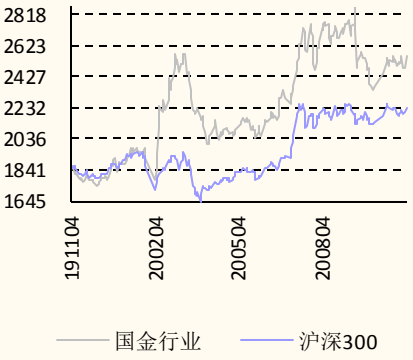
消费升级与娱乐研究中心

教育行业研究 买入（维持评级）

行业研究

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金教育指数	2557
沪深 300 指数	4778
上证指数	3271
深证成指	13580
中小板综指	12476



相关报告

1.《民办摇号新政下，上海学区房攻略-《2020-03-28 行业...》，2020.3.29

2.《疫情蔓延下，教育行业的投资机会-疫情蔓延下，教育行业的投资机...》，2020.2.6

3.《341 万人，考研日益激烈，培训市场值期待-341 万人，考研日...》，2019.12.21

4.《一级市场回归理性，持续盈利能力愈显重要-一级市场回归理性，持...》，2019.12.15

5.《2019 教育行业周报第 44 期：“山鼎设计”将更名为“华图山鼎...》，2019.12.8

郑慧琳 分析师 SAC 执业编号：S1130520020001
zhenghuilin@gjzq.com.cn

推荐民办高校板块，建议关注大湾区标的

行业观点

- **行业分散度高，市场整合成大趋势，并购红利期正当时。**我国民办高等教育行业在全国范围内高度分散，行业集中度低。根据国家统计局数据，2019 年民办高等教育在校生约 748.9 万人，按高等教育业务在校人数计，目前最大的民办高等教育集团市占率不到 3%。我国民办高等教育进入壁垒高，一定程度上限制新进入者数量，已上市的大型民办高校集团具有融资优势、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。我们认为新《民促法》意在规范，未限制民办高等教育集团的并购行为。自 2018 年 8 月 10 日《民促法》送审稿出台后，收并购持续推进，13 家港股上市的民办高校集团共收购 30 余所学校。目前仍是高校并购的黄金期，预计未来 3-5 年仍将持续。

- **高等教育阶段毛入学率和民办渗透率仍有提升空间。**2019 年我国高等教育毛入学率 51.6%，我国高等教育入学率相对于发达国家而言相对较低，仍有较大提升空间。同时，我国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%，表明选择民办高校重要性及认可度逐步提高，民办高校专业设置灵活，重点突出产教融合、校企结合，更加关注就业市场需求，我们认为，未来民办高等教育渗透率提升趋势有望持续。

- **2020 年最新变化：独立学院转设加速，高校大幅扩招。**从政策端来看，政策明确了独立学院转设为高校设置工作的重中之重，独立学院转设是大势所趋。从执行端来看，2018 年后转设开始加速，截止 8 月，2020 年全国已有 14 所独立学院完成转设方案批复工作。转设加速，一方面增加了高校公司可并购标的，另一方面高校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。同时，就业压力大，高等教育有望充分发挥蓄水池作用。2020 年 5 月 22 日，政府工作报告中明确提出今明两年高职院校扩招 200 万人。除此之外，专升本、研究生等招生也有不同程度的扩招。

- **广东省区域位置优势显著，高教市场潜力可期。**广东省人口数量居全国之首，人口增量超苏鲁浙之和。2019 年广东省高考生达 76.8 万人，全国排名第二。广东省人口数量众多而优质学校资源稀缺，是全国最需要补足的地区之一，广东省高教毛入学率低于全国平均（46%vs51.6%），存在相当大的潜在发展空间。同时，广东省经济繁荣，学生支付能力与支付意愿强。2019 年广东省 GDP 达 10.77 万亿元/+6.2%，排名全国第一，经济发达，学生付费能力强。随着粤港澳大湾区的进一步整合及发展，对掌握先进技术的专业型人才的需求将进一步增加。此外，完善的制造业环境及对人才的强烈需求，为学生提供了大量的就业机会，促使学生产生较强的学习与提升意愿。

投资建议

- 民办高校正值并购整合窗口期，长期看毛入学率及民办渗透率有望持续提升，广东市场潜力巨大，保持对高校板块的推荐，目前板块估值处于有吸引力的位置，部分高校公司财年为 831 结束，已进入 2021 财年。建议关注深耕大湾区的民办高校公司，如中教控股，中汇集团，中国科培，华立大学等。

风险提示

- 民促法送审稿后最终版本尚未落地，仍存一定不确定性；扩张过程中优秀的教师、校长等人才或存在短缺风险；并购整合或存在一定风险。

民办高校正值并购整合窗口期，长期看毛入学率及民办渗透率有望持续提升，广东市场潜力巨大

1.行业分散度高，市场整合成大趋势，并购红利期正当时

- **中国民办高等教育行业在全国范围内高度分散，行业集中度低。**由于地域性因素影响，高等教育行业目前呈现较为分散的特性。根据国家统计局数据，2019 年民办高等教育在校生约 748.9 万人，按高等教育业务在校人数计，目前最大的民办高等教育集团市占率不到 3%。
- **中短期投资逻辑：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。**中国民办高等教育六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，尤其是知名民办高校的发展壮大。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校集团具有融资优势、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融资优势，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管理优势，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，依托集团标准化的模式和完备体系可以更好帮助被收购学校改善经营状况，实现规模扩张和发展，③与政府合作优势、品牌优势和核心人员激励的优势。上市民办高校集团可以借助上市公司平台，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。
- **高校并购窗口期，收并购持续进行中。**我们认为新《民促法》意在规范，未限制民办高等教育集团的并购行为。自 2018 年 8 月 10 日《民促法》送审稿出台后，收并购持续推进，13 家港股上市的民办高校集团共收购 30 余所学校。目前仍是高校并购的黄金期，预计未来 3-5 年仍将持续。

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，高等教育市场潜力巨大。**2019 年高等教育毛入学率 51.6%，比上年提高 3.5pct，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，仍有较大提升空间。
- **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、校企结合，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。我们认为，未来民办高等教育渗透率提升趋势有望持续。

3. 2020 年最新变化：独立学院转设加速，高校大幅扩招

- **独立学院转设加速：**从政策端来看，独立学院转设是大势所趋。独立学院是民办高校发展的过渡阶段，如今教育部大力鼓励独立学校转设。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》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。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，包括减少限制，给予优惠等多方面。从执行端

来看，自 2018 年以来，独立学院转设进展明显加快：过去十年间独立学院总量持续呈现减少趋势，独立学院数量由 2008 年的 322 所下降至 2019 年的 257 所，减少了 57 所，2017 年教育部批准转设 0 所，2018 年 3 所，2019 年 6 所，截止 8 月，2020 年全国已有 14 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 11 所，转地方公办高校 3 所，转设进展明显加快。独立学院转设加速，一方面增加了高校公司可并购标的，另一方面高校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（学额&学费）。

- **高校大幅扩招：**就业压力大，高等教育有望充分发挥蓄水池作用。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，政府工作报告中明确提出今明两年高职院校扩招 200 万人。除此之外，专升本、研究生等招生也有不同程度的扩招。

4.广东省区域位置优势显著，高教市场潜力可期

- **广东省人口数量居全国之首，人口增量超苏鲁浙之和。**根据广东省统计局发布的《2019 年广东人口发展状况分析》，2019 年，广东省常住人口数量居全国首位，占全国人口总量的 8.23%，比上年提高 0.1pct，全省常住人口同比增长 1.54%，其中自然增长/外省流入分别为 92.4/82.6 万人，出生率较高、人口结构年轻、人口自然增长率高，受经济带动外省流入规模大。根据 31 省份日前公布的 2019 年常住人口情况（宁夏暂无），广东省人口净流入规模排名全国第二，而经济总量位居第二、三、四的苏鲁浙，2019 年苏鲁浙人口增量之和仅为 155.1 万人，低于广东约 20 万人。
- **2019 年广东省高考生达 76.8 万人，高教毛入学率低于全国平均。**广东作为高考大省之一，2019 年广东省高考人数达到 76.8 万人，全国排名第二、虽然广东人口众多，高考人数也众多，但是本地高校并不算突出，录取程度也较低，是全国最需要补足的地区之一。2019 年广东省高等教育毛入学率仅约 46%，低于全国高等教育 51.6%的毛入学率（约低 5.6pct），低于经济发达省份江苏 60.2%和浙江 61.3%的高等教育毛入学率（分别低 14.2pct/15.3pct），人口数量众多而优质学校资源稀缺，存在相当大的潜在发展空间。
- **广东省经济繁荣，背靠珠三角经济区+粤港澳大湾区，学生支付能力与支付意愿强。**2019 年广东省 GDP 达 10.77 万亿元/+6.2%，排名全国第一，约为同期中国大陆经济总量的 10.9%，经济发达，学生付费能力强。同时，广东省背靠珠三角经济区+粤港澳大湾区，拥有高人才需求，就业前景明朗。珠三角地区作为中国制造业的中心之一，有望成为合作、创新、转型及升级的新高地。同时，由香港、澳门两个特别行政区和广东省广州、深圳、珠海、佛山、惠州、东莞、中山、江门、肇庆（珠三角）九个地市组成的粤港澳大湾区正式建立，总面积 5.6 万平方公里，2019 年末总人口已达 7265 万人。随着粤港澳大湾区的进一步整合及发展，对掌握先进技术的专业型人才的需求将进一步增加。此外，完善的制造业环境及对人才的强烈需求，为学生提供了大量的就业机会，创造了良好的创业环境，促使学生产生较强的学习与提升意愿。

投资建议

- 民办高校正值并购整合窗口期，长期看毛入学率及民办渗透率有望持续提升，广东市场潜力巨大，保持对高校板块的推荐，目前板块估值处于有吸引力的位置，部分高校公司财年为 831 结束，已进入 2021 财年，建议关

注深耕大湾区的民办高校公司，如中教控股，中汇集团，中国科培，华立大学等。

- **中教控股（831 财年，11 月公布 FY2020 业绩，港股通）：**民办高校的龙头公司之一，2017 年 12 月上市时，公司共运营三所国内学校，在校生人规模约 7 万人，截至 2020 年 10 月，公司于中国运营七所高等教育学校和三所职业教育学校以及两所海外院校，20/21 学年在校生人数规模达 23.8 万人/+33%YoY（部分新生注册仍在进行，预计 11 月底完成），其中有四所位于广东省，包括广东白云大学、白云技师学院、广州松田大学、松田职业学院，四校在校生人数合计约 5.9 万人。公司内生增长与外延收购的双轮驱动，发展可期，未来规模化优势或将进一步体现，FY2021 对应 PE 约 19x（按一致预期）。
- **中汇集团（831 财年，11 月公布 FY2020 业绩）：**公司于中国运营位两所高等教育学校和两所海外院校，其中国内两所院校华商学院和华商职业学院均位于广东省，20/21 学年在校生规模达 3.8 万人/+10%YOY，FY2020 调整净利增速预计超过 30%，除此之外，公司在海内外业务协同及多元化业务拓展方面也颇具特色，FY2021 对应 PE 约 13x（按一致预期）。
- **中国科培（1231 财年，港股通）：**公司于国内共运营三所学校，20/21 学年在校生人数为 9.17 万人/+58.3%YOY，其中两所位于广东省，广东理工学院和肇庆学校在校生规模分别为 7.35 万人/8468 人，同比+46.0%/+11.3%。公司 FY2020H1（截至 20200630）实现营收 4.19 亿/+16.6%YoY，净利 3.21 亿/+31.1%YoY，核心净利润 3.11 亿元/+27%。现有学校内生增长确定性强，哈石油并表可期，FY2021 对应 PE 约 12x（按一致预期）。
- **华立大学集团（831 财年，11 月公布 FY2020 业绩）：**公司旗下共运营三个不同层次的大学，均位于广东省，包括华立学院、华立职业学院、华立技师学院，在校生规模分别超过 1.8 万、1.6 万、1 万人，20/21 学年三校总在校生规模约 4.4 万人/+10%YOY。FY2020 调整净利增速预计超过 30%，内生增长强劲，FY2021 对应 PE 不到 10x（按一致预期）。

风险提示

- **民促法送审稿后最终版本尚未落地，仍存一定不确定性。**民促法送审稿之后的最终版本尚未落地，仍存不确定性，K9 义务教育阶段（小学和初中）可能会受到更强的监管，目前影响力度尚不明确，但总体来说，民促法的精神在于规范，而不在于禁止。
- **扩张过程中优秀的教师、校长等人才或存在短缺风险。**如果扩张速度过快，教师招聘和校长人才可能出现短缺，导致生师比过高，从而影响教学质量，对教育品牌产生一定负面影响，若教师存在短缺，教师成本有上升风险，或拉低公司整体利润率。
- **并购整合或存在一定风险。**通过收购或与其他学校合作从而实现业务增长，在整合所收购学校业务及管理理念方面存在风险。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH