

论职业教育：政策加持正当时，市场规模大&龙头稀缺

推荐|首次

——职业教育行业深度报告

报告要点：

● 职业教育的目的是解决就业

职教可以分为学历与非学历职教，学历职业教育以职业院校为运营主体，院校性质以公办为主民办为辅，费用来源依靠政府财政支出，民办院校具有一定的市场化能力。非学历职教旗下三大类分别为招录考试培训、资格证书考试培训和职业技能培训。

受经济环境影响，近两年就业压力增加，国家密集出台政策支持职教，其首要目的就是增强劳动力技能增加就业，另外经济结构升级和劳动生产率提升都对劳动力升级提出了迫切需求。

● 学历与非学历职教市场规模均超千亿

1) 学历职教的市场规模为“职业院校在校学生规模*学生花费”，按照职业院校在校生 2500 万和单位学生开销 1.45 万测算，学历职教市场规模约为 3625 亿元。但是学历职教经费来源主要为财政支出，有市场化能力和投资的领域现局限于民办高校，其占比相对小。2) 非学历职教市场规模根据第三方数据未来可超 4000 亿，我们测算各细分赛道可知招录培训赛道超 700 亿、职业技能赛道超 700 亿，资格证书赛道相对小。

● 学历职教重资产运营，非学历职教市场分散

1) 学历职业院校自建软硬件要求高，投入成本大和回收周期长，如采取并购方式获得则费用高，属于典型的重资产模式。2) 非学历职教尽管市场分散&准入门槛低，但是其运营和获客难度大，全国性规模机构稀缺，做大做强的必然选择是扩充品类；各细分赛道内强弱需求明显，强需求赛道参培率和付费率相对更高。

● 投资建议

通过分析近期国家职教政策，其倡导的“二元制”职教体系来源于德国，适合国内学历职业院校与企业合作，这部分市场化程度相对较低，可选择投资方向偏向于民办高校，**建议关注港股高校公司：中教控股、新华教育、民生教育**。同时，国家鼓励校外民营培训机构参与职教市场，帮助用户解决就业问题，政策支持态度明显，**重点推荐稀缺龙头中公教育**，依靠垂直一体化横向扩张，扩张边际成本较低，未来成长空间巨大；**建议关注中国东方教育**，职业技能龙头，复制扩张能力强。

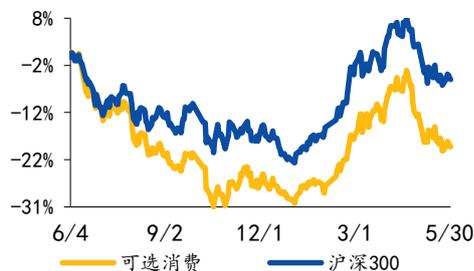
风险提示：政策变动风险，公司横向扩张不及预期

附表：重点公司盈利预测

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS			PE		
					2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
002607	中公教育	买入	11.97	738	0.22	0.26	0.33	58	46	36
0667.HK	中国东方教育	暂无								

资料来源：wind，国元证券研究中心，中国东方教育计划于6月12日在港挂牌交易，暂无预测

过去一年市场行情



资料来源：Wind

相关研究报告

《【国元教育】民办高校并购十问：短期并购，长期看经营效率》2018.10.30

《【国元教育】2019年教育行业策略报告：顺应政策监管，优选早教与非学历培训.docx》2019.01.02

报告作者

分析师 常启辉
 执业证书编号 S0020115080058
 电话 021-51097188-1936
 邮箱 Changqihui@gyzq.com.cn

联系人 易永坚
 电话 021-51097188-1901
 邮箱 yiyongjian@gyzq.com.cn

目 录

1.职业教育：解决就业，分学历职教和非学历职教培训	5
1.1 职业教育五大类.....	5
1.2 学历职教公办为主，非学历职教赛道多	6
2.为什么此时重点提职业教育？	8
2.1 职教政策频出，关注度明显提升	8
2.2 职教背后逻辑：解决就业&劳动力升级&产业升级	10
3.职业教育的市场到底有多大？	14
3.1 学历职业教育市场规模保守估算 3625 亿	14
3.2 非学历职业教育市场规模可超 4000 亿	16
4.职业教育运营模式和行业特性分析.....	17
4.1 学历职业教育重资产运营，并购扩张.....	17
4.2 非学历职教培训：市场分散，赛道强弱需求明显，做大需扩品类.....	19
4.2.1 市场分散&准入门槛低	19
4.2.2 细分赛道间强弱需求明显，两大维度决定付费和运营模式.....	20
4.2.3 扩充品类是提高业务空间的必然选择	22
5.国外职业教育经验：“双元制”职教源自德国，市场化培训机构少	23
6. 职业教育投资标的怎么选？	26
6.1 学历职教可选民办高校，港股上市	26
6.2 非学历职教优选中公教育，关注中国东方教育	30

图表目录

图 1 职业教育蕴含庞大的分支.....	5
图 2 学历职业教育在校生规模超 2500 万	6
图 3 2016 年中等职业学校教育经费 92%来自财政.....	6
图 4 学历职业教育单校在校生规模未过万	6
图 5 2017 年学历职业教育学校生均教育经费	6
图 6 民办学历职业教育在校生规模 450 万	7
图 7 2000 年至今教育部官网“职业教育”标题出现次数及重大职教政策法规.....	9
图 8 2018 年以来支持职教的国家政策募集出台	9
图 9 每年新增农民工规模（万人）	11
图 10 每年新增中职、高等教育毕业人数规模（万人）	11
图 11 无论城镇还是农村 16-29 岁人群最容易失业	11
图 12 三大产业就业人员规模情况（亿人）	12
图 13 吸收就业最多的几个行业.....	12
图 14 行业增速下滑不利吸收就业	12
图 15 就业机会一直都存有（求人倍数=需求/供给）	13
图 16 低技能劳动力需求饱和而高技能劳动力供给不足	13
图 17 中国劳动率远低于发达国家	13
图 18 发展职业教育的逻辑	14
图 19 学历职教学生规模 2656.79 万	14
图 20 学历职业教育市场规模保守估算 3625 亿	16
图 21 第三方测算非学历职教市场规模预计可达 4000 亿+	17
图 22 高职设立要求	18
图 23 职教院校招生靠“分配”	19
图 24 非学历职教市场分散导致运营及获客难度高	20
图 25 非学历职教赛道判断的两个维度“就业/升学距离”和“通过难度” ..	21
图 26 非学历职教两种不同门店类型	22
图 27 中公教育涉及非学历职教赛道众多	23
图 28 德国教育体系	24
图 29 德国中学阶段近六成进入职教体系	24
图 30 德国职教体系中近三成是“双元制”	24
图 31 德国“双元制”职教经费 90%以上由企业自愿承担.....	25
图 32 德国企业愿意为职教学生提供学徒岗位并留用.....	25
图 33 德国职教学校民营比例低.....	26
图 34 市场化营利性培训机构少	26
图 35 并购高校估值/现金流倍数.....	29
图 36 本科层次单个学生估值明显高于其他类	29
图 37 七家港股上市高校集团现金及资产负债率（最新财报）	30
图 38 非学历职教主要培训机构与好未来新东方的业绩及近三年 CRGA	31
图 39 中公的核心竞争力：垂直一体化运营体系	31
图 40 公司无障碍拓展同类型业务（边际成本低）	32

图 41 中公教育业绩情况.....	32
图 42 中国东方教育营收及净利润.....	34
图 43 中国东方教育毛利率和净利率.....	34
图 44 中国东方教育旗下业务品牌毛利率.....	34
图 45 中国东方教育期间费用.....	34
表 1 学历与非学历职业教育的特点.....	6
表 2 非学历职业教育三大类主要培训项目.....	8
表 3 《职业教育改革实施条例》重点条款解读.....	10
表 4 1+X 证书首批 5 大试点领域.....	10
表 5 港股部分高校各学段学费及住宿费 (FY2018).....	15
表 6 非学历职教主要赛道市场规模简易测算.....	16
表 7 办学历职教高校并购案例分析.....	18
表 8 非学历职教培训机构营收规模.....	20
表 9 两大维度影响培训机构运营模式.....	21
表 10 主要非学历职教培训机构门店数量.....	22
表 11 德国“双元制”职教体系.....	23
表 12 在港上市主要内地高校集团.....	26
表 13 七个在港上市高校集团旗下高校办学层次分析.....	27
表 14 高校集团部分并购案例详细运营数据及估值.....	28
表 15 国内主要非学历职教上市公司.....	30
表 16 中国东方教育旗下职教品牌.....	33
表 17 中国东方教育旗下业务品牌运营数据.....	33

1.职业教育：解决就业，分学历职教和非学历职教培训

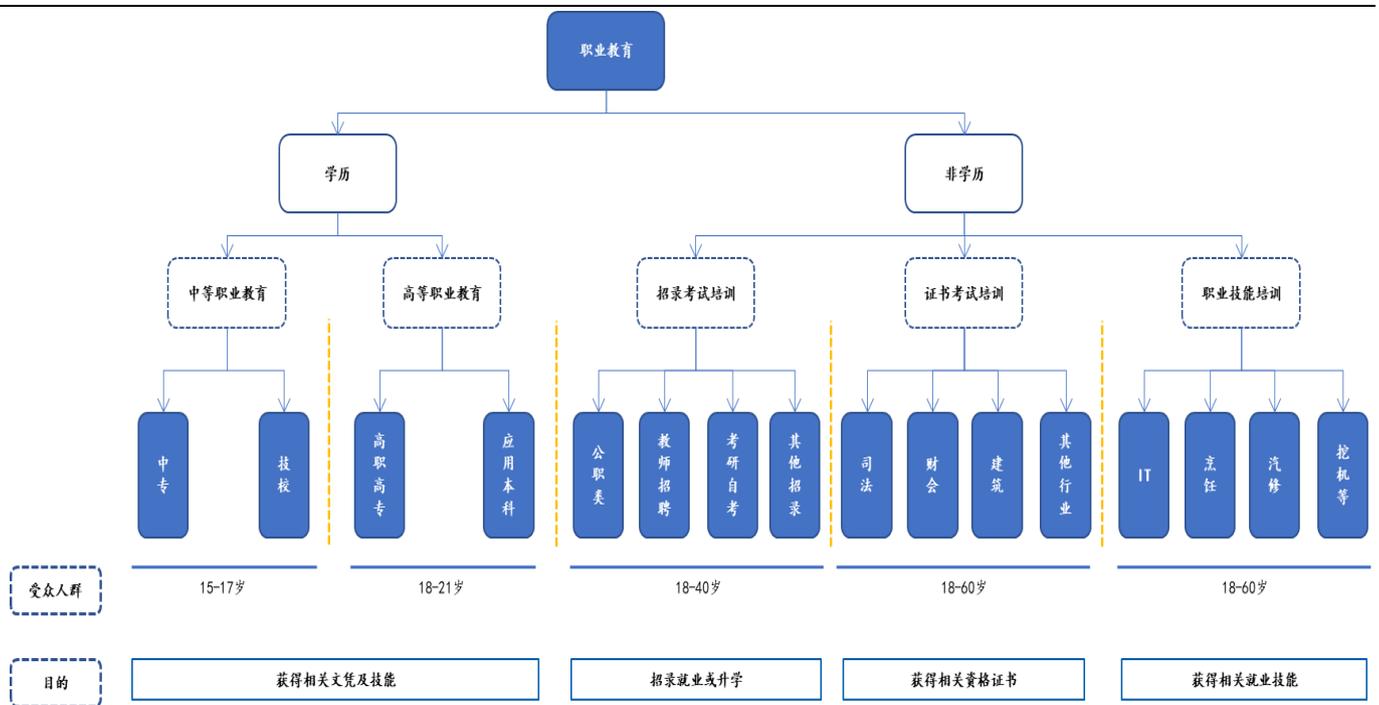
1.1 职业教育五大类

国内职业教育分为学历职业教育和非学历职业教育，学历职业教育由学校主导培养并最终颁发相关学历证书，而非学历职业教育无学历证书，主要是资质、职业技能的培训，二者最终目的都是提高学生的就业能力。

学历职业教育分为中等和高等，分别对应中专技校和高职高专，学校享受财政生均补贴，2018年中等职业教育生均教育经费为19742元(yoy:7.45%)，学生在校学习理论知识&部分实训，毕业领取中专或大专文凭。

非学历职业教育三大类分别为招录培训、证书类培训和职业技能培训，属于成人学生自主选择消费行为，费用由个人自己承担，直接面对就业市场。

图 1 职业教育蕴含庞大的分支



资料来源：国元证券研究中心

学历与非学历职业教育目标都是培养学生的就业能力，终极目标都是就业，二者区别在于是否颁发学历证书，但是在运营模式上有着较大的区别，学历教育的经费主要依赖于政府教育经费，学校土地多为政府划拨，具有较强的体制内特点，受教育政策监管严格，除了少部分民办职业学校有市场化能力，大部分学历教育学校的市场化能力较弱。而非学历教育的培训机构运营较为市场化，运营以轻资产模式为主，但是门槛低，地方性小机构多，但全国性成规模的龙头稀缺。

