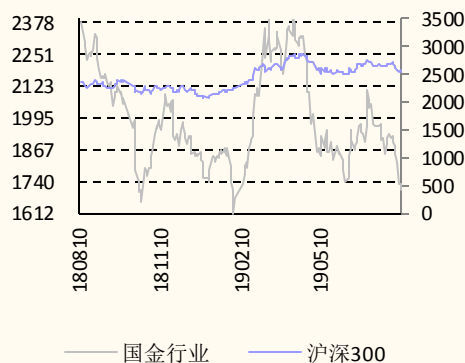


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金教育指数	1702.09
沪深300指数	3633.53
上证指数	2774.75
深证成指	8795.18
中小板综指	8291.92



相关报告

1. 《2019 教育行业周报第 30 期：2018 年教育事业发展统计公报...》，2019.8.4
2. 《2019 教育行业周报第 29 期：新东方进入较为乐观周期 VS 好未...》，2019.7.29
3. 《2019 教育行业周报第 28 期：中国东方教育、中国科培、新东方...》，2019.7.21
4. 《2019 教育行业周报第 27 期：民办摇号录取，风暴或将来临-2...》，2019.7.14
5. 《2019 教育行业周报第 26 期：在线教育竞争加剧，K12 网校暑...》，2019.7.8

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

郑慧琳 联系人

《民促法送审稿》一周年记——K12 品牌学校发展仍迅猛，高校并购扩张未受阻，优质资产低估，不应过于悲观

行业观点

- **市场的预期差所在：**2018 年 8 月 10 日，中央政府发布《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”。这在当时，引发了剧烈震荡。但这里面是有巨大的预期差的：①政策出发点主要是针对幼儿园，高校作为高年龄学段，管理相对规范的业态，未来受进一步冲击的可能性相对较小；②地方政府对于社会力量兴办民办学校的支持力度其实是明确的。送审稿发布以来，民办学校公司经营情况并不似预期的阴云密布，高校并购持续推进，K12 学校品牌优势持续凸显，保持较快扩张增速。
- **民办高校中短期并购整合仍为主基调，进入资源性群雄逐鹿的战国时代：**港股高校公司可用资金充裕，融资渠道多元，并购是其最快，最高效的扩张方式。自送审稿发布以来，民生教育、新高教集团、中教控股、中国新华教育、宇华教育和希望教育共发布过 11 个并购公告，充分证明了高校并购本身并未受到阻碍。2019 年 7 月 19 日宇华教育公告收购山东英才学院，表明高校上市公司亦呈现集中化趋势。同时，政策上鼓励独立学校加速转设脱钩，很大程度上丰富了高校公司的可并购标的。
- **K12 学校公司虽然没有冲锋号角，但已经开始冲锋：**从在校人数来看，民办 K12 学校基本上同比都有 20-40% 的增长，营收与利润也都呈现健康且较快的增长。民办学校的上市 K12 学校均为优质资产，本身办学品牌力强，学生筛选机制和课程设置灵活度高，其学生经过完善体系培养后，整体高中毕业生升学率（本科）超 90%，且其中有很大比例被重点一本院校录取，而 2018 年全国高考本科录取率仅为 44%，远低于上市 K12 学校升学率水平。
- **IPO&港股通最新进展：**目前港股共有 17 家民办学校公司，其中 5 家于送审稿发布后成功上市，均为民办高校公司，包括中国春来教育、银杏教育、科培教育、嘉宏教育和中汇集团。目前，还有 2 家民办高校公司已递交港股 IPO 资料，分别为华立大学和东软教育，民办学校板块上市公司队伍持续壮大。目前港股通共有 7 个教育标的，最新港股通名单将于 9 月 9 日更新，我们预计中国科培、中国东方教育、新东方在线有望于 9 月进入港股通名单，新华教育有望于明年进入港股通名单。
- **中国教育经费多渠道筹集需求凸显，社会投入占比有望提升：**我国对于教育经费投入主要来源于国家财政性教育经费，而国家财政性教育经费中主要来源于地方财政教育支出，地方财政实际上是整个社会对于教育投入的主要压力承担者。以“均衡化”为主要思路，我们认为，未来对于低龄阶段（如幼儿园、义务教育）的公办财政投入占比或将增加，而社会办学力量在高龄阶段（如高等教育），将有望起到更重要的作用。
- **投资建议：K12 品牌学校&高校，多年“精细经营+资源整合”积淀，品牌效应凸显，估值有望回升。**经过多年的精细经营和资源整合，不论是 K12 品牌学校，还是高校上市公司，已经形成了较高的进入壁垒，并且具备良好的运营模式和现金流，拥有持续增长的潜力和确定性，都是非常优质的资产。因为政策一直悬而未决带来的悲观情绪，使得这些优质资产现在处于被低估的状态，目前学校公司对应 2019 财年的平均 PE 估值在 15x 左右，部分较低已至 10x 左右，估值有回升空间。推荐中教控股、希望教育、中国新华教育等，建议关注睿见教育、中国科培等。
- **风险提示：**民促法尚未落地；招生不及预期；人才或存在短缺等风险。

1 《民促法送审稿》发布一周年，市场悲观情绪存在预期差

- 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”。这在当时，引发了剧烈震荡，给投资人的预期蒙上了厚厚的阴云。但这里面其实存在巨大的预期差——
- **第一个预期差在于：**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单园容量小，若要达到大型集团，需要园所多，管理难度大，②在园学生年龄小，若出现管理问题的影响可能会更大，③幼师招聘门槛相对低，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，而且出了问题影响更大，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，尤其是高校的。
- **第二个预期差在于：**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，财政预算有所承压。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。
- 可以看到，送审稿发布以来，民办学校公司经营情况并不似预期的阴云密布，高校并购持续推进，K12 学校品牌优势持续凸显，保持较快扩张增速。

2 民办高校：送审稿后 11 个收购公告发布，中短期并购整合仍为主基调，进入资源性群雄逐鹿的战国时代

- 中国民办高等教育行业的进入门槛较高，一定程度上阻止了潜在进入者。主要门槛包括获得办学及其他所需的监管许可，获取可用土地、相关设施，满足高资本需求，打造学校品牌以获得持续稳定的学生来源，经验丰富的学校运营商和优质的教职人员。
 - **政策壁垒：**民办高等教育办学法律法规不断完善，办学门槛也有所提高。中国民办学校运营商需取得一系列批文、执照及许可并须遵守特别注册及备案规定，批文申请手续冗杂、耗时较长且具有较高的不确定性，对于新学校运营商而言成为一道天然屏障，有利于现有民办高校特别是知名高校的扩大。
 - **土地壁垒：**中国部分城市的土地资源不足，租金成本不断上涨，民办高校获得土地资源以建立新学校及配套设施时，需要付出较高的资金成本和时间成本。

- **资金壁垒：**建设民办高校必要资本投入包括基本建设费、日常运营费用和其他费用，我国民办高校所需资本基本没有政策支持，几乎全靠举办者投资。随着土地、建材、人员和其他材料要素价格不断上涨，新建一所民办学校必需雄厚的资金实力，其壁垒非常高。
- **品牌壁垒：**学生、家长、用人单位、社会公众等利益相关者对一所高校的基本认识首先从品牌知名度开始，并将其作为主要的评价标准。因此，具有一定知名度的民办高校其生源数量足、质量高、就业好、口碑好。而品牌塑造需要时间的积累，需要持续的投入和付出。
- **管理经验壁垒：**营运和管理经验丰富的举办者对于学校的品牌建立和快速扩张都有重要意义，同时有助于集团取得规模经济效益。
- **师资壁垒：**师资是高校人才培养、科学研究、服务社会的主力军，是教育教学工作的主导。一所高校的竞争实力、发展潜力、服务质量关键就在于其师资力量。未来更多的高校或将注重培养学生的应用技能，具有行业实践经验和专业知识的教职人员的短缺或将成为新参与者的一大障碍。

图表 1：民办高等教育行业壁垒高



来源：国金证券研究所绘制

- **中短期投资逻辑：并购整合或成民办高等教育行业发展的主要基调，伴随教育行业资本化进程加快，集中度有望进一步提升。**中国民办高等教育六大主要壁垒一定程度上限制的新进入者的数量，从而有利于现有民办高校，尤其是知名民办高校的发展壮大。为了进一步扩大市场份额，领先参与者或将通过并购等方式寻求持续增长，充分发挥规模效应。已上市的大型民办高校集团具有融资优势、品牌优势和管理优势等多方面先发优势，有助于其进行并购整合：①上市公司具备融资优势，可以帮助学校进行长远发展。很多民办高校是负债运营，民间财务成本较高（有些在 10%-20%），而上市公司的资本成本较低（5%左右）；②并购整合不止是用资本运作，还涉及管理的输出。进入上市平台后，依托标准化的模式和完备体系可以更好帮助学校改善经营状况，实现规模扩张和发展，公司还具有更强的和政府合作的基础、品牌优势和核心人员激励的优势。伴随若干家民办高校集团陆续上市，未来民办高校集团借助上市公司平台，提升投融资效率，未来 1-5 年，民办高校行业集中度有望显著提高。

“高校是不是不能并购了”——侧面佐证是可以的

- **对于高校公司而言，并购是其最快，最高效扩张的方式。**而政策上提到“不得通过兼并收购”，无疑给投资人的预期蒙上了厚厚的阴云。高校公司

目前的低估值，很大程度上来自于市场的预期“政策这么说，高校是不是不能并购了？”，针对“能不能”这个问题，我们的观点是：政策上不会直接给出肯定意见，但是会侧面佐证，实际上是能的。自2018年8月10号《送审稿》发布以来，民生教育，新高教集团，中教控股，中国新华教育，宇华教育和希望教育均发布过新的收购公告，这已经充分证明了高校并购本身并没有因为《送审稿》而受到阻碍。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，高校作为高年龄段，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。

- 宇华教育收购山东英才学院，高校上市公司亦呈现集中化趋势。2019年7月19日宇华教育发布公告，以14.92亿元代价收购山东英才学院90%举办者权益，交易代价分四期支付。山东英才学院创立于1998年，2008年经批准升格为普通本科高校，过去七年蝉联中国民办大学前三名，是山东最大型的民办高校，在高等教育领域具备良好的声誉。2018/19学年在校人数约3.15万人，包含约2.1万本科学生，1万专科学生及500职业技能培训生，综合平均学费约1.5万元/学生。2018财年目标公司收入为4.59亿元，同比增长1.7%；净利润为0.91亿元，同比增长28%。山东英才学院原计划IPO上市，但最终选择被宇华并购，实现双赢格局，使得宇华能够利用现有资源优势持续扩张，同时，英才也以更快捷的方式登陆了资本市场，并获得现金。现在如果规模体量不够大的公司上市，流动性不足，产生的资源协同性有限，上市的意义有所降低，因此高校上市公司亦呈现集中化趋势，未来，能够持续保持良好现金流、具备优秀的运营能力、规模效应与融资优势的公司有望获得更高份额。

图表 2: 《送审稿》出台之后民办高校公司并购公告

公司	公告时间	收购标的	学校情况	收购代价	支付方式	学生数(人数, 已提供最新值)
民生教育	2018/8/20	云南大学滇池学院 (51%)	本科独立学院	5.825 亿元	现金	19200 (18/19 学年)
新高教集团	2018/9/14	广西三所学校(广西英华国际职业学院、广西钦州英华国际职业技术学校及广西英华国际职业学院附属中学之统称)(6%, 此前持有45%, 合计51%)	专科、中职、高中	0.3 亿元	现金	8434 (17/18 学年)
中教控股	2019/1/15	济南大学泉城学院 (100%)	本科独立学院	2.5 亿元	现金代价 2.3 亿元, 贷款 0.2 亿元	8529 (截止 20190115)
宇华教育	2019/2/12	斯坦福国际大学 (100%)	本科	2787 万美元	现金	4000 (截止 20190212)
希望教育	2019/3/8	贵州大学科技学院 (70%)	本科独立学院	0.7 亿元	现金	9000 (截止 201809)
民生教育	2019/3/15	南昌职业学院 (51%)	本科	5.1 亿元	现金	9500 (18/19 学年)
中国新华教育	2019/4/29	南京财经大学红山学院 (100%)	本科独立学院	6.1 亿元	现金(已于 20190202 支付 3.05 亿元)	8400 (截止 201707)
中教控股	2019/6/25	四川外国语大学重庆南方翻译学院 (100%)	本科独立学院	10.1 亿元	现金	13252 (截止 20190625)
中国新华教育	2019/7/15	昆明医科大学海源学院 (60%)	本科独立学院	9.18 亿元	现金代价 6.12 亿元, 配发 3.06 亿元股份	12000 (18/19 学年)
		昆明市卫生学校 (60%)	中等职业学校			6200 (18/19 学年)
宇华教育	2019/7/19	山东英才学院 (90%)	本科、专科、职业教育	14.92 亿元	现金	31500 (截止 20190719)
希望教育	2019/7/29	鹤壁汽车工程职业学院 (95%)	专科	1.6 亿元	现金	4504 (截止 20190729)

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 港股高校公司可用资金充裕，融资渠道多元，为并购扩张奠定基础。以中教控股为例，2017 年实现净利润 4.3 亿元人民币，2017 年经营性现金流量达 7.1 亿元人民币，截止 2019 年 2 月，共有类现金资产 18 亿元人民币（现金及其等价物+交易性金融资产+其他短期投资），并于 2019 年 3 月发行可转债 23.55 亿港元，2019 年 4 月取得 1.34 亿美元贷款，可用资金达 48.6 亿人民币。除中教控股之外，中国新华教育，希望教育和民生教育的类现金资产均超过 15 亿。2019 年 9 月开学后学费收入有望增厚账上类现金资产。

图表 3：港股民办高校公司现金与有息负债情况

公司	现金及现金等价物+受限存款及现金+交易性金融资产(亿元)	有息负债(亿元)	财报	营收(亿元)	经营性现金流量净额(亿元)	估算账上类现金资产(2019年9月开学后)
中教控股	17.9+2019年3月可转债23.55亿港元+2019年4月取得贷款1.34亿美元=48.6	7.2	1H2019/2018年1-8月	9.3/9.3	0.4/4.0	67.2
宇华教育	19.9+2019年1月可转债9.4亿港元=28.4	5.1	1H2019/2018	8.0/12.0	3.1/7.5	44.4
民生教育	15.1	4.6	2018	6.2	1.6	21.3
新高教集团	4.1+2019年4月增发3.89亿港元=7.6	12.9	2018	5.6	4.6	13.2
希望教育	30.4	21.3	2018	10.3	8.0	40.7
成实外教育	6.4	10.8	2018	11.7	7.1	18.1
中国科培	4.3+1P07.9=12.2	1.1	2018	5.8	4.8	18.0
中国新华教育	18.6	2.1	2018	3.9	2.9	22.5

来源：公司公告，国金证券研究所

注：港元汇率 0.90，美元汇率 7.06

估算账上类现金资产用最新类现金资产+最新财年收入（中教控股和宇华教育是 1H2019 收入*2，其他公司均为 2018 收入）

于最新财报结束日期之后，希望教育发布 2 起收购，总代价 2.3 亿元；民生教育发布 1 起收购，代价 5.1 亿元；中国新华教育发布 2 起收购，总代价 15.28 亿元；中教控股发布 1 起收购，代价 10.1 亿元；宇华教育发布 1 起收购，代价 14.92 亿元。

政策可能不会“落地”，只会“释缓”——6 家高校公司的并购，或成为释缓市场对于政策悲观预期的重要信号

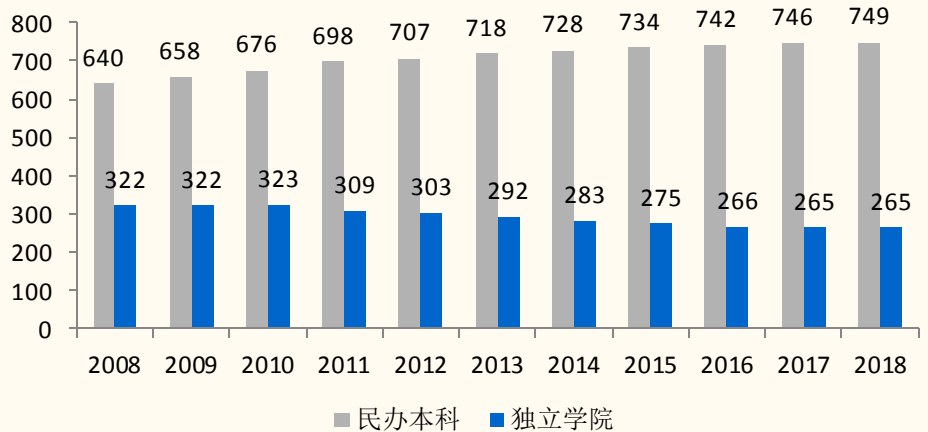
- 很多投资者在关注的一个问题是——“政策什么时候落地，会允许高校的并购？”。对于这个问题，我们的判断是：政策不会“落地”，只会“释缓”。
- 实际上，高校的单校规模大，学生年龄大，自理能力强，出类似于幼儿园这样的社会问题是可能性较小的。所以高校的并购，实际上是符合政策制定精神的。
- 在中央政策层面，很难出现官方的“允许高校并购”的政策，所以投资者期待的这个直接的“细则落地”可能根本不会出现。但是政策实际上是会侧面上“释缓”的。通过实际上的一些实践，市场的阴霾，会逐渐被具体实践的案例释缓。
- 距 2018 年 8 月 10 日送审稿发布已过去一整年，在这一年中，已经有民生教育，新高教集团，中教控股，中国新华教育，宇华教育和希望教育 6 家高校公司发布了 11 个并购公告，高校并购逻辑仍在，或是整个市场预期阴云释缓的重要信号。

政策上鼓励独立学校加速转设脱钩，很大程度上丰富了高校公司的可并购标的

- 上市公司并购整合的高等教育院校类型主要是独立学院。独立学院是实施本科以上学历教育的普通高等学校与国家机构以外的社会组织或者个人合作的高等学校，通常社会组织或个人需要将收取的学费按约定比例以管理费形式支付给高校。《送审稿》第七条中有提到，要限制公办学校品牌输出。

加之《2018 高等学校设置工作》也提出，要加快独立学院的转设脱钩。独立学院转设脱钩，已是明显趋势。民办高等教育上市公司有望通过注资，购置土地建设楼宇，最终实现独立学院的转设，成为独立学校。我们认为，独立学院转设需求，很大程度上丰富了上高校上市公司的可并购标的，目前全国共有 265 所独立学院。

图表 4：民办高校及独立学院学校数量变动（单位：所）



来源：国家统计局，教育部，国金证券研究所

3 K12 学校：没有冲锋号角，但已开始冲锋，过激悲观情绪需要修复

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。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。
- 2019 年 7 月 8 日，中共中央、国务院印发《关于深化教育教学改革全面提高义务教育质量的意见》（下称《意见》）。其中，《意见》在第 17 条指出“严禁以各类考试、竞赛、培训成绩或证书证明等作为招生依据，不得以面试、评测等名义选拔学生。民办义务教育学校招生纳入审批地统一管理，与公办学校同步招生；对报名人数超过招生计划的，实行电脑随机录取。”《意见》在改革方向上是希望实现公平化、平均化和均衡性，由原来的指向性筛选，变成摇号模式，削弱“好学校”和“差学校”的观念。本次政策对于具有筛选权利的小学 and 初中，可能会产生直接影响。不过，地缘仍是影响学区房的重要性因素。如果按小范围地缘摇号，我们认为对于较好小区的学区房可能是正向的影响。如果严格要求全民摇号，新的风暴或将来临，还要看具体落地，预计至少需要 3-5 年。

K12 学校公司们的实际经营情况如何？——都挺好

- 目前几家港股上市的 K12 学校集团，都在 2018 年 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，宇华的最新公告是截至 2019.2.28 的 1H2019 经营数据，天立和成实外的最新公告是截至 2018.12.31 的 2018 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 5: 港股 K-12 公司最新财报截止时间

	最新财报	截止时间
枫叶教育	1H2019	截止 20190228
睿见教育	1H2019	截止 20190228
宇华教育	1H2019	截止 20190228
天立教育	2018	截止 20181231
成实外教育	2018	截止 20181231

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 20%-40% 的增长, 营收与利润也都呈现健康且较快的增长。

图表 6: 港股 K-12 公司学生人数情况

学生人数 (万人)	最新财报	去年同期	YOY	财报	财报截止时间
枫叶教育	3.61/3.35	2.83 /2.61	27.5%/28.3%	1H2019/2018	2019.02.28/2018.08.31
枫叶教育 (截至 19.3.31)	4.14	3.00	38.0%		
睿见教育	5.44 /4.32	4.12 /3.18	32.2%/36.0%	1H2019/2018	2019.02.28/2018.08.31
宇华教育	9.31	5.33	74.7%	2018	2018.08.31
天立教育	2.90	2.09	38.7%	2018	2018.12.31
成实外教育	4.58	3.85	19.0%	2018	2018.12.31

来源: 公司年报, 国金证券研究所

注: 宇华教育 K12 业务 (小学+初中+高中) 2018/2019 学年学生人数为 2.90 万人, 占总学生数的 31.1%, 同比增长 27.0%; 成实外教育 K12 业务 (小学+初中+高中) 截止 2018.12.31 学生人数为 2.89 万人, 占总学生数的 63.1%, 同比增长 27.4%。

图表 7: 港股 K-12 公司营收情况

营收 (亿元)	最新财报	上年同期	YOY	财报	财报截止时间
枫叶教育	7.4 /13.4	6.3 /10.8	17.8%/23.8%	1H2019/2018	2019.02.28/2018.08.31
睿见教育	8.4 /12.5	5.9 /9.8	41.1%/27.3%	1H2019/2018	2019.02.28/2018.08.31
宇华教育	8.0 /12.0	5.2 /8.5	54.9%/41.2%	1H2019/2018	2019.02.28/2018.08.31
天立教育	6.4	4.7	36.9%	2018	2018.12.31
成实外教育	11.7	9.5	22.6%	2018	2018.12.31

来源: 公司年报, 国金证券研究所

注: 宇华教育 K12 业务 (小学+初中+高中) 1H2019/2018 营收为 3.0/5.3 亿元, 占总营收的 37.5%/44.2%, 同比增长 20.0%/12.8%; 成实外教育 K12 业务 (小学+初中+高中) 2018 营收为 8.98 亿元, 占总营收的 76.8%, 同比增长 26.8%。

图表 8: 港股 K-12 公司净利润情况

净利润 (亿元)	最新财报	上年同期	YOY	财报	财报截止时间
枫叶教育	2.8 /5.4	2.4 /4.1	20.2%/30.1%	1H2019/2018	2019.02.28/2018.08.31
睿见教育	1.9 /3.1	1.5 /2.0	33.1%/53.4%	1H2019/2018	2019.02.28/2018.08.31
宇华教育	3.3 /5.3	2.0 /3.1	63.8%/69.2%	1H2019/2018	2019.02.28/2018.08.31
天立教育	2.0	1.4	47.7%	2018	2018.12.31
成实外教育	3.6	3.1	15.3%	2018	2018.12.31

来源: 公司年报, 国金证券研究所

注: 宇华教育 K12 业务 (小学+初中+高中) 1H2019/2018 净利润为 1.5/2.9 亿元, 占净利润总额的 45.5%/54.7%, 同比增长 50%/45%。

- 从上市 K12 学校高中毕业生升学率来看, 用三个字形容就是“真不错”, 民办学校的上市 K12 学校均为优质资产, 本身办学品牌力强, 学生筛选机制和课程设置灵活度高, 其学生经过完善体系培养后, 整体高中毕业生升学率 (本科) 超 90%, 且其中有很大比例被重点一本院校录取 (注: 枫叶为国际学校, 评价体系不一致), 而 2018 年全国高考人数 956 万人, 本科

招生人数 422 万人，全国高考本科录取率仅为 44%，远低于上市 K12 学校升学率水平。

图表 9：港股 K-12 公司高中毕业升学率

	最新披露财年	高中毕业生升学率
睿见教育	17/18 学年	超 90% 被大学录取，超 20% 被一本大学录取
宇华教育	15/16 学年	超 14% 被北大、清华、复旦等重点本科大学录取
天立教育	17/18 学年	超 94% 被大学录取，约 64% 被一本大学录取
成实外教育	17/18 学年	约 95% 被一本大学录取，37 名被北大、清华录取
枫叶教育	17/18 学年	超 69% 升入枫叶百强大学，99 名被全球排名前 10 大学录取

来源：公司年报，国金证券研究所

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，投资者对民办 K12 学校的未来，充满了迷茫，以至于给予了其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。
- 从学校拓展情况来看，根据各公司最新财报披露，枫叶教育/睿见教育/宇华教育/天立教育/成实外教育于最新报告期内分别新增 16/1/2/6/2 所学校，拓展步伐持续，且未来还会保持，如天立教育已签订于 2019、2020 年就 13 所学校进行发展和计划的协议。

图表 10：港股 K-12 公司学校数量

	学校数量	新开学校数量	学校类型	最新财报	财报截止时间
枫叶教育	93	16 (幼儿园 9, 小学 3, 初中 2, 高中 2)	幼儿园 28, 小学 24, 初中 23, 高中 15, 外籍人员子女学校 3	1H2019	2019.02.28
睿见教育	9	1 (中小学 1)	小学 9, 初中 8, 高中 8, 国际课程 2	1H2019	2019.02.28
宇华教育	29	2 (高中 1, 海外学校 1)	幼儿园 8, 小学 6, 初中 7, 高中 5, 大学 2, 海外学校 1	1H2019	2019.02.28
天立教育	28	6 (K12 5, 培训中心 1)	幼儿园 4, 小学 8, 初中 6, 高中 6, 早教中心 4, 培训中心 11	2018	2018.12.31
成实外教育	24	2 (初中 1, 高中 1)	幼儿园 2, 小学 5, 初中 7, 高中 8, 大学 2	2018	2018.12.31

来源：公司年报，国金证券研究所

4 IPO：《送审稿》发布后民办学校公司上市 5 家，还有 2 家排队中

- 目前港股共有 17 家民办学校公司，其中 2 家于 2017 年以前上市，5 家于 2017 年上市，6 家于 2018 年上市，4 家于 2019 年上市。《送审稿》发布后有 5 家成功上市，均为民办高校公司，包括中国春来教育、银杏教育、科培教育、嘉宏教育和中汇集团。目前，还有 2 家民办高校公司已递交港股 IPO 资料，分别为华立大学和东软教育，民办学校板块上市公司队伍持续壮大。此外，非学历职业技能培训龙头中国东方教育于 2019 年 6 月 12 日于港股上市，其实质业态介于学校与培训之间，偏向培训，具备很大发展潜力。

图表 11：港股上市民办学校公司

证券代码	公司名称	细分行业	上市日期	上市地点
0382.HK	中汇集团	民办高校	2019/7/16	香港联交所
1935.HK	嘉宏教育	民办高校/学历职业教育	2019/6/18	
1890.HK	中国科培教育集团	民办高校	2019/1/25	
1851.HK	中国银杏教育集团	民办高校	2019/1/18	
1969.HK	春来教育	民办高校	2018/9/13	
1765.HK	希望教育	民办高校/学历职业教育	2018/8/3	香港联交所
1758.HK	博骏教育	K12 学校	2018/7/31	
1773.HK	天立教育	K12 学校	2018/7/12	
1598.HK	21 世纪教育	K12 学校、民办高校	2018/5/29	
2779.HK	中国新华教育	民办高校/学历职业教育	2018/3/26	
0839.HK	中教控股	民办高校/学历职业教育	2017/12/15	
2001.HK	新高教集团	民办高校/学历职业教育	2017/4/19	
1569.HK	民生教育	民办高校/学历职业教育	2017/3/22	
6169.HK	宇华教育	K12 学校、民办高校	2017/2/28	
6068.HK	睿见教育	K12 学校	2017/1/26	
1565.HK	成实外教育	K12 学校、民办高校	2016/1/15	
1317.HK	枫叶教育	民办高校	2014/11/28	

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 12：《送审稿》发布后港股上市民办学校公司

证券代码	公司名称	上市日期	细分学校	学生人数 (万人)	营收 (亿元)	净利润 (亿元)	财报	财报截止时间	
1969.HK	春来教育	2018/9/13	商丘学院	本科	1.98/1.92	2.80/4.88	0.58/1.19	1H2019/2018	2019.02.28/2018.08.31
			安阳学院	本科	2.21/1.95				
			商丘学院应用科技学院	本科	0.82/0.64				
1851.HK	中国银杏教育集团	2019/1/18	成都信息大学银杏酒店管理学院	独立学院	0.80	1.21	0.37	2018	2018.12.31
			成都银杏酒店职业技能培训学校	职业教育	0.22				
1890.HK	中国科培教育集团	2019/1/25	广东理工学校	本科	3.69	5.75	3.42	2018	2018.12.31
			肇庆学校	中职	0.83				
H01051.HK	嘉宏教育	2019/6/18	乐清精益中学	高中	0.09	3.02	2.87	2018	2018.12.31
			浙江长征职业技术学院	大专	1.05				
			中原工学院信息商务学院	独立学院	2.06				
0382.HK	中汇集团	2019/7/16	广东财经大学华商学院	独立学院	2.27/2.18	3.52/6.36	0.93/1.63	1H2019/2018	2019.02.28/2018.08.31
			华商职业学院	本科、专科、职业教育	0.95/0.97				
			澳洲国际商学院	职业教育	0.05/0.07				

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 13：港股拟上市民办学校公司

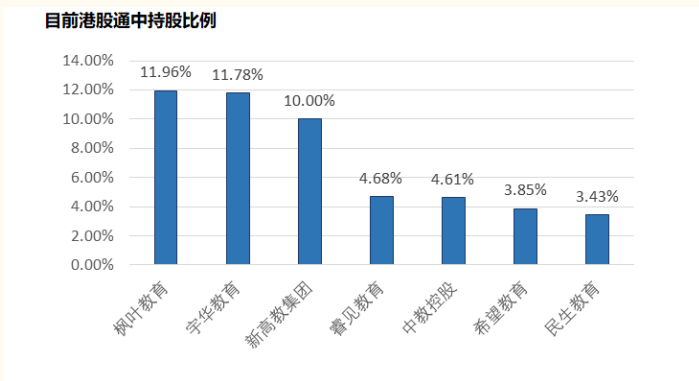
证券代码	公司名称	递交招股书日期	细分学校	学生人数 (万人)	营收 (亿元)	净利润 (亿元)	财报	财报截止时间	
H0075.HK	华立大学	2019/7/29	华立学院	民办高校	1.51/1.30	3.40/6.08	1.13/1.93	1H2019/2018	2019.02.28/2018.08.31
			华立职业学院	学历职业教育	1.31/1.33				
			华立技师学院	学历职业教育	0.91/1.03				
H01221.HK	东软教育	2019/7/2	大连东软信息学院	本科、大专、专升本、学历/	1.65	8.53	1.64	2018	2018.12.31
			成都东软学院	本科、大专、专升本、非学历	1.05				
			广东东软学院	本科、大专、学历成人教育	1.16				

来源：公司公告，国金证券研究所

5 港股通：中国科培、中国东方教育、新东方在线有望于 9 月加入港股通，中国新华教育有望于明年加入港股通

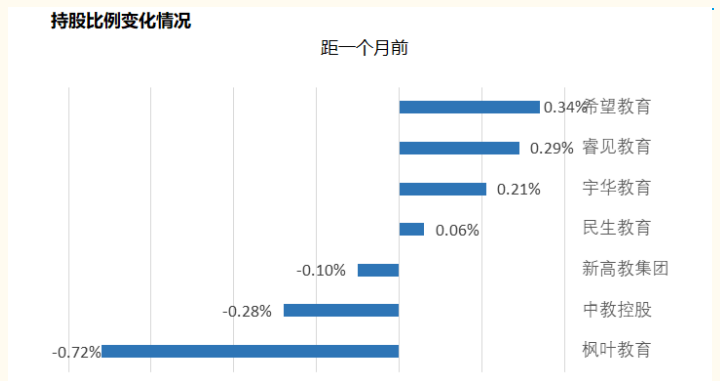
- 截止 2019 年 8 月 9 日，港股通共有 7 个教育标的。其中 2019 年 3 月 11 日新进入港股通的希望教育持股比例为 3.85%，枫叶教育/宇华教育/新高教集团/睿见教育/中教控股/民生教育目前港股通中的持股比例分别为 11.96%/11.78%/10.00%/4.68%/4.61%/3.43%。港股通持股比例相较一个月之前（08/9-07/9）持股比例变动情况：希望教育/睿见教育/宇华教育/民生教育/新高教集团/中教控股/枫叶教育分别为 +0.34%/+0.29%/+0.21%/+0.06%/-0.10%/-0.28%/-0.72pct。2019 年初至今，5 支港股通教育股上涨，平均涨幅为 20.77%，最高涨幅为 44.76%，最低涨幅为 6.87%，2 支港股通教育股下跌，平均跌幅为 25.76%。

图表 14：目前港股通中持股比例（截止 20190809）



来源：港交所，wind，国金证券研究所

图表 15：港股通持股比例相较一个月之前（08/9-07/9）持股比例变动情况



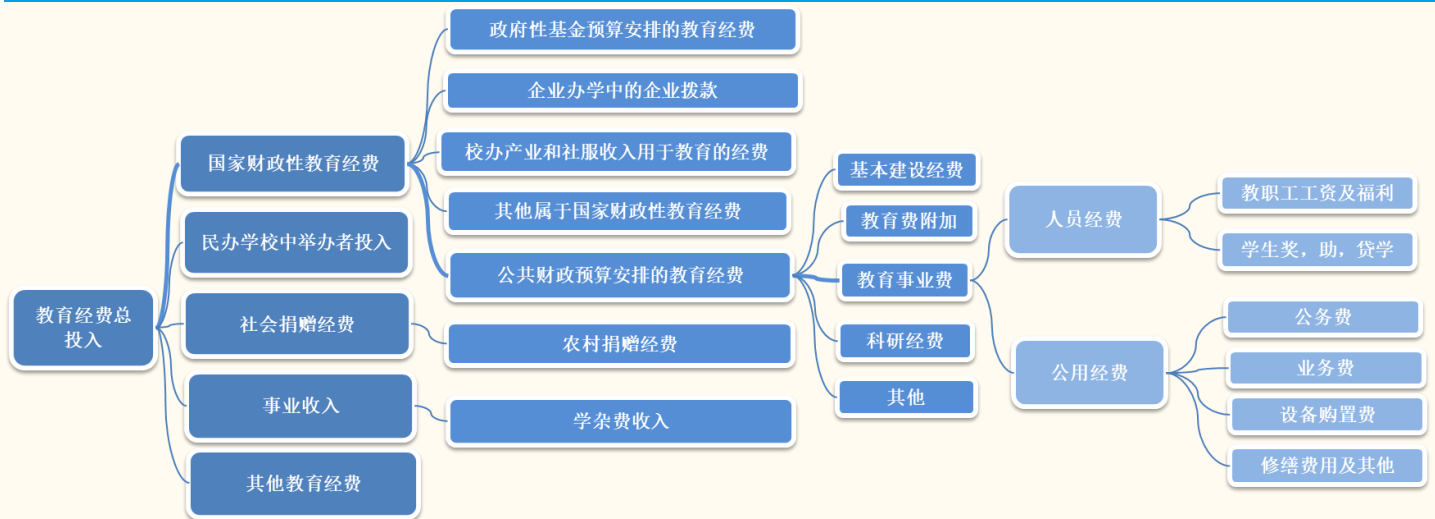
来源：港交所，wind，国金证券研究所

- 最新港股通名单将于 9 月 9 日更新。恒生指数公司每年对于包括“恒生综合指数”在内的基准指数进行两次调整，以 2019 年为例，调整对应的截止日期为 2018 年 12 月末和 2019 年 6 月末，调整日期在 2019 年 2 月和 8 月，调整名单从 2019 年 3 月和 9 月开始生效。恒生指数公司将于 8 月 16 日宣布恒生指数系列检讨结果，恒生指数系列的成分股变动将于 2019 年 9 月 9 日生效，届时港股通名单会有相应调整。进入恒生港股通指数的标的必然符合进入港股通的要求，没有进入恒生港股通指数但是已经进入恒生综合指数的标的，仍然有可能进入港股通。如果进入的是恒生综合小型股指数，则需要同时满足恒生指数以及平均月末市值大于 50 亿港元两个条件。
- 根据以上规定，我们预计中国东方教育、中国科培、新东方在线有望于 9 月进入港股通名单，中国新华教育有望于明年进入港股通名单。①中国科培（民办高校，学历职业教育）：于 2019 年 1 月 25 日上市，截至 2019 年 8 月 10 日市值为 70 亿港元；②中国东方教育（职业技能教育）：于 2019 年 6 月 12 日上市，截至 2019 年 8 月 10 日市值为 275 亿港元；③新东方在线（在线教育）：于 2019 年 3 月 28 日上市，截至 2019 年 8 月 10 日市值为 100 亿港元；④中国新华教育（民办高校，学历职业教育）：于 2018 年 3 月 26 日上市，截至 2019 年 8 月 10 日市值为 42 亿港元。

6 中国教育经费多渠道筹集需求凸显，社会投入占比有望提升

- “教育经费”是指“整个社会对于教育的投入总额”。其中包括来源于财政的“国家财政性教育经费”和来源于其他渠道的教育经费（比如民办学校中举办者投入等）。“国家财政性教育经费”指的是学校取得的所有属于财政性质的经费，主要包括公共财政预算安排的教育经费（可以简单理解为“公共财政教育支出”）、政府性基金预算安排的教育经费、企业办学中的企业拨款以及校办产业和社会服务收入用于教育的经费等。

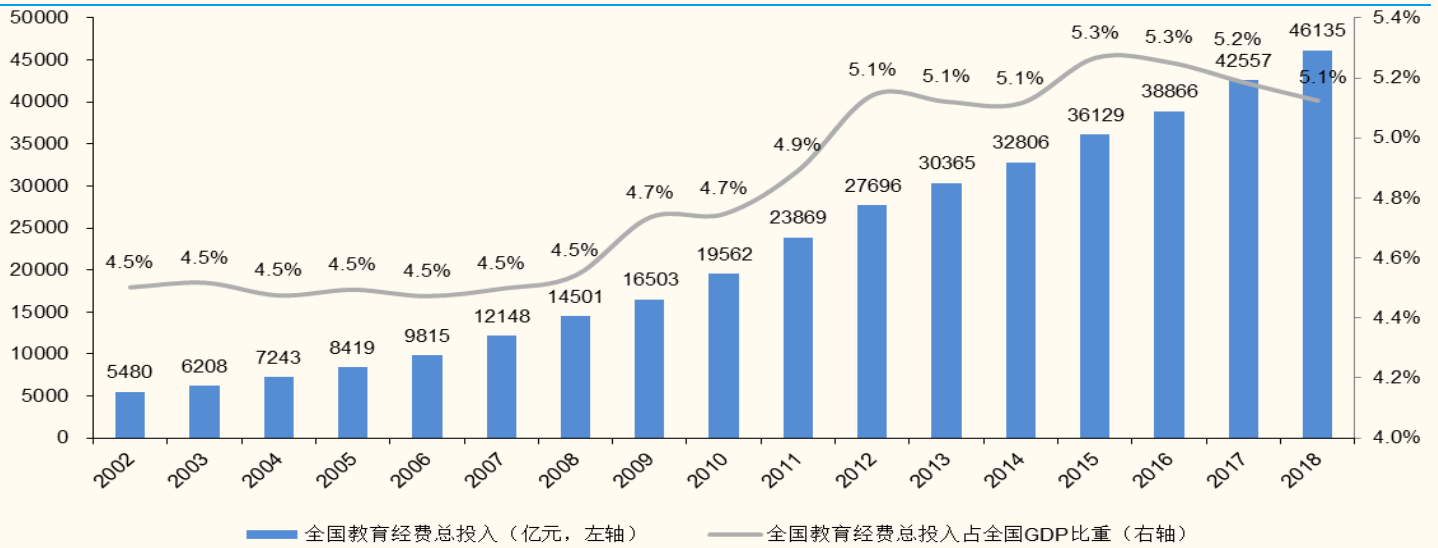
图表 16：教育经费构成



来源：财务部，国金证券研究所绘制

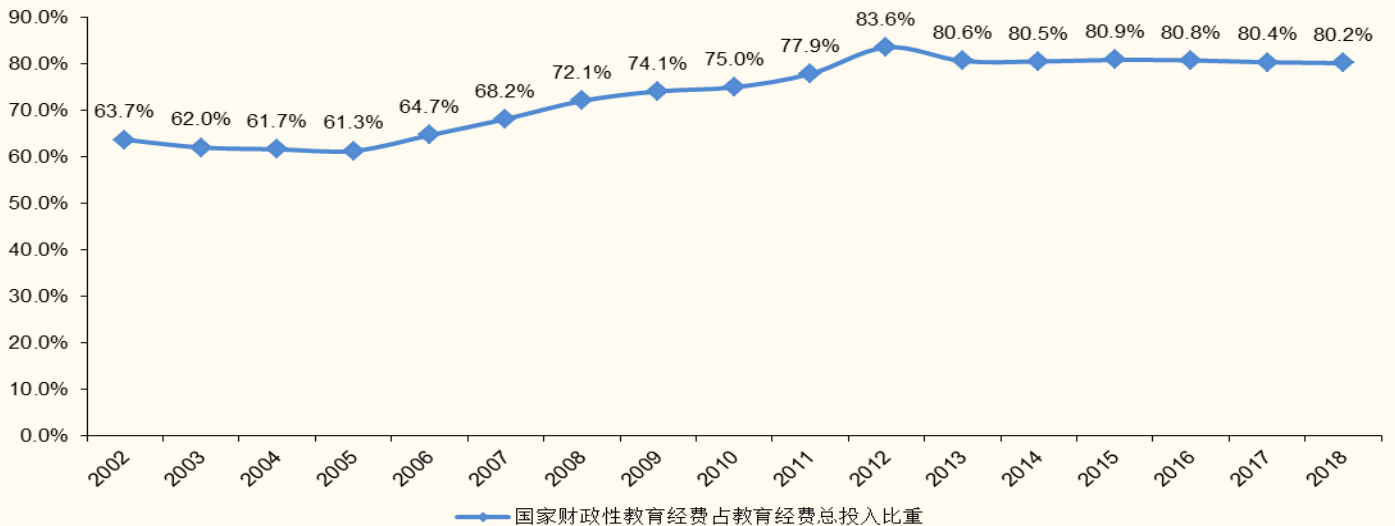
- 整个社会对于教育的投入持续增长，自 2012 年以来，我国教育经费总投入占 GDP 比重均在 5% 以上。我国一直并长期重视教育工作，并致力于提高教育经费使用效益，教育经费总投入在 2002-2018 年 16 年间 CAGR 为 14.2%，自 2012 年以来，我国教育经费总投入占 GDP 比重均在 5% 以上，2018 年全国教育经费总投入高达 46135 亿元，2018 年同比增速为 8.4%，未来有望进一步提高教育经费总投入。
- 我国教育经费中 80% 以上来源于国家财政性教育经费，非财政的教育经费占比有望提升。根据不同的资金来源，社会对于教育的投入可分为不同的教育经费，其中包括来源于财政的“国家财政性教育经费”和来源于其他渠道的教育经费（比如民办学校中举办者投入等）。目前结构上来看，我国教育经费中 80% 以上来源于国家财政性教育经费，这意味着国家财政是社会对于教育投入的主要来源，随着多渠道筹资需求逐步凸显，未来非财政的教育经费来源占比有望持续提升。

图表 17: 2002 年至 2018 年我国教育经费总投入情况——持续增长, CAGR 为 14.2%



来源: 国家统计局, 教育部, 财政部, 国金证券研究所

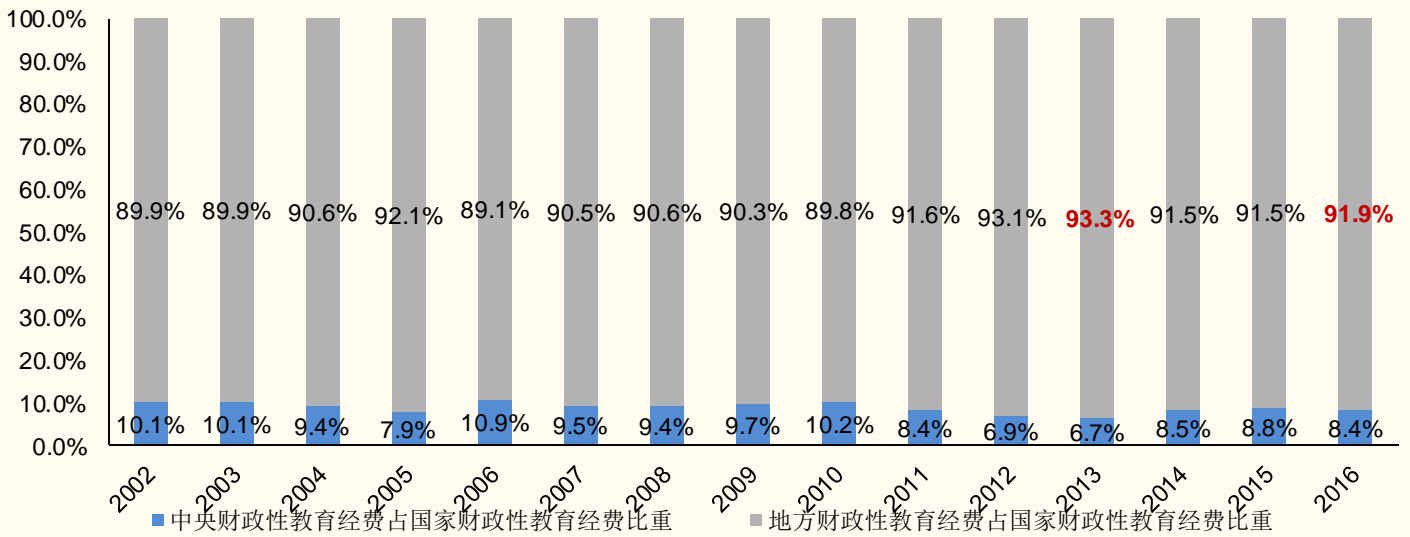
图表 18: 2002 年至 2018 年我国教育经费中国家财政性教育经费占比情况——财政为教育经费主要来源



来源: 国家统计局, 教育部, 财政部, 国金证券研究所

- 我国国家财政性教育经费中地方财政性教育经费占比超 90%，地方财政教育支出是整个社会对于教育投入的主力来源。国家财政性教育经费包括中央财政性教育经费和地方财政性教育经费，其中地方财政性教育经费的占比超过 90%，2013 年是近年最高值，为 93.3%，近年来结构上未发生明显变动，2016 年该占比仍然高达 91.9%，可以说地方财政支出仍然是整个社会对于教育投入的主力来源。从全国公共财政教育支出的中央和地方占比，以及地方公共财政教育支出占国家财政性教育经费比重两个数据，可以得到相同结论，2017 年两个比例分别高达 94.9%和 83.6%。

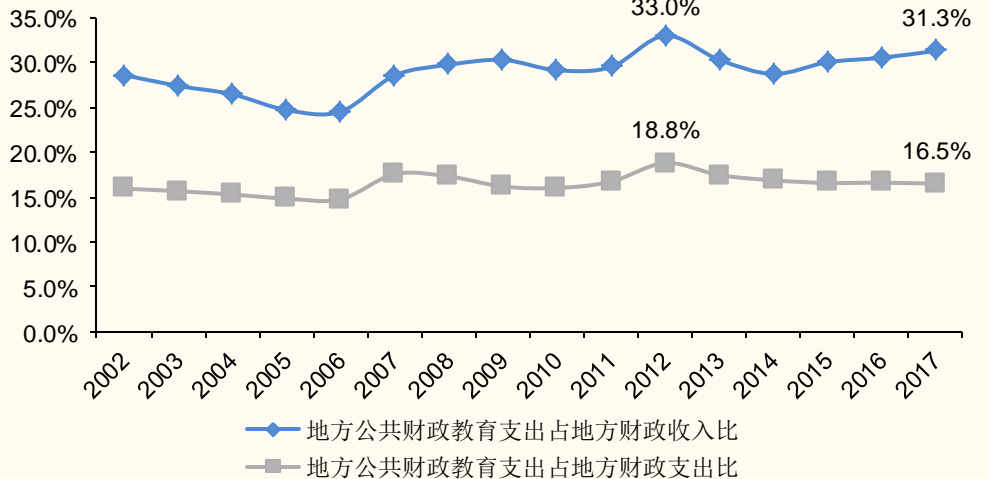
图表 19：财政性教育经费支出——中央和地方的比重



来源：国家统计局，教育部，财政部，国金证券研究所

- 地方公共财政教育支出占地方财政收入和地方财政支出的比重较高，在2012年达到高点。由于我国教育经费中80%以上来源于国家财政性教育经费，而国家财政性教育经费中地方财政性教育经费占比超90%，因此地方财政教育支出实际上整个社会对于教育投入的主力来源，该部分支出占地方财政收入和地方财政支出的比重较高，在2012年达到高点。2012年地方公共财政教育支出占地方财政收入的比重为33.0%，地方公共财政教育支出占地方财政支出的比重为18.8%。从地方公共财政教育支出占地方财政收入的比重来看，2017年为仅次于2012年的高点，为31.3%，占地方财政支出的比重相对稳定，为16.5%。

图表 20：地方公共财政教育支出占地方财政收入/支出比重变化情况



来源：国家统计局，教育部，财政部，国金证券研究所

- 地方公共财政教育支出对地方财政造成一定压力，或是新民促法相关政策出台的重要原因之一，加大民办教育力量投入需求突出。地方公共财政教育支出在2012年对于地方财政的压力达到高点，且至2017年该现状未有明显缓解，我们认为这可能是2012年之后相关政策出台的重要原因之一——2013年开始在上海&温州两地试点民办学校营利性改革。2013年6月29日第十二届全国人民代表大会常务委员会第三次会议发布《关于修改〈中华人民共和国文物保护法〉等十二部法律的决定》，完成对于《中华人民共和国民办教育促进法》的第一次修正，“对营利性和非营利性民办

校提出分类管理，民办学校可以自主选择，登记为非营利性或者营利性法人”。2015年12月二审通过教育法修订，删除“任何组织和个人不得以营利为目的举办学校及其他教育机构”的规定，为营利性学校确权。2016年11月7日第十二届全国人民代表大会常务委员会第二十四次会议发布《关于修改〈中华人民共和国民办教育促进法〉的决定》，完成第二次修正（也就是现在所说的“新民促法”）。2018年8月27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》（下称《意见》）提出“鼓励扩大社会投入。支持社会力量兴办教育，逐步提高教育经费总投入中社会投入所占比重”。《意见》第二条完善教育经费投入机制中第四款明确指出，“各级人民政府要完善政府补贴、政府购买服务、基金奖励、捐资激励、土地划拨等政策制度，依法落实税费减免政策，引导社会力量加大教育投入”。我们认为地方财政承担主要教育投入压力，公办教育需要结合民办教育共同发展，地方政府有望持续鼓励引导社会力量兴办教育，加大社会对教育的投入。

图表 21：民办教育行业相关法律修订进程推进



来源：国务院，教育部，司法部，国金证券研究所

- 《意见》还提到“结构合理就是最大的效益”。财政对于教育的投入，可能会有一些结构上的调整，包括两个维度：①幼儿园、义务教育、高中教育、高等教育、职业教育等不同教育阶段的投入结构调整；②全国不同地区的教育投入结构的调整。以“均衡化”为主要思路，我们认为，未来对于低龄阶段（如幼儿园、义务教育）的公办财政投入占比或将增加，而社会力量在高龄阶段（如高等教育），将有望起到更重要的作用。

投资建议

- **K12 品牌学校&高校，多年“精细经营+资源整合”积淀，品牌效应凸显，估值有望回升。**经过多年的精细经营和资源整合，不论是 K12 品牌学校，还是高校上市公司，已经形成了较高的进入壁垒，并且具备良好的运营模式 and 现金流，拥有持续增长的潜力和确定性，都是非常优质的资产。因为政策一直悬而未决带来的悲观情绪，使得这些优质资产现在处于被低估的状态。我们根据对财政环境等方面的分析得出，实际上各地方对民办学校的发展持支持态度，现在的预期或许过于悲观，需要释缓和修正，目前学校公司对应 2019 财年的平均 PE 估值在 15x 左右，部分较低的已经到 10x 左右，且 831 财年的公司，9 月过后将进入 2020 财年，伴随公司业绩稳步提升，届时动态 PE 估值会进一步下降，或已显现因政策情绪导致的优质资产低估，建议重点关注。推荐中教控股、希望教育、中国新华教育等，建议关注睿见教育、中国科培等。

图表 22：港股教育公司估值表（截止 2019 年 8 月 10 日）

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
			FY18	FY19E	FY20E	FY18	FY19E	FY20E	FY19E	FY20E	
0839.HK	中教控股	194	-	27	22	-	730	896	-	23%	民办学校-高等教育、学历职业教育
1765.HK	希望教育	72	43	17	13	168	428	547	155%	28%	民办学校-高等教育、学历职业教育
2779.HK	中国新华教育	38	15	13	10	256	303	375	18%	24%	民办学校-高等教育、学历职业教育
2001.HK	新高教集团	36	15	10	8	243	363	447	50%	23%	民办学校-高等教育、学历职业教育
1569.HK	民生教育	50	15	11	10	333	440	514	32%	17%	民办学校-高等教育、学历职业教育
1890.HK	中国科培	63	18	15	13	342	412	482	20%	17%	民办学校-高等教育、学历职业教育
6169.HK	宇华教育	110	21	15	13	531	717	878	35%	23%	民办学校-基础教育、高等教育、学历职业教育
1317.HK	枫叶教育	65	12	10	8	543	657	806	21%	23%	民办学校-基础教育
6068.HK	睿见教育	60	19	15	12	310	408	511	31%	25%	民办学校-基础教育
1773.HK	天立教育	53	27	20	15	195	263	356	35%	35%	民办学校-基础教育
1565.HK	成实外教育	71	20	-	-	-	-	-	-	-	民办学校-基础教育、高等教育、学历职业教育

来源：wind，国金证券研究所

注：盈利预测均为 wind 一致预期

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。
- **留学签证政策收紧带来的风险。**如果未来美国对中国留学生政策的签证政策进一步收紧，存在影响到公司主要留学国家加拿大、澳洲、英国等国家针对中国留学生的相关政策的可能性，不排除会对公司产生一定负面影响。

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