

增持

——维持

日期：2019年03月20日

行业：教育



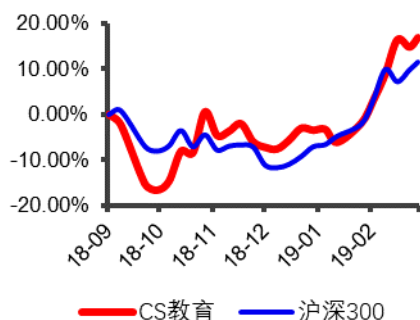
分析师：周菁

Tel: 021-53686158

E-mail: zhoujing@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518070002

近6个月行业指数与沪深300比较



相关报告：

《教育行业 2019 年度投资策略：既然选择了远方，便只顾风雨兼程》

证券研究报告/行业研究/季度策略

职业教育政策利好，教育信息化进入新周期

—教育行业 2019 年春季投资策略

■ 主要观点

政策边际宽松，板块行情回暖

去年政府在教育领域加强了监管，主要围绕K12校外培训和学前教育，并在民促法送审稿中对通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校的行为进行了限制，导致教育板块估值下挫，且经营受到监管影响增速放缓。2019年开局以来，《教育现代化2035》、《加快推进教育现代化实施方案(2018—2022年)》、《国家职业教育改革实施方案》等一系列重磅政策出台，行业迎来政策面的边际宽松，带动投资情绪回暖，估值有所修复。截止2019年3月15日，CS教育年初至今上涨34.54%，同期沪深300上涨23.36%，教育板块跑赢大盘11.18个百分点。横向比较来看，教育板块区间涨幅在30个中信一级行业中排名第6位，表现明显好于去年下半年。

职业教育政策利好，教育信息化进入新周期

职业教育培训领域，试行“1+X”证书制度，赋予职业技能证书刚需性，有助于提高参培率。同时，新蓝领开始崛起，出于涨技能、增就业和提收入的目的，2-3亿规模的新蓝领职教参培意愿高达86%。消费升级之下推动的人才升级趋势将带来餐饮服务、健身教练、月嫂等需求较大但从业人员素养不均的岗位诞生新的培训需求。高等教育领域，每年有70%的新增劳动力来自于职业院校，职业院校已成为产业转型升级所需的人才储备池。内生方面，今年政府工作报告指出高职院校扩招100万人，生源扩招幅度约27%，民办高校提供吸纳空间；外延方面，并购整合仍在持续，实现从区域走向全国布局。教育信息化领域，新一轮标考建设拓展至学业水平考试、中考等领域实现增量翻番，且多系统共建提升客单价至万元左右，行业重回量价齐升的快车道。同时，教育信息化2.0升级和新高考改革释放智慧教育万亿市场空间，具有深厚渠道资源和完整产品供应的企业有望脱颖而出，分享改革红利。

■ 投资建议

未来十二个月内，维持教育行业“增持”评级

目前，国务院职业教育工作联席会议制度已经建立并已开始正式工作，预期后续仍将有一系列配套政策利好职业教育发展，叠加经济下行期就业压力加大带来的职教培训需求上升，看好职业教育赛道发展前景。高职院校扩招100万人带来学额增长预期，且随着新版《民促法》落地实施，民办高校可自主定价，学费存在上涨空间，外延方面并购整合持续，内生外延并举保障盈利。教育信息化升级2.0，加速智慧教育在各省市落地实施，释放万亿空间，1.0以硬件采购为主，2.0关注软件和内容，B端入场之后通过内容和服务逐渐拓展C端付费，行业成长可期。2019年春季投资策略建议关注政策利好贯穿全年的职业教育板块及开启新一轮景气周期的教育信息化板块，此外，上市公司年报陆续披露，关注业绩有确定性增长的个股。

■ 风险提示

监管趋严带来的不确定性风险、市场竞争加剧风险、业务拓展不及预期、商誉减值风险、坏账损失风险等。

■ 数据预测与估值：

重点关注股票业绩预测和市盈率

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			17A	18E	19E	17A	18E	19E		
中公教育	002607	12.38	0.01	0.19	0.20	1238	65	62	5.25	暂未评级
佳发教育	300559	49.05	0.52	0.89	1.34	94	55	37	9.01	增持
科斯伍德	300192	11.01	0.02	0.31	0.37	551	36	30	3.86	增持

数据来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为2019/3/19收盘价）

一、政策边际宽松，板块行情回暖

1.1 2018 顺利收官，民办教育稳中有进

民办教育规模与占比稳中有进。截止 2018 年，全国各级各类民办学校共 18.35 万所，同增 3.3%，占比 35.35%，在校生合计约 5378.21 万人，同增 5.0%，占比 19.51%，民办教育规模与占比稳步提升。从学校增量来看，民办高中增速最高（+7.13%），其次是民办初中（+3.51%）和民办幼儿园（+3.37%），民办小学（+1.18%）和民办高校（+0.27%）小幅增长，民办中职收缩（-3.67%）。从学生人数增量来看，民办初中增速最高（+10.15%），民办小学、民办高中和民办中职的增幅位于 6%-9% 区间，民办高校和民办幼儿园人数增速则低于 5%。

图 1 全国民办学校数量（万所）

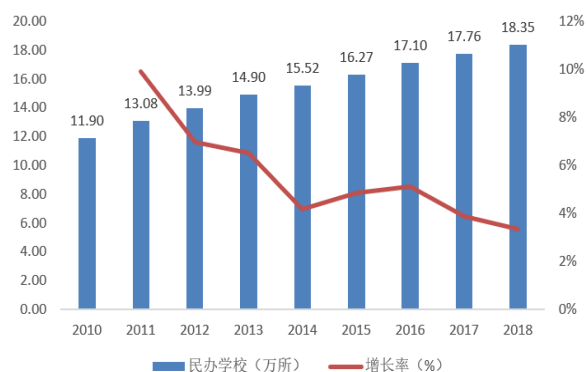
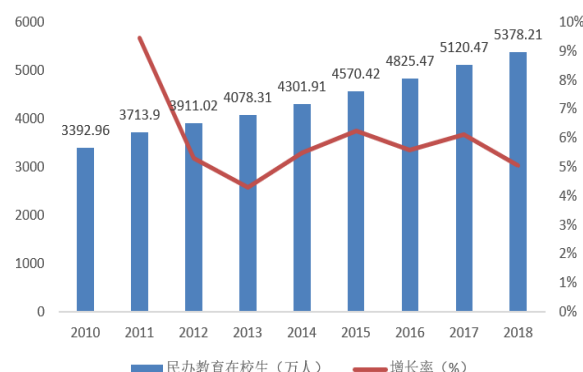


图 2 全国民办教育在校生人数（万人）



数据来源：教育部，上海证券研究所

数据来源：教育部，上海证券研究所

表 1 民办教育发展情况

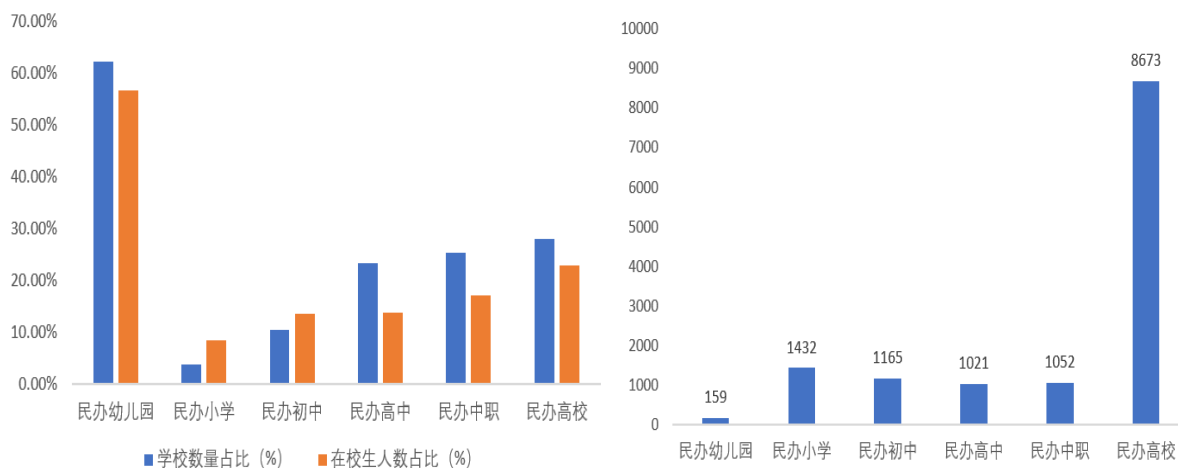
细分领域	学校数量（所）			在校生人数（万人）		
	2018	2017	同增	2018	2017	同增
民办幼儿园	165800	160400	3.37%	2639.78	2572.34	2.62%
民办小学	6179	6107	1.18%	884.57	814.17	8.65%
民办初中	5462	5277	3.51%	636.3	577.68	10.15%
民办高中	3216	3002	7.13%	328.27	306.26	7.19%
民办中职	1993	2069	-3.67%	209.7	197.33	6.27%
民办高校	749	747	0.27%	649.6	628.46	3.36%
其他	101	800	-87.38%	29.99	74.47	-59.73%

数据来源：教育部，上海证券研究所

幼儿园民办化程度较高，民办高中、中职、高校单体体量不办公办，民办小学和初中单体体量超公办。民办幼儿园的学校数量全国占比 62.16%，在校生人数全国占比 56.69%，民办园为幼儿园体

