

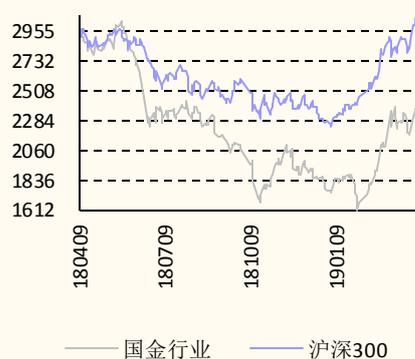
消费升级与娱乐研究中心

教育行业研究 买入（维持评级）

行业研究

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金教育指数	2347.58
沪深300指数	4062.23
上证指数	3246.57
深证成指	10415.80
中小板综指	10315.74



相关报告

1. 《建设产教融合型企业实施办法》推出，职教再迎政策实质支持-《...》，2019.4.3
2. 《2019 教育行业周报第 13 期：教育行业 19Q1 业绩展望梳理-...》，2019.3.31
3. 《2019 教育行业周报第 12 期：新东方在线将于 28 日在港上市...》，2019.3.24
4. 《2019 教育行业周报第 11 期：民生教育又一并购落地，并购+新...》，2019.3.17
5. 《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？-政...》，2019.3.12

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

港股 K12 学校公司——没有冲锋号角，但已开始冲锋，过激悲观情绪需要修复

行业观点

- 学校行业是一种抗周期性，可持续性强，且容量足够大，具有成长性的行业。不论是高校行业还是 K12 学校行业，从市场容量来看，都具有很大发展空间和整合空间，我们认为未来 20 年间，民办高校&职教和民办 K12 学校行业有望继续蓬勃发展，期待出现多个营收体量达五十亿，甚至百亿营收级别的集团。
- 而相比民办高校而言，民办 K12 单体校体量更小一些，所以更分散一些，同时因为民办 K12 学校管理机制和筛选机制更为灵活，所以出现了很多教学质量和品牌效应强于公办 K12 学校的民办学校。
- K12 学校公司们，发生了什么变化？——过激的情绪反映，正在被修复，虽然没有冲锋号角，但已经开始冲锋。
- 在 2018 年 8 月《送审稿》公布以来，“协议控制”这个说法，给民办 K12 学校悬了一把达克摩斯之剑。我们认为，从政策本身来说，一方面，《送审稿》中的说法并非针对 K12 学校，另一方面，K12 阶段的学校教育的供给还是紧张的，政策层面希望社会力量多参与兴办优质规范的民办学校，同时重点提出，要分区推进，一地一案，从地方实际情况出发。民办 K12 学校，能够帮助地方增加教育供给，同时提供多元化的教育服务，是 K12 学校的重要组成部分。
- 而从实际经营来说，自 2018 年 8 月以来，几家港股上市的 K12 学校集团发布了反映其经营状况的最新公告，枫叶，睿见，宇华的公告是截至 2018.8.31 的经营数据，天立和成实外的公告是截至 2018.12.31 的经营数据，其中，枫叶教育还公布了截至 2019 年 3 月 31 日的在校人数情况。从在校人数来看，基本上同比 30%+ 的增长，营收与利润也都呈现健康且较快速的增长。枫叶教育截至 19.3.31 的数据，在校生人数同比增长 38%，更反映出进入 2019 年以来，民办 K12 学校仍保持着健康积极的发展态势。
- 我们认为，过激的市场情绪，给予了港股 K12 学校公司过低的估值。对于整体 25%+ 的可持续增速，目前 K12 学校对应 FY2019 的平均 PE 估值都在 15x 左右，我们认为这是过于悲观的情绪带来的低估。实际上 K12 民办学校行业和本身经营并没有发生过激变化，都处于健康积极的发展路径中，过激的情绪反映，也会逐渐修复。尽管协议控制的达克摩斯之剑还在，但我们认为还是要从各地方实际情况出发，以企业的发展和内在价值为锚，对 K12 民办学校公司进行更为理性的评估，这个情绪修复的过程，可能不是通过很多人期待的一个“细则”，而是通过业绩的持续兑现来实现的，这需要时间。自《送审稿》发布以来，已经过去了近三个季度，也是各个 K12 学校公司业绩逐渐体现的时候了，业绩的发布，会带来情绪的恢复，对于 K12 学校板块来说，虽然没有冲锋号角，但是情绪回复的冲锋已经开始了。
- 推荐标的：枫叶教育等港股 K12 学校公司
- 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；若新出生人口不达预期，或引发市场悲观情绪；扩张过程中优秀的教师、校长等人才或存在短缺等风险。

行业观点

民办 K12 学校是好行业吗？——毫无疑问是的

- 民办 K12 学校是一个好的行业吗？毫无疑问是的。整个学校行业都是一种抗周期性，可持续性强，且容量足够大，具有成长性的行业。不论是高校行业还是 K12 学校行业，从市场容量来看，都是具有很大发展空间和整合空间的，我们认为未来 20 年间，民办高校&职教和民办 K12 学校行业有望继续蓬勃发展，期待出现多个营收体量达五十亿，甚至百亿营收级别的集团。
- 而相比民办高校而言，民办 K12 单体校体量更小一些，所以更分散一些，而另一方面，因为民办 K12 学校管理机制和筛选机制更为灵活，所以出现了很多教学质量和品牌效应强于公办 K12 学校的民办学校。

