

## 科德教育 (300192.SZ)

2024年02月18日

## “升学”为核发力中职赛道，经验复用整合效果明显

投资评级：买入（维持）

——公司深度报告

|            |            |
|------------|------------|
| 日期         | 2024/2/8   |
| 当前股价(元)    | 7.02       |
| 一年最高最低(元)  | 18.88/5.64 |
| 总市值(亿元)    | 23.11      |
| 流通市值(亿元)   | 15.59      |
| 总股本(亿股)    | 3.29       |
| 流通股本(亿股)   | 2.22       |
| 近3个月换手率(%) | 472.94     |

初敏（分析师）

李睿娴（联系人）

chumin@kysec.cn

liruixian@kysec.cn

证书编号：S0790522080008

证书编号：S0790122120005

### ● 深耕“升学”赛道二十载，「职教高考」政策下迎发展新机遇

公司以龙门教育的教学及管理优势为核心，利用前期积累超二十年的中高考补习及 K12 课外辅导办学经验，持续拓展升学类中职院校，现旗下共有西安培英育才和天津旅外两所中职院校，预计 2024 年将在两地各新增 1 个校区。2019 年国家首次提出「职教高考」制度，中职院校毕业生亦能参加普通高考，升学类中职院校吸引力大幅提升。我们下调 2023 年、新增 2024-2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 1.4/1.85/2.3 亿元（2023 年原为 2.40 亿元，下调主因 K12 业务剥离），对应 EPS 为 0.43/0.56/0.7 元，当前股价对应 PE 为 16.4/12.5/10.0 倍。短期看未来两到三年受益于新校区爬坡业绩增长确定性较高，长期看有望通过收并购复制成功经验实现外延增长，维持“买入”评级。

### ● 韩台为鉴中职升学率随经济发展而增加，公司平移升学禀赋实现深度赋能

人口基数决定未来十年中等教育适龄人口将持续增加，同时因未跟上产业变革步伐公办中职持续萎缩，民办中职占比增加。需求端，根据韩国和中国台湾的发展经验，伴随经济发展和就业需要，中职毕业生的升学率将持续提升，升学率已成为中职学校吸引生源的重要因素。政策端，由原先的强调职普五五分流到提倡就业与升学并重，鼓励民间资本和企业参与中职办学。公司已成功平移其优质升学资源至中职院校，2023 年公司现有校区已基本满员，2023 年秋招后在校人数约 11000 人，秋招前约 6500 人，同比增速约 69%。2023 年公司整体本科升学率超 60%，子公司陕西龙门教育和天津旅外 2023H1 净利率均超过 30%，赋能成效显著。

### ● 参股 AI 芯片独角兽，产教融合、校企合作拓展职业技能培训新赛道

2023 年 4 月公司出资 1.3 亿元增持中昊芯英至 8.14%，主营为 AI 芯片及集成系统，根据对赌中昊芯英 2023 和 2024 年收入目标为 2.6 亿和 5 亿。未来公司将和中昊芯英深度合作培育人工智能相关人才。同时公司设立智链嘉磊和信创启赋两家职业技术培训公司，服务高新技术和灵活就业市场，拓展职业教育赛道。

### ● 风险提示：新校区建设、招生爬坡不及预期、教育政策变化等风险。

#### 财务摘要和估值指标

| 指标         | 2021A  | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 858    | 795   | 826   | 1,057 | 1,215 |
| YOY(%)     | 1.0    | -7.3  | 4.0   | 27.9  | 14.9  |
| 归母净利润(百万元) | -447   | 74    | 140   | 185   | 230   |
| YOY(%)     | -491.3 | 116.6 | 89.6  | 31.7  | 24.5  |
| 毛利率(%)     | 32.1   | 30.9  | 33.1  | 35.1  | 36.6  |
| 净利率(%)     | -52.2  | 9.3   | 17.0  | 17.5  | 19.0  |
| ROE(%)     | -67.8  | 10.5  | 15.6  | 17.5  | 17.9  |
| EPS(摊薄/元)  | -1.36  | 0.23  | 0.43  | 0.56  | 0.70  |
| P/E(倍)     | -5.2   | 31.2  | 16.4  | 12.5  | 10.0  |
| P/B(倍)     | 3.5    | 3.1   | 2.6   | 2.2   | 1.8   |

数据来源：聚源、开源证券研究所

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

## 内容目录

|   |    |
|---|----|
| 1、公司更新：以“升学”为内核，剥离 K12 耕耘中职赛道 .....       | 4  |
| 1.1、公司概况：教育业务为核心，多业态、多校区规模稳步提升 .....      | 4  |
| 1.2、业务板块：中职和全日制业务快速回暖，贡献主要利润增量 .....      | 5  |
| 1.3、财务分析：前期不利影响已消化，收入利润持续向好 .....         | 6  |
| 2、行业概况：升学类中职符合需求及政策导向，空间广阔 .....          | 7  |
| 2.1、行业规模：十年内中等教育适龄人口持续增加，公办中职萎缩 .....     | 7  |
| 2.2、需求端：就业压力加大，约 65% 的中职毕业生选择升学 .....     | 9  |
| 2.3、政策端：就业与升学并重，中职院校迎“职教高考”新机遇 .....      | 11 |
| 3、办学优势：教学与管理并重，具备可复制性 .....               | 12 |
| 3.1、教学资源：自研教辅增强适配，班型升级推动单价上行 .....        | 12 |
| 3.2、管理模式：强调管理制度而非单个名师，具备可复制性 .....        | 12 |
| 3.3、成功经验：本科录取率达 60%，收购学校快速爬坡 .....        | 13 |
| 3.3.1、西安培英育才：招生实现翻倍增长，升学为核新专业匹配新需求 .....  | 13 |
| 3.3.2、天津旅外：善用抖音招生大幅提升，爬坡期后净利率超 30% .....  | 14 |
| 4、职业技能培训：搭建职教平台，布局 AI+教育 .....            | 15 |
| 4.1、职教平台：新设智链嘉嘉、信创启赋，聚焦产教融合 .....         | 15 |
| 4.2、AI+教育：看好中国 AI 芯片自主可控，联手培育 AI 人才 ..... | 16 |
| 5、盈利预测与投资建议 .....                         | 17 |
| 5.1、关键假设 .....                            | 17 |
| 5.2、可比公司估值 .....                          | 19 |
| 6、风险提示 .....                              | 19 |
| 附：财务预测摘要 .....                            | 20 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1：科德旗下控股子公司及院校分布 .....                                    | 5  |
| 图 2：2023H1 公司中职和全日制业务收入占比 46% .....                         | 5  |
| 图 3：2023H1 中职和全日制业务收入同比增长 31.3% .....                       | 5  |
| 图 4：2023H1 中职和全日制业务毛利率为 46.55% .....                        | 6  |
| 图 5：教育板块子公司为上市公司贡献绝大部分利润 .....                              | 6  |
| 图 6：2023H1 公司实现归母净利润 5768 万元，同比增长 117%，归母净利率 16.18% .....   | 6  |
| 图 7：招生向好 2023Q3 公司收入同比转正 .....                              | 7  |
| 图 8：2023 年公司归母净利率大幅提升 .....                                 | 7  |
| 图 9：2023Q1/Q3 合同负债分别增加 4907 和 7201 万元 .....                 | 7  |
| 图 10：截至 2023Q3 可动用流动资金为 4.41 亿元，资金流充足 .....                 | 7  |
| 图 10：2006-2016 年中国出生人口持续增长 .....                            | 8  |
| 图 11：预计 2033 年中国中等教育适龄人口为 5164 万人 .....                     | 8  |
| 图 12：初中毕业后分为普通高中和中职院校两条路径 .....                             | 8  |
| 图 13：2022 年全国高中入学率提升至 58% .....                             | 8  |
| 图 14：中职学校数量由 2003 年的 14700 所减少至 2022 年的 7201 所，减少 51% ..... | 9  |
| 图 15：2022 年民办中职学校 2073 所，占比大幅提升至 28.8% .....                | 9  |
| 图 16：16-24 岁人口失业率持续上升（单位：%） .....                           | 9  |
| 图 17：全国本科招生人数持续增加 .....                                     | 9  |
| 图 18：64.9% 的中职毕业生选择升入高等院校 .....                             | 10 |
| 图 19：东部/中部/西部选择升学的比例分别为 67.1%/66.3%/56.5% .....             | 10 |
| 图 20：2018 年中国台湾中职升学率大幅提升至 79% .....                         | 10 |
| 图 21：2010 年韩国中职升学率已提升至 71.1% .....                          | 10 |
| 图 22：西安龙门补习学校专用校本教材 .....                                   | 12 |
| 图 23：中职自研的初升高衔接专用校本教材 .....                                 | 12 |
| 图 24：龙门补习开展军事化拓展训练 .....                                    | 13 |
| 图 25：西安培育英才职高采用多媒体教学 .....                                  | 13 |
| 图 26：2022 年公司中职院校本科录取率大幅优于全国平均水平 .....                      | 13 |
| 图 27：2023 年秋招西安育才新招生逾 2000 人（单位：人） .....                    | 14 |
| 图 28：2021 年新专业招生 261 人，占当年招生总数的 41%（单位：人） .....             | 14 |

|  |    |
|--|----|
| 图 29: 收购前天津旅外每届招生 300-400 人, 2023 年新招生约 1300 人 (单位: 人) .....   | 14 |
| 图 30: 2023H1 天津旅外实现收入 1892 万元, 较 2021H1 (收购前) 提升 172.6% .....  | 15 |
| 图 31: 天津旅外 2023H1 实现净利润 578 万元, 净利率为 30.6% .....               | 15 |
| 图 32: 智链嘉磊具体业务内容包含三大板块.....                                    | 15 |
| 图 33: 中昊芯英 2023/2024 年的目标销售额分别为 2.6/5 亿元.....                  | 17 |
| 表 1: 公司通过收并购将核心业务转型至教育领域.....                                  | 4  |
| 表 2: 政策鼓励民间资本参与职教办学, 推动“就业与升学并重” .....                         | 11 |
| 表 3: 信创启赋线上、线下主要课程内容 .....                                     | 16 |
| 表 4: 2023Q1 职教平台主要财务数据, 两个项目于 2023 年春节后才正式启动 (单位: 万元) .....    | 16 |
| 表 5: 预计 2023-2025 年营业收入同比增长 3.99%/27.86%/14.95% (单位: 万元) ..... | 17 |
| 表 6: 预计 2023-2025 年归母净利润分别为 1.40/1.85/2.30 亿元 (单位: 万元) .....   | 18 |
| 表 7: 公司估值显著低于可比公司平均水平.....                                     | 19 |

## 1、公司更新：以“升学”为内核，剥离 K12 耕耘中职赛道

### 1.1、公司概况：教育业务为核心，多业态、多校区规模稳步提升

**收购西安龙门转型教育赛道，凭借升学资源优势异地扩张。**科德教育原名科斯伍德，为环保胶印油墨龙头，受互联网媒体对传统印刷业的冲击，公司于 2017 年收购陕西中高考升学培训龙头，龙门教育 49.76% 的股权，并于 2020 年收购其全部剩余股权。同年，公司取得西安培英育才举办权，布局升学类中职院校赛道，并将公司名变更为“科德教育”。鉴于西安育才的成功办学，2021 年公司收购天津旅外和河南毛坦高中，进一步利用其高考资源优势扩张中等教育。

**双减下 K12 业务剥离但教研优势仍在，参股中昊芯英布局 AI+职教。**公司自 2016 年起于全国多个城市开展 K12 课外培训，2021 年“双减”政策发布后陆续关闭郑州、成都、苏州、太原、重庆、南昌、天津、北京等多个城市在内的 K12 课外培训校区，并于 2022 年底出售 K12 剩余资产，完全退出相关业务。顺应政策导向，公司于 2022 年成立智链嘉伟、信创启赋两家职业技术培训公司，服务高新技术和灵活就业市场。2023 年 4 月，公司增资 AI 芯片研发商中昊芯英，持股比例达到 8.38%，后稀释至 8.14%。双方将在人工智能化职业教育方面开展深度合作，助力 AI 相关职业教育人才培养。

**表1：公司通过收并购将核心业务转型至教育领域**

| 日期      | 重要事件  |
|---------|---|
| 2011.3  | 深交所上市，主营油墨业务  |
| 2017.12 | 以 7.57 亿元的对价收购西安龙门教育 49.76% 股权，布局教育赛道                 |
| 2020.3  | 以 8.13 亿元收购龙门教育剩余股权                                   |
| 2020.3  | 收购西安育才举办权，完成由非营利性民办学校变更为营利性，支付对价 236 万元               |
| 2020.12 | 公司更名科德教育  |
| 2021.5  | 将油墨业务打包划转至全资子公司                                       |
| 2021.6  | 收购天津旅外（民办营利性学校）100% 股权，支付对价 2700 万元                   |
| 2021.4  | 收购河南毛坦高中 60% 股权                                       |
| 2022.4  | 成立服务高新技术的职业培训平台智链嘉伟，持股 51%                            |
| 2022.11 | 成立针对灵活就业和创业的职业培训平台信创启赋，持股 51%                         |
| 2022.12 | 剥离并出售 K12 相关业务  |
| 2023.4  | 出资 1.3 亿元增持中昊芯英至 8.38%，后稀释至 8.14%，布局 AI 芯片设计，同时赋能职教业务 |

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**主营业务分为教育和油墨两大板块，教育业务多校区、多业态持续拓展。**剥离 K12 课外培训后，公司的教育业务可划分为全日制学校、中职院校、普通高中、职业技能培训四大板块。

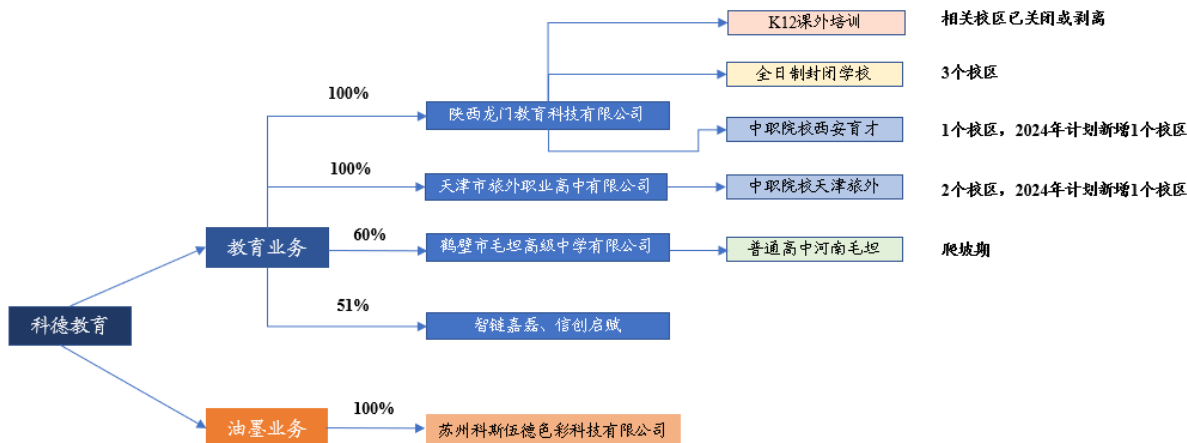
**(1) 全日制学校：**以一年制高考复读班为主，加以少量中考复读班，于陕西西安有三个校区，截至 2023 年秋招，公司共有全日制在校学生约 3000 人。

**(2) 中职院校：**为三年制，公司的中职院校与以就业为导向的传统中职不同，复用高考复读及 K12 的教研及师资资源，改以升学为主要导向，分布于西安和天津两地。截至 2023 年秋招，西安育才拥有 1 个校区约 5000 名在校学生，天津旅外拥有河西、河北 2 个校区约 2600 名在校学生，**2024 年公司计划于西安育才、天津旅外各扩充 1 个中职新校区。**

(3) **普通高中**：为河南毛坦高中，2022 年 9 月正式投入运营，普通高中受限于当地教育局招生名额的限制，截至 2023 年秋招在校学生约 400 人，设计容量约 1500 人，仍处于爬坡期，后续有望开放复读班。

(4) **职业技能培训**：是公司双减后的另一重点拓展方向，现已设立智链嘉伟、信创启赋两家职业技术培训公司，并联合中昊芯英开发人工智能相关课程。

图1：科德旗下控股子公司及院校分布

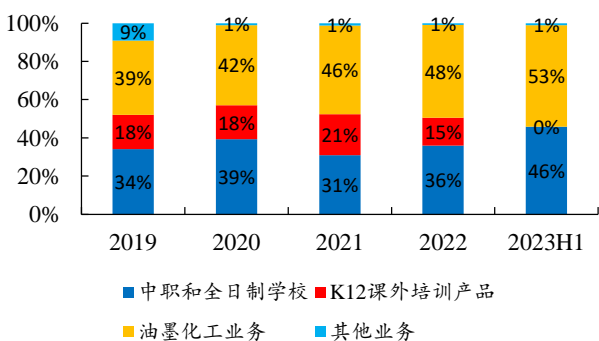


资料来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

## 1.2、业务板块：中职和全日制业务快速回暖，贡献主要利润增量

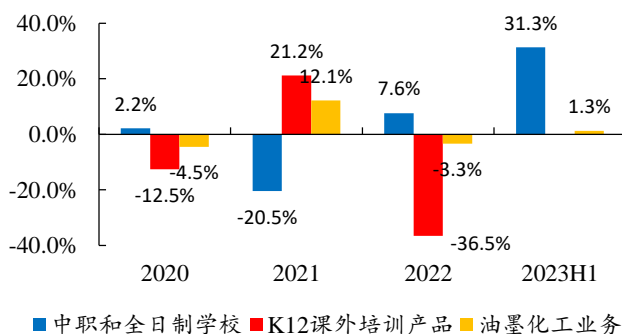
**中职和全日制业务快速回暖，弥补 K12 业务剥离影响。**近年来公司教育业务和油墨业务收入约各占一半，截至 2023H1，公司中职和全日制学校业务、K12 课外培训、油墨化工业务收入分别占比 46%/0%/53%。中职和全日制业务在防疫政策优化后体现出良好的复苏态势，招生稳步增长驱动 2023H1 该板块收入同比增长 31.3%，填补关闭 K12 课外培训造成的收入缺口。油墨化工业务作为传统板块增速较为稳定，2023H1 收入同比增加 1.3%。

图2：2023H1 公司中职和全日制业务收入占比 46%



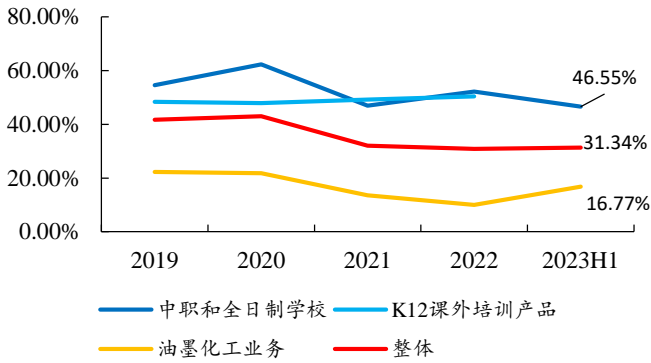
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2023H1 中职和全日制业务收入同比增长 31.3%

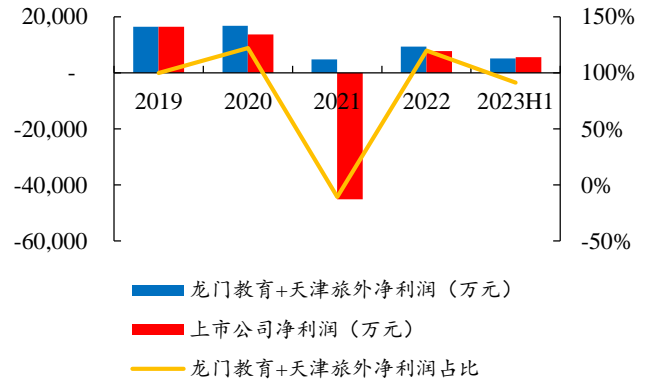


数据来源：公司公告、开源证券研究所

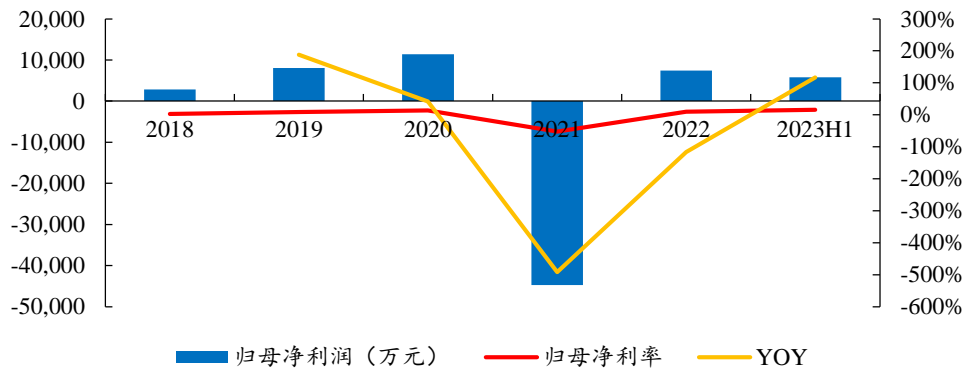
**教育板块为公司利润的主要来源。**教育相关业务毛利率远高于油墨业务毛利率，2023H1 公司整体毛利率为 31.34%，其中中职和全日制学校业务毛利率为 46.55%，油墨业务毛利率为 16.77%。教育板块的陕西龙门教育科技有限公司和天津市旅外职业高中有限公司为上市公司贡献绝大部分利润，2023H1 两家子公司的净利润之和为 5112 万元，占上市公司净利润的 91%。

**图4: 2023H1 中职和全日制业务毛利率为 46.55%**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图5: 教育板块子公司为上市公司贡献绝大部分利润**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所 (受双减政策影响, 2021年公司计提约 4.8 亿商誉减值)

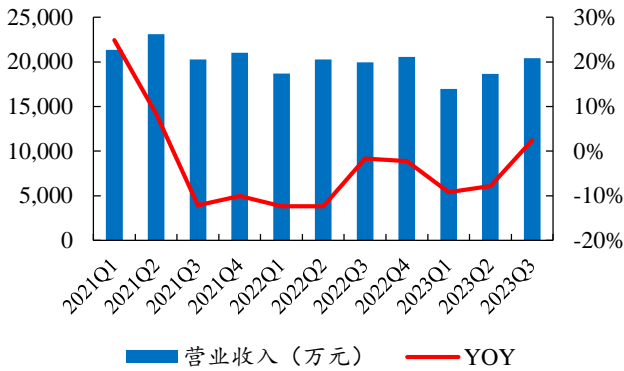
**图6: 2023H1 公司实现归母净利润 5768 万元, 同比增长 117%, 归母净利率 16.18%**


数据来源: Wind、开源证券研究所

### 1.3、财务分析: 前期不利影响已消化, 收入利润持续向好

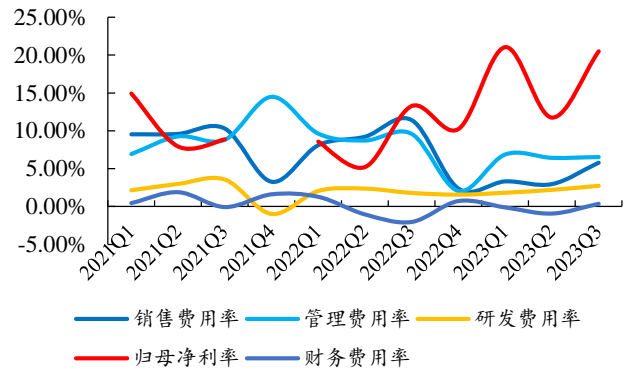
收入端同比增速转正, 利润率大幅优化。“双减”政策于 2021 年 9 月开始实施, 此后公司收入受 K12 课外培训业务收缩影响, 增速持续为负。2022 年底 K12 业务剥离 (2022 年 K12 业务收入占比为 15%), 2023Q1 和 Q2 收入分别同比下降 9.21% 和 7.82%。2023Q3 伴随秋招招生节奏向好, 公司收入历经 8 个季度负增后同比转正, 同比增加 2.4%。费用端, 截至 2023Q3, 公司无银行借款, 财务费用较少。虽然 K12 业务在收入端的表观影响较大, 但因其营销费用较高, 对利润的影响较小。受益于 K12 剥离, 公司销售费用率和管理费用率大幅减少, 2023Q3 整体归母净利率已大幅提升至 20.5%, 同比+7.23pct。

图7：招生向好 2023Q3 公司收入同比转正



数据来源：Wind、开源证券研究所

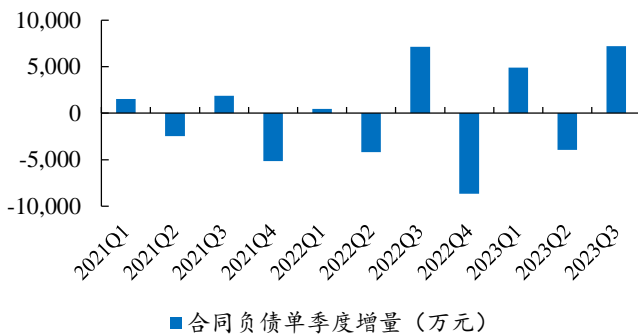
图8：2023 年公司归母净利率大幅提升



数据来源：Wind、开源证券研究所（因计提减值 2021Q4 归母净利率不可比）

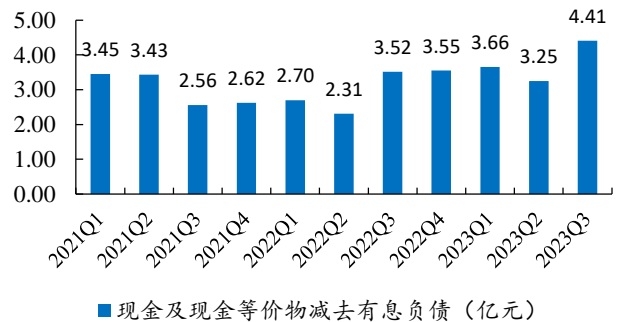
合同负债印证招生人数增加，公司现金流充足利于扩张。截至 2023Q3 公司合同负债金额为 1.2 亿元，一季度春招新增合同负债 4907 万元，三季度秋招新增 7201 万元，整体招生持续向好。截至 2023Q3 公司现金及现金等价物为 4.41 亿元，有息负债为 0，账上现金充足，有利于之后新校区扩张，或其他相关的收购、投资等资本运作。

图9：2023Q1/Q3 合同负债分别增加 4907 和 7201 万元



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：截至 2023Q3 可动用流动资金为 4.41 亿元，资金流充足



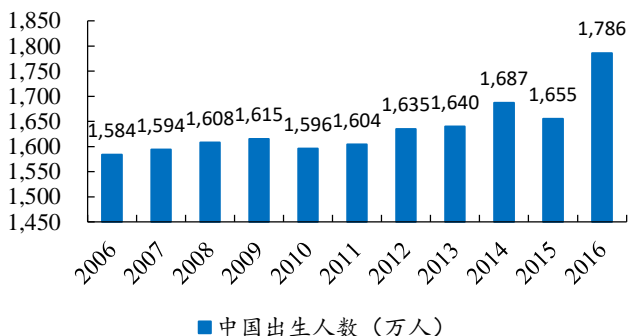
数据来源：Wind、开源证券研究所（有息负债=短期借款+长期借款）

## 2、行业概况：升学类中职符合需求及政策导向，空间广阔

### 2.1、行业规模：十年内中等教育适龄人口持续增加，公办中职萎缩

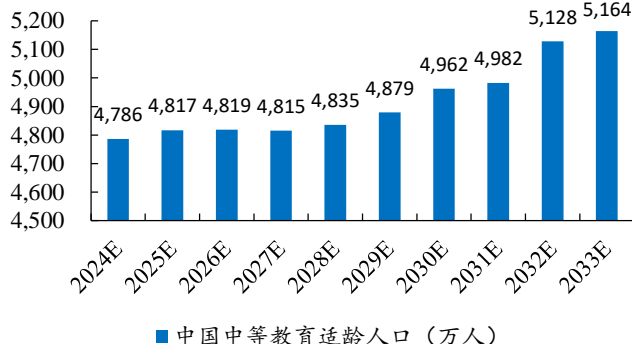
人口基数决定中等教育适龄人口仍将持续增长。假设 12 岁初中入学，2006 年-2016 年的出生人口决定了未来十年中等教育适龄人数将持续增长。2015 年国家放开二胎政策，2016 年出生人口大幅增加至 1768 万人，预计 2033 年中国中等教育适龄人口为 5164 万人。

图10: 2006-2016年中国出生人口持续增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

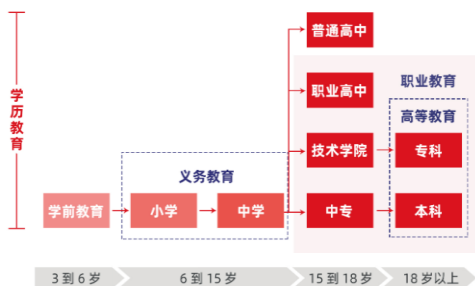
图11: 预计 2033 年中国中等教育适龄人口为 5164 万人



数据来源: Wind、开源证券研究所 (假设 16 岁初中入学, 2024 年中等教育适龄人口为 2006-2008 年出生人口)

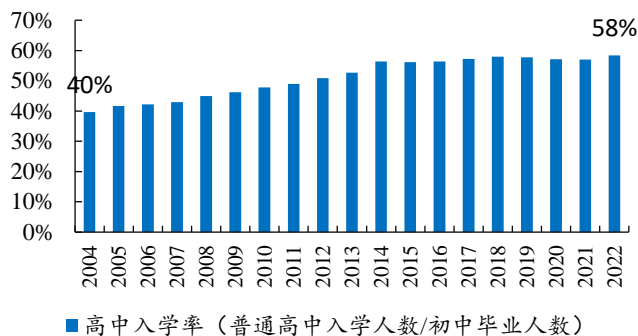
伴随国民素质提升、以及国家对于高质量人才需求的转变, 中职院校缩量, 高中入学率提升。学生完成义务教育阶段学习后, 可以选择普通高中和中职院校两条升学路径, 其中普通高中需参加中考, 中职院校采取报名录取的制度, 中职院校主要分为职业高中、技术学院、中专三种类型, 主要是学习内容、办学性质的区别。虽然近年来国家大力鼓励职校发展, 但“中考分流”被社会反复强化, 且很多中职院校设立较早, 在硬件投入、校企融合方面投入较差, “所学无用, 与社会需求脱节”是中职生面临的最大问题。学长及家长更倾向于选择普通高中, 普通高中入学率由 2004 年的 40% 提升至 2022 年的 58%。

图12: 初中毕业后分为普通高中和中职院校两条路径



资料来源: 多鲸教育研究院

图13: 2022 年全国高中入学率提升至 58%

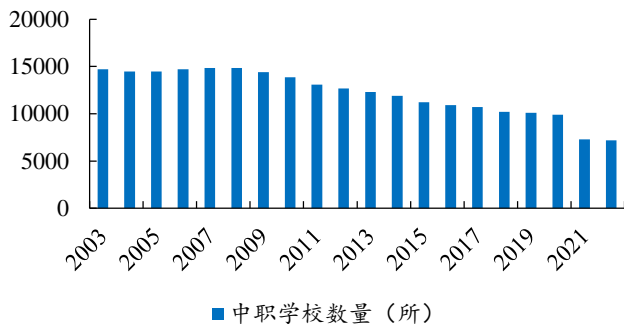


数据来源: Wind、开源证券研究所

公办中职学校数量大幅萎缩, 但民办中职占比大幅提升。公办中职主要靠政府补贴, 学费收入较少, 在技能训练的硬件投入上, 以及校企融合的灵活性上, 较民办学校有一定差距, 较难适应现代职业技术快速更迭的需求。且部分中职院校主动选择资源整合, 打造适应社会需求的优质中职学校。整体中职院校数量大幅减少, 由 2003 年的 14700 所减少至 2022 年的 7201 所, 减少 51%。民办中职院校因其校企合作的优势, 以及较高的盈利能力, 占比持续提升。2021 年国务院颁布民促法, 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。2022 年全国共有民办中职学校 2073 所, 占比由 2003 年的 9.4% 大幅提升至 28.8%。

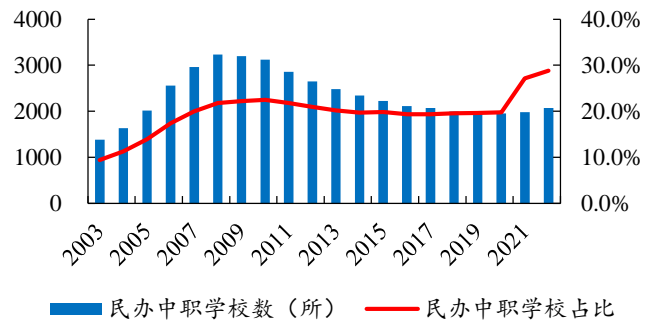


图14: 中职学校数量由 2003 年的 14700 所减少至 2022 年的 7201 所, 减少 51%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 2022 年民办中职学校 2073 所, 占比大幅提升至 28.8%

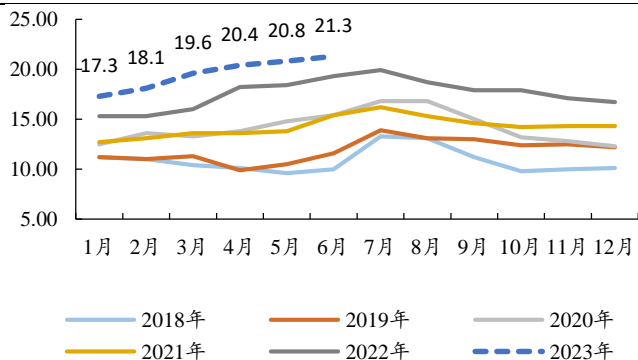


数据来源: Wind、开源证券研究所

## 2.2、需求端: 就业压力加大, 约 65%的中职毕业生选择升学

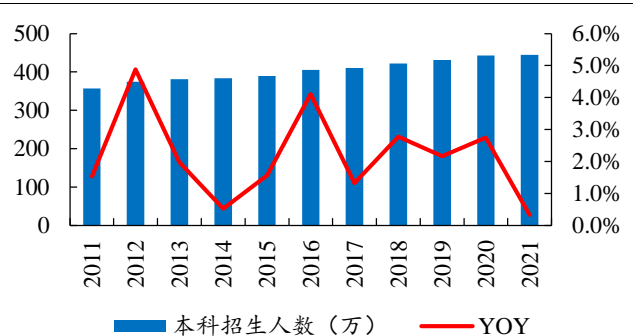
整体青年就业压力增加, 低学历在求职中成为劣势。青年失业率 (16-24 岁人口) 由 2019 年的 10% 左右上升至 2023 年 6 月的 21.3%, 中国的劳动密集型制造业, 在数字化、智能化的转型升级过程中, 持续面临“机器换人”带来的就业影响, 对技能人才的结构和素质提出了更高的要求, 中职毕业生就业的难度加大。同时, 全国本科招生人数持续增加, 由 2011 年的 357 万增加至 2021 年的 445 万, 就业市场更多高学历、高素质的供给涌入。

图16: 16-24 岁人口失业率持续上升 (单位: %)



数据来源: Wind、开源证券研究所

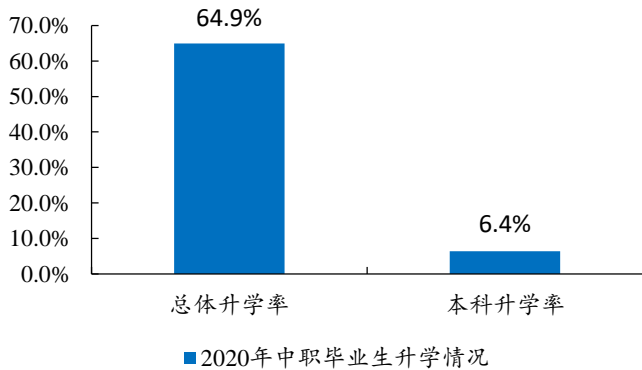
图17: 全国本科招生人数持续增加



数据来源: Wind、开源证券研究所

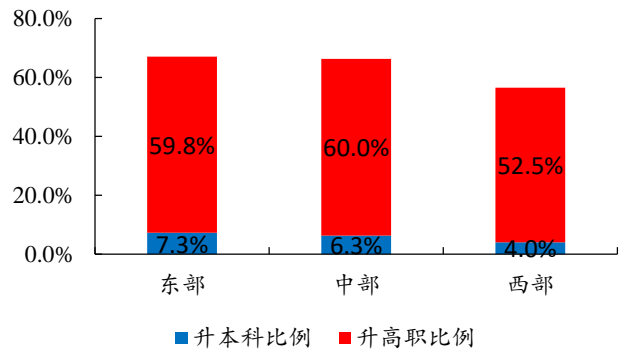
有别于传统认知, 升学已是中职毕业生的主要去向。根据北京大学中国教育财政科学研究所 2020 年全国中职毕业生抽样调查, 在近 1.7 万份样本中就业的比例仅为 35%, 约 65% 升入高等院校继续学业, 其中约 10% 升入本科院校。在升学渠道上, 对口单招和各种形式的直升是主要的升学方式。还有近 9% 的学生选择普通高考, 希望升入本科继续深造。其中发达地区选择升学的比例更高, 东部/中部/西部中职毕业生总体升学率分别为 67.1%/66.3%/56.5%, 其中升入本科的比例分别为 7.3%/6.3%/4.0%。升学率和本科录取人数已成为中职学校吸引生源的重要因素。

