信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

# 招生稳步复苏，布局现代职业教育

## —科德教育(300192)公司深度报告

2023 年 10 月 22 日

范欣悦 教育人服首席分析师
执业编号：S1500521080001
邮箱：fanxinyue@cindasc.com

证券研究报告

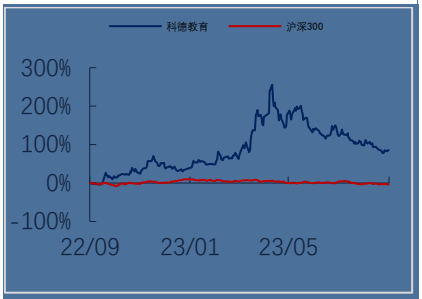
公司研究

公司深度报告

**科德教育(300192)**

**投资评级** 买入

**上次评级**




*资料来源：聚源，信达证券研发中心*

公司主要数据

| | |
|---|---|
| 收盘价（元） | 9.36 |
| 52 周内股价波动区间（元） | 18.18-4.90 |
| 最近一月涨跌幅(%) | 2.86 |
| 总股本(亿股) | 3.29 |
| 流通 A 股比例(%) | 100.00 |
| 总市值(亿元) | 30.79 |

*资料来源：聚源，信达证券研发中心*


信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031


# 招生稳步复苏，布局现代职业教育

2023 年 10 月 22 日

## 本期内容提要：

◆**以龙门教育为基，发展现代职业教育。**公司自 2017 年收购龙门教育以来，一直聚焦现代职业教育，目前已布局中等职业教育、全日制复读学校和职业技能培训服务等教育业务，为学生提供升学和职业发展综合解决方案，符合国家支持现代职业教育发展及产教融合的政策导向。

◆**中职与复读培训为主。**1）全日制复读学校：定位“中西部、中等生、中高考”，打造以高考复读业务为主的全日制继续教育。目前拥有 3 个中高考复读校区，未来有望逐步恢复教学产能。2）中等职业学校：拥有西安培英育才和天津旅外 2 所民办盈利性职业高中，学制 3 年。以职教升学和艺体专业培养为特色。3）职业技能培训服务：依托猿链，提供软件分包和培训。通过平台将任务，人员和流程管理在线化、数据化，快速匹配合适的工作人员，实时监控进度，保证工作质量和效率。组织形式从“公司＋雇员”模式转变为“平台＋个人”和“核心+外围”模式，快速增强企业应变能力，降低运营成本。

◆**投资中昊芯英，携手共推 AI 课程，打造第二成长曲线。**23 年 4 月，公司以 1.3 亿元投资及收购中昊芯英 8.4%股权。主要产品包括推理芯片、训练芯片以及与配套的基础系统软件平台。创始人杨龚轶凡先生的从业经历包括甲骨文 SPARC T8/M8 服务器 CPU 设计生产应用的全过程，及谷歌 TPU2/3/4 代 AI 训练芯片的主要设计、流片和应用全过程。未来双方将在人工智能化职业教育产业方面开展密切合作，开发推广人工智能相关课程。中昊芯英负责培训内容的研发、教具和算法的开发及实现，公司依托智链嘉磊旗下的猿链平台及其他培训人群，进行人工智能培训的策划、落地、营销推广。假设猿链平台有 140 万的人才，每年培训转化率 1%，培训课程单价 1 万元，计算可得，每年将为公司贡献 1.4 亿元的收入。

◆**职校及复读带动利润端显著回暖。**疫情前，整体归母净利润稳步增长，其中龙门教育也保持稳定增长。20 年，受到疫情影响，教育业务归母净利润同比下滑。21 年归母净利润大幅亏损主要因为对子公司龙门教育计提约 4.8 亿元的商誉减值，实际教育业务实现归母净利润约 0.5 亿元。22 年职业教育招生人数增加，盈利能力显著回暖，业绩大幅扭亏；23H1，职校及复读业务在校生人数大幅增长，带动整体业绩同比大幅增长，业绩同增 117.1%。

◆**中职升学路劲扩展，吸引力逐步提升。**随着“职业高考”的推行和完善，以及中央办公厅及国务院提出“到 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%”的目标，中职毕业生进入本科学习的机会增加，渠道更加通畅，将带来中职入学吸引力的提升。

◆**复读市场小而美。**我们将高考报名生源分为统招生以及复读与中职考生，其中 22 年复读与中职考生达 414.6 万人，占整体高考报名人数的 32.1%。假设复读与中职生源中 30%参加培训，高考复读培训单价 1.5 万元，计算得高考复读培训市场空间约 187 亿元。

◆**投资建议与投资评级：**公司定位现代职业教育，职校及复读业务疫情后稳步恢复，西安大本营有望按部就班扩容，带来稳定增长。此外，投资中昊芯英布局 AI+教育，有望进一步打开成长空间。我们预计 23~25 年 EPS 为 0.38/0.50/0.64 元，当前股价对应 PE 为 24x/19x/15x，估值具备性价比，首次覆盖，给予“买入”评级

◆**风险提示：**宏观经济下行对教育行业的影响；政策变化的影响；招生不及预期的影响。

| 重要财务指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业总收入(百万元) | 858 | 795 | 782 | 922 | 1,081 |
| 增长率 YoY % | 1.0% | -7.3% | -1.6% | 17.9% | 17.2% |
| 归属母公司净利润(百万元) | -447 | 74 | 126 | 164 | 211 |
| 增长率 YoY% | -491.3% | 116.6% | 70.7% | 30.0% | 28.1% |
| 毛利率% | 32.1% | 30.9% | 33.9% | 34.6% | 36.2% |
| 净资产收益率 ROE% | -67.2% | 10.0% | 14.6% | 16.0% | 17.0% |
| EPS(摊薄)(元) | -1.36 | 0.23 | 0.38 | 0.50 | 0.64 |
| 市盈率 P/E(倍) | — | 41.59 | 24.36 | 18.74 | 14.63 |
| 市净率 P/B(倍) | 4.63 | 4.17 | 3.56 | 2.99 | 2.48 |

*资料来源：万得，信达证券研发中心预测;股价为 2023 年 10 月 20 日收盘价*

目 录

科德教育：以龙门教育为基，发展现代职业教育 ..... 6
业务介绍：中职与复读培训为主，AI+教育构筑第二成长曲线 ..... 6
一、全日制复读学校 ..... 6
二、中等职业学校 ..... 7
三、职业技能培训服务 ..... 9
三、投资中昊芯英，携手共推 AI 课程 ..... 10
财务分析：职校及复读稳步修复，盈利能力改善 ..... 11
职业教育长坡厚雪，复读赛道小而美 ..... 16
一、职业教育空间大，符合国家产业升级趋势 ..... 16
二、职业培训将更加贴合产业升级方向 ..... 17
三、中职升学路劲扩展，吸引力逐步提升 ..... 19
四、复读市场小而美 ..... 20
盈利预测及投资建议 ..... 22
风险提示 ..... 23

表 目 录

表 1 重要股东持股比例 ..... 6
表 2 中高考复读校区 ..... 7
表 3 与中昊芯英增资及股转协议细则 ..... 11
表 4 主要参股控股公司净利润 ..... 15
表 5: 职业教育政策 ..... 17
表 6 我国主要就业形式 ..... 18
表 7 政策禁止公办高考复读 ..... 20
表 8 高考复读收费 ..... 21
表 9 高考复读培训市场空间测算 ..... 21
表 10 公司收入拆分及预测 ..... 22
表 11 可比公司估值 ..... 22

图 目 录

图 1 公司发展历程 ..... 6
图 2 中高考复读校区数量 ..... 7
图 3 西安育才职高招生人数（人） ..... 8
图 4 天津旅外毕业生人数（人） ..... 8
图 5 天津旅外净利润（万元） ..... 9
图 6 猿链平台 ..... 9
图 7 麒麟软件实训教学解决方案总架构 ..... 10
图 8 公司教育业务收入（亿元）及同比增速 ..... 12
图 9 公司教育业务收入（亿元）拆分 ..... 12
图 10 公司油墨化工业务收入（亿元）及同比增速 ..... 13
图 11 公司分产品毛利率 ..... 13
图 12 公司整体毛利率 ..... 14
图 13 公司销售、管理、研发费用率 ..... 14
图 14 公司归母净利润（亿元）及同比增速 ..... 15
图 15 我国职业教育行业市场规模（亿元） ..... 16
图 16 学历职业教育和非学历职业教育的划分 ..... 17
图 17 高技术产业投资增速 ..... 18
图 18 初中毕业生进入中等职业教育与普通高中占比 ..... 19
图 19 中职升学路径 ..... 20
图 20 高考报名人数（万人） ..... 21

## 投资聚焦

**报告亮点:**

详细梳理了公司各项业务，具体测算了未来 AI+教育课程可能带来的业绩增量。对我国职业教育中中职、复读、职业培训赛道作出发展研判。

**投资逻辑:**

**中职与复读培训为主。**1）全日制复读学校：定位“中西部、中等生、中高考”，打造以高考复读业务为主的全日制继续教育。依托 20 多年对中高考补习的研究与实践，坚持“三分靠教师教，七分靠老师管和学生学”的教学理念，创立“导师+讲师+专业班主任+分层次滚动式教学+全封闭准军事化管理”的龙门“5+”教育模式。目前拥有 3 个中高考复读校区，未来有望逐步恢复教学产能。2）中等职业学校：拥有西安培英育才和天津旅外 2 所民办盈利性职业高中，学制 3 年。以职教升学和艺体专业培养为特色，在确保办学规模的基础上，公司将合理调整招生专业结构，提升生源质量，借助国家一直推动职教高考等政策，给中职学生更多职业方向的就业升学路径选择。3）职业技能培训服务：依托猿链，提供软件分包和培训。通过平台将任务，人员和流程管理在线化、数据化，快速匹配合适的工作人员，实时监控进度，保证工作质量和效率。组织形式从“公司 + 雇员”模式转变为“平台 + 个人”和“核心+外围”模式，快速增强企业应变能力，降低运营成本。

**投资中昊芯英，携手共推 AI 课程，打造第二成长曲线。**23 年 4 月，公司以 1.3 亿元投资及收购中昊芯英 8.4%股权。主要产品包括推理芯片、训练芯片以及与配套的基础系统软件平台。创始人杨龚轶凡先生的从业经历包括甲骨文 SPARC T8/M8 服务器 CPU 设计生产应用的全过程，及谷歌 TPU2/3/4 代 AI 训练芯片的主要设计、流片和应用全过程。未来双方将在人工智能化职业教育产业方面开展密切合作，开发推广人工智能相关课程。中昊芯英负责培训内容的研发、教具和算法的开发及实现，公司依托智链嘉磊旗下的猿链平台及其他培训人群，进行人工智能培训的策划、落地、营销推广。假设猿链平台有 140 万的人才，每年培训转化率 1%，培训课程单价 1 万元，计算可得，每年将为公司贡献 1.4 亿元的收入。

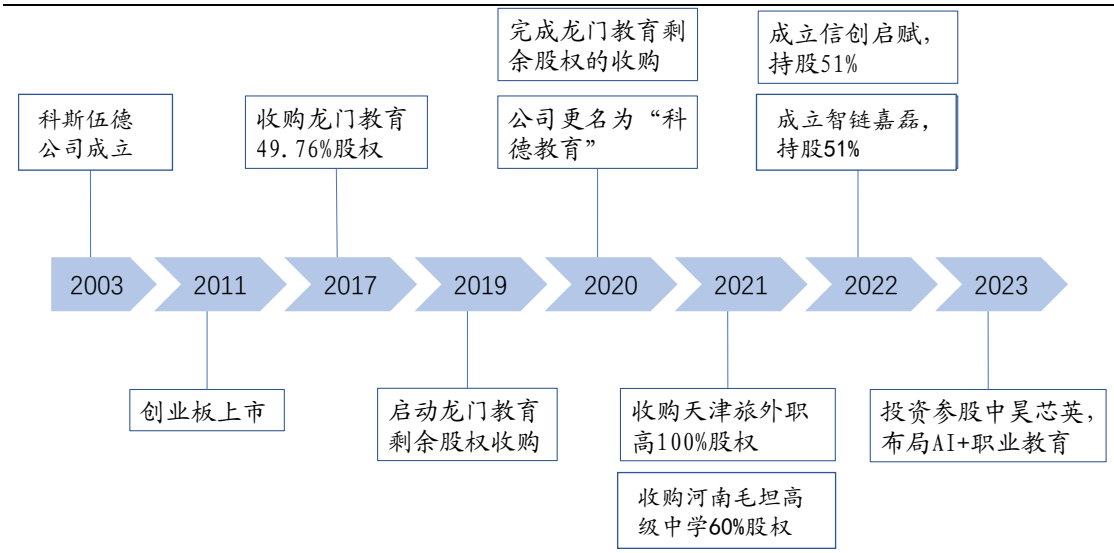
**职校及复读带动利润端显著回暖。**疫情前，整体归母净利润稳步增长，其中龙门教育也保持稳定增长。20 年，受到疫情影响，教育业务归母净利润同比下滑。21 年归母净利润大幅亏损主要因为对子公司龙门教育计提约 4.8 亿元的商誉减值，实际教育业务实现归母净利润约 0.5 亿元。22 年职业教育招生人数增加，盈利能力显著回暖，业绩大幅扭亏；23H1，职校及复读业务在校生人数大幅增长，带动整体业绩同比大幅增长，业绩同增 117.1%。

**复读市场小而美。**我们将高考报名生源分为统招生以及复读与中职考生，其中 22 年复读与中职考生达 414.6 万人，占整体高考报名人数的 32.1%。假设复读与中职生源中 30% 参加培训，高考复读培训单价 1.5 万元，计算得高考复读培训市场空间约 187 亿元。

# 科德教育：以龙门教育为基，发展现代职业教育

**聚焦现代职业教育。**科斯伍德于 03 年成立，20 年完成对龙门教育全部股权收购后，更名为科德教育。公司自 2017 年收购龙门教育以来，一直聚焦现代职业教育，目前已布局中等职业教育、全日制复读学校和职业技能培训服务等教育业务，为学生提供升学和职业发展综合解决方案，符合国家支持现代职业教育发展及产教融合的政策导向。

**图 1 公司发展历程**




*资料来源：公司招股书，公司公告，信达证券研发中心*

**深度绑定龙门教育创始人和核心管理层。**吴贤良先生为公司实际控制人、董事长及总经理，持股比例达 27.57%。与龙门教育高管深入绑定，马良铭先生为龙门教育创始人，持股比例达 9.0%；董兵先生为公司董事、西安龙门补习学校校长，持股比例 2.43%。

**表 1 重要股东持股比例**

| 股东 | 持股比例 | 职务 |
|---|---|---|
| 吴贤良 | 27.57% | 实际控制人、董事长兼总经理 |
| 马良铭 | 9.00% | 龙门教育创始人，原副董事长、董事 |
| 董兵 | 2.43% | 董事，西安龙门补习学校校长 |

*资料来源：公司公告，信达证券研发中心*

*注：截至 2023 年中报*

# 业务介绍：中职与复读培训为主，AI+教育构筑第二成长曲线

## 一、全日制复读学校

**定位“中西部、中等生、中高考”，打造以高考复读业务为主的全日制继续教育。**依托 20 多年对中高考补习的研究与实践，坚持“三分靠教师教，七分靠老师管和学生学”的教学理念，创立“导师+讲师+专业班主任+分层次滚动式教学+全封闭准军事化管理”的龙门“5+”教育模式。为了在新冠疫情期间降本增效，缩减 2 个校区，目前拥有 3 个中高考复读校区，

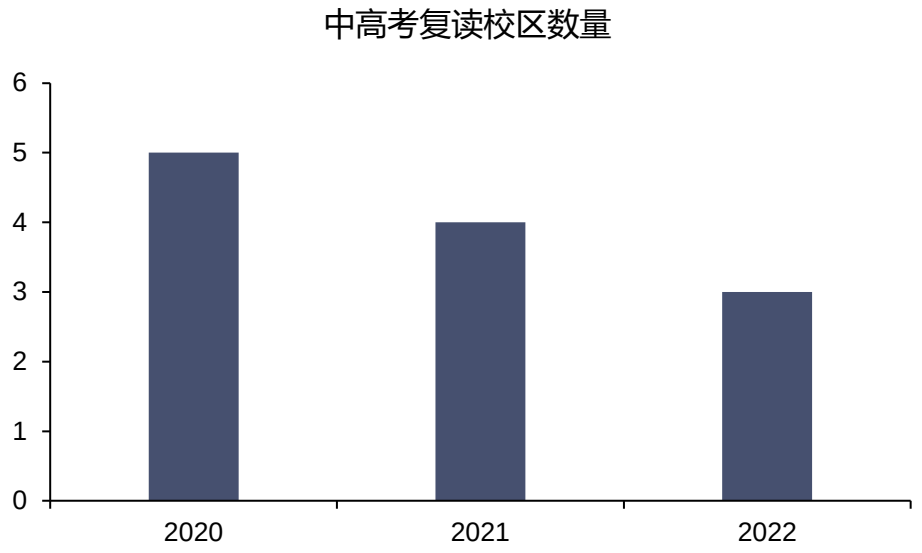
未来有望逐步恢复教学产能。

**表 2 中高考复读校区**

| 校区 | 主营业务 |
| --- | --- |
| 莲湖校区 | 高考复读、中考复读 |
| 长安南路校区 | 中考复读 |
| 东关校区 | 中考复读 |

*资料来源：龙门教育官网，信达证券研发中心*

**图 2 中高考复读校区数量**




*资料来源：公司公告，信达证券研发中心*

*注：华美校区为西安培英育才职高的校址，主营中职业务，因此并未计算在中高考复读校区的数量中。*

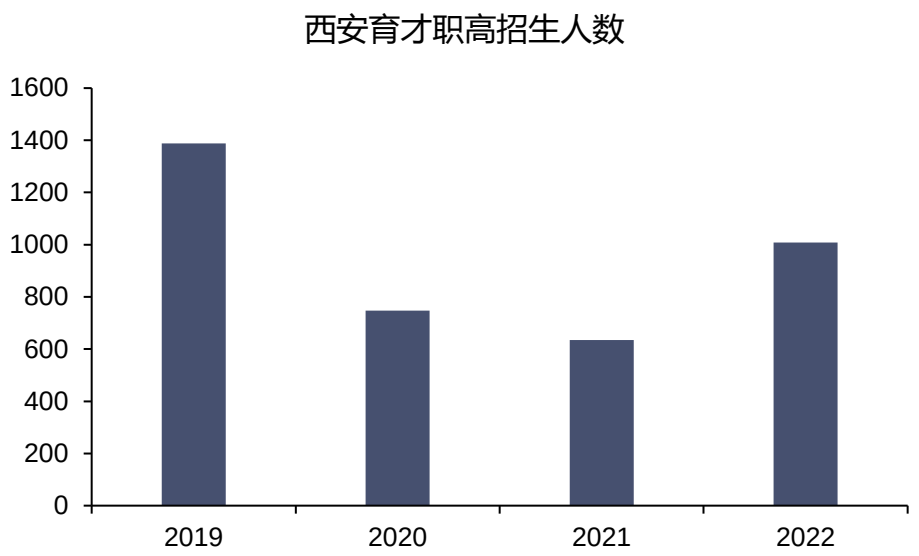
**建立了高素质、高效率的管理团队和经验丰富的研发团队**，核心成员具备多年的教育行业经验，结合中高考课程标准及教学实际，编写适合各学段各层次学生学情的校本教材，优化更新课程内容，持续提升教学质量及教学效果。据龙门补习公众号显示，23 年高考重点班上线率 100%，平行班本科上线率 86.8%，全校高考生平均提分 80~120 分，可见教学效果显著。

## 二、中等职业学校

**拥有西安培英育才和天津旅外 2 所民办盈利性职业高中，学制 3 年。**以职教升学和艺体专业培养为特色，在确保办学规模的基础上，公司将合理调整招生专业结构，提升生源质量，借助国家一直推动职教高考等政策，给中职学生更多职业方向的就业升学路径选择。

**西安培英育才是龙门旗下职高，主要开设计算机应用、动漫与游戏制作、绘画、播音与主持等专业。**新冠疫情前，招生人数超过 1000 人，20、21 年招生受疫情影响，22 年呈恢复状态。

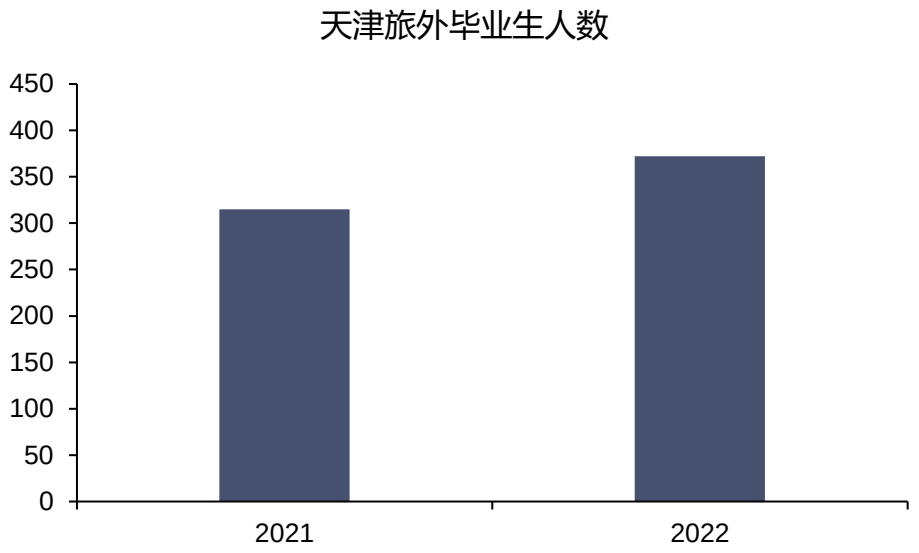
图 3 西安育才职高招生人数（人）




资料来源：西安培英育才官网，信达证券研发中心

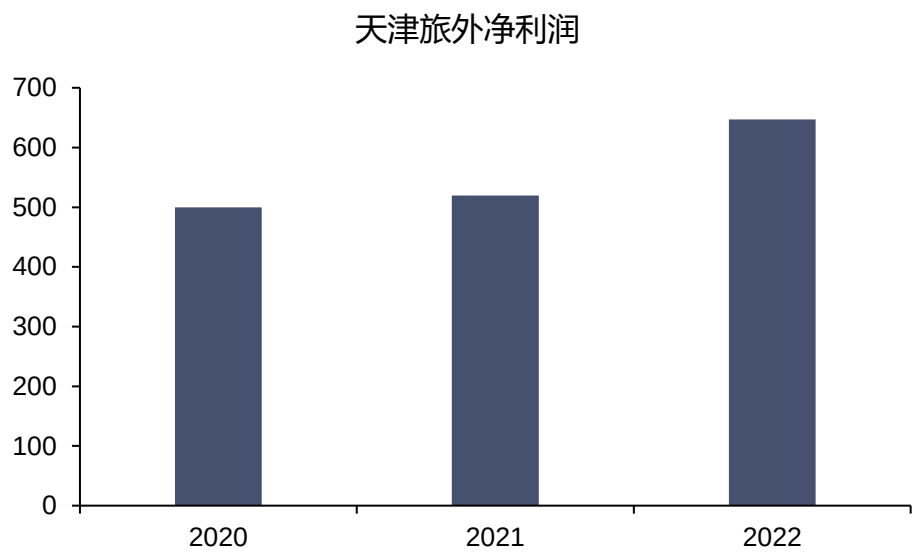
**公司在 21 年收购天津旅外职高，天津旅外下设 2 个校区**，主要设置旅游外语专业（市重点专业）、商务英语专业（市级重点专业）、航空服务专业、旅游服务与管理专业和高星级饭店运营与管理等专业。22 年，春季高考本科上线率为 20%，秋季高考本科上线率为 38%。收购前，天津旅外每年招生 300 多人（参考 21、22 年毕业生推算），公司收购赋能后招生人数显著提升，目前在校生超过 2000 人，带来收入和利润增长。

图 4 天津旅外毕业生人数（人）




资料来源：天津旅外公众号，信达证券研发中心

图 5 天津旅外净利润（万元）

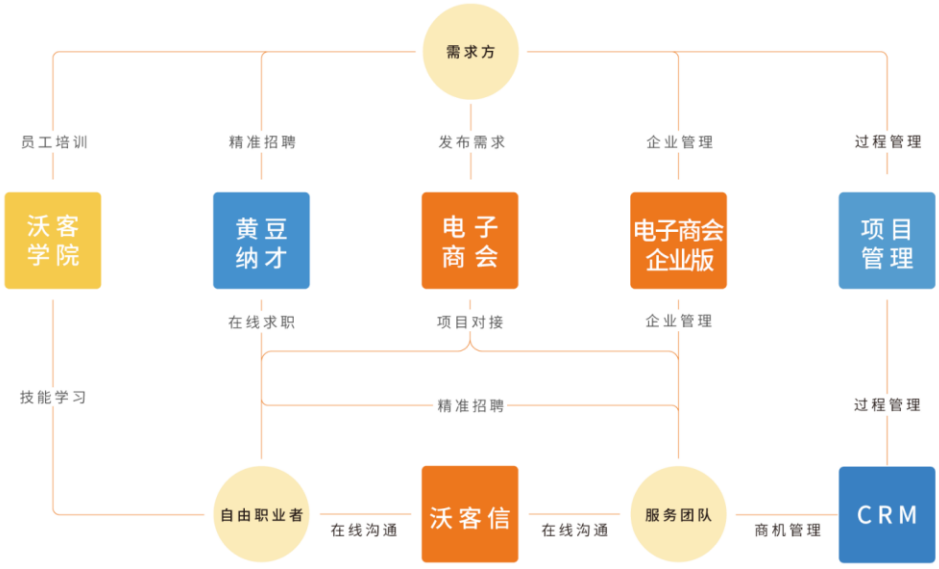



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 三、职业技能培训服务

**依托猿链，提供软件分包和培训。**公司持股 51%的控股子公司智链嘉磊是中国电子商会数字开发者共享平台（猿链）的运营公司，猿链是一个垂直于数字化的云工作服务平台，通过平台将任务，人员和流程管理在线化、数据化，快速匹配合适的工作人员，实时监控进度，保证工作质量和效率。组织形式从“公司 + 雇员”模式转变为“平台 + 个人”和“核心+外围”模式，快速增强企业应变能力，降低运营成本。个人不再依赖于公司，凭借自己的专业技能，突破时间和空间的限制，在互联网上承接完成工作，最终通过互联网远程沟通传输。

图 6 猿链平台




资料来源：猿链官网，信达证券研发中心

**产教融合，为大学生提供培训和课程。**智链嘉磊还是麒麟软件指定的培训业务全国总代理，22 年开展线上线下培训，为近百家国企央企提供了培训服务，考核通过率保持 90%以上。与北京航空航天大学、天津职业技术师范大学等高校完成了“麒麟工坊”项目的校企合作签署，麒麟工坊通过信创课程资源、信创教学综合实训平台、师资赋能等内容为学校提供一站式信创人才实习实训解决方案。

**图 7 麒麟软件实训教学解决方案总架构**

*资料来源：云上高博会官网，信达证券研发中心*

**控股子公司信创启赋为灵活就业者提供职业教育课程**，为有灵活就业需求的个体提供各创业课程培训，并提供一定的创业指导包括选择行业、供应链选择、提升个体就业机会的咨询服务，以餐饮小店、地摊经济、大学生创业为主线。

**“导师+达人推广+知识付费+落地指导”模式，打造灵活就业的职教公司。**目前已经建立导师体系、搭建在线推广课程。目前已完成多位导师的签约授课，其中申晨主讲新媒体营销的“底层逻辑+方法论”，欧峰主讲餐饮传业课程，王涛主讲法律和财税课程。搭建在线推广体系，多平台推广公司课程与服务，通过线上课程的内容引流，挖掘目标培训人员的需求，通过线上入门课程和线下的全面培训课程形成交付。

## 三、投资中昊芯英，携手共推 AI 课程

**23 年 4 月，公司以 1.3 亿元投资及收购中昊芯英 8.4%股权。**中昊芯英主营业务为应用于各类云服务器、数据中心等人工智能核心芯片的研发、设计和销售，为客户提供丰富的芯片产品与系统软件解决方案。主要产品包括推理芯片、训练芯片以及与配套的基础系统软件平台。创始人杨龚轶凡先生的从业经历包括甲骨文 SPARC T8/M8 服务器 CPU 设计生产应用的全过程，及谷歌 TPU2/3/4 代 AI 训练芯片的主要设计、流片和应用全过程。7 月，推出刹那 GPTPU AI 训练服务器&超算集群，支持 1024 片刹那芯片互联运行，运

算能力达 200PFLOPS，已获青海丝绸云谷绿色算力项目的采购订单，首批规划订单超过 9 亿元。

**开发推广人工智能相关课程。**双方将在人工智能化职业教育产业方面开展密切合作，聚焦数字化人才职业教育培养，中昊芯英负责培训内容的研发、教具和算法的开发及实现，公司依托智链嘉磊旗下的猿链平台及其他培训人群，进行人工智能培训的策划、落地、营销推广。同时，推进新技术与教育学习融合，用数字信息技术赋能职业教育。假设猿链平台有 140 万的人才，每年培训转化率 1%，培训课程单价 1 万元，计算可得，每年将为公司贡献 1.4 亿元的收入。

**中昊芯英有望为公司后续带来投资收益。**中昊芯英 22 年未经审计的收入为 8169 万元，23/24 年收入目标为 2.6/5 亿元，翻倍式增长，且其中"自研 AI 芯片及系统"的收入占比超过 90%。并且，若中昊芯英 26 年末之前未能完成合格 IPO 或被收购，公司有权要求其回购股权，因此，若未来中昊芯英顺利完成 IPO 或被收购，公司将实现对应的投资收益。

**表 3 与中昊芯英增资及股转协议细则**

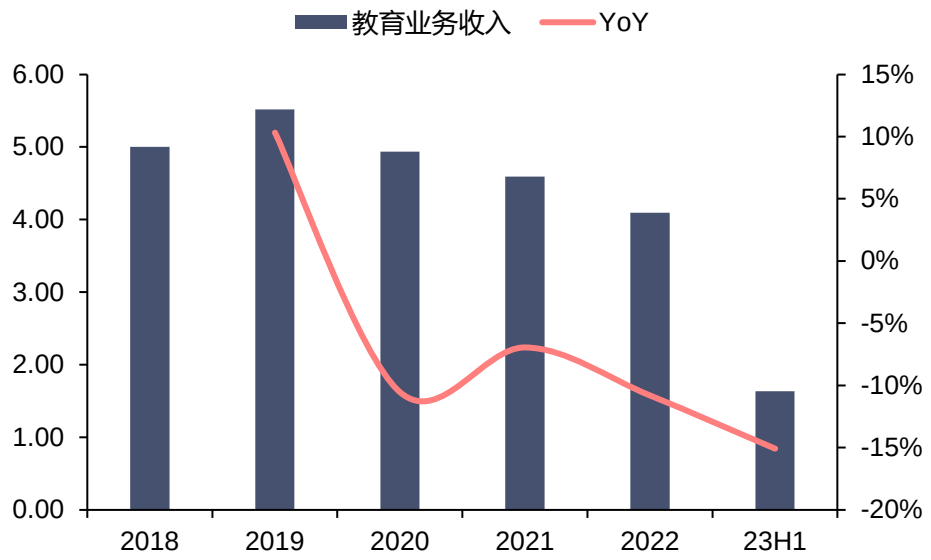
| | 2023 | 2024 |
|---|---|---|
| 目标销售收入（万元） | 26,000 | 50,000 |
| 目标收入增速 | 218% | 92% |
| 中昊芯英经营承诺 | 23 年销售总收入不得低于 2.08 亿元 | 23-24 年两年合计销售总收入不得低于 7.6 亿元 |
| 具体目标 | 23 年开始，"自研 AI 芯片及系统"的收入占比将超过 90% | |
| 特别约定 | 若中昊芯英 26 年末之前未能完成合格 IPO 或被收购，公司有权要求其回购股权 | |

*资料来源：公司公告，信达证券研发中心*

## 财务分析：职校及复读稳步修复，盈利能力改善

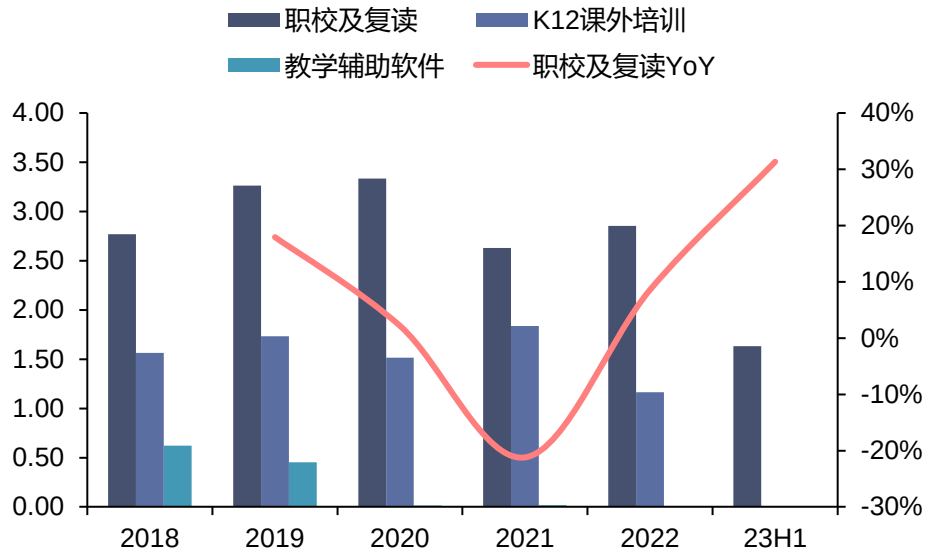
**疫情以及"双减"政策致收入下滑，职校及复读业务稳步恢复。**20 年新冠疫情爆发，影响线下教学，导致收入下滑。另外，21 年 7 月"双减"政策出台，22 年 12 月，公司出售 3 家 K12 学科类课外培训公司，全面退出 K12 课外培训，因此 K12 课外培训收入下滑，同时带来 23H1 教育业务收入的下降。23H1，职校及复读业务开始稳步恢复，收入同增 31.3%。

图 8 公司教育业务收入（亿元）及同比增速




资料来源：公司公告，信达证券研发中心

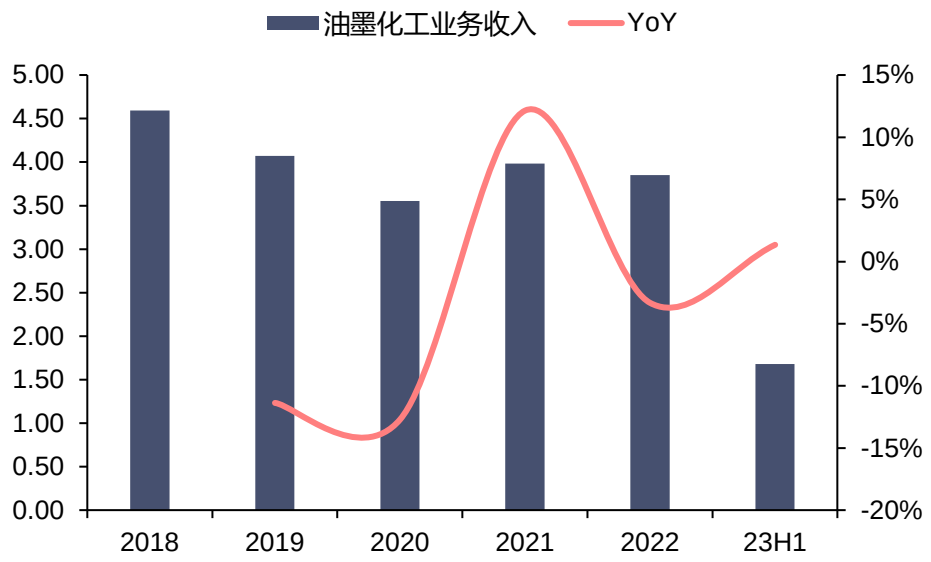
图 9 公司教育业务收入（亿元）拆分




资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**油墨业务承压，下沉至子公司。**20 年，油墨业务受疫情及中美贸易摩擦影响，收入承压；21 年开始回暖。21 年 3 月，公司拟将全部油墨业务资产、债权债务及资源划转至全资子公司色彩科技，未来有望聚焦职业教育的发展和布局。

图 10 公司油墨化工业务收入（亿元）及同比增速

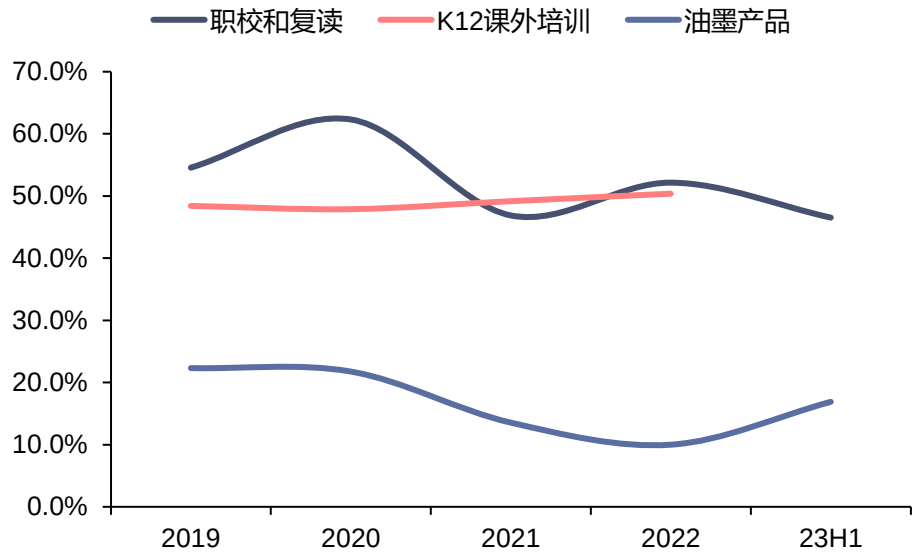



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**教育业务毛利率近 50%。**教育业务毛利率较高，疫情前职校及复读业务毛利率在 50%+水平，23H1 为 46.6%，我们认为未来有望逐步恢复至疫情前水平。

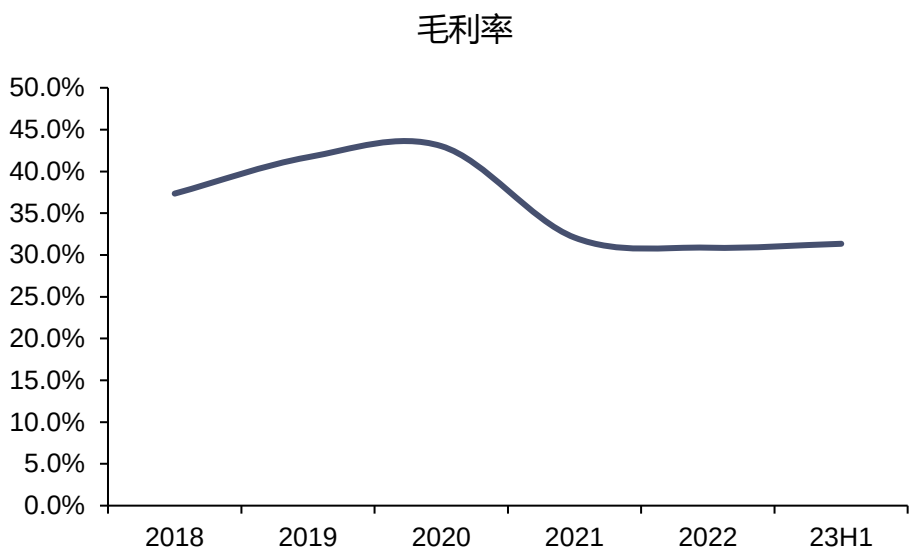
**油墨业务毛利率受原材料价格影响。**油墨业务毛利率与其原材料价格（树脂、溶剂、颜料等）高度相关，21~22 年受原材料大幅涨价影响，毛利率显著下滑，23H1 原材料价格回落，毛利率得到改善。

图 11 公司分产品毛利率




资料来源：公司公告，信达证券研发中心

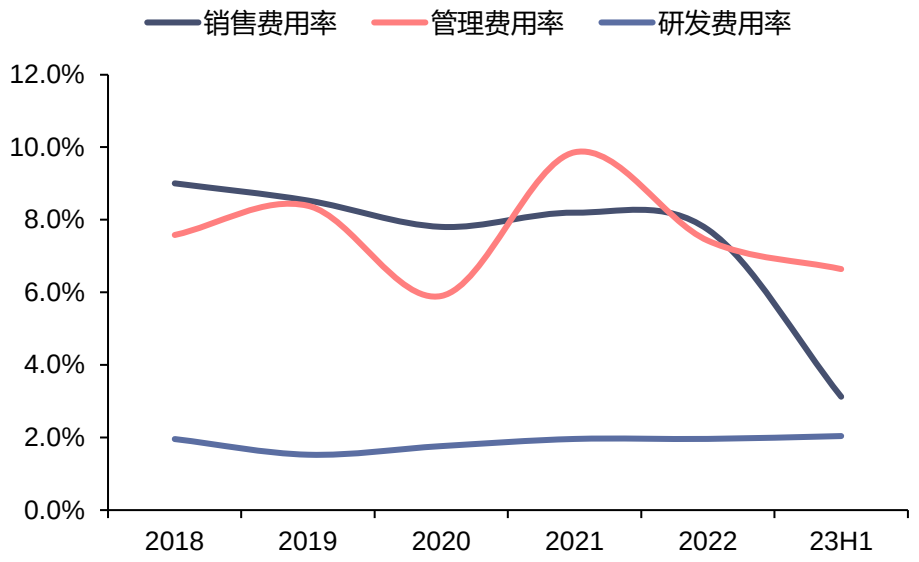
图 12 公司整体毛利率




资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**剥离 K12 课外培训业务后销售费用率显著降低。**20 年，受新冠疫情影响，线下停课，销售、管理费用率降低；21 年受“双减”政策影响，K12 业务裁员导致辞退费用增加；22 年，中介费用和长期摊销减少导致管理费用率下滑；23H1，随着 K12 业务全面退出，销售费用率显著降低。

图 13 公司销售、管理、研发费用率

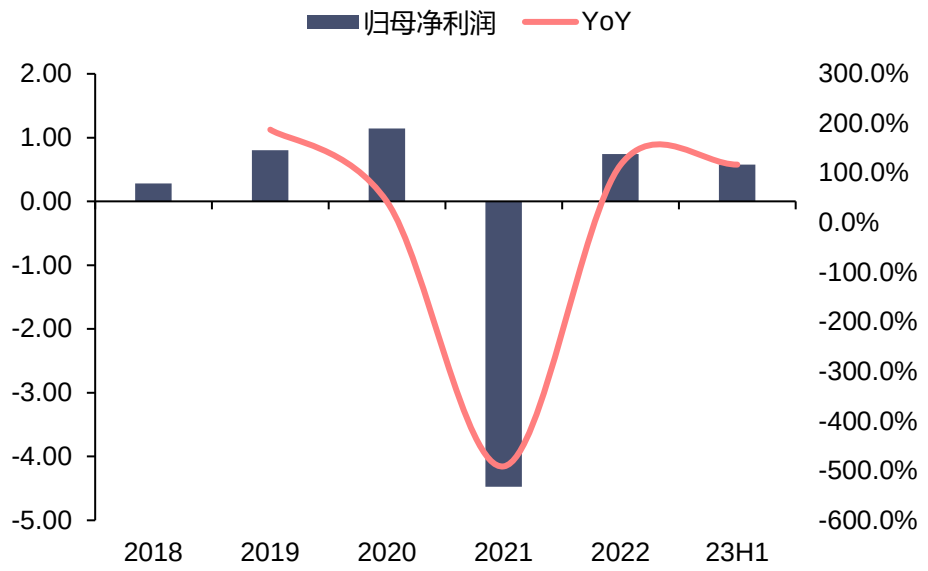



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**职校及复读带动利润端显著回暖，**疫情前，整体归母净利润稳步增长，其中龙门教育也保持稳定增长。20 年，受到疫情影响，教育业务归母净利润同比下滑。21 年归母净利润大幅亏损主要因为对子公司龙门教育计提约 4.8 亿元的商誉减值，实际教育业务实现归母

净利润约 0.5 亿元。22 年职业教育招生人数增加，盈利能力显著回暖，业绩大幅扭亏；23H1，职校及复读业务在校生人数大幅增长，带动整体业绩同比大幅增长，业绩同增 117.1%。

**图 14 公司归母净利润（亿元）及同比增速**




*资料来源：公司公告，信达证券研发中心*

**表 4 主要参股控股公司净利润**

| 归母净利润 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 23H1 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 陕西龙门教育（亿元） | 0.66 | 0.82 | 1.63 | 0.45 | 0.87 | 0.45 |
| YoY | | 25.1% | 98.7% | -72.5% | 94.9% | 36.5% |
| 天津旅外（亿元） | | | | 0.03 | 0.06 | 0.06 |
| YoY | | | | | 113.5% | 78.2% |
| 鹤壁市毛坦高中（亿元） | | | | -0.01 | -0.04 | -0.02 |
| 油墨及其他（亿元） | -0.38 | -0.02 | -0.49 | -4.94 | -0.16 | 0.08 |
| **合计** | **0.28** | **0.81** | **1.14** | **-4.47** | **0.74** | **0.58** |

*资料来源：公司公告，信达证券研发中心*

*注：龙门教育 18~19 年公司股权占比为 49.76%，20 年收购剩余股份完成，成为全资子公司；*

*鹤壁市毛坦高中 21~23H1 股权占比为 60%，22 年 9 月正式投入运营；*

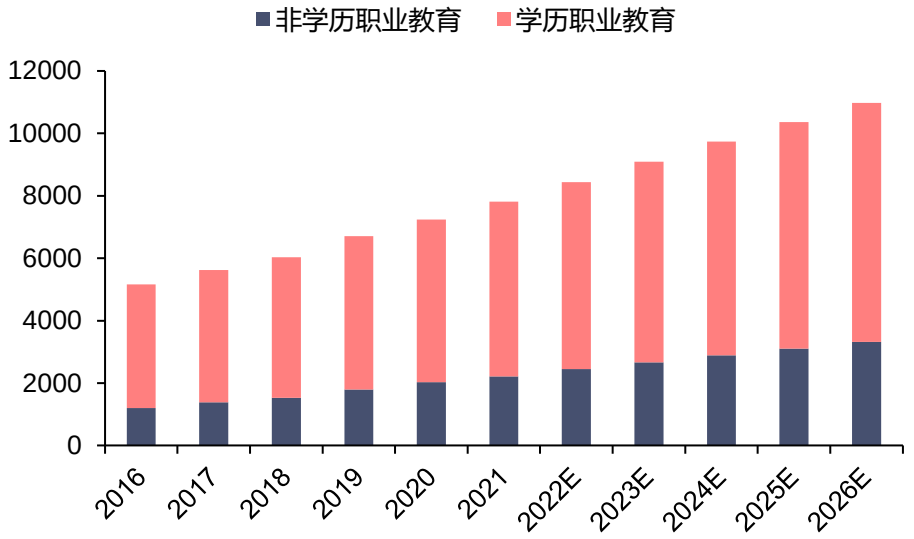
*21 年归母净利润亏损主要因“双减”政策计提大额商誉减值 4.8 亿元。*

# 职业教育长坡厚雪，复读赛道小而美

## 一、职业教育空间大，符合国家产业升级趋势

**我国职业教育行业增长空间广阔。**我国职业教育行业空间广阔。根据弗若斯特沙利文预测，我国的职业教育行业的市场规模从 16 年的 5,167 亿元增至 21 年的 7,811 亿元，CAGR 达 8.6%，预期 26 年将会达到 1 万亿元。

**图 15 我国职业教育行业市场规模（亿元）**




*资料来源：粉笔招股书，教育部，人社部，弗若斯特沙利文报告，信达证券研发中心*

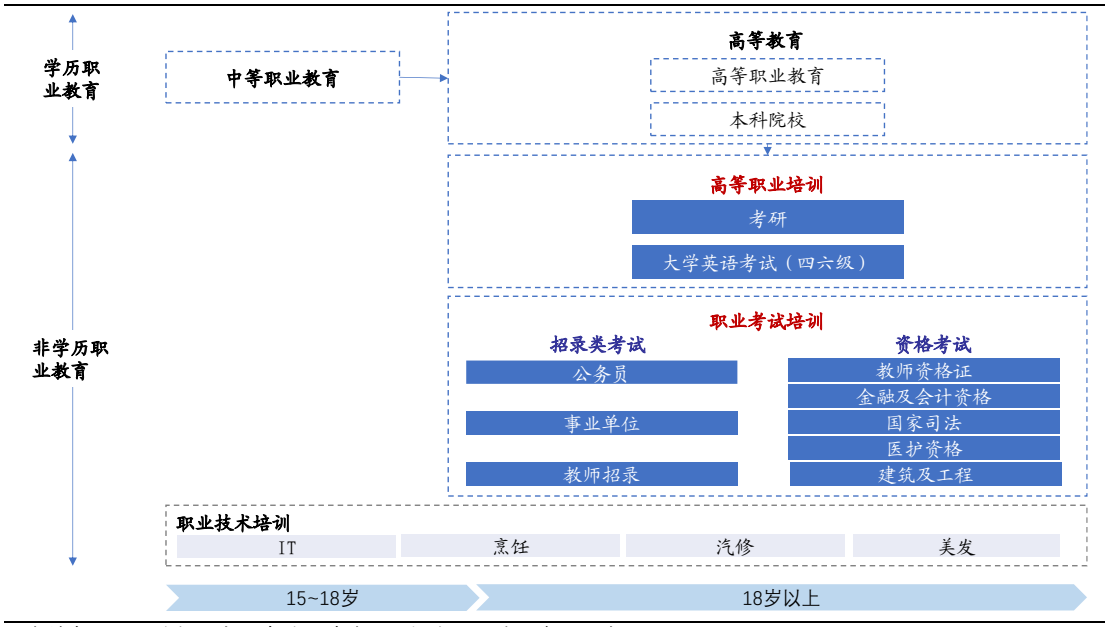
**国家多次发文鼓励现代职业教育的发展。**近年来，国家多次发文鼓励现代职业教育的发展，23 年 7 月，教育部明确了职业教育中期发展重点任务，提出“到 2025 年，分三批支持 300 所左右的中国特色、具有较高国际化水平的职业学校；300 个左右全国性实践中心；300 所左右全国性信息化标杆学校”，还要求以大数据、虚拟现实、数字孪生等信息技术赋能职业教育。

**表 5：职业教育政策**

| 时间 | 政策 | 主要内容 |
|---|---|---|
| 2023 年 7 月 11 日 | 《关于加快推进现代职业教育体系建设改革重点任务的通知》 | 到 2025 年，分三批支持 300 所左右的中国特色、具有较高国际化水平的职业学校；300 个左右全国性实践中心；300 所左右全国性信息化标杆学校。 |
| 2023 年 6 月 8 日 | 《职业教育产教融合赋能提升行动实施方案（2023—2025 年）》 | 到 2025 年，国家产教融合试点城市达到 50 个左右。在新一代信息技术、集成电路、人工智能、工业互联网、储能、智能制造、生物医药、新材料等战略性新兴产业，以及养老、托育、家政等生活服务业等行业，深入推进产教融合。 |
| 2022 年 12 月 21 日 | 《关于深化现代职业教育体系建设改革的意见》 | 完善职教高考制度，健全“文化素质+职业技能”考试招生办法，扩大应用型本科学校在职教高考中的招生规模，招生计划由各地在国家核定的年度招生规模中统筹安排。面向新业态、新职业、新岗位，广泛开展技术技能培训，服务全民终身学习和技能型社会建设。 |
| 2022 年 12 月 14 日 | 《扩大内需战略规划纲要（2022-2035 年）》 | 完善职业技术教育和培训体系，增强职业技术教育适应性。 |
| 2022 年 10 月 7 日 | 《关于加强新时代高技能人才队伍建设的意见》 | 鼓励各类企业事业组织、社会团体及其他社会组织以独资、合资、合作等方式依法参与举办职业教育培训机构，积极参与承接政府购买服务。建立职业资格、职业技能等级与相应职称、学历的双向比照认定制度，推进学历教育学习成果、非学历教育学习成果、职业技能等级学分转换互认，建立国家资历框架。 |
| 2021 年 10 月 12 日 | 《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》 | 到 2025 年，职业教育类型特色更加鲜明，现代职业教育体系基本建成，技能型社会建设全面推进。办学格局更加优化，办学条件大幅改善，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%，职业教育吸引力和培养质量显著提高。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。 |
| 2020 年 9 月 16 日 | 《职业教育提质培优行动计划（2020—2023 年）》 | 强化中职教育的基础性作用，巩固专科高职教育的主体地位，稳步发展高层次职业教育，推动学历教育与职业培训并举并重。 |

*资料来源：教育部，中国政府网，信达证券研发中心*

**图 16 学历职业教育和非学历职业教育的划分**




*资料来源：粉笔招股书，弗若斯特沙利文报告，信达证券研发中心*

## 二、职业培训将更加贴合产业升级方向

**“十四五”对技能人才增长提出明确目标。**21 年我国技能人才仅占就业人员总量的 26%+，其中高技能人才比例仅占技能人才近 30%，我国技能人才占比，尤其是高技能人才占比，仍有较大提升空间。人社部印发的《“技能中国行动”实施方案》明确了十四五期间技能

人才要实现新增 4000 万人以上的目标，并对高技能人才的占比制定了目标。随着产业结构的升级，我国对新一代信息技术、新材料等技术密集型领域的人才需求不断加大。当前劳动力市场供需错配问题明显，有望推动职业教育需求不断增长。

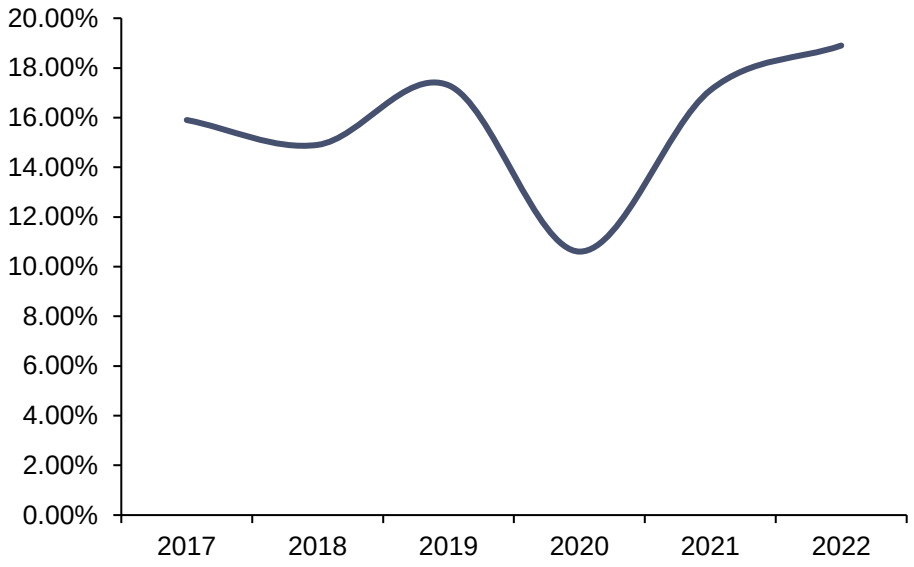
**表 6 我国主要就业形式**

| | 2021 年 | 十四五目标 |
|---|---|---|
| 技能人才 | 2 亿人+ | 新增 4000 万人+ |
| 技能人才占就业人员总量 | 26%+ | 技能人才占就业人员比例达到 30% |
| 高技能人才 | 6000 万人+ | - |
| 高技能人才占技能人才比例 | 近 30% | 东部省份高技能人才占技能人才比例达到 35%，中西部省份高技能人才占技能人才比例在现有基础上提高 2-3 个百分点 |

*资料来源：人社部，中国政府网，信达证券研发中心*

**我们预计未来职业技术培训有望更加贴合产业升级人才需求。**随着高技术产业投资力度的加大和增加值贡献的提升，这些产业的就业吸纳能力增强，同时部分传统产业会转移或退出，释放出来的劳动力需要通过进一步的技术和技能培训进入到高技术产业。因此，我们认为，高技术产业相关的技术和技能培训有望在中长期体现出旺盛的需求，而布局这些赛道的职业技术培训公司有望充分受益。

**图 17 高技术产业投资增速**

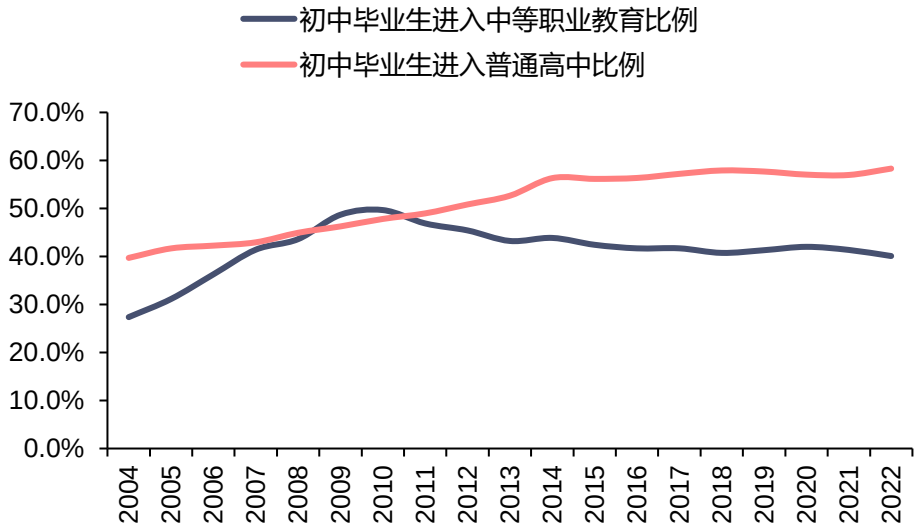



*资料来源：Wind，国家统计局，信达证券研发中心*

## 三、中职升学路劲扩展，吸引力逐步提升

**中职招生人数占比有望提升。**我国在义务教育后实行“普职分流”，即部分初中毕业生进入普通高中，另外一部分学生进入中等职业学校。根据教育部 22 年的数据来看，初中阶段毕业生 1623.9 万人，其中 58%进入普通高中，40%进入中等职业教育。作为义务教育阶段后的重要升学方向，以及高等职业教育的入口，国家十分重视中等职业教育的办学质量，提出“大力提升中等职业教育办学质量”，“采取合并、合作、托管、集团办学等措施，建设一批优秀中等职业学校和优质专业，注重为高等职业教育输送具有扎实技术技能基础和合格文化基础的生源”。

**图 18 初中毕业生进入中等职业教育与普通高中占比**




*资料来源：教育部，信达证券研发中心*

**中职升学路径拓展。**虽然各省有一些差异，综合来看，目前中职毕业生主要升学途径包括参加普通高考、高职院校单独招生考试、对口招生考试、中高职衔接五年制贯通培养来进入高等教育阶段本科、专科学校。随着“职业高考”的推行和完善，以及中央办公厅及国务院提出“到 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%”的目标，中职毕业生进入本科学习的机会增加，渠道更加通畅，将带来中职入学吸引力的提升，以及对中职学生文化课程要求的提高。

图 19 中职升学路径

| 参加普通高考 | 高职单招 | 对口招生考试 | 中高职衔接五年贯通培养 |
|---|---|---|---|
| • 取得高考资格，再参加全国统一的普通高等学校招生考试，达到志愿学校录取分数线。 | • 参加高职院校单独招生考试，升入高职院校就读，参加单独招生考试并被正式录取后不参加全国统一高考。 | • 满足报名条件的中等职业学校的毕业生均可参加对口招生考试，达到录取分数线后进入本科或专科。 | • 又称五年制高职、“3+2”，由省教育考试院根据考生的中考分数统一录取，学生完成3年中职学习后，经考核合格转录到对应的高职就读2年。 |

*资料来源：川职观察，四川职教网，信达证券研发中心整理*

## 四、复读市场小而美

**公办高中复读政策窗口逐步收紧，生源向民办转移。**由于公办学校教育资源有限，教育部在 02 年发布《关于加强基础教育办学管理若干问题的通知》，提出“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”，14¯20 年各地相继出台禁止公办高中招收复读生。公办招收复读生的政策窗口逐步收紧，未来复读生源将向民办复读培训机构转移。

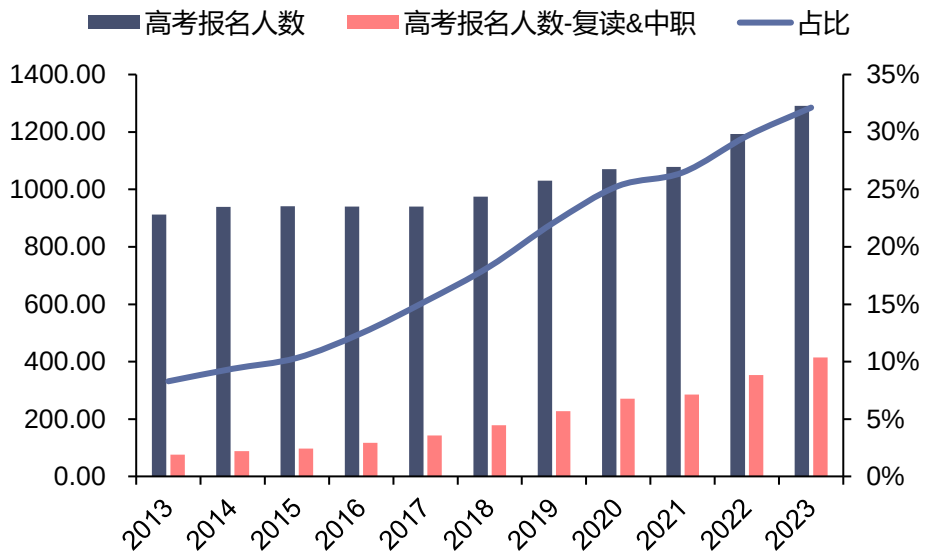
表 7 政策禁止公办高考复读

| 时间 | 区域 | 政策 | 细则 |
|---|---|---|---|
| 2002 年 2 月 | 全国 | 《教育部关于加强基础教育办学管理若工问题的通知》 | 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 |
| 2014 年 7 月 | 广东 | 《关于中小学生学籍管理的实施细则》 | 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 | 《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 | 《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 | 《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 | 《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 |

*资料来源：教育部，各省教育厅，信达证券研发中心*

**据我们测算，高考复读培训市场空间约 187 亿元。**我们将高考报名生源分为统招生以及复读与中职考生，其中 22 年复读与中职考生达 414.6 万人（使用高考报名人数减去对应年份高中阶段招生人数得到），占整体高考报名人数的 32.1%。假设复读与中职生源中 30%参加培训，高考复读培训单价 1.5 万元，计算得高考复读培训市场空间约 187 亿元。

图 20 高考报名人数（万人）




资料来源：Wind，信达证券研发中心

表 8 高考复读收费

| 学校 | 收费 |
|---|---|
| 六安金安高级中学 | 第一学期根据分数线从高至低收费 2500-38000 元不等，第二学期根据排名收费 4000-6800 元不等 |
| 衡水中学实验学校 | 根据分数线由高至低收费 2000-45000 元不等 |

资料来源：学校官网，信达证券研发中心

表 9 高考复读培训市场空间测算

| 23 年高考复读生&中职人数（万人） | | 414.6 | |
|---|---|---|---|
| | 悲观假设 | 中性假设 | 乐观假设 |
| 复读参培率 | 25% | 30% | 35% |
| 客单价（万元） | | 1.5 | |
| 23 年市场空间（亿元） | 155.5 | 186.6 | 217.6 |

资料来源：Wind，信达证券研发中心测算

## 盈利预测及投资建议

**收入及毛利率：**K12 课外培训已经完全剥离，职校与复读业务稳步复苏，23H1 职校及复读业务实现收入 1.6 亿元、同增 31.3%。我们假设若职校与复读业务持续复苏，职校及复读 23~25 年收入增速分别为 30.8%/32.1%/28.7%，对应收入分别为 3.7/4.9/6.3 亿元，我们估计 23/24/25 年收入 7.8/9.2/10.8 亿元、同增-1.6%/17.9%/17.2%。随着职校及复读收入占比逐步提升，整体毛利率将呈现逐步提升的趋势，我们估计，23/24/25 年毛利率为 33.9%/34.6%/36.2%。

**表 10 公司收入拆分及预测**

| （单位，百万元） | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| 职校及复读 | 262.88 | 285.45 | 373.42 | 493.17 | 634.92 |
| YoY | -21.2% | 8.6% | 30.8% | 32.1% | 28.7% |
| 油墨业务 | 398.46 | 385.20 | 408.32 | 428.73 | 445.88 |
| YoY | 12.1% | -3.3% | 6.0% | 5.0% | 4.0% |
| K12 课外培训 | 183.52 | 116.46 | - | - | - |
| YoY | 21.2% | -36.5% | -100.0% | | |
| 总计 | 857.59 | 794.65 | 781.74 | 921.90 | 1,080.80 |
| YoY | 1.0% | -7.3% | -1.6% | 17.9% | 17.2% |

*资料来源：公司公告，信达证券研发中心*

**归母净利润及 EPS：**23H1 实现归母净利润 0.6 亿元，我们估计 23/24/25 年归母净利润为 1.3/1.6/2.1 亿元，同比增长 70.7%/30.0%/28.1%，对应 EPS 为 0.38/0.50/0.64 元。

**相对估值法：**选用 3 家 A 股教育上市公司中公教育、学大教育、传智教育作为可比公司，2023~25 年平均估值为 34x/24x/20x。

**表 11 可比公司估值**

| | 股价 | EPS | | | | PE | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 中公教育 | 3.87 | (0.18) | 0.11 | 0.19 | 0.23 | - | 35.18 | 20.37 | 16.83 |
| 学大教育 | 32.50 | 0.09 | 0.80 | 1.04 | 1.32 | 361.11 | 40.63 | 31.25 | 24.62 |
| 传智教育 | 12.32 | 0.45 | 0.46 | 0.57 | 0.72 | 27.38 | 26.78 | 21.61 | 17.11 |
| 平均 | | | | | | | 34.20 | 24.41 | 19.52 |
| 科德教育 | 9.36 | 0.23 | 0.38 | 0.50 | 0.64 | 41.59 | 24.36 | 18.74 | 14.63 |

*资料来源：Wind，信达证券研发中心*

*注：股价为 2023 年 10 月 20 日收盘价。*

**投资建议与投资评级：**公司定位现代职业教育，职校及复读业务疫情后稳步恢复，西安大本营有望按部就班扩容，带来稳定增长。此外，投资中昊芯英布局 AI+教育，有望进一步打开成长空间。我们预计 23~25 年 EPS 为 0.38/0.50/0.64 元，当前股价对应 PE 为 24x/19x/15x，估值具备性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 风险提示

**宏观经济下行对教育行业的影响：**宏观经济下行对教育行业产生负面影响。

**政策变化的影响：**相关教育政策变化的影响。

**招生不及预期的影响：**如果招生情况不及预期，将导致盈利不及预期。

**资产负债表** 单位:百万元

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| 流动资产 | 658 | 646 | 841 | 1,088 | 1,372 |
| 货币资金 | 349 | 332 | 525 | 715 | 931 |
| 应收票据 | 69 | 75 | 67 | 80 | 96 |
| 应收账款 | 118 | 103 | 108 | 125 | 145 |
| 预付账款 | 2 | 2 | 2 | 2 | 3 |
| 存货 | 75 | 66 | 62 | 74 | 83 |
| 其他 | 45 | 68 | 76 | 92 | 113 |
| 非流动资产 | 484 | 451 | 477 | 505 | 536 |
| 固定资产（合计） | 193 | 169 | 171 | 175 | 182 |
| 无形资产 | 51 | 47 | 58 | 68 | 78 |
| 其他 | 240 | 235 | 249 | 262 | 275 |
| 资产总计 | 1,142 | 1,097 | 1,318 | 1,593 | 1,908 |
| 流动负债 | 436 | 323 | 407 | 504 | 591 |
| 短期借款 | 90 | 0 | 20 | 40 | 60 |
| 应付票据 | 0 | 85 | 83 | 100 | 118 |
| 应付账款 | 159 | 81 | 114 | 129 | 134 |
| 其他 | 186 | 158 | 190 | 235 | 280 |
| 非流动负债 | 41 | 32 | 37 | 42 | 47 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 41 | 32 | 37 | 42 | 47 |
| 负债合计 | 477 | 355 | 443 | 546 | 638 |
| 少数股东权益 | -1 | 2 | 9 | 18 | 29 |
| 归属母公司股东权益 | 666 | 740 | 866 | 1,030 | 1,241 |
| 负债和股东权益 | 1,142 | 1,097 | 1,318 | 1,593 | 1,908 |

**重要财务指标** 单位: 百万元

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业总收入 | 858 | 795 | 782 | 922 | 1,081 |
| 同比（%） | 1.0% | -7.3% | -1.6% | 17.9% | 17.2% |
| 归属母公司净利润 | -447 | 74 | 126 | 164 | 211 |
| 同比（%） | -491.3% | 116.6% | 70.7% | 30.0% | 28.1% |
| 毛利率（%） | 32.1% | 30.9% | 33.9% | 34.6% | 36.2% |
| ROE% | -67.2% | 10.0% | 14.6% | 16.0% | 17.0% |
| EPS (摊薄)(元) | -1.36 | 0.23 | 0.38 | 0.50 | 0.64 |
| P/E | — | 41.59 | 24.36 | 18.74 | 14.63 |
| P/B | 4.63 | 4.17 | 3.56 | 2.99 | 2.48 |
| EV/EBITDA | 858 | 795 | 782 | 922 | 1,081 |

**利润表** 单位:百万元

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业总收入 | 858 | 795 | 782 | 922 | 1,081 |
| 营业成本 | 582 | 549 | 517 | 603 | 689 |
| 营业税金及附加 | 4 | 4 | 4 | 4 | 5 |
| 销售费用 | 70 | 61 | 37 | 41 | 47 |
| 管理费用 | 85 | 59 | 52 | 54 | 61 |
| 研发费用 | 17 | 16 | 13 | 15 | 18 |
| 财务费用 | 9 | -2 | -7 | -11 | -15 |
| 减值损失合计 | -517 | -1 | -2 | -2 | -2 |
| 其他 | -11 | -7 | 2 | 2 | 3 |
| 营业利润 | -436 | 100 | 166 | 216 | 277 |
| 营业外收支 | 1 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | -435 | 99 | 166 | 216 | 277 |
| 所得税 | 16 | 21 | 33 | 43 | 55 |
| 净利润 | -451 | 78 | 133 | 173 | 222 |
| 少数股东损益 | -3 | 4 | 7 | 9 | 11 |
| 归属母公司净利润 | -447 | 74 | 126 | 164 | 211 |
| EBITDA | 162 | 170 | 207 | 255 | 314 |
| EPS（当年）（元） | -1.47 | 0.23 | 0.38 | 0.50 | 0.64 |

**现金流量表** 单位:百万元

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | 143 | 164 | 257 | 258 | 291 |
| 净利润 | -451 | 78 | 133 | 173 | 222 |
| 折旧摊销 | 72 | 66 | 48 | 50 | 53 |
| 财务费用 | 14 | 0 | 3 | 4 | 6 |
| 投资损失 | 2 | 8 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | -16 | 12 | 73 | 29 | 10 |
| 其它 | 522 | 0 | 1 | 1 | 0 |
| **投资活动现金流** | -65 | -118 | -85 | -89 | -93 |
| 资本支出 | -61 | -26 | -69 | -74 | -78 |
| 长期投资 | -4 | -23 | -10 | -10 | -10 |
| 其他 | 0 | -69 | -5 | -5 | -5 |
| **筹资活动现金流** | -251 | -117 | 21 | 21 | 19 |
| 吸收投资 | 0 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 借款 | 90 | 4 | 20 | 20 | 20 |
| 支付利息或股息 | -123 | -2 | -3 | -4 | -6 |
| **现金流净增加额** | -174 | -68 | 194 | 190 | 216 |

## 研究团队简介

范欣悦，CFA，曾任职于中泰证券、中银国际证券，所在团队2015年获得新财富第三名、2016年获得新财富第四名。硕士毕业于美国伊利诺伊大学香槟分校金融工程专业，本科毕业于复旦大学金融专业。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
| --- | --- | --- |
| 本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）；<br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | **买入：**股价相对强于基准 20%以上； | **看好：**行业指数超越基准； |
| | **增持：**股价相对强于基准 5%～20%； | **中性：**行业指数与基准基本持平； |
| | **持有：**股价相对基准波动在±5% 之间； | **看淡：**行业指数弱于基准。 |
| | **卖出：**股价相对弱于基准 5%以下。 | |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。