

从政策、规模、竞争格局梳理细分赛道

——消费升级系列专题之教育行业篇（一）

强于大市（维持）

日期：2019年11月18日

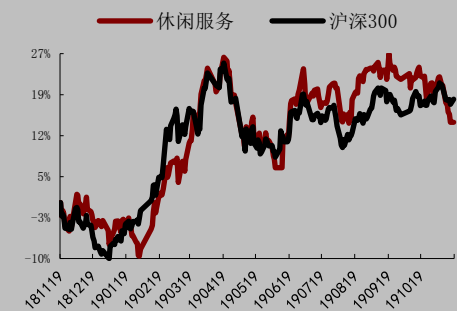
行业核心观点：

教育行业有数万亿级的市场规模，虽然人口红利逐步消逝，但产业变革、教育服务升级带来渗透率和学费的提升，预计未来行业仍能保持稳健增长。在细分赛道中，我们最看好职业教育，其次为K12课外培训。教育行业是典型的大行业+小公司，集中度低，随着资产证券化加速，集中度有望加快提升，建议关注龙头企业。

投资要点：

- **教育行业可按两个维度进行划分。**1) 按年龄：从低到高划分，0~6岁为学前教育（早教+幼儿园）阶段，7~18岁为K12教育阶段，18岁以上为高等教育及职业教育阶段。2) 按商业模式：包括学历教育培训，素质教育培训，民办学校，在线教育。中国教育行业细分市场规模最大的三类依次为K12教育（辅导+民办）、职业教育、学前教育。
- **政策方向：鼓励职业教育。**教育行业对政策敏感度高，2018年下半年以来政策频出，其中幼儿园上市路径被封死，K12课外培训要求必须持证上岗，政策支持素质教育STEAM教育模式，民办义务教育禁止营利性，民办高等教育不受营利性限制，职业教育受多部委发文支持。总体来看，民办K9学历教育和民办幼儿园政策风险较大，职业教育为政策鼓励方向。
- **市场规模：人口红利消逝，渗透率和学费提升为主要动力。**2018年中国教育市场规模体量约为2.68万亿元，增速约为12%。教育行业规模的增长主要来自三个驱动因素，即人口、教育渗透率、学费，预计未来我国出生人口和出生率将保持低位，未来教育渗透率和学费的提升为主要驱动因素。
- **竞争格局：集中度低，提升趋势加快。**教育行业集中度低，其中民办高校和K12教育集中度最低，学前教育集中度相对高。美国和A股上市的中国教育公司以教育培训机构（K12课外辅导、职业教育等）为主，在香港上市的教育公司则以民办学历教育为主。随着产业快速发展+资本大量涌入+上市通道打开，资产证券化加速，集中度加快提升。
- **风险因素：**1、教育行业政策性风险；2、行业竞争加剧风险；3、行业增长不及预期风险。

休闲服务行业相对沪深300指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2019年11月18日

相关研究

万联证券研究所 20191118_行业周观点_AAA_休闲服务行业周观点报告

万联证券研究所 20191111_行业周观点_AAA_休闲服务行业周观点报告

万联证券研究所 20191104_行业周观点_AAA_休闲服务行业周观点报告

分析师：陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：18665372087

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

目录

1、前言	4
2、教育行业分类：年龄+商业模式两维度划分	4
3、行业总体趋势	5
3.1 政策风向：职业教育为政策鼓励方向，民办 K9 学历教育和幼儿园政策风险大	6
3.2 市场空间：人口红利消逝，增长点来自渗透率和学费的提升	7
3.3 竞争格局：行业分散+证券化加速，集中度加快提升	9
4、学前教育：幼儿园上市路径被封死，早教龙头前景看好	10
4.1 政策引导学前教育普惠性，幼儿园上市路径被封死	10
4.2 出生人口难有增长，消费升级+入园率提升为增长点	10
4.3 普惠幼儿园比重提高，早教行业龙头前景看好	11
5、K12 课外培训：整治政策频出，行业规范化利好行业龙头	13
5.1 课外培训必须持证上岗，在线教育管理规范化	13
5.2 K12 课外培训基数大大，在线教育最具潜力	14
5.3 行业分散，政策影响下利好龙头企业	15
6、素质教育：政策支持 STEAM 教育模式，行业处于资本早期阶段	16
6.1 教改升级就业结构变化，政策支持素质教育发展	16
6.2 主要用户为高中前少年儿童，渗透率提升空间大	17
6.3 早期融资最强赛道，STEAM 教育最热门	20
7、民办学校：民办高等教育受政策鼓励，收购扩展成趋势	21
7.1 民办义务教育阶段禁止营利性，民办高等教育不受营利性限制	21
7.2 民办教育覆盖齐全，民办高校渗透率最高	22
7.3 高门槛低集中度，并购扩张趋势明显	24
8、职业教育：政策重点支持行业，产业升级市场前景广阔	26
8.1 多部委发文支持，1+N 模式逐渐推广	26
8.2 产业升级促使市场扩大，非学历职业教育增长潜力大	27
8.3 公考领域形成双寡头，其他领域集中度低	29
9、投资建议	32
10、风险提示	32
图表 1：教育行业各细分领域龙头企业一览	4
图表 2：2018 年下半年以来教育行业政策频出	6
图表 3：2017 年中国教育细分市场份额	7
图表 4：中国教育行业市场规模保持快速增长	8
图表 5：我国新生人口数量及增速	8
图表 6：我国教育行业集中度低	9
图表 11：国内教育机构近年来赴港股、美股上市数量	9
图表 12：A 股教育行业并购数量	9
图表 9：中国幼儿园毛入园率	11
图表 10：中国早幼教育市场规模	11
图表 11：中国幼儿园数量及在园人数	12
图表 12：中国民办幼儿园数量及在园人数	12
图表 13：早教行业主要公司和课程一览	12
图表 14：中国早教市场十大机构门店数	13

图表 15: K12 课外培训政策梳理	13
图表 16: 中国 K12 在校生数 (万人)	14
图表 17: 中国 K12 不同阶段在校生数	14
图表 18: 中国 K12 教育市场规模	14
图表 19: 中国居民人均收入	14
图表 20: 中国 K12 教育细分市场规模	15
图表 21: 中国 K12 教育市场份额前五名	15
图表 22: 中国 K12 教育市场格局	15
图表 23: K12 教育培训市场格局	16
图表 24: 素质教育政策梳理	17
图表 25: 中国各年龄段在校生数	18
图表 26: 中国素质教育市场规模	18
图表 27: 中国家长选报素质教育项目占比	19
图表 28: 中国家长在线素质教育接受度	19
图表 29: 2018 年中国家长在线选报意愿	19
图表 30: 中国历年素质教育投融资事件数量 (件)	20
图表 31: 中国历年素质教育投融资金额 (亿元)	20
图表 32: 2018 年中国素质教育细分赛道投融资事件占比	20
图表 33: 2018 年中国素质教育细分赛道投融资金额占比	20
图表 34: 2018 年 1-11 月素质教育行业融资轮次比重	21
图表 35: 民办教育政策梳理	22
图表 36: 中国各阶段民办学校数量占比	23
图表 37: 中国各阶段民办学校在校生数量占比	23
图表 38: 中国民办学校数量占比	24
图表 39: 中国民办学校在校生数量占比	24
图表 40: 中国民办学校数量增速	24
图表 41: 中国民办学校在校生数量增速	24
图表 42: 港股上市的民办高校龙头	25
图表 43: 2018 年六大高教集团学生数	25
图表 44: 2015 年至今各集团公告的并购学校数 (所)	25
图表 45: 职业教育支持政策密集出台	26
图表 46: 职业教育细分	27
图表 47: 中国各年龄段人口占比	28
图表 48: 中国职业教育市场	28
图表 49: 中国中职高职学校数 (所)	28
图表 50: 中国中职高职在校生数	28
图表 51: 中国中职高职就业率	29
图表 52: 中国非学历职业教育收入情况	29
图表 53: 职业教育主要上市公司一览 (数据截止 2019 年 10 月 31 日)	30
图表 54: 中公和华图在人才招聘考试市场占比	31
图表 55: 中公和华图在公务员考试市场占比	31
图表 56: 中公和华图在事业类考试市场占比	32
图表 57: 中公和华图在教师类考试市场占比	32

1、前言

近两年教育行业的资产证券化速度爆发式增长，国内教育企业纷纷上市，教育行业已成为颇具影响力的板块。然而主流的行业划分并无教育行业，且由于政策原因导致教育企业上市分散在A股、港股和美股三地，加上教育行业细分赛道众多，对政策敏感度高且近年来政策发布频繁，造成研究的复杂度增加。

本文通过对教育行业龙头企业、总体趋势、各细分赛道的政策、规模、竞争格局进行全面的梳理，帮助投资者初步了解教育行业，为更深入的研究打下基础。

2、教育行业分类：年龄+商业模式两维度划分

本文按照**年龄**和**商业模式**两个维度将A股、港股、美股、新三板及未上市的教育行业公司进行划分，基本囊括教育市场上所有子行业。

- **年龄**：从低到高划分，0~6岁为学前教育（早教+幼儿园）阶段，7~18岁为K12教育阶段，18岁以上为高等教育及职业教育阶段。
- **商业模式**：包括学历教育培训，素质教育培训，民办学校，在线教育。
- ◇ **学历教育培训**：K12阶段针对升学的教培市场，以及职业教育阶段的学历技术培训，例如中国东方教育（新东方厨师汽修等），北大青鸟，蓝翔技校等。
- ◇ **素质教育培训**：学前阶段的早教市场、K12阶段的英语艺术等兴趣班以及职业教育阶段针对考公考师的教培市场。
- ◇ **民办学校**：学前教育阶段的幼儿园、K12阶段的私立小学、初中、高中、民办大学、民办职校等。
- ◇ **在线教育**：在线英语学习APP、课后辅导APP、职业教育培训APP等

本文根据这两个维度并结合市场普遍的分类方式，按照学生年龄顺序，将教育行业分成**学前教育**、**K12课外培训**、**素质教育**、**民办学校**、**职业教育**五类，并对这五大赛道进行梳理。由于在线教育囊括于这五大教育类型中进行介绍，因此本文不对在线教育单独分类进行研究。

图表1：教育行业各细分领域龙头企业一览

	学历教育培训	素质教育培训	民办学校	在线教育
学前教育 (0-6岁)		美吉姆(002621)、 金宝贝、东方爱婴、 新爱婴	博实乐(BEDU.N)、 威创股份(002308)、 博骏教育(1758.HK)、 秀强股份(300160)、 21世纪教育 (1598.HK)、红黄蓝 (RYB.N)	新东方在线 (1797.HK)、沪江教育 科技(H00932.HK)、宝 宝树(1761.HK)

<p>K12 教育 (7-18 岁)</p>	<p>好未来 (TAL.N)、新东方 (EDU.N)、朴新教育 (NEW.N)、四季教育 (FEDU.N)、精锐教育 (ONE.N)、卓越教育 (3978.HK)、立思辰 (中文未来, 300010)、昂立教育 (600661)、科斯伍德 (龙门教育, 300192)、紫光学大 (学大教育, 000526)</p>	<p>盛通股份 (乐博教育, 002599)、瑞思学科英语 (REDU.O)、无忧英语 (51TALK, COE.N)、流利说 (LAIX.N)</p>	<p>博实乐 (BEDU.N)、枫叶教育 (1317.HK)、睿见教育 (6068.HK)、成实外教育 (1565.HK)、海亮教育 (HLG.O)、宇华教育 (6169.HK)、天立教育 (1773.HK)、博骏教育 (1758.HK)、21 世纪教育 (1598.HK)、凯文教育 (002659)</p>	<p>沪江教育科技 (H00932.HK)、新东方在线 (1797.HK)、大地教育 (8417.HK)、好未来 (TAL.N)、朴新教育 (NEW.N)、掌门 1 对 1、猿辅导、VIPKID</p>
<p>高等教育 (18+ 岁)</p>			<p>中教控股 (0839.HK)、宇华教育 (6169.HK)、希望教育 (1765.HK)、新高教集团 (2001.HK)、民生教育 (1569.HK)、中国新华教育 (2779.HK)、21 世纪教育 (1598.HK)、中国科培 (1890.HK)、中国春来 (1969.HK)、银杏教育 (1851.HK)</p>	<p>沪江教育科技 (H00932)、新东方在线 (1797.HK)、大地教育 (8417.HK)</p>
<p>职业教育 (18+ 岁)</p>	<p>中国东方教育 (H01072.HK)、北大青鸟 APTECH、蓝翔技校</p>	<p>中公教育 (002607)、华图教育、东方时尚 (603377)、百洋股份 (火星时代, 002696)、创业黑马 (300688)、文化长城 (翡翠教育, 300089)、开元股份 (恒企教育, 300338)、达内科技 (TEDU.O)</p>	<p>中国新华教育 (2779.HK)、中教控股 (0839.HK) 民生教育 (1569.HK)、希望教育 (1765.HK)</p>	<p>开元股份 (中大英才, 300338)、正保远程教育 (DL.N)</p>

资料来源: wind, 万联证券研究所整理

3、行业总体趋势

3.1 政策风向：职业教育为政策鼓励方向，民办K9学历教育和幼儿园政策风险大

教育行业对政策敏感度高，2018年下半年以来政策频出。总体来看，民办K9学历教育和幼儿园政策风险较大，职业教育为政策鼓励方向，K12培训教育政策导向是规范化。具体来看：

- **学前教育政策导向是扩大资源供给，增强学前教育普惠性，规定营利性幼儿园不得上市。**
- **K12培训教育政策导向是规范化，要求完善部门联合执法，不符合标准的要依法予以停业整顿，在线教育管理强化。**
- **素质教育政策导向是STEAM模式化。**STEAM教育是集科学，技术，工程，艺术，数学多学科融合的综合教育。2015年9月，教育部在《关于“十三五”期间全面深入推进教育信息化工作的指导意见（征求意见稿）》中提出了“探索STEAM教育、创客及教育等新教育模式”。
- **民办学校政策导向是义务教育不能设置为营利性的。**其中，新《民促法》未限制民办高等教育营利性，高等教育在收费和招生规模上有望更加市场化。同时送审稿暂未改变外延并购逻辑，各大民办高校并购举措仍在持续。
- **职业教育政策导向是支持“1+N”模式化。**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（“1+X证书制度”）试点工作。

图表2：2018年下半年以来教育行业政策频出

日期	细分行业	发布部门	政策
2018年11月	学前教育	中共中央、国务院	《中共中央国务院关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》
2018年11月	K12 课外培训	教育部	《关于健全校外培训机构专项治理整改若干工作机制的通知》
2018年8月	民办学校	司法部	《民促法(修订草案)(送审稿)》
2019年2月	职业教育	国务院	《国家职业教育改革实施方案》
2019年2月	教育行业	中共中央、国务院	《中国教育现代化2035》
2019年2月	教育行业	中共中央、国务院	《加快推进教育现代化实施方案(2018—2022年)》
2019年5月	职业教育	国务院	《职业技能提升行动方案(2019—2021)》
2019年5月	学前教育	国务院	《关于促进3岁以下婴幼儿照护服务发展的指导意见》
2019年7月	K12 课外培训	教育部等六部门	《教育部等六部门关于规范校外线上培训的实施意见》

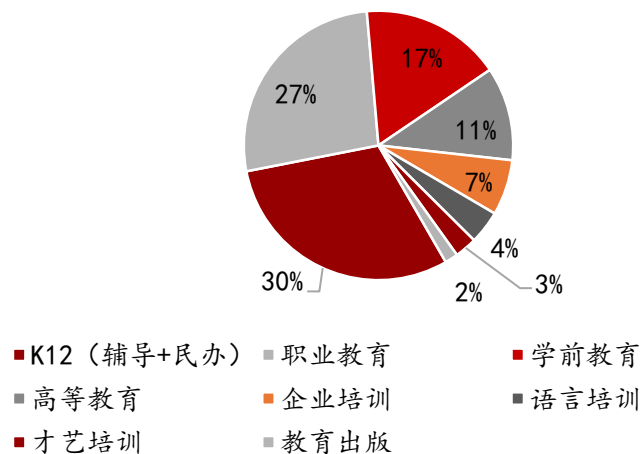
2019年9月	在线教育	教育部、财政部、央行、证监会、国家发改委等十一部门	《关于促进在线教育健康发展的指导意见》
2019年10月	教育行业	教育部办公厅等七部门	《关于教育支持社会服务产业发展提高紧缺人才培养培训质量的意见》

资料来源：政府官网、万联证券研究所

3.2 市场空间：人口红利消逝，增长点来自渗透率和学费的提升

中国教育细分市场份额。根据非常学院《2019 中国教育行业研究报告》数据显示，2018 年，中国教育市场规模体量约为 2.68 万亿元，增速约为 12%。中国教育行业细分市场份额最大的三类依次为 K12 教育（辅导+民办）、职业教育、学前教育，根据产业信息网 2017 年的数据，这三类教育机构市场份额分别为 30%、27%、17%，其中，K12 教育与职业教育占据了教育细分市场份额的半壁江山。

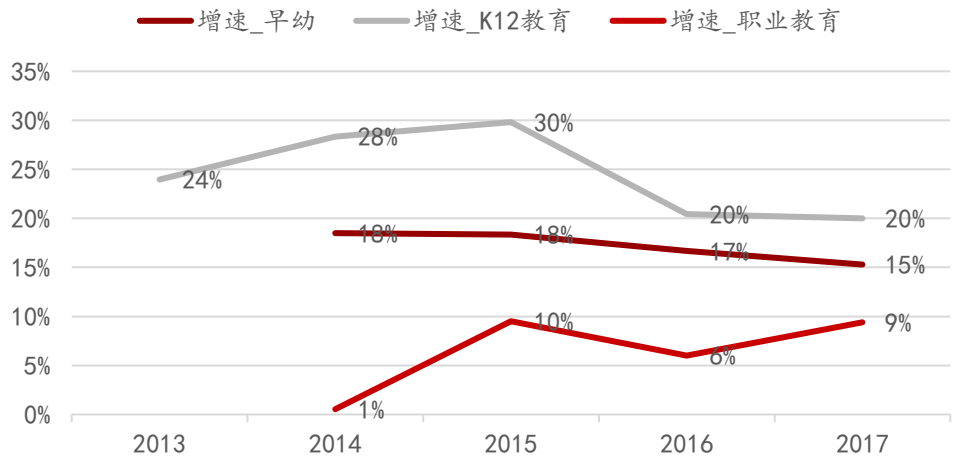
图表3：2017年中国教育细分市场份额



资料来源：产业信息网、万联证券研究所

中国教育细分市场增速。K12 教育（辅导+民办）市场规模在近五年间增速一直保持快速增长，虽然 2016 年增速下滑严重，但增速仍在 20%左右。早教市场增速呈现缓慢下降态势，但仍在 15%以上。职业教育市场增速呈现提升态势，目前在 10%左右。

图表4：中国教育行业市场规模保持快速增长

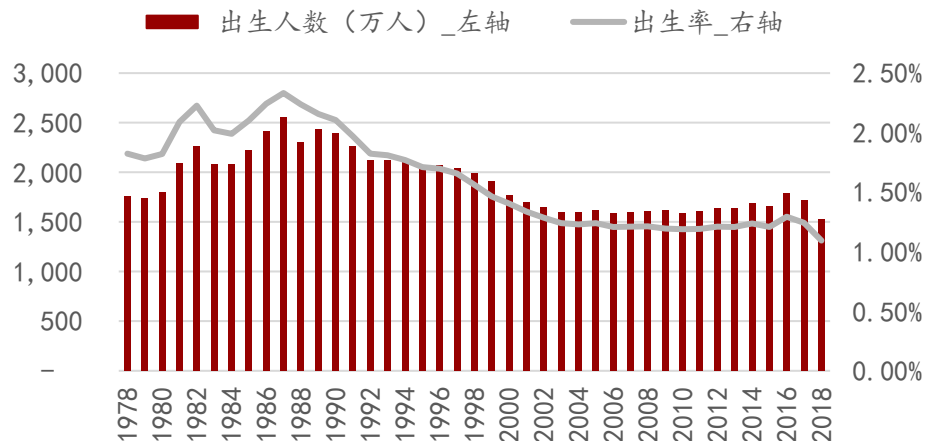


资料来源：弗若斯特沙利文、万联证券研究所

二胎生育政策放开，新生儿阶段性增加后回落，预计未来我国出生人口和出生率将保持低位。1988年以来我国出生人口持续下降，随着2013年单独二孩政策的开始，直至2016年全面开放二胎，我国的出生人口数有明显的上升。2014年-2016年新生儿人口分别为1687万人、1655万人、1786万人，其中2016年为2000年后的峰值。2017年我国出生率开始回落，2017年-2018年新生儿人口分别为1723万人、1523万人，其中2018年新生儿人口为1962年以来最低值。出生人口下降的主要原因有两个：一是生育成本高导致大家不愿意生，包括女性劳动参与率高带来生育机会成本增大，双职工家庭的看护时间问题，教育成本高企等问题；二是由于计划生育的严格执行，90年代后出生人数减少，将在未来很长一段时间导致适龄结婚和生育人数的下降。

教育行业规模的增长主要来自三个驱动因素，即人口、教育渗透率、学费。但由于出生率的下降，人口红利将逐步消逝，未来我国教育行业市场规模的增长主要来自教育渗透率和学费的提升。虽然人口红利逐步消逝，但产业变革、教育服务升级带来渗透率和学费的提升，预计未来行业仍能保持稳健增长。

图表5：我国新生儿人口数量及增速

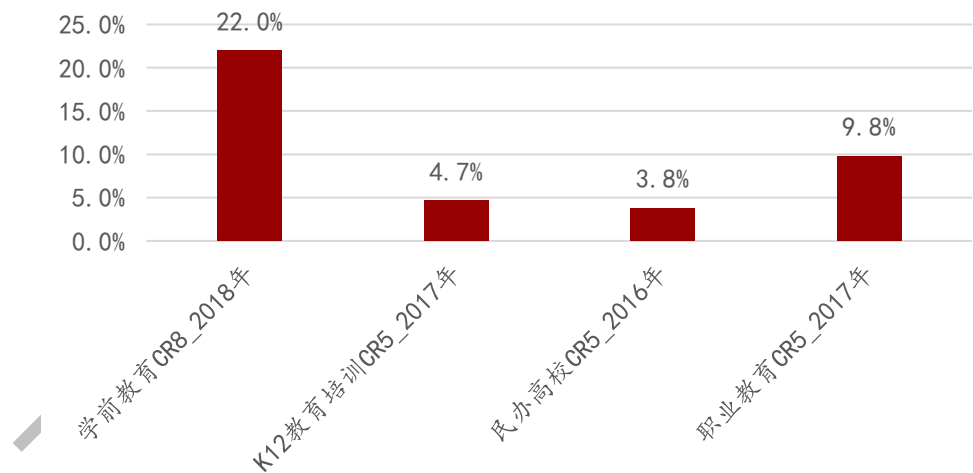


资料来源：Wind、万联证券研究所整理

3.3 竞争格局：行业分散+证券化加速，集中度加快提升

教育行业集中度低，细分领域来看：民办高校和K12教育集中度最低，学前教育集中度相对高。学前教育中的十大品牌有半数来自国外，相比于国内的早教行业，国外的早教机构更加成熟，也更受到家长的青睐。K12教育由于各地教材、考试制度存在差异、各年龄段及科目之间辅导内容存在差异、辅导机构资产较重以及对辅导机构的评价标准难以统一，因此市场目前难以集中。民办高校呈现整合趋势，有望提高行业集中度。职业教育是产业升级的获益者，龙头公司如中公教育仍具有较大潜力，参股控股成为行业趋势。

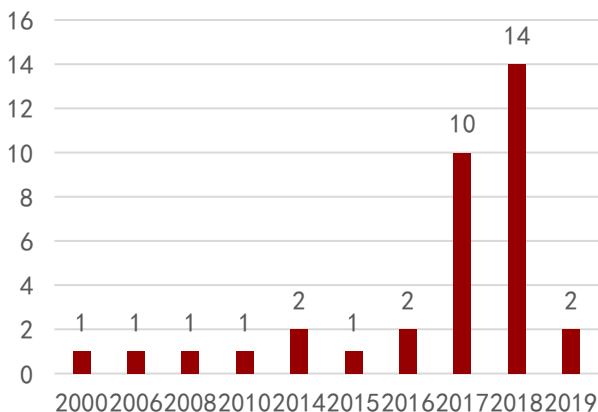
图表6：我国教育行业集中度低



资料来源：弗若斯特沙利文、万联证券研究所

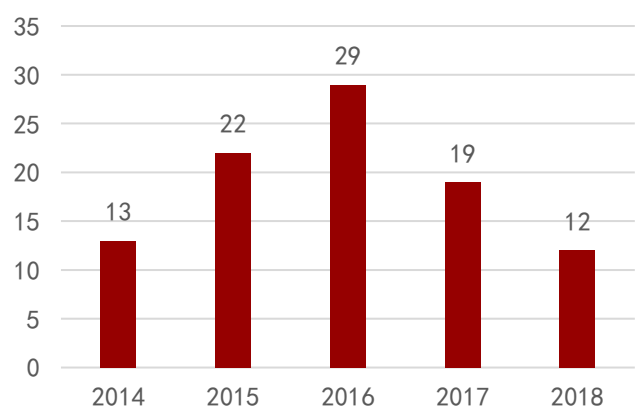
产业快速发展+资本大量涌入+上市通道打开，资产证券化加速，集中度有提升趋势。2017年-2018年，国内教育机构扎堆在港股和美股上市，2019年仍有数十家在港股排队上市中。2015-2017年是A股教育机构上市的高峰期，除了东方时尚和全通教育以外，基本上都以并购重组为主完成教育公司的资产证券化。美国和A股上市的中国教育公司以教育培训机构（K12课外辅导、职业培训等）为主，在香港上市的教育公司则以全日制学校为主（全日制的中小学、全日制的高校等）。大量上市后，并购整合也将加快速度，行业集中度有提升趋势。

图表7：国内教育机构近年来赴港股、美股上市数量



资料来源：Wind、万联证券研究所

图表8：A股教育行业并购数量



资料来源：Wind、万联证券研究所

4、学前教育：幼儿园上市路径被封死，早教龙头前景看好

4.1 政策引导学前教育普惠性，幼儿园上市路径被封死

自2004年《中华人民共和国民办教育促进法》实施以来，中国不断推出鼓励幼儿园发展相关政策。2017年尤为密集。其主旨为“社会力量办幼儿园，各级政府不得限制。幼儿园可以自己定价学费，具体收费标准由民办幼儿园自主确定”。

政策利好，幼教市场开始变得炙手可热，而资本也同样对此趋之若鹜。幼教产业成为资本市场的“盛宴”，幼儿教育成为“最昂贵的教育”。在利益的驱使下，幼儿园的赞助费、捐资助学费、空调费等层出不穷。为此，国家开始出台一系列政策进行整顿，遏制幼儿教育的逐利性，增强幼儿教育的普惠性，幼儿教育市场迎来重大变化。

2018年11月15日，国务院发布重磅政策：《中共中央国务院关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》，提出发展普惠性幼儿园的明确目标：

- 到2020年，全国学前三年毛入园率达到85%；
- 普惠性幼儿园（公办+普惠性民办）覆盖率达到80%；
- 调整办园结构，逐步提高公办园在园幼儿占比，到2020年全国原则上达到50%。

《意见》明确抑制学前教育的过度逐利行为，严苛程度超预期：

- 社会资本不得通过兼并收购、受托经营、加盟连锁、利用可变利益实体、协议控制等方式控制国有资产或集体资产举办的幼儿园、非营利性幼儿园；
- 民办园一律不准单独或作为一部分资产打包上市；
- 上市公司不得通过股票市场融资投资营利性幼儿园，不得通过发行股份或支付现金等方式购买营利性幼儿园资产。

该政策发布后，幼儿园的上市之路已经被彻底封死。虽然《意见》没有明确说明公办园是否能上市，但民办园不允许上市的情况下，判断公办园更加不允许上市。因此，对于幼儿园，无论公办还是民办，无论营利性还是非营利性，上市之路已经彻底被封死，IPO、借壳、收购行为均不允许。但是，上市公司可以融资去投资非盈利性幼儿园。

4.2 出生人口难有增长，消费升级+入园率提升为增长点

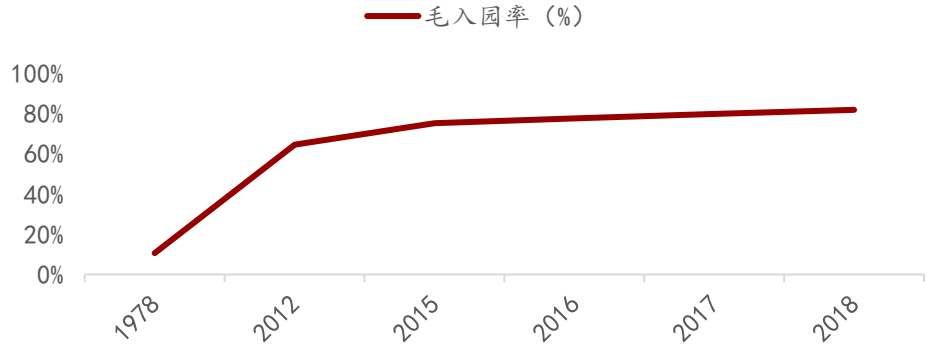
预计我国出生人口难有增长，但教育消费升级和入园率提升仍将推动学前教育发展。

“1+2+4”家庭结构，财富漏斗效应下教育消费升级。由于过去计划生育政策的执行，目前我国大部分家庭为1个孩子+2个父母+4个老人的家庭结构，家庭的资源集中于1个孩子身上，能负担更高的教育成本。

毛入园率逐年提升，距离85%的目标仍有提升空间。我国学前教育毛入学率逐年提升，2016年77.4%，2017年79.6%，2018年81.7%，每年以2个百分点以上的速度增

加，但距离《中共中央国务院关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》中“全国学前三年毛入园率达到85%”的目标仍有提升空间。

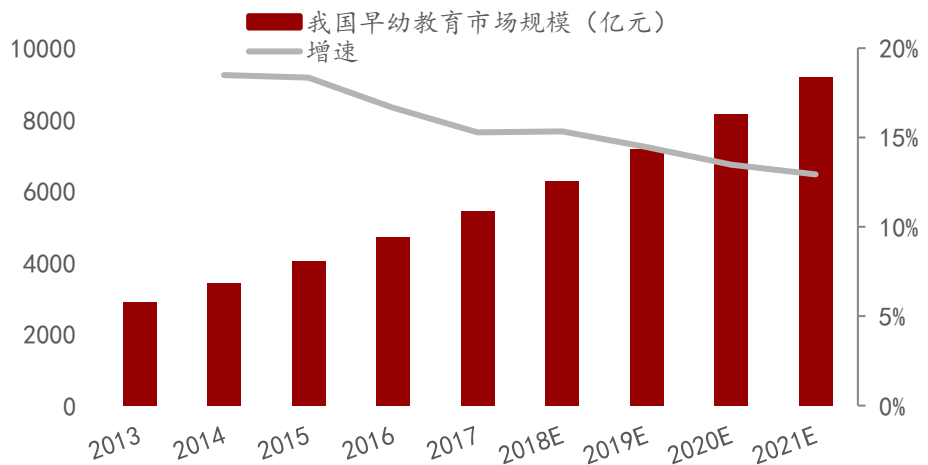
图表 9：中国幼儿园毛入园率



资料来源：教育部、万联证券研究所整理

我国早幼教市场规模近6000亿元，预计未来增速下降，但仍能维持10%+。随着毛入园率增加，早幼教费用提升，家长教育重视程度增加，我国早幼教市场规模快速增长。据弗若斯特沙利文数据，近五年间，我国早幼教市场规模不断扩大，每年以15%+的速度增加。根据弗若斯特沙利文数据统计，2017年我国早幼教市场规模为5437亿元人民币，增速15.29%。预计未来3年早幼教市场增速有所下降，但仍能维持10%以上的增长，2021年市场规模将达到9200亿元人民币。

图表 10：中国早幼教市场规模



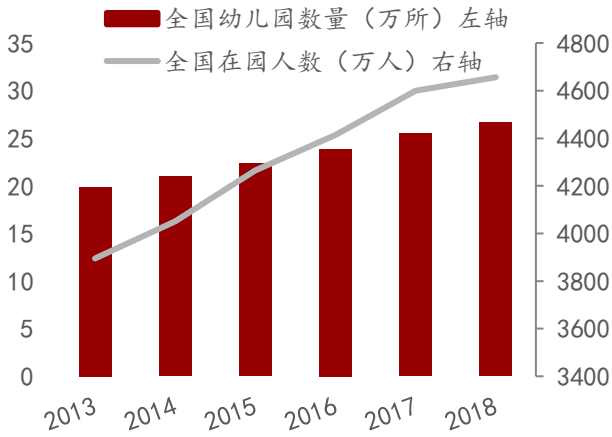
资料来源：弗若斯特沙利文、万联证券研究所整理

4.3 普惠幼儿园比重提高，早教行业龙头前景看好

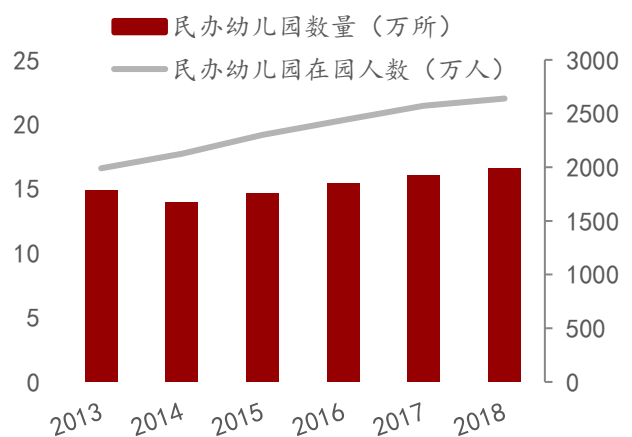
幼教领域，普惠性幼儿园增长迅速，但距离政策目标仍有差距。据《2018年全国教育事业发展基本情况年度发布》，2018年全国共有幼儿园26.67万所，比上年增长4.6%。其中，普惠性幼儿园18.29万所，比上年增长11.14%，普惠性幼儿园占全国幼儿园的比重为68.57%。在园幼儿4656.42万人，比上年增长1.22%。其中，普惠性幼儿园在园幼儿3402.23万人，比上年增长4.72%，普惠性幼儿园在园幼儿占全国在

园幼儿的比重为73.07%，但距离《意见》中2020年达到80%的目标仍有差距。民办幼儿园16.58万所，比上年增长3.37%，占全国比例62.16%；在园幼儿2639.78万人，比上年增长2.62%，占全国比例56.69%。

图表11：中国幼儿园数量及在园人数



图表12：中国民办幼儿园数量及在园人数



资料来源：2017年全国教育事业发展统计公报、2018年全国教育事业发展基本情况年度发布、万联证券研究所整理

资料来源：2017年全国教育事业发展统计公报、前瞻网、万联证券研究所整理

早教领域，各大机构品牌百花齐放，行业龙头半数来自国外。据2019年1月《中国早教蓝皮书》，我国早教机构十大品牌分别是：金宝贝、美吉姆、积木宝贝、东方爱婴、悦宝园、红黄蓝、爱乐、纽约国际、亲亲袋鼠和新爱婴。相比于国内的早教行业，国外的早教机构更加成熟，也更受到家长的青睐，十大品牌中，有半数来自国外。

图表13：早教行业主要公司和课程一览

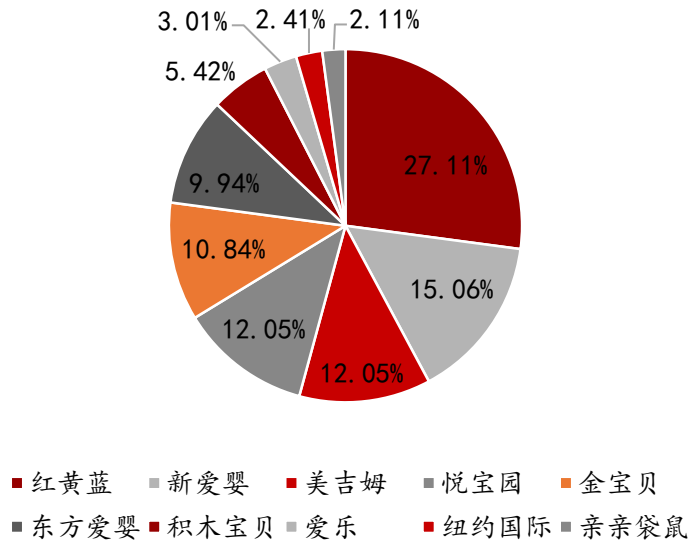
品牌	国家	主要课程
金宝贝	美国	音乐课、艺术课、生活技能、学校技能、环球宝贝
美吉姆	美国	欢动课、音乐课、艺术课
积木宝贝	中国	积木运动课、艺术探索课
东方爱婴	中国	lkid Play、lkid Music、lkid English、IMTS
悦宝园	美国	悦宝灵动、悦宝韵律、悦宝创意、悦宝英语
红黄蓝(亲子园)	中国	i 萌宝口才秀、i 入学准备班、i 入园过渡班
爱乐	中国	IQ 智商课、EQ 情商课、FQ 财商课
纽约国际	美国	艺术课、音乐课、厨艺课、球类运动课、芭蕾舞课
亲亲袋鼠	澳大利亚	亲亲脑力课、亲亲厨艺课、亲亲美艺术课、凡骐英语
新爱婴	中国	根据月龄、潜质和具体问题选课

资料来源：中国早教蓝皮书，万联证券研究所

早教行业竞争格局分散，集中度不高。据前瞻网整理数据，截至2019年1月，我国目前有11400余所学前教育机构，但行业格局比较分散，CR10的集中度为30%。十大品牌之中，红黄蓝亲子园的数量最多，2018年达到900余家，占前十品牌的

27.11%；其次为新爱婴、美吉姆和悦宝园，门店数量分别为 500 多家、400 多家、400 多家，分别占比 15.06%、12.05%和 12.05%。

图表 14：中国早教市场十大机构门店数



资料来源：2018年《中国早教蓝皮书》、万联证券研究所整理

5、K12 课外培训：整治政策频出，行业规范化利好行业龙头

5.1 课外培训必须持证上岗，在线教育管理规范化

校外培训机构整顿规范，加强在线教育管理。2018年11月26日，教育部、国家市场监督管理总局及应急管理部，三部门联合发布《关于健全校外培训机构专项治理整改若干工作机制的通知》，主要针对两个方面，一是从业证件执照，二是在线教育。对于校外培训机构，要求完善部门联合执法，不符合标准的要依法予以停业整顿，2018年底前不能存在无证无照还在开展培训的机构。对于在线教育，要求按照线下培训机构管理政策，同步规范线上教育培训机构，加强线上教育管理，相关内容需备案和公示。

图表15：K12课外培训政策梳理

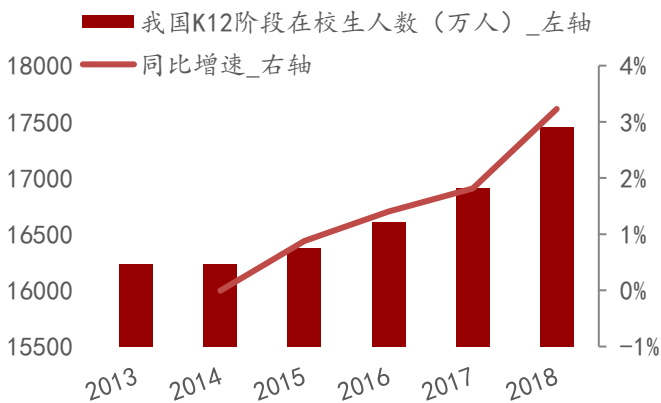
时间	文件	内容
2018年8月	《关于规范培训机构发展的意见》	对校外培训机构的设置标准、审批登记、监管等作出具体规定
2018年11月	《关于健全校外培训机构专项治理整改若干工作机制的通知》	主要针对两个方面，一是从业证件执照，二是在线教育
2018年12月	《中小学生减负措施三十条》	严禁超标培训、严禁招生与升学挂钩
2019年2月	《教育部2019年工作要点》	深化入学改革，规范校外培训机构
2019年7月	《教育部等六部门关于规范校外线上培训的实施意见》	对校外线上培训机构实施备案审查制度，开展排查整改，健全监管机制，认真组织实施。

资料来源：国务院、教育部、万联证券研究所

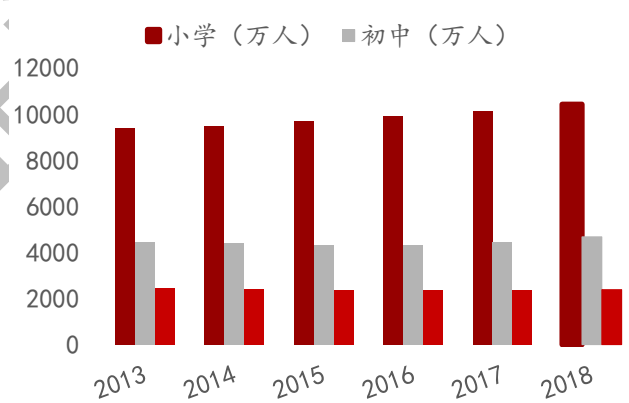
5.2 K12课外培训基数大大，在线教育最具潜力

适龄人口基数大，受新生人口数量影响，未来在校生数量增加，4年后面临下降。据教育部数据统计，我国2018年K12阶段在校生人数为1.75亿人，其中小学在校生1.04亿人，初中在校生4668万人，高中在校生2375万人。近两年在全面开放二胎的政策下，新生人口数量从2013年的1640万人增至2017年的1723万人，2018年回落至1523万人，如果新生人口未来继续下降，预计2019-2023年K12学生数量会增加，随后会逐步下降。

图表16：中国K12在校生数（万人）



图表17：中国K12不同阶段在校生数

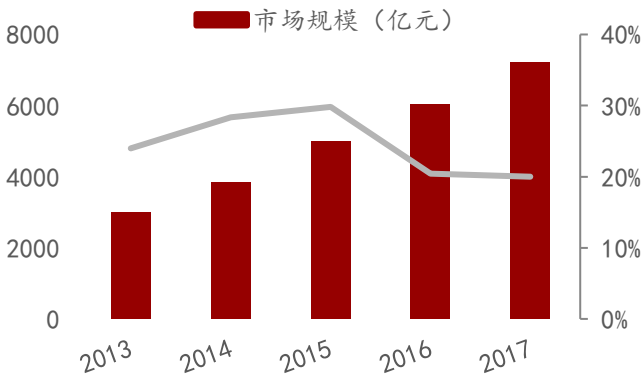


资料来源：教育部、Wind、万联证券研究所整理

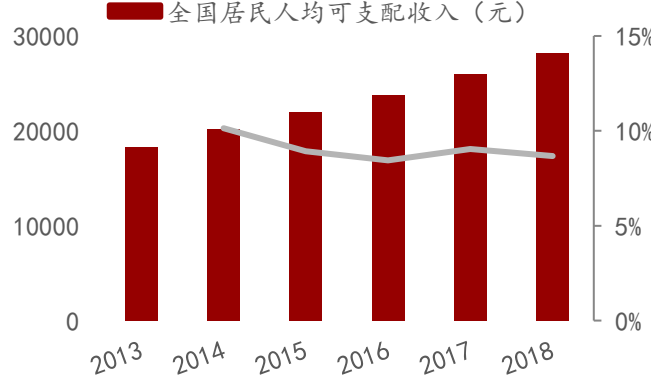
资料来源：艾瑞咨询、教育部、万联证券研究所整理

K12教育参培率近6成，市场规模巨大超7000亿。据2017年11月30日华兴资本发布的教育行业报告，截止2017年11月，中国平均课外文化参培率达到57%，参培人数近9639万人，市场规模巨大。据艾瑞咨询报告，我国2017年K12教育市场规模约7224亿元，近五年增速都在20%以上。其中传统教育市场2975亿元，辅导机构市场3950亿元，在线教育市场299亿元。随着我国居民人均收入的逐步增加，预计2018年K12教育市场规模将突破8000亿元。

图表18：中国K12教育市场规模



图表19：中国居民人均收入

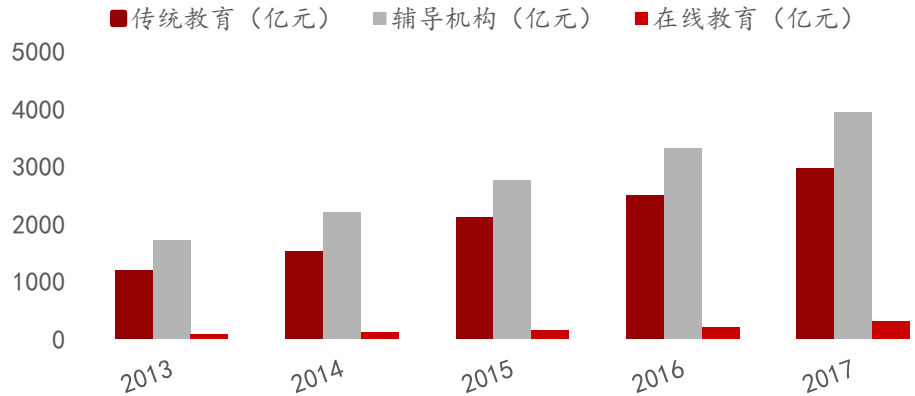


资料来源：艾瑞咨询、万联证券研究所整理

资料来源：Wind、万联证券研究所整理

在线教育市场潜力大，待政策消化后迎来新一波增长。我国2017年K12教育在线教育市场规模为299亿元，相比于2016年的197亿元，增长率高达51.9%。政策对在线教育行业的管理更加规范，且鼓励在线教育发展，随着政策的逐步落实，不合资质的中小型在线教育平台会出清，利好行业内的龙头企业，如新东方在线和学而思网校及纯在线的掌门一对一、猿辅导及海风教育。

图表 20：中国 K12 教育细分市场规模

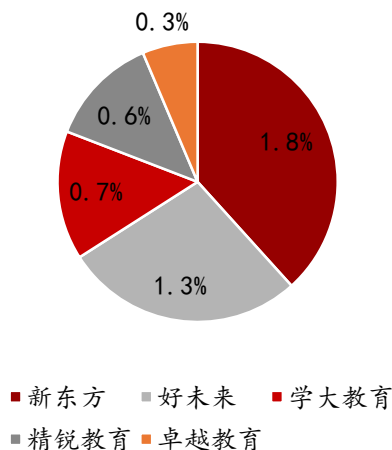


资料来源：艾瑞咨询，万联证券研究所整理

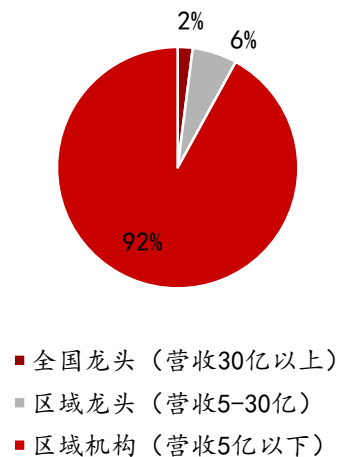
5.3 行业分散，政策影响下利好龙头企业

K12教育市场集中度较低，比较分散。由于各地教材、考试制度存在差异、各年龄段及科目之间辅导内容存在差异、辅导机构资产较重以及对辅导机构的评价标准难以统一，因此教育市场难以集中。据弗若斯特沙利文2018年报告，截至2017年12月31日，中国K12辅导机构超过10万家，前五名为新东方、好未来、学大教育、精锐教育、卓越教育，市场份额合计4.7%，CR5不足5%。

图表21：中国K12教育市场份额前五名



图表22：中国K12教育市场格局



资料来源：弗若斯特沙利文，万联证券研究所整理

资料来源：弗若斯特沙利文，万联证券研究所整理

K12教育机构梯队化差异明显，市场针对性不同。其中新东方和好未来的年营收超过100亿，但只占整个市场份额的2%。营收在5亿以下的辅导班占据了92%的市场。根

据营业收入和业务分布可将市场划分为四个梯队：

- 第一梯队是全国龙头企业：新东方和好未来，营收突破百亿；
- 第二梯队是区域龙头企业，面向多个省份，营收在5-30亿之间，主要包括学大教育、精锐教育、昂立教育、龙文教育、卓越教育、巨人教育等；
- 第三梯队是区域教育企业，只在少数省份布局或业务营收在5亿以下，主要包括龙门教育、四季教育、高思教育、立思辰（大语文）、大智教育、佳一教育等；
- 第四梯队是小型补课机构，数量众多，但大多存在资质不合格的问题，随着《通知》中“2018年底前不能存在无证无照还在开展培训的机构”的逐渐落实，预计小型机构逐渐退场。

图表23：K12教育培训市场格局



资料来源：公司官网、弗若斯特沙利文、万联证券研究所

6、素质教育：政策支持 STEAM 教育模式，行业处于资本早期阶段

6.1 教改升级就业结构变化，政策支持素质教育发展

中央和地方政府出台一系列发展素质教育的政策。STEAM教育是集科学，技术，工程，艺术，数学多学科融合的综合教育。2015年9月，教育部在《关于“十三五”期间全面深入推进教育信息化工作的指导意见（征求意见稿）》中提出了“探索STEAM教育、创客及教育等新教育模式”。2017年9月，教育部印发《中小学综合实践活动课程指导纲要》，提倡将编程活动融入实践课程。2018年1月，教育部公布高中新课标，编程和计算思维成必修内容，部分省市已将编程与升学挂钩。2019年1月，教育部在北京举行了《中小学人工智能教育》项目成果发布会：北京、广州、深圳、武汉、西安5个城市作为第一批试点落地城市，3-8年级的学生将全面试点学习人工智能与编程的课程。

图表24：素质教育政策梳理

时间	部门	政策法规	主要内容
2016年3月	教育部	《教育部教育装备研究与发展中心2016年工作要点》	加强创新创造教育研究，贯彻国家“双创”要求，为创客教育、STEAM课程提供教育装备支撑。
2016年6月	教育部	《教育信息化“十三五”规划》	有条件的地区要积极探索信息技术在“众创空间”、跨学科学习、创客教育等新的教育模式中的应用，着力提升学生的信息素养、创新意识和创新能力，养成数字化学习习惯，促进学生的全面发展。
2017年1月	国务院	《国家教育事业发展规划“十三五”规划》	提出培养学生创新创业精神与能力、建设研学旅行基地、提高学生的美育素养等
2017年2月	教育部	《义务教育小学科学课程标准》	小学科学课程起始年级调整为一年级；在教育部组织修订《义务教育课程设置实验方案》前，小学一、二年级要按照每周不少于1课时安排课程，三至六年级的课时数保持不变；同时2017课程标准新增技术和工程学和对社会与环境的责任。教师要加强实践探究过程的指导，注重引导学生动手与动脑相结合，增强学生问题意识，培养他们的创新精神和实践能力
2017年3月	教育部	《做好中小学课后服务工作意见》	鼓励中小学校开展课后服务，内容主要是安排学生做作业、阅读、体育、艺术、科普活动，以及娱乐游戏、拓展训练、开展社团及兴趣活动小组活动等
2017年8月	国务院	《新一代人工智能发展规划》	在中小学阶段设置人工智能相关课程，鼓励社会力量参与寓教于乐的编程教学软件、游戏的开发和推广
2017年10月	教育部	《中小学综合实践活动课程指导纲要》	综合实践活动是国家义务教育和普通高中课程方案规定的必修课程，与学科课程并列设置。综合实践活动课程目标以培养学生综合素质为导向
2018年2月	教育部	《关于做好2018年普通中小学招生入学工作的通知》	进一步推行初高中综合素质评价，从思想品德、学业水平、身心健康、艺术素养和社会实践5个方面评价学生；在考试内容中方面，减少单纯记忆、机械训练性质的内容，增强与学生生活、社会实际的联系，注重考查学生综合运用所学知识分析问题和解决问题的能力

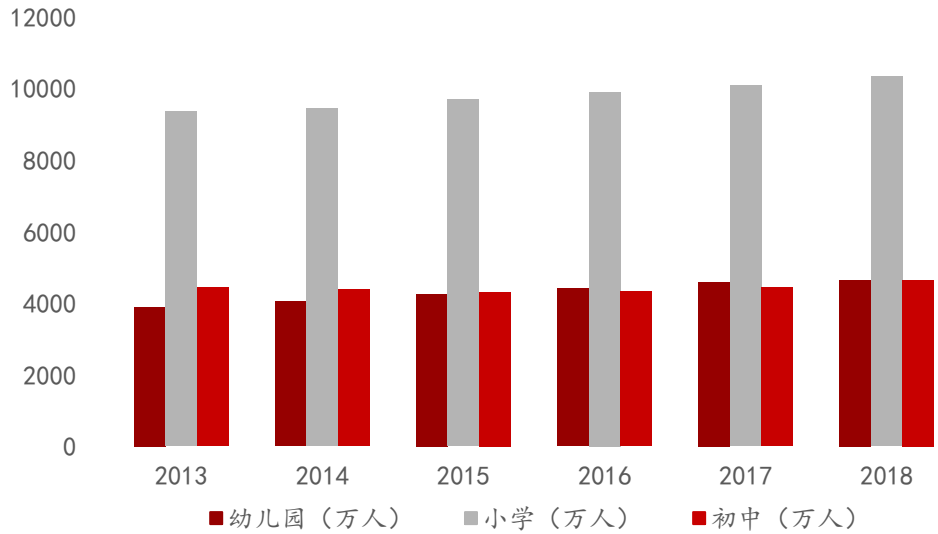
资料来源：国务院、教育部、万联证券研究所

6.2 主要用户为高中前少年儿童，渗透率提升空间大

素质教育主要用户为高中前少年儿童，2017年市场规模近千亿元。根据睿艺发布的《2017中国家庭素质教育消费报告》显示，国内素质教育市场用户主要集中在幼儿园至小学阶段，2017年我国幼儿园、小学及初中在校人数约1.91亿人，2018年人数约1.96亿人，其中小学在校生是素质教育的主要用户。2017年参与调查的家庭在孩子素质教育上投入费用超过1万元/年以上的家庭合计占比60%。假设渗透率为6%，客单价平均值为8000元，并假设渗透率每年增长1%，客单价每年同步增长5%，可测算

得2020年我国素质教育的潜在市场规模为1717亿元。

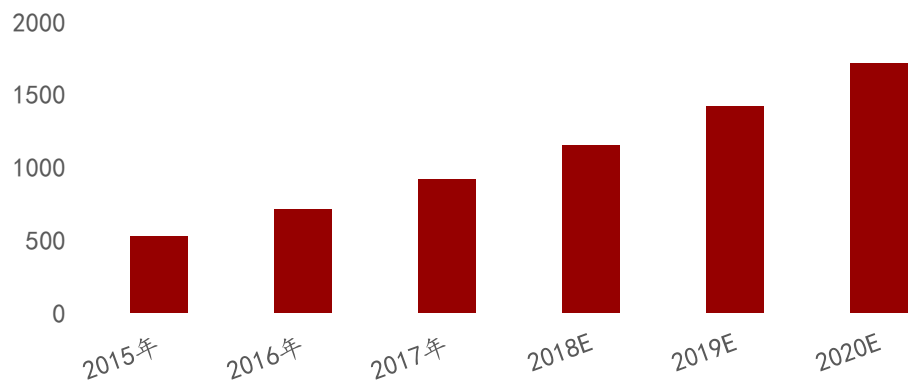
图表25：中国各年龄段在校生数



资料来源：Wind、艾瑞咨询、教育部、万联证券研究所整理

图表26：中国素质教育市场规模

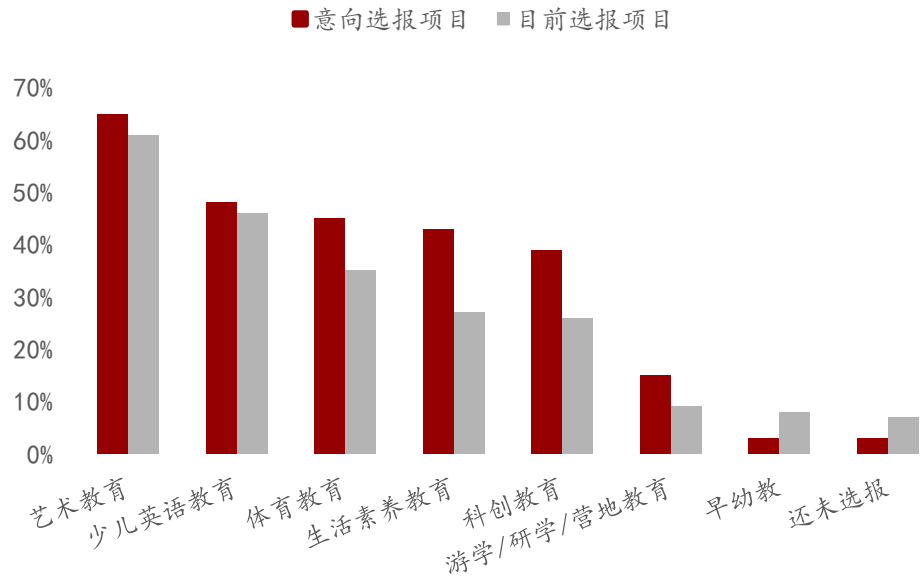
(单位：亿元)



资料来源：2017年中国家庭素质教育消费报告、万联证券研究所

消费者结构变化带动教育观念更迭，素质教育渗透率提升空间大。一方面，新一批家长年龄逐渐向80、90后转移，观念更加开放。随着中产阶级的规模扩大，对教育的投入意愿也更强。另一方面，市场上出现了更多元化的教育产品，为家长的选择提供了可能。据睿艺联合家长帮发布的《2018中国家庭素质教育消费报告》显示，艺术教育和少儿英语教育依然是排在家长选报素质教育项目的最前列，可选占比分别为65%和48%，但选报意愿增长可能有限。而体育教育、生活素养教育和科创教育意向选报比例明显大于目前已选报项目比例，说明这3个赛道的需求在明显增长，且有效供给不足。随着教育观念的随时间的转变和素质教育市场供需的互相促进，作为素质教育一支的STEAM教育开始走向风口。

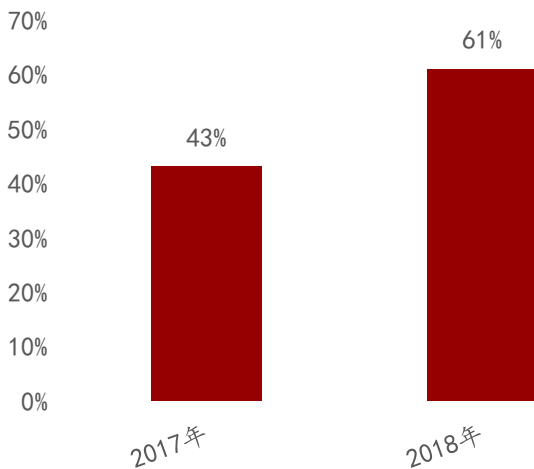
图表27：中国家长选报素质教育项目占比



资料来源：《2018中国家庭素质教育消费报告》、万联证券研究所整理

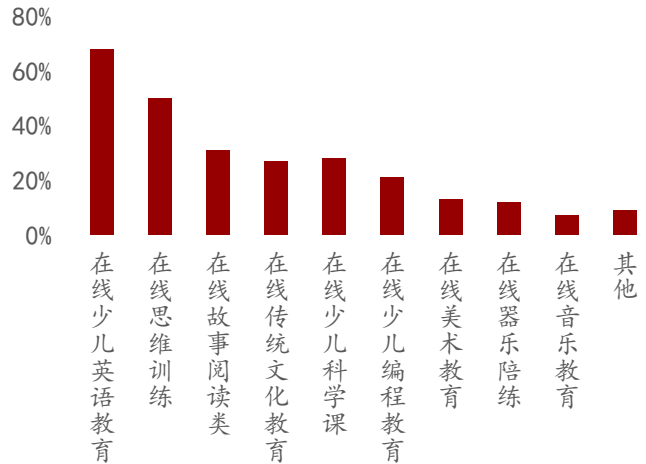
在线素质教育市场扩大，少儿英语接受程度最高。根据睿艺《2018中国家庭素质教育消费报告》数据，2018年家长对在线教育的接受度达到61%，相比去年接受度提高18%，在线化趋势已经势不可挡。另一方面，根据家长已选报或意向选报的在线项目调查数据来看，少儿英语在线化认可度最高达68%，说明少儿英语市场在线消费已经成熟。同时生活素养类（思维训练、阅读、传统文化）异军突起，获得多数家长的认可，这与年轻家长及年龄段用户的在线消费息息相关。而传统的美术、器乐等培训在线化认可度较低为15%，说明目前艺术类培训家长更倾向于报线下班，艺术培训机构的在线化之路才刚刚起步。

图表 28：中国家长在线素质教育接受度



资料来源：2018中国家庭素质教育消费报告、万联证券研究所整理

图表 29：2018 年中国家长在线选报意愿

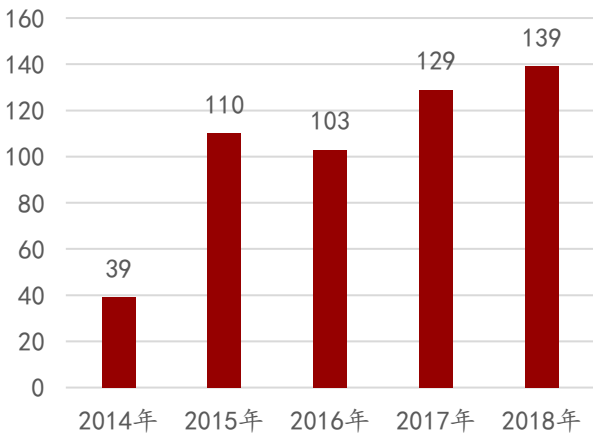


资料来源：2018年中国家庭素质教育消费报告、万联证券研究所整理

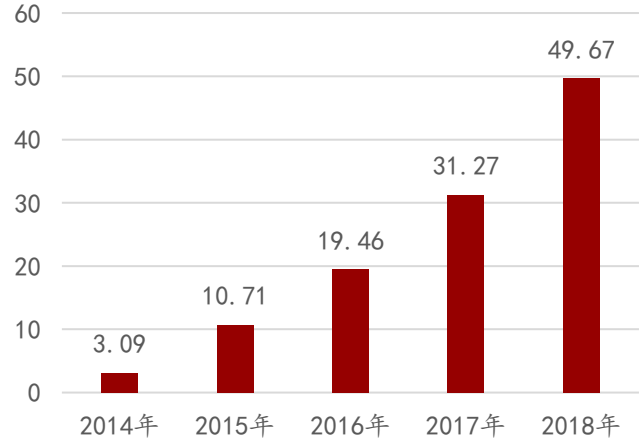
6.3 早期融资最强赛道，STEAM教育最热门

2018年中国素质教育行业融资数量及金额快速增长。据IT桔子数据统计，2018年全年素质教育融资案例数139起，融资金额数50亿元。2018年上半年素质教育迎来资本爆发期，2018年下半年资本开始收紧，融资案例数逐月降低。除整个经济环境面临寒冬挑战，国家教育部等各部门出台的相关意见政策也呈监管收紧之势。2019年教育行业整体投融资事件都降温，但素质教育依然是最强赛道，2019年1-6月，素质教育投融资事件数量共50件。

图表 30：中国历年素质教育投融资事件数量（件）



图表 31：中国历年素质教育投融资金额（亿元）

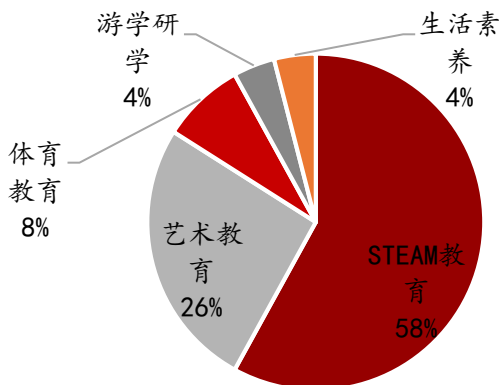


资料来源：IT桔子、万联证券研究所整理

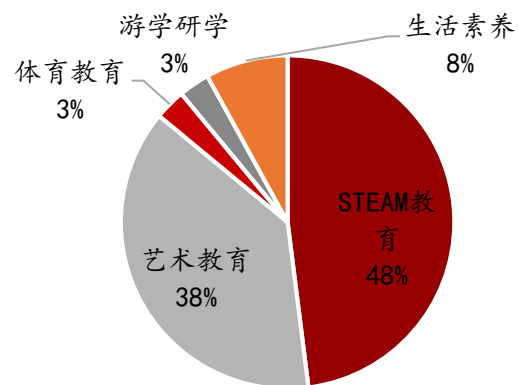
资料来源：IT桔子、万联证券研究所整理

资本主要聚焦于STEAM教育、艺术教育两大赛道，STEAM教育最热门。2018年STEAM教育赛道投融资事件和金额最高，分别占比58%和48%，其次为艺术教育，投融资事件和金额分别占比26%和38%，STEAM教育已经成为素质教育最热赛道。

图表 32：2018 年中国素质教育细分赛道投融资事件占比



图表 33：2018 年中国素质教育细分赛道投融资金额占比



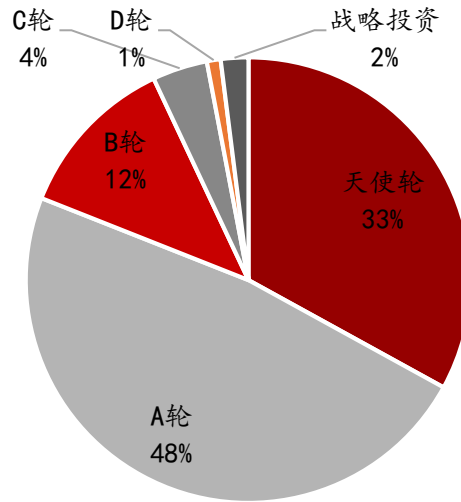
资料来源：IT桔子、万联证券研究所整理

资料来源：IT桔子、万联证券研究所整理

天使轮A轮占多数，行业仍处于早期阶段。根据多鲸资本数据统计，2018年1-11月素质教育行业天使轮和A轮融资案例合计占比81%。整个素质教育行业的爆发会明

显延后于学科辅导培训市场，一方面家长在选报完强刚需的学科辅导班之后，才会选择安排素质教育培训时间。另一方面，传统线下素质教育培训以艺术和体育培训为主，对师资专业性和场地要求比较高，市场极度分散，异地扩张难度更大。

图表34：2018年1-11月素质教育行业融资轮次比重



资料来源：2018年少儿素质教育投融资报告、万联证券研究所整理

7、民办学校：民办高等教育受政策鼓励，收购扩展成趋势

7.1 民办义务教育阶段禁止营利性，民办高等教育不受营利性限制

新《民促法》实施背景。新《民促法》于2016年11月通过后，自2017年9月1日起开始实施。2018年4月20日教育部发布关于《民促法实施条例(修订草案)(征求意见稿)》，2018年8月10日，司法部发布《民促法实施条例(修订草案)(送审稿)》，对4月20日发布的《民促法实施条例(修订草案)(征求意见稿)》作出修订，由于这是一个送审稿，预计接下来还需要进行修订。

新《民促法》规定不得设立实施义务教育的营利性民办学校，未限制民办高等教育营利性。新《民促法》对民办学校实施分类管理，明确划分为营利性和非营利性两类，民办学校的举办者可以自主选择设立非营利性或者营利性民办学校。规定不得设立实施义务教育的营利性民办学校，但高等教育阶段不受限制。新《民促法》后时代，民办高等教育是政策风险最小的细分领域，也是政策着重鼓励的方向。但是新《民促法》实施至今，对于营利性、非营利性学校的具体登记方法，都没有一个确定的方案。

新《民促法》对于高等教育在收费和招生规模上有望更加市场化。在收费上，新《民促法》规定营利性民办学校的收费标准，实行市场调节，由学校自主决定，在收费上提供了更大的弹性。在招生规模上，之前高等教育主要由政府规定招生名额，新《民促法》配套颁布的《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》中提到鼓励民办高校完成专业教学调整，并针对社会声誉好、教学质量高、就业有保障的民办高等职业学校，允许其可在核定的办学规模内自主

确定招生范围和年度招生计划。未来随着政策逐步落地，招生人数将有望获得更大自主权。

送审稿暂未改变民办高校外延并购逻辑，各大民办高校并购举措仍在持续。新《民促法》实施条例送审稿规定，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。由于中小学义务教育阶段必须是非营利性的，因此直接禁止了对中小学阶段学校的并购行为，但该项规定对民办高中和高校影响相对小，预计民办高中和高校未来会偏向于申报为营利性的学校。新《民促法》限制独立学院依托公办高校品牌获得收益，鼓励独立学院剥离，未来资产证券化速度或加快，有望实现并购或独立上市。单体校上市将成为新特点，银杏教育为第一家单体校上市企业，目前已登陆港股，未来一些优质的独立学院或将实现单体上市，一些实力较弱的独立学院有望丰富高教板块的并购池。

图表 35：民办教育政策梳理

时间	政策法规	主要内容
2002/12	全国人大常委会表决通过《民办教育促进法》	鼓励民办教育，引导民办高等教育的供求合理并实现均衡
2003/04	教育部印发《关于规范并加强普通高校以新的机制和模式试办独立学院管理的若干意见》	鼓励公立大学与社会力量合作举办独立学院。
2004/02	国务院发布《民办教育促进法实施条例》	民办学校的出资人可以从办学结余中按相应比例取得回报
2008/03	教育部发布《独立学院设置与管理办法》	独立学院可转设为民办普通高校
2015/11	人大常委作出《教育法》、《高等教育法》修订决定	删除设立高等学校不得以营利为目的的内容
2017/01	教育部等三部门发布《营利性民办学校监督管理实施细则》	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
2017/09	正式实施新《民办教育促进法》	对民办学校实施分类管理，明确划分为营利性和非营利性两类。民办学校的举办者可以自主选择设立非营利性或者营利性民办学校
2018/04	教育部发布《民促法实施条例(修订草案)(征求意见稿)》	支持和规范社会力量兴办教育，保障民办教育事业健康发展。
2018/08	司法部发布《民促法实施条例(修订草案)(送审稿)》	体现了民办教育分类管理的根本要求，并首次在法律层面上明确了营利性民办学校的法人财产地位，允许营利性民办学校从办学活动中取得收益

资料来源：万联证券研究所整理

7.2 民办教育覆盖齐全，民办高校渗透率最高

民办学校覆盖齐全，细分领域中民办高校渗透率最高。民办教育作为教育事业的重

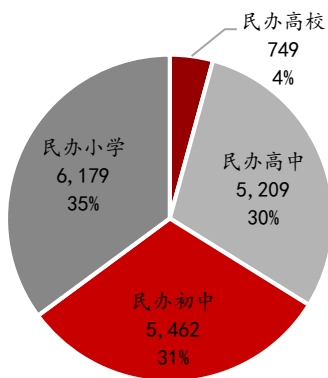
要组成部分，依靠社会力量补足目前财政投入不足的欠缺，为教育提供差异化、多样性。民办学校的学校和学生数量近年来保持个位数的增长，且民办学校和学生数量占比稳步提升。2018年，民办高校、高中、初中、小学学校数量分别为749、5,209、5,462、6,179所，占比分别为28%、21%、10%、4%，在校学生数量分别为650、538、636、885万人，占比分别为23%、14%、14%、9%。在细分领域中，民办高校渗透率最高，民办高中其次，民办小学渗透率最低。

民办高校经过快速增长期后，增速放缓。民办高教市场自2007-2008出现翻倍式增长后，在之后的10年间维持一个稳定状态。从2007年的276所到2018年的749所，11年内共增加473所，其中2007-2008年增加343座，增长率高达115%，主要原因是2008年04月教育颁布《独立学院设置与管理办法》将考入独立学院2008级学生的招生与学历证颁发均与“母体高校”分离，导致在2008年分离出的独立学院数达322所，导致2008年民办高校数量出现翻倍增长。此后2008-2018年民办高校数量增速放缓。

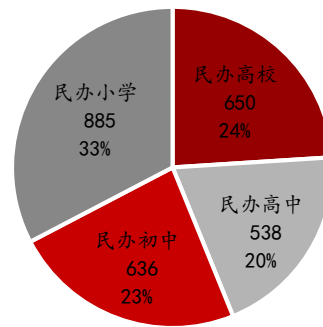
民办高校渗透率逐年提升，渗透率接近三成。2006年民办高校占比仅为14.8%，经过多年的发展，我国民办高等教育的办学指标和教学质量得到了良好的发展，部分民办高校已经具有规范的办学体系和相当的办学规模，已经成为高校招生构成中的重要组成部分。另外，国家财政性教育经费向学前教育倾斜，高等教育更倚重民间资本投入。2018年，我国民办高等院校749所，占比28%，连续三年在全国高校中占比接近1/3，高等教育中民办学校的力量不容小觑。

民办高校在校人数和行业总规模稳步上升。自2007年到2018年，中国民办高等教育学生在校总人数从163万人增至650万人，在校人数逐年稳步上升。根据教育部的数据，2017年，全国高等教育毛入学率为45.7%，而本科的毛入学率更低，只有20-25%，按照教育部部署，到2020年高等教育毛入学率达到50%，民办高等教育的招生人数还有一定的市场空间。

图表36：中国各阶段民办学校数量占比



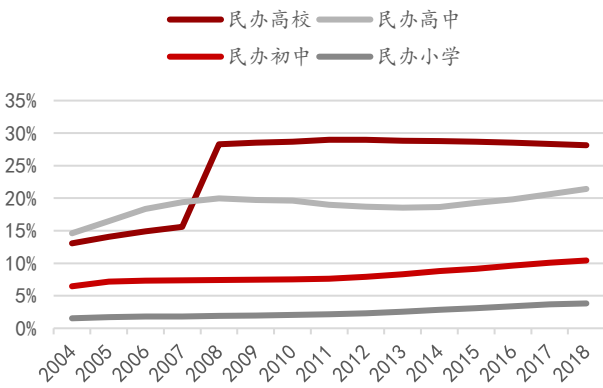
图表37：中国各阶段民办学校在在校生数量占比



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

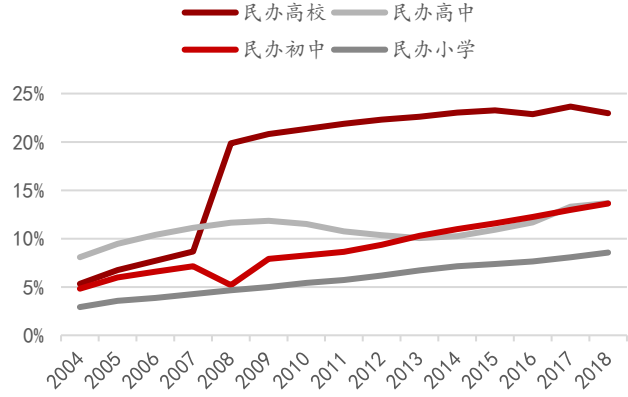
资料来源：Wind、万联证券研究所整理

图表38：中国民办学校数量占比



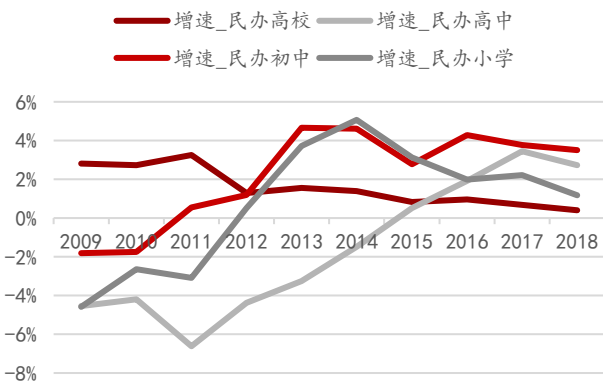
资料来源：Wind、万联证券研究所整理

图表39：中国民办学校在校生数量占比



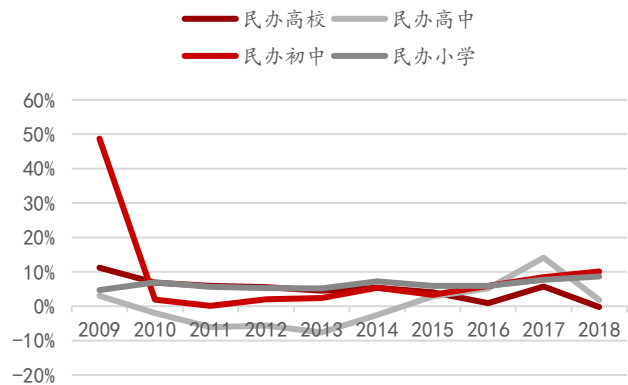
资料来源：Wind、万联证券研究所整理

图表40：中国民办学校数量增速



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

图表41：中国民办学校在校生数量增速



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

7.3 高门槛低集中度，并购扩张趋势明显

民办高校高门槛低集中度，整合大有可为。新设立民办高等教育机构需要取得一系列批文、执照及许可，并符合特定要求规范，尤其本科高校，手续繁琐耗时且不确定性较大，行业进入壁垒较高，未来将进入存量博弈时代。根据弗若斯特沙利文报告，以2016年中国民办高等教育在校人数634万人计算，2016年中国前五大民办高等教育集团市场份额共3.8%，规模最大的教育集团市场份额为1.2%，行业集中度低，存在较大的整合空间。目前，中国共有700多所民办高等教育机构，包括民办大学、民办普通专科学校、独立学院等，以及上千所民办职业学校，这些学校大多为独立拥有及经营，所有权高度分散，为龙头高教集团提供了庞大的并购机遇。

目前港股上市的高等教育龙头企业主要是以下6家：中教控股 0839.HK、新高教集团2001.HK、民生教育 1569.HK、中国新华教育 2779.HK、希望教育 1765.HK、中国春来1969.HK。2019年民办高教板块热度不减，银杏教育（1851HK）、中国科培（1890.HK）相继登陆港股。

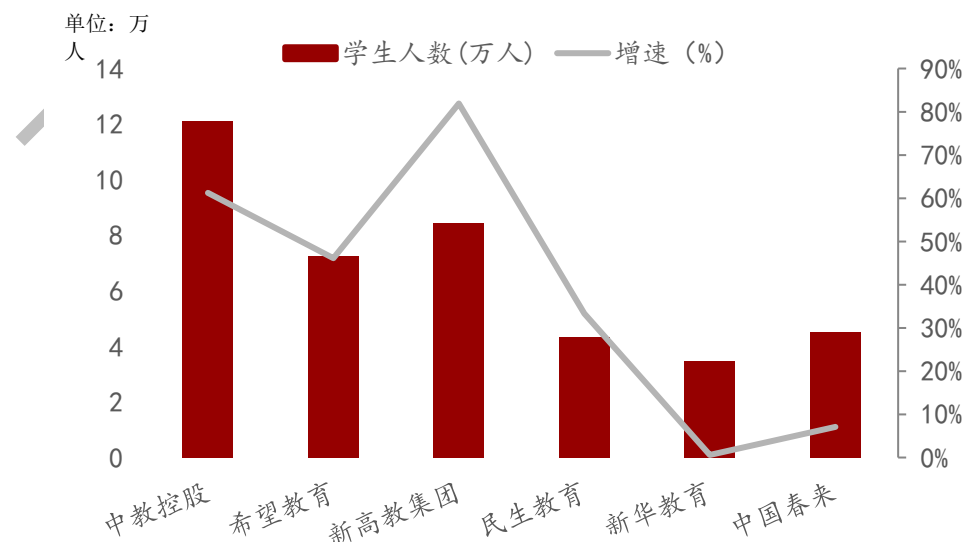
图表42：港股上市的民办高校龙头

证券代码	证券简称	总市值(亿元)_20191031	经营范围
0839.HK	中教控股	237	民办高等教育和高职学校
1765.HK	希望教育	81	民办高等教育和中职学校
1890.HK	中国科培	79	民办高等教育
1569.HK	民生教育	51	民办高等教育和中职学校
2001.HK	新高教集团	49	民办高等教育
2779.HK	中国新华教育	44	民办高等教育和中职学校
1969.HK	中国春来	19	民办高等教育
1851.HK	银杏教育	10	民办高等教育

资料来源：Wind、万联证券研究所整理

外延式并购扩张是民办高等教育集团的集体选择，都有披露正在并购进行中的学校与计划。根据各集团2018年中报数据，多数集团学生人数存在30%以上增速，扩张计划明晰。

图表43：2018年六大高教集团学生数



资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

图表44：2015年至今各集团公告的并购学校数(所)

公司	2015	2016	2017	2018-2019
中教控股	3	3	3	4
民生教育	5	5	5	2
希望教育	6	8	9	2
中国春来	3	3	3	1
新高教	3	4	5	1
中国新华	2	2	3	1

资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

8、职业教育：政策重点支持行业，产业升级市场前景广阔

8.1 多部委发文支持，1+N模式逐渐推广

在其他教育板块受到严格监管的情况下，职业教育仍处于国家教育最支持的教育细分板块。国家政策是影响教育板块的重要因素，职业教育在促进就业和改革教育结构上有重要意义，有利于为经济社会发展培养大批高素质劳动者和技术技能人才。2019年1月24日，国务院印发《国家职业教育改革实施方案》，具体提出，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）。建成覆盖大部分行业领域、具有国际先进水平的中国职业教育标准体系。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。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”制度试点工作。

图表45：职业教育支持政策密集出台

时间	部门	政策法规	主要内容
2018年1月	教育部等	《深度贫困地区教育脱贫攻坚实施方案(2018-2020年)》	发展学前教育，普及高中阶段教育。加快发展职业教育，广泛开展公益性职业技能培训，实现脱贫举措与技能培训的精准对接。
2018年2月	教育部等	《职业学校校企合作促进办法》	完善职业教育和培训体系，深化产教融合、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》	构建终身职业技能培训体系，深化职业技能培训体制机制改革，提升职业技能培训基础能力。
2018年7月	教育部等	《关于加快发展残疾人职业教育的若干意见》	以中等职业教育为重点不断扩大残疾人接受职业教育的机会；改进残疾人职业教育的办学条件
2018年10月	财政部等	《个人所得税专项附加扣除暂行办法(征求意见稿)》	新个税法减免政策覆盖学历教育、非学历教育(职业培训)等领域，覆盖范围较广。2018年11月教育部审议通过《国家职业教育改革实施方案》将启动实施中国特色高水平高职院校和专业建设计划，同时，还将启动“1+X证书制度”改革。
2018年11月	教育部	《国家职业教育改革实施方案》	将启动实施中国特色高水平高职院校和专业建设计划，同时，还将启动“1+X证书制度”改革。
2018年11月	国务院	《关于提请调整完善职业教育工作部际联席会议制度的请示》	同意建立由国务院领导同志牵头负责的国务院职业教育工作部际联席会议制度。
2019年2月	国务院	《国家职业教育改革实施方案》	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）。

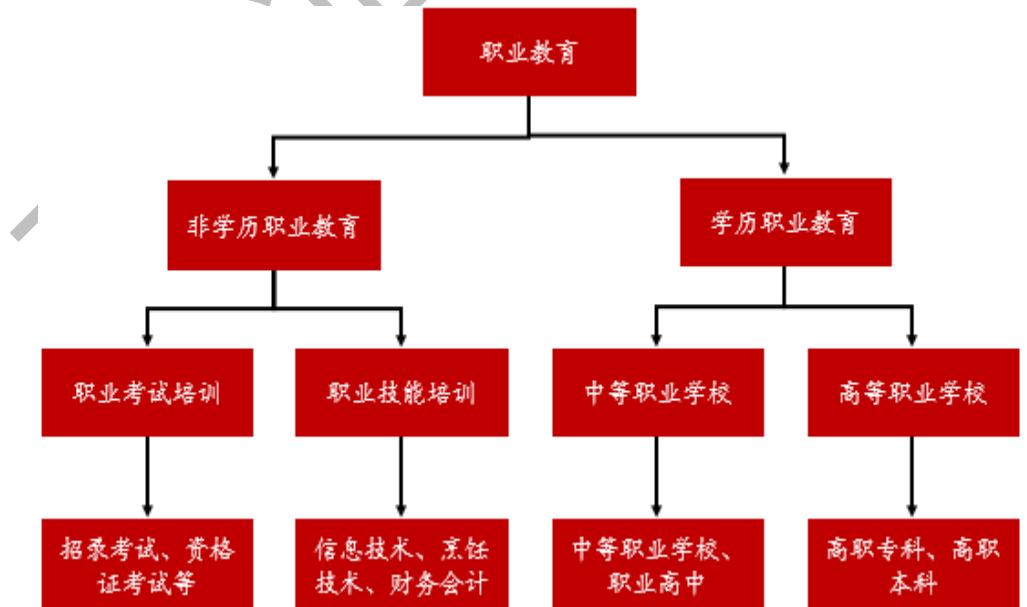
2019年5月	国务院	《职业技能提升行动方案（2019-2021）》	到2021年底技能劳动者占就业人员总量的比例达到25%以上，高技能人才占技能劳动者的比例达到30%以上。
---------	-----	-------------------------	--

资料来源：教育部、国务院、财政部、万联证券研究所整理

8.2 产业升级促使市场扩大，非学历职业教育增长潜力大

职业教育是指对受教育者实施可从事某种职业或生产劳动所必需的职业知识、技能和职业道德的教育，主要包括职业学校教育和职业培训。职业学校教育是学历性的教育，分为初等、中等和高等职业学校教育；职业培训是非学历性的教育，是为培养和提高劳动者从事各种职业所需要的知识和技能而进行的教育和训练，目前市场上存在的职业培训类别主要包括公务员考试培训、事业单位招聘培训、教师招录考试培训、金融会计培训、IT专业培训等。

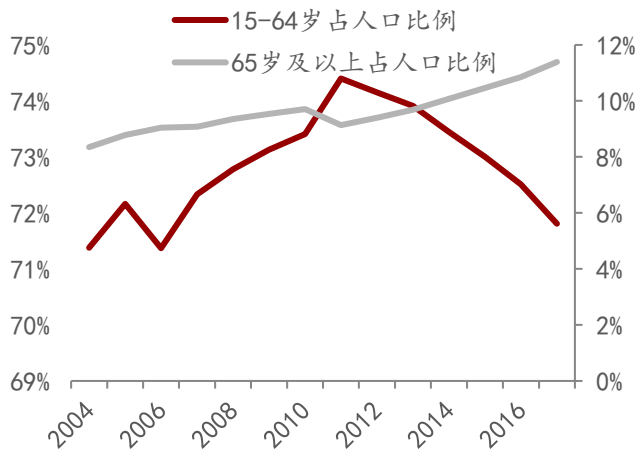
图表 46：职业教育细分



资料来源：万联证券研究所整理

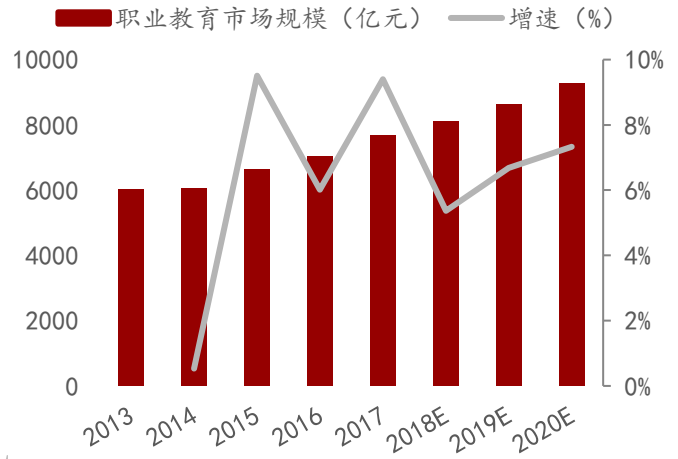
预计我国人口老龄化程度加重劳动力短缺，市场需求与劳动力供给存在结构性矛盾。消费升级推动产业转型升级，高质量的劳动力需求提升。根据人力资源和社会保障部数据统计，职位空缺与求职者的比例从2013年的1.09增至2017年的1.16，表明人才供需不匹配呈现明显的上升趋势。我国人口老龄化趋势下，适龄劳动人口占比降低，我国劳动力市场存在着较大的劳动力缺口。根据弗若斯特沙利文的报告，劳动年龄人口总数预计在2022年将进一步减至9.93亿人，这将导致劳动力市场供应减少。但在政策利好发酵下，职业教育行业将进入黄金发展期，市场规模有望持续扩大。根据前瞻网统计，我国2017年职业教育市场规模为7681亿元，预计2020年市场规模8536亿元。

图表47：中国各年龄段人口占比



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

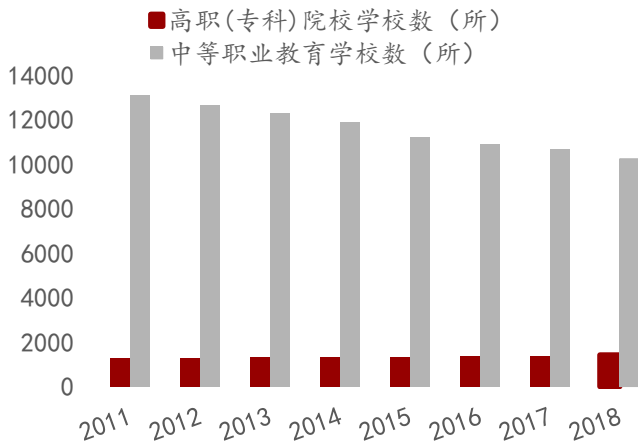
图表48：中国职业教育市场



资料来源：弗若斯特沙利文、前瞻网、万联证券研究所整理

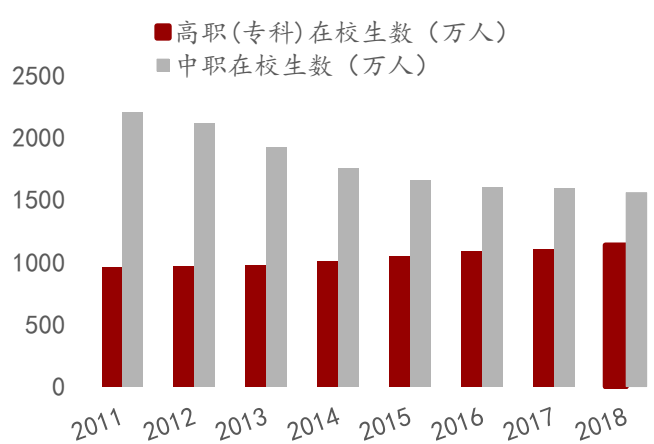
职业学历教育中，高职教育缓慢增加，中职教育呈较快下降趋势。由于教学效果不及预期等因素，我国高等职业教育学校数和在校生数量略有增加，中职学校数和在校生数下降速度较快。

图表49：中国中职高职学校数（所）



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

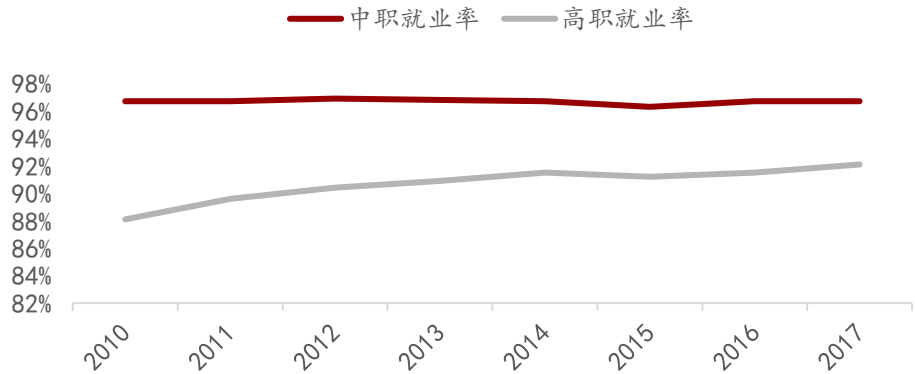
图表50：中国中职高职在校生数



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

需求旺盛，高等职业学历教育就业率稳步上升。在毕业生就业率方面，2010-2017年，中职毕业生就业率保持稳定，均在96%以上；高职毕业生就业率同样显著上升，从2010年的88.1%提高至2017年的92.1%，半年后就业率更是超过90%。

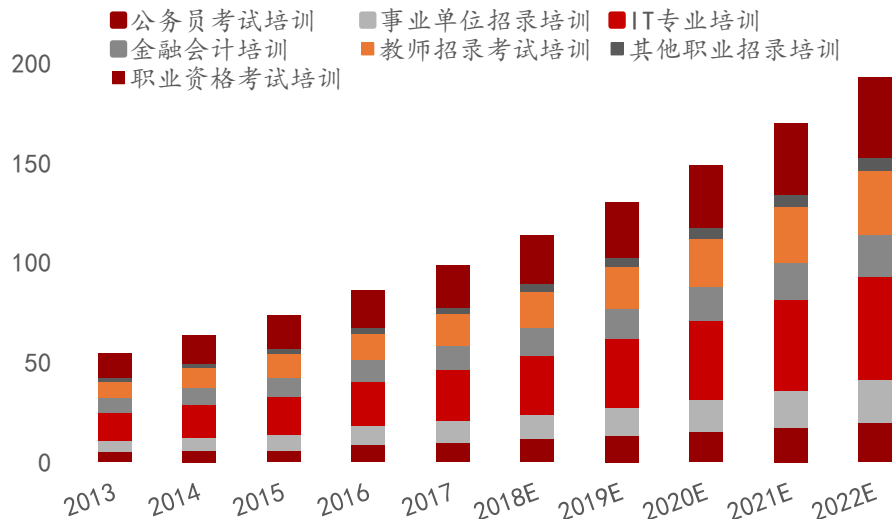
图表51：中国中职高职就业率



资料来源：前瞻网、万联证券研究所整理

非学历职业教育未来增长潜力大。根据弗若斯特沙利文统计数据，2017年我国教育市场规模为2.24万亿元人民币，细分赛道中职业教育市场规模位列第二，约6000亿元。职业教育中，非学历职业教育前景更为明朗，主要包括公务员考试培训、事业单位招聘招录培训、IT专业培训、金融会计培训、教师招录考试培训、其他职业招录培训、职业资格考试培训，7个子行业。2017年这7类子行业的收入分别为987亿元、99亿元、10.8亿元、25.6亿元、12.1亿元、15.7亿元、3.4亿元、21.2亿元，总计987亿元。自2013年以来年复合增长率高达16%，预计至2022年，非学历职业教育总收入将达到1930亿元，年增长率为14.3%。

图表 52：中国非学历职业教育收入情况



资料来源：弗若斯特沙利文、万联证券研究所整理

8.3 公考领域形成双寡头，其他领域集中度低

A股的公司多以参股或者控股公司的方式涉入职业教育领域。过去二十年，职业培训企业次第崛起，涉足教育范围日渐扩大，商业模式逐渐优化，多家职业教育机构

纷纷在A股、新三板、港股和美股上市。上市A股和美股的职业培训公司多涉及非学历职业培训，其中A股的公司多以参股或者控股公司的方式涉入职业培训领域，美股中纯正非学历的职业培训公司较多；港股的职业培训公司多为学历职业培训，以中专、大专院校的形式提供职业培训服务。

图表53：职业培训主要上市公司一览（数据截止2019年10月31日）

股票代码	股票名称	市值(亿元)	所涉及的教育领域	所属分类
002607	中公教育	1,233	公务员招录考试、其他招录考试、资格证考试、职业技能培训等	非学历职业培训
603377	东方时尚	148	机动车驾驶培训	非学历职业培训
300338	开元股份	34	财经类职业培训、IT类职业培训、设计类职业培训、产教融合、高端课程研发、图书文化出版、海外市场拓展等	非学历职业培训
002696	百洋股份	22	UI设计培训、影视特效培训、影视后期培训、室内设计培训、游戏原画培训、平面设计培训、VR视效等数字艺术教育	非学历职业培训
300688	创业黑马	22	创业辅导培训、以创业赛事活动为代表的公关服务、辅导培训服务、创业资讯等创业服务	非学历职业培训
300089	文化长城	29	互联网新兴领域的职业培训，涉及大数据、区块链、VR、UI设计、Web前端、互联网运营、影视动漫等多个专业项目课程。	非学历职业培训
DL.N	正保远程教育	17	会计、法律、建设工程、医药卫生、自考、成人高考、考研、外语、中小学培训、IT培训等	非学历职业培训
STG.N	尚德机构	30	自考本科、自考专科、高自考、专升本、财会职称、教师资格证等培训	非学历职业培训
H01072.HK	中国东方教育	327	烹饪及酒店管理培训业务、汽车维修职业技能培训、计算机技术职业技能培训、私人定制烹饪体验等	非学历职业培训

2779. HK	中国新华教育	40	民办教育机构，拥有高等教育、中等教育、网络教育、中外合作教育，旗下包括新华学院(民办正规大学)和新华学校(民办中等职业学校)	学历职业教育
8055. HK	中国网络信息科技	4	以互联网为载体的为客户提供远程教育平台、交互式多媒体课程、专业化行业培训服务与企业培训解决方案的综合型网络教育培训机构	非学历职业教育

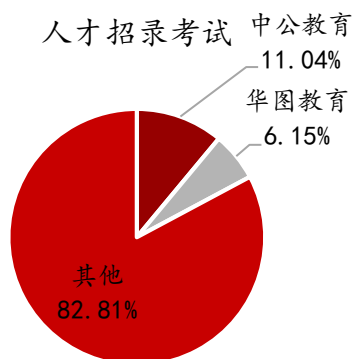
资料来源：公司官网、Wind、万联证券研究所整理

备注：市值按照10月31日汇率换算成人民币

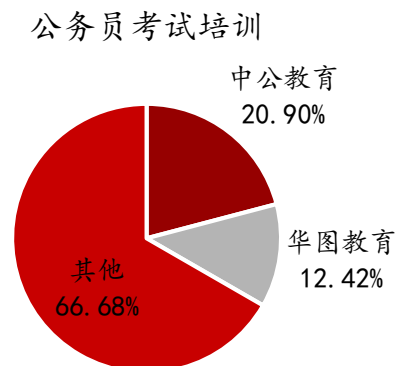
中公教育与华图教育为两大龙头，业务范围类似。截至2017年，按照收入统计，职业教育市场前五大参与者占教育市场总额的9.8%。其中，中公教育以4.1%的份额位居第一，2019年借壳亚夏汽车上市，现为A股目前最大的教育公司。根据弗若斯特沙利文的数据，人才招录考试培训2017年市场总量达364亿元（教师招录157亿、公务员考试99亿、事业单位招录考试108亿元）；其中市场前两大巨头中公和华图教育市场占有率合计为17.19%，其中中公教育为11.04%、华图教育为6.15%。在具体的细分板块中，中公和华图教育按收入计算占公务员考试培训市场总额的33.32%（中公教育为20.9%、华图教育为12.42%），占事业类考试培训市场总额的8.18%（中公教育为5.37%、华图教育为2.81%），占教师类考试培训市场总额的7.14%（中公教育为4.33%、华图教育为2.81%）。

中公教育近年来逐步与华图教育拉开差距。2013-2015年，中公教育的净利润为华图教育的50%左右，2016年基本持平，2017年中公教育净利润远超华图教育。2019年中公教育成功借壳上市，扩大融资，市场竞争力有望进一步提升，相较而言，华图教育上市之路波折颇多，2019年港股上市未能成功，目前积极寻求A股上市。

图表54：中公和华图在人才招录考试市场占比



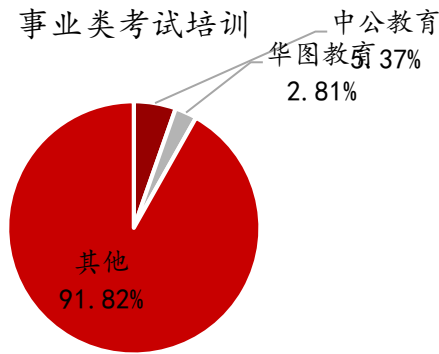
图表55：中公和华图在公务员考试市场占比



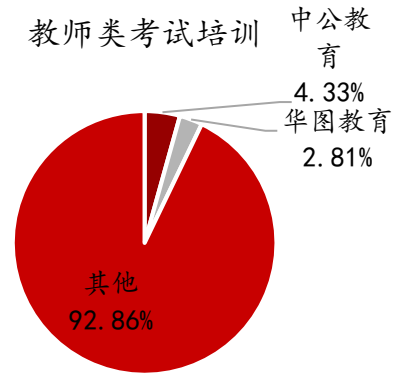
资料来源：弗若斯特沙利文、万联证券研究所整理

资料来源：弗若斯特沙利文、万联证券研究所整理

图表56: 中公和华图在事业类考试市场占比



图表57: 中公和华图在教师类考试市场占比



资料来源: 弗若斯特沙利文、万联证券研究所整理

资料来源: 弗若斯特沙利文、万联证券研究所整理

9、投资建议

教育行业有数万亿级的市场规模, 虽然人口红利逐步消逝, 但产业变革、教育服务升级带来渗透率和学费的提升, 预计未来行业仍能保持稳健增长。在细分赛道中, 我们最看好职业教育, 其次为K12课外培训。教育行业是典型的大行业+小公司, 集中度非常低, 随着近两年产业快速发展+资本大量涌入+上市通道打开, 资产证券化加速, 集中度有望加快提升, 建议关注龙头企业。

10、风险提示

- 1、教育行业政策性风险;
- 2、行业竞争加剧风险;
- 3、行业增长不及预期风险。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心
深圳 福田区深南大道2007号金地中心
广州 天河区珠江东路11号高德置地广场