图18: 64.9%的中职毕业生选择升入高等院校



数据来源: 中国教育财政公众号、开源证券研究所

图19: 东部/中部/西部选择升学的比例分别为67.1%/66.3%/56.5%

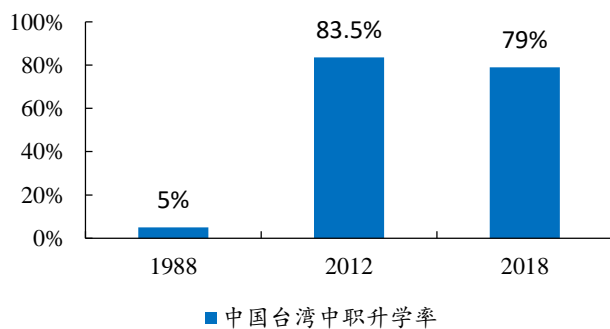


数据来源: 中国教育财政公众号、开源证券研究所

东亚经济体多在经济发达后出现中职升学率大幅提升的现象。中国台湾、韩国与我们同属儒家文化, 且对于学历的重视程度及教育体系与我们相似, 具有借鉴意义。

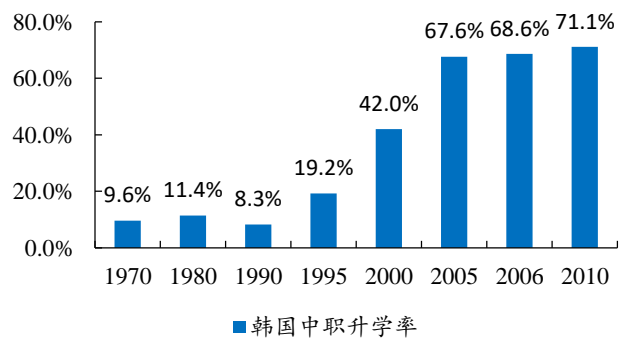
- (1) **中国台湾:** 于上世纪 90 年代实施教改, 教改后中国台湾的中职升学率由 1988 年的不足 5% 大幅上升至 2012 年的 83.5%, 虽然此后略有下降但 2018 年仍有 79% 的中职升学率。升学转向满足家庭对于学历提升的需求, 同时也满足经济和产业发展对于高学历、高素质人才的需求。
- (2) **韩国:** 随着韩国社会及经济的不断发展, 整体国家的产业升级换代和经济增长方式发生转变, 中职毕业生选择放弃就业转而继续升学的比例大幅提升, 1990 年韩国中职升学率仅为 8.3%, 2010 年已提升至 71.1%。就业率由 1990 年的 76.6% 下滑至 2010 年的 19.2%。

图20: 2018年中国台湾中职升学率大幅提升至79%



数据来源: 中国教育财政公众号、开源证券研究所

图21: 2010年韩国中职升学率已提升至71.1%



数据来源: 中国教育财政公众号、开源证券研究所

### 2.3、政策端：就业与升学并重，中职院校迎“职教高考”新机遇

政策由“职普分流”转向“职普融通”，推动“就业与升学并重”的多样化发展。2019年《国家职业教育改革实施方案》首次提出「职教高考」制度，明确提出开展本科职业教育试点，中职毕业生享有和普通高中生同样高考的权利。2021年，国务院印发《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》，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%，职业教育吸引力和培养质量显著提高。同时，教育部鼓励中职学校多样化发展，要从单纯“以就业为导向”转变为“就业与升学并重”，符合产业发展对人才层次高移的现实需要。

**表2：政策鼓励民间资本参与职教办学，推动“就业与升学并重”**

| 时间      | 政策文件                                   | 要点   |
|---------|--|--|
| 2019.1  | 《国家职业教育改革实施方案》(职教20条)                  | <b>首次提出「职教高考」制度</b> ，职业教育和普通教育应享有同等地位，同时提出了7个方面20项政策举措。  |
| 2020.9  | 《职业教育提质培优行动计划(2020—2023年)》             | 巩固职业教育产教融合、校企合作的办学模式；深化职业教育供给侧结构性改革；深化校企合作协同育人模式改革；完善校企合作激励约束机制。   |
| 2021.3  | 《中华人民共和国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》 | 建设高质量教育体系，增强职业技术教育适应性。   |
| 2021.5  | 《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》                   | 鼓励民间资本和企业参与办学；允许营利性和非营利性职教学校的各种扩张方式。   |
| 2021.10 | 《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》                   | 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%。   |
| 2022.2  | 教育部新闻发布会                               | 推动中职学校多样化发展，从单纯“以就业为导向”转变为“就业与升学并重”；通过撤销、合并、转型、托管、土地置换、集团办学等措施，整合“空、小、散、弱”学校，优化中职教育的布局结构。                  |
| 2022.5  | 《中华人民共和国职业教育法》(正式实施)                   | 国家建立健全各级各类学校教育、职业培训学分、资历以及其他学习成果认证、积累和转换机制，推进职业教育国家学分银行建设，促进职业教育与普通教育的学习成果融通、互认。                           |
| 2022.12 | 《扩大内需战略规划纲要(2022—2035年)》               | 明确将提升教育服务质量作为积极发展服务消费的重要举措，其中明确提出完善职业技术教育和培训体系，鼓励社会力量提供多样化教育服务。  |
| 2022.12 | 《关于深化现代职业教育体系建设改革的意见》                  | 坚持以教促产、以产助教、产教融合、产学合作，延伸教育链、服务产业链、支撑供应链、打造人才链、提升价值链；支持龙头企业和高水平高等学校、职业学校牵头，组建学校、科研机构、上下游企业等共同参与的跨区域产教融合共同体。 |

资料来源：公司公告、人民网、开源证券研究所

**2022年山东省先试先行，在“春季高考”的基础上改革升级为职教高考。**2022年山东省职教高考本科层次计划招生数已达1.8万人，职教高考未来将成为中职学生本科层次升学的主流通道。实施效果良好，该省通过职教高考本科录取比例由6:1变为4:1，中职学生升学深造比例超过70%。

## 3、办学优势：教学与管理并重，具备可复制性

### 3.1、教学资源：自研教辅增强适配，班型升级推动单价上行

办学二十余载，专注中高考升学赛道。2002年龙门教育创始人，中学英语高级教师马良铭，经过十六年的教学研究，创立西安龙门补习学校。2016年开始于全国多个城市拓展K12课外培训校区，2020年收购西安培英育才职高，拓展中职赛道，2021年收购天津旅外，始终围绕升学赛道，积累教学、教研经验，以及教师资源。

自研全套教辅，匹配中职及高考补习需求，针对性因材施教。公司建立了高素质、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。针对学生中考成绩不理想的实际情况，自研全套初升高衔接专用校本教材，主抓基础知识点，难度较普通高中标准教材降级，适配性更高。

图22：西安龙门补习学校专用校本教材



资料来源：龙门补习公众号

图23：中职自研的初升高衔接专用校本教材



资料来源：育才职高公众号

升学班增加叠加班型升级，推动单价上行。学校划分普通班、精品班、实验小班、实验班，提倡小班教学，以“学习者为中心”因材施教。以天津旅外为例，普通班的学费为1-3万元，而精品班的学费为2-3万元，实验班的学费为3-4万元，实验小班的学费则相对更高。同时新招学生多参加升学班，凭借学校自身的高升学率及学生需求，升学班相较于职业班收费更高。随着新招升学班学生的占比提升，以及增加精品班和实验班结构占比，有望实现整体单价提升。

### 3.2、管理模式：强调管理制度而非单个名师，具备可复制性

学生良好行为习惯的养成是公司的教育重点。经过多年的研究与实践发现了补习教学“三分靠教师教，七分靠老师管和学生学”的规律，“差生”更多的是欠缺学习习惯和学习态度的养成，因此严格的教学管理制度更为重要。公司创立“导师+讲师+专业班主任+分层次滚动教学+全封闭准军事化管理”的“5+”教育模式，在常规办学的基础上，采取多样化办学形式与精细化管理相促进，集中授课与校内个性化辅导相结合，培养和提高学生的全面发展素质。公司强调管理制度而非单个名师，所用师资更注重标准化利于招聘及控制成本，截至2022年已有27个省份采用全国统一命题试卷，利于公司办学的异地扩张。

**图24：龙门补习开展军事化拓展训练**

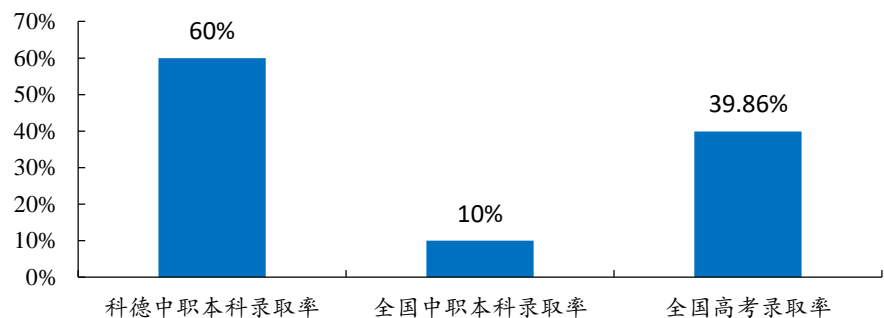

资料来源：龙门补习公众号

**图25：西安培育英才职高采用多媒体教学**


资料来源：育才职高公众号

### 3.3、成功经验：本科录取率达 60%，收购学校快速爬坡

公司中职升学率远高于其他职高，是吸引家长及优质生源的重要因素。2023 年西安育才和天津旅外两所中职学生参加普通高考的比例约为 80-90%，剩余 10-20% 参加技能高考，参加普通高考学生约有 60% 达到本科录取分数线。根据北京大学中国教育财政科学研究所 2020 年全国中职毕业生抽样调查，选择升学的中职学生仅有约 10% 升入本科院校。2022 年全国高考普通录取率为 39.86%，公司的两所中职学校升学率甚至优于大部分普通高中。

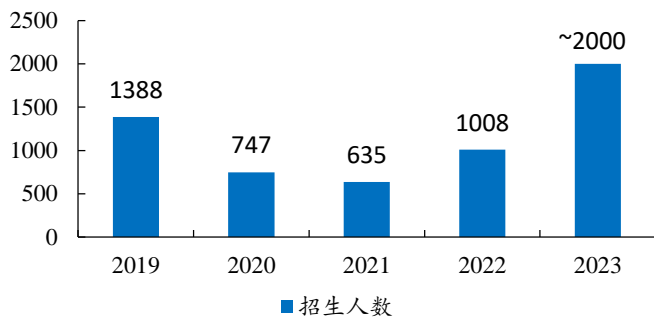
**图26：2022 年公司中职院校本科录取率大幅优于全国平均水平**


数据来源：中国教育财政公众号、高考直通车公众号、开源证券研究所

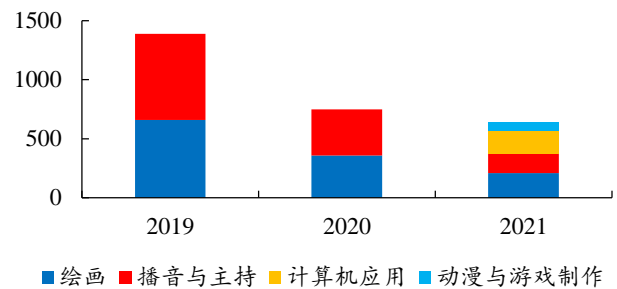
全日制学校方面，2023 年西安龙门补习学校再创佳绩。据龙门教育喜报，2023 年西安龙门补习学校重点班本科上线率 100%，平行班本科上线率 86.8%，艺术生文化课冲刺班全部上线，全校高考生平均净增 80-120 分，最高净增分 201 分。

#### 3.3.1、西安培英育才：招生实现翻倍增长，升学为核新专业匹配新需求

转型升学类中职同时新设新兴专业，招生大幅提升。西安培英育才职高是公司旗下 100% 持股的民办营利性职业高中，属全日制中等职业学校，学制三年。收购前西安培英育才主要开设绘画和播音主持专业，收购后公司新设计算机应用、动漫与游戏制作专业，匹配现代产业转型下的新型人才需求，同时也增强了对学生的报名吸引力，2021 年新专业招生占比已达 41%。2020 年和 2021 年西安育才受疫情及管理层变更影响，招生较弱，2022 年专业调整完毕，秋招招生 1008 人，同比增加 58.7%，大幅回暖。2023 年西安育才秋季新招逾 2000 人，实现翻倍增长。

**图27：2023 年秋招西安育才新招生逾 2000 人（单位：人）**


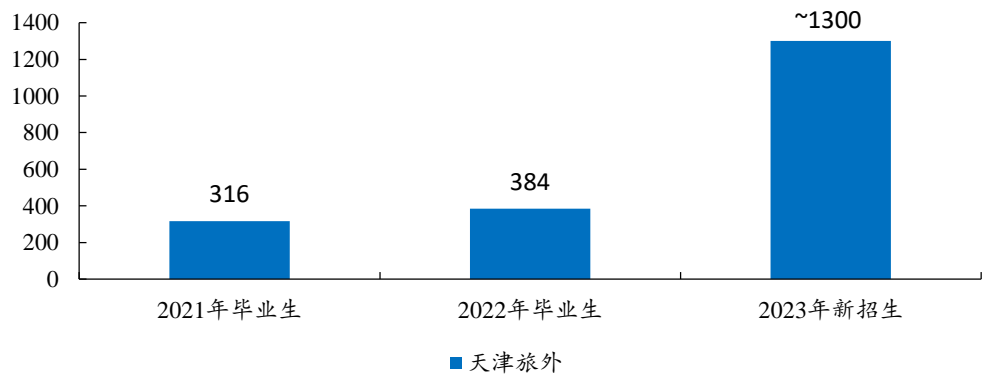
数据来源：西安培英育才官网、开源证券研究所

**图28：2021 年新专业招生 261 人，占当年招生总数的 41%（单位：人）**


数据来源：西安培英育才官网、开源证券研究所

### 3.3.2、天津旅外：善用抖音招生大幅提升，爬坡期后净利率超 30%

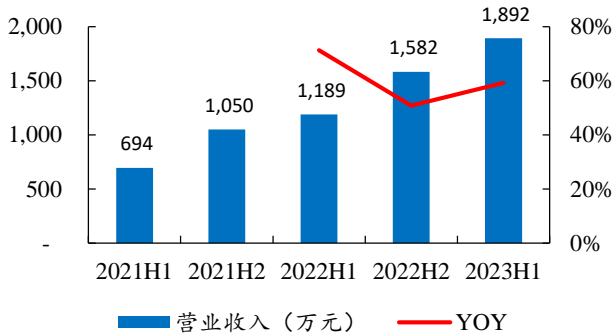
以抖音为渠道，以升学为支点，2023 年天津旅外招生人数大幅提升。天津旅外同西安育才相似，同属于公司 100% 控股的民办营利性职业高中，学制三年，下设 2 个校区，主要设置旅游外语专业（市重点专业）、商务英语专业（市级重点专业）、航空服务专业、旅游服务与管理专业和高星级饭店运营与管理等专业。2021 和 2022 年天津旅外毕业生分别为 316/384 人，可推测收购前（2021 年 6 月收购）在校人数在 1000 人左右。2023 年秋招，公司设立 6 个抖音团队为天津旅外服务，新招学生约 1300 人，在校人数达到约 2600 人，公司赋能成果显著。

**图29：收购前天津旅外每届招生 300-400 人，2023 年新招生约 1300 人（单位：人）**


数据来源：天津是旅外职业高中公众号、开源证券研究所

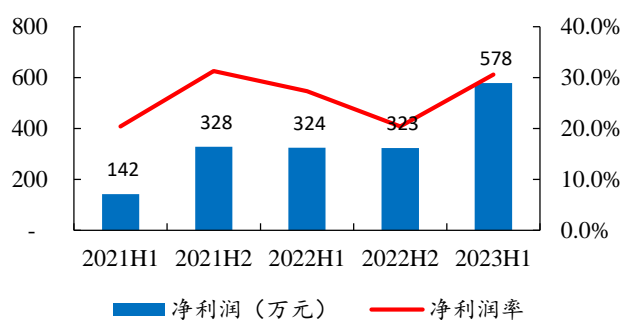
天津旅外收入快速爬坡，规模效应下净利率已超过 30%。招生爬坡叠加疫情结束，2023H1 天津旅外实现收入 1892 万元，同比增长 59.2%，较 2021H1（收购前）同比增长 172.6%；净利润 578 万元，同比增长 78.2%，较 2021H1 同比增长 307.9%，利润增速快于收入增速。2023H1 天津旅外净利率完成爬坡，达到 30.6%，成熟校区陕西龙门教育科技有限公司净利率为 30.5%。

图30: 2023H1 天津旅外实现收入 1892 万元, 较 2021H1 (收购前) 提升 172.6%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图31: 天津旅外 2023H1 实现净利润 578 万元, 净利率为 30.6%



数据来源: Wind、开源证券研究所

## 4、职业技能培训: 搭建职教平台, 布局 AI+教育

### 4.1、职教平台: 新设智链嘉磊、信创启赋, 聚焦产教融合

公司于 2022 年设立智链嘉磊、信创启赋两大职教平台, 一是深化产教融合、增强校企合作, 二是进一步完善职业教育产业链, 增强竞争能力。

#### (一) 智链嘉磊

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, 是麒麟软件教育发展中心的战略合作伙伴, 主要负责提供工信部颁发的人工智能、区块链软件工程师职业资格证书的培训与发证, 并且经信创板块麒麟软件及与其相关的国产关键应用软件的工程师培训, 并为获得证书的大学生提供实习实训平台, 参与麒麟软件的适配工作。2022 年, 智链嘉磊同时开展线上线下培训, 为近百家国企央企提供了培训服务, 考核通过率保持在 90% 以上, 成功培养了数百位国产操作系统运维方面的专业技术人才。

图32: 智链嘉磊具体业务内容包含三大板块



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

## (二) 信创启赋

信创启赋主营业务为灵活就业职业教育课程。信创启赋开发“微创业”系列课程，支持大学生创业或成人再就业的相关内容，形成“导师+达人推广+知识付费+落地指导”的全新教育模式。目前已完成课程体系、导师体系的搭建，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，以及对标行业创业全套销售课程。并建立了课程交付与服务平台，完成最小业务模型探索，进入规模化运营阶段。公司计划开发线上、线下课程，线上主要交付低价引流创业入门的课程，核心产品是线下培训服务及创业指导。

表3：信创启赋线上、线下主要课程内容

| 展现形式       | 课程体系      | 内容  |
|------------|-----------|---|
| 线上(自有 APP) | 创业类       | 灵活就业的基础标准   |
|            |           | 如何挑选适合你的项目  |
|            |           | 灵活就业入门指南  |
|            |           | 小项目人员管理入门   |
|            | 路边经济的运营   | 如何利用新媒体方式为摊位引流  |
|            |           | 路边经济的客户沟通话术   |
|            |           | 路边经济消费者群体分析   |
|            |           | 路边经济的供应链选择与管理   |
| 线上(自有 APP) | 会员系统      | 涵盖所有线上引流课程内容总览,不断更新迭代                                   |
|            |           | 初步了解线上课程在线下的体验,对线上课程包含的餐饮品类进行实际体验                       |
| 线下         | 两天一夜      | 初步了解线上课程在线下的体验,对线上课程包含的餐饮品类进行实际体验                       |
| 线下         | 三天两夜      | 深度了解项目,从创业、运营、实操方向落地                                    |
| 线下         | 餐饮实操与单品选择 | 以实际开店为场景,选定餐饮项目的现场操作、运营方法、成本核算、销售话术等方面的培训。达到下课即开业的培训成果。 |

资料来源：公司公告、开源证券研究所

表4：2023Q1 职教平台主要财务数据，两个项目于 2023 年春节后才正式启动（单位：万元）

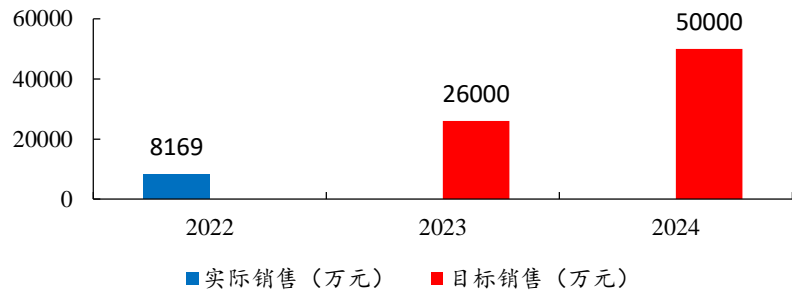
| 项目   | 总资产    | 净资产    | 营业收入  | 净利润    |
|------|--------|--------|-------|--------|
| 智链嘉磊 | 204.6  | 189.25 | 39.04 | -3.08  |
| 信创启赋 | 507.49 | 385.76 | 0     | -83.41 |

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 4.2、AI+教育：看好中国 AI 芯片自主可控，联手培育 AI 人才

参股 AI 芯片公司中昊芯英，人工智能落地重要一环。中昊芯英主营为自营 AI 芯片及集成系统，是一家由硅谷归国经验丰富的大芯片及 AI 大模型相关软硬件设计专家共同创立的创新型高科技企业，致力于研发支撑超大规模人工智能模型训练的高性能人工智能芯片与计算集群，打造完整的软硬件一体化方案。中昊芯英成立于 2020 年，2022 年已实现收入 8169 万元。根据对赌协议，中昊芯英 2023-2024 年两年合计销售总收入不得低于 7.6 亿元，其中 2023 年销售总收入不得低于 2.08 亿元。主要对赌条款还包括中昊芯英需在 2026 年 12 月 31 日前完成 IPO 或者被收购。



**图33：中昊芯英 2023/2024 年的目标销售额分别为 2.6/5 亿元**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

人工智能相关培训需求有望快增，联手中昊芯英布局 AI+教育。公司与中昊芯英的合作主要聚焦在两个方面，(1) **社会技能方面**：双方将基于人工智能方向，共同合作开发此类软件工程师培训，中昊芯英给予课程技术内容、课程迭代以及开发软件平台，公司负责培训策划、落地、营销推广和发证等。(2) **高职课程共建**：公司为中昊芯英职业教育与院校合作的总代理，负责为中昊芯英开拓院校业务，建立全国的教育教学、设备销售以及院校合作网络，建立全国的教育教学、设备销售以及院校合作网络。

## 5、盈利预测与投资建议

### 5.1、关键假设

#### (1) 营收拆分及预测

**招生假设**：公司现有校区已基本满员，预计 2024 年将在西安和天津各新开一个中职校区，每个新校区的容量约 3000 人，假设三年爬满。在没有新增收并购外部中职院校的前提下，凭借公司自身的内生增长，我们预测 2024/2025 年公司中职秋季新增人数为 2000/2000 人，其中西安培英育才和天津旅外各新增 1000 人。预计河南毛坦中学持续爬坡，2023/2024/2025 年分别新增 220/350/280 人。

**单价假设**：假设新生每年秋季学费上浮 5%。天津校区新招学生学费向西安校区靠拢，伴随老生毕业，平均单价逐年爬升，

**油墨业务**：预计传统油墨业务保持每年 5% 的平稳增长。

综上，我们认为 K12 业务剥离对收入的影响已基本消化，预计 2023-2025 年公司有望实现营业收入 8.26/10.57/12.15 亿元，同比增长 3.99%/27.86%/14.95%。

**表5：预计 2023-2025 年营业收入同比增长 3.99%/27.86%/14.95%（单位：万元）**

|          | 2021    | 2022   | 2023E  | 2024E   | 2025E   |
|----------|---------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入     | 85,759  | 79,465 | 82,637 | 105,656 | 121,450 |
| YOY      | 1.03%   | -7.34% | 3.99%  | 27.86%  | 14.95%  |
| 毛利率      | 32.08%  | 30.87% | 33.09% | 35.14%  | 36.57%  |
| 中职和全日制学校 | 26,523  | 28,545 | 42,191 | 63,188  | 76,858  |
| YOY      | -20.47% | 7.63%  | 47.80% | 49.77%  | 21.64%  |

|                 | 2021          | 2022          | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 毛利率             | 46.90%        | 52.16%        | 49.00%        | 48.00%        | 48.50%        |
| 毛利占比            | 45.22%        | 60.69%        | 75.60%        | 81.70%        | 83.93%        |
| <b>K12 课外培训</b> | <b>18,352</b> | <b>11,646</b> |               |               |               |
| YOY             | 21.16%        | -36.54%       |               |               |               |
| 毛利率             | 49.17%        | 50.38%        |               |               |               |
| 毛利占比            | 32.80%        | 23.92%        |               |               |               |
| <b>油墨化工业务</b>   | <b>39,846</b> | <b>38,520</b> | <b>40,446</b> | <b>42,469</b> | <b>44,592</b> |
| YOY             | 12.13%        | -3.33%        | 5.00%         | 5.00%         | 5.00%         |
| 毛利率             | 13.55%        | 10.00%        | 16.50%        | 16.00%        | 16.00%        |
| 毛利占比            | 19.63%        | 15.70%        | 24.40%        | 18.30%        | 16.07%        |

数据来源：公司公告、开源证券研究所

### (2) 毛利率假设

中职和全日制学校方面，由于 2024 年新增 2 个新校区，毛利率受爬坡影响略微下滑，预计 2023/2024/2025 年毛利率分别为 49%/48/48.5%，油墨业务毛利率保持稳定。整体毛利率受益于高毛利的教育业务占比扩大，预计将持续提升，2023/2024/2025 年整体毛利率分别为 33.09%/35.14%/36.57%。

### (3) 费用率假设

销售费用受益于 K12 业务剥离大幅减少，管理费用率随收入增长持续优化。研发费用主要用于油墨业务，在油墨业务不进行主动扩张的情况下预计研发费用率也将持续优化。截至 2023 年三季度，公司短期借款和长期负债项为 0，现金流较为充裕。预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 1.40/1.85/2.30 亿元，同比增长 89.63%/31.67%/24.46%。

表6：预计 2023-2025 年归母净利润分别为 1.40/1.85/2.30 亿元（单位：万元）

|              | 2021           | 2022         | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
|--------------|----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>销售费用</b>  | <b>7,025</b>   | <b>6,140</b> | <b>2,727</b>  | <b>4,226</b>  | <b>4,251</b>  |
| 费率           | 8.19%          | 7.73%        | 3.30%         | 4.00%         | 3.50%         |
| <b>管理费用</b>  | <b>8,453</b>   | <b>5,899</b> | <b>5,537</b>  | <b>6,868</b>  | <b>7,894</b>  |
| 费率           | 9.86%          | 7.42%        | 6.70%         | 6.50%         | 6.50%         |
| <b>研发费用</b>  | <b>1,681</b>   | <b>1,559</b> | <b>1,653</b>  | <b>2,113</b>  | <b>2,429</b>  |
| 费率           | 1.96%          | 1.96%        | 2.00%         | 2.00%         | 2.00%         |
| <b>财务费用</b>  | <b>871</b>     | <b>-222</b>  | <b>-598</b>   | <b>-629</b>   | <b>-718</b>   |
| 费率           | 1.02%          | -0.28%       | -0.72%        | -0.59%        | -0.59%        |
| <b>归母净利润</b> | <b>-44,748</b> | <b>7,408</b> | <b>14,047</b> | <b>18,495</b> | <b>23,019</b> |
| YOY          |                | -116.55%     | 89.63%        | 31.67%        | 24.46%        |
| 归母净利率        | -52.18%        | 9.32%        | 17.00%        | 17.51%        | 18.95%        |

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 5.2、可比公司估值

公司旗下的龙门教育专注中高考赛道二十余载，“升学”相关的师资、管理禀赋突出，平移复制至中职院校后成果显著，2023H1 公司中职和全日制学校业务收入同比增长 31.31%，快速爬坡，净利率达到 30%。往后看，参考韩国、中国台湾，学生和家長对于学历的需求将随经济发展、产业变革而持续增加，受益于“职教高考”政策，高本科升学率的中职院校更具吸引力和竞争力。2023 年秋招后公司的中职及全日制补习校区已基本满员，2024 年有望新增 2 个新校区，爬坡后可容纳共 6000 名学生，未来两到三年业绩增长的确性较高。同时，公司持有 AI 芯片及集成系统公司中昊芯英 8.14% 的股权，双方将就共同培育人工智能人才深度合作。

**投资建议：维持“买入”评级。**我们下调 2023 年、新增 2024-2025 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 1.40/1.85/2.30 亿元（2023 年原为 2.40 亿元，下调主因 K12 业务剥离），对应 EPS 为 0.43/0.56/0.70 元，当前股价对应 PE 为 16.4/12.5/10.0 倍。考虑到公司超过 90% 的净利润由教育板块贡献，我们选取 A 股的教育上市公司学大教育、行动教育、传智教育、中公教育、佳发教育，以及美股的 K12 课外培训龙头新东方作为可比公司。目前可比上市公司 2024 年平均 PE 为 24.3 倍，公司 2024 年 PE 为 12.5 倍，估值显著低于行业平均水平。**2024 年公司新校区开业在即，新校招生爬坡贡献未来两到三年业绩增长。中长期看，高升学率的中职院校具有稀缺性，政策支持民企办学职校，公司有望复制其教学及管理优势，开启收购扩张。**

表7：公司估值显著低于可比公司平均水平

| 代码               | 公司名称        | 2月18日       | EPS (元)     |             |             | PE          |             |             | 评级        |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------|
|                  |             | 收盘价(元)      | 2023E       | 2024E       | 2025E       | 2023E       | 2024E       | 2025E       |           |
| 000526.SZ        | 学大教育        | 53.16       | 1.19        | 1.70        | 2.27        | 44.8        | 31.2        | 23.4        | 未评级       |
| 605098.SH        | 行动教育        | 40.12       | 1.87        | 2.40        | 2.97        | 21.5        | 16.8        | 13.5        | 未评级       |
| 003032.SZ        | 传智教育        | 9.31        | 0.29        | 0.46        | 0.59        | 31.9        | 20.4        | 15.9        | 未评级       |
| 002607.SZ        | 中公教育        | 3.13        | 0.05        | 0.14        | 0.22        | 63.7        | 22.4        | 14.5        | 未评级       |
| 300559.SZ        | 佳发教育        | 10.44       | 0.38        | 0.54        | 0.72        | 27.3        | 19.2        | 14.6        | 未评级       |
| EDU.N            | 新东方         | 89.92       |             | 2.51        | 3.43        |             | 35.8        | 26.2        | 未评级       |
|                  | 平均          |             | <b>0.76</b> | <b>1.29</b> | <b>1.70</b> | <b>37.8</b> | <b>24.3</b> | <b>18.0</b> |           |
| <b>300192.SZ</b> | <b>科德教育</b> | <b>7.02</b> | <b>0.43</b> | <b>0.56</b> | <b>0.70</b> | <b>16.4</b> | <b>12.5</b> | <b>10.0</b> | <b>买入</b> |

数据来源：Wind、Bloomberg、开源证券研究所（新东方以 6 月 1 日到 5 月 31 日为财年，盈利预测采用 Bloomberg 一致预期，其余采用 Wind 一致预期，新东方美股收盘价及 EPS 单位为美元/股）

## 6、风险提示

### （一）新校区建设不及预期

公司计划 2024 年新增两个校区，工程或政府审批进度等可能不及预期。

### （二）招生爬坡不及预期

公司现有校区已招满，新增校区或由于地理位置、师资配备等招生不及预期。

### （三）相关教育政策变化等风险

民办中职院校办学政策变化、强制转非营利性风险。

**附：财务预测摘要**

| 资产负债表(百万元)       | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>      | 658   | 646   | 650   | 819   | 1084  |
| 现金               | 349   | 332   | 513   | 634   | 914   |
| 应收票据及应收账款        | 187   | 178   | 0     | 0     | 0     |
| 其他应收款            | 19    | 30    | 21    | 44    | 31    |
| 预付账款             | 2     | 2     | 2     | 4     | 3     |
| 存货               | 75    | 66    | 76    | 100   | 97    |
| 其他流动资产           | 25    | 38    | 38    | 38    | 38    |
| <b>非流动资产</b>     | 484   | 451   | 418   | 426   | 410   |
| 长期投资             | 0     | 0     | -1    | -2    | -4    |
| 固定资产             | 193   | 169   | 154   | 178   | 181   |
| 无形资产             | 51    | 47    | 45    | 44    | 44    |
| 其他非流动资产          | 240   | 235   | 220   | 206   | 189   |
| <b>资产总计</b>      | 1142  | 1097  | 1068  | 1244  | 1494  |
| <b>流动负债</b>      | 436   | 323   | 163   | 152   | 172   |
| 短期借款             | 90    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付票据及应付账款        | 159   | 166   | 0     | 0     | 0     |
| 其他流动负债           | 186   | 158   | 163   | 152   | 172   |
| <b>非流动负债</b>     | 41    | 32    | 26    | 27    | 25    |
| 长期借款             | 0     | 0     | -6    | -5    | -7    |
| 其他非流动负债          | 41    | 32    | 32    | 32    | 32    |
| <b>负债合计</b>      | 477   | 355   | 189   | 179   | 196   |
| 少数股东权益           | -1    | 2     | -1    | 0     | 2     |
| 股本               | 329   | 329   | 329   | 329   | 329   |
| 资本公积             | 400   | 400   | 400   | 400   | 400   |
| 留存收益             | -58   | 16    | 153   | 339   | 571   |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 666   | 740   | 880   | 1065  | 1295  |
| <b>负债和股东权益</b>   | 1142  | 1097  | 1068  | 1244  | 1494  |

| 现金流量表(百万元)     | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 143   | 164   | 206   | 166   | 312   |
| 净利润            | -451  | 78    | 137   | 186   | 232   |
| 折旧摊销           | 50    | 42    | 38    | 42    | 48    |
| 财务费用           | 9     | -2    | -6    | -6    | -7    |
| 投资损失           | 2     | 8     | 2     | 3     | 4     |
| 营运资金变动         | -16   | 12    | 35    | -60   | 35    |
| 其他经营现金流        | 548   | 27    | -1    | -1    | -1    |
| <b>投资活动现金流</b> | -65   | -118  | -6    | -53   | -36   |
| 资本支出           | 61    | 33    | 6     | 51    | 34    |
| 长期投资           | 1     | -23   | 1     | 1     | 1     |
| 其他投资现金流        | -5    | -61   | -2    | -2    | -3    |
| <b>筹资活动现金流</b> | -251  | -117  | -18   | 8     | 5     |
| 短期借款           | 55    | -90   | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | -296  | 0     | -6    | 1     | -2    |
| 普通股增加          | 32    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 278   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -320  | -27   | -12   | 7     | 7     |
| <b>现金净增加额</b>  | -174  | -68   | 181   | 120   | 281   |

| 利润表(百万元)        | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 858   | 795   | 826   | 1057  | 1215  |
| 营业成本            | 582   | 549   | 553   | 685   | 770   |
| 营业税金及附加         | 4     | 4     | 4     | 5     | 6     |
| 营业费用            | 70    | 61    | 27    | 42    | 43    |
| 管理费用            | 85    | 59    | 55    | 69    | 79    |
| 研发费用            | 17    | 16    | 17    | 21    | 24    |
| 财务费用            | 9     | -2    | -6    | -6    | -7    |
| 资产减值损失          | -517  | -1    | 0     | 0     | 0     |
| 其他收益            | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | -2    | -8    | -2    | -3    | -4    |
| 资产处置收益          | -0    | 2     | 1     | 1     | 1     |
| <b>营业利润</b>     | -436  | 100   | 175   | 239   | 297   |
| 营业外收入           | 2     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 营业外支出           | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| <b>利润总额</b>     | -435  | 99    | 176   | 239   | 298   |
| 所得税             | 16    | 21    | 39    | 53    | 66    |
| <b>净利润</b>      | -451  | 78    | 137   | 186   | 232   |
| 少数股东损益          | -3    | 4     | -3    | 1     | 2     |
| <b>归属母公司净利润</b> | -447  | 74    | 140   | 185   | 230   |
| EBITDA          | -390  | 132   | 205   | 268   | 326   |
| EPS(元)          | -1.36 | 0.23  | 0.43  | 0.56  | 0.70  |

| 主要财务比率         | 2021A  | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>    |        |       |       |       |       |
| 营业收入(%)        | 1.0    | -7.3  | 4.0   | 27.9  | 14.9  |
| 营业利润(%)        | -350.8 | 122.9 | 75.6  | 36.1  | 24.6  |
| 归属于母公司净利润(%)   | -491.3 | 116.6 | 89.6  | 31.7  | 24.5  |
| <b>获利能力</b>    |        |       |       |       |       |
| 毛利率(%)         | 32.1   | 30.9  | 33.1  | 35.1  | 36.6  |
| 净利率(%)         | -52.2  | 9.3   | 17.0  | 17.5  | 19.0  |
| ROE(%)         | -67.8  | 10.5  | 15.6  | 17.5  | 17.9  |
| ROIC(%)        | -58.8  | 9.3   | 14.8  | 16.6  | 16.8  |
| <b>偿债能力</b>    |        |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)       | 41.8   | 32.4  | 17.7  | 14.4  | 13.1  |
| 净负债比率(%)       | -36.0  | -42.2 | -59.0 | -59.9 | -71.0 |
| 流动比率           | 1.5    | 2.0   | 4.0   | 5.4   | 6.3   |
| 速动比率           | 1.3    | 1.8   | 3.5   | 4.7   | 5.7   |
| <b>营运能力</b>    |        |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.6    | 0.7   | 0.8   | 0.9   | 0.9   |
| 应收账款周转率        | 7.1    | 7.2   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 应付账款周转率        | 4.2    | 4.6   | 13.7  | 0.0   | 0.0   |
| <b>每股指标(元)</b> |        |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | -1.36  | 0.23  | 0.43  | 0.56  | 0.70  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 0.43   | 0.50  | 0.63  | 0.50  | 0.95  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 2.02   | 2.25  | 2.67  | 3.24  | 3.94  |
| <b>估值比率</b>    |        |       |       |       |       |
| P/E            | -5.2   | 31.2  | 16.4  | 12.5  | 10.0  |
| P/B            | 3.5    | 3.1   | 2.6   | 2.2   | 1.8   |
| EV/EBITDA      | -5.3   | 15.0  | 8.6   | 6.2   | 4.2   |

数据来源：聚源、开源证券研究所

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

|      | 评级             | 说明                    |
|------|----------------|-----------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy）        | 预计相对强于市场表现 20% 以上；    |
|      | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%~20%；    |
|      | 中性（Neutral）    | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
|      | 减持             | 预计相对弱于市场表现 5% 以下。     |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现；         |
|      | 中性（Neutral）    | 预计行业与整体市场表现基本持平；      |
|      | 看淡             | 预计行业弱于整体市场表现。         |

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn