

➤ **布局教育行业 20 年，职业教育为主，继续教育、高中教育及培训、学前教育多元发展。** 公司深耕职业教育多年，是京津冀地区首家港股上市民办教育公司。公司业务中，职业教育占主导地位，深化发展石家庄理工职业学院以此带动内生增长，并建设旗下高邑校区，同时托管运营石家庄铁道大学四方学院西校区，紧密围绕国家教育改革发展。公司的非职业教育业务可分为学前教育、新高考业务和普通高中业务。“双减”政策下，公司积极应对并调整业务结构，将业务重点聚焦职业教育赛道。未来石家庄理工职业学院新校区运营和新收购的高中教育业务有望贡献业绩增量。

➤ **职业教育：办学成果卓著，强调深化发展产教融合。** 1) 战略布局：公司内部建设和外延并购双轮驱动发展。公司聚焦发展职业教育板块，加强校企合作和政企合作，同时延长产业链，拓展职教服务，探索职普融通。2) 现有成果：公司在职业教育领域积累优质教学成果，院校就业率 23H1 年达 96.7%，全日制在校生和新入学人数持续增加，办学口碑良好。3) 未来方向：公司重点落实石家庄理工职业学院高邑校区建设，新校区已于 2023 年 8 月 26 日投入使用。为丰富产教融合格局，将与高邑政府、行业协会和重点企业开展合作，共同创办产业学院加强实训。

➤ **非职业教育：国家政策驱动利好新高考业务，学前教育业务状况稳定上升。** 非职业教育板块由普通高中、新高考机构和新天际幼儿园业务组成，涵盖学前教育和学后教育两板块。因“强基计划”及“双减”政策出台，公司积极转型布局新高考。2022 年 9 月收购石家庄育英实验中学，加入高中教育板块。目前招生顺利，23H1 育英中学共有 2361 名全日制学生。公司学前业务品牌优质，收入和利润较为稳定，2023 年 H1 新天际幼儿园生均收入为 10625 元。当前河北省非职业教育受众持续增长，平均在校生人数增加，未来整体非职业教育市场规模有望继续增长，我们看好公司的非职业教育业务。

➤ **行业：多重政策有力扶持职业教育行业，行业空间有望突破万亿。** 2019 年来，国家陆续出台多项职业教育相关政策，推行教育改革，重点落实发展产教融合。其中多次提出要求发挥职业学校的基础作用，推动建设产教融合实训基地，鼓励校企合作。2023 年 5 月《职业教育产教融合赋能提升行动实施方案（2023—2025 年）》出台，进一步彰显国家对于职业教育的支持。我们认为产教融合能有利于缓解产业需求和人才错配问题，行业空间广阔，2021 年全职业教育市场约 7811 亿元，2016-2021 的复合增长率约 8.62%，2026 年有望增长至万亿元。

➤ **投资建议：** 公司作为资深教育服务公司，以职业教育为主的多元化发展策略，未来有望受益于产教融合政策红利。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别实现 0.45/0.60/0.74 亿元，yoy+64.0%/+33.5%/+24.4%，对应 PE 为 7x/5x/4x。**首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。**

➤ **风险提示：** 项目建设进度不及预期；人才流失风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	312	400	500	614
增长率 (%)	1.0	28.1	25.1	22.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	27	45	60	74
增长率 (%)	-6.4	64.0	33.5	24.4
每股收益 (元)	0.02	0.04	0.05	0.06
PE	13	7	5	4
PB	0.5	0.4	0.4	0.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 9 月 27 日收盘价，9 月 27 日汇率为 1 港币=0.9350 人民币）

谨慎推荐
当前价格

首次评级
0.27 港元



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009
电话：13122831967
邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 饶临风

执业证书：S0100522120002
电话：15951933859
邮箱：raolinfeng@mszq.com

研究助理 周诗琪

执业证书：S0100122070030
电话：15821501215
邮箱：zhoushiqi@mszq.com

目录

1 教育行业布局 20 年，职业教育为主，继续教育、高中教育及培训、学前教育多元发展	3
1.1 从职业教育出发，服务延伸至学前、高中、继续教育.....	3
1.2 职业教育为主线的多元化教育产业格局.....	7
2 职业教育：办学成果卓著，深化发展产教融合	10
2.1 战略布局：内部建设和外延并购双轮驱动发展.....	10
2.2 现有成果：职业教育经验丰富，实力树立品牌口碑.....	10
2.3 未来方向：建设高邑校区，助力产教融合.....	12
3 非职业教育：国家政策驱动利好新高考业务，学前教育业务状况稳定上升	14
4 行业现状：有力政策扶持，未来前景广阔	17
4.1 多重政策出台推动行业改革.....	17
4.2 职业教育体系层次丰富，规模有望扩大.....	18
5 盈利预测与投资建议	20
5.1 盈利预测假设与业务拆分.....	20
5.2 估值分析.....	21
5.3 投资建议.....	21
6 风险提示	22
插图目录	24
表格目录	24

1 教育行业布局 20 年，职业教育为主，继续教育、高中教育及培训、学前教育多元发展

1.1 从职业教育出发，服务延伸至学前、高中、继续教育

1.1.1 深耕职业教育 20 年，紧跟政策不断拓宽业务面

京津冀地区首家港股上市民办教育集团。21 世纪教育是首家在港股上市的京津冀地区民办教育服务提供商，公司业务包含全日制高等职业教育，普通高中教育以及学前教育。截至 2023 年 6 月 30 日，公司拥有 12 所学校，包括职业教育板块的 1 所民办高校（石家庄理工职业学院）；及非职业教育板块的 1 所全日制普通高中（石家庄育英实验中学）、2 所新高考业务机构及 8 所新天际幼儿园，目前公司合计拥有 23,423 名全日制学生。此外，公司还托管石家庄铁道大学四方学院西校区，作为职教业务的一部分。

- 1) 初创阶段 (2003-2010)：开办石家庄理工职业学院，职业教育领域沉淀六年。**2003 年，石家庄联合技术职业学院经河北省人民政府批准成立，并于同年 10 月份第一批学生入学。历经 5 年沉淀，学院于 2008 年在教育部高职高专人才培养工作水平评估中，成为河北省民办高校中唯一一家以“良好”成绩通过评估的院校。同年，为突出其理工科主干专业，石家庄联合技术职业学院正式更名为石家庄理工职业学院。
- 2) 探索 K12 教育阶段 (2010-2016)：开办新天际幼儿园及新天际教育，入局 K12 教育领域。**公司于 2010 年创立新天际教育，提供小学至高中阶段的培训辅导，2011 年成立了旗下第一所直营园，提供学前教育服务。截至 2015 年 6 月，公司共 8 所新天际幼儿园已全部完成搭建并运营。
- 3) 港股 IPO 上市，紧跟政策发展 (2017 年至今)：港股上市后拓宽产品市场，果断涉足新高考业务，与名优企业及 500 强企业开展校企合作，持续大力发展职业教育。**公司于 2018 年 5 月 29 日登陆港交所。2019 年分别收购浙江培尖 51% 股权和杭州一脉 70% 股权，正式布局长三角区域并切入新高考赛道。同时，公司大力发展职业教育，于 2017 年与河北国石节能科技共建工业机器人实训基地，开始布局产教融合；并在 2019 年与 2020 年同华为、海尔以及甲骨文等知名企业展开校企合作，共同培养优质人才；在对外拓展的同时，公司也积极进行内生建设，于 2021 年与高邑政府签署了 1000 亩教育用地协议，用于旗下石家庄理工职业学院高邑校区建设。2022 年公司成功竞得高邑县教育用地共计 419.37 亩 (279,577.48 平方米)，用于建设石家庄理工职业学院新校区。2022 年 9 月，公司收购石家庄育英实验中学 100% 股权，并将其纳入高中教育教育板块，截至 2023 年 6 月 30 日，该中学在校生人数 2,361

名。

图 1: 21 世纪教育发展历程



资料来源: 公司公告, 公司官网, 民生证券研究院

1.1.2 管理层履历丰富, 股权结构稳定

管理层经验履历丰富分工明确, 新帅上任谱写新篇。于 2023 年 6 月李亚晟接任公司董事长一职, 为公司前任董事长李雨浓之子, 毕业于清华大学五道口金融学院, 获得清华 - 康奈尔双学位金融 MBA 硕士学位, 主要负责制定公司整体发展战略, 并负责资源纳入及指导公司于资本市场的发展。公司其余高管成员均在教育行业及金融领域拥有超过 10 余年的管理层工作经验, 熟悉公司基层业务, 能够更高效、准确地引领公司发展方向。刘宏伟女士担任公司行政总裁兼执行董事, 负责整体经营和日常管理。

公司持股比例集中, 股权结构稳定。公司控股股东为新安控股有限公司, 现持有公司 75,459 万股, 占公司总股本 64.98%。

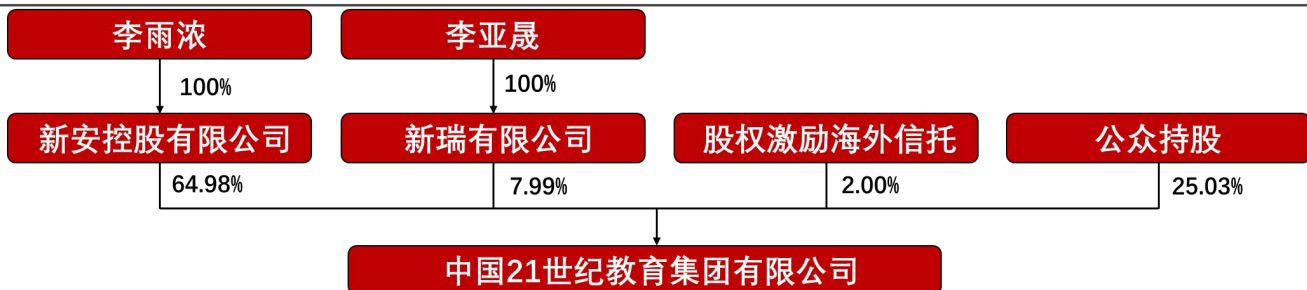
表 1: 公司管理团队情况一览

姓名	职位	背景	工作经历
李亚晟	董事长	2017 年毕业于纽约大学斯特恩商学院, 获金融与市场管理学士学位。2022 年毕业于清华大学五道口金融学院与康奈尔大学约翰逊管理学院合办的「清华 - 康奈尔双学位金融 MBA」项目, 获工商管理硕士学位。	曾任公司战略投资部投资总监, 总裁助理和执行董事; 2023 年 6 月至今任董事会主席兼非执行董事。李亚晟先生负责制定集团的整体发展战略, 并负责资源纳入及指导集团于资本市场的发展。
刘宏伟	行政总裁	于 2003 年 7 月毕业于位于中国河北省保定市的河北大学, 法学专业, 并于 2015 年 1 月获得工商管理硕士学位	于 2017 年 1 月获委任为执行董事, 并于 2019 年 1 月起获委任为公司行政总裁, 主要负责集团整体经营、发展战略及日常管理。刘女士于教育行业及企业管理方面分别拥有逾 12 年及逾 18 年的经验。曾先后担任石家庄新天际及河北廿一世纪教育投资有限公司运营管理部经理、总经理助理、副总经理及 总经理等职位。
任彩银	执行董事	于 2001 年 7 月毕业于中国黑龙江省哈尔滨市的东北林业大学, 林学学士学位, 并于 2004 年 6 月获生态学硕士学位	主要负责研究集团市场推广策略。任先生于教育行业拥有逾 18 年的经验。于 2004 年 10 月加入集团后, 先后担任包括教研室主任、经济管理学院院长、院长助理、常务副院长及执行院长、董事等职

		位。现河北工业大学管理学博士在读。	位。自 2017 年 1 月至 2022 年 10 月，担任公司执行副总裁，同时兼任本公司职业教育事业群总裁。
杨莉	执行董事	于 1993 年 7 月毕业于位于中国陕西省西安市的陕西机械学院（现称西安理工大学），获工学学士学位，并于 2009 年 6 月获位于中国北京的中国人民大学授予经济学硕士学位。	于 2017 年 2 月获委任为执行董事，主要负责集团市场推广策略研究。杨女士于教育行业以及会计及金融领域均拥有逾 18 年的经验。自 2004 年 1 月份加入集团后，先后任职石家庄新天际、河北新天际以及廿一世纪教育董事。
刘天航	执行副总裁	2002 年毕业于东北师范大学，获地理科学学士学位。于 2005 年取得西南政法大学法律硕士学位	于 2020 年 11 月获委任为公司执行副总裁，主要负责集团投资并购及资本运营工作。刘女士在投资、并购、市值管理等方面有逾 18 年的经验。曾任中植资本管理有限公司董事总经理，文化传媒产业执行董事兼总经理。2019 年至 2020 年任集团副总裁
王利静	执行副总裁	2003 年 6 月毕业于位于中国河北省保定市的河北大学，获文学学士学位（主修汉语言文学），并于 2020 年 12 月获云南师范大学工商管理学硕士学位。	于 2017 年 1 月获委任为本公司执行副总裁，主要负责集团高中及新高考教育整体经营及日常管理。王女士于教育行业及企业管理方面拥有逾 19 年的经验。曾担任石家庄市桥西区新天际蓝水晶幼儿园园长、河北新天际总经理助理、副总经理及总经理。自 2016 年 6 月至 2017 年 1 月，获委任为本公司非职业教育事业群总裁。自 2018 年 7 月至今，担任中国民办教育协会学前教育专业委员会第三届副理事长。
王永生	执行副总裁，财务总监	1993 年 7 月毕业于位于中国河南省郑州市的郑州纺织工学院（现称中原工学院），获得工业会计专科毕业证。并于 2012 年 6 月毕业于位于中国河南省郑州市的郑州大学，获管理学学士学位（在线教育）	于 2022 年 8 月获委任为公司执行副总裁兼财务总监，主要负责集团的财务管理及资金筹划。王先生于会计与财务方面拥有逾 29 年的经验。曾任石家庄永通化工有限公司财务总监，新联合投资控股投资与预算经理；曾担任石家庄理工职业学院院长助理，石家庄新天际总经理助理，任廿一世纪教育的财务副总监、财务总监及副总裁。
魏雷	副总裁	于 2015 年毕业于河北大学，获工商管理硕士学位。	于 2020 年 2 月获委任为公司副总裁，主要负责集团整体运营、人力资源及行政事务管理。魏先生在企业管理和人力资源管理方面有逾 15 年的经验。曾任石家庄正元化工有限公司企业管理及人力资源部副科长，新联合投资控股人力资源部总经理助理，壹加贰联合不动产控股有限公司总裁助理和宁波分公司副总裁；2019 年 1 月至 2020 年 1 月任集团总裁助理。
李杏丽	总裁助理	于 1995 年 6 月毕业于石家庄经济学院（现称河北地质大学）涉外经济管理专业，并于 2015 年 6 月获广西师范大学旅游管理硕士学位，现西安交通大学博士研究生在读。	于 2023 年 1 月获委任为公司总裁助理，兼任大学与供应链事业群总裁及石家庄理工职业学院执行院长。主要负责集团职业教育的整体经营及日常管理。。李女士在企业管理和财务管理方面有逾 20 年的经验。曾任中车石家庄实业有限公司财务处会计、中国南车集团石家庄车辆厂附属公司河北石铜铸造有限公司副总经理。石家庄理工职业学院财务处长、院长助理、副院长、常务副院长及执行院长等职务。
杨洋	董事会秘书兼总裁助理	于 2005 年毕业于英国桑德兰大学（University of Sunderland）并获颁工商管理学士学位；2007 年获英国桑德兰大学颁发项目管理硕士学位	于 2021 年 10 月获委任为公司联席公司秘书，并于 2023 年 1 月获委任为公司总裁助理。主要负责集团的企业管治、合规披露、投资者关系及公共关系管理。杨先生在上市公司的董事会事务管理、企业管治及信息披露管理、资本运作及投资者关系管理方面拥有逾 17 年的经验。曾任普华和顺集团公司的投资者关系总监，华油能源集团有限公司的董事会办公室主任及投资者关系经理，汉科环境科技集团有限公司的董事会办公室副主任及投资者关系经理，第一视频集团有限公司的董事长助理及投资者关系主任。

资料来源：iFind，民生证券研究院整理

图 2：21 世纪教育股权结构图



资料来源：iFind，民生证券研究院；股权结构为 23 年半年报情况

2020 年 10 月 14 日，公司发布股权激励。为加强人才队伍建设、激发人才活力与潜能，实现激励机制创新突破，完成股权激励实施授予，公司向 32 名激励对象实施股权激励。公司计划授予 5 名董事、1 名董事联系人、及公司 26 名雇员授出共计 2,772 万股股份，占公布时公司总股本的 2.37%，授出价格为每股 0.243 港元，其中有 8,631,000 奖励股份授予 5 名董事，987,000 奖励股份授予 1 名董事联系人，总计共占公司发布公告时总股本的 0.82%。2020 年 12 月 29 日，公司完成股权激励计划，授予数量为 27,720,000 股。此外，公司上市以来坚持稳定的分红政策，维持在净利润的 20%，并以现金形式进行派发。2022 年公司提高分红比例至净利润 30%，持续回馈股东。

1.2 职业教育为主线的多元化教育产业格局

1.2.1 职业教育占据业务主导地位，平稳运营学前教育，外延拓展高中教育

围绕国家教育发展的总体目标，公司以职业教育为主线发展多元化教育业务格局。公司专注教育产业运营及内容孵化，自 2003 年开办第一所学校以来，历经 20 年卓有成效的发展，成为以新职业教育为主线、积极实践产教融合发展方向的综合教育集团，拥有多元化营收来源及广泛的客户群体。从业务结构来看，公司业务主要分成职业教育和非职业教育两大板块，其中职业教育板块主要包括自有的一所石家庄理工职业学院以及托管运营的石家庄铁道大学四方学院西校区，另外石家庄理工职业学院高邑校区正在建设当中；非职业教育板块包括一所普通高中、2 家新高考业务机构以及 8 所新天际幼儿园。

表 2：公司业务结构

业务	内容	学校/机构
职业教育	高等职业院校	石家庄理工职业学院、石家庄铁道大学四方学院西校区 (公司托管)
非职业教育	普通高中	石家庄育英实验中学
	新高考业务机构 (2 家)	
	学前教育	新天际幼儿园 (8 家)

资料来源：iFind，民生证券研究院

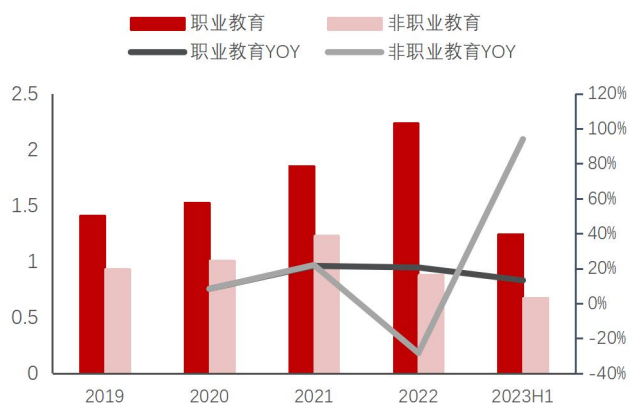
职业教育板块受惠职业教育法，是目前公司的核心业务。公司持续强化内涵建设，积极推动提质培优计划落地，承担《河北省职业教育提质培优行动计划（2020-2023）》中的 14 项任务，积极建设石家庄理工职业学院。截至 2023 年 6 月 30 日，职业教育板块全日制入读学生人数为 19167 名，较 2022 年同期的 16870 名增长 13.6%，同时公司为石家庄铁道大学四方学院西校区 3883 名学生提供托管运营服务。职教板块收入保持稳定增长，成为主要收入来源，2022 年职业教育收入占比达 72%，23H1 公司职业教育收入占比达 65%。

此外，公司十分注重内生增长。于 2021 年与高邑县政府达成产教融合战略合作，并于 2022 年开始建设石家庄理工职业学院高邑校区，新校区拟获得不少于 1000 亩的教育用地，另配有 200 亩的产教融合规划土地。未来新校区将建设成具有地标属性、产教融合特色的新型职业技术学院，同时为公司布局泛职教产业生态起到积极的推动作用。

平稳运营学前教育业务，外延拓展高中教育业务。1) **新天际幼儿园**：2022 年整体招生保持稳定，截至 2022 年 12 月 31 日，入读学生为 1718 名，今年上半年入读学生为 1895 名。凭借其在当地良好口碑和品牌形象，学前业务保持平稳运营，持续为公司贡献收入和利润；同时公司通过增强办学特色，实现“新天际”品牌定位升级，园所容量及生均教保费提升。2) **培尖新高考业务**：该业务践行国家教育公平理念，聚焦高考升学渠道服务，截至 2023 年 6 月 30 日，培

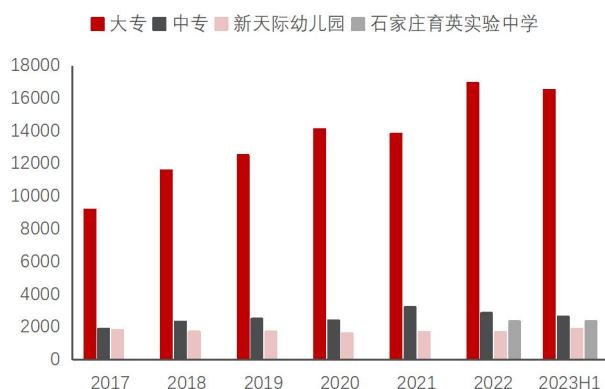
尖新高考在 2022 年服务 51 所高中学校的基础上新增 31 所高中学校，与全国近 20 个省份的百余所学校达成合作，输出优质服务体系，累计向全国 5999 名学生提供规划指导；在区域深耕规划基础上，向河南、湖北、湖南等全国区域拓展合作业务。**3) 高中教育业务：**致力于为高中阶段学生提供优质课程教学和升学服务，公司于 2022 年 9 月将石家庄育英实验中学纳入高中教育板块，23H1 该校在读学生人数为 2361 名。

图 3：2019-2023H1 公司分业务收入及增速 (单位：亿元)



资料来源：公司年报，二十一世纪教育招股说明书，民生证券研究院

图 4：公司 2017-2023H1 学生入读人数 (单位：人)



资料来源：公司年报，民生证券研究院

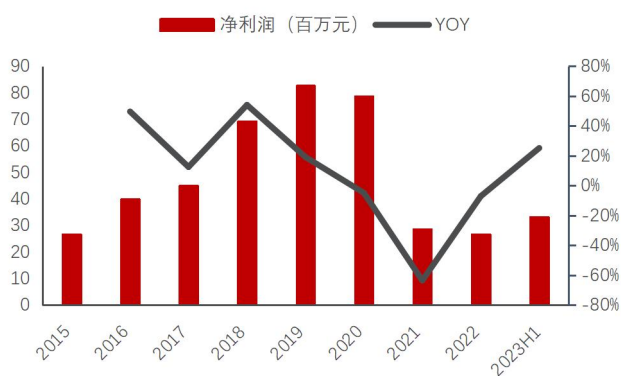
1.2.2 财务概况：“双减”政策下业绩承压，新增高中教育业务有望贡献增量

职教业务及高中业务带动下公司收入保持韧性，净利润受多重因素影响有所承压。2021 年公司收入为 3.09 亿元，2022 年度实现营业收入 3.12 亿元，同比增长 1.02%，主要由石家庄理工职业学院和普通高中收入增加和“双减”政策的背景下调整业务结构导致收入减少相抵；23H1 公司实现收入为 1.92 亿元，同比增长 32.65%。

从净利润来看，公司净利润从 2020 年下降，主要由于公司对旗下业务进行调整带来商誉减值以及“双减”政策发布后公司调整业务关闭旗下部分校区带来一次性关停费用，此外亦有疫情对于经营的冲击。2022 年受到因新校区建设导致的财务费用的增长以及汇兑损失等非经常性损益的影响，公司净利润略微下降 7%至 0.27 亿元；23H1 公司净利润为 0.33 亿元，同比增长 23.14%。

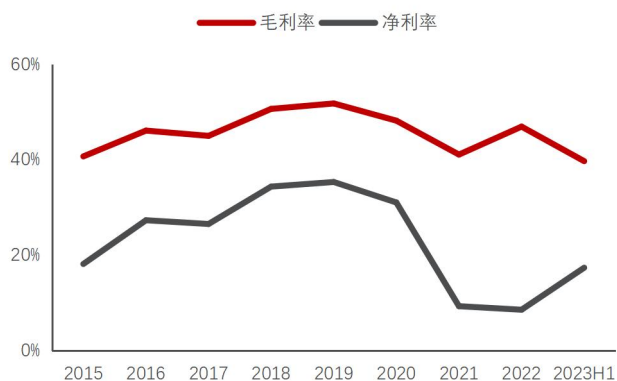
图 5: 2015-2023H1 公司营业收入及增速


资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

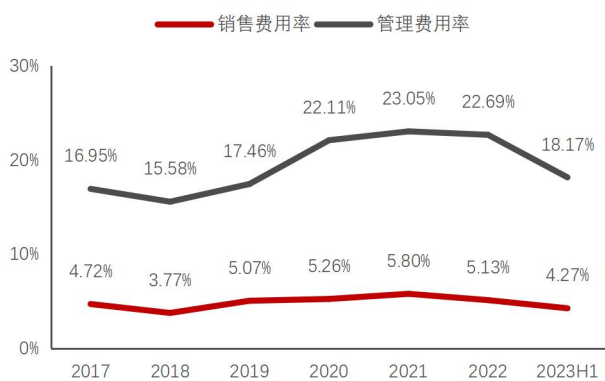
图 6: 2015-2023H1 公司净利润及增速


资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

今年上半年公司控费良好, 净利率逐步提升。1) 2019 年公司毛利率和净利润分别在 50% 和 30% 以上, 2020 年及 2021 年因疫情影响及“双减”政策下公司业务结构调整导致公司毛利率和净利率有所下滑。2022 年随着公司经营逐步企稳, 毛利率为 46.93%, 同比提升 5.86pcts, 但净利率端受到新校区建设产生的财务费用增加的影响, 仍然处于承压态势。23H1 公司毛利率和净利率分别为 39.70% 和 17.37%, 同比下降 9.9pcts 和 1.34pcts。2) **今年上半年公司控费良好:** 2019-2021 年公司销售费用率有所增加, 主要是因为招生成本增加、收购培训学校、招生人员工资增加、宣传费用增加等, 2022 年部分 K12 业务关闭下, 公司销售费用率有所下降。近年来, 受管理人员增加、收购浙江培尖及学鼎培训学校以及以股份为基础的付款成本增加, 公司管理费用率增长明显, 2022 年管理费用率在以股份为基础的付款成本减少下略有下降。23H1, 公司管理费用率及销售费用率分别为 18.17% 和 4.27%, 同比下降 2.6pcts 和 3.2pcts, 进一步得到控制。

图 7: 2015-2023H1 公司毛利率和净利率


资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

图 8: 21 世纪教育 2017-2023H1 费用率


资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

2 职业教育：办学成果卓著，深化发展产教融合

2.1 战略布局：内部建设和外延并购双轮驱动发展

公司整合旗下优质资源，布局发展职业教育。公司致力于教育产业运营及内容孵化，以新职业教育为业务发展主线。公司主要依托于石家庄理工职业学院开展职业教育，同时为石家庄铁道大学四方学院西校区提供托管运营服务。公司未来有望继续拓展延伸上下游业务链条，推动深化产教融合。

内部建设强化校企合作和政企合作，外延并购深化产教融合。公司专注于打造多元化教育产业格局，完善自身商业模式，并且顺应国家产教融合相关政策，将为学员提供从“学业”到“就业”全周期的优质职教人才服务。为了实现目标，公司确立了两条未来发展主线：**1) 巩固内部建设：**公司将扎根于现有职业教育业务，以石家庄理工职业学院为基础，积极建设高邑校区，未来前景广阔。公司也将利用内部建设加强校企合作和政企合作，匹配企业和学员双方需求，有望覆盖职业培训以及终身教育业务。**2) 实行外延并购：**公司将不断探索教育新机会，外延职教链条，推进产教融合。一方面，公司将凭借集团化办学的经验，拓展职教服务，以石家庄育英中学为起点，引入职业高中牌照，开展职普融通的办学模式。另一方面，公司将重点布局产教融合方向，相关举措包括开办产业学院、提供实习实训等。

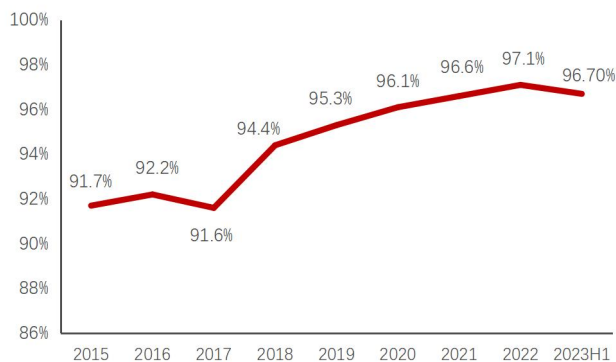
2.2 现有成果：职业教育经验丰富，实力树立品牌口碑

公司在职业教育领域硕果累累，院校学员就业率高。当前用工市场中存在人才供需错配现象，学生的职业技术能力较难满足企业端对于优质技术人才的需求。公司顺应市场需求，响应国家政策，致力培养高素质的技术型人才。公司已扎根职业教育二十年，专业经验丰富，教育成果卓著。首先，从就业率看，石家庄理工职业学院保持较高就业水准，学员能力深受市场认可，2015 年以来就业率提升显著，2022 年就业率达 97.1%，23 年 H1 就业率达 96.7%。其次，公司善于把握市场动向，设置优质专业，并配备雄厚师资，当前石家庄理工学院的朝阳产业专业占比达 73.5%，其中学院共有全职老师 414 人，其中博硕士学位教师占比为 87.0%。此外，公司积极开展校企合作、坚持创新以及勇争奖项，截至 2023 年 H1，已与 700 多家名优企业开展长期合作，并在此年度累计获部级、省市级奖项 100 项。

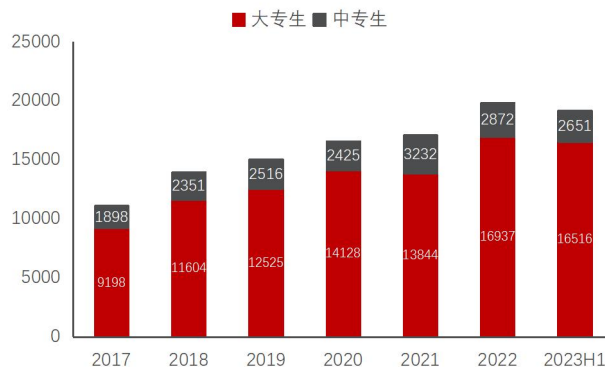
表 3：公司职业教育领域发展成就

分类	教育成果
专业设置	扎根职业教育行业 20 年，设置 79 个专业，朝阳产业专业占比为 73.5%。
师资力量	全职职业教育老师 414 人，兼职 154 人，博硕士学位教师占比达 87.0%，双师型教师占 75.1%。
校企合作	累计与 700 余家国内外名优企业建立长期合作关系。
职教奖项	截至 2023 年 H1，共有教材、专著 12 部，省厅级科研课题 23 项，获得部级、省市级奖项共 100 项。

资料来源：公司公告，公司官网，石家庄理工职业学院，石家庄日报，民生证券研究院整理

图 9：2015-2023H1 石家庄理工职业学院就业率情况


资料来源：公司年报，二十一世纪教育招股说明书，民生证券研究院

图 10：历年公司职业教育全日制在校生人数（单位：人）


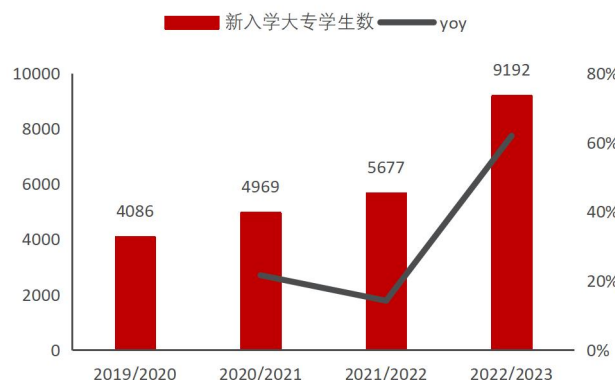
资料来源：公司年报，民生证券研究院

公司职业教育板块中，全日制在校生人数稳健增长，以大专学生为主。

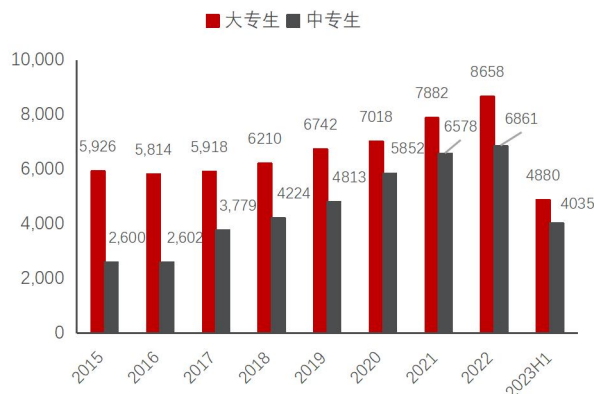
2022 年职业教育板块全日制在校生共计 19809 人，同比 2021 年增长 16.00%；23H1 所有全日制在校生共计 19167 人。分板块看，在校生以大专学生为主，中专生人数比例较低，2022 年大专/中专在校生人数分别占全部的 85.50%/14.50%；23H1 大专/中专在校生人数分别占全部的 86.2%/13.8%。在增速方面，大专在校生增长较为明显，2017-2022 年的 CAGR 为 12.99%，中专在校生增长相对较慢，CAGR 为 8.64%。2022 年大专生在校人数增幅较大，同比 2021 年增加 22.34%，而中专生在校人数缩减，同比 2021 年下降 11.14%；23H1 大专生在校人数增幅较大，同比 2022 年 H1 增加 20.10%，而中专生在校人数缩减，同比 22H1 减少 15.00%。

公司职业教育品牌广受认可，每年新增学生人数持续增加。据公司公告披露，每年新入学的大专学生从 2019 年的 4086 人提高至 2022 年的 9192 人，此期间 CAGR 约为 31.03%。2022 年，受益于国家大力发展职业教育的政策优势以及社会对职业应用型人才的需求，公司不断提高教学质量、推动校企合作，品牌认可度提升，相较于 2021 年，2022 年新入学大专学生数同比增长 61.92%。公司有望加强拓展职业教育市场，凭借自身优势吸引更多学生入学，招生形势持续向好。

公司不断完善职业教育品质，生均收入逐步提高。多年来，石家庄理工职业学院秉承“格物致知、学以致用”的教学理念，丰富完善教学结构，并通过了国际标准 ISO9001 质量管理体系认证，全面提高教学管理质量，学费水平不断提升，其中中专生生均学费收入增速较快。2018 至 2022 年间，大专生生均学费收入 CAGR 约为 8.66%，2022 年生均学费达 8658 元/年，23H1 半年生均学费达 4880 元/年；中专生 CAGR 约为 12.98%，2022 年生均学费达 6861 元/年，23H1 半年生均学费达 4035 元/年。

图 11: 历年公司职业教育新入学大专生人数 (单位: 人)


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 12: 2015-2023H1 大专和中专生生均收入 (单位: 元)


资料来源: 公司年报, 二十一世纪教育招股说明书, 民生证券研究院

2.3 未来方向: 建设高邑校区, 助力产教融合

重点落实高邑校区建设, 已于 2023 年 8 月底投入使用。2021 年 4 月, 公司和河北省石家庄市高邑县政府达成合作意向, 将于高邑建设石家庄理工职业学院的新校区。新校区有利于扩大石家庄理工职业学院的学生容纳量, 有利于获取更多招生指标, 扩大职业教育办学规模。此校区拟规划用地约 1000 亩, 可容纳 3 万名学生。2022 年, 新校区建设项目稳步推进, 被列入《河北省 2022 年省重点建设项目》。2022 年, 公司通过公开竞标取得高邑县土地使用权, 合计收购教育用地约 419.37 亩、商业用地约 69.40 亩, 并启动新校区的配套设施建设进程。新校区已于 2023 年 9 月完成首批学生入学, 入驻约 8000 名新生。

公司积极拓展合作关系, 为产教融合增添新驱动力。公司将于高邑县获取 200 亩产教融合规划土地, 用于设立高科技产教融合园区, 和当地高新技术产业、科研院所等协同发展, 目标是培育高素质的技能型人才。截至 23H1, 公司积极与当地政府、行业协会以及重点企业合作各类项目, 丰富产教融合格局, 现已成立智能制造、互联网+、数字经济等新兴产业相关的 13 个产业学院, 并入选《河北省第三批产教融合型企业》, 成果得到认可。

校企合作方面, 学校与多家企业开展深度产教融合, 共同培育学生能力。在校企共建的产业学院中, 学校负责公共课程, 企业负责专业课程, 致力于从源头解决大学生就业和行业人才错配问题, 覆盖大学生“学业”至“就业”的全部周期。截至 2023 年 H1, 石家庄理工学院已有 14 家企业与 22 个专业开展特色专业共建, 设置订单班 20 余个。现有校内实验实训中心 58 个, 校外实训基地 225 个。院校也与国内外 700 多家优质企业开展长期合作, 包括海尔集团公司、松下电器有限公司、华为技术有限公司等, 累计为学生提供实习实训岗位 1.2 万余个, 并斥资数千万元人民币引入企业实训室。未来公司有望进一步加强校企合作, 提供更多有针对性的实践课程, 有助于提升学院的品牌口碑, 加大招生规模。

表 4: 公司校企合作有关成果梳理

分类	具体成果
专业班级	石家庄理工职业学院的 22 个专业与 14 家企业开展特色专业共建, 占总体专业的 27.85%。 设置订单班 20 个, 共涉及多达 2,308 名学生。
实习实训	学徒制试点专业 15 个, 建设重点专业群实训基地 13 个, 现有校内实验实训中心 58 个, 校外实训基地 225 个。 累计与 700 余家国内外名优企业建立了长期合作关系, 提供实习实训岗位 1.2 万余个。
产业学院	与腾讯云计算有限公司共同成立腾讯云人工智能产业学院。 与吉利汽车集团有限公司成立 ‘吉利汽车产业学院’。 与河北唐讯信息技术有限公司成立 ‘唐讯专精特新数字产业学院’。 与河北建投电力科技服务有限公司正式签约, 在 ‘高校新建校园综合能源服务’ 领域进行全方位合作。

资料来源: 公司年报, 民生证券研究院整理

政校合作方面, 公司将打造产业科技园并开展多项深度合作, 目标互惠共赢。

据 2021 年年报, 公司在和高邑县政府达成的合作中获得 200 亩产教融合规划土地, 用于建造产业园区或产业科技园, 为未来学生的学习实训提供地点。我们认为, 此番举措一方面可有效利用高邑县的丰富土地资源, 另一方面也可分享石家庄市的都市功能配套, 有助于吸引人才入驻、形成产业集群。同时, 公司于 2022 年与高邑县政府合作成立 3 个产业学院, 围绕数字经济、绿色建材和现代商贸物流专业开展有关合作。此外, 公司也与其他政府机构、智库机构等达成多项合作, 全面推动产教融合, 有助于塑造自身品牌效应。

表 5: 公司政校合作有关成果梳理

时间	具体成果
2022 年 4 月	与石家庄市鹿泉区人力资源和社会保障局共建 ‘信创产业学院’。
2022 年 7 月	河北省政策科学研究会产教融合政策创新工作委员会于石家庄理工职业学院设立。
2022 年 7 月	中标河北省发展和改革委员会《财经领域重大问题决策咨询项目》。
2022 年 10 月	为石家庄市鹿泉区科学技术和工业信息化局《通信设备制造与应用服务创新型产业集群》项目撰写全景分析。

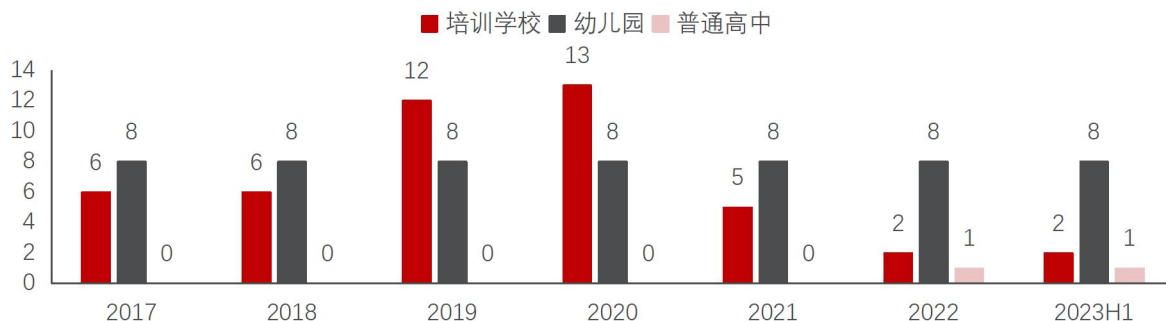
资料来源: 石家庄理工职业学院官网, 民生证券研究院整理

3 非职业教育：国家政策驱动利好新高考业务，学前教育业务状况稳定上升

目前公司的非职业教育主要由三块业务构成：普通高中、新高考业务机构、幼儿园。截至 23H1，公司非职业教育板块包括 1 所全日制普通高中（石家庄育英实验中学），2 所新高考业务机构，和 8 所新天际幼儿园。其中，石家庄育英实验中学于 2022 年 9 月被公司收购，用于拓展高中教育业务为公司的学生人数和收入带来增量；公司的新高考业务则是受到政策变动影响在曾经的培训学校业务上关停 K9 培训业务，聚焦高考升学渠道服务，为学生提供规划指导；幼儿园业务结构保持不变。

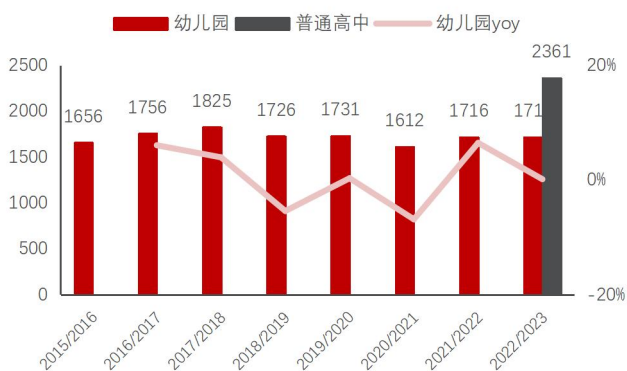
“强基计划”及“双减”政策出台，驱动公司转型新高考业务，公司积极围绕新高考延展上下游业务并购普通高中。2020 年 1 月 14 日，教育部发布《关于在部分高校开展基础学科招生改革试点工作的意见》（「强基计划」）。计划的发布意味着国家倾向选拔培养综合素质优秀和基础学科拔尖的学生，突出基础学科和成绩的重要性，使高校招生录取焦点回归高考成绩，公司迅速布局非职业教育文化教育业务，成立京津冀大区新高考事业部引入培尖教育业务。2021 年，国家发布《关于推广部分地方义务教育课后服务有关创新举措和典型经验的同时》和双减意见，对提供学校课程辅导的校外培训机构严格监管。公司旗下所涉及的培训学校积极相应政策，全部关停，但 2021 年停业部分仅占整体利润的 9%。2022 年，公司进一步发展培尖新高考业务，旗下培训学校转型成为新高考业务机构；同时基于“双减”政策，公司收购石家庄育英实验中学，业务转变延展至高中教育版块。

公司业务战略布局高效，高中教育和新高考业务基于政策发展顺利。2021 年 7 月国家颁布“双减”政策打击校外培训业务，公司便迅速调整战略布局将业务延展至高中教育板块，并于 2022 年 9 月收购石家庄育英中学。石家庄育英中学 1994 年建校，已凭多年教学实践形成了由衡水名校名师组成的教学教研培训团队，面对高考和基础学科教学有巨大优势，顺应强基计划的要求号召；且学校提供多元化教学，涵盖美术、舞蹈、体育等课程，对应 2020 年发布的《深化新时代教育评价改革总体方案》所提倡的综合素质重要性与多元化高考录取要求。购入后学校招生顺利，2023 年 H1 共有 2361 名全日制学生入读石家庄育英中学，学生平均收入为 9137 元。2023 年大学（包含本科和大专）升学率约 98%；美术联考上线率达 94.7%，艺体舞蹈省联考上线率达 86.1%，均高于河北全省平均上线率。另外，石家庄育英实验中学于 2023 年 8 月完成新址搬迁，将进一步改善办学条件，提高教学质量。新校区拥有更为完备的教学设施以及更为舒适的学习与生活环境，有助于吸引更多学生入读，扩大办学规模。2023 年上半年，新高考业务服务 31 所高中学校/项目，与全国 20 余个省份百余所学校达成合作，向全国近 2,500 名学生提供规划指导。

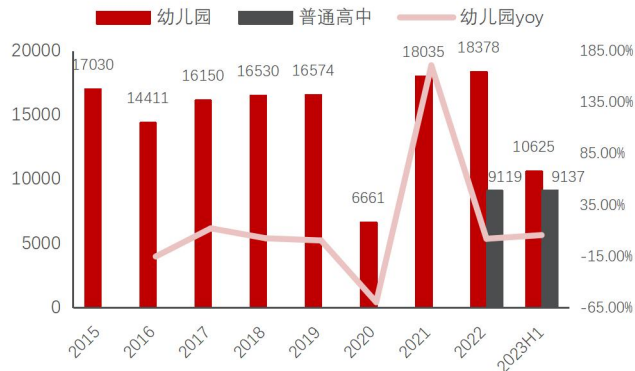
图 13: 2017-2023H1 非职业教育各类学校数量 (单位: 所)


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

公司学前教育业务稳定增长。经过多年经营, 公司的 8 所幼儿园已在石家庄当地建立起良好口碑与品牌形象, 保持平稳运营, 持续为本公司贡献收入和利润。2015 至 2022 年期间, 公司旗下幼儿园的学生入读人数变动幅度较小, 总体从 2015 年的 1656 人增至 2022 年的 1718 人, 2023 年 H1 服务学龄前儿童 1895 名, 屡创新高。虽然幼儿园平均收入从 2015 年的 17030 元降至 2016 年的 14411 元, 有所下滑, 但后期稳定回升。2016 至 2022 年期间, 除 2020 年受疫情影响幼儿园只营业 5 个月导致全年平均收入较低, 其余时间幼儿园平均收入皆为持续稳定增长趋势, 在 2022 年达到 18378 元, 仍然小幅提升, 2023 年 H1 半年生均收入达到 10625 元, 较 2022 年 H1 同比增长 5.5%。

图 14: 2015-2022 学年非职业教育各类学校学生入读人数 (单位: 人)


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 15: 2015-2023H1 非职业教育各类学校生均收入 (单位: 元/学生)


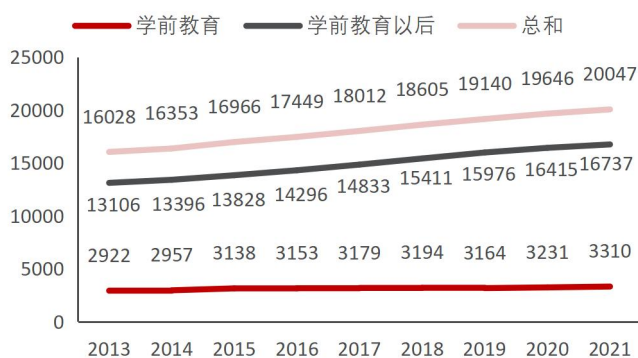
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

整体非职业教育市场受众规模保持增长趋势, 看好非职业教育市场与新高考业务在全国的发展。公司旗下的非职业教育业务版块涵盖了从幼儿园到高中阶段, 因此可将非职业业务分成学前教育 (幼儿园阶段) 和学前教育后两个版块。公司所在地区河北省的非职业教育受众规模仍保持增长趋势。2013 年至 2021 年, 河北省非职业教育阶段每十万人平均在校生数保持增长趋势, 从 2013 年的 16028 人增至 2021 年的 20047 人。在此期间内, 幼儿园和小初高的每十万人平均在校生数也都持续增长, 未曾下降, 故而我们看好河北省未来的整体非职业

教育市场受众规模发展趋势。

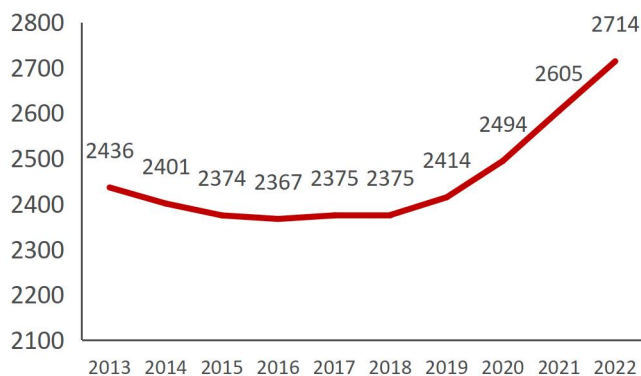
而公司的新高考业务在区域深耕规划基础上，向河北、河南、山东等全国区域拓展合作业务。2018 年开始，全国普通高中在校学生数呈上涨态势，从 2018 年的 2375 万人持续不断增至 2022 年的 2714 万人，在此背景下，我们认为未来随着公司持续向河南、湖北等地区的拓展，新高考业务仍有较大增长空间。

图 16: 2013-2021 年河北省非职业教育各阶段每十万人口平均在校生数 (单位: 人)



资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

图 17: 2013-2022 年全国普通高中在校学生数 (单位: 万人)



资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

4 行业现状：有力政策扶持，未来前景广阔

4.1 多重政策出台推动行业改革

2019 年以来，职业教育领域政策相继出台，产教融合成为重点方向。近年来，国家多次出台职业教育相关政策，鼓励发展开展产教融合行动，职业教育改革势在必行。其中，2019 年 2 月，《国家职业教育改革实施方案》出台，强调建设高水平高等职业学校、骨干专业和产教融合实训基地。2021 年 10 月推出《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》，要求应当鼓励上市公司和龙头企业举办职业教育，鼓励各类企业依法参与举办职业教育，目标是 2025 年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%。2022 年 5 月，《职业教育法》颁布新修订版本，从法律地位上明确了职业教育的目的，强调了职业教育办学主体地位，要求发展平等的职业教育的机会。2022 年 12 月，《关于加强新时代高技能人才队伍建设的意见》被提出，要求提升高技能人才比例，发挥职业学校的基础性作用。

2023 年青年失业率创新高，就业压力加大，产教融合新政策赋能职业教育发展。2023 年 5 月青年失业率高达 20.8%，高校学生亦面临较大就业压力。因此，为推动职业教育产教融合高质量发展，加强人才培养，6 月 13 日，国家发展改革委、教育部、人力资源社会保障部等 8 部门联合印发《职业教育产教融合赋能提升行动实施方案（2023—2025 年）》。方案将进一步落实以往提及的产教融合方向，强化实践作用。新政策的提出，彰显了国家对于职业教育行业的支持。我们也认为产教融合有利于缓解产业需求和人才供给间的错配问题，职业教育赛道未来广阔。

表 6：2019 年以来职业教育政策梳理

时间	政策	具体内容
2019 年 2 月	《国家职业教育改革实施方案》	2022 年职业院校教育条件基本达标，建设 50 所高水平高等职业学校和 150 个骨干专业（群），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。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。
2019 年 2 月	《加快推进教育现代化实施方案（2018-2022 年）》	深化职业教育产教融合，构建产业人才培养培训新体系，完善学历教育与培训并重的现代职业教育体系，推动教育教学改革与产业转型升级衔接配套。
2019 年 7 月	《职业技能提升行动方案（2019-2021 年）》	支持企业兴办职业技能培训；推动职业院校扩大培训规模；鼓励支持社会培训和评价机构开展职业技能培训和评价工作。2021 年底技能劳动者占就业人员总量 25%以上，高技能人才占技能劳动者比例达 30%。
2020 年 9 月	《职业教育提质培优行动计划》	2023 年培育 200 所“三全育人”典型学校，培育遴选 100 个名班主任工作室、100 个德育特色案例；依托国有企业、大型民企建立 1000 个示范性流动站。发挥职教集团推进企业参与职业教育办学的纽带作用，打造 500 个左右实体化运行的示范性职教集团、100 个技工教育集团。
2021 年 3 月	《“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》	十四五期间高等教育毛入学率提升至 60%；推行“学历证书+职业技能等级证书”制度；一体化设计中职、高职、本科职业教育培养体系，深化“三教”改革。
2021 年 4 月	《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》	各级人民政府应当依法支持和规范社会力量举办民办教育，保障民办学校依法办学、自主管理，鼓励、引导民办学校提高质量、办出特色，满足多样化教育需求。
2021 年 10 月	《关于推动现代职业教育	鼓励上市公司、行业龙头企业举办职业教育，鼓励各类企业依法参与举办职业教育。2025 年职业

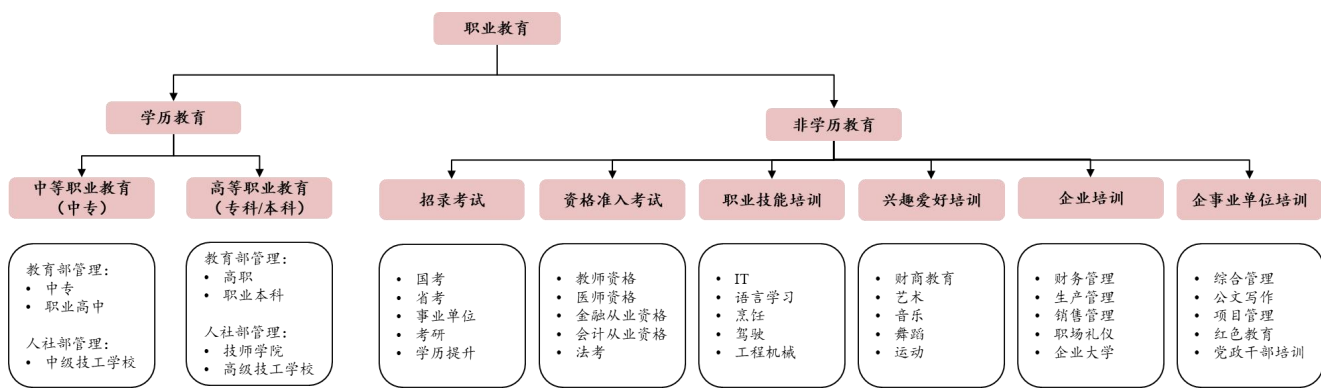
2022 年 5 月	高质量发展的意见 新修订《职业教育法》	本科教育招生规模不低于高等职业教育招生规模的 10%。 1.明确职业教育的目的定位; 2.强化职业教育办学主体; 3.平等职业教育的机会待遇。
2022 年 10 月	《关于加强新时代高技能人才队伍建设的意见》	十四五期末, 技能人才占就业人员的比例达到 30%以上, 高技能人才占技能人才的比例达 1/3。 意见要求发挥职业学校培养高技能人才的基础性作用, 优化高技能人才培养资源和服务供给。
2022 年 12 月	《深化现代制造业教育体系建设改革意见》	提升职业学校关键办学能力; 建设开放型区域产教融合实践中心; 建设一批高水平职业学校和专业, 探索发展综合高中, 支持技工学校教育改革发展
2023 年 6 月	《职业教育产教融合赋能提升行动实施方案(2023—2025 年)》	1. 推动形成产教融合头雁效应。2. 夯实职业院校发展基础。3. 建设产教融合实训基地。4. 深化产教融合校企合作。5. 健全激励扶持组合举措。

资料来源: 教育部, 国务院, 人社部, 民生证券研究院

4.2 职业教育体系层次丰富, 规模有望扩大

职业教育涵盖学历教育和非学历教育, 旗下细分赛道多元发展。国内职业教育行业可划分为学历教育和非学历教育两个大类。学历教育包括中等职业教育(中专、职业高中以及中级技工学校)和高等职业教育(高职、职业本科、技师学院、高等技工学校), 公立和民办学校兼有, 与普通中等、高等教育并行。非学历教育旗下共有六个细分类别, 包括招录考试、资格准入考试、职业技能培训、兴趣爱好培训、企业培训以及企事业单位培训, 囊括众相关培训赛道, 多为民办机构。

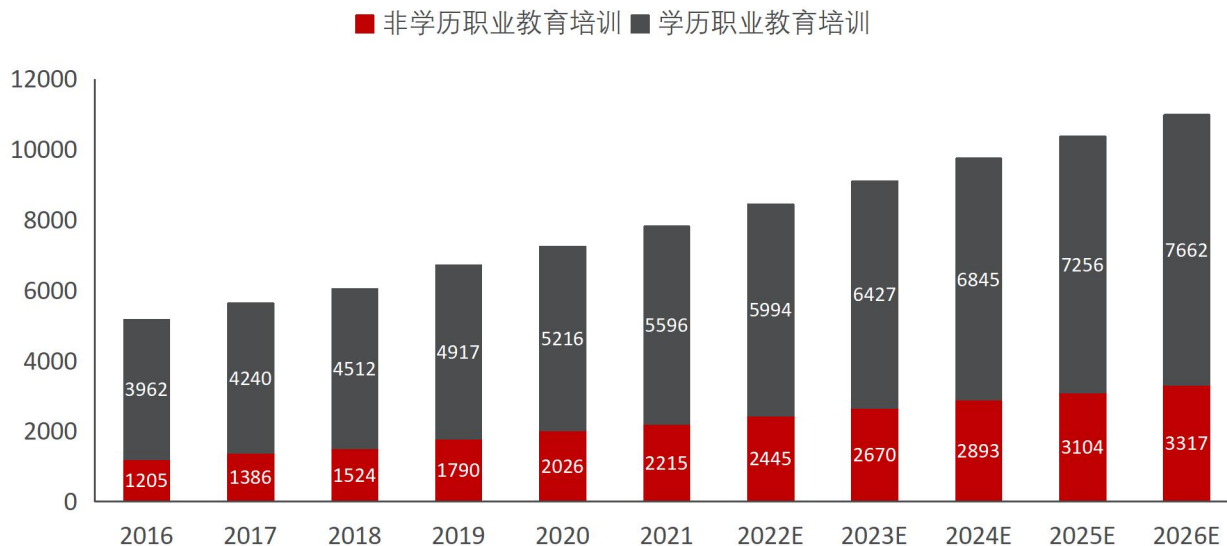
图 18: 国内职业教育行业体系划分



资料来源: 中商产业研究院, 民生证券研究院绘制

职业教育行业空间广阔, 未来规模有望持续增长。根据弗若斯特沙利文的数据, 2016-2021 年间, 职业教育行业的整体规模从 2016 年的 5167 亿元增长至 2021 年的 7811 亿元, 对应 CAGR 为 8.62%, 且其预计到 2026 年, 整体行业规模将突破万亿。分板块看, 学历职业教育在整体市场中的占比更高, 2021 年规模为 5596 亿元, 占比为 71.64%, 2016-2021 年期间的 CAGR 约为 7.15%; 非学历职业教育市场 2021 年规模约 2215 亿元, 占比为 28.36%, 2016-2021 年期间的 CAGR 约为 12.95%。

图 19: 职业教育行业现有规模 (单位: 亿元)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

公司核心业务分位职业教育和非职业教育两大板块，我们做如下盈利预测：

1) 职业教育：职业教育业务主要为开办石家庄理工职业学院，历史营收业绩良好，由于就读人数增加，职业教育收入增速较为稳定。此外公司亦托管运营石家庄铁道大学四方学院西校区，非职业教育重点业务。公司积极建设石家庄理工职业学院高邑校区，并已在 8 月 26 日举行揭牌仪式投入使用，我们预计此举将带动招生指标增加，未来就读学生人数有望迎来放量。随着院校教育水平提升，平均学费也将略微提高。我们预计 2023-2025 年公司职业教育业务增速分别为 28.75%/26.69%/23.60%，对应收入分别为 2.88/3.65/4.51 亿元。

2) 非职业教育：非职业教育业务主要为开办 1 所普通高中石家庄育英实验中学、2 所新高考业务机构以及 8 所新天际幼儿园。2022 年公司完成收购石家庄育英实验中学，开拓普通高中业务板块，为非职业教育业务学生人数和收入带来额外增量。公司新高考业务聚焦高考升学渠道服务，积极开展入校合作，未来将在现有区域规划基础上，向河南、湖北、湖南等区域拓展业务。新天际幼儿园业务保持平稳运营，贡献稳定收入和利润。我们预计 2023-2025 年非职业教育业务的收入增速分别为 26.50%/21.00%/21.00%，对应收入分别为 1.12/1.35/1.63 亿元。

基于以上业务分析和预测，我们预计 21 世纪教育 2023-2025 年整体收入增速及毛利率如下：

1) 收入端：2022 年因为公司受部分 K12 业务关闭影响公司整体收入略微增长，我们认为随着高邑校区的投入使用以及育英中学的并表和投入运营，职业教育和非职业教育有望迎来增长，我们预计 2023-2025 年公司整体营业收入各为 4.0/5.0/6.14 亿元，yoy+28.11%/+25.10%/+22.90%。

2) 毛利率端：随着公司石家庄理工职业学院新校区和新增高中业务的运营，我们预计整体毛利率略有提升，2023-2025 年预计公司整体毛利率各 46.00%/46.03%/46.06%。

表 7：公司各项业务拆分及盈利预测（单位：百万元）

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总收入	308.77	311.91	399.60	499.90	614.37
yoy	21.66%	1.02%	28.11%	25.10%	22.90%
毛利率	41.07%	46.93%	46.00%	46.03%	46.06%
职业教育收入	185.58	223.71	288.02	364.89	451.01
yoy	21.45%	20.54%	28.75%	26.69%	23.60%
非职业教育收入	123.19	88.20	111.58	135.01	163.36
yoy	21.97%	-28.40%	26.50%	21.00%	21.00%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

费用端，我们认为：公司销售费用率预计随着石家庄理工职业学院新校区开启、增加招生而提高，预计 2023-2025 年销售费用率分别为 5.20%/7.20%/9.20%，我们认为管理费用率有望随着公司规模应提升逐渐下降，分别为 18.50%/14.50%/11.50%，财务费用率 2022 年由于疫情影响收入增速放缓而提高，我们认为后续随着收入规模增加财务费用率将有所下调，2023-2025 年分别为 10.90%/10.80%/10.70%；公司并无研发费用。

表 8：公司各项费用拆分及预测（单位：百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
销售费用	16.01	20.78	35.99	56.52
管理费用	70.76	73.93	72.49	70.65
财务费用	35.63	43.56	53.99	65.74
销售费用率	5.13%	5.20%	7.20%	9.20%
管理费用率	22.69%	18.50%	14.50%	11.50%
财务费用率	11.42%	10.90%	10.80%	10.70%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

5.2 估值分析

21 世纪教育的主营业务为职业教育和非职业教育，且未来重点发力职业教育，因此我们选取同样主营职业教育的中教控股和希望教育作为可比公司。2023 年可比公司 PE 均值为 7X，21 世纪教育的 2023 年 PE 估值为 7X，与可比公司平均水平相同，2024 和 2025 年公司 PE 估值低于可比公司平均 PE。公司在职业教育和非职业教育领域深耕多年，就业口碑较好。随着公司深入发展职业教育，进驻高中教育和新高考业务，未来收入和利润有望增厚。

表 9：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (港元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
0839.HK	中教控股	6.16	0.62	0.81	0.92	1.07	10	8	7	6
1765.HK	希望教育	0.46	0.06	0.09	0.10	0.12	8	5	5	4
均值							9	7	6	5
1598.HK	21 世纪教育	0.25	0.02	0.04	0.05	0.06	13	7	5	4

资料来源：wind，民生证券研究院；注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2023 年 9 月 22 日；9 月 22 日，1 港元=0.9337 元人民币；

5.3 投资建议

考虑到公司作为资深教育服务公司，不断丰富产品体系，职业教育和非职业教育双线发展，有望受益于产教融合政策红利，推动收入和利润快速增长。我们预计公司 2023-2025 年分别实现归母净利润 0.45/0.60/0.74 亿元，yoy+64%/+33.5%/+24.4%，9 月 22 日收盘价对应 PE 为 7/5/4 倍。**首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。**

6 风险提示

1) **项目建设进度不及预期。**公司高邑校区有望贡献未来增长点，若项目进展不及预期将影响公司业绩表现。

2) **人才流失风险。**公司为教育集团，旗下有众多学校，若教师流失将对公司正常运营造成打击。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产合计	503	522	568	654
现金及现金等价物	213	154	131	144
应收账款及票据	12	19	21	30
存货	0	0.00	0.00	0.00
其他	279	348	416	480
非流动资产合计	1,452	1,573	1,686	1,795
固定资产	642	663	673	672
商誉及无形资产	200	199	198	197
其他	611	711	816	926
资产合计	1,955	2,094	2,254	2,449
流动负债合计	560	673	793	933
短期借贷	234	234	234	234
应付账款及票据	0	0.00	0.00	0.00
其他	326	440	559	699
非流动负债合计	670	650	630	610
长期借贷	460	440	420	400
其他	210	210	210	210
负债合计	1,230	1,323	1,423	1,543
普通股股本	10	10	10	10
储备	679	724	784	858
归属母公司股东权益	718	763	823	897
少数股东权益	7	8	8	8
股东权益合计	726	771	831	906
负债和股东权益合计	1,955	2,094	2,254	2,449

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	128	289	331	378
净利润	27	45	60	74
少数股东权益	-1	0	0	0
折旧摊销	56	90	91	92
营运资金变动及其他	45	155	180	212
投资活动现金流	-455	-279	-278	-278
资本支出	-588	-110	-100	-90
其他投资	133	-169	-178	-188
筹资活动现金流	187	-69	-77	-88
借款增加	247	-20	-20	-20
普通股增加	-2	0	0	0
已付股利和利息	-7	0	0	0
其他	-50	-49	-57	-68
现金净增加额	-122	-58	-24	13

利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	312	400	500	614
其他收入	11	36	38	40
营业成本	166	216	270	331
销售费用	16	21	36	57
管理费用	71	74	72	71
研发费用	0	0	0	0
财务费用	21	43	53	64
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	-22	-36	-45	-55
除税前利润	27	46	62	77
所得税	1	1	2	2
净利润	27	45	60	75
少数股东损益	-1	0	0	0
归属母公司净利润	27	45	60	74
EBIT	49	89	115	141
EBITDA	105	179	206	232
EPS (港元)	0.02	0.04	0.05	0.06

主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力(%)				
营业收入	1.02	28.11	25.10	22.90
归属母公司净利润	-6.44	64.03	33.49	24.40
盈利能力(%)				
营业利润率	46.93	46.00	46.03	46.06
净利率	8.75	11.21	11.96	12.10
ROE	3.80	5.87	7.26	8.29
ROIC	3.33	6.04	7.54	8.93
偿债能力				
资产负债率(%)	62.88	63.19	63.14	63.01
净负债比率(%)	66.24	67.35	62.90	54.08
流动比率	0.90	0.77	0.72	0.70
速动比率	0.51	0.37	0.31	0.30
营运能力				
总资产周转率	0.19	0.20	0.23	0.26
应收账款周转率	27.62	26.00	25.00	24.00
应付账款周转率	N/A	N/A	N/A	N/A
每股指标 (元)				
每股收益	0.02	0.04	0.05	0.06
每股经营现金流	0.11	0.25	0.29	0.33
每股净资产	0.62	0.66	0.71	0.77
估值比率				
P/E	13	7	5	4
P/B	0.5	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	9.91	5.81	5.05	4.48

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测 (注: 股价为 2023 年 9 月 27 日收盘价)

插图目录

图 1: 21 世纪教育发展历程	4
图 2: 21 世纪教育股权结构图	6
图 3: 2019-2023H1 公司分业务收入及增速 (单位: 亿元)	8
图 4: 公司 2017-2023H1 学生入读人数 (单位: 人)	8
图 5: 2015-2023H1 公司营业收入及增速	9
图 6: 2015-2023H1 公司净利润及增速	9
图 7: 2015-2023H1 公司毛利率和净利率	9
图 8: 21 世纪教育 2017-2023H1 费用率	9
图 9: 2015-2023H1 石家庄理工职业学院就业率情况	11
图 10: 历年公司职业教育全日制在校生人数 (单位: 人)	11
图 11: 历年公司职业教育新入学大专生人数 (单位: 人)	12
图 12: 2015-2023H1 大专和中专生人均收入 (单位: 元)	12
图 13: 2017-2023H1 非职业教育各类学校数量 (单位: 所)	15
图 14: 2015-2022 学年非职业教育各类学校学生入读人数 (单位: 人)	15
图 15: 2015-2023H1 非职业教育各类学校生均收入 (单位: 元/学生)	15
图 16: 2013-2021 年河北省非职业教育各阶段每十万人口平均在校生数 (单位: 人)	16
图 17: 2013-2022 年全国普通高中在校学生数 (单位: 万人)	16
图 18: 国内职业教育行业体系划分	18
图 19: 职业教育行业现有规模 (单位: 亿元)	19

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司管理团队情况一览	4
表 2: 公司业务结构	7
表 3: 公司职业教育领域发展成就	10
表 4: 公司校企合作有关成果梳理	13
表 5: 公司政校合作有关成果梳理	13
表 6: 2019 年以来职业教育政策梳理	17
表 7: 公司各项业务拆分及盈利预测 (单位: 百万元)	20
表 8: 公司各项费用拆分及预测 (单位: 百万元)	21
表 9: 可比公司 PE 数据对比	21
公司财务报表数据预测汇总	23

分析师承诺

本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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

特别声明

本公司其他部门或附属机构持有中国平安 (601318) 股份。但上述持仓不曾、不会、不将对研究业务的独立性、客观性产生影响。

评级说明

投资建议评级标准

以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

	评级	说明
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
行业评级	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026