认为从国家财政性教育经费支出的配置可以看出，国家财政性教育经费的确在向学前教育倾斜，而需要更多经费支持的高等教育恐怕不能缺少民间资本的参与。

图 5 2007-2016 年各阶段国家财政性教育经费支出年复合增速



数据来源：wind，国信证券（香港）研究部

目前港股上市的高等教育上市公司共 6 家，分别是：中教控股 0839.HK、新高教集团 2001.HK、民生教育 1569.HK、中国新华教育 2779.HK、希望教育 1765.HK、中国春来 1969.HK，还有一家正在 IPO 的银杏教育 1851.HK，不过这家旗下只有一个独立学院，在校生人数 8-9000 人，规模尚未形成。其中，我们最为看好旗下学校质地优秀、外延式扩张也走在前面的中教控股和内生外延增长齐头并进的新高教集团。

表 2：港股上市民办高等教育集团情况一览

代码	简称	总市值/亿港元	PE/TTM	在校生数/万 (2017/2018)	在校生数/万 (2018/2019)	在校生 YOY	旗下高等教育学校数量
0839.HK	中教控股	197.8	30.0	7.6	14.5	90.8%	7
1569.HK	民生教育	52.2	13.9	4.1	8.0	95.1%	8
2001.HK	新高教集团	49.8	15.4	5.8	9.3	60.3%	7
2779.HK	中国新华教育	31.7	12.9	3.4	3.63 (预测)	6.8%	3
1765.HK	希望教育	52.7	21.2	7.4	8 (预测)	8.1%	8
1969.HK	中国春来	17.6	12.9	4.5	4.8 (预测)	6.7%	3

数据来源：公司公告，Wind，国信证券（香港）研究部

中教控股：民办高等教育领军者

集团办学经验丰富，管理能力优秀，旗下学校在业内属于顶尖水平

中教控股创始人于先生至 1995 年起就是教育界唯一的全国人大代表，全程参与民促法的拟定和修改。集团旗下学校在民办高校中规模及办学质量属业内顶尖水平，江西科技学院连续九年蝉联全国民办高校综合实力第一，广东白云学院连续十年蝉联广东省民办高校第一。集团深耕高等教育 30 余年，多年来累积下优秀口碑。

内生外延增长均动力十足

集团原有三间老校未来三年在校生人数预计 CAGR12%，于美国加州开设学校，增加课程附加值。江西科技大学继续教育学生人数未来增速可期，广东白云学院新校区落成，可容纳学生数增 26000 人。中教控股于美国加利福尼亚州申请设立一家科学技术大学，将于 2019 年开始运营。

并购进展顺利，未来仍有很大潜力

2018 年 3 月已完成两家学校的并购，6 月 14 公告拟收购广州松田大学及松田职业学院。集团在上市时给出的增长指引是每年并购 2-3 所学校，至 2020 年在校生人数达 20 万人，而截至 2018 年 9 月底，集团在校生人数达 14.5 万人，20 万人的指引很大机会在三年内就完成。目前集团已经在考察的并购项目多达 100 余个，集团手上尚有超过 19 亿人民币现金，并且创行业先河与惠理集团成立产业并购基金，计划募资规模 50 亿人民币。此外，公司已取得 IFC2 亿美金贷款授信，外延式扩张还大有空间。

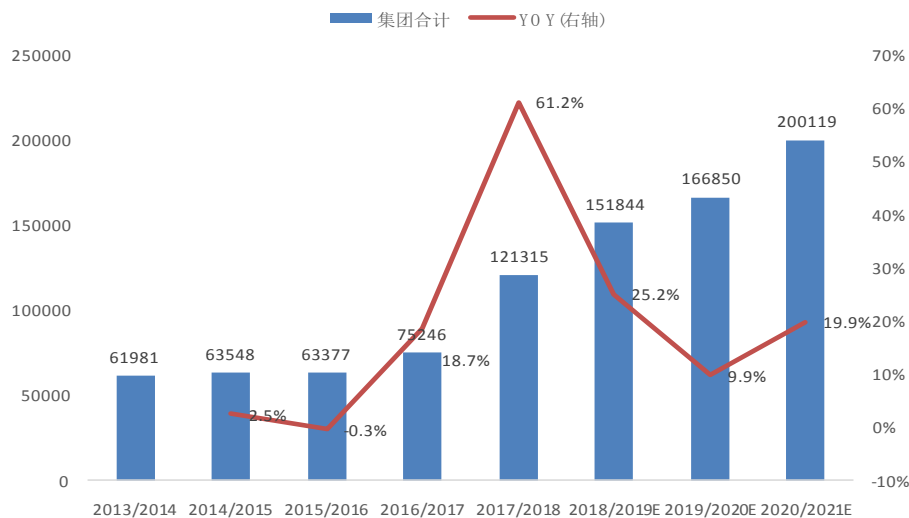
2018 财年业绩开始凸显并购带来的高增速

2018 年 1-8 月 31 日，集团收入同比增长 58.6%至 9.33 亿人民币（下同），净利润同比大增 65.9%至 4 亿，经调整净利润同比增 62.9%至 4.82 亿（撇除一次性上市开支和汇兑亏损）。毛利率提升 2.42 个 pct 至 61.39%（2017 年全年毛利率为 58.97%）。截至 2018 年 8 月 31 日，公司账上现金余额 19.07 亿。集团宣布每股派息 0.074 港币。

2018 年前八个月，集团完成了 4 所学校的并购，四所学校在校生人数 5.7 万人，令集团在校生人数同比大增 61.2%至 121315 名（截至 2018 年 8 月 31 日，不包含广州松田大学和松田职业学院学生人数）。

广州松田大学及松田职业学院将于 2018 年 9 月并表，在不考虑其他新收购的情况下，我们预计 18/19、19/20 财年收入同比增速为 62%、32%，净利润同比增长 29.1%及 40.1%，每股盈利分别为 0.41、0.57 人民币，目前股价对应 18/19、19/20 年预测市盈率分别为 23.1 和 16.6 倍（按 1 港币=0.88 人民币汇率换算）。我们依然看好中教控股未来并购扩张的速度，给予 30 倍 19 年预测市盈率，对应目标价为 13.98 港币。

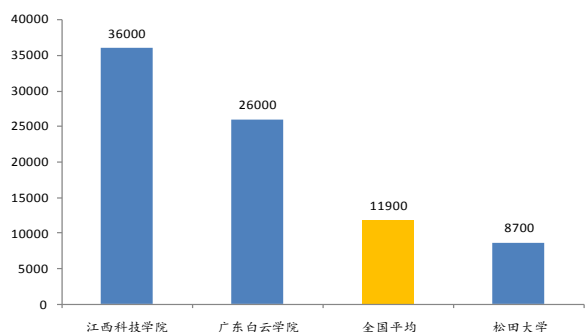
图 6 中教控股集团在校生人数（单位：人）规模到 2020 年预计为 2017 年底的接近 3 倍



数据来源：公司公告，国信证券（香港）研究部

图 7 中教控股本科学校在校生人数与全国平均水平对比（2017）

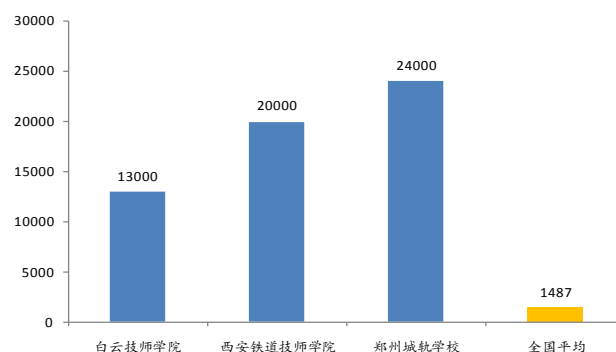
(单位：人)



数据来源：公司公告，国信证券（香港）研究部

图 8 中教控股专科学校在校生人数与全国平均水平对比（2017）

(单位：人)



数据来源：公司公告，国信证券（香港）研究部

新高教集团 2001.HK：内生增长有望持续双位数增速，外延式增长有望提速

新高教集团旗下的云南、贵州学校分别成立于 2005、2012 年，目前这两所老校在校生人数仍能保持双位数增长，由于云南省教育厅批准云南工商学院“十三五”期间在校生规模扩大到 44,000 人，2017/2018 年云南学校校生规模 23,642 人，意味着如果学额利用满的话，云南学校的学生人数未来两年还可以有 36% 的年复合增速；2018 年 7 月集团公告与兰州理工大学订立合作协议，据协议，集团成为兰州理工大学独立学院甘肃学院的联合举办者。甘肃学院目前在校生人数 8218 人。

截至 2018 年 10 月 25 日，新高教集团旗下学校（包含未并表的河南及广西学校）2018/2019 学年的总在校生人数增加至 93,548 人，较 2017/2018 学年的 54,290 人增加约 72%。四所已并表学校（云南、贵州、东北、华中学校）于 2018/2019 学年的总在校生人数增加至 62,428

人，较 2017/2018 学年的 54,290 人增加约 15%。旗下学校于（包含未并表的河南及广西学校）2018/2019 学年的平均学费预期为人民币 9947 元，较 2017/2018 学年的人民币 9492 元上涨约 5%。而四所已并表学校于 2018/2019 学年的平均学费预期为人民币 12212 元，2017/2018 学年的人民币 11562 元增加约 6%。

我们预计集团 2018/2019/2020 财年收入同比增速分别为 18.9%、84.7%及 31.6%；净利润同比增长 44.4%、22.8%及 21.5%，每股盈利维持，分别为 0.24、0.29 和 0.35 人民币，目前股价对应 2018-2020 年预测市盈率分别为 13.35、10.87、8.96 倍（按 1 港币=0.88 人民币换算）。我们给予 22 倍 19 年预测市盈率，对应目标价为 7.22 港币。

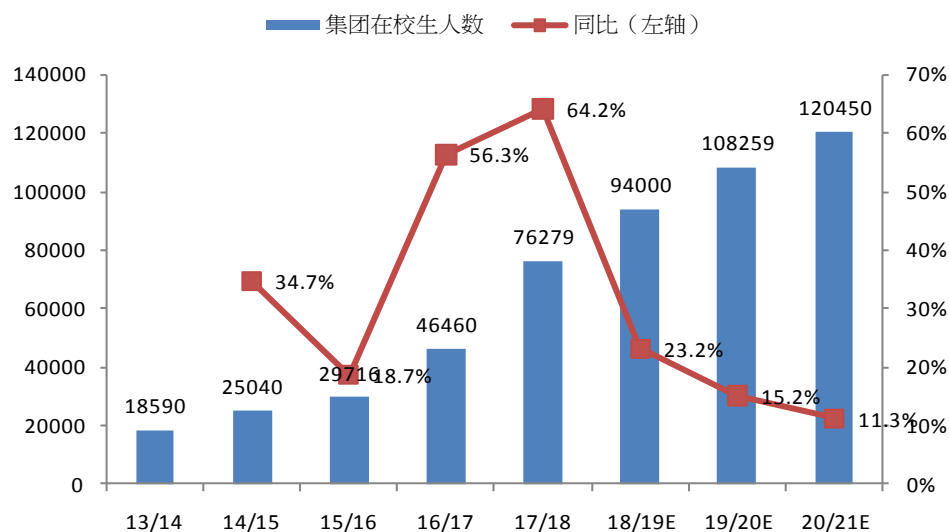
表 3 集团旗下运营学校

学校	成立时间	集团参与投资时间及股权比例	学历层次	专业	2017/2018 学生数	同比
云南工商学院	2005 自建	不适用	本科+专科	50+	23642	21.30%
贵州工商职业学院	2012 自建	不适用	专科	30+	15584	11.50%
哈尔滨华德学院	1992	2016 投资 100%	本科+专科	30+	9355	-1.70%
湖北民族学院科技学院	2003	2015 投资 100%	本科+专科+预科	40+	5709	64%
洛阳科技职业学院	2013	2018.1 月收购 55%	专科	21	18243	na
甘肃学院	2004	2018 年 7 月	本科	33	8241	-1.80%
广西英华国际职业学院	2005	2018 年 9 月收购 51%	大专	NA		
广西钦州英华国际职业技术学校	2008	2018 年 9 月收购 51%	中专	NA	8434	5.10%
广西英华国际职业学校附属中学	2006	2018 年 9 月收购 51%	高中	NA		
美国加州学校	申请成立					

数据来源：公司公告，国信证券（香港）研究部

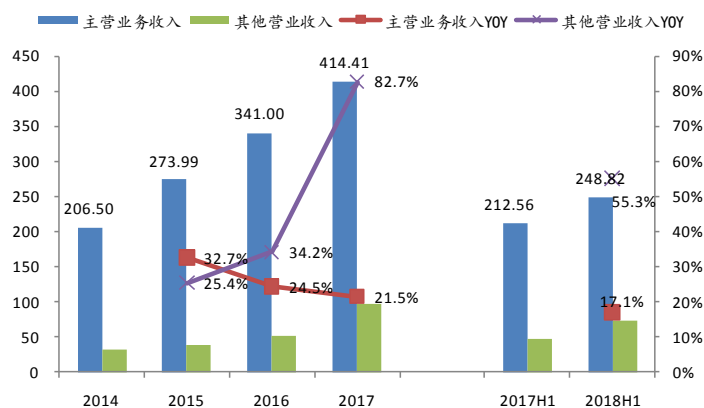
注：广西三所学校 2017/2018 学年在校生人数合计 8434 人

图 9 新高教集团在校学生数预测（就终止收购新疆财经大学商学院做出调整）



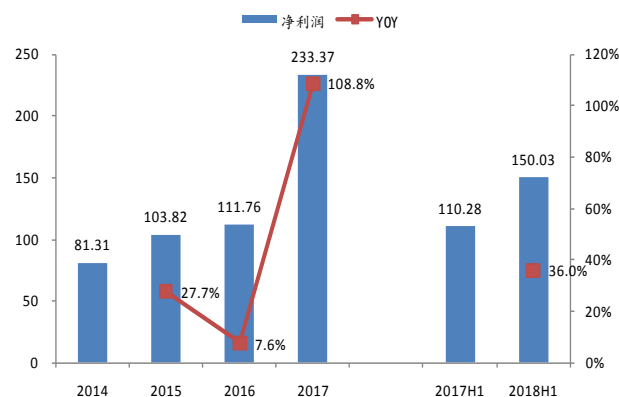
数据来源：公司公告，国信证券（香港）研究部

图 10 新高教集团营收（单位：百万人民币）及同比增速



数据来源：公司公告，国信证券（香港）研究部

图 11 新高教集团净利润（单位：百万人民币）及同比增速



数据来源：公司公告，国信证券（香港）研究部

投资策略：课外培训上市标的逐渐丰富，严监管下龙头有望提升市场份额

卓越教育 3978.HK 成为登陆港股课外培训机构第一股，后续还有沪江教育、新东方在线，随着课外培训机构标的逐渐丰富，相信这一板块会吸引投资者目光。

虽然 2018 年，课外培训机构也迎来最严厉监管年，但严监管下，已形成规模的全国/地域性龙头将更有能力应对严监管，并在行业整顿中提升市场份额。

2018 年课外培训机构可谓迎来最严厉监管年，2018 年 2 月教育部等四部门联合印发校外培训机构专项治理工作通知，3 月就由教育部办公厅印发了关于加快推进校外培训机构专项治理工作的通知，5 月，为督促指导各地公开专项治理方案，教育部、民政部、国家市场监督管理总局派出 7 个督察组分赴全国 7 个片区开展督查，可谓雷厉风行，重拳出击。整体来说，随着校外培训机构专项治理逐步推进，短期内行业面临经营成本上升、利润率承压的困境，主要体现在监管对于培训机构的教学设施（消防安全、生均空间等）提出了具体而严格的要求；并要求学科培训教师必须具备教师资格证，对于线上作教育同等要求。随着监管要求提高、规范程度提升，课外培训机构面临短期成本上升的压力，这势将导致大量盈利能力弱、办学资质差的中小培训机构离场，生源将更集中于兼具资质、口碑、规范的大机构，推动行业集中度提升。



表 4 2018 年针对课外培训机构的监管政策

时间	行政政策	重点内容
2018年2月	教育部等四部门联合印发校外培训机构专项治理工作通知	切实减轻中小学生课外负担，对于以应试为导向、超纲教学、无证无照K12培训机构展开清理
2018年8月	国务院办公厅发布《关于规范校外培训机构发展的意见》	鼓励发展以培养中小学生兴趣爱好、创新精神和实践能力为目标的培训，重点规范语文、数学、英语及物理、化学、生物等学科知识培训，坚决禁止应试、超标、超前培训及与招生入学挂钩的行为。具体规范措施：不得一次性收取时间跨度超过3个月的费用；校外培训机构培训时间不得与当地中小学校教学实践相冲突，培训结束时间不得晚于20:30，不得留作业等；师资条件方面，校外培训机构必须有相对稳定的师资队伍，不得聘用中小学在职教师，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
2018年9月	教育部办公厅发布《关于切实做好校外培训机构专项治理整改工作的通知》	按照《意见》规定，从事语文、数学、英语及物理、化学、生物等学科知识类培训的教师应具有相应教师资格。培训机构应将教师的姓名、照片、任教班次及教师资格证号在其网站及培训场所显著位置予以公示。未取得相应教师资格的学科类教师应于2018年下半年报名参加教师资格考试；经过教师资格考试未能取得教师资格的，培训机构不得继续聘用其从事学科类培训工作。
2018年11月	教育部办公厅发布《关于健全校外培训机构专项治理整改若干工作机制的通知》	对无证开展培训、非学科类培训机构开展学科培训及其他违规开展培训的机构，教育部门要会同有关部门予以取缔；按照线下培训机构管理政策，同步规范线上教育培训机构。线上培训机构所办学科类培训班的名称、培训内容、招生对象、进度安排、上课时间等必须在机构住所所在地省级教育行政部门备案，必须将教师的姓名、照片、教师班次及教师资格证号在其网站显著位置予以公示。

数据来源：教育部、国务院官网，国信证券（香港）研究部整理

大型课外培训机构如新东方、好未来等都在美国上市，港股市场培训机构类资产的教育股标的缺乏，但随着年底华南地区最大 K12 课外教育机构卓越教育上市，已经递交招股书正排队在港股上市的还有沪江教育、新东方在线，逐渐丰富起来的课外培训机构会是 2019 年教育行业投资的一抹亮色。

从新东方集团 (EDU US) 剥离出来的新东方在线为中国最大的综合线上课外辅导及备考服务供应商（根据弗若斯特沙利文报告，按 2017 年营收计），占中国在线课外辅导及备考市场总营收的 0.63%。总付费学生人次达到 360 万人，于 2016-2018 财年，分别有 36 万、63.9 万及 110 万名学生报读，年复合增速达到惊人的 74.8%；2016-2018 财年，总营收分别为 3.3 亿人民币、4.5 亿人民币及 6.5 亿人民币，年复合增速达 40%。

12 月 12 日华南地区最大的 K12 课外教育机构卓越教育 (3978.HK) 正式在香港公开发售，计划发售 1.51 亿股，并拟于 27 日在联交所主板上市，最终定价每股 2.4 港币，公开发售后总股本 8.48 亿股，对应 2017 年静态市盈率约 16.6 倍，对应已公布最近 12 个月动态市盈率约 12.1 倍，对比美国上市同行，估值较低。2015-2017 年卓越教育分别营收 7.6 亿元、9.0 亿元和 11.4 亿元，净利润 7051.7 万元、5801.8 万元和 6580.9 万元，撇除以权益结算的股份薪酬成本和已终止经营业务及其他一次性开支等因素影响，过去三年经调整净利润分别为 5976.6 万元、5926.3 万元和 10657 万元，三年毛利率稳定在 42% 左右。截至 2018 年 6 月 30 日，公司经调整净利润为 9960 万人民币。

表 5 美股上市中资教育培训机构估值情况

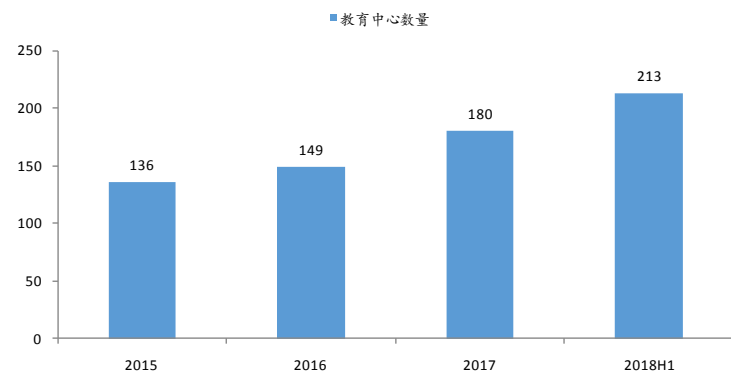
代码	名称	市值/亿港币	PE/TTM	PE/2018E
EDU.N	新东方	626.1	30.6	28.4
LAIX.N	流利说	27.2	-5.1	NA
ONE.N	精锐教育	89.7	31.8	32.5
STG.N	尚德机构	36.5	-2.7	NA
TAL.N	好未来	1,144.8	57.5	55.2
TEDU.O	达内科技	26.7	-6.6	NA

数据来源：Wind（截至 2018-12-24），国信证券（香港）研究部

根据弗若斯特沙利文报告，按 2017 年的招生总人次及收益计算，卓越教育分别是华南地区最大的及全国第五大 K12 课外教育服务提供商。截至 2018 年 6 月 30 日，卓越教育的教育中心数量为 213 个。2017 年度，卓越教育招生总人次为 50 万人次，今年上半年为 28.9 万人次。公司计划在未来三年会新开 150 间教育中心，首选华南地区，主要是广东、广西和海南，这也是我们相应的招生计划。集团预计各间新教育中心的投资回收期约 18 至 24 个月。

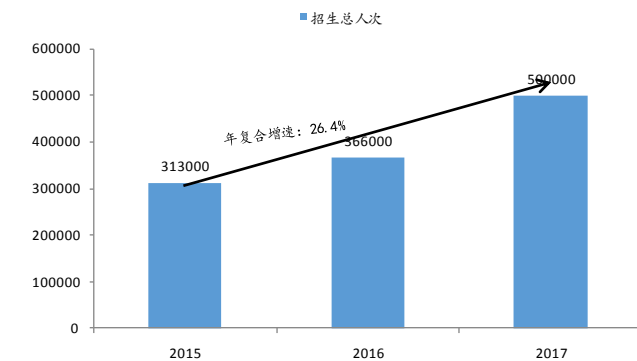
卓越教育增长显著。根据弗若斯特沙利文报告，卓越教育的招生人次由截至 2015 年 12 月 31 日止年度的约 313,000 人增至截至 2017 年 12 月 31 日止年度的约 500,000 人，复合年增长率为 26.4%，分别超过中国及华南 K12 课外教育服务市场 6.6% 及 6.8% 的同期行业平均增长率。

图 12 卓越教育旗下教育中心数量



数据来源：公司公告，国信证券（香港）研究部

图 13 过去三年卓越教育总招生人次以 26.4% 年复合增速增长



数据来源：公司公告，国信证券（香港）研究部

投资策略：K12 学校类资产受政策影响较大，静候政策明朗

对于民办 K12 教育集团来说，最大的问题是涉及的 9 年义务教育不可以选择为营利性学校，而非营利性学校已经被明令禁止收购，看起来 K9 阶段学校的扩张未来会主要受限于自建。由于上市的公司基本上都是涉及学前教育及 9 年义务教育和高中阶段，基本上无法将它们拆分。学前教育是受到政策监管最为严格的阶段，政策导向是坚决遏制学前教育过度逐利的行为，以发展普惠园为主，提出到 2020 年，普惠性幼儿园覆盖率（公办园和普惠性民办幼儿园占比）达到 80%。政策明确民办园一律不准单独或作为一部分资产打包上市，上市公司不得通



过股票市场融资投资营利性幼儿园，不得通过发行股份或支付现金等方式购买营利性幼儿园资产。可以说将幼儿园资产证券化的路给堵死了。至于已经上市的怎么办，市场普遍认为按照法不溯及既往的原则，多数不会被要求拆分出上市主体，但是仍是一个令投资者担忧的点。而且民促法实施细则送审稿也对义务教育阶段做出诸多限制，因此我们认为 K12 教育学校类资产的确面临更多的政策不确定性风险，需等明年民促法实施条例定稿出来（预计是两会前后）再观察。但是，优质的教育一向是稀缺资源，在我国教育资源的供需不平衡问题尤为突出，那么真正能提供优质教育服务的民办 K12 教育集团，我们认为它很有市场空间。

风险提示

行业政策变动风险

相关上市公司扩张速度不及预期

Information Disclosures

Stock ratings, sector ratings and related definitions

Stock Ratings:

Buy: A return potential of 10 % or more relative to overall market within 6 – 12 months.

Neutral: A return potential ranging from -10% to 10% relative to overall market within 6 – 12 months.

Sell: A negative return of 10% or more relative to overall market within 6 –12 months.

Sector Ratings:

Overweight: The sector will outperform the overall market by 10% or higher within 6 –12 months.

Neutral: The sector performance will range from -10% to 10% relative to overall market within 6 –12 months.

Underweight: The sector will underperform the overall market by 10% or lower within 6 – 12 months.

Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively “Guosen Securities (HK)”) has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

Disclaimers

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular



investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



信息披露

公司评级、行业评级及相关定义

公司评级

买入：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对大盘涨幅在 10%以上；

中性：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对大盘涨幅介于-10%与 10%之间；

减持：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对大盘跌幅大于 10%。

行业评级

超配：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 10%以上；

中性：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-10%与 10%之间；

低配：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 10%以上。

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士，分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

本报告中，国信证券（香港）经纪有限公司及其所属关联机构（合称国信证券（香港））并无持有该公司须作出披露的财务权益（包括持股），在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系，亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

免责声明

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

本研究报告内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息，我们力求准确可靠，但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传送，未经国信证券香港书面授权许可，任何人不得引用、转载以及向第三方传播，否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见，如有任何更改，本司将不作另行通知。在一些管辖区域内，针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券（香港）受制于任何注册或领牌规定，则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。