

推荐 (维持)

海外教育行业 2021 年中期策略：

政策落地，高教职教成长确定

2021 年 6 月 15 日

### 重点公司

重点公司	评级
宇华教育	买入
中教控股	审慎增持
中国科培	买入
中国东方教育	买入
新高教集团	审慎增持

### 相关报告

《兴证海外教育高教行业深度报告：政策红利释放，民办高校受益》20200604

《兴证海外教育年度策略报告：静候政策落地，精选低估优质公司》20191111

《兴证海外教育年度策略报告：正本清源，政策完善中迎来行业新发展》20181127

《教育行业策略报告：百舸争流，奋楫者先》20180417

### 海外研究

分析师：

宋健

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

宋婧茹

songjingru@xyzq.com.cn

SFC: BQI321

SAC: S0190520050002

联系人：

周灵珮

zhoulingpei@xyzq.com.cn

### 投资要点

- **维持高教职教板块推荐，主要基于 1、确定性：**教育作为刚需行业受外部影响小，其中，在保就业、促经济的大环境下，民办高校作为我国专升本、中职等承接主力，为我国优质教育资源供应做出重要贡献。高教职教政策相对清晰，为确定性最强的子板块。我国毛入学率仍有提升空间，加上稳就业、扩招等有利政策，高教企业内生增长动力仍足。2、**成长性：**加快独立学院转设一方面有利于提振板块盈利能力，另一方面可丰富并购标的，高教外生并购成长空间可期。高教企业亦通过职教、线上教育、培新、特色教育及轻资产输出等模式拓展业务边际，保障增长。职业教育持续轻资产扩张、学历化打开第二增长曲线。
- **出生人口及高校人数并非线性关系，我国受过高等教育人口比例及高等教育毛入学率仍有提升空间。**教育本质是生产性投资，是政府长期以来保就业、促经济、提升劳动力效率及素质、改善地区贫富差异的有力武器。我国高等教育毛入学率呈现逐年提升趋势，自十三五初期的43.7%持续增长至2020年的54.4%，但较发达国家仍有差距且地域存在较大差异。此外，第七次全国人口普查数据显示我国具有大学文化程度的人口为21836万人。按人口比例计算，我国高等教育水平成年人口比例约23.8%，而2017年OECD国家平均水平为36.9%。
- **职业培训持续扩招，招生端稳步恢复：**2020 年职业技能培训及专升本扩招超额完成，预计 2021 年扩招力度将进一步加大。2020 年两会提出2020-2021 两年职业技能培训 3500 万人及高职院校扩招 200 万人目标。职业培训招生稳步恢复，由于复课政策的严格执行，在 3 月 1 日前不允许返校招生，招生节奏的拉长会带动二季度新招生人数持续增长。
- **利空企稳，《民办教育促进法实施条例》出台，高教职教支持态度明确：**非营利性的高等教育及高中学历教育收并购被放开；允许关联交易遵循三公原则有关部门应按年度进行审查；集团化办学表述删除允许教育集团控制多所学校；外商投资企业参与举办或实际控制高等教育及高中学历教育持续获得允许。整体而言影响该阶段学校发展的负面政策疑云一扫而空，国家对高等教育为主的民办教育集团支持态度明确。
- **长期坚定看好教育行业，行业标的日渐丰富：**截至 2021 年 6 月 11 日港股教育 2021 财年动态 PE 达到 12.7 倍，2021 财年 PEG 达到 0.6 倍。持续推荐业绩稳健且并购实力得到验证的宇华教育、中国东方教育、中教控股、中国科培、新高教集团，此外建议关注办学具备特色的华夏视听教育及并购整合迅速的希望教育。中长期继续强调教育行业三不变：教育板块稳定增长现金流的行业特点不改变，高中大学入学率仍低、公办学龄教育资源趋紧的行业格局不改变，精选教育标的办学质量优、学生升学就业有保障的公司实力不改变。

**风险提示：**1) 教育行业政策变动；2) 学校招生人数不及预期；3) 学生及家长对教育服务满意度降低；4) 并购整合不及预期。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



# Overweight

(Maintained)

## Education

### Analyst

Jian Song

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

Jingru Song

songjingru@xyzq.com.cn

SFC: BQI321

SAC: S0190520050002

### Contact

Lingpei Zhou

zhoulingpei@xyzq.com.cn

## 2021H2 Education Industry Strategic Outlook:

### Policy Landed, Recommend Higher & Vocational Education

6/15/2021

#### Key Points

**Maintain the recommendation of higher education and vocational education:** 1. **Certainty:** education as a rigid-need industry has little external influence. Among them, under the environment of ensuring employment and promoting economy, private colleges and universities are main undertakings for undergraduate and secondary vocational education, being an important contribution to the supply of high-quality educational resources. Higher education and vocational education policies are relatively clear and are the most certain subsection. There is still room for improvement in gross enrollment rate. Coupled with favorable policies such as stabilizing employment and expanding enrollment, higher education enterprises still have sufficient endogenous growth momentum. 2. **Growth:** Speeding up the transfer of independent colleges will help boost the profitability of the sector, and can enrich the targets of M&A. High education companies also expand their business through vocational education, online education, training, specialty education, and asset-light output to ensure growth.

**The number of births does not determine the number of colleges student.** There is still room for the proportion of the higher educated population and gross enrollment rate. Education is a powerful weapon to promote employment, economy, and the efficiency and quality of the labor force. The gross enrollment rate of higher education has increased year by year, from 43.7% at the beginning of the 13th Five-Year Plan period to 54.4% in 2020, but it's still low compared to the developed countries's rate. In addition, the population with a university education is 218.36 million in China, with the proportion of adult population with higher education level being about 23.8%, while the average level of OECD countries in 2017 was 36.9%.

**Vocational training continues to expand enrollment, and the enrollment side is steadily restored:** In 2020, vocational skills training and undergraduate enrollment expansion have been over-completed. It is expected that the enrollment expansion will be further increased in 2021. In 2020, the two sessions proposed a goal of 35 million people in vocational skills training for the two-year period 2020-2021 and an expansion of 2 million in higher vocational colleges. Vocational training enrollment has resumed steadily. Due to the strict implementation of the resumption policy, returning to school is not allowed to enroll students before March 1. The enrollment rhythm will continue to increase the number of new enrollments in the second quarter.

**The bad news is stabilizing, the "Regulations on the Implementation of the Private Education Promotion Law" is promulgated, and the support attitude of higher education and vocational education is clear:** non-profit higher education and high school diploma education mergers and acquisitions are liberalized; related transactions are allowed to follow the three principles and relevant departments should review annually; The deletion of the expression of group running schools allows education groups to control multiple schools; foreign-invested enterprises participate in or actually control higher education and high school diploma education continue to be allowed. On the whole, the negative policies affecting the development of schools at this stage have been wiped out, and the state has a clear support for private education groups that focus on higher education.

**Long-term firm optimism about the education industry, industry targets are becoming more abundant:** as of June 11, 2021, the dynamic PE of Hong Kong stock education in FY2021 reaches 12.7x, and the PEG in FY2021 is 0.6x. Continue to recommend Yuhua Education, China Oriental Education, China Education Holdings, China Kepei, and Hope Education, which have stable performance and proven M&A capabilities. In addition, it is recommended to pay attention to China's audio-visual education with characteristics of running schools. In the medium and long term, we will continue to emphasize the three constants of the education industry: the education sector will continue to grow steadily. The industry characteristics of cash cows will not change, the high school enrollment rate is still low, and the industry structure of public education resources will not change. The selected education targets are of high quality and students. The strength of companies with guaranteed careers remains unchanged.

**Risk:** 1) China education policy risk; 2) Enrollment doesn't meet expectation; 3) students, parents unsatisfied in teaching quality; 4) Acquisition doesn't meet expectation.

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 2 -

## 目 录

1、民办教育行业展望：政策落地，高教职教受益.....	5 -
2、出生人口变化不改高等教育渗透大趋势.....	8 -
3、把握确定性行业机会，持续推荐高教职教.....	11 -
3.1、民促法对高教职教政策向好.....	11 -
3.2、高教：业绩确定性成长+政策友好落地，高教迎戴维斯双击.....	11 -
3.3、职教持续受政策支持，招生恢复扩张持续.....	18 -
4、K-12 政策复盘—教培整顿持续，K9 学历风险较高.....	21 -
5、投资标的推荐：精选低估优质公司.....	22 -
5.1、宇华教育(06169.HK)：重运营，高效率.....	22 -
5.2、中国东方教育(00667.HK)：打开学历天花板，长期稳健增长.....	23 -
5.3、中教控股(00839.HK)：内生增长+外延扩张顺利，龙头地位稳固.....	24 -
5.4、中国科培(01890.HK)：并购整合能力强，哈尔滨及淮北学校落地.....	25 -
5.5、新高教集团(02001.HK)：两所学校成功转设，多元业务顺利开花.....	26 -
6、政策落地，行业估值稳步回升.....	27 -
7、风险提示.....	28 -

## 图 表 目 录

图 1、HKEI 港股教育服务指数.....	6 -
图 2、USEI 美股教育服务指数.....	6 -
图 3、上市以来教育板块重点标的涨幅（截至 2021 年 6 月 11 日）.....	6 -
图 4、2021 年以来教育板块重点标的涨幅（截至 2021 年 6 月 11 日）.....	7 -
图 5、港股学历教育公司 FY20 收入对比.....	7 -
图 6、港股学历教育公司 FY20 经调整利润对比.....	7 -
图 7、港股学历教育公司 20/21 学年学生人数对比.....	8 -
图 8、港股学历教育公司过往四年人数 CAGR.....	8 -
图 9、高等教育毛入学率逐年提升.....	8 -
图 10、2017 年各发达国家高等教育毛入学率便超 6 成.....	8 -
图 11、全国各省高等教育学校密度仍有差异.....	8 -
图 12、中美劳动力生产价值差距.....	9 -
图 13、我国成年人受高等教育比例仍有提升空间.....	9 -
图 14、我国出生人口及高校招生人数情况.....	9 -
图 15、2019 年全国各年级在校人数及增长趋势.....	9 -
图 16、国家财政性教育经费及占 GDP 比重.....	10 -
图 17、世界各国教育经费占 GDP 比重分布.....	10 -
图 18、我们高校数量较美国仍有差距.....	10 -
图 19、民办学校自主承担办学经费.....	10 -
图 20、民办高校招生人数占全国高校招生比 24%.....	10 -
图 21、民办高校数量达 757 所，占全国高校总数 28.2%.....	10 -
图 22、湖南涉外在校生数稳健增长.....	12 -
图 23、山东英才实训基地.....	12 -
图 24、中教控股发展历史.....	13 -
图 25、广州松田学校并购后学额显著增长.....	13 -
图 26、希望教育并购实力得验证.....	13 -
图 27、希望教育新并购院校报到率显著提升.....	14 -

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 3 -

图 28、希望教育新并购院校收入招生数大幅改善.....	- 14 -
图 29、四川文化传媒职业学院学生数与 ROE 并购前后 .....	- 14 -
图 30、贵州财经大学商务学院学生数与 ROE 并购前后 .....	- 14 -
图 31、新高教集团投后管理情况 .....	- 15 -
图 32、民办高教公司最新财报现金及等价物.....	- 17 -
图 33、民办高教公司 2020 财年经营性现金流.....	- 17 -
图 34、民办高教公司 2020 财年收入占比 .....	- 17 -
图 35、民办高教公司 FY16-FY20 学费收入 CAGR .....	- 17 -
图 36、民办高教公司 2020 财年其他收入.....	- 18 -
图 37、民办高教公司 2016-2020 财年其他收入 CAGR .....	- 18 -
图 38、中国职业教育体系划分 .....	- 19 -
图 39、港股通持股比例变化 .....	- 28 -
表 1、各民办教育上市的业务板块覆盖 .....	- 5 -
表 2、宇华教育旗下湖南涉外及山东英才投后管理成效明显.....	- 12 -
表 3、哈尔滨学校投后盈利能力及净现金显著增加.....	- 14 -
表 4、上市公司旗下独立学院转设进展 .....	- 15 -
表 5、各高教公司收并购情况 .....	- 16 -
表 6、公司旗下学校分布表（单位：间） .....	- 20 -
表 7、宇华教育盈利预测 .....	- 22 -
表 8、中国东方教育盈利预测 .....	- 23 -
表 9、中教控股盈利预测 .....	- 24 -
表 10、中国科培盈利预测 .....	- 25 -
表 11、新高教集团盈利预测.....	- 26 -
表 12、教育行业估值表（截至 2021 年 6 月 11 日） .....	- 27 -

## 1、民办教育行业展望：政策落地，高教职教受益

截至 2021 年 6 月 11 日，港股上市教育公司有 26 家，以学历教育为主，分别是 K-12 学历教育公司枫叶教育、成实外教育、睿见教育、天立教育、博骏教育，高等学历教育公司民生教育、宇华教育、新高教集团、中教控股、中国新华教育、希望教育、中国春来、21 世纪教育、澳洲成峰高教、中国科培、银杏教育、中汇集团、华立大学、华夏视听、东软教育，K-12 培训公司卓越教育、新东方在线、思考乐教育、新东方，职业培训公司中国东方教育、教育设备公司网龙。美股上市中概股教育公司有 13 家，以培训行业为主，分别是好未来、新东方、高途集团、有道、朴新教育、精锐教育、无忧英语、瑞思学科英语、尚德机构、达内科技、流利说以及学历教育公司博实乐、海亮教育。

表1、各民办教育上市的业务板块覆盖

上市公司	上市地	股票代码	学前教育	K12 教育	课外培训	国际教育	高等教育	职业培训	市值（港股亿港元，美股亿美元）
好未来	纽交所	TAL.N			√				188
新东方	纽交所	EDU.N		√	√				170
高途集团	纽交所	GOTU.N			√			√	37
有道	纽交所	DAO.N			√			√	31
海亮教育	纳斯达克	HLG.O		√		√			10
博实乐	纽交所	BEDU.N	√	√		√			5
朴新教育	纽交所	NEW.N			√				2
精锐教育	纽交所	ONE.N			√				2
无忧英语	纽交所	COE.N			√			√	2
瑞思学科英语	纳斯达克	REDU.O			√				2
尚德机构	纽交所	STG.N					√	√	2
达内科技	纳斯达克	TEDU.O			√			√	2
流利说	纽交所	LAIX.N			√			√	1
新东方	港交所	09901.HK		√	√				1,319
中教控股	港交所	00839.HK		√			√		419
中国东方教育	港交所	00667.HK						√	344
宇华教育	港交所	06169.HK	√	√			√		250
希望教育	港交所	01765.HK					√		168
网龙	港交所	00777.HK							122
中国科培	港交所	01890.HK					√		110
华夏视听	港交所	01981.HK					√	√	108
新东方在线	港交所	01797.HK		√	√			√	105
新高教集团	港交所	02001.HK					√		89
天立教育	港交所	01773.HK		√	√				87
中汇集团	港交所	00382.HK					√		85
民生教育	港交所	01569.HK		√			√		53
枫叶教育	港交所	01317.HK	√	√		√			55
睿见教育	港交所	06068.HK	√	√			√		51
东软教育	港交所	09616.HK					√		45
成实外教育	港交所	01565.HK	√	√			√		38
中国新华教育	港交所	02779.HK		√			√		36
华立大学	港交所	01756.HK		√			√		30

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

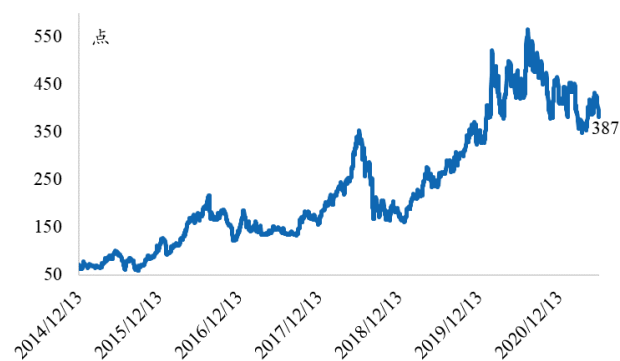


思考乐教育	港交所	01769.HK		√			28
中国春来	港交所	01969.HK				√	17
卓越教育	港交所	03978.HK		√			14
21世纪教育	港交所	01598.HK	√	√	√	√	7
银杏教育	港交所	01851.HK				√	7
澳洲成峰高教	港交所	01752.HK				√	5
博骏教育	港交所	01758.HK		√			5

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

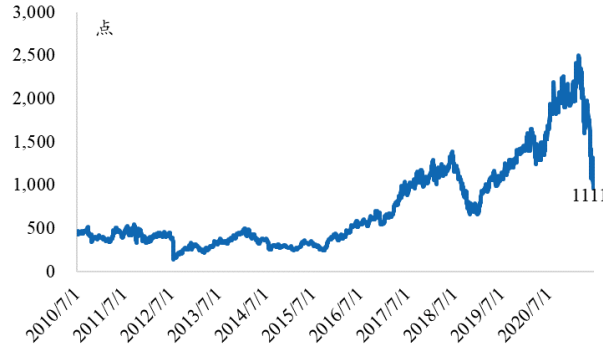
我们依据市值加权平均法对港股、美股重点教育标的集合编制了港股教育指数（HKEI）及美股教育指数（USEI）。其中，港股教育指数以板块内最早上市的枫叶教育（01317.HK）上市流通日为起点，以 100 点为基数；美股教育指数以板块内最早上市的新东方（EDU.US）上市流通日为起点，同样以 100 点为基数。我们以周为单位持续追踪。截至 2021 年 6 月 11 日，HKEI 收于 387 点，自 2021 年以来跌幅 12.44%；USEI 收于 1111 点，自 2021 年以来跌幅 48.76%。

图 1、HKEI 港股教育服务指数



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

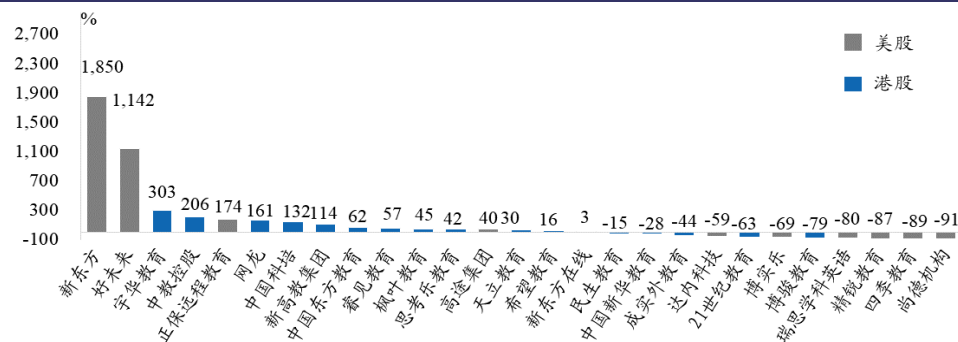
图 2、USEI 美股教育服务指数



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

港股首家教育公司枫叶教育（01317.HK）于 2014 年上市，2017 年港股教育板块迎来上市潮。美股首家教育公司新东方于 2006 年上市，培训公司上市热潮持续。自上市以来各家港股教育公司股价均有较高涨幅，其中涨幅翻倍以上的有新东方 18.5 倍、好未来 11.4 倍、宇华教育 3 倍、中教控股 2.1 倍、正保远程教育 1.7 倍、网龙 1.6 倍、中国科培 1.3 倍、新高教集团 1.1 倍。

图 3、上市以来教育板块重点标的涨幅（截至 2021 年 6 月 11 日）

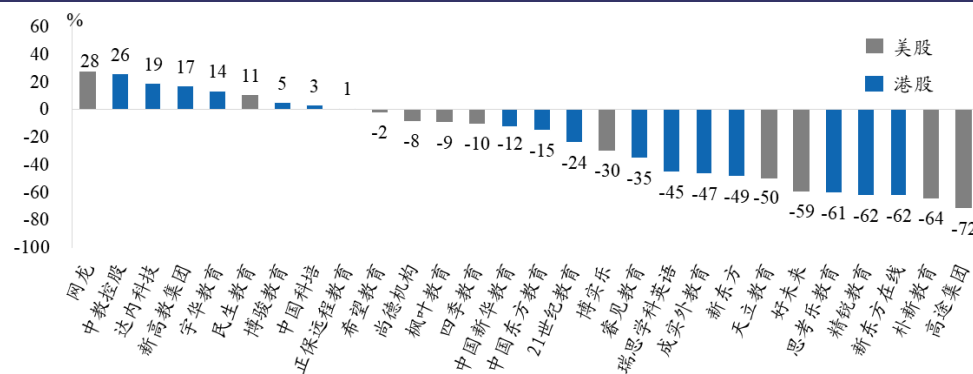


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

截止 2021 年 6 月 11 日，教育板块不同赛道的 YTD 收益呈现一定分化。年内网龙、中教控股、达内科技、新高教集团、宇华教育、民生教育 YTD 收益率分别为 28%、26%、19%、17%、14%、11%。

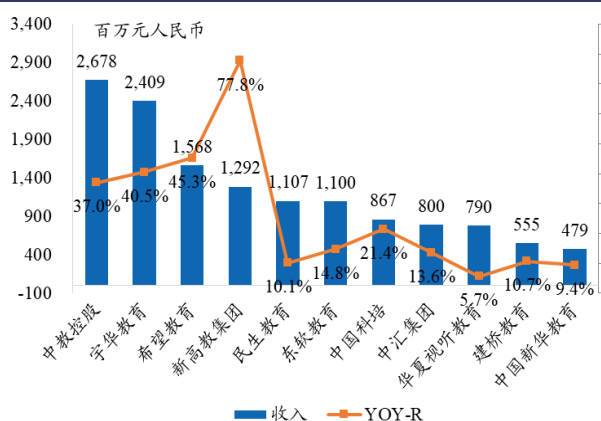
图 4、2021 年以来教育板块重点标的涨幅（截至 2021 年 6 月 11 日）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

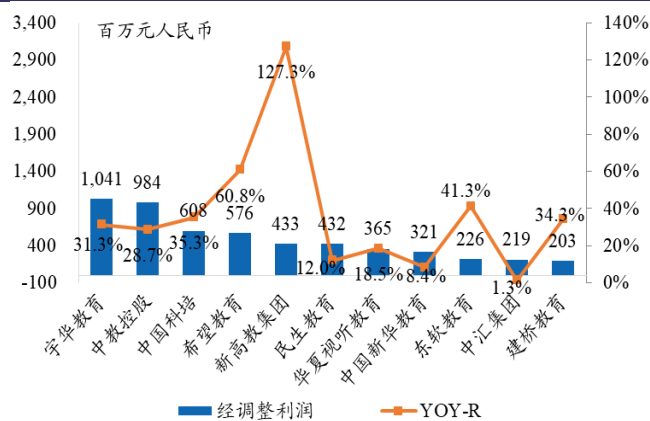
FY20高教业绩兑现，20/21学年在校生数显著提升，展现确定性增长。港股学历教育公司FY20在疫情下仍展现出强增长性，中教控股、宇华教育、希望教育收入增速达4成左右，新高教集团在收购下收入增速近8成，其他多数高教集团收入增速亦达双位数；FY20板块整体利润增速高达36%。

图 5、港股学历教育公司 FY20 收入对比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、港股学历教育公司 FY20 经调整利润对比

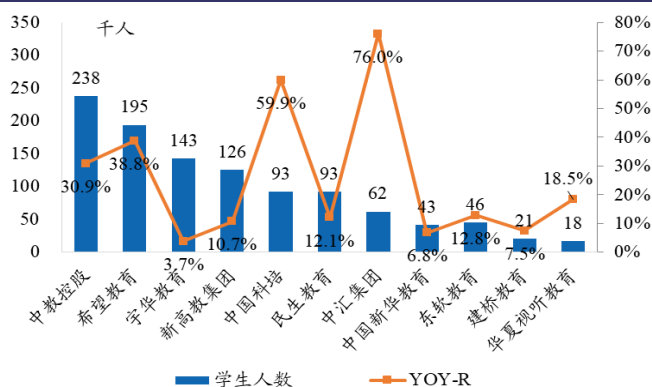


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

高教集团学生人数过往保持着高速增长，依托收购学校与学额内生增长，中国科培、新高教集团、希望教育、中教控股、宇华教育、民生教育在过往四年间学生人数年复合增长达到30%以上。截至20/21学年，中教控股以超过23.8万人的在校学生人数位列学历教育公司第一名，希望教育、宇华教育、新高教集团亦均超过10万在校生。

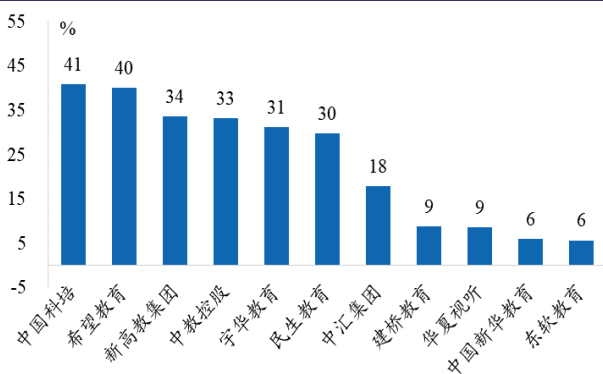
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 7、港股学历教育公司 20/21 学年学生人数对比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、港股学历教育公司过往四年人数 CAGR

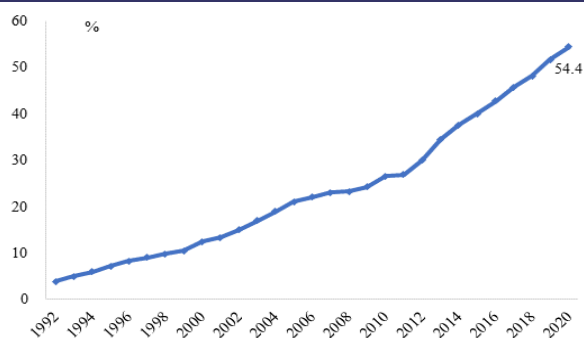


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2、出生人口变化不改高等教育渗透大趋势

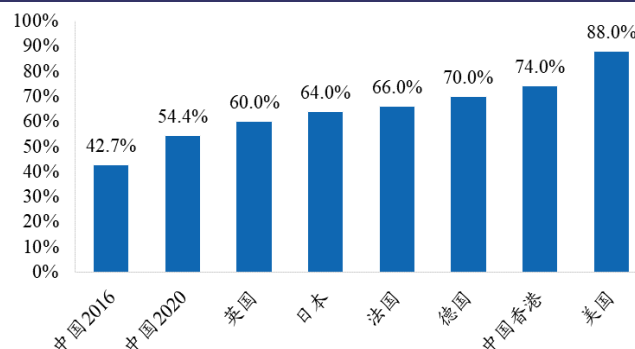
出生人口及高校人数并非线性关系，我国受过高等教育人口比例及高等教育毛入学率仍有提升空间。教育本质是生产性投资，是政府长期以来保就业、促经济、提升劳动力效率及素质、改善地区贫富差异的有力武器。我国高等教育毛入学率呈现逐年提升趋势，自十三五初期的43.7%持续增长至2020年的54.4%，但较发达国家仍有差距且地域存在较大差异。此外，第七次全国人口普查数据显示我国具有大学文化程度的人口为21836万人。按人口比例计算，我国高等教育水平成年人口比例约23.8%，而2017年OECD国家平均水平为36.9%。

图 9、高等教育毛入学率逐年提升



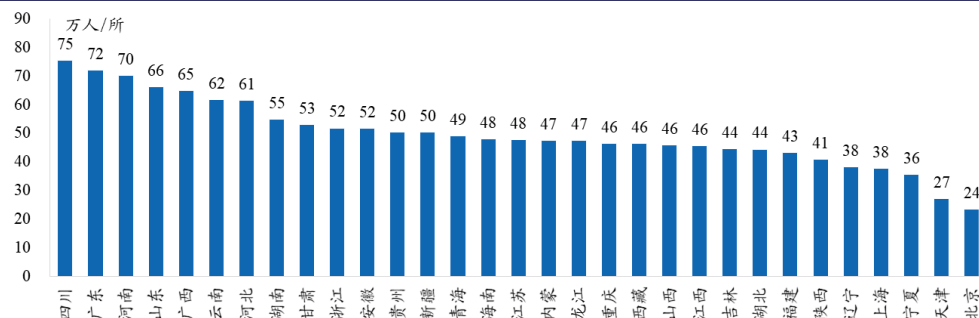
资料来源：教育部，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、2017 年各发达国家高等教育毛入学率便超 6 成



资料来源：世界银行，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、全国各省高等教育学校密度仍有差异

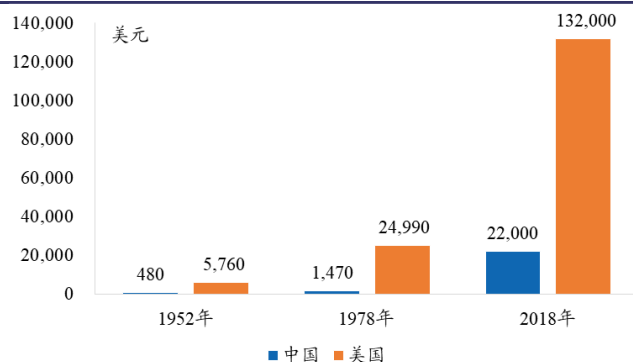


资料来源：教育部，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

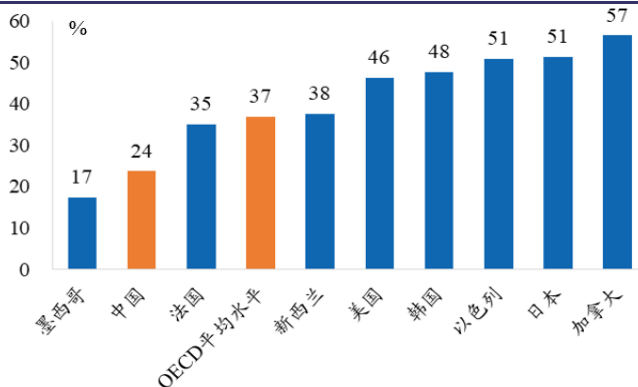


图 12、中美劳动力生产价值差距



资料来源：国家统计局，弗若斯特沙利文，兴业证券经济与金融研究院整理

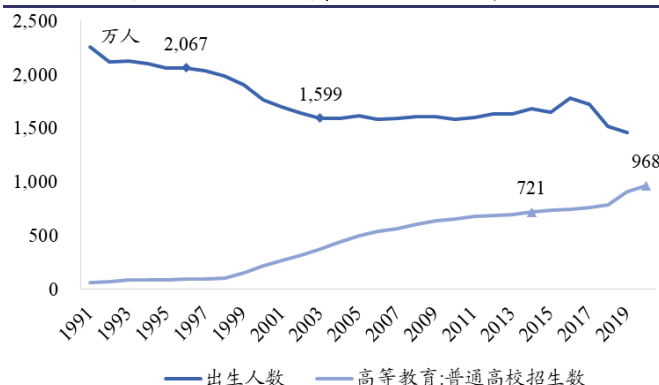
图 13、我国成年人受高等教育比例仍有提升空间



资料来源：OECD，国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理；注：我国数据为 2020 年，OECD 国家为 2017 年

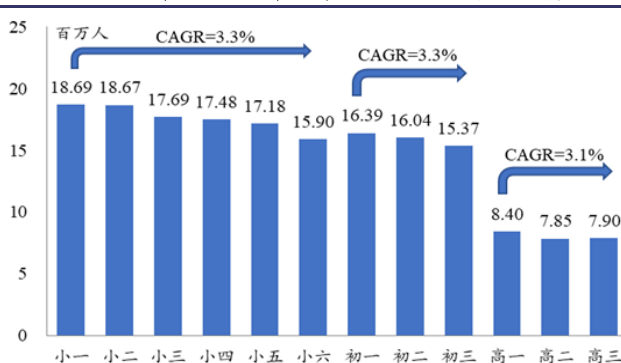
出生人口下降对高教招生影响有限，毛入学率的提升可保障招生规模。我国出生人口持续下降，而高校招生数却持续提升；其中 1996 年至 2003 年出生人口大幅下跌，却并未影响 2014 年至 2021 年期间高教招生人数的提升。考虑到教育为人才发展之本，毛入学率的提升为长期趋势，可缓冲出生人口下降影响。“十四五规划”提出“十四五期间高等教育毛入学率要提升至 60%，2020 年为 54.4%。”结构上看，“十四五”提出推进高等教育分类管理和高等教育综合改革，构建更多元的高等教育体系，我们认为民办高校所承担的职业教育将是我国高等教育毛入学率提升的中坚力量。

图 14、我国出生人口及高校招生人数情况



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

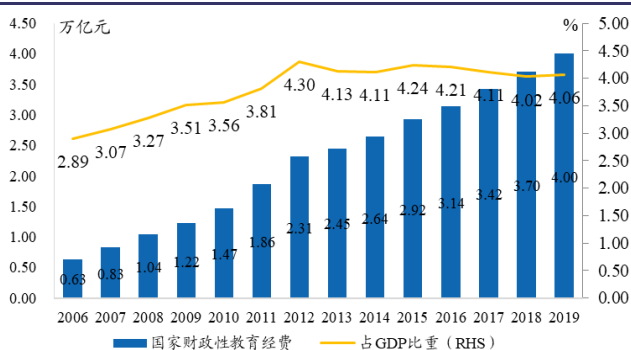
图 15、2019 年全国各年级在校人数及增长趋势



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

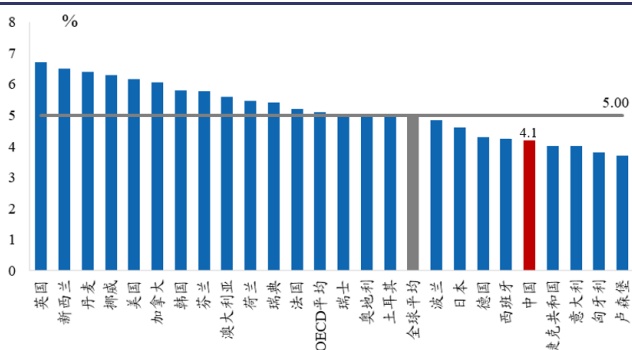
高教仍为稀缺性资源，民办高校地位凸显。我国国家财政教育经费占 GDP 比重低于全球平均水平，且高校数量较发达国家亦有明显差距。截至 2020 年 6 月 30 日，我国普通高等学校 2740 所，而美国 2018 年便拥有 4313 所高等学校，教育资源供给显著领先。公办高教资源紧缺下，民办教育在办学经费几无增长的情况下为我国优质教育资源的供应做出重要贡献。民办高校作为我国专升本、中职等承接主力，直接受益于稳就业、扩学额政策，各高校 20/21 学年专升本学额均录得双位数增长。

图 16、国家财政性教育经费及占 GDP 比重



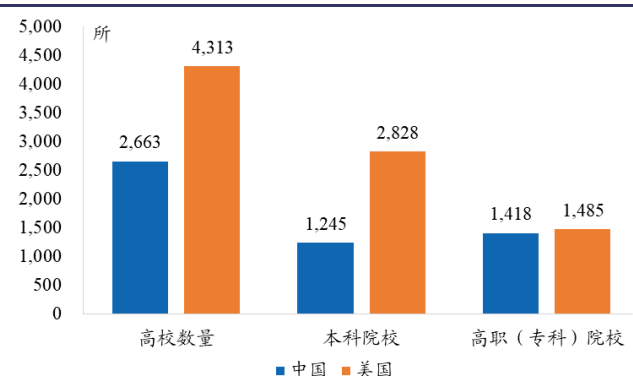
资料来源：教育部，兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、世界各国教育经费占 GDP 比重分布



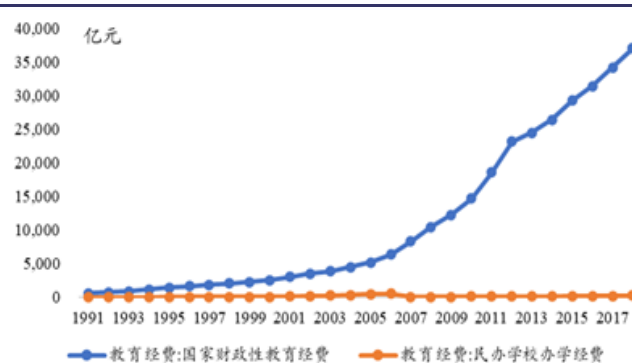
资料来源：OECD，国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、我们高校数量较美国仍有差距



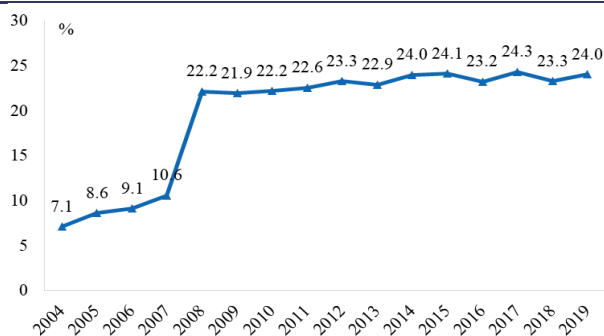
资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理；注：中国数据为 2019 年，美国为 2018 年

图 19、民办学校自主承担办学经费



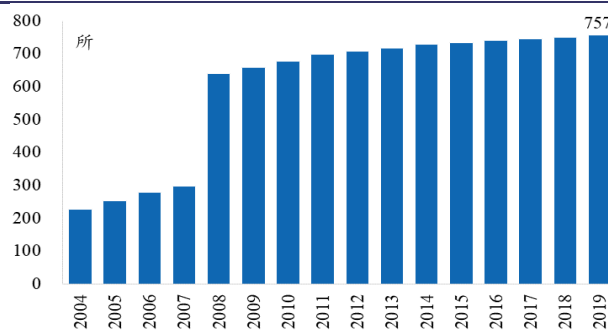
资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、民办高校招生人数占全国高校招生比 24%



资料来源：教育部，兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、民办高校数量达 757 所，占全国高校总数 28.2%



资料来源：教育部，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3、把握确定性行业机会，持续推荐高教职教

#### 3.1、民促法对高教职教政策向好

**民促法实施条例落地，高教职教政策向好。**新版《民促法实施条例》于2021年5月14日正式出台，相较2018年送审稿，此次正式条例对此前市场对高教企业主要担忧的VIE架构、关联交易、集团化办学、资产收购的合规性予以了开放态度，确认并肯定了民办高教企业的发展路径。

- 1、VIE架构：**未对外商举办或实际控制非义务教育阶段的民办学校有所限制，意味着高教公司境外上市的可行性；
- 2、关联交易：**未对非义务教育阶段学校关联交易进行禁止，且无论是营利性还是非营利性的非义务教育民办学校均可三公前提下进行关联交易；
- 3、集团化办学：**去掉集团化办学描述，未对兼并收购、加盟连锁、协议控制营利性 & 非营利性非义务教育民办学校、集团办学旗下学校数量进行限制；
- 4、利好职业教育：**允许实施职业教育的公办学校举办或参与举办实施职业教育的营利性民办学校，鼓励实施职业教育的民办学校。

整体看，政策靴子终落地，扫清了港股高教职教公司面临的潜在政策风险，验证了我们此前“高教职教政策机遇大于风险”的观点。

#### 3.2、高教：业绩确定性成长+政策友好落地，高教迎戴维斯双击

我们强调对高教板块的推荐，主要基于业绩面确定性成长及政策友好落地对估值的提振，高教正迎戴维斯双击。

- 1、业绩确定性成长：**职教发展、扩招、学费制度放宽下，多数高教企业未来三年收入内生增速可超 1 成，叠加大校脱钩、降费增效，利润增速可超 2 成。此外，高教企业多元发展路径清晰，通过职教、线上教育、培新、特色教育及轻资产输出等模式拓展业务边际。
- 2、估值提振：**相较送审稿，此次实施条例对于民办高教给予了更多支持，确认了高教企业资产整合、VIE 模式、集团化发展的可行性。目前高教版块 2021 年平均 PE 为 12.7 倍，考虑到行业增长确定性强+政策向好+现金牛属性，高教版块估值仍有拔升空间，建议持续关注。

#### ● 确定性成长来源之一：龙头公司投后管理具备实力

头部企业投后管理实力得验证，收并购回报可观。外延扩张一直以来为高教企业重要的发展路径，而资本市场亦愿意给并购能力得到验证的头部集团以更高的估值。此次，我们复盘了各高教公司的投后管理情况，通过集团信息化管理、教学课程体系复制、加强高学费专业建设、产教融合、国际课程合作及统筹招生资源

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 11 -

等，被收购院校运营情况均改善显著，头部高教企业的复制能力初显锋芒。

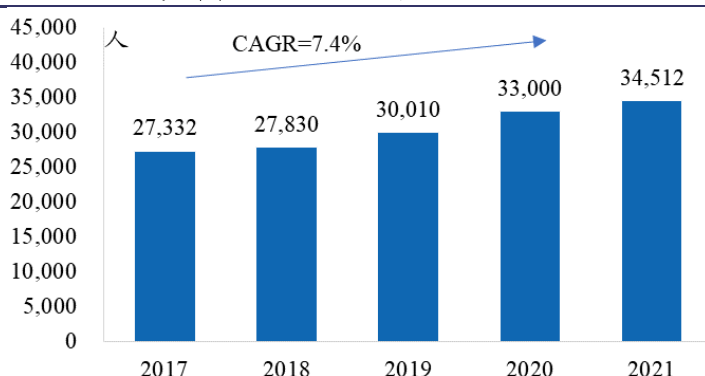
- **宇华教育：湖南涉外：**于 2017 年被收购后净利润由 6.3 千万大幅提升至 3.5 亿元，主要得益于集团打造高质量教学、结合国际课程，大学排名及学费显著提升，营销费用仅收购前 1/5。**山东英才：**于 2019 年被收购后公司加大了海外合作办学如今经调整净利润已翻倍增长。**斯坦福国际大学：**于 2019 年收购时学校仍亏损，而公司管理后，加大了留学生项目合作，调整后净利润已转正至五千万。

表2、宇华教育旗下湖南涉外及山东英才投后管理成效明显

湖南涉外	收购前（2018.1）	收购后（2021）	山东英才	收购前（2019.7）	收购后（2021）
本科学费-元	15000	24000	本科学费-元	16000	19000
专科学费-元	11000	16000	专科学费-元	12000	15000
学生人数-人	27830	34512	学生人数-人	31500	34023
报到率%	89	96	收入-百万	450mn	500mn
营销费用-百万	10mn	2mn	调整后净利-百万	106mn	250mn
净利润-百万	63mn	350mn			
民办大学排名-名	31	6			

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、湖南涉外在校生数稳健增长



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 23、山东英才实训基地



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

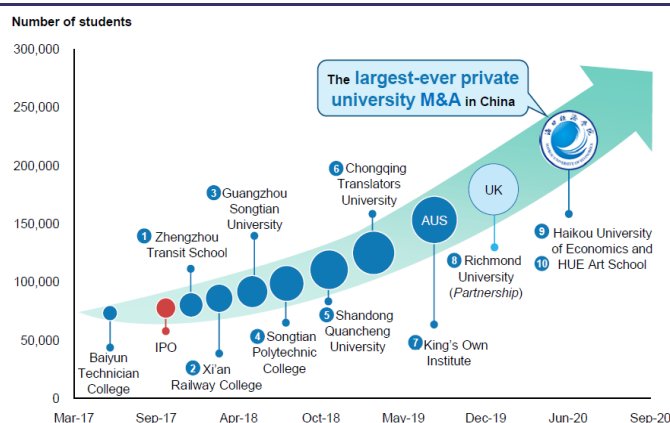
- **中教控股：**公司自 2018 年已收购 10 所学校，成功率 100%。得益于集团优质的品牌形象和教学成果，学校被收购后学额往往能大幅提升。此外，集团在教师培训上已成系统以保障教学质量。此外，集团亦为被收购学校引进如继续教育、国际教育及实习等增值服务，丰富学校收入来源。在采购上亦与，加强运营效率。自收购来，山东/重庆/广州松田/郑州/西安学校净利分别+129%/+1308%/+795%/+1831%/+340%。

**公司济南大学泉城学院已于 2021 年 5 月成功转设：**自公司 2019 年收购以来，学校高考录取分数一直位于山东省独立学院第一名。学校获批准的招生名额大幅增加，2020 年招生计划同比增加约 56%，2021 年专升本招生计划 1700 人，仅专升本招生计划就已超过收购前的普通本科招生计划，较 2020 年进一步增长约 17%、较 2019 年增长约 280%，增量和增速均为山东省独立学院第一。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

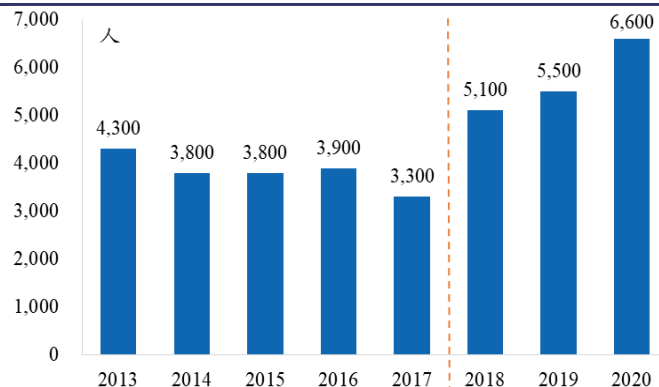
- 12 -

图 24、中教控股发展历史



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

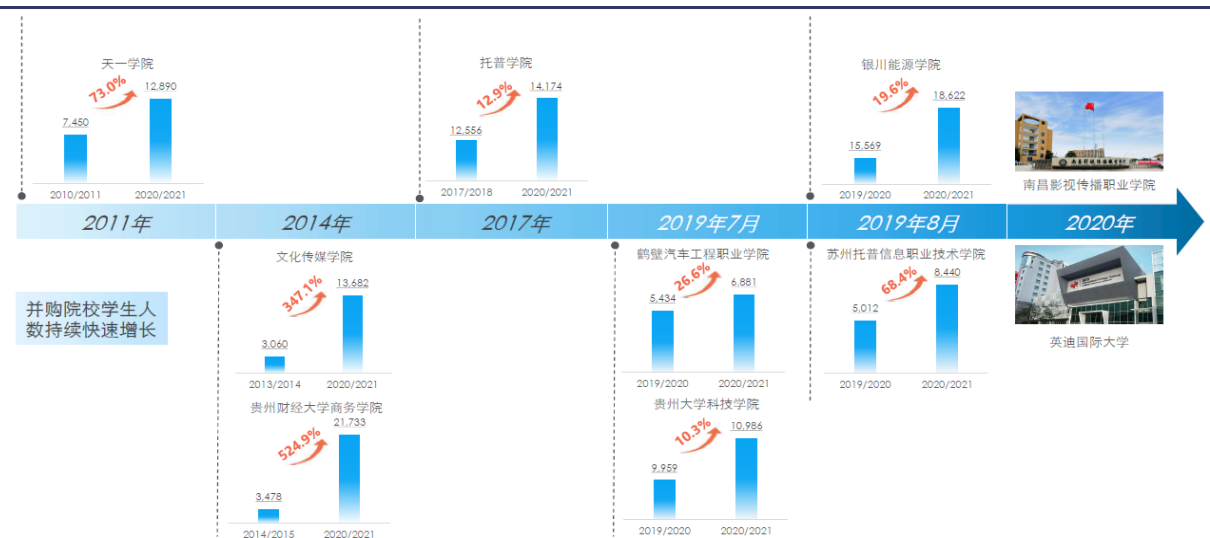
图 25、广州松田学校并购后学额显著增长



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **希望教育：**天一学院、文化传媒学院、贵州财经大学商务学院、托普学院、鹤壁汽车工程职业学院、贵州大学科技学院、银川能源学院和苏州托普信息职业技术学院，20/21 学年人数相较并购前分别增长了 73%、347.1%、524.9%、12.9%、26.6%、10.3%、19.6%和 68.4%。从 2019 年新并购的河南鹤壁、苏州托普、银川能源学院看，并购后首年在收入、招生数及报到率上均显著增长。

图 26、希望教育并购实力得验证



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

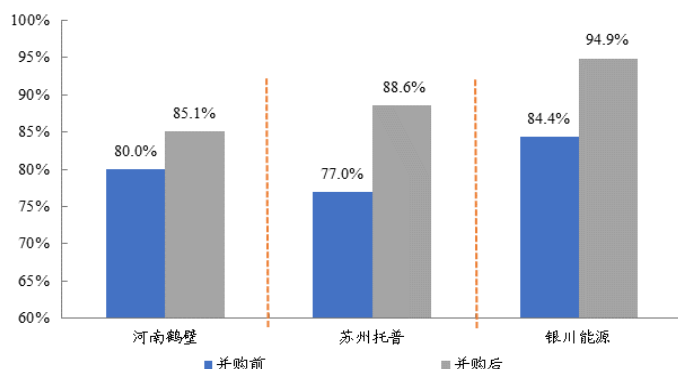
希望教育在高职及本科学院的整合上均有范本。四川文化传媒学院 2014 年收购来，学生数增长 3.5 倍，收入增长 7.6 倍，利润增长 62.6 倍，在校数 CAGR=28.4%，收入 CAGR=126.1%；ROE 由 2014 年的 6.2% 增至 2020 年的 41.6%。贵州财经大学商务学院于 2014 年收购以来，学生数增长 5.2 倍，收入增长 9.5 倍，年利润增长 14.5 倍。在校数 CAGR=35.7%，收入 CAGR=48%；ROE 由 2014 年的 12% 增至 2020 年的 40%，并于 2021 年 5 月成功转设。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 13 -

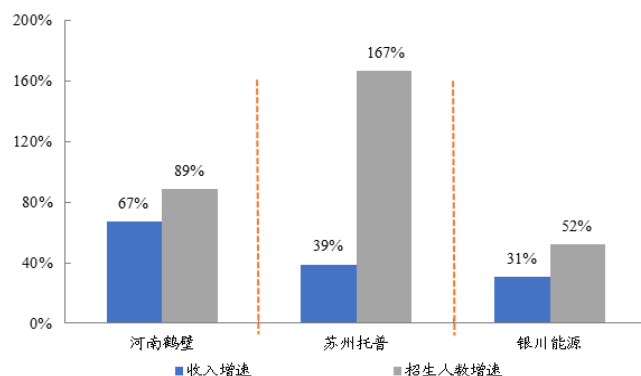


图 27、希望教育新并购院校报到率显著提升



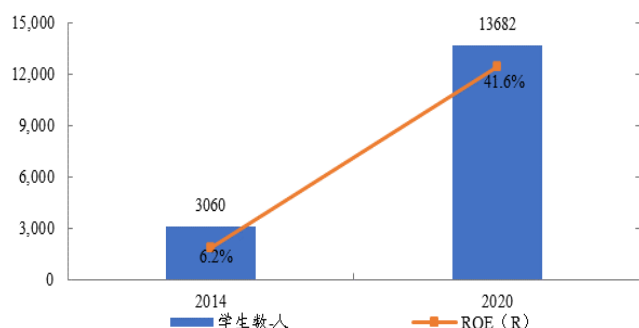
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 28、希望教育新并购院校收入招生数大幅改善



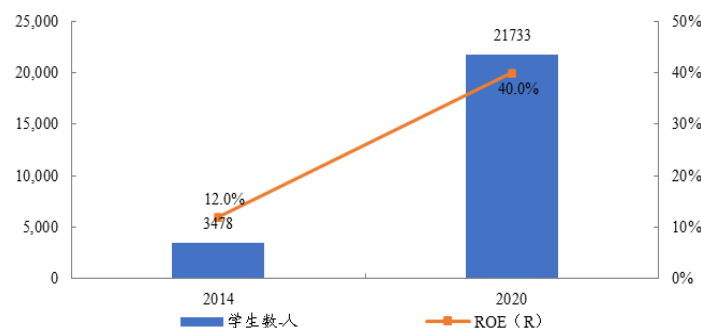
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 29、四川文化传媒职业学院学生数与 ROE 并购前后



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 30、贵州财经大学商务学院学生数与 ROE 并购前后



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **中国科培：**于 2020 年并购哈尔滨学院。**教学督导方面**，加强师资建设、教学质量评估系统、扩大校企合作实习基地和提升招生质量，报到率达 97.4%，为全省民办第一，就业率全省民办前三。**后勤服务方面**，增加实训设备、集团化管理供应商、新增校外成人课程、考证培训等，使其他收入大幅提升、采购及维修费用节省超千万。**信息化方面**，实现智慧校园管理，将财务、人力、采购、学籍系统等集团一体化管理。在校人数由 19/20 学年 9366 人增 14% 至 20/21 学年的 10674 人；使用率由 94.7% 增至 99.4%。

中国科培旗下淮北师范大学信息学院转设后将于 2021 年 9 月招收第一届新生。目前新校区建设已完成，可容纳学生 1 万名。2021 年学校专升本指标达 1500 个，为安徽省第一。公司预计学院 FY24 届学生人数爬坡完成后，可为公司贡献净利润 1.2 亿元。

表3、哈尔滨学校投后盈利能力及净现金显著增加

单位：百万元人民币	FY2020	FY2019	同比增长 (%)
营业收入	172	155	+11.0%
净利润	91	68	+33.8%
净利率	53%	44%	+9pct
EBITDA	109	85	+28.2%
净现金	147	74	+98.6%
在校人数 (人)	10,674	9,366	+14.0%
学校利用率	99.4%	94.7%	+4.7pct

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- **新高教集团：**自 2014 年前瞻性地投资布局了 6 所学校，并形成了一套成体系的集团化运行系统，可将学校建设、团队组建、内部管理等迅速复制到新并购学校，并共享教学资源、品牌宣传、校企合作资源（包括特色“线上线下品牌招生”、“七朵云”就业工作法）等，使得被收购学校财务改善同时亦可取得行业领先的就业率。华中学校及甘肃学校已一次性成功转设。

图 31、新高教集团投后管理情况

	 华中学校 (2016-2020年)	 东北学校 (2016-2020年)	 广西学校 (2017-2020年)	 洛阳学校 (2017-2020年)	 甘肃学校 (2018-2020年)
学生人数	+269%	+3%	+53%	+58%	+13%
新生平均学费	+17%	+56%	+23%	+44%	+23%
收入	+715%	+25%	+76%	+112%	+58%
净利润	+3372%	+103%	+78%	+448%	+91%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 确定性成长来源之二：独立学院顺利转设

独立学院的顺利转设是对上市公司优质投后管理能力的肯定；上市高教集团旗下学院转设进程顺利，有利于盈利能力提升。截至目前，港股主要上市高教企业中，中教控股、新高教集团、中汇集团、华夏视听教育旗下所有独立学院均完成转设。希望教育、民生教育、新华教育分别有 3/1/2 所独立学院转设仍在推进。独立学院转设有利于学校独立灵活办学，促进学费增长，并为高校集团节省大校管理费，提升盈利能力。此外，独立学院转设可丰富行业并购标的，优质资产有望向有资金、有规模、有品牌的头部集团聚拢。

表4、上市公司旗下独立学院转设进展

所属公司	转设前学校名称	转设后学校名称	转设时间/进展	大校分手费	原管理费
中教控股	四川外国语大学南方翻译学院	重庆外语外事学院	2021-1	3300 万元	8% 学费
	广州松田学院（含本科、职院）	广州应用科技学院	2021-1	5000 万元	18% 学费
中汇集团	济南大学泉城学院	烟台科技学院	2021-5	5600 万元	20% 学费
	广东财经大学华商学院	广州华商学院	2020-12	无	15% 学费
华夏视听教育	传媒大学南广学院	南京传媒学院	2020-2	9500 万一次性 +6500 万分期	约 1500 万/年
希望教育	西南交通大学希望学院	贵州黔南经济学院	2021-5	按 10 年周期 支付固定费用	合计 1.7 亿/年
	贵州财经大学商务学院				
	山西医科大学晋祠学院	贵州黔南科技学院	2021-5		
新高教集团	贵州大学科技学院				
	南昌大学共青学院		20Q4 完成评估	预计 2-3 亿	约 3100 万/年
	湖北民族大学科技学院		2021-2	4000 万元	5% 学费
民生教育	兰州理工大学技术工程学院		2021-2	无	N.A
	云南大学滇池学院		2020-9	2.8 亿，分四 期支付	约 4000 万/年
新华教育	重庆工商大学派斯学院		已上报教育部	4500 万	约 1000 万/年
	安徽医科大学临床医学院		已上报教育部	无	20% 学费
中国科培	南京财经大学红山学院		省教育厅考察	无	900 万/年校园 使用费
	淮北师范大学信息学院	淮北理工学院	2021-5	N.A	N.A

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

### ● 确定性成长来源之三：龙头企业具备持续并购整合能力

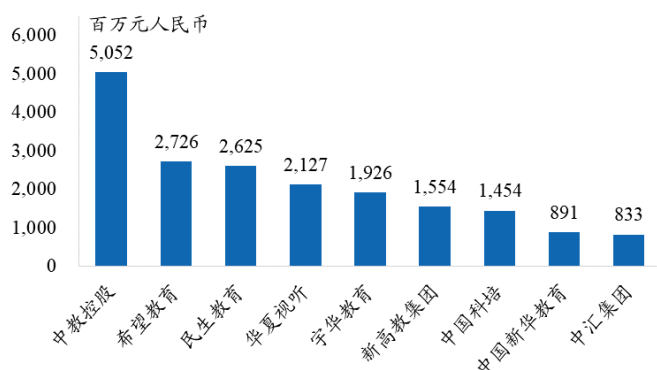
**并购整合仍为行业增长的额外驱动力：**目前行业高等教育行业集中度较低，尚未出现全国性龙头企业，以招生人数计，上市民办高等教育机构共占全国 1 成的市场份额，未来仍有上升空间。由于学校运营需要较大的投入及较强的经营管理能力，经营不善的举办人有出售学院的动机；同时，教育部规定要求公办学校旗下独立学院需要与大校脱钩，公办学校有出售独立学院的动机，这些情况均为高等教育公司带来良好的收购机会。

表5、各高教公司收并购情况

上市公司	收购标的	股权购成本 (亿元)	其他成本 (亿元)	持股比例	学校价值 (亿)	学生数 (人)	土地 (亩)	净利润 (百万)	PE	生均成本 (万)
希望教育	银川能源学院	5.5	9	100%	14.5	15,496	1,471	25.8	21.3	9.4
希望教育	苏州托普学院	3.8	0.3	100%	4	5,500	313	5.9	63.3	7.3
希望教育	马来西亚英迪大学	9.8		100%	9.8	16,557	533	52.6	18.6	5.9
希望教育	鹤壁汽车工程职业学院	0.0	1.6	100%	1.6	4,504	160	2		3.6
希望教育	贵州大学科技学院	0.7		70%	1	9,200	800	15.3	6.5	1.1
希望教育	世纪鼎利	12.9		30%	43.47			-4.77		
希望教育	南昌影视传播职业学院	1.4		80%	1.8	3,000	400			6
中国新华教育	南京财经大学红山学院	6.1	0.36/年+8	100%	14.1	8,400	950	0	n.a.	16.8
中国新华教育	昆明医科大学海源学院	9.2		60%	15.3	18,200	698	124	12.4	8.4
中国科培	哈尔滨石油学院	14.5		100%	14.5	9,366	320	68.4	21.2	15.5
中教控股	四川外国语大学重庆南方翻译学院	10.1	5	100%	15.1	13,238	1,572	72	14	11.4
中教控股	海口经济学院	13.6		60%	37.5	44,000	1,425	44.73	83.8	8.5
民生教育	南昌职业大学	6.5		65%	10	9,500	1,200	15	66.7	10.5
民生教育	安徽文达三所学校	5.0		51%	9.8	11,030	1,098	30.7	32	8.9
宇华教育	湖南涉外经济学院	14.3	4.6	70%	25	29,000	1,700	60.4	33.8	8.6
宇华教育	湖南涉外经济学院	7.2		30%	24	33,000	1,700	300	8	7.3
中教控股	济南大学泉城学院	4.5	2.7	100%	7.2	8,529	1,816	0.4	1125	8.5
宇华教育	山东英才学院	14.9	4.4	90%	21	34,000	1,641	91	18.2	6.2
民生教育	云南大学滇池学院	5.8		51%	11.4	19,200	1,534	74.9	15.2	5.9
宇华教育	泰国斯坦福国际学校	1.9		100%	1.9	4,000	2,000	-26		4.8
中教控股	西安铁道技师学校	5.8		62%	9.3	20,000	1,500	-13.2		4.7
中教控股	郑州轨道交通中专学校	10.9		100%	10.9	23,690	635	79.6	13.7	4.6
中教控股	广东松田学院松田学校	5.4		100%	5.4	12,000	730	74.1	7.3	4.5
中教控股	澳大利亚国王学院	1.3 (澳元)					NA			
民生教育	重庆电信职业学院	1.3		51%	2.5	6,009	500	6.8	36.1	4.1
民生教育	曲阜远东职业学院	0.9		51%	1.8	5,417	400	16.4	11	3.3
民生教育	TCL 教育网	4.2		100%	4.2			23.24	18	
民生教育	都学网络	2.484		60%	4.14			34.5	12	
新高教集团	广西钦州英华三所学校	1.2		51%	2.3	8,434	250	18.4	12.6	2.7
新高教集团	洛阳科技职业学院	1		55%	1.9	18,243	1,400	17	10.9	1
新高教集团	云南工商学院	1		55%	1.8	18,243	1,400	16.8	11	1
新高教集团	河南学校	3.848		45%	8.6	27,008	1,400	62.34	13.7	3.2
新高教集团	广西钦州英华三所学校	1.52		39%	3.9	10,293	250	28	13.7	3.8
新高教集团	云南职业学校			100%						
东软教育	天津睿道									
中汇集团	四川城市职院	7.5		51%	14.7	24,000	1,350	79.7	18.4	6.1
希望教育	南昌大学共青学院	5		100%	5	7,515	636	20	25	6.7
希望教育	内蒙古大学创业学院			100%		8,554	435	35		
希望教育	金肯职业技术学院	0.25		100%		8,188	472	43.98		
希望教育	西那瓦国际大学			100%		1,000	720	0.83		
新高教集团	郑州城市职业学校	6.7		100%	6.7	12,218	440	23	29.3	5.5
中国科培	淮北理工学院	3.37		100%			507			

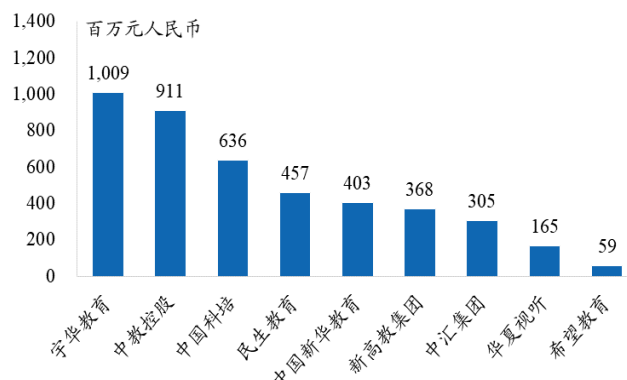
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 32、民办高教公司最新财报现金及等价物



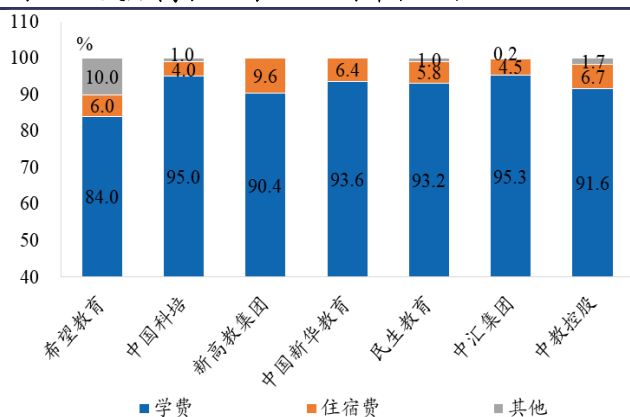
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 33、民办高教公司 2020 财年经营性现金流

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理；  
注：希望教育、新高教财报调整数据仅 8 个月

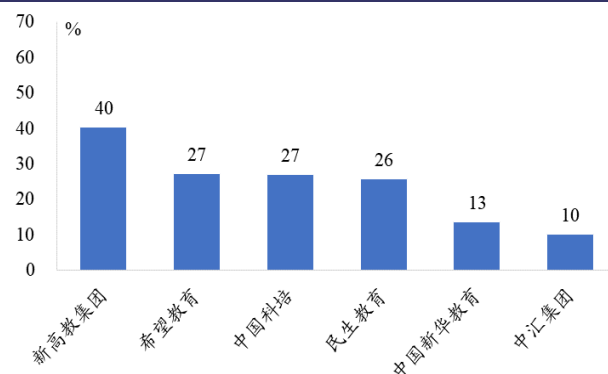
**各高教收入结构相似，仍以学费收入为主：**2020 财年各民办高教公司普遍学费收入占比超过 90%，希望教育其他类业务为职业教育培训收入。从过去四年学费收入增速看，新高教集团 2016-2020CAGR 领先行业达到 40%、民生教育、希望教育、中国科培过往学费收入 CAGR 均超过 25%，保持高速增长。

图 34、民办高教公司 2020 财年收入占比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 35、民办高教公司 FY16-FY20 学费收入 CAGR



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 确定性成长来源之四：多元化发展路径

**高教公司持续拓宽业务边际，把握职业培训、线上业务及教育资源输出等多机遇。**近年来，学费及学额稳步增长+外延并购为各高教公司注入了强劲的增长动力。而随着高教集团逐步成熟，其管理体系、品牌师资及资金实力亦为其业务的进一步拓展提供了背书。

**高教公司发展模式及业务边际日益丰富化：**  
**1、在线教育及职业培训：**在国家大力推动技术职业培训的背景下，各高教公司加大了对职业培训业务布局，包括民生教育托管民世在线、收购奥鹏教育及都学网络、东软教育收购天津睿道、新高教加大校内培训等；  
**2、轻资产输出：**高教公司凭借其成体系的运营系统及品牌背书，与第三方学校进行二级学院共建、教育资源输出、师资培训等轻资产业务，包括东软的教育资源与数字工厂业务、新希望收购鼎立学院等；  
**3、其他特色办学：**如华夏视听少儿艺术培训等。新业务模式往往受政策影响较小、易于复

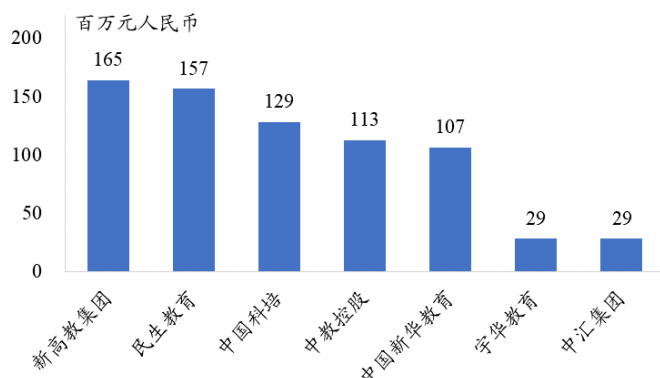
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



制扩张，有望为现有学校模式提供增量收入。

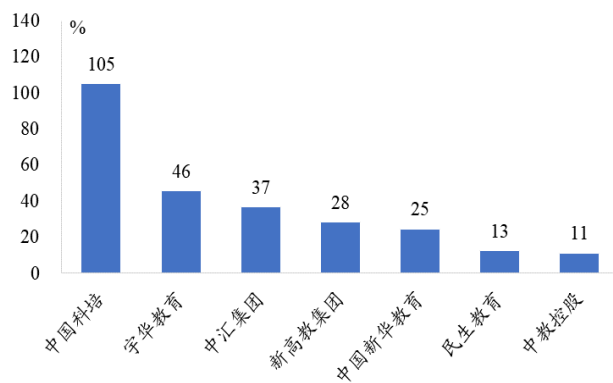
**其他收入来源多样，增速亮眼：**民办高教公司其他类收入包括服务收入、政府补贴、培训收入、租金收入等，2020 财年希望教育、新高教集团、民生教育、新华教育及中教控股其他收入均过亿，其中中国科培依靠培训收入实现 2016-2020CAGR 领先行业。预计随着高教公司业务边界的拓展，除学费及住宿费外的其他收入有望维持高速增长。

图 36、民办高教公司 2020 财年其他收入



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 37、民办高教公司 2016-2020 财年其他收入 CAGR



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.3、职教持续受政策支持，招生恢复扩张持续

**2020 年职业技能培训及专升本扩招超额完成，预计 2021 年扩招力度将进一步加大。**2020 年两会提出 2020-2021 两年职业技能培训 3500 万人及高职院校扩招 200 万人目标。此外，2020 年专升本扩招 32.2 万人，并推进第二学士学位扩招。

**高职扩招：**2019 年高职院校目标扩招 100 万人实际扩招 116 万人，2020 年高职院校实际扩招 157.44 万人。考虑到高教为劳动力蓄水池、国家鼓励职业教育发展，预计 2021 年高职扩招将进一步提升。从 2019-2020 年扩招实际影响上市公司高职学生人数来看，扩招政策具有直接正面效果。

**职业培训：**2019 年目标职业技能培训 1500 万人次及实际培训 1877.1 万人次。2020 年政府工作报告确定 20-21 年目标 3500 万人次，其中 2020 年不少于 1700 万人次，实际开展补贴性培训 2700 万人。教育部 3 年 5000 万培训人次目标将在 1000 亿元失业保险金支持下稳步实现。

**职业培训招生稳步恢复：**截止 3 月下旬，中国东方教育整体新招生人数增长 15%，其中万通汽车增长超过 40%，欧米奇西点西餐增长超过 50%，新东方及新华电脑增速在 5% 左右。年初疫情的持续对成都、郑州、北京、石家庄、哈尔滨等区域造成影响，由于复课政策的严格执行，在 3 月 1 日前不允许返校招生，招生节奏的拉长，会带动二季度新招生人数持续增长。

**技能培训认证与学历业务稳步开展：**中国东方教育旗下新东方是今年取得了人社

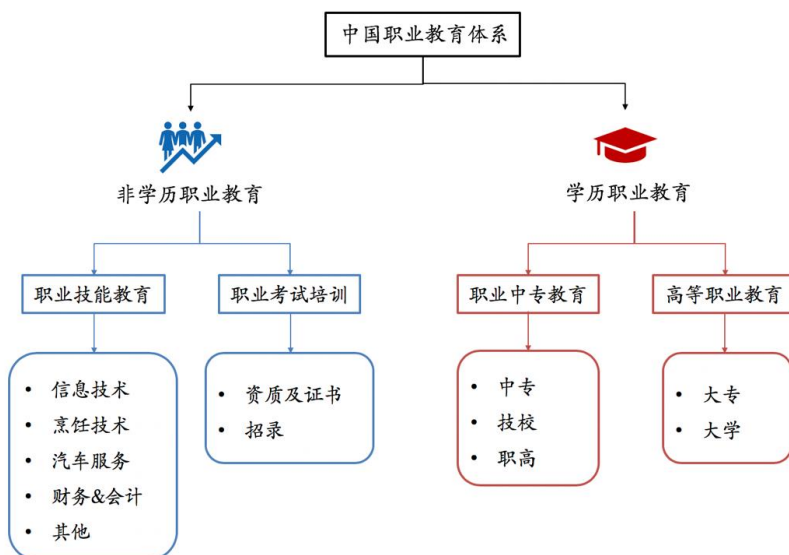
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 18 -



部第一批社会力量办学的第三方认证机构，今年 3 月份颁发了第一本认证证书，有 3 个专业可以从初级认证到高级。安徽新东方、贵阳新东方已升格为高级技工学校，将有资格开设 5 年制专业，集团 2021 年还将增加 3 所中职与技工院校，累计牌照将达到 39 所。公司实现区域中心建设突破，山东执教产业园、四川执教产业园顺利落地，预计山东执教产业园 2021 年底一期投入使用。

图 38、中国职业教育体系划分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**三大主品牌的学历职业教育布局已较为充分：**公司通过旗下 26 所中等职业教育学校及 28 个函授点，实现了在新东方烹饪所在 57% 的省份，新华电脑 50% 的省份，万通汽修 70% 的省份提供中专、技工或函授教育。虽然公司旗下 168 所学校中仅有 26 所为学历职业教育学校，但在面向 15-18 岁学生的三大主要培训品牌新东方烹饪、新华电脑、万通汽修的学历职业教育资源布局已经较为充分。

表6、公司旗下学校分布表（单位：间）

省份	新东方	欧米奇	新华电脑	华信智原	万通汽车	美味学院
北京	18 北京	2 北京	1 北京	10 北京	3 北京	1 北京
天津	4 天津	1 天津	1 天津	1 天津		1 天津
河北	4 <b>石家庄</b>	2 石家庄	1 石家庄	1 石家庄		
内蒙古	4 <b>呼和浩特</b>	2 呼和浩特	1 呼和浩特		<b>呼和浩特</b> 1	
上海	3 <b>上海</b>	2 上海	1 上海			
江苏	11 苏州、徐州、 <b>南京</b>	5 南京、苏州	2 南京	1 南京	2 南京	1 南京
浙江	5 杭州、宁波	1 杭州	1 义乌	1 杭州	1 杭州	1 杭州
广东	7 <b>广州</b> 、深圳、珠海	2 广州	1 广州	1 广州	1 广州	2 广州、深圳
江西	6 <b>南昌</b>	1 南昌	1 <b>南昌</b>	1 南昌	2 南昌	
海南	2 <b>海口</b>	2 海口				
湖南	5 长沙	1 长沙	1 长沙	1 长沙	1 长沙	
福建	5 厦门、 <b>福州</b>	3 厦门	1 厦门	1 福州		1 厦门
香港	1 香港	1 香港				
四川	8 <b>成都</b> 、南充	2 成都	1 <b>成都</b>	2 成都	1 成都	2 成都
重庆	6 重庆	1 重庆	1 重庆	2 重庆	1 重庆	1 重庆
贵州	10 <b>贵阳</b>	3 贵阳	1 <b>贵阳</b>	3 贵阳	1 <b>贵阳</b>	1 贵阳
云南	7 <b>昆明</b>	2 昆明	1 <b>昆明</b>	2 昆明	1 昆明	1 昆明
陕西	5 <b>西安</b>	1 西安	1 西安	1 西安	1 <b>西安</b>	1 西安
甘肃	7 <b>兰州</b>	2 兰州	1 <b>兰州</b>	1 兰州	1 <b>兰州</b>	1 兰州
青海	1 西宁	1 西宁				
宁夏	1 银川	1 银川				
新疆	3 乌鲁木齐	1 乌鲁木齐	<b>乌鲁木齐</b> 1		乌鲁木齐 1	
黑龙江	2 哈尔滨	1 哈尔滨	1 哈尔滨			
吉林	4 <b>长春</b>	2 长春			1 长春	1 长春
辽宁	5 沈阳、大连	2 <b>沈阳</b>	1 沈阳、大连	0 沈阳	1 沈阳	1 沈阳
山东	7 青岛、 <b>济南</b>	2 济南	1 济南	1 济南	1 青岛、济南	2 青岛、济南
安徽	8 <b>合肥</b>	2 合肥	1 <b>合肥</b>	2 合肥	2 合肥	1 合肥
山西	4 太原	1 太原	1 太原	1 太原	1 <b>太原</b>	1 太原
河南	6 <b>郑州</b>	1 郑州	1 <b>郑州</b>	2 郑州	1 <b>郑州</b>	1 郑州
湖北	6 武汉	1 武汉	1 <b>武汉</b>	1 武汉	1 <b>武汉</b>	1 武汉
合计	165	51	24	24	21	18

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

注：加粗字体为**技工学校**，加粗斜体为**中专学校**，加粗划线为与**高等教育机构合作提供函授课程**的学校

#### 4、K-12 政策复盘—教培整顿持续，K9 学历风险较高

**K-12 教培整顿持续：**自 3 月份以来，两会多位代表提议加强校外培训监管，3 月 6 日习总书记在全国政协医药卫生界教育界联组会上回应教育领域热点问题，提出“家长们一方面都希望孩子身心健康，有个幸福的童年；另一方面也唯恐孩子输在分数竞争的起跑线上。这些问题都属于社会性问题，不是教育部门单独可以解决的，需要社会各方面、各有关部门共同努力研究解决”。3 月初，北京朝阳区、昌平区相继发出继续停课整顿的通知。5 月 7 日，北京市委书记蔡奇围绕“双减”分别与中小学校长、校外培训机构代表座谈。5 月 17 日，山西省教育厅制定出台《促进中小学生身心健康成长十项举措》，停止审批面向中小学生的学科类校外培训机构。5 月 21 日下午习总书记主持召开中央全面深化改革委员会第十九次会议，审议通过了《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》。

**目标一致，校内校外共同减负：**《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》的提出是基于义务教育最突出的问题之一是中小学生负担太重，短视化、功利化问题没有根本解决。特别是校外培训机构无序发展，“校内减负、校外增负”现象突出。减轻学生负担，根本之策在于全面提高学校教学质量，做到应教尽教，强化学校教育的主阵地作用。要深化教育教学改革，提升课堂教学质量，优化教学方式，全面压减作业总量，降低考试压力。要鼓励支持学校开展各种课后育人活动，满足学生的多样化需求。要加强教师队伍建设，优化教师资源配置，提高教育教学水平，依法保障教师权益和待遇。

**严禁随意资本化运作，完善相关法律仍在进行时：**5 月 21 日会议中指出要全面规范管理校外培训机构，坚持从严治理，对存在不符合资质、管理混乱、借机敛财、虚假宣传、与学校勾连牟利等问题的机构，要严肃查处。要明确培训机构收费标准，加强预收费监管，严禁随意资本化运作，不能让良心的行业变成逐利的产业。要完善相关法律，依法管理校外培训机构。各级党委和政府要强化主体责任，做实做细落实方案，科学组织、务求实效，依法规范教学培训秩序，加强权益保护，确保改革稳妥实施。

**民促法对 K-9 学历教育新增多项禁止：**对外商投资企业以及外方为实际控制人的社会组织举办、参与举办或实际控制义务教育阶段学校持续禁止；对地方政府利用国有企业、公办教育资源举办实施义务教育民办学校新增禁止；对任何社会组织及个人兼并收购、协议控制等方式控制 K-9 阶段学校明确禁止；对义务教育阶段学校使用境外教材明确禁止；对义务教育阶段民办学校跨区招生新增禁止；对义务教育阶段民办学校提前招生明确禁止；对义务教育阶段民办学校的关联交易新增禁止。整体而言对存续的 K-9 学历教育公司投资在后续合并报表、地方政府轻资产输出、兼并收购、跨区招收优秀生源等主要方面存在显著风险。建议规避该板块。

## 5、投资标的推荐：精选低估优质公司

### 5.1、宇华教育(06169.HK)：重运营，高效率

**维持“买入”评级：**宇华教育继续保持稳健扎实的业绩，各学校运营精益求精，经营效率持续提升，内生增长高。我们预计公司 FY2021/2022 调整后归母净利润分别为 13.2 和 14.8 亿元，分别同比增长 27.2% 和 11.8%。公司目前股价对应估值处于较低水平。若后续有并购落地，估值有提升空间。

**2021 财年中中期业绩符合预期：**公司 2021 财年中中期营业收入 13.65 亿元人民币（下同），同比增长 8.3%，其中大学、小初高、幼儿园的各自的营收占比为 74%、24% 和 2%；毛利为 8.55 亿元，同比增长 16.7%；归母核心净利润为 6.91 亿元，同比增长 39.7%，业绩符合预期。公司中期每股派息 12.3 港仙，同比增长 50%，派息率达到核心净利润的 50%。

**重运营，高效率：**公司利润率继续改善，毛利率由去年同期的 53.5% 提升至 54.5%；调整后净利率由 39.3 提升至 50.6%，公司进一步收购两所学校的少数股东权益后增厚了净利润。公司在学校运营上精雕细琢，效率不断提升，拥有质地优质的三所民办本科学校。泰国斯坦福国际大学改善明显，博士学位获得中国教育部认证，成为学校新的增长点。

**在校学生人数再创新高：**截止 2021 财年中中期，公司共持有 27 所学校，其中 4 所大学，5 所高中，7 所初中，6 所小学和 5 所幼儿园。截止目前，公司三所高校的学生人数分别达到约 38000 人、34500 人和 34000 人，总在校人数超过 14 万人。受到扩招政策支持，公司 2021/2022 学年山东英才及湖南涉外专升本招生计划分别达到 1600 名和 2400 名，分别提升 78% 和 20%；郑州工商学院学费达到河南上限，未来政策有望放松，业绩内生增长弹性大。

表7、宇华教育盈利预测

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,409	2,697	2,888	3,128
同比增长(%)	40.5	11.9	7.1	8.3
调整后归母净利润(百万元)	1,041	1,323	1,479	1,651
同比增长(%)	31.3	27.2	11.8	11.7
毛利率(%)	61.0	61.2	61.4	61.7
净利率(%)	43.2	49.1	51.2	52.8
净资产收益率(%)	7.9	27.6	26.9	26.2
调整后 EPS(元)	0.31	0.40	0.45	0.50
每股股息(港仙)	17.4	22.4	25.0	28.0

数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院，注：财年截止日为 8 月 31 日

## 5.2、中国东方教育(00667.HK): 打开学历天花板, 长期稳健增长

**维持“买入”评级, 增量市场成为增长驱动力:** 2020 财年公司收入利润下滑幅度符合预期, 而在短期波动背后公司培育新业务能力逐步提升, 收入结构向新业务倾斜将维持公司增长动能。增量市场成为刺激集团今年增长的基础之一, 预计新增 1 万人以上。未来在拿地困难地区例如上海, 不排除通过并购的方式实现新校区开设。在后续无第二次全国性疫情的假设下, 我们调整盈利预测, 预计 2021-2023 年公司营业收入将分别达到 57.6、66.7 及 77.5 亿元人民币, 同比增长 57.7%、15.8%、16.3%, 核心净利润将分别为 12.0、13.9 及 16.3 亿元, 同比增长 139.4%、16.3% 及 17.0%。维持“买入”评级。

**七月份以来招生人数高速增长, 全年毛利率仍受影响:** 截止 2020 年 12 月 31 日, 公司学校总数 206 所, 新增加 29 所, 未来预计将以每年 20 所左右的速度扩张。受到疫情影响, 2020 财年营业收入为 36.49 亿元, 同比下降 6.6%, 新招生人数为 14.55 万人, 同比下降 4.7%, 平均培训人数为 13.33 万人, 同比下降 1.7%。2020 年毛利率下降主要原因为: 收入端因疫情影响招生进度致收入减少, 成本端固定成本如工资并无按比例减少。

**技能培训认证与学历业务稳步开展:** 两会期间, 政府工作报告指出未来两年给予 3500 万人次技能培训。安徽新东方、贵阳新东方已升格为高级技工学校, 将有资格开设 5 年制专业, 集团 2021 年还将增加 3 所中职与技工院校, 累计牌照将达到 39 所。公司实现区域中心建设突破, 山东执教产业园、四川执教产业园顺利落地。

**短期波动影响有限, 2021 春季招生已逐步恢复:** 万通汽车实现双轮驱动效应, 2017-2018 年开设的 12 所新校经过 2-3 年的爬坡期现进入贡献招生能力阶段; 欧米奇新院校成长迅速, 长沙学校即将投入运营。面对 2021 年的后疫情时代, 集团预计 2021 年将组建 28 个小组负责筹备新院校, 预计长期仍将维持收入 CAGR10%-15%, 经调整净利润 CAGR15%-20% 的增长。

表8、中国东方教育盈利预测

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,649	5,756	6,668	7,752
同比增长(%)	(6.6)	57.7	15.8	16.3
核心净利润(百万元)	500	1,197	1,392	1,629
同比增长(%)	(44.4)	139.4	16.3	17.0
毛利率(%)	54.0	55.6	55.8	56.2
核心净利润率(%)	13.7	20.8	20.9	21.0
净资产收益率(%)	4.2	18.5	18.9	19.3
每股核心收益(元)	0.23	0.55	0.64	0.74
每股股息(港仙)	25.0	18.2	21.2	24.8

数据来源: 公司财报、兴业证券经济与金融研究院



### 5.3、中教控股(00839.HK): 内生增长+外延扩张顺利, 龙头地位稳固

**维持“审慎增持”评级:** 21H1 公司业绩超预期, 海口经济学院整合有效, 集团化经营效率稳步提升。公司期内两所独立学院已完成转设, 进一步打开利润率提升空间。集团计划于大湾区进一步发展, 包括进行并购及扩建校园。在不考虑潜在并购下, 我们预计公司 2021-2023 收入达 37.4/43.0/49.1 亿元; 经调整归母净利润达 14.6/17.2/20.3 亿元, 同比增长 48%/18.1%/18.2%。维持“审慎增持”评级。

**21H1 业绩超预期, 高等教育占比提升:** 受益于内生增长及海口学校并表, 集团 21H1 录得收入 18.2 亿元, yoy+38.6%, 表现亮眼。从结构看, 高等教育收入 13.5 亿元, yoy+54.8%; 职业教育收入 3.59 亿元, yoy-4.4%; 即使疫情下, 国际教育收入增至 1.15 亿元, yoy+69.4%。高等教育、职业教育、国际教育分别占公司营收 74%/20%/6%。公司期内派息率维持五成。

**净利率经营效率继续提升:** 21H1 毛利率 59.1%, yoy+1.5pct, 以相同学校基准看, 公司基准毛利率同比+3.5pct 至 61.1%。公司期内控本增效、收购协同效益凸显, 期内销售费用率/行政费用率为 4.7%/11.4%, 分别同比+0.1pct/-2.2pct。公司期内净利润/归母净利润达 8.5 亿元/8.3 亿元, yoy+57.5%/+67.1%; 经调整归母净利润达 7.4 亿元, 同比+50.2%, 经调整归母净利率同比+3.2pct 至 40.5%。21H1 公司净利率达到 46.7%, 同比+5.6pct。广州和重庆的独立学院顺利完成转设, 或进一步提振公司利润水平。

**学生数量稳步增长, 现金储备充足:** 截至 21H1 公司学生人数达到 250,339 人, 同比+37.7%, 学校数量 13 所, 同比新增 3 所。其中高等教育分部 18.3 万人, 同比增长 64.1%, 职业教育分部 6.4 万人, 同比减少 6.1%, 国际教育分部 3244 人, 同期增涨 44.9%。现金及等价物及结构性存款、货币市场基金共计 50.52 亿元, 银行及其他借款及可转换债券共计 71.5 亿元。

表9、中教控股盈利预测

会计年度	FY2020A	FY2021E	FY2022E	FY2023E
营业收入(百万元)	2,678	3,737	4,302	4,912
同比增长(%)	37.0	39.5	15.1	14.2
经调整归母净利润(百万元)	984	1,456	1,719	2,032
同比增长(%)	28.7	48.0	18.1	18.2
毛利率(%)	59.8	59.2	59.5	59.8
经调整净利率(%)	39.6	39.3	40.3	41.7
净资产收益率(%)	7.1	14.9	16.0	17.2
调整后 EPS(元)	0.53	0.73	0.86	1.01
每股股息(元)	0.27	0.32	0.38	0.45

数据来源: 公司公告、兴业证券经济与金融研究院, 注: 财年截止日为 8 月 31 日

#### 5.4、中国科培(01890.HK): 并购整合能力强, 哈尔滨及淮北学校落地

**内生增长强劲+优质投后管理+政策风险有限, 维持“买入”评级:** FY20 业绩亮眼, 2020 年 3 月哈尔滨学校实现利润并表, 随着举办者成功变更, 21Q2 开始哈尔滨学校收入将实现并表; 淮北学校亦已落地, 将于 FY21 开始逐步爬坡。我们看好集团投后管理能力及内生的快速成长。此外, 高教版块政策风险相对较小。预计公司 2021-2023 年收入 12.8/15.8/18.45 亿元, 净利润 7.5/9.46/11.4 亿。

**FY20 收入+21.4%, 2020 学年本科人数+63.7%:** 2020 年公司录得收入 8.67 亿元, 同比+21.4%。学费仍为公司主要收入来源, 占公司总收入 95%, 达 8.24 亿元, 同比+25.7%。期内公司本科学费同比+28.4%, 主要受广东理科本科在校生提升 22.8%所推动; 若加上哈尔滨学校的贡献, 公司本科人数同比大增 63.7%至 3.9 万人。此外, 公司期内成人教育、中等职业教育学费分别同比增长 48.8%及 53.6%, 主要得益于人数增长。

**毛利率稳健, 销售费用率下行:** 2020 年公司录得毛利润 6.06 亿元。受益于学生结构优化及平均学费上升, 公司毛利率达 69.9%, 同比+2.4pct。公司在销售费用率方面有较为明显改善, 尽管疫情下公司期内退回住宿费六百万元及开学延后致使九百万的收入递延, 公司期内销售费用率同比下降 0.8pct 至 2.6%, 管理费用率 12.9%, 同比上升 2.1pct, 财务费用率达 1.0%同比上升 0.7pct, 原因为股份激励费用以及并购相关开支增加。

**收购整合能力强劲, 已完成收购哈尔滨学院 100%举办者权益, FY21 收入并表。**哈尔滨学院 20Q2 开始已实现净利润并表。在公司的管理下, FY20 哈尔滨学院提效明显, 在校学生数+14%, 营收+11%, 净利润+33%, 净利率+900bps, 已为公司贡献了服务管理收入 0.91 亿元, 体现了公司强劲的整合能力。公司于 2021 年 3 月 31 日已完成该校的举办者变更, 此后哈尔滨学院收入将并表, 有望为集团 FY21 收入带来弹性。

**现金及等价物充足, 继续扩容支持内生增长, 淮北学校落地。**2020 现金及等价物达到 12.94 亿元, 财务状况良好。广东理工学院新鼎湖校区第三期建设已于 2020 年上半年完成, 可容纳人数增加 2,800 人。高要校区宿舍可容纳人数增加约 2,400 名学生, 预计于 2021 年下半年竣工。此外, 公司于 2021 年 3 月实现淮北理工 100%控股, 学校预计于 2021 年 9 月前完成转设并招收第一届学生, 预计 FY21 学生数可达 2300 人, 可为公司贡献超两千万的收入。

表10、中国科培盈利预测

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	867	1,280	1,580	1,845
同比增长(%)	21.4	47.5	23.5	16.8
净利润(百万元)	565	752	946	1,140
同比增长(%)	23.8	33.1	25.8	20.5
净利率(%)	65.1	58.7	59.9	61.8
净资产收益率(%)	17.8	20.7	22.6	23.4
每股收益(元)	0.28	0.38	0.47	0.57
每股股息(元)	0.09	0.15	0.19	0.23

数据来源: 公司公告、兴业证券经济与金融研究院

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 25 -

### 5.5、新高教集团(02001.HK): 两所学校成功转设, 多元业务顺利开花

**维持“审慎增持”，目标价 8.5 港元：**华中及甘肃学校转设有利于提振公司运营自主权及盈利能力。公司已完成郑州学校并购及甘肃学校并表，亦积极推动大湾区与成渝地区项目建设，可保障公司行业领先的增速水平。不考虑待并表的郑州及自建项目，我们预计 2021-2023 年收入为 15.8/19.46/22.88 亿元，归母净利达 5.86/7.54/9.37 亿元。维持“审慎增持”评级。

**主营业务收入+29.8%，多元化业务促使其他收入大增 65.5%。**公司调整财年结算日至 8 月 31 日。得益于内生增长，公司 21H1 收入达 7.9 亿元，同比+29.8%；毛利率同比-3.3pct 至 45.4%，主要为公司加大了学校质量建设及教学投入。若加回华中学校转设费影响，公司经调整归母净利达 3.35 亿，同比+64.7%，经调整归母净利率同比+9pct，表现亮眼。公司其他收入达 1.4 亿，同比+65.5%，包括考培业务大增 92.9%，租金及餐饮收入同比+65.3%/+38.2%，体现集团业务多元发展。

**生均学费水平提升空间大，平均就业率高达 98%。**2020/2021 学年公司旗下在校学生人数达到 12.6 万人，平均学费较同业偏低，预计 2021/2022 学年平均学费可提升 10%以上。甘肃学校近期获批专升本招生计划 2000 个，同比翻倍增长。此外，公司通过校企合作、建立就业创新中心、“校政行企”等促进高质量就业，2020 年集团平均就业率升至 98%，较行业水平高出 8pct，体现了公司旗下学校之高质量、高竞争力。

**“一并一建”目标稳步推进，优化成本结构提高核心竞争力。**公司 21H1 销售费用率/行政费用率/融资费用率分别-0.2pct/-0.8pct/-0.4pct，办学效率提升。甘肃及湖北独立学院已转设完成，其中湖北学校转设费已一次性并表，甘肃学校转设后并表，不受转设费用影响。此外，公司 4 月已完成郑州学校并购项目并计划于 9 月前完成一所自建项目。公司 21H1 资金总额(包括现金、存款及金融资产)大幅提升至 16.3 亿元，达历史最高水平。

表11、新高教集团盈利预测

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	722	1,580	1,946	2,288
同比增长(%)	-33.7	118.9	23.2	17.6
归母净利润(百万元)	175	586	754	937
同比增长(%)	-54.2	210.9	27.8	23.9
毛利率(%)	40.0	45.2	45.5	45.5
归母净利润率(%)	24.2	37.1	38.7	41.0
净资产收益率(%)	7.5	21.5	23.1	23.9
调整后 EPS(元)	0.13	0.38	0.49	0.61
每股股息(分)	4.2	11.4	14.7	18.2

数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院；注：2020 年为截止 2020.8.31 八个月的数据

## 6、政策落地，行业估值稳步回升

截至 2021 年 6 月 11 日，港股教育 2021 财年动态 PE 达 12.7 倍：我们对比了美股、港股的教育类公司的估值情况，截至 2021 年 6 月 11 日，港股教育公司 2021 财年平均动态 PE 达 12.7 倍，美股教育公司 2021 财年平均动态 PE 达到 123.2 倍。基于教育行业整体成长性较强的特点，我们采用 PEG 指标对比各公司的增速与估值关系。目前港股教育公司 2021 财年预测平均 PEG 为 0.6 倍，美股教育公司 2021 财年预测平均 PEG 为 0.9 倍。

表12、教育行业估值表（截至 2021 年 6 月 11 日）

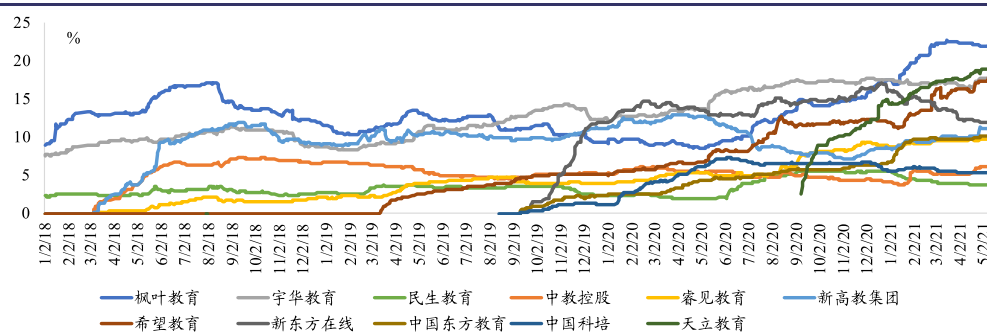
代码	公司	股价	市值	经调整净利润			PE			PEG	
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	2021E	2022E
港股		港元	亿港元	亿元人民币							
00667.HK	中国东方教育	15.64	344.4	5.0	12.0	13.9	57.2	23.9	20.5	1.3	1.1
00839.HK	中教控股	18.44	419.1	9.8	14.6	17.2	35.4	23.8	20.2	1.8	1.5
06169.HK	宇华教育	7.45	250.0	10.4	13.2	14.0	19.9	15.7	14.8	1.3	1.3
01765.HK	希望教育	2.11	168.3	5.8	8.3	10.2	24.3	16.8	13.6	0.8	0.6
01890.HK	中国科培	5.45	109.8	5.7	7.5	9.5	16.1	12.2	9.6	0.5	0.4
01317.HK	枫叶教育	1.85	55.4	5.7	9.1	10.2	8.1	5.1	4.5	0.3	0.3
01769.HK	思考乐教育	5.02	27.9	1.0	1.8	2.5	23.9	12.7	9.3	0.4	0.3
06068.HK	睿见教育	2.33	50.8	5.6	6.7	8.0	7.5	6.3	5.3	0.3	0.2
01569.HK	民生教育	1.25	52.7	2.1	6.1	7.5	20.8	7.2	5.8	0.4	0.3
02779.HK	中国新华教育	2.26	36.4	3.0	3.8	4.5	9.9	8.0	6.7	0.4	0.3
02001.HK	新高教集团	5.59	88.6	4.8	5.9	7.5	15.3	12.6	9.8	0.4	0.3
01565.HK	成实外教育	1.24	38.3	4.7	5.5	6.3	6.8	5.8	5.1	0.2	0.2
01773.HK	天立教育	4.01	86.9	3.8	5.2	7.4	19.0	13.8	9.7	0.6	0.4
03978.HK	卓越教育	1.67	14.1	1.3	1.6	2.7	9.1	7.2	4.3	0.5	0.3
00382.HK	中汇集团	7.90	84.7	2.9	4.2	5.9	24.1	16.8	12.0	0.6	0.4
01756.HK	华立大学	2.47	29.6	3.1	3.5	4.5	8.0	7.0	5.5	0.3	0.2
09616.HK	东软教育	6.70	44.7	0.7	2.6	3.3	50.1	14.2	11.4	0.6	0.5
01981.HK	华夏视听	6.50	107.9	3.2	4.4	5.8	28.3	20.5	15.5	0.6	0.5
平均							21.3	12.7	10.2	0.6	0.5
美股				FY2020A	FY2021E/A	FY2022E	FY2020A	FY2021E/A	FY2022E	FY2021E/A	FY2022E
		美元	亿美元	亿美元							
TAL.N	好未来	29.23	188.5	0.1	0.9	4.2	2692.8	211.8	44.5	0.6	0.1
EDU.N	新东方	9.54	170.0	4.8	4.9	8.0	35.4	34.7	21.2	1.1	0.7
平均							1364.1	123.2	32.9	0.9	0.4
在线教育				FY2021E	FY2022E	FY2023E	FY2021E	FY2022E	FY2023E	FY2022E	FY2023E
		港元	亿港元	亿元人民币			PS				
01797.HK	新东方在线	10.52	105.3	-11.3	-8.4	-5.0	5.9	3.5	2.2	-	-
		美元	亿美元	亿元人民币							
GSX.N	跟谁学	0.00	0.0	-15.57	-5.86	14.35	0.0	0.0	0.0	-	-
DAO.N	有道	24.76	31.2	-19.1	-14.4	-0.9	3.4	2.2	1.6	-	-
平均							2.9	1.8	1.1		

资料来源：Wind, Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理；注：加粗字体预测来自兴业证券，其余来自 Bloomberg

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

**港股通开通带动估值提升：**自 2016 年 12 月 5 日枫叶教育正式开通港股通开始，2017 年 9 月 4 日宇华教育、民生教育，2018 年 3 月 5 日睿见教育、新高教集团、中教控股均已正式开通港股通。截至 2021 年 5 月 21 日宇华教育港股通持股比例达到 17.14%、新东方在线达到 14.87%、天立教育达到 10.31%、睿见教育达到 8.23%、新高教集团达到 7.21%、中国科培达到 6.51%。陆港互通牵引北水南下淘金，港股教育板块依靠稳健增长与高分红优势持续获得关注，带动估值提升。

图 39、港股通持股比例变化



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

## 7、风险提示

- 1) 教育行业政策变动：教育为政策敏感性行业，此前民促法变动便对板块造成较大影响；
- 2) 学校招生人数不及预期：招生人数受政府派发学额而影响，亦受到报到率影响；
- 3) 学生及家长对教育服务满意度降低：若家长、学生对学校教学质量不满意，或造成负面社会影响；
- 4) 并购整合不及预期：外延扩张为高教主要的成长路径，但并购整合或受公司实力、卖方意愿、同业竞争等影响。



## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、浦江中国控股有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、日照港裕廊股份有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司、生兴控股(国际)有限公司、正荣服务集团有限公司、正荣地产集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、China Gas Industry Investment Holdings Co. Ltd.、河钢股份有限公司第一服务控股有限公司、第一服务控股有限公司、深圳晨北科技有限公司、達豐設備服務有限公司、建发物业发展集团有限公司、星盛商业管理股份有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意

见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。