

教育

政策导向明晰，高教/职教前途明朗

2021年教育行业政策频出，整体市场表现低迷。2021年教育行业重磅政策频出：民办学历教育方面，5月《民促法实施条例》正式稿落地，民办高教政策不确定性基本解除；职业教育领域，4月全国职业教育大会召开，10月中办、国办印发《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》，对学历类职业教育延续明确利好；K12培训板块，7月“双减”政策落地，对学科类培训进行严格监管。政策扰动下，2021年教育行业相关标的市场表现低迷。当前教育行业细分板块政策导向分化明显，具体看：

民办学历教育：政策靴子落地，民办高教有望享受职教红利。①**民办高教：**伴随《民促法实施条例》出台，民办高教外延并购、关联交易等政策不确定性基本消除。各上市公司2021/22学年新招生及学费增长延续，2021年1-10月并购6起，内生+外延增长有望延续；②**民办职业教育：**《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》提出职业本科教育招生规模不低于高等职业教育招生规模的10%的具体目标，有望迎来50万+增量学额，民办高教公司可通过在其应用型本科开设职业本科专业、专科教育升格职业本科等方式享受职教红利。

职业培训：就业需求支撑培训需求，龙头积淀高壁垒。①**技能培训：**2021年政策要求“保持高中阶段教育职普比大体相当”成为限制技能培训机构招生的主要因素。但是，头部技能培训机构具备产业联系更加紧密，有效保障学员就业的优势，并通过布局学历教育抵御政策压力。②**招录培训：**2021年省考、教师等招录人数同比下滑成为压制招录培训机构业绩的主要因素。另一方面2022年国考招录3.12万人创历史新高，考研热有望延续，就业压力加剧推动公职类岗位吸引力凸显的长期逻辑并未改变。伴随各项考试招录节奏恢复正常，招录培训龙头业绩恢复可期。

教育信息化：校内教育质量提升信息化建设需求，标考建设、智慧教育逻辑延续。“双减”工作目标要求学生更好回归校园，并要求教育部门征集、开发丰富优质的线上教育教学资源，教育信息化建设具备刚性需求。标考建设方面，高考作弊防控系统、高中学业水平考试、中考的第二轮标考建设仍在延续。智慧教育方面，“三个课堂”建设、口语机考及智能体育考试等驱动多重教育信息化建设需求，有望打开增量市场空间。

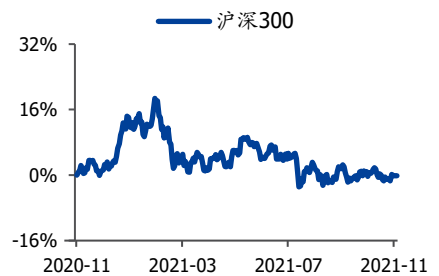
K12课外：“双减”政策落地教培行业面临变革，龙头紧抓转型机遇。2021年7月“双减”政策落地，对学科类培训机构的审批、资本化路径、培训时间做出明确限制。政策发布后，头部学科类课外培训机构纷纷开启转型，主要聚焦职业教育和素质教育领域。其中，素质教育细分品类众多，2021年市场空间广阔超5000亿元，而此前学科类培训龙头的研发、品牌等优势有望延续。

投资策略。2021年教育行业重磅政策频出，各细分板块的政策导向逐步明晰。综合考虑政策稳健性、板块成长性、竞争格局与市场空间等多重维度，自上而下优选**民办高等教育及职业教育**细分赛道龙头标的。民办高教公司在政策鼓励下或拥有更多元学历教育发展机遇，重点推荐**中教控股、希望教育、宇华教育、新高教集团、东软教育、中汇集团、中国科培、华夏视听教育**。职业教育板块维持就业压力支撑培训需求的长期逻辑，核心推荐**行动教育、传智教育、中国东方教育**，关注中公教育。教育信息化建议关注标考二轮建设的持续推进以及智慧教育市场增量，推荐**佳发教育**。K12课外培训严格监管政策落地，建议关注培训机构转型进程以及素质教育培训格局演进。

风险提示：地方性政策超预期；市场竞争加剧；并购速度不达预期；公司业绩低于预期。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 孟鑫

执业证书编号：S0680520090003

邮箱：mengxin@gszq.com

研究助理 李宣霖

邮箱：lixuanlin@gszq.com

相关研究

- 1、《教育：政策分析：职教再出政策利好，首推民办高教板块》2021-10-13
- 2、《教育：“双减”地方政策落实及头部K12课培机构转型梳理》2021-08-27
- 3、《教育：政策管控逐渐分化，高教/职教价值凸显》2021-06-07

内容目录

前言	4
政策：多项重磅政策落地，政策导向明确	4
人口：毛入学率提升支撑在校生规模增长，就业压力持续加剧	5
民办学历教育：政策靴子落地，民办高教有望享受职教红利	8
民办高教：政策不确定性基本消除，2021/2022 学年稳健增长延续	8
民办职业教育：职业本科或迎来增量学额，民办职教有望充分受益	12
职业培训：就业需求支撑培训需求，龙头积淀高壁垒	14
技能培训：培训龙头紧密联系产业发展，布局学历职业教育享受政策红利	14
招录培训：2021 年省考阶段性缩招，不改长期刚需逻辑	17
企业管理培训：需求逐步释放，行业趋向规范化发展	20
教育信息化：校内教育质量提升驱动，标考建设逻辑延续	21
政策：校内教育质量提升质量，带动教育信息化建设需求	21
标准化考点：第二轮标考建设延续，学业水平考试及中考标考建设贡献增量	23
素质教育：中高考政策驱动，产品刚需属性强	24
三个课堂：契合教育资源建设要求，市场规模超 500 亿	24
K12 课外：双减”引发教培行业变革，龙头紧抓转型机遇	25
投资策略	28
重点公司	30
行动教育：企业管理培训领军者，一体两翼增长可期	30
中教控股：领跑高教行业，加速整合之路	31
希望教育：内生外延双轮驱动，西南高教龙头腾飞在即	32
宇华教育：办学质量优异，高效整合优质教育资产	33
中国东方教育：职教龙头，蓄势待发	34
新高教集团：优质办学增长亮眼，转设及并表完成增长可期	35
中国科培：华南高教龙头，质地优异量价双升	36
风险提示	37

图表目录

图表 1：2021 年 1-10 月教育行业重要政策	5
图表 2：1980-2020 新增出生人口数及出生率（左轴：万人；右轴：%）	6
图表 3：我国高中阶段在校生人数及毛入学率（左轴：万人；右轴：%）	6
图表 4：我国高等教育普通本专科在校生人数及高等教育毛入学率（左轴：万人；右轴：%）	6
图表 5：高等教育、研究生毕业生人数及整体增速（左轴：万人；右轴：%）	7
图表 6：我国 2015-2019 届高校毕业生毕业半年后就业率（单位：%）	7
图表 7：我国 2015-2020 届本科毕业生毕业去向（单位：%）	8
图表 8：我国 2015-2020 届高职高专毕业生毕业去向（单位：%）	8
图表 9：中教控股在校生人数及同比增速（左轴：万人；右轴：%）	9
图表 10：希望教育在校生人数及同比增速（左轴：万人；右轴：%）	9
图表 11：东软教育在校生人数及同比增速（左轴：万人；右轴：%）	9
图表 12：中国科培在校生人数及同比增速（左轴：万人；右轴：%）	9
图表 13：新高教集团在校生人数及同比增速（左轴：万人；右轴：%）	9
图表 14：华夏视听教育在校生人数及同比增速（左轴：万人；右轴：%）	9
图表 15：民办高教集团旗下各本科学校 2021/2022 学年学费情况	10
图表 16：港股民办高教公司旗下独立学院转设情况	11
图表 17：2021 年高教公司收购案例总结（单位：亿元，截至 2021 年 11 月）	11
图表 18：我国高等教育升学路径	12
图表 19：我国本科层次职业教育学校名单	13
图表 20：我国普通高校专科（高职）招生人数及同比增速（左轴：万人；右轴：%）	14
图表 21：升学路径人数演示（单位：万人，以 2020 年进入大学阶段、出生在 2002 年的人群为例）	15
图表 22：我国普通高中、中等职业学校招生人数及职普比（左轴：万人；右轴：%）	15

图表 23: 中国东方教育长期课程招生人次及同比增速 (左轴: 万人; 右轴: %)	16
图表 24: 传智教育非学历高等教育业务营收及同比增速 (左轴: 百万元; 右轴: %)	16
图表 25: 中国东方教育研发费用及研发费用率 (左轴: 百万元; 右轴: %)	16
图表 26: 传智教育研发费用及研发费用率 (左轴: 百万元; 右轴: %)	16
图表 27: 全国省考招录人数及同比增速 (左轴: 万人; 右轴: %)	17
图表 28: 国考招录人数及报录比 (左轴: 万人; 右轴: 比值)	18
图表 29: 2022 年对比 2021 年省考招录人数 (单位: 人, %)	18
图表 30: 国考仅限应届毕业生招录人数及占比 (左轴: 万人; 右轴: %)	18
图表 31: 2011-2021 年考研报名人数及增速 (左轴: 万人; 右轴: %)	19
图表 32: 2021 年至今招录培训融资及业务布局事件	19
图表 33: 中公教育研发人员数量及同比增速 (左轴: 个; 右轴: %)	20
图表 34: 中公教育直营分支机构数量及同比增速 (左轴: 个; 右轴: %)	20
图表 35: 我国企业培训行业市场规模及同比增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)	21
图表 36: 教育信息化经费投入测算及增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)	22
图表 37: 2021 年 1-10 月教育信息化重要政策	23
图表 38: 义务教育阶段“三个课堂”录播设备市场空间测算	25
图表 39: 各省“双减”政策汇总 (截至 2021/11/15)	26
图表 40: 教育部指明的 7 大转型路径	26
图表 41: K12 学科类培训机构转型情况	27
图表 42: 我国素质教育市场规模及同比增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)	28
图表 43: 覆盖教育公司盈利预测和估值	29
图表 44: 其他相关教育公司盈利预测和估值	29
图表 45: 行动教育盈利预测和估值 (单位: 人民币)	30
图表 46: 中教控股盈利预测和估值 (单位: 人民币)	31
图表 47: 希望教育盈利预测和估值 (单位: 人民币)	32
图表 48: 宇华教育盈利预测和估值 (单位: 人民币)	33
图表 49: 中国东方教育盈利预测和估值 (单位: 人民币)	34
图表 50: 新高教集团盈利预测和估值 (单位: 人民币)	35
图表 51: 中国科培盈利预测和估值 (单位: 人民币)	36

前言

2021年重磅教育政策频出，行业生态迎来重塑。2021年，民办教育、K12课外培训、职业教育等领域均有重磅政策落地。政策延续对职业教育、民办高等教育的支持态度，强化义务教育阶段的公平导向，对K12学科类课外培训进行严格监管。2021年一系列政策带来教育行业生态的重塑，民办高教公司抓住职业本科利好加紧布局，职业技能培训公司亦通过争取学历职业教育牌照享受政策红利，而K12学科类课外培训公司则开始向素质教育和职业教育的艰难转型。本篇报告中，我们通过分析各细分领域行业生态演进，探索2022年教育行业投资策略。

政策：多项重磅政策落地，政策导向明确

民办高教：政策不确定性基本消除，对外延并购、关联交易限制有所放松。2021年5月14日，国务院发布《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》，相较2018年《送审稿》，对民办高等教育学校管理或更加宽松，对市场最为关心的外延并购、关联交易限制有所放松。本次政策明确限制兼并收购的范围为“实施义务教育的民办学校、实施学前教育的非营利性民办学校”，即对民办高教外延并购的扩张方式不做限制，且维持对公开、公平、公允的关联交易的开放态度，政策不确定性已基本消除。

民办职业教育：鼓励基调延续，学历类职业教育利好持续强化。2021年4月12-13日，全国职业教育大会在京召开，习总书记提出“职业教育前途广阔、大有可为”，从2019年以来鼓励职业职业教育发展的基调延续。2021年10月12日，中办、国办印发《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》，提出职业本科教育招生规模不低于高等职业教育招生规模的10%的具体目标，对学历类职业教育给予明确利好。

K12课外培训：“双减”政策落地，学科类课外培训迎来严格监管。2021年7月24日，中办、国办印发《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》，对学科类校外培训机构进行全方位治理。具体措施包括不再审批新学科类校外培训机构、现有学科类培训机构统一登记为非营利性、学科类培训机构一律不得上市融资等。“双减”政策落地对学科类K12课外培训公司带来巨大冲击，各公司陆续开启转型。

图表 1: 2021 年 1-10 月教育行业重要政策

发布时间	发布部门	政策名称	政策要点
2021.2.8	教育部等五部委	《关于大力加强中小学线上教育教学资源建设与应用的意见》	到 2025 年, 要基本形成定位清晰、互联互通、共建共享的线上教育平台体系; 覆盖各类专题教育和各教材版本的学科课程资源体系; 涵盖建设运维、资源开发、教学应用、推进实施等方面的政策保障制度体系。
2021.3.5	国务院	《政府工作报告》	发展更加公平更高质量的教育, 在教育公平上迈出更大步伐; 增强职业教育适应性, 深化产教融合、校企合作, 深入实施职业技能等级证书制度; 办好特殊教育、继续教育, 支持和规范民办教育发展。
2021.4.12-13	全国职业教育大会	/	习总书记作出重要指示, 在全面建设社会主义现代化国家新征程中, 职业教育前途广阔、大有可为。深化产教融合、校企合作, 深入推进育人方式、办学模式、管理体制、保障机制改革, 稳步发展职业本科教育, 建设一批高水平职业院校和专业, 推动职普融通, 增强职业教育适应性, 加快构建现代职业教育体系。
2021.5.14	国务院	《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》	明确提出限制兼并收购及协议控制义务教育民办学校, 限制义务教育学校与利益关联方进行交易; 对民办高教外延并购的扩张方式不做限制, 且维持对公开、公平、公允的关联交易的开放态度; 新增支持企业办学/参与办学、支持公办学校办学/参与办学等条款, 延续国家职业教育鼓励方向。
2021.5.28	人社部、财政部、教育部	《关于扩大院校毕业年度毕业生参加职业技能培训有关政策范围的通知》	要持续做好院校应届毕业生职业技能培训工作, 将专账资金补贴性培训对象扩大到普通本科高校、中高职院校毕业年度毕业生, 支持帮助更多院校应届毕业生参加职业技能培训。
2021.7.24	中共中央办公厅、国务院办公厅	《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》	各地不再审批新的面向义务教育阶段的学科类校外培训机构; 现有学科类培训机构统一登记为非营利性机构; 学科类机构一律不得上市融资、严禁资本化运作; 校外培训机构不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假组织学科类培训。
2021.9.6	国家发展改革委、教育部、市场监管总局	《关于加强义务教育阶段学科类校外培训收费监管的通知》	义务教育阶段线上和线下学科类校外培训收费属于非营利性机构收费, 依法实行政府指导价管理, 由政府制定基准收费标准和浮动幅度, 并按程序纳入地方定价目录。
2021.9.11	教育部办公厅	《关于严格规范中等职业学校招生、学籍和资助管理工作的通知》	各地要加快建设中等职业学校和普通高中统一招生平台, 做到统一填报志愿、统一办理录取手续、统一注册学籍。
2021.10.12	中共中央办公厅、国务院办公厅	《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》	提出职业本科教育招生规模不低于高等职业教育招生规模的 10% 的具体目标。并从强化职业教育类型特色、完善产教融合办学体制、创新校企合作办学机制、深化教育教学改革、打造中国特色职业教育品牌与组织实施几个方面作出了详细指示。

