

教育行业

行业研究/投资策略报告

精选赛道，紧抓龙头

—教育行业 2020 年年度策略

投资策略报告/教育行业

2019 年 12 月 24 日

报告摘要：

● 回顾2019：A股教育先扬后缓；H股教育先扬后抑

2019 年 A 股教育板块呈现先扬后缓，下半年呈现震荡走势状态。一季度板块受二月底商誉减值利空集体出尽影响，一路反弹至三月，顶部盘整后由于外部环境变动带来的不利影响，板块出现回调，随后趋势以震荡波动为主。整体而言，2019 年教育板块仅年初部分时间走势优于大盘，其余时间走势均弱于沪深 300 指数和创业板指数。

2019年H股教育板块呈现先扬后抑，下半年部分走势出现与恒生指数背离情形，最终导致小幅收跌。一季度受板块估值修复影响，出现强于恒生指数的上扬走势。4月份受外部环境利好变动影响，出现短暂上涨，但5月份又受外部环境变动不利影响，出现回调。后持续受制于民促法（终稿）迟迟未落地和培训类监管趋严带来的悲观情绪影响，板块PE持续下滑，最终板块呈现小幅下跌。

● 政策回顾：职业教育、教育信息化政策红利持续，其余板块监管趋严、规范化、正规化

除职业教育和教育信息化行业的政策红利持续，其余板块文件多以监管、规范、正规化为主题。“保就业”情形下，国家政策持续加码利好职业教育板块，同时鼓励多元化培训，支持校企融合和社会力量共同推进我国现代化职业教育体系形成；教育信息化进入“2.0 时代”，新需求释放引导行业发展；校外教培政策趋严，肃清行业乱象，利好资源往行业头部集中；在线教育与国家普惠教育的政策导向相一致，获政策支持，但同时也加强监管并提升软件准入门槛；早幼托行业因客户群体特殊和“二胎”放开带来的需求上升，行业监管趋严，推动行业规范化水平持续提升。

● 展望2020：民促法（终稿）有望落地，市场压制因素有望缓解。看好行业景气度持续高昂的职业教育、教育信息化和K12教育培训。

A股方面，政策不利影响的边际效应递减，我们看好低运营风险或高需求的细分龙头公司。港股投资建议选择受政策支持和下游需求旺盛的职业教育 and 市场规模大的K12教培（含在线教育）。

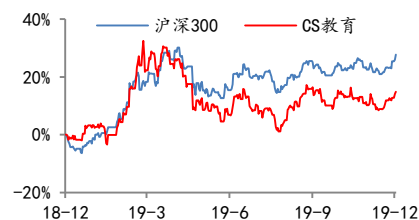
职业教育：1) 就业压力持续增加带动行业需求高景气度持续；2) 供给端政策红利支持，提高财政在职业技能领域培养的专项拨款金额，刺激行业规模扩大；3) 强者恒强，行业集中度上升，品牌效益日益显著；4) 经济发展带动劳动力需求变化，职业教育助力劳动力结构调整，成为促发展，稳就业的良药之一。**推荐中公教育、建议关注中国东方教育（港股）。**

教育信息化：1) 《教育信息化 2.0》和《中国教育现代化 2035》引导产业升级，每年定期的财政专项支出推动市场规模扩大；2) 《教育信息化 2.0》明确区域云平台为主的行业发展方向，利用云平台实现教育资源的共享；3) 标考行业建设小周期持续，看好明年标考设施建设公司业绩持续爆发；4) 教育信息化集成与建设商面临重新洗牌，内容提供商有望率先在革新中跑出。**推荐佳发教育、拓维信息。**

推荐

维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：强超廷

执业证号：S0100519020001

电话：021-60876718

邮箱：qiangchaoting@mszq.com

研究助理：应瑛

执业证号：S0100119010012

电话：021-60876718

邮箱：yingying@mszq.com

相关研究

(1)20181227 民生证券 2019 年教育行业策略：期待筑底完成，聚焦政策倾斜细分板块

K12 教育培训：1) K12 教培的消费属性，叠加中、高考指挥棒带来的刚性需求，行业高景气度仍会持续；2) 监管对线上、线下 K12 教培的趋势是规范化、正规化、严监管，这将加速线上培训野蛮竞争的结束，利好线上、线下的头部企业，行业集中度上升；3) 语文学科重要性上升带动受训需求上涨，较数学、英语，语文作为 K12 教培领域的蓝海市场，有望出现下一个细分领域巨头。**推荐立思辰、昂立教育，建议关注：新东方在线（港股）。**

● 风险提示

下游景气度不及预期、政策落地时间推迟、监管趋严、行业竞争加剧。

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 12月20日	EPS			PE			评级
			TTM	2019E	2020E	TTM	2019E	2020E	
002607	中公教育	17.56	0.34	0.27	0.36	51.65	65.04	48.78	推荐
300559	佳发教育	29.23	0.76	0.73	1.18	38.46	40.04	24.77	推荐
002261	拓维信息	6.15	-1.23	0.14	0.19	-5.00	43.93	32.37	推荐
300010	立思辰	12.83	-1.54	0.32	0.39	-8.33	40.09	32.90	推荐
600661	昂立教育	17.65	-0.91	0.41	0.50	-19.40	43.05	35.30	推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院

目录

一、回顾 2019 年：整体先扬，A 股收涨、H 股收跌	4
(一) 回顾 2019A 股教育板块：先扬后缓，砥砺前行	4
(二) 回顾 2019H 股教育板块：先扬后跌，政策不确定性打压估值修复逻辑.....	5
(三) 一级市场融资，IPO 及并购回顾：港股密集上市，一级遭遇寒冬，民办高教并购潮持续	6
1、19 年一级市场融资回顾及解读：千万级融资为主，早教、素质教育等低运营风险领域受追捧	6
2、IPO 上市及新三板挂牌情况回顾：IPO 数多于上年，港股上市吸引力不减.....	7
3、并购事件回顾：职教、高校标的为港股并购热点，A 股收购多意在拓展收入来源	8
(四) 教育政策回顾：监管趋严仍为主力，“职教”与“信息化”领域政策红利持续.....	9
1、职业教育相关政策回顾及解读：国家支持，利好政策持续加码职业教育	9
2、教育信息化相关政策回顾及解读：政策利好助力教育信息化产业进入成长新周期.....	10
3、K12 线下教培相关政策回顾及解读：线下教培行业长效治理是大势，行业短空长多	11
4、在线教育相关政策回顾及解读：政策提升在线教育地位，支持、指导行业健康发展	11
5、早教行业（0-3 岁早幼托）相关政策回顾及解读：国家级规范性文件指导行业规范发展.....	12
二、展望 2020 年：三大赛道，精选政策利好或刚性需求带来高景气度	14
(一) 赛道之一：职业教育服务，保就业下最好的选择	14
1、明年趋势：保就业压力+政策利好持续兑现，行业高景气度持续	14
2、需求端：就业竞争加大+证书类考试难度提升，培训需求维持高景气度	16
3、供给端：龙头恒强，公司受益高景气度带来的业绩持续增长.....	18
4、中公教育：多业务发力，龙头价值持续体现	20
5、中国东方教育（港股）：职业技能培训行业领军企业	21
(二) 赛道之二：教育信息化，科技之风助力教育	21
1、明年趋势：政策利好态度持续，标考建设行业继续处于建设高峰期.....	21
2、需求端：政策引导下学校与教育局等 B 端需求为主，C 端需求占比较低	23
3、供给端：细分行业众多，存在行业小龙头	25
4、佳发教育：标考建设行业龙头企业，受益行业建设高峰期	25
5、拓维信息：考卷测评行业领军企业	26
(三) 赛道之三：K12 教培刚需属性，景气度持续高昂	26
1、明年趋势：监管持续收紧，行业正规化利好头部企业，下游高景气度不减.....	27
2、在线教育	28
2.1 需求端：家长育儿观念的革新与在线教育产品的日益成熟，便捷性与性价比带动需求上升	28
2.2 供给端：政策监管出台引导行业规范发展，下沉态势越发显著.....	30
2.3 新东方在线：新东方流量和研发支持，东方优播加速进入下沉市场.....	31
3、K12 语文培训	31
3.1 需求端：语文重要性提升，拉动参培需求上涨	31
3.2 供给端：竞争格局相对分散，全国性龙头公司暂缺	33
3.3 立思辰：语文业务多线推进，全国化扩张布局持续	35
三、风险提示	35
插图目录	36
表格目录	37

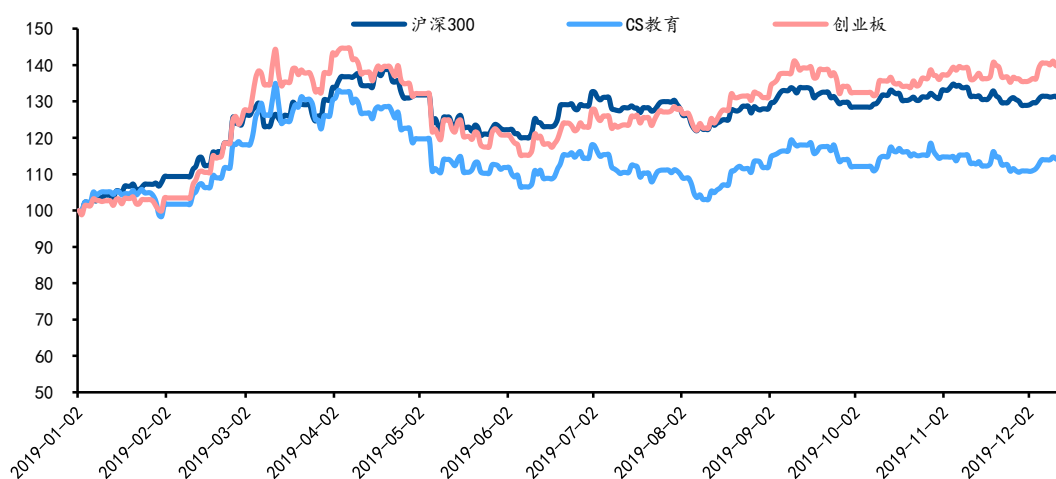
一、回顾 2019 年：整体先扬，A 股收涨、H 股收跌

（一）回顾 2019A 股教育板块：先扬后缓，砥砺前行

2019 年 A 股教育板块呈现先扬后缓，下半年呈现震荡走势状态。以中证教育产业指数（教育）为统计口径，截止至 12 月 16 日，教育板块全年实现增幅 16.09%。一季度板块受二月底商誉减值利空集体出尽影响，一路反弹至三月，顶部盘整后由于外部环境变动带来的不利影响，板块出现回调，随后趋势以震荡波动为主。整体而言，2019 年教育板块仅年初部分时间走势优于大盘，其余时间走势均弱于沪深 300 指数和创业板指数。我们认为，虽然今年教育部分子行业政策利好明显，但受民促法（终稿）迟迟没有落地，市场担忧的政策不确定性风险始终无法释放，最终导致政策不确定性压制板块走势。

展望 2020 年，民促法（终稿）有望出台，政策不确定性释放，板块走势压制性减弱，规范性引领行业长期健康发展：1）政策影响的边际效应递减，压制情绪持续被消化。存在政策支持子行业持续受益供给侧红利；监管趋严的子行业，通过规范化竞争，促进中长期行业整合，资源向头部聚拢，利好领军公司；2）部分企业剥离传统业务后，资源集中发力教育业务，带动管理效率提升，驱动教育业务持续扩张；3）早期收购公司业绩对赌逐步到期，关注公司业务发展本质，挖掘优质标的。建议关注三大“赛道”：受益政策利好的职业教育（中公教育）和教育信息化（佳发教育、拓维信息），下游景气度持续高昂的 K12 教育培训（立思辰、昂立教育）。

图 1：年初至今沪深 300、创业板指数和中证教育产业指数走势



资料来源：Wind，民生证券研究院

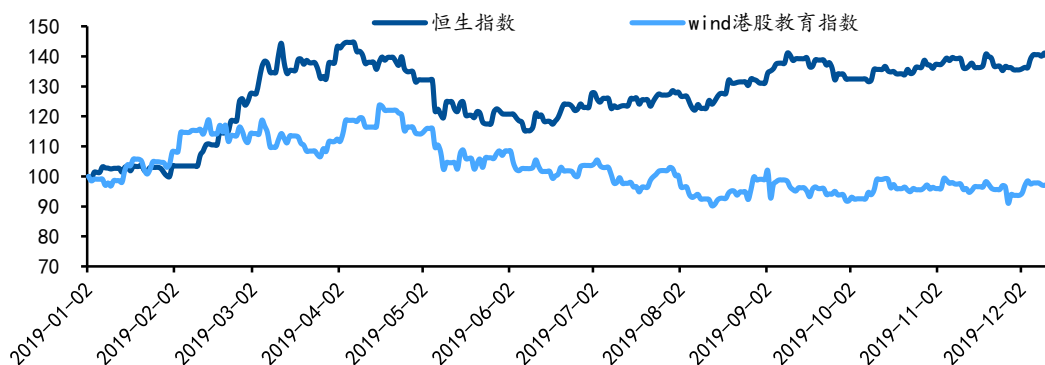
注：以 2019 年 1 月 2 日指数为定基 100

（二）回顾 2019H 股教育板块：先扬后跌，政策不确定性打压估值修复逻辑

2019 年 H 股教育板块呈现先扬后抑，下半年部分走势出现与恒生指数背离情形，最终导致小幅收跌。以 [HK] 教育指数为统计口径，截止至 12 月 17 日，[HK] 教育指数全年实现小幅下降 4.12%。一季度受板块估值修复影响，出现强于恒生指数的上扬走势。4 月份受外部环境利好变动影响，出现短暂上涨，但 5 月份又受外部环境变动不利影响，出现回调。后持续受制于民促法（终稿）迟迟未落地和培训类监管趋严带来的悲观情绪影响，板块 PE 持续下滑，最终板块呈现小幅下跌。

展望 2020 年，民促法（终稿）有望出台，政策不确定性释放，板块 PE 有望修复，下游需求带动中长期业绩逻辑兑现，港股教育板块将重获市场认可：1) 继续看好下游景气度好，政策支持的职业教育板块，包括职业技能培训和民办高教板块；2) 民办高教板块将继续兑现兼并收购与原有校区扩建带来的内生外延齐发展的业务发展逻辑；3) 港股培训类公司有望继续增多，监管趋严带来的短空长多，中长期利好头部企业发展，证券化带来的资金助力公司业务扩张延续和应对监管带来的成本提升，实现市占率提升。建议关注三大“赛道”：政策利好持续的职业技能培训（中国东方教育）、运营风险低和下游需求持续的民办高教（宇华教育、中教控股、新高教集团、希望教育、民生教育）和在线教育培训公司（新东方在线）。

图 2：年初至今恒生指数和 Wind 港股教育指数走势



资料来源：Wind，民生证券研究院

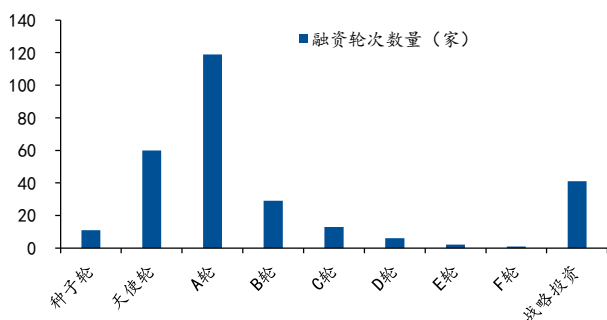
注：以 2019 年 1 月 2 日指数为定基 100

(三) 一级市场融资, IPO 及并购回顾: 港股密集上市, 一级遭遇寒冬, 民办高教并购潮持续

1、19 年一级市场融资回顾及解读: 千万级融资为主, 早教、素质教育等低运营风险领域受追捧

2019 年前 11 个月 (截至 11 月 30 日), 教育行业投融资共计 282 起, 较去年同期 (513 起) 下降 45.03%, 儿童早教、素质教育等细分领域投资热度较高, 投资金额多在千万元以上, 整体来看今年的教育市场遭遇一级投资寒冬。2019 年教育行业融资以天使轮和 A 轮的早期项目为主, A 轮及其之前融资事项共计 190 起, 占比高达 67.4%; B 轮至 F 轮的中后期融资项目共计 51 起, 其中 K12 项目占比为主, 表明 K12 赛道投资项目相对成熟。投资金额千万元以上的项目数量占比过半, 其中, 1000-5000 万元的项目最多, 比重为 39.7%; 亿元以上的大规模融资事件比重为 19.3%。

图 3: 2019 年各轮次数融资数量

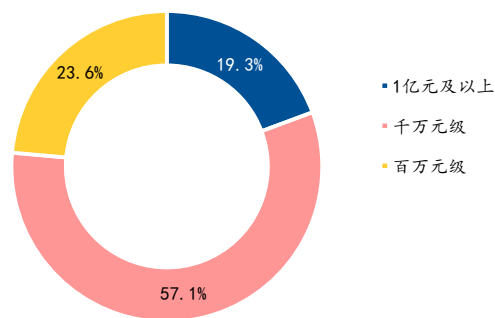


资料来源: 亿欧, 民生证券研究院

注: A 轮含 pre、A、A+轮; B 轮含 pre、B、B+轮;

C 轮含 C、C+轮; 上市前含 D 及所有 IPO 前轮次

图 4: 2019 年 1-11 月融资额情况

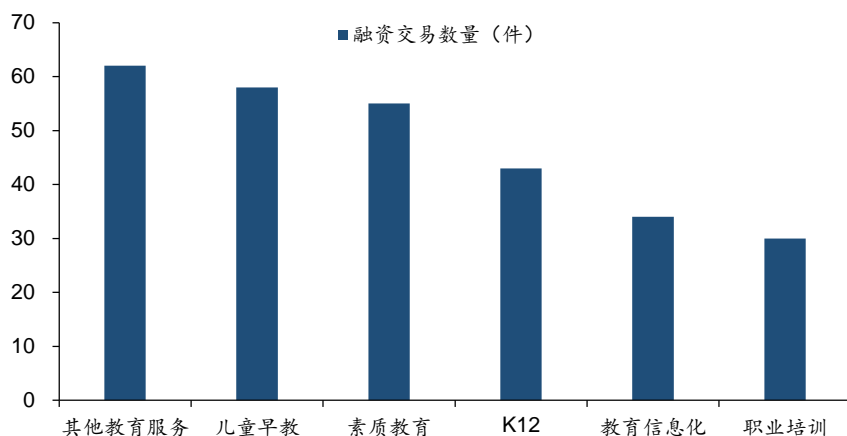


资料来源: IT 桔子, 民生证券研究院

注: 统计中不含未透露融资金额的事件数

美元基金多参与后期教育类项目投资, K12 赛道最为热门。2019 年前 11 个月, 前五大融资事件 (掌门 1 对 1、博实乐教育、DaDa 英语、VIPKID、小盒科技) 均属 D 轮后期, 其中有二家为 K12 培训公司, 且均为美元基金投资, 共计融资达 12.05 亿美元, 说明发展到成熟期的优质标的仍是资本关注热点。此外, 2019 年前 11 个月教育行业融资热度前三的子行业分别是其他教育服务、儿童早教和素质教育。从细分行业融资热度看, 相较于 2018 年热度最高的早幼教, 其热度在 2019 年上半年下行后, 下半年又有所回升。而 K12 培训则在 2019 年下半年遇冷, 全年融资数量居第四位。包含出国留学、高等教育、教辅设备、语言等的其他教育服务今年最受资本追捧, 表明当前体量尚小的细分子赛道也开始受到资本的注意, 未来发展潜力不容忽视。

图 5: 2019 年 1-11 月各细分行业融资数量



资料来源: 亿欧, 民生证券研究院

2、IPO 上市及新三板挂牌情况回顾: IPO 数多于上年, 港股上市吸引力不减

2019 年 (截至 12 月 13 日) 教育行业 IPO 上市 13 家, 借壳上市 1 家 (ACG 国际艺术教育)。2019 年香港及美国市场均有教育公司上市, 其中在港上市 10 家: 辰林教育、华立大学、向中国国际、思考乐教育、嘉宏教育、中国东方教育、中汇集团、新东方在线、中国科培和银杏教育, 多以学校主体为主; 在美上市 3 家: 网易有道、跟谁学和 ACG 国际艺术教育, 以在线教育、素质教育类企业为主。

2019 年教育行业 IPO 上市数量略高于 2018 年, 延续 2017 年以来国内教育公司密集在港股上市之势。2018 年教育行业 IPO 共 9 家, 其中在港上市 5 家, 以学校主体为主; 在美上市 5 家; 新三板挂牌 4 家。从 2019 和 2018 年上市情况看, 港股和美股对于国内优质教育类公司有较高吸引力, 港股上市排队名单中仍有多家教育类公司。考虑到今年职教、在线教育等板块政策利好以及教育行业的刚需属性, 预计明年国内教育企业将借行业良好势头持续规模化与资产证券化发展。

表 1: 2019 年截至 12 月 13 日于香港上市的教育公司

序号	公司简称	行业	上市日期	股票代码	IPO 首日市值 (亿港元)
1	辰林教育	高校	2019.12.13	1593.HK	22
2	华立大学	高校	2019.11.25	1756.HK	32
3	向中国国际	职教	2019.10.24	1871.HK	6
4	中汇集团	高校	2019.07.16	0382.HK	7
5	思考乐教育	K12	2019.06.21	1769.HK	20

6	嘉宏教育	高校	2019.06.18	1935.HK	26
7	中国东方教育	职教	2019.06.12	0667.HK	224
8	新东方在线	综合	2019.03.28	1797.HK	93
9	中国科培	高校	2019.01.25	1890.HK	50
10	银杏教育	高校	2019.01.18	1851.HK	7

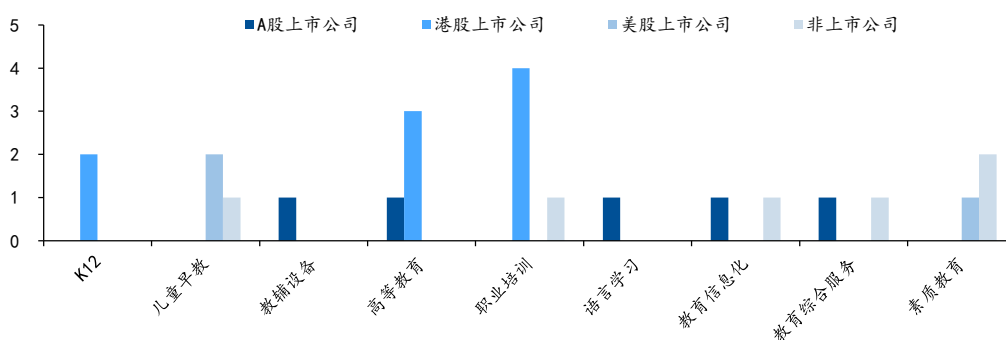
资料来源：IT 桔子，民生证券研究院

3、并购事件回顾：职教、高校标的为港股并购热点，A 股收购多意在拓展收入来源

2019 年截至 11 月，并购数量和金额均低于 2018 年，细分看职业教育、高等教育、K12 和早幼教公司被并购数量位居前列。2019 年截至 11 月并购金额约 60 亿元，远低于 2018 年并购金额总额（305.9 亿元）。并购交易额前三分别是：宇华教育并购山东英才学院金额达 14.9 亿元；中教控股并购重庆南方翻译学院金额达 10 亿元；春来教育并购苏州天平学院金额达 8 亿元。上述三项交易涉及并购方均为港股上市公司，收购标的均为民办高校，民办高教集团通过兼并收购实现业务扩展逻辑仍在继续。

A 股上市公司多通过收购优质教育标的以丰富现有业务线、实现结构多样化；而以高校为主体的港股教育公司则通过收购民办高校扩张加速布局学校网点；非上市公司则收购盈利能力良好的标的。从上市公司收购教育标的的事件数来看，港股上市公司收购案件最多，共计 9 件；并购标的所处领域集中于职教、高教和 K12，其中职教相关并购事件数量最多；A 股上市公司收购案件共计 5 件，分别属于教辅设备、高教、语言学习、教育信息化和教育综合服务领域；美股 3 件并购分属早幼教、素质教育领域；非上市公司收购标的分布在素质教育、早教等多个领域。预计 2020 年港股教育公司选择的被并购标的依旧以民办学校为主，意图实现校园网网点的增多，丰厚业绩；A 股上市公司明年教育并购事件或依旧意在实现转型或切入新赛道以拓展收入来源；优质的早幼教标的有望继续受到美股并购者的青睐。

图 6：2019 年截至 11 月 A 股和港股并购教育公司情况（单位：件数）



资料来源：IT 桔子，民生证券研究院

（四）教育政策回顾：监管趋严仍为助力，“职教”与“信息化”领域政策红利持续

1、职业教育相关政策回顾及解读：国家支持，利好政策持续加码职业教育

国家政策持续加码，利好职业教育板块。经济增速下行压力加大的情况下，稳就业成为首要任务之一，2019年，国务院、教育部等多部门连续印发多份文件支持和鼓励我国职业教育的发展。在完善监督制度的同时，简化对民办职业培训机构的审批流程，放宽对经营范围的要求。一方面对职业院校给予规范和鼓励，提升应用型人才培养的水平和能力，另一方面支持资本进入职业培训领域，鼓励企业开办职业培训机构。随着对应用型人才需求的上升，劳动结构调整持续，学历教育培养人才出现就业不对口问题等带来的“就业难”与“招工难”情形日益凸显，下游需求上升叠加政策支持将持续利好成人教培市场，2020-2021年将继续成为成人教培机构证券化的黄金时间段。

表 2：2019 年学历职业教育相关国家级政策及意见回顾

部门	时间	内容
国务院	2019.01	国务院印发《国家职业教育改革实施方案》，提出到 2022 年，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。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。面向在校学生和全体社会成员开展职业培训，各类职业技能等级证书具有同等效力，持有证书人员享受同等待遇。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。
国务院	2019.02	国务院印发《中国教育现代化 2035》、《加快推进教育现代化实施方案（2018—2022 年）》，提出构建服务全民的终身学习体系。强化职业学校和高等学校的继续教育与社会培训服务功能，开展多类型多形式的职工继续教育。提升一流人才培养与创新能力。加快发展现代职业教育，不断优化职业教育结构与布局。推动职业教育与产业发展有机衔接、深度融合，集中力量建成一批中国特色高水平职业院校和专业。优化人才培养结构，综合运用招生计划、就业反馈、拨款、标准、评估等方式，引导高等学校和职业学校及时调整学科专业结构。
国务院	2019.03	2019 年《政府工作报告》提出：“加快发展现代职业教育。”“今年大规模扩招 100 万人。”“中央财政大幅增加对高职院校的投入，地方财政也要加强支持。并支持企业和社会力量兴办职业教育。”
发改委、教育部	2019.04	国家发改委、教育部印发《建设产教融合型企业实施办法（试行）》，对产教融合型企业将给予“金融+财政+土地+信用”组合激励，并按规定落实相关税收政策。该鼓励最终落实或因地域不同存在差异，但是政策对企业投资职业教育的鼓励和支持态度已十分明确，最终落实的激励措施值得期待。
教育部及多部门	2019.04	教育部联合多部委印发了《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》，国家计划在近期将在试点学校（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）。启动首批 5 个职业技能领域试点：建筑工程技术、信息与通信技术、物流管理、老年服务与管理、汽车运用与维修技术，并将在 5 个领域遴选确定了参与首批试点的有关职业技能等级证书。产教融合实训基地和产教融合型企业要积极参与实施培训，中央财政将建立奖补机制，引导各地通过政府购买服务等方式支持开展职业技能等级证书培训和考核工作。
教育部、人社部	2019.04	教育部、人社部印发了《职业技能等级证书监督管理办法（试行）》，提到了以下要求：职业技能等级证书按照“三同两别”原则管理，“三同”是：院校外、院校内试点培训评价组织（含社会第三方机构，下同）对接同一职业标准和教学标准；两部门目录内职业技能等级证书具有同等效力和待遇；在学习成果认定、积累和转换等方面具有同一效能。“两别”是：人力资源社会保障部、教育部分别负责管理监督考核院校外、院校内职业技能等级证书的实施（技工院校内由人力资源社会保障行政部门负责）；职业技能等级证书由参与试点的培训评价组织分别自行印发。
国务院	2019.05	国务院推出《职业技能提升行动方案（2019-2021 年）》，2019 年至 2021 年三年共开展各类补贴性

职业技能培训 5000 万次以上，其中 2019 年培训 1500 万人次以上。方案强调民办职业培训和评价机构在政府购买服务、校企合作、实训基地建设等方面与公办同类机构享受同等待遇。

教育部	2019.06	教育部推出《教育部关于职业院校专业人才培养方案与实施工作的指导意见》，对职业院校人才培养做出相应规定，从规范课程设置、合理安排学时、强化实践环节、严格毕业要求等 7 个方面提出具体要求。
教育部及多部门	2019.10	教育部及多部门推出《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。加快推进 50 家优质企业与 200 所有院校组建职业教育集团。
教育部	2019.12	教育部发布《中华人民共和国职业教育法修订草稿（意见稿）》，承接之前一系列有关职教发展与要求的文件，进一步从法律地位提升对职教的重视，目的为鼓励民间资本进入职教领域，实现校企融合，推进现代化职教体系发展，通过提升毕业生就业质量，改善我国劳动结构。

资料来源：教育部，芥末堆，蓝鲸财经网，民生证券研究院

2、教育信息化相关政策回顾及解读：政策利好助力教育信息化产业进入成长新周期

教育信息化进入 2.0 时代，新需求释放打开成长空间。自 2018 年国家提出教育信息化产业从 1.0 升级至 2.0，注重在硬件终端、软件应用广泛布局的基础上进一步实现创新融合，由“数字校园”升级至“智慧校园”，实现 2022 年基本达到“三全两高一”的发展新目标。预期在未来三年内，各地学校将加快布局“互联网+教育”大平台，“智慧校园”整体解决方案需求将充分释放。

表 3：2019 年教育信息化相关国家级政策及意见回顾

部门	时间	内容
教育部	2019.01	教育部发布《关于加强网络学习空间建设与应用的指导意见》，提出到 2022 年，面向各级各类教育、全体教师和适龄学生，全面普及绿色安全、可管可控、功能完备、特色鲜明的实名制空间。主要任务包括整体推进网络学习空间建设，全面实现“一人一空间”，推动管理者率先应用，促进教育治理现代化；组织教师创新应用，实现教学应用常态化；引导学生主动应用，实现学习应用常态化；鼓励家长积极应用，实现家校互动常态化。
教育部	2019.02	教育部办公厅发布《2019 年教育信息化和网络安全工作要点》，工作要点包括成立国家数字教育资源公共服务体系联盟，实现省级平台全部接入体系，“一师一优课、一课一名师”活动晒课 100 万堂，认定 800 门国家精品在线开放课程；全国师生网络学习空间开通数量新增 1000 万个；中小学宽带接入率达到 97% 以上、出口带宽达到 100Mbps 以上，并探索采用卫星通信等多种技术手段实现学校互联网全覆盖；指导宁夏“互联网+教育”示范区和湖南教育信息化 2.0 试点省建设。
教育部	2019.03	教育部印发《2019 年教育信息化和网络安全工作要点》的通知，指出全面落实网络安全和信息化的战略部署，不断扩大优质教育资源覆盖面。
教育部	2019.08	教育部印发《关于引导规范教育移动互联网应用有序健康发展的意见》要求全面治理教育移动应用乱象，2020 年底建立健全移动应用管理制度、规范和标准。
教育部	2019.10	教育部印发《关于开展 2019 年度网络学习空间应用普及活动的通知》，目标是依托国家数字教育资源公共服务体系，组织师生开通实名制网络学习空间，推动逐步实现“一人一空间、人人用空间”。

资料来源：教育部，民生证券研究院

表 4：2019 年部分省市教育信息化政策及意见回顾

部门	时间	内容
江西省	2019.09	江西省教育厅印发了《关于规范全省区域性教育信息化建设工作的通知》提出以下要求：做好顶层设计，规范统筹实施、创新建设模式，发挥资金效能、加强组织领导，完善保障机制。
山东省	2019.10	山东省教育厅印发《山东省教育信息化 2.0 行动计划（2019—2022）》提出八项行动，分别是：基础环境提升、数字资源普及、治理能力优化、在线教育覆盖、智慧教育引领、平台矩阵构建、创新人才培养和信息素养提升。

资料来源：教育部，民生证券研究院

3、K12 线下教培相关政策回顾及解读：线下教培行业长效治理是大势，行业短空长多

校外教培政策趋严，肃清行业乱象，利好行业头部。2019 年相关政策延续 2018 年的收紧之势，预期将建成线下教培机构治理的长效机制。国家从政策层面对 K12 线下教培行业进行规范，肃清行业乱象，剔除了一批资质不合规的小微无证机构。这从一定程度上提高了培训机构的办学门槛，短期内减缓线下机构的扩张速度，增加运营成本；但同时，这意味着中长期内线下教培行业的健康规范发展，将提高行业集中度，利好资质优良的头部机构。

表 5：2019 年 K12 线下教培相关国家级政策及意见回顾

部门	时间	内容
北京市教委	2019.01	北京市教委印发《关于开展校外培训机构集中整改回头看的通知》，北京共排查出培训机构 12681 所，其中存在问题的有 7557 所，截止 2019 年 1 月，北京市台账内校外培训机构已经全部完成整改。
四川省政府	2019.01	四川省政府办公厅印发《四川省规范校外培训机构发展实施方案》，进一步规范四川省校外培训机构办学行为，重点对“存在安全隐患、证照不全、强化应试、培训结果与招生入学挂钩、非零起点教学、教师课上不讲课后到培训机构讲”等方面问题进行专项整治。
教育部	2019.02	教育部推出《教育部 2019 年工作要点》，要求加快建立校外培训机构治理的长效机制，充分发挥中小学课后服务主渠道作用。
四川省政府	2019.03	四川省政府推出《四川依法治省年度报告（2019）》，四川省正在研究制定校外培训机构设置标准、全省校外培训机构发展规模规划等相关配套文件，旨在引导培训机构规范化、品牌化、科学化发展。
国务院	2019.07	国务院颁发《关于深化教育教学改革全面提高义务教育质量的意见》，提出“推进义务教育学校免试就近入学全覆盖”、“严禁以各类考试、竞赛、培训成绩或证书证明等作为招生依据，不得以面试、评测等名义选拔学生”、“民办义务教育学校招生纳入审批地统一管理，与公办学校同步招生；对报名人数超过招生计划的，实行电脑随机录取。”

资料来源：教育部，民生证券研究院

4、在线教育相关政策回顾及解读：政策提升在线教育地位，支持、指导行业健康发展

在线教育或利于国家实现普惠教育，促优质资源跨地区释放，因而获得国家支持与鼓励，但同时对于民办 APP 和机构的在线课程，也首次表明加强监管并提升软件准入门槛的态度。2019 年上半年，国务院印发多部文件强调在线教育的重要性，大大拔高在线教育地位，并确立到 2022 年深度融合现代信息技术与教育、初步构建网络化教育体系的战略目标。下半年，教育部首次发布针对在线教育的规范性文件，对校外线上培训机构实施备案审查，通过构建行业准则、提升行业门槛，促进在线教育规范有序发展。预计未来，“规范”与“发展”依旧是在线教育政策端的主旋律。

表 6：2019 年在线教育相关国家级政策及意见回顾

部门	时间	内容
国务院	2019.02	国务院印发《加快推进教育现代化实施方案（2018-2022 年）》，提出加快推进机会教育创新发展，设立“智慧教育示范区”，构建“互联网+教育”支撑服务平台，深入推进“三通两平台”建设。
国务院	2019.02	国务院印发《中国教育现代化》文件，提出建设智能化校园，统筹建设一体化智能教学、管理与服务平台，利用现代技术加快推动人才培养模式改革，实现规模化教育和个性化培养的有机结合
国务院	2019.03	《政府工作报告》明确提出发展“互联网+教育”，促进优质资源共享。明确了“互联网+”等信息技术手段在教育领域的应用目标，体现了通过教育信息化实现优质教育资源共享。
教育部	2019.07	教育部发布《关于规范校外在线培训的实施意见》，校外在线培训机构实施备案审查制度。系统的

		内容主要包括三个方面：一是备案审查重点，二是备案审查流程，三是备案变更流程。
教育部	2019.09	教育部印发《关于促进在线教育健康发展的指导意见》，该文件强调，要构建扶持在线教育发展的政策体系。一是完善在线教育准入制度，二是强化基础设施建设，三是落实财政支持政策，四是鼓励金融机构开发符合在线教育特点的金融产品，五是完善在线教育知识产权服务体系。

资料来源：教育部，民生证券研究院

表 7：2019 年在线教育部分省市政策及意见回顾

部门	时间	内容
宁夏回族自治区	2019.11	自治区教育厅等六部门关于印发《宁夏规范校外线上培训工作方案》的通知，指出通过备案审查、排查整改等多种形式开展校外线上培训专项治理，全面完成我区校外线上培训备案管理工作，重点对校外线上培训机构、培训内容、培训人员等进行严格审查备案，保障中小学生健康成长，形成校内外协同育人的良好局面，促进“互联网+教育”持续健康发展。
江苏省	2019.12	江苏省教育厅等七部门制定了《江苏省校外线上培训备案细则（试行）》指出将规范校外线上培训列入校外机构治理联席会议的重要议事日程，统筹线上与线下，兼顾安全与发展，目标到今年底，完成全省已开展线上培训的机构备案工作。到 2020 年 12 月底前基本建成全国统一、部门协同、上下联动的校外线上培训监管体系。

资料来源：教育部，民生证券研究院

5、早教行业（0-3 岁早幼托）相关政策回顾及解读：国家级规范性文件指导行业规范发展

早幼托行业规范化水平将持续提升。自 2019 年上半年部分省市推出学前教育相关规范性文件后，2019 年 5 月，国务院办公厅下发《关于促进 3 岁以下婴幼儿照护服务发展的指导意见》，首次从国家层面为早教行业提供发展指导意见。《意见》对早幼托行业的规范体系建成提出要求，预期未来五年内早幼托行业将会在国家政策的引导下健康有序发展。此外，二胎政策推行叠加 90 后新生代父母成为主体带来的需求端消费升级，未来早幼托行业空间广阔。

表 8：2019 年早教相关国家级政策及意见回顾

部门	时间	内容
教育部	2019.01	教育部印发《幼儿园标准设计样图》，根据该要求，教育部、住房城乡建设部组织东南大学建筑设计研究院有限公司编制了《幼儿园标准设计样图》。
国家发展改革委	2019.01	鼓励地方政府通过采取提供场地、减免租金等政策措施，加大对社会力量开展 3 岁以下婴幼儿托育服务的支持力度。
教育部	2019.02	《城镇小区配套幼儿园治理要坚持公办民办并举不动摇》文件中提到，做好治理工作，要做到三个“不动摇”：一是坚持学前教育公益普惠的基本方向不动摇。二是坚持公办民办并举不动摇。三是坚持积极稳妥推进治理工作的决心不动摇。
教育部	2019.03	教育部、财政部印发《关于做好 2019 年中小学幼儿园教师国家级培训计划组织实施工作的通知》，提出以下几点要求：1) 突出服务大局 2) 突出扶贫攻坚 3) 突出分层分类 4) 突出模式创新。
国务院	2019.05	国务院办公厅下发《关于促进 3 岁以下婴幼儿照护服务发展的指导意见》，为此前处于政策空白期的 0-3 岁托育服务行业，首次提供国家级的发展指导意见。《意见》提出到 2020 年，初步建立婴幼儿照护服务的政策法规体系，建立一批有示范效应的婴幼儿照护服务机构。到 2025 年，基本健全婴幼儿照护服务的政策法规体系和标准规范体系，基本形成多元化、多样化、覆盖城乡的婴幼儿照护服务体系。其中提到鼓励通过市场化方式，采取公办民营、民办公助等多种方式，在就业人群密集的产业聚集区域和用人单位完善婴幼儿照护服务设施。
教育部	2019.06	教育部印发《幼儿园责任督学挂牌督导办法》，要求各地于 2019 年底之前实施本行政区内所有经审批注册的幼儿园责任督学挂牌督导全覆盖并及时将有关实施情况报教育部。

资料来源：教育部，民生证券研究院

表 9：2019 年部分省市早教政策及意见回顾

部门	时间	内容
北京市	2019.02	北京市教委研究出台《普惠园认定与扶持管理办法》，制定幼儿园办园质量评价标准，完善小区配套幼儿园规划管理机制，研究出台《北京市幼儿园质量督导评估办法》，开展幼儿园办园行为督导评估。
陕西省	2019.02	中共陕西省委教育工委 陕西省教育厅推进《陕西省学前教育条例》立法进程，规范学前教育发展，推进质量提升计划。
上海市	2019.03	上海市教委制定托育服务三年行动计划（2020-2022 年），指导各区推进托育服务的规划布局和科学育儿指导站建设。制定本市《幼儿园办园质量评价指南》，实施第四轮学前教育三年行动计划（2019-2021 年）。
黑龙江省	2019.03	大力实施三期学前教育行动计划。进一步扩大普惠性学前教育资源，实施农村公办幼儿园建设项目，推动落实学前教育教师编制核定和教师配备，多种途径解决好幼儿园教师工资待遇等问题，深入开展“无证园”专项整治，分类解决“无证园”问题。深入贯彻落实《3-6 岁儿童学习与发展指南》，着力提高全省学前教育保教水平，纠正“小学化”倾向。

资料来源：教育部，民生证券研究院

二、展望 2020 年：三大赛道，精选政策利好或刚性需求带来高景气度

（一）赛道之一：职业教育服务，保就业下最好的选择

1、明年趋势：保就业压力+政策利好持续兑现，行业高景气度持续

四大行业逻辑：1) 就业压力持续增加带动行业需求高景气度持续；2) 供给端政策红利支持，提高财政在职业技能领域培养的专项拨款金额，刺激行业规模扩大；3) 强者恒强，行业集中度上升，品牌效益日益显著；4) 经济发展带动劳动力需求变化，职业教育助力劳动力结构调整，成为促发展，稳就业的良药之一。

政策高度持续提升，短期政策红利成为催化剂，中长期政策落地推动行业发展。2019 年国家先后发布《国家职业教育改革实施方案》、《建设产教融合型企业实施办法（试行）》、《中华人民共和国职业教育法修订草案（征求意见稿）》等一系列高规格、明确释放政策红利的文件。而从 2018 年起，政策成为影响教育板块股票中短期走势的核心因素。而受职业教育板块政策持续利好影响，板块运营风险较低且明显可见国家对该领域的重视和支持，驱动具体利好政策快速落地实施。故短期看，政策利好成为行业的重要催化剂，中长期看政府提出的产教融合、多元化办学等举措，促进行业未来稳健持续发展。

表 10：2019 年职业教育相关国家级政策及意见回顾

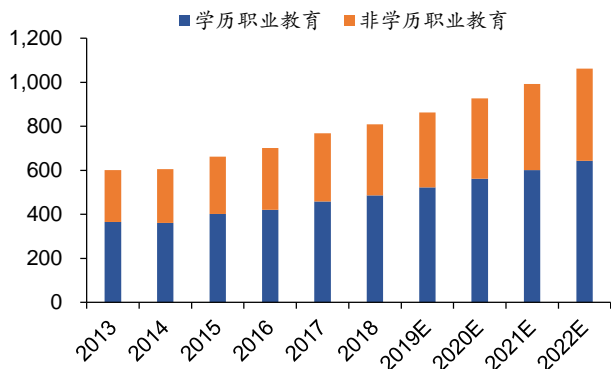
部门	时间	内容
国务院	2019.01	国务院印发《国家职业教育改革实施方案》，提出到 2022 年，一大批普通本科高等学校向应用型转变，建设 50 所高水平高等职业学校和 150 个骨干专业（群）。推动建设 300 个具有辐射引领作用的高水平专业化产教融合实训基地。从 2019 年开始，在职业院校、应用型本科高校启动“学历证书+若干职业技能等级证书”制度试点工作。面向在校学生和全体社会成员开展职业培训，各类职业技能等级证书具有同等效力，持有证书人员享受同等待遇。支持和规范社会力量兴办职业教育培训，鼓励发展股份制、混合所有制等职业院校和各类职业培训机构。
国务院	2019.02	国务院印发《中国教育现代化 2035》、《加快推进教育现代化实施方案（2018—2022 年）》，提出构建服务全民的终身学习体系。强化职业学校和高等学校的继续教育与社会培训服务功能，开展多类型多形式的职工继续教育。提升一流人才培养与创新能力。加快发展现代职业教育，不断优化职业教育结构与布局。推动职业教育与产业发展有机衔接、深度融合，集中力量建成一批中国特色高水平职业院校和专业。优化人才培养结构，综合运用招生计划、就业反馈、拨款、标准、评估等方式，引导高等学校和职业学校及时调整学科专业结构。
国务院	2019.03	2019 年《政府工作报告》提出：“加快发展现代职业教育。”“今年大规模扩招 100 万人。”“中央财政大幅增加对高职院校的投入，地方财政也要加强支持。并支持企业和社会力量兴办职业教育。”
发改委、教育部	2019.04	国家发改委、教育部印发《建设产教融合型企业实施办法（试行）》，对产教融合型企业将给予“金融+财政+土地+信用”组合激励，并按规定落实相关税收政策。该鼓励最终落实或因地域不同存在差异，但是政策对企业投资职业教育的鼓励和支持态度已十分明确，最终落实的激励措施值得期待。
教育部及多部门	2019.04	教育部联合多部委印发了《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》，国家计划在近期将在试点学校（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）。启动首批 5 个职业技能领域试点：建筑工程技术、信息与通信技术、物流管理、老年服务与管理、汽车运用与维修技术，并将在 5 个领域遴选确定了参与首批试点的有关职业技能等级证书。产教融合实训基地和产教融合型企业要积极参与实施培训，中央财政将建立奖补机制，引导各地通过政府购买服务等方式支持开展职业技能等级证书培训和考核工作。

教育部、人社部	2019.04	教育部、人社部印发了《职业技能等级证书监督管理办法（试行）》，提到了以下要求：职业技能等级证书按照“三同两别”原则管理，“三同”是：院校外、院校内试点培训评价组织（含社会第三方机构，下同）对接同一职业标准和教学标准；两部门目录内职业技能等级证书具有同等效力和待遇；在学习成果认定、积累和转换等方面具有同一效能。“两别”是：人力资源社会保障部、教育部分别负责管理监督考核院校外、院校内职业技能等级证书的实施（技工院校内由人力资源社会保障行政部门负责）；职业技能等级证书由参与试点的培训评价组织分别自行印发。
国务院	2019.05	国务院推出《职业技能提升行动方案（2019-2021年）》，2019年至2021年三年共开展各类补贴性职业技能培训5000万次以上，其中2019年培训1500万人次以上。方案强调民办职业培训和评价机构在政府购买服务、校企合作、实训基地建设等方面与公办同类机构享受同等待遇。
教育部	2019.06	教育部推出《教育部关于职业院校专业人才培养方案与实施工作的指导意见》，对职业院校人才培养做出相应规定，从规范课程设置、合理安排学时、强化实践环节、严格毕业要求等7个方面提出具体要求。
教育部及多部门	2019.10	教育部及多部门推出《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。加快推进50家优质企业与200所有院校组建职业教育集团。
教育部	2019.12	教育部发布《中华人民共和国职业教育法修订草案（意见稿）》，承接之前一系列有关职教发展与要求的文件，进一步从法律地位提升对职教的重视，目的为鼓励民间资本进入职教领域，实现校企融合，推进现代化职教体系发展，通过提升毕业生就业质量，改善我国劳动结构。

资料来源：教育部，芥末堆，蓝鲸财经网，民生证券研究院

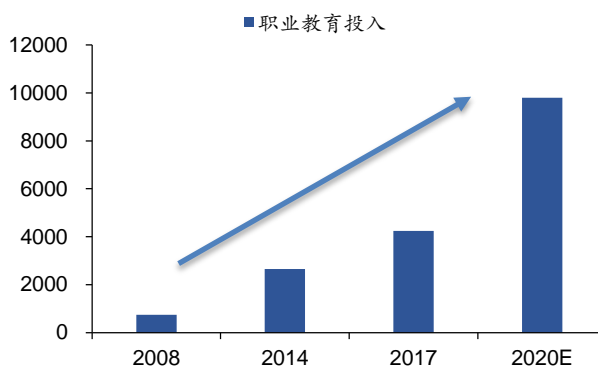
供给端红利持续兑现+需求端持续走强，行业市场规模有望于2022年突破万亿级，非学历职业教育市场规模超4000亿。政策支持带动财政对职业教育投入的持续增加，根据财政部数据，预计2020年的公共财政开支中关于职业教育的投入将达到9800亿元，投入金额近2017年投入的2倍。此外，根据弗若斯特沙利文的预测，2017-2022E年我国职业教育市场整体维持CAGR为6.7%，其中非学历职业教育市场的CAGR为6.3%，预计2022年超过非学历教育市场规模将突破4000亿。另我们测算其中考公，考研，考执业资格证等人才招录类、职业从业或竞争类考试的培训市场需求预计将于2022年升至700亿，约占非学历教育市场的17.5%。因此，我们继续看好明年职业教育市场需求的持续旺盛，推荐中公教育、建议关注中国东方教育（港股）。

图7：2013-2022年职业教育市场规模情况（亿元）



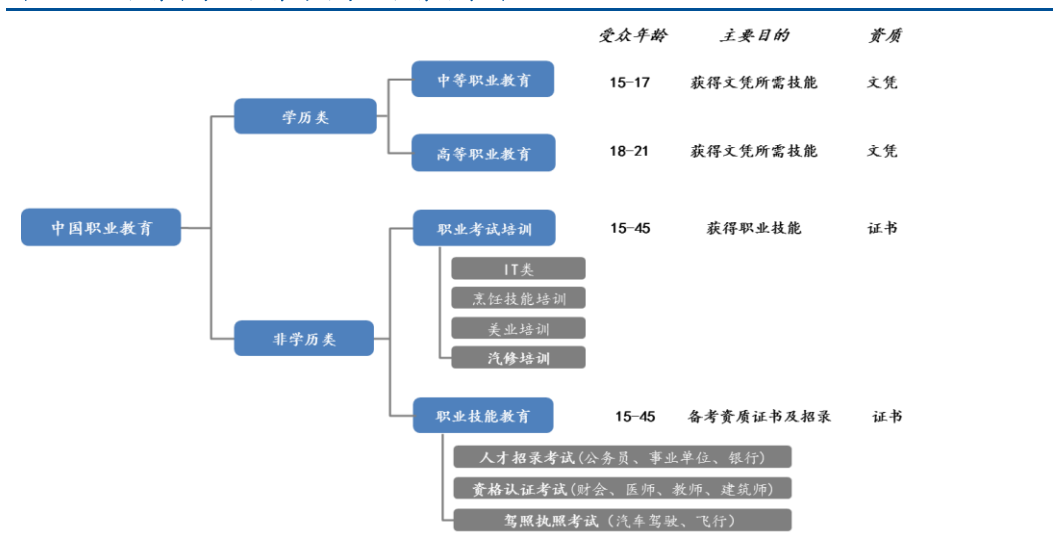
资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院

图8：公共财政支出中职业教育投入变化（亿元）



资料来源：财政部，国务院，民生证券研究院

图 9：职业教育下学历教育与非学历教育体系图

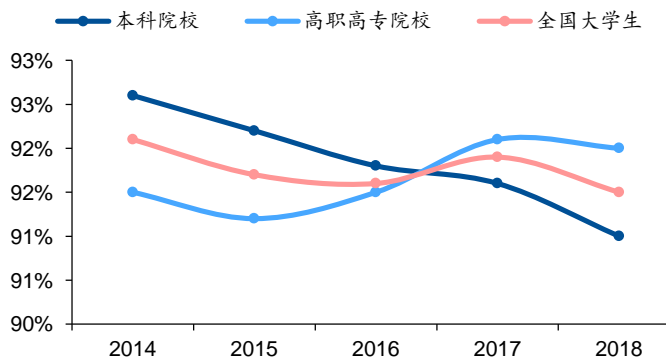


资料来源：民生证券研究院整理

2、需求端：就业竞争加大+证书类考试难度提升，培训需求维持高景气度

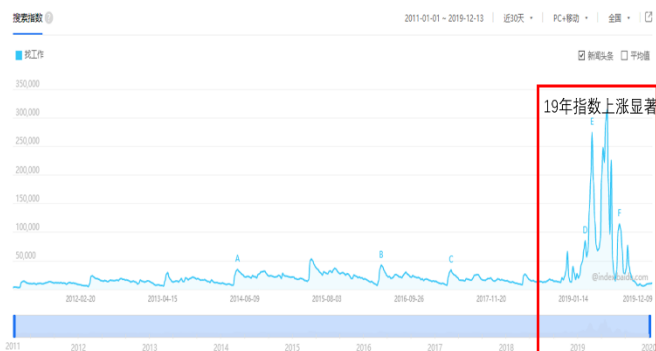
毕业生人数持续增加，未来就业形势依旧严峻、竞争压力持续增加。我国大学生毕业人数持续上升，与之对应的找工作的焦虑日益严重和就业率的持续下滑。2018 年我国本科毕业大学生的就业率从 91.6%下降至 91.0%，远低于高职专科院校就业率和平均就业率。从百度指数“找工作”看，2019 年初至今的“找工作”的百度指数整体日均值为 86422 次，整体同比高达 391%，整体环比高达 310%，可见就业问题关注度持续上升，伴随“保就业”上升至国家战略层面指标要求，就业严峻性可见一斑。另一方面，为了延缓就业时间、提升学历水平，我国考研人数自 15 年起持续上升，2019 年达到 290 万人次，同比增速为 21.8%，是近 10 年来增速最快的一年，也侧面反映“就业难”情况的日益严峻。此外，面临就业问题 1995-2000 年的出生人口仍处于较高水平，年均出生人数超过 2300 万人，可见未来 5 年的就业竞争压力将持续。

图 10：2014-2018 全国大学生就业率



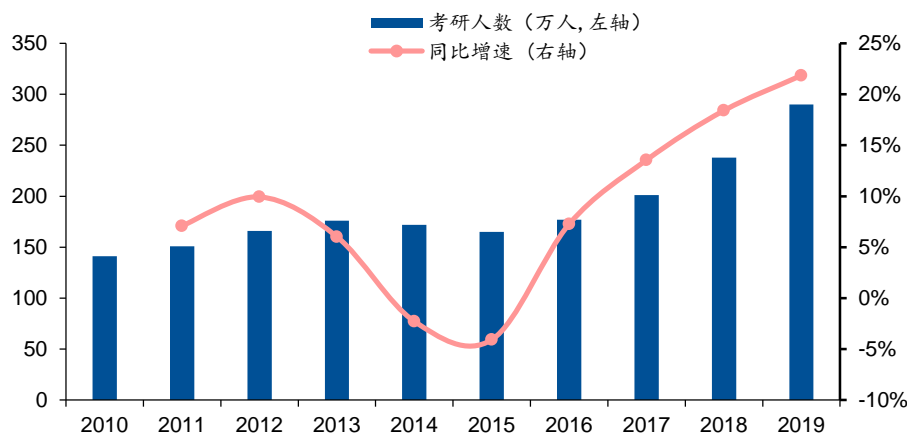
资料来源：麦可思咨询，民生证券研究院

图 11：百度“找工作”指数变化情况



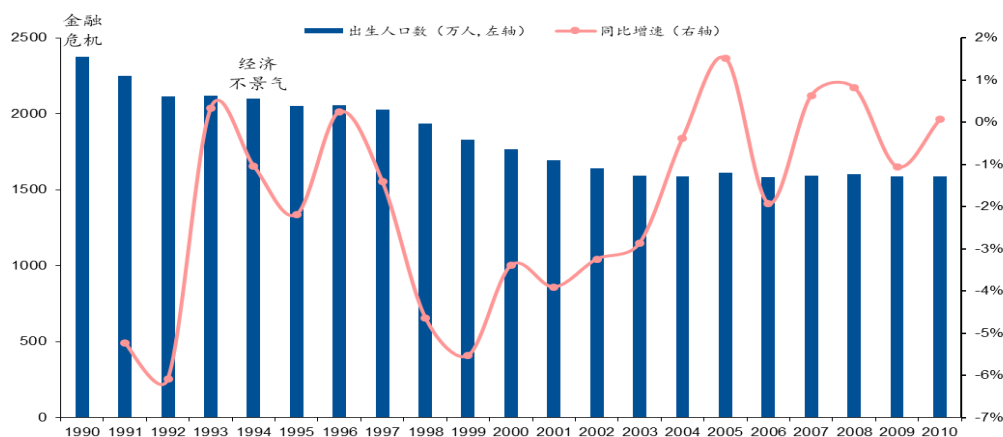
资料来源：百度指数，民生证券研究院

图 12: 2010-2019 考研人数和同比增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 13: 1990-2010 年出生人口数量及其同比增速



资料来源: 统计局, 民生证券研究院

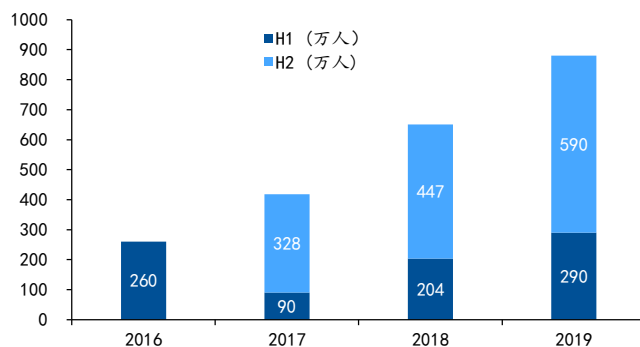
招录考试和证书类考试难度加大, 培训通过考试需求上升。为实现就业目的, 公务员, 事业单位以及教师等相对稳定, 工资收入尚可的职位纷纷受到大学生的追捧, 报名人数也日益上升, 带动平均竞争比的上升。2018 年国考平均竞争比为 59:1, 而 2019 年竞争比则上升至 95:1, 可见岗位竞争的激烈。此外, 例如教师招聘等招录类考试流程, 日益正规化, 考试测试范围和难度较之前有明显提升。因而, 毕业生为提升自己通过招录考试的可能性, 寄希望于参与培训, 驱动招录培训渗透率的提升。另一方面, 毕业生为提升自己就业竞争力, 纷纷选择去参与资格证考试。根据中公教育的统计, 2019 年报考教师资格的人数达 880 万人, 超过去年 229 万人, 同比增加 35%。根据东奥会计网校的统计, CPA 会计的通过率持续下降, 考试难度持续增加。可见, 随着证书类考试难度的上升和报名人数增加, 相关培训需求有望持续上升。

图 14: 2013-2019 国考平均竞争比

年份	平均竞争比
2013	53:1
2014	57:1
2015	40:1
2016	33:1
2017	36:1
2018	59:1
2019	95:1

资料来源: 中公教育官网, 民生证券研究院

图 15: 2016-2019 中小学教师资格报名考试人数



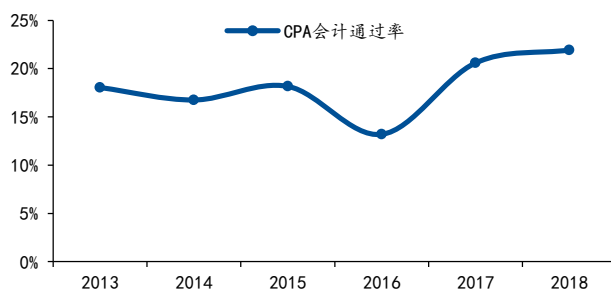
资料来源: 中公教育官网, 民生证券研究院

图 16: 2018 年安徽省教师招录流程

考试流程	时间安排	内容
发布公告	5月29日	招聘 17158 人
考试报名	6月6日-11日	网络报名
笔试	科目一	7月7日上午 《教育综合知识》(成绩占比 40%)
	科目二	7月7日下午 《学科专业知识》(成绩占比 60%)
成绩查询	7月23日	教师考试网查询
资格复审	各市县(区)公布	复审对象: 拟参加专业测试人员
专业测试	各市县(区)组织	上课、说课等方式考核
体检与考察	各市县(区)组织	参照相关体检标准
结果公示与录用	各市县(区)发布	确立人事关系, 按照规定施行试用期制度

资料来源: 华图教育, 民生证券研究院

图 17: 2010-2019 CPA 会计通过率

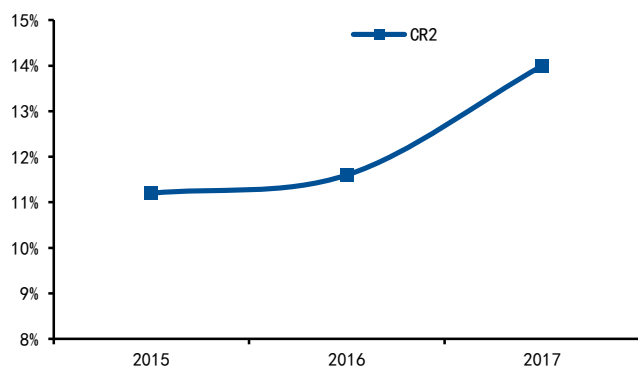


资料来源: 东奥会计网校, 民生证券研究院

3、供给端: 龙头恒强, 公司受益高景气度带来的业绩持续增长

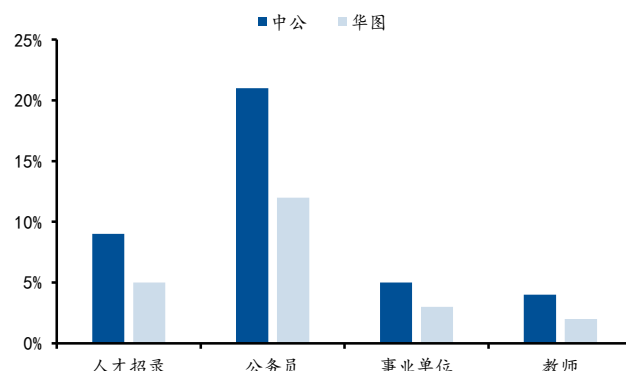
行业整体服务同质化严重, 龙头带来的品牌效应日益显著, 细分领域集中度持续上升。非学历职业教育主要包括: 1. 职业考试或招录考试培训; 2. 职业技能培训; 3. 继续教育。从事非学历职业教育的讲师需具备一定职业技能或专业领军知识, 师资招聘难度略高于 K12 校外培训。但由于受众多、市场规模大、对象多为成年人, 行业整体监管较为放松, 野蛮生长长期, 导致市场整体集中度低, 竞争激烈, 呈现“散, 乱, 小”的特点。但在一些细分领域已出现头部企业, 如人才招录培训的中公教育、华图教育等; 餐饮、IT 技术和汽修技能培训的中国东方教育。这些头部企业正通过规模化经营降低运营成本, 利用证券化降低资金成本, 同时重视渠道布局用以吸引客户并提高品牌营销力, 实现龙头恒强情况, 例如招录考试 CR2 集中度从 2015 年的 11.2% 上升至 2017 年的 14%, 2018 年中公在公务员招录市场的市占率超过 20%; 中国东方教育在餐饮技能培训行业的市占率达到 23.1%, 远超第二名 2.9% 的市占率水平。这些龙头企业, 利用证券化带来的资金支持下, 进一步实现规模效应, 实现强者恒强的运营情况。

图 18: 招录考试培训行业整体集中度呈上升趋势



资料来源: 亚夏汽车并购重组说明书, 民生证券研究院

图 19: 2018 年中公和华图在人才招录的市占率



资料来源: 亚夏汽车并购重组说明书, 民生证券研究院

表 11: 2018 年非学历职业教育细分行业竞争格局和情况

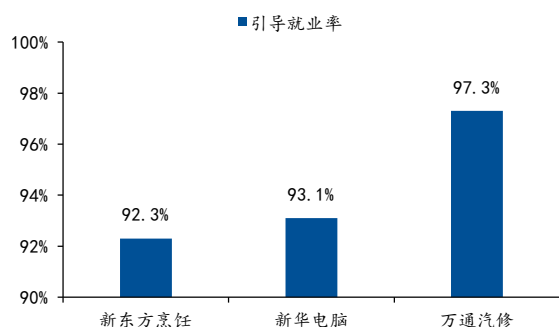
烹饪技术	培训人次	市占率	信息技术	培训人次	市占率	汽车服务	培训人次	市占率
中国东方教育	65372	23.1%	中国东方教育	21442	3.4%	中国东方教育	15236	9.7%
集团 A	8077	2.9%	集团 A	20882	3.3%	集团 A	15000	9.5%
集团 B	2600	0.9%	集团 B	20023	3.2%	集团 B	2000	1.3%

资料来源: 中国东方教育招股书, 民生证券研究院

轻资产运用为主, 行业准入壁垒较低, 考试通过率或就业承诺为企业核心竞争力。

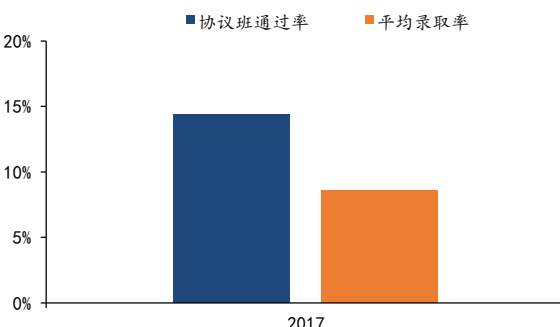
我国职业教育培训机构只需获得当地人社部和工商部签发的办学许可证和营业执照即可营业, 行业准入难度低。职业教育机构的运营成本低于学历学校建设, 如一所带住宿的全日制职业技能培训机构(容纳1-2千人)的启动资金约1500-2000万, 约1000-1300万的翻新和校区建设费用, 500-700万的教学设备和早期教师招揽费用, 远低于民办高教(高校并购案的金额多以亿元为单位)和K12民办学校(多数高中固定建设成本在1亿元以上)的投入。此外, 若运营非全日制考试培训中心, 其启动资金与K12课外辅导点的初始投入资金类似, 低至百万元。故从职业教育机构的准入和资金投入情况看, 行业壁垒相对较低。此外, 考虑到提高就业率和提高自身职业技能能力是受众接受职业教育的核心目的, 因而职业教育培训机构的核心竞争力皆体现在考试通过率或指导就业率中。

图 20: 中国东方教育引导就业率



资料来源: 中国东方教育招股书, 民生证券研究院

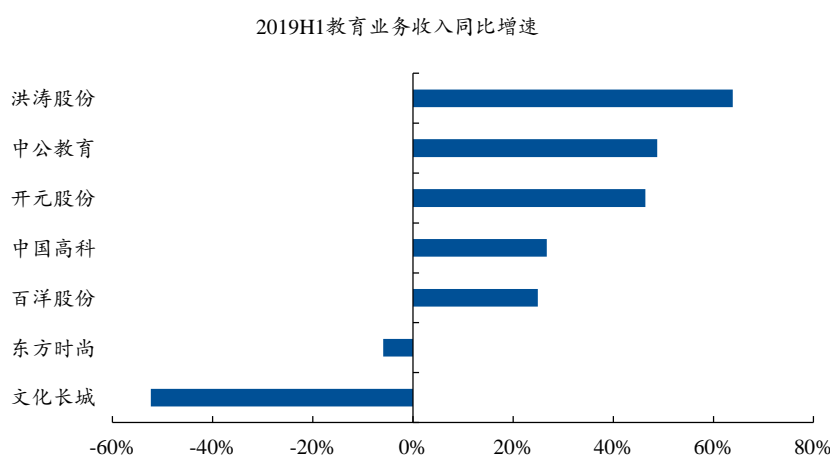
图 21: 2017 华图教育考公协议班通过率和平均录取率



资料来源: 亚夏汽车并购重组说明书, 民生证券研究

行业高景气度，带动业内公司营收持续增涨。从 2019 年 A 股职业教育板块中报的教育业务收入体量和增速看，职业教育板块 7 家公司，共实现教育业务营收 54.58 亿元，同比增加 294.59%。其中人才招录市场龙头，中公教育表现优异，其营收占据板块营收的 66.64%。而其他标的业务多为职业技能培训或学历培训等，虽也享受政策利好，但受营业成本上升，行业竞争加剧影响，营收和毛利虽也有上升，但净利润表现相对较差。因此，我们判断在明年行业高景气度持续的情况下，业内公司营收仍将持续，但强者恒强逻辑也将持续验证。

图 22：2019H1 职业教育板块公司教育业务收入变化情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

4、中公教育：多业务发力，龙头价值持续体现

公司主营业务包括公务员、事业单位、教师的招录考试培训，教师资格、考研考试等考试或资格类培训服务。其中在人才招录培训行业的市占率超 9%，居行业首位。

明年看点：1) 教师资格和招聘报名人数持续上升，相关培训业务有望继续实现高增长。2019 年下半年，教师资格考试报名人数达到 590 万人，成为历史新高。考虑 K12 机构讲师考证需求的持续和省考转国考带来的考试通过率下降，我们判断明年教师相关考试报名人数仍将持续上升，竞争加大带动培训渗透率上升，推动公司相关业务收入继续维持高增长。**2) 考研业务发展顺利，随着报名人数持续上涨，业务收入持续增加。**公司利用原先教学点和与先前和各学校的良好合作，加速布局考研培训市场，2019H1 实现综合业务收入 7 亿元，其中考研收入占大头。我们判断，明年高校毕业生人数将进一步上升，带动考研报名人数的上涨，公司考研培训业务扩张顺利，明年相关业务收入有望实现高增长。**3) 公务员和事业单位未来招录人数有望趋稳，人均单价上涨带动业绩稳定增长。**公司在公务员和事业招录培训市场的市占率稳居市场第一，随着考试竞争比的上升带动选择协议班（高客单价班）人数的增加，我们预计明年人才招录培训业务的客单价和报名人数均有望实现稳步增长。

5、中国东方教育（港股）：职业技能培训行业领军企业

公司旗下覆盖 5 大品牌：新东方烹饪教育，欧米奇西点西餐教育，新华电脑学校教育，华信智原 DT 人才培养基地及万通汽车教育，横跨烹饪，信息技术，汽车服务 3 大领域，学校覆盖全国 29 个省份及香港。

明年看点：1) 政策利好持续，公司所覆盖的烹饪，信息技术，汽车服务领域职位缺口将继续上升，预计行业缺口的 CAGR 可达 7%-10%，驱动公司营收和业绩稳步增长。 根据弗若斯沙利文报告，餐饮行业对厨艺精湛的厨师缺口可能将从 2017 年 220 万增至 2020 年的 310 万，年复合增长率为 7.1%；信息技术人才供求缺口从 2013 年的 350 万人增至 2017 年 770 万人，年均复合增长达 21.8%；汽车服务行业就业人口从 2013 年的 300 万人增至 2017 年的 440 万人，年均符合增长率为 10.0%，且随着车辆存量增加，就业需求会越来越多。**2) 公司计划拓宽业务至美业、康养等新经济下带来的新职业技能培训需求市场，实现覆盖范围的多样化，丰厚业绩。**随着消费升级和观念改善，驱动美业和康养市场规模持续扩大，所需技能人才也随着增多。公司紧追市场变化和 demand，与时俱进，推动业务持续发展。

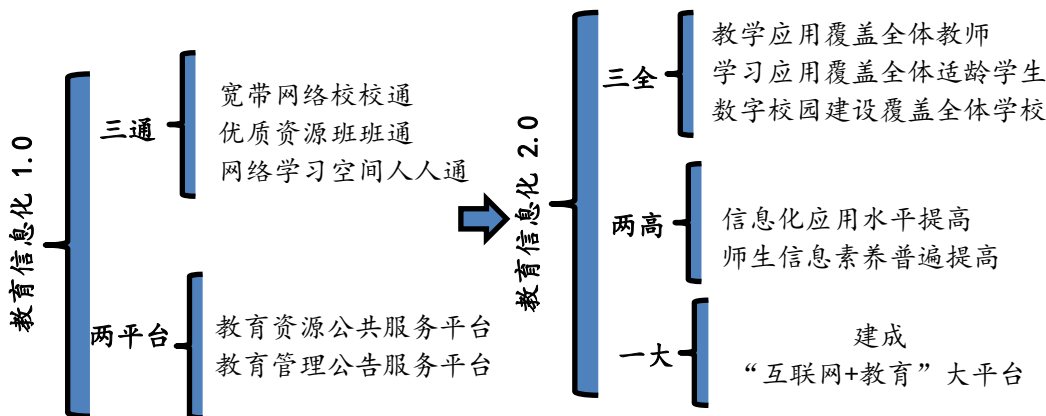
（二）赛道之二：教育信息化，科技之风助力教育

1、明年趋势：政策利好态度持续，标考建设行业继续处于建设高峰期

四大行业逻辑：1) 《教育信息化 2.0》和《中国教育现代化 2035》引导产业升级，每年定期的财政专项支出推动市场规模扩大；2) 教育信息化 2.0 明确区域云平台为主要的行业发展方向，利用云平台实现教育资源的共享；3) 标考行业建设小周期持续，看好明年标考设施建设工作业绩持续爆发；4) 教育信息化集成与建设商面临重新洗牌，内容提供商有望率先在革新中跑出。

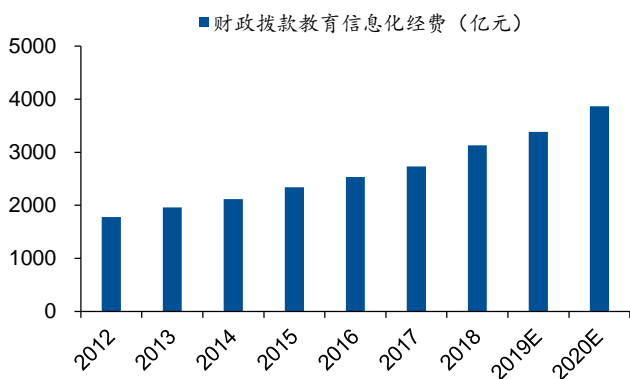
专项拨款支持教育信息化行业发展，区域云平台打造成未来主要方向，新高考带来的校园信息化需求进入集中释放期。由于现阶段获得财政专项拨款的政府或学校为教育信息化项目主要买单方，通过跟踪和分析近期国家级和省市级政府出台相关教育信息化文件成为预判行业未来建设重心的关键。基于“教育信息化 2.0”提出的“互联网+教育”一体化平台建设目标，以及之后江苏、北京、上海等 5 省（市）相继提出的教育资源平台建设项目，叠加最新文件对教育资源共享的重视，我们认为未来教育信息化的支出重心将从基础设施建设转移至云平台、教育辅助平台系统、软件和线上教育内容等偏软件类投入。此外，基于 2023 年全面推广“新高考”带来的智慧校园建设需求，我们预计也将在明后两年进入集中释放期，赶在 2023 年前完成全国智慧校园的建设工作。因此，我们明年继续看好国家对教育信息化行业的政策支持和专项资金的投放，看好在智慧校园赛道中具有较强渠道能力或具有内容优势可打造一体化平台类的教育信息化公司，以及在标考小周期中具有先发优势的公司，推荐佳发教育、拓维信息。

图 23: 教育信息化 1.0 与教育信息化 2.0 对比



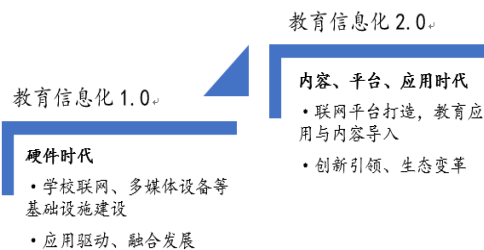
资料来源: 公司网站, 民生证券研究院

图 24: 2012-2020E 教育信息化经费投入



资料来源: 教育部, 国家统计局, 财政部, 民生证券研究院

图 25: 教育信息化 1.0 与教育信息化 2.0 对比



资料来源: 教育部, 国家统计局, 财政部, 民生证券研究院

表 12: 2019 年教育信息化相关国家级政策及意见回顾

部门	时间	内容
教育部	19.01	教育部发布《关于加强网络学习空间建设与应用的指导意见》, 提出到 2022 年, 面向各级各类教育、全体教师和适龄学生, 全面普及绿色安全、可管可控、功能完备、特色鲜明的实名制空间。主要任务包括整体推进网络学习空间建设, 全面实现“一人一空间”, 推动管理者率先应用, 促进教育治理现代化; 组织教师创新应用, 实现教学应用常态化; 引导学生主动应用, 实现学习应用常态化; 鼓励家长积极应用, 实现家校互动常态化。
教育部	19.02	教育部办公厅发布《2019 年教育信息化和网络安全工作要点》, 工作要点包括成立国家数字教育资源公共服务体系联盟, 实现省级平台全部接入体系, “一师一优课、一课一名师”活动晒课 100 万堂, 认定 800 门国家精品在线开放课程; 全国师生网络学习空间开通数量新增 1000 万个; 中小学宽带接入率达到 97% 以上、出口带宽达到 100Mbps 以上, 并探索采用卫星通信等多种技术手段实现学校互联网全覆盖; 指导宁夏“互联网+教育”示范区和湖南教育信息化 2.0 试点省建设。
教育部	19.03	教育部印发《2019 年教育信息化和网络安全工作要点》的通知, 指出全面落实网络安全和信息化的战略部署, 不断扩大优质教育资源覆盖面。
教育部	19.08	教育部印发《关于引导规范教育移动互联网应用有序健康发展的意见》要求全面治理教育移动应用乱象, 2020 年底建立健全移动应用管理制度、规范和标准。
教育部	19.10	教育部印发《关于开展 2019 年度网络学习空间应用普及活动的通知》, 目标是依托国家数字教育资源公共服务体系, 组织师生开通实名制网络学习空间, 推动逐步实现“一人一空间、人人用空间”。

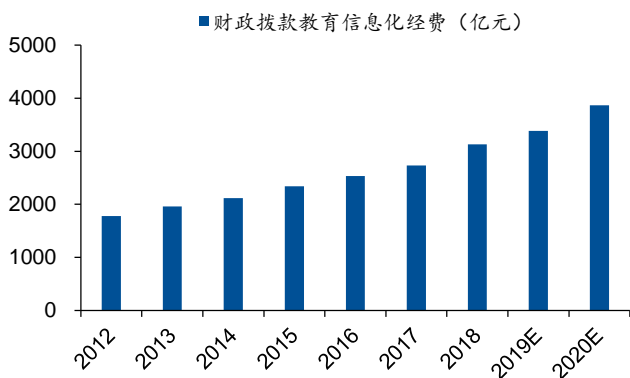
资料来源: 教育部, 民生证券研究院

2、需求端：政策引导下学校与教育局等 B 端需求为主，C 端需求占比较低

政府财政保障市场规模的持续扩张，预计 2020 年将实现超 4000 亿市场需求。在 2011 年教育部发布的《教育信息化十年发展规划（2011-2020 年）》中，首次明确提出各级政府在教育经费中按不低于 8% 的比例支付教育信息化经费，确保教育信息化拥有持续、稳定的政府财政投入。我们根据 GDP 增速，教育财政支出，预计 2020 年教育信息化经费投入将升至 3863 亿元，未来还将继续攀升。TO C 市场规模我们依据以下 2 个逻辑测算：

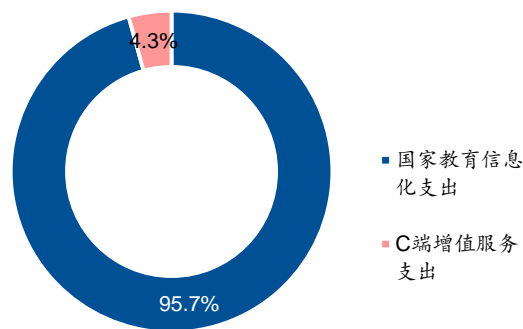
1) 与发达教育软件入校率相比（美国为 70%），我国渗透率仍有提升空间。2) 增值服务的花费可向在线教育看齐，未来 ARPU 上升空间较大。预计随着教育信息化 2.0 的发展，2022 年我教育软件入校率有望升至 35%。目前我们按照 30% 渗透率计算增值服务使用率，费用按照 300 元的保守数字进行测算（数据参考，已有的入校 C 端软件收费标准。此外，根据中科院大数据线上辅导的年均家庭开支为 6432.2 元），根据《国家中长期教育改革和发展规划纲要》的目标和规划，2020 年我国 K12 在校生数量达 1.65 亿人（不含中职类学生人数）。仅 K12 的 2020 行业市场规模=0.3*1.65*300=148.5 亿。若 2020 年实现幼儿园、K12、高校全覆盖，按人均 300 元计算，2020 年幼儿园、K12、高校的在校生人数为 4000 万人、1.65 亿、3300 万人，C 端教育信息化规模=（0.4+1.65+0.33）*300*0.3=214.2 亿。合计 2020 年市场规模=3800(to B/G)+214 亿（to C）=4014 亿，C 端业务占比为 5%。

图 26：2012-2020E 教育信息化经费投入



资料来源：教育部，国家统计局，财政部，民生证券研究院

图 27：2020 年广义教育信息化行业规模占比

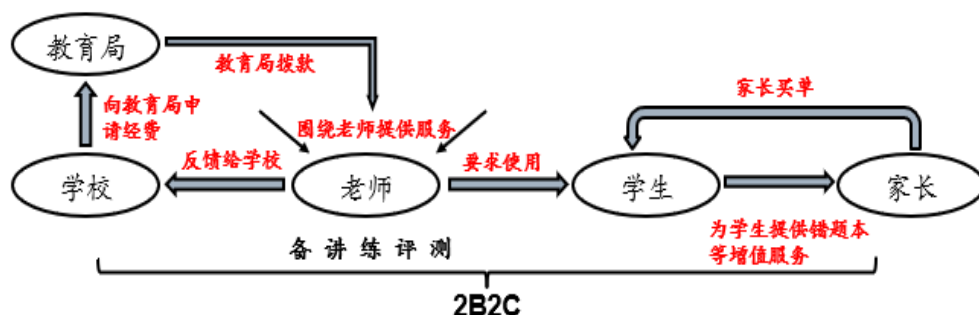


资料来源：教育部，国家统计局，财政部，民生证券研究院

智慧校园、软件需求、区域性教育云平台建设等依旧是主力需求，C 端增值服务增速仍受限。经历教育信息化 1.0 后，大多数学校的多媒体设备已采购到位，为配合设备、教育部提出的“互联网+教育”的教育发展趋势和“新高考”带来的走班排课需求，各省市教育局和学校将信息化经费投入重心转至软件投入上。因此，软件服务是目前教育信息化发展最迅速的模块，具体内容包括日常管理，新高考带来的走班排课需求，智能评卷等智慧校园所需的一切软件支持。而目前基于 B 端教育信息化推广的 C 端教育信息化业务发展不及预期，主要受制于以下 2 点：1) 受制于在线教育的市场的迅速壮大，曾经的蓝海已变为竞争激烈的红海市场，涌入的企业和资本不断挤占份额，传统教育信息化企业不具备内容的优势；2) 面向 B/G 端的企业无法找到好的入口切入 C 端，因此 C 端的延伸

渗透并不顺利。

图 28: 教育信息化 TO C 增值业务的模式



资料来源: 民生证券研究院整理

国家为进一步促进考试公平, 保障考生权利, 于 2018 年正式启动标准化考场二轮建设, 带动教育信息化细分领域标考建设行业需求释放。根据政策指引, 我们预计本次标考建设周期除了需完成新建 300 多个省市级考试平台外, 还将覆盖 150 万间标考教室, 包括对上一轮建设的 53 万间标考教室进行升级, 新设 50 万间高中水平学业测试标考教室和 50 万间中考教室的建设。基于新建平台和标考教室的费用测算, 预计本轮标考建设的市场需求将达到 160 亿元, 且会在未来 4 年内持续集中释放。

图 29: 考试综合考务管理平台市场规模测算



资料来源: 民生证券研究院整理

图 30: 第二轮标考考点建设市场规模测算



资料来源: 民生证券研究院整理

3、供给端：细分行业众多，存在行业小龙头

存在众多细分子行业，行业整体集中度低。据调查显示，目前从事教育信息化业务的公司约有数百家。教育信息化市场的整体竞争格局高度分散，各公司从事的业务内容也存在交叉。教育信息化板块具有代表性的公司主要包括：视源股份、立思辰、科大讯飞、佳发教育、新开普、三盛教育、拓维信息、全通教育、文化长城、鸿合科技、天喻信息和网龙 12 家，2018 年教育信息化业务营收共计 196.01 亿，在 2018 年约 3100 亿的市场规模（仅算政府投入资金）占比不到 7%。

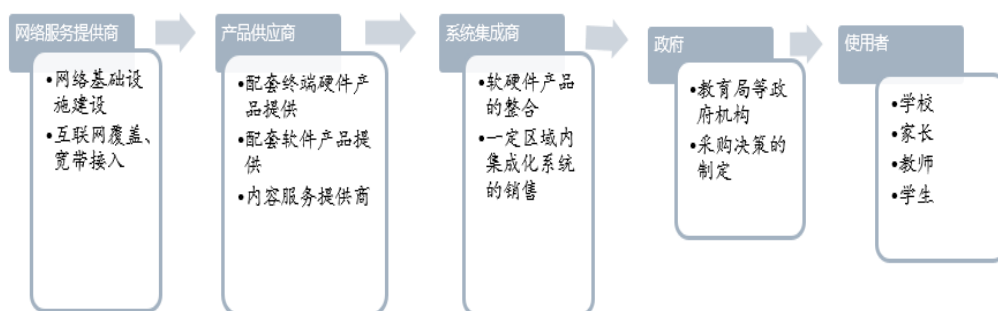
表 13：教育信息化部分细分行业供给情况

细分行业	多媒体硬件服务	标准化考点服务	智慧教育软件	高校一卡通系统	录播课系统
供给企业	视源股份、新开普、三盛教育、中教股份	科大讯飞、佳发教育	视源股份、佳发教育、拓维信息、BAT，立思辰	新开普、新中新、宇川智能	视源股份、现代中庆、三爱富（奥威亚）
市场竞争情况	视源股份是交互智能平台龙头，交互智能平板市占率达 36.5%	佳发教育参与了 28 个省、直辖市，近 200 多个地市的标准化考点的建设，全国 15 个省级标准化考点指挥中心的管理平台设备均由佳发提供	市场竞争分散，获取市场份额依靠公司渠道布局能力	新开普智慧校园应用解决方案高校客户超过 1100 所，市场占有率达到 42%	三爱富在教育信息化录播产品市场占有率截止 2017 年排名第一

资料来源：民生证券研究院整理

产品标准化程度高的细分行业中存在龙头公司，整体打包集成类业务竞争相对分散。多媒体硬件服务、标准化考点建设、高校一卡通系统、录播课系统等标准化较高的细分行业中存在市占率较高的龙头；而像智慧课堂、智慧校园等个性化定制程度高的细分行业中竞争较为分散。

图 31：教育信息化产业链



资料来源：民生证券研究院整理

4、佳发教育：标考建设行业龙头企业，受益行业建设高峰期

佳发教育主营业务为研发、生产、销售具有自主知识产权和自主品牌的教育信息化产品并为用户提供相关服务，产品主要包括智慧招考产品系列、云巅智慧教育产品系列。公司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、应急指挥系统、学业水平考试报名和管理系统等，相关产品和解决方案覆盖全国 28 个省，市场份额达到 60%。公司云巅智慧教育系列产品系包含“考教统筹、新高考、智慧教育”三大板块的智慧教育整体解决方案。

明年看点：**1) 第二轮标准化考点建设进入高峰期，推动标考业务存量更新+新增标考建设业务。**公司在本轮考试平台中提前卡位国家级平台建设，同时利用上一轮考场建设中覆盖 30 万间考试的先发优势，直接受益本轮标考建设带来的量价齐升，带动标考业务的快速增长；**2) 公司智慧教育产品提倡一机多能，利用标考建设的项目包直接进入教室。**公司结合标考考场建设需求和新高考的要求，将智慧教育产品融入标考建设项目中，实现巧妙竞争，带动该块业务的扩展；**3) 公司看好未来职业生涯培训市场的前景，购地建设实训基地。**公司为顺应新高考改革发展，计划新建实训基地将校内培养和校外实验能够有机会结合在一起，预计单个实训基地可在 2-3 年内收回成本，进入获利期。

5、拓维信息：考卷测评行业领军企业

公司主营业务包括教育服务，手机游戏及软件云服务。2018 年教育服务业务收入占比 65.56%。在教育服务领域，业务具体包括具有龙头地位的全国中、高考等高利害考试评卷及教育评价服务（高考服务 18 个省教育厅，高考市场份额超过 58%；中考服务 140+ 个地方市教育局，中考市场份额超 35%）。在软件云服务领域，公司主要为各行业提供流程与资讯管理服务、应用管理平台、大数据平台及一对一解决方案等，同时，与华为成为同舟共济合作伙伴，助推公司智慧教育平台项目的发展进程。

明年看点：**1) 考卷评测业务持续中标，该块业务业绩平稳增长。**公司全资子公司海云天科技近年内连续中标、签订多项全国性计算机考试服务项目，包括 2018 年至 2020 年证券业从业人员资格考试计算机化考试服务项目、2018 年会计专业技术无纸化考试及阅卷技术服务项目以及全国大学英语四、六级考试服务项目、2019-2021 年国家统一法律职业资格考试计算机化考试服务。预计仅司法考试项目将为海云天科技未来三年带来近 2 亿元的销售收入，将进一步增厚业绩。**2) 公司与华为云联合打造在线教育平台，发力“互联网+教育”。**B 端智慧教育业务方面，公司基于华为云打造了三大教育信息化 2.0 成果标杆示范点——长沙市在线学习中心、益阳智慧教育和铜仁智慧教育云平台。目前，长沙市中小学生在在线学习中心已呈现 3000 多个课程包，覆盖长沙 800 多所学校，聚集 14 万余名学生，未来有望复制该模式异地快速扩张，增厚业绩。**3) 公司与华为合作发布 FusionCube 智慧校园一体机解决方案，进入智慧校园建设赛道。**公司与华为联手布局智慧校园产品，利用 AI 完成开人脸识别、智能巡检、智慧后勤等业务，有望利用华为产品影响力全方位与 K12 学校与公立幼儿园等进行合作，推进公司相关业务的发展。

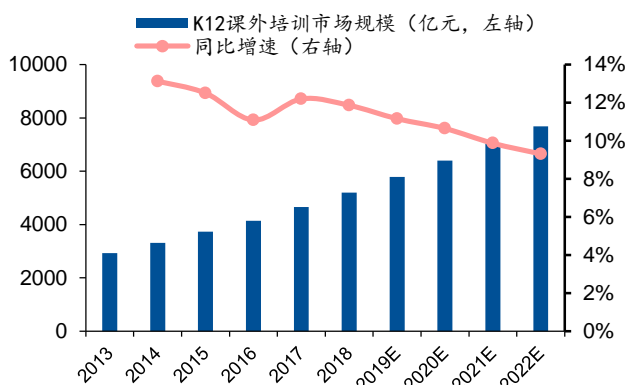
（三）赛道之三：K12 教培刚需属性，景气度持续高昂

1、明年趋势：监管持续收紧，行业正规化利好头部企业，下游高景气度不减

三大行业逻辑：1. K12 教培的消费属性，叠加中、高考指挥棒带来的刚性需求，行业高景气度仍会持续；2. 监管对线上、线下 K12 教培的趋势是规范化、正规化、严监管，这将加速线上培训野蛮竞争的结束，利好线上、线下的头部企业，行业集中度上升；3. 语文学科重要性上升带动受训需求上涨，较数学、英语，语文作为 K12 教培领域的蓝海市场，有望出现下一个细分领域巨头。推荐立思辰、昂立教育，建议关注新东方在线。

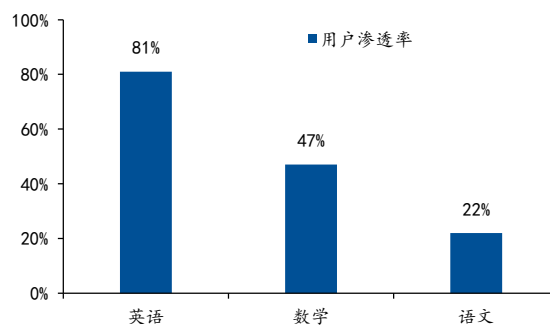
监管趋严难挡行业高景气，未来三年 K12 教培行业增速维持在 9.5% 左右，语文学科受训渗透率有望继续提升。教培行业作为传统教育行业，其特征是市场规模大，业内公司众多、下游需求持续旺盛。现受监管趋严影响，小公司运营压力越发增大，正规军的优势越发增强，行业集中度有望上升。根据艾瑞咨询的预测，2020 年 K12 教培行业仍将维持 10.65% 的增速，持续扩张。在语数外三门学科课外辅导市场中，语文受训的参培率仅 22%，远低于英语的 81% 和数学的 47%，未来随着中、高考改革和社会对人文素质要求的上升，语文重要性日益显著，参培率有望继续上升。

图 32: K12 教培市场规模及其同比增速



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

图 33: K12 教培各基础学科用户渗透率



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

表 14: 2019 年 K12 线下教培相关国家级政策及意见回顾

部门	时间	内容
北京市教委	2019.01	北京市教委印发《关于开展校外培训机构集中整改回头看的通知》，北京共排查出培训机构 12681 所，其中存在问题的有 7557 所，截止 2019 年 1 月，北京市台账内校外培训机构已经全部完成整改。
四川省政府	2019.01	四川省政府办公厅印发《四川省规范校外培训机构发展实施方案》，进一步规范四川省校外培训机构办学行为，重点对“存在安全隐患、证照不全、强化应试、培训结果与招生入学挂钩、非零起点教学、教师课上不讲课后到培训机构讲”等方面问题进行专项整治。
教育部	2019.02	教育部推出《教育部 2019 年工作要点》，要求加快建立校外培训机构治理的长效机制，充分发挥中小学课后服务主渠道作用。
四川省政府	2019.03	四川省政府推出《四川依法治省年度报告（2019）》，四川省正在研究制定校外培训机构设置标准、全省校外培训机构发展规模规划等相关配套文件，旨在引导培训机构规范化、品牌化、科学化发展。
国务院	2019.07	国务院颁发《关于深化教育教学改革全面提高义务教育质量的意见》，提出“推进义务教育学校免试就近入学全覆盖”、“严禁以各类考试、竞赛、培训成绩或证书证明等作为招生依据，不得以面试、评测等名义选拔学生”、“民办义务教育学校招生纳入审批地统一管理，与公办学校同步招生；对报名人数超过招生计划的，实行电脑随机录取。”

资料来源：教育部，民生证券研究院

表 15：2019 年在线教育相关国家级政策及意见回顾

部门	时间	内容
国务院	2019.02	国务院印发《加快推进教育现代化实施方案（2018-2022 年）》，提出加快推进机会教育创新发展，设立“智慧教育示范区”，构建“互联网+教育”支撑服务平台，深入推进“三通两平台”建设。
国务院	2019.02	国务院印发《中国教育现代化》文件，提出建设智能化校园，统筹建设一体化智能教学、管理与服务平台，利用现代技术加快推动人才培养模式改革，实现规模化教育和个性化培养的有机结合
国务院	2019.03	《政府工作报告》明确提出发展“互联网+教育”，促进优质资源共享。明确了“互联网+”等信息技术手段在教育领域的应用目标，体现了通过教育信息化实现优质教育资源共享。
教育部	2019.07	教育部发布《关于规范校外在线培训的实施意见》，校外在线培训机构实施备案审查制度。系统的内容主要包括三个方面：一是备案审查重点，二是备案审查流程，三是备案变更流程。
教育部	2019.09	教育部印发《关于促进在线教育健康发展的指导意见》，该文件强调，要构建扶持在线教育发展的政策体系。一是完善在线教育准入制度，二是强化基础设施建设，三是落实财政支持政策，四是鼓励金融机构开发符合在线教育特点的金融产品，五是完善在线教育知识产权服务体系。

资料来源：教育部，民生证券研究院

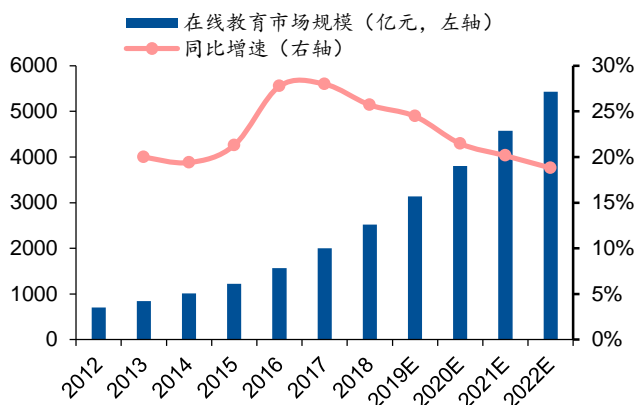
2、在线教育

2.1 需求端：家长育儿观念的革新与在线教育产品的日益成熟，便捷性与性价比带动需求上升

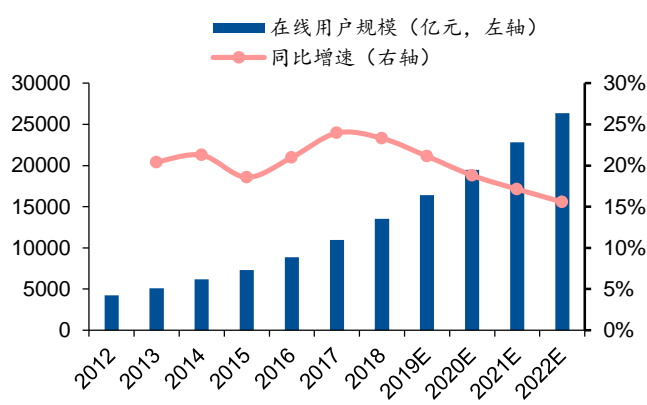
升学压力不减和优质教育资源稀缺，导致 K12 课后辅导需求持续刚性，在线教育有望解决优质教育区域性限制问题。从各细分领域的教培在线化程度看，K12 培训的在线化水平仅为 5-10%，是除早幼教领域外最低；但 K12 培训线下课程参培率超过 80%，参培人数、市场空间均处教培各领域前列。一方面，由于中高考升学筛选机制长期存在所致升学压力不减，且优质教育资源十分稀缺，K12 课外辅导需求在中短期内将持续保持高位。另一方面，“十三五”规划指出我国九年义务教育阶段在校生人数将于 2020 年达到 1.5 亿人、高中阶段在校生人数将达到 4130 万人，这意味着 K12 课外辅导的目标客户人群将在 2020 年达到 1.91 亿，参考 18 年在线教育行业 1800 元的人均客单价和 K12 在线的 10% 的渗透率，预计 2020 年 K12 在线辅导市场规模有望达到 344 亿元。

图 34：在线教育市场规模及同比增速

图 35：在线教育用户规模及同比增速



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

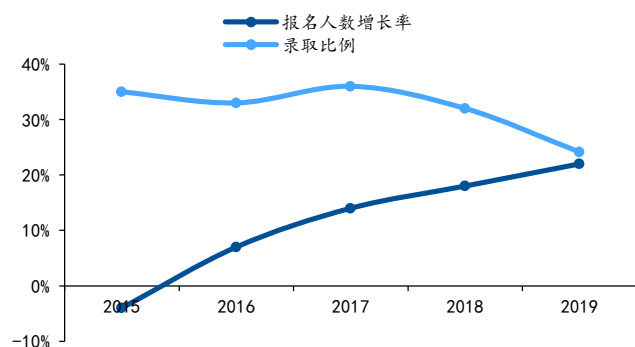


资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

在线教育的高灵活性、低区位限制优势，带动考研、海外备考等线上受训需求释放。

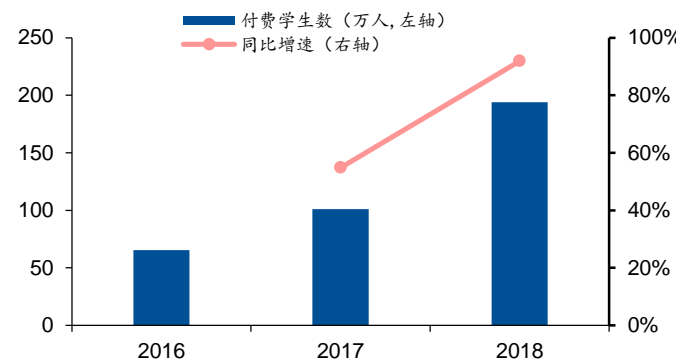
大学备考包括考研、出国留学、英语、资格证书等，其中，从研究生考试辅导行业看，考研报名人数高增叠加录取比例走低，考研辅导需求持续增强；出国留学人数持续增长，海外备考培训市场空间不断扩大，且学生普遍付费能力及付费意愿较强。从以大学备考培训见长的在线教育龙头新东方在线历年付费学生数 17、18 年增速分别高达 55%、92% 可窥见大学备考在线参培热潮。因此，由于高等教育普及带来的本科毕业生人数增加导致就业压力增大，学历提升、就业相关的辅导培训市场空间有望持续扩张。

图 36: 15-19 年考研报名人数增长率及录取比例情况



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

图 37: 16-18FY 新东方在线付费学生数及增速

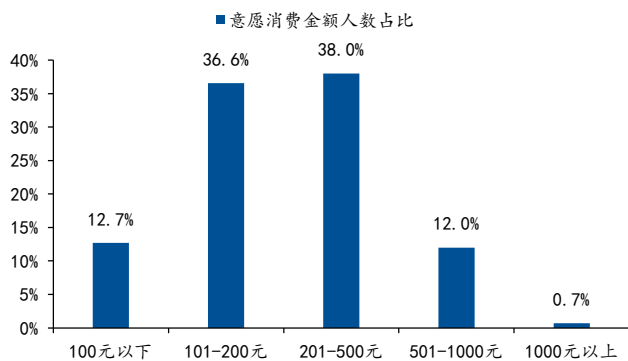


资料来源：新东方在线招股说明书、财报，民生证券研究院

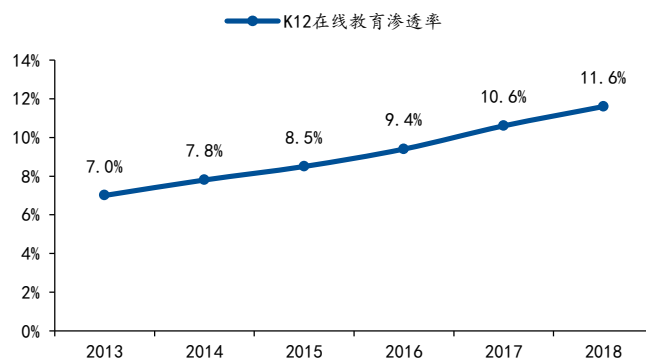
K12 在线认可度提升，用户支付意愿较高。随着家长年龄结构趋于年轻化，在线教育接受度及认可度已处于较高水平。根据《2018 中国 K12 在线教育消费者调查报告》，76.7% 的家长愿意选择在线教育。同时，在应试教育的驱动下，用户对于主课的提分刚需明显。根据艾瑞咨询调查显示，在线教育学科辅导用户中最热门的学科为英语和数学，比例分别为 60.2% 和 59.4%。预计未来在认可度提升与应试升学刚需的双重推力下，K12 在线教育用户规模和渗透率将持续提升，市场规模将继续保持高速增长。

图 38: 17-18 年 K12 在线用户月均意愿消费金额分布

图 39: 13-18 年 K12 在线教育渗透率



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

2.2 供给端：政策监管出台引导行业规范发展，下沉态势越发显著

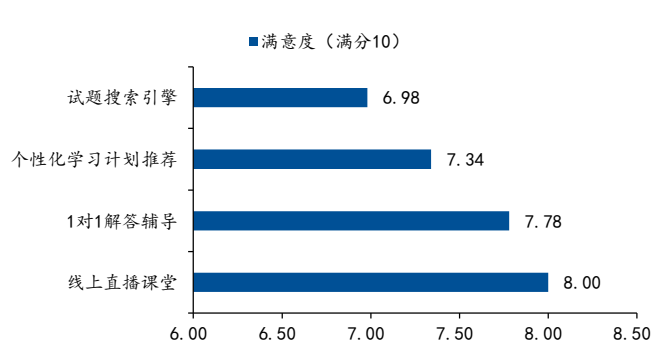
在线教育赛道政策利好与监管趋严并存，竞争格局尚较分散但有向头部聚集之势。

我国在线教培市场整体较为分散，2018年CR2（新东方及好未来市占率）为5.1%。分业务来看，根据Frost&Sullivan的统计，校外辅导备考培训市场高度分散，2017年CR5约为1.68%；而大学备考培训市场相对较为集中，2017年CR5约为17.5%，其中，新东方在线的市占率约为8.2%。继2019年7月教育部发布《关于规范校外在线培训的实施意见》以对校外在线培训机构实施备案审查制度后，9月又发布《关于促进在线教育健康发展的指导意见》，对在线教育行业发展给予明确的政策支持和保障。规范政策的出台在于整治行业发展乱象，而非抑制其发展。一方面，规范性文件将一定程度提升准入门槛、增加合规性运营成本，从而提升集中度，将有利于资质优良的头龙机构；另一方面，合规有序的行业生态将进一步吸引资本进驻，为行业发展蓄势。

在线模式突破地域障碍加速下沉低线城市，三四线城市有望成为新蓝海。艾瑞咨询统计结果显示，当前我国三四线城市K12参培率为49.7%，与一、二线城市60%以上的参培率存在较大差距。受制于师资短缺、地域限制等因素，线下教育在三四线等低线城市扩张约束较多，而在线培训课程的便携性及优质师资破除了空间限制，低线城市教培市场空间潜能有望就此释放。

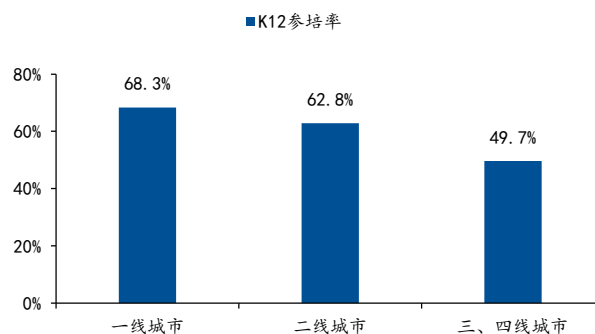
高科技助增课程竞争力，直播、私播课或成新增长亮点。在线教育班型当前已依次由“大班”、“一对一”演变为以“小班”为主流模式，在AI、VR等网络科技的助力下，“大班直播”和“小班”的课程模式持续创新，增强个性化、互动性，大大提升用户体验，有利于打造名师和口碑。艾瑞咨询的调查显示，2017-2018年，在线教育产品功能中客户满意度最高的是线上直播课堂，在家长的提分刚需与支付意愿双高的情况下，直播、私播课定价空间有望持续提高，进而显著提升毛利水平。

图 40: 17-18 年 K12 在线教育产品功能用户满意度



资料来源: 艾瑞咨询, 民生证券研究院

图 41: 各层级城市 K12 参培率比较



资料来源: 艾瑞咨询, 民生证券研究院

2.3 新东方在线: 新东方流量和研发支持, 东方优播加速进入下沉市场

公司是新东方集团旗下的综合线上校外辅导及备考服务机构, 业务范围覆盖大学、K12、学前及机构业务, 旗下教学平台有新东方在线、东方优播、多纳及酷学英语, 采用品牌矩阵方式布局不同的市场和人群, 实现多业务同时扩张。

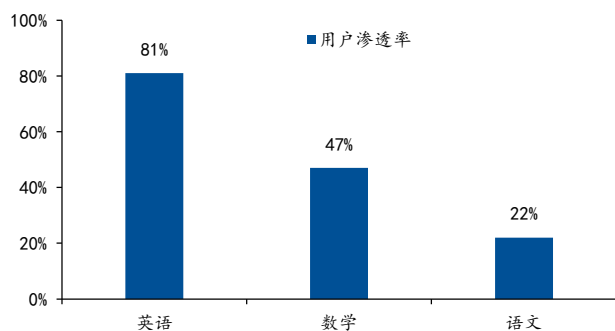
明年看点: 1) K12 业务持续发力, 依托东方优播加速进入更广阔的三四市场。针对 K12 教培线上市场实行品牌矩阵战略, 利用东方优播聚焦低线城市, 利用“线下体验店获客+小班直播”的模式, 实现教育下沉, 并通过地推模式实现低获客成本, 避免高广告费用投放的同时, 实现课程本土化, 个性化, 高互动率, 提升正课报名人数和续报率。**2) 集团品牌效应带来低获客成本, 强大的教研内容及教师资源保障课程质量, 带来客户数量提升。**相对比行业同类公司, 新东方在线在加大营销费用的情况下, 18 年占比为 48.3%, 仍远低于 51talk 的 64%, 流利说的 111% 等, 低获客成本为公司业务盈利提供可能性, 也凸显公司品牌价值。公司教师团队多元且庞大, 教师及学管师合计占比 82.1%, 三分之一教师持有硕士以上学历, 教学课程质量有所保障, 有望继续带动续班率上涨。

3、K12 语文培训

3.1 需求端: 语文重要性提升, 拉动参培需求上涨

K12 教培空间扩张释放大语文学科潜力, 教考模式改革提振培训刚需。预计 2020 年教育资源分配不均问题仍将存在, 教育支出投资意愿持续增强, 优质教育资源供需缺口叠加人均可支配收入增加助力 K12 课外培训需求持续上升, K12 教培行业将继续扩容。另一方面, 新高考改革下, 数学与英语学科难度或将下滑, 语文重要性日益上升, “得语文者得天下”; 同时, 部编版新教材的发布对阅读的深度、广度提出更高的要求。教考模式改革背景下语文学科的地位大大提升, 学生将更积极参与语文课外培训。但语文学科难以短时间内提分, 将带来素质化+应试化学科辅导需求的持续增加及培训服务需求周期拉长。Frost&Sullivan 预计 2020 年 K12 课外培训市场规模将同比增长 10.6%, 达到 1097 亿元。而语文学科培训 2018 年用户渗透率约为 22%, 远低于英语的 81% 和数学的 47%, 当前语文处快速发展期, 资本持续加码本赛道将推动释放加速渗透潜力, 预计大语文培训时代即将到来。

图 42: K12 教培各基础学科用户渗透率



资料来源: 艾瑞咨询, 民生证券研究院

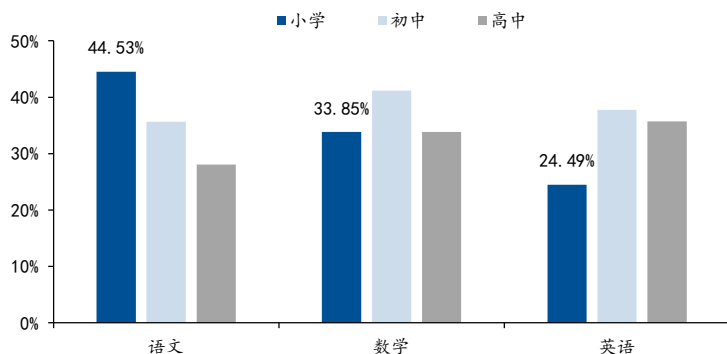
表 16: 语文学科相关改革政策

部门	时间	内容
国务院	2014.09	国务院印发《关于深化考试招生制度改革的实施意见》, 随后, 上海、浙江两地率先试水高考不分文理的综合改革。
教育部	2018.04	教育部发布《关于 2018 年中小学教学用书有关事项的通知》, 全国所有学生的语文、历史、道德与法制均使用统一的部编版教材。
国务院	2019.06	国务院办公厅印发《关于新时代推进普通高中育人方式改革的指导意见》, 2022 年前高中将全面实施新课程、使用新教材。

资料来源: 教育部, 民生证券研究院

教育消费升级带来素质教育新风口, 阅读能力提升需求增加。我国人均可支配收入持续上升带来居民消费模式向发展型消费转变, 教育消费升级带动传统应试教育逐步转向素质教育, 家长更注重对于孩子综合素质能力的提升。当前, 我国少儿阅读水平与发达国家之间尚存在较大差距, 提升空间大。有统计显示, 西方发达国家儿童开始接触阅读及自主阅读阶段早于我国儿童, 且美国儿童阅读量是我国同龄儿童的 6 倍。《2018 年 K12 教育用户群体研究报告》显示, 小学阶段孩子最弱势的科目是语文, 有 44.53% 的学生在这门科目上存在一定问题。新部编版教材也对学生的阅读能力提出更高的要求。教材中文言文篇目大幅增加, 小学教材中古诗文篇数比原人教版增加 55 篇, 增加篇幅 80%; 初中古诗文新增 124 篇, 占全部选篇 51.7%。语文教材变更带来的应试要求提升与学生现有较低阅读水平之间的矛盾愈发显著。而大语文课程体系依据学龄前、小学、初高中等不同年龄段儿童的特点进行设置, 首先提升语文素养, 培养阅读和写作能力, 能够有针对性地对阅读能力提升提供全面系统的解决方案。

图 43: 小学、初中、高中学生语、数、外科目偏科情况



资料来源: 艾瑞咨询, 民生证券研究院

3.2 供给端: 竞争格局相对分散, 全国性龙头公司暂缺

传统行业中的新兴“赛道”发展潜力无限, 现竞争格局相对分散, 但 K12 教培合规性整顿有望提高行业集中度。一方面, “大语文”属新兴赛道, 当前行业整体格局尚较分散, 且大部分公司成立不足 5 年, 业绩尚未实现规模化。自 2014 年一批初创语文培训机构落地以来, 各教培机构积极布局, 包括立思辰等专攻大语文教培的初创公司和区域性线下机构, 以及由其他赛道切入的竞争者, 其中新东方、好未来等传统 K12 头部玩家于 2018 年进驻。相关机构抢占先发优势、提前进行赛道布局, 未来待项目进入成熟期有望实现业绩放量, 预期行业集中度将有所提升, 相关公司优势放大、成为赛道领军者。另一方面, 2019 年 K12 课外培训行业监管政策延续 2018 年的收紧之势, 线上、线下规范性政策一齐发力。导致 1) 提高行业门槛, 清除部分不合规的小微机构, 有望提升行业集中度, 利好龙头公司; 2) 头部机构也将受到影响增速放缓。当前, 数学辅导龙头为好未来, 新东方为英语辅导行业领军者, 语文学科尚未出现全国性绝对龙头, 集中度提升的大趋势为龙头的诞生创造了条件。

表 17: 大语文培训机构分类情况

类型	代表公司及其成立年份
大语文机构	一起学语文 (2017)
	河小象 (2017)
	子曰语文 (2017)
	方体语文 (2017)
	云舒写 (2015)
	中文未来/立思辰 (2015)
区域性线下机构	小桔灯教育 (2004)

由其他赛道切入的机构		秦汉胡同（2004）
		心田花开（2013）
		御夫子大语文（2018）
	传统 K12 巨头	新东方大语文（2018）
		学而思大语文（2018）
		龙之门（2014）
		沪江大语文（2014）
		卓越大语文（2014）
	新兴在线教育公司	企鹅辅导发布大语文课程（2019）
		方糖文学（2019）
有道阅读（2018）		
VIPJr 语文课程（2018）		

资料来源：企查查，民生证券研究院

师资构筑高壁垒，课程体系研发保障机构竞争力。不同于 K12 教培其他赛道中的应试类产品服务，大语文教育以提升素养、培养思考习惯为导向，其学科教育与素质教育性质兼备的特殊属性决定了大语文教师的个人能力、文学素养及教学方式的非标准化、不可复制性及关键性。由于优秀的大语文教师十分稀缺、招录筛选要求高、培训难度大，因而优质的师资团队及名师口碑是大语文培训机构的核心优势。

表 18：各家大语文培训机构的名师情况汇总

机构	名师团队	
立思辰 (中文未来)	窦昕	“大语文教培第一人”；“豆神大语文”开创者；北师大中文系
	赵博奇	北大中文系
	陈思	“晨思”创始人；北师大中文系
	许龙	“诸葛学堂”总经理；北大中文系
	齐白	“庖丁阅读”创始人；浙师大中文系
新东方	多为经多层筛选的名校毕业生	
好未来	多为北大中文系、复旦中文历史系、人大中文系、北师大汉语言文学专业等文科名校毕业生；	

(学而思)	2018年11月与北大中文系达成合作	
龙之门	李家声	原北京四中语文教师，国务院特殊津贴专家，北京市语文特级教师

资料来源：立思辰、好未来、龙之门等公司官网，民生证券研究院

3.3 立思辰：语文业务多线推进，全国化扩张布局持续

公司传统的信息安全业务持续剥离，主业聚焦教育产业，旗下教育类子公司业务覆盖语文培训（中文未来）、教育信息化（康邦科技）、学业生涯规划（百年英才）、留学辅导（留学360）等。

明年看点：1) 大语文全国化扩张持续，直营与加盟双双发力。截至2019年三季报，直营中心增至144个，加盟增至222个，基本实现全国一线及重点省会和部分三四线城市的覆盖。明年公司将继续加大资金投入，进一步增加直营和加盟中心的数量，实现全国性布局的进一步完备；**2) 语文业务线扩充，硬件、线上、游学等多处提升品牌知名度和影响力。**除扩充线下教育点外，公司计划对线上业务进行会员制改革，引进经销商助力线上业务发展。此外，公司与掌阅合作推出“诸葛书”，适用于中小学生的电子阅读器；和凯撒旅游合作，推出国内外文化游学之旅，开发学生价值；**3) 20年计划定增补充公司现金流，为业务扩张奠定基础。**公司已公告筹划定增计划，若最终完成以现在总股本的20%为基数的定增计划，预计将为公司带来约20亿左右的现金。该部分现金可用于改善公司资本结构，降低负债率和财务费用的同时，助力语文业务的扩张。

三、风险提示

下游景气度不及预期、政策落地时间推迟、监管趋严、行业竞争加剧。

插图目录

图 1: 年初至今沪深 300、创业板指数和中证教育产业指数走势	4
图 2: 年初至今恒生指数和 Wind 港股教育指数走势	5
图 3: 2019 年各轮次数融资数量	6
图 4: 2019 年 1-11 月融资额情况	6
图 5: 2019 年 1-11 月各细分行业融资数量	7
图 6: 2019 年截至 11 月 A 股和港股并购教育公司情况 (单位: 件数)	8
图 7: 2013-2022 年职业教育市场规模情况 (亿元)	15
图 8: 公共财政支出中职业教育投入变化 (亿元)	15
图 9: 职业教育下学历教育与非学历教育体系图	16
图 10: 2014-2018 全国大学生就业率	16
图 11: 百度“找工作”指数变化情况	16
图 12: 2010-2019 考研人数和同比增速	17
图 13: 1990-2010 年出生人口数量及其同比增速	17
图 14: 2013-2019 国考平均竞争比	18
图 15: 2016-2019 中小学教师资格报名考试人数	18
图 16: 2018 年安徽省教师招聘流程	18
图 17: 2010-2019 CPA 会计通过率	18
图 18: 招录考试培训行业整体集中度呈上升趋势	19
图 19: 2018 年中公和华图在人才招录的市占率	19
图 20: 中国东方教育引导就业率	19
图 21: 2017 华图教育考公协议班通过率和平均录取率	19
图 22: 2019H1 职业教育板块公司教育业务收入变化情况	20
图 23: 教育信息化 1.0 与教育信息化 2.0 对比	22
图 24: 2012-2020E 教育信息化经费投入	22
图 25: 教育信息化 1.0 与教育信息化 2.0 对比	22
图 26: 2012-2020E 教育信息化经费投入	23
图 27: 2020 年广义教育信息化行业规模占比	23
图 28: 教育信息化 TO C 增值业务的模式	24
图 29: 考试综合考务管理平台市场规模测算	24
图 30: 第二轮标考考点建设市场规模测算	24
图 31: 教育信息化产业链	25
图 32: K12 教培市场规模及其同比增速	27
图 33: K12 教培各基础学科用户渗透率	27
图 34: 在线教育市场规模及同比增速	28
图 35: 在线教育用户规模及同比增速	28
图 36: 15-19 年考研报名人数增长率及录取比例情况	29
图 38: 17-18 年 K12 在线用户月均意愿消费金额分布	29
图 39: 13-18 年 K12 在线教育渗透率	29
图 40: 17-18 年 K12 在线教育产品功能用户满意度	31
图 41: 各层级城市 K12 参培率比较	31
图 42: K12 教培各基础学科用户渗透率	32
图 43: 小学、初中、高中学生语、数、外科科目偏科情况	33

表格目录

表 1: 2019 年截至 12 月 13 日于香港上市的教育公司	7
表 2: 2019 年学历职业教育相关国家级政策及意见回顾	9
表 3: 2019 年教育信息化相关国家级政策及意见回顾	10
表 4: 2019 年部分省市教育信息化政策及意见回顾	10
表 5: 2019 年 K12 线下教培相关国家级政策及意见回顾	11
表 6: 2019 年在线教育相关国家级政策及意见回顾	11
表 7: 2019 年在线教育部分省市政策及意见回顾	12
表 8: 2019 年早教相关国家级政策及意见回顾	12
表 9: 2019 年部分省市早教政策及意见回顾	13
表 10: 2019 年职业教育相关国家级政策及意见回顾	14
表 11: 2018 年非学历职业教育细分行业竞争格局和情况	19
表 12: 2019 年教育信息化相关国家级政策及意见回顾	22
表 13: 教育信息化部分细分行业供给情况	25
表 14: 2019 年 K12 线下教培相关国家级政策及意见回顾	27
表 15: 2019 年在线教育相关国家级政策及意见回顾	28
表 16: 语文学科相关改革政策	32
表 17: 大语文培训机构分类情况	33
表 18: 各家大语文培训机构的名师情况汇总	34

分析师与研究助理简介

强超廷：民生研究院教育&计算机行业首席，2019年加入民生证券研究院，上海对外经贸大学金融学硕士。曾任职于海通证券研究所，传媒团队。2017年新财富最佳分析师评比“传播与文化”第3名团队成员；2016年新财富、水晶球、金牛奖最佳分析师评比“传播与文化”第3名团队成员。

应璩，民生研究院教育&计算机行业研究助理，2019年加入民生证券研究院，伦敦国王学院银行与金融学硕士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。