

21 世纪教育 (01598.HK)

区域职教龙头，内生外延揭开增长新篇

21 世纪教育：以职业教育为主线，纵深多元化发展，领跑区域综合教育服务。

公司简介：21 世纪教育集团系京津冀地区首家港股上市的民办教育服务集团，于 2003 年创立石家庄联合技术职业学院，2018 年 5 月于香港联交所主板上市。**经营数据：**公司 2022 实现营业收入 3.12 亿元，同比增长 1%，2019-2022 三年实现收入复合增长率 10%。公司的收入主要由两部分构成：职业教育和非职业教育。1) 职业教育作为集团核心内生业务增长稳健，2022 年实现营收 2.24 亿元，2017-2022 年实现复合增长率 18.7%，占总收入 71.7%，系集团最大收入来源。2) 非职业教育方面，截至 2022 年集团旗下拥有 8 所直营幼儿园，共计 1718 名学生，2022 全年收入约 3157 万元，占总收入 10.1%。2019 年公司通过收购浙江培尖 51% 股权及杭州一脉 70% 布局进军新高考业务，并于 2022 年进一步收购石家庄育英实验中学，扩大高中业务版图。2022 年度育英实验高中收入约 2153 万元，自收购后确认收入占总收入 6.9%。

行业供需共振，技术人才存在大量缺口，生源汇聚区域头部院校。需求端：市场对技术人才需求旺盛，据教育部、人力资源和社会保障部和工业和信息化部联合发布的《制造业人才发展规划指南》，2025 年制造业的十大重点领域人才缺口接近 3000 万人。加之，中国就业市场对具备必要认证和资格的专业人员需求不断上升，促使更多即将毕业的大学生和年青的专业人士通过职业考试培训服务提高竞争力和就业机会。**供给端：**职业院校供给不足，职业教育学校数量近年来呈持续下降趋势，2022 年仅有 8722 所，同比下滑 1.02%。在这个趋势下，生源进一步向拥有口碑优势、优质师资和就业质量区域品牌院校靠拢。

公司：以新职业教育为发展主线，多元化综合服务。1) 以新职业教育为主线，存量稳固、增量落地：石家庄理工职业院校作为公司核心资产，学生人数、生均收入不断提升，并于 9 月开展新校区招生，加码扩建职教新校区，贡献学生、收入增量；此外公司搭建政行校研平台，形成产教融合新格局。2) 学前教育运营稳健，高中教育新项目并表带来增量，并布局新高考，丰富 To B 业务。

投资建议：公司以新职业教育为发展主线，多元化综合服务，内生外延并重，2023 年高邑新校区投入使用实现学生入驻，有望带来业绩增量。预计公司 23-25 年实现营业收入为 3.96、5.16、6.07 亿元，同比增速分别为 27.0%/30.2%/17.8%；归母净利润分别为 0.51、0.77、0.91 亿元，对应增速分别为 87.4%/50.6%/17.9%；EPS 分别为 0.04、0.07、0.08 元/股，当前股价对应分别为 5.4X/3.6X/3.0X 倍 PE，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：1) 新校区建设进度不及预期；2) 行业竞争加剧；3) 核心师资流失。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	309	312	396	516	607
增长率 yoy (%)	21.7	1.0	27.0	30.2	17.8
归母净利润 (百万元)	29	27	51	77	91
增长率 yoy (%)	-62.2	-6.5	87.4	50.6	17.9
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.03	0.02	0.04	0.07	0.08
净资产收益率 (%)	4.2	3.7	6.6	9.0	9.5
P/E (倍)	9.4	10.1	5.4	3.6	3.0
P/B (倍)	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3

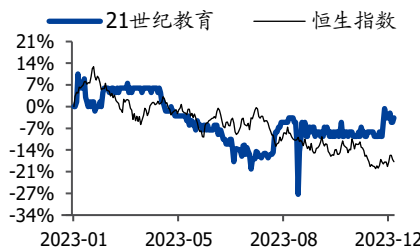
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 1 月 3 日收盘价

增持 (首次)

股票信息

行业	教育
1 月 3 日收盘价(港元)	0.26
总市值(百万港元)	319.33
总股本(百万股)	1,161.20
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	0.17

股价走势



作者

分析师 杜玥莹

执业证书编号：S0680520080008

邮箱：duyueying@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	699	503	579	620	579
现金	334	213	241	262	188
应收票据及应收账款	76	70	116	126	159
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	11	17	19	28	28
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	277	204	204	204	204
非流动资产	675	1452	1488	1563	1607
长期投资	1	1	1	1	1
固定资产	252	642	667	735	777
无形资产	0	0	0	0	0
其他非流动资产	422	809	820	827	829
资产总计	1374	1955	2068	2183	2186
流动负债	553	560	713	836	838
短期借款	336	234	304	365	365
应付票据及应付账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	217	326	409	472	473
非流动负债	135	670	578	494	405
长期借款	111	460	368	283	195
其他非流动负债	24	210	210	210	210
负债合计	0	0	1291	1330	1243
少数股东权益	8	7	7	7	6
股本	1161	1161	1161	1161	1161
资本公积	0	0	0	0	0
留存收益	0	0	51	128	217
归属母公司股东权益	678	719	770	847	937
负债和股东权益	1374	1955	2068	2183	2186

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	91	128	35	153	105
净利润	29	27	51	77	90
折旧摊销	52	61	46	53	60
财务费用	27	36	30	23	23
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-19	16	-57	42	-33
其他经营现金流	3	-11	-35	-42	-36
投资活动现金流	-285	-455	-47	-86	-69
资本支出	0	0	36	75	44
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-285	-455	-11	-11	-25
筹资活动现金流	177	187	40	-45	-110
短期借款	192	-102	70	61	0
长期借款	41	349	-92	-84	-89
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-56	-60	62	-22	-22
现金净增加额	-23	-122	28	22	-74

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	309	312	396	516	607
营业成本	182	166	229	294	343
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	18	16	26	35	41
管理费用	71	71	95	129	146
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	27	36	30	23	23
资产减值损失	26	35	0	0	0
其他收益	60	35	0	0	0
公允价值变动收益	8	23	35	42	36
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	28	27	51	77	90
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	28	27	51	77	90
所得税	0	1	1	1	1
净利润	29	27	50.94	76.60	89.77
少数股东损益	0	-1	0	0	-1
归属母公司净利润	29	27	51	77	91
EBITDA	68	100	121	153	174
EPS (元/股)	0.03	0.02	0.04	0.07	0.08

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	21.7	1.0	27.0	30.2	17.8
营业利润 (%)	-64.1	-3.5	87.7	49.9	17.3
归属母公司净利润 (%)	-62.2	-6.5	87.4	50.6	17.9
获利能力					
毛利率 (%)	41.1	46.9	42.3	43.0	43.6
净利率 (%)	9.5	8.7	12.9	14.9	15.0
ROE (%)	4.2	3.7	6.6	9.0	9.5
ROIC (%)	4.1	3.9	4.2	5.6	6.3
偿债能力					
资产负债率 (%)	0.0	0.0	62.4	60.9	56.9
净负债比率 (%)	19.9	95.2	94.4	80.8	71.8
流动比率	1.3	0.9	0.8	0.7	0.7
速动比率	0.8	0.5	0.5	0.5	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
应收账款周转率	5.6	4.3	4.3	4.3	4.3
应付账款周转率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.03	0.02	0.04	0.07	0.08
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.08	0.11	0.03	0.13	0.09
每股净资产 (最新摊薄)	0.58	0.62	0.66	0.73	0.81
估值比率					
P/E	9.4	10.1	5.4	3.6	3.0
P/B	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	5.8	9.6	8.4	6.3	5.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 1 月 3 日收盘价

内容目录

1. 21 世纪教育：深化产教融合，领跑京津冀地区	5
1.1. 深耕职教 20 年，打造多元化职业教育综合服务商	5
1.2. 股权结构较为集中，管理团队经验丰富	5
1.3. 业绩稳定增长	6
2. 职业教育市场潜力巨大，非职业教育业务蓬勃发展	8
2.1. 职业教育市场保持快速发展，生源加速向品牌院校聚集	8
2.2. 职业教育市场集中度低，竞争激烈，并购主导转向内生增长	9
2.3. 非职业教育业务蓬勃发展	9
3. 公司：以新职业教育为发展主线，多元化综合服务	11
3.1. 专注职业教育发展主线，产教融合培养技术人才	11
3.1.1. 存量稳固：以新职业教育为主线	11
3.1.2. 增量落地：加码扩建职教新校区，扩大核心资产优势	13
3.1.3. 搭建政行企校研平台，形成产教融合新格局	14
3.2. 学前教育运营稳健，高中教育新项目并表带来增量	14
3.3. 布局新高考，丰富 To B 业务	15
4. 盈利预测	17
5. 投资建议	18
6. 风险提示	18

图表目录

图表 1：股权结构较为集中	5
图表 2：管理团队经验丰富	6
图表 3：营业收入稳健增加，2022 年实现 3.12 亿元	7
图表 4：主营业务为职业教育和非职业教育	7
图表 5：2018-2022 公司营业成本和毛利率	7
图表 6：2018-2022 公司销售和管理费用率	7
图表 7：2025 年中国十大领域人才情况预测	8
图表 8：中国职业教育学校基本概况	9
图表 9：2021 年全国各类民办教育学校数量占比	10
图表 10：2021 年全国各类民办教育招生情况	10
图表 11：2018-2021 年全国民办普通高中学校、招生情况	10
图表 12：石家庄理工学院深耕职业教育	11
图表 13：职业教育业务内生增长驱动营收增长	12
图表 14：学费收入占职业教育业务比重最大且持续稳定增长	12
图表 15：就业率不断攀升	12
图表 16：生均收入逐年增加，单位：元/人/年	12
图表 17：职业教育全日制在校生人数，单位：人	13
图表 18：大专新生每年入学数，单位：人	13
图表 19：高邑新校区将 200 亩产教融合用地建造为产业园区或产业科技园	13
图表 20：高邑校区揭牌仪式	14
图表 21：高邑校区一期阶段性投入使用	14
图表 22：公司提供多元优质的幼儿养育服务	14
图表 23：石家庄育英实验高中实景	15

图表 24: 新高考业务目前已拓展五个省份, 未来将拓展至全国更多地区	16
图表 25: 盈利预测.....	17
图表 26: 可比公司估值.....	18

1. 21 世纪教育：深化产教融合，领跑京津冀地区

1.1. 深耕职教 20 年，打造多元化职业教育综合服务商

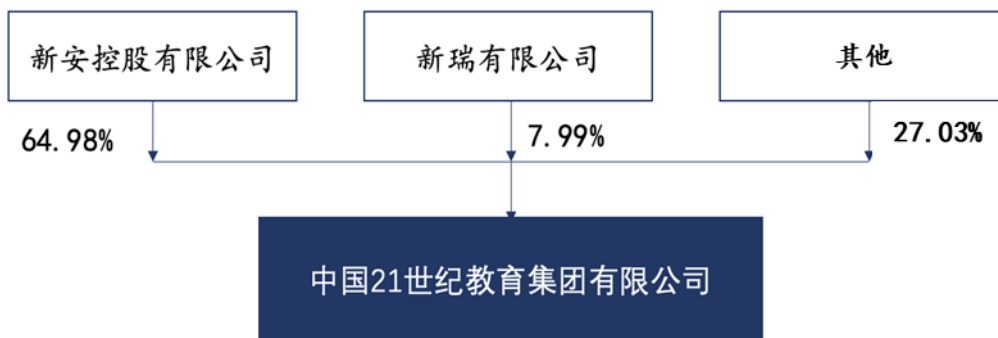
21 世纪教育集团系京津冀地区首家港股上市的民办教育服务集团，于 2003 年创立石家庄联合技术职业学院，2018 年 5 月于香港联交所主板上市（1598.HK）。公司以新职业教育为发展主线，纵向拓展教育产业链。经历 20 年的业务拓展和布局创新，截至 2022 年 12 月 31 日，公司拥有 12 所学校，包括：1) 职业教育板块 1 所民办高校(石家庄理工职业学院)及托管业务(石家庄铁道大学四方学院西校区)；2) 非职业教育板块的 1 所普通高中、2 所新高考业务机构及 8 所新天际幼儿园。自 2018 年上市以来，公司主营业务收入连续多年保持双位数增长，据公司公告 2022 年公司收入达到 3.12 亿元，其中职业教育收入为 2.24 亿元，非职业教育收入为 8800 多万元。至 2022 年，旗下全日制学生总共达 23888 人，较 2021 年的 18,792 名上涨 27.1%。

1.2. 股权结构较为集中，管理团队经验丰富

股权结构较为集中。截止 2023 年中报公司主要控股股东为新安控股有限公司，持有 64.98% 的股份，第二股东为新瑞有限公司，持有 7.99% 的股份；李雨浓、曹扬、李亚晟共持股 0.09%，其余 26.94% 为公众持股。整体股权结构集中。

坚持分红回购，重视股东回报。公司自上市以来保持稳定的分红政策，2022 年度分红比例提升到 30%，上市至今累计分红达到 6079 万港币。另一方面，上市公司坚持回购，在 2022 年实现回购 601.2 万股，上市至今累计完成回购 7480 万股。

图表 1：股权结构较为集中



资料来源：Wind，国盛证券研究所，注：截止 2023 年中报

管理团队经验丰富，新帅上任引领公司新发展。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。其余高级管理层均有行业相关从事经验，专业能力强。

图表 2: 管理团队经验丰富

姓名	年龄	职位	履历
李亚晟	28	董事会主席	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。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。
刘宏伟	40	执行董事、行政总裁	于 2017 年 1 月获委任为执行董事，并于 2019 年 1 月获委任为本公司行政总裁，主要负责本集团整体经营、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。2003 年 7 月毕业于河北大学，法学专业，并于 2015 年 1 月获工商管理硕士学位。
任彩银	46	执行董事	于 2017 年 1 月获委任为执行董事，主要负责研究本集团市场推广策略，任先生于教育行业拥有逾 18 年的经验。2001 年 7 月毕业于位于东北林业大学，获林学学士学位，并于 2004 年 6 月获生态学硕士学位。现河北工业大学管理学博士在读。
杨莉	51	执行董事	于 2017 年 2 月获委任为执行董事，主要负责本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。
刘天航	43	执行副总裁	于 2020 年 11 月获委任为本公司执行副总裁，主要负责本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。
王利静	42	执行副总裁	于 2017 年 1 月获委任为本公司执行副总裁，主要负责本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。
王永生	53	执行副总裁、财务总监	于 2022 年 8 月获委任为本公司执行副总裁兼财务总监，主要负责本集团的财务管理及资金筹划。王先生于会计及财务方面拥有逾 29 年的经验。
魏雷	42	副总裁	于 2020 年 2 月获委任为本公司副总裁，主要负责本集团整体运营、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。
李杏丽	49	总裁助理	于 2023 年 1 月获委任为本公司总裁助理，兼任大学与供应链事物群总裁及石家庄理工职业学校执行院长。主要负责本集团职业教育的整体经营及日常管理，石家庄理工职业学院整体人才培养、运营管理、提质培优、内涵建设，并负责产教融合业务开展。李女士在企业管理和财务管理方面有逾 20 年的经验。
杨洋	39	联席公司秘书、总裁助理	于 2021 年 10 月获委任为本公司联席公司秘书，并于 2023 年 1 月 1 日获委任为本公司总裁助理。主要负责本集团的企业管治、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。

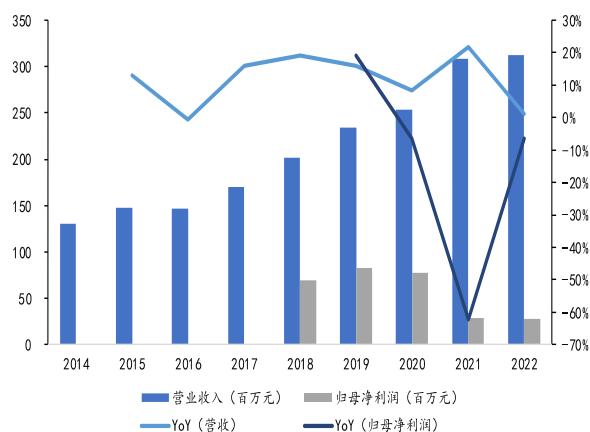
资料来源: Wind, 公司公开 PPT, 国盛证券研究所

1.3. 业绩稳定增长

核心收入高质量增长，幼教高中多点开花。公司 2022 实现营业收入 3.12 亿元，同比增长 1%，虽先前受环境影响业绩承压，仍在 2019-2022 三年实现收入复合增长率 10%。公司的收入主要由两部分构成：职业教育和非职业教育。1) 职业教育作为集团核心内生业务增长稳健，2022 年实现营收 2.24 亿元，2017-2022 年实现复合增长率 18.7%，占总收入 71.7%，系集团最大收入来源。2) 非职业教育方面，截至 2022 年集团旗下拥有 8 所直营幼儿园，共计 1718 名学生，2022 全年收入约 3157 万元，占总收入 10.1%。2019 年公司通过收购浙江培尖 51% 股权及杭州一脉 70% 布局进军新高考业务，并于 2022 年进一步收购石家庄育英实验中学，扩大高中业务版图。2022 年度育英实验高中收入约 2153 万元，自收购后确认收入占总收入 6.9%。

公司费用率整体稳定，利润率企稳回升。费用端：公司销售费用率维持平稳，2020-2022年分别为5.3%、5.8%、5.1%。管理费用率近年来小幅提升，由2018年的15.6%提升至2022年的22.7%，主要系管理人员增加带来工资增加和收购浙江培尖及学鼎培训学校所致。盈利端：2019年前公司毛利率保持50%以上，2020-2022年分别为48.2%、41.1%、46.9%，2022年职业教育业务快速恢复使毛利率实现触底反弹。2022年整体净利润录得2730多万元，同比下降6%。该变动主要系金融资产价值变动、外汇汇兑损失以及过往收购导致的商誉减值三个因素所致，综合三个因素对利润端造成的约3000多万元影响调整后，盈利恢复到约6000万元，达到2019年之前正常水平。

图表3：营业收入稳健增加，2022年实现3.12亿元



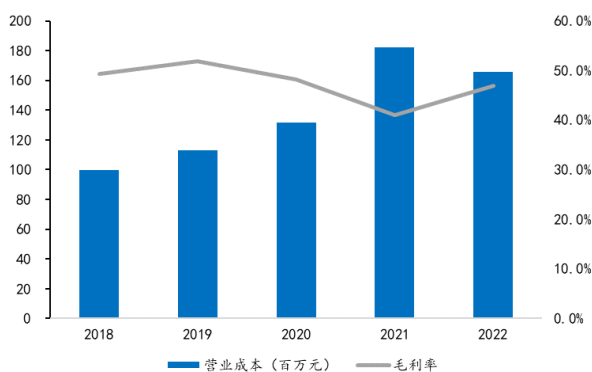
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表4：主营业务为职业教育和非职业教育



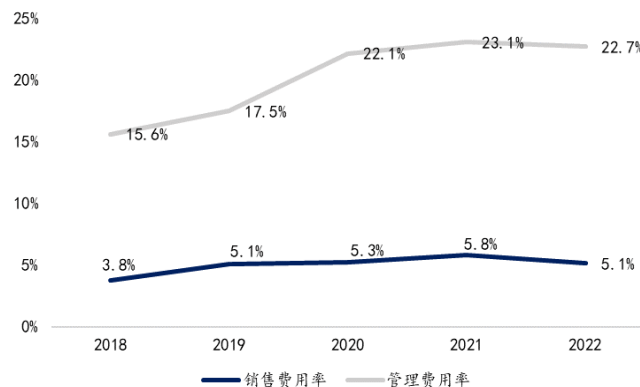
资料来源：公司公开PPT，国盛证券研究所

图表5：2018-2022公司营业成本和毛利率



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表6：2018-2022公司销售和管理费用率



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2. 职业教育市场潜力巨大，非职业教育业务蓬勃发展

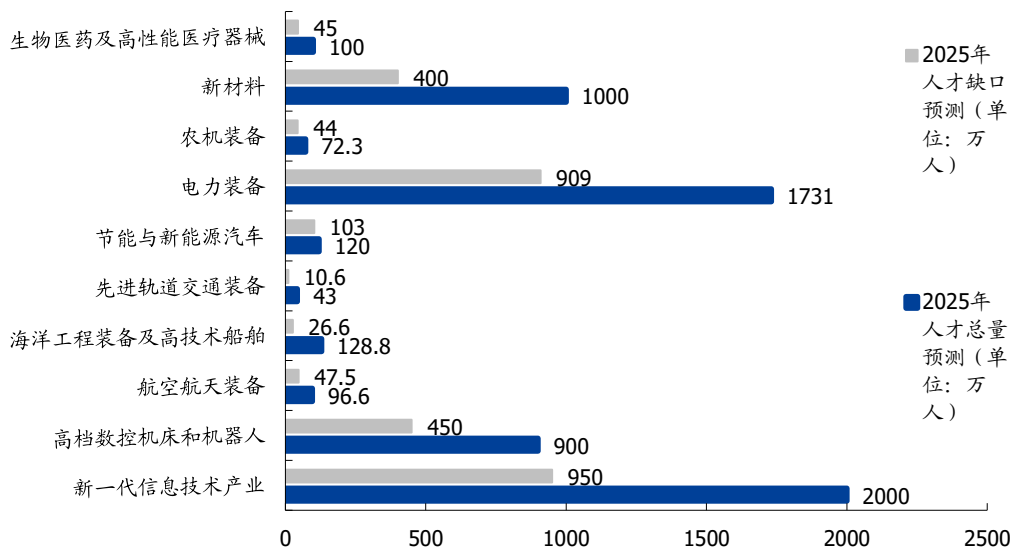
2.1. 职业教育市场保持快速发展，生源加速向品牌院校聚集

人才供需矛盾突出，职业教育填补人才缺口。1) **需求端：**市场对人才需求旺盛，据教育部、人力资源社会保障部和工业和信息化部联合发布的《制造业人才发展规划指南》，2025 年制造业的十大重点领域人才缺口接近 3000 万人。加之，中国就业市场对具备必要认证和资格的专业人员需求不断上升，促使更多即将毕业的大学生和年青的专业人士通过职业考试培训服务提高竞争力和就业机会，因此职业教育培训行业增长更快。2) **供给端：**职业院校供给不足，从职业教育学校（中等职业教育学校、职业本科院校、高职（专科）学校）数量来看，近年来呈持续下降趋势，相较于 2021 年的 8812 所，2022 年仅有 8722 所，下滑 1.02%；从职业教育学校招生人数来看，2018-2022 年先上升后下降，2021 年招生人数仅为 718.71 万人，下滑 54.94%；从职业教育学校在校生人数来看，2018-2022 年大致呈波动上升趋势，2022 年在校生人数为 3033.06 万人，相比 2021 年上升 4.06%。在这个趋势下，生源将进一步向拥有口碑优势、优质师资和就业质量区域品牌院校靠拢。

利好政策不断推出，职业教育地位提升。2020 年以来国务院、教育部不断出台相关政策法规，强势推动职业教育发展。2021 年 10 月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》，提出职业教育发展 2025、2035 年发展规划，强调加强职业教育供给侧改革；2022 年 5 月《中华人民共和国职业教育法》正式出台，指明强调职业教育是与普通教育具有同等重要地位的教育类型，发展高质量职业教育，做好相关配套；2022 年 12 月中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于深化现代职业教育体系建设改革的意见》，探索省域现代职业教育体系建设新模式，打造市域产教联合体，打造行业产教融合共同体。

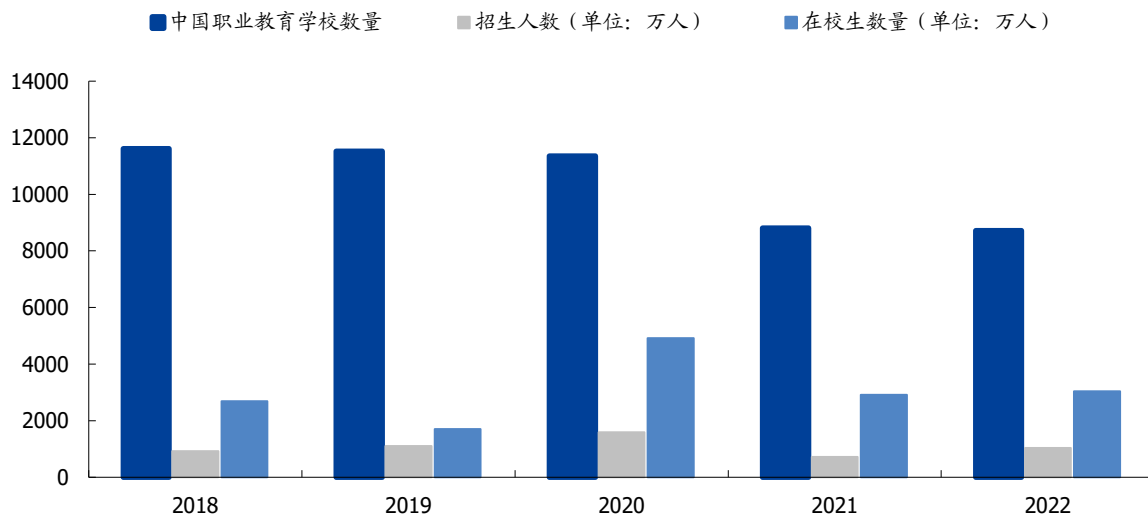
供需两端共同推动下，职业教育市场快速发展。根据德勤研究数据测算，2013-2020 年中国职业教育市场 CAGR 高达 11.5%，2023 年市场规模有望突破 9000 亿，其中非学历职业教育将达到 6000 亿元左右。

图表 7：2025 年中国十大领域人才情况预测



资料来源：《制造业人才发展规划指南》、国盛证券研究所

图表 8: 中国职业教育学校基本概况



资料来源: 教育部官网、国盛证券研究所

2.2. 职业教育市场集中度低，竞争激烈，并购主导转向内生增长

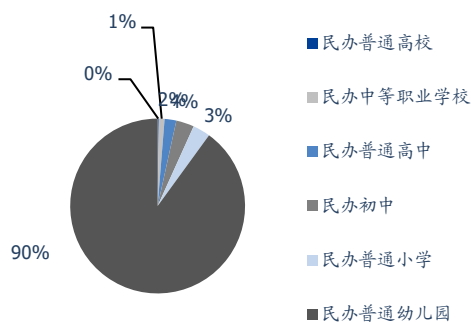
职业教育细分赛道众多，行业竞争激烈，总体集中度低。职业教育是指让受教育者获得某种职业或者生产劳动所需要的知识、技能和职业道德的教育，主要分为学历教育、非学历教育，在此基础上又分为中等职业教育、高等职业教育、职业考试培训、职业技能培训与企业管理等多种细分赛道。参考行业整体规模及龙头规模，行业竞争激烈，集中度低。

民办职业教育暂停并购主导，行业转向内生增长。我国民办高等教育市场高度分散。据弗若斯特沙利文报告，截至 2017 年末，按照学生人数计算，中国民办高等教育行业五大市场参与者份额约为 5.8%。《民促法实施条例》明确对民办企业参与职业教育的鼓励方向，总体利好并购，为高校并购提供政策便利。民办高校龙头企业发挥资金、管理等优势，不断并购以扩大自身规模，提高市场集中度。2020 年，民办高校数次合并，其中中教控股通过并购的方式，形成拥有 12 家中国学校、1 家澳大利亚学位认可的高等学府、1 家可获得英美两国双学位的英国学校。但因 2022 年监管对于大专类院校并购收紧，各家学校转向打造内生增长。

2.3. 非职业教育业务蓬勃发展

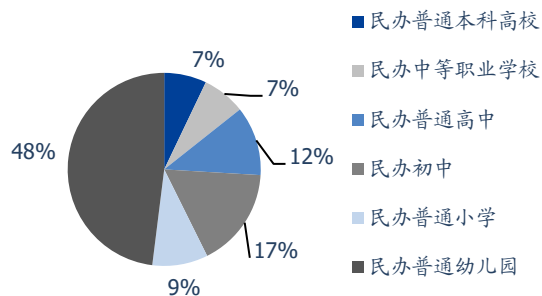
非职业教育业务拓展多样化。学前教育需求巨大、新高考的实施，吸引民办教育主体进军非职业教育领域，不断拓展自身业务，多元化发展。截至 2021 年年底，我国共有各级各类民办学校 18.52 万所，其中民办幼儿园数量达 16.67 万所，占比达 90.0%，而民办普通小学、民办初中、民办普通高中、民办中等职业学校、民办普通高校数量均不足 1 万所。2021 年我国民办学校招生总人数达 1456 万人，其中民办幼儿园招生数量为 699.24 万人，占总人数比重达 48%，其他类别学校招生人数占比均不足 20%。此外，2018-2021 年民办高中学校数量、招生人数逐年增加，2021 年同比增加 8.50%、10.13%。其中民办普通高中招生人数占全国民办招生人数比重由 2018 年的 6.93% 上升至 2021 年的 11.60%，实现快速发展。

图表 9: 2021 年全国各类民办教育学校数量占比



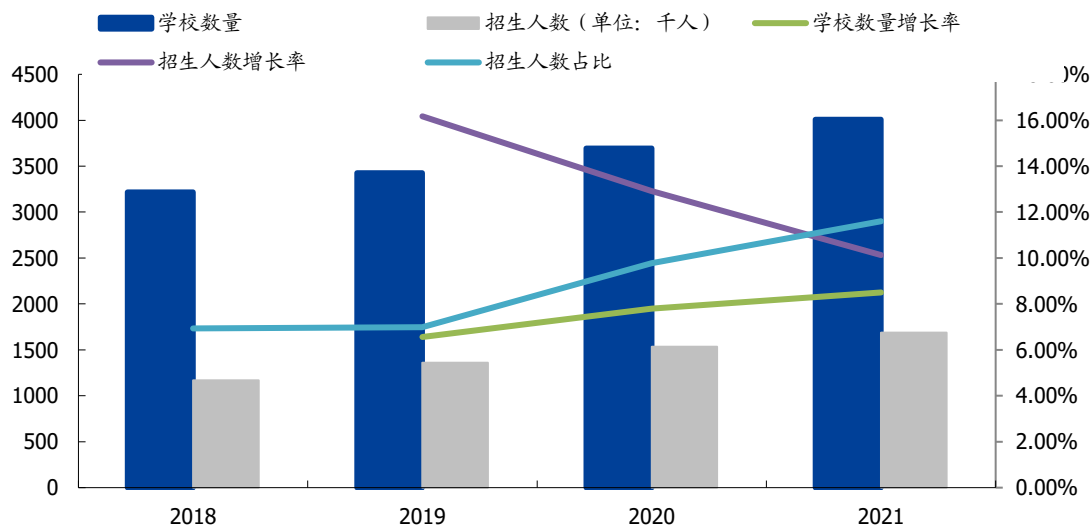
资料来源: 教育部、国盛证券研究院

图表 10: 2021 年全国各类民办教育招生情况



资料来源: 教育部、国盛证券研究院

图表 11: 2018-2021 年全国民办普通高中学校、招生情况



资料来源: 教育部官网、国盛证券研究所

3. 公司：以新职业教育为发展主线，多元化综合服务

3.1. 专注职业教育发展主线，产教融合培养技术人才

3.1.1. 存量稳固：以新职业教育为主线

石家庄理工职业学院是一所经河北省政府批准、国家教育部备案的省属全日制普通高等院校，颁发国家承认的普通高等教育专科学历证书。学院占地面积约 1,626 亩，建筑面积达到 45 万平方米（含新校区），学生人数超过 20,000 人。学院拥有现代化图书馆，占地面积 1.6 万平方米，馆藏纸质图书超过 89 万册，收录报刊种类超过千种。

学院以“格物致知、学以致用”为教育理念，注重理工教育，并坚持人文教育的并行发展。学院实行“专业技能+岗位证书+学历证书”的应用型高技能人才培养模式，目前已形成互联网应用技术、人工智能、大数据金融服务、新能源动力与工程、智能制造、经济管理、艺术、护理等多个学科并存的应用型大学教育体系。

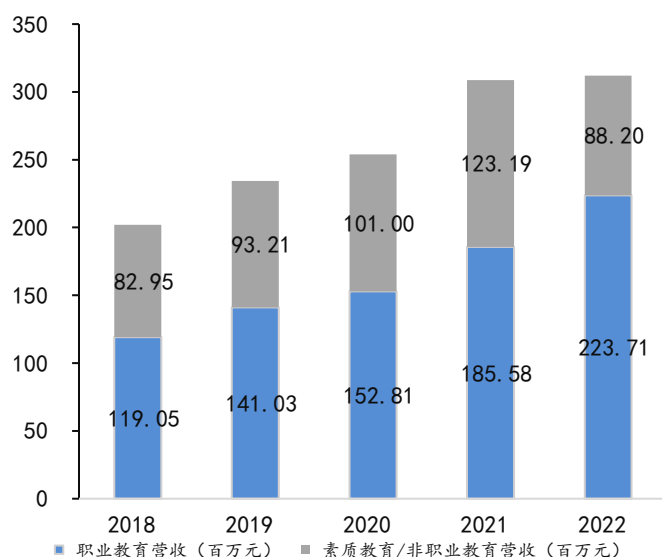
图表 12: 石家庄理工学院深耕职业教育



资料来源：学院网站，国盛证券研究所

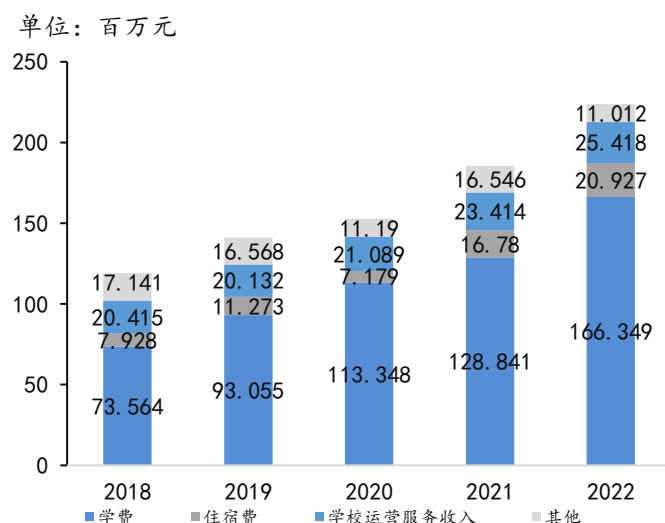
理工学院作为集团核心资产驱动内生增长。截至 2022 年公司职业教育营业收入达到 2.24 亿元，同比增长 20.54%，占总营业收入 71.72%。赚取收入主要分为学费、住宿费和运营管理收入，分别占比 74%/9%/11%。非职业教育营业收入为 0.88 亿元，占总营收 28.28%，对比 2021 年的 1.23 亿元同比下降 28.40%。该项变动主要系伴随 2021 年一系列针对素质教育和校外培训的政策密集发布和落地，其中包括 2021 年 7 月颁布的“双减”政策，公司旗下培训学校相关业务受到影响并全部关停。

图表 13: 职业教育业务内生增长驱动营收增长



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

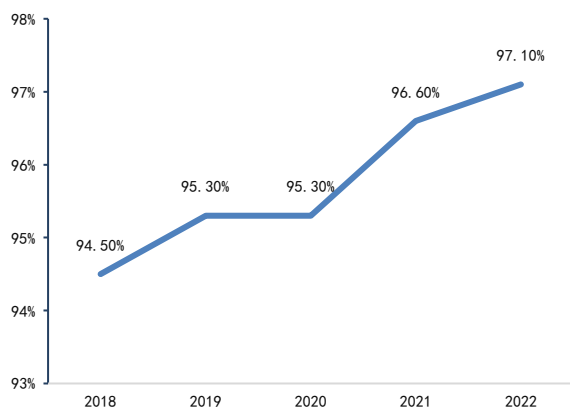
图表 14: 学费收入占职业教育业务比重最大且持续稳定增长



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

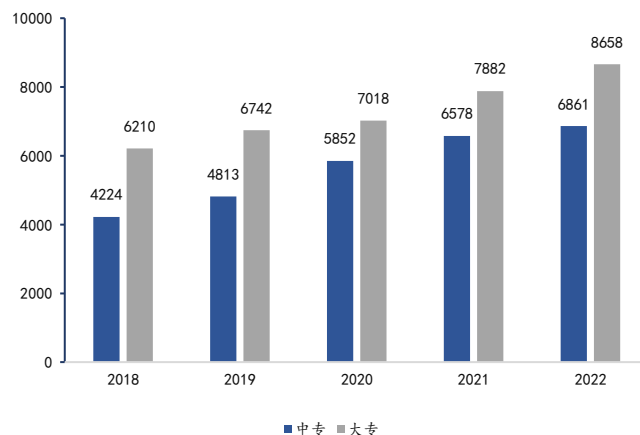
优质就业助力学生人数逐步提升。学院就业率屡创新高, 该院校毕业生就业率由 2018 年 94.5% 稳步爬升至 2022 年 97.10%。除此之外, 大专/中专生均收入由 2018 年 6210 元/4224 元大幅提升至 8658 元/6861 元。截至 2022 年, 学院大专、中专全日制在校学生人数分别达到 16937/2872 人, 合计 19809 人, 同比增长 16%。

图表 15: 就业率不断攀升



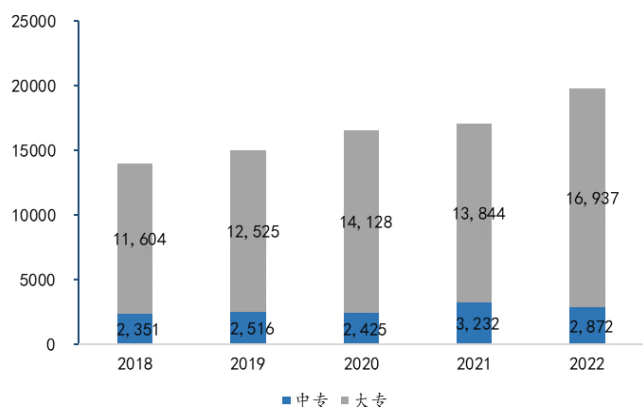
资料来源: 公司公开 PPT, 国盛证券研究所

图表 16: 生均收入逐年增加, 单位: 元/人/年



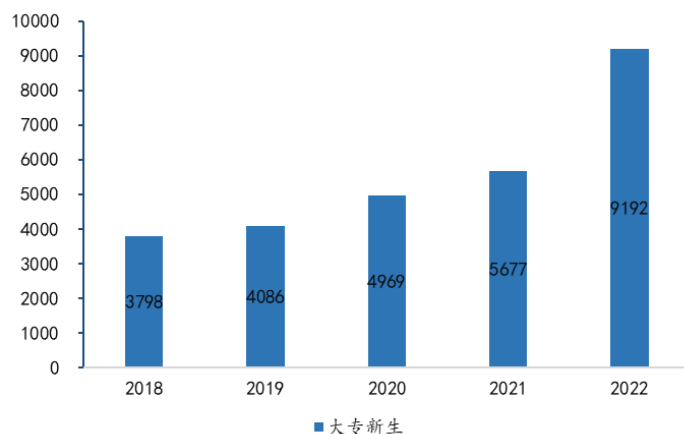
资料来源: 公司公开 PPT, 国盛证券研究所

图表 17: 职业教育全日制在校生人数, 单位: 人



资料来源: 公司公开 PPT, 国盛证券研究所

图表 18: 大专新生每年入学数, 单位: 人



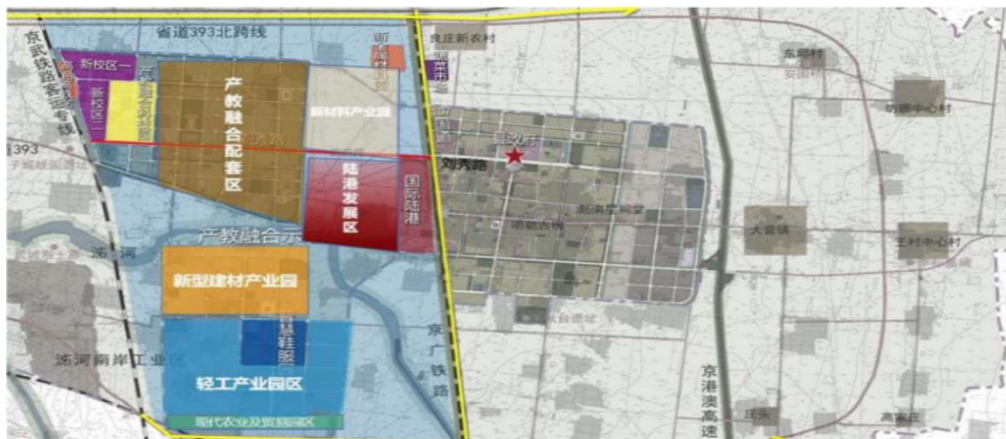
资料来源: 公司公开 PPT, 国盛证券研究所

3.1.2. 增量落地: 加码扩建职教新校区, 扩大核心资产优势

加码扩建职教新校区, 扩大核心资产优势。集团旗下的石家庄理工职业学院与高邑政府达成合作投入建设高邑新校区并于 2022 年 1 月被纳入《河北省 2022 年省重点建设项目名单》。项目规划超过 1000 亩教育用地亩, 并分为两期 (分别 455 亩与 545 亩) 进行建设, 另外规划约 200 亩产教融合土地面积, 整体建成后新增容量约 3 万名学生。新校区将成为具有产教融合特色的新型职业技术学院, 培养一批批多学科交叉融合、协调发展的技术应用型人才, 大力驱动集团整体业务发展。

新校区投入使用, 打开业绩增长期。高邑新校区一期建设分为 5 个阶段, 其中一阶段包括综合教学楼、宿舍楼、食堂各一栋, 共 111.38 亩已于 2023 年 4 月份全部完工; 二阶段 72.85 亩涵盖两栋宿舍楼和一个食堂, 23 年 7 月份完工。新校区于 23 年 9 月份进行首次招生, 年内实现入驻学生 8000 名。待一期整体建成, 新校区有望为公司提供新增容量 15000 名学生。

图表 19: 高邑新校区将 200 亩产教融合用地建造为产业园区或产业科技园



资料来源: 公司公开 PPT, 国盛证券研究所

图表 20: 高邑校区揭牌仪式



资料来源: 公司公开 PPT, 国盛证券研究所

图表 21: 高邑校区一期阶段性投入使用



资料来源: 公司公开 PPT, 国盛证券研究所

3.1.3. 搭建政行企校研平台，形成产教融合新格局

集团旗下学校积极推动校企合作、政校合作、行校合作，产教融合发展成果显著。

《职业教育法》明确鼓励发展产教融合办学体制，积极推进多元办学，支持社会力量广泛、平等参与职业教育。1) 校企合作: 集团旗下的石家庄理工职业学院与各企业合力承担师资投入，完善课程安排，提高教学质量，从源头解决大学生就业和行业人才缺乏的问题。2) 政校合作: 集团助力人才培养，推动河北省既有产业转型升级。3) 行校合作: 集团旗下的石家庄理工职业学院帮助学生了解产业前沿、理解创新创业政策以促进创新创业人才培养与产业需求紧密联合。

3.2. 学前教育运营稳健，高中教育新项目并表带来增量

学前教育运营稳健，持续创新理念，提升教学品质。集团共有 8 所直营幼儿园，服务近 2000 名学前儿童；据公司年报，2022 年该业务收入约 3157 万元，同比小幅增长，占总收入 10.1%。于 2022 年内，部分幼儿园乔迁新址、重新装修，以提高学生入园体验，同时,通过引入专业的虚拟交互空间设备及课程,着重培养幼儿园学生的逻辑思维能力，以提高学生学习体验。园所理念创新及品质提升进一步增强办学特色，实现新天际品牌定位的升级、园所容量及生均保教费的增长。

图表 22: 公司提供多元优质的幼儿养育服务



资料来源: 公司公开 PPT, 国盛证券研究所

收购育英实验中学，完善高中教育产业链。集团于 2022 年 9 月成功收购石家庄育英实验中学，拓展高中教育业务并与新高考业务融合，提升教学质量，完善高中教育的产业链。该学校去年 9 月 1 日至年底收入约为 2153 万元，占据集团全年总收入的 6.9% 左右。学校师资强大，高质量教师团队现有教职工 200 余人，教师共计 160 名，均为本科及以上学历，其中硕士及以上占比 20%。由衡水中学名校名师组成的教学教研顶级精英教师团队。升学率河北省名列前茅，学校 2020/2021 年毕业班本科升学率达 70.3%/71.1%。

图表 23: 石家庄育英实验高中实景



资料来源：百度图片，国盛证券研究所

3.3. 布局新高考，丰富 To B 业务

拓展新高考业务，为集团带来业务新增长来源。集团自 2020 年起拓展基于“强基计划”的新高考业务，于 2022 年实现 3407 万元的营业收入，约占总收入的 11% 左右。以杭州为中心辐射全国，重点服务于县域的高中，与全国 20 个省份的 100 多所学校达成合作，为 51 所高中学校提供服务，为 6000 余名学生提供规划指导，培训的学生中有 762 名学生获得了省级一等奖以上的成绩，其中 350 名学生获得了全国级别的金银铜牌奖项。后期将在区域深耕规划基础上，将向河南、湖北、湖南等全国区域拓展合作校业务。

图表 24: 新高考业务目前已拓展五个省份，未来将拓展至全国更多地区



资料来源：公司公开 PPT，国盛证券研究所

4. 盈利预测

收入端：1) 职业教育业务。该业务整体学生数增长平稳，高邑新校区贡献新入学人数（至 2023 年底、2024 年底、2025 年底新老校区预计合计分别为 24000、30000、34000 人），同时各业务生均收入具备年复合微弱增长（0-10%），从而 2023-2025 年收入增速预计分别为 14.6%、44.0%、22.9%。2) 非职业教育业务。整体运行平稳，其中石家庄育英实验中学于 2022 年 9 月并表，预计 2023 年全年并表贡献收入增长（增速约 58.5%），预计 2024-2025 年年复合增速约 5%。

毛利率及费用率端：1) 毛利率端：职业教育新校区开设使得毛利率有所下降，加之高中业务并表（毛利率低于职业教育），公司整体毛利率有所下降；2) 费用率端：为支撑新校区及非职业教育业务运营，费用有所提升。

图表 25: 盈利预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
职业教育收入（万元）	18,558	22,371	25,630	36,909	45,354
YOY（%）		20.5%	14.6%	44.0%	22.9%
非职业教育（万元）	12,319	8,820	13,977	14,650	15,376
YOY（%）		-28.4%	58.5%	4.8%	5.0%
总收入（万元）	30,877	31,191	39,607	51,559	60,731
YOY（%）		1.0%	27.0%	30.2%	17.8%
毛利率（%）	41.1%	46.9%	42.3%	43.0%	43.6%
销售费用率（%）	5.8%	5.1%	6.5%	6.7%	6.7%
行政费用率（%）	23.1%	22.7%	24.0%	25.0%	24.0%
归母净利润（万元）	2918	2730	5113	7700	9080

资料来源：公司公告，Wind，国盛证券研究所

5. 投资建议

公司以新职业教育为发展主线，多元化综合服务，内生外延并重，2023 年高邑新校区投入使用实现学生入驻，有望带来业绩增量。预计公司 23-25 年实现营业收入为 3.96、5.16、6.07 亿元，同比增速分别为 27.0%/30.2%/17.8%；归母净利润分别为 0.51、0.77、0.91 亿元，对应增速分别为 87.4%/50.6%/17.9%；EPS 分别为 0.04、0.07、0.08 元/股，当前股价对应分别为 5.4X/3.6X/3.0X 倍 PE，选取职业教育及高等教育龙头新高教集团、中教控股及教育龙头宇华教育作为估值比较，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 26: 可比公司估值

公司	股价 (港币)	EPS(元/股)			PE		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
中教控股	4.68	0.55	0.86	0.97	7.8	5.0	4.4
宇华教育	0.54	0.32	0.26	0.26	1.5	1.9	1.9
新高教集团	2.05	0.45	0.49	0.54	4.2	3.8	3.5
平均					4.5	3.6	3.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 注: 未覆盖公司盈利预测参考 wind 一致预期, 股价为 12 月 22 日股价。1 港币=0.9126 人民币

6. 风险提示

- 1) **新校区建设进度不及预期:** 高邑校区建设不及预期可能导致招生增长不如预期, 进而影响公司业绩表现。
- 2) **行业竞争加剧:** 同业重启并购扩张可能挤压公司的生源。
- 3) **核心师资流失:** 作为公司业务的核心人才, 教师队伍流失可能会影响公司业绩表现。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com