系的主体，学前教育民办化程度较高。高中、中职和高校的民办化程度约为 20% 左右，但从生均规模来看，上述三类民办学校平均单体体量不及公办学校。初中的民办化程度约为 10% 左右，小学的民办化程度约为 5% 左右，但平均单体体量超过公办学校。

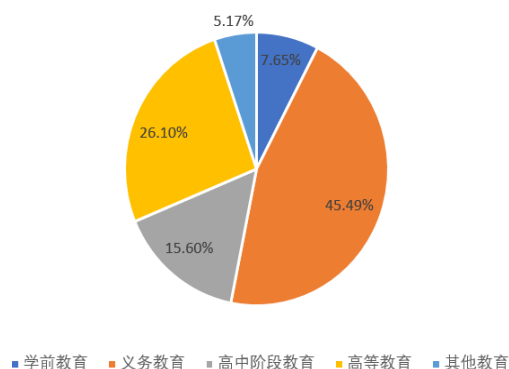
图 3 2018 年各类民办学校数量和在校生人数占比 (%) 图 4 2018 年各类民办学校平均单校学生规模 (人)



数据来源：教育部，上海证券研究所（注：与全国比） 数据来源：教育部，上海证券研究所

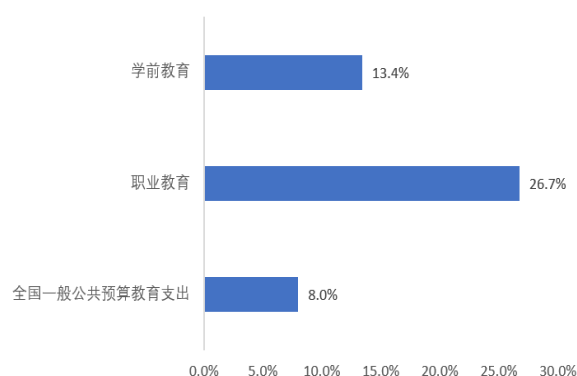
财政教育经费坚守 4% 底线，加大职业教育和学前教育经费安排。我国财政教育经费占 GDP 的比例从 2012 年开始突破 4% 的国际标准线，2012-2017 年间年均复合增长 8.12%，至 2017 年财政教育经费占比达到 4.17%。其中，经费投向主要是义务教育和高等教育。2018 年国务院办公厅印发《关于进一步调整优化结构提高教育经费使用效益的意见》，明确在保持 4% 的底线基础之上要调整优化结构。2019 年两会政府工作报告指出，财政教育经费占 GDP 比例将继续保持 4% 以上，且中央财政教育支出安排超过 1 万亿元。2019 年全国一般公共预算教育支出预算数为 3.48 万亿元，同增 8%。结构方面，职业教育和学前教育成为经费大力投入的重点领域，职业教育的经费安排从 2018 年的 187 亿元增加到 237 亿元，增幅最大，达 26.6%；学前教育的经费安排为 169 亿元，同增 13.1%。义务教育增加 397 亿元，高中教育增加 4 亿元，而高等教育和特殊教育的经费则保持不变。

图 5 2017 年教育经费总投入结构 (%)



数据来源：教育部，上海证券研究所

图 6 2019 年全国一般公共预算教育支出预算数增幅



数据来源：教育部，上海证券研究所

1.2 行业政策端迎来边际宽松

去年政府在教育领域加强了监管，主要围绕 K12 校外培训和学前教育，并在民促法送审稿中对通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校的行为进行了限制，导致教育板块估值下挫，且经营受到监管影响增速放缓。今年以来，随着多项重磅政策的出台，教育板块迎来了政策端的边际宽松。

➤ 2019 年 1 月《国家职业教育改革实施方案》(“职教 20 条”)发布，推进职业教育“三个转变”：从注重数量向注重质量转变，从政府主办为主向政府统筹、社会多元办学的格局转变，从参照普通教育的模式向产教融合、办学特色更加鲜明的类型教育方向转变。职业教育迎来诸多改革创新解决机制体制问题，如 1+X 证书制度试点、研究建立国家资历框架、探索本科职教试点、建立产教融合型企业等。一方面，根据国办印发的《关于对真抓实干成效明显地方进一步加大激励支持力度的通知》，职业教育已列入加大激励支持力度的重点内容，各地加快试点落地；另一方面推动职业教育多元办学，未来可能存在教育费附加减免等政策优惠，完善激励机制。同时，建立产教融合型企业认证制度，对进入目录的产教融合型企业给予“金融+财政+土地+信用”的组合式激励，并按规定落实相关税收政策。

➤ 2019 年 2 月《中国教育现代化 2035》及《加快推进教育现代化实施方案(2018—2022 年)》发布。《中国教育现代化 2035》是我国第一个以教育现代化为主题的中长期战略规划，具有全局性、战略性和指导性的意义，在更长的时间跨度内指明了教育现代化的战略目标、战略任务和实施路径。规划提出了八方面的发展目标：一是建成服务全民终身学习的现代教育体系；二是普及有质量的学前教育；三是实现优质均衡的义务教育；四是全面普及高中阶段教育；五是职业教育服务能力显著提升；六是高等教育竞争力明

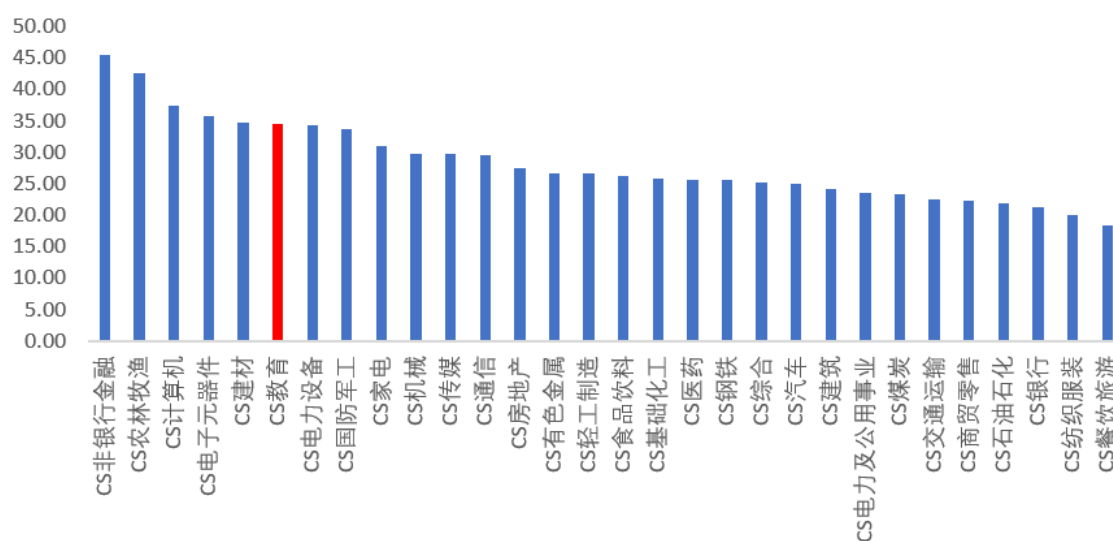
显提升；七是残疾儿童少年享有适合的教育；八是形成全社会共同参与的教育治理新格局。

我们认为：（1）职业教育：从新版《民促法》、《国家职业教育改革实施方案》到《中国教育现代化 2035》《实施方案》，职业教育频繁享受政策利好。《实施方案》指出完善学历教育与培训并重的现代职业教育体系，将培训与学历教育摆在平等地位，结合拟推出的“学历证书+若干职业技能等级证书”试点，将极大地促进职业技能培训市场获得发展。《中国教育现代化 2035》指出要建设高素质专业化创新型教师队伍，要完善教师资格体系和准入制度，我们预计未来教师岗位的从业要求将逐步提高，教师资格证考试难度有所提升，这将加大考证培训需求，带动教师招录及资格培训市场快速发展。（2）高等教育：持续推动本科高校向应用型转变及高水平高职院校建设。《职业教育改革实施方案》中提出到 2022 年，一大批普通本科高等学校向应用型转变，建设 50 所高水平高等职业学校和 150 个骨干专业（群）。《实施方案》指出要大力推进产教融合、校企合作，制定并落实职业院校生均拨款制度。多项政策刺激高等教育内涵式发展，民办高教作为重要组成部分，将迎来独立学院加快转设、优质资源相互整合等良好时机，做大规模、做优质量。（3）教育信息化：大力推进教育信息化，新高考带来新需求。新高考改革为教育信息化领域增添新赛道，新高考的信息化产品通常分为 to B 和 to C，B 端产品包括选课系统、分班系统、排课系统、电子班牌、人脸识别考勤、教师评级系统等，C 端产品主要是志愿填报、升学服务产品等。随着新高考陆续在各个省市落地，新高考相关的教育信息化解决方案将迎来进校的窗口期，市场需求迅速扩大。

1.3 行情表现：板块跑赢大盘，估值表现分化

截止 2019 年 3 月 15 日，CS 教育年初至今上涨 34.54%，同期沪深 300 上涨 23.36%，教育板块跑赢大盘 11.18 个百分点。横向比较来看，教育板块区间涨幅在 30 个中信一级行业（将 CS 综合拆成 CS 综合（剔除教育）与 CS 教育）中排名第 6 位，表现明显好于去年下半年。我们认为，教育板块出现较大幅度反弹，一是大盘整体回暖，二是教育行业频享政策利好带来投资情绪的修复，估值有所回升。

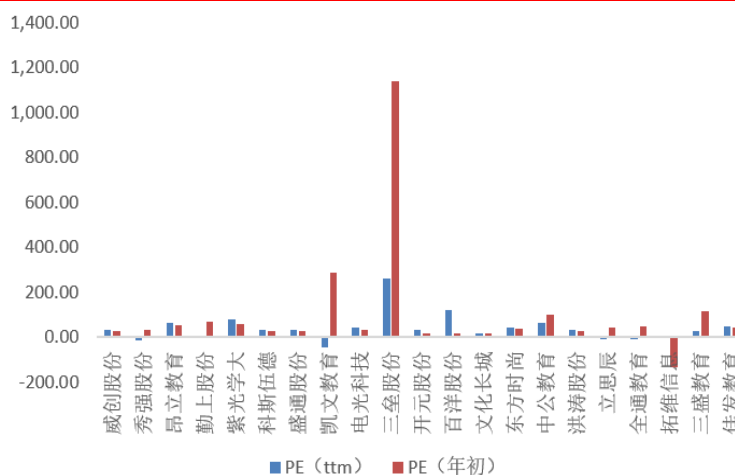
图 7 各板块年初至今区间涨跌幅 (%)



数据来源: Wind, 上海证券研究所 (注: 截止 2019/3/15)

以 A 股重点教育上市公司为样本, 剔除掉估值差异较大的数值后, 截止 3 月 15 日, A 股教育板块整体的平均动态估值约为 35X, 与年初的 37X 相差不大。但个股估值表现分化: 多数个股因为行情回暖、政策刺激带动估值修复, 但仍有部分个股由于商誉减值、成本上升等导致经营亏损出现估值为负, 拉低了板块平均估值水平。

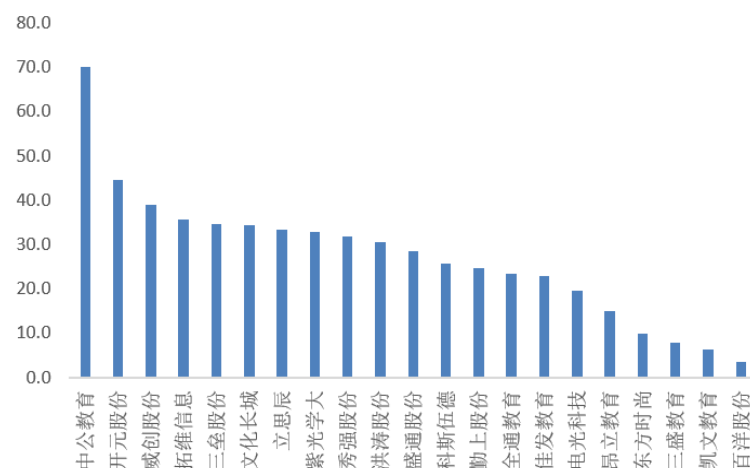
图 8 A 股重点教育上市公司估值变化



数据来源: wind, 上海证券研究所 (注: 截止 2019/3/15)

年初至今, 重点公司里涨幅排名前五位分别是中公教育 (70.16%)、开元股份 (44.57%)、威创股份 (38.88%)、拓维信息 (35.55%)、三垒股份 (34.59%); 涨幅排名后五位分别是百洋股份 (3.46%)、凯文教育 (6.20%)、三盛教育 (7.75%)、东方时尚 (9.93%)、昂立教育 (14.93%)。

图 9 A 股重点教育上市公司年初至今涨幅 (%)



数据来源: wind, 上海证券研究所 (注: 截止 2019/3/15)

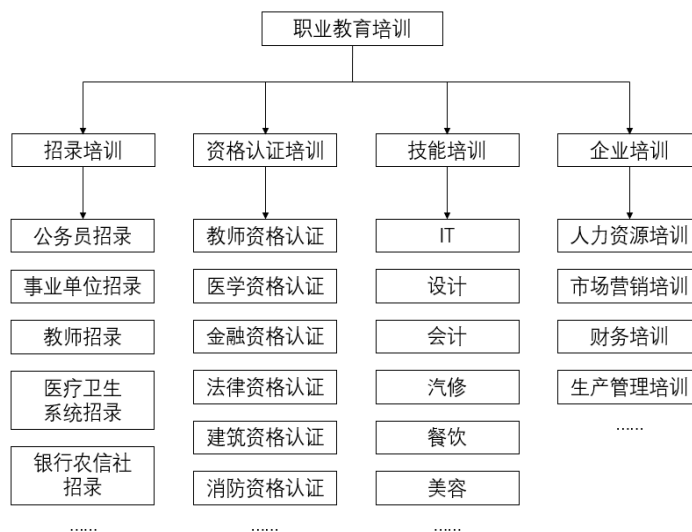
二、职业教育政策利好，教育信息化进入新周期

2.1 职业教育培训：“1+X”试点赋予刚需性，新蓝领参培

意愿高

我国非学历的职业教育培训大致可以分为以获得工作机会为目的的招录培训、为满足特定行业对从业资格或执业等级需求而进行的资格认证培训、为满足特定工作岗位专业技术要求而进行的技能培训及企业内部管理培训等。由于多数职业教育培训以就业或考取证书为目的，学习的生命周期较短，在成功就业或获得证书后，较难再产生二次消费，即复购率偏低，导致每个职业教育培训赛道的天花板都不高，通常为百亿规模，且从业门槛较低，参与者众多，多数赛道的行业集中度尚低。总的来看，非学历的职业教育培训投资逻辑为：内生性看行业受众人群、参培率、参培频次、客单价及企业市占率水平；外延性看企业拓品类、扩赛道及并购整合的能力。

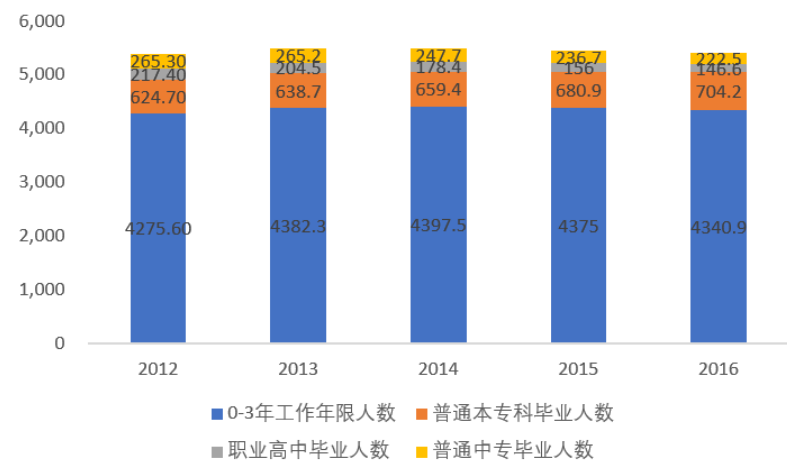
图 10 我国非学历职业教育培训分类



数据来源：上海证券研究所

试行“1+X”证书制度，赋予职业技能证书刚需性，有助于提高参培率。2019年1月，国务院印发《国家职业教育改革实施方案》，提出从2019年开始，在职业院校、应用型本科高校启动“学历证书+若干职业技能等级证书”制度试点（即1+X证书制度）工作，鼓励职业院校学生在获得学历证书的同时，积极取得多类职业技能等级证书，拓展就业创业的本领，从而缓解结构性的就业矛盾。长期以来，高等教育被诟病教学理论与社会实际之间脱节，学历证书的重要性较过去有所下降，越来越多的毕业生通过考取相关职业技能证书来凸显自己的就业竞争力，职业技能证书成为企业选拔、录用人才的重要参考依据，此次改革也是顺应就业市场的变化，官方认可并提高了职业技能证书的地位。根据艾瑞咨询测算，2016年我国职业技能培训市场潜在的用户群体人数达5414.2万人，其中0-3年工作年限人数4340.9万人、普通本专科毕业生704.2万人、职业高中毕业生146.6万人、普通中专毕业生222.5万人，我们认为随着职业技能证书与学历证书一起成为学生毕业的标配，将极大地释放相关职业技能培训的市场需求，有助于提高普通本专科、职业高中、普通中专毕业生的参培率水平。

图 11 我国职业技能培训行业潜在用户数（万人）

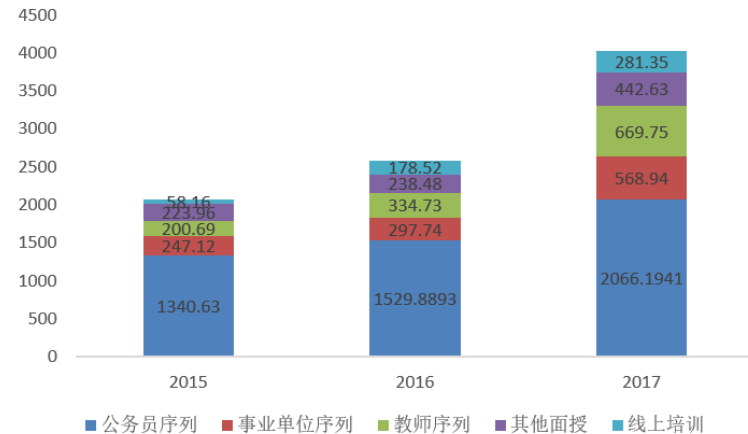


数据来源：艾瑞咨询，上海证券研究所

中公教育是全国性的职业教育培训龙头。核心的公务员考试培训业务能够创造利润和现金流，基于需求释放的教师招录及资格培训业务则贡献成长性。(1) 2017 年公务员招录培训收入 20.66 亿元，2015-2017 年 CAGR 为 24.15%，毛利率长期维持在 60%以上，2017 年达 64.9%。2017 年公司线下公考面授培训 37.32 万人次，2015-2017 年 CAGR 为 20.0%。公司大力推出协议班，拉长课程服务周期从而提升客单价，2017 年公考培训客单价增至 5536 元。(2) 2017 年事业单位招聘培训收入 5.69 亿元，2015-2017 年 CAGR 为 51.73%，毛利率由 50.14%回升至 56.14%。由于事业单位招聘人数较大幅度增至，带动参培人数增长，2017 年公司事业单位招聘培训 14.67 万人，2015-2017 年 CAGR 为 41.7%，客单价约为 3878 元。(3) 2017 年公司教师招录及资格培训收入 6.70 亿元，2015-2017 年 CAGR 为 82.68%，成为公司收入高增长的重要动力，毛利率离成熟业务仍有差距，受毛利率较低的面授业务占比上升及教师招录录取率降低导致协议班退费比例提高影响，2017 年教师业务的毛利率由 48.13%降至 43.17%。受师范生报考及教培行业强制要求资格证带来的需求释放，教师资格证报考人数大幅增长，2018 年共计约 647 万人报考，同比增长 108.7%，2019H1 已有超过 300 万人报考，预计全年报名人数将增至 700 万人左右。一方面报考人数基数大幅增加，另一方面随着通过率的降低，参培意愿提高，教师资格证培训迎来高增时期，同时在协议班等高端课程助力下，预计客单价水平将逐步提高，盈利能力有望提升。总的来看，中公教育的成长性来自：一是拓品类，加大对教师资格培训业务的投入，紧抓政策改革红利，并拓展考研等综合项目；二是沉渠道，公司目前在全国 31 个省市、319 个地级市建立了 619 家直营校区，是网点数量最多的职业教育机构，未来继续向市、县一级区域下沉；三是提单价，通过协议班等高端

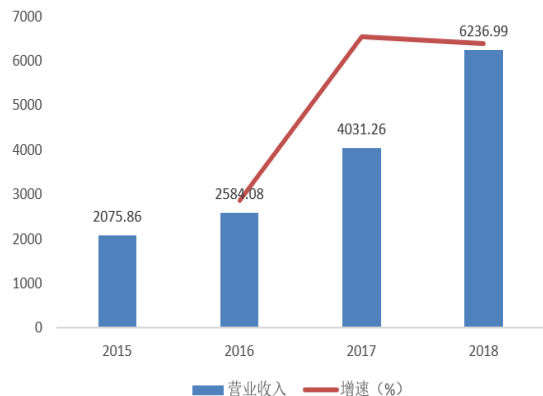
课程优化班型结构，竞争压力加大背景下拉长备考培训周期从而提高单价；四是产品驱动，重视研发，公司研发投入长期占营收的5%以上，构造核心竞争力，线上业务快速增长。2018年，公司实现营收62.37亿元，同比增长54.72%，归属净利润为11.53亿元，同比增长119.67%，净利率提高至18.5%。

图 12 中公教育各业务收入规模（百万元）



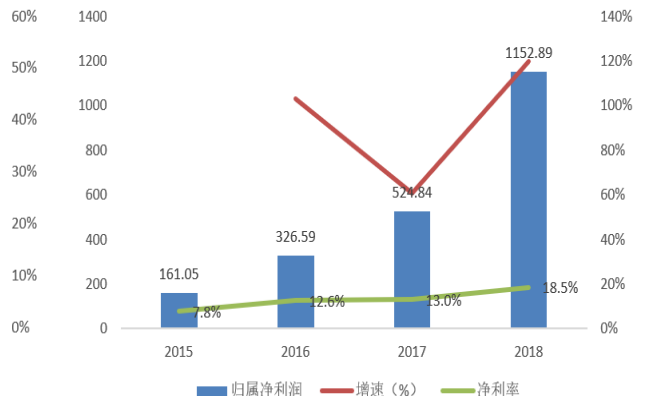
数据来源：wind，上海证券研究所

图 13 中公教育历年收入及增速（百万元）



数据来源：wind，上海证券研究所

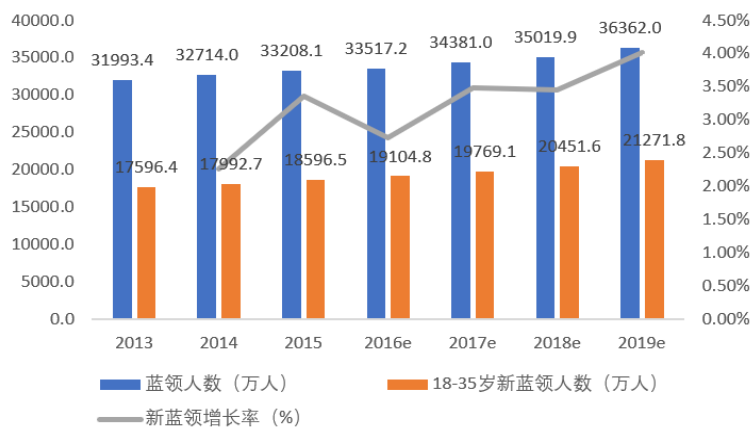
图 14 中公教育历年归属净利润及增速（百万元）



数据来源：wind，上海证券研究所

随着第三产业成为我国经济的主导产业，越来越多的劳动力涌向了服务行业，成为新蓝领。与传统在制造业、建筑业等领域工作的蓝领相比，在服务业工作，地区主要位于一二线城市，方式从低技术含量的纯体力劳动向技术含量相对较高的体力和脑力相结合转变的年轻劳动力被称为“新蓝领”，如行政文员、健身教练、月嫂、房产经纪人、快递员、商务司机等。根据艾瑞咨询数据，预计2018年全国约有3.50亿的蓝领人群，其中18-35岁（85后-00后）的新蓝领人数约2.05亿，年均增长3-4%，主要因为外卖、物流等行业快速增长带来的用人需求增加。

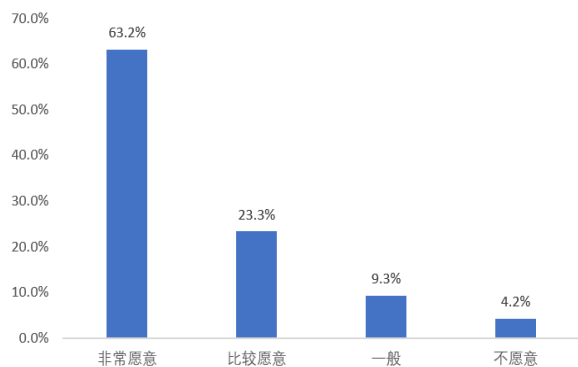
图 15 我国蓝领与新蓝领人数规模及增长率



数据来源：艾瑞咨询，上海证券研究所

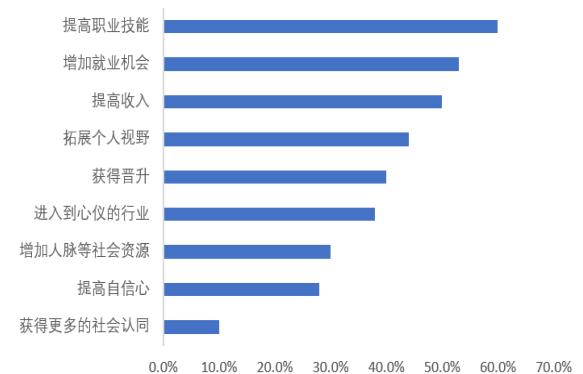
出于涨技能、增就业、提收入，新蓝领职教培训意愿高。根据2017年《新蓝领教育消费行为研究报告》，86.5%的新蓝领愿意参加职业教育，其中63.2%的人态度是非常愿意。新蓝领旺盛的职教培训需求主要源于提高职业技能、增加就业机会和提高收入，此外还有拓展个人视野、获得晋升、增加人脉等社会资源、获得更多的社会认同等。以烹饪西点培训为例，66.7%的学员在培训后收入得到了提高，38.9%的获得了晋升，27.8%的增加了就业机会，27.8%的提高了职业技能。毕业一年内参加烹饪技能培训后薪资可达3000-4000元，如果职级达到厨师长，薪资则可达到6000-8000元，职教培训对于就业机会、职业技能、薪资收入、晋升空间等方面有直接的促进作用。

图 16 受访者参加职业教育的意愿



数据来源：清科智库，上海证券研究所

图 17 新蓝领选择职业教育培训的原因



数据来源：清科智库，上海证券研究所

随着分布在服务业的新蓝领人数逐渐增长，且参培意愿较高，我们认为职教培训的品类结构也将顺应出现调整，餐饮服务、健身教练、月嫂等需求较大但从业人员素养不均的岗位将诞生新的培训需求，其背后逻辑是消费升级之下推动的人才升级趋势。

➤ 餐饮服务培训：中国东方教育旗下的新东方烹饪教育是国内知名的烹饪技术培训品牌，截止2018年8月底，在全国共有50

个校区，平均培训人次达 70004 人。新东方烹饪教育为学生提供 12 个长期专业和 29 个短期主干专业，包括行政总厨、酒店管理、西餐主厨、时尚西点及中式药膳等热门专业。我国烹饪职业技能教育的市场集中度较高，CR3 占 26.9%，其中新东方烹饪教育占绝对主导地位，市场份额为 23.1%。2018 年前 8 个月，新东方烹饪教育实现营收 12.32 亿元，同比增长 11.6%。

图 18 新东方烹饪教育官网



图 19 新东方烹饪教育收入及增速（百万元）



数据来源：公司官网，上海证券研究所

数据来源：wind，上海证券研究所

勺子课堂是餐饮业的在线职教平台，旗下业务包括餐饮职业教育机构“勺子课堂”、餐饮门店营运咨询机构“勺子咨询”及部分媒体广告业务。目前拥有 600 多节餐饮管理课程，每年新推课程超过 100 节，建立餐饮的五力模型，解决餐厅经营的各类难题。课程体系从基础班到提高班到实操班，循序渐进，授课方式包括线上干货视频、互动课堂及线下的分享+实战，多元形式满足学习的差异化需求。目前勺子课堂已为超过 13 万的餐饮人提供了专业的职业教育服务与人才服务，2018 年 8 月获得青松基金领投、华创资本跟投的 3000 万元 A+轮融资。

图 20 勺子课堂课程

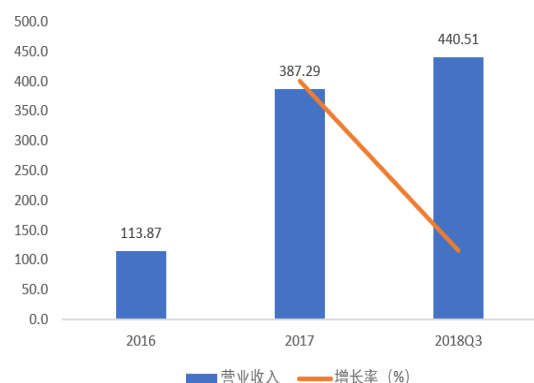


数据来源：公司官网，上海证券研究所

➤ 健身教练培训：赛普健身主营健身教练技术培训，通过提

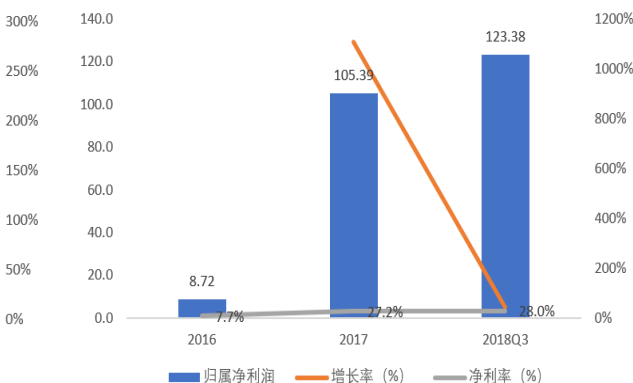
供培训私人健身教练服务，收取培训费、住宿费等。公司自主研发形成了以“CPT私人教练认证”、“运动损伤预防与纠正性训练认证”、“PFT体适能训练认证”三大核心认证课程为主的课程体系，并在北京、深圳建设了5个高标准的健身私教培训基地。2018年前三季度，公司实现营收4.41亿元，同比增长68.98%；归属净利润为1.23亿元，同比增长41.17%。

图 21 赛普健身营收及增速（百万元）



数据来源: wind, 上海证券研究所

图 22 赛普健身归属净利润及增速（百万元）



数据来源: wind, 上海证券研究所

2.2 高等教育：提供人才储备，内生外延并举

改革开放以来，我国学历制的职业教育发展大致经历了以下几个阶段：

➤ 1978-1995 年：以中职教育为主体，优先发展中职教育。

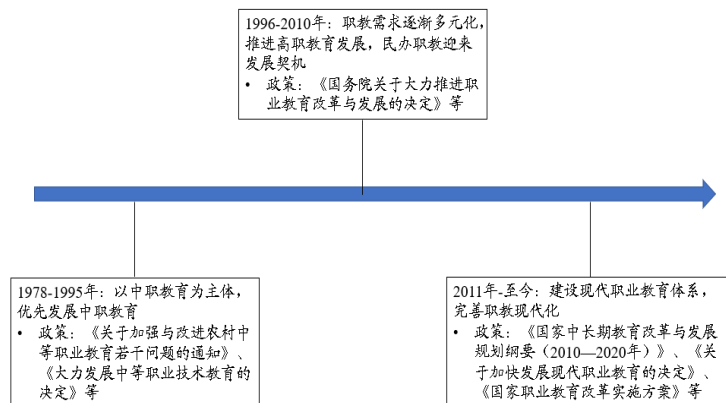
改革开放初期，中职教育远落后于普通高中教育，为了协调中等教育结构，国家出台了一系列政策促进中职教育发展，包括《关于加强和改进农村中等职业教育若干问题的通知》、《大力发展中等职业技术教育的决定》等，中职教育成为此阶段职业教育发展的重点。到 1996 年，全国中职学校招生人数已占到高中阶段招生的 57.9%，在校学生总数占到高中阶段学生总数的 56.4%，中职教育处于发展的黄金期。

➤ 1996-2010 年：职教需求逐渐多元化，推进高职教育发展，民办职教迎来发展契机。随着经济快速发展，中职教育为主的职业教育体系已无法适应更高层次的人才需求，高职教育获得了大力推进。2002 年《国务院关于大力推进职业教育改革与发展的决定》正式发布，提出要扩大高等职业教育的规模，“十五期间”高职学校毕业生要达 800 多万名。同时，国家对民办职业教育给予政策支持，如可出租闲置的国有、集体资产等给民办职校办学，非营利性的民办职校可享受举办社会公益事业的有关优惠政策等，推动办学主体的多元化。

➤ 2011 年-至今：建设现代职业教育体系，完善职教现代化。

2010 年,《国家中长期教育改革与发展规划纲要(2010—2020 年)》正式颁布,强调要大力发展职业教育,目标到 2020 年形成适应经济发展方式转变和产业结构调整要求、体现终身教育理念、中等和高等职业教育协调发展的现代职业教育体系。2014 年,国务院印发《关于加快发展现代职业教育的决定》,提出要加快构建就业导向的现代职业教育体系,且增加了“产教深度融合”的新要求。2019 年,《国家职业教育改革实施方案》出台,指出我国现代职业教育体系框架全面建成,但是仍存在体系建设不够完善、职业技能实训基地建设有待加强、制度标准不够健全等问题,需要持续推进职业教育现代化建设。第一,教育理念升级,职业教育服务建设现代化经济体系和实现更高质量更充分就业的需要,对接科技发展趋势和市场需求;第二,办学结构优化,深化办学体制改革,鼓励和支持社会各界特别是企业积极支持职业教育,利用 5-10 年左右时间,基本完成由政府举办为主向政府统筹管理、社会多元办学的格局转变;第三,启动 1+X 证书制度试点,借鉴国际职教培训经验,在发挥学历证书作用的基础上,鼓励学生考取多类职业技能等级证书,拓展就业创业本领,缓解结构性就业矛盾;第四,全面加强校企的深度合作,对产教融合型企业进行认证,进入目录的给予“金融+财政+土地+信用”的组合激励。

图 23 我国职业教育发展历程与政策演变

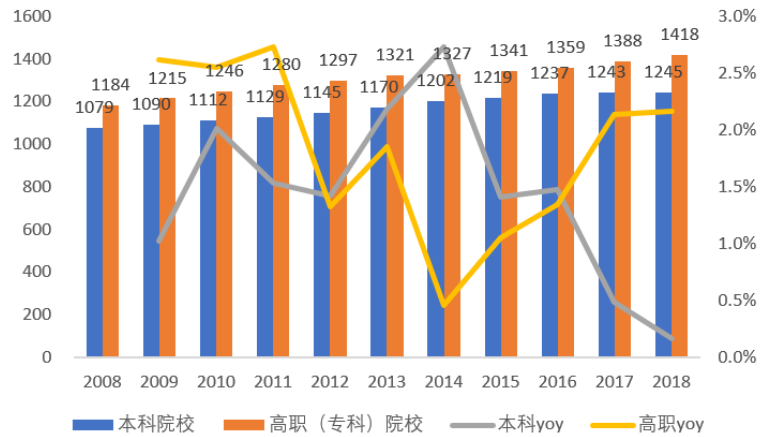


数据来源: 上海证券研究所

高职(专科)院校构成高校主体,生源增长较快。截止 2018 年,全国共有 2663 所普通高校,其中本科院校 1245 所、新增 2 所,高职(专科)院校 1418 所、新增 30 所,高职(专科)院校占全国高校数量的 53.2%。2018 年,全国普通本专科招生 790.99 万人,同比增长 3.87%,其中普通本科招生 422.16 万人,同比增长 2.78%,占比 53.4%;普通专科招生 368.83 万人,同比增长 5.16%,占比 46.6%。全国普通本专科共有在校生 2831.03 万人,同比增长 2.81%,其中普通本科在校生 1697.33 万人,同比增长 2.95%,占比 60.0%;

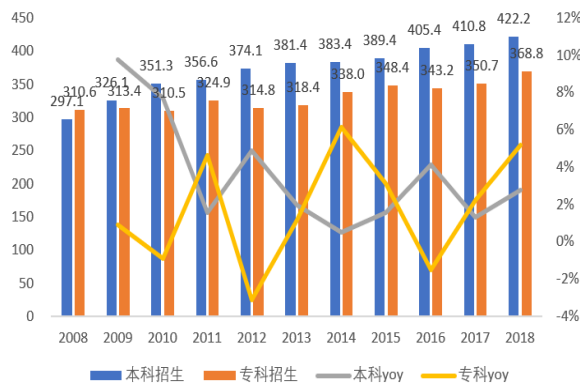
普通专科在校生 1133.70 万人，同比增长 2.60%，占比 40.0%。

图 24 全国本科及高职（专科）院校数量



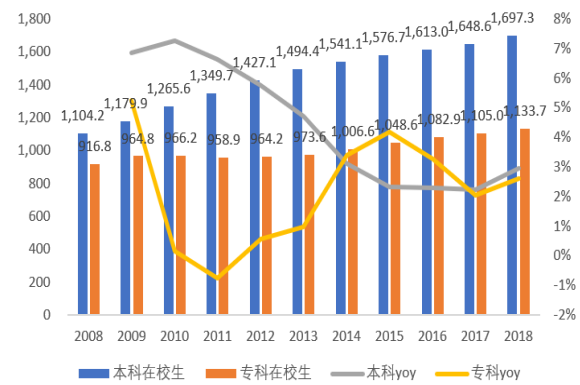
数据来源：教育部，上海证券研究所

图 25 全国本科及专科招生人数（万人）



数据来源：教育部，上海证券研究所

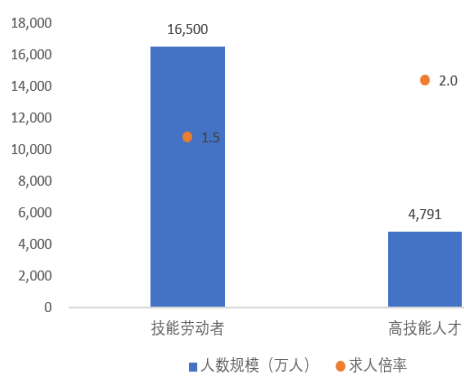
图 26 全国本科及专科在校生人数（万人）



数据来源：教育部，上海证券研究所

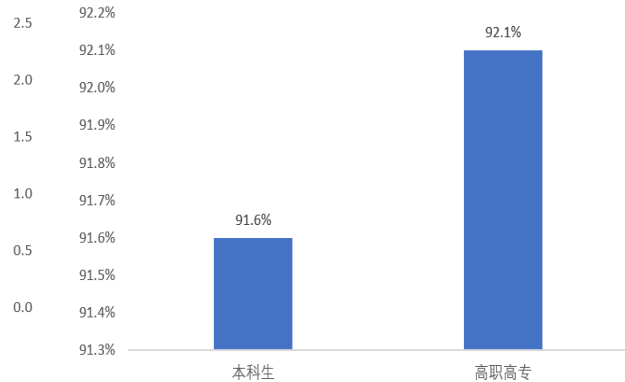
产业升级带动人才升级，高职高专成为人才储备池。随着经济发展，智能家居、无人驾驶等新兴产业诞生，促使用人结构升级。但目前我国技能人才供需矛盾十分突出，全国约有超 1.65 亿技能劳动者，其中高技能人才仅 4791 万人，导致技能劳动者的求人倍率（岗位数：求职人数）一直在 1.5:1 以上，而高级技工的求人倍率甚至高达 2:1 以上。普通本科院校培养的多是综合性人才，而高职高专院校多以就业为导向，培养的多是一线操作的技术技能人才，因此逐渐成为产业转型升级过程中人才升级的储备池，每年有 70% 的新增劳动力来自于职业院校。2017 年，高职高专毕业生就业率首次超过本科生，达到 92.1%。

图 27 全国技能劳动者与高技能人才人数及求人倍率



数据来源：人社部，上海证券研究所

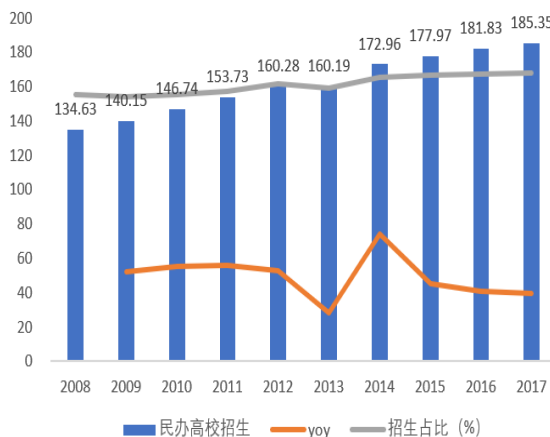
图 28 2017 届本科生、高职高专就业率



数据来源：《2018 年中国大学生就业蓝皮书》，上海证券研究所

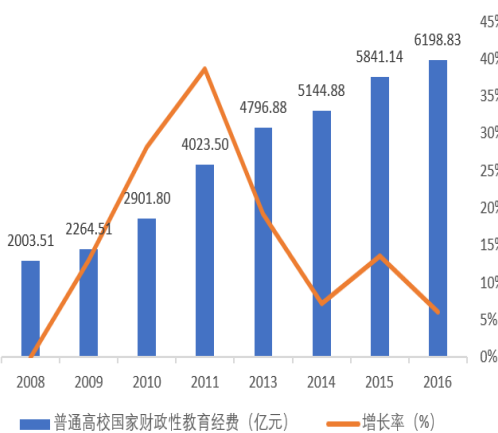
内生方面，高职院校生源大幅扩招，且财政加强投入。2019 年《政府工作报告》将“稳就业”放在了“六稳”之首，指出要多管齐下稳定和扩大就业，包括改革完善高职院校考试招生办法，鼓励更多应届高中毕业生和退役军人、下岗职工、农民工等报考，这有助于进一步完善高职院校招录生源结构，改变以往以初高中应届毕业生为主的单一结构，且今年大规模扩招 100 万人，按 2018 年专科招生规模测算，预计生源扩招幅度约 27.1%。从办学主体来看，民办高校招生增速超过高等教育行业整体水平，为高校大幅扩招提供吸纳空间。2017 年，民办高校共招生 185.35 万人，同比增长 1.9%，占全国高校招生人数的 24.3%。此外，政府加大对高职院校的财政投入，要求扩大奖助学金覆盖面、提高补助标准，中央财政加大投入的同时地方财政也要加强支持。根据高职院校年生均经费 1.2 万元的标准要求估算，预计新增 100 万生源将导致财政经费增加约 120 亿元。

图 29 全国民办高校招生人数 (万人)



数据来源：教育部，上海证券研究所

图 30 我国普通高校国家财政性教育经费规模 (亿元)



数据来源：wind，上海证券研究所

外延方面，高教领域并购整合持续，从区域走向全国。高等教育行业由于牌照壁垒、资金壁垒、回报周期壁垒、品牌声誉壁垒等

存在较高的进入门槛，每年增量有限，在区域性高教龙头相继登陆资本市场后，行业迎来存量整合时期，并借助资本的力量开启全国化布局。以民生教育为例，民生教育上市之初旗下主要有4所高校，3所位于重庆，1所在内蒙古。上市之后，公司加大了对外的并购整合，相继收购并表了重庆电信职业学院、云南大学滇池学院两所高校，并拟收购河北工业大学城市学院、曲阜远东职业技术学院、南昌职业学院和安徽文达信息工程学院，将学校网络由重庆、内蒙古拓展至云南、河北、山东、江西和安徽，逐步由区域性龙头向全国性龙头迈进。2018年，公司全年实现营收6.23亿元，同比增长30%，净利润3.33亿元，同比增长28%，核心净利润3.38亿元，同比增长9%。学生总人数达到65496人，同比增长59%，若剔除收购并表的云南大学滇池学院和寿光渤海实验学校影响，学生人数同比增长约7%，外延并购成为公司业绩保持快速增长的重要动力。

图 31 民生教育主营收入和净利润规模（百万元）

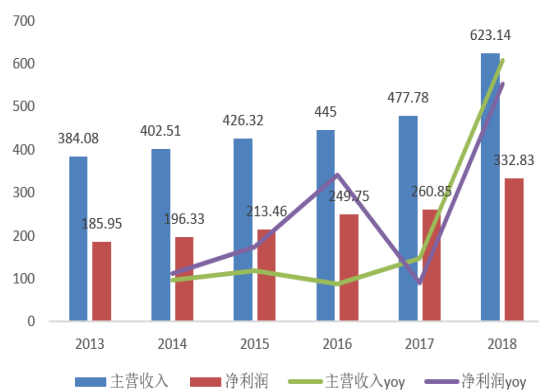
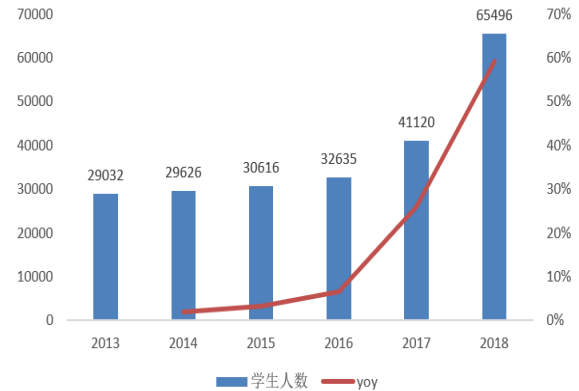


图 32 民生教育学生人数规模（人）



数据来源：wind，上海证券研究所

数据来源：wind，上海证券研究所

2.3 教育信息化：教育信息化升级 2.0，新高考释放新需求，行业进入成长新周期

教育信息化由 1.0 升级至 2.0，以实现“三全两高一大”为目标打造智慧校园。教育信息化 1.0 的建设目标是“三通两平台”，即宽带网络校校通、优质资源班班通、网络学习空间人人通，以及建设教育资源公共服务平台和教育管理公共服务平台。随着智慧教育不断发展，2018 年教育信息化由 1.0 升级为 2.0，提出到 2022 年基本实现“三全两高一大”的发展新目标。其中，“三全”指教学应用覆盖全体教师、学习应用覆盖全体适龄学生、数字校园建设覆盖全体学校；“两高”指信息化应用水平和师生信息素养普遍提高；“一大”指建成“互联网+教育”大平台。在 1.0 阶段，教育信息化注重在校园范围内引入外部变量，如硬件终端和软件管理系统等，2.0 阶段则更注重将外部变量实现内生性，在广泛应用的基础上实现创

新融合，从数字校园升级到智慧校园。

图 33 教育信息化 2.0 发展目标“三全两高一”



数据来源：教育部，上海证券研究所

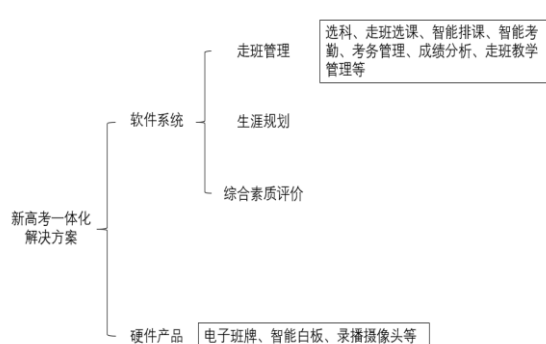
新高考改革落地实施，释放一体化解决方案新需求。我国从 2014 年开始实行新高考改革，各省市改革实施进度分别为：2014 年第一批——浙江、上海，2017 年第二批——北京、天津、海南、山东，2018 年第三批——江苏、湖北、福建、辽宁、广东、重庆、河北、湖南，2019 年第四批可能是原定的 7 个省份（宁夏、广西、陕西、云南、甘肃、青海、新疆）加上 2018 年推迟的 10 个省份（安徽、河南、四川、山西、黑龙江、吉林、内蒙古、江西、贵州、西藏），2020 年全国将全面建立新高考制度。随着新高考在各省落地实施，教育信息化也迎来了新需求，产品从单一的、传统的监控设备、网上查询、阅卷综合管理系统等向生态化的产品体系演变，新增选科、走班选课、智能排课、智能考勤、考务管理、成绩分析、走班教学管理、生涯规划、综合素质评价等软件系统需求及电子班牌、智能白板、录播摄像头等硬件产品需求。2020 年前将是新高考信息化产品进校的窗口期，能够提供适应新高考的一体化解决方案的厂商有望脱颖而出，把握新高考改革红利。

图 34 全国新高考改革时间安排表



数据来源：佳发教育官网，上海证券研究所

图 35 新高考一体化解决方案

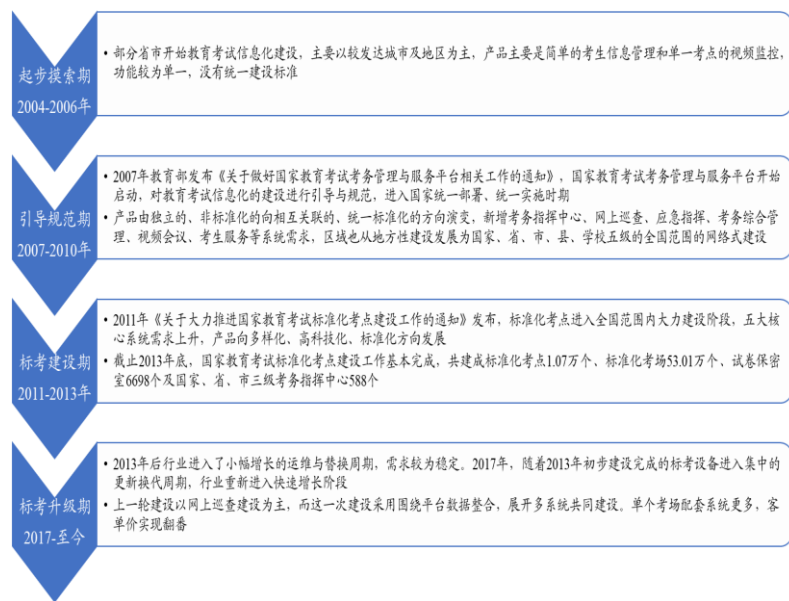


数据来源：上海证券研究所

1.0 积累渠道资源，2.0 产品研发续力，打开成长空间。以教育考试信息化建设为例，全国的教育考试信息化建设大致分为几个阶

段：(1) 起步摸索阶段（2004-2006 年）：2004 年开始，部分省市开始教育考试信息化建设，主要以较发达城市及地区为主，产品主要是简单的考生信息管理和单一考点的视频监控，功能较为单一，没有统一建设标准；(2) 引导规范阶段（2007-2010 年）：2007 年教育部发布《关于做好国家教育考试考务管理与服务平台相关工作的通知》，国家教育考试考务管理与服务平台开始启动，对教育考试信息化的建设进行引导与规范。由此我国教育考试信息化建设进入了国家统一部署、统一实施时期，产品由独立的、非标准化的向相互关联的、统一标准化的方向演变，新增考务指挥中心、网上巡查、应急指挥、考务综合管理、视频会议、考生服务等系统需求，区域也从地方性建设发展为国家、省、市、县、学校五级的全国范围的网络式建设；(3) 标准化考点建设阶段（2011-2013 年）：2011 年《关于大力推进国家教育考试标准化考点建设工作的通知》发布，标准化考点进入全国范围内大力建设阶段，“考试综合业务系统、考生身份验证系统、作弊防控系统、视频及网络监控系统、应急指挥系统”五大核心系统需求上升，产品向多样化、高科技化、标准化方向发展。截止 2013 年底，国家教育考试标准化考点建设工作基本完成，共建成标准化考点 1.07 万个、标准化考场 53.01 万个、试卷保密室 6698 个及国家、省、市三级考务指挥中心 588 个；(4) 标准化考点升级阶段（2017 年-至今）：标准化考点建设的产品通常有 3 年左右的保修期，在 2013 年后行业进入了小幅增长的运维与替换周期，需求较为稳定。2017 年，随着 2013 年初步建设完成的标考设备进入集中的更新换代周期，行业重新进入量价齐升的快速增长阶段。第一，应用场景纵向延伸，前批标考主要用于高考，现向学业水平考试、中考等场景延伸。以中考为例，全国每年约有 1400 万初中毕业生，按每个考场 30 个人计算，约需要标考 46 万间，加上 50% 备用考场，预计中考所需标考教室数量约 70 万间左右，再造且超过高考的标考数量规模。第二，上一轮建设以网上巡查建设为主，而这一次建设采用围绕平台数据整合，展开多系统共同建设。单个考场因为配套系统更多（以前一个子系统，现在 3-4 个系统进场），客单价实现翻番，由此前的 3000 元左右提升至 8000-10000 元左右。按每个标考投入约 1 万元左右测算，新一轮标考信息化建设市场空间约（高考 50 万考场+中考 70 万考场）*1 万元 ARPU=120 亿元。

图 36 全国教育考试信息化建设发展历程



数据来源：上海证券研究所

佳发教育作为考场信息化建设的领导者，享受行业新一轮的成长红利。在第一轮大规模的全国性标准化考点建设期内，公司加大产品投放和渠道开拓，参与了 25 个省从国家端到学校端的五级互通互联教育考试考务管理与服务平台建设，在网上巡查系统建设中占绝对领先地位，覆盖 1.3 万所学校、30 万间考场，市占率达 60% 以上，荣获“四最”（建设的省级平台最多、参与建设的省份最多、独家承建的省份最多、全国市场占有率最高）称号。同时，公司形成了覆盖全国的销售网络，与三大运营商旗下的系统集成子公司建立了良好的合作关系。在标考领域之外，公司积极探索其他考试信息化产品，推出英语听说综合智能解决方案，已落地 30 多个区县，覆盖上百所学校，并试点四川省无纸化体验项目。教育信息化 2.0 推进和新高考改革驱动下，公司率先推出包含“考教统筹、新高考、智慧教育”三大板块的智慧教育整体解决方案。考教统筹以一套设备、多端利用提高了闲置标考设备的使用频率，且提供多样的现代化教学、管理服务以满足学校教育管理的需求，获得市场好评。顺应新高考改革大势，公司推出四位一体的新高考一站式解决方案（走班管理、生涯规划、综合评价、家校互动），助力学校解决新高考选课难、开课难、教学管理难、综合评价难等问题，2018 年已覆盖 300 所学校，计划 2019/2020 年分别覆盖 1300/5000 所。公司于 2016 年形成云巅智慧教育完整解决方案并正式推广，2017 年助力重庆璧山中学成为全国首个教育信息化 2.0 试点学校，被原教育部副部长杜占元给予高度评价，2018 年智慧教育产品获得中国电化教育馆认定。2019 年 2 月，公司中标自贡市 2018 高新区义务段学校校园设备建设租赁服务采购项目，中标金额 1029.98 万元，累计

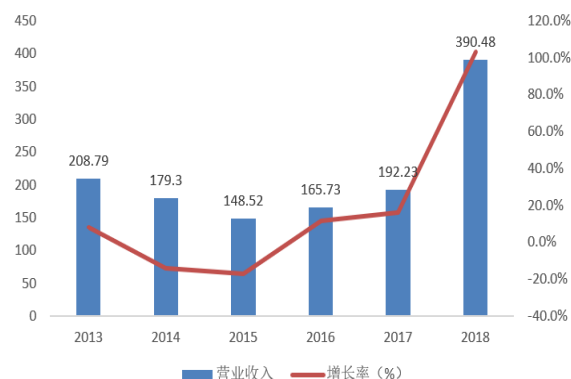
在自贡市“智慧教育”项目中中标 8 个，中标金额累计近 6000 万元。凭借在标考市场中建立起来的渠道资源，公司加速智慧教育产品推广，成功拓展至河南、重庆、山东、内蒙、四川等 13 个省份，规模放量，创造未来业绩新增点。公司 2018 年实现营收 3.90 亿元，同比增长 103.13%，归属净利润为 1.23 亿元，同比增长 89.15%，EPS 为 0.89 元/股，预计 2019Q1 归属净利润为 1250 万元-1450 万元，同比增长 68.13%-95.03%。

图 37 佳发教育产品体系



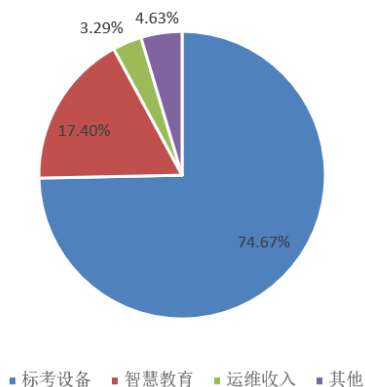
数据来源：公司公告，上海证券研究所

图 38 佳发教育营收及增速（百万元）



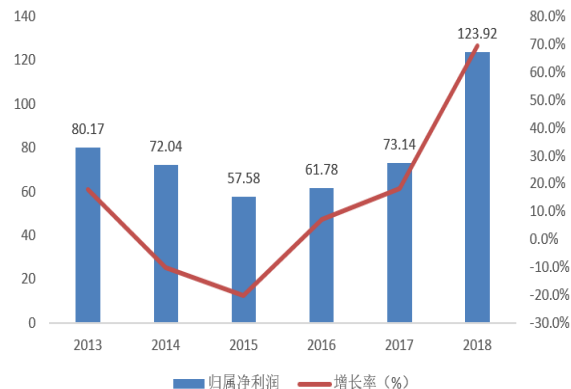
数据来源：wind，上海证券研究所

图 39 2018 年佳发教育收入结构



数据来源：wind，上海证券研究所

图 40 佳发教育归属净利润及增速（百万元）



数据来源：wind，上海证券研究所

三、行业评级、策略

维持教育行业“增持”评级。政策成为 2018 年压制板块投资热情的主要因素，但 2019 年开局以来，《教育现代化 2035》、《加快推进教育现代化实施方案(2018—2022 年)》、《国家职业教育改革实施方案》等一系列重磅政策出台，行业迎来政策面的边际宽松，带动投资情绪回暖，估值有所修复。目前，国务院职业教育工作联席会议制度已经建立并已开始正式工作，预期后续仍将有一系列配套

政策利好职业教育发展，叠加经济下行期就业压力加大带来的职教培训需求上升，看好职业教育赛道发展前景。高职院校扩招 100 万人带来学额增长预期，且随着新版《民促法》落地实施，民办高校可自主定价，学费存在上涨空间，外延方面并购整合持续，内生外延并举保障盈利。教育信息化升级 2.0，加速智慧教育在各省市落地实施，释放万亿空间，1.0 以硬件采购为主，2.0 关注软件和内容，B 端入场之后通过内容和服务逐渐拓展 C 端付费，行业成长可期。2019 年春季投资策略建议关注政策利好贯穿全年的职业教育板块及开启新一轮景气周期的教育信息化板块，此外，上市公司年报陆续披露，关注业绩有确定性增长的个股。

四、重点关注公司

4.1 中公教育 (002607):

公司 2018 年实现营收 62.37 亿元，同比增长 54.72%，归属净利润为 11.53 亿元，同比增长 119.67%。公司营收和利润快速增长主要系培训学员人次持续增加及培训单价不断提高，继续巩固市场领先地位和规模优势，此外双师、自主 IT 系统开发升级等经营数字化转型措施显著提升了管理效率。公司公务员考试培训是行业绝对龙头，稳定增长并贡献收益和现金流；教师资格培训业务受益于政策新规，迎来体制外培训机构的需求大爆发，呈高速增长态势，未来有望量价齐升，提高盈利水平。同时，公司在全国建有

参考 wind 一致预期，预计 2019-2021 年公司归属净利润分别为 12.61/16.49/26.74 亿元，对应 EPS 分别为 0.20/0.27/0.43 元/股，对应 PE 分别为 62/46/29 倍（按 2019/3/19 收盘价计算）。暂未给予评级。

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6236.99	8703.78	10853.31	13683.00
年增长率		39.55%	24.70%	26.07%
归属于母公司的净利润	1152.89	1260.55	1649.12	2674.00
年增长率		9.34%	30.83%	62.15%
每股收益 (元)	0.19	0.20	0.27	0.43
PER (X)	65.16	61.90	45.85	28.79

数据来源: Wind, 上海证券研究所 (按最新股本摊薄, 股价为 2019/3/19 收盘价)

4.2 佳发教育 (300559): 标考信息化龙头, 进军智慧教育

公司 2018 年实现营收 3.90 亿元，同比增长 103.13%，归属净利润为 1.23 亿元，同比增长 89.15%，EPS 为 0.89 元/股。受益于 2017 年开始的新一轮标考设备更新换代周期，公司核心的标考设备业务重回快车道，2018 年实现收入 2.92 亿元，同比增长 101.2%，毛利

率 56.30% (-3.74pct)。同时，教育信息化 2.0 和新高考改革驱动智慧教育发展，公司产品落地 13 个省份，实现收入 6796 万元，同比增长 155.4%，毛利率 73.70% (-6.46pct)。

预计公司 2019-2021 年归属净利润分别为 1.88/2.85/3.81/亿元，对应 EPS 分别为 1.34/2.04/2.72 元/股，对应 PE 分别为 37/24/18 倍（按 2019/3/19 收盘价计算）。公司是标考信息化龙头，市占率 60%，渠道优势突出；进军智慧教育，打造业绩新增点，延续高增态势。在教育信息化 2.0 和新高考改革驱动下，教育信息化进入新一轮的景气周期，具有深厚渠道布局和完整产品体系的企业有望脱颖而出，看好公司作为龙头的发展潜力。维持“增持”评级。

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	390.48	623.90	942.31	1255.88
年增长率		59.78%	51.04%	33.28%
归属于母公司的净利润	123.92	187.51	285.30	381.46
年增长率		51.32%	52.15%	33.70%
每股收益 (元)	0.89	1.34	2.04	2.72
PER (X)	55.11	36.68	24.11	18.03

数据来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为 2019/3/19 收盘价）

4.3 科斯伍德 (300192)：龙门教育增长符合预期，收购剩

余股权做大教育

公司 2018 年预计实现归属净利润 7471 万元-7644 万元，同比增长 1196%-1226%，业绩低于预期主要系关闭子公司计提减值 4262 万元，龙门教育全年合计贡献利润约 1.13 亿元。2018 年龙门教育保持增长势头，销售收入和归属净利润同比均约增长 25%，预计全年实现归属净利润约 1.3 亿元，推算 2018Q4 龙门教育实现收入和净利润分别约为 1.36 亿元和 4500 万元，同比分别增长约 14%和 2%。季度增速有所放缓主要系作为龙门第二大业务的 K12 校外培训受行业整顿影响较大，一定程度上拖累业绩增速，但作为盈利主力的 VIP 校区业务仍保持稳健增长，总的来看，龙门教育大概率完成 2018 年业绩承诺，增长符合预期。公司拟以现金加发行股份的方式向马良铭和上海翊占信息收购龙门教育剩余 50.24%股权，做大教育板块。

预计公司 2018-2020 年归属净利润分别为 0.76/0.89/1.16 亿元，对应 EPS 分别为 0.31/0.37/0.48 元/股，对应 PE 分别为 35/30/23 倍（按 2019/3/19 收盘价计算）。维持“增持”评级。

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	472.13	993.86	1134.44	1292.11
年增长率		110.50%	14.15%	13.90%
归属于母公司的净利润	5.76	75.51	89.28	115.66
年增长率		1210.95%	18.24%	29.54%

每股收益（元）	0.02	0.31	0.37	0.48
PER（X）	587.95	35.37	29.91	23.09

数据来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为2019/3/19收盘价）

五、风险提示

监管趋严带来的不确定性风险、市场竞争加剧风险、业务拓展不及预期、商誉减值风险、坏账损失风险等。

分析师承诺

周菁

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。