

2021年05月15日

# 新民促法落地：利好高教和职教，义务教育承压

## 教育行业政策分析

**事件概述：**2021年5月14日，教育部发布修订后的《民办教育促进法实施条例》并将于9月1日正式实施、较不久前网传版本一致，较2018年《送审稿》的差异在于：民办高教和职教政策红利超预期、义务教育政策从严。

**民办高教和职教政策红利超预期，收购限制进一步减少、关联交易维持放开态度。**在高教和职教领域，1) 境外上市公司收购控制学校方面：送审稿第十二条不允许收购控制非营利性的民办学校，而正式政策第十三条则允许收购控制营利性或非营利性的民办学校；配套条例的变更是：送审稿第十一条不允许非营利性民办学校变更举办者的从中获益，而正式政策第十二条则允许营利性或非营利性的民办学校变更举办者的从中获益、且要求审批机构要及时办理审批过户。2) 境外上市公司对学校提取服务费等关联交易方面：送审稿即认可三公关联交易，后续《答复函》也认可三公关联交易，而正式政策维持认可三公关联交易、只是将关联交易从重大审查改为年度审查。由此预期，民办高教和职教机构在收购及VIE架构上风险消除，有望加速收购扩张。

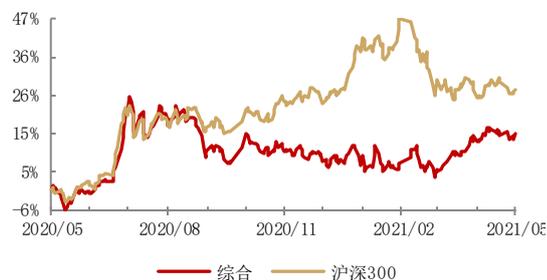
**民办义务教育政策监管从严，关联交易、跨区域招生、外籍书使用等均遭到禁止。**在义务教育领域，1) 关联交易方面：送审稿及答复函中认可的三公关联交易不适用，由此民办K9学校的传统VIE架构受挑战，此禁止关联交易的不及预期，但估计一方面地方监管或存在平稳推进的空间以保证学校正常运行，另一方面公司策略也或存在可调整替代的灵活度如变更收费模式或举办人等；考虑到高中政策在收购及关联交易方面与高教和职教一致，民办K12学校还可持续加大高中比例等减少K9的政策风险。2) 跨区域招生方面：送审稿第三十一条中可跨区域招生不适用，由此民办K9学校掐尖招生行为受挑战，但在公民同招及民办摇号背景下对招生公平已有预期。3) 外籍书使用等：正式政策全面禁止义务教育使用书籍/学校决策人员中的外籍介入。此外关注民办职教进一步受政策鼓励，民办培训机构或将独立出新政。

**投资建议：**民办高教和职教政策红利超预期、义务教育政策从严背景下，民办高教和职教的政策风险消除，从而估值有望修复且收购扩张有望加速、有望迎来戴维斯双击，2017-20年底中教/希望/宇华/新高教/民生动态PE下降-4/NA/8/6/8倍至27/23/18/15/9倍，除中教及希望有个股收购整合的估值溢价外，高教行业受送审稿政策影响整体估值下挫，因此持续推荐

### 评级及分析师信息

行业评级：推荐

### 行业走势图



分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO：S1120519090002

联系电话：

分析师：何富丽

邮箱：hefl@hx168.com.cn

SAC NO：S1120520080002

联系电话：

标的：中教控股、新高教集团、宇华教育、中汇集团等；受益  
标的：希望教育、华夏视听教育等；民办 K12 学校虽承压但有望  
通过模式和布局转向逐步消化政策风险。

### **风险提示**

政策落地偏差、公司战略执行不达预期、招生及业绩不达预期、系统性风险

## 1. 新民促法政策评析：利好高教和职教，义务教育承压

**民办高教和职教政策红利超预期，收购限制进一步减少、关联交易维持放开态度。**在高教和职教领域，1) 境外上市公司收购控制学校方面：送审稿第十二条不允许收购控制非营利性的民办学校，而正式政策第十三条则允许收购控制营利性或非营利性的民办学校；配套条例的变更是：送审稿第十一条不允许非营利性民办学校变更举办者的从中获益，而正式政策第十二条则允许营利性或非营利性的民办学校变更举办者的从中获益、且要求审批机构要及时办理审批过户。2) 境外上市公司对学校提取服务费等关联交易方面：送审稿即认可三公关联交易，后续《答复函》也认可三公关联交易，而正式政策维持认可三公关联交易、只是将关联交易从重大审查改为年度审查。由此预期，民办高教和职教机构在收购及 VIE 架构上风险消除，有望加速收购扩张。

**民办职教进一步受政策鼓励。**一方面正式政策在第九条新提出：国家鼓励举办或者参与举办实施职业教育的民办学校；另一方面正式政策第十四条将此前送审稿第十三条不允许职业考试机构举办民办学校更新为：职业考试机构可以举办民办学校；此外正式政策在第七条新提出：公办职教学校可以举办或参与举办营利性民办职教学校。由此预期，民办职教机构获得更大的政策优惠，有望加速业务和区域扩张。

**民办义务教育政策监管从严，关联交易、跨区域招生、外籍书使用等均遭到禁止。**在义务教育领域，1) 关联交易方面：送审稿及答复函中认可的三公关联交易不适用，由此民办 K9 学校的传统 VIE 架构受挑战，此禁止关联交易的不及预期，但估计一方面地方监管或存在平稳推进的空间以保证学校正常运行，另一方面公司策略也或存在可调整替代的灵活度如变更收费模式或举办人等；考虑到高中政策在收购及关联交易方面与高教和职教一致，民办 K12 学校还可持续加大高中比例等减少 K9 的政策风险。2) 跨区域招生方面：送审稿第三十一条中可跨区域招生不适用，由此民办 K9 学校的掐尖招生行为受挑战，但在公民同招及民办摇号背景下对招生公平已有预期。3) 外籍书使用等：正式政策全面禁止义务教育使用书籍/学校决策人员中的外籍介入。

**民办培训机构或将独立出新政。**正式政策删除与民办培训教育机构软硬件管理相关的要求，考虑民办培训机构与民办学历机构的业务属性和监管重点上存在明显差异，且今年国家加大教培监管力度、后续或将独立出台新政策。

表 1 新民促法与送审稿重点条款对比

	2018.8 送审稿	2021.5 正式政策	简评
	无	第九条 国家鼓励企业以独资、合资、合作等方式依法举办或者参与举办 <b>实施职业教育的</b> 民办学校。	——国家鼓励举办或者参与举办实施职业教育的民办学校
第十一条	非营利性民办学校举办者变更的，应当签订变更协议，并不得从变更中获得收益；现有民办学校的举办者可以根据其依法享有的合法权益与继任举办者协议约定变更收益，但不得以牟利为目的，不得涉及学校的法人财产。举办者变更协议应当依据民办教育促进法第五十四条的规定，与其他材料一并报审批机关核准。	第十二条 民办学校举办者变更的，应当签订变更协议，但不得涉及学校的法人财产，也不得影响学校发展，不得损害师生权益；现有民办学校的举办者变更的，可以根据其依法享有的合法权益与继任举办者协议约定变更收益。 <b>举办者变更，符合法定条件的，审批机关应当在规定的期限内予以办理。</b>	——任何民办学校举办者变更的，均可以从中获得收益（此前不允许非营利性民办学校举办者变更的从中获益）； ——审批机构要及时办理审批过户
第十二条	同时举办或者实际控制多所民办学校、 <b>实施集团化办学的社会组织应当具有法人资格</b> ，具备与其所开展办学活动相适应的资金、人员、组织机构等条件与能力，并对所举办民办学校承担管理和监督职责。 <b>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。</b>	第十三条 同时举办或者实际控制多所民办学校的，应当保障所举办或者实际控制的民办学校依法独立开展办学活动，存续期间所有资产由学校依法管理和使用； <b>不得改变所举办或者实际控制的非营利性民办学校的性质，直接或者间接取得办学收益；</b> 也不得滥用市场支配地位，排除、限制竞争。	——不得控制任何义务教育+营利性学前教育的民办学校，但可控制营利性学前教育+任何高中及高等教育等的民办学校（此前不允许控制所有学段非营利性的民办学校） ——不得改变非营利性民办学校的性质但不影响是否能够通过关联交易获得收益

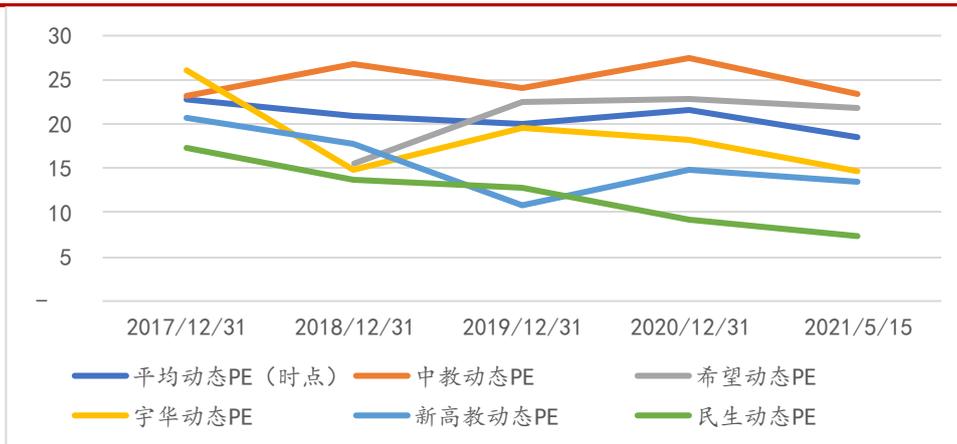
第十三条	<p>集团化办学的社会组织不得滥用支配地位，排除、限制竞争，所属民办学校应当依法独立开展办学活动，存续期间所有资产由学校依法管理和使用。</p>	第十四条	<p>任何社会组织和个人不得通过兼并收购、协议控制等方式控制实施义务教育的民办学校、实施学前教育的非营利性民办学校。</p>	<p>——职业考试机构可以举办民办学校</p>
第十七条	<p>实施国家认可的教育考试、职业资格考试和技术等级考试等考试的机构，不得举办与其所实施的考试相关的民办学校。</p>	第十四条	<p>实施国家认可的教育考试、职业资格考试和职业技能等级考试等考试的机构，举办或者参与举办与其所实施的考试相关的民办学校应当符合国家有关规定。</p>	<p>——民办学校在筹设期内招生以外的活动不受限制</p>
第二十九条	<p>举办者可以依据筹设批准书办理法人登记、资产过户等手续。民办学校在筹设期内不得进行营利性活动、不得招生。</p>	第十七条	<p>民办学校在筹设期内不得招生。</p>	<p>——民办学校在筹设期内招生以外的活动不受限制</p>
第二十九条	<p>实施普通高中教育、义务教育的民办学校应当按照国家规定实施教育教学活动、选用教材，可以基于国家课程标准自主开设有特色的课程，实施教育教学创新，自主设置的课程应当报主管教育行政部门备案；使用境外教材的，应当符合国家有关规定并经合法渠道引进，使用前应当报省级人民政府教育行政部门备案。实施学前教育的民办学校应当遵循儿童身心发展规律，设置、开发以游戏、活动为主要形式的课程，按照国家有关规定开展保育和教育活动。</p>	第二十九条	<p>实施普通高中教育、义务教育的民办学校可以基于国家课程标准自主开设有特色的课程，实施教育教学创新，自主设置的课程应当报主管教育行政部门备案。实施义务教育的民办学校不得使用境外教材。</p>	<p>——民办义务教育学校不再可以使用境外教材</p>
第三十一条	<p>义务教育阶段的民办学校应当主要在审批机关管辖的区域内招生，有寄宿条件的可以跨区域招生。跨区域招生的比例和数量，应当向当地教育行政部门备案。招收接受高等学历教育学生的应当遵守国家有关规定。实施义务教育的民办学校不得组织或者变相组织入学考试。</p>	第三十一条	<p>实施义务教育的民办学校应当在审批机关管辖的区域内招生，纳入审批机关所在地统一管理。实施普通高中教育的民办学校应当主要在学校所在设区的市范围内招生，符合省、自治区、直辖市人民政府教育行政部门有关规定的可以跨区域招生。招收接受高等学历教育学生的应当遵守国家有关规定。</p>	<p>——民办义务教育学校不再可以跨区域招生</p>
第四十五条	<p>民办学校与利益关联方发生交易的，应当遵循公开、公平、公允的原则，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。教育行政部门、人力资源社会保障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，对涉及重大利益或者长期、反复执行的协议，应当对其必要性、合法性、合规性进行审查审计。</p>	第四十五条	<p>民办学校招收学生应当遵守招生规则，维护招生秩序，公开公平公正录取学生。实施义务教育的民办学校不得组织或者变相组织学科知识类入学考试，不得提前招生。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。</p>	<p>——义务教育的民办学校禁止关联交易，但学前教育+高中及高等教育等的民办学校允许三公关联交易（此前认可全部学段的三公关联交易） ——关联交易从重大审查改为年度审查</p>

资料来源：Wind 华西证券研究所

## 2. 投资建议与风险提示

投资建议：民办高教和职教政策红利超预期、义务教育政策从严背景下，民办高教和职教的政策风险消除，从而估值有望修复且收购扩张有望加速、有望迎来戴维斯双击，如下图所示 2017-20 年底中教/希望/宇华/新高教/民生动态 PE 下降-4/NA/8/6/8 倍至 27/23/18/15/9 倍，除中教及希望有个股收购整合的估值溢价外，高教行业受送审稿政策影响整体估值下挫，因此持续推荐标的：中教控股、新高教集团、宇华教育、中汇集团等；受益标的：希望教育、华夏视听教育等；民办 K12 学校虽承压但有望通过模式和布局转向逐步消化政策风险。

表 2 主要高教动态 PE 变化



资料来源：Wind 华西证券研究所

风险提示：政策落地偏差、公司战略执行不达预期、招生及业绩不达预期、系统性风险

## 分析师简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券等，曾获得2014-2015年纺织服装行业新财富第1名团队。

何富丽：对外经济贸易大学经济学硕士、学士，CPA，2年研究经验，曾任职于国盛证券。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

# 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。