资料来源: 教育部、国务院等, 国盛证券研究所

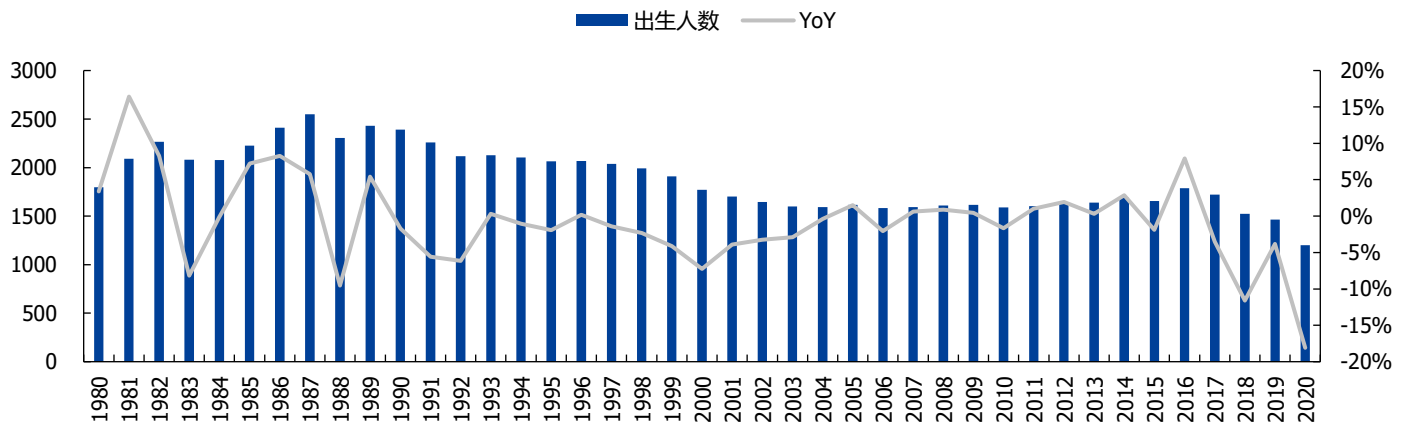
人口: 毛入学率提升支撑在校生规模增长, 就业压力持续加剧

出生人口持续下行, 2020 年出生率创新低。2020 年我国人口出生率仅 0.852%, 同比大幅下滑 0.189 个百分点, 创我国有统计数据以来新低并首次跌破 1%。由此测算, 2020 年我国出生人口 1200 万人, 继续创下 1961 年以来出生人口新低。中长期看, 出生人口持续下行可导致我国各教育阶段适龄人口规模缩小, 从早教、K12 逐步向高等教

育、职业教育传导，并可进一步影响相关学历教育及非学历培训的市场规模。

2021年三胎政策及其配套措施推出，最终效果在于执行。2021年5月31日，中共中央政治局召开会议指出，进一步优化生育政策，实施一对夫妻可以生育三个子女政策及配套支持措施；2021年8月20日，全国人大常委会会议表决通过了关于修改人口与计划生育法的决定，规定一对夫妻可以生育三个子女。此外，与三胎政策配套的婚嫁、生育、养育、教育等配套措施相继推出，以解决我国人口老龄化和出生人数下降问题。放开三孩实质转变了我国生育政策理念，由“松绑生育”转向“促进生育”、管“生”也管“育”，终政策效果关键在于实际执行情况。

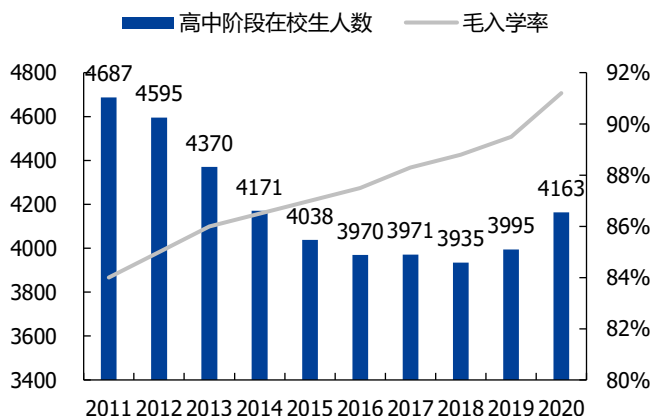
图表 2: 1980-2020 新增出生人口数及出生率 (左轴: 万人; 右轴: %)



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

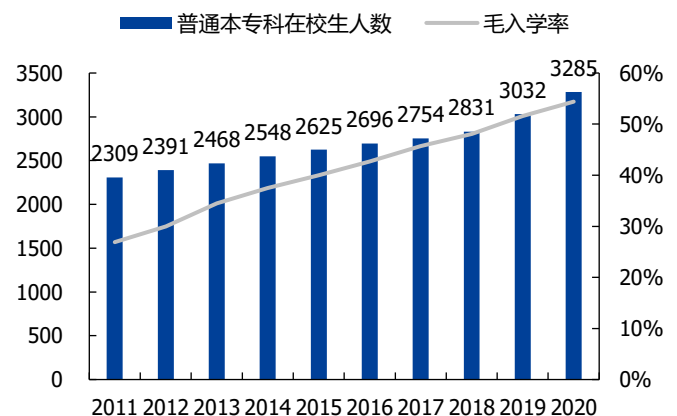
受益于毛入学率提升，近年高中及高等教育在校生人数规模扩大。2020年我国高中阶段毛入学率同增1.7PCTs至91.2%，高等教育阶段毛入学率同增2.8PCTs至54.4%。在适龄人口规模下行的背景之下，毛入学率的提升拉动我国高中阶段在校生人数同增4.2%至4163万人，高等教育普通本专科在校生同增8.4%至3285万人。

图表 3: 我国高中阶段在校生人数及毛入学率 (左轴: 万人; 右轴: %)



资料来源: 教育部, 国盛证券研究所

图表 4: 我国高等教育普通本专科在校生人数及高等教育毛入学率 (左轴: 万人; 右轴: %)

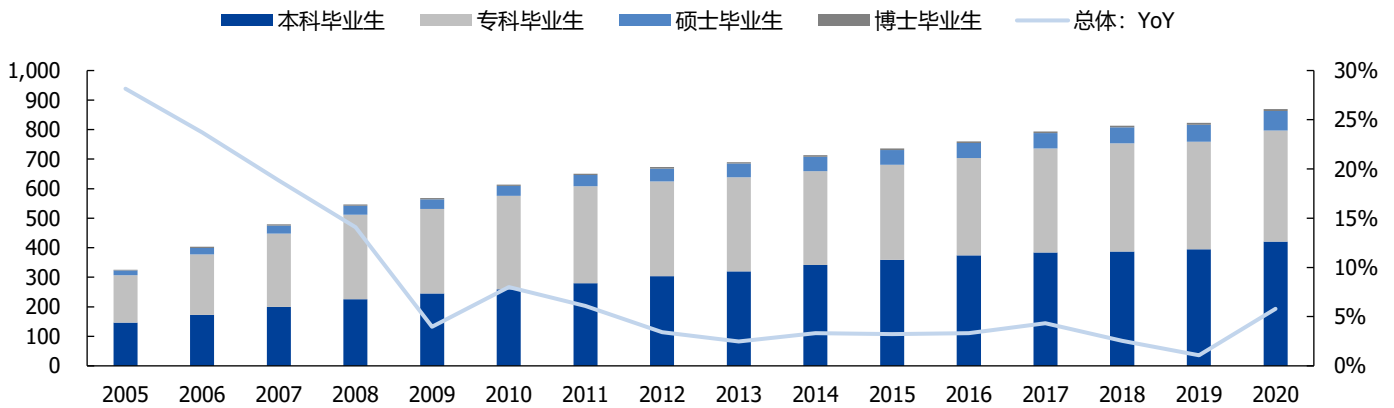


资料来源: 教育部, 国盛证券研究所

出口端，高校毕业生规模扩大，扩招背景下就业压力预计持续加剧。2020年我国本专科及研究生毕业生人数共计822.50万人。其中，本科+专科毕业生人数同增5.1%至797.20万人，2015-2020 CAGR=3.2%；另一方面，2020年我国硕士+博士研究生毕业生人数同增13.9%至72.86万人，2015-2020 CAGR=5.7%，近年专业硕士扩招驱动研究生毕业生人数增速高于本专科。根据国家统计局披露，2021年9月我国16-24岁人口调查失业率达14.6%，仍处较高水平。在近年高职、专升本招生人数持续增长的情况下，

可以预见未来高校毕业生的就业压力仍将持续。

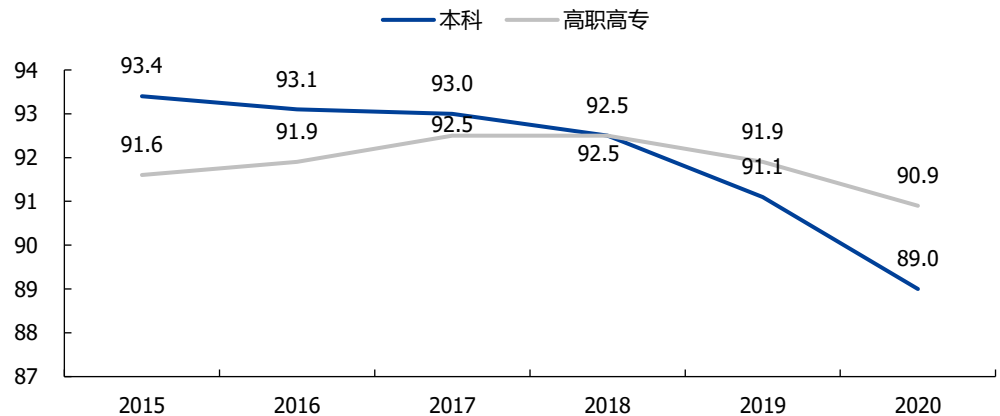
图表 5: 高等教育、研究生毕业生人数及整体增速 (左轴: 万人; 右轴: %)



资料来源: 教育部, 国盛证券研究所

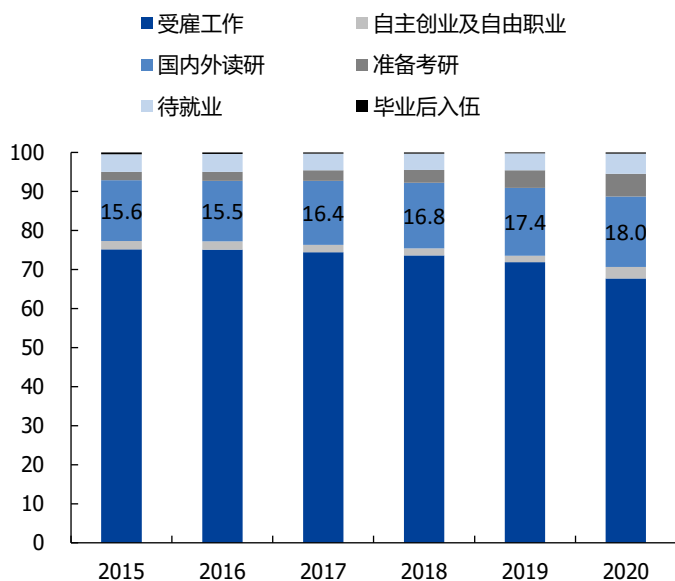
高校毕业生就业率有所下滑, 升学成为缓解就业压力的重要途径之一。根据麦可思研究院《2021年中国大学生就业报告(就业蓝皮书)》, 我国2020届本科/高职高专毕业生毕业半年后就业率分别为89.0%/90.9%, 同比下滑2.1/1.0PCTs, 2018-2020年持续下降体现当前应届生的就业压力加剧。压力之下, 升学成为更多应届毕业生的选择。根据麦可思研究院, 受益于2020年专升本及研究生的扩招, 我国2020届本科毕业生选择国内外升学占比同增0.6PCTs至18.0%, 准备考研占比同增1.3PCTs至5.8%; 2020年高职高专毕业生选择读本科占比同增7.7PCTs至15.3%。

图表 6: 我国 2015-2019 届高校毕业生毕业半年后就业率 (单位: %)



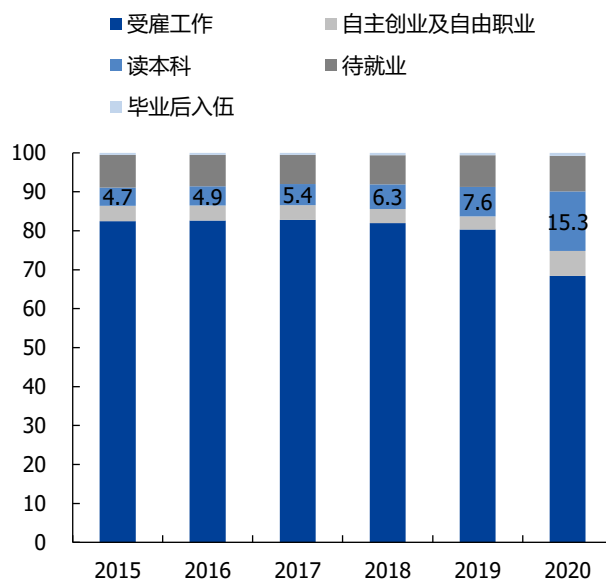
资料来源: 麦可思研究院, 国盛证券研究所注: 已就业人群包括受雇工作、自主创业、入伍、升学四类

图表 7: 我国 2015-2020 届本科毕业生毕业去向 (单位: %)



资料来源: 麦可思研究院, 国盛证券研究所

图表 8: 我国 2015-2020 届高职高专毕业生毕业去向 (单位: %)



资料来源: 麦可思研究院, 国盛证券研究所

民办学历教育: 政策靴子落地, 民办高教有望享受职教红利

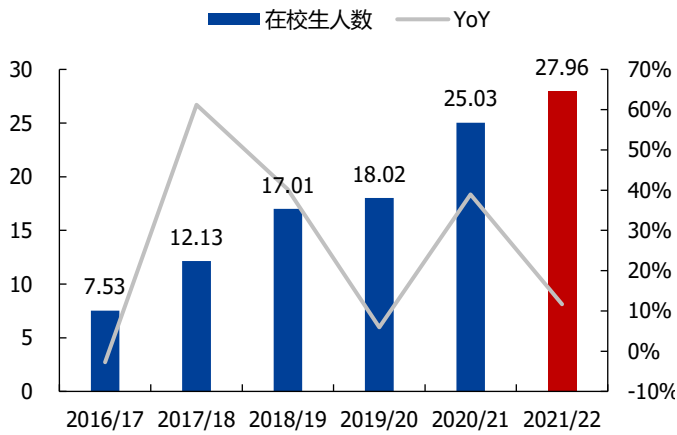
民办高教: 政策不确定性基本消除, 2021/2022 学年稳健增长延续

政策面, 外延并购政策不确定性基本消除, 营利性/非营利性民办学校政策要求有望进一步明晰。政策面, 2021年5月印发的新《民促法实施条例》相较2018年《送审稿》, 对市场最为关心的外延并购、关联交易限制有所放松。外延并购方面, 本次政策明确限制兼并收购的范围为“实施义务教育的民办学校、实施学前教育的非营利性民办学校”, 即对民办高教外延并购的扩张方式不做限制; 关联交易方面, 政策维持对公开、公平、公允的关联交易的开放态度, 政策不确定性已基本消除。此外, 根据各地区对民办学校选择营利性/非营利性的过渡期时间安排, 多数省份要求民办学校在2022年之前完成分类登记。届时, 民办学校在土地性质、税收等方面的政策要求更加明晰, 政策不确定性将得到进一步消除。

中长期看, 2020年高等教育毛入学率已达54.4%并有望进一步提升, 高等教育在普及化的道路上持续迈进。如前文所述, 作为衡量教育普及程度的毛入学率指标, 高等教育毛入学率从2010年的26.5%提升至2020年的54.4%。根据2021年3月发布的《国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》, “十四五”期间高等教育毛入学率要提高到60%水平, 政策规划下, 毛入学率有望进一步提升。当前, 我国高等教育已完成大众化, 在普及化的道路上持续推进。在适龄人口规模下降的背景下, 毛入学率的持续提升亦将持续成为民办高校招生人数增长的重要动力。

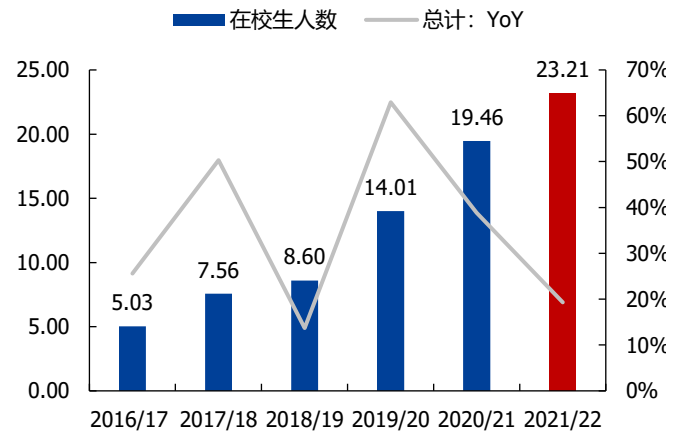
短期看, 2021/2022 新学年招生及学费延续增长, 对收入端增长形成有效支撑。具体看民办高教公司招生表现, 中教控股/希望教育/中国科培/东软教育/华夏视听教育 2021年新招生人数同增34.2%/15.1%/10.7%/17.4%/42.1%至5.53/8.26/4.34/1.50/0.94万人。受此带动, 各民办高教公司2021/2022学年在校生规模延续增长。学费角度, 我们通过整理各民办高教公司旗下本科学校2021年招生简章, 在民办高校实行备案制定价的趋势下, 各校可实行自主定价。从量价两个维度来看, 民办高教集团内生增长仍可延续, 对收入增长形成有效支撑。

