

证券研究报告 2016年02月25日

红利时代，教育投资蓄势待发

-供给侧改革会议教育策略研究

行业评级：增持

姓名：訾猛（分析师）
邮箱：zimeng@gtjas.com
电话：021-38676442
证书编号：S0880513120002

姓名：林浩然（分析师）
邮箱：linhaoran@gtjas.com
电话：021-38674763
证书编号：S0880514070005

姓名：陈彦辛（研究助理）
邮箱：chenyanxin@gtjas.com
电话：021-38676430
证书编号：S0880115050030

01

政策红利爆发，供需两端皆受催化

02

教育细分领域，主题投资亮点纷呈

03

投资机会分化，淘沙成金精选个股

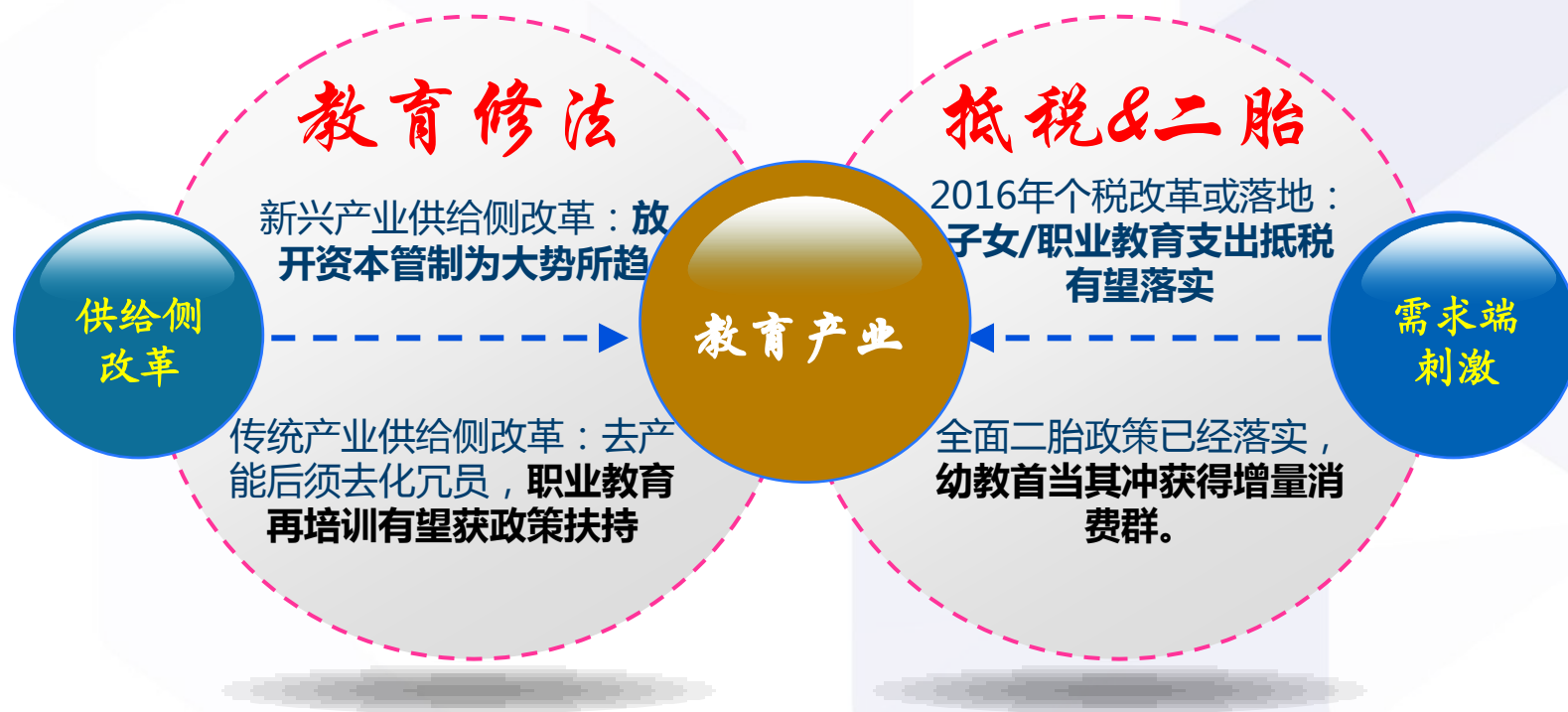
教育：个人获得知识或者智慧的过程

- 教育以人的意识为目标，并在社会活动中延伸其精神世界；
- 教育是促进民族振兴、社会进步的基石，也是提升国民素质、改善社会文明根本路径；
- 人类社会数次变革可看出，人才已成为国家竞争力核心要素。



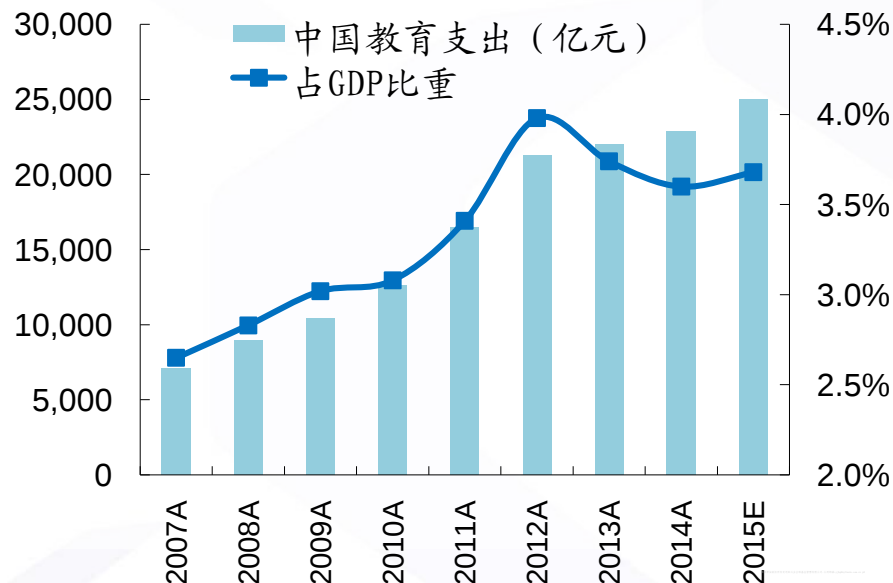
2016年为教育产业政策红利年（眼镜图）

- 教育产业发展为资本驱动型，改革实施造就当前较为宽松货币环境；
- 2016年教育产业有望分别从供给侧（修法、改革）、需求端（个税抵扣、二胎）获得政策红利。



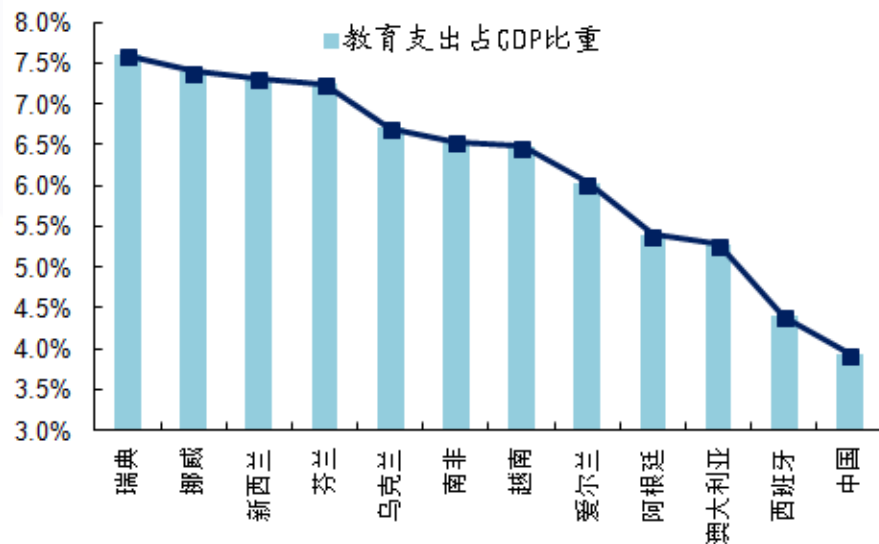
- 中国教育支出总额呈稳步增长态势，占GDP比重近年来略有下降；
- 与其他国家相比，中国教育支出占比仍处于较低水平，单纯靠行政手段教育拨款已较难满足社会教育消费需求。

图1：中国教育支出占比呈缓慢下降趋势



资料来源：教育部网站、国泰君安证券研究

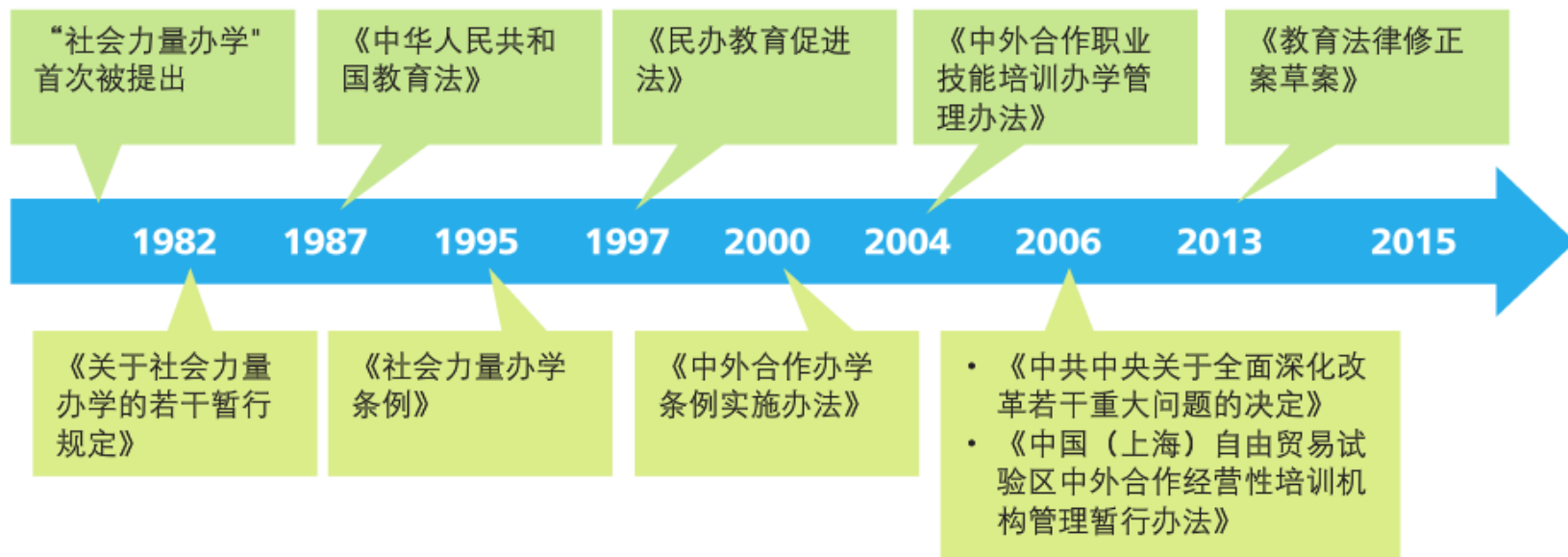
图2：中国教育支出占比仍有较大提升空间



1 供给侧改革带来教育股投资机会

- 新兴产业供给侧改革以放松资本管制为重要手段，从这个角度来看民办教育修法通过可能性较大（预计4月将三修讨论），届时教育资产证券化障碍将大幅下降；
- 传统产业供给侧改革将淘汰大量冗员，就业在培训有望获得立法支持，职业教育重点受益。