表 1 学历与非学历职业教育的特点

分类	职业教育	教育内容	人群	施教主体	经费来源	资产轻重	特点
学历职业教育	中等	理论+实训	15-17 岁	学校为主	政府经费为主, 个人为辅	重资产	体制内教育
	高等		18-21 岁				
非学历职业教育	招录培训	笔试+面试	18-60 岁	培训机构	个人承担	轻资产为主	纯民营培训多
	证书培训	笔试					
	技能培训	操作技能					

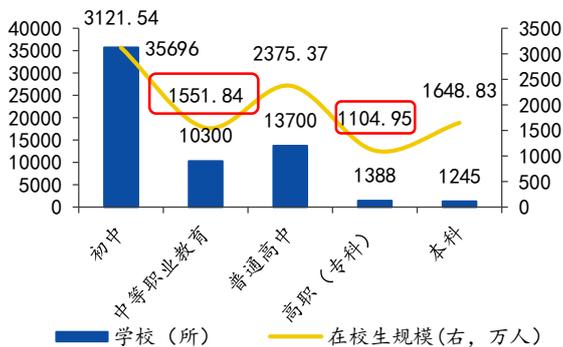
资料来源: 国元证券研究中心

1.2 学历职教公办为主, 非学历职教赛道多

学历职业教育两大分支(中等职教和高等职教)的学校数量分别为 10300 所(2018 年)和 1388 所(2017 年), 学校数量与同阶段普通高中和本科基本一致; 在校生规模分别为 1551.84 万人(2018 年)和 1104.95 万人(2017 年), 合计学历职教在校生规模超过 2500 万(2656.79 万人)。

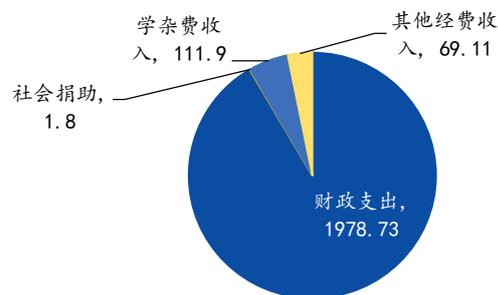
财政教育经费是职教院校主要经济来源, 与普通学校一样, 学历职校也是依赖“公粮”, 2016 年中等职校教育经费合计约 2222 亿, 其中 92%来自财政支出(1979 亿), 生均教育经费(财政支出)为 1.33 万; 学杂费收入仅 111.9 亿, 占比仅 5%。

图 2 学历职业教育在校生规模超 2500 万



资料来源: 教育部, 国元证券研究中心

图 3 2016 年中等职业学校教育经费 92%来自财政



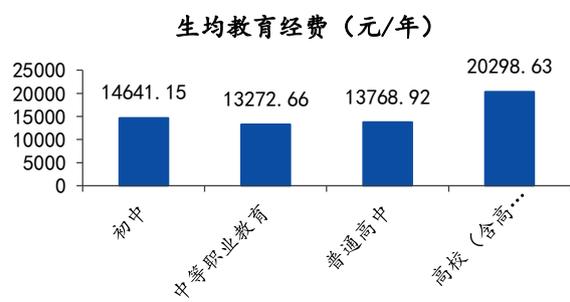
资料来源: 教育部, 国元证券研究中心

图 4 学历职业教育单校在校生规模未过万



资料来源: 教育部, 国元证券研究中心

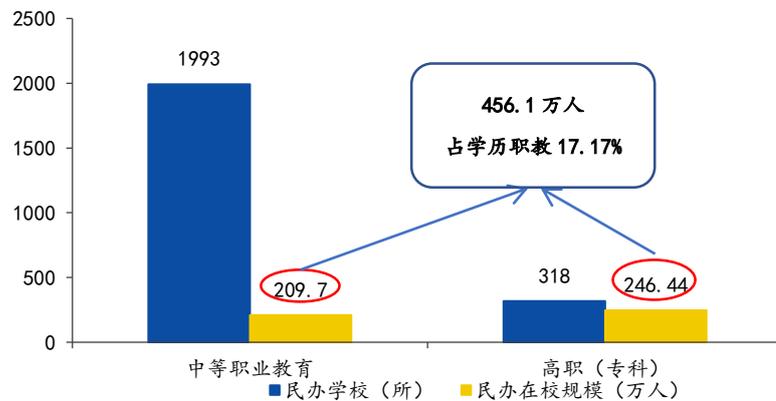
图 5 2017 年学历职业教育学校生均教育经费



资料来源: 教育部, 国元证券研究中心

从市场化和投资角度来看，学历职业教育的看点是民办职业院校，1) 独立运营角度，只有民办学历职教院校才具有独立市场运营能力（可选择为营利属性），受其法律主体影响，多选择在香港上市，如中教控股、新华教育等高校；公办院校属于国家公共事业，除非转型为民办才可能有市场化营利，比如独立学院剥离设立为民办。根据教育部 2018 年数据，民办学历职教院校在校生规模合计为 456.14 万人，占整个学历职业教育的比例为 17.17%，也就意味着整个学历职教市场中仅有 17.17% 市场化。2) 产教融合投资，社会力量（培训机构或其他市场企业）通过与院校合作办学的方式获取合理收入，比如达内教育与高校合作开设 IT 选修课，获取学费分成，再比如为院校提供其他运营业务，也就是政府采购业务。

图 6 民办学历职业教育在校生规模 450 万



资料来源：教育部，国元证券研究中心

非学历职教：1) 招录考试培训主要是培训机构对招录环节的考试内容做针对培训，有就业招录，典型如公职类考试招录，也有升学招生，比如研究生考试和专升本等，招录考试的针对性较强，培训内容一般包括笔试和面试。

2) 资格证书类考试培训是培训机构针对特定行业的资格证书考试内容的培训，比如教师资格证、会计等级证书等，以笔试内容培训为主。

3) 职业技能培训以培养学员的实际技能为前提，比如烹饪、驾驶、IT 等。

表 2 非学历职业教育三大类主要培训项目

类型	项目	解释	培训内容
招录考试	国考	国考是国家部、委、署、总局招考在中央国家机关的工作人员的一种方式	笔试+面试
	省考	各省省委组织部、各省人力资源和社会保障厅、各省公务员局招考在省机关的工作人员的考试。	笔试+面试
	事业单位	为政府利用国有资产设立的，从事教育、科技、文化、卫生等活动的社会服务组织招录工作人员的考试。	笔试+面试
	考研	教育主管部门和招生机构为选拔研究生而组织的相关考试	笔试+面试
	特岗教师	公开招聘高校毕业生到中西部地区“两基”攻坚县、县以下农村学校任教做农村教师。	笔试+面试
资格证书类考试	教师资格	教育行业从业教师获得许可证的考试。	笔试+面试
	医学资格	评价申请医师资格者是否具备从事医师工作所必须的专业知识与技能的考试。	笔试
	会计考试	具有一定会计专业知识和技能的人员从事会计工作的资格证书	笔试
	ACCA	国际注册会计师	笔试
职业技能类培训	法考	国家统一法律职业资格考试	笔试
	IT	IT 技术培训	实操
	烹饪	烹饪厨师培养	实操
	驾驶	汽车驾驶培训	实操
	工程机械	工程机械使用培训	实操

资料来源：国元证券研究中心

2. 为什么此时重点提职业教育？

2.1 职教政策频出，关注度明显提升

从职教历史上来看，1978-1996 年职教的重点是中等职教，主要与改革开放初期国民受教育水平普遍较低有关；随着经济的快速发展，更高层次的人才需求旺盛，1996 年《国家职业教育法》出台，高职设立得以快速发展，到 2009 年高职高专的学校数量突破 1200 所。但近期国内经济增速回落，劳动力供需结构性失衡明显，中层技术型人次缺口明显，职教改革势在必行。

国家对职教的政策支持明显提升，我们用爬虫抓取教育部官网 2000 年至今“职业教育”为标题的政策文章，出现次数明显提升，其中 2008 年和 2016 年是两个峰值。受到整个经济环境的影响，就业环境有恶化趋势，2018 年以来国家对职教出台密集政策，随着《国家职教改革实施方案》的发布，预计 2019 年又会出现一次峰值。

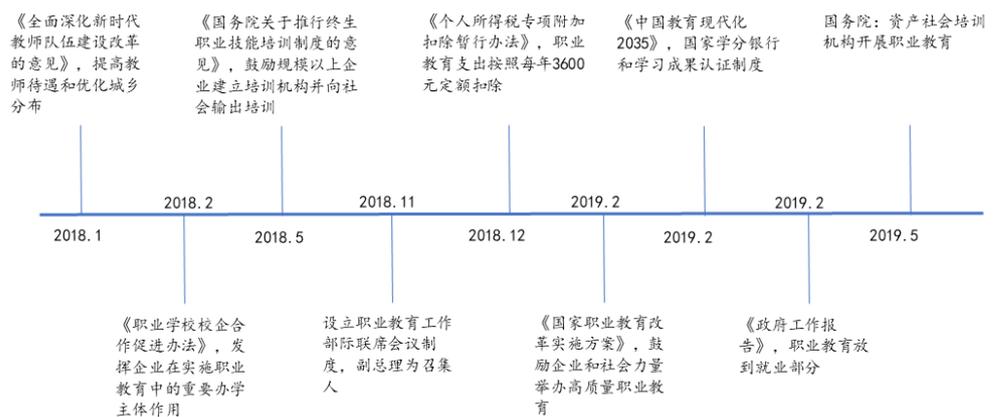
图 7 2000 年至今教育部官网“职业教育”标题出现次数及重大职教政策法规



资料来源：教育部官网，国元证券研究中心，截止时间 2019.5.10

2019 年 2 月国务院印发《职业教育改革实施方案》重点突出职教改革，实施 1+X 证书制度，鼓励社会力量举办职教和产教融合，另外国家计划 2019 年“高职扩招 100 万”。近两年国家层面对职教做了大量的政策支持，顶层设计逐渐完善，有意引导社会力量参与举办职教。

图 8 2018 年以来支持职教的国家政策募集出台



资料来源：中公教育 2018 年报，国元证券研究中心

《职业教育改革实施方案》重点解读：1) 目标之一：经过 5—10 年左右时间，职业教育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；2) 具体指标之一：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）；3) 第

六条：启动 1+X 证书试点工作，鼓励职校学生获得更多的职业等级证书，直接利好培训机构；4) 第十三条：推动企业和涉及力量举办高质量职业教育，2020 年初步建成 300 个示范性职业教育集团（联盟）。

表 3 《职业教育改革实施条例》重点条款解读

重点条例	内容	影响
(六) 启动 1+X 证书制度试点工作	鼓励职校学生获得学历证书的同时，积极获得多类职业技能等级证书	利好证书类培训机构
(九) 减持知行合一，工学结合	借鉴“双元制”等模式，学徒制	借鉴德国职教模式，加强企业培养学徒
(十) 推动校企全面加强深度合作	对金融目录的产教融合型奇特给予“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	鼓励社会企业参与学历职教
(十三) 推动企业和社会力量举办高质量职业教育	深化“放管服”改革，鼓励有条件的企业特别是大企业举办高质量职业教育，政府给予适当支持。2020 年初步建成 300 个示范性职业教育集团（联盟）。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给类型培训机构。	明确鼓励社会力量兴办职教，包括股份制院校和培训机构，明文利好民办职校和非学历职业培训机构。
(十六) 健全经费投入机制	鼓励社会力量捐资、出资兴办职业教育，拓宽办学筹资渠道，新增教育经费向职教倾斜	国家经费支持

资料来源：教育部，国元证券研究中心

1+X 证书试点方案：1) 培训评价组织对标准质量、声誉负总责，负责标准开发、教材和学习资源开发、考核站点建设、考核颁证等，培训评价组织以社会化机制公开招募；2) 首批启动 5 个职业技能领域试点，包括建筑工程技术、信息与通信技术、物流管理、老年服务与管理、汽车运用与维修技术，对应开发等级证书分别为：建筑信息模型（BIM）职业技能等级证书、Web 前端开发职业技能等级证书、物流管理职业技能等级证书、老年照护职业技能等级证书、汽车运用与维修职业技能等级证书和智能新能源汽车职业技能等级证书。

表 4 1+X 证书首批 5 大试点领域

五大领域	对应等级证书	评价组织
建筑工程技术	建筑信息模型（BIM）职业技能等级证书	社会化公开招募遴选
信息与通信技术	Web 前端开发职业技能等级证书	
物流管理	物流管理职业技能等级证书	
老年服务与管理	老年照护职业技能等级证书	
汽车运用与维修技术	汽车运用与维修职业技能等级证书和智能新能源汽车职业技能等级证书	

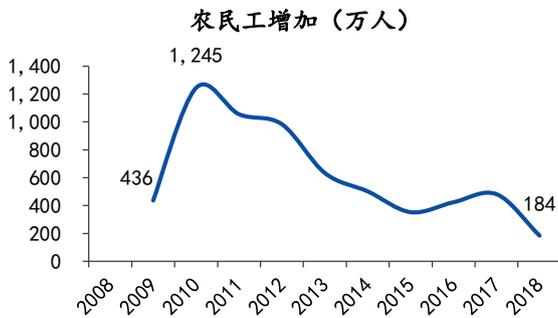
资料来源：《关于在院校实施“学历证书+若干职业技能等级证书”制度试点方案》，国元证券研究中心

2.2 职教背后逻辑：解决就业&劳动力升级&产业升级

劳动力供给端，解决劳动力就业问题，国内 16-59 岁理论劳动力近 9 亿，解决就业问题涉及居民基本生活和社会稳定，另外源源不断的新增劳动力需要解决就业问题，根据学历技能等级我们可以将新增劳动力大致分为新增农民工和新增学生就业人群，2018 年新增农民工数量为 184 万，新增毕业生群体 1335.15 万（2017 年）。新

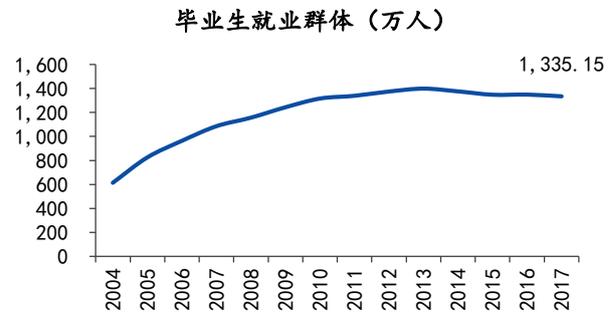
增劳动力初入职场，就业技能相对贫乏，容易导致未就业已失业，对社会造成较大的负担。根据《中国劳动力市场技能缺口研究》数据，城镇和农村中最容易失业的年龄段人群都是 16-29 岁。

图 9 每年新增农民工规模（万人）



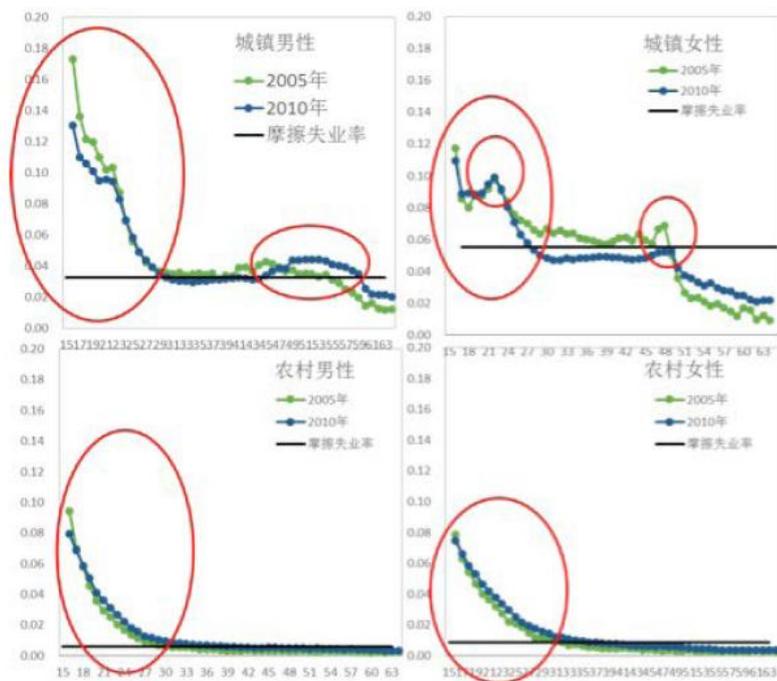
资料来源：国家统计局，国元证券研究中心

图 10 每年新增中职、高等教育毕业人数规模（万人）



资料来源：教育部，国元证券研究中心，高等教育含高职高专、本硕博

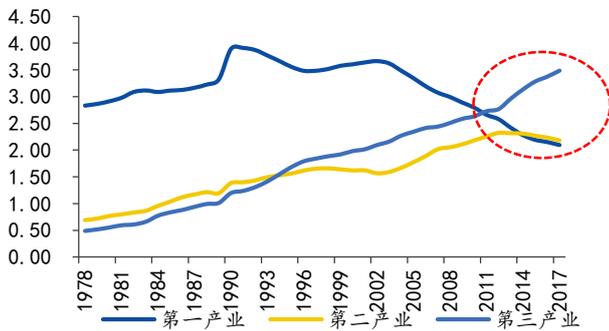
图 11 无论城镇还是农村 16-29 岁人群最容易失业



资料来源：《中国劳动力市场技能缺口研究》，国元证券研究中心，备注

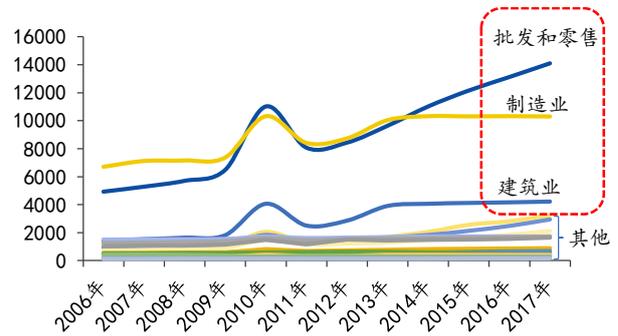
劳动力需求端：批发和零售、制造业及建筑业最吸收就业，从就业需求端来看，批发和零售、制造业、建筑业创造了最多的就业岗位，属于劳动力密集型行业，约占整个就业的 58.66%。第三产业就业占比的持续提升也主要得益于批发和零售业就业的带动，制造业和建筑业所处的第二产业近几年带动就业增量有限。

图 12 三大产业就业人员规模情况 (亿人)



资料来源：国家统计局，国元证券研究中心

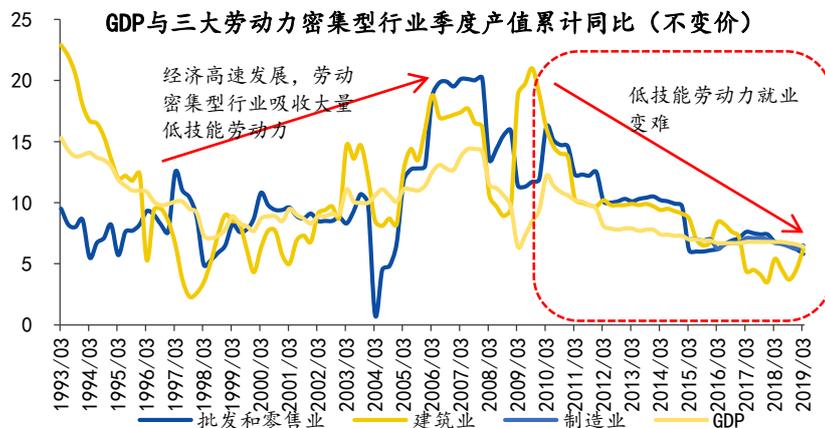
图 13 吸收就业最多的几个行业



资料来源：国家统计局，国元证券研究中心

三大劳动力密集型行业增长乏力，低技能就业岗位增量不足，近两年最明显的宏观变化就是经济增速下滑，就业容量最大的几个行业也进入增速下行区，新增就业岗位不足。批发和零售、制造业、建筑业吸收就业量最大，就业的门槛也相对较小，比如建筑业中大量的农民工，劳动密集型产业在经济高速发展期轻易吸收大量劳动力，一旦经济增速换挡，产业结构转型优化容易产生结构性失业，导致低技能劳动力就业不再容易。

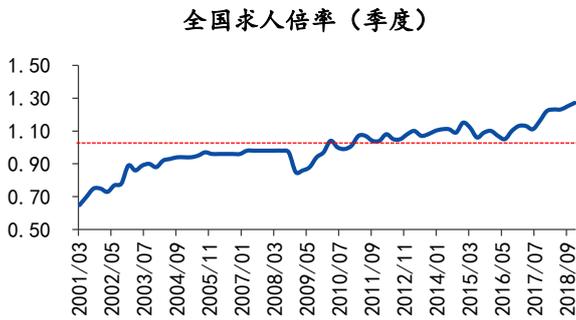
图 14 行业增速下滑不利吸收就业



资料来源：国家统计局，国元证券研究中心

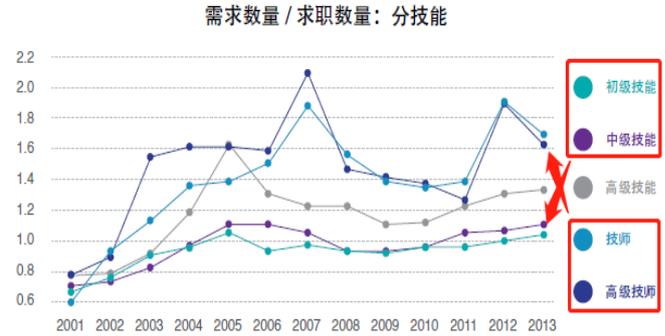
劳动力需求端，产业结构变化下更需要高技能劳动力，经济增速换挡后产业内部结构分化，劳动力密集型企业中低技能岗位机械化及自动化，低技能劳动力供需基本平衡，而技能要求更高的劳动力市场持续供小于求，根据《中国劳动力市场技能缺口研究》数据，技师和高级技师的求人倍数超过 1.6，而中低技能的求人倍数回归至 1 左右（供需平衡）。劳动力市场需求一直都有（全国求人倍数持续攀升），只不过供需结构性失衡，劳动力所拥有的技能暂时无法满足市场的需求。

图 15 就业机会一直都存有 (求人倍数=需求/供给)



资料来源：人力资源市场信心监测中心，国元证券研究中心

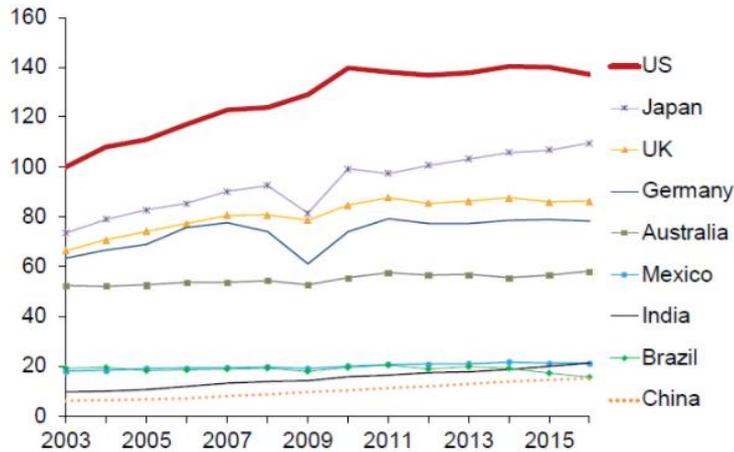
图 16 低技能劳动力需求饱和而高技能劳动力供给不足



资料来源：《中国劳动力市场技能缺口研究》，国元证券研究中心

发展职教，提升劳动生产率：国内经济发展较快，但是经济结构有待改善，低附加值产业对经济发展的带动和对劳动力的需求逐步遇到天花板。单位劳动力成本已经大幅上升（其中薪酬上升明显），尽管单位劳动力生产率增长明显，但是与发达国家的水平相对差距依然巨大，根据牛津经济研究院 2016 年报告数据，美国单位劳动力成本仅高出中国 4%，但是其单位劳动力生产率比中国高出 80-90%，由此可知中国劳动力生产率的提升空间巨大，发展职教，提升劳动力技能，提高劳动力生产率。

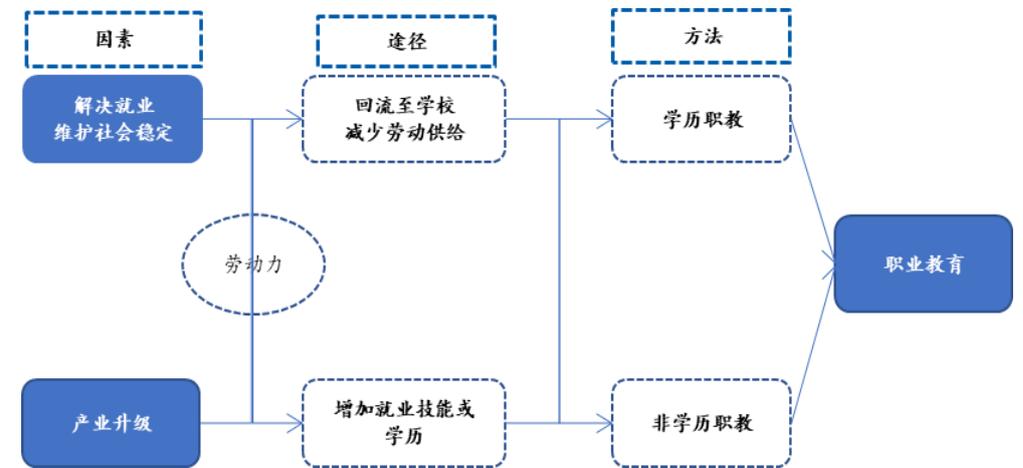
图 17 中国劳动率远低于发达国家



资料来源：Oxford Economics, The conference Board, UNIDO, 国元证券研究中心，制造业单位劳动生产率

总结发展职教背后的逻辑：1) 从劳动力供给的角度来看，现阶段每年新增劳动力超过 1000 万(新增农民工+中职高校毕业生), 必须解决这部分人就业问题, 而 16-29 岁新入职场人群摩擦失业率最高, 需要职教途径提高其就业能力; 2) 从劳动力需求的角度来看, 经济增速换挡期, 劳动力密集型企业对低技能劳动力需求大幅减弱, 但是整体劳动力市场的求人倍数持续上升, 市场需要高技能人才, 劳动力供需出现结构性失衡, 需要通过职教的方式对低技能劳动力做提升; 3) 发展职教有两种方式, 一方面可以直接劳动力回流至学校, 增加学历技能的同时减少劳动力供给, 减轻就业压力; 另一方面就是非学历职教, 直接提升就业技能和就业机会。

图 18 发展职业教育的逻辑



资料来源：国元证券研究中心

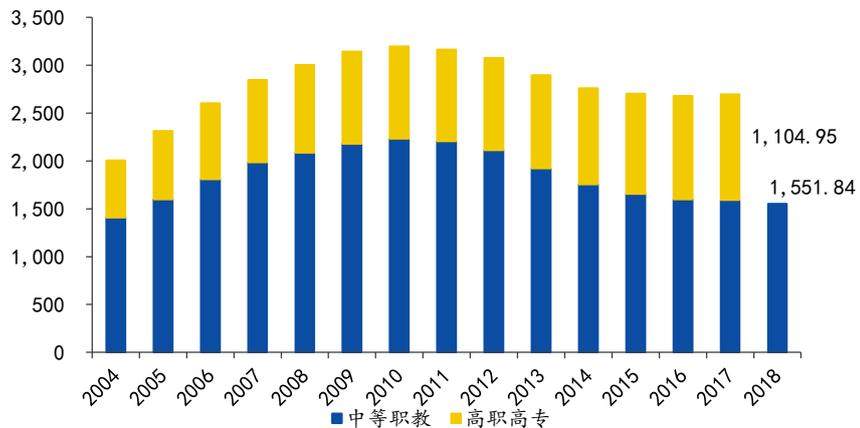
3. 职业教育的市场到底有多大？

3.1 学历职业教育市场规模保守估算 3625 亿

市场上统计学历职业教育市场规模常用财政拨款数据（教育经费），我们认为市场的最终“客户”是学生，学生花费*学生规模计算市场规模更为合理，财政教育经费仅是减轻学生负担，是属于学生间接花费，学生自主开销并未计算。

学生规模超 2500 万，学历职业教育学生规模我们汇总中等职业教育在校生规模和高职高专在校生规模，2018 年中等职教在校生规模为 1551.84 万人，同比基本持平；高职高专的在校生规模持续上升，2017 年为 1104.95 万人，根据最新的政策要求，高职预计 2019 年再扩招 100 万，预计总数将超过 1200 万。汇总中等职教和高职高专在校生规模 2656.79 万人（2018 中等职教+2017 高职高专）。

图 19 学历职教学生规模 2656.79 万



资料来源：，教育部，国元证券研究中心

学生花费，由于公立学校的生均教育经费较高，学生每年缴纳的学费和其他费用不

能完整（市场化）的表述学生的实际花费，而民办院校的生均教育经费相对更少，收费更为市场化，我们采用民办院校的单个学生费用来代表学生花费。通过采集在港上市民办高校的学费和住宿费可知，相对市场化学历职教的单个学生每学年学费+住宿费轻松过万，而且每2年左右会有10%左右的上涨，我们假定单个学生花费14000元（每学年12500学费+1500住宿费）。

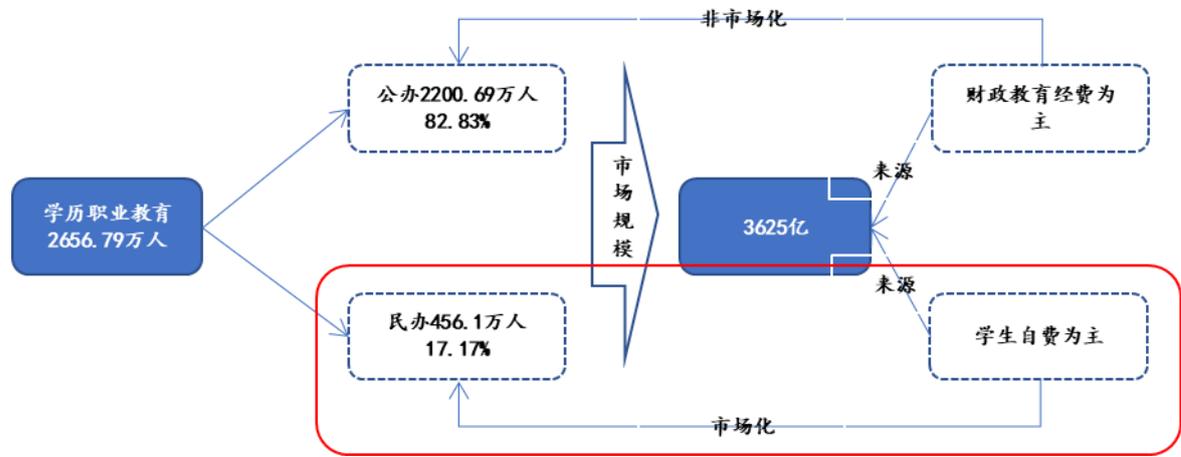
表 5 港股部分高校各学段学费及住宿费（FY2018）

港股高校	院校	学段	学费（学年，专科）	住宿费（学年）
	江西科技学院	本科	15000-20000	1600-2000
		专科	12500-14000	1600-2000
		继续教育	5000	
中教控股	白云学院	本科	19000-28000	1500
		专科	30000	1500
		继续教育	3000-6000	
	白云技师学院	大专	11500-14000	1500
		中专	11000-13500	1500
		技师	12500	1500
	郑州轨交学院	中专	7300	1000
	西安铁道学院	技师	9800-16000	1000
	重庆人文学院	本专科	12000-18000	
民生教育	滇池学院	本科	16000-24500	
	派斯学院	本专科	12000-16000	
	重庆电信职业学	大专	8800-12000	
	重庆应用职业技术学院	大专	9000-9800	
新华教育	新华学院	本科	16500-25000	1500-2000
		专科	10700-21000	1500-2000
		继续教育	2400-9900	1500-2000
	新华学校	中专	5200-10400	1500
		专升本	10400	1500

资料来源：各股2018年财报，国元证券研究中心

学历职业教育市场规模保守测算 3625 亿元，考虑中等教育招生微降，我们估算学历职教的在校生规模为 2500 万，单个学生的花费保守估算为 1.45 万，可以测算出学历职教的市场规模可达 3625 亿元。尽管学历职教市场规模数千亿，但是其学校性质绝大多数以公办为主，费用以国家财政教育经费支持为主，真正的市场化经济规模数据是民办部分，市场大小与民办院校数量规模有关，而民办高校增长逻辑来自于招生和并购。

图 20 学历职业教育市场规模保守估算 3625 亿



资料来源：，国元证券研究中心，

3.2 非学历职业教育市场规模可超 4000 亿

各细分赛道市场规模测算合并，我们将三大非学历职教内各主要赛道拆分，并做简易假设测算，可知招录类市场主要赛道市场规模合计超过 700 亿，主要赛道是公考和升学考试（考研等）；资格证书类考试的次数较多，需求相对更弱，人数多但是参培率和单价相对更低，合计规模有限；技能类培训的人数多，人才市场缺口大，参考中国东方教育招股书中数据可知赛道合计规模过千亿元。

如参考 Frost&Sullivan 的测算数据，预计整个非学历职教市场规模 2022 年将达到 4191 亿元。

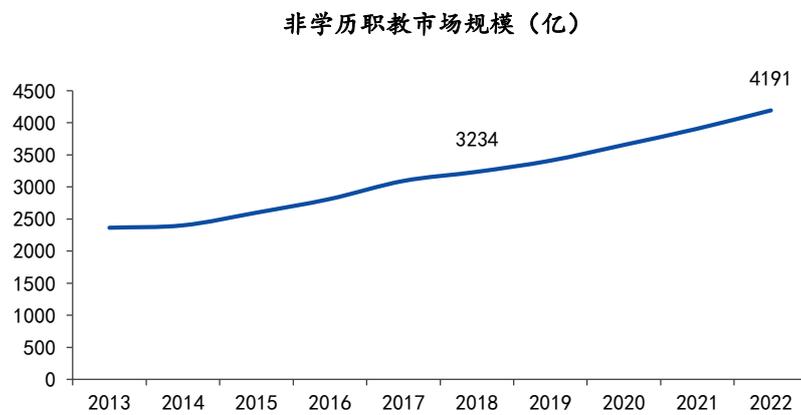
表 6 非学历职教主要赛道市场规模简易测算

类型	项目	每年 招录	报考 人数	参培率	客单价 (万元)	市场规 模	备注
招录类型	国考公务员	1.45	133.87	30%	1	40	2019 年招录数据
	省考公务员	12.62	412.3	30%	1	124	2019 年招录数据
	事业编-教师 招录	45	450	30%	0.5	68	专职教师 2017 年净增加数，按 10:1 招录比计算
	选调生	1.5	12	30%	0.5	2	2019 年招录数据
	军队文职	1.95	10.37	30%	0.5	2	2019 年招录数据
	特岗教师	10	100	30%	0.5	15	2019 年招录数据
	三支一扶	3	90	30%	0.5	14	2019 年招录数据
	国企招聘	100					
	银行招聘	10	100				
	考研	70	285	70%	1	200	2018 年招录数据，客单价参考 2016 年文都教育披露数据
	自考		140	50%	3	210	
	专升本	50	100	30%	3	90	客单价参考 2018 年尚德教育

	MBA	4	17	20%	3	10		
招录合计							773	主要赛道市场规模合计
	法考	12	60.4	40%	0.2	5	出考 47 万	
	CPA	13	139	70%	0.2	19	出考 52 万	
	初/中级会计	84	539	30%	0.2	32		
证书资格类型	基金/证券/ 期货/银行从 业	38	100	30%	0.2	6		
	建设工程类 (一建二建)	78.4	520	30%	0.2	31		
	医学类	60.6	202	30%	0.2	12		
证书类合计							106	主要赛道市场规模合计
	IT	300				600		
职业技能	汽修	260				40	参考中国东方教育招股书	
	美容美发	500						
	烹饪					60		

资料来源：国元证券研究中心测算

图 21 第三方测算非学历职教市场规模预计可达 4000 亿+



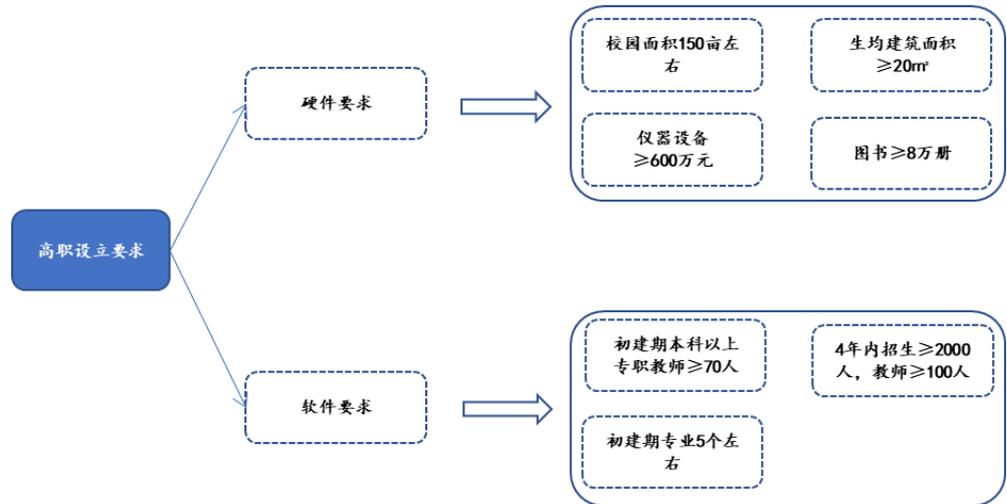
资料来源：frost&ssullivan，国元证券研究中心

4. 职业教育运营模式和行业特性分析

4.1 学历职业教育重资产运营，并购扩张

学历职教举办主体为院校，投入成本较大，其设立必须有相应的软硬件，比如高职要求生均建筑面积不得低于 20 m²，校园面积 150 亩左右，同时需配置相应的教师资源和课程资源，前期成本投入数亿元，是典型的重资产模式。例如民生教育计划于张家口新建城市学院（原河工大城市学院），占地 900 亩，前期建设投入 2 亿元，且要给河工大学费分成。

图 22 高职设立要求



资料来源:《高等职业学校设置标准》, 国元证券研究中心, 备注

如采取并购方式获取成熟院校, 则费用更高, 特别是稀缺性较高的本科层次。中专和大专层次职院院校设立审批为省级教育部门, 只需在教育部备案, 本科层次需要教育部批准设立, 新建较难。

表 7 办学历职教高校并购案例分析

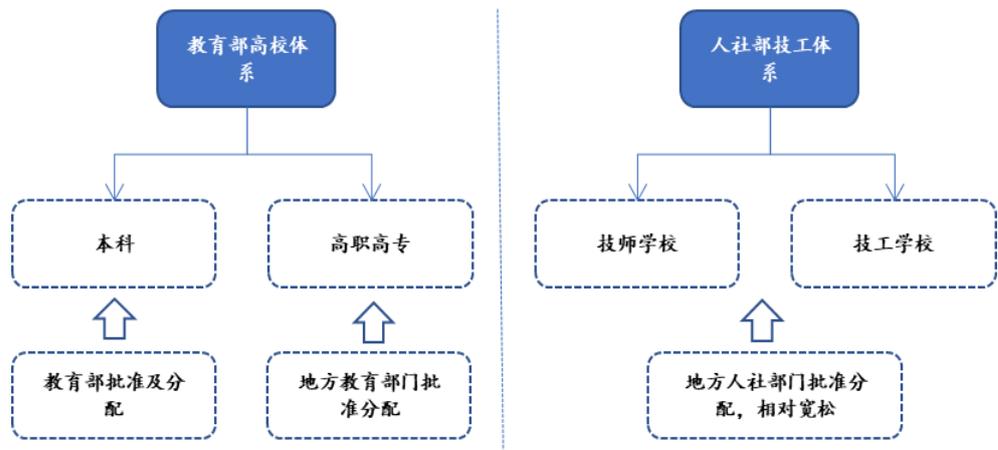
上市公司	并购或新建	学校类型	整体估值	占地面积 (亩)	在校生规模	净利润	PE
民生教育	安徽文达信息工程学院 51%	民办本科	9.8	1098	11030	3067.6	32
新高教	新疆财经大学商务学院 56%	独立学院	2.73	1600	3746	576.7	47
民生教育	滇池学院 51%	独立学院	15.95	757.21	18470	3015.8	53
中教控股	松田大学	独立学院	9.88	540	8700	7406	13
中教控股	松田学院	高职		190	3300		
新高教	洛阳科技职业学院 55%	高职	7.19	2200	18243	1682.1	43
民生教育	重庆电信职业学院	高职	2.45	500	5512	679.1	36
民生教育	合肥信息技术职业学院 51%	高职	1.96	852	/	/	/
民生教育	安徽蓝天飞行学院 51%	培训学校		/	/	/	/
中教控股	西安铁道技师学院 62%	技院	9.3	1500	20000	-1323.38	-70

中教控股	郑州城轨交通 中等专业学校	中专	10.69	635	23690	2348.79	46
						80%	

资料来源：公司公告、学校官网、国元证券研究中心，数据为公告披露内容数据

职业院校招生涉及其内生能力，但是学校自主扩招能力较弱，一般需接受教育部门的指标安排，不得随意扩招；收费方面有一定的自主性，主要原因是其受财政补贴力度较小，收费更为市场化，但是也受到一定程度的监管。招生靠“分配”&提价受监管，院校的自主内生力一般。

图 23 职教院校招生靠“分配”



资料来源：国元证券研究中心

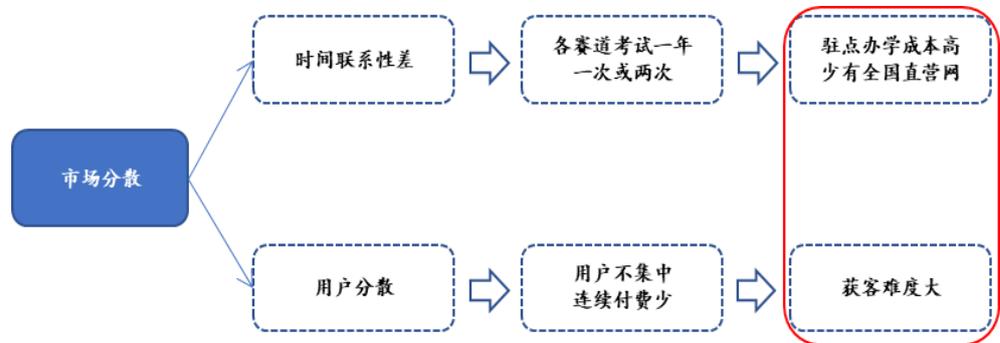
学历职教院校的运营模式较重，前期投入较大，后期运营招生存在一定的难度，横向标准化复制能力较弱，内生一般，教育集团的业务扩张主要依赖于并购，现阶段在港上市高校的业务扩张也是以并购为主，但“民促法实施条例（送审稿）”尚未落地，政策风险犹存。

4.2 非学历职教培训：市场分散，赛道强弱需求明显，做大需扩品类

4.2.1 市场分散&准入门槛低

非学历职业教育的赛道分散，体现为 1) 招录和资格考试赛道一般每年只考一次或两次，而且时间很短，比如每年国考考一次，大部分省份省考一次（少部分两次），事业单位考试一次，考研一次，各种资格考试一年两次左右，各赛道内培训机构难以形成连续性业务，业绩的波动性太大，无法像 K12 培训一样在固定场所长期排班上课。 2) 用户分散，面对用户以成人为主，属于典型的可选消费，要求用户要有很好的“向上动力”，也不像 K12 培训那样父母监督并付费，导致非学历职教的获客成本较高，连续付费不足。

图 24 非学历职教市场分散导致运营及获客难度高



资料来源：国元证券研究中心

准入门槛相对低，地方小培训机构利用已有教材讲义租赁场地可招生上课，账款预收，短期内即可获利，但是缺乏核心产品标准化能力和师资储备，扩张较难，市场地方小机构林立，大品牌稀缺。

表 8 非学历职教培训机构营收规模

公司	营收 (亿)	净利润 (亿)	备注
中公教育	62.37	11.53	2018 年, 招录+资格+技能
中国东方教育	28.51	6.42	2017 年, 烹饪+IT+汽修
华图教育	22.45	3.73	2017 年, 公职类为主
达内科技	22.39	-5.94	2018 年, IT 培训
尚德机构	19.74	-9.27	2018 年, 线上自考等学历考试
开元股份	11.81	1.48	2018 年, 财会+IT+设计 (恒企+中大英才)
百洋股份	5.47	0.54	2018 年, IT 培训-数字艺术 (火星时代)
文化长城	5.36	1.43	2018 年, IT 培训 (翡翠教育)
文都考研	3.91	0.11	2016 年, 考研培训 (含图书)
洪涛股份	1.45	0.12	2018 年, 考研培训 (跨考教育)

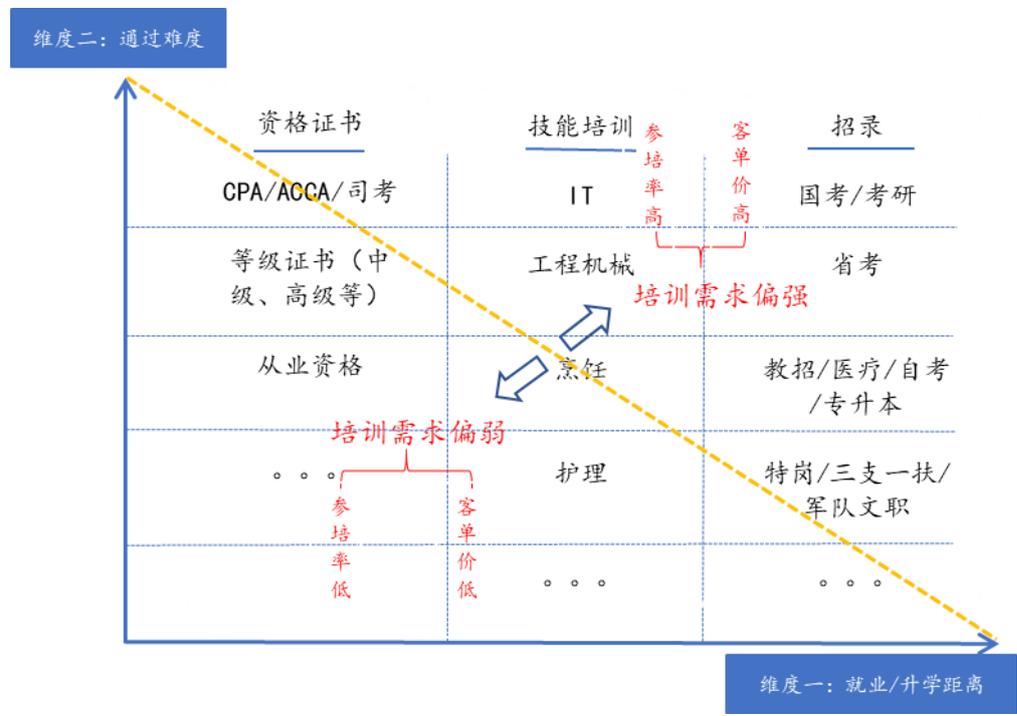
资料来源：国元证券研究中心

4.2.2 细分赛道间强弱需求明显，两大维度决定付费和运营模式

非学历职教内赛道多，但是面对市场的需求有明显的强弱之分，比如国考和考研属于强需求，偏卖方市场，而从业资格证考试培训属于相对弱需求。根据我们的分析，判断各赛道强弱市场有两大维度：就业/升学距离和通过难易度，离就业和升学更近，需求更迫切，解决的是用户的最终痛点，参培率高，如公考培训成功后进入机关单位就业，用户愿意为培训买单（大部分是父母买单），如果同等条件下通过难度系数

高，其客单价（培训费）则更高，用户对价格敏感性更弱；如果赛道距离就业或升学还有一段距离（如从业资格证，不代表立马能就业），且通过率较高，则参培率低&客单价小。

图 25 非学历职教赛道判断的两个维度“就业/升学距离”和“通过难度”



资料来源：国元证券研究中心

就业/升学距离和通过难易度影响培训机构运营模式，非学历职教培训机构分为线下为主的网点模式和线上模式，强需求市场更适用线下网点模式，线下模式能够提供特定的培训环境场景（特别是面试环节），适合难度系数高且培训周期长的赛道，如技能培训（如烹饪学校），线上对强需求市场有补充作用（如引流）；纯线上模式适用于偏弱需求市场，难度系数较低，培训难度较小。

表 9 两大维度影响培训机构运营模式

运营模式	特点	适用赛道	代表
线下开店	直面用户，场景环境优势	强需求市场 ，难度大培训周期长，特定场景面试培训需要，如公考、考研、烹饪学校	中公教育、新东方烹饪（中国东方教育）、蓝翔技校
线上	广覆盖	偏弱需求市场 ，选择性较多，难度系数不高，如考证培训	尚德机构、正保远程

资料来源：国元证券研究中心

线下开店直营与加盟并行，主要影响因素有 1) 时间分散，招录和资格考试每年 1-2 次，自营门店利用率承压，多走加盟模式，比如早期公考领域的中公和华图都是加盟模式，考研现阶段以加盟模式为主；2) 培训周期，培训周期长，场地和教师使用效率高，适合自营；3) 招生，跨区域招生困难，加盟模式容易打开异地市场；4)

教师标准化和储备。

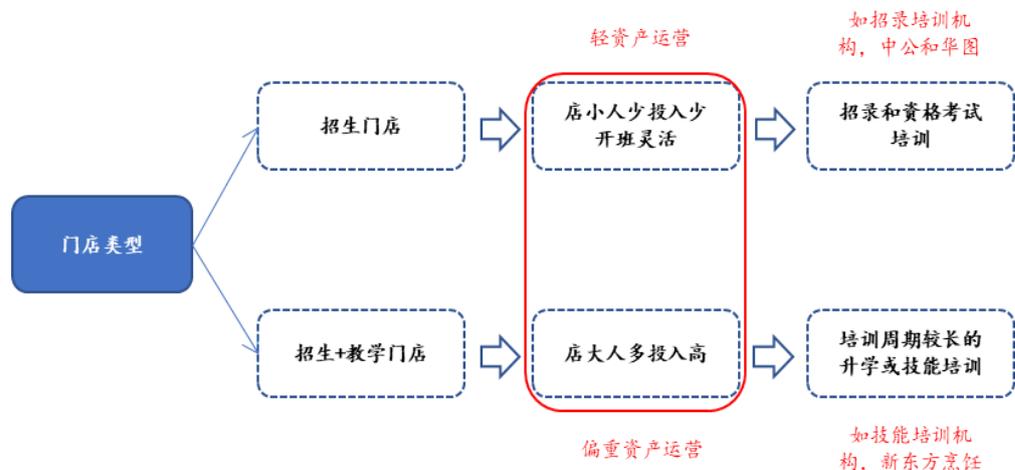
表 10 主要非学历职教培训机构门店数量

公司	运营模式	门店数量(个, 网点)	备注
中公教育	纯自营	701	2018 年
中国东方教育	纯自营	139	2018 年 8 月
华图教育	纯自营	435	2018 年 6 月
达内科技	自营+加盟	330	2018 年, 含少儿编程网点
开元股份(恒企教育)	自营+加盟	397	2018 年
百洋股份(火星时代)	自营	16	
文化长城(翡翠教育)	自营	29	

资料来源: 公司公告, 官网, 国元证券研究中心

门店(网点中心)有两种, 一种为招生门店, 门店小配人少投入小, 适合培训周期短的赛道, 典型如中公教育, 701 个网点深入县级市场, 单个网点不独立产生流水, 招生后由总部组织教师派遣和教学; 另外一种门店偏重资产, 单个网点门店就是一个独立财务中心, 场地和教师常驻, 对招生考验较大, 如翡翠教育、星火教育, 新东方烹饪学校。

图 26 非学历职教两种不同门店类型



资料来源: 国元证券研究中心

4.2.3 扩充品类是提高业务空间的必然选择

成长路径: 横向扩张, 扩充赛道, 提升增长空间, 由于单个赛道市场空间有限, 横向拓赛道成为必然选择, 典型如中公教育, 以公考培训起家, 利用自有体系(内容和管理渠道体系)首先横向辐射其他公职类赛道, 如教师招录、国企类考试等, 后再向整个非学历职教扩展。

图 27 中公教育涉及非学历职教赛道众多



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

横向扩展的核心：1) 产品（内容标准化），取决于后端研发能力，赛道间培训内容互有差异；2) 教师储备，教师的培养需要周期，成本投入较高；3) 招生能力；4) 组织管理能力，人力密集型行业，组织管理能力决定运营效率。

5. 国外职业教育经验：“双元制”职教源自德国，市场化培训机构少

《国家职教改革实施方案》第九条“坚持知行合一，工学结合”，明文提出“借鉴双元制等模式，总结现代学徒制和企业新型学徒制试点经验，校企共同研究制定人才培养方案，及时将新技术、新工艺、新规范纳入教学标准和教学内容，强化学生实习实训。”

“双元制”职教体系源自德国，它是德国职教体系的核心，是指学校与企业双方合作培养职业学生的模式，在学校学习基础理论知识，在企业接受专业实操培训，60-70%的课程在企业完成，企业培训时长 2-3 年，以学徒模式进行培养，有劳务合同保护并领取一定薪酬。

表 11 德国“双元制”职教体系

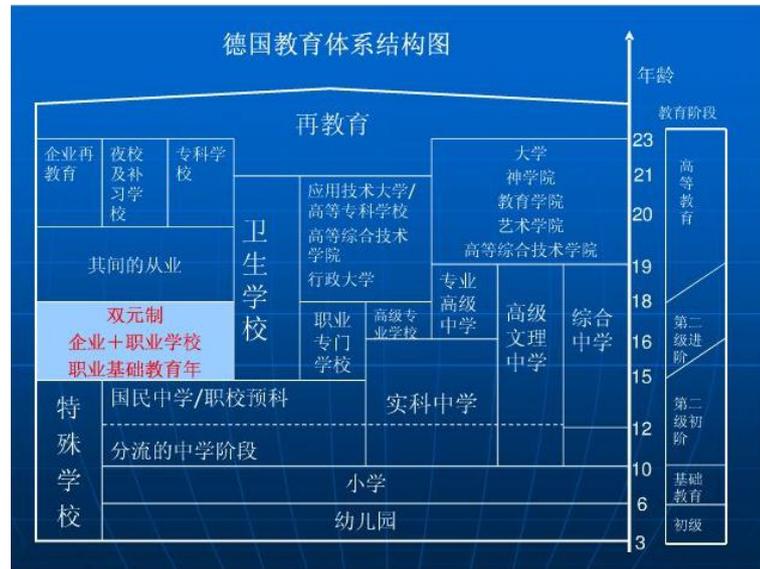
	职业学校	企业
培养场所	学校	车间或工作岗位
培养时间	每周 1-2 天	每周 3-4 天
经费来源	政府公告基金承担	企业支付
授课老师	教师	企业师傅

资料来源：国元证券研究中心

德国“双元制”职教体系极其成功，一方面得益于教育体系，德国教育体系以职教为主，国家层面无论是法律还是财政上都支持职教，中学阶段仅有三成左右毕业生

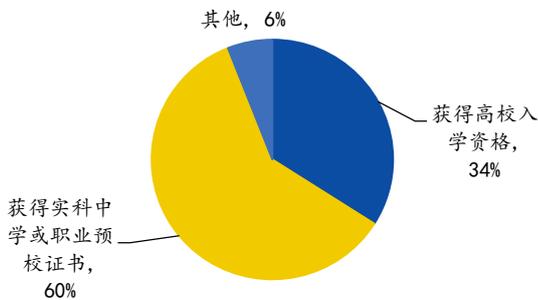
进入研究性高等教育，六成左右进入职教，而职教体系中又有六成左右是双元制职教。职教经费基本由企业和国家承担，90%以上是企业自愿承担（大部分作为学徒薪酬流入学生口袋），10%不到的剩余经费由国家财政承担，解决了学生费用承担问题，也没有给国家财政带来压力。

图 28 德国教育体系



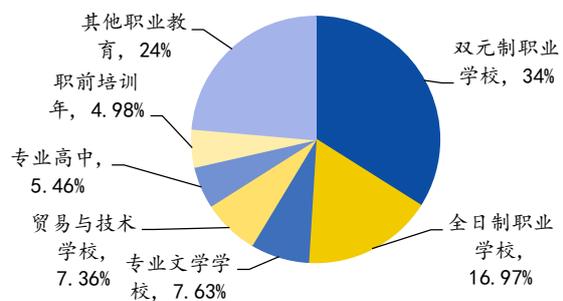
资料来源：百度百科，国元证券研究中心

图 29 德国中学阶段近六成进入职教体系



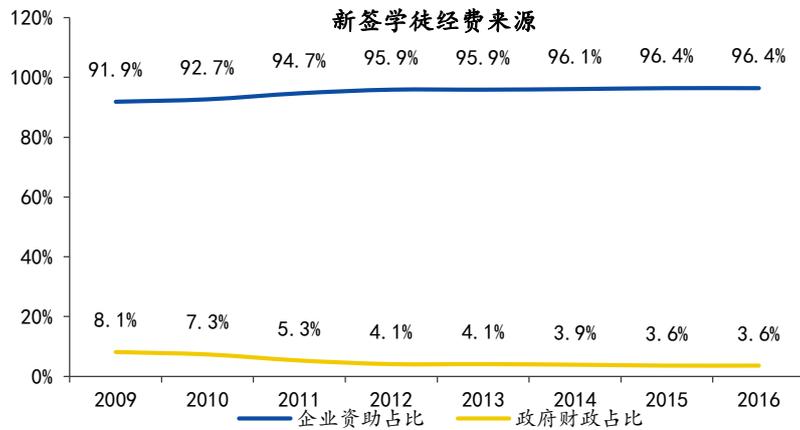
资料来源：德国国家统计局，国元证券研究中心

图 30 德国职教体系中近三成是“双元制”



资料来源：德国国家统计局，国元证券研究中心

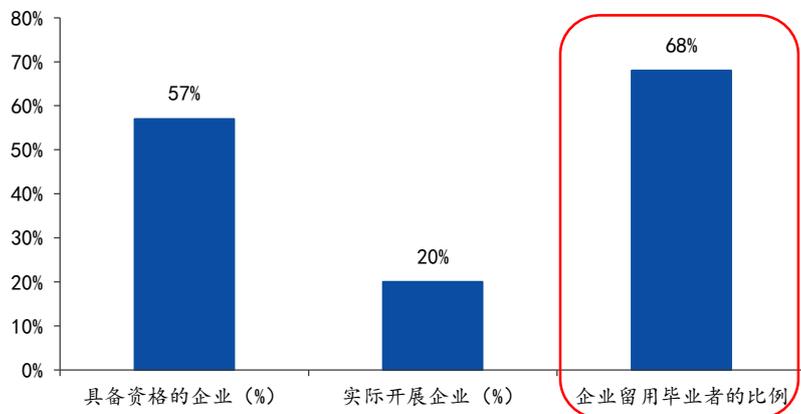
图 31 德国“双元制”职教经费 90%以上由企业自愿承担



资料来源：BIBB，国元证券研究中心

另外一方面，“双元制”职教学生学有所用，就业率高，依托于德国强大的制造业和职教文化，企业重视技术工种，愿意为学徒付费并提供学徒岗位，德国拥有 57% 企业具有开展双元制职教资格，其中 1/3 左右会实际提供学徒岗位，企业参与度极高，以大中型企业为主，并且最重要的是学徒毕业后留用率极高，2017 年学徒毕业后留用率为 68%，意味着学徒在岗位上能够学以致用，解决最终的就业问题。

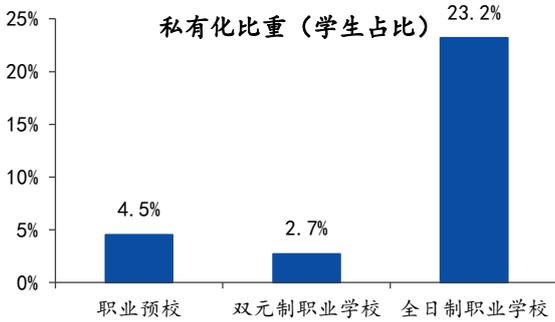
图 32 德国企业愿意为职教学生提供学徒岗位并留用



资料来源：德国联邦政府《职业教育报告》，国元证券研究中心

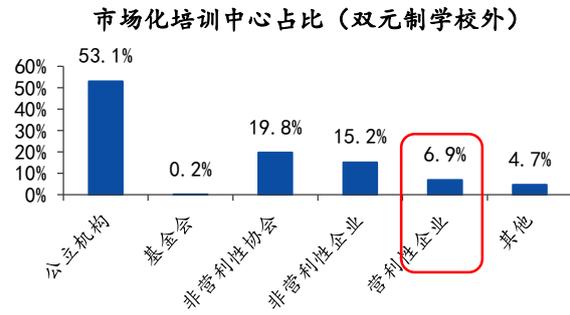
德国职教国家和企业买单，私有化学校少，营利性培训机构也少，由于德国双元制职教体系能够满足大部分学生的职教要求，而且企业承担大部分的经费和岗位培训，职业学校市场化和营利性培训机构的动力不足，仅能作为补充而存在。按照学生占比统计，私有化双元制职教占比仅有 2.7%，补充作用而存在的营利性培训中心仅占整个非学校培训中心的 6.9%。

图 33 德国职教学学校民营比例低



资料来源：德国国家统计局，国元证券研究中心

图 34 市场化营利性培训机构少



资料来源：BMBF，国元证券研究中心

6. 职业教育投资标的怎么选？

6.1 学历职教可选民办高校，港股上市

由于高校法律主体和“民促法”等问题，大陆地区学历职教民办高校难以独立在 A 股上市，部分 A 股旗下有高校业务，但暂无法作为上市公司主要业务开展。2016 年《民促法》第二次修正后对民办高校形成利好，大批高校于 2017 年和 2018 年前往香港上市。在港上市高校主要有 7 家，除中教控股市场过百亿(240 亿)，其余六家市值均在百亿以内。尽管七家上市高校毛利率和净利率较高，但 PE 估值差距较大，股息率一般。

表 12 在港上市主要内地高校集团

高校	市值	PE (TTM)	PE (2019)	营收 (亿, 2018)	净利润 (亿, 2018)	净利润 (亿, 2019)	股息率 (2018)	PB
中教控股	240	38	32	16.34	6.51	7.6	0.25%	3.23
希望教育	73	38	14	11.01	1.68	4.32	2.65%	1.53
中国科培	67	17	14	5.92	3.42	4.01	2.60%	4.08
民生教育	66	17	13	6.87	3.33	4.38	暂无	1.69
新高教	46	16	10	7.07	2.43	3.69	0.66%	2.15
中国新华教育	42	14	12	4.4	2.56	2.95	1.88%	1.51
中国春来	18	12	10	4.92	1.19	1.52	暂无	1.3

资料来源：wind，国元证券研究中心，2019 年净利润为 wind 一致预期，时间 5 月 22 日

优质高校集团的三个维度：1) **办学层次和办学历史**，办学层次越高招生越容易，就业率和岗位相对更强，容易形成招生与就业的良性循环；2) **并购增量**，高校集团业绩能力依托单校内生增长空间有限，扩招看教育监管部门分配，学费提升有天花板，业务增量多依赖并购；3) **管理输出能力 (运营能力)**，新建或并购学校招生、教学及就业的提升需要优质管理运营团队，否则容易“烂尾”。

第一个维度：办学层次和办学历史方面，中教控股自建本科历史较长，学校位置位于广州和南昌(江西省会)，招生更有优势；现阶段通过自建方式获得本科院校较难，资源相对稀缺，大部分并购高校是专科或技校，对运营管理能力要求较高。

表 13 七个在港上市高校集团旗下高校办学层次分析

高校集团	旗下高校	办学层次	地理位置	获得方式	建校时间	现在校生规模
中教控股	江西科技学院	本科为主	江西南昌	自建	1993年	36368
	广东白云学院	本科为主	广东广州	自建	1989年	26416
	白云技师学院	技工	广东广州	自建	1989年	13420
	西安铁道学院	技工	陕西西安	收购	2006年	24476
	郑州城轨学院	技工	河南郑州	收购	2010年	20635
	松田大学	本科为主	广东广州	收购	2000年	8700
	松田学院	专科	广东广州	收购	2000年	3300
希望教育	西南交通大学希望学院	本科为主	四川成都	自建	2009年	15000
	贵州财经大学商务学院	本科为主	贵州贵阳	收购	2004年	15001
	山西医科大学晋祠学院	本科为主	山西太原	收购	2002年	
	民办四川天一学院	专科	四川绵竹	收购	1991年	11063
	四川希望汽车职业学院	专科	四川资阳	自建	2013年	
	四川文化传媒职业学院	专科	四川成都	收购	2005年	3434
	贵州应用技术职业学院	专科	贵州福泉	自建	2016年	6600
	四川托普信息技术职业学院	专科	四川成都	收购	2000年	12000
中国科培	四川希望汽车技师学院	技工	四川资阳	自建	2016年	
	广东理工学院	本科为主	广东肇庆	自建	2005年	36860
民生教育	肇庆学校	技工	广东肇庆	自建	2000年	8258
	重庆人文科技学院	本科为主	重庆	自建	2000年	20696
	云南大学滇池学院	本科为主	云南昆明	收购	2001年	18948
	重庆工商大学派斯学院	本科为主	重庆	自建	2003年	10923
	重庆电信职业学院	专科	重庆	收购	2011年	6080
	重庆应用技术职业学院	专科	重庆	自建	2005年	3157
	内蒙古丰州职业学院	专科	内蒙古呼和浩特	自建	2008年	2048
	乐陵民生职业中等专业学校	专科	山东乐陵	自建	2018年	261
	乐陵市职业中等专业学校	专科	山东乐陵	自建	1993年	357
	寿光渤海实验学校	高中	山东潍坊	收购		2544
新高教	民生教育集团附属乐陵高级中学	高中	山东乐陵	自建	2018年	482
	云南工商学院	本科为主	云南昆明	自建	2011年	27755
	贵州工商职业学院	专科	贵州贵阳	自建	2012年	16828
	哈尔滨华德学院	本科为主	黑龙江哈尔滨	投资	2003年	9261
	洛阳科技职业学院	专科	河南洛阳	投资	2013年	21167
	湖北民族学院科技学院	本科为主	湖北恩施	投资	2004年	8584
	广西英华国际职业学院	专科	广西钦州	投资	2005年	
	广西钦州英华国际职业技术学校	技校	广西钦州	投资		9953
	广西英华国际职业学院附属中学	高中	广西钦州	投资	2011年	
中国新华教育	兰州理工大学技术工程学院	本科为主	甘肃兰州	投资	2002年	8218
	新华学院	本科为主	安徽合肥	自建	2000年	28911
	新华学校	专科	安徽合肥	自建	1997年	5270

	安徽医科大学临床医学院	本科为主	安徽合肥	收购	2003年	575
	商丘学院	本科为主	河南商丘	自建	2004年	19249
中国春来	安阳学院	本科为主	河南安阳	自建	2003年	19524
	商丘学院应用科技学院	专科为主	河南开封	自建	2013年	6437

资料来源：各公司公告，国元证券研究中心

第二个维度：并购增量，高校的业绩逻辑主要依赖并购，港股高校集团属于上市早期，资金相对充足。借助近几年独立学院剥离等政策窗口期，上市港股高校集团进行密集并购，力求抢得先机。根据我们的跟踪研究，尽管“民促法实施条例（送审稿）”暂未落地，但是一级并购高校市场热度没有明显下滑（估值依然不低）。关于民办高校的并购我们在2018年年底做过深入的研究（参考深度报告《高校并购十问》）。

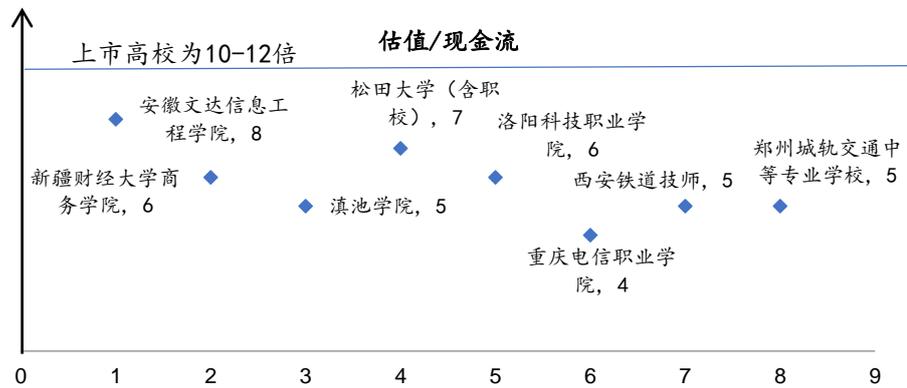
表 14 高校集团部分并购案例详细运营数据及估值

上市公司	并购标的	学校类型	整体估值	占地面积（亩）	在校生规模	净利润	PE
民生教育	安徽文达信息工程学院 51%	民办本科	9.8	1098	11030	3067.6	32
新高教	新疆财经大学商务学院 56%	独立学院	2.73	1600	3746	576.7	47
民生教育	滇池学院 51%	独立学院	15.95	757.21	18470	3015.8	53
中教控股	松田大学	独立学院	9.88	540	8700	7406	13
中教控股	松田学院	高职		190	3300		
新高教	洛阳科技职业学院 55%	高职	7.19	2200	18243	1682.1	43
民生教育	重庆电信职业学院	高职	2.45	500	5512	679.1	36
民生教育	合肥信息技术职业学院 51%	高职	1.96	852	/	/	/
民生教育	安徽蓝天飞行学院 51%	培训学校		/	/	/	/
中教控股	西安铁道技师学院 62%	技院	9.3	1500	20000	-1323.38	-70
中教控股	郑州城轨交通中等专业学校 80%	中专	10.69	635	23690	2348.79	46

资料来源：各公司公告、学校官网、国元证券研究中心

被并购高校估值与现金流、学生规模：根据我们的调研和观察，由于学校需要摊销土地建筑成本，实际并购中估值参考 EV/EBITDA 和现金流倍数的较多，统计计算发现，目前并购高校的估值/现金流倍数在 4-8 倍之间，中位数 6 倍，低于在港上市高校的倍数（10-12 倍）。

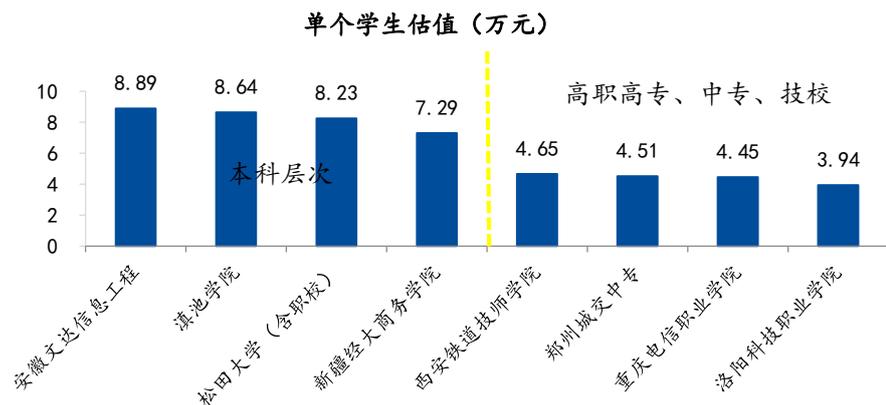
图 35 并购高校估值/现金流倍数



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

单个学生估值来看，本科层次的估值明显更高，本科层次的单个学生估值超过 7 万元，而高职、技校和中专的学生估值仅有 3-4 万元。

图 36 本科层次单个学生估值明显高于其他类

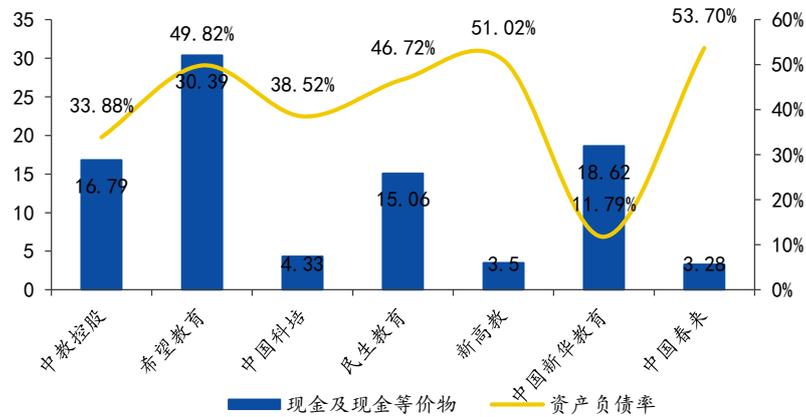


资料来源：公司公告、国元证券研究中心

学校每学年收取学费和住宿费等费用，能够在账上直接形成现金流，对并购方来讲是比较客观的估值数据基础；高等教育在国内本质上是“牌照生意”，本科入学率本来就低，是典型的“供小于求”的市场，单个学生的估值差距是直观指标。我们认为现金流和单个学生估值是高校估值最重要的两大指标。

第三个维度：管理能力，港股上市高校集团近两年才集中上市，资金较为充裕，融资渠道相对宽松，负债率相对较低，而大举并购之后的高校运营管理是其走远的决定因素。根据我们在《民办高校并购十问》中对海外最大的民办高校集团劳瑞德的研究，前期依靠并购做大是主要路径，但是后期负债率上升，部分运营不善的高校会成为集团的“拖累”，精简数量减轻财务负债压力是其近几年的工作重点。

图 37 七家港股上市高校集团现金及资产负债率（最新财报）



资料来源：wind，国元证券研究中心

6.2 非学历职教优选中公教育，关注中国东方教育

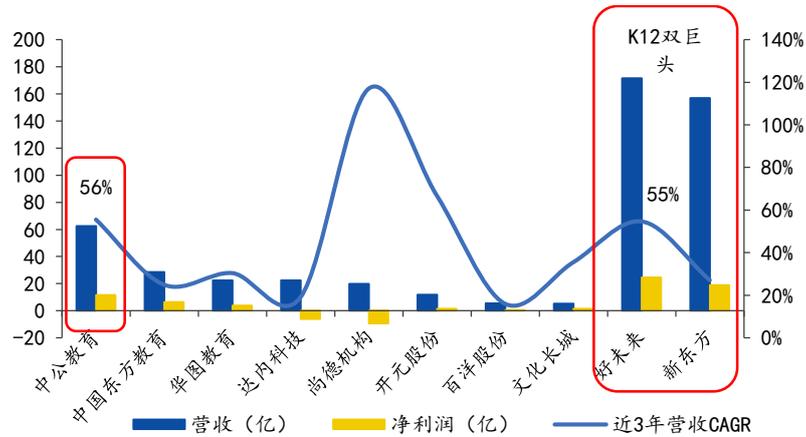
表 15 国内主要非学历职教上市公司

上市	公司	营收 (亿元)	净利润 (亿元)	职教业务
A 股	中公教育	62.37	11.53	2018 年, 招录+资格+技能
港股	中国东方教育	32.65	5.1	2018 年, 烹饪+IT+汽修
IPO	华图教育	22.45	3.73	2017 年, 公职类为主
中概	达内科技	22.39	-5.94	2018 年, IT 培训
中概	尚德机构	19.74	-9.27	2018 年, 线上自考等学历考试
A 股	开元股份	11.81	1.48	2018 年教育业务, 财会+IT+设计 (恒企+中大英才)
中概	正保远程	11.47	0.8	2018, 在线职教, 会计为主
A 股	百洋股份	5.47	0.54	2018 年教育业务, IT 培训-数字艺术 (火星时代)
A 股	文化长城	5.36	1.43	2018 年教育业务, IT 培训 (翡翠教育)
A 股	洪涛股份	1.45	0.12	2018 年教育业务, 考研培训 (跨考教育)

资料来源：各公司公告，国元证券研究中心

中公教育的龙头地位明显，非学历职教赛道多，中公的业务体量最大（2018 年营收超 60 亿），体量远超其他非学历职教培训机构，并且其能够实现盈利（2018 年净利润：11.53 亿，净利率 18.48%），业务规模增长也较快（近 3 年 CAGR：56%）。中公在非学历职教行业中的龙头地位稳固，与 K12 两大巨头的业务体量存在一定的差距，但是增速不落下风，但基于非学历培训行业广阔的市场前景，我们认为中公的业务空间还很大。

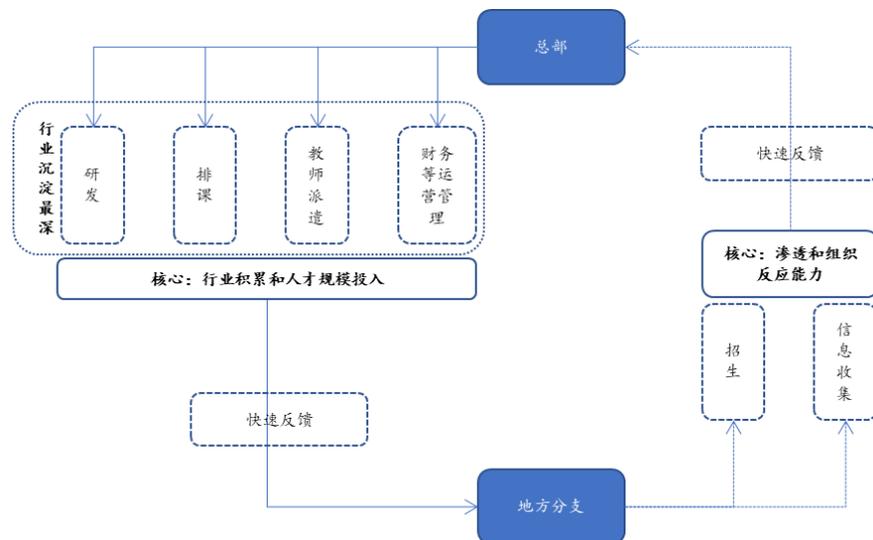
图 38 非学历职教主要培训机构与好未来新东方的业绩及近三年 CRGA



资料来源：wind，国元证券研究中心，中国东方教育和华图教育的数据为 2017 年年末数

公司核心竞争力：垂直一体化运营体系，该体系分为三级：总部-省级分公司-地方分支网点，由于公司所处行业的招录等信息极其分散，解决信息不对称的能力是培训机构的有效竞争力。中公地方分支网点核心功能为招生和收集一线业务信息，第一时间将用户需求和业务信息向上反馈，省部和总部依托完善的管理体系和研发能力做快速反应，垂直一体化是中公领先于市场的最大核心竞争力。

图 39 中公的核心竞争力：垂直一体化运营体系

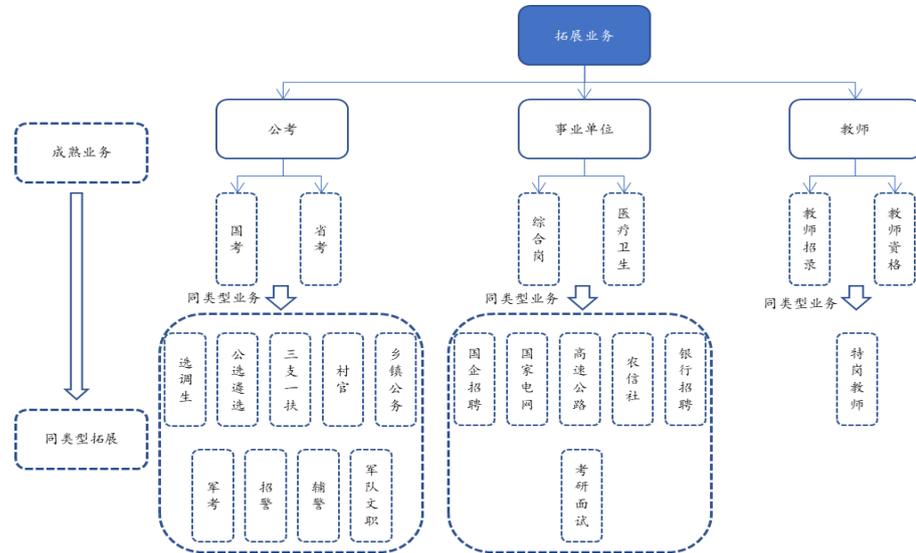


资料来源：公司公告、国元证券研究中心

确定性扩展：首先拓展同类型业务，中公的业务范围逐步从成熟业务（公考、事业编及教师业务）横向拓展至其他同类型业务，所谓的同类型业务是指该业务领域的考试模式、题型等方面与成熟业务有极强的共性，比如辅警招录与普通事业编招录基本一致，依托公司垂直一体化运营体系和极强的口碑效应，公司在横向同类型业务中的拓展没有障碍。2015 年公司开始做教师招录，利用现有直营模式在全国迅

速做大，2017 年教招（含教师资格证面授）营收 6.7 亿，2018 年为 10.75 亿，同比增长 60.58%。

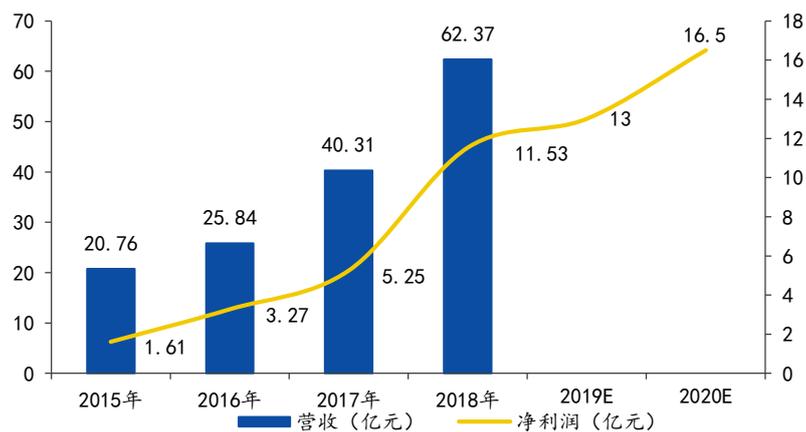
图 40 公司无障碍拓展同类型业务（边际成本低）



资料来源：国元证券研究中心整理

确定性拓展：近两年重点开拓考研和自考、专升本等招录业务，根据我们的持续跟踪，公司在考研、自考、专升本等领域积极开拓，预计这类业务将出现高速增长。以公司强大的“垂直一体化”管理体系，公司未来有望在整个职业教育市场持续横向拓展。

图 41 中公教育业绩情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心，2019 和 2020 年净利润为业绩承诺数据

建议关注技能培训龙头中国东方教育，公司计划 6 月 12 日在港交所正式挂牌交易，公司是国内最大的职业技能培训集团，旗下有含烹饪（新东方烹饪学校）+IT（新华电脑学校+华信智原）+汽修（万通汽修），截止到 2018 年，旗下运营学校 145 所，2016 年至 2018 年学校数量和培训人次复合增长分别为 26.9%和 8.6%。

表 16 中国东方教育旗下职教品牌

业务	品牌	学校数量 (2018 年)	覆盖省 份数量	学校平均建筑 面积 (m ²)	规划新建 学校数量
烹饪	新东方	50	29	16400	3
	欧米奇 (西式)	23	22	4700	3
IT	新华电脑	24	17	17300	1
	华信智原	22	21	1400	
汽修	万通	26	21	18500	3
美味学院	体验中心	18	14	1000	1

资料来源：招股书，国元证券研究中心

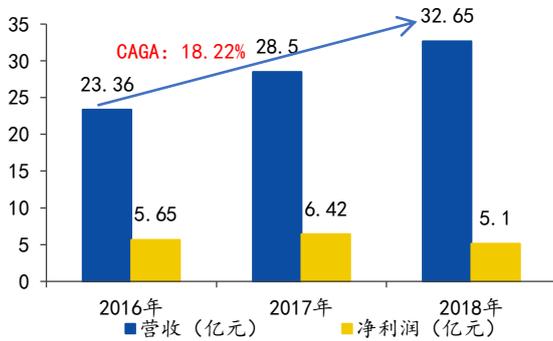
表 17 中国东方教育旗下业务品牌运营数据

时间	运营数据	2016 年	2017 年	2018 年
新东方烹饪	营收 (亿)	14.32	17.39	19
	培训人次	62122	71180	69141
	客单价 (万元)	2.31	2.44	2.75
欧米奇	营收 (亿)		0.75	2.13
	培训人次		1114	3106
	客单价 (万元)		6.72	6.87
新华电脑	营收 (亿)	4.81	5.42	6.04
	培训人次	23764	24981	31023
	客单价 (万元)	2.02	2.17	1.95
华信智原	营收 (亿)	0.53	0.46	0.7
	培训人次	1138	1165	1364
	客单价 (万元)	4.67	5.51	5.14
万通汽修	营收 (亿)	3.54	4.19	4.44
	培训人次	18071	18100	19323
	客单价 (万元)	1.96	2.32	2.3

资料来源：招股书，国元证券研究中心

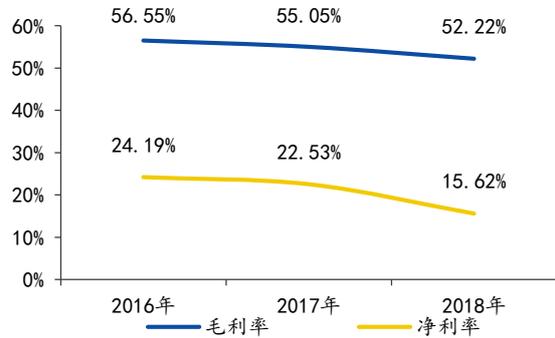
公司 2018 年营收 32.65 亿元，同比增长 14.56%，近三年符合增长 18.22%，2018 年净利润为 5.1 亿元。公司毛利率和净利率均有所下滑，2018 年毛利率为 52.22%，新东方烹饪和新华电脑的毛利率较稳定，其余品牌毛利率有所下滑，这与新开学校和业务拓展有关，2018 年净利率为 15.62%，伴随新建学校的开建运营，期间费用有所提升。

图 42 中国东方教育营收及净利润



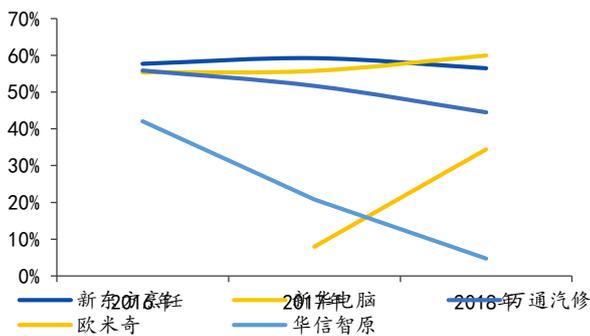
资料来源：招股书，国元证券研究中心

图 43 中国东方教育毛利率和净利率



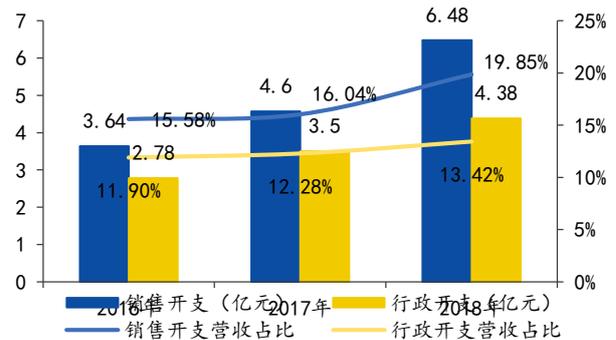
资料来源：招股书，国元证券研究中心

图 44 中国东方教育旗下业务品牌毛利率



资料来源：招股书，国元证券研究中心

图 45 中国东方教育期间费用



资料来源：招股书，国元证券研究中心

中国东方教育在职业技能培训赛道的领先地位比较明显，具有较强的稀缺性，长期深耕于国内职教培训市场（特别是烹饪），具有较强的横向业务复制能力（运营管理复制+品牌效应招生），叠加国家对市场化职业教育培训机构的大力支持，预计公司上市之后会受到市场的重点关注。

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所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投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188