

教育行业点评

《民促法》靴子落地，高教和职教风险解除 重点关注，义务教育关注具体落地 增持（维持）

2021年05月14日

证券分析师 吴劲草

执业证号：S0600520090006

wujc@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

研究助理 谭志千

tanzhq@dwzq.com.cn

事件提要

- 2021年5月14日，教育部发布修订后的《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》（下称“新《实施条例》”），继2018年《送审稿》时隔3年靴子终于落地，我们认为民办高等教育和职业教育的风险解除，义务教育阶段需更关注具体落地。具体我们将挑选重要的条例解读如下：
- 针对“第十三条”的兼并收购和协议控制的说明，我们的解读：在2018年的《送审稿》中的描述为“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。”而新《实施条例》删除了关于“集团化”的表述，而是直接限定了义务教育和学前教育的民办学校不得通过兼并收购、协议控制等方式控制，我们认为对于高中、高等教育和职业教育的收并购风险和VIE架构风险完全解除，未来一方面内生有望持续稳定增长，外延并购也将加快布局。而对于义务教育阶段，未来更多依靠内生发展，同时对于管理架构也将更加规划。
- 针对“第四十五条”的利益关联方交易的说明，我们的解读：在关联交易方面，对比2020年11月《答复函》确立了非营利性学校关联交易的合法和合理性，本次的新《实施条例》对于高中，高教和职教阶段的态度不变，维持认可关联交易的合法和合理性，但对于义务教育阶段的监管则趋严，明确限制了其与利益关联方的交易，且对于利益关联方也有较为清晰的界定，我们认为未来义务教育阶段可能会出现：1）鉴于现在主要的义务教育阶段土地，资产等都在举办人公司体内，维持学校的稳定运营对于地方政府而言有重要意义，我们认为未来政策在实操层面的界定和落地解释权会落到地方政府，站在政府角度，我们预计该条款将平稳推进，学校运营也或将持续平稳推进；2）义务教育阶段学费的收费模式或将有所改变，未来将增加更多附加服务，如课后培训补习，更多素质类教育等，同时对于举办人等或有调整，让经营符合相关法律法规的规定；3）对于目前K12一体化的民办学校而言（即包括义务教育+高中学段），政策在实操层面的空间灵活度更高。
- 针对“第五十四条”和“第五十五条”关于税收和土地优惠政策说明，我们的解读：新《实施条例》的整体态度是对于1）对于非营利性学校，在税收和土地方面享有跟公办学校等同的优惠政策；2）而对于营利性学校，土地税费补缴等问题在实操层面的方式也比较灵活，预计不会对学校的正常经营，现金流等造成影响。
- 投资建议：新《民促法实施条例》对于高等教育和职业教育而言是靴子落地，我们认为高教和职教的风险已经完全消除，未来将轻装上阵，行业估值也有望修复，同时高教类公司本身在近3-5年也处于内生增长+外延并购的黄金发展窗口期，成长确定性高，**建议重点关注高教类公司：中教控股，希望教育，华夏视听教育，中国科培等。**对于义务教育阶段学校，新《民促法实施条例》在具体实施方面我们认为将在维持稳定运营的原则下平稳推进，政策的落地也将有助于K9学校整体发展的规范化，对于学校未来的发展也将有更确切的指引。
- 风险提示：还需关注政策完全落地，招生不及预期，扩张速度不及预期等。

行业走势



相关研究

- 1、《社区团购行业深度研究报告：社区团购深度研究：硝烟进行时，品牌/平台/团长都在想什么？》2021-05-12
- 2、《跨境电商行业点评：亚马逊开店&运营监管加严，跨境电商或加速分化》2021-05-09
- 3、《商业贸易：华熙生物和爱美容客分别发布医美新品“御龄双子针”和“态活”，爆品打造值得期待》2021-05-09

事件提要：《民促法》靴子落地，高教和职教风险解除重点关注，义务教育关注具体落地

2021年5月14日，教育部发布修订后的《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》（下称“新《实施条例》”），继2018年《送审稿》时隔3年靴子终于落地，我们认为民办高等教育和职业教育的风险解除，义务教育阶段需更关注具体落地。具体我们将挑选重要的条例解读如下：

第十三条节选：任何社会组织和个人不得通过兼并收购、协议控制等方式控制实施义务教育的民办学校、实施学前教育的非营利性民办学校。

解读：在2018年的《送审稿》中的描述为“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。”而新《实施条例》删除了关于“集团化”的表述，而是直接限定了义务教育和学前教育的民办学校不得通过兼并收购、协议控制等方式控制，我们认为对于高中、高等教育和职业教育的收并购风险和VIE架构风险完全解除，未来这类学校一方面内生有望持续稳定增长，外延并购也将加快布局。而对于义务教育阶段，未来更多依靠内生发展，同时对于管理架构也将更加规划。

第四十五条 实施义务教育的民办学校不得与利益关联方进行交易。其他民办学校与利益关联方进行交易的，应当遵循公开、公平、公允的原则，合理定价、规范决策，不得损害国家利益、学校利益和师生权益。

民办学校应当建立利益关联方交易的信息披露制度。教育、人力资源社会保障以及财政等有关部门应当加强对非营利性民办学校与利益关联方签订协议的监管，并按年度对关联交易进行审查。

前款所称利益关联方是指民办学校的举办者、实际控制人、校长、理事、董事、监事、财务负责人等以及与上述组织或者个人之间存在互相控制和影响关系、可能导致民办学校利益被转移的组织或者个人。

解读：在关联交易方面，对比2020年11月《答复函》确立了非营利性学校关联交易的合法和合理性，本次的新《实施条例》对于高中，高等教育和职业教育阶段的态度不变，维持认可关联交易的合法和合理性，但对于义务教育阶段的监管则趋严，明确限制了其与利益关联方的交易，且对于利益关联方也有较为清晰的界定，我们认为未来义务教育阶段可能会出现：

1) 鉴于现在主要的义务教育阶段土地，资产等都在举办人公司体内，维持学校的

稳定运营对于地方政府而言有重要意义，我们认为未来政策在实操层面的界定和落地解释权会落到地方政府，站在政府角度，我们预计该条款将平稳推进，学校运营也或将持续平稳推进；

2) 义务教育阶段学费的收费模式或将有所改变，未来将增加更多附加服务，如课后培训补习，更多素质类教育等，同时对于举办人等或有调整，让经营符合相关法律法规的规定；

3) 对于目前 K12 一体化的民办学校而言（即包括义务教育+高中学段），政策在实操层面的空间灵活度更高。

第五十四条 民办学校享受国家规定的税收优惠政策；其中，非营利性民办学校享受与公办学校同等的税收优惠政策。

第五十五条 地方人民政府在制定闲置校园综合利用方案时，应当考虑当地民办教育发展需求。

新建、扩建非营利性民办学校，地方人民政府应当按照与公办学校同等原则，以划拨等方式给予用地优惠。

实施学前教育、学历教育的民办学校使用土地，地方人民政府可以依法以协议、招标、拍卖等方式供应土地，也可以采取长期租赁、先租后让、租让结合的方式供应土地，土地出让价款和租金可以在规定期限内按合同约定分期缴纳。

解读：对于税收优惠和土地优惠问题，新《实施条例》也有说明确定，整体态度是对于 1) 对于非营利性学校，在税收和土地方面享有跟公办学校等同的优惠政策；2) 而对于营利性学校，土地税费补缴等问题在实操层面的方式也比较灵活，预计不会对学校的正常经营，现金流等造成影响。

投资建议

新《民促法实施条例》对于高等教育和职业教育而言是靴子落地，并且对其收并购，管理架构，关联交易等均没有进行限制，我们认为高教和职教的风险已经完全消除，未来将轻装上阵，行业估值也有望修复，同时高教类公司本身在近 3-5 年也处于内生增长+外延并购的黄金发展窗口期，成长确定性高，**建议重点关注高教类公司：中教控股，希望教育，华夏视听教育，中国科培等。**

对于义务教育阶段学校，新《民促法实施条例》在收并购，协议控制和关联交易方面均有较严的限制，但在具体实施方面我们认为将在维持稳定运营的原则下平稳推进，

学校的收费结构，成本结构等都将有所变化。另一方面，政策的落地也将有助于 K9 学校整体发展的规范化，对于学校未来的发展也将有更确切的指引。

表 1: 相关标的估值表

代码	简称	总市值 (亿港元)	收盘价 (港币)	EPS (人民币)			PE		
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
高教&职教学校类公司									
0839.HK	中教控股	404.1	17.78	0.29	0.51	0.74	52	29	20
1765.HK	希望教育	188.3	2.36	0.06	0.11	0.15	33	18	13
6169.HK	宇华教育	237.2	7.07	0.06	0.38	0.45	99	16	13
0382.HK	中汇集团	82.8	7.73	0.29	0.41	0.58	23	16	11
1890.HK	中国科培	109.0	5.41	0.28	0.38	0.47	16	12	10
1981.HK	华夏视听教育	97.1	5.85	0.19	0.26	0.35	26	19	14
2001.HK	新高教集团	91.0	5.74	0.11	0.37	0.47	44	13	10
0667.HK	中国东方教育	377.3	17.14	0.12	0.46	0.54	120	31	27
1569.HK	民生教育	56.1	1.33	0.03	0.14	0.17	35	8	7
1525.HK	建桥教育	25.1	6.06	0.47	0.63	0.78	11	8	7
K12 学校类公司									
1773.HK	天立教育	113.9	5.26	0.17	0.24	0.35	26	18	13
1317.HK	枫叶教育	48.8	1.63	0.17	0.21	0.24	8	7	6
6068.HK	睿见教育	58.8	2.70	0.25	0.29	0.33	9	8	7
1565.HK	成实外教育	41.4	1.34	0.07	0.12	0.16	16	9	7

数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 数据截至 2021 年 5 月 14 日收盘

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
 汇率港币/人民币为 0.84 元

风险提示

还需持续关注政策完全落地, 招生不及预期, 扩张速度不及预期等。

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>

