



# 教育行业中期投资策略—— 逻辑转换，龙头崛起

2019/05/29

分析师：范欣悦

S0740517080004

[fanxy@r.qlzq.com.cn](mailto:fanxy@r.qlzq.com.cn)

研究助理：吴张爽

[wuzs@r.qlzq.com.cn](mailto:wuzs@r.qlzq.com.cn)

中泰证券研究所  
专业 | 领先 | 深度 | 诚信

# 目 录

一、投资逻辑变动支撑估值提升

---

二、职教培训：招录培训获客、扩张更具优势

---

三、K12教培：“双巨头”步入收获期

---

四、早教：二三线下沉空间大

---

五、民办高教：外延扩张先发优势明显

---

六、投资建议、重点个股及风险提示

---

# 一、投资逻辑变动支撑估值提升

# 教育投资从事件驱动转变为业绩驱动

- 步入19年，教育行业公司重新审视旗下资产的价值，对资产进行梳理及优化，教育行业的估值从17年之前的事件驱动真正转变为业绩驱动，逻辑的变动或将支撑本轮估值的提升。
- A股从13年开始有了教育的概念，直到16年一直被看做传媒属性更强，主要原因是并购为主导以及并购轻资产培训类标的带来高额商誉。
- 随着越来越多的教育资产在三地市场上市，教育各个赛道的特点和格局被逐渐发掘，具有品牌的公司实际是业绩稳定成长、现金流好的消费公司，教育的消费属性得以强化，市场的关注点也慢慢从“未来的外延规划”回归到业绩本身。
- 教育行业之大远未达到存量博弈的阶段，因此后续公司按部就班的扩张和对需求的挖掘带来业绩的稳步提升或将成为行业投资的主要逻辑，也将成为估值提升的主要动力。

# 教育投资从事件驱动转变为业绩驱动

- 教育公司目前对旗下资产的梳理及优化分为两个层面：
  - (1) 处置传统业务、聚焦教育主业：如开元股份出售制造业全资子公司开元有限，立思辰分拆信息安全业务相关资产，科斯伍德清算法国油墨子公司；
  - (2) 教育资产的梳理：如开元股份全额计提牵引力教育的商誉减值、关闭21个亏损的网点，立思辰拟出售敏特昭阳51%股权、并计提多家教育子公司的商誉减值。

图表1：A股教育行业估值逻辑的演变

| 年份          | 资本运作阶段      | 整体估值趋势 | 估值变动的逻辑   |
|-------------|-------------|--------|---|
| 2013~2014   | 教育资产证券化试水   | 提升     | 事件驱动，并购逻辑   |
| 2015~2016H1 | 并购提速，热情高涨   | 提升     | 事件驱动，并购逻辑   |
| 2016H2~2018 | 并购趋缓，标的质量提升 | 下行     | 事件驱动转向业绩驱动，行业整体估值下行叠加业绩提升，前期所有个股齐杀估值，后期业绩优异个股略有改善 |
| 2019~       | 资产梳理、调整及优化  | 提升     | 业绩驱动  |

资料来源：中泰证券研究所

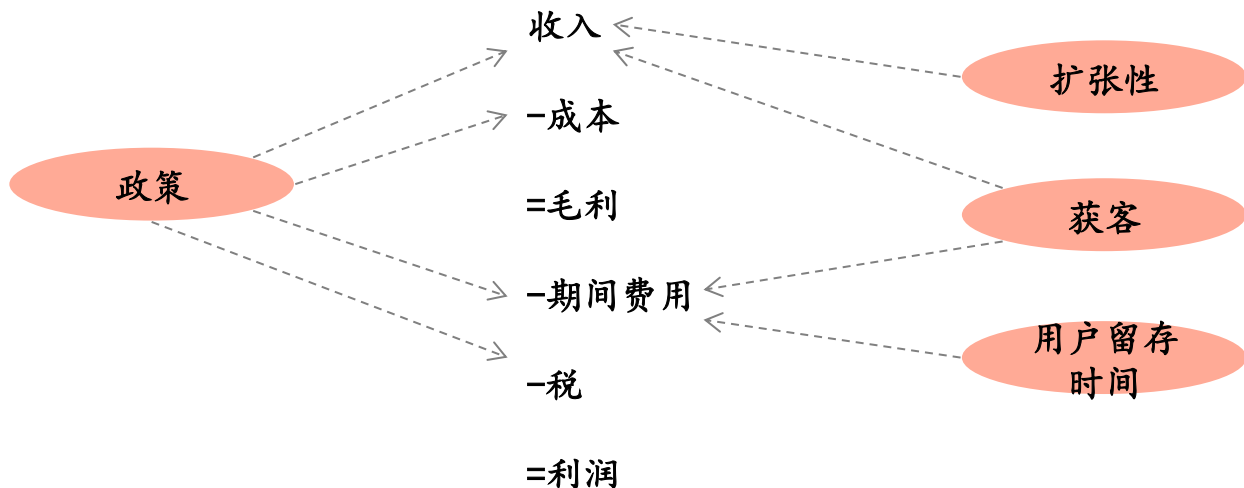
# 当前宏观经济环境下，教育的韧性更强

- 教育消费受经济周期波动影响较小，处于消费“食物链”的顶端。我国优质教育资源匮乏，竞争压力自上而下传导，是支撑民办教育各细分领域得以不断增长的主要动因。教育消费是刚需，在家庭消费支出中排位靠前，因此受经济波动影响较小。
- 品牌强的教育公司具有较强的定价权，具有持续提价的能力。教育实际具有“供给决定需求”的特征，好的产品不需要担心没人买单，好的产品的消费偏好具有持续性，这主要来自口碑。
- 各细分领域渗透率都有较大的提升空间，即使生育率下降，依旧享受渗透率提升的红利。如早教的渗透率约12%，K12教培的参培率约50%，K12学校的民办化率约10%，高等教育毛入学率48%，渗透率具有较大提升空间。
- 现金流好。学费一般是预收账款，再按照销课情况确认收入。

# 多个维度比较各细分赛道的投资价值

- 政策：职教培训、教育信息化、早教 > K12教培 > 民办高教 > K12民办学校
- 获客：民办高教 > K12民办学校 > K12教培、早教 > 职教培训
- 用户留存时间：K12民办学校、K12教培 > 民办高教 > 早教 > 职教培训
- 扩张性：职教培训、早教 > K12教培 > K12民办学校 > 民办高教

图表2：四个因素维度对教育公司业绩的影响



资料来源：中泰证券研究所

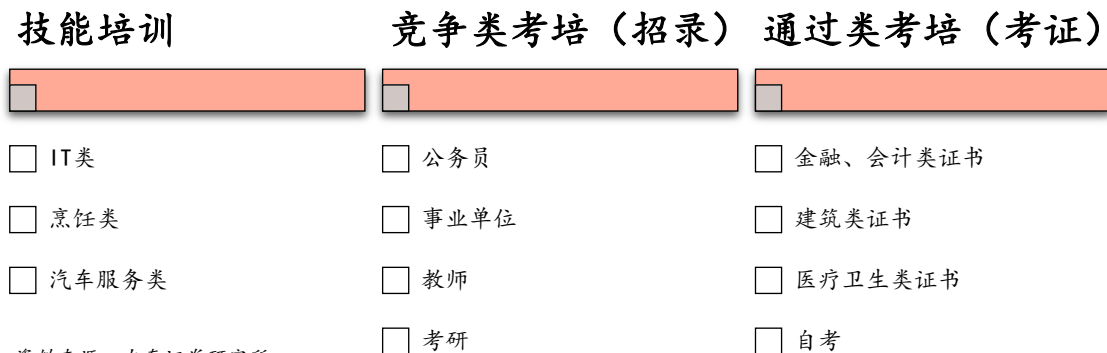
## 二、职教培训：招录培训获客、扩张 更具优势



# 职教培训：招录培训在获客、扩张更具优势

- 职教培训主要分为技能培训、竞争类考培（招录）及通过类考培（考证）。
- 政策：技能培训最优。
- 获客：竞争性考培最优。竞争性考培参培意愿更强，细分赛道的客群更加集中（主要为应届毕业生），因此校园渠道宣传效用更强，品牌延展性更优，获客成本更低。
- 用户留存时间：竞争性考培最优。通过率较低，部分学生会参加协议班（若没考过则退部分学费），即使没考过也不退费，会滚存下一次考试的培训。
- 扩张性：竞争性考培最优。竞争性考培机构主要是围绕校园建立销售网点，再根据需求租用场地，而技能培训通常需要建校区。

图表3：职教培训分类



资料来源：中泰证券研究所

# 职教培训：政策更加鼓励技能培训

- 技能培训是近期政策主要鼓励的方向，特别是通过1+X证书制度，构建职业技能等级证书及标准，对学习者的职业技能进行综合评价。

图表4：职教培训相关政策及内容

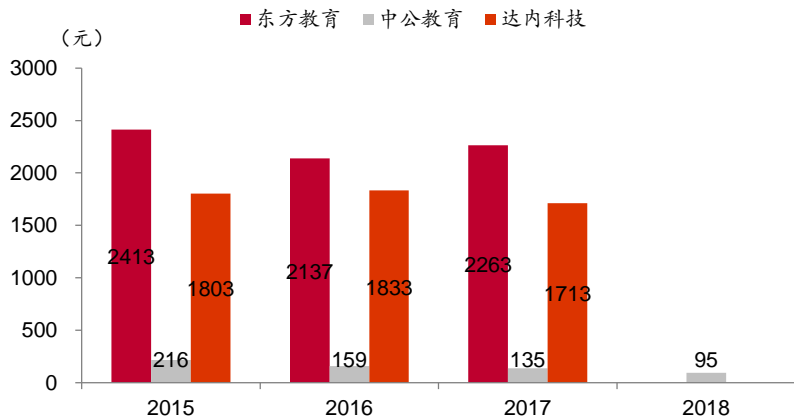
| 文件名称                             | 发布时间    | 相关表述  |
|----------------------------------|---------|---|
| 《加快推进教育现代化实施方案（2018—2022年）》      | 2019年2月 | 深化职业教育产教融合。构建产业人才培养培训新体系，完善学历教育与培训并重的现代职业教育体系，推动教育教学改革与产业转型升级衔接配套。  |
| 《国家职业教育改革实施方案》                   | 2019年2月 | 经过5-10年左右时间，职业教育基本完成由政府举办为主向政府统筹管理、社会多元办学的格局转变。完善学历教育与培训并重的现代职业教育体系，畅通技术技能人才成长渠道。2020年初步建成300个示范性职业教育集团（联盟），带动中小企业参与。支持和规范社会力量兴办职业教育培训，鼓励发展股份制、混合所有制等职业院校和各类职业培训机构。建立公开透明规范的民办职业教育准入、审批制度，探索民办职业教育负面清单制度，建立健全退出机制。畅通技术技能人才职业发展通道，鼓励其持续获得适应经济社会发展需要的职业培训证书，引导和支持企业等用人单位落实相关待遇。对取得职业技能等级证书的离校未就业高校毕业生，按规定落实职业培训补贴政策。支持技术技能人才凭技能提升待遇，鼓励企业职务职级晋升和工资分配向关键岗位、生产一线岗位和紧缺急需的高层次、高技能人才倾斜。 |
| 《关于在院校实施“学历证书+若干职业技能等级证书”制度试点方案》 | 2019年4月 | 自2019年开始，重点围绕服务国家需要、市场需求、学生就业能力提升，从10个左右领域做起，启动1+X证书制度试点工作。   |
| 《职业技能提升行动方案（2019—2021年）》         | 2019年5月 | 2019年至2021年，持续开展职业技能提升行动，提高培训针对性实效性，全面提升劳动者职业技能水平和就业创业能力。三年共开展各类补贴性职业技能培训5000万人次以上，其中2019年培训1500万人次以上；经过努力，到2021年底技能劳动者占就业人员总量的比例达到25%以上，高技能人才占技能劳动者的比例达到30%以上。   |

资料来源：中国政府网，中泰证券研究所

# 职教培训：招录培训获客效率较高

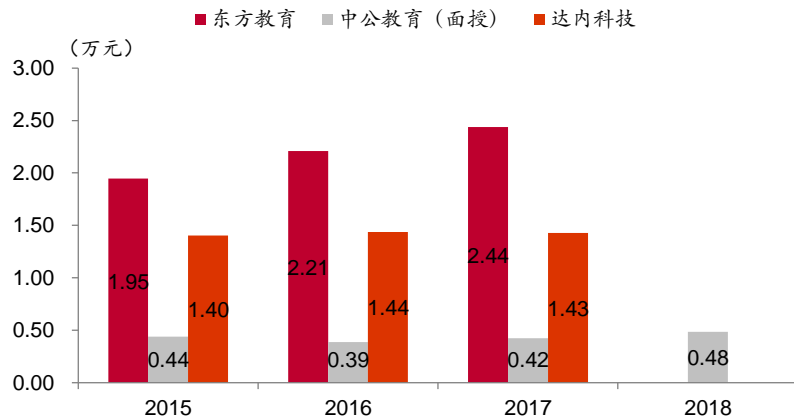
- 竞争性考培（招录）获客成本显著低于技能培训及通过性考培（考证）。技能培训为主的东方教育和达内科技的获客成本（以广告费/培训人次计算）在2000元左右；通过性考培（考证）为主的恒企教育金融会计类考证获客成本约660元；竞争性考培（招录）为主的中公教育的获客成本在100元左右。

图表5：职教培训的获客成本



资料来源：公司公告，中泰证券研究所

图表6：职教培训的平均课程单价

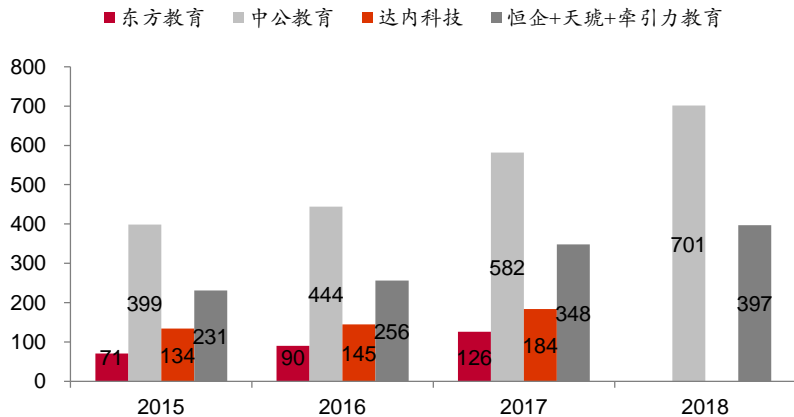


资料来源：公司公告，中泰证券研究所

# 职教培训：招录培训扩张速度更快

■ 竞争性考培（招录）的目标客群一般为应届毕业生，分支机构主要依高校而建（全国普通高校2631所），场地面积在几百平米左右，以销售为主要功能，因此可以支撑更快的扩张。通过类考培（考证）及技能培训网点主要起到教学的功能，场地面积更大，目前的趋势是建立大校区，因此无论从资本支出还是培育期的角度都无法过快扩张，另外还需考虑当地人口规模是否可以支撑。

图表7：职教培训分支机构、网点数量



资料来源：公司公告，中泰证券研究所

图表8：中公教育（以上海为例）分支机构靠近高校而建

| 所在区域 | 分支机构地址  | 附近学校   |
|------|---|--|
| 杨浦   | 杨浦区伟德路6号云海大厦  | 复旦大学、上海财经大学、同济大学                             |
| 徐汇   | 徐汇区漕溪北路88号圣爱大厦<br>松江区文汇路876弄                            | 上海交通大学                                       |
| 松江   | 松江区龙腾路58弄4号(松江大学城体育中心西门)                                | 华东政法大学、东华大学、上海外国语大学、上海视觉艺术学院                 |
| 浦东   | 浦东新区南汇新城镇环湖西三路83号<br>上海海事大学海馨广场<br>浦东新区惠南镇沪南公路9875号润业大厦 | 上海海事大学、上海海洋大学、上海建桥学院<br>上海医药高等专科学校、上海工商外国语学院 |
| 奉贤   | 奉贤区海泉路571号<br>奉贤区南奉公路8519号南方国际大厦                        | 华东理工大学、上海师范大学、上海应用技术大学<br>上海商学院              |
| 嘉定   | 嘉定区金沙路75号   | 上海大学   |
| 崇明   | 崇明区城桥镇八一一路515号  | 上海开放大学                                       |
| 闵行   | 上海市闵行区紫星路588号   | 上海交通大学、华东师范大学                                |

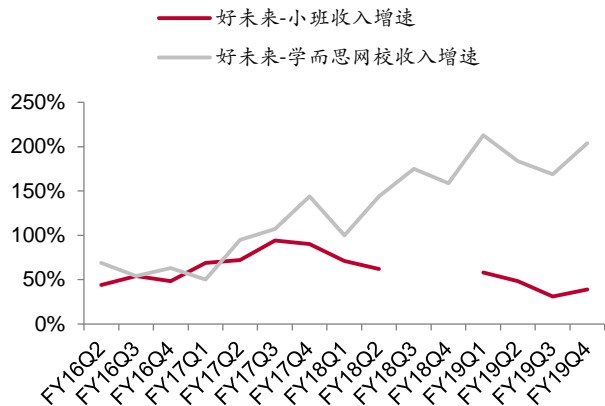
资料来源：公司官网，中泰证券研究所

## 三、K12教培：“双巨头”步入收获期

# K12教培：“双巨头”关注线上，其他快速扩张

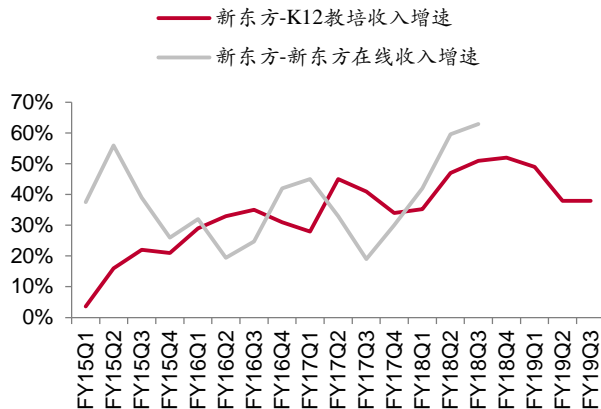
■ 18年K12教培集中整顿，运营不规范、证照不齐全的小作坊、小机构被关停，市场需求得以释放。第一梯队“双巨头”新东方、好未来比较谨慎，线下扩张放缓，将战场转向线上，在线收入增速和占比明显提升。第二三梯队开启全国化的步伐，网点扩张快于以往，线上布局较少。

图表9：好未来线下、线上收入增速



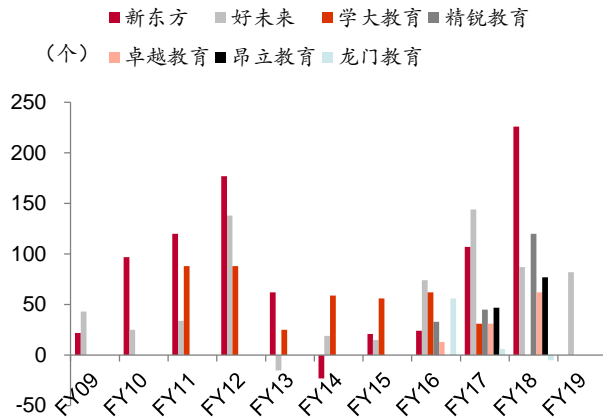
资料来源：公司公告，中泰证券研究所  
 注：好未来的财年是从上年3月1日至当年2月28日。

图表10：新东方线上、线下收入增速



资料来源：公司公告，中泰证券研究所  
 注：新东方的财年是从上年6月1日至当年5月31日。

图表11：K12教培机构网点净增数量

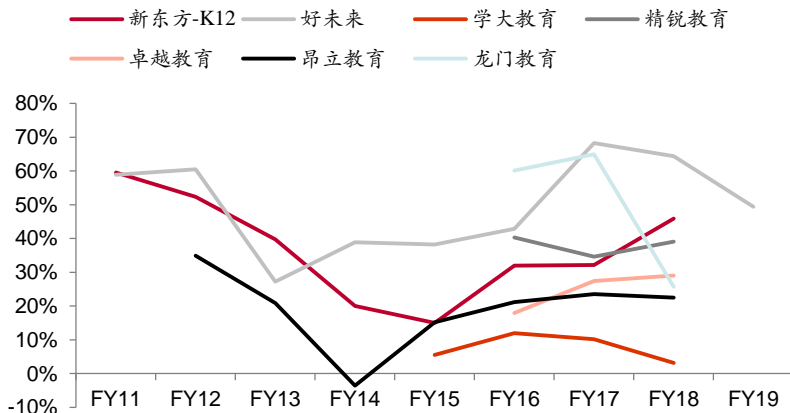


资料来源：公司公告，中泰证券研究所  
 注：好未来的财年是从上年3月1日至当年2月28日，新东方的财年是从上年6月1日至当年5月31日，精锐教育的财年是从上年9月1日至当年8月31日。

# K12教培：双巨头步入收获期，其他处于培育期

- K12教培的扩张主要分为两个阶段：（1）培育期，收入快速增长，利润率下滑，导致利润持平或下滑；（2）收获期，收入增速慢于培育期，利润率提升，利润增速显著快于收入增速。
- 随着“双巨头”新东方、好未来线下扩张趋于平稳，教室利用率逐步提升，规模效应逐步展现，利润率随之改善，步入业绩收获期；线上仍处于投入期，争夺市场份额仍然是目前的主要考虑。第二三梯队多处于培育期。

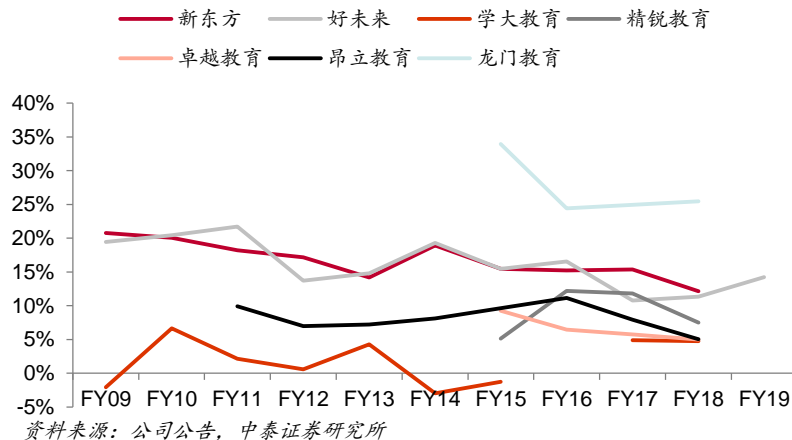
图表12: K12教培机构收入增速



资料来源：公司公告，中泰证券研究所

注：好未来的财年是从上年3月1日至当年2月28日，新东方的财年是从上年6月1日至当年5月31日，精锐教育的财年是从上年9月1日至当年8月31日。

图表13: K12教培机构净利率



资料来源：公司公告，中泰证券研究所

## 四、早教：二三线下沉空间大



# 早教：政策有望逐渐清晰

- “幼有所育”相关政策陆续出台，特别是2019年5月发布的《关于促进3岁以下婴幼儿照护服务发展的指导意见》明确提出“到2020年，婴幼儿照护服务的政策法规体系和标准规范体系初步建立，建成一批具有示范效应的婴幼儿照护服务机构”，预计幼儿早期教育相关政策规定将逐渐清晰，推动行业健康发展。

图表14：幼儿早期教育相关政策及内容

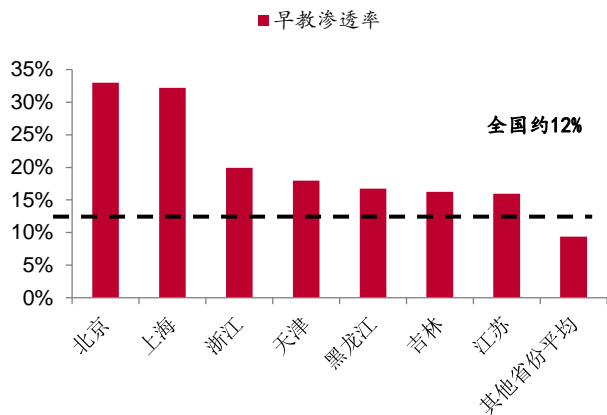
| 相关文件                                      | 发布时间    | 相关陈述  |
|---|---------|---|
| 《进一步优化供给推动消费平稳增长 促进形成强大国内市场的实施方案》         | 2019年1月 | 完善托幼等配套政策鼓励居民按政策生育。鼓励地方政府通过采取提供场地、减免租金等政策措施，加大对社会力量开展3岁以下婴幼儿托育服务的支持力度。  |
| 《加大力度推动社会领域公共服务补短板强弱项提质量 促进形成强大国内市场的行动方案》 | 2019年2月 | 婴幼儿照护服务的政策法规和标准规范体系初步建立；充分调动各方面力量，在城市建成一批示范性婴幼儿照护服务机构；积极引导社会力量举办托育服务机构。   |
| 《政府工作报告》                                  | 2019年3月 | 要针对实施全面两孩政策后的新情况，加快发展多种形式的婴幼儿照护服务，支持社会力量兴办托育服务机构。   |
| 《关于促进3岁以下婴幼儿照护服务发展的指导意见》                  | 2019年5月 | 到2020年，婴幼儿照护服务的政策法规体系和标准规范体系初步建立，建成一批具有示范效应的婴幼儿照护服务机构，婴幼儿照护服务水平有所提升，人民群众的婴幼儿照护服务需求得到初步满足。到2025年，婴幼儿照护服务的政策法规体系和标准规范体系基本健全，多元化、多样化、覆盖城乡的婴幼儿照护服务体系基本形成，婴幼儿照护服务水平明显提升，人民群众的婴幼儿照护服务需求得到进一步满足。各类婴幼儿照护服务机构可根据家庭的实际需求，提供全日托、半日托、计时托、临时托等多样化的婴幼儿照护服务；随着经济社会发展和人民消费水平提升，提供多层次的婴幼儿照护服务。 |

资料来源：中国政府网，中泰证券研究所

# 早教：二三线城市下沉空间巨大

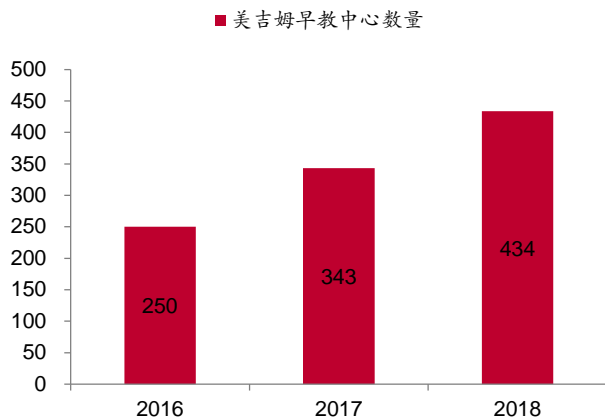
- 全国范围内早教的渗透率不高，仅在12%左右，北京、上海超过30%，浙江、天津在20%左右，二三线城市具有较大的下沉空间，叠加育儿观念的升级，预计早教具有长期发展的潜力。

图表15：全国主要省份早教渗透率



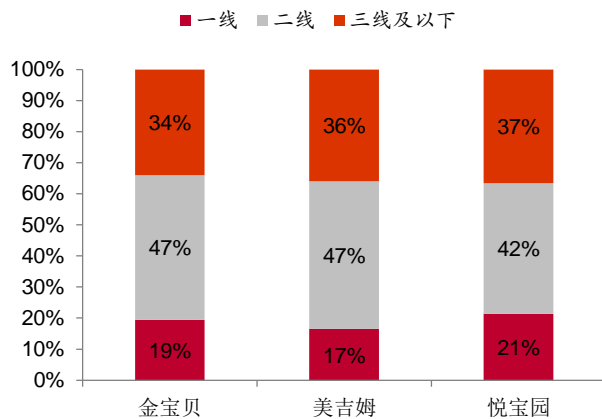
资料来源：公司公告，中泰证券研究所

图表16：美吉姆早教中心数量



资料来源：公司公告，中泰证券研究所

图表17：早教中心线城市分布



资料来源：公司官网，中泰证券研究所

## 五、民办高教：外延扩张先发优势明显

# 民办高教：政策风险在逐步缓释

- 虽然《民办教育促进法实施条例（送审稿）》给民办高教带来一定程度的不确定性和估值压制，19年以来国家出台多项政策支持高等教育（特别是职业院校）的发展，其中提到“鼓励发展股份制、混合所有制的职业院校”，逐步缓释之前市场对后续政策走向的担忧，另外“高职院校扩招100万人”支撑生额的增加。

图表18：高等教育相关政策及内容

| 政策文件                             | 发布时间    | 相关陈述   |
|----------------------------------|---------|--|
| 《中国教育现代化2035》                    | 2019年2月 | 集中力量建成一批中国特色高水平职业院校和专业。综合运用招生计划、就业反馈、拨款、标准、评估等方式，引导高等学校和职业学校及时调整学科专业结构。  |
| 《加快推进教育现代化实施方案（2018-2022年）》      | 2019年2月 | 2020年初步建成300个示范性职业教育集团（联盟）。支持和规范社会力量兴办职业教育培训，鼓励发展股份制、混合所有制等职业院校和各类职业培训机构。  |
| 《国家职业教育改革实施方案》                   | 2019年2月 | 到2022年，职业院校教学条件基本达标，建设50所高水平高等职业学校和150个骨干专业（群）。从2019年开始，在职业院校应用型本科高校启动“学历证书+若干职业技能等级证书”制度试点工作。根据高等学校设置制度规定，将符合条件的技师学院纳入高等学校序列。   |
| 《政府工作报告》                         | 2019年3月 | 改革完善高职院校考试招生办法，鼓励更多应届高中毕业生和退役军人、下岗职工、农民工等报考，今年大规模扩招100万人。  |
| 《关于在院校实施“学历证书+若干职业技能等级证书”制度试点方案》 | 2019年4月 | 试点院校以高职、中职（不含技工学校）为主，本科学校可根据专业实际情况选择。试点院校要结合职业技能等级证书培训要求和相关专业建设，改善实训条件，盘活教学资源，提高培训能力，积极开展高质量培训。在面向本校学生开展培训的同时，积极为社会成员提供培训服务。   |
| 《高职扩招专项工作实施方案》                   | 2019年5月 | 扩大招生计划。加强中央统筹，综合考虑各地生源情况、办学条件、经济支撑等因素，合理确定2019年各省份高职扩招计划安排。<br>在2019年高考前组织一次参加高职扩招专项考试的补报名工作，主要面向普通高中毕业生、中职（含中专、技工学校、职业高中）毕业生、退役军人、下岗失业人员、农民工和新型职业农民等，于10月份面向2019年退役的军人再增加一次补报名。 |
| 《职业技能提升行动方案（2019-2021年）》         | 2019年5月 | 取消高职招收中职毕业生比例限制，允许符合高考报名条件的往届中职毕业生参加高职院校单独考试招生。<br>支持职业院校开展补贴性培训，扩大面向职工、就业重点群体和贫困劳动力的培训规模。允许职业院校将一定比例的培训收入纳入学校公用经费，学校培训工作量可按一定比例折算成全日制学生培养工作量。                                   |

资料来源：中国政府网，教育部网站，中泰证券研究所

# 民办高教：并购的先发优势

- 民办高校的新建投入较高、培育期较长、（本科）牌照稀缺，因此民办高教集团的扩张以并购为主，自建为辅。从扩张性的角度，民生教育、中教控股、新高教集团的并购节奏较快（仅计算高等教育学校），具有较强的先发优势。

图表19：民办高教集团旗下学校及扩张方式

| 民办高教集团     | 旗下学校         | 权益比例 | 上市后获取方式 | 办学性质 |
|------------|--------------|------|---------|------|
| 中教控股（8所）   | 江西科技学院       | 100% | 自建      | 本科   |
|            | 广东白云学院       | 100% | 自建      | 本科   |
|            | 白云技师学院       | 100% | 自建      | 技师学院 |
|            | 郑州城轨交通中等专业学校 | 80%  | 并购      | 中职   |
|            | 西安铁道技师学院     | 62%  | 并购      | 技师学院 |
|            | 广州大学松田学院     | 100% | 并购      | 独立学院 |
|            | 广州松田职业学院     | 100% | 并购      | 专科   |
|            | 济南大学泉城学院     | 100% | 并购      | 独立学院 |
| 中国新华教育（4所） | 安徽新华学院       | 100% | 自建      | 本科   |
|            | 安徽新华学校       | 100% | 自建      | 中职   |
|            | 安徽医科大学临床医学院  | 100% | 并购      | 独立学院 |
| 中国科培（2所）   | 南京财经大学红山学院   | 100% | 并购      | 独立学院 |
|            | 广东理工学院       | 100% | 自建      | 本科   |
|            | 肇庆市科技中等职业学校  | 100% | 自建      | 中职   |

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

注：灰色为上市后扩张的学校。

# 民办高教：并购的先发优势

图表19：民办高教集团旗下学校及扩张方式（续）

| 民办高教集团    | 旗下学校            | 权益比例          | 上市后获取方式 | 办学性质 |
|-----------|-----------------|---------------|---------|------|
| 希望教育（13所） | 西南交通大学希望学院      | 100%          | 自建      | 独立学院 |
|           | 贵州财经大学商务学院      | 100%          | 收购      | 独立学院 |
|           | 山西医科大学晋祠学院      | 100%          | 收购      | 独立学院 |
|           | 民办四川天一学院        | 100%          | 收购      | 专科   |
|           | 四川希望汽车职业学院      | 100%          | 自建      | 专科   |
|           | 四川文化传媒职业学院      | 100%          | 收购      | 专科   |
|           | 贵州应用技术职业学院      | 100%          | 自建      | 专科   |
|           | 四川托普信息职业技术学院    | 100%          | 收购      | 专科   |
|           | 四川希望汽车技师学院      | 100%          | 自建      | 技师学院 |
|           | 贵州大学科技学院        | 70%           | 并购      | 独立学院 |
|           | 甘肃职业技术学院        | 100%          | 自建      | 专科   |
|           | 广东现代农业职业学院      | 100%          | 自建      | 专科   |
|           | 重庆数字产业职业技术学院    | 100%          | 自建      | 专科   |
|           | 云南工商学院          | 100%          | 自建      | 本科   |
| 新高教集团（9所） | 贵州工商职业学院        | 100%          | 自建      | 专科   |
|           | 湖北民族学院科技学院      | 100%          | 并购      | 独立学院 |
|           | 哈尔滨华德学院         | 74%           | 并购      | 本科   |
|           | 洛阳科技职业学院        | 55%           | 并购      | 专科   |
|           | 兰州理工大学技术工程学院    | 100%          | 并购      | 独立学院 |
|           | 广西英华国际职业学院      | 51%           | 并购      | 专科   |
|           | 广西钦州英华国际职业技术学校  | 51%           | 并购      | 中职   |
|           | 广西英华国际职业学校      | 51%           | 并购      | 高中   |
|           | 重庆人文科技学院        | 100%          | 自建      | 本科   |
| 民生教育（14所） | 重庆工商大学派斯学院      | 100%          | 自建      | 独立学院 |
|           | 重庆应用技术职业学院      | 100%          | 自建      | 专科   |
|           | 内蒙古丰州职业学院（青城分院） | 100%          | 并购      | 专科   |
|           | 云南大学滇池学院        | 股权51%、管理费100% | 并购      | 独立学院 |
|           | 重庆电信职业学院        | 51%           | 并购      | 专科   |
|           | 乐陵民生职业中等专业学校    | 100%          | 自建      | 中职   |
|           | 乐陵市职业中等专业学校     |               | 委托管理    | 中职   |
|           | 寿光渤海实验学校        | 100%          | 并购      | 高中   |
|           | 乐陵高级中学          | 100%          | 自建      | 高中   |
|           | 安徽文达信息工程学院      | 51%           | 并购      | 本科   |
|           | 河北工业大学城市学院      | 100%          | 并购      | 独立学院 |
|           | 曲阜远东职业技术学院      | 51%           | 并购      | 专科   |
|           | 南昌职业学院          | 65%           | 并购      | 本科   |

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

注：灰色为上市后扩张的学校。

# 民办高教：外延的资金实力

- 高校并购需要较大的资本开支，因此除了集团并购团队的能力外，资金实力也是制约速度的主要因素。从资金实力来看，中教控股和民生教育体内和体外资金规模可观。

图表20：估算民办高教集团的资金实力

| 民办高教集团 | 并购资金实力                                    | 现金及现金等价物                   | 尚未支付的并购款项  | 并购基金                         | 可转债                              | 贷款   | 配售              |
|--------|---|----------------------------|--|------------------------------|----------------------------------|--|-----------------|
| 中教控股   | 体内约42亿元，<br>体外潜在50亿元                      | 17.9亿元（截至<br>2019年2月28日）   | 郑州学校0.6亿元，西安学校2亿元，山东学校3.6亿元，合计约6.2亿元                   | 与惠理合作设立50亿元规模并购基金，首期出资2.5亿元  | 2019年3月发行<br>23.55亿港元（约合20.72亿元） | 2019年4月提取国际金融公司贷款1.34亿美元（约合9.25亿元）               |                 |
| 希望教育   |   | 30.4亿元（截至<br>2018年12月31日）  | 四川传媒学校新校区总投资约15亿元，重庆学校总投资约15亿元，甘肃学校总投资13亿元，广东学校总投资额未披露 |                              |                                  |  |                 |
| 民生教育   | 体内约4亿元<br>（潜在融资能力<br>100亿元），体<br>外潜在100亿元 | 15.06亿元（截至<br>2018年12月31日） | 南昌学校5.1亿元，其他未付5.92亿元，合计约11.02亿元                        | 与中金资本合作设立并购基金，总规模100亿元，分四期募集 |                                  | 2018年8月与工商银行重庆分行签署战略合作协议，未来三年内提供累计不低于100亿元的意向性融资 |                 |
| 新高教集团  | 体内约5亿元                                    | 3.5亿元（截至<br>2018年12月31日）   | 河南学校1.1亿元，东北学校0.5亿元，合计约1.6亿元                           |                              |                                  |  | 2019年4月募资约3.4亿元 |
| 中国新华教育 | 体内约13亿元                                   | 18.6亿元（截至<br>2018年12月31日）  | 红山学院6.1亿元（初期资金3.05亿元已于19年2月支付，其余将于5月6日前支付）             |                              |                                  |  |                 |
| 中国科培   | 体内约4亿元                                    | 4.3亿元（截至<br>2018年12月31日）   |  |                              |                                  |  |                 |

资料来源：公司公告，中泰证券研究所  
注：估算情况。

# 民办高教：扩建带来的内生增长

- 存量成熟高校的内生增长主要来自：
  - (1) 扩建+生额增加；
  - (2) 学费提价：平均每年5~7%；

图表21：民办高教集团旗下学校扩建扩容计划

| 民办高教集团 | 旗下高校         | 扩建扩容情况  |
|--------|--------------|---|
| 中教控股   | 广东白云学院       | 新校区占地面积达48.9万平米，分两期建设，一期容量0.8万人，计划2019年完成，二期容量1.8万人，计划2021年完成 |
|        | 济南大学泉城学院     | 已收购烟台海郡置业有限公司96.71%股权（该公司拥有泉城大学临近土地及物业），计划用于校园扩建，估计可扩容至2.3万人  |
|        | 广州松田职业学院     | 预留了300亩的土地，可扩建  |
| 中国科培   | 广东理工学院       | 新鼎湖校区三期建设将于2019年下半年竣工，扩容0.3万人；高要校区改建预计于2020年二季度竣工，扩容0.7万人     |
| 中国新华教育 | 安徽医科大学临床医学院  | 在2020年9月1日前提供（其中包括）包括宿舍、餐厅、实验室在内的学校场地                         |
| 希望教育   | 民办四川天一学院     | 正在扩建  |
|        | 贵州应用技术职业学院   | 已扩建   |
|        | 四川文化传媒职业学院   | 整体迁建，在简阳市建设新校区，总投资15亿元，分多期完成，总容量不低1.5万人，预计2021年投入使用。          |
|        | 山西医科大学晋祠学院   | 拟扩建   |
| 新高教集团  | 西南交通大学希望学院   | 拟扩建   |
|        | 兰州理工大学技术工程学院 | 2018年6月开始新校园建设，预计2019年9月投入使用，投资额2亿元                           |
| 民生教育   | 河北工业大学城市学院   | 2018年8月与张家口政府、河北工业大学签订合作协议，其中包含新校区建设，预计于2019年9月投入使用           |

资料来源：公司公告，中泰证券研究所



# 民办高教：升本&转设带来的内生增长

- 存量成熟高校的内生增长主要来自：
- (3) 办学层次从专科升至本科；
- (4) 独立学院转设为独立设置的本科院校；
- (5) 其他附加课程和服务。

图表22：民办高教集团旗下专科学校升级本科办学层次相关进展

| 民办高教集团 | 旗下已开专科学校     | 升级本科办学层次相关                        |
|--------|--------------|-----------------------------------|
| 中教控股   | 广州松田职业学院     |                                   |
|        | 民办四川天一学院     | 被四川省教育厅列入四川省教育发展“十三五”规划           |
|        | 四川希望汽车职业学院   |                                   |
| 希望教育   | 四川文化传媒职业学院   | 预计投资15亿元，招拍挂土地使用权，建设新校园，筹备“十四五”升本 |
|        | 贵州应用技术职业学院   |                                   |
|        | 四川托普信息职业技术学院 |                                   |
|        | 贵州工商职业学院     | 做升本准备                             |
| 新高教集团  | 洛阳科技职业学院     |                                   |
|        | 广西英华国际职业学院   | 纳入广西壮族自治区“十三五”高校设置规划并经教育部备案       |
|        | 重庆电信职业学院     | 做升本准备                             |
| 民生教育   | 曲阜远东职业技术学院   | 收购协议中设定认沽期权，行权条件为学校转设为独立设置的本科学校   |

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

图表23：民办高教集团旗下独立学院转设独立设置本科院校相关进展

| 民办高教集团 | 旗下独立学院   | 转设独立设置的本科院校相关  |
|--------|--|--|
| 中教控股   | 广州大学松田学院<br>济南大学泉城学院                                 | 2~3年内转设<br>具备条件  |
| 希望教育   | 西南交通大学希望学院<br>贵州财经大学商务学院<br>山西医科大学晋祠学院<br>贵州大学科技学院   |  |
| 新高教集团  | 湖北民族学院科技学院<br>兰州理工大学技术工程学院<br>重庆工商大学派斯学院<br>云南大学滇池学院 | 建设新校园<br>投入兰州开发区土地，建设新校园   |
| 民生教育   | 河北工业大学城市学院   | 负责新校园建设，预计2019年完成一期工程建设并投入使用；张家口政府及管委会提供不少于900亩的出让土地，建设校园附近约3.6亿元的公共设施 |
| 中国新华教育 | 安徽医科大学临床医学院<br>南京财经大学红山学院                            | 计划分期建设新校区，校园一期工程预计2020年完工并投入使用<br>需建设新校区、组建管理团队                        |

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

## 六、投资建议、重点个股及风险提示

# 投资建议

- 从教育行业自身看，步入19年，行业公司重新审视旗下资产的价值，对资产进行梳理及优化，教育行业的估值从17年之前的事件驱动真正转变为业绩驱动，投资逻辑的变动或将支撑本轮估值的提升。从与其他行业的对比来看，当前宏观经济环境下，教育的韧性更强，具有一定的逆周期属性、品牌溢价能力强、行业发展空间大、现金流良好，配置性价比较高。
- 配置策略从个股时代转向自上而下，首先根据政策面优选政策较为友好、不确定性较小的细分领域，如职教培训、早教、K12教培、民办高教等；再从这些细分领域中优选成长逻辑清晰、业绩稳定增长、具有龙头地位的个股，重点关注科斯伍德、美吉姆、中公教育、凯文教育等。

# 个股推荐

- **科斯伍德**：2017年末现金收购龙门教育49.76%股权转型教育，定位中西部、中等生、中高考，在K12教培领域具有差异化竞争优势。深耕西安的基础上，全封闭业务异地扩张进展顺利，打开后续成长空间；K12课外培训全国整顿短期影响基本结束，长期受益龙头市占率提升。龙门教育18年顺利完成业绩承诺，19Q1利润增速超预期。收购龙门剩余股权的方案待出，有望带来股价催化。暂不考虑收购剩余股权，预计2019/20/21年每股收益0.39/0.46/0.55元，对应19年估值26x/22x/18x，维持“买入”评级。
- **美吉姆**：现金收购美杰姆（美吉姆加盟业务）70%股权成为早教龙头。从内生角度看，美杰姆加盟店快速扩张支撑业绩增长；从外延角度看，具有收购直营店的预期。截至18年末拥有434个网点，由于基本为加盟业务，开店速度为业绩实现的重要决定因素。早教行业受政策影响较小，二三线城市下沉空间大，我们估计今年有望开店100家左右，另外美吉姆品牌优势显著，加盟粘性强。维持19/20/21年归母净利润1.92/2.27/2.84亿元的盈利预测，目前市值72亿元，对应19/20/21年估值41x/35x/28x，维持“买入”评级。

# 个股推荐

- **凯文教育**：背靠海淀区国资委，教育资源优势凸显，充分挖掘现有国际知名机构及俱乐部合作关系的变现机会，拓展素质教育培训。Q1同比减亏，净利率逐季改善，在校人数增加，学校利用率有望持续提升，预计两所学校加总有望在19年迎来业绩拐点。维持2019/20/21年净利润0.03/1.24/2.45亿元的盈利预测。2023年两所学校整体的利用率将超过80%，彼时净利润可达4.60亿元，考虑增发后市值约55亿，估值仅12x，维持“买入”评级。
- **中公教育**：职教培训龙头，品牌卓越、研发实力突出、拓展赛道能力强，有望充分受益于职教政策红利。公司已建立覆盖319个地级市的701个学习中心网点，后续有望进一步下沉至县级，规模效应显著。随着机构改革的结束，公务员序列增长可期；教师序列则受益于教培政策。维持19/20/21年归母净利润16.55/23.52/32.13亿元、每股收益0.27/0.38/0.52元/股的盈利预测。当前股价对应市值738亿元，估值44x/32/23x，维持“增持”评级。

# 重点个股估值表

图表24: A股重点标的估值表

| 代码        | 公司   | 股价    | EPS    |       |       |       | PE   |       |       |       | 评级 |
|-----------|------|-------|--------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|----|
|           |      |       | 2018   | 2019E | 2020E | 2021E | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |    |
| 002621.SZ | 美吉姆  | 13.28 | 0.05   | 0.32  | 0.38  | 0.48  | 266  | 41    | 35    | 28    | 买入 |
| 300192.SZ | 科斯伍德 | 10.12 | 0.12   | 0.39  | 0.46  | 0.55  | 84   | 26    | 22    | 18    | 买入 |
| 002607.SZ | 中公教育 | 11.97 | 0.19   | 0.27  | 0.38  | 0.52  | 63   | 44    | 32    | 23    | 增持 |
| 002659.SZ | 凯文教育 | 7.41  | (0.20) | 0.01  | 0.21  | 0.41  | (37) | 741   | 35    | 18    | 买入 |

资料来源: 中泰证券研究所  
注: 股价使用5月28日收盘价。

图表25: 港股重点标的估值表

| 代码      | 公司    | 股价 (港元) | EPS (港元) |       |       |       | PE   |       |       |       | 评级 |
|---------|-------|---------|----------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|----|
|         |       |         | 2018     | 2019E | 2020E | 2021E | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |    |
| 2001.HK | 新高教集团 | 3.05    | 0.20     | 0.32  | 0.44  | 0.52  | 1    | 9     | 7     | 6     | 买入 |
| 1765.HK | 希望教育  | 1.07    | 0.03     | 0.08  | 0.11  | 0.13  | 36   | 13    | 9     | 8     | 买入 |
| 1317.HK | 枫叶教育  | 3.13    | 0.21     | 0.27  | 0.34  | 0.43  | 15   | 12    | 9     | 7     | 买入 |
| 1773.HK | 天立教育  | 2.88    | 0.12     | 0.16  | 0.22  | 0.29  | 25   | 18    | 13    | 10    | 买入 |

| 代码      | 公司   | 股价 (港元) | EPS (港元) |       |       |       | PE   |       |       |       | 评级 |
|---------|------|---------|----------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|----|
|         |      |         | 2017     | 2018E | 2019E | 2020E | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |    |
| 0839.HK | 中教控股 | 12.48   | 0.26     | 0.44  | 0.57  | 0.68  | 48   | 29    | 22    | 18    | 买入 |

资料来源: 中泰证券研究所  
注: 股价使用5月28日收盘价; 中教控股因财年调整暂无往期追溯数据, 盈利预测沿用以12月31日为截止日。

# 风险提示

- 教育行业的系统性风险；
- 《民办教育促进法实施条例》终稿尚未发布，存在不确定性；
- 教育标的学生人数增长、学费提价等不达预期。

## 重要声明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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客户。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。
- 市场有风险，投资需谨慎。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。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。