

# 教育

## 沉舟侧畔，柳暗花明

**政策基调：看好职教/高教/信息化三条投资主线。**2019年以来，国务院相继印发《中国教育现代化2035》和《加快推进教育现代化实施方案（2018—2022年）》，并有《国家职业教育改革实施方案》《建设产教融合型企业实施办法（试行）》《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》等多项职教政策落地。深化职业教育与大力推进教育信息化是政策反复强调的重点方向，同时判断《民促法实施条例》终稿落地在即。基于此我们提出三大投资主线：

**职业培训：就业压力推动参培需求，关注跨领域龙头。**职教市场细分赛道林立，多呈现一超多强格局。2017年整体规模约1400亿，其中招录及考证类400亿元，技能培训980亿元。中公教育、东方教育凭借产品教研、渠道优势成功实现跨领域经营，中公教育2018年公务员招录以外的收入占比超50%；东方教育则已构建烹饪、计算机、汽修三足鼎立的业务结构。重点关注细分优势赛道竞争力较强、跨领域拓展能力较强的职教培训龙头。

**高等教育：集团化办学已具雏形，内生增长不可小觑。**民办高教公司借资本平台加速整合，2018年内上市公司收购项目达10所，集中度有所提升（学生人数CR8为8.9%）。2019年资本化加速，5家高教公司排队上市。收购虽是在高教牌照趋紧的背景下突破单校增长瓶颈的必然路径，内生增长依然不可小觑，尤其建议关注校区扩建、专升本、独立学院转设期带来的学额快速增长周期。我们认为优选收购能力和潜力依然较强的公司，即现金充足、有息负债率低、融资成本低、融资渠道多元的公司。

**教育信息化：经费投入驱动，软硬件共建智慧校园。**伴随《教育信息化2.0》的出台，教育信息化从硬件为主过渡至软硬件一体化方案的2.0时代。三大细分市场的需求突出、空间广阔：①标准化考点：2017年新标准出台+“新高考”改革带动第二轮建设高峰期，测算空间近300亿。佳发教育作为第一轮建设的核心参与者（市占率60%）具有先发和品牌优势。②“一师一优课”带动录播从精品化到常态化，测算空间近800亿。③智能交互平板渗透率进一步提升，根据奥维云网数据，预计未来两年出货量仍保持20%左右增速达2020年的156万台，其中视源股份2018年出货量58.18万台，销售额市占率达36.50%。建议优选处在需求旺盛的赛道、拥有独家技术壁垒和强大研发能力、以及完善渠道销售网络的教育信息化公司。

**K12培训：线下盈利能力分化，线上成为第二战场。**在规范化政策导向下，经营管理和品牌的差异加速了盈利能力分化，新东方和好未来单网点利用率提升带动利润率改善，而部分经营较弱的品牌受合规成本拖累利润率。同时，在线成为线下机构争相抢夺的第二战场，实现地域扩张及高运营效率，在线班课模式优于1对1模式。K12课外培训需求刚性，政策影响逐步消化，重点关注线上线下一体化、教研体系标准化、获客优势突出的K12培训标的。

**投资建议。**立足2019年政策导向，建议关注三条投资主线：**1）职业培训：**首选拥有自主教研的跨赛道跨区域运营的龙头公司，核心推荐中公教育、开元股份，关注中国东方教育（待上市）；**2）高教：**首选杠杆率低、融资能力强、内生增长潜力大的高教集团，核心推荐：民生教育、中国科培、新华教育；**3）教育信息化：**首选拥有独家技术壁垒和强渠道的公司，核心推荐：佳发教育，关注三爱富、视源股份。同时，K12课外培训政策影响逐步消化，龙头公司盈利能力提升，在线市场露锋芒，建议关注新东方、好未来及新东方在线。

**风险提示：**《民促法实施条例》终稿落地的时点和条款恐带来政策不确定性因素；市场竞争加剧；并购速度不达预期；公司业绩低于预期。

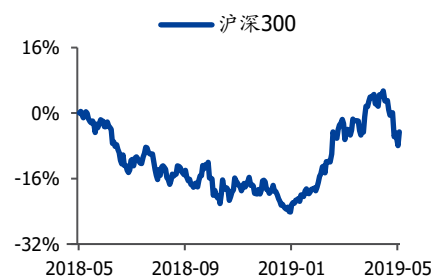
### 重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
002607.SZ	中公教育	买入	0.19	0.26	0.35	0.44	65.4	46.4	35.1	27.7
300338.SZ	开元股份	买入	0.29	0.55	0.75	0.95	45.4	23.4	17.2	13.6
300559.SZ	佳发教育	买入	0.47	0.73	1.17	1.56	48.8	31.1	19.5	14.6
01569.HK	民生教育	买入	0.08	0.11	0.12	0.13	17.5	12.9	11.7	11.0
01890.HK	中国科培	买入	0.17	0.20	0.25	0.30	17.3	14.5	12.0	9.9
02779.HK	中国新华教育	买入	0.16	0.18	0.21	0.25	14.2	12.3	10.7	9.1

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 邵璟璐

执业证书编号：S0680518030006

邮箱：shaojinglu@gszq.com

研究助理 赵雅楠

邮箱：zyn@gszq.com

相关研究

- 《教育：职教改革执行力度超预期，我们怎么看？》  
2019-04-07
- 《《中国教育现代化2035》点评：政策频发的背景及《中国教育现代化2035》透露的机会》  
2019-02-24
- 《教育：强调职教战略地位，鼓励产教融合发展》  
2019-02-13



请仔细阅读本报告末页声明

## 内容目录

政策基调：看好职教/高教/信息化三条投资主线	4
顶层导向：《现代化 2035》奠基定调，《工作要点》明确短期目标	4
职业教育：受益高教及职业培训，产教融合增强就业竞争力	4
教育信息化：信息化 2.0 建设纳入目标，侧重智慧校园建设	6
高等教育：《民促法实施条例》终稿有望落地在即	7
职业培训：就业压力推动参培需求，关注跨领域龙头	8
高等教育：集团化办学已具雏形，内生增长不可小觑	13
教育信息化：经费投入驱动，软硬件共建智慧校园	18
K12 培训：线下盈利能力分化，线上成为第二战场	22
投资策略	26
重点公司	28
中公教育：多元增长，未来可期	28
开元股份：轻装上阵，开启多元化路径	29
佳发教育：标准化考点为基，智慧教育最佳落地者起航	30
民生教育：收购学校有望梯次并表，量价增长潜力大	31
中国科培：华南高教龙头，质地优异量价双升	32
新华教育：2019 年整合开启，外延持续	33
风险提示	34

## 图表目录

图表 1：职业教育的定义与分类	4
图表 2：2019 年职业教育相关政策一览	5
图表 3：2018 年以来教育信息化相关政策一览	7
图表 4：2018 年以来民办教育相关政策一览	8
图表 5：职教培训主要细分领域及市场参与者	9
图表 6：职业技能培训市场规模及增速(十亿元；%)	9
图表 7：2017 年职业技能培训市场细分品类占比 (%)	9
图表 8：职业招录及考证市场规模测算 (亿元)	10
图表 9：第一/二/三产业细分领域私营企业平均工资 (万元)	11
图表 10：汽车服务/信息技术/烹饪技术行业熟练工人供需差距 (百万人次)	11
图表 11：2017 年职教培训龙头细分赛道市占率 (%)	11
图表 12：职级培训代表公司培训网点线城市分布占比 (%)	12
图表 13：职级培训代表公司培训网点人口量级分布占比 (%)	12
图表 14：职教培训领域 A 股相关标的一览 (亿元；%)	13
图表 15：高教公司收购案例总结 (单位：亿元，截至 2019 年 4 月)	14
图表 16：各集团学校数量占民办高等学校总数 (万人；%)	15
图表 17：各集团在校人数数量占民办高等学校在校人数 (万人；%)	15
图表 18：民办高教公司资金实力、融资情况、近期 CAPEX 计划 (单位：人民币)	15
图表 19：2017 年民办高教公司融资成本率 (融资成本/借债规模)	16
图表 20：2015-2017 年民办高教公司有息负债率 (有息负债/总资产)	16
图表 21：科培旗下广东理工学院在校人数和增速 (人数；增速)	16
图表 22：广东理工学院学生构成	16
图表 23：2019 年已上市/待上市教育公司中高教公司占多数 (统计时间：2019 年 4 与 31 日)	17

图表 24: 教育信息化经费投入测算及增速 (亿元; %)	18
图表 25: 智慧校园总体架构要求	19
图表 26: 国内 IWB 市场及交互智能平板出货量对比 (万台; %)	19
图表 27: 交互智能平板全国出货量及增速 (万台; %)	19
图表 28: 不同教育阶段学校数量及班级数量测算 (所; 万间)	21
图表 29: 教育信息化代表公司经销商体系建设	21
图表 30: A 股上市公司教育信息化标的一览	22
图表 31: 新东方学习中心数及同比、环比增速 (个; %)	23
图表 32: 好未来学习中心数及同比、环比增速 (个; %)	23
图表 33: K12 培训上市公司净利率变化	23
图表 34: K12 学科培训领域参与者四象限分类	24
图表 35: 在线教育不同班课模式下盈利测算	25
图表 36: 好未来在线学生数及在总学生数中占比 (万人; %)	25
图表 37: 新东方 K12 在线学生数及营收 (亿元; 万人)	25
图表 38: K12 一对一模式主要玩家及经营情况	26
图表 39: 覆盖教育公司盈利预测和估值	27
图表 40: 建议关注教育公司盈利预测和估值	27
图表 41: 中公教育盈利预测和估值 (单位: 人民币)	28
图表 42: 开元股份盈利预测和估值 (单位: 人民币)	29
图表 43: 佳发教育盈利预测和估值 (单位: 人民币)	30
图表 44: 民生教育盈利预测和估值 (单位: 人民币)	31
图表 45: 中国科培盈利预测和估值 (单位: 人民币)	32
图表 46: 新华教育盈利预测和估值 (单位: 人民币)	33

## 政策基调：看好职教/高教/信息化三条投资主线

### 顶层导向：《现代化 2035》奠基定调，《工作要点》明确短期目标

2019年以来，国务院相继印发《中国教育现代化 2035》和《加快推进教育现代化实施方案（2018—2022年）》。两份文件远近结合，共同构成了教育现代化的顶层设计和行动方案。教育现代化文件起草工作 2016 年初启动，是继 2018 年以来针对教育经费结构、学前教育普惠性、民促法、职业教育改革方案等系列政策的延续和强化，也是为国内教育现代化长远规划提出十大战略任务，具有前瞻性指导意义。结合此前发布的《2019 年工作要点》中，我们梳理出职教/高教/信息化三条投资主线。

深化职业教育与大力推进教育信息化是政策反复强调的重点方向。根据 2035 年远景任务，“实施方案”聚焦当下五年提出十大任务，包括职业教育产教融合、高等教育内涵发展、教师队伍建设、教育信息化等都是现代化的重要着力点。《现代化 2035》明确各级教学高水平、高质量发展普及的基本定调，各个学段承担不同的育人职能，因此规划对各个学段制定具体的发展基调亦有不同：学前和义务教育延续了普及、优质均衡的基调；高中阶段全面普及、普通高中鼓励多样特色发展；高等教育重质发展，职业教育服务能力提升，强调终身学习体系，与《职业教育改革方案》的“1+X”证书体系和产教融合一脉相承。此外，政策特别强调以信息化推进教育现代化，将信息化建设纳入目标，教育信息化发展进入 2.0 新阶段。

### 职业教育：受益高教及职业培训，产教融合增强就业竞争力

职业教育与普通教育相对应，是指对受教育者实施可从事某种职业或生产劳动所必须的职业技能、技能和职业道德的教育。若以《职业教育法》的适用范围定义，职业教育包括学历类职业教育（中等职业教育、高等职业教育）和非学历类职业培训（技能培训、从业资格培训、招录考试培训等），其中学历类职业教育归属教育部管辖，非学历职业培训归属人社部管辖。普通教育以研究型专业知识为目的，与之相对职业教育更侧重实用型技能培养，在课程制定上更贴近产业实操。

图表 1：职业教育的定义与分类



资料来源：国盛证券研究所绘制

注：技工学校归属人社部管辖

2019 年以来，教育部针对职业教育相继出台《国家职业教育改革实施方案》、《建设产

教融合型企业实施办法(试行)》、《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》，后两者是“改革方案”在企业及院校层面的具体落实方案。2019年2月13日国务院发布的《国家职业教育改革实施方案》首句明确职业教育和普通教育具有同等重要地位的基本基调。《改革方案》提出改革目标：“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)”，改革方向按照“管好两端、规范中间、书证融通、办学多元”的原则。

图表2：2019年职业教育相关政策一览

发布时间	发布部门	相关政策	主要内容
2019年2月13日	国务院办公厅	《国家职业教育改革实施方案》(职教20条)	1、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)； 2、保持高中阶段教育职普比大体相当，使绝大多数城乡新增劳动力接受高中阶段教育； 3、开启“1+X”证书制度试点，推动建设300个具有辐射引领作用的高水平专业化产教融合实训基地； 4、试点企业兴办职业教育的投资符合条件的，可按投资额一定比例抵免该企业当年应缴教育费附加和地方教育附加。
2019年4月3日	国家发改委、教育部	《建设产教融合型企业实施办法(试行)》	1、自愿申报、复核确认、建设培育、认证评价的程序； 2、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。在项目审批、购买服务、金融支持、用地政策等方面对建设培育企业给予便利的支持服务； 3、重点培育方向是：主动推进制造业转型升级的优质企业，现代农业、智能制造、高端装备以及养老、家政等社会领域龙头企业。
2019年4月12日	教育部、国家发改委、财政部、市场监管总局	《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》	1、以社会化机制招募培训评价组织，开发职业技能等级标准和证书； 2、中职+高职是1+X证书制度试点的实施主体，本科高校可视情况选择； 3、2019年首批启动已确定的五个培训评价组织试点，2020年下半年研究部署下一步工作； 4、中央财政建立奖补机制，通过相关转移支付对各省1+X证书制度试点工作予以奖补，各省市在政策、资金和项目等方面向试点院校倾斜。

资料来源：教育部，国盛证券研究所整理

职教改革的短期催化体现在2019年高职院校100万的扩招计划。2019年3月5日，两会政府工作报告提出：“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，今年大规模扩招100万人。”高职院校主要以高等专科为主，包括部分专升本院校，2017年普通高校招生人数761万人，同增1.7%，其中专科院校招生351万(占整体招生的46%)、同增2.2%，若以专科院校为基数测算2019年扩招30%高职学额。目前已有部分省份制定具体执行政策，如山东省已开始全面摸排各大院校最大容量；四川省已针对各大专院校下达具体扩招学额指标。未来，政府可能采用学费补贴、助学贷款等形式拉动真实学额需求。

2019年4月30日，李克强主持召开国务院常务会议，强调稳就业是“六稳”的首要任务。会议确定实施今年《政府工作报告》提出的职业技能提升行动，具体措施如下：

- 确定使用1000亿元失业保险基金结余实施职业技能提升行动的措施，提高劳动者素质和就业创业能力。
- 大规模开展职业技能培训，今年培训1500万人次以上，三年内培训5000万人次以上。
- 落实扩招100万人任务方案，重点布局在优质高职院校、发展急需和民生领域紧缺

专业、贫困地区，加大东部地区院校向中西部地区招生。高考前组织一次高职扩招补报名，主要面向普通高中和中职毕业生、退役军人、失业人员、农民工等，扩招以高职院校单独考试为主。

**职教改革的长期方向是产教融合，旨在增强人才就业竞争力。**对于高校来说，高校可借助自身师资、品牌、专业等优势向社会开放职业培训，同时获得多元收入，产教融合是解决就业的高效路径。“1+X”制度试点方案增加职业技能证书的评价体系，打破职业培训与学历教育之间的明确界限，2019年首批启动已确定的五个培训评价组织试点。对于企业来说，职教改革鼓励企业投资兴办职业教育，并给予“金融+财政+土地+信用”的组合式激励支持，企业可以通过定向合作培养的方式满足岗位需求，缓解结构性劳动力短缺。

### 教育信息化：信息化 2.0 建设纳入目标，侧重智慧校园建设

**2018年4月，教育部印发《教育信息化 2.0 行动计划》，开启了教育信息化新一轮的发展阶段。**从2012年教育“十二五”规划首次将教育信息化纳入国家信息化发展战略，到2018年4月《教育信息化 2.0 行动计划》发布，国内“三通两平台”的信息化基础建设目标已经基本实施完成，2.0计划将在此基础上更进一步。到2022年基本实现“三全两高一大、三变三新1”的发展目标，2.0计划提出八大实施行动，首次提出智慧教育示范区试点建设目标，也意味着2.0计划下教育信息化经费投向结构或有所调整，2.0计划力争实现从“信息化服务教育”向“信息化服务育人”的过渡。教育信息化经费驱动行业增长，GDP增长为源动力，预计2018年教育信息化经费不低于3000亿，到2025年有望达4800亿。

**2019年3月，教育部印发《2019年教育信息化和网络安全工作要点》，共提出10个核心目标和11大方面、35项重点任务，为大力发展教育信息化设定具体执行目标。**重点任务包括全面开展数字资源服务普及行动、持续深化网络学习空间覆盖行动、大力实施网络扶智工程攻坚行动、深入推进教育治理能力优化行动、有序开展智慧教育创新发展行动等，其中智慧教育与数字化校园建设是信息化 2.0 的重点建设方向。重要指标如下：

- **推动数字资源服务普及：**成立国家数字教育资源公共服务体系联盟，实现省级平台全部接入体系，“一师一优课、一课一名师”活动晒课100万堂，认定800门国家精品在线开放课程。
- **网络学习空间应用不断深入：**全国师生网络学习空间开通数量新增1000万个，继续推选网络学习空间应用优秀地区40个和优秀学校200所。
- **数字校园建设与应用加快推进：**印发《高等学校数字校园建设规范》，全面改善学校网络接入和带宽条件，中小学宽带接入率达到97%以上、出口带宽达到100Mbps以上。
- **推动教育信息化应用典型示范：**设立5个以上“智慧教育示范区”。指导宁夏“互联网+教育”示范区和湖南教育信息化2.0试点省建设。继续实施教育信息化教学应用实践共同体项目，从网络学习空间、在线开放课程、跨学科学习（STEAM教育）、智

<sup>1</sup> “三全两高一大”，即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，信息化应用水平和师生信息素养普遍提高，建成“互联网+教育”大平台；“三变”指的是推动从教育专用资源向教育大资源转变、从提升师生信息技术应用能力向全面提升其信息素养转变、从融合应用向创新发展转变；“三新”指的是努力构建“互联网+”条件下的人才培养新模式、发展基于互联网的教育服务新模式、探索信息时代教育治理新模式。

能教育等4个方面遴选组建15个不同应用方向的实践共同体。

图表3：2018年以来教育信息化相关政策一览

发布时间	发布部门	相关政策	主要内容
2018年4月	教育部	《教育信息化2.0行动计划》	要实现从专用资源向大资源转变；从提升学生信息技术应用能力、向提升信息技术素养转变；从应用融合发展，向创新融合发展转变。主要包括教育资源观转变、技术素养观转变、教育技术观转变、发展动力观转变、教育治理水平转变、思维类型观转变等。
2018年4月	教育部	《高等学校人工智能创新行动计划》	1、优化高校人工智能领域科技创新体系：加强新一代人工智能基础理论研究、推动新一代人工智能核心关键技术创新、加快建设人工智能科技创新基地等。 2、完善人工智能领域人才培养体系：完善学科布局、加强专业建设等。 3、推动高校人工智能领域科技成果转化与示范应用：加强重点领域应用、推进智能教育发展、鼓励创新联盟建设和资源开放共享等。
2018年6月	国家市场监督管理总局 国家标准委	《智慧校园总体架构》	主要包括智慧教学环境、教学资源、校园管理、校园服务、信息安全体系等五大架构的要求。每个架构由四个层面组成：基础设施层、支撑平台层、应用平台层和应用终端，其中基础设施层均由感知系统（环境/情绪/身份等感知）、通信网络（WiFi/3G/4G/5G）、数据库和服务器等组成；应用平台层则各有不同，如教学环境的应用平台以多媒体教室为载体，教学资源的应用平台以资源制作和在线学习为核心。
2018年8月	教育部	《关于开展人工智能助推教师队伍建设工作试点工作的通知》	包括教师智能助手应用、未来教师培养创新、教师智能研修、智能教育素养提升、智能帮扶贫困地区教师、教师大数据建设与应用、智能教室建设、教师发展智能实验室建设等计划。
2019年3月	教育部	《2019年教育信息化和网络安全工作要点》	1、深入实施《教育信息化2.0行动计划》，印发加强“三个课堂”应用的指导意见，编制《中国智能教育发展方案》； 2、深入开展“一师一优课，一课一名师”活动，组织教师晒课100万堂，认定800门国家精品在线开放课程； 3、数字校园建设与应用加快推进，印发《高等学校数字校园建设规范》，开展学校联网攻坚行动，中小学宽带接入率达到97%以上。

资料来源：教育部，国盛证券研究所整理

## 高等教育：《民促法实施条例》终稿有望落地在即

**《民促法实施条例》终稿加速推进，落地在即。**自2018年8月《民促法实施条例（送审稿）》出台后，教育部组织多场研讨会加紧推进终稿的制定与实施。2019年1月，全国教育工作会议提出“《民办教育促进法实施条例》已由国务院常务会议审议并原则通过，要完善社会捐赠优惠等政策，扩大社会投入”。2019年4月，教育部印发《民办教育工作部际联席会议2019年工作要点》，提出“做好《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》修订印发、宣传解读和贯彻落实工作，落实对民办学校的财政扶持、税收优惠、用地支持等方面的政策”。根据此前工作会议要点，我们预计终稿将于近期印发落实。

《民促法实施条例（送审稿）》明确可实现营利的方式及资本化路径，可根据各地方在税收、用地、收费上享受相关优惠，由地方政策的灵活和开放度决定，营利性学校在五年过渡期内仍延续分类管理前的相关政策。并购仍是未来3-5年民办高教公司主要的扩张方式及增长驱动，《民促法实施条例（送审稿）》加快“独立学院”从母体学校脱离转设，从而提供了更多潜在的本科学历并购标的。中长期看，独立学院收购标的会增加、在收

购价的谈判上更自如，且不再受以往的“分手费”定价桎梏的限制。而现有上市公司为体内的独立学院缴纳的合作办学费用亦有望伴随细则政策得以优化解决。

图表 4: 2018 年以来民办教育相关政策一览

发布时间	发布部门	相关政策	主要内容
2018 年 4 月	国务院办公厅	《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）》	1、规范设立主体，完善审批程序：公办学校不得举办或者参与举办营利性民办学校。公办学校参与举办非营利性民办学校的，不得使用在职教师； 2、针对集团化办学，同时举办或者实际控制多所民办学校、实施集团化办学的社会组织应当具有法人资格，集团所属民办学校存续期间所有资产由学校依法管理和使用； 3、实施学前教育、学历教育的民办学校享有与同级同类公办学校同等招生权，允许民办学校适当扩大招生范围。外地的民办学校在本地招生提供平等待遇，不得设置跨区域招生障碍，实行地区封锁。同时实施义务教育的民办学校不得组织或者变相组织入学考试或者测试； 4、民办培训机构：规定民办教育培训机构、民办职业培训机构在直辖市或设区的市范围内设立分支机构的，可以不再审批，实行备案制。
2018 年 8 月	国务院办公厅	《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）》	1、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； 2、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； 3、利用互联网技术在线实施学历教育的民办学校，应当取得同级同类学历教育的办学许可和互联网经营许可； 4、对公办学校参与举办、使用国有资产或者接受政府生均经费补助的民办幼儿园、义务教育学校，地方人民政府可以对其收费制定最高限价。
2019 年 4 月	教育部	《民办教育工作部际联席会议 2019 年工作要点》	1、做好《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》修订印发、宣传解读和贯彻落实工作； 2、完善各项扶持政策，落实对民办学校的财政扶持、税收优惠、用地支持等方面的政策； 3、制定独立学院规范改革方案，研制《深化独立学院改革发展的指导意见》； 4、规范民办学校办学行为，研究规范营利性培训机构的审批登记管理体制。
2019 年 4 月	教育部、财政部	《中国特色高水平高职学校和专业建设计划项目遴选管理办法（试行）》	1、双高计划“每五年一个支持周期，2019 年启动第一轮建设。实行总量控制、动态管理，年度评价、期满考核，有进有出、优胜劣汰。重点支持建设 50 所左右高水平高职学校和 150 个左右高水平专业群； 2、面向独立设置的专科高职学校（包括社会力量举办的专科高职学校），对双高计划“政策资金保障力度大的省份予以倾斜支持。

资料来源：国务院办公厅、教育部，国盛证券研究所

## 职业培训：就业压力推动参培需求，关注跨领域龙头

职业培训按照用途可分为技能、考证及招录三大细分品类，其核心目的是为满足在求职过程或职场工作中某项技能要素/资格的培养。从培训需求来看，招录及考证类培训由于机会成本较高，参培需求更为刚性；从培训受众、培训周期来看，技能类培训年龄范围较广（15-45岁）、培训周期较长（通常半年以上）、客单价较高（2万以上），因此市场规模更为广阔。



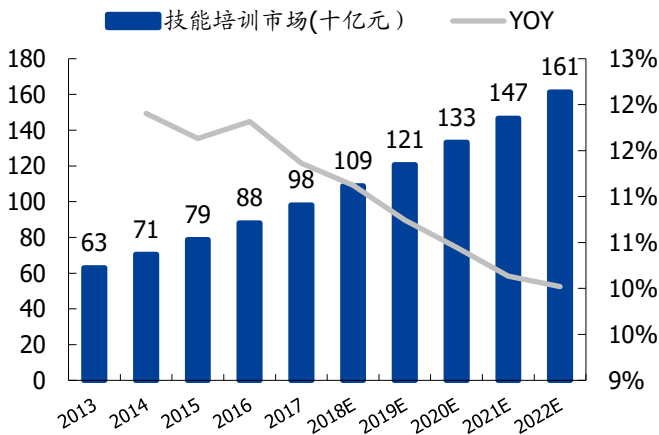
图表 5: 职教培训主要细分领域及市场参与者



资料来源: 国盛证券研究所整理绘制

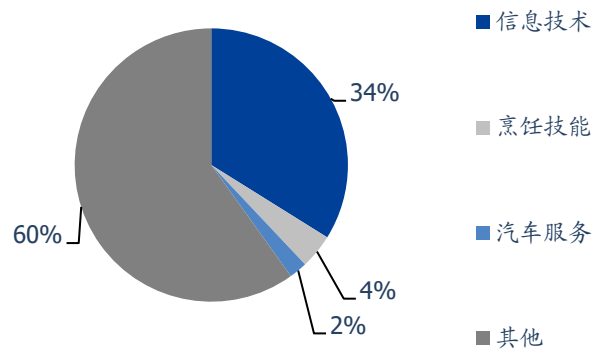
综合第三方咨询机构及我们的测算, 预计 2017 年职业培训整体规模达 1400 亿元, 其中招录及考证类市场规模达 400 亿元, 技能培训市场规模达 980 亿元。招录类培训中, 公职招录、考研类由于参培人次及参培率较高, 市场规模均达 100 亿元; 技能类培训中, IT、烹饪及汽修培训培训需求较广, 市场规模达 360 亿元, 占比技能培训市场规模 40%。

图表 6: 职业技能培训市场规模及增速(十亿元: %)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国盛证券研究所

图表 7: 2017 年职业技能培训市场细分品类占比 (%)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国盛证券研究所

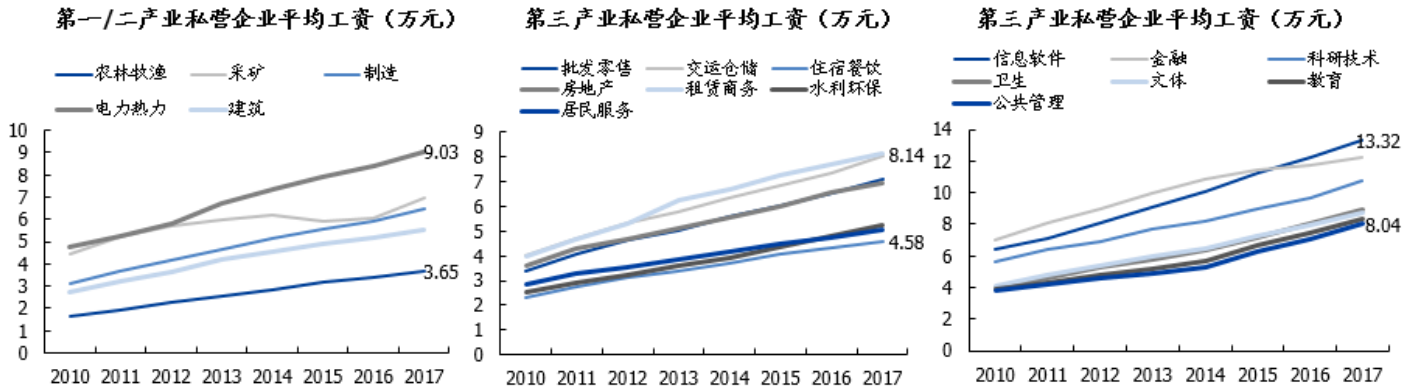
图表8: 职业招录及考证市场规模测算 (亿元)

行业	考试类型	考试名称	报名人数(万人)	参培率	客单价(元)	规模(亿元)
政府	招录	公务员国考+省考	460	30%	4000	60
事业单位	招录	事业单位招聘考试	550	20%	4000	44
		<b>小计</b>	<b>~1000</b>			<b>105</b>
建筑类	资格考试	注册建造师一级/二级	500	20%	2000	40
		注册土木工程师	200			
		建筑现场八大员	300			
		<b>小计</b>	<b>1000</b>			<b>40</b>
财务金融类	资格考试	初级会计职称	400	5%	1000	~3
		中级会计职称	135			
		证券/基金/银行/保险/期货从业	100	5%	1000	~1
	资格考试	CPA 注册会计师	116	60%	5000	40
		CTA 注册税务师	26			
		AICPA, ACCA	1	60%	12000	9
		CFA 注册金融分析师	10			
		FRM 风险管理师	1			
		精算师	1			
		初级/中级经济师	1			
		<b>小计</b>	<b>800</b>			<b>55</b>
教育类	招录/资格	教师资格证	400	20%	2000	40
		教师编制考试	400		3000	
医学类	资格考试	执业医师/助理医师	100-110	40%	5000	55
		执业药师	70-110			
		执业护士	80-90			
		卫生资格(主治医师考试, 各学科)	70-80	10%	2000	3
		医学高级职称	20-30			
		<b>小计</b>	<b>350-400</b>			<b>57</b>
法律类	资格考试	法律职业资格证书	60	40%	2000	12
考研类	招录	全国硕士研究生统一招生考试	300	60%	5000	90
<b>总计</b>						<b>~400</b>

资料来源: 中华会计网校, 中公教育官网, 国盛证券研究所测算

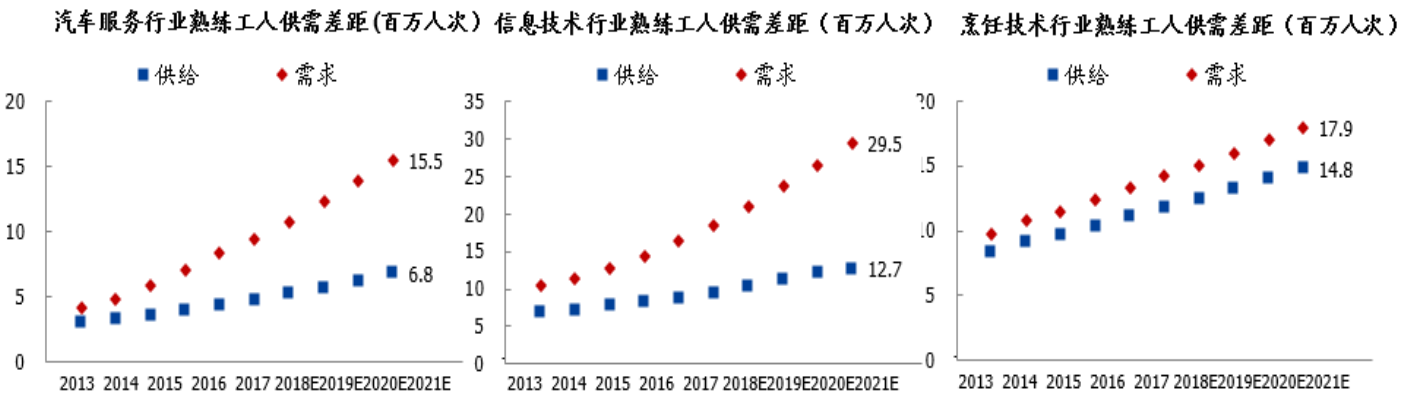
**第三产业就业前景广阔, 金融、IT等领域为高景气度赛道。**以就业为核心目标, 培训需求受各行业就业前景(薪酬水平、工种供需缺口等)影响。根据国家统计局, 2017年第一/二/三产业私营企业员工的平均年薪分别为 3.65/7.00/8.25 万元, 第三产业中 IT、金融行业平均薪酬达 13.32/12.29 万元。根据弗若斯特沙利文测算, 信息技术类、汽修类岗位面临较大的供需缺口, 预计 2022 年 IT、汽修类熟练工人需求将达 2950、1550 万人次, 烹饪、IT 类薪酬上涨幅度明显, 预计 2022 年平均年薪将达 9.25、19.6 万元, 就业前景明朗, 预计参培需求较旺盛。

图表 9: 第一/二/三产业细分领域私营企业平均工资 (万元)



资料来源: 国家统计局年鉴, 国盛证券研究所整理绘制

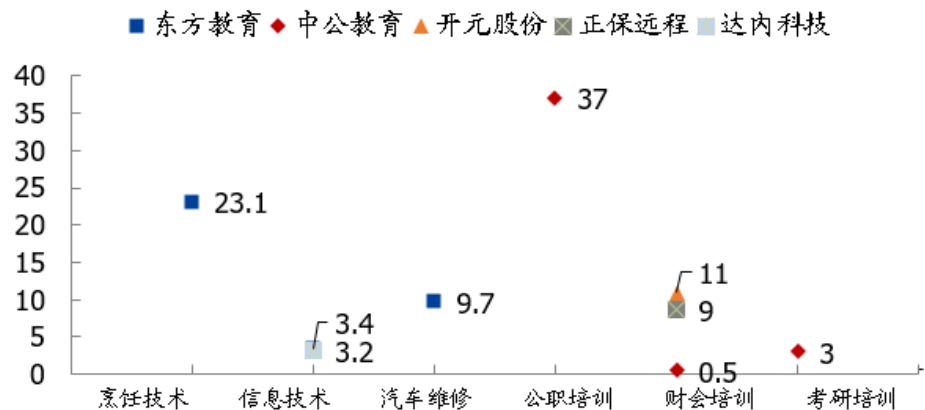
图表 10: 汽车服务/信息技术/烹饪技术行业熟练工人供需差距 (百万人次)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国盛证券研究所整理绘制

一超多强/多头竞争格局, 中公、东方教育两大龙头规模领先。职教培训细分赛道林立, 细分赛道规模多在 50-100 亿元, 跨赛道能力是成为职教培训集团的核心能力和壁垒。整体竞争格局分散, 除中公在公职培训类、东方教育在烹饪技术类市占率达到 37%、23% 以外, 其他赛道市占率第一的龙头市场份额不超过 10%, 呈现一超多强或多头竞争的竞争格局。东方教育、达内科技 IT 培训领域的市占率均在 3.2%-3.4%, 恒企教育、正保远程在财会类领域市占率在 9%-11%, 单一细分赛道参与者营收规模多在 10 亿元以内。

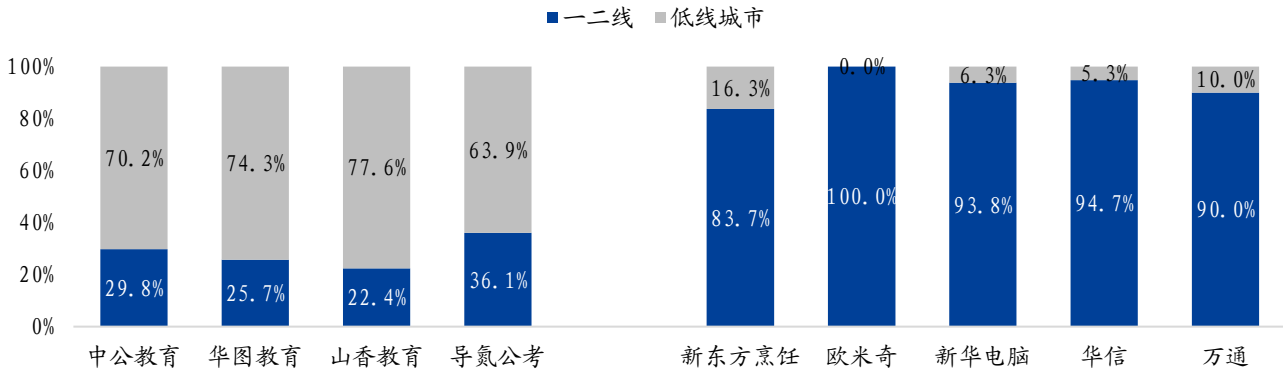
图表 11: 2017 年职教培训龙头细分赛道市占率 (%)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

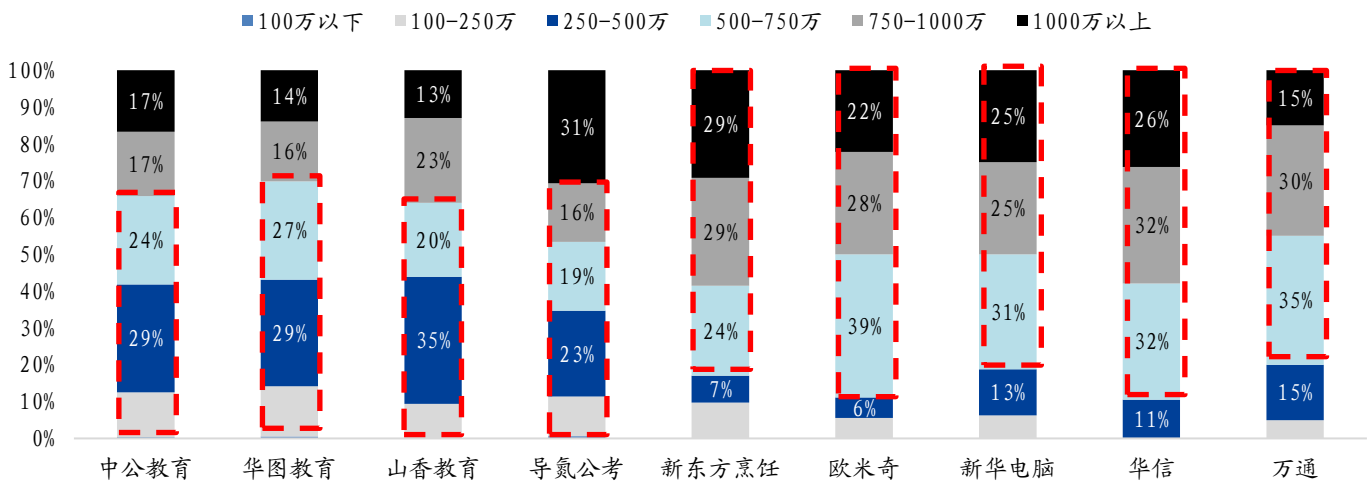
由于职教培训用户生命周期较短、多为单次付费，除关注教研能力外，更应关注获客能力，线下获客主要依赖渠道扩张，线上获客主要通过广告投放、流量采买。从扩张路径来看，中公教育、东方教育分别代表两种扩张模式，一种线下网点主要作为销售网点，单个网点通常在几百平米以内，教学场景由租用场地或线上承担，通过轻资产运营模式迅速实现网点下沉，网点占比以三至五线城市为主；另一种主要作为教学网点，公司自建教学楼及培训场地，前期资产投入较重，回报周期较长，培训网点基本集中于一二线城市、人口规模在500万以上、人均可支配收入在3万以上。

图表 12：职教培训代表公司培训网点线级城市分布占比（%）



资料来源：公司官网、国盛证券研究所整理绘制

图表 13：职教培训代表公司培训网点人口量级分布占比（%）



资料来源：公司官网、国盛证券研究所整理绘制

投资标的上，职教标的以A股重组标的为主。2016-2018年，A股出现多家上市公司并购职教培训标的，形成“教育+传统业务”的双主业格局。被收购标的盈利能力差异较大，大多数伴有业绩对赌，中公教育、恒企教育（开元股份旗下）、翡翠教育（文化长城旗下）盈利能力较优。中公教育通过借壳上市、开元股份通过剥离原有仪器业务，已成为纯正职教培训标的，过去三年净利复合增速达100%以上。我们认为，应重点关注细分优势赛道竞争力较强、跨领域拓展能力较强的职教培训龙头，未来伴随不同赛道的业务边界融合，职教培训领域有望孕育职教培训集团。

图表 14: 职教培训领域 A 股相关标的一览 (亿元; %)

公司名称	涉及领域	被收购方	收购时间	收购对价	被收购方 营收	被收购方 净利	上市公 司营收	上市公司 归母净利	16-18 CAGR
中公教育	公职/考 研	中公教育	2018/12/27	185 亿元	62.37	11.63	62.37	11.53	324.26%
开元股份	财会/设 计/IT	恒企教育、 中大英才	2017/3/1	12/1.8 亿	恒企 10.87/ 中大 0.94	恒企 1.2/ 中大 0.28	14.54	1.05	196.22%
文化长城	IT	翡翠教育	2018/3/9	15.8 亿元	5.37	1.43	11.74	2.18	154.75%
盛通股份	机器人编 程	乐博教育	2016/12/28	4.3 亿元	2.35	0.43	18.44	1.26	85.28%
百洋股份	艺术设计	火星时代	2017/7/31	9.7 亿元	5.47	0.54	31.34	0.73	0.04%
东方时尚	驾驶培训	高安东方 时尚	2017/12/28	0.9 亿元	0.2	0.07	10.51	2.27	-12.13%
世纪鼎利	会计	上海美都 管理咨询	2017/9/29	3.6 亿元	1.07	0.34	9.83	0.52	-20.87%
华媒控股	IT/艺术	中教未来/ 世文教育	2016/3/18、 2017/10/30	5.2/0.9 亿	中教未来 2.45	中教未来 0.75	17.50	1.57	-28.15%
中国高科	医考	英腾教育	2017/6/29	0.8 亿元	0.53	0.26	1.08	0.09	-70.24%
洪涛股份	建筑	学尔森	2018/9/20	3.5 亿元	0.90	-0.36	39.26	-4.19	-205.68 %
秀强股份	早教/幼 教	全人教育/ 江苏童梦 幼儿教育	2016/1/27、 2018/10/11	2.1/1.8 亿	全人 0.86/ 童梦 1.06	全人 -0.94/ 童梦 -0.11	14.01	-2.30	-256.82 %

资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所 注: 除洪涛股份收购的学尔森营收/净利为 2017 年数据外, 其他财务数据均为 2018 年最新数据

## 高等教育: 集团化办学已具雏形, 内生增长不可小觑

民办高教上市公司借力资本化平台加速整合。2018 年, 民办高教上市公司披露的收购和合作办学项目共计 10 项(民生/新高教/中教分别有 4/3/2 项), 收购估值基本保持稳定, 具体根据标的学校办学层次、规模、资产质地而异。2019 年 Q1 中教、民生教育、希望教育、新华教育均已落地一所学校收购。收购标的学校主要是独立学院和具有专升本资质的专科学校。

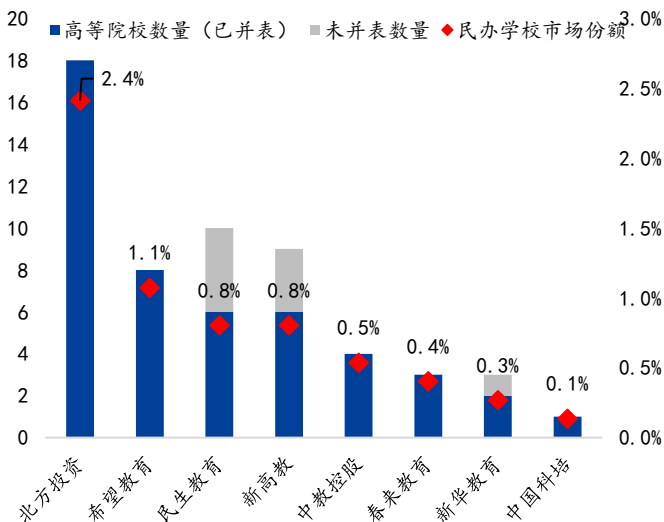
图表 15:高教公司收购案例总结 (单位:亿元,截至2019年4月)

公司	学校	时间	办学层次	股权	估值*
中教控股	白云技师学院	2017年8月	技校	100%	7.5
	西安铁道技师学院	2018年3月	技校	62%	9.3
	郑州城规交通中等专业学校	2018年3月	中专	80%	10.69
	松田大学/松田学院	2018年6月	独立学院	100%	5.38
	济南大学泉城学院	2019年1月	独立学院	100%	4.54
	哈尔滨华德学院	2016年4月	本科	74%	5.17
新高教	湖北民族学院科技学院	2017年10月	独立学院	100%*	6.57
	洛阳科技职业学院	2018年1月	专科	55%	1.85
	广西英华国际职业学院&附属中学	2018年6月	专科	45%	2.5
	广西钦州英华国际职业技术学校	2018年9月		6%	
	兰州理工大学技术工程学院	2018年7月	独立学院	合作办学	/
民生教育	重庆电信职业学院	2017年11月	专科	51%	2.45
	安徽文达信息工程学院	2017年8月	本科	51%	9.8
	寿光渤海实验学校	2018年3月	高中	100%	1.52
	河北工业大学城市学院	2018年7月	独立学院	100%	2
	云南大学滇池学院	2018年8月	独立学院	51%*	11.4
	曲阜远东职业技术学院	2018年11月	专科	51%	1.8
	南昌职业学院	2019年3月	本科	51%	10.0
希望教育	贵州财经商务学院	2014年4月	独立学院	100%	1
	山西医科大学晋祠学院	2014年4月	独立学院	100%	0.5
	民办天一学院	2011年9月	专科	100%*	1.1
	四川文化传媒职业学院	2014年3月	专科	100%	1.5
	四川托普信息技术职业学院	2017年12月	专科	100%	10
新华教育	贵州大学科技学院	2019年3月	独立学院	100%	0.7
	南京财经大学红山学院	2019年2月	独立学院	100%	3.05
	安徽医科大学医学院	2017年		合作办学	/

资料来源:公司公告,国盛证券研究所整理;注:标的整体估值,不考虑收购比例;天一学院分两次收购,2011年9月收购70%,2014年收购剩下的30%;新高教广西学校分两次收购,分别出资1.16/0.15亿元,估值基本一致;新高教收购华中学校(湖北)之前已经拥有80%股权,收购后拥有100%股权;民生教育的滇池学院的剩余股权采用托管形式,获得100%净利润并表。

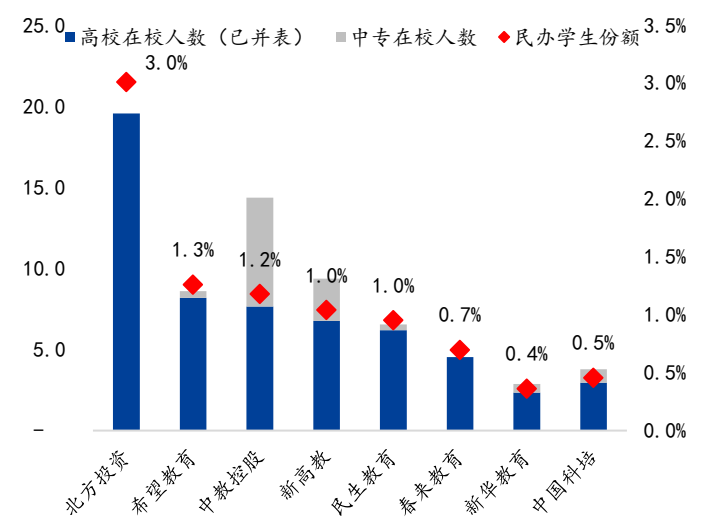
经过两年的收购整合,民办高教集中度有所提升。从学校数量来看,前8家民办高校集团所拥有的高等学校数量市占率为6.4%(以国内全部民办高校数量为基数);从在校学生人数看,前8名民办高校集团在校学生数市场份额为8.9%(以国内全部民办高校在校人数为基数)。同时收购标的学校不仅在于获得在校人数的增长,更重要的是考察学校的质地和潜力,核心考察学校质地和成长性、办学层次、资产质量、原举办者或举办人公司资质等。整体来看,中教控股和民生教育上市以来收购优质标的数量较多,民生教育经过近两年探索,收购标的质地逐渐提升。

图表 16: 各集团学校数量占民办高等学校总数 (万人; %)



资料来源: 公司财报, 公司官网, 国盛证券研究所 注: 仅考虑大专和本科院校, 未考虑中专和高中

图表 17: 各集团在校人数数量占民办高等学校在校人数 (万人; %)



资料来源: 公司财报, 公司官网, 国盛证券研究所 注: 仅考虑大专和本科院校, 未考虑中专和高中

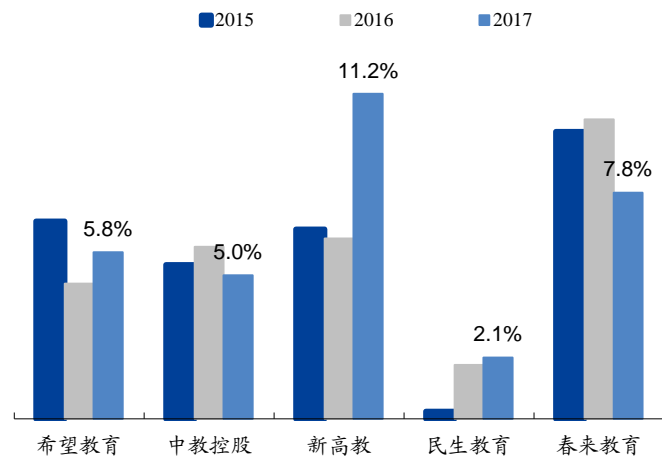
当前时点, 优选收购能力和潜力依然较强的公司, 即现金充足、有息负债率低、融资成本低、融资渠道多元的公司。结合账上存量现金水平、近期资本开支计划, 判断公司用于收购整合的可动用自有资金情况。总结可得, 中教/民生自有资金充足, 杠杆率低且融资能力较强, 初步验证自身整合能力, 判断后续持续收购和整合投入实力依然强劲; 科培/新华依然有自有资金支持外延, 收购能力尚需时日验证。

图表 18: 民办高教公司资金实力、融资情况、近期 CAPEX 计划 (单位: 人民币)

	中教控股	希望教育	新高教	民生教育	中国春来	新华教育	中国科培
现金+理财	16.2 亿	30 亿	3.5 亿	15 亿	5.45 亿	19 亿 (10 亿港币境外)	6.8 亿+上市募集 7.6 亿港币
近期 CAPEX 计划	白云学院扩建 (2019 年 7 亿)	每年 1.5-2 亿	甘肃学校 2 亿	①滇池学院在建的楼+二期的地(1.75 亿) ②曲阜学校土地建筑 1.7 亿③城市学院校区 7-8 亿分期	无	①红山学院对价 3 亿, 后续购买土地 ②医学院建设 (2019 年 2 亿土地, 整体 4 年 6 亿)	①广东理工鼎湖第三期(1.9 亿, 19H2) ②广东理工高要改造 (2 亿, 19H2)
有息负债	-	21.3 亿	12.9 亿	4.6 亿	9.5 亿	-	1.1 亿
融资渠道	①2018 年 7 月与惠理成立 50 亿教育基金 ②2019 年 3 月发行 3 亿美元可转债, 利率 2%		①2018 年 8 月与银行财团订立贷款 5 亿港元以及最高 10 亿港元的超额融资。 ②2019 年 4 月配售 1.1 亿股募集 3.93 亿港元	①2018 年与工商银行重庆分行合作, 获得 100 亿意向性融资和 10 亿备用贷款 ②2018 年 12 月民生教育与中金资本成立 100 亿并购基金。			

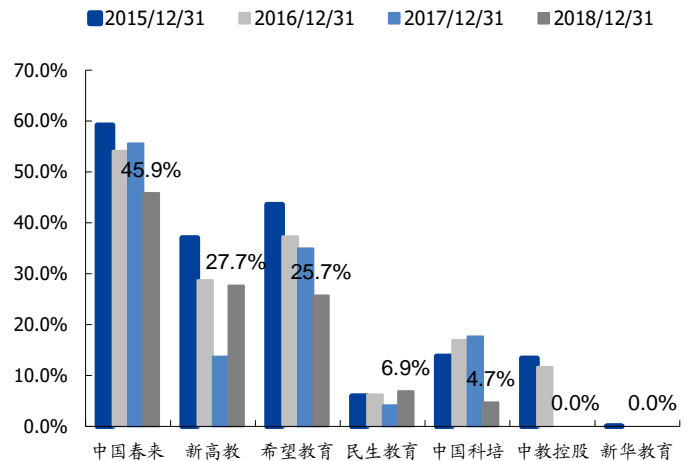
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 资金包括理财产品和定期存款等

图表 19: 2017 年民办高教公司融资成本率 (融资成本/借债规模)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所 注: 1) 新高教 17 年融资成本率激增主要由于成本及负债时间节点错位, 于 16 年 9 月的 6400 万美元银行贷款已于 17 年 9 月 12 日全数偿还, 未计入年末负债分母中。2) 融资成本率中分母借债规模, 主要包括流动负债及非流动负债中银行及其他借款利息, 控股公司及关联方借款及金融负债的利息开支

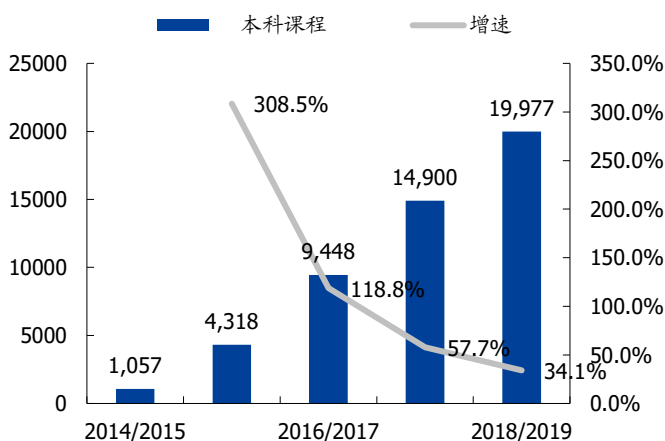
图表 20: 2015-2017 年民办高教公司有息负债率 (有息负债/总资产)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

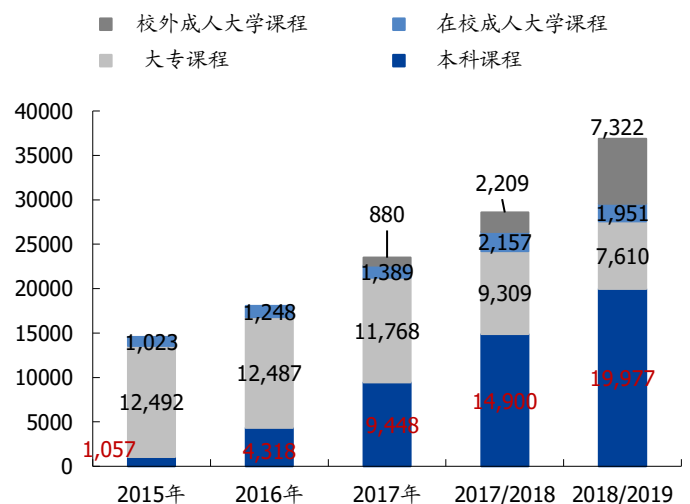
同时内生增长不可小觑, 尤其建议关注校区扩建、专升本期、独立学院转设期带来的学额快速增长周期。学校内生增长主要依赖于在读人数的增长, 在读人数的跳跃式快速增长来源于伴随校区扩建、专升本期、独立学院转设期、新增专业带来的学额增长, 其中专升本和独立学院转设带来的学额快速增长周期在 6 年左右(前四年学额是人数净增加, 后期考虑到有毕业生)。例如中国科培旗下的广东理工学院在 2014 年成功升格为本科学校后, 若不考虑报道率影响, 测算 2014/15 学年到 2017/18 学年本科学额分别约 1000+/3200+/5100+/5400+, 预计 2018/19 学年学额在 7000 人, 学额 CAGR 达 60%。

图表 21: 科培旗下广东理工学院在校人数和增速 (人数: 增速)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 22: 广东理工学院学生构成



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2019 年资本化加速, 多家高教集团排队上市。2019 年, 除银杏、科培教育已于 1 月成功上市外, 华立、嘉宏、建桥、中汇等多家高教集团已提交招股书, 排队等待上市。目前已于港交所提交招股书的 12 家教育公司中, 7 家均为民办高教公司, 上市/被收购已成为单体学校的主要退出路径。对于重资产投入、现金流要求较高的民办高教集团而言, 上市是提升品牌知名度、增强资金实力、加速收购整合的重要途径。



图表 23: 2019 年已上市/待上市教育公司中高教公司占多数 (统计时间: 2019 年 4 月 31 日)

公司名称	上市时间/招股时间	市值 (亿港元)	营收 (亿元)	归母净利 (亿元)	主营业务
<b>高等教育</b>					
银杏教育	19 年 1 月 18 日上市	10.1	1.57	0.25	四川省民办高教集团, 旗下拥有成都信息工程大学银杏酒店管理学院, 2018 年学生人数 9553 名
中国科培	19 年 1 月 25 日上市	73.0	5.75	3.42	华南民办高教集团, 旗下运营广东理工学校和肇庆学校两所学校, 2018/19 总在校学生达 4.51 万名
华立大学	17 年 12 月, 19 年 1 月更新	/	6.08	1.93	民办高校集团, 旗下华立学院、华立职业学院和华立技师学院三所学校, 2018 年就读学生人数为 37389 人
辰林教育集团	18 年 10 月 3 日, 19 年 3 月 27 日更新	/	0.00	0.00	江西民办高校, 旗下江西应用科技学院一所学校, 2017/2018 年就读学生人数为 15274 人
嘉宏教育	18 年 11 月 12 日	/	1.72	1.91	浙江民办高校, 旗下拥有长征学院、信商学院和精益中学三所, 学生数总计 3.22 万人
建桥教育	19 年 1 月 14 日	/	3.57	0.46	旗下建桥学院为上海最大的民办大学, 18 学年在校人数 1.78 万人
中汇集团	19 年 2 月 1 日	/	6.36	1.75	旗下拥有华商学院、华商职业学院、澳洲国际商学院三所学校, 18 学年在校人数共计 3.23 万人
<b>职业教育</b>					
东方教育	18 年 12 月 6 日	/	28.50	6.42	国内最大的职业技能教育集团, 拥有新东方烹饪、万通汽修、新华电脑三大核心业务, 18 年全国 156 所培训网点, 平均培训在校生 12.16 万人次
华图教育	18 年 3 月 22 日, 10 月 22 日更新	/	22.41	3.75	公职类培训龙头, 公务员/事业单位/教师三大核心业务, 2017 年培训人次达 130 万人
<b>K12 学校</b>					
尚德启智	18 年 8 月 1 日, 19 年 2 月更新	/	5.77	0.94	上海高端民办 K12 教育供应商, 经营尚德实验学校 (原幼儿园业务剥离), 截至 2018 年 12 月 31 日学生人数 8181 人
莲外教育	18 年 10 月 22 日	/	1.34	0.56	民办 K12 学校, 旗下浙江莲都外国语学校
沪江教育科技	18 年 11 月 22 日, 已通过聆讯	/	5.55	-5.37	综合在线教育平台, 覆盖语言学习、K12 及技能培训, 2017 年平均活跃用户 39.77 万人
新东方在线	19 年 3 月 28 日上市	97.7	6.50	0.82	新东方旗下分拆平台, 大学、K12、幼教三大在线业务, 2018 年付费人次 190 万人
<b>教育信息化</b>					
益达教育	18 年 3 月 29 日, 11 月 26 日更新	/	0.52	0.31	职业培训软件产品开放商, 包括企业模拟软件、3D 跨专业软件、创新创业软件等产品
Jianzhi Education	18 年 10 月 3 日首次, 19 年 3 月 28 日更新	/	0.00	0.00	教育内容及 IT 相关解决方案服务供应商, 旗下森途教育、森途乐教及北京森途子品牌

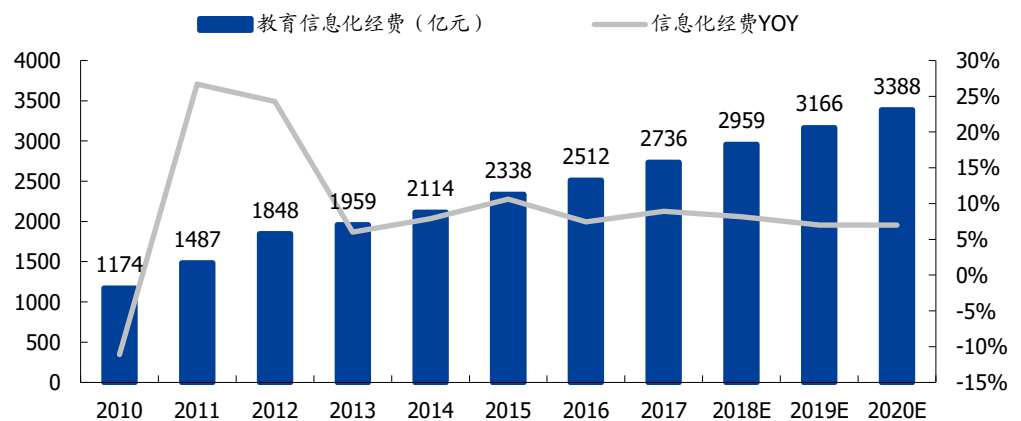
资料来源: 上交所, 国盛证券研究所 注: 加粗标的均为高等教育标的, 银杏、科培、新东方在线、华立大学、尚德启智、中汇集团为 2018 财年最新数据, 其他均为 2017 年数据

## 教育信息化：经费投入驱动，软硬件共建智慧校园

信息化经费投入驱动行业增长，预计 2020 年投入将达 3400 亿元。2011 年 6 月教育部发布的《教育信息化十年发展规划（2011—2020 年）（征求意见稿）》提出，“各级政府在教育经费中按不低于 8% 的比例列支教育信息化经费”，而国家财政性教育经费支出占国内生产总值比例一般不低于 4%<sup>2</sup>。

2018 年国家财政性教育经费 3.42 万亿，同增 8.94%，占 GDP 的 4.14%，连续第五年超过 4%，以此按照 8% 占比测算，2018 年国家教育信息化经费超过 2900 亿元。由此可见，在教育信息化经费占比保持相对稳定的情况下，受国家 GDP 增长推动，教育信息化经费有望实现高单位数复合增长，若按照 2019-2020 年财政性教育经费增速 7% 推算，到 2020 年教育信息化经费投入将达 3400 亿元。

图表 24：教育信息化经费投入测算及增速（亿元；%）



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所测算

从硬件为主到软硬件一体化方案，共同打造教育信息化 2.0。《教育信息化十年发展规划（2011-2020 年）》开启国内教育信息化元年，以“三通两平台”建设为核心任务，包括互联网宽带接入、智能平板、标准化考点建设均在 1.0 阶段取得阶段性成果。2018 年 3 月，《教育信息化 2.0 行动计划》提出“三全两高一”的发展目标，到 2022 年建成“互联网+教育”大平台，推动教育专用资源向教育大资源转变、探索信息时代教育治理新模式。

为了实现以上目标，2.0 计划提出八大实施行动，首次提出智慧教育示范区试点建设目标，也意味着 2.0 计划下，教育信息化经费投向结构或有所调整，从以硬件为主转移到软硬件结合的一体化综合解决方案；同时将对边远地区网络建设工作放在更加重要的位置。八大行动主要在强化“三通两平台”建设的基础上，力争实现从信息化服务教育向信息化服务育人的过渡。

<sup>2</sup> 2018 年 8 月 17 日，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》

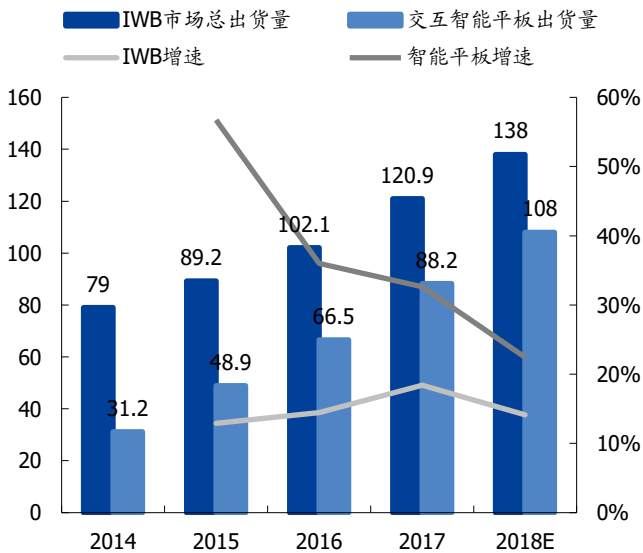
图表 25: 智慧校园总体架构要求



资料来源:《GB/T 36342-2018 智慧校园总体框架》, 国盛证券研究所整理绘制

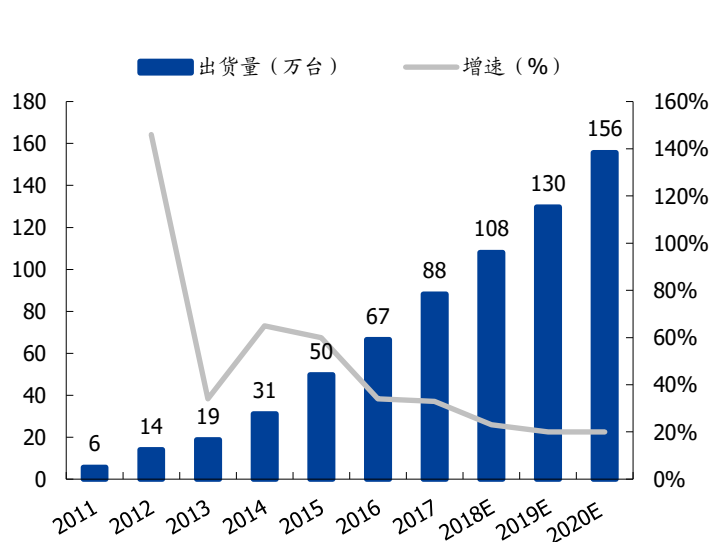
**需求点一：智能交互平板进一步渗透。**作为教育信息化 1.0 阶段率先落地的硬件产品，于 2010 年前后问世，集大屏高清显示、投影仪、PC、电子白板、电视和音响等功能于一身。根据奥维云网的数据统计，2018 年国内电子白板(Interactive Whiteboard)的出货量达 138 万台，其中交互智能平板出货量在 108 万台，同比增长 22.45%，预计未来两年仍保持 20%左右增速，将于 2020 年达到 156 万台。智能交互平板市场的参与者包括视源股份、鸿合科技以及长虹、海信等硬件生产商，其中视源股份 2012-2018 年连续七年市占率第一，2018 年出货量 58.18 万台，销售额市占率达 36.50%，鸿合科技市占率排名第二。

图表 26: 国内 IWB 市场及交互智能平板出货量对比 (万台; %)



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

图表 27: 交互智能平板全国出货量及增速 (万台; %)



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

**需求点二：从精品化到常态化，录播系统市场空间广阔。**录播行业的应用兴起于 2012 年国家发布《教育信息化十年发展纲要》，伴随针对偏远地区的“双师教学”诞生精品化录播需求，伴随“一师一优课、一课一名师”活动诞生常态化录播需求。精品录播的目的在于录制优质教育资源，且局限在部分精品录播教室，常态化录播适用于每间教室，且目的不仅仅局限于录制教育资源，还为多种应用做支撑终端。

政策支持为录播系统的渗透带来确定性助力。中国教育技术协会于 2016 年发布《关于助力国家“一师一课”开展常态化录播系统进校园活动试点的通知》，“活动”为各中小学提供常态化录播整体解决方案，以充分调动各学科教师在课堂教学中应用信息技术的积极性。2019 年，教育部相继发布《关于实施全国中小学教师信息技术应用能力提升工程 2.0 的意见》《关于开展 2019 年“一师一优课、一课一名师”活动的通知》，具体内容如下：

- 精品录播方面，开展名师网络课堂和远程协同教研相结合的“双师教学”模式教师培训改革，鼓励城乡之间、东中西部之间校际合作，利用专递课堂、同步课堂、名师课堂、名校网络课堂等，采取教师模仿名师网络录像。
- 常态化录播方面，组织引导教师在国家教育资源公共服务平台晒课，数量达到 100 万堂以上，从中遴选 1 万堂优课（其中包含少数民族语言教材优课 200 堂）纳入国家平台优质教育资源库。

从竞争格局看，在线录播系统主要参与者为奥威亚、现代中庆，市占率分别排名第一、第二，此外还包括北京文香、锐取、中广上洋、翰博尔、盈可视等。综合行业数据，2018 年包含录播的中标项目共计 4261 个，项目规模达 39 亿元，录播系统投标总金额约 13.65 亿。

**需求点三：标准化考点<sup>3</sup>进入第二轮建设高峰期，打造综合考试考务平台。**2017 年教育部下发的《关于加强普通高中学业水平考试考务管理的意见》明确规定省级统一组织的学业水平考试必须全部安排在标准化考点进行，并同时要求加强标准化考点的日常维护和升级。同时，新高考从 2014 年开始试点推出，2018 年后将迎来改革高峰，全国目标覆盖省市达到 24 个，“新高考”学业水平考试贯穿高中三年，将扩容 3 倍标准化考场需求。标准化考点建设主要参与者为佳发教育，第一阶段市占率达 60%，同时参与前期标考政策制定，有望借助先发优势自上而下推广。

综上，教育信息化 2.0 时代下，以上三种需求突出，市场空间广阔。根据不同产品的销售模式，以学校数量/班级数\*产品单价\*学校/班级渗透率的公式测算，教育信息化主要产品的市场规模空间如下：

- 智能交互平板：单块平板单价在 2 万元左右，假设小初高所有教室渗透率为 80%，则市场规模空间为 1500 亿元。
- 录播系统：整套单价在 10 万元左右，单个录播系统价格在 3-4 万，假设小初高所有教室渗透率为 20%，以单个录播系统测算，则市场规模空间为 770 亿元。
- 智慧校园一体化软件：单校解决方案在 50 万元左右，假设小初高学校渗透率为 50%，则市场规模空间为 600 亿元。
- 标准化考点建设：单间教室投入为 1 万元左右，假设初高中及中职学校渗透率为 100%，则市场规模空间为 280 亿元。

<sup>3</sup> 标准化考点建设包括“一平台五系统”：一个平台是指国家教育考试考务管理与服务平台；五个子系统包括网上巡查系统、应急指挥系统、考生身份验证系统、高科技作弊防控系统、考务综合管理系统

图表 28: 不同教育阶段学校数量及班级数量测算 (所; 万间)

	普通小学	普通初中	普通高中	中职	高校
学校数量(所)	177633	52102	13383	10893	2596
其中: 民办	6040	5085	2787	2115	742
公办	171593	47017	10596	8778	1854
班级数/所(假设)	40	40	30	30	-
理论班级数(万间)	711	208	40	33	

资料来源: 教育部, 国家统计局, 国盛证券研究所测算

从经营模式看, 以佳发、视源、奥威亚为代表的信息化公司, 拥有成熟的经销商体系, 保持互利合作的稳定关系。其中视源股份经销商共计 3000-4000 家, 核心经销商 500 家, 佳发教育与奥威亚拥有 1000 家以上经销商。在对经销商让利方面, 视源及佳发给予经销商保留 50% 左右的毛利率, 奥威亚经销商毛利率在 25% 左右。销售渠道方面, 视源的智能交互白板直接输出公立学校、培训机构, 采用自下而上的方式, 佳发教育及奥威亚多从区级及市级销售, 采用自上而下的推广方式。

图表 29: 教育信息化代表公司经销商体系建设

	视源股份	佳发教育	奥威亚
经销商体系	Seewo: 共计 3-4 千个经销商, 500 个核心经销商 Maxhub: 1000+ 家二线代理商和 300+ 家核心代理商覆盖全国市场	1000+ 经销商, 覆盖 28 个省、直辖市, 200 多个地级市	1000+ 经销商, 已在全国设有 31 个办事处, 同时与全国 300 多个地级市的成熟代理商建立了合作关系
经销商毛利率	50%	50%-60%	25%
公司产品毛利率	液晶显示主控板卡 12.35%, 交互智能平板 30.5%, 其他主营业务 20.42%	标准化考点设备 57.14%, 教育智慧产品及整体解决方案 78.46%	视频录播产品 77.1%, 技术信息服务 100%
渠道销售模式	自下而上	自上而下	自上而下

资料来源: 公司公告和调研, 国盛证券研究所整理

赛道增长、技术优势、渠道网络为教育信息化标的三大标准。A 股信息化相关标的, 视源股份和科大讯飞营收规模排名前二, 2018 年营收规模分别为 170 亿元、79 亿元。除优势领域为标考、录播市场的佳发教育、三爱富外, 还包括数字化校园为主业的新开普、全通教育, 评卷及教育评价服务的拓维信息, 学科备考及学习系统的立思辰。

图表 30: A股上市公司教育信息化标的一览

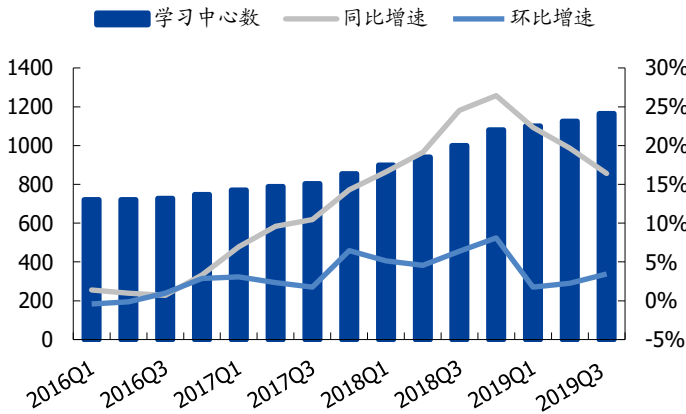
	细分领域	主要产品线	2018 年营 收 (亿元)	2018 年净 利 (亿元)	2018 年 毛利率	三年营收 CAGR	三年净利 CAGR
视源股份	交互大屏	交互智能平板、智慧黑板、希沃互动录播、希沃易课堂	169.84	10.61	20.07%	41%	42%
科大讯飞	智慧校园 一体化方案	智慧考试产品(高考英语听说、普通话、四六级口语考试系统、智能评分系统)、智学网、智慧课堂、新高考解决方案	79.17	5.42	50.03%	47%	8%
立思辰	核心学科 应用服务	数学英语备考和同步学习系统(敏特昭阳)、智慧教育一体化解决方案(康邦科技)	19.52	-13.93	39.06%	24%	-320%
佳发教育	标考业务、 智慧校园	教育考试信息化产品、新高考智慧教育业务	3.9	1.31	58.19%	38%	29%
拓维信息	考试信息 化	中高考等考试评卷及教育评价服务、拓维学堂、幼儿园多媒体教学内容服务、校园信息化解决方案	11.85	-13.66	49.63%	16%	-287%
全通教育	数字化校 园	智能校园(一卡通)、智能作业系统(全课通)、家庭信息化服务(成长帮手)、K12 教师的继续教育培训和学历提升技术服务	8.4	-6.57	31.15%	24%	-291%
新开普	数字化校 园	校园一卡通、数字化校园平台及应用、教务管理系统、在线缴费平台、“完美校园”App	8.38	0.97	55.11%	18%	17%
三爱富	录播系统	4K 录播系统、教学视频应用服务平台、AX-C 系列摄像机、虚拟演播室	16.64	5.43	22.60%	-22%	55%

资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所整理

## K12 培训: 线下盈利能力分化, 线上成为第二战场

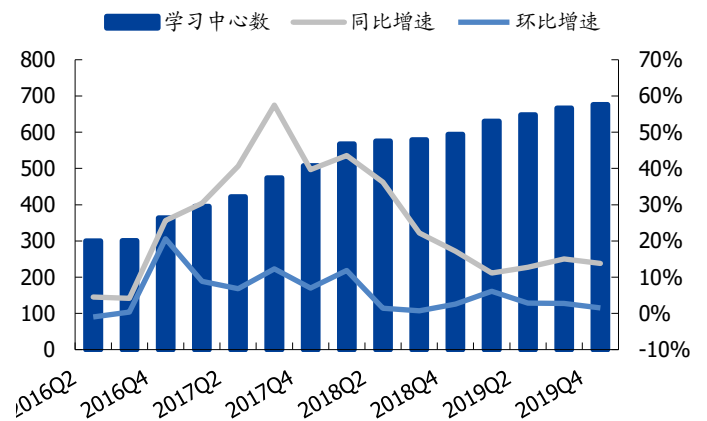
线下商业模式成熟, 网点扩张有所放缓。新东方、好未来作为 K12 领域学生规模最大、网点数最多的两家龙头, 在经历了 2017-2018 年的快速扩张后, 2019 年网点扩张速度明显下降, 一方面是因为 18 年出台的《关于规范校外培训机构发展的意见》, 提高了 K12 培训网点的办学门槛, 另一方面由于渠道网点逐步渗透至低线城市, 师资、场地等筹备难度提升, 单个网点的准备周期及盈亏平衡点更长, 导致整体扩张速度有所放缓。二线龙头受自身经营及扩张周期影响, 其中卓越教育培训网点从 2016 年的 149 个增至 2018 年的 242 个, 龙文教育培训网点从 2016 年的 400 个降至 2018 年的 369 个。

图表 31: 新东方学习中心数及同比、环比增速 (个; %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

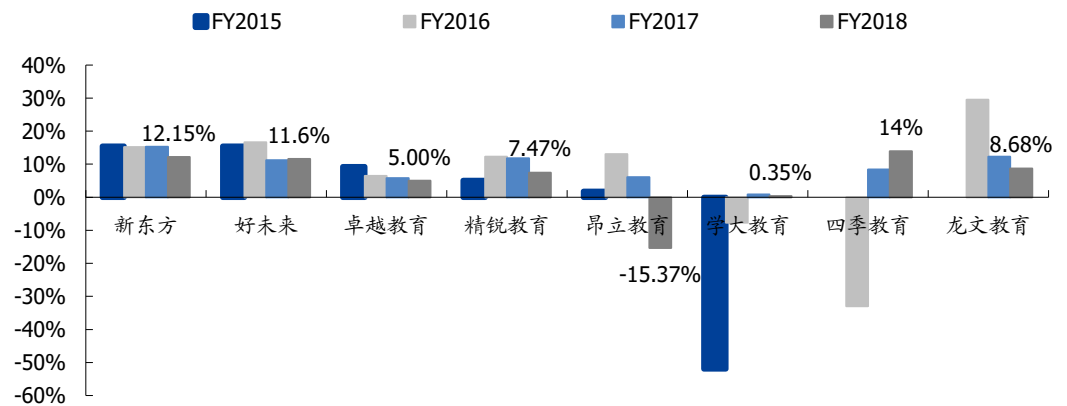
图表 32: 好未来学习中心数及同比、环比增速 (个; %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

在规范化经营的政策环境下, 经营和品牌能力差异加速盈利能力分化。具体来看, 新东方、好未来的净利率水平相对稳定, 维持在 12%-15% 左右, 其中好未来在经历了 FY2017-FY2018 的线下网点扩张及线上推广投入后, 于 FY2019 年净利率回升至 14.3%。部分经营能力较弱的地方性品牌受规范经营带来的合规成本增加, 利润率下滑, 如昂立、学大教育、龙文教育; 立思辰旗下中文未来处在快速发展初期, 是大语文赛道的龙头品牌, 自有教研体系和名师体系完善, 盈利能力较高, 2018 年净利率高达 36.11%。

图表 33: K12 培训上市公司净利率变化



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

另一方面, 在线教育成为线下机构争相抢夺的第二战场, 是龙头公司增长新动力。双师模式解决了低线城市的师资短缺问题, 但仍受制于教学网点的下沉速度, 而在线教育真正实现了教学场景的纯线上化, 打破了教育资源的跨地域供需错配, 克服了场地租金、教师等线下资源周转不足的难点。两大龙头新东方、好未来均重点布局线教育, 将在线业务作为驱动业务发展的重要引擎。

图表 34: K12 学科培训领域参与者四象限分类



资料来源：国盛证券研究所绘制

从在线教育模式上看，人数中等、定价中等、互动性更优的小班模式，以及追求规模经济的虚拟大班模式，相比 1 对 1 模式在盈利能力上更优。与线下模式类似，在线教育分为 1 对 1、小型班课、大型班课三种模式。根据测算不同模式下在线机构的盈利能力，1 对 1 在线模式基本盈亏平衡，大班模式净利率可达 13%，25 小班的净利率可高达 18%。具体假设如下：

- 班型划分为 1 对 1、25 人小班、200 人大班三种类型，课时单价分别为 250、45、30 元/小时，购买课时数统一为 40 课时。
- 由于低价班更容易吸引用户，因此获客成本与课程单价呈负相关，三类班型的获客成本假设分别为 4000、800、600 元/人，此模型假设平台用户均为新用户，不考虑用户留存率及复购率。
- 教师时薪与上课学生人数呈现正相关，整体比例在单课时收益的 30-40%，因此假设三类班型的教师时薪分别为 100、200、800 元/课时。同时，200 人大班课为双师教学模式，以 50 人为一组需配备 4 名助教，助教时薪为 50 元/课时。
- 假设除教师成本外的其他成本营收占比 10%，除推广费用外的其他费用占比 10%。



图表 35: 在线教育不同班课模式下盈利测算

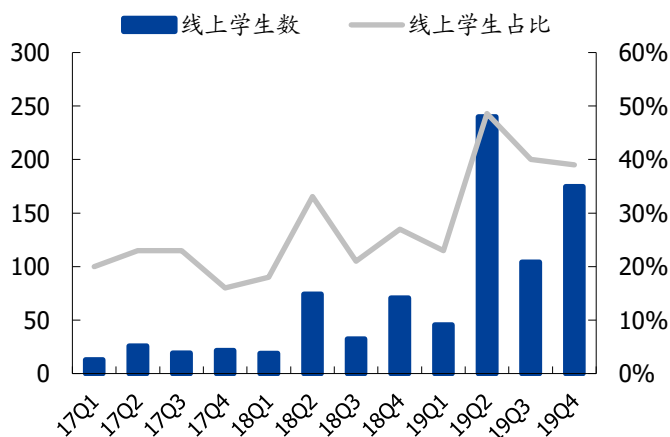
	一对一	小班直播	大班直播
班型人数	1	25	200
课时单价(元/小时)	250	45	30
购买课时数	40	40	40
获客成本(元/人)	4000	800	600
教师薪酬(元/人/课时)	100	200	800
助教薪酬(元/人/课时)	/	/	50
主要比率指标(占收入)			
教师成本	40%	18%	17%
运营成本	10%	10%	10%
销售费用	40%	44%	50%
其他费用	10%	10%	10%
利润率	盈亏平衡	17.8%	13.3%

资料来源: 国盛证券研究所测算

**班课模式: 追求性价比与教学效果的平衡。**大班直播目前的优势在于价格有吸引力和极大的便捷性, 平均课时单价在 30 元/小时, 仅为一线城市线下班课的 50%, 但由于同时面向多人授课、互动反馈不及时到位, 教学效果有待提升。好未来在大班模式上先行, 用户规模远领先于其他平台, 2019 财年已达 564 万人次; 新东方 18 财年增加广告投入发力大班, 猿辅导、作业帮等工具类平台以用户流量优势切入班课。

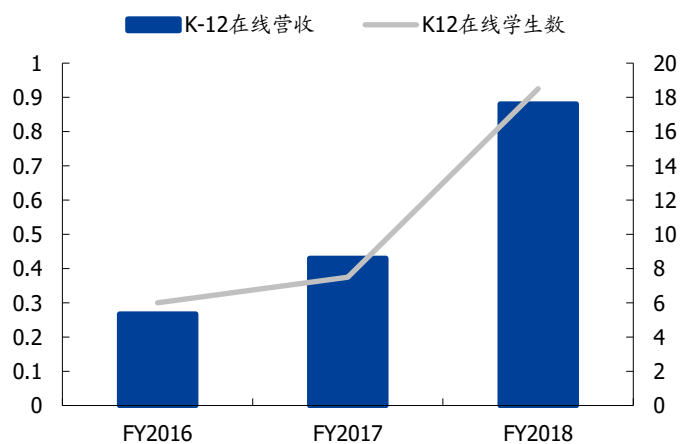
以东方优播为代表的小班直播模式在低线城市极具竞争力和性价比, 单价与低线班课接近, 凭借师资优势教学效果优于低线班课, 同时与好未来班课形成差异化竞争, 重点面向低线城市用户。截至 2018 财年, 东方优播已进驻 60 个城市。在线教育经历广泛挖掘用户的第一阶段, 已进入比拼教学质量的第二阶段。

图表 36: 好未来在线学生数及在总学生数中占比(万人; %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表 37: 新东方 K12 在线学生数及营收(亿元; 万人)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

**一对一模式: 多头竞争格局, 线上规模体量赶超线下。**1 对 1 课程由于客单价是大班课的 3-5 倍, 整体课程包在 1 万元以上, 因此线下 1 对 1 课程最初起源于一二线城市, 精锐、昂立均起家于上海, 以华东、华南区域为主要阵营。在线 1 对 1 课程受众则主要集中于二三线城市, 针对中高消费群体家长, 并逐渐向低线城市渗透。由于线上竞争更为激烈, 且向低线级城市渗透会抬高获客成本, 因此线上 1 对 1 在四种模式下获客成本最高。以掌门、海风、学霸君为代表的在线 1 对 1 平台, 学生数量及营收规模增长远快于

线下1对1平台，过去三年复合增速在100%以上，但由于师资成本及获客成本较高，目前均处于亏损或接近盈亏平衡状态。

图表 38: K12 一对一模式主要玩家及经营情况

机构	营收/现金收入	付费人数	教师数量	学习中心数量	用户画像
掌门1对1	现金收入：20 亿+ (2018 年)	在读学生超 15 万人，截至 2019 年 2 月，注册学员已达 1800 万，续费率 87%	教师数量 4 万+	已建立上海、北京、武汉、深圳四大销售中心	一二线占比不多，集中在三线，小初高阶段小学占比最多
海风教育	现金收入：10 亿+ (2018 年)	在读学生 4 万人，累计辅导学生 18 万+，注册人数超 700 万，续费率 80%+	教师 2000+ 人 (2017 年 7 月)		二三线城市为主
学霸君	现金收入:10 亿+ (2018E);18H1 约 5 亿	截至 2018 年 10 月，付费用户 5 万+，注册用户 500 万，续费率 87%	教师 4 万+ (2018 年 10 月)		二三线城市为主
精锐教育	总营收：28.63 亿元 (FY2018)	平均月入学人数为 11.21 万人 (FY2018)	教师 6075 人 (FY2018)	315 (FY2018)	分布于 43 个城市，集中在华南、华东区域
昂立教育	K12 收入：15.65 亿元 (2018 年报)	付费人数：17.24 万人		249 (2018 年报)	集中在上海，拓展长三角
学大教育	总营收：28.93 亿元 (2018 年报)		教师 7623 人	615 (2018 年报)	覆盖 20 个省，124 个城市

资料来源：公司财报，网易教育，简书，国盛证券研究所

## 投资策略

立足 2019 年政策导向，建议关注三条投资主线：**1) 职业培训**：首选拥有自主教研的跨赛道跨区域运营的龙头公司，核心推荐中公教育、开元股份，关注中国东方教育（待上市）；**2) 高教**：首选杠杆率低、融资能力强、内生增长潜力大的高教集团，核心推荐：民生教育、中国科培、新华教育；**3) 教育信息化**：首选拥有独家技术壁垒和强渠道的公司，核心推荐：佳发教育，关注三爱富、视源股份。同时，K12 课外培训政策影响逐步消化，龙头公司盈利能力提升，在线市场露锋芒，建议关注新东方、好未来及新东方在线。

图表 39: 覆盖教育公司盈利预测和估值

赛道	代码	公司	股价 元	EPS (人民币)			PE			市值 亿元	PEG	评级
				18A	19E	20E	18A	19E	20E			
职业培训	002607.SZ	中公教育	12.22	0.19	0.26	0.35	65	46	35	754	1.6	买入
	300338.SZ	开元股份	12.96	0.29	0.56	0.75	45	23	17	45	0.8	买入
信息化	300559.SZ	佳发教育	22.72	0.47	0.73	1.17	49	31	19	61	0.7	买入
高教	1569.HK	民生教育	1.65	0.08	0.11	0.12	18	13	12	66	1.5	买入
	1890.HK	中国科培	3.47	0.17	0.20	0.25	17	15	12	69	0.7	买入
	2779.HK	新华教育	2.64	0.16	0.18	0.21	14	12	11	42	0.8	买入
	0839.HK	中教控股	10.94	0.29	0.42	0.50	33	26	21	221	1.3	增持
	1765.HK	希望教育	1.09	0.03	0.06	0.08	37	15	12	73	0.7	增持
K12 课外	300192.SZ	科斯伍德	8.93	0.12	0.39	0.49	77	23	18	22	1.0	买入
早教	002621.SZ	美吉姆	21.50	0.09	0.48	0.53	237	45	40	75	2.5	增持
K12 学校	1317.HK	枫叶教育	3.29	0.18	0.23	0.28	16	12	10	99	0.5	买入

资料来源: Wind, 国盛证券研究所整理 注: EPS采用国盛证券研究所预期券研究所预测, 股价和市值采用2019年5月10日收盘价, 货币采用公司所在市场货币美元兑人民币汇率采用6.7912, 港币兑人民币汇率采用0.8654

图表 40: 建议关注教育公司盈利预测和估值

赛道	代码	公司	股价 元	EPS (人民币)			PE			市值 亿元	PEG
				18A	19E	20E	18A	19E	20E		
信息化	002841.SZ	视源股份	75.45	1.53	2.10	2.85	49	36	26	495	1.0
职教	002696.SZ	百洋股份	6.71	0.14	0.61	0.74	46	11	9	27	0.6
幼儿园	002308.SZ	威创股份	5.38	0.17	0.22	0.26	31	25	21	49	1.2
高教	2001.HK	新高教集团	3.21	0.16	0.24	0.30	18	12	9	49	0.6
	6068.HK	睿见教育	4.10	0.15	0.20	0.25	23	18	14	84	0.8
	1565.HK	成实外教育	3.11	0.12	0.17	0.21	23	16	13	96	/
K12 学校	1773.HK	天立教育	2.71	0.09	0.13	0.18	25	18	13	56	0.6
	6169.HK	宇华教育	3.40	0.16	0.21	0.24	18	14	12	112	0.9
	002659.SZ	凯文教育	7.46	-0.20	0.04	0.29	/	177	26	37	0.7
	300010.SZ	立思辰	8.80	-1.60	0.36	0.44	/	25	20	76	1.2
K12 课外	600661.SH	昂立教育	20.69	-0.93	0.59	0.82	/	35	25	59	1.1
	EDU.N	新东方	88.01	15.10	15.89	22.06	40	38	27	139	/
	TAL.N	好未来	35.58	2.77	4.03	5.79	87	60	42	202	/
	BEDU.N	博实乐	11.18	2.15	3.15	3.97	35	24	19	14	2.4
	ONE.N	精锐教育	8.03	2.52	2.84	3.50	22	19	16	13	0.6
	REDU.O	瑞思学科英语	9.78	1.97	2.88	3.45	34	23	19	6	/

资料来源: Wind, 国盛证券研究所整理 注: EPS采用Wind一致预期, 股价和市值采用2019年5月10日收盘价, 货币采用公司所在市场货币, 美元兑人民币汇率采用6.7912, 港币兑人民币汇率采用0.8654

## 重点公司

### 中公教育：多元增长，未来可期

**两大护城河：渠道先发优势+研发驱动。**2018年12月27日中公教育完成资产交割登陆A股。2018年公司实现总营收62.37亿元(+54.72%)；归母净利11.53亿元(+119.67%)，归母扣非净利11.13亿元(+124.79%)。作为国内职教培训行业龙头，公司的护城河表现为：1)渠道先发优势：2018年末公司已建立覆盖319个地级市的701个学习网点(+150个，同增27.22%)。2)坚持产品研发驱动，由此形成品牌效应：从最初的串讲班到协议班(2017年收入占比74%，贡献90%+收入增速)，中公成为行业产品和服务标杆的制定者和引领者。

**横向拓展能力已露锋芒。**公司已经成功实现从公务员培训业务向事业单位/教师招聘资格考试培训延伸(2015-17年收入CAGR分别为52%/83%)。2016年起公司逐渐向考研、IT培训、医学考试类等细分业务(2018年收入8.28亿元、同增87%，教师及综合面授营收占比提升0.62/2.29 PCTs)。公司拥有以省级研究院为单位、以科目赛道为条线的自主研发体系，使得快速搭建新业务教研体系成为可能；同时共享渠道+"双师模式"为多元业务快速发展提供奠基石。

**经营表现：国考收入提速，事业单位增速放缓，教师招聘保持强劲。**①分业务：公务员招录收入30.82亿元、同增49%，增长提速；事业单位招录7.85亿元、同增38%，增速放缓；教师资格收入10.75亿元、同增61%；②量价拆分：累计培训人次达230.79万(同增57.43%)，面授培训人次同增35%至119.21万人，增速有所放缓；客单价同增13.98%，增长超预期主要由于产品升级及长周期课程比例持续提高。此外，线上收入4.44亿元、同增58%，其中线上培训人次111.58万人(同增91%)，客单价同降17.56%。

**投资建议。**公司定位职业培训市场龙头品牌，其在公职考试培训领域积淀的规模化教研体系建设、全直营网点渠道布局、多元化产品结构是其未来成长的三大护城河。职教培训市场依然存在较多处于快速成长期、仍待整合的细分赛道，中公有望凭借规模及品牌优势享受行业红利，持续抢占市场。维持2019/20/21年净利预测16.23/21.44/27.19亿元，同增41%/32%/26.8%，对应EPS 0.26/0.35/0.44元。基于标的稀缺性及多赛道成长性，维持"买入"评级。

**风险提示：**招录政策变化风险；公务员培训市场寡头格局下价格战升级；新增业务扩张不及预期；线上流量成本高企。

图表 41：中公教育盈利预测和估值（单位：人民币）

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,031	6,237	9,261	12,130	15,150
增长率 yoy%		54.7	48.5	31.0	24.9
净利润（百万元）	525	1,153	1,623	2,144	2,719
增长率 yoy%	0.0	119.7	40.8	32.1	26.8
EPS（摊薄/元）	0.09	0.19	0.26	0.35	0.44
净资产收益率（%）	28.1	39.0	35.3	31.8	28.8
P/E（倍）	143.6	65.4	46.4	35.1	27.7
P/B（倍）	40.3	25.5	16.4	11.2	8.0

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测

## 开元股份：轻装上阵，开启多元化路径

**公司概况：剥离仪器业务，专注职教主业。**公司原从事煤质检测仪器设备的研发、生产和销售，2012年于创业板上市。2016年积极推进战略转型，分别以12/1.82亿元收购恒企教育/中大英才100%/70%股权，并于2017年3月并表。2019年3月公告2.71亿元转让开元有限100%股权，剥离原有仪器业务，专注职教培训。公司2018年收入14.54亿元（+48.25%），净利润9860万元（-38.41%）。

**职教培训：政策鼓励，需求旺盛。**1) 财会培训：主要包括会计职称考试、CPA、CFA等国内外资格证考试，近两年报考需求旺盛，2018年分别有400万人报考初级会计职称、135万人报考中级会计职称、150万人报考CPA（预估）。整体通过率较低，考试难度较大，培训需求旺盛，竞争格局较为分散。2) 成人学历教育：与普通高考统招同等级的高等教育升学体系，包括成人自考、成人高考、电大、远程教育。自考含金量仅次于普通高考，通过率仅为10%，作为低学历群体跨越职业晋升门槛的阶梯。

**恒企业经营概况：2018核心业务增长良好，2019调整IT培训业务再上阵。**2018年恒企营收10.87亿元，同增80.25%，归母净利1.21亿元，同增10.35%，受IT培训行业环境影响该公司2018年收入3573万元（-47.21%）、旗下牵引力教育净亏损6538万。1) 分业务看，2018年恒企实现跨赛道发展，自考及艺术设计类增长迅速，初具规模。2018年财经类（不含自考）业务营收占比64.25%，增速稳定，同增18.91%；自考类营收占比17.82%，同增392.84%；艺术设计类营收占比15.53%，同增67.95%。2) 渠道扩张加速，2018年实际新开渠道网点数同增20%，关闭牵引力教育21家亏损校区，2019年该业务对恒企业务拖累显著降低。

**恒企教育：会计为纲，多元起航。**①跨业务延伸：公司2002年成立以来深耕会计培训领域，2015-2016年积极拓展成人学历教育，2017-2018年新增自考培训业务，与全国几十家知名财经院校合作招生，2017-2018年自考业务增长迅速。②公司拥有丰富的渠道网络和销售资源：截至2018年底，公司终端校区达400家，预计2019年新增50家，未来五年有望达800家。③公司内部已成立项目孵化中心，18年研发投入5988万元，占比5.51%，公司形成了自研+第三方合作的教研体系，会计领域成立四大研究院，其他领域合作优势内容方，分成模式实现共赢。

**投资建议。**公司剥离传统仪器业务，专注职教市场，以财经类业务作为传统优势阵地，通过布局自考、艺术设计等专业已实现多元化赛道延伸，通过加强管理、研发、销售体系建设，有望成为综合性职教运营集团。维持2019/20/21年净利润预测1.92/2.60/3.28亿元，对应EPS 0.55/0.75/0.95元，维持“买入”评级。

**风险提示：**业务扩张不及预期；行业竞争格局恶化；业绩对赌不达标；控股权变动带来的公司治理风险。

图表 42：开元股份盈利预测和估值（单位：人民币）

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	981	1,454	1,506	1,804	2,235
增长率 yoy%	187.7	48.2	3.6	19.8	23.9
净利润（百万元）	160.1	99	192	260	328
增长率 yoy%	2617.1	-38.4	94.3	35.6	26.2
EPS（摊薄/元）	0.46	0.29	0.55	0.75	0.95
净资产收益率（%）	7.8	4.7	8.8	10.7	11.8
P/E（倍）	27.9	45.4	23.4	17.2	13.6
P/B（倍）	2.1	2.0	1.8	1.6	1.4

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测

## 佳发教育：标准化考点为基，智慧教育最佳落地者起航

**公司概况：考试考务信息化领军者，标考建设市占率超过 60%。**佳发教育是国内最早进入教育考试考务信息化领域的供应商，至今公司参与了 28 个省/直辖市、近 150 多个地市的 1.3 所学校、共 30 万间教室的标准化考点建设，标考市场占有率达 60% 以上。目前形成标准化考点建设为主、智慧教育接力（2017 年推出）的两大业务体系，在此驱动下 2018 年公司收入 3.91 亿，同增 103.22%；归母净利润 1.25 亿，同增 71.36%。

**未来看点一：标准化考点迎来第二轮建设，进入量价双升增长期。**自 2007 年启动标考建设已持续近 10 年，2017 年教育部考试中心印发新版《网上巡查系统视频标准技术规范》迎来第二轮建设，有三点边际变化：1) 标考建设横向延伸：从高考和研究生入学考试为主，向中考等延伸；2) 标考系统纵向深化：一代标考建设以网上巡查系统为主，未来将逐渐扩大到多元系统和管理平台；3) 新高考 2019 年迎来改革高峰，全高中生都参加的学业水平考试将会催生原考场 3 倍的考点建设需求。以上边际变化将表现为标考建设进入量价双升增长期。根据国内高中（含中职）和初中学校数量，我们测算标考建设潜在教室数量约 280 万间；其中新高考改革下高中标考市场空间约为 130 万间。若仅考虑公司已覆盖的 30 万间教室，保守估计公司标准化考点建设市场空间在 30 亿元左右。

**未来看点二：新高考改革进程加快，云巅智慧教育业务放量在即。**新高考计划 2020 年全国覆盖，新高考改革带来授课模式的变化使得智慧教育解决方案成为刚需。2018 年上半年，公司云巅智慧教育新高考产品的正式用户和试点用户量实现快速增加，超额完成产品进百家学校、服务进 10 个省的目标，走班排课模块合同销售 70 套，并计划于 2019/2020 年分别覆盖 1300/5000 所。基于公司在标考业务中积累的经销网络优势和产品研发经验，公司有望通过云巅高考产品获得新增长动力。经测算，新高考智慧教育市场空间 134 亿元，中性估计下 2020 年公司智慧教育收入约 6 亿元。

**投资建议：**作为考试考务信息化领军者，乘风教育信息化政策红利，公司将进入双业务量价齐升共同驱动的高速增长阶段。维持 2019/20/21 年净利润预测 1.95/3.11/4.15 亿元（2019-21CAGR46%），对应 EPS0.74/1.17/1.56 元。考虑到公司在标准化考点建设的高市占率，以及新高考带来广阔的市场空间，维持“买入”评级。

**风险提示：**教育政策推进不及预期、教育 IT 支出不及预期、技术人员流失风险、市场竞争加剧的可能。

图表 43：佳发教育盈利预测和估值（单位：人民币）

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	192	390	667	1,165	1,553
增长率 yoy%	16.0	103.1	70.8	74.7	33.3
净利润（百万元）	73	124	195	311	415
增长率 yoy%	18.4	69.4	57.1	59.8	33.5
EPS（摊薄/元）	0.27	0.47	0.73	1.17	1.56
净资产收益率（%）	11.2	16.2	17.7	22.6	23.7
P/E（倍）	82.8	48.8	31.1	19.5	14.6
P/B（倍）	9.4	7.9	5.6	4.4	3.5

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测

## 民生教育：收购学校有望梯次并表，量价增长潜力大

**公司概况：**从重庆走向全国的民办高教集团，旗下拥有 10 所学校。公司历经十余年发展，已从重庆第一大民办高教机构，扩展至内蒙古、云南、山东、安徽、河北等省份，成为全国型民办高教集团。目前集团旗下拥有 10 所学校，包括 3 所本科、3 所大专、2 所中职、2 所高中，另有 5 所学校尚未并表。2018 年期末学生人数 6.55 万人，同增 59%，主要由于收购云南滇池学院并表，以及寿光渤海和乐陵高中两所高中、乐陵中专和乐陵民生中专两所中专学校开始招生。

**2018 年：外延收购高效推进，标的增长潜力大，以本科为主。**2018 年公司完成了重庆电信职业学院和云南大学滇池学院的收购并表，同时公司签约收购了河北工业大学城市学院（本科）和曲阜远东职业技术学院（2019 年 2 月开始委托管理），均处在举办人变更手续阶段。1）城市学院新校区将位于张家口，乘风冬奥会发展良机，计划到 2022 年本专科在校生达 1 万人（若预计 2020 年开始招生，则招生期每年有望新增 3000-4000 人）。2）曲阜职业技术学院收购前在校人数 5400 多人，计划新校区建设已储备完毕。

**2019 年：南昌学校进入升本高增长期，滇池学院进入转设阶段。**1）2019 年 3 月公司公告拟 5.1 亿收购南昌职业学院 51% 股权，南昌职业学院 2018 年完成专升本，2019 年以后的四年将进入升本带来的本科学额快速增长阶段，收购前在校人数 9500 人，我们预计 2019 年有望达 1.2 万，2019 年有望在此推动下实现盈利。2）滇池学院是云南省独立学院的标杆学校，是国内一流的独立学院，2019 年进入转设阶段，若转设成功后管理费将不再支付，同时转设后滇池有望获得学额的进一步支持。

**公司亮点：品牌优势+业务联动+区位优势倾斜。**①**集中管理、产教融合成就高质量办学效果**，旗下三所本科高校均位于全省前五，公司整体本科/专科平均报道率分别为 95%/80%，毕业生初次就业率 90% 以上。②**政策环境：**旗下高校 4 所位于重庆、1 所位于内蒙古、1 所位于云南，所处区域高教资源稀缺、需求旺盛，因此在政策对民办教育扶持较大。③**融资途径多元化，融资成本有明显优势。**

**投资建议：**近两年公司借助资本平台将收购整合能力充分发挥，成为从重庆走向全国的民办高教集团，逐步探索出自身的整合路径和集团化管理架构。展望未来，公司将结合多元融资路径在高等教育产业链延伸和拓展，进入内生外延双轮驱动阶段。维持 2019/20/21 年净利润预测 4.51/4.97/5.28 亿，对应 EPS0.11/0.12/0.13 元人民币。目标价 2.28 港元，对应 2019 年 PE 18 倍，维持“买入”评级。

图表 44：民生教育盈利预测和估值（单位：人民币）

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	488	687	979	1,055	1,105
增长率 yoy%	8.8	40.7	42.4	7.8	4.7
净利润（百万元）	259.9	333	451	497	528
增长率 yoy%	6.8	28.0	35.5	10.1	6.4
EPS（摊薄/元）	0.06	0.08	0.11	0.12	0.13
净资产收益率（%）	8.3	9.4	11.4	11.1	10.6
P/E（倍）	22.4	17.5	12.9	11.7	11.0
P/B（倍）	1.8	1.6	1.5	1.3	1.2

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测

## 中国科培：华南高教龙头，质地优异量价双升

**公司概况：**华南地区领先的民办高教公司。公司是华南地区规模较大的民办高等学历教育机构，目前共运营两所学校，广东理工学校及肇庆学校。2018年公司实现主营收入5.75亿元、同增26.4%，净利润3.42亿元、同增48.1%。其中学费收入5.21亿、同增24.4%。公司2015-2018年收入/净利润CAGR达31%/42%，主要来源于广东理工专升本后带动本科学生人数大幅增长，总在校学生增长到2018/19年45118名（2014-2018学年CAGR25%）。

**学校概况：**广东理工处于专升本初期快速增长阶段。①广东理工学院：成立于2005年，以理工科为专业特色，2014年经教育部批准成为本科学校。升本后学校在校人数快速增长（2014-18CAGR约25%），成为公司主要收入来源（2018年其学费占收入的83%），本科贡献收入逐年增加，预计未来仍将持续。学生数方面，本科人数为19977人，同增34%（2018/19学年预计7000人左右）；专科学子7610人（包括专升本项目的1875人）；成人教育9273人、同比增加4900人。学费方面，近两年本专科提价幅度在15%左右，处于广东省民办本科学费较高水平。②肇庆学校：成立于2000年，以理论实践为特色的广东最大民办中专学校，2018/19学年在校人数8258人、同增12.3%，学费收入4200万、同增3.8%。

**公司亮点：**广东理工质地优异，资本助力版图扩张。①区位优势：公司旗下两所学校均位于广东省肇庆市，广东省是高考大省，且高等教育资源供不应求，毛入学率为39.2%，低于全国平均水平45.7%，有望获得更多政策支持，体现在广东省允许民办高教学费的市场化定价。②内生办学：广东理工学院以工科为特色，注重产教融合（企业定向培训计划/实践类实验室），首届本科毕业生就业率97%，处于较高水平；课程设置方面，推出特色项目满足学生需求（考试中心的考证辅导/"2+2"交流项目/肇庆学校的"3+2"专升本项目）。③发展规划：外延方面，公司上市后计划以华南地区为主进一步横向扩张。内生增长方面，公司此前已经连续两次对广东理工学院鼎湖校区进行扩建容量增加1万至2.9万人，2019年底第三期扩建校区有望落成，同时改造高要校区，预计合计新增8000人容量。公司拟将上市募资的2.98/2.49亿元用于收购和扩建。

**投资建议。**公司是华南地区领先的民办高教公司，旗下学校质地优异，量价双升增长趋势有望延续。未来公司有望借助资本市场平台和自身融资能力进一步扩张办学版图。根据公司内生学校扩建和招生情况，维持2019/20/21年净利润预测4.1/4.96/5.96亿元，对应EPS0.20/0.25/0.30元。目标价4.35港元，对应2019年PE18倍，维持“买入”评级。

图表 45：中国科培盈利预测和估值（单位：人民币）

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	455	592	711	844	996
增长率 yoy%	30.2	30.1	20.0	18.8	18.0
净利润（百万元）	230.9	342	410	496	596
增长率 yoy%	28.8	48.1	19.9	20.9	20.2
EPS（摊薄/元）	0.12	0.17	0.20	0.25	0.30
净资产收益率（%）	19.8	23.9	22.2	21.2	18.2
P/E（倍）	25.7	17.3	14.5	12.0	9.9
P/B（倍）	5.1	4.1	3.2	2.5	1.8

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测



## 新华教育：2019年整合开启，外延持续

**2018年：内生稳健，盈利能力提升。**2018年公司内生两所学校保持稳健增长，新华学院和新华学校学费收入分别同增13.4%/14.3%。具体来看，1)新华学院：目前已经是安徽省规模最大的本科高校，2018学年学生人数2.89万人（其中1.9万本科学生），目前每年学额稳定略增，2018年学费有个位数增长，预计2019年收入保持10%的增长。2)新华学校：成为获得安徽省学费自主定价的试点中专学校，2018年学费提升30%，经过2016-17年扩建后2018年招生快速增长，预计2019年持续增加。

**2019年：整合开启，收购延续，高教集团初长成。**2018年公司完成了安徽医科大学医学院收购，并中标南京财经大学红山学院收购，两所均是独立学院。1)医学院：2018年公司已经完成学生从无到有的运营，实际到校575人，报到率达96%，预计2019年学额有望快速增加，计划2020年在校人数到5000人。2019年公司将为学校筹备土地，后续将开启楼宇建设，新校区计划容量5000人，预计2020年投入使用，转设工作亦将随之展开。2)红山学院：成立于1999年，以财务经管为特色的优质独立学院，目前在校人数8600人左右。目前公司已完成协议签订，并支付了3亿作为部分对价，未来3-4年过渡期后完成转设工作。综上，2019年公司将开启整合进程为后续转设奠定基础，转设后学校的收入亦可并表，且学额将有快速增加，为公司增长带来新动力。同时，公司将借助自有资金和多元融资渠道继续扩张办学版图。

**公司亮点：共享区域优势，办学质地优异。**安徽省是教育资源稀缺区域，高等教育毛入学率持续低于全国水平，民办高教大有可为。两所学校均位于安徽省合肥市高新技术产业开发区，两所学校共享校区及物业，校园规划用地占地面积82万平方米左右。其中：①新华学院是省内质地优异的应用型本科院校，2005年实现专升本（目前有58个本科专业），以通信工程、计算机专业为特色；②新华学校除了提供普通中专教育，也提供以升本科为导向的中专教育、以升大专为导向的五年一贯制中专教育（学生可直接进入新华学院就读专科），每年为新华学院输送数百名优质生源。两所学校经过十多年经营已树立了品牌效应，从报道率看，新华学院本科报道率92%。

**投资建议。**公司作为安徽省民办高校的优质品牌，现有学校有望进入量价双升的增长阶段，新增收购医学院学校及红山学院，未来公司有望在自身办学品牌的支撑下进一步拓宽版图。维持2019/20/21年净利润分别为2.94/3.38/3.98亿元，同增15%/15%/17.5%，对应EPS 0.18/0.21/0.25元人民币。维持目标价3.41港元，维持“买入”评级。

**风险提示：**1. 民促法送审稿尚未落地的政策不确定风险；2. 收购进度不达预期；3. 目标价不达预期风险。

图表 46：新华教育盈利预测和估值（单位：人民币）

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	376	437	509	592	687
增长率 yoy%	10.5	16.3	16.4	16.3	16.1
净利润（百万元）	172.0	256	294	338	398
增长率 yoy%	-0.3	48.9	15.0	15.0	17.5
EPS（摊薄/元）	0.11	0.16	0.18	0.21	0.25
净资产收益率（%）	17.2	10.8	11.0	11.3	11.7
P/E（倍）	21.1	14.2	12.3	10.7	9.1
P/B（倍）	3.6	1.5	1.4	1.2	1.1

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测

## 风险提示

**行业政策风险：**《民促法实施条例》终稿落地的时点和条款恐有对行业带来不确定性因素。

**市场竞争加剧：**教育行业整体分散，现金流好且盈利能力强使得行业进入者众多。学历赛道中，公民同招、学前教育普惠政策对学前教育、义务教育民办学校恐有限制；非学历赛道中，整体规范经营导向下，职业培训、在线教育和 K12 课外等赛道均竞争激烈。

**并购速度不达预期：**受政策不确定性、审批流程等因素影响，民办学历赛道收购进度恐受影响。

**公司业绩低于预期：**招生/获客情况低于预期、收购和并表进度低于预期、渠道扩张速度放缓、合规成本高于预期等因素均或导致公司业绩低于预期。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼  
 邮编：100033  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38934111  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com