图表 9: 中教控股在校人数及同比增速 (左轴: 万人; 右轴: %)



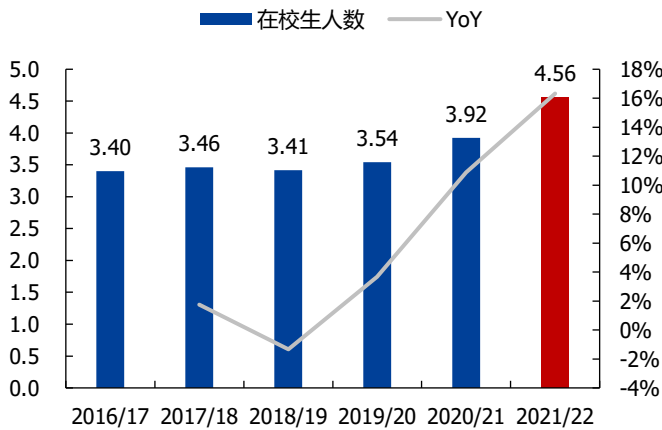
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 10: 希望教育在校人数及同比增速 (左轴: 万人; 右轴: %)



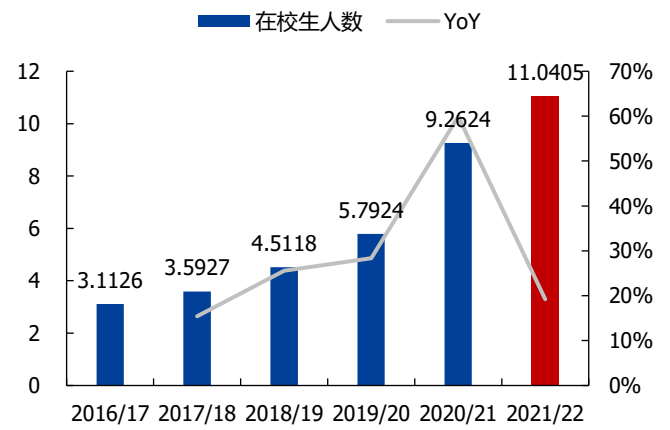
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 东软教育在校人数及同比增速 (左轴: 万人; 右轴: %)



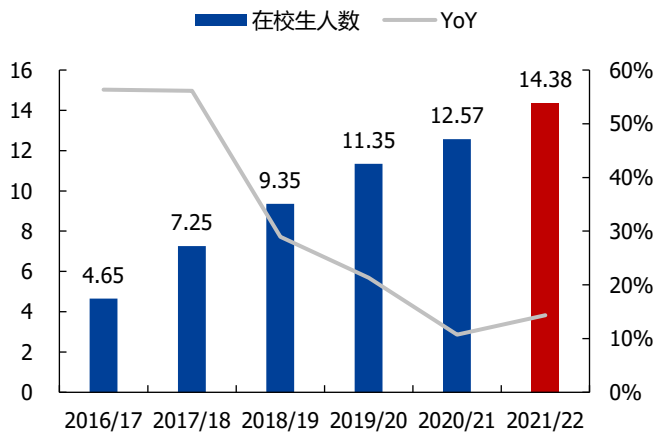
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 12: 中国科培在校人数及同比增速 (左轴: 万人; 右轴: %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所注: 2021/2022 学年不包含淮
北理工学院及马鞍山学院, 相较上一学年为纯内生口径对比

图表 13: 新高教集团在校人数及同比增速 (左轴: 万人; 右轴: %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 14: 华夏视听教育在校人数及同比增速 (左轴: 万人; 右轴: %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 15: 民办高教集团旗下各本科学校 2021/2022 学年学费情况

公司名称	学校名称	2020/21 学年新生 学费 (万元)	2021/22 学年新生 学费 (万元)
中教控股	江西科技学院	2.20-2.90	2.40-3.10 ↑
	广东白云学院	2.60-3.00	2.98-3.20 ↑
	重庆外语外事学院	1.30-1.80	1.30-1.80
	广州应用科技学院	2.60-3.00	2.60-3.00
宇华教育	郑州工商学院	1.50-1.80	1.50-1.80
	湖南涉外经济学院	2.52-2.68	2.78-3.38 ↑
中国新华教育	安徽新华学院	1.98-2.38	2.18-2.68 ↑
	安徽医科大学临床医学院	1.32-1.59	1.45-1.73 ↑
	南京财经大学红山学院	1.40	1.40
新高教集团	兰州信息科技学院	1.30-1.50	1.60-1.86 ↑
希望教育	贵州黔南科技学院	1.20	1.20
	银川能源学院	1.98-2.28	1.98-2.28
	南昌大学共青学院	1.50-1.85	1.50-1.85
建桥教育	上海建桥学院	2.30-3.80	2.30-3.98 ↑
华夏视听教育	南京传媒学院	1.40-1.80	1.40-1.80
东软教育	大连东软信息学院	2.40-2.80	3.80-3.40 ↑
	成都东软学院	1.80-1.90	1.80-2.00 ↑
	广东东软学院	2.80-3.20	2.80-3.20

资料来源: 公司财报、各学校招生章程, 国盛证券研究所注: 带“↑”代表 2021 年新招生学费有所上调

民办高教公司旗下多数独立学院已完成转设, 盈利能力改善可期。2020 年独立学院转设加速政策落地, 2021 年转设进度加速。目前, 中教控股、新高教集团、中汇集团旗下独立学院已全部完成转设, 希望教育旗下贵州财经大学商务学院、贵州大学科技学院已分别转设为贵州黔南经济学院、贵州黔南科技学院。其余尚未完成转设的独立学院亦有望于 2021-2022 学年实现转设。转设后, 民办高教公司可减少每年的管理费支出, 进而提升集团整体盈利水平; 此外, 学校的办学自主权提升, 在学额分配、学费定价、专业设置等方面拥有更高的自由度。

图表 16: 港股民办高教公司旗下独立学院转设情况

公司	独立学院	转设进度
中教控股	四川外国语大学重庆南方翻译学院 转设为 重庆外语外事学院	已于 2021 年 1 月完成转设
	广州大学松田学院 转设为 广州应用科技学院	已于 2021 年 1 月完成转设
希望教育	西南交通大学希望学院	转设工作有序进行中
	贵州大学科技学院 转设为 贵州黔南科技学院	已于 2021 年 9 月完成转设
	贵州财经大学商务学院 转设为 贵州黔南经济学院	已于 2021 年 9 月完成转设
新高教集团	山西医科大学晋祠学院	转设工作有序进行
	兰州理工大学技术工程学院 转设为 兰州信息科技学院	已于 2021 年 3 月完成转设
	湖北民族学院科技学院 转设为 湖北恩施学院	已于 2021 年 3 月完成转设
中汇集团	广东财经大学华商学院 转设为 广州华商学院	已于 2021 年 1 月完成转设
民生教育	云南大学滇池学院 转设为 滇池学院	已于 2020 年 12 月获得教育部公示
	重庆工商大学派斯学院	已获重庆市政府同意，并上报教育部审批
中国新华教育	安徽医科大学临床理学院	以获得安徽省教育厅公示并上报教育部审批
	南京财经大学红山学院	尚待江苏省教育厅专家组进校考察

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2021 年外延并购放缓, 新建校区扩张更受重视。外延并购方面, 受到教育行业整体投资情绪低迷影响, 2021 年民办高教公司上市外延并购事件仅 6 起, 其中包括 2 所专科学校、1 所海外高校以及 3 所本科层次高校并购。在普通本科牌照稀缺的背景下, 各民办高教公司抓住行业整合窗口期, 加紧对本科高校的并购。与此相对应, 各民办高教公司更多考虑通过新建校区方式进行扩张, 包括中教控股 (广东白云学院、广州应用科技学院新校区)、中汇集团 (广州华商学院四会校区、广州华商职业学院新会校区)、宇华教育 (郑州工商学院兰考校区、筹建湖南涉外经济学院新校区) 等。

图表 17: 2021 年高教公司收购案例总结 (单位: 亿元, 截至 2021 年 11 月)

公司	学校	时间	办学层次	股权	估值 (亿元)	在校生人数 2020/21 学年
中教控股	成都锦城学院	2021 年 7 月	本科	51%	48.0	约 2.6 万名
	南昌大学共青学院	2021 年 2 月	独立学院	100%	5.0	约 7500 名
希望教育	金肯职业技术学院	2021 年 4 月	专科	100%	0.25	8188 名
	泰国西那瓦大学	2021 年 4 月	海外高校	100%	2.25	/
新高教集团	郑州城市职业学院	2021 年 4 月	专科	100%	6.74	约 1.2 万名
中国科培	马鞍山学院	2021 年 7 月	本科	100%	5.5	约 9100 名

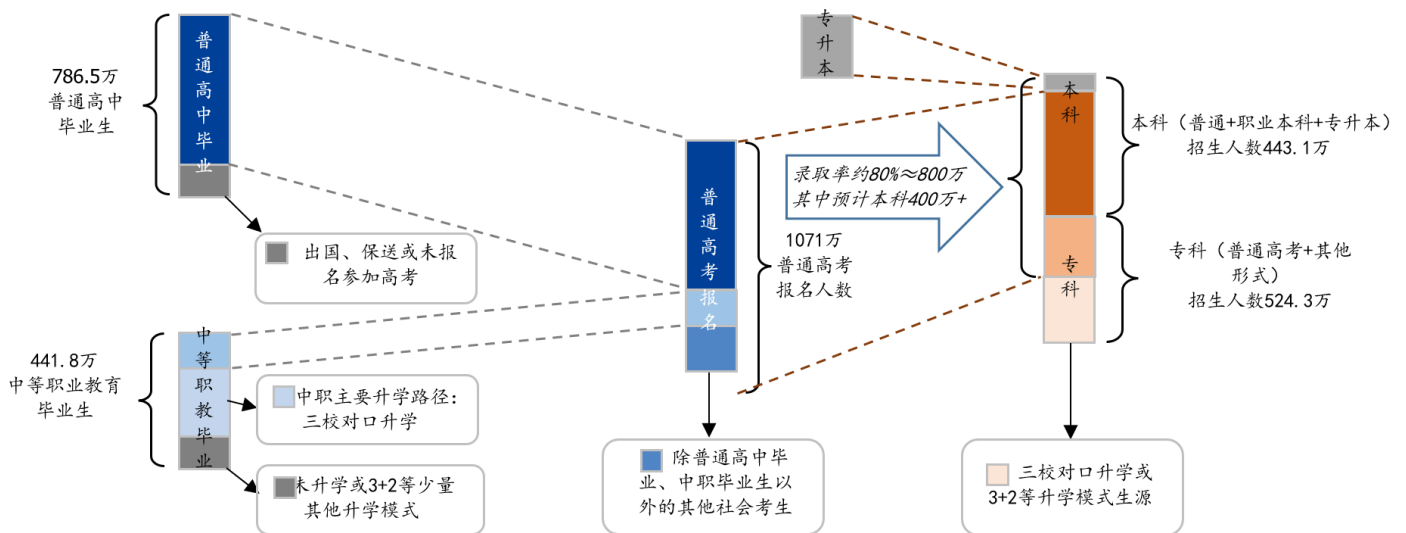
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所整理; 注: 估值为标的整体估值, 不考虑收购比例

民办职业教育：职业本科或迎来增量学额，民办职教有望充分受益

政策面，2021年职业教育政策鼓励延续，推动职业教育高质量发展。2021年4月12-13日，全国职业教育大会在京召开，习总书记提出“职业教育前途广阔、大有可为”。2021年5月《民促法实施条例》给予民办职业教育特别支持，提到“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”。2021年10月，中办、国办印发《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》，提出职业本科教育招生规模不低于高等职业教育招生规模的10%的具体目标，从强化职业教育类型特色、完善产教融合办学体制、创新校企合作办学机制、深化教育教学改革、打造中国特色职业教育品牌与组织实施几个方面作出了详细指示。

职业本科重视程度有所提升，生源覆盖面广、民办高教公司有望充分受益。2014年《国务院关于加快发展现代职业教育的决定》即提出“开展本科职业教育试点”，旨在突破高职专科建立更完善的职业教育办学层次，近年职业本科发展提速。职业本科的升学渠道目前主要来自普通高考、专升本以及部分对口单招，因此生源群体包括应届高考生、应届中职毕业生以及应届专科生，可覆盖范围较广。目前，我国39所职业本科学校中，民办占23所，且参考2020年专升本扩招学额分配情况，职业本科学额分配或更多倾向于民办高校。

图表 18: 我国高等教育升学路径



资料来源：教育部，国盛证券研究所

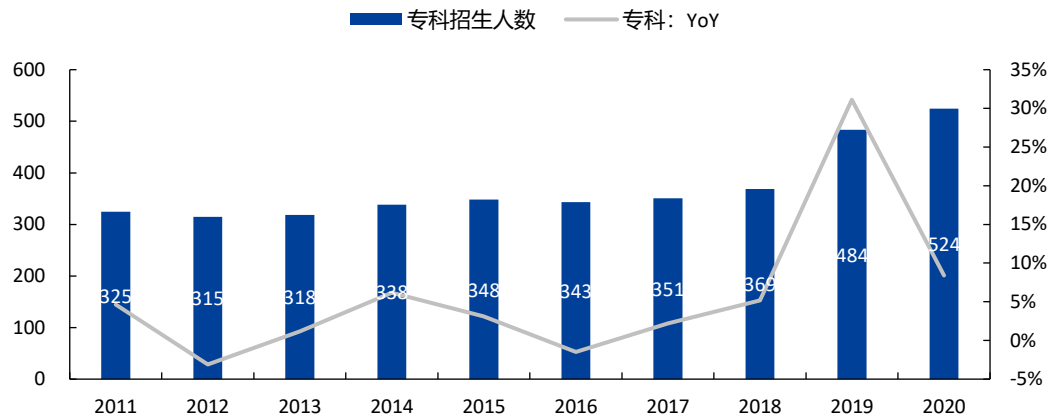
职业本科有望迎来 50 万+增量学额。2019 年进行首批 15 所职业本科院校试点，通过专科升格、独立学院转设等方式，至今共有近 40 所职业本科院校，是我国全日制本科教育的重要组成。《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》要求到 2025 年职业本科教育招生规模不低于高等职业教育招生规模的 10%。2020 年我国普通高校专科招生 524 万，以此静态测算职业本科可带来 50 万+增量学额，具体可通过增加职业本科学校数量、应用型本科开设职业本科专业等方式实施。

图表 19: 我国本科层次职业教育学校名单

建校基础	升格后学校	公办/民办	建校基础	升格后学校	公办/民办
南昌职业学院	南昌职业大学	民办	新疆天山职业技术学院	新疆天山职业技术大学	民办
泉州理工职业学院	泉州职业技术大学	民办	湖南软件职业学院	湖南软件职业技术大学	民办
山东凯文科技职业学院	山东工程技术职业大学	民办	景德镇陶瓷大学科技艺术学院	景德镇艺术职业大学	民办
周口科技职业学院	河南科技职业大学	民办	山西大学商务学院	山西工程科技职业大学	公办
广州科技职业技术学院	广州科技职业技术大学	民办	河北科技大学理工学院	河北工业职业技术大学	公办
海南科技职业学院	海南科技职业大学	民办	华北电力大学科技学院	河北科技工程职业技术大学	公办
成都艺术职业学院	成都艺术职业大学	民办	河北工业大学城市学院	河北石油职业技术大学	公办
西安汽车科技职业学院	西安汽车职业大学	民办	江西科技师范大学理工学院	南昌应用技术师范学院	民办
运城职业技术学院	运城职业技术大学	民办	贵州师范大学求是学院 贵阳护理职业学院	贵阳康养职业大学	公办
南京工业职业技术学院	南京工业职业技术大学	公办	广西大学行健文理学院 广西农业职业技术学院	广西农业职业技术大学	公办
上海中侨职业技术学院	上海中侨职业技术大学	民办	兰州财经大学长青学院 兰州资源环境职业技术学院	兰州资源环境职业技术大学	公办
江西软件职业学院	江西软件职业技术大学	民办	西北师范大学知行学院 兰州石化职业技术学院	兰州石化职业技术大学	公办
山东外国语职业学院	山东外国语职业技术大学	民办	甘肃能源化工职业学院 河北师范大学汇华学院	石家庄工程职业技术大学	公办
山东外事翻译职业学院	山东外事职业大学	民办	石家庄信息工程职业学院		
广东工商职业学院	广东工商职业技术大学	民办	浙江海洋大学东海科学技术学院	浙江药科职业大学	公办
广西城市职业学院	广西城市职业大学	民办	浙江医药高等专科学校 南京师范大学中北学院	南京经贸职业技术大学	公办
重庆机电职业技术学院	重庆机电职业技术大学	民办	江苏经贸职业技术学院		
陕西电子科技职业学院	西安信息职业大学	民办	江苏大学京江学院 江苏农林职业技术学院	江苏农林职业技术大学	公办
辽宁理工职业学院	辽宁理工职业大学	民办	南京中医药大学翰林学院	江苏医科职业技术大学	公办
浙江广厦建设职业技术 学院	浙江广厦建设职业技术 大学	民办	江苏医药职业学院 南通大学杏林学院	江苏工程职业技术大学	公办
			江苏工程职业技术学院 山东财经大学燕山学院	山东职业技术大学	公办
			山东职业学院		

资料来源: 教育部, 国盛证券研究所注: 截至 2021 年 11 月

图表 20: 我国普通高校专科(高职)招生人数及同比增速(左轴:万人;右轴:%)



资料来源: 教育部, 国盛证券研究所

鼓励用人企业参与职业教育, 提升产教融合高度。《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》提出“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。”、“将产教融合列入经济社会发展规划”, 用人企业参与职业教育、深化产教融合提出了更高的要求。从办学实际情况来看, 各民办高教公司均通过联合培养、提供实习就业服务等方式与用人企业保持紧密的合作关系, 一方面为学生提供最为前沿的实训环境, 另一方面为企业用工及招聘提供便利。

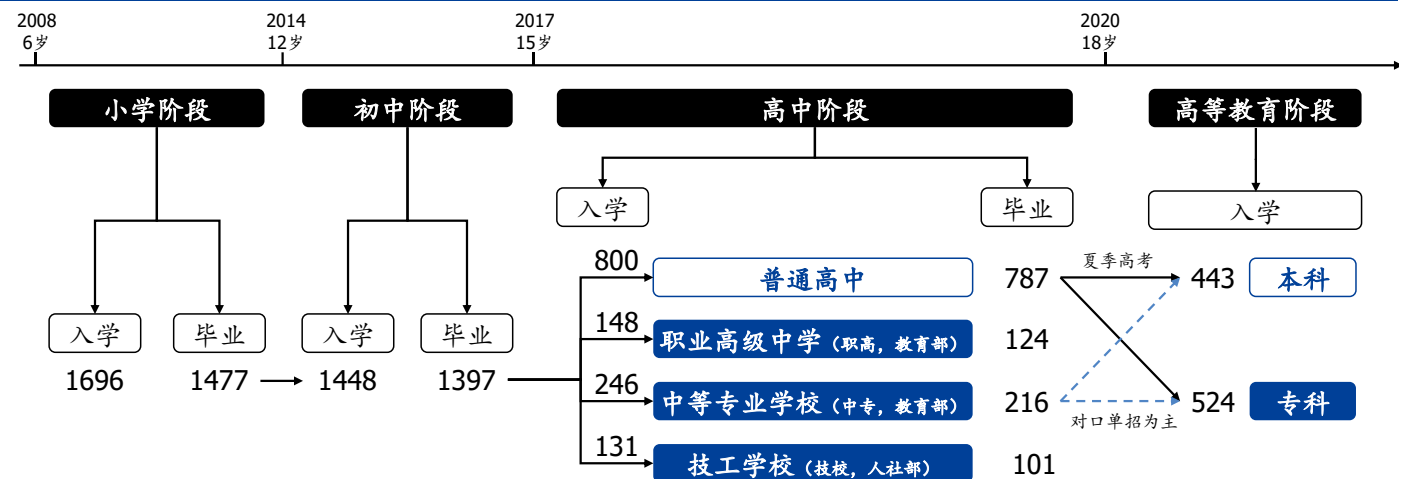
民办高教公司积极布局学历职业教育业务, 把握政策红利。2019年以来的职教鼓励政策直接利好学历类职业教育(中职、高职、职业本科等), 与民办高教公司业务具有较高的关联度。政策“鼓励应用型本科学校开展职业本科教育, 按照专业大致对口原则, 指导应用型本科学校、职业本科学校吸引更多中高职毕业生报考。”民办高教公司旗下应用型本科学校有望享受更多学额。此外, 如前文所述, 职业本科有望迎来 50 万+增量学额, 职业大学数量有望进一步扩容。当前民办高教公司旗下优质高职院校有望获得升格为职业大学的机会, 进而有望带动学制和学费标准的提升。

职业培训: 就业需求支撑培训需求, 龙头积淀高壁垒

技能培训: 培训龙头紧密联系产业发展, 布局学历职业教育享受政策红利

在我国升学路径下, 接受职业教育群体庞大。在我国升学路径下, 从义务教育过渡至高中阶段教育需进行普通教育及职业教育分流, 以 2020 年数据为例, 我国初中毕业生 1535.3 万人, 而普通高中/中等职业教育招生人数分别为 876.4/644.7 万人, 职普比约为 42%: 58%。同样, 从高中阶段教育过渡至高等教育同样需经历类似分流, 2020 年我国高等教育本科/专科招生 443.1/524.3 万人。从动态角度考虑, 2017 年 1397 万初中毕业生经过 3 年高中阶段学习, 最终仅 443 万人成功升入普通本科学习, 其余近 1000 万群体需接受职业教育, 职业教育潜在需求人群充足。

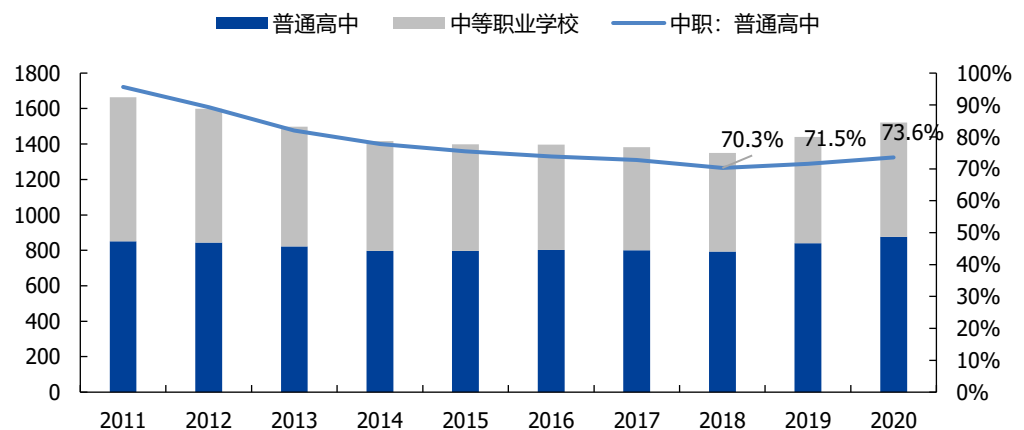
图表 21: 升学路径人数演示 (单位: 万人, 以 2020 年进入大学阶段、出生在 2002 年的人群为例)



资料来源: 教育部, 国盛证券研究所绘制

职普比要求大体相当, 直接利好学历类职业教育。如前文所述, 2019 年以来我国持续强化对学历制职业教育的鼓励态度, 以解决人才的结构性问题。2018-2020 年, 我国高中阶段招生职普比 (比值) 持续提升。2021 年 4 月《教育部办公厅关于做好 2021 年中等职业学校招生工作的通知》中进一步要求“坚持把发展中职教育作为普及高中阶段教育和建设中国特色现代职业教育体系的重要基础, 保持高中阶段教育职普比大体相当”。在普通高中招生人数大体稳定的局面下, 职普比要求中职学校扩大招生。配合高职扩招、职业本科、职教高考等政策相继落地, 学历类职业教育获得政策利好。

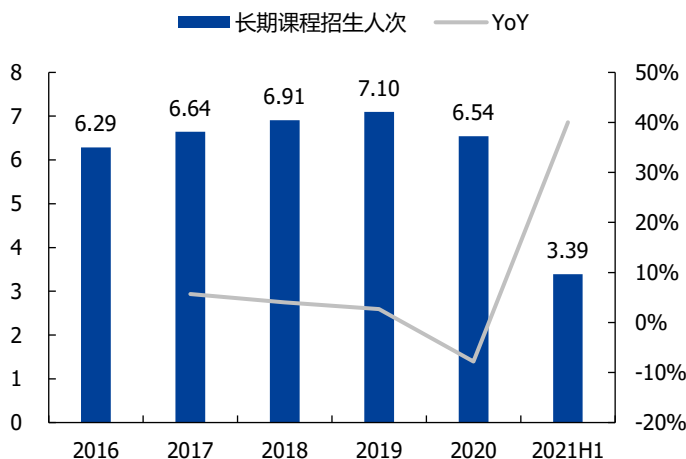
图表 22: 我国普通高中、中等职业学校招生人数及职普比 (左轴: 万人; 右轴: %)



资料来源: 教育部, 国盛证券研究所

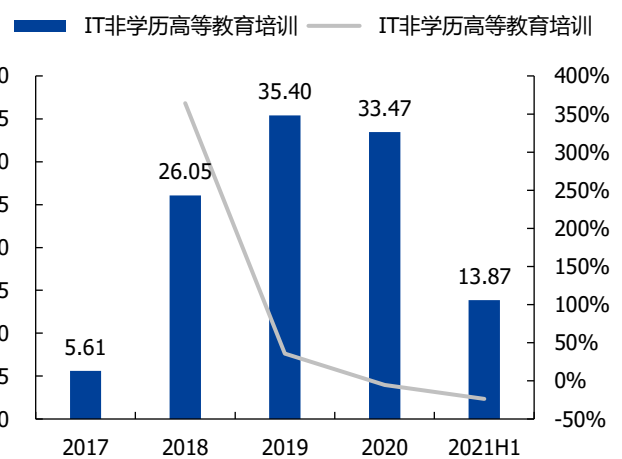
另一方面, 学历类教育招生扩大, 技能培训公司招生受到一定影响。在学历类职业教育获得政策利好、中职学校扩大招生的政策环境下, 由于初中毕业生同样是众多技能培训机构的重要生源, 导致不具备学历牌照的培训机构在招生端受到一定的学历类学校分流影响。如中国东方教育 2021H1 长期课程新培训人次同增 40.0%至 3.39 万人, 但仅相较 2019H1 的 3.38 万人略微增长; 传智教育 2021H1 非学历高等教育业务营收同降 23.6%至 1387 万元。

图表 23: 中国东方教育长期课程招生人次及同比增速 (左轴: 万人; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表 24: 传智教育非学历高等教育业务营收及同比增速 (左轴: 百万元; 右轴: %)

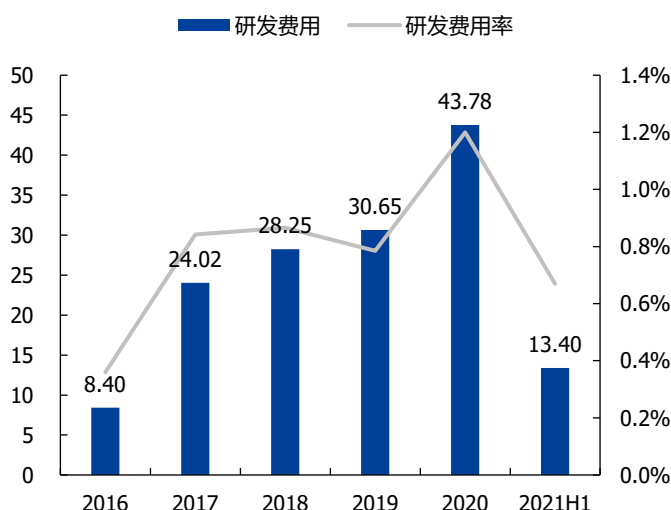


资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

在多年市场化运营过程中, 技能培训龙头优势在于办学实力与就业对接。相较中职、高职等学历类职业教育, 非学历的技能培训机构市场化经营程度更高, 因而也面对更加激烈的竞争环境。当前的龙头机构经过多年经营, 通过感知产业内用人单位需求变化灵活设置专业、强化实践教学、深入产教融合, 保障学员的高质量就业, 实现全产业链联动, 马太效应持续显现。具体而言:

- **敏锐感知产业变化, 与时俱进的专业研发能力:** 如中国东方教育通过对企业用人需求变化的判断, 于2020年6月发布烹饪、汽修及计算机教育品牌推出20个新专业。传智教育前瞻性判断IT产业技术迭代, 在AI、大数据、Python等成为热点前数年研发相关课程, 2021年推出鸿蒙 HarmonyOS 北向APP开发与南向设备开发课程。数据来看, 两家公司研发投入逐年加大, 且研发费用率持续提升。

图表 25: 中国东方教育研发费用及研发费用率 (左轴: 百万元; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表 26: 传智教育研发费用及研发费用率 (左轴: 百万元; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

- **强化实践教学、深入产教融合, 就业:** 以中国东方教育为例, 旗下万通汽修于2020年12月与奇瑞汽车达成“产教融合·师资共建百人培养计划”, 将产业资源引入师资梯队培养中。此外, 中国东方教育通过订单班, 按企业用人需求定向培养学员, 使学员具备从接受培训到就业的无缝衔接, 保持高就业率的同时形成优良口碑。

碑。而传智教育与超过1200家IT及互联网产业内的知名企业保持深度合作，培养实战型数字化人才，为学生就业提供便利。

技能培训机构布局学历教育，积极抵御政策影响。面对职普比带来的影响，技能培训机构通过布局学历教育积极应对。如中国东方教育通过学历合作的方式来解决学生的学历需求，并且截至2020年末已拥有39所中职及技工学校牌照，为学生提供“学历+技能”的教学服务。此外，传智教育计划通过自建学校的方式，将高等教育业务作为发展重心。我们认为，技能培训龙头可以敏锐洞察并捕捉业内用人需求的变化，与时俱进研发新的培训专业和课程，在其布局学历教育后依旧为核心壁垒，使其在新的赛道保持竞争优势。

招录培训：2021年省考阶段性缩招，不改长期刚需逻辑

2021年省考、教师招录人数同比下滑，影响招录培训公司经营表现。省考方面，2021年省考联考于3月27日举行，共有24个地区参与省考联考。由于2021年省考联考时间相距2020年仅相隔8个月，叠加2020年已经进行较大规模扩招，2021年全国各地省考合计招录15.86万人，同比下降3.1%。教师招录方面，2021年前三季度教师招录人数同降20.5%至31万人，且相较2020年在教师资格、学历要求等方面的报考条件更加严格。此外，2021年的国企招录、农信社招录等招录人数亦有一定程度的下降，影响招录培训公司的经营表现。

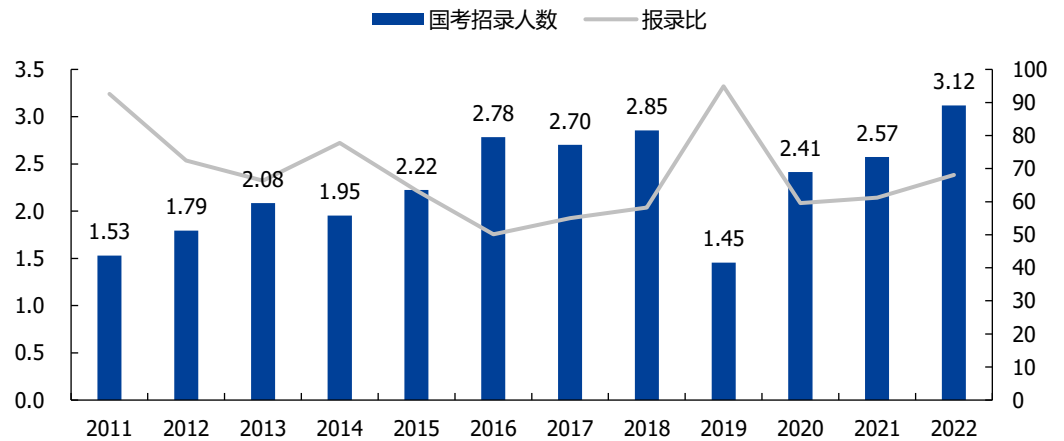
图表 27: 全国省考招录人数及同比增速 (左轴: 万人; 右轴: %)



资料来源: 各地公务员局、中公教育, 国盛证券研究所

2022年国考招录及报考人数创新高，部分省考，激烈竞争驱动报考者参加培训。10月14日，国家公务员局发布《中央机关及其直属机构2022年度考试录用公务员公告》，计划招录人数同增21.3%至3.12万人，最终过审人数达到212.3万人，招录人数和报考人数均创下历史新高。由此测算，2022年国考报录比为68:1，相较2020年及2021年国考均有提升，竞争更加激烈，报考者参加培训的意愿有望提升。此外，截至2021年11月15日，北京/上海/江苏/浙江已发布2022年省考公告，招录人数涨跌互现，分别招录4266/2689/8159/6211人，同比变动20.1%/-7.1%/3.5%/-14.4%。

图表 28: 国考招录人数及报录比 (左轴: 万人; 右轴: 比值)



资料来源: 国家公务员局、中公教育, 国盛证券研究所

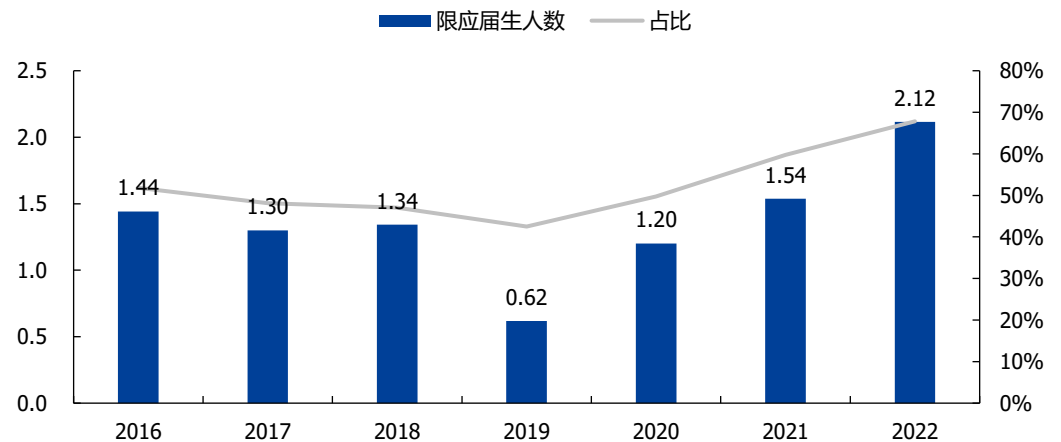
图表 29: 2022 年对比 2021 年省考招录人数 (单位: 人, %)

地区	2021 年招录人数	2022 年招录人数	YoY
北京	3553	4266	20.1%
上海	2896	2689	-7.1%
江苏	6000	6211	3.5%
浙江	9536	8159	-14.4%

资料来源: 各地区公务员局、中公教育, 国盛证券研究所

近年公务员考试提升仅面向应届生的岗位占比, 缓解毕业生就业压力。在 2022 年国考招录 3.12 万人中, 限应届毕业生招录人数达到 2.12 万人, 占比同增 8.0PCTs 至 67.8%。从仅限应届生报考的招录人数占比来看, 自 2019 年达到 42.5% 的低位后, 2020-2022 年连续三年提升。在就业压力增加的背景下, 公务员考试也通过扩大应届生招录规模缓解就业压力。

图表 30: 国考仅限应届毕业生招录人数及占比 (左轴: 万人; 右轴: %)

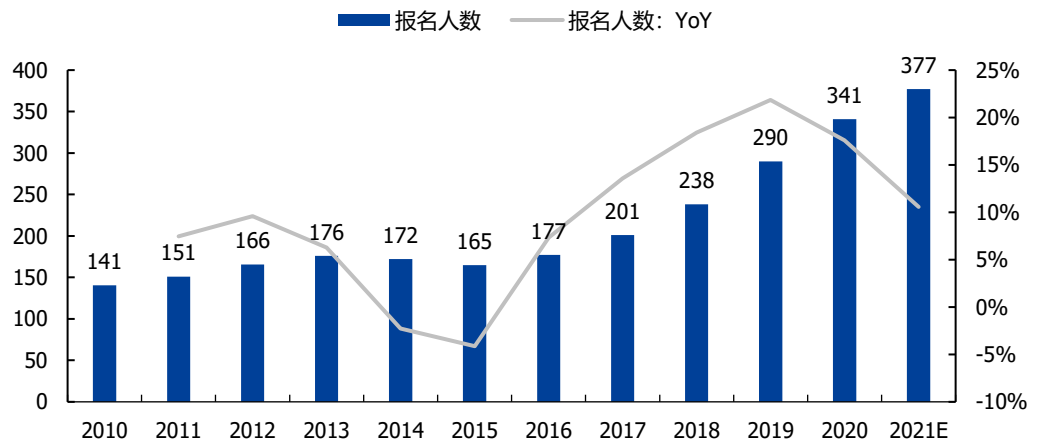


资料来源: 国家公务员考试网, 国盛证券研究所

另一方面, 近年考研热度亦持续提升, 2022 年有望延续。2019 年我国本科在校生规模 1751 万人, 2015-2019 年 CAGR=2.7%, 头部企业校招标准持续提升, 本科毕业生就业难度加大, 硕士文凭成为优质就业必需品。近年来考研报名持续火热, 2021 年报

报名人数同增 11%至 377 万；2022 年各省考研报名工作已于 2021 年 11 月 5 日结束，笔试将于 2021 年 12 月 25-26 日进行，考研热有望延续。

图表 31: 2011-2021 年考研报名人数及增速 (左轴: 万人; 右轴: %)



资料来源: 考研网, 国盛证券研究所

在经济增速放缓、就业压力增加，招录考试及考研热度仍将持续。我们认为支撑公职类考试及考研培训报名火热的长期逻辑仍将维持，在经济增速放缓、毕业生规模持续扩大的矛盾下，就业压力逐年加剧，稳定性较高的公职类岗位吸引力凸显。“供给创造需求”逻辑下，相关考试培训需求强烈。短期来看，2022 年省考、事业单位、教师招聘等考试节奏有望恢复正常，招录人数有望在 2021 年基础上有所增长，培训人次有望实现反弹。

竞争格局方面，众多 K12 课外培训机构切入招录培训赛道，市场格局进一步分散。由于 2021 年政策对 K12 学科类课外培训施加严格监管，如新东方、高途集团、作业帮等众多培训机构转型，加大在招录培训及考研赛道的投入。另外，粉笔教育 2021 年 2 月完成 3.9 亿美元 A 轮融资，导氮教育于 2021 年 3 月获得新东方数亿元 A 轮融资。在原有中公教育、华图教育和粉笔教育三家全国性机构与众多区域性机构竞争的基础上，市场涌现出更多具备竞争力的培训机构。

图表 32: 2021 年至今招录培训融资及业务布局事件

机构	时间	事件
粉笔教育	2021.2	完成 3.9 亿美元 A 轮融资，由 IDG 资本和挚信资本领投，CPE、德弘资本(DCP)、昆裕润源、华兴新经济基金、弘毅投资、泓睿投资等跟投。
导氮教育	2021.3	宣布获得新东方 A 轮融资数亿元。
犀鸟教育	2021.4	宣布获得近亿元 A 轮投资，投资方为正保远程教育。
高途集团	/	2020 年推出公考课程，2021 年 4 月成人业务升级为高途学院，业务涵盖考研、公考、事业单位、教师招聘、医疗考试、银行考试等。
作业帮	/	通过不凡课堂品牌布局成人业务，当前业务包括公考、事业单位等

资料来源: IT 桔子、蓝鲸财经等, 国盛证券研究所

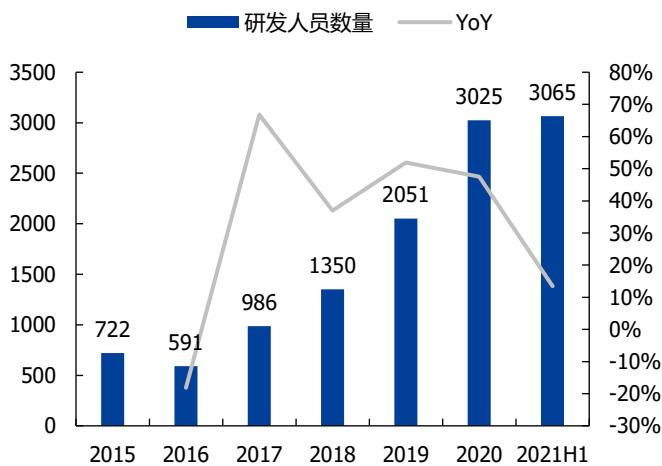
展望未来，研发及渠道端的不断强化与拓展是培训机构长期保持竞争优势的核心。

考试品类繁多，课程研发为核心竞争力。招录考试品类繁多，公务员国考标准化程度高，每年举行 1 次；公务员省考由各省命题，各省每年举行 1-2 次；而事业单位、教师招聘等考试相对零散，事业单位以区县为单位进行招录、教师招聘以区县甚至学校为单

位进行招录。考试分散对培训机构的研发能力提出高要求，全国化运营的培训机构建立研究院，如中公教育截至 2021H1 年研发人员达 3065 人，设立总部研究院和各省研究院，广泛搜集各地考试真题积累庞大题库，结合考试大纲针对性研发培训内容；另一方面，考试分散给单一区域、本地考情积累充足的本地小机构一定生存空间。

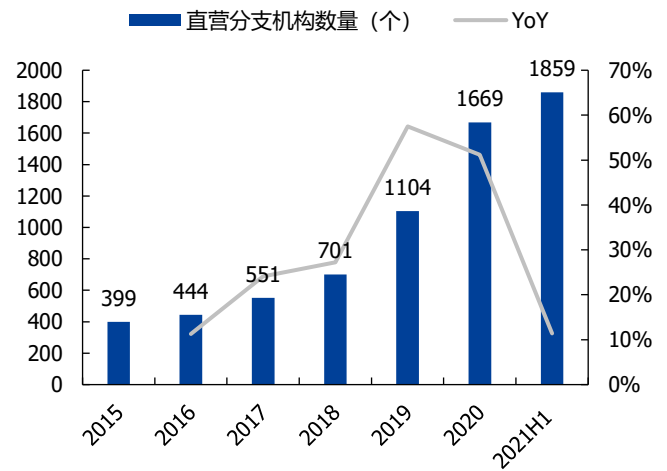
考试分散决定需求分散，渠道建设至关重要。如前文所述，各类招录考试分散，事业单位等考试以区县为单位进行，决定培训需求同样分散在各区县，而考研培训需求分散在各所高校，对于培训机构而言，渠道向低线城市/高校周边下沉至关重要。作为培训龙头的中公教育渠道下沉能力强，截至 2021H1 已经在全国拥有 1859 个直营分支机构，覆盖全国 31 个省市、319 个地级市。而强大的渠道下沉能力扩大了公司的用户基础，使得公司得以积累更加丰富的考情信息及资料，强化自身的研发实力。

图表 33: 中公教育研发人员数量及同比增速 (左轴: 个; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表 34: 中公教育直营分支机构数量及同比增速 (左轴: 个; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

企业管理培训: 需求逐步释放, 行业趋向规范化发展

企业培训需求刚性增强, 管理培训迎合有效提升企业管理水平。企业培训是企业通过采购培训服务、培训解决方案或培训内容产品, 以提升员工生产力。在“新常态”的背景下, 人才创新成为驱动企业创新的关键举措, 企业存在对人才进行持续培训的切实需求。根据艾瑞咨询, 2021 年我国企业培训市场规模有望达到 1992 亿元, 2016-2021 年 CAGR=11.3%, 2023 年有望进一步提升至 2733 亿元, 企业培训向垂直细分和专业化演进。

图表 35: 我国企业培训行业市场规模及同比增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

企业管理培训需求逐步释放, 注重实战社会培训模式更加契合中小企业需求。企业管理培训以企业的中高级管理层为目标对象, 使其掌握科学的管理方法。我国新设企业众多, 2019 年我国新登记企业高达 739.1 万户, 众多民营中小企业缺乏有效的公司治理体系和管理制度, 企业管理者存在提升管理能力的需求。当前企业管理培训模式包括高校培训模式 (MBA/EMBA 项目) 和社会培训模式。社会培训模式以实战导向, 更加迎合民营中小企业主的实际需求, 和具备学位授予权、注重前沿理论传授的高校培训模式形成有效错位竞争。

准入门槛较低、市场高度分散, 尚无绝对领导品牌。根据中研普华数据, 截至 2018 年, 我国管理培训行业企业数量约 7.8 万家, 行业进入无需大量资金的支持, 准入门槛较低导致市场较为分散。众多培训机构存在运营不规范、机构良莠不齐等痛点。在当前市场格局下, 我们认为伴随行业发展, 具备体系化课程研发能力、师资培养能力以及渠道建设能力的头部企业的市占率有望持续提升, 行业向规范化发展为大趋势。

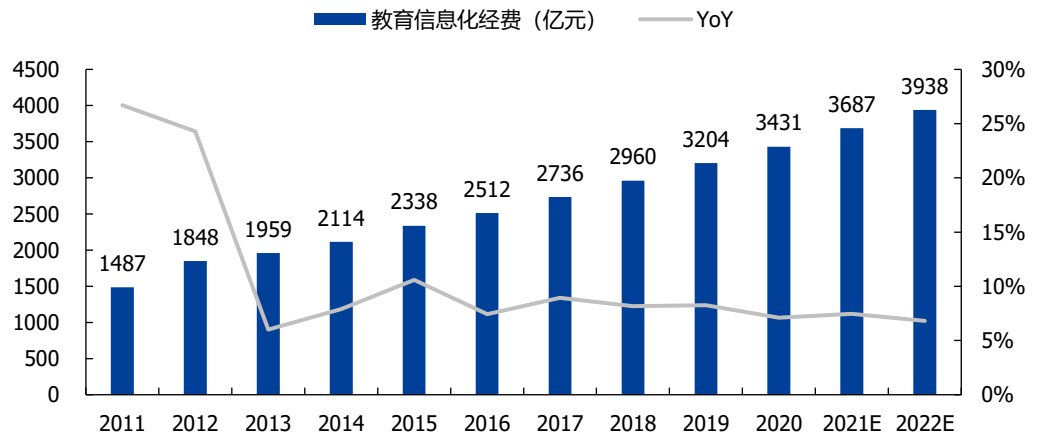
教育信息化: 校内教育质量提升驱动, 标考建设逻辑延续。

政策: 校内教育质量提升质量, 带动教育信息化建设需求

经费投入驱动行业增长, 投入规模持续扩张。2011 年 6 月教育部发布的《教育信息化十年发展规划 (2011—2020 年) (征求意见稿)》提出, “各级政府在教育经费中按不低于 8% 的比例列支教育信息化经费”, 而国家财政性教育经费支出占国内生产总值比例一般不低于 4%¹。2020 年国家财政性教育经费同增 7.1% 至 4.29 万亿元, 占 GDP 的 4.22%, 同增 0.16PCTs。以此估算, 2022 年教育信息化经费投入将超过 3900 亿元。

¹ 2018 年 8 月 17 日, 国务院办公厅印发《关于进一步调整优化结构提高教育经费使用效益的意见》

图表 36：教育信息化经费投入测算及增速（左轴：亿元；右轴：%）



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所测算

“双减”政策要求提升校内教育质量，带动教育信息化建设需求。2021年7月中办、国办印发《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》，提出“大力提升教育教学质量，确保学生在校内学足学好”，要求“教育部门要征集、开发丰富优质的线上教育教学资源，利用国家和各地教育教学资源平台以及优质学校网络平台，免费向学生提供高质量专题教育资源和覆盖各年级各学科的学习资源，推动教育资源均衡发展，促进教育公平”。“双减”政策将校内教学资源及平台建设作为促进教育公平的重点，带动各地对教育信息化建设的需求。

2021年政策重视教育资源及平台建设，中长期政策落地可期。2021年进入后疫情时代，我国教育信息化建设更加注重高质量教育资源的开发，并且通过完善国家级、省级以及市县和学校平台实现优质教育资源共享，注重数字校园基础设施建设，促进教育公平。2021年3月《教育部科学技术与信息化司2021年工作要点》中，将“发布《教育信息化中长期发展规划（2021—2035年）》和《教育信息化“十四五”规划》，系统布局未来5—15年教育信息化发展，明确教育信息化的发展方向、总体目标和主要任务，加快推进信息化时代的教育变革”列入工作重点，重磅政策落地可期。

图表 37: 2021 年 1-10 月教育信息化重要政策

时间	发布部门	政策名称	政策要点
2021.2	教育部等五部门	《关于大力加强中小学线上教育教学资源建设与应用的意见》	1. 加强平台体系建设: 完善国家中小学网络云平台, 进一步建设完善省级网络平台和电视教学专区, 规范市县和学校平台 2. 高质量开发资源: 健全资源体系、严格质量标准、精选教师团队、优化资源管理 3、充分用好平台资源: 服务教师课堂教学、服务学生自主学习、服务农村提高质量、增强师生互动交流 4、提高师生应用能力: 加强教师培养培训、提升学生信息素养
2021.3	教育部	《教育部科学技术与信息化司 2021 年工作要点》	1.发布《教育信息化中长期发展规划(2021-2035 年)》和《教育信息化“十四五”规划》, 系统布局未来 5-15 年教育信息化发展; 2.出台推进“互联网+教育”发展的指导意见, 以互联网为动能, 利用信息技术更新教育理念, 变革教育模式; 3.构建高质量教育支撑体系 4.深入实施教育信息化 2.0 行动计划
2021.3	教育部	《教育部关于加强新时代教育管理信息化工作的通知》	推动国家管理平台的开放, 鼓励地方教育行政部门和学校与国家管理平台进行对接, 建设“互联网+教育”大平台, 建立“政府引导、社会参与、用户选用”的应用服务供给机制, 引导高校、企业、社会组织等提供服务, 培育多元参与的应用生态。
2021.3	教育部	《高等学校数字校园建设规范(试行)》	给出高等学校数字校园建设的总体要求和主要组成, 规定基础设施、信息资源、信息素养、应用服务、网络安全和保障体系的通用要求。
2021.7	教育部等六部门	《关于推进教育新型基础设施建设构建高质量教育支撑体系的指导意见》	信息网络新型基础设施: 建设教育专网、升级校园网络 平台体系新型基础设施: 构建新型数据中心、促进教育数据应用、推动平台开放协同、升级网络学习空间 数字资源新型基础设施: 开发新型资源和工具、优化资源供给服务、提高资源监管效率 智慧校园新型基础设施: 完善智慧教学设施、建设智慧科研设施、部署智慧公共设施 创新应用新型基础设施: .普及教学应用、创新评价应用、拓展研训应用、深化管理应用 可信安全新型基础设施: 增强感知能力、保障绿色上网、推动可信应用、健全应用监管
2021.7	教育部	《关于开展虚拟教研室试点建设工作的通知》	首批拟推荐 400 个左右虚拟教研室进行试点建设, 探索“智能+”时代新型基层教学组织的建设标准、建设路径、运行模式等。 通过 3—5 年的努力, 建成全国高等教育虚拟教研室信息平台, 建设一批理念先进、覆盖全面、功能完备的虚拟教研室, 锻造一批高水平教学团队, 培育一批教学研究与实践成果, 打造教师教学发展共同体和质量文化, 全面提升教师教学能力。
2021.9	工信部、教育部	《关于组织开展“5G+智慧教育”应用试点项目申报工作的通知》	通过征集并遴选一批利用 5G 网络的教育信息化最佳实践和解决方案, 培育一批以 5G 为代表的新一代信息通信技术与教育教学创新融合的典型应用, 树立一批可复制推广、可规模应用的发展标杆, 为推动“5G+智慧教育”创新发展提供经验, 助力教育高质量发展。

资料来源: 教育部等, 国盛证券研究所

标准化考点: 第二轮标考建设延续, 学业水平考试及中考标考建设贡献增量

标准化考点²作为信息化特殊的细分赛道, 具有投入确定、自上而下获取订单、格局清晰等特点。在标准化考点建设过程中, 主要参与者包括佳发教育、北京竞业达、杭州恒生, 佳发教育市占率 60%左右。同时, 标准化考场建设自上而下获取订单, 成为标准制定者即可获得难以匹敌的先发优势, 佳发教育以考试考务综合管理平台为切入点, 以

² 标准化考点建设包括“一平台五系统”: 一个平台是指国家教育考试考务管理与服务平台; 五个子系统包括网上巡查系统、应急指挥系统、考生身份验证系统、高科技作弊防控系统、考务综合管理系统

产品+服务夯实先发优势，站稳脚跟。2017年开始的第二轮建设主要包括：

- **国家和省级考试考务管理与服务平台产品：**按照《国家教育考试综合管理平台建设指南》要求，2020年全国将建成覆盖国家、省（市）、地（市）、县区等各级考试机构的管理与服务信息化支撑平台，是标准化考点建设的核心和制高点。从市场空间看，按31个省300个地市，每个省400万、每个地市200万、综合考虑县和县级市产值，测算考试考务综合管理平台整体规模10亿左右，在2021年高考前完成。
- **标准化考场建设四大系统：**从单价看，从第一轮建设的单系统（2000-3000元网上巡查系统），到第二轮的多系统，理论测算单教室配置需求将提升至8000-10000元左右（加上巡查的高清功能、作弊防控3000-5000元、身份认证系统3000元），实际落地情况取决于各校装配进度。**从数量看：1）53万更新考点（13万大学和中职+40万高中）+新高考学业水平考试带来的40万缺口（高二高三同时参加考试+备用考场）。2）50万中考考点：**继高考后，中考有望成为标准化考点重点建设领域，中考考点建设比较分散，目前整体建设仍在初期。

第二轮标考建设延续，高考作弊防控系统、高中学业水平考试及中考建设贡献增量。结合客单价和考点数量增加，预计第二轮标考建设市场规模在130亿左右（40亿更新考点+40亿新高考缺口+50亿中考）。从周期性看，2021年进入第二轮标准化考点建设的第五年，当前高考网上巡查系统基本铺设完毕，但身份认证及作弊防控系统渗透率仍较低，特别是有效屏蔽5G信号的作弊防控有望于2022年迎来集中建设期。此外，中考标准化考点建设较为分散，周期较长，有望陆续放量。

素质教育：中高考政策驱动，产品刚需属性强

中高考政策变化带来智慧教育增量空间。随着升学考试相关政策变化，学生培养与评价方式更多元，素质教育相关信息化建设需求随之增长。

智能体育测评：体育纳入中考计分科目，支撑智能体育测评设备需求。2020年9月，体育总局和教育部发布《关于深化体教融合 促进青少年健康发展的意见》，要求体育科目纳入初、高中学业水平考试范围，纳入中考计分科目；2020年10月，中共中央办公厅、国务院办公厅发布《关于全面加强和改进新时代学校体育工作的意见》，要求科学确定并逐步提高中考体育分值，体育学科重要性持续提升。目前我国体育教育尚存学生身体素质监测以及评价手段落后、测量不精确等难题，存在对智能体育测评设备的需求。

英语口语机考：在教育部《关于普通高中学业水平考试的实施意见》的政策要求下，英语口语考试纳入中高考成为必然趋势，目前广东、北京、上海高考采用人机口试，成绩纳入高考总分；另外截至2021年3月，北京、上海、重庆等9省市中考采用人机口试，成绩纳入中考总分。口语机考铺开为相应设备To B/To G端设备销售打开市场空间。此外，学生备考过程中存在英语口语日常训练及测试需求，相关设备可借此打开To C端销售，通过服务费形式获得收入。2020年我国初中毕业生人数达到1535.3万人，普通高中毕业生人数达到786.5万人，若英语口语机考全面铺开，按生均收费2000元测算，口语机考C端服务市场规模可达460亿元。

三个课堂：契合教育资源建设要求，市场规模超500亿

教育资源建设要求下，“三个课堂”相关的录播设备大有可为。“三个课堂”包括专递课堂、名师课堂和名校网络课堂），契合政策导向，针对薄弱学校和教学点缺少师资的问题，采用网上专门开课或同步上课，发挥名师名课示范效应，缩小区域、城乡、校际

之间教育质量差距。建设过程中，课堂录播设备可实现教学过程的记录与转播，实现跨学校的互联互通。按单个教室建设价格 1.5 万元测算，小学及初中专递课堂建设规模超过 500 亿元，“三个课堂”相关的录播设备市场空间广阔。

图表 38: 义务教育阶段“三个课堂”录播设备市场空间测算

	在校生人数 (万人)	班额要求 (人/班)	班级数 (万个)	单价 (万元)	市场规模 (亿元)
小学	10725.35	45	238.34	1.5	357.51
初中	4914.09	50	98.28	1.5	147.42
合计	15634.44	/	336.62	/	504.93

资料来源：教育部，国盛证券研究所测算

K12 课外：“双减”引发教培行业变革，龙头紧抓转型机遇

“双减”政策印发，K21 学科类课外培训面临严格监管。2021 年 7 月 24 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》，从指导思想、工作原则、工作目标以及具体举措等共计 30 条自上而下推动“双减”落实，对 K12 学科类课外培训行业进行严格监管。“双减”政策对培训机构的审批、资本化路径、培训时间做出明确限制，对 K12 课外培训公司的运营产生重大影响。

- **培训机构审批：不再新批培训机构，线上机构重新审批。**对于学科类培训机构，“双减”政策指出“各地不再审批新的面向义务教育阶段的学科类校外培训机构”；对于在线培训机构，政策指出“各省（自治区、直辖市）要对已备案的线上学科类培训机构全面排查，并按标准重新办理审批手续”；对于非学科类培训机构，政策指出“各地要区分体育、文化艺术、科技等类别，明确相应主管部门，分类制定标准、严格审批”。
- **培训机构资本化：路径基本切断，学科类培训机构统一登记为非营利性。**“双减”政策从上市融资、二级市场投融资、以及控制外资参与等多角度全面限制学科类课外培训机构的资本化路径。具体而言，“现有学科类培训机构统一登记为非营利性机构”、“学科类机构一律不得上市融资、严禁资本化运作；上市公司不得通过股票市场融资投资学科类培训机构，不得通过发行股份或支付现金等方式购买学科类培训机构资产；外资不得通过兼并收购、受托经营、加盟连锁、利用可变实体等方式控股或参股学科类培训机构。”
- **培训时间：学科类培训不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假。**“双减”政策要求，“校外培训机构不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假组织学科类培训”。在 K12 课外培训的四季续班模式下，寒暑假为重要的获客季，而春秋两季的休息日及节假日通常贡献学科类培训的主要收入，因此培训时间大幅缩短或带来教培机构收入骤减，寒暑假期间物业租金成本难以覆盖等问题。

各地方性实施方案已陆续出台，进一步明确“双减”具体措施。从省级区划来看，截至 2021 年 10 月，已有 15 个省市及自治区发布“双减”实施措施。各省实施措施对“双减”意见进行进一步明确，落实各类培训机构的管理责任，如《北京市关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的措施》要求教育部门负责中小学学科类培训机构和各类外语培训机构的管理、文化和旅游部门负责文化艺术培训机构的管理、体育部门负责体育培训机构的管理、科技部门负责科普知识培训机构的管理。

图表 39: 各省“双减”政策汇总 (截至 2021/11/15)

地区	政策名称
北京	《北京市关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的措施》
上海	《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的实施意见》
重庆	《重庆市进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担工作方案》
内蒙古	《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的实施方案》
宁夏	《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的实施方案》
河北	《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的实施方案》
吉林	《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的若干措施》
黑龙江	《黑龙江省关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的实施意见》
浙江	《浙江省进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担实施方案》
安徽	《安徽省进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的实施方案》
湖南	《湖南省减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担实施方案》
海南	《海南省进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担实施方案》
江西	《关于进一步减轻全省义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的若干措施》
云南	《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的实施方案》
甘肃	《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的若干措施》

资料来源: 各省、市、自治区人民政府办公厅, 国盛证券研究所

严厉整治的同时, 教育部为学科类课外培训机构指明业务转型方向。8月16日, 教育部官网刊登《校外培训机构转型路子多》一文, 为学科类 K12 培训机构指明助力校内教育、加强素质教育、指导家庭教育、发展职业教育、服务终身教育、促进乡村教育振兴、扩大教育对外开放七大转型路径。

图表 40: 教育部指明的 7 大转型路径

路径	转型建议
助力校内教育	为校内提供线上线下融合学习系统、教师作业批改系统、学情分析诊断系统、教学质量评估系统、师生个性化匹配系统等。 各级政府部门应当以更为开放和包容的态度, 为优质教育技术进入校园提供更多路径。
加强素质教育	压减学科类培训的课程数量和招生数量, 减少同质化大班课, 更多开展以培养中小学生兴趣爱好、创新精神和实践能力为目标的培训, 增加美育艺术类、体育运动类、科学创造类、劳动实践类、品德修养类课程占比。
指导家庭教育	各地应促进现有校外培训机构由学科类培训向素质类培训转型, 打通部门壁垒, 开辟绿色通道。 校外培训机构应发挥在学情分析和育儿研究方面的优势, 积极推进家庭教育指导, 从培养优秀学子转向培养合格家长, 从贩卖焦虑转向治愈焦虑。
发展职业教育	现有校外培训机构可利用在线教育的技术优势, 除提供考试、留学等成人培训外, 还可提供更多在线新型职业技能类培训。
服务终身教育	校外培训机构应将关注点从 K12 教育转向终身教育, 助力构建网络化、数字化、智能化、个性化、终身化的教育体系, 为成人终身学习提供个性化学习路径规划、学习资源推介、学习方法指导和学习同伴推荐。
促进乡村教育振兴	机构要研究在乡村教育振兴中, 互联网课程与教师的角色分工问题, 政府部门要鼓励支持校外培训机构积极参与乡村振兴, 扶智强师, 开发与信息化硬件相适应的智能化学习平台和教师培训平台, 在共享优质资源的同时增强课堂吸引力、增进教学互动、提升教师育人能力, 增强乡村学生和教师的获得感。
扩大教育对外开放	应抓住新一轮科技革命与疫情影响为中国教育服务特别是在线教育行业提供的机遇, 为全球学习者提供优质课程, 培育教育服务业国际竞争优势, 将在线教育作为促进科技人文交流的新途径, 为世界教育变革贡献中国力量。

资料来源: 教育部, 国盛证券研究所

聚焦职业教育和素质教育，头部学科类课外培训机构纷纷开启转型。“双减”政策发布后，各培训机构转型的主要方向包括素质教育和职业教育。以“双减”政策前的双巨头为例，新东方在素质教育领域推出北京素质教育成长中心，并在职业教育领域对四六级、考研、出国考试进行产品升级；另一方面好未来推出学而思素养中心、励步儿童成长中心等素质教育品牌，并面向大学生群体推出好未来轻舟品牌，聚焦考研、留学等业务。此外，高途集团、有道、猿辅导、作业帮等在线教育品牌亦将业务重点聚焦在素质教育和职业教育领域。

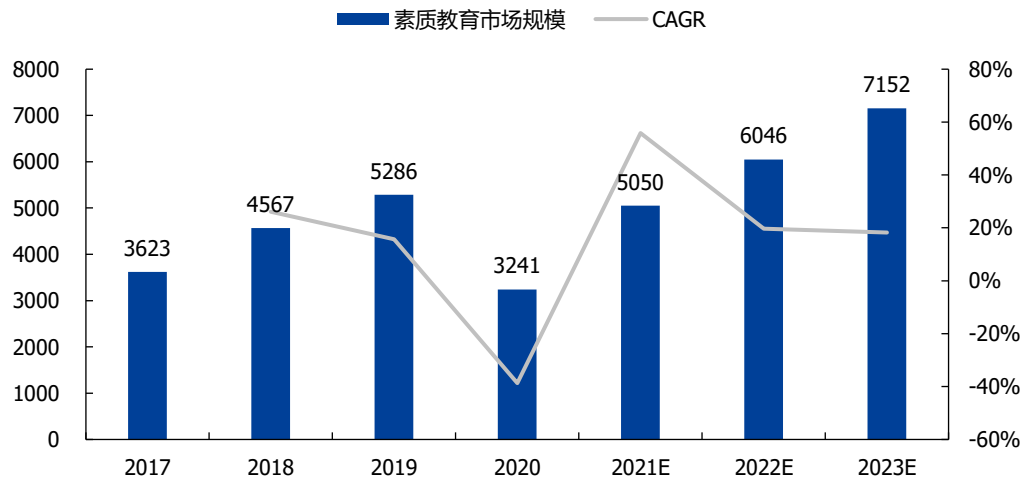
图表 41: K12 学科类培训机构转型情况

培训机构	素质教育	职业教育	To B 业务
新东方	成立北京新东方素质教育成长中心； 投资冰上运动培训和美育教育机构万域芳菲； 投资艺术教育机构美术宝；	四六级、考研、出国考试、职业教育四大业务板块产品升级； 投资财经类职业教育公司尔湾科技； 投资公职类招录培训机构导氮教育； 投资公职类招录培训机构课观教育；	推出东方创科品牌，推出智慧教育解决方案
好未来	学而思培优宣布正式推出学而思素养中心； 励步儿童成长中心推出戏剧、美育、益智、口才、读物五大素质教育产品；	整合旗下轻舟考研帮、轻舟考满分、轻舟留学，推出好未来轻舟品牌	/
高途集团	推出编程、家庭教育等素质教育课程	高途在线丰富课程品类，包含语言培训、大学生考试、财经类、公职类考试等；	/
有道	发展有道卡搭、有道小方机器人、有道纵横、德拉学院、有道小图灵、有道少儿美术等素质教育产品	通过网易云课堂、中国大学 MOOC 品牌	/
猿辅导	推出 STEAM 科学教育品牌南瓜科学；	/	推出面向政府和学校的教育科技新品牌“飞象星球”
作业帮	上线小鹿编程、小鹿美术、小鹿学习力等素养课产品	推出不凡课堂，包含成人英语、教师、财会、公考等课程。	/
学大教育	与达内教育达成战略合作，合作内容包括成人职业教育、青少年编程和智能机器人教育； 与物灵科技设立合资公司，建立实体绘本馆，布局智能教育硬件	与福建省新华技术学校达成战略合作伙伴关系，开展职业教育深度合作	/
昂立教育	通过昂立慧动体育，推出足球、篮球、轮滑、冰球等项目的体育培训课程；	宣布回归大学生培训和终身教育业务，并推出“昂立考研”	/
掌门教育	以语言、艺术、科学三大领域为核心，推出多元化的素质教育系列产品；	/	加码 B 端业务布局，携手华东师范大学智能可视分析团队共同打造了“个性化智能教育平台”
思考乐教育	加强旗下“乐学”品牌的业务发展，包括美术、体育、绘画、表演、书法等素质教育；	/	/
豆神教育	推出全新艺术教育子品牌“豆神美育”，布局艺术类学习服务业务； 通过子公司中文未来开展，布局线上软硬件结合的 AI 伴学产品。	/	通过子公司康邦科技及中文未来开展智慧教育服务业务； 通过子公司中文未来开展课后延时服务业务、大屏端视频分发业务

资料来源：公司公告、蓝鲸财经等，国盛证券研究所

素质教育政策要求相对温和，细分品类众多，市场空间广阔。相较于学科类培训，“双减”政策对K12非学科类培训要求较为温和，且伴随消费水平和新生代家长教育理念的升级，素质教育有望迎来发展新阶段。相较于应试导向的学科类培训，素质教育以提升学生的核心素养为目标，强调智力、身体、创造力、情感等等层面的全面发展。因此，素质教育培训细分品类众多，包括语言能力课程、艺术课程、体育课程、STEAM类课程等等。市场规模方面，根据艾瑞咨询，2021年我国素质教育市场规模为5050亿元，2017-2021年CAGR=8.7%，至2023年有望达到7152亿元。素质教育于学科类培训面临客户群体相同，此前学科类培训龙头的研发、品牌等优势有望延续。

图表 42: 我国素质教育市场规模及同比增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

投资策略

2021年教育行业重磅政策频出，各细分板块的政策导向逐步明晰。综合考虑政策稳健性、板块成长性、竞争格局与市场空间等多重维度，自上而下优选民办高等教育和职业教育龙头标的。民办高教公司在政策鼓励下或拥有更多元学历教育发展机遇；职业教育板块维持就业压力支撑培训需求的长期逻辑，推荐竞争格局占优的招录/考试培训与职业技能培训细分赛道龙头；教育信息化建议关注标考二轮建设的持续推进以及智慧教育市场增量；K12课外培训严格监管政策落地，建议关注培训机构转型进程以及素质教育培训格局演进。

1) 民办高教:《民促法实施条例》落地，民办高教政策不确定性基本消除，内生+外延稳健增长预计可延续。职教政策利好下，民办高教公司或拥有更多元学历教育发展机遇，看好拥有优质专科与本科办学实力的民办高教龙头，重点推荐：**中教控股、希望教育、宇华教育、新高教集团、东软教育、中汇集团、中国科培、华夏视听教育。**

2) 职业培训:《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》鼓励企业深度参与产教融合，利好职业技能培训龙头，且2022年各类公职类考试招录人数有望恢复。核心推荐**行动教育、传智教育、中国东方教育**，关注**中公教育**。

3) 教育信息化:第二轮标准化考点建设仍将延续，中高考政策有望驱动英语口语机考、智能体育测评成为刚需产品，推荐**佳发教育**。

图表 43: 覆盖教育公司盈利预测和估值

赛道	代码	公司	股价 原始货币	EPS (人民币)			PE			市值 (亿)	PEG	评级
				20A	21E	22E	20A	21E	22E			
职业 培训	0667.HK	中国东方教育	7.31	0.23	0.33	0.49	26	18	12	160	0.6	买入
	003032.SZ	传智教育	21.20	0.16	0.32	0.49	131	66	43	85	1.7	买入
	605098.SH	行动教育	47.80	1.27	1.91	2.40	38	25	20	40	1.0	买入
信息化	300559.SZ	佳发教育	8.16	0.53	0.50	0.80	15	16	10	33	0.4	买入
高教	1981.HK	华夏视听教育	3.50	0.19	0.25	0.36	15	12	8	58	0.4	买入
	6169.HK	宇华教育	3.64	0.06	0.39	0.47	53	8	6	131	0.5	买入
	1890.HK	中国科培	4.44	0.28	0.40	0.50	13	9	7	89	0.4	买入
	1765.HK	希望教育	1.60	0.01	0.10	0.13	88	13	10	128	0.5	买入
	9616.HK	东软教育	5.33	0.11	0.44	0.56	39	10	8	36	0.4	买入
	2001.HK	新高教集团	3.65	0.11	0.37	0.48	27	8	6	58	0.3	买入
	0382.HK	中汇集团	5.35	0.27	0.39	0.51	16	11	9	57	0.4	买入
	1569.HK	民生教育	1.06	0.03	0.17	0.21	28	5	4	45	0.3	买入
	2779.HK	中国新华教育	1.77	0.20	0.25	0.34	7	6	4	28	0.3	买入
0839.HK	中教控股	13.78	0.27	0.61	0.72	43	19	16	329	1.1	买入	

资料来源: Wind, 国盛证券研究所整理 注: EPS 为国盛证券研究所预测; 股价和市值采用 2021 年 11 月 16 日收盘价, 货币采用公司所在市场货币, 港元兑人民币汇率采用 0.82093

图表 44: 其他相关教育公司盈利预测和估值

赛道	代码	公司	股价 元	EPS (人民币)			PE			市值 亿元	PEG
				20A	21E	22E	20A	21E	22E		
职业培训	002607.SZ	中公教育	9.07	0.37	0.21	0.36	24	43	25	559	0.8
民办高教	1756.HK	华立大学集团	1.40	0.26	0.26	0.31	4	4	4	17	0.3
K12 学校	1773.HK	天立教育	1.92	0.17	0.24	0.33	9	6	5	42	/
	002659.SZ	凯文教育	3.45	-0.22	0.02	0.13	/	176	28	21	0.8
K12 课外	EDU.N	新东方	2.15	1.82	0.87	-0.20	8	16	/	36	/
	TAL.N	好未来	4.46	0.08	0.88	2.59	371	32	11	29	0.2
	GOTU.N	高途集团	3.14	-5.47	-10.67	0.01	/	/	1704	8	/
	1797.HK	新东方在线	5.95	-0.74	-1.66	-0.52	/	/	/	60	/
	DAO.N	有道	17.68	-13.92	-10.60	-1.87	/	/	/	22	/
	300192.SZ	科德教育	7.43	0.35	0.36	0.51	21	21	15	24	0.8
	000526.SZ	紫光学大	17.16	0.37	1.46	1.72	46	12	10	20	0.6
300010.SZ	豆神教育	3.96	-2.96	-0.27	0.04	/	/	100	34	/	

资料来源: Wind, 国盛证券研究所整理 注: 港股和 A 股 EPS 采用 Wind 一致预期, 美股采用彭博一致预期。A 股、H 股股价和市值采用 2021 年 11 月 16 日收盘价, 货币采用公司所在市场货币, 美元兑人民币汇率采用 6.3935, 港币兑人民币汇率采用 0.82093

重点公司

行动教育：企业管理培训领军者，一体两翼增长可期

公司概况：中小民营企业家的实效商学院。公司成立于2006年，2021年4月21日在上交所上市，业务以面向中小企业管理培训为核心（2020年营收占比87.3%），针对不同需求开展包括浓缩EMBA、校长EMBA等多元化培训课程。2021Q1-Q3营收同增57.6%至3.56亿元，归母净利润同增88.7%至1.09亿元，在2021年8月上海地区开课受到疫情影响的背景下，业绩增长持续兑现。

师资/研发/渠道/品牌共筑核心优势。1) 师资优势：公司精品公开课导师实战经验丰富，并携手海内外管理领域知名人士，提供优质课程；内训人员培养体系完善，为客户提供增值服务支持。2) 研发优势：建立系统性课程研发团队，研发流程体系化，课程研发理论结合实践，注重本地化解决实际问题，并根据市场需求持续迭代。3) 渠道优势：公司目前线下渠道覆盖全国近30个省会及经济发达城市，渠道网络覆盖全国，截至2020年销售人员534名，通过电话销售、课程试听、行业协会合作等多元方式获客。4) 品牌优势：公司已累计服务企业客户7万+，包含诸多上市公司客户，根据公司对部分课程的课后调研数据，学员满意度达到90%+，转介绍率较高，形成一定品牌影响力。

未来发展：一体两翼发展，募资用于培训基地及慕课智库建设。公司上市后客户企业范围和规模有望进一步扩大，并依托管理培训业务的坚实基础，有望带动两翼业务——管理咨询和投资业务发展。管理咨询业务方面，公司于2021年7月8日与国瑞税务签订合作协议，借助其专业团队为客户提供更加专业的税务咨询服务，从而延长对客户的服务周期。投资业务方面，公司上市后成立的海南躬行私募基金合伙企业（有限合伙）已于2021年9月完成工商登记并取得营业执照，用于投资学员企业中具有良好发展潜力的公司。

盈利预测：我们预计公司2021-2023年实现归母净利润1.61/2.02/2.51亿元，同增51.0%/25.5%/23.9%，对应EPS 1.91/2.40/2.97元，现价对应PE 25X/20X/16X，维持“买入”评级。

风险提示：经济形势变动影响企业管理培训需求；市场竞争加剧；业务拓展过程中盈利能力不及预期；疫情复发风险。

图表 45：行动教育盈利预测和估值（单位：人民币）

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	439	379	543	695	840
增长率 yoy%	0.2	-13.7	43.4	28.1	20.8
归母净利润（百万元）	118	107	161	202	251
增长率 yoy%	4.2	-9.5	51.0	25.5	23.9
EPS 最新摊薄（元/股）	1.40	1.27	1.91	2.40	2.97
净资产收益率（%）	31.9	24.1	13.9	15.0	15.9
P/E（倍）	34.6	38.2	25.3	20.2	16.3
P/B（倍）	10.8	9.1	3.5	3.0	2.6

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测

中教控股：领跑高教行业，加速整合之路

民办高教龙头，在校生数规模第一。中教控股作为高教行业学生规模最大的已上市教育集团，旗下运营 8 所国内高校、4 所中专及技师学校、1 所海外高校（澳大利亚国王学院）并与英国里士满大学合作。公司 FY2021H1 营收同增 38.6%至 18.23 亿元，归母/经调整净利润同增 67.1%/50.2%至 8.31/7.38 亿元。截至 2021 年 10 月 29 日，2021-22 学年公司旗下学校在校生共 27.96 万人，同增 17.3%。

高等教育及国际教育分部增长亮眼，职业教育分部招生受疫情影响。FY2021H1 公司高等教育/职业教育/国际教育分部营收分别同增 54.7%/-4.3%/69.4%至 13.50/3.59/1.15 亿元；净利润分别同增 71.8%/0.2%/141.8%，高等教育内外双驱增长亮眼，国际教育分部通过设立远程教学中心实现逆势增长，国际化管理实力得到充分显现，而职业教育分部的招生报名工作则在一定程度上受到疫情影响。

高等教育分部：内生外延双轮驱动，量价双升增长亮眼。2020-21 学年，公司在在校生人数同增 37.7%至 25.03 万人，其中高等教育分部在校生同增 64.1%至 18.34 万人。内生及外延共同支撑在高等教育校生人数增长，2020 年 9 月并表的海经院学校在校生人数约 4.60 万人，贡献约 41.2%的高等教育在校生增速，而生内口径贡献约 23%的增速。学费方面，2020-21 学年公司旗下高等教育学校普遍提价，量价双升收入端亮眼增长。外延方面，公司 2021 年 7 月以 24.46 亿元对价并购成都锦城学院 51%举办者权益，该学校 2020-2021 学年拥有在校生 2.6 万余人，有望进一步驱动公司收入业绩提升。

独立学院全部完成转设，办学水准有望进一步提升。公司旗下位于重庆及广州的两所独立学院于 2021 年 1 月完成转设，分别更名为重庆外语外事学院和广州应用科技学院；旗下位于山东的独立学院于 2021 年 5 月完成转设，更名为烟台科技学院，转设后向公办学校支付管理费逐年降低，提升学校盈利能力。此外，转设后学校办学自主权提升，在扩大办学规模、提升教育质量等方面有望取得进一步突破。

大湾区新校区建设积极推进，区位优势有望进一步释放。公司旗下广东白云学院新校区第一期已于 2019 年 9 月投入使用，第二期建设可容纳 1.8 万名学生，预计于 2021 年夏季完工；广州应用科技学院肇庆校区第一期建设可容纳学生 1.4 万名，预计于 2021 年秋季投入使用。公司积极推进大湾区校区建设，在优势区位的办学优势有望进一步释放。

盈利预测。我们维持公司 FY2021-2023 归母净利润预测 14.54/17.27/19.95 亿元，同增 129.6%/18.8%/15.5%，对应 EPS 0.61/0.72/0.83 元，现价对应 PE 19X/16X/14X，维持“买入”评级。

风险提示：扩张速度不达预期；并购标的整合效果不及预期；公司经营及盈利能力不达预期。

图表 46：中教控股盈利预测和估值（单位：人民币）

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1955	2,678	3,930	4,659	5,285
增长率 yoy%	50.9	37.0	46.7	18.5	13.4
净利润（百万元）	593	633	1,454	1,727	1,995
增长率 yoy%	24.2	3.4	129.6	18.8	15.5
EPS 最新摊薄（元/股）	0.25	0.27	0.61	0.72	0.83
净资产收益率（%）	9.8	8.0	13.4	13.7	13.7
P/E（倍）	45.6	42.6	18.6	15.6	13.5
P/B（倍）	3.9	3.0	2.2	1.9	1.6

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测

希望教育：内生外延双轮驱动，西南高教龙头腾飞在即

高速成长的民办高教龙头。公司2009年起布局民办高教，经过12年的快速发展，公司目前旗下并表学校已达17所（国内16所+马来西亚英迪国际大学），已发展成为当前我国办学网络规模最大、在校生规模第二大的上市民办高等教育集团。FY2021H1营收同增35.9%至11.83亿元，归母净利润同增43.2%至4.78亿元。截至2021年11月1日，公司2021-2022学年在校生人数同增19.28%至23.21万人。

领先行业6~7年的并购及整合优势，集团化办学效果凸显。①经验丰富的专业核心团队：在招生、教学、并购拓展、投后整合、内控及激励等方面均有专人负责，形成中台化治理能力；②行业内率先建立并购团队：外延速度快、效率高且风控能力强；③强大的投后整合能力：公司实现教学资源、招生经验以及就业资源的共享，集团化统筹旗下院校发展，全方位改善标的学校的办学实力，历史并购标的已验证整合效果，2019年新并购院校在招生人数、报到率等指标亦实现快速显著改善。

内生增长空间大，多元模式拓展办学网络。①内生空间大盈利有望提升：公司旗下学校现有土地空间充足。转设进度方面，2021年内公司旗下贵州大学科技学院转设为贵州黔南科技学院、贵州财经大学商务学院转设为贵州黔南经济学院，另外西南交通大学希望学院、山西医科大学晋祠学院尚未转设，有望从FY2021起带来盈利能力逐步提升。2020年并购标的马来西亚英迪，国内外与办学层次协同效应可期，经营改善有望支撑业绩增长CAGR超40%。②外延校园网络持续扩张：公司现有4所大专院校自建项目，2021年3月可转债+配售再融资6亿美元，紧抓转设背景下行业整合窗口期，外延有望加速落地。2021年2月，公司以5亿元对价并购南昌大学共青学院，并于2021年4月并购泰国西那瓦大学、金肯职业技术学院，有望于并购完成后贡献收入和业绩增量。

盈利预测。我们预计FY2021-2023归母净利润8.06/10.41/12.54亿元，FY2022/2023同增29.1%/20.5%，对应EPS 0.10/0.13/0.16元，现价对应PE 13/10/8倍，维持“买入”评级。

风险提示：收购整合效果不佳，标的学校招生情况低于预期；公司经营及盈利能力不达预期。

图表 47: 希望教育盈利预测和估值 (单位: 人民币)

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1391	911	2,393	2,834	3,306
增长率 yoy%	26.3	-34.5	162.7	18.4	16.7
归母净利润 (百万元)	489.9	119	806	1,041	1,254
增长率 yoy%	191.7	-75.7	576.4	29.1	20.5
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.06	0.01	0.10	0.13	0.16
净资产收益率 (%)	10.7	2.1	12.4	13.8	14.3
P/E (倍)	21.3	87.5	12.9	10.0	8.3
P/B (倍)	2.3	1.8	1.6	1.4	1.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测 注: FY2020 为 2020/1/1-2020/8/31

宇华教育：办学质量优异，高效整合优质教育资产

优质全年龄段教育龙头，高教渐成重心板块。截至 FY2021H1，公司共运营 23 所基础教育学校（全部位于河南）和 4 所大学，公司上市后通过并购 3 所优质高等教育资产，将高等教育作为战略重心。公司 FY2021H1 营收同增 8.3%至 13.65 亿元，经调整归母净利润同增 39.7%至 6.91 亿元；其中大学业务营收同增 10.1%至 10.11 亿元，营收占比同增 1.8PCTs 至 74.0%；旗下 4 所高校学生人数在校人数 11.1 万人。

并购标的整合效果卓越，盈利能力持续提升。公司并购整合能力卓越，除通过控制成本费用以提升学校的盈利能力外，学校的办学规模以及学费水平亦呈现量价双升。具体而言：1) 湖南涉外经济学院在校人数从 2018 年 1 月并购前的 2.78 万人提升至目前的 3.45 万人，本科/专科学费从并购前的 1.5/1.1 万元提升至目前的 2.4/1.6 万元；2) 山东英才学院在校人数从 2019 年 7 月并购前的 3.15 万人提升至目前的 3.40 万人，本科/专科学费从并购前的 1.6/1.2 万原提升至目前的 1.9/1.5 万元；3) 泰国斯坦福国际大学在校人数从并购前的约 4000 人提升至目前的约 4600 人。

FY2021H1 完成收购剩余股权，坚定推进高等教育战略布局。公司于 2020 年 8 月以 1.66 亿元收购山东英才学院剩余 10%股权，于 2020 年 9 月以 7.21 亿元收购湖南涉外经济学院剩余 30%股权，强化高等教育战略布局，公司目前已拥有旗下 4 所大学全部 100%股权。后续发展方面，预计公司继续围绕“大城市、大本科、规模大、增长潜力大”的并购计划，通过外延并购和并购后整合进一步扩大高教板块业务规模。

自建高职院校，把握职业教育红利。2021 年 10 月，公司通过配售融资 9.22 亿港元，主要用于：1) 将现有 K12 学校转型成为高等职业院校，并准备未来将其升格为职业大学；2) 湖南涉外经济学院开设新校区；3) 现有 3 所国内大学加大投入开设职业本科教育。公司准确把握政策导向，通过自建高职院校并争取升格职业本科、以及现有本科开设职业本科专业的方式，享受职业教育的政策利好。

盈利预测：根据公司 2021 财年中报，我们维持 FY2021-2023 归母净利润预测 14.12/16.83/18.60 亿元，同增 592.9%/19.2%/10.5%，对应 EPS 0.39/0.47/0.52 元，现价对应 PE 8X/6X/6X，维持“买入”评级。

风险提示：公司经营及盈利能力不达预期；外延并购规划不达预期；高职院校建设及升格职业本科进度不及预期。

图表 48：宇华教育盈利预测和估值（单位：人民币）

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1714	2,409	2,862	3,265	3,544
增长率 yoy%	41.3	43.3	18.8	14.1	8.6
归母净利润（百万元）	485.0	204	1,412	1,683	1,860
增长率 yoy%	-8.6	-58.0	592.9	19.2	10.5
EPS 最新摊薄（元/股）	0.13	0.06	0.39	0.47	0.52
净资产收益率（%）	13.4	7.9	29.5	29.8	28.3
P/E（倍）	22.3	53.1	7.7	6.4	5.8
P/B（倍）	2.6	2.6	2.3	1.9	1.6

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测

中国东方教育：职教龙头，蓄势待发

公司概况：中国最大的职业技能培训集团。公司是目前中国最大的职业技能教育提供商，旗下经营三大业务线的六个知名品牌：①烹饪培训：新东方烹饪（1988年）、欧米奇（2016年）和美味学院（2017年）；②计算机培训：包括新华电脑（2004年）、华信智原（2006年收购）；以及③汽车服务：万通汽修（2005年），2019年探索第四大业务线美业培训：欧蔓谛美业。公司旗下新东方烹饪、新华电脑、万通汽修以长期课程为主，其中一年以上课程培训人次占比 90%+，新东方烹饪三年制报名人数保持 50%以上增长。2021H1，公司营收同比大幅反弹 31.9%至 20.01 亿元，经调整净利润同增 41.8%至 3 亿元

新东方、新华电脑表现稳健，万通、欧米奇亮眼。分品牌看，2021H1 新东方/新华/万通/欧米奇分别实现营收 10.3/3.8/2.8/2.1 亿元，同比增长 23.4%/18.1%/43.2%/81.9%，相较 2019H1 增长 1.4%/9.7%/13.6%/36.1%，2021H1 毛利率分别为 57.8%/58.8%/46.4%/54.5%，同比变动-6.1/-4.1/+5.1/+17.5PCTs，可见万通、欧米奇品牌在新增专业及次新校区爬坡结束后迎来收入和运营效率的可观增长，分部净利润分别为 3.0/0.9/-0.2/0.005 亿元，新东方及新华电脑业绩表现在疫情影响下仍稳健，万通、欧米奇业绩预计在中长期生源基数稳定后迎来可观改善。

三年制招生增长出色，地推模式有望助力下半年招生发力。2021H1 公司新培训人次同增 34.7%至 8.2 万人（2019H1 7.6 万人），平均培训人次同增 12.0%至 14.3 万人，三年制比重持续大幅提升，结构持续优化，截止 2021H1 三年制新生/平均培训人次分别同增 80.5%/46.4%至 1.8/6.5 万人，占比分别同增 5.7/10.6PCTs 至 22.5%/45.1%。新生增速新东方/新华电脑/万通汽修/欧米奇新生分别同增 15.5%/36.3%/70.1%/36.9%，平均人次增速新东方/新华电脑/万通汽修/欧米奇新生分别同增 3.7%/6.4%/31%/71.6%，万通、欧米奇新生增长显著主要受益于新专业投放+前期爬坡网点逐渐成熟。此外欧蔓谛美业 2021H1 新生/平均人次分别为 676/406 人（yoy+173.7%/+372.1%）表现出色，下半年公司已重启地推模式，有望助力秋季招生发力。

盈利预测。我们预计 2021-2023 年归母净利润预测 7.17/10.82/12.59 亿元，同增 178.4%/50.9%/16.4%，对应 EPS 0.33/0.49/0.58 元，现价对应 PE 18/12/10 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情复发风险；新增校区利用率爬坡不及预期；美业板块盈利能力不及预期；烹饪培训需求结构变化，产品调整期拖累增长。

图表 49：中国东方教育盈利预测和估值（单位：人民币）

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3910	3,652	4,328	5,522	6,291
增长率 yoy%	19.7	-6.6	18.5	27.6	13.9
归母净利润（百万元）	848	258	717	1082	1259
增长率 yoy%	66.2	-69.6	178.4	50.9	16.4
EPS 最新摊薄（元/股）	0.39	0.12	0.33	0.49	0.58
净资产收益率（%）	24.2	4.2	11.0	15.6	16.3
P/E（倍）	14.9	49.0	17.6	11.7	10.0
P/B（倍）	2.1	2.1	1.9	1.7	1.5

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测

新高教集团：优质办学增长亮眼，转设及并表完成增长可期

公司概况：内生增长优异、完成7省布局的民办高教先驱。新高教集团2005年在云南省成立，2017年上市前创办云南和贵州学校，上市后成功完成洛阳、东北、广西、华中、甘肃、郑州学校的并购，目前形成7省区、8所学校的布局。公司FY2021H1营收同增29.8%至7.87亿元，归母净利润同增45.0%至2.95亿元。截至2021年11月9日，公司2021-22学年旗下学校在校生人数同增14.4%至14.38万人，内生增长稳健。

转设及甘肃并表事项完成，后续内生增长可期。公司旗下两所独立学院（华中及甘肃学校）于2021年3月完成转设，将于2021-22学年以新学校名义招生，在招生计划、专业设置等方面有望获得更多扶持；此外，甘肃学校于2021年4月完成并表，有望进一步提升公司的收入规模。

坚持优质办学，集团化复制能力亮眼。公司的优质办学理念充分体现在招生、教学及就业等方面。招生端，公司组织各院校在近千所重点生源学校开展招生宣传，甘肃学校2021年获专升本招生计划2000个，同比翻倍增长。教学端，公司新增3个省级一流本科专业，与华为、中软、吉利汽车等龙头企业合作办学，坚持以成果为导向。就业端，公司旗下学校2020届平均就业率97.9%，高于全国平均水平7PCTS。

并购郑州城市职业学院，办学网络再拓展。公司2021年4月以6.74亿元中标郑州城市职业学院100%股权，该校在校生规模超1.2万人，2020年招生专业学费为8500元/学年，公司预计该学校未来3年在校生人数CAGR可达约14%。河南省为我国高考第一大省，省内生源充足，标的学校享受区位优势。此外，该学校为公司河南省落地的第二所高职院校，有望在招生、教学、校企合作、就业、财务等多个领域与公司旗下其他院校协同发展。

2021年单招表现亮眼，稳健式自建+并购持续推进。公司2021年高职单招表现亮眼，云南学校/贵州学校/洛阳学校志愿填报人数均在本省同类民办院校排名第一，云南学校每1个计划填报人数高达25人。公司沿着稳健式自建+并购策略持续拓展，自建项目方面，公司在大湾区以及成渝两大优势地区的建设项目正在有序进展中。

盈利预测。我们维持公司FY2021-2023归母净利润预测5.90/7.61/8.95亿元，FY2022-2023同增28.9%/17.6%，对应EPS 0.37/0.48/0.56元，现价对应PE 8/6/5倍，维持“买入”评级。

风险提示：收购进度不达预期；整合效果不达预期；公司经营及盈利能力不达预期。

图表 50：新高教集团盈利预测和估值（单位：人民币）

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1089	722	1,608	1,939	2,178
增长率 yoy%	94.0	-33.7	122.8	20.6	12.3
净利润（百万元）	386.4	175	590	761	895
增长率 yoy%	59.3	-54.7	237.6	28.9	17.6
EPS 最新摊薄（元/股）	0.24	0.11	0.37	0.48	0.56
净资产收益率（%）	14.6	7.9	21.2	22.4	21.8
P/E（倍）	12.3	27.2	8.1	6.3	5.3
P/B（倍）	1.6	1.9	1.6	1.3	1.1

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测注：FY2020为2020/1/1-2020/8/31

中国科培：华南高教龙头，质地优异量价双升

公司概况：华南地区领先的民办高教公司。公司是华南地区规模较大的民办高等学历教育机构，创办广东理工学校、肇庆学校，并于2021年3月并购的哈尔滨石油学院和淮北理工学院的并购。2021年7月，公司进一步并购马鞍山学院。公司2021H1营收同增51.4%至6.34亿元，归母净利润同增25.6%至4.03亿元，经调整净利润同增35.0%至4.20亿元。截至2021年10月15日，公司在校生成达到12.30万人，同增34.2%。

量价双升驱动，内生增长亮眼。公司旗下广东理工学院及肇庆学校取得亮眼内生增长。广东理工学院2020-2021学年在校生成人数同增46.0%至7.35万人，其中本科生同增22.8%至2.93万人，校内/校外成人大学分别同增52.8%/105.6%至0.73/3.06万人。肇庆学校2020-2021学年在校生成人数同增11.3%至8468人。学费方面，广东理工学院本科/专科学费分别同增12.6%/5.6%，校内成人教育和肇庆学校学费亦有提升。量价双升驱动支撑公司亮丽内生增长。

两所外延项目完成并表，集团化发展可期。公司于2021年3月完成哈尔滨石油学院的并购，该学校2020年营收达1.72亿元，净利率达到53%，2020/2021学年拥有在校生成1.07万人。该学校于2021Q2起全面并表，从而显著提升公司营收规模。此外，淮北大学信息学院于2021年2月完成举办者变更为淮北科培，已完成转设并更名为淮北理工学院，并于2021年9月开启招收第一届新生。此外，公司于2021年7月公告以最高5.5亿元并购马鞍山学院100%股权，该学校2020-2021学年拥有本科在校生成约9100名。通过安徽省两所优质本科高校的并购，公司强化在长三角地区布局，在优势区位寻求协同发展，为公司带来收入及利润贡献。

校园扩建支撑容量提升，多元化运营丰富收入结构。公司旗下3所学校2020-2021学年容量共计5.23万人，总体利用率达到97.0%，公司持续对校园进行扩建，2020年将广东理工学院/肇庆学校的容量分别提升约5200/800名。公司计划进一步扩大广东理工学院高要校区容量，预计于2021H2新增可容纳3000名学生的宿舍。此外，公司有望通过提升学费水平、开展专插本/自考本科/继续教育/校外成人教育、扩展考证中心培训种类、改造物业以提升服务收入等方式，以多元化运营丰富公司的收入结构。

盈利预测：我们维持公司2021-2023年归母净利润至8.01/10.11/12.36亿元，同增41.8%/26.2%/22.3%，对应EPS 0.40/0.50/0.61元，现价对应PE 9X/7X/6X，维持“买入”评级。

风险提示：并购整合效果不及预期；招生情况不及预期；公司经营及盈利能力不达预期。

图表 51：中国科培盈利预测和估值（单位：人民币）

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	714	867	1,319	1,597	1,846
增长率 yoy%	24.1	21.4	52.1	21.1	15.6
净利润（百万元）	456.3	565	801	1,011	1,236
增长率 yoy%	33.4	23.8	41.8	26.2	22.3
EPS 最新摊薄（元/股）	0.23	0.28	0.40	0.50	0.61
净资产收益率（%）	16.4	17.8	20.2	20.3	19.9
P/E（倍）	15.8	12.7	9.0	7.1	5.8
P/B（倍）	2.6	2.3	1.8	1.4	1.2

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测

风险提示

行业政策风险: K12 校外培训“双减”地方实施细则尚未全部印发;《民促法实施条例》地方实施意见尚未落地,存在不确定性。

市场竞争加剧: 教育行业整体分散,现金流好且盈利能力强使得行业进入者众多,非学历培训尤其面对激烈的市场竞争环境。

并购速度不达预期: 受政策不确定性、审批流程等因素影响,民办学历赛道收购进度恐受影响。

公司业绩低于预期: 招生/获客情况低于预期、收购和并表进度低于预期、渠道扩张速度放缓、合规成本高于预期等因素均或导致公司业绩低于预期。

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：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 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