

## 看好抗周期的出版发行和具备长期景气度的职业教育

### 传媒行业 2020 年度策略

投资建议：中性

上次建议：中性

#### 投资要点：

##### ► 2020年重点关注：

年初至今，传媒行业指数在29个大行业中涨幅位列中部，较2017-2018年行业排名有所改善，2019年的关键词是分化，细分板块和个股均分化明显。细分板块中，广播电视和互联网板块涨幅较高，电影动画板块跌幅较大，从个股来看，个股业绩分化加大导致市场表现分化。展望2020年，外围环境依然充满变数，我们努力在不确定中寻求确定性，看好抗周期属性的出版发行板块和具备长期景气度的职业教育板块。

##### ► 出版发行行业稳健增长，现金流优异，分红率高。

当前各类阅读形式中，纸质图书仍占主流。出版发行行业在教材教辅和一般图书的双重推动下呈现稳健增长趋势。同时教材教辅和一般图书竞争格局均较清晰，龙头地位稳固。教材教辅在学生数复苏、部分省份教材涨价、纸价成本下行以及17年下半年起低基数的共同影响下，19年呈现复苏势头，预计2020年能够延续复苏趋势。一般图书在少儿图书以及电商渠道驱动下保持增长，同时，板块呈现现金流充足、偿债能力强、整体估值较低，股息率高的特点。

龙头公司如凤凰传媒和中南传媒等资产扎实，分红比例行业领先，在主业稳健发展的同时，积极拓展数字教育。

##### ► 职业教育在高技能人才旺盛需求下有望长期保持高景气度。

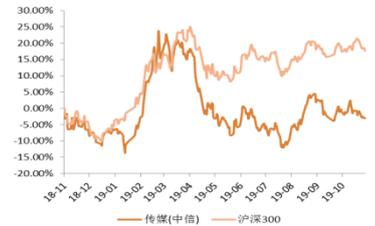
由于经济的快速增长及结构转型，中国劳动力市场存在供给与需求的不匹配，以及缺乏熟练技术人才的结构性问题。在老龄化趋势下，劳动人口规模及其占总人口比重也在下降。根据教育部发布的《制造业人才发展规划指南》，我国制造业面临较大的高级技能人才缺口，预计2020年，制造业十大重点领域人才缺口总计为1913万人，到了2025年制造业十大重点领域人才缺口总计将达到2986万人。随着我国第三产业的快速发展，服务行业的人才缺口也日益凸显。预计到2022年烹饪技术行业熟练工人缺口达到310万人，汽车服务行业熟练工人缺口达到870万人。在稳就业和促发展的背景下，政策对职业教育的支持力度大。

龙头公司如中国东方教育和中公教育有望受益行业需求提升和政策支持双驱动，品牌优势、优秀的教研能力和管理能力有望实现跨领域和跨区域拓展。

##### ► 风险提示

行业政策发生重大变化的风险；商誉大幅减值的风险。

#### 一年内行业相对大盘走势



徐艺 分析师

执业证书编号：S0590515090003

电话：0510-85607875

邮箱：xuyi@glsc.com.cn

#### 相关报告

## 正文目录

1.	前言 .....	4
2.	出版发行板块：稳健增长，享受分红 .....	4
2.1.	行业规模稳健增长.....	4
2.2.	教材教辅行业稳健复苏 .....	5
2.3.	一般图书在少儿图书以及电商渠道驱动下保持增长 .....	9
2.4.	出版发行行业现金流充足，资产负债率低，分红稳健.....	12
2.5.	龙头公司资产扎实，主业稳健，数字教育积极拓展 .....	14
3.	职业教育在高技能人才旺盛需求下有望长期保持高景气度.....	15
3.1.	职业教育市场规模稳步增长 .....	15
3.2.	熟练技术人才的供给缺口是职业教育行业的根本驱动力 .....	16
3.3.	政策对职业教育行业支持力度大.....	18
3.4.	龙头公司有望受需求增长与政策支持双驱动 .....	20
4.	风险提示.....	20

## 图表目录

图表 1:	全国出版、印刷和发行服务营收规模稳增.....	4
图表 2:	图书出版定价总金额及出版种类稳增.....	4
图表 3:	数字出版营收增速较高.....	5
图表 4:	国民阅读形式中纸质阅读仍占主流地位 .....	5
图表 5:	小学在校学生数从 2014 年起复苏 .....	5
图表 6:	初中阶段在校学生数从 2016 年起复苏.....	6
图表 7:	普通高中在校学生数从 2017 年起止跌 .....	6
图表 8:	中小学课本出版规模.....	6
图表 9:	中国造纸协会纸浆价格总指数.....	7
图表 10:	铜版纸出厂价.....	7
图表 11:	出版发行上市公司出版业务毛利率提升 .....	7
图表 12:	中南传媒营业收入情况（亿元） .....	7
图表 13:	总体经济规模综合评价前十名的图书出版集团 .....	8
图表 14:	总体经济规模综合评价前十名的发行集团.....	9
图表 15:	图书零售市场码洋及增速 .....	9
图表 16:	少儿图书在图书零售市场的比重逐年提升.....	9
图表 17:	2018H1 实体店和网店各类别码洋比重及增速 .....	10
图表 18:	2018 年开卷少儿类畅销书 TOP10 .....	10
图表 19:	2012-2018 年实体书店销售额（亿元） .....	11
图表 20:	2012-2018 年网店图书销售额（亿元） .....	11
图表 21:	2018 出版机构市占率排名.....	11
图表 22:	2019Q3 出版发行公司货币资金情况.....	12
图表 23:	经营活动产生的现金流量净额/净利润情况.....	12
图表 24:	2019Q3 出版发行公司资产负债率情况（%） .....	12
图表 25:	2019Q3 出版发行公司流动比率情况.....	12
图表 26:	出版发行公司市盈率.....	13
图表 27:	出版发行公司市净率.....	13
图表 28:	2016-2018 出版发行公司年度现金分红率.....	13
图表 29:	2018 年出版发行公司股息率.....	13
图表 30:	中国职业教育体系 .....	15

图表 31: 2013-2022E 中国职业教育行业总收入.....	16
图表 32: 学历职业教育和非学历职业教育收入.....	16
图表 33: 中国劳动人口 (15-64 岁) 规模.....	16
图表 34: 中国劳动人口 (15-64 岁) 占总人口比例.....	16
图表 35: 制造业十大重点领域人才需求预测 (万人) .....	17
图表 36: 中国烹饪技术行业熟练工人供需缺口.....	17
图表 37: 中国烹饪职业技能教育总收入.....	17
图表 38: 中国汽车服务行业熟练工人供需缺口.....	18
图表 39: 中国汽车服务技能教育总收入.....	18
图表 40: 职业教育行业相关政策梳理.....	19

## 1. 前言

年初至今，传媒行业指数在 29 个大行业中涨幅位列中部，较 2017-2018 年行业排名有所改善，2019 年的关键词是分化，细分板块和个股均分化明显。细分板块中，广播电视和互联网板块涨幅较高，电影动画板块跌幅较大，从个股来看，个股业绩分化加大导致市场表现分化。

展望 2020 年，外围环境依然充满变数，我们努力在不确定中寻求确定性，看好抗周期属性的出版发行板块和具备长期景气度职业教育板块。

## 2. 出版发行板块：稳健增长，享受分红

出版发行板块预期保持稳健增长态势，教材教辅行业受益于 K12 在校生复苏及部分地区教材涨价推动，一般图书行业受益于少儿、社科、线上渠道高增速驱动，同时教材教辅和一般图书行业受益于纸张成本下行，毛利率有望提升。

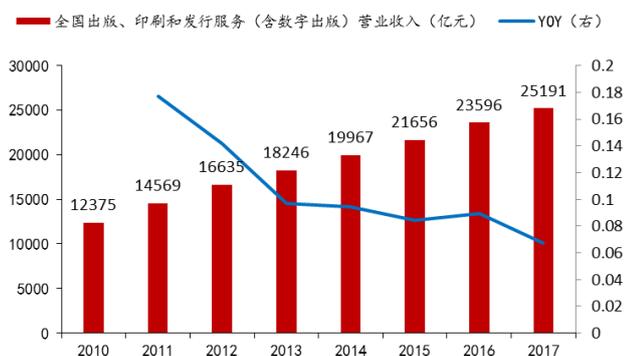
### 2.1. 行业规模稳健增长

2010-2017 年全国出版、印刷和发行服务（含数字出版）营业收入年复合增速 11%。2017 年，全国出版、印刷和发行服务实现营业收入 25191 亿元（含数字出版），全国出版、印刷和发行服务（不含数字出版）实现营业收入 18119.2 亿元，较 2016 年增长 4.5%；利润总额 1344.3 亿元，较 2016 年增长 2.7%。我国数字出版产业依旧保持快速发展势头，2017 年整体收入规模为 7071.93 亿元，同比增长 23%

2018 年全国出版、印刷和发行服务（不含数字出版）实现营业收入 18687.5 亿元，较 2017 年增长 3.1%；拥有资产总额 23414.2 亿元，增长 5.6%；所有者权益 11807.2 亿元，增长 4.4%。其中，图书出版营业收入、利润总额增长提速，营收增速在 8 个细分产业类别中名列第一。

图书出版定价总金额和图书出版种类持续增长，2010-2017 年图书出版定价总金额年复合增速 9%，图书出版种类年复合增速 6%。

图表 1：全国出版、印刷和发行服务营收规模稳增



来源：国家新闻出版署《2017 年新闻出版产业分析报告》，国联证券研究所

图表 2：图书出版定价总金额及出版种类稳增

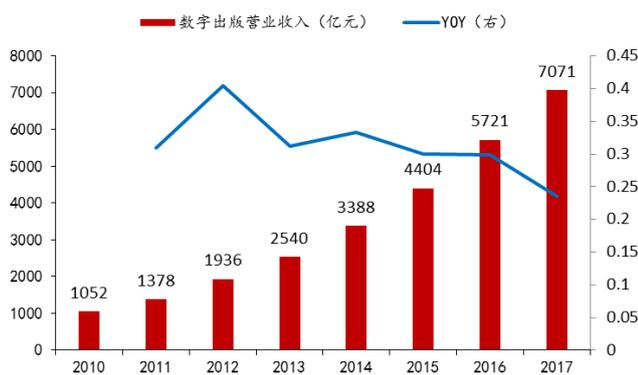


来源：2010-2017 年全国新闻出版业基本情况（或分析报告），国联证券研究所

各类阅读形式中，纸质图书仍占主流，数字阅读增速高。当前纸质图书阅读占比达到 45%，所占比重最大，纸质图书仍具备不可替代的地位，其次是手机阅读，占比达到 35%。2010-2017 年数字出版营业收入年复合增速达到 31%。

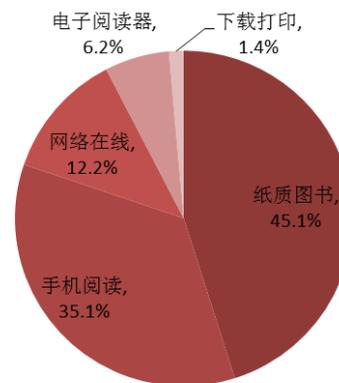
纸质图书仍然是国民阅读形式的主流，而且数字阅读的内容主要为新闻、网络小说等“浅阅读”，纸质图书具备不可替代性。而纸质图书多为经典文学、专业知识等内容的“深阅读”，两种形式满足不同人群各自的阅读需求，数字阅读对纸质图书的冲击并非颠覆性的。

图表 3: 数字出版营收增速较高



来源：中国新闻出版研究院《2017-2018 中国数字出版产业年度报告》和国家新闻出版署《2017 年新闻出版产业分析报告》，国联证券研究所

图表 4: 国民阅读形式中纸质阅读仍占主流地位



来源：中国新闻出版研究院《2017 年全国国民阅读调查报告》，国联证券研究所

## 2.2. 教材教辅行业稳健复苏

教材教辅在学生数复苏、部分省份教材涨价、纸价成本下行以及 17 年下半年起低基数的共同影响下，19 年呈现复苏势头，预计 2020 年能够延续复苏趋势。

### 2.2.1 小学学生数的触底反弹有望传导到初高中

首先，小学在校学生数自 2013 年起触底反弹，最先开始复苏。小学在校学生数自 2013 年达到近 10 年来的最低点后，触底反弹，2017 年小学在校生人数再次回到 1 亿以上，达到 10094 万人，比上年增长 181 万人，增长 1.82%。2018 年小学在校生人数达到 10339 万人，比上年增长 245 万人，同比增长 2.43%。

图表 5: 小学在校学生数从 2014 年起复苏



来源：教育部，国联证券研究所

其次，预计小学在校生人数增加将逐步传导至初中和高中。

初中阶段在校生在 2015 年达到近年来低点，2016 年开始已经出现复苏，且增速在扩大。2015 年初中阶段在校生规模为 4312 万人，为近年来低点，2016-2018 年初中阶段在校生规模同比增速分别为 0.4%、2.6%和 4.8%，预计未来 3 年仍将保持增长。

普通高中在校生在 2016 年达到最低点，为 2371.05 万人，2017-2018 年止住下滑趋势，基本保持 2016 年水平。2018 年在校生人数为 2375.37 万人。

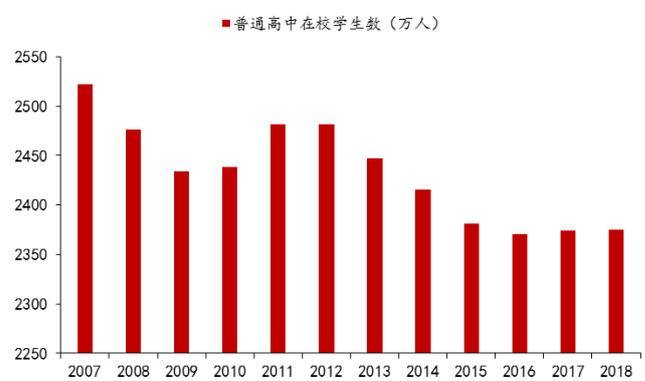
此外，我们认为随着高中阶段毛入学率提升，高中阶段对教材教辅的贡献也将提升。

图表 6：初中阶段在校学生数从 2016 年起复苏



来源：教育部，国联证券研究所

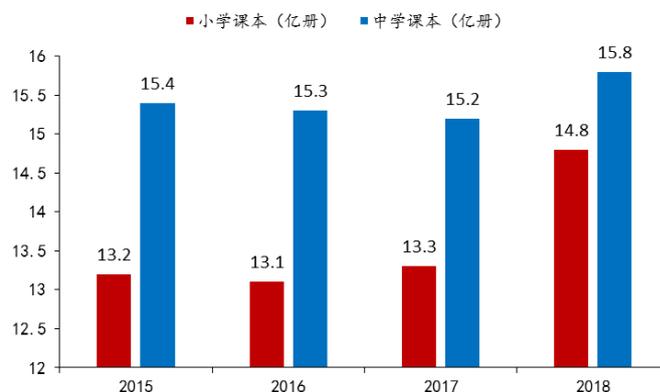
图表 7：普通高中在校学生数从 2017 年起止跌



来源：教育部，国联证券研究所

从中小学课本出版规模可以看出，2018 年小学课本出版规模同比增长 11%，中学课本出版规模 2018 年同比增长 4%。

图表 8：中小学课本出版规模



来源：国家新闻出版署《新闻出版产业分析报告》，国联证券研究所

### 2.2.2 纸价成本压力放缓，预计 19 年成本端改善

出版行业在经历了 2017 年纸价成本大幅上涨后，2018 年四季度起成本压力有所缓解，2019 年纸价持续回调，预计 2020 年纸张成本仍保持低位。

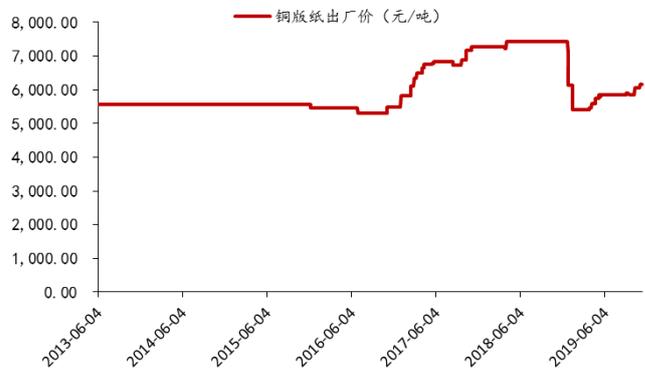
2017 年文化纸纸价成本涨幅较大，影响了出版行业毛利率，2018 年四季度起，由于产能释放及下游需求放缓，文化纸价格持续回调，截至 2019 年 11 月 12 日，铜版纸出厂价较 2018 年最高点下调 20%左右，对出版行业成本端压力缓解，预计 2019 年行业整体成本可控。

图表 9：中国造纸协会纸浆价格总指数



来源：Wind，国联证券研究所

图表 10：铜版纸出厂价



来源：Wind，国联证券研究所

2019 年前三季度，受益于纸张成本下降，凤凰传媒、中南传媒、长江传媒的出版业务毛利率分别提升 3.33pct、0.37pct、1.80pct。

图表 11：出版发行上市公司出版业务毛利率提升

	2019Q3	2018Q3	增加
凤凰传媒	33.14%	29.81%	3.33pct
中南传媒	42.59%	42.22%	0.37pct
长江传媒	35.80%	34.00%	1.80pct

来源：Wind，国联证券研究所

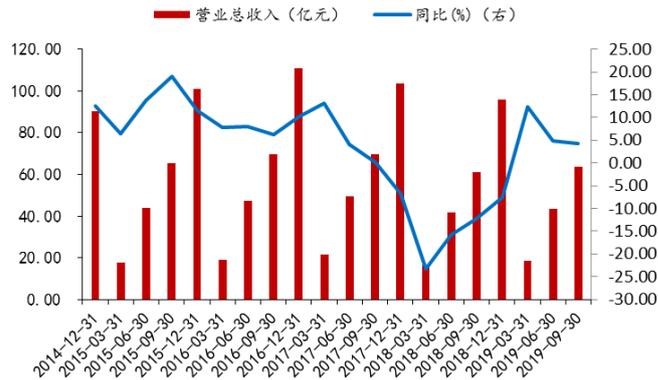
### 2.2.3 教辅市场整顿接近尾声，低基数下教辅行业有望迎来企稳回升

2017 年秋季起，湖南省规范市场类教辅，受此政策影响，湖南省市场类教辅下滑，并对全国教辅市场也有影响，经过两年的行业整顿，我们认为教辅行业的整顿接近尾声，低基数下教辅行业有望迎来企稳回升。

湖南省教育厅于 2017 年 6 月印发《湖南省中小学违规征订教辅材料问题专项整治工作方案》，开展中小学违规征订教辅材料问题专项整治。受此政策影响，中南传媒 2017Q3 起市场类教辅下滑。

从公司单季度营收增速来看，公司 2010 年到 2017Q1 一直保持稳健增长，2017Q2 起由于政策整顿影响，单季度营收同比出现负增长，2019Q1 起营收增速转正。

图表 12：中南传媒营业收入情况（亿元）



来源: Wind, 国联证券研究所

从全国教辅行业来看, 17 年秋季起的整顿也在地域上有所延展, 经过一年的整治, 教辅行业整顿接近尾声, 政策影响减弱, 在 17 年和 18 年低基数下, 19 年行业企稳, 预计 2020 年仍能保持稳健复苏。

行业规范后集中度有望提升。行业中不规范的小企业由于行业整顿营收承压, 并逐步退出市场, 而大型企业有望逐步提升市场份额。

#### 2.2.4 教材教辅行业龙头公司地位稳固

由于行业进入门槛高, 教材教辅行业龙头地位稳固。

图书出版集团行业排名变化不大。根据国家新闻出版署《2017 年新闻出版产业分析报告》, 选取集团合并报表中的主营业务收入、资产总额、所有者权益和利润总额 4 项经济规模指标, 采用主成分分析法, 对图书出版集团的总体经济规模进行综合评价, 前五位依次为: 江苏凤凰出版传媒集团有限公司、江西省出版集团公司、湖南出版投资控股集团有限公司、中国教育出版传媒集团有限公司、浙江出版联合集团有限公司。

图表 13: 总体经济规模综合评价前十名的图书出版集团

2017 年综合排名	集团名称	2016 年排名	排名变化
1	江苏凤凰出版传媒集团有限公司	1	0
2	江西省出版集团公司	3	1
3	湖南出版投资控股集团有限公司	2	-1
4	中国教育出版传媒集团有限公司	4	0
5	浙江出版联合集团有限公司	7	2
6	安徽出版集团有限责任公司	6	0
7	山东出版集团有限公司	11	4
8	湖北长江出版传媒集团有限公司	5	-3
9	中国出版集团公司	10	1
10	河北出版传媒集团有限责任公司	8	-2

来源: 国家新闻出版署, 国联证券研究所

发行集团行业排名保持稳定。2017 年发行集团总经济规模前五位分别为安徽新华发行(集团)控股有限公司、四川新华发行集团有限公司、湖南省新华书店有限责任公司、江西新华发行集团有限公司、山东新华书店集团有限公司。

图表 14: 总体经济规模综合评价前十名的发行集团

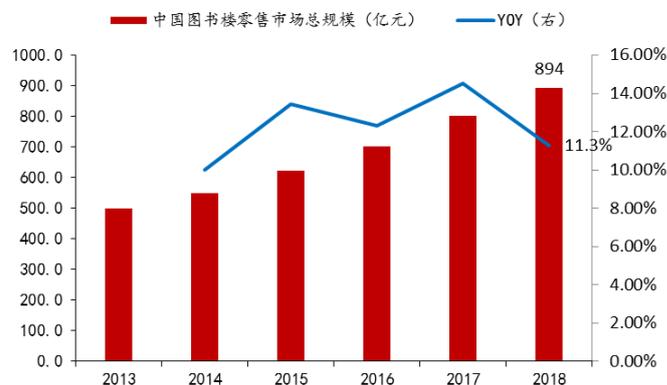
2017 年综合排名	集团名称	2016 年排名	排名变化
1	安徽新华发行(集团)控股有限公司	1	0
2	四川新华发行集团有限公司	2	0
3	湖南省新华书店有限责任公司	3	0
4	江西新华发行集团有限公司	5	1
5	山东新华书店集团有限公司	6	1
6	浙江省新华书店集团有限公司	4	-2
7	河南省新华书店发行集团有限公司	8	1
8	河北省新华书店有限责任公司	7	-1
9	上海新华发行集团有限公司	10	1
10	重庆新华书店集团公司	9	-1

来源: 国家新闻出版署, 国联证券研究所

### 2.3. 一般图书在少儿图书以及电商渠道驱动下保持增长

图书零售市场码洋近年来保持两位数的增速水平。2018 年图书零售市场码洋规模达到 894 亿元, 同比增长 11.3%, 继续保持两位数的增长。

图表 15: 图书零售市场码洋及增速

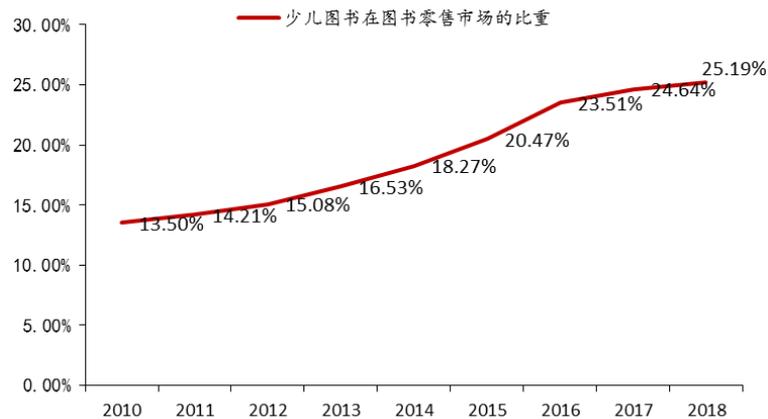


来源: 开卷信息, 国联证券研究所

#### 2.3.1 少儿图书和社科类图书在零售码洋中占比较大, 增速较高

少儿图书 2018 年在图书零售码洋中占比达到 25.19%, 近几年来占比逐年提升, 对一般图书增速贡献较大。少儿图书的增长主要来自于人口出生率的复苏以及家庭对于儿童教育的重视程度提升带来的需求增长以及消费升级。

图表 16: 少儿图书在图书零售市场的比重逐年提升



来源：开卷信息《中国图书零售市场年度观测报告》，国联证券研究所

在实体店和网店码洋排名中，少儿图书和社科类图书均位居前三位。在实体店中，排名前三的类别分别为教辅教材、社科和少儿，占比分别为 26.97%、25.28%和 18.17%；在网店中，排名前三的类别分别为少儿、社科和文艺，占比分别为 28.44%、24.37%和 17.08%。

图表 17: 2018H1 实体店和网店各类别码洋比重及增速

分类	实体店		分类	网店	
	实体店码洋比重	同比变化		网店码洋比重	同比变化
教辅教材	26.97%	-0.45%	少儿	28.44%	1.10%
社科	25.28%	7.21%	社科	24.37%	-0.40%
少儿	18.17%	-1.88%	文艺	17.08%	-1.54%
文艺	17.51%	-1.84%	教材教辅	12.24%	1.59%
科技	5.14%	-0.82%	科技	8.14%	-0.47%
语言	3.83%	-1.32%	语言	6.27%	0.46%
生活休闲	3.04%	-0.88%	生活休闲	3.36%	-0.73%
综合图书	0.06%	-0.02%	综合图书	0.10%	0.00%

来源：开卷信息，国联证券研究所

从少儿类畅销书来看，大出版社竞争力更强。

图表 18: 2018 年开卷少儿类畅销书 TOP10

排名	书名	出版社	所属上市公司
1	夏洛的网	上海译文出版社	
2	草房子	江苏凤凰少年儿童出版社	凤凰传媒
3	小猪唏哩呼噜（上）	春风文艺出版社	出版传媒
4	狼王梦	浙江少年儿童出版社	
5	小猪唏哩呼噜（下）	春风文艺出版社	出版传媒
6	窗边的小豆豆	南海出版公司	
7	小王子	天津人民出版社	
8	笑猫日记——又见小可怜	明天出版社	中文传媒
9	我爸爸	河北教育出版社	
10	了不起的狐狸爸爸	明天出版社	中文传媒

来源：开卷信息，国联证券研究所

### 2.3.2 电商渠道增速高，在图书零售市场占比逐年提升

电商渠道增速超过实体店，拉动一般图书行业增长。2018年，网店图书销售额规模达到573亿元，同比增长24.70%，实体书店2018年规模为321亿元，同比下滑6.69%。

根据2018年开卷信息发布的网店折扣数据，网店渠道折扣为62折，其中并不包含满减、满赠、优惠券等活动，测算网店渠道573亿元的销售额中，实际销售额为355亿元，网店和实体店的销售额接近。

我们认为实体渠道不能完全被替代，实体渠道和网店会形成互为补充的格局共同存在。

图表 19: 2012-2018 年实体书店销售额 (亿元)



来源：开卷信息，国联证券研究所

图表 20: 2012-2018 年网店图书销售额 (亿元)



来源：开卷信息，国联证券研究所

### 2.3.3 一般图书行业竞争格局清晰，龙头地位稳固

根据开卷数据2018年出版机构市场占有率排行，行业竞争格局清晰，龙头出版机构地位稳固。

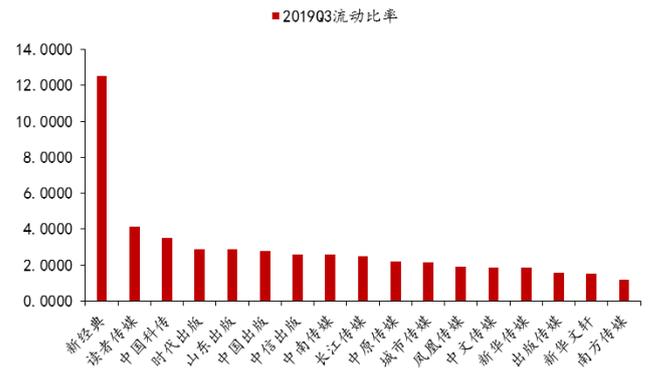
图表 21: 2018 出版机构市占率排名

领先出版企业 TOP10			领先出版社 TOP10			领先出版公司 TOP10		
1	中国出版集团	1	北京联合出版有限责任公司	1	中南博集天卷文化传媒有限公司			
2	中南出版传媒集团股份有限公司	2	中信出版集团股份有限公司	2	北京磨铁图书有限公司			
3	凤凰出版传媒集团有限公司	3	世界图书出版有限公司	3	新经典文化股份有限公司			
4	中国国际出版集团	4	机械工业出版社	4	北京华章图文信息有限公司			
5	吉林出版集团	5	商务印书馆有限公司	5	读客文化股份有限公司			
6	北京联合出版有限责任公司	6	人民文学出版社有限公司	6	荣信教育文化产业发展股份有限公司			
7	中国工信出版传媒集团有限责任公司	7	人民日报出版社	7	海豚传媒股份有限公司			
8	中文天地出版传媒股份有限公司	8	外语教学与研究出版社有限责任公司	8	果麦文化传媒股份有限公司			





来源: Wind, 国联证券研究所

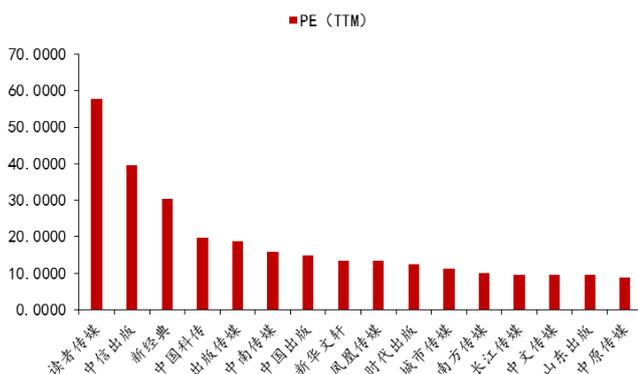


来源: Wind, 国联证券研究所

### 2.4.3 板块整体估值较低, 股息率高

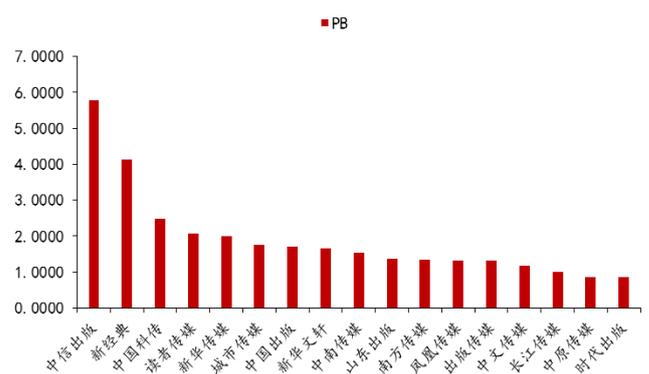
板块整体估值较低。出版发行公司 PE (TTM) (剔除新华传媒) 中值为 18 倍, 除新华传媒、读者传媒、中信出版、新经典四家公司, 其他公司 PE (TTM) 均在 20x 以下, PB 中值为 1.54 倍。

图表 26: 出版发行公司市盈率



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 27: 出版发行公司市净率



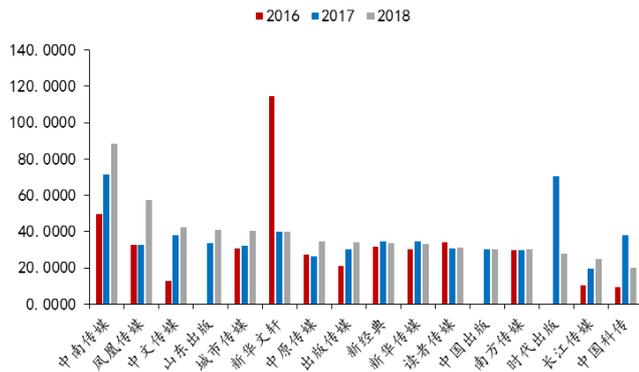
来源: Wind, 国联证券研究所

板块分红率和股息率较高。2018 年板块现金分红比例均值为 38%, 且从 2016 年到 2018 年逐年提升。中南传媒、凤凰传媒和中文传媒现金分红比例位列前三, 分别为 89%、58%和 42%, 这三家公司的分红比例也呈现 2016-2018 年逐年提升的趋势。

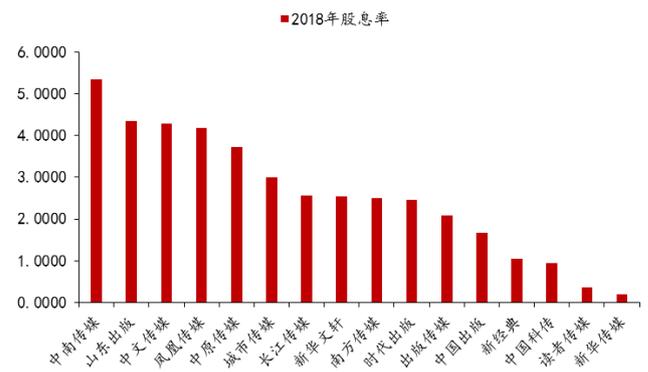
从股息率看, 板块 2018 年股息率均值为 2.58%, 其中有四家公司的股息率均超过 4%, 分别为中南传媒 (5.35%)、山东出版 (4.35%)、中文传媒 (4.28%)、凤凰传媒 (4.18%)。

图表 28: 2016-2018 出版发行公司年度现金分红率

图表 29: 2018 年出版发行公司股息率



来源: Wind, 国联证券研究所



来源: Wind, 国联证券研究所

## 2.5. 龙头公司资产扎实，主业稳健，数字教育积极拓展

### 凤凰传媒：

出版发行行业龙头，公司业务立足江苏，并积极向省外拓展，作为江苏、海南两省唯一具备教材发行资质的单位，承担着两省各地各校教辅材料的发行工作。

**2018年秋季起教材涨价有望提升公司教材收入。**2017年到2018年上半年，公司教材成本受到纸张成本涨价影响较大，江苏物价局于2018年5月对江苏省中小学教材、评议类教辅的印张单价、封面价格和插页单价的标准做了适当调整，公司产品自2018年秋季学期起提价。江苏省K12在校生基数较大，并呈现复苏趋势。分阶段来看，江苏省小学生在校生人数和初中在校生人数均已回升，普通高中在校生下滑幅度已经收窄，后期小学生和初中生的在校生复苏有望传导至高中。同时，江苏省普通高中入学率有提升空间。2017年江苏省普通高中招生数/初中毕业生数为0.51，在全国排名倒数第二，距离全国最高水平0.70以及全国平均水平0.59均有提升空间。

**公司智慧教育保持快速增长。**2019年上半年，凤凰学易营业收入7314.4万，同比增长26.69%；实现净利润147.83万，去年同期为-337.40万，增长额为485.23万；合作学校新签约协议数7474份，同比增长了49.90%。学科网流量大幅上升，ALEXA国内排名最高达到457名。学科网积极推广B端多用户体系，学校购买产品后由开通单一共享账号升级为每个用户一个账号，目前已推广1.75万所使用学校，转化154.98万教师用户账号，为扩展业务范围、延伸个性化服务奠定了良好基础；精准教学通召代理商大会，获得很好反响，目前收取代理保证金26所学校，任务保证金551.8万；资源价值进一步体现，C端用户线上购买资源收入显著上升，上半年C端收入1057.19万元。公司智慧教育业务增势良好，B端和C端齐发力。

2018年公司分红比例达到58%，股息率达到4%以上（以11.18日收盘价计），现金流充足。

### 中南传媒：

公司经过2017年秋季起教辅行业的整顿，2018年业绩下滑，2019年已经走出业绩低谷，出现复苏，预计2020年延续复苏。

**公司积极发展数字教育。**公司旗下天闻数媒数字教育“平台+核心应用”的产品战略更趋清晰，形成以 ECO 云开放平台为中心，以 AiClass 云课堂、云考试、校比邻 App 等为重点的产品体系。2019 年上半年天闻数媒数字教育产品应用新增 10 个县(区) 200 多所学校，累计应用至 506 个县(区) 8000 多所学校；积极推动与北京东城区、湖南长沙市、上海闵行区、福建莆田市等战略合作。贝壳网通过持续优化升级，不断提升用户体验。新开发内容 66000 多条，引进内容 18000 多条，内容资源总量突破 30T；报告期贝壳网新增注册用户 107 万人，总数达 334 万人。家校共育网积极打造一站式家校共育服务平台，被湖南省妇联授予“湖南省网上家长学校”。中南迅智继续大力开拓市场，在邵阳、张家界、怀化等地取得突破，省外市场拓展有序推进。报告期共承接考试 264 场，服务学生 187 万人次。

**公司分红率行业最高，在手现金充足。**2018 年中南传媒分红比例达到 89%，且近三年来分红比例逐年提升，股息率超过 5%，货币资金 116 亿，资产扎实。

### 3. 职业教育在高技能人才旺盛需求下有望长期保持高景气度

中国职业教育体系一般分为学历职业教育和非学历职业教育，学历职业教育包括中等职业教育和高等职业教育，非学历职业教育主要包括职业技能教育和职业考试培训。

图表 30：中国职业教育体系

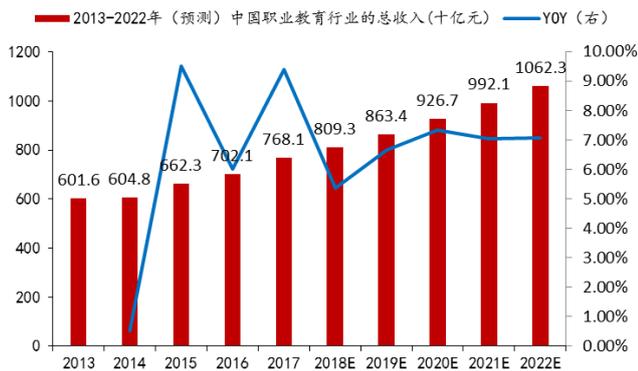
		受众	主要目的	资质
		年龄		
中国职业教育体系	学历职业教育	中等职业教育	中专 技校 职高	15-45 获得就业技能 证书
		高等职业教育	大专 大学	15-45 备考资质证书及招录 证书
	非学历职业教育	职业技能教育	信息技术及互联网技术； 烹饪技术； 汽车服务； 财务&会计； 其他	15-17 获得文凭所需技能 文凭
	职业考试培训	资质及证书； 招录	18-21 获得文凭所需技能 文凭	

来源：弗若斯特沙利文，中国东方教育招股书，国联证券研究所

#### 3.1. 职业教育市场规模稳步增长

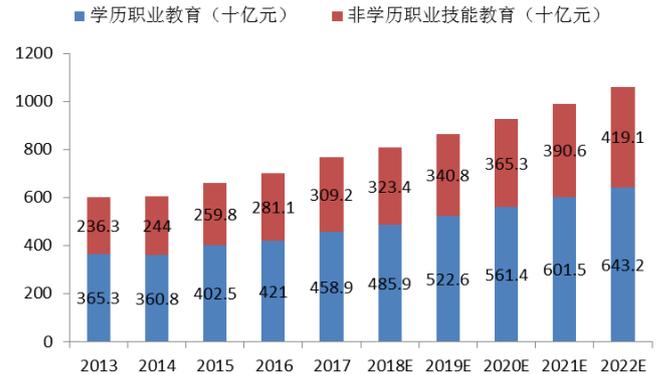
**职业教育市场规模稳步增长。**根据教育部的资料和弗若斯特沙利文报告，由于培训人次及学费增长，中国职业教育行业从 2013 年的 6016 亿元稳步增长至 2017 年的 7681 亿元，2013 至 2017 年年复合增速为 6.3%，且预计于 2022 年将达到 10623 亿元，2017-2022 年预测的年复合增速为 6.7%。

图表 31: 2013-2022E 中国职业教育行业总收入



来源: 弗若斯特沙利文, 中国东方教育招股书, 国联证券研究所

图表 32: 学历职业教育和非学历职业教育收入



来源: 弗若斯特沙利文, 中国东方教育招股书, 国联证券研究所

### 3.2. 熟练技术人才的供给缺口是职业教育行业的根本驱动力

由于中国经济的快速增长及结构转型, 中国劳动力市场存在供给与需求的不匹配, 以及缺乏熟练技术人才的结构性问题。根据人社部的资料, 职位空缺与求职者的比例呈现上升趋势, 从 2013 年的 1.09 上升至 2017 年的 1.16, 表明人才供需不匹配呈现上升趋势, 根据弗若斯特沙利文的预测, 2022 年职位空缺与求职者的比例预计会进一步增至 1.20。

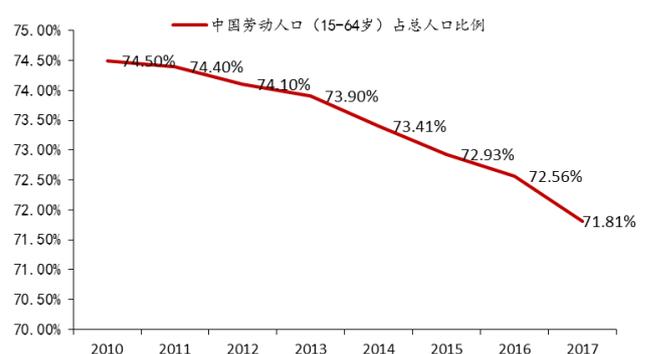
在老龄化趋势下, 劳动人口规模及其占总人口比重也在下降。劳动人口 (15-64 岁) 的规模在 2013 年为 10.06 亿, 而后逐年下降, 截止到 2017 年为 9.98 亿; 占总人口比例从 2010 年的 74.5% 开始不断下降, 2017 年降至 71.8%。

图表 33: 中国劳动人口 (15-64 岁) 规模



来源: 弗若斯特沙利文, 中国东方教育招股书, 国联证券研究所

图表 34: 中国劳动人口 (15-64 岁) 占总人口比例



来源: Wind, 国联证券研究所

#### 3.2.1 制造业面临高级技能人才缺口

根据教育部发布的《制造业人才发展规划指南》, 我国制造业面临较大的高级技能人才缺口, 预计 2020 年, 制造业十大重点领域人才缺口总计为 1913 万人, 到了 2025 年制造业十大重点领域人才缺口总计将达到 2986 万人。如新一代信息技术产业 2020 年人才缺口预计 750 万人, 2025 年人才缺口预计 950 万人; 电力设备 2020 年人才缺口预计 411 万人, 2025 年人才缺口预计 909 万人; 高档数控机床和机器人 2020 年人才缺口预计 300 万人, 2025 年人才缺口预计 450 万人。正因为制造业面临较大

的人才缺口，职业教育所承担的使命更为重要，即推进制造业人才供给结构改革，精准对接重点领域人才需求。

图表 35: 制造业十大重点领域人才需求预测 (万人)

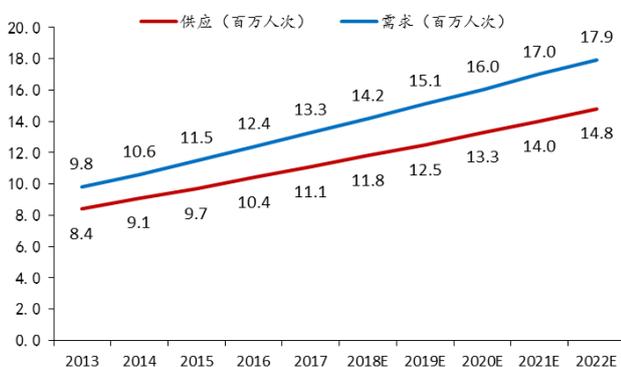
序号	十大重点领域	2015 年		2020		2025 年	
		人才总量	人才总量预测	人才缺口预测	人才总量预测	人才缺口预测	
1	新一代信息技术产业	1050	1800	750	2000	950	
2	高档数控机床和机器人	450	750	300	900	450	
3	航空航天设备	49.1	68.9	19.8	96.6	47.5	
4	海洋工程装备及高技术船舶	102.2	118.6	16.4	128.8	26.6	
5	先进轨道交通装备	32.4	38.4	6	43	10.6	
6	节能与新能源汽车	17	85	68	120	103	
7	电力装备	822	1233	411	1731	909	
8	农机装备	28.3	45.2	16.9	72.3	44	
9	新材料	600	900	300	1000	400	
10	生物医药及高性能医疗器械	55	80	25	100	45	

来源：教育部《制造业人才发展规划指南》，国联证券研究所

### 3.2.2 服务行业面临熟练工人缺口

随着我国第三产业的快速发展，服务行业的人才缺口也日益凸显。以部分细分领域来看，根据弗若斯特沙利文的报告，烹饪职业技能教育市场总收入从 2013 年的 24 亿元增至 2017 年的 40 亿元，预计于 2022 年将提升至 64 亿元，增长主要来自于消费升级驱动了餐饮行业的蓬勃发展，消费者对食品质量、服务及品相认知度日益提高，对专业厨师的需求增加。根据弗若斯特沙利文的统计，2017 年烹饪技术行业熟练工人供需缺口为 220 万人，预计到 2022 年缺口达到 310 万人。

图表 36: 中国烹饪技术行业熟练工人供需缺口



来源：弗若斯特沙利文，中国东方教育招股书，国联证券研究所

图表 37: 中国烹饪职业技能教育总收入

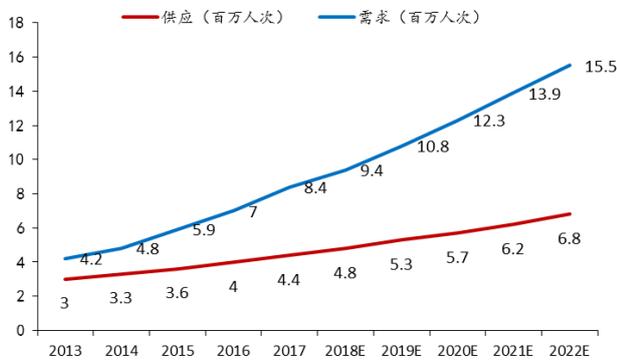


来源：Wind，国联证券研究所

汽车服务行业熟练工人同样面临日益增长的人才缺口。根据弗若斯特沙利文的报告，汽车服务职业技能教育市场总收入从 2013 年的 11 亿元增至 2017 年的 21 亿元，

预计于 2022 年将提升至 38 亿元，增长主要来自于汽车保有量的增长以及对于专业服务的需求日益提升。根据弗若斯特沙利文的统计，2017 年汽车服务行业熟练工人供需缺口为 400 万人，预计到 2022 年缺口达到 870 万人。

图表 38：中国汽车服务行业熟练工人供需缺口



来源：弗若斯特沙利文，中国东方教育招股书，国联证券研究所

图表 39：中国汽车服务技能教育总收入



来源：Wind，国联证券研究所

### 3.3. 政策对职业教育行业支持力度大

政策对职业教育的支持力度大，推动加快构建现代职教体系，大力培养技术技能人才紧缺人才。在专业设置上促进学科专业设置与产业发展同步，主动适应新技术、新工艺、新装备、新材料发展需求，培养模式上强调要深化产教融合，推动制造业行业企业深度参与相关专业标准制定、课程教材开发、教学实施等，推进职业教育集团化办学，加快产学研用联盟建设。

例如，2019 年 10 月，教育部办公厅等七部门发布《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》，主动适应家政服务业与养老、育幼、物业、快递等融合发展新模式，居家为基础、社区为依托、机构为补充、医养相结合的养老服务体系建设新要求，家政电商、“互联网+家政”“物业+养老服务”“互联网+养老”等新业态，不断满足城乡社区居民多样化、个性化、中高端新需求，以社区为重点依托，聚焦专业人才供给，拓展社会服务产业发展空间，以职业教育为重点抓手，提高教育对社会服务产业提质扩容的支撑能力，加快建立健全家政、养老、育幼等紧缺领域人才培养培训体系，扩大人才培养规模，全面提高人才培养质量，支撑服务产业发展，具体措施包括：完善学科专业布局，重点扩大技术技能人才培养规模，加快培养适应新业态、新模式需要的复合型创新人才，积极培养高层次管理和研发人才，支持从业人员学历提升，鼓励院校广泛开展职业培训，开展 1+X 证书制度试点等。

2019 年 5 月，国务院办公厅印发《职业技能提升行动方案（2019—2021 年）》，提出目标任务为 2019 年至 2021 年，持续开展职业技能提升行动，提高培训针对性实效性，全面提升劳动者职业技能水平和就业创业能力。三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。

**图表 40: 职业教育行业相关政策梳理**

时间	政策	主要内容
2019.10	《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》	以职业教育为重点抓手，提高教育对社会服务产业提质扩容的支撑能力，加快建立健全家政、养老、育幼等紧缺领域人才培养培训体系，扩大人才培养规模，全面提高人才培养质量，支撑服务产业发展，开展 1+X 证书制度试点等。
2019.5	《职业技能提升行动方案(2019—2021 年)》	三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。
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》	一是试点职业技能领域。面向现代农业、先进制造业、现代服务业、战略性新兴产业等 20 个技能人才紧缺领域，率先从 10 个左右职业技能领域做起。二是试点院校。试点院校以高等职业学校、中等职业学校（不含技工学校）为主，本科层次职业教育试点学校、应用型本科高校及国家开放大学等积极参与，省级及以上示范（骨干、优质）高等职业学校和“中国特色高水平高职学校和专业建设计划”入选学校要发挥带头作用。
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》	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，为促进经济社会发展和提高国家竞争力提供优质人才资源支撑。
2019.2	《中国教育现代化 2035》	2035 年主要发展目标是：建成服务全民终身学习的现代教育体系、普及有质量的学前教育、实现优质均衡的义务教育、全面普及高中阶段教育、职业教育服务能力显著提升、高等教育竞争力明显提升、残疾儿童少年享有适合的教育、形成全社会共同参与的教育治理新格局。
2019.2	《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）。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。职业院校实践性教学课时原则上占总课时一半以上，顶岗实习时间一般为 6 个月。“双师型”教师（同时具备理论教学和实践教学能力的教师）占专业课教师总数超过一半，分专业建设一批国家级职业教育教师教学创新团队。
2019.2	《教育部 2019 年工作要点》	保持高中阶段教育职普比大体相当。启动实施 1+X 证书（学历证书+职业技能等级证书）制度试点。启动高等职业教育专业评估。实施中国特色高水平高职学校和专业建设计划。建设一批高水平职业教育实训基地，开展产教融合建设试点。继续推进职业教育国家教学标准体系建设。总结现代学徒制试点经验，全面推广现代学徒制。
2018.10	《技能人才队伍建设工作实施方案（2018—2020 年）》	制定出台支持职业教育发展和加强技能人才队伍建设、全面推行企业新型学徒制、开展深度贫困地区技能扶贫行动、深入推进技工院校与国有企业开展校企合作、加强技工院校劳动教育、推进技工院校学生创新创业工作、改革完善技能人才评价制度、工程技术领域高技能人才与专业技术人才职业发展贯通、全国职业技能竞赛管理、社会赞助世界技能大赛参赛工作等多个政策文件。
2018.10	《关于全面推行企业新型学徒制的意见》	从今年起到 2020 年底，努力形成政府激励推动、企业加大投入、培训机构积极参与、劳动者踊跃参加的职业技能培训新格局，力争培训 50 万以上企业新型学徒。2021 年起，继续加大工作力度，力争年培训学徒 50 万人左右。

来源：国联证券研究所

### 3.4. 龙头公司有望受需求增长与政策支持双驱动

#### 中国东方教育

随着经济发展和产业升级，社会对高技能人才需求提升，政策对职业教育支持力度大，公司作为职业教育龙头公司，将充分受益行业发展。

公司具备较高的品牌影响力和连锁运营管理能力。目前主要业务覆盖餐饮、汽修、信息技术三大板块，拥有新东方烹饪、万通汽修、新华电脑、华信智原、欧米奇等多个品牌。新东方烹饪是全国最大的烹饪技能培训提供商，公司在汽修和信息技术领域也处于全国领先地位。

公司毕业生就业率高，起薪高于平均水平，保障了公司对未来生源的吸引力。从就业率来看，截至 2018 年末，公司新东方烹饪、新华电脑、万通汽修三大业务引荐就业率分别达到 93.2%、93.1%和 97.3%，同时，毕业生起薪通常在 5000 元/月以上，高于中等职业学校和高等职业学校的平均毕业薪酬水平。

公司向美业和康养领域拓展，有望复制现有成功的办学经验，市场需求大。

#### 中公教育

公职类招录人数回暖，2020 年利好公司业绩。2019 年国考和省考的招录人数均下滑，2020 年国考招录人数回升，省考招录人数也有望回暖，培训需求提升。

公司在公考领域处于龙头地位，市占率具备提升趋势，在保持招录领域稳步快速增长的同时，公司对考研和 IT 职业能力训练等新赛道进行了积极进取的投资。公司垂直一体化的快速响应能力，可使增长模式可在新赛道复制。

品牌效应，优秀的教研能力以及管理能力，助推公司跨区域拓展和下沉渠道，保持持续增长。

## 4. 风险提示

行业政策发生重大变化的风险；

商誉大幅减值的风险。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

#### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元  
 电话：021-61649996

## 分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	张媛	15810039831
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856