

顺应政策监管，优选早教与非学历培训

推荐|维持

——2019 年教育行业策略

报告要点：

● 2018 年教育行业回顾：政策压制，细分行业分化

得益于良好业绩增长和行业抗周期性特点，上半年教育公司估值一路上升，8 月开始，受“民促法”送审稿等系列政策影响，行业整体估值下滑，全年市场表现前高后低，现阶段趋稳。

业绩角度回顾，幼儿园受政策影响较大，公司业绩显著下滑；学历学校在内生和外延的双重推动下在校生规模稳步上升，净利润增长 30% 以上；K12 培训行业业绩分化，两大龙头业绩增速现在高于行业平均值；早教行业和非学历职业培训行业净利润复合增长 30% 左右，龙头美吉姆（三垒股份）和中公教育（亚夏汽车）年底通过并购重组登陆 A 股。

● 早教和非学历培训政策影响小&抗周期性，稀缺龙头均在 A 股

早教面向 0-3 岁儿童，不属于国家教育部政策监管范围，不占用公用财政支出，不涉及教育公平问题，是典型的可选消费。随着二胎甚至计划生育的全面放开，新生儿数量有望回升，同时，“优生优养”和教育早龄化意识的觉醒有望带动早教参培率的提升，行业发展空间大。

非学历职业培训以资格考试培训和体制内招录考试培训为主，国内宏观经济增速趋缓，就业更难，高校毕业生数量持续增长，参加公务员、事业单位、教师系列等体制内考试的人群上升，参加培训的人数相应上升，利好非学历职业培训机构，典型的抗周期行业。

● K12 培训和高校政策风险清晰，兼顾业绩成长

K12 培训行业正处于整顿当中，行业监管下的中小机构成本上升，不规范机构逐步出清，龙头应对能力较强，市场将进一步集中。

高校未来可选择为营利性机构，已上市高校政策风险清晰。高校资本化刚开始，牌照稀缺，中短期并购逻辑对上市高校业绩有较强的支持作用。

● 投资建议

早教和非学历职业培训受政策影响极小。随着二胎甚至计划生育的全面放开，新生儿数量有望回升，早教意识觉醒有望带动参培率提升，看好早教行业未来发展空间，推荐 A 股早教龙头三垒股份（并购美吉姆）；宏观经济增速趋缓，高校毕业生数量连年增长，就业供给与需求不对称，资格考试及体制内招录考试竞争加剧，利好培训机构，推荐非学历职业培训龙头亚夏汽车（中公教育借壳）。

● 风险提示

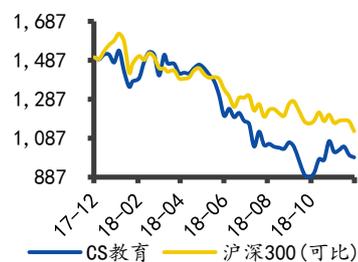
“民促法（送审稿）”及地方实施细则尚未落地，行业监管进一步严格，重组上市公司业绩不及预期，突发“黑天鹅”事件

重点公司盈利预测：

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘	总市值	EPS			PE		
					2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
002621	三垒股份	增持	17.19	60.13	0.05	0.42	0.46	286	41	38
002607	亚夏汽车	增持	7.35	58.82	0.09	0.17	0.24	41	42	29

资料来源：wind，国元证券研究所

过去一年市场行情



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 常格非
执业证书编号 S0020511030010
邮箱 changgefey@gyzq.com.cn
电话 021-51097188-1925
联系人 易永坚
邮箱 yiyongjian@gyzq.com.cn
电话 021-51097188-1901

目录

1.市场回顾：前高后低，政策压制	5
1.1 教育股市场表现前高后低，估值回落.....	5
1.2 政策回顾及展望：政策频出，精准监管	6
2.业绩回顾：幼儿园业绩下滑，其余细分行业业绩保持较高增长	9
3.早教和非学历培训政策影响小&抗周期性强，稀缺龙头在 A 股	13
2.1 早教行业：新兴千亿规模产业，国内外品牌分列竞争	13
2.2 非学历职业培训：抗经济周期行业，兼顾成长	15
4.K12 培训行业整顿利好龙头，高校持续并购逻辑.....	18
4.1K12 课外培训：短期整顿抬升行业门槛，长期利好龙头	18
4.2 高校：未来可选择为营利性，业绩以外延并购为主.....	19
5.投资建议及推荐标的	21

图表目录

图 1 A 股教育指数与沪深 300 近 1 年走势	5
图 2 港股教育指数与沪深 300 近 1 年走势	5
图 3 近 1 年教育行业重点公司 PE (TTM) 变化	5
图 4 幼儿园业务公司业绩下滑	9
图 5 美杰姆 2016-2018 年业绩	9
图 6 K12 学历学校 FY2018 在校生规模稳步增长	10
图 7 K12 学历学校净利润大幅增加	10
图 8 早教行业的 AMC 模型	13
图 9 国内主要早教品牌全国门店数量	14
图 10 国内主要早教品牌一二线城市分布情况	14
图 11 就业需求方-高校毕业生数量连年增长	15
图 12 就业需求方-高校毕业生数量连年增长	15
图 13 “国考”参考人数与招录人数	16
图 14 “省考”参考人数与招录人数	16
图 15 公务员考试参培率稳步提升	16
图 16 事业单位招聘参培规模大&参培率持续提升	17
图 17 普通本专科预计毕业生数：师范生	17
图 18 2017 年下半年教师资格考“国考”通过率仅 20-30%	18
图 19 全国 2963 个县市启动校外培训整治工作	19
图 20 问题校外培训机构占比高达 68%	19
图 21 2018 年北京校外培训机构摸排及白名单机构	19
图 22 法律角度分析：民办高校并购依然可行	20
图 23 收购举办人上层股权“相对容易”	20
图 24 短期民办高校并购市场规模测算逻辑	21
图 25 美杰姆的营收构成	22
图 26 2016-2017 年美杰姆净利润及未来 3 年业绩承诺	22
图 27 中公教育培训人次	23
图 28 中公教育主营收入情况	23
图 29 中公与华图营收规模及增速对比	23
图 30 中公教育 2015-2020 年业绩情况	24

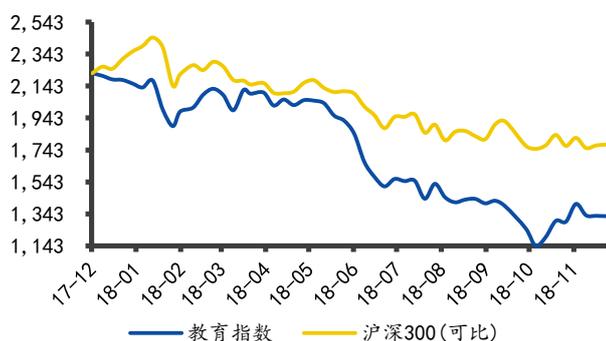
表 1 2018 年民办教育重大政策	6
表 2 8 月 10 日《民促法（送审稿）》重点条款解读	6
表 3 11 月 16 日《关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》重点条款解 读	7
表 4 8 月 22 日《关于规范校外培训机构发展的意见》重要条款解读	8
表 5 剥离钢构业务后凯文教育 2018 年单季度业绩情况	10
表 6 港股上市高校 2018 中期业绩情况及高校并表	11
表 7 海外上市 K12 公司业绩增速	11
表 8 A 股 K12 培训为主公司业绩增速	12
表 9 早教市场规模测算	13
表 10 早教品牌近 30 日百度搜索指数均值	14

1. 市场回顾：前高后低，政策压制

1.1 教育股市场表现前高后低，估值回落

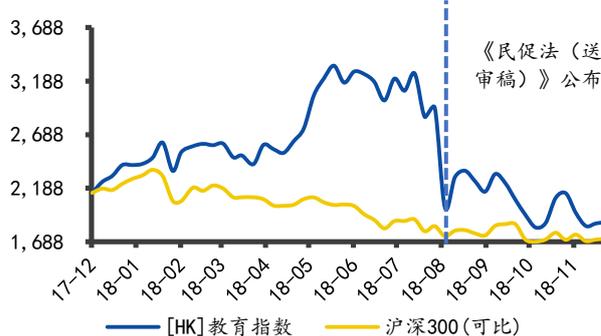
教育指数近 1 年走势：1) **A 股教育指数近 1 年走势全面低于沪深 300**，主要原因在于 A 股教育标的以跨界收购的培训类中小机构为主，纯正的教育公司稀缺，加上前几年跨界高估值收购带来的业绩承诺不及预期等问题，导致 A 股教育标的业绩和股价走势较弱。2) **港股教育指数先高后低**，纯正教育公司集中赴港或赴美上市，由于教育公司业绩高速增长以及抗周期特点，港股教育公司上半年股价和估值走高，8 月 10 日《民促法（送审稿）》公布，政策风险骤升，港股教育公司全面走弱。

图 1 A 股教育指数与沪深 300 近 1 年走势



资料来源：wind, 国元证券研究中心

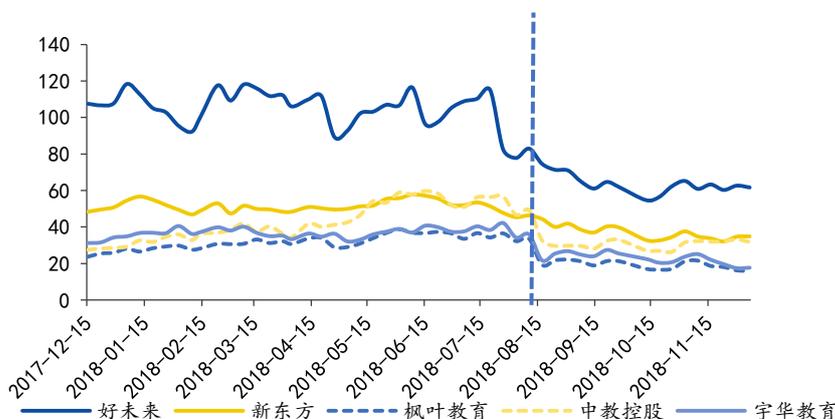
图 2 港股教育指数与沪深 300 近 1 年走势



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

估值回落：我们挑选教育行业中几个具有代表性的公司，K12 学历学校的枫叶教育和宇华教育、高校的中教控股、培训行业的好未来和新东方，个股 PE (TTM) 呈现出前高后低，现阶段趋稳的态势。1) 培训行业估值最高，尽管受“送审稿”和“培训行业整顿”等多方面负面影响，但龙头业绩增速高于行业平均水平，市场依然给予龙头较高的估值；2) 高校 PE 维持 20-30 倍，并购带动在校生规模上升，业绩逐步放量，未来选择为营利性，政策风险较清晰；3) K12 学校 15-20 倍，其受政策影响较大，短期内估值受压制。

图 3 近 1 年教育行业重点公司 PE (TTM) 变化



资料来源：公司公告, 国元证券研究中心

1.2 政策回顾及展望：政策频出，精准监管

2018 年教育行业受政策影响较大，其中 2018 年 4 月 20 日和 8 月 10 日关于“民促法”的“征求意见稿”和“送审稿”对整个行业影响最大，由于“送审稿”尚未落地实施，各地细则也处于跟进状态，整个教育行业的政策风险未除。

表 1 2018 年民办教育重大政策

影响行业	政策	公布时间	公布部门
整个民办教育	《民促法（修正草案）（征求意见稿）》	4 月 20 日	教育部
K12 学历学校	《民促法（修正草案）（送审稿）》		司法部
幼儿园	《关于开展幼儿园“小学化”专项治理工作的通知》	7 月 5 日	教育部办公厅
	《关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》	11 月 15 日	中共中央、国务院
K12 培训	《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》	2 月 22 日	教育部办公厅等
	《关于规范校外培训机构发展的意见》	8 月 22 日	国务院办公厅
	《关于切实做好校外培训机构专项治理整改工作的通知》	9 月 3 日	教育部
	《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》	11 月 26 日	教育部、国家市场监督管理总局、应急管理部

资料来源：公开资料整理，国元证券研究中心

8 月 10 日《民促法（送审稿）》影响整个教育行业：1) 分类管理原则，营利性学校资本化将来合法合规，非营利性坚持公益，义务教育阶段不能选择为营利性，影响最大；2) 关联交易“三公原则”，客观上承认关联交易，教育资本化的道路没有堵死，只是更加严格和细致。

表 2 8 月 10 日《民促法（送审稿）》重点条款解读

影响偏好	重点条款	影响解读
	第十四条： 设立实施以职业技能为主的职业资格培训、职业技能培训的民办学校由县级以上人民政府人力资源社会保障部门按照国家规定的权限审批，并抄送同级教育行政部门备案。	监管审核部门主要在地方人力资源部门，办学许可由审批到备案，手续“有繁化简”
	第十五条： 设立实施语言能力、艺术、体育、科技、研学等有助于素质提升、个性发展的教育教学活动的民办培训教育机构，以及面向成年人开展文化教育、非学历继续教育的民办培训教育机构，可以直接申请法人登记	素质教育和非学历培训受益
	第四十五条： 民办学校与利益关联方发生交易的，应当遵循公开、公平、公允的原则，不得损害国家利益、学校利益和师生权益	支持关联交易，利好海外 VIE 架构，便于教育机构向学校输送教育服务并获取收益
	第七条： 公办学校不得举办或者参与举办营利性民办学校。公办学校不得以品牌输出方式获得收益	利用公办学校资源的民办学校学理清或剥离，公办学校独立学院将逐步被剥离，利好民办高校并购整合。
趋紧	第十二条： 实施集团化办学的，不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校。	分类管理，非营利性学校上市资本化受阻，义务教育阶段学校不能选择为营利性，受影响最大，但“集团化办学”表述模糊
	第十六条： 利用互联网技术在线实施学历教育的民办学校，应当取得同级同类学历教育的办学许可和互联网经营许可	在线教育监管趋严，线上线下同等监管

资料来源：司法部、国元证券研究中心

11 月 16 日《关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》影响幼儿园：1) 普惠

请务必阅读正文之后的免责条款部分

园目标 80%，其中公立占比未来提升至 50%，可选择为营利性幼儿园数量上限明显；
2) 第二十四条遏制过度逐利行为，原则上将非营利和个体营利性幼儿园资本化道路“全断”，已上市幼儿园仅能通过自建方式扩张；
 3) 新建幼儿园资质条件及配套条件上升，成本抬升，营利性幼儿园“获利空间”受限。

表 3 11 月 16 日《关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》重点条款解读

影响偏好	重点条款	影响解读
趋紧	主要目标： 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%	部分非普惠民办幼儿园将转为普惠，未来新建幼儿园以公办或普惠为主
	第五条调整办园结构： 逐步提高公办园在园幼儿占比，到 2020 年全国原则上达到 50%，各地可从实际出发确定具体发展目标	民办幼儿园数量占比受限
	第九条鼓励社会力量办园： 政府加大扶持力度，引导社会力量更多举办普惠性幼儿园	鼓励办园落脚点在于民办普惠
利好	第二十四条遏制过度逐利行为： 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、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； <u>实施加盟、连锁行为的营利性幼儿园原则上应取得省级示范园资质；民办园一律不准单独或作为一部分资产打包上市。上市公司不得通过股票市场融资投资营利性幼儿园，不得通过发行股份或支付现金等方式购买营利性幼儿园资产。</u>	提高营利性幼儿园举办门槛，单个营利性幼儿园被并购受阻，理论上仅剩下已上市幼儿园自主投资举办营利性幼儿园，扩张速度回归内生
	第十一条健全学前教育成本分担机制： 非营利性民办园（包括普惠性民办园）收费具体办法由省级政府制定。营利性民办园收费标准实行市场调节，由幼儿园自主决定。	明确营利性幼儿园收费市场化
	第二十三条稳妥实施分类管理： 2019 年 6 月底前，各省要制定民办园分类管理实施办法，明确分类管理政策。	与“民促法”相呼应，分类管理

资料来源：新华社、国元证券研究中心

8 月 22 日《关于规范校外培训机构发展的意见》等影响 K12 培训：
1) 办学硬性条件增多增强，培训班面积有硬性规定，教师资格硬性要求，培训机构办学成本大增；
2) 培训费用预收不得超过 3 个月，影响机构现金流。整体来看，培训行业规则拉高了办学门槛，提升了办学成本，中小机构压力较大，利于龙头行业正规办学。

表 4 8月22日《关于规范校外培训机构发展的意见》重要条款解读

影响偏好	重点条款	影响解读
趋紧	分类管理: 鼓励发展以培养中小学生学习兴趣爱好、创新精神和实践能力为目标培训, <u>重点规范语文、数学、英语及物理、化学、生物等学科知识培训</u> , 坚决禁止应试、超标、超前培训及与招生入学挂钩的行为。	K12 学科培训成为监管重点, 素质兴趣类培训受鼓励
	场所条件方面: 校外培训机构必须有符合安全条件的固定场所, <u>同一培训时段内生均面积不低于 3 平方米</u>	场地硬性要求, 办学场地租金成本上升
	师资条件方面: <u>不得聘用中小学在职教师, 从事语文、数学、英语及物理、化学、生物等学科知识培训的教师应具有相应的教师资格</u>	培训机构教师资质上升, 不得使用公立学校老师考验培训机构的教师培养体制
	细化培训安排: 校外培训机构培训时间不得与当地中小学校教学时间相冲突, <u>培训结束时间不得晚于 20:30</u>	培训机构营业时间每晚受限
	规范收费管理: <u>收费时段与教学安排应协调一致, 不得一次性收取时间跨度超过 3 个月的费用</u>	影响机构现金流, 间接影响利用现金流进行扩张
	公布黑白名单: 全面推行白名单制度, 对通过审批登记的, 在政府网站上公布校外培训机构的名单及主要信息, 并根据日常监管和年检、年度报告公示情况及时更新。	违规成本大增, 未入白名单成培训“黑户”

资料来源: 国务院办公厅、国元证券研究中心

2018 年政策分析总结: 受政策影响较大细分领域, 1) 幼儿园, 11 月 15 日的“意见”直接“限制”了民办幼儿园上市资本化的道路, 整个行业未来前景不容乐观;
2) K12 学历学校, 义务教育阶段学校不得选择为营利性, 资本化法律主体受限。

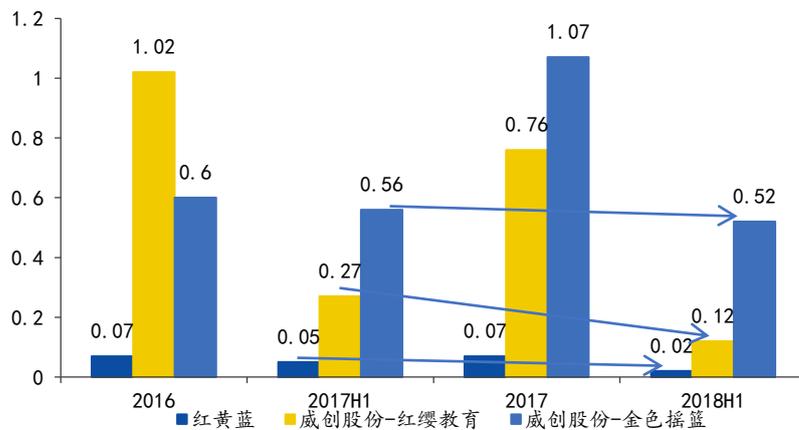
政策影响较小领域, 1) 早教行业, 0-3 岁不在教育部监管体系内, 不占用公用财政支出, 可选消费属性较强;
2) 非学历培训, 其中重点是素质教育、招录考试、资格技能培训, 这些细分领域与义务教育关联性较小, 长期利好国民素质和就业, 属于国家鼓励支持行业;
3) 高校及 K12 培训, “民促法”重点实施分类管理, 高校及 K12 培训可选择营利性, 风险清晰。

教育行业政策展望: 1) 分类管理, 营利与非营利区别管理, 分类管理是“民促法”的基本监管原则, 非营利性学校坚持普惠性和公益性, 例如幼儿园 80%要求普惠, K9 阶段学校不得选择为营利性, 这类教育涉及国民基本教育权, 其资本化获取利益的难度较大。但满足国民教育多样化的学校可以选择为营利性, 比如培训机构和民办高校。
2) 监管趋严, 运营成本上升, 2018 年幼儿园、K12 培训行业都收到政策的精准监管, 国家对行业的监管逐步清晰, 正规化发展才是正道。

2.业绩回顾：幼儿园业绩下滑，其余细分行业业绩保持较高增长

幼儿园：业绩下滑，国内幼儿园资本化标的主要是A股的威创股份和中概股红黄蓝，威创股份旗下红缨教育和金色摇篮幼儿园业务以加盟授权为主，红黄蓝幼儿园自营与加盟并行，加盟授权模式对加盟店数量依赖较大，缺乏长期营收保障，另受负面事件、政策等因素影响，两家公司的幼儿园业务今年均出现下滑。2018H1，威创旗下的红缨教育和金色摇篮净利润同比下降56%和7%，红黄蓝整体净利润下降60%。

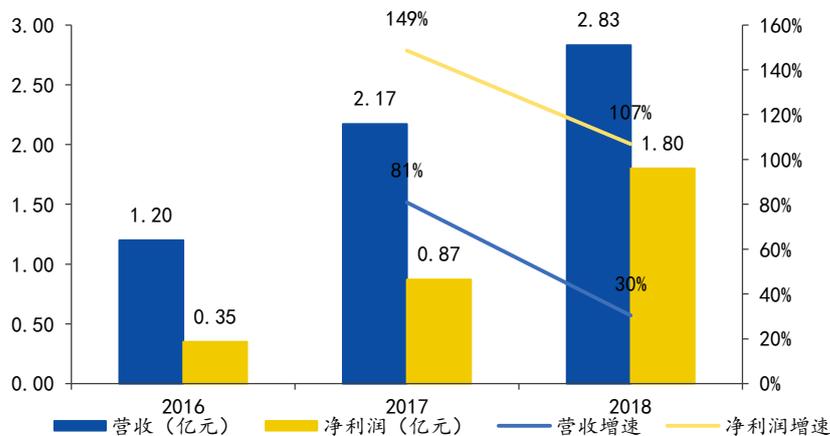
图 4 幼儿园业务公司业绩下滑



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

早教（0-3岁）：稀缺标的美吉姆（三垒股份并购）增速大，2018年11月28日，三垒股份33亿现金收购早教龙头美杰姆（早教运营品牌为美吉姆）正式交割，根据公司预测，美杰姆(美吉姆为运营品牌)2018年净利润预计为1.8亿元，同比增长105%，由于2017年前三个季度96家原有自营店服务费未并表，导致2018年业绩同比增幅较大。

图 5 美杰姆 2016-2018 年业绩

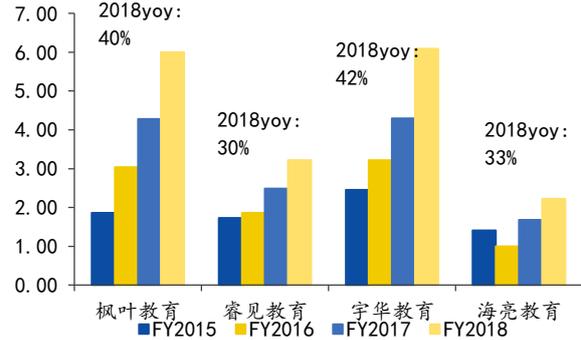
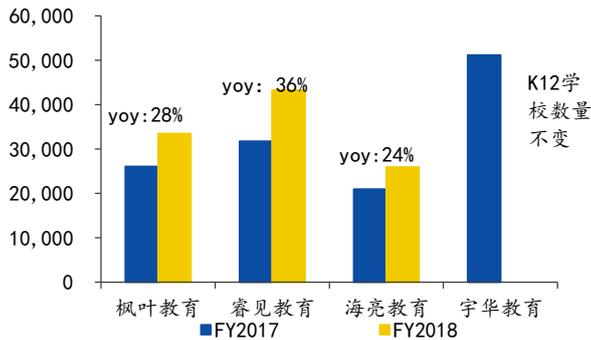


资料来源：公司公告，国元证券研究中心

K12 学历学校（港股）：在校生规模增加，业绩大涨，由于学校民非主体性质，K12 学历学校主要通过 VIE 架构在海外上市。民办 K12 学校满足求学多样化的需求，存量学校内生和外延并购双重作用下，在校生规模呈现稳步增长趋势，FY2018 枫叶、睿见及海亮的在校生规模分别增长 28%、36%、24%；净利润增幅较大，枫叶、睿见、宇华及海亮净利润同比分别增长 40%、30%、42%、33%。但受《民促法（送审稿）》未落地影响，K12 学历学校的不确定性较高。

图 6 K12 学历学校 FY2018 在校生规模稳步增长

图 7 K12 学历学校净利润大幅增加



资料来源：公司公告，国元证券研究中心，备注：宇华 FY2017 在校生含大学生

资料来源：Wind，国元证券研究中心

K12 学历学校（A 股）：稀缺标的凯文教育，2017 年四季度公司剥离桥梁钢结构业务，聚焦 K12 教育，以“K12 国际学校+体育、艺术培训+营地教育+品牌输出”业务为主，目前体内有 2 所国际学校，分别是北京海淀凯文学校和朝阳凯文学校（2017.9 开学）。由于业务结构变化，导致 2018 年公司业绩同比大幅下滑，不具备可比性，截止到 2018 三季度，公司营收 1.57 亿 (YOY: -64.98%)，净利润-0.718 亿。

表 5 剥离钢构业务后凯文教育 2018 年单季度业绩情况

凯文教育（单季度）	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营收（百万）	40.49	48.89	67.9
YOY	-54.46%	-65.66%	-68.82%
净利润（百万）	-30.11	-21.57	-19.73
经营性现金流净额（百万）	-38.97	88.2	11.48

资料来源：wind、国元证券研究中心

高校（港股）：并购带动，净利润增长优，高校容量限制明显，依靠存量内增难以满足业绩持续高速增长，并购扩张成为高校业绩增长的主要方式。截止到 2018.6，中教控股营收、调整后净利润分别上市 65.1%和 86.2%，主要原因就是 3 月份并表了郑州和西安的两所铁道学校，在校生规模增长了 61.2%。新高教并表新疆和河南两所学校，在校生规模增长 81.87%，营收和净利润分别增长 17%、15.4%；民生教育并表重庆电信和渤海学校，在校生规模增长 33.3%，营收和净利润增长 24.2%和 22.4%。新华教育和希望教育 2018 年才上市，尚未完成上市后高校并表。

表 6 港股上市高校 2018 中期业绩情况及高校并表

2018 年中报	在校生 规模 (人)	YOY	营收 (亿元)	YOY	净利润 (经调整, 亿元)	YOY	新并表学校
中教控股 (0839. HK)	121315	61.20%	6.69	65.10%	3.73	86.20%	3 月份并表郑州城轨和西安铁道
新高教 (2001. HK)	84497	81.87%	2.49	17%	0.93	15.40%	并表新疆及河南两所高校
民生教育 (1569. HK)	43344	33.30%	3.16	24.20%	2.27	22.40%	并表重庆电信学院和寿光渤海学校
新华教育 (2779. HK)	24889	0.60%	2.00	14.60%	1.38	34.20%	2018.3 上市
希望教育 (1765. HK)	73512	46.13%	5.28	38%	1.92	38%	2018.8 上市

资料来源: wind、国元证券研究中心

K12 培训: 强者恒强, 行业分化, 行业维持“两强+中小”的格局, 好未来和新东方体量均已过百亿, 而且增速高于行业平均增速, FY2018 好未来营收增速为 64.42%, 新东方为 36.06%。其余中小培训机构中, 精锐教育的扩张较快, FY2018 为 39.13%, 剩余中小机构营收增速相对趋缓, 特别是前几年通过并购重组进入 A 股的培训机构, 营收增速放缓, 业绩对赌不及预期, 行业已是“红海”, 后期发力扩张较难。

表 7 海外上市 K12 公司业绩增速

项目	公司	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
营收 (亿元)	好未来	19.21	26.68	40.58	71.71	108.55
	YOY	38.93%	38.25%	42.86%	68.26%	64.42%
	新东方	70.26	76.3	97.26	123.51	156.99
	YOY	18.65%	9.47%	18.57%	21.72%	36.06%
	精锐教育		10.89	15.29	20.58	28.63
	YOY		40.34%	34.60%	39.13%	
净利润 (亿元)	卓越教育		7.63	9	11.47	
	YOY		17.97%	27.40%		
	好未来	3.71	4.13	6.73	8.04	12.56
	YOY	81.24%	10.81%	53.19%	13.61%	69.78%
	新东方	13.31	11.81	14.8	18.84	18.89
	YOY	58.29%	-10.52%	16.51%	22.04%	7.90%
精锐教育			0.56	1.89	2.59	2.46
	YOY		237.72%	36.69%	-4.98%	
	卓越教育		0.59	0.46	0.49	
YOY		-21.70%	5.59%			

资料来源: 公司公告, 国元证券研究中心

表 8 A 股 K12 培训为主公司业绩增速

项目	公司	2015 年	2016 年	2017 年	2018H1	备注
营收（亿 元）	昂立教育	11.65	13.9	17.24	9.63	2014 年收购昂立教育
	YOY		19.27%	24.02%	21.42%	
	勤上股份			16.09	6.53	2016 年收购龙文教育
	YOY				-24.50%	
元)	紫光学大			28.12	16.57	2016 年并购学大教育
	YOY				1.74%	
	文化长城			5.4	4.01	2018 年 3 月收购翡翠教育
	YOY				79.59%	
营收（亿 元）	昂立教育	0.6	1.83	1.23	0.48	
	YOY			-32.67%	12.36%	
	勤上股份		-4.27	0.84	0.83	
	YOY		-2160.66%	119.70%	0.98%	
元)	紫光学大			0.24	1.1	
	YOY			124.71%	0.68%	
	文化长城			0.7	0.47	
	YOY			70.14%	220.02%	

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

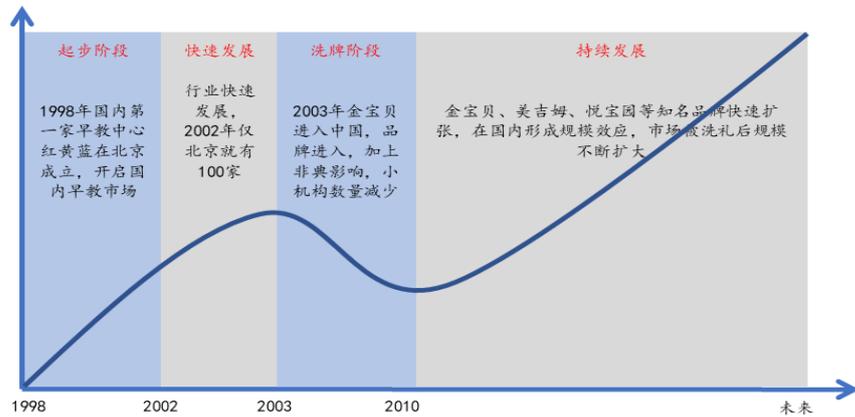
3.早教和非学历培训政策影响小&抗周期性较强,稀缺龙头在A股

2.1 早教行业: 新兴千亿规模产业, 国内外品牌分列竞争

早教行业尚不属于教育部监管体系范畴, 0-3岁早教属于非正式教育, 早于幼儿园教育, 是典型的可选消费, 不占用公共财政支出, 不影响教育公平, 长期利好国民素质。授课内容以欢动及素质培养为主, 不涉及学科类教学, 未来受教育政策监管的概率也较小。

行业处于快速发展阶段: 国内早教行业起步于1998年, 行业发展仅20年, 处于持续发展阶段。据Frost&Sullivan的数据, 2016年0~6岁儿童早教机构的参培率在15.79%左右。2017年幼儿园毛入园率80%, 早教是更早的幼儿教育, 参培率暂时无法到达80%, 但是在教育“焦虑”、“不能输在起跑线上”、“优质教育”等大环境下, 早教意识在逐步觉醒, 早教空间很大。

图8 早教行业的AMC模型



资料来源: 公司公告、国元证券研究中心

二胎放开, 未来计划生育可能全放开, 新生儿人口下滑的趋势有望得到缓解甚至增加, “优生优养”逐步成为趋势, 早教参培率有望逐步提升。根据我们的测算, 在不考虑全面放开生育的情况下, 依靠参培率的提升, 整个早教市场的规模超1000亿, 保守估计, 20%的参培率情况下市场规模有1085亿元, 30%参培率下为1627亿元, 乐观参培率50%的情况下, 市场规模达到2711亿元。

表9 早教市场规模测算

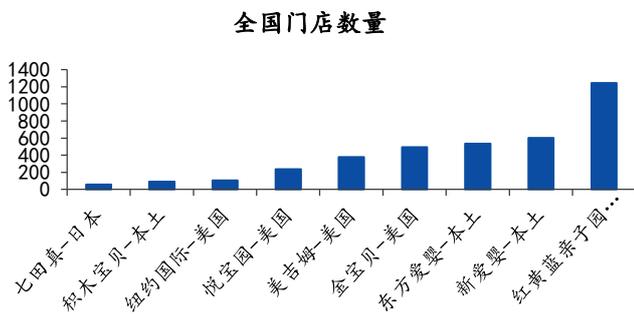
参配率 城市级别	20%	30%	50%	会员价 (万元)
一线城市	95	142	237	2.1
二线城市	522	783	1305	1.9
三线及以下城市	468	702	1170	1.6
市场规模合计	1085	1627	2711	

资料来源: 国元证券研究中心测算

综合公开资料及调研情况来看，国内十大早教品牌有：**金宝贝、美吉姆、悦宝园、纽约国际、七田真、亲亲袋鼠、积木宝贝、新爱婴、东方爱婴、红黄蓝**。

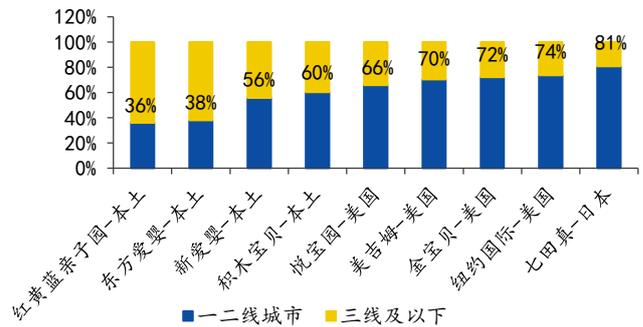
从早教品牌门店数量来看，本土品牌优势比较明显，红黄蓝亲子园总量到达 1243 家（含筹备中店），本土品牌设立早，红黄蓝、新爱婴、东方爱婴在 2000 年左右开始开设门店，进口品牌时间上落后 5 年左右。另外本土品牌加盟费和权益金相对少，加盟程序相对简单，管理相对“松”，在市场起步阶段容易形成规模。但是本土品牌门店主要集中在三线及以下城市，一二线城市门店数量占比在 60% 以下，国外品牌一二线城市门店数量占比在 70-80%，未来向三线及以下城市拓展的空间较大。

图 9 国内主要早教品牌全国门店数量



资料来源：各品牌官网，国元证券研究中心

图 10 国内主要早教品牌一二线城市分布情况



资料来源：各品牌官网，国元证券研究中心

金宝贝和美吉姆遥遥领先，品牌知名度明显更高：以百度指数来衡量早教品牌的知名度，除“新爱婴”、“亲亲袋鼠”暂未被百度指数收集外，其余 8 家早教品牌的百度搜索指数呈现两极分化，金宝贝和美吉姆的搜索指数远高于其他品牌，在网络端加盟商或者早教客户对金宝贝和美吉姆的品牌认可度相对更高。两家品牌的搜索指数与“早教”搜索指数的向相关性高，其品牌增长与市场高度一致。

表 10 早教品牌近 30 日百度搜索指数均值

早教品牌（百度搜索词）	近 30 日搜索指数日均值
早教	2374
金宝贝	1325
美吉姆	1044
东方爱婴	468
七田真	454
悦宝园	409
纽约国际	378
积木宝贝	310
红黄蓝早教	282

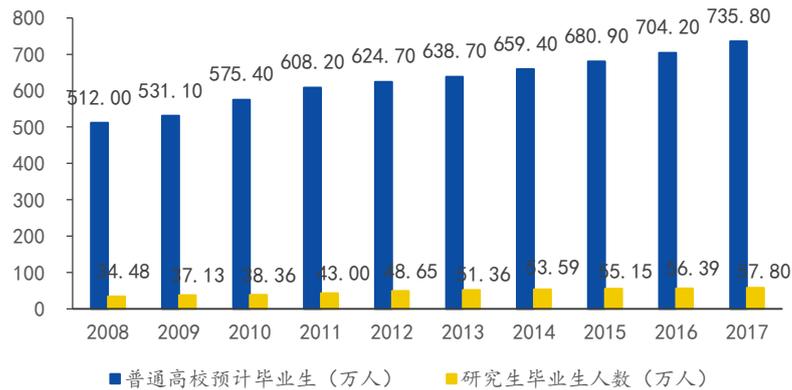
资料来源：百度指数，国元证券研究中心

2.2 非学历职业培训：抗经济周期行业，兼顾成长

非学历培训不涉及学科培训，以培养学生兴趣和职业技能为主，是国家明确规定鼓励并建议简化办学流程的细分领域。

应届生数量攀升：伴随高等教育普及化，每年高校毕业生人数保持稳步增长态势，2017 年全国高校预计毕业生人数为 735.8 万人，对比 2008 年增长了 43.71%，9 年间复合增长率为 4.11%，就业需求逐年增加。

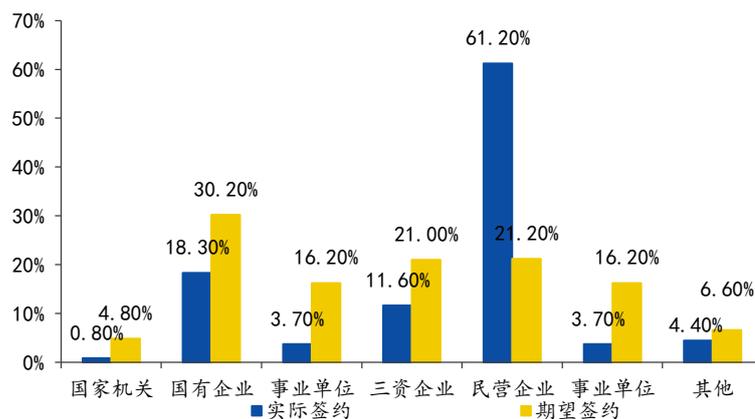
图 11 就业需求方-高校毕业生数量连年增长



资料来源：国家统计局，国元证券研究中心

但是经济增长趋缓，就业环境压力较大，应届生就业求稳，流向体制内或国企以求“稳定”的毕业生数量增加。有意向就职于国企、事业单位和国家机构的毕业生高于民营企业，但是实际招录岗位有限，意愿与实际形成落差，体制内单位竞争激烈。以 2017 年大学应届生就业为例，期望进入国家机关和事业单位的学生比例分别为 4.8%和 16.2%，但是实际签约比例仅 0.8%和 3.7%，落差巨大。

图 12 就业需求方-高校毕业生数量连年增长

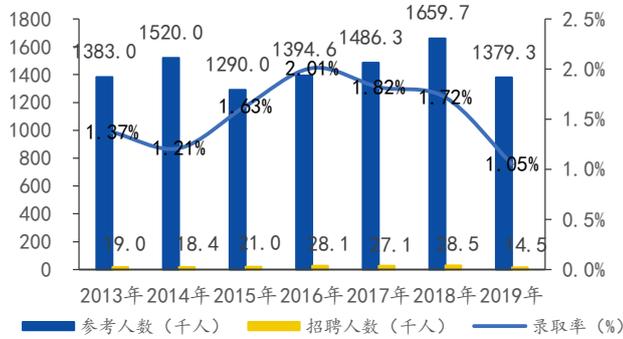


资料来源：国家统计局，国元证券研究中心

公务员报考人数增加，竞争加剧：公务员考试分为“国考”和“省考”，1) 国考统一命题考试，难度相对更大，尽管 2019 年“国考”招录人数为 1.45 万人，同比减

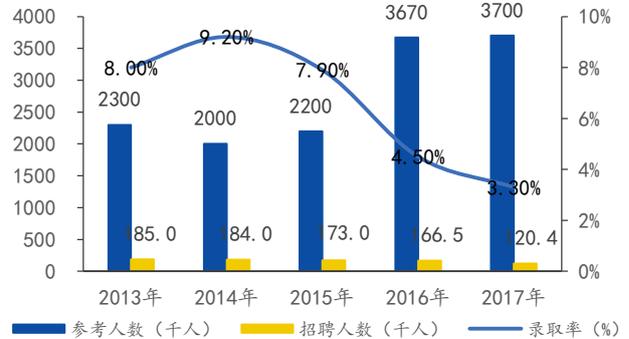
少近一半的岗位，但是参考人数仅下降 16.95%，2019 年录取比例降至 1.05%，竞争加剧。2) “省考”为各省市命题组织考试，考试难度系数不及国考，但是招录人数较多，报考人数也多，2017 年参考人数达到 370 万，录取率持续降至 3.3%。

图 13 “国考”参考人数与招录人数



资料来源：国家公务员考试网、国元证券研究中心

图 14 “省考”参考人数与招录人数



资料来源：Frost&Sullivan, 国元证券研究中心

公务员考试培训的参配率持续提升：前端应届生逐步增加，后端公务员岗位供应下降，供需差距持续扩大，考试难度也持续提升，直接促使考生参加公务员培训机构，以增加成功率。根据 Frost&Sullivan 的数据，2013 年全国公务员考试参培人数约为 92.78 万人，到 2017 年参培人数增长至 137.46 万人，增长 48.16%，期间参培率从 25.2% 涨至 26.5%。

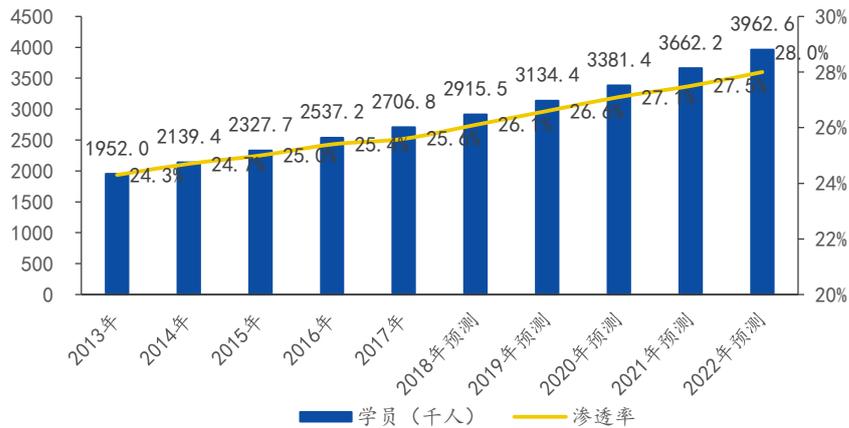
图 15 公务员考试参培率稳步提升



资料来源：Frost&Sullivan, 国元证券研究中心

事业单位招聘规模大，空间足：不同于公务员招录考试，事业单位招聘考试尚无全国或者全省的统一招考，通常由各用人单位的人事部门根据职位空缺拟定招录计划并向主管部门备案，同时委托所属省市人社部门的人事考试中心命题和组织考试，用人单位或其主管部门负责组织面试。由于事业单位存在招录岗位及人数多、招考难度相比公务员考试较低、工作稳定且待遇良好等特点，使得报考事业单位成为近年来的一大求职热点。

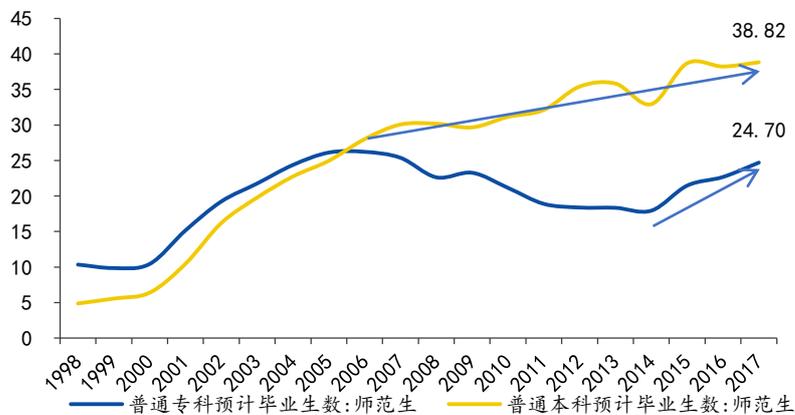
图 16 事业单位招聘招录参培规模大&参培率持续提升



资料来源：Frost&Sullivan，国元证券研究中心

教师培训市场：政策变动带来市场增量，教师培训市场包括：教师资格考试培训和教师招录考试培训，**1) 教师资格考试**，从 2001 年我国开始全面实施教师资格制度，2015 年我国全面实行全国统考制度，要求对中小学教师资格进行定期注册，提高了教师资格门槛，也对现存教师素质提出了更高要求。教师资格不再终身拥有而是五年定期注册一次，同时师范生也需要考教师资格，不在区分师范生和非师范生，凡未来做老师，都需要参加教师资格考试，考试人群进一步扩大。

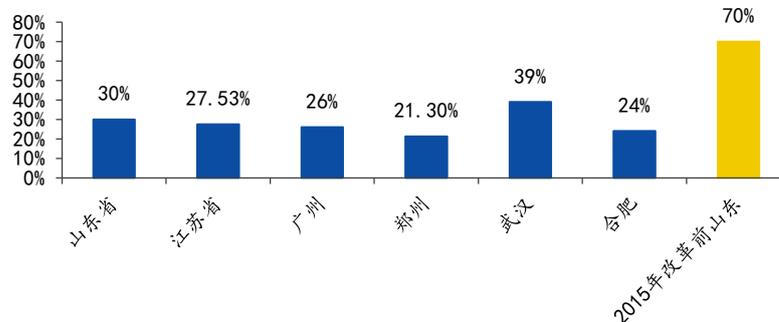
图 17 普通本专科预计毕业生数：师范生



资料来源：wind，国元证券研究中心

教师资格考试难度增加：2015 年教师资格考试省考改统考之后，考试难度增加，通过率显著下降。2015 年之前教师资格省考通过率为 70%左右，统考之后通过率降至 20-30%左右。考试难度增加，通过率降低，利好培训机构。

图 18 2017 年下半年教师资格考“国考”通过率仅 20-30%



资料来源：公开资料整理，国元证券研究中心

2) 教师招聘考试：求职者在获得教师资格证后参加的竞争上岗考试。与其他事业单位招考类似，除部分省份外，目前大部分省份教师招聘考试不采用全省统考，多由各县市教育主管部门根据辖区内各学校拟招录教师缺口进行汇总后，由教育主管部门和人社部门统一组织招聘考试。

根据教育部统计数据，截至 2016 年我国普通小学、初中、高中及高校的师生比分别为 17.12、12.41、13.65 和 17.07，虽然各类学校的生师比较前几年有所下降，但与教育发达国家相比仍存在一定的差距。考虑到各省市不同地区之间教育水平相差较大，总体来看目前我国仍存在较大的教师资源缺口，尤其对优质教师的需求旺盛。

4.K12 培训行业整顿利好龙头，高校持续并购逻辑

4.1K12 课外培训：短期整顿抬升行业门槛，长期利好龙头

整顿是 2018 年校外培训机构的主旋律，根据教育部公布最新校外培训机构治理整改情况。截至 2018 年 11 月 30 日，全国 2963 个县（市、区）已启动专项治理整改工作，共摸排校外培训机构 401050 所，存在问题机构 272842 所，问题机构比例高达 68%，主要问题，1) 无证无照；2) 有营业执照但无办学许可证；3) 存重大安全隐患，主要是消防；4) 学科类培训“超纲教学”、“提前教学”、强化应试；5) 组织中小学生等级考试及竞赛，并与入学挂钩。

图 19 全国 2963 个县市启动校外培训整治工作



资料来源：教育部、国元证券研究中心

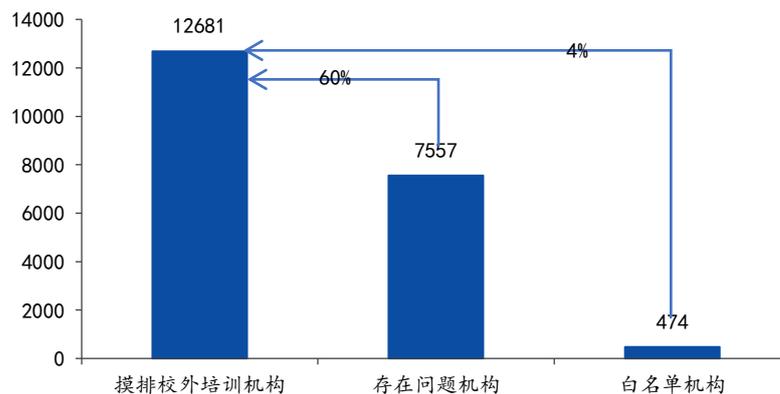
图 20 问题校外培训机构占比高达 68%



资料来源：教育部、国元证券研究中心

根据 8 月 22 日《关于规范校外培训机构发展的意见》以及上海等地实施要求，K12 课外培训机构的成本涨幅较大，1) 硬性成本上涨，如教学面积指标、消防指标以及教师资质要求等对提高运营成本，降低机构毛利和净利；2) 隐形成本上升，比如预收款不得超过 3 个月，现金流相对回缩；3) 门槛拉升，实施黑白名单制，鼓励学生进入白名单培训机构，进入黑名单或者未进入白名单的机构招生存疑。

图 21 2018 年北京校外培训机构摸排及白名单机构



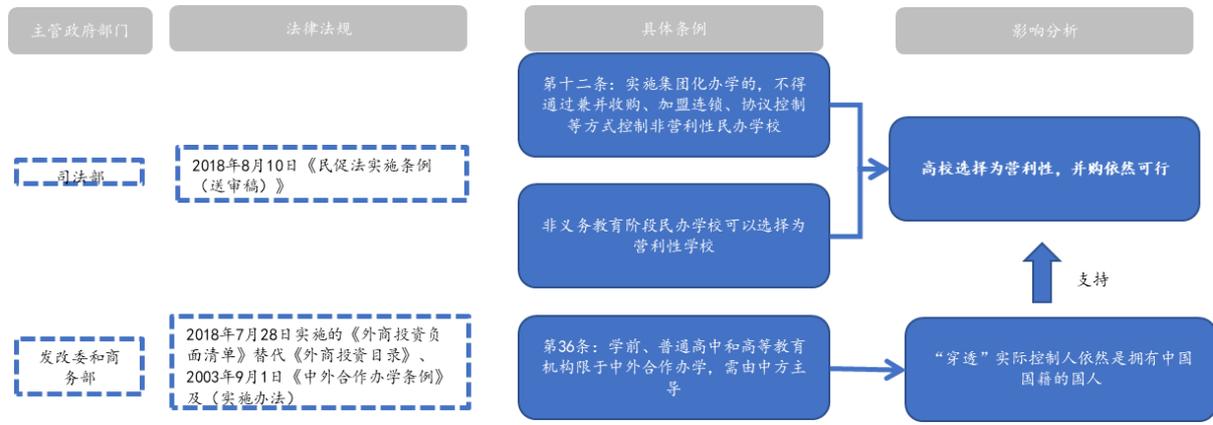
资料来源：教育部、国元证券研究中心

K12 培训行业整顿长期利好龙头，不规范机构将得到有效整治，培训机构中占比较大的“作坊”机构将逐步正规化甚至被取缔，中小机构的运营成本和招生成本将大大提高。龙头机构的运营更加规范，且有资金及管理优势，整顿中学生有望从中小机构流向大机构，市场龙头市占率有望进一步提升。

4.2 高校：未来可选择为营利性，业绩以外延并购为主

民办高校选择为营利性，并购可行：根据《民促法》（2016 修正版）及“送审稿”规定，高校可以选择转设为营利性机构，参考普通公司纳税及运营管理，同时可以通过发行股票等方式融资，尽管“送审稿第十二条”对民办学校集团化办学做了一定的约束，但是落脚点是营利性学校，营利性高校不在限制范围，参考美国等国的营利性高校的资本化运作，IPO 和并购参考普通公司正常运作。

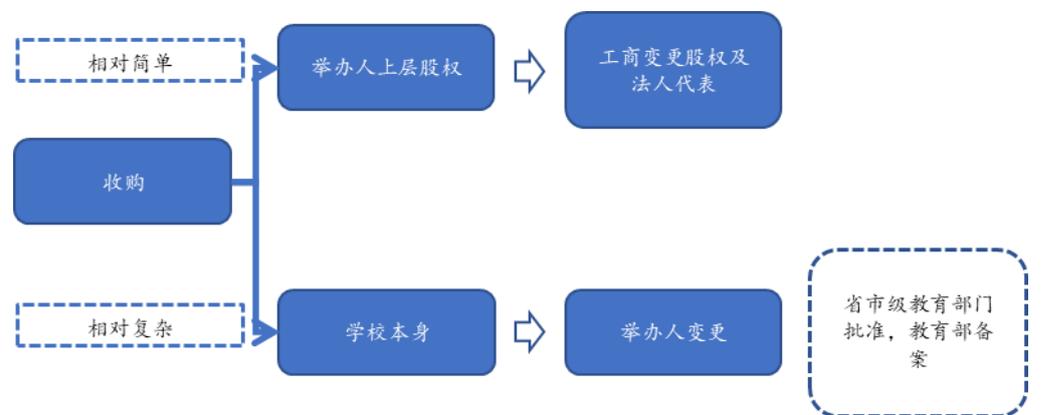
图 22 法律角度分析：民办高校并购依然可行



资料来源：司法部、教育部和商务部、国元证券研究中心

并购举办人上层公司股权，不更改学校举办人：通过分析上市高校并购公告，可以清晰的看出，上市高校选择并购学校时绝大多数情况下都是并购学校举办人上层公司股权，保持学校举办人不变。并购上层公司股权通过工商变更即可完成，如果直接采取并购学校并更改举办人，则首先需要向地方教育部门申请并得到相关政府部分批准，然后一般还需要向教育部门报备并公示，流程相对复杂多变。

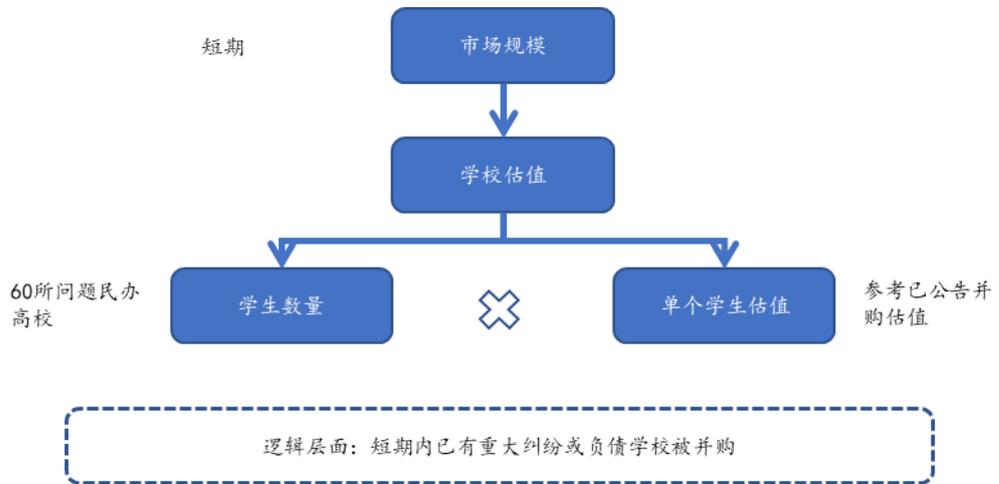
图 23 收购举办人上层股权“相对容易”



资料来源：上海市民办教育网、国元证券研究中心

高校并购市场规模：短中期 400 亿，中短期来看，有重大纠纷或债务的民办高校短中期内被并购重组，举办人急需资金解决纠纷或债务问题，已公告并购的标的基本都是这种情况，并购市场规模为被并购学校估值之和。根据我们的测算，高校并购市场规模在 400 亿左右。

图 24 短期民办高校并购市场规模测算逻辑



资料来源：国元证券研究中心

长期来看，《民促法（送审稿）》规定公办学校不得以品牌输出方式获取收益，将促使独立学院从公办高校剥离，其中有一部分在预计会被并购，另外，高校选择为营利性机构之后将加速资本化，举办人通过被并购选择退出实现收益是一种较快的方式，长期来看，高校并购的市场行情不会差。

5. 投资建议及推荐标的

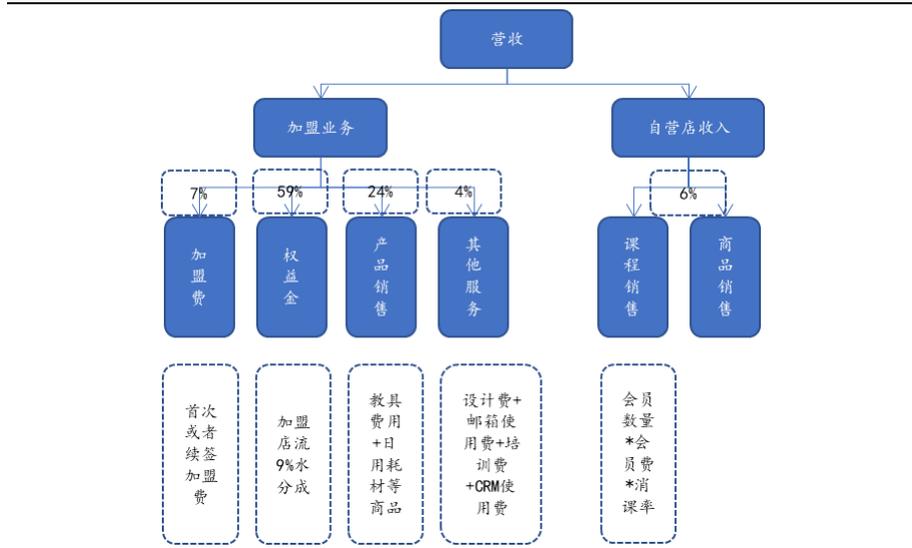
早教和非学历职业培训受政策影响极小。随着二胎甚至计划生育的全面放开，新生儿人口数量有望回升，早教意识觉醒有望带动参培率提升，看好早教行业未来发展空间，推荐 A 股早教龙头三垒股份（并购美吉姆）；宏观经济增速趋缓，高校毕业生数量连年增长，就业供给与需求不对称，资格考试及体制内招录考试竞争加剧，利好培训机构，推荐非学历职业培训龙头亚夏汽车（中公教育借壳）。

早教行业重点推荐：三垒股份（并购美吉姆）

资本市场目前仅三垒股份（美吉姆）一家早教行业上市公司，市场稀缺。三垒股份设立控股子公司启明未来（70%）收购早教龙头美杰姆，该交易已于 2018 年 11 月 28 日股权交割。

美杰姆的营收来源包括加盟业务收入和两家直营店收入，由于北京、沈阳两家直营店是 2017 年 9 月、2018 年 1 月新开，业务收入较小，2017 年仅贡献 38 万收入，占整体营收（2.17 亿）的比例小，根据公司预测，2018 年直营店营收将达到 2186.23 万元，占比提升至 5.8%。主要收入来源是加盟业务，其中权益金占比最高，为每月加盟店 9% 的流水分成，2018 年权益金收入占总收入的比例为 59%。

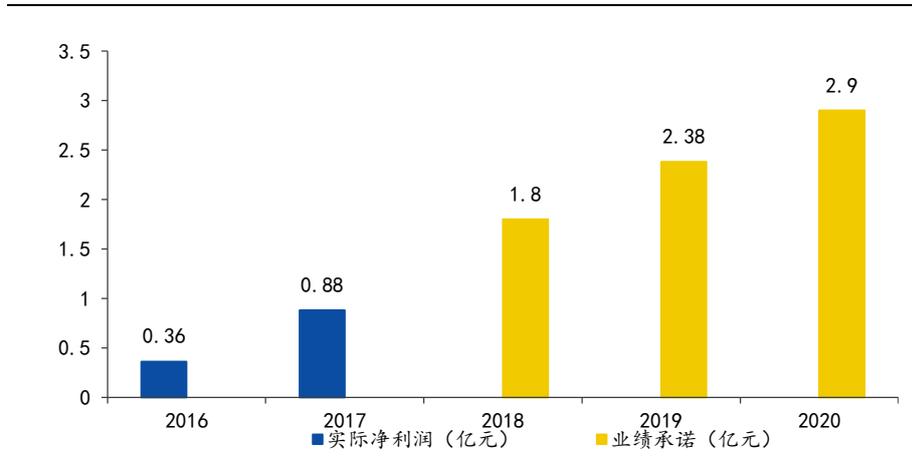
图 25 美杰姆的营收构成



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

业绩承诺：2016-2017 年美杰姆业务经调整后净利润分别为 0.35 亿元、0.85 亿元，交易对方 2018-2020 年的业绩承诺分别为 1.8 亿、2.38 亿、2.9 亿，2018 年净利润同比增长 105%，业绩承诺期 CAGR 为 26.93%。

图 26 2016-2017 年美杰姆净利润及未来 3 年业绩承诺



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

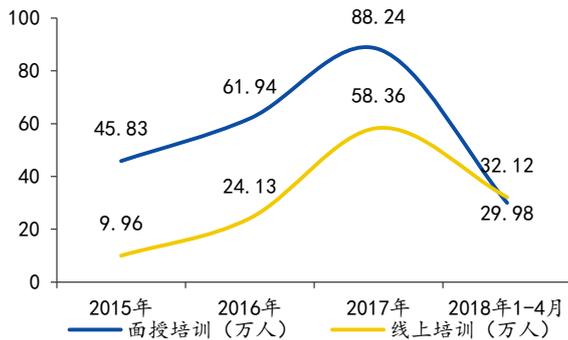
本次收购以现金形式进行，各环节进展顺利，标的已成功交割，美杰姆并表（70% 权益并表），同时考虑财务费用支出等因素，则公司 2018-2020 年备考净利润为 1.45 亿元、1.61 亿元、2.06 亿元，EPS 分别为 0.42 元、0.46 元、0.59 元，对应目前股价的 PE 分布为 39 倍、36 倍、28 倍。考虑到美吉姆 96 家原直营店及其他早教资产不并表，以及其早教市场的龙头地位和稀缺性，我们建议积极关注，维持“增持”评级。

非学历职业培训重点推荐：亚夏汽车（中公教育）

亚夏汽车通过资产置换和发行股份购买资产方式实现对中公教育的并购，收购作价185亿，收购完成之后，中公教育将成为A股纯正教育第一龙头，证监会已通过并已获得正式批文。

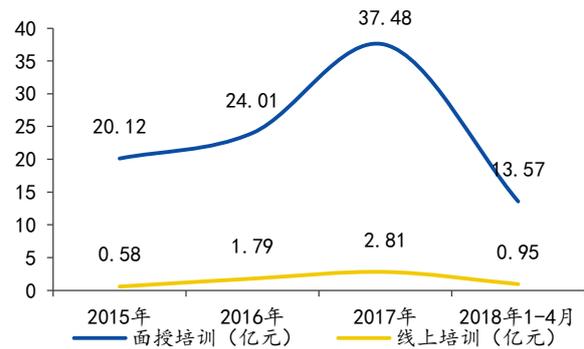
中公教育是国内最早从事非学历职业就业培训的民营企业之一，通过旗下培训机构向学员提供公务员招录、事业单位招聘、教师招录及教师资格和其他面授及线上培训服务。截至2018年4月30日，中公教育拥有覆盖全国31个省市自治区、319个地级行政区的619个直营分支机构，并拥有授课教师7,264名。

图 27 中公教育培训人次



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

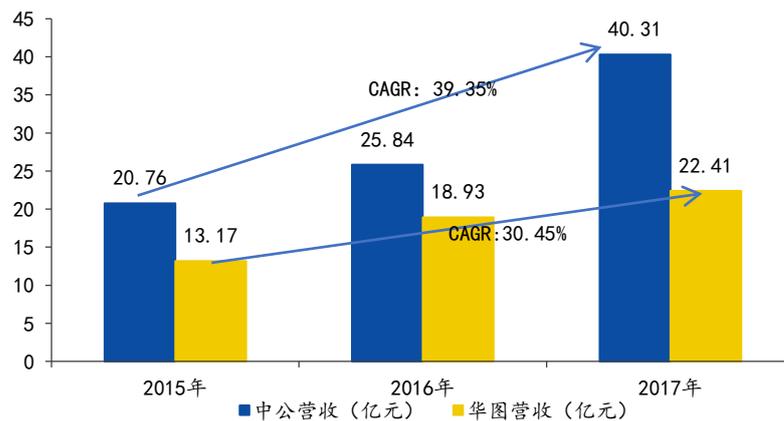
图 28 中公教育主营收入情况



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

国内非学历职业培训两大龙头中公教育和华图教育，华图正赴港IPO，从营收规模和增速来看，2017年中公营收40.31亿元，华图营收22.41亿元，2015至2017年中公和华图的营收复合增速分别为39.35%和30.45%，中公的优势略大。

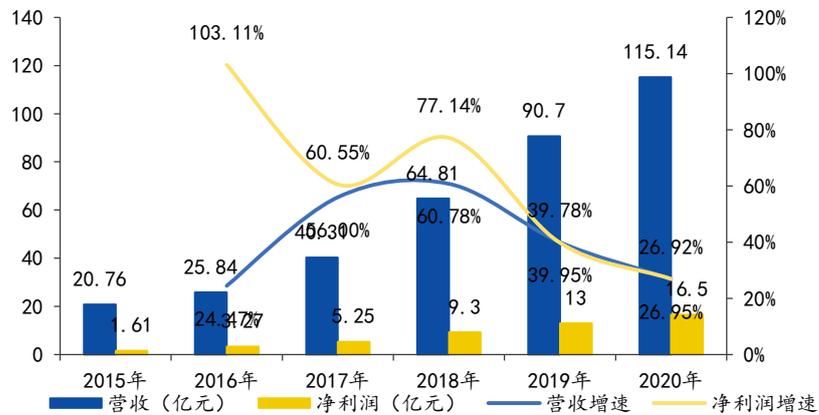
图 29 中公与华图营收规模及增速对比



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

重组完成之后，中公教育2018至2020年的业绩承诺分别为9.3亿、13亿、16.5亿，承诺期业绩复合增速为33.2%。2018年营收和净利润增长60.78%、77.14%。

图 30 中公教育 2015-2020 年业绩情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

按照非学历职业教育的行业空间和公司的业绩规模，中公教育将成为 A 股纯正教育龙头，属于市场稀缺标的，公司未来三年复合增速 30% 以上，具有较高的成长属性。宏观经济增长趋稳，就业压力加大，应届毕业生求职于机关单位和事业单位的意愿更强，通过参加考试培训增加成功率的动力利好中公教育的培训业务。

我们预测公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.17 元、0.24 元、0.31 元，对应目前股价的 PE 分别为 41 倍、29 倍、23 倍，首次给予“增持”评级。

风险提示

“民促法（送审稿）”及地方实施细则尚未落地，行业监管进一步严格，重组上市公司业绩不及预期，突发“黑天鹅”事件

投资评级说明

(1) 公司评级定义

买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址:www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心
A 座国元证券
邮编：230000
传真：(0551) 62207952

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16
楼国元证券
邮编：200135
传真：(021) 68869125
电话：(021) 51097188