

教育企业上市路径分析及建议

2015年9月23日

肖超 (教育行业研究负责人)

电话: 020-88836107

执业编号: A1310512070009

邮箱: xiaoc@gzgzhs.com.cn

投资摘要

登陆资本市场是教育企业的强烈需求: 由于教育行业的特殊性,教育企业对上市追求相比一般企业更加强烈,原因体现在:融资作用、价值发现、品牌效应以及 VC/PE 退出压力的四个方面。然而,教育企业民办非企业法人的自然属性和非营利性的定位等政策因素,使得教育企业在国内资本市场上长期受阻。

新三板教育板块正发展壮大: 教育企业上市经历了三个阶段,最终发展成海外上市、A 股上市、新三板挂牌的三条路径,并且新三板发展最为迅速。目前,海外市场有 13 家教育企业挂牌上市,以教育培训类为主; A 股市场有 67 家企业参与教育事业,其方式主要是通过并购参股或投资子公司以获取涉教资产,但规模普遍较小;新三板有 50 家教育企业,其主业较为纯粹,以教育技术支持为主。

新三板是教育企业登陆资本市场最合适的摇篮: 我们看好国内资本市场基于以下原因: 1. 国内经济环境较好,资本充沛; 2. 政策引导,趋势鲜明; 3. 海外上市教育企业水土不服,估值较低; 4. 国内资本市场倍受关注。A 股市场在政策上严格限制,财务门槛也高;而新三板却具有政策环境宽松、财务门槛低、时间短、成本低、融资方式灵活等优势,因此更看好教育企业挂牌新三板。

上市路径建议: 我们认为教育企业上市的路径应该依据公司自身的特性和教育资产的属性来分别对待。对于拥有全日制学校资产的企业,将主营业务设计为教育管理服务,或依法变更举办者间接登陆资本市场;对于教育培训类企业,政策明确的试点地区直接登陆国内资本市场,政策不明确地区建议尝试工商注册或变更,并以政策宽松的新三板为突破口;对于非教育培训类企业,建议以新三板为主。

近期三年内,教育企业必将引爆新一轮的挂牌上市的高峰。从目前的现状来看,新三板教育企业已经成了气候,出现了一批优质企业,与 A 股市场混合排列 15 年中报教育类收入,新三板的华图教育、威科姆、亿童文教、嘉达早教、北教传媒和行动教育等明星企业雄霸了 TOP 10 的位置。广证恒生新三板教育指数自基准日(2015 年 4 月 1 日)以来,其表现一路领先新三板成指和做市指数,体现了新三板教育板块的强势,新三板独特的优势与教育企业也可谓是相得益彰。

广证恒生新三板教育指数走势



相关报告:

- 《K12 在线教育争鼎格局与突围路径》20150813
- 《教育行业股权投资趋势分析: 幼儿、K12 教育是热点》20150827

广证恒生

做中国新三板研究极客





目录

1. 登陆资本市场是教育企业的强烈需求.....	4
1) 民办教育培训机构难以成为上市主体	4
2) 教育企业的非营利性定位与上市公司的经营性要求相悖	4
3) 监管机构关系复杂	5
2. 新三板教育板块正发展壮大.....	5
2.1 海外上市：以教育培训类企业为主	6
2.2 A 股公司：并购参股或投资子公司以获取涉教资产	7
2.2.1 传统企业跨界，部分资产涉教	7
2.2.2 涉教方式：并购参股或成立子公司为主	8
2.3 新三板：主业较为纯粹，以教育技术支持类为主.....	9
3. 新三板是教育企业登陆资本市场最合适的摇篮	10
1) 国内经济环境较好，资本充沛	10
2) 政策引导，趋势明显.....	10
3) 海外上市教育企业水土不服，估值较低.....	11
4) 国内资本市场倍受关注	12
4. 上市路径建议.....	13
4.1 全日制学校类：主营业务设计为教育管理服务等或依法变更举办者	13
4.2 教育培训类：直接进行工商注册或变更	14
1) 政策明确的试点地区可直接工商注册登陆资本市场	15
2) 政策不明确的地区建议尝试工商注册或变更.....	15
4.3 非教育培训类：以新三板挂牌为主.....	16
5. 总结	17



图表目录

图表 1 登陆资本市场是教育企业的强烈需求.....	4
图表 2 中国教育企业进入资本市场的三个阶段.....	5
图表 3 海外上市（美国）教育企业情况.....	6
图表 4 海外上市以教育培训为主.....	6
图表 5 A 股涉教企业的教育资产分类.....	7
图表 6 90%企业的教育资产所产生的营业收入占比低于 30%.....	8
图表 7 涉教方式以并购参股或成立子公司为主.....	9
图表 8 新三板教育企业以技术支持为主.....	9
图表 9 国内经济平稳发展.....	10
图表 10 国内教育行业人民币投资火爆.....	10
图表 11 赴美上市教育企业退市情况.....	11
图表 12 海外上市教育企业估值情况对比.....	11
图表 13 多家海外上市教育企业跌破发行价.....	11
图表 14 A 股教育企业和海外上市估值水平对比.....	12
图表 15 更看好教育企业挂牌新三板.....	12
图表 16 红缨教育工商登记的主要经营范围.....	13
图表 17 红缨教育的收入构成.....	13
图表 18 民办学校变更举办者的操作步骤.....	14
图表 19 昂立教育借壳上市成功的主要原因.....	15
图表 20 佳一教育成功挂牌新三板的案例.....	16
图表 21 工商注册可能性的法律依据.....	16
图表 22 教育相关业务收入排名前 10 中新三板教育企业占 6 家.....	17
图表 23 新三板教育指数表现超越整体市场.....	18

1. 登陆资本市场是教育企业的强烈需求

将企业做到上市大概是每个创业者的梦想之一，中国教育企业尤为如此。一般来说，企业选择上市都有一些自身的诉求，例如可以得到多元化的融资渠道、股东价值重新发现、提高企业知名度等，而由于教育行业的特殊性，教育企业对上市追求相比于一般企业更加强烈，其具体原因总结如下表：

图表 1 登陆资本市场是教育企业的强烈需求

原因	解释
融资作用	国内法律和政策对上市公司的支持和倾斜力度较大，除了增发股票、发行债券等直接融资渠道，还允许股权质押等间接融资渠道。融资方法多元化，对于教育企业（特别是在线教育和教育信息化企业）这种初期市场推广和产品研发资金需求较大的企业来说，无疑优势明显。
价值发现	一般来说，非上市公司只能通过资产评估的价格体现股东价值，但上市后，通过二级市场交易价格可直接反映股东价值，具有价值发现的功能。教育行业大多都是轻资产类企业，资产评估难以反映真实的股东价值，而上市后衡量标准更加市场化，企业价值能够得到最大程度的体现。
品牌效应	上市公司不仅是稀缺资源，而且一般是行业的领头者，企业上市带来知名度的提升程度是无法想象的。对于教育企业来说，行业内集中度较低，市场竞争十分剧烈，教育企业上市以后可直接提高行业内的地位，赢取市场和用户。
VC/PE 退出压力	教育是刚需行业，具有资本避险功能，同时又由于教育市场空间广阔带来高盈利预期，资本纷纷涌入，而 VC/PE 最终有退出的需求，也形成了教育企业上市的动力之一。

资料来源：广证恒生

然而由于客观的原因，教育行业在国内长期处于政策严格监管的领域，一家教育企业要登陆国内资本市场主要面临三个方面的约束：

1) 民办教育培训机构难以成为上市主体

在境内现有的法律和制度框架下，一个企业要成为上市主体，应当是经工商行政管理部门审批并登记成立的企业法人，而《民办教育促进法》第 3 条规定：“民办教育事业属于公益性事业”，以及按照《教育类民办非企业单位登记办法（试行）》等相关法律法规的规定，我国民办教育培训机构大多数是在民政部门登记的非企业法人。因此，民办教育培训机构的公益性和民办非企业法人的自然属性就决定了其难以成为上市主体。

2) 教育企业的非营利性定位与上市公司的经营性要求相悖

我国有关教育企业的主要现行法律法规有《教育法》、《民办教育促进法》、《民办教育促进法实施条例》、《民办非企业单位登记管理暂行条例》和《民间非营利组织会计制度》。其中多条法律法规对教育企业的营利性进行了限制，根据《民办教育促进法》规定，“民办教育事业属于公益性事业”，我国《教育法》也规定：“任何组织和个人不得以营利为目的举办学校及其他教育机构”。这些都从法律上确定了教育企业的非营利性基础，与作为上市公司的经营性要求相悖，这是教育机构在 A 股上市的最大障碍，也是目前国内 A 股市场没有教育培训机构上市的重要原因。

3) 监管机构关系复杂

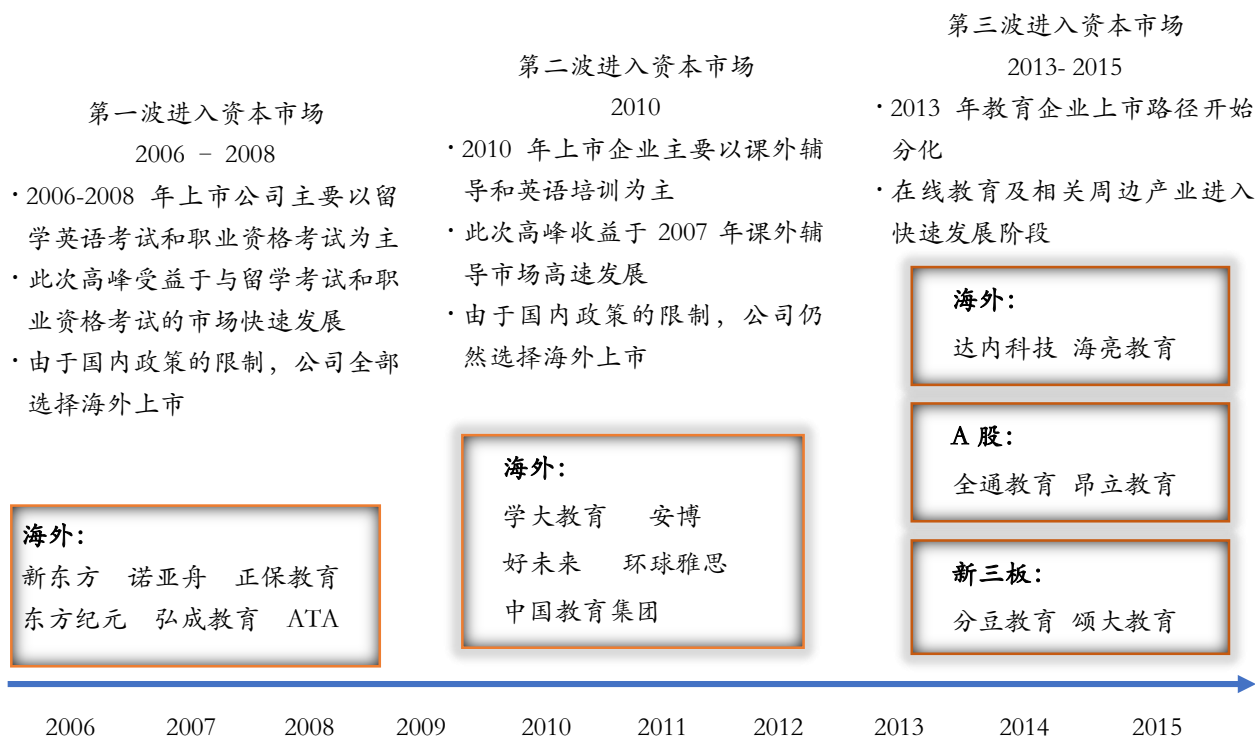
上市过程中需要监管机构出具的材料，而民办教育处在教育部、工商局、商委、民政、人力资源与社会保障等部门的多头领导之下，关系错综复杂，对上市的落实有一定的负面影响。

2. 新三板教育板块正发展壮大

登陆资本市场是教育企业的强烈需求，政策的长期限制则导致了国内教育企业的上市历程曲折而多样。据我们统计，到目前为止，教育企业上市经历了三个阶段。

教育企业上市的第一次高峰出现在 2006 年到 2008 年，期间共有 6 家企业上市，主要集中在留学考试和职业资格考试的细分市场，而这些企业由于受国内政策限制等原因，全部选择在海外上市。第二次教育企业上市高峰集中在 2010 年左右，共有 5 家企业上市，主要集中在课外辅导和英语培训相关的细分市场，同样由于政策限制等原因，也都选择海外上市。而进入 2013 年后，既有达内科技、海亮教育等企业仍以海外资本市场为接入口，也有以全通教育为代表的教育信息化公司在 A 股上市，更多的是威科姆、分豆教育、颂大教育等企业选择在新三板挂牌。总之，第三个高峰从 2013 年开始，随着新三板的扩容，上市路径开始逐步转向新三板，并且企业主要集中在在线教育技术和服务相关的细分领域。

图表 2 中国教育企业进入资本市场的三个阶段



资料来源：广证恒生

2.1 海外上市：以教育培训类企业为主

自 2006 年新东方率先登陆美国纽交所后，陆陆续续有 13 家教育企业在海外挂牌上市。这类公司主要通过 VIE 结构实现海外（美国）上市，IPO 的融资金额一般不大，具体情况如下表所示：

图表 3 海外上市（美国）教育企业情况

序号	公司名称	证券代码	交易所	上市时间	发行价(美元)	IPO 融资额 (亿美元)
1	海亮教育	HLG	纳斯达克	2015-07-07	7.50	0.20
2	达内科技	TEDU	纳斯达克	2014-04-03	9.86	1.377
3	学大教育	XUE	纽交所	2010-11-02	14.30	1.279
4	学而思	XRS	纽交所	2010-10-20	10.00	1.2
5	环球天下	GEDU	纳斯达克	2010-10-08	10.50	0.67
6	安博教育	AMBO	纽交所	2010-08-05	10.00	1.6
7	中国教育集团	CEU	纽交所	2009-07-20	借壳上市	N/A
8	正保远程教育	DL	纽交所	2008-07-30	7.00	0.61
9	ATA	ATAI	纳斯达克	2008-01-29	9.50	0.64
10	弘成教育	CEDU	纳斯达克	2007-12-11	10.00	0.682
11	双威教育	CAST	纳斯达克	2007-10-29	借壳上市	N/A
12	诺亚舟	NED	纽交所	2007-10-19	14.00	1.4
13	新东方	EDU	纽交所	2006-09-07	22.00	1.125

资料来源：互联网、广证恒生

从细分领域来看，海外上市以教育培训为主。13 家教育企业中共有 11 家企业是教育培训类，在教育培训类中又以提供综合性的教育培训为主（综合性和网络全平台），从教育阶段来划分，是以 K12 教育培训为主。其他的 2 家非教育培训类企业分别是做信息化和教育硬件。

图表 4 海外上市以教育培训为主

公司名称	主营业务	细分行业
海亮教育	民办中小学教育学校	垂直领域
学而思	中小学课外辅导	
学大教育	基础教育培训服务	
达内科技	IT 教育培训	
环球天下	雅思出国留学培训	
安博教育	基础和职业教育培训	综合性的教育 培训
双威教育	远程教育平台	
新东方	综合性教育培训	
正保远程教育	网络教育平台	
弘成教育	网络教育培训平台	
中国教育集团	在线学习资料	
诺亚舟	教育电子产品	非教育培训
ATA	考试系统和测评服务	

资料来源：互联网、广证恒生



2.2 A股公司：并购参股或投资子公司以获取涉教资产

在政策严格限制下，通过 IPO 上市的教育相关企业仅有全通教育一家，A 股市场上企业大多还是以部分资产涉及教育的方式来参与教育事业，而这些教育资产的间接登陆 A 股的途径也五花八门，但最主要是通过参股和成立子公司来实现。

2.2.1 传统企业跨界，部分资产涉教

近年来，教育行业政策逐步放宽，行业热点频现，上市公司也纷纷开始布局教育行业。但由于 A 股市场的严格政策限制，大多是通过拥有部分教育资产的方式来参与教育事业。据我们统计，截止 9 月 7 日，已有 67 家 A 股上市公司参与教育行业，其具体教育资产的分类如下图所示：

图表 5 A 股涉教企业的教育资产分类

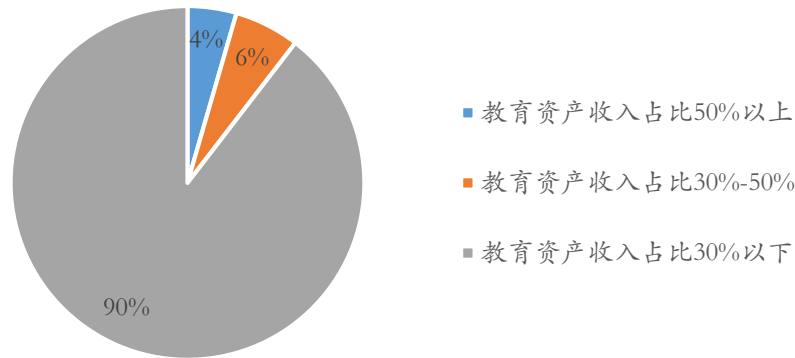
有无学校	教育资产类别	涉教上市公司	
有学校	高等独立学院	陕西金叶、国脉科技、科大讯飞、博通股份	
	职业学院	西安饮食、罗牛山、武汉凡谷、龙洲股份、蓝盾股份、中华控股、航天信息、勤上光电、慈星股份、南宁百货、康耐特、软控股份、棕榈园林、东方财富、长城汽车、隧道股份、豫园商城、杭锅股份	
	民办中学	香江控股	
	国际学校	中泰桥梁	
	幼儿园	威创股份、森马服饰	
	非全日制	兴趣教育	珠江钢琴
		课外培训	新南洋、洪涛股份
技能培训		亚夏汽车、北巴传媒	
无学校	线上基础教育	拓维信息、立思辰、方直科技、和晶科技、万达信息、百视通、大地传媒	
	线上职业教育	绵世股份、二六三、恒华科技、搜于特、飞利信、神州泰岳、明牌珠宝、易联众	
	线上兴趣教育	华平股份、佳创视讯、海伦钢琴	
	教育信息化	全通教育、GQY 视讯、华平股份、天喻信息、新开普、汉得信息、长城集团、海康威视、焦点科技、东华软件、中南传媒、海南海药、皖新传媒、时代出版	
	教育内容出版	天舟文化、华闻传媒、凤凰传媒、中文在线	

资料来源：广证恒生

由此可见，涉“教”的 A 股上市根据其涉教资产大致可以分为两类，有学校和无学校。有学校的又分为全日制和非全日制，其中全日制的教育资产集中于职业学院，这类教育资产典型的特点是在自己的主营业务上延伸出来的职业技能培训学院。例如以餐饮服务、酒店宾馆和食品加工为主营业务的西安饮食拥有的教育资产为西安桃李旅游烹饪专修学院、陕西桃李旅游烹饪技术学校和西安旅游烹饪职业学校，均与自身主营业务相关。而无学校类主要以线上项目为主，集中于基础教育、职业教育和兴趣教育等领域，线下则以教育信息化和教育内容出版为主。

另外我们发现，除了全通教育、新南洋等企业是重点向教育行业发展，大部分企业（90%）的教育资产所产生的营业收入的占总收入的比重低于30%，更有超过50%的企业教育业务营收微乎其微（占比在5%以下）。

图表 6 90%企业的教育资产所产生的营业收入占比低于30%



资料来源：Wind 资讯、广证恒生

2.2.2 涉教方式：并购参股或成立子公司为主

A 股公司涉及的教育资产类别多样，除了 IPO 上市的全通教育，这些资产的上市途径主要有四种实现方式：上市公司并购参股、投资设立子公司、战略合作和业务延伸。

并购参股是指上市公司通过全资收购或部分控股实现参与教育事业，例如拓维信息全资收购海云天、长征教育 100% 的股权，布局考试服务和幼儿教育的市场，收购控股龙星信息（49%）诚长信息（40%）来进军教育信息化。

成立子公司是指在上市公司内部通过成立全资子公司或与优势企业合资成立子公司实现参与教育事业，例如东华软件与子公司北京东华合创科技有限公司共同出资设立“东华教育云有限公司”，探索教育资源数字化领域。

战略合作是指与相关部门或者机构合作来参与教育事业，例如珠江钢琴就与人民音乐出版社签订了《合作意向书》，共同合作建立线上线下能够良性互动的社会化音乐培训门店。

业务延伸发展是指公司本身直接或间接涉及教育事业，延伸发展更多的业务类型，例如全通教育和科大讯飞的语音技术在教育领域广泛使用等。

图表 7 涉教方式以并购参股或成立子公司为主

涉教方式		涉教上市公司
并购参股	部分控股	绵世股份、陕西金叶、洪涛股份、二六三、中泰桥梁、立思辰、天舟文化、和晶科技、北巴传媒、勤上光电、长城集团、焦点科技、搜于特、飞利信、海南海药、中文在线、森马服饰、拓维信息、华平股份
	全资收购	威创股份、新开普、新南洋、华闻传媒、万达信息
子公司	合资子公司	大地传媒、罗牛山、博通股份、东方财富、康耐特、中南传媒、明牌珠宝、世纪鼎利
	全资子公司	西安饮食、国脉科技、武汉凡谷、龙洲股份、蓝盾股份、中华控股、航天信息、香江控股、杭锅股份、亚夏汽车、豫园商城、隧道股份、长城汽车、棕榈园林、软控股份、南宁百货、慈星股份、东华软件、神州泰岳、易联众
战略合作		珠江钢琴、海伦钢琴、恒华科技、汉得信息、百视通
业务延伸		全通教育、科大讯飞、GQY 视讯、天喻信息、方直科技、佳创视讯、时代出版、凤凰传媒、海康威视、皖新传媒

资料来源：广证恒生

2.3 新三板：主业较为纯粹，以教育技术支持类为主

2013 年以来，随着新三板的崛起，教育企业纷纷在新三板扎堆挂牌，发展迅速，截止今日已经有 50 家教育企业。从总体来看，新三板教育企业较为纯粹，大多专注教育相关业务。从细分行业来看，主要以提供教育技术支持的企业为主，这些企业利用自身技术优势和教育相关背景，目前正在向在线教育领域发展。

图表 8 新三板教育企业以技术支持为主

分类	公司	
培训服务	职业培训	中电方大、华图教育、建策科技、朗顿教育、行动教育、和君商学、行动者
	早教	爱乐祺
	K12	佳一教育
教育内容出版	国学时代、昊福文化、书网教育、北教传媒、圣才教育、安之文化、仙剑文化、三木科技、佳友科技、中教产业、领航传媒	
教育设备	亿童文教、远大股份、嘉达早教、万里智能	
教育技术支持	五岳鑫、爱迪科森、中教股份、腾实信、颂大教育、奥尔斯、金硕信息、星立方、星科智能、景格科技、联合永道、奥派股份、华博教育、必由学、福生佳信、能龙教育、威科姆、点众股份、分豆教育、天立泰、新为股份、阿法贝、金智教育、赢鼎科技、博冠科技、顺治科技	

资料来源：广证恒生

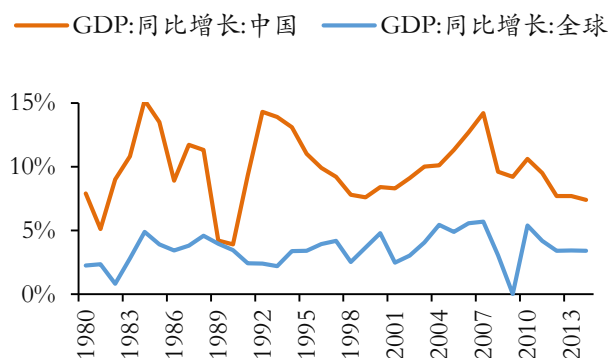
3. 新三板是教育企业登陆资本市场最合适的摇篮

2015 年以来，随着海外上市的热情冷却以及国内资本市场的环境改善，众多中概股企业猛然发现“月是故乡圆”，包括教育企业在内的中概股掀起一轮回归潮，已经或将要踏上回归之旅的中概股公司超过 10 多家。我们更看好国内市场对于教育企业的融资、资源配置的帮助，特别看好新三板。原因如下：

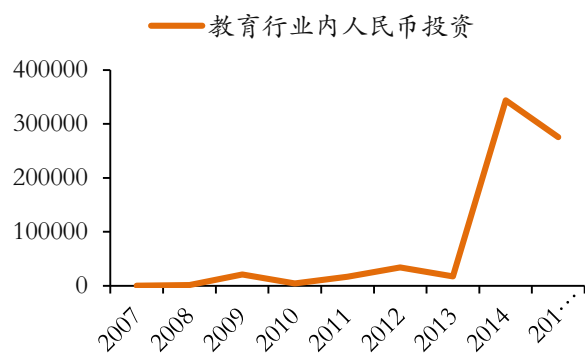
1) 国内经济环境较好，资本充沛

近年来，受欧债危机和美国财政悬崖的影响，海外经济环境严峻，大部分国家和地区陷入持续衰退的状态，特别是发达经济体整体复苏疲弱。与之相反，中国经济却基本面良好，虽受经济转型影响，但整体财政金融运行平稳，未来经济发展潜力较大。从现在全世界流动性的角度来说，中国资本也是较充沛的，近两年国内资本对教育行业的十分关注，有大量人民币基金投资教育行业。

图表 9 国内经济平稳发展



图表 10 国内教育行业人民币投资火爆



资料来源：Wind 资讯、互联网、广证恒生

2) 政策引导，趋势明显

自 2014 年以来，国内监管层连续释放出迎接中概股回国的利好消息，特别是今年 6 月，国务院常务会议审议通过了《关于大力推进大众创业万众创新若干政策措施的意见》，明确提出了“推动特殊股权结构类创业企业在境内上市”，虽然细则仍不明确，但确实为海外上市的中概股打开了回归国内资本市场的顶层政策通道。

2015 年 8 月 24 日，国务院提请全国人大常委会审议的《教育法律一揽子修正案（草案）》指出，民办学校可以自主选择登记为非营利性或者营利性法人。如果政策限制破冰，将为教育企业登陆国内资本市场扫清障碍。除此之外，新三板的兴起，以及注册制和战略新兴板未来的落实，降低了上市门槛，也无形推动了海外上市教育企业的回归。

3) 海外上市教育企业水土不服，估值较低

海外资本市场在政策和盈利性方面的要求不高，但是对公司治理结构以及上市后续财务规范方面要求比较严格，国内教育企业可能遇到“水土不服”的情况。目前，赴美上市的13家国内教育企业已有6家因为各种原因退市，其中3家是因为财务规范以及股价过低的问题。

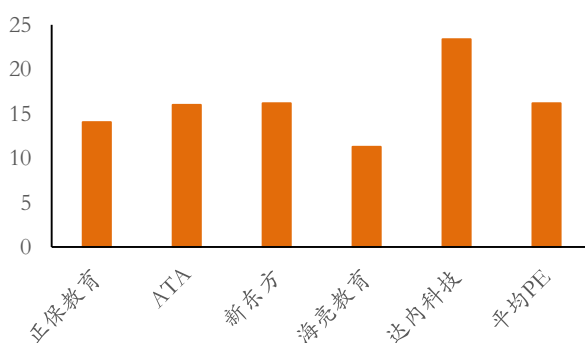
图表 11 赴美上市教育企业退市情况

证券简称	交易所	上市时间	退市时间	退市去向	退市原因
双威教育	纳斯达克	2007-06	2012-06	粉单市场	无法向美国证监会（SEC）提交 2011 年度报告
中国教育集团	纽交所	2009-07	2011-12	粉单市场	连续 30 个交易日平均收盘价不足 1 美元，低于纽交所规定的维持上市标准
环球天下	纳斯达克	2006-10	2011-11	变为英国培生集团的全资子公司	被培生集团收购
诺亚舟	纽交所	2007-10	2014-07	成为天虹教育的全资子公司	与天虹教育公司及其全资子公司合并
弘成教育	纳斯达克	2007-12	2014-04	成为私有公司	由董事会执行主席黄波和 CEO 丁向东组成的买方集团发起达成私有化协议
安博教育	纽交所	2010-08	2014-05	OTCBB	未及时提交 2012 年财报

资料来源：Wind 资讯、互联网、广证恒生

除了已退市的境外上市教育企业外，仍在交易的国内教育企业的处境仍不乐观。其商业模式不被境外投资者了解，公司估值长期偏低，甚至被境外做空机构打压股价，平均 PE 仅在 15-25 左右，仍在交易的 7 家教育企业有 3 家已跌破发行价。

图表 12 海外上市教育企业估值情况对比



图表 13 多家海外上市教育企业跌破发行价

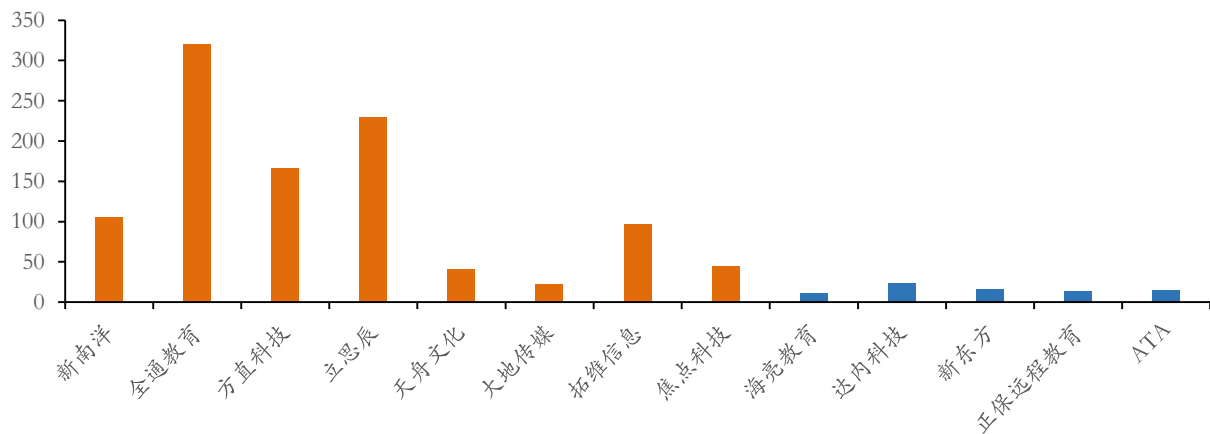
公司	发行价	最新收盘价	相对发行价涨跌幅
达内科技	9.86	8.34	-13.0%
学大教育	14.30	5.16	-32.2%
ATA	9.50	2.27	-69.8%

资料来源：Wind 资讯、互联网、广证恒生

4) 国内资本市场倍受关注

相比于教育企业在海外资本市场上的冷清，国内资本市场近两年如火如荼，整体估值偏高，特别是教育相关企业的市盈率已经达到 80.65 倍(9 月 1 日，在线教育指数，ttm)，远超过选择海外上市教育企业的表现。

图表 14 A 股教育企业和海外上市估值水平对比



资料来源：Wind 资讯、广证恒生

海外上市的教育企业均非国际化公司，其服务对象基本以国内市场为主，导致在海外投资者中的认知度不高；相比而言，国内投资者则更加了解中国教育公司，容易满足教育企业的融资需求以及提高估值水平。同时，植根于国内市场的教育企业在国内上市后对其知名度也有正面影响。

基于上述原因，我们看好国内资本市场。而在国内的两条上市途径中，A 股市场在政策上严格限制，财务门槛也高；新三板却具有政策环境宽松、财务门槛低、时间短、手续少、融资方式灵活等优势，因此更看好教育企业挂牌新三板。

图表 15 更看好教育企业挂牌新三板

	海外上市	A 股上市	新三板挂牌
政策许可	通过 VIE 结构实现海外上市，国内政策无影响。	教育行业被定义为非营业性事业，政策上严格限制。	政策环境相对宽松。
财务门槛	对财务规范要求高，财务门槛低，例如纳斯达克要求最近一年的税前利润在 75 万美元以上，或是最近三年其中两年平均的税前利润在 75 万美元以上。	财务门槛高，对持续盈利有要求，例如创业板要求近两年连续盈利且两年净利累计不少于 1000 万元人民币；或最近一年盈利且年营收不少于 5000 万元。	无盈利要求。
成本费用	成本费用较高，约占整个筹资金额的 10%-14%。	承销保荐费用约为 5%-9%。	打包费约 100-200 万元。
上市时间	手续简化，大约一年左右。	手续繁多，要排队等待，时间不定，但一般需要 2-4 年。	最短 6 个月。
估值情况	市场认可度低、整体估值差，平均 PE 仅为 20-30 之间。	市场溢价较高，教育行业平均 PE 在 100 左右。	估值水平较好，平均 PE 为 45-65。

资料来源：广证恒生

4. 上市路径建议

基于上文的分析，我们认为教育企业上市的途径应该依据公司自身的特性和教育资产的属性来分别对待。因此，我们从全日制学校类、教育培训类以及教育信息技术类三个方向，依据现行法律法规的规定，给出具体的建议。

4.1 全日制学校类：主营业务设计为教育管理服务等依法变更举办者

政策上，拥有全日制教育资产的企业是最难实现登陆资本市场。但现实中，通过限定经营范围和业务模式，以提供教育教材、设备、服务管理等方式为主，淡化全日制学校实体的方式实现“弯道超越”，可以间接登陆资本市场。考虑到自身的定位以及资产规模等因素，我们建议此类企业寻求优质 A 股上市企业，通过被收购的方式间接上市。

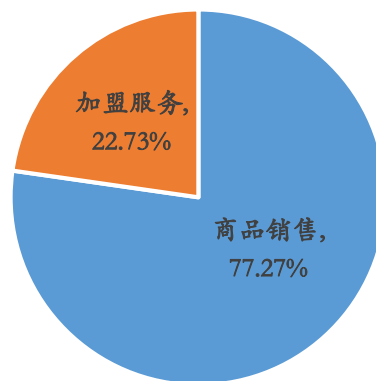
以红缨教育为例，红缨教育是国内知名的幼儿园一体化系统解决方案提供商，于 2015 年 2 月 3 日被 A 股上市企业威创股份以 5.2 亿元全资收购 100% 的股份，实现间接登陆 A 股市场。红缨教育共拥有 6 家直营幼儿园和 1192 家连锁加盟园（数据截止 2015 年 1 月 1 日），但实际上，其主营业务被限定为围绕加盟园，全方位为幼儿园提供包括幼儿园教材教具、幼儿园招生服务、幼儿园教师招聘及培训、幼儿园管理等解决方案等活动，淡化了幼儿园实体。根据其财报数据，红缨教育的主要收入也源自于对加盟幼儿园的二次增值服务，截止至 2014 年 12 月 31 日，红缨教育的商品销售收入 8,392.51 万元，占比 77.27%，加盟服务收入 2,469.31 万元，占 22.73%，其他收入仅为 0.05 万元。

图表 16 红缨教育工商登记的主要经营范围

主要经营范围：技术开发、技术转让、技术咨询、技术服务、技术推广；教育咨询；文化咨询；会议服务；承办展览展示活动；组织文化艺术交流活动；企业管理；投资管理；资产管理；企业策划、设计；公共关系服务；产品设计；服装设计；计算机系统服务；应用软件服务；软件开发；软件咨询；销售计算机、软件及辅助设备、针纺织品、服装、鞋帽、日用品、文化用品、体育用品、首饰、工艺品、玩具、乐器。

资料来源：公司公告、广证恒生

图表 17 红缨教育的收入构成



民办非企业法人的学校也可以依据法律法规，将学校的举办者直接变更为上市公司，间接实现登陆资本市场。

首先，根据《中华人民共和国民办教育促进法》第九条的规定“举办民办学校的社会组织，应当具有法人资格”，以及《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》第四条的规定：“国家机构以外的社会组织或者个人可以单独或者联合举办民办学校”，为上市公司成为民办教育的举办者提供了法律依据。

其次，《中华人民共和国民办教育促进法》第五十四条的规定：“民办学校举办者的变更，须由举办者提出，在进行财务清算后，经学校理事会或者董事会同意，报审批机关核准”，则为民办学校举办者的变更提供了合法的操作步骤：

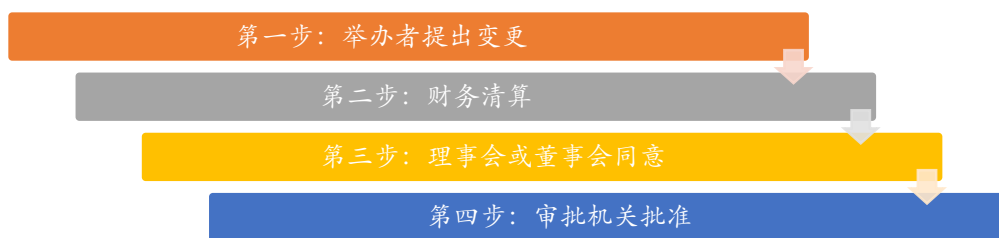
第一步，举办者提出变更，即原先的出资人欲将自己在学校中的资产份额出让给新的出资人（上市公司）；

第二步，财务清算，即原先的投资人在学校享有的债权和应承担的债务计算清楚，以免出现民办学校资产的不合理流失；

第三步，理事会或董事会同意，即根据规定，民办学校举办者的任务是筹设民办学校，学校重大事项的决策权则是由民办学校的理事会或董事会行使；

第四步，审批机关批准，根据《中华人民共和国民办教育促进法释义》的内容，审批机关的职责只是批准或不批准，民办学校的出资人是否变更，如何变更，只要符合法定的条件，经学校的理事会或董事会决定后，审批机关即应批准。

图表 18 民办学校变更举办者的操作步骤



资料来源：广证恒生

完成变更举办者的全部流程后，民办非企业法人的学校即可装入上市公司，实现间接登陆资本市场，目前 A 股市场上的东方财富、国脉科技等公司都通过这种方法拥有了教育资产。我们认为目前全日制学校装入上市公司的时候，规模都不可以太大，从前面的例子看，大多都没有超过上市公司收入的 5%。

另外，《教育法律一揽子修正案（草案）》于 2015 年 9 月 8 日开始向社会公开征求意见，其修正案指出，民办学校可以自主选择登记为非营利性或者营利性法人。若法案最终获得通过，民办学校可以登记或变更为营利性法人，尝试登陆资本市场。当然，我们认为这条路并没这么快。因为涉及民办学校 15 万所，学生 4000 万人，影响较大；另外即便是可以选择营利性时，也有教育用土地、所得税优惠等具体问题需要具体政策落实。

4.2 教育培训类：直接进行工商注册或变更

国内对教育企业的政策限制最主要是“企业法人”和“非营利性”的定性问题，但 2010 年 12 月国务院曾印发了《关于开展国家教育体制改革试点的通知》（国办发[2010]48 号），规定了在上海市、浙江省、广东省深圳市等地积极探索营利性和非营利性民办学校分

类管理的办法。因此，对于民办教育培训类企业可以分区域探讨上市路径：

1) 政策明确的试点地区可直接工商注册登陆资本市场

自《关于开展国家教育体制改革试点的通知》颁布以来，上海、浙江温州等分类管理试点地区已经出台政策明确的工商注册办法。以上海为例，上海市于2013年出台的新政策《上海市经营性民办培训机构登记暂行办法》和《上海市经营性民办培训机构管理暂行办法》，就允许从事经营性教育培训的机构到工商部门登记。因此，对于政策明确的试点地区，我们建议教育机构直接到工商管理部门直接登记或变更为经营企业，之后登陆国内资本市场（包括A股和新三板）。

以昂立教育为例，昂立教育是一家涉及少儿教育、中学生培训、语言培训、职业教育等产业链的教育机构。2014年8月26日，新南洋发布公告宣布向包括上海交大企业管理中心在内的48名交易对象发行7768万股股份购买上海昂立教育科技有限公司100%的股权。至此，昂立教育借壳上市成功，成为教育培训A股第一股。昂立教育能成功借壳上市的原因主要有以下三点：

图表 19 昂立教育借壳上市成功的主要原因

序号	原因	说明
1.	民办培训机构企业法人的地方性法规	上海作为全国试点地区之一，民办培训机构可以合法的注册为企业法人。根据《上海市经营性民办培训机构登记暂行办法》及《上海市经营性民办培训机构管理暂行办法》的规定，经营性民办培训机构需征求同级教育行政部门或者人力资源社会保障行政部门意见后，由工商行政管理部门予以登记。
3.	剥离非企业法人的产业	民办培训机构企业法人的地方性法规仅适用于上海地区，因此昂立教育通过股权转让的方式剥离了5所上海地区以外的培训机构，实现了全部产业均是企业法人的地位。
2.	剥离非营利性资产	根据《民办教育法》，幼儿园属于非营利性机构，资产不能注入上市公司，昂立教育通过剥离上海世纪昂立幼儿园和上海浦东新区民办世纪昂立幼儿园，满足了全资产的营利性问题的。

资料来源：广证恒生

2) 政策不明确的地区建议尝试工商注册或变更

非试点地区在没有分类管理的前提下，较难满足A股市场的政策要求。我们建议政策不明确的地区去尝试工商注册或者变更，并建议以入口更为宽松的新三板为突破口。

图表 20 佳一教育成功挂牌新三板的案例

案例	公司结构框架
佳一教育	母公司： 佳一教育系在工商行政管理部门登记注册的经营性的民办培训机构，目前持有江苏省淮安工商行政管理局核发的《营业执照》，其 2014 年营业收入占比情况为：课外辅导服务占 75.45%、图书产品占 18.09%、教学内容服务占 5.71%。
	下属教学点： 佳一教育开展中小学课外辅导业务需依法在工商局登记注册，其下属各教学点的职能主要是在工商部门审批的行政区域范围内开展课外辅导业务，教学点开设并无特殊要求。
	下设培训学校： 公司所属嘉兴市佳一教育培训学校和淮安市佳一教育培训中心存在的形式均为民办非企业单位，2014 年两学校营业收入占公司合并总收入比重为 0.51%和 0.30%，两所学校产生收益部分，完全再用于内部员工成长培训。

资料来源：公司公告、广证恒生

总之，对于教育培训类企业，首要问题是通过工商注册或变更来解决“企业法人”和“非营利性”的定性问题，其法律依据如下：

图表 21 工商注册可能性的法律依据

依据	法律	说明
工商注册的可能性	《中华人民共和国民办教育促进法》	在工商行政管理部门登记注册的经营性的民办培训机构的管理办法，由国务院另行规定
经营性的民办培训机构的法律规定	《中华人民共和国民办教育促进法》 《中华人民共和国民办教育促进法释义》	1. 经营性的民办培训机构的性质是营利性组织，其目的是通过提供教育培训服务而获取经济利益 2. 财产归属上受公司法、民法等法律的调整 3. 经营性的民办培训机构属于营利性组织，其登记机关是工商行政管理部门，应该遵守《公司法》等相关法律、法规的规定。 4. 应当按照《公司法》等相关法律、法规的规定登记注册，接受年检，缴纳税款等。

资料来源：广证恒生

4.3 非教育培训类：以新三板挂牌为主

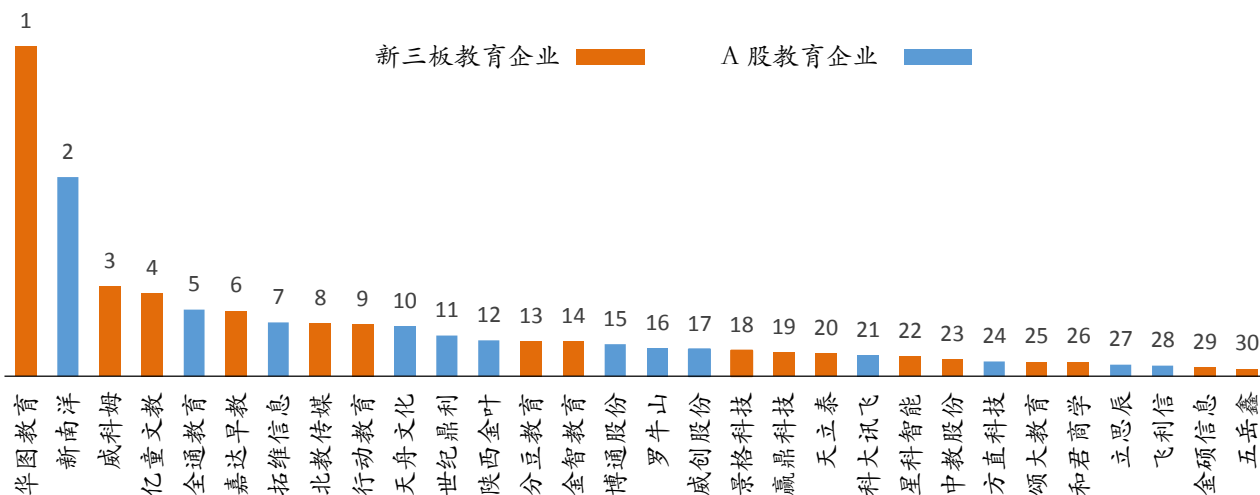
对于非教育服务类企业，特别是信息化或技术支持方向的教育相关企业，由于其政策限制较低，A 股市场和新三板均可以尝试。但教育企业大多是初创企业，盈利模式不明确，A 股上市的财务门槛达不到，如果以 A 股为目标，大多只能选择被 A 股上市公司收购和参股的方式间接登陆 A 股市场。然而，正如前文所说，新三板却具有政策环境宽松、财务门槛低、时间短、成本低、融资方式灵活等优势。因此，我们建议非教育培训类企业以新三板挂牌的方式为主。

5. 总结

2015年后，中国A股市场的火爆行情，引发了中概股的回归热，海外上市的教育企业也紧随潮流趋势，纷纷启动重返国内资本市场的程序。教育政策的松动、注册制的预期等多方利好消息更是刺激了所有教育企业追逐国内资本市场的梦。

我们预期最近三年内，教育企业必将引爆新一轮的上市高峰。从目前的上市路径的现状来看，新三板教育企业已经成了气候，出现了一批优质企业，与主板创业板混合对比教育相关业务收入，新三板教育企业完全能与A股市场上的教育企业相媲美，甚至表现更好。不仅华图教育、威科姆、亿童文教、嘉达早教、北教传媒和行动教育等明星企业雄霸了TOP 10的位置，而且分豆教育、颂大教育等新三板教育业黑马表现亮眼，其收入增速表现超过了众多A股企业。

图表 22 教育相关业务收入排名前10中新三板教育企业占6家

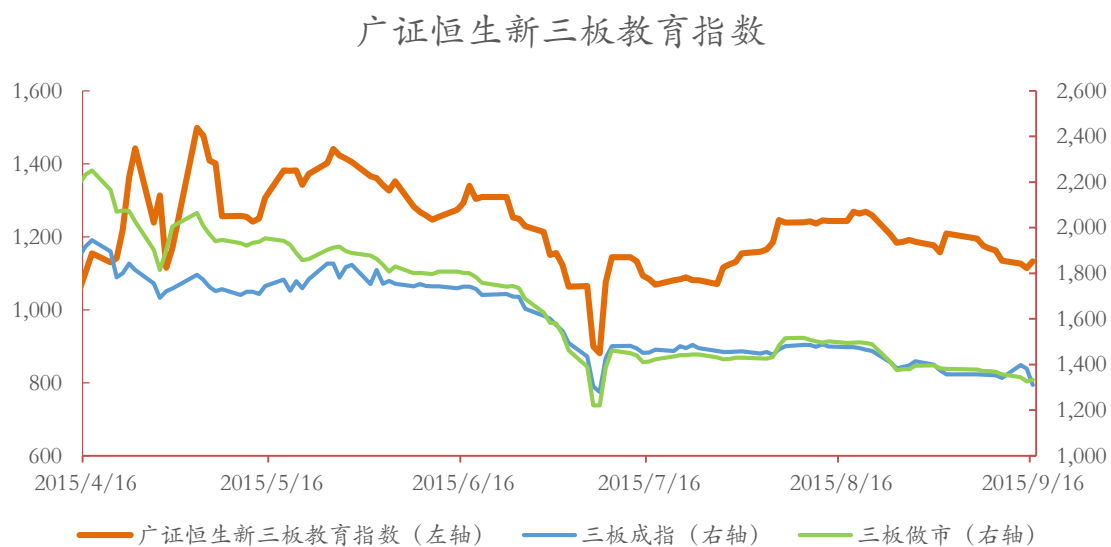


资料来源：Wind 资讯、广证恒生

因此，我们看好新三板作为资本市场摇篮的作用，更推荐教育企业优先考虑挂牌新三板。为方便广大投资者了解和投资新三板教育板块，广州广证恒生证券研究所有限公司于2015年8月3日发布了广证恒生新三板教育指数（GZHS001）。广证恒生新三板教育指数自基准日（2015年4月1日）以来，其表现一路领先新三板成指和做市指数，体现了新三板教育板块的强势，新三板独特的优势与教育企业也可谓是相得益彰。



图表 23 新三板教育指数表现超越整体市场



资料来源：广证恒生

特别感谢
数据支持：卢云飞

新三板团队介绍：

在新三板进入历史机遇期之际，广证恒生在业内率先成立了由首席研究官领衔的新三板研究团队。新三板团队依托长期以来对资本市场和上市公司的丰富研究经验，结合新三板的特点构建了业内领先的新三板研究体系。团队已推出了周报、月报、专题以及行业公司的研究产品线，体系完善、成果丰硕。

广证恒生新三板团队致力于成为新三板研究极客，为新三板参与者提供前瞻、务实、有效的研究支持和闭环式全方位金融服务。

团队成员：

袁季（广证恒生总经理兼首席研究官，新三板研究团队队长）：从事策略研究逾十年，在趋势判断、资产配置和组合构建方面具有丰富经验，研究突出有效性、前瞻性和及时性，曾获“世界金融实验室年度大奖——最具声望的 100 位证券分析师”称号、中国证券业协会课题研究奖项一等奖和广州市金融业重要研究成果奖，携研究团队获得 2013 年中国证券报“金牛分析师”六项大奖。

赵巧敏（新三板研究副团队长，高端装备行业负责人）：英国南安普顿大学国际金融市场硕士，7 年证券从业经验，具有跨行业及海外研究复合背景，曾获 08 及 09 年证券业协会课题二等奖。

肖超（新三板教育行业研究负责人，高级分析师）：荷兰代尔夫特理工大学硕士，5 年证券研究经验，2013 年获中国证券报“金牛分析师”第一名，对行业及公司研究有独到心得与积累。

陈晓敏（新三板医药生物研究员）：西北大学硕士，理工科和经管类复合专业背景，在 SCI、EI 期刊发表多篇论文。3 年知名管理咨询公司医药行业研究经验，参与某原料药龙头企业“十三五”战略规划项目。

温朝会（新三板 TMT 研究员）：南京大学硕士，理工科和经管类复合专业背景，七年运营商工作经验，四年市场分析经验，擅长通信、互联网、信息化等相关方面研究。

黄莞（新三板研究员）：英国杜伦大学金融硕士，负责微信公众号“新三板研究极客”政策、市场等领域研究，擅长数据挖掘和案例分析。

林全（新三板环保行业研究员）：重庆大学硕士，机械工程与工商管理复合专业背景，积累了华为供应链管理以及航天企业精益生产和流程管理项目经验，对产业发展与企业运营有独到心得。

联系我们：

邮箱：huangguan@gzgzhs.com.cn

电话：020-88836112

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。