

教育行业2020年投资策略

千淘万漉虽辛苦，吹尽狂沙始到金

西南证券研究发展中心
现代服务研究团队
2019年11月

核心观点

2019年教育板块整体表现稳健，各子板块龙头呈现强者恒强趋势。政策性波动有所减弱，整体板块情绪转暖，同时受职业教育、在线教育等政策利好，以及中公教育（002607）、中国东方教育（0667.HK）、新东方在线（1797.HK）等板块龙头相继上市，民办高教、职业教育、在线教育板块龙头领涨，表现亮眼。

2020年建议从自上而下关注板块投资机会，紧抓细分板块龙头资产。从政策、发展阶段、发展空间、以及市场集中度等多个角度验证板块与个股的确定性机会。从板块配置角度，2020年“民促法”有望落地，政策具体影响有望确定，同时国家稳就业大势不变，职业教育相关利好政策频发，我们将继续重点推荐**职业教育+高教板块**，同时重点关注**在线教育、早教**等处于发展初期的新兴板块。

继续看好各细分板块质优龙头：

- **职业教育板块：**行业政策相鼓励，成长确定性强，重点配置细分行业龙头。重点推荐：**中国东方教育（0667.HK）、中公教育（002607）。**
- **高教板块：**行业龙头业绩增长稳健外延持续落地，政策情绪影响或有望消除，关注估值修复机会，重点推荐：**中教控股（0839.HK），关注宇华教育（6169.HK）、希望教育（1765.HK）。**
- **在线教育板块：**关注新东方唯一分拆上市平台——在线课外培训龙头**新东方在线（1797.HK）。**
- **港股K12板块：**关注深耕西南持续扩张的**天立教育（1773.HK）**，以及受益大湾区建设的华南龙头**睿见教育（6068.HK）。**
- **早教板块：**关注通过直营+加盟快速扩张的早教龙头**美吉姆（002621）**
- **同时，可关注每年两次港股通名单调整机会。**

风险提示：市场系统性风险、政策性风险、业绩不达预期的风险。

目 录

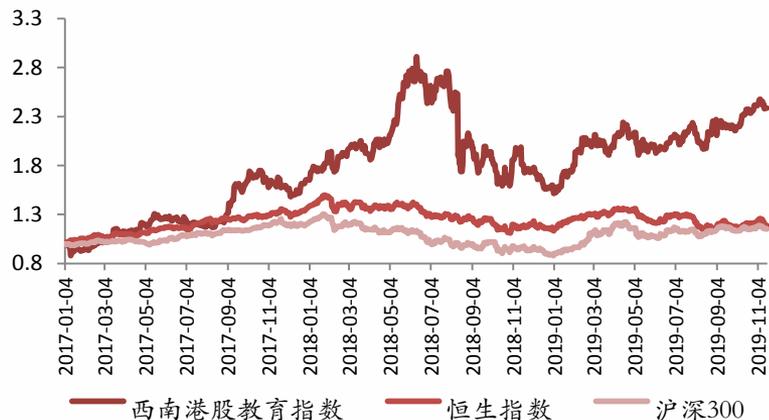
◆ **2019年行业回顾：**
整体情绪转暖，子板块龙头发力

◆ **2020年行业投资策略：**
紧抓政策&经营两条线，把握超预期机会

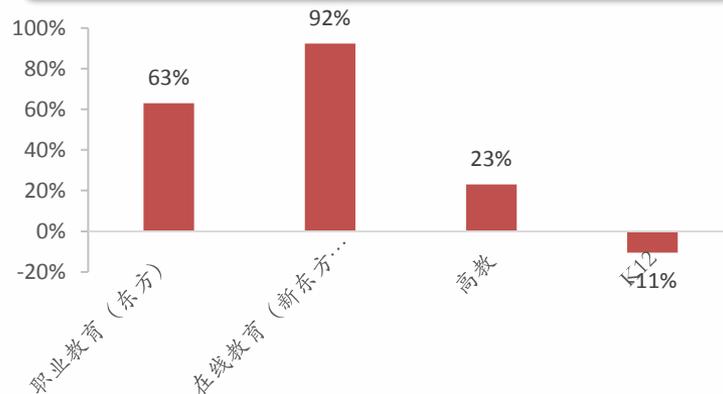
◆ **2020年重点推荐投资标的**

2019年行业回顾-港股教育：整体情绪转暖，子板块龙头发力

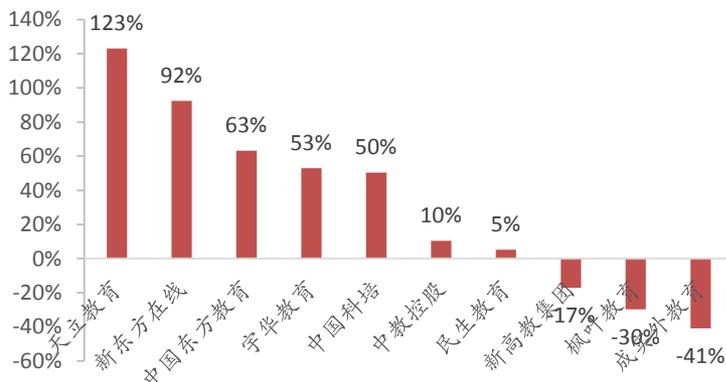
西南港股教育指数相对恒生综指走势



港股教育子行业二级市场涨跌幅



港股教育行业涨跌幅前五个股

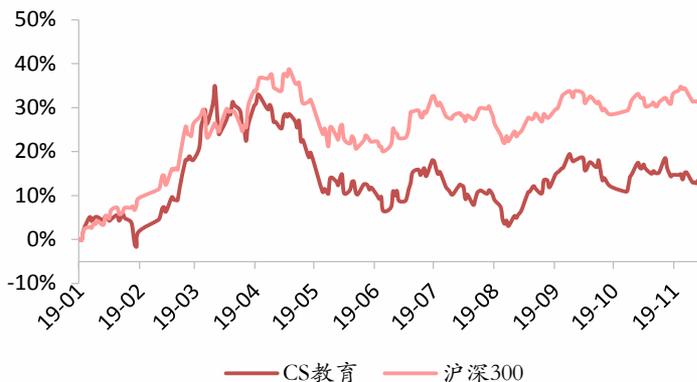


- 2019年初截至11月18日西南港股教育指数上涨10%，跑赢恒生指数约7.6个百分点。
- 2019年初截至11月18日职业教育子板块涨幅63%、在线教育涨幅92%、高教板块涨幅23%、K12学校子板块跌幅为11%。
- 期间板块内涨幅最大的为天立教育(+123%)、新东方在线(+92%)、中国东方教育(+63%)；跌幅最大的为成实外教育(-41%)、枫叶教育(-30%)、新高教集团(-17%)。

数据来源: Wind, 西南证券整理

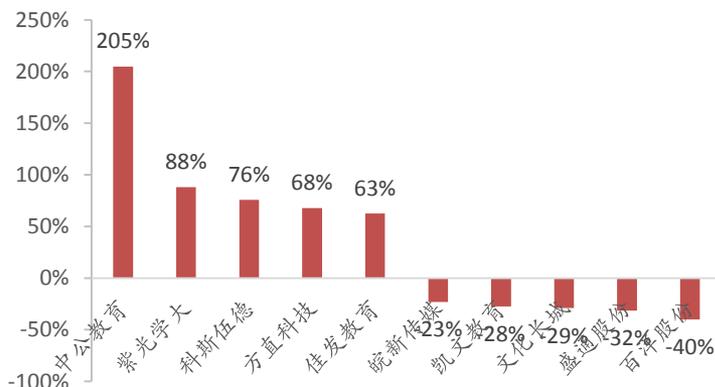
2019年行业回顾-A股教育：纯正教育龙头资产受青睐

中信教育指数相对沪深300走势



- 2019年初截至11月18日中信教育指数上涨16.7%，跑输沪深300约8.3个百分点。
- 期间A股教育涨幅最大的为中公教育（205%）、紫光学大（+88%）、科斯伍德（+76%）；跌幅最大的为百洋股份（-40%）、盛通股份（-32%）、文化长城（-29%）。

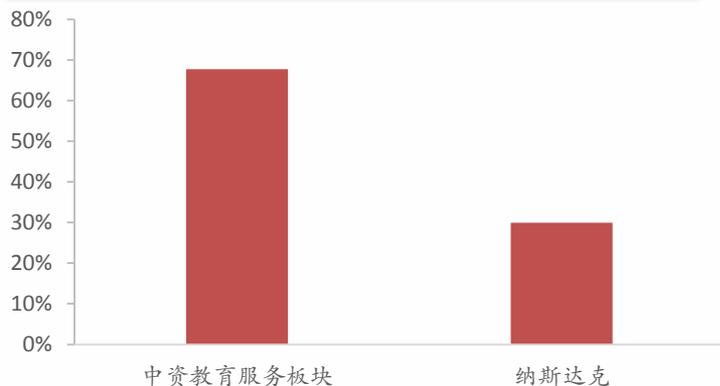
A股教育行业涨跌幅前五个股



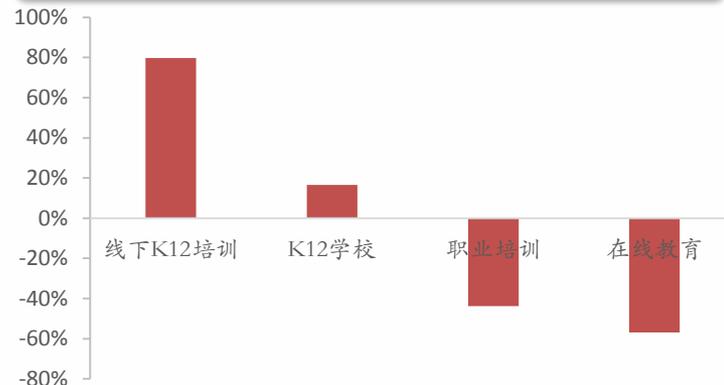
数据来源：Wind，西南证券整理

2019年行业回顾-美股教育：K12线上线下培训表现亮眼

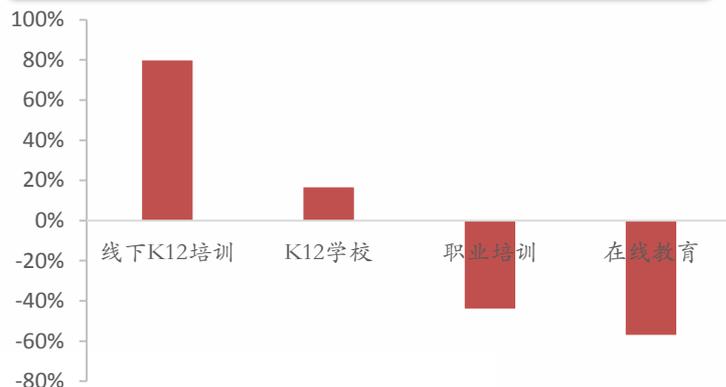
中资教育服务板块涨幅亮眼



线下K12涨幅显著领先板块



美股教育行业涨跌幅前五个股



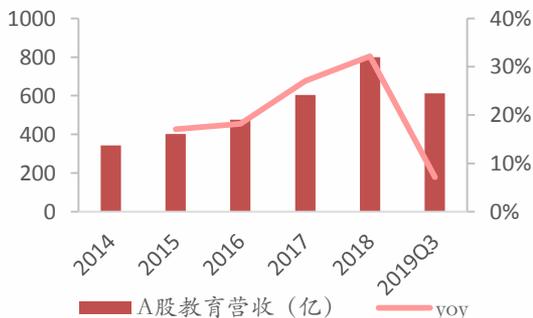
- 截至2019年11月18日，美股中资股Wind教育服务板块涨幅67.7%，显著高于纳斯达克整体涨幅。
- 分板块看，线下K12培训板块涨幅79.1%，领跑其他板块。
- 从个股角度，截止11月18日涨幅前三个股分别为新东方（+123.9%）、跟谁学（+80.8%）、好未来（+64.5%），跌幅前三个股分别为达内科技（-87%）、流利说（-70.7%）、尚德机构（-18.4%）。

数据来源：Wind，西南证券整理

2019年行业业绩回顾：A股波动较大，港股稳健向上，美股整体亏损

□ 2019年前三季度A股教育实现营收611.7亿元（Yoy+7.2%），实现归母净利润49.5亿元（Yoy+21.8%）；2019上半年我们重点关注的14家港股教育标的共实现营收96.2亿元（Yoy+24.1%），实现净利润29.3亿元（Yoy+23.1%）；2019上半年美股中概股教育板块实现营收95.6亿元（yoy+4.9%），实现亏损2.9亿元（yoy-70%）。

A股教育营收及增长



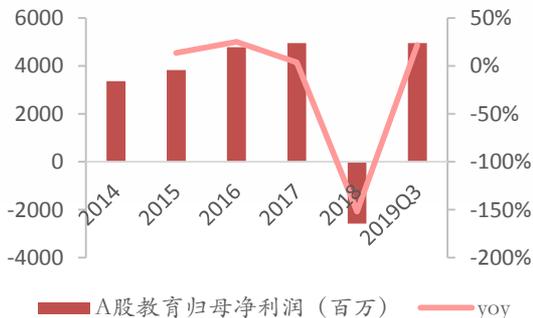
港股教育营收及增长



美股教育营收及增长



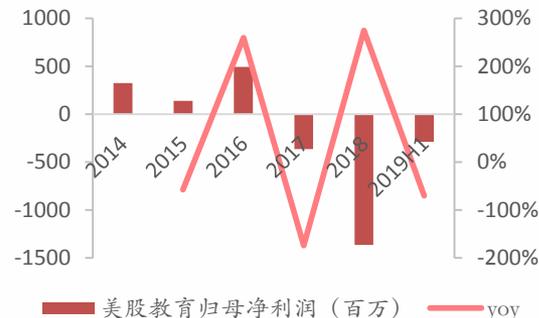
A股教育归母净利润及增长



港股教育归母净利润及增长

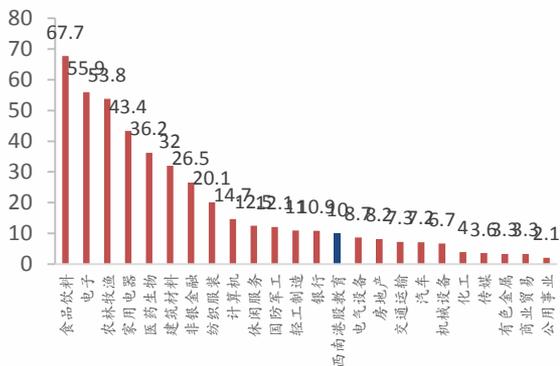


美股教育归母净利润及增长

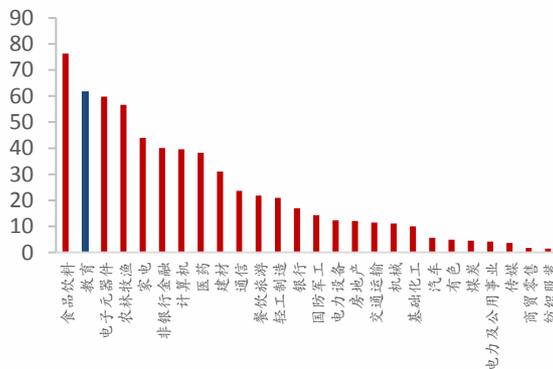


2019年行业估值回顾：港股教育处于低位，A股美股稳居高位

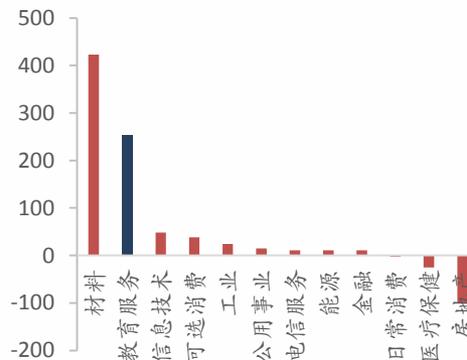
申万港股通行业市盈率（TTM整体法）



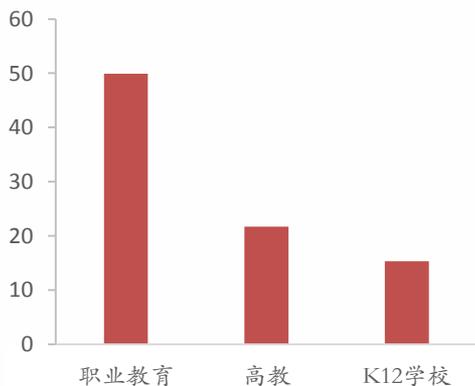
中信行业市盈率（TTM，算术平均法）



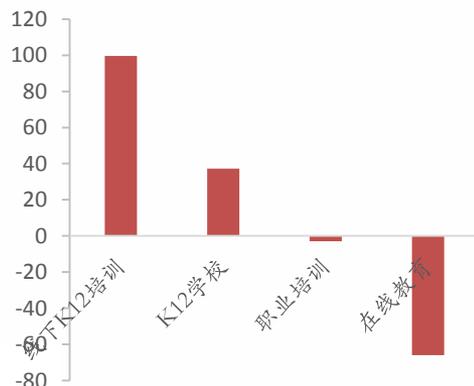
美股中概股行业市盈率（TTM，整体）



港股教育子行业市盈率



美股教育子行业市盈率



- **横向看**：港股行业PE(TTM)为10倍，在申万港股通行业中处于中位数偏下水平。中信行业分类中，CS教育PE（TTM，算术平均值）62倍，处于全行业较高水平；美股中概股教育板块亦处于高估值水平。
- **从子行业来看**：港股教育职业教育教育（50倍）的市盈率显著高于高等教育（22倍）和K12学校（15倍）的市盈率，而在线教育板块由于尚未盈利市盈率为负；美股线下K12培训估值高达100倍，显著高于其他板块。

数据来源：Wind，西南证券整理

目 录

◆ 2019年行业回顾：
业绩增长稳健，情绪面影响市场走势

◆ 2020年行业投资策略：
紧抓政策&经营两条线，把握超预期机会

◆ 2020年重点推荐投资标的

教育行业市场空间广阔

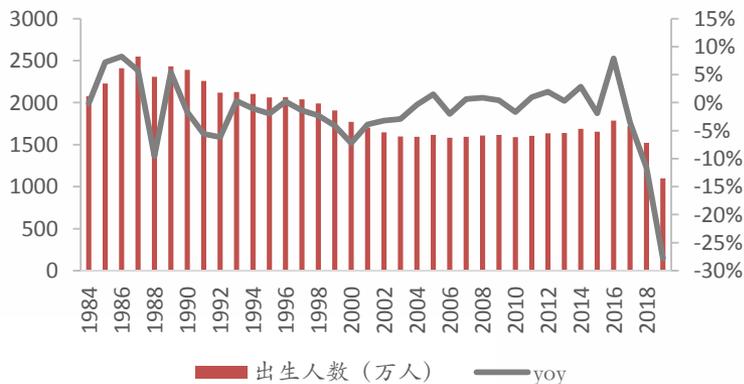
财政教育支出占比维持稳定（亿）



教育类居民消费价格指数持续提升（元）



教育适龄人群基数仍较高



- **教育需求偏刚性**：无论从政府财政支出还是从城镇居民个人支出来看教育支出都相对稳定，行业需求偏刚性，且教育类居民消费价格指数持续走高，消费升级属性明显。
- **教育适龄人口数量庞大**：从出生人口数量来看，假设早教至高等教育覆盖年龄区间0-24，累计适龄人口数量高达6.6亿人。

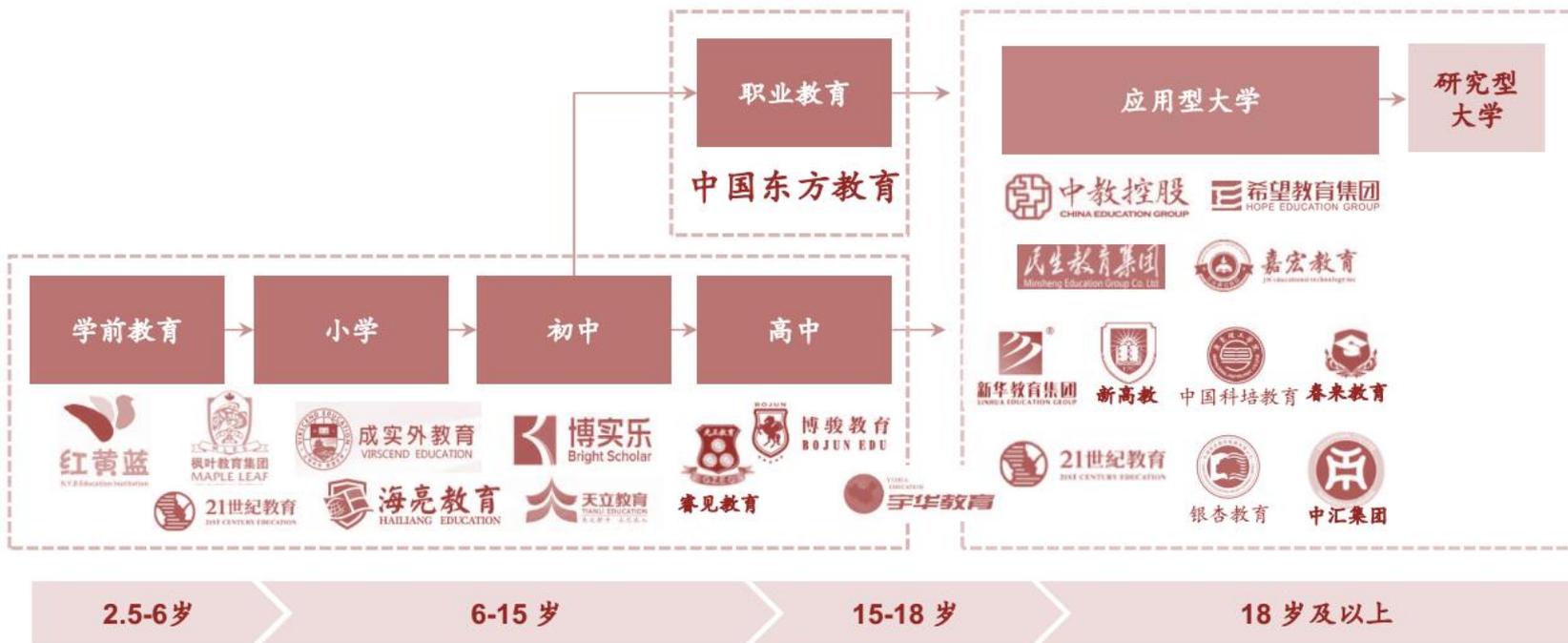
数据来源: Wind, 西南证券整理

港股、美股教育行业标的一览

K-12:

高等教育:

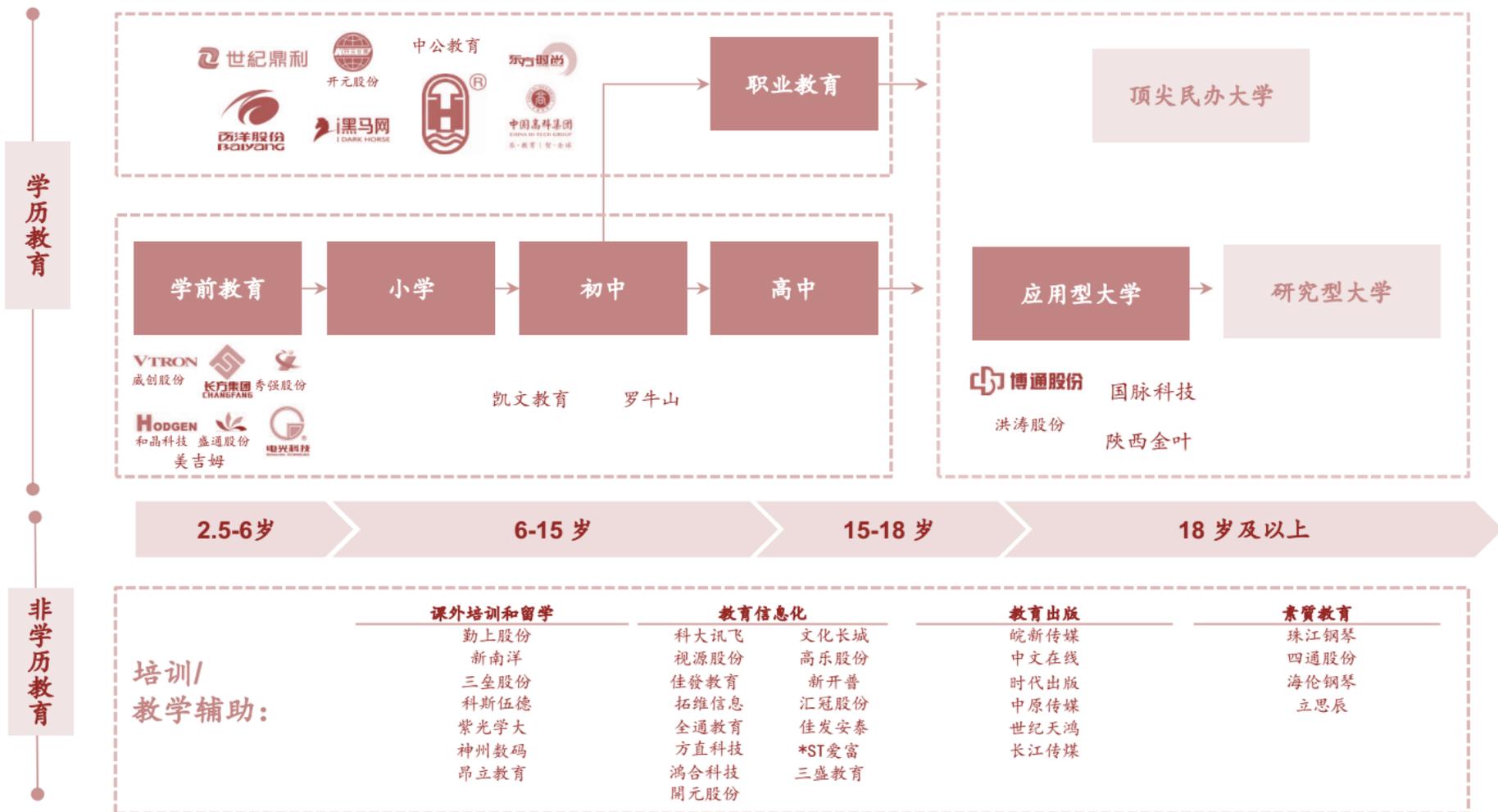
学历教育



非学历教育

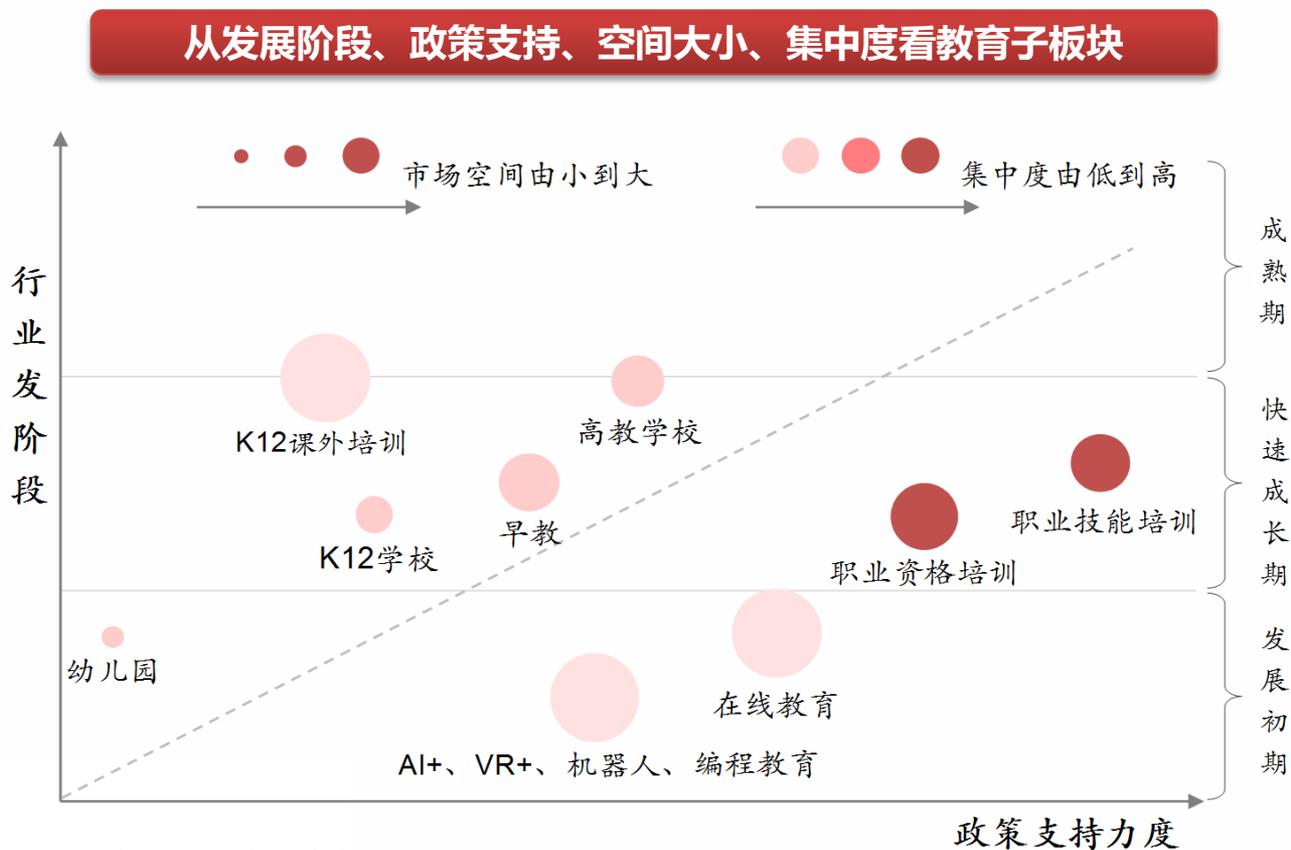


A股教育行业标的一览



教育行业产业链视图

- 综合从行业发展阶段、政策支持力度、市场空间以及行业集中度来看，职业培训（包括职业技能培训、职业资格培训等）在各方面均占优，多数子板块仍有较大发展空间。



数据来源：西南证券整理

教育行业重要子板块空间匡算

2022年各细分板块市场规模匡算（2022E）

	人口基数	人数（百万）	渗透率	客单价（元）	市场空间（亿）	
非学历职业教育	技能培训	无限制年龄	8.4 (8%)	-	19214 (3%)	1614 (10.5%)
	公考培训	18-35	2.9 (16.7%)	0.8%	9221 (7.6%)	270 (15%)
民办高等教育	18-22岁	8.3 (4.1%)	10%	18024 (4.3%)	1496 (7.6%)	
在线课外培训	6-27岁	282.5 (12.6%)	74.4%	1098 (77.8%)	3102 (26.3%)	
民办K12学校	6-15岁	57.7 (12.6%)	35.2%	9056 (8.3%)	5225 (14%)	
早教	0-6岁	30.42 (6.4%)	41.5%	12000 (0%)	3650 (11.4%)	

数据来源：Wind，西南证券整理。注：括号中为2017-2022五年CAGR

非学历职业教育板块：政策趋势相对宽松，利好行业发展

稳就业趋势下职业教育政策利好频发

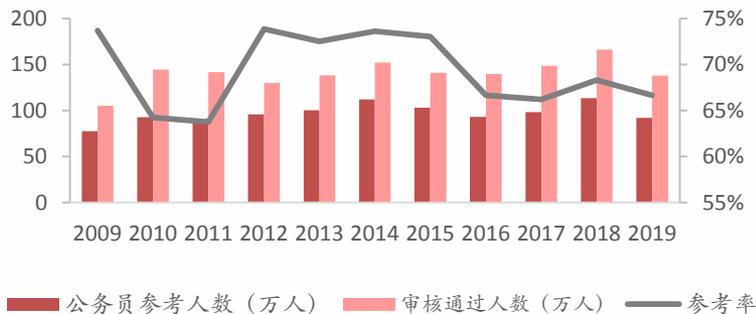
政策文件名称	发布单位	发布时间	主要内容
《职业技能提升行动方案（2019—2021年）》	国务院办公厅	2019.5	1) 2019年至2021年，持续开展职业技能提升行动。三年共开展各类补贴性职业技能培训5000万人次以上，其中2019年培训1500万人次以上。 2) 推动职业院校扩大培训规模。支持职业院校开展补贴性培训，扩大面向职工、就业重点群体和贫困劳动力的培训规模。 3) 落实职业培训补贴政策。
《2019年政府工作报告》	国务院	2019.3	1) 改革完善高职院校考试招生办法:鼓励更多应届高中毕业生和退役军人、下岗职工、农民工等报考,今年大规模扩招100万人。 2) 扩大高职院校奖助学金覆盖面、提高补助标准,加快学历证书和职业技能等级证书互通衔接。 3) 中央财政大幅增加对高职院校的投入,地方财政也要加强支持。
《加快推进教育现代化实施方案（2018—2022年）》	中共中央办公厅、国务院办公厅	2019.2	健全产教融合的办学体制机制，坚持面向市场、服务发展、促进就业的办学方向，优化专业结构设置，大力推进产教融合、校企合作，开展国家产教融合建设试点。
《国家职业教育改革实施方案》	国务院	2019.2	1) 2020年初步建成300个示范性职业教育集团（联盟）， 2) 建立公开透明规范的民办职业教育准入、审批制度，探索民办职业教育负面清单制度，建立健全退出机制。

数据来源：Wind，西南证券整理

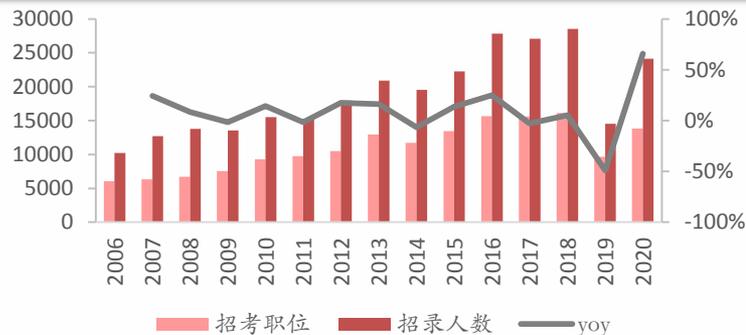
非学历职业教育板块（一）：招录板块职业资格培训市场广阔

□ 招录考试市场驱动力仍强劲，公务员板块继续引领成长。就业形势严峻，以公考为代表的招录考试需求持续释放。公考招录人数回暖推动参培学生数增长，规模增长可期。2020年公考招录规模反弹60%至正常水平，预计参培人数未来稳步增长，2022年整体市场空间有望达270亿元。

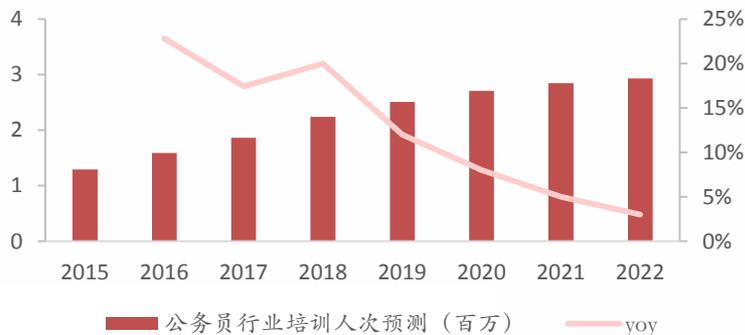
历年公务员参考人数



招录人数反弹至正常水平



2015-2022E公务员培训人数预测



2015-2022E公务员培训行业规模预测



数据来源: Wind, 西南证券整理

非学历职业教育板块（一）：其他职业资格培训细分市场快速成长

- 其他细分职业资格培训市场火热，专业化、精细化发展趋势明显。除招录考试外，就业导向需求拉动其他职业教育行业细分领域快速增长：**教师资格考试培训**受政策规范化影响快速增长；研究生报考逐渐趋向刚需，人数激增录取率下降，顺而推动**研究生考试培训**市场放量；同时财会领域及等其他细分领域亦存在广阔发展空间。

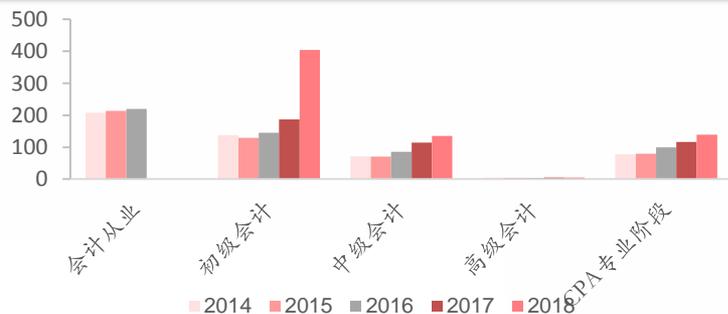
研究生报考人数增长有所提速



报考人数激增导致录取率下降



会计培训细分领域报考人数 (万)



税务师报考人数快速增长

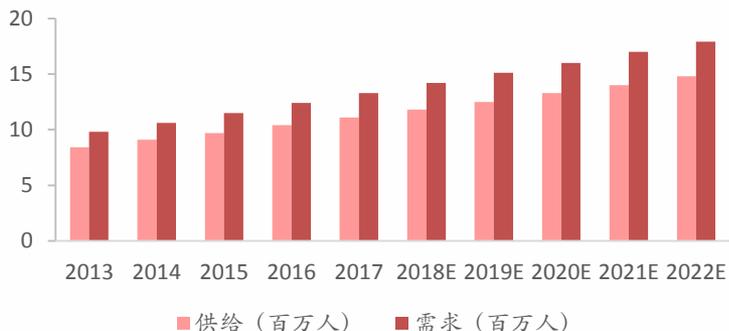


数据来源: Wind, 西南证券整理
www.swsc.com.cn

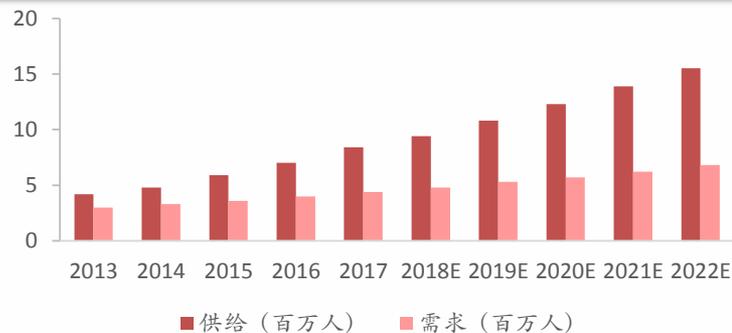
非学历职业教育板块（二）：就业导向下技能培训需求扩张

- 技能培训参培率持续提升，细分板块表现分化。就业市场人才供需关系不平衡，推动职业培训市场快速增长。预计职业技能教育总收入在2018年-2022年分别有8.5%-12.5%的年复合增长，到2022年整体职业技能教育规模将突破1600亿元，各细分领域呈现龙头领军趋势。

我国烹饪技术行业熟练工人供需缺口持续存在



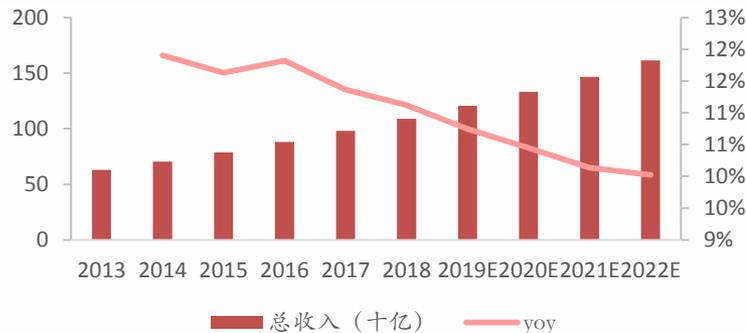
我国信息技术行业熟练工人供需缺口持续扩大



我国汽车行业熟练工人供需缺口持续扩大



我国职业技能培训教育总收入及预测



数据来源：Wind，西南证券整理

在线教育板块：有效推进资源分配，规范化管理鼓励发展

政策风向鼓励在线教育发展

政策文件名称	发布单位	发布时间	政策要点
《关于引导规范教育移动互联网应用有序健康发展的意见》	教育部等八部门	2019.8	<p>2019年底，完成教育移动应用备案工作。2020年底，建立健全教育移动应用管理制度、规范和标准，形成常态化的监管机制，初步建成科学高效的治理体系。</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) 教育移动应用提供者应当向机构住所地的省级教育行政部门进行教育业务备案，登记单位基本信息和所开发的教育移动应用信息。 2) 培训人员应当取得教师资格证；聘用外籍人员实施培训的应当审查教学资质、学历和能力，并严格落实国家相关要求。 3) 教育移动应用提供者应当建立覆盖个人信息收集、储存、传输、使用等环节的数据保障机制。
《关于促进在线教育健康发展的指导意见》	教育部等十一部门	2019.9	<ol style="list-style-type: none"> 1) 鼓励社会力量举办在线教育机构，开发在线教育资源，提供优质教育服务。 2) 支持互联网企业与在线教育机构深度合作，综合运用大数据分析、云计算等手段，充分挖掘新兴教育需求，大力发展智能化、交互式在线教育模式，增强在线教育体验感。 3) 各地完善政府购买优质在线教育资源与服务的相关制度，将在线教育资源与服务纳入地方政府购买服务指导性目录。
《关于规范校外线上培训的实施意见》	教育部等六部门	2019.7	<ol style="list-style-type: none"> 1) 对符合相关规定的校外线上培训机构列入白名单，对存在违规行为的列入灰名单并限期整改，对拒不整改或逾期未完成整改的列入黑名单。 2) 每节课持续时间不得超过40分钟，课程间隔不少于10分钟。面向境内义务教育阶段学生的直播类培训活动结束时间不得晚于21:00。 3) 具有完善的招聘、审查、管理培训人员的办法，师资队伍相对稳定，不得聘用中小学在职教师。

数据来源：Wind，西南证券整理

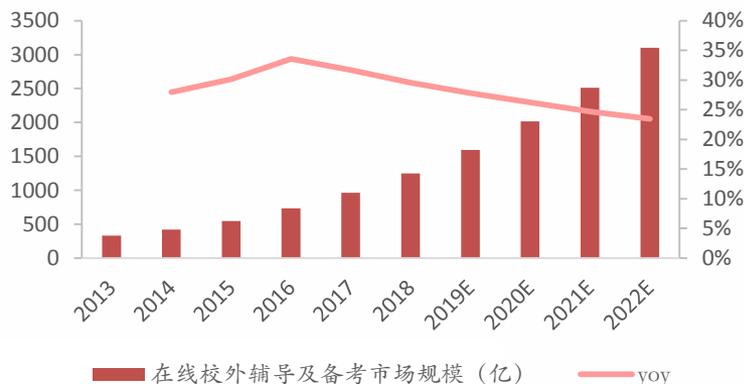
在线教育板块：K12培训渠道下沉空间广阔

中国在线校外辅导及辅导课程付费学生人次



- 优质教育资源分配不均，在线教育有效提升资源利用率。优质教育资源分布不均，随着技术进步以及在线工具普及，在线教育优势凸显，可实现优质教育资源在各层次城市的有效利用，预计参加在线校外辅导付费学生人次有望增长至2022年的2825万（CAGR12.6%）。
- K12阶段需求具备刚性，在线K12培训有望快速增长。初、高中入学考试以及高考催生K12课外辅导刚需，二三线城市实现快速扩张。

在线校外辅导及备考市场规模



基础教育校外辅导及备考市场规模



数据来源：Wind，西南证券整理

港股高教板块：稳就业政策利好民办高职学校

稳就业趋势下民办高等教育受益

政策文件名称	发布单位	发布时间	内容要点
《教育部关于职业院校专业人才培养方案制订与实施工作的指导意见》	教育部	2019.6	1) 三年制中职总学时数不低于3000，公共基础课程学时一般占总学时的1/3；三年制高职总学时数不低于2500。 2) 实践性教学学时原则上占总学时数50%以上。 3) 鼓励学校积极参与实施1+X证书制度试点。
《关于在院校实施“学历证书+若干职业技能等级证书”制度试点方案》	教育部、国家发展改革委、财政部、市场监管总局	2019.4	1) 要吸引社会投资进入职业教育培训领域。 2) 通过政府和社会资本合作（PPP模式）等方式，积极支持社会资本参与实训基地建设和运营。中央财政建立奖补机制，通过相关转移支付对各省1+X证书制度试点工作予以奖补。 3) 各省（区、市）通过政府购买服务等方式支持开展职业技能等级证书培训和考核工作。
《2019年政府工作报告》	国务院	2019.3	1) 今年大规模扩招100万人。 2) 加快学历证书和职业技能等级证书互通衔接。 3) 中央财政大幅增加对高职院校的投入，地方财政也要加强支持。
《中国教育现代化2035》	中共中央、中国国务院	2019.2	强化职业学校和高等学校的继续教育与社会培训服务功能，开展多类型多形式的职工继续教育。推动职业教育与产业发展有机衔接、深度融合，集中力量建成一批中国特色高水平职业院校和专业。
《加快推进教育现代化实施方案（2018—2022年）》	中共中央办公厅、国务院办公厅	2019.2	健全产教融合的办学体制机制，坚持面向市场、服务发展、促进就业的办学方向，优化专业结构设置，大力推进产教融合、校企合作，开展国家产教融合建设试点。
《国家职业教育改革实施方案》	国务院	2019.2	2020年初步建成300个示范性职业教育集团（联盟），带动中小企业参与。支持和规范社会力量兴办职业教育培训，鼓励发展股份制、混合所有制等职业院校和各类职业培训机构。
《教育部办公厅关于做好2018年度高等学校设置工作的通知》	教育部	2018.12	积极推动独立学院能转快转、能转尽转。
《教育部关于加快建设高水平本科教育全面提高人才培养能力的意见》	教育部	2018.1	1) 推动优质课程资源开放共享，促进慕课等优质资源平台发展。 2) 综合运用校内外资源，建设满足实践教学需要的实验实习实训平台。

数据来源：Wind，西南证券整理

港股教育高教板块：期待政策落地，估值+业绩有望戴维斯双击

- **情绪有所转暖，并购持续落地，估值仍处于低位。**2018年8月民促法“送审稿”影响，高教板块出现大幅回调。从2018年Q3至今高教公司并购持续推进落地，民生、新高教、宇华、中教分别实现海内或海外优质高校兼并，继续印证高教类并购逻辑，市场情绪逐渐趋稳并转暖。良好业绩支撑下，板块估值仍处30以下低位，2020年有望迎来估值+业绩提升的戴维斯双击。
- **从供给端看，增量有限，整合是发展关键。**现有民办高校资源以存量为主，外延并购整合能力的差异是未来决定龙头地位的核心因素，预计将成为后续公司分化的关键。民办高教行业涉及监管批准、土地资源、资金、品牌、生源、优质师资和运营管理等多方面壁垒，现有板块龙头先发优势下快速扩张。

民办高校（包括独立学院）数量相对稳定



中国民办高等教育行业市场规模

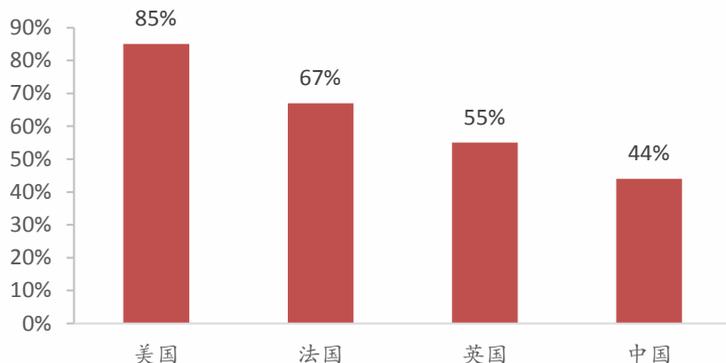


数据来源：Wind，西南证券整理

港股教育高教板块：期待政策落地，估值+业绩有望戴维斯双击

- **需求端，升学率提升趋势确定。** 相较发达国家我国高等教育升学率仍处于低位。以2017年数据为例，美国高等教育升学率高达85%，而我国仅为44%，从历史数据以及发展趋势看，升学率提升为必然趋势，预计2022年我国高教升学率有望提升至58.2%
- **生源增量有望向民办高校持续扩张。** 在现有高等教育资源有限背景下，优质的民办高校有望吸引更多生源，

2017年不同国家高等教育升学率对比



中国民办高等教育招生人数



数据来源：Wind，西南证券整理

港股K12板块：民促法或影响并购扩张，利好内生性龙头

K12阶段政策监管风向相对严格

政策文件名称	发布单位	发布时间	政策要点
《关于深化教育教学改革全面提高义务教育质量的意见》	中共中央、国务院	2019.7	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。高中阶段学校实行基于初中学业水平考试成绩、结合综合素质评价的招生录取模式，落实优质普通高中招生指标分配到初中政策，公办民办普通高中按审批机关统一批准的招生计划、范围、标准和方式同步招生。
《关于做好2019年普通中小学招生入学工作的通知》	教育部	2019.3	1)各地要规范民办义务教育学校招生管理，将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，不得以任何形式提前选择生源，坚决防止对生源地招生秩序造成冲击。 2)规范招生管理，所有学校（含民办高中）要严格按照规定的招生范围、招生计划、招生时间、招生方式进行统一招生，严禁违规争抢生源、“掐尖”招生、跨区域招生、超计划招生和提前招生。 3)义务教育学校不得以“国际部”“国际课程班”“境外班”等名义招生。
《中华人民共和国民办教育促进法（2018版）》	全国人大	2018.12	1)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；2)不得以品牌输出的方式获益；3)非营利性民办学校需遵循公开、公平、公允的原则，与关联方签订协议的监管。

数据来源：Wind，西南证券整理

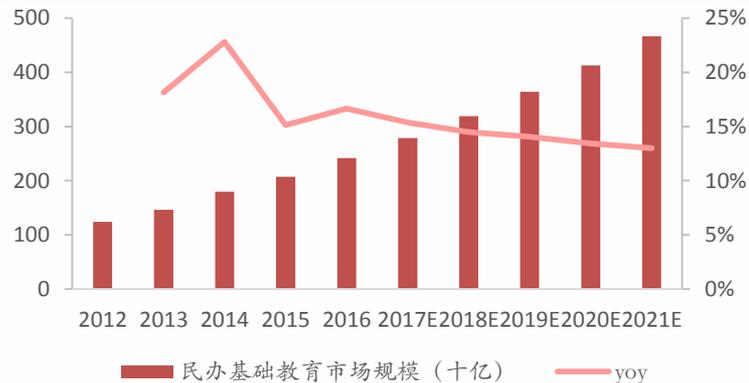
港股教育K12板块：政策风向趋严，龙头稀缺性凸显

- **K12学校政策风向趋严，内生增长龙头稀缺性凸显。** K12教育相较于高教刚需属性更强，从各公司内生角度看招生人数及学费增长仍具备确定性，目前不确定性来自于民促法落地：K12学校选择非营利性已是大概率事件，目前18个省已明确过渡期；集团化办学概念目前尚未确定，龙头公司主要以自建方式扩张，是行业内稀缺性标的，政策风向趋严下行业供给有望持续优化。

民办基础教育招生人数



民办基础教育招生人数市场规模



数据来源：Wind，西南证券整理

港股教育K12板块：政策风向趋严，龙头稀缺性凸显

- ❑ **品牌效应逐渐显著，连锁化率有望提升。** 目前三大民办K12标的中，连锁化率均存在提升空间，其中枫叶教育通过轻资产拓展连锁化程度最高，天立、睿见处于区域性扩张阶段，品牌效应逐渐显著，龙头连锁化提升。
- ❑ **招生情况良好，业绩稳健成长可期。** 从9-10月招生数据披露看，目前K12核心标的招生数量增长仍维持高速，学费亦延续增长趋势，作为义务教育刚需阶段产品，未来业绩稳健增长仍可期。
- ❑ **国际学校：关乎学生出口，整体收紧是趋势。** K12阶段国际学校关乎学生出口，预计未来政策或继续收紧，现有企业连锁化低且呈现区域性分布，市场规模增长或不及非国际民办K12学校。

K12行业主营收入及增长率

公司简称	股票代码	2019年招生情况	招生增速	学费增速
天立教育	1773.HK	39156	+35%	部分增长
睿见教育	6068.HK	60116	+17%	-
枫叶教育	1317.HK	41508	+14%	小幅提升

数据来源：Wind，西南证券整理

K12行业国际学校市场规模



幼儿园板块：政策全面收紧，资本化道路不通

政策对民办幼儿园全面收紧

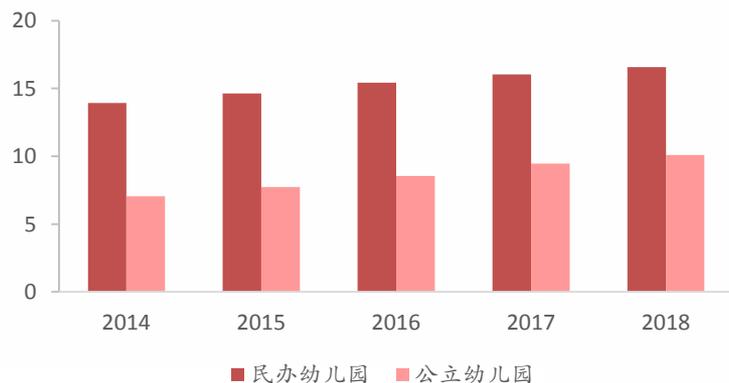
政策文件名称	发布单位	发布时间	政策要点
《2019年政府工作报告》	国务院	2019.3	多渠道扩大学前教育供给无论是公办还是民办幼儿园,只要符合安全标准收费合理、家长放心。政府都要支持。
《中国教育现代化2035》	中共中央、中国国务院	2019.2	以农村为重点提升学前教育普及水平,建立更为完善的学前教育管理体制、办园体制和投入体制,大力发展公办园,加快发展普惠性民办幼儿园。
《关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》	中共中央、国务院	2018.11	1) 政府加大扶持力度,引导社会力量更多举办普惠性幼儿园。 2) 社会资本不得通过兼并收购、受托经营、加盟连锁、利用可变利益实体、协议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;已违规的,由教育部门会同有关部门进行清理整治,清理整治完成前不得进行增资扩股。 3) 民办园一律不准单独或作为一部分资产打包上市。上市公司不得通过股票市场融资投资营利性幼儿园,不得通过发行股份或支付现金等方式购买营利性幼儿园资产。

数据来源：西南证券整理

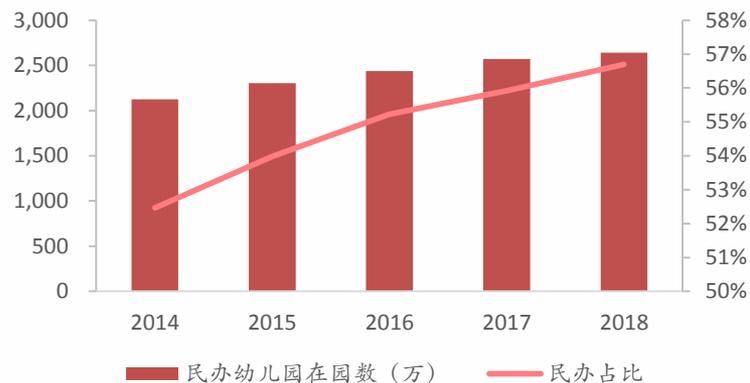
幼儿园：政策全面收紧，资本化道路不通

- ❑ **普惠性资源短缺，国家管控严格。**全国普惠性幼儿园覆盖率约为73.1%，距离2020年普惠目标还差近7个百分点。农村地区、少数民族地区、集中连片特困地区资源不足，全国还有4000个左右的乡镇没有公办中心幼儿园，个别地方的学前三年毛入园率低于50%，而政策严管控下预计民办幼儿园仍有一定发展空间，但预计以普惠性幼儿园为主，资本投资意向或显著降低。
- ❑ **民办幼儿园在园数量目前占比略高，预计未来将逐步降低。**2018年学前教育毛入园率已经提升至81%，相对其他教育阶段处于较高水平。一方面新生人口数量增速减缓或形成一定制约，另一方面，广东、山东等省份已经对幼儿园性质比例进行规范，政策趋严下民办占比或逐渐降低。

目前民办幼儿园是供给端重要补充（万所）



目前我国民办幼儿园在园儿童数及占比



数据来源：Wind，西南证券整理

早教板块：政策相对不明确，关注整体学前政策变动

早教行业政策较少且目前限制相对较少

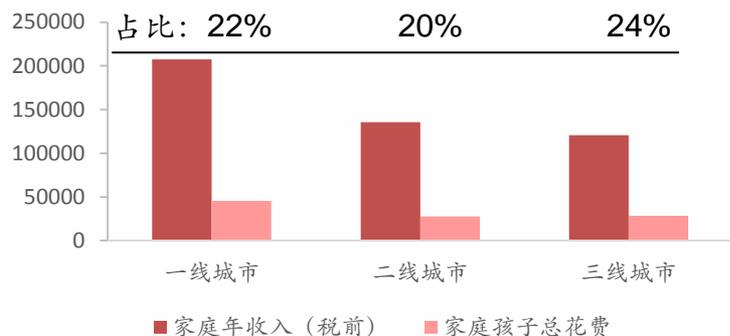
政策文件名称	发布单位	发布时间	政策要点
《中华人民共和国民办教育促进法（2018版）》	全国人大	2018.12	1) 举办实施学历教育、学前教育、自学考试助学及其他文化教育的民办学校，由县级以上人民政府教育行政部门按照国家规定的权限审批。 2) 民办学校收取费用的项目和标准根据办学成本、市场需求等因素确定，向社会公示，并接受有关主管部门的监督。
《个人所得税专项附加扣除操作办法（试行）》	国家税务总局	2018.12	子女教育学前教育阶段，为子女年满3周岁当月至小学入学前一月发生支出可加计扣除。
《关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》	中共中央、国务院	2018.11	加快推进学前教育立法，进一步明确学前教育在国民教育体系中的地位和公益普惠属性，强化政府和各有关部门在学前教育规划、投入、资源配置、师资队伍建设和监管等方面的责任，明确举办者对幼儿园办园条件、师资聘任、工资待遇、运转保障、经费使用与财务管理等方面的责任，促进学前教育事业健康可持续发展。加大对违法违规办园行为的惩治力度，推进学前教育走上依法办园、依法治教的轨道，保障幼儿身心健康成长。

数据来源：西南证券整理

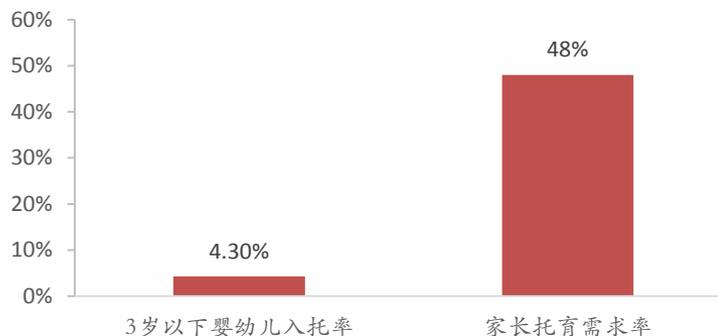
早教：政策尚不明朗需求量巨大，资本化活跃空间广阔

- 居民育儿支出占比较高，需求强烈。目前，中国3岁以下婴幼儿在各类托育机构的入托率仅为4.3%，而中国48%的婴幼儿家长需要托育，市场需求空间巨大。

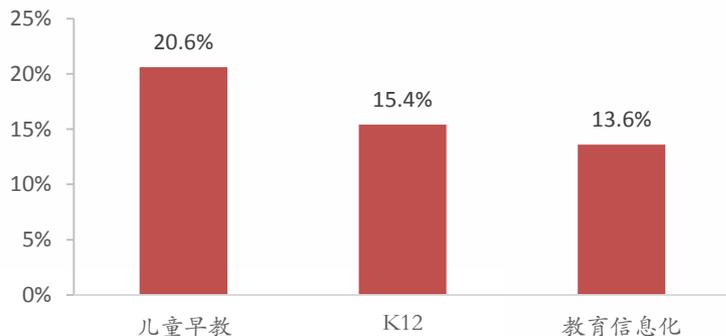
不同城市居民育儿支出占比



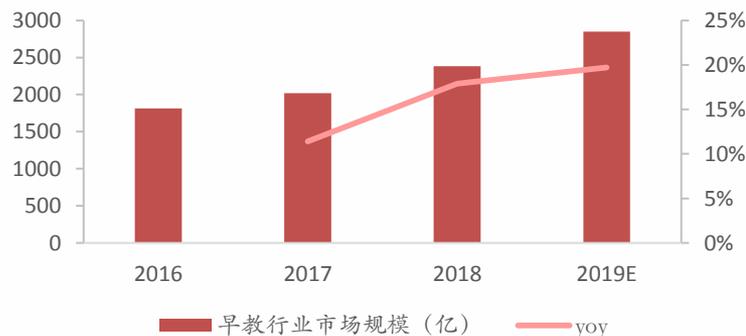
3岁以下入托率缺口巨大



2018年教育行业融资领域TOP3



早教行业市场规模



数据来源：Wind，西南证券整理

各板块重点关注标的一览

板块	代码	简称	简要逻辑
职业资格培训	002607	中公教育	1) 国考绝对龙头，课程研发领先行业，市占率稳居首位； 2) 教师、考研等多品类协同增长，多业绩引擎放量可期。
职业技能培训	0667.HK	中国东方教育	1) 技能培训领军企业，烹饪技能行业主导者； 2) 校区下沉+多品类课程开发，业务扩张潜力强劲。
港股高教	0839.HK	中教控股	1) 民办高教领跑者，内生外延齐增长，旗下共10所学校18万在校生； 2) 并购澳大利亚优质标的，国际化征程正式开启。
	6169.HK	宇华教育	1) 华中民办教育龙头，高教+K12全阶段布局，拥有优质并购能力； 2) 高教增强潜力强劲，在校生约10万人，并购标的质地优异。
	1765.HK	希望教育	1) 国内第二大民办高教集团，西南区域卡位优势显著； 2) 并购经验丰富且协同管理能力优异，内生外延空间可期。
在线教育	1797.HK	新东方在线	1) 新东方唯一分拆上市平台，产品线覆盖全面，获客成本远低于行业； 2) 教研能力+品牌优势强，小班模式快速扩张抢占二三线市场。
港股K12	1773.HK	天立教育	1) 西部民办K12学校龙头，深耕西南二三线城市，办学质量领先行业； 2) 发展路径明确，省外复制扩张逻辑逐渐验证。
	6068.HK	睿见教育	1) 华南民办K12学校领军企业，管理输出能力优质； 2) 品牌区域优势显著，受益大湾区建设。
早教	002621	美吉姆	1) 国内早教龙头企业，一站式服务0-6岁儿童； 2) 直营+加盟快速扩张，教研+管理能力保障盈利水平。

数据来源：Wind，西南证券整理

目 录

◆ 2019年行业回顾：
业绩增长稳健，情绪面影响市场走势

◆ 2020年行业投资策略：
紧抓政策&经营两条线，把握超预期机会

◆ 2020年重点推荐投资标的

中国东方教育 (0667.HK) : 职业教育培训龙头, 业务扩张潜力强劲

□ 投资逻辑 :

1) 随着餐饮、信息技术以及汽车行业的发展, 烹饪技术、信息技术以及汽车服务的技术熟练从业人员预期工资提升, 以及市场上此类人才供需关系不平衡, 职业培训市场空间巨大。2) 公司是中国提供职业技能教育的先行者, 三大方向六大品牌业务格局成熟, 均处板块龙头地位, 营收利润双增长, 盈利能力强劲。

□ 业绩预测与投资建议 :

预计2019-2021年EPS分别为0.43元、0.55元、0.68元, 对应PE 34、27X、22X, 维持“买入”评级。

风险提示 :

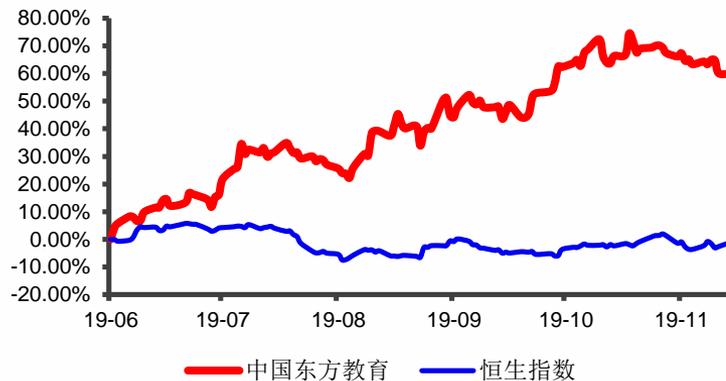
产业政策变动的风险, 学校招生或不及预期的风险, 外延并购或不及预期的风险, 业务整合或不及预期的风险, 规模扩张带来的管理风险, 产业基金募资不及预期风险。

业绩预测和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E
营业收入 (百万元)	3265	4367	5477
营业收入增长率	14.6%	33.8%	25.4%
净利润 (百万元)	510	943	1,191
净利润增长率	-20.5%	84.9%	26.3%
EPS (元)	0.23	0.43	0.55
P/E	63.5	34.0	26.5

数据来源: Wind, 西南证券

股价表现



数据来源: Wind, 西南证券整理

中公教育（002607）：招录考试培训领军者，多元化扩张再起舞

□ 投资逻辑：

1) 国家稳就业政导向下，职业教育行业迎来更佳发展机遇。2) 公司为招录考试领域绝对龙头，公考市占率高达20%左右，教师、考研等其他职业培训序列规模快速扩张并继续引领行业。3) 公司不断进行教研改善推进新赛道供给，主动催化相关赛道参培率提升，龙头品牌力巩固+市占率提升，多品类协同扩张可期。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2019-2021年EPS分别为0.27元、0.37元、0.49元，对应PE分别为75X、55X、41X，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

产业政策变动的风险，学校招生或不及预期的风险，外延并购或不及预期的风险，业务整合或不及预期的风险，规模扩张带来的管理风险，产业基金募资不及预期风险。

业绩预测和估值指标

指标	2018A	2019E	2020E
营业收入（百万元）	6237.0	9009.3	11550.7
营业收入增长率	-6.4%	44.5%	28.2%
净利润（百万元）	1152.9	1690.0	2301.7
净利润增长率	1469.6%	46.6%	36.2%
EPS（元）	0.19	0.27	0.37
P/E	5.1	75.1	54.8

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

中教控股（0839.HK）：高等教育领跑者，内生外延齐发力

□ 投资逻辑：

1) 质地优异的民办高教集团，上市时拥有在校生7.6万人，2019-2020年在校生人数增长至17.9万。
2) 公司上市以来已经公告收购七所学校，分别为郑州城轨交通中等专业学校、西安铁道技师学院、广州大学松田学院、广州松田职业学院，川外南方翻译学院、济南大学泉城学院、澳大利亚国王学院，成为全国最大高教集团。
3) 在手资金充足、融资成本较低，上市以来收购落地速度稳健，外延并购能力及标的整合能力优异。

□ 业绩预测：

预计公司2019-2021年EPS分别为0.30元、0.43元和0.47元，对应PE分别为31X、22X、20X。

□ 风险提示：

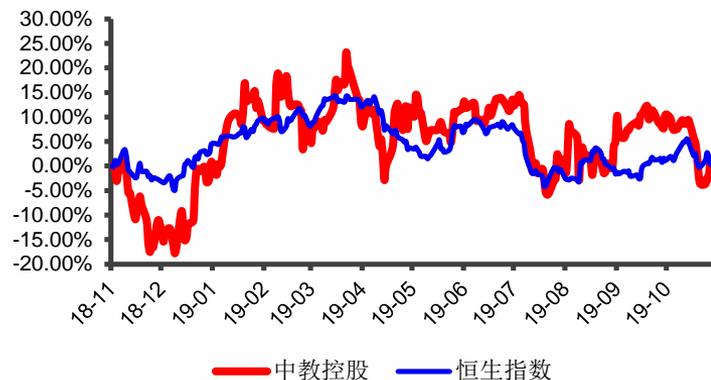
产业政策变动的风险，学校招生或不及预期的风险，外延并购或不及预期的风险，业务整合或不及预期的风险，规模扩张带来的管理风险，产业基金募资不及预期风险。

业绩预测和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E
营业收入（百万元）	932.9	1,954.9	2,630.4
营业收入增长率	-	109.5%	34.6%
净利润（百万元）	357.6	592.7	853.1
净利润增长率	-	65.7%	43.9%
EPS（元）	0.18	0.30	0.43
P/E	-	31	22

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

宇华教育 (6169.HK) : 华中民办教育龙头, 高教板块表现亮眼

□ 投资逻辑 :

1) 河南省优质教育资源提供者, 业绩稳步增长, 是中国最大的提供从幼儿园至大学教育的民办教育集团, 目前在校生人数约10万人; 2) 办学经验丰富, 优质口碑确保人数和学费双增长, 完善的教师培训体系, 为后续扩张提供保障; 3) 并购能力较强, 2019年收购泰国斯坦福学院, 开启国家化进程

□ 业绩预测与投资建议 :

预计公司2019-2021年EPS分别为0.24元、0.32元、0.38元, 对应PE分别为18X、14X、12X。维持“买入”评级。

□ 风险提示 :

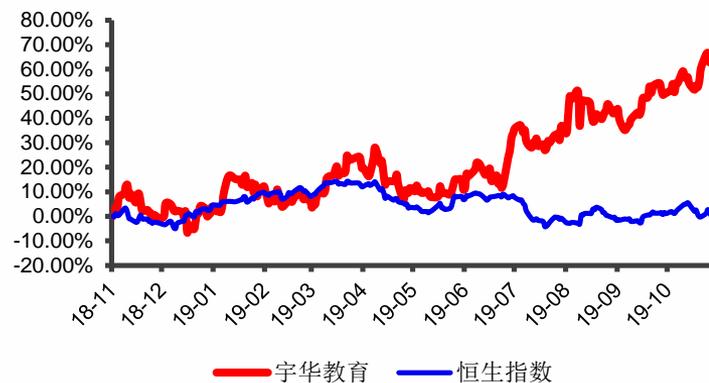
产业政策变动的风险, 学校招生或不及预期的风险, 外延并购或不及预期的风险, 业务整合或不及预期的风险, 规模扩张带来的管理风险, 产业基金募资不及预期风险。

业绩预测和估值指标

指标	2018A	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1195.1	1708.8	2228.8
营业收入增长率	41.2%	43.0%	30.4%
净利润 (百万元)	530.8	773.9	1034.0
净利润增长率	69.2%	45.8%	33.6%
EPS (元)	0.17	0.24	0.32
P/E	21.3	18.1	13.6

数据来源: Wind, 西南证券

股价表现



数据来源: Wind, 西南证券整理

重点公司估值表

代码	公司	股价	单位	EPS (元)			PE			评级
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
0667.HK	中国东方教育	16.3	港币	0.23	0.43	0.55	63.5	34.0	26.5	买入
002607	中公教育	20.27	元	0.19	0.27	0.37	-	75.1	54.8	买入
0839.HK	中教控股	10.5	港币	0.18	0.30	0.43	-	32	22	--
6169.HK	宇华教育	4.85	港币	0.17	0.24	0.32	21.3	18.1	13.6	买入

数据来源：Wind，西南证券（截止2019/11/18数据）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：朱芸
执业证号：S1250517070001
电话：010-57758600
邮箱：zhuz@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	高梦悦	销售经理	18682149415	18682149415	gaomy@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn