

大变革下的新方向——“双减”文件点评

证券分析师： 荣泽宇

010-88005307

rongzeyu@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519060003

事项：

7月24日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》。意见旨在切实提升学校教育水平，持续规范校外培训（包括线上培训和线下培训），有效减轻义务教育阶段学生过重作业负担和校外培训负担（以下简称“双减”）。受此影响，包括教培、高教、职教在内的民办教育板块股价均大幅下跌。

国信海外教育观点：

本次“双减”文件的落地，体现出中央对于全国教育事业在我国社会经济发展新时期下要承担怎样的历史使命和社会责任有新的要求和布局——大力发展职业教育；实现基础教育资源均衡提质；重塑学校教育主体地位，缓解家长因子女教育问题产生的经济负担重、精神压力大、生育意愿走低问题。

相关从业公司或面临业务转型、上市公司结构治理重大调整等一系列后续挑战。对于教育等涉及民生行业的整治，也将在短期影响资本市场情绪、并于长期改变一些投资理念与定价逻辑。

评论：

■ 国家治理体系转变，资本市场定价体系需要与时俱进

在现行未成年人教育领域，学校教育的失位、校外培训的资本化运作和商业逻辑，和我国在当前全球和国内重大变化的背景之下需要实现的目标，在社会价值观塑造、社会主义接班人的培养导向、培养模式、培养目标等问题上，出现了趋势性的背离。

国家以如此方式和力度、速度对学科类教培行业进行雷霆整顿，意味着整个中小学教育的系统性问题在中央决策层面，已经不仅仅作为孤例在考虑。教育领域的大范围深化改革，出发点可能涉及到国家长远发展战略对社会主义接班人培养的要求、社会的价值观导向、人口、资本对部分关系到民生的领域其介入方式和程度等诸多深层次问题。

国家对于学科类培训行业的整顿、近期重新提出“共同富裕”的理念并选定浙江作为试点地区、对互联网平台启动的反垄断调查等事件，一定程度上反映了在“百年未有之大变局”的时代背景下，我国政府对社会治理思路的变化，从效率优先到更加注重公平、更加关注民众幸福感和认同感的建设与加强。

我们认为，上述治理思路的转变，对于资本市场的投资逻辑和定价体系将产生长期而深刻的影响。一个行业和企业，是否能够为国家、社会、用户创造多元化的综合价值、取得经济和社会效益的可持续性均衡，实现企业、用户、供应商、监管层的多方共赢，将会被摆在研究和投资中更加重要甚至是首要位置。在新的形势下，如何对行业或个股的政策风险该进行评估、定价，也将是今后资本市场面临的重要课题。

■ 未来我国教育行业的发展方向已经明确

国家近年来在教育行业进行的改革目标明确、思路清晰。具体而言有三大改革方向：其一，大力发展职业教育，提出“职业教育和普通教育是两种不同教育类型，具有同等重要地位”。其二，实现基础教育均衡、提质，重塑学校主体地位；在避免选拔考试压力过度、过早向低龄段学生传递的同时，降低家庭教育的时间、经济、思想负担。其三，重视学生身心健康和综合素质全面发展，在家庭、学校、社会共同参与努力下，加强社会主义接班人的思想品德、爱国主义教育。

■ 鼓励或允许资本参与的领域和方式将按要求转变

我们认为，在这样的大背景下，国家给出未来社会资本参与教育行业的领域进一步明晰，可以归纳为四类。

- 各级各类职业教育，符合国家制造业升级转型、带动内需的消费升级高端服务业两个大方向的高质量应用型人才培养。
- 非学科类的素质和兴趣类教育，能够全方位提升青少年身心健康和综合素质培养。
- 打造终身学习型社会的成人教育，能够满足工作人群提升工作技能和就业竞争力、丰富人民群众业余生活等需求。
- 提高社会和学校整体教育教学质量、效率，推动优质教育资源普及的新技术、新产品、新模式，例如在线教育、教育信息化、AI+教育等领域。

过往资本进入和推动一个行业发展，往往更多采用融资快速扩大业务规模占领市场，利用先发优势形成某些资源或客户认知的壁垒，进而在行业格局固化后通过挖掘客户价值或实现规模效应等方式进行获利与股东回报。

这一方式在学科类培训这一细分领域上出现滑铁卢，直接原因可能是政府采取的强力监管措施打断和禁止了这一进程；深层次原因可能在于该方式下，部分企业所提供的产品以及造成的社会影响和教育行业本身需要慢下来、静下来，踏踏实实为国家、社会、家长、学生提供多元化价值以实现共赢的天然逻辑有所冲突，加速了国家整顿行业的速度、坚定了严格长效治理的决心。

我们预计并衷心希望，未来社会资本在参与教育领域中其他国家允许或鼓励进入的细分领域时，会更加重视挖掘我国人才培养的长期需求、审视自身产品和服务是否能够创造多元化综合价值和社会效益、更聚焦于打磨业务回归教育本质和初心，真正发挥市场化的优势做好社会主义接班人的培养。

■ “双减”文件的核心关键词及分析

“双减”文件中明确提出了改革治理的目标、手段和预期结果，其中涉及到很多校内教育质量提升、校外培训监管标准等内容。我们仅就资本市场较为关注的部分关键内容进行详细分析，其他内容可以参照上面的分析进行理解。

非营利性。我们认为，对于所有学科类培训机构影响最大的是“现有学科类培训机构统一登记为非营利性机构”的相关表述。首先，该表述未区分义务教育阶段和高中阶段，我们认为严格执行的话，代表着今后所有 K12 学科类培训机构全部需要登记非营利性，并非很多解读所谓“高中阶段暂无风险”。其次，非营利性机构意味着股东无法取得和自由分配办学回报，这将使得以获利为目的从事该业务的机构被迫在转型其他领域、剥离学科类培训业务、退出市场或转型为公益属性机构，几个选项中进行选择。

严禁资本化运作。此处包含四层含义：其一，未上市的，一律不得上市融资；其二，上市公司不得通过资本运作投资或购买学科类培训机构资产；其三，不允许外资通过各种方式控股或参股学科类培训机构；其四，已违规的，要进行清理整治。

根据“双减”文件上述要求，目前仍未上市的学科类培训机构，未来将无法登陆资本市场，包括港股和美股。而面对外资不得控股/参股相关机构的要求，叠加清理整治存量违规现象的要求，已上市的公司旗下包含学科类业务的，未来将可能面临全面剥离 K12 学科类培训业务或退市的选择。针对存量上市机构的“清理整治”要求与禁止外资“参股”两项，可谓是史无前例地严厉。若今后严格执行相关要求，可以预见的是资本市场上将不会存在于中国境内开展学科类培训业务的上市公司。

周末、寒暑假、法定节假日禁止组织学科类培训。结合加强校内托管服务质量和时间的规定，未来学科类培训机构能够展业的时间较此前大幅度压缩。粗略估计行业整体可培训时间缩减 50%以上，个体机构或营业网点可培训时间缩减幅度在 60-70%左右甚至更高。

■ 未来学科类培训机构面临什么选择

结合机构需选择设立非营利性、严禁资本化运作、禁止周末寒暑假节假日补课这几条要求来看，未来将有大批学科类培训机构面临退出市场或业务转型压力。考虑到实际业务中业务调整、资质获取等方面的时间成本和实现难度，退出比例可能较高、继续从事学科类培训业务的比例可能较低。

对于已上市企业，凭借现有品牌知名度和影响力，利用渠道、人力、网点、研发体系等资源全面加速转型兴趣类或成人教育等赛道，可能是维持上市主体合法地位的必然选择。

■ 情绪过后，回归理性：看好职教板块，关注教培龙头转型可能性

高教受情绪影响大跌反而是布局良机。包括高等教育在内的职业教育赛道，是国家明确鼓励社会资本参与并积极做出贡献的领域。民办高等教育在历史上一直受到政府严格的监管，并在提高我国高等教育普及率、应用型人才培养、深化地方校企合作促进产业经济发展等方面，起到了积极有益的作用。也正因其带来的价值和成绩受到政府认可，民办教育促进法及其实施条例经过多年反复讨论和修订最终落地后，才会对其给予认可鼓励。

民办高等教育行业，从项目立项、审批、资质获取，到办学投入、招生指标、收费标准，再到后续教学成绩、发展方向等全生命周期中各个环节，均受到政府严格管控、考核、把关。意识形态方面，须由政府选择或认同人选作为党委书记进入学校管理决策层，并负责学校党建工作。

其业务模式、存续价值，均受到中央和地方政府认可。否则为何在今年政府持续加强学科类培训的同一时期，5月落地的民促法实施条例中，没有对其存续、选择营利性、拓展业务、上市等事项给予禁止？这个问题，值得恐慌情绪释放过后的市场，重视和思考。我们认为，高教行业本身其估值水平已经背离基本面持续下行，本次受到教培行业重大利空冲击而遭遇大幅度下跌后，投资布局的机遇将进一步体现。

教培关注龙头后续转型等动态。相关上市公司股价的暴跌，已经相当程度反映了我们上述分析中提到的“双减”政策对于学科类培训龙头机构的影响。当下我们和市场需要共同思考与关注的是，这些在激烈的市场竞争中胜出的，各方面能力出色、有相当品牌和各种资源积累的公司，是否会选择全面转型、转型后的发展机遇如何、前景和当前定价是否不匹配，进而是否有新的业务、新的逻辑、新的面貌、新的定价体系成形、新的投资机会出现。

转型是一个很大的挑战，需要相当的决心、重头再来的勇气、克服各种主客观困难的凝聚力和执行力，也需要一定的机遇。我们建议投资人在股价低点关注即将发布财报的各家培训机构相关动态。

■ 投资建议：

重点推荐受情绪影响大幅下跌的高教职教公司，如宇华教育、中教控股、新高教、希望教育、中国科培、中汇集团、华夏视听教育、东软教育等；建议关注：新东方、好未来、高途、新东方在线等。

■ 风险提示

政策落地执行效果超出预期；培训机构转型前景不及预期；公司运营不及预期。

表 1：重点标的相对估值表

证券代码	证券简称	市值(亿元)	股价(元)	EPS			PE		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
6169.HK	宇华教育	128.63	3.83	0.40	0.46	0.52	7.99	6.95	6.14
1765.HK	希望教育	89.13	1.12	0.11	0.14	0.18	8.46	6.65	5.17
1981.HK	华夏视听教育	50.64	3.05	0.23	0.30	0.38	11.05	8.47	6.69
9616.HK	东软教育	29.73	4.46	0.38	0.46	0.49	9.78	8.08	7.58
0839.HK	中教控股	244.37	10.75	0.60	0.75	0.92	14.93	11.95	9.74
1890.HK	中国科培	73.57	3.65	0.38	0.46	0.53	8.01	6.61	5.74
0382.HK	中汇集团	52.17	4.87	0.41	0.55	0.67	9.89	7.38	6.05
2001.HK	新高教集团	50.36	3.18	0.42	0.51	0.60	6.30	5.19	4.41
1525.HK	建桥教育	18.68	4.50	0.67	0.85	1.05	5.60	4.41	3.57
2779.HK	中国新华教育	24.00	1.49	0.23	0.29	0.33	5.41	4.29	3.77
0667.HK	中国东方教育	155.64	7.07	0.46	0.54	0.63	25.71	21.90	18.77

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

相关研究报告:

- 《轻工行业 2021 年中报前瞻：低基数和景气度效应共存，行业业绩普遍预增》 ——2021-07-19
- 《2021 年中期策略：存量看分化，新兴观成长》 ——2021-07-15
- 《轻工双周报：关注特种纸和护理赛道隐形冠军》 ——2021-07-11
- 《海外教育行业 7 月投资策略：继续推荐高等教育，等待教培政策落地》 ——2021-07-01
- 《电子烟专题研究系列之一：技术难在哪里，如何影响竞争格局》 ——2021-06-29

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032