

教育

艰难的平衡

2019年仍将在寻求“平衡”的进程中。2018年是教育行业政策年，我们认为政策围绕“均衡公平、育人为本、社会发展”的主旋律。从学前教育到高等教育的各个学段各自承担不同的育人职能，这决定了政策对于不同学段基调不同。具体看，**①学历：**学前教育注重普惠属性，资本化路径受阻；义务教育重均衡公平，通过经费投向（义务教育占比提升，学前增长最快）、招生政策（公民同招）、对课外培训机构的规范意见等政策体现；高等教育重质发展，社会办学力量意义重大。**②非学历：**K12培训规范经营是王道，素质教育为导向；职教培训定位明确，解决就业、意义重大。

从人口代际和需求本质看成长空间。中国庞大人口基数使得优质资源供需矛盾更加突出，在我国升学路径筛选机制下竞争尤为激烈（每年1700万上学人口中仅700多万进入大学）。正因如此，通过培训形成自身的差异化竞争优势成为不可或缺的方式。从适龄人口出发，我们预计2017年K12课外/早教/职业培训/民办高教潜在消费群体分别为1/0.6/1/0.29亿，行业规模为4700/1500/900/630亿，预计2023年达9500/2900/1400/1100亿，占整体教育行业的50%左右，对应CAGR分别为15%/14%/8%/13%。从渠道空间看，一线城市龙头品牌仍有提升空间，二线城市发展潜力大，低线城市容量广阔，双师课堂加速K12课外+职业培训渠道下沉。

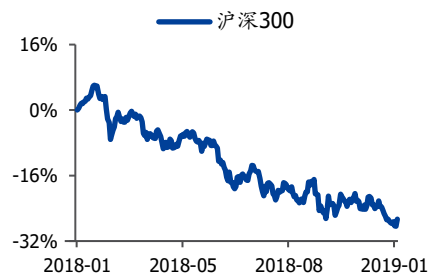
在变革中回归本质，探寻长周期品牌。**①K12课外：**在监管趋严的背景下，2019年渠道扩张短期恐有放缓，中长期看门槛提高，集中度料将提升。长期依然看好K12课外刚性需求，在此过程中，经营规范、标准化教研更强的龙头望胜出。**②早教：**加盟跑马圈地后或进入尾部洗牌阶段，早教体验导向、口碑为王特性形成了渠道持续获客和消课能力，长期看品牌唯有在强渠道管理的框架下运行方可胜出。**③职业培训：**赛道多元、但规模有限，因此中长期成长依托业务延伸，优选培训需求较刚性、工种供需缺口大的细分赛道（公职考试/IT技能等）。**④民办高教：**2018年加速整合，集中度提升；2019年受制于政策、战略、资金等因素，预判公司收购更为谨慎。长期成长依然取决于内生办学能力。**⑤在线教育：**目前基本均处于亏损状态，核心在于高昂获客成本，未来在线平台规范化趋势明确或进一步拖累盈利。伴随通信、直播、AI人工智能的技术迭代，长期看好付费意愿和能力提升趋势。

投资策略。综合考虑政策基调和增长空间，学前和义务教育阶段民办教育发展恐将受限，赛道选择上，建议首选非学历赛道、学历赛道选择民办高教。标的选择上，**①非学历：**优选拥有标准化教研体系、高效有序渠道管理能力的龙头品牌，核心推荐**科斯伍德**（意向全资收购龙门教育，迈向K12课外培训纯正标的）。建议关注**三垒股份**（收购早教龙头品牌美吉姆）、**亚夏汽车**（公职培训龙头中公教育借壳）。**②学历：**首选自身办学能力优异、收购整合能力强、杠杆率合理的高教集团，核心推荐**民生教育**（收购能力强、从重庆走向全国的高教集团）、**新华教育**（办学质地优异+内生外延双轮驱动）。

风险提示：政策风险；竞争加剧；并购速度不达预期；公司业绩低于预期。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 邵璟璐

执业证书编号：S0680518030006

邮箱：shaojinglu@gszq.com

研究助理 赵雅楠

邮箱：zyn@gszq.com

相关研究

- 《教育：人口代际、课外培训与渠道下沉》2018-11-29
- 《教育：证照审批加速，线上线下政策趋同》2018-11-27
- 《教育：学前教育未来的路怎么走？》2018-11-16

| 股票代码 | 股票名称 | 投资评级 | EPS (元) | | | | PE | | | |
|-----------|--------|------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 300192.SZ | 科斯伍德 | 买入 | 0.02 | 0.49 | 0.39 | 0.49 | 358 | 18 | 22 | 17 |
| 2779.HK | 中国新华教育 | 买入 | 0.11 | 0.15 | 0.17 | 0.20 | 14 | 10 | 9 | 7 |
| 1569.HK | 民生教育 | 买入 | 0.06 | 0.08 | 0.11 | 0.12 | 18 | 14 | 10 | 9 |
| 002621.SZ | 三垒股份 | 增持 | 0.05 | 0.08 | 0.48 | 0.53 | 352 | 230 | 39 | 35 |

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：EPS均为人民币计价，其中新华教育和民生教育PE采用2019年1月6日汇率0.8760



内容目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 投资聚焦..... | 5 |
| 2019年仍将在寻求“平衡”的进程中..... | 6 |
| 主旋律：均衡公平、育人为本、社会发展..... | 6 |
| 民办力量：进入分类管理时代，轻重缓急有序管理..... | 11 |
| 从人口代际和需求本质看成长空间..... | 15 |
| 需求本质：人口庞大，资源失衡，竞争意识..... | 15 |
| 渠道空间：聚焦二线发展潜力，K12课外+职教更易下沉..... | 18 |
| 在变革中回归本质，探寻长周期品牌..... | 22 |
| K12课外：政策影响或年内体现，强教研是长期引擎..... | 22 |
| 早教：快跑后的洗牌阶段，集权管理利好长期..... | 25 |
| 职业培训：注重营销获客，成长依托赛道延伸..... | 27 |
| 在线教育：盈利尚需时日，看好在线渗透率提升..... | 30 |
| 民办高教：收购更为谨慎，长看内生办学能力..... | 34 |
| 板块回顾：政策冲击估值，资本化步伐不止..... | 39 |
| 投资策略..... | 42 |
| 重点公司..... | 43 |
| 科斯伍德：意向全资收购龙门教育，实质迈向纯正K12课外培训标的..... | 43 |
| 新华教育：高教集团初长成..... | 44 |
| 民生教育：一体两翼，全面布局..... | 45 |
| 三垒股份：收购美杰姆，布局早教行业..... | 46 |
| 风险提示..... | 47 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1: 2008-2016 年国家财政性教育经费及 GDP 占比 (亿元, %) | 6 |
| 图表 2: 2016 年国家教育经费结构 | 6 |
| 图表 3: 上海学区化集团化办学地图 | 7 |
| 图表 4: 5月初幼升小在新政的第一次报名: 总报名人数增加, 民办小学报名人数显著下降, 录取比翻倍 | 8 |
| 图表 5: 新高考改革历程 | 8 |
| 图表 6: 教育部联合九部委印发《中小学生减负措施》(减负三十条) | 9 |
| 图表 7: 2014-2017 年教育部本科招生学额 (万人; %) | 10 |
| 图表 8: 高中和高等教育毛入学率(%) | 10 |
| 图表 9: 人才培养结构目标 | 11 |
| 图表 10: 高中升本科比例和普通初中升普通高中比例 | 11 |
| 图表 11: 政策总结 | 11 |
| 图表 12: 从招生人数看高校 (本科和专科)、中职民办比例 | 12 |
| 图表 13: 从招生人数看 K12 和幼儿园民办比例 (右轴: 幼儿园) | 12 |
| 图表 14: 民促法修订历程 | 12 |
| 图表 15: 全国各省市《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的实施意见》一览 | 13 |
| 图表 16: 营利性及非营利性学校性质属性对比 | 13 |
| 图表 17: 2007-2016 年民办学校办学经费及教育经费占比 (亿元, %) | 14 |
| 图表 18: 2017 年教育经费支出结构——按教育阶段 (%) | 14 |

| | |
|---|----|
| 图表 19: 2017 年不同教育阶段经费总投入及增速 (左轴: 亿元, 右轴: %) | 14 |
| 图表 20: 民办幼儿园在园人数比例 | 15 |
| 图表 21: 民办幼儿园园数比例 | 15 |
| 图表 22: 升学路径人数演示 (单位: 万人, 以 2017 年数据为例) | 16 |
| 图表 23: 中国各省份双一流大学和一流学科资源分布 (双一流分布=双一流大学数量/高考人数) | 16 |
| 图表 24: 中美四年制大学及 Top50 大学录取率对比 (%) | 16 |
| 图表 25: 1980-2024E 新增出生人口数及出生率 (万人; %) | 17 |
| 图表 26: 2010-2016 年各教育阶段在校人数 (百万人) | 17 |
| 图表 27: 不同阶段适龄人数、2017-2023 年 CAGR (左轴: 万人; 右轴: CAGR) | 17 |
| 图表 28: 教育各细分行业规模结构 (亿元) | 18 |
| 图表 29: 教育各细分行业规模测算和 CAGR (左轴: 亿元; 右轴: %) | 18 |
| 图表 30: 2017 年教育行业六大赛道行业规模测算逻辑 (上: 非学历赛道; 下: 民办学历赛道) | 18 |
| 图表 31: K12 课外培训全国型龙头品牌网点城市等级分布 | 19 |
| 图表 32: 国内早教品牌网点在各线城市分布 | 19 |
| 图表 33: 国内早教品牌网点分布以经济较好的华东地区为主 | 19 |
| 图表 34: 典型早教品牌网店扩张到全国各地 | 19 |
| 图表 35: 2018-2024 年 7-18 岁适龄人口城市分布 (万人) | 20 |
| 图表 36: 2018/2024 年 7-18 岁适龄人口城市分布占比 | 20 |
| 图表 37: 早教行业 CR10 品牌渠道在各线城市分布 | 20 |
| 图表 38: K12 课外行业 CR10 品牌渠道在各线城市分布 | 20 |
| 图表 39: 双师课堂客单价 | 21 |
| 图表 40: 线下双师课堂实景 (远程主讲老师+场内助教老师) | 21 |
| 图表 41: 2010-2016 年各教育阶段在校人数 (百万人) | 21 |
| 图表 42: 2013-2018 年各类消费支出占比 | 21 |
| 图表 43: 不同教育阶段家庭生均教育负担率 (%) | 22 |
| 图表 44: 义务教育阶段生均家庭支出-按城市等级 (元) | 22 |
| 图表 45: 2015-2017 年国内 K12 课外培训品牌集中度变化 | 23 |
| 图表 46: 2017 年国内 K12 课外培训品牌收入规模 (单位: 亿元) | 23 |
| 图表 47: 国内 K12 课外培训前十大品牌 (收入和净利润单位: 亿元人民币) | 23 |
| 图表 48: 2016 年各教育阶段师生比 (该阶段教师数/学生数) | 24 |
| 图表 49: 2015-2018 K12 课外培训上市公司营收及复合增速 (亿元; %) | 24 |
| 图表 50: K12 课外培训上市公司研发支出/营收占比 (%) | 24 |
| 图表 51: K12 课外培训教师薪酬/营收占比 (%) | 25 |
| 图表 52: K12 课外培训师生比 (当年培训人次/当年教师数量) | 25 |
| 图表 53: 新东方和好未来的教师考核体系 | 25 |
| 图表 54: 早教单店成本费用率 (人工包括教师薪酬和销售提成) | 26 |
| 图表 55: 早教加盟商和总部分工机制 | 26 |
| 图表 56: 国内市场早教品牌数量众多 (截至 2018 年 9 月 31 日) | 26 |
| 图表 57: 国内职业教育体系及分类 | 27 |
| 图表 58: 2016 年城市服务业平均薪酬榜 TOP10 (月薪: 元) | 28 |
| 图表 59: 2013 年至 2022E 中国烹饪技术行业熟练工人供需差 | 28 |
| 图表 60: 2013 年至 2022E 中国信息技术行业熟练工人供需差 | 28 |
| 图表 61: 职业培训细分市场龙头机构及测算市场份额 | 29 |
| 图表 62: 职业培训体系业务边界演变 | 30 |
| 图表 63: 职业培训上市公司销售费用率 (%) | 30 |
| 图表 64: K12 课外培训上市公司销售费用率 (%) | 30 |

| | |
|---|----|
| 图表 65: 2017年4月-2018年4月教育培训 App 月活跃用户数及网民渗透率 (左轴: 亿人; 右轴: %) | 31 |
| 图表 66: 2017年4月-2018年4月教育培训 App 各垂直行业月活跃用户数分布 (万人) | 31 |
| 图表 67: 教育培训行业 App 用户数城市等级分布 (%) | 32 |
| 图表 68: 技术推动下在线教育平台的发展历程 | 32 |
| 图表 69: VIPKID 通过面部识别技术量化分析孩子的课堂学习表现 | 33 |
| 图表 70: 教育培训细分行业近三个月投资笔数及投资金额 (单位: 亿元; 个) | 33 |
| 图表 71: 在线教育一级市场融资情况 (按赛道分类) | 34 |
| 图表 72: 高教公司收购案例总结 (单位: 亿元) | 35 |
| 图表 73: 各集团学校数量占民办高等学校总数 | 35 |
| 图表 74: 各集团在校人数数量占民办高等学校在校人数 | 35 |
| 图表 75: 2015-2017年民办教育上市公司历年学生人数及复合增速 (万元; %) | 36 |
| 图表 76: 2015-2017年民办高校上市公司融资成本/营收占比 | 37 |
| 图表 77: 2015-2017年民办高校上市公司杠杆率 | 37 |
| 图表 78: 并购后学生人次及增长情况 (人次; %) | 37 |
| 图表 79: 单体学校增长空间传导机制 | 38 |
| 图表 80: 上市公司部分学校录取线和所在省份同一批次录取线差额 (2013-2017年平均) | 38 |
| 图表 81: 2018年年初以来 A 股教育公司涨跌幅 (单位: %) | 39 |
| 图表 82: 2018年年初以来港股教育公司涨跌幅 (单位: %) | 40 |
| 图表 83: 2018年年初以来美股教育公司涨跌幅 (单位: %) | 40 |
| 图表 84: 港股拟上市公司梳理 (按招股书提交日期从早到晚排序) | 40 |
| 图表 85: A 股公司的教育标的 2016-2017 年和最新业绩梳理 (亿元) | 41 |
| 图表 86: A 股教育板块主要公司盈利预测和估值 | 42 |
| 图表 87: 港股教育板块主要公司盈利预测和估值 | 42 |
| 图表 88: 美股教育板块主要公司盈利预测和估值 | 43 |
| 图表 89: 科斯伍德盈利预测和估值 (单位: 人民币) | 44 |
| 图表 90: 新华教育盈利预测和估值 (单位: 人民币) | 45 |
| 图表 91: 民生教育盈利预测和估值 (单位: 人民币) | 46 |
| 图表 92: 三垒股份盈利预测和估值 (单位: 人民币) | 47 |

投资聚焦

本篇投资策略主要回答以下问题:

(1) 如何理解当下政策方向和基调? 2018年教育板块主要受政策影响, 2019年《民促法实施条例(终稿)》落地后观望情绪料有所缓解。追根溯源, 无论是新高考、公民同招等升学政策, 还是课外培训、学前教育的规范政策, 政策整体上无一不在强调“均衡公平、育人为本、社会发展”的教育主旋律。从学前教育到高等教育的各个学段各自承担不同的育人职能, 对应不同的政策基调: 学前教育注重普惠属性, 义务教育重均衡公平, 以素质教育为导向; 高等教育重质发展, 与职业教育共同承担起落实育人为本、培养人才梯队的职责。在此过程中, 民办教育作为公办教育的重要补充, 在《民促法》指引下将进入分类管理时代, 具体看, 学前和义务教育经费投入占比达50%+且增长快, 相应地该学段的民办教育恐进入“强监管弱服务”的困境。

(2) 如何看待中长期增长驱动和空间? 教育行业的需求本质基于人口, 中国拥有庞大的人口基数, 成为教育行业的消费用户基础, 同时也更加凸显教育资源的稀缺。报告以升学路径为主线考察需求本质, 以出生率预测各赛道潜在人群, 结合渗透率(参培率/民办比例)和生均支出搭建赛道增长模型, 在出生率稳定情况下, 行业增长弹性主要来源于参培率和生均支出的增长。

(3) K12 课外短期景气度将如何演绎, 如何看待长期机会? 2018年K12课外行业进入比2017年更为严肃的整顿阶段, 我们预计整体合规成本对未来3-4个季度的利润率有所拖累。2019年面对严格的监管环境, 渠道扩张速度或有所放缓; 中长期看, 新政或将拉长单店盈亏平衡周期, 提高行业门槛, 集中度持续提升。招生政策、减负政策、规范政策对K12课外培训需求结构或产生边际影响, 但优质教育资源供需缺口+竞争意识长期存在的背景下, 依然看好K12课外刚性需求。

(4) 2019年高等教育收购逻辑是否依然成立, 节奏会如何变化? 2018年民办高教上市公司借力资本化平台加速整合, 集中度提升。2019年受制于政策、战略、资金等多方面因素, 预判2019年公司收购更为谨慎。中长期看, 收购最终关键点仍在于后续整合, 建议优选整合和办学能力强的公司。

本篇报告的不同之处: **(1) 数据颗粒度更细致:** 在人口数据、早教和K12课外各品牌网点数据挖掘的过程中, 落实到一至五线城市, 以展现各线城市之前不同的发展状态。**(2) 人口测算的研究方法:** 运用各个城市人口数据, 测算各级城市未来人口结构的变化。**(3) 行业分析框架:** 以学历/非学历、年龄两个维度进行行业划分, 对不同赛道之间自下而上进行比较分析, 同时自上而下总结细分赛道运行本质。

风险提示: 政策风险; 竞争加剧; 并购速度不达预期; 公司业绩低于预期。

2019年仍将在寻求“平衡”的进程中

引言：教育，于个人，希望通过教育实现自我价值提高，让自己和下一代在未来拥有更多选择的权利；于国家，教育是搭建多元人才梯队的核心手段。于公于私教育的试错成本都极高，一个政策可能会影响几代人。正因如此，教育不仅是市场化行为，国家更需要通过政策进行规范调控保证人才梯队完善。而在此过程中，也需要不断寻找政策意图和市场需求的平衡点，表现为实现大众获取资源机会平等的目标和实质上竞争状态长期存在的平衡点、素质教育导向和育人为本的教育初衷和单一且客观的分数评价体系下应试发展的平衡点、公办和民办教育的平衡点等等。

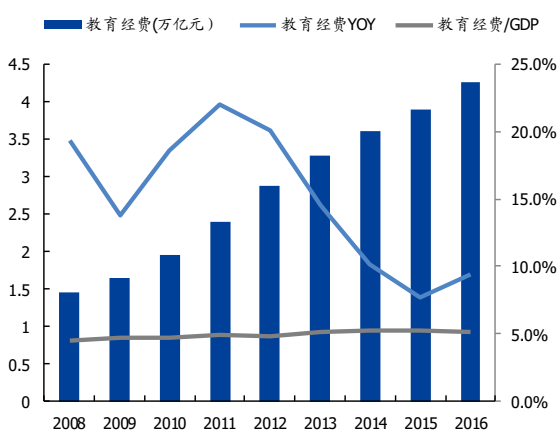
主旋律：均衡公平、育人为本、社会发展

2018年是教育行业的政策年，下半年以国务院主导发布了多份政策¹，整体梳理来看，这些政策实质上进一步围绕“优先发展、育人为本、改革创新、促进公平、提高质量”的教育方针展开。这一方针是根据党的十七大关于“优先发展教育，建设人力资源强国”的战略部署，在《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020年）》提出的。

优先发展：“切实保证经济社会发展规划优先安排教育发展，财政资金优先保障教育投入，公共资源优先满足教育和人力资源开发需要。充分调动全社会关心支持教育的积极性，共同担负起培育下一代的责任。完善体制和政策，鼓励社会力量兴办教育，不断扩大社会资源对教育的投入。”

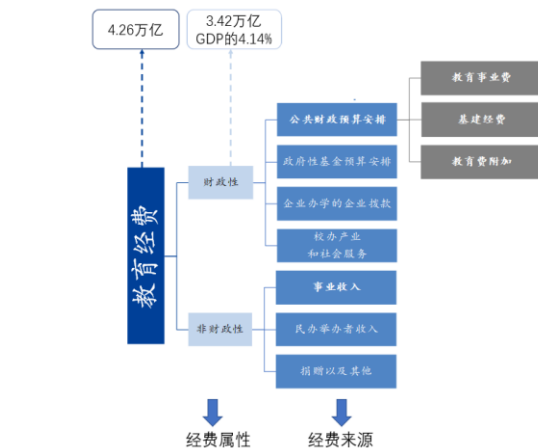
在经费投入上具体表现为财政资金优先保障教育投入。2018年8月17日，国务院办公厅印发《关于进一步调整优化结构提高教育经费使用效益的意见》，明确两个“只增不减”在总量上确保教育产业投入，即“一般公共预算教育支出逐年只增不减，确保按在校学生人数平均的一般公共预算教育支出逐年只增不减”。2017年国家财政性教育经费3.42万亿，同增8.94%，占GDP的4.14%，连续第五年超过4%。

图表1：2008-2016年国家财政性教育经费及GDP占比（亿元，%）



资料来源：教育部，国盛证券研究所

图表2：2016年国家教育经费结构



资料来源：教育部，国盛证券研究所

¹ 多份政策具体指：《关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》（11月15日）、《关于规范校外培训机构发展的意见》（8月22日）、《关于进一步调整优化结构提高教育经费使用效益的意见》（8月17日）、《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）》（8月10日）。

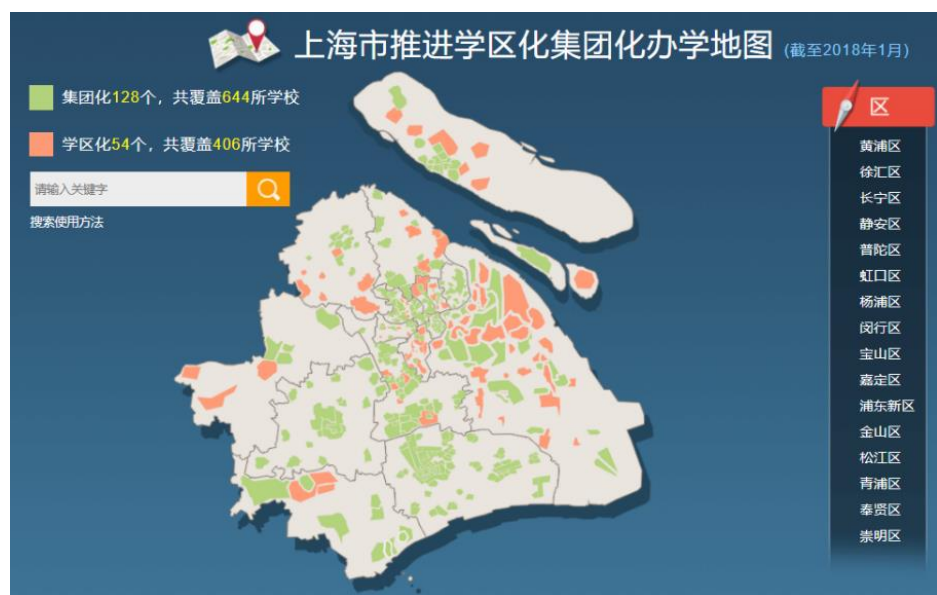
² 经费定义：**1. 国家财政性教育经费**主要包括公共财政预算安排的教育经费，政府性基金预算安排的教育经费，企业办学中的企业拨

促进公平：“教育公平的关键是机会公平，重点是促进义务教育均衡发展，措施是合理配置教育资源。”

实现义务教育均衡公平，即在区域内均衡发展，包括校际差距、城乡差距、区域差距。那如何实现义务教育的均衡公平？主要通过义务教育阶段免试就近入学（包括幼升小和小升初）、公民同招等升学政策尽可能实现获得教育资源的机会公平，与此同时通过教育集团化、多校划片的方式进一步实现教育资源质量之间均衡化。

- 北京市海淀区、朝阳区等教育资源大区 2019 年开始实施多校划片，即每户对口区内多所学校，随机派位。2015 年上海市教委发布《关于促进优质均衡发展推进学区化集团化办学的实施意见》，推进学区化集团化办学。集团化办学即在同一区县内或跨区县组建办学联合体，带动发展相对薄弱学校。截至 2018 年 10 月，上海已建成 172 个学区和集团，覆盖学校共 1000 所。

图表 3: 上海学区化集团化办学地图



资料来源: iameduwork 网站, 国盛证券研究所

- 幼升小公民同招首次实施，迅速对市场产生条件作用。2018 年 1 月上海市教委召开教育改革通报会，首次提出义务教育阶段公民同招（即公办和民办学校同天招生），2018 年 2 月在幼升小阶段率先实施，效果显著，2018 年 5 月初在总报名人数增加的情况下，民办小学报名人数显著下降 46%，录取比翻倍。成都市 2018 年也实行了幼升小公民同招。

款，校办产业和社会服务收入用于教育的经费等。2. 其中公共财政预算安排的教育经费=公共财政教育支出+科研经费+其他。3. 其中公共财政教育支出=教育事业费+基本建设经费+教育费附加+地方教育附加+土地出让收益中计提的教育资金。4. 政府性基金预算是国家通过向社会征收以及出让土地、发行彩票等方式取得收入，并专项用于支持特定基础设施建设和社会事业发展的财政收支预算。

图表 4: 5月初幼升小在新政的第一次报名: 总报名人数增加, 民办小学报名人数显著下降, 录取比翻倍

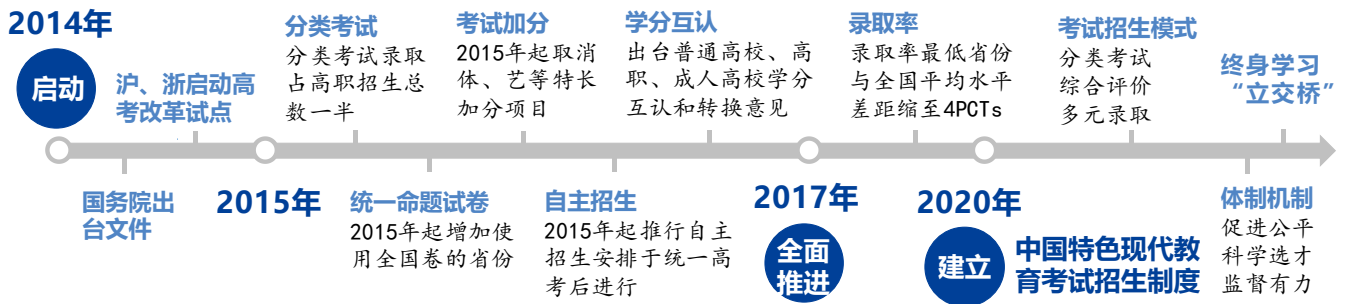
| | 幼升小 | | 小升初 | |
|--------|-------|-------|-------|-------|
| | 2018 | 2017 | 2018 | 2017 |
| 报名人数 | 18.04 | 16.77 | 14.81 | 13.02 |
| 其中: 民办 | 1.99 | 3.74 | 2.97 | 2.98 |
| 民办录 | 1.4:1 | 3:1 | 1.4:1 | 1.5:1 |
| 取比 | | | | |

资料来源: 上海市教委政务微信公众号, 国盛证券研究所整理绘制

改革创新: "创新人才培养体制、办学体制、教育管理体制, 改革质量评价和考试招生制度, 改革教学内容、方法、手段, 建设现代学校制度。"

多元录取、综合评价的新高考改革便是改革创新的重要落脚点。2014年9月3日国务院印发《关于深化考试招生制度改革的实施意见》启动高考改革, 伴随着2017年浙江、上海迎来首批新高考考生, 北京、天津新高考工作正式启动。新高考将"3+1"改为"3+3"的不分文理的选科方式, 同时纳入综合素质评价体系, 多元录取、综合评价的新高考体系对学生全面发展的要求落到实处。

图表 5: 新高考改革历程



资料来源: 国盛证券研究所绘制

育人为本: "关心每个学生, 促进每个学生主动地、生动活泼地发展, 尊重教育规律和学生身心发展规律, 为每个学生提供适合的教育。努力培养数以亿计的高素质劳动者、数以千万计的专门人才和一大批拔尖创新人才。"

各个学段有不同的育人目标, 义务教育和学前教育注重个体的全面发展, 杜绝应试思维。教育部取消高考奥数竞赛加分和特长生³, 再次强调减负⁴。减负已经不再是陌生词, 核心在于弱化应试, 而过去大多是校内减负、校外增负, 这次减负三十条配合此前课外培训机构的规范整顿, 实现校内外同步减负。从控制作业量、课程内容、授课时间、考试次数等方式弱化义务教育阶段的应试压力, 杜绝机械训练, 强调义务教育阶段教育资源的均衡分配(如严禁分班)。

学前教育注重普惠属性, 资本化路径受阻。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《关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》。《意见》充分强调了学前教育的普惠性属性⁵, 到2020年普惠覆盖率达到80%, 从实现路径来看, 小区配

³根据教育部《关于做好2018年普通高校招生工作的通知》和《关于进一步减少和规范高考加分项目和分值的意见》, 2015年起全面取消体育特长生、中学生学科奥林匹克竞赛、科技类竞赛、省级优秀学生、思想政治品德有突出事迹等全国性高考加分项目, 即适用于2018年高考学生。同时北京市明年将取消特长生招生。

⁴2018年12月28日教育部联合九部委印发《中小学生减负措施》(减负三十条)

⁵《关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》: 到2020年, 全国学前三年毛入园率达到85%(2016年为77.4%), 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%

套幼儿园将是主要普惠性幼儿园来源⁶，与此同时以国家教育经费支持为基础，增加公办园数量。为了进一步落实普惠，《意见》明确未来民办幼儿园不能上市打包⁷。

图表 6: 教育部联合九部委印发《中小学生减负措施》(减负三十条)

| | 核心方面 | 内容 |
|------|----------|--|
| 校内办学 | 严格依照课标 | 不得随意提高教学难度和加快教学进度，杜绝“非零起点”教学。 |
| | 均衡编班配置师资 | 义务教育阶段学校严禁以任何名义设立重点班、快慢班、实验班。 |
| | 严控书面作业 | 一二年级不布置书面家庭作业，三到六年级不超过 60 分钟，初中不超过 90 分钟 |
| | 控制考试次数 | 小学一二年级每学期学校可组织 1 次统一考试，其他年级每学期不超过 2 次统一考试。不得在小学组织选拔性或升学挂钩的统一考试。 |
| | 课后服务 | 严禁将课后服务变为集体教学或集体补课。各地可根据课后服务的性质，采取财政补贴、收取服务性收费或代收费等方式筹措经费。学校和单位在核定的绩效工资总量内，对参与课后服务的教师给予适当倾斜。 |
| 校外培训 | 严禁超标培训 | 开展学科知识培训，培训内容不得超出国家课程标准，必须与招生对象所处年级相匹配，培训进度不得超过中小学同期进度。杜绝机械训练、强化应试等不良培训行为。不得留作业。 |
| | 严格教师聘用 | 严禁聘用在职中小学教师到培训机构任教，一旦发现，坚决吊销办学许可证，并对教师本人予以严肃处理，情节特别严重的，取消教师资格。 |
| | 严控培训时间 | 培训时间不得与当地中小学教学时间相冲突，培训结束时间不得晚于 20:30。 |
| | 严格活动竞赛管理 | 公安机关和民政部门要对“山寨社团”“离岸社团”举办以营利为目的的所谓“国际”“全球”“大中华”赛事，坚决予以查处。 |

资料来源: 教育部, 国盛证券研究所

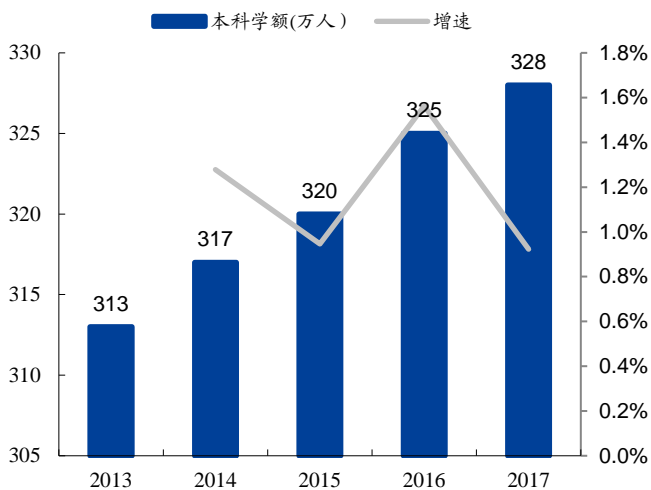
而高等教育和职业教育核心职能在于为国家人才梯队的搭建提供人力资源，提供国家建设需要的多元化人才。高等教育承担着培养高级专门人才，因此办学注重质量。职业教育是推动经济发展、促进就业的重要途径，是缓解劳动力供求结构矛盾的关键环节。高中作为从义务教育向高等教育的过渡阶段，承担了探索发现和培养创新人才的重要角色，因此鼓励普通高中特色办学。

在这样的目标指导下，高等教育的首要方针是提高整体毛入学率，同时优化存量、做优增量。2012 年教育部发布《全面提高高等教育质量的若干意见》明确提出：“保持公办普通高校本科招生规模相对稳定，高等教育规模增量主要用于发展高等职业教育、继续教育、专业学位硕士研究生教育以及扩大民办教育和合作办学”。2016 年教育部发布《关于“十三五”时期高等学校设置工作的意见》明确提出：“把优化存量高等教育资源摆在首要位置，探索构建高等教育分类体系。”

⁶ 《关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》：小区配套幼儿园只能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。

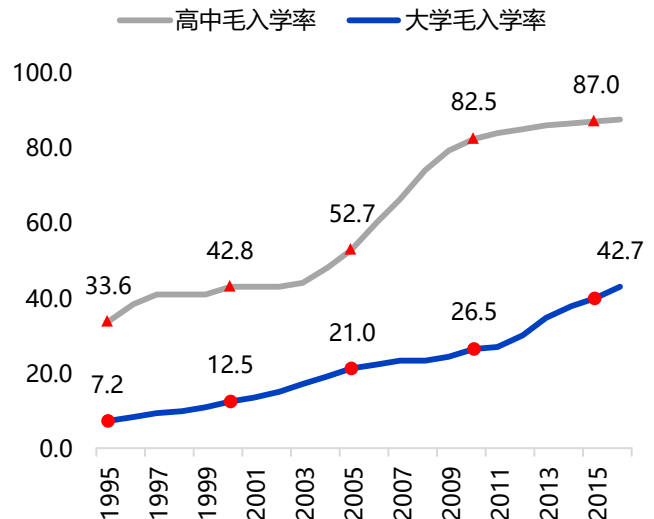
⁷ 第二十四条：“民办园一律不准单独或作为一部分资产打包上市”；“社会资本不得通过兼并收购、受托经营、加盟连锁、利用可变利益实体、协议控制等方式控制国有资产或集体资产举办的幼儿园、非营利性幼儿园。”

图表 7: 2014-2017 年教育部本科招生学额 (万人; %)



资料来源: 教育部, 国盛证券研究所

图表 8: 高中和高等教育毛入学率(%)



资料来源: 教育部, 国盛证券研究所

职业教育定位明确, 劳动力输送源泉, 鼓励校企合作。2018 年 9 月的全国教育大会上, 国务院总理李克强强调, 要大力办好职业院校, 推进产教融合、校企合作, 培养更多高技能人才。目前职业教育也已经成为劳动力市场的重要供给, 推动社会发展。根据教育部官网数据, 每年的新增劳动力中, 中职和高职在内的职业院校毕业生占到 70%, 将近 1000 万。改革会议明确提出, 未来职业学校建设应达到“当地离不开、业内都认同、国际可交流”的要求。

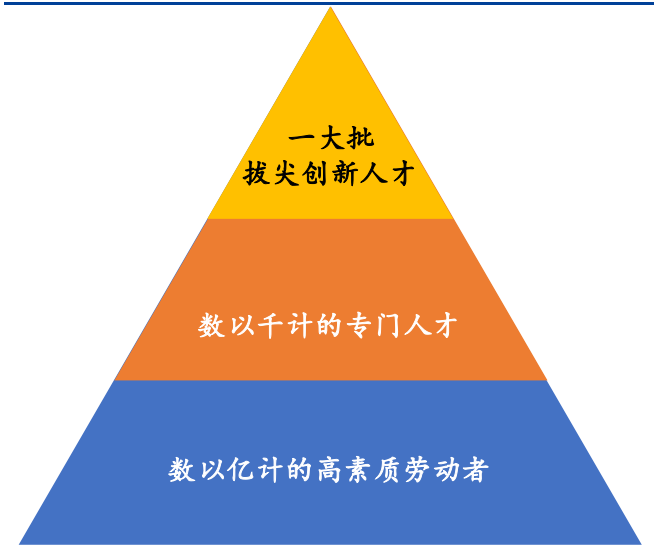
或迎新政, 《职业教育改革实施方案》印发在即。经过 20 多年的发展, 国内职业教育市场规模较大, 在对接社会发展的环节中处于突出的位置⁸。下一步针对职业教育将具体做四件事, 即“出台一个文件、完善一个机制、召开一个会议和启动两项行动”。其中“文件”即指《职业教育改革实施方案》, 已在 2018 年 11 月 14 日中央全面深化改革委员会第五次会议上通过。“两项行动”包括“特高计划⁹”和“1+X”证书制度改革, 其中“1+X”指一份学历证书+某种技术技能资格证书。

而要实现整体人才梯队合理搭建, 整体受教育程度不断提升的方向是不能改变的。根据统计局数据, 得到每年高中升学至本科的比例从 2004 年的 22.8% 提升至 2016 年的 30.5%; 1985-2016 年间, 全国劳动力人口中高中及以上人口从 11.97% 上升到 34.08%; 大专及以上人口从 1.26% 上升到 16.99%。可见, 我国整体受教育程度在提升, 《教育发展纲要》指出 2020 年目标是实现具有高等教育文化程度 1.95 亿人, 其中劳动年龄人口中受高等教育比例 20%, 平均受教育年限 11.2 年。预计整体受高等教育程度比例保持上行趋势, 这也符合国家培养高素质劳动力和人才的发展方向。

⁸ 教育部于 2014 年印发《国务院关于加快发展现代职业教育的决定》, 2015 年印发《高等职业教育创新发展行动计划》和《职业院校管理水平提升行动计划》。

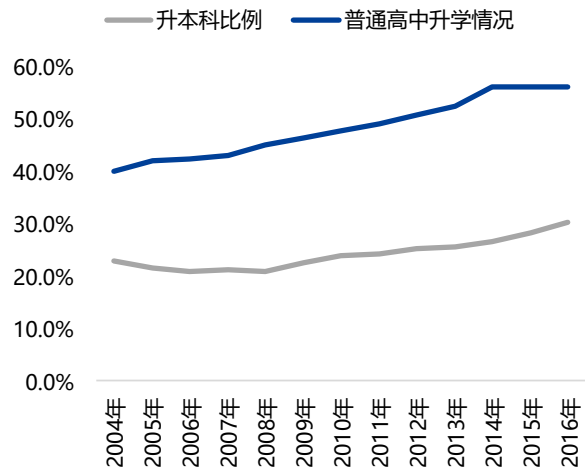
⁹ 特高计划: 建设一个高技术技能人才的培养培训基地和一个技能创新和技术研发服务的平台

图表 9: 人才培养结构目标



资料来源: 国盛证券研究所

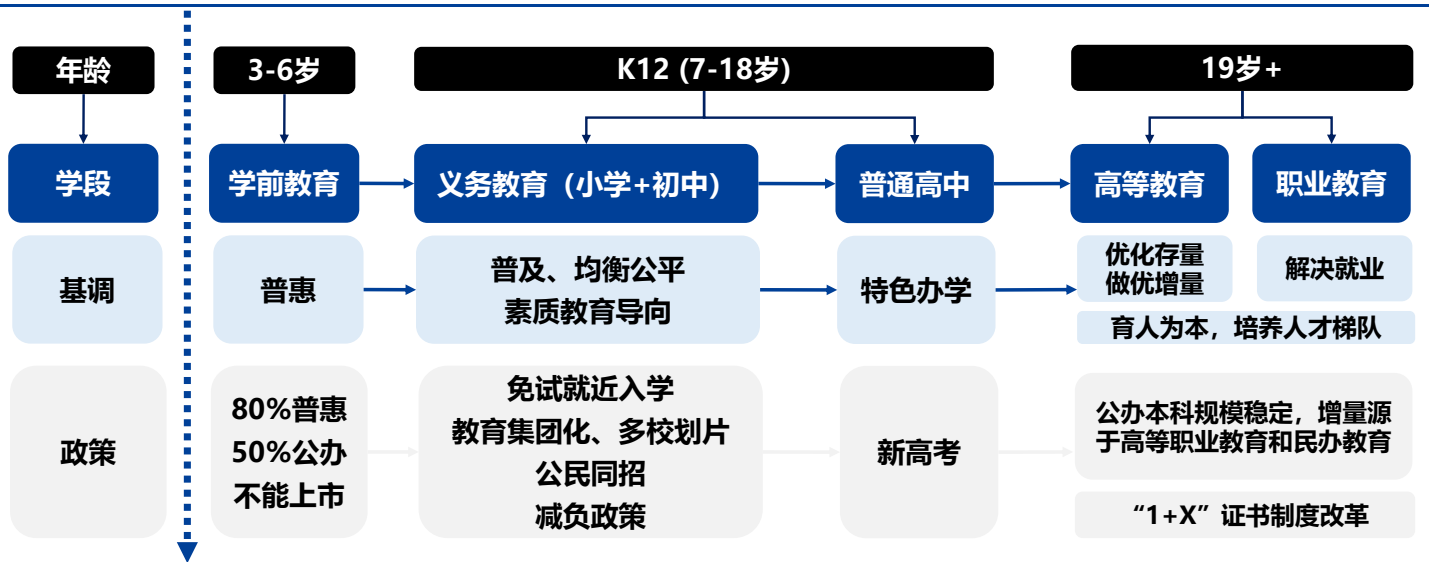
图表 10: 高中升本科比例和普通初中升普通高中比例



资料来源: 统计局, 国盛证券研究所 注: 高中升本科比例=本科招生数/高中毕业数(包括中等职业); 普通初中升普通高中比例=普通高中招生数/普通初中毕业数(不包括职业)

综上, 从学前教育到高等教育的各个学段各自承担不同的育人职能, 这决定了政策对于不同学段基调不同。以初升高为分界线, 义务教育阶段和学前教育阶段注重普及、普惠, 讲求教育资源的均衡和公平, 即每个人获得教育资源的机会是公平的; 高中作为从初等教育向高等教育的过渡阶段, 开始要求寻找每个学生的发展特色, 注重特色办学, 以新高考的“3+3”、不分文理的选课模式和多元评价体系改革为代表的政策逐步落地。高等教育则作为最后一道关卡, 与职业教育共同承担起落实育人为本、培养人才梯队的职责。纵观众多各类政策, 无论是升学政策, 还是规范政策, 无一不在体现“均衡公平、育人为本、社会发展”的主旋律。

图表 11: 政策总结



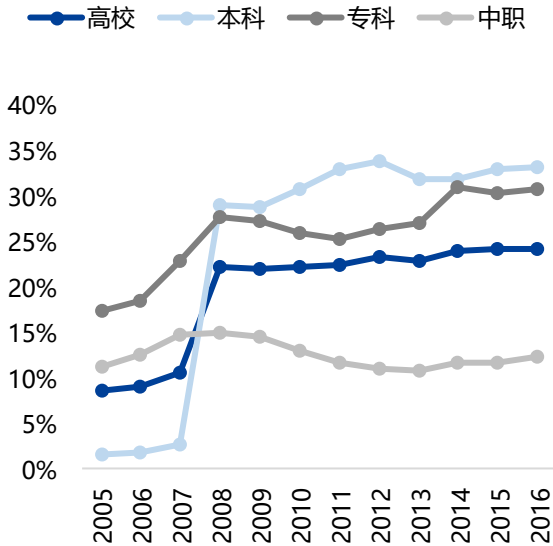
资料来源: 国盛证券研究所预测

民办力量: 进入分类管理时代, 轻重缓急有序管理

民办教育是满足大众选择性教育需求的重要手段, 是公办教育力量的重要补充。从民办

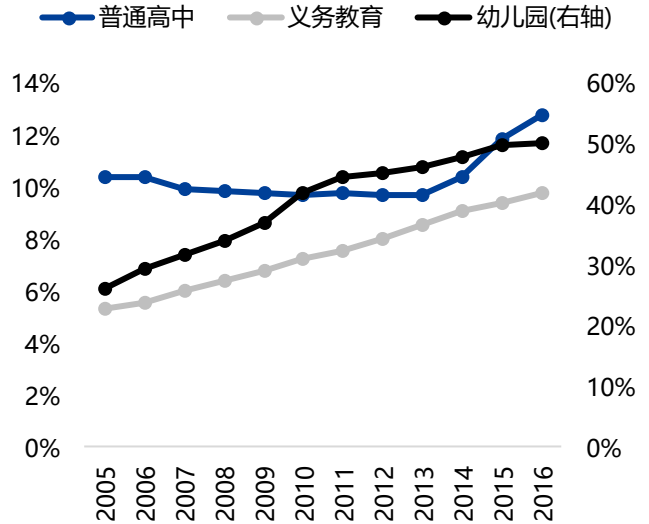
比例看，高等教育和高中阶段民办比例有望稳中有升。从招生人数看，幼儿园和K12学段民办比例逐渐提升，幼儿园/义务教育/普通高中分别为50%/10%/13%；高校本科教育民办比例在33%左右，保持相对稳定；高校专科教育民办比例有所提升，近两年稳定在30%左右。

图表 12: 从招生人数看高校（本科和专科）、中职民办比例



资料来源：教育部，国盛证券研究所

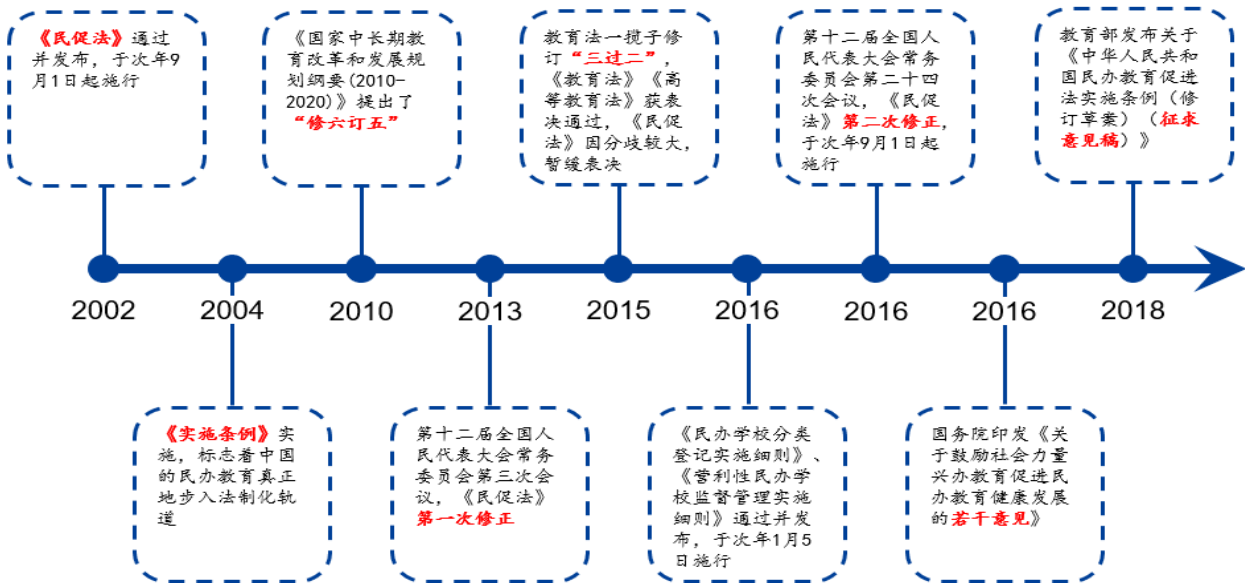
图表 13: 从招生人数看 K12 和幼儿园民办比例（右轴：幼儿园）



资料来源：教育部，国盛证券研究所

面对这一重要且庞大的体系，如何有序管理民办教育力量变得尤为关键。2018年8月10日，司法部发布《中华人民共和国民办教育促进法实施条例（修订草案）（送审稿）》（截至报告尚未发布终稿）。与此同时，上海、湖北、安徽、甘肃、河北、天津、云南、浙江、北京等24个省份相继发布《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的实施意见（征求意见稿）》。（其中四川和北京为民促法送审稿之后出台）。

图表 14: 民促法修订历程



资料来源：教育部，国盛证券研究所绘制

图表 15: 全国各省市《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的实施意见》一览

| 省份 | 时间 | 省份 | 时间 | 省份 | 时间 |
|----|-------------|-----|-------------|----|-------------|
| 辽宁 | 2017年9月30日 | 河北 | 2017年12月31日 | 宁夏 | 2018年5月21日 |
| 安徽 | 2017年10月17日 | 内蒙古 | 2018年1月2日 | 山东 | 2018年5月30日 |
| 甘肃 | 2017年11月8日 | 陕西 | 2018年1月14日 | 重庆 | 2018年6月6日 |
| 天津 | 2017年11月20日 | 河南 | 2018年2月2日 | 广西 | 2018年7月2日 |
| 云南 | 2017年12月18日 | 海南 | 2018年2月9日 | 江西 | 2018年7月13日 |
| 湖北 | 2017年12月20日 | 江苏 | 2018年2月22日 | 贵州 | 2018年8月6日 |
| 上海 | 2017年12月27日 | 青海 | 2018年3月21日 | 四川 | 2018年9月17日 |
| 浙江 | 2017年12月29日 | 广东 | 2018年4月24日 | 北京 | 2018年11月23日 |

资料来源: 各省级政府, 国盛证券研究所整理

《民促法》修订核心主旨是对民办教育进行分类管理, 即针对营利性和非营利性两类实施不同的优惠政策。非营利性民办学校优势在于享受政府在税收、土地、不同等方面的优惠政策, 但受制于收费定价、办学收益结余等方面。营利性学校自主定价, 也可享受一定的产业优惠, 比如土地方面, 营利性企业可按协议方式供地, 部分省市采用先征后返的方式; 税收方面, 可享受征税当地相关产业的税收优惠政策, 获得部分所得税退还, 实际所得税率仅为 3%-6%。需要明确的是, 分类管理后营利性学校虽在土地、税收方面优惠不如非营利学校, 相应地在收费定价、办学收益方面则更为自如。

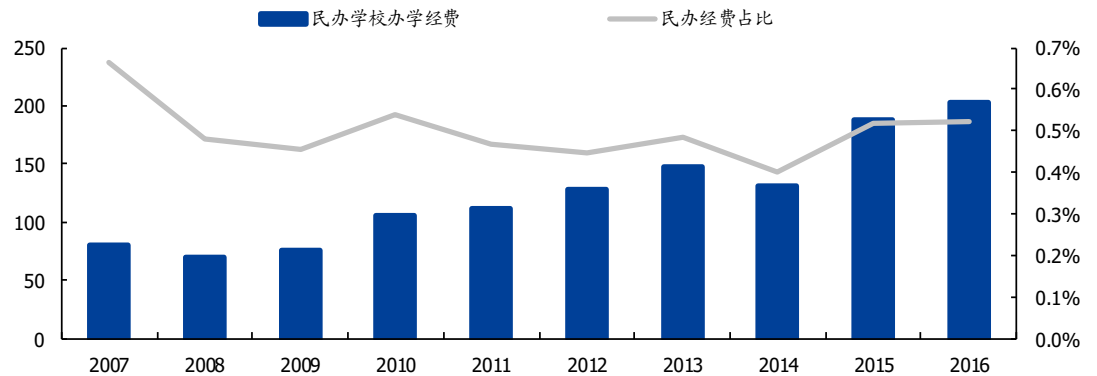
图表 16: 营利性 & 非营利性学校性质属性对比

| | 非营利性学校 | 营利性学校 |
|------|--|---|
| 法人属性 | 1、民政部门或者编委登记; 2、民办非企业单位或事业单位 | 1、工商部门登记; 2、企业法人 |
| 会计制度 | 1、民间非营利组织会计制度; 2、事业单位会计制度 | 企业会计制度 |
| 投资回报 | 1、不取得办学收益; 2、办学结余全部用于办学 | 1、可以取得办学收益; 2、办学结余依据国家有关规定进行分配 |
| 退出机制 | 1、捐资举办的学校, 清偿后剩余财产用于教育等社会事业; 2、出资举办的学校清偿债务后的剩余财产继续用于其他非营利性学校办学; 3、新法颁布前的学校, 按照国家有关规定给予出资者相应的补偿或者奖励, 其他财产继续用于其他非营利性学校办学 | 1、学校财产依法清偿后如有剩余, 依照《公司法》有关规定处理, 具体办法由省、自治区、直辖市制定; 2、新法颁布后设立的民办学校终止时, 财务处置按照有关规定和学校章程处理 |
| 税收政策 | 1、非营利性民办学校与公办学校享有同等待遇; 2、按照税法规定进行免税资格认定后, 免征非营利性收入的企业所得税 | 1、免征增值税, 征收企业所得税; 2、税收优惠政策适用国家鼓励发展的相关产业政策, 享受相应的税收优惠 |
| 土地政策 | 享受公办学校同等政策, 按划拨等方式供应土地 | 1、土地供应方式包括招拍挂、协议方式、长期租赁、先租后让、租让结合等多种方式 2、只有一个意向用地者, 可按协议方式供地。 |
| 扶持政策 | 政府补贴、政府购买服务、基金奖励、捐资激励、土地划拨、税费减免 | 政府购买服务、税收优惠 |
| 收费政策 | 1、通过市场化改革试点, 逐步实行市场调节价; 2、具体政策由省级人民政府确定 | 1、实行市场调节价; 2、具体收费标准由民办学校自主确定, 由政府部门监督 |

资料来源: 教育部, 国盛证券研究所整理绘制

教育经费是公办教育的资金支持，与民办教育力量此消彼长，共同发展国家教育大业。相比公办，民办学校办学经费在国家总教育经费中占比不足 1%。除国家教育经费投入以外，省级教育经费在经费分配上也以公办学校为主。

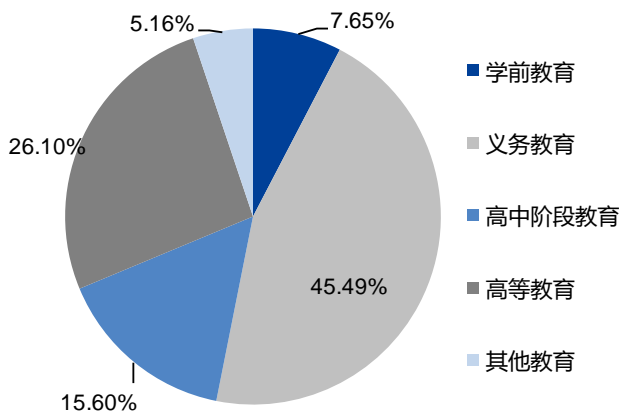
图表 17: 2007-2016 年民办学校办学经费及教育经费占比 (亿元, %)



资料来源: 教育部, 国盛证券研究所

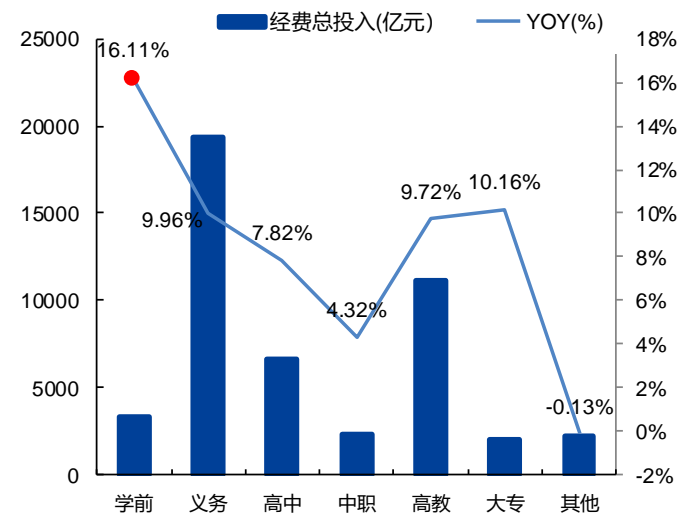
从近两年的教育经费结构看, 义务教育成为重中之重, 学前增长最快。2017 年义务教育阶段经费支出达 1.94 万亿元, 占比达 41%, 同增 9.96%, 仅次于学前教育与高职高专教育; 增速最快的学前教育经费支出同增 16.11%。这一经费结构的变化与人口政策和年龄结构有关, K12 赛道人口基数最大, 学前人口率先受益二孩政策而增长。根据历年出生人口及死亡率推算, 2017 年学前教育 (0-6 岁)、K12 阶段 (7-18 岁)、高等教育 (19-22 岁) 适龄人口分别达 1.16 亿人、1.96 亿人、0.81 亿人。

图表 18: 2017 年教育经费支出结构——按教育阶段 (%)



资料来源: 教育部, 国盛证券研究所

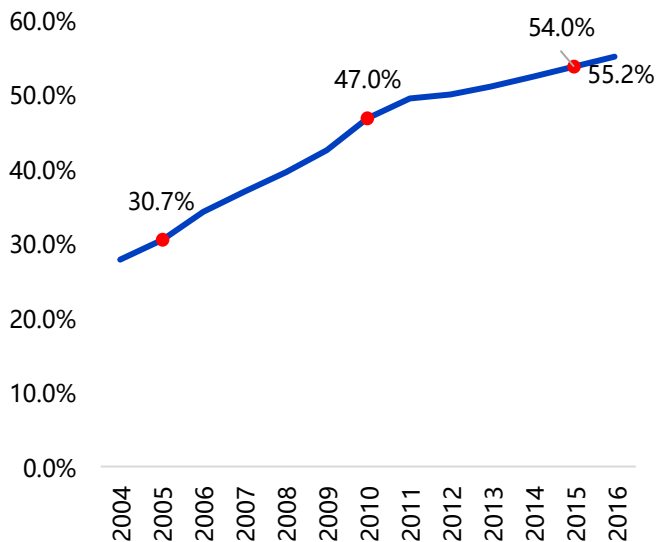
图表 19: 2017 年不同教育阶段经费总投入及增速 (左轴: 亿元, 右轴: %)



资料来源: 教育部, 国盛证券研究所

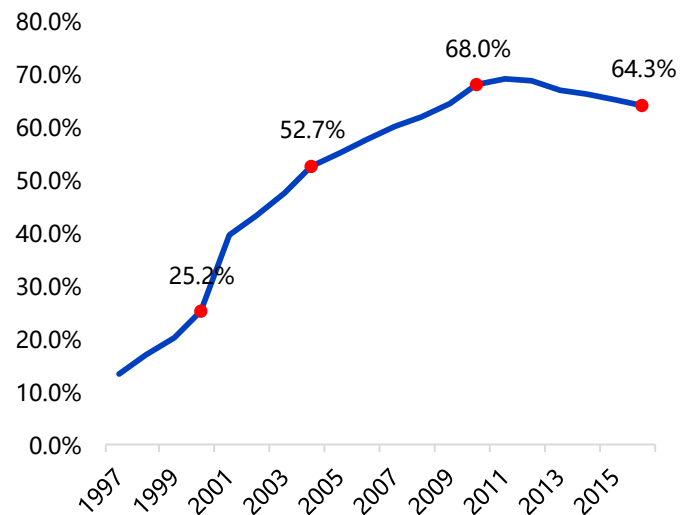
在此背景下, 学前和义务教育阶段的民办教育恐进入“强监管弱服务”的困境。学前和义务教育阶段是国家公办力量重点支持的学段, 未来这两个学段民办力量虽仍然为了满足选择性需求而存在, 但整体发展恐受限。幼儿园阶段, 民办学校数量比例从 2011 年的 69% 下降至 2017 年的 64%, 在学前教育普惠性政策下, 未来恐持续有所下降, 目前民办在园人数 55%, 目标 2020 年全国公办园在园幼儿占比在 50%。义务教育阶段, 目前公民同招仅从幼升小进行尝试, 未来若小升初亦实行公民同招, 对义务教育民办学校将是相当大的挑战和考验, 市场恐被挤压。

图表 20: 民办幼儿园在园人数比例



资料来源: 教育部, 国盛证券研究所

图表 21: 民办幼儿园园数比例



资料来源: 统计局, 国盛证券研究所

相应地, 高等教育经费投入比例下降, 支持社会力量兴办教育。伴随着财政经费在高等教育的投入持续减少, 社会力量的支持体现在高等教育阶段尤为显著, 办学投入需要依托社会办学力量消化。在高等教育重质发展的基调下, 同时要达到 **2020 年 50%** 的毛入学率目标, 未来由民办教育为主的专科院校将扮演重要角色, 由此判断对民办专科学额政策有望有所宽松。

以上基调在 **2018 年 8 月《民促法送审稿》** 中也深刻体现。《送审稿》提出两点重要的变化: (1) “公办学校不得举办或者参与举办营利性民办学校。公办学校举办或者参与举办非营利性民办学校的……不得以品牌输出方式获得收益”。(2) “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”。考虑到高等教育有选择营利性和非营利性的权利, 而义务教育只能选择非营利性, 高教赛道民办力量发挥空间更大, 伴随着《民促法》及地方政策的落实与细化, 我们认为民办高校将实现从非营利性向营利性的平稳过渡, 保持自主办学的市场化与灵活性。

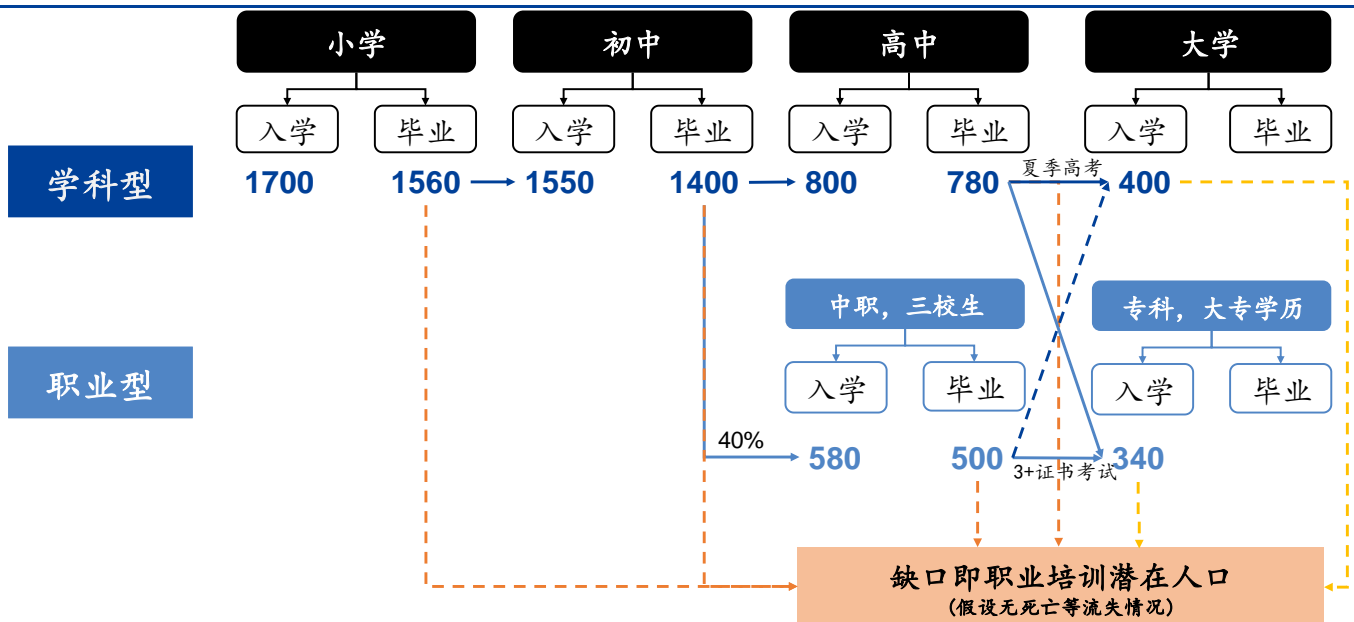
从人口代际和需求本质看成长空间

需求本质: 人口庞大, 资源失衡, 竞争意识

中国庞大的人口基数是教育行业的用户基础, 同时也更加凸显教育资源的稀缺。在我国升学路径筛选机制下, 优质资源供需矛盾突出, 竞争激烈。

以每年出生人口粗略推算: 从 1700 万人小学, 在义务教育的普及下约 1400 万可以参加中考, 其中只有 800 万人能考入普通高中、另有 580 万人进入中等职业学校; 高中毕业后, 约 975 万名学生参加夏季高考、连同 500 万名中职毕业生, 经过层层考试筛选洗礼后仅 400 万人进入大学本科、340 万人进入专科院校接受高等职业教育, 两者之和仅占 60%, 与 1700 万上学人数形成的缺口成为职业培训潜在需求人群。

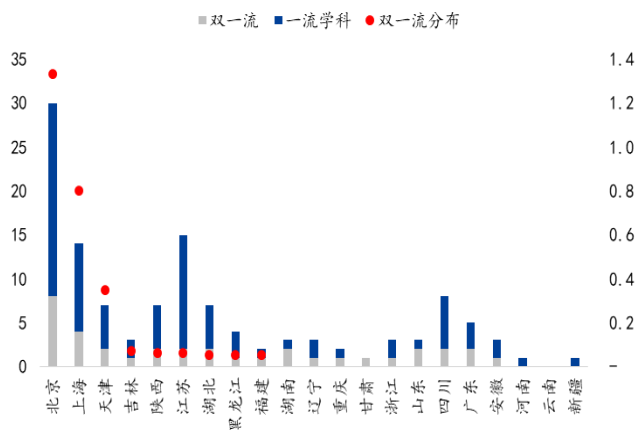
图表 22: 升学路径人数演示 (单位: 万人, 以 2017 年数据为例)



资料来源: 教育部, 国盛证券研究所绘制

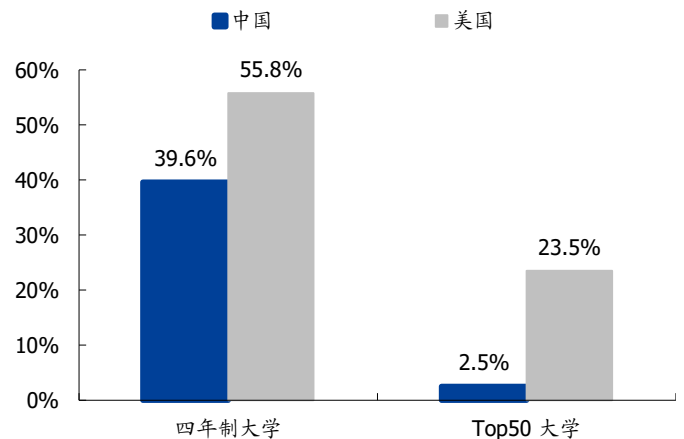
正是这种优质资源的供需缺口, 使得竞争意识长期存在, 而通过培训形成自身的差异化竞争优势逐步演绎成为了刚性需求。以教育资源相对丰富的北京和上海地区为例, 2016 年重点高中在普通高中占比仅 14%/27%; 双一流大学分布密度也仅在每万人 1.2/0.8 所。2017 年, 中国四年制大学及前 50 所大学的录取率分别仅为 39.6% 及 2.5%, 远低于美国的 55.8% 及 23.5%。

图表 23: 中国各省份双一流大学和一流学科资源分布 (双一流分布=双一流大学数量/高考人数)



资料来源: 教育部, 统计局, 国盛证券研究所整理绘制

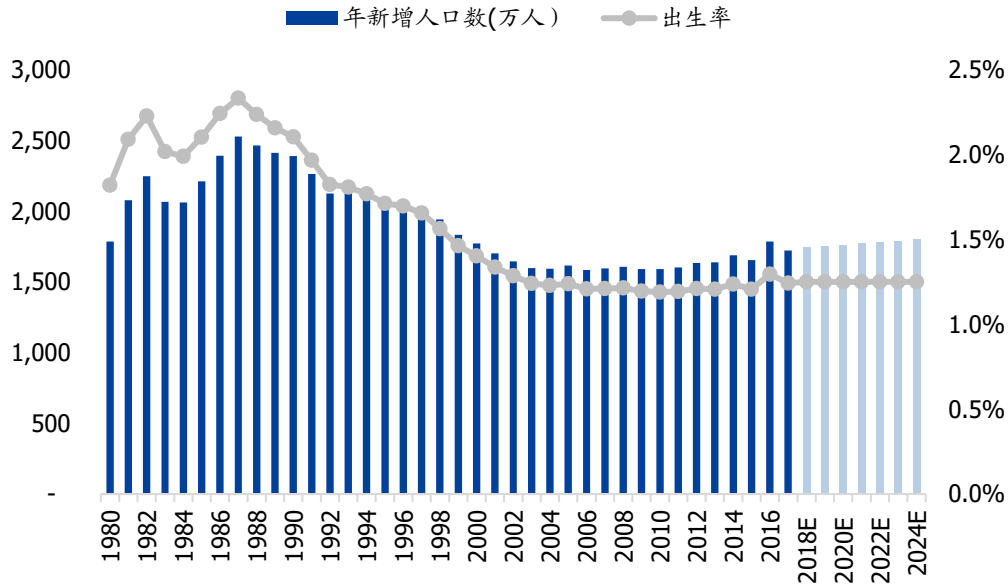
图表 24: 中美四年制大学及 Top50 大学录取率对比 (%)



资料来源: 国家统计局, 美国教育部, 国盛证券研究所

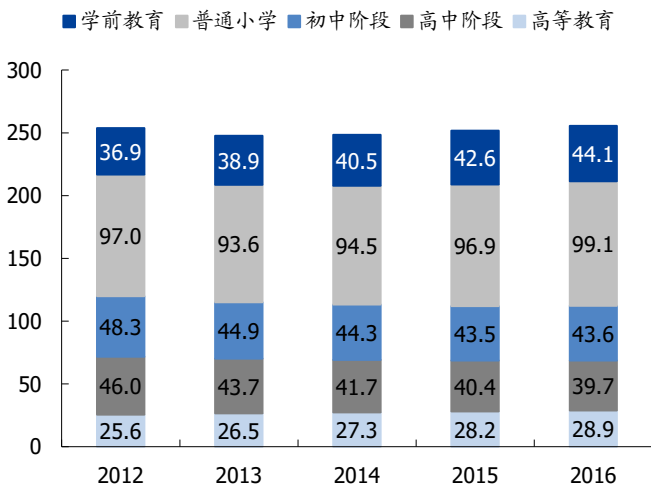
中长期看, 教育行业增长模型以适龄人口为基础 (由出生率决定), 以渗透率 (参培率/民办比例) 和生均支出为核心变量。二孩政策扭转出生率下降趋势, 仍难改人口红利弱化态势, 截至目前看预计 2018 年出生人口恐下降至 1500 万。考虑到二孩政策的推动, 预计未来五年我国人口出生率维持在 1.25% 左右、每年出生人口为 1700 万人左右。从年龄结构看各赛道潜在人群: (1) 非学历类: 测算早教 (0-6 岁)、K12 课外 (7-18 岁)、职教培训 (23-30 岁) 的潜在目标消费人群 (考虑城镇化率) 分别有 6000 万、1 亿、1 亿。(2) 学历类: 幼儿园、K12 学校、高教的在校学生分别有 4400 万、1.7 亿、2900 万。整体看, 预测未来学前教育得益于全面二孩政策而有所增长、K12 学段保持稳定、职业培训和高等教育适龄人口下降。

图表 25: 1980-2024E 新增出生人口数及出生率 (万人; %)



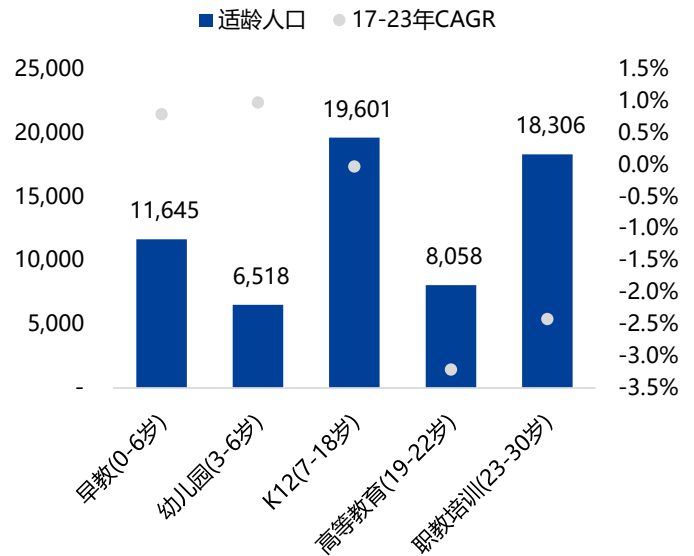
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所预测

图表 26: 2010-2016 年各教育阶段在校人数 (百万人)



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

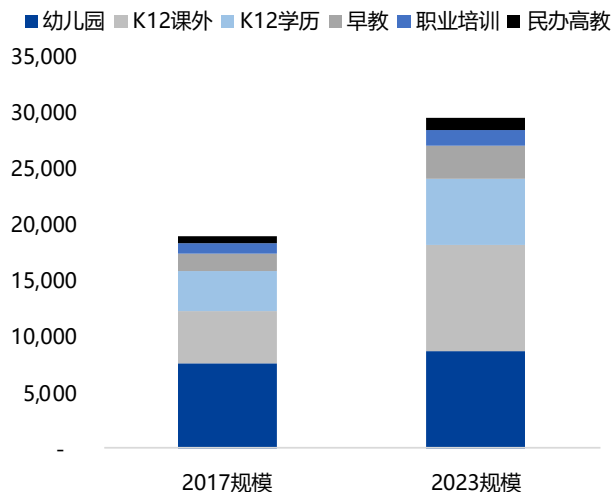
图表 27: 不同阶段适龄人数、2017-2023 年 CAGR (左轴: 万人; 右轴: CAGR)



资料来源: 各地市统计局, 国盛证券研究所预测

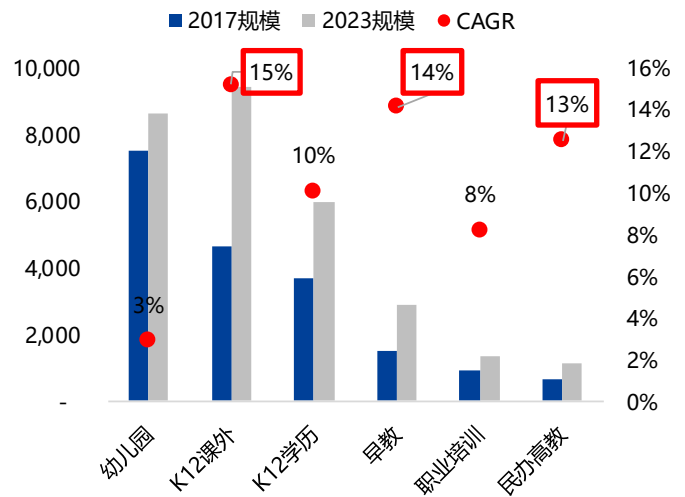
根据以上各赛道潜在人口测算行业规模, 预计 2017 年 K12 课外/早教/职业培训/民办高教的行业规模分别为 4700/1500/900/630 亿元, 预计到 2023 年分别达 9500/2900/1400/1100 亿, 占整体教育行业规模的 50% 左右, 对应 CAGR 分别为 15%/14%/8%/13%。其中非学历赛道增长弹性主要来源于参培率的提升(双师课堂+在线教育加速渠道下沉)以及生均支出的增长(培训科目多元化); 民办学段的增长弹性来源于毛入学率和民办比例(高等教育毛入学率目标从 42.7% 到 2020 年的 50%)。

图表 28: 教育各细分行业规模结构 (亿元)



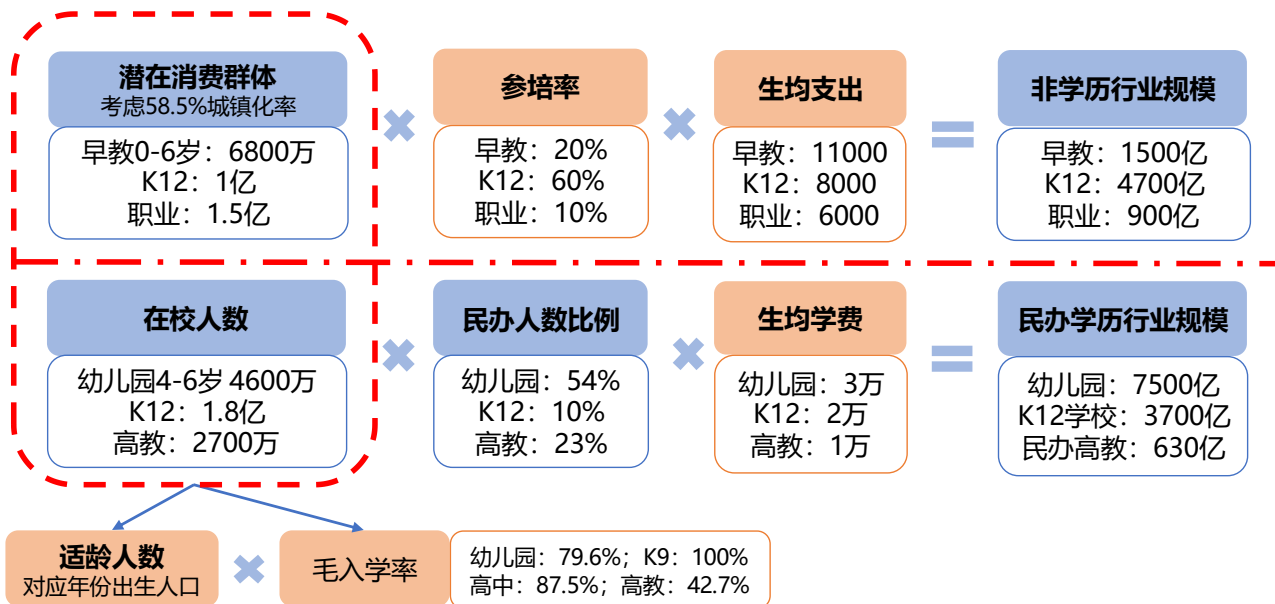
资料来源: 国盛证券研究所测算

图表 29: 教育各细分行业规模测算和 CAGR (左轴: 亿元; 右轴: %)



资料来源: 国盛证券研究所测算

图表 30: 2017 年教育行业六大赛道行业规模测算逻辑 (上: 非学历赛道; 下: 民办学历赛道)

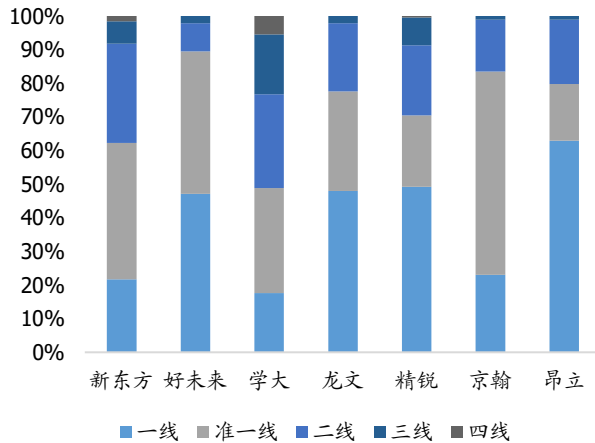


资料来源: 教育部, 国盛证券研究所绘制 注: 参培率数据参考: 根据《腾讯课堂报告》, 国内平均课外文化课参培率达到 57%; 根据 Frost&Sullivan 数据显示, 2016 年早教机构参培学生数量在 1580 万人, 参考 6000 万潜在早教消费人群基数, 保守估算早教参培率在 20-25% 左右

渠道空间: 聚焦二线发展潜力, K12 课外+职教更易下沉

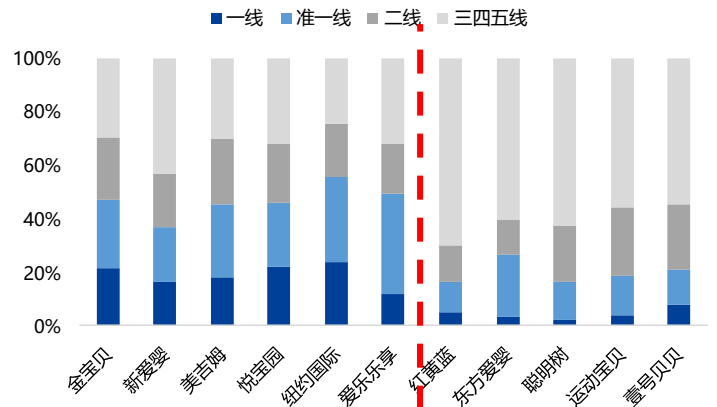
分城市看渠道空间, 一线城市龙头品牌仍有提升空间, 二线城市经济条件较为成熟, 发展空间较大。K12 课外一线城市实际网点数接近理论空间, 前十大品牌网点数量占一线城市理论空间的 7%, 占准一线和二线的不足 3%, 其中全国型龙头集中于一二线城市, 占比 90% 左右。早教网点分布以经济较好的华东地区为主, 一线城市以定位高端的早教品牌为主, 由于一线城市开办成本较高, 定位大众品牌面临激烈的竞争环境。IT 培训、财经类等职业培训网点分布也以一二线城市为主, 如达内科技 90% 的网点在一二线城市。

图表 31: K12 课外培训全国型龙头品牌网点城市等级分布



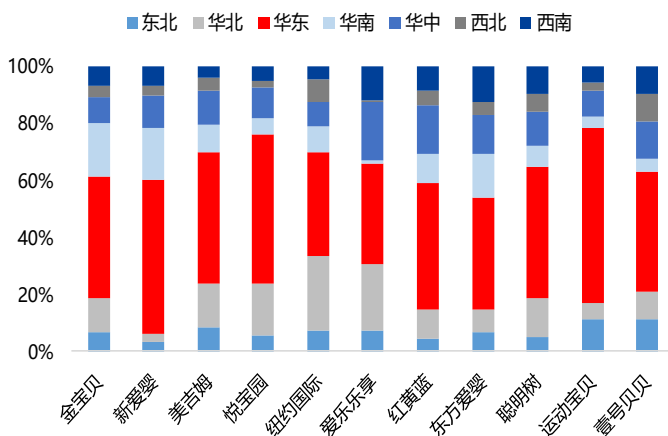
资料来源: 各品牌官方网站, 国盛证券研究所

图表 32: 国内早教品牌网点在各线城市分布



资料来源: 各品牌官方网站, 国盛证券研究所

图表 33: 国内早教品牌网点分布以经济较好的华东地区为主



资料来源: 各品牌官网, 国盛证券研究所

图表 34: 典型早教品牌网店扩张到全国各地

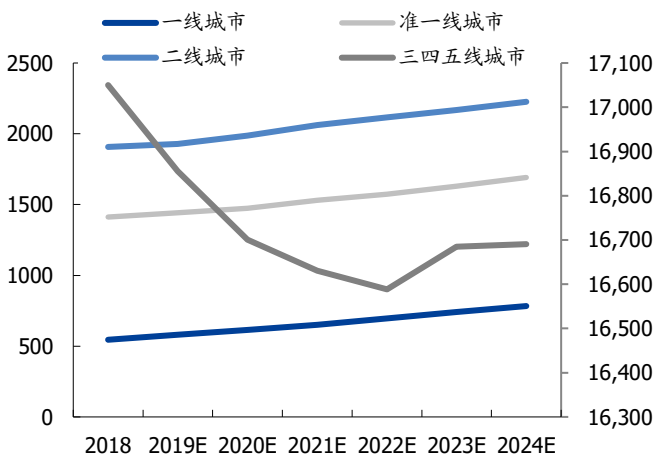


资料来源: 运动宝贝官网, 国盛证券研究所

低线城市市场容量广阔, 人口占比虽有下降仍达 **80%**。我们通过统计 4 个一线城市、15 个准一线城市、30 个二线城市出生人口, 推算 7-18 岁适龄人口数¹⁰, 进一步得到低线城市 0-6 岁学前和 K12 适龄人口分别为 8700 万/1.55 亿, 占比分别为 74%/80%。动态看, 低线城市 K12 适龄人口从 2000 年的 89% 降至 2018 年的 80%, 虽有占比下降, 但海量人口红利依然有待挖掘。

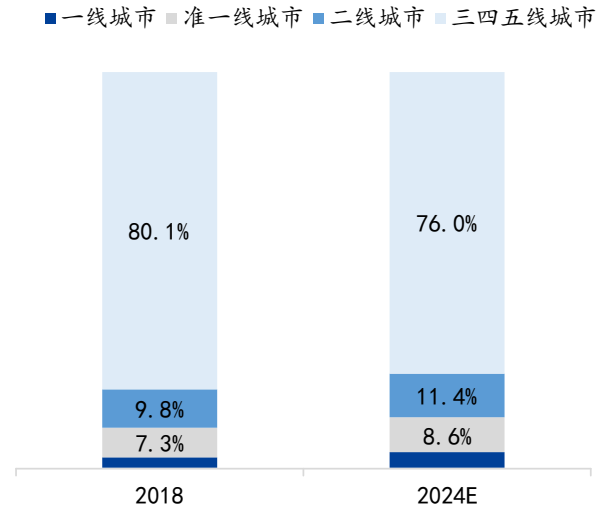
¹⁰ 估算方法: 如以 2018 年为例, 7-18 岁适龄人口为 2000-2012 年的出生人口估算

图表 35: 2018-2024 年 7-18 岁适龄人口城市分布 (万人)



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

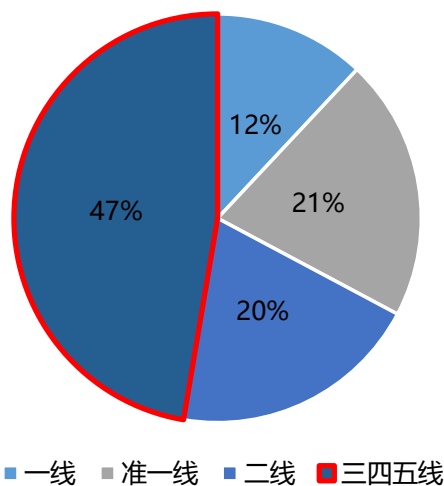
图表 36: 2018/2024 年 7-18 岁适龄人口城市分布占比



资料来源: 各地市统计局, 国盛证券研究所

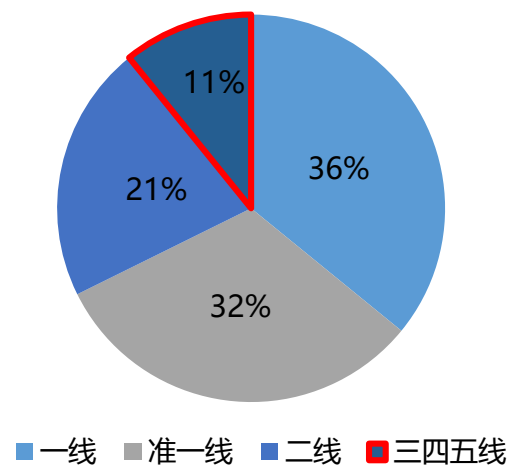
K12 课外+职业培训下沉空间更大, 技术升级更迭推动双师课堂发展, 加速渠道下沉。 K12 课外的区域性龙头渠道集中于三四线城市, 佳一/巨人低线网点占比分别高达 83%/60%, 而全国性龙头新东方/好未来低线渠道占比分别为 8%/2%。未来通过双师模式探索低线城市加速下沉, 根据高思双师研究中心数据, 2018 年双师课堂学员人数增长 233%至 20 万, 其中低线城市占 50%。目前双师课堂的授课模式已不局限于 K12 学段, 逐渐向职业培训领域渗透, 如数字艺术教育龙头“火星时代”在 13 个核心城市的学校基础上以双师模式渗透到其他城市。而早教虽内容门槛较低, 但极为注重线下互动, 只能以加盟模式快速跑马圈地, 形成了早教以低线城市占比高的金字塔渠道结构, 不同于 K12 课外培训行业低线城市占比低的倒三角形形态。

图表 37: 早教行业 CR10 品牌渠道在各线城市分布



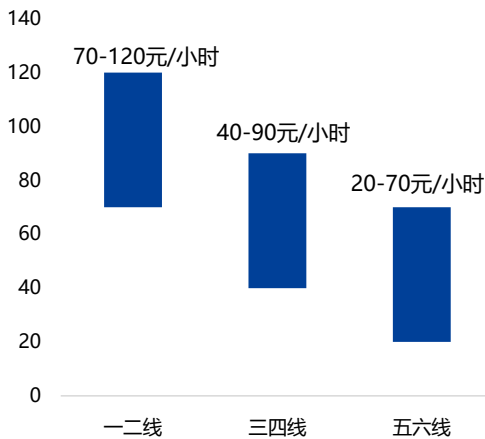
资料来源: 各品牌官方网站, 国盛证券研究所

图表 38: K12 课外行业 CR10 品牌渠道在各线城市分布



资料来源: 各品牌官方网站, 国盛证券研究所

图表 39: 双师课堂客单价



资料来源: 爱学习双师研究中心, 国盛证券研究所

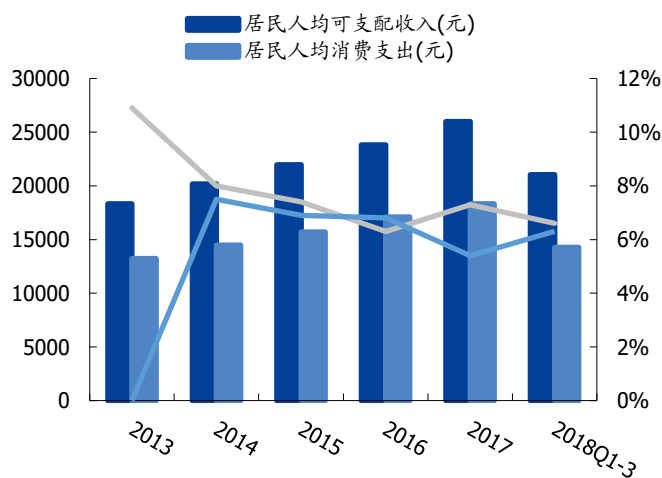
图表 40: 线下双师课堂实景 (远程主讲老师+场内助教老师)



资料来源: 豆瓣, 国盛证券研究所

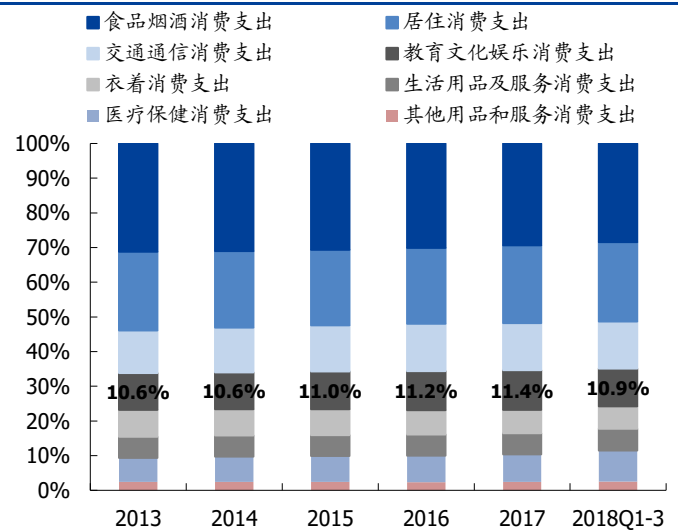
从教育支出看, 一二线城市教育支出在整体消费结构中占比高于三至五线城市。教育支出作为家庭消费支出的重要组成部分, 近几年在消费结构占比中逐步增加, 2017 年居民 (包括城镇+农村人口) 人均可支配收入为 2.60 万元, 消费支出为 1.83 万元, 其中教育文娱类支出为 2086 元, 在消费支出中占比达 11.4%。教育支出存在较大城乡及地区差异, 城镇家庭支出普遍为农村家庭的 2-3 倍, 初高中阶段支出较高。从不同城市等级来看, 一二线城市的教育支出/整体消费支出占比高于三至五线城市。

图表 41: 2010-2016 年各教育阶段在校人数 (百万人)



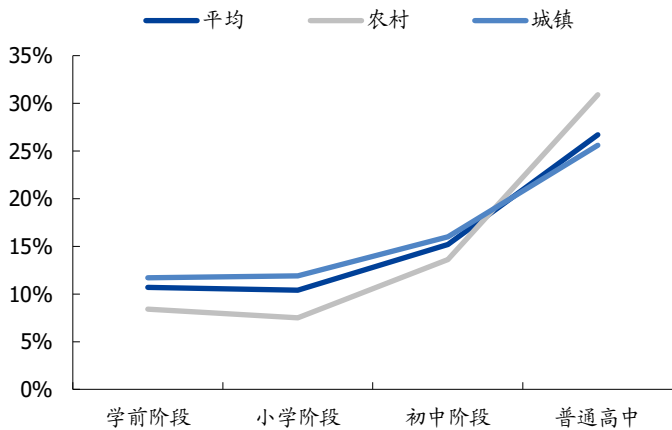
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 42: 2013-2018 年各类消费支出占比



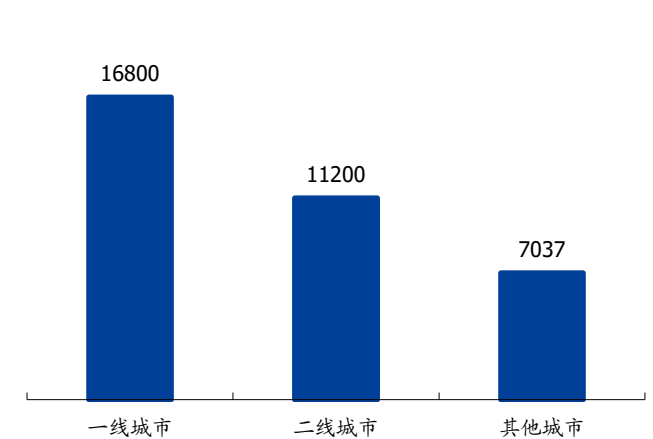
资料来源: 各地市统计局, 国盛证券研究所

图表 43: 不同教育阶段家庭生均教育负担率(%)



资料来源: 北大财政所《2017年中国教育财政家庭调查结果》, 国盛证券研究所 注: 负担率定义为每生每年教育支出占家庭总消费支出的比例

图表 44: 义务教育阶段生均家庭支出-按城市等级(元)



资料来源: 北大财政所《2017年中国教育财政家庭调查结果》, 国盛证券研究所

在变革中回归本质，探寻长周期品牌

K12 课外：政策影响或年内体现，强教研是长期引擎

2018年8月22日国务院发布《关于规范校外培训机构发展的意见》，《意见》主要从授课安排¹¹（不得超纲+不得晚于20:30）、师资管理¹²（必须有教师资格证）、经营规范¹³（生均面积不低于3平米/收费周期不超过3个月）等方面进行规范。

2018年K12课外行业进入比2017年更为严肃的整顿阶段，对公司2019年经营和报表均会产生一定影响。目前由于政策深入各地方的执行和落实程度不同，新规带来的合规成本尚未充分体现在利润端，具体主要包括（1）教师需具备资格证的强制要求下学习中心可能需要重新聘请部分教师，（2）对培训机构消防楼层要求和生均面积要求或迫使部分网点更改地址，招生经营或有阶段性影响；（3）“意见”中不超过3个月收费的新规恐致递延收入增速有所放缓，同时留存现金相应减少，利息收入亦会相应减少。整体合规成本可能对未来3-4个季度的利润率有所拖累。

2019年面对严格的监管环境，渠道扩张速度或有所放缓。从好未来和新东方两家龙头最新季报看，以好未来和新东方为代表的龙头公司开始控制线下扩张节奏，本季度新东方净增19个学习中心，较过去四个季度显著放缓（18Q3/18Q4分别净增55/81家）；好未来本季度净增18个学习中心，较上个季度有所放缓（净增36家），主要受制于当下行业整顿规范，有一部分城市尚未发布规范细则。

中长期看，政策环境趋严，拉长单店盈亏平衡周期，提高行业门槛，集中度提升望延续。目前K12课外行业呈现两超多强格局，2017年全国摸排的课外培训机构达40万所，其中收入规模30亿以上的全国型品牌有四个，包括新东方（157亿RMB）、好未来（110亿RMB）、精锐（30亿）、学大（30亿），收入集中度5%。龙头品牌2015-17年收入呈现

¹¹ 培训内容不得超出相应的国家课程标准，培训班次必须与招生对象所处年级相匹配，培训进度不得超过所在县（区）中小学同期进度；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，培训结束时间不得晚于20:30，不得留作业；严禁组织举办中小学生学习学科类等级考试、竞赛及进行排名。

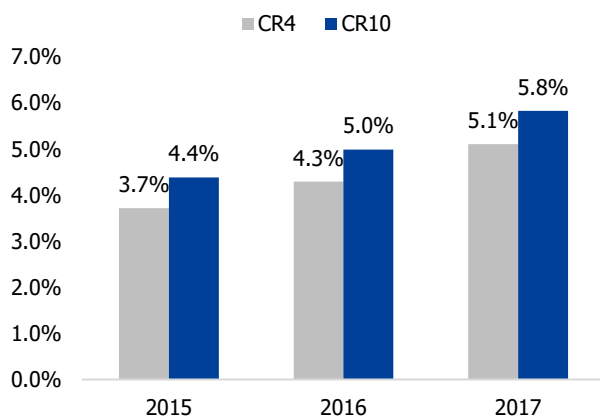
¹² 从事语文、数学、英语及物理、化学、生物等学科知识培训的教师应具有相应的教师资格；不得聘用中小学在职教师。

¹³ 同一培训时段内生均面积不低于3平方米，尤其重视消防、卫生等方面。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。

高双位数复合增长、显著高于行业增速，份额较 2015 年 3.7%有所提升。整体监管环境趋严中长期将拉长单店的盈亏平衡周期，其中尚未形成规模、经营不规范的小机构恐面临高昂的合规成本而不得不关停。

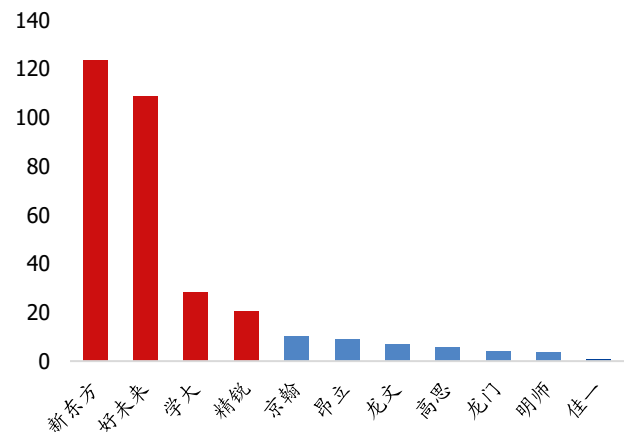
招生政策、减负政策、规范政策对 K12 课外培训需求或产生结构性边际影响，从应试向素质教育转变成为大趋势。此次整顿重点针对以学科类为主的培训机构，尤其是近年来一些校外培训机构违背教育规律以“应试”为导向的培训。取消奥数加分，校内外减负等政策都试图扭转应试导向以及发展扭曲的唯奥数升学论。若公民同招在小升初阶段实施，以择校为目标的培训需要或将弱化。在此背景下，STEAM 教育等新兴培训细分赛道有望逐渐兴起。然而优质教育资源的供需缺口将升学的激烈竞争前置至 K12 阶段，体现为对课外培训孜孜不倦的追求，使得 K12 课外需求短期内难以降温。

图表 45: 2015-2017 年国内 K12 课外培训品牌集中度变化



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表 46: 2017 年国内 K12 课外培训品牌收入规模 (单位: 亿元)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表 47: 国内 K12 课外培训前十大品牌 (收入和净利润单位: 亿元人民币)

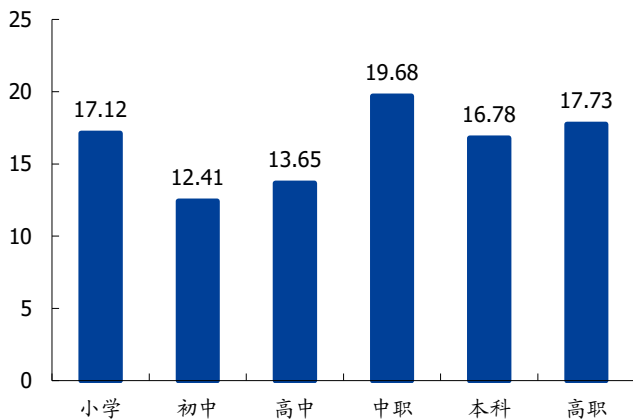
| | 新东方 | 好未来 | 学大 | 精锐 | 京翰 | 昂立 | 龙文 | 高思 | 龙门 | 明师 | 佳一 |
|------|-----------------|---------------|-----------|------------|----------|--------------|----------|----------|------------------|----------------|----------|
| 成立 | 1993 | 2003 | 2001 | 2008 | 2000 | 1984 | 1999 | 2009 | 2003 | 2002 | 2003 |
| 区域 | 全国 | 全国 | 全国性 | 全国性 | 全国性 | 全国性 | 全国性 | 区域性 (北京) | 区域性 (陕西) | 区域性 (广东) | 区域性 (江苏) |
| 业务结构 | 综合性 | 综合性 | K12 学科全科 | K12 学科全科 | K12 学科全科 | K12 学科 + 素质类 | K12 学科全科 | K12 学科全科 | 中高考 + K12 学科 | K12 学科全科 + 中高考 | 语数外 |
| 授课模式 | 班课 小班 1对1 | 小班为主 1对1为辅 | 1对1 小班 | 1对1 1对多 | 1对1 | 班课 | 1对1 | 班课 | 封闭 全日制 1对1 | 班课 1对1 | 小班 |
| 收入 | 157 | 109 | 28 | 29 | 10 | 14.9 | 7.4 | 5.5 | 4 | 3.5 | 0.9 |
| 净利 | 19 | 13 | 0.11 | 2.46 | 0.5 | 1.04 | 0.84 | 0.8 | 1.05 | 0.3 | 0.2 |
| 网点数量 | 1,081 | 594 | 616 | 225 | 100+ | 172 | 400+ | 20 | 61 | 70 | 35+ |
| 学生数量 | 633 万 | 745 万 | 10 万 | 8.3 万 | / | / | 3.4 | 约 1 万 | 2.3 万 | 2 万 | 2 万+ |

资料来源: 各公司官网, 国盛证券研究所整理绘制 注: 新东方为 2018 年 5 月财年, 好未来为 2018 年 2 月财年, 精锐教育为 2018 年 8 月财年, 学大教育为 2016 年预测值

K12 阶段结果导向明确，对教研能力要求更高。提分是 K12 阶段检验教学效果的直接指标，因此 K12 阶段对内容（教什么）和质量（教的怎么样）的要求高于学前及高等教育阶段。从 K12 阶段的生师比来看，初高中阶段生师比最低，即对教师资源的需求较高。因此龙头机构可以凭借标准化的教研体系、稳定的渠道扩张路径，实现远高于行业的增长。新东方/好未来 2015-2018 年营收复合增速达 25%、58%，精锐教育/昂立教育/卓越教育/增速均在 20%以上，以封闭高考培训业务为主的龙门教育最近三年复合增速高

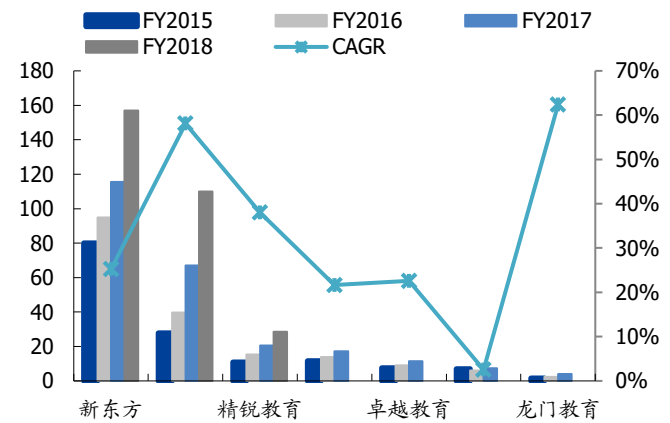
达 62.4%，远超行业平均水平。

图表 48: 2016 年各教育阶段生师比 (该阶段教师数/学生数)



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

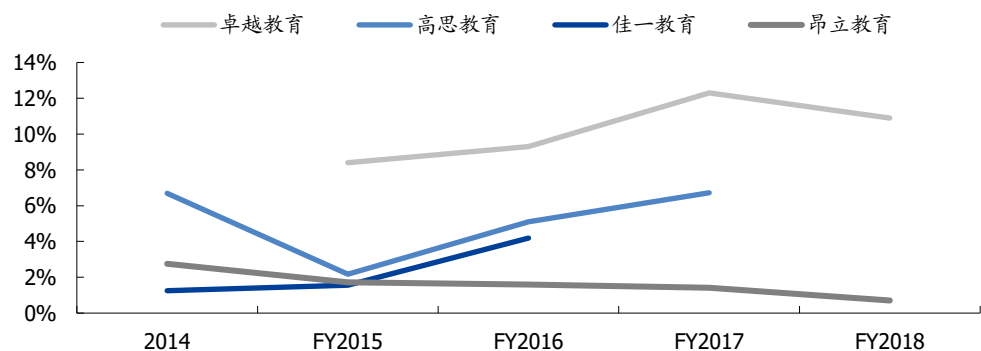
图表 49: 2015-2018 K12 课外培训上市公司营收及复合增速 (亿元; %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所 注: 卓越教育 FY2018 为前八个月财务数据; 高思教育 FY2017 为上半年数据; 昂立教育 FY2018 年为前三季度数据

教研体系可进一步拆分为教学与研发体系, 大后台、标准化的教研体系更注重研发投入。以好未来旗下学而思为例, 采用“大后台, 小前台”的教研管理模式——在总部设立各研究院, 针对全国主流教材和大纲进行教学内容的系统、深度的钻研和建设, 以及建设、支持、迭代 ICS 教学系统。目前, 好未来拥有 5000 名的产品技术工程师, 包含教学研发的专家学者, 2017-2018 年科技及教学研发投入超过 10 亿元。

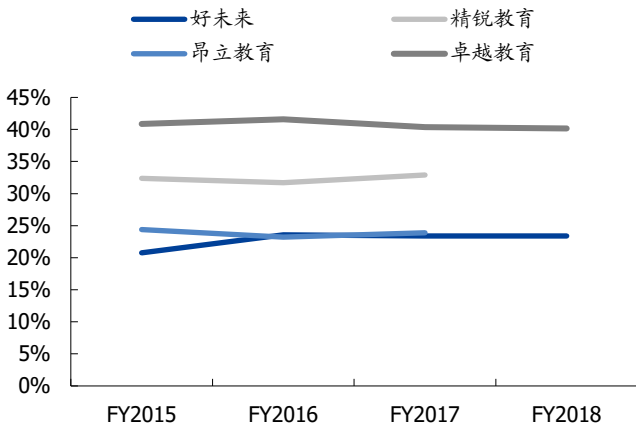
图表 50: K12 课外培训上市公司研发支出/营收占比 (%)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所 注: 卓越教育 FY2018 为前八个月财务数据; 高思教育 FY2017 为上半年数据; 昂立教育 FY2018 年为前三季度数据

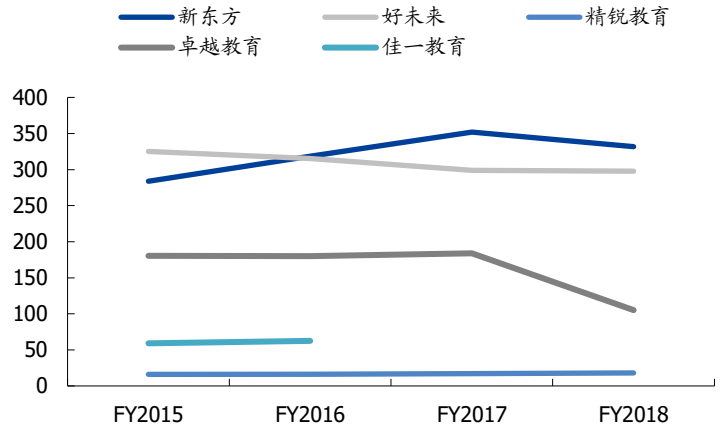
教学端, 合理的薪酬回报及考核晋升体系是稳定师资流动性的重要途径。师资薪酬作为课外培训的主要成本构成, 通常占比总成本的 60%-70%、总营收的 20%-40%。影响师资薪酬占比的主要变量是授课模式, 由于班课模式相比一对一模式, 教师利用效率更高, 因此班课模式的师资成本远低于一对一模式。以好未来、昂立教育为代表的班课模式, 近三年师资成本/营收占比稳定在 23% 左右, 以 1 对 1 及 1 对 1 小多模式为主的精锐教育, 师资成本/营收占比达 33%, 1 对 1 业务营收占比 40% 以上的卓越教育, 其师资成本/整体营收占比高达 40%。

图表 51: K12 课外培训教师薪酬/营收占比 (%)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表 52: K12 课外培训师生比 (当年培训人次/当年教师数量)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所 注: 卓越教育 FY2018 为前八个月财务数据

薪酬考核与教学质量直接挂钩, 优质教师在体系内持续留存受益。新东方、学而思拥有完善的薪酬晋升体系, 以课时费+续班奖金的形式考核教师工作量。在考核指标上, 学而思采用四个核心指标: 续班率、退费率、满班率、工龄, 新东方考核系统相对更为复杂, 在此基础上增加班量等指标, 同时考虑组内教研贡献。涨薪频次上, 新东方、学而思分别采用 1 年 2 次、1 年 4 次的频率, 学而思续班奖转入课时费发放, 以续班率及退费率作为涨薪主要指标。根据公司调研, 好未来线下续班率达到 80%-90%, 新东方续班率也在 75%以上, 续班奖金制度使得表现优异的教师工作越久, 越能享受持续的收入上涨, 从而增强教师留存率及稳定性。

图表 53: 新东方和好未来的教师考核体系

| | 新东方 | 学而思 |
|---------|--------------------|---|
| 课时费考核指标 | 续班率、退费率、满班率、班量、工龄等 | 续班率、退费率、满班率、工龄四大指标 |
| 薪酬指标 | 数据+组内贡献双项决定 | 数据 |
| 涨薪频率 | 1 年 2 次 | 1 年 4 次 |
| 续班奖 | 作为奖金单独发放 | 转入课时费发放 (无单独续班) 课时费一次续班涨一级的标准: 85%以上续班率+5%以内退费率 课时费一次续班一次涨两级的标准: 90%以上续班率+3%以内退费率 |

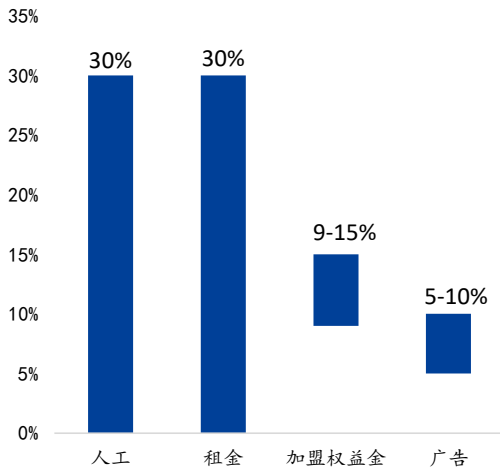
资料来源: 公众号校长运营圈, 国盛证券研究所整理

早教: 快跑后的洗牌阶段, 集权管理利好长期

早教行业需求来源于“赢在起点”的教育需求和基础托育需求。前者在 80 后父母群体中逐渐深入人心, 未来新生代父母作为高等教育的受益者 (1999-2007 年国内高校持续扩招), 对下一代教育将更加重视。随着全面二孩政策的进一步实施落地, 托育供需矛盾更加突出。新生代父母作为职场主力无暇满足婴幼儿白天陪伴和教育的需求, 对长辈的教育理念认同感较低。在国家积极降低生育和养育成本的鼓励生育指引下, 不排除未来托育需求被幼儿园延伸取代的可能性。

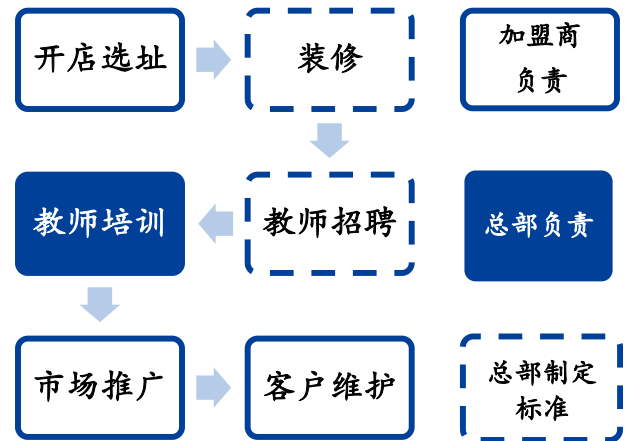
在此背景下，对于体验导向，口碑为王的早教品牌而言经营要求更高。早教与K12课外培训不同的是，早教辐射人群年龄段较短（主要客群是0-3岁的学龄前儿童，有效用户生命周期2.5年），且早教培训结果难以量化，因此早教以体验导向，由此形成口碑效应。从早教单店运营角度，早教单店开办费用固定（主要由教师薪酬和销售提成、租金、上缴总部的加盟权益金、广告，分别约占收入的30%/30%/9-15%/5-10%），持续获客能力和消课系数（每人每月上课次数）是单个早教中心持续盈利的核心要素，其中消课系数通常来说4-4.5比较理想，行业平均在3.5左右。

图表 54: 早教单店成本费用率（人工包括教师薪酬和销售提成）



资料来源：国盛证券研究所绘制

图表 55: 早教加盟商和总部分工机制



资料来源：国盛证券研究所绘制

目前早教行业呈现多头长尾格局，加盟模式跑马圈地，或进入尾部洗牌阶段。从门店数量看，国内品牌知名度较高的十大品牌门店数量总和4100多家门店，若以全国6万家早教机构测算，前十大品牌份额在7%左右。具体看，金宝贝、美吉姆等定位较高的外资品牌渠道已分布各线城市，东方爱婴、红黄蓝等国内品牌以低线城市为主。经过一轮跑马圈地后，未来经营不佳、渠道管理混乱的品牌恐遭淘汰。

图表 56: 国内市场早教品牌数量众多（截至2018年9月31日）

| 机构 | 教育方式 | 课程设置 | 门店数量 | 每课时价格(元) |
|---|------|---------------------------|-------|----------|
| 国外一线品牌: | | | | |
| 金宝贝 | 美式 | 育乐课程、音乐课程、艺术课程 | 500 | 190-350 |
| 新爱婴 | 美式 | 蒙氏数理、奥尔夫音乐等 | 600 | 120-200 |
| 美吉姆 | 美式 | 欢动课、音乐课、艺术课 | 389 | 200-300 |
| 悦宝园 | 美式 | 健康认知、音乐课等 | 240 | 200-300 |
| 纽约国际 | 美式 | 健身课，音乐课，艺术课，烹饪课，球类运动课，芭蕾课 | 100+ | 200-300 |
| 爱乐乐享 | 国际 | 音乐、拼图、水上运动、厨趣、艺术等 | 120+ | 200-300 |
| 国内自研品牌: | | | | |
| 红黄蓝 | 中式 | TMC 音乐课、思维课程等 | 1200+ | 100+ |
| 东方爱婴 | 中式 | 启蒙课程、音乐、逻辑、英语等 | 500+ | 100-150 |
| 聪明树 | 托育 | 音乐、美术、蒙氏、趣味运动等七大课程 | 330+ | 100-200 |
| 运动宝贝 | 中西合璧 | 艺术、运动、生活实践、突触能量、语言等 | 190 | 150-200 |
| 壹号贝贝 | 托育 | 音乐、水育、绘画、父母成长课堂等 | 60+ | 100+ |
| 其他品牌 | | | | |
| 爱缤纷、艾米熊、爱丽塔蒙特梭利、安琪儿、爱尚精品、帝宝双语、笛飞儿、华夏爱婴、爱祺乐等 | | | | |

资料来源：各早教品牌官网、国盛证券研究所

长期看，唯有在高效渠道管理和运营体系下方能胜出。加盟模式的低门槛，可实现成本

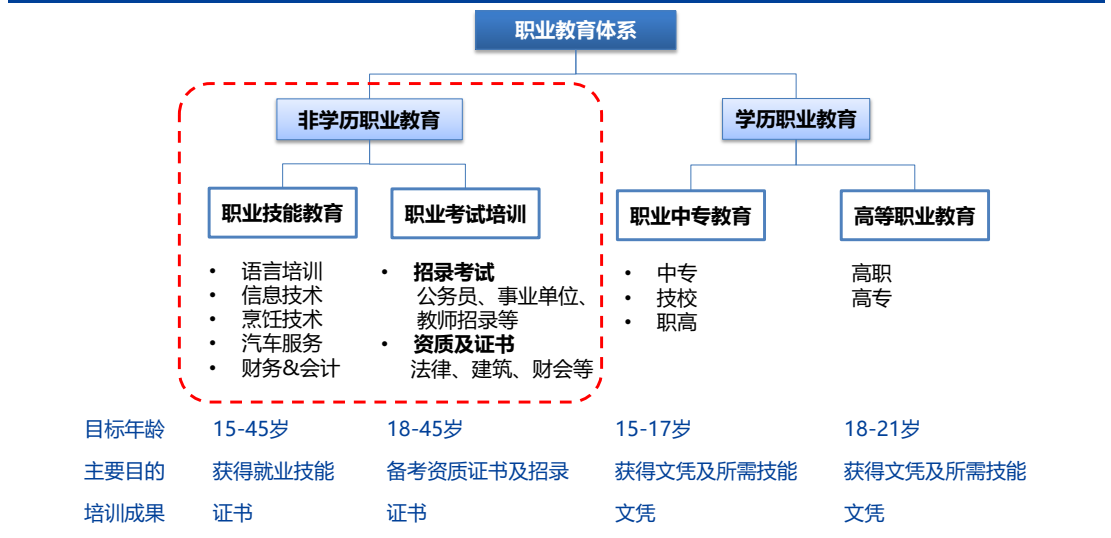
的节约和快速的扩张，有利于早教品牌快速占领市场先机。对加盟商的管理机制健康与否对早教品牌的生命力有重要影响。总部对加盟商的管理主要在准入和筛选过程（考察加盟商行业经验、开多店的能力等）、运营管理（包括装修标准化、教材标准化等）、教师管理和培训（严格的末尾淘汰机制）、业绩考核（统一接入 CRM 系统实时监测）等。总部强管控的集权式管理更利于品牌长期健康发展。

职业培训：注重营销获客，成长依托赛道延伸

职教培训的源动力是招录求职或者晋升加薪，是在就业竞争加剧的背景下逆人性的自我驱动。职教培训具有很多细分领域，各有特点，优选培训需求较刚性的细分赛道。具体根据培训目的可以分为两类：

（1）职业考试培训：以通过考试获取资质和证书为目标，增长由报名人数和参培率共同决定，其中报名人数短期由考试和招录政策决定，中长期由行业就业前景决定；参培率由考试和通过难度决定，考试难度越高、通过率越低的考试培训需求更为刚性，参培率提升空间较大。其中公务员考试录取难度较高，教师资格考试则在课外培训机构规范政策催化下报名人数激增，参培率提升空间均较大。

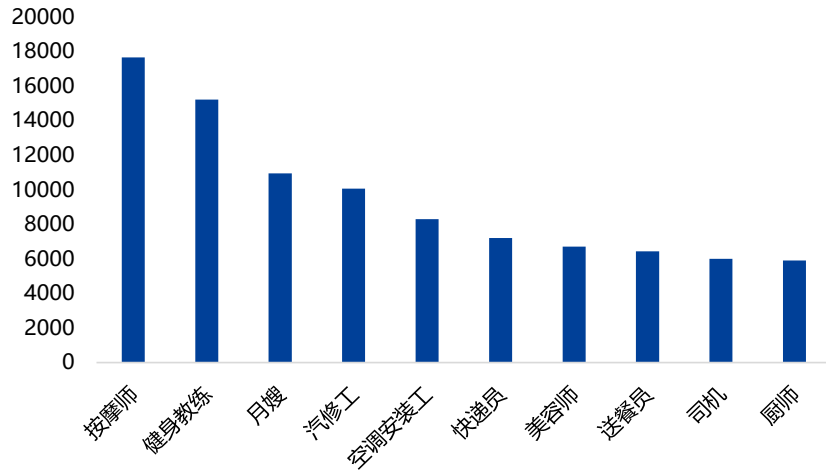
图表 57：国内职业教育体系及分类



资料来源：公司招股书，国盛证券研究所绘制

（2）职业技能培训：以就业为核心目标，培训需求受各行业就业前景（薪酬水平、工种供需缺口等）影响。根据 58 同城此前发布的《2016 年城市服务业高薪榜》，月嫂、健身教练等职业月薪高达 10000 元以上，高于应届大学生平均薪酬。其中 IT 类、厨师类岗位面临较大的供需缺口，就业前景明朗，预计参培需求较旺盛。

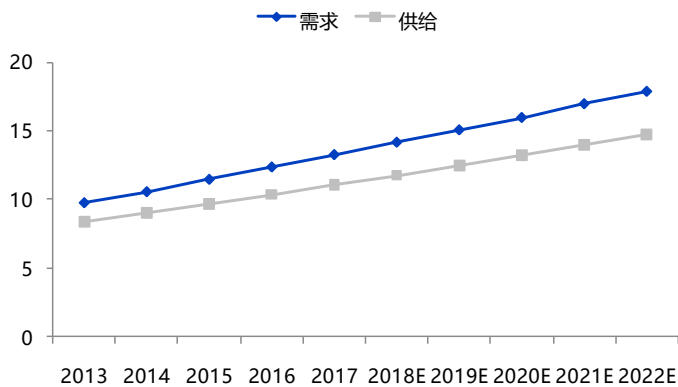
图表 58: 2016 年城市服务业平均薪酬榜 TOP10 (月薪: 元)



资料来源: 58 同城, 国盛证券研究所绘制

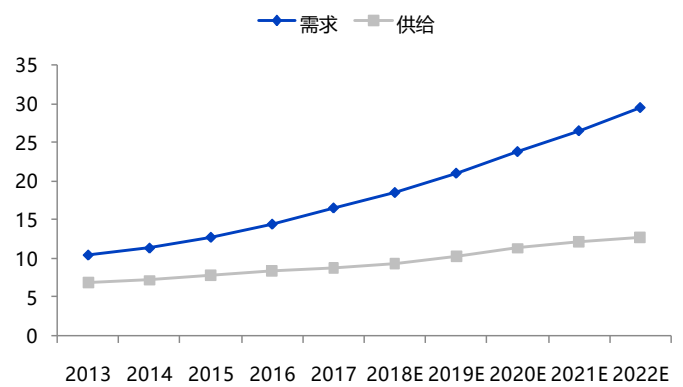
以烹饪技术、信息技术和汽车服务为例, 三大细分赛道人才供需缺口带动薪酬上涨。根据弗若斯特沙利文数据, 以上三大赛道的收入之和占 2017 年中国职业技能教育市场总收入的 40.1%。从人才缺口来看, 烹饪技术类供需差距将从 2017 年的 220 万增至 2022 年 310 万; 信息技术类供需差距将从 2017 年的 770 万增至 2022 年 1680 万; 汽车服务类供需差距将从 2017 年的 400 万增至 2022 年 870 万。

图表 59: 2013 年至 2022E 中国烹饪技术行业熟练工人供需差



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国盛证券研究所

图表 60: 2013 年至 2022E 中国信息技术行业熟练工人供需差



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国盛证券研究所

专业多元, 而细分市场格局相对集中。由于职教培训市场涉及领域较广, 包括语言培训、IT 技术、财务会计、烹饪汽修、公职培训各个领域, 培训年龄在 15-45 岁不等, 因此整体职教培训市场呈现高度分散的状态, 估算各细分赛道规模在 50-100 亿。就各个细分领域而言, 大多数均有龙头机构出现, 细分市场竞争格局较为集中, 如以中公、华图为代表的公职培训, 以正保远程、恒企、金程等为代表的金融财务考试培训, 以东方教育集团为代表的烹饪技术、汽车服务市场, 以达内科技为代表的 IT 技术市场。

图表 61: 职业培训细分市场龙头机构及测算市场份额

| | 培训领域 | 龙头机构 | 市场份额 | 收入(亿元) |
|--------|-----------------|-----------|-------|--------|
| 职业考试培训 | 公职培训 (100 亿) | 中公教育 | 25% | 26 |
| | | 华图教育 | 15% | 15 |
| | | 粉笔公考 | 2% | ~2.0 |
| | | 山香教育 | 1% | 1.4 |
| | 教师资格 (30 亿) | 中公教育 | 22% | 6.7 |
| | | 华图教育 | 10% | 2.8 |
| | 医师资格 (45 亿) | 正保远程 | 5% | 2.3 |
| | 金融财务 (50 亿) | 恒企教育 | 10% | 5.0 |
| | | 正保远程 | 10% | 4.8 |
| | | 金程 | 4% | <2 |
| | 法律 | 万国 | - | 31 所直营 |
| | 建设工程 (50 亿) | 学尔森 | 2% | 1.0 |
| | | 正保远程 | 2% | 0.7 |
| 职业技能培训 | 烹饪技术 (75 亿) | 东方教育-新东方 | 23% | 17.4 |
| | 汽车服务 (45 亿) | 东方教育-万通 | 9.7% | 4.2 |
| | IT 技术 (150 亿) | 达内科技 | 12.5% | 20.0 |
| | | 东方教育-安徽新华 | 3.4% | 5.4 |
| | | 翡翠教育 | 3% | 5.0 |
| | CG 艺术设计 | 火星时代 | - | 5.0 |

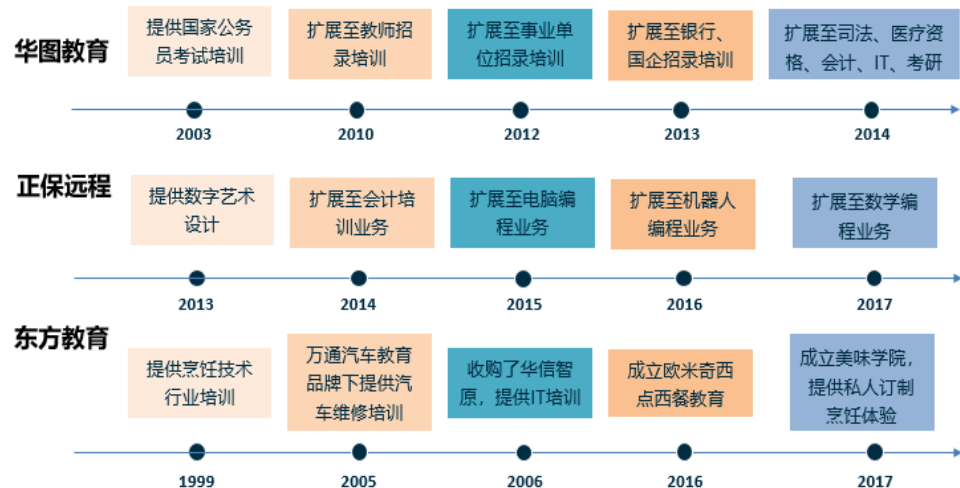
资料来源: 收入数据源于公司公告 (正保远程为截至 2018 年 9 月 30 日的 2018 财年, 其余为截至 2017 年 12 月 31 日的 2017 财年), 份额数据来自公司招股书 (东方教育)、以及国盛证券研究所测算

由于各赛道细分、市场规模有限, 职教培训龙头不断扩展业务边界。一方面, 细分市场的天花板较为明显, 市场规模通常在 50-100 亿之间, 在行业增速步入稳定状态、龙头市场份额固化以后, 后续增长乏力, 另一方面, 细分赛道的培训内容、培训受众有所重合, 为培训业务品类拓展提供了一定的便利性。以华图教育为例, 从 2003 年的公务员考试培训逐渐拓展至教师资格及事业单位招聘, 并进一步拓展至司法、医疗、会计、考研等领域。

选择切入赛道时, 赛道成长性以及拓展难度为两大关注点, 后者主要由培训对象、培训内容的重合度决定。以公职类 (公务员、事业单位、教师招录) 培训为例, 其潜在切入赛道可区分为以下三类:

- 培训对象高度重合, 培训内容高度一致: 军转干、村官、干警、国企、金融银行, 拓展难度最低, 但受众对象相对局限, 仍为利基市场。
- 培训对象重合较高, 培训内容有所差异: 司法、医疗资格、会计、IT、考研, 报考公职类考试的受众包含司法、医疗、会计等专业考试受众, 内容专业度强, 切入难度较高, 但市场空间广阔。
- 拓展新培训对象和培训内容领域: K12 培训、民办学校等, 培训对象及内容均无重合度, 拓展难度最高。

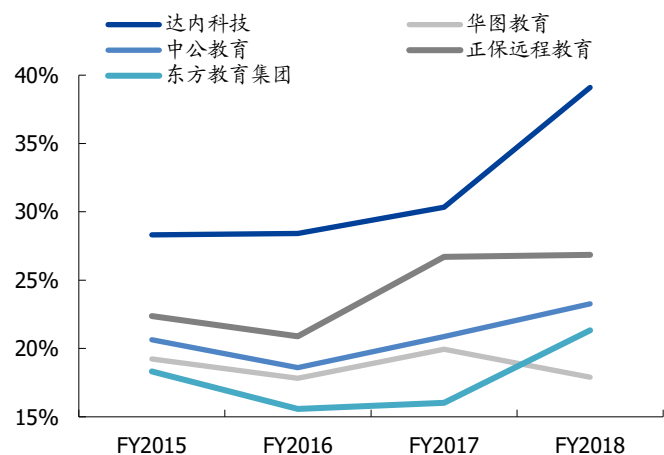
图表 62: 职业培训体系业务边界演变



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所绘制

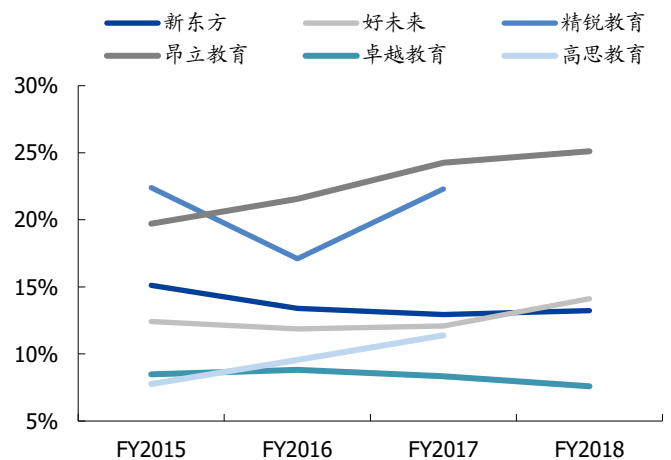
职教培训受众对象更加分散, 且单次培训居多, 生命周期较短, 因此职教品牌需要持续获客, 销售费用高于 K12 课外培训阶段。职教培训的销售手段主要依赖线上搜索广告、电话客服推广等, 因此在流量采买、人力投入等方面支出较高。通过对比 FY2015-FY2018 各公司销售费用投入, 以达内科技、正保远程为代表的职教培训公司, 销售费率接近甚至超过 30%, 中公、华图、东方教育也在 20% 以上, 而 K12 课外培训的销售费率基本在 20% 以内, 卓越教育、高思教育的销售费用率仅为 10%。

图表 63: 职业培训上市公司销售费用率 (%)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所注: 达内科技 FY2018 为前三季度数据, 华图教育为上半年数据, 中公为前四个月数据, 东方教育为前八个月数据; 正保远程财年截至每年 9 月 31 日

图表 64: K12 课外培训上市公司销售费用率 (%)

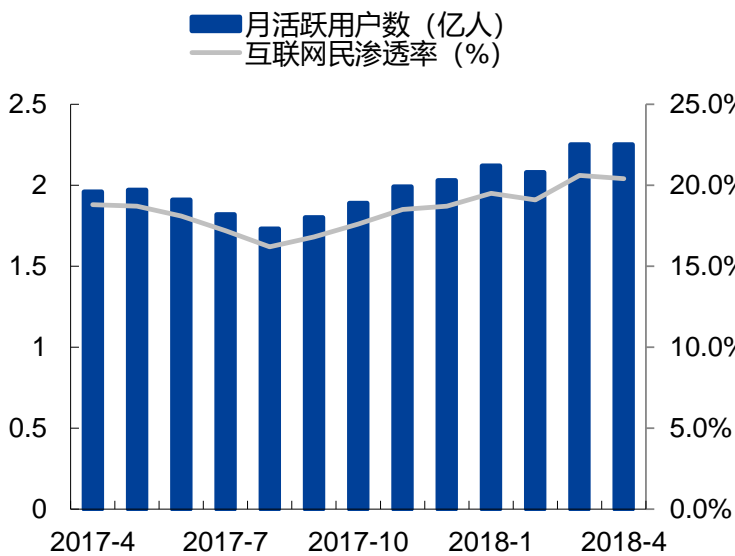


资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所注: 新东方财年截至每年 5 月 31 日, 好未来财年截至每年 2 月 28 日; 卓越 2018 年为前八个月财务数据; 高思教育为 2017 年上半年; 昂立教育为 2018 年前三季度数据

在线教育: 盈利尚需时日, 看好在线渗透率提升

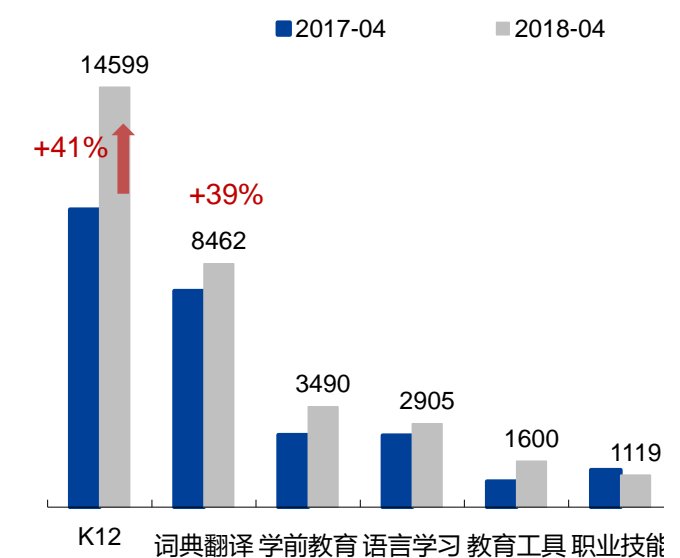
整体月活渗透率稳步提升, 但付费能力和意愿尚未充分成熟, 其中 K12 相关 APP 增长最快。根据 Quest Mobile 数据, 教育培训 APP 月活跃用户规模从 2017 年 4 月的 1.96 亿增至 2018 年 4 月的 2.2 亿, 渗透率逐月提升至 20.4%, 其中 K12 相关的月活同增 41%。

图表 65: 2017年4月-2018年4月教育培训 App 月活跃用户数及网民渗透率 (左轴: 亿人; 右轴: %)



资料来源: Quest mobile, 国盛证券研究所

图表 66: 2017年4月-2018年4月教育培训 App 各垂直行业月活跃用户数分布 (万人)



资料来源: Quest mobile, 国盛证券研究所, 注: 不同细分品类用户存在重叠

目前基本均处于亏损状态, 核心在于高昂获客成本。在线平台目前均处于亏损状态, 主要由于费用端广告营销开支营收占比过高, 收入端由于竞争较为激烈、市场价格战持续导致课程定价较低, 因此成本费用端高于营收端。以 51Talk、沪江网、尚德机构为代表的在线平台销售费用营收占比分别高达 77%、106%、139%。

在线教育规范化趋势明确, 或进一步拖累盈利。2018年11月27日教育部发布《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》, 要求按照线下培训机构管理政策, 同步规范线上教育培训机构, 并强制要求教师持有教师资格证并予以公示。

图表 1: 在线教育相关上市公司情况 (单位: 百万元人民币)

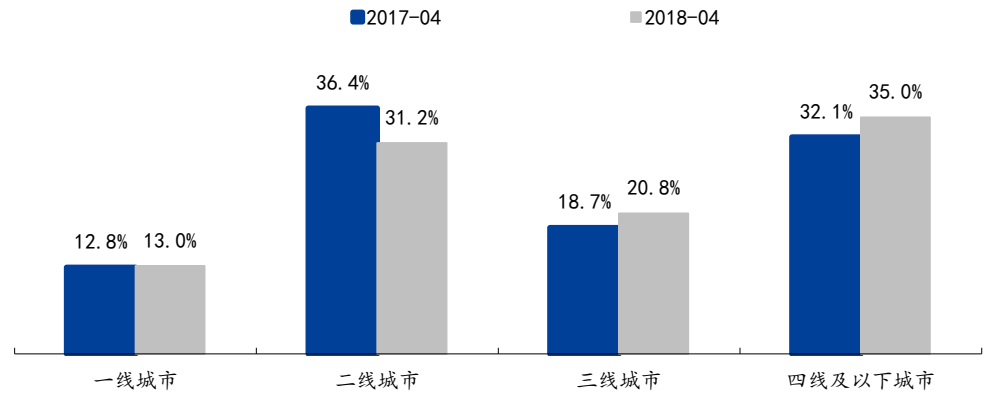
| 公司 | 新东方在线 | 沪江 | 正保远程 | 尚德机构 | 达内科技 | 51Talk | 流利说 |
|----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|------------|-----------|
| 代码 | H00947 | H00932 | DL.N | STG.N | TEDU.O | COE.N | LAI.N |
| 状态 | 待上市 | 待上市 | 2012年8月上市 | 2018年3月上市 | 2014年4月上市 | 2016年12月上市 | 2018年9月上市 |
| 上市地点 | 港股 | 港股 | 美股 | 美股 | 美股 | 美股 | 美股 |
| 培训领域 | K12/成人全科 | K12/成人全科 | 职业培训 | 成人学历 | IT 培训 | K12/成人英语 | K12/成人英语 |
| 收入 FY17 | 650.46 | 555.16 | 1023.18 | 970.20 | 2361.27 | 847.99 | 412.76 |
| 净利润 FY17 | 72.14 | -537.3 | 116.6 | -918.7 | 221.1 | -580.8 | -352.7 |
| 收入 CAGR | 40% | 73.2% | 10.5% | 147.0% | 26.7% | 134.1% | 360% |
| 毛利率 | 61.2% | 52.0% | 56.2% | 82.5% | 69.6% | 60.0% | 75.0% |
| 净利率 | 12.6% | -97.0% | 12.4% | -94.7% | 9.4% | -68.0% | -78.7% |
| 销售费用率 | 34.4% | 106% | 25% | 139% | 36% | 77.5% | 112.3% |
| ROE | 10.9% | / | 30.6% | / | 11.17% | / | / |
| 市值(亿美元) | / | / | 2.24 | 6.02 | 3.54 | 1.37 | 3.79 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所整理 注: 流利说为 2018年9月30日的三季报数据

在线教育“去中心化”的特点, 加速内容的下沉, 解决了供需两端教学资源区域分配不对等的核心矛盾。线下教学场景在不同程度上受到地域分布、教学时间、传播渠道、推广

途径等多方面限制，而在线教育打破了时间与空间上的限制，以互联网途径直达用户。根据 Questmobile 统计，我们发现教育培训 App 用户的城市分布下沉趋势明显，三四线及以下城市用户占比从 17 年 4 月的 50% 提升至 18 年 4 月的 56%，进一步从侧面反映了三四线城市对在线教育的强烈需求。

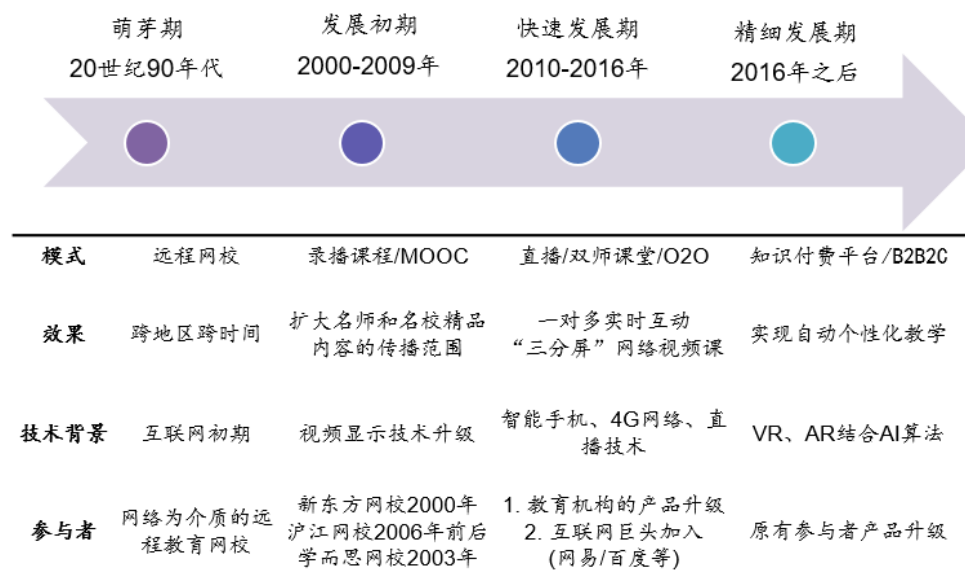
图表 67: 教育培训行业 App 用户数城市等级分布 (%)



资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

中长期看，伴随通信传输、直播技术的升级迭代，在线教育尽可能地还原线下教学场景本质，有利于在线教育习惯养成。以胜友网络、ClassIn 为代表的在线互动技术平台，已实现了播放多平台、互动实时化、设备简易化等在线互动的核心功能，支持 10 人以上多人互动、带宽要求可降至 2M 上下、时延 500ms 以下、分辨率可达 720P。正是在这种技术迭代的推动下，在线教育的形式也不断升级。从第一阶段以多人网课为代表的录播点播、MOOC(大型开放式网络课程)，到第二阶段的单向直播，再到第三阶段的实时音视频互动，最后到第四阶段的基于大数据和 AI 的实时互动场景，目前技术正在推动从第三阶段向第四阶段演进。

图表 68: 技术推动下在线教育平台的发展历程



资料来源: 艺恩咨询, 国盛证券研究所绘制

AI 人工智能有望颠覆传统交互模式，赋能未来教育。人工智能教学就是基于人工智能了解每个学生的知识点掌握状态、学习能力、学习进度、阶段和特点，由此可以实现老师对每位学生学习效果的客观评价以及个性化授课方案，也大大提升老师的教学管理效率。在美国，Knewton 的智适应技术已经经过十年发展，进入中小学和大学。实践数据表明，

采用人工智能教学的学生平均分高于接受人工教学的学生成绩，及格率普遍提升，对基础较差的学生效果尤为明显。目前国内人工智能对在线教育刚刚开始，如松鼠 AI 一对一的义学教育、高考机器人的学霸君、在线 1 对 1 少儿英语 VIPKID、利用语音识别和 AI 人机对话的流利说等，实现真正的人工智能教学仍然任重道远，不仅需要技术和资金投入，庞大的知识库和教学信息库和学生学习轨迹数据更是首要前提。

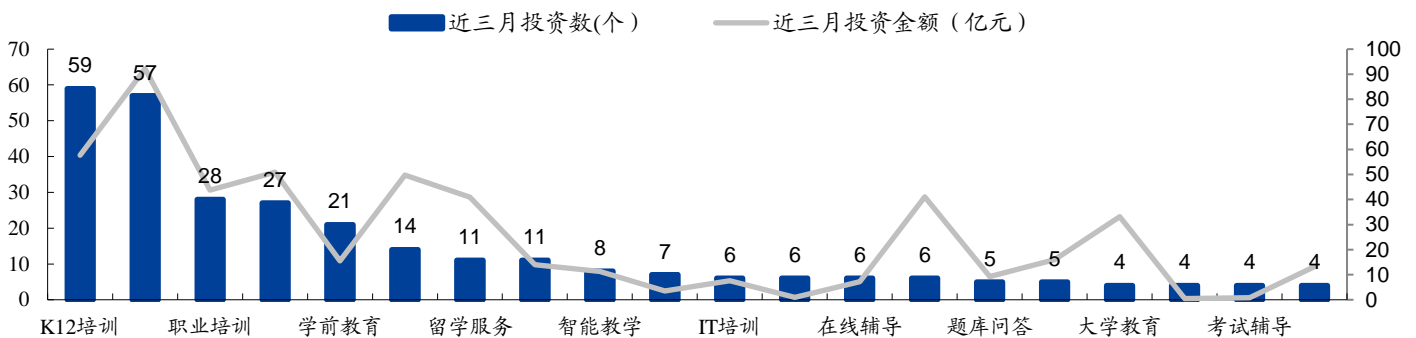
图表 69: VIPKID 通过面部识别技术量化分析孩子的课堂学习表现



资料来源：科学中国网，国盛证券研究所整理

从一级市场看，截至 2018 年 7 月的一年内在线教育领域共计投资笔数 82 个，投资金额 82.6 亿元，平均单笔投资金额为 1 亿元。从细分行业来看，K12、教育信息化、职业培训（均包含线上+线下）的投资项目笔数最多，累计笔数分别高达 1813、1893、2534 笔，近三个月投资笔数分别高达 59、57、28 笔，投资金额分别为 58、92、43 亿元，投资热度逐渐向 K12 及教育信息化转移。同时对人工智能教学标的投资热情高涨，根据 IT 桔子数据，义学教育已累计融资近 10 亿人民币、VIPKID 完成 D+轮后总融资额超过 8 亿美元。

图表 70: 教育培训细分行业近三个月投资笔数及投资金额（单位：亿元；个）



资料来源：清科研究院，国盛证券研究所整理绘制

图表 71:在线教育一级市场融资情况(按赛道分类)

| 公司 | 赛道 | 成立 | 模式 | 融资 | 融资金额 |
|---------------------|--------|-------|------------|-----------|--|
| 义学教育 | K12全科 | 2014年 | AI 1对1 | Pre A+ | 2015年6月获得青松基金、俞敏洪等3100万人民币种子轮融资,2017年3月获得1.2亿元人民币天使轮融资,11月再获1.5亿元人民币天使轮追加投资,新东方/好未来参投。2018年7月获得SIG海纳亚洲等投资的6亿人民币。 |
| 轻轻家教 | K12全科 | 2014年 | 1对1 | D轮 | 2015年6月好未来领投1亿美元;2016年12月好未来领投1800万美元;2017年10月完成5500万美元D轮融资,由锆明资本和好未来领投 |
| 沪江网 | K12+成人 | 2001年 | 1对多 | D轮 | 2015年10月28日顺为资本、中汇国投、民生银行、软银中国等投资金额10亿人民币,估值为70亿人民币;2016年3月1日涌铎投资入股沪江,投资金额不详; |
| 海风教育 | K12全科 | 2011年 | 1对1 | C轮 | 2018年7月4日,好未来、源码资本、涌铎投资等投资5.98亿美元C轮融资融资 |
| 考虫 | K12全科 | 2015年 | 1对多 | C轮 | 2016年9月1日,经纬创投、腾讯投资、北极光创投等投资2000万美金 |
| 学霸君 | K12题库 | 2013年 | 1对1 | C轮 | 2013年获数百万人民币天使轮融资,2014年A轮融资500万美元,2015年6月获启明创投等5000万美元B轮融资,2017年1月获1亿美元C轮公司,由招商局资本和融翼资本领投。 |
| 作业帮 | K12题库 | 2015年 | 1对1 1对多 | C轮 | 2017年8月红杉资本、襄禾咨询、老虎环球等投资1.49亿美元。2016年9月纪源资本、襄禾商务咨询、红杉资本、君联资本联合投资6,000万美元。 |
| 猿题库 | K12题库 | 2012年 | 1对多 | E轮 | 2014年7月22日经纬中国和IDG资本投资1500万美元;2015年6月华人文化投资、经纬中国和IDG资本等投资6000万美元 |
| 哒哒英语 | K12英语 | 2013年 | 1对1 | C轮 | 2018年1月好未来与老虎环球投资达到1亿美元的C轮融资;2018年3月与好未来子品牌“家长帮”独家战略合作 |
| VIPKID | K12英语 | 2013年 | 1对1 | D轮 | 2016年8月3日获得C轮1亿美金融资,云锋基金领投,红杉资本跟投;2017年8月23日红杉资本领投,腾讯公司战略投资,云锋基金、经纬创投等参与跟投2亿美元 |
| 51talk | K12英语 | 2011年 | 1对1 | 上市 | 2014年10月获红杉资本C轮领投;2016年6月10日上市 |
| VIPABC/ TutorABC | K12+成人 | 2004年 | 1对1 | C轮 | 2012年4月TutorGroup集团曾获得启明创投注资1500万美元;2014年2月17日阿里巴巴领投,联合淡马锡和启明创投投资的总规模近1亿美元 |

资料来源:IT桔子,国盛证券研究所整理绘制

民办高教:收购更为谨慎,长看内生办学能力

2018年民办高教上市公司借力资本化平台加速整合,集中度提升。2018年披露的收购和合作办学项目共计10项(民生/新高教/中教分别有4/3/2项),收购估值基本保持稳定,具体根据标的学校办学层次、规模、资产质地而异。收购标的学校以独立学院和具有专升本资质的专科学校。交易结构较灵活(如托管等形式),且由于收购进程涉及举报者变更等流程,通常交易价款分期支付完成。

经过两年的收购整合,北方投资集团、中教控股、希望教育、新高教成为民办高教领域

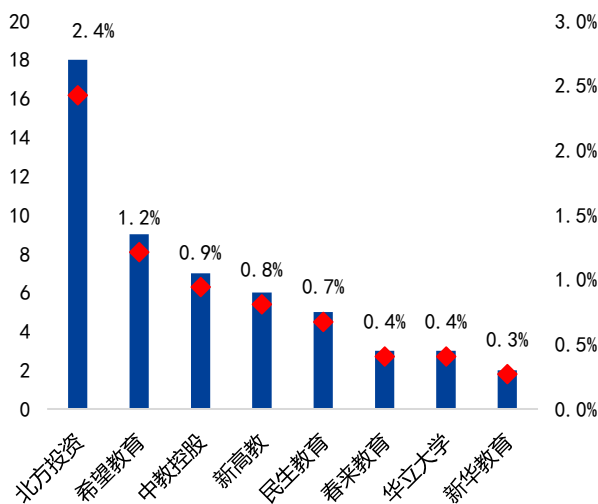
的主要集团。从学校数量来看，前8家民办高校集团学校数量市占率为7.1%（以国内全部民办高校数量为基数）；从在校学生人数看，前8名民办高校集团在校学生数市场份额仅为10.4%（以国内全部民办高校在校人数为基数）。

图表 72: 高教公司收购案例总结 (单位: 亿元)

| 公司 | 学校 | 时间 | 股权 | 估值* | 净利润 | 学生数 |
|------|-----------------|----------|-------|-------|--------|-----------|
| 中教控股 | 白云技师学院 | 2017年8月 | 100% | 7.5 | / | 13420 |
| 中教控股 | 西安铁道技师学院 | 2018年3月 | 62% | 9.30 | 亏1300万 | 20000 |
| 中教控股 | 郑州城规交通中等专业学校 | 2018年3月 | 80% | 10.69 | 0.23 | 23690 |
| 中教控股 | 松田大学/松田学院 | 2018年6月 | 100% | 5.38 | 0.74 | 8700/3300 |
| 新高教 | 哈尔滨华德学院 | 2016年4月 | 74% | 5.17 | / | 9518 |
| 新高教 | 洛阳科技职业学院 | 2018年1月 | 55% | 1.85 | 0.17 | 18243 |
| 新高教 | 广西英华国际职业学院&附属中学 | 2018年6月 | 45% | 2.5 | 0.18 | 8434 |
| | 广西钦州英华国际职业技术学校 | 2018年9月 | 6% | | | |
| 民生教育 | 重庆电信职业学院 | 2017年11月 | 51% | 2.45 | 0.68 | 5948 |
| 民生教育 | 安徽文达信息工程学院 | 2017年8月 | 51% | 9.8 | 3.07 | 11030 |
| 民生教育 | 寿光渤海实验学校 | 2018年3月 | 100% | 1.52 | / | 2500 |
| 民生教育 | 河北工业大学城市学院 | 2018年7月 | 100% | 2 | / | 9700 |
| 民生教育 | 云南大学滇池学院 | 2018年8月 | 51% | 11.4 | 0.876 | 19200 |
| 民生教育 | 曲阜远东职业技术学院 | 2018年11月 | 51% | 1.8 | 0.112 | 5417 |
| 希望教育 | 贵州财经商务学院 | 2014年4月 | 100% | 1 | / | 3478 |
| 希望教育 | 山西医科大学晋祠学院 | 2014年4月 | 100% | 0.5 | / | 2027 |
| 希望教育 | 民办天一学院 | 2011年9月 | 100%* | 1.1 | / | 7450 |
| 希望教育 | 四川文化传媒职业学院 | 2014年3月 | 100% | 1.5 | / | 3015 |
| 希望教育 | 四川托普信息技术职业学院 | 2017年12月 | 100% | 10 | / | 12576 |
| 新华教育 | 安徽医科大学医学院 | 2017年 | 合作办学 | / | / | / |

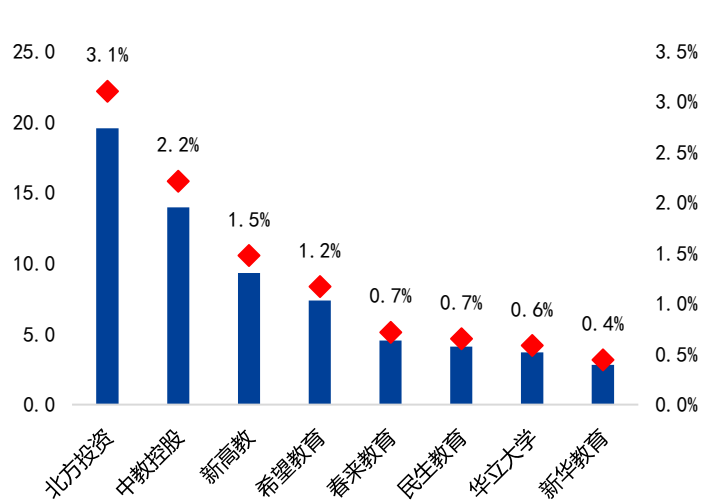
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所整理; 注: 标的整体估值, 不考虑收购比例; 天一学院分两次收购, 2011年9月收购70%, 2014年收购剩下的30%; 新高教广西学校分两次收购, 分别出资1.16/0.15亿元, 估值基本一致; 民生教育的滇池学院的剩余股权采用托管形式。

图表 73: 各集团学校数量占民办高等学校总数



资料来源: 公司财报, 公司官网, 国盛证券研究所

图表 74: 各集团在校人数数量占民办高等学校在校人数



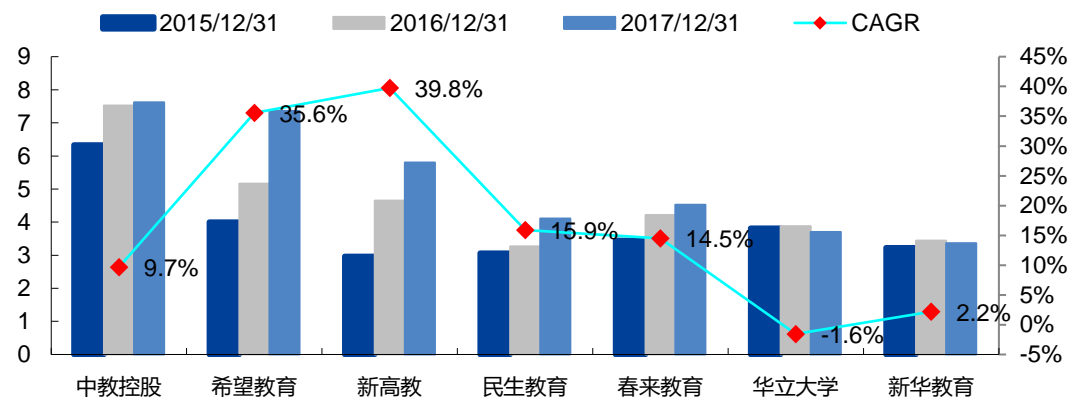
资料来源: 公司财报, 公司官网, 国盛证券研究所

2019年预计将进入整合阶段, 收购标的或更加谨慎。政策方面,《民促法送审稿》虽敦促独立学院专设, 公司可收购标的变多, 谈判更加自如, 但进入民促法过渡期后牌照转让、审批等流程的不确定因素亦将增加。战略层面, 经过两年的收购后民办高教公司已

初具规模，对于刚刚收购的学校或需要建设、或需要重塑整顿；资金层面，随着收购持续公司杠杆率或提升，财务成本增加。综上，受制于政策、战略、资金等多方面因素，2019年公司收购将更为谨慎。

单体学校受制于土地面积和学生容量，长期增长空间有限，要实现更长时间维度的增长成为龙头则需要通过外延扩张。民办高校教育集团享有规模效应，通过整体营收、学校数及在校学生数反映。长期来看，坐拥多所民办高校的教育集团可以通过内生增长及持续收购，实现营收及在读人数的稳定增长，熨平单体学校的经营波动，增加不同高校之间业务合作与跨区经营的联动性。相比之下，旗下仅为1-3所学校的上市公司，在历年营收及学生数增速上明显呈现较高波动性。

图表 75: 2015-2017 年民办教育上市公司历年学生人数及复合增速 (万元; %)

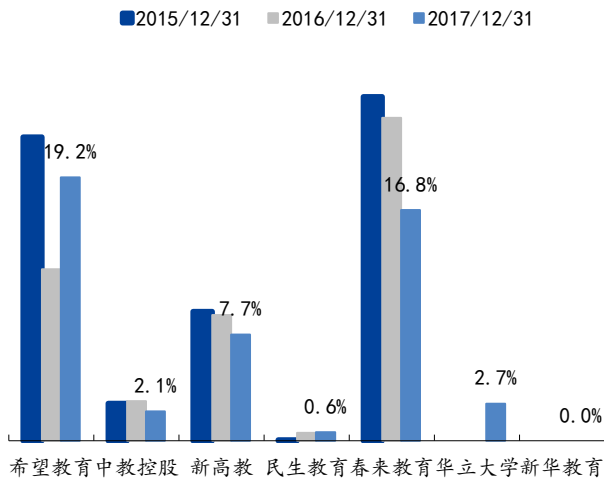


资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

在关注扩张速度的同时，也须警惕公司杠杆使用的两面性，警惕高负债率带来的风险。校区扩张、外延并购较快的公司通常体现为融资成本/营收占比、杠杆率两大指标较高。7所高校中，希望教育、春来教育的融资成本营收占比在17%-19%，其营收及学生增速也位于前列。以新华教育、民生教育、中教控股、华立大学为代表的融资成本占比仅为0%-3%。从杠杆率来看，融资成本占比排名前二的希望及春来教育，杠杆率已经达到3倍以上，其他高校杠杆率维持在1.3倍左右。

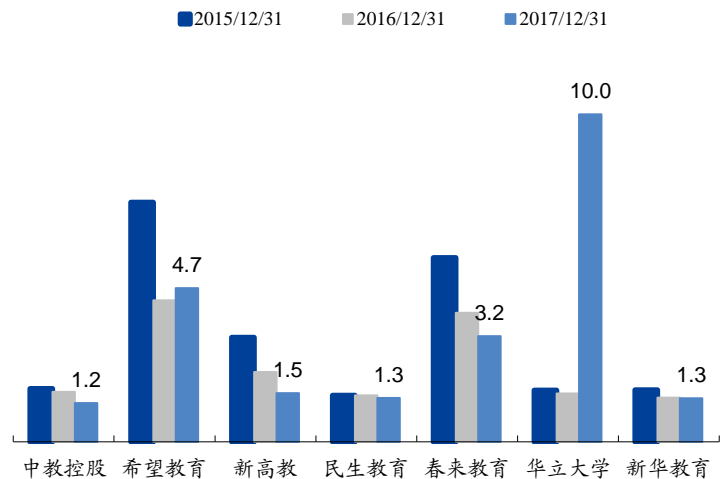
随着上市公司收购深入，融资途径也更加多元。2018年8月民生教育与工商银行重庆分行签订战略合作协议，获得100亿意向性融资和10亿备用贷款，利率享有同类公办学校待遇。2018年7月中教与惠理签订框架协议成立规模50亿的教育基金，其中公司初期出资2.5亿、惠理出资3.7亿，基金主要专注于控股型投资民办高教和职业教育。

图表 76: 2015-2017 年民办高校上市公司融资成本/营收占比



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所注: 新华教育由于没有融资成本因此在表中剔除

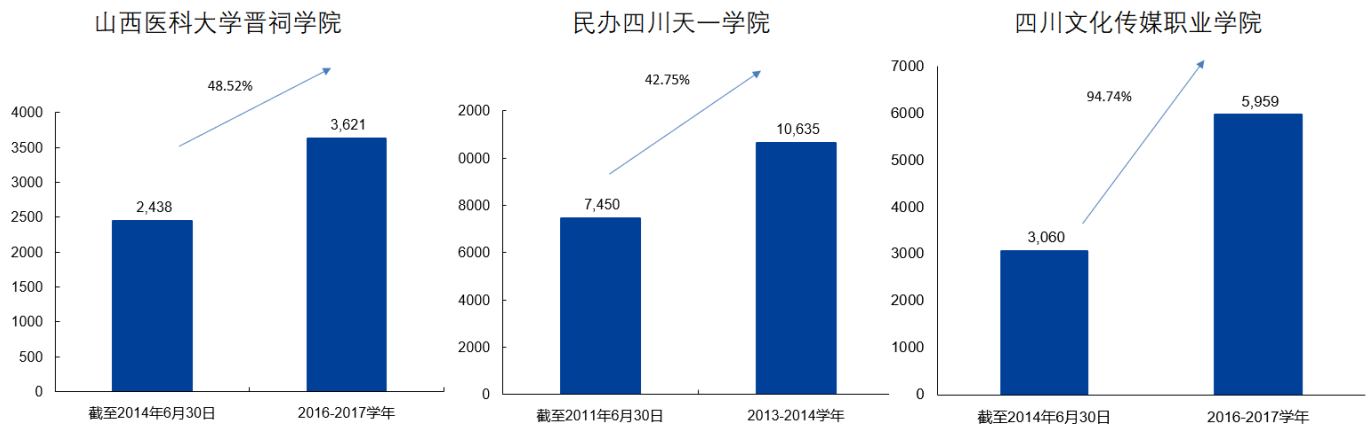
图表 77: 2015-2017 年民办高校上市公司杠杆率



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

收购考验集团化并购能力, 包括投前标的资源对接与谈判能力, 更重要的是投中的资金实力、投后的运营管理与品牌输出能力。中长期看, 收购最终关键点在于整合。投后运营管理能力, 包括对标的学校的战略再定位、内容及教师资源的输出、产教结合解决学生就业问题, 完善的投后管理体系在整个并购流程中的角色最为重要。以希望教育为例, 其旗下的四川传媒文化职业学院于 2014 年 3 月被收购以来, 其在校生人数从 14 年的 3015 人增至 2017 年的 7383 人, 三年复合增速达到 34.8%, 远高于自然增长, 主要得益于集团对传媒学院的品牌注入、战略再定位与管理团队输出能力。

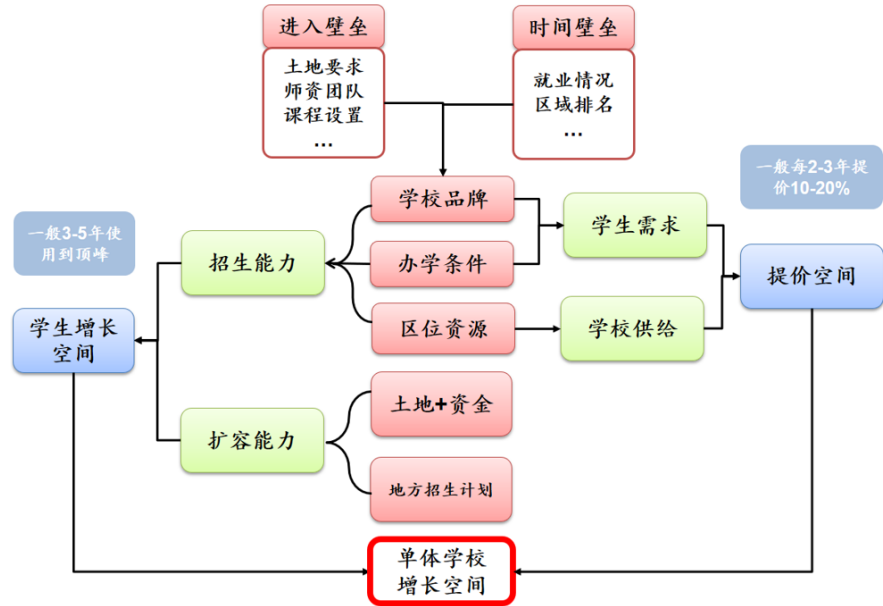
图表 78: 并购后学生人次及增长情况 (人次; %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算整理

如何判断办学能力和内生增长潜力? 校区利用率仅适用于判断时点利用情况, 学校长期可容纳空间取决于学校尚待开发的教育用地面积, 只要学校招生能力和办学能力足够强, 学校就可以充分开发扩大容量, 获取更多学额。而这与学校的办学品牌密不可分, 如何衡量学校的办学品牌和能力, 我们总结了以下三大衡量维度:

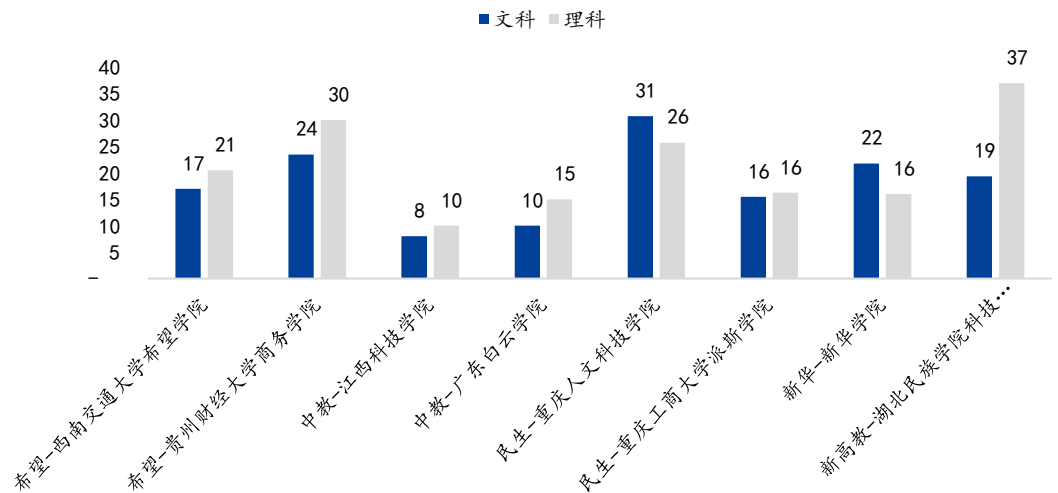
图表 79: 单体学校增长空间传导机制



资料来源: 国盛证券研究所整理绘制

- **衡量维度一: 录取分数**作为衡量单体学校对学生的吸引力水平, 是较为客观的衡量指标。对比各民办高校文理科录取分数及当地省份的三本录取分数线, 我们发现旗下优质学校文理科录取分数线平均超出三本线 20 分以上, 新高教旗下的湖南民族学院理科分数线超出三本 37 分, 接近二本分数线。从录取分数来看, 新高教、民生教育、希望教育三所的品牌效应更强。

图表 80: 上市公司部分学校录取线和所在省份同批次录取线差额 (2013-2017 年平均)



资料来源: 教育部, 国盛证券研究所

- **衡量维度二: 就业率**。民办高校以应用型大学及高职高专为主, 因此就业率可以作为反映办学能力的有效指标。综合排名靠前的本科院校, 包括云南工商学院、广东白云学院、西南交通大学希望学院就业率在 96% 以上, 高职高专类院校, 包括白云技师学院、华立技师学院, 就业率高达 99% 以上。
- **衡量维度三: 报道率**。报道率是指实际报道人数/招生数 (发出录取通知数)。通常而言, 本科报道率高于专科, 本科报道率平均在 90% 以上 (优质本科在 95%+),

专科报道率在 80%-90%。其次，根据此前多个高校调研，部分专业的报道率相对较高，如医学院、学前教育、护理等。以上市公司为样本，新华教育旗下的新华学院完成专升本后，本科报道率维持在 92%水平，2018 年新增安徽医科大学医学院质地优异，2018/19 学年的首期报道率高达 96%；民生教育旗下学校本科/专科平均报道率分别为 95%/80%；希望教育旗下的天一学院报道率从 2016 年的 83%提升至 2018 年的 90%+。

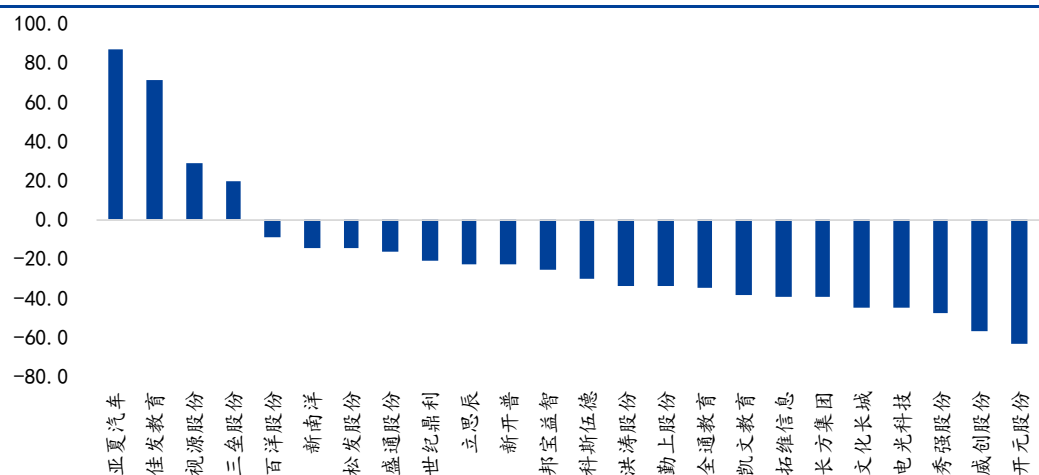
板块回顾：政策冲击估值，资本化步伐不止

受下半年陆续出台的《民促法送审稿》、《学前教育发展意见》、《K12 课外培训规范意见》等政策影响，2018 年国内外教育板块表现呈现前高后低的走势。具体看，2018 年年初至今：

- **A 股教育板块重组进度加速，交易体量较大的两家公司均顺利完成**，包括公培行业龙头中公教育借壳亚夏汽车成功、三垒股份成功收购早教龙头美吉姆并完成股权变更。此外立思辰剥离信息安全业务，专注大语文等教育产业。

年内累计上涨的分别是亚夏汽车 (87.3%)、佳发教育 (71.4%)、视源股份 (29.1%)、教育信息化、三垒股份 (19.64%)；其余公司均有下跌，其中跌幅较多的是开元股份 (-63.8%)、威创股份 (-57%)、秀强股份 (-48.3%)、电光科技 (-45.7%)。

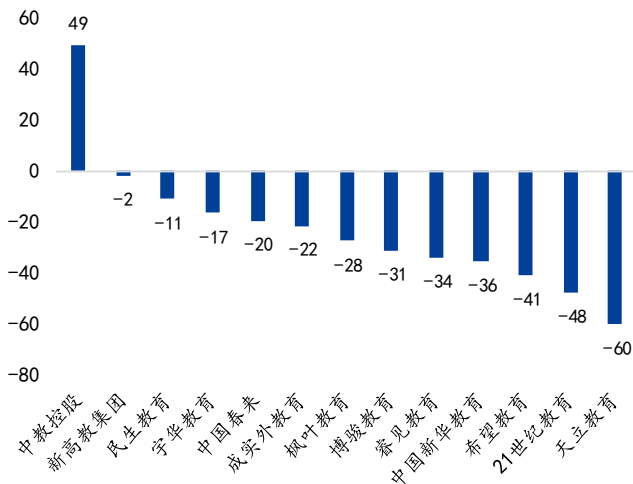
图表 81: 2018 年年初以来 A 股教育公司涨跌幅 (单位: %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

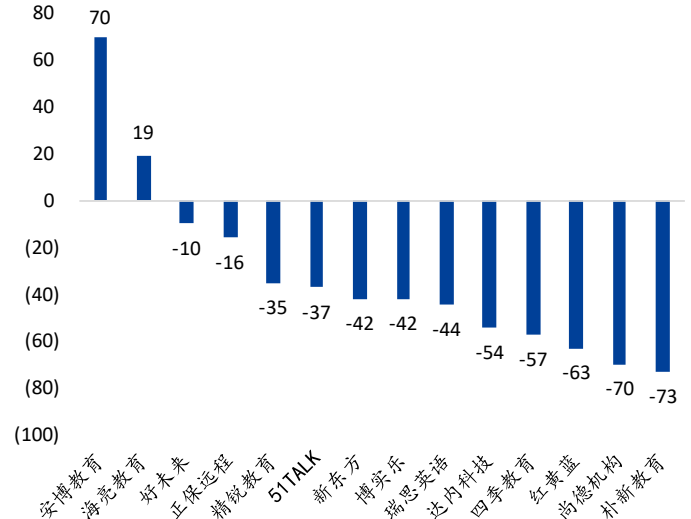
- **港股板块主要涉及 K12 学历教育和民办高教公司**，受 8 月《民促法送审稿》政策冲击，整体跌幅较大，其中民办高教公司跌幅少于 K12 学历公司，估值中枢从上半年的 35 倍下降到当前的 20 倍左右。中教控股 (+49%)、新高教集团 (-2%) 龙头表现相对较好；下半年新上市的公司受此影响亦表现疲软，其中跌幅较大的是天立教育 (-60%)、21 世纪教育 (-48%)、希望教育 (-41%)。
- **美股板块主要包括 K12 课外培训、职业教育、在线教育、早教和幼儿园、学历教育领域**，年内表现亦受到政策冲击，其中好未来/精锐教育/新东方分别下跌 10%/35%/42%；红黄蓝下跌 66%，主要受《学前教育发展指导意见》对民办幼儿园资本化限制的政策影响。

图表 82: 2018 年年初以来港股教育公司涨跌幅 (单位: %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 83: 2018 年年初以来美股教育公司涨跌幅 (单位: %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2018 年有 14 家公司在港股提交招股书, 开启资本化进程, 其中民促法送审稿公布后有 5 家 (2 家 K12 培训、2 家民办高教、1 家教育信息化)。从赛道来看, 区域性民办高教公司居多, 共有 5 家; 在线教育也进入资本化平台, 共有 2 家 (新东方在线和沪江教育), 目前已通过聆讯。

图表 84: 港股拟上市公司梳理 (按招股书提交日期从早到晚排序)

| 公司 | 招股书提交时间/进度 | 细分赛道 | 基本情况 |
|--------|------------------------------|------------|--|
| 华立大学 | 2017 年 12 月 28 日 | 民办高教(广东) | 旗下华立学院、华立职业学院和华立技师学院 |
| 华图教育 | 2018 年 3 月 22 日, 10 月 22 日更新 | 职业培训 | 公职类培训龙头 |
| 益达教育 | 2018 年 3 月 29 日, 11 月 26 日更新 | 职业培训软件 | 职业培训软件产品开放商 |
| 中国科培教育 | 2018 年 5 月 3 日, 11 月 28 日更新 | 民办高教(广东) | 旗下广东理工学院、肇庆学校两所学校 |
| 中国银杏教育 | 2018 年 6 月 19 日 | 民办高教(四川) | 旗下成都信息工程大学银杏酒店管理学院 |
| 沪江教育科技 | 2018 年 7 月 3 日, 已通过聆讯 | 在线教育 | 业务覆盖语言学习、K12 及职业技能培训 |
| 新东方在线 | 2018 年 7 月 17 日, 已通过聆讯 | 在线教育 | 新东方旗下在线教育平台 |
| 尚德启智 | 2018 年 8 月 1 日 | K12 学校+幼儿园 | 经营尚德实验学校、尚德幼儿园、尚德剑桥幼儿园、尚德坤廷幼儿园、尚德教汉幼儿园 5 所学校 |
| 辰林教育集团 | 2018 年 10 月 3 日 | 民办高教(江西) | 旗下江西应用科技学院 |
| 见知教育 | 2018 年 10 月 3 日 | 教育信息化 | 教育内容及 IT 相关解决方案服务供应商, 旗下森途教育、森途乐教及北京森途子品牌 |
| 莲外教育 | 2018 年 10 月 22 日 | K12 学校+幼儿园 | 旗下浙江莲都外国语学校、莲都外国语学校幼儿 |
| 嘉宏教育 | 2018 年 11 月 12 日 | 民办高教(浙江) | 旗下长征学院、精益中学、信息商务学院 |
| 东方教育集团 | 2018 年 12 月 6 日 | 职教培训 | 新东方烹饪、万通汽车、新华电脑三大品牌 |
| 卓越教育 | 2018 年 12 月 6 日 | K12 服务(华南) | 华南地区最大的 K12 教育服务机构 |

资料来源: 国盛证券研究所

A 股公司布局的教育标的承诺业绩达标率尚可, 警惕未达标公司商誉减值风险。A 股公

司布局的教育赛道以职教培训、教育信息化、K12 课外、幼儿园为主。2016-17 年整体承诺业绩完成率较高，仅上市公司旗下五家标的未达承诺，包括洪涛股份旗下两个标的未完成承诺业绩，勤上股份旗下的龙文教育 2017 年未完成承诺业绩，秀强股份旗下两个幼儿园标的 2017 年未达承诺。此外，文化长城旗下联讯教育、开元股份旗下恒企和中大英才、勤上股份旗下龙文教育、威创股份旗下金色摇篮均将于 2018 年结束对赌期。

图表 85: A 股公司的教育标的 2016-2017 年和最新业绩梳理 (亿元)

| 公司 | 教育业务 | 赛道 | 18H1 净利润 | 2017 | | 2016 | | 承诺业绩 |
|------|-----------|------------|-------------|-------|-------|-------|-------|--|
| | | | | 收入 | 净利润 | 收入 | 净利润 | |
| 亚夏汽车 | 中公教育 100% | 职教培训-公职 | 0.57 | 40.31 | 5.25 | 25.84 | 3.27 | 2018/19/20 年 9.3/13/16.5 亿 |
| 洪涛股份 | 学尔森 85% | 职教培训-建筑 | -0.09 | 0.9 | -0.37 | 1.05 | -0.46 | 2015/16/17 年 2500/4000/6000 万 |
| | 跨考教育 70% | 考研 | 0.9 | 1.81 | 0.47 | 1.77 | 0.05 | 2015/16/17 年 3500/4600/6000 万 |
| 百洋股份 | 火星时代 100% | 职教培训-动漫 | 0.28 | 4.96 | 0.83 | 4.07 | 0.61 | 2018/19 年 1.08/1.46 亿 |
| 文化长城 | 翡翠教育 100% | 职教培训-IT 培训 | 0.24 | 5.04 | 1.03 | 2.92 | 0.04 | 2017 年 9000 万, 2017-18 年合计不低于 2.07 亿, 2017-19 年合计不低于 3.59 亿 |
| | 智游臻龙 100% | 职教培训-IT 培训 | 0.12 | 0.87 | 0.31 | - | 0.18 | 2016/17/18/19 年 1600/2500/3250/4225 万 |
| | 联讯教育 100% | 教育信息化 | 0.24 | 1.37 | 0.82 | - | 0.61 | 2015/16/17/18 年 2500/6000/7800 万元 /1 亿元 |
| 开元股份 | 恒企 100% | 职教培训-财务 | 0.63 | 5.06 | 1.08 | 3.92 | 0.84 | 2016 年 8000 万, 2016-17 年合计不低于 1.84 亿, 2016-18 年合计不低于 3.192 亿 |
| | 中大英才 70% | 在线教育-职业 | 0.1 | 0.59 | 0.23 | 0.43 | 0.16 | 2016 年 1500 万, 2016-17 年合计不低于 3500 万, 2016-18 合计不低于年 6500 万 |
| 松发股份 | 醍醐兄弟 51% | 在线教育 | 0.22 | - | 0.26 | 0.24 | 0.01 | 2017/18/19/20 年 2500/3250/4225/5225 万元 |
| 佳发教育 | 佳发教育 | 教育信息化 | 0.77 | 1.92 | 0.73 | 1.66 | 0.62 | - |
| 视源股份 | 希沃 | 教育硬件 | - | 44.91 | - | 30.41 | - | - |
| 三垒股份 | 美吉姆 70% | 早教 | 0.62 | 2.17 | 0.87 | 1.2 | 0.35 | 2018/19/20 年 1.8/2.38/2.9 亿 |
| 科斯伍德 | 龙门教育 50% | K12 课外 | 0.85 | 3.98 | 1.05 | 2.41 | 0.71 | 2018/19 年 1.3/1.6 亿 |
| 立思辰 | 中文未来 61% | K12 课外 | - | 0.83 | 0.23 | 0.13 | -0.06 | 2018/19/20/21 年 0.6/0.78/1.01/1.32 亿 |
| 昂立教育 | 昂立 100% | K12 课外 | 0.68 | 10.67 | 1.25 | 8.75 | 0.86 | 2014/15/16 年 4605/5816/7098 万 |
| 勤上股份 | 龙文教育 100% | K12 课外 | 0.51 | 7.36 | 0.84 | - | 0.66 | 2015-18 年累计不低于 5.638 亿 |
| 紫光学大 | 学大 100% | K12 课外 | 0.9 | 27.76 | 0.32 | 25.56 | -0.22 | - |
| 盛通股份 | 乐博教育 100% | 机器人编程 | 0.09 | 1.83 | 0.3 | 1.51 | 0.26 | 2016-18 年合计不低于 9755 万, 2016-19 合计不低于 1.488 亿 |
| 秀强股份 | 徐州幼师 65% | 幼儿园 | 0.11 | 0.62 | 0.14 | 0.41 | 0.01 | 2017/18/19 年 1800/2400/3000 万 |
| | 全人教育 100% | 幼儿园 | 0.11 | 0.7 | 0.15 | 0.63 | 0.2 | 2015/16/17 年 1000/1800/2800 万 |
| 威创股份 | 红缨教育 100% | 幼儿园 | 0.12 | 4.79 | 0.74 | 3.95 | 1.02 | 2015/16/17 年 3300/4300/5300 万 |
| | 金色摇篮 100% | 幼儿园 | 0.52 | 1.98 | 1.06 | 1.09 | 0.6 | 2015 年 8-12 月 1100 万; 2016/17/18 年 5300/6630/8260 万 |
| | 可儿教育 70% | 幼儿园 | 0.21 | 0.14 | 0.42 | 0.01 | 0 | 2017/18/19 年 3846/4400/5328 万 |
| 凯文教育 | 凯文智信 100% | 国际学校 | - | 0.65 | -0.17 | - | - | 2017-2019 年累计不低于 5000 万元 |
| | 凯文睿信 57% | 留学咨询 | - | 0.13 | 0.07 | - | - | 2017/18/19 年不低于 660/800/980 万元 |

资料来源: 公司公告, 公司财报, 国盛证券研究所整理 注: 绿色代表完成业绩承诺, 红色代表未完成业绩承诺; 最新净利润均为截至 2018 年 6 月 (除了中公教育为截至 2018 年 4 月, 跨考教育和龙门教育为截至 2018 年 1-9 月)

投资策略

预计《民促法》终稿将于 2019 年落地，各省也进入过渡期，政策执行有望逐步明朗；在“均衡公平、育人为本、社会发展”政策主旋律下，K12 阶段规范政策、减负政策深入执行，《职业教育改革实施方案》印发在即。综合考虑政策基调和经费导向，学前和义务教育阶段民办教育发展恐将受限，赛道选择上，建议首选非学历赛道、学历赛道选择民办高教。

标的选择上，**(1) 非学历赛道**：优选拥有标准化教研体系、高效有序渠道管理能力的龙头品牌，核心推荐**科斯伍德**（意向全资收购龙门教育，迈向 K12 课外培训纯正标的）。建议关注**三垒股份**（收购早教龙头品牌美吉姆）、**亚夏汽车**（公职培训龙头中公教育借壳）。**(2) 学历赛道**：首选自身办学能力优异、收购整合能力强、杠杆率合理的高教集团，核心推荐**民生教育**（收购能力强、从重庆走向全国的高教集团）、**新华教育**（办学质地优异+内生外延双轮驱动）。

图表 86: A 股教育板块主要公司盈利预测和估值

| 赛道 | 公司 | 股价 元 | EPS (人民币) | | | | PE | | | | 市值 亿元 | PEG |
|--------|------|---------|-----------|-------|------|------|-----|-----|-----|-----|----------|------|
| | | | 17A | 18E | 19E | 20E | 17A | 18E | 19E | 20E | | |
| 幼儿园 | 威创股份 | 4.62 | 0.21 | 0.26 | 0.31 | 0.36 | 22 | 18 | 15 | 13 | 42 | 1.0 |
| 早教 | 三垒股份 | 18.57 | 0.05 | 0.08 | 0.48 | 0.53 | 352 | 230 | 39 | 35 | 65 | 1.5 |
| K12 学校 | 凯文教育 | 7.40 | 0.05 | -0.17 | 0.05 | 0.33 | 159 | - | 137 | 22 | 37 | - |
| | 科斯伍德 | 8.52 | 0.02 | 0.49 | 0.39 | 0.49 | 358 | 18 | 22 | 17 | 21 | 19.2 |
| K12 课外 | 立思辰 | 7.50 | 0.23 | 0.21 | 0.36 | 0.44 | 32 | 36 | 21 | 17 | 65 | 0.8 |
| | 新南洋 | 19.64 | 0.43 | 0.41 | 0.57 | 0.80 | 46 | 48 | 35 | 24 | 56 | 1.2 |
| | 文化长城 | 5.39 | 0.15 | 0.46 | 0.62 | 0.82 | 35 | 12 | 9 | 7 | 26 | 0.3 |
| 职教培训 | 亚夏汽车 | 7.81 | 0.09 | 1.10 | 1.55 | 1.99 | 87 | 48 | 34 | 26 | 64 | 1.4 |
| | 百洋股份 | 8.85 | 0.29 | 0.51 | 0.65 | 0.80 | 31 | 17 | 14 | 11 | 35 | 0.7 |
| 教育信息化 | 视源股份 | 56.30 | 1.05 | 1.46 | 1.98 | 2.65 | 53 | 39 | 28 | 21 | 369 | 1.1 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所整理 注: EPS 采用 Wind 一致预期 (其中科斯伍德、三垒股份为国盛证券研究所预测), 亚夏汽车 2018-2020 年 PE 是以现价、增发后股本 55.1 亿计算的备考 PE

图表 87: 港股教育板块主要公司盈利预测和估值

| 赛道 | 公司 | 股价 港元 | EPS (人民币) | | | | PE | | | | 市值 亿港元 | PEG |
|--------|-------|----------|-----------|------|------|------|-----|-----|-----|-----|-----------|-----|
| | | | 17A | 18E | 19E | 20E | 17A | 18E | 19E | 20E | | |
| K12 学校 | 枫叶教育 | 3.26 | 0.14 | 0.17 | 0.22 | 0.27 | 21 | 17 | 13 | 11 | 97 | 0.6 |
| | 睿见教育 | 2.76 | 0.10 | 0.16 | 0.20 | 0.25 | 25 | 16 | 12 | 10 | 56 | 0.6 |
| | 成实外教育 | 3.95 | 0.10 | 0.12 | 0.17 | 0.22 | 35 | 28 | 21 | 16 | 122 | 0.9 |
| | 天立教育 | 1.40 | 0.06 | 0.09 | 0.13 | 0.19 | 20 | 13 | 9 | 6 | 29 | 0.3 |
| | 宇华教育 | 3.10 | 0.10 | 0.15 | 0.21 | 0.23 | 28 | 18 | 13 | 12 | 101 | 0.8 |
| 民办高教 | 希望教育 | 0.79 | 0.03 | 0.04 | 0.07 | 0.09 | 22 | 19 | 10 | 8 | 53 | 0.3 |
| | 新华教育 | 1.71 | 0.11 | 0.15 | 0.17 | 0.20 | 14 | 10 | 9 | 7 | 28 | 0.6 |
| | 民生教育 | 1.31 | 0.06 | 0.08 | 0.11 | 0.12 | 18 | 14 | 10 | 9 | 53 | 0.6 |
| | 中教控股 | 9.20 | 0.21 | 0.35 | 0.45 | 0.51 | 38 | 23 | 18 | 16 | 186 | 1.1 |
| | 新高教集团 | 3.37 | 0.16 | 0.23 | 0.30 | 0.38 | 18 | 13 | 10 | 8 | 48 | 0.5 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所整理 注: EPS 采用 Wind 一致预期 (其中枫叶教育、希望教育、新华教育、民生教育为国盛证券研究所预测)

图表 88: 美股教育板块主要公司盈利预测和估值

| 赛道 | 公司 | 股价 美元 | EPS (人民币) | | | | PE | | | | 市值 (亿美元) | PEG |
|--------|------|----------|-----------|-------|-------|-------|-----|-----|-----|-----|-------------|-----|
| | | | 17A | 18E | 19E | 20E | 17A | 18E | 19E | 20E | | |
| K12 学校 | 博实乐 | 11.04 | 1.94 | 2.15 | 3.15 | 3.97 | 39 | 35 | 24 | 19 | 14 | 1.0 |
| | 新东方 | 56.57 | 12.87 | 15.10 | 15.89 | 22.06 | 30 | 26 | 24 | 17 | 90 | 1.2 |
| K12 课外 | 好未来 | 26.52 | 2.41 | 2.77 | 4.03 | 5.79 | 75 | 65 | 45 | 31 | 150 | 1.5 |
| | 精锐教育 | 7.97 | 1.51 | 2.52 | 2.84 | 3.50 | 36 | 22 | 19 | 16 | 13 | 1.2 |

资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所整理 注: 美元兑人民币汇率为 6.9100; 美股股本数=已发行总股数/每 ADR 代表股票数, EPS 采用 Bloomberg 一致预期

重点公司

科斯伍德: 意向全资收购龙门教育, 实质迈向纯正 K12 课外培训标的

意向全资收购龙门教育、并关闭部分原有业务, 向纯正 K12 课外培训标的实质迈进。 2018 年 10 月公告拟以现金+发股方式收购龙门教育剩余 50.24% 股权, 完成后将持龙门 100% 股权。同时公告拟结束法国全资子公司及其下属波兰子公司业务、拟停止连云港公司的业务经营。公司已于 2017 年 7 月现金 7.49 亿收购龙门共计 49.76% 股权, 同时取得 52.39% 股份的表决权, 成为龙门控股股东。收购交易整体估值 15.2 亿, 2017/18/19 年承诺利润分别为 1/1.3/1.6 亿元 (CAGR26%), 其中 2017 年龙门已实现承诺业绩, 并于 2018Q1 实现并表。上述举措充分凸显公司聚焦教育产业之决心, 向 A 股最纯正 K12 培训标的实质迈进。本次龙门剩余股权收购主要针对核心其核心管理层, 将深度绑定核心团队并推动教育业务提速发展。

封闭培训及 K12 课外双重驱动, 从区域走向全国快速扩张。 ① **封闭培训业务:** 聚焦中西部+中高考+中等生市场, 是起于西安的优势业务, 品牌积淀后已进入到异地复制阶段, 2017 年实现从西安走向北京。② **K12 课外培训:** 是公司 2016 年开启的一对一小班业务, 同时通过单词营等特色产品开展短期封闭集训, 市场反馈较好。目前已覆盖 11 个城市, 区位上错位竞争, 快速成长走向全国, 成为又一增长引擎 (贡献 2018H1 收入增量的 40%+)。战略上, K12 课外业务为封闭业务的异地扩张打头阵, 积淀当地的生源和师资提供流量和资源。

结合当前对培训类赛道政策环境, 龙门两大业务发展战略逐渐清晰。 公司致力于成为中高考培训龙头品牌, 封闭培训业务深耕陕西的同时探索异地路径; K12 课外聚焦 12 个核心城市重点发力。从新一届招生看, 2018 年 7 月当月预收学费 1.5 亿元左右, 同增 40%, 预计全年有望完成承诺业绩 1.3 亿。

投资策略。 若龙门教育全资收购完成, 公司将成为 A 股纯正 K12 课外培训标的, 教育板块与上市公司将进一步深度融合, 有效增强核心团队稳定性。作为中高考封闭培训的细分赛道龙头, 龙门战略定位明确, 有望立足现有品牌和规模优势进一步提高市场份额。鉴于目前仍处于意向协议阶段, 维持 2018-2020 年净利润预测 1.18/0.96/1.20 亿元, 对应 EPS 0.49/0.39/0.49 元。其中龙门净利润 1.31/1.62/1.90 亿元 (同增 23.7%/23.6%/23.1%)、并表 0.66/0.81/0.95 亿元。维持“买入”评级。

风险提示: 意向协议实施过程存在不确定性; 收购后续审批等手续风险; K12 课外培训政策监管趋严; 学生人数增长不达预期。

图表 89: 科斯伍德盈利预测和估值 (单位: 人民币)

| 财务指标 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------|-------|-------|---------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 490 | 472 | 1,038 | 1,187 | 1,340 |
| 增长率 yoy% | -1.1 | -3.6 | 119.8 | 14.4 | 12.9 |
| 净利润 (百万元) | 36.0 | 6 | 118 | 96 | 120 |
| 增长率 yoy% | 3.7 | -84.0 | 1,942.1 | -18.8 | 25.4 |
| EPS (摊薄/元) | 0.15 | 0.02 | 0.49 | 0.39 | 0.49 |
| 净资产收益率 (%) | 5.1 | 0.7 | 17.7 | 14.6 | 15.1 |
| P/E (倍) | 57 | 358 | 18 | 22 | 17 |
| P/B (倍) | 2.9 | 2.4 | 2.0 | 1.7 | 1.4 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

新华教育: 高教集团初长成

公司概况: 深耕安徽, 高教集团初长成。中国新华教育运营新华学院 (提供本科和专科教育) 和新华学校 (中专教育)。2017 年公司与安徽医科大学订立为期三年的正式协议, 以共同运营临床医学院, 2018-19 学年招生 576 人。2017 年公司实现主营业务收入 3.4 亿元、净利润 1.7 亿元, 2014-17CAGR 分别为 10.3%/8.9%; 其中新华学院为主要收入来源, 学费收入 2.72 亿元, 同增 11.52%, 占主营收 80.4%。截至 2018 年 6 月 30 日共有全日制在校学生 2.8 万 (不包括医学院), 其中新华学院/新华学校分别有 2.3/0.5 万人。

公司亮点: 共享区域优势, 办学质地优异。安徽省是教育资源稀缺区域, 高等教育毛入学率持续低于全国水平, 民办高教大有可为。两所学校均位于安徽省合肥市高新技术产业开发区, 两所学校共享校区及物业, 校园规划用地占地面积 82 万平方米左右。其中: ①新华学院是省内质地优异的应用型本科院校, 2005 年实现专升本 (目前有 58 个本科专业), 以通信工程、计算机专业为特色; ②新华学校除了提供普通中专教育, 也提供以升本科为导向的中专教育、以升大专为导向的五年一贯制中专教育 (学生可直接进入新华学院就读专科), 每年为新华学院输送数百名优质生源。两所学校经过十多年经营已树立了品牌效应, 从报道率看, 新华学院本科报道率 92%。

增长驱动: 量价齐升促内生, 外延收购稳步推进。①**内生增长:**从招生数量看, 新华学院升本后办学质地提升, 后续招生学额有望稳中有升, 同时新华中专的对应课程有望输送更多优质学生 (此部分不受学额影响); 从容量看, 目前仍有 30% 尚待开发规划用地, 中长期增长空间充足。学费方面, 2017 年 7 月安徽省发布民促法实施意见, 实行了更为开放的收费定价政策, 选择公司旗下学校在内的 6 所学校试点自主定价, 目前新华学院学费水平低于行业水平, 实行自主定价后预计每年学费高单位数增长。②**外延方面:**新并购的临床医学院 2018 学年首期招生报道率达 96%, 预计新校区首期将于 2020 年 9 月使用, 容量约 5000 人, 中长期容量设计 10,000 名学生。

投资策略:公司经过十多年办学积淀, 已经成为安徽省民办高校的优质品牌, 公司旗下两所学校办学质地有口皆碑, 在安徽省更为开放的定价政策背景下, 有望进入量价双升的增长阶段。公司收购获得极具发展前景的医学院学校, 未来公司有望在集团和自身办学品牌的支撑下进一步拓宽版图。根据对学校量价预测, 预计 2018/19/20 年净利润分别 2.4/2.77/3.24 亿元, 同增 39.3%/15.5%/17%, 对应 EPS0.15/0.17/0.20 元人民币。综合 DCF 和相对估值, 目标价为 3.41 港元, 2018 年 PE20 倍, 维持“买入”评级。

风险提示:民促法送审稿尚未落地的政策不确定风险; 收购进度不达预期; 目标价不达预期风险。

图表 90: 新华教育盈利预测和估值 (单位: 人民币)

| 财务指标 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 340 | 376 | 429 | 496 | 575 |
| 增长率 yoy% | 9.5 | 10.5 | 14.3 | 15.5 | 16.0 |
| 净利润 (百万元) | 172.5 | 172 | 240 | 277 | 324 |
| 增长率 yoy% | 15.1 | -0.3 | 39.3 | 15.5 | 17.0 |
| EPS (摊薄/元) | 0.11 | 0.11 | 0.15 | 0.17 | 0.20 |
| 净资产收益率 (%) | 22.5 | 17.2 | 19.3 | 18.2 | 17.6 |
| P/E (倍) | 14 | 14 | 10 | 9 | 7 |
| P/B (倍) | 3.1 | 2.4 | 1.9 | 1.6 | 1.3 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

民生教育: 一体两翼, 全面布局

公司概况: 从重庆走向全国的民办高教集团, 旗下拥有 **10 所学校**。作为首家上市的民办高教集团。目前集团旗下拥有 10 所学校, 包括 3 所本科、3 所大专、2 所中职、2 所高中 (2018 年新增滇池、寿光、乐陵民生职业中等、民生乐陵高中和乐陵中专), 在校生数达 62544 人, 同时乐陵 2 所学校逐步开始招生, 另有 5 所学校尚未并表 (2 所本科、1 所大专、1 所中职、1 所职业培训)。公司历经十余年发展, 已从重庆第一大民办高教机构, 扩展至内蒙古、云南、山东、安徽、河北等省份, 成为全国型民办高教集团, 高校数量及在校人数位列全国第五名。

驱动拆分: 量价齐升, 内生外延并进。截至 2018 年 6 月 30 日, 公司实现收入 3.18 亿、归母净利 2.18 亿, 分别同增 23.8%/35.3%。①量价拆分: 2013-2015 年收入增长同时受益于学生人数和生均费用提升, 2016-2017 年主要受益于学生人数的增长。②内生外延: 原有四所学校收入五年 CAGR5.3%, 其中重庆人文科技学院规模最大、增速 3.4%, 派斯学院及青城分院增速较高, 同期 CAGR 分别为 8.7%/13.8%。公司 2018 年并购速度持续, 并表寿光渤海、云南滇池两所学校, 安徽文达、远东学院、河北工业大学城市学院均处于并购进程中。2018 年 8 月公司与工商银行重庆分行签订战略合作协议, 获得 100 亿意向性融资和 10 亿备用贷款, 利率享有同类公办学校待遇; 2018 年 12 月公司与中金资本成立 100 亿的教育产业并购基金, 为后续收购整合奠定坚实基础。

公司亮点: 品牌优势+业务联动+区位资源倾斜。①**集中管理、产教融合成就高质量办学效果**, 旗下三所本科高校均位于全省前五, 公司整体本科/专科平均报道率分别为 95%/80%, 毕业生初次就业率 90%以上, 处在行业较高水平。②**业务联动:** 通过托管、民办公助等方式, 在山东地区运营 2 所高中及 2 所中职, 累计招生总额达一万人以上, 新高考改革下, 中等+高等教育业务协同效应增强。③**政策环境:** 旗下高校 4 所位于重庆、1 所位于内蒙古、1 所位于云南, 所处区域高教资源稀缺、需求旺盛, 因此在政策对民办教育扶持较大, 如重庆市通过税收优惠 (享西部大开发的 15%所得税优惠)+补贴 (民办本科生均公用经费补助 2000 元/人/年, 大专 1400-2000 元/人/年)。

投资建议: 近两年公司借助资本平台将收购整合能力充分发挥, 从重庆走向全国民办高教集团。公司自身拥有扎实的办学能力和积淀, 展望未来, 公司将结合多元融资路径进一步在高等教育产业链延伸和拓展, 进入内生外延双轮驱动的阶段。根据目前收购版图和进程, 预计 2018/19/20 年净利润分别 3.41/4.51/4.97 亿元, 同增 31.3%/32.1%/10.1%, 对应 EPS0.08/0.11/0.12 元人民币。综合 DCF 和相对估值, 目标价为 1.67 港元, 对应 2019 年 13 倍 PE, 维持“买入”评级。

风险提示: 《民促法》尚未落地等政策风险; 收购进度不达预期; 公司经营及盈利能力不

达预期。

图表 91: 民生教育盈利预测和估值 (单位: 人民币)

| 财务指标 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 449 | 488 | 600 | 973 | 1,023 |
| 增长率 yoy% | 4.0 | 8.8 | 22.8 | 62.3 | 5.1 |
| 净利润 (百万元) | 243.4 | 260 | 341 | 451 | 497 |
| 增长率 yoy% | 19.8 | 6.8 | 31.3 | 32.1 | 10.1 |
| EPS (摊薄/元) | 0.06 | 0.06 | 0.08 | 0.11 | 0.12 |
| 净资产收益率 (%) | 15.9 | 8.3 | 9.8 | 11.5 | 11.2 |
| P/E (倍) | 19 | 18 | 14 | 10 | 9 |
| P/B (倍) | 2.9 | 1.5 | 1.3 | 1.2 | 1.0 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

三垒股份: 收购美杰姆, 布局早教行业

公司概况: 收购美杰姆, 中植系资本平台下早教标的。三垒股份主营塑料管道成套制造装备及五轴高端机床。2018年6月公司拟现金收购美杰姆教育科技有限公司, 获得美国早教龙头品牌“美吉姆”在亚洲地区加盟许可、品牌使用权等权益, 标的估值33亿元, 其中公司出资23.1亿元认购70%, 启星未来其他股东投入9.9亿元。收购将分五期回复, 11月27日公司支付首期转让价款6.6亿, 美杰姆完成股东变更登记。美杰姆承诺2018/19/20年净利润分别不低于1.80/2.38/2.90亿元。2017年美杰姆实现收入2.16亿元, 同增84%; 净利润8509万元, 同增144%, 主要得益于网点扩张迅速。

美吉姆: 品牌+渠道优势突出, 快速扩张保证收入高成长。美吉姆1983年创立于美国, 2009年进入中国, 是国内早教品牌领军品牌之一。(1)课程体系完善, 品牌认可度高: 美吉姆提供欢动课、艺术课、音乐课三种早教课程, 课程内容及教学体系源于国外知名品牌, 课程内容及教学质量高。(2)渠道方面: 截至2018年6月30日, 美杰姆签约的“美吉姆”早教中心达到389家, 其中加盟中心387家、直营2家。加盟费收入是美杰姆核心收入贡献, 未来网点持续扩张是美杰姆收入增长的核心支撑。

投资建议: 公司通过收购早教龙头品牌“美吉姆”, 进一步实现向教育行业转型, 美吉姆品牌和渠道优势突出, 未来市场份额有望进一步提高。目前美杰姆收购已完成股东变更登记, 综合考虑并表比例(70%)和2018年并表时间、收购带来的财务费用以及股权激励费用, 预计公司2018-2020年净利润分别为0.28/1.67/1.85亿元(2018年全年并表的备考净利润1.45亿), 对应EPS0.08/0.48/0.53元, 现价对应2018/19年备考PE为44/39倍。维持“增持”评级。

风险提示: 全面二孩政策效果低于预期, 出生率下降; 早教行业竞争激烈, 政策监管趋严, 三四线城市扩张速度恐不达预期; 美杰姆收购带来举债财务成本, 恐影响公司业绩; 美杰姆和楷德教育未达承诺业绩, 商誉减值风险。

图表 92: 三垒股份盈利预测和估值 (单位: 人民币)

| 财务指标 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 67 | 177 | 245 | 751 | 902 |
| 增长率 yoy% | -51.0 | 165.2 | 38.6 | 206.1 | 20.0 |
| 净利润 (百万元) | 10.0 | 18 | 28 | 167 | 185 |
| 增长率 yoy% | -81.8 | 82.7 | 52.6 | 496.5 | 10.7 |
| EPS (摊薄/元) | 0.03 | 0.05 | 0.08 | 0.48 | 0.53 |
| 净资产收益率 (%) | 0.8 | 1.6 | 2.7 | 16.5 | 15.9 |
| P/E (倍) | 642 | 352 | 230 | 39 | 35 |
| P/B (倍) | 5.7 | 5.6 | 5.4 | 4.5 | 3.8 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

风险提示

行业政策风险:2018年《民促法送审稿》、学前教育、K12 课外培训规范政策发布对教育行业影响较大,2019年《民促法》终稿落地的时点和条款恐有对行业带来不确定性因素。

市场竞争加剧:教育行业整体分散,现金流好且盈利能力强使得行业进入者众多。学历赛道中,公民同招、学前教育普惠政策对学前教育、义务教育民办学校恐有限制;非学历赛道中,整体规范经营导向下,职业培训、在线教育和 K12 课外等赛道均竞争激烈。

并购速度不达预期:受政策不确定性、审批流程等因素影响,民办学历赛道收购进度恐受影响。

公司业绩低于预期:招生/获客情况低于预期、收购和并表进度低于预期、渠道扩张速度放缓、合规成本高于预期等因素均或导致公司业绩低于预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|----|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在15%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在5%以上 |
| | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在10%以上 |

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com