

期待筑底完成，聚焦政策倾斜细分板块

—2019 年教育行业策略

深度研究报告/教育行业

2018 年 12 月 26 日

报告摘要：

● 回顾2018：A股教育板块走势回顾：砥砺前行，期待筑底完成

2018 年 A 股教育板块呈现大幅调整走势，以中证教育产业指数（CS 教育）为统计口径，截止至 12 月 18 日，教育板块全年跌幅已超 33%。上半年，教育板块与沪深 300 走势基本吻合，呈震荡调整态势，但弱于创业板走势。下半年，由于教育行业不利影响政策频出，板块遭遇大幅回调，走势明显弱于沪深 300 指数和创业板指数。

● 回顾2018：港股教育板块走势回顾：先扬后抑，政策打压快速扩张逻辑

2018 年港股教育板块走势整体呈先扬后抑，8 月《民促法（送审稿）》出台前，港股教育板块涨幅一度超 50%。而后由于限制教育集团收购并购非营利性民办学校的政策出台，港股教育板块遭遇大幅调整，基本抹平之前的涨势。

● 教育政策回顾：规范化，正规化，分类管理势在必行

学前教育大势是正规化，普惠化，建立高质量学前公共教育体系。民促法实施终稿尚未落地，但针对学校增加监管力度，提高办学门槛，实行分类管理，收紧对非营利性学校的并购的意图已凸显。早幼托机构规范化，从业人员持证上岗将逐步成为行业基本要求。K12 培训领域政策从严从紧推动行业规范化，提高办学门槛，促进行业集中度的上升。

● 展望2019：政策压制因素逐步淡化，筑底基本完成，期待反弹。关注早教、K12辅导、职业教育、高等教育。

A 股方面，政策不利影响仍需时间消化，在政策正式细则出台前，仍存在政策不确定性。港股投资建议选择受政策压制较小的高等教育，职业教育和选择营利性非义务阶的教育公司，业绩增长确定性强，收购并购逻辑依旧。重点关注民生教育、希望教育、中教控股。

早教行业：1) 一线城市红海竞争日趋激烈，二三线城市将成为新的增量。2) 消费升级逻辑下，头部品牌优势明显。3) 先发优势（品牌知名度），资金优势（扩张速度与规模）将成为胜出的关键。关注三垒股份。

K12 课外辅导：1) 整顿政策频频出台，行业洗牌后，过去“小作坊”模式将受整改。行业头部集中趋势明显，大机构将受益。2) 中考，高考都将语文考试的重要性拔高，语文教学将成为培训市场主抓的重点。3) 目前整体行业格局相对稳定，但细分语文培训领域尚未出现头部领军公司，未来有望逐步“跑出”领军公司。关注：立思辰、昂立教育。

职业教育：政策红利成行业最大亮点之一，政府支持叠加下游需求强劲，未来行业景气度将不断提升。领军公司已逐步登入资本市场（中公教育、中国东方教育），未来行业资产证券化有望提速。关注亚夏汽车、百洋股份。

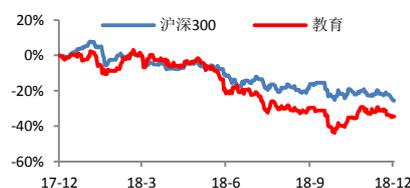
高等教育：受政策不利影响较小。未来收购并购仍将是板块投资主要逻辑。政策不确定性或倒逼公司加快扩张步伐。关注 1) 公司扩张能力（现金等价物等）。2) 公司以往收购并购整合能力。关注民生教育、希望教育、中教控股。

● 风险提示

行业政策变动风险；外延布局不及预期风险。

评级 维持

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：钟奇

执业证号：S0100518110001

电话：021-60876718

邮箱：zhongqi@mszq.com

相关研究



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)

目录

一、回顾 2018.....	3
(一) A 股和港股教育板块走势回顾.....	3
1. 2018 年 A 股教育板块走势回顾：砥砺前行，期待筑底完成.....	3
2. 2018 年港股教育板块走势回顾：先扬后抑，政策打压快速扩张逻辑.....	4
(二) 教育行业相关政策回顾.....	4
1. 学前教育相关政策回顾及解读：正规化，普惠化是大势所趋.....	4
2. 学历教育相关政策回顾及解读：提高建校门槛，实现分类管理.....	6
3. 早教行业（0-3 岁早幼托）相关政策回顾及解读：行业标准化将成为趋势.....	9
4. K12 课外辅导相关政策回顾及解读：提高行业入门门槛，整顿无证企业，行业短空长多.....	9
5. 职业教育相关政策回顾及解读：鼓励，支持开办职业教育.....	11
(三) 一级市场融资，IPO 及并购回顾.....	12
1. 一级教育市场融资回顾：融资额增长，但以早期融资为主.....	12
2. IPO 上市及新三板挂牌情况回顾：上市公司数量略高去年，港股仍有多家教育公司在排队等候上市.....	14
3. 并购事件回顾：A 股并购以跨界为主，港股并购标的多为学校.....	15
二、展望 2019.....	16
(一) 早教行业：需求下沉，市场扩张，行业日益规范.....	16
1. 趋势判断.....	16
2. 供需分析：加盟及并购扩张促进行业集中度上升，消费升级+教育前置驱动需求上涨.....	17
3. 三垒股份（美杰姆）.....	18
(二) K12 课外辅导：行业头部效用明显，大语文市场持续升温.....	20
1. 趋势判断.....	20
2. 供需分析：供给集中度低，需求刚性.....	21
3. 昂立教育.....	23
4. 立思辰（中文未来）.....	23
5. 科斯伍德（龙门教育）.....	24
(三) 职业教育：政策支持，领军企业逐步登入二级市场，证券化迎来黄金期.....	25
1. 趋势判断.....	25
2. 供需分析：市场竞争分散，需求逐步上升.....	27
3. 亚夏汽车（中公教育）.....	28
4. 百洋股份（火星时代）.....	29
5. 中国东方教育.....	30
(四) 高等教育：政策不确定性加速外延扩张进度，并购整合是行业核心竞争力.....	31
1. 趋势判断.....	31
2. 供需分析：供给增加放缓，需求稳定上升.....	31
3. 希望教育.....	33
4. 民生教育.....	34
三、风险提示：.....	35

一、回顾 2018

(一) A 股和港股教育板块走势回顾

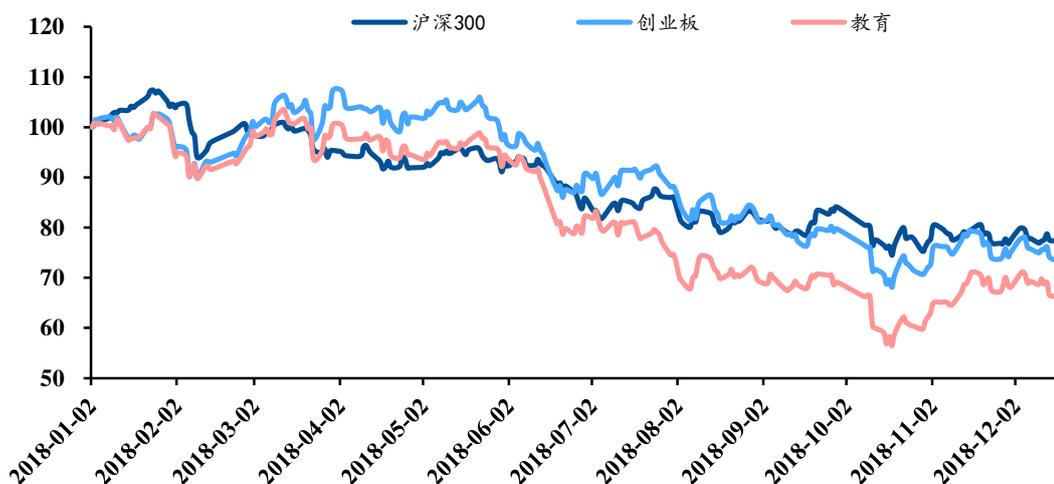
1. 2018 年 A 股教育板块走势回顾：砥砺前行，期待筑底完成

2018 年 A 股教育板块呈现大幅调整走势，以中证教育产业指数（教育）为统计口径，截止至 12 月 18 日，教育板块全年跌幅已超 33%。上半年，教育板块与沪深 300 走势基本吻合，呈震荡调整态势，但弱于创业板走势。下半年，由于教育行业不利影响政策频出，板块遭遇大幅回调，走势明显弱于沪深 300 指数和创业板指数。

教育板块大幅回调主要基于三点原因：1) 行业不利影响政策频出，《民促法（送审稿）》、《学前教育管理意见》、校外培训整治政策等相继公布，市场情绪深受打压。2) A 股教育公司多数为“转型”公司，估值受累于原有传统业务，难有提升空间。3) 部分公司收购并购业绩承诺到期，面临着维持业绩高增长的压力以及解禁的压力。

展望 2019 年，压制因素逐步淡化，筑底基本完成，期待反弹：1) 政策影响消化，不利影响边际效应递减。严厉政策环境，我们定义为短空长多，促进中长期行业整合，资源向头部聚拢，利好领军公司。2) 部分企业已剥离原有传统业务，我们判断未来 A 股教育板块会出现更多纯正教育公司。3) 解禁压力减小，估值和业绩修复已接近尾声。建议关注政策压力小，下游需求强劲的三大细分子行业：早教行业（三垒股份）、K12 培训（立思辰、昂立教育）、职业教育（亚夏汽车、百洋股份）。

图 1：年初至今沪深 300、创业板指数和中证教育产业指数走势



资料来源：Wind，民生证券研究院

注：以 2018 年 1 月 2 日指数为定基 100

2. 2018 年港股教育板块走势回顾：先扬后抑，政策打压快速扩张逻辑

2018 年港股教育板块走势整体呈先扬后抑，8 月《民促法（送审稿）》出台前，港股教育板块涨幅一度超 50%。而后由于限制教育集团收购并购非营利性民办学校的政策出台，港股教育板块遭遇大幅调整，基本抹平之前的涨势。本轮“过山车式”行情的逻辑点主要集中于，港股教育公司以学校为主，而投资学校类资产的一大逻辑在于，上市公司募资后依托资金优势收购并购学校，快速扩张业务版图。2017 至 2018 年港股民办学校资产集中上市，两年时间里，十多家学校上市，募集金额超 80 亿元，收并购学校案例十余起。

展望 2019 年，政策不利影响仍需时间消化，在政策正式细则出台前，仍存在政策不确定性。港股投资建议选择政策压制较小的高等教育及职教子行业。非义务教育，选择盈利性的教育公司受政策限制较小，业绩增长确定性较强，收购并购逻辑依旧。重点关注民生教育（港股）、希望教育（港股）、中教控股（港股）、中国东方教育（拟上市）。

图 2：年初至今恒生指数和 Wind 港股教育指数走势



资料来源：Wind，民生证券研究院

注：以 2018 年 1 月 2 日指数为定基 100

（二）教育行业相关政策回顾

1. 学前教育相关政策回顾及解读：正规化，普惠化是大势所趋

正规化，普惠性，建立广覆盖，高质量的学前公共教育体系是 2018 年学前教育的政策基调。其中国务院在 2018 年 11 月发布的学前教育《意见》中对资本涉及学前教育影响深远，直接否定了上市公司通过收购营利性民办园扩展业务版图的意图。在随后的新闻发布会中，明确了普惠性民办园将占市场主导地位，营利性民办园未来市场份额将在 20% 左右。2019 年的学前教育政策将继续坚持民办园的分类登记，向促进民办园普惠化，正规化的方向制定方针。

表 1: 幼儿园相关国家级政策及意见回顾

颁布机关	时间	内容
教育部	2018.07	教育部发布《关于开展幼儿园“小学化”专项治理工作的通知》，治理内容包括 严禁教授小学课程内容、纠正“小学化”教育方式、整治“小学化”教育环境、解决教师资质能力不合格问题，小学坚持零起点教学。
教育部	2018.10	教育部发布《关于严禁商业广告、商业活动进入中小学校和幼儿园的紧急通知》，强调各地要采取措施，坚决禁止任何形式的商业广告、商业活动进入中小学校和幼儿园。
教育部	2018.11	教育部关于印发《幼儿园教师违反职业道德行为处理办法》，对于违反职业道德的教师，给予警告、记过、降低岗位等级、撤职、开除、批评教育、诫勉谈话、责令检查、通报批评等处理，取消其评奖评优、职务晋升、职称评定、岗位聘用、工资晋级、申报人才计划等方面的资格。涉嫌违法犯罪的，及时移送司法机关依法处理。
国务院	2018.11	国务院发布《中共中央国务院关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》，提出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。
财政部	2018.11	财政部下发《关于提前下达 2019 年支持学前教育发展资金预算的通知》，宣布提前下达 134 亿元学前教育发展基金，并强调在分配资金时要注重 向贫困地区特别是深度贫困地区和建档立卡等贫困幼儿倾斜，要切实加大幼儿资助投入力度，确保建档立卡等贫困幼儿优先获得资助，帮助农村贫困家庭幼儿接受学前教育。
教育部	2018.11	教育部发布《关于完善教育标准化工作的指导意见》，指出要完善教育标准实施机制，鼓励各级各类学校、幼儿园向社会公开其执行的教育标准。
教育部	2018.11	教育部召开新闻发布会解读《中共中央国务院关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》，进一步确立了学前教育公益普惠的基本方向和发展目标；对民办幼儿园支持政策没有变，抑制非理性快速扩张行为； 幼教结构定型，营利性的民办园有 20% 的空间；对小区配套园进行整改；《学前教育法》，列入了全国人大立法进程。
中共中央、国务院	2018.12	中共中央、国务院印发了《关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》，文件要求，按照政府主导、公办民办并举的原则，加大公共财政投入，提高学前教育保障水平，着力扩大普惠性学前教育资源供给，完善县乡村三级学前教育公共服务网络， 到 2020 年基本建成广覆盖、保基本、有质量的学前教育公共服务体系， 幼儿园教师队伍综合素质和科学保教能力得到整体提升，幼儿园教师社会地位、待遇保障进一步提高，职业吸引力明显增强。

资料来源：教育部，芥末堆，蓝鲸财经网，民生证券研究院

2018 年各地方政府的学前教育政策多以指导办学正规化，落实政策补助，提高公办和普惠性民办园比例为主。从各省市落实细则看，幼儿园办学持续规范化，提高民办普惠园和公办园比例将是今年及明后 2 年的主要实施方向。未来营利性民办园的市场份额将被压制在 20% 及以下，将影响以营利性民办园为主营业务企业的业绩增长和扩张速度。

表 2: 部分重点省市级学前教育规章及意见回顾

颁布省份	时间	内容
浙江省	2018.05	2018 年 5 月，浙江省教育厅发布《关于规范校园网络投票活动的通知》，明确涉及学生（幼儿）个人荣誉的各项评选活动原则上不采用面向社会的网络投票。
广东省	2018.08	广东省教育厅发布《促进学前教育普惠健康发展行动方案》，提出要建立健全学前教育联席会议制度、按照城镇幼儿园千人学位数不低于 40 座的标准，测算学位需求、规范民办园的办园体制和管理体制、2019 年开始全面实施公办幼儿园生均拨款制度，以及持续做好无证幼儿园清理整治， 消除无证幼儿园等工作。 同时提出，到 2020 年，全省公办幼儿园在园幼儿数占比达到 50% 以上， 公办幼儿园和普惠性民办园占比达到 80% 以上。
湖北省	2018.08	湖北省咸宁市出台《关于加快实施全面两孩配套政策的意见》，将从开展 3 岁以下婴幼儿照护服务、 减免二孩家庭幼儿园保教费、增加优质学前教育资源供给等方面，为二孩家庭提供生育福利。 具

体来看，减免补助方面，政策内出生的第二个及以上孩子，在辖区内公办幼儿园和普惠性民办幼儿园就读的，可以减免一定金额的保教费。此外，**在落实义务教育“两免一补”政策时，优先向符合政策二孩及以上困难家庭学生倾斜，并落实最高补助标准。**

天津市	2018.09	天津市教委与市发展改革委、市财政局共同制定并印发了《天津市幼儿园收费管理暂行办法实施细则》，对幼儿园的收费项目、收费性质、定价形式和程序、退费方式等作了具体规定。幼儿园可按照国家 and 天津市规定，向幼儿家长收取保育教育费和代办服务性收费，寄宿制幼儿园可收取住宿费。除上述费用外，不得再向幼儿家长收取其他任何费用。 幼儿园不得收取书本费，公办园保育教育费和住宿费实行政府指导价，民办园保育教育费和住宿费实行市场调节价。 公办园对在园幼儿按月收取保育教育费或住宿费，不得跨月预收。民办园对在园幼儿按月或按学期收取保育教育费或住宿费，不得跨学期预收。
浙江省	2018.11	浙江省教育厅联合多部分发布关于加强残疾儿童学前教育的指导意见，2020年将基本普及残疾儿童少年十五年基础教育， 以持证残疾儿童计，学前三年入园率将达到90%。
北京市	2018.11	北京市教育委员会印发了《北京市学前教育专职督查队伍建设与管理暂行办法》，明确专职人员在督查活动中不履行督查职责的将追究行政责任，构成犯罪的将追究相应的法律责任。

资料来源：教育部，芥末堆，蓝鲸财经网，民生证券研究院

2. 学历教育相关政策回顾及解读：提高建校门槛，实现分类管理

民促法实施终稿尚未落地，但针对学校增强监管力度，提高办学门槛，实行分类管理，收紧对非营利性学校的并购意图已凸显。在民促法征求意见稿及送审稿中，对民办学校影响较大的是“集团办学”，“协议控制”，“兼并收购”以及“税收政策”。

对于 K9(小学至初中)学校来说，由于义务教育阶段只可选择非营利性，且集团化办学不可对非营利性学校进行兼并收购，虽对“集团办学”的定义存在争议，但收紧义务教育阶段并购扩张途径已显现，因此未来教育集团在扩张义务教育阶段学校版图时，将更偏向于自建学校。考虑到自建学校带来的建设，回本周均较并购操作长，将对义务教育阶段的营收增速产生影响。

高中阶段学校因可选择营利性，因此不受“兼并收购”影响。但民办教育集团多偏向于 K12(小学至高中)一体化校园，未来自建学校将成为 K12 教育集团扩张的主要路径。

高等民办教育将迎来黄金并购期。一方面受政策影响，原由公办高等教育机构作为主要举办人建立的独立学院因无法转设成营利性，且公办学校参与举办非营利性民办学校时不可收取管理费。因此，将加速推动我国以“校中校”形式存在的独立学院与原公办学校举办者脱钩，给民办高等教育集团提供了大量优质待选标的。另一方面，民办高等教育集团的扩张路径以兼并收购为主且多为营利性，因此不影响公办学校对被收购“独立学校”的品牌输出，有利于提高集团下属民办学校的师资力量与品牌影响力。

因此，考虑政策不确定性和监管的力度，2019 年民办高等教育集团的营收增速将在外扩并购中继续维持，以 K12 学校为主的教育集团将受政策落地影响。

表 3: 学历相关国家级政策及意见回顾

颁布机关	时间	内容
教育部	2018.01	教育部印发《关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》，是我国高等教育首个教学质量国家标准，明确各专业的内涵，学科基础，人才培养方向，对培养目标、师资队伍、教学条件都做了明确要求。
教育部	2018.04	教育部印发《高等学校人工智能创新行动计划》，从科技创新、人才培养、科技成果转化与示范应用三个方面提出具体要求和重点任务，着力推动高校教育装备整合及创新。
教育部	2018.04	教育部印发《中华人民共和国民办教育促进法实施条例（修订草案）（征求意见稿）》指出 公办学校不得举办或者参与举办营利性民办学校；实施高等学历教育的民办学校由省级人民政府或者国务院教育行政部门审批；对实施学历教育的营利性民办学校的经济能力做出规定：实施高等学历教育的注册资本最低限额为 2 亿元人民币；实施其他学历教育的注册资本最低为 1000 万元人民币。批准筹设时，举办者实缴资本到位比例应不低于注册资本的 60%。 ；实施学历教育的民办学校享有与同级同类公办学校同等招生权，允许适当扩大招生范围；在线教育被纳入规范体系。
司法部	2018.08	司法部印发《中华人民共和国民办教育促进法实施条例（修订草案）（送审稿）》，明确了要加强对民办学校的扶持，进一步保障其在教学、招生、用人、收费方面的自主权，将与升学、考试相关的补习辅导的校外培训教育机构纳入许可范围。公办学校举办或者参与举办非营利性民办学校时，不得以品牌输出方式获得收益；集团化办学不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校。
教育部	2018.10	教育部印发《关于加快建设高水平本科教育全面提高人才培养能力的意见》，指出紧紧围绕全面提高人才培养能力这个核心点，加快形成高水平人才培养体系，培养德智体美劳全面发展的社会主义建设者和接班人。

资料来源：国务院，教育部，司法部，民生证券研究院

税收政策的变动和过度期限的设定，均由各地实施细则决定。总结来看，分类登记将于 2022 年底前结束；各地针对营利性学校或多或少存在一定的税收优惠，针对民办非营利性学校多将继续免征企业所得税；民办非营利性学校的教育用地多将继续使用规划用地，而营利性学校教育用地多需进行有偿支付。

由于学历教育的产业供给离不开当地政府的政策和态度，因此各地地方土地供给和政策具体实施细则都将影响产业发展。2019 年各地关于学历教育的实施细则，将直接影响各大教育集团的业绩增速和数据，**据已出的实施细则和“十三五”关于在校人数和入学率的要求，我们判断民办学历教育的在校人数和入学率将继续上升，民办学校行业规模将继续扩大。**

表 4: 民促法各地实施细则汇总

地区	时间	内容			
		过渡期	收费（营利性）	税收	土地政策
辽宁省	2017.09	-	中小学政府定价，其他自主定价	非营利民办职业教育学校接受捐赠收入，免征企业所得税；技术转让收入免征增值税且有所得税优惠	非营利民办职业教育学校接受捐赠收入，免征企业所得税；技术转让收入免征增值税且有所得税优惠
安徽省	2017.10	2022.12.31	非营利省物价局定价，其他自主定价	免除不动产过户手续费	免除不动产过户手续费
浙江省	2017.11	2022.12.31	非营利中小学政府定价，其他市场调节定价	非营利免征所得税	非营利免征所得税

			或自主定价		
甘肃省	2017.11	-	市场调节定价	-	-
天津市	2017.11	-	市场调节定价	-	-
云南省	2017.12	2021.11.7	自主定价	-	-
湖北省	2017.12	非营利: 2019.12.31 营利: 2020.12.31 营利高等学校: 2021.12.31	市场调节定价	-	-
上海市	2017.12	非营利: 2019.12.31 营利: 2020.12.31 营利高等学校: 2021.12.31	市场调节定价	-	-
河北省	2017.12	2022.9.1	本科以下实行审批制, 其他市场调节定价	营利学校免征增值税、房产税、土地使用税	营利学校免征增值税、房产税、土地使用税
陕西省	2018.01	2022.9.1	非营利中小学政府定价, 其他市场调节定价	免除相关不动产过户手续费	免除相关不动产过户手续费
河南省	2018.02	2022.12.31	非营利政府指导价, 其他市场调节价	-	-
海南省	2018.02	2022.8.31	试点非营利市场调节价, 非试点政府审批	科研项目财政拨款免征所得税; 免征增值税	科研项目财政拨款免征所得税; 免征增值税
江苏省	2018.02	2022.12.31	有序放开自主定价	免征契税; 免征增值税; 免征印花税	免征契税; 免征增值税; 免征印花税
青海省	2018.02	-	非营利政府定价, 营利市场调节定价	-	-
宁夏省	2018.05	2022.12.31	非营利政府指导价	-	-
广东省	2018.06	-	非营利中小学政府定价, 其他市场调节定价	-	-
重庆市	2018.06	2022.9.1	非营利学历教育政府指导价	符合西部大开发政策的营利企业, 按 15% 税收优惠	符合西部大开发政策的营利企业, 按 15% 税收优惠
山东省	2018.06	2022.9.1	非营利政府指导价	-	-
江西省	2018.06	2022.9.1	市场调节定价	通过高新技术企业认定的营利企业, 按 15% 税收优惠	通过高新技术企业认定的营利企业, 按 15% 税收优惠
广西省	2018.07	2022.12.31	市场调节定价	对企业支持教育视野的公益性捐赠支出, 在年度利润总额 12% 以内的部分准予扣除	对企业支持教育视野的公益性捐赠支出, 在年度利润总额 12% 以内的部分准予扣除
四川省	2018.09	2020.9.1	非营利学历教育政府指导价, 其他市场调节定价	符合西部大开发政策的营利企业, 按 15% 税收优惠	符合西部大开发政策的营利企业, 按 15% 税收优惠
北京市	2018.11	学前及非学历: 2019.9.1 普高及中职: 2020.9.1 高等学历: 2021.9.1	市场调节定价	-	-

资料来源: 各省市教育厅官网, 政府官网, 民生证券研究院

注: 税收政策中的“-”表示与其他省份无特别差异, 全部省份均对非营利民办企业免征所得税, 各类学校免征房产税和城镇土地使用税。

3. 早教行业（0-3岁早幼托）相关政策回顾及解读：行业标准化将成为趋势

早幼托机构规范化，从业人员持证上岗将逐步成为行业基本要求。目前并没有国家层面针对早幼托行业的相关通知或意见，但2018年4月上海市出台了全国首个关于3岁以下幼儿托育的指导意见。意见指出将通过政府引导，家庭为主及多方参与，建立健全托育服务工作，并对早幼托机构的建设标准提出标准化要求。随着二胎政策推行和消费升级，未来对早幼托机构的需求将持续上升，各地政府对早幼托机构的监督与指导意见将陆续出台。

表5：上海市《关于促进和加强本市3岁以下幼儿托育服务工作的指导意见》回顾

省市	时间	文件名	内容
上海市	2018.04	《关于促进和加强本市3岁以下幼儿托育服务工作的指导意见》	<ol style="list-style-type: none"> 1. 规定托育机构建设标准：建筑面积不低于360m²；只招收本单位，本社区且人数不超过25人，建设面积不低于200m²；幼儿人均建筑面积不低于8m²。 2. 班级规模2-3岁，每班不得超过20人；2岁以下，每班不得超过15人。 3. 托育机构从业人员均要求持证上岗。 4. 2018年6月后，托育机构需办理登记申请后方可正式运营。 5. 每班均配备育婴员和保育员，且育婴员不得少于1名。2-3岁幼儿与保育人员的比例应不高于7:1，18-24个月幼儿与保育人员的比例应不高于5:1，18个月以下幼儿与保育人员的比例应不高于3:1。

资料来源：上海市市政府，民生证券研究院

4. K12 课外辅导相关政策回顾及解读：提高行业入门门槛，整顿无证企业，行业短空长多

政策从严从紧推动行业规范化，提高办学门槛，促进行业集中度的上升。2018年国家层面关于K12课外辅导的政策多以禁止类为主，例如：对于符合条件培训机构，帮助其办理相关证件，对于不符合条件的机构，责令停止办学；禁止中小学在职老师，在课外培训班兼职；禁止未取得教师资格的教师在课外辅导班进行学科培训。**以上政策多在2018年下半年出台，预计将继续影响2019年的K12课外辅导行业，成为影响该行业的核心变量。国家层面对K12课外辅导行业监管力度的加大，提高了机构办学门槛，对于微型无证机构停止办学处理，将有利于品牌机构生源数量的增加和业务的扩张。行业短空长多，短期内淘汰违规产能，行业集中度将向头部聚拢，利好大品牌企业。**

表6：K12 课外辅导相关国家级政策及意见回顾

颁布机关	时间	内容
教育部	2018.02	教育部办公厅印发《关于切实减轻中小学课外负担开展校外培训机构专项治理行动通知》， 对具备办理证照条件的校外培训机构，指导办理，对于不符合条件的机构，责令停止办学；纠正培训类出现的“超纲教学”“提前教学”等现象，教学内容需要备案；禁止校外培训机构组织中小学登记考试及竞赛，查处培训结果与中小学招生相挂钩情况。
国务院	2018.08	国务院办公厅印发《关于规范校外培训机构发展的意见》，强调规范收费，校外培训机构收费时段应与教学安排应协调一致， 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。
教育部	2018.09	教育部办公厅印发《关于面向中小學生全国性竞赛活动管理办法（试行）》，规定原则上 不举办

		向义务教育阶段的竞赛活动；竞赛以及产生结果不得作为中小学招生入学依据；教育机构不得组织承办中小学参加清单以外冠以“全国”“国家”字样竞赛。
教育部	2018.09	教育部办公厅印发了《关于切实做好校外培训机构专项治理整改工作的通知》，对于今年未能取得教师资格的教师，培训机构不得继续聘用其从事学科类培训工作。
教育部	2018.11	教育部宣布其开发的全国中小学生校外培训机构管理服务平台即将上线，校外培训机构将有望实现全国联网查询和监管。截至2018年11月15日，全国共摸排校外培训机构40.11万所，存在问题机构27.28万所，现已完成整改16.32万所，完成整改率59.82%。
教育部	2018.11	教育部联合多部门发布《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》，规定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、进步安排、上课时间等必须备案，同时必须将教师的姓名、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。

资料来源：教育部，芥末堆，蓝鲸财经网，民生证券研究院

2018年地方政府针对K12课外辅导机构的政策和处理主要是贯彻落实中央从严治政的方针，进行对课外辅导机构的排查，对无证及不符合条件课外机构进行整改。颁布实施细则，禁止在职教师课外兼职，禁止中小学举办有偿补课等行为；明确课外辅导收费课程时长不可超过3个月；学科培训机构老师需具备教师资格证；办学场所不得少于300平方米；严禁培训机构提前上课等。**因此，2019年国家及地方政策将继续影响K12课外培训行业，且将集中在：办学资质要求，从业人员资格，减轻学生负担这三个方面。**

表7：部分重点省市K12课外辅导规章及意见回顾

颁布省份	时间	内容
浙江省	2018.04	浙江省教育厅、省公安厅、省民政厅、省人社保厅、省建设厅和省工商局联合发布《浙江省开展中小学生校外培训机构专项治理行动方案》，对整治校外培训机构提出具体规范和整治标准。此次专项行动的第一任务是深度排查，通过健全发现机制，发挥教育主管部门、乡镇（街道）和学校的主体作用，开展网格化摸底和学生全面普查登记
湖南省	2018.04	湖南省教育厅、民政厅、人社厅、工商局联合发布《湖南省校外培训机构专项治理工作方案》，对在校外培训机构兼职任教、为校外培训机构进行招生宣传、诱导或强制中小学生在校外培训机构补课培训的中小学校教师，在年度考评、职称评定、岗位聘用等方面实行一票否决，情节严重的，取消教师资格，并依据相关规定给予党纪政纪处分。
江西省	2018.07	江西省教育厅下发《关于严禁中小学校暑期违规补课的紧急通知》，紧急部署专项治理行动，严禁在职中小学教师组织、推荐和诱导学生参加校内外有偿补课，严禁在职中小学教师参加校外培训机构或由其他教师、家长、家长委员会等组织的有偿补课，严禁在职中小学教师为校外培训机构和他人介绍生源、提供相关信息。对于明察暗访中发生违规补课行为的学校和地方，发现一起查处一起，绝不姑息，并将根据情节轻重严肃问责追责。
江苏省	2018.09	江苏省物价局会同省教育厅、省工商行政管理局、省人力资源和社会保障厅、省民政厅四部门出台了《江苏省培训收费行为规范》，重申培训机构不得一次性收取时间跨度超过3个月的费用，且收费标准应在一定时期内保持相对稳定。
天津市	2018.11	天津市人民政府办公厅印发《关于规范校外培训机构发展的工作方案》，规定校外培训机构不得在中小学进行招生宣传，或在学校门口散发各种招生广告。同时明确校外培训机构不得在中小学教学时间段内开展培训活动，培训结束时间不得晚于20:30，不得留书面作业。
河南省	2018.11	河南省教育厅、民政厅、人力资源和社会保障厅以及工商行政管理局四部门联合发布《关于印发河南省校外培训机构设置标准(试行)》的通知，在校外培训机构师资队伍、办学投入、办学场所等方面提出具体要求。在举办者方面，要求中小学校不得举办或参与举办校外培训机构。
河北省	2018.11	河北省教育厅印发《河北省校外培训机构设置与管理办法》，将面向中小学生举办的学科培训、艺术培训、体育培训、科技普及、社会实践活动等各类形式的非学历文化教育培训机构，统称为“校外培训机构”，规定开办资金不少于30万元，办学场所总建筑面积不少于300平方米，招生简章

		和招生广告需提前备案
安徽省	2018.11	安徽省教育厅等六部门印发了《安徽省校外培训机构设置标准（试行）》，对安徽省校外培训机构设置进行规范整治。规定安徽各地的校外培训机构只能使用一个名称，校外培训机构名称的行政区划、行业表述应当与机构办学所在地、类别等相符合， 不得冠以“中国”“中华”“全国”“国际”“世界”“全球”等字样。
北京市	2018.11	北京市教委发布《北京市民办教育培训机构办学标准（暂行）》，正式明确北京市校外培训机构的办学标准。其中第十三条规定，教育机构的办学场所， 建筑面积应大于 300 平方米（不含 300 平方米） ，给教育机构的办学场所设下了硬性门槛。
江苏省	2018.12	江苏省印发《关于规范校外培训机构发展的实施意见》，要求线上教育机构、社区教育机构等在内的机构，未经教育行政部门批准，不得面向中小学生开展与学校文化教育课程相关或者与升学考试相关的补习辅导等培训业务，同时，除寒暑假外，培训机构不得招收中小学生开展全日制培训。招生宣传上，不得对升学、通过考试、获得合格证书及培训效果进行明示或暗示的保证性承诺， 不得到中小学校内进行宣传或者招生。

资料来源：芥末堆，蓝鲸财经网，民生证券研究院

5. 职业教育相关政策回顾及解读：鼓励，支持开办职业教育

相较其他行业，职业教育的政策以支持鼓励为主。为完成“十三五”中关于扩大全民终身学习机会和提高对应用型人才的培养的目标，我国国务院，教育部等多部门印发多份文件支持和鼓励企业进入职业培训领域，鼓励企业办职业培训机构；在完善监督制度的同时，简化对民办职业培训机构的审批流程，放宽对经营范围的要求。随着对应用型人才需求的上升，学历教育培养人才不对口等问题日益凸显，未来成人教培机构的市场需求将继续扩大。伴随尚德机构登陆美股，中公教育借壳亚夏进入 A 股，中国东方教育集团即将在港股上市，2019-2020 年成为成人教培机构证券化的黄金阶段。

表 8：职业教育相关国家级政策及意见回顾

部门	时间	内容
教育部及多部门	2018.02	教育部联合多部委印发的《职业学校校企合作促进办法》指出，从 3 月 1 日起，我国职业学校可根据自身特点和人才培养需要，主动与具备条件的企业开展合作，积极为企业提供所需的课程、师资等资源；企业则应依法履行实施职业教育的义务，利用资本、技术、知识、设施、设备和管理等要素参与校企合作，促进人力资源开发。
国务院	2018.04	国务院提出推行终身职业技能培训制度，发展民办职业技能培训，鼓励企业办职业培训机构，对职务科技成果转化获得的现金奖励实行个人所得税优惠。
教育部	2018.04	教育部印发《中华人民共和国民办教育促进法实施条例（修订草案）（征求意见稿）》，指出明确限制外资进入教育领域；严格规范募集资金；职业教育民办学校由县级以上人民政府人力资源社会保障部门审批，并抄送同级教育行政部门备案；规范学校财务管理，资产透明化；加大监管机制，但 放宽了对民办培训机构经营区域范围的要求，规定民办职业培训机构在直辖市范围内设立分支机构的可以不再审批。
教育部	2018.11	教育部印发《国家职业教育改革实施方案》指出为对接科技发展趋势和市场需求，完善职业教育和培训体系，优化学校、专业布局，深化办学体制改革和育人机制改革， 鼓励和支持社会各界特别是企业积极支持职业教育 ，着力培养高素质劳动者和技术技能人才，为促进经济社会发展和提高国家竞争力提供优质人才资源支撑。
国务院	2018.11	国务院在职业教育工作部际联席会议提出要统筹协调全国职业教育工作，研究解决职业教育重大问题；研究审议拟出台的职业法律法规和重大政策，部署实施职业教育改革创新重大事项， 督促检查职业教育有关政策措施的落实情况。

资料来源：国务院，教育部，民生证券研究院

表 9：部分省份关于职业教育相关规章及意见回顾

省市	时间	内容
北京市	2018.06	北京市政府印发《关于统筹推进北京高等教育改革发展的若干意见》提出完善教师评教机制， 鼓励政府机关提供实习岗位 减少就业学校专业招生，推动高教资源疏解。
河南省	2018.07	河南全民技能振兴工程领导小组办公室提出《深入推进全民技能振兴工程大规模开展职业技能培训行动方案（2018—2022 年）》中指出， 到 2022 年 ，河南省累计开展各类职业技能培训 1500 万人次以上，技能人才总量达到 810 万人，其中高技能人才总量达到 230 万人。 职业教育在校生规模达到 280 万人。将建设 300 所省级职业培训品牌院校，推动 10 所以上普通本科高校或独立学院向应用型高校转型发展。

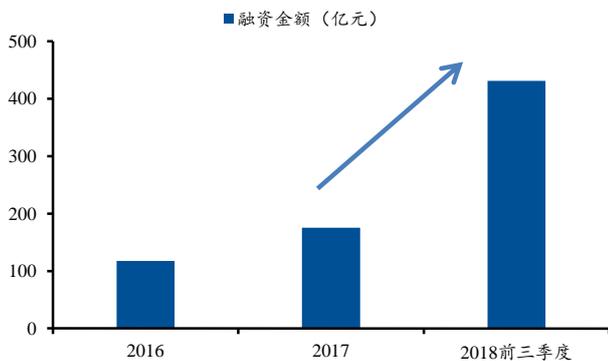
资料来源：芥末堆，洛阳市人保局，民生证券研究院

（三）一级市场融资，IPO 及并购回顾

1. 一级教育市场融资回顾：融资额增长，但以早期融资为主

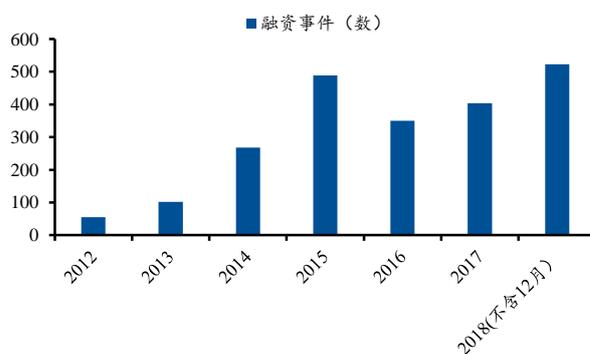
2018 年教育行业在一级市场的融资额和事件数均较前两年有大幅增长。教育行业在一级市场的融资自 2014-2015 飞速增长并于 2015 年达到顶峰后，融资市场逐渐降温。但 2017 年起教育行业投资逐渐回温，并在 2018 年继续保持上升态势。2018 年前三季度教育行业融资额达 430.66 亿元，融资事件 445 起，较 2017 年前三季度融资额 174.45 亿元，增幅达 255.21 亿元，增长 145.5%。

图 3：2016-2018 年前三季度教育行业融资情况



资料来源：鲸媒体，民生证券研究院

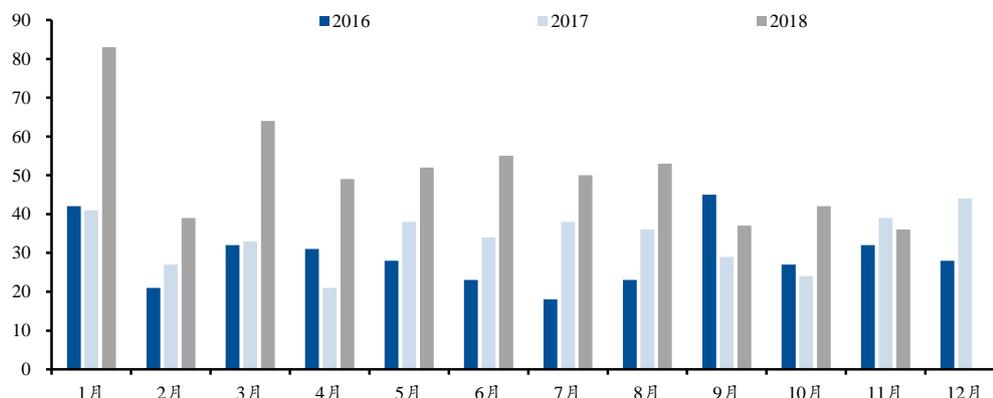
图 4：2013-2018 年教育行业融资事件数



资料来源：IT 桔子，民生证券研究院

2018 年教育行业在一级市场的融资事件数在年初攀顶，随后逐步下降。截止至 2018 年 11 月底，1 月份是融资事件发生数最多的月份，达 83 件；而 11 月份为发生数最少的月份，仅 36 件。18 年自年初至今，融资事件发生频次逐渐下降，虽较 2016 和 2017 年仍有较大幅度增长，但融资不如过去 2 年集中在年中或年下发力。

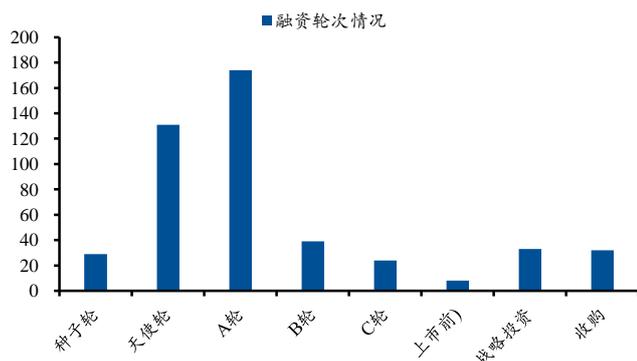
图 5：2016 - 2018 年各月份一级市场融资发生数



资料来源：IT 桔子，企名片，民生证券研究院

2018 年教育行业融资轮次多集中在天使轮和 A 轮，以早期项目为主；投资额集多集中在百万至千万级，亿元及以上投资事件数占比仅 17.3%。2018 年一级市场对教育行业的投资与去年类似（2017 年早期投资全年占比为 72%），截止至 11 月早期投资占比高达 71%。2018 年前三季度融资额 430.66 亿中，前五大融资事件（VIPD KID，作业帮，猿题库，一起作业，哒哒英语）共计融资 136.5 亿元，占比达 31.7%，说明融资集中度相对较高。

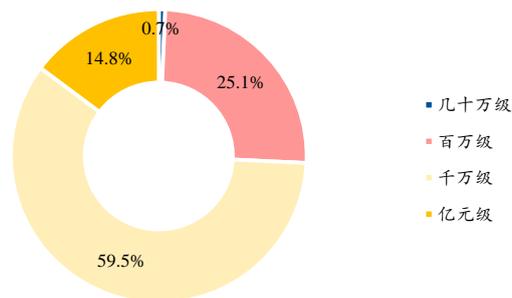
图 6：截止至 2018 年 11 月的各轮次数融资数量



资料来源：IT 桔子，民生证券研究院

注：A 轮含 pre 轮, A 轮, A+ 轮；B 轮含 pre 轮, B 轮, B+ 轮；C 轮含 C, C+；上市前含 D 及所有 IPO 前轮次

图 7：截止至 2018 年 11 月的融资额情况

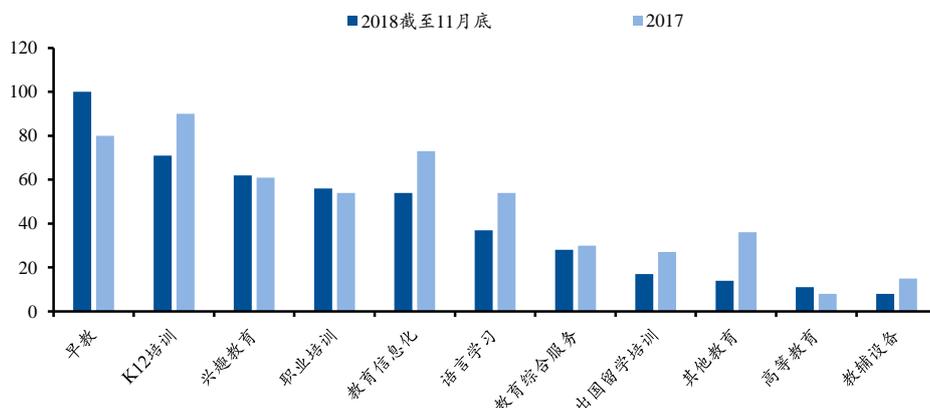


资料来源：IT 桔子，民生证券研究院

注：统计中不含未透露融资金额的事件数

2018 年教育行业融资热度前三行业分别是早教行业，K12 培训以及兴趣教育。从细分行业融资热度看，相较 2017 年热度最高的 K12 培训，早教行业的热度在 2018 年有了较大程度的升温，其核心驱动力是消费升级及教育前置。

图 8：2017-2018 截至 11 月年投向各细分赛道的融资事件数



资料来源：IT 桔子，民生证券研究院

2. IPO 上市及新三板挂牌情况回顾：上市公司数量略高去年，港股仍有多家教育公司在排队等候上市

截至 2018 年 11 月 IPO 上市 10 家，借壳上市 1 家，新三板挂牌 4 家。2018 年教育领域公司均在香港及美国上市，其中在港上市 5 家：中国春来，希望教育，博骏教育，天立教育，21 世纪教育以及中国新华教育，多以学校主体为主；在美上市 5 家：尚德机构，精锐教育，朴新教育，英语流利说，多以培训类企业为主；中公教育借亚夏汽车上市 A 股，是截止至 2018 年 11 月唯一一家登陆 A 股的教育类公司；新三板挂牌 4 家：山香教育（职业考试培训服务类综合性公司），库课网（职业考试学习服务平台），天一文化（图书出版及教育咨询）和旭德教育（教育咨询机构）。

2018 年教育行业 IPO 上市数量略高于 2017 年，新三板挂牌数量远低于 2017 年，但学校主体公司密集在港上市继 2017 年后得到持续验证。2017 年教育行业 IPO 共 9 家，其中在港上市 5 家：中教控股，新高教集团，民生教育，宇华教育和睿见教育，均是以学校主体类上市公司；在美上市 4 家；新三板挂牌 28 家。**结合 2017 和 2018 年上市情况看，优质教育类公司多在香港和美国上市。随着 A 股窗口开放，不少教育企业公告接受上市辅导，A 股将成为港、美股后的又一条退出路径。此外，在香港排队等候上市的教育企业仍有多家，明后 2 年教育行业将迎来规模化和证券化的黄金期。**

表 10：2017-2018 截至 11 月学校主体于香港上市公司

序号	公司名称	行业	上市	股票代码	市值 (亿)
1	中国春来	高校	2018-09-13	1969.HK	17.16
2	希望教育	高校	2018-08-03	1765.HK	74.00
3	博骏教育	K12	2018-07-31	1758.HK	17.71
4	天立教育	K12	2018-07-12	1773.HK	26.98

5	21世纪教育	综合	2018-05-29	1598.HK	11.25
6	中国新华教育	高校	2018-03-26	2779.HK	34.58
6	中教控股	高校	2017-12-15	0839.HK	208
8	新高教集团	高校	2017-04-19	2001.HK	57.24
9	民生教育	高校	2017-03-22	1569.HK	57.45
10	宇华教育	K12	2017-02-28	6169.HK	104
11	睿见教育	K12	2017-01-26	6068.HK	63.54

资料来源：wind，民生证券研究院

表 11：2018 截至 12 月 22 日港股待上市的教育公司

序号	公司简称	行业	最新公告日	股票代码
1	沪江教育	语言培训	2018-12-07	H00932.HK
2	中国东方教育	职业教育	2018-12-06	H01072.HK
3	中国科培教育	高校	2018-11-28	H00839.HK
4	益达教育	职业教育	2018-11-26	H00806.HK
5	嘉宏教育	高校	2018-11-12	H01051.HK
6	华图教育	职业教育	2018-10-22	H00799.HK
6	莲外教育	K12	2018-10-22	H01040.HK
8	辰林教育	高校	2018-10-03	H01034.HK
9	尚德启智	K12	2018-08-01	H00966.HK

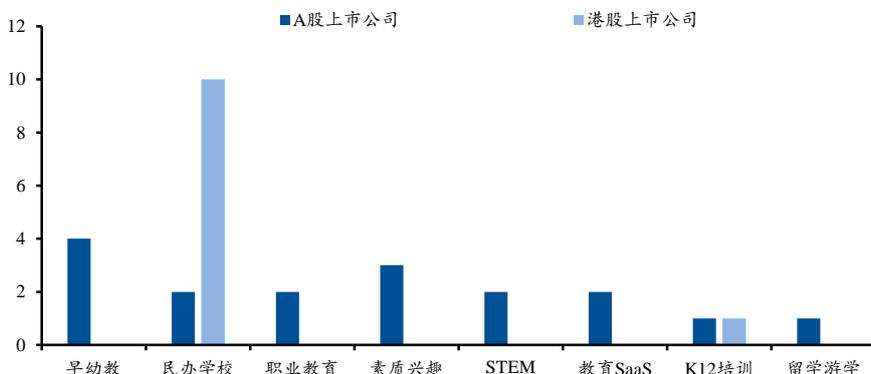
资料来源：wind，民生证券研究院

3. 并购事件回顾：A 股并购以跨界为主，港股并购标的多为学校

2018 年截至 11 月并购金额远超 2017 年，职业教育，留学游学及早幼教是并购金额前三领域(包含中公教育借壳亚夏汽车交易金额)。2018 年截至 11 月并购金额已超过 300 亿元，是 2017 年并购金额总额(95.87 亿元)的 3 倍以上。并购交易额前三分别是：亚夏汽车并购中公教育金额高达 185 亿元；神州数码并购广东启行教育金额达 36.95 亿元；三垒股份并购美杰姆金额达 33 亿元。

A 股上市公司多通过收购优质教育标的达到跨界转型目的；以学校主体为主的港股上市公司主要通过收购民办学校，实现校园网的扩充；非上市公司则以收购特定领域标的为主。从上市公司收购教育标的事件数来看，A 股上市公司收购案件最多，共计 17 件；并购标的所处领域相对分散，其中以早幼教并购数最多；港股上市公司收购案件共计 11 件，其中 10 件被收购标的为民办学校；非上市公司收购标的多集中在素质教育，STEM 和语言培训领域。**明年港股教育公司选择的被并购标的将仍以民办学校为主，通过并购扩张实现营收的快速增长；A 股上市公司明年教育并购事件将继续以实现转型或稳定教育市场版图为主要目的。**

图 9：2018 年截至 11 月 A 股和港股并购教育公司情况（单位：件数）



资料来源：IT 桔子，芥末堆，民生证券研究院

二、展望 2019

A 股方面，政策不利影响仍需时间消化，在政策正式细则出台前，仍存在政策不确定性。港股投资建议选择政策压制较小的高等教育及职教子行业。非义务教育，选择盈利性的教育公司受政策限制较小，业绩增长确定性强，收购并购逻辑依旧。港股投资建议选择受政策压制较小的高等教育，职业教育和选择营利性非义务阶的教育公司，业绩增长确定性强，收购并购逻辑依旧。重点关注民生教育、希望教育、中教控股。

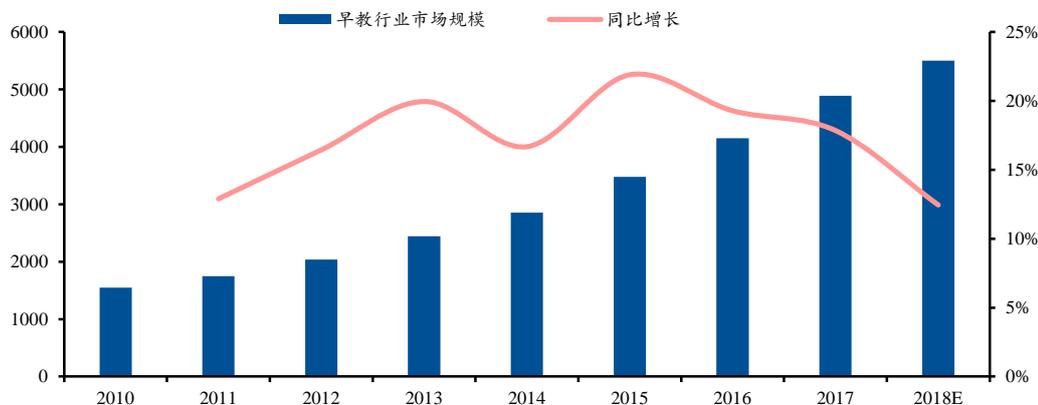
（一）早教行业：需求下沉，市场扩张，行业日益规范

1. 趋势判断

1) 一线城市红海竞争日趋激烈，二三线城市将成为新的增量。2) 消费升级逻辑下，头部品牌优势明显。3) 先发优势（品牌知名度），资金优势（扩张速度与规模）将成为胜出的关键。关注三垒股份。

行业规模持续扩大，一线城市早教中心竞争激烈，二三四线早教中心缺量较大，二三线早教市场具备较大发展潜力。据前瞻产业研究院数据，2017 年我国早教市场总体规模已达到 4891 亿元左右，同比去年增加 17.9%，预测 2018 年整个早教市场规模将突破 5500 亿。据 2018 年《中国早教蓝皮书》的数据，一线城市早教中心数量占比达 15.1%，但其人口总数仅占全国总人口数的 5%。导致一线城市早教机构数量是全国平均数量的三倍，市场竞争激烈。而拥有我国剩余 95% 人口的二三四线市场，则竞争相对较弱，市场潜力巨大。

图 10: 早教行业市场规模

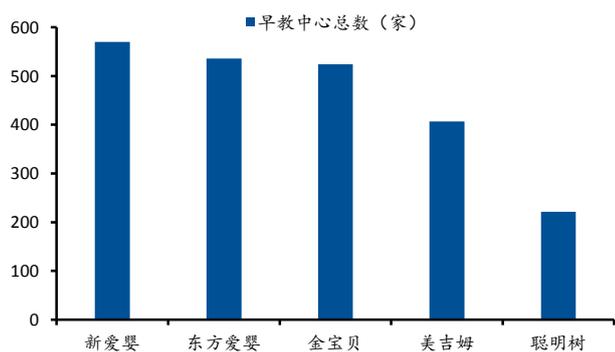


资料来源: 前瞻产业研究院, 民生证券研究院

2. 供需分析: 加盟及并购扩张促进行业集中度上升, 消费升级+教育前置驱动需求上涨

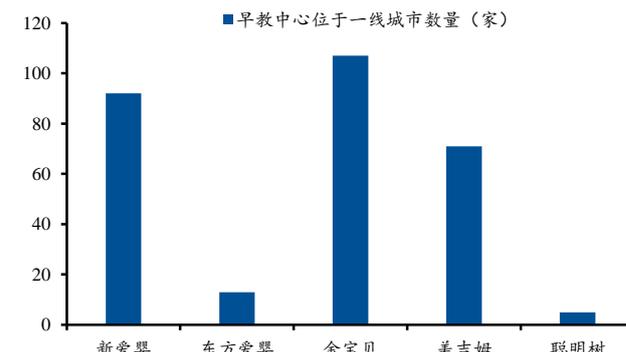
供给端: CR8 市场份额约 22%, 品牌梯队雏形出现, 二三线早教机构密度远低于一线城市。根据 2018 年早教行业蓝皮书的统计, 我国各平类早教中心线下网点共计约 11000 家, 其中前八大早教中心的网点数量合计约 2400 家, 占比约为 22%, 且以加盟店为主。目前行业垄断虽未出现, 但品牌机构挤占小微非连锁机构市场份额情况已凸显。以东方爱婴、新爱婴, 美吉姆、金宝贝为代表的**第一梯队**, 旗下早教中心数量超过 400 家; 悦宝园, 运动宝贝, 聪明树等**第二梯队**的早教品牌旗下线下教育学点约 100-200 家。超过 15% 的早教机构位于一线城市, 导致一线市场竞争激烈, 二三线城市早教机构密度低。

图 11: 前 5 大早教品牌线下教学中心数量



资料来源: 各大品牌官网, 民生证券研究院

图 12: 前 5 大早教品牌教学中心位于一线城市数量



资料来源: 各大品牌官网, 民生证券研究院

早教机构通过加盟方式实现快速扩张, 品牌和规模效应初显。我国早教品牌多通过自营或加盟的形式成立线下早教中心, 其中加盟形式是主要扩张路径。属早教品牌**第一梯队**的美吉姆, 金宝贝的大多数线下中心都是加盟店。早教品牌通过加盟实现全国范围内网点覆盖, 提高品牌影响力的同时吸引广大消费者。现阶段各品牌对加盟商的要求不尽相同, 且出于品牌扩展的考虑, 行业平均加盟门槛并不是很高。但随着后续各省市可能会出台类似于上海的早幼托行业规范要求, 入行门槛将上升。**在需求下沉和教育前置的影响下, 我们预计 2019 年二三线城市**

市早教市场增速将超过一线城市，二三线早教机构数量将继续以加盟连锁的方式增加，行业集中度将继续上升。

图 13: 金宝贝加盟情况

金宝贝的加盟伙伴

金宝贝的加盟伙伴里面，有近80%以上，曾经或现在是金宝贝的家长。

金宝贝的加盟伙伴里面，85%跟随品牌5年以上，50%跟随8年以上，20%跟随10年以上。

以下城市热招中：

承德、佳木斯、连云港、绥化、巴彦淖尔、延安、丹阳、仪征、三明、九江、乐山等全国空白城市。

资料来源：金宝贝官网，民生证券研究院

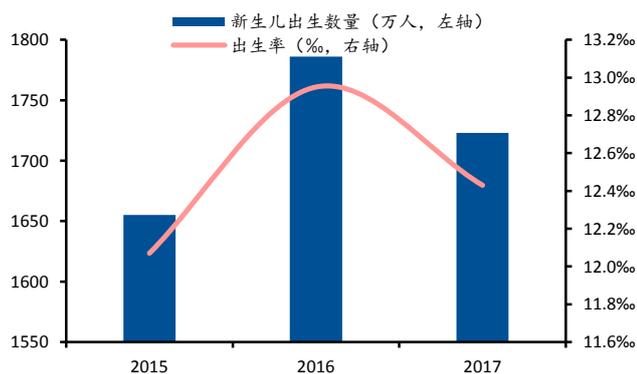
图 14: 悦宝贝加盟流程



资料来源：悦宝贝官网，民生证券研究院

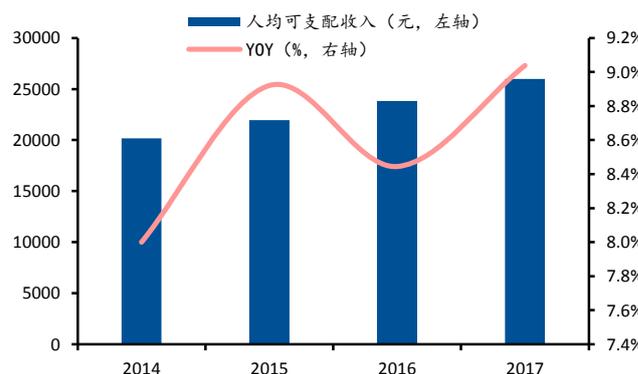
需求端：二胎政策稳固新生儿出生率，二三线城市早教需求上升空间大。“全面二胎”政策在全国范围内推广实施，将有助于扭转我国新生儿出生率下降的现状，并有望迎来新一轮婴儿潮。近三年我国新生儿数量稳定在 1600-1800 万之间，人口出生率在 12-13%之间。稳定的出生率在消费升级和教育前置的大环境下，意味着早教行业将成为婴儿潮最初享受者。此外，据中国早教行业蓝皮书统计，以北上广深为代表的一线城市中 0-6 岁儿童参与早教培训的比例达到 69.76%，而二线省会及三四线城市参与早教培训的比例不足 30%，将近一倍多的差距将在消费下沉和人均可支配收入上涨中逐渐缩窄。因此 **2019 年，二三线城市早教市场的消费将成为行业新增量。**

图 15: 2015-2017 年新生儿出生数量和出生率



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 16: 2014-2017 年全国居民人均可支配收入



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

3. 三垒股份 (美杰姆)

2018 年 6 月，三垒股份以 33 亿现金支付方式收购美杰姆 100% 股权，并设立全资子公司作为收购主体，同时释放 30% 的股份引入外部投资者。2018 年 11 月，美杰姆完成股东变更登

记成为三垒股份核心业务之一。

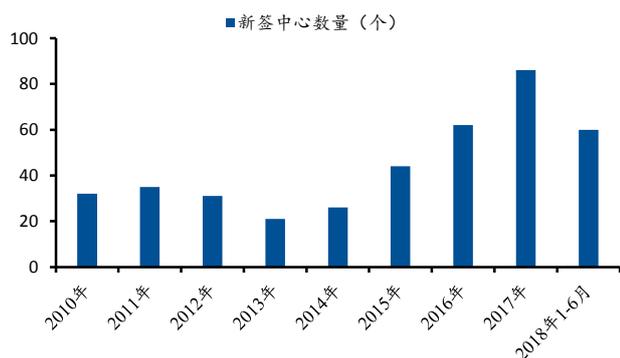
19 年看点：1) 行业领军地位，退费率低，近三年新签中心数量逐年增加。2) 市场拓展空间大，加盟为主的拓展方式，有利于迅速扩张。3) 政策利好，政府对学前教育重视程度逐步提升，政府投入逐年加大。2016 年，我国学前教育公共财政开支已达 1182 亿元，同比增长 16.91%。

表 12：美杰姆旗下直营店及加盟店的会员数量及退费数量（人）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 1-6 月	
	新增会员数	退费会员数	新增会员数	退费会员数	新增会员数	退费会员数
直营	32600	1900	43700	1900	18700	1100
加盟	62400	2200	97000	3900	48900	2000
小计	95000	3100	140700	5800	67600	3100

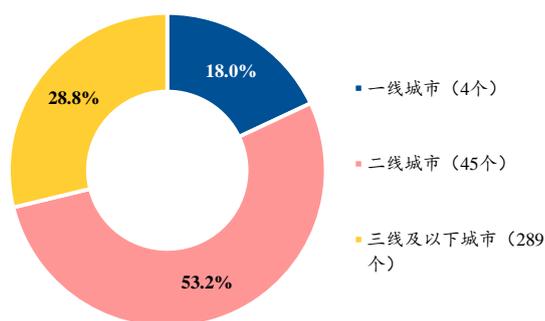
资料来源：三垒股份收购美杰姆可行性报告，民生证券研究院

图 27：美杰姆新签中心数量



资料来源：三垒股份收购美杰姆可行性报告，民生证券研究院

图 18：中心区域分布比例（截止至 2018 年 6 月 30 日）



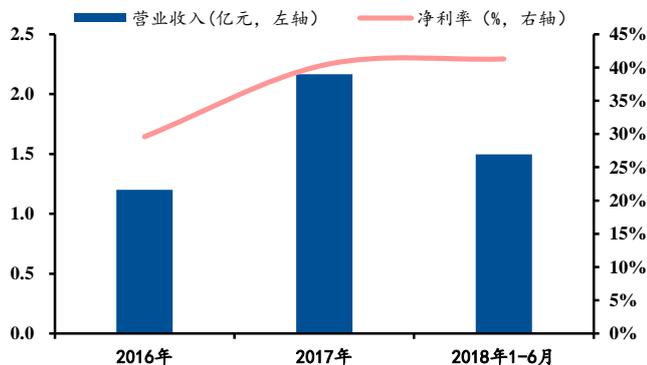
资料来源：三垒股份收购美杰姆可行性报告，民生证券研究院

美杰姆 2016、2017 年、2018 年 1-6 月的营业收入分别达 1.2 亿元、2.2 亿元和 1.5 亿元，净利润分别为 3556 万元、8744 万元和 6180 万元，净利润达 29.6%，40.4% 和 41.3%，盈利能力较强。

美杰姆截止至 2018 年 12 月 19 日，一线城市（北上广深）设有早教机构 71 家，全国共有 407 家。较 2018 年 6 月 30 日的 389 家，增长 18 家。近三年，除 1,2 月份等个别月份，早教中心班饱和率（=全部中心当月实际开课量/（全部中心教室数量*单一教室每天可开课量*当月可上课天数）均在 30% 以上。受学员人数，工作日等影响，每天实际开课数量低于 6 节且容量未达上线，饱和度仍有上升空间。

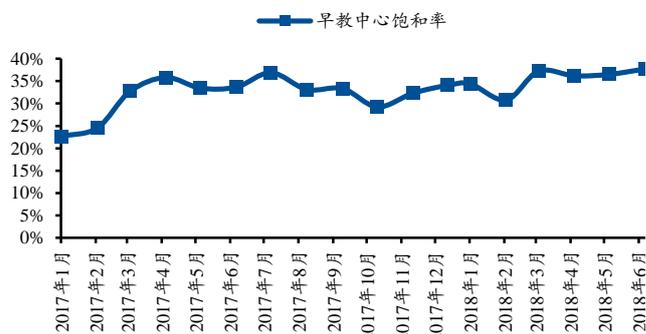
美杰姆在 2018 年度、2019 年度和 2020 年度，承诺将分别实现净利润 1.80/2.38/2.90 亿元。

图 39: 2016-2018H1 美杰姆营业收入和净利率



资料来源: 三垒股份收购美杰姆可行性报告, 民生证券研究院

图 20: 2017-2018H1 早教中心饱和度



资料来源: 三垒股份收购美杰姆可行性报告, 民生证券研究院

(二) K12 课外辅导: 行业头部效用明显, 大语文市场持续升温

1. 趋势判断

1) 整顿政策频频出台, 行业洗牌后, 过去“小作坊”模式将受整改。行业头部集中趋势明显, 大机构将受益。2) 中考, 高考都将语文考试的重要性拔高, 语文教学将成为培训市场主抓的重点。3) 目前整体行业格局相对稳定, 但细分语文培训领域尚未出现头部领军公司, 未来有望逐步“跑出”领军公司。关注: 立思辰、昂立教育。

表 13: 各地关于 K12 课外辅导机构整改新闻汇总

时间	地点	整改情况
2018.03	西安市	整改无证办学机构, 随机督查培训机构 154 家、下发整改通知书 134 份, 经过整改, 停止招生的有 10 家, 停止办学的有 34 家。
2018.10	南京市	南京市教育局突击检查新东方、励步, 发现新东方天安国际校区存在违规宣传问题, 乐灵(建邺区紫金西城中心)存在超范围办学和模糊宣传等问题。
2018.10	江苏省	江苏各地边摸排边整改, 已整改重大安全隐患机构 259 家, 处理 36 人; 整改有照无证机构 498 家, 处理 13 人; 整改无证无照机构 554 家, 处理 6 人; 整改超纲教学等机构 262 家, 处理 14 人; 整改考试与招生入学挂钩学校 23 所、不遵守教学计划中小学 23 所; 查处中小学教师校外兼职 9 起, 处理 10 人。
2018.11	北京市	北京共排查出校外培训机构 12681 所, 其中存在问题的有 7557 所(占比 59.6%), 已完成整改校外培训机构 2567 所, 完成整改率为 33.97%, 未完成整改的校外培训机构数量为 4990 所, 未完成整改率达 66.03%。

2018.12	深圳市	此次校外培训机构专项治理整改行动共摸排深圳全市校外培训机构 3141 家，重点整治了包括存在重大安全隐患、证照不齐、开展超纲、提前、应试以及组织学科等级考试竞赛并与中小学招生入学挂钩等违规行为 2328 项。
2018.12	全国	教育部召开基础教育专场发布会，宣布截至 12 月 12 日，全国共摸排 40 万所校外培训机构，发现存在问题的机构 27.3 万所，现已整改 24.8 万所，整改完成率达到 90%。

资料来源：南方财经，芥末堆，民生证券研究院

升学压力与资源分配不均驱动市场持续扩张，语文细分领域尚缺头部领军企业。我国目前拥有 1.6 亿 K12 在校生，课外辅导行业渗透率超过 60%。目前行业总体规模已超过 5000 亿元，随着高考改革推进，优质教育资源持续稀缺，升学压力上升，和人均可支配收入的继续上升，我们推测 2020 年我国 K12 课外辅导行业的总体规模将突破 7000 亿。今年密集出台的行业规范和治理要求，催化行业竞争的同时提高行业门槛，将不符合条件或无法适应整改要求的培训机构清理出行业。以新东方和好未来为英语和数学领域领军的格局已稳定，但面对中高考改革带来的“大语文时代”仍缺少领军企业。随着升学考试改革细则的出台和落地，“大语文市场”将在 2019 年继续升温，各机构在语文领域的布局将加速。

表 14: K12 课外辅导市场规模测算

	2017E	2018E	2019E	2020E
K12 在校生总人数 (万人)	16494	16479	16515	16643
K12 校外培训渗透率	60%	62%	64%	66%
人均花费 (元)	5938	6265	6609	6973
市场规模 (亿元)	5876	6400	6985	7659
语文培训占比 (%)	12.60%	15.00%	19.00%	25.00%
语文培训市场规模 (亿元)	740	960	1327	1915

资料来源：中国体育报业总社，民生证券研究院

2. 供需分析：供给集中度低，需求刚性强

供给端：行业集中度低，行业基本格局已经形成，部分三四线城市存在品牌空白。K12 课外辅导市场在我国呈金字塔结构，全国性品牌 10 家，区域领军机构 7 家，此外还存在着大量中小型非规模化的课外辅导机构，导致行业集中度低。根据智研咨询统计 2017 财年 CR2 的收入占行业总收入的 3.8%，加上其他全国性或区域性领军，累计仅占行业的 10%。就品牌网点分布看，三四线城市仍以中小机构为主，TOP10 的网点数量较少。对 TOP10 来说，仍有较大的下沉空间，三四线市场有望成为新增速。

表 15: TOP10 的一二线城市分布

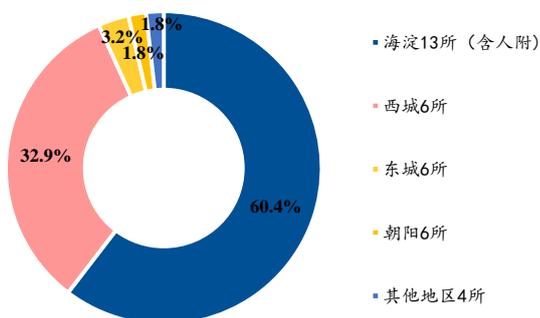
	新东方	好未来	昂立	卓越	巨人	邦德	学大	京翰	精锐	龙文
授课模式	小班课程为主，少数为 1V1				大班课程为主			以 1V1 为主，包含少数班课		
一线城市网点占比	24.9%	66.1%	78.2%	66.3%	47.4%	100.0%	21.4%	46.4%	65.6%	40.4%
二线城市网点占比	47.0%	32.2%	20.5%	8.8%	34.5%	0.0%	32.5%	48.3%	18.2%	32.1%
城市覆盖率	50	20	6	9	13	2	85	22	38	33

资料来源：搜狐教育，民生证券研究院

数学英语市场竞争格局稳定，语文市场竞争分散且缺少领军企业。新东方和好未来已牢牢占据消费者心智，成为英语和数学学科类辅导代名词。在高考取消学科奥林匹克竞赛加分政策，英语学科可以多次测试，文理综可以自由选择测试学科后，语文作为必考学科重要性呼之欲出。但由于之前对语文学科重视度较低，且学科属性导致较难短期提分，造成市场竞争相对分散，专注语文培训教学企业较为稀少。**未来语文市场将成为各家争夺的新战场，将诞生新的领军企业。**

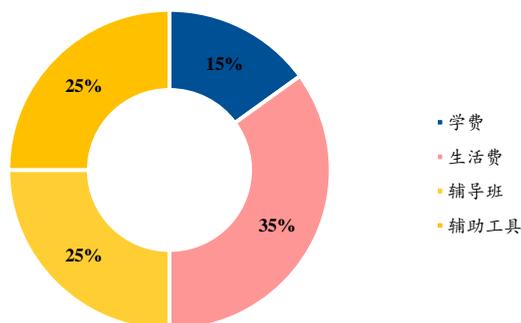
需求端：资源分配不均导致参加课外辅导成为刚需，人均可支配收入增加，促使教育支出增加。据教育部数据，2018年全国高考报名人数为975万人，同比增加35万，为近8年新高。但对比2016年各省市985、211学校录取率，除上海，天津，北京录取率超过9%以外，超过26个省录取率低于5%，仅北京一地各区清北录取率就存在较大差异，教育资源分配不均。如早教行业中提及的人均可支配收入上升带来的消费升级。我国居民消费已逐步转为发展型消费，据新浪教育统计，教育开支占家庭年收入的20%，超过43.05%的受访家庭表示在孩子课外辅导方面的支出占总教育支出比例最高。**2019年教育资源分配不均问题仍将存在，人民可支配收入继续上涨，教育支出将持续增加，行业规模将继续扩大。**

图 21: 2016 年北京各区重点高中清北录取率



资料来源：产业研究院，民生证券研究院

图 22: K12 阶段教育开支的各项平均占比



资料来源：新浪教育，民生证券研究院

高考改革，削弱奥赛市场，刺激语文学科辅导需求上升。2017年推动的课本改革，使得语文，历史课程开始使用全国统一的“部编版”。同年，多地进行“新高考”改革，允许英语考试考2次，取最高分入高考总成绩。取消了55%的高考加分项，其中学科奥林匹克竞赛被取消。另外，多地对语文重视程度上升，例如长沙中考语文总分提高至150分，自主招生考核将对学生语言运用能力进行测试等。**因此，在新高考改革下，语文将成为拉开分数的重点学科。由于语文较难在短时间内提分，针对语文综合素质培养加应试技巧培训的课外辅导市场，有望实现快速发展。**

表 16: 关于提高语文教育重视程度的相关政策及意见

时间	政策	主要内容
2017 年	语文课本修改	自 2017 年 9 月 1 日开始，小，初，高中的语文教材，将全部使用“部编版”教材
2017 年	高考英语改革	上海，浙江等多省份改革，英语考试允许考多次，取最高分计入总分。
2017 年	《教育部国家语委关于进一步加强	语文文字应用能力的培养要从小培养，其中口语，书面表达以及语言的

《学校语言文字工作的意见》综合运用等，都是国民综合素质的核心基础，更是个人成长中不可取代的课程。

2018年《关于做好2018年普通高校招生工作的通知》全面取消体育特长生、中学生学科奥林匹克竞赛、科技类竞赛、省级优秀学生、思想政治品德有突出事迹等全国性高考加分项目。

资料来源：南方周末，搜狐教育，教育部，新浪教育，民生证券研究院

3. 昂立教育

首家以教育培训为主营业务的A股上市公司，以教育培训为核心，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。

19年看点：1) 作为K12课外培训的区域领军企业，将在2019年通过建立分公司的方式下沉完成异地扩张。2) 公司与韩国CDL开展战略合作，成立合资公司在中国运营高端幼儿美元项目，推动幼儿语言培训业务的快速发展。

2018年前三季度实现营业收入15.78亿元，同比增长21.13%；归属母公司净利润为0.97亿元，同比下降19.75%。

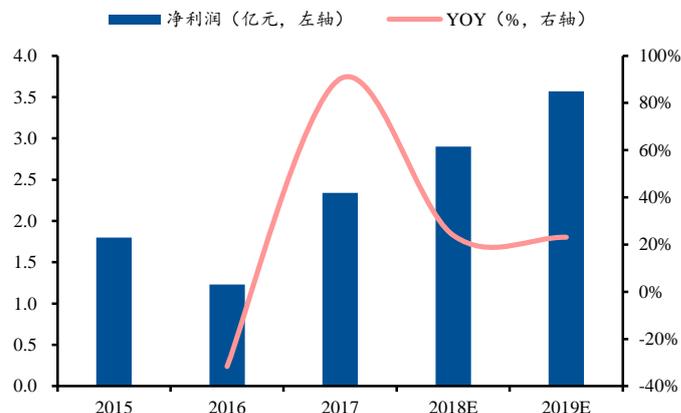
截止至2018H1，昂立教育已完成新校27所+扩校7所的拓张计划，总校区达199所，绝大多数位于上海地区。未来将通过在各地建分公司的方式完成异地扩张。

图 23：2015-2019E 昂立教育营业收入及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图 24：2015-2019E 昂立教育净利润及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

4. 立思辰（中文未来）

公司于2018年11月5日发布公告将以自有资金7.02亿元收购诸葛创想持有的中文未39%股权，再加上公司之前收购的61%股权，中文未来将成为立思辰全资子公司。

19年看点：1) 中高考改革带动“大语文市场”升温，刺激需求上升，作为重点布局语文

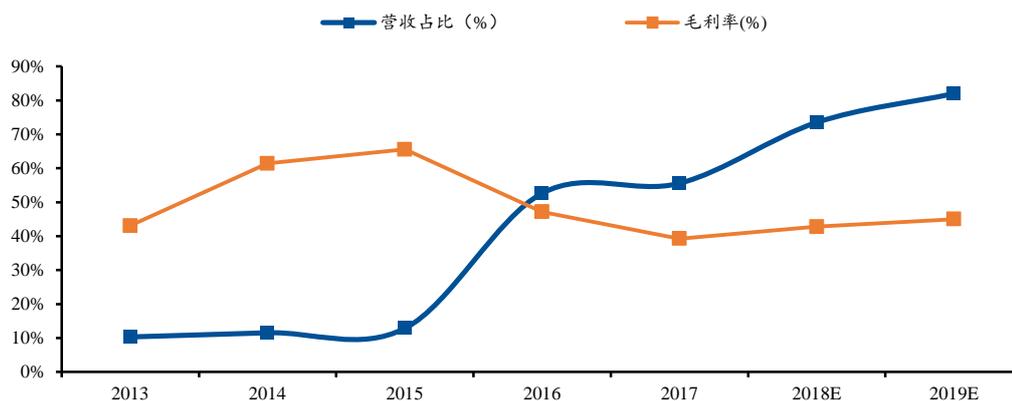
市场的立思辰将打造语文素质+应试技巧相结合，符合市场需求的教學产品；2) 自研体系，降低服务同质化，吸引用户，树立影响力。

2018 年第三季度营业收入 5.49 亿元，同比增长 41.10%；归母公司净利润为 0.64 亿元，同比增长 110.65%。2018 年前三季度营业收入 10.99 亿元，同比增长 2.73%；归母公司净利润为 756.19 万元，同比下降 88.45%。

截至 2018 年 H1 中文未来业务进入快速发展期，已在北京，上海等 6 地建设分校，武汉，南京和天津的分校正在建设中，预计 2019 年开始招生。大语文学习中心增至 81 家，在校学生数达 29964 人。

中文未来在第二次并购后承诺 2019-2021 年度实现净利润分别不低于 1.3/ 1.69/ 2.1 亿元。在第一次并购后，承诺 2018 年实现净利润不低于 6000 万，2018 年前三季度中文未来实现归母净利润 5499 万元，在加上第四季度的业绩，有望超过 6000 万的业绩承诺。

图 25：2013-2018E 立思辰教育业务营收占比及毛利率走势情况



资料来源：wind，民生证券研究院

5. 科斯伍德（龙门教育）

公司于 2018 年 10 月 9 日发布公告，将拟以现金加发行股份的方式收购龙门教育 50.24% 的股份，加上之前已收购 47.6% 的股份。待本次收购完成后，龙门教育将成为科斯伍德全资子公司。

19 年看点：1) 区域领军企业逐步异地扩张，2017 年超额完成业绩要求，2018 年成为公司主要营收驱动力。2) 行业整顿，有利于行业领军企业，推动行业成熟。

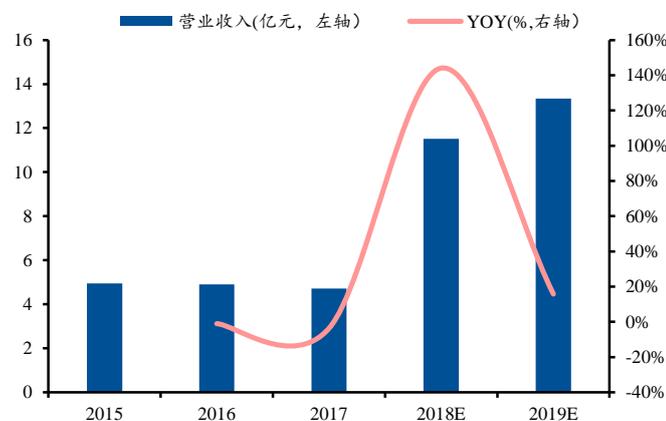
2018 年第三季度，营业收入为 2.39 亿元，同比增长 93.52%；归属母公司净利润为 0.14 亿元，同比增长 142.15%。2018 年前三季度，营业收入 7.11 亿元，同比增长 106.56%；归母净利润为 0.86 亿元，同比增长 466.35%。归母扣非后净利润为 0.34 亿元，同比增长 183.08%。其中，龙门教育 2018 年前三季度实现营收 3.61 亿元，同比增长 29.96%；归属净利润为 8504 万元，同比增长 39.17%，并表贡献净利润约为 4232 万元。2018Q3 龙门教育实现营收 1.20

亿元，同比增长 28.00%；归属净利润为 2741 万元，同比增长 51.04%，并表贡献净利润约为 1364 万元成为公司盈利增长主要动力。

截止至 2018H1，龙门教育 K12 业务已覆盖全国 14 个城市，新设 61 家学习中心，主推业务“英语集训赢”覆盖全国 47 座城市。开设全封闭 VIP 校区 7 个，在校生人数 1.3 万人，未来将扩展至 10 个校区，目标在校生人数为 3 万人。

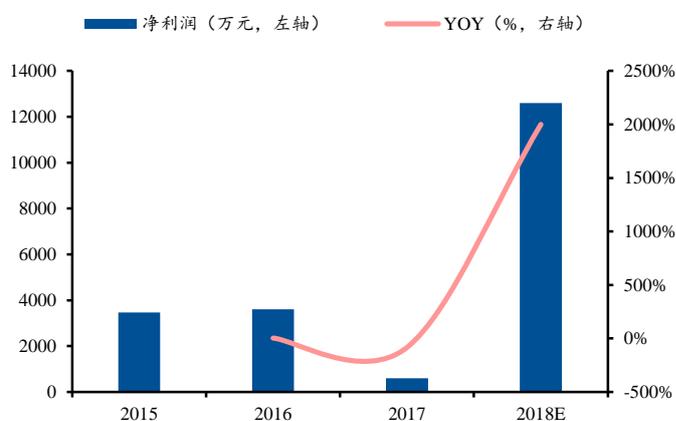
龙门教育承诺 2017 年、2018 年、2019 年实现净利润不低于 1/1.3/1.6 亿元。2017 年完成净利润 1.05 亿元，对赌完成率达 105.02%；2018 年前三季度净利润达 8504 万元，加上第四季度净利，将有希望完成 2018 年对赌要求。

图 26：2015-2019E 科斯伍德营业收入及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图 27：2015-2019E 科斯伍德净利润及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

（三）职业教育：政策支持，领军企业逐步登入二级市场，证券化迎来黄金期

1. 趋势判断

政策红利成行业最大亮点之一，政府支持叠加下游需求强劲，未来行业景气度将不断提升。领军企业已逐步登入资本市场（中公教育、中国东方教育），未来行业资产证券化有望提速。关注亚夏汽车、百洋股份。

行业监管较松，鱼龙混杂，教学服务同质化严重，行业集中度偏低，竞争分散；潜在用户规模巨大，付费意愿强烈，政策利好行业。成人职业教育主要包括 1.职业考试培训；2.职业技能培训；3.继续教育。由于该行业需要讲师具备一定职业技能，因此举办门槛较 K12 培训，早教培训高。但由于整个市场规模巨大，政策利好且监管较为放松，导致行业竞争激烈，同质化服务严重，整个行业呈现“散，乱，小”的特点，行业集中度偏低。由于职业教育受众集中在 15-30 周岁，以普通本科毕业生和职场新人为主，预计 2019 年潜在用户数量可达 5300 万

人。面对现阶段严峻的就业形势，用户有明确培训目的，因此付费意愿强烈，客单价多在几千至上万不等。行业领军逐步资产化后，资金优势明显，通过规模化教学扩张的同时优化内控，有能力增加产业线，实现协同效应，提高利润率。政策利好和用户需求将进一步推动行业规模扩大。

图 28：2013-2020E 中国职业技能教育总规模（单位：亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院

表 17：近两年国家出台关于有利职业教育行业的相关政策和意见

时间	部门	政策	主要内容
2017.01	国务院	《国家教育事业发展规划“十三五”规划》	强化地市级人民政府对中等职业教育的统筹规划，根据城镇化和产业布局调整完善职业学校布局； 鼓励社会力量参与举办职业教育，支持东中西部地区职业学校加强对口合作； 围绕深化产教融合、校企合作、工学结合主线，支持 100 所左右高等职业学校和 1000 所左右中等职业学校建设；
2017.02	教育部、人力资源和社会保障部、工业和信息化部	《制造业人才发展规划指南》	围绕产业链、创新链进行专业设置，更加强调专业设置与产业同步发展； 深化产教融合校企合作，发挥企业在职业教育中的重要办学主体作用等。
2017.12	国务院	《关于深化产教融合的若干意见》	完善了产教融合推进机制。深化产教融合，促进职业教育发展，加强创新型人才和技术技能人才培养，发挥教育对产业转型升级支撑引领作用，进一步推动教育与经济社会协调发展
2018.02	教育部、国家发展改革委、工业和信息化部、财政部、人力资源社会保障部、国家税务总局	《职业学校校企合作促进办法》	从 3 月 1 日起，我国职业学校可根据自身特点和人才培养需要，主动与具备条件的企业开展合作，积极为企业提供所需的课程、师资等资源；企业则应依法履行实施职业教育的义务，利用资本、技术、知识、设施、设备和管理等要素参与校企合作，促进人力资源开发。
2018.04	国务院	推行终身职业技能培训制度	发展民办职业技能培训，鼓励企业办职业培训机构，对职务科技成果转化获得的现金奖励实行个人所得税优惠。

2018.04	教育部	《中华人民共和国民办教育促进法实施条例（修订草案）（征求意见稿）》	明确加强对民办学校的扶持，进一步保障其在教学、招生、用人、收费方面的自主权； 放宽对民办培训机构经营区域范围的要求，规定民办职业培训机构在直辖市范围内设立分支机构的可以不再审批。
2018.11	教育部	《国家职业教育改革实施方案》	对接科技发展趋势和市场需求，完善职业教育和培训体系；鼓励和支持社会各界特别是企业积极支持职业教育

资料来源：国务院，教育部，民生证券研究院

2. 供需分析：市场竞争分散，需求逐步上升

供给端：专业资格考试培训属群雄割据状态，细分领域均有领军或第一梯队公司出现。线下面授为主要服务模式，双师与线上模式占比逐步上升。行业目前约有公司 15-20 万家，鱼龙混杂，资质良莠不齐，市场竞争激烈，区域化严重，总体处于一个蓬勃发展期，整体成熟度较低。但各细分领域均有出现一些头部企业，这些企业存在较大优势，规模化教学在降低成本的同时，吸引目标用户，提高品牌影响力。目前，线下模式是行业传统且主流的培训模式，因此房租和师资是主要的营运成本。随着线上培训的渗透率增加，双师与线上培训模式可在不降低教学质量情况下，提高优秀教师的利用率，降低人力成本。**2019 年，职业教育在政策利好，资本化加速的背景下，行业发展有望逐步成熟，领军效益凸显。**

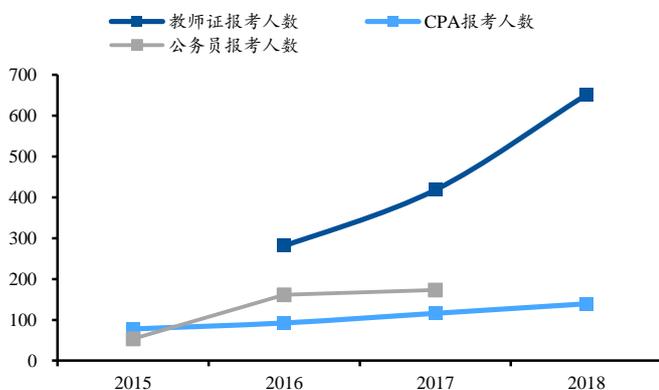
表 18：部分细分领域行业领军企业和第一梯队未上市公司简介

领域	公司	成立时间	学生人数	校区数量	运营数据
CPA	仁和会计	2002	网课+面授约 40 万	直营分校约 300 所， 无加盟	-
	东奥会计在线	1998	无面授，2011 年东奥培训学员 人数累计超过 300 万	无	连续多年占据着会计职称考试和注册会计师考试辅导书市场 80% 以上的份额
金融	高顿财经	2006	网校人数 300 万，付费用户 20 万，培训学员约 10 万	共 19 个校区	-
	中博教育	2004	累计培训 12 万人次	51 所直属分公司，203 个教学中心	-
考公	华图教育	2001	54.50 万	343 个城市 393 家学 习中心	12.33 亿元（2017）
司考	厚大股份	2013	1.5 万人（2016） 0.6 万人（2017）	12 个直营面授校区，5 个加盟校区，87 个视 频学习中心	1.87 亿元（2016）
	众和教育	2009	-	40 所直属面授校区， 100 多个加盟视频学 习中心	1.8 亿元（2016） 市占率 33%
职业技能 培训	中国东方教育	1998	9.9 万人（2018.8）	139 所学校	20.55 亿（2018.8）
	蓝翔技师学校	1984	3 万人（每年）	5 个校区	-
	北方汽车专修学校	1992	23.2 万人（2013）	10 所学校	-

资料来源：公司官网，鲸媒体，决策网，民生证券研究院

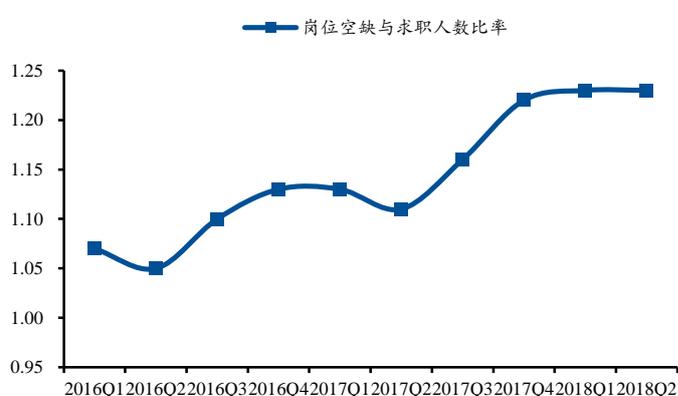
需求端：就业压力推动对考证培训需求上升，对应用型人才需求上涨驱动技能培训需求增加。2018年我国普通高校毕业生人数预计达820万人，较2017年增加25万人，再创新高，就业形势严峻。从各类资格考试和公务员报考人数看，2018年CPA参考人数达140万，较去年增加24万人次；教师证报考人数突破650万人次，同比增加232万人次。2017年公务员考试录取率下降至1.56%，参考人数达173万人次。另一方面，技术岗位一直处于招工难的状态，2018年第一和第二季度，岗位空缺与求职人数比率均达到1.23，较去年同期分别上涨8.85%和10.81%；说明部分岗位招工难越发严重。**2019年一方面普通高校毕业生人数将继续上升至860万，就业压力持续增加，另一方面技术工种缺人情况很难立即缓解，多因素职业教育需求继续上升。**

图 29：2015-2018 年各考试报考人数（万人）



资料来源：公考资讯网，中华会计网校，新浪，民生证券研究院

图 30：2016-2018 年一季度岗位空缺与求职人数比率变化趋势



资料来源：中国人力资源市场信息监测中心，民生证券研究院

3. 亚夏汽车(中公教育)

中公教育于2018年11月通过借壳亚夏汽车获得证监会有条件通过，成功登入A股市场，成为A股职业培训领军。整个交易方案通过1)重大资产置换：将除保留资产以外的全部资产与负债与交易对方持有的中公教育100%股权中的等值部分进行资产置换；2)发行股份购买资产：中公教育资产作价185亿元，置出资产作价13.3亿元，差额为171.6亿元，拟以向中国教育全体股东发行股份的方式支付差额部；3)股份转让：控股股东亚夏实业向中公合伙和李永新分别转让其持有的8000万股和7270万股亚夏汽车股票。本次交易完成后，上市公司总股本将增加至55.10亿股，李永新、鲁忠芳及其一致行动人中公合伙将合计持有本次交易后上市公司总股本的60.22%，成为上市公司的控股股东及实际控制人。

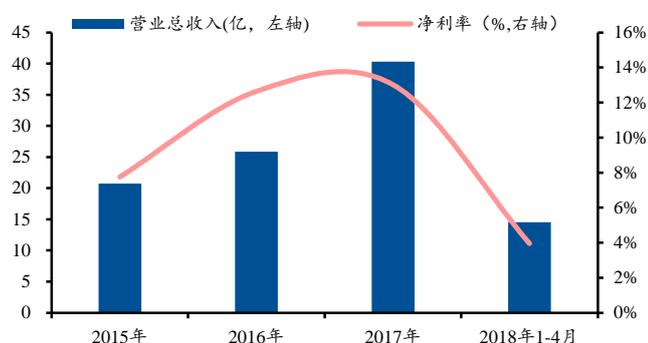
19年看点：1) 公考培训行业领军，渠道优势明显。经营规模覆盖全国，教学网络遍布31个省市自治区。2) 培训课程丰富，产品优势突出，师资力量雄厚。公司培训课程达2500种以上，课程覆盖了公务员、事业单位、教师资格和教师招聘等在内的各类人才招录。公司拥有全职授课教师6530名，专职研发人员1344名。**3) 考公，考师需求增加，潜在用户数量上升。**

2018年1-4月实现营业总收入1.45亿元，净利润5742万元。2015，2016，2017年分别实现营业总收入20.8亿元，25.8亿元，40.3亿元，净利润分别为1.6亿元，3.3亿元，5.2亿元。

2015-2017年累计参培人数达288.46万人次(含线上+线下受训人群)，3年参培人数CAGR约为62.1%。其中，2017年线上参培人数达58.36万人次，线下参培人数达58.36万人次。

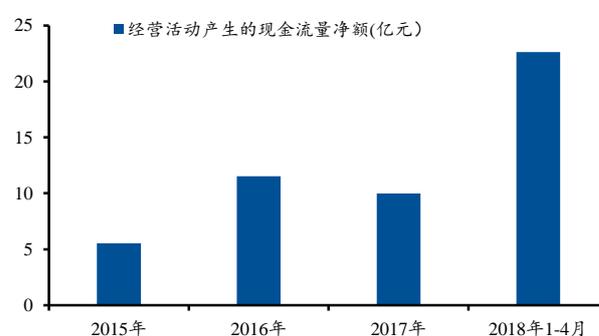
中公教育承诺在2018年度、2019年度和2020年度实现扣非后归母净利润分别不低于9.3/13.0/16.5亿元。

图 31: 2015-2018 年 1-4 月中公教育营业收入和净利率



资料来源：中公教育重大资产置换及关联交易报告书，民生证券研究院

图 32: 2015-2018 年 1-4 月中公教育经营性现金流净额



资料来源：中公教育重大资产置换及关联交易报告书，民生证券研究院

4. 百洋股份（火星时代）

2017年8月16日，百洋产业投资集团以9.74亿的价格受让火星时代100%股权，其中现金支付4.14亿元，股份支付5.6亿元。同时募集配套资金5.6亿元，用途主要针对火星时代信息化升级项目、移动服务平台项目等。

19年看点：1) 就业压力下，火星时代以其3000家合作企业资源和超高就业率吸引更多潜在用户。2015-2017年，火星时代学员毕业6个月内平均就业率达96.68%；2) 细分领域领军企业，继续扩张实现规模效应。2017年火星时代被腾讯网、搜狗搜索和百度教育分别评为“2017年度影响力教育品牌”、“北京地区教育行业TOP5企业”和“百度教育2017年度知名IT教育品牌”。3) 政策利好，作为专注数字艺术教育的高端职业技能服务提供商将继续受益。

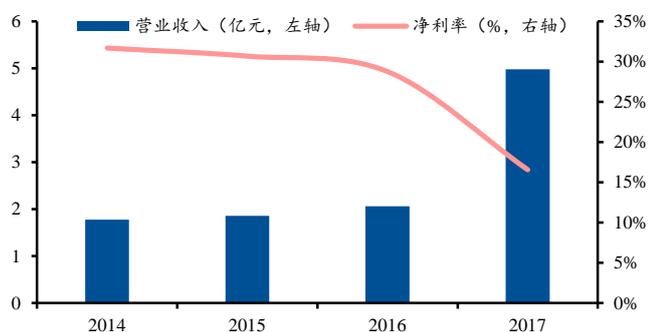
百洋股份旗下教育文化领域在2018年H1实现营业收入2.12亿元，同比增长18.12%，占公司营业收入的比重为18.12%，已经成为公司净利润的重要增长点，整体毛利率高达81.26%。火星时代在2014-2017年的营业收入分别为1.78亿元，1.86亿元，2.06亿元和4.98亿元，同比增长4.66%，10.99%，142%；2014-2016年归母净利润分别为5640万元，5707万元和5926万元，同比增长1.2%，3.81%。

火星时代在北京、上海、等13个城市设立了15个线下教学中心，覆盖了一线城市及全国

主要经济发达区域。此外,百洋股份在 2018 年 6 月底通过火星时代收购了楷魔视觉 80% 股权,楷魔视觉的主要业务为影视后期特效制作,通过与火星时代整合优质资源,发挥协同效应。

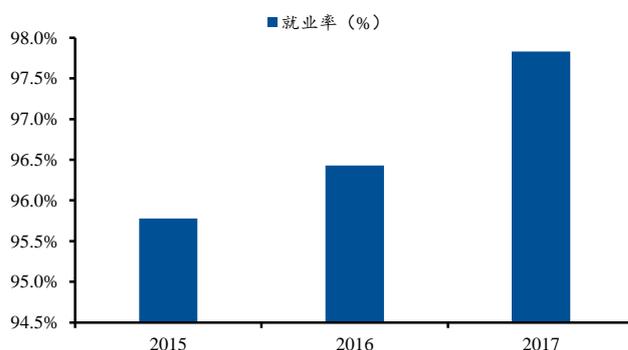
火星时代承诺在 2017-2019 年实现扣非归母净利润分别不得低于 0.8/1.08/1.46 亿元,3 年 CAGR 为 35%。其在 2017 年实现 4.98 亿营收和 8253 万扣非归母净利润,超额完成 2017 年业绩承诺。

图 33: 2014-2017 年火星时代营业收入和净利率



资料来源:百洋股份并购火星时代公告,民生证券研究院

图 34: 2015-2017 年火星时代毕业生 6 个月内就业率



资料来源:百洋股份 2018 年中报,民生证券研究院

5. 中国东方教育

公司于 2018 年 12 月 6 日向港交所递交招股说明书,若成功上市将成为港股教育板块超过中教控股的最大 IPO 项目。公司旗下覆盖 5 大品牌:新东方烹饪教育,欧米奇西点西餐教育,新华电脑学校教育,华信智原 DT 人才培养基地及万通汽车教育,横跨烹饪,信息技术,汽车服务 3 大领域,学校覆盖全国 29 个省份及香港。

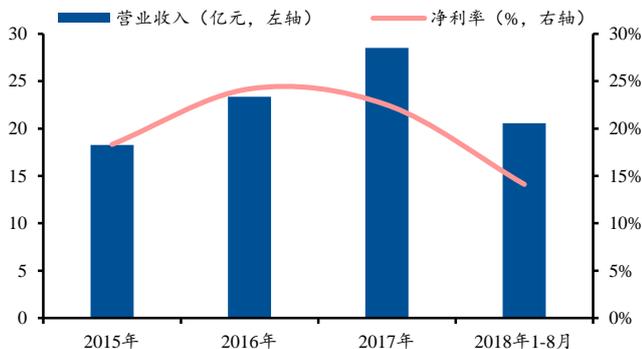
19 年看点: 1) 职业技能教育服务领军企业,学校数量多,覆盖范围广。中国最大的职业技能教育服务提供商,拥有学校总数达 139 家,覆盖全国 94% 的省份。2) 政策利好,公司针对的烹饪,信息技术,汽车服务领域职位缺口将继续上升,行业复合增速可达 7%-10%。根据弗若斯沙利文报告,餐饮行业对厨艺精湛的厨师缺口可能将从 2017 年 220 万增至 2020 年的 310 万,年复合增长率为 7.1%;信息技术人才供求缺口从 2013 年的 350 万人增至 2017 年 770 万人,年均复合增长达 21.8%;汽车服务行业就业人口从 2013 年的 300 万人增至 2017 年的 440 万人,年均复合增长率为 10.0%,且随着车辆存量增加,就业需求会越来越多。

2018 年 1-8 月实现营业收入 20.55 亿元,同比增长 15%;净利润 2.9 亿元,同比下降 2.7%。2015-2017 年营业收入分别为 18.28 亿元,23.36 亿元以及 28.50 亿元,2015-2017 年营收的 CAGR 为 17%;净利润分别为 3.35 亿元,5.65 亿元以及 6.41 亿元,2015-2017 年净利润的 CAGR 为 26%

截至 2018 年 8 月 31 日,总计共有学校 139 座,美味学院烹饪体验中心 17 个。2018 年 1-8

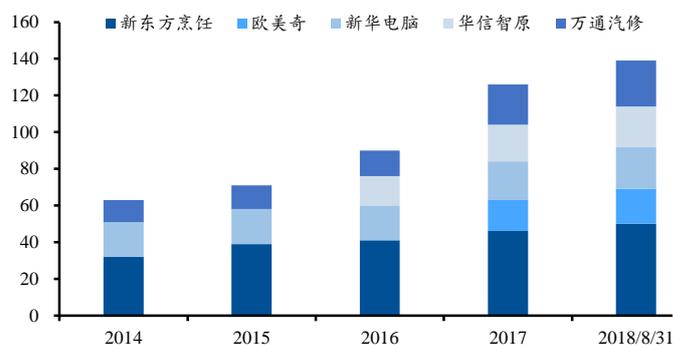
月累计参培人数达 9.9 万人，美味学院新注册人数为 3537 人。从培训人数比例看，新东方烹饪占比最高，其次是新华电脑和万通汽车维修培训，其在 2018 年 1-8 月参培人数占比分别是 58%，24% 和 15%。

图 35：2015-2018 年 8 月中国东方教育营业收入和净利率



资料来源：中国东方教育招股说明书，民生证券研究院

图 36：2014-2018 年 8 月 31 日中国东方教育学校数量分布



资料来源：中国东方教育招股说明书，民生证券研究院

（四）高等教育：政策不确定性加速外延扩张进度，并购整合是行业核心竞争力

1. 趋势判断

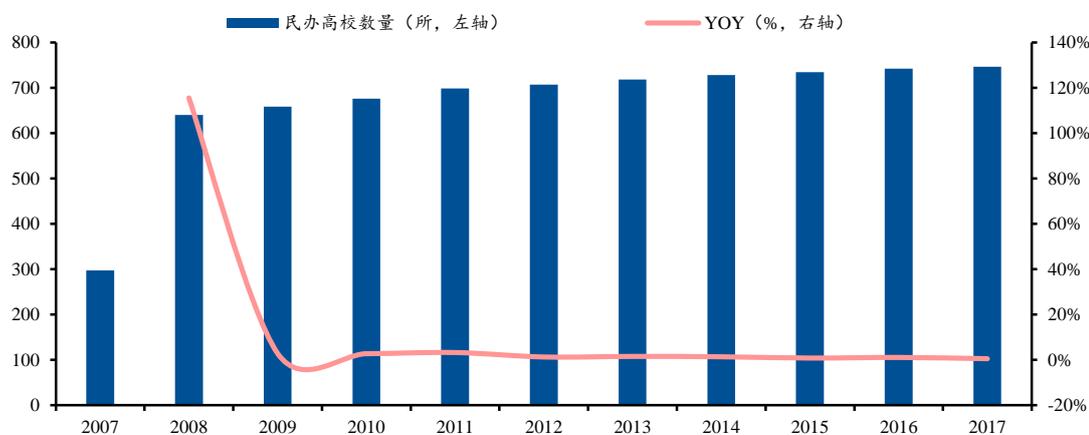
受政策不利影响较小。未来收购并购仍将是板块投资主要逻辑。政策不确定性或倒逼公司加快扩张步伐。关注 1) 公司扩张能力（现金等价物等）。2) 公司以往收购并购整合能力。关注民生教育、希望教育、中教控股。

需求增速稳定上涨，收购学校为教育集团主要扩张路径。2016 年我国共有高等院校 2596 所，其中民办高等院校 742 所，占比 28.6%，较 06 年的 14.8% 占比有显著提高，但相比日本（63%）及美国（86%）等发达国家仍有较大差距（联合国教科文组织）。且以“十三五”要求的在 2020 年实现高等教育毛入学率达 50% 计算，目前适龄人口在 1500-1600 万，预计将会增加 100-200 万学额，随着民办高教渗透率率的增加，对民办高教的需求将持续上涨。由于自建学校存在建设周期长，学额获取增速慢等问题，且并没有政策限制对高教领域学校的收购，因此并购整合是现阶段民办高教集团的主要扩张路径。

2. 供需分析：供给增加放缓，需求稳定上升

供给端：行业增速放缓。民办高教市场自 2007-2008 年出现翻倍式增长后，进入稳定期。从 2007 年的 276 座增加到 2017 年的 746 座，10 年内增加 470 座。但随后在 2008-2017 年间增速明显放缓，CAGR 仅为 1.72%。

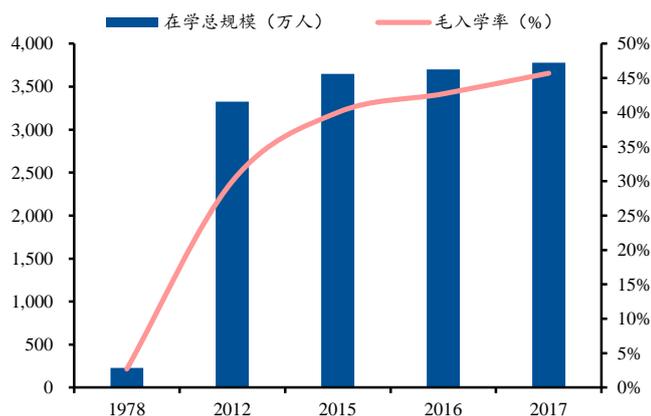
图 19: 民办高等院校数量变化



资料来源: 产业信息网, 民生证券研究院

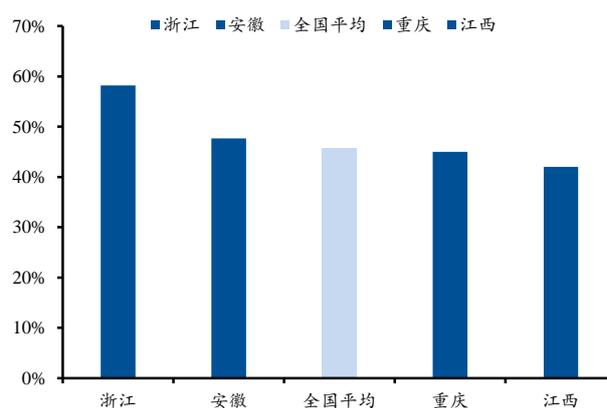
需求端: 高校资源分布不均, 欠发达地区资源有限, 导致高校毛入学率相对较低。近些年, 我国大学的国际排名有所上升, 但国内高校教育资源分布明显不均。公办“双一流”高校多分布在北京, 上海, 南京, 武汉, 西安等少数城市, 而部分教育欠发达省份和地区的优质高等学院资源相对较少, 造成部分地区的高等教育毛入学率仍处于较低水平。如 2017 年江西省高等教育毛入学率为 42%, 重庆为 45%。另一些经济更欠发达地区如云南 2016 年的高等教育毛入学率仅为 32.6%, 新疆仅为 35.3%。考虑到“十三五”要求的 50% 毛入学率, 这些毛入学率低于 40%, 甚至低于 45% 的省份及地区未来在高等教育需求方面有存在较大上升空间。

图 38: 我国高等教育在学人数和毛入学率变化



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 39: 2017 年部分省份的高等教育毛入学率 (%)

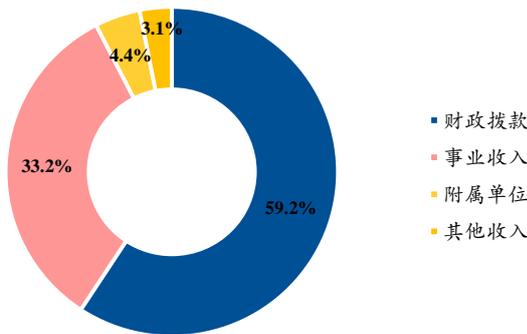


资料来源: wind, 民生证券研究院

发展民办高校有助于缓解财政紧张, 减轻负担。从国家层面看, 2017 年我国高等教育总经费为 1109 亿元, 比上年增长 9.72%, 占教育经费整体投入的 26.10%, 仅次于义务教育阶段的经费投入。由于公办高校在我国承担着高等教育普及作用, 学费及住宿费的收费相对较低, 而来自中央和各地区的财政拨款成为主要资金来源。以一所普通省级高校——安徽大学为例,

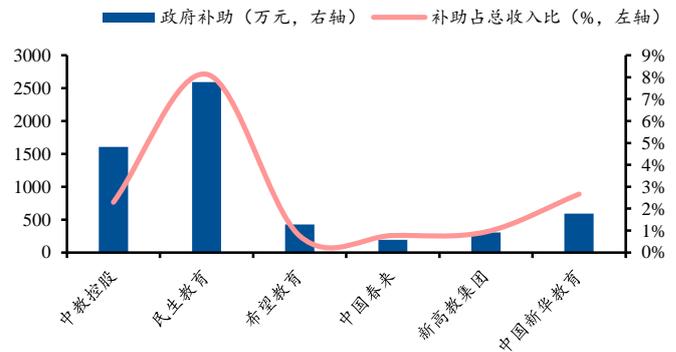
2016 年总收入 10.6 亿元，财政拨款收入为 5.97 亿元，占比高达 59.23%，而其事业收入仅 3.3 亿元，占 33.24%。因此，对于一所普通公办大学如果降低财政拨款比例，仅依靠学杂费维持学校正常运转相对困难。而对于民办高校来说，主要收入来源是学生学费，政府补贴占比小。

图 40：2016 年安徽大学收入来源占比



资料来源：安徽大学，民生证券研究院

图 41：2018 年 H1 港股上市高教集团政府补助及占比情况



资料来源：中国高教研究，民生证券研究院

注：中国春来数据来自 2017 年年报

3. 希望教育

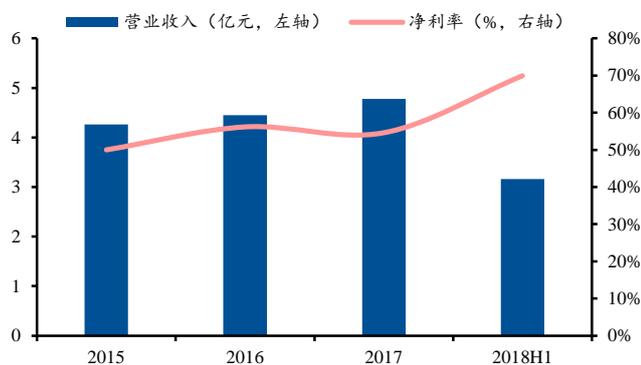
公司成立于 2007 年。2009 年，西南交大希望学校正式成立，之后希望教育采取创办+并购的双通道进行业务扩张。截止 2018 年 12 月，公司总共拥有 9 所学校：3 家本科学校（其中一家提供专科课程），5 家专科学校，1 家技师学院。

19 年看点：1) 并购整合能力成行业核心竞争力，希望教育并购 5 所学校的速度占据行业领先地位。公司将继续在西部抢占民办高教市场，树立品牌成为西部民办高教领军集团。2) 公司学校位于四川，山西和贵州省，而这三省的高考教育毛入学率均低于全国水平，上升空间相对较大。为提高当地的毛入学率，政府将可能会对当地优质民办高教企业在学额分配，政策补助上有所倾斜。

2018 年 H1 公司实现营业总收入为 5.28 亿元，同比上涨 37.62%，净利润为 1.3 亿元，同比下滑 2%，主要是上市费用和股权激励开支所致。如果剔除非经常性开支，调整后净利润为 1.9 亿元，同比增长 37.8%。2017 年公司营收达 7.5 亿元，同比增长 22%；净利润为 2.1 亿元，同比增长 34%。

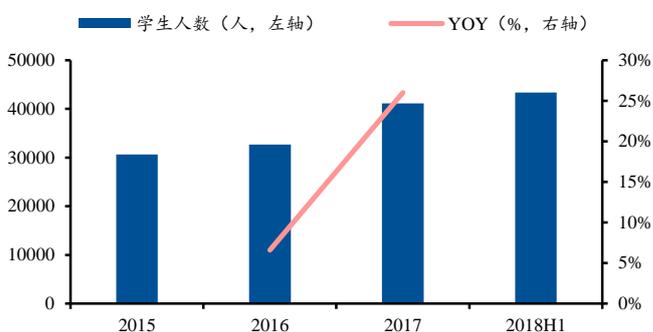
2017/2018 学年，集团旗下在校学生总数已达 7.57 万人，同比增长 46.5%，若剔除新并表的学生数，在校学生数为 5.8 万人，同比增长 18%。未来公司拟通过提升部分院校的办学等级来获得更多学额，促进扩张。公司旗下学校在 2017/2018 学年，本科学费为 1.2-1.6 万/学年，大专学费为 0.7-1.2 万/学年，技师学校学费为 3000-3400 元。对比公司前几年的学费标准，本科学费略有上浮，大专学费则增长较快。

图 42: 2015-2018H1 希望教育营收和净利率



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 43: 2015-2018 年希望教育在校生人数



资料来源: 希望教育 2018 年中报, 民生证券研究院

4. 民生教育

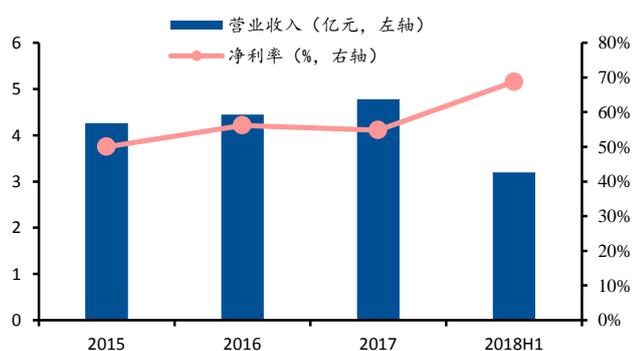
公司是我国内地第一家登陆港交所主板上市的民办高等教育集团, 为我国前十大民办高等教育提供商。目前有自建, 投资和拟投资学校共计 15 所, 横跨 K12 和民办高校, 校园覆盖网以重庆为中心, 逐渐覆盖安徽, 山东, 云南, 新加坡, 香港等地。

19 年看点: 1) 公司负债率低, 现金储备充足, 有利于 19 年的并购扩张。2018H1 资本负债率仅为 17.06%, 杠杆空间较大; 拥有 16.5 亿的现金及其等价物, 可用于收购学校, 实现快速扩张。2) 投资的 K12 学校将在 19 年继续增加在校人数, 促进高中和公司旗下国内外民办高校协同效应产生, 解决旗下高校生源问题。

截止至 2018H1, 公司实现营业总收入 3.19 亿元, 同比增长 23.77%; 净利润为 2.18 亿, 同比增长 35.30%。2013-2017 公司营业总收入 CAGR 达 5.61%。

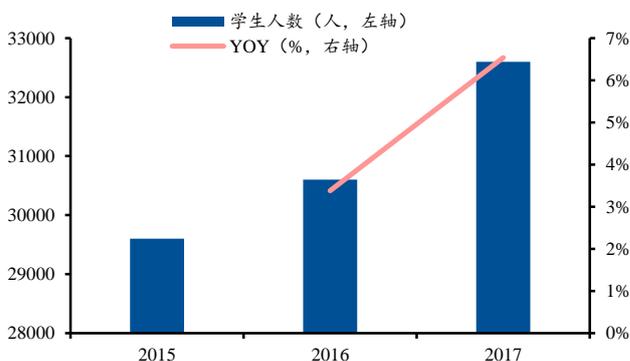
公司在校学生人数截至在 2017 年末总计为 41120 人, 同比增长 26%。在不考虑新并表学校的影响下, 公司原先运营四所高校的在校学生数量于 2017 年底总计约 35172 人, 同比增长 7.6%。旗下四校近 5 年年均增长率为 3.62%。公司收费本科在 11000-18000 元/学年, 大专在 6500-12000 元/学年, 预科在 10000-14000 元/学年。相较 2015/2016 学年, 均有部分上调。

图 44: 2015-2018H1 民生教育营收和净利率



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 45: 2015-2017 年民生教育在校生人数



资料来源: 民生教育招股书, 民生证券研究院

三、风险提示：

行业政策变动风险；外延布局不及预期风险。

插图目录

图 1: 年初至今沪深 300、创业板指数和中证教育产业指数走势	3
图 2: 年初至今恒生指数和 Wind 港股教育指数走势	4
图 3: 2016-2018 年前三季度教育行业融资情况	12
图 4: 2013-2018 年教育行业融资事件数	12
图 5: 2016 - 2018 年各月份一级市场融资发生数	13
图 6: 截止至 2018 年 11 月的各轮次数融资数量	13
图 7: 截止至 2018 年 11 月的融资额情况	13
图 8: 2017-2018 截至 11 月年投向各细分赛道的融资事件数	14
图 9: 2018 年截至 11 月 A 股和港股并购教育公司情况 (单位: 件数)	16
图 10: 早教行业市场规模	17
图 11: 前 5 大早教品牌线下教学中心数量	17
图 12: 前 5 大早教品牌教学中心位于一线城市数量	17
图 13: 金宝贝加盟情况	18
图 14: 悦宝贝加盟流程	18
图 25: 2015-2017 年新生儿出生数量和出生率	18
图 16: 2014-2017 年全国居民人均可支配收入	18
图 37: 美杰姆新签中心数量	19
图 18: 中心区域分布比例 (截止至 2018 年 6 月 30 日)	19
图 49: 2016-2018H1 美杰姆营业收入和净利率	20
图 20: 2017-2018H1 早教中心饱和度	20
图 21: 2016 年北京各区重点高中清北录取率	22
图 22: K12 阶段教育开支的各项平均占比	22
图 23: 2015-2019E 昂立教育营业收入及增速	23
图 24: 2015-2019E 昂立教育净利润及增速	23
图 25: 2013-2018E 立思辰教育业务营收占比及毛利率走势情况	24
图 26: 2015-2019E 科斯伍德营业收入及增速	25
图 27: 2015-2019E 科斯伍德净利润及增速	25
图 28: 2013-2020E 中国职业技能教育总规模 (单位: 亿元)	26
图 29: 2015-2018 年各考试报名人数 (万人)	28
图 30: 2016-2018 年一季度岗位空缺与求职人数比率变化趋势	28
图 31: 2015-2018 年 1-4 月中公教育营业收入和净利率	29
图 32: 2015-2018 年 1-4 月中公教育经营性现金流净流	29
图 33: 2014-2017 年火星时代营业收入和净利率	30
图 34: 2015-2017 年火星时代毕业生 6 个月内就业率	30
图 35: 2015-2018 1-8 月中国东方教育营业收入和净利率	31
图 36: 2014-2018 年 8 月 31 日中国东方教育学校数量分布	31
图 19: 民办高等院校数量变化	32
图 38: 我国高等教育在学人数和毛入学率变化	32
图 39: 2017 年部分省份的高等教育毛入学率 (%)	32
图 40: 2016 年安徽大学收入来源占比	33
图 41: 2018 年 H1 港股上市高教集团政府补助及占比情况	33
图 42: 2015-2018H1 希望教育营收和净利率	34
图 43: 2015-2018 年希望教育在校生人数	34
图 44: 2015-2018H1 民生教育营收和净利率	34
图 45: 2015-2017 年民生教育在校生人数	34

表格目录

表 1: 幼儿园相关国家级政策及意见回顾.....	5
表 2: 部分重点省市级学前教规章策及意见回顾.....	5
表 3: 学历相关国家级政策及意见回顾.....	7
表 4: 民促法各地实施细则汇总.....	7
表 5: 上海市《关于促进和加强本市 3 岁以下幼儿托育服务工作的指导意见》回顾.....	9
表 6: K12 课外辅导相关国家级政策及意见回顾.....	9
表 7: 部分重点省市 K12 课外辅导规章及意见回顾.....	10
表 8: 职业教育相关国家级政策及意见回顾.....	11
表 9: 部分省份关于职业教育相关规章及意见回顾.....	12
表 10: 2017-2018 截至 11 月学校主体于香港上市公司.....	14
表 11: 2018 截至 12 月 22 日港股待上市的教育公司.....	14
表 12: 美杰姆旗下直营店及加盟店的会员数量及退费数量 (人).....	19
表 13: 各地关于 K12 课外辅导机构整改新闻汇总.....	20
表 14: K12 课外辅导市场规模测算.....	21
表 15: TOP10 的一二线城市分布.....	21
表 16: 关于提高语文教育重视程度的相关政策及意见.....	22
表 17: 近两年国家出台关于有利职业教育行业的相关政策和意见.....	26
表 18: 部分细分领域行业领军企业和第一梯队未上市公司简介.....	27

分析师简介

钟奇，民生研究院院长，范德比尔特大学金融数学博士后，约翰霍普金斯大学博士，复旦大学学士，上海期货交易所博士后导师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。