

增持

——维持

日期：2019年05月23日

行业：教育



分析师：周菁

Tel: 021-53686158

E-mail: zhoujing@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518070002

证券研究报告/行业研究/行业深度报告

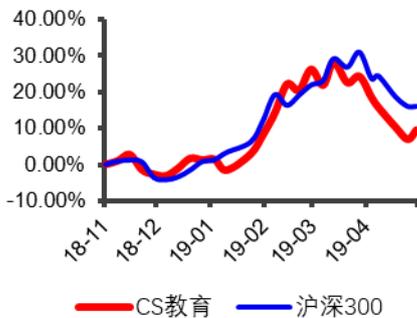
五问看改革黄金期的职业教育

■ 主要观点

职业教育是当下政策红利最为确定的赛道之一

从《国家职业教育改革实施方案》到2019年《政府工作报告》再到《中国教育现代化2035》，职业教育不断被提及，成为全国教育事业改革发展的重要领域。2018-2019年，职业教育相关政策持续加码，为行业不断注入催化剂。我们认为短期的催化因素包括：职业院校面临高职扩招百万、双高计划建设、“1+X”证书制度试点三大机会；职业技能培训机构面临产教融合型企业建设、大规模职业技能提升行动两大机会。

近6个月行业指数与沪深300比较



职业技能培训和K12培训的五大差异

一是职业技能培训各赛道天花板低，获客成本较高。职业技能培训的主要赛道大多仅百亿级，而K12培训市场空间超千亿，且K12培训强需求，获客成本大多低于千元，但职业技能培训龙头企业的获客成本通常在千元以上。二是职业技能培训的课时单价较低，职业技能培训课程的课时费普遍为20-30元/时，而K12培训平均约80-120元/时、高端的甚至可达200-300元/时以上。三是职业技能培训的客户多是在校大学生或刚毕业进入社会工作没几年的职场新人，积蓄较少，支付能力相对较弱，因此引入分期付款服务。四是职业技能培训比K12培训多了就业服务环节。五是职业技能培训较难产生续费，用户学习生命周期较短，因此需要不断进行营销投放以吸引增量生源，这也导致了获客成本居高不下。

职业技能培训主要赛道的市场空间

常见的IT、自考、金融财会、公务员、事业单位等职业培训市场规模均达到百亿级以上。教师类培训和考研的市场规模为50-100亿元，其中教师资格证考试由于去年的K12课外培训行业新要求释放了大量的体制外需求，且随着考试难度提高，参培率有望提升。医学、法考、建筑工程的市场规模低于50亿元，仍属于小众的职业技能培训赛道。暂不考虑驾考市场，我国职业技能培训主要细分赛道的市场空间合计突破1000亿元。

核心职教公司几大维度比较

(1) 收入规模与结构：职业技能培训行业赛道天花板低，进入门槛也低，诸多竞争者分食小蛋糕，各自的收入规模较为有限，大多处于10-20亿元范围，中公教育一枝独秀，规模已突破50亿元大关。综合性公司的收入来源多元化，且新开展业务为公司贡献了成长性；垂直化公司的收入结构较为单一，且由于核心业务经营时间较长、业务成熟、增长较为稳定，2016-2018年收入CAGR多为15%-20%左右。(2) 区域分布：核心职教公司基本实现了全国性布局，综合性职教企业（中公教育、华图教育、恒企教育）的区域分布更加均衡，一线和新一线城市的校区数量合计仅占全国的20%-30%左右，更多的校区分布在广阔的二三四线城市；垂直化职教企业（达内科技、传智播客、火星时代）

重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责声明。

的校区则主要分布在一线和新一线城市，这些区域的校区数量合计占到全国的50%以上。(3) 销售招生：职业技能培训机构的招生方式主要包括线上线下的流量投放、口碑传播、院校渠道、社群运营等。达内科技和火星时代较为依赖互联网推广获客，销售费用率处于较高水平；公考两大巨头中公教育和华图教育凭借多年积淀的品牌优势享有较低的销售费用率，平均约为20%左右；传智播客第一获客渠道来自老学员推荐，口碑转介绍率高达70%，远高于同行30%-40%的转介绍水平，有效减少了市场推广开支，销售费用率不足10%。

核心职教公司的未来成长路径

第一，扩赛道：打破成长天花板，实现收入多元化。第二，扩品类：完善产品矩阵，打造多层次产品结构。第三，扩渠道：下沉渠道，往二三四线城市及县城去。第四，扩容群：拓展青少儿项目，延长用户生命周期。第五，扩B端：利用产教融合、校企合作，加强校园渠道获客能力。

■ 投资建议

职业技能培训是当下景气度最高的教育细分行业之一。第一，职业教育享受明确的政策利好；第二，在经济“增质”转型背景下，产业升级需求带来人才技能水平提升需求，导致职业技能培训诞生新方向，如AI培训；第三，职业技能培训机构可以公司化制运营，资产证券化受限较小，借助资本优势龙头加速规模扩张，抢占市场份额，不断加深护城河。景气为王，龙头当道，建议关注：中公教育、开元股份。

■ 风险提示

监管政策趋严带来的不确定性，招生人数放缓风险，并购整合不及预期，商誉减值风险等。

目 录

1.1 职业教育享受怎样的政策红利?	5
1.2 职业技能培训与 K12 培训的差别?	9
1.3 职业技能培训主要赛道的市场空间有多大?	11
1.4 核心职教公司几大维度比较: 收入规模&结构、区域分布、 销售招生.....	13
1.5 核心职教公司的未来成长路径?	18
1.6 投资建议.....	20
1.7 风险提示.....	20

图

图 1 职业技能培训和 K12 培训代表企业的获客成本.....	10
图 2 职业技能培训和 K12 培训代表企业的课时单价.....	10
图 3 职业技能培训的分类.....	11
图 4 代表职教公司的收入规模（亿元）.....	14
图 5 综合性职教公司的收入结构.....	14
图 6 代表职教公司 2016-2018 年收入 CAGR.....	15
图 7 2018 年代表职教公司校区数.....	15
图 8 2018 年代表职教公司销售费用率.....	17
图 9 2018 年代表职教公司口碑转介绍率.....	17
图 10 2018 年代表职教公司单校区月均招生人次（人）.....	17
图 11 2018 年全国高校毕业生区域分布.....	19
图 12 童程童美招生人数.....	19
图 13 童程童美校区数量.....	19
图 14 童程童美收入（百万元）.....	20

表

表 1 职业教育历年主要发展政策一览.....	5
表 2 学历及非学历职业教育的短期催化因素.....	8
表 3 职业技能培训主要细分赛道的市场空间测算.....	12
表 4 代表职教公司的一线和新一线城市校区数量及占比....	16

从《国家职业教育改革实施方案》到 2019 年《政府工作报告》再到《中国教育现代化 2035》，职业教育不断被提及，成为全国教育事业改革发展的重要领域，高职扩招百万、“1+X”证书制度试点、大规模职业技能提升行动、产教融合型企业建设等成为关键词，2019 年职业教育迎来改革年。回到资本市场，职业教育龙头中公教育成功借壳亚夏汽车实现 A 股登陆，市值高峰时达 800 亿元，成为仅次于好未来、新东方的第三大纯教育上市公司；撞名“新东方”的“新东方烹饪教育”品牌背后的中国东方教育也向港交所递交了招股书，另一职教龙头上市在即，与其他教育细分领域相比，职业教育企业谋求资产证券化更为积极。职业教育大致可分为学历制的职业院校和非学历制的职业技能培训，本文主要以职业技能培训分支为研究对象，梳理近几年职业教育的政策红利，测算主要赛道的市场空间，并多维度比较核心上市公司的关键指标，观测边际变化，探索发展趋势。

1.1 职业教育享受怎样的政策红利？

职业教育是当下政策红利最为确定的赛道之一。在目前经济转型过程中存在的结构性人才缺乏压力下，职业教育被赋予增加高技能人才供给、促进人力资源供给侧结构性改革、推动人口红利转为人力资源红利的重要使命，成为缓解当前就业压力、解决技能人才短缺、提高就业质量的战略之举。我们对职业教育历年的主要发展政策进行了以下的梳理：

表 1 职业教育历年主要发展政策一览

时间	政策法规	发文机构	主要内容
2010 年 7 月	《国家中长期教育改革和发展规划纲要(2010-2020 年)》	国家中长期教育改革和发展规划纲要工作小组办公室	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。建立健全政府主导、行业指导、企业参与的办学机制，鼓励行业组织、企业举办职业学校。
2011 年 6 月	《教育部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》	教育部	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。整合职业教育资源，推进行业内中职与高职及职业培训机构集团化办学。指导推进招生和教学模式改革，改变单一的入学方式和学习形式，学校教育 with 职业培训并举，全日制与非全日制并重。
2012 年 6 月	《教育部关于鼓励和引导民间资金进入教育领域促进民办教育健康发展的实施意见》	教育部	鼓励发展民办职业教育，积极支持有特色、高水平、高质量民办高校发展。实施高等学历教育和中等职业学历教育的民办学校，按照国家课程标准和有关规定自主设置和调整专业、开设课程、选用教材、制订教学计划和人才培养方案。完善民办高等专科学校、高等职业学校自主招生制度。

2014年5月	《国务院关于加快发展现代职业教育的决定》	国务院	<p>总体保持中等职业学校和普通高中招生规模大体相当，高等职业教育规模占高等教育的一半以上，总体教育结构更加合理。企业举办的职业院校与公办职业院校具有同等法律地位，依法享受相关教育、财税、土地、金融等政策。积极推进多元投资主体共建职业教育集团的改革试点。</p>
2014年6月	《现代职业教育体系建设规划（2014-2020年）》	教育部等六部门	<p>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。在有需要的地方继续办好初等职业教育学校，中等职业教育在现代职业教育体系中具有基础作用，在办好现有专科层次高等职业（专科）学校的基础上，发展应用技术类型高校，培养本科层次职业人才。建立政府、企业和其他社会力量共同发挥办学主体作用，公办和民办职业院校共同发展的职业教育办学体制。增加非全日制职业教育在职业教育中的比重，职业院校同时开展学历职业教育和非学历职业教育，满足行业、企业和社区的多样化需求。</p>
2015年10月	《高等职业教育创新发展行动计划（2015—2018年）》	教育部	<p>专科层次职业教育在校生达到1420万人，接受本科层次职业教育学生达到一定规模。推动部分地方普通本科高等学校转型发展，引导一批独立学院发展成为应用技术类型高校，重点举办本科层次职业教育。支持有特色的专科高等职业院校以输出品牌、资源和管理的方式成立连锁型职业教育集团。深化办学体制改革，鼓励社会力量以资本、知识、技术、管理等要素参与公办高等职业院校改革。支持营利性民办高等职业院校探索建立股权激励机制。</p>
2016年12月	《国务院关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的若干意见》	国务院	<p>建立分类管理制度：对民办学校（含其他民办教育机构）实行非营利性和营利性分类管理。国家积极鼓励和大力支持社会力量举办非营利性民办学校。各级人民政府要完善制度政策，在政府补贴、政府购买服务、基金奖励、捐资激励、土地划拨、税费减免等方面对非营利性民办学校给予扶持。各级人民政府可根据经济社会发展需要和公共服务需求，通过政府购买服务及税收优惠等方式对营利性民办学校给予支持。探索举办混合所有制职业院校，允许以资本、知识、技术、管理等要素参与办学并享有相应权利。鼓励营利性民办学校建立股权激励机制。扩大民办高等学校和中等职业学校专业设置自主权。</p>
2016年12月	《民办学校分类登记实施细则》	教育部等五部门	<p>经批准正式设立的民办学校，由审批机关发给办学许可证后，依法依规分类到登记管理机关办理登记证或者营业执照。正式批准设立的营利性民办学校，依据法律法规规定的管辖权限到工商行政管理部门办理登记。</p>
2016年12月	《营利性民办学校监督管理实施细则》	教育部等三部门	<p>社会组织或者个人可以举办营利性民办高等学校和其他高等教育机构、高中阶段教育学校和幼儿园，不得设立实施义务教育的营利性民办学校。社会组织或者个人不得以财政性经费、捐赠资产举办或者参与举办营利性民办学校。</p>

2017年1月	《“十三五”促进就业规划》	国务院	完善职业技能培训制度， 建立健全以企业、职业院校和各类培训机构为依托，以就业技能培训、岗位技能提升培训和创业培训为主要形式，覆盖全体、贯穿终身的培训体系。 完善职业技能培训财政资金补贴方式。大力发展技工教育，培训急需紧缺人才。
2017年12月	《国务院办公厅关于深化产教融合的若干意见》	国务院	鼓励企业以独资、合资、合作等方式依法参与举办职业教育、高等教育。 通过购买服务、委托管理等，支持企业参与公办职业学校办学。 鼓励有条件的地区探索推进职业学校股份制、混合所有制改革 ，允许企业以资本、技术、管理等要素依法参与办学并享有相应权利。支持引导企业深度参与职业学校、高等学校教育教学改革。
2018年2月	《职业学校校企合作促进办法》	教育部等六部门	校企合作实行校企主导、政府推动、行业指导、学校企业双主体实施的合作机制。 职业学校和企业可以结合实际在人才培养、技术创新、就业创业、社会服务、文化传承等方面开展7种形式合作。鼓励各地通过政府和社会资本合作、购买服务等形式支持校企合作。
2018年5月	《国务院关于推行终身职业技能培训制度的意见》	国务院	以政府补贴培训、企业自主培训、市场化培训为主要供给，以公共实训机构、职业院校（含技工院校）、职业培训机构和行业企业为主要载体，以就业技能培训、岗位技能提升培训和创新创业培训为主要形式，构建资源充足、布局合理、结构优化、载体多元、方式科学的培训组织实施体系。 将企业职工培训作为职业技能培训工作的重点，明确企业培训主体地位，完善激励政策，支持企业大规模开展职业技能培训。 健全校企合作制度，探索推进产教融合试点。
2018年8月	《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）》	司法部	公办学校不得举办或者参与举办营利性民办学校。公办学校举办或者参与举办非营利性民办学校的，不得以品牌输出方式获得收益。 实施集团化办学的，不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校。 设立实施语言能力、艺术、体育、科技、研学等有助于素质提升、个性发展的教育教学活动的民办培训教育机构，以及面向成年人开展文化教育、非学历继续教育的民办培训教育机构，可以直接申请法人登记。实施高等学历教育的，注册资本最低限额为2亿元人民币。
2019年1月	《国家职业教育改革实施方案》	国务院	到2022年，职业院校教学条件基本达标，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）。 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（以下称1+X证书制度试点）工作。 2020年初步建成300个示范性职业教育集团（联盟），带动中小企业参与。支持和规范社会力量兴办职业教育培训，鼓励发展股份制、混合所有制等职业院校和各类职业培训机构。
2019年2月	《中国教育现代化2035》	中共中央办公厅、国务院办公厅	加快发展现代职业教育，不断优化职业教育结构与布局。 集中力量建成一批中国特色高水平职业院校和专业，推进中等职业教育和普通高中教育协调发展。

2019年2月	《加快推进教育现代化实施方案(2018—2022年)》	中共中央办公厅、国务院办公厅	深化职业教育产教融合，完善学历教育与培训并重的现代职业教育体系，健全产教融合的办学体制机制，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。
2019年3月	《建设产教融合型企业实施办法(试行)》	发改委、教育部	重点建设培育主动推进制造业转型升级的优质企业，以及现代农业、智能制造、高端装备、新一代信息技术、生物医药、节能环保、新能源、新材料以及研发设计、数字创意、现代交通运输、高效物流、融资租赁、工程咨询、检验检测认证、电子商务、服务外包等急需产业领域企业，以及养老、家政、托幼、健康等社会领域龙头企业。进入产教融合型企业认证目录的企业，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4月	《关于实施中国特色高水平高职学校和专业建设计划的意见》	教育部、财政部	集中力量建设50所左右高水平高职学校和150个左右高水平专业群，到2022年，列入计划的高职学校和专业群办学水平、服务能力、国际影响显著提升；到2035年，一批高职学校和专业群达到国际先进水平，引领职业教育实现现代化。
2019年4月	《关于在院校实施“学历证书+若干职业技能等级证书”制度试点方案》	教育部等四部门	自2019年开始，重点围绕服务国家需要、市场需求、学生就业能力提升，从10个左右领域做起，启动1+X证书制度试点工作。2020年下半年，做好试点工作阶段性总结，研究部署下一步工作。
2019年5月	《高职扩招专项工作实施方案》	教育部等六部门	高职大规模扩招100万人，合理确定2019年各省份高职扩招计划安排，重点布局在优质高职院校，区域经济建设急需、社会民生领域紧缺和就业率高的专业，以及贫困地区特别是连片特困地区。加大东部地区院校向中西部地区的招生计划投放力度。中央财政加大对高职院校扩招的支持力度，引导地方政府落实生均拨款制度、奖助学金提标扩面政策等，加强办学条件薄弱公办高职院校改造，加大政府购买高职教育服务力度。

数据来源：国务院，教育部，司法部，财政部，上海证券研究所

2018-2019年，职业教育相关政策持续加码，为行业不断注入催化剂。我们按学历的职业院校和非学历的职业技能培训机构分类整理了短期的催化因素：

表2 学历及非学历职业教育的短期催化因素

主体	关键词	要点
学历教育 职业院校	高职扩招百万	2019年高职大规模扩招100万人，对应招生计划增量约115万人
	双高计划建设	“双高”即中国特色高水平高职学校和专业建设，集中力量建设50所左右高水平高职学校和150个左右高水平专业群
	“1+X”证书制度试点	2019年开始重点围绕服务国家需要、市场需求、学生就业能力提升，从10个左右职业技能领域做起，稳步推进1+X证书制度试点工作。截至5月6日，首批6个职业技能等级证书中每个证书约有200-600所院校参与试点，涉及学生总规模累计约20多万人

非学历教育	职业技能培训机构	产教融合型企业建设	产教融合型试点企业兴办职业教育的投资,按投资额 30% 来抵免该企业当年应交教育费附加和地方教育附加。全国 24 家企业已进入重点建设培育的产教融合型企业名单
		大规模职业技能提升行动	《职业技能提升行动方案(2019-2021 年)》(送审稿) 已审议并原则通过,方案即将出台。从失业保险基金结余中拿出 1000 亿元,用于 1500 万人次以上的职工技能提升和转岗转业培训。2019 年补贴性培训 1500 万人次以上, 3 年内补贴性培训 5000 万人次以上

数据来源:教育部,上海证券研究所

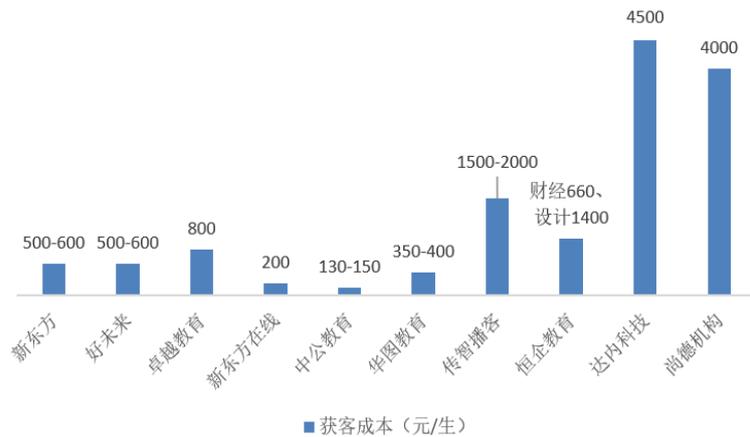
1.2 职业技能培训与 K12 培训的差别?

职业技能培训和 K12 培训作为非学历教育体系的两个重要分支,长期受到资本关注,一是各自存在着特定的需求群体,规模不小且稳定,二是商业模式有优势,预收款制提供充足的现金流,三是理论上可以公司制形式运营,资产证券化受限较小。但两大赛道也存在部分差异:

(1) 职业技能培训各赛道天花板低,获客成本较高

如上文分析,职业技能培训的主要赛道大多仅百亿级,而 K12 培训面对的是近 3 亿的中小生生源基数及普遍高达 50% 以上的参培率,市场空间总计超千亿级,职业技能培训的各细分赛道远不能比肩。同时,由于 K12 的升学压力,家长对课外培训服务存在强需求,营销的精准度及转化率较高,而职业技能培训的受众相对 K12 偏小,需求小导致获客成本相对较高。目前 K12 培训赛道的头部几大机构获客成本约在 500-1000 元/人左右,主打线上的新东方在线获客成本仅 200 元/人左右,而职业技能培训龙头企业的获客成本大多在千元以上,如达内科技的成人 IT 培训业务获客成本约 4500 元/人,纯线上的成人自考龙头尚德机构经测算的获客成本约 4000 元/人(销售费用/新增人次),但在公考双寡头已定的行业背景下,两大巨头中公教育和华图教育的获客成本可低至百元左右。

图 1 职业技能培训和 K12 培训代表企业的获客成本



数据来源：公司财报，公司调研，上海证券研究所（注：部分公司的获客成本采用销售费用/新增人次计算）

(2) 职业技能培训的课时单价较低

职业技能培训课程的课时费普遍为 20-30 元/时，与 K12 平均约 80-120 元/时、高端的甚至可达 200-300 元/时以上的水平相比，职业技能培训的课时单价偏低。但随着部分长期协议课程推出，职业技能培训的课时费有所提升，如 2017 年中公教育面授协议班的课时费平均可达约为 100 元/时。

图 2 职业技能培训和 K12 培训代表企业的课时单价



数据来源：公司财报，上海证券研究所

(3) 职业技能培训的客户支付能力较弱，多引入分期付款

K12 培训的付费者是家长，大多具有一定的经济基础，而职业技能培训的对象通常是在校大学生或刚毕业进入社会工作没几年的职场新人，积蓄较少，支付能力相对较弱，这也导致了职业技能培训在销售环节多引入金融机构为学员提供分期付款服务，机构则对学员贷款进行贴息，学员先培训后就业，再逐期偿还学费贷款。

(4) 职业技能培训增加了就业服务环节

除了与 K12 培训相同的招生、研发、培训等常规服务环节外，职业技能培训增加了就业服务环节，就业率是影响招生的重要指标，类似于 K12 培训的升学率。以 IT 培训为例，业内头部机构的毕业学员 4 个月内的就业率基本能达到 97% 以上。增加就业辅导服务，一方面为学员提供就业保障，增强前端招生吸引力，另一方面通过就业环节链接企业和学员，搭建校企合作的桥梁。

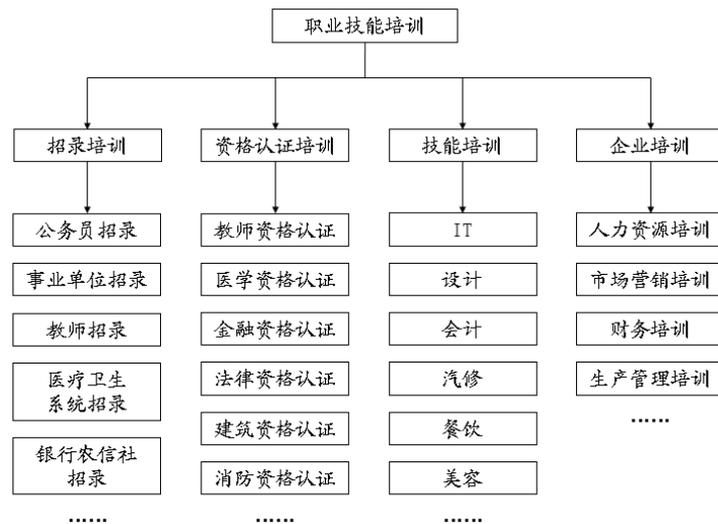
(5) 职业技能培训较难产生续费

与 K12 培训普遍 80% 以上的续费率相比，职业技能培训几乎没有续费行为。职业技能培训主要以就业或考取证书为目的，用户的学习生命周期较短，在成功就业或获得证书后，较难再产生二次消费，即续费率较低、用户的粘性较低。较少的续费需求使得职业技能培训机构需要不断地进行营销投放以吸引增量生源，这也导致了获客成本居高不下。

1.3 职业技能培训主要赛道的市场空间有多大？

非学历的职业技能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。由于多数职业技能培训以就业或考证为目的，学习的使用寿命较短，在成功就业或获得证书后，较难再产生二次消费，即复购率较低，导致每个职业技能培训赛道的天花板都不高，通常为百亿规模。

图 3 职业技能培训的分类



数据来源：上海证券研究所

我们按“市场规模=报考人数*参培率*客单价”来估算每个职业技能培训细分赛道的市场空间。除驾考外，常见的 IT、自考、金融财会、公务员、事业单位等职业培训市场规模均达到百亿级以上，

一方面因为就业前景或者学历提升需求使得报考人数众多且参培率较高，另一方面市场上很多机构不断升级课程产品，推出高端的协议班等长期课程拉高了客单价水平。**教师类培训和考研的市场规模为 50-100 亿元**，其中教师类中的教师资格证考试由于去年的 K12 课外培训行业新规要求释放了体制外大量的需求，导致全年报考人数激增至近 650 万人，预计 2019 年报考人数将达 700 万人，且改革后的教师资格证考试难度提升，笔试/面试的通过率约为 20%/30%，也进一步促使参培率上升，但整体仍处于较低水平，预计未来参培率仍将稳步提高。**医学、法考、建筑工程的市场规模低于 50 亿元，仍属于小众的职业技能培训赛道。**暂不考虑驾考市场，我国职业技能培训主要细分赛道的市场空间合计突破 1000 亿元。

表 3 职业技能培训主要细分赛道的市场空间测算

细分领域	考试类目	报考人数(万)	参培率	客单价(元)	市场规模(亿元)
金融财会	初级会计职称	440	50%	1200	26
	中高级会计职称	165	50%	1200	10
	初/中级经济师	50-70	50%	2000	5-7
	税务师	35	50%	2000	4
	资产评估师	7	50%	2000	1
	审计师	6	50%	2000	1
	统计师	5	50%	2000	1
	CPA 注册会计师	140	60%	5000	42
	CFA 特许金融分析师	5	60%	12000	4
	CMA 美国注册管理会计师	3	60%	12000	2
	FRM 金融风险管理师	2	60%	12000	1
	ACCA 特许公认会计师	1	60%	12000	1
	其他(证券、银行、基金、期货等从业考试)	200	10%	1000	2
	小计				100
公务员	国考(笔试)	100	30%	5500	17
	国考(面试)	5	70%	11000	4
	国考				25
	省考(笔试)	400	30%	5000	60
	省考(面试)	20	70%	10000	14
	省考				74
	小计				100
事业单位	事业单位招聘	1000	25%	4000	100
教师	教师招录	400	20%	3000	24
	教师资格证	650	30%	2500	49
	小计				75
医学	执业/助理医师	85	30%	4000	10

	执业药师	70	30%	4000	8
	护士资格	80	30%	4000	10
	卫生职称	200	25%	2000	10
	小计				40
司法	法律职业资格证书	60	30%	5000	10
建筑工程	一/二级建造师	500	20%	1500	15
	一/二级造价师	30	20%	2000	1
	一级消防工程师	90	20%	2000	4
	安全工程师	30	20%	1200	1
	监理工程师	10	20%	1200	0.2
	小计				30
IT					300
自考	大自考/小自考	1000	40%	6000	240
考研	全国硕士研究生统一招生考试	300	40%	5000	60
驾考					1500-1800

数据来源: Frost & Sullivan, 艾瑞咨询, 上海证券研究所

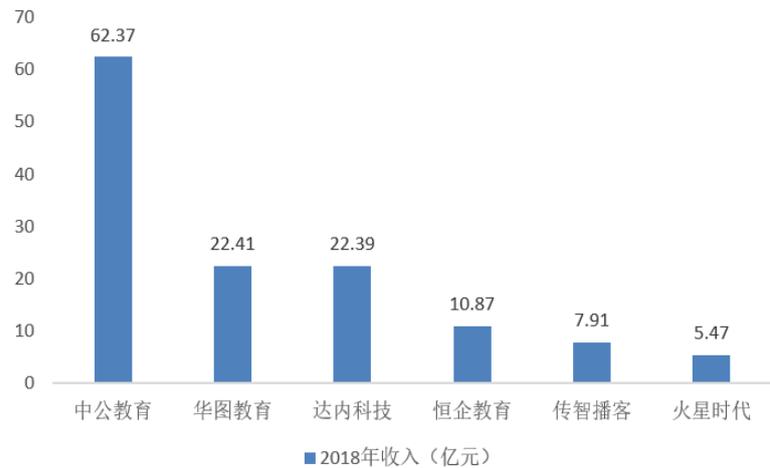
1.4 核心职教公司几大维度比较: 收入规模&结构、区域分布、销售招生

我们选取目前上市或将上市的以线下运营为主的部分代表职教公司为样本进行几大维度的比较, 包括中公教育、华图教育、达内科技、恒企教育、传智播客和火星时代(华图教育由于数据可得性, 采用2017年数据, 根据招股书披露的2018H1与2017H1同比情况, 体量相当, 具有一定参考性), 得出结论如下:

(1) 收入规模与结构: 10-20亿元体量为主流, 收入分综合性和垂直化两类

以2018年收入来看, 中公教育一枝独秀, 规模突破50亿元大关, 达到62.37亿元; 华图教育和达内科技体量20亿元左右; 恒企教育首次迈入10亿元职教集团梯队; 传智播客和火星时代则处于5-10亿元间。职业技能培训行业赛道天花板低, 进入门槛也低, 诸多竞争者分食小蛋糕, 各自的收入规模较为有限, 大多处于10-20亿元范围。

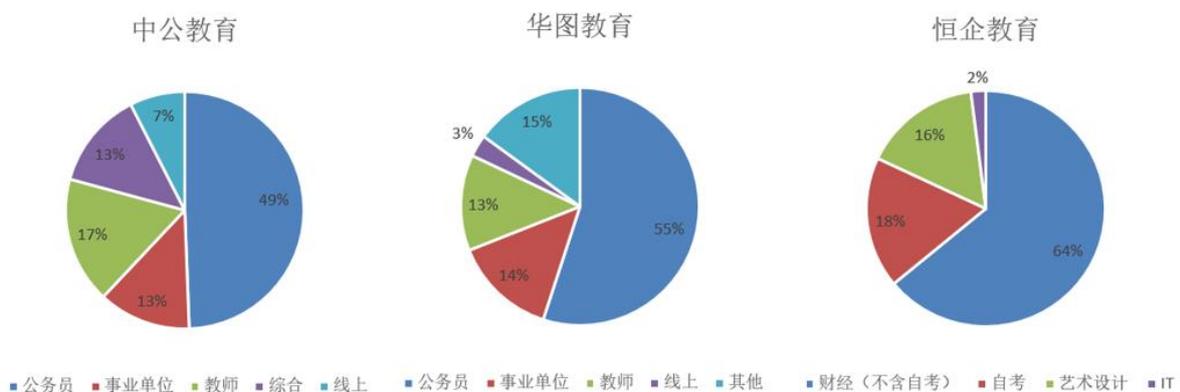
图 4 代表职教公司的收入规模 (亿元)



数据来源: 公司财报, 上海证券研究所 (注: 华图教育为 2017 年数据, 下同)

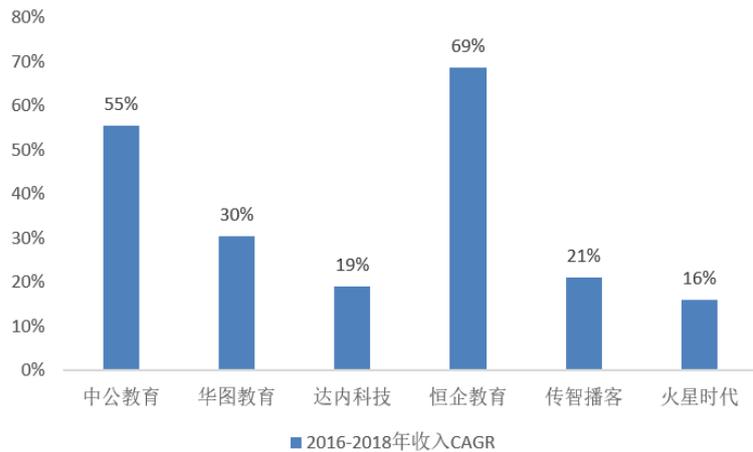
从收入结构来看, 代表职教公司大致可分为综合性和垂直化两类。综合性公司的收入来源多元化, 如中公教育、华图教育、恒企教育, 其核心业务在各自的总收入中占比分别仅为 49% (中公的公考培训)、55% (华图的公考培训)、64% (恒企的财经培训)。同时新开展业务为公司贡献了成长性, 中公教育受益于教师培训和综合培训业务的快速发展, 2016-2018 年收入 CAGR 达 55%; 恒企教育受益于自考业务和新收购的天琥设计业务高速增长, 2016-2018 年收入 CAGR 达 69%。垂直化公司的收入结构较为单一, 如达内科技和传智播客主要以 IT 培训为主, 火星时代主要以数字艺术教育为主。整体来看, 垂直化公司由于核心业务经营时间较长、业务成熟、增长较为稳定, 2016-2018 年收入 CAGR 多为 15%-20% 左右。

图 5 综合性职教公司的收入结构



数据来源: 公司财报, 公司调研, 上海证券研究所

图 6 代表职教公司 2016-2018 年收入 CAGR

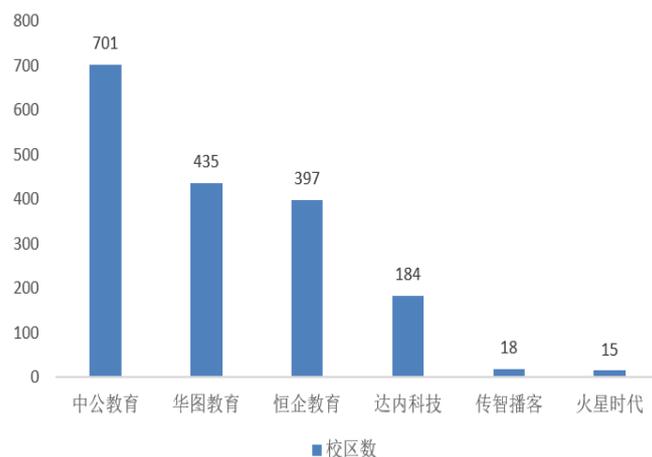


数据来源：公司财报，上海证券研究所

(2) 区域分布：基本是全国性布局，综合性职教分布更均衡

从职教公司的区域分布来看，大致分为全国性和区域性企业，我们选取的样本企业多已从区域走向全国，进行了全面的地域覆盖。从校区数量来看，中公教育在全国设有规模最大的教学网络，截止 2018 年底直营校区数达到 701 家，华图教育和恒企教育的网点规模在 400 家左右，达内科技有 184 家校区，而传智播客和火星时代的校区数则仅为 15-20 家左右。这主要是因为传智播客、火星时代的单体校区租赁面积较大，多达上千平方米，能覆盖更广的招生半径，单校学生容量通常可达几千人，而中公教育等的校区面积多为几百平方米，辐射范围有限，因此需要更密的网点布局。

图 7 2018 年代表职教公司校区数



数据来源：公司财报，上海证券研究所

我们统计了各大机构在一线城市及新一线城市的校区数量一定程度上反映校区分布情况，其中一线城市即为北上广深，新一线城市参考第一财经数据，将成都、杭州、重庆、武汉、苏州、西安、天津、南京、郑州、长沙、沈阳、青岛、宁波、东莞、无锡 15

个城市纳入新一线城市范围。根据官网统计，一线城市中，中公教育、华图教育、恒企教育、达内科技、传播智客、火星时代的校区数分别为 43 个、33 个、39 个、38 个、4 个、6 个，各自的数量占比分别为 6%、8%、10%、21%、22%、40%；新一线城市中，中公教育、华图教育、恒企教育、达内科技、传播智客、火星时代的校区数分别为 120 个、99 个、60 个、62 个、9 个、7 个，各自的数量占比分别为 17%、23%、15%、34%、50%、47%。整体来看，综合性职教企业（中公教育、华图教育、恒企教育）的区域分布更加均衡，一线和新一线城市的校区数量合计仅占全国的 20%-30% 左右，更多的校区分布在广阔的三四线城市，垂直化职教企业（达内科技、传智播客、火星时代）的校区则主要分布在一线和新一线城市，这些区域的校区数量合计占到全国的 50% 以上，这也与垂直机构主要从事 IT 培训、数字艺术教育的业务方向有关。经济较为发达的一线和新一线城市对于 IT 人才、设计人才的需求较非一线城市更旺。

表 4 代表职教公司的一线和新一线城市校区数量及占比

校区数量	北京	上海	广州	深圳	一线城市	一线城市占比 (%)	新一线城市	新一线城市占比 (%)	一线+新一线城市占比 (%)
中公教育	17	11	12	3	43	6%	120	17%	23%
华图教育	15	5	9	4	33	8%	99	23%	30%
恒企教育	10	10	10	9	39	10%	60	15%	25%
达内科技	16	6	8	8	38	21%	62	34%	55%
传智播客	1	1	1	1	4	22%	9	50%	72%
火星时代	2	2	1	1	6	40%	7	47%	87%

数据来源：公司官网，上海证券研究所

(3) 销售招生：线上流量推广加重营销开支，口碑传播彰显招生实力

职业技能培训机构的招生方式主要包括线上线下的流量投放、口碑传播、院校渠道、社群运营等。随着百度等搜索引擎的互联网推广费用越来越高，较依赖流量投放（尤其是线上）来获取生源的机构承担的销售费用压力较大，具有较高的口碑传播率及良好的院校获客渠道的机构的销售费用率则较低，招生具备竞争力。具体来看，达内科技和火星时代较为依赖互联网推广获客，销售费用率处于较高水平，其中达内科技由于近年来大力推广新课程和少儿编程业务，销售费用率逐年增长，2018 财年高达近 50%；根据重组报告书，2016 年火星时代的销售费用率为 27.14%，其中百度推广费用占比 60%，按重组报告书预测，火星时代 2016-2018 年销售费用率将维持在 25% 以上。上市后恒企教育为了快速扩张，加大了营销投入，2017-2018 年每年销售费用率上升约 6%-7%，至 2018 年销售费用率达 29%。公考两大巨头中公教育和华图教育凭借多年积淀的品

牌优势享有较低的销售费用率，平均约为 20%左右，其中中公教育由于数字化经营提效，2018 年销售费用率降至 18%左右。传智播客第一获客渠道来自老学员推荐，口碑转介绍率高达 70%，远高于同行 30%-40%的转介绍水平，有效减少了市场推广开支，销售费用率不足 10%。

图 8 2018 年代表职教公司销售费用率

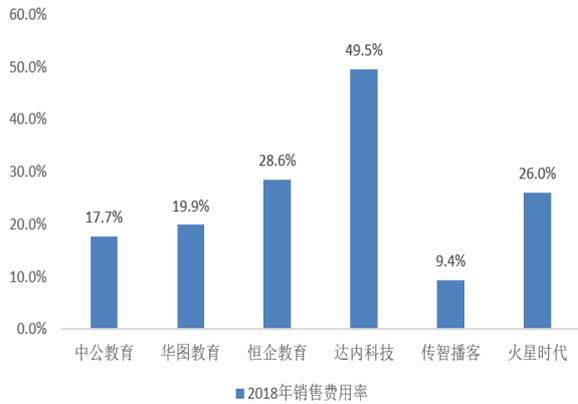
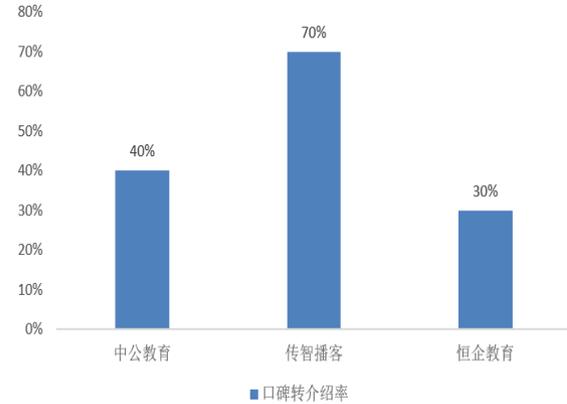


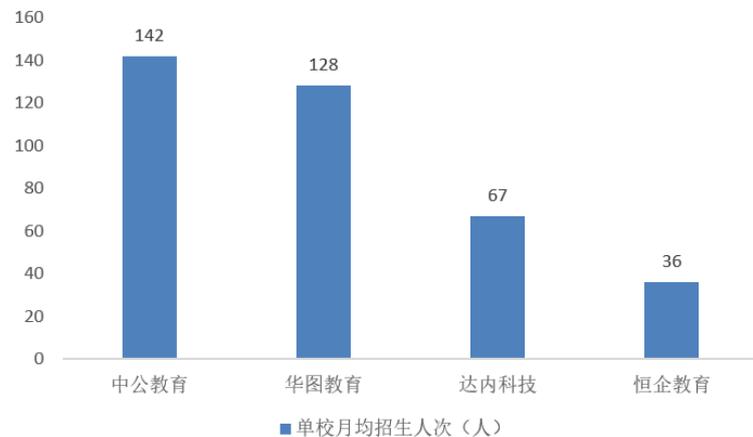
图 9 2018 年代表职教公司口碑转介绍率



数据来源：公司财报，上海证券研究所（注：其中火星时代为重组报告书预测数据）

从单校区线下招生情况来看，粗略测算“大单体校区”的传智播客和火星时代单校月均招生人次（=年招生人次/校区数量/12）超过百人。“小单体校区”的中公教育和华图教育主要租赁酒店场所进行面授培训，整体课程周期较 IT 培训或数字艺术教育 4-6 个月的培训周期偏短，通常为 10 天-2 个月左右，随着开班次数增加，单校的月均招生人次达到 120-140 人左右，场地利用率较高。同为“小单体校区”运营模式的达内科技和恒企教育的单校月均招生人次分别约为 67 人和 36 人，与两大龙头相比仍有向上空间。未来线下学员规模的扩大一是不断开设新的校区，加大校区覆盖率，二是增加单校的招生人次，提高校区使用率水平。

图 10 2018 年代表职教公司单校区月均招生人次（人）



数据来源：公司财报，上海证券研究所

1.5 核心职教公司的未来成长路径？

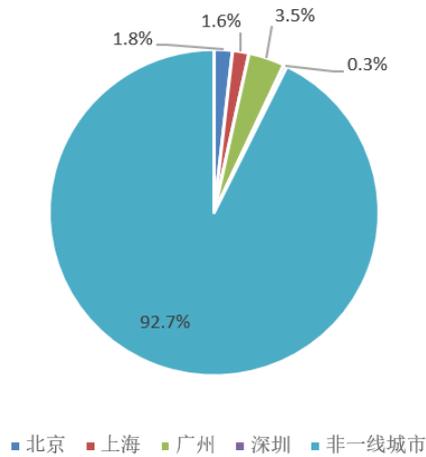
基于以上分析，我们认为核心职教公司未来的成长路径主要为：

(1) 扩赛道：打破成长天花板，实现收入多元化。由于单个职业技能培训赛道市场空间有限，为了突破成长瓶颈，跨赛道的多元化经营成为想要做大做强的必经之路。中公教育在自身王牌的公考培训业务基础上，先后拓展了事业单位培训和教师培训，并已扶持成为收入体量达 10 亿元左右的朝阳业务，目前正在积极开拓考研等综合培训业务，不断创新，不断成长。恒企教育成功登陆资本市场后，通过外延并购从核心的财经业务拓展至 IT、设计培训，收入结构持续优化。为了寻找增长新动力，部分垂直化公司也开始探索新方向，2018 财年达内科技在成人非 IT 培训领域推出电子商务、人力资源经理人等新课程。

(2) 扩品类：完善产品矩阵，打造多层次产品结构。中公教育推出长期的面授协议班，升级课程内容与教学辅导服务，完善产品结构的同时提高了定价权，促进客单价的提升。恒企教育在优势的财经培训领域，进一步细化产品层级，推出更高层级的猎才计划、卓越计划等课程，并新开发 CPA、CMA 等线上高端课程，客单价从 2016 年的 4700 元左右提高至 2018 年的 7400 元左右。

(3) 扩渠道：下沉渠道，往二三四线城市及县城去。第一，随着城镇化率在全国各级城市的不断深化，大量的农业人口将转为城镇人口，身份的转变对职业技能的要求也将转变，从而产生职业教育的需求。第二，二三四线城市拥有数量庞大的大学生就业群体。2018 年，全国高校应届毕业生约有 820 万人，其中北京 14.7 万、上海 13.25 万、广州 29.04 万、深圳 2.79 万，北上广深四大一线城市合计高校毕业生人数约为 60 万人，仅占比 7%，90% 以上的高校毕业生分布在广阔的二三四线城市。第三，二三四线城市当地的职业技能培训供给能力较弱，难以满足学习需求。大多数二三四线城市当地的中小型职业技能培训机构在课程内容、师资力量等方面难以企及一线城市专业的大型机构，多以厨师、电脑维修、汽修等蓝领技能培训为主，缺少会计、IT、设计、司法、医学等含金量更高的专业课程。第四，低线城市的人工成本和租金成本相对便宜，能够成为盈利中心，一线城市人才聚集，则打造成为公司的教研中心。中公教育和华图教育目前基本实现 300 多个地级市的全面覆盖，未来县城将成为中公教育渠道下沉的新重点，华图教育在招股书中也披露计划未来 3-5 年将业务网络覆盖全国 3000 多个县城。

图 11 2018 年全国高校毕业生区域分布



数据来源：教育部，上海证券研究所

(4) 扩客群：拓展青少儿项目，延长用户生命周期。为了解决职业技能培训面临的成人用户学习生命周期较短、续费率低等痛点，多数职教公司将目标客群年龄段向下延伸，推出青少儿培训品牌，开拓青少儿用户。达内科技于 2015 年推出青少儿编程教育子品牌——童程童美，获得迅速发展。截止 2018 年，童程童美在全国已开设了 152 个校区，全年招生 44368 人，同比增长 363%，实现收入 1.76 亿元，同比增长 358%。传智播客也于今年推出了高端的青少儿在线编程教育品牌——酷丁鱼。

图 12 童程童美招生人数



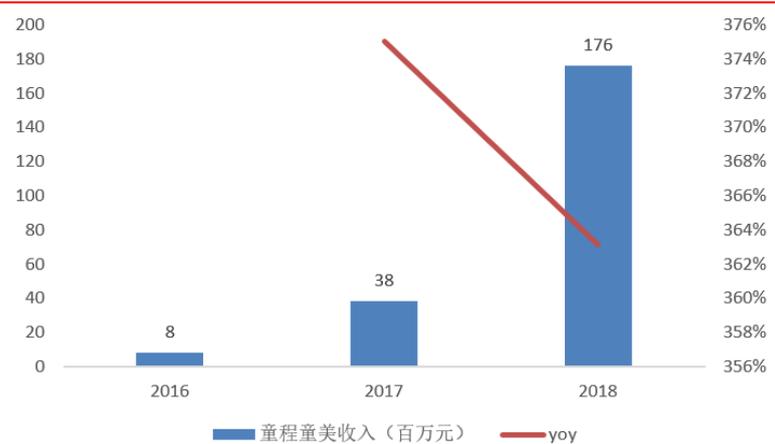
数据来源：公司财报，上海证券研究所

图 13 童程童美校区数量



数据来源：公司财报，上海证券研究所

图 14 童程童美收入（百万元）



数据来源：公司财报，上海证券研究所

(5) 扩 B 端：利用产教融合、校企合作，加强校园渠道获客能力。一方面，政策积极推动产教融合和校企合作，通过促进政府、学校、企业三方主体的协同发展来推进职业教育改革：政府出台完善的法律法规和优惠的税收政策，加大财政资金投入力度；学校优化人才培养方案，搭建职业教育的创新平台；企业积极与学校开展技术合作，为师生提供专业实训基地，并完善就业服务体系。传智播客目前拥有较为成熟的院校合作模式，包括一体化就业人才培养模式、教学资源提供模式和人才就业实训合作模式，已与 1400 余所高校达成课程内容及教学支持合作，与 300 余所高校达成就业实训合作。通过全方位的校企合作，公司逐渐在校园里树立了良好的品牌形象与口碑，增强了校园渠道的获客能力，有效降低招生成本。另一方面，1+X 证书制度一定程度上提高了职业技能等级证书的重要性，有助于推升如急需产业领域、技术技能人才紧缺领域及社会服务领域的职业教育参培率，为职业技能培训机构带来了更宽的校园渠道生源池。

1.6 投资建议

职业技能培训是当下景气度最高的教育细分行业之一。第一，职业教育享受明确的政策利好；第二，在经济“增质”转型背景下，产业升级需求带来人才技能水平提升需求，导致职业技能培训诞生新方向，如 AI 培训；第三，职业技能培训机构可以公司化制运营，资产证券化受限较小，借助资本优势龙头加速规模扩张，抢占市场份额，不断加深护城河。景气为王，龙头当道，建议关注：中公教育、开元股份。

1.7 风险提示

监管政策趋严带来的不确定性，招生人数放缓风险，并购整合不及预期，商誉减值风险等。

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±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±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。

免责声明

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声明具有修改权和最终解释权。