

教育行业2023年投资策略

职业培训需求旺盛，K12机构转型初见成效

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

西南证券研究发展中心  
传媒研究团队  
2022年12月

# 核心观点

➤ **宏观**：人口方面，毛入学率提升抵消出生率下降，职普比变迁有望扩大中职规模，就业市场竞争激烈，失业率攀升至近年高点。财政方面，教育经费投入以义务教育为主，高等教育仍需民资支持，财政贴息政策助力提升高校办学质量。政策方面，义务教育严格管控，职业教育重磅利好。

➤ **行业**：就业技能培训需求旺盛，高教注重内生增长。

**1) 学历类-高等教育：高质量发展，内生增长动力充足。**高教政策多重利好：①《中华人民共和国职业教育法》修订法明确职业教育与普通教育具备同等重要地位。②营利性选择有实质性推进：黑龙江、江西民办学校获得省教育厅层面批复，云南、贵州、广西、安徽等省份有摸底、细则出台等推进。③职教发展意见规定职业本科招生规模占比高职10%，对应职业本科招生规模目标约60万；高教集团未来有望通过两种方式从职业本科增量学额中获益：一种为旗下民办应用型本科开设职业本科专业，一种为优质专科升级为职业本科。

FY2022业绩回顾：高教板块业收入端保持增长，但增速有所下滑；利润端增减表现不一，高质量发展加大办学投入导致整体利润率有所下降。学生数量方面，外延增长受二级市场估值等原因停滞，仅靠内生整体人次增速放缓。21/22学年已披露业绩的6家高教公司在校生成人数平均增速为17%，相较20/21学年32%增速有所下滑，22/23学年进一步下滑至8%。

**2) 非学历类-职业培训：深度产教融合，扩大布局学历教育。**职业培训机构与用工企业保持密切合作关系，紧抓行业热点，保证培训内容的有效性，截至2020年，中国东方教育已与2.8万家企业签订校企合作计划，根据企业需求开设订单班，培养对口员工。职业培训机构积极布局学历教育，吸引不同需求的用户，应对学历教育的冲击，截至2021年10月，中国东方教育已拥有43个中职牌照，其中7所为高级技工学校。

**3) 非学历类-招录培训：国考招录新高，录取比例再降。**2023年招录市场延续扩招趋势，国考招录3.71万人，较2022年大幅增加5858人。而录取率呈下行趋势，今年国考报名中有259.8万人过审，继去年之后再创历史新高，同时录取率为1.4%，延续自2019年以来的下降趋势，招录市场竞争极为激烈，激发考公人群参培意愿。

**4) 非学历类-K12培训：K9业务停止，成人、素质培训又起。**好未来、新东方、高途和有道陆续宣布于2021年12月31日前结束K9学科类培训业务，向成人教育（考研、考公等）、素质教育（科学、体育、编程等）和教育硬件（词典笔、听力宝）转型，已初见成效。

➤ **公司**：疫情复苏、就业形势严峻、职教政策明确利好背景下，优质标的有职业培训领域细分赛道龙头**行动教育、传智教育、中国东方教育**，民办高教领域**中教控股**，K12机构转型初见成效**新东方**。

➤ **风险提示**：1) 内生增长不及预期的风险；2) 营利性选择进度不及预期的风险；3) 因政策、标的丰富度、资金等原因导致的并购落地不及预期的风险；4) 疫情放开人群活动不确定性导致线下培训恢复不及预期的风险。

# 目 录

## ◆ 1 宏观：毛入学率提升扩大高教规模，政策大力支持职业教育发展

- 1) 人口：毛入学率提升抵消出生率下降，职普比变迁扩大中职规模
- 2) 就业：新增就业人口居高，就业市场竞争激烈
- 3) 财政：教育经费投入以义务教育为主，高等教育仍需民资支持
- 4) 政策：义务教育严格管控，职业教育重磅利好

## ◆ 2 行业：就业技能培训需求旺盛，高教注重内生增长

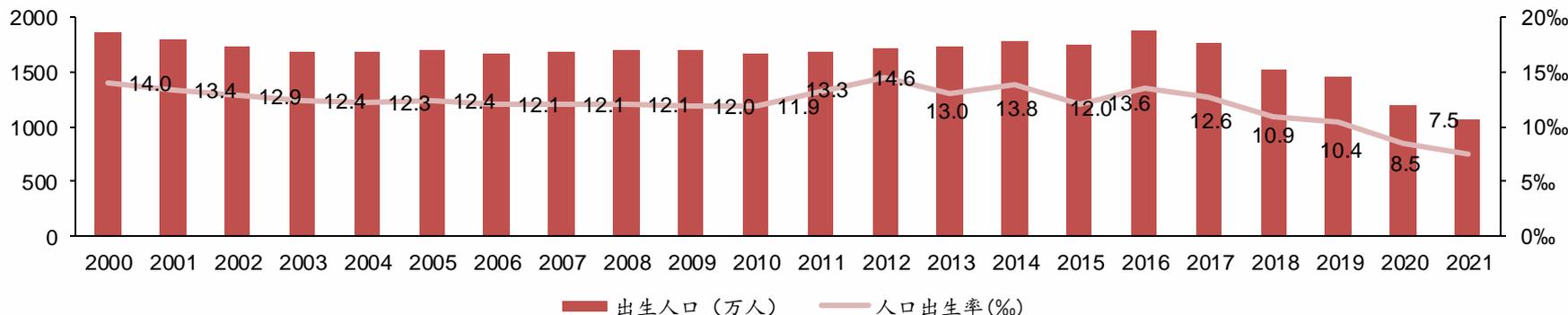
- 1) 学历类-高等教育：高质量发展，内生增长动力充足
- 2) 非学历类-职业培训：深度产教融合，扩大布局学历教育
- 3) 非学历类-招录培训：国考招录新高，录取比例再降
- 4) 非学历类-K12培训：K9业务停止，成人、素质培训又起

## ◆ 3 主要标的：行动教育、传智教育、中教控股

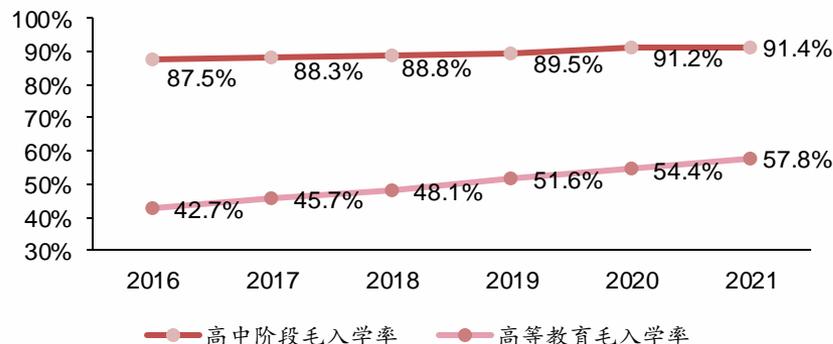
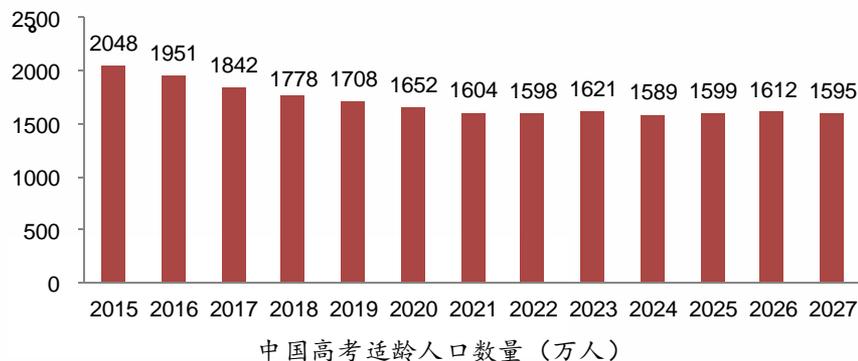
## ◆ 4 风险提示

# 1) 人口：毛入学率提升抵消出生率下降，职普比变迁扩大中职规模

**出生率历史新低，三胎政策或可短期缓解。**自2016年起，我国出生人口人数逐年下降，人口出生率2021年降至7.5‰，为近20年来最低水平。2021年6月全面放开三胎政策，参考2015年12月的二胎政策，16年出生率回升，随后又复下降态势，我们认为三胎政策短期内或对出生率产生一定正面影响，但提振效果或不及二胎政策。

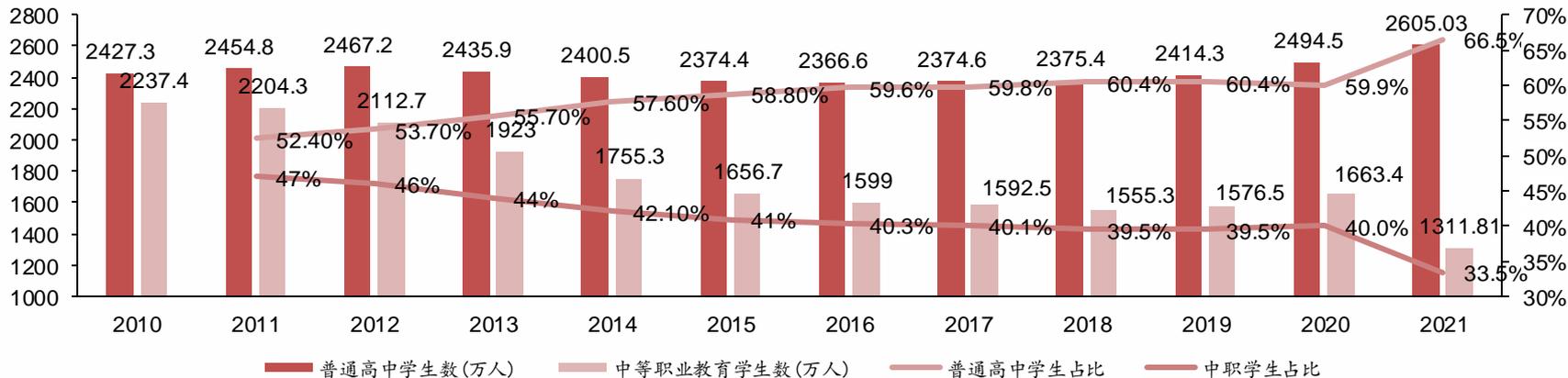


**高考适龄人口保持稳定，毛入学率提升带来更多高等教育需求。**我们假设以18年前（1997-2009）的出生人口来推算当年（2015-2027）高考适龄人口，2021-2027年之间高考适龄人口稳定在1600万水平，同时高等教育毛入学率提升趋势不改，高等教育需求依然旺盛。2021年，我国高等教育毛入学率为57.8%，短期来看，根据2021年3月发布的《国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》，“十四五”期间高等教育毛入学率要提高到60%水平；长期来看，2018年美国高等教育毛入学率为88%、德国为70%，我国高教毛入学率有望与发达国家看齐，仍有较大提升空间

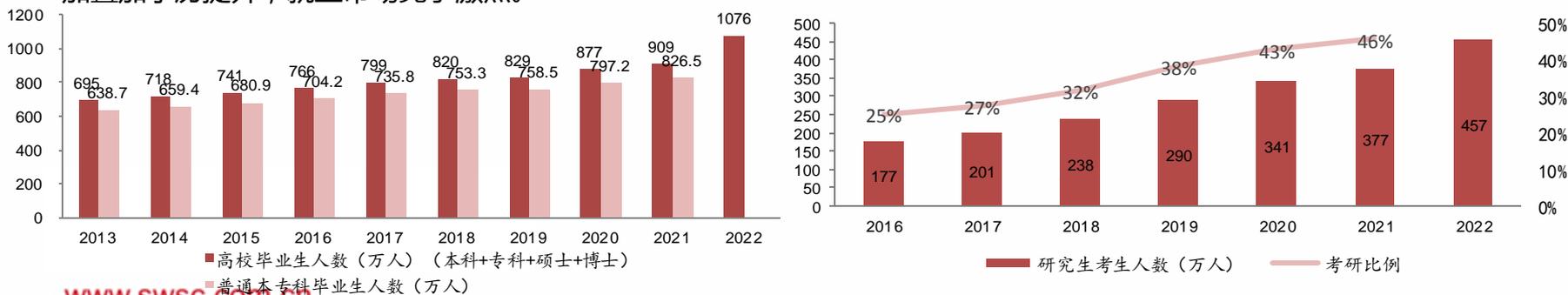


# 1) 人口：毛入学率提升抵消出生率下降，职普比变迁扩大中职规模

职普比目前为3：7，向1：1变迁过程中会导致中职规模大幅增加。2011年我国职普规模相当，但近十年中职人数呈现下降趋势，尤其2021年中职学校锐减了2571所，导致2021年职普比下降为3：7。但政策多次引导调控职普比至1：1，继2020年后，《关于做好2021年中等职业学校招生工作的通知》中再次强调“坚持职普比大体相当”，并要求拓宽中职生源渠道，未来中职规模有望大幅增加。

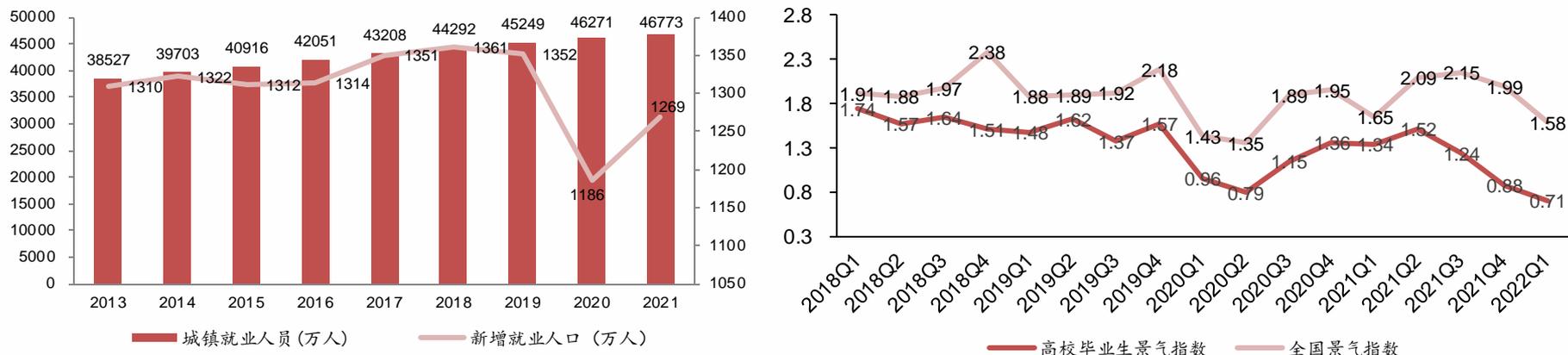


毕业人数增多，学历升级趋势显著，加剧就业市场竞争。2021年，我国本专科毕业生人数为826.5万人；2022年，我国高校（本科+专科+硕士+博士）毕业生人数1076万人，较2021年大幅增长167万。同时，整体学历提升趋势显著，2016-2022年，研究生考生人数由177万增加至457万，考研比例由16年的25%大幅提升至21年的46%。毕业生人数增加叠加学历提升，就业市场竞争激烈。



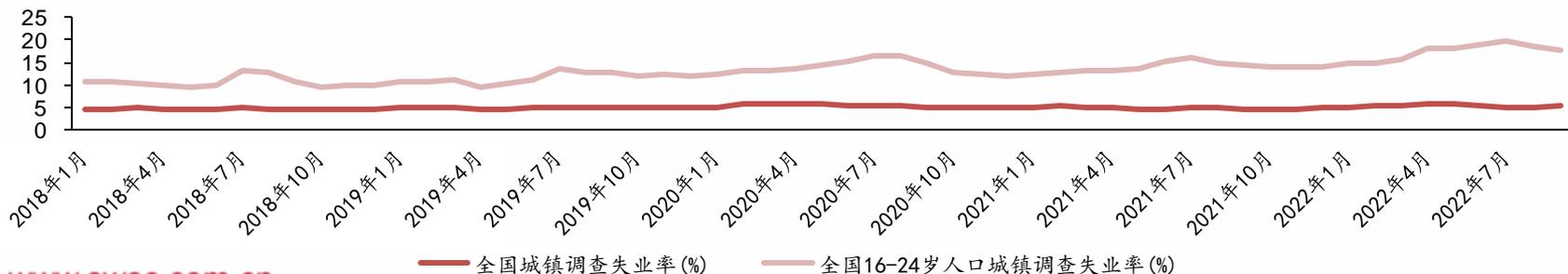
## 2) 就业：新增就业人口居高，就业市场竞争激烈

新增就业人口维持在千万以上，就业景气度自2021下半年持续下行。2013-2021年，我国新增就业人口数量维持在千万以上；2021年，新增1269万，城镇就业人口总数达4.7亿，持续攀升。但市场招聘需求并未与求职人数同向增加，自21Q3就业景气度持续下行，2022Q1高校毕业生景气指数仅为0.71，为2018年以来最低点。



注：景气指数=市场招聘需求人数/市场求职申请人数。指数<1时，表明就业市场竞争趋于激烈

城镇总失业率稳定在5%左右，青年失业率处于历史高位。中国从2018年至今的城镇失业率总体控制在5%左右，但16-24岁人口城镇失业率呈现上升趋势，2022年7月达19.9%，为2018年以来峰值，8-9月有所回落但仍高于平均水平。在疫情反复、宏观经济较弱、高校毕业生人数新高的多重因素下，2022年我国就业市场竞争激烈，就业涉及共同富裕的基本国策，国家层面或将更加重视，建议关注提升人口求职就业素养的商业模式，比如招录培训、考研培训和职业技能培训。



www.swsc.com.cn

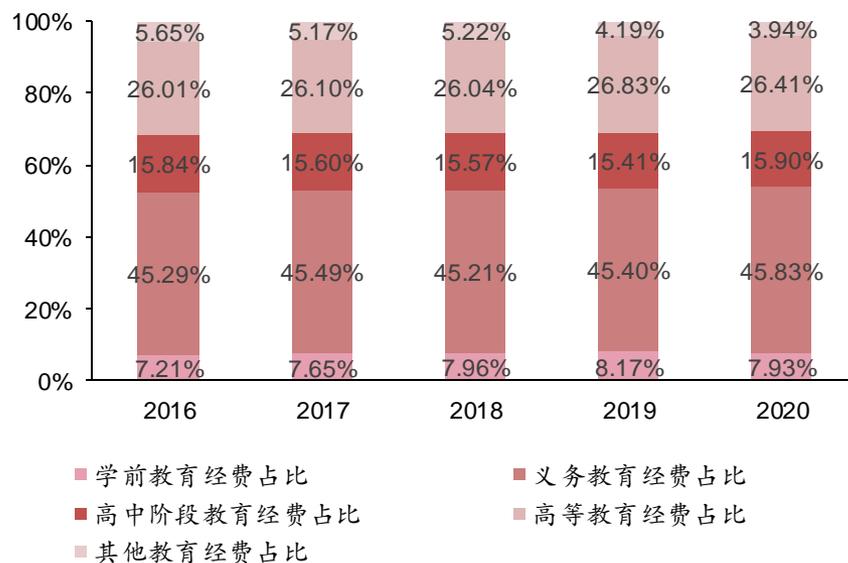
资料来源：统计局、艾媒咨询，西南证券整理

### 3) 财政：教育经费投入以义务教育为主，高等教育仍需民资支持

财政教育支出自2019持续上升，占GDP比例约为4%。2016-2020年，财政性教育经费由3.1万亿元增长至4.3万亿元，占GDP比例稳定在4%左右，自2019年开始呈现上升趋势，2020年为4.2%。

义务教育阶段为主要支出，高等教育支出占比稳中有升。横向来看，义务教育支出占比最高，保持在45%以上。纵向来看，各类教育支出占比保持稳定，学前、义务和高教均有小幅上升趋势，其中高教经费占比由2016年26.01%提升至2020年26.41%。

我们认为，未来义务教育阶段仍然将是教育经费的最大流向，而毛入学率提升的目标将对高等教育的办学经费提出更大需求，在财政教育支出相对稳定的情况下，民间资本仍然会是高等学校办学的重要力量。



### 3) 财政：贴息贷款东风起，高校办学质量再升级

**财政贴息支持高职校设备更换，高等教育办学质量更上一层楼。**2022年9月7日，国务院常务会议提出对高校、职业院校和实训基地等领域的设备购置和更新改造专项贷款，规模达1.7万亿；后续，人民银行宣布设立不低于2000亿元设备更新改造专项再贷款，支持金融机构以不高于3.2%的利率（财政贴息2.5%，实际利率不高于0.7%）向高校贷款，每所学校贷款项目总投资原则上不低于2000万元。政策密集出台体现财政对高校支持力度大、决心强、见效快，高职校办学质量有望在财政支持下进一步提升。

日期	政策	部门	内容
9月7日	国务院常务会议	-	<ul style="list-style-type: none"> <li>对<b>高校、职业院校和实训基地</b>、医院、地下综合管廊、新型基础设施、产业数字化转型和中小微企业、个体工商户等设备购置和更新改造新增贷款，实施阶段性鼓励政策，<u>中央财政贴息2.5个百分点，期限2年。</u></li> <li>申请贴息截至今年12月31日。</li> <li>相应增加货币政策对商业银行配套融资的支持。</li> <li>（本次贷款总额达1.7万亿，中央财政贴息2.5%，期限2年；贷款利息不多于3.2%，补贴后利息小于等于0.7%。）</li> </ul>
9月13日	《关于抓紧做好项目储备工作的预通知》	教育部	<ul style="list-style-type: none"> <li>重点支持职业院校、高等学校教学科研、实验实训等重大设备购置和配套设施建设，以及依托职业院校建设的高水平、专业化、开放型产教融合实训基地重大设备购置。</li> <li>设备更新购置必要的配套设施建设，可整合打包一并申请贷款，原则上一小申请一个项目。</li> <li><u>每所学校贷款项目总投资原则上不低于2000万元。</u></li> </ul>
9月14日	《关于教育领域扩大投资工作有关事项的通知》	教育部	<ul style="list-style-type: none"> <li>学校数字化转型建设：包括校园网络及信息管理系统提档升级，高性能计算系统（如AI计算系统），信息中心建设，<u>智慧校园、智慧教室、智慧实验室、智慧图书馆建设</u>，信息系统、计算机终端、数据中心的国产化替代等。</li> <li>要求各高校于9月18日前将初步计划方案发送至教育部发展规划司。</li> </ul>
9月28日	《中国人民银行设立设备更新改造专项再贷款支持制造业等领域设备更新改造》	中国人民银行	<ul style="list-style-type: none"> <li>人民银行设立设备更新改造专项再贷款，专项支持金融机构以不高于3.2%的利率向制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户等设备更新改造提供贷款。</li> <li><u>设备更新改造专项再贷款额度为2000亿元以上，利率1.75%，期限1年，可展期2次</u>，每次展期期限不超过原期限，展期对象包括国家开发银行、政策性银行、国有商业银行、中国邮政储蓄银行、股份制商业银行等21家金融机构，按照金融机构发放符合要求的贷款本金100%提供资金支持。</li> <li>专项再贷款政策支持领域为<b>教育</b>、卫生健康、文旅体育、实训基地、充电桩、城市地下综合管廊、新型基础设施、产业数字化转型、重点领域节能降碳改造升级、废旧家电回收处理体系等10个领域设备购置与更新改造。</li> </ul>

## 4) 政策：义务教育严格管控，职业教育重磅利好

**义务教育监管趋严**：我们从义务教育民办学校和课外培训机构两个角度来看，**民办学校方面**，18年《民促法》中明确规定“不得设立实施义务教育的营利性民办学校”，而21年5月落地的《民促法实施条例》进一步将对义务教育阶段民办学校的规范升级为不得兼并收购、协议控制和关联交易，对于义务教育阶段民办学校的管控升级。

政策	时间	部门	具体内容
《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》	2021. 5. 14	国务院	<b>举办人</b> ：实施义务教育的公办学校不得举办或者参与举办民办学校，也不得转为民办学校。 <b>并购问题</b> ：任何社会组织和个人不得通过兼并收购、协议控制等方式控制实施义务教育的民办学校、实施学前教育的非营利性民办学校。 <b>关联交易</b> ：实施义务教育的民办学校不得与利益关联方进行交易。
《关于规范公办学校举办或者参与举办民办义务教育学校的通知》	2021. 7. 19	教育部会同中央编办、国家发展改革委、民政部、财政部等八部门	<b>公参民处置</b> ：公办学校与其他社会组织、个人合作举办的民办义务教育学校，符合“六独立”要求，可继续举办民办学校，但后续过程中，公办学校逐步退出。 <b>招生</b> ：民办义务教育学校不得以公办学校或者公办学校校区、分校的名义招生，也不得以借读、挂靠等名义变相违规招生。

**课外培训方面**，7月24日双减文件规定停止审批义务教育阶段的学科类培训机构，将现有的机构转为非营利性，并且禁止该类培训机构上市，已经上市的机构也面临着资产剥离或者退市的风险。国家对于培训机构治理具有史无前例的决心，表现在：1) **注重落地**：双减纲领性文件落地后，有关学科类和非学科类培训界定、教培收费监管、非营利性机构登记的实施方案陆续落地；2) **注重实效**：后续回看机制、行政处罚办法陆续出台；3) **完善配套措施**：从其他方面着手提升学生课程丰富度，比如校内课后服务、虚拟实验室等。

政策	时间	部门	具体内容
《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》	2021. 7. 24	中共中央办公厅、国务院办公厅	<b>停止审批</b> ：不再审批新的面向义务教育阶段学生的学科类校外培训机构，现有学科类培训机构统一登记为非营利性机构。对原备案的线上学科类培训机构，改为审批制。 <b>禁止上市</b> ：学科类一律不得上市融资，严禁资本化运作；已经违规的，要进行清理整治。对于培训时间、培训内容、广告管理、收费管理、教师资格等内容，政策均有明确规定。
《明确义务教育阶段校外培训学科类和非学科类范围的通知》	2021. 7. 30	教育部办公厅	教育部明确校外培训“学科类”和“非学科类”界定： 1. 学科类：道德与政治、历史、地理、语文、数学、英语/日语/俄语、生物、物理、化学 2. 非学科类：体育、艺术、实践活动

## 4) 政策：义务教育严格管控，职业教育重磅利好

政策	时间	部门	具体内容
《将面向义务教育阶段学生的学科类校外培训机构统一登记为非营利性机构的通知》	2021.9.3	教育部办公厅 民政部办公厅 市场监管总局办公厅	明确规范现有线下非营利性学科类培训机构、现有线下营利性学科类培训机构、现有线上学科类培训机构、终止培训机构四类情况对于办学牌照的办理和后续开展培训的指导。
《关于加强义务教育阶段学科类校外培训收费监管的通知》	2021.9.6	国家发展改革委、教育部、市场监管总局	<b>实行政府指导价管理：</b> 义务教育阶段线上和线下学科类校外培训收费属于非营利性机构收费，依法实行政府指导价管理，由政府制定基准收费标准和浮动幅度，并按程序纳入地方定价目录。 <b>科学制定收费标准：</b> 以平均培训成本为基础，统筹考虑当地经济发展水平、学生家庭承受能力等因素，合理制定基准收费标准和浮动幅度。要区分线上和线下以及不同班型，分类制定标准课程时长的基准收费标准。
《关于开展义务教育阶段学科类校外培训治理“回头看”工作的通知》	2022.3.31	教育部办公厅	看培训机构压减、“营转非”“备改审”、培训收费监管、隐形变异治理、材料和人员规范、数据信息填报和风险防范等七方面的情况。
《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划(2022-2026年)》	2022.10.28	工业和信息化部、教育部、文化和旅游部、国家广播电视总局和国家体育总局五部门	行动计划在“虚拟现实+教育培训”方面表示，在中小学校、高等教育、职业学校建设一批虚拟现实课堂、教研室、实验室与虚拟仿真实训基地。服务国家重大战略，推进“虚拟仿真实验教学2.0”，支持建设一批虚拟仿真实验实训重点项目，加快培养紧缺人才。
《国务院关于有效减轻过重作业负担和校外培训负担，促进义务教育阶段学生全面发展健康情况的报告》	2022.10.28	教育部	对于课后服务的未来规划，主要有以下四点内容：报告中首次提出了研究制定课后服务指南；强化课后服务的信息化管理；丰富课后服务内容；完善非学科类机构入校。
《校外培训行政处罚暂行办法（征求意见稿）》	2022.11.23	教育部	为提高校外培训行政处罚法治化水平，推进公正文明执法，完善执法程序，加强校外培训治理，保障人民群众合法权益，教育部在深入调研基础上，研究形成《校外培训行政处罚暂行办法（征求意见稿）》，现面向社会公开征求意见。

## 4) 政策：义务教育严格管控，职业教育重磅利好

**非义务教育阶段鼓励民间资本介入：**民间资本参与非义务教育阶段的办学主要集中在职业教育领域，我们从民办学历教育高教集团和非学历职业技能培训机构两个角度来看，**民办高教方面**，相较18年送审稿，21年实施条例并未限制高教兼并收购、协议控制和关联交易，高教集团化办学风险扫除；10月的职教高质量发展意见规定职业本科教育招生规模不低于高职的10%，高教集团旗下的民办应用型本科和优质专科有望获得业绩增量。22年新修订职教法再次强调鼓励社会力量参与职业教育，并明确企业可以利用资本、技术、知识、设施、设备、场地和管理等要素，举办或者联合举办职业学校、职业培训机构。

**职业技能培训方面**，政策维持鼓励态势，21年4月职业教育大会提出培养更多高素质技术技能人才、能工巧匠、大国工匠；12月国务院常务会议通过“十四五”职业技能培训规划，支持各类职业院校和职业培训机构开展培训，发挥企业培训主体作用，并加强财政支出对公共实训基地建设的支持。

政策	时间	部门	具体内容
全国职业教育大会	2021. 4. 12-13	-	优化职业教育类型定位，深化产教融合、校企合作，深入推进育人方式、办学模式、管理体制、保障机制改革，稳步发展职业本科教育，建设一批高水平职业院校和专业，推动职普融通，增强职业教育适应性，加快构建现代职业教育体系，培养更多高素质技术技能人才、能工巧匠、大国工匠。
《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》	2021. 5. 14	国务院	国家鼓励企业以独资、合资、合作等方式依法举办或者参与举办实施职业教育的民办学校。实施职业教育的公办学校可以吸引企业的资本、技术、管理等要素，举办或者参与举办实施职业教育的营利性民办学校。
《关于加强社会成人教育培训管理的通知》	2021. 7. 5	教育部办公厅	围绕使用名称、招生管理、培训内容、师资团队、培养模式、经费管理、行业自律、安全管理和专项治理等方面加强对成人教育培训机构的管理。
《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》	2021. 10. 12	中共中央办公厅、国务院办公厅	到2025年， <u>职业本科教育招生规模不低于高等职业教育招生规模的10%</u> ，职业教育吸引力和培养质量显著提高。 还包括强化职业教育类型特色、完善产教融合办学体制、创新校企合作办学机制、深化教育教学改革、打造中国特色品牌等内容。
“十四五”职业技能培训规划	2021. 12. 1	国务院常务会议	<b>企业培训</b> ：各类职业院校和职业培训机构开展培训，发挥企业培训主体作用； <b>财政投资</b> ：加强中央预算内投资对公共实训基地建设等的支持。落实培训经费税前扣除政策。对购买用于培训的相关设备，予以税收支持。 <b>高技能人才</b> ：加强先进制造业、现代服务业等高技能人才培养。提升高校毕业生等重点群体就业创业能力，培训农民工3000万人次以上。提高面向就业创业的职业教育 and 培训质量。

## 4) 政策：义务教育严格管控，职业教育重磅利好

政策	时间	部门	具体内容
2022教育新春发布会	2022. 2. 23	教育部	<p><b>推动职业本科教育稳中有进：</b>目前全国专升本的比例仅达20%，下一步将力争让更多的职业学校毕业生接受高质量的职业本科教育。</p> <p><b>使“职教高考”成为高职招生主渠道：</b>扩大职业本科、职业专科学校通过“职教高考”招录学生比例，使“职教高考”成为高等职业教育招生，特别是职业本科学校招生的主渠道。</p> <p><b>推进中等职业教育多样化发展：</b>扩大贯通培养规模，打开中职学生的成长空间，用3到5年时间，建成1000所左右的国家级优质中职学校。</p>
《中华人民共和国职业教育法》修订	2022. 4. 20 5. 1实行	教育部	<p><b>明确我国职业教育体系，强调职业教育与普通教育具备同等重要地位：</b>我国职业教育体系包括职业学校教育和职业培训。其中，职业学校教育分为中等和高等职业学校教育，职业培训包括就业前培训、在职培训、再就业培训及其他职业性培训。</p> <p><b>建立职教考试招生制度，建立职业教育统一招生平台：</b>高等职业学校可以按照国家有关规定，采取文化素质与职业技能相结合的考核方式招收学生；省级以上人民政府教育行政部门会同同级人民政府有关部门建立职业教育统一招生平台。</p> <p><b>职业教育与普通教育证书的融通互认：</b>接受职业学校教育和职业培训的劳动者获得相应的证书，作为其从业的凭证；国家建立健全各级各类学校教育与职业培训学分、资历以及其他学习成果的认证、积累和转换机制…促进职业教育与普通教育的学习成果融通、互认。</p> <p><b>支持企业深度参与及举办职业教育，深化校企合作：</b>国家鼓励发展多种层次和形式的职业教育，推进多元办学，支持社会力量广泛、平等参与职业教育；推动企业深度参与职业教育，鼓励企业举办高质量职业教育，并明确企业可以利用资本、技术、知识、设施、设备、场地和管理等要素，举办或者联合举办职业学校、职业培训机构。</p>
《关于实施职业教育现场工程师专项培养计划的通知》	2022. 9. 15	教育部办公厅、工业和信息化部办公厅、国资委办公厅等五部门	<p><b>重点任务：</b>校企联合实施学徒培养；推进招生考试评价改革；打造双师结构教学团队；助力提升员工数字技能</p> <p><b>工作目标：</b>到2025年，累计不少于500所职业院校、1000家企业参加项目实施，累计培养不少于20万名现场工程师。</p>
《职业学校办学条件达标工程实施方案》	2022. 11. 2	教育部、国家发展改革委、人力资源社会保障部、住房和城乡建设部、财政部等五部门	<p>各地要统筹区域职业教育资源，结合区域经济社会发展需求，采取<b>合并、集团化办学、终止办学等形式，优化职业学校布局</b>，合理确定招生规模。对拟集团化办学学校，须在校园、校舍、师资、仪器设备等方面开展实质性共建共享，并整体考核办学条件。</p> <p>职业学校要用足用好<b>地方专项债券、预算内投资、外国政府贷款、国际金融组织贷款</b>等政策资金；鼓励各地探索<b>社会力量多元投入机制，建立健全职业学校股份制、混合所有制办学</b></p> <p><b>工作目标：</b>各省、自治区、直辖市和新疆生产建设兵团职业学校办学条件重点监测指标全部达标的学校比例，到2023年底达到80%以上，到2025年底达到90%以上。2023年起，每年对各地各校达标情况进行通报，各地工作成效作为国家新一轮职业教育改革项目遴选的重要依据，到2025年底仍不能达标的学校，要采取<b>调减招生计划</b>等措施。</p>

# 目 录

## ◆ 1 宏观：毛入学率提升扩大高教规模，政策大力支持职业教育发展

- 1) 人口：毛入学率提升抵消出生率下降，职普比变迁扩大中职规模
- 2) 就业：新增就业人口居高，就业市场竞争激烈
- 3) 财政：教育经费投入以义务教育为主，高等教育仍需民资支持
- 4) 政策：义务教育严格管控，职业教育重磅利好

## ◆ 2 行业：就业技能培训需求旺盛，高教注重内生增长

- 1) 学历类-高等教育：高质量发展，内生增长动力充足
- 2) 非学历类-职业培训：深度产教融合，扩大布局学历教育
- 3) 非学历类-招录培训：国考招录新高，录取比例再降
- 4) 非学历类-K12培训：K9业务停止，成人、素质培训又起

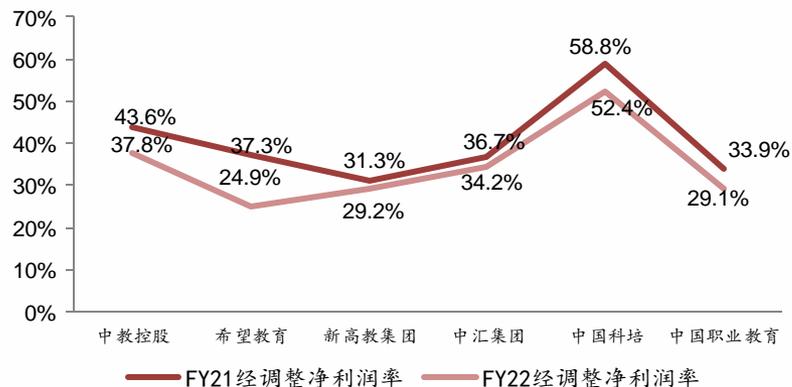
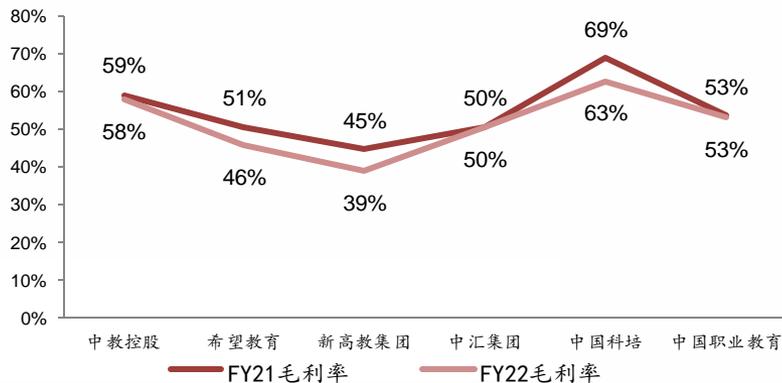
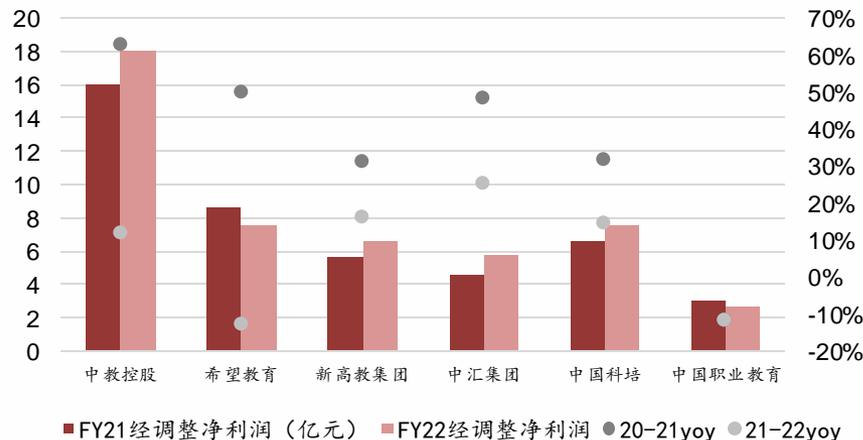
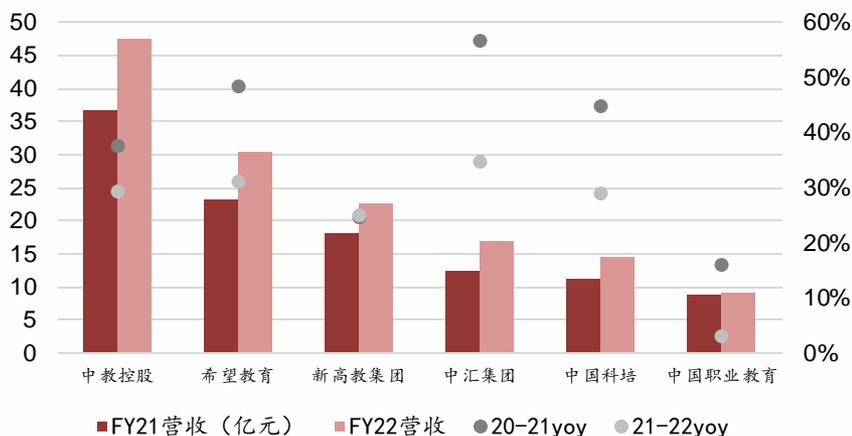
## ◆ 3 主要标的：行动教育、传智教育、中教控股

## ◆ 4 风险提示

# 1) 学历类-高等教育：高质量发展，内生增长动力充足

**FY2022业绩回顾：高教板块业收入端保持增长，但增速有所下滑；利润端增减表现不一，高质量发展加大办学投入导致整体利润率有所下降。**我们选取截至20221201已经披露2022财年业绩的6家高教公司（中教控股、希望教育、新高教集团、中汇集团、中国科培、中国职业教育），FY22财年平均收入增速为25%，低于FY21的38%平均收入增速；经调整净利润平均增速为7%，同样低于FY21 38%的水平，且涨跌不一，希望教育和中国职业教育经调整净利润均下降12%。

高教加大办学投入导致利润增速显著低于收入增速，利润率水平有所下降，平均毛利率由FY21的54%下降至FY22的52%，平均有2-3个pp的下滑。平均经调整净利润率由FY21的40%下降至FY22的35%，平均有5-6个pp的下滑。



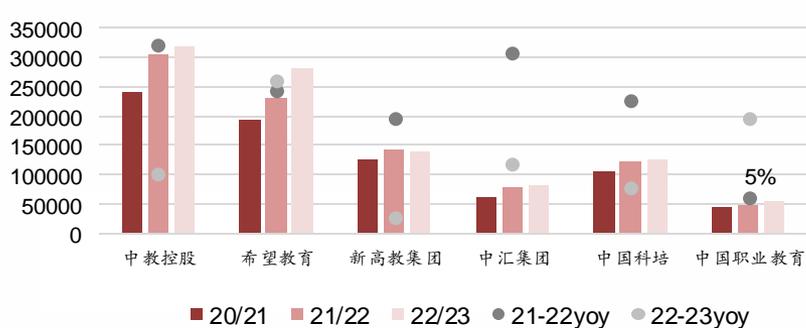
# 1) 学历类-高等教育：高质量发展，内生增长动力充足

**学生人次：外延增长受二级市场估值等原因停滞，仅靠内生整体人次增速放缓。**人数方面，21/22学年中教控股、希望教育、新高教集团、中汇集团、中国科培和中国职业教育的在校生人数增速分别为27%/19%/14%/26%/18%/1%，平均增速为17%，相较20/21学年的32%增速有所下滑，22/23学年在校生人数平均增速进一步下滑至8%，上述6所学校在校生增速分别为5%/21%/-2%/7%/3%/15%。

**高教二级市场估值倒挂，并购热情较低。**2021年双减政策使高教板块估值大幅降低，由民促法落地预期下的30xPE下降至20x，2022年仅为10x，并购市场价格出现一二级倒挂现象，高教公司并购意愿不足。2021年共有7起并购事件，半数办学层次为本科；2022年并未发生并购事件。

**内生增长动力仍然充足，但与教学质量相关度较高。**民办高校仍然承担高等教育重要角色，办学质量较高的学校有望持续获得超预期学额增长。中教2022新招生人数yoy+48%至7万人，其中本科/专升本/大专分别实现yoy+50%/64%/24%。

公司	学校	时间	层次	股权	人数	估值(亿元)
中教控股	成都锦城学院	2021.7	本科	51%	26000	48
中国科培	马鞍山学院	2021.7	本科	100%	9100	5.5
希望教育	南昌大学共青学院	2021.2	本科	100%	7515	5.0
	金肯职业技术学院	2021.4	专科	100%	8188	0.25
	泰国西那瓦大学	2021.4	海外	100%		2.25
新高教集团	郑州城市职业学院	2021.4	专科	100%	12000	6.74
中汇集团	广东华商技工学校	2021.12	专科	100%	5400	1.5



www.swsc.com.cn

资料来源：公司公告，西南证券整理

# 1) 学历类-高等教育：营利性选择持续推进，风险可控

**营利性选择实质性推进，政策风险逐步扫除。**选营选非各省推进进度不一，黑龙江省率先通过教育部审批为第一批选营学校办法过渡期办学许可证，受益学校有新高教集团的哈尔滨华德学院和中国科培的哈尔滨石油学院，获得许可证学校需在一年内办理法人、税务登记、资产过户等，即可换取正式营利性办学许可。江西省同样较快推进选营进度，中教控股旗下江西科技学院已获得省政府批准选择营利性。此外，云南、贵州、广西、安徽等省份均有摸底、细则出台等推进，预计在2023年将有较大进展。

**选营后学校定价和结余提取更加灵活，土地和税收风险可控。**选营后，学校学费定价更加灵活，市场化水平有望进一步提升；同时公司可提取办学结余，除必要的办学再投入外，可以将办学结余进行合理的利润分配。选营也存在土地和税收两方面风险，公司需将划拨用地转化为出让用地，补缴一定出让金，但预计各地补缴单价为每亩数万元，总数为亿元级别，公司账面影响为土地摊销增加，预计每年增加额度较小。税收方面，除上海建桥学院选营后按25%缴税外，其他地区均未明确规定，预计选营后税率在15-25%之间。

## 黑龙江省选营选非审批流程



公司	学校	进度	土地
新高教集团	哈尔滨华德学院	2022.08, 获得营利性学校过渡期办学许可证（一年有效）	1000亩划拨地（其中黑龙江200多亩），10万/亩 出让金约1亿
	云南、贵州、广西	已提交营利性申请，等待审批	
中国科培	哈尔滨石油学院	2022.08, 获得营利性学校过渡期办学许可证（一年有效）	土地出让金约1-2亿
	马鞍山学院、淮北理工学院	已经口头摸底，预计22年省层面出细则，23年各个学校申报	
中教控股	江西科技学院	获得省政府批准选择营利性	转出让用地差价：每亩/几万

# 1) 学历类-高等教育：高质量发展，内生增长动力充足

- 政策利好持续落地：2) 职业本科招生规模目标60万，目前缺口较大，高教集团有望多方式获益。

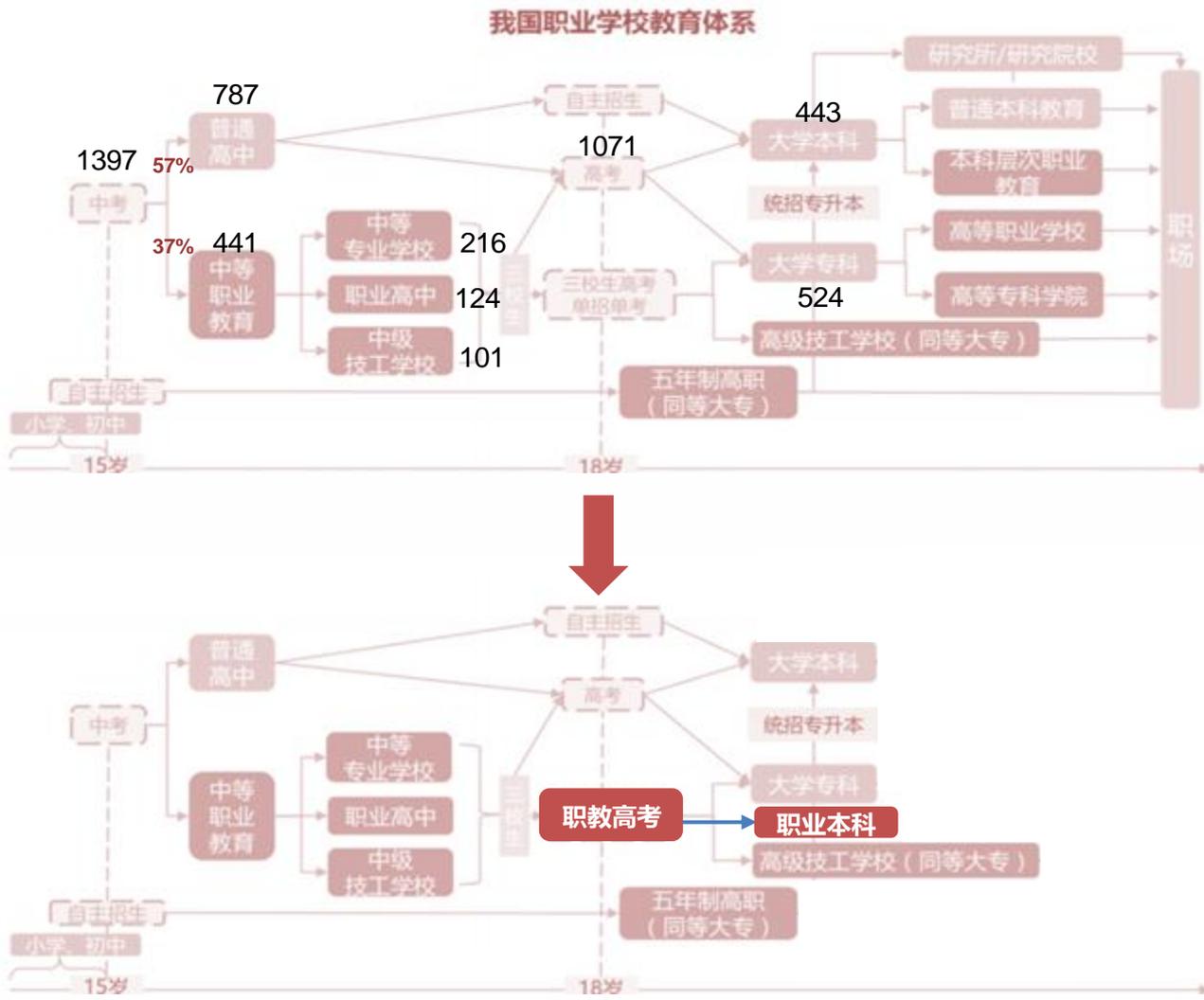
10月《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》中指出“职业本科教育招生规模不低于高等职业教育招生规模的10%”。以2020年数据为准，大学专科招生人数为524万，2020年政府工作报告提出20-21两年高职院校扩招200万，若计划如期完成，则2021年高职招生人数超600万，职业本科的招生规模超过60万。

目前职业本科数量39所，按照平均每所学校每年招生5000人估算，目前职业本科的招生规模为20万人，相较60万仍有较大缺口。

从现存职业本科的性质和设置方式来看，民办本科有22所，占比56%，民办职业本科的设置方式主要是2019年的专升本，而2020年后新增的职业本科只要是由独立学院转设而来，且以公办为主。

高教集团可通过两种方式举办职业本科，获得学额增量：1) 应用型本科开设职业本科层次专业；2) 办学优质的专科学校升级为职业大学。我们认为未来专升本的审批流程有望边际放松，专升本数量有望增加，但在此之前，民办高教集团主要通过第一种方式受益于职业本科扩招。

www.swsc.com.cn



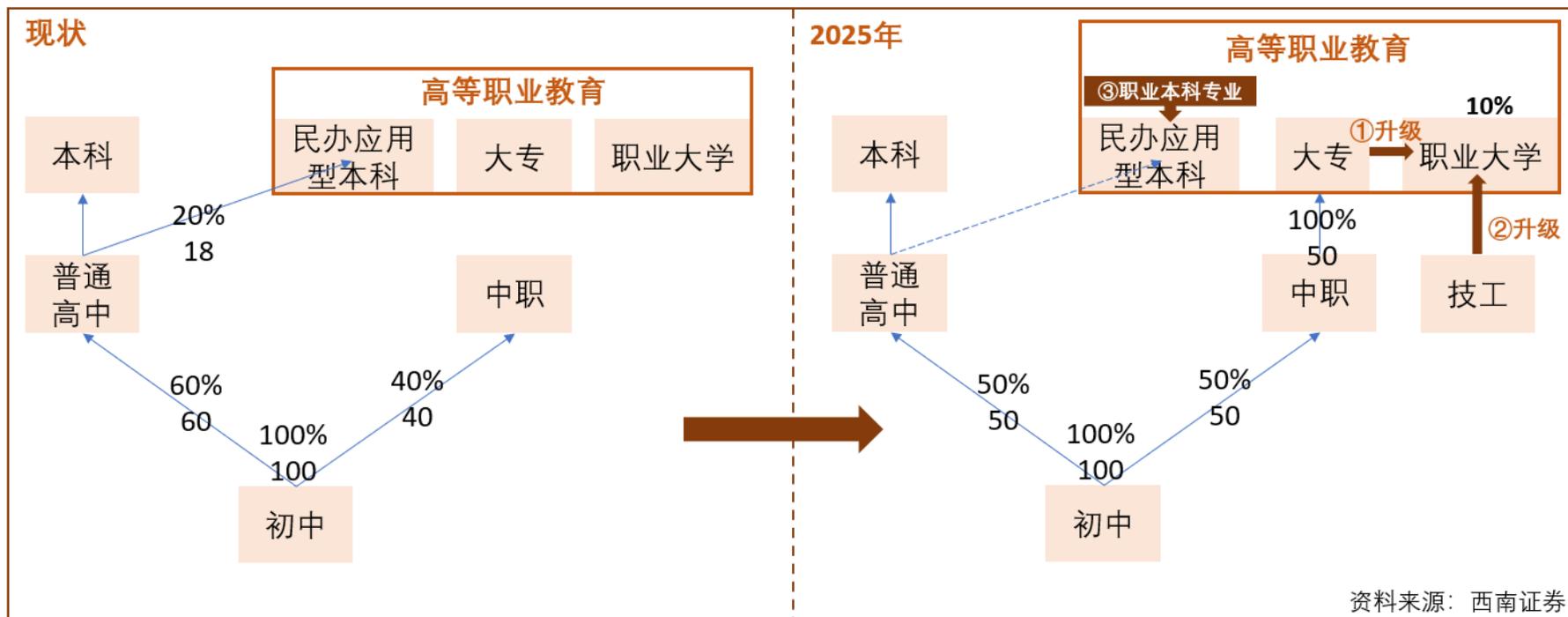
# 1) 学历类-高等教育：高质量发展，内生增长动力充足

- 政策利好持续落地：3) 打通中职升学通道，叠加职普比严格调控，中职招生有望扩大。

《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》强调职业本科的招生规模，旨在打通中职学生的升学通道，使该类群体通过职教高考即可进入本科层次的学校或者专业学习，与普通高中的学生参与普通高考进入普通本科路径类似，路径打通有望提升中职学生的就读意愿。

此外，国家持续重视职普比1:1的调控，目前约为4:6，在向1:1迁移的过程中，中职人数必然会增加，无论是结构性调整下，吸收普通高中人数，还是吸收往届初高中毕业生、城乡劳动者、退役军人、退役运动员、下岗职工、返乡农民工等纯增量群体。

职普比变迁：

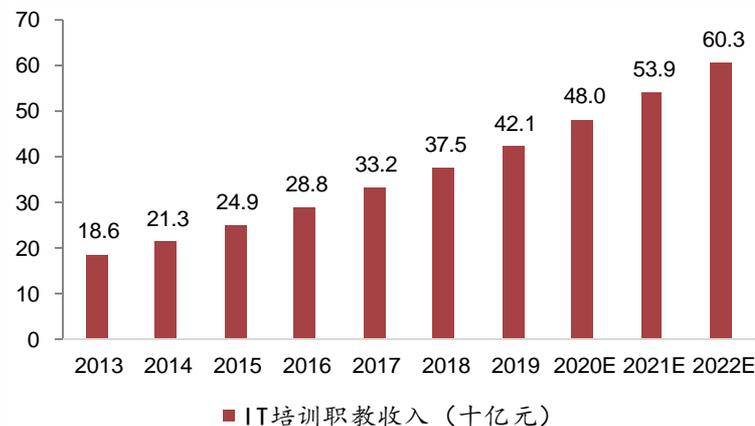
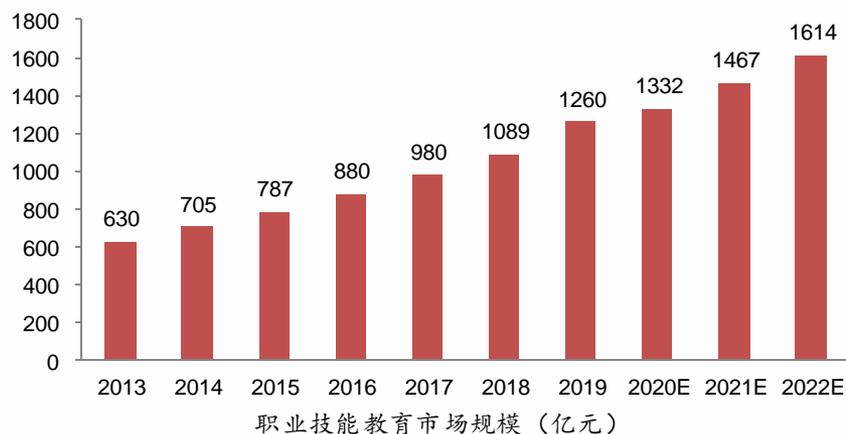


资料来源：西南证券

## 2) 非学历类-职业培训：深度产教融合，扩大布局学历教育

**政策大力支持，深度产教融合为职业培训核心优势。**政策持续鼓励职业培训、提升求职者技能素养，比如“十四五”职业技能培训规划中，明确指出支持各类职业院校和职业培训机构开展培训，发挥企业培训主体作用。职业培训机构与用工企业保持密切合作关系，紧抓行业热点，保证培训内容的有效性，截至2020年，中国东方教育已与2.8万家企业签订校企合作计划，根据企业需求开设订单班，培养对口员工。

**就业竞争激烈，职业技能培训需求旺盛。**根据麦可思研究，我国本科和高职高专毕业生就业率自2015起整体呈下降趋势，2020年分别为89%和90.9%，同比下降2.1和1个pp，就业竞争激烈。因此职业培训需求较为旺盛，职业技能培训包括IT培训、烹饪、汽修和财会等，根据沙利文预计，2021年职业技能教育市场规模为1467亿元；单IT培训职业教育收入来看，2021年为539亿元。

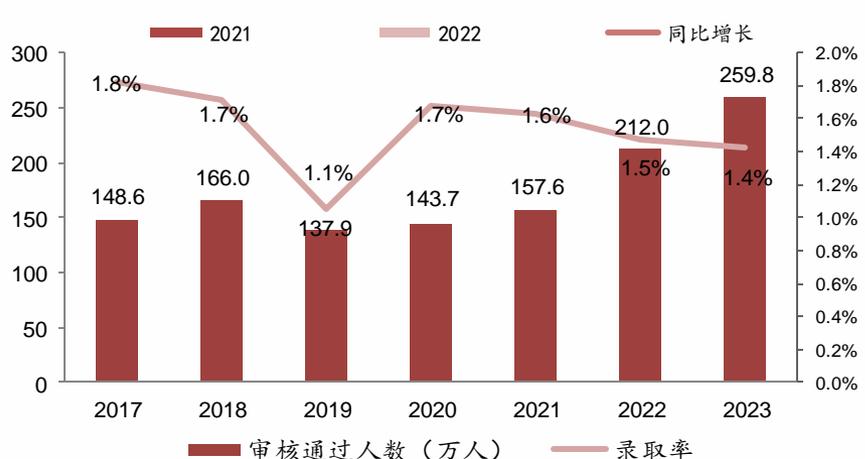
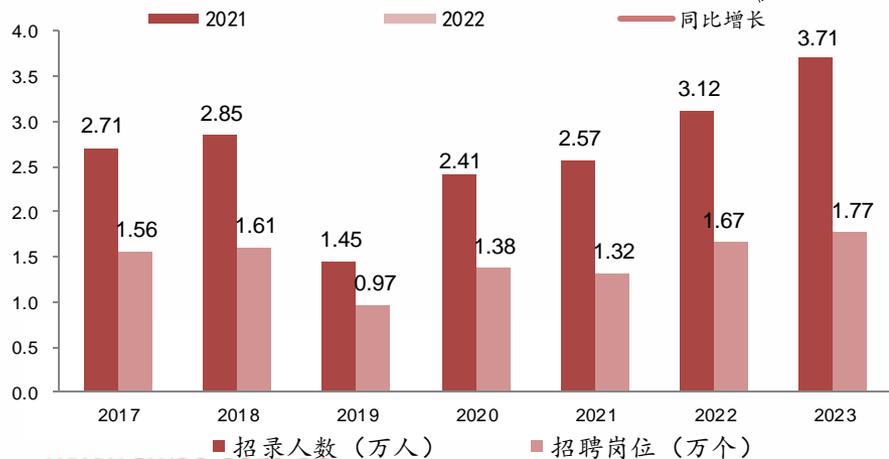
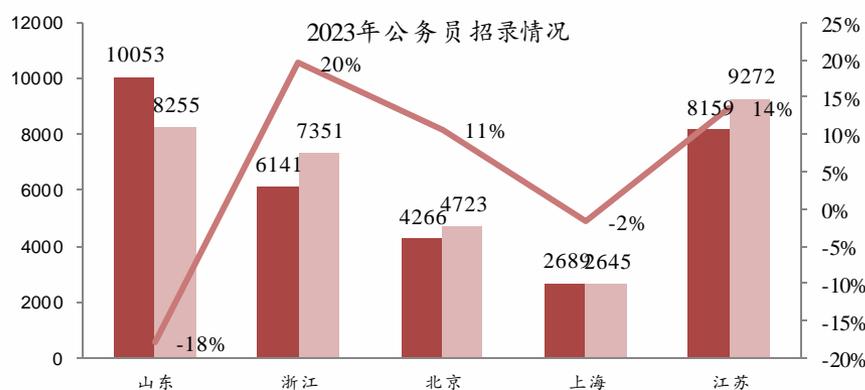
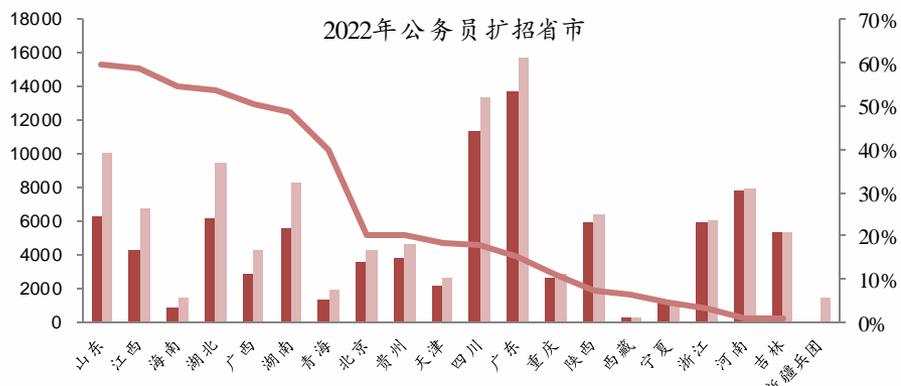


**学历教育产生冲击，职业培训机构布局学历教育。**《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》助力打通中职学生上升路径，进一步提升学历制职业教育吸引力。培训机构的非学历业务受到一定影响，2021H1传智教育非学历高等教育同比下降23.6%。职业培训机构也在积极布局学历教育，吸引不同需求的用户，比如传智教育与公办大学合作办学推出“技能+学历”的业务模式，培养应用型数字化人才；截至2021年10月，中国东方教育已拥有43个中职牌照，其中7所为高级技工学校。

### 3) 非学历类-招录培训：国考招录新高，录取比例再降

**2023年招录市场延续扩招趋势，扩大招录培训客群。**2023年国考招录3.71万人，较2022年大幅增加5858人；招录岗位达1.77万个，相比去年上涨1000个。2022年有江苏、浙江、云南等21个省份扩招公务员，2023年公务员招录公告已公布的省份中，浙江、北京、江苏存在扩招计划。2020年以来公务员持续扩招扩大了招录考试培训业务的目标客群。

**录取率呈下行趋势，激发考公人群参培意愿。**招录市场竞争极为激烈，2023年国考报名中有259.8万人过审，创下历史新高，同时录取率为1.4%，延续自2020年以来的下降趋势。选择职业考试培训有利于提高求职者自身竞争力，在激烈的考公竞争中提升通过率，因此招录培训的需求有望进一步抬升。



www.swsc.com.cn

资料来源：教育部、国家公务员局，西南证券整理

## 4) 非学历类-K12培训：K9业务停止，成人、素质培训又起

教培机构受政策影响停止K9学科类培训，转型成人教育和素质教育初见成效。2021年11月，好未来、新东方、高途和有道陆续宣布将于2021年12月31日前结束K9学科类培训业务，一满足双减对于K9学科类课外培训不能上市融资的要求，二非营利性登记后办学结余需全部投入教学活动，机构应营利空间被打压。

各机构纷纷向成人教育、素质教育和教育硬件转型，已初见成效。主要标的包括新东方（子公司新东方在线直播电商出圈有望带来较大业绩增量+海外考试和咨询具有市场优势及疫情复苏逻辑）、好未来（素质教育编程、象棋拳头产品，具高留存率）及有道（智能硬件研发推新能力强，词典笔具较强市场认知）。

机构	K9业务处置方案	转型方向
新东方	2021年11月15日，新东方宣布，2021年底前全国所有学习中心停止向幼儿园和K9提供学科类培训服务。截止2022年2月，新东方的线上下K9培训业务，已全面停止。	<p><b>海外业务：主要包括海外考试培训+出国咨询，FY23Q1收入占比25%。</b></p> <ol style="list-style-type: none"><li>1) FY22Q1-Q3，海外备考业务和海外留学咨询业务的收入YOY+8%和26%。</li><li>2) FY22Q4，出国考试准备以及出国咨询业务分别YOY+6%和16%。</li><li>3) FY23Q1，两项业务分别YOY+2%和21%，贡献总收入的24%-25%。</li></ol> <p><b>大学、K12、新业务：FY23Q1收入占比55%。</b></p> <ol style="list-style-type: none"><li>1) 考研服务：9月初，新东方召开考研产品升级发布会，宣传推出18种全科、全程、全场景的定制化解决方案。</li><li>2) 成人和职业英语：4月，发布商务英语产品，并宣布与ETS在商务英语领域展开全新合作，并联合发布托业考试产品。</li><li>3) 非学科类辅导：FY23Q1非学科类辅导业务报名人数约为29.7万。</li><li>4) 智能硬件：11月推出“单词通”、“背词宝”两款教育硬件产品。FY23Q1智能学习系统及设备活跃付费用户达到13.1万。</li><li>5) 素质教育—研学：新东方已在全国50多个城市进行了游学与研学营业务的探索。</li></ol> <p><b>新东方在线：FY23Q1收入占比20%。</b></p> <ol style="list-style-type: none"><li>1) 大学业务：发展重点为考研业务，但未来将针对专升本学生，提供工商管理硕士、公共管理硕士及工程管理硕士的辅导课程。截止5月31日，新东方在线大学教育分部付费学生人次达54.6万人，比2021年的57.3万人略有减少。</li><li>2) 职业教育：新东方在线计划在高职院校、本科院校合作设立产业研究院。截至5月31日，已与十多所学校就产教融合项目合作培养技能型人才签订协议。</li><li>3) 电商直播：新东方在线在抖音以“东方甄选”品牌开展直播带货活动，目前已有5个矩阵账号，自2022.6.18出圈以来，矩阵日均GMV近3000万。</li></ol>
高途	11月15日，高途集团通过官微宣布将于2021年12月31日结束在中国内地K9学科类校外培训服务。	<p><b>成人教育+职业教育：</b></p> <p>21年5月，高途学院推出“同心圆”考研教学产品生态体系；22年5月，升级同心圆4.0，与中国人民大学出版社达成深度合作。22Q2考研业务实现了收入环比增长约30%。22Q3，高途考研业务营收环比增长约76%，现金收入环比增长超过46%。22Q1，成人业务收入QQQ+80%+，可比业务（大学生和成人教育、素质教育、职业教育和数字产品）收入同比增速超200%。Q2，40%营收来自于大学生和成人教育服务，可比业务收入环比增速超30%。</p> <p><b>素质教育：</b></p> <p>22Q1的编程业务收款同比增长超10倍，Q2的续班率将近80%，其收款环比增长约4倍。</p> <p><b>智能数字产品：</b></p> <p>22Q3，10%的营收（6000万元左右）来自于智能教辅、学习设备和其他面向学生的数字产品。</p> <p>10月，高途推出智能学习机GT-G16，此前已在电商平台上架针对高中学段的G15伴学机、扫描翻译笔、电子单词机等产品。</p>

## 4) 非学历类-K12培训：K9业务停止，成人、素质培训又起

机构 K9业务处置方案

转型方向

11月13日，好未来正式宣告将于2021年12月31日停止K9学科类校外培训服务。

### 大学业务：

21年7月好未来轻舟考研帮正式发布“同舟计划”，旨在通过打造平台，连接考研用户和合作机构的双方需求。

### 素质教育：

21年8月旗下儿童素质教育品牌励步发布五类素质教育产品，分别为戏剧、美育、益智、口才、读物等产品，并宣布线下学习空间励步儿童成长中心将正式落成。

21年9月推出素质教育品牌——学而思素养中心。

22年7月学而思编程课程全面升级，推出了软硬件智能学习课程“少儿编程智慧城市——机器人智能拼搭编程课”。

22年9月学而思网校面向8-12岁的孩子推出了体系化的国际象棋课，延续过去“双师”（主讲+辅导）模式。

FY23Q1，推出新课程（口才课和自然科学课等）。部分素质课程的留存率与过去几年的学科培训的留存率接近。在线课程贡献素质教育业务总收入的大部分。

### 内容解决方案：

22年7月上线托管品牌“彼芯”，开设线下课后成长中心，招收小学生，提供放学接送、餐食、课内作业、等服务。

22年10月，美校品牌全面升级为“美校智慧教育”，并推出四款面向公立学校的教育服务产品，涵盖课后服务、智慧作业、智慧备课、融合教学平台等。

### 国际教育：

FY23Q1，出海业务（为海外K12学生提供多样化课程的Think Academy）实现了三位数的同比增长。

FY23Q2，Think Academy仍然保持着三位数的年增长率；内容解决方案业务约占总营收的15%。

### 教育科技解决方案：

22年5月，学而思推出新智能教辅产品盒子小橘盒——《学而思秘籍·语文阅读与写作》，之前先后推出小蓝盒、大白盒。

### 智能硬件：

2022年4月推出智能护眼灯，5月推出电子单词卡M3，7月推出AI学习机Y10，8月推出词典笔X5，10月推出AI学习机X10等多款硬件新品。22Q2，教育智能硬件营收YOY+16.3%，22Q3 YOY+40.1%。

### 素质教育：

22Q2，STEAM业务的现金收入同比增长超过900%。

有道纵横课程22Q2销售额QOQ+60%，日前已成为在线围棋启蒙教育市场占有率第一，累计用户数突破160万。面向棋类爱好者的AI对弈平台有道纵横棋院APP日活增长10%，月复合增长率超过130%。

### 成人教育：

22Q2实用英语在Q2销售额QOQ+30%+。系学习系统升级，以第一人称视角打造沉浸式的场景互动课程，完课率提高到50%左右。

22Q3，有道考研课程销售额YOY+150%+。

### 教育信息化：

在一学期内，有道智能学习终端有超过30000名在校学生使用，并收集了超过200万页的家庭作业。其作业数字化解决方案在北京海淀区、杭州滨江区、厦门海沧区等区域提供区域教育信息化顶层设计和整体解决方案。

22Q2，有道发布“智慧体育”解决方案。该方案采用视觉分析技术，学生无需穿戴设备，即可获取相关运动数据。

截至22Q1，公司智慧教育服务已遍布全国50多个城市的200多所学校。

11月16日，有道精品课通过官微宣布，K9学科类培训服务将于12月31日正式截止。

# 目 录

## ◆ 1 宏观：毛入学率提升扩大高教规模，政策大力支持职业教育发展

- 1) 人口：毛入学率提升抵消出生率下降，职普比变迁扩大中职规模
- 2) 就业：新增就业人口居高，就业市场竞争激烈
- 3) 财政：教育经费投入以义务教育为主，高等教育仍需民资支持
- 4) 政策：义务教育严格管控，职业教育重磅利好

## ◆ 2 行业：就业技能培训需求旺盛，高教注重内生增长

- 1) 学历类-高等教育：高质量发展，内生增长动力充足
- 2) 非学历类-职业培训：深度产教融合，扩大布局学历教育
- 3) 非学历类-招录培训：国考招录新高，录取比例再降
- 4) 非学历类-K12培训：K9业务停止，成人、素质培训又起

## ◆ 3 主要标的：行动教育、传智教育、中教控股

## ◆ 4 风险提示

# 行动教育(605098.SZ)

**推荐逻辑：**1) 管理培训行业空间较大：2018年市场规模约3000亿，预计2020年为4000亿，2022年有望超5000亿，19-22年CAGR达16%，竞争格局分散，尚未形成龙头。2) 客户资源池较大，复购+转介绍率高：公司深耕管理培训近20年，累计服务15万+企业学员、7万家企业，其中包括上市公司超600家，学员复购+转介绍率较高，可达80%。3) 估值洼地：根据2022E净利润，公司目前股价对应PE为21倍，公司2023年业绩增速有望恢复至30%，历史PE中枢为25x。

**研发+师资+渠道+品牌，创管理培训核心竞争力。**1) 研发方面：公司设立研发管理中心，拥有标准化研发流程，自主和合作研发两种方式确保教学内容实效性，目前已拥有多项研发成果，包括校长EMBA和浓缩EMBA的课程体系，以及56套管理书籍和40套教材（发行量均是千万级别）。2) 师资方面：内部师资多为产业高管，如曾任顺丰速运营销副总裁的陈军和曾任复星子集团原财务总监的付小平；外部师资为学术大咖，比如哈佛商学院教授罗伯特卡普兰。3) 渠道方面：公司线下渠道已呈网状，主要分布在东南沿海和中部等经济较为发达的地区，覆盖近30个城市；线上渠道方面，公司通过行动商学院APP提供在线EMBA课程，为线下课程引流。4) 品牌方面：公司7万+企业构建丰富客户资源池，超90%课程获得好评，良好口碑助力高复购率和转介绍率，达80%。

**核心培训业务量价齐升。**公司培训业务主打产品为校长EMBA和浓缩EMBA，剔除疫情因素，校长EMBA约占总体排课量50%，浓缩EMBA占30%。在价的方面，公司2021年9月宣布浓缩EMBA学费提价，由2.88万上调至3.58万，2022年排课享受提价红利；在量的方面，截至2022Q3末，公司账面合同负债为7.4亿元，说明在Q3排课密度加大消课较多的情况下，公司待排课程仍然充足，且公司扩充销售团队计划推进中，持续深耕现有市场，增加课程销量。

**风险提示：**1) 校长、浓缩、在线EMBA等课程招生人数不达预期的风险；2) 公司销售人员创收不及预期的风险；3) 疫情反复排课不及预期的风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	555.21	582.94	696.62	854.82
增长率	46.62%	4.99%	19.50%	22.71%
归属母公司净利润（百万元）	170.81	171.50	222.31	286.91
增长率	60.05%	0.40%	29.63%	29.05%
每股收益 EPS（元）	1.45	1.45	1.88	2.43
净资产收益率 ROE	15.99%	14.40%	16.12%	17.68%
PE	19	18	14	11
PB	2.94	2.64	2.28	1.94

数据来源：Wind，西南证券

# 传智教育(003032.SZ)

**IT培训机构龙头，IT短期培训业务引领增长。**传智教育是国内领先的IT教育培训机构，也是国内教育类A股IPO第一股。截至2022年6月，公司在全国19个城市建立了20所教学中心，初步覆盖了全国各大IT企业聚集区域。公司核心业务为IT短期培训，2022H1营收占比达96.09%，IT非学历高等教育培训则是公司多元业务布局的补充。

**核心竞争力：**1) 高素质师资教研团队：公司研发投入较高，2021年度研发费率为11.3%。公司讲师均具有五年以上一线程序员的开发经验，96位教研院老师负责核心的课程的研发。优质的高素质团队能够为公司带来持续产出爆款课程的能力与持续更新的能力。2) 培养人才有较高的就业率：2021年公司创造就业率与就业薪资的新高，就业率达92%，就业薪资超1万元，22年就业率有所回落，但前三季度仍保持在90%左右。3) 高就业率带来高转介绍率：公司现有学员中有70%来自于老学员和非老学员的推荐、线上视频观看者、使用过公司的课程教材或参加过公司的就业实训的用户。多样化的学员来源使得公司销售费用率维持在较低水平。2022H1达内教育销售费用率为25.9%，中国东方教育为23.6%，同期传智教育仅为17.7%。此外，公司积极进行网络视频营销，公司现有B站粉丝超220万，年均听课人数超百万。公司积极与高校进行合作，与近600所高校进行就业实训的合作，公司研发的教材与教学平台为超过2300所高校使用，近7000人实际参加过公司的师资培训。

**看点：**1) 疫情负面影响逐渐消退：一方面，防疫政策变化或将导致线下培训逐步复苏；另一方面，公司主动应对防疫常态，将线下课程较好的在线上复刻，2022年业绩已经恢复至疫情前2019年水平，且利润端有望实现增长。2) 就业市场竞争激烈提升培训需求：2022年青年失业率处于历史高位，失业率攀升增强青年提升技能素养的需求，2022年一季报、中报、三季报末合同负债分别为2.4、2.1、2.3亿元，为2020年以来新高。

**风险提示：**教育政策风险；并购落地不及预期；并购整合不及预期。

# 中教控股(0839.HK)

**民办高教龙头，在校生规模第一。**公司深耕高教领域近30年，目前旗下高校14所，包括本科层次7所、高职和中职层次5所以及国际教育2所，截至2022.11.30，在校生人数为32万，为规模最大的民办高教集团。

**优质办学，内生获超预期增长；扩张校区，提升校园容量。**公司22/23新招生人数yoy+48%至7万人，其中本科/专升本/大专分别yoy+50%/64%/24%至3.3/2.4/1.4万人。2022/23学年公司的利用率达90.3%，同比提升10个pp。公司战略扩张自建校园，为获得更多学额做好铺垫。广州应用科技学院新肇庆校区的二期扩建已经完成并投入使用，广州白云学院的750亩新校园也已投入使用。肇庆学校已再购买一副面积约372亩的土地用于建设新校区第三期。此外，公司江西、山东、重庆、西安学校也有校舍扩张计划。

**稳定回馈股东，分红比例长期维持在30-50%。**FY2022公司分红比例为44.4%。公司从2017年以来分红比例维持在30%~50%，未来也会持续维持该比例。公司分红比例高于行业平均：行业内一共有18家可比的公司，常年维持分红的公司有8家。除中教外，剩下7家平均过去3年的分红比例是29%。

**风险提示：**教育政策风险；并购落地不及预期；学额增长不及预期。

## 高教资产概览：

分类	序号	学校名称	位置	办学层次	来源方式	建立/并购时间	20/21在校人数
高等教育	1	江西科技学院	南昌	本科、专科、继续教育	自建	1993	51700
	2	广东白云学院	广州	本科、专科、继续教育	自建	1989	39000
	3	海口经济学院	海南	本科、专科、继续教育	并购	01/09/2020	46200
	4	重庆外语外事学院	重庆	本科	并购	01/07/2019	15600
	5	广州应用科技学院	广州	本科	并购	2018	11000
	6	济南大学泉城学院	山东	本科、专科	并购	01/03/2019	10900
	7	四川锦城学院	四川	本科	并购	01/07/2021	26000
	8	广州松田职业学院	广州	大专	并购	2018	8600
职业教育	1	西安铁道技师学院	陕西	技师	并购	2018	25500
	2	郑州城轨交通中等专业学校	河南	中专	并购	01/03/2018	22700
	3	广州市白云工商技师学院	广州	高职、中职、技师	自建	2017	13000
	4	海口经济学院附属艺术学院	海南	中专	并购	01/09/2020	2500
国际教育	1	国王学院	悉尼	硕士、本科	并购	01/10/2019	2500
	2	伦敦里士满大学	伦敦	硕士、本科	并购	01/03/2020	700
合计	14						275900

www.swsc.com.cn

资料来源：公司公告，西南证券整理

## 4 风险提示

---

- 1) 内生增长不及预期的风险；
- 2) 营利性选择进度不及预期的风险；
- 3) 因政策、标的丰富度、资金等原因导致的并购落地不及预期的风险；
- 4) 疫情放开人群活动不确定性导致线下培训恢复不及预期的风险。



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：刘言  
执业证号：S1250515070002  
电话：18008367544  
邮箱：liuyan@swsc.com.cn

## 西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

### 公司 评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上  
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间  
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间  
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

### 行业 评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上  
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间  
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

## 分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



# 西南证券研究发展中心

## 西南证券研究发展中心

<b>上海</b> 地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼 邮编：200120	<b>深圳</b> 地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼 邮编：518040
<b>北京</b> 地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼 邮编：100033	<b>重庆</b> 地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼 邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn