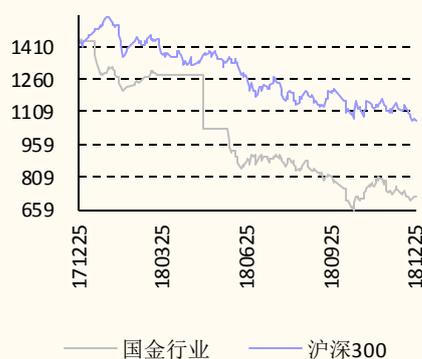


市场数据(人民币)

| | |
|-----------|---------|
| 市场优化平均市盈率 | 18.90 |
| 国金教育指数 | 715.60 |
| 沪深300指数 | 3017.28 |
| 上证指数 | 2504.82 |
| 深证成指 | 7332.35 |
| 中小板综指 | 7440.30 |



相关报告

1. 《2018 教育行业周报第 48 期：职教板块政策风险小，建议积极关注...》，2018.12.23
2. 《2018 教育行业周报第 47 期：K12 学科培训整治继续推进，...》，2018.12.16
3. 《东方教育交表拟 IPO——“新东方烹饪”母公司，最大职教集团之...》，2018.12.10
4. 《2018 教育行业周报第 46 期：职教龙头中国东方教育集团递交 I...》，2018.12.9
5. 《2018 教育行业周报第 45 期：北京市发布《实施意见》，关注变...》，2018.12.2

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

郑慧琳 联系人
zhenghui@gjzq.com.cn

相信供需规律，识别风险，把握五年以来第一次“低估”的机会——教育行业 2019 年策略

行业观点

■ **2018 年行业重大变化之一：行业政策波动。** 今年是教育行业政策震荡的大年，尤其是和 2C 模式相关的“学历学校”，“教培机构”，“在线教育”领域。我们将最近两年，尤其是 2018 年的行业政策进行梳理分析，最终落实到对于细分行业的影响和未来的趋势判断。政策主要有三条分支：①民促法相关：历尽千帆三审通过后，具体落地仍需时间，送审稿旨在规范，而非限制或禁止。学校供不应求，民办教育需扮演重要角色，提高非财政投入在教育经费中占比大势所趋，地方政府支持态度明确。②幼儿园相关：多个特性决定其不同于其他学历阶段，社会负面新闻引重视，面临史上最严政策，资产证券化逻辑大变动。③培训相关：针对中小学校外学科培训，监管力度加大态度趋严，供给端不正规机构遭整顿，需求端尚未受到影响。新民促法强调对民办教育的分类管理，幼儿园政策加强对幼师和学校安全的重视，培训政策集中针对证照不齐、教师资格证不全等违规现状，都体现着规范化是未来行业发展大方向，我们预计未来 2 年教育行业政策仍将持续推进落地。

■ **2018 年行业重大变化之二：资本市场上市潮。** 今年也是教育行业 IPO 的大年，2018 年上市的教育公司一共有 12 家，包括港股 8 家，美股 4 家，涵盖 K12 学校、高校、K12 培训、互联网教育等多个细分领域。2017 年年末以来，已递交 IPO 尚未上市的教育公司有 8 家，其中 2 家已通过聆讯。聚焦 A 股市场，上市公司多选择通过并购教育标的以转型教育行业。2018 年，中公教育（职教）作价 185 亿借壳亚夏汽车，三垒教育以 33 亿对价收购美吉姆（早教）成为了 A 股教育行业两大里程碑式事件。我们认为，未来 2 年上市潮仍将持续，教育板块有望进一步完善。

投资建议

■ **展望 2019 年，我们认为应该相信供需规律，识别风险，把握五年以来第一次“低估”的机会。** 具体来看，我们认为有三条投资主线：第一条主线是需求旺盛，此前市场在政策波动下巨震，导致情绪低落，估值低估，甄选实际政策风险小的板块，包括高校，非学历职业教育等；第二条主线是国家大方向支持，有着较强增长力预期的教育信息化板块；第三条主线是市场震荡下的防御性板块，具有低风险高分红特点的出版发行板块。除此之外，建议关注国际学校、早教等板块。

■ **具体来看，①民办高校：**行业进入壁垒高、集中度低，中短期并购整合是发展主基调，目前是黄金窗口期，预计 3-5 年内仍将持续，据统计港股高校近两年公告并购事件 13 起，涉及金额超 58 亿元，8 月 10 日送审稿之后仍有收并购发布，自证并购逻辑未受影响。长期看毛入学率及民办渗透率仍有提升空间。②**非学历职业教育：**包括职业技能教育和职业考试培训，受众广泛，年龄跨度大。职教一直是国家政策支持的方向，政策风险较小。最新个人所得税继续教育专项附加扣除的规定也能体现出国家的支持鼓励态度，或对市场有直接提振作用。③**教育信息化：**2B 业务，主要是政策驱动，可以定义为“教育中的基建”，最终采购者通常为政府部门。近年来受政策支持发展迅速，2020 年国家教育信息化支出经费有望超 3000 亿。④**出版发行：**低估值，低风险，货币资金充足，经营性现金流状况良好，高分红率，部分业务享增值税优惠，是用于防御的优质选择。

■ **推荐标的：**百洋股份，佳发教育，新高教集团，中教控股，希望教育

■ **风险提示：**送审稿后最终版本尚未落地风险，新出生人口不及预期风险等。



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)

内容目录

| | |
|---|----|
| 楔子 | 5 |
| 1. 2018 年重大变化之一：政策大震荡年，信奉基本规律，规范化是未来出路.7 | |
| 1.1 民促法：从教育法到新民促法，送审稿意在规范，而非禁止限制 | 9 |
| 1.1.1 学校供不应求，提高非财政投入在教育经费中占比大势所趋..... | 11 |
| 1.1.2 二十五个省级单位细则发布，地方支持态度仍明确..... | 15 |
| 1.2 幼儿园：区别于其他教育阶段，最严政策对发展逻辑产生重大影响..... | 19 |
| 1.2.1 民办渗透率最高教育阶段，行业特性影响其管理难度..... | 19 |
| 1.2.2 面临史上最严政策，资产证券化逻辑大变动..... | 21 |
| 1.3 培训：校外培训机构需求不减，对大型机构冲击小于中小型机构 | 22 |
| 1.4 在线教育/互联网教育：监管刚刚开始，野蛮生长或进入下一阶段 | 24 |
| 2. 2018 年重大变化之二：迎来教育公司上市热潮，预计未来 2 年仍将持续 ... | 25 |
| 3. 投资逻辑：关注供需关系，政策避风港湾，精选细分赛道，遴选优质标的 .28 | |
| 3.1 学校：供需为王，享板块性红利 | 28 |
| 3.1.1 民办高校：中短期并购整合主基调，长期看毛入学率及民办率提升 | 28 |
| 3.1.2 国际学校：最教育消费升级领域，五大角度看好行业发展..... | 31 |
| 3.2 培训：各有分化，还需择优选择，寻找政策避风港 | 35 |
| 3.3 教育信息化：定位“基建”，政策加码助力，市场潜力大 | 37 |
| 3.4 出版发行：长于防守，低估值低风险，资金充足高分红 | 42 |
| 投资建议和投资标的..... | 43 |
| 风险提示 | 44 |
| 附：教育公司估值表..... | 45 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1：教育细分行业概览图..... | 5 |
| 图表 2：教育细分行业——学历学校与培训机构对比..... | 5 |
| 图表 3：教育行业政策变动三条分支大梳理——民促法、幼儿园、培训教育 ... | 8 |
| 图表 4：教育行业政策对各细分板块影响一览图..... | 9 |
| 图表 5：民促法推进进程..... | 10 |
| 图表 6：全国出生人口（万人） | 11 |
| 图表 7：全国小学学校数和单校平均人数..... | 11 |
| 图表 8：全国初中学校数和单校平均人数..... | 11 |
| 图表 9：全国高中学校数和单校平均人数..... | 11 |
| 图表 10：上海市新出生人口数量（万人） | 12 |
| 图表 11：各阶段适龄人口合并图 | 13 |
| 图表 12：全国范围内“小初入学生剪刀差”（万人） | 13 |
| 图表 13：北京同年小初“入学生剪刀差”（万人） | 14 |

| | |
|--|----|
| 图表 14: 上海同年小初入学“剪刀差”(万人) | 14 |
| 图表 15: 国家财政性教育经费占 GDP 比重 | 15 |
| 图表 16: 财政学教育经费占比情况 | 15 |
| 图表 17: 25 个省级单位已发布《实施意见》——过渡期/收费/土地/税收政策汇总 | 16 |
| 图表 18: 分阶段民办渗透率变动情况(按在校生人数) | 19 |
| 图表 19: 2016 年民办分阶段在校生人数占比 | 19 |
| 图表 20: 民办幼儿园工作人员占总体人数比例 | 20 |
| 图表 21: 2016 年民办分阶段单校在校生人数 | 20 |
| 图表 22: 全国幼儿园员工构成 | 20 |
| 图表 23: 全国幼儿园主要岗位中幼师专业毕业占比 | 20 |
| 图表 24: 全国幼儿园园长学历占比 | 20 |
| 图表 25: 全国幼儿园专任教师学历占比 | 20 |
| 图表 26: 幼儿园事件一览 | 21 |
| 图表 27: 2009-2017 幼儿园毛入学人数及毛入学率 | 22 |
| 图表 28: 教育培训事件一览 | 23 |
| 图表 29: 传统教育公司和互联网公司的逻辑是差别非常大的 | 24 |
| 图表 30: 2017 年以来已上市教育公司一览 | 25 |
| 图表 31: 2017 年以来已上市教育公司概况 | 26 |
| 图表 32: 2017 年末以来拟上市教育公司概况 | 26 |
| 图表 33: A 股上市公司对教育相关收并购不完全统计 | 27 |
| 图表 34: 民办高等教育行业壁垒高 | 29 |
| 图表 35: 民办高校及独立学院学校数量变动(单位: 所) | 30 |
| 图表 36: 民办高等教育上市公司收并购不完全统计 | 30 |
| 图表 37: 对比全球范围内高等教育入学率, 中国仍有提升空间 | 31 |
| 图表 38: 中国高等教育仍供不应求, 2016 年高等教育需求(单位: 百万人) | 31 |
| 图表 39: 国内国际学校类别 | 32 |
| 图表 40: 2010-2018 年国际学校数量(所) | 32 |
| 图表 41: 三类国际学校数量(所) | 32 |
| 图表 42: 中美高等教育阶段录取率对比, 中国处于劣势 | 33 |
| 图表 43: 2012-2022E 参与海外留学教育的中国学生数量(万人) | 34 |
| 图表 44: 中国职业教育体系 | 35 |
| 图表 45: 中国职业教育体系-职业技能教育 | 35 |
| 图表 46: 中国职业教育体系-职业考试培训 | 36 |
| 图表 47: 早教行业市场规模 | 37 |
| 图表 48: 教育信息化相关重大政策文件时间表 | 38 |
| 图表 49: 教育信息化经费测算模型 | 39 |
| 图表 50: 2018 年国家教育信息化经费支出测算结果 | 39 |

| | |
|------------------------------------|----|
| 图表 51: 佳发教育营收及增速..... | 40 |
| 图表 52: 佳发教育归母净利润及增速..... | 40 |
| 图表 53: 佳发教育分业务收入构成..... | 40 |
| 图表 54: 视源股份营收及增速..... | 41 |
| 图表 55: 视源股份归母净利润及增速..... | 41 |
| 图表 56: 视源股份分业务收入占比..... | 41 |
| 图表 57: 出版发行行业公司概况..... | 42 |
| 图表 58: 出版发行相关税收优惠政策..... | 42 |
| 图表 59: 教育公司估值表 (A 股, 港股, 美股) | 45 |

楔子

- 教育行业各细分领域的商业模式和本质逻辑差异大，为了简化，我们将教育行业划分为三大板块来看，包括“学历学校”、“培训机构”和“其他”。2C模式的“学历学校”和“培训机构”是最主要的教育服务形式，下属有多个细分子领域。“其他”中主要包括2C模式的“在线教育/互联网教育”，其互联网属性更强，区别于传统的学校和培训行业，还包括2B模式的“教育信息化”和“出版发行”，其主要客户为学校、政府和企业。

图表 1：教育细分行业概览图



来源：国金证券研究所绘制

- **学历学校**：从事学历教育的学校教育集团（按照教育阶段划分，包括幼儿园、中小学、国际学校、高校等），通常采取重资产模式（也有资产较轻的类 PPP 模式），盈利的持续能力较强，对于营销团队要求并不高，更注重学生的筛选，团队的管理和政府资源，其特性不同于传统商业连锁企业。
- **培训机构**：从事非学历教育的企业（如早教，K12 教培、素质教育、非学历职教培训等），通常采取租用场地，提供教育培训服务，教育培训集团对土地资质和政府资源要求不高，更重要的是其产品能力&营销能力和管理能力，其特性更类似于传统商业连锁企业。

图表 2：教育细分行业——学历学校与培训机构对比

| | 学历学校 | 培训机构 |
|---------|-----------------|------------------------|
| 轻&重资产 | 重资产 | 轻资产 |
| 扩张速度 | 较慢 | 较快 |
| 稳定性 | 较强 | 较弱 |
| 净利率常见范围 | 30%-50% | 15%-30% |
| 营销费用 | 较低（5%以下） | 较高（10%以上，甚至可超过 30%） |
| ROE | 15%-20%左右较为常见 | 较高，可以 20%以上，甚至 30%以上 |
| 共同核心竞争力 | 口碑、管理 | |
| 差异核心竞争力 | 升学情况，校长储备，政府资源等 | 跨区域监管，激励制度，IT 系统，招生销售等 |

来源：国金证券研究所总结

- **分类方法的一个意义——两者的盈利模式不同，在税务、土地、营销等方面的运营方法也不同。**学历学校和培训机构的盈利模式一定程度上是不同的。从盈利模式上来看，学历学校资产较重，净利率较高（源于营销费用和地租较低），稳定性较强，扩张相对较慢（学生需要一期一期招），ROE在 15-20%相对常见。培训机构资产较轻，净利率相比学历学校机构较低，稳定性不及学历学校，但扩张性更好，ROE 也相对较高，培训机构可以到 20-30%，甚至 30%以上。
- 值得注意的是，培训机构作为商业连锁，资产较轻，会更快达到盈亏平衡点（一般 6-12 个月），而学校初期投入较大，加上招生需要一期一期招，自开始招生，需 2-3 年达到盈亏平衡，但培训机构需要长期的管理费用，销售费用支持，而学校运营费用占比相对较少，一旦达到盈亏平衡之后，随着每年招生的推进，向上的弹性相当大。
- **分类方法的另一意义——对于核心竞争力判断不同。**学历学校和培训机构侧重的核心竞争力也存在一定差异。从共性上来上，两者都需要较强的管理能力和口碑。但培训机构更注重监管，尤其是跨区域的监管，对一线员工（教师和销售）的激励，IT 系统的架设和招生和销售策略，教研和产品的打磨（也就是所谓的磨课）等。而学历学校更注重校长储备、升学情况和政府资源等。
- **2018 年教育行业两个重大变化不可忽视，一个是行业政策波动，另一个是资本市场上市潮。**今年是教育行业政策震荡的大年，尤其是和 2C 模式相关的“学历学校”，“教培机构”，“在线教育”领域。我们将最近两年，尤其是 2018 年的行业政策进行梳理分析，最终落实到对于细分行业的影响和未来的趋势判断。我们预计未来 2 年教育行业政策仍将持续推进落地，规范化是行业发展大方向。今年也是教育行业 IPO 的大年，2018 年上市的教育公司一共有 12 家，包括港股 8 家，美股 4 家，涵盖 K12 学校、高校、K12 培训、互联网教育等多个细分领域。2017 年年末以来，已递交 IPO 尚未上市的教育公司有 8 家，包括职教领域的中国东方教育，华图教育等，其中 2 家已通过聆讯。聚焦 A 股市场，上市公司多选择通过并购教育标的以转型教育行业。2018 年，中公教育（职教）借壳亚夏汽车，三垒教育收购美吉姆（早教）成为了 A 股教育行业两大里程碑式事件。我们认为，未来 2 年上市潮仍将持续，教育板块有望持续完善。
- **展望 2019 年，我们认为应该相信供需规律，识别风险，把握五年以来第一次“低估”的机会。**具体来看，我们认为有三条投资主线：第一条主线是需求旺盛，此前市场在政策波动下巨震，导致情绪低落，估值低估，甄选实际政策风险小的板块，包括高校，非学历职业教育等；第二条主线是国家大方向支持，有着较强增长力预期的教育信息化板块；第三条主线是市场震荡下的防御性板块，具有低风险高分红特点的出版发行板块。除此之外，建议关注国际学校、早教等板块。

1. 2018 年重大变化之一：政策大震荡年，信奉基本规律，规范化是未来出路

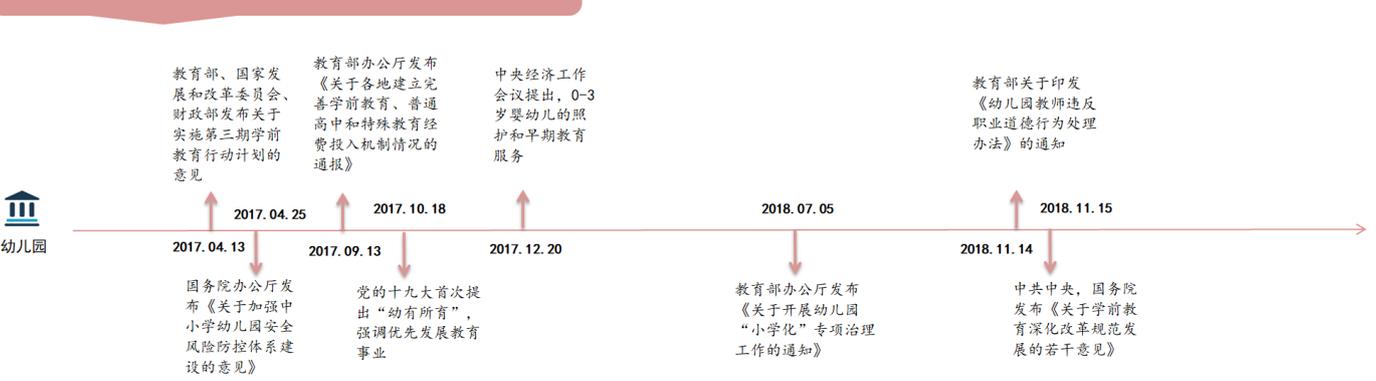
- 我们对行业政策进行分类，主要有以下三条分支——
- **①民促法相关：**历尽千帆三审通过后，具体落地仍需时间，送审稿旨在规范，而非限制或禁止，地方政府支持态度明确。具体来说：1) 从细分行业的影响来看，对于学校的影响大于培训；2) 从不同学历教育阶段来看，非义务教育阶段（幼儿园，高中，高校）面临的政策不确定性低于义务教育阶段（小学初中）；3) 学校供不应求，提高非财政投入在教育经费中占比大势所趋，信奉基本规律，民办教育需扮演重要角色，地方支持态度仍明确；4) 首次提出对在线教育进行监管，教育信息化和出版发行不受影响。
- **②幼儿园相关：**多个特性决定其不同于其他学历阶段，社会负面新闻引重视，面临史上最严政策，资产证券化逻辑大变动。具体来说：1) 幼儿园阶段具有民办渗透率极高，单校人数小，学生年龄小管理难度大风险高，教师平均素质及薪酬待遇低于其他教育阶段的特点；2) 2017 年多起行业负面新闻，引起极大社会反响；3) 未来不会有新增幼儿园上市公司，存量上市公司的扩张逻辑受到严重影响；4) 政策针对的是幼儿园，对于其他阶段学校板块没有实质影响，短期或对学校板块情绪面有所压制，与非学校板块均没有影响。
- **③培训相关：**针对中小学校外学科培训，监管力度加大态度趋严，供给端不正规机构遭整顿，需求端尚未受到影响。具体来说：1) 不是今年新鲜事，早于 2017 年初已开始，监管力度不断加大；2) 针对的是中小学学科培训，尤其与“小升初”阶段相关培训，早教、素质教育，非学历职教等其他培训领域不在整顿范围，非培训板块均没有影响；3) 主要查的是营业执照、办学许可证、教室面积、消防许可、教师资格，大机构相对规范，伴随不正规小机构出清，需求端未受影响的情况下，部分需求有望向头部集中，但是监管趋严的背景下，大机构的扩张速度或受到一定影响；4) 再次提出对于在线教育的监管，判断只是该领域监管的开始，后续加码概率较大，在线教育的野蛮生长状态或发生变化。
- **预计未来 2 年相关行业政策仍将持续推进，规范化是未来出路。**新民促法的推进，为营利性学校确权的同时，意在落实对民办教育的分类管理；幼儿园政策，强调推广普惠园的同时，加强对于幼师和学校安全的重视；培训政策，集中针对行业内证照不齐，教师资格证不全等违规现状进行整改。我们预计未来 2 年教育行业政策仍将持续推进落地，规范化是行业发展大方向。

图表 3：教育行业政策变动三条分支大梳理——民促法、幼儿园、培训教育

民促法：历经千帆三审通过后，具体落地仍需时间，送审稿旨在规范，而非限制或禁止，地方政府支持态度明确



幼儿园：多个特性决定其不同于其他学历阶段，社会负面新闻引重视，面临史上最严政策，资产证券化逻辑大变动

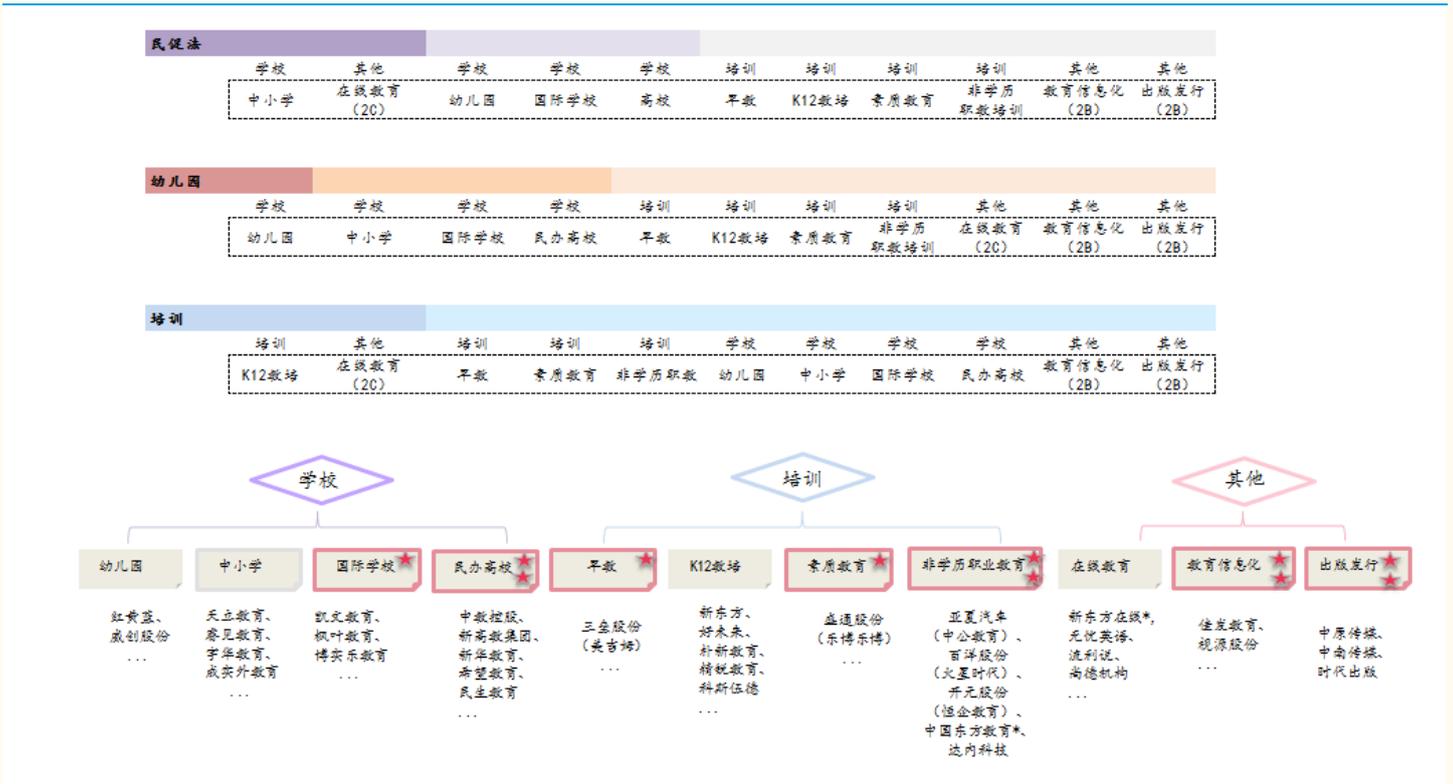


培训：针对中小学校外学科培训，监管力度加大态度趋严，供给端不正规机构遭整顿，需求端尚未受到影响



来源：教育部，国务院，人大，各省市教育厅，司法部，国金证券研究所绘制

图表 4：教育行业政策对各细分板块影响一览图



来源：国金证券研究所绘制

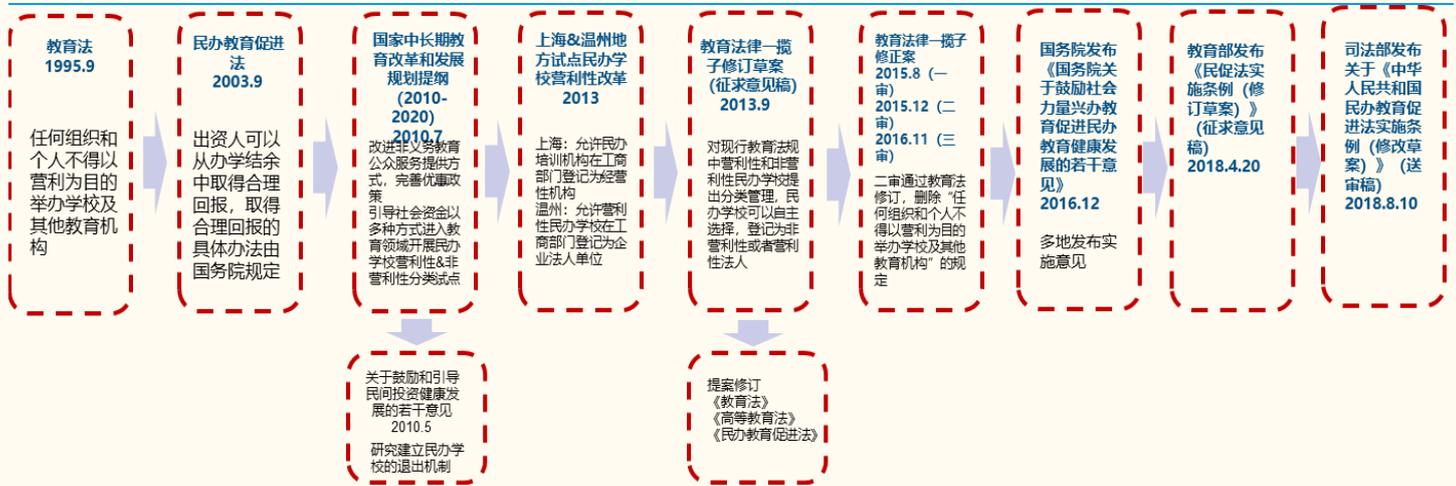
注：颜色由深至浅表示政策影响程度由大至小；行业标星为无重大影响细分板块；公司标*表示尚未上市

1.1 民促法：从教育法到新民促法，送审稿意在规范，而非禁止限制

- **民促法相关核心观点：** 历经千帆三审通过后，具体落地仍需时间，送审稿旨在规范，而非限制或禁止，地方政府支持态度明确。具体来说：1) 从细分行业的影响来看，对于学校的影响大于培训；2) 从不同学历教育阶段来看，非义务教育阶段（幼儿园，高中，高校）面临的政策不确定性低于义务教育阶段（小学初中）；3) 学校供不应求，提高非财政投入在教育经费中占比大势所趋，信奉基本规律，民办教育需扮演重要角色，地方支持态度仍明确；4) 首次提出对在线教育进行监管，教育信息化和出版发行不受影响。
- 从 1995 年教育法中规定“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”到 2016 年 11 月第十二届全国人民代表大会常务委员会第二十四次会议审议通过《中华人民共和国民办教育促进法》三审修改案，打破了民办教育非营利性限制，推动了民办教育的市场化进程，加速社会资本涌入，释放行业潜力。2016 年 12 月，国务院发布《国务院关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的若干意见》。此后，各省市出台相应地方实施意见细则。
- **2018 年民促法两个最新进程：** 4 月 20 日，教育部发布《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）》。8 月 10 日，中国司法部官网发布了①《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）》，并配套发布了②送审稿的起草说明和③送审稿公开征求意见的通知。此送审稿不是已经确定的法案，还需要后续修订确认。本次送审稿相较 4 月 20 日教育部发布的《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）》有较大变化，主要是受到教育部对外公开征求意见环节的影响。诸多教育上市公司、教育学会、行业专家、民办学校等相关方均收到司法部的征询意见函，已经进行了积极的意见反馈，送审稿的公开征求意见工作已于 2018 年 9 月 10 日截止。送审稿整体仍然体

现了国家在鼓励促进民办教育发展的大方向上，强调对民办教育实施分类管理，并加强监管的态度。我们认为《送审稿》精神本身主要目的在规范和促进，而不在禁止，本意并非限制民办学校的发展，在一些政策的字眼上，不必过于悲观。

图表 5：民促法推进进程



来源：国务院，教育部，司法部，国金证券研究所

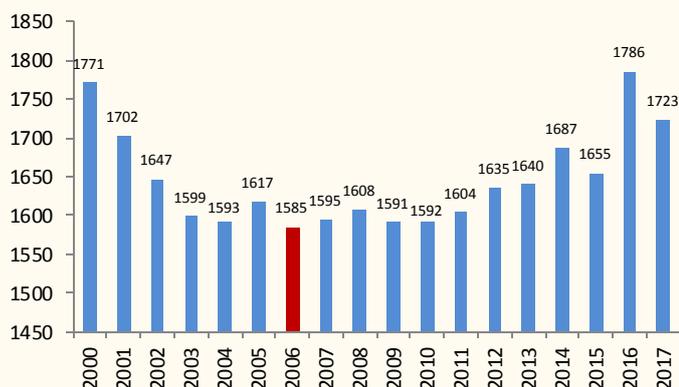
- **对于高校来说**，如果转为营利性学校，①未来所得税率有可能会提升 10% 左右，②对土地可能有一定影响，但高校公司只有少部分是划拨用地，若转为出让用地，教育用地本身价格较低，仅为商业用地的 1/5-1/10，同时是 30-50 年折旧，对公司利润影响较小，③高校的政府补贴也会受到相应的影响，但是大部分高校的政府补贴占比很低。而且营利性学校学费完全市场化定价，对以上影响有一定对冲作用。因此我们认为高校的核心投资逻辑没有受到影响，民生教育和新高教集团相继发布并购公告，也证明了这一观点，对市场情绪有所提振。
- **【民生教育】拟收购云南滇池学院，自证高校外延并购逻辑持续。**8 月 20 日，民生教育公告拟通过全资子公司民生职业教育收购励德集团 51% 股权，从而收购云南滇池学院，对价为 5.825 亿元，此外，民生职业教育将代励德香港支付偿还 2.31 亿元的债务。民生教育本身收购公告，证明了民办学校可转为营利性的板块的投资并购实际上受影响是较小的，没有市场预期这么大，收并购逻辑仍存。
- **【新高教集团】拟投资广西三所学校（专科+中职+高中），持续验证印证了非义务教育阶段尤其是高校板块收购兼并实现快速扩张布局的行业逻辑并没有发生变化。**9 月 17 日，新高教集团公告，于 9 月 14 日，北京大爱咨询与 Greenwoods 嘉兴瑞轩、李建春、嵩明众合及嵩明新巨订立股权转让及增资协议，据此，订约方已有条件同意：将北京大爱咨询持有之嵩明新巨股权由 45% 增加至 51% 及 Greenwoods 嘉兴瑞轩投资嵩明新巨之 39% 股权。目标学校举办者由嵩明新巨全资拥有。本次新高教集团拟通过对嵩明新巨股权由 45% 增加至 51% 并获得广西三所学校的收益权，持续印证了这一点。
- **对于 K12 学校来说**，高中和幼儿园部分理论上是可以转为营利性学校的，可能会和高校一样有税率，土地和政府补贴方面的影响，但土地和补贴方面的影响不会特别大，同样可以有学费提升的对冲。K9 部分，小学初中可能没有办法直接转为营利性，但是还是可以通过方案设计，进行管理服务相关的合作。对于 K12 的影响，目前仍有一定不确定性，不过 K12 本身也是主要依内生增长而非并购。市场情绪恢复信号——新的 K12 学校的 IPO，及公告中，K12 学校的新开学校：若以上两条信号出现，均可说明，对 K12 学校实际的影响没有最悲观的情绪中那么大。以【枫叶教育】为例，公司 11 月 20 日公布于 2017 年 12 月 27 日及 2018 年 11 月 20 日，与新天津生态城市管理委员会分别订立合作协议及补充协议，内容包括在天津

滨海新区建设、运营及管理一所生态城枫叶学校，提供小学及初中教育，容量约为 1620 人。多家学校公司近期公告体现其实际经营并未受到巨大冲击，仍然持续推进。

1.1.1 学校供不应求，提高非财政投入在教育经费中占比大势所趋

- **核心结论：**从历史人口的角度来看，预计学历学校未来 4-5 年会继续出现供不应求的情况，民办学历学校在其中或将扮演重要角色。
- **2006-2017 年全国出生人口略有回暖，学校需求端随时间逐渐扩大的同时，供给端数量却呈现下行趋势。**受到计划生育政策影响，全国出生人口持续下降，这种趋势一直保持到了新世纪初。但是在 2006 年低点后伴随着巨大的人口基数推动，在生育政策基调有所变化的背景下，全国出生人口略有回暖。同期，全国范围内，普通小学数量由 2000 年 55.4 万所减少至 2016 年 17.8 万所，较原来的学校数量减少约 67.9%。初中数量由 2000 年的 6.3 万所减少至 2016 年 5.2 万所，较原来的学校数量减少约 16.9%。我们认为，学校数量因撤销并校减少，供给端收缩是受到此前出生人口下降叠加财政因素的双重影响。
- **学历教育资源供应趋于不足，集中体现在单校平均人数的提升上。对未来学校承载能力提出考验。**全国层面看，普通小学单校平均人数一直呈逐年爬升趋势，而初中、高中还没有体现。这说明了出生人口绝对数回升的趋势已经传导到了小学教育阶段，而由于存在延后时间差，这一趋势暂时还不能第一时间影响到中学阶段单校人数的显著增加。适龄人口的回升逐渐给供给端带来压力，对学校承载能力提出考验。为了避免单校平均人数可能出现的激增情况，影响未来学生的学习质量，扩大教育资源的供给是大概率事件，民办学校必要性逐步体现，未来民办教育需要扮演重要角色。

图表 6：全国出生人口（万人）



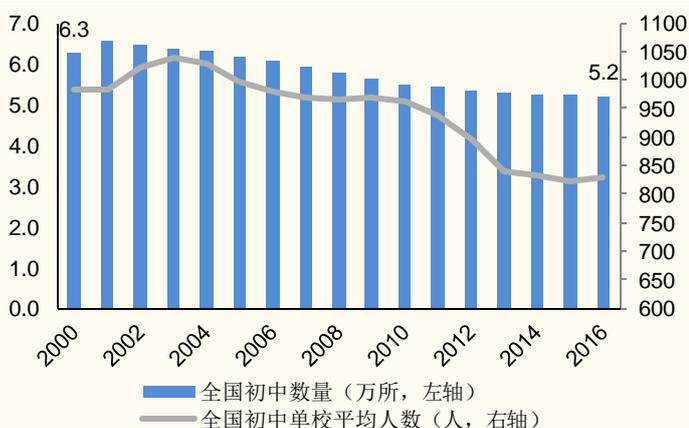
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 7：全国小学学校数和单校平均人数



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 8：全国初中学校数和单校平均人数



敬请参阅最后一页特别声明

图表 9：全国高中学校数和单校平均人数



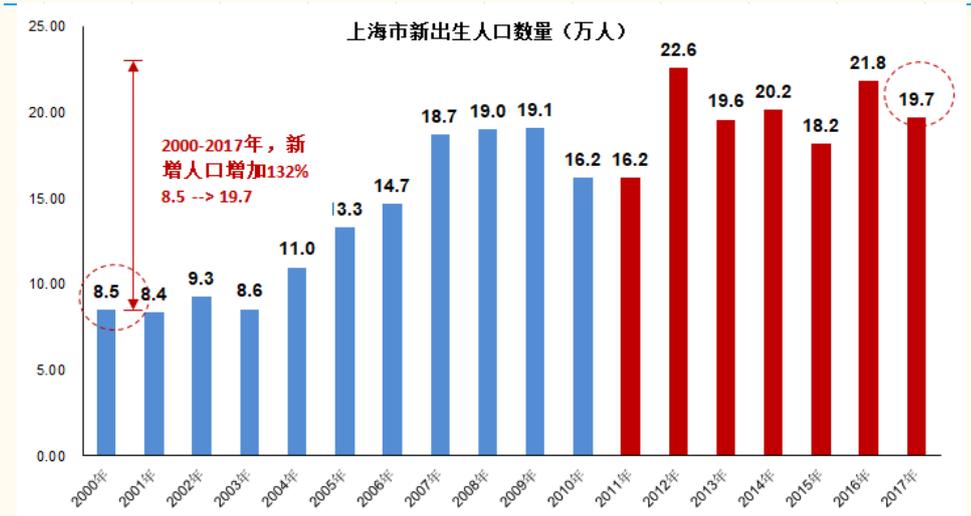
来源：国家统计局，国金证券研究所

来源：国家统计局，国金证券研究所

学校供不应求大背景下，两个结构性差异并存：

- ①城市结构差异：大城市对人口的“虹吸效应”带来了当地更多的新生人口，教育供需矛盾更加突出。由于城市之间存在经济水平、区位优势、户籍福利等方面的差异，大城市对人口的虹吸效应显著。在出生人口略有回暖同时，大城市的虹吸效应更助长了当地的人口压力，进一步导致一线城市的出生人口增长速度高于全国平均水平。以上海为例，在 80 年代婴儿潮的回声潮与虹吸效应两方面的影响下，上海新出生人口已从 2000 年的 8.53 万人增长到 2017 年 19.7 万人，17 年间增长幅度达到了惊人的 132%。大城市对人口的“虹吸效应”，将使其在教育层面的供给矛盾更加突出。

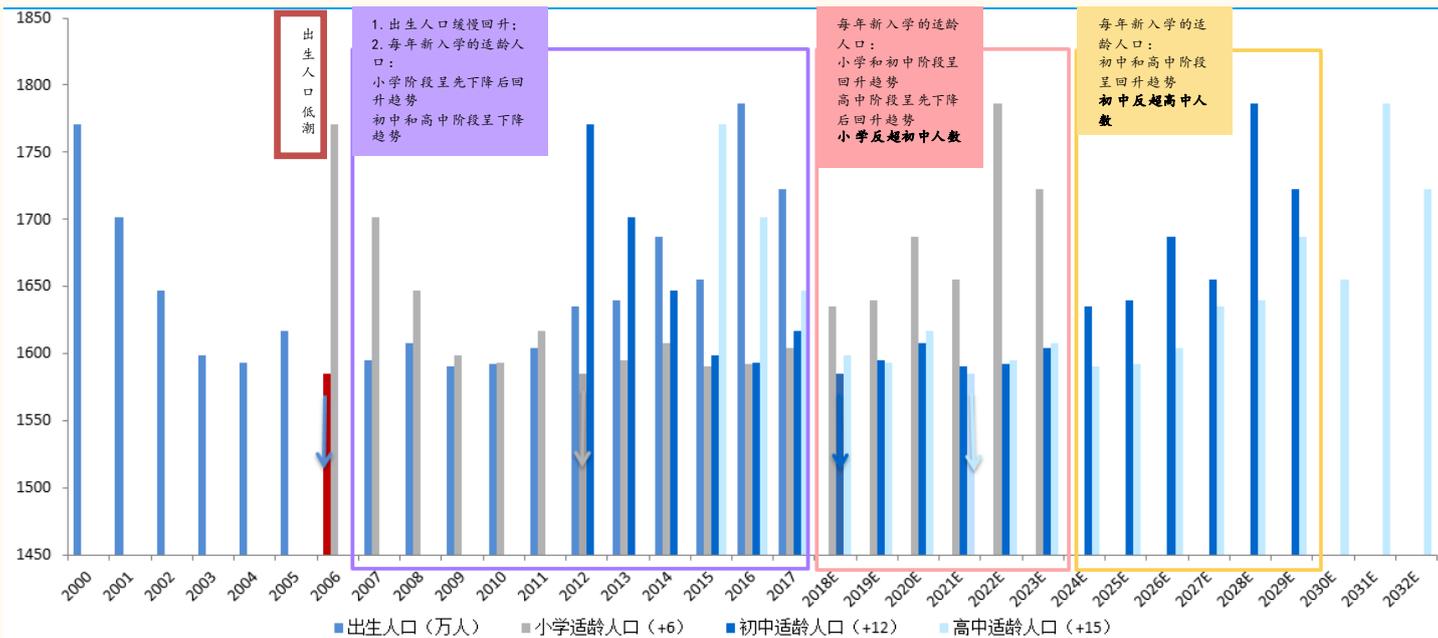
图表 10：上海市新出生人口数量（万人）



来源：国家统计局，国金证券研究所

- ②阶段结构差异：小学阶段已经开始承受新生人口绝对数回升压力，未来初中高中将会依次承压。全国范围内，至 2006 年新生人口低潮过后，出生人口绝对数开始渐渐缓慢回升。假设新生人群全部在 7 岁开始上小学，出生人口数量开始逐步回升的新生儿群就会自 2012 年左右起进入小学，所以我们可以看到 2012 年以前小学入学人数逐年下降（因为 2006 年新生儿数步入底部以前出生人口一直在下降），而 2012 年以后入学人数则逐步上升。同理可得，假设新生人群全部在 12 岁上初中，2018 年后初中入学适龄人口就会回升；15 岁上高中，2021 年之后高中入学适龄人口数量就会回升。自 2012 年以后，每年入学小学和中学之间人数的差距会越来越大，小学入学人数扩张对初中的影响在时间上会产生延迟，当这部分小学适龄人口成为初中适龄人口的时候，中学的容量就需要扩大。同理，每年入学中学和高中之间的差距会先缩小后扩大，因为初中适龄人口先上升导致初中毕业人数会反超高中人数，当这部分就读初中的人进入高中的时候，高中的容量就需要扩大。

图表 11：各阶段适龄人口合并图



来源：国家统计局，计生委，国金证券研究所绘制

- 各个教育阶段的学校的依次承压会反映在“入学生剪刀差”的扩大上，全国范围内小初入学生剪刀差已经出现，呈现出不断扩大的趋势，京沪尤其甚，未来初中承压或持续加大，亟待扩容。在整体教育资源较为紧张的情况下，2006年以来的出生人口略有回暖会让入学难度进一步加大。同时由于一二线城市的人口更加密集，家长会面临更加严峻的挑战。受近十余年来，常住出生人口快速增长的影响（同时小初学校数量相对稳定），北京上海两地小学入学竞争已经相当激烈，出现了“小初入学生剪刀差”（小学入学生多于初中入学生的数量）。全国范围内，小初入学生剪刀差于2011年开始出现，2015年小初入学生剪刀差达318万人。小初入学生剪刀差在京沪两地尤其显著，2013年上海小初入学生剪刀差超过6万人，北京2013年该数据也近6万人。我们认为，“小初入学生剪刀差”能够反映出入学人口变动给当地学校带来的承载压力，京沪两地承载压力已有体现，预计未来4-5年内或在全国范围内有所体现。教育资源紧缺带来教育不可避免的激烈竞争，一定程度上形成“军备竞赛”，使得教育成为一种长期持续且稳定的刚性的消费升级。学历学校扩建是大概率事件，而民办教育，或在其中扮演重要角色，也有望得到政策方面的支持。

图表 12：全国范围内“小初入学生剪刀差”（万人）

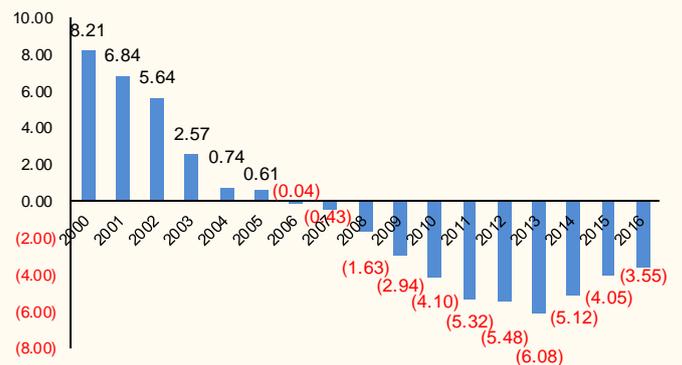


来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 13: 北京同年小初“入学生剪刀差” (万人)



图表 14: 上海同年小初入学“剪刀差” (万人)



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

来源: 国家统计局, 国金证券研究所

教育经费的多渠道筹集需求凸显, 社会投入占比有望提升:

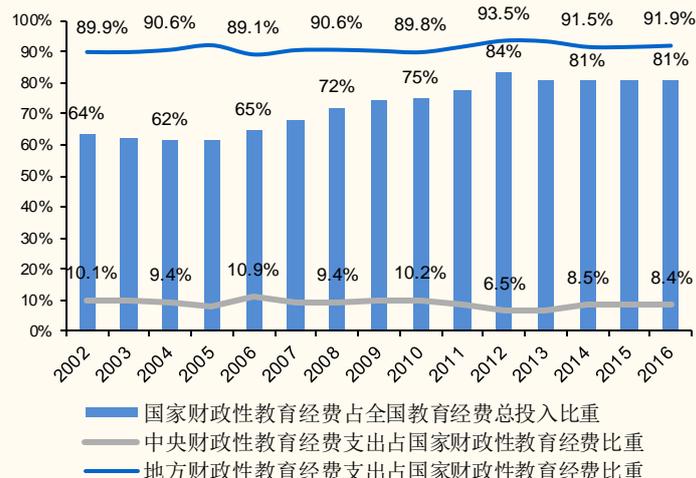
- 我国一直并长期重视教育工作, 并致力于提高教育经费使用效益, 国家财政性教育经费占 GDP 比重保持 4% 以上。自 2012 年起, 国家财政性教育经费支出占国内生产总值比例达到并持续保持在 4% 以上。2018 年 8 月 27 日, 国务院办公厅印发《关于进一步调整优化结构提高教育经费使用效益的意见》(以下称《意见》)。《意见》第二条完善教育经费投入机制中第三款明确指出要持续保障财政投入, 在教育部答记者问中提到, “一方面, 要调整优化各级政府财政支出结构, 优先落实教育投入; 另一方面, 要推进教育领域中央与地方财政事权和支出责任划分改革, 合理划分教育领域政府间财政事权和支出责任。最终, 要保证国家财政性教育经费支出占国内生产总值比例一般不低于 4%, 确保一般公共预算教育支出逐年只增不减, 确保按在校学生人数平均的一般公共预算教育支出逐年只增不减。”
- 目前, 我国财政性教育经费主要来自于地方政府, 地方政府贡献占比一直保持在 90% 左右。至 2016 年, 地方占比达到 91.9%, 仅有 10% 不到来自于中央, 且中央占比在不断下降。教育部提出, “目前财政教育经费 80% 来自地方, 90% 用于地方。要进一步简政放权, 落实省级政府教育经费统筹权和各级各类学校经费使用自主权; 健全“谁使用、谁负责”的教育经费使用管理责任体系, 并明确教育部门和学校作为教育经费使用者、管理者的主体责, 以及相关部门的责任。”
- 国家财政性教育经费仍是教育总投入的主要来源, 鼓励扩大社会投入, 逐步提高社会投入在教育经费总投入中比重。目前, 教育经费总投入中 80% 以上来自国家财政性教育经费, 而其他渠道投入 (包括社会投入) 所占比重偏低。教育部答记者中提到, “要巩固完善以政府投入为主、多渠道筹集教育经费的体制, 完善教育经费投入机制, 在继续保持财政教育投入强度的同时, 不断扩大社会投入, 逐步提高教育经费总投入中社会投入所占比重。坚持“两条腿”走路, 完善两个方面的机制: 一方面, “稳”财政投入的机制。另一方面, “扩”社会投入的机制。要完善鼓励社会力量兴办教育的政策制度, 依法落实税费减免政策”, 可以看出, 未来逐步提高社会投入在教育经费总投入中的比重是大趋势。

图表 15：国家财政性教育经费占 GDP 比重



来源：国家统计局，教育部，财政部，国金证券研究所

图表 16：财政学教育经费占比情况



来源：国家统计局，教育部，财政部，国金证券研究所

1.1.2 二十五个省级单位细则发布，地方支持态度仍明确

- 自 2016 年起，民办教育促进法各地细则逐步落地，确立了分类管理的法律依据。在各省级政府发布的《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的实施意见》中对于民办学校营利性的选择过渡期规定有所规定。截止目前，我国现有 25 个省级单位发布省级实施意见，对民办学校分类登记有所规定，其中 19 个省级单位对于营利性选择有明确过渡期要求，并有 8 个省级单位单独公布了民办学校分类登记实施办法。各省推进落地进程不一，全国民办学校全部完成分类登记仍需一定时间。
- 现有学校倾向在过渡期结束前保持经营现状。目前全国各地大部分现有学校尚未进行登记选择，主要原因在于现有学校涉及到资产处置和土地等问题，地方细则给予了现有学校充分的过渡期时间（大多为 5 年，到 2022 年），现有学校倾向于临近过渡期结束再做出分类登记的选择，在选择之前，现有学校或保持经营现状。其中，上海的过渡期最短为 2-4 年，具体规定为——现有学校的举办者应当在 2018 年 12 月 31 日前，向主管部门提交关于学校办学属性选择的书面材料，未按期提交材料的学校不得转设为营利性民办学校。选择登记为非营利性民办学校的，应当在 2019 年 12 月 31 日前；选择登记为营利性民办学校的，主要实施高等学历教育的学校，应当在 2021 年 12 月 31 日前，其他学校应当在 2020 年 12 月 31 日前完成相应工作。其他大部分省级单位过渡期为 5 年，最晚于 2022 年 12 月 31 日前完成分类登记。其中发布明确过渡期最早的为安徽省（2017 年 11 月 27 日发布），其规定民办高校须在 2022 年年底完成分类登记，其他学段的民办学校由各市、省直管县决定，分类登记办法另行制定。而发布明确过渡期最晚的为北京，2018 年 11 月 29 日发布）。
- 新建学校分类管理已开始推行，多地出现学校有限公司。由于大部分省规定 2016 年 11 月 7 日前的民办学校有一定过渡期，2016 年 11 月 7 日至 2017 年 9 月 1 日批准设立的民办学校参照现有民办学校进行分类登记。而 2017 年 9 月 1 日后成立的学校须在批准设立时要明确学校的非营利性或营利性类型。故而，在非义务教育阶段可设置营利性民办学校背景下，公司制民办学校应运而生。根据我们在企查查的搜索统计，目前湖南、河北、贵州、山东、浙江等地辖区内设有公司制民办学校。选择公司形式登记的学校大部分为 2017 年 9 月 1 日之后新设学校，公司注册时间集中在 2017 年和 2018 年。这意味着，这些高中已经做出了成为营利性民办学校的选择，且已经进行登记。同时，可以看出这些选择成为营利性民办学校，以“中学有限公司”命名的高中基本都是新校除了高中有限公司之外，2017 年 9 月之后，大量幼儿园有限公司注册，也说明在幼儿园在分类管理上，可能是相对有可操作性的。

- **营利性和非营利性学校的选择，最大的差异体现在收费政策、土地政策以及税收政策三方面，我们对已发布的 25 个《实施细则》进行梳理：**
 - **收费政策：**营利性学校均采用市场调节价，而对于非营利性学校，有 6 个为市场调节价，有 5 个为部分市场调节价，部分政府定价，有 8 个选择市场化市场化改革试点。有 6 个选择部分市场化改革试点，主要为非营利性中小学及高校市场化改革试点（不包括幼儿园）或非营利性中小学市场化改革试点。
 - **土地政策：**多表述为民办学校建设用地按科教用地管理，非营利性民办学校享受公办学校同等政策，按划拨等方式供应土地，营利性学校采用有偿出让，其中，湖北省鼓励采用租赁方式供应教育设施用地，支持实行长期租赁、先租后让、租让结合的土地供应方式；海南省鼓励市县利用闲置的国有资产、集体资产、划拨或出让土地、建成校舍等，以合作办学、公建民营、政府购买服务、混合所有制等多种方式支持举办优质特色民办学校；江苏、江西、山西鼓励优先盘活现有建设用地。
 - **税收政策：**多表述为民办学校按照国家有关规定享受相关税收优惠政策，非营利性民办学校与公办学校享有同等待遇，对于营利性学校的具体优惠力度，重庆市和四川省表述为符合西部大开发所得税优惠条件的，减按 15% 的税率征收企业所得税。
- **送审稿之后，四川省与北京市分别于 9 月 17 日和 11 月 29 日发布《实施意见》，持续体现地方政府对于民办教育支持态度。**我们认为，四川省和北京市的《实施意见》增量信息并不多，并未针对送审稿添加条目，关于过渡期的设置也与其他省市差异不大，其中四川省对于税收政策细化，营利性学校符合西部大开发优惠条件的，所得税采用 15% 税率，北京市的收费规定中对于民办普惠性幼儿园进行了重点关注，具体规定民办学校收费实行市场调节价，但经教育行政部门认定的普惠性民办幼儿园，可由所在区教育行政部门以合同等方式约定收费标准。此前大多数省份设置为对于部分非营利性民办学校收费采用市场化改革试点的方式推进，其中有 6 个地方全部实行市场调节价，北京市的收费市场化开放程度较高。之前仅有 6 个地方单独提到了幼儿园，北京市对于民办普惠幼儿园的强调，体现政府对于幼儿园实行普惠的坚定态度。总体来说，地方政府对于民办教育（主要指民办学校）的支持态度是明确的。民办教育一方面能够实现多元化的教育供给，另一方面也能一定程度上缓解地方财政压力。未来民办教育依然会成为学校供给的重要组成部分，并在很大程度上得到地方政府多渠道的支持。

图表 17：25 个省级单位已发布《实施意见》——过渡期/收费/土地/税收政策汇总

| 序号 | 省级 | 过渡期时间 | 全部实施分类管理和登记时间 | 实施意见发布时间 | 收费政策 | 土地政策 | 税收政策 |
|----|----|-------|------------------------------|------------------|----------------|--|-------------------------|
| 1 | 辽宁 | 未披露 | 未披露 | 2017 年 9 月 30 日 | 部分市场调节价，部分政府定价 | 非营利性等同公办，营利性有偿出让 | 民办学校享受相关税收优惠政策 |
| 2 | 甘肃 | 未披露 | 未披露 | 2017 年 11 月 14 日 | 市场化改革试点 | 非营利性等同公办，营利性有偿出让 | 民办学校享受相关税收优惠政策，非营利性等同公办 |
| 3 | 安徽 | 5 年 | 民办高校 2022 年年底，其他学段由各市、省直管县决定 | 2017 年 11 月 27 日 | 全部市场调节价 | 非营利性等同公办，营利性有偿出让 | 民办学校享受相关税收优惠政策，非营利性等同公办 |
| 4 | 湖北 | 3 年 | 2020 年 9 月 1 日前 | 2017 年 12 月 20 日 | 全部市场调节价 | 非营利性等同公办，营利性有偿出让，鼓励采用租赁方式供应教育设施用地，支持实行长期租赁、先租后让、租让结合的土地供应方式。 | 民办学校享受相关税收优惠政策，非营利性等同公办 |

| | | | | | | | |
|----|-----|------|--|-------------|----------------|---|-------------------------|
| 5 | 云南 | 4年 | 2021年11月7日前 | 2017年12月26日 | 全部市场调节价 | 非营利性等同公办，营利性有偿出让 | 非营利性与营利性民办学校按规定享受税收优惠政策 |
| 6 | 上海 | 2-4年 | 现有学校的举办者应当在2018年12月31日前，提交关于学校办学属性选择的书面材料，未按期提交材料的学校不得转设为营利性民办学校。选择登记为非营利性民办学校的，在2019年12月31日前；选择登记为营利性民办学校的，高校在2021年12月31日前，其他学校在2020年12月31日前。 | 2017年12月27日 | 市场化改革试点 | 非营利性等同公办，营利性有偿出让 | 民办学校享受相关税收优惠政策，非营利性等同公办 |
| 7 | 天津 | 3年 | 2020年8月31日前 | 2017年12月29日 | 市场化改革试点 | 非营利性等同公办，营利性有偿出让 | 民办学校享受相关税收优惠政策，非营利性等同公办 |
| 8 | 浙江 | 5年 | 2022年年底 | 2017年12月29日 | 部分市场化改革试点 | 非营利性等同公办，营利性有偿出让 | 民办学校享受相关税收优惠政策，非营利性等同公办 |
| 9 | 内蒙古 | 6年 | 2023年8月31日前 | 2018年1月2日 | 全部市场调节价 | 非营利性等同公办，营利性有偿出让 | 民办学校享受相关税收优惠政策，非营利性等同公办 |
| 10 | 河北 | 5年 | 2022年9月1日前 | 2018年1月3日 | 部分市场调节价，部分政府定价 | 非营利性等同公办，营利性有偿出让 | 民办学校享受相关税收优惠政策，非营利性等同公办 |
| 11 | 河南 | 5年 | 民办高校2022年年底，其他学段由各省辖市、省直管县(市)决定 | 2018年2月2日 | 市场化改革试点 | 非营利性等同公办，营利性有偿出让 | 民办学校享受相关税收优惠政策，非营利性等同公办 |
| 12 | 陕西 | 5年 | 2022年9月1日 | 2018年2月2日 | 部分市场化改革试点 | 非营利性等同公办，营利性有偿出让 | 民办学校享受相关税收优惠政策，非营利性等同公办 |
| 13 | 海南 | 5年 | 2022年8月31日，确有特殊情况的，可延期进行分类登记，但延期最长不超过2年 | 2018年2月9日 | 部分市场化改革试点 | 非营利性等同公办，营利性有偿出让。鼓励市县利用闲置的国有资产、集体资产、划拨或出让土地、建成校舍等，以合作办学、公建民营、政府购买服务、混合所有制等多种方式支持举办优质特色民办学校。 | 民办学校享受相关税收优惠政策，非营利性等同公办 |
| 14 | 青海 | 未披露 | 未披露 | 2018年2月27日 | 市场化改革试点 | 非营利性等同公办，营利性有偿出让 | 民办学校享受相关税收优惠政策，非营利性等同公办 |
| 15 | 江苏 | 3至5年 | 2020年12月31日前完成分类登记，如有需要可延期至2022年12月31日 | 2018年3月22日 | 市场化改革试点 | 营利性按规定供给，鼓励优先盘活现有建设用地 | 民办学校享受相关税收优惠政策，非营利性等同公办 |
| 16 | 广东 | 未披露 | 未披露 | 2018年4月24日 | 部分市场化改革试点 | 非营利性等同公办，营利性有偿出让 | 民办学校享受相关税收优惠政策，非营利性等同公办 |
| 17 | 山东 | 5年 | 2022年9月1日前 | 2018年5月30日 | 部分市场调节价，部分政府定价 | 非营利性等同公办，营利性有偿出让 | 民办学校享受相关税收优惠政策，非营利性等同公办 |

| | | | | | | | |
|----|-----|------|---|-------------|----------------|-----------------------------------|---|
| 18 | 重庆 | 5年 | 2021年12月31日前应当向主管部门提交关于学校办学属性选择的书面材料；2022年9月1日前完成分类登记 | 2018年6月1日 | 市场化改革试点 | 非营利性等同公办，营利性有偿出让 | 民办学校享受相关税收优惠政策，非营利性等同公办，对符合西部大开发政策规定的营利性民办学校，可减按15%税率缴纳企业所得税。 |
| 19 | 宁夏 | 5年 | 2022年12月31日前 | 2018年6月4日 | 部分市场化改革试点 | 非营利性等同公办，营利性有偿出让 | 非营利性等同公办税收优惠，营利性按规定享受税收优惠 |
| 20 | 江西 | 5年 | 2022年9月1日前 | 2018年6月29日 | 全部市场调节价 | 非营利性等同公办，营利性有偿出让。鼓励存量土地挖潜。 | 民办学校享受相关税收优惠政策，非营利性等同公办 |
| 21 | 广西 | 5年 | 2022年12月31日前 | 2018年7月2日 | 部分市场化改革试点 | 非营利性等同公办，营利性有偿出让 | 民办学校享受相关税收优惠政策，非营利性等同公办 |
| 22 | 山西 | 5年 | 未披露 | 2018年7月25日 | 市场化改革试点 | 非营利性等同公办，营利性有偿出让。鼓励盘活存量用地用于民办学校建设 | 民办学校享受相关税收优惠政策，非营利性等同公办 |
| 23 | 贵州 | 未披露 | 未披露 | 2018年8月3日 | 全部市场调节价 | 非营利性等同公办，营利性有偿出让 | 民办学校享受相关税收优惠政策，非营利性等同公办 |
| 24 | 四川 | 4-6年 | 现有民办学校的举办者应当在2020年9月1日前提交关于学校办学属性选择的书面材料。选择为非营利性民办学校的，在2021年9月1日前完成相关手续。选择为营利性民办学校的，高校在2023年9月1日前完成登记手续；其他学校在2022年9月1日前完成登记手续。 | 2018年9月17日 | 部分市场调节价，部分政府定价 | 非营利性等同公办，营利性有偿出让 | 民办学校享受相关税收优惠政策，非营利性等同公办，符合西部大开发所得税优惠条件的，减按15%的税率征收企业所得税。 |
| 25 | 北京 | 3-5年 | 实施学前教育以及非学历教育培训的民办学校，2019年9月1日前提交书面申请；实施普通高级中学教育、中等职业教育的学历教育学校，2020年9月1日前提交书面申请；实施高等学历教育的学校，2021年9月1日前提交书面申请。在审批机关收到学校书面申请后，原则上应在1年内完成分类登记。 | 2018年11月29日 | 部分市场调节价，部分政府定价 | 非营利性等同公办，营利性有偿出让 | 民办学校享受相关税收优惠政策，非营利性等同公办 |
| 26 | 黑龙江 | 未披露 | 未披露 | 未披露 | | | |
| 27 | 吉林 | 未披露 | 未披露 | 未披露 | | | |
| 28 | 湖南 | 未披露 | 未披露 | 未披露 | | | |
| 29 | 新疆 | 未披露 | 未披露 | 未披露 | | | |
| 30 | 福建 | 未披露 | 未披露 | 未披露 | | | |
| 31 | 西藏 | 未披露 | 未披露 | 未披露 | | | |

来源：各省/市政府，各省/市教育厅，国金证券研究所

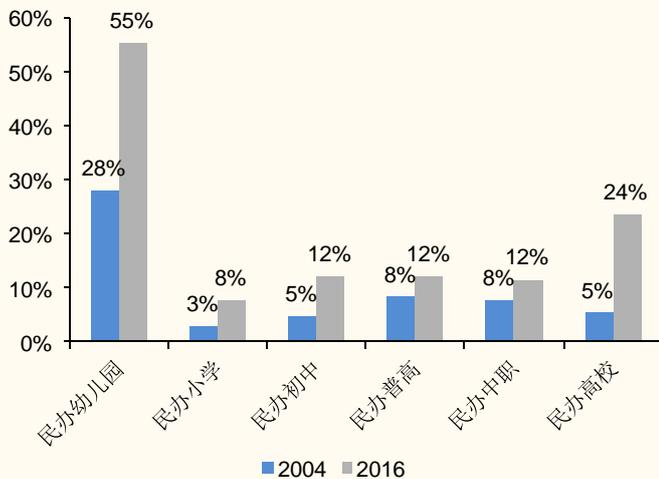
1.2 幼儿园：区别于其他教育阶段，最严政策对发展逻辑产生重大影响

- **幼儿园相关核心观点：**多个特性决定其不同于其他学历阶段，社会负面新闻引重视，面临史上最严政策，资产证券化逻辑大变动。具体来说：1) 幼儿园阶段具有民办渗透率极高，单校人数小，学生年龄小管理难度大风险高，教师平均素质及薪酬待遇低于其他教育阶段的特点；2) 2017年多起行业负面新闻，引起极大社会反响；3) 未来不会有新增幼儿园上市公司，存量上市公司的扩张逻辑受到严重影响；4) 政策针对的是幼儿园，对于其他阶段学校板块没有实质影响，短期或对学校板块情绪面有所压制，与非学校板块均没有影响。

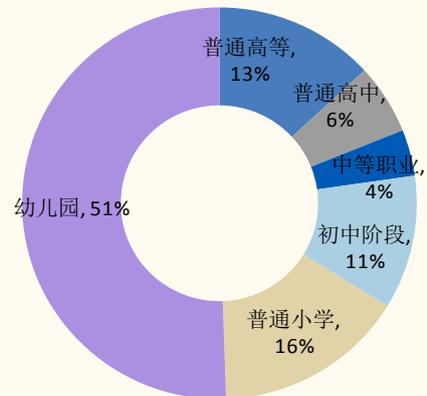
1.2.1 民办渗透率最高教育阶段，行业特性影响其管理难度

- **民办幼儿园是民办教育渗透率最高的教育阶段。**2016年，全国幼儿园在校生人数4414万人，民办幼儿园在校生人数2438万人，占比55%，远高于民办中小学8-12%，民办高校24%的渗透率，民办学校在校生中幼儿园占比高达51%，超越其他教育阶段总和；全国幼儿园共计24万所，其中民办幼儿园15万所，占幼儿园总数的64%。我国民办幼儿园渗透率在2004-2016年间，从28%上升至55%。根据教育部数据，民办幼儿园工作人员占总体人数比例均几乎超过总体的60%以上。民办幼儿园无论从学校数量、还是从学生人数来看，都是民办教育渗透率最高的教育阶段。
- **快速发展的同时，行业特有风险有所显现。**2016年，我国民办幼儿园平均单校人数为158人，民办中小学平均单校人数为1132人，民办高校平均单校人数为8545人，民办中小学是民办幼儿园的7倍，民办高校是民办幼儿园的54倍。这体现了民办幼儿园的最大特性：相比于其他民办学校，幼儿园单校人数极低。这是由于幼儿园的受众多为3-6岁的孩童，该阶段学生尚未产生自我意识且较难管理，因此难以像中小学、高校一样形成较大规模。

图表 18：分阶段民办渗透率变动情况（按在校生人数）



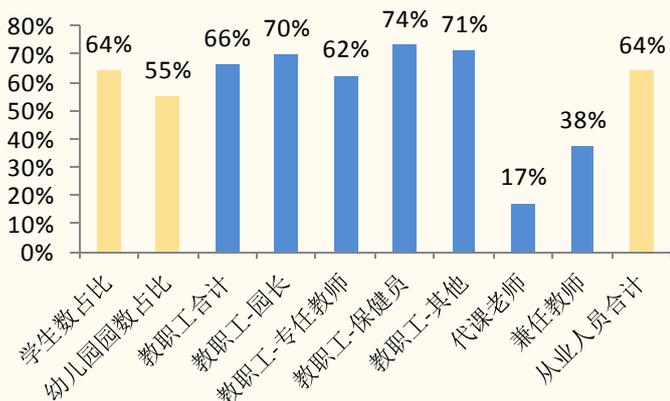
图表 19：2016 年民办分阶段在校生人数占比



来源：国家统计局，教育部，国金证券研究所

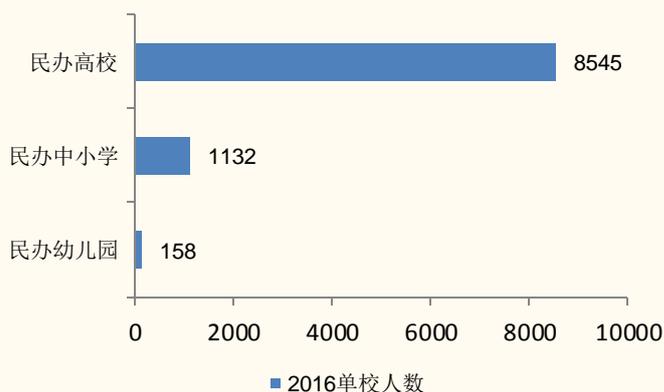
来源：国家统计局，教育部，国金证券研究所

图表 20: 民办幼儿园工作人员占总体人数比例



来源: 教育部, 国金证券研究所

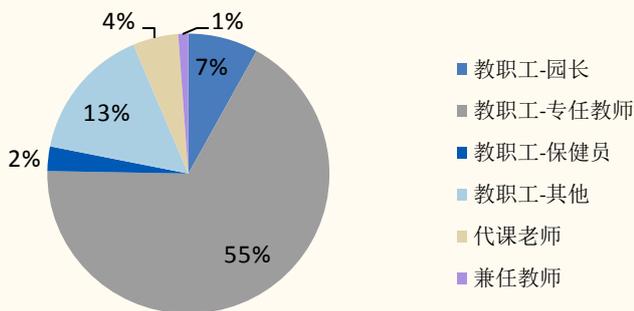
图表 21: 2016 年民办分阶段单校在校生人数



来源: 教育部, 统计局, 国金证券研究所

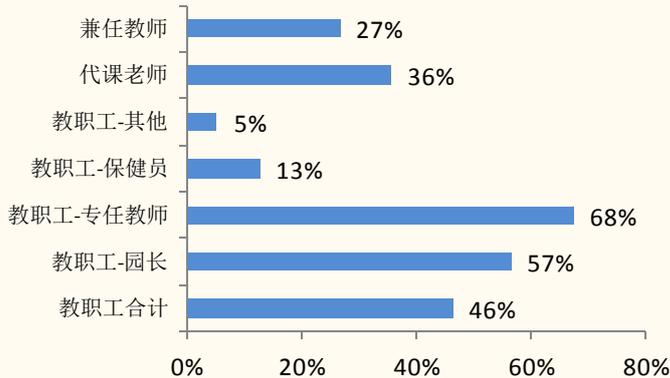
- 若幼儿园数量众多, 形成一定规模, 网点分散, 同时生师比较低导致幼儿园员工数量众多, 整体管理难度加大。幼儿园行业整体师资力量较弱, 单园收入规模受限, 因此幼儿园就职人员的薪资待遇低于其他教育阶段。从教育部数据可以看到, 幼儿园的员工构成中, 专任教师占 55%, 园长占 7%, 其中仅有 68% 专任教师是幼师专业毕业, 仅有 57% 园长是幼师毕业; 园长中仅有 32% 是本科及以上学历; 专任教师中仅有 20% 来自本科及以上学历。没有经过系统培养的老师、园长, 给幼儿园这个行业带来了更大的不确定性。近年间多起幼儿园恶性虐童事件, 引发了相关部门的重视。

图表 22: 全国幼儿园员工构成



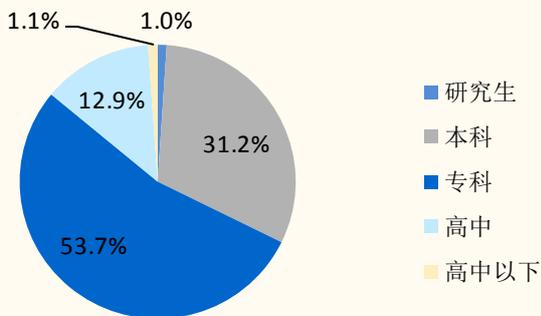
来源: 教育部, 国金证券研究所

图表 23: 全国幼儿园主要岗位中幼师专业毕业占比



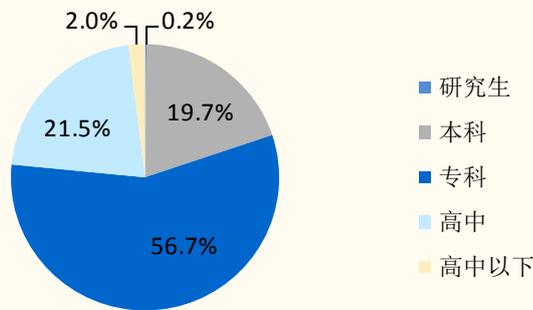
来源: 教育部, 国金证券研究所

图表 24: 全国幼儿园园长学历占比



来源: 教育部, 国金证券研究所

图表 25: 全国幼儿园专任教师学历占比



来源: 教育部, 国金证券研究所

1.2.2 面临史上最严政策，资产证券化逻辑大变动

- 由于近年频发的幼儿园恶性事件，政府部门出台了部分文件规范行业的经营，幼儿园行业面临史上最严政策。其中包括：2017年4月教育部等四部门发布的《关于实施第三期学前教育行动计划的意见》、2017年9月教育部办公厅发布的《关于各地建立完善学前教育、普通高中和特殊教育经费投入机制情况的通报》等。而2018年11月15日国务院发布的《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》（以下称《意见》）影响最大，规定最严，在该政策出台后，幼儿园资产证券化道路彻底切断，以后不会有新的幼儿园上市。现在已经上市的存量资产，可通过选择为营利性幼儿园维持现状，但是其扩张逻辑受到巨大影响。2019年6月底前各省需明确分类管理政策，现有民办园可提出申请，给幼儿园分类管理提供了一个可期待的时间点。
- 其中第二十四条规定：“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。
- 参与并购、加盟、连锁经营的营利性幼儿园，应与相关利益企业签订的协议报县级以上教育部门备案并向社会公布；当地教育部门应对相关利益企业和幼儿园的资质、办园方向、课程资源、数量规模及管理能力和进行严格审核，实施加盟、连锁行为的营利性幼儿园原则上应取得省级示范园资质。
- 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。”

图表 26：幼儿园事件一览



来源：国务院，教育部，司法部，国金证券研究所

- 普惠性幼儿园覆盖率要达到2020年80%的目标，仍需加大投入。①2017年幼儿园毛入学率达到79.6%，同比增长2.2pct，预计以每年2pct的增幅，2020年有望达到学前三年毛入园率85%的目标。②按照实现普惠目标的要求，公办园在园幼儿占比到2020年全国原则上达到50%。③《意见》提到2020年普惠性幼儿园覆盖率（公办园和普惠性民办园在园幼儿占比）达到80%的目标，这是继2017年4月首次提出之后的再次强调，体现坚定发展推广普惠园的决心。普惠园指的是接受政府限价，享受政府补贴的公办和民办幼儿园。2016年全国公办幼儿园在园人数占比约为45%，普惠性民办园占比全国差异化较大，与地方财政在学前教育的投入支出有关，若未来提高公办园和普惠性民办园在园人数占比达到80%或面临较大投入。仍然鼓励社会力量参与举办幼儿园，但是侧重举办普惠性幼儿园。

图表 27: 2009-2017 幼儿园毛入学人数及毛入学率



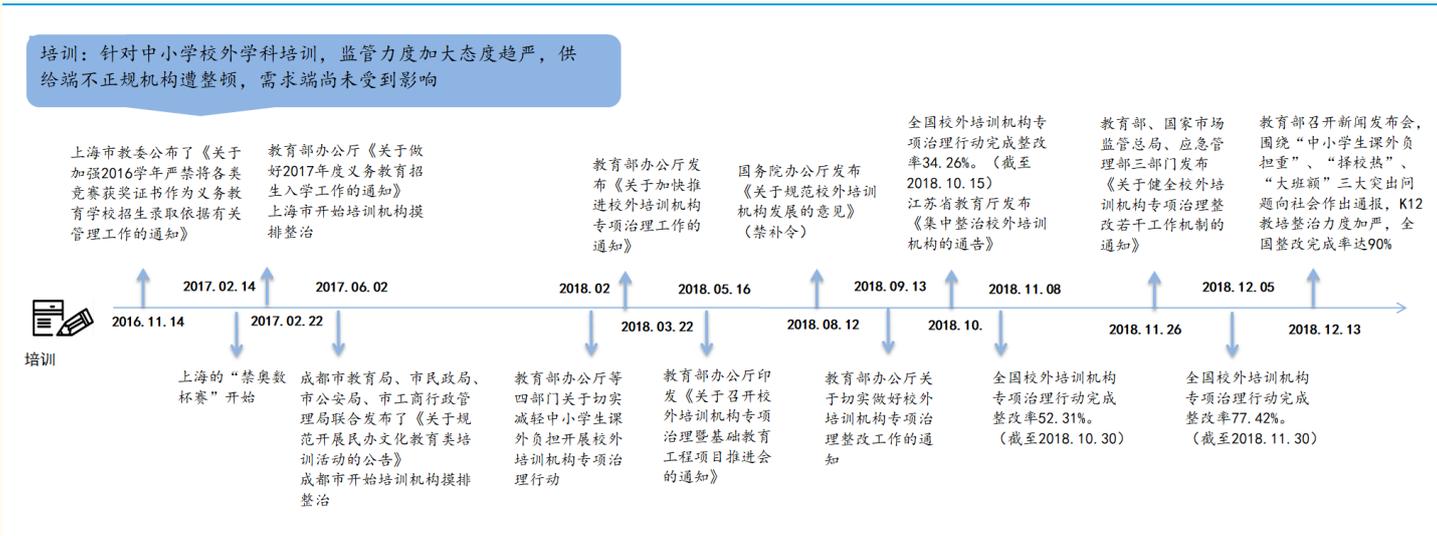
来源: 教育部, 国金证券研究所

- **该政策与非学历教育板块无关, 或对非幼儿园学历教育阶段的短期情绪受到压制, 但实际经营和推进未受影响。**需注意的是《意见》是针对幼儿园行业, 非学历教育如早教机构(如金宝贝, 美吉姆)等为商业性连锁机构, 通常开设于购物中心, 社区广场等, 并不属于幼儿园, 理论上其资产证券化并不受《意见》影响。此外, 其他阶段的学校并未在《意见》涉及范围之内, 而总体来说, 小学初中部分仍存在一定政策不确定性, 而高中及高校部分相对而言政策稳定性更强。港股教育公司中, 高校公司及睿见教育没有幼儿园收入, 其他学校公司(除博骏教育外)幼儿园收入占比均在 1-7%之间, 受到的负面影响有限, 同时如天立教育 11 月 16 日公告现有 6 所非营利性幼儿园收入占比为 4.2%, 考虑将其转为营利性幼儿园, 预计上市公司体内存量幼儿园多数会转设为营利性。短期内市场对于《意见》有一定恐慌情绪, 对于其他教育板块市场情绪或有一定影响, 但是我们认为幼儿园不同于其他教育阶段的多个特性, 如此之严的政策大概率不会蔓延到其他教育阶段, 非幼儿园部分的实际经营和扩张推进的未受到影响。

1.3 培训: 校外培训机构需求不减, 对大型机构冲击小于中小型机构

- **培训相关核心观点:** 针对中小学校外学科培训, 监管力度加大态度趋严, 供给端不正规机构遭整顿, 需求端尚未受到影响。具体来说: 1) 不是今年新鲜事, 早于 2017 年初已开始, 监管力度不断加大; 2) 针对的是中小学学科培训, 尤其与“小升初”阶段相关培训, 早教、素质教育, 非学历职教等其他培训领域不在整顿范围, 非培训板块均没有影响; 3) 主要查的是营业执照、办学许可证、教室面积、消防许可、教师资格, 大机构相对规范, 伴随不正规小机构出清, 需求端未受影响的情况下, 部分需求有望向头部集中, 但是监管趋严的背景下, 大机构的扩张速度或受到一定影响; 4) 再次提出对于在线教育的监管, 判断只是该领域监管的开始, 后续加码概率较大, 在线教育的野蛮生长状态或发生变化。

图表 28：教育培训事件一览



来源：国务院，教育部，司法部，国金证券研究所

- **K12 教培整治不是新鲜事，2017 年初已经开始。**2017 年初，上海的“禁奥数杯赛”开始；2017 年中，全国多个地区包括上海，成都等地的培训机构摸底整治；2018 年 2 月 22 日，教育部、民政部、人社部、工商总局等四部门联合发布了《关于切实减轻中小学生课外负担开展校外培训机构专项治理行动的通知》；2018 年 8 月 12 日，国务院办公厅印发《关于规范校外培训机构发展的意见》（禁补令）；2018 年 11 月 26 日，教育部等三部门办公厅联合印发《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》。一系列政策明确强调对 K12 校外学科培训机构的监管与整治，整改力度不断加严。2018 年 12 月 13 日，教育部召开新闻发布会，通报全国整改校外培训机构进展，整改工作初见成效。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%。广东、西藏、广西、浙江、上海、甘肃、安徽、宁夏、河南、福建、江苏、新疆生产建设兵团、山西、四川等 14 地整改完成率达到 95%。
- **对中学培训影响小于小学，职教培训等并不在整治范围内。**①中央政策的方向是清晰的，是要整治的学科课外培训，主要是针对是中小学学科课外培训。相比于中学的可量化的考试成绩和更清晰的教学大纲，小学教育的内容和“小升初”的筛选机制更加模糊，存在更大操作空间，超纲教学并不鲜见，对教育本质的扭曲也更严重。因此，未来预计会持续整治与小升初相关的内容，相关培训机构或受较大影响。②主要整治内容包括 1.办学许可证，2.工商执照，3.消防相关证明，4.教室面积，5.教师资格。③职教培训（包括技能培训，公务员培训等）和 0-3 岁的商业机构早教培训并不受负面影响，对于教师资格证培训的需求有望在中短期显著提高
- **对大机构影响小于小机构，规范化是行业趋势。**管理运营更加规范成熟、教学课程体系更加专业完善的大型培训机构受到的影响较小，比小机构操作更加从容，小机构中更大概率出现不合格机构被取缔或淘汰的情况。但是监管趋严的背景下，大机构的扩张也会受阻，扩张速度或有所减缓速度。我们认为，本轮大范围整改将有助于提升校外培训市场的规范化和服务水平的专业化，提高办学门槛和规范运营主体将有利于整个市场长期健康发展。
- **需求仍存在，长期看行业集中度有望进步提升。**长远角度来看，家长们深深意识到优质教育资源的稀缺，并对于社会阶层的或将固化现象保持担忧，学区房价格仍在高涨的现状也体现了家长们对于孩子教育竞争的重视程度有增无减。因此我们的观点是在培训市场在规范化治理的背后，培训市场的需求仍然存在，家长们会更加倾向去找拥有办学资质、管理正规、课程

专业的机构进行报名，因此大型培训机构有可能会受益于不合格小机构的培训需求流出的情况，行业集中度有望进一步提升。

1.4 在线教育/互联网教育：监管刚刚开始，野蛮生长或进入下一阶段

- **传统教育（主要指培训机构）本质上是一种品牌商业连锁的逻辑。**不论是K12 课外培训，还是早教，职业培训等，商业本质上和麦当劳，海底捞等都是相似的品牌连锁逻辑——方向，产品，选址，营销，销售，管理，是利用一个品牌体系，打磨产品满足需求，形成网点辐射和品牌力的共振。同时，传统的线下培训商业连锁，现金流是比较好的，是可以自主造血的。在传统商业连锁的逻辑下，是有很多品牌可以共存的，根据不同特色，不同地域，形成一种多元化的竞争格局。
- **在线教育/互联网教育本质上是一种中心化的互联网逻辑。**相对于线下连锁而言，互联网的逻辑是中心化的，马太效应极强且极快，且互联网公司早期，都是靠融资运营的，俗称“烧钱”运营，激烈的厮杀下，最终不可能留下太多玩家。本身互联网公司需要在某个领域内，拿到制霸权，才能最终形成一定程度的垄断，才能真正实现盈利，在这之前，互联网公司是没有造血能力的，所以在某一细分领域内的互联网公司，是不可能“岁月静好”的，需要不断抢夺流量，树立品牌，一路狂奔才能维持生存。

图表 29：传统教育公司和互联网公司的逻辑是差别非常大的

| 国金教育研究 | 辐射范围 | 造血能力 | 行业格局 | 核心竞争力 | 常见打法 |
|--------|-------------|-------------------------------|---|------------------------|--|
| 传统教育公司 | 有辐射范围，有地域限制 | 有自主造血能力，有盈利能力，现金流较好 | 百家争鸣，大公司扩地域发展，小公司也能生存 | 品牌力，管理能力 地区口碑 | 地域&行业内扩张 打造口碑，一定规模之后跨地域扩张，强化品牌 需要在扩张营收的同时保证利润 |
| 互联网公司 | 无边界 | 很大程度靠融资发展，在形成垄断之前，很难谈上有自主造血能力 | 激烈厮杀，最终一个细分领域内的存活玩家不会太多 一般一个细分领域内最后只会剩2-3个 | 产品逻辑是否顺，攻城略地速度，抢夺流量制高点 | 融资发展，烧钱扩张规模 把竞争对手干掉留下来的几家，就是赢家 基本上只用管规模和用户量，不太需要考虑利润 |

来源：国金证券研究所绘制

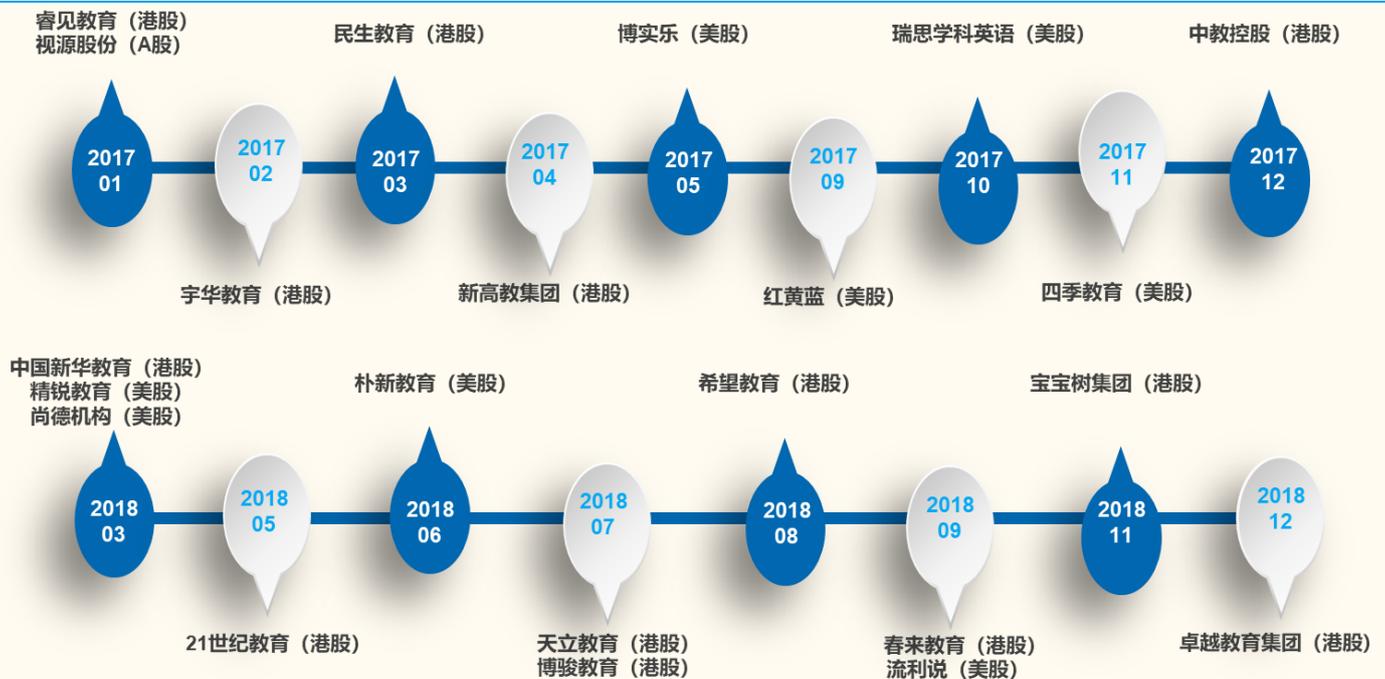
- **2018 年在线教育监管从无到有，影响深远。**互联网教育以前一直是一个监管盲区，基本上都是按照互联网的普遍范式进行监管的，但是 8 月 10 日的送审稿中第 16 条，首次提出了“利用互联网技术在线实施学历教育的民办学校，应当取得同级同类学历教育的办学许可和互联网经营许可。利用互联网技术在线实施培训教育活动、实施职业资格培训或者职业技能培训活动的机构，或者为在线实施前述活动提供服务的互联网技术服务平台，应当取得相应的互联网经营许可，并向机构住所地的省级人民政府教育行政部门、人力资源社会保障部门备案，并不得实施需要取得办学许可的教育教学活动。”第一次对互联网教育进行了政策层面的规范。而 2018 年 11 月 26 日，教育部、国家市场监督管理总局、应急管理部三部门联合印发《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》中，尤其重点提出了对于在线教育机构的监管：“强化在线培训监管——做好面向中小学生的利用互联网技术实施的在线教育机构的备案工作。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。”这对于在线教育机构来说，可能会造成深刻的影响。

- 后面可能还会有一连串的反应，野蛮生长或进入下一阶段。因为互联网教育本身的特点就是扩张快而轻，从而得到了大量资本的青睐，此前“互联网教育”机构基本上处于野蛮生长的状态，而这样的规范性文件规定，未来大概率会对互联网教育的扩张逻辑和扩张速度造成重要影响，带来很大程度的规范和限制。而因为互联网教育本身是重度资本加持和资本依赖的行业，所以影响可能才刚刚开始，未来可能还有一连串的反应。

2.2018 年重大变化之二：迎来教育公司上市热潮，预计未来 2 年仍将持续

- 2017 年以来，新上市的教育公司达到 22 家，包括港股 13 家，美股 8 家，A 股 1 家，涵盖幼儿园，国际学校，民办高校，K12 培训，互联网教育，教育信息化等多个细分板块。其中在 2018 年上市的教育公司一共有 12 家，包括港股 8 家，美股 4 家。2017 年年末以来，已递交 IPO 尚未上市的的教育公司达到 8 家，包括职教领域的中国东方教育，华图教育等，其中 2 家已通过聆讯（沪江教育、新东方在线）。我们认为，未来 2 年上市潮仍将持续，教育板块有望持续完善。

图表 30：2017 年以来已上市教育公司一览



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 31：2017 年以来已上市教育公司概况

| 上市地点 | 证券代码 | 证券简称 | 上市日期 | 主要业务 |
|---------|------------|---------|------------|-----------------|
| 港股 | 3978. HK | 卓越教育 | 2018/12/27 | K12 培训 |
| | 1761. HK | 宝宝树集团 | 2018/11/27 | 母婴类社区平台 |
| | 1969. HK | 春来教育 | 2018/9/13 | 民办高校 |
| | 1765. HK | 希望教育 | 2018/8/3 | 民办高校，学历职业教育 |
| | 1758. HK | 博骏教育 | 2018/7/31 | K12 学校 |
| | 1773. HK | 天立教育 | 2018/7/12 | K12 学校 |
| | 1598. HK | 21 世纪教育 | 2018/5/29 | K12 学校，民办高校 |
| | 2779. HK | 中国新华教育 | 2018/3/26 | 民办高校，学历职业教育 |
| | 0839. HK | 中教控股 | 2017/12/15 | 民办高校，学历职业教育 |
| | 2001. HK | 新高教集团 | 2017/4/19 | 民办高校，学历职业教育 |
| | 1569. HK | 民生教育 | 2017/3/22 | 民办高校，学历职业教育 |
| | 6169. HK | 宇华教育 | 2017/2/28 | K12 学校，民办高校 |
| | 6068. HK | 睿见教育 | 2017/1/26 | 中小学 |
| | 美股 | LAI. N | 流利说 | 2018/9/27 |
| NEW. N | | 朴新教育 | 2018/6/15 | K12 培训、出国留学考试培训 |
| ONE. N | | 精锐教育 | 2018/3/28 | K12 培训 |
| STG. N | | 尚德机构 | 2018/3/23 | 互联网教育 |
| FEDU. N | | 四季教育 | 2017/11/8 | 数学培训 |
| REDU. O | | 瑞思学科英语 | 2017/10/20 | 英语培训 |
| RYB. N | | 红黄蓝 | 2017/9/27 | 幼儿园 |
| BEDU. N | | 博实乐 | 2017/5/18 | K12 学校 |
| A 股 | 002841. SZ | 视源股份 | 2017/1/19 | 教育信息化 |

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 32：2017 年末以来拟上市教育公司概况

| 递交地点 | 证券代码 | 公司名称 | 递交时间 | 主要业务 | 备注 |
|------|------------|--------|------------|--------------------------|------|
| 港股 | H01072. HK | 中国东方教育 | 2018/12/6 | 职业教育—烹饪，信息技术，汽车服务培训等 | |
| | H00839. HK | 科培教育 | 2018/11/28 | 民办高校 | |
| | H00932. HK | 沪江教育 | 2018/11/22 | 在线教育 | 通过聆讯 |
| | H00947. HK | 新东方在线 | 2018/11/18 | 在线教育 | 通过聆讯 |
| | H00799. HK | 华图教育 | 2018/10/22 | 职业教育—公务员，事业单位招聘，教师资格证培训等 | |
| | H00966. HK | 尚德启智 | 2018/8/1 | K12 学校 | |
| | H00881. HK | 银杏教育 | 2018/6/19 | 民办高校 | |
| | H00755. HK | 华立大学 | 2017/12/28 | 民办高校，职业教育 | |

来源：港交所，国金证券研究所整理

- **A 股并购不断。**近年来，A 股各类上市公司不断通过并购教育公司以转型教育行业。2018 年，中公教育（职教）作价 185 亿借壳亚夏汽车，三垒教育以 33 亿对价收购美吉姆（早教）成为了 A 股教育行业两大里程碑式事件。

图表 33: A 股上市公司对教育相关收并购不完全统计

| 公司名称 | 公告时间 | 收购标的 | 标的主要业务 | 收购对价 | 进展 |
|------|------------|-----------------------------------|-----------------------|------------------------|----------------------|
| 盛通股份 | 2016/8/30 | 乐博乐博 100%股权 | 素质教育-机器人教育 | 1070 万元 | 2017 年 2 月 17 日收购完成 |
| 开元股份 | 2016/8/17 | 恒企教育 100%股权/中大英才 70%股权 | 非学历职业教育-会计&IT 培训/在线教育 | 12 亿元/1.82 亿元 | 2017 年 3 月 25 日收购完成 |
| | 2017/10/14 | 子公司恒企教育收购天琥教育 56%股权 | 职业教育-设计培训机构 | 1.18 亿元 | 2017 年 11 月 27 日收购完成 |
| 科斯伍德 | 2017/7/29 | 龙门教育 49.22%股权 | K12 培训 | 7.49 亿元 | 2017 年 12 月 28 日收购完成 |
| | 2018/10/9 | 龙门教育 50.24%股权 | | - | 正在筹划中 |
| 百洋股份 | 2017/3/16 | 火星时代 100%股权 | 职业教育-泛设计类培训 | 9.74 亿元 | 2017 年 9 月 12 日收购完成 |
| | 2018/6/26 | 楷魔视觉 80%股权 | 电影特效制作 | 3.41 亿元 | 2018 年 6 月 29 日收购完成 |
| 立思辰 | 2018/2/15 | 中文未来 51%股权 | 大语文培训 | 4.81 亿元 | 收购完成 |
| | 2018/11/6 | 中文未来 39%股权 | | 7.02 亿元 | 董事会预案 |
| 凯文教育 | 2018/6/21 | 威斯敏斯特合唱音乐学院、威斯敏斯特音乐学校和威斯敏斯特继续教育学院 | 学历教育 | 4000 万美金+1900 万美元的捐赠基金 | 达成转让意向 |
| 文化长城 | 2017/9/21 | 翡翠教育 100% 股权 | 职业教育-互联网新兴领域 | 15.75 亿元 | 2018 年 4 月 24 日收购完成 |
| 三垒股份 | 2018/6/7 | 美吉姆 100%股权 | 早教 | 33 亿元 | 2018 年 12 月 7 日收购完成 |
| 威创股份 | 2017/8/10 | 可儿教育 70%股权 | 幼儿园 | 3.85 亿元 | 2018 年 4 月 17 日收购完成 |
| 东方时尚 | 2018/5/8 | 湖北东方时尚 15%股权 (之前已有 20%) | 驾驶培训 | 0.59 亿元 (合计 1.07 亿元) | 董事会预案 |
| 中国高科 | 2017/6/30 | 英腾教育 51%股权 | 在线教育 | 1.15 亿元 | 2018 年 1 月 6 日收购完成 |
| 亚夏汽车 | 2018/5/5 | 中公教育 100% | 非学历职业培训 | 185 亿元 | 2018 年 12 月 1 日证监会核准 |

来源: 各公司公告, 国金证券研究所整理

3.投资逻辑：关注供需关系，政策避风港湾，精选细分赛道，遴选优质标的

- 展望 2019 年，我们认为应该相信供需规律，识别风险，把握五年以来第一次“低估”的机会。具体来看，我们认为有三条投资主线：第一条主线是需求旺盛，此前市场在政策波动下巨震，导致情绪低落，估值低估，甄选实际政策风险小的板块，包括高校，非学历职业教育等；第二条主线是国家大方向支持，有着较强增长力预期的教育信息化板块；第三条主线是市场震荡下的防御性板块，具有低风险高分红特点的出版发行板块。除此之外，建议关注国际学校、早教等板块。

3.1 学校：供需为王，享板块性红利

3.1.1 民办高校：中短期并购整合主基调，长期看毛入学率及民办率提升

- **中国民办高等教育行业的进入门槛较高，一定程度上阻止了潜在进入者。**主要门槛包括获得办学及其他所需的监管许可，获取可用土地、相关设施，满足高资本需求，打造学校品牌以获得持续稳定的学生来源，经验丰富的学校运营商和优质的教职人员。
 - **政策壁垒：**民办高等教育办学法律法规不断完善，办学门槛也有所提高。中国民办学校运营商需取得一系列批文、执照及许可并须遵守特别注册及备案规定，批文申请手续冗杂、耗时较长且具有较高的不确定性，对于新学校运营商而言成为一道天然屏障，有利于现有民办高校特别是知名高校的扩大。
 - **土地壁垒：**中国部分城市的土地资源不足，租金成本不断上涨，民办高校获得土地资源以建立新学校及配套设施时，需要付出较高的资金成本和时间成本。
 - **资金壁垒：**建设民办高校必要资本投入包括基本建设费、日常运营费用和其他费用，我国民办高校所需资本基本没有政策支持，几乎全靠举办者投资。随着土地、建材、人员和其他材料要素价格不断上涨，新建一所民办学校必需雄厚的资金实力，其壁垒非常高。
 - **品牌壁垒：**学生、家长、用人单位、社会公众等利益相关者对一所高校的基本认识首先从品牌知名度开始，并将其作为主要的评价标准。因此，具有一定知名度的民办高校其生源数量足、质量高、就业好、口碑好。而品牌塑造需要时间的积累，需要持续的投入和付出。
 - **管理经验壁垒：**营运和管理经验丰富的举办者对于学校的品牌建立和快速扩张都有重要意义，同时有助于集团取得规模经济效益。
 - **师资壁垒：**师资是高校人才培养、科学研究、服务社会的主力军，是教育教学工作的主导。一所高校的竞争实力、发展潜力、服务质量关键就在于其师资力量。未来更多的高校或将注重培养学生的应用技能，具有行业实践经验和专业知识的教职人员的短缺或将成为新参与者的一大障碍。

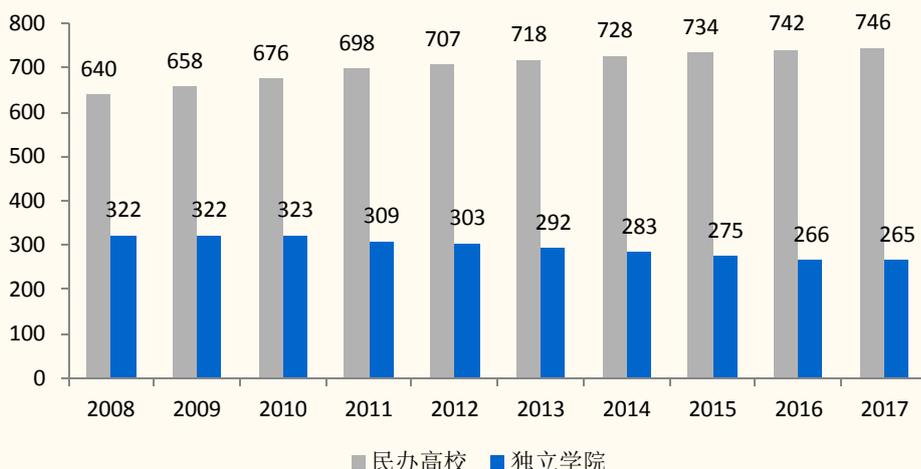
图表 34：民办高等教育行业壁垒高



来源：国金证券研究所绘制

- **中国民办高等教育行业在全国范围内高度分散，行业集中度低。**由于地域性因素影响，高等教育行业目前呈现较为分散的特性。根据国家统计局数据，2017年民办普通高校总在校生人数约651万人，中教控股作为全国最大的民办高等教育集团之一，最新在校生人数规模约8.8万人（不包含郑州学校/中职和西安学校/技师），市占率不到2%，目前行业集中度较低。
- **中短期投资逻辑：并购整合或成民办高等教育行业发展的主要基调，伴随教育行业资本化进程加快，集中度有望进一步提升。**中国民办高等教育六大主要壁垒一定程度上限制的新进入者的数量，从而有利于现有民办高校，尤其是知名民办高校的发展壮大。为了进一步扩大市场份额，领先参与者或将通过并购等方式寻求持续增长，充分发挥规模效应。已上市的大型民办高校集团具有融资优势、品牌优势和管理优势等多方面先发优势，有助于其进行并购整合：①上市公司具备融资优势，可以帮助学校进行长远发展。很多民办高校是负债运营，财务成本较高（10%-20%），而上市公司的资本成本较低（5%左右）；②并购整合不止是用资本运作，还涉及管理的输出。进入上市平台后，依托标准化的模式和完备体系可以更好帮助学校改善经营状况，实现规模扩张和发展，公司还具有更强的和政府合作的基础、品牌优势和核心人员激励的优势。2017和2018年若干家民办高校集团陆续上市，未来民办高校集团借助上市公司平台，提升投融资效率，未来1-5年，民办高校行业集中度有望显著提高。
- **上市公司并购整合的高等教育院校类型主要是独立学院。**独立学院是实施本科以上学历教育的普通高等学校与国家机构以外的社会组织或者个人合作的高等学校，通常社会组织或个人需要将收取的学费按约定比例以管理费形式支付给大校。民办高等教育上市公司有望通过注资，购置土地建设楼宇，最终实现独立学院的转设，成为独立学校。其依托原校已积淀了一定行业经验和品牌优势，故而进入民办教育公司的重点标的范围，目前全国还有265所独立学院。

图表 35：民办高校及独立学院学校数量变动（单位：所）



来源：国家统计局，教育部，国金证券研究所

- **高校并购窗口期，收并购持续进行中。**目前是高校收并购的黄金窗口期，预计未来 3-5 年仍将持续。各教育公司上市后，收并购持续推进，收购学校数量来看，新高教集团/中教控股/民生教育上市之后分别公告收购了 5/4/4 所学校，希望教育则是在上市之前完成收购了 5 所学校。据不完全统计，港股高校近两年公告的并购事件 13 起，涉及金额超过 58 亿元。其中 2018 年 8 月 10 日民促法送审稿发布之后，民生教育和新高教集团仍进行了学校的收并购，自证高校外延并购逻辑未受影响。

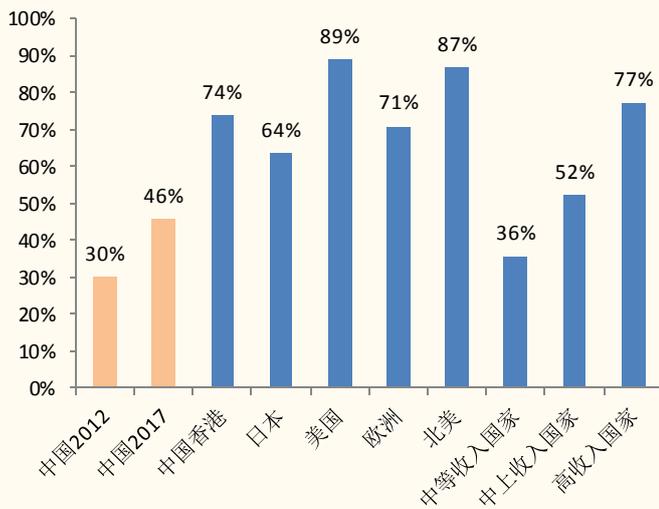
图表 36：民办高等教育上市公司收并购不完全统计

| 公司 | 公告时间 | 收购标的 | 学校情况 | 收购方式及价格 |
|--------|------------|--|----------|--|
| 中教控股 | 2018/3/13 | 郑州学校 (80%) | 职业教育 | 1.2 亿元用于转让股权，7.35 亿元注入额外资本，合计 8.55 亿人民币 |
| | 2018/3/13 | 西安学校 (62%) | 技师教育 | 4.72 亿元用于转让股权，1.04 亿元注入额外资本，合计 5.77 亿人民币 |
| | 2018/6/14 | 松田大学、松田学院 (100%) | 本科及高职 | 0.5 亿元收购 100% 股权及 4.88 亿元收购债权，合计 5.35 亿人民币 |
| 新高教集团 | 2018/9/14 | 广西三所学校 (100%) | 专科、中职、高中 | 2 亿元 |
| | 2018/1/8 | 河南学校 (55%) | 职业学院 | 1.015 亿元 |
| | 2017/4/5 | 东北学校 (73.91%) | 本科及专科 | 3.819 亿元 |
| 中国新华教育 | 2017/11/20 | 安徽医科大学临床医学院 (100%) | 独立学院 | 1.96 亿元 |
| 希望教育 | 2017 | 四川托普信息技术职业学院 (100%) | 大专 | - |
| | 2014 | 贵州财经大学商务学院 (100%) | 本科 | - |
| | 2014 | 山西医科大学晋祠学院 (100%) | 本科 | - |
| | 2014 | 四川文化传媒职业学院 (100%) | 大专 | - |
| | 2011 | 民办四川天一学院 (100%) | 大专 | - |
| 民生教育 | 2018/8/20 | 云南大学滇池学院 (51%) | 本科 | 5.825 亿元 |
| | 2018/7/9 | 河北工业大学城市学院 (100%) | 本科 | 2 亿元 |
| | 2018/3/12 | 渤海实验学校 (100%) | 高中 | 1.52 亿元 |
| | 2017/8/20 | 安徽文达信息工程学院 (51%) | 本科及大专 | 5 亿元 |
| 宇华教育 | 2018/4/18 | 博望高中 (70%) | 高中 | 1.07 亿元 |
| | 2017/12/27 | 湖南涉外经济学院、湖南猎鹰技工学校、湖南涉外经济学院职业技能培训中心及湖南猎鹰物业管理等 (75%) | - | 14.3 亿元 |
| 成实外教育 | 2016/11/25 | 四川外国语大学成都学院 (24.3%) | 民办大学 | 2.6025 亿元 |

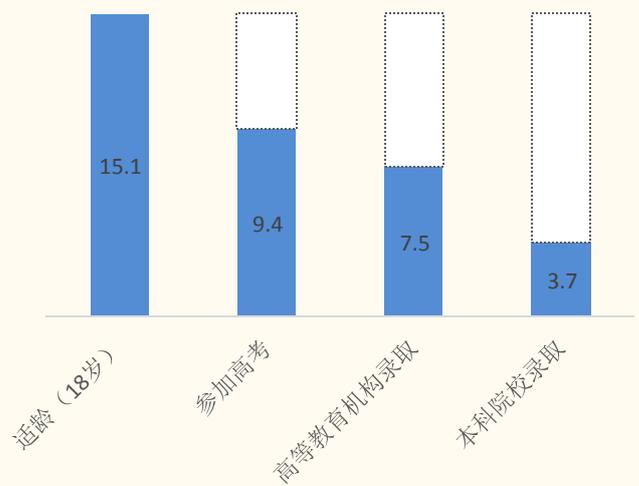
来源：各公司公告，国金证券研究所整理

- **长期投资逻辑：高等教育阶段毛入学率和民办渗透率仍有提升空间**
- **对标发达地区，我国高等教育入学率还存在着较大的差距，本科录取率相对较低，高等教育市场潜力巨大。**我国高等教育入学率由 2012 年 30% 上升到 2017 年 46%，处于中等收入国家和中上收入国家高等教育毛入学率的中间水平，欧洲高等教育入学率为 71%，北美洲高等教育入学率为 87%，表明我国高等教育入学率相对于发达国家而言相对较低，高等教育市场还存在着较大的提升空间。根据弗若斯特沙利文数据显示，2016 年，在 1510 万适龄人口中仅有 24.50% 的学生被本科院校录取，我国高等教育本科录取率相对较低，高等教育资源仍然稀缺，该教育阶段的毛入学率仍有较大提升空间。

图表 37：对比全球范围内高等教育入学率，中国仍有提升空间



图表 38：中国高等教育仍供不应求，2016 年高等教育需求（单位：百万人）



来源：联合国教科文组织，国家统计局，教育部，国金证券研究所

来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

注：日本和美国为 2016 年数据，其他为 2017 年数据，中等，中上，高收入分类来自于世界银行

- **民办高等教育渗透率不断提高，仍有提升空间。**中国民办高等教育渗透率（民办学校在校生占整体在校生人数的比重）由 2008 年的 19.9% 逐步提高至 2016 年的 23.5%，表明选择民办高校重要性及认可度逐步提高，就读学生人数正逐年增加。民办高校专业设置灵活，更关注就业市场需求，打造应用型学校。为了缓解高等教育毕业生特质与企业需求不匹配的问题，我国政府鼓励高校关注应用学科以改善结构，民办高校专业设置灵活，重点突出产教融合、校企结合，越来越多沿用以现代学徒制为特征的职业教育培养模式，更加关注就业市场需求，比如幼儿园师资力量欠缺，幼教毕业生供不应求，近年多所民办高校开始开设幼教专业。我们认为，未来民办高等教育渗透率提升趋势有望持续。

【相关标的】：新高教集团（港股），中教控股（港股），新华教育（港股），希望教育（港股），民生教育（港股）等

3.1.2 国际学校：最教育消费升级领域，五大角度看好行业发展

- **国际学校迎来黄金发展期，进入二三线城市，五个角度印证其潜力大，具有良好市场空间。**2018 年国际学校新增 87 所，增幅高达 12%，其中新增排名前三的地域为四川/江苏/上海，国际学校已由一线城市逐步向二三线扩展。升学竞争激烈、素质教育加强、留学需求旺盛、教育消费升级和标准化多元课程体系促进国际学校快速发展。一方面，中国教育资源相对稀缺，大量学生对稀缺优质教育资源的竞争激烈，而国际学校提供了绕道竞争的选择，让学生有机会升入国际名校。2017/2018 学年枫叶毕业生被全球百

强榜院校录取比例达 68%。另一方面，标准化国际课程体系，可复制性强。枫叶教育主打 BC 课程，于 1995 年开设的大连枫叶高中是加拿大 BC 省在中国的第一所海外学校，课程体系成熟受认可，毕业可获得中国及 BC 省双文凭。

图表 39：国内国际学校类别



来源：国金证券研究所绘制

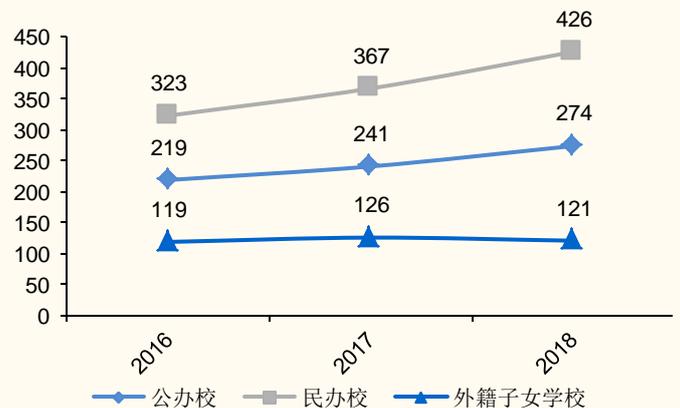
■ **国际学校正处黄金发展期，民办国际学校发展更快。**根据新学说数据，国际学校的数量从 2010 年的 384 所增长至 2018 年的 821 所，2018 年新增 87 所，增幅高达 12%。因为外籍人员子女学校受法律制约不得招收境内中国公民的子女，公立国际班被政策限制难以继续扩张，所以近年来国际学校的数量增长主要来源于民办国际学校。2018 年，民办国际学校数量为 426 所，民办学校无论增速还是存量都成为国际学校的主力阵营，公办学校数量 274 所，公立学校国际班/部数量增速较为缓慢，外籍子女学校为 121 所，平稳中略有下降。

图表 40：2010-2018 年国际学校数量(所)



来源：新学说，国金证券研究所

图表 41：三类国际学校数量(所)

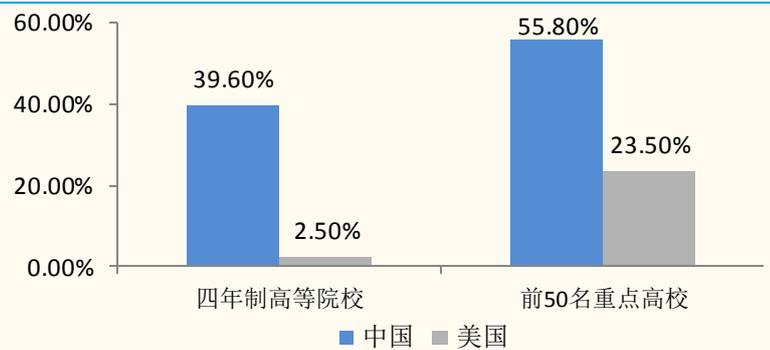


来源：新学说，国金证券研究所

① 升学角度：优质高校角逐激烈录取率低，国际学校提供绕道竞争选择

- 中国高等教育资源相对稀缺，大量学生对稀缺重点大学的竞争激烈。根据 Frost & Sullivan 报告，中国四年制高等院校和前 50 名重点高校的录取率分别只有 39.6% 和 2.5%，远远低于美国的 55.8% 和 23.5%。在国内教育竞争如此激烈的背景之下，国际学校却可以为家长和学生提供绕道竞争的选择，在避免了千军万马过独木桥式的高考竞争同时，还有机会入读包括美国在内的其他国家的知名高等院校，成为了众多学生代替通过高考升学的重要途径。

图表 42：中美高等教育阶段录取率对比，中国处于劣势



来源：Frost & Sullivan，国金证券研究所

② 培养角度：考核方式不同，素质教育受重视程度提高

- 家长教育观念转变，更关注孩子综合素质的培养。国际化教育以素质培养为导向，能够很好地满足家长和学生的需求。国际学校具有以下特点：1) 重视双语教学。双语教学渗透到了国际学校教学的各个环节，教学讲究双语的运用，不仅仅是满足英语考试，能够为孩子出国留学提前打好语言和文化基础。2) 重视实践活动。实践活动包括各方面社会探究、义工、实验等，我们认为，这些实践活动有助于培养孩子解决问题的能力，让他们对社会及科学有着更为直接的认识。3) 重视学生的多元化发展。国际学校不单单以学习成绩，而是以更加多元化的标准来评价学生。由于国际学校的教学方式较为灵活，学生可以通过较单纯的做题而言更为丰富的学习方式掌握知识，并培养起独立思考能力以及创新精神。此外，不同于国内简单的文理分科，国际课程允许学生从众多领域的学科中自行选择学习，这可以使学生扬长避短，按照自己的兴趣爱好学习。

③ 供需角度：留学低龄化趋势下，本科生成为留学主力，供给不足

- 海外留学市场稳定成长，留学低龄化趋势将会延续，国际学校需求有望不断提升。虽然在上世纪 90 年代中国留学生的攻读学位还是以研究生为主，但是近十年来留学低龄化的趋势愈发明显。2012-2017 年本科及以下留学生增速高于研究生，根据 Frost & Sullivan 报告，预计 2017 年到 2022 年中国出国留学人数的复合年均增长率约为 7.2%，2022 年留学人数将达到 83.05 万人，其中本科及其以下阶段的留学生增速高于研究生，留学低龄化趋势将会延续。
- 留学低龄化趋势下，国际学校在语言、课程体系、文化理念等方面表现出特有优势。在留学低龄化的趋势下，国际学校能够帮助留学生攻克语言难关，尽早适应国际化的教学体系和教学理念，养成良好的学习习惯，通过国际课程的学习在海外院校的申请中抢占先机。国际学校全方位覆盖了学生在留学前期的各个环节，极好地迎合了市场的需求，这也是国际学校在近几年获得高速发展并将在未来持续快速发展的原因之一。
- 供给量远低于潜在需求量，未来国际学校或将仍处于供不应求状态。我们认为本科及以下阶段留学人员是国际学校的主要目标人群，进行初步推算，根据教育部最新数据显示 2017 年出国留学人数达 60.84 万人，其中约三分之二的人是本科及以下阶段，即每个年级约有 40 万人有潜在国际学校就读需求（潜在需求量），根据新学说最新数据显示，2017 年国际学校在

校生约为 48.43 万人，除以 12 个年级，平均每个年级仅有 4 万人，意味着只有 10% 的潜在需求量被满足，即本科及以下阶段出国留学的人中通过国际学校途径出国的渗透率只有 10%，仍有很大的提升空间，目前的供给量远低于潜在需求量。我们认为未来 5 年，国际学校或将仍处于供不应求的状态，故在未来 5 年，国际学校仍然是一个主要看供给的行业，需求端会持续保持较为旺盛的状态。

图表 43：2012-2022E 参与海外留学教育的中国学生数量(万人)



来源：Frost & Sullivan, 国金证券研究所

④价格角度：定位高端，客单价高

- 国际学校定位高端，客单价高，受益消费升级市场需求旺盛。根据新学说数据显示，2016 年，北京国际学校不同学段的学费平均水平分布在 14-18 万元/学年，上海国际学校不同学段的学费平均水平分布在 14-16 万元/学年，深圳国际学校不同学段的学费平均水平分布在 12-13 万元/学年。将北上深的国际学校学费水平近似作为国内一线城市的平均水平，估计可得国内一线城市国际学校的平均学费水平约为 14.3 万元/学年，远超国内非国际学校的收费水平。

⑤扩张角度：标准国际课程体系，可复制性强

- 目前国内的国际学校高中阶段一般都提供 AP 课程、A-level 课程、IB 课程和 BC 课程等国际主流课程。申请学校时，国际课程体系更受认可，学生可在大学中享有转换学分，跳级，免修等政策，更受欢迎，课程体系标准化程度高，可复制性强，对于在教育集团扩张进程中显现出优势。
- 以 BC 课程为例，考试通过的 BC 课程可以折抵大学学分，免修大学课程，帮助学生缩短大学学时、跳级，更可节省高昂大学学费。BC 课程的毕业生凭借加拿大高中文凭及所需学分，可以直接申请加拿大和美国、英国、澳洲等英语国家大学，一般不需参加托福、雅思或 SAT 考试，进入大学后无需再参加预科学习和测试。

【相关标的】：凯文教育（A 股），枫叶教育（港股），博实乐教育（美股）等

3.2 培训：各有分化，还需择优选择，寻找政策避风港

非学历职业教育：覆盖范围广泛，政策的避风港

- 中国职业教育体系可以分为非学历职业教育及学历职业教育，这里讨论的主要是前者。非学历职业教育提供就业所需的知识及技能培训，但不会授予学位或学历证书，而学历职业教育会在完成教育后授予学生学历证书。非学历职业教育主要包括职业技能教育和职业考试培训。而学历职业教育包括职业中专教育及高等职业教育。根据弗若斯特沙利文报告，非学历职业教育的受众更加广泛，年龄从 15 岁至 45 岁，跨度达 30 岁，为非学历职业教育提供商提供了大量的需求及市场机会。这里讨论的主要是非学历职业教育，非学历职业教育又可分为职业技能教育和职业考试培训。

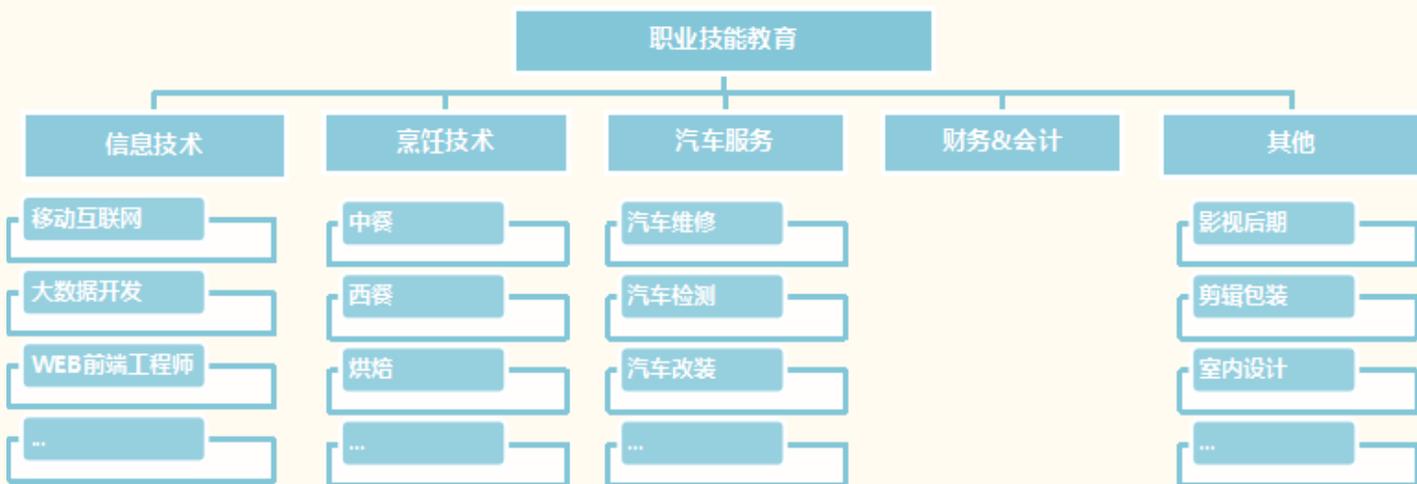
图表 44：中国职业教育体系



来源：弗若斯特沙利文，教育部，国金证券研究所

- 职业技能教育涵盖范围广泛。职业技能教育不仅包括信息技术、烹饪技术、汽车服务、财务会计类，还包括影视后期、剪辑包装、室内设计等。比如已经递交港股 IPO 的中国东方教育（新东方烹饪/新华电脑/万通汽修-烹饪技术/信息培训/汽车服务培训），A 股的百洋股份（火星时代-泛设计类培训），开元股份（恒企教育-会计&IT 培训），美股的达内科技（IT 培训）等均属于这一范畴。

图表 45：中国职业教育体系-职业技能教育



来源：国金证券研究所绘制

- 职业考试培训** 主要包含**招录**和**资格/资质考试培训**两部分。招录又可分为公务员招录、事业单位招聘、教师招聘以及其他职业招录。公务员招录包括国家公务员招录考试和地方公务员招录考试；事业单位招聘主要是指银保监会、保监会、质监站等全额拨款事业单位、差额拨款事业单位、自收自支事业单位和“参公”（参照公务员）事业单位四类单位招录；教师招聘即教师招聘考试；其他职业招录包括了社区工作者、军转干、选调生招录等。资格/资质考试主要包括财会金融类、教师类、法律类、医疗卫生类、外语类、工程技术类和管理类等，比如司法考试、注册会计师、执业医师、注册土木工程师、雅思考试等，都属于资格/资质类考试。A股借壳亚夏汽车的中公教育，正在递交港股IPO的华图教育，主要业务均为公考/事业单位/教师招聘培训，属于这一范畴。

图表 46：中国职业教育体系-职业考试培训



来源：国金证券研究所绘制

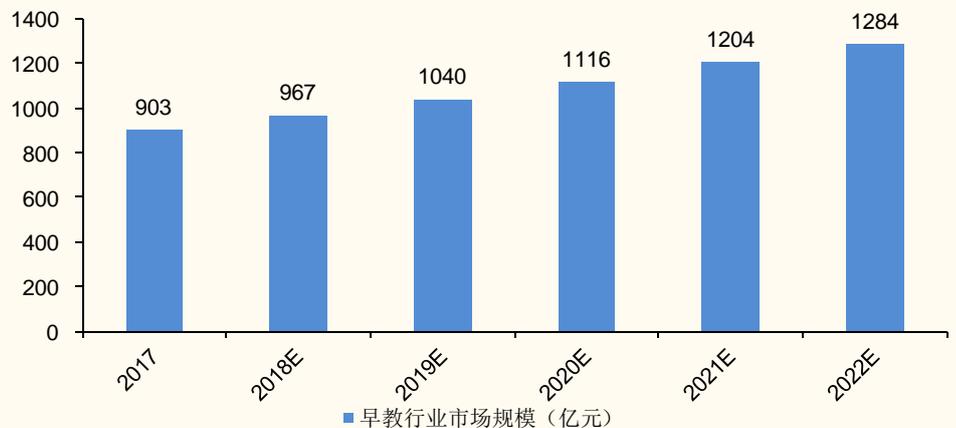
- 虽然最近政策震荡比较大，但是职业教育一直是国家政策所支持的方向，政策风险较小。** 国家为促进职业教育、技工教育、职业技能培训等教育发展，政府部门出台了一系列文件，其中重要的包括：2015年6月30日教育部发布的《关于深入推进职业教育集团化办学的意见》、2016年12月9日人力资源社会保障部发布的《关于印发技工教育“十三五”规划的通知》、2017年9月5日教育部发布的《关于进一步推进职业教育信息化发展的指导意见》、2018年05月08日国务院发布的《关于推行终身职业技能培训制度的意见》。虽然最近政策震荡比较大，但是职业教育一直是国家政策所支持的方向，政策风险较小。2018年10月20日，财政部、国家税务总局会同有关部门起草的《个人所得税专项附加扣除暂行办法（征求意见稿）》发布。第三章“继续教育专项附加扣除”中规定纳税人接受技能人员职业资格继续教育、专业技术人员职业资格继续教育支出，在取得相关证书的年度，按照每年3600元定额扣除，也体现出国家对于非学历职业教育的支持鼓励态度，或对市场的需求有直接提振作用。

【相关标的】：百洋股份（A股），开元股份（A股），亚夏汽车/中公教育（A股），华图教育（已递交港股IPO），中国东方教育（已递交港股IPO）等

早教：行业市场空间大，竞争激烈

- 广义的早教（早期教育）是指针对 0-6 岁儿童进行针对性兴趣开发为主的教育，主要包括家庭教育、幼儿园教育以及早教机构教育。下文提到的早教（狭义）主要指早教机构教育，与幼儿园教育相区分。早教起源于 20 世纪 60 年代的欧美国家，80 年代在中国开始出现专门的早期教育机构。早教机构在 1998、1999 年左右开始萌芽，经历 2001 年的迅猛发展、2003 年非典背景下的洗牌之后，2005 年早教机构吸引了国内外更多资本的加入。
- 早教机构可分为综合型和特色型两大类，综合型硬件设施更为完善，特色型教育体系更专业，通常以音乐、艺术、运动、科学、思维、语言等课程为特色启发婴幼儿不同领域发展。2001 年的《中国儿童发展纲要》中首次提出“发展 0-3 岁早期教育”。并在 2010 年《国家中长期教育改革和发展纲要（2010-2020）》中提出“重视 0-3 岁早期教育”党的十九大报告中作为保障和改善民生的重要内容，“幼有所育”首次被提出。早教机构作为孩子早期教育的摇篮，其发展的重要性和前景性为我们所看好。

图表 47：早教行业市场规模



来源：国家统计局、艾瑞咨询、国金证券研究所测算

- **早教行业市场规模 2022 年或将达 1284.1 亿元，市场空间较大。**根据我们的测算，我们将全国各省份分为一线省份（北京、上海和广东）以及其他省份，按照新生儿数量的推算计算 0-6 岁的儿童数，在 2017 年一线省份及其他省份早教参培市场渗透率分别为 36%和 16%的基础上，二者每年增长率为 1%和 0.5%，分别计算出一线省份和其他省份早教参培人数。根据艾瑞咨询在 2015 年的调查显示，一线城市家庭平均早教投入在 500-1000 元/月，二线城市为 300-500 元/月。三四线城市以 100-300 元/月为主。我们取 2015 年一线省份月家庭平均早教投入金额为 800 元/月，其他省份月家庭平均早教投入金额为 300 元/月，二者均每年增长 2%（此处收费水平为 4 节课收费，预估每月 4 节课，一年 48 课时）。我们计算出早教行业市场规模在 2022 年或将达 1284 亿元。

【相关标的】：三垒股份/美吉姆（A 股）等

3.3 教育信息化：定位“基建”，政策加码助力，市场潜力大

- 教育信息化主要包括四部分，1.硬件设备，2.软件&后续服务，3.云服务&数据服务，4.增值服务。前三部分主要是 To B 的，目前属于各类订单增长迅速的，相关业务收入快速增长的阶段。最后一部分增值服务主要是 To C 的，其商业模式尚处于探索阶段中，还未形成稳定的现金流。
- **教育信息化作为一项 To B 的业务，不同于传统 To C 的教育培训行业，主要是政策驱动。**我们认为，其行业性质，更接近于“基建”，我们将其定义为“教育中的基建”，而近年来政策的大力支持，教育基建发展迅速，未来

或将持续保持高速增长。并且教育信息化作为一个以 To G 为主要模式的行业，最终采购者通常为政府部门。从 2007 年的教育部出台的《教育部关于做好国家教育考试考务管理与服务平台相关工作的通知》到 2018 年 4 月教育部印发的《教育信息化 2.0 行动计划》，一系列教育改革顶层设计和具体实施纲要都鲜明指出中国教育产业将长期致力于将信息技术与教育资源深度融合，不断推进教育信息化建设，从而持续改善提升教育管理现代化水平的产业发展趋势。

- 2011 年 6 月，教育部发布的《教育信息化十年发展规划（2011-2020 年）》（征求意见稿）第十五章（四十四）条，明确提出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，保障教育信息化拥有持续、稳定的政府财政投入。2012 年，任国务院副总理刘延东在全国教育信息化工作电视电话会议明确提出建设好“三通两平台”（即“宽带网络校校通、优质资源班班通、网络学习空间人人通”），建设教育资源公共服务平台和教育管理公共服务平台。2018 年教育部《教育信息化 2.0 行动计划》又进一步提出“三全两高一”的发展目标（即教学应用覆盖全体教师、学习应用覆盖全体适龄学生、数字校园建设覆盖全体学校，信息化应用水平和师生信息素养普遍提高，建成“互联网+教育”大平台），教育信息化建设开始从基础信息系统及设施构建走向覆盖全体师生的全民性系统工程。这些国家层面的政策和发展目标为教育信息化发展态势奠定坚实的政策基础，对教育信息化行业的优秀企业给出了明确的信心支持，进一步激发了市场潜力。

图表 48：教育信息化相关重大政策文件时间表

| 时间 | 政策文件 | 重点内容 |
|-------------|----------------------------------|--|
| 2017 年 3 月 | 《教育部关于做好国家教育考试考务管理与服务平台相关工作的通知》 | 教育部部署国家教育考试考务管理与服务平台总体工作任务和要求。 |
| 2010 年 7 月 | 《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020 年）》 | 加大教育投入，完善投入机制，提高国家财政性教育经费支出占国内生产总值比例，2012 年达到 4%。加快教育信息基础设施建设，构建国家教育管理信息系统。 |
| 2011 年 2 月 | 《教育部财政部关于大力推进国家教育考试标准化考点建设工作的通知》 | 为了加快推进国家教育考试标准化考点建设工作，结合本地实际，统筹规划、科学合理编制省（区、市）标准化考点建设规划及实施方案。 |
| 2012 年 3 月 | 《教育信息化十年发展规划（2011-2020 年）》 | 发展任务中明确指出，推进信息技术与教育深度融合，实现教育资源共享，提高教育管理现代化水平。行动计划中指出推动优质数字教育和学校信息化建设，实施教育管理信息系统建设行动以及教育信息基础能力建设等一系列举措。 |
| 2014 年 11 月 | 《构建利用信息化手段扩大优质教育资源覆盖面有效机制的实施方案》 | 通过构建利用信息化手段扩大教育资源覆盖面的有效机制，加快推进教育信息化“三通两平台”建设与应用，实现各级各类学校宽带网络的全覆盖，优质数字教育资源的共建共享，信息技术与教育教学的全面深度融合 |
| 2016 年 6 月 | 《教育信息化“十三五”规划》 | 2020 年基本建成与国家教育现代化发展目标相适应的教育信息化体系；基本实现教育信息化；基本形成具有国际先进水平、信息技术与教育融合创新发展的中国特色教育信息化发展路子 |
| 2017 年 12 月 | 《教育部关于数字教育资源公共服务体系建设与应用的指导意见》 | 总体目标是到 2020 年，基本建成覆盖全国、互联互通、用户统一、共治共享、协同服务的具有中国特色的数字教育资源公共服务体系，基本实现“全国一体系、资源体系通、一人一空间、应用促教学”。 |
| 2018 年 2 月 | 《2018 年教育信息化和网络安全工作要点》 | 发展“互联网+教育”，实现教育信息化 2.0 升级。/设立 5 个以上“智慧教育示范区”。 |
| 2018 年 4 月 | 《教育信息化 2.0 行动计划》 | 2022 年基本实现“三全两高一”的发展目标，推动教育变革，发展基于互联网的教育服务新模式、探索信息时代教育治理新模式。 |
| 2018 年 4 月 | 《中小学数字校园建设规范（试行）》 | 数字校园建设的总体要求是坚持“深化应用，融合创新”的基本思想，采用云服务模式统一规划、分步实施，以促进区域教育的均衡发展和学校教育的质量提升。 |

来源：教育部，国务院，国金证券研究所

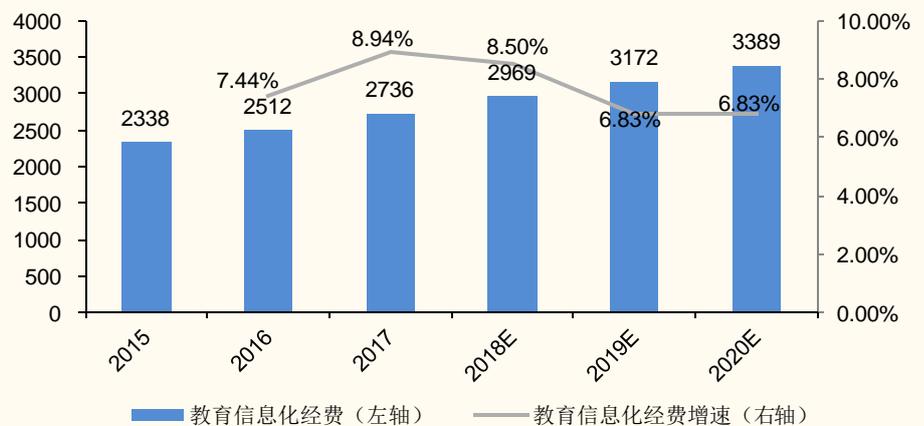
- **庞大的学校网络和在校生规模，教育信息化潜在市场空间巨大。**根据教育部最新数据显示，2017年小学16.70万所，在校生1.01亿人，初中5.19万所，在校生4442万人。高中阶段教育2.46万所，在校生3971万人，其中普通高中1.36万所，在校生2375万人。普通高等学校2631所，各类高等教育在校生3779万人，其中普通本专科2754万人。庞大的学校网络和在校生规模对教育信息化潜在市场空间形成重要支撑。
- **加强教育信息化建设经费投入，2020年市场规模或将超3000亿。**根据我们的测算，基于国家在教育投入中加大对教育信息化的倾斜，我们预计未来教育信息化经费财政性教育经费比重不会低于2015-2017的3年平均水平（4.20%），同时未来GDP增速预测值同样为2015-2017年平均（6.83%），据此，可以建立起测算模型。根据测算结果，国家教育信息化支出经费2020年或将达到3389亿元，结果显示教育信息化经费支出未来将会保持较快增长，增长幅度在6%到9%区间浮动，未来教育信息化行业将会持续得到国家财政扶持，这对于行业企业发挥大有裨益。

图表 49：教育信息化经费测算模型

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| GDP (亿元) | 689052 | 743586 | 827122 | 883642 | 944024 | 1008533 |
| GDP 增长率 | 6.90% | 6.70% | 6.90% | 6.83% | 6.83% | 6.83% |
| 国家财政性教育经费 (亿元) | 29222 | 31396 | 34204 | 37113 | 39649 | 42358 |
| 财政性教育经费占 GDP 比重 | 4.30% | 4.20% | 4.10% | 4.20% | 4.20% | 4.20% |
| 教育信息化经费占财政性教育经费比重 | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% |
| 教育信息化经费 (亿元) | 2338 | 2512 | 2736 | 2969 | 3172 | 3389 |
| 教育信息化经费增速 | | 7.44% | 8.94% | 8.50% | 6.83% | 6.83% |

来源：国家统计局，国金证券研究所测算

图表 50：2018 年国家教育信息化经费支出测算结果



来源：国家统计局，国金证券研究所测算

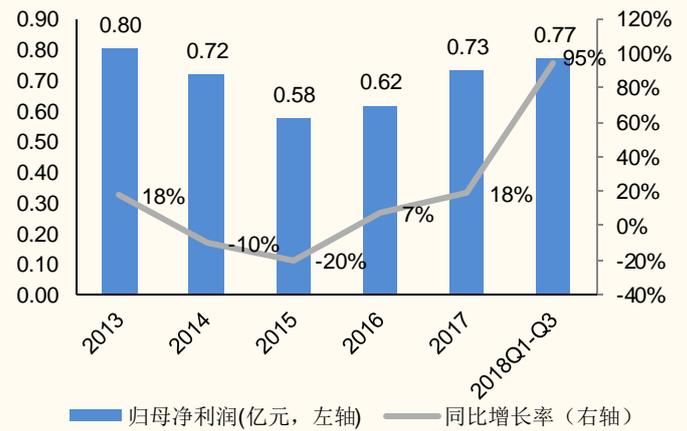
政策红利下，行业相关公司实现快速增长

- **【佳发教育】**佳发教育成立于2002年，2004年进入教育信息化行业，多年来深耕教育考试信息化板块，2016年底推出“新高考”云巅智慧教育产品和解决方案。目前主要有考试考务信息化和智慧教育两块业务，公司标准化考点覆盖28个省市，新高考业务超额完成上半年产品进百家学校、服务进十个省的目标。公司布局广泛，入口优势明显，音视频采集设备运行在全国1.3万所学校，覆盖了30多万间教室，已布点学校具有示范效应，积累了大量优质客户资源。公司2018Q1-Q3实现营收2.43亿，同比增长138%，归母净利润0.77亿，同比增长95%，增长势头强劲。

图表 51: 佳发教育营收及增速



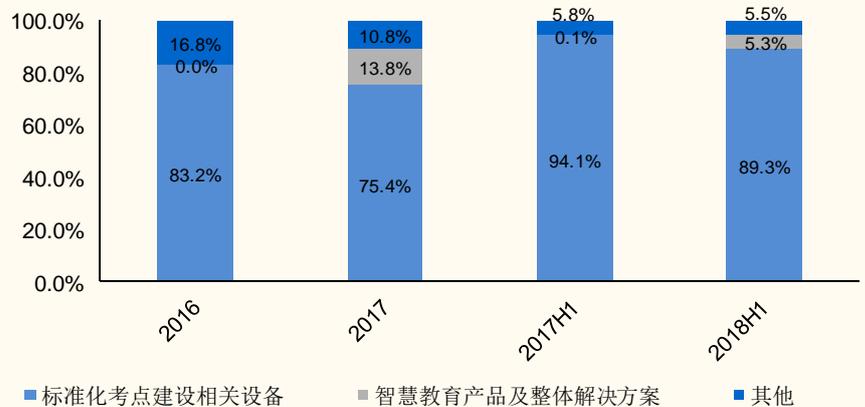
图表 52: 佳发教育归母净利润及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

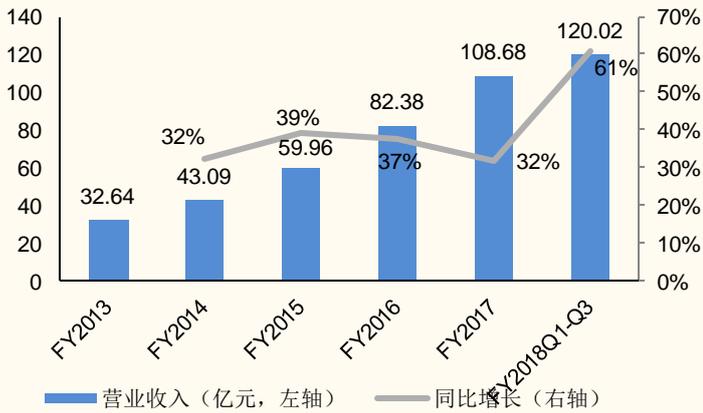
图表 53: 佳发教育分业务收入构成



来源: 公司公告, 国金证券研究所

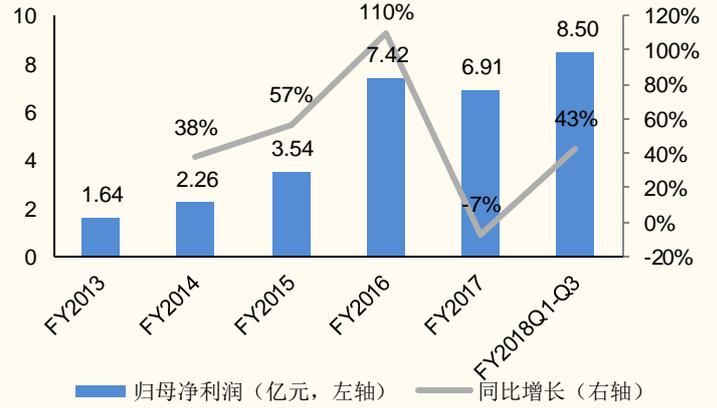
- **【视源股份】** 以显控技术为核心的智能交互解决方案服务商, 目前已经发展成为全球领先的液晶显示主控板卡供应商和国内领先的交互智能平板供应商。公司成立于 2005 年, 最初围绕液晶主控板设计研发展开业务。2009 年推出第一个自主品牌"希沃(seewo)", 开始进入教育信息化应用领域。2017 年公司在中国教育市场交互智能平板业务占有率超过 35%, 公司产品希沃交互智能平板在交互智能平板市场的销量和销售额继续保持市场占有率第一的领先优势。目前, 公司营收主要由液晶显示主控板卡业务、交互智能平板业务和其他业务构成, 2018H1 交互智能平板产品实现营收 20.81 亿元, 其中在教育市场实现营业收入 18.4 亿元, 同比增长 47%, 占公司营业收入比重为 29.5%。2018Q1-Q3, 公司实现营业收入 120.02 亿元, 同比增长 61%; 实现归母净利润 8.50 亿元, 同比增长 43%, 在大体量下依旧实现了快速增长。

图表 54: 视源股份营收及增速



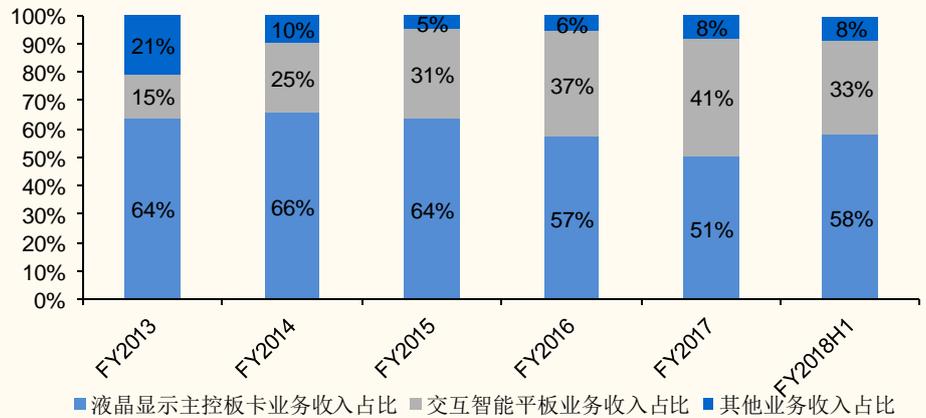
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 55: 视源股份归母净利润及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 56: 视源股份分业务收入占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.4 出版发行：长于防守，低估值低风险，资金充足高分红

- **低估值，低风险，货币资金充足，经营性现金流状况良好，高分红率。**出版发行行业公司主要为地方国企和央企，质押比例平均值仅为 0.06%。出版发行行业公司 PE (TTM) 均值仅为 13.4 (剔除新华传媒)，调整后的 PE 均值为 7.8 (剔除新华传媒)，PB 均值为 1.5。账上货币资金均值有 36.6 亿，经营活动现金净流量状况良好，同时，出版行业分红率平均值达 37.2%。除此之外，出版行业部分业务享受增值税优惠政策，是市场震荡下用于防御的优质选择。

图表 57：出版发行行业公司概况

| 企业性质 | 股票代码 | 股票简称 | 主业 | 上市时间 | 实际控制人 | 收盘价 | 市值 (亿元) | PE (TTM) | 调整后 PE(TTM) | PB | 质押比例 | 货币资金 (2017.12.31, 亿元) | 经营活动现金净流量 (2017, 亿元) | 股息率 2017 | 分红率 2017 |
|------|--------|------|------|--------------|---------------------------|-------|---------|-------------|-------------|------------|--------------|-----------------------|----------------------|------------|--------------|
| 地方国企 | 601098 | 中南传媒 | 出版发行 | 2010-10-28 | 湖南省人民政府 | 12.70 | 228 | 18.9 | 8.2 | 1.7 | 0.00% | 128.0 | 19.7 | 4.7 | 71.2% |
| | 601019 | 山东出版 | 出版发行 | 2017-11-22 | 山东出版集团有限公司 | 7.68 | 160 | 10.5 | 6.4 | 1.7 | 0.00% | 61.1 | 6.6 | 2.9 | 33.6% |
| | 601928 | 凤凰传媒 | 出版发行 | 2011-11-30 | 江苏省人民政府 | 8.12 | 207 | 14.8 | 10.3 | 1.6 | 0.00% | 57.2 | 18.2 | 1.8 | 32.7% |
| | 600373 | 中文传媒 | 出版发行 | 2010-10-12借壳 | 江西省人民政府 | 13.20 | 182 | 11.7 | 6.3 | 1.4 | 0.64% | 61.2 | 15.0 | 3.0 | 38.0% |
| | 601811 | 新华文轩 | 出版发行 | 2016-08-08 | 四川省人民政府国有资产监督管理委员会 | 9.03 | 91 | 13.1 | 7.3 | 1.4 | 0.01% | 18.9 | 3.5 | 3.3 | 40.1% |
| | 600757 | 长江传媒 | 出版发行 | 2011-12-29借壳 | 湖北省国有文化资产监督管理与产业发展领导小组办公室 | 6.59 | 80 | 11.0 | 9.5 | 1.2 | 0.01% | 8.0 | 1.8 | 1.5 | 19.8% |
| | 000719 | 中原传媒 | 出版发行 | 2011-12-02借壳 | 河南省人民政府 | 7.66 | 78 | 10.9 | 4.9 | 1.0 | 0.00% | 37.0 | 8.4 | 2.3 | 26.6% |
| | 601900 | 南方传媒 | 出版发行 | 2016-02-15 | 广东省人民政府 | 8.15 | 73 | 11.2 | 7.7 | 1.4 | 0.01% | 18.4 | 3.3 | 2.5 | 30.0% |
| | 600229 | 城市传媒 | 出版发行 | 2015-09-03借壳 | 青岛市财政局 | 6.67 | 47 | 13.8 | 10.8 | 1.9 | 0.05% | 8.8 | 2.1 | 2.2 | 32.0% |
| | 601999 | 出版传媒 | 出版发行 | 2007-12-21 | 辽宁省人民政府国有资产监督管理委员会 | 5.08 | 28 | 16.2 | 11.5 | 1.3 | 0.00% | 4.4 | 2.6 | 1.7 | 30.1% |
| | 600551 | 时代出版 | 出版 | 2002-09-05 | 安徽省人民政府 | 8.57 | 43 | 14.0 | 5.8 | 0.9 | 0.00% | 17.1 | -1.3 | 4.9 | 70.4% |
| | 601801 | 皖新传媒 | 发行 | 2010-01-18 | 安徽省人民政府 | 6.77 | 135 | 11.5 | 7.0 | 1.3 | 0.01% | 44.2 | 1.4 | 2.5 | 30.3% |
| | 600825 | 新华传媒 | 发行 | 2006-10-17借壳 | 上海市人民政府国有资产监督管理委员会 | 4.76 | 50 | 131.9 | 100.5 | 1.9 | 0.04% | 6.0 | 1.7 | 0.3 | 34.8% |
| 央企 | 601858 | 中国科传 | 出版 | 2017-01-18 | 中国科学院控股有限公司 | 8.57 | 68 | 16.7 | 8.7 | 2.1 | 0.00% | 31.5 | 2.7 | 2.1 | 37.9% |
| | 601949 | 中国出版 | 出版发行 | 2017-08-21 | 中华人民共和国国务院 | 4.38 | 80 | 13.0 | 4.8 | 1.4 | 0.00% | 47.8 | 3.4 | 2.0 | 30.2% |
| 平均值 | | | | | | | | 13.4 | 7.8 | 1.5 | 0.05% | 36.6 | 3.4 | 2.5 | 37.2% |

来源：wind，国金证券研究所

注：数据截止日期为 2018 年 12 月 27 日

图表 58：出版发行相关税收优惠政策

| 有效期 | 优惠类型 | 覆盖范围 |
|-----------------------------------|------------------------------|--|
| 2018 年 1 月 1 日起至 2020 年 12 月 31 日 | 出版环节增值税 100%先征后退 | 中国共产党和各民主党派的各级组织的机关报纸和机关期刊，各级人大、政协、政府、工会、共青团、妇联、残联、科协的机关报纸和机关期刊，新华社的机关报纸和机关期刊，军事部门的机关报纸和机关期刊 |
| | | 专为少年儿童出版发行的报纸和期刊，中小学的学生课本 |
| | | 专为老年人出版发行的报纸和期刊 |
| | | 少数民族文字出版物 |
| | | 盲文图书和盲文期刊 |
| | | 经批准在自治区内注册的出版单位出版的出版物 |
| | 通知附件中的图书、报纸和期刊 | |
| 出版环节增值税 50%先征后退 | 各类图书、期刊、音像制品、电子出版物，除全退出出版物外的 | |
| 免征图书批发、零售环节增值税 | 通知附件中的报纸 | |

来源：财政部，国金证券研究所

投资建议和投资标的

- **2018 年行业重大变化之一：行业政策波动。** 今年是教育行业政策震荡的大年，尤其是和 2C 模式相关的“学历学校”，“教培机构”，“在线教育”领域。我们将最近两年，尤其是 2018 年的行业政策进行梳理分析，最终落实到对于细分行业的影响和未来的趋势判断。政策主要有三条分支：①民促法相关：历经千帆三审通过后，具体落地仍需时间，送审稿旨在规范，而非限制或禁止。学校供不应求，民办教育需扮演重要角色，提高非财政投入在教育经费中占比大势所趋，地方政府支持态度明确。②幼儿园相关：多个特性决定其不同于其他学历阶段，社会负面新闻引重视，面临史上最严政策，资产证券化逻辑大变动。③培训相关：针对中小学校外学科培训，监管力度加大态度趋严，供给端不正规机构遭整顿，需求端尚未受到影响。新民促法强调对民办教育的分类管理，幼儿园政策加强对幼师和学校安全的重视，培训政策集中针对证照不齐、教师资格证不全等违规现状，都体现着规范化是未来行业发展大方向，我们预计未来 2 年教育行业政策仍将持续推进落地。
- **2018 年行业重大变化之二：资本市场上市潮。** 今年也是教育行业 IPO 的大年，2018 年上市的教育公司一共有 12 家，包括港股 8 家，美股 4 家，涵盖 K12 学校、高校、K12 培训、互联网教育等多个细分领域。2017 年年末以来，已递交 IPO 尚未上市的教育公司有 8 家，其中 2 家已通过聆讯。聚焦 A 股市场，上市公司多选择通过并购教育标的以转型教育行业。2018 年，中公教育（职教）作价 185 亿借壳亚夏汽车，三垒教育以 33 亿对价收购美吉姆（早教）成为了 A 股教育行业两大里程碑式事件。我们认为，未来 2 年上市潮仍将持续，教育板块有望进一步完善。
- **展望 2019 年，我们认为应该相信供需规律，识别风险，把握五年以来第一次“低估”的机会。** 具体来看，我们认为有三条投资主线：第一条主线是需求旺盛，此前市场在政策波动下巨震，导致情绪低落，估值低估，甄选实际政策风险小的板块，包括高校，非学历职业教育等；第二条主线是国家大方向支持，有着较强增长力预期的教育信息化板块；第三条主线是市场震荡下的防御性板块，具有低风险高分红特点的出版发行板块。除此之外，建议关注国际学校、早教等板块。
- **具体来看，①民办高校：**行业进入壁垒高、集中度低，中短期并购整合是发展主基调，上市公司具有融资优势、品牌优势和管理优势等多方面先发优势，有助于其进行并购整合，目前是高校收并购的黄金窗口期，预计未来 3-5 年仍将持续，据统计，港股高校近两年公告的并购事件 13 起，涉及金额超过 58 亿元。其中 8 月 10 日送审稿发布之后，民生教育和新高教集团仍进行了学校的收并购，自证高校外延并购逻辑未受影响。长期毛入学率及民办渗透率仍有提升空间。②**非学历职业教育：**包括职业技能教育和职业考试培训，受众广泛，年龄跨度从 15 岁至 45 岁。虽然最近政策震荡比较大，但是职业教育一直是国家政策所支持的方向，政策风险较小。最新的个人所得税专项附加扣除政策中关于“继续教育专项附加扣除”的规定也能体现出国家的支持鼓励态度，或对市场需求有直接提振作用。③**教育信息化：**2B 业务，主要是政策驱动，其行业性质可以定义为“教育中的基建”，最终采购者通常为政府部门。而近年来政策的大力支持，教育基建发展迅速，未来或将持续保持高速增长，2020 年国家教育信息化支出经费有望超 3000 亿。④**出版发行：**低估值，低风险，货币资金充足，经营性现金流状况良好，高分红率，部分业务享受增值税优惠政策，是市场震荡下用于防御的优质选择。
- **推荐标的：**百洋股份（A 股/非学历职业教育，买入评级），佳发教育（A 股/教育信息化，买入评级），新高教集团（港股/高校，买入评级），中教控股（港股/高校，买入评级），希望教育（港股/高校，买入评级）

风险提示

- **民促法送审稿后最终版本尚未落地，仍存一定不确定性。**民促法送审稿之后的最终版本尚未落地，仍存不确定性，K9 义务教育阶段（小学和初中）可能会受到更强的监管，目前影响力度尚不明确，但总体来说，民促法的精神在于规范，而不在于禁止。
- **教培新规强调加强对于校外培训机构的监管，或减缓扩张速度。**对营业执照、办学内容、备案等要求增多，或影响公司计划扩张速度，未来预计会持续整治与小升初相关的内容，存在对相关机构产生进一步影响的可能性。
- **留学签证政策收紧带来的风险。**如果未来美国对中国留学生政策的签证政策进一步收紧，存在影响到公司主要留学国家加拿大、澳洲、英国等国家针对中国留学生的相关政策的可能性，不排除会对公司产生一定负面影响。
- **商誉减值监管趋严风险。**2018 年 11 月 16 日，《会计监管风险提示第 8 号——商誉减值》发布，旨在揭示商誉后续计量环节的有关会计监管风险。由于教育企业扩张中的收购并购过程都会产生商誉，虽然历史上商誉减值仅占极小比例，随着监管趋严，存在一定减值风险。
- **若新出生人口不达预期，或引发市场悲观情绪。**若新出生人口公布数据引发市场悲观情绪，或对板块造成一定影响，但由于教育具有刚需的特性，并且整个行业周期极长的特点，中短期来看，历史人口/存量人口对于行业的影响更大，长期来看，新出生人口存在一定不确定性，若连续多年不达预期，会对行业造成实质影响。
- **扩张过程中优秀的教师、校长等人才或存在短缺风险。**如果扩张速度过快，教师招聘和校长人才可能出现短缺，导致生师比过高，从而影响教学质量，对教育品牌产生一定负面影响，若教师存在短缺，教师成本有上升风险，或拉低公司整体利润率。
- **幼儿园经营风险。**幼儿园的受众多为 3-6 岁的孩童，该阶段学生尚未产生自我意识且较难管理，因此难以像中小学、高校一样形成较大规模。若幼儿园数量众多，形成一定规模，网点分散，同时生师比较低导致幼儿园员工数量众多，整体管理难度加大。幼儿园行业整体师资力量较弱，单园收入规模受限，因此幼儿园就职人员的薪资待遇低于其他教育阶段。因此，幼儿园教育行业，由于其经营特性、行业特性的因素，导致行业发生经营风险的概率较大。

附：教育公司估值表

图表 59：教育公司估值表（A 股，港股，美股）

| 时间： 20181227 | | 归母净利润 (百万) | | | | | PE | | | 业务 |
|-----------------|--------|---------------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---|
| 证券代码 | 证券简称 | 市值 (亿,RMB) | 收盘价 (RMB) | 2018E | 2019E | 2020E | 2018E | 2019E | 2020E | |
| 002696.SZ | 百洋股份 | 35 | 8.96 | 201 | 263 | 325 | 18 | 13 | 11 | 饲料及饲料原料业务、水产食品加工业务以及教育文化业务 |
| 002599.SZ | 盛通股份 | 31 | 9.70 | 131 | 154 | 183 | 24 | 20 | 17 | 综合出版综合服务；素质教育培训 |
| 300338.SZ | 开元股份 | 25 | 7.20 | 151 | 200 | 257 | 16 | 12 | 10 | 职业教育；仪器仪表 |
| 002659.SZ | 凯文教育 | 42 | 8.49 | (85) | 52 | 191 | (50) | 81 | 22 | 自 2016 年 7 月，公司为桥梁钢结构与教育双主营业务；自 2017 年 11 月，公司主营业务为教育及相关产业。 |
| 300192.SZ | 科斯伍德 | 21 | 8.67 | 109 | 102 | 125 | 19 | 21 | 17 | 胶印油墨；中、高考培训；K12 教育培训 |
| 603377.SH | 东方时尚 | 84 | 14.30 | 258 | 295 | 338 | 33 | 29 | 25 | 机动车驾驶员培训业务，汽车消费综合服务商；提供驾培服务、陪练服务、汽车维修、汽车保险代理等汽车消费相关服务和产品 |
| 300559.SZ | 佳发教育 | 49 | 34.84 | 136 | 195 | 281 | 36 | 25 | 17 | 主要有考试考务信息化和智慧教育两块业务 |
| 002308.SZ | 威创股份 | 42 | 4.58 | 241 | 294 | 345 | 17 | 14 | 12 | 超高分辨率数字拼接墙系统业务；幼儿园运营管理服务业务 |
| 002607.SZ | 亚夏汽车 | 58 | 7.07 | 548 | 769 | 974 | 11 | 8 | 6 | 主营品牌汽车经销、维修、装潢、美容、汽车租赁、汽车金融、汽车保险经纪、二手车经纪与经销、驾培等；非学历职业就业培训服务 |
| 002621.SZ | 三垒股份 | 59 | 16.85 | 64 | 143 | 168 | 92 | 41 | 35 | 主营塑料管道成套制造装备及五轴高端机床的研发、设计、生产与销售；教育咨询 |
| 002841.SZ | 视源股份 | 377 | 57.45 | 979 | 1333 | 1766 | 38 | 28 | 21 | 教育设备-液晶显示主控板卡和交互智能平板的设计、研发与销售 |
| 300010.SZ | 立思辰 | 60 | 6.95 | 174 | 314 | 393 | 35 | 19 | 15 | 在线职业教育平台、K12 领域的学科应用产品、以及区域教育资源公共服务平台、区域教育管理公共服务平台、教育评测、综合素质评价、国际教育 |
| 300089.SZ | 文化长城 | 26 | 5.32 | 219 | 300 | 395 | 12 | 9 | 6 | 陶瓷业务；教育产业业务 |
| 600661.SH | 新南洋 | 56 | 19.51 | 147 | 191 | 249 | 38 | 29 | 22 | 教育培训-K12 教育、职业教育、国际教育、幼儿教育 |
| 证券代码 | 证券简称 | 市值 (亿,HKD) | 收盘价 (HKD) | 2018E | 2019E | 2020E | 2018E | 2019E | 2020E | 业务 |
| 0839.HK | 中教控股 | 188 | 9.31 | 621 | 756 | 941 | 27 | 22 | 18 | 民办学校-高等教育；职业教育 |
| 2001.HK | 新高教集团 | 48 | 3.38 | 305 | 403 | 497 | 14 | 11 | 9 | 民办学校-高等教育 |
| 1317.HK | 枫叶教育 | 99 | 3.33 | 543 | 694 | 884 | 16 | 13 | 10 | 民办学校-国际学校 |
| 6068.HK | 睿见教育 | 58 | 2.83 | 317 | 404 | 519 | 16 | 13 | 10 | 民办学校-基础教育 |
| 6169.HK | 宇华教育 | 99 | 3.03 | 492 | 669 | 756 | 18 | 13 | 12 | 民办学校-学前教育、基础教育、高等教育 |
| 1565.HK | 成实外教育 | 123 | 3.98 | 384 | 515 | 678 | 28 | 21 | 16 | 民办学校-学前教育、基础教育、高等教育 |
| 1569.HK | 民生教育 | 51 | 1.28 | 342 | 425 | 483 | 13 | 11 | 9 | 民办学校-高等教育 |
| 2779.HK | 中国新华教育 | 31 | 1.93 | 235 | 280 | 334 | 12 | 10 | 8 | 民办学校-高等教育、职业教育 |
| 1773.HK | 天立教育 | 29 | 1.38 | 194 | 275 | 396 | 13 | 9 | 6 | 民办学校-学前教育、基础教育 |
| 1765.HK | 希望教育 | 55 | 0.82 | 352 | 532 | 681 | 14 | 9 | 7 | 民办学校-高等教育、职业教育 |
| 证券代码 | 证券简称 | 市值 (亿,USD) | 收盘价 (USD) | 2019E | 2020E | 2021E | 2019E | 2020E | 2021E | 业务 |
| EDU.N | 新东方 | 85 | 53.47 | 2137 | 2958 | 3549 | 27 | 20 | 16 | 教育培训-外语培训和基础教育为核心 |
| TAL.N | 好未来 | 151 | 26.61 | 1908 | 2512 | 3323 | 54 | 41 | 31 | 教育培训-中小学教育 |
| BEDU.N | 博实乐 | 12 | 9.25 | 325 | 428 | 529 | 25 | 19 | 15 | 教育培训-K12 教育、国际教育、幼儿教育 |

来源：wind，国金证券研究所

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，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，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，而不应对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