



大国崛起，教育为先

投资要点

- **质地优良，我国教育标的广受海外投资者青睐。**随着我国教育产业资产证券化进程加速，优质教育公司开始登陆资本市场，并收获了较好的市场反响。好未来(TAL.N)和新东方(EDU.N)等教育公司优秀的市场表现和较高的估值溢价彰显海外投资者对我国优质教育标的高度认可。
- **三维投入(3D-investment)驱动我国教育产业崛起：**
 - D1：国家投入力度大，教育发展坚定基石。**我国教育经费占 GDP 比重已连续 5 年超过 4%，为教育产业发展提供了牢固物质基础。与国外发达国家相比，我国教育经费仍处于偏低水平，仍有较大提升空间。
 - D2：居民投入占比高，提供旺盛需求基础。**二胎新政带来近 15 年最高的人口出生率；我国居民教育、文化和娱乐消费支出同比增长 11.1%，占居民人均消费支出的 11.2%。需求基数、消费能力的提升催生对教育产业的需求。
 - D3：社会资本投入激增，助力教育资产加速扩张。**政策利好、旺盛需求带动社会资本大量涌入教育板块，促使教育机构大举异地扩张，整个板块市值突破 6000 亿元。
- **优势不减，我国教育产业仍将快速健康发展。**中长期来看，我国教育产业既有优势未来仍将得到延续。

人口红利将持续，需求基础稳固。《国家人口发展规划(2016-2030 年)》显示，我国 2020、2030 年人口总数将达 14.2 亿与 14.5 亿人；总和生育率由 2015 年 1.55 上升至 2020 年 1.80，并基本维持在 1.80。

消费结构持续优化，教育消费或是主流。我国居民恩格尔系数已步入联合国认定的富裕阶层，未来将持续降低，教育有望成为主要消费项目。

政策推动产业发展，资产证券化大幕正式开启。目前，我国教育资产证券化仍处于起始阶段，在新版《民促法》推动下，教育板块资产证券化进程有望提速。
- **我们对各细分领域 2020 年市场规模进行了详细测算，由大到小依次为 K12 课外培训、职业教育、幼教、民办 K12&高等学校、国际学校&留学，对应的市场规模为 10388 亿、8536 亿、6079 亿、3337 亿和 2400 亿元。综上，我国民办教育整体市场规模有望攀登 3 万亿高峰。**
- **投资建议：教育行业处于集中度爬坡阶段，考虑到教育的不可逆性，优质教育龙头在该阶段拥有较强的品牌溢价和竞争优势。**我们建议关注各细分领域龙头标的，如 K12 课外培训的好未来(TAL.N)和新东方(EDU.N)，职业教育领域的达内科技(TEDU.O)、开元股份(300338)、百洋股份(002696)、文化长城(300089)，幼教领域推荐威创股份(002308)，民办 K12&高等学校建议关注宇华教育(6169.HK)、成实外教育(1565.HK)、海亮教育(HLG.O)，国际教育推荐枫叶教育(1317.HK)和中泰桥梁(002659)。
- **风险提示：产业政策变动的风险，市场竞争加剧的风险，外延并购进程或不及预期的风险，业务整合或不及预期的风险。**

重点公司盈利预测与评级

代码	名称	当前价格	投资评级	EPS (元)			PE		
				2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
300338	开元股份	20.98	买入	0.53	0.84	1.05	40	25	20
002696	百洋股份	22.10	增持	0.43	0.72	0.90	52	31	25
300089	文化长城	9.73	增持	0.24	0.30	0.37	40	32	26
002308	威创股份	12.35	增持	0.28	0.37	0.45	45	34	28
002659	中泰桥梁	14.02	增持	0.02	0.18	0.39	650	79	37

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱芸

执业证号：S1250517030001

邮箱：zhuz@swsc.com.cn

联系人：杭爱

电话：010-57631198

邮箱：ha@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	33
行业总市值(亿元)	3,343.23
流通市值(亿元)	3,249.20
行业市盈率 TTM	37.38
沪深 300 市盈率 TTM	14.0

相关研究

1. 现代服务行业周报(10.30-11.5)：三季报披露完毕，职教幼教成长性明确(2017-11-05)
2. 现代服务行业周报(10.23-10.29)：龙头效应显著，上市热潮再起(2017-10-29)
3. 现代服务行业周报(10.16-10.22)：三季报密集披露，关注成长性明确个股(2017-10-22)
4. 教育行业 2017 年中报点评：职教、幼教成长明确，看好优质教育龙头(2017-09-11)
5. 海外教育市场专题：他山之石，核心数据看海外教育龙头(2017-08-14)

目 录

1 前言	1
2 中国教育资产拥抱全球资产定价	2
2.1 板块资产证券化步入稳定成长	2
2.2 质地优良，教育标的受海外投资者青睐	2
3 三维投入（3D-investment）驱动我国教育产业崛起	5
3.1 D1：国家投入力度大，教育发展坚定基石	5
3.2 D2：居民投入占比高，提供旺盛需求基础	5
3.3 D3：社会资本投入激增，助力教育资产加速扩张	7
4 向上趋势不变，剑指三万亿市场规模	8
4.1 既有优势不减，增长基础依旧牢固	8
4.2 大市场筑就大教育，未来规模有望达三万亿	9
4.2.1 K12 课外培训：基数大、增速快，规模有望突破万亿	10
4.2.2 职业培训：受众群体持续扩大，万亿规模可期	11
4.2.3 民办 K12&高等教育：2020 年或达 3337 亿元	12
4.2.4 国际学校&留学：低龄化趋势显现，保持年均超 10%增长	12
5 投资建议	14
6 风险提示	20

图 目 录

图 1: 2012 年至今并购金额统计	2
图 2: 好未来 (TAL.N) 市场表现	4
图 3: 枫叶教育 (1317.HK) 市场表现	4
图 4: 各教育阶段国家财政性教育经费投入情况	5
图 5: 各国教育经费占 GDP 比重	5
图 6: 我国每年新增人口数	6
图 7: 我国出生率和人口数量变化情况	6
图 8: 2011-2016 年人均可支配收入情况	6
图 9: 2013-2016 年居民人均消费支出情况	6
图 10: 2016 年中国家庭月收入情况	7
图 11: 2016 年中国家庭平均月教育产品支出情况	7
图 12: 教育板块投资持续火热	7
图 13: 教育板块总市值变化情况	7
图 14: 2014-2017H1 红缨教育幼儿园所数	8
图 15: 2015-2017 年恒企教育学校数	8
图 16: 人口数量变化趋势	8
图 17: 我国居民恩格尔系数逐年降低	9
图 18: 教育文化娱乐支出占比逐年提升	9
图 19: 政策利好推动行业高速发展	9
图 20: 2012-2016 年各阶段在校生人数变动情况	11
图 21: 2009-2020 年职业培训潜在受众变动情况	11
图 22: 2009-2020 年在职业教育市场规模变动情况	11
图 23: 各阶段民办教育在校学生数	12
图 24: 各阶段民办教育学校数	12
图 25: 出国留学生人数及增速	13
图 26: 国际学校总招生人数及增速	13
图 27: 我国各类国际学校数量	13
图 28: 国际学校市场规模及增速	13

表 目 录

表 1: 全球教育公司市场表现对比	1
表 2: 2016 年至今教育行业重大融资案例	3
表 3: 我国海外上市教育公司一览	3
表 4: 细分板块市场规模	10
表 5: 开元股份盈利预测	15
表 6: 百洋股份盈利预测	16
表 7: 文化长城盈利预测	17
表 8: 威创股份盈利预测	18
表 9: 中泰桥梁盈利预测	20

1 前言

百年大计，教育为本。我国教育产业资本化进程开展较晚，受益于国家政策资金投入、居民旺盛需求、社会资本涌入等因素，我国教育产业实现快速发展，并孕育出了全球市值最大的教育集团——好未来。随着我国教育产业资产证券化进程加速，愈来愈多的优质教育公司开始登陆资本市场，并收获了较好的市场反响。

年初至今，美股中好未来（TAL.N）和新东方（EDU.N）股价分别上涨 160%和 108%，区间最高涨幅达到 210%和 125%，市盈率分别达到 110 倍和 47 倍，显著高于培生集团（PSON.L）、大峡谷教育（LOPE.O）等国外教育公司估值，彰显海外投资者对我国优质教育标的高度认可。

表 1：全球教育公司市场表现对比

证券代码	证券简称	区间涨跌幅 (年初至今)	区间最大涨幅 (年初至今)	PE(TTM)	总市值 (亿美元)	营业收入 (百万美元)
TAL.N	好未来	160.73	210.45	110.12	149.92	1043.10
EDU.N	新东方	108.13	124.90	47.09	137.41	1799.51
PSON.L	培生集团	-14.54	40.04	-2.44	74.11	5583.80
LOPE.O	大峡谷教育	54.63	68.98	25.14	43.49	873.34
GHC.N	格雷厄姆控股	11.48	22.88	25.07	31.29	2481.89
BEDU.N	博实乐	80.90	167.11	115.38	27.88	155.49
LAUR.O	LAUREATE EDUCATION	1.51	56.44	8.04	25.20	4244.19
ATGE.N	ADTALEM GLOBAL EDUCATION	21.47	26.04	20.92	22.99	1843.54
1565.HK	成实外教育	-17.37	40.70	38.20	17.83	120.12
1317.HK	枫叶教育	74.78	110.61	29.61	15.57	124.47

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2017.11.9）

大国崛起，教育为先。在中国日益崛起的历史阶段，教育产业将起到举足轻重的作用。我们特此推出本文，旨在从中国教育资产走出国门、产业发展核心驱动力、未来愿景等角度梳理教育产业的发展脉络，以期对投资实践形成一定借鉴。

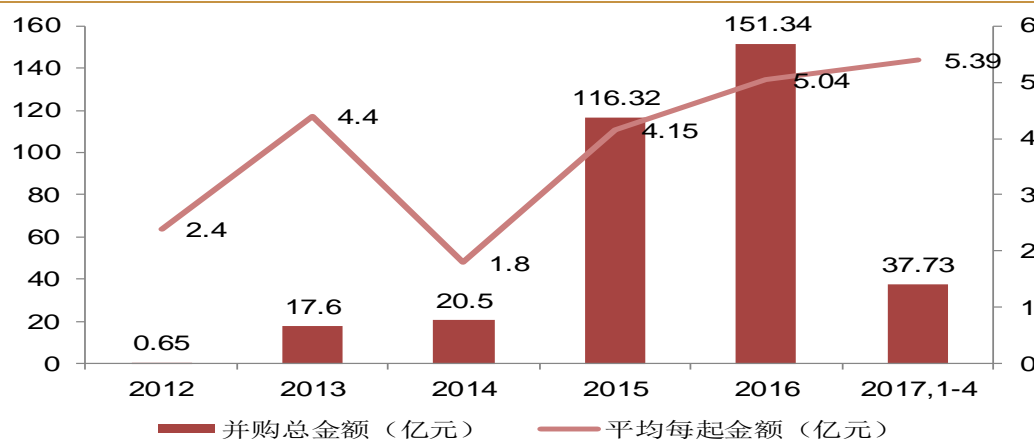
2 中国教育资产拥抱全球资产定价

2.1 板块资产证券化步入稳定成长

近年来，随着教育产业自身和金融业的不断发展，相关产业政策逐步完善，教育资产慢慢进入资本市场的视野范围内，其稳定的现金流和良好的业绩表现得到资本市场认可，资产证券化率不断提升。2014-2016 年期间，教育资产规模、业绩大幅提升催生教育资产证券化萌芽，我们认为 2017-2019 年，教育资产证券化将进入稳定成长阶段。

从融资来看，2014 年教育以及一级市场融资激增，2015-2016 年投融资数量达到高峰，可以看到 2016 年投融资数量与 2015 年基本持平，投融资规模同比增长 20.50%。可以看到 2016 年至今教育行业频现大规模投融资。根据鲸 media 统计的数据，2017 年 Q3 教育行业共完成投融资事件 96 起，相比 Q1、Q2 的各 75 起大幅提升，三季度投融资额约 66.84 亿元，单个季度超过今年上半年合计的 60.40 亿元，但是百万级以下到百万级的融资下降比较明显，中后期的项目融资并没有下降，预计 2017 年一级市场教育融资规模和去年基本持平。

图 1：2012 年至今并购金额统计



数据来源：桃李资本，西南证券整理

从并购来看，教育二级市场并购事件数量在 2014 年开始激增，2016 年末出台并购政策限制对于教育资产的并购有一定限制，2017 年前 4 个月并购数量回落，但是平均每起并购的金额保持小幅增长，下半年二级市场并购普遍比上半年活跃，目前行业每年依然有很多新进入者，且平均交易规模在 5 亿左右，依然有整合空间，预计未来 3 年 K12 早幼教和国际教育、职业教育并购将会持续活跃。

2.2 质地优良，教育标的受海外投资者青睐

一级市场已不乏海外投资者身影

从一级市场参与投资机构来看，2016 年以来的大规模投资项目可以看到海外著名投资机构的参与，其中华平投资领投猿辅导 E 轮投资，H Capital 领投作业帮 C 轮融资，EMC (Evolution Media China) 领投 Makeblock B 轮融资等。其中，华平投资是美国最为著名的私人股权投资公司之一，EMC 是国际私募巨头 TPG 及其控股的好莱坞艺人经纪公司 CAA

集团联合成立的专注于投资文化内容、科技和互联网的投资机构。我们可以看到海外的投资机构已经在一级市场抢滩登陆我国优质教育资产。

表 2：2016 年至今教育行业重大融资案例

标的	子行业	时间	轮次	金额	参与机构
邢帅网络学院	职业教育	2016/04	B	3 亿人民币	国泰君安、中国移动、中民投、华盖资本联合投资
新道科技	教育综合服务	2016/09	B	1.89 亿人民币	中欧基金领投
广州中星集团	职业教育	2016/11	A	5 亿人民币	首控集团
哒哒英语	国际教育	2016/12	B+	亿元以上人民币	东方富海、涌铎投资
学霸君	K12	2017/01	C	1 亿美元	招商资本，远翼投资领投
Makeblock	素质教育	2017/03	B	2 亿人民币	EMC、深创投领投
云学堂	教育信息化	2017/04	B	2200 万美元	SIG 领投
ABC360 伯瑞英语	国际教育	2017/04	B+	亿元以上人民币	沪江领投
猿辅导	K12	2017/05	E	1.2 亿美元	华平投资集团(Warburg Pincus)、腾讯领投
VIPKID	国际教育	2017/08	D	2 亿美元	红杉资本领投
作业帮	K12	2017/08	C	1.5 亿美元	H capital 领投
翡翠教育	职业教育	2017/09	并购	15.75 亿人民币	文化长城

数据来源：桃李资本，创业邦，西南证券整理

我国海外上市公司广受追捧

教育因其公益属性，与上市公司的营利性相悖，在此次《民办教育促进法》修订之前，学历类民办学校在内地多为民办非企业单位，不属于公司性质的经营性资产，无法通过 IPO 形式登陆 A 股资本市场。众多优质教育登陆美股、港股等海外市场参与全球资产定价。

表 3：我国海外上市教育公司一览

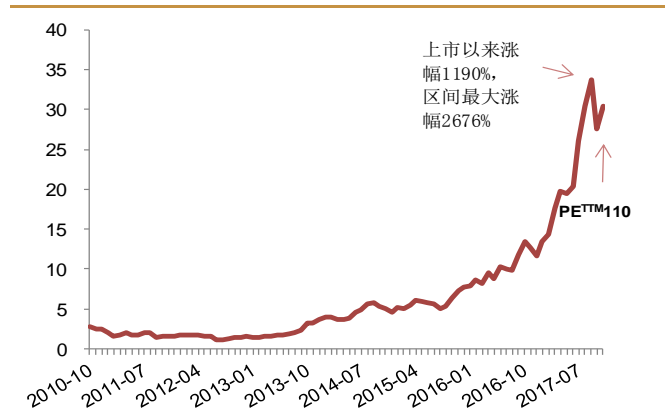
市场板块	上市公司	现价	市值（人民币）	上市以来涨跌幅（%）	区间最高涨幅（%）
美股	新东方（EDU.N）	87.14	910.70	1,680.73	1,704.94
	好未来（TAL.N）	30.36	993.63	1,189.70	2,675.55
	海亮教育（HLG.O）	35.80	60.98	297.78	409.76
	正保远程教育（DL.N）	8.48	18.53	108.62	668.41
	博实乐（BEDU.N）	24.24	184.75	80.90	129.76
	达内科技（TEDU.O）	14.84	56.54	67.58	132.15
	红黄蓝（RYB.N）	26.52	50.38	2.39	14.16
	51TALK（COE.N）	13.27	17.64	-30.09	6.58
	ATA 公司（ATAI.O）	4.26	6.46	-35.32	135.01
港股	枫叶教育（1317.HK）	8.80	103.29	222.45	442.81
	网龙（0777.HK）	26.60	121.26	196.18	1864.20
	睿见教育（6068.HK）	4.60	79.81	174.99	188.66
	宇华教育（6169.HK）	3.91	99.80	89.66	93.36

市场板块	上市公司	现价	市值(人民币)	上市以来涨跌幅(%)	区间最高涨幅(%)
	成实外教育(1565.HK)	4.50	118.26	87.71	111.18
	新高教集团(2001.HK)	4.90	59.66	77.30	91.79
	民生教育(1569.HK)	1.73	59.14	14.57	71.29

数据来源: Wind, 西南证券整理(数据截至2017.11.9, 现价采用市场常用货币, 市值调整为人民币)

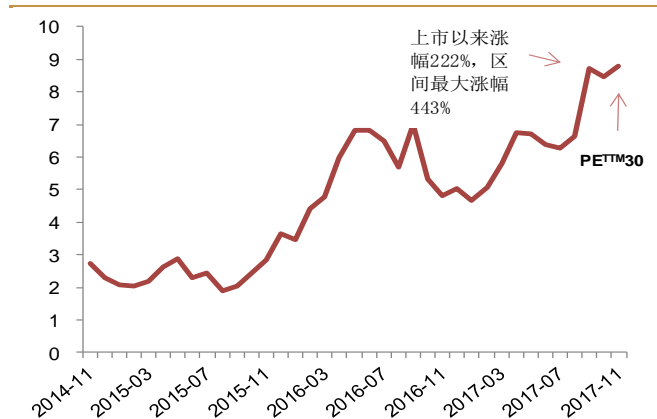
我国教育市场空间广阔, 优质教育资产如好未来(TAL.N)、枫叶教育得到海外投资者广泛追捧。好未来于2010年10月20日在纽约证券交易所挂牌上市, 是国内首家在美上市的K12课外培训机构, 旗下拥有学而思培优、智康1对1、摩比思维馆、学而思网校、家长帮、励步英语等众多品牌。在过去5年, 好未来实现年均42.5%的营收复合增长, 净利润年均36.9%的复合增长。上市以来涨幅超过10倍, 动态市盈率达到110倍, 核心竞争力在于标准化体系和优良教学质量带来的口碑。

图2: 好未来(TAL.N)市场表现



数据来源: Wind, 西南证券整理(数据截至2017.11.9)

图3: 枫叶教育(1317.HK)市场表现



数据来源: Wind, 西南证券整理(数据截至2017.11.9)

枫叶教育于2014年11月28日在香港联交所上市, 是一家国际学校办学团体, 提供双课程及双文凭教育。枫叶教育在过去5年中实现年均19.1%的复合增长, 净利润年均58.6%的复合增长。上市以来涨幅达到222%, 区间最大涨幅达到443%, 目前动态估值30倍。其核心竞争力在于强大的品牌认知度, 在规模不断扩大同时, 办学质量依然能够得到广泛认可。

3 三维投入（3D-investment）驱动我国教育产业崛起

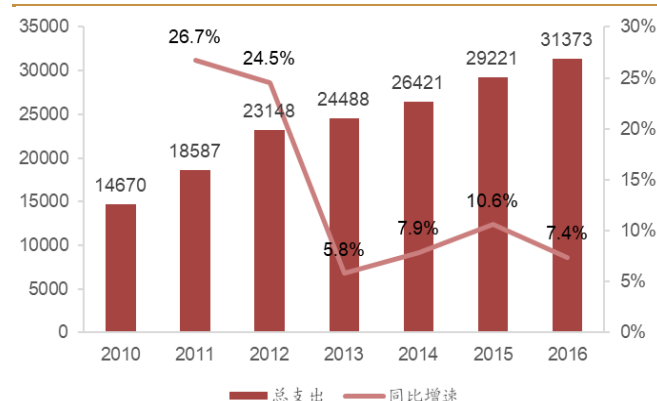
中国教育资本拥抱全球资产定价趋势已显，教育机构纷纷加入资本市场并得到海内外投资者青睐。这得益于我国特有的多重优势叠加，我们将国家投入、居民投入、社会资本投入等因素归纳为三维投入（3D-investment）优势。

3.1 D1：国家投入力度大，教育发展坚定基石

教育经费投入逐年增加，助推教育事业稳健发展。《国家中长期教育改革和发

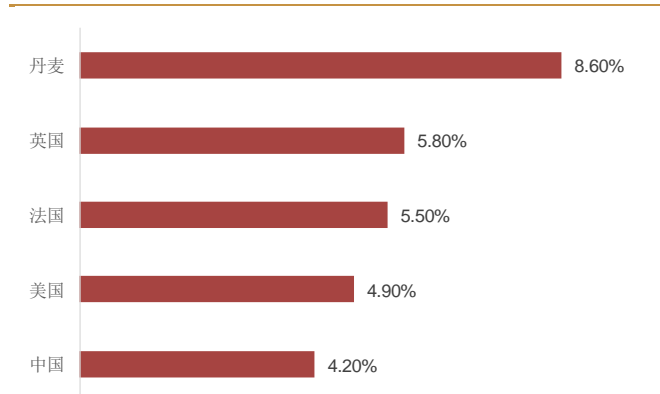
展规划 2010-2020》指出，到 2020 年基本实现教育现代化，进入人力资源强国战略，并提出要实现更高水平的普及教育，基本普及学前教育、巩固提高九年义务教育、提高高等教育大众化水平，从国家层面确立了教育的重要地位。随着国家对教育的日益重视，教育经费投入也逐渐加大。2016 年，全国教育经费投入总额为 38866 亿元（YOY+7.6%），其中义务教育阶段的经费投入占比最大，其次是高等教育和高中教育阶段，依次为 17603 亿元、10110 亿元和 6155 亿元；学前教育经费投入增幅最大，为 15%，金额达到 2802 亿元。2016 年全国财政性教育经费投入首超 3 万亿元为 31373 亿，GDP 占比连续 5 年超过 4%，体现了国家实施科教兴国的战略坚定信念，为教育事业发展铸就稳固的物质基础。

图 4：各教育阶段国家财政性教育经费投入情况



数据来源：《2016 年全国教育经费统计快报》，西南证券整理

图 5：各国教育经费占 GDP 比重



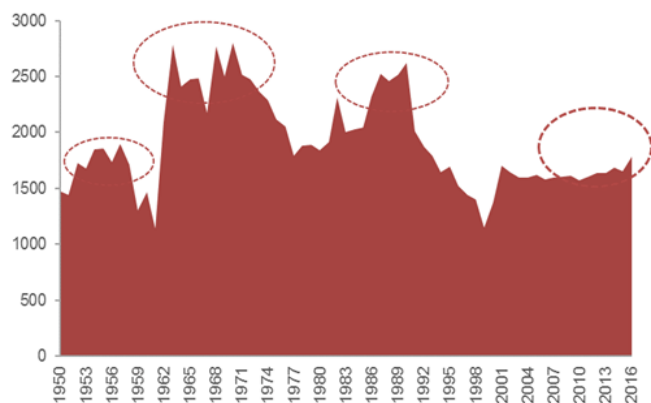
数据来源：国家统计局，西南证券整理

教育经费占比低于发达国家，仍有上涨空间。与国外发达国家相比，我国财政性教育经费仍处于偏低水平，美国、德国 2015 年公共教育支出占 GDP 比例达到 4.9%，英法等国均高于 5.5%，丹麦更是达到了 8.6%。与之相比，我国教育投入仍有一定上升空间。

3.2 D2：居民投入占比高，提供旺盛需求基础

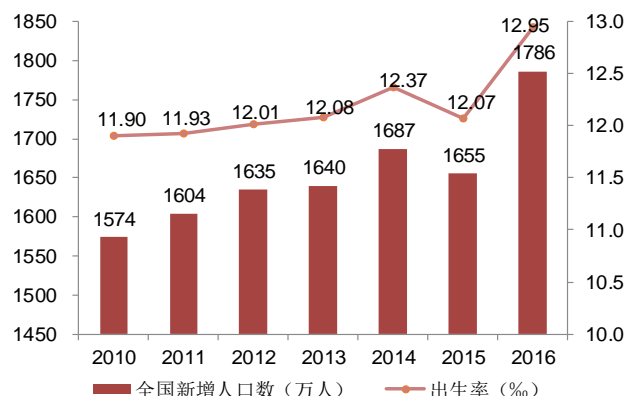
二胎政策叠加婴儿潮，教育市场需求旺盛。二胎新政实施效果明显：2016 年年末我国全年出生人口 1786 万人，比上年增加 130 多万，出生率为 12.95%，创下近 15 年最高的人口出生率；总人口 13.8 亿人，比上年末增加 809 万人，自然增长为 5.86%，创近 10 年新高。我国人口基数大，每年新增人口数量大，加之二胎政策出台，每年新增人口数将加速增长。新出生婴儿大致在三、四年后达到入学年龄，2019—2020 年学前适龄儿童数量或将到达新高，而随后的 K12 教育、高中教育、职业教育、高等教育等教育市场需求旺盛也将被进一步带动。

图 6：我国每年新增人口数（单位：万人）



数据来源：Wind，西南证券整理

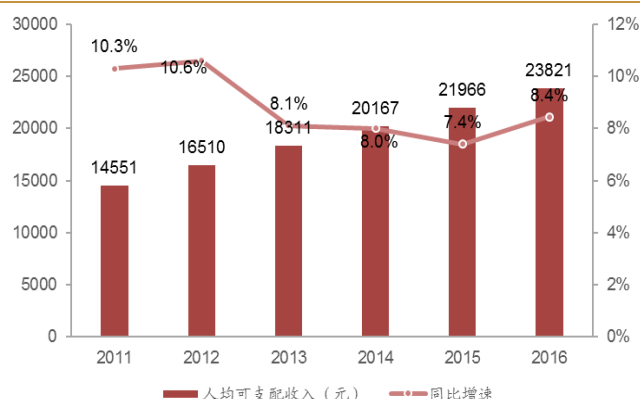
图 7：我国出生率和人口数量变化情况



数据来源：国家统计局，西南证券整理

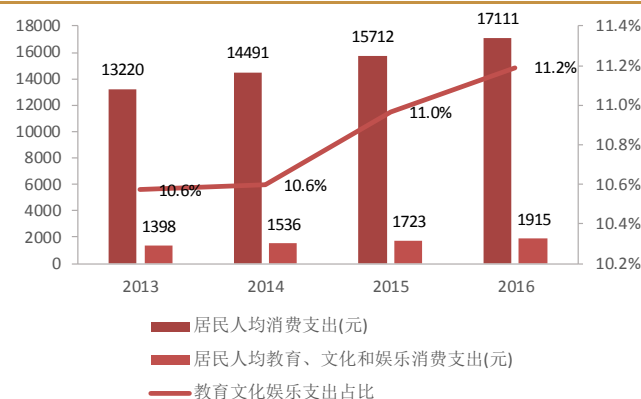
人均收入增长叠加消费升级，教育市场需求再次升温。我国人均可支配收入实现快速增长，2012-2016 年人均可支配收入以 10% 的年均复合增速增长，2016 年达到 2.4 万元。人均收入的增长带动居民消费水平不断提升，愈发重视精神需求，居民人均在教育、文化和娱乐消费上的支出也将随之增加。2016 年教育、文化和娱乐消费支出同比增长 11.1%，占居民人均消费支出的 11.2%，消费实现快速增长，这将进一步催生对高质量、高品质教育的需求。

图 8：2011-2016 年人均可支配收入情况



数据来源：国家统计局，西南证券整理

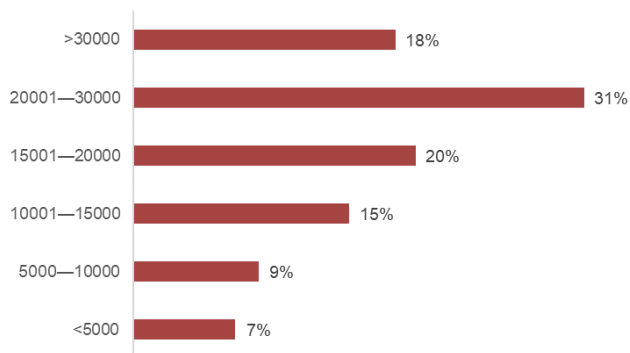
图 9：2013-2016 年居民人均消费支出情况



数据来源：国家统计局，西南证券整理

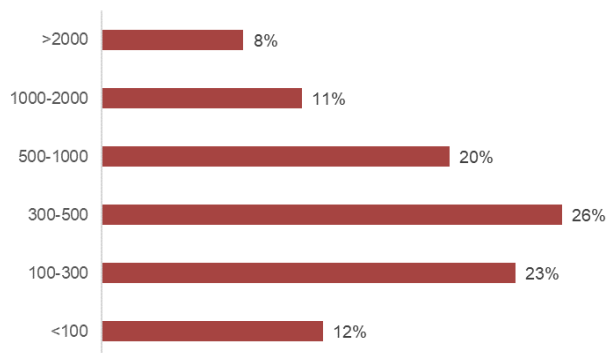
新生代家长更重视子女教育，教育支出意愿强。《2016 年中国家庭教育消费者图谱》显示，2016 年中国家庭月收入超 1 万以上的占比超 80%。同时，从家庭平均月教育产品支出来看，100—300 占比 23%，300—500 占比 26%，500—1000 占比 20%，39% 的家庭每年家庭教育产品支出大于 6000 元。此外，70 后、80 后、90 后家长已经成为教育产品支出主体，他们受教育程度普遍较高，更加重视子女教育，教育支出意愿强，且对网络等新媒体的接受程度高，更易于接受在线教育等新型教育形式，催生教育行业发展。

图 10：2016 年中国家庭月收入情况（单位：元）



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 11：2016 年中国家庭平均月教育产品支出情况（单位：元）

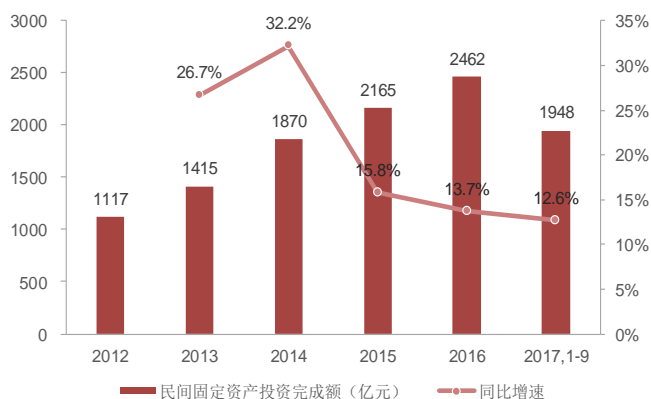


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

3.3 D3：社会资本投入激增，助力教育资产加速扩张

社会资本涌入教育市场，教育板块投资持续火热。在政策利好、教育需求旺盛等推动下，社会资本大量涌入教育板块，2016 年教育板块民间固定资产投资完成额为 2462 亿元，同比增长 13.7%，2013-2016 年复合增速达到 21.9%。2017 年前三季度实现民间固定资产投资完成额 1948 亿元，同比增加 12.6%。

图 12：教育板块投资持续火热



数据来源：Wind，西南证券整理

图 13：教育板块总市值变化情况（单位：亿元）

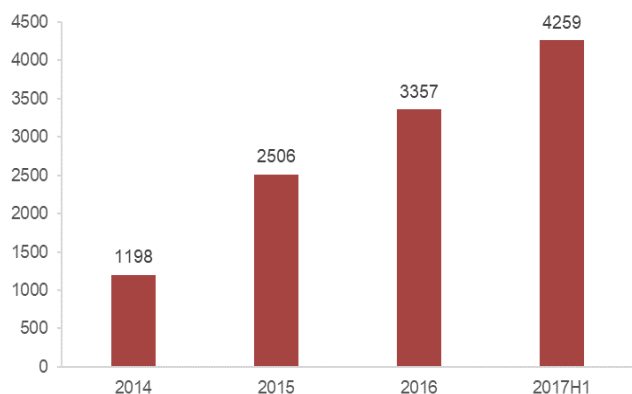


数据来源：Wind，西南证券整理

随着金融市场逐步发展完善、教育产业自身规模的不断扩张，我国教育机构纷纷登陆资本市场，吸纳社会资本力量。目前，整个教育板块（包含 A 股、美股、港股教育上市公司）市值已突破 6000 亿元，较 2015 年实现超过 3 倍增长。

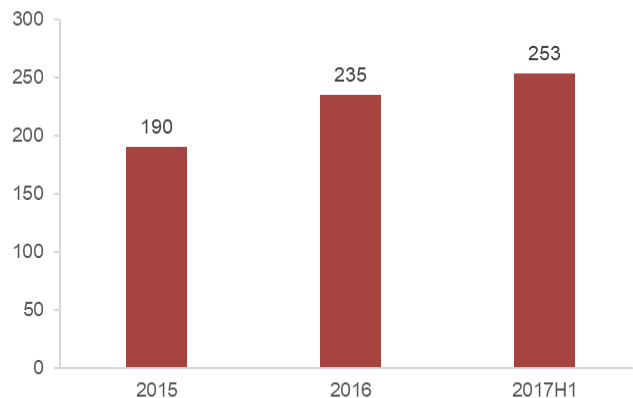
社会资本助力下，教育公司开始大举异地扩张。以威创股份和开元股份为例，威创股份旗下的红缨教育幼儿园数量从 2014 年 1198 所增长至 4259 所，开元股份旗下恒企教育学校数由 2015 年 190 所增长至 253 所。资产证券化助力下，教育公司异地扩张明显加快。

图 14：2014-2017H1 红缨教育幼儿园所数（单位：个）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 15：2015-2017 年恒企教育学校数（单位：个）



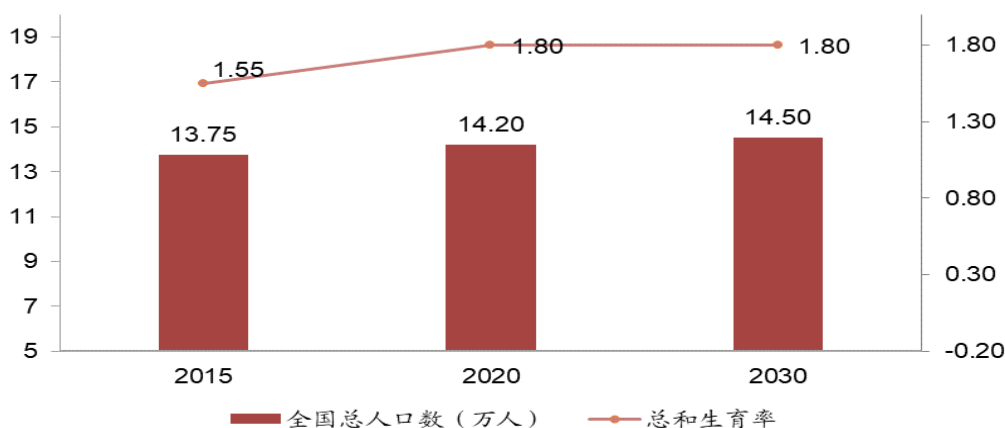
数据来源：公司公告，西南证券整理

4 向上趋势不变，剑指三万亿市场规模

4.1 既有优势不减，增长基础依旧牢固

人口基数大，总量平稳上升。据国家统计局数据，2010 年至 2014 年我国每年新增人口数与出生率逐年上升，2016 年受二胎政策刺激，出生率同比大幅提升至 12.95%，新增人口达 1786 万，为近 6 年最高。国家实施稳健增长的人口政策，国务院颁布《国家人口发展规划（2016-2030 年）》显示，我国 2020、2030 年人口总数将达 14.2 亿与 14.5 亿人，较 2015 年增加 0.45 亿和 0.75 亿；总和生育率由 2015 年 1.55 上升至 2020 年 1.80，并基本维持在 1.80。（总和生育率指一个国家或地区平均每位育龄妇女的生育子女数）

图 16：人口数量变化趋势

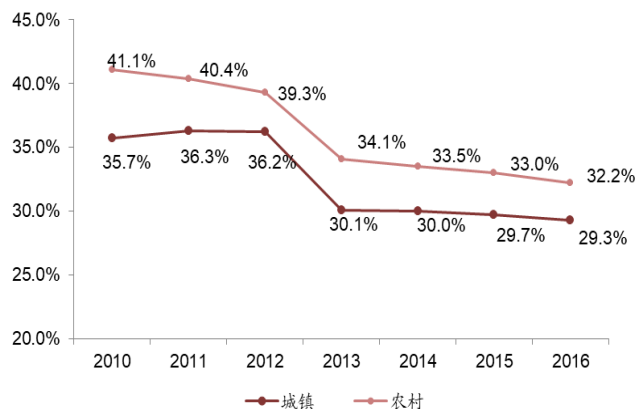


数据来源：《国家人口发展规划（2016—2030 年）》，西南证券整理

消费结构优化升级，居民教育投入持续增加。经济增长促进居民消费结构持续优化，2013 年我国城镇、农村居民恩格尔系数已达到联合国粮农组织认定的 30%~39% 的标准，正式迈入富裕阶层；城镇居民更是于 2015 年便跨入 30% 以下的最富裕阶层。2010 年至今，城镇、农村居民恩格尔系数仍在持续降低，反应出我国居民消费结构中食品支出占比不断减少，教育

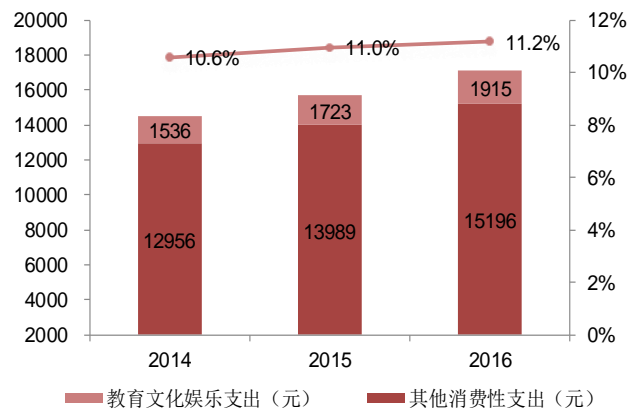
文化娱乐等产品日益成为主要消费项目。2016 年全国居民人均教育文化娱乐支出 1915 元，比 2012 年增长 41.7%，年均增长 9.1%，快于全国居民人均消费支出年均增速 1.7 个百分点，占人均消费支出的比重为 11.2%，比 2012 年上升了 0.7 个百分点。

图 17：我国居民恩格尔系数逐年降低



数据来源：国家统计局，西南证券整理

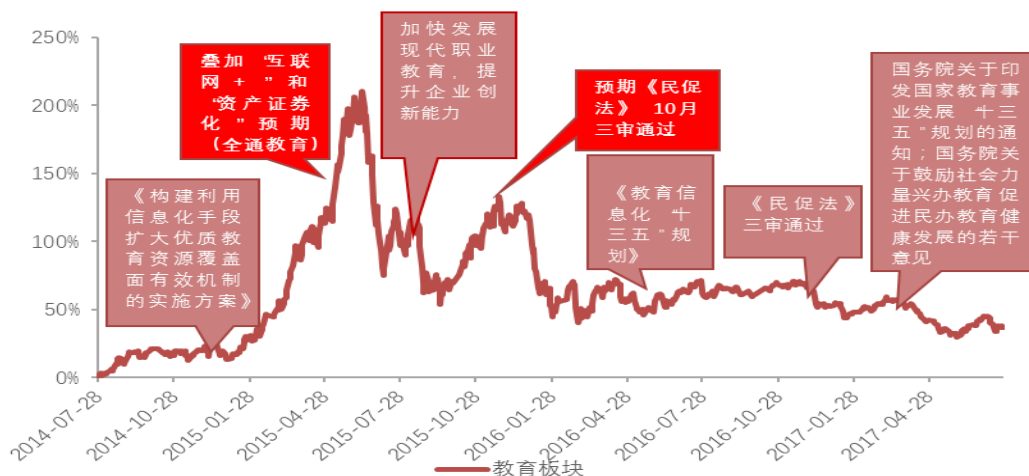
图 18：教育文化娱乐支出占比逐年提升



数据来源：国家统计局，西南证券整理

政策推动产业发展，资产证券化大幕正式开启。2016 年 11 月，《民促法》三审落槌并将于今年 9 月 1 日起正式施行，分类管理办法破除了民办教育非营利性的限制，从主体资格上扫清了民办教育登陆 A 股市场的障碍，有望加速整个教育板块资产证券化进程。目前，我国资产证券化率较低，仍处于起始阶段，未来发展值得期待。

图 19：政策利好推动行业高速发展



数据来源：Wind，西南证券整理

4.2 大市场筑就大教育，未来规模有望达三万亿

此前支撑我国教育产业快速发展的驱动因素在短期内仍不会消失，且随着教育产业资产证券化的逐步深化，教育产业尤其是优质民办教育资产将实现量价齐升，带动市场规模持续扩大。

表 4：细分板块市场规模

细分板块	总人数		渗透率	客单价（年均）		市场规模	
	数量（万人）	CAGR		金额（元）	CAGR	金额（亿元）	CAGR
民办幼儿园	6000	8%	59%	17115	8%	6079	17%
民办 K12 学校	21200	6%	13%	7000	12%	1929	30%
K12 课外培训	21200	6%	70%	7000	6%	10388	23%
国际学校	38	10%	--	115000	2%	436	11%
民办高等学校	782	5%	--	18000	5%	1408	10%
职业培训	中等职业教育	2350	--	3200		8536	12%
	高等职业教育	1480	--	5300			
	继续教育	35000	--	2000			
留学	66	5%	--	300000	5%	1980	10%
总计	90640					30756	

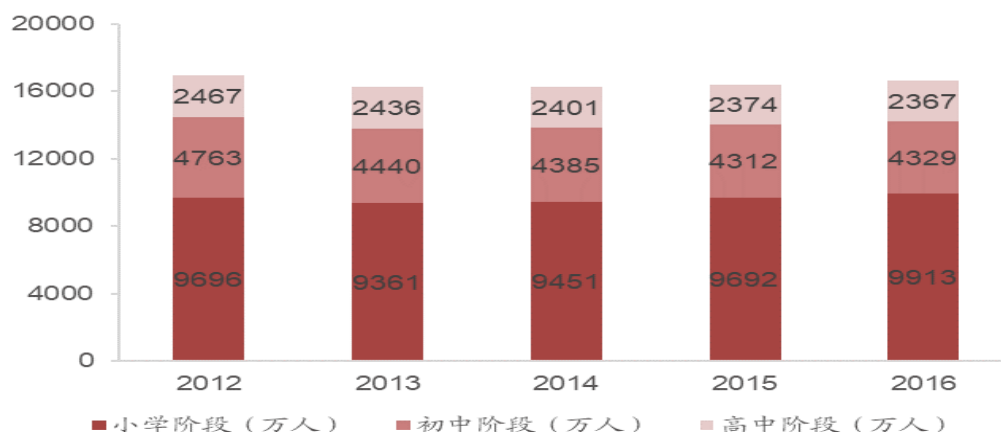
数据来源：《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020）》，中国产业信息网，西南证券整理

受二胎政策刺激民办幼儿园在校人数有望迎来快速增长期，2020 年人数或达 6000 万人，市场规模突破 6079 亿元。社会焦虑促使 K12 课外培训、职业培训市场不断壮大，预期 2020 年两者市场容量将分别达到 2.12 亿、3.88 亿，其中 K12 课外培训渗透率较高，单一市场规模有望达 10388 亿，成为教育产业最大的细分领域。职业培训业务尽管客单价相对较低，但受益于基数大，市场规模亦将达 8536 亿。新版民促法的颁布实施将在招生、收费等方面为民办 K12 教育、民办高等教育发展松绑，加之渗透率提升，预期未来几年将实现高速发展，市场规模将分别达 1929 亿元、1408 亿元。此外，80 后父母、90 后学生追求差异化教育，为国际学校、留学服务业务发展提供强大动力，预期两者市场规模合计将突破 2400 亿元。受益于各板块业务量价齐升，民办教育整体市场规模将攀 3 万亿高峰。

4.2.1 K12 课外培训：基数大、增速快，规模有望突破万亿

K12 课外辅导潜在客户基数大。教育部《2016 年全国教育事业统计公报》显示，2016 年我国 K12 阶段在校生人数共计约 1.66 亿，其中小学在校生人数 9913 万，初中在校生人数 4329 万，普通高中在校生 2367 万。另外，根据《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010~2020）》中提出的阶段战略目标，到 2020 年我国 K12 阶段的实际在校人数将达到 2.12 亿。

图 20：2012-2016 年各阶段在校生人数变动情况



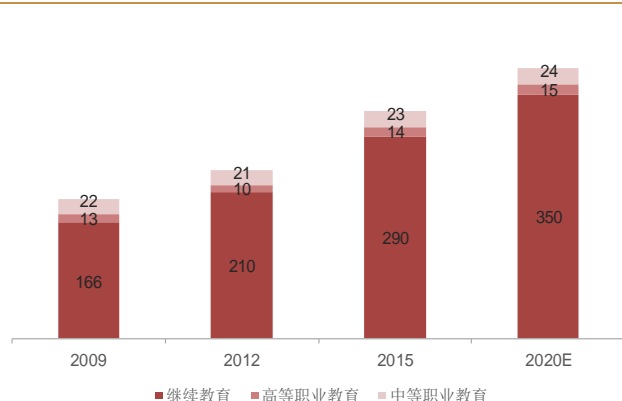
数据来源：《2016 年全国教育事业统计公报》，西南证券整理

K12 课外培训市场增速快。参培率和客单价是 K12 课外培训市场规模扩大的主要驱动力，我们假设 K12 课外培训参培率为 50%，人均单价为 5500 元/年，则 2016 年我国 K12 课外辅导市场规模大约在 4565 亿元左右。2020 年参培率如提升至 70%，人均单价提升至 7000 元/年，则 2020 年市场规模约为 10388 亿元，2017-2020 年年均复合增速达 22.8%。

4.2.2 职业培训：受众群体持续扩大，万亿规模可期

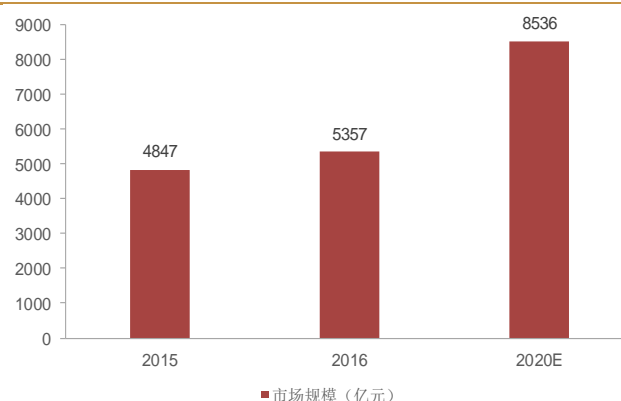
职业教育由中等职业教育、高等职业教育（专科层次职业教育）和继续教育三部分构成，结合《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010~2020）》、《现代职业教育体系建设规划（2014-2020 年）》统计数据与预期目标，可知 2009 年三者受众群体分别为 2179 万人、1280 万人、1.66 亿人，2012 年略有下降，2015 年上升至 2250 万人、1390 万人、2.90 亿人，预期 2020 年将分别达 2350 万人、1480 万人、3.5 亿人，较 2015 年分别上涨 4.4%、6.5% 和 20.6%。若以学历中等职业教育为年均 3200 元/人，高等等职业教育为年均 5300 元/人，继续教育为年均 2000 元/人，则职业培训市场规模有望达到 8536 亿元，上探万亿规模亦有可能。

图 21：2009-2020 年职业培训潜在受众数据（单位：百万人）



数据来源：教育部，西南证券整理

图 22：2009-2020 年在职业教育市场规模变动情况

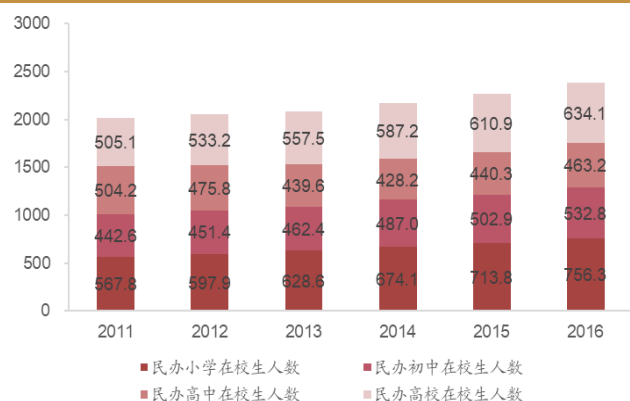


数据来源：教育部，西南证券整理

4.2.3 民办 K12&高等教育：2020 年或达 3337 亿元

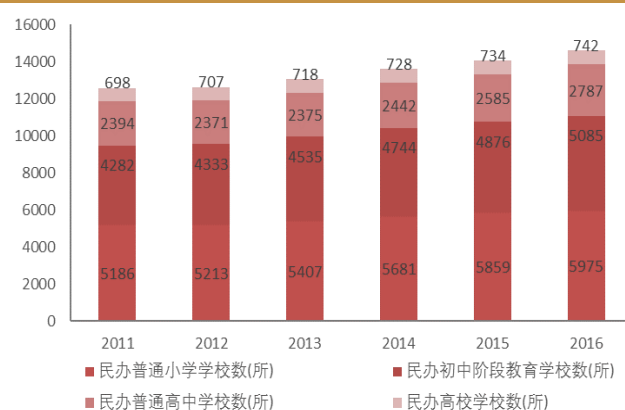
在此，我们仅考虑 K12 和高等教育阶段民办教育发展情况。2016 年 K12 教育阶段在校生人数为 1.66 亿，其中民办教育学校在校生数 1652 万人，扣除国际学校在校生数 26 万人，我们得出 K12 阶段民办教育学校渗透率为 9.8%。据中商产业研究院估计，民办教育 K12 阶段客单价约为 4500 元/人。结合《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010~2020）》中提出的阶段战略目标，到 2020 年我国 K12 阶段实际在校人数将达到 2.12 亿。我们假设渗透率提升至 13%，客单价提升至 7000 元/人，那么 2020 年 K12 阶段的民办教育市场规模将达到 1929 亿元。

图 23：各阶段民办教育在校学生数



数据来源：教育部，西南证券整理（单位：万人）

图 24：各阶段民办教育学校数



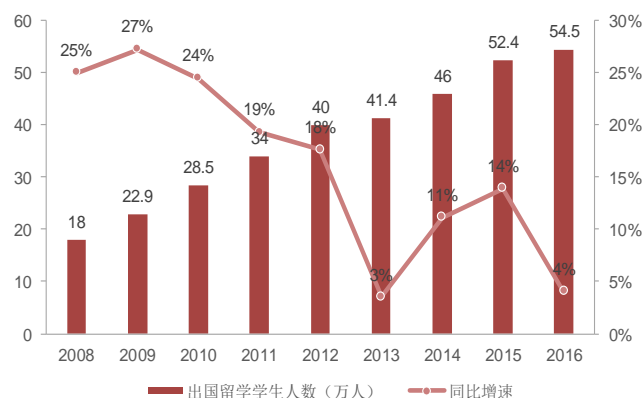
数据来源：国家统计局，西南证券整理

2016 年民办高等教育学校在校生数 634 万人，结合 2016 年民办高等教育 954 亿元市场规模，我们得出高等教育阶段人均客单价约为 1.5 万元。假设民办高等教育在校生数以每年 5% 的年均复合增速增长，则 2020 年将达到 782 万人，假设人均客单价提升至 1.8 万元，那么 2020 年高等教育阶段民办教育市场规模将达到 1408 亿元。综上，2020 年民办 K12 和高等教育阶段市场规模将达到 3337 亿元，发展前景可观。

4.2.4 国际学校&留学：低龄化趋势显现，保持年均超 10% 增长

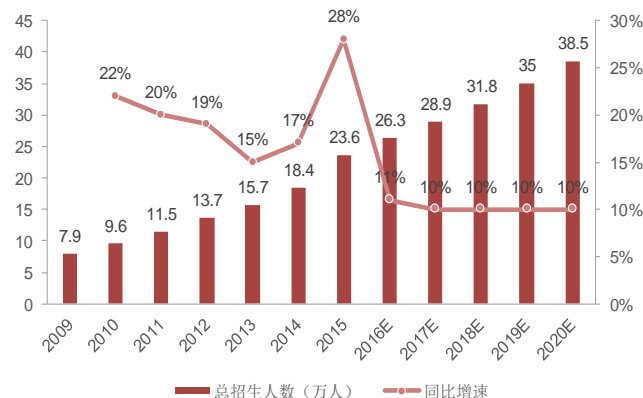
增速略有放缓，低龄留学趋势显现。根据国家统计局和教育部的数据显示，我国出国留学人数逐年递增，从 2008 年 18 万人增长至 2016 年 54.5 万人，年均复合增速达 15%。虽然近几年留学生增速明显放缓，但整体稳中有升。从 1978 年到 2016 年底，我国出国留学人员累计达 458.66 万人，体量庞大。

图 25：出国留学人数及增速



数据来源：国家统计局、教育部、西南证券整理

图 26：国际学校总招生人数及增速

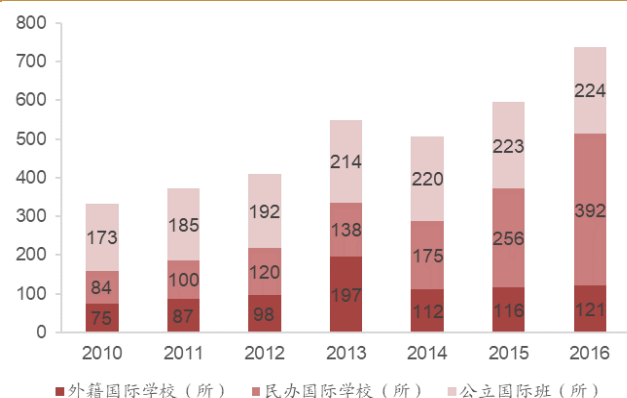


数据来源：中国产业信息网、西南证券整理

从国际学校的总招生规模来看，2010—2015 年的招生人数以 22% 年均复合增速增长，2015 年已有 23.6 万人。据中国产业信息网数据，未来国际学校招生规模将以不低于 10% 的增速增长，2020 年或可达到 38.5 万人。我们认为，随着本科留学成为主流趋势，留学生更偏向于低龄化，或将扩大对国际学校的需求。

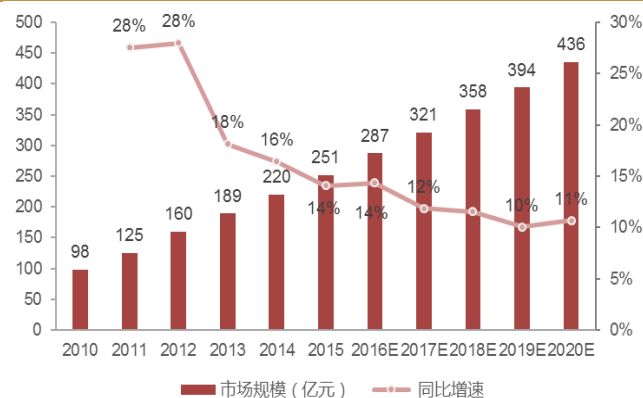
保持稳步增长，2020 年可达 436 亿规模。从现有国际学校数量来看，2010—2016 年，国际学校数量的逐年增加，尤其是民办国际学校，从 2010 年 84 所增长至 2016 年 392 所，年均复合增速高达 29%。IEduChina《2017-2020 年中国国际教育行业投资前景预测报告》数据显示，国际学校市场规模由 2010 年 98 亿元，以年均 21% 增长，至 2015 年 251 亿元。预计未来几年国际学校市场规模将以 10% 以上的增速增长，2020 年估计可达 436 亿元。

图 27：我国各类国际学校数量



数据来源：IEduChina 中国国际教育网，西南证券整理

图 28：国际学校市场规模及增速



数据来源：IEduChina 中国国际教育网，西南证券整理

未来中产阶级会是国际教育消费的重要潜在消费群体。加之国际学校更偏向于对学生综合素质培养，在教育理念、课程设置、教师资源、学校运营等方面，与传统 K12 教育相比，可更好地满足学生、家长对更好教学资源的需求，未来发展前景广阔。

5 投资建议

我国教育产业方兴未艾，细分板块百花齐放，目前多处于行业集中度爬坡阶段。考虑到教育的不可逆性，优质教育龙头在该阶段拥有较强的品牌溢价和竞争优势。因此，我们从各细分领域选取若干优质教育龙头公司，建议保持关注：

好未来 (TAL.N)：好体系形成好口碑，好业绩铸就好未来

公司是国内 K-12 课外辅导龙头企业，专注于为学前到高中阶段的学生提供多学科多授课方式的课外辅导服务。公司建立了标准化的教学体系，兼顾可复制性和教学质量，通过招生前甄别筛选出符合标准的学生，因材施教，效果显著形成了良好市场口碑。

截至 2018 年 8 月底，公司教学中心数量增加 68 至 575 个，新增覆盖 6 个城市，共覆盖全国 36 个大中城市。招生人数同比大幅增长 87% 至 329 万人，带动公司实现营业收入 7.8 亿元，同比大幅提升 66.8%，归母净利润 8433 万元，同比增长 27.4%。

好未来坚持中央厨房模式，由总部负责教研开发，一方面降低了对教师课程设计开发能力的要求，有利于解决异地扩张时优质师资的短缺问题，另一方面减小了对名师的依赖，降低教师流失对公司整体业务发展的风险。

试点双师模式，或引入人脸识别技术。双师模式扩展性强于线下，公司计划以双师课堂为主覆盖三线和四线城市，与线下教学中心形成互补，以形成最大的覆盖面。此外，公司逐步应用人脸识别技术获取孩子对课程的吸收程度，系统和助教将在学生课程学习的过程中担任更重要的角色，提升评价的准确性和可靠性。

新东方 (EDU.N)：深耕“留学培训+K12 辅导”，品牌优势显著

公司是国内第一家在美国上市的教育机构，是集教育培训、教育产品研发、教育服务等于一体的大型综合性教育科技集团。FY2018Q1 实现收入 6.6 亿美元，同比增长 23.8%，归母净利润 1.6 亿元，同比增长 12.3%，新增 44 个教学中心，总数达到 899 个，招生人数达 153 万人，同比增加 15.6%。

新东方从留学英语考试培训起家，成为国内教育培训第一品牌，在《中国最具价值品牌 50 强》排行榜的 29 位。近年，公司依托良好品牌优势进军 K12 课外辅导市场，市占率一路飙升，成为细分领域龙头企业。

公司业务覆盖留学、考研、四六级、成人英语考试、中小学课外辅导等领域，具备向消费者提供一站式全科服务的产品链条，其产品和内容的丰富度是竞争对手所无法比拟的。众多的培训课程产生了规模经济和范围经济，也反映出新东方强大的课程开发和推广能力。

开设双师课堂，线上直播线下辅导模式开拓新市场。2017 财年，公司开始在 7 座城市的 30 个教学中心实施线上课程，今年计划拓展 5-10 个城市。此外，公司加大对 O2O 模式推广力度，有望提升业务规模和利润水平。

达内科技 (TEDU.O)：IT 职业培训龙头，首创“双师模式”

公司是国内 IT 职业培训龙头企业，业内首创双师教学模式，并自行开发 Online Learning Modules 系统。在新系统下，一位教师可以摆脱传统线下课程的限制，同时教授超过 1700 名学员，上课所用学生课件与作业都可在系统中完成，具备显著边际效益。

公司课程以 JAVA、数码艺术、网络前端培训等 IT 课程为主，兼顾非 IT 项目和儿童培训课程，通过线下学习中心、线上 TTS 及 TMOOC 平台三大媒介为学生提供授课服务。截至 2017 年二季度，公司新注册学生数同比增长 14% 至 30548 人；学习中心数目上升至 171 个，较同期新增 33 个，座位数同比增加 20% 至 57043 个。

涉足 K-12 领域，优化现有场地利用情况。公司同时开设包括以在线营销、数字艺术及会计为代表的非 IT 类课程，并针对 K-12 阶段学员开始进行 IT 课外兴趣培训。2017 年二季度报名人数较同期增长 147%，达到 1725 人。

公司是国内 IT 培训领域排名第一的企业，线下终端覆盖领先，首创双师模式提升培训效率，着手切入 K12 课外编程和机器人培训市场，发展势头较好，建议持续关注。

开元股份 (300338.SZ)：职教龙头势头正盛，多赛道布局未来可期

公司原有主业是煤质检测仪器设备的研发、生产和销售，通过收购恒企教育、中大英才涉足教育产业。自恒企教育、中大英才 3 月开始纳入合并范围后，公司业绩表现抢眼，营业收入、归母净利润分别实现 184% 和 1483% 的大幅增长，显著提升公司盈利能力。

恒企教育在职业教育培训企业具备龙头地位，持续推进“百城千校”战略，目前拥有超过 253 个校区，进行现有课程的优化升级，形成线上线下结合、覆盖“财经、IT、设计”的业务生态。此外，公司推进产融结合，加大与大学合作力度，设立广州恒企进行高校市场的专业共建、联合办学等方面的合作。通过对内挖潜和对外互融发展，恒企教育有望成为国内职业教育第一梯队企业。

公司向昌都市高腾企管公司转让部分股权。受让方控股股东为粤民投，是国内规模最大、覆盖范围最广的民营投资平台，发起股东包括美的控股、立白集团等 17 家广东省龙头民企，产业背景雄厚。公司通过引入战略投资者完成了对股权结构的优化，未来产融结合有望提速。

恒企创始人增持股份，多方利益深度绑定。5 月 10 日，恒企教育创始人江勇及一致行动人增持 1125 万股公司股票，占公司总股本的 3.13%，总持股量占总股本比例由 11% 提升至 14.31%，实现了教育业务团队利益与公司利益的深度绑定。

盈利预测与投资建议：公司是 A 股职业教育龙头，多方利益深度绑定，业绩上升势头迅猛，预计 2017-2019 年归母净利润分别为 1.8 亿、2.9 亿和 3.6 亿元，EPS 分别为 0.53 元、0.84 元、1.05 元。我们看好公司未来发展，维持目标价 28.60 元/股，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧、业绩承诺或不及预期、业务整合或不及预期等风险。

表 5：开元股份盈利预测

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	340.92	855.51	1217.09	1464.79
增长率	20.69%	150.94%	42.26%	20.35%
归属母公司净利润（百万元）	5.89	178.82	286.16	357.67
增长率	55.31%	2935.22%	60.02%	24.99%
每股收益 EPS（元）	0.02	0.53	0.84	1.05
净资产收益率 ROE	0.51%	8.32%	12.26%	14.24%
PE	1216	40	25	20
PB	9.40	3.24	3.00	2.80

数据来源：Wind，西南证券

百洋股份 (002696.SZ): “教育+水产”双管齐下, 上下一心助力转型

公司是是全球加工规模最大的罗非鱼水产食品供应商, 通过收购火星时代涉足教育产业。目前标的公司已完成并表, 奠定“教育+水产品”双主业运营格局。高毛利的教育业务带动公司业绩大幅提升, 三季度实现归母净利润 5017 万元, 同比大幅提升 62%。

火星时代是国内数字艺术设计教育细分龙头, 覆盖 8 大产品线 25 个教育产品, 线下拥有 391 间教室、1.69 万个座位, 毕业生就业率高达 96.43%, 龙头优势显著。考虑到网点新增和满座率提升因素, 标的公司对赌业绩完成率较高。

公司控股股东孙忠义及一致行动人通过认购非公开发行股票和二级市场竞价等方式增持 607.4 万股公司股票。经本次增持后公司控股股东孙忠义及其一致行动人合计持有公司股份数为 10234 万股, 占公司股份总数的 44.01%, 彰显了其对公司未来前景的坚定信心。

2017 年 9 月, 公司完成第一期员工持股计划股票购买事宜, 累计购入约 233 万股, 占总股本的 1.15%, 成交均价为 20.815 元/股, 此举将公司、员工利益进行绑定, 有效提升员工工作积极性, 促进公司战略转型的顺利实施。

盈利预测与投资建议: 公司是国内规模最大的冻罗非鱼综合供应商, 坚定转型教育产业, 布局稳健行动高效。我们预计 2017-2019 年归母净利润分别为 1.0 亿、1.7 亿和 2.1 亿元, 摊薄后 EPS 为 0.43 元、0.72 元和 0.90 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 市场竞争加剧的风险, 食品安全风险, 汇率风险, 收购进程或不达预期的风险, 业务整合或不及预期的风险。

表 6: 百洋股份盈利预测

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	2068.53	2406.65	3001.16	3263.37
增长率	10.99%	16.35%	24.70%	8.74%
归属母公司净利润 (百万元)	59.26	99.98	166.99	209.54
增长率	3.81%	68.73%	67.03%	25.48%
每股收益 EPS (元)	0.25	0.43	0.72	0.90
净资产收益率 ROE	6.00%	4.90%	7.18%	8.35%
PE	87	52	31	25
PB	4.60	2.23	2.10	1.96

数据来源: Wind, 西南证券

文化长城 (300089.SZ): 教育版图再添翡翠, 陶瓷教育共筑长城

文化长城公司是国内艺术陶瓷行业龙头企业, 自 2015 年开始布局教育产业, 积极打造“艺术陶瓷+教育产业”双轮驱动业务模式。2016 年公司 100% 收购联讯教育和智游臻龙, 使后续教育产业布局获得软硬件支持。2017 年又以 15.75 亿元收购翡翠教育, 实现分支网点在二线城市主流城市迅速扩张, 各教育子公司资源互补, 是业内领先的职教上市公司。

公司旗下教育标的质地较好, 有效提升公司盈利能力, 目前教育业务毛利贡献已达 49%, 成为公司新的利润增长点。在教育业务助力下, 公司前三季度实现高达 233% 的净利润增长 (扣除去年联讯教育 20% 股权增值影响)。

拟收购标的翡翠教育拥有 60 余家学校，覆盖全国约 29 个城市，是覆盖地区及网点数量仅次于达内科技的 IT 培训机构，公司管理团队多出身北大青鸟，善于把握市场趋势和客户体验。基于市场化基因，公司课程研发超前，产品迭代快速；任务驱动制教学方式保障学员实操能力。

盈利预测与投资建议。不考虑收购翡翠教育影响，预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 1.0 亿、1.3 亿和 1.6 亿元，对应的 EPS 分别为 0.24 元、0.30 元、0.37 元。假设翡翠教育 2018 年 1 月份并表，则 2018-2019 年分别贡献 1.27 亿、1.52 亿元归母净利润，对应的 EPS 分别为 0.46 元、0.58 元。考虑到并购事项的不确定性，基于审慎原则，我们维持“增持”评级。

风险提示：市场竞争加剧的风险，业务整合或不及预期的风险，并购企业业绩实现或不及承诺的风险，外延并购或无法达成的风险。

表 7：文化长城盈利预测

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	452.39	596.44	653.91	717.66
增长率	1.68%	31.84%	9.63%	9.75%
归属母公司净利润（百万元）	136.80	103.90	128.90	160.95
增长率	1004.09%	-24.05%	24.07%	24.86%
每股收益 EPS（元）	0.31	0.24	0.30	0.37
净资产收益率 ROE	7.78%	5.60%	6.51%	7.54%
PE	30	40	32	26
PB	2.35	2.23	2.09	1.94

数据来源：Wind，西南证券

威创股份（002308.SZ）：多品牌幼教龙头，着力构建幼教生态链

公司自 2015 年进军幼教行业，已形成线上线下融合发展的综合性幼教服务集团。公司线上平台以“贝聊”和“幼师口袋”为主，线下运营服务平台以红缨教育和金色摇篮为主。公司前三季度实现超过 40% 的归母净利润增长，具有较强的内生增长。

公司旗下红缨教育拥有品牌加盟园 1400 所，旗下悠久联盟园 2678 所，旗下悠久品牌代理商 175 家，金色摇篮共有托管幼儿园 19 所，加盟幼儿园 491 所，加盟早教中心 70 所，安特思库合作园 103 所，线下园所覆盖领先。此外，公司拟收购可儿教育、鼎奇幼教，着力进行区域扩张。

公司“贝聊”、“幼师口袋”等线上平台，覆盖超过 5 万所幼儿园、聚合超过 100 万幼师和园长，用户覆盖全面，与线下园所形成较强协同效应，共同形成涵盖产业资源、园所、幼师的多方联动平台。

公司于 2017 年 9 月 6 日与百度网讯签署《“智慧幼教”战略合作框架协议》，双方以市场资源共享，建立两方平台相结合的市场推广机制，促进智慧幼教解决方案的具体实行，从而使公司核心竞争力更上一层楼。

盈利预测与投资建议：公司在幼教领域内具有领先优势，产业生态系统日益完善。预计 2017-2019 年归母净利润为 2.4 亿、3.1 亿和 3.8 亿元，EPS 分别为 0.28 元、0.37 元和 0.45 元，给予“增持”评级。

风险提示：产业政策变动的风险，市场竞争加剧的风险，业务拓展或不及预期的风险，业绩承诺或不达预期的风险。

表 8：威创股份盈利预测

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1050.63	1136.30	1284.81	1497.77
增长率	12.11%	8.15%	13.07%	16.57%
归属母公司净利润（百万元）	182.23	240.82	314.24	380.83
增长率	52.53%	32.15%	30.49%	21.19%
每股收益 EPS（元）	0.22	0.28	0.37	0.45
净资产收益率 ROE	7.77%	9.38%	11.00%	11.88%
PE	59	45	34	28
PB	4.58	4.18	3.76	3.35

数据来源：Wind，西南证券

宇华教育（6169.HK）：国内最大的民办教育综合服务商

公司成立于 2001 年，是集学前教育、基础教育、高等教育于一体的大型教育集团，拥有 16 年办学经验，集团旗下累计开办学校 26 所（其中大学 1 所、初高中 11 所、小学幼儿园 14 所）。集团校区遍布河南 9 个城市，是中国民办教育行业中提供全方位教育服务的最大市场参与者。

公司高中部已有 13 届毕业生，共培养出 12 名省、市高考状元，有 231 人考入清华或北大，今年 985/211 大学的录取比例在 21.7%；幼儿园部通过提供文化科学与艺术兴趣等课程鼓励创新思维，建立独立解决问题能力，促进儿童全方位健康发展。

2014 至 2016 年，公司学校数由 18 所扩建到 25 所。在校学生数处于稳步增长态势，目前在校生总数约 5 万，是国内最大的提供从幼儿园至高等教育的民办教育供应商。客单价方面，人均收费增速最快的为小学部，自 2013 至今年均增长率达 10.52%；初中部、幼儿园部分列其后，分别为 4.94%、4.89%。

公司是华中地区 K12 教育龙头，具备较好的教育质量和市场口碑，业务规模稳步扩张，建议积极关注。

成实外教育（1565.HK）：西南地区最大的教育服务供应商

公司于 2016 年 1 月 15 日在香港联交所挂牌上市，主要提供 K12 教育并为学生提供双语教学环境，是中国西南地区最大的提供全面的学前教育至十二年级及大学教育的服务供应商（按学生人数计算）。

集团通过旗下成都外国语学校、成都市实验外国语学校、成都市实验外国语学校（西区）、成都外国语学校附属小学等 15 所学校提供全教育阶段的优质教育服务。截至 2017 年 6 月 30 日，集团合共有约 34458 名在读学生，受聘教师约 2194 名教师。

公司经营民办学校逾 15 载，拥有丰富经验和优质教师资源，是成都地区私立中学绝对龙头，94%的一本率（2017 年）冠绝成都地区，也远超 9.6% 的全国均值。在 17 年办校历史中，共培养了 14 名四川省高考状元及 23 名成都市高考状元（含文、理科），占据四川状元的半壁江山。旗下成都外国语学校是全国唯一一所具有保送资格的民办外国语学校。

公司与万科、龙湖等地产开发商合作开展轻资产合作，目前项目在稳步推进中。相比自建自营模式，轻资产模式盈亏平衡期短，易于复制，可助力集团进行快速扩张，提升市占率水平。

海亮教育 (HLG.O): 领先的基础教育服务商，集团背景雄厚

海亮教育集团由中国 500 强企业——海亮集团投资兴办，始创于 1995 年 8 月。2015 年 7 月，海亮教育在美国纳斯达克全球市场挂牌交易，是国内首家登陆美股的基础教育全日制学校，涵盖幼儿园、小学、初中、高中、出国留学预科班等所有学段的教育。

公司由中国 500 强企业——海亮集团投资兴办。海亮集团旗下板块众多，涉及有色金属、教育、地产、金融、环保、农业等多个产业，是中国企业 500 强第 110 位，中国民营企业 500 强第 18 位，浙江省百强企业第 3 位，是公司未来发展的坚实后盾。

海亮教育集团目前拥有浙江诸暨天马实验学校、海亮实验中学、海亮艺术中学、海亮外国语学校、海亮幼儿园、海亮小学等 27 所学校，覆盖由幼儿园到初高中的教育培训和国际教育服务。2017 财年，拥有在校生 2.1 万人 (YOY+12%)，人均学费 4.07 万元 (YOY+16%)，全年实现营收 8.53 亿元 (YOY30.5%)，净利润 1.68 亿元 (68.7%)。

公司拥有全国优秀教师、省级学科带头人、教坛新秀等 30 人，特级教师十多人，外籍教师近百人，市县级骨干教师近千名。先进的办学理念、高素质的教师队伍，为公司获得高质量的办学成果：高考上线率在 95% 以上，累计向国内外高校输送人才 3 万余人，其中多人进入到剑桥、哈佛、麻省理工、帝国理工、北大、清华等世界名校。

公司还提供全方位的国际化课程，与 207 家世界知名教育机构建立了深度交流合作关系，成绩互相认可。2017 财年，公司国际课程拥有在校生 2825 人 (YOY+48%)，实现营收 1.95 亿元，是发展速度较快的细分领域。学生毕业后 100% 出国，近 50% 的学生能申请到全球排名前 100 的学校。

枫叶教育 (1317.HK): 中国国际教育领军企业，受益中产阶级崛起

枫叶教育 1995 年成立于辽宁大连，于 2014 年登陆香港主板，是内地学历教育第一股。公司专注于 K12 阶段教育，目前已在国内外 20 个城市开办枫叶国际学校 75 所，学生规模突破 2.6 万人，已发展为中国最具影响力的国际教育品牌。

公司在 22 年举办历史中，积累了丰富的教学经验和良好的品牌形象，获得市场普遍认可。近三年，公司世界百强大学录取率均维持在 50% 以上，2016 年提高到 56%。2017 年高中毕业生 100% 升入海外大学，46 人被世界前 10 名的大学录取，优异的教学效果得到了市场普遍认可。

受益于中国中产阶级群体的扩大、家庭对教育的重视程度加深以及海外留学性价比的提升，民办国际教育市场规模将持续增长。公司以中产阶级家庭为目标，重点布局二三线城市，学费水平相对其他龙头处于低位，性价比优势显著。

公司着力通过轻资产模式进行大举扩张，截至目前已有 25 所轻资产学校，占全部学校的 1/3，在最大限度提高全国扩张速度的同时，有效控制成本支出，为集团公司持续发展提供了有力保障。

中泰桥梁 (002659.SZ): A 股最纯正的国际教育龙头

公司主营桥梁钢机构的生产、销售，2016 年变更控股股东为八大处控股，海淀国资委成为公司实际控制人。公司主营从单一的桥梁钢业务转变为“国际教育+桥梁钢”双主业格局，成为 A 股市场极具稀缺性的国际教育标的。

公司逐步将桥梁钢结构业务下沉到新中泰，并于近期宣布进行资产置出。桥梁钢由于宏观经济、市场竞争等因素，近年始终处于亏损状态，如成功剥离，不仅可以改善公司经营情况，也使公司集中力量发展更具发展前景的国际教育业务。

公司旗下拥有海淀、朝阳两所国际学校。其中，海淀学校可容纳 1500 人，预计 2-3 年可实现满员，目前已迎来第二个招生季；学费为小学 20 万/学年、初中 24 万/学年、高中 26 万/学年，每年有 10% 提升。朝阳凯文学校可容纳学生近 4000 人，2017 年 9 月已招收第一批学生，预计 7 个学年招满；学费标准为小学 16.8 万/学年，初中 18.8 万/学年，高中 21.8 万/学年。随着学校利用率的攀升，学校的盈利潜力将得到释放。

2017 年 7 月，持股超 5% 股东金陵投资将其持有的 3006 万股公司股票转让给浙江慧科，转让价格为 18.8 元/股，与现价形成倒挂，比例达 29.4%。此外，1 月中旬公司控股股东八大处控股通过集中竞价增持 1.99% 公司股票，交易均价约 18.98 元/股，倒挂比例达 30.6%。

盈利预测与投资建议：我们预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 1098 万、9010 万和 1.9 亿元，对应的 EPS 分别为 0.02 元、0.18 元、0.39 元。公司是海淀区国资委唯一教育上市平台，禀赋优势显著，我们看好其未来发展，维持“增持”评级。

风险提示：宏观经济不景气的风险，产业政策变动的风险，凯文学校招生或不及预期的风险。

表 9：中泰桥梁盈利预测

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	322.64	552.66	809.46	1086.40
增长率	-57.73%	71.29%	46.47%	34.21%
归属母公司净利润（百万元）	-96.05	10.98	90.10	193.57
增长率	-3453.75%	111.44%	720.24%	114.83%
每股收益 EPS（元）	-0.19	0.02	0.18	0.39
净资产收益率 ROE	-4.01%	0.28%	3.26%	6.76%
PE	-74	650	79	37
PB	2.87	2.86	2.77	2.58

数据来源：Wind，西南证券

6 风险提示

产业政策变动的风险，市场竞争加剧的风险，外延并购进程或不达预期的风险，业务整合或不达预期的风险。

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn

请务必阅读正文后的重要声明部分