

# 对标海外教育政策沿革，优选弱政策周期景气赛道

——2019 年教育行业年度策略报告



东方证券  
ORIENT SECURITIES

## 核心观点

- 回顾 2018 年教育行业表现，资本市场大幅波动，政策是中短期核心变量。18 年教育行业不同市场均表现不佳，A 股受制于教育业务不纯正、并购标的的不及预期，股价持续承压；港股因《民促法》政策不确定性，股价冲高回落；美股亦因课外辅导政策趋严，估值趋于合理。18-19 年是国内教育行业政策制定重要年份，高考改革、校外培训机构专项治理以及民促法实施条例牵动着国内教育各细分行业的走向。**但我们认为政策不仅是短期影响股价的核心因素，更是产业长期方向的指挥棒。**长期来看教育行业是景气度上行行业，具备长期定价权，但因教育领域特殊性，需要结合政策寻找投资大方向。
- 课外辅导方面，**监管趋严对课外辅导渗透率影响有限，利于全国性课外辅导龙头及新兴细分领域。**1) 通过对同儒家文化的韩国减负政策执行 10 年的分析及研究（2007-2017，减负政策非常相近），在韩国整体高考改革及禁止超纲补课等一系列政策下，我们发现政策执行的确实对 K12 通识类培训整体起到抑制作用，包括参培时长、参培率及参培意愿，但影响有限，10 年间韩国课外辅导渗透率仅下降 6.5% 至 70.5%，其中通识类从 66.7% 下降至 52.2%；同时产生四大类产业新机会，补差、课后托管、线上及兴趣类；2) 与韩国相比，中国课外辅导渗透率和支出仍有较大增长空间，受政策影响效果或小于韩国。2017 年中国课外辅导参培率约 40%+，低于韩国 70% 水平，利于我国全国性课外辅导龙头；政策下的新兴领域仍处蓝海，产业值得期待。
- 民办教育方面，**分类管理为必然趋势，高等教育中的营利性学校属于优势赛道。**美国民办教育发展成熟，分类管理清晰，通过研究美国自身及中美对比，结论如下：1) 纵向对比看，近 30 年美国学前教育民办渗透率显著下降，高等教育渗透率提升。美国学前/小学/中学/高等教育渗透率分别下降 11.8%/下降 2.2%/上升 0.1%/上升 5%；2) 横向对比看，除学前外，中美民办教育其他阶段渗透率差距不大。长逻辑我国学前教育会陆续得到财政支持，民办率持续下降（中美学前渗透率分别为 55%/28%），此外，目前我国高等教育民办渗透率相当于美国 1990 年水平（21%），后期比率或提升，且民办中营利性学校发展潜力明显；3) 美国分类管理差异主要在于税收、补助和土地等方面，民办营利性学校在税收、土地等方面并无优惠，但分类管理推动民办营利性学校资本化及并购；4) 我们认为对于学校类资产，随着民促法落地分类化管理+认识本身不同教育阶段国家所会承担的责任，产业长期发展及投资机会应主要来自于高等教育中的营利性学校。

## 投资建议与投资标的

- 通过海外对比，政策大背景下我们看好三个长期投资机会，值得产业及资本市场关注：1) **基础通识类课外辅导**（较韩国 17 年参培率仍有提升空间+龙头集中度提升逻辑），以及其中衍生的通识类补差、课后托管、在线培训领域的独角兽。**建议关注**：新东方（EDU，未评级）、好未来（TAL，未评级）、科斯伍德（300192，未评级）、猿题库、一起作业；2) **兴趣类培训领域**，昂立教育（600661，未评级）、盛通股份（002599，未评级）；3) **高等教育的营利性学校**，**建议关注**：新高教（2001，未评级）。

## 风险提示

- 政策监管风险、行业竞争激烈

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。  
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

行业

传媒

报告发布日期

2018 年 11 月 29 日

## 行业表现



资料来源：WIND

证券分析师

项雯倩

021-63325888\*6128

xiangwenqian@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517020003

联系人

高博文

021-63325888-6089

gaobowen@orientsec.com.cn

## 目 录

<b>1. 18年教育行业市场表现与基本面回顾</b>	<b>5</b>
1.1. 市场表现：政策波动，带动估值及股价下滑	5
1.2. 资本化：教育公司集体上市，港股教育板块日趋多元化	6
1.3. 基本面：长期具备定价权和消费升级趋势不变	8
<b>2. 中短期政策为教育行业核心变量</b>	<b>10</b>
2.1. 新高考与课外辅导：公平、减负和机构质量	10
2.2. 民促法及细则：分类管理，积极支持	12
<b>3. 海外经验：课外辅导渗透率承压，民办教育分类管理</b>	<b>14</b>
3.1. 韩国经验：课外辅导渗透率承压，存在结构性机会	14
3.1.1 韩国课外辅导行业发达，具有借鉴价值	14
3.1.2 韩国经验：课外辅导渗透率下降，影响较为有限	16
3.1.3 中韩对比：国内渗透率/支出仍较低，具有较大空间	20
3.2. 美国经验：公立、民办分类管理，助力资本化	20
3.2.1 美国教育体系：民办教育发展成熟，分类管理清晰	20
3.2.2 美国经验：分类管理差异体现在税收和土地政策	22
<b>4. 投资逻辑：依次看好课外辅导、素质教育及高等教育</b>	<b>23</b>
4.1. 投资逻辑一：基础通识类下的投资机会	23
4.1.1 利于全国性课外辅导龙头	23
4.1.2 补差、课后托管、在线领域的独角兽企业	25
4.2. 投资逻辑二：自主招生或推动素质教育发展	25
4.3. 投资逻辑三：高等教育加快资本化进程	26
<b>5. 投资建议与投资标的</b>	<b>27</b>
<b>风险提示</b>	<b>29</b>

## 图表目录

图 1: A 股教育行业市场表现.....	5
表 1: 部分 A 股教育公司并购业绩完成情况 (万) .....	5
图 2: 美股重点教育标的市场表现 .....	6
图 3: 港股重点教育标的市场表现 .....	6
图 4: 一级市场教育行业融资事件 (2007 年-2018 年前三季度) .....	6
图 5: 教育行业分类融资事件数.....	7
图 6: 教育行业分类融资金额数 (亿) .....	7
图 7: 18 年至今在港交所提交招股书的教育公司情况 (亿) .....	7
图 8: 各国课外辅导渗透率.....	8
图 9: 父母教育程度与孩子课外辅导率正相关 (2017) .....	8
图 10: 分地域课外辅导渗透率 (2017) .....	9
图 11: 不同消费水平课外辅导渗透率 (2017) .....	9
表 2: 学而思各城市课程价格增长 .....	9
表 3: 18 年以来课外辅导政策梳理.....	10
图 12: 全国摸排校外培训机构情况 (万所) .....	11
图 13: 上海 K12 课外辅导机构 69% 两证不全 .....	11
图 14: 新高考后浙江省物理选择比率下降.....	11
图 15: 清华大学/北京大学录取情况 (2018) .....	11
图 16: 不同地区高考本科录取率 (2017 年) .....	12
图 17: 全国统一考试占比显著提升 .....	12
表 4: 全国 23 个省市发布《民促法实施细则》一览 .....	12
图 18: 港股教育公司实际所得税税率情况.....	14
图 19: 韩国家庭课外辅导渗透率.....	15
图 20: 韩国家庭课外辅导支出 .....	15
表 5: 韩国教育减负思路及政策变迁.....	15
图 21: 韩国课外辅导渗透率 (2007-2017) .....	16
图 22: 韩国放学后项目参与率 (2007-2017) .....	16
图 23: 韩国课外辅导参与时长 (小时/周) .....	17
图 24: 韩国课外辅导生均支出 (万韩元/月/学生) .....	17
图 25: 不同成绩学生渗透率变化 (2007-2017) .....	18
图 26: 不同课外辅导类型渗透率变化.....	18
表 6: 韩国课外辅导参与意愿调查 (2010-2017) .....	18
图 27: 韩国兴趣类课外辅导渗透率提高 .....	19
图 28: 通识类学科课外辅导不同渗透率 .....	19

图 29：中韩家庭课外辅导支出（美元/月）及与人均 GDP 比 .....	20
图 30：中韩课外辅导渗透率对比（2017） .....	20
图 31：美国教育体系构成 .....	21
图 32：中美民办教育渗透率对比（2017） .....	21
图 33：美国民办教育学生数及渗透率（1990，千） .....	22
图 34：美国民办教育学生数及渗透率（2017，千） .....	22
表 7：美国公立及民办学校收入来源及税收、土地政策 .....	23
图 35：2017 年龙头公司 K12 课外辅导收入（十亿） .....	24
图 36：中国 K12 行业集中度 .....	24
图 37：新东方学习中心分布（按城市类型） .....	24
图 38：好未来学习中心分布（按城市类型） .....	24
图 39：新东方 K12 学生构成 .....	25
图 40：好未来 K12 学生构成 .....	25
图 41：韩国素质教育渗透率（%）及生均月支出（万韩元） .....	26
图 42：高考自主招生报名人数及初审人次 .....	26
图 43：清华大学/北京大学录取情况（2018） .....	26
表 8：民办高等教育上市公司所得税税率（2015-2017） .....	27
表 9：2018 年民办高等教育上市公司并购一览（限高等院校） .....	27

## 1. 18 年教育行业市场表现与基本面回顾

### 1.1. 市场表现：政策波动，带动估值及股价下滑

**教育行业不同市场表现不佳，A 股教育标的受制于非教育主业和并购标的业绩，持续下滑；美股港股教育标的受政策影响较为明显，股价受到影响。**截止 2018 年 11 月 23 日，CS 教育指数累计下跌 32.5%，同期上证综指下跌 23.0%，传媒（申万）下跌 37.2%，教育行业较上证综指超跌 9.5%。

图 1：A 股教育行业市场表现



资料来源：wind，东方证券研究所

**A 股教育板块由并购重组形成，受并购政策收紧及标的业绩等问题，股价继续承压。**其一，由于并购重组，A 股教育标的不纯，大部分保留原有主业，教育业务占比低于 50%；其二，16-17 年部分 A 股公司并购教育标的达预期，商誉存在减值风险；其三，在双主业情况下，原来的企业文化和管理并不适合教育公司，亦有创始人离职事项。综合上述因素，都对 A 股教育行业带来负面影响。

表 1：部分 A 股教育公司并购业绩完成情况（万）

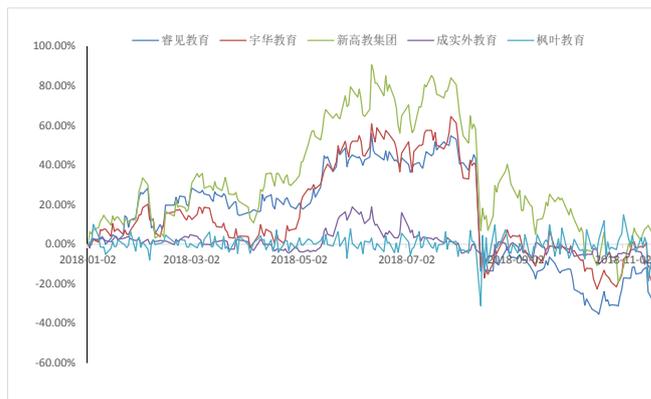
上市公司	并购教育标的	2016 年净利润	2017 年净利润	完成率
盛通股份	乐博教育	2623	2297	93%
勤上股份	龙文教育	6642	8414	65%
世纪鼎利	佳诺明德		-1987	-596%
全通教育	全通继教	8547	10469	99%
	西安习悦	1048	892	85%
洪涛股份	学尔森	4559	-3655	-160%
	跨考教育	4628	4659	78%
秀强股份	江苏童梦		1397	78%
	全人教育	1904	1467	52%

资料来源：wind，东方证券研究所

**美股港股教育标的纯正，上半年受益于长期投资价值，股价表现出众；但由于课外辅导及民促法政策的不确定，出现较大幅度回调。**截止2018年11月23日，新东方/好未来累计下滑45.9%/10.8%，年内涨幅分别达到过8.7%/50.8%的高点，港股教育公司累计下滑18.2%（采用股价加权平均），年内涨幅达到52.3%高点。

**图 2：美股重点教育标的市场表现**


资料来源：wind，东方证券研究所

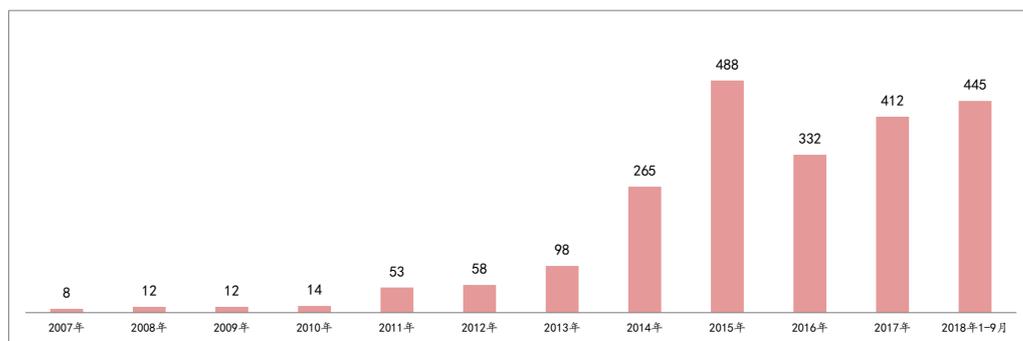
**图 3：港股重点教育标的市场表现**


资料来源：wind，东方证券研究所

美股/港股教育标的股价冲高回落主要因政策趋严且不确定性带来。美股/港股教育标的主要涉及K12 课外辅导/学校类教育公司，而随着新高考/课外辅导专项治理/民促法等一系列政策即将落地，市场对政策影响表示担忧。**我们认为，政策将继续是影响19年教育行业的关键变量**，下文将做详细阐述。

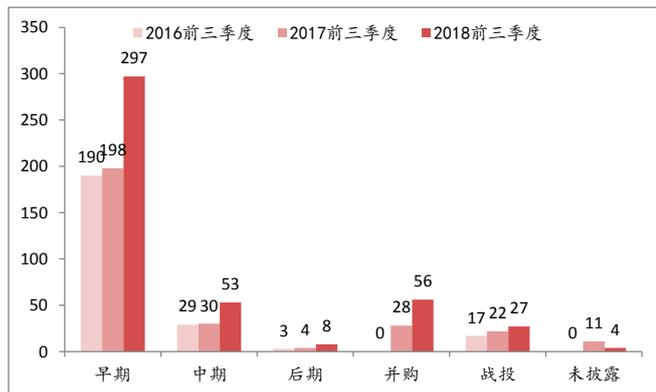
## 1.2. 资本化：教育公司集体上市，港股教育板块日趋多元化

**教育行业资本化热潮持续（一级市场）**。一级市场方面，2018 年前三季度融资金额和融资事件，较去年同期都有着两位数增长，融资金额同比增长145.5%至430.7 亿，融资事件数同比增长51.9%至445 起。在一级市场整体投融资数量下滑的大环境下，教育行业融资仍保持火爆。

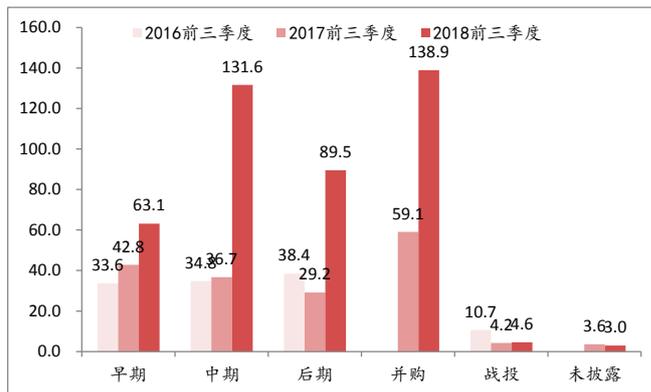
**图 4：一级市场教育行业融资事件（2007 年-2018 年前三季度）**


资料来源：IT 橘子，鲸媒体，东方证券研究所

从分类数据上看，**融资数量方面**，2018 年前三季度，早期项目融资数量 297 件，占比最大，中期项目融资数量 53 件，后期项目融资 8 件，并购项目 56 件，战略投资 27 件；**融资金额方面**，2018 年前三季度早期项目融资金额 63.1 亿，中期项目 131.6 亿，后期项目 89.5 亿，并购项目 138.9 亿，战略投资 4.6 亿，不同类型项目增长均有较大增长，中后期项目更为明显。

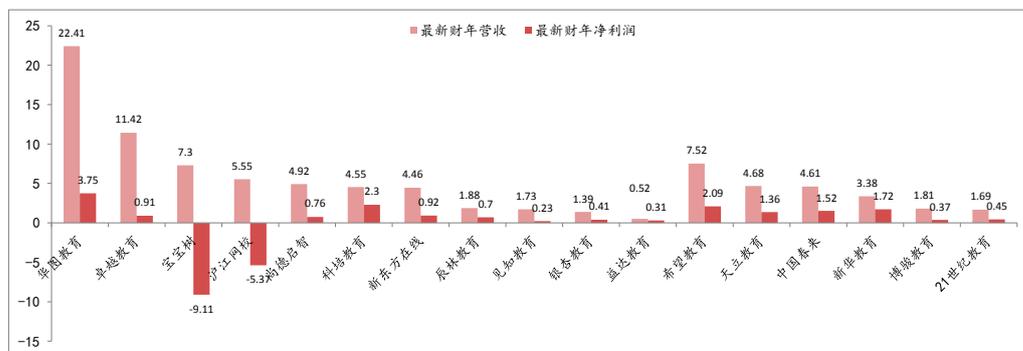
**图 5：教育行业分类融资事件数**


资料来源：IT 橘子，鲸媒体，东方证券研究所

**图 6：教育行业分类融资金额数（亿）**


资料来源：IT 橘子，鲸媒体，东方证券研究所

**教育公司海外上市呈现井喷，港股教育板块日趋多元化（二级市场）**。18 年前三季度，教育公司 IPO 数量大增，已有 17 家教育公司在港交所提交招股书，其中 6 家已经上市，最新财年合计营收 90 亿人民币，净利润 17.8 亿人民币（剔除亏损公司）；前三季度美股也有 5 家教育公司在二级市场 IPO。海外教育上市公司大幅增加，板块也日趋多元化，职业教育、K12 课外辅导、在线教育等细分赛道龙头公司纷纷登陆港股。

**图 7：18 年至今在港交所提交招股书的教育公司情况（亿）**


资料来源：wind，东方证券研究所（截止 2018 年前三季度）

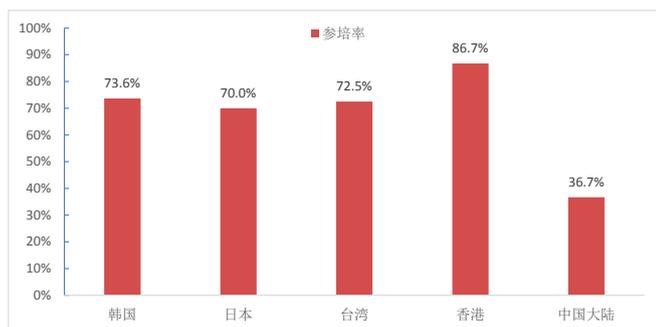
港股教育板块逐步形成。由于国内民促法影响的不确定性以及 A 股上市时间较长，越来越多的教育公司选择美股/港股上市，教育资产配置全球化日趋明显。

### 1.3. 基本面：长期具备定价权和消费升级趋势不变

**教育行业是景气度上行的行业，具有长期定价权。**以课外辅导为例，相比于发达国家，国内课外辅导渗透率仍有较大提升空间，主要依赖于**家长学历、城市化和家庭消费水平**。相比于亚洲其他国家和地区 70%-80%的课外辅导渗透率（包括学科及兴趣类），中国大陆地区课外辅导渗透率仅为 37% 左右（仅学科类，兴趣类约 22%，之间包括较大部分重复部分），具有较大增长空间。我们认为主要驱动因素如下，数据来自于北京大学中国教育财政科学研究所（CIEFR）。

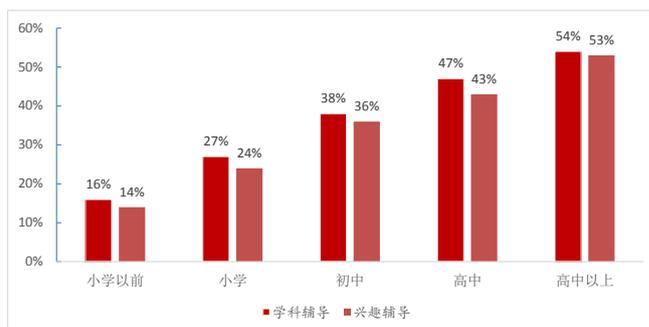
（一）**父母教育程度与孩子课外辅导渗透率正相关。**根据 CIEFR 数据显示，父母教育程度与孩子课外辅导渗透率（包括**学科辅导**和**兴趣拓展**）呈正相关，父母教育程度在小学及以前，孩子课外辅导渗透率分别为 16%-27% / 14%-24%；父母教育程度在中学，孩子课外辅导渗透率分别为 38%-47% / 36%-43%；父母教育程度在高中以上，孩子课外辅导渗透率分别在 54%/53%。随着新生代家长学历提高，其子女的课外辅导渗透率亦将有明显提高。

图 8：各国课外辅导渗透率



资料来源：中国教育财政科学研究所，东方证券研究所（中国大陆为学科类）

图 9：父母教育程度与孩子课外辅导率正相关（2017）

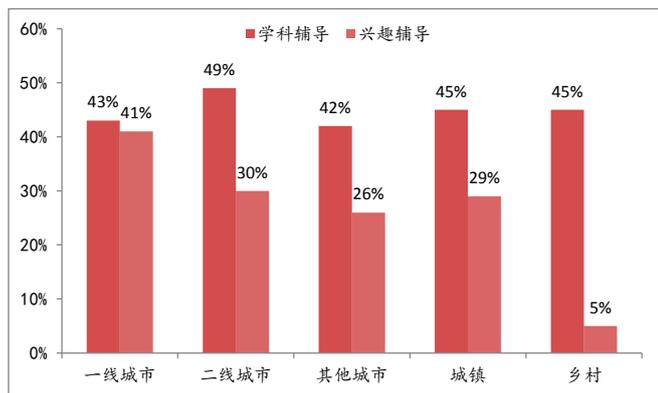


资料来源：中国教育财政科学研究所，东方证券研究所

（二）**地域差异对学科类课外辅导影响较小，与兴趣拓展类课外辅导呈正相关。**根据 CIEFR 数据显示，区域差异对学科类课外辅导影响较小（数理化等），根据抽样调查，国内学科类课外辅导平均渗透率 38%，按城市分，从乡村到一线城市，学科类课外辅导渗透率均在 42%-49%间，其中二线城市的学科类课外辅导渗透率高于一线城市，达 49%。但是区域差异对兴趣拓展类课外辅导影响较大，从乡村至一线城市，兴趣拓展类课外辅导的渗透率从 5%上升至 41%。从另一个角度，我们也可以解释这种现象，某种程度上说**学科类课外辅导是必需消费品**，区域差异不大；**兴趣类课外辅导是可选消费品**，区域差异较为明显。

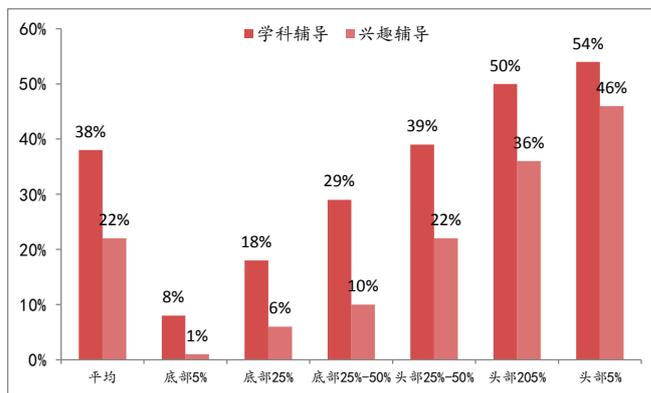
（三）**家庭消费水平与课外辅导渗透率呈正相关。**根据 CIEFR 数据显示，随着家庭消费水平提升，课外辅导渗透率也随之提升。国内学科类课外辅导平均渗透率 38%，兴趣拓展类课外辅导渗透率 22%，其中家庭消费水平底部 5%的家庭课外辅导渗透率分别为 8%/1%，头部 5%的家庭课外辅导渗透率分别为 54%/46%（接近发达国家水平），消费水平对课外辅导渗透率提升作用明显。

图 10：分地域课外辅导渗透率（2017）



资料来源：中国教育财政科学研究所，东方证券研究所

图 11：不同消费水平课外辅导渗透率（2017）



资料来源：中国教育财政科学研究所，东方证券研究所

**教育资源作为稀缺“产品”，价格持续增长。**根据 United States Bureau of Labor Statistics 数据显示，近 20 年美国消费品与服务指数中大学学费和教育支出价格指数增幅最大，均超过 150%，高于“第二梯队”医疗服务、幼托价格指数 100% 的增长。此外，国内 K12 课外辅导价格也可以说明教育的价格趋势，我们选取不同城市学而思线下课价格数据发现，从 2016-2018 年，北京地区课程价格从 3845 元上升至 4100 元，单课时价格从 85.4 元上升至 102.5 元，涨价幅度达 20%，其他地区（如南京、长沙等）也都保持着接近 20% 的价格涨幅。

表 2：学而思各城市课程价格增长

城市	价格		课时价格	
	2016 年	2018 年	2016 年	2018 年
北京	3845	4100	85.4	102.5
南京	2750	3200	71.0	85.3
长沙	2270	2720	58.6	72.5
绍兴	-	2720	-	72.5

资料来源：学而思官网，东方证券研究所

长期来看，中国教育行业具有广阔发展空间，渗透率和价格都有着较大提升空间。中短期的政策影响并未改变“教育资源稀缺”的属性和教育带来的物质与精神的提升，**教育行业仍是景气度最高、确定性最强的行业之一。**

## 2. 中短期政策为教育行业核心变量

18 年是国内教育行业政策制定的重要年份，**高考改革**、**校外培训机构专项治理**以及**民促法实施条例**牵动着国内 K12 课外辅导、民办教育行业的走向。下文我们将梳理 18 年教育行业政策，对课外辅导行业和民办学校进行分析。并且认为未来 1-2 年仍是教育政策波动年。

### 2.1. 新高考与课外辅导：公平、减负和机构质量

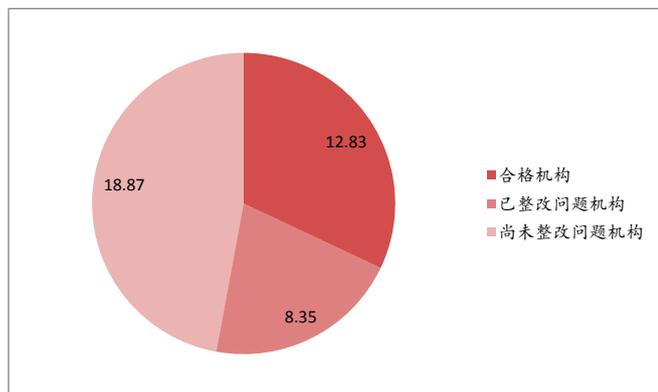
**政策成为课外辅导行业关键变量**。全国 K12 课外辅导筛查落地，新高考改革迈入关键性的一年，而高考作为课外辅导的“终点站”，对整个 K12 教育体系有着重要的影响。我们梳理 18 年的相关政策，发现政策主要目标在于三点：

表 3：18 年以来课外辅导政策梳理

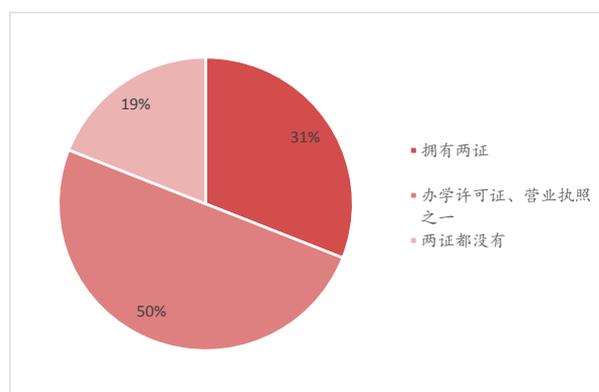
时间	部门	政策	具体内容
2018 年 1 月	上海市教委	“一标准两办法”	1、严禁民办培训机构举办与升学或考试相关的学科及延伸类 <b>竞赛活动或等级测试</b> 等变相竞赛活动。严禁民办培训机构将自身培训与所展开竞赛捆绑。 2、对违反义务教育教学规律、 <b>授课人员资质不达标</b> 等进行依法查处。
2018 年 2 月	教育部办公厅	《关于切实减轻中小学生课外负担开展校外培训机构专项治理行动通知》	1、对具备办理证照条件校外培训机构，指导办理，不符合条件， <b>责令停止办学</b> 。 2、纠正学科类培训出现“ <b>超纲教学</b> ”、“ <b>提前教学</b> ”等行为，具体内容需要备案。 3、禁止校外培训机构组织中小学登记考试及竞赛， <b>查处培训结果与中小学校招生挂钩</b> 。
2018 年 8 月	国务院办公厅	《规范校外培训机构发展的意见》	1、场所条件（生均面积不低于 3 平方米）、师资要求（不得聘用中小学在职教师及 <b>学科培训教师应具有相应教师资格</b> ）。 2、校外培训机构具体内容需向所在地县级教育部门备案， <b>培训内容不得超出相应国家课程标准</b> ，培训结束时间不得晚于 20:30； <b>严禁中小学学科等级考试、竞赛</b> 。 3、收费时段与教学安排相协调一致， <b>不得一次性收取时间跨度超过 3 个月的费用</b> 。
2018 年 9 月	北京市教委	《关于加强中小学生学习课后服务的指导意见（试行）》	1、普遍建立弹性离校制度，丰富课外活动为基础，提供 <b>课后托管服务</b> 。（至 5:30）
2018 年 9 月	教育部办公厅	《关于面向中小学生的全国性竞赛活动管理办法（试行）》	1、原则上 <b>不举办面向义务教育阶段的竞赛活动</b> 。 2、竞赛以及竞赛产生的结果不作为中小学招生入学的依据。 3、教育机构不得组织承办中小学生学习清单之外冠以“ <b>全国</b> ”、“ <b>国家</b> ”字样竞赛。
2018 年 11 月	北京市教委	首次发布黑白名单	1、首次采用发布黑白名单形式对全市校外培训机构进行公示。 2、北京市学科类校外培训机构实行培训内容、班次、招生对象、进度等备案审核制度。
2018 年 11 月	教育部办公厅	《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》	1、强调对在线培训机构的监督，要求明确按照线下培训机构管理政策，同步规范线上培训机构；线上培训机构所办学科培训班的名称、培训内容、招生对象、进步安排、上课时间等必须备案； <b>必须将教师的姓名、照片、教师班次及教师资格证号在网站显著位置公示</b> ，加强对在线教育的监管。

资料来源：各地区教育部门，东方证券研究所

- 确保课外辅导机构质量**：今年以来各地区教育部门从安全方面、教师资质、办学证照等多方面进行了严格的专项治理，截止 2018 年 10 月 15 日，全国共摸排校外培训机构 40.05 万家，存在问题机构 27.22 万家，占比高达 68%，已完成整改 8.35 万家，完成率 30.7%。以上海地区为例，有 69% 的校外培训机构存在证照不全的现象。我们可以看到，目前国内校外辅导机构质量参差不齐，广泛存在着安全及教学隐患，确保课外辅导机构质量是本年专项质量的重点（如白名单黑名单机制），**大量中小课外辅导机构面临出清**。

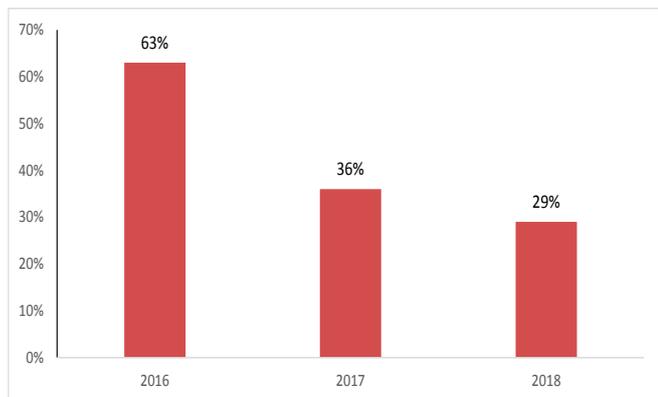
**图 12：全国摸排校外培训机构情况（万所）**


资料来源：教育部，东方证券研究所（截止 2018 年 10 月）

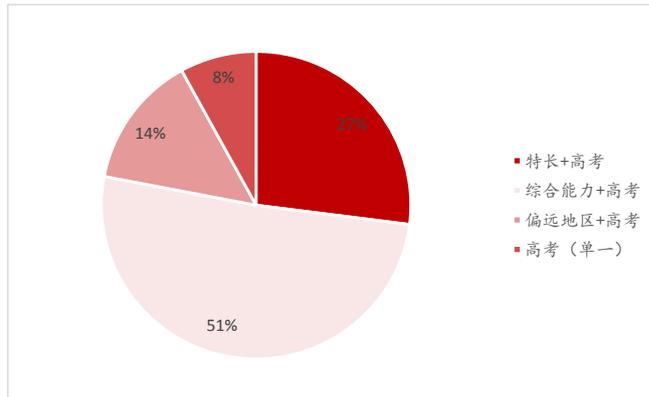
**图 13：上海 K12 课外辅导机构 69% 两证不全**


资料来源：上海市教育局，东方证券研究所

- 减轻学生课业负担**：一方面，来自于“禁赛”、“严禁提前教学”等实施将降低学生们之间的“学习军备竞赛”；另一方面，新高考采用“3+3”模式，高考难度降低，考试更为简单化。以浙江省为例，自新高考实施后，选择物理的比率从 2016 年的 63% 下降至 2018 年的 29%。本年度各地区加大“禁赛”、“严禁超纲教学”力度，致力于减轻学生课业负担。

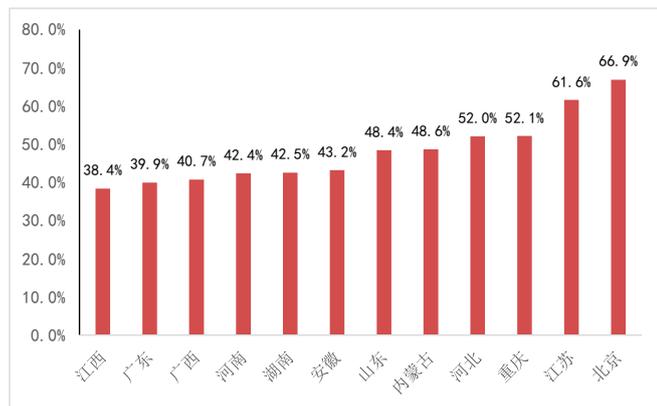
**图 14：新高考后浙江省物理选择比率下降**


资料来源：浙江省，东方证券研究所（截止 2018 年 10 月）

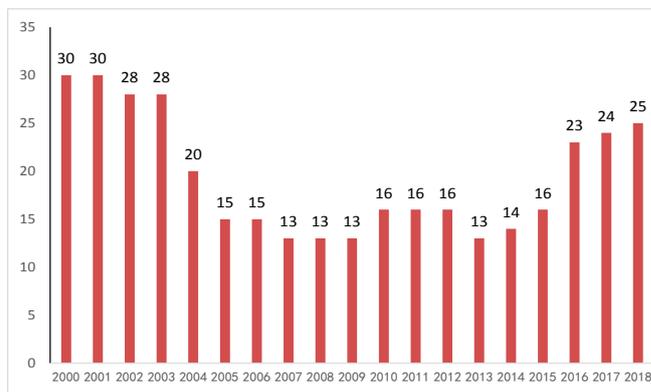
**图 15：清华大学/北京大学录取情况（2018）**


资料来源：学科竞赛网，东方证券研究所

- 新高考改革意在推动教育公平性**：以 2017 年高考录取结果为例，北京市本科录取率高达 66.9%，较本科录取率最低的江西省本科录取率高 28.5%，新高考致力于缩小区域间、省际间教育高考录取率之间差距，推动教育公平性。我们可以看到自 2016 年以来，全国统一考试比例显著提升，进一步推动全国化龙头扩张。

**图 16：不同地区高考本科录取率（2017 年）**


资料来源：各省市教委，东方证券研究所

**图 17：全国统一考试占比显著提升**


资料来源：各省市教委，东方证券研究所

## 2.2. 民促法及细则：分类管理，积极支持

截止 2018 年 10 月，已有辽宁、安徽、甘肃、天津等 22 个省级行政区（除港澳台外仍有北京、黑龙江等 9 个省级行政区未发布）正式配套《实施意见》正式出台。此外，学前教育板块也颁布《关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》，从调整办园结构、稳妥实施分类管理、遏制过渡逐利行为、民办园资本化等方面对学前教育进行规范。

**表 4：全国 23 个省市发布《民促法实施细则》一览**

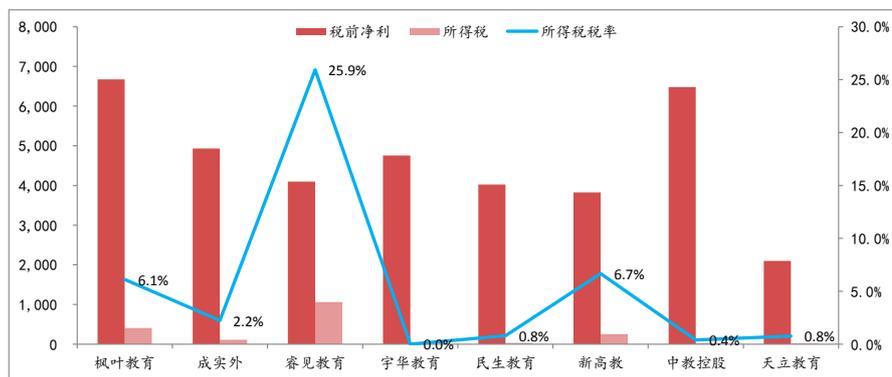
省份	时间	登记截止时间	定价 (非营利性)	土地政策 (营利性)	税收优惠 (营利性)
辽宁	2017.09.30	—	中小学政府定价	有偿出让	—
安徽	2017.10.17	—	—	有偿出让	可有税收优惠
甘肃	2017.11.08	—	逐步市场调节价	有偿出让	—
天津	2017.11.20	—	市场调节价	有偿出让	—
云南	2017.12.18	2020 年	自主定价	有偿出让	落实税收优惠
湖北	2017.12.20	1—3 年过渡期	市场调节价	有偿出让	—
上海	2017.12.27	1—3 年过渡期	本科以上审批制	有偿出让	—
浙江	2017.11.01	2022 年底	市场调节价	有偿出让	可有税收优惠
河北	2017.12.31	5 年过渡期	中小学政府定价	有偿出让	可有税收优惠
内蒙古	2018.01.02	2023.08.23	政府指导	有偿出让	—
陕西	2018.01.14	2022.09.01	中小学审批制	有偿出让	参照高新技术企业

河南	2018.02.02	2022 年底	政府指导	有偿出让	可有税收优惠
海南	2018.02.09	5 年过渡期	中小学审批制	有偿出让	—
江苏	2018.02.22	2020.12.31	自主定价	优先保障供地	可有税收优惠
青海	2018.02.27	—	政府定价	有偿出让	可有税收优惠
广东	2018.06.06	—	义务教育政府定价	有偿出让	国家规定税收优惠
宁夏	2018.05.21	2022.12.31	K9 政府指导价	有偿出让	可有税收优惠
山东	2018.06.16	2022.09.01	政府指导价	有偿出让	国家规定税收优惠
重庆	2018.06.07	2022.09.01	学历教育政府指导	有偿出让	符合西部大开发政策的，按 15%
江西	2018.06.29	5 年过渡期	市场调节价	有偿出让	通过高新技术企业认定，按 15%
广西	2018.07.02	2022.12.31	市场调节价	优先保障供地	落实税收优惠
四川	2018.09.17	2020.09.01	学历教育政府指导	有偿出让	符合西部大开发政策的，按 15%

资料来源：各地区人民政府官网、东方证券研究所

我们从定价要求、土地政策以及税收优惠等方面回顾各省市政策异同：

- **定价要求：**整体上看，营利性民办学校收费实行**市场调节价**。在非营利性民办学校收费上，根据我们统计已公布的省市中，**36%**实行市场调节价，**37%**实行部分政府指导价（主要涉及义务教育阶段）、**27%**实行政府指导价。此前，市场上对非营利性民办学校的主要关注点在于其利润率是否会受到政府管制（保持在合理水平）。我们认为，从各省市对于非营利性民办学校的定价规定上看，采取市场调节定价的省市，**间接消除“利润率管制”这方面的疑虑**；采用部分或全部政府指导定价的省市，具体情况仍有待观察。
- **土地政策：**非营利性民办学校享受公办学校同等政策，可以按照**划拨等方式**供应土地。营利性民办学校按照国家相应的政策供给土地，只有一个意向用地者的，可按照协议方式供地。部分省市对营利性民办学校提出可以优先保障供地等方式给予支持。选择等级为营利性民办学校，将进行财务清算，依法明确土地、校舍、办学积累等财产的权属并缴纳相关税费，若此前营利性民办学校土地是通过无偿划拨形式所得，则需要**缴纳土地出让金**，考虑到通常财务处理上采取 50 年直线折旧，**对业绩或影响有限，对现金流压力较为明显**。
- **税收优惠：**非营利性民办学校免征非营利性收入的企业所得税。对于营利性民办学校，根据我们统计，**68%**的已公布细则的省市表示“各级人民政府可根据经济社会发展和公共服务需求”给予营利性民办学校税收优惠，其中部分省市税收优惠参照高新技术企业优惠税率 15%。未来选择营利性民办学校，公司税收方面或有所提升（目前大多港股公司按照 WOFE 优惠税率缴纳，所得税税率多位于 0%-7%）。

**图 18：港股教育公司实际所得税税率情况**


资料来源：wind，东方证券研究所（最新财年计）

- 学前教育方面限制：**明确普惠性幼儿园主导地位，逐步提升公办园在园幼儿占比**。至 2020 年，普惠性幼儿园覆盖率（公办园和普惠性民办园幼儿占比）达 80%，公办园在园幼儿占比偏低的省份，逐步提升公办园在园幼儿占比，到 2020 年全国原则上达 50%。**规范发展民办园，稳妥实施分类管理，遏制过渡逐利行为**。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（VIE）、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。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。

### 3. 海外经验：课外辅导渗透率承压，民办教育分类管理

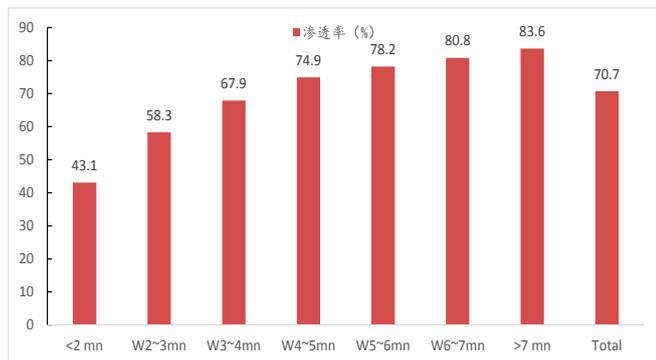
中国教育行业正经历着“政策从模糊走向清晰的阶段”，新高考改革、课外辅导整顿以及民促法实施条例都有很多可能性需要探索，其影响也值得分析。我们发现，其实海外（经济&教育发展比我国成熟的国家）也走过跟我们同样的路径，无论是课培，亦或学校分类。我们分别选取**韩国课外辅导**和**美国营利性学校**作为政策和产业对标，进一步分析相关政策可能带来的影响。

#### 3.1. 韩国经验：课外辅导渗透率承压，存在结构性机会

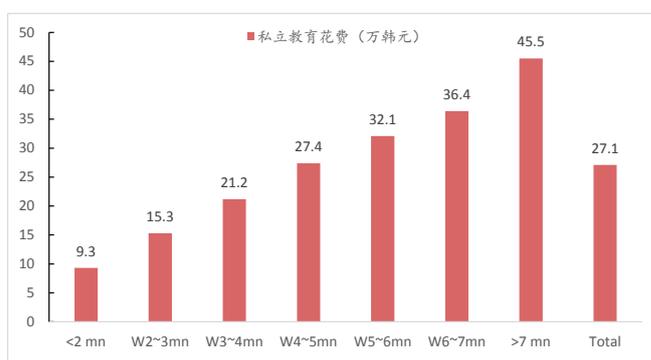
##### 3.1.1 韩国课外辅导行业发达，具有借鉴价值

韩国课外辅导行业发达，政府从治理与限制培训机构发展思路转变为**开放更多元渠道**，**其发展程度和政策颁布与国内课外辅导行业具有一定相似性**，可以作为借鉴。韩国课外辅导渗透率高达 70.7%，并呈现着辅导渗透率&支出均与家庭收入正相关关系，其中月收入 700 万韩元及以上（合计 4.3 万人民币）的家庭课外辅导渗透率最高，达 83.6%，家庭课外辅导月支出约 45.5 万韩元（约 2820 人民币/月）。

全国来看，韩国家庭平均课外辅导月支出约 27.1 万韩元，约 1670 元人民币/月，约占家庭收入的 5-8%（家庭收入越低，教育辅导月支出上限占比越高）。在韩国，学生及家长相信唯有名校学历才能保证未来，仅靠校内学习无法达到目标，课外辅导行业蓬勃发展。

**图 19：韩国家庭课外辅导渗透率**


资料来源：Private Education Expenditures Survey，东方证券研究所

**图 20：韩国家庭课外辅导支出**


资料来源：Private Education Expenditures Survey，东方证券研究所

**韩国为改变激烈升学竞争给学生带来的重负，进行一系列教育改革，与国内现状具有一定相似性。**

自 2007 年以来的 10 年间，韩国政府对整个教育体制进行全方位改革，包括禁止提前教育、超纲考试、新高考改革等，我们发现国内的新高考和课外辅导相关政策与其都具有一定的相似性。韩国考试改革政策对于产业发展的影响对中国课外辅导行业发展具有借鉴价值，下文我们将深入分析韩国课外辅导行业变化。

**表 5：韩国教育减负思路及政策变迁**

年份	政策名称	具体措施
2008 年	高中多样化	1、韩国高中越来越多样化，以适应不同学生的不同需求，完善终身学习体系。 2、建立“ <b>高精尖</b> ”职业高中，改变韩国社会对职业学校的偏见。 3、设立“在职申请者特殊入学”制度、“企业委托培养”制度等。
2013 年	《全国从业能力资格标准》	1、根据评估标准为各种职业颁发资格证书。 2、高中选修课体系中大量纳入全国从业能力资格标准指导课程，使学生根据兴趣和 <b>对未来规划选修课程</b> ，增加职业体验。
2013 年	《教育改革及改善教育条件的推进计划》	1、考试形式根本性变化，分为修学能力 1 和修学能力 2，其中 1 以国语、英语、数学等必修课程为主，2 以社会研究/科学/职业教育以及第二外语等。 2、 <b>考试次数增加</b> ，由每年 11 月份进行 1 次考试，增加至 2-3 次。 3、 <b>考生选择自由度增加</b> ，考生可以自由选择考试领域。 4、考评制度变化，新高考制度根据各科成绩的分数段来确定等级。
2014 年	《促进公共教育正常化及限制提前教育特别法令》	1、 <b>禁止提前教育</b> ，不得以任何目的实施超出教育课程范围外的提前教育。 2、 <b>禁止超纲考试</b> ，学期内普通测试和升学结业考试，内容一律不得超纲。 3、 <b>禁止超纲考察学生</b> ，禁止大学在自主招生考试中出现超出高中教育课程的内容。
2015 年	《进路教育法》	1、为所有基础教育阶段学生提供“ <b>生涯规划教育</b> ”。 2、教育部设立“进路教育中心”等。
2016 年	初中自由学期制	1、根据地方或学校制定初一或初二的的一个学期为自由学期，该学期下午参加体验学习活动——职业探索活动、主题学习活动、艺术体育活动、学生社团活动。

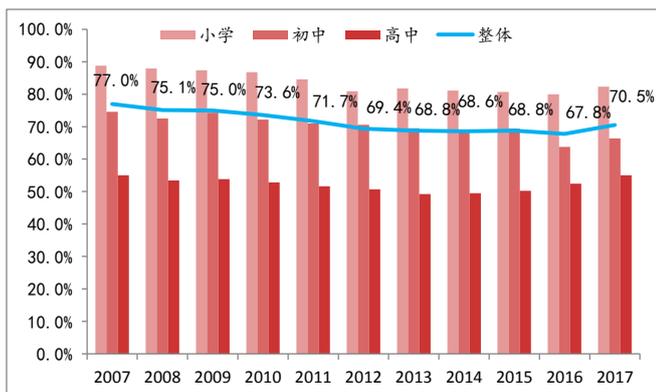
资料来源：韩国教育部门，东方证券研究所

### 3.1.2 韩国经验：课外辅导渗透率下降，影响较为有限

#### ➢ 课外辅导渗透率/参与时长下降，从小学至高中影响逐步减小

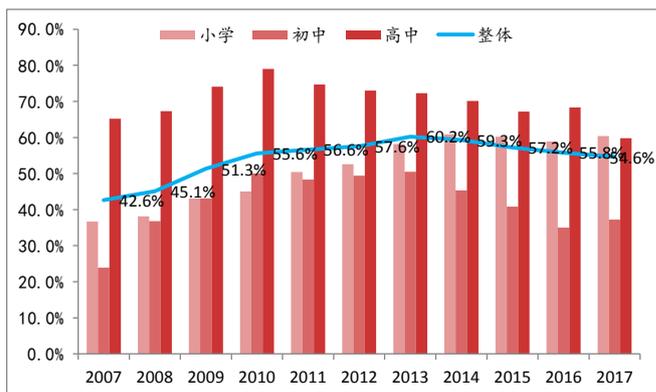
在高考改革、禁止超纲补课等一系列政策下，韩国课外辅导渗透率 10 年下降 6.5 个百分点，放学后项目参与率上升 12 个百分点。根据韩国 Private Education Expenditures Survey 历年调查显示（下文数据来源相同），2007 年至 2017 年，韩国 K12 课外辅导渗透率从 77.0% 下降至 70.5%，与之相对应，放学后项目（学校提供免费或付费托管及培训项目）参与率显著提高，上升 12 个百分点，从 42.6% 提高至 54.6%，其中小学放学后项目参与率提升更为明显，上升达 23.7%。韩国 K12 课外辅导渗透率下降来自于 1) 课外辅导趋严下的学生选择变化，2) 放学后项目对课外辅导的挤占，校内教育满足家长托管和培养学生兴趣爱好的需求。我国正逐步推行“弹性离校制度”和“课后托管服务”，2018 年 9 月北京市教委发布《关于加强中小学生课后服务的指导意见（试行）》提及建立普遍的弹性离校制度和丰富学生课外活动，我们认为相关制度有望在一二线城市甚至全国范围内进一步推广。

图 21：韩国课外辅导渗透率（2007-2017）



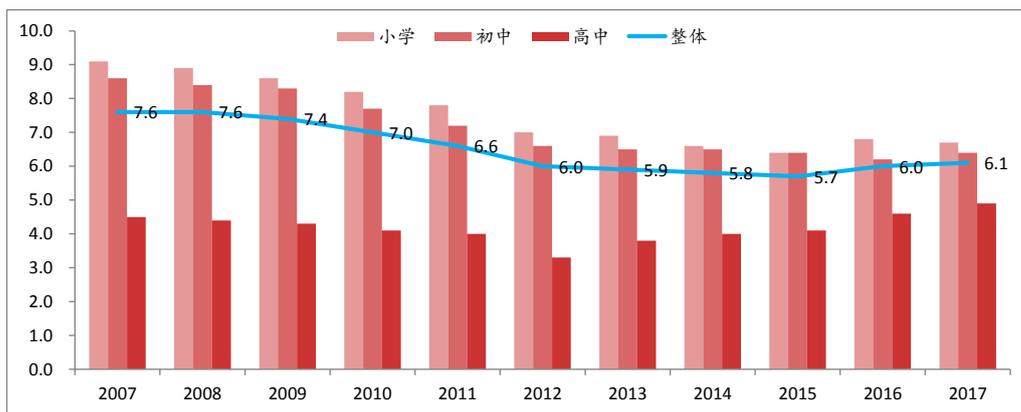
资料来源：Private Education Expenditures Survey，东方证券研究所

图 22：韩国放学后项目参与率（2007-2017）



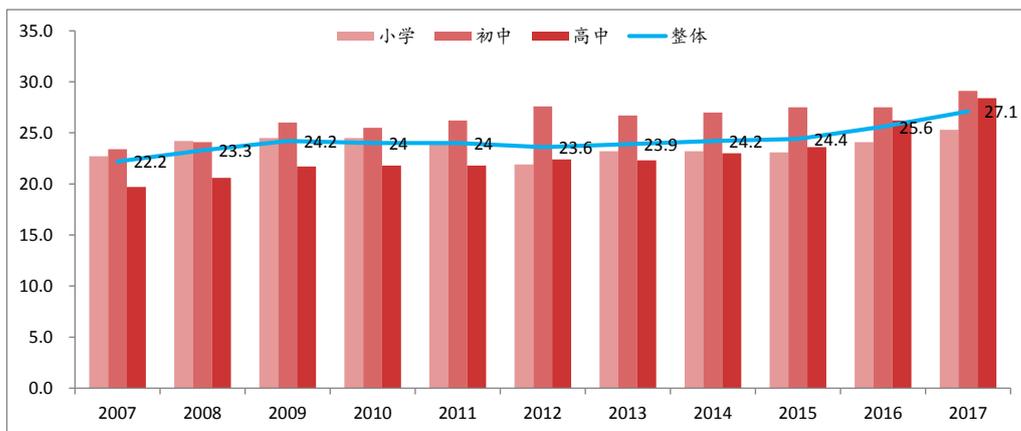
资料来源：Private Education Expenditures Survey，东方证券研究所

K12 课外辅导参与时长亦明显下滑，但高中阶段出现回升。2007 年至 2017 年，韩国 K12 课外辅导生均补课时长从 7.6 小时/周下降至 6.1 小时/周，下降幅度达 19.7%，其中小学/初中分别下降 2.4 小时/2.2 小时，下降较为明显，而高中生均补课时长出现回升，从 2007 年的 4.5 小时/周下降至 2012 年的 3.3 小时/周，回升至 2017 年的 4.9 小时/周，综上，降低学习难度后会中小补习时间得到减少，但会加重高中补习时间。

**图 23：韩国课外辅导参与时长（小时/周）**


资料来源：Private Education Expenditures Survey，东方证券研究所

**从小学至高中，韩国 K12 教育政策对课外辅导渗透率、参与时长影响减小。**2007 年至 2017 年，渗透率方面，小学下降 6.5%，初中下降 8.2%，高中持平；参与时长，小学下降 2.4 小时/周，初中下降 2.2 小时/周，高中上升 0.4 小时/周，高中课外辅导仍然火爆。我们认为，这主要由于教育改革并未改变教育资源稀缺性和有效性，作为最具功利性的高中课外辅导并未受到政策影响。此外，从韩国课外辅导生均支出上也可以看到，近 10 年生均支出增长近 22%至 27 万韩元/月，各国经验都证明，教育行业具备长期定价权。

**图 24：韩国课外辅导生均支出（万韩元/月/学生）**


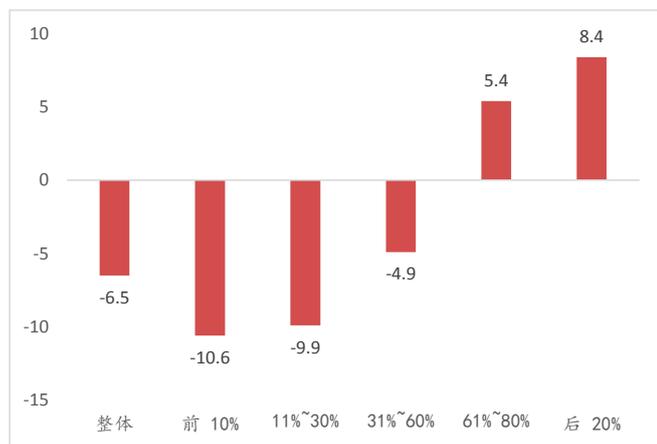
资料来源：Private Education Expenditures Survey，东方证券研究所

➤ **“补差”渗透率提升，“培优”渗透率下降，大班、家教影响大，线上提升**

**成绩较好学生课外辅导渗透率下降，大班、家教型课外辅导受政策影响较大，线上辅导率提升。**根据 Private Education Expenditures Survey 统计，韩国 2007-2017 年不同成绩表现学生群体课外辅导渗透率变化，整体渗透率下降 6.5%，其中尖子生（TOP 10%）渗透率下降最高，达 10.6%，

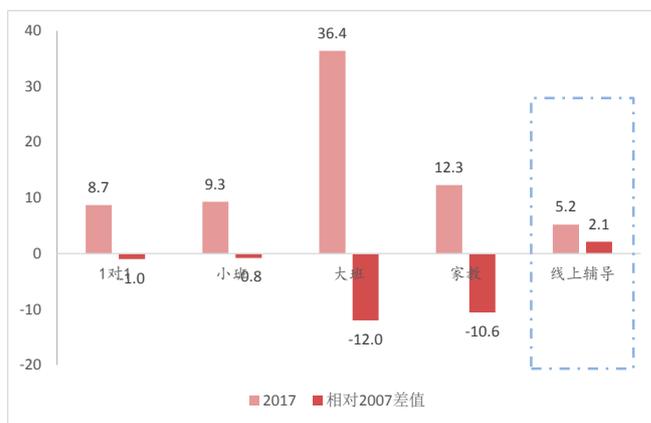
排名在 11%-30% 的优等生渗透率下降 9.9%，排名在 31%-60% 的中等生辅导渗透率下降 4.9%，而排名在后 40% 的学生课外辅导渗透率反而分别上升 5.4%/8.4%，说明在高考简单化的情况下，成绩差距缩小，竞争相对更为激烈。另一方面，我们发现不同课外辅导类型渗透率变化差距也较大，大班和家教渗透率下降较为明显，分别下降 12.0%/10.6%，1 对 1、小班渗透率下降幅度较小，分别下降 1%/8%；而同期线上辅导渗透率提升 2.1% 至 5.2%。综上所述，在整体高考改革及培训趋严政策下，从排名 & 班型的渗透率角度分析，产业机会来自于：1) 补差；2) 线上辅导模式开展。

图 25：不同成绩学生渗透率变化（2007-2017）



资料来源：Private Education Expenditures Survey，东方证券研究所

图 26：不同课外辅导类型渗透率变化



资料来源：Private Education Expenditures Survey，东方证券研究所

### ➤ 通识类补课意愿下降，兴趣类稳中有升

如果我们按补课类型角度研究，根据韩国课外辅导参与意愿调查显示，在禁止提前教育和超纲考试的限制下，从 2010-2017 年不同目的参与课外辅导意愿均有所下降，其中以提前学习课程及补习课程为目的意愿下降最大，分别下降 27/26 个百分点至 20.9%/48.4% 下降，说明政策强制性政策下是会对通识类补课意愿造成影响，但即使如此，补习课程为目的的课外辅导参与意愿仍达 48.8%，处于高位。

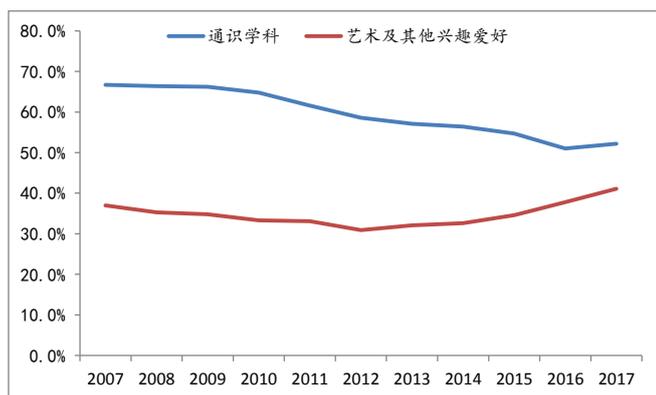
表 6：韩国课外辅导参与意愿调查（2010-2017）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
为升学考试	29.5%	29.7%	25.1%	23.6%	31.7%	34.2%	18.5%	17.0%
提前学习课程	48.4%	52.1%	42.5%	41.2%	43.3%	45.8%	25.3%	20.9%
补习课程	75.1%	77.6%	73.0%	72.4%	63.6%	81.2%	44.1%	48.8%
其他（看护）	33.6%	33.3%	28.4%	26.2%	34.7%	22.7%	12.1%	13.2%

资料来源：Private Education Expenditures Survey，东方证券研究所

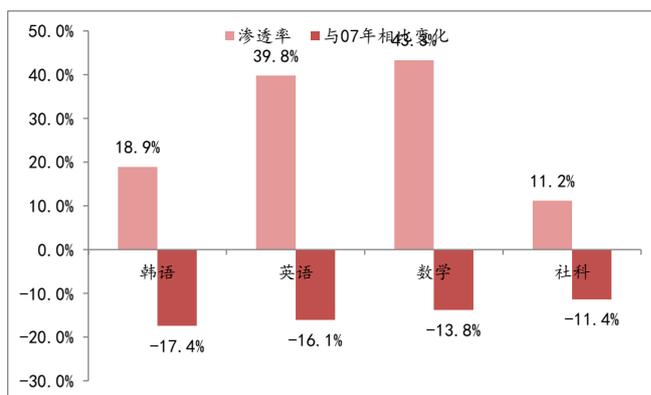
**通识类学科渗透率下降明显，兴趣类课外辅导稳中有升。**从 2007 年至 2017 年通识类（数学外等）课外辅导渗透率从 **66.7% 下降至 52.2%**，10 年渗透率降低 14 个百分点，但其中数学、英语仍保持较高渗透率，分别为 43.3% 和 39.8%，而艺术及其他兴趣类课外辅导从 37.0% 上升至 41.1%。丰富的课余生活和兴趣爱好受到政策鼓励，自主招生也加强对学生综合水平的考核，兴趣爱好类课外辅导受益于高考改革和减负。

图 27：韩国兴趣类课外辅导渗透率提高



资料来源：Private Education Expenditures Survey，东方证券研究所

图 28：通识类学科课外辅导不同渗透率



资料来源：Private Education Expenditures Survey，东方证券研究所

**总结：**韩国作为补习大国，通过对韩国减负政策执行 10 年的分析及研究，在韩国整体高考改革及培训趋严政策下，我们发现政策执行的确会对 K12 通知类培训整体起到抑制作用，包括参培时长、参培率及参培意愿，但其中也不乏新的机会产生，我们总结产业机会如下（**补差、课后托管、线上、兴趣类**）；

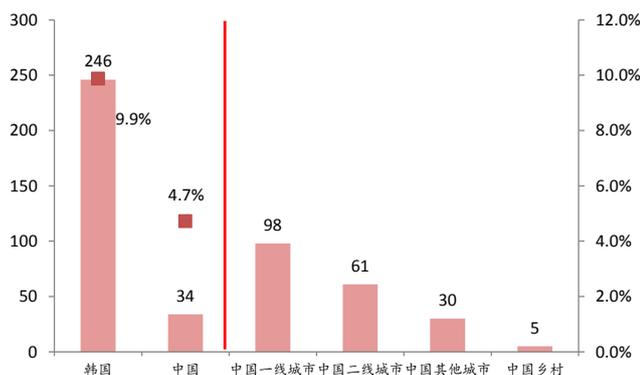
- 1) 补差培训需求在提升**，韩国 07-17 年，排名在后 40% 的学生课外辅导渗透率平均上升 7 个百分点；
- 2) 课后托管需求增长**。韩国 07-17 年放学后项目（学校提供免费或付费托管及培训项目）参与率显著提高，上升 12 个百分点至 54.6%，其中小学放学后项目参与率提升更为明显，上升达 23.7%。
- 3) 线上辅导模式将受益**。在大多班型渗透率下降的背景下，线上辅导得以蓬勃发展，参培渗透率提升 2%。我国互联网发展速度更快，相信对线上辅导效果及形式的迭代将更加完善；
- 4) 兴趣类课外辅导得以发展**。丰富的课余生活和兴趣爱好受到政策鼓励，自主招生也加强对学生综合水平的考核，兴趣爱好类课外辅导受益于高考改革和减负。韩国 10 年间艺术及其他兴趣类课外辅导意愿率从 37.0% 上升至 41.1%。

### 3.1.3 中韩对比：国内渗透率/支出仍较低，具有较大空间

那么韩国的分析对中国有什么启发？中国目前又处于什么阶段？未来将如何发展？我们也希望对中国产业发展做出相应判断，我们的结论如下。

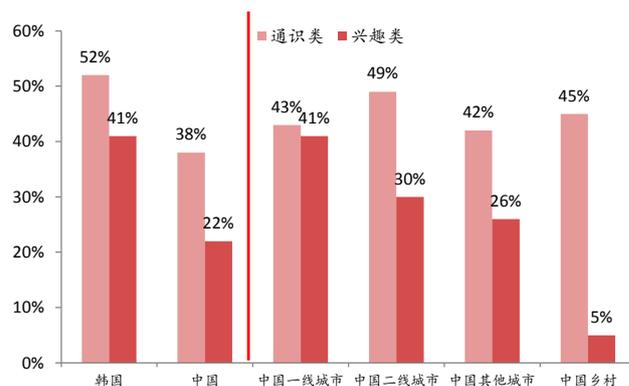
**与韩国相比，中国课外辅导渗透率和支出仍有较大增长空间，受政策影响效果可能小于韩国。**2017年中国家庭课外辅导支出约 34 美元/月，占人均 GDP 比重约为 4.7%，韩国家庭课外辅导支出约 246 美元/月，占人均 GDP 比重约 9.9%，仍有一倍以上空间。2017 年中国通识类课外辅导渗透率 38%，较韩国低 14%，兴趣类课外辅导渗透率 22%，较韩国低 19%。中韩在 K12 课外辅导渗透率和支出仍有较大差距，政策对课外辅导“负面影响”与本身成长性相抵消，长期增长可期。我们认为长期来看，除了本身通识性 K12 培训仍有发展空间（人均 GDP 占比角度），长期产业机会也会出现在补差类型、课后托管、线上辅导（比如暑期大规模双师开展）、兴趣类培训（如 STEM），发展空间大。

图 29：中韩家庭课外辅导支出（美元/月）及与人均 GDP 比



资料来源：中国教育财政科学研究所，东方证券研究所

图 30：中韩课外辅导渗透率对比（2017）



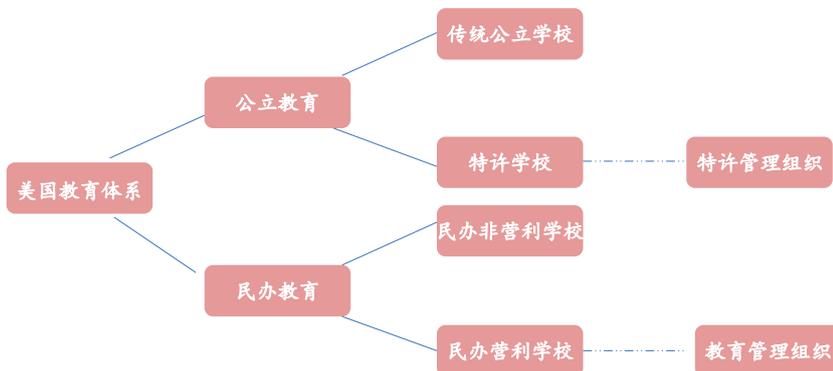
资料来源：中国教育财政科学研究所，东方证券研究所

## 3.2. 美国经验：公立、民办分类管理，助力资本化

### 3.2.1 美国教育体系：民办教育发展成熟，分类管理清晰

美国教育机构分为公立学校（Public Schools）和民办学校（Private Schools），民办教育进一步分为民办非营利性学校（Private Nonprofit）和民办营利性学校（Private for-profit）。除了传统的学校外，特许学校（Charter Schools）也是美国教育体系的重要组成部分，包括：特许管理组织（CMO）主要负责管理公立特许学校，教育管理组织（EMO）主要负责管理民办营利性特许学校。公立与民办学校分类与国内较为相似，营利性与非营利性分类明确。

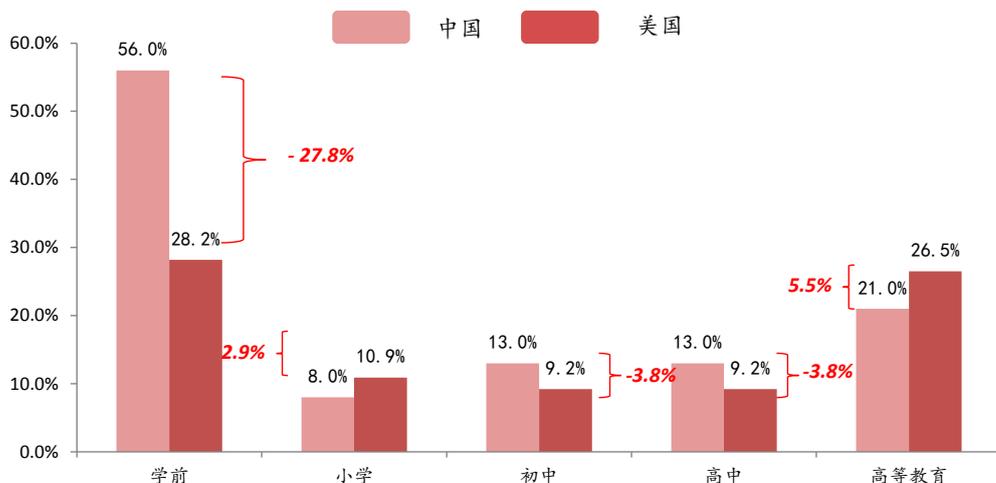
图 31：美国教育体系构成



资料来源：东方证券研究所

**从横向对比来看，除学前外，中美民办教育其他阶段渗透率差距不大。**根据中国教育部统计数据，2017 年中国民办教育在学前渗透率达 56%、小学渗透率 8%、初中渗透率 13%、高中渗透率 13%、高等教育渗透率达 21%。根据 Mobile Digest of Education Statistics，2017 年美国民办教育在学前渗透率达 28.2%、小学渗透率 10.9%、中学渗透率 9.2%、高等教育渗透率 26.5%。整体上看，中美民办教育不同阶段渗透率相近，在学前教育上，中国民办渗透率高于美国 28%；在小学教育上，中国民办渗透率略低于美国 3%；在中学教育上，中国民办渗透率高于美国 4%；在高等教育上，中国渗透率略低于美国 5.5%。**中国民办教育整体相比于发达国家亦较为先进，其中学前民办率占比显著高于发达国家（美国）28 个百分点。**我们认为学校是国家给予民众的基础教育，财政经费支持一定会随着国家经济发展水平逐步提升，这也可深入理解最近我国出台的《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》的含义（到 2020 年普惠性幼儿园覆盖率达 80%。到 2035 年，全面普及学前三年教育）。

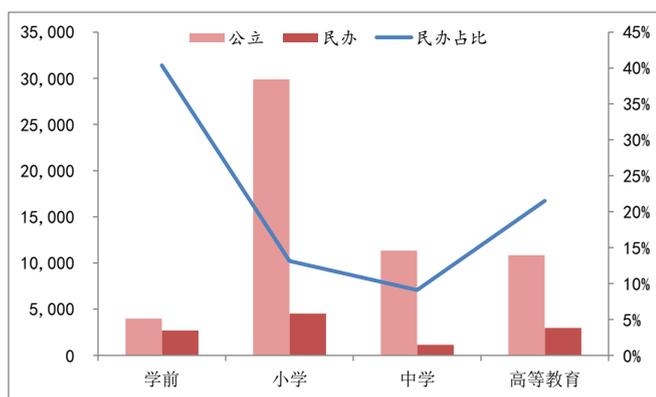
图 32：中美民办教育渗透率对比（2017）



资料来源：中国教育部，Mobile Digest of Education Statistics，东方证券研究所（以人数计）

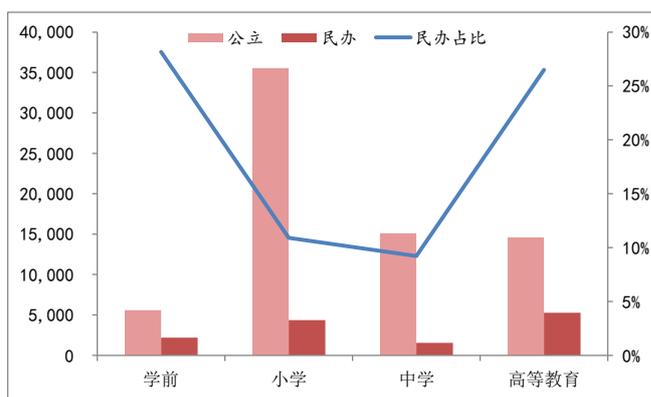
**从纵向对比看，近 30 年间美国学前教育民办渗透率显著下降，高等教育渗透率提升。**从 1990 年至 2017 年，美国学前教育渗透率下降 12 个百分点至 28%、小学教育渗透率下降 2.2%、中学教育渗透率上升 0.1%、高等教育上升 5%。更进一步，高等教育民办学校中，营利性学校学生人数增长近 5 倍至 118 万，营利性学校占比从 7.2% 上升至 22.4%。**通过美国自身发展对比，美国学前教育趋势对我们有很大启发，幼儿教育在各个国家中均非常重要，国家会给予大幅度财政支持以满足基本教育，民办渗透率呈下降趋势，而高等教育，因发展多样化，将会在民办教育发展中发展最快。**

图 33：美国民办教育学生数及渗透率（1990，千）



资料来源：Mobile Digest of Education Statistics，东方证券研究所

图 34：美国民办教育学生数及渗透率（2017，千）



资料来源：Mobile Digest of Education Statistics，东方证券研究所

**总结：**我们通过研究美国自身民办渗透率以及中美现阶段对比，对于民办教育渗透率的看法如下：长逻辑看我国学前教育会陆续得到财政支持，民办率持续下降（目前民办渗透率仍在 55% 高位）。小初民办渗透率相近，中国更重视小学，美国更重视初高中。目前我国高等教育民办渗透率相当于美国 1990 年水平（21%），后期比率或提升，且民办中营利性学校发展潜力明显。**民办类学校机会在于高等教育中的营利性学校，值得期待。**

### 3.2.2 美国经验：分类管理差异体现在税收和土地政策

**美国教育体系对公立学校、民办非营利性学校和营利性学校分类管理差异主要在于税收、补助和土地。**根据 Mobile Digest of Education Statistics 统计，美国公立学校收入来源主要来自于政府补助及其他（学费：政府补助：私人捐赠：其他=21:36:0:43），民办非营利性学校收入来源更为平均，各类来源均有（学费：政府补助：私人捐赠：其他=40:14:16:30），民办营利性学校收入来源绝大部分来自于学费（学费：政府补助：私人捐赠：其他=90:5:0:5）。美国教育体系对学校的自主体现在 1) **政府补助**，公立学校大部分收入来自于政府补助，民办非营利学校也收到一部分政府补助，民办营利性学校补助非常少；2) **税收优惠**，公立学校和民办非营利性学校均享受联邦收入税、州财产税免除，而民办营利性学校并无税收减免；3) **土地政策**，公立学校土地多为政府划拨，少数民办非营利学校可获得土地捐赠，民办营利性学校需要购买土地。美国的分类管理管理已经非常完善，我国目前出台的分类管理细则正陆续出台，但大体方向与美国相近，后期或与美国趋同。**现阶**

段我国民办学校仍存在不同程度的政府补助、税收优惠和土地优惠，随着部分民办学校选择营利性，税收/补助/土地政策均会有所不同，短期看，税收/土地等方面有一定压力，长期看学校的收入来源会有所区分。

表 7：美国公立及民办学校收入来源及税收、土地政策

	公立学校	民办非营利性学校	民办营利性学校
收入来源	学费：政府补助：私人捐赠：其他 21：36：0：43	学费：政府补助：私人捐赠：其他 40：14：16：30	学费：政府补助：私人捐赠：其他 90：5：0：5
税收优惠政策	(1) 免除联邦收入税 (2) 免除州财产税 (3) 捐赠资金免除联邦税	(1) 免除联邦收入税 (2) 免除州财产税 (3) 捐赠资金免除联邦税	无税收减免
政府补助	联邦政府、州政府、地方政府补贴	可以获得政府补助，相对较少	基本无政府补助
学生补助	学生可以享受政府补助	可以享受政府补助	可以享受政府补助
社会捐赠	较少私人捐赠	私人捐赠是重要收入来源	较少私人捐赠
土地政策	划拨土地	少数学校可以获得土地捐赠	需要购买土地

资料来源：《莫里尔法案》，Mobile Digest of Education Statistics，东方证券研究所

在美国民营资本直接参与义务教育阶段学校的情况较少，以教育管理形式输出管理及课程体系较为普遍。美国民办教育上市历史较长，民办营利性学校完全按照公司进行监管，资本化便捷；公立学校及民办非营利性学校并不具备上市条件。目前美国上市的学历教育机构多为学校集团和教育管理组织（EMO）相结合，其中高等教育领域直接管理占比较大，而 K12 阶段教育管理组织（EMO）占比更大。我们认为，对于学校类资产，随着民促法落地分类化管理+认识本身不同教育阶段国家所会承担的责任，产业长期发展及投资机会应主要来自于高等教育中的营利性学校。

## 4. 投资逻辑：依次看好课外辅导、素质教育及高等教育

我们上章通过对韩国培训辅导历史分析（同样的新高考+培训减负），对美国学校类的梳理（教育法分类管理+不同教育阶段国家给予的定位），找寻我国教育可借鉴的方面，也希望找出长期资本可助力产业发展的领域。政策大背景下，我们寻找出三个长期投资机会，值得产业及资本市场关注：

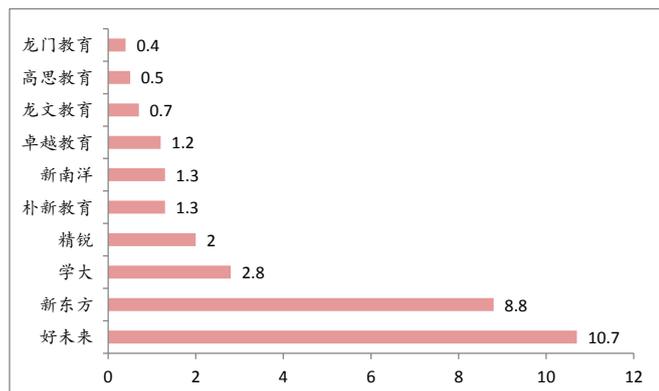
1) 基础通识类课外辅导（参培率仍有明显空间+龙头市占率提升），以及其中衍生的通识类补差、课后托管、在线培训领域的独角兽；2) 兴趣类培训领域；3) 学校类：高等教育的营利性学校。

### 4.1. 投资逻辑一：基础通识类下的投资机会

#### 4.1.1 利于全国性课外辅导龙头

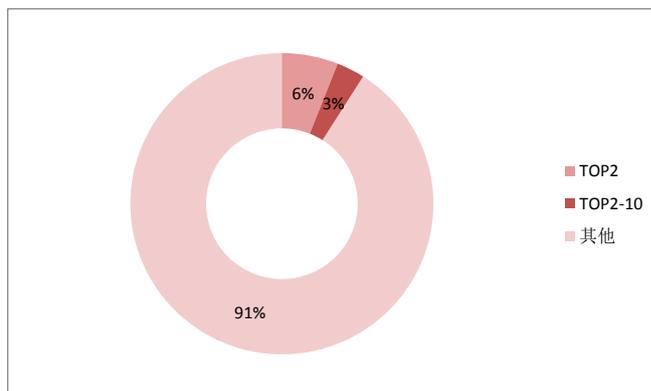
政策引导下，通识类培训仍有较大空间，中国 K12 课外辅导集中度低，新东方好未来营收远超第二梯队，供给侧改革利于集中度提升。逻辑如下：1) 即使在韩国新高考+培训减负的 10 年大背景下，韩国通识类课外参培率仍维持 52.2% 高位。目前我国 38%，仍有明显空间；2) 2017 年新东方/好未来 K12 课外辅导收入分别为 107 亿/88 亿人民币，是第三名学大教育营收的 3-4 倍。整体上看，中国 K12 行业集中度低，TOP 2 公司营收占比仅 6%，TOP 10 集中度仅 9%，中小企业出清对行业格局改善空间大，龙头中长期将受益于供给侧改革，

图 35：2017 年龙头公司 K12 课外辅导收入（十亿）



资料来源：公司财报，东方证券研究所

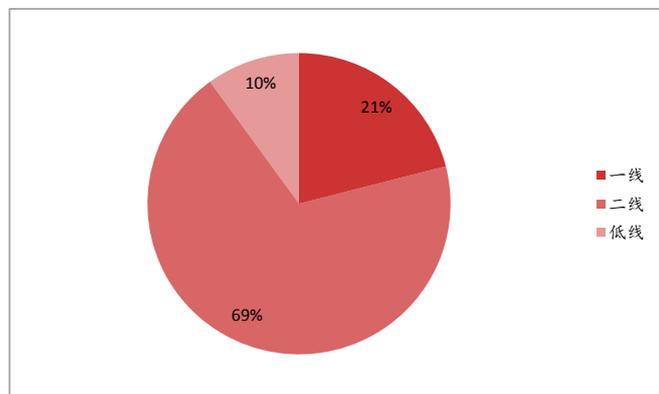
图 36：中国 K12 行业集中度



资料来源：公司财报，东方证券研究所

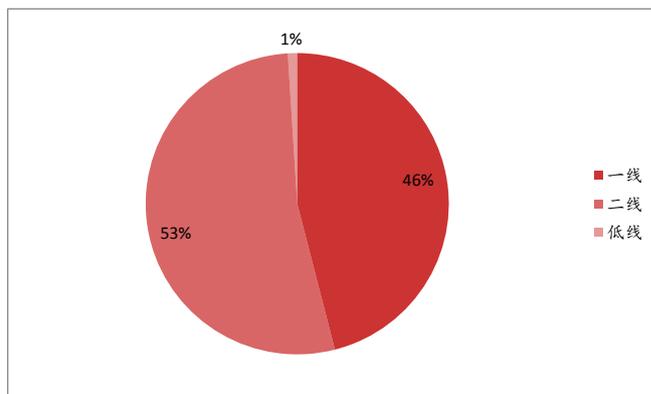
从监管政策中我们可以看到，一二线城市相比于低线城市更加严格。从 K12 学习中心分布上看，新东方下沉较为明显，一线城市仅占 21%，好未来一线城市占比 46%，综合来看，监管对新东方影响较小，对好未来影响较大。

图 37：新东方学习中心分布（按城市类型）



资料来源：公司财报，东方证券研究所

图 38：好未来学习中心分布（按城市类型）



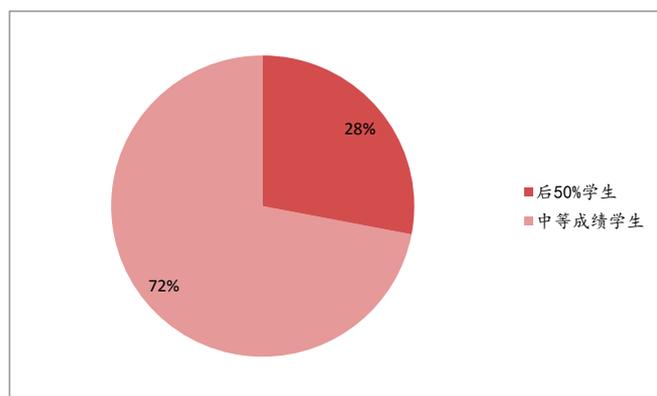
资料来源：公司财报，东方证券研究所

在政策监管下，行业运营成本普遍上行，龙头公司具有更好的价格传导能力，短期会对利润率端有所影响，中长期利于龙头市占率提升。**建议关注相关公司：**新东方（EDU，未评级）、好未来（TAL，未评级）。

#### 4.2.2 补差、课后托管、在线领域的独角兽企业

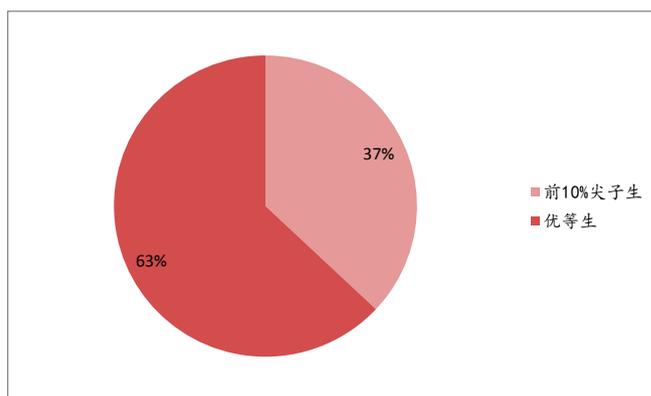
- **补差辅导**：高考改革变相提升“差生”的课外辅导渗透率。韩国高考改革经验显示，成绩排名在后 40% 的学生课外辅导渗透率反而分别上升 5.4%/8.4%；补习课程也成为课外辅导最大动因，占比 48.8%。从 K12 学生构成上看，好未来以尖子生为主，TOP10% 的学生占比 37%，新东方以普通生为主，后 50% 的学生占比 28%，主要为复习补课。在高考改革以及课外辅导趋严中，新东方可能更为受益。**建议关注**：新东方（EDU，未评级）、科斯伍德(300192，未评级)

图 39：新东方 K12 学生构成



资料来源：公司财报，东方证券研究所

图 40：好未来 K12 学生构成



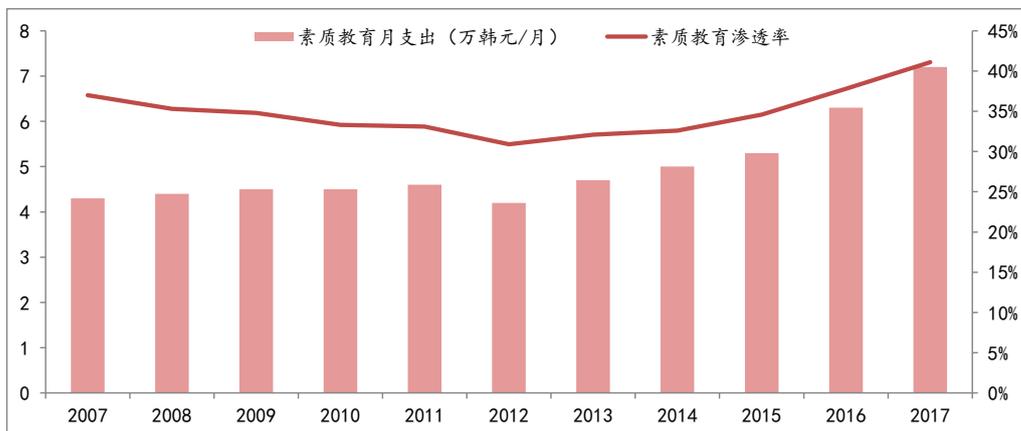
资料来源：公司财报，东方证券研究所

- **课后托管**：我国正逐步推行“弹性离校制度”和“课后托管服务”，该领域仍属于蓝海，无明显独角兽公司出现。
- **线上教育**：在线教育将快速历经线下培训 30 年的发展历程，在线教育从 13 年开启，到今年暑期各家大规模铺开，模式及技术已迭代多次，由最早的录播到直播，由最初的辅助到现在的独立主打课程，该领域解决了低线城市培训点难以下沉、优质师资资源输出等多种线下培训难以克服的问题，后期发展值得期待，公司来看，学而思&猿题库&作业帮为目前领先者（学而思在近两年加大线上课外辅导研发及推广力度，人次增速明显。截止 19FYQ2，学而思网校人次 240 万，占总人次 48.6%，较去年同期增长 223%）。**建议关注公司**：好未来（TAL，未评级）、猿题库、一起作业。

#### 4.2. 投资逻辑二：自主招生或推动素质教育发展

国内素质教育渗透率低，自主招生或进一步推动素质教育发展。目前中国素质教育课外辅导渗透率仅 22%，区域差距极大，相比之下，韩国素质教育课外辅导渗透率高达 41.1%。韩国素质教育生均支出 7.2 万韩元/月，与数学、英语保持同样支出。综合来看，国内素质教育渗透率和支出均有较大提升空间。

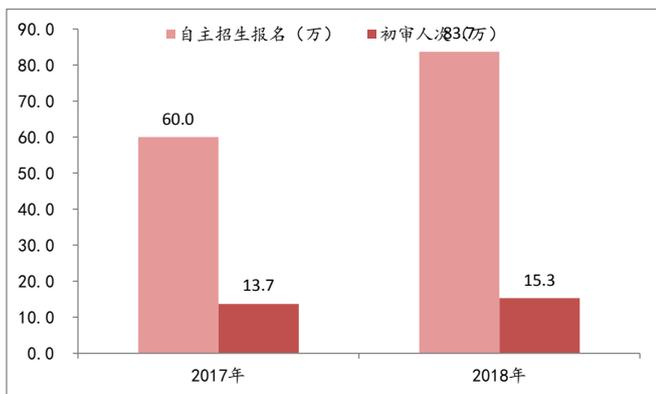
图 41：韩国素质教育渗透率（%）及生均月支出（万韩元）



资料来源：Private Education Expenditures Survey，东方证券研究所

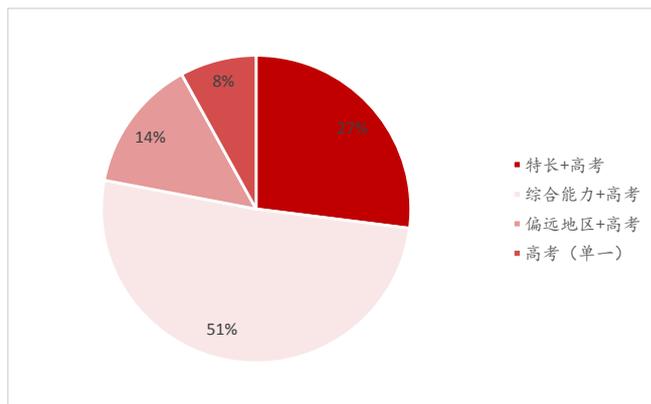
**自主招生或助力素质教育发展。**随着高考改革，自主招生重要性显著提高，根据学科竞赛网统计，2018 年清华北大中 92% 的录取学生有相关加分（自主招生等）。面试是自主招生的重要环节，学生的知识广度和思辨能力都需要通过素质教育培养。目前素质类教育领域，并无绝对独角兽出现，仍处于细分赛道起步阶段。**建议关注：**昂立教育(600661，未评级)，盛通股份(002599，未评级)。

图 42：高考自主招生报名人数及初审人次



资料来源：中英智慧教育，东方证券研究所

图 43：清华大学/北京大学录取情况（2018）



资料来源：学科竞赛网，东方证券研究所

### 4.3. 投资逻辑三：高等教育加快资本化进程

**民办教育分类管理落地，高等教育前景较为明确，选择营利性办学，短期税收提升，长期利于资源整合。**我们认为高等教育具有较大发展空间且现金流好：1) **高等教育发展空间大**，2016 年国内高等教育毛入学率 42.7%，低于发达国家水平（2009 年美国高等教育毛入学率达 89%、英国 59%、法国 55%、日本 59%），随着高考改革，国内高等教育毛入学率有望持续提升。2) **高等教育民**

**办渗透率高**，相比于 K12 教育阶段，高等教育民办渗透率高（21%）并且有上升趋势。3) **高等教育政策确定性强**，在《民促法》（送审稿）中高等教育可自由选择分类（义务教育阶段不可选择为营利性，从而不得兼并非营利性学校），在选择营利性后可以加快并购步伐，但所得税税收或上升。

**表 8：民办高等教育上市公司所得税税率（2015-2017）**

代码	上市公司	2015	2016	2017
0839.HK	中教控股	0.7%	0.5%	0.4%
1569.HK	民生教育	13.5%	0.6%	0.8%
2001.HK	新高教	5.3%	2.1%	6.7%
2779.HK	新华教育	0.7%	1.4%	1.2%
1765.HK	希望教育	5.5%	2.8%	8.6%
1969.HK	中国春来	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：公司财报、东方证券研究所

**上市加快高等教育行业并购，有助集中度提升**。自高等教育公司上市以来，并购速度显著提速，其中 2018 年中教控股计划收购 3 所高等院校，交易对价合计近 20 亿；民生教育收购 1 所高等院校，交易对价 5.83 亿；新高教收购 1 所高等院校。

**表 9：2018 年民办高等教育上市公司并购一览（限高等院校）**

上市公司	披露时间	学校	收购股权	交易对价
中教控股	2018 年 3 月 13 日	郑州职业学校	80%	8.55 亿
	2018 年 3 月 13 日	西安技师学院	62%	5.77 亿
	2018 年 6 月 14 日	广州学院	100%	5.38 亿
民生教育	2018 年 8 月 20 日	滇池学院	51%	5.83 亿
新高教	2018 年 1 月 8 日	河南专科学校	55%	-

资料来源：公司财报、东方证券研究所

建议关注：新高教（2001，未评级）。

## 5. 投资建议与投资标的

新东方（EDU，未评级）

**(1) 全国性教育龙头，业绩增速加快**。截止 19 财年 Q1，新东方教学网点覆盖 74 座城市，拥有 88 所学校和 1012 家学习中心，18 财年学员人次达 632.9 万，同比增长 30.3%。2018 财年实现营业收入 24.47 亿美元，净利润 2.96 亿美元，分别同比增长 36%/8%，营收相比去年增速有所提升，毛利率和净利率维持在 56.5%/12.1% 的行业领先水平。

**(2) 深度转型 K12 成效显著，网点扩张提速**。18 财年 K12 业务营收 14.4 亿美元，占比从 17 财年的 55.6% 上升至 59%，培训人次达 545.5 万人，同比增长 38%。至 19 财年一季度，教学点总数达到 1100 家，扩点速度维持高增长，学员人次高增长率有望保持。

**(3) 低价班+双师课堂提升获客能力，挖掘三四线城市市场。**配合全国扩张步伐，18年新东方在39个城市开展夏季推广活动，对新生提供多科目低价试用课程，试用人数达到76.2万人，同比增长37.5%，学生留存率由上年50%提升至54%。18财年将继续覆盖5-10座三四线城市，并采用集团内部共建模式实现成熟师资输出、低成本快速建校。

好未来 (TAL, 未评级)

**(1) 全国性培训教育龙头。**截止19财年Q2，好未来覆盖43座城市，共有学习中心648所，上半年招生人次691万，同比增长110%。19财年上半年实现营收12.5亿美元，同比增长60.8%，Non-GAAP净利润1.77亿，同比增长60%。

**(2) 大力拓展线上业务，线上业务增长迅速。**学而思线上课程为公司近两年核心拓展业务，增速明显。19财年Q2学而思网校人次240万，占总人次的48.6%，同比增长223%，贡献公司人次增长61%。网校业务实现收入8200万美元，同比增长184%。以韩国经验来看，线上课外辅导培训渗透率将逆势上升。

科斯伍德(300192, 未评级)

**旗下龙门教育作为中西部课外辅导龙头，专注中高考，实现差异化竞争。**龙门教育是西部地区领先的中高考升学培训机构，高中课外辅导作为刚需（面对高考，功利性最强），受到课外辅导趋严政策影响小。公司通过VIP全封闭校区（7个校区，1.3万学生）+课外学习中心（11个城市，61个校区，5100名学生）构建生态体系进行扩张。在方向上差异化竞争，专注中高考全封闭培训细分赛道；城市分布方面，重点覆盖二三四线城市，具有较大潜力。

昂立教育(600661, 未评级)

**(1) 昂立教育经三十余年精耕，地区课外辅导龙头公司。**公司教育涵盖幼儿园、小学、中学等全科目课外辅导，更有素质类产品全面助力K12学生群体卓著成长。2018年上半年公司K12业务实现营收7.26亿，同增26%，净利润4437万，同增10%，其中昂立教育盈利6788万，同增34.7%。截止2018年上半年，公司建成新校27所，扩校7所，总校区达199所，持续扩张。

**(2) 产业资本加持中金系入股，或推动民营化机制催化剂。**截止2018年10月底，中金集团及一致行动人增持股份数至持股比例21.51%，接近公司大股东交大系持股比例的22.58%，产业资本与实际控制人的持股比例差距进一步缩小。目前公司控制权未发生变更，产业资本是否继续增持尚不明确，中金系增持或推动公司管理激励机制改革，释放增长活力。

新高教 (2001, 未评级)

**全国布局的应用型高等教育集团，“内生外延”驱动增长。**截止2017财年，公司先后投资5所高效，在校生总数7.6万人，实现营收4.14亿，净利润2.33亿，盈利能力强劲。民促法有望加快高等教育领域资本化进程，对于办学能力强、管理复制能力优秀的企业具有推动作用。公司与京东、

华为等企业有长期、广泛的校企合作，集团平均就业率 98%，工资水平高于当地平均，口碑与就业前景俱佳。在扩张方面公司选取，具有人数增长潜力的本科院校，并逐步扩展专科教育，保证未来学校人次增长。

## 风险提示

- 政策监管风险

国家与地方出台一系列减负与规范 K12 课外辅导政策，若监管进一步趋严可能会对相关上市公司造成负面影响。

- 行业竞争激烈

由于线下监管趋严，线上 K12 课外辅导景气度提高。如果线上竞争加剧，可能会导致买量成本上升，从而影响行业盈利能力

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)