是什么在压制市场——《送审稿》的余威

- 2018 年，教育行业经历了剧烈的震荡。这个震荡最重要的来源，就是中央政府 2018 年 8 月 10 日发布的《民办教育促进法实施条例修订草案送审稿》，《送审稿》中提到“实施集团化办学的，不能通过兼并收购，加盟连锁，协议控制等方式，控制非营利学校”。
- 这在当时，引发了剧烈的震荡。因为这个“协议控制”描述过于模糊，导致很多人对于 K12 的预期持续悲观。
- 那么政策对 K12 民办学校造成实质性的经营影响几何？我们还是需要从政策的出发来考虑。

实际政策思路是怎样的？

- 我们判断，《送审稿》这一条，主要是针对年龄更低的学段，尤其是针对幼儿园的，并非针对高年级学段，尤其是民办高校的。因为幼儿园①幼儿园单园容量小，若要达到大型集团，需要园所多，管理难度大，②幼儿园在园学生年龄小，若出现管理问题的影响可能会更大，③幼儿园教师的招聘门槛相对低，幼师素质相对不易控制，这也加大了管理难度。总结来说，就是幼儿园管理上更容易出问题，而出了问题影响更大，所以我们认为，中央政府《送审稿》的出发点，意图实际上主要是控制幼儿园的兼并收购，加盟连锁和协议控制。
- 而 2018 年 11 月 15 日中央政府发布的《学前教育深化改革规范发展的若干意见》，更加印证了我们的判断，在《意见》中，进一步提出了，要控制幼儿园公司的加盟连锁，协议控制，兼并收购，甚至是直接提到了去限制幼儿园公司的资本化。所以已经可以明显感知到，所谓“并购，加盟连锁，协议控制”的限制，是针对“单园人数少，更为分散，管理难度更大容易出问题”的幼儿园领域的，而并非高年龄学段。
- **第一个预期差就在于：**市场上很多人认为，政策是针对整个教育行业的，“幼儿园受到了政策如此冲击，其他民办学校可能也会受到同样的冲击”，但年初至今中教控股等并购等具体案例，叠加 11 月 15 日的幼儿园政策，侧面说明了，这个政策其实主要是针对幼儿园的，其他年龄学段的民办学校，管理相对规范的业态，未来受进一步冲击的可能性是相对较小的。
- **第二个预期差就在于：**政策并非一刀切的，具体落地也要看到各地方的具体执行。2019 年 2 月 23 日，国务院等发布的《中国教育现代化 2035》中就有重点提到——在国家教育现代化总体规划框架下，推动各地从实际出发，制定本地区教育现代化规划，形成一地一案、分区推进教育现代化的生动局面。强调了“一地一案，分区推进”，也就是要从各地实际出发。而同样在《中国教育现代化 2035》中，重点提到：目前教育供给还是十分不足的，要加强城镇学位的供应，完善国家、社会和受教育者合理分担非义务教育培养成本的机制，支持和规范社会力量兴办教育。地方对于社会力量兴办民办学校的支持力度，其实是明确的。

- 同时，2019 年以来，减税政策持续推行，多个中央部门公开预算，“过紧日子”成为高频关键词，财政预算承受的压力是显而易见的。地方政府兴办教育，依靠社会力量兴办民办学校，显然是一个重要的途径，从这个角度上，各地方政府对于有序引入社会力量兴办民办学校，是支持的态度。

K12 学校们的实际经营情况如何？——都挺好

- 上文中，我们阐释了——政策层面从本质上出发，实际上对 K12 学校是没有很多投资者认为的那么不友好的。那么在政策发布之后，实际上 K12 学校的经营情况如何呢？从实际情况看来——都挺好。
- 目前几家港股上市的 K12 学校集团，都在 8 月份《送审稿》公布之后，发布了反映其经营状况新的公告，枫叶，睿见，宇华的公告是截至 2018.8.31 的经营数据，天立和成实外的公告是截至 2018.12.31 的经营数据，其中，枫叶教育还公布了截至 2019 年 3 月 31 日的在校人数情况。

图表 1：港股 K-12 公司公告时间

	FY2018	公告时间
枫叶教育	截止 20180831	2018 年 11 月 27 日
睿见教育	截止 20180831	2018 年 11 月 27 日
宇华教育	截止 20180831	2018 年 11 月 27 日
天立教育	截止 20181231	2019 年 3 月 29 日
成实外教育	截止 20181231	2019 年 3 月 26 日

来源：公司公告，国金证券研究所

- 从上市 K12 学校实际经营情况来看，用三个字形容就是“都挺好”，从在校人数来看，基本上同比都有 30%+ 的增长，营收与利润也都呈现健康且较快速的增长。枫叶教育截至 19.3.31 的数据，体现出了 38% 的人数增长，更反映出来，进入 2019 年以来，民办 K12 学校，仍保持着健康积极的发展态势。

图表 2：港股 K-12 公司经营情况

学生人数 (万人)	最新财报	去年同期	YOY	最新财报公告时间	最新财报截止时间
枫叶教育 (18 年报)	3.35	2.61	28.3%	2018.11.27	2018.8.31
枫叶教育 (截至 19.3.31)	4.14	3	38.0%	2019.3.31	2019.3.31
睿见教育	4.32	3.18	36.0%	2018.11.27	2018.8.31
宇华教育	9.31	5.33	74.7%	2018.11.27	2018.8.31
天立教育	2.9	2.09	38.7%	2019.3.29	2018.12.31
成实外教育	4.58	3.85	19.0%	2019.3.26	2018.12.31

来源：公司年报，国金证券研究所

图表 3：港股 K-12 公司营收

营收 (亿元)	FY2018	FY2017	YOY
枫叶教育	13.4	10.8	23.8%
睿见教育	12.5	9.8	27.3%
宇华教育	12.0	8.5	41.2%
天立教育	6.4	4.7	36.9%
成实外教育	11.7	9.5	22.6%

来源：公司年报，国金证券研究所

图表 4：港股 K-12 公司净利润

净利润 (亿元)	FY2018	FY2017	YOY
枫叶教育	5.4	4.1	30.1%
睿见教育	3.1	2.0	53.4%
宇华教育	5.3	3.1	69.2%
天立教育	2.0	1.4	47.7%
成实外教育	3.6	3.1	15.3%

来源：公司年报，国金证券研究所

投资建议

- K12 学校公司们，发生了什么变化？——过激的情绪反映，正在被修复，虽然没有冲锋号角，但已经开始冲锋
- 在 2018 年 8 月《送审稿》公布以来，“协议控制”这个说法，给民办 K12 学校悬了一把达克摩斯之剑，广大投资者对民办 K12 学校的未来，充满了迷茫，以至于给予了其很低的，与其实际增长和价值不符的低估值。
- 我们认为，从政策本身来说，一方面，《送审稿》中的说法并非针对 K12 学校，另一方面，政策层面来说，K12 阶段的学校教育的供给还是紧张的，政策层面希望社会力量多参与兴办优质规范的民办学校，同时重点提出，要分区推进，一地一案，从地方实际情况出发。民办 K12 学校，能够帮助地方增加教育供给，同时提供多元化的教育，是 K12 学校重要的组成部分。
- 而从实际经营来说，自 2018 年 8 月《送审稿》公布以来，各个民办 K12 公司从招生数据和财务业绩上，也均体现出了健康积极的发展，我们认为，这也是未来长期的一个方向。
- 我们认为，过激的市场情绪，给予了港股 K12 学校公司过低的估值。对于整体 25%+的可持续增速，目前 K12 学校对应 2019 年的平均 PE 估值都在 15x 左右，我们认为这是过于悲观的情绪带来的低估。实际上 K12 民办学校行业和本身的经营并没有发生过激的变化，都处于健康积极的发展路径中，过激的情绪反映，也会逐渐修复。尽管协议控制的达克摩斯之剑还在，但我们认为，还是要从各地方实际情况出发，以企业的发展 and 内在价值为锚，对 K12 民办学校公司进行更为理性的评估，这个情绪修复的过程，可能不是通过很多人期待的一个“细则”，而是通过业绩的持续兑现来实现的，这需要时间。自《送审稿》发布以来，已经过去了近三个季度，也是各个 K12 学校公司业绩逐渐体现的时候了，业绩的发布，会带来情绪的恢复，对于 K12 学校板块来说，虽然没有冲锋号角，但是情绪回复的冲锋已经开始了。建议现时点，重点关注：枫叶教育，睿见教育，天立教育，宇华教育，成实外教育等民办 K12 学校公司。

图表 5：港股 K12 教育公司梳理

港股 K12 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	
			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E		
K12+高校	6169.HK	宇华教育	97	14	12	679	789	28%	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	90	17	14	529	640	48%	21%	民办学校-基础教育、高等教育、学历职业教育
K12	1317.HK	枫叶教育	110	16	13	668	832	23%	25%	民办学校-基础教育
	6068.HK	睿见教育	77	19	15	409	510	32%	25%	民办学校-基础教育
	1773.HK	天立教育	44	15	11	284	380	46%	34%	民办学校-基础教育
平均			16	13						
截止日期：20190404										

来源：Wind，国金证券研究所

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。
- **若新出生人口不达预期，或引发市场悲观情绪。**若新出生人口公布数据引发市场悲观情绪，或对板块造成一定影响，但由于教育具有刚需的特性，并且整个行业周期极长的特点，中短期来看，历史人口/存量人口对于行业的影响更大，长期来看，新出生人口存在一定不确定性，若连续多年不达预期，会对行业造成实质影响
- **扩张过程中优秀的教师、校长等人才或存在短缺风险。**如果扩张速度过快，教师招聘和校长人才可能出现短缺，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。

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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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，而不应视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