图：民办教育相关法规



资料来源：教育部网站、国泰君安证券研究

1 供给侧改革带来教育股投资机会

- 二胎政策将为教育产业提供消费增量，幼教首当其冲受益；
- 2016年个税改革方案有望出台，若子女教育&职业教育抵税落实，则**学前教育、K12教育、高等教育、国际教育及职业教育重点受益**将获重磅催化。
- 2014年中国所得税总额7377亿，实际缴纳人口2800万。利用数学办法，静态测算纳税人口人均收入约1.67万，不考虑抵税刺激增量，则带来约500亿抵税额度、占个税比重6.7%。

	学前教育	K12教育	高等教育	国际教育	职业教育	互联网教育
行业规模	3500	4500	3500	2500	4500	1000
备注	3~6岁	小学到高中	高等院校	国际学校/留学	就业	-

资料来源：教育部等网站 国泰君安证券研究

01

政策红利爆发，供需两端皆受催化

02

教育细分领域，主题投资亮点纷呈

03

投资机会分化，淘沙成金精选个股



- 根据《国家中长期教育改革和发展纲要（2010-2020）》，中国学前教育市场规模约3500亿，其中0-3岁1500亿、CAGR=15%；3-6岁2000亿、CAGR=20%；
- 2013年全国拥有幼儿园19.86万所，其中民办园10.29万、占比51.51%；毛入园率67.5%，其中公办贡献33.4%、民办贡献34.5%；
- 在园教职工总数283万，其中民办园163.38万、占比57.73%；在园幼儿3895万，其中民办占比47.56%。



- 幼教率先受益二胎全面放开红利，预计2016年新生儿人口将超1900万、同比增18.8%；
- 幼教是教育产业起点，从期权价值角度看具备创投特征。我们预计低端幼儿园公共建设力度将增强，而中高端幼儿园未来将以民办园为主。**受益标的：威创股份、秀强股份**



图3：2016年有望迎来婴儿出生高峰

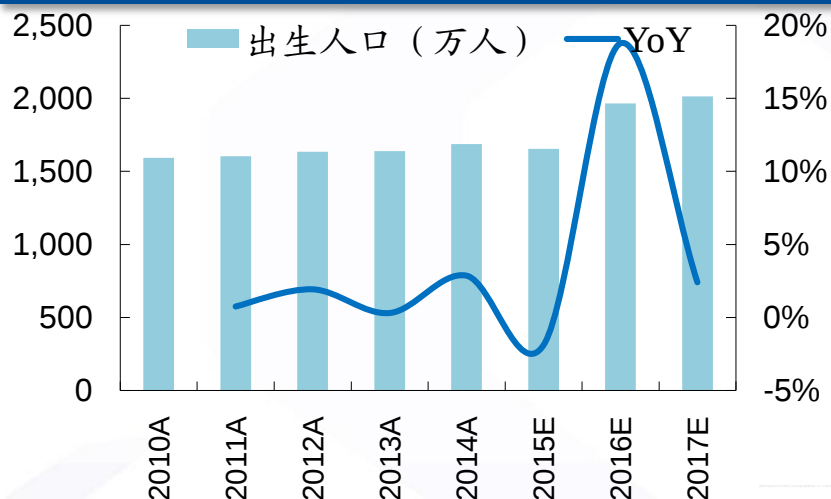
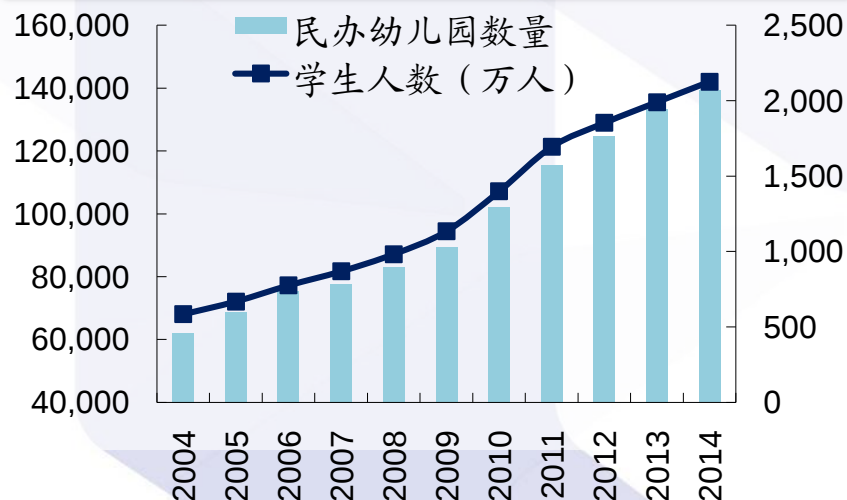


图4：民办教育幼儿园数量保持快速增长



资料来源：《2014年中国教育行业白皮书》、《2014年国民经济和社会发展统计公报》 国泰君安证券研究

职业教育：资本虎视眈眈，承接供给侧改革红利

- 职业教育分为学历教育 and 非学历教育，包含语言培训、IT培训、会计培训、医学培训、驾校培训等；
- 2014年6月，国务院印发《关于加快发展现代职业教育的决定》，目标到2020年形成产教深度融合、中职高职衔接、职业教育与普通教育相互沟通的现代职业教育体系；
- 我国已建立世界规模最大的职业教育体系，共有职业院校1.33万所，在校生近3000万、每年毕业近1000万，累计培训超2亿人次。

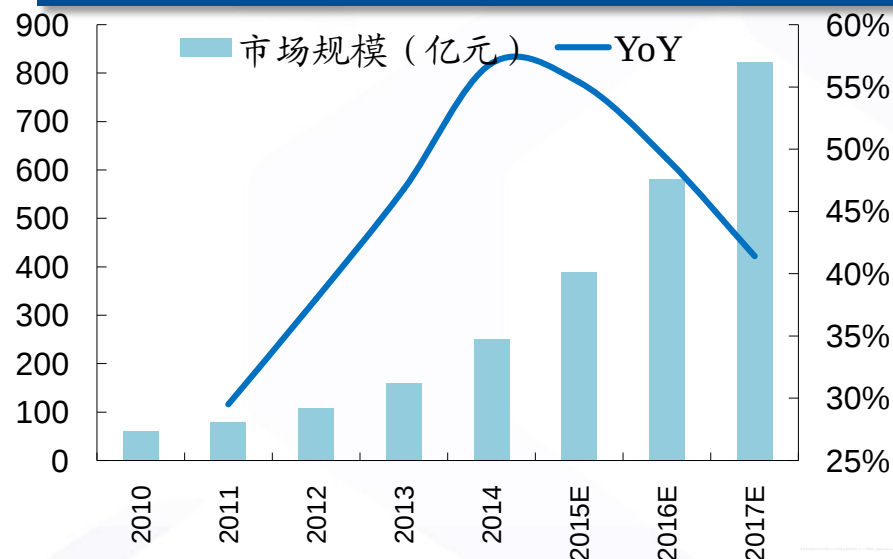
时间	政策事件	内容
2010.8	教育部颁布《关于充分发挥行业指导作用推进职业教育改革发展的意见》	明确推进建立和完善“双证书”制度，实现学历证书与职业资格证书对接，鼓励行业企业全面参与教育教学各个环节。
2011.7	中组部、人力资源社会保障部发布《高技能人才队伍建设中长期规划（2010-2020）》	规划提出，我国将以实施国家高技能人才振兴计划为龙头，加大高技能人才培训力度。
2013.4	教育部颁布《关于积极推进高校职业教育考试招生制度的指导意见》	指出今后专科层次的高等职业学校要逐步扩大中职学校毕业生招生比例，本科学校要逐步扩大面向高职学校和中职学校学生比例。同时逐步扩大面向在职人员的招生比例。
2014.5	国务院印发了《关于加快发展现代职业教育的决定》	提出加快构建现代职业教育体系，提升发展保障水平、提高人才培养质量，还强调要激发职业教育办学活力，特别是提出要鼓励、支持和引导社会力量兴办职业教育。到2020年，中等职教在校生达到2350万人，专科职教在校生达到1480万人，接受本科层次职业教育的学生达到一定规模。从业人员继续教育达到3.5亿人次。
2014.6	国务院颁布《现代职业教育体系建设规划（2014-2020年）》	提出两步走战略，2015年初步形成现代职业教育体系框架，2020年基本建成中国特色现代职业教育体系

资料来源：《2014年中国教育行业白皮书》、《2014年国民经济和社会发展统计公报》 国泰君安证券研究

职业教育：资本虎视眈眈，承接供给侧改革红利

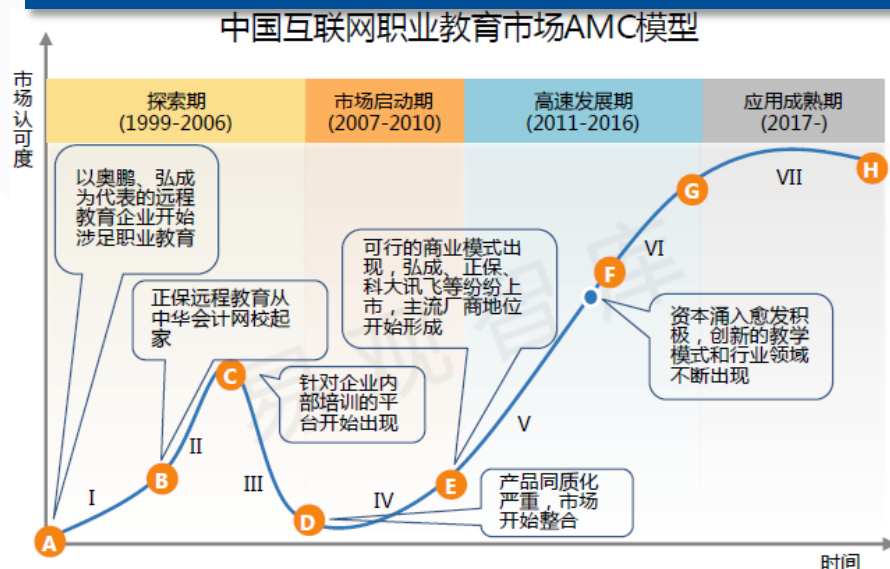
- 根据《现代职业教育体系建设规划（2014-2020年）》指引，预计2015年学历职业教育规模近3000亿；叠加非学历职教，**总规模预计达4500亿**；
- 职业教育是解决企业技工荒重要手段。在社会资本广泛参与下，预计到2020年职业教育总时长规模将达1.24万亿、CAGR达20%。
- 受益标的：中国高科（北大方正旗下职业教育整合平台）、东方时尚（驾校教育第一股）、洪涛股份、华图教育（公务员培训龙头）等

图5：互联网职业教育规模快速扩大



资料来源：易观国际 国泰君安证券研究

图6：中国互联网职业教育市场AMC模型



- K12教育是指小学一年级到高中三年级时段，正处于基础教育的黄金学习时段，学习时间最长、市场规模最大；
- 基础教育具备义务教育特征，分为校内和课外辅导机构教育两部分。随着家庭可支配收入提升以及素质教育大力推行，K12课外培训市场空间广阔；
- **2014年K12教育服务行业规模已达4470亿（其中K12课程辅导教育市场规模约2000亿），较2009年1900亿CAGR约19%。2014年一对一个性化教育服务占比约30%。**

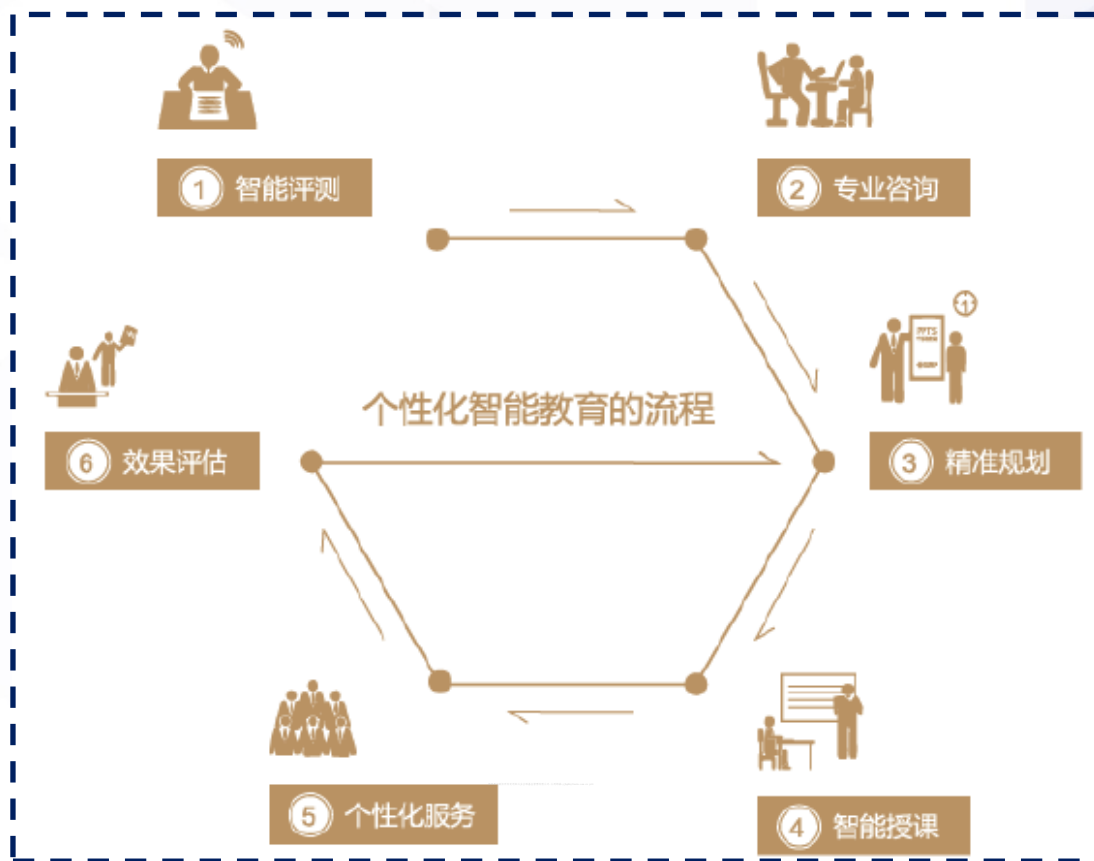
图5：新东方、好未来、学大为行业领先教育企业

竞争者	特点
新东方	进入 K12 时间较晚，采用大班教学。一般来讲，大班的利润率最高，但其教学效果较难保证，适合讲通用性知识点。
好未来	进入 K12 较早，采用小班教学，小班教学效果其次，利润率也次于大班。主导培优，针对有学习自主性的中等偏上的学生。
学大教育	学大教育创建于 2001 年，采用 1:1 的个性化教学模式，利润率最低，但效果最好；对于中等偏下学生、或者最顶尖的学生（两头少数人）最有效，而学生费用也最高。

资料来源：教育部 国泰君安证券研究

K12教育：最具商业价值的教育细分领域之一

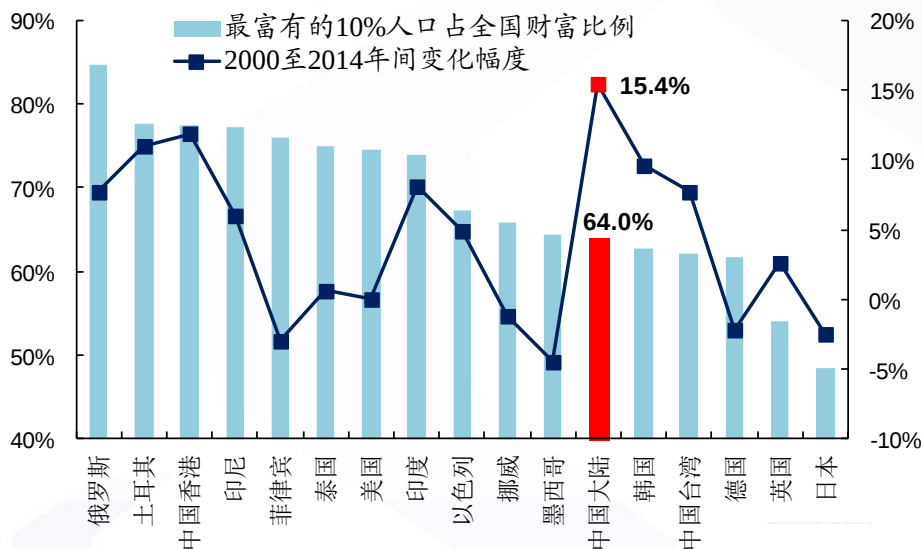
- 学大教育以K12一对一辅导为主业，正逐步增加个性化小组模式，班组模式占比正逐步提升；
- 共运营482家教育中心、平均面积450平，2012-2014年有效学员5.81/6.01/6.46万；



留学教育：受益塔尖家庭教育消费升级红利

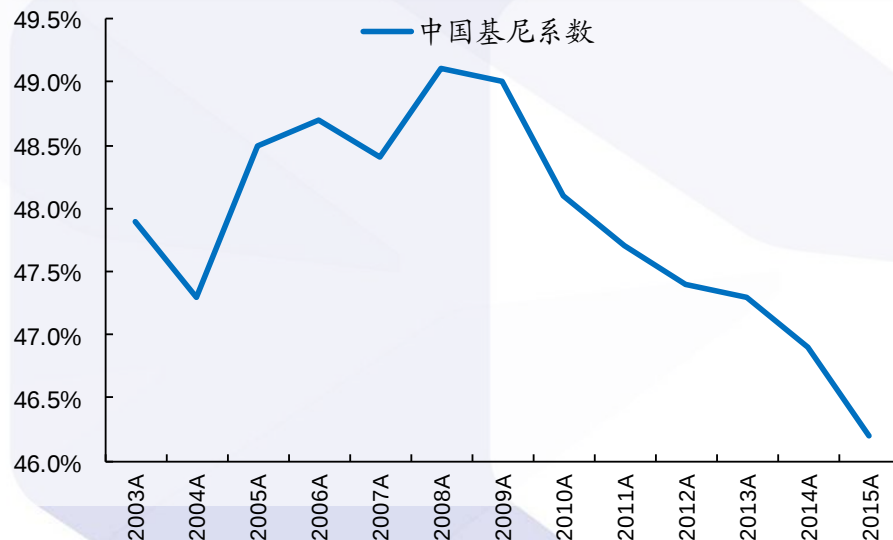
- 中国财富结构趋向塔尖人群，其消费具备周期地域性。留学教育是教育产中定位较为高阶细分领域，未来将持续教育消费升级；
- 中国财富集中速度全球最快。根据瑞银信贷数据，2000-2014年中国最富有10%人口占全国财富比例达64%，变化幅度为+15%。基尼系数也常年保持在0.4国际警戒线以上；
- 经济下滑致超市门店等同店大幅下滑，但2015年全球奢侈品消费中国份额占比达46%。

图5：中国财富分配不均递增速度全球领先



资料来源：瑞银信贷 国泰君安证券研究

图6：中国基尼系数处于0.4国际警戒线以上



- **留学服务属小而美市场。**目前中国留学教育产业链总规模约2500亿，其中**培训+中介费用15%即约400亿规模**，其余为海外消费；
- 自2003年开始，中国出国留学人数呈现**稳健增长趋势**，其中**自费占比超过90%**；
- 从专业分布来看，赴美留学生专业**29%为商业管理、工程学19.2%、数学/计算机11.2%、生命科学8.8%、社会科学8.2%**；

图5：中国留学教育产业链目前规模约2500亿

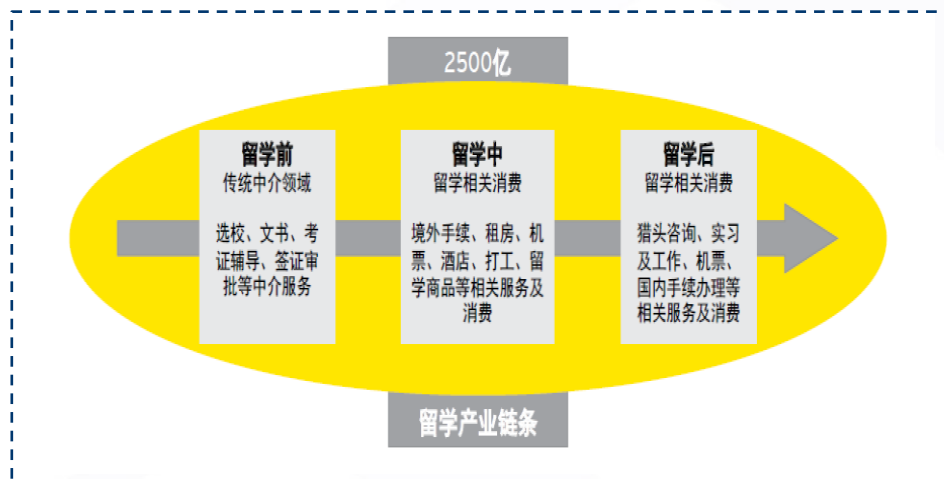
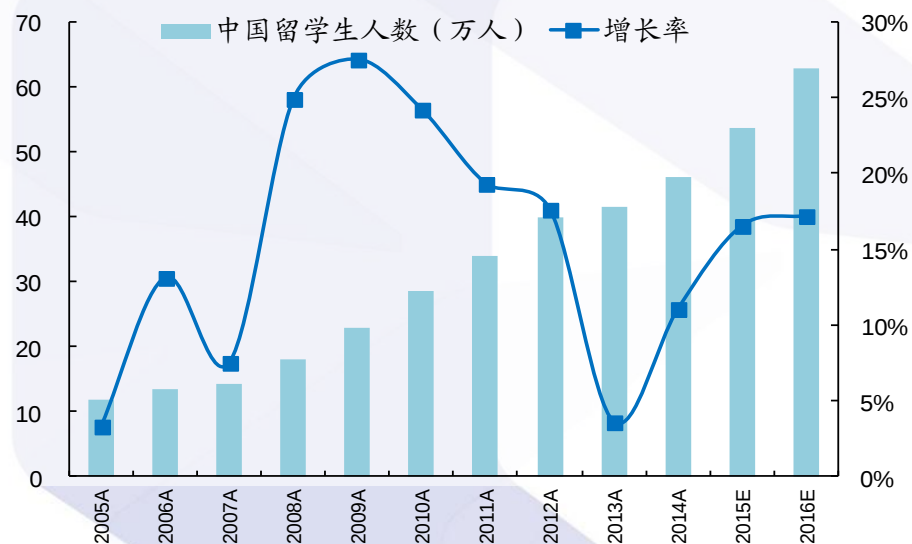


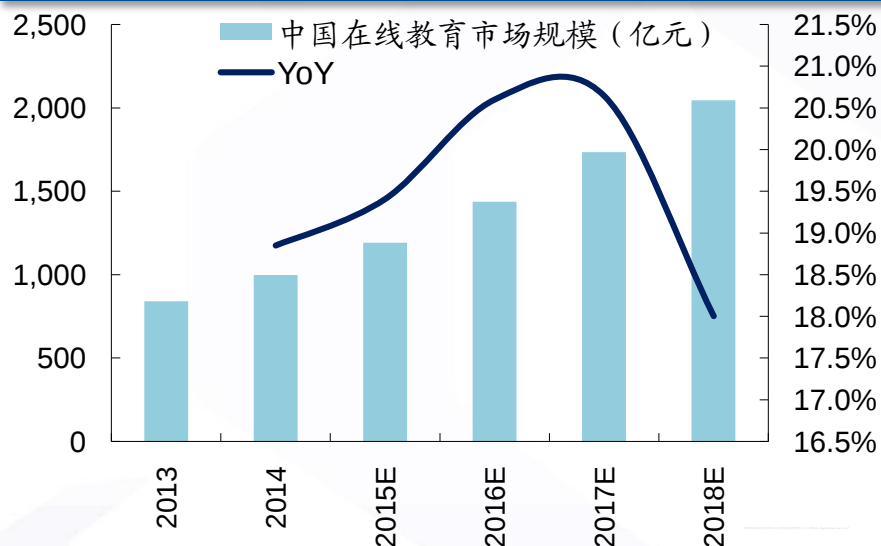
图6：近年来留学人数保持稳健增长



资料来源：教育部 国泰君安证券研究

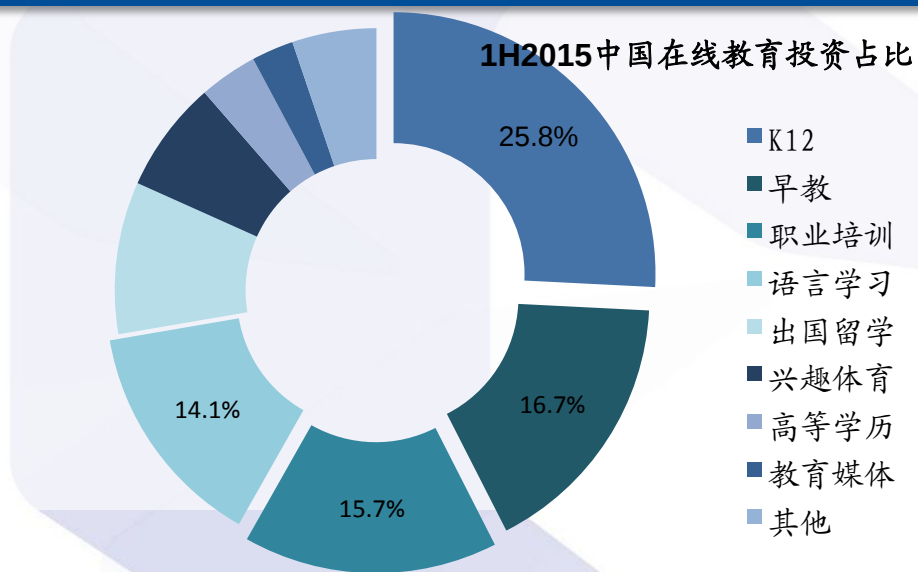
- 在线教育发展空间巨大，2015年市场规模1191.7亿元、用户已超7000万人，预计2018年将超2000亿；
- 截至2015年底，国内互联网教育领域企业约9500家，但由于缺乏可持续的盈利模式，仅5%实现盈利、收支平衡约10%、亏损率在70%；
- 艾瑞数据显示，1H2015在线教育主要投资领域在K12、早教、职业教育、语言培训、出国留学等；

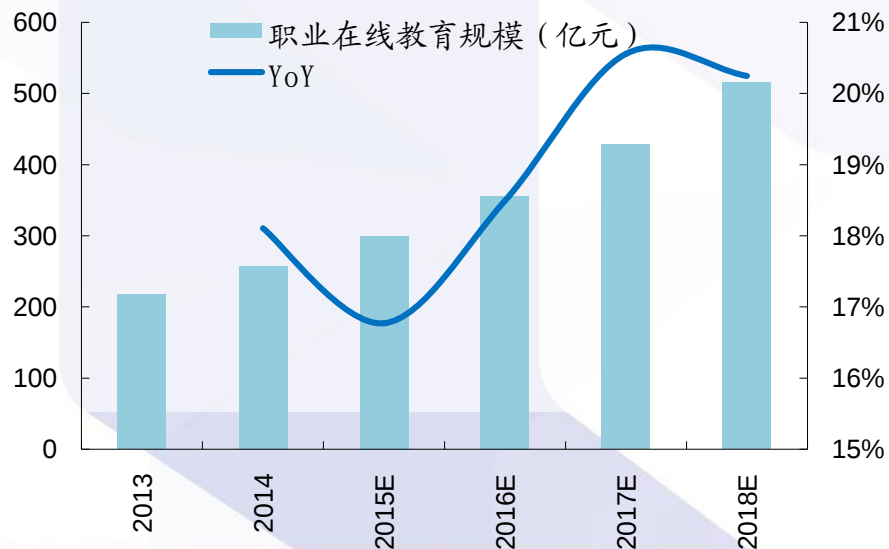
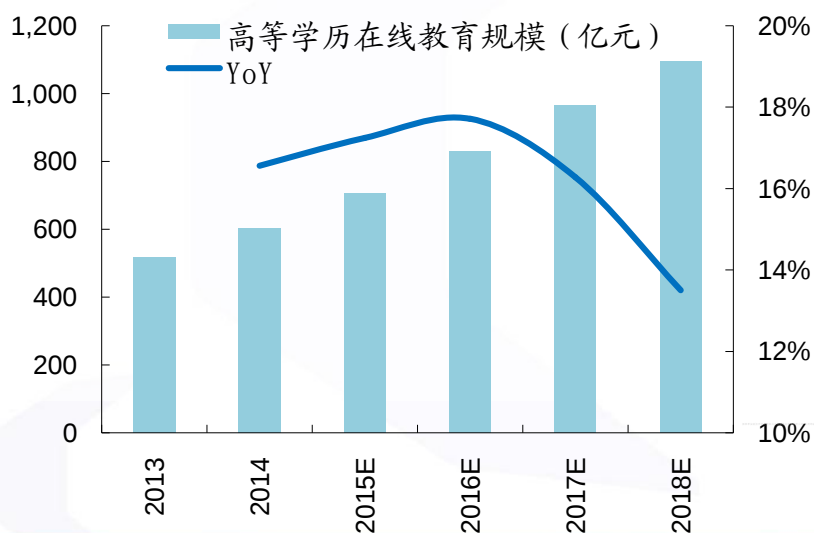
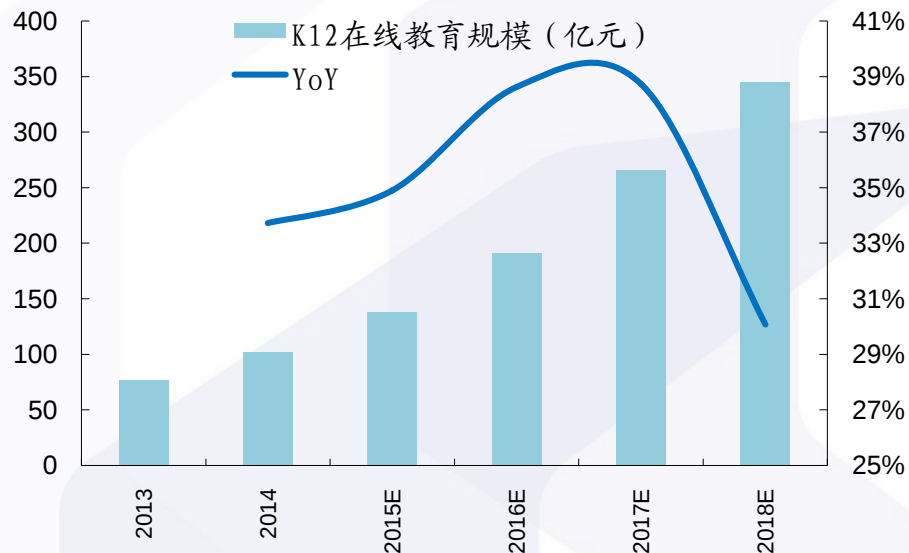
图5：2015年中国在线教育市场规模已超千亿



资料来源：艾瑞咨询2018 国泰君安证券研究

图6：K12、早教为中国在线教育投资主要方向





01

政策红利爆发，供需两端皆受催化

02

教育细分领域，主题投资亮点纷呈

03

投资机会分化，淘沙成金精选个股

细分领域	股票代码	公司名称	教育布局进展
幼教	002308	威创股份	收购红缨教育+金色阳光+艾乐教育+联合启迪集团成立学前人才学院。
	300160	秀强股份	发力中高端学前教育（直营为主）。
K12	000526	银润投资	收购学大教育。
高等教育	600661	新南洋	上海交大旗下教育资产平台。
	000730	中国高科	北大旗下教育资产平台。
	000526	银润投资	清华旗下教育资产平台。
职业教育	000730	中国高科	收购遵义医学院及顶你学堂等，并购式布局职业教育平台。
	603377	东方时尚	A 股驾校培训第一股。
	002325	洪涛股份	2.35 亿控股跨考教育，收购金英杰教育、上海学尔森等股份；通过可转债募集 12 亿，拟用于在线智能学习平台及教育网点建设、职业教育云平台及教师培训中心等。
留学教育	002286	保龄宝	16.55 亿并购新通国际、新通出入境及杭州夏恩，并亿 11.59 元/股募集 7 亿元配套资金，用于投入 Learning Mall 及国际化教育在线服务。
	002659	中泰桥梁	海淀国资委旗下上市公司平台，投资高端教育产业建设国际学校项目。
互联网教育	300235	方直科技	从事中小学同步教育产品研发设计。
	002549	凯美特气	主营在校教育和在职教育 MOOC 系统开发建设。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

诚信 亲和 专业 创新



国泰君安证券

GUOTAI JUNAN SECURITIES