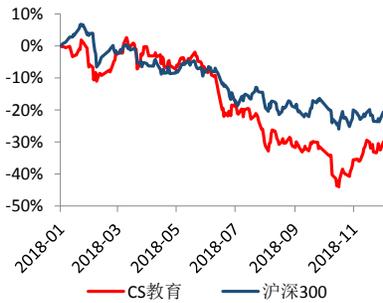


教育

2019 年教育行业投资策略：知常明变，因势而谋

■ 走势对比



■ 子行业评级

报告摘要

2018 年行情回顾：风起云涌。2018 年，宏观经济环境趋冷，教育行业相比去年却更加风起云涌，来自政策、资本的力量不断为行业注入生命力。政策面，民促法意见稿、民促法送审稿、禁补令、学前教育新规、培训机构专项治理通知纷纷出台，严苛程度超出市场预期。资本面，一级市场融资回暖，2018 前三季度融资事件和金额均已超过去年全年；二级市场剧情反转，Q3 前出现一波教育公司上市小高潮，Q3 后大多跌破发行价，年前上市的平均跌幅超过 60%。

K12 培训：刚需最旺盛赛道，短期承压后龙头受益。受益于庞大的适龄人口基数、较长的用户生命周期、家长的升学焦虑，K12 培训依然是刚需最旺盛的赛道，2017 年市场规模约 6800 亿。此次 K12 行业的培训结构治理整改力度较大，行业合规步伐将加速。证照、教师持证或成中小机构硬伤，面临出清危险。行业规范期之后，行业需求必将进一步向龙头集中，区域性龙头异地扩张或将加速，全国性龙头将迎来下沉利好。

早教：学前教育需求依然旺盛，细分板块值得关注。学前教育新规对幼儿园证券化做出史上最严监管，幼儿园上市之路基本断绝。早教暂不受新规影响，预计后续也会陆续出台监管政策，随着行业准入门槛提高，行业龙头如美吉姆、金宝贝将受益。全面二胎政策带来的新生儿增量叠加家长的教育观念升级，学前教育需求依然旺盛，细分板块值得关注，提供早教托育、亲子内容、幼师培训的相关公司值得关注。

职业教育：政策释放红利，职业教育迎来春天。受益于国家政策利好、人才市场刚性需求，职业教育已成为仅次于 K12 教育的第二大细分市场，2017 年市场规模约 6000 亿，预计 2020 年将达到 11620 亿。职业教育细分领域众多，A 股主要是以并购涉足职教居多，公考龙头中公教育即将登陆 A 股、华图教育于港股提交新版招股说明书，引发市场关注。

证券分析师：朱璐

电话：010-88321569

E-MAIL: zhulu@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518020003

证券分析师：陈天蛟

E-MAIL: chengtj@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517110002

民办高教：送审稿暂未改变外延并购逻辑，学费市场化后有望量价齐升。从需求端来看，生源基数不断扩大；从供给端来看，一是行业进入壁垒高；二是民办高校审批速度减缓（维持在746所），行业进入存量博弈的时代，港股上市的六大高教集团借助丰富的行业经验以及雄厚的资本实力具有先发优势。2019年政策逐渐落地明朗化后，市场悲观情绪有望缓解，板块估值有望迎来修复。

素质教育：政策明确鼓励发展的细分领域，享受政策利好。政府在素质教育领域政策频出，明确指出要开展全面智能教育项目，培养复合型人才。随着素质教育理念接受程度逐年提高，市场规模增长较快。根据一级市场数据变现，素质教育领域备受资本青睐，其中幼儿启蒙英语、少儿编程等热度不减，获得资本青睐，预计编程教育等相关公司将迎来利好。

投资建议：2018年，政策是影响教育板块波动的主要因素，细分行业的主基调已基本定好；2019年，相关配套政策有望落地。短期来看，可能会导致板块波动；中长期来看，教育依然是景气度上行的行业，具备抗周期性。随着政策逐渐明朗，负面情绪有望消化。行业整改后，中小机构加速出清，龙头企业将享受竞争格局改善带来的行业红利，依然看好教育行业的投资机会。看好优质细分赛道中内生增长确定性较强的龙头企业，推荐关注：1) K12行业规范期过后龙头机构将受益竞争格局改善：新东方，好未来；2) 早教：龙头美吉姆现金并购三垒股份，纯正教育主业；3) 职业教育：亚夏汽车（中公教育），东方时尚；4) 素质教育：盛通股份；5) 民办高教细分领域龙头：中教控股。

风险提示。教育行业监管政策趋严风险；市场竞争加剧风险；宏观经济风险。

目录

一、 2018年回顾：板块大幅波动，政策是主要影响因素	6
(一) 市场表现：政策主导，海内外板块大幅波动	6
(二) 政策面：监管趋严，细分领域方案逐渐落地	8
(三) 资本面：景气度上行，教育企业扎堆港股上市	9
二、 2019年展望：政策逐渐落地，看好细分行业龙头	11
(一) K12板块：刚需最强赛道，短期承压后龙头受益	11
1、政策新规：整改力度加大，规范化经营是趋势	11
2、行业需求：刚需决定增速，催生万亿市场空间	12
3、竞争格局：行业高度分散，龙头有望受益于集中度提升	14
(二) 职业教育：政策释放红利，职业教育迎来春风	16
1、政策新规：利好密集出台，职教产业迎来春风	16
2、行业需求：人口老龄化+产业升级，职教需求急剧提升	17
3、竞争格局：公考双寡头上市，A股多为跨界并购转型	19
(三) 早教：学前教育需求旺盛，细分板块值得关注	21
1、政策新规：回归教育本质，切断幼儿园上市路径	21
2、行业需求：人口增量叠加教育观念升级，学前教育需求旺盛	21
3、竞争格局：产业格局高度分散，行业龙头或将受益	23
4、投资机会：政策收紧，托育、内容赛道仍存机遇	24
(四) 民办高教：静待民促法落地，市场估值有望修复	27
1、政策法规：民促法送审稿公布，加快分类管理进程	27
2、行业现状：民办高校占比提升，行业规模仍有提升空间	29
3、竞争格局：行业进入壁垒高，六大高教集团占据先发优势	30
(五) 素质教育：政策支持，STEAM教育迎来新风口	31
1、政策法规：行业发展初期，政策层面推动力强劲	31
2、行业需求：素质教育意识觉醒，未来行业规模可达千亿	32
3、市场格局：一级市场投资火热，K12龙头多赛道布局	34
三、 投资建议：标配行业，关注龙头机构超跌机会	36
四、 风险提示	37

图表目录

图表 1: 2018 年中信教育指数涨跌幅在全行业排名	6
图表 2: 2018 年 A 股教育行业走势	7
图表 3: 2018 年 A 股教育行业涨跌幅前五名	7
图表 4: 2018 年港股教育公司走势	7
图表 5: 2018 年港股教育行业涨跌幅前五名	7
图表 6: 2018 年美股教育公司走势	7
图表 7: 2018 年美股教育行业涨跌幅前五名	7
图表 8: 近年教育行业相关政策法规	8
图表 9: 我国教育行业融资情况 (2007-2018H1)	9
图表 10: 我国教育细分行业融资情况 (2015-2018H1)	9
图表 11: 港股、美股已上市教育企业一览	10
图表 12: 港股、美股排队教育企业一览	11
图表 13: 我国 K12 教育在校学生总数 (2010-2017)	13
图表 14: 我国 K12 教育在校学生人数预测 (2018-2024)	13
图表 15: 我国 K12 不同阶段在校生数	13
图表 16: 我国每年新增 6 岁人口数	13
图表 17: 我国 K12 教育市场规模 (2012-2017)	14
图表 18: 我国 K12 教育细分市场规模 (2012-2017)	14
图表 19: K12 教育领域市场前五名	15
图表 20: K12 将于领域 CR5 仅为 5%	15
图表 21: K12 教培市场竞争格局	15
图表 22: K12 领域一级市场相关公司	16
图表 23: 职业教育相关政策法规一览	17
图表 24: 我国劳动人口占比持续下降	18
图表 25: 我国职业学校招生人数逐年减少	18
图表 26: 我国职业教育成为第二大细分领域 (2017)	18
图表 27: 我国职业教育市场规模 (2013-2020)	18
图表 28: 职业教育市场细分门类众多	19
图表 29: 职业教育相关公司 (A 股)	20
图表 30: 中公教育营收、净利润 (2015-2018H1)	20
图表 31: 华图教育营收、净利润 (2015-2018Q4)	20
图表 32: 我国出生总人口 (2012-2017)	22
图表 33: 我国学前教育毛入学率 (2011-2017)	22
图表 34: 学前教育家长年龄分布	22
图表 35: 学前教育每月花费	22
图表 36: 我国早幼教市场规模 (2011-2021E)	23
图表 37: 幼儿园数量和在园人数 (2011-2017)	24
图表 38: 民办幼儿园数量和在园人数 (2011-2017)	24
图表 39: A 股旗下拥有幼儿园相关标的一览	25
图表 40: 港股、中概股旗下拥有幼儿园相关标的一览	25
图表 41: 学前领域生态圈	26
图表 42: 学前领域一级市场投资赛道分布 (2018Q8)	26
图表 43: 早教行业融资企业	26
图表 44: 民办教育相关政策法规一览	27
图表 45: 民促法修正案对民办高教的影响	27

图表 46: 民促法三次修订内容对比	28
图表 47: 我国民办高等院校数量及占比 (2006-2017)	29
图表 48: 我国民办高等院校招生数量及占比 (2006-2016)	29
图表 49: 港股 6 大民办高教企业营业收入 (2015-2018H1)	30
图表 50: 港股 6 大民办高教企业净利润 (2015-2018H1)	31
图表 51: 港股 6 大民办高教企业毛利率 (2015-2018H1)	31
图表 52: 素质教育相关政策法规一览	32
图表 53: 政策推动和市场需求促进素质教育行业发展	32
图表 54: 家长对孩子学习教培各品类的紧迫性和必要性的认识 (2017)	33
图表 55: 各教培品类在学前用户渗透率 (2017)	33
图表 56: 各教培品类在 K12 用户渗透率 (2017)	33
图表 57: 素质教育领域一级市场投资火热	34
图表 58: 素质教育领域少儿编程、艺术教育受一级市场关注	34
图表 59: 素质教育相关标的一览	35
图表 60: 重点推荐公司盈利预测	37

一、2018年回顾：板块大幅波动，政策是主要影响因素

(一) 市场表现：政策主导，海内外板块大幅波动

回顾2018年，是跌宕起伏的一年，海内外教育板块都经历了较大波动。政策成为搅动教育板块行情的重要因素，学前教育、K12培训、学历教育、在线教育等细分行业均受到不同程度的严格规范，情绪面较为悲观，板块波动幅度较大。

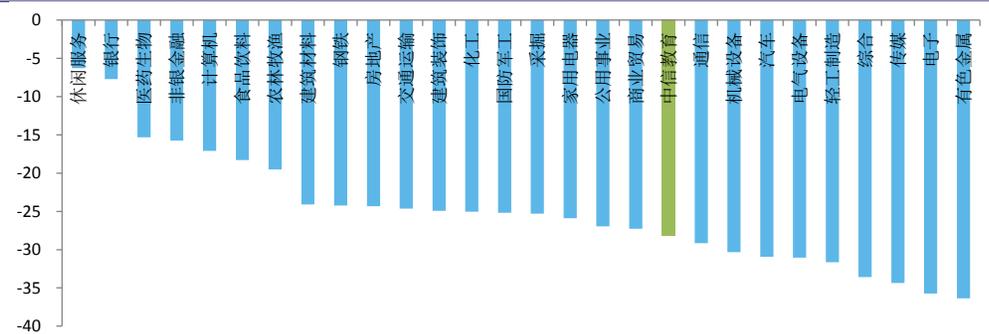
A股教育标的多为TMT、传媒和传统产业公司通过并购或重组，转向或置入部分教育资产形成，涉及教育的多个细分行业。除少数公司专注于教育产业，大部分公司提出原主业和教育产业双轮驱动的战略，且教育业务占比不高。受制于非教育主业和并购标的业绩不达预期，股价持续下滑。

2018年初至12月4日，CS教育指数累计下跌29.71%，相对大盘（沪深300）的超额收益为-8.3%。涨幅最多的是亚夏汽车（106.22%）、佳发教育（76.39%）、三垒股份（21.63%）；跌幅最多的是开元股份（-62.92%）、威创股份（-56.33%）、东方时尚（-52.48%）。

美股、港股教育标的主营业务多为纯正的教育业务，主要以职业培训、K12培训的民营企业为主。年初受益于长期投资价值，股价表现出众，下半年受政策影响较为明显，回调幅度较大。

2018年初至12月4日，美股教育公司平均跌幅为33.85%，相对大盘（标普500）的超额收益为-37.36%；跌幅最多的是朴新教育（-72.57%）、尚德机构（-65.93%）、四季教育（-56.75%）。港股教育公司平均跌幅为23.10%，相对大盘（恒生指数）的超额收益为-12.43%；跌幅最多的是大地教育（-81.42%）、天立教育（-54.54）、21世纪教育（-45.03%）。

图表1：2018年中信教育指数涨跌幅在全行业排名



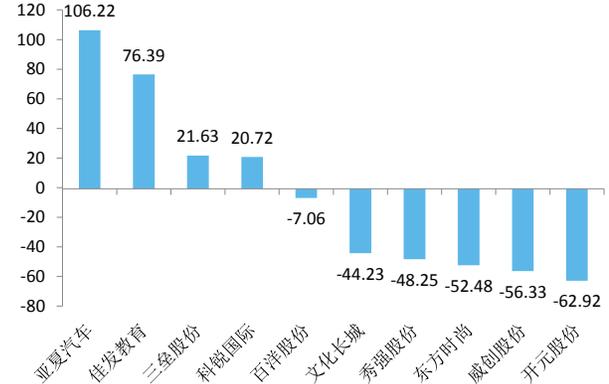
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表2：2018年A股教育行业走势



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表3：2018年A股教育行业涨跌幅前五名



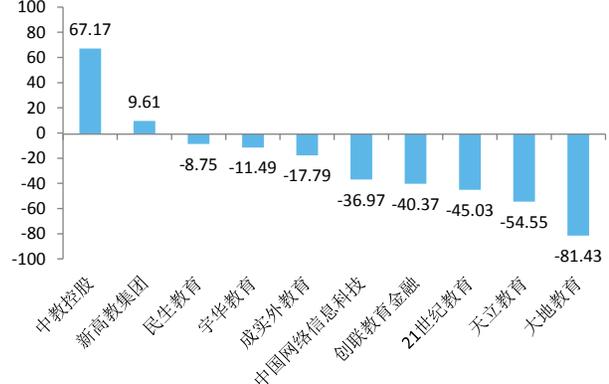
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表4：2018年港股教育公司走势



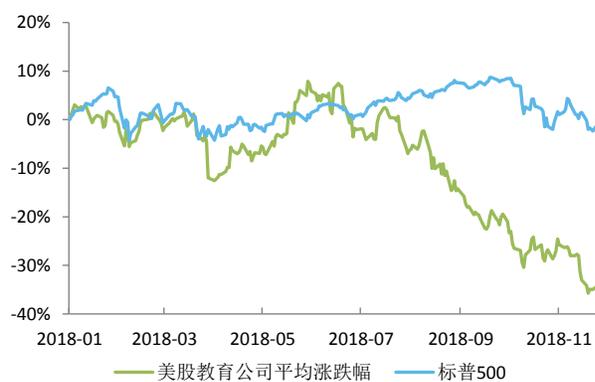
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表5：2018年港股教育行业涨跌幅前五名



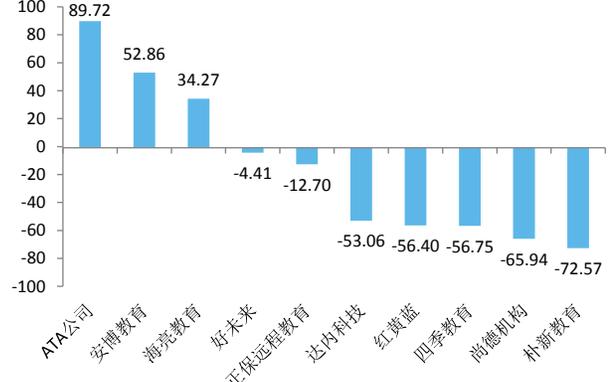
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表6：2018年美股教育公司走势



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表7：2018年美股教育行业涨跌幅前五名



资料来源：WIND，太平洋证券整理

(二) 政策面：监管趋严，细分领域方案逐渐落地

教育是一个受政策影响的行业。一方面，政策利好对于行业的推动效果极其明显，另一方面，政策的规范和监管对于机构的生存也会造成特别大的影响。

2018年，教育行业各类政策频出。从年初的减负令，到《民促法》修订草案、《规范校外培训机构发展的意见》、各地的新高考政策，再到最近的《关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》等等，严苛程度超出市场预期。

2018年8月，司法部发布《民办教育促进法实施条例（修订草案）（送审稿）》，并向社会公开征求意见，这是新民促法正式立法前的重要步骤。《送审稿》是继2018年4月教育部发布的关于《民促法》征求意见稿的修订，有进一步的改动，且出台部门为司法部而非教育部，意味着实施条例的进程正在加快。2018年11月，中共中央、国务院发布的《关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》明确提出遏制过度逐利行为，民办园一律不准单独或作为一部分资产打包上市。

民促法的修订及落实对教育产业资本化的影响基本上格局初定，对未来10年可以形成基本判断。结合民促法的落地，政府在各个细分领域也颁布了一系列的政策，整体而言教育行业的产业化、金融化的趋势进一步得以深化，但不同细分领域受到的影响是不同的。2018年政策主基调基本已经定好，但是教育行业牵一发而动全身的属性，注定了行业监管政策先动、而后实施方案谨慎落地的节奏。

图表8：近年教育行业相关政策法规

时间	相关部门	法规名称	涉及行业
2018/1/24	教育部、国务院扶贫办	《深度贫困地区教育脱贫攻坚实施方案（2018-2020年）》	早幼教/K12/职业教育
2018/2/12	教育部、国家发展改革委等	《职业学校校企合作促进办法》	职业教育
2018/2/22	教育部办公厅/民政部办公厅等	《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》	K12
2018/4/20	教育部	《中华人民共和国民办教育促进法实施条例（修订草案）（征求意见稿）》	民办教育
2018/7/4	教育部、国家发展改革委等	《关于加快发展残疾人职业教育的若干意见》	职业教育
2018/7/5	教育部办公厅	《关于开展幼儿园“小学化”专项治理工作的通知》	早幼教
2018/8/10	司法部	《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）》	民办教育
2018/8/22	国务院办公厅	《关于规范校外培训机构发展的意见》	K12
2018/9/3	教育部	《关于切实做好校外培训机构专项治理整改工作的通知》	K12
2018/10/20	财政部、国家税务总局等	《个人所得税专项附加扣除暂行办法（征求意见稿）》	职业教育
2018/10/11	教育部	《关于严禁商业广告、商业活动进入中小学校和幼儿园的紧急通知》	早幼教、K12
2018/11/15	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》	早幼教
2018/11/15	教育部	审议通过《国家职业教育改革实施方案》	职业教育
2018/11/20	国务院	批复了教育部《关于提请调整完善职业教育工作部际联席会议制度的请示》	职业教育
2018/11/26	教育部/国家市场监督管理总局/应急管理部	《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》	K12

资料来源：公开资料，太平洋证券整理

（三） 资本面：景气度上行，教育企业扎堆港股上市

素质教育受资本青睐，职业教育和K12课外辅导热度不减。根据前瞻产业研究院的数据，教育行业一级市场融资自2014年开始激增，经历了2016年的略微趋冷，2017年开始回暖。2018年一级市场融资环境持续向好，仅2018年上半年就达到182起，中后期融资热度强劲，大额融资数量增加，优质项目收到追捧，披露的融资金额已经达到152.73亿元，接近去年全年180亿元的融资总额。

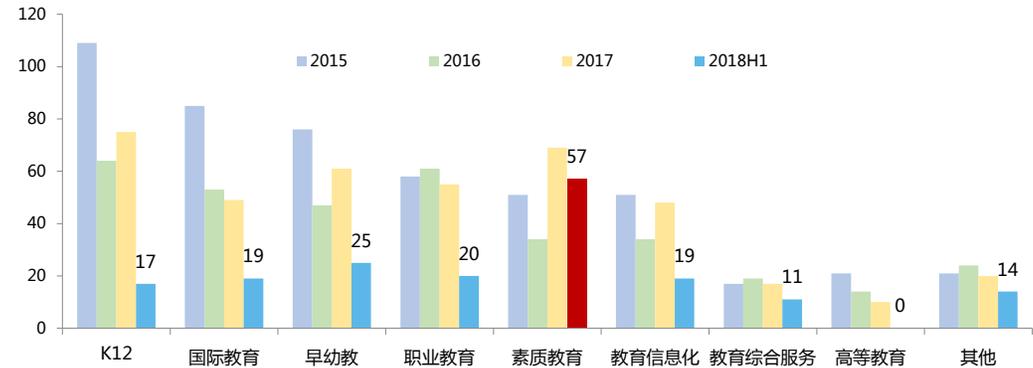
图表9：我国教育行业融资情况（2007-2018H1）



资料来源：前瞻产业研究院，太平洋证券整理

素质教育受资本关注，投融资数量超全年。从细分领域来看，素质教育、早幼教、职业教育分别占据了投资热点的前三名，英语教育、K12课外辅导等传统热门赛道的投资热情依然不减。2017年下半年开始，素质教育异军突起，2018年上半年素质教育融资数量达到57起，占比为30.48%，与2017年全年69起几乎持平。

图表10：我国教育细分行业融资情况（2015-2018H1）



资料来源：前瞻产业研究院，太平洋证券整理

资产证券化速度加快，教育企业密集赴港上市。近年来在A股市场不断出现教育企业重组或者借壳的同时，教育企业也纷纷赴香港和美国直接上市。2017年至今，共有11家教育企业在香港上市，7家企业在美国上市。其中美股聚集了K12教培龙头—新东方、好未来、精锐教育、朴新教育、四季教育，而港股聚集了大量民办教育的公司，包括民办高等、民办K12学历教育。随着华图教育、新东方在线、沪江教育科技的上市，港股教育板块细分领域不断增多。

民促法扫清证券化障碍，预计教育企业上市案例变多。新版《民促法》已经为民办学校扫除了证券化障碍，利好营利性非义务教育阶段的民办学校，特别是学前教育、职业教育、K12课外辅导等学校，主要是此类教育机构在资产所有权和税收政策方面更为明确，更容易满足上市的要求。未来随着《民促法》更多细节和流程的逐步落实，对教育市场的管理逐步规范，预计仍将不断有教育企业上市案例出现。

图表11：港股、美股已上市教育企业一览

企业名称	上市时间	交易所	地区	募集资金总额
宝宝树集团有限公司	2018/11/27	港交所	北京	170,919万港元
希望教育集团有限公司	2018/8/3	港交所	四川	305,900万港元
博骏教育有限公司	2018/7/31	港交所	四川	43,800万港元
中国21世纪教育集团有限公司	2018/5/29	港交所	河北	40,680万港元
中国新华教育集团有限公司	2018/3/26	港交所	安徽	130,400万港元
中国教育集团控股有限公司	2017/12/15	港交所	中国香港	322,500万港元
中国新高教集团有限公司	2017/4/19	港交所	北京	79,569万港元
民生教育集团有限公司	2017/3/22	港交所	北京	138,000万港元
中国宇华教育集团有限公司	2017/2/28	港交所	河南	153,750万港元
大地教育控股有限公司	2017/2/16	港交所创业板	中国香港	6,718万港元
睿见教育国际控股有限公司	2017/1/26	港交所	广东	85,000万港元
朴新教育科技集团	2018/6/15	纽交所	北京	12,240万美元
上海精锐教育培训有限公司	2018/3/28	纽交所	上海	17,930万美元
北京尚德在线教育科技有限公司	2018/3/23	纽交所	北京	14,950万美元
上海四季教育培训有限公司	2017/11/8	纽交所	上海	10,100万美元
北京领语堂教育科技发展有限公司	2017/10/20	纳斯达克	北京	15,950万美元
北京红黄蓝儿童教育科技发展有限公司	2017/9/27	纽交所	北京	14,430万美元
博实乐教育控股有限公司	2017/5/18	纽交所	广东	15,750万美元
睿泰科技有限公司	2017/6/22	澳大利亚证交所	上海	2,250万澳元

资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表12：港股、美股排队教育企业一览

代码	公司	时间	交易所	地区	内容
WAFU.O	华富教育	2018年3月	美国证券交易所	北京	主营自学考试课程与在线教育的服务提供商。目前提供在线教育务和技术研发服务。
H01051.HK	嘉宏教育	2018年11月	港交所	浙江乐清	提供高等教育服务，也向浙江省高中学生提供中等教育服务。
H01040.HK	莲外教育	2018年10月	港交所	浙江丽水	浙江省十大民办基础教育服务供应商之一，莲都外国语学校被评为丽水市优秀民办学校。
H01034.HK	辰林教育集团	2018年10月	港交所	江西南昌	江西省领先的民办高等教育供应商之一，营运江西应用科技学院的民办大学，提供多元化教育增值服务。
H00966.HK	尚德启智教育	2018年8月	港交所	上海	高端民办K12教育供应商，目前经营尚德实验学校、多家尚德幼儿园。
H00932.HK	沪江教育科技	2018年7月	港交所	上海	以沪江网校为主体B2C业务、以互动在线教育平台Cctalk 为主的平台业务。
H00947.HK	新东方在线	2018年7月	港交所	北京	新东方教育科技集团旗下在线教育网站
H00881.HK	中国银杏教育	2018年6月	港交所	四川成都	高等教育服务供应商，并侧重于中国酒店行业专业人才培养。
H00921.HK	卓越教育	2018年6月	港交所	广东广州	华南地区最大、全国第五大K12课外教育服务提供商，包括优学项目、英才项目及全日制备考项目。
H00839.HK	中国科培教育	2018年5月	港交所	广东肇庆	华南地区民办高等教育集团，拥有广东理工学院、肇庆学校2所院校，提供本科、大专及成人教育课程。
H00806.HK	益达教育	2018年4月	港交所	广州	为职业院校提供职业培训软件产品。
H00799.HK	华图教育	2018年3月	港交所	北京	公职考试培训公司。

资料来源：WIND，太平洋证券整理

二、2019年展望：政策逐渐落地，看好细分行业龙头

（一）K12板块：刚需最强赛道，短期承压后龙头受益

1、政策新规：整改力度加大，规范化经营是趋势

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》。11月26日，为落实意见精神，教育部、国家市场监督管理总局、应急管理部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》，针对各地执法力量不足、监管手段不完善等问题提出一系列具体措施，推动各地加快校外培训机构整改进度。

明确提出跨部门联合执法，查处无证、非学科类培训机构。教育部门牵头，加大跨部门联合执法力度，对无证开展培训、非学科类培训机构开展学科培训及其他违规开展培训的机构要坚决予以查处，提请市场监管部门依法吊销营业执照；消防部门要全面对校外培训机构开展消防监督检查，消除安全隐患。国家对培训行业的态度是明确的，即是“规范化经营”，坚决取缔不合规的培训机构，有利于行业的良好发展。

明确提出2018年底完成整改，加快符合标准的校外培训机构证照办理进度。加快

办学许可审批进度，教育行政部门重点做好学科类培训机构审批，市场监管部门加快为符合标准的校外培训机构办理营业执照；非学科类培训机构数量较大的省份，制定整改方案并加快整改进度，2018年底前不能存在无证无照还在开展培训的机构。对线下培训机构而言，办学许可证、营业执照等牌照的监管会日趋严格，大型培训机构获得牌照的可能性会增大。此次明确整改的期限，对于行业而言，将加速整改的进程，迎来规范经营、健康发展的新时代。

组建审核专家团队，做好学科类培训是否超标工作。各级教育行政部门组建专家团队，做好学科类培训是否超前超标教学的认定工作。县级部门完成学科类培训班的名称、培训内容、招生对象、进度安排、上课时间等备案审核工作，未通过备案审核的班次不得招生培训。构建管理服务平台，校外培训机构的摸排、整改、审批、学科类培训备案通过系统完成。针对学科类培训，国家的态度是明确的“去应试化”，预计未来会陆续整治课外培训中的超标内容。

强化在线培训监管，明确指出需将教师资格证号等相关信息予以公示。省级教育行政部门要按照线下培训机构管理政策，同步规范线上教育培训机构。一、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、上课时间等必须备案；二、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。省级教育行政部门要联合工信、网信等相关部门，加强对线上培训内容的监管。目前，很多在线教育平台多采用兼职教师补充师资力量，且部分存在教师资格及办学许可不达标现象。如若监管政策执行，对于在线教育机构来说，短期经营或将受到影响，长期来看，可能会导致在线教育机构的扩张受限。

2、行业需求：刚需决定增速，催生万亿市场空间

家庭教育投入不断提高，市场空间巨大。受传统教育理念的影响，我国居民极其重视子女的教育，尤其以基础教育备受重视。受居民人均GDP、受教育程度普遍提高的影响，家长为教育付费的意愿与能力都在不断增强。教育也不再局限于传统意义上的义务教育，越来越多的家长追求更多元、更优质的补充教育，K12阶段已经逐渐形成新的消费形态。此外，K12阶段时间宝贵、试错成本较高，家长作为消费决策者，更关注教育服务的质量，对价格的敏感度相对较低，更多追求优质教育服务。小升初、中考、高考作为重要的升学节点，对家庭的影响巨大。受应试刚需影响，K12阶段教育拥有巨大的市场空间。

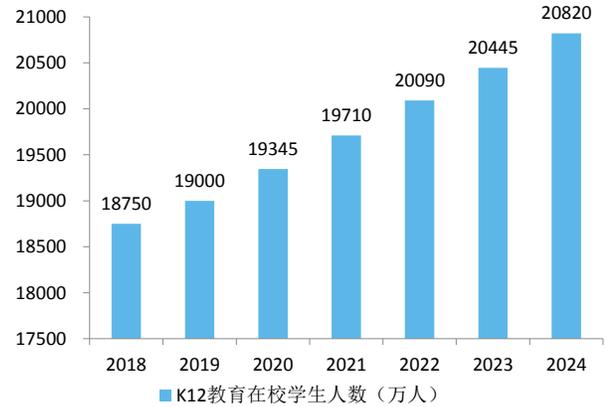
K12市场潜在用户多，用户生命周期较长。根据教育部的数据，2017年我国K12阶段在校学生总人数超过1.6亿，远超学前教育、高等教育、职业教育市场。目前全国K12公立学校中，约有小学生1亿人，初中生4300万人，高中生2300万人，这1.6亿入学人口构成了K12教育行业的潜在用户。每年有1600万6岁人口成为新增的小学一年级学生，为这个市场不断输送着新鲜血液。从小学入学到高中毕业，理论上长达12年的用户生命周期。

图表13：我国K12教育在校学生总数（2010-2017）



资料来源：教育部，太平洋研究院整理

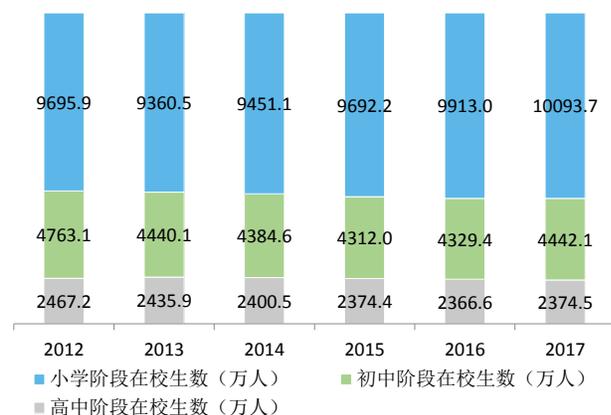
图表14：我国K12教育在校学生人数预测（2018-2024）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

全面二胎政策效果显著，K12培训行业受益。2013年，我国中小学生在人数开始触底反弹，在2016年达到1.66亿人。随着国家全面二孩政策的实施，K12适龄人口的数量将进一步增加。2012年到2017年，我国新生儿数量从1635万增加到1723万，为整个教育市场的发展提供了巨大的人口基数，预计未来几年给K12培训行业带来的适龄人口年均增幅在2-3%之间。

图表15：我国K12不同阶段在校生数



资料来源：艾瑞咨询，太平洋证券整理

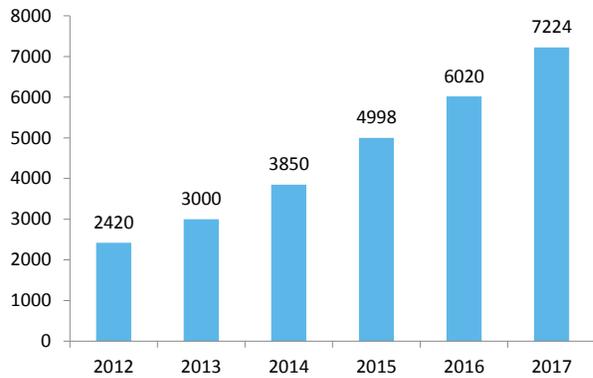
图表16：我国每年新增6岁人口数



资料来源：艾瑞咨询，太平洋证券整理

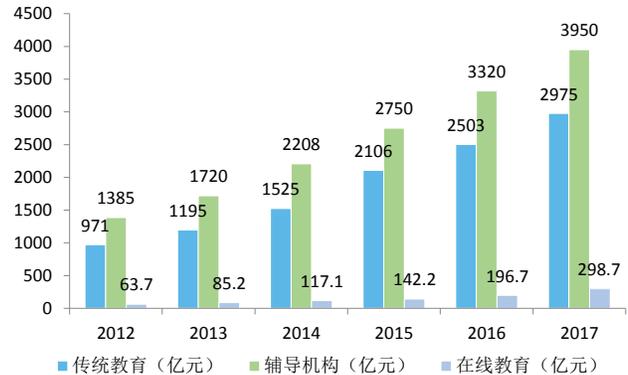
在线教育市场远未饱和，未来发展潜力巨大。目前，我国K12教育主要分为在线教育、课外辅导以及传统K12教育三个部分。2017年，我国K12教育规模约7224亿元，其中在线教育规模298.7亿元，K12辅导机构规模3950亿元，K12传统教育规模2975.3亿元。随着互联网技术的不断进步和普及率的急剧升高，在线教育已经渗透到教育行业的每个细分板块，涵盖的教育阶段从胎教幼教到基础教育、高等教育乃至终身教育等各个阶段，涵盖的内容也包含了语言培训、学习辅导、兴趣培养、技术训练等各个门类。根据艾瑞数据，2018年在线教育的市场规模预计达到2351亿元，预计2019年将达到2727亿元，增长率达16%。在线教育在受到监管规范化经营之后，预计行业龙头将受益。

图表17：我国K12教育市场规模（2012-2017）



资料来源：艾瑞咨询，太平洋证券整理

图表18：我国K12教育细分市场规模（2012-2017）

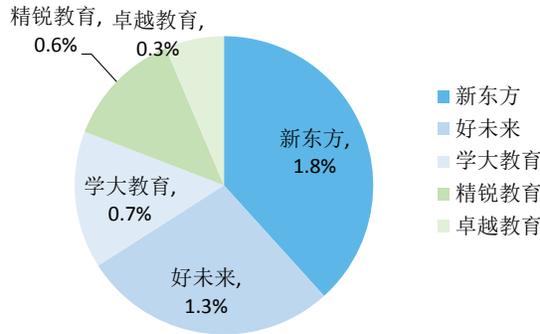


资料来源：艾瑞咨询，太平洋证券整理

3、竞争格局：行业高度分散，龙头有望受益于集中度提升

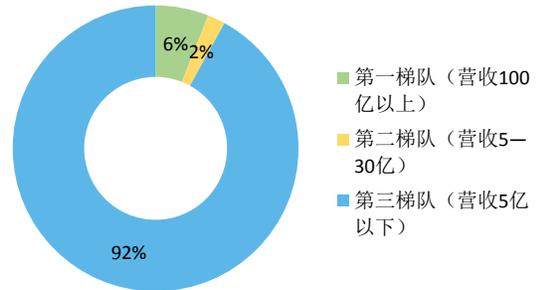
K12课后辅导市场相对分散，集中度较低。K12行业存在用户年龄多样化、教材区域化、学习需求个性化的特点，因此，行业标准化程度较低。此外，K12行业高度依赖师资、内容，但这两者都是相对稀缺资源。因此，在短时间内打破地域限制，实现异域扩张较难，这也造成了K12教育培训行业格局较为分散、行业集中度不高。根据Frost&Sullivan报告，截止2017年12月31日，中国有超过10万家K12课外辅导服务提供商，前五名分别为新东方、好未来、学大教育、精锐教育及卓越教育，所占市场份额为1.8%/1.3%/0.7%/0.6%/0.3%，共计仅4.7%，CR5不足5%。K12领域的这些头部企业规模空前，产品普及度高、品种多，市场增长率相对稳定。行业规范期之后，全国性品牌将迎来下沉利好，区域性品牌的异域扩张或将加速。

图表19：K12教育领域市场前五名



资料来源：Frost&Sullian，太平洋证券整理

图表20：K12将于领域CR5仅为5%



资料来源：Frost&Sullian，太平洋证券整理

行业已经进入成熟期，梯队分化逐渐明显。K12行业目前发展较为成熟，已经进入头部机构的卡位战、中小机构的生死战阶段。根据培训企业收入和市场布局，可以划分为四个梯队。其中第一梯队是全国性K12龙头，即好未来、新东方，布局遍布全国，年营收水平在100亿元以上，不仅拥有千亿市值，而且规模和用户数遥遥领先于第二梯队；第二梯队是大型区域性龙头（华南、华东地区），主要是区域发展较好，营收水平在5—30亿之间，如学大教育、精锐教育、龙文教育、卓越教育、昂立教育、巨人教育等；第三梯队主要是中小型区域化机构（省级），营收水平多在5亿以下，包括高思教育、佳一教育、龙门教育、大智教育、金石教育、四季教育等。剩余则是分散各地的小机构，预计随着培训机构治理整改措施的出台，这些小机构或将面临出清，行业龙头将受益于竞争格局改善带来的行业红利。

图表21：K12教培市场竞争格局



资料来源：公开资料，太平洋证券整理

图表22：K12领域一级市场相关公司

公司名称	融资情况	金额	领投	公司简介
爱培优	Pre-A轮	数千万元	方正和生、嘉程资本	以五大学科竞赛培训为切入口，进入新高考自主招生细分赛道，主打三师直播形式和B2B2C的商业模式
橙果教育	Pre-A轮	1500万元	博伟智鸿投资公司	青少年的综合性教育培训机构
致优教育	A轮	6000万	君联资本	O2O教育公司，专注于K12课外辅导的1对1辅导业务
乐恩教育	A轮	数千万	上海中金资本	K12，以班课为主导、培优为产品，艺考文化课
纳米盒/进馨网络科技	B轮	未披露	乾明投资、双湖资本	为小学生提供全科课本磁带录音在线点读、中英文经典绘本
疯狂老师/享学网络	C轮	4.39亿	景林资本	线上业务享学科科技（即疯狂老师），线下业务快乐学习
海风教育	C+轮	超过1亿美元	好未来、源码资本	成立最早、规模最大、提分效果的中小學生真人在线1对1辅导平台
轻轻家教	D轮	5500万美元	错明投资、好未来	手机上的家教与学生对接平台，家教O2O服务公司
巨人网/巨人教育	收购	7亿元左右	精锐教育	旗下拥有巨人学校、巨人1对1、小巨人培优、巨人网校和金色湖畔五大子品牌，培训覆盖幼儿、
石头培优	战略投资	1000万人民币	基因资本	中小学课外辅导机构
京翰英才			尚未获投	在20多个大中城市开设了110所分校，累计服务数十万名学生
慧成教育			尚未获投	初高中数理化英课外辅导
金榜世纪教育			尚未获投	一对一的课外辅导机构
武汉风向标教育			尚未获投	中小学个性化辅导机构

资料来源：公开资料，太平洋证券整理

（二）职业教育：政策释放红利，职业教育迎来春风

1、政策新规：利好密集出台，职教产业迎来春风

职业教育板块正处于政策红利期，板块吸引力不断增强。政策红利主要体现在：1、为解决院校教育与产业实际脱节的痛点，从国务院、教育部到地方教育部门都在推行校企合作、产教融合。教育部职业教育与成人教育司印发的《职业教育与继续教育2018年工作要点》中提到，2018年职业教育与继续教育工作总体要求是：完善职业教育和培训体系，深化产教融合、校企合作，办好继续教育。2、教育部会同有关部委研究制订并出台《国家职业教育改革实施方案》，并启动实施中国特色高水平高职院校和专业建设计划，同时还将启动“1+X证书制度”改革。特高计划和“1+X证书制度”的实施，必将促进大批高水平的职业院校和专业的呈现，推动职业院校与高校毕业生享受同等待遇政策落地，职业教育板块的吸引力将不断增强。

图表23：职业教育相关政策法规一览

时间	部门	名称	内容
2014年6月	教育部	《现代职业教育体系建设规划(2014-2020年)》	优化职业教育服务产业布局，加快民办职业教育发展步伐，加强中等职业教育基础地位，优化高等职业教育结构。
2015年6月	教育部	《高等职业教育创新发展行动计划(2015-2018年)》	高等职业教育整体实力显著增强、人才培养质量持续提高、高等教育结构优化成效更加明显，推动现代职业教育体系日臻完善。
2017年2月	教育部等	《制造业人才发展规划指南》	围绕解决制造业人才结构性过剩与短缺并存的问题，到2020年形成与制造业发展需求相适应的人力资源建设格局。强调构建现代职教体系，大力培养技术技能紧缺人才。
2017年9月	教育部等	《关于进一步推进职业教育信息化发展的指导意见》	全面提升信息技术支撑和引领职业教育创新发展的能力，加快推进职业教育现代化。
2018年1月	教育部等	《深度贫困地区教育脱贫攻坚实施方案(2018-2020年)》	发展学前教育，普及高中阶段教育。加快发展职业教育，广泛开展公益性职业技能培训，实现脱贫举措与技能培训的精准对接。
2018年2月	教育部等	《职业学校校企合作促进办法》	完善职业教育和培训体系，深化产教融合、校企合作。
2018年7月	教育部等	《关于加快发展残疾人职业教育的若干意见》	以中等职业教育为重点不断扩大残疾人接受职业教育的机会；改进残疾人职业教育的办学条件；
2018年5月	国务院	《关于推行终身职业技能培训制度的意见》	构建终身职业技能培训体系，深化职业技能培训体制机制改革，提升职业技能培训基础能力。
2018年10月	财政部等	《个人所得税专项附加扣除暂行办法(征求意见稿)》	新个税法减免政策覆盖学历教育、非学历教育(职业培训)等领域,覆盖范围较广。
2018年11月	教育部	审议通过《国家职业教育改革实施方案》	将启动实施中国特色高水平高职院校和专业建设计划，同时，还将启动“1+X证书制度”改革。
2018年11月	国务院	批复了教育部《关于提请调整完善职业教育工作部际联席会议制度的请示》	同意建立由国务院领导同志牵头负责的国务院职业教育工作部际联席会议制度。

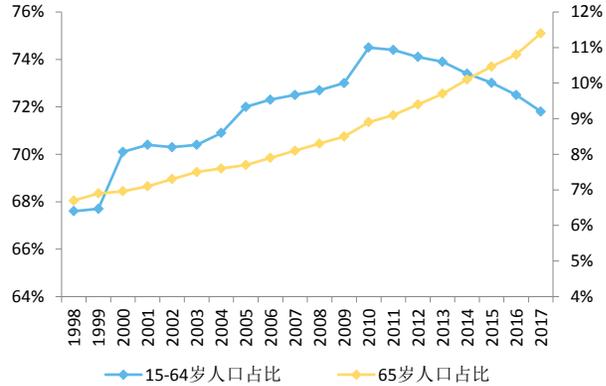
资料来源：公开资料，太平洋证券整理

2、行业需求：人口老龄化+产业升级，职教需求急剧提升

人口增长率下降以及老龄化趋势，适龄劳动人口占比不断降低。随着人口自然增长率和出生率的不断下滑，2011年以来，我国65岁以上人口占比逐年提升，15-64岁适龄劳动力人口占比则逐年降低。根据国家统计局数据，2017年我国15-64岁劳动适龄人口占总人口71.8%，我国65岁人口比重达到了11.4%，总抚养比逐年提升到39%。当前的人口结构和低生育率，影响我国劳动市场的供给和产业升级的步伐。

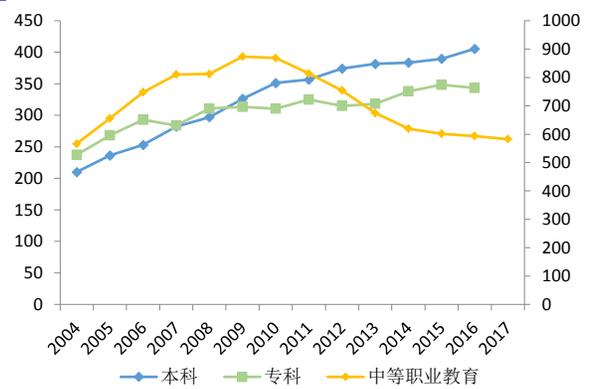
产业升级发展战略对劳动力质量要求提高，社会需求与技术型人才供给呈现结构性矛盾。随着产业升级步伐的加快，对人才质量的要求逐年提高。近些年，普通高校本科招生数不断攀升，本专科招生规模差距拉大。同时，由于教学效果欠佳、需求被高等教育三本院校挤占，职业学历教育经历了行业负增长，中等职业教育以及高职专科类学校的招生数逐年下滑。中职及高职招生规模增幅远远小于市场需求，职业教育市场目前存在严重供需失衡。未来人才供需不匹配的矛盾将成为职业教育培训行业长期发展的动力。

图表24：我国劳动人口占比持续下降



资料来源：国家统计局，太平洋证券整理

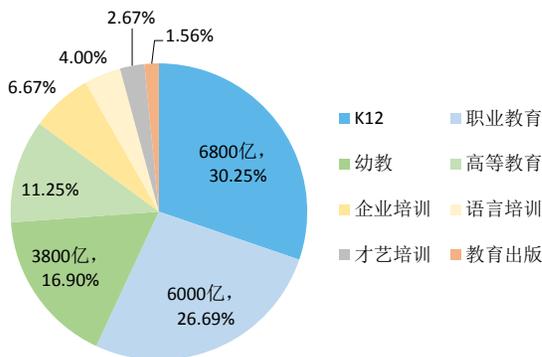
图表25：我国职业学校招生人数逐年减少



资料来源：国家统计局，太平洋证券整理

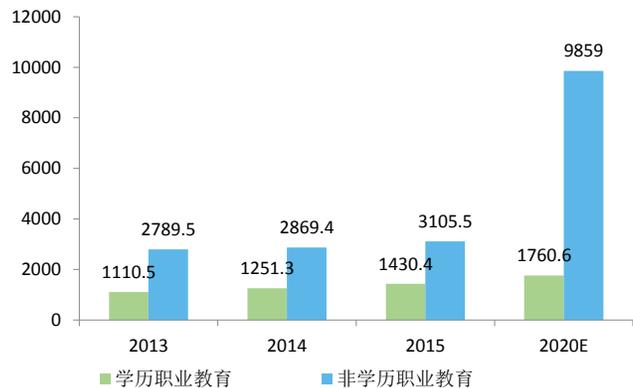
职业教育成为第二大细分市场，非学历职教未来空间可观。2017年，我国教育行业市场总规模约2.24万亿人民币，其中中小学教育（课外辅导+民办学校）市场规模约为6800亿，职业教育市场规模约6000亿，高等教育市场规模2530亿。受益于国家政策、互联网技术发展推动和人才市场的刚性需求，职业教育已成为仅次于K12教育的第二大教育细分市场。根据产业信息网的数据显示，2015年我国职业教育市场空间为4536亿元，预计2020年将达到11620亿元，CAGR为20.7%。其中，学历职业教育市场规模为1430亿元，占比31.53%。受益于政策的重视、产业升级和新技术发展提高职业学历教育培养的需求，预计职业学历教育行业将逐步好转，2020年达到1761亿元，CAGR为4.25%；非学历职业教育市场规模为3106亿元，占比68.47%。同时，随着消费者提高工作技能需求增加带来的付费意愿增强以及互联网技术带来的产品标准化，预计职业非学历教育规模将快速增长，2020年达到9859亿元，CAGR为25.99%。

图表26：我国职业教育成为第二大细分领域(2017)



资料来源：中国产业信息网，太平洋证券整理

图表27：我国职业教育市场规模 (2013-2020)

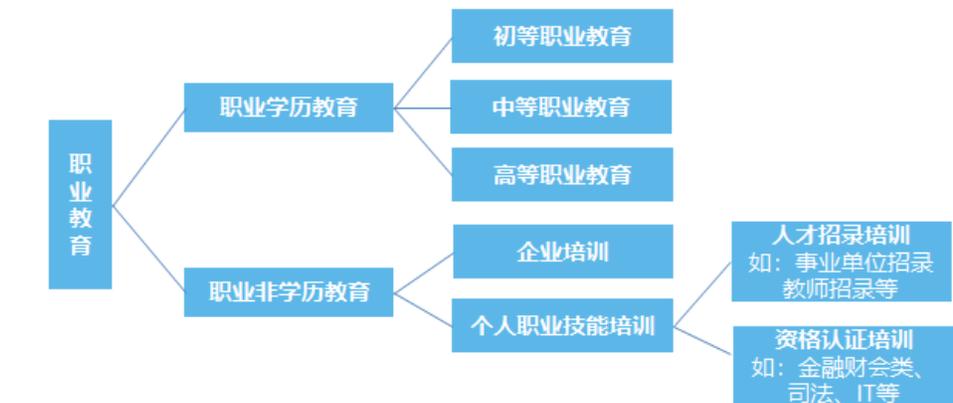


资料来源：中国产业信息网，太平洋证券整理

3、竞争格局：公考双寡头上市，A股多为跨界并购转型

职业教育主要包括职业学校教育（学历教育）和职业培训（非学历教育）。职业学校教育是学历性的职业教育，分为初等、中等、高等职业学校教育。职业培训是非学历性的短期职业教育，主要包括从业前培训、转业培训、学徒培训、在岗培训、转岗培训及其他职业性培训。非学历职业培训市场涵盖众多细分领域，主要包括公务员、金融财会、教师、医学、建筑工程、考研等职业考试培训领域，以及企业管理、IT类等职业技能培训领域。目前来说，考证和就业是职业培训的两大刚需。

图表28：职业教育市场细分门类众多



资料来源：太平洋证券整理

职业教育受市场青睐，A股传统行业公司跨界并购。受政策利好和产业升级刚性需求的影响，职业教育培训领域越来越受到资本和市场的青睐。目前，A股市场已有几十家涉足职业教育领域的上市公司，一方面主要是传统教育公司加快业务扩张布局职业教育领域，一方面是越来越多的传统产业公司跨界兼并收购职业教育领域的相关标的，涉足职业教育领域。

除了中公教育、东方时尚这种传统的职业培训机构之外，还有一批主营业务并非教育的A股公司，通过并购职业教育相关标的“跨界”涉足职业教育培训业务，它们或者在向教育企业转型，或者通过职业教育为主业提供升级动力。2017年6月，火星时代（从事数字艺术教育）以9.74亿元的估值被百洋股份收购，实现曲线上市。随后，尚德机构于2018年3月成功在美股上市，中公教育于2018年11月成功以185亿的价格正式登陆A股市场。

图表29：职业教育相关公司（A股）

代码	名称	主营	旗下内容	涉及领域
600730.SH	中国高科	职业教育	过来人，遵义医学院，在线汉语平台	职业教育，在线教育
603377.SH	东方时尚	职业教育	东方时尚驾驶培训	汽车驾驶培训
002607.SZ	亚夏汽车	职业教育	中公教育借壳	公职考培
600661.SH	昂立教育	教育	2017年职教营收3.37亿元。	汽车维修
300359.SZ	全通教育	教育	北京继教网	中小学教师在线培训
002696.SZ	百洋股份	水产食品	收购火星时代100%，教育占比8.68%	数字艺术教育培训
002325.SZ	洪涛股份	建筑装饰	学尔森85%、金英杰20%、尚学跨考70%，教育占比8%	建筑、司法、医学
300338.SZ	开元股份	仪器仪表	收购恒企教育100%、中大英才70%，教育占比61%	职业教育培训，在线课程培训
300089.SZ	文化长城	艺术陶瓷	收购翡翠教育100%股权，教育占比33%	IT职业教育
300050.SZ	世纪鼎利	移动通信	打造23家鼎利学院，教育占比19.35%	IT职业教育
000607.SZ	华媒控股	广告策划	子公司中教未来负责运营教育业务，教育占比11%	教师培训

资料来源：WIND，太平洋证券整理

公考培训双巨头上市在即，多线布局抢占市场。目前，公务员考试培训市场已经形成双寡头格局，中公教育和华图教育无论是从收入体量还是培训规模上都是行业的两大龙头公司。中公教育借壳亚夏汽车获得证监会有条件通过，正式登陆A股。华图教育于10月22日再次向联交所表，拟以发行H股的形式在香港主板上市。中公、华图合计占有公考培训市场接近50%的市场份额，上市之后线下考试培训市场格局将更加稳定。

中公教育：借壳亚夏汽车，将成为首只在A股上市的职业培训企业。2017年中公教育营业收入近40亿元，净利润5.24亿元，毛利率为54.6%。中公业务从公务员扩张到事业单位考试培训，占据较大的市场份额，未来将继续横向扩张。华图教育：国内最大的职业教育服务商之一，2017年市占率为12.7%。通过投资多家在线职业教育企业，弥补线上布局不足。

图表30：中公教育营收、净利润（2015-2018H1）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表31：华图教育营收、净利润（2015-2018H1）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

（三）早幼教：学前教育需求旺盛，细分板块值得关注

1、政策新规：回归教育本质，切断幼儿园上市路径

2018年7月6日，中央全面深化改革委员会第三次会议审议通过《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》。11月15日，新华社授权播发原文。此次《意见》明确提出遏制过度逐利行为，政策之严苛超出市场预期。

明确提出学前教育的普惠性，明确提出拓宽资源的途径。到2020年，全国学前三年毛入园率达到85%，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%。拓宽资源的途径主要包括：1、实施学前教育专项，逐年安排建设一批普惠性幼儿园；2、积极挖潜扩大增量，充分利用空置厂房、公共服务设施等资源，以租赁、租借、划转等形式举办公办园。3、规范小区配套幼儿园建设使用，2019年6月底前，由当地政府统筹安排小区配套幼儿园，办成公办园或委托办成普惠性民办园，不得办成营利性幼儿园。4、鼓励社会力量办园，2019年6月底前，完善普惠性民办园认定标准、补助标准及扶持政策，引导社会力量举办普惠性幼儿园。

明显提出学前教育阶段遏制过度逐利行为，政策之严苛超出市场预期。此次意见较民促法更为明确的指出，彻底切断民办幼儿园收购、加盟、VIE海外上市之路。

1、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。

2、参与并购、加盟、连锁经营的营利性幼儿园，应将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。

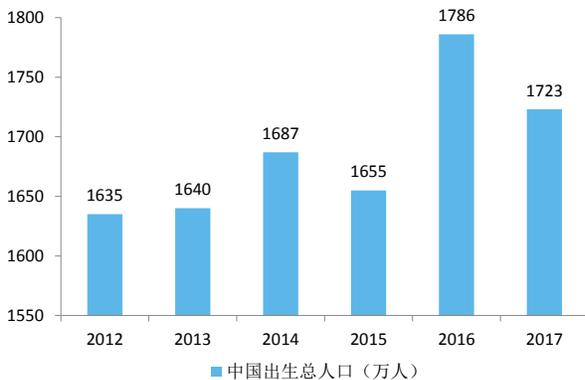
3、民办园一律不准单独或作为一部分资产打包上市。上市公司不得通过股票市场融资投资营利性幼儿园，不得通过发行股份或支付现金等方式购买营利性幼儿园资产。

2、行业需求：人口增量叠加教育观念升级，学前教育需求旺盛

全面二孩政策带动人口增量，利好学前教育。随着2016年我国实行全面二胎政策以及国民生活水平的提高，2016年出生总人口有所突破，上升至1786万人，成为2000年以来的巅峰。2017年出生人口1723，比2016年减少63万人，但是根据国家卫生健康

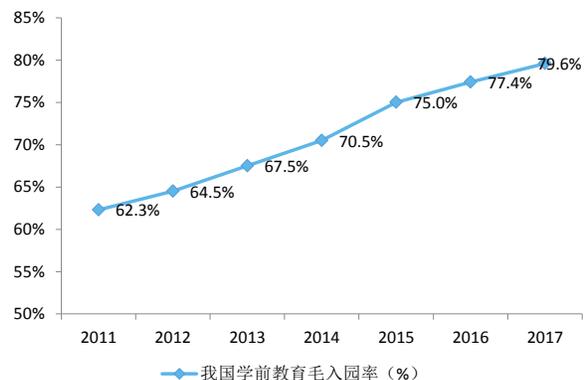
委员会发布的数据，2017年全国新出生婴儿数为1758万人，二孩占比为51%。新生儿的结构表明2017年人口的下降主要是由于一孩出生数量的减少，“全面二孩”政策的确能起到缓解出生人口减少的效果。根据《全国教育事业统计公报》显示，我国学前教育毛入学率逐年提升，2017年为79.6%。教育部的学前教育目标是到2020年，全国学前三年毛入园率达到85%，学前教育领域的需求依然巨大。

图表32：我国出生总人口(2012-2017)



资料来源：国家统计局，太平洋证券整理

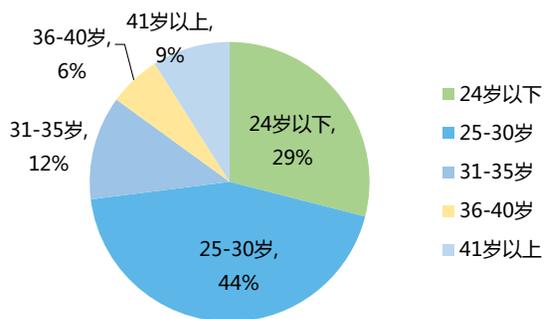
图表33：我国学前教育毛入学率(2011-2017)



资料来源：教育部，太平洋证券整理

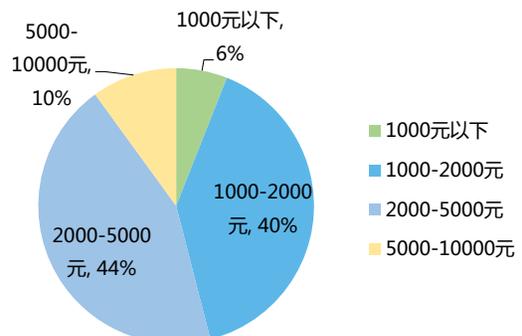
新生代家长教育观念升级，学前消费意愿强烈。随着80后、90后逐渐成为家长，整体社会的家长结构年轻化，接受学前教育的孩子父母绝大部分年龄在35岁以下。80后、90后的家长普遍认为老一代教育理念已经过时，同时想让孩子更早得到教育，因此更易于接受早教这一教育形式。同时，家长普遍拥有一定的经济实力，可以让孩子接受学前教育。教育观念的升级和强烈的学前消费意愿将直接带动行业需求。

图表34：学前教育家长年龄分布



资料来源：易观，太平洋证券整理

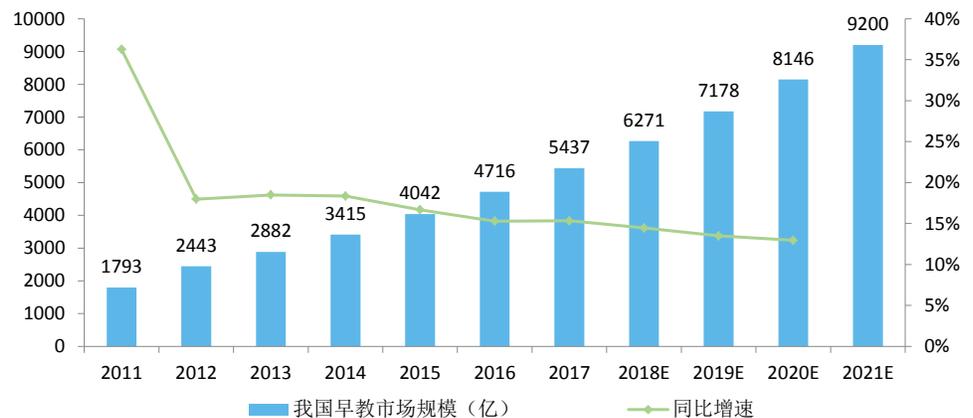
图表35：学前教育每月花费



资料来源：易观，太平洋证券整理

早教市场规模不断扩大，未来市场空间可观。伴随着“全面二胎”政策带来的人口增量，新生儿数量、入园率、幼儿园费用的增长，以及80后90后家长对早幼教的重视，社会对0-6岁学龄前儿童的教育需求急速增加，教育低龄化的趋势越发显著，推动学前教育市场规模快速扩大。根据Frost&Sullivan的数据，2010年至2017年，我国早教市场规模不断扩大，2011年早教市场规模仅为1793亿元，2017年已达到5437亿元，预计2020年市场规模达到8100亿元，CAGR为8.91%。随着市场规模的扩大，行业内的龙头公司必将享受行业红利、

图表36：我国早教市场规模（2011-2021E）



资料来源：Frost&Sullivan，太平洋证券整理

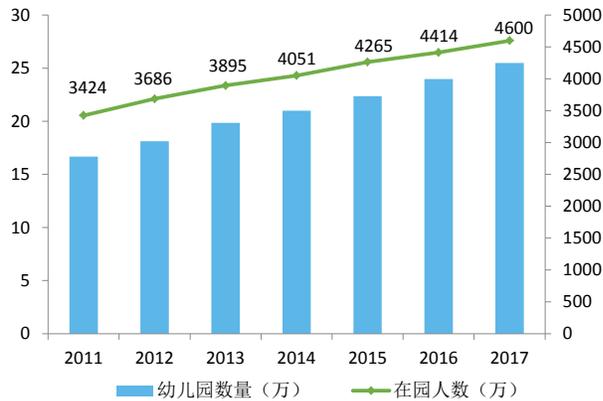
3、竞争格局：产业格局高度分散，行业龙头或将受益

早教领域存在数量供给不足、质量参差不齐、产业格局高度分散、用户粘性低的痛点，天然不是能够标准化和规模化的行业。提升行业供给能力需要通过标准化来实现，标准化却需要新的技术和模式帮助。同时，课程端同质化严重、开发能力弱，教师端人才缺乏、高端人才流失等等一直都是早教行业的痛点。

早教领域，早教中心市场庞大分散集中度不高，未来行业龙头有提升空间。根据前瞻产业研究院的数据，目前，我国各品牌早教中心共有11000个线下教学网点，前八大早教中心的教学网点合计约2400家，市场集中度为22%，竞争格局较为分散，未来早教市场的发展空间依然较大。美吉姆、金宝贝、东方爱婴、新爱婴的早教中心数均在300家以上，悦宝园、运动宝贝、聪明树的早教中心数约100-200家。早教领域暂时不受学前教育新规的影响，但是依据国家对学前教育领域的重视程度，预计后期也会有相应的监管政策。随着行业准入门槛的提高，美吉姆、金宝贝等行业龙头或将受益。

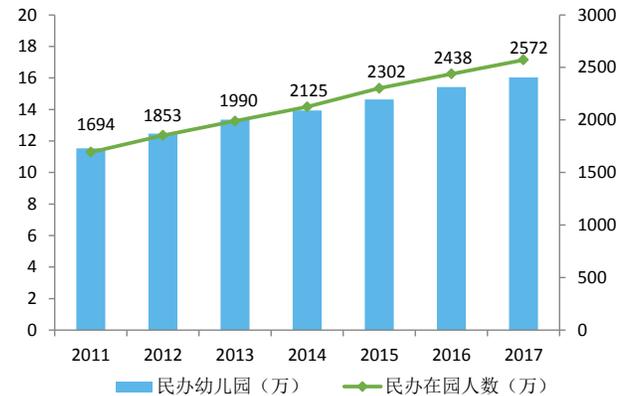
幼教领域，民办教育构成学前教育领域的大半江山，普惠园标准尚未落地。根据教育部发布的《2017年全国教育事业统计公报》，2017年全国共有幼儿园25.5万所，其中民办幼儿园占16.04万所。在全国共计1937.95万入园儿童中，999.32万儿童来自民办幼儿园；全国共计4600.14万在园儿童中，2572.34万儿童来自民办幼儿园。到2020年，全国普惠性幼儿园覆盖率到达80%左右，意味着现有很多中低端民办幼儿园的生存空间将被压缩，转型成普惠园或是常见的出路。同时，亲子园市场仅有少数几个成熟的全国品牌和大量的小型本地运营商，地区分布差异较大，未来亲子园市场仍然有巨大的潜力，预计将加快行业整合以及向下级城市下沉。

图表37：幼儿园数量和入园人数（2011-2017）



资料来源：教育部，太平洋证券整理

图表38：民办幼儿园数量和入园人数（2011-2017）



资料来源：教育部，太平洋证券整理

4、投资机会：政策收紧，托育、内容赛道仍存机遇

受学前教育新规影响，在美上市的红黄蓝股价收盘大跌53%，幼教概念的中概股以及A股、港股幼教板块集体受挫。《意见》明确提出遏制过度逐利行为，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。对于上市公司体系内已有存量园的部分暂未明确提及，根据法不溯及既往的原则，短时间内要求退市的可能性很小。上市公司可以选择尽快将体系内的存量园转为营利性园所，具体还要等到明年的细分政策落地。对于目前新的监管政策以及行业面临的压力，部分上市公司认为目前经营面受到的影响在可控之中。对此，我们梳理了A股、港股以及中概股相关的上市公司以及上市公司针对新规做出的回应。

图表39：A股旗下拥有幼儿园相关标的一览

代码	公司	幼儿园情况	针对学前教育新规的回应
002308.SZ	威创股份	旗下幼教品牌管理和服务幼儿园近5200所	预计对公司2018年的收入和利润不会产生重大影响。积极布局其他儿童成长场景，如早教、社区学校以及其他艺体培训领域。
300160.SZ	秀强股份	直接运营管理的早教中心及幼儿园近100所	暂缓对教育产业的收购并购。
002575.SZ	群兴玩具	设立并购基金	决定终止设立幼儿园并购基金和幼儿园收购。
002730.SZ	电光科技	义乌欧景国际幼儿园	未来将继续收购区域中高端直营幼儿园。
600661.SH	昂立教育	以直营幼儿园和托育早教中心为主营业务，旨在打造国内一流的幼儿教育品牌。	幼教业务在公司整体业务中占比非常低，基本无影响。积极研究后续发展措施，规范开展公司幼儿教育业务。
002638.SZ	勤上股份	2016年与柳州市小红帽教育股东签署协议，拟收购旗下约75家直营幼儿园股权。	今年三季报显示，公司已按协议约定支付了意向金。截至目前，双方签署该框架协议至今无进展。
300279.SZ	和晶科技	不参与幼儿园直接运营	幼教领域布局为智慧树幼教云平台，该平台既可以为内容提供商、硬件供应商服务，也可为教育部、卫计委等提供数据支撑。
600551.SH	时代出版	拥有金宝国际和紫荆两大幼儿园品牌	集中高端幼儿园投资与管理运营，打造学前教育品牌。

资料来源：各公司公告，公开资料，太平洋证券整理

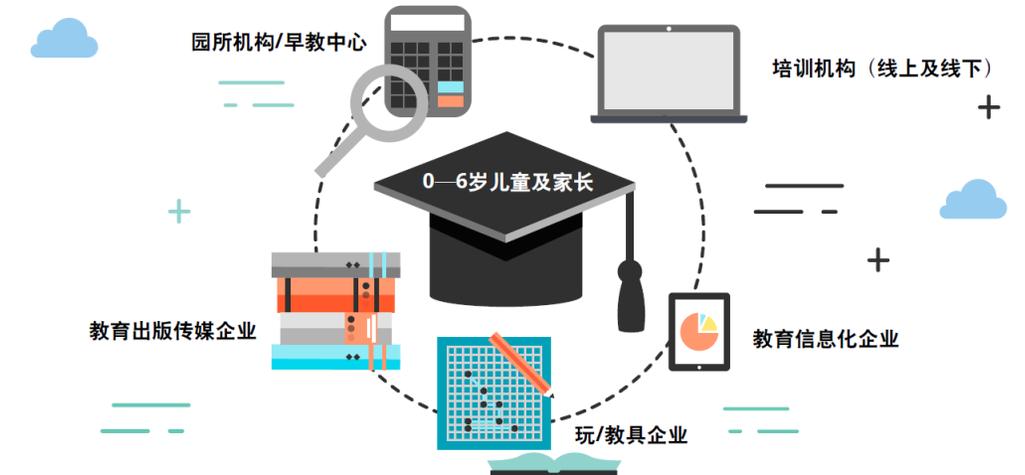
图表40：港股、中概股旗下拥有幼儿园相关标的一览

代码	公司	幼儿园情况	针对学前教育新规的回应
RYB.N	红黄蓝	近1300家亲子园、500家幼儿园	坚决支持意见的颁布实施，会根据政府部门下一步部署再做深入研究。后续业务布局会不会有调整，有待研究，没有退市想法。
BEDU.N	博实乐	43家幼儿园	在研究政策，还没有统一结论，支持政府政策方向。
1773.HK	天立教育	6家幼儿园	公告称拟将六间非营利性幼儿园转成营利性幼儿园，以符合学前教育新规的意见要求。
1598.HK	21世纪教育	8家直营、1家加盟新天际幼儿园	旗下新天际幼儿园收入占比逐年减小，会密切关注意见及相关法律法规的进展，作为民办教育服务供应商积极拥护国家政策。
1317.HK	枫叶教育	19家幼儿园	暂无回应
1565.HK	成实外教育	2家幼儿园	暂无回应
1758.HK	博骏教育	6家幼儿园	考虑可能需要将非营利性幼儿园转为营利性幼儿园，继而可能导致本集团的税务开支或其他营运成本增加。

资料来源：各公司公告，公开资料，太平洋证券整理

早幼教产业链上下游存在投资机会。学前教育新规的出台，明确了学前教育阶段的普惠性，遏制了过度逐利行为，回归了教育本质。随着整个幼儿教育行业的发展和细分，中国家庭对高质量和多元化的早期儿童家庭教育商品有自然的需求，整个早幼教产业链的上中下游如早教托育、优质的内容提供方、幼教信息化以及幼师培训等领域均不受政策影响，依旧存在投资机遇。

图表41：学前领域生态圈

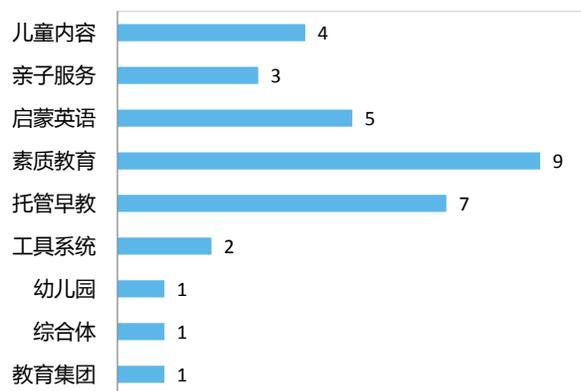


资料来源：德勤研究，太平洋证券整理

从内容端来看，启蒙类或亲子类的产品和内容受资本关注。诸多线上线下早教品牌凭借其在各自领域独特的运营模式、产品结构等获得融资，特别是亲子类型的内容提供者获得更多关注。启蒙类产品的品类丰富多样，包括英语、数学思维、感统教育、传统文化；亲子类产品则直指家庭教育的市场空白，主要为新手父母提供养育、启蒙教育、家庭互动等方面的课程和内容。截至2018年8月31日，学前教育领域约20%的投资标的都为启蒙或亲子类产品。

从师资端来看，师资始终是制约学前教育发展的最大瓶颈。学前教育新规明确要求制定幼儿园教师培训工作方案，用两年半时间，通过国家、省市县的培训网络，大规模培训幼儿园园长、教师，幼师培训的需求或将释放。

图表42：学前领域一级市场投资赛道分布(201808)



资料来源：芥末堆，太平洋证券整理

图表43：早教行业融资企业

企业名称	时间	地区	融资金额	轮次
启蒙听听	2017年7月	武汉	数千万	Pre-A轮
凡学教育	2017年9月	上海	2000万元	股份投资
彗星科技	2017年9月	深圳	3550万元	Pre-A轮
火火兔	2017年11月	深圳	亿元及以上	A轮
育学园	2018年2月	北京	数千万美元	C+轮
聚思教育	2018年1月	北京	近千万元	天使轮
睿小麟	2018年1月	苏州	500万元	天使轮
凯叔讲故事	2018年3月	北京	1.56亿元	B+轮

资料来源：芥末堆，太平洋证券整理

(四) 民办高教：静待民促法落地，市场估值有望修复

1、政策法规：民促法送审稿公布，加快分类管理进程

我国的民办高等教育政策法规大概经历了四个阶段：观望阶段（1978~1982）、认可阶段（1982~1993）、扶持为主、辅以规范阶段（1993~1997）以及目前所处的依法规范、辅以扶持阶段（1997年7月《社会力量办学条例》出台后至今）。1997年，《社会力量办学条例》颁布，标志着我国民办教育合法化，相关规范政策相继出台鼓励资本进入，行业进入规范期，民办高校数量以及民办高校在校师生人数都有了显著增长。2017年以后，随着新《民促法》修正案过审，民办学校与公办学校在法律上拥有了同等地位，民办教育资本化障碍被扫除，迎来民办高教的资本化时代。

图表44：民办教育相关政策法规一览

发布时间	政策	内容
2002年12月	《民办教育促进法》	鼓励民办教育，引导民办高等教育的供求合理并实现均衡
2003年4月	《关于规范并加强普通高校以新的机制和模式试办独立学院管理的若干意见》	鼓励公立大学与社会力量合作举办独立学院。
2004年2月	《民办教育促进法实施条例》	民办学校的出资人可以从办学结余中按相应比例取得回报
2008年2月	《独立学院设置与管理办法》	独立学院可转设为民办普通高校。
2015年11月	《教育法》和《高等教育法》修订案	删除设立高等学校不得以营利为目的的内容。
2016年11月	《民办教育促进法》修订案	民办学校的举办者可以自主选择设立非营利性或者营利性民办学校。
2017年1月	《营利性民办学校监督管理实施细则》	社会组织或者个人可以举办营利性民办高等学校和其他高等教育机构、高中阶段教育学校和幼儿园，不得设立实施义务教育的营利性民办学校。
2017年2月	《关于“十三五”时期高等学校设置工作的意见》	首要任务是优化存量高等教育资源，确保新增高等教育资源的质量，完善高等学校设置工作制度。
2017年2月	《民办高等学校办学管理若干规定》	明确教育行政部门应当将民办高等教育纳入教育事业发展规划，规定民办高校的设立条件，师资、招生等管理细则以及管理机构设置要求。
2017年9月	《民办教育促进法》	对民办学校实施分类管理，明确划分为营利性和非营利性两类。
2018年4月	《民促法(修订草案)(征求意见稿)》	支持和规范社会力量兴办教育，保障民办教育事业健康发展。
2018年8月	《民促法(修订草案)(送审稿)》	体现了民办教育分类管理的根本要求，并首次在法律层面上明确了营利性民办学校的法人财产地位，允许营利性民办学校从办学活动中取得收益。

资料来源：公开资料，太平洋证券整理

图表45：民促法修正案对民办高教的影响

	财政	税收	土地	收费	招生
改革前民办教育	财政补贴相对公立教育较少	优惠政策难以实施	未指明是否存在土地优惠政策	学历教育报有关部门批准，其他教育报有关部门备案	具有一定的自主权
改革后非营利性民办教育	财政补贴增加，趋向于公立学校	税收减免政策增加，享受办学优惠	土地优惠政策较多	通过市场化改革，逐步实现市场调节价	接受一定的管理，招生自主权有所下降
改革后营利性民办教育	难以申请国家财政补贴，需其他融资渠道	税收减免政策较少，税务负担较重	难以拥有土地优惠政策	实行市场调节价	充分具有招生自主权

资料来源：公开资料，太平洋证券整理

图表46：民促法三次修订内容对比

一审稿	二审稿	三审稿
明确民办学校的分类管理： 民办学校可自主选择登记为非营利性或营利性法人	明确两类学校办学收益的处理： 非营利性：举办者不得取得办学收益，学校的办学结余全部用于办学 营利性：举办者可以取得办学收益，且办学结余依照公司法有关规定	增加“不得设立实施义务教育的营利性民办学校”
明确两类学校的收费标准： 非营利性：由省、自治区、直辖市政府规定 营利性：由学校自主决定	明确非营利性民办学校优惠政策： 在税收、扶持政策和用地方面享受更多优惠政策	增加“营利性民办学校的用地政策，即新建、扩建营利性民办学校，政府应当按照国家规定供给土地”
删除“合理回报”的规定	明确两类学校清偿后剩余财产的法律适用： 非营利性：按照有关法律、行政法规的处理 营利性：依照公司法有关规定分配	增加“不设分类管理登记的过渡期”

资料来源：公开资料，太平洋证券整理

确立民办学校与公办学校同等的法律地位。新《民促法》的实施明确了以下几点：

1、确立了民办学校与公办学校享有同等的法律地位，以及高等教育阶段兴办营利性院校的路径。2、确立了营利性民办高校市场化的收费及价格调整机制，收费标准由校方依据培养成本进行自主调节，定价管控机制的设定将会提高细分领域的市场化程度。对于存量学校来说，由于定价空间在一定程度上被打开，提升办学水平以获取更高收费将是未来一段时间内民办高教主要的业绩增长方式。

鼓励自主化办学，自主招生为明确利好。新《民促法》配套颁布的《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》中提到鼓励民办高校及职校完成专业教学调整，并针对社会声誉好、教学质量高、就业有保障的民办高等职业学校，允许其可在核定的办学规模内自主确定招生范围和年度招生计划。对于营利性的民办高校及职校来说，学费市场化以后，引进优质资源从而量价齐升，也是较为明确的利好信号。

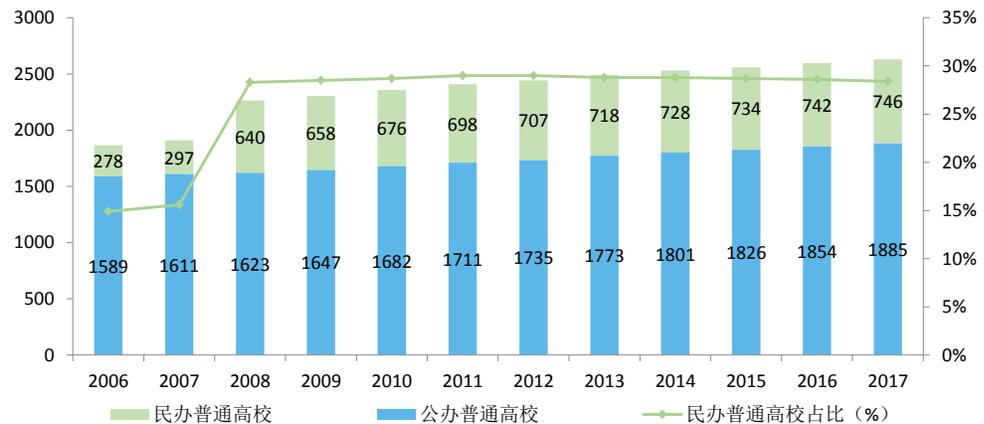
目前来看，新《民促法》颁布对于高教阶段的上市路径并无明显阻碍。2017年以来，已有民生教育、新高教集团以及中教控股等高等教育集团在香港成功上市。三家高教集团都是以非营利性身份并通过搭建VIE架构的方式向港交所申请并获批，未来他们是否会变更办学性质也有待进一步观察。从长远角度看，选择营利性更符合市场化特征，也有利于规避长期风险，但将会失去现有优惠的土地和财税政策。

2、行业现状：民办高校占比提升，行业规模仍有提升空间

民办高校占比逐年提升，招生人数仍有提升空间。经过多年的发展，我国民办高等教育的办学指标和教学质量得到了良好的发展，部分民办高校已经具有规范的办学体系和相当的办学规模，已经成为高校招生构成中的重要组成部分。

2017年，我国共有普通高等院校2631所，其中公办高等院校1885所，民办高等院校746所，占比28.4%，连续三年占比接近1/3，高等教育中民办学校的力量不容小觑。2006年，民办高校占比仅为14.8%，民办高校占比逐年提升。2016年普通高校招生数为748.61万人，民办高校招生181.83万人，占比24.3%，已经逐渐成为重要的招生主体。根据教育部的数据，2017年，全国高等教育毛入学率达到45.7%，按照教育部部署，到2020年高等教育毛入学率达到50%，民办高等教育的招生人数还有一定的市场空间。

图表47：我国民办高等院校数量及占比（2006-2017）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表48：我国民办高等院校招生数量及占比（2006-2016）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

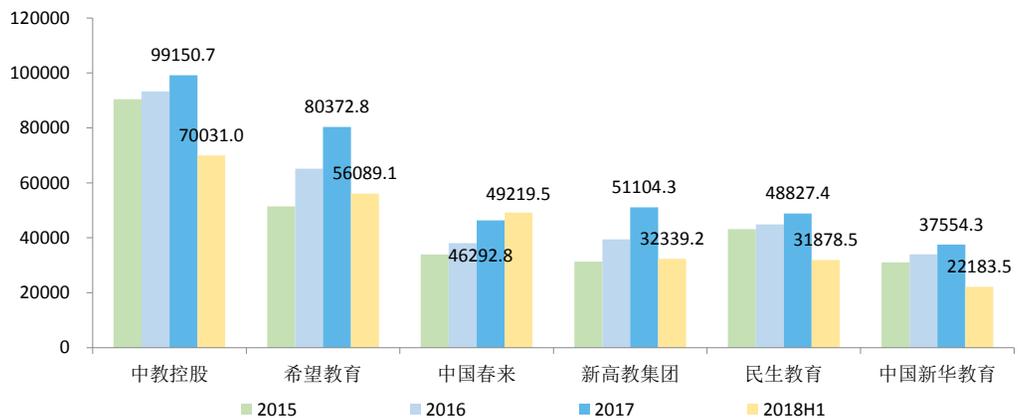
3、竞争格局：行业进入壁垒高，六大高教集团占据先发优势

行业进入壁垒高，供给提升速度较慢。相比学前教育以及K12阶段的学历教育，高等教育领域在监管批文及土地、资金及人才、品牌及生源等方面都有较高的壁垒，导致行业进入壁垒较高，高校数量趋于稳定，近几年均维持在740所。同时，民办高教的异地复制难度较高，通常都是地区性的民办高校集团，区域化特征显著。

外延并购实现扩张，加以整合实现内生增长。民办高教集团量的增长主要靠扩建和外延并购，扩建依靠土地储备，并购依靠资金。目前，民办高教集团的扩张主要是采取外延并购模式，因为监管部门原则上已经不再批准新建新的民办本科类院校，新的民办专科院校数量也很少。目前，行业集中度较低，中教控股、新高教以及民生教育等集团的市场份额均不到1.5%。行业内的并购整合正在加速，各民办高教集团将会加速跑马圈地，直接通过并购实现外延扩张，优先选择从业经验丰富、业内口碑良好、运营管理能力强的高校标的，加以整合实现内生增长。在存量博弈的时代，已经登陆资本市场的中教控股（0839.HK）、民生教育（1569.HK）、新高教集团（2001.HK）、中国新华教育（2779.HK）有着丰富的行业经验以及雄厚的资本实力，长期看好民办高教板块龙头的先发优势。

外延并购显著提高营收水平，板块整体盈利水平高于其他阶段。从营收维度来看，中教控股旗下2所大学内生增长良好，叠加外延并购3所职业学校收入并表，2018H1营收为7.00亿元，主营业务高教收入为6.69亿元，位于第一梯队，希望教育、民生教育通过外延并购，营收显著提高。从盈利能力来看，已上市的民办高教集团盈利能力普遍较强，板块的整体毛利率水平高于K12、幼教等其他阶段的集团学校。

图表49：港股6大民办高教企业营业收入（2015-2018H1）



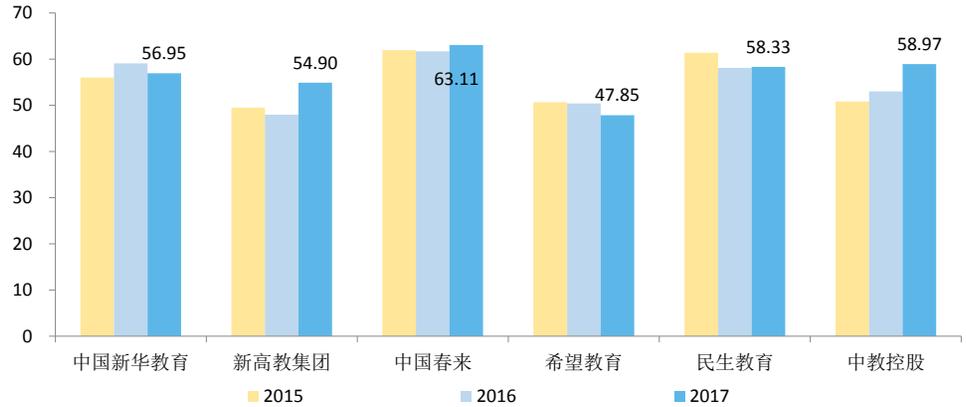
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表50：港股6大民办高教企业净利润（2015-2018H1）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表51：港股6大民办高教企业毛利率（2015-2018H1）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

（五）素质教育：政策支持，STEAM教育迎来新风口

1、政策法规：行业发展初期，政策层面推动力强劲

政策支持，STEAM教育迎来风口。随着国家教改的全面升级以及就业结构的快速变迁，国家升学刺激改变学科结构与比重，素质教育有关政策不断调整，重要性得到提高，迎来快速发展新时期。2015年《教育十五信息化规划》中STEAM首次被教育部引入，近几年中央政府和地方政府出台了一系列政策支持STEAM教育发展，2018年4月，根据教育部《高等学校人工智能创新行动计划》，明确提出形成“人工智能+X”复合专业培养新模式，到2020年建设100个“人工智能+X”复合特色专业，建立50家人工智能学院、研究院或交叉中心。这一通知将推动人工智能普及，STEAM教育或将迎来新风口。

图表52：素质教育相关政策法规一览

时间	部门	名称	主要内容
2018年4月	教育部	《高等学校人工智能创新行动计划》	明确提出形成“人工智能+X”复合专业培养新模式，到2020年建设100个“人工智能+X”复合特色专业，建立50家人工智能学院、研究院或交叉研究中心。
2018年3月	教育部	《教育部教育装备研究与发展中心2018年工作要点》	以跨学科整合为特点的中小学实验室、功能教室、创客空间等课程化的教育装备配备方案及综合教学环境建设。紧跟人工智能等新技术发展前沿，推进未来学校教育装备科研和实践探索，探索运用大数据科学指导教育装备工作，有效服务教育教学。
2017年9月	江苏省教育厅	《江苏省STEM教育项目学校建设指导意见》	2015年，江苏在全国率先启动STEM教育试点项目，建立首批26所试点学校；2016年，对首批试点学校进行评估，将合格学校命名为江苏省STEM教育项目学校；2017年，进一步扩大STEM教育项目试点工作，遴选了STEM教育项目试点学校243所（其中幼儿园32所、小学122所、初中47所、高中42所）。
2017年1月	国务院	《国家教育事业发展规划“十三五”规划》	提出培养学生创新创业精神与能力、建设一批具有良好示范带动作用的研学旅游基地和目的地、提高学生的美育素养等。
2017年1月	浙江省教育厅	浙江省新高考招生录取方案	考生根据个人兴趣特长和拟报考学校及专业的要求，从思想政治、历史、地理、物理、化学、生物、技术（含通用技术和信息技术）中选择3门作为高考选考科目。

资料来源：公开资料，太平洋证券整理

2、行业需求：素质教育意识觉醒，未来行业规模可达千亿

素质教育意识觉醒，行业规模预计可达千亿。随着中国家长素质教育意识的觉醒，STEAM教育理念接受程度逐渐提高，传统应试教育以分数为中心的理念已经受到素质教育的巨大冲击，将促使教育投入向STEAM教育倾斜。随着家长群体的主力消费者逐渐转变为85后、90后，他们对于素质教育重视程度日益提升。由于STEAM产品的价格基本超过500元，因此高收入阶层家庭将成为这一消费市场的主力。国内艺术教育、机器人教育、体育教育三大素质教育细分领域的市场规模增长势头非常强劲。

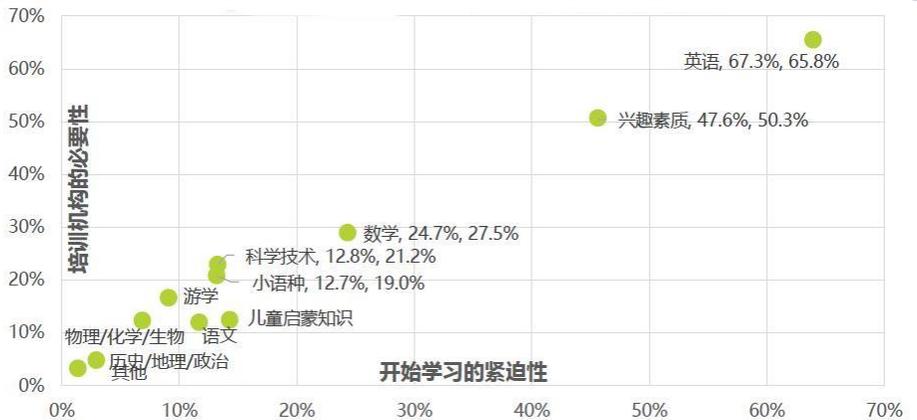
图表53：政策推动和市场需求促进素质教育行业发展



资料来源：德勤研究，太平洋研究院整理

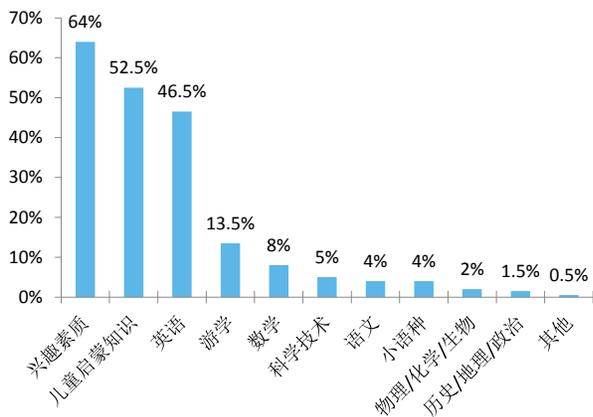
素质教育品类在家中心目中属于迟学不行的品类，在不同年龄段用户中渗透率较高。从需求角度来看，根据艾瑞咨询进行的统计，近两年让孩子参加过课外辅导的家长中，学前教育阶段家长报得最多的品类是兴趣素质(64.0%)、儿童启蒙知识(52.5%)和英语(46.5%)，平均每个孩子参加过2种；K12阶段家长报得最多的品类是英语培训(81.4%)、兴趣素质(52.8%)和数学(46.9%)，平均每个孩子参加过2.6种。从中我们可以看到兴趣素质品类在不同年龄培训市场上的地位，目前素质教育市场规模约600亿，预计未来规模可达千亿，相关公司迎来利好。

图表54：家长对孩子学习教培各品类的紧迫性和必要性的认识（2017）



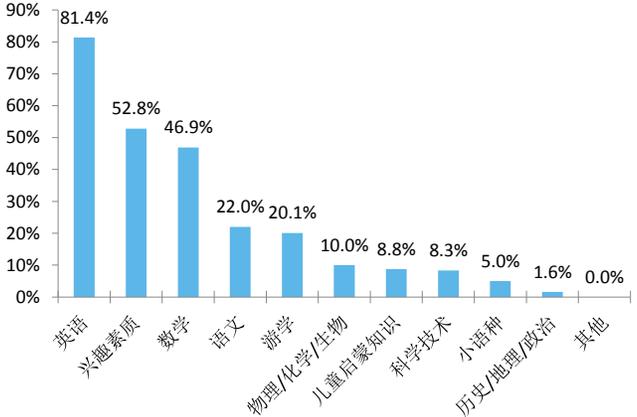
资料来源：艾瑞咨询，太平洋证券整理

图表55：各教培品类在学前用户渗透率（2017）



资料来源：艾瑞咨询，太平洋证券整理

图表56：各教培品类在K12用户渗透率（2017）

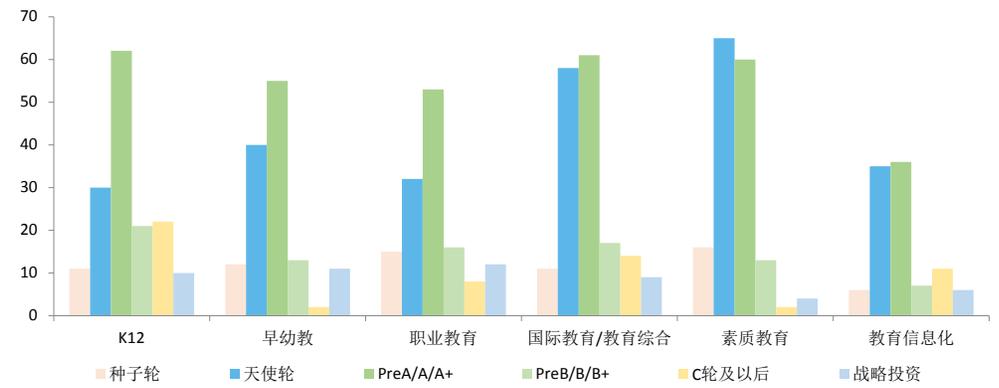


资料来源：艾瑞咨询，太平洋证券整理

3、市场格局：一级市场投资火热，K12龙头多赛道布局

素质教育领域一级市场投资火热，少儿编程最受青睐。从细分领域来看，素质教育、早幼教、职业教育分别占据了投资热点的前三名。2017年下半年开始，素质教育异军突起，2018年上半年素质教育融资数量达到57起，占比为30.48%，与2017年全年69起几乎持平。再细看素质教育的各个领域，年初至今获得融资的企业，据不完全统计，当下共有44家企业获得融资，其中50%左右企业融资在A轮及以上轮次，其中少儿编程、STEAM教育、艺术教育最受资本青睐，在所有获投企业中占比最大。

图表57：素质教育领域一级市场投资火热



资料来源：鲸媒体，太平洋证券整理

图表58：素质教育领域少儿编程、艺术教育受一级市场关注

公司	轮次	金额	细分领域	投资方	公司	轮次	金额	细分领域	投资方
编程猫	C	3亿	少儿编程	招银国际领投	VIP陪练	B	数亿元	艺术教育	腾讯领投
小码王	B	1.3亿	少儿编程	微光创投	夏加儿美术	A++	千万元	艺术教育	上海文广
VIPCODE	A	8500万	少儿编程	创新工场领投	SIA国际	A+	4000万	艺术教育	清科辰光
核桃编程	A	数千万	少儿编程	源码资本领投	彩虹蜗牛		5100万	艺术教育	少林文化集团
编玩边学	A	数千万	少儿编程	君联资本	舞邦	A	数千万	艺术教育	沃富资本等
极客晨星	A	2000万	少儿编程	新东方	Find智慧钢琴	A	上亿元	艺术教育	永柏领中创投
妙小程	Pre-A	/	少儿编程	易成投资领投	敦善文化	A	千万元	艺术教育	凯兴资本
小编程家	Pre-A	数百万	少儿编程	/	画啦啦	A	千万元	艺术教育	好未来领投
啊哈编程星球	天使	千万	少儿编程	丰厚资本	橙色星球	天使	数百万	艺术教育	创大资本领投
酷码编程	天使	/	少儿编程	头头是道基金领投	斑马星空	天使	1300万	艺术教育	东方新投领投
大思码	天使	500万	少儿编程	George Wang	火星俱乐部	A+	数千万	STEM教育	高思教育领投
奥创熊	天使	数百万	少儿编程	青锐创投	幻尔科技	天使	数千万	STEAM教育	贝尔科教领投
一码学程	种子	数百万	少儿编程	慕华教育投资	Dr.S赛先生	天使	数千万	STEM教育	中科创星领投
代码星球	/	/	少儿编程	阎先生加速器	蜂巢电子积木	天使	数千万	STEAM教育	清华水木资本

资料来源：亿欧，公开资料，太平洋证券整理

减负令下素质教育成企业布局新据点。素质教育在目前中国的教育体系下并没有刚需，但消费升级、二胎政策放开以及80、90后新生代父母这些因素对于这一市场是实实在在的利好。K12行业的双巨头-新东方和好未来在素质教育赛道快速布局。新东方、好未来正在通过各自的方式布局素质教育。新东方通过百学汇素质教育综合体的形式投资了一批优质的素质教育品牌。2017年以来，好未来在素质教育领域的投资尤为频繁，旗下重要品牌学而思网校正式发布了素质教育课程体系，学而思编程等首批课程也将同步上线，加大力度布局素质教育。

A股素质教育相关公司主要是盛通股份（002599.SZ）。2016年11月盛通以4.3亿元购买乐博教育100%股权获证监会无条件通过。盛通股份以乐博教育为支点，布局C端素质教育：

- 1、2017年5月，全资子公司知行教育1421万元增资在线少儿编程平台编程猫，持股5%；9月，乐博与编程猫达成合作，引进编程猫最热门的线上课程 BoxGame。
- 2、2017年6月，知行教育1500万元增资亲子类文化艺术综合服务提供商小橙堡，持股3%。
- 3、2018年1月，并购基金华控盛通拟 5635万元投资东方格希（提供3-18岁青少年英语培训），持股20%。

图表 59：素质教育相关标的一览

证券代码	证券名称	行业分类
002599.SZ	盛通股份	收购机器人培训公司乐博教育，2017年5月以1421万投资编程猫，布局少儿编程，2017年6月再次投资小橙堡，主要产品为儿童剧制作及演出。
TAL.N	好未来	自有品牌AI智品，2012年开始分别在游学、STEAM多赛道布局，投资项目有12个。
EDU.N	新东方	自有品牌百学汇，所投素质教育项目10多个，领投幼儿教育自媒体“凯叔讲故事”
002659.SZ	凯文教育	建立与美职棒、IMG体育学院、曼城足球俱乐部和中网等合作，与AIP国际艺术高中合作局。
600661.SH	昂立教育	昂立STEM教育目前已开设3个中心，且与多个知名幼儿园和小学展开了合作。
002308.SZ	威创股份	打造儿童艺术中心，提供音乐、美术、舞蹈、国学、英语、体育等儿童综合素质培训服务。
839264.OC	世纪明德	国内游学龙头企业，拳头产品是国内名校游学，年接待人次超过20万。
830757.OC	读行学堂	开展多种形式的研学旅行活动。
838800.OC	龙门教育	新增素质教育板块，满足学生和关于全面发展、特色发展的需求。

资料来源：wind，太平洋证券整理

三、投资建议：标配行业，关注龙头机构超跌机会

维持教育行业“增持”评级。2018年，政策是影响教育板块波动的主要因素，细分行业的主基调已基本定好；2019年，相关配套政策有望落地。短期来看，可能会导致板块波动；中长期来看，教育依然是景气度上行的行业，具备抗周期性。随着政策逐渐明朗，负面情绪有望消化。行业整改后，中小机构加速出清，龙头企业享受竞争格局改善带来的行业红利，依然看好教育行业的投资机会，看好优质细分赛道中内生增长确定性较强的龙头企业。

K12培训：刚需最旺盛赛道，短期承压后龙头受益。受益于庞大的适龄人口基数、较长的用户生命周期、家长的升学焦虑，K12培训依然是刚需最旺盛的赛道，2017年市场规模约6800亿。此次K12行业的培训结构治理整改力度较大，行业合规步伐将加速。证照、教师持证或成中小机构硬伤，面临出清危险。行业规范期之后，行业需求必将进一步向龙头集中，区域性龙头异地扩张或将加速，全国性龙头将迎来下沉利好。

早教：学前教育需求依然旺盛，细分板块值得关注。学前教育新规对幼儿园证券化做出史上最严监管，幼儿园上市之路基本断绝。早教暂不受新规影响，预计后续也会陆续出台监管政策，随着行业准入门槛提高，行业龙头如美吉姆、金宝贝将受益。全面二胎政策带来的新生儿增量叠加家长的教育观念升级，学前教育需求依然旺盛，细分板块值得关注，提供早教托育、亲子内容、幼师培训的相关公司值得关注。

职业教育：政策释放红利，职业教育迎来春天。受益于国家政策利好、人才市场刚性需求，职业教育已成为仅次于K12教育的第二大细分市场，2017年市场规模约6000亿，预计2020年将达到11620亿。职业教育细分领域众多，A股主要是以并购涉足职教巨头，中公教育即将登陆A股、华图教育于港股提交新版招股说明书，引发市场关注。

民办高教：送审稿暂未改变外延并购逻辑，学费市场化后有望量价齐升。从需求端来看，生源基数不断扩大；从供给端来看，一是行业进入壁垒高；二是民办高校审批速度减缓（维持在746所），行业进入存量博弈的时代，港股上市的六大高教集团借助丰富的行业经验以及雄厚的资本实力具有先发优势。2019年政策逐渐落地明朗化后，市场悲观情绪有望缓解，板块估值有望迎来修复。

素质教育：政策明确鼓励发展的细分领域，享受政策利好。政府在素质教育领域政策频出，明确指出要开展全面智能教育项目，培养复合型人才。随着素质教育理念接受程度逐年提高，市场规模增长较快。从一级市场数据可以发现，素质教育领域备

受资本青睐，其中幼儿启蒙英语、少儿编程等热度不减，获得资本青睐，预计编程教育等相关公司将迎来利好。

图表 60：重点推荐公司盈利预测

名称	代码	股价	EPS				PE				最新评级
			17	18E	19E	20E	17	18E	19E	20E	
新东方	EDU.N	57.50	1.87	1.89	2.59	3.09	52.97	30.32	22.14	18.56	增持
好未来	TAL.N	27.63	1.03	1.45	2.16	3.12	93.96	57.18	38.33	26.56	增持
三垒股份	002621.SZ	18.75	0.05	0.22	0.38	0.45	286.48	85.55	48.95	41.41	增持
亚夏汽车	002607.SZ	14.78	0.09	0.2	0.28	0.35	44.45	9.22	6.54	5.15	增持
东方时尚	603377.SH	13.05	0.56	0.48	0.59	0.71	71.47	27.43	21.96	18.26	增持
盛通股份	002599.SZ	9.71	0.29	0.43	0.55	0.68	41.35	22.84	17.5	14.19	增持
中教控股	0839.HK	10.4	0.28	0.34	0.45	0.51	25.65	26.82	20.52	17.99	增持

资料来源：太平洋证券整理

四、风险提示

行业监管政策趋严风险；

行业竞争加剧风险；

宏观经济风险。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyin@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
深圳销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.com
深圳销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
深圳销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
深圳销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。