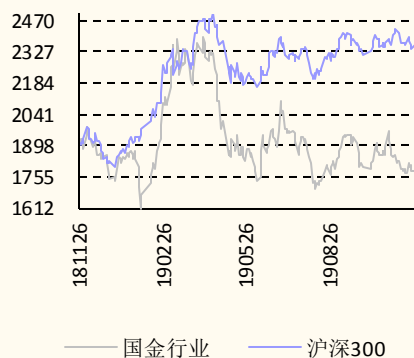


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金教育指数	1778
沪深300指数	3878
上证指数	2906
深证成指	9626
中小板综指	8945



相关报告

- 1.《2019 教育行业周报第 43 期：华立大学集团三战港股终上市，扩...》，2019.11.17
- 2.《2019 教育行业周报第 42 期：新东方 K12 为引擎，春种秋收 V...》，2019.11.10
- 3.《2019 教育行业周报第 41 期：国考过审人数达 143.7 万人，...》，2019.11.3
- 4.《数据分析：中国可能还需要更多公务员——公务员体系 & 结构量...》，2019.10.22
- 5.《2019 教育行业周报第 40 期：国考招录人数回升 66%，体制内...》，2019.10.20

吴劲草 分析师 SAC 执业编号：S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

出生人口下降对学生数量的影响？ ——2035 年前高考学生数都是确定性增长趋势

行业观点

- 七十余年人口增长跌宕起伏，1949 年以来，我国人口经历过几个阶段：
 - ①1950-1958 年是第一个人口出生爆发期，基数相对小，年均出生率最高，期间年均出生人口约 2100 万人。
 - ②1962-1975 年是第二个人口出生爆发期，年均出生人口最多（超 2600 万人），是我国人口最为迅速增长的年代，但过于迅速增长的人口，也产生了很多相应的问题。
 - ③1981-1991 年是第三个人口出生爆发期，由于基数放大，出生率已经有所降低，但这时时期年均出生人口约 2300 万人，接近前高（但没有达到前高）。
 - ④1992-2006 年，这段时间出生人口数是持续下降的，从约 2300 万人每年降低到约 1500 万人每年，这也是本文读者大部份所经历过的年代（即使是在 1992-2006 年出生人口持续下降的年份，我国人口也一直是净增的）。
 - ⑤2006-2017 年，这段时间出生人口数是回升的。其实很多人没有意识到，1991 年开始的出生人口持续下降，在 2006 年左右触底了，2006 年基本是前后十年出生人口的底，2006-2017 年期间，出生人口企稳，呈现单向回升趋势，从约 1500 万人每年，回升至约 1700 万人每年。
- 我们在本文想要说明，即使 2018 年，出生人口同比 2017 年有所下降，但入学人口是一个有时间延迟的过程，小学/初中/高中分别要延迟 6/12/15 年，也就是说，小学/初中/高中，未来 5-15 年，都是适龄基数人口持续单向增长的过程，而 2018 年出生人口数相对 2017 年的下降，要到 2036 年才能反映到高考适龄人口中，2035 年前的高考适龄人口仍是持续增长的趋势。
- 预测结果（在预测学生人数过程中，我们使用的是历史出生人数）：
 - 小学阶段：预计未来四年（2022 年前）招生人数平均为 1777 万人，呈现增长趋势，年均增长 51 万人。预计未来五年（2023 年前）在校生人数平均为 1.05 亿人，呈现增长趋势，年均增长 72 万人。
 - 初中阶段：预计未来六年（2024 年前）招生人数平均为 1745 万人，呈现增长趋势，年均增长 34 万人。预计未来六年（2024 年前）在校生人数平均为 5141 万人，呈现增长趋势，年均增长 108 万人。
 - 高中阶段（含普高+中职）：预计未来九年（2027 年前）招生人数平均为 1595 万人，呈现增长趋势，年均增长 45 万人。预计未来九年（2027 年前）在校生人数平均为 4492 万人，呈现增长趋势，年均增长 134 万人。
 - 小学到高中阶段：预计未来四年（2022 年前）合计招生人数平均为 4989 万人，呈现增长趋势，年均增长 136 万人。预计未来五年（2023 年前）合计在校生人数平均为 1.97 亿人，呈现增长趋势，年均增长 339 万人。
 - 高考人数：2021-2035 年，高考适龄人口是增长的趋势，叠加高考参加率的增长，预计未来 15 年左右，高考人数是持续增长趋势，高等教育供给存在不足，有扩张需求。
- 投资建议：看好 K12 相关产业，包括 K12 培训、复读班等；看好高等教育的发展。推荐标的：中教控股，中国科培，新东方，好未来，科斯伍德等。
- 风险提示：新出生人口或引发悲观情绪；政策风险；并购整合风险等。

本文核心内容

- **七十余年人口增长跌宕起伏：**
 - 1949 年以来，我国人口经历过几个增长阶段——
 - ①**1950-1958 年是第一个人口出生爆发期**，基数相对小，年均出生率最高，期间年均出生人口约 2100 万人。
 - ②**1962-1975 年是第二个人口出生爆发期**，年均出生人口最多（超 2600 万人），是我国人口最为迅速增长的年代，但过于迅速增长的人口，也产生了很多相应的问题。
 - ③**1981-1991 年是第三个人口出生爆发期**，由于基数放大，出生率已经有所降低，但这时期年均出生人口约 2300 万人，接近前高（但没有达到前高）。
 - ④**1992-2006 年，这段时间出生人口数是持续下降的**，从约 2300 万人每年降低到约 1500 万人每年，这也是本文读者大部份所经历过的年代（即使是在 1992-2006 出生人口持续下降的年份，我国人口也一直是净增的）。
 - ⑤**2006-2017 年，这段时间出生人口数是回升的**。其实很多人没有意识到，1991 年开始的出生人口持续下降，在 2006 年左右触底了，2006 年基本是前后十年出生人口的底，2006-2017 年期间，出生人口企稳，呈现单向回升趋势，从约 1500 万人每年，回升至约 1700 万人每年。
- **我们在本文想要说明，即使 2018 年，出生人口同比 2017 年有所下降，但入学人口是一个有时间延迟的过程**，小学/初中/高中分别要延迟 6/12/15 年，也就是说，小学/初中/高中，未来 5-15 年，都是适龄基数人口持续单向增长的过程，而 2018 年出生人口数相对 2017 年的下降，要到 2036 年才能反映到高考适龄人口中，2035 年前的高考适龄人口仍是持续增长的趋势。
- **预测结果：**
 - 在预测学生人数过程中，我们使用的是历史出生人数，不涉及任何出生人数的预测数据。根据前文分析，我国出生人数在 2006-2017 年间均处于回暖阶段。
 - **小学阶段：**预计未来四年（2019-2022 年）小学招生人数平均为 1777 万人，呈现增长趋势，年均增长 51 万人。预计未来五年（2019-2023 年）小学在校生人数平均为 1.05 亿人，呈现增长趋势，年均增长 72 万人。
 - **初中阶段：**预计未来六年（2019-2024 年）初中招生人数平均为 1745 万人，呈现增长趋势，年均增长 34 万人。预计未来六年（2019-2024 年）初中在校生人数平均为 5141 万人，呈现增长趋势，年均增长 108 万人。
 - **高中阶段（含普通高中+中等职业（普通中专+职业高中+技工学校））：**预计未来九年（2019-2027 年）高中招生人数平均为 1595 万人，呈现增长趋势，年均增长 45 万人。预计未来九年（2019-2027 年）高中在校生人数平均为 4492 万人，呈现增长趋势，年均增长 134 万人。
 - **小学到高中阶段：**预计未来四年（2019-2022 年）小初高合计招生人数平均为 4989 万人，呈现增长趋势，年均增长 136 万人。预计未来五年（2019-2023 年）小初高合计在校生人数平均为 1.97 亿人，呈现增长趋势，年均增长 339 万人。
 - **高考人数：**2012-2019 年对应的高考适龄人口基数呈现下降趋势，但是报名高考人数呈现上升趋势，反映高考参加率在持续提升（也有一部分复读的原因）。**2021-2035 年，高考适龄人口是增长的趋势，叠加**

高考参加率的增长，预计未来 15 年左右，高考人数是持续增长趋势，高等教育供给存在不足，有扩张需求。

- 虽然 2018 年出生人口较 2017 年有所减少，但是以历史数据来预测：未来五年 K12 阶段（小学-高中）的入学人数及在校生人数仍持续增长，看好 K12 相关产业，包括 K12 课外培训、中高考/复读培训等；而高考人数在 2035 年以前预计也是持续增长的，高考人数的增长使得高等教育入学人数基数增长趋势有望持续，高等教育供给仍然不足，看好高等教育的发展。

1.人口结构——70 年跌宕起伏，2006-2017 年出生人口其实是单向增长

1.1 七十余年的生育政策演变：49 年鼓励生育—54 年节制生育—78 年计划生育—02 年放开生育

- **七十余年生育政策演变：**1949 年以来我国生育政策主要经历四个阶段的变化，分别为 1949-1953 的鼓励生育政策阶段，1954-1977 的提倡计划生育政策阶段，1978-2001 的严格收紧生育政策阶段和 2002 年至今的逐渐放开计划生育政策阶段。
- **①1949-1953 年为鼓励生育阶段（5 年）。**此阶段严格限制节育及人工流产。1950 年 4 月，卫生部和军委卫生部联合发布《机关部队妇女干部打胎限制的办法》，规定“为保障母体安全和下一代生命，禁止非法打胎”。新中国成立之初，在国家需要大量劳动力投入生产建设以及生产技术落后的背景下，劳动人口数量是决定生产力发展能力的重要因素，毛泽东曾在《唯心历史观的破产》中提出“中国人口众多是一件极大的好事”，人多就是力量的观念深入人心，这导致在 1953 年第一次人口普查中，人口规模大幅超过预计。
- **②1954-1977 年为提倡节制生育阶段（24 年）。**1955 年，《中共中央对卫生部党组关于节制生育问题的报告和批示》提出提倡节制生育方针，主要目的为控制人口规模，促进国家、家庭及新一代长远发展；1971 年，《国务院转发卫生部军管会、商业部、燃料化学工业部“关于做好计划生育工作的报告”》中提出，“一个不能少，三个多了，两个正好”；1973 年 12 月，第一次全国计划生育工作汇报会中提出“晚、稀、少”政策。
- **③1978-2001 年为严格执行计划生育政策阶段（24 年）。**1978 年 3 月，“国家提倡和推行计划生育”首次被写入宪法，并在全国严格执行；1978 年 10 月，中央《关于国务院计划生育领导小组第一次会议的报告》中明确提出“提倡一对夫妇生育子女数最好一个，最多两个”；1980 年 9 月，中共中央发表《中共中央关于控制我国人口增长问题致全体共产党员、共青团员的公开信》，标志着我国开始进一步收紧生育政策，将 1970 年代“两个正好”转变为严格控制生育第二个孩子和独生子女政策；1984 年 4 月，中央 7 号文件提出“开小口，堵大口”，农村可以适当放宽生育二胎的条件，严禁超计划二胎和多胎。
- **④2002 年至今为逐渐放开计划生育阶段（18 年）。**很多人认为生育政策的放开是 2016 年开始的，实际上，从 2002 年起，生育政策已经开始逐渐放开了。2002 年，政府推出“双独二孩”政策，即提倡一孩，经批准允许部分二孩，严禁超计划二孩及多孩，2002 年开始各省逐渐放开“双独二孩”政策；2011 年 11 月，全国各地全面实施“双独二孩”政策；2013 年 11 月，外发布的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，提到“坚持计划生育的基本国策，启动实施一方是独生子女的夫妇可生育两个孩子的政策”，这标志着“单独二孩”政策正式实施；2015 年中共十八届五中全会中《人口和计划生育法》修订为“国家提倡一对夫妻生育二个子”，“全面二孩”政策推出。

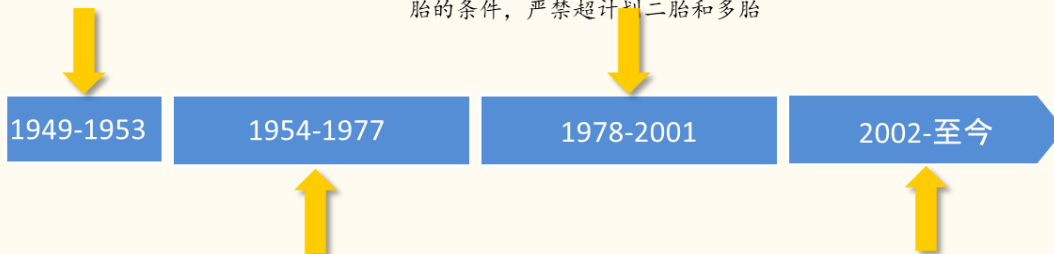
图表 1: 1949-至今全国生育政策演变

1949-1953: 鼓励生育阶段

- 限制人工流产及节育
- 1950年4月, 卫生部和军委卫生部提出“为保障母体安全和下一代生命, 禁止非法打胎”。

1978-2001: 严格执行计划生育政策阶段

- 1978年3月, “国家提倡和推行计划生育”首次被写入宪法
- 1978年10月, 中央明确提出“提倡一对夫妇生育子女数最好一个, 最多两个”
- 1980年, 全国人大五届三次会议提出“一对夫妇只生育一个孩子”
- 1984年, 中央7号文件提出“开小口, 堵大口”, 农村可以适当放宽生育二胎的条件, 严禁超计划二胎和多胎



1954-1977: 提倡节制生育阶段

- 1955年, 提倡节制生育方针
- 1971年, 计划生育提出: “一个不能少, 三个多了, 两个正好”
- 1973年, 第一次全国计划生育汇报会提出“晚育、稀有、少育”

2002-至今: 逐渐放开计划生育阶段

- 2002年, 鼓励晚婚晚育, 提倡一对夫妻只生育一个子女; “双独家庭”可安排生育第二个子女
- 2011年11月, 全面实施“双独二孩”政策
- 2013年12月, 实施“单独二孩”政策
- 2015年10月, 中国共产党第十八届中央委员会第五次全体会议公报中提出, 实施“全面二孩”政策

来源: 新华社, 人民日报, 国金证券研究所

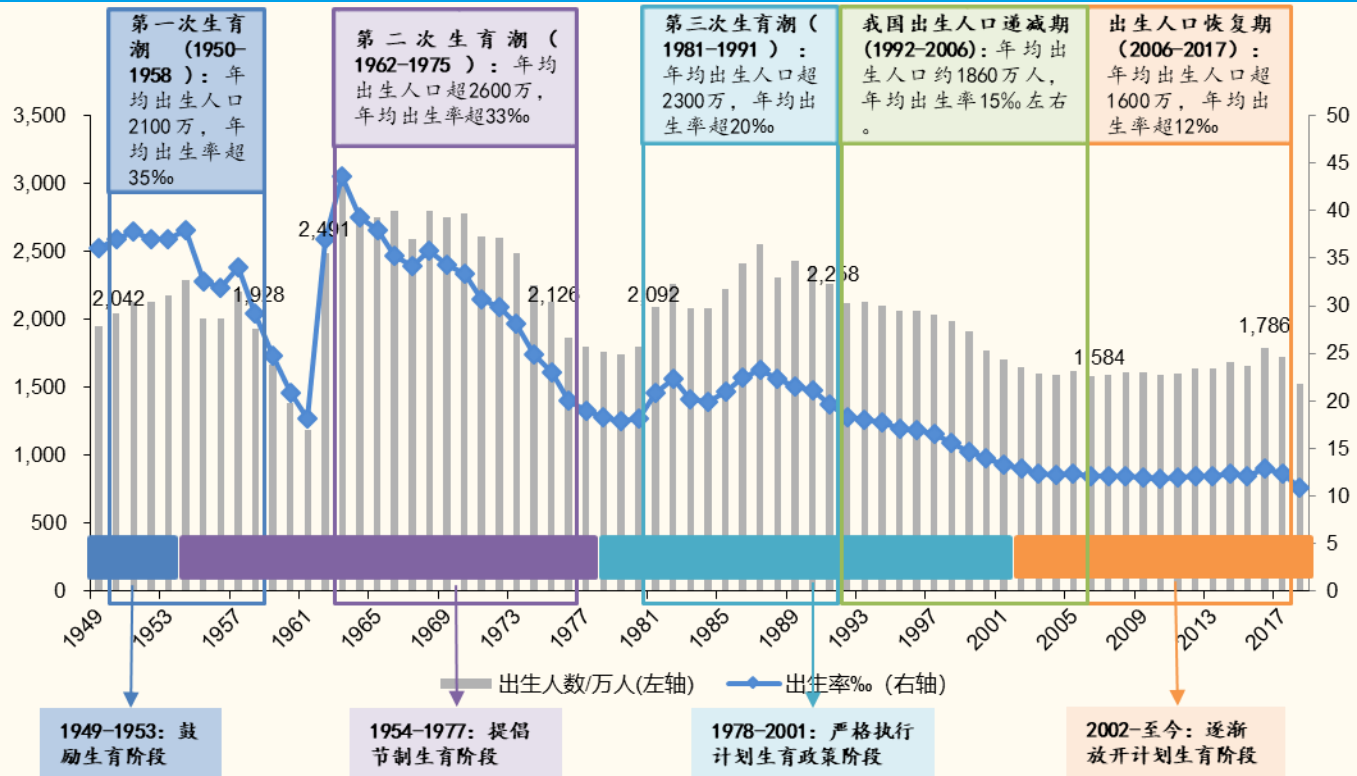
1.2 人口出生人数演变: 三个爆发期, 一个递减期, 现处一个恢复期

- 生育情况主要可以通过出生人口及出生率反映。出生率指一定时期及地区内, 出生人数与同期平均人数的比值。通常为一年地区内, 平均每一千人中出生人数的比例。计算方法为: $\text{出生率} = \frac{\text{年出生人口}}{\text{年平均人口}} * 1000\%$ 。
- ①**1950-1958 年为我国第一个生育潮/出生爆发期 (9 年)**。1949 年全国总人口 5.42 亿。随着新中国成立, 政局稳定, 经济及医疗状况不断改善, 1950-1958 年迎来第一个生育潮, 期间年均出生人口约 2100 万人, 基数相对小, 年均出生率超过 35%, 年均出生率最高。1959-1961 年 (3 年), 我国经历三年困难时期, 生育情况各项指标出现大幅度下滑, 年均出生人口约 1400 万人, 年均出生率约 21%。截止到 1961 年, 全国总人口达 6.59 亿人。
- ②**1962-1975 年为我国第二个生育潮/出生爆发期 (14 年)**。这段时期的年均出生人口最多, 超过 2600 万人, 年均出生率超过 33%。补偿性生育及节制生育政策为主要影响生育情况的两大因素, 此阶段补偿生育为影响出生人口的主导力量 (补偿性生育是指“补偿”之前由于某种原因压制的生育需求)。这段时期是我国人口最为迅速增长的年代, 但过于迅速增长的人口, 也产生了很多相应的问题。随着 1973 年我国第一次全国计划生育汇报会中提出“晚育, 稀有, 少育”政策, 计划生育政策也逐步落地, 1978 年我国将计划生育政策纳入国家宪法, 随后我国出生人数及出生率均出现下滑: 1976-1980 年 (5 年), 我国年均出生人口接近 1800 万人, 年均出生率在 19%左右。截止到 1980 年, 全国总人口达 10.01 亿人。
- ③**1981-1991 年为我国第三个生育潮/出生爆发期 (11 年)**。年均出生人口约 2300 万人, 接近前高 (但没有达到前高), 由于基数放大, 出生率有所降低, 但是年均出生率仍然超过 20%。截止到 1991 年, 全国总人口达 11.6 亿人。
- ④**1992-2006 年为我国出生人口递减期 (15 年)**。这段时期出生人口及出生率整体下降, 从约 2300 万人每年降低到约 1500 万人每年, 期间年均出生人口约 1860 万人, 年均出生率 15%左右。截止到 2006 年, 全国总人口

口达 13.14 亿人。即使是在 1992-2006 年出生人口持续下降的年份，我国人口也一直是净增的。

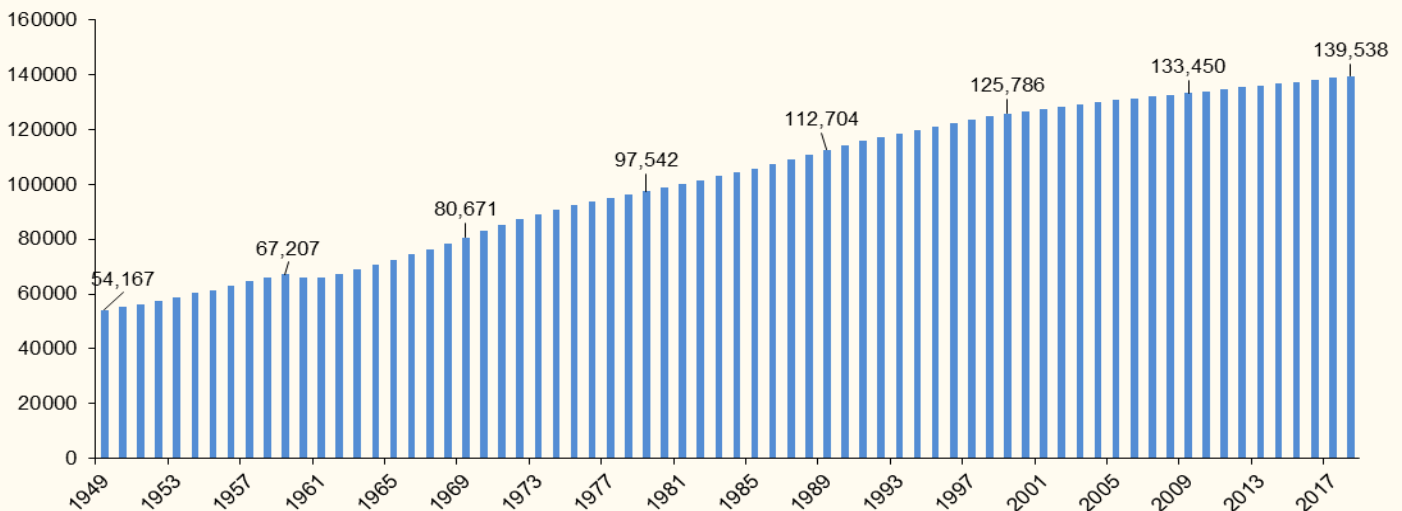
- ⑤2006-2017 年为我国出生人口恢复期（12 年）。这段时间出生人口数是持续回升的。其实很多人没有意识到，1991 年开始的出生人口持续下降，在 2006 年左右触底了，2006 年基本是前后十年出生人口的底，2006-2017 年期间，出生人口企稳，呈现单向回升趋势，从约 1500 万人每年，回升至约 1700 万人每年，期间年均出生人口超过 1600 万人，年均生育率在 12% 左右。2018 年出生人口 1523 万人，有所下滑。截止到 2018 年，全国总人口达 13.95 亿人。

图表 2：1949-2017 年全国出生人口及出生率情况



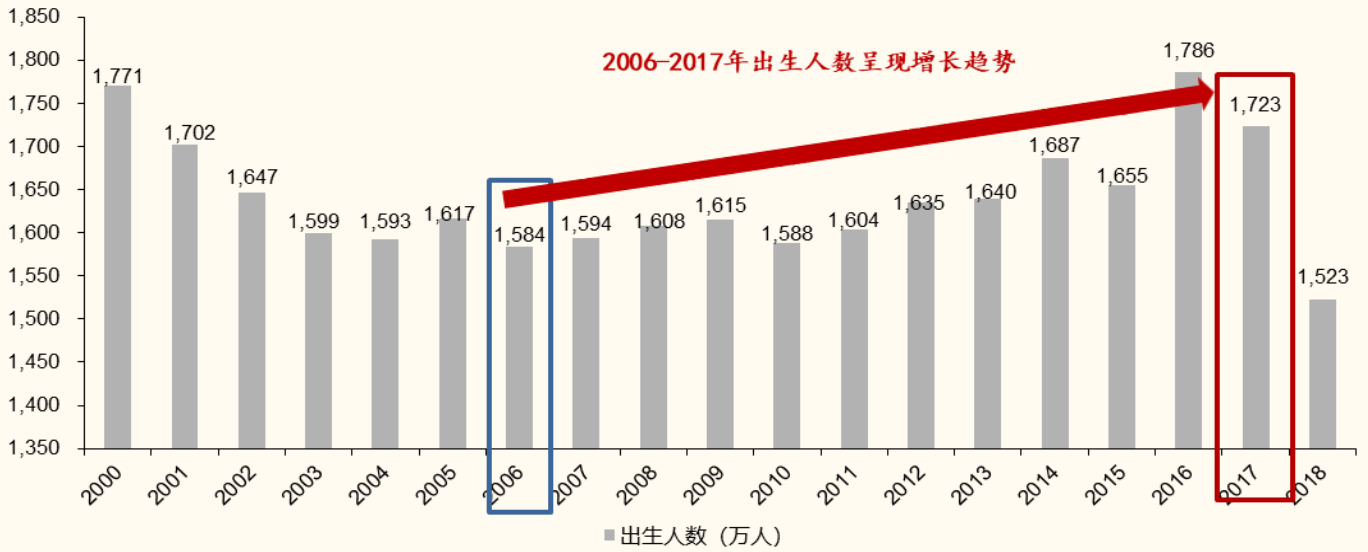
来源：Wind，国家统计局，国金证券研究所

图表 3：1949-2018 年全国总人口（万人）



来源：Wind，国家统计局，国金证券研究所

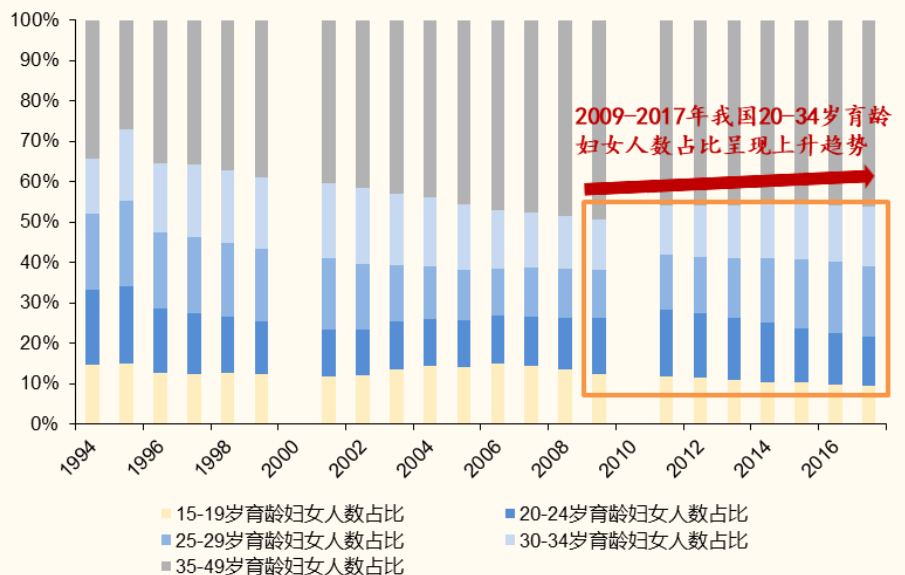
图表 4: 2000-2018 全国出生人口情况



来源: Wind, 国家统计局, 国金证券研究所

- 我国主要育龄妇女 (20-34 岁) 占比呈现多年下降后又缓慢回升, 目前主要孕龄妇女占比在 44% 左右。育龄妇女人口指处于生育年龄期间的妇女。我国以 15-49 岁妇女为育龄妇女。计算方法为: 育龄妇女人口=上年育龄妇女人数+上年进入 15 岁妇女数-本年 50 岁妇女数-本年育龄期内已死亡的妇女数。我们定义 20-34 岁妇女为主要育龄妇女。1998 年以来, 我国主要育龄妇女占平均育龄妇女比例 (以下简称主要孕龄妇女占比) 呈现先下降后缓慢上升的趋势: 1998-2008 年为我国主要孕龄妇女占比的持续下降阶段, 由 1998 年的 50.2% 下降到 37.9%, 年均下降 1.2pct; 2009-2017 年缓慢回升, 主要孕龄妇女占比由 2009 年的 38.2% 上升到 2017 年的 44.2%, 年均增长 0.7pct。

图表 5: 1994-2017 全国 20-34 育龄妇女人数占比情况

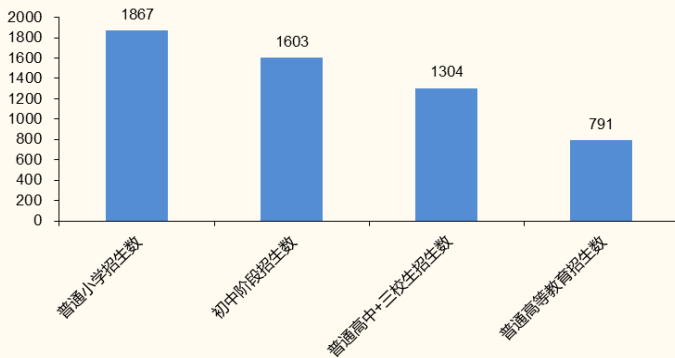


来源: Wind, 国家统计局, 国金证券研究所

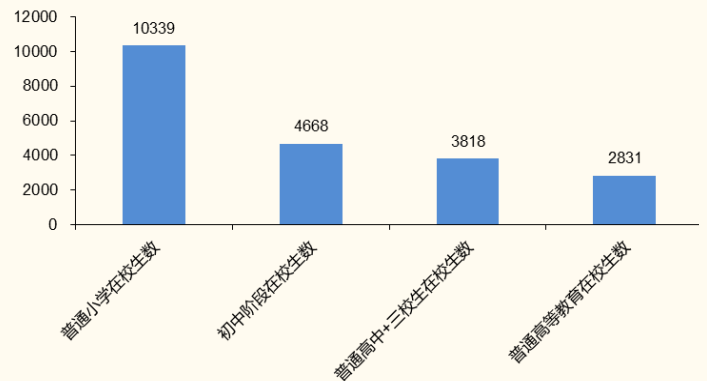
2. 学生人数——未来 5-15 年，小学到高考适龄人数主要呈增长趋势

- 核心结论：小学阶入学人数 2022 年以前单向增长，在校生人数 2023 年以前单向增长；初中阶段入学人数 2024 年以前单向增长，在校生人数 2024 年以前单向增长；高中阶段入学人数 2027 年以前单向增长，在校生人数 2027 年以前单向增长；小学到高中阶段入学人数 2022 年以前单向增长，在校生人数 2023 年以前单向增长；2035 年之前，高考适龄人数和高考参加率双增长，高考人数预计会持续呈增长趋势，高等教育供给存在扩张需求。
- 2018 年我国小学阶段/初中阶段/高中阶段/高等教育招生人数分别为 1867/1603/1304/791 万人，小学到高等教育阶段合计招生人数 4773 万人；小学阶段/初中阶段/高中阶段/高等教育在校生人数分别为 1.03/0.47/0.38/0.28 亿人；小学到高等教育阶段合计在校生人数 1.88 亿人。

图表 6：2018 年小初高及高等教育招生人数（万人）



图表 7：2018 年小初高及高等教育在校生人数（万人）



来源：教育部，国金证券研究所

来源：教育部，国金证券研究所

2.1 预测假设

- 对于未来 2019 年以后的出生人口，我们现在暂时不做预测，以下预测，均是基于 2018 年以前的历史数据推导进行预测。在预测学生人数过程中，我们使用的是历史出生人数，不涉及任何出生人数的预测数据。根据前文分析，我国出生人数在 2006-2017 年间均处于回暖阶段。

图表 8：2000-2018 年全国出生人口情况



来源：国家统计局，国金证券研究所预测

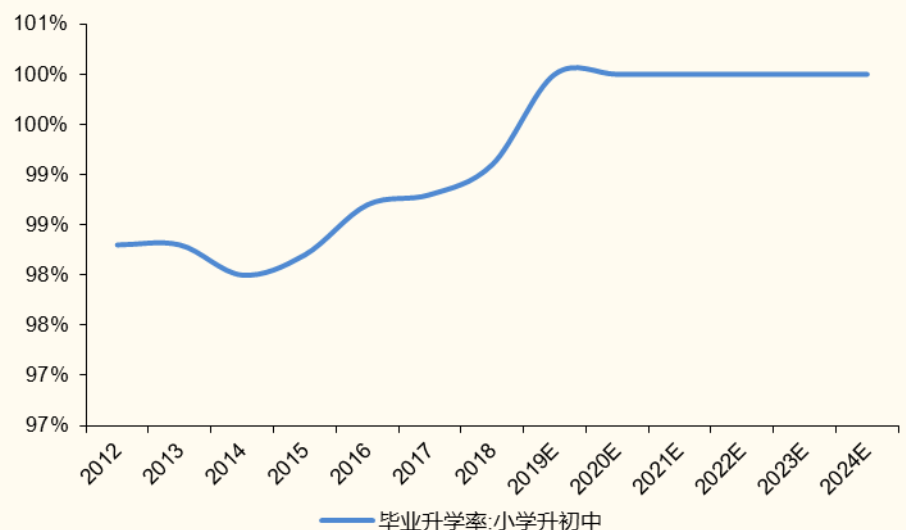
■ **小学阶段：**

- 假设 x 年小学招生人数= $x-6$ 年前的出生人数* x 年小学入学率，假设未来小学入学率为 105%（义务教育阶段毛入学率已超过 100%），按照相同逻辑预测低估近年小学实际招生人数，预测值相对保守；
- 假设 x 年小学在校生人数= $x-1$ 年小学在校生人数+ x 年小学招生人数- x 年小学毕业生人数，按照相同逻辑预测与近年小学实际在校生人数相近；
- 假设 x 年小学毕业生人数= $x-6$ 年小学招生人数，按照相同逻辑预测值高估近年小学实际毕业生人数，预测值相对保守。

■ **初中阶段：**

- 假设 x 年初中招生人数= x 年小学毕业人数* x 年小学升初中升学率，假设未来小学升初中升学率均为 100%（过去年度逐年上升，接近百分百），按照相同逻辑预测与近年初中实际招生人数相近；
- 假设 x 年初中在校生人数= $x-1$ 年初中在校生人数+ x 年初中招生人数- x 年初中毕业生人数，按照相同逻辑预测与近年初中实际在校生人数相近；
- 假设 x 年初中毕业生人数= $x-3$ 年初中招生人数，按照相同逻辑预测与近年初中实际毕业生人数相近。

图表 9：小学升初中升学率变化 (%)

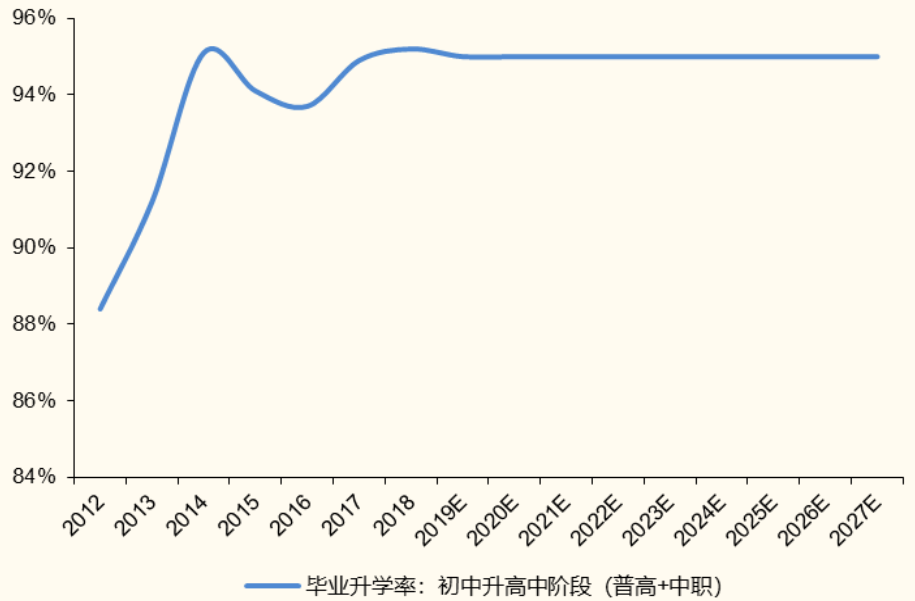


来源：国家统计局，教育部，国金证券研究所预测

■ **高中阶段（含普通高中+中等职业（普通中专+职业高中+技工学校））：**

- 假设近 x 年高中阶段（普高+中职）招生人数= x 年初中毕业人数* x 年初中升高中升学率，假设未来初中升高中（普高+中职）升学率均为 95%，按照相同逻辑预测与近年高中阶段实际招生人数相近；
- 假设 x 年高中阶段在校生人数= $x-1$ 年高中阶段在校生人数+ x 年高中阶段招生人数- x 年高中阶段毕业生人数，按照相同逻辑预测与近年高中阶段实际在校生人数相近；
- 假设 x 年高中阶段毕业生人数= $x-3$ 年高中阶段招生人数，按照相同逻辑预测值高估近年高中阶段实际毕业生人数，预测值相对保守。

图表 10：初中升高中阶段（普高+中职）升学率变化（%）

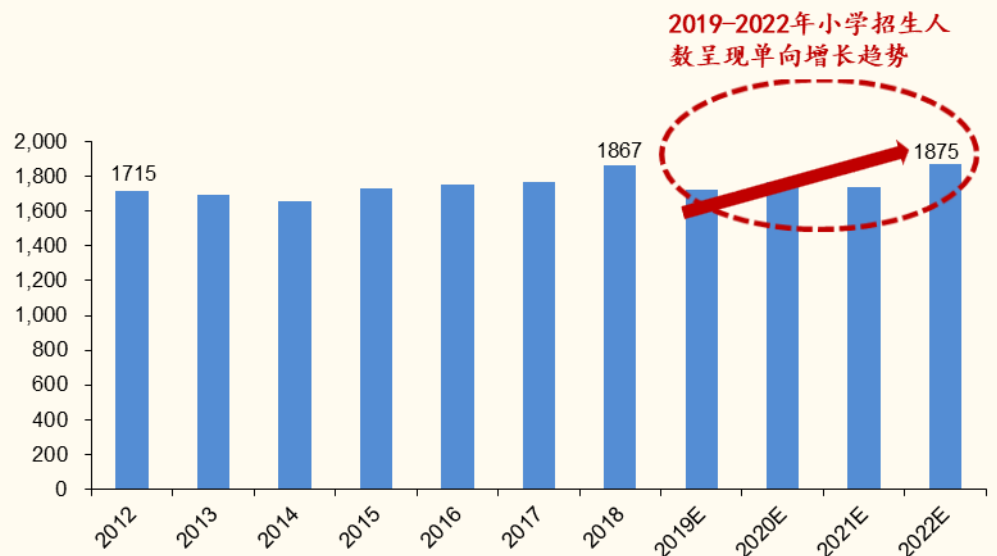


来源：国家统计局，教育部，国金证券研究所预测

2.2 小学阶段：入学人数 2022 年以前单向增长，在校生人数 2023 年以前单向增长

- 预计未来四年（2019-2022 年）小学招生人数平均为 1777 万人，呈现增长趋势，年均增长 51 万人。2012/2018/2022 年小学招生人数分别为 1715/1867/1875 万人。2006-2012 年出生人数处于缓慢持续增长阶段，把时间区间后移 6 年来看，小学招生人数处于持续增长阶段，2012-2018 年小学平均招生人数为 1684 万人，年均增长 25 万人，年均复合增长率+1.4%；根据我们的假设以及出生人数对小学入学人数的影响分析，我们预计未来四年（2019-2022 年）小学阶段平均招生人数 1777 万人，整体仍呈现增长态势，2019-2022 年均增长 51 万人，年均复合增长率+2.9%。

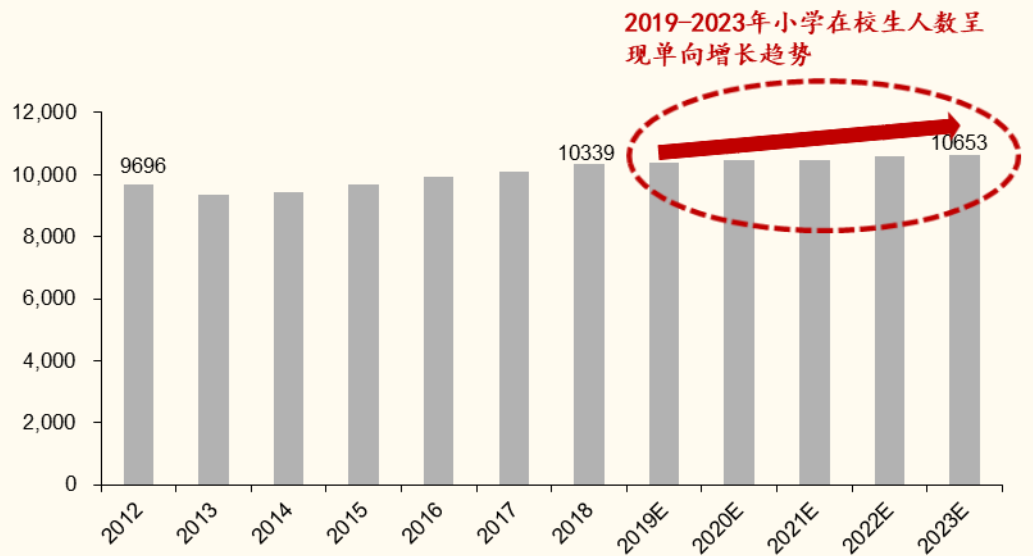
图表 11：小学招生人数变化（万人）



来源：国家统计局，教育部，国金证券研究所预测

- 预计未来五年（2019-2023年）小学在校生人数平均为 1.05 亿人，呈现增长趋势，年均增长 72 万人。2012/2018/2023 年小学在校生人数分别为 0.96/1.03/1.07 亿人。具体来看，2012-2018 年小学在校生人数缓慢持续增长，2012-2018 年小学平均在校生人数为 0.99 亿人，年均增长 107 万人，年均复合增长率+1.1%；根据我们的假设以及出生人数对小学在校生人数的影响分析，我们预计未来五年（2019-2023 年）小学阶段平均在校生人数 1.05 亿人，整体仍呈现增长态势，2019-2023 年均增长 72 万，年均复合增长率+0.7%。

图表 12：小学在校生人数变化（万人）

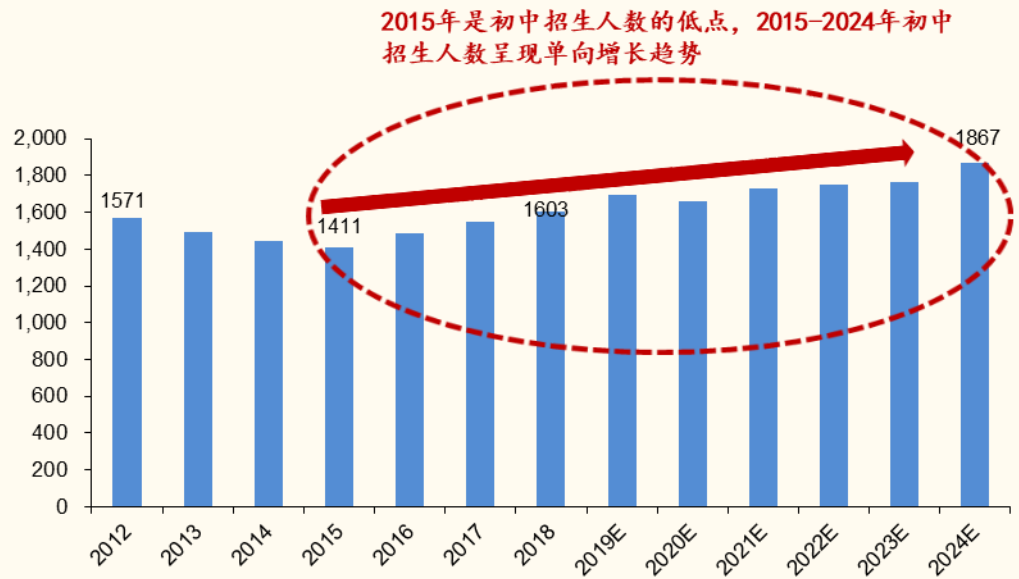


来源：国家统计局，教育部，国金证券研究所预测

2.3 初中阶段：入学人数 2024 年以前单向增长，在校生人数 2024 年以前单向增长

- 预计未来六年（2019-2024 年）初中招生人数平均为 1745 万人，呈现增长趋势，年均增长 34 万人。2012/2015/2024 年初中阶段招生人数分别为 1571/1411/1867 万人。具体来看：2012-2015 年为下降阶段，2012-2015 年平均招生人数 1481 万人，年均减少 53 万人，年均复合增长率-3.5%，2015 年为下降阶段和上升阶段的低点；2015-2024 年为上升阶段，2015-2024 年平均招生人数 1652 万人，年均增长 51 万人，年均复合增长率+3.2%。其中，2019-2024 年初中阶段平均招生人数 1745 万人，年均增长 34 万人，年均复合增长率+2.0%。

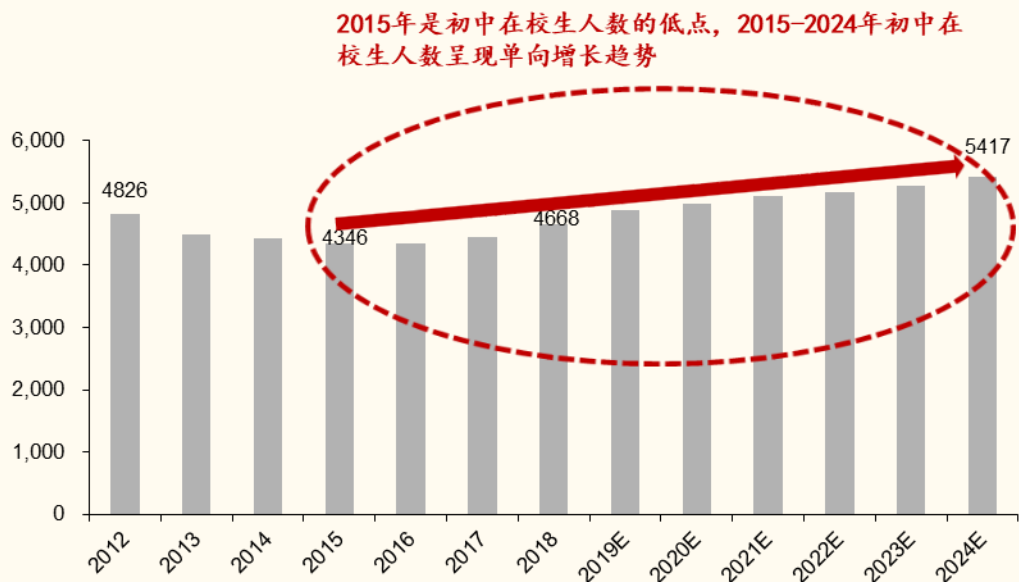
图表 8：初中阶段招生人数变化（万人）



来源：国家统计局，教育部，国金证券研究所预测

- 预计未来六年（2019-2024 年）初中在校生人数平均为 5141 万人，呈现增长趋势，年均增长 108 万人。2012/2015/2024 年初中阶段在校生人数分别为 4826/4346/5417 万人。具体来看：2012-2015 年为下降阶段，2012-2015 年平均在校生人数 4523 万人，年均减少 160 万人，年均复合增长率-3.4%，2015 年为下降阶段和上升阶段的低点；2015-2024 年为上升阶段，2015-2024 年平均在校生人数 4867 万人，年均增长 119 万人，年均复合增长率+2.5%；其中，2019-2024 年平均在校生人数 5141 万人，年均增长 108 万人，年均复合增长率+2.1%。

图表 8：初中阶段在校生人数变化（万人）

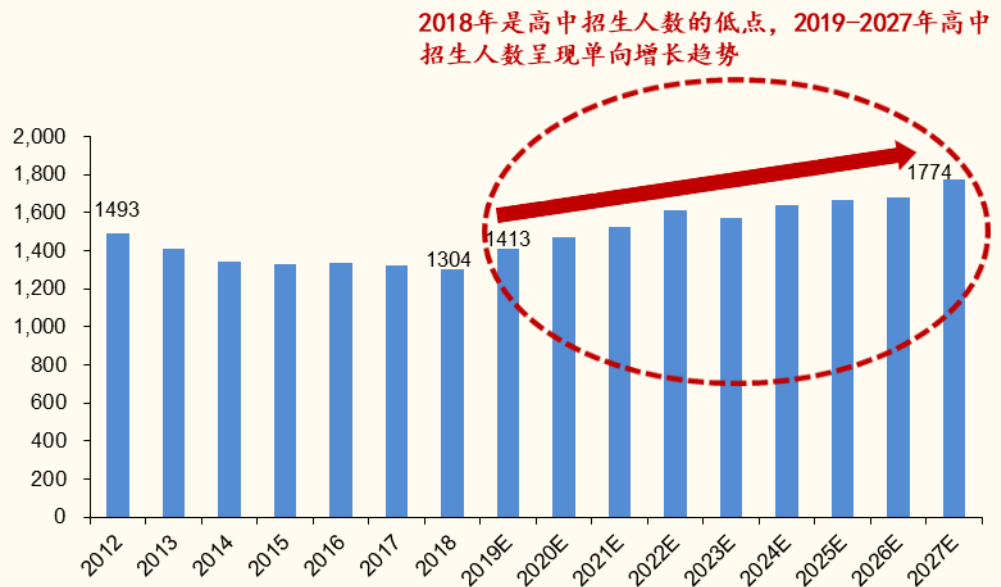


来源：国家统计局，教育部，国金证券研究所预测

2.4 高中阶段：入学人数 2027 年以前单向增长，在校生人数 2027 年以前单向增长

- 预计未来九年（2019-2027 年）高中招生人数平均为 1595 万人，呈现增长趋势，年均增长 45 万人。2012-2027 年高中阶段招生人数整体呈现先下降再上升趋势，2012/2018/2027 年高中招生人数分别为 1493/1304/1774 万人。具体来看：2012-2018 年为下降阶段，2012-2018 年高中阶段平均招生人数 1364 万人，年均减少 32 万人，年均复合增长率-2.2%，2018 年为下降期和上升期的低点；我们预计 2019-2027 年会回到上升期，预计 2019-2027 年平均招生人数 1595 万人，年均增长 45 万人，年均复合增长率+2.9%。

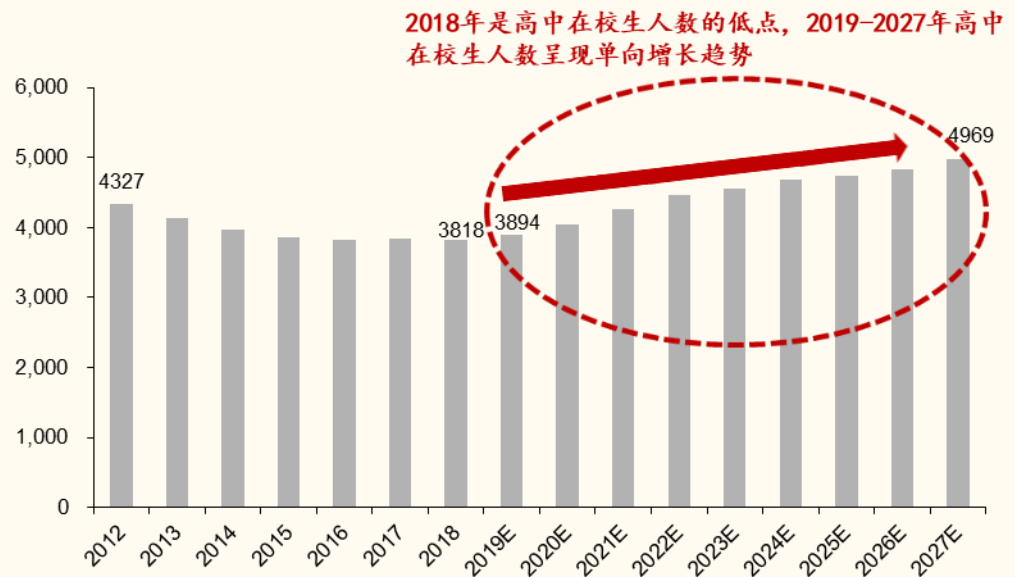
图表 13：高中阶段（普通高中+中等职业（普通中专+职业高中+技工学校））招生人数变化（万人）



来源：国家统计局，教育部，国金证券研究所预测

- 预计未来九年（2019-2027 年）高中在校生人数平均为 4492 万人，呈现增长趋势，年均增长 134 万人。2012-2027 年高中在校生人数整体呈现先下降后上升趋势，2012/2018/2027 年高中在校生人数分别为 4327/3818/4969 万人。具体来看：2012-2018 年为下降阶段，2012-2018 年高中阶段平均在校生人数 3967 万人，年均减少 85 万人，年均复合增长率-2.1%，2018 为下降阶段和上升阶段的低点；我们预计 2019-2027 年会回到上升期，预计 2019-2027 年平均在校生人数 4492 万人，年均增长 134 万人，年均复合增长率+3.1%。

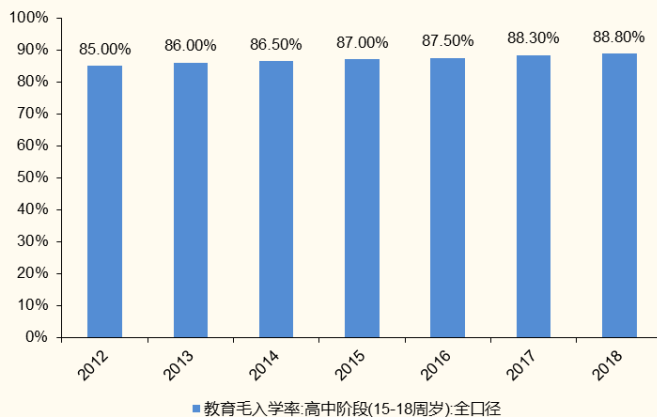
图表 14: 高中阶段(普通高中+三校生)在校生人数变化(万人)



来源: 国家统计局, 教育部, 国金证券研究所预测

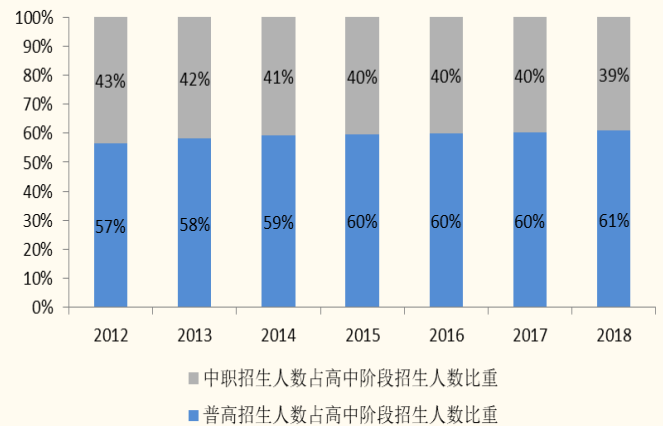
- 2018年高中阶段毛入学率为88.8%，未来仍有提升空间。2012-2018年高中阶段入学率持续增长。具体来看：2012/2018年高中阶段毛入学率分别为85.0%/88.8%，2012-2018年增长缓慢，年均增长+0.6pct；高中阶段毛入学率仍有提升空间。需要注意的是高中阶段毛入学率包括了普高和中职的学生，近几年普高招生人数占高中阶段招生人数的60%左右，我们预计普高的毛入学率大约在50%上下。

图表 15: 高中阶段毛入学率(%)



来源: 国家统计局, 教育部, 国金证券研究所

图表 16: 高中阶段招生人数普高和中职占比分布情况



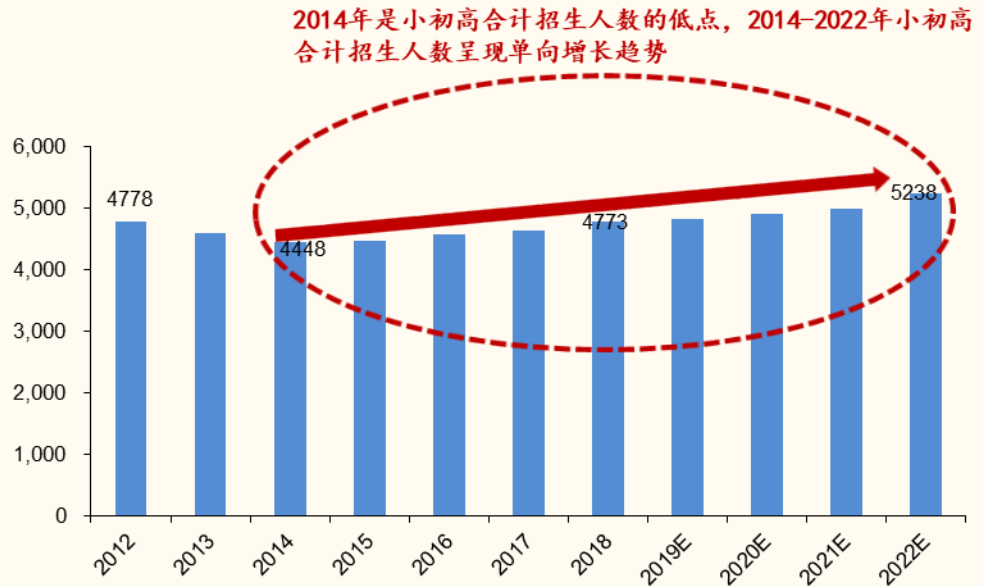
来源: 国家统计局, 教育部, 国金证券研究所

2.5 小学到高中阶段: 入学人数 2022 年以前单向增长, 在校生人数 2023 年以前单向增长

预计未来四年(2019-2022年)小初高合计招生人数平均为4989万人, 呈现增长趋势, 年均增长136万人。2012-2022年小初高合计招生人数整体呈现先下降后上升趋势, 2012/2014/2022年小初高合计招生人数分别为4778/4448/5238万人。具体来看: 2012-2014年为下降阶段, 2012-2014年小初高合计平均招生人数4610万人, 年均减少165万人, 年均复合增长率-3.5%, 2014年为下降阶段与上升阶段的低点; 2014-2022年为上升阶段, 2014-2022年小初高合计平均招生人数4763万人, 年均增长99万

人，年均复合增长率+2.1%；其中，2019-2022 年小初高合计平均招生人数 4989 万人，年均增长 136 万人，年均复合增长率+2.7%。

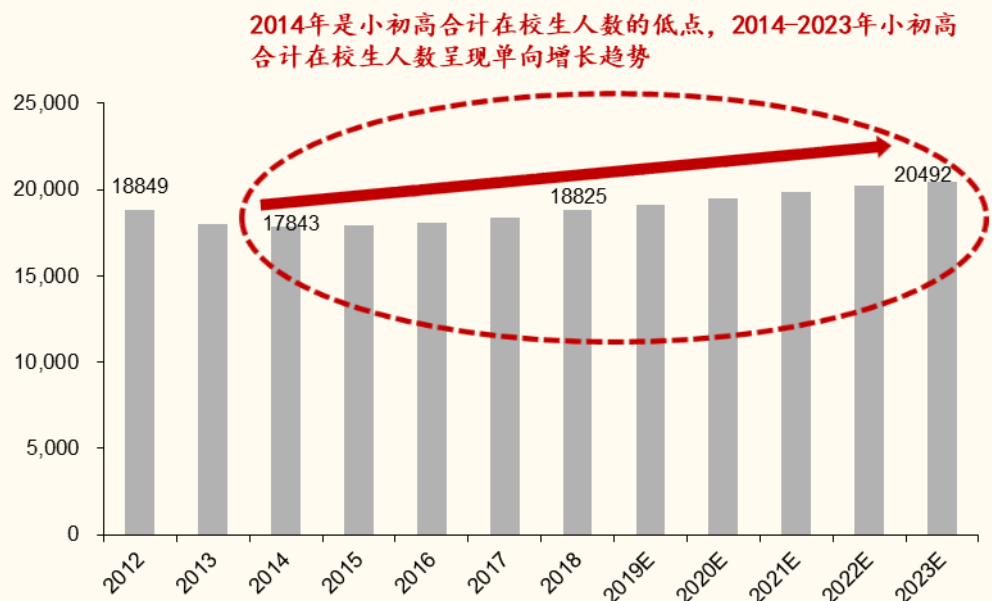
图表 17：小初高合计招生人数变化（万人）



来源：国家统计局，教育部，国金证券研究所预测

- 预计未来五年（2019-2023 年）小初高合计在校生人数平均为 1.97 亿人，呈现增长趋势，年均增长 339 万人。2012-2023 小初高合计在校生人数整体呈现先下降再上升趋势，2012/2014/2023 年小初高合计在校生人数分别为 1.88/1.78/2.05 亿人。具体来看：2012-2014 年为下降阶段，2012-2014 年小初高合计平均在校生人数 1.82 亿人，年均减少 503 万人，年均复合增长率-2.7%，2014 年为下降阶段与上升阶段的低点；2014-2023 年为上升阶段，2014-2023 年小初高合计平均在校生人数 1.90 亿人，年均增长 294 万人，年均复合增长率+1.5%；其中，2019-2023 年小初高合计平均在校生人数 1.98 亿人，年均增长 339 万人，年均复合增长率+1.7%。

图表 18：小初高合计在校生人数变化（万人）



来源：国家统计局，教育部，国金证券研究所预测

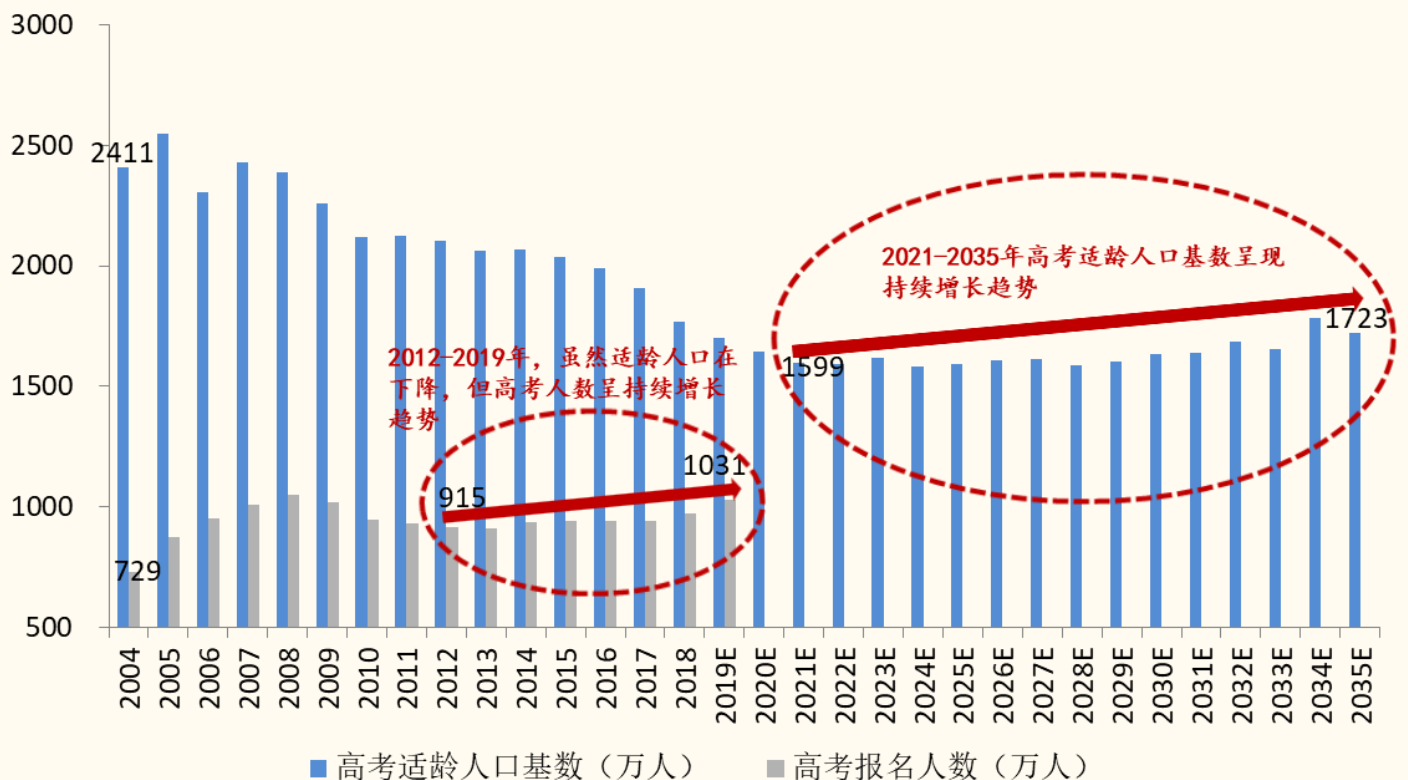
3. 高考人数：适龄人口基数 2035 年以前呈现持续增长趋势，同时高考参加率仍在增长

2035 年之前，参加高考的适龄人口基数是持续增长的趋势。一般来说，参加高考的学生年龄为 18 岁，那么根据历史出生人口基数数据来推算，2003 年-2006 年是 1991 年-2017 年间出生人口最少的几年（年均 xx 万人），2003 年出生人口为 1599 万人。2003 年出生的人口，参加高考的适龄人口为 2021 年，那么理论上来说 2009-2021 年，参考高考的适龄人口是单向减少的，而 2021-2035 年参加高考的适龄人口应该是持续增加的趋势（从 1599 万人增长至 1723 万人），而 2018 年出生人口相对 2017 年的减少，理论上要到 2036 年才能反映到高考上。

高考参加率仍在持续增长。2012-2019 年高考的人，理论上出生于 1994-2001 年，这期间，出生人口从约 2000 万人，降低到 1700 万人，高考适龄人口期间一直呈现下降的趋势。但 2012-2019 年期间，高考人数，从 915 万人增长至 1031 万人，反映出对适龄出生人口来说，高考参加率在持续提升，高考参加率增长的强度显然超过了这段时间高考适龄人口下降的强度（也有一部分复读的原因）。

- **2035 年之前，高考适龄人数和高考参加率双增长，高考人数预计会持续呈增长趋势，高等教育供给存在扩张需求。**至 2035 年之前，高考参加率预计呈提升趋势，而大约 2021 年前后，高考适龄人口就基本上见底（1599 万人）。2021-2035 年，高考适龄人口是增长的趋势，叠加高考参加率的增长，预计未来 15 年左右，高考人数是持续增长趋势，高等教育供给存在不足，有扩张需求。

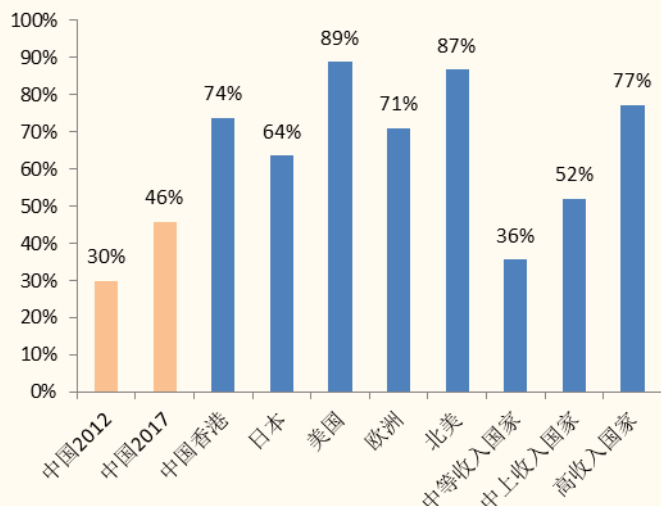
图表 19：高考报名人数及高考适龄人数（万人）



来源：国家统计局，教育部，国金证券研究所预测

- 对标发达地区，我国高等教育入学率还存在着较大的差距，本科录取率相对较低，高等教育市场潜力巨大。2018 年高等教育毛入学率 48.1%，比上年提高 2.4 个百分点，处于中等收入国家 36%和中上收入国家高等教育毛入学率 52%的中间水平，欧洲/北美洲高等教育入学率为 71%/87%，我国高等教育入学率相对于发达国家而言相对较低。2017 年高考适龄人口中仅有 21.5%的学生被本科院校录取，我国高等教育本科录取率相对较低，高等教育资源仍然稀缺，该教育阶段的毛入学率仍有较大提升空间。
- 民办高等教育渗透率不断提高，仍有提升空间。中国民办高等教育渗透率（民办学校在校生占整体在校人数的比重）由 2008 年的 19.9%逐步提高至 2018 年的 23%，表明选择民办高校重要性及认可度逐步提高，就读学生人数正逐年增加。民办高校专业设置灵活，更关注就业市场需求，打造应用型学校。为了缓解高等教育毕业生特质与企业需求不匹配的问题，我国政府鼓励高校关注应用学科以改善结构，民办高校专业设置灵活，重点突出产教融合、校企合作，越来越多沿用以现代学徒制为特征的职业教育培养模式，更加关注就业市场需求，比如幼儿园师资力量欠缺，幼教毕业生供不应求，近年多所民办高校开始开设幼教专业。我们认为，未来民办高等教育渗透率提升趋势有望持续。

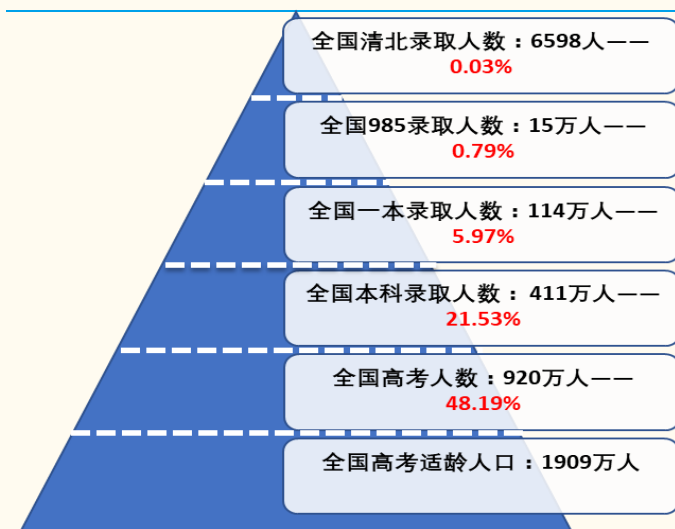
图表 20：对比全球范围内高等教育入学率，中国仍有提升空间



来源：联合国教科文组织，国家统计局，教育部，国金证券研究所

注：日本和美国为 2016 年数据，其他为 2017 年数据，中等，中上，高收入分类来自于世界银行

图表 21：中国高考人数及不同批次录取人数



来源：统计局，各省教育厅，国金证券研究所

3.投资建议

- 虽然 2018 年出生人口较 2017 年有所减少，但是以历史数据来预测：未来五年 K12 阶段（小学-高中）的入学人数及在校生人数仍持续增长，看好 K12 相关产业，包括 K12 课外培训、中高考/复读培训等；而高考人数在 2035 年以前预计也是持续增长的，高考人数的增长使得高等教育入学人数基数增长趋势有望持续，高等教育供给仍然不足，看好高等教育的发展。
- 推荐标的：中教控股，中国科培，新东方，好未来，科斯伍德等。

风险提示

- **若新出生人口不达预期，或引发市场悲观情绪。**若新出生人口公布数据引发市场悲观情绪，或对板块造成一定影响，但由于教育具有刚需的特性，并且整个行业周期极长的特点，中短期来看，历史人口/存量人口对于行业的影响更大，长期来看，新出生人口存在一定不确定性，若连续多年不达预期，或会对行业造成影响。
 - **民促法送审稿后最终版本尚未落地，仍存一定不确定性。**民促法送审稿之后的最终版本尚未落地，仍存不确定性，K9 义务教育阶段（小学和初中）可能会受到更强的监管，目前影响力度尚不明确，但总体来说，民促法的精神在于规范，而不在于禁止。
 - **教培新规强调加强对于校外培训机构的监管，或减缓扩张速度。**对营业执照、办学内容、备案等要求增多，或影响公司计划扩张速度，未来预计会持续整治与小升初相关的内容，存在对相关机构产生进一步影响的可能性。
- 若公司通过收购来扩展学校网络，并购整合或存在一定风险。**若公司计划通过收购或与其他学校合作从而实现业务增长，在整合所收购学校业务及管理理念方面存在风险。
- **扩张过程中优秀的教师、校长等人才或存在短缺风险。**如果扩张速度过快，教师招聘和校长人才可能出现短缺，导致生师比过高，从而影响教学质量，对教育品牌产生一定负面影响，若教师存在短缺，教师成本有上升风险，或拉低公司整体利润率。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH