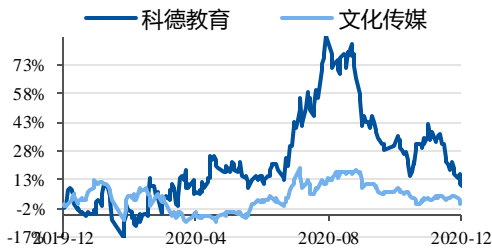


**公司深度**
**科德教育 (300192)**
**传媒 | 文化传媒**
**教育培训成核心业务，异地复制打开成长空间**
**2020年12月10日**
**评级 谨慎推荐**

评级变动 首次

**合理区间 17.25-20.70 元**
**交易数据**

当前价格 (元)	16.43
52周价格区间 (元)	12.41-28.78
总市值 (百万)	4880.09
流通市值 (百万)	3197.07
总股本 (万股)	29702.34
流通股 (万股)	19458.76

**涨跌幅比较**


%	1M	3M	12M
科德教育	-22.39	-22.17	11.01
文化传媒	-2.72	-6.62	1.53

**杨甫**

 执业证书编号: S0530517110001  
 yangfu@cfzq.com

**曹俊杰**

caojj@cfzq.com

**分析师**

0731-84403345

**研究助理**

0731-84779511

**相关报告**

- 《影视行业深度报告: 基本面筑底, 把握底部布局时机》2020-11-18
- 《传媒行业 10 月数据跟踪: 10 月中国移动游戏收入环增 16%, 爱奇艺宣布提价》2020-11-16
- 《9 月广告行业数据跟踪: 9 月广告市场花费同比回正, 更多广告主认可梯媒价值》2020-11-09

预测指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入 (百万元)	959.48	958.82	930.05	1162.57	1453.21
净利润 (百万元)	28.00	80.52	160.48	205.88	263.47
每股收益 (元)	0.09	0.27	0.54	0.69	0.89
每股净资产 (元)	2.48	2.75	3.29	3.98	4.87
P/E	175.02	60.86	30.54	23.80	18.60
P/B	6.66	6.00	5.02	4.14	3.39

资料来源: wind, 财信证券

**投资要点:**

- 公司概况: 转型收购龙门教育, 教育已成核心主要业务。**公司原主营业务为传统环保胶印油墨, 2017 年跨界收购龙门教育进军教育行业, 2020 年 3 月完成全面并表。2019 年公司的教育业务营收贡献超六成、毛利贡献近八成, 未来公司不排除剥离油墨业务的可能性。
- 业务模式: 中高考全封闭培训为核心, 异地复制打开成长空间。**1) 战略定位: 龙门教育定位于中等生、中西部、中高考, 与市场形成差异化竞争, 盈利水平高于同行。2) 教学模式: 三分管七分教, 业内首创“5+”教学模式, 封闭军事化管理升学效果显著。3) 产品结构: 4 种班型+6 个校区+2 种新增业务, 满足学生差异化需求。此外, 客单价年均提升 10%、招生人数逐年增长, 短期内呈现量价齐升态势。4) 扩张模式: 以中职院校为突破口, 重点输出教育品牌和教研经验; 本地新设 (西安培英育才职高)+合作办学 (倍凡教育)+异地收购 (长沙经贸职业中专), 扩张步伐加快打开未来成长空间。5) 辅助支撑: K12 课外培训为基础业务引流; 教学软件研发业务扩大公司品牌影响力。6) 行业空间: 预估中、高补市场规模 390 亿元, 未来市场空间广阔。
- 政策风向: 鼓励民办教育, 过渡期压力或可成为并购良机。**1) 职普五五分流, 中职院校招生人数占比仍有提升空间, 中高补市场需求进一步释放。2) 公办学校复读政策收紧, 部分复读生源将逐渐转向民办教育。3) 职教高考畅通升学渠道, 职业教育吸引力将有所增强。4) 全国高考标准化趋势, 助推行业集中度提升; 5) 民办院校分类管理, 过渡期压力或将带来并购良机。
- 投资建议与盈利预测: 短期内, 升学需求和复读政策趋势稳定, 公司具备量 (招生人数) 价 (客单价) 齐升逻辑; 中长期, 建议关注复读政策风向, 在异地并购中职院校模式跑通的路径下, 未来具备较大成长空间; 但是, 需关注业绩对赌压力带来的商誉减值风险。预计 2020-2022 年营收 9.30、11.63、14.53 亿元, 归母净利润 1.60、2.06、2.63 亿元, EPS 0.54、0.69、0.89, 对应 PE 30.5、23.80、18.60 倍。给予公司 25-30 倍 PE, 对应价格 17.25-20.70 元。首次覆盖, 给予公司“谨慎推荐”评级。**
- 风险提示: 政策监管变动; 外部扩张不及预期; 商誉减值; 疫情防控不及预期; 招生人数下降。**

## 内容目录

<b>1 公司概况：转型收购龙门教育，教育已成核心主要业务</b>	<b>4</b>
1.1 传统环保胶印油墨业务增长停滞，跨界收购转型教育行业	4
1.2 股权结构稳定清晰，职责分工合理明确	5
1.3 教育已成核心主要业务，未来不排除剥离油墨业务可能性	5
<b>2 业务模式：中高考全封闭培训为核心，异地复制打开成长空间</b>	<b>6</b>
2.1 战略定位：专注“三中”形成差异化竞争，盈利水平高于同行	6
2.2 教学模式：业内首创“5+”教学模式，提分效果显著	7
2.3 产品结构：4种班型+6个校区+2种新增业务，满足学生差异化需求	8
2.4 扩张模式：职普融合为载体，“本地新设+异地复制”打开成长空间	10
2.4.1 中职院校为突破口，重点输出教育品牌和教研经验	10
2.4.2 本地新设+合作办学+异地收购，扩张步伐加快打开未来成长空间	11
2.5 辅助支撑：K12课外培训辅助引流，教学软件研发扩大品牌影响力	11
<b>3 政策风向：鼓励民办教育，过渡期压力或可成为并购良机</b>	<b>12</b>
3.1 风向一：职普五五分流，中考升学市场需求进一步释放	12
3.2 风向二：复读政策收紧，部分生源将逐渐转向民办院校	14
3.3 风向三：职教高考畅通升学渠道，职业教育吸引力将有所提升	14
3.4 风向四：全国高考标准化趋势，助推行业集中度提升	16
3.5 风向五：民办院校分类管理，过渡期压力或将带来并购良机	17
<b>4 行业空间：预估中、高补市场规模 390 亿元，未来市场空间广阔</b>	<b>19</b>
<b>5 投资建议与盈利预测</b>	<b>20</b>
<b>6 风险提示</b>	<b>20</b>

## 图表目录

图 1：传统胶印油墨业务营收及盈利情况	4
图 2：传统胶印油墨业务毛利率水平	4
图 3：近两年教育/油墨业务的营收/毛利占比	6
图 4：近两年教育/油墨业务的毛利率水平	6
图 5：教育细分业务收入情况	6
图 6：教育细分业务收入占比	6
图 7：2020 年全国各省高考本科上线率	7
图 8：2020 年全国各省高考报名人数	7
图 9：龙门教育盈利能力位于行业前列	7
图 10：龙门五加模式，首创“分层次滚动教学+动态教辅”	8
图 11：2017 年来 4 种班型招生人数变化	8
图 12：2017 年来 4 种班型招生人数占比	8
图 13：2017 年来 4 种班型人均学费水平	9
图 14：近两年 4 种班型人均学费增长率	9
图 15：2010 年来我国普通高中与中等职业院校招生情况	13
图 16：全国初中毕业生人数变化情况	19
图 17：全国参加高考人数分拆情况	19

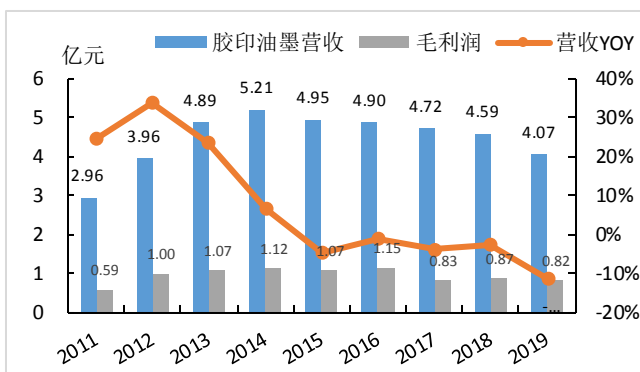
表 1: 公司第二次收购龙门教育情况.....	5
表 2: 重要股东持股情况 (2020 年 12 月 2 日) .....	5
表 3: 中、高考全封闭培训不同班型学费标准 (单位: 元) .....	9
表 4: 公司现有 6 个校区情况.....	10
表 5: 新增周末班和周内晚托班业务情况 .....	10
表 6: 公司主要教学软件产品.....	12
表 7: 国家层面“职普五五分流”政策指引.....	13
表 8: 全国及部分省市关于禁止公办学校招生复读生的相关政策 .....	14
表 9: 春季高考与夏季高考的区别.....	15
表 10: 全国及部分省市关于“职教高考”相关政策 .....	15
表 11: 全国各省高考试卷改革情况 .....	16
表 12: 全国及部分省市关于民办教育“分类管理”相关政策 .....	17
表 13: 部分省份关于民办教育过渡期安排的相关政策.....	18

## 1 公司概况：转型收购龙门教育，教育已成核心主要业务

### 1.1 传统环保胶印油墨业务增长停滞，跨界收购转型教育行业

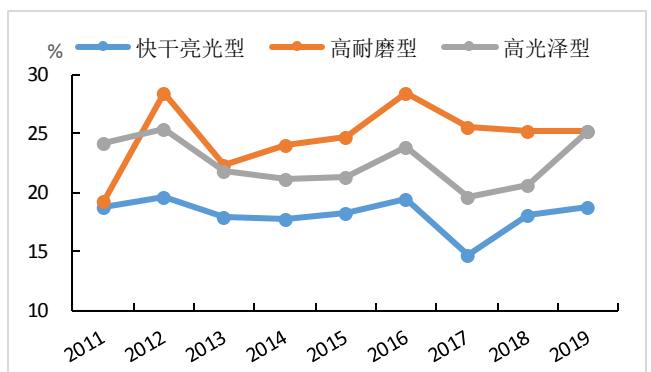
传统环保胶印油墨业务的营收和盈利持续萎靡。公司 2011 年登陆创业板，是国内环保胶印油墨行业龙头，“东吴牌”和“Kingswood”品牌的油墨产品畅销海外 80 多个国家和地区。2014 年以来，在行业增速放缓、环保政策趋严、原材料成本上升、互联网和新媒体崛起等不利因素影响下，公司传统环保胶印油墨业务营收和盈利呈现逐步萎缩状态。胶印油墨产品毛利率保持稳定，整体波动区间在 15%-25%。

图 1：传统胶印油墨业务营收及盈利情况



资料来源：wind，财信证券

图 2：传统胶印油墨业务毛利率水平



资料来源：wind，财信证券

跨界收购龙门教育，2020 年 3 月完成全面并表。在传统油墨业务发展陷入瓶颈时，公司积极谋求转型，通过两次收购龙门教育，成功进入教育赛道。

第一次收购：2017 年 12 月完成。公司支付现金 7.49 亿元收购龙门教育 49.76% 股权，其中 40% 为自有资金，剩余通过银行并购贷款获得。同时，对方承诺 2017 年、2018 年和 2019 年实现的净利润不低于 1 亿元、1.3 亿元和 1.6 亿元，实际完成数分别为 1.05 亿元、1.32 亿元和 1.63 亿元，完成度 105.02%、101.24% 和 101.55%。

第二次收购：2020 年 3 月完成。公司以发行股份、可转换债券及支付现金的方式收购龙门教育剩余 50.24% 股权，其中发行股份支付对价 2.9 亿元、发行可转债支付对价 3 亿元、现金支付对价 2.23 亿元。同时，对方承诺 2019 年和 2020 年实现的净利润不低于 1.6 亿元和 1.8 亿元。

2020 年 3 月 9 日，龙门教育全面并表，为公司贡献了新的业绩增长极。2020 年 5 月 11 日，公司发布公告，以 13.5 元/股发行股份配套融资 3 亿元，实际募资额 2.94 亿元。

公司更名“科德教育”，教育已成核心主要业务。2020 年 12 月 2 日，公司发布公告称正式更名为“科德教育”并完成工商变更登记，更好地体现了公司对教育行业的布局及战略发展定位。公司的愿景是做中国学生升学与新职教综合服务商，成为 A 股 K12 教育龙头企业。

**表 1：公司第二次收购龙门教育情况**

序号	股东名称	持有股份 (万股)	交易单价 (元/股)	交易对价	发行股份 支付	可转债支付 (亿元)	现金支付
1	马良铭	3543.80		4.45	1.45	3.00	—
2	明旻	1050.00		1.32	—	—	1.32
3	董兵	787.50	12.56	0.99	0.90	—	0.09
4	马良彩	306.60		0.39	0.30	—	0.09
5	方锐铭	140.00		0.18	0.15	—	0.03

资料来源：wind，财信证券

## 1.2 股权结构稳定清晰，职责分工合理明确

公司股权结构相对稳定，管理层职责分工合理明确。截至当前，吴贤良、吴艳红仍为上市公司实际控制人，二人合计持股 34.24%，转股后持股比例下降至 29.79%，仍能掌握实际控制权。原龙门教育管理层马良铭持股 5.43%，转股后持股比例增至 14.49%，目前为公司第二大自然人股东；董兵持股 3.37%，转股后持股比例下降至 2.93%，目前为公司第三大自然人股东。职责分工方面，吴贤良仍担任公司董事长兼总经理，负责整体战略决策；原龙门教育创始人马良铭担任公司副董事长及董事，在中高考培训方面有 20 多年的实践经验，并在近年开始探索将教学与 DT 数据技术结合的创新之路，目前主要聚焦教学软件的研发业务；原龙门教育执行校长董兵，仍主要负责中高考封闭培训业务；龙门教育总经理黄森磊，有多家全国规模教育类上市企业的管理经验，仍负责具体的运营管理。

整体来说，公司并购教育业务后，仍奉行“专业人做专业事”原则，并未对教育板块具体业务执行做过多干预。管理层的主要思路在于：一是，通过发行股份及可转债方式在经营利益层面绑定龙门教育原管理层；二是，利用上市公司平台优势，为龙门教育后续稳定持续发展提供必要的资源支持。

**表 2：重要股东持股情况（2020 年 12 月 2 日）**

个人股东	持股比例	持股比例（转股后）	职务
吴贤良	31.50%	27.40%	上市公司实际控制人、董事长兼总经理
吴艳红	2.74%	2.39%	吴艳红、吴贤良系姐弟关系，公司控股股东、实际控制人，属于一致行动人
<b>二吴合计</b>	<b>34.24%</b>	<b>29.79%</b>	
马良铭	5.43%	14.49%	龙门教育创始人，现任公司副董事长、董事，现主要负责教育软件业务
董兵	3.37%	2.93%	龙门教育执行校长，现主要负责中高考封闭培训业务
马良彩	1.12%	0.98%	马良彩与马良铭为姐弟关系

资料来源：wind，财信证券，注释：可转债按初始转股价全部转股

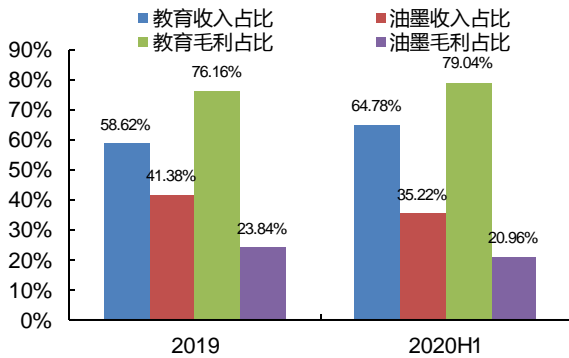
## 1.3 教育已成核心主要业务，未来不排除剥离油墨业务可能性

教育业务营收贡献超六成、毛利贡献近八成，未来不排除油墨业务剥离可能性。2019



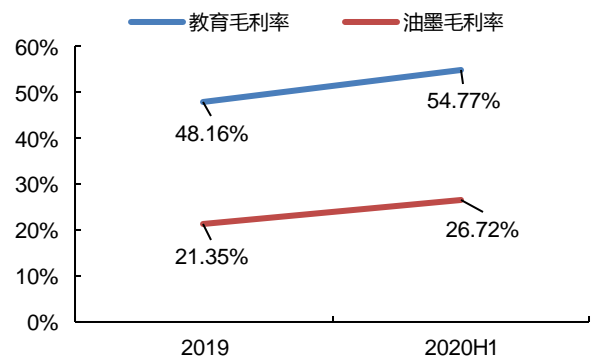
年，龙门教育收入和毛利占比分别达 58.62% 和 76.16%，毛利贡献占比远高于收入贡献占比，主要源自教育培训业务毛利率水平较高所致。2020 年 4 月龙门教育全面并表后，教育业务占比进一步提升。2020H1 教育业务收入占比提高 6.16pct 至 64.78%，毛利占比提高 14.26pct 至 79.04%。由于近两年传统胶印油墨业务行业景气度不高、疫情影响下甚至呈现微亏状态，未来公司不排除剥离油墨业务的可能性。

图 3：近两年教育/油墨业务的营收/毛利占比



资料来源：wind，财信证券

图 4：近两年教育/油墨业务的毛利率水平



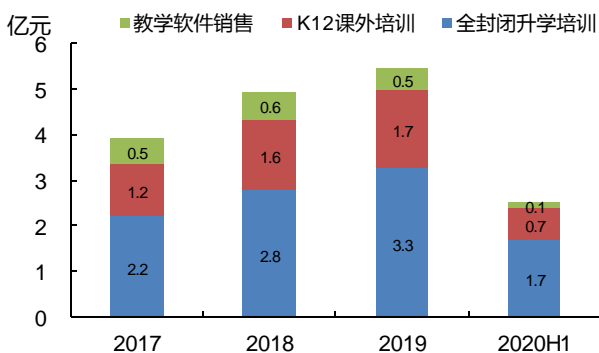
资料来源：wind，财信证券

## 2 业务模式：中高考全封闭培训为核心，异地复制打开成长空间

公司教育板块的业务由龙门教育负责运营，主要包括 3 个部分：包括面向中高考学生提供“两季三训”的全封闭培训、K12 课外培训以及教学软件及课程销售，当前三者的收入比例约为 6：3：1。

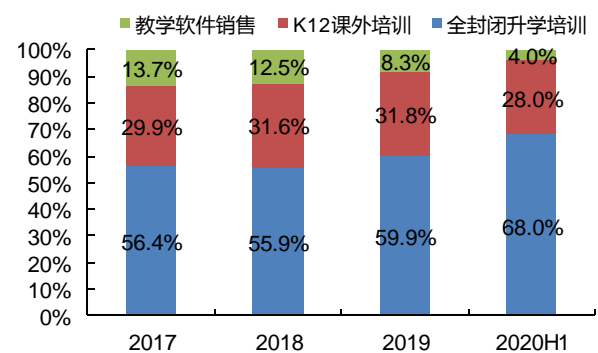
未来，公司的战略主要是面向中、高考升学提供全封闭培训为核心，以职业教育为载体、异地扩张形式打开成长空间；K12 课外培训为辅助，起到一定招生引流的效果；教学软件研发及销售则以 B2B2C 模式，扩大公司在中高考升学细分领域的品牌影响力。

图 5：教育细分业务收入情况



资料来源：wind，财信证券

图 6：教育细分业务收入占比



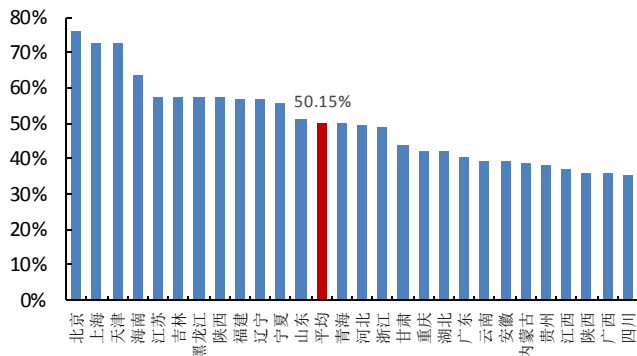
资料来源：wind，财信证券

### 2.1 战略定位：专注“三中”形成差异化竞争，盈利水平高于同行

龙门教育的定位主要面向：1) 中高考：公办学校复读政策收紧趋势下，中高考复读业务部分存量将向民办学校转移。但由于全国高考试卷并未统一等影响，当前行业集中

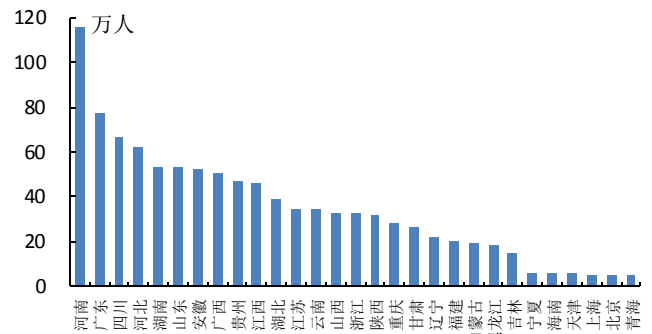
度较低。2) 中等生：一般而言，优质生源选择优质的公办或民办学校复读，而中等偏下级别学生较为缺乏自控力，在提高约束、增加管理的外部环境下，中等生成绩提高的空间仍较大。3) 中西部：东部一、二线城市教育资源充足、且教育培训市场竞争激烈；而中西部地区教育资源缺乏、高考生数量也较多，通过高考改变命运的路径更受重视、复读意愿更高。在中西部、中等生、中高考的战略定位下，公司与新东方、好未来、豆神教育等形成错位了竞争。从毛利水平看，龙门教育毛利率仅次于 K12 课外培训龙头新东方和好未来，净利率位于行业头部，盈利能力位于同行较优水平。

图 7：2020 年全国各省高考本科上线率



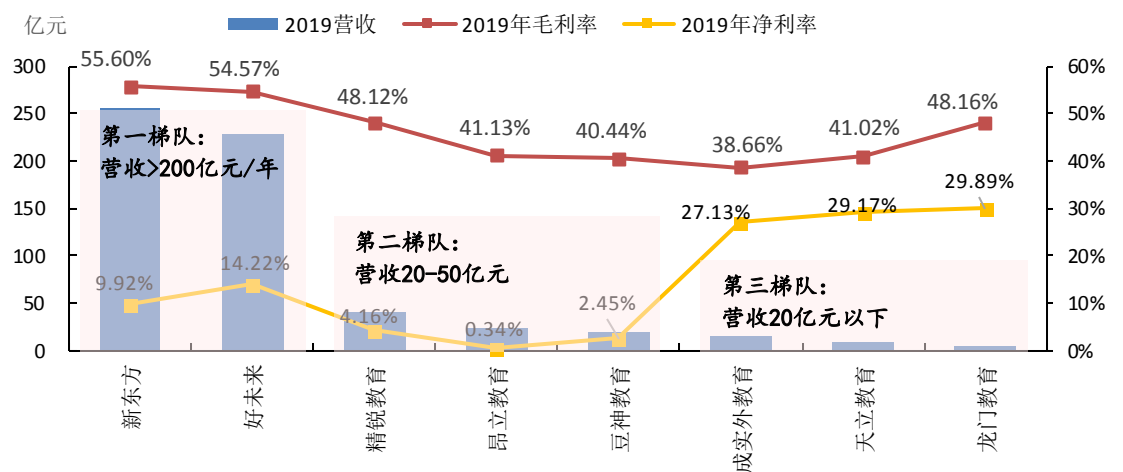
资料来源：搜狐新闻，财信证券

图 8：2020 年全国各省高考报名人数



资料来源：搜狐新闻，财信证券

图 9：龙门教育盈利能力位于行业前列

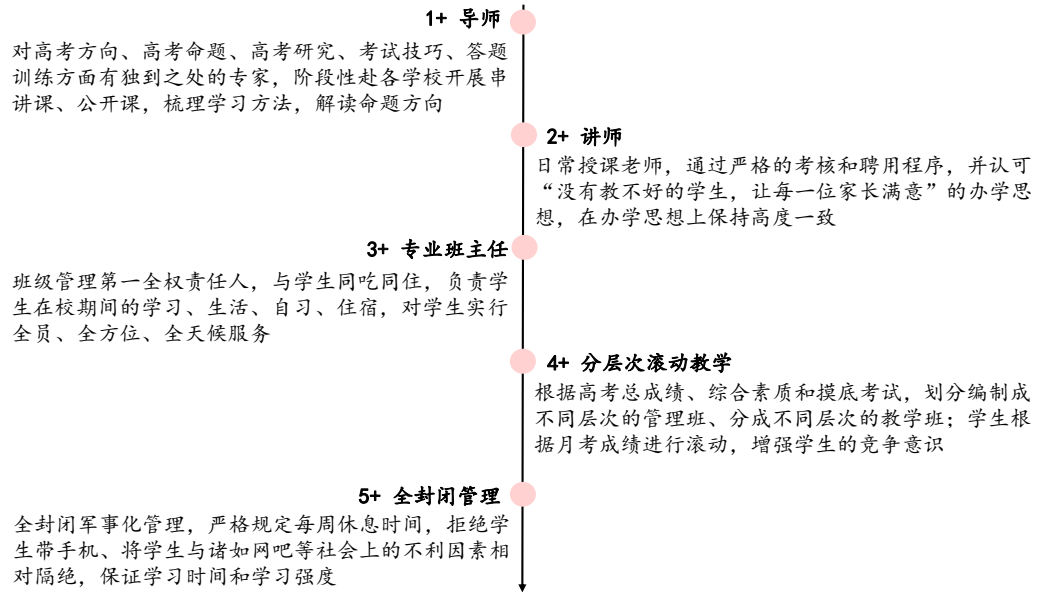


资料来源：wind，财信证券

## 2.2 教学模式：业内首创“5+”教学模式，提分效果显著

三分管七分教，“5+”教学模式升学效果显著。公司创始人在十六年的研究高考补习的经验下，发现了“三分靠教师教，七分靠老师管和学生学”的补习规律，业内首创“导师+讲师+专业班主任+分层次滚动教学+全封闭准军事化管理”的五加高考补习模式。在全封闭管理培训和“5+”教学模式下，龙门教育的教学培训成果显著。2019 年，龙门教育参加高考人数约 1.1 万人，本科综合上线率近 85%，在西安当地取得了良好的口碑。

图 10：龙门五加模式，首创“分层次滚动教学+动态教辅”

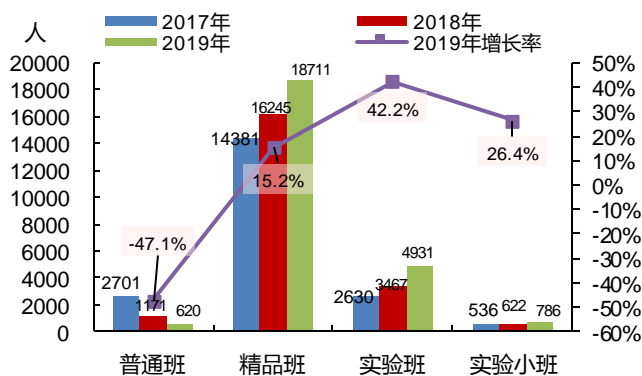


资料来源：龙门教育官网，财信证券

### 2.3 产品结构：4 种班型+6 个校区+2 种新增业务，满足学生差异化需求

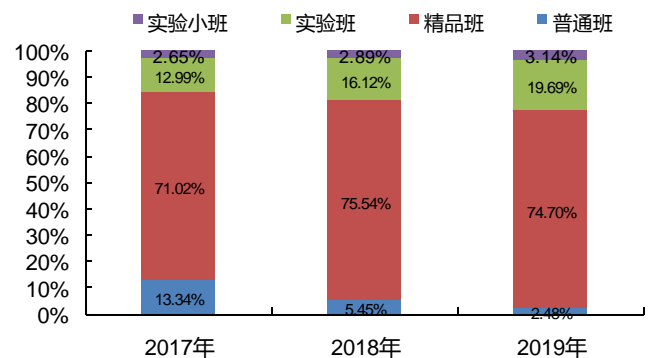
班型结构趋于优化，普通班人数占比下降带动平均缴费金额上升。目前，中高考全封闭培训业务共包含 4 种班型，普通班、精品班、实验班、实验小班。2019 年公司的全封闭中、高考培训业务收入 3.26 亿元 (yoy+17.93%)。其中，报名人次同比增加 16.5%，学费缴纳金额同比增长 18.2%。学费缴纳金额（价）增速高于报名人次（量）增速的主要原因在于班型结构改善所致。2019 年普通班的招生人数同比减少 47.05%、精品班、实验班和实验小班的招生人数同比分别增加 15.2%、42.2%和 26.4%，由此带动学生的平均年缴费金额由 2018 年的 12554 元上升至 2019 年的 13839 元。

图 11：2017 年来 4 种班型招生人数变化



资料来源：wind，财信证券

图 12：2017 年来 4 种班型招生人数占比



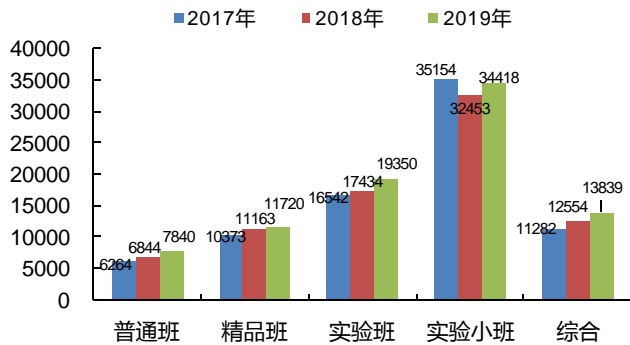
资料来源：wind，财信证券

**客单价提升，4 种班型具备长线涨价基础。**2017 年、2018 年和 2019 年的人均缴费水平分别为 11282 元/年、12554/年和 13839 元/年，年均客单价上涨幅度约 10% 左右。从具体班型看，2019 年普通班、精品班、实验班和实验小班的人均缴费水平分别为 7840 元/年、11720 元/年、19350 元/年和 34418 元/年。由于公司计费口径调整，2019 下半年



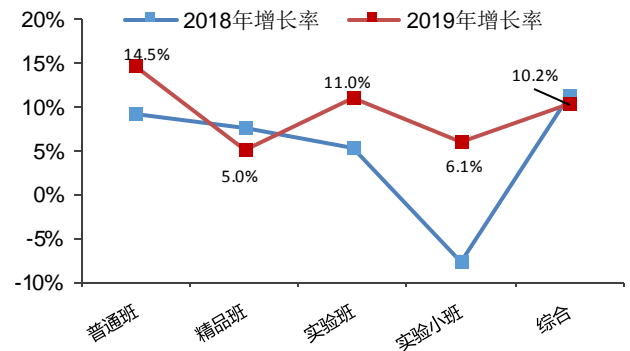
续费标准中包含教学软件 2300 元/套，剔除此因素后的实际涨价幅度约 500 元。未来，在教学成绩达标、口碑发酵开来的情况下，客单价仍具备向上调整空间。

图 13：2017 年来 4 种班型人均学费水平



资料来源：wind，财信证券

图 14：近两年 4 种班型人均学费增长率



资料来源：wind，财信证券

表 3：中、高考全封闭培训不同班型学费标准（单位：元）

补习	班型	2017	2017	2018	2018	2019	2019
		上半年	下半年	上半年	下半年	上半年	下半年
中考	普通班	5700	7300	7300	7800	7800	10600
	精品班	10700	12300	12300	12800	12800	15600
	实验班	16700	18800/18300	18800/18300	20300	20300	20600/21600
	实验小班	27700/37700	32700	32700	32700	32700	35000
高考	普通班	5700	6900	6900	7900	7900	10700
	精品班	10700/9700/9200	11900/11600	11900/11600	12400/12100	12400/12100	15200
	实验班	16700	17900	17900	18900	18900	21700
	实验小班	30500	34400/70000	34400/35000	40000/80000	40000/80000	40000/80000
			(学年)	(学年)	(学年)	(学年)	(学年)

资料来源：wind，财信证券

**各校区分工明确，有助于管理专业化。**目前，公司共有 6 个校区。今年新增的莲湖校区，主要针对中、高考复读培训，未来计划招生 2000-3000 人。剩余的 5 个校区分工也逐渐明确，如华美校区（职高学生）、长安南路校区（中考补习）等，剩余校区因调整而空余的场所资源将被用来开设短期培训班业务，如周末班和周内晚托班等，专业化分工有助于加强管理水平和教学质量。

整体状况供不应求。除新增莲湖校区外，剩余 5 个校区合计的教室和宿舍的最大容量分别为 14980 人和 13856 人。公司 2019 年春季和秋季招生人数分别为 10856 人和 11874 人，由此计算公司教室和宿舍的平均使用率分别达 75.86% 和 82%。据披露，2019 年下半年报名 1.6 万人，但出于质量和效果考虑，公司实际只招收了 1.2 万人。整体看，供不应求状况也使公司未来具备了一定的提价能力。

**表 4：公司现有 6 个校区情况**

地域	校区	面积 (平米)	办学 模式	租金 (万元)	可用教 室数	可用宿 舍数	教室容量 (人)	宿舍容量 (人)
西安	东仪路校区	1100	租赁	30	13	94	675	752
	东关校区	1570	租赁	30	5	35	225	280
	长安南路校区	8000	合作办学	每年部分学	50	292	3465	2528
	咸宁东路校区	8200	合作办学	生学费为合	53	385	2915	3080
	华美校区	16000	合作办学	作办学费用	140	902	7700	7216
	<b>小计(5个校区)</b>	<b>34870</b>				<b>261</b>	<b>1708</b>	<b>14980</b>
	莲湖校区(新增)	29500	租赁	1300			当前计划招生 2000-3000 人	

资料来源：公司公告，财信证券

**新增周末班和周内晚托班，满足不同学生差异化需求，进一步为核心业务引流。**今年公司新增两项业务模式，目前主要在西安市区试点服务初三和高三的应届生，未来公司将扩张到初二、高二和初一、高一的学生。此外，依托龙门独特的寄宿制模式、输入管理模式和课程体系，公司将在陕西省下辖县级市寻找合作机构，深入开展短期集中式培训服务，同时也能进一步为基础业务引流。

**表 5：新增周末班和周内晚托班业务情况**

新增班型	时间安排	教学内容	招生情况
周末班	周五下午 6-7 点 入校, 周日下午四 点后离校	各校区任课老师和班主任承担教学和管理工作, 与全日制教学班级等同管理; 教学上同步辅导与中考全流程复习双管齐下, 穿插同步推进	两种班型均可实现“365 天招生不间断”, 常态化的招生
周内晚托班	放学后就近入读	班主任负责管理学生吃饭、自习和休息, 任课老师辅导学生完成当日作业, 并就当日所学知识进行复习巩固, 根据作业辅导中发现问题, 有计划地对学生欠缺知识进行补习	周内晚托班 9 月 1 日正式开课, 目前第一期(3 个月)报名人数 1000 多人, 颇受家长欢迎

资料来源：公司公告，财信证券

## 2.4 扩张模式：职普融合为载体，“本地新设+异地复制”打开成长空间

**整体扩张战略：**中高考教育培训是核心，职普融合是载体，逐渐过渡到营利性高中。

**扩张节奏：**1) **省内：**未来 3-5 年，市区以及周边拥有 10-12 个校区，平均每年 2 个校区。2) **省外：**未来 3-5 年，拥有 10-12 个校区，平均每年 2 个校区。首先重点关注河南、湖南、四川、山东等省份。

### 2.4.1 中职院校为突破口，重点输出教育品牌和教研经验

公司在本地和异地的扩张中，率先以中职院校作为突破口，主要优势在于：第一，公司具备可输出的师资团队、管理模式和教学经验，而职高具备异地复制所需要的教学场地、营利牌照和学生等三点要素，通过异地收购或者合作办学模式，可做到轻资产快速扩张；第二，一般而言，地方政府会将资源重点倾注当地公办学校，因此纯复读院校难以得到地方政府较大力度支持，而职业教育受政策鼓励力度较大，以中职院校为载体，进入当地教育市场则较为容易；第三，当下中等职业教育层次就业难度较大，诸多中职

院校面临招生难、盈利差的困境，而家长和学生也有提升学历层次、便于就业的强烈需求，因此增加中高考升学路径便于中职院校扩大招生规模、提升利润空间。

由“职普融合”过渡到“营利性高中”，全业态覆盖中等教育阶段市场。异地复制过程中，公司以职业院校为主，但在教育资源紧缺、学生规模较大的省份也会选择筹办营利性高中。继本地新设培英育才职高和长沙经贸职业中专后，目前有一所位于河南的营利性高中正在前期筹备中，预计明年将实现招生。但无论是“职业院校”还是“营利性高中”，公司均是以中、高考升学提分为核心目的，重点输出自身的教育品牌和教研经验。

未来，公司将包含 4 种教学业态：第一，中考失利学生到龙门教育选择复读，第二年参加中考；第二，中考失利学生到龙门教育选择民办高中学习，三年后参加普通高考；第三，中考失利学生到龙门教育选择中专/职业高中学习，三年后参加普通高考/对口高考；第四，高考失利学生到龙门教育选择高考复读，第二年参加普通高考。

#### 2.4.2 本地新设+合作办学+异地收购，扩张步伐加快打开未来成长空间

**本地独资设立职高为异地复制提供经验。**2020 年 3 月 18 日，龙门教育独资设立了西安培英育才职业高中有限公司。培英育才职高为营利性民办学校，开设播音主持、美术绘画、药剂、医学检验、口腔医学技术等专业。截至目前，培英育才职高完成职一招生 1000 多人，在校的职二和职三学生人数 3000 左右。在公司丰富的教研经验和强有力的教学管理下，2020 年本科升学率达 63%。未来，公司计划将职高业务区域下沉，选择已改制为营利性职高，有场地，有职高牌照的标的项目作为收购对象，实现职高业务的区域扩张。

**与倍凡教育合作加快全国范围业务拓展。**2020 年 8 月 3 日，公司与倍凡教育达成战略合作。公司主要借助倍凡教育在全国范围内托管的职业学校资源和当地招生资源，负责输出教管体系和文化课程，实现业务互补。厦门倍凡教育管理有限公司是一家专业从事职业教育管理和运营的机构。目前包括职业教育、K12 教育和教育科技三大版块。截至 2018 年，公司管理的职业学校、培训机构和教育科技公司已达 20 多家，分布于福建、广东、安徽、江西、湖南、云南、河南等省市，在校生人数约为 13.6 万人，合作的企业、院校达 2000 余家，行业规模位居全国前列。

**收购长沙经贸职业中专加快异地复制步伐。**2020 年 10 月 26 日，公司与长沙市新五美教育签署《意向性协议》，拟收购长沙经贸职业中专学校有限公司 51% 的股权。长沙经贸职业中专学校创建于 1995 年，是长沙市教育局主管，湖南省教育厅备案的全日制中等职业学校。2020 年 9 月，长沙经贸学校完成由非营利学校变更为营利性学校的办学性质变更，现有教职员工 150 名，在籍学生近 2000 人。收购完成后，原有业务仍由原管理团队负责经营管理，公司将主要负责本地高中、复读、短期封闭补习等多种业务。

#### 2.5 辅助支撑：K12 课外培训辅助引流，教学软件研发扩大品牌影响力

**K12 课外培训非公司强项，但有助于为加快异地扩张、为基础业务引流。**K12 课外培训以龙门尚学为核心，面向中小學生提供个性化课外辅导服务，教学模式采用一对一、小班教学，盈利模式为课程费用与各类管理成本、讲师人工费用的差额。2016 年末公司

进入 K12 领域，覆盖了北京、成都、长沙、武汉等十多个重要城市。2018 年在中小学生学习教育减负的政策指引下，公司由原来 64 个网点缩减到当前的 34 个网点。受年初疫情影响，K12 课外培训的教学进度及招生人数下降，2020Q1 营收同比下降 37.28%。考虑到 K12 课外培训并非公司的强项，但可以通过异地扩张来积累客户和教师资源，维护当地教育关系，有助于为全封闭培训推广引流。因此公司未来不会无计划的扩张 K12 课外培训网点，而是根据网点实际客满率进行有步骤的扩展。

**教学软件研发业务为传统培训插上高科技翅膀，扩大公司品牌影响力。**教学软件研发以深圳跃龙门育才科技为核心，负责龙门教育学习数据收集，专注智能教学软件开发、学校管理系统研发与“线上线下融合”的短训课程研发，为公司中高考学生升学提供更加科学、智能的教学方式，扩大公司在中高考细分领域的品牌影响力。同时，也采用 B2B2C 的方式向合作机构输出产品，扩大龙门课程和服务的覆盖范围。目前，深圳跃龙门科技已获批深圳软件企业资质，取得 15 个软件著作权，成功开发了龙门精讲、跃龙门中高考知识点挖掘机、龙门云课堂、跃龙门电子多媒体备课系统（B/S 版）、智能档案管理系统和培训管理系统等教育科技产品，并在西安、北京、深圳、广州等城市成功推广使用。

**表 6：公司主要教学软件产品**

	售价（元/套）	功能
跃龙门交互式教学系统 V2.0	2300	为培训机构、学校日常教学提供可靠的教研体系和教学技术支持，为学生提供自主学习平台
龙门单词突击集训赢 V1.0	2300	SAAS 模式的单词记忆软件，适用于大学、中小学学生进行快速单词记忆
跃龙门阅读宝系统 V1.0	1980	阅读集训项目配套系统，根据学员单词量智能推送相应难度文章，实现真正的自适应阅读

资料来源：wind，财信证券

### 3 政策风向：鼓励民办教育，过渡期压力或可成为并购良机

#### 3.1 风向一：职普五五分流，中考升学市场需求进一步释放

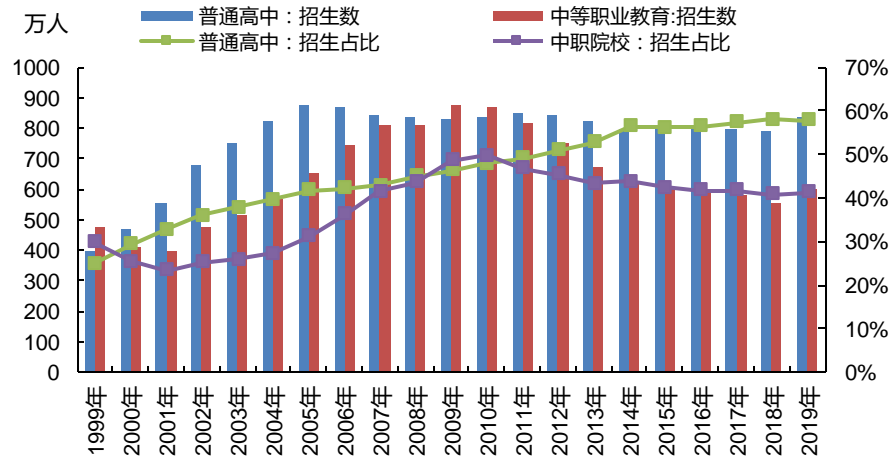
“职普五五分流”的政策指引下，中职院校招生人数占比仍有提升空间。在我国产业发展初级阶段，职业教育输出了大批的职业技能人才，为我国经济起飞奠定了重要基础。随着我国进入新的发展阶段，产业升级和经济结构调整不断加快，各行各业对技能人才的需求越来越紧迫，职业教育重要地位和作用越来越凸显。2019 年，我国中职院校和普通高中的招生人数分别为 600 万人和 840 万人，初中毕业生人数约 1454 万，由此计算，中职院校的录取率和普通高中的录取率分别为 41.29% 和 57.73%。未来，随着职普招生比例逐步向“五五分流”“靠拢，中职院校招生人数仍有一定的提升空间。

**当前中职院校就业形势严峻，中考升学市场需求进一步释放。**一般来说，初中毕业生的升学选择有以下几种：①直接升入普通高中；②复读升入普通高中；③进入中职院校（职业高中/职业中专/技工学校），参加统招高考；④进入中职院校（职业高中/职业中专/技工学校），参加对口高考（针对中职院校毕业生 3 月份举办）。目前，我国中等职业教育发展尚不完善，教学质量较低、师资力量薄弱，培养机制与企业需求存在一定脱节，



学生毕业后就业较难。因此，家长和学生本人出于长远发展考虑，选择继续升学深造的意愿较大。在优质教育资源稀缺、升学压力加大的背景下，中考升学的市场需求将进一步得到释放。

图 15：2010 年来我国普通高中与中等职业院校招生情况



资料来源: wind, 财信证券

表 7：国家层面“职普五五分流”政策指引

文件	主要内容
2010 年 5 月，国务院《国家中长期教育改革和发展规划纲要(2010-2020 年)》	合理确定普通高中和中等职业学校招生比例，今后一个时期总体保持普通高中和中等职业学校招生规模大体相当。
2014 年 6 月，国务院《关于加快发展现代职业教育的决定》	结构规模更加合理，总体保持中等职业学校和普通高中招生规模大体相当，高等职业教育规模占高等教育的一半以上。到 2020 年，中等职业教育在校生达到 2350 万人，专科层次职业教育在校生达到 1480 万人，从业人员继续教育达到 3.5 亿人次。积极支持各类办学主体通过独资、合资、合作等多种形式举办民办职业教育；鼓励多元主体组建职业教育集团。
2017 年 3 月，教育部等四部门《高中阶段教育普及攻坚计划(2017-2020 年)》	1.到 2020 年，全国普及高中阶段教育。2.全国、各省(区、市)毛入学率均达到 90% 以上，中西部贫困地区毛入学率显著提升。3.提高中等职业教育招生比例，普通高中与中等职业教育招生规模大体相当。4.扩大教育资源。有计划、分年度新建、改扩建一批学校，落实土地、税收、信贷等方面优惠政策和社保政策，支持高中阶段民办学校发展，积极支持各类办学主体通过独资、合资、合作等多种形式举办民办职业教育，建立完善中等职业学校和普通高中生均拨款制度。
2019 年 2 月，国务院《国家职业教育改革实施方案》(简称“职教 20 条”)	1.把职业教育摆在教育改革创新和经济社会发展中更加突出的位置，经过 5—10 年左右时间，职业教育基本完成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。2.提高中等职业教育发展水平，保持高中阶段教育职普比大体相当。3.建立“职教高考”制度，扩大对初中毕业生实行中高职贯通培养的招生规模。4.启动 1+X 证书制度试点，开展学历证书和职业技能等级证书所体现的学习成果的认定、积累和转换。5.推动企业和社会力量举办高质量职业教育。2020 年初步建成 300 个示范性职业教育集团(联盟)。
2020 年 4 月，教育部办公厅《关于做好 2020 年中等职业学校招生工作的通知》	坚持职普比例大体相当，适度扩大中职招生规模。1.高中阶段教育普及率低于全国平均水平的地区要把推进普及高中阶段教育的重点放在中等职业教育，把高中阶段教育招生的增量主要用于发展中等职业教育。2.充分利用高职扩招、职业教育本科试点、普通高等学校专升本扩招等有力政策，积极引导学生接受中等职业教育。

资料来源: 政府网站, 财信证券



### 3.2 风向二：复读政策收紧，部分生源将逐渐转向民办院校

公办学校复读政策收紧，部分复读生源将逐渐转向民办高中或复读培训机构。公办学校招收复读生的动力主要来自于：一是增加学费收入，二是通过优质教育资源吸引优质复读生进而提高升学率。但由于公办学校教育资源有限，因此教育部在 2002 年发布《关于加强基础教育办学管理若干问题的通知》，严禁各地公办高中占用学校正常的教育资源招收复读插班生或举办高考复读班。近两年，云南、辽宁、贵州、四川等省份相继出台政策，严禁公办高中招收复读生。虽然短期内，公办学校的中高考复读业务难以完全禁止，但预计未来公办学校招收复读生的难度将会加大、因此会将有限资源优先给予成绩较好学生；成绩中下游部分学生进入公办学校复读的难度提升，部分复读生源将逐渐转向民办高中或复读培训机构。龙门教育作为中高考复读培训的专业机构，将因此而受益。

表 8：全国及部分省市关于禁止公办学校招生复读生的相关政策

文件	主要内容
2002 年 2 月，教育部《关于加强基础教育办学管理若干问题的通知》	2003 年秋季开学起，各地公办高中不得占用学校正常的教育资源举办高中毕业生复读班，也不得招收高中毕业生插班复读
2007 年 5 月，山东省教育厅《关于规范普通高中招生行为有关问题的通知》	严禁公办普通高中容留、招收往届生复读
2014 年 7 月，广东省教育厅《关于中小学生学籍管理的实施细则（试行）》	公办义务教育阶段学校不得招收已完成九年义务教育的复读生，公办普通高中学校不得招收往届生复读
2019 年 10 月，云南省教育厅等九部门《中小学生减负措施》	普通高中一律不得招收借读生、择校生，公办高中不得招收复读生
2019 年 12 月，辽宁教育厅等九部门《关于加强中小学招生入学管理工作的实施意见》	公办普通高中不得招收复读生
2020 年 4 月，贵州省教育厅《关于规范普通中小学招生入学工作的通知》	严禁公办普通高中招收复读生
2020 年 4 月，四川省教育厅《关于规范 2020 年全省普通中小学招生入学工作的通知》	省级示范性普通高中不得举办复读班，举办复读班的学校要严格登记学生信息情况

资料来源：政府网站，财信证券

### 3.3 风向三：职教高考畅通升学渠道，职业教育吸引力将有所提升

职教高考打通职业教育学历“天花板”，升学渠道进一步畅通。职教高考，即职业教育的专门性高考，是与普通教育高考具有同等选拔人才功能的高考制度。2019 年以来，教育部及部分省市相继出台职教高考制度，通过分段培养、五年一贯制、对口单招等形式让职业院校学生能够上大学深造。以山东省为例，从 2022 年起，全省的春季高考将被职教高考取代，由此将带来几个显著变化：

1) 本科招生规模进一步扩大。目前山东省春季高考年报名人数在 10 万人左右，1 万人左右能升入本科。实施职教高考制度后，预计将增加到 7 万人左右。

2) 更多的优质本科大学参与职教高考招生。山东省将把半数左右省属本科高校转型为应用型本科高校，这些应用型本科高校将有 30% 的本科招生计划投放到春季职教高考。

3) 中职学生就读本科院校的机会大大增加。从 2022 年起，普通高中应届毕业生不

再具备职教高考报名资格，职教高考生源变为中职应届毕业生和社会人员 2 类。

4) 职业院校学生可以读硕士和博士，升学渠道进一步畅通。山东省将系统构建中等职业教育、专科职业教育、本科职业教育、专业学位研究生教育相衔接的人才培养体系，形成职教、普教并行的高考双车道。教育部将为山东单独增加职业教育本科计划、专业硕士和专业博士计划。中职学校学生与普高学生一样可以继续攻读硕士和博士，享受同样的升学、就业、创业机会。

**表 9：春季高考与夏季高考的区别**

	春季高考(对口高考)	夏季高考(统一高考)
招生对象	中职应届毕业生/普通高中应届毕业生/社会人员	高级中学教育学校毕业或有同等学力
招收院校	多为本省的专科及二本以下的本科院校	本科及专科等全国各类高校
考试时间	3 月	6 月
考试科目	语数外+职业技能	语数外+物化生/政史地
专业要求	与所学专业相同或近似	文综、理综

资料来源：百度，财信证券

随着职教高考制度的逐步完善，职业教育的吸引力将有所提升。一直以来，学生从技校、中职、高职毕业后，就进入工作岗位，很难再获得深造机会，因此职业教育又被称为“断头教育”。但职业教育作为以培养应用型人才为目的的“类型教育”，在分流高考升学压力、提供多样化人才路径方面具备无可替代的地位，因此打通技能人才的上升通道至关重要。随着“职教高考”制度建立，职业教育体系逐步完善，招生引流效果将更加凸显。

龙门教育以职业中专、职业高中、等民办营利性院校为扩张主体，在文化课教学培训、教研管理方面具备一定的优势，未来有望从职业教育快速发展的趋势中获益。

**表 10：全国及部分省市关于“职教高考”相关政策**

文件	主要内容
2019 年 2 月，国务院《国家职业教育改革实施方案》(简称“职教 20 条”)	1.推进高等职业教育高质量发展，建立“职教高考”制度，扩大对初中毕业生实行中高职贯通培养的招生规模。2.推动具备条件的普通本科高校向应用型转变。3.启动 1+X 证书制度试点工作。4.加快推进职业教育国家“学分银行”建设。5.打造“双师型”教师队伍。6.2020 年初步建成 300 个示范性职业教育集团(联盟)。
2019 年 4 月，江苏省高等学校招生委员会《高等职业院校考试招生制度改革实施方案》	一揽子实施高职院校分类考试、综合评价、多元录取的“职教高考”制度。目前全省中职应届毕业生升入高等教育阶段的比例达 60% 以上。
2019 年 12 月，江西省《职业教育改革实施方案》	1.建立“职教高考”制度。2.增加高等职业院校招收中等职业学校毕业生的招生计划，扩大中高职衔接培养和中高职贯通培养的招生规模。2.试点中等职业学校与应用型本科、职业本科高校“3+4”分段培养，高等职业院校与应用型本科、职业本科高校“3+2”分段培养，高等职业院校与普通本科高校联合培养四年制应用型本科人才培养模式。
2020 年 1 月，教育部、山东省政府《关于整省推进提质培优建设职业教育创新发展高地的意见》	1.完善“职教高考”制度。探索中职与高职“3+2”、中职与职业教育本科和应用型本科“3+4”、高职与职业教育本科和应用型本科“3+2”对口贯通分段培养。2.教育部为山东增加职业教育本科计划、专业硕士和专业博士计划。
2020 年 4 月，山东省《职教高考 15 问》	从 2022 年(2019 年入学的高中段学生)起，山东省开始实施“职教高考”制度，采取“文化素质+职业技能”考试招生办法，职业技能考试成绩所占权重不低于 50%；普通高中应届毕业生不能再报考职教高考，社会人员报考应取得高中阶段

教育毕业证书或具有同等学历。

资料来源：政府网站，财信证券

### 3.4 风向四：全国高考标准化趋势，助推行业集中度提升

教材、命题等因素造成高考地方差异明显，牌照、招生等因素导致行业格局较为分散。当前，行业格局较为分散的原因主要有：1) 教材各异。由于各省经济发展水平不一、教育资源不同，因此形成了不同的高考教材和命题试卷，教育本地化差异较为明显。2) 办学牌照。异地扩张时，若选择新设方式，则需拿到复读机构牌照，而地方教育局普遍对复读牌照持谨慎态度，因此进程较慢；若选择并购方式，则需面临营利性牌照转制问题，涉及的土地、税费、组织架构等问题尚缺乏实施细则。3) 招生渠道。对中高补市场来说，学校品牌及升学成绩是获得生源信任的核心要素，新进入机构较难取得家长和学生信任，异地机构复制则会因各地教材不同、教研差异等而受到质疑，整体需三年及以上时间来证明教学成果的可靠性。

以龙门教育为例，2018年，公司中、高考复读补习业务收入分别为1.31亿元、1.16亿元，全国市占率均在2%上下。从陕西省内看，公司以中考复读培训起家，陕西省内的市占率较高，可达20%；高补方面，2019年陕西省高考报名人数31.9万人、高中毕业生人数26.33万人，假设应届高中毕业生出国留学比率4%，则参加高考的复读生和中职院校学生约5.38万人，假设参培率50%、客单价2万元，则陕西省高考复读市场规模约5.38亿元，公司高补市占率约21.56%。从人数方面看，2018年陕西省初中毕业生33.65万人、2018年普通高中招生人数21.27万人，约有12.38万人无缘普通高中，假设复读比例20%，则参加中考复读的约有2.5万人。公司2018年春季招生10972人，秋季招生11210人，参加中、高补的比例约5:5，则中、高补人数在陕西省内的市占率约为22%和10.22%。

全国高考试卷标准化有望降低异地扩张的教学门槛，助推行业集中度提升。2014年9月，国务院发布《关于深化考试招生制度改革的实施意见》，明确2015年起增加使用全国统一命题试卷的省份（全国统一命题，即国家命题中心在同一套考试大纲下，出不同套卷子供各省选用），2016年起使用全国卷的省份不断增多。未来，随着新高考改革方案的持续推进及全国高考命题和教材的统一，中高考教育培训的异地扩张门槛将被降低，预计行业集中度也将随之提升。

表 11：全国各省高考试卷改革情况

文件	主要内容
2014年9月，国务院《关于深化考试招生制度改革的实施意见》	一、总体目标：2014年启动考试招生制度改革试点，2017年全面推进，2020年基本形成分类考试、综合评价、多元录取的考试招生模式。二、启动高考综合改革试点。1. 2015年起增加使用全国统一命题试卷的省份；2015年起取消体育、艺术等特长生加分项目；2015年起推行自主招生安排在全国统一高考后进行。2. 改革考试科目设置。语数外统考，不分文理科，外语科目提供两次考试机会。3. 开展改革试点。2014年上海市、浙江省分别出台高考综合改革试点方案，从2014年秋季新入学的高中一年级学生开始实施。
2007年	宁夏、海南、广东、山东加入新课标高考
2013年	贵州、甘肃、青海、西藏加入新课标高考；新课标全国卷开始分成I卷和II卷。
2016年	全国多数省份使用国家考试中心命题试卷；由于多数省份的加入，新课标全国卷开始分成I卷、II卷和III卷。
2020年	采用全国I卷的省份：江西、广东、湖北、河北、安徽、陕西、福建、湖南、河南。采用全国II卷的省份：

辽宁、重庆、甘肃、黑龙江、内蒙古、陕西、宁夏、吉林、青海。采用全国III卷的省份：云南、四川、广西、贵州。自主命题的省份：江苏。新高考的省份：山东、北京、天津、浙江、上海、海南。

资料来源：百度，财信证券

### 3.5 风向五：民办院校分类管理，过渡期压力或将带来并购良机

全国层面出台民办院校分类管理政策，过渡期交由各地方相关部门制定。2010年5月，国务院发布《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010—2020年）》，指出要推动和指导地方探索营利性和非营利性民办学校分类管理试点。2016年及后续修订版的《民促法》中对分类管理及其土地、税费等政策进一步细化，大体原则是：民办学校的举办者可以自主选择设立非营利性或者营利性民办学校，但不得设立实施义务教育的营利性民办学校；决定公布前的民办学校可根据有关规定自主选择登记为营利性民办院校或非营利性民办院校。但因各地民办教育发展历史和现实情况存在较大差异，教育部不便设定全国统一的“过渡期”，财政、税务部门也无法制定“一刀切”的分类选择税费政策，具体办法由省、自治区、直辖市立足地区实际制定。

表 12：全国及部分省市关于民办教育“分类管理”相关政策

文件	主要内容
2010年5月，国务院《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010—2020年）》	推动和指导地方探索营利性和非营利性民办学校分类管理试点。重点破解制约民办教育发展的学校法人属性、产权归属、优惠政策等社会反映强烈的问题。
2012年6月，教育部《关于鼓励和引导民间资金进入教育领域促进民办教育健康发展的实施意见》	满足人民群众多层次、多样化的教育需求，探索完善民办学校分类管理的制度、机制。
2016年11月，国务院《民办教育促进法》	对民办教育实行分类管理制度
2017年1月，国务院《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的若干意见》（又称“国务院三十条”）	1.建立分类管理制度，对民办学校（含其他民办教育机构）实行非营利性和营利性分类管理。2.非营利性民办学校举办者不取得办学收益，办学结余全部用于办学；营利性民办学校举办者可以取得办学收益，办学结余依据国家有关规定进行分配。民办学校依法享有法人财产权。3.举办者自主选择举办非营利性民办学校或者营利性民办学校，依法依规办理登记。
2018年4月，教育部《民促法（修订草案）（征求意见稿）》	民办学校的举办者可以自主选择设立非营利性或者营利性民办学校，但不得设立实施义务教育的营利性民办学校。
2020年4月，教育部《2019年中华人民共和国民办教育促进法（最新修正版）》	1.民办学校的举办者可以自主选择设立非营利性或者营利性民办学校，但不得设立实施义务教育的营利性民办学校。2.学历教育、学前教育、自学考试助学及其他文化教育的民办学校，由县级以上人民政府教育行政部门审批；以职业技能为主的职业资格培训、职业技能培训的民办学校，由县级以上人民政府人力资源社会保障行政部门审批，并抄送同级教育行政部门备案。
2020年10月，教育部关于政协十三届全国委员会第三次会议第3379号（教育类343号）提案答复的函	1.关于民办学校过渡期。选择登记为营利性民办学校的，应当进行财务清算，依法明确财产权属，并缴纳相关税费，重新登记，继续办学。过渡期由省、自治区、直辖市立足地区实际制定。2.关于公平对待非营利性和营利性民办学校。民办学校的举办者可以自主选择设立非营利性或者营利性民办学校。但是，不得设立实施义务教育的营利性民办学校。国家在政府补贴、政府购买服务、基金奖励、捐资激励、土地划拨、税费减免等方面对非营利性民办学校给予扶持。

资料来源：政府网站，财信证券

地方层面，近八成省份出台落实新《民促法》的配套文件，超一半省份明确过渡期



限。目前为止，全国共有 23 个省份出台了《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的实施意见》。其中，16 个省份明确了现有民办院校的过渡期限，7 个省份尚未明确过渡期限。从多数省份的规定来看，现有民办院校最迟将于 2023 年底前完成分类登记。江西、宁夏等省份规定，若未在过渡期内做出选择，则按照非营利性民办教育机构管理。

**表 13：部分省份关于民办教育过渡期安排的相关政策**

时间	文件	主要内容
2017.12 云南	《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的实施意见》	2016 年 11 月 7 日前设立，2021 年 11 月 7 日前
2018.5 宁夏	《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的实施意见》	2016 年 11 月 7 日前设立 2022 年 12 月 31 日前
2019.1 湖南	《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的实施意见》	2016 年 11 月 7 日前设立 2022 年 8 月 31 日前
2019.2 黑龙江	《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的实施意见》	2016 年 11 月 7 日前设立 2022 年 9 月 1 日前
2017.12 浙江	《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的实施意见》	2016 年 11 月 7 日前设立 2022 年底前完成
2018.1 内蒙古	《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的实施意见》	2017 年 9 月 1 日前设立 2023 年 8 月 31 日前
2018.7 广西	《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的实施意见》	2017 年 9 月 1 日前设立 2022 年 12 月 31 日前
2018.2 海南	《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的实施意见》	2017 年 9 月 1 日前设立 2022 年 8 月 31 日前
2018.5 山东	《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的实施意见》	2017 年 9 月 1 日前设立 2022 年 9 月 1 日前
2017.12 湖北	《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的实施意见》	2020 年 9 月 1 日前完成分类登记
2018.2 江苏	《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的实施意见》	2020 年底前，但可延期至 2022 年 12 月 31 日
2018.6 江西	《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的实施意见》	2022 年 9 月 1 日前提交学校分类选择书面材料
2018.8 重庆	《关于印发<重庆市民办学校分类登记实施细则>的通知》	2022 年 9 月 1 日之前完成
2018.1 陕西	《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的实施意见》	过渡期限 2017 年 9 月 1 日-2022 年 9 月 1 日
2017.10 安徽	《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的实施意见》	民办高校在 2022 年底前完成
2018.9 四川	《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的实施意见》	高等学历教育的民办学校 2023 年 9 月 1 日前； 其他学校 2022 年 9 月 1 日前
2018.2 河南	《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的实施意见》	未明确过渡期限
2018.2 青海	《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的实施意见》	未明确过渡期限
2018.4 广东	《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的实施意见》	未明确过渡期限
2018.11 北京	《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的实施意见》	未明确过渡期限
2017.09 辽宁	《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的实施意见》	未明确过渡期限
2017.12 河北	《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的实施意见》	未明确过渡期限
2017.11 天津	《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的实施意见》	未明确过渡期限，院校可自主选择

资料来源：政府网站，财信证券

**现有职业院校盈利能力较差，过渡期内要做出“营非”抉择。**当下我国职业教育仍是较为薄弱的环节，资金实力弱、师资建设落后、办学风气偏差、社会偏见等问题制约了现有职业院校的招生，盈利能力和持续发展能力堪忧。在分类登记的压力下，现有职业院校必须在过渡期内做出“营非”选择。若选择“非营利性”，则亏损进一步加重，后续举办者也无法获取属于个人的办学收益，未来发展更有可能雪上加霜。若选择“营利性”，则更多的是涉及到土地、税费等资金转制成本和部分地方性政策障碍，若能寻找到合适的投资者，则后续生存发展的空间可大大提高。在政策鼓励多元化办学和对民办教育的大力支持下，选择“营利性”的民办院校或将迎来发展良机。

**过渡期可为公司带来并购扩张良机。**一方面，公司拥有龙门教育的办学品牌、师资力量和教研经验；另一方面，公司作为上市平台，具备较强的融资实力和运作能力，因

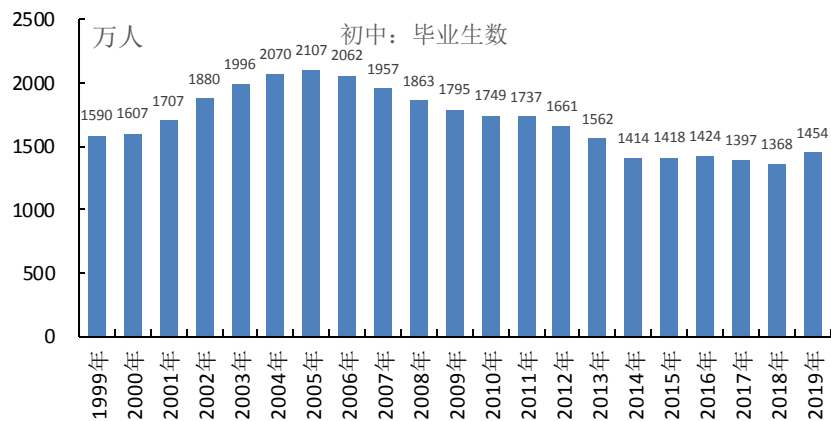


此可承接具备营利性转制意愿但缺乏资金和运作能力的职业院校。若这条路径能够跑通，则公司未来成长空间可大大提升。

#### 4 行业空间：预估中、高补市场规模 390 亿元，未来市场空间广阔

全国中补市场规模约 150 亿元。2019 年全国初中毕业人数 1454 万，普通高中录取率 57.73%，即有 615 万考生无法进入普通高中。参照西安中考复读市场参培率 20%，考虑地区发展差异，取全国平均参培率 15%、龙门教育中考复读培训生人均单价 1.6 万元计算，预计全国中补市场规模约 150 亿元。

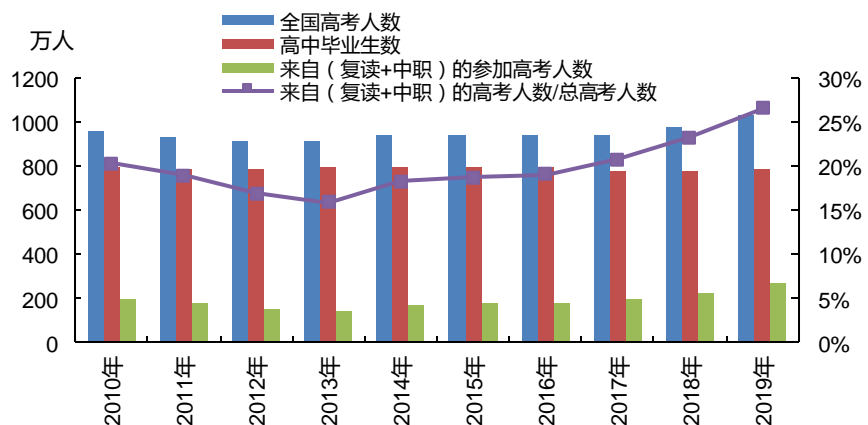
图 16：全国初中毕业生人数变化情况



资料来源：wind，财信证券

全国高补市场规模约 240 亿元。将全国高考人数大致分为两个群体：1) 来自普通高中应届毕业生；2) 来自往届复读生和中职院校参加人员。2019 年，全国高考参加人数为 1031 万人，高中应届毕业生数约 790 万人，假设高中应届毕业生中有 4% 因选择留学海外而不参加普通高考，则来自往届复读生和中职院校参考人数约 274 万人、占当年总高考人数比例为 26.52%。假设：2020 年全国高考人数增长 5% 至 1083 万人，来自往届复读生和中职院校参考人员占比提升至 28% 至 303 万人，整体参培率 50%，客单价以龙门教育高补 1.6 万元/人为参考，预计全国高补市场规模约 240 亿元。

图 17：全国参加高考人数分拆情况



资料来源：wind，财信证券

综上，中、高补市场规模合计约 390 亿元。短期来看，中、高考制度并未发生本质改变，家长和学生的升学需求将持续存在；中长期来看，国民经济收入水平上升、教育投入占比提升趋势不改，预计未来市场空间更加广阔。

## 5 投资建议与盈利预测

短期来看，公司中高考复读培训业务呈现量价缓慢提升态势：1) 客单价具备提升基础，近两年年均增速 10% 左右；2) 西安本地报名人数饱和，2019 年下半年报名人数 1.6 万人、超过了实际招生人数 1.2 万人，2019 全年招生人次增速 2.5% 左右。考虑到疫情防控平稳、短期升学需求稳定，预计明年起招生人数将重回正常增速水平。中长期来看，主要关注两点：1) 复读政策，在公办教育资源有限、职业教育分流等因素影响下，短期尚不会大幅变化，但需关注长期的政策风向；2) 异地复制模式，若通过并购中职院校来承载中高补业务的模式能够跑通，则公司未来具备较大的成长空间。此外，还需关注的风险点是业绩对赌压力造成的商誉减值风险：主要受年初疫情影响，线下停课造成教学质量下降，中高考降分扩招而影响公司招生人数下降，由此业绩下滑带来的商誉减值风险。

预计公司 2020-2022 年营收分别为 9.30/11.63/14.53 亿元，归母净利润分别为 1.60/2.06/2.63 亿元，EPS 分别为 0.54/0.69/0.89，对应 PE 分别为 30.54/23.80/18.60 倍。给予公司 25-30 倍 PE，对应合理价格区间为 17.25-20.70 元。首次覆盖，给予公司“谨慎推荐”评级。

## 6 风险提示

政策监管变动；外部扩张不及预期；商誉减值；疫情防控不及预期；招生人数下降。

**财务预测摘要**

利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>959.48</b>	<b>958.82</b>	<b>930.05</b>	<b>1162.57</b>	<b>1453.21</b>	<b>费用率</b>					
减:营业成本	601.14	558.92	558.03	697.54	871.93	毛利率	0.37	0.42	0.40	0.40	0.40
营业税金及附加	7.88	6.91	6.70	8.38	10.48	三费/销售收入	0.21	0.21	0.19	0.19	0.18
销售费用	86.34	81.74	79.29	99.12	123.89	EBIT/销售收入	0.13	0.22	0.22	0.22	0.22
管理费用	91.50	95.02	83.70	104.63	130.79	净利率	0.09	0.17	0.17	0.18	0.18
财务费用	26.42	22.25	14.78	11.94	7.41	<b>投资回报率</b>					
资产减值损失	85.07	-0.76	0.00	0.00	0.00	ROE	0.04	0.10	0.16	0.17	0.18
加:投资收益	33.56	1.59	0.00	0.00	0.00	ROA	0.07	0.13	0.11	0.13	0.14
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	0.08	0.14	0.13	0.17	0.20
营业利润	94.68	190.63	187.54	240.96	308.71	<b>增长率</b>					
利润总额	96.63	190.76	187.54	240.96	308.71	销售收入增长率	1.03	0.00	-0.03	0.25	0.25
减:所得税	13.25	29.34	27.07	35.08	45.24	EBIT 增长率	16.09	0.74	-0.05	0.25	0.25
<b>净利润</b>	<b>83.37</b>	<b>161.41</b>	<b>160.48</b>	<b>205.88</b>	<b>263.47</b>	EBITDA 增长率	3.52	0.50	-0.16	0.23	0.23
减:少数股东损益	61.42	84.30	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	16.65	0.94	-0.01	0.28	0.28
<b>归母净利润</b>	<b>28.00</b>	<b>80.52</b>	<b>160.48</b>	<b>205.88</b>	<b>263.47</b>	总资产增长率	-0.05	0.00	0.10	0.12	0.10
<b>资产负债表</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	股东权益增长率	0.04	0.11	0.20	0.21	0.22
货币资金	275.61	434.93	604.54	813.80	1017.25	营运资本增长率	0.87	-0.27	-0.04	0.33	0.31
应收和预付款项	198.87	173.58	183.11	197.11	211.11	<b>资本结构</b>					
存货	64.21	53.89	50.00	55.00	60.00	资产负债率	0.45	0.40	0.36	0.33	0.27
其他流动资产	98.00	9.00	9.00	9.00	9.00	带息债务/总负债	0.55	0.53	0.52	0.50	0.42
长期股权投资	26.02	24.02	24.02	24.02	24.02	流动比率	1.52	1.57	2.00	2.52	3.55
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.13	1.45	1.89	2.40	3.38
固定资产	241.58	212.63	205.03	197.43	189.83	股利支付率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	635.17	634.73	634.48	634.24	633.99	收益留存率	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
其他非流动资产	84.35	87.01	75.92	64.83	53.75	<b>营运能力</b>					
<b>资产总计</b>	<b>1623.80</b>	<b>1629.80</b>	<b>1786.10</b>	<b>1995.43</b>	<b>2198.94</b>	总资产周转率	0.59	0.59	0.52	0.58	0.66
短期借款	95.00	122.00	112.73	101.17	26.22	固定资产周转率	4.04	4.60	4.54	5.89	7.66
应付和预收款项	254.09	234.19	239.29	254.29	269.29	应收账款周转率	5.29	6.18	5.8	6.8	8.1
长期借款	308.00	223.00	223.00	223.00	223.00	存货周转率	9.36	10.37	11.2	12.7	14.5
其他负债	70.45	70.71	70.71	70.71	70.71	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债合计</b>	<b>727.54</b>	<b>649.90</b>	<b>645.73</b>	<b>649.17</b>	<b>589.22</b>	EPS	0.09	0.27	0.54	0.69	0.89
股本	242.55	242.55	242.55	242.55	242.55	BPS	2.48	2.75	3.29	3.98	4.87
资本公积	200.64	200.64	200.64	200.64	200.64	PE	175.02	60.86	30.54	23.80	18.60
留存收益	292.87	373.13	533.61	739.49	1002.96	PB	6.66	6.00	5.02	4.14	3.39
<b>母公司股东权益</b>	<b>736.06</b>	<b>816.32</b>	<b>976.80</b>	<b>1182.68</b>	<b>1446.14</b>	PS	5.11	5.11	5.27	4.22	3.37
少数股东权益	160.20	181.82	181.82	181.82	181.82	PCF	17.00	19.94	25.65	21.29	17.30
<b>权益合计</b>	<b>896.26</b>	<b>998.14</b>	<b>1158.62</b>	<b>1364.50</b>	<b>1627.97</b>	EBIT	121.46	211.51	200.82	251.40	314.63
<b>负债和权益合计</b>	<b>1623.80</b>	<b>1648.04</b>	<b>1804.35</b>	<b>2013.67</b>	<b>2217.18</b>	EV/EBIT	37.52	21.10	21.28	16.49	12.66
<b>现金流量表</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	EV/EBITDA	25.91	16.98	19.44	15.33	11.94
经营性现金净流量	288.30	245.80	191.09	230.20	283.26	EV/NOPLAT	44.31	24.94	24.88	19.30	14.84
投资性现金净流量	-134.64	65.33	1.06	1.06	1.06	EV/IC	3.53	3.49	3.42	3.13	2.79
筹资性现金净流量	-244.35	-156.98	-22.55	-22.00	-80.87	ROIC-WACC	0.08	0.14	0.12	0.16	0.19

资料来源: wind, 财信证券

此报告仅供内部客户参考

-21-

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438