

---

# 震后教育圈寻求新平衡

中国工商银行投资银行部研究中心 杨蓉

**全文摘要：**2018年，教育行业政策频出，引发多次震荡，旨在推动从业者回归教育该有的初心，推动投资者尊重这个行业特有的属性。2019年，是否还会出现政策强震，很难预测；但2018年的强震引发的余波不会停止，强监管力量正在推动行业格局的演变：一方面，规范成本的提高无形中提高了准入门槛和竞争壁垒，利好各个赛道的头部企业；另一方面，教育机构需要思考短期行为长期化，短期内单个企业的增长很可能会放缓，长期内拥有优质教育内核的企业会获得更大的发展空间和更好的增长。

## 一、素质教育项目全面开花

**核心观点：**K12校外培训机构专项治理工作对学科类培训的重点关注和高考招生制度改革综合素质评价大方向，令素质教育项目的投资数量在2018年出现激增，但这个领域会更多地呈现出教育行业的“慢成长”特色。

### （一）1号震源：K12校外培训板块

2018年第一波强震起于2月教育部等四部门联合印发的《关于切实减轻中小学生课外负担开展校外培训机构专项治理行动的通知》。根据上半年的排查摸底，8月，国务院办公厅印发了《国务院办公厅关于规范校外培训机构发展的意见》（简称《意见》），为下半年K12校外培训机构的集中整改奠定了最高的标准。例如：

- 明确并强调了培训地点的面积、消防、环保、卫生、食品经营、人身安全保险和行政审批等要求，利好线上教育的发展；
- 对办学许可证的强调利好大型机构的发展；
- 要求培训机构“不得一次性收取时间跨度超过3个月的费用”，鼓励“建立学杂费专用账户、严控账户最低余额和大额资金流动等措施”，必然给很多在现金管理上不规范的培训机构带来压力，但利好合规机构的运营。

2018年最后两个月仍有超过15万的K12校外培训机构待整改，直接催生的是11月底教育部等三部门办公厅联合印发的《关于健全校外培训机构专项治理整改若干工作机制的通知》（简称《整改通知》），重点提出如下要求：

- 继续强调对“学科类培训机构”的重点审批，对非学科类培训机构相对宽松；
- 格外强调的“消防安全”成为线下培训机构面临的关键门槛之一；
- 一方面要求为符合要求的机构开方便之门，另一方面强调年底前“无证无照”机构必须停业；
- 未通过备案审核的班次“不得招生培训”，这有可能影响到某些机构的寒假提前招

生；

- 明确要求“按照线下培训机构管理政策，同步规范线上教育培训机构”，这可能会对小规模的新兴在线机构产生一定的压力。

短期来看，整个培训市场都会承受负面影响，行业供给受影响是必然的；长期来看，无论是培训机构的运营规范度还是政府部门的监管技巧都会上升，利好行业的长期发展，市场集中度会有所增加。

## （二）少儿编程项目的大爆发

高考招生制度改革综合素质评价，加上 2018 年 K12 校外培训机构治理对学科类培训的重点关注，客观上影响了股权投资市场对 K12 阶段项目投资的偏好。据不完全统计，截至 2018 年 11 月底，当年 K12 阶段的股权投资项目有 210 起，比较明确地针对校内全学科培训的投资仅有 18 起，投资数量占比最大的三个细分领域分别是少儿编程类项目 45 起、泛素质教育类项目 22 起和英语学习类项目 21 起。

少儿编程几乎可以说是 2018 年 K12 投资领域最热的赛道，起于教育部将 STEAM 学科纳入基础学科，起于国务院要求逐步推广编程教育，起于浙江将包括编程、数据库处理等技能的信息技术加入新高考选考科目。尽管如此，这个领域仍处在非常初步的发展阶段，教学模式和运营模式都在探索阶段，教研能力和师资配备都有较大的缺口，各家机构均处于投入阶段，成功的教学和盈利模式均未形成。

表 1：少儿编程教育机构运营模式举例

机构	成立时间	地点	服务对象	年龄段	产业链位置	上课模式
Makeblock	2013.06	深圳	To B	6-18 岁	应用-实物、机器人编程	
编程猫	2015.03	深圳	To C	7-16 岁		在线 1 对 1
小码王	2016.05	杭州	To C	6-17 岁		线下小班
傲梦编程	2014.03	上海	To C	6-18 岁	内容提供商	在线 1 对 1
编玩边学	2012.09	深圳	To C	7-16 岁		在线小班
核桃编程	2017.09	北京	To C	7-12 岁		录播+实时答疑
妙小程	2017.04	上海	To C	6-18 岁		在线小班

资料来源：网络整理，工行投行部研究中心

素质教育类项目的师资缺口更大、培养时间更久，且市场需求环境受限于现有的考评体系而并未完全成熟，这些都限制了素质教育类机构的快速成长。因此，经营者需要更多的毅力坚守初心，而投资者需要更多的耐心静待花开。

## 二、民办学校集团扩张或放缓

**核心观点：**政府并非否定社会资本办学和盈利，政策剑指“过度”二字。出于对提升当

---

地教育水平、培养地区经济发展人才和解决地方就业结构性矛盾等的需求，不少地方政府对和民办教育集团合作在本地建设中小学和应用型高校还是持欢迎态度的，民办学校类公司或将更倾向这种合作共建模式。

## （一）2号震源：学校并购板块

2018年4月20日，教育部公布《中华人民共和国民办教育促进法实施条例（修订草案）（征求意见稿）》（简称“征求意见稿”），市场反应比较平和，引发教育圈第二波强震的是8月10日司法部公布的《中华人民共和国民办教育促进法实施条例（修订草案）（送审稿）》（简称“送审稿”）。对比“征求意见稿”，“送审稿”的变化主要表现在以下三个方面：

### 1、突出教育的公益属性

“送审稿”的一些变化是为了预防市场化力量对教育的公益性有所侵害，也是为了强调“非营利性”倾向。例如：

- 义务教育阶段，外资除了“举办”被禁止，“参与举办或者实际控制”都被禁止；
- 一边放宽公办学校和民办学校之间的交流限制，同时强调公办学校“不得以品牌输出方式获得收益”；
- 禁止民办学校集团“通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校”，禁止“排除、限制竞争”。

### 2、考虑了教育资源的稀缺性

优质教育资源稀缺的问题，需要充分调动公办学校、民办机构等多方力量的参与。针对这一现状，“送审稿”在一些法条上增加了灵活性。例如：

- 公办学校可以成为非营利性民办学校的举办主体，可以利用在职教师的力量，实现两类学校之间的教学交流；
- 没有完全禁止民办学校向学生、学生家长筹资办学的途径，仅禁止筹资演化成“与入学关联的赞助费”；
- 明确首肯了民办学校的“教育教学创新”，只是要求事先备案。

### 3、及时填补新型教育模式的法律缺位

“送审稿”针对互联网教育形式专门新增了一条“第十六条”。但对互联网教育这一品种，政策还是相对宽松的。

“送审稿”中最令市场敏感的是涉及外资和并购的两条内容。公布后的第1个交易日，已上市的民办学校类公司股价出现大幅下滑。以港股为例，8月13日当天，12家民办学校类公司股价平均降幅达到了24.3%，其中，睿见教育降幅最大，为39.8%；截至11月底，相较于8月10日当天的收盘价，这12家公司的股价平均降幅已超过三分之一，其中，天立教育和睿见教育的累计降幅均超过了50%。

## （二）合作共建模式将更受欢迎

对仅仅是通过 VIE 结构实现上市而实际上并非外商投资办学的教育类公司，并不排除最终稿中会留有适当余地的可能。而对非营利性学校领域资本运作参与的限制，“送审稿”更多是出于教育公益性和教学质量的考虑，意在阻止非营利性学校成为民办教育集团快速大规模和盈利增长的工具。

2018 年，港股的民办学校类公司的 14 起学校购买中，有 7 起发生在“送审稿”公布之后，也就是说，至少，民办学校类公司还有不短的一段时间可以选择通过并购实现地域扩张。同时，民办学校类公司也在积极地通过自建和合作新建等方式实现业务扩张，港股的民办学校类公司宣布了 12 起学校建设。

表 2: 港股民办学校类公司 2018 年并购 (截至 11 月底)

并购方	公告时间	被并购方	被并购方学校资产	并购金额	股份占比(%)
枫叶教育	08/29/2018	君鹏教育	7 所幼儿园	1.3 亿元	100
	01/25/2018	海口 5 家教育公司	1 所幼儿园、3 所中小学、1 所青少年中心	1.5 亿元	100
睿见教育	08/20/2018	福建省漳浦龙成学校	K12 学校	1.83 亿元	100
	07/10/2018	东莞市某所学校	1 所中小学		100
	04/16/2018	潍坊市外国语学校	1 所小学	1.11 亿元	100
宇华教育	04/18/2018	博望高中	1 所高中	1.07 亿元	70
民生教育	11/25/2018	曲阜远东职业技术学院	1 所高校	9,180 万元	51
	08/21/2018	励德集团	1 所高校	5.825 亿元	51
	03/12/2018	山东省寿光市渤海实验中学	1 所高中	400 万元	100
新高教	10/09/2018	河南学校	1 所高校	1.015 亿元	55
	09/14/2018	嵩明新巨	1 所高校	3,000 万元	51
中教控股	09/26/2018	松田公司	1 所高校、1 所高职	14.192 亿元	100
	03/14/2018	西安一家技术学院 郑州一家职业学院		5.77 亿元 8.55 亿元	62 80

资料来源: 各公司公告, 工行投行部研究中心

表 3: 港股民办学校类公司 2018 年学校新建计划 (截至 11 月底)

公司	公告时间	合作方	新建项目	土地面积 (万平方米)	预计投资金额(亿元)
----	------	-----	------	-------------	------------

公司	公告时间	合作方	新建项目	土地面积 (万平方米)	预计投资金额(亿元)
枫叶教育	11/20/2018	中新天津生态城管理委员会	天津生态城枫叶国际学校	3.88	-
	03/27/2018	南澳大学	枫叶大学学校-南澳大学	-	-
	01/15/2018	济南市章丘区人民政府	济南枫叶国际学校	15.3	-
睿见教育	10/08/2018	广东省佛山市顺德区均安镇	广安光正实验学校	9.88	2.76
	01/22/2018	江门市开平人民政府	江门市开平寄宿制中小学	13.3	-
民生教育	08/24/2018	河北工业大学、张家口政府、张家口经济开发区管理委员会	河北工业大学城市学院	60	-
	02/12/2018	乐陵市人民政府	民生乐陵高中	13.3	2
新高教	07/06/2018	兰州理工大学	甘肃学院	-	2
博骏教育	11/07/2018	内江高新技术产业园区管理委员会	四川内江高新区中小学	13.9	3
	09/29/2018	四川省德阳市中江县地方政府	1所中小学	12	2.5
希望教育	11/21/2018	白银市白银区人民政府、白银市经济合作局	甘肃高校	73.3	13
	11/15/2018	忠县人民政府	重庆高校	59.5	15

资料来源：各公司公告，工行投行部研究中心

“送审稿”更大的警示意义在于，表达了政府对教育行业过度逐利行为的否定态度。即便 2019 年最终落实的涉及并购的相关条款不发生改变，受影响最大的是小学和初中的购买行为，而幼儿园、高中、职高和高校因为可以选择为营利性，集团的并购行为受影响程度会较小。

### 三、资本将转向园所服务和园外教育

**核心观点：**在非幼儿园类的民间学前教育机构中，直接向家庭提供个性化学前教育服务的机构（To C）可能会得到更大的发展；向幼儿园提供信息化技术支持、教学内容输出和师资培训的机构（To B）也可能受益于公办园和普惠园规模的扩大；现有的、已建立口碑的民办园可能会获得更高的行业地位。

---

## （一）3号震源：幼儿园板块

11月15日，《中共中央 国务院关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》（简称《学前教育意见》）发布，引发2018年教育行业第三次大震，在美股上市的纯幼儿园经营公司红黄蓝当晚开市后下跌28.8%，截至11月底，市值蒸发54.4%，其他包含幼儿园业务的公司股价也都受到了不同程度的影响。

幼儿园的经营者和投资者都需要从这份《学前教育意见》中去理解国家和政府层面对幼儿园发展的基本态度：

第一，现阶段，学前教育阶段扩大覆盖面相较于提高幼教水平更为重要，2020年达到85%的毛入园率是政策目标。

第二，公办园在园幼儿占比“到2020年全国原则上达到50%”。要提高公办园在园幼儿的占比，将某些长期享有国家或集体资源的民办园转为公办园可能会是不少地方政府在中短期内的优选。

第三，“高收费民办园占比偏高”，政府将接下来社会办园的希望寄托于“街道、村集体、有实力的国有企事业单位”，以及“普通高等学校”。因此，除非是普惠园，民营企业拿证的难度会进一步增加。

第四，针对近两年上市公司跨界收购幼儿园进入学前教育领域、以及幼儿园企业谋求资本市场变现的现象，政府最高层这次通过《学前教育意见》进行了明确的表态，即努力切断了所有资本（尤其是股权资本）有可能催化幼儿园盲目加速发展的渠道。

事实上，2018年上市公司在幼儿园领域的资本运作已大幅减少，仅有枫叶教育和博实乐这两家老牌的教育机构各自收购了8所幼儿园，其他2起幼儿园收购都是由非上市公司发起的，包括伦敦佳一国际教育宣布全资收购英国 Bambinos 幼教集团和麦忒教育收购全资收购小红帽教育。如何处置已上市的幼儿园企业和已被上市公司收购的幼儿园企业，这些仍待进一步的政策落实。但有一点是肯定的，资本对幼儿园的追逐将彻底告一段落。

## （二）差异化需求或靠园外教育匹配

对单纯的幼儿园经营而言，这一系列被市场称为引发地震的政策并不会产生明显的影响，政策制定者的意图在于阻隔希望利用幼儿园教育快速获取暴利的资本逐利本性，通过“看得见的手”来引导短期行为长期化，并将规模的扩张约束在高质量办园的基础上。在教学质量得以保证的前提下，幼儿园市场巨大的供给缺口决定了幼儿园经营必然具备现金流稳定充裕的特点。

当学前教育的需求结构现状遭遇这份《学前教育意见》，整个学前教育领域的供求结构会随之调整：

- 中短期内，财政能够投入的有限，家庭个性化的培养需求会更多地转向园外，进而带动 To C 非幼儿园类学前教育机构的发展。

- 
- 中短期内，幼师仍不可能成为一个吸引人的职业选项，为了尽可能缓解家长对安全和教育品质的双重焦虑，引入技术力量和第三方内容可能是一个现实的选择，进而带动 To B 非幼儿园类学前教育机构的发展。
  - 高质量的民办园并不会受到影响，甚至可能在本次政策的动荡中受益于行业环境的净化。

据不完全统计，2018 年，早幼教领域共发生股权投资 48 起，分布于幼儿中英文语言能力培养、幼教信息化和智能机器人开发、母婴早教等多个领域。未来，园外项目将成为早幼教领域的投资焦点。一方面，由于国家对幼儿园教育扩大供给的要求，能够帮助幼儿园在管理上提高效率、在内容上实现高性价比输入的园外机构有望获得更多的市场空间；另一方面，若更多家庭的差异化培养需求从园内转向园外，拥有优质内容和教学模式的机构将受到消费者的追捧。

#### 四、政策推动下的回归

2018 年，强监管力量正在推动行业格局的演变，短期内单个企业的增长很可能会放缓，长期内拥有优质教育内核的企业会获得更大的发展空间和更好的增长。刚需的慢教育，不适合投机，但值得配置长期投资。