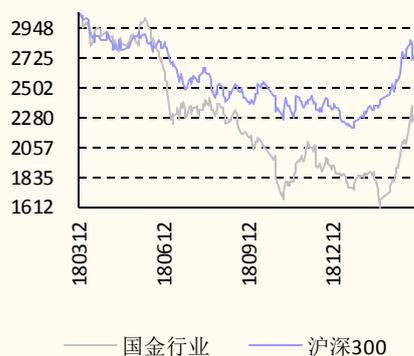


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金教育指数	2326.48
沪深300指数	3729.96
上证指数	3026.99
深证成指	9704.33
中小板综指	9715.10



相关报告

- 《2019教育行业周报第10期:希望教育拟收购贵州学校,并将进...》, 2019.3.10
- 《摩擦性的就业困难与新增100万高职招生——教育体系改革方向已...》, 2019.3.5
- 《2019教育行业周报第9期:18全年教育事业发展基本情况公布...》, 2019.3.4
- 《2019教育行业周报第8期:希望教育&宝宝树集团3月11日将...》, 2019.2.24
- 《关于《中国教育现代化2035》的重点内容的解析-关于《中国教...》, 2019.2.24

吴劲草 分析师 SAC 执业编号: S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

郑慧琳 联系人
zhenghuilin@gjzq.com.cn

政策支持+估值恢复,在现时点上如何看待教育行业投资机会?

行业观点

- **估值: A股和港股教育公司都处于历史上估值比较低的位置。A股:**教育行业在A股,经历了2014-2016年的高估值,当时教育行业是一个在市场上较为新兴的行业,被给予了比较高的估值。而到现在A股的主要的教育公司,估值回到了20-40倍左右,和20%-30%+的增速是匹配的。**港股:**学校公司纷纷选择港股上市,到现在数量已经达到15家以上的体量,形成板块。而港股在18年8月份的送审稿中,受到了较大影响,但实际上,这个政策主要针对幼儿园,但是高校和K12学校也受到了影响,导致被低估。
- **教育政策,发生了怎样的变化?——《送审稿》风波在释缓,多条政策支持职业教育,教育信息化等领域,尤其是职业教育。《送审稿》会有怎样的影响? 2019年1月,教育部部长陈宝生提到,《送审稿》已经进行了审议,原则上通过。那么关于民促法送审稿的通过时间,我们认为,3-6月之间,会发布《送审稿》的正式文件,大方向上不会有太大的变化,整体来说,对于港股高校公司的限制,应该不会变的更严格。其他政策的影响?两条最重要的主线,是比较清晰的:①职业教育,这是整个2019年最确定性的主线,在促进就业,改革教育结构上,有着重要的意义,尤其是学历制职业教育,在结构改革上有着很大发展空间。②教育信息化,体现自上而下的国家意志,为了促进教育资源分配,提升教育公平性和效率,有着重要意义。还有多项政策,提到支持发展科技类素质教育。此外,因为政策对于幼儿园行业的严格限制,使得早教和幼托行业出现较大行业空间。**
- **现在港股教育怎么看?——继续推荐高校公司。①《送审稿》带来的悲观预期中包含对“高校是否不能并购了”的担忧,但是实际上可以看到2018年8月之后,民生教育,新高教集团均实现了并购,而2019年以来,中教控股,新华教育,希望教育也已实现或已公布了并购项目,随着一些并购项目的落地,市场对于不能并购悲观预期会逐渐释缓。而现在港股公司,估值仍然处于一个较低位置,除了中教控股对应2019年25x估值外,大部分港股学校公司的估值都在15x左右。我们预计3-6月之间《送审稿》会正式落地,而大方向比较明确,即对学历制职业教育和民办高校的支持,落地之后,对于《送审稿》的后续不利影响的担忧会有所解除,在这个估值水平上依然会有较大的回升空间。此外,预计职业教育龙头中国东方教育也会在2019年实现上市,优质资产的上市预计对整体估值水平也会有一个提振作用。②从整体行业来看,高校和学历制职教未来2-3年,入学率仍有提升空间,政策明确指出增加高职学校100万招生。在独立学院脱钩持续推进的背景下,上市公司本身管理能力更强,资金实力也更强,预计未来2-3年,700余所民办高校中,仍有相当的并购机会存在。**
- **现在A股教育怎么看?——分化,职业教育,教育信息化,低估值优质公司三条主线。A股,目前总体来说是三条主线,①职业教育:如中公教育(所涉领域特殊,作为龙头,品牌力、管理研发能力、网点控制力强,现金流好);②教育信息化,如佳发教育(最纯正的教育信息化标的);③其他低估值优质公司,如盛通股份(收购乐博乐博以来,业绩稳定兑现,STEAM教育&机器人教育&编程教育本身也是一个国家政策支持的大方向)。**
- 推荐标的:希望教育,中教控股,中公教育,盛通股份,佳发教育等
- 风险提示:送审稿尚未落地;职教地方政策或存差异;市场竞争加剧等。

估值：A股和港股教育公司都处于历史上估值比较低的位置

A股

- 教育行业在A股，经历了2014-2016年的高估值，当时教育行业是一个在市场上较为新兴的行业，被给予了比较高的估值。而到现在A股的主要的教育公司，估值回到了20-40倍左右，和20%-30%+的增速是匹配的，可以说是自2014年A股教育资产证券化以来，第一次从估值上具有了吸引力。这是一个行业和市场大周期性的机会，需要重视。

港股

- 港股大部分教育公司，是资产相对较重的学校公司。2017年，港股的学校公司纷纷上市，到现在数量已经很可观，K12+高校的公司，已经达到15家以上的体量——K12:枫叶教育，成实外教育，睿见教育，宇华教育，天立教育。高校——中教控股，新高教集团，民生教育，希望教育，中国新华教育，中国春来，中国科培。还包括21世纪教育，银杏教育，成峰教育等体量较小的上市公司。可以说是已经形成了一个不小的板块了。
- 而港股，在18年8月份的《民办教育促进法实施条例修订草案送审稿》（简称送审稿）中，受到了较大影响，但实际上，这个政策主要针对的是幼儿园，但是高校和K12学校，也受到了影响。导致显然是因为过激的情绪，被低估了。

教育政策，发生了怎样的变化？——《送审稿》风波在释缓，多条政策支持职业教育，教育信息化等领域，尤其是职业教育

《送审稿》会有怎样的影响？

- 原话是“实施集团化办学的，不得以加盟连锁，兼并收购，协议控制等方式控制非营利学校”。但实际上，结合11月15日的《学前教育深化改革规范发展的若干意见》，我们认为，这个政策主要是针对幼儿园的，因为幼儿园学龄段低，民办率高，如果出现事故社会影响会很不好。而并非针对高校等高龄学段的。实际上，从去年8月起，港股的很多高校公司实现了并购，也印证了这个观点。
- 2019年1月30日，教育部部长陈宝生提到，《送审稿》已经进行了审议，原则上通过。那么关于民促法送审稿的通过时间，我们认为，2019年3-6月份之间，会发布《送审稿》的正式文件，大方向上不会有太大的变化，整体来说，对于港股高校公司的限制，应该不会变的更严格。

其他政策的影响？

- 2019年年初开始，出台了一系列支持教育行业各细分领域的政策。包括《中国教育现代化2035》，《国家职业教育改革实施方案》，以及在两会上提到的“全面支持高职教育发展，增加100万高职学校招生”等。
- 两条最重要的主线，是比较清晰的：①是职业教育，这是整个2019年最确定性的主线，在促进就业，改革教育结构上，有着重要的意义，尤其是学历制职业教育，在结构改革上有着很大发展空间。②是教育信息化，体现自上而下的国家意志，为了促进教育资源分配，提升教育公平性和效率，有着重要意义。
- 还有多项政策，提到支持发展科技类素质教育，尤其是编程类素质教育，科创类素质教育有望被提到更高的位置。这个是一直以来的一个方向，不过目前市场的关注度还比较低，值得更多的关注。
- 基础教育中语文的占比提高，是一个已经讨论较多年的议题。不过推进还要看具体情况。
- 此外，因为政策对于幼儿园行业的严格限制，使得早教和幼托行业产生出了较大行业空间，也值得关注。

现在港股教育怎么看？——继续推荐高校公司

图表 1：港股教育公司梳理

港股教育公司梳理											
证券代码	证券简称	市值 (亿,RMB)	PE			归母净利润 (百万元)			归母净利润yoy		业务
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2019E	2020E	
1765.HK	希望教育	71	27	15	12	260	477	589	83%	23%	民办学校-高等教育、学历职业教育
2001.HK	新高教集团	55	19	13	11	290	412	515	42%	25%	民办学校-高等教育、学历职业教育
0839.HK	中教控股	224	33	25	22	674	897	1041	33%	16%	民办学校-高等教育、学历职业教育
1569.HK	民生教育	65	19	15	13	332	436	511	31%	17%	民办学校-高等教育、学历职业教育
2779.HK	中国新华教育	39	16	14	12	239	284	329	19%	16%	民办学校-高等教育、学历职业教育
6169.HK	宇华教育	89	18	13	11	492	673	780	37%	16%	民办学校-基础教育、高等教育、学历职业教育
1565.HK	成实外教育	95	24	18	15	399	529	640	33%	21%	民办学校-基础教育、高等教育、学历职业教育
1317.HK	枫叶教育	96	18	14	11	528	669	835	27%	25%	民办学校-基础教育
6068.HK	睿见教育	62	20	15	12	317	407	519	28%	28%	民办学校-基础教育
1773.HK	天立教育	34	18	12	8	191	273	419	43%	53%	民办学校-基础教育

截止日期：20190311

来源：wind，国金证券研究所

注：盈利预测来自 wind 一致预期

- 首先说说港股，因为港股的教育公司之间，形态比较接近，以学校公司为主（除去宝宝树和卓越教育），我们本文也主要是讨论学校公司的情况。
- 由于 2018 年 8 月《送审稿》带来的悲观预期，在 2018 年 8 月-2018 年 12 月，港股学校公司都有不同程度的下跌。而之前对于高校公司的杀估值，主要是对“高校是否不能并购了”的担忧。但是实际上我们可以看到，2018 年 8 月之后，民生教育，新高教集团均实现了并购，而 2019 年以来，中教控股，新华教育，希望教育也已实现或已公布了并购项目，这一定程度上说明，港股高校公司的并购，其实是可以做的。
- 那么《送审稿》之后，随着一些并购项目的落地，市场对于不能并购悲观预期会逐渐释缓，这会带来第一波回升。而现在港股公司，估值仍然处于一个较低位置，除了中教控股对应 2019 年 25x 估值外，大部分港股学校公司的估值都在 15x 左右。
- 我们认为，还会有第二波回升，主要逻辑在于 3-6 月之间，预计《送审稿》会正式落地，而大方向比较明确，即对学历制职业教育和民办高校的支持。落地之后，预计对于《送审稿》的后续不利影响的担忧会解除很多，在这个估值水平上依然会有较大的回升空间。此外，预计职业教育龙头东方教育（新东方烹饪的母公司）也会在 2019 年实现上市，优质资产的上市预计对整体估值水平也会有一个提振作用。
- 而从整体行业来看，高校和学历制职教未来 2-3 年，还有一个入学率提升的空间，政策明确指出增加高职学校 100 万招生（以 2018 年为基数，量增长 27%）。此外，民办学校独立学院的脱钩也是在持续推进的，在这样的环境上，上市公司本身管理能力更强，资金实力也更强，预计未来 2-3 年，700 余所民办高校中，有相当的并购机会。
- 综上所述，我们在该时点，继续推荐港股高校公司：希望教育等。

现在 A 股教育怎么看？——分化，职业教育，教育信息化，低估值优质公司三条主线

图表 2：A 股教育公司梳理

A股教育公司梳理											
证券代码	证券简称	市值 (亿,RMB)	PE			归母净利润 (百万元)			归母净利润yoy		业务
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2019E	2020E	
002607.SZ	中公教育	749	65	47	34	1150	1600	2200	39%	38%	非学历职业教育-公务员招录, 事业单位招聘, 教师招录及教师资格证考试培训等
300192.SZ	科斯伍德	26	27	24	20	96	107	133	11%	25%	K12教培, 中高考培训-龙门教育; 胶印油墨
002599.SZ	盛通股份	40	30	23	18	135	175	218	30%	25%	素质教育-乐博乐博; 综合出版综合服务
300338.SZ	开元股份	34	22	16	12	151	206	273	36%	32%	非学历职业教育-恒企教育, 中大英才; 仪器仪
300559.SZ	佳发教育	64	47	33	22	136	196	288	45%	47%	教育信息化-主要有考试考务信息化和智慧教育两块业务
002841.SZ	视源股份	505	52	38	28	976	1328	1794	36%	35%	教育信息化-教育设备, 液晶显示主控板卡和交互智能平板的设计、研发与销售
002659.SZ	凯文教育	45	(67)	94	28	(67)	48	160	-171%	235%	K12学历教育-国际教育
603377.SH	东方时尚	87	33	27	22	265	323	398	22%	23%	非学历职业教育-驾校培训
002621.SZ	三垒股份	80	145	53	46	55	152	174	175%	15%	早教-美吉姆; 主营塑料管道成套制造装备及五轴高端机床的研发、设计、生产与销售
300089.SZ	文化长城	32	13	9	7	249	343	460	38%	34%	非学历职业教育-翡翠教育; 陶瓷业务
300010.SZ	立思辰	94	54	30	24	175	310	394	78%	27%	大语文培训-中文未来、学科应用-敏特阳光、智慧校园-康邦科技、留学服务-叁陆零教育、升学服务-百年英才、在线教育-跨学网; 信息安全业务

截止日期: 20190311

来源: wind, 国金证券研究所

注: 除中公教育外, 其余盈利预测来自 wind 一致预期

- A 股的公司, 呈现一个分化的状态, 因为本身不像港股, 都是学校公司, 经营指标可比性也比较高, A 股比港股的情况更为复杂。但是整体来说, A 股教育公司目前估值在历史上不算太贵, 大体在 20-40x 之间 (中公教育更特殊的情况, 我们会专门讨论)。
- 而 A 股, 目前总体来说是三条主线, ①职业教育 (中公教育等), ②教育信息化 (佳发教育等), ③其他低估值优质公司 (科斯伍德, 盛通股份, 凯文教育等)。
- ①职业教育: 中公教育作为龙头, 所涉入的这个领域其实是很巧妙的一个领域, 品牌力强, 管理研发能力强, 对于网点的控制力强, 现金流也好, 虽然估值现在不算低, 但是预计未来还是比较大概率会实现超过市场预期的业绩的。对于中公教育, 我们可能不能期盼其估值会掉到比较低的位置。现在我们对于中公教育依然是重点推荐。
- ②教育信息化: 重点推荐佳发教育。教育信息化是一个自上而下体现国家意志的行业, 发展确定性和支付兑付确定性是很高的, 这里面一定有产业性机会, 那接下来就是寻找合适的标的了。佳发教育作为直接 IPO 的, 最纯正的教育信息化标的, 近年来在新高考&标准化考点建设, 智慧教育上, 都有很好的突破, 从一个省, 到全国的一个业务扩张, 非常体现其他地方政府对于其产品和能力的认可。目前整体规模不算大, 业务弹性也还比较大。
- ③其他低估值优质公司:
 - 盛通股份: 收购乐博教育以来, 业绩一直稳定兑现, STEAM 教育&机器人教育&编程教育本身也是一个国家政策支持的大方向, 盛通股份在这个方向上找到了一个很好的切入点。经过前几年的调整, 现在盛通股份的估值也在一个比较合理的位置, 建议关注。
 - 科斯伍德: 此前获得了龙门教育的控股权。龙门教育是一个很特殊的, 介于学校和培训之间的“冲刺封闭班”业态, 这个业态盈利能力比较强, 经营管理的经验要求也较高, 行业壁垒是比较高的。

总结

- 目前教育行业 A 股和港股，都处于较低的估值。这可以说是“五年以来，第一次低估的机会”，而叠加《送审稿》的悲观情绪释缓，加上年初至今，多项支持职业教育，教育信息化等多领域发展的政策，教育行业 2019 年或迎来重要投资机会。
- 在 2019 年 3 月这个时间点，我们也做出了如上的分析，建议关注：
港股：主要是高校公司（希望教育等）
A 股：主线是①职业教育，②教育信息化，③低估值优质公司，推荐关注中公教育，佳发教育，盛通股份，科斯伍德等。

风险提示

- **民促法送审稿后最终版本尚未落地，仍存一定不确定性。**民促法送审稿之后的最终版本尚未落地，仍存不确定性，K9 义务教育阶段（小学和初中）可能会受到更强的监管，目前影响力度尚不明确，但总体来说，民促法的精神在于规范，而不在于禁止。
- **职业教育地方性政策或存在差异。**该政策为国务院发布文件，具体落地到地方或存在差异，公司所在网点不一，推进力度和节奏也会不一样，存不确定性。
- **教育信息化市场竞争加剧风险。**教育信息化智慧教育领域，市场空间更广，参与企业也更多，产品类型同质化，以及潜在竞争对手不断进入，可能出现面临市场竞争加剧和市场推广不及预期的风险。
- **公务员、事业单位、教师招录人数存下滑可能性。**未来受经济下行压力影响，如果公务员、事业单位、教师招录人数不再新增，或者出现下滑，对公司业绩可能造成负面影响。
- **扩张过程中教师或存在短缺风险。**如果扩张速度过快，教师招聘可能出现短缺，导致生师比过高，从而影响教学质量，对教育品牌产生一定负面影响，若教师存在短缺，教师成本有上升风险，或拉低公司整体利润率。
- **商誉减值监管趋严风险。**2018 年 11 月 16 日，《会计监管风险提示第 8 号——商誉减值》发布，旨在揭示商誉后续计量环节的有关会计监管风险。由于教育企业扩张中的收购并购过程都会产生商誉，虽然历史上商誉减值仅占极小比例，随着监管趋严，存在一定减值风险。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH