

确定性资产：高教公司——整合红利期+确定性增长+独立学院转设加速 增持（维持）

2021年01月19日

证券分析师 吴劲草
执业证号：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn
证券分析师 张家璇
执业证号：S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn
证券分析师 张良卫
执业证号：S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn
证券分析师 周良玖
执业证号：S0600517110002
021-60199793
zhoulj@dwzq.com.cn

投资要点

- **需求/供给端：**我国高等教育普及率逐年提升，民办学校渗透率持续提升。2019年我国本科在校生1751万人（占比58%），专科在校生1281万人，高等教育毛入学率已升至52%，民办高等教育渗透率由2008年的19.9%逐步提高至2019年的23.4%，成为我国高等教育的重要组成部分。
- **中期趋势：**3-5年并购红利期提档扩张速度。民办高校行业集中度低，并购能够更快实现规模扩张，叠加独立学院转设加速增加了与大集团绑定发展的需求，目前是高校并购的黄金窗口期，未来3-5年行业集中度将进一步提升，龙头企业进一步受益。
- **长期趋势：**需求内生增长持续，是价格跑赢大部分消费品的优质资产。高考人数于21年见底后开始企稳上升，叠加高考参与率的提升，未来需求端得到保证，19年我国高等教育入学率为52%，相对于欧美等发达国家70%-80%的入学率仍有较大提升空间。此外，由于教育行业试错成本高，家长支付意愿强。对比美国近20年来主要消费品价格的累计涨幅，我们认为高教是能够价格跑赢大部分消费品的优质资产。
- **政策趋势：**民办高校扩张&并购具有合法合理性，行业迎来并购整合红利窗口期，整合趋势加速。新《民促法》并未限制民办高教集团的并购，教育部《答复函》正面确认了关联交易的合法合理性，我国教育经费中80%以上来源于国家财政性教育经费，国家财政性教育经费中地方财政性教育经费占比超90%，地方财政承担主要教育投入压力，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。
- **公司分析框架：**规模优势，融资能力，并购整合能力和区位优势构建高教集团的核心竞争力。民办高教的进入门槛较高，主要包括前期学校批文执照申请审批的政策壁垒，土地资源壁垒，前期大量资本投入建设的资金壁垒，以及品牌，管理经验，师资力量等壁垒。因此提早布局，具备较强规模优势，融资能力，并购整合能力和区位优势龙头企业的优势更加明显。
- **投资建议：**整合红利期+确定性增长+独立学院转设加速，高教行业发展确定性强。规模大，品牌能力强，整合并购能力强，管理能力强，融资能力强的学校优势更突出。且目前高教行业平均估值仅20倍PE，性价比较高。建议持续关注高教公司中教控股、希望教育、宇华教育、中国科培、中汇集团，华夏视听教育等。
- **风险提示：**并购推进不及预期，疫情反复，民促法尚未落地等。

行业走势



相关研究

- 1、《商业贸易行业周报（2021年第3期）：微信加大对第三方外链的整治力度，未来微信内部或将崛起新的内容及电商平台》2021-01-17
- 2、《教育行业周报（2021年第3期）：教育行业解析：独立学院转设是个啥？》2021-01-17

表1：重点公司估值

代码	公司	总市值 (亿港元)	收盘价 (港元)	EPS			PE			投资评级
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
0839.HK	中教控股	341.50	15.88	0.29	0.56	0.71	45.6	23.6	18.6	买入
1765.HK	希望教育	188.23	2.60	0.06	0.11	0.15	36.1	19.7	14.4	买入
6169.HK	宇华教育	246.47	7.38	0.06	0.38	0.44	102.5	16.0	13.9	未评级
0382.HK	中汇集团	90.13	8.85	0.29	0.40	0.55	25.7	18.6	13.5	未评级
1890.HK	中国科培	107.21	5.32	0.23	0.30	0.36	19.3	14.8	12.3	买入
1981.HK	华夏视听教育	111.72	6.73	0.11	0.17	0.26	51.0	32.7	21.3	买入

资料来源：Wind，东吴证券研究所，数据截至2021年1月18日收盘，未加粗部分EPS来自wind一致预期

内容目录

1. 需求端：我国高等教育普及率逐年提升	4
2. 供给端：民办高校渗透率持续提升，是我国高等教育的重要组成部分	7
2.1. 民办高校发展历史及现状？压力与机会并存，学校与学生规模稳步增长	7
2.2. 民办高校行业竞争格局？进入壁垒高、集中度低，并购整合机遇大	8
3. 中期趋势：3-5年并购红利期提档扩张速度	10
3.1. 高校扩张的主要途径：外延并购能够更快实现规模的增长	10
3.2. 并购会成为未来3-5年高等教育行业集中度提升整合的主趋势之一，已上市公司具备融资成本，管理能力双优势	11
3.3. 政策推动独立学院转设，确立并购整合红利窗口期	14
4. 长期趋势：需求内生增长持续，有提价空间，价量双升为长期趋势	16
4.1. 高考人数不断增长，高教供给存扩张需求	16
4.2. 高等教育阶段毛入学率和民办渗透率仍有提升空间	17
4.3. 长期来看高教提价空间充足，是价格跑赢大部分消费品的优质资产	18
5. 政策趋势：民办高校扩张&并购具有合法合理性，行业迎来并购整合红利窗口期，整合趋势加速	18
5.1. 新《民促法》未限制民办高等教育集团的并购行为	18
5.2. 2020年11月教育部《答复函》正面确认了关联交易的合法和合理性	19
5.3. 我国教育经费总投入不断增加，但仍有提升空间，地方财政承压，民办高校有望缓解政府财政支出压力	20
6. 其他短期影响因素？就业压力持续增长，高等教育需求持续提升	24
7. 公司分析框架：规模优势，融资能力，并购整合能力和区位优势构建高教集团的核心竞争力	25
8. 投资建议	26
9. 风险提示	28

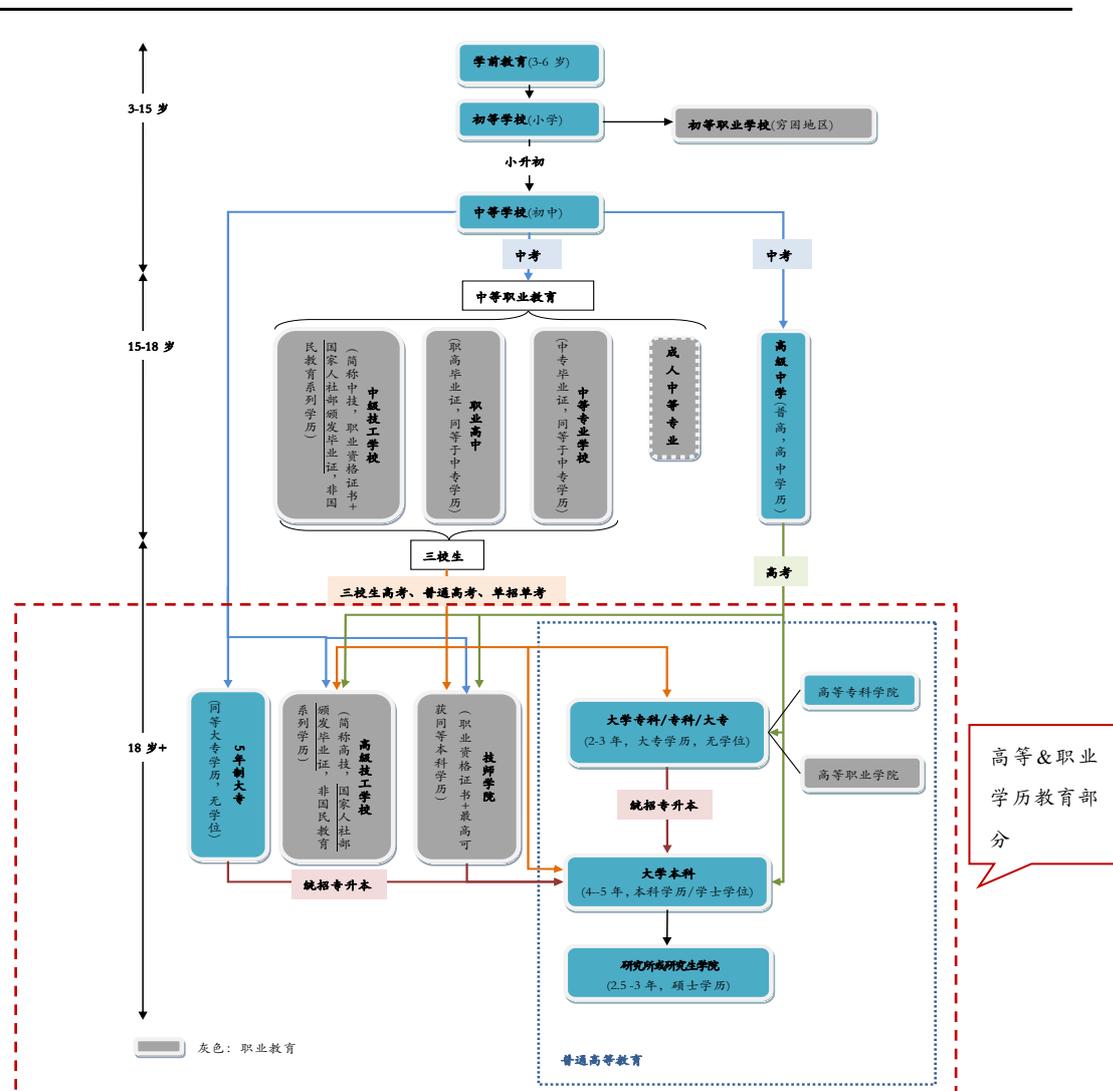
图表目录

图 1: 中国教育体系概览	4
图 2: 2000 年以来我国高等教育在校生人数	5
图 3: 普通高校招生总人数情况	5
图 4: 普通高校本科招生总人数情况 (万人)	5
图 5: 普通高校专科招生总人数情况 (万人)	6
图 6: 高等教育毛入学率 (%)	6
图 7: 2009-2019 年我国民办高校数量及增长情况	7
图 8: 2010-2019 年我国民办高等教育招生人数、增长及占全国高等教育招生占比	7
图 9: 民办高等教育行业壁垒	9
图 10: 高校的主要增长逻辑框架	10
图 11: 高校扩张的主要途径对比	11
图 12: 民办高校及独立学院学校数量变动 (所)	15
图 13: 2020 年以来批准转设的独立学院数量明显增多	15
图 14: 高考报名人数及高考适龄人数 (万人)	16
图 15: 对比各国高等教育入学率, 中国仍有提升空间	17
图 16: 2019 年中国高考人数及不同批次录取人数	17
图 17: 美国 1997-2017 主要消费品价格累计涨幅 (以 1997 年价格为基准)	18
图 18: 《关于政协十三届全国委员会第三次会议第 3379 号 (教育类 343 号) 的答复函》关键点	19
图 19: 我国教育经费总投入情况	20
图 20: 部分国际对比——公共教育支出占 GDP 比重	20
图 21: 2019 年全国各省市的地方高等教育人均教育经费情况 (元)	21
图 22: 2004-2017 年不同阶段生均公共财政预算教育经费 (元)	21
图 23: 地方/中央公共财政教育经费占国家财政性教育经费比	22
图 24: 地方/中央公共财政教育支出占全国比重	22
图 25: 地方公共财政教育支出占国家政策性教育经费比	23
图 26: 地方财政教育支出占地方财政收入/支出比重变化情况	23
图 27: 2020 年 (2021 级) 考研报名人数大幅增长, 反映就业压力之大	24
图 28: 高教集团核心竞争力框架	25
表 1: 重点公司估值	1
表 2: 2018-2019 年前五大民办高教公司高等教育业务在校人数及市场占有率	12
表 3: 《送审稿》出台之后民办高校公司并购公告	12
表 4: 上市公司旗下独立学院转设进展	16
表 5: 相关标的估值表	28

1. 需求端：我国高等教育普及率逐年提升

我国教育体系主要分为三个阶段：①学前教育&基础教育阶段（3岁-15岁），②三校生/高中教育阶段（15岁-18岁），③高等教育阶段（18岁+）。其中，高等教育包括大学专科（其中又分为高等职业（技术）学院和高等专科学院）、大学本科和研究生学院。进入普通高等教育以及继续深造的渠道主要为：①高中（普高）应届毕业生主要通过参加高考考入大学本科（或因成绩原因通过高考第四批录取进入高职高专院校，即大专院校）；②三校生可通过高考、三校生高考、单招单招等方式选择进入大学专科（包括高等职业（技术）学院和高等专科学院）、大学本科。③同等大专学历的学生可通过专升本的形式进入大学本科学习，毕业可获取本科学历及学士学位证书。④完成大学本科学历的学生之后可通过研究生入学考试进入研究所或研究生学院进行学习，毕业可获研究生学历和硕士学位。

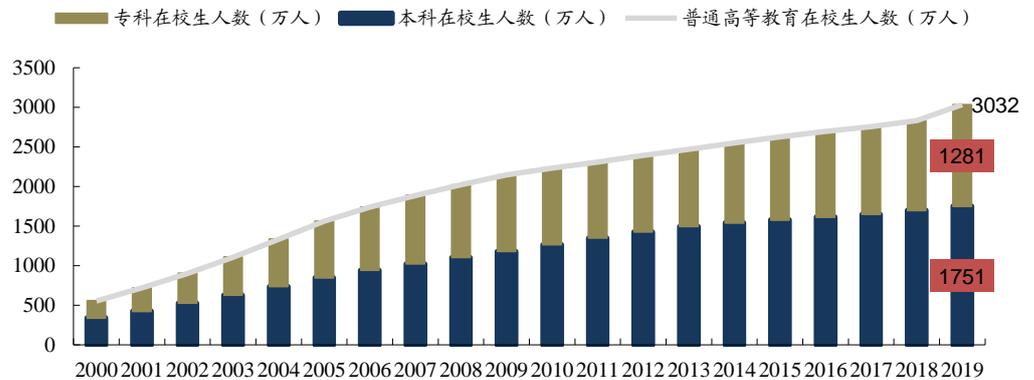
图 1：中国教育体系概览



数据来源：各省市教育厅（部）网站，民办学校官网等公开资料整理，东吴证券研究所绘制

近年来随着扩招，我国高校数量不断增加，在校生规模不断壮大。2019 年我国本科和专科总计在校生 3032 万人，其中本科在校生 1751 万人（占比 58%），专科在校生 1281 万人，占比 42%。据教育部统计，2019 年我国普通高等学校 2688 所，其中本科院校 1265 所、高职专科 1423 所。

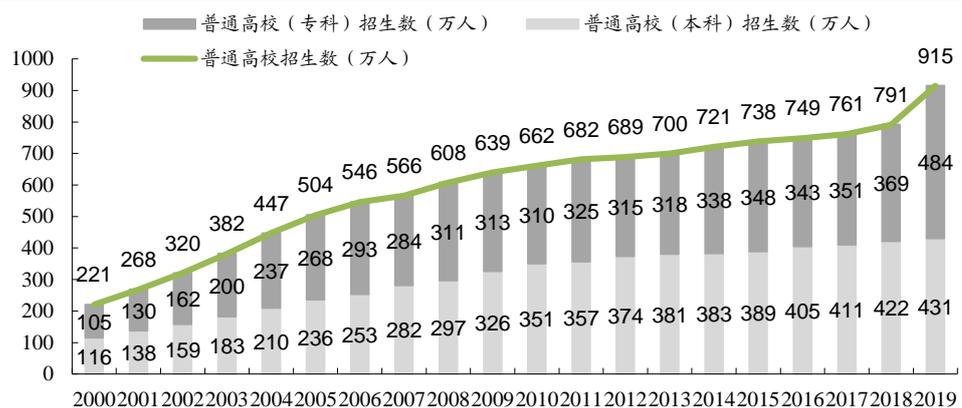
图 2：2000 年以来我国高等教育在校生人数



数据来源：教育部，东吴证券研究所

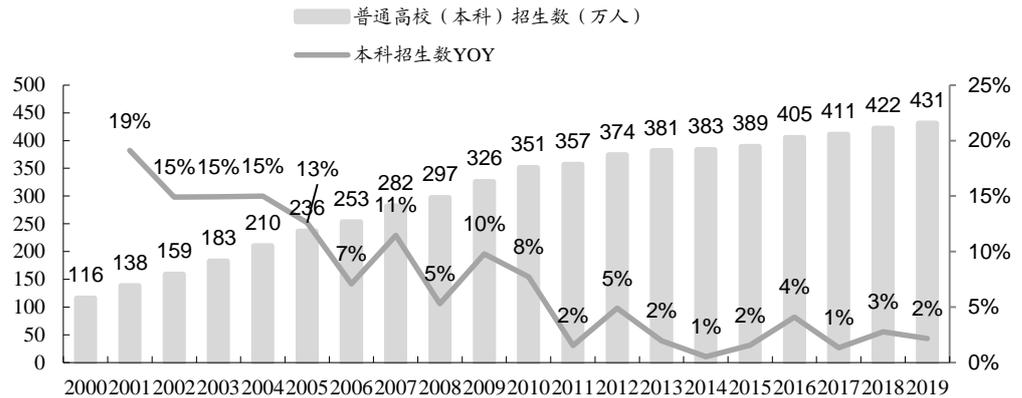
本科招生稳步增长，政策推动利好专科扩招：2019 年我国普通高校招生 915 万人，其中本科招生 431 万人，近 5 年来保持平均 2.4% 的复合增速；专科招生 484 万，首次超过了本科招生总数，同比增速大幅提升到 31%。2019 年 3 月，国务院总理李克强在政府工作报告中提出，高职院校大规模扩招 100 万人，4 月国务院通过《高职扩招专项工作实施方案》，2020 年两会上，李克强总理在作政府工作报告时，明确提出今明两年高职继续扩招 200 万的任务，在政策利好的大背景下，我们认为专科学校规模将有大幅提升。

图 3：普通高校招生总人数情况



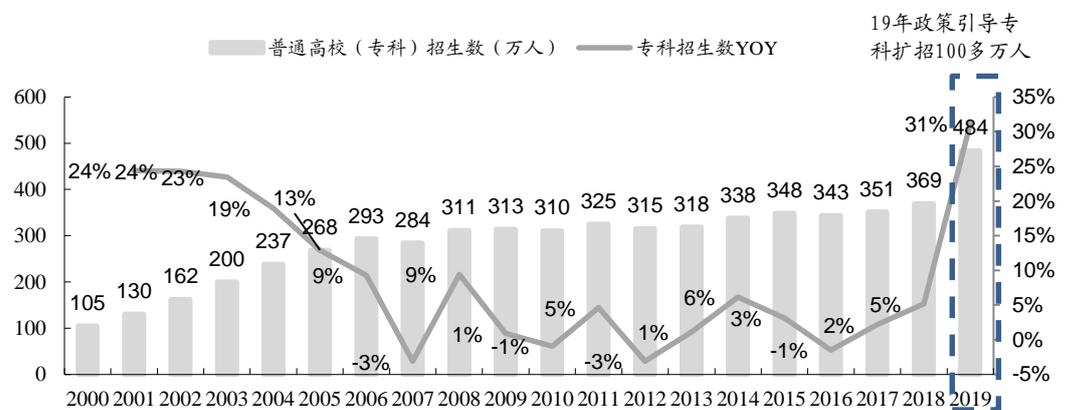
数据来源：教育部，东吴证券研究所

图 4：普通高校本科招生总人数情况 (万人)



数据来源: 教育部, 东吴证券研究所

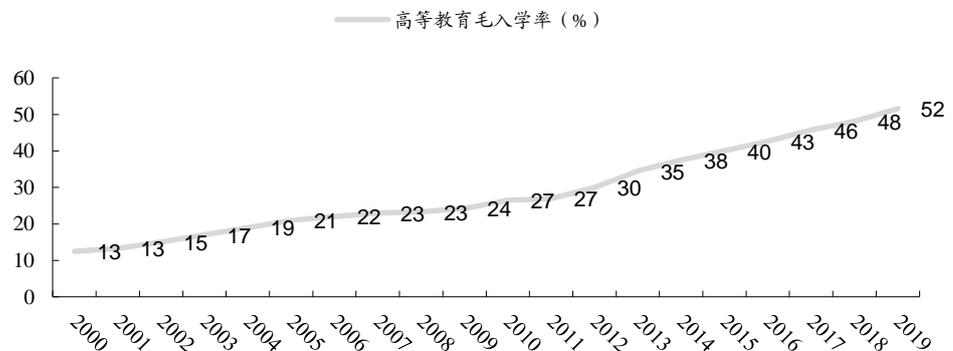
图5: 普通高校专科招生总人数情况(万人)



数据来源: 教育部, 东吴证券研究所

随着大众对高等教育的需求越来越强烈, 由需求拉动供给, 我国高等教育毛入学率也在逐年提升, 已经从2000年的13%提升到2019年的52%。

图6: 高等教育毛入学率(%)



数据来源: 教育部, 东吴证券研究所

2. 供给端：民办高校渗透率持续提升，是我国高等教育的重要组成部分

民办高等教育阶段与公立高等教育阶段学校分类大体相同，民办本科可进一步细分为纯民办大学、独立学院和职业本科。纯民办本科大多指民间资本自行举办的高校及其他教育机构。独立学院更多则是普通公办和高等学校和民间资本合作办学，由民间资本出资，举办的学院多挂靠在大校名下，每年上交给大校一定比例的管理费，剩余的办学结余则归民间资本。职业本科则更侧重于培养应用人才和具有一定文化水平和专业知识、技能的劳动者，更侧重于实践技能和实际工作能力的培养。截至 2020H1，我国共有民办本科学校 433 所，其中纯民办本科 167 所，职业本科 20 所，独立学院 246 所。

2.1. 民办高校发展历史及现状？压力与机会并存，学校与学生规模稳步增长

民办高校的发展历史曲折，大致经历雏形初现、确立合法地位、在竞争和压力中快速发展、国家政策与社会力量扶持四大阶段。高考制度于 1977 年恢复，“高考补习”、“自学考试辅导”和以培训为主要目的的三种形式的民办社会大学为民办高等教育提供经验，为民办高校的雏形奠定基础。1992 年《民办高等学校设置暂行规定》等相关政策法规的颁布对民办高校的合法性进行认可，在此阶段一批民办社会大学开始向普通民办高校转型，并开始招收高考生，但招生规模总体很小。1999 年国务院决定扩大高等教育规模，此举为民办高校注入充足的生源和社会资本且民办高校在此期间实现跨越式增长：1998 年全国仅有 25 所民办高校，截至 2005 年民办高校的数量为 252 所。但招生人数增长致使教学管理难度上升、资金短缺、师资团队难以满足高教学质量等问题随民办高校的快速发展日益凸显，为民办高等教育的进一步扩张带来桎梏。同时，公办高校的扩招对民办高校的发展有一定冲击。2018 年民促法的出台进一步规范民办高校市场，民办高校有望在更标准化、更科学的制度下展现活力。

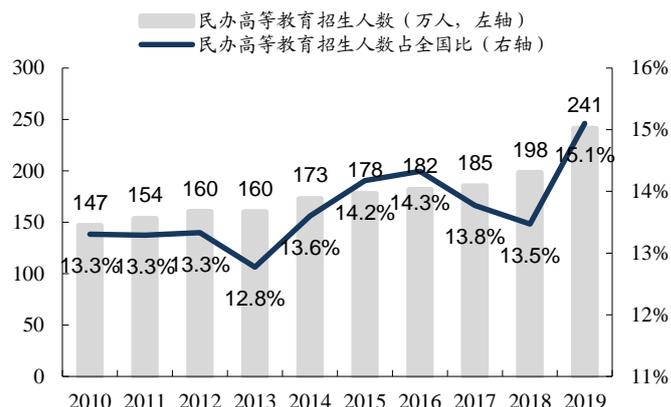
民办高校数量平稳增长，办学规模扩张明显。我国民办高校数量在 2009-2019 年间增加近百所，数量增长显著。尤其在 2009-2011 年间，增长速度较快均在 3% 左右，2011 年同比增长达 3.25%。2012 年后，民办高校增速明显放缓，2019 年增速不足 1%。虽高校数量增长速度放缓，但民办高等教育的招生人数也在不断扩大。2019 年招生人数达到 241.25 万人，相较于 2018 年增加 43.09 万人，同比增速达 22%。与全国高等学历教育招生人数相比，民办高等教育招生人数占比有略微提升，总体维持在 13%-15%。

图 7：2009-2019 年我国民办高校数量及增长情况

图 8：2010-2019 年我国民办高等教育招生人数、增长及占全国高等教育招生占比



数据来源：教育部，东吴证券研究所



数据来源：教育部，东吴证券研究所

民办高等教育渗透率不断提高，仍有提升空间。中国民办高等教育渗透率（民办学校在校生占整体在校生人数的比重）由2008年的19.9%逐步提高至2019年的23.4%，表明选择民办高校重要性及认可度逐步提高，就读学生人数正逐年增加。民办高校专业设置灵活，更关注就业市场需求，打造应用型学校。为了缓解高等教育毕业生特质与企业需求不匹配的问题，我国政府鼓励高校关注应用学科以改善结构，民办高校专业设置灵活，重点突出产教融合、校企合作，越来越多沿用以现代学徒制为特征的职业教育培养模式，更加关注就业市场需求，比如幼儿园师资力量欠缺，幼教毕业生供不应求，近年多所民办高校开始开设幼教专业。我们认为，未来民办高等教育渗透率提升趋势有望持续。

2.2. 民办高校行业竞争格局？进入壁垒高、集中度低，并购整合机遇大

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。就本科学校而言，教育部2006年9月公布的《普通本科学校设置暂行规定》明确表示，“普通本科学校生均占地面积应达到60平方米以上。学院建校初期的校园占地面积应达到500亩以上。”新的民办本科的建立需要土地资源和雄厚资金力量做支撑，有效抬高民办高校行业的进入门槛。

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。我们认为，新建立一所高等教育院校，前后投入在 5-20 亿之间，如 2016 年希望教育投资成立贵州应用技术职业学院。据学校官网记载，学院规划建设用地 600 余亩，建筑面积 25 万平方米，教学设施设备 5500 余万元，总投资达 8 亿元。

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。

经营时间壁垒：根据教育部 2006 年 9 月公布的《普通本科学校设置暂行规定》，设置普通本科学校的审批，一般分为审批筹建和审批正式建校招生两个阶段。并且普通本科学校的筹建期限，从批准之日起，应当不少于 1 年，最长不超过 5 年。通常来讲，一所高校从立项，到投建，再到开始招生，一般都需要 3 年左右的时间。并且从招生端来看，学校建设的第一年仅招收一年级学生，完成整个高等教育阶段的招生需要至少第 7 年。同时，一般至少各年级学生招满生运营 3 年后才能申请本科资格，所以一切正常顺利的情况下，也至少要十年才能投建一个新本科。

图 9：民办高等教育行业壁垒



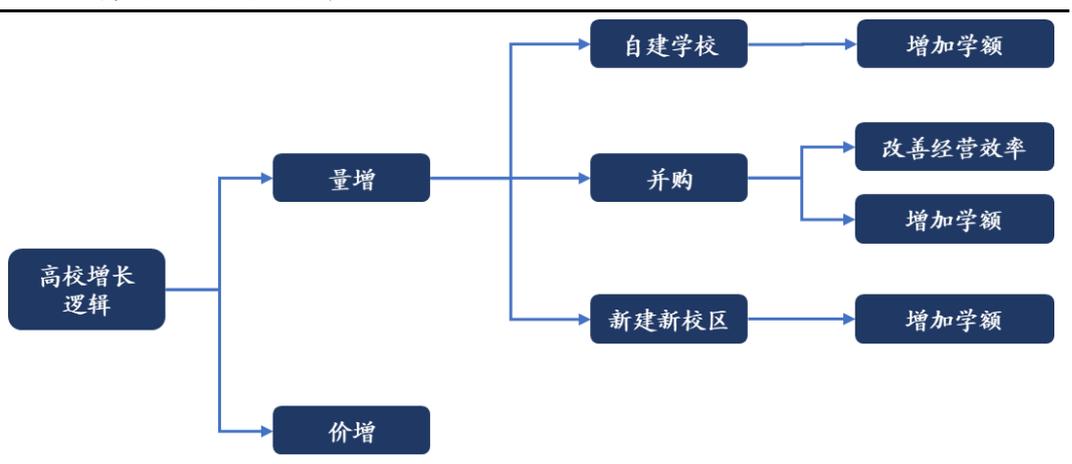
数据来源：东吴证券研究所绘制

民办高校行业集中度低、所有权分散，为龙头外延式扩张提供并购整合机会。2018年和2019年民办高等教育在校人数分别为677.9万、748.9万，按高等教育业务在校人数计，2018年和2019年的前五大民办高教集团合计市占率分别为5.30%、7.17%。五大集团单体市占率均不超过2%。大多数民办高校为独立经营，民办教育龙头企业可利用所有权较分散、集中度低的行业格局特点寻找潜在并购整合机会。伴随教育行业资本化进程加快，集中度有望进一步提升。

3. 中期趋势：3-5年并购红利期提档扩张速度

高校的增长逻辑主要包括量增和价增，其中量增的主要实现途径包括自建学校，并购和新建新校区。具体反映在运营层面主要是增加了学额。此外，并购途径还能实现经营效率的改善，实现规模效应。近年来高校并购很多，虽然并购在扩张速度上有得天独厚的优势，但并购并非高校增长的唯一途径，这几年主要得益于独立学院转设脱钩等政策+民办教育整合带来的3-5年的红利期。

图 10：高校的主要增长逻辑框架



数据来源：东吴证券研究所绘制

3.1. 高校扩张的主要途径：外延并购能够更快实现规模的增长

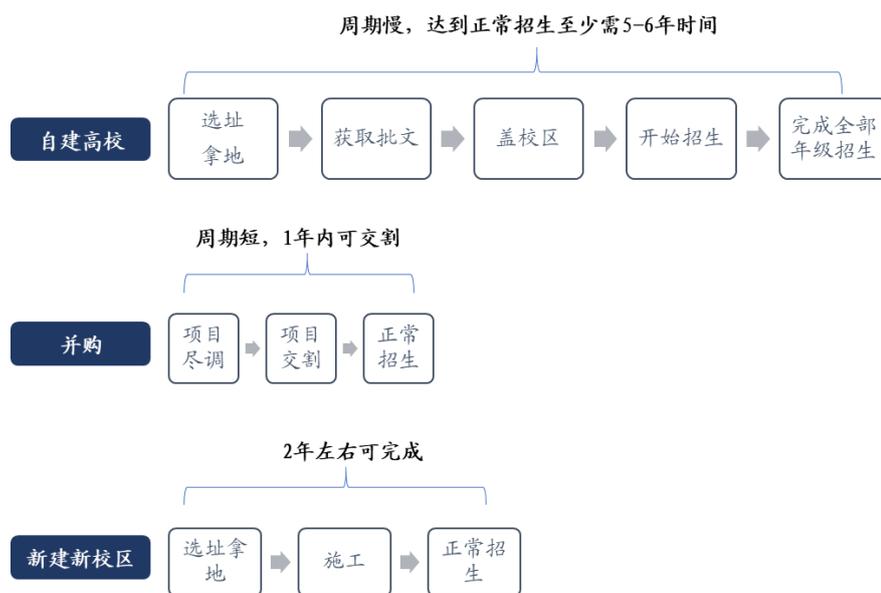
1) **新建学校**：一般新建学校需要经过选址拿地，获取批文，动工建设等环节，此外从开始招生到大规模正常招生仍有一个过程，总计到正常招生至少需要5-6年，周期较长。以希望教育为例，2018年11月公司公告了与政府合作，新建甘肃明德职业学院和重庆数字产业职业技术学院，目前仍在建设中，预计2021年秋季开始招生。其中重庆数字产业职业技术学院首批申请开设5个专业，然后每年新增2-3个专业，初步计划至2026年学校规模达到1万人左右。

2) **并购**：并购整体节奏较快，一般项目在1年内便可完成交割，虽然并购后还需

要管理、财务等方面的协同整合，但这两年随着独立学院转设的加速，市场上可选的潜在优质标的供应大幅增加，叠加政府支持规范化管理，我们认为这两年是并购的红利窗口期。上市民办高教集团的规模有望得到大幅扩张。

3) 新建新校区：目前主要高教集团也在进行新校区的建设，来容纳新的学生，同时也可以申请更多学额。如中教的广东白云校区 2017 年 9 月开始动工，2019 年 9 月一期完成开始招生，容量可达 8000 人，2021 年 9 月二期也可完工开始招生。预计总的可容纳学生可增加到 2.6 万人。

图 11：高校扩张的主要途径对比



数据来源：东吴证券研究所绘制

3.2. 并购会成为未来 3-5 年高等教育行业集中度提升整合的主趋势之一，已上市公司具备融资成本，管理能力双优势

民办高校行业集中度低、所有权分散。中国民办高等教育七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，尤其是知名民办高教的发展壮大。2018 年和 2019 年民办高等教育在校人数分别为 677.9 万、748.9 万，按高等教育业务在校人数计，2018 年和 2019 年的前五大民办高教集团合计市占率分别为 5.30%、7.17%。五大集团单体市占率均不超过 2%。

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。大多数民办高校为独立经营，民办教育龙头企业可利用所有权较分散、集中度低的行业格局特点寻找潜在并购整合机会。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教集团具有融资优势、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，财务成本较高（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。2017和2018年若干家民办高教集团陆续上市，未来民办高教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。

表 2: 2018-2019 年前五大民办高教公司高等教育业务在校人数及市场占有率

集团名称	2018 年高等教育		2019 年高等教育	
	在校人数 (万)	2018 年市占率	在校人数 (万)	2019 年市占率
希望教育	8.18	1.21%	13.19	1.76%
宇华教育	6.13	0.90%	11.89	1.59%
新高教集团	9.18	1.35%	10.32	1.38%
中教控股	6.28	0.93%	10.27	1.37%
民生教育	6.19	0.91%	8.02	1.07%
合计	35.96	5.30%	53.69	7.17%

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

注：宇华教育除高等教育外，还运营 K12 学校业务，2019/2020 学年 K12 学校中幼儿园、小学、初中学校在校生共计 1.94 万，此处年报数据是高中+大学=11.89 万；中教控股除高等教育外，还运营职业教育和国际教育业务，据公司年报显示，FY2020 职业教育/国际教育分部在校人数达 6.59/0.38 万。

高校并购窗口期，收并购持续进行中。目前是高校收并购的黄金窗口期，预计未来 3-5 年仍将持续。送审稿出台后，收并购持续推进，收购学校数量来看，希望教育/民生教育/新高教集团/中教控股/中国新华教育在送审稿出台之后分别公告收购了 13/6/4/4/3 所学校。送审稿出台后，港股上市的民办高教集团共有超过 25 起收购事件，民促法送审稿的发布并未影响高校外延并购逻辑。

表 3: 《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)
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	21187 (19/20 学年)
新高教集团	2018/9/17	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) (收购 45%)	专科、中职、高中	1.17 亿元 (45%)	现金	13382 (20/21 学年)

民生教育	2018/11/25	曲阜远东学院 (51%)	高等职业院校	0.92 亿元	现金	10604 (19/20 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	9500 (截止 20200229)
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)	9054 (截止 20200630)
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(海源学院+卫生学校合计)	现金代价 6.12 亿元, 配发 3.06 亿元股份(海源学院+卫生学校合计)	12000 (18/19 学年)
中国新华教育	2019/7/15	昆明市卫生学校 (60%)	中等职业学校			6200 (18/19 学年)
宇华教育	2019/7/22	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	2019/7/22	贵州大学科技学院 (30%, 此前持有 70%, 合计 100%)	本科独立学院	0.78 亿元	现金	9500 (截止 20200229)
中国春来	2019/7/23	苏州科技大学天平学院(50%)	本科独立学院	8 亿元人民币	现金	8002(截止 20181231)
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	5434 (截止 20200229)
希望教育	2019/8/25	苏州托普信息职业技术学院、昆山技工学校 (100%)	高职、中职	4 亿元人民币	现金 (3.76 亿元现金+0.24 亿元偿债)	5500 (截止 20190825)
希望教育	2019/8/29	银川若干所学校 (能源学院、职业学校、技工学校、培训中心、银大汽修厂、银大驾校) (100%)	本科、中职、技校等	14.5 亿人民币	现金	15569 (截止 20200229)
中教控股	2019/10/16	澳大利亚国王学院(100%)	本科	1.28 亿澳元	现金	2455 (截止 20190901)

民生教育	2019/11/25	文达信息工程学院、安徽合肥信息工程学校、安徽蓝天国际飞行学院（51%）	本科、中职、培训	6 亿元人民币	现金	15090 (19/20 学年)
中教控股	2020/1/12	郑州城轨交通中等专业学校（20%，此前持有 80%，合计 100%）	中专、中职	2.38 亿元	现金	
中国科培	2020/1/13	哈尔滨石油学院（100%）	本科	14.5 亿元	现金	9366（截止 20200630）
希望教育	2020/3/2	Inti Education 马来西亚的 1 所大学和 5 所学院（62.11%）	海外私立学校	1.4 亿美元	现金	16557（截止 20200229）
新高教集团	2020/5/8	洛阳科技职业学院（45%，此前持有 55%，合计 100%）	专科	3.85 亿元	现金	27837 (20/21 学年)
新高教集团	2020/7/29	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）（39%，此前持有 51%，合计 90%）	专科、中职、高中	1.52 亿元	现金	13382 (20/21 学年)
中教控股	2020/8/10	海口经济学院及海口经济学院附属艺术学校	本科、专科	13.56 亿元	现金	50600
中汇集团	2020/12/4	四川城市技师学院、四川城市职业学院（51%）	专科、技校	7.50 亿元	现金	2.5 万人 (20/21)

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

3.3. 政策推动独立学院转设，确立并购整合红利窗口期

从政策端来看，独立学院转设是大势所趋。2018 年 8 月发布的《送审稿》第七条中提到，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。2020 年 5 月 15 日，教育部办公厅发布《关于加快推进独立学院转设工作的实施方案》（下称“方案”）指出，到 2020 年末，各独立学院全部制定转设工作方案，同时推动一批独立学院实现转设。原则上，中央部门所属高校、部省合建高校举办的独立学院要率先完成转设，其他独立学院要尽早完成。不同区域、不同类型、不同模式的独立学院探索适合的转设路径，共有转为民办、转为公办和终止办学三种路径。从政策上明确了独立学院转设为高校设置工作的重中之重，强力推动独立学院加速转设。方案进一步细化了鼓励和推动独立学院转设的政策体系：①减少限制：“支持将独立学院转设纳入省级高校设置规划，优先受理转设申报，不受数量限制、不设受理时限，成熟一所、受理一所，依法依规加快办理进度”；②给予优惠：“对按期完成转设的举办高校和转设后独立设置的学校，在招生计划、项目申报、专业设置等方面给予倾斜支持”；③加大重视：“将独立学院转设情况纳入省级人民政府履行教育职责评价，压实省级人民政府统筹推进独立学院转设工作的责任”。

从执行端来看，自 2018 年以来，独立学院转设进展明显加快：2017 年教育部批准转设 0 所，2018 年 3 所，2019 年 6 所，截止 12 月 25 日，2020 年全国已有 68 所独立学

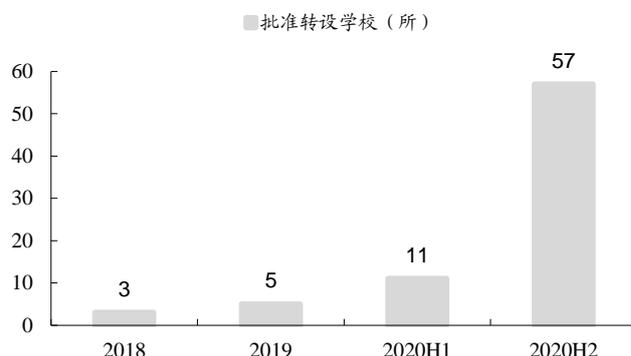
院完成转设方案批复工作，其中转民办普通本科高校 39 所，转地方公办高校 19 所。光 2020 年 11 月 11 日当日审批通过的独立学院转设便达到 21 所，12 月 24 日当日审批通过 33 所独立学院，超过之前所有转设的独立学院的数量之和，政策支持信号明显。过去十年间独立学院总量持续呈现减少趋势，2018 年以来转设进展明显加快。独立学院转设加速，一方面增加了高教公司可并购标的（教育部办公厅于 2020 年 5 月发布的《关于加快推进独立学院转设工作的实施方案》中还明确指出，无社会举办方的独立学院不得以任何方式将举办权转让给其他组织和个人），另一方面高教公司旗下的独立学院转设成功后利润率提升空间大，内生增长预期增强。近些年独立学院转设速度加快，由 2008 年的 322 所下降至 2019 年的 257 所，减少了 65 所。

图 12: 民办高校及独立学院学校数量变动 (所)



数据来源：教育部，东吴证券研究所

图 13: 2020 年以来批准转设的独立学院数量明显增多



数据来源：教育部，东吴证券研究所

上市公司旗下多含有独立学院，如中教控股旗下有 3 所正在积极转设的独立学院（广州松田学院、山东泉城学院、重庆翻译学院），希望教育旗下有 3 所独立学院（贵州财经学院、山西医科大学晋祠学院、西南交通大学希望学院），转设完成后或将为上市公司带来更大收益：

- ① **节约支付给大校的管理费用支出：**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办的高等学校，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大校。一年的管理费通常为营收的 5-20%，如华夏视听教育旗下民办高校南京传媒学院（原中国传媒大学南广学院）需就中国传媒大学提供的若干教育相关服务以及许可权每年支付年费人民币 1500 万元及人民币 500 万元。转设后，再支付一次性“分手费”即可，“分手费”一般等于 2-4 年的管理费，之后便不用再每年支付年费。上市公司旗下独立学院转设将节省大笔大校管理费用支出，提升上市公司利润率。
- ② **转设后学费、学额的增长：**根据 2020 年 5 月 15 日，教育部办公厅发布《关于加快推进独立学院转设工作的实施方案》，国家对按期完成转设的举办高校和转设后独立设置的学校提供招生计划方面的政策支持，并且独立学院转设后会放开学费限制，学费、学额两方面驱动民办高校收入增加。集团旗下的独立学院完成转设后也会带来学额增长。

表 4: 上市公司旗下独立学院转设进展

公司	转设后学校	转设前学校	日期	状态	补偿款
华夏视听	南京传媒学院	传媒大学南广学院	2020 年 3 月	转设完成	1.6 亿
	滇池学院	云南大学滇池学院	2020 年 9 月	获批通过	2.8 亿
民生教育	派斯学院	重庆工商大学派斯学院	2020 年 5 月	签订协议	400 万/学年, 交至 2029 年 6 月 30 日
	烟台科技学院	济南大学泉城学院	2020 年 10 月	已申请	
中教控股	广州应用科技学院	广州大学松田学院	2020 年 7 月	已获批通过	
	重庆外语外事学院	四川外国语大学重庆南方翻译学院	2020 年 5 月	已获批通过	
新高教集团		湖北民族大学科技学院	2020 年 10 月	已申请	
		兰州理工大学技术工程学院	2020 年 9 月	已申请	
希望教育		山西医科大学晋祠学院		方案制定中	
		西南交通大学希望学院		方案制定中	
		贵州财经大学商务学院		方案制定中	
		贵州大学科技学院		方案制定中	

数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

4. 长期趋势: 需求内生增长持续, 有提价空间, 价量双升为长期趋势

4.1. 高考人数不断增长, 高教供给存扩张需求

2035 年之前, 高考适龄人数和高考参加率双增长, 高考人数预计会持续呈增长趋势, 高等教育供给存在扩张需求。至 2035 年之前, 高考参加率预计呈提升趋势, 而大约 2021 年前后, 高考适龄人口就基本上见底 (1599 万人)。2021-2035 年, 高考适龄人口是增长的趋势, 叠加高考参加率的增长, 我们预计未来 15 年左右, 高考人数是持续增长趋势, 高等教育供给存在不足, 有扩张需求。

图 14: 高考报名人数及高考适龄人数 (万人)



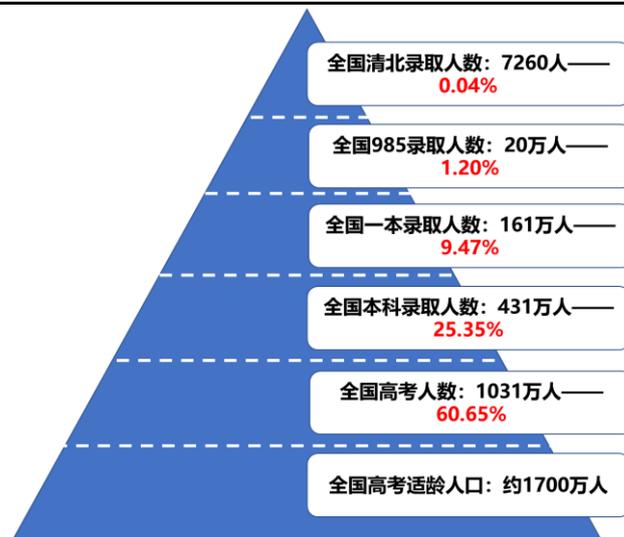
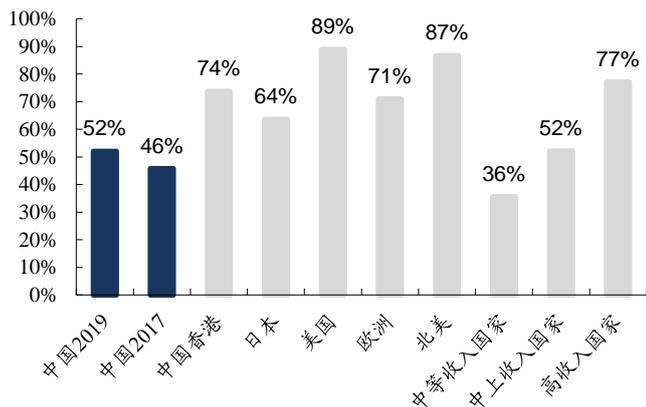
数据来源：国家统计局，教育部，东吴证券研究所

4.2. 高等教育阶段毛入学率和民办渗透率仍有提升空间

对标发达地区，我国高等教育入学率还存在着较大的差距，本科录取率相对较低，高等教育需求远没有被满足，市场潜力巨大。2019年高等教育毛入学率51.6%，比上年提高3.5个百分点，处于中等收入国家36%和中上收入国家高等教育毛入学率52%的中间水平，欧洲/北美洲高等教育入学率为71%/87%，我国高等教育入学率相对于发达国家而言相对较低。2019年高考适龄人口中仅有25.4%的学生被本科院校录取，我国高等教育本科录取率相对较低，优质高等教育资源仍然稀缺，仍有较大一部分学生继续读书的需求在现阶段无法得到满足，该教育阶段的毛入学率仍有较大提升空间。

图 15: 对比各国高等教育入学率，中国仍有提升空间

图 16: 2019 年中国高考人数及不同批次录取人数



数据来源：联合国教科文组织，国家统计局，教育部，东吴证券研究所

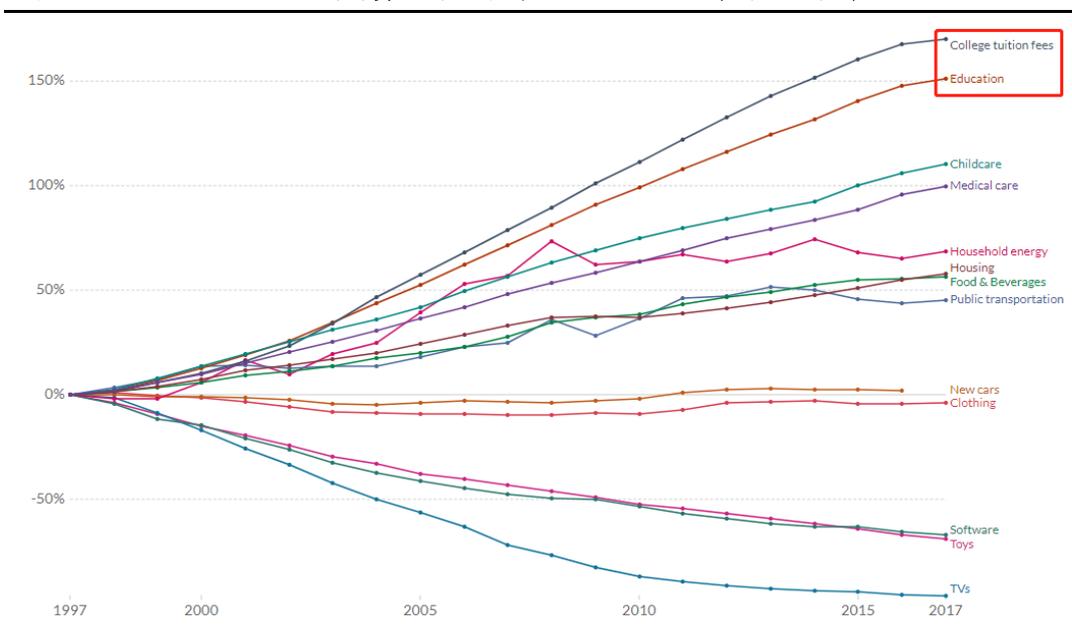
数据来源：国家统计局，各省教育厅，东吴证券研究所绘制

注：日本和美国为2016年数据，其他为2017年数据，中等，中上，高收入分类来自于世界银行（世界银行数据未更新）

4.3. 长期来看高教提价空间充足，是价格跑赢大部分消费品的优质资产

试错成本高，付费意愿强，高教的长期提价空间大：由于教育行业不可逆的特性，使得家庭的试错成本较高，因此在能力可达的范围内，大多数家长普遍愿意给小孩选择更好地教育，在教育行业的支付意愿较高，价格敏感性较低。我们对比美国1997-2017年的主要消费品价格走势，可以看到教育行业的学费增速排名所有消费品第一（教育学费累计增幅为150%，其中高等教育的学费累计增幅达到170%，而整体物价累计增幅仅56%，其他增速较快的消费品还包括幼儿护理，医疗服务等，价格累计涨幅约100%左右）。参考美国过去的经验来看，中国未来高等教育学费价格长期增长趋势确定，空间较大。

图 17: 美国 1997-2017 主要消费品价格累计涨幅（以 1997 年价格为基准）



数据来源：美国劳工局（BLS），Our World in Data，东吴证券研究所

5. 政策趋势：民办高校扩张&并购具有合法合理性，行业迎来并购整合红利窗口期，整合趋势加速

5.1. 新《民促法》未限制民办高等教育集团的并购行为

回顾我国《民促法》的修正历史，发现政策一直在提升民办教育的认可度和合法经营地位。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学校提出分类管理，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”。

2018年的《送审稿》的兼并收购的限制并非主要针对高等教育。2018年8月10日中央政府发布了《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”。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。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》，以及《送审稿》发布至今民办高教集团共完成收并购超过25起，更加印证了我们的判断。新《民促法》意在规范，未限制民办高等教育集团的并购行为。

5.2. 2020年11月教育部《答复函》正面确认了关联交易的合法和合理性

2020年11月，教育部发布《关于政协十三届全国委员会第三次会议第3379号（教育类343号）的答复函》。其中提到：①做好民办学校过渡期管理，各地实际情况差别较大，教育部不便设定“一刀切”管理办法，由各地实际制定；②规范非营利学校关联交易的，正面提出了“非营利学校关联交易应公开，公平，公允，合理”，也是正面确认了关联交易的合法和合理性；③公平对待营利性学校和非营利性学校。

本次政策的表述也进一步确立了民办学校（包括民办高校和民办K12学校）运营的合法性和合理性。我们认为，不论是高教公司还是K12学校公司，其主要审批和管理都在地方政府，我国地方财政教育支出是整个社会对于教育投入的主力来源（地方财政性教育经费占比一直超90%），因此地方政府和学校具相关性和一致性（主要教育财政为地方政府负担），因此实操过程中，高教公司/K12学校公司在扩张和发展中所受到的政策阻力较小。

图 18: 《关于政协十三届全国委员会第三次会议第 3379 号（教育类 343 号）的答复函》关键点



做好民办学校过渡期管理，各地实际情况差别较大，教育部不便设定“一刀切”管理办法，由各地实际制定。



规范非营利学校关联交易的，正面提出了“非营利学校关联交易应公开，公平，公允，合理”。



公平对待营利性学校和非营利性学校。

数据来源：教育部，东吴证券研究所整理

5.3. 我国教育经费总投入不断增加，但仍有提升空间，地方财政承压，民办高校有望缓解政府财政支出压力

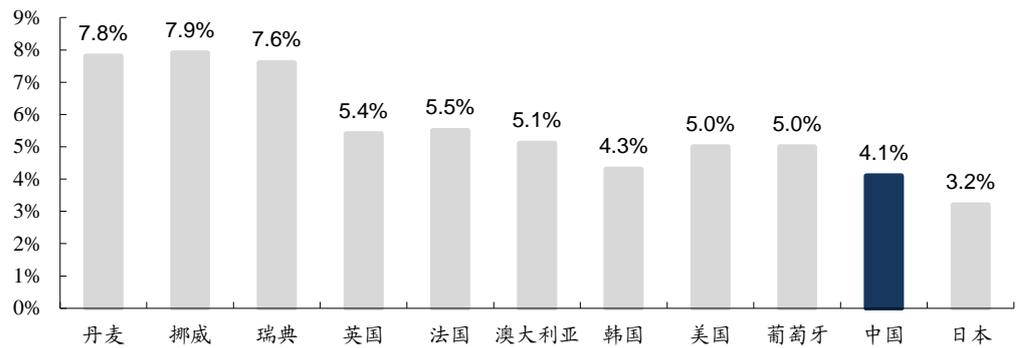
教育经费占 GDP 比重仍有提升空间：整个社会对于教育的投入持续增长，但与国际发达国家相比，目前我国财政对于教育的投入占 GDP 比重仍有一定提升空间。自 2012 年以来，我国教育经费总投入占 GDP 比重均在 5% 以上。我国一直并长期重视教育工作，并致力于提高教育经费使用效益，教育经费总投入在 2002-2019 年 17 年间 CAGR 为 13.9%，自 2012 年以来，我国教育经费总投入占 GDP 比重均在 5% 以上，2019 年全国教育经费总投入高达 50175 亿元，比上年增长 8.74%。北欧国家如丹麦、挪威、瑞典公共教育支出占 GDP 比重均在 7% 以上，而英、法、澳、美均在 5% 以上，相对大部分发达国家而言，长期来看，我国财政对于教育的投入占 GDP 比重仍有一定提升空间。

图 19: 我国教育经费总投入情况



数据来源：国家统计局，教育部，财政部，东吴证券研究所

图 20: 部分国际对比——公共教育支出占 GDP 比重

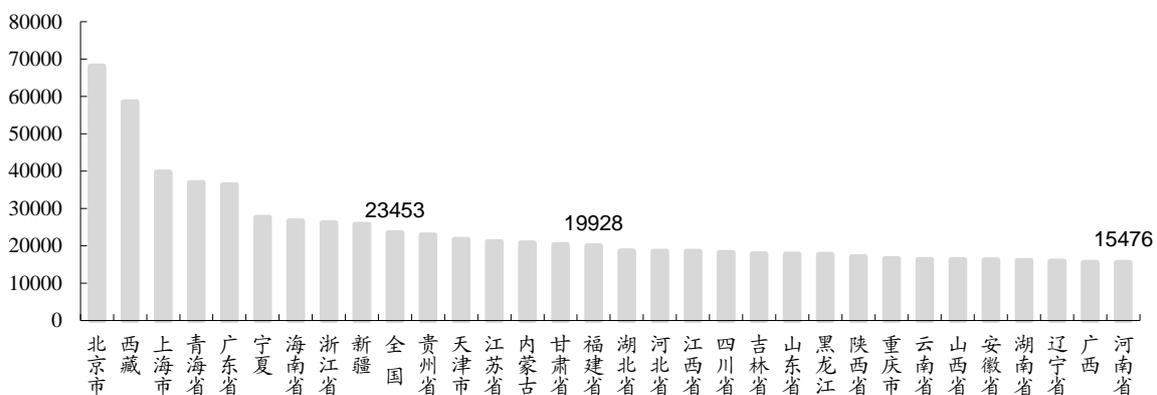


数据来源：世界银行，国家统计局，财政部，东吴证券研究所

注意：其他国家数据使用的是可获得的最新时间点，基本处于 2014-2017 年之间，数据来源于世界银行；中国为 2018 年国家财政性教育经费占 GDP 比重数据

区域发展水平不一，我国中部和中西部城市高等教育人均支出相对有限，学生需求较发达省份更强烈，更需要民办学校参与建设。目前我国各地学生人均支出差异较大，全国平均人均教育经费支出 2.3 万，超过一半的省份人均经费 2 万不到，其中包括主要的中部和中西部省份，因为人口基数大，而教育资源相对有限，当地人均需求远没有被满足。

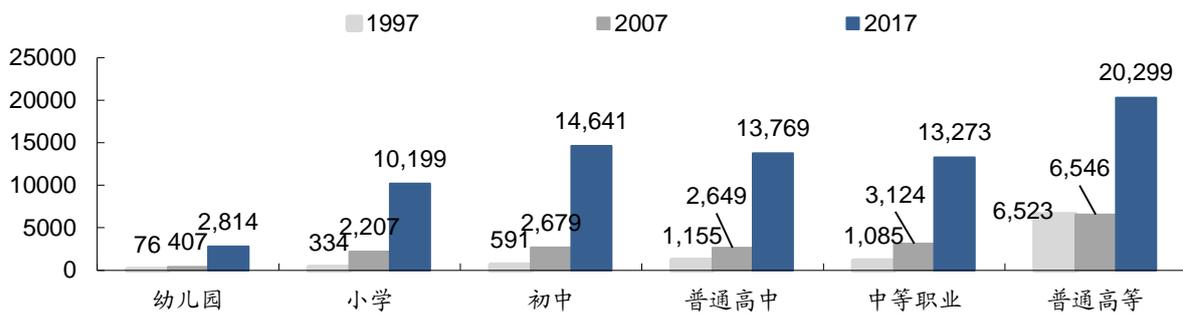
图 21：2019 年全国各省市的地方高等教育人均教育经费情况（元）



数据来源：教育部，财政部，国家统计局，东吴证券研究所

高等教育较 K12 教育开展所需资金更多，带来的财政压力更大。虽然 1997-2017 我国各阶段生均支出都有大增长，但仍能看出我国优先发展的为义务教育和高中阶段，高等教育到近 10 年才开始陆续加大投入，增速远小于 K12 阶段教育。而高等教育所需要的资源，硬件设备投入，师资力量投入等比 K12 阶段又上了一个台阶，整体需要的投入更多，相比起来，经费的紧张问题依旧存在。

图 22：2004-2017 年不同阶段生均公共财政预算教育经费（元）

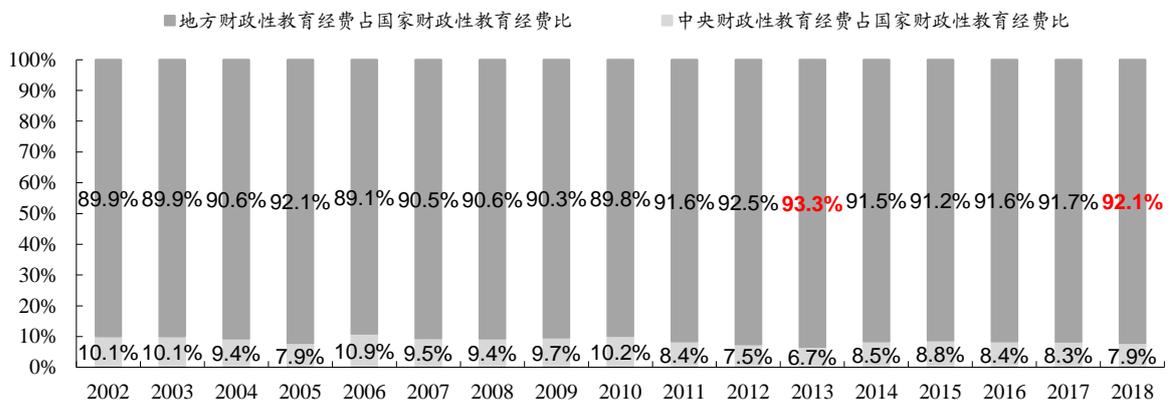


数据来源：教育部，财政部，国家统计局，东吴证券研究所

地方财政承担主要教育经费压力：我国教育经费中 80% 以上来源于国家财政性教育经费，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。地方公共财政教育支出对地方财政造成一定压力，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 2013 年对于地方财政的压力达到高点，且至 2018 年该现状未有明显缓解。具体拆来看看：

经费端：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 年是近年的最高值，为 93.3%，之后结构上未发生明显变动，2018 年该占比仍然高达 92.1%，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。

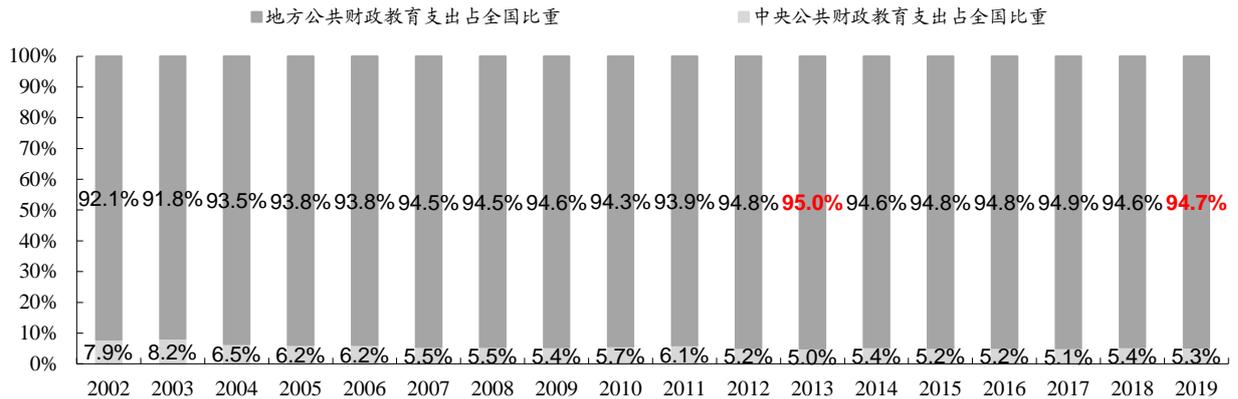
图 23：地方/中央公共财政教育经费占国家财政性教育经费比



数据来源：国家统计局，教育部，财政部，东吴证券研究所

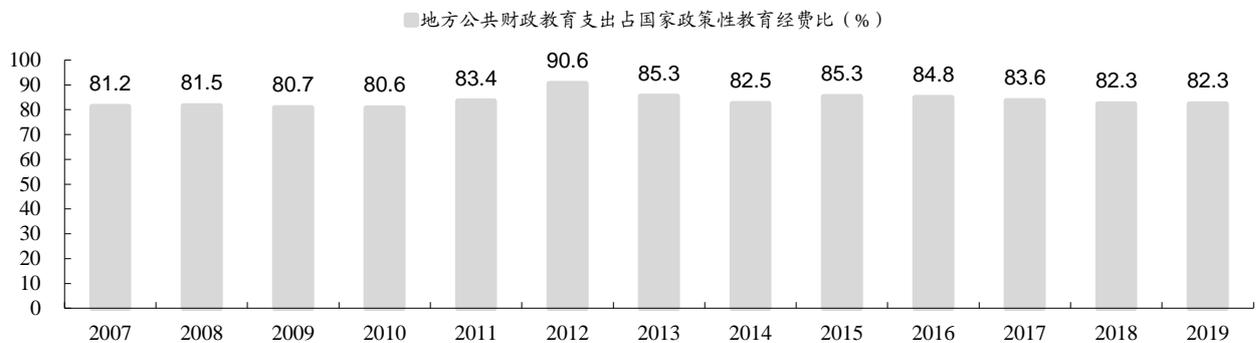
支出端：从全国公共财政教育支出的中央和地方占比，以及地方公共财政教育支出占国家财政性教育经费比重两个数据，可以得到相同结论。两个比例分别在 2013 年/2012 年达到近年的顶峰，峰值为 95.0%/90.6%，近年来结构上并没有发生明显的改变，2019 年两个比例分别高达 94.7%/82.3%。

图 24：地方/中央公共财政教育支出占全国比重



数据来源：国家统计局，教育部，财政部，东吴证券研究所

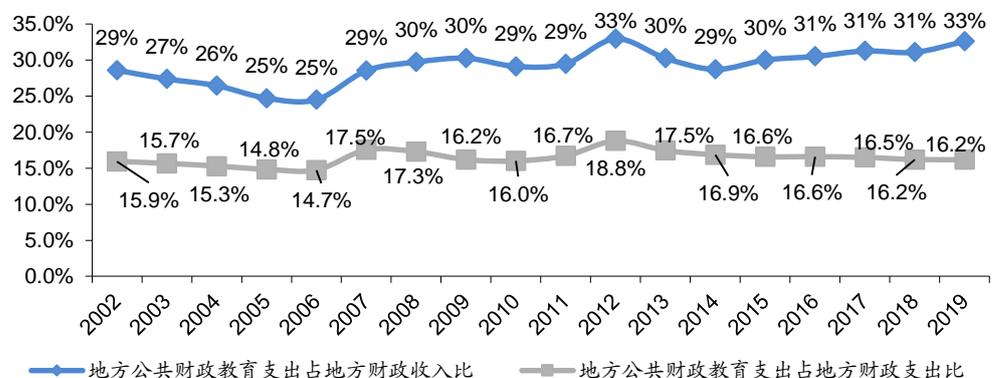
图 25：地方公共财政教育支出占国家政策性教育经费比



数据来源：国家统计局，教育部，财政部，东吴证券研究所

因此，我们认为地方政府和学校具相关性和一致性，体现在主要教育财政经费为地方政府负担。而各地方政府，也有推进本地民办教育发展的动力，因此实操过程中，高教公司/K12 学校公司在扩张和发展中所受到的政策阻力较小。

图 26：地方财政教育支出占地方财政收入/支出比重变化情况

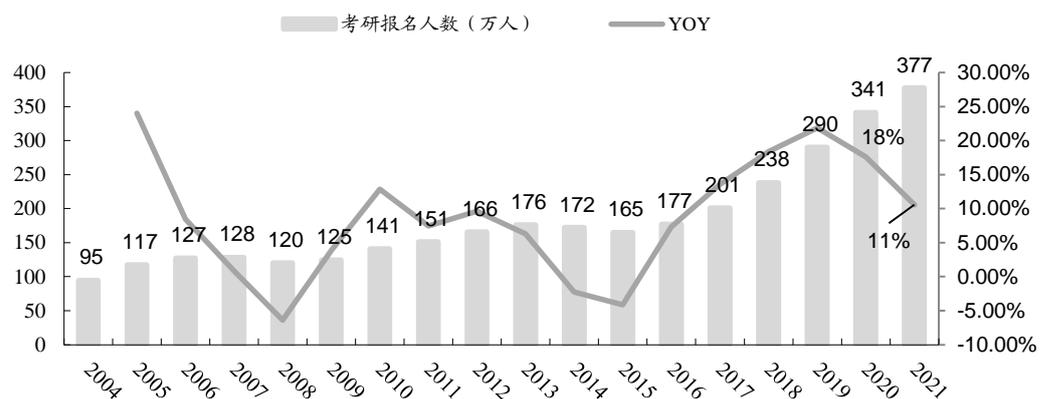


数据来源：国家统计局，教育部，财政部，东吴证券研究所

6. 其他短期影响因素？就业压力持续增长，高等教育需求持续提升

就业压力大，学生对教育诉求更加强烈，希望以质量+数量提升自身竞争力：据教育部数据，2020年参加考研的人数再创新高，达到377万人，同比增幅达到10.6%。在经历了2012-2015年的相对平静期后，近5年我国考研人数持续增加，反映出就业压力之大。我们认为考研人数能够很好地作为我国年轻一代的就业焦虑指数，加入到考研大军中的学生同样也是会选择参加公务员，教师等事业单位等其他招录类考试，侧面反映出工作越来越内卷。考研并非为了加深学术造诣，而是一方面学生希望通过考研来避开就业高峰期，另一方面学生也认为自己的本科无法带来更高的起点，希望通过考研来增强背景竞争力，获得更加充分的准备时间。

图 27：2020 年（2021 级）考研报名人数大幅增长，反映就业压力之大



数据来源：教育部，东吴证券研究所

政策引导高职院校扩招来缓解就业压力：2019年3月5日，2019年政府工作报告，首次将今年首次将就业优先政策置于宏观政策层面，旨在强化各方面重视就业、支持就业的导向，并在“2019年政府工作任务”部分中指出：“加快发展现代职业教育，既有利于缓解当前就业压力，也是解决高技能人才短缺的战略之举。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。”（2019年专科招生人数实际同比增幅高达31%）

受疫情影响，2020年就业情况严峻，政府再次提出扩招政策，高校充分发挥其蓄水池的作用。2020年5月22日，两会上政府工作报告中明确提出，要“资助以训稳岗拓岗，加强面向市场的技能培训，鼓励以工代训，共建共享生产性实训基地，今明两年职业技能培训3500万人次以上，高职院校扩招200万人，要使更多劳动者长技能、好就业。”连续两年的扩招政策增强高等教育需求，刺激民办高等教育的发展。

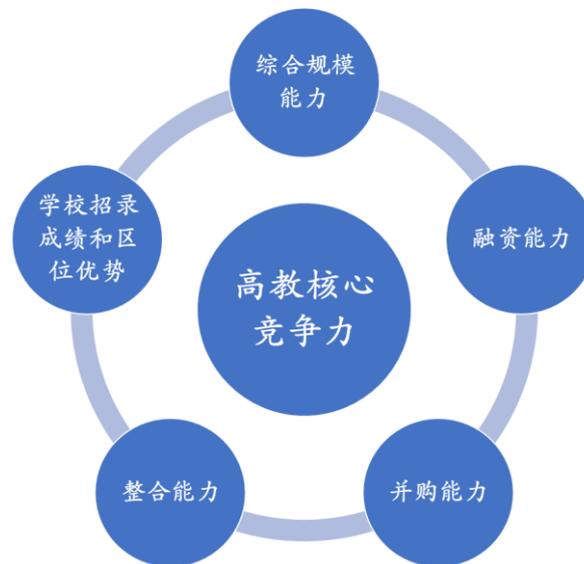
我们认为就业压力和技能型人才的缺失将进一步拉动高校的扩张，尤其是高职院校

的扩张，而高职院校正是民办高校的主战场之一，未来将有望持续受益。

7. 公司分析框架：规模优势，融资能力，并购整合能力和区位优势构建高教集团的核心竞争力

高教运营扩张往往对学校的管理能力，资金实力，并购整合能力等有较高的要求。同时高教行业也具备较强的头部效应，只有具备上述核心能力的高教集团才能强者更强。

图 28：高教集团核心竞争力框架



数据来源：东吴证券研究所绘制

综合规模能力：对于高教集团，因为涉及的学生背景层次各异，所属的地域风格也有不同，往往管理的学生更多，管理的难度也更大，同样反过来看，管理的学生更多，而得到的锻炼也更多，实力也更加得到了验证。

融资能力：不管是并购还是自建一所民办高校，前期都是 10 亿量级的投入，需要有一定的资金实力支持，而学校规模越大，旗下资产越多，在银行借款或外部融资时，往往能获得更高的授信或更高的评级，对后续的扩张提供持续保障。

并购能力：能否选择到好的项目，能否在项目谈判中获得更有利的条件，最后项目能否落地都是对高教集团的考验。同时新学校并购也是被并购学校对并购方的选择，在其他投资条件相似的情况下，一般规模更大，有过往成功并购经验案例背书的企业和投资团队在项目谈判中更具备优势，也更容易受到被并购学校的青睐。

整合能力：被收购的学校往往面临一定的财务困境，如中教控股旗下的重庆翻译学院再被收购前仍未小幅亏损。收购学校后，集团还需要对被收购学校进行一定的整合改造，如何保证业务的顺利交接，如何保证运营效率的提升，如何保证管理人员等的顺利

接管也是对并购方不小的考验，同时除了帮助被并购学校走出困境外，集团还需要考虑如何实现规模效应，实现业务新的突破。我们认为运营规模更大的企业往往在实现标准化运营管理经验输出，在集中化招生，课程开发，师资培训，采购等方面更具备规模效应。例如宇华教育收购的湖南涉外经济学院，在 17 年收购事在校生 2.9 万人（本科+专科），而现在在校生已经近 3.5 万人，学费也从收购前的 1.5 万元提升到现在的 2.4 万元，净利润从 6000 多万提升到近 3 亿人民币。

学校招录成绩和区位优势：学校成绩和区位优势同样是学校的核心竞争力之一，招录成绩一方面代表学校的受欢迎程度，更重要的是代表生源的质量，往往只有好的生源带来更强的升学和就业，才能吸引更多的学生报读，从而形成正循环。而区位优势也同样保证了学校的招生潜力，如教育资源相对紧缺的地方，如经济发达地区，用工需求强烈的地区等。以中汇集团的华商学院为例，2020 年录取分数线远高于广东省一本线（广东省本科批分数线理科为 410 分，而华商学院的理科投档线达到 443 分，最高分达到 498 分），地处粤港澳大湾区也保证了学生的高薪就业，正是因为这些优势才能使公司能够长期保持高于行业平均的收费水平（平均学费达到 3 万元），并且未来还有提价空间。

8. 投资建议

整体来看，高教行业发展确定性强：政策加持+内生增动力足+外延并购机会。短期政策向好叠加独立学院转设加速带来高教行业并购红利期，长期来看高等教育提升是大趋势，其中职业学院的地位承担更多的责任，内生增长动力足，从价格来看高等教育是具备长期跑赢大部分消费品价格增长的优质资产。

高教行业的部分凸显优势，估值性价比：学校规模较大，民办高校品牌能力强，整合并购能力强，管理能力强，融资能力强，内生增长趋势确定性。而目前高教行业平均估值仅 20 倍 PE，性价比较高，我们建议持续关注中教控股、希望教育、宇华教育、中汇集团、中国科培和华夏视听教育。

推荐标的：

中教控股：中教控股是我国民办高校的龙头企业，规模优势明显，上市以来并购的学校全部获得成功整合，运营能力领先。中教控股我国民办高校的龙头公司之一，截至 2020 年 11 月，公司运营位于中国六个省市的 7 所高等教育学校和 4 所职业教育学校，以及澳大利亚国王学院及英国里士满大学，在校生人数规模达约 23.8 万人。FY2020 实现营收 26.78 亿元，同比增长 37.0%，实现调整后归母净利润 9.84 亿元，同比增长 28.7%。我们认为公司业务领域政策风险相对较小，扩张路线清晰，未来规模化优势或将进一步体现，同时公司积极推进旗下独立学院转设，经营效率和业绩有望进一步提升。

希望教育：截止 2020 年 10 月 15 日，公司旗下共有 16 所学校（6 所本科院校+8 所

专科院校+2所技师学院)，在校生总数达19万人（包括英迪国际大学），其中本科院校/专科院校/技师学院人数分别为71259人（不包括英迪国际大学）/60631/8235人。公司FY2020实现营收15.68亿元/+45.3%YoY，净利4.56亿元/+33.5%YoY。**亮点：并购经验丰富+业绩弹性较大，未来增长可期。**希望教育自2011年第一个收购落地以来，16所学校中有11个为收购项目，收购经验丰富，集团内生增长相对强劲，业绩弹性较大。**我们认为希望教育未来增长主要来源于四个方面：**①原有学校的内生增长；②外延并购国内高校（直接收购或者买牌照自建，如鹤壁学院、苏州托普学院、银川能源学院等）；③寻求海外高校的收购机会，实现国内外布局共振（如英迪国际大学）；④自建学校（如甘肃学校，重庆学校等）。

宇华教育：截至FY2020，宇华教育旗下拥有4所大学和23所基础教育学校（均位于河南），2019/2020学年旗下所有学校在读人数为13.82万。宇华教育于2017年至今完成4所学校（1所高中、2所国内高校、1所海外高校）的并购。FY2020（截至2020年8月31日）宇华教育实现营收24.09亿元/+40.5%YoY，净利3.21亿元/-42.1%YoY。**亮点：持续并购优质本科院校推动收入增长+内生增长动力足，未来可维持持续增长。**

中汇集团：扎根在大湾区，旗下华商学院有着远高于行业平均的教学质量，2020年高考本科录取线文科和理科均高于省控线30分以上，学费达到3万元，进一步验证了在考生中的吸引力。2020财年集团实现收入8亿元，同比增长13.6%，实现净利润2.9亿元，同比增长34.4%。旗下在校生达到3.5万人。**亮点：**1)卡位大湾区的优越地理位置，发达的经济和供不应求的就业将持续挖掘公司旗下学校的提价空间；2)新校区持续落地，招生人数和在校生人数打开新的天花板，目前华商学院新建校区四会校区已于2020年9月开始，未来随着新会校区的建成，集团在在校生将进一步扩充；3)新并购的四川学校也将扩大学校的办学规模和省外扩张；4)独立学院转设完成节省每年的管理费，增厚公司利润。

中国科培：2020/2021学年中国科培总在校生人数为9.2万人，同比增加58.3%，截止2020年10月23日，旗下学校广东理工学院/肇庆学校总在校生人数分别为7.3/0.8万人，同比+46.0%/+11.3%。2020年1月13日，中国科培发布公告，收购哈尔滨石油学院100%举办者权益。2020H1（截至2020年6月30日）中国科培实现营收4.19亿元/+16.6%YoY，净利3.11亿元/+27.0%YoY。**亮点：内生增长确定性强+外延并购预期值高+区域位置优异。**

华夏视听教育：华夏视听教育目前覆盖影视制作和传媒艺术高教两大业务板块。2020H1收入/调整净利达3.84/1.43亿元，2020H1影视制作/高教收入分别为1.98/1.87亿元。高教主体为南京传媒学院，2020年完成转设，2019/2020学年本科在校生达1.43万/+5.5%YOY，经调整经营利润率约50%。**亮点：**①价：旗下南传学院作为民办传媒艺术类高校的翘楚，本科生均学费约1.6万元，目前学费的政策限制已经开放，2021年预计将有60%-70%的涨幅，直接增厚利润，未来学校会根据报名人数调整学费，学费有长期

提升空间。②量：学校现有土地可以支撑翻倍扩容（现有 1600 亩土地，已使用 800 亩，满员预计 3 万人容量），转设后普通本科、专升本均有扩招预期，预计未来 3-5 年，本科在校生体量有望达到 2 万人，国际教育和继续教育业务不受招生限制，目前均不到 500 人在校生，未来 5 年有望分别达到 2000 和 6-8000 人级别。③扩张性：公司与英皇合作的演艺培训业务以及 2020 年计划推出的艺考业务和少儿艺术培训业务值得期待，公司具有品牌输出的潜能，行业存在收并购机遇，公司在手现金充裕，计划聚焦于传媒艺术类高校及艺考机构。④产学研一体化：公司作为影视制作行业的领先者，拥有《03 天龙八部》，《倚天屠龙记》等获广泛好评的代表作，其对行业的发展、嗅觉和网络，具有天然的优势，在培养传媒的行业人才方面，有着得天独厚的优势。⑤独特性：旗下学校在全国范围对学生具有强大吸引力（南传艺考报考人数超 6 万人，实际录取 3000 人，录取率不到 5%），而艺考类学生本身又是支付能力较强的学生群体，公司雄踞黄金赛道，具有享受较高估值的基础。

表 5: 相关标的估值表

代码	简称	总市值 (亿)	收盘价	EPS			PE		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
0667.HK	中国东方教育	349.90	15.94	0.39	0.49	0.58	34.1	27.1	22.9
0839.HK	中教控股	341.50	15.88	0.29	0.56	0.71	45.6	23.6	18.6
1765.HK	希望教育	188.23	2.60	0.06	0.11	0.15	36.1	19.7	14.4
6169.HK	宇华教育	246.47	7.38	0.06	0.38	0.44	102.5	16.0	13.9
0382.HK	中汇集团	90.13	8.85	0.29	0.40	0.55	25.7	18.6	13.5
1890.HK	中国科培	107.21	5.32	0.23	0.30	0.36	19.3	14.8	12.3
1981.HK	华夏视听教育	111.72	6.73	0.11	0.17	0.26	51.0	32.7	21.3
1773.HK	天立教育	200.14	9.24	0.13	0.17	0.23	59.5	44.9	33.6
1317.HK	枫叶教育	56.91	1.90	0.17	0.29	0.34	9.3	5.5	4.7
6068.HK	睿见教育	91.44	4.20	0.25	0.29	0.33	14.0	12.3	10.7
1565.HK	成实外教育	65.79	2.13	0.13	0.13	0.18	13.7	13.3	9.8
2001.HK	新高教集团	87.36	5.51	-	0.37	0.44	-	12.4	10.3
1569.HK	民生教育	58.63	1.39	0.09	0.08	0.14	13.6	14.3	8.3
1525.HK	建桥教育	26.23	6.32	0.42	0.46	0.62	12.5	11.5	8.5

数据来源：Wind，东吴证券研究所，数据截至 2021 年 1 月 18 日收盘

部分 0831 财年的 2019A 的数据为 FY2020A，未加粗部分 EPS 来自 wind 一致预期，已加粗部分来自东吴证券研究所预测

港股收盘价分别为港币，EPS 均为人民币，汇率港币/人民币为 0.83 元

9. 风险提示

并购推进不及预期：中短期高校的扩张主要以并购为主，被并购学校资质各有差异，

高教集团本身可能会存在受被并购学校经营和财务拖累的风险。

疫情反复: 目前全国仍有部分地区的疫情有反复的迹象,可能会影响学校正常招生,开学等事宜,从而给全年业绩带来压力。

民促法尚未落地: 目前民促法的细则尚未落地,对未来民办高校的具体运营操作仍有部分不确定性在。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

