

增持

——维持

日期：2019年11月20日

行业：教育



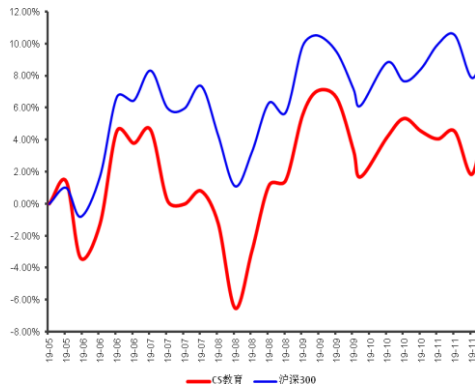
分析师：周菁

Tel: 021-53686158

E-mail: zhoujing@shzq.com

SAC证书编号: S0870518070002

近6个月行业指数与沪深300比较



报告编号:

相关报告:

证券研究报告/行业研究/年度策略

# 抓景气，望龙头

## —教育行业 2020 年度投资策略

### ■ 主要观点

#### 2019 年回顾：教育表现良好，估值稳定、内部分化

截止 11 月 15 日，CS 教育指数年初至今上涨 12.11%，位于 30 个中信一级行业的第 15 位。随着年初《中国教育现代化 2035》《加快推进教育现代化实施方案(2018-2022 年)》等一系列重磅政策出台，政策的不确定性风险程度较 2018 年有所减弱，叠加如中公教育、中国东方教育、新东方在线等纯正教育龙头企业在海内外上市优化了投资标的结构，教育板块二级市场的投资情绪有所恢复，板块整体表现较去年明显向好。剔除估值差异较大的数值后，A 股教育板块的整体估值由年初的 34X 小幅降至 11 月 15 日的 30X，估值水平较为稳定。当前时点板块平均估值水平：教育美股>教育 A 股>教育港股。板块估值内部分化，估值较高的子板块为早教和职业教育，估值较低的子板块为 K12 教育和素质教育（不考虑国际教育负估值）。

#### 职业教育：政策加持、需求火热，龙头兼具成长与盈利

政策频繁加持职业教育，学历高职领域外延教育部并不限制并购事项，内生有扩招百万及本科层次职业大学扩大招生范围促进，外延与内生齐驱。非学历职教培训需求火热，公考、教师、考研等报考基数均维持高百万规模，未来重点关注通过率、竞争比高导致的参培率提升和高客单价的长周期协议班课程占比提高对价格带的拉升作用。中公教育作为职教绝对龙头，兼具成长与盈利：成长性来自品类格局突破和渠道下沉发力，盈利性来自产品结构升级和运营提效降费。

#### 在线教育：高速成长的千亿市场，龙头掘金下沉红利

需求端在线教育优秀的师资和低廉的价格对低线城市用户有天然的吸引力，技术端 5G 网络商用+AI 赋能进一步优化线上学习体验，K12 在线课外辅导市场高速增长，2018 年市场规模约为 302 亿元，2013-2018 年 CAGR 为 85.2%，预计 2020 年突破千亿至 1189 亿元。新东方在线以东方优播加快向三四线城市下沉市场，凭借一线城市师资+本地化教研+强功能线下体验店+线上单师直播互动对当地传统教培机构实现降维打击，暂时没有市场竞品，且已初步形成低获客成本、高定价、快增长用户规模和转化率的多维度外化优势。

#### 教育信息化：把握标考建设新一轮景气周期

始于 2017 年的第二轮标准化考点建设存量和增量齐升，存量高清换代，增量来自于（1）应用场景从高考向高中学业水平考试、中考等延伸；（2）“1 个平台+N 个子系统”共同建设导致单间教室客单价实现翻番。佳发教育为标考信息化建设龙头，作为本轮建设制高点的考试综合管理平台项目，公司已完成 6 个省级平台建设，并承担国家端建设，保持行业领先地位。凭借上一轮建设积淀的入口、用户和渠道优势，公司切入智慧教育领域，业务快速发展，打造新增长点。同时公司持续推进管理提升和降本增效行动，费用率进入下降通道。

重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责声明。

## ■ 投资建议

维持教育行业“增持”评级。我们认为 2020 年教育行业投资策略把握两条主线：一是需求端景气，如同时享受政策红利和需求火爆的职业教育，技术升级带来新体验、不断下沉市场的在线教育，政策引导下迎来新一轮建设周期的教育信息化，此外还有二胎政策下托育需求上升的早教。二是供给端改善，K12 课外辅导经历了 2018 年的严监管后，市场出清不合规中小机构，龙头短期虽增长有所影响，但放眼 2020 年仍给予 25-30% 左右的收入增速，可见龙头的抗风险性及增长的持续性、稳健性，预计市场份额进一步集中于头部，竞争格局改善。A 股市场建议关注：职业教育的中公教育、教育信息化的佳发教育、早教的美吉姆。此外建议关注新东方、好未来和新东方在线（海外市场标的，暂不评级）。

## ■ 风险提示

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

重点关注股票业绩预测和市盈率

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			投资评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
002607	中公教育	20.46	0.19	0.28	0.41	108	73	50	增持
300559	佳发教育	29.37	0.47	0.78	1.22	62	38	24	增持
002621	美吉姆	11.36	0.09	0.29	0.31	126	39	37	增持

资料来源：上海证券研究所，股价数据为 2019 年 11 月 15 日收盘价

## 目 录

<b>一、2019 年回顾：教育表现良好，估值稳定、内部分化</b> .....	6
1.1 行情回顾：教育板块表现良好，估值稳定、内部分化 .....	6
1.2 教育港/美股：上市热度不减，囊括 K12 线下/线上业态 ..	8
<b>二、职业教育：政策加持、需求火热，龙头兼具成长与盈利</b> .....	10
2.1 政策加持，高教外延和内生齐驱 .....	10
2.2 需求火热，关注职教培训参培率和客单价提升 .....	14
2.3 中公教育：龙头兼具成长与盈利，护城河深 .....	18
<b>三、在线教育：高速成长的千亿市场，龙头掘金下沉红利</b> .....	23
3.1 K12 在线教育需求渐起，2020 年迎来千亿市场 .....	23
3.2 新东方在线：以东方优播加快下沉市场 .....	26
<b>四、教育信息化：把握标考建设新一轮景气周期</b> .....	30
4.1 新一轮标考建设存量/增量齐升，打开向上空间 .....	30
4.2 佳发教育：巩固标考建设龙头地位，积极探索智慧教育	32
<b>五、投资建议</b> .....	34
<b>六、风险提示</b> .....	35

图

图 1 各板块年初至今区间涨跌幅 (%)	6
图 2 A 股重点教育上市公司年初至今股价涨跌幅	7
图 3 教育板块各市场平均估值水平	7
图 4 今年以来新东方和好未来的 PE (TTM) 变化	7
图 5 A 股教育子板块平均估值水平	8
图 6 2019 年各省市高职扩招计划名额 (万人)	13
图 7 非学历职业教育三大板块	15
图 8 全国高校毕业生人数持续走高	15
图 9 2020 年国考招录人数大幅回暖 (万人)	15
图 10 历年国考和省考过审人数 (万人)	15
图 11 教师资格证报考人数快速增长 (万人)	16
图 12 非师范生成为教资报考主要生源 (2019H2)	16
图 13 考研报名人数逐年走高 (万人)	16
图 14 往届生考研人数占比逐年提高	16
图 15 各类考试考生人数基数预估 (万人)	17
图 16 各类考试通过率水平	17
图 17 国考历年平均竞争比	17
图 18 教师资格考试培训客单价水平有较大提升空间	18
图 19 中公教育历年营收情况 (百万元)	18
图 20 中公教育历年归属净利润情况 (百万元)	18
图 21 中公教育发展历程	19
图 22 中公教育主要产品	20
图 23 中公教育教师和综合业务收入情况 (百万元)	20
图 24 中公教育收入结构及收入增量结构 (%)	20
图 25 中公教育网点数量规模领先同行	21
图 26 截止 2018 年 4 月中公教育分区域网点数量	21
图 27 中公教育协议班收入及占比 (百万元)	21
图 28 中公教育整体及各业务毛利率水平	21
图 29 中公教育销售/管理费用率下降	22
图 30 中公教育净利率较快提升	22
图 31 K12 在线教育发展历程	24
图 32 选择线上或线下的原因	25
图 33 在线教育拥有更优师资和更低价格	25
图 34 最近半年 00 后上辅导班的付费均值 (元)	25
图 35 国内 K12 在线课外辅导市场规模 (亿元)	26
图 36 在线 K12 课后辅导市场渗透率 (%)	26
图 37 新东方在线 K12 教育业务高速增长 (百万元)	27
图 38 东方优播的财务数据 (百万元)	27
图 39 新东方按城际与形式划分运营品牌及对应竞品	27
图 40 东方优播严苛的老师筛选流程	28
图 41 东方优播线下体验店的四大功能	28
图 42 东方优播的上课界面	29
图 43 东方优播获客成本更低 (元)	30

图 44 东方优播定价更高（元/时） .....	30
图 45 东方优播暑期招生人次爆发增长（万人次） .....	30
图 46 东方优播城市拓展加速（个） .....	30
图 47 新一轮标考建设要求“1 个平台+N 个子系统” .....	32
图 48 佳发教育历年营收情况（百万元） .....	33
图 49 佳发教育历年归属净利润情况（百万元） .....	33
图 50 佳发教育智慧招考收入情况（百万元） .....	34
图 51 佳发教育智慧教育收入情况（百万元） .....	34
图 52 新一轮标考建设要求“1 个平台+N 个子系统” .....	34

## 表

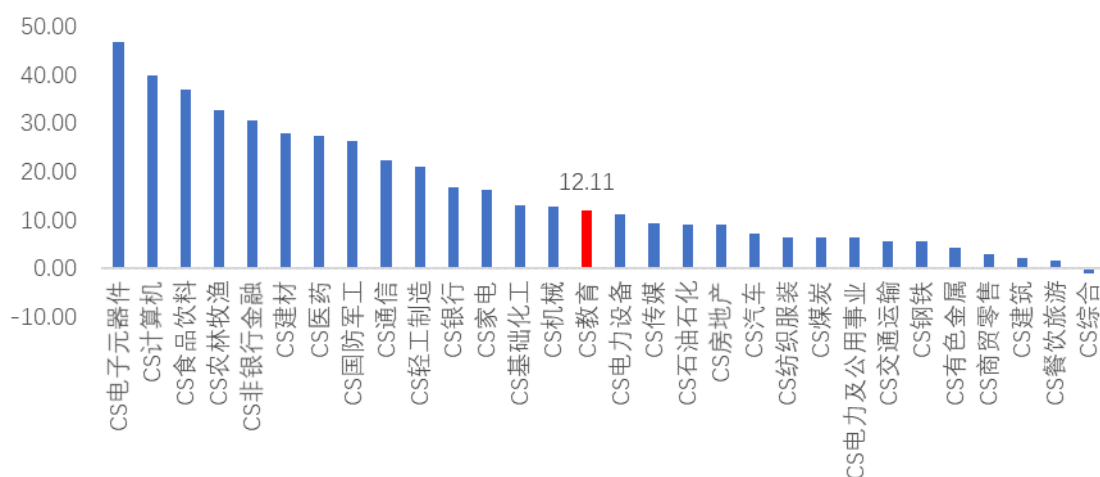
表 1 港股教育个股年初至今涨跌幅 .....	8
表 2 美股教育个股年初至今涨跌幅 .....	9
表 3 年初以来职业教育重磅政策一览 .....	10
表 4 今年教育部审批了多个民办学院举办者变更 .....	11
表 5 2019 年高教上市公司并购案例 .....	12
表 6 高教上市公司旗下部分高校 2019 年高职扩招情况统计 .....	14
表 7 中公教育教师资格培训协议班部分课程 .....	21
表 8 今年以来部分考试综合管理平台招标项目整理 .....	31
表 9 今年以来部分考试综合管理平台招标项目整理 .....	35

## 一、2019 年回顾：教育表现良好，估值稳定、内部分化

### 1.1 行情回顾：教育板块表现良好，估值稳定、内部分化

2019 年教育板块市场表现良好。截止 2019 年 11 月 15 日（下同），CS 教育指数年初至今上涨 12.11%，位于 30 个中信一级行业的第 15 位。2018 年受 K12 课外教培、学前教育等细分领域政策监管加强影响，教育板块表现市场垫底。2019 年随着年初《中国教育现代化 2035》《加快推进教育现代化实施方案(2018-2022 年)》等一系列重磅政策出台，政策的不确定性风险程度有所减弱，叠加如中公教育、中国东方教育、新东方在线等纯正教育龙头企业在海内外上市优化了投资标的结构，教育板块二级市场的投资情绪有所恢复，板块整体表现较去年明显向好。

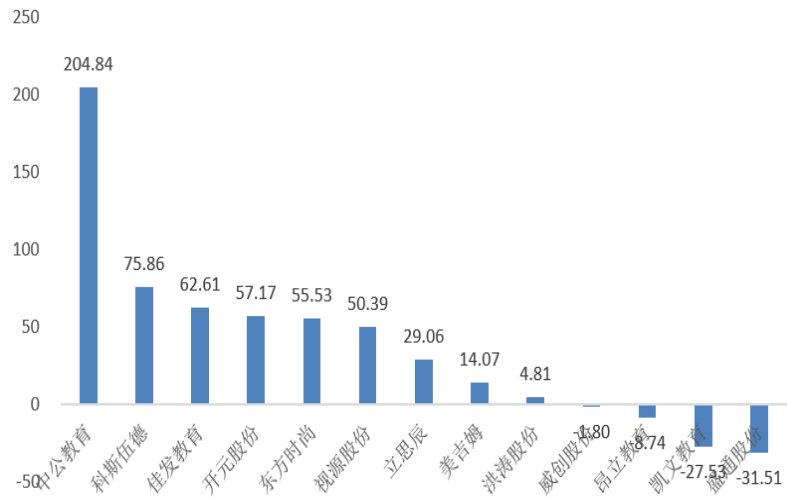
图 1 各板块年初至今区间涨跌幅 (%)



数据来源: Wind, 上海证券研究所 (注: 截止 2019/11/15, 下同)

大多数教育个股年内股价上涨，中公教育涨幅一骑绝尘。以 13 家 A 股重点教育上市公司为样本，年初至今 9 家股价上涨、4 家股价下跌，领涨的主要包括职业教育的中公教育 (204.84%)、开元股份 (57.17%)、东方时尚 (55.53%)，K12 教育的科斯伍德 (75.86%)，教育信息化的佳发教育 (62.61%)、视源股份 (50.39%)；领跌的主要是素质教育的盛通股份 (-31.51%)，国际教育的凯文教育 (-27.53%)。

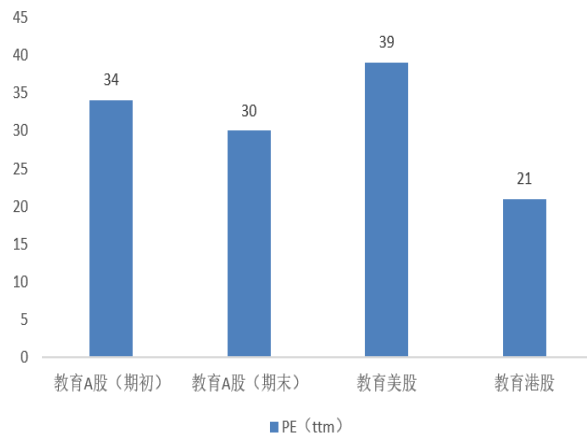
图 2 A 股重点教育上市公司年初至今股价涨跌幅



数据来源: Wind, 上海证券研究所

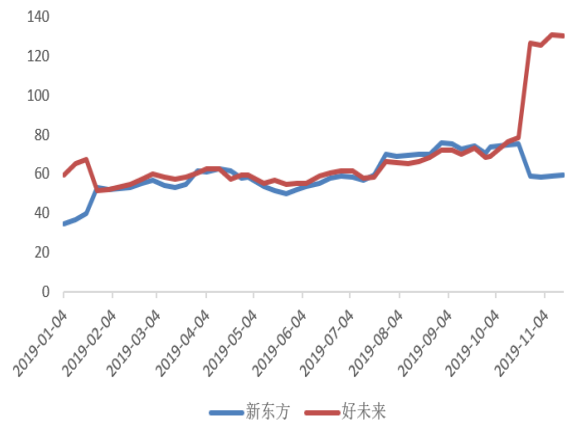
年初至今 A 股教育板块估值水平相对稳定。剔除估值差异较大的数值后, A 股教育板块的整体估值由年初的 34X 小幅降至 11 月 15 日的 30X, 估值水平较为稳定。同期, 教育美股的平均估值由年初的 17X 升至 39X, 龙头新东方和好未来的动态 PE 几乎翻倍。同比不考虑新东方在线的情况下, 教育港股的平均估值年内保持在 21X。总的来看, 当前时点板块平均估值水平: 教育美股 > 教育 A 股 > 教育港股。

图 3 教育板块各市场平均估值水平



数据来源: wind, 上海证券研究所

图 4 今年以来新东方和好未来的 PE (TTM) 变化

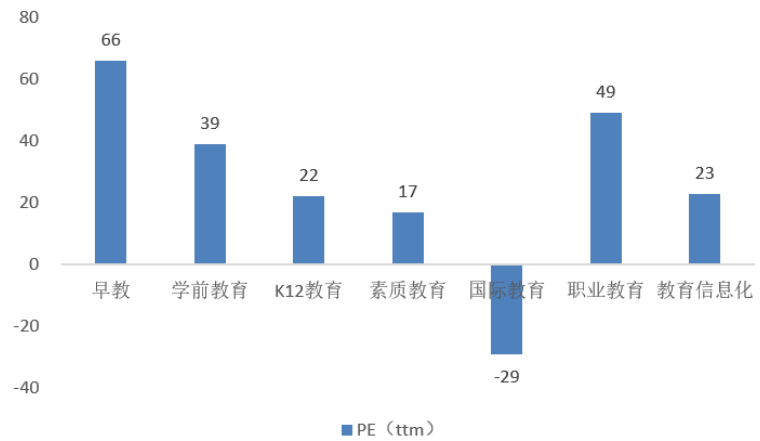


数据来源: wind, 上海证券研究所

板块估值分化, 早教和职业教育估值较高。截止 11 月 15 日, A 股早教、学前教育、K12 教育、素质教育、国际教育、职业教育、教育信息化各子板块的平均估值水平分别约为 66X、39X、22X、17X、-29X (凯文教育尚未盈利)、49X、23X, 估值较高的子板块为早教和职业教育, 估值较低的子板块为 K12 教育和素质教育 (不考虑国际教育负估值)。早教和职业教育今年以来都有明确的政策利好, 且需求端热度不减, 同时相关赛道分别有美吉姆和中公教育

这样的龙头上市、给予一定估值溢价，拉动板块估值水平上升。

图 5 A 股教育子板块平均估值水平



数据来源: Wind, 上海证券研究所

## 1.2 教育港/美股: 上市热度不减, 囊括 K12 线下/线上业态

年初至今, 港股有银杏教育、中国科培、新东方在线、中国东方教育、思考乐教育、中汇集团共 6 家教育公司成功上市, 且华立大学已通过聆讯、将于 11 月 25 日正式挂牌交易。港股教育板块目前已有 21 家上市公司, 且均为纯正的教育企业, 形成了较为独立的产业集群。截止 11 月 15 日, 中国东方教育、中教控股、新东方在线三家公司位列港股教育市值前三, 思考乐教育 (173.2%)、天立教育 (123.1%)、新东方在线 (92.4%) 三家公司位列年内涨幅前三。

表 1 港股教育个股年初至今涨跌幅

公司简称	股票代码	总市值 (亿元)	年初至今 涨跌幅
中国东方教育	0667.HK	317.63	63.3%
中教控股	0839.HK	189.87	10.4%
新东方在线	1797.HK	164.79	92.4%
宇华教育	6169.HK	138.02	53.0%
希望教育	1765.HK	74.59	49.6%
中国科培	1890.HK	65.55	50.3%
枫叶教育	1317.HK	63.81	-29.6%
成实外教育	1565.HK	62.48	-40.9%
睿见教育	6068.HK	60.83	19.2%
天立教育	1773.HK	57.76	123.1%
思考乐教育	1769.HK	49.64	173.2%
民生教育	1569.HK	49.63	5.3%
中汇集团	0382.HK	41.11	57.1%
中国新华教育	2779.HK	40.31	48.1%
新高教集团	2001.HK	38.35	-17.1%
宝宝树集团	1761.HK	29.47	-71.6%



卓越教育集团	3978.HK	21.30	14.3%
中国春来	1969.HK	16.76	3.3%
21世纪教育	1598.HK	8.74	-14.9%
银杏教育	1851.HK	8.41	39.3%
博骏教育	1758.HK	3.90	-73.5%

数据来源: Wind、上海证券研究所

年初至今, 美股有跟谁学和有道 2 家教育公司成功上市, 美股市场目前已有 17 家教育类上市公司, 同样均为纯正的教育企业, 也形成了具有一定独立性的教育投资板块。截止 11 月 15 日, 好未来、新东方、跟谁学三家公司位列美股教育市值前三, 新东方 (121.6%)、朴新教育 (84.1%)、好未来 (66.6%) 三家公司位列年内涨幅前三。

表 2 美股教育个股年初至今涨跌幅

公司简称	股票代码	总市值(亿元)	年初至今涨跌幅
好未来	TAL.N	1,843.36	66.6%
新东方	EDU.N	1,343.93	121.6%
跟谁学	GSX.N	245.55	42.3%
海亮教育	HLG.O	121.02	34.0%
有道	DAO.N	105.60	7.8%
博实乐	BEDU.N	81.52	0.1%
精锐教育	ONE.N	80.30	-8.6%
朴新教育	NEW.N	66.32	84.1%
尚德机构	STG.N	30.73	-15.5%
瑞思学科英语	REDU.O	27.94	-11.8%
正保远程教育	DL.N	16.46	4.5%
红黄蓝	RYB.N	12.59	5.3%
流利说	LAIX.N	11.85	-54.6%
无忧英语	COE.N	9.88	-4.3%
四季教育	FEDU.N	7.42	-10.6%
达内科技	TEDU.O	3.25	-86.1%
安博教育	AMBO.A	2.06	-75.1%

数据来源: Wind、上海证券研究所

今年海外市场上市的教育公司包括了 K12 线下校外培训 (卓越教育集团、思考乐教育)、在线教育 (新东方在线、跟谁学)、职业教育 (中国东方教育、中国科培等) 三大业务形态, 其中 K12 在线教育迎来资产证券化元年, 新东方在线和跟谁学上市以来分别上涨 92.4% 和 42.3%。

## 二、职业教育：政策加持、需求火热，龙头兼具成长与盈利

### 2.1 政策加持，高教外延和内生齐驱

**政策频频加持职教，大力推动改革深化。**年初以来职业教育领域频频迎来重磅政策加持：1月国务院正式印发《国家职业教育改革实施方案》（“职教20条”），3月国家发改委、教育部联合印发《建设产教融合型企业实施办法（试行）》，4月教育部、国家发改委等四部门联合印发了《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》，5月教育部、国家发改委、财政部等六部门联合印发《高职扩招专项工作实施方案》，同月国务院办公厅发布《职业技能提升行动方案（2019—2021年）》。一系列重磅政策出台旨在大力推动我国职业教育改革深化，在产业升级和经济结构调整的背景下，保障高技术技能型人才的培养与供给。

表 3 年初以来职业教育重磅政策一览

时间	政策法规	发文机构	主要内容
2019.1	《国家职业教育改革实施方案》	国务院	到2022年，职业院校教学条件基本达标，一大批普通本科高等学校向应用型转变，建设50所高水平高等职业学校和150个骨干专业（群）。从2019年开始，在职业院校、应用型本科高校启动“学历证书+若干职业技能等级证书”制度试点（以下称1+X证书制度试点）工作。2020年初步建成300个示范性职业教育集团（联盟），带动中小企业参与。支持和规范社会力量兴办职业教育培训，鼓励发展股份制、混合所有制等职业院校和各类职业培训机构。
2019.2	《中国教育现代化2035》	中共中央办公厅、国务院办公厅	加快发展现代职业教育，不断优化职业教育结构与布局。集中力量建成一批中国特色高水平职业院校和专业，推进中等职业教育和普通高中教育协调发展。
2019.2	《加快推进教育现代化实施方案（2018—2022年）》	中共中央办公厅、国务院办公厅	深化职业教育产教融合，完善学历教育与培训并重的现代职业教育体系，健全产教融合的办学体制机制，大力推进产教融合、校企合作，制定并落实职业院校生均拨款制度。
2019.3	《建设产教融合型企业实施办法（试行）》	发改委、教育部	重点建设培育主动推进制造业转型升级的优质企业，以及现代农业、智能制造、高端装备、新一代信息技术、生物医药、节能环保、新能源、新材料以及研发设计、数字创意、现代交通运输、高效物流、融资租赁、工程咨询、检验检测认证、电子商务、服务外包等急需产业领域企业，以及养老、家政、托幼、健康等社会领域龙头企业。进入产教融合型企业认证目录的企业，给予“金融+财政+土地+信用”的组合式激励，并按规定落实相关税收政策。

2019.4	《关于实施中国特色高水平高职学校和专业建设计划的意见》	教育部、财政部	集中力量建设 50 所左右高水平高职学校和 150 个左右高水平专业群，到 2022 年，列入计划的高职学校和专业群办学水平、服务能力、国际影响显著提升；到 2035 年，一批高职学校和专业群达到国际先进水平，引领职业教育实现现代化。
2019.4	《关于在院校实施“学历证书+若干职业技能等级证书”制度试点方案》	教育部等四部门	自 2019 年开始，重点围绕服务国家需要、市场需求、学生就业能力提升，从 10 个左右领域做起，启动 1+X 证书制度试点工作。2020 年下半年，做好试点工作阶段性总结，研究部署下一步工作。
2019.5	《高职扩招专项工作实施方案》	教育部等六部门	高职大规模扩招 100 万人，合理确定 2019 年各省份高职扩招计划安排，重点布局在优质高职院校，区域经济建设急需、社会民生领域紧缺和就业率高的专业，以及贫困地区特别是连片特困地区。加大东部地区院校向中西部地区的招生计划投放力度。中央财政加大对高职院校扩招的支持力度，引导地方政府落实生均拨款制度、奖助学金提标扩面政策等，加强办学条件薄弱公办高职院校改造，加大政府购买高职教育服务力度。
2019.5	《职业技能提升行动方案（2019—2021 年）》	国务院	2019 年至 2021 年共开展各类补贴性职业技能培训 5000 万人次以上，其中 2019 年培训 1500 万人次以上；经过努力，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。企业举办或参与举办职业院校的，各级政府可按规定根据毕业生就业人数或培训实训人数给予支持。从失业保险基金结余中拿出 1000 亿元，统筹用于职业技能提升行动。落实将企业职工教育经费税前扣除限额提高至工资薪金总额 8% 的税收政策。

数据来源：国务院，教育部，司法部，财政部，上海证券研究所

➤ 外延：鼓励社会力量参与职业教育办学，教育部并不限制民办高等教育并购。职教 20 条中提到要推动企业和社会力量举办高质量职业教育，鼓励发展股份制、混合所有制等职业院校和各类职业培训机构，目标 2020 年初步建成 300 个示范性职业教育集团（联盟）。未来职业教育将逐步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，企业将承担重要办学主体角色。反映到二级市场上，民办本科学校（包括民办本科和独立学院）的收购，过去为避免举办人变更需经教育部审批事项，多采取直接收购举办人公司的方式进行，并不涉及举办人本身变更。今年教育部批准了湖北文理学院理工学院、湖北师范大学文理学院、山东协和学院、湖南交通工程学院、黑龙江工程学院昆仑旅游学院（3 所独立学院、2 所民办本科）的举办人变更，实际上表明教育部对民办高等教育领域的并购事项并不限制，符合国家政策鼓励职业教育发展股份制、混合所有制等多元办学结构的意志导向。

表 4 今年教育部审批了多个民办学院举办者变更

学院名称	学校层次	变更前举办者	变更后举办者
湖北文理学院理工学院	独立学院	湖北泽人教育投资有限公司	襄阳汉江国投教育投资有限公司

湖北师范大学文理学院	独立学院	湖北师范学院劳动服务总公司	武汉美联华美科教发展有限公司
山东协和学院	民办本科	盛振文	山东协和园林工程有限公司
湖南交通工程学院	民办本科	刘福生、湖南福祥消防安全职业培训学校	湖南中盛教育投资有限责任公司
黑龙江工程学院	独立学院		哈尔滨市城投投资控股有限公司
昆仑旅游学院			(新增举办者)

数据来源：教育部，上海证券研究所

**港股高教存量整合延续，独立学院转设提供契机。**今年以来，港股高等教育板块已有 19 个并购案例，超过 2018 年全年，外延并购仍然可行，在牌照、资金、投资回报期等条件限制下增量有限，未来高教领域仍将延续存量整合逻辑。从标的属性来看，独立学院有 6 所（山东泉城大学、南京财经大学红山学院、贵州大学科技学院、四川外国语大学重庆南方翻译学院、昆明医科大学海源学院、苏州科技大学天平学院）、民办本科 2 所、高职院校 2 所、中职学校 2 所、技工院校 2 所、境外高校 2 所，独立学院为主要的并购对象。截止 2018 年底，全国有独立学院 265 所，独立学院加速转设为民办高教集团提供了大量的潜在标的。

表 5 2019 年高教上市公司并购案例

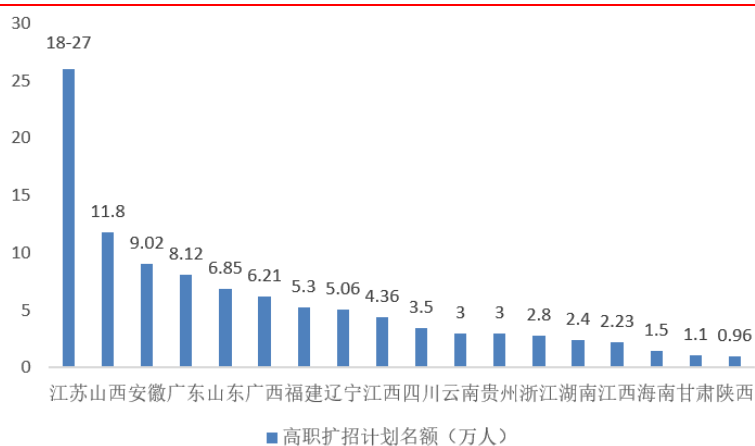
时间	上市公司	收购标的	收购比例	交易金额 (亿元)	标的总估值 (亿元)	在校生人数	标的净利润 (万元)	标的净资产 (亿元)	收购生均估值 (万元/人)	收购 PE	收购 PB
2019.1	中教控股	山东泉城大学	100%	4.545	4.55	8529	40.4	3.77	5.33	1125.00	1.21
2019.2	中国新华教育	南京财经大学红山学院	100%	6.1	6.10	8600			7.09		
2019.2	宇华教育	斯坦福国际大学 (泰国)	100%	1.9	1.90	4000	-2586		4.75		
2019.6	中教控股	四川外国语大学重庆南方翻译学院	100%	10.1	10.10	13000	-400.5	5.43	7.77		1.86
2019.7	中国新华教育	昆明医科大学海源学院 昆明市卫生学校	60%	9.18	15.30	12026 6300	12419.6	2.89	8.35	12.32	5.29
2019.7	宇华教育	山东英才学院	90%	14.9	16.56	31500	9102	4.41	5.26	18.19	3.75
2019.7	希望教育	鹤壁汽车工程职业学院 贵州大学科技学院	95% 100%	1.6 1.48	1.68 1.48	4504 9000	 1533.9	 0.642	3.74 1.64	 9.65	 2.31
2019.7	中国春来	苏州科技大学天平学院	100%	8	8.00	8002			10.00		
2019.8	希望教育	苏州托普学院	99%	4	4.04	5000	592.61	0.81	7.35	68.18	4.99

		昆山技工学校				500					
		银川能源学院 (银川大学)				11300	2578.71	10.77			
		银川科技职业 学校				3700	471.74	0.13			
		宁夏现代高级 技工学校	100%	14.5	14.50	160	2.38	0.004	9.56	45.52	1.32
		银川大学职业 技能培训中心					14.36	0.014			
		银大汽修厂					73.74	0.045			
		银大驾校					44.61	0.058			
2019.9	中教控股	澳大利亚国王 学院	100%	6.17	6.17	2400	4262	0.56	25.71	14.48	11

数据来源：公司公告，上海证券研究所

➢ 内生：(1) 高职扩招百万释放生源增量。年初《政府工作报告》中指出高职院校将扩招 100 万人，5 月《高职扩招专项工作实施方案》正式发布，按过往高职报到率预估 2019 年全国高职招生计划增量约 115 万人，将分省、分部门下达高职扩招计划。目前，已有山西、安徽、广东、山东、广西等多个省份公布了今年的高职扩招计划名额，合计约增加 77.21 万个招生名额，占目标总数的 67%，此外江苏省作为国内高职院校数量最多的省份（90 所），现有高职在校生 68 万人，按标准办学条件估算还可扩容 18-27 万人。

图 6 2019 年各省市高职扩招计划名额（万人）



数据来源：各省市教育局，上海证券研究所

估算今年高职扩招收入贡献不足 3%，中长期看积累学生增量 and 单人 ARPU 值提升。目前高教上市公司旗下单校高职扩招计划名额多为 500 人或 1000 人，最少的为重庆工商大学派斯学院，仅扩招 120 人。假设按报到率 80% 估算，民生教育、新高教集团、中国新华教育 2019 年高职扩招有望带来收入增量分别为 1687/1081/320 万元，分别占 2018 财年收入的 2.7%/1.5%/0.8%，占比仍较低。我们认为，积极响应国家高职扩招百万号召，短期招生名额会有明显

增加，但可能反映到收入端贡献占比仍较小，主要系单校分配的扩招名额有限且高职类收费较本科收费偏低，但中长期来看，一是高职扩招情况有望在接下来几年持续，不断积累学生增量；二是可挖掘专升本、1+X 证书制度等多样化收费方式，提升单人 ARPU 值，预计未来高职扩招带来的收入增量占比将逐渐提高。

表 6 高教上市公司旗下部分高校 2019 年高职扩招情况统计

上市公司	旗下高校	扩招名额 (人)	报到率	学费 (元/年)	收入增量 (万元)	2018 财年收入 (亿元)	增量占比 (%)
民生教育	重庆工商大学派斯学院	120	80%	12000	115.2		
	重庆应用技术职业学院	1000	80%	9000-9800	752		
	南昌职业大学	1000	80%	9500-11000	820		
	小计	2120			1687.2	6.23	2.7%
新高教集团	贵州工商职业学院	1000	80%	8000-9380	695.2		
	湖北民族大学科技学院	500	80%	9500-9800	386		
	小计	1500			1081.2	7.27	1.5%
中国新华教育	安徽新华学校	500	80%	8000	320	3.86	0.8%

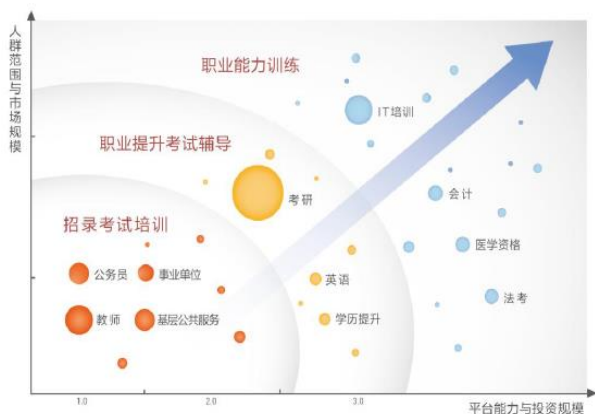
数据来源：公司官网，公司公告，上海证券研究所（注：假设报到率为 80%，学费取区间均值，贵州工商职业学校学费按全部专业估算）

**(2) 升级本科职业大学扩大招生范围。**为了“探索职业教育发展新路径，进一步完善职业教育体系”，今年 6 月教育部正式发函，同意 15 所高职院校更名“大学”，并升级为本科院校，成为国内首批本科“职业大学”，开展本科层次职业教育试点。该 15 所职业大学分布在山东（3 所）、广东&陕西&江西（各 2 所）及福建、广西、海南、河南、四川、重庆（各 1 所）共 10 个省市。升级为本科层次办学后，职业大学具备了本科招生能力，如广东工商职业技术大学和广州科技职业技术大学分别有 10 个本科专业于今年正式启动招生，进一步扩大了招生范围，为内生增长提供支持。

## 2.2 需求火热，关注职教培训参培率和客单价提升

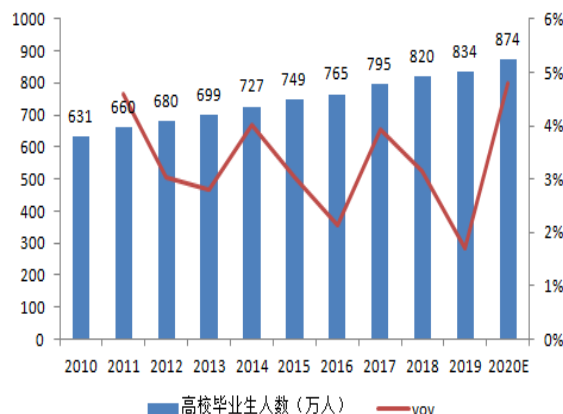
**就业压力之下，人才招录和职业提升考试报名需求火热。**非学历的职业教育可分为招录考试培训（公务员、事业单位、教师、基层公共服务等）、职业提升考试辅导（考研、英语、自考等）、职业能力训练（IT 培训、会计、医学资格、法考等）三大类。经济进入增速换挡期，就业压力日益增大，公务员、教师等工作较为稳定、待遇性价比较高的岗位对高校毕业生及其他社会人士的吸引力有所加大，导致近年来出现了居高不下的公考热、教师资格证热等现象，同时为了延迟毕业、减轻找工作的压力，本科应届生及往届生报名考研的人数也逐年增加。

图 7 非学历职业教育三大板块



数据来源：中公教育公告，上海证券研究所

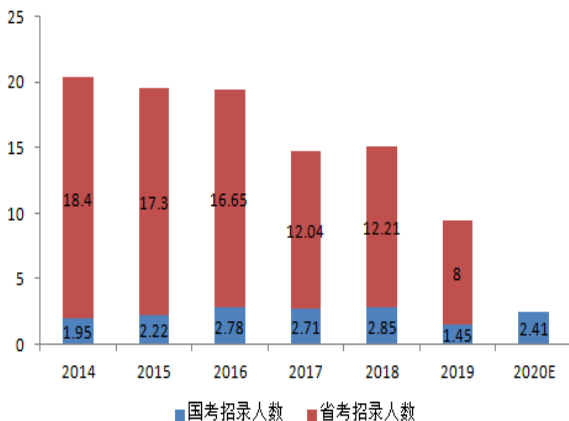
图 8 全国高校毕业生人数持续走高



数据来源：教育部，上海证券研究所

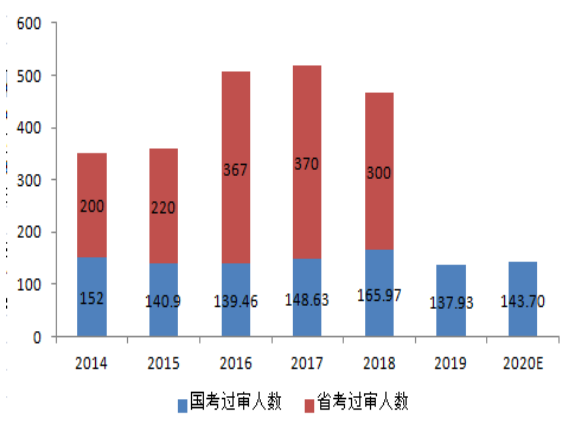
(1) 国考：随着 2019 年 3 月党政机构改革全部结束，公招明显回暖，2020 年国考计划招录 2.41 万，同比+66%，最终 143.7 万人报考过审，同比+4%，连续 12 年报考人数破百万。参考国考招录恢复趋势，我们预计 2020 年省考招录规模或也将大幅回升。

图 9 2020 年国考招录人数大幅回暖 (万人)



数据来源：公考资讯网，上海证券研究所

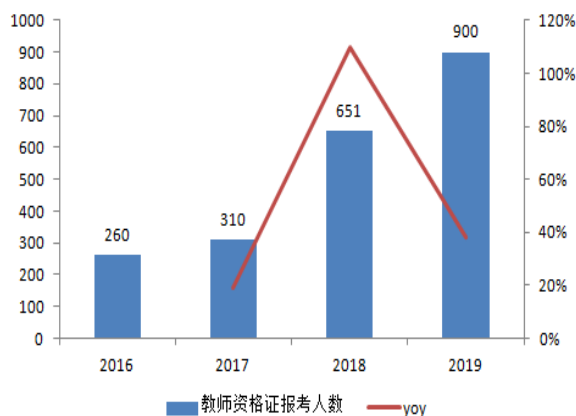
图 10 历年国考和省考过审人数 (万人)



数据来源：公考资讯网，上海证券研究所

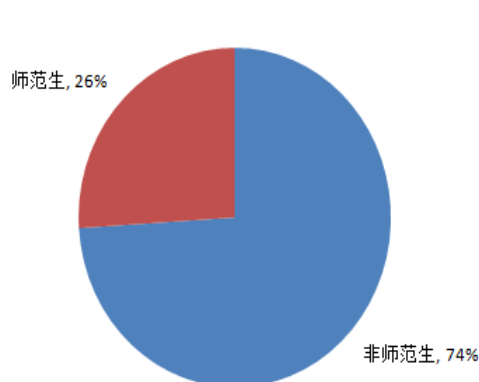
(2) 教师资格证考试：2019 年下半年教师资格证考试报考人数达到 590 万人，环比上半年翻倍有余，全年考生人数近 900 万人，创下历史新高。具体来看，参加下半年考试的考生主要报考小初高三大学段，分别为小学 258 万人、初中 133 万人、高中 126 万人，合计 517 万人，占比 87.6%，此外幼儿园 65 万人，占比 11.0%。考生来源方面，非在校生/在校生分别为 52%/48%，非师范专业/师范专业分别为 74%/26%。教师资格证两次重要改革为考证带来快速增长的生源：一是 2015 年中小学教师资格考试实行全国统考制度改革，使得师范生也要与非师范生一起参加考试获取证书；二是 2018 年 8 月《关于规范校外培训机构发展的意见》、2019 年 7 月《关于规范校外线上培训的实施意见》要求线下、在线教育机构的 K12 学科培训教师均必须取得教师资格证。

图 11 教师资格证报考人数快速增长 (万人)



数据来源：教育部，上海证券研究所

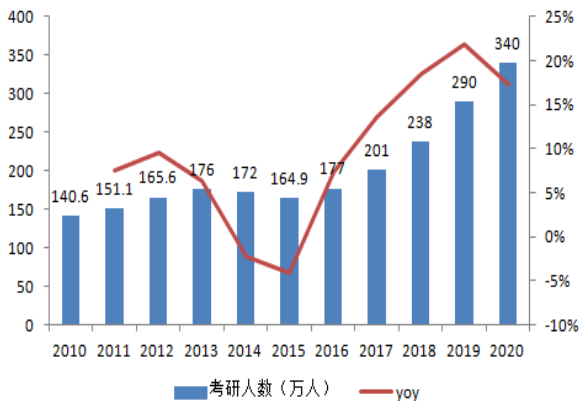
图 12 非师范生成为教资报考主要生源 (2019H2)



数据来源：教育部，上海证券研究所

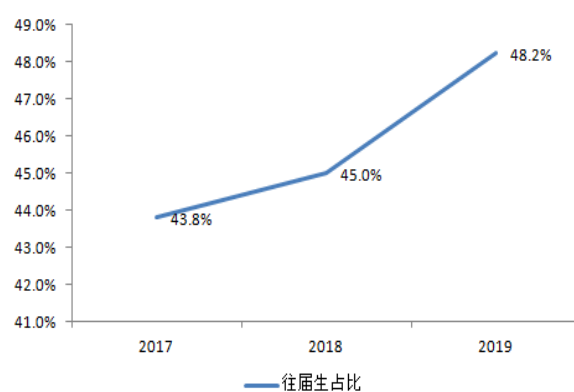
(3) 考研：自 2010 年以来我国考研人数除 2014-2015 年稍有下降外，其余年份均呈增加态势，2020 年全国考研报名人数再创新高，达到 340 万人左右，同比增长 17.2%，连续 3 年增速高于 15%。应届生仍为考研的主力军，但随着在职研究生纳入统考、往届生为提高自身就业竞争力的需求增加等因素发酵，往届生的考研比例逐渐提高，成为重要的考研究生源支撑。2019 年，往届生考研人数为 140 万人，2017-2019 年年均复合增长 26%，超过同期考研总人数 20% 的增速，占比由 2017 年的 43.8% 提高至 2019 年的 48.2%。

图 13 考研报名人数逐年走高 (万人)



数据来源：研招网，上海证券研究所

图 14 往届生考研人数占比逐年提高



数据来源：研招网，上海证券研究所

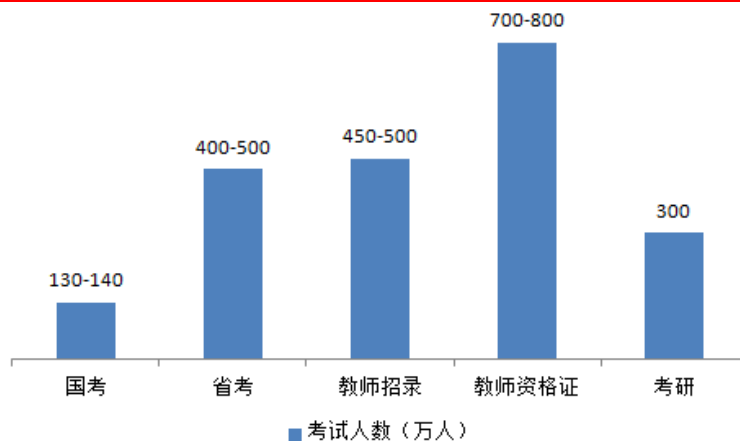
非学历职业教育市场空间的增长动力来自考生基数、参培率和客单价三方面。

(1) 考生基数有望维持百万级稳定规模。考生基数来看，国考每年 130-140 万人规模、省考每年 400-500 万人规模基本保持稳定。目前全国有 1673.83 万人的各级各类专任教师，按 35 年工作周期来看，每年退休更替带来的招录需求约 48 万人，参考平均竞争比 10:1 计算，预计每年教师招聘报考人数约为 450-500 万人。教师资格证报考中非师范生成为主要动力，随着持证率的提升预计未来报考人数可能冲高回落，但仍有望保持在 700-800 万人规模以上。



由于往届生考研比例走高，预计未来几年考研人数基数有望保持在300万人以上。总的来看，公考、教师、考研等几大类考试的考生基数有望保持在百万级高位水平上，较为稳定。

图 15 各类考试考生人数基数预估 (万人)



数据来源：互联网整理，公司调研，上海证券研究所

(2) 未来参培率和客单价提升将贡献更为直接的市场增量。

➢ 通过率低、竞争比高有望推升参培率。几大全国性人才招录/资格认证考试的通过率均不高于30%，通过率从高到底排序依次为：考研 30% > CPA 20-30% > 自考 10-30% > 法考 18% > 教师资格证 15% (笔试 30% \* 面试 50%) > 国考 2%。2009-2015 年国考每年竞争比均高于 60:1，2016-2020 年稍有下降，但也保持在 40:1-55:1 左右的高位 (2019 年因招录大幅减少导致竞争比高达 95:1)。就业压力增加、考生人数持续攀升而通过率保持低位的不匹配加大了竞争程度，有望助推各类考试的参培率提升。

图 16 各类考试通过率水平

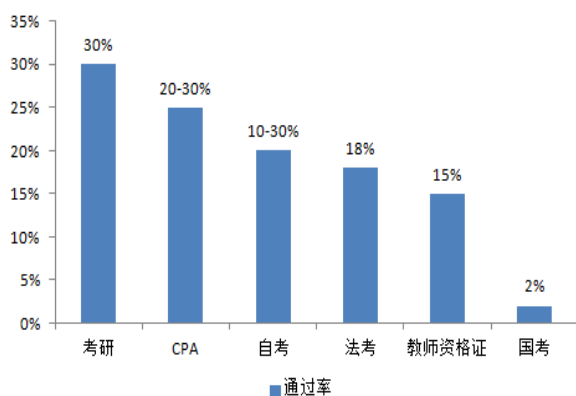
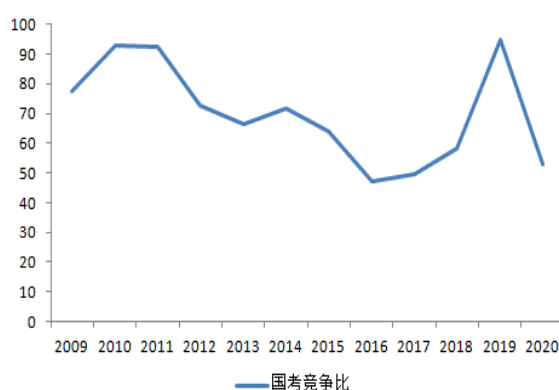


图 17 国考历年平均竞争比



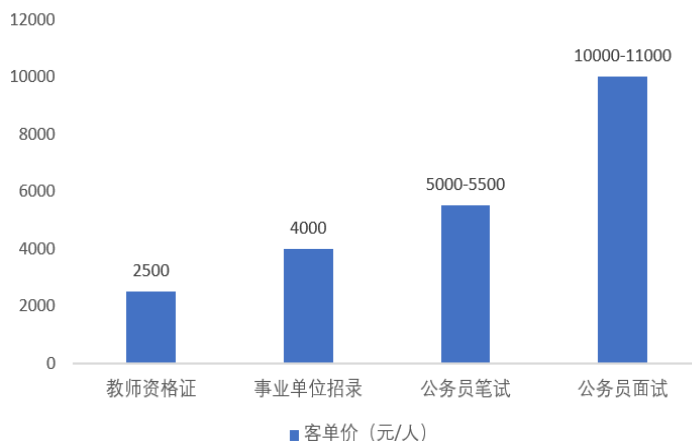
数据来源：互联网整理，上海证券研究所

数据来源：公考资讯网，上海证券研究所

➢ 推出高客单价的协议班课程拉升价格带。职教培训产品的价格除了自身调价带来的涨幅外，目前更多的依靠推出周期更长、服务更全的协议班课程来实现产品结构优化升级，从而拉升价格带。以教师资格证培训为例，为解决通过率低、备考时间长的痛点，部分机构推出授课更高效集中，同时收费也更高的协议班课程，普

遍线下全程（笔试+面试）定价 6000-7000 元，保过性质的课程可收费上万元。目前行业教师资格考试培训客单价约为 2500 元/人，与公务员招录培训 5500 元/人和事业单位招聘培训 4000 元/人的客单价水平有明显差距，协议班的大力推广有望拉升行业整体价格带。

图 18 教师资格考试培训客单价水平有较大提升空间



数据来源: Frost & Sullivan, 艾瑞咨询, 互联网整理, 上海证券研究所

### 2.3 中公教育：龙头兼具成长与盈利，护城河深

中公教育是职教培训绝对龙头。公司在职业教育培训领域深耕二十载，已成就公考培训巨头地位，并不断开拓教师、考研等新品类，为持续增长蓄力。2018 年公司实现营收 62.37 亿元，2016-2018 年 CAGR 为 55.4%，2019 年 1-9 月营收 61.59 亿元，接近 2018 年全年收入，同比增长 47.7%。2018 年公司实现归属净利润 11.53 亿元，2016-2018 年 CAGR 为 87.9%，2019 年 1-9 月归属净利润为 9.59 亿元，同比增长 77.1%。

图 19 中公教育历年营收情况（百万元）

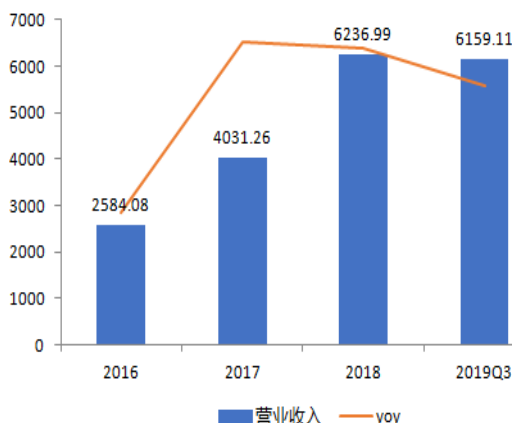
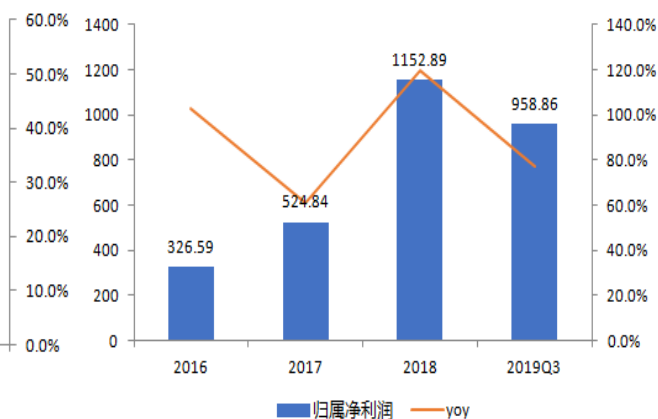


图 20 中公教育历年归属净利润情况（百万元）



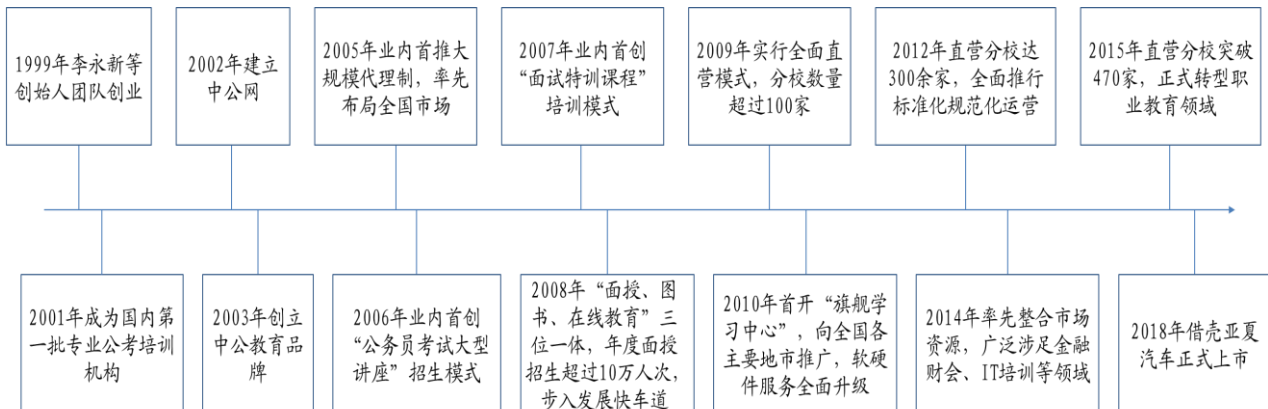
数据来源: wind, 上海证券研究所

数据来源: wind, 上海证券研究所

回顾公司发展历史，不断创新是关键词。一是渠道布局创新，2005 年公司在业内首推大规模代理机制，与十几个城市的 30 余家

地方性代理机构合作，率先进行全国市场布局；二是招生模式创新，2006年在高校首推“公务员考试大型讲座”招生模式，加强广大考生对“中公教育”的品牌认知；三是培训模式创新，2002年公司便建立了国内第一个公考门户网站——中公网，并上线了在线辅导课程，2007年在业内首创“面试特训课程”培训模式，树立了行业新标杆；四是经营模式创新，2009年公司对分支机构实行全面直营模式，2012年在全国300余家直营分校推行标准化规范化运营。

图 21 中公教育发展历程



数据来源：公司官网，上海证券研究所

展望未来，公司兼具成长与盈利，护城河深。

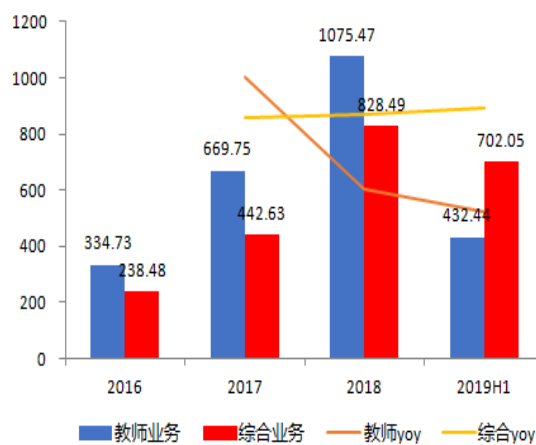
➢ 成长性来自品类格局突破与渠道下沉发力。(1) 品类格局突破：公司以公务员考试培训起家，随后进入事业单位招聘、教师招聘等领域，2014年率先整合市场资源，广泛涉足金融财会、IT培训等新业务，打造综合性职业教育企业，2015年正式转型职业教育。目前公司已形成公务员招录、事业单位招聘、教师招聘及教师资格、其他综合类的面授培训及线上培训五大业务板块，新扶持的教师和考研等品类成为公司新的增长动力源。2019年上半年，教师业务实现营收4.32亿元，同比增长52.2%，收入占比12%；综合业务(含考研等)实现营收7.02亿元，同比增长89.4%，收入占比19%，新品类合计收入占比超过30%，收入增量贡献占比超过40%。

图 22 中公教育主要产品



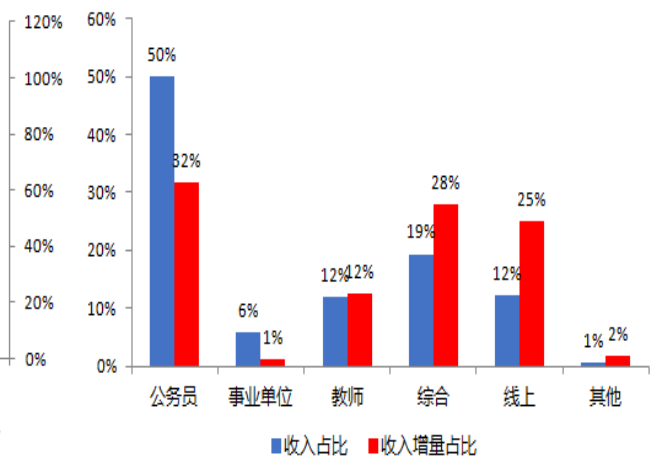
数据来源：公司公告，上海证券研究所

图 23 中公教育教师和综合业务收入情况（百万元）



数据来源：wind，上海证券研究所

图 24 中公教育收入结构及收入增量结构（%）



数据来源：wind，上海证券研究所

(2) 渠道下沉发力：截止 2019 年中，公司的网点已覆盖 319 个地级市，数量达到 880 个，较年初增加了 179 个，预计年底可达到千家，远超同行规模。公司网点具有全直营、轻运营（门面小、人员少）和广触点（覆盖率省份 100%、地级市 95%）的特征，能够第一时间收集当地的招录信息、向上迅速反馈，为总部进行相关课程研发提供参考。未来公司将进一步向县级市铺开网点，围绕高校建立，满足广泛的长尾需求。

图 25 中公教育网点数量规模领先同行

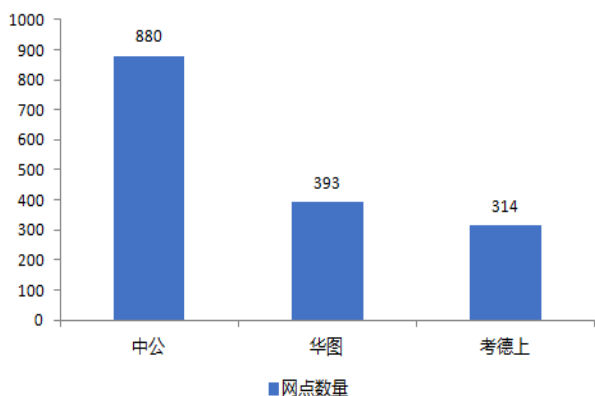
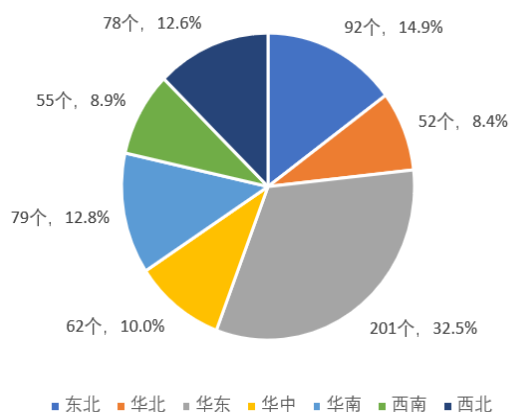


图 26 截止 2018 年 4 月中公教育分区域网点数量



数据来源：公司公告，公司官网，上海证券研究所（注：数据来源：公司公告，上海证券研究所  
华图为 2017 年数据）

➤ 盈利性来自产品结构升级和运营提效降费。(1) 产品结构升级：公司主推长周期协议班，量价齐升，预期改善新品类毛利率。考试难度提升、招录比下降背景下，为顺利通过考试学员拉长备考周期，公司凭借研发优势和规模效应推出了定价更高的长周期协议班课程。2017 年长周期协议班收入 29.29 亿元，同比增长 95.9%，收入占比达到 72.7%；2018 年该比例继续提高，带动面授培训整体单价上涨 13.98%；2019H1 长周期学习趋势下，公司公务员业务单价同比增长近 15%、综合业务单价同比增长超过 15%。随着高客单价的长周期课程占比不断提升，公司产品结构升级，预计教师、综合等当前低毛利率业务迎来毛利改善，整体毛利率水平企稳回升。

图 27 中公教育协议班收入及占比（百万元）

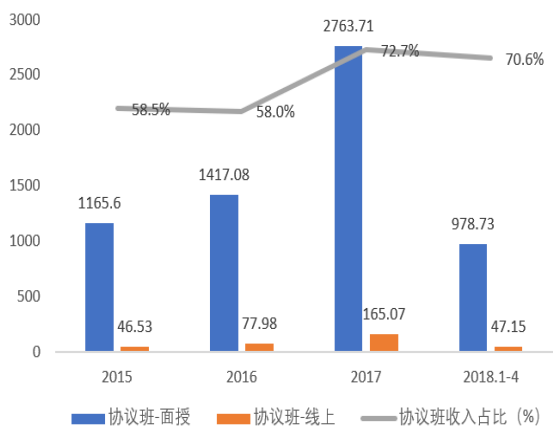
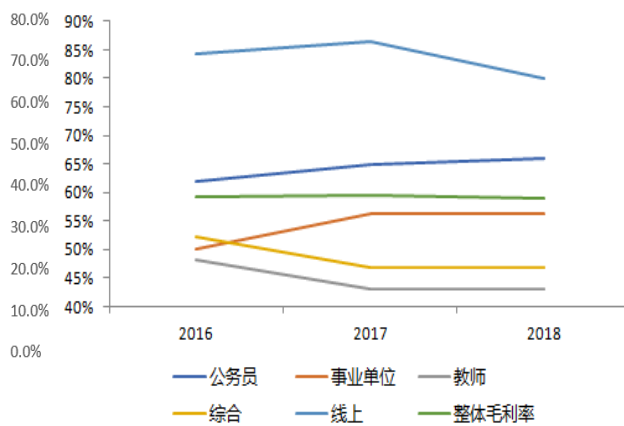


图 28 中公教育整体及各业务毛利率水平



数据来源：公司公告，上海证券研究所

数据来源：公司公告，上海证券研究所

表 7 中公教育教师资格培训协议班部分课程

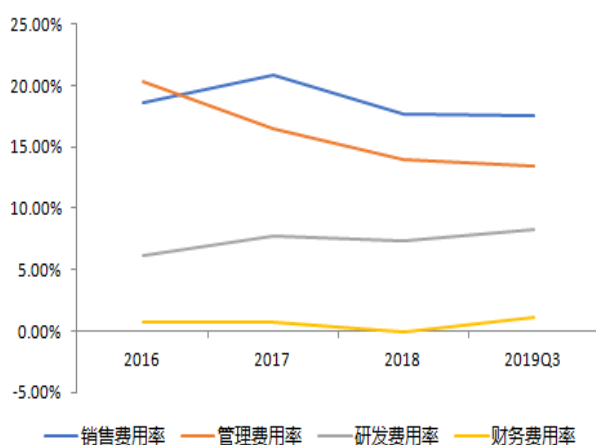
课程名称	课程介绍	课程价格
院长全程协议班 幼儿/小学/中学	院长系列精讲班（12 天）+院长冲刺预测班（4 天 4 晚）+网校学科专业课（中学）+全程督学+考前密押卷（3 套）+院长面试班（6 天 6 晚）	签订协议 13800 元，不过全退

院长单科协议班 幼儿/小学/中学	单科（系统精讲班 6 天+院长冲刺班 2 天 2 晚） +全程督学+考前密押卷（3 套）+院长面试班（6 天 6 晚）	签订协议 11800 元，不过全退
全程协议班 幼儿/小学	系统精讲班（12 天）+冲刺点睛班（1 天 1 晚） +全程督学+面试集训班（4 天 4 晚）	签订协议 7800 元，不过全退；5880 元，笔试不过退 4200 元，面试不过退 3200 元
笔试协议班 幼儿/小学	系统精讲班（12 天）+冲刺点睛班（1 天 1 晚） +全程督学班	3980 元，不过免费重学一次
笔试协议班 中学	系统精讲班（12 天）+冲刺点睛班（1 天 1 晚） +学科专业课（网校）+全程督学	4380 元，不过免费重学一次
单科协议班 幼儿/小学/中学	单科（系统精讲班 6 天+冲刺点睛班 1 天）+全 程督学班+面试集训班（4 天 4 晚）	签订协议 4880 元，笔试不过退 3200 元，面试不过退 2200 元

数据来源：公司官网，上海证券研究所

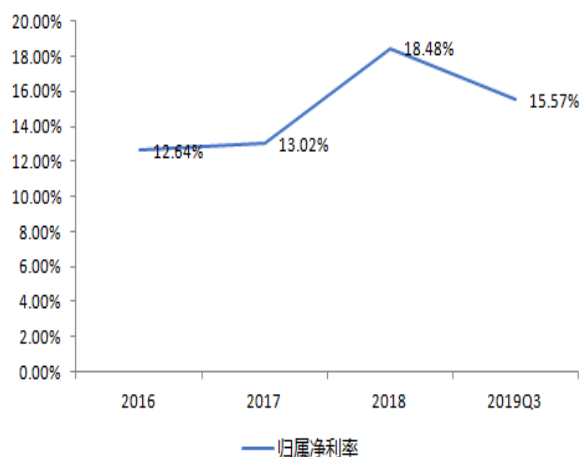
**(2) 运营提效降费：**公司加速经营数字化转型，扩大双师应用水平，销售/管理费用率存在下降空间，业绩具备弹性。2018 年，公司在各大校区大力推行双师教学的培训模式，释放教师人效的同时节省了教师在不同校区来回奔波的交通差旅等费用。同时，依靠长期积累的 IT 自主开发能力，公司展开全业务系统一体化协同再造，可以在线监测动态市场进展，实现管理细化到班、服务细化到单个学员，并通过新的 CRM 系统和教学辅助系统初步改变了之前业务一线环节不在线或在线不连通的状况，为实现整个业务体系的一体化数字化经营构建了基本框架。2018 年，公司销售/管理费用率同比分别下降 3.2pct 和 2.5pct，2019Q1-Q3 继续同比分别下降 1.5pct 和 2.8pct。

图 29 中公教育销售/管理费用率下降



数据来源：公司公告，上海证券研究所

图 30 中公教育净利率较快提升



数据来源：公司公告，上海证券研究所

## 三、在线教育：高速成长的千亿市场，龙头掘金下沉红利

### 3.1 K12 在线教育需求渐起，2020 年迎来千亿市场

我国 K12 在线教育发展历史大致可分为四个阶段：

➤ 萌芽期（1991-2007 年）：1991 年，主打名校名师资源的 101 远程教育网诞生，掀起了国内的名校网校化热潮，但由于网络条件受限，学生只能获取一些文字、图片等简单形式的片段化教学资料，培训效果较差。2003 年非典爆发导致线下课外辅导班大规模停课，网校课程受益升温。

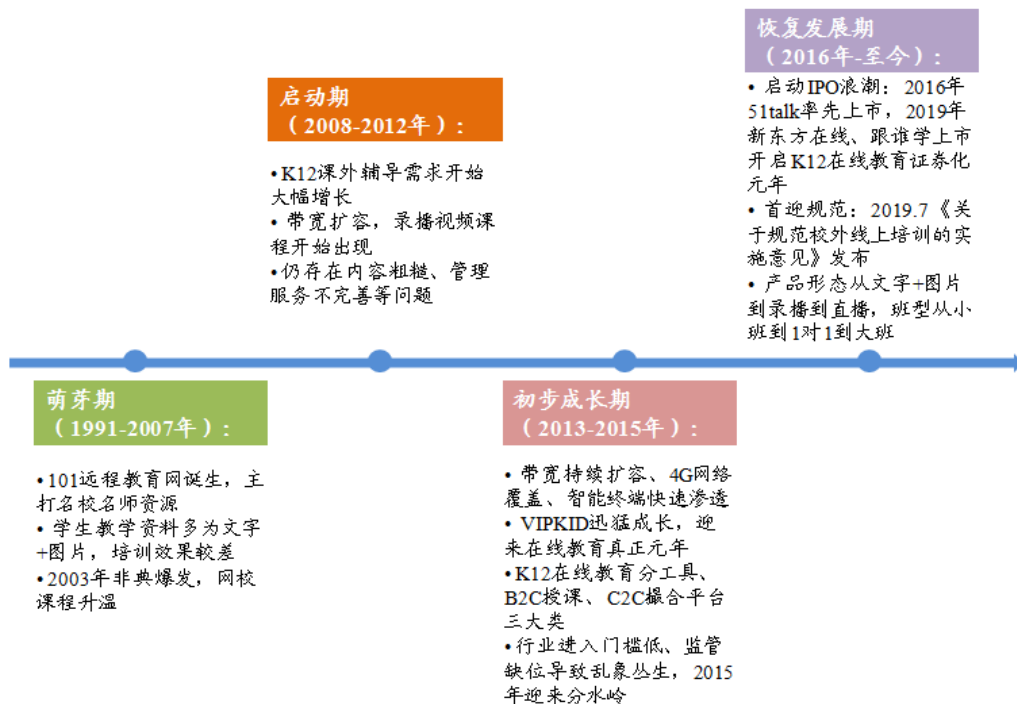
➤ 启动期（2008-2012 年）：随着家庭人均收入水平提升，家长愈发重视子女的教育问题，K12 课外辅导需求开始大幅增长。同时带宽扩容，网校课程产品开始以录播视频的升级形式出现（2013 年学而思网校试水“录播+直播辅导”模式），教学过程完整度有所提升，但课程内容仍然粗糙、管理服务不完善等问题依然影响学习效果。

➤ 初步成长期（2013-2015 年）：技术获得较大突破，带宽持续扩容、4G 网络覆盖和智能终端的快速渗透使得在线教育的体验感和效果大幅改善。2013 年 VIPKID 成立，随后几年飞速发展，仅用 5 年左右时间营收规模便达到 50 亿元，不足新东方和好未来等线下传统巨头用时的一半。VIPKID 的迅猛成长起到了较好的市场教育作用，培育了年轻一代家长线上教育消费的习惯，同时通过提供标准化的服务和产品及时满足了家长的需求，正向循环反馈不断拉动在线教育发展，促使更多的创业者和资本纷纷加入在线教育赛道，国内迎来真正意义上的在线教育元年。K12 在线教育领域在此阶段呈现三大发展路径，一是以作业帮（2014 年）、猿题库（2012 年）等代表的工具类产品，二是以掌门 1 对 1（2014 年转线上）、海风教育（2014 年开通在线 1 对 1 课程）等代表的线上 B2C 授课平台，三是以轻轻家教（2014 年成立）等代表的线上 C2C 撮合平台。但发展初期由于行业进入门槛低、监管缺位等问题导致在线教育平台乱象丛生，2015 年迎来分水岭，一年内数百家在线教育公司倒闭。

➤ 恢复发展期（2016 年-至今）：行业发展开始逐步趋于理性，在线教育企业启动 IPO 浪潮，行业迎来首个监管文件，恢复之后健康成长。2016 年 51talk 率先在纽交所上市，成为国内第一家成功赴美上市的在线教育企业。2017 年 VIPKID、海风教育、作业帮、掌门 1 对 1 等相继获得大额融资，资本更加聚焦头部。2019 年，新东

方在线、跟谁学先后在港股和美股上市，开启 K12 在线教育证券化元年，暑期学而思网校、作业帮、猿辅导三家营销大战则进一步加剧了 K12 在线教育市场份额的争夺。2019 年 7 月，教育部等六部门发布，线上培训迎来首个国家层面的规范文件，行业引向健康发展。K12 在线教育产品形态从最初的文字+图片到录播再到直播，班型从小班到 1 对 1 再到大班，品类多元化以满足不同层次的学习需求。

图 31 K12 在线教育发展历程



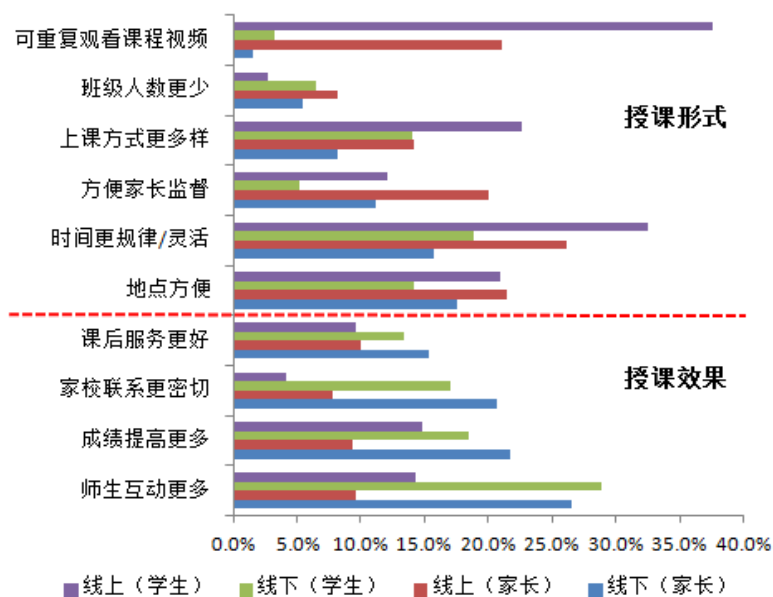
数据来源：上海证券研究所

**线上教学的优势在于上课形式、师资和性价比，效果仍需加强。**

根据《2019 腾讯 00 后研究报告》，家长和 00 后学生普遍认为在线教育在授课形式方面的优势更突出，如地点方便、时间更规律/灵活、方便家长监督、上课方式更多样、班级人数更少、可重复观看课程视频等，同时在线教育拥有更优的师资和更低的价格。据腾讯统计，00 后线下辅导的人均花费约 5452 元，而线上辅导的人均花费仅 782 元，一二线城市的人均花费高于平均水平。但在授课效果方面，消费者普遍仍认可线下辅导，认为师生互动更多、成绩提高更多、家校联系更密切、课后服务更好。我们认为，**在线教育更优的师资储备和更具性价比的价格在往三四线城市下沉时将较线下模式更显优势**，且未来随着 AI 技术的深化有望加强对个人学习行为数据的分析处理、切割更细致的知识点、提供更针对性的强化练习，从而不断增强学习效果，缩短与线下教学效果的差距。

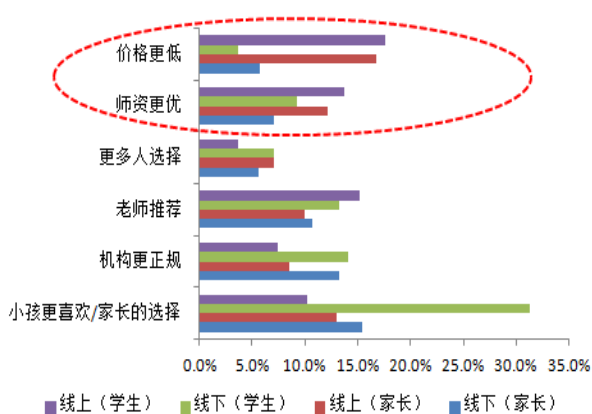


图 32 选择线上或线下的原因



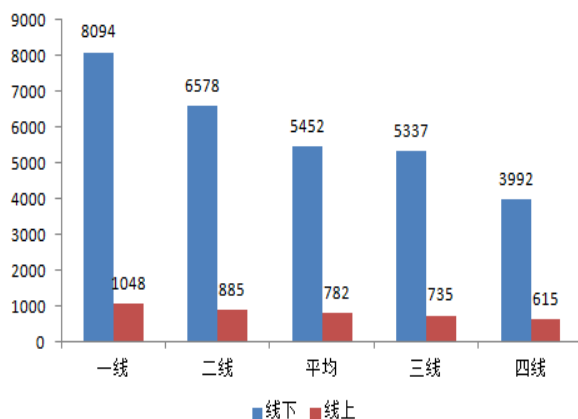
数据来源:《2019 腾讯 00 后研究报告》, 上海证券研究所

图 33 在线教育拥有更优师资和更低价格



数据来源:《2019 腾讯 00 后研究报告》, 上海证券研究所

图 34 最近半年 00 后上辅导班的付费均值(元)



数据来源:《2019 腾讯 00 后研究报告》, 上海证券研究所

需求端消费者市场教育初步完成, 对在线教育形式的接受程度提高, 且优秀的师资和低廉的价格对低线城市用户有天然的吸引力。技术端 5G 网络即将大规模商用, 更快的速率加上更高清的画质、更低的延时带去更佳的用户体验, 同时 AI 技术进一步赋能在线教育, 自我强化正反馈循环。需求和共振下, K12 在线课外辅导市场高速增长, 2018 年市场规模约为 302 亿元, 2013-2018 年 CAGR 为 85.2%, 预计 2020 年突破千亿至 1189 亿元, 2023 年进一步增长至 3672 亿元, 2018-2023 年 CAGR 为 64.8%, 保持高速增长态势。同期 K12 在线教育的渗透率也将大幅提升, 2013 年全国 K12 课后辅导的在线化率仅为 1%, 2018 年提高至 9.5%, 预计到 2023

年将进一步提高至 45.0%，2018-2023 年平均每年提升约 7 个百分点。

图 35 国内 K12 在线课外辅导市场规模 (亿元)

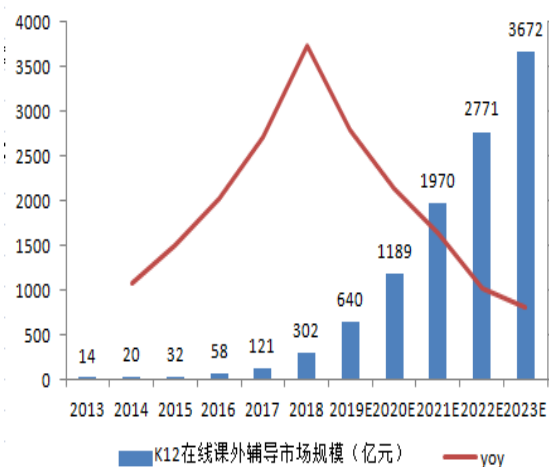
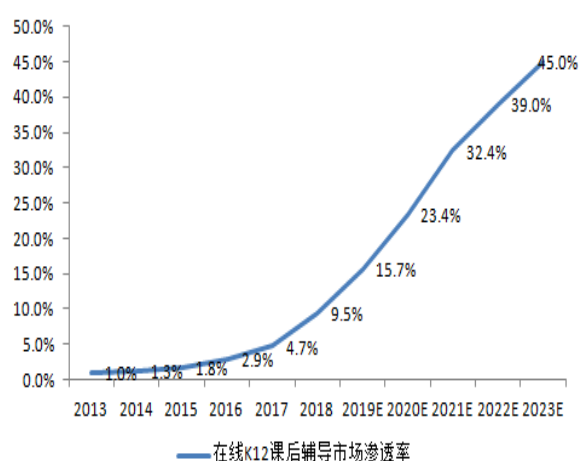


图 36 在线 K12 课后辅导市场渗透率 (%)



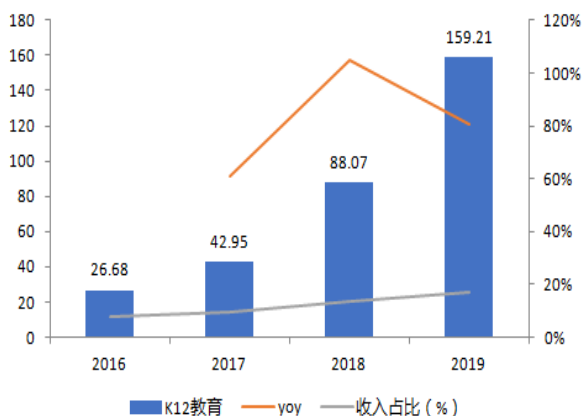
数据来源：沙利文，上海证券研究所

数据来源：沙利文，上海证券研究所

### 3.2 新东方在线：以东方优播加快下沉市场

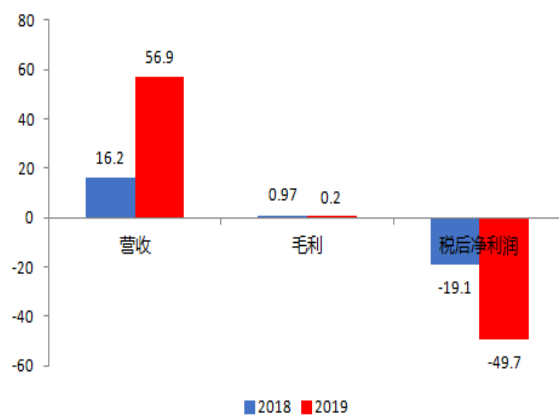
新东方在线押注 K12 教育，收购东方优播剩余 49% 股权。基于 K12 教育的刚需性和市场结构的分散性，新东方在线上市后集中精力重点发展 K12 业务，2019 财年 K12 教育实现营收 1.59 亿元，2016-2019 年 CAGR 达 81.4%，同期收入占比由 8.0% 提高至 17.3%。新东方在线的 K12 教育包括新东方在线、东方优播和私播课三类，其中新东方在线的 K12 课程主要面向一二线城市学生，主打“线上名师直播+线下辅导老师”的双师模式，而东方优播仅面向三四线城市招生，开创了“线下开设体验店获客+线上单师小班直播授课”的独特模式，私播课则主要是为新东方线下课程学生提供线上录播的辅助学习资源。东方优播凭借优质的师资+本地化的教研+线下开店的强体验性及低获客成本等多项优势实现了迅猛发展，成为新东方在线重要的增长引擎。2019 年 9 月，新东方在线发布公告，拟以 9400 万元收购东方优播剩余 49% 股权，总估值约 1.9 亿元，对应 19 财年 PS 约为 3.3X，收购完成后东方优播将成为公司的全资子公司。

图 37 新东方在线 K12 教育业务高速增长 (百万元)



数据来源: wind, 上海证券研究所

图 38 东方优播的财务数据 (百万元)



数据来源: wind, 上海证券研究所

东方优播独特的运营模式暂时没有市场竞品。按城际与形式划分，优能中学主要针对一二线城市+线下，新东方在线则是一二线城市+线上；下沉至三四线城市以在线教育先行，其中双师东方主打“线上名师直播+线下辅导老师”的双师模式，东方优播则在线下及双师模式没有覆盖到的三四线城市通过建立线下体验店获客、再以在线单师小班直播进行授课完成整个服务链条。对比来看，传统的线下培训优能中学与学而思培优形成直接的竞争关系，无论是一二线城市的新东方在线还是三四线城市的东方双师，主打双师模式也避不开学而思网校的份额争夺（学而思网校目前仍以一二线城市居多），但东方优播凭借独特的“线下体验店招生+线上单师小班直播”形式实现了模式的创新变革，暂时没有市场竞品。

图 39 新东方按城际与形式划分运营品牌及对应竞品



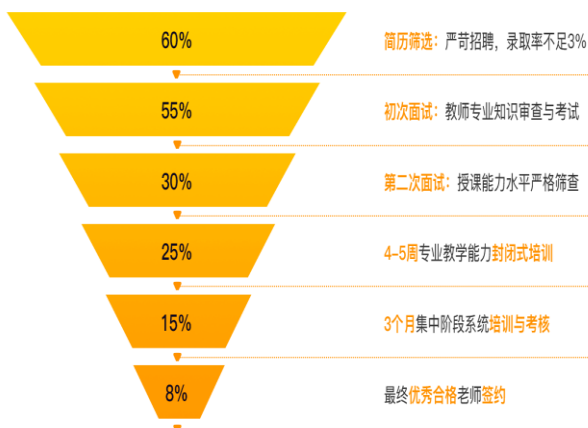
数据来源: 公司官网, 上海证券研究所

东方优播下沉市场的降维打击：(1) 一线城市优秀师资输出：东方优播授课老师主要来自北京、上海等一线城市，目前储备有 500 多名优秀教师，未来公司将进一步强化一线城市名师招聘，同时计划在武汉、西安等高校云集的城市成立 K12 教师培训中心。2019

财年公司已在武汉成立了教学培训中心，保障东方优播的优质师资供应。(2)本地化教研：课程落地方面东方优播重视教研的本地化，根据当地教育资源、教材版本和教学内容设计课程、规划进度。线下体验店的员工定期拜访当地学校、与其保持紧密合作，以获取当地公共教育的最新学习材料，研发团队据此形成真正符合当地考情的教研内容，与公立校教学互成补充。(3)强功能的线下店：东方优播的招生入口仅有线下体验店的低价入口班，前者体验店形式比纯在线模式更贴近潜在消费者，能面对面直接为学生和家长提供咨询选课等服务，且线下店能为公立校讲座、师生见面会等特色活动提供场地，同时线下店能提供教材领取、软硬件测试与维护、满意度回访等全流程跟踪服务，有助于加强消费者对东方优播品牌的认知度和信任度、降低获客成本；后者低价入口班能通过入学考试诊断将生源进行有效分类，真正做到按城市分班上课，实现本地化教研、本地化授课，最大程度发挥线下渠道入口的价值。(4)线上小班直播保障互动性：东方优播采取在线小班单师直播形式授课，每班20-25人，保障在线学习效果的同时兼顾盈利模型的优化。

图 40 东方优播严苛的老师筛选流程

图 41 东方优播线下体验店的四大功能



数据来源：公司官网，上海证券研究所

数据来源：公司官网，上海证券研究所

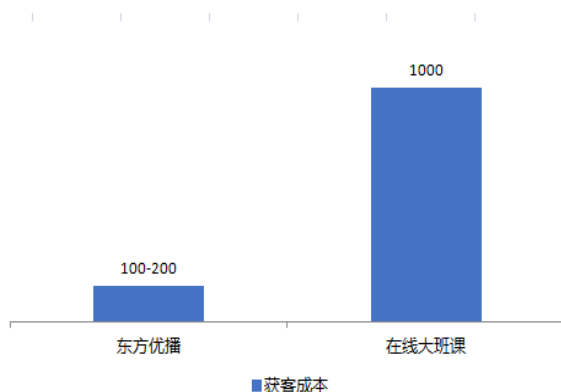
图 42 东方优播的上课界面



数据来源：公司公告，上海证券研究所

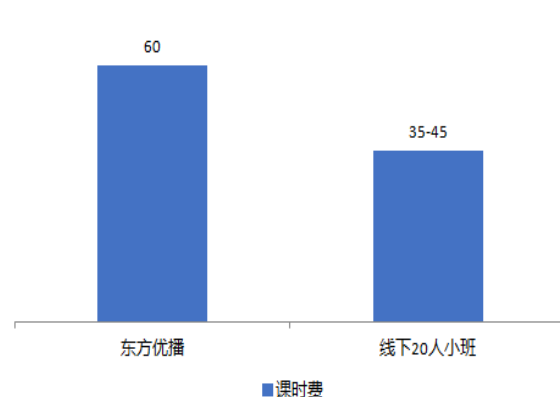
多维度优势筑成护城河，未来加快市场下沉。独特的运营模式不断加固东方优播的护城河，体现为低获客成本、高定价、快增长用户规模和转化率。(1) **低获客成本**：由于东方优播线下店仅需 70 平方米左右面积、3-4 个员工，没有教务、后勤、财务等常规岗位，运营成本远低于当地传统线下培训机构，目前获客成本约为 100-200 元，也远低于在线大班课 1000 元左右的获客成本。(2) **高定价**：东方优播强调“单师”主讲老师的作用，不仅由主讲老师进行上课，同时课后答疑解惑的环节也由主讲老师来完成，助教只负责提醒上课、辅助教学、发送通知等内容，这与普通的双师模式形成了课后服务的差异化，从而保障主讲老师对带教学生的熟悉度，由此提供更贴心更个性化的教学服务。主讲老师介入的深度给予了东方优播更高的定价权，课时费普遍比竞争对手贵 20-30%，而持续增长的用户量也验证了公司的高定价权能力，一定程度上表明公司已开始形成品牌影响力。(3) **快增长的用户规模与转化率**：东方优播的暑期低价入口班招生由 2017 年的 1.8 万人迅速增长至 2019 年的 20 万人，转化率达到 20%。2019 财年东方优播的付费学生人次同比增长 316.1%。据官网显示，东方优播目前已进入全国 149 个城市，较 2019 年 5 月末新增 86 个城市，超过 2019 财年全年增量 35 个，拓展明显提速，未来新东方在线将以东方优播为抓手加快向三四线城市下沉服务。

图 43 东方优播获客成本更低 (元)



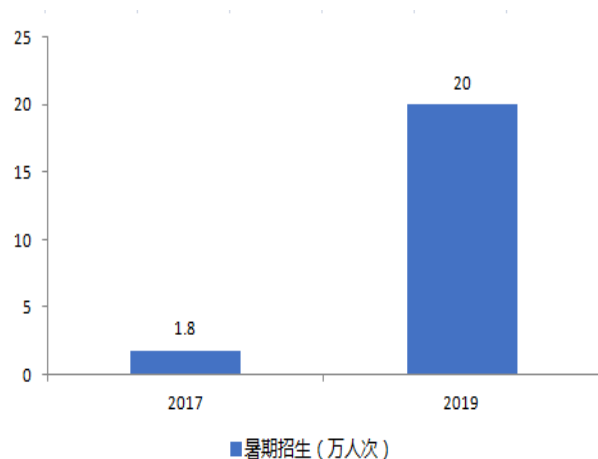
数据来源: 公司资料, 上海证券研究所

图 44 东方优播定价更高 (元/时)



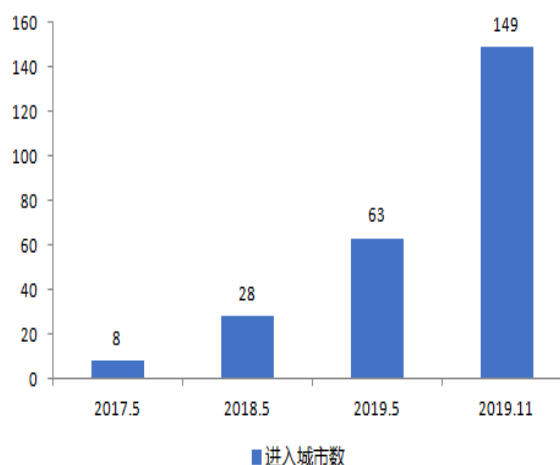
数据来源: 公司资料, 上海证券研究所 (注: 线下 20 人小班为北方三四五线城市数据)

图 45 东方优播暑期招生人次爆发增长 (万人次)



数据来源: 公司资料, 上海证券研究所

图 46 东方优播城市拓展加速 (个)



数据来源: 公司公告, 公司官网, 上海证券研究所

## 四、教育信息化: 把握标考建设新一轮景气周期

### 4.1 新一轮标考建设存量/增量齐升, 打开向上空间

标准化考点建设迎来新一轮景气周期。第一轮标准化考点建设始于 2007 年, 并于 2011-2013 年达到建设高峰。截止 2013 年底, 第一轮标考建设完成 53 万间标准化考场, 实现了对普通高考、成人高考、考研的网上巡查系统的全覆盖和对自考考场的基本覆盖。2017 年随着教育部考试中心印发《国家教育考试网上巡查系统视频标准技术规范(2017 版)》、《国家教育考试综合管理平台建设指南》, 第二轮标准化考点建设正式拉开帷幕。与第一轮相比, 该轮标考建设的市场容量翻倍式增长, 向上可看至 5 倍空间。

(1) 存量部分: 第一轮建成的 53 万间标准化考场中的网上巡

查系统于 2017 年进入了集中的更新换代新周期。

**(2) 增量部分：**应用场景延伸+“1 个平台+N 个子系统”建设。

➤ **应用场景延伸：前批标考主要用于高考，现向高中学业水平考试、中考等场景纵向延伸。**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》明确要求：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，参考学生人数的大幅增加将激发每个学校对标考建设的需求。同时，如山西、福建、南昌、武汉、贵阳、杭州等多省市已明确要求中考也必须在标准化考场进行，标准化考点正逐渐往中考领域拓展。测算中考对标考的需求量：全国每年约有 1400 万初中毕业生，按每个考场 30 个人计算，约需要标考 46 万间，加上 50% 备用考场，预计中考所需标考教室数量约 70 万间左右，再造且超过高考的标考数量规模。

➤ **“1 个平台+N 个子系统”建设：**

**(1) 本轮标考建设的制高点是考试综合管理平台，**通过构建全国统一的考点库、考生库、考务人员库等实现对教育考试的全局统一指挥、全程分级管理和全域实时监控。按照规定，到 2020 年要完成省、市、区、县平台的建设任务，预计 1-2 年内将迎来考试综合管理平台的建设高峰。前期建设完成后，在使用过程中平台将产生大量的数据，后期仍将产生持续的运维服务需求。

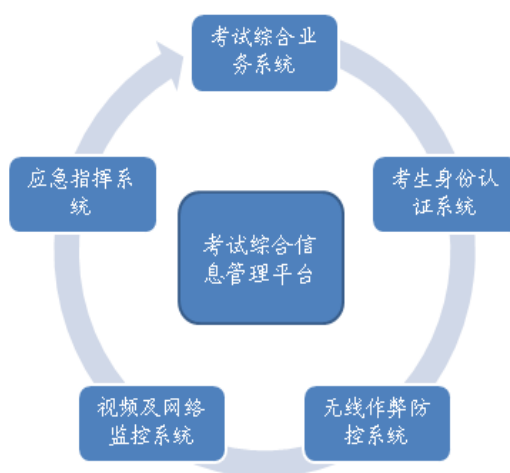
**表 8 今年以来部分考试综合管理平台招标项目整理**

招标时间	招标项目	采购预算	中标企业	中标金额
2019.1	湖北省教育考试院标准化考点省级国家教育考试综合管理平台建设项目	1890 万元	海云天	1560 万元
2019.2	福泉市教育局国家教育考试标准化考点建设采购项目		贵州创盟科技有限公司	104.37 万元
2019.3	安徽省国家教育考试综合管理平台建设与服务	50 万元	竞业达	10.9 万元
2019.4	广东省教育考试考务综合管理平台与网络服务项目	4950 万元	中国电信股份有限公司广东分公司	4949.66 万元
2019.5	教育部考试中心 2019 年国家教育考试综合管理平台（国家端）综合管理及决策指挥系统		佳发教育	0.98 万元
2019.5	北京国家教育考试综合管理平台（试点）建设项目		竞业达、北控软件、天人同达软件、工大智源科技、华宇恒通、亮点软测科技	432.4 万元
2019.5	海南省国家教育考试综合管理平台建设试点项目	2013.2 万元	海南东师科技	1984.9 万元
2019.7	重庆市铜梁区国家教育考试标准化考点建设采购	714.32 万元	中移全通系统集成有限公司	701.20 万元

数据来源：中国政府采购网，上海证券研究所

(2) 上一轮标考建设以网上巡查系统为主，这一轮建设要求“1个平台+N个子系统”共同建设，1个平台即考试综合管理平台，N个子系统为考试综合业务系统、考生身份认证系统、无线作弊防控系统、视频及网络监控系统与应急指挥系统五大核心系统。单个考场因为配套系统更多（以前一个子系统，现在3-5个系统进场），客单价实现翻番，由此前的3000元左右提升至8000-10000元左右。按每个标准化考场投入约1万元左右测算，新一轮标考信息化建设市场空间约（高考50万考场+中考70万考场）\*1万元ARPU=120亿元。

图 47 新一轮标考建设要求“1个平台+N个子系统”



数据来源：上海证券研究所

#### 4.2 佳发教育：巩固标考建设龙头地位，积极探索智慧教育

佳发教育为标准化考点建设龙头企业。公司是国内最早从事国家教育考试信息化建设的企业之一，智慧招考系列产品包含国家教育考试综合管理平台、身份认证系统、网上巡查系统、作弊防控、应急智慧系统、学业水平考试报名和管理系统等。第一轮标准化考点建设期间，公司的考试信息化设备落地全国30多万间教室，市场占有率接近60%，且逐年递增，奠定入口优势。第二轮标准化考试建设景气周期里，公司率先建成全国第一个省级考试综合管理平台（河南），并成功中标国家端考试综合管理平台，此外还承担了青海、江苏、四川、广东、广西省的考试综合管理平台项目，省级平台项目数达到6个，在处于本轮制高点的考试综合管理平台建设领域里保持行业领先地位。子系统方面，截止2019Q3，公司高清网上巡查系统更新了14-15万间教室，身份认证系统和作弊防控系统分别落地5万间教室。此外，在标准化考点系列产品之外，公司针对高考改革带来的英语听说考试市场需求推出了“考、评、练”三位一体的英语听说综合智能解决方案，2018年在江西、四川、贵州、



青海、湖南、湖北、黑龙江、上海等地区进行试点、销售。顺应无纸化体检趋势，公司参与了成都、雅安、绵阳、广安、达州等地区的无纸化体检试点工作，为全国市场推广积累了经验。2019年1-9月，公司实现营收4.02亿元，同比增长64.93%，实现归属净利润1.55亿元，同比增长101.20%。

图 48 佳发教育历年营收情况（百万元）

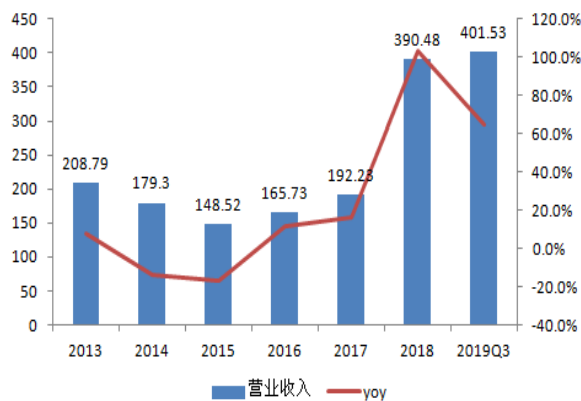
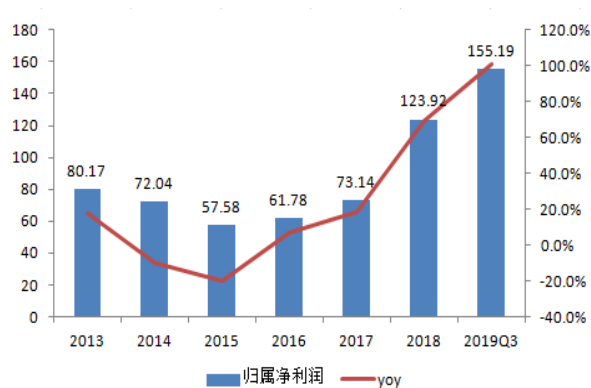


图 49 佳发教育历年归属净利润情况（百万元）

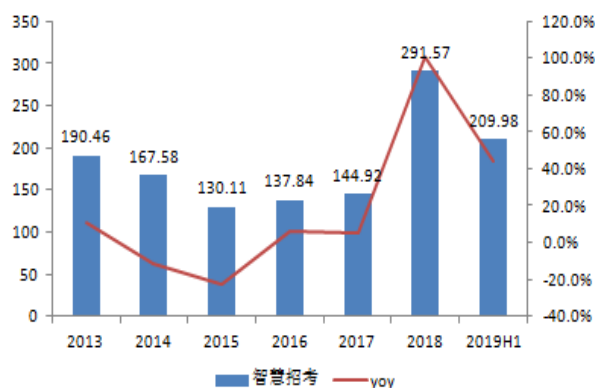


数据来源：wind，上海证券研究所

数据来源：wind，上海证券研究所

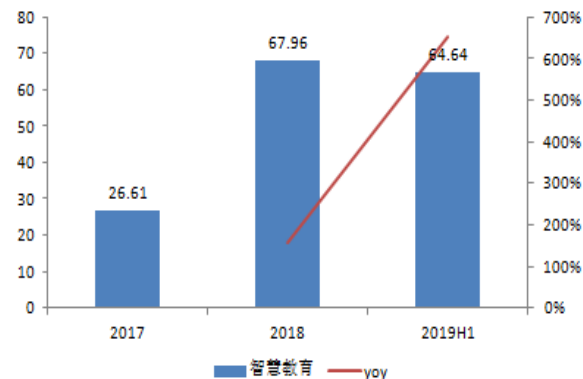
发挥协同效应，积极探索智慧教育，打造新增长点。2018年4月《教育信息化2.0行动计划》发布，1.0时代教育信息化以硬件类的技术装备建设为主，2.0时代将更注重软件、平台、管理和服务体系建设。同时新高考改革在各省陆续实施，带来“走班排课”“生涯规划”“综合素质评价”等新需求。公司在考试信息化建设时积累了入口、用户和渠道等优势，凭借协同效应进入智慧教育新领域，推出了包含“考教统筹、新高考、智慧校园”三大板块的智慧教育整体解决方案。考教统筹产品通过整合标准化考场资源，与其他设备互用（如网上巡查教系统与常态录播等课堂生态系统互用、身份认证系统与电子班牌互用等），解决标考设备资源闲置的同时，为学校师生提供了多样现代化的教学、管理服务，实现一套设备、多端利用。公司云巅智慧教育新高考产品包含了一体化生涯规划、一体化走班管理、一体化综合评价和一体化家校互动多项功能，形成了完整的业务闭环圈，正式用户和试点用户量快速增加。2019年上半年，公司与江油市政府合作投资设立“川西北智慧教育产业园总部基地建设项目”，打造生涯体验、素质教育体验中心和区域智慧教育平台样板。2019年上半年，公司智慧教育业务实现收入6463.85万元，同比增长650.36%。

图 50 佳发教育智慧招考收入情况（百万元）



数据来源: wind, 上海证券研究所

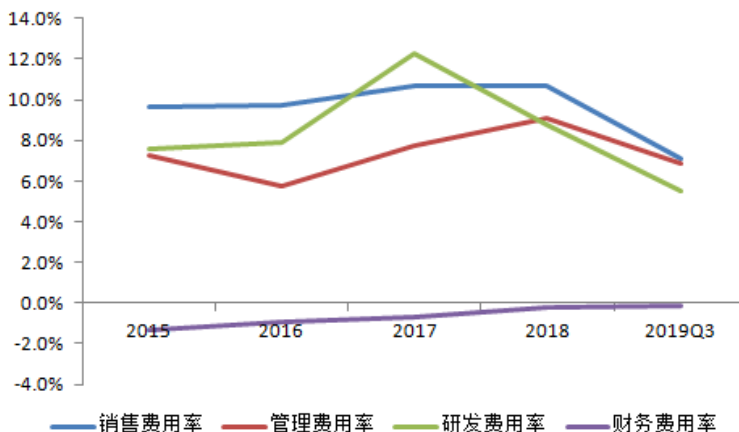
图 51 佳发教育智慧教育收入情况（百万元）



数据来源: wind, 上海证券研究所

持续推进管理提升和降本增效行动，费用率进入下降通道。上市后公司进一步加强企业内控，梳理及完善各业务流程，加强对资金的管理，强化费用监督。通过完善成本管理体系、建立降本增效的长效机制，公司提升了企业管理效率。2019 年 1-9 月，公司销售/管理/研发费用率分别同比下降 3.1pct/2.9pct/4.5pct，研发费用率较大幅度下降主要系去年同期有委外研发，销售端公司 Q2-Q3 做扁平化管理暂停了招聘，预计 Q4 会重启各省招聘事务，销售费用率 Q4 料将有所回升，整体来看由于管理提效、费用率进入下降通道。

图 52 新一轮标考建设要求“1 个平台+N 个子系统”



数据来源: wind, 上海证券研究所

## 五、投资建议

维持教育行业“增持”评级。我们认为 2020 年教育行业投资策略把握两条主线：一是需求端景气，如同时享受政策红利和需求火爆的职业教育，技术升级带来新体验、不断下沉市场的在线教育，政策引导下迎来新一轮建设周期的教育信息化，此外还有二胎政策下托育需求上升的早教。二是供给端改善，K12 课外辅导经历了 2018 年的严监管后，市场出清不合规中小机构，龙头短期虽增长有

所影响，但放眼 2020 年仍给予 25-30% 左右的收入增速，可见龙头的抗风险性及增长的持续性、稳健性，预计市场份额进一步集中于头部，竞争格局改善。A 股市场建议关注：职业教育的中公教育、教育信息化的佳发教育、早教的美吉姆。此外建议关注新东方、好未来和新东方在线（海外市场标的，暂不评级）。

表 9 今年以来部分考试综合管理平台招标项目整理

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS(元)			PE(倍)			PB(倍)	投资评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E		
002607	中公教育	20.46	0.19	0.28	0.41	108	73	50	49.78	增持
300559	佳发教育	29.37	0.47	0.78	1.22	62	38	24	8.62	增持
002621	美吉姆	11.36	0.09	0.29	0.31	126	39	37	5.21	增持

数据来源: wind, 上海证券研究所 (股价为 2019/11/15 收盘价)

## 六、风险提示

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

## 分析师承诺

周菁

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

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

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

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

行业投资评级：

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

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

投资评级说明：

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

## 免责条款

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

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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

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