

确定的就业再教育，确定的龙头

——2020年度策略报告

推荐|维持

报告要点:

● 教育行业市场与估值回顾：估值修复，龙头领涨

教育行业经过“810”《民促法（送审稿）》事件之后整体表现低迷，尽管送审稿尚未落地，但是2019年行业整体景气度明显回升，细分赛道间有所分化，受影响的K12学校表现较弱，职教及教培表现较强；A股职教龙头中公教育、开元股份、视源股份、佳发教育等涨幅均超50%；港股和中概的教培龙头好未来、新东方、思考乐涨幅较高。

● 细分赛道：政策导向明显，强者恒强

1) 早教赛道正景气，上市龙头美吉姆相对稀缺；2) K12教培行业进入整合期，中小机构准入门槛和运营成本抬升，龙头优势明显；3) K12学校受政策影响较大，风险尚未完全消除；4) 高校板块内生业务相对稳定，高速增长仍靠并购；5) 职教政策加持，业务增速确定，景气度最高；6) 教育信息化内部分化，2.0时代尚缺乏实际落地政策，但个别细分赛道仍有高速增长，如标考。

● 政策再梳理

影响行业最深的《民促法（送审稿）》尚未完全落地，分类管理的思想意图明显，建议避开受影响明显的细分个股。1) 早幼教行业，幼儿园“普惠化”，政策压制明显；幼托政策新订，鼓励社会资本进入，但有“普惠化”的趋势；但纯早教行业尚无明显政策压制；2) K12学校政策风险未落地，教培规范成长；3) 职教行业政策支持，如沐春风。

● 投资建议：就业才是硬道理

综合来看，我们认为服务于就业的再教育板块（职教）是最确定的细分赛道，国内每年新增就业人群1200万左右，外加900多万的失业者，合计待就业人群超2000万；随着国内宏观环境的不断变化，保就业已成为首要“民生”。根据我们的分析，就业产业链收益板块有民办高校、职业技能培训机构、人服公司，我们重点推荐A股职教龙头【中公教育】，建议关注港股技能培训龙头【中国东方教育】。

另外早教稀缺龙头【美吉姆】、教育信息化公司【视源股份】、【佳发教育】、【鸿合科技】也值得关注。

● 风险提示

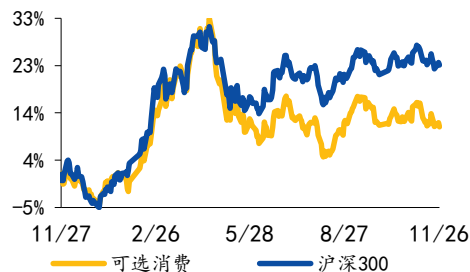
《民促法（送审稿）》落地趋严、行业其他政策变动。

附表：重点公司盈利预测

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE		
					2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
002607	中公教育	买入	18.07	111444.91	0.19	0.27	0.38	-	66.93	47.55
002841	视源股份	暂无	84.00	55075.48	1.53	2.44	3.09	37.14	34.46	27.22
0667.HK	中国东方教育	暂无	12.91	28378.34	0.10	0.38	0.51	-	34.32	25.55
002621	美吉姆	增持	11.45	6765.59	0.09	0.26	0.32	186.62	44.04	35.78
300559	佳发教育	暂无	27.31	7275.82	0.88	0.78	1.16	38.98	35.19	23.60
002955	鸿合科技	增持	55.09	7662.52	2.45	2.61	2.93	24.40	21.11	18.80

资料来源：Wind，国元证券研究中心 注：汇率按照人民币：港币=1:1.11；昨收盘日期为2019年12月1日

过去一年市场行情



资料来源：Wind

相关研究报告

《【国元教育】职业教育专题研究：公务员和事业单位的招录会反弹吗？》2019.09.05

《论职业教育：政策加持正当时，市场规模大&龙头稀缺》2019.06.03

报告作者

分析师 易永坚
执业证书编号 S0020519110001
电话 021-51097188
邮箱 yiyongjian@gyzq.com.cn

目 录

1. 市场与估值回顾.....	4
1.1 A股教育：行业逐步回暖，稀缺龙头领涨.....	4
1.2 港股及中概教育：估值修复，教培及职教新股受追捧.....	6
2. 细分赛道：政策导向明显，强者恒强.....	7
2.1 早教版块：赛道正景气，龙头美吉姆稀缺.....	7
2.2 K12教培：规范成长，强者恒强.....	8
2.3 K12学校：政策未落地，风险犹存.....	9
2.4 高校：并购依然是主旋律.....	10
2.5 职业教育：就业压力+政策利好，驱动业绩上扬.....	12
2.6 教育信息化：科技赋能教育.....	13
3. 行业政策再梳理.....	14
2.1 学前教育政策体系酝酿建立，市场步入整合发展阶段.....	14
2.2 K12教育政策收紧，“优胜劣汰”逻辑清晰.....	15
2.3 职教改革沐春风，拥抱行业新纪元.....	15
2.4 教育信息化迎2.0时代，待具体政策落地.....	16
4. 重点推荐就业再教育.....	17
4.1 就业才是硬道理.....	17
4.2 就业产业链分析及标的推荐.....	20
5. 风险提示.....	21

图表目录

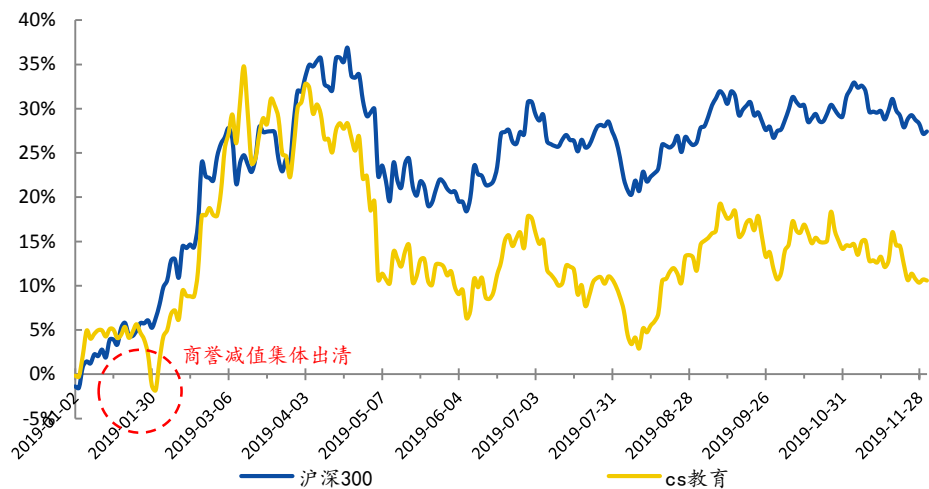
图 1: 2019 年以来 cs 教育与沪深 300 涨跌幅 (截至 2019/12/02)	4
图 2: 2019 年以来 cs 教育与申万一级行业指数涨跌幅 (截至 2019/12/02)	4
图 3: 2019 年 A 股主要教育公司涨跌幅 (截至 2019/12/02)	5
图 4: 2019 年港股教育公司涨跌幅 (截至 2019/12/02)	6
图 5: 2019 年中概股教育公司涨跌幅 (截至 2019/12/02)	6
图 6: 早教机构渗透率	7
图 7: 上海早教课程家庭年均支出分布	7
图 8: 美吉姆营业收入和归母净利润 (单位: 亿元)	7
图 9: 美吉姆毛利率和净利率	7
图 10: 2018 年以来关于规范 K-12 课外辅导机构政策陆续出台	8
图 11: 最近一财年 K12 课外辅导公司营业收入 (亿元)	9
图 12: 最近一财年 K12 课外辅导公司归母净利润 (亿元)	9
图 13: 截至最近一财年各公司学习中心数量	9
图 14: 最近一财年各公司线下培训人次 (万人)	9
图 15: 各公司最新财报现金及现金等价物	12
图 16: 各公司最新财报负债情况	12
图 17: 2019 年教育行业政策梳理	14
图 18: 大学生就业率	18
图 19: 2014-2018 届本科生就业去向分布	18
图 20: 2014-2018 届高职高专毕业生就业去向分布	18
图 21: 行业增速下滑不利吸收就业	19
图 22: 就业机会一直都存有 (求人倍数=需求/供给)	19
图 23: 低技能劳动力需求饱和而高技能劳动力供给不足	19
图 24: 中国劳动率远低于发达国家	20
图 25: 教育对富余劳动力的“截流”和缓解	20
表 1: A 股主要教育公司估值概况	5
表 2: K12 学校概况	10
表 3: 高校概况一览	10
表 4: 自 2018.8《民促法》颁布以来高校并购项目一览	11
表 5: 职业教育公司概况	13
表 6: 教育信息化公司概况	13
表 7: 劳动力市场待就业人数 (万人)	17
表 8: 中公教育盈利预测	21

1. 市场与估值回顾

1.1 A 股教育：行业逐步回暖，稀缺龙头领涨

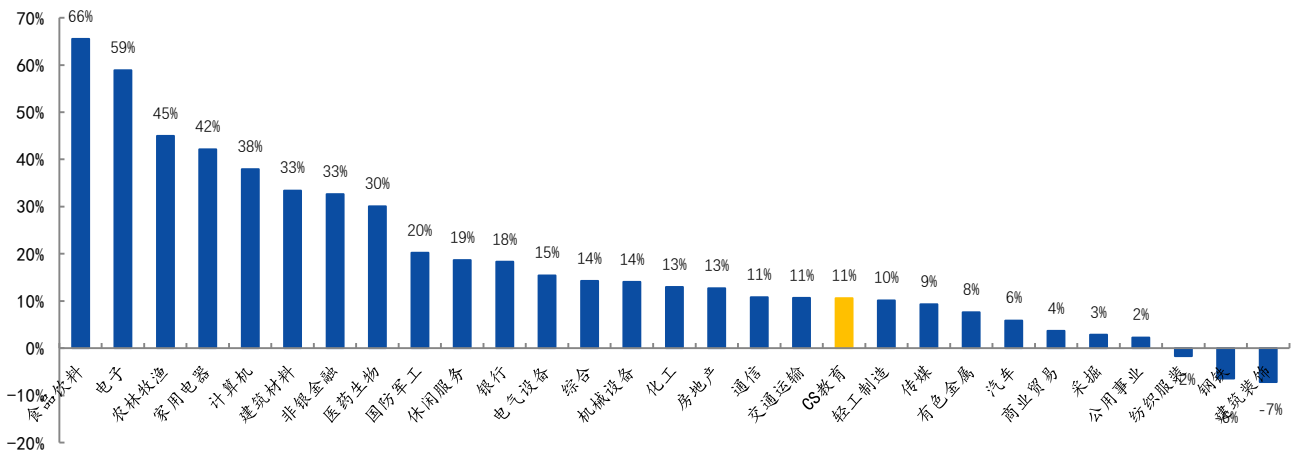
A 股教育版块回暖。截至 2019 年 12 月 2 日，cs 教育指数上涨 10.6%，略弱于沪深 300 (+27.4%) 走势，主要原因系 A 股纯教育公司少，除中公等少数稀缺教育龙头，市场多为转型教育公司，业绩能力一般。从板块对比来看，cs 教育在 28 个申万一级行业指数中位列 19，行业景气度中等。

图 1：2019 年以来 cs 教育与沪深 300 涨跌幅（截至 2019/12/02）



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

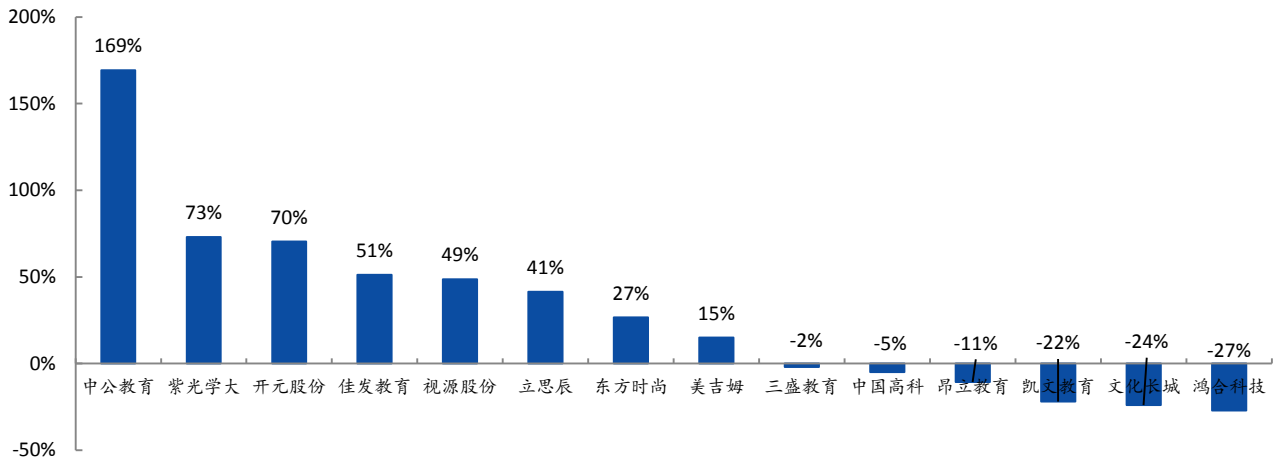
图 2：2019 年以来 cs 教育与申万一级行业指数涨跌幅（截至 2019/12/02）



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

A股上市教育企业主要覆盖职业教育、教育信息化及K12课外辅导等细分板块。今年来涨幅靠前的有职教龙头中公教育、开元股份，教育信息化龙头视源股份、佳发教育，K12课外辅导立思辰及早教龙头美吉姆。

图 3：2019 年 A 股主要教育公司涨跌幅（截至 2019/12/02）



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

表 1：A 股主要教育公司估值概况

代码	公司	总市值 (亿元)	PE (TTM)	PE (2019E)	PE (2020E)	公司主营
002607.SZ	中公教育	1,114.4	53.8	64.7	46.9	公职类招录培训、考研培训
002841.SZ	视源股份	550.8	35.1	34.5	27.2	教育信息化
603377.SH	东方时尚	107.5	48.1	46.5	42.4	驾驶员培训
300010.SZ	立思辰	89.2	—	34.7	29.2	K12 课外辅导
002955.SZ	鸿合科技	76.6	26.4	19.3	16.3	教育信息化
300559.SZ	佳发教育	72.8	36.0	35.2	23.6	教育信息化
002621.SZ	美吉姆	67.7	66.6	41.2	35.7	早教
600661.SH	昂立教育	50.1	—	35.9	28.5	K12 课外辅导
300338.SZ	开元股份	40.4	92.6	61.2	20.2	职业技能教育、职称考试培训
002659.SZ	凯文教育	32.7	—	133.4	27.7	K12 教育
300282.SZ	三盛教育	29.5	30.4	19.5	15.3	教育信息化

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

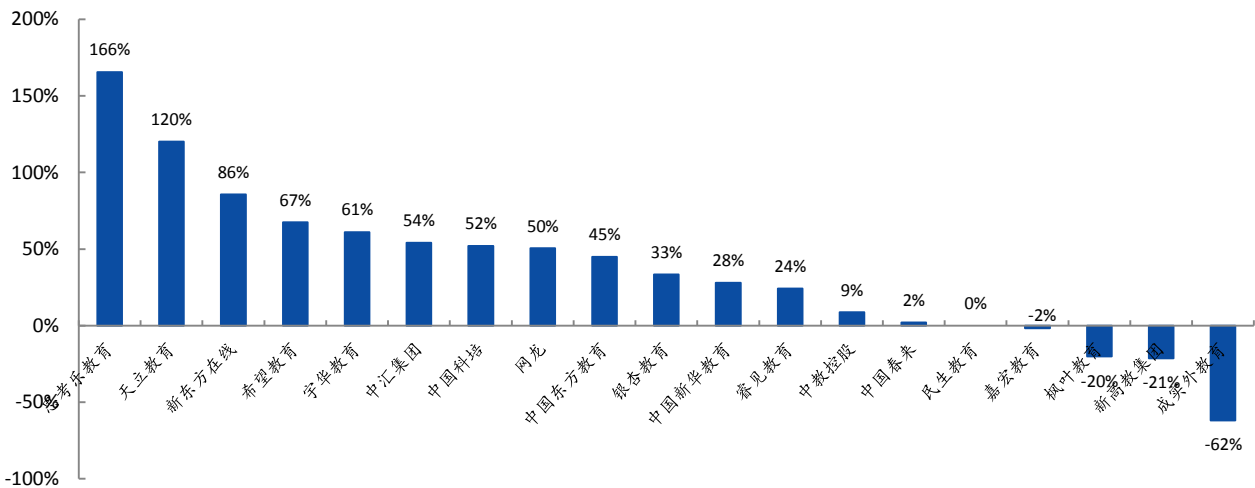
注：PE (2019E)、PE (2020E) 为 Wind 一致预期，其中立思辰 (300010.SZ)、昂立教育 (600661.SH)、凯文教育 (002659.SZ) 净利润为负，故 PE (TTM) 舍去

1.2 港股及中概教育：估值修复，教培及职教新股受追捧

港股上市公司以学历教育为主，包括 K12 学历教育（枫叶教育、睿见教育等）和高等学历教育（中教控股、民生教育等）；此外，还有职业技能教育龙头中国东方教育，K12 课外辅导新东方在线、思考乐教育。

2019 年港股涨幅靠前的标的多为新股，所处细分赛道以 K12 教培及职教为主，如思考乐、新东方在线、中国东方教育。“810”民促法送审稿公开后，市场对 K12 学校的关注度持续低迷，而可转“营利”的高校板块在大跌之后估值有所修复。

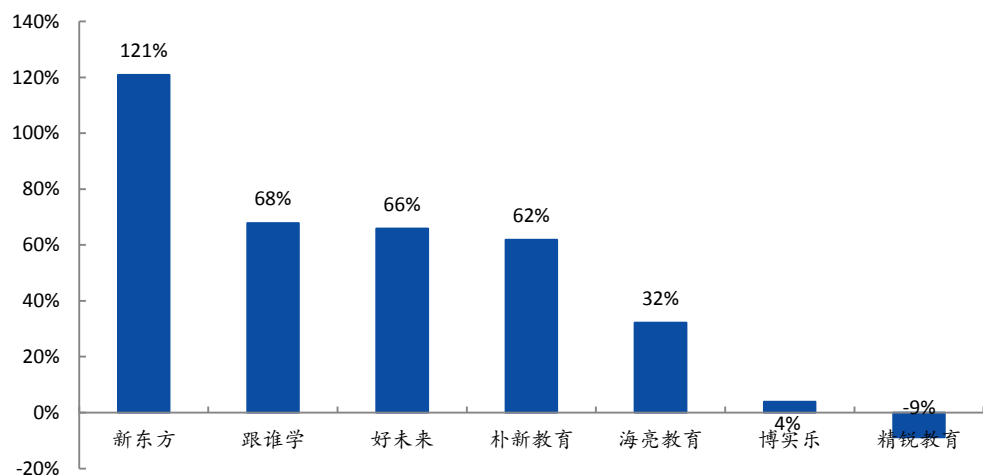
图 4：2019 年港股教育公司涨跌幅（截至 2019/12/02）



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

美股中概教育公司以 K12 教培为主，从年初至 12 月 02 日，两大龙头好未来和新东方分别上涨 65.9% 和 120.9%；朴新教育、跟谁学及 K12 学历教育企业海亮教育分别上涨 61.9%、67.8% 和 32.2%。

图 5：2019 年中概股教育公司涨跌幅（截至 2019/12/02）



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

2. 细分赛道：政策导向明显，强者恒强

2.1 早教版块：赛道正景气，龙头美吉姆稀缺

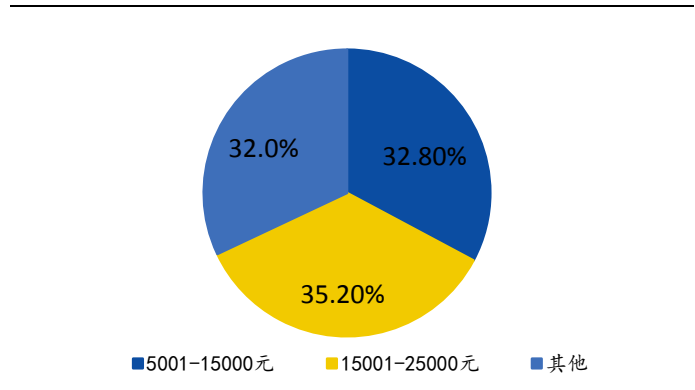
“高单价+低渗透”蓄力早教赛道。一线城市 0-6 岁早教渗透率为 25.21%，不及日、韩、欧美等国家水平，而二三线城市更低。从客单价来看，上海地区早教课程家庭年均支出为 17832 元，全国主流早教机构收费标准约 1 万元/年，赛道的客单价高。

图 6：早教机构渗透率

各等级城市	早教机构数量	0-6 岁渗透率	0-3 岁渗透率
一线城市	1955	25.21%	44.01%
二线城市	8496	16.33%	29.29%
三线城市	4675	8.16%	14.26%
四五线城市及以下	4656	5.66%	9.66%
全国	19782	10.95%	19.11%

资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究中心

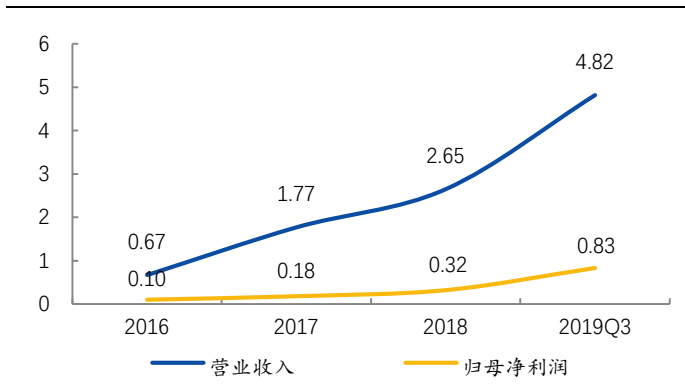
图 7：上海早教课程家庭年均支出分布



资料来源：上海幼儿早期教育（0~6岁）状况调查报告，国元证券研究中心

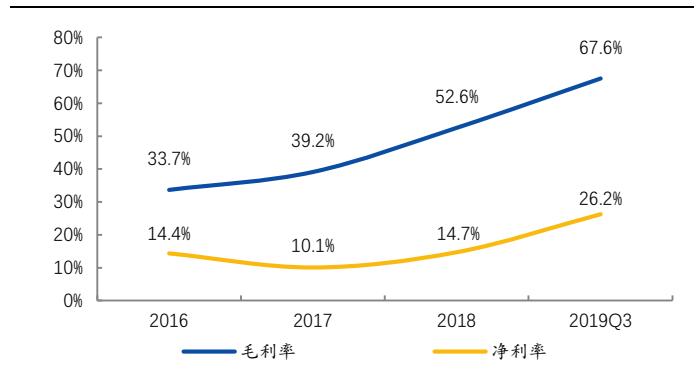
早教上市稀缺龙头美吉姆，公司 2019 年 Q1-Q3 实现营收 4.82 亿元 (yoy: +203.8%)，归母净利润 0.83 亿元 (yoy: +523.1%)，业绩维持高速增长；新增门店 69 家，共计 503 家，进一步加速门店布局。公司未来看点主要有：（1）公司作为早教龙头，标准化的加盟管理体系确保了单店可复制性和盈利能力，有助于业绩增长；（2）公司聚焦渠道下沉，向三、四线城市加速拓店，下沉市场成为业绩增长新引擎；（3）19 年 5 月国务院发布《关于促进 3 岁以下婴幼儿照护服务发展的指导意见》，早教市场进一步规范整合，利于头部企业发展。

图 8：美吉姆营业收入和归母净利润（单位：亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 9：美吉姆毛利率和净利率

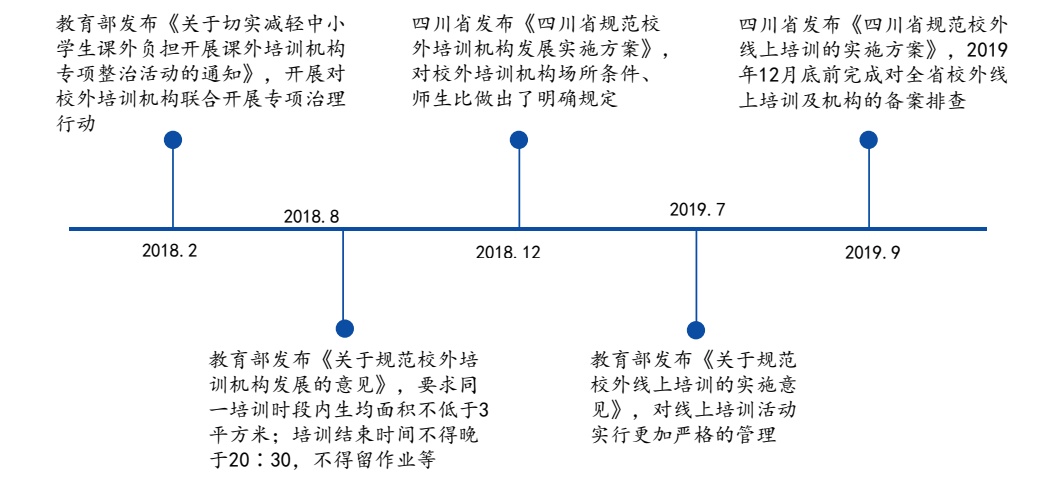


资料来源：Wind，国元证券研究中心

2.2 K12 教培：规范成长，强者恒强

2018 年以来，关于规范 K12 课外辅导机构的政策陆续出台。2018 年 8 月教育部发布《关于规范校外培训机构发展的意见》，要求同一培训时段内生均面积不低于 3 平方米；培训结束时间不得晚于 20:30；不得一次性收取时间跨度超过 3 个月的学费等。2019 年 7 月，教育部发布《关于规范校外线上培训的实施意见》，要求培训内容和培训数据信息须留存 1 年以上，其中直播教学的影像须留存至少 6 个月；每节课持续时间不得超过 40 分钟，课程间隔不少于 10 分钟；师资队伍相对稳定，不得聘用中小学在职教师等。行业政策的密集出台势必会抬高行业的准入门槛和运营成本，头部机构的品牌效应和管理运营能力相对更强，生源有望向头部机构进一步集中。

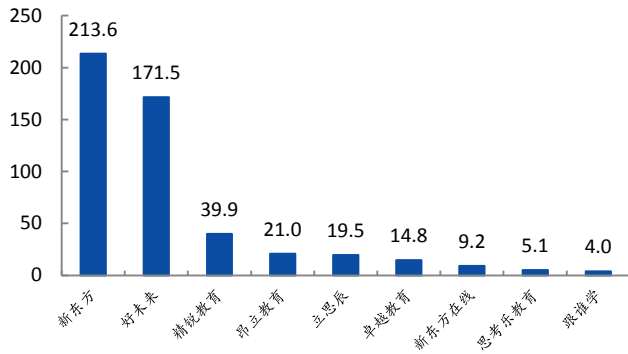
图 10：2018 年以来关于规范 K-12 课外辅导机构政策陆续出台



资料来源：教育部，四川省教育部，国元证券研究中心

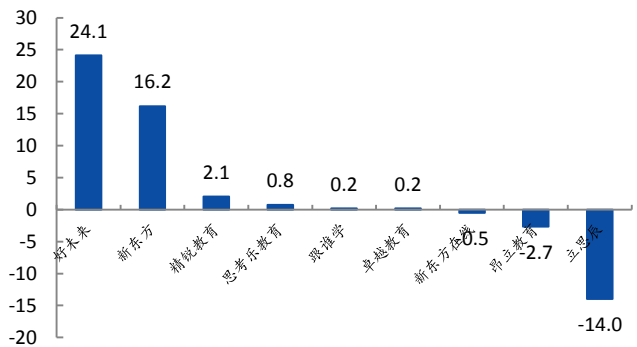
“强者恒强”逻辑未变，新东方、好未来领跑行业。2019 财年新东方、好未来分别实现营业收入 213.6、171.5 亿元，毛利率为 55.6%、54.6%，净利率为 7.4%、14.2%，占据行业绝对龙头地位。K12 线上教培机构的体量相对较小，行业仍处于探索验证阶段。从运营方面看，截至最近一财年，新东方共有学习中心 1159 家，好未来共 676 家，布局广度领跑市场；新东方线下培训人次为 752 万人次，好未来 493 万人次。

图 11：最近一财年 K12 课外辅导公司营业收入（亿元）



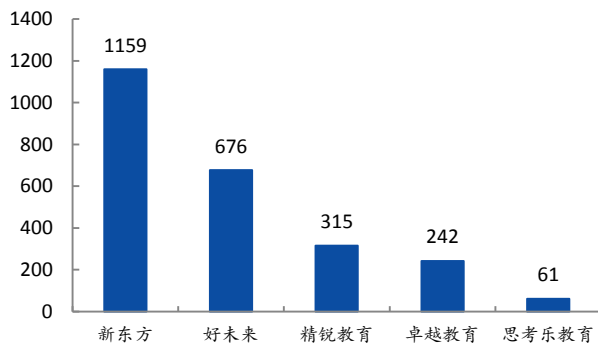
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 12：最近一财年 K12 课外辅导公司归母净利润（亿元）



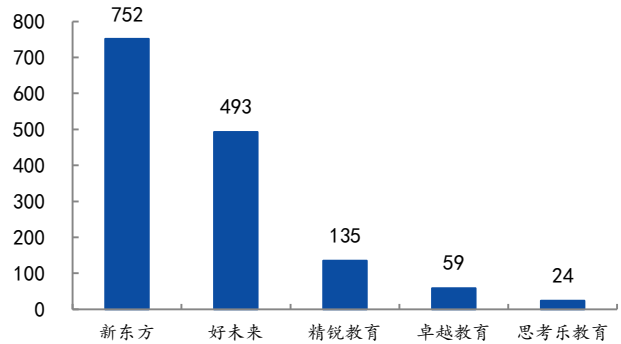
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 13：截至最近一财年各公司学习中心数量



资料来源：公司年报, 公司招股书, 国元证券研究中心

图 14：最近一财年各公司线下培训人次（万人）



资料来源：公司年报, 公司招股书, 国元证券研究中心

2.3 K12 学校：政策未落地，风险犹存

K12 学校是受《民促法》影响最大的板块，“送审稿”第十二条“实施集团化办学的，不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校”，义务教育阶段学校暂无法转为营利性，K12 民办学校的外延扩张和持续盈利可能会面临挑战，目前《民促法》“送审稿”尚未落地，政策风险依然存在。

表 1: K12 学校概况

代码	公司	总市值 (亿元)	PE (TTM)	PE (2019E)	PE (2020E)	营业收入(亿元)			归母净利润(亿元)		
						2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
1317.HK	枫叶教育	72.9	11.1	9.9	9.3	13.6	15.9	18.7	5.4	6.4	7.7
6068.HK	睿见教育	63.8	17.8	19.5	12.8	12.6	16.9	20.6	3.1	3.6	5.0
1565.HK	成实外教育	40.6	10.4	9.5	6.2	11.7	14.9	18.9	3.6	4.3	6.5
1773.HK	天立教育	57.4	23.9	21.1	15.6	6.4	8.8	12.0	1.9	2.7	3.7
6169.HK	宇华教育	146.4	30.3	26.5	15.3	12.0	17.4	22.7	5.3	4.8	9.5
HLG.0	海亮教育	119.9	39.9	35.2	28.3	11.7	15.0	20.8	2.2	2.9	4.2
002659.SZ	凯文教育	32.7	—	133.4	27.7	2.4	4.3	6.8	-1.0	0.3	1.3

资料来源: Wind, 国元证券研究中心

注: PE (2019E)、PE (2020E) 为 Wind 一致预期; 汇率按照人民币: 港币=1:1.11, 人民币: 美元=7.04:1; 枫叶教育、睿见教育、宇华教育、海亮教育 2019 年为实际数据; 凯文教育净利润为负, PE (TTM) 舍去

2.4 高校: 并购依然是主旋律

高校受《民促法》影响相对可控, 民办高校可在一定时间范围内转设为营利性, 《民促法实施条例》规定各地民办学校转设平均过渡期为 5 年 (各省不一), 理论上来说有法理支持; 潜在的政策风险点在于转设为营利性过程中补交土地费用和税收, 以及过程中可能涉及到各种纠纷。

表 2: 高校概况一览

代码	公司	总市值 (亿元)	PE (TTM)	PE (2019E)	PE (2020E)	营业收入(亿元)			归母净利润(亿元)		
						2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
0839.HK	中教控股	188.2	31.8	35.9	20.9	9.3	20.7	26.7	3.6	5.9	9.0
1765.HK	希望教育	84.1	29.6	19.1	13.9	11.0	13.2	16.6	1.7	4.4	6.0
1890.HK	中国科培	66.7	15.9	15.4	13.0	5.9	7.1	8.5	3.4	4.3	5.1
1569.HK	民生教育	47.4	14.4	11.5	9.5	6.9	9.8	11.9	3.3	4.1	5.0
2779.HK	中国新华教育	35.1	12.6	11.2	8.4	4.4	5.0	7.2	2.6	3.1	4.2
2001.HK	新高教集团	36.7	12.2	10.1	7.8	7.1	10.7	13.3	2.4	3.6	4.7

资料来源: Wind, 国元证券研究中心

注: PE (2019E)、PE (2020E) 为 Wind 一致预期; 汇率按照人民币: 港币=1:1.11; 由于会计期调整, 中教控股 2018 年数据截至 2018.8.31, 2019 年为实际数据

高校并购依然是主旋律。中短期来看，高等教育资源稀缺带来的“量价齐升”和并购外延式扩张对业绩有支持。自2018年8月《民促法》送审稿颁布后，高校并购项目仍持续推进。截至目前，民生教育、希望教育、中教控股、中国新华教育涉及并购金额分别为11.9亿元、12.3亿元、14.9亿元+1.3亿澳元、15.3亿元。

表 3：自 2018.8 《民促法》颁布以来高校并购项目一览

公司	并购时间	并购标的	并购金额 (亿元)	持股比重	标的估值 (亿元)	并购学校 性质	并购学校学生数		并购学校税前 净利润 (万元)		并购学校净资产 (万元)	并购学校营收 (万元)	
							2017/18	2018/19	2017	2018		2017	2018
民生教育	2019.3	南昌职业学院 (本科)	5.10	51%	10.00	本科	—	9500	-182	-1997	53226	10084	11711
	2018.12	云南大学滇池 学院	5.83	51%	11.42	本科	18470	19200	7501	3764	128292	25714	15285
	2018.11	曲阜远东职业 技术学院	0.92	51%	1.80	大专	5271	5417	1116	1369	8777	—	—
希望教育		银川能源学院				本科	—	—	8049	2579	107692	—	—
		银川科技职业 学校				中专	3500	16000		472	40	—	—
	2019.8	宁夏现代高级 技工学校	5.50	100%	5.50	技校	—	—	38	2	41	—	—
		培训中心				培训机构	—	—	-19	-14	141	—	—
		银大汽修场				维修厂	—	—	-60	-69	89	—	—
		银大驾校				驾校	—	—	68	84	582	—	—
	2019.8	苏州托普学院 昆山技工学校	3.76	100%	3.76	大专 技校	—	5000 500	—	—	—	—	—
	2019.7	鹤壁汽车工程 职业学院	1.60	95%	1.68	大专	—	—	—	—	—	—	—
	2019.7	贵州大学科技 学院	1.48	100%	1.48	本科	—	9000	104	1534	19067	—	—
	2019.10	澳大利亚国王 学院	1.28 亿澳 元	100%	1.28 亿澳元	本科	2106	2455	1025 万 澳元	1220 万 澳元	1162 万澳元	—	—
中教控股	2019.6	四川外国语大 学重庆南方翻 译学院	10.10	100%	10.10	本科	—	13293	-2	-0.4	54251	—	—

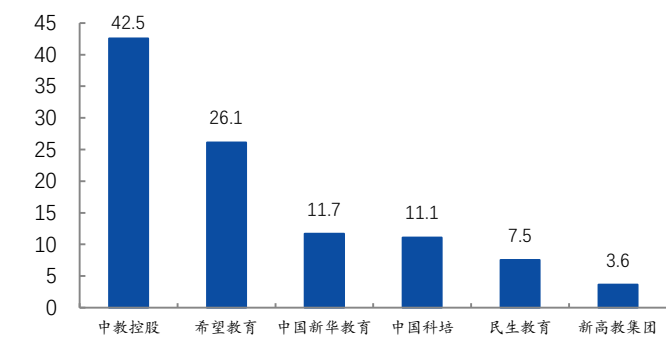
2019.1	泉城大学	4.75	100%	4.75	本科、专科	—	8529	-406	47	37675	—	—
2019.7	昆明医科大学 海源学院	9.18	60%	15.30	本科	—	12026	8230	12428	28866	25933	31187
中国新华教育	昆明市卫生学校	—	—	—	中专	—	6247	—	—	—	—	—
2019.4	南京财经大学 红山学院	6.10	—	—	本科	—	—	—	—	—	—	—

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

注：云南大学滇池学院 2018 年税前净利润及营收截止日期为 2018.7.31、曲阜远东职业技术学院 2018 年税前净利润截止日期为 2018.10.31、澳大利亚国王学院 2017 年税前净利润区间为 2017.6-2018.6，2018 年为 2018.6-2019.6

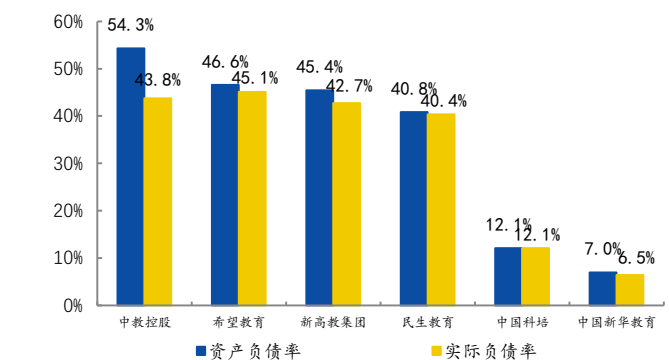
资金实力支撑并购，但需注意背后的负债。中教控股、希望教育、中国新华教育现金及现金等价物分别为 42.5、26.1、11.7 亿元，实际负债率为 43.8%、45.1%、6.5%，民办高校雄厚的资金是未来实现并购扩张、业绩增长的重要保障。

图 15：各公司最新财报现金及现金等价物



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 16：各公司最新财报负债情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

注：实际负债率=(总负债-合约负债)/总资产

2.5 职业教育：就业压力+政策利好，驱动业绩上扬

政策加持，旨在保就业：2019 年 2 月份国务院印发《职业教育改革实施方案》重点突出职教改革，实施 1+X 证书制度，鼓励社会力量举办职教和产教融合，另外国家计划 2019 年“高职扩招 100 万”。近两年国家层面对职教做了大量的政策支持，顶层设计逐渐完善，有意引导社会力量参与举办职教。

中公教育是招录考试培训龙头，2019Q3 实现营业收入 61.6 亿元 (yoy:+47.7%)，归母净利润 9.6 亿元 (yoy: +77.2%)，毛利率和净利率分别为 57.6%、15.6%，业绩大幅增长主要由于参培人数和客单价同步提升。

中国东方教育是非学历职业技能教育龙头，2019Q3 营业总收入 18.2 亿元 (yoy: +26.6%)，净利润 3.1 亿元 (yoy: +48%)，毛利率 60.8%，净利率 17.1%。盈

利水平提升主要是由于成熟品牌的内生增长及新品牌培育良好。

表 4：职业教育公司概况

代码	公司	总市值	PE (TTM)	PE (2019E)	PE (2020E)	营业收入(亿元)			归母净利润 (亿元)		
						2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
002607.SZ	中公教育	1,114.4	53.8	64.7	46.9	62.4	91.7	123.2	11.5	17.2	23.8
0667.HK	中国东方教育	283.8	45.3	34.3	25.5	32.7	42.7	52.3	5.1	8.2	11.1
300338.SZ	开元股份	40.4	92.6	61.2	20.2	14.5	16.0	21.0	1.0	0.7	2.0

资料来源：Wind，国元证券研究中心

注：PE (2019E)、PE (2020E) 为 Wind 一致预期；汇率按照人民币：港币=1:1.11

2.6 教育信息化：科技赋能教育

受教育信息化 2.0 政策推动，龙头企业持续发力。2019Q3 年视源股份、鸿合科技、佳发教育营收分别为 130.0 亿元(yoy:+8.3%)、35.3 亿元(yoy:+4.9%)、4.0 亿元(yoy:+64.9%)，归母净利润分别为 14.1 亿元 (yoy:+66.3%)、2.5 亿元 (yoy: -15.7%)、1.6 亿元 (yoy: +101.2%)。

表 5：教育信息化公司概况

代码	公司	总市值	PE (TTM)	PE (2019E)	PE (2020E)	营业收入(亿元)			归母净利润 (亿元)		
						2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
002841.SZ	视源股份	550.8	35.1	34.5	27.2	169.8	199.4	237.7	10.0	16.0	20.3
002955.SZ	鸿合科技	76.6	26.4	19.3	16.3	43.8	50.3	59.2	3.4	4.0	4.7
300559.SZ	佳发教育	72.8	36.0	35.2	23.6	3.9	6.5	10.4	1.2	2.1	3.1
600636.SH	三爱富	41.1	349.4	20.2	15.6	16.6	17.5	19.4	5.4	2.0	2.6
300282.SZ	三盛教育	29.5	30.4	19.5	15.3	7.9	10.8	13.8	1.1	1.5	1.9

资料来源：Wind，国元证券研究中心

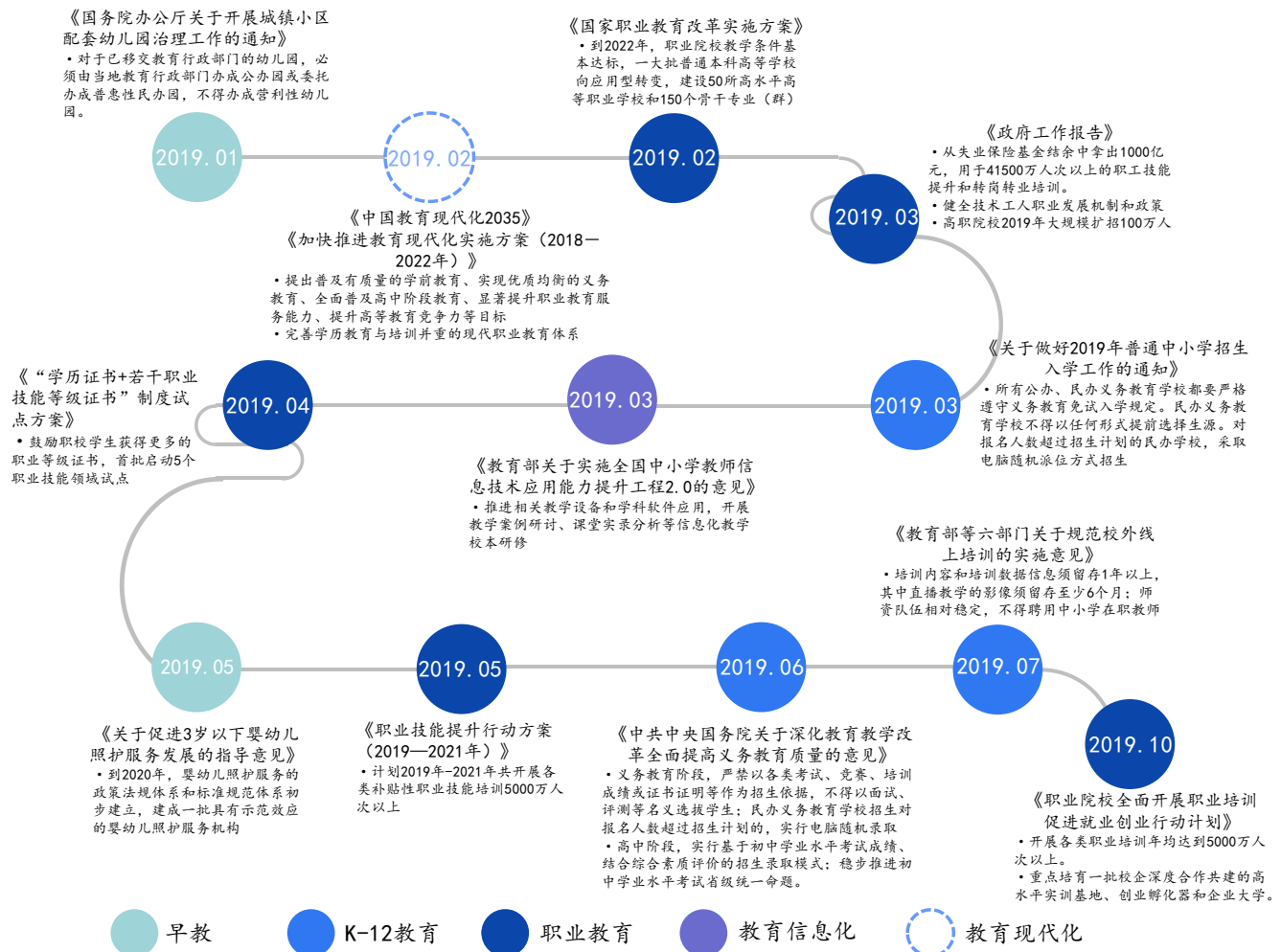
注：注：PE (2019E)、PE (2020E) 为 Wind 一致预期

3. 行业政策再梳理

2018年8月10日《民促法（送审稿）》公开征求意见之后，到目前为止尚未定论；根据我们的跟踪判断，“送审稿”整体偏严，核心条例未发生本质性的改动；综合来看，分类经营的思路未变，义务教育学校走“非营利”，受影响最大；高校可转设为“营利性”，风险相对可控；教培和职教基本不受影响。

统计汇总2019年以来的教育行业政策，早教、K12、在线、职教等都有新政策出台，整体思路依旧是规范发展。

图 17：2019 年教育行业政策梳理



资料来源：教育部官网，国元证券研究中心

2.1 学前教育政策体系酝酿建立，市场步入整合发展阶段

(1) 幼儿园赛道政策钳制明显：2019年1月发布《国务院办公厅关于开展城镇小区配套幼儿园治理工作的通知》，主要提出以下两点内容：一是加强小区配套幼儿园的规范管理，严格依标配建幼儿园；二是对于已移交教育行政部门的幼儿园，必须由当地教育行政部门办成公办园或委托办成普惠性民办园，不得办成营利性幼儿园。

园。此次通知加上 18 年 11 月发布的《关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》（提出到 2020 年普惠性学前教育资源覆盖率占 80%），进一步深化市场管理规范，明确了学前教育坚持公益普惠的基本方向。

民办幼儿园步未来势必分化：中端民办幼儿园在性价比上看，相比于普惠性幼儿园并不具备竞争力，未来生存空间或受蚕食；而高端幼儿园需求稳定，受政策影响稍小，整体来看，预计幼儿园学前教育市场将步入整合期。

(2) 0-3 岁托育规范发展：2019 年 5 月下发《关于促进 3 岁以下婴幼儿照护服务发展的指导意见》，提出到 2020 年，初步建立婴幼儿照护服务的政策法规体系，建立一批有示范效应的婴幼儿照护服务机构；到 2025 年，基本健全婴幼儿照护服务的政策法规体系和标准规范体系。但是该“指导意见”主要针对托育（常说的“托儿班”），对美吉姆类早教中心（不含托儿班）并无实质影响。托育机构涉及一定的教育公平和非家长陪伴，因此受政策的监管影响较大，需办理托育办学许可，且有场地的硬性要求；而纯早教中心以家长陪伴娱乐为主，监管相对更松，满足消防和卫生条件为主。

2.2 K12 教育政策收紧，“优胜劣汰”逻辑清晰

(1) K12 学校政策继续收紧：2019 年 3 月的《通知》和 6 月的《意见》均明确“民办义务教育学校招生纳入审批地统一管理，与公办学校同步招生，严禁以各类考试、竞赛、培训成绩或证书证明等作为招生依据；对报名人数超过招生计划的，实行电脑随机录取”（“公民摇号”制），此次改革初衷在于实现教育均衡化，使“好学校”和“差学校”之间差异缩小。

对民办 K-12 学校影响：民办学校相比于公办学校优势在于招生相对灵活，而“摇号制”会改变之前民办“掐尖”式招生，理论上讲会分流民办学校生源，且生源质量下降，民办学校会受一定的影响。地方细化政策逐步落地中，具体影响待后续观察评估。同时，对于希望享受更优质教育的家庭来说，更多会选择低龄化留学，国际化私立学校一定程度收益。

对 K-12 教培影响：此次改革主要针对小升初、幼升小招生限制，中考、高考依然存在，因此对于初中、高中阶段的课外培训影响甚微。

(2) 在线教育持续规范：2019 年 5 月教育部等六部门发布《关于规范校外线上培训的实施意见》，进一步明确对教师资质进行要求：要求师资队伍相对稳定，不得聘用中小学在职教师；从事语、数、英、政、史、地等学科小时应具有国家规定的相应教师资格。此次改革对师资做出了严格要求，预计大机构内部将建立更加完善的教师培训体系，小机构的“一两个在职名师+大量兼职教师”的不稳定师资队伍逐步瓦解，在线教育市场面临整合规范，资源会进一步向头部机构倾斜。

2.3 职教改革沐春风，拥抱行业新纪元

职业教育最受政策支持的细分板块，2019 年以来，利好政策陆续出台。我们对《职业教育改革实施方案》重点解读：**(1) 目标：**经过 5—10 年左右时间，职业教育基本完成由政府举办为主向政府统筹管理、社会多元办学的格局转变；**(2) 具体目标：**到 2022 年，职业院校教学条件基本达标，一大批普通本科高等学校向应用

型转变，建设 50 所高水平高等职业学校和 150 个骨干专业（群）；（3）第六条：启动 1+X 证书试点工作，鼓励职校学生获得更多的职业等级证书，直接利好培训机构；（4）第十三条：推动企业和涉及力量举办高质量职业教育，2020 年初步建成 300 个示范性职业教育集团（联盟）；（5）第十六条：各地在继续巩固落实好高等职业教育生均财政拨款水平达到 12000 元的基础上，根据发展需要和财力可能逐步提高拨款水平。

职业教育的根本是解决就业、促进劳动力升级，政策鼓励培养更多应用型职业技术人才的大方向不变；在资本层面，国家扶持企业和社会力量参与举办各类职业教育的态度鲜明，强调提高职教的财政拨款水平，进一步推动政府和民间资本合作互惠，此前《送审稿》曾提出限制民办高校并购，但此次改革方案给了市场一颗“定心丸”。我们预计伴随此次改革，民办高校和非学历职教将全面受益，坚定看好职教板块未来发展。

2.4 教育信息化迎 2.0 时代，待具体政策落地

教育信息化市场呈现出市场体量大、高度分散、地域性强的特点。2019 年 3 月，教育部发布的《意见》提出了推进相关教学设备和学科软件应用，利用线上资源，结合线下研讨，打造“技术创新课堂”等目标。教育信息化 2.0 相对 1.0 来讲目标更大，范围也更加宽泛，短期内未见落地政策。

4. 重点推荐就业再教育

4.1 就业才是硬道理

劳动力供给端：待就业人群庞大，劳动力市场供给富余，近几年来，我国劳动力市场待就业人数规模虽有所下降，但基数依然庞大。2018 年新增就业人数达 1266 万人次，加上当年失业人数，劳动力市场待就业人数达到 2240 万人次。

表 6：劳动力市场待就业人数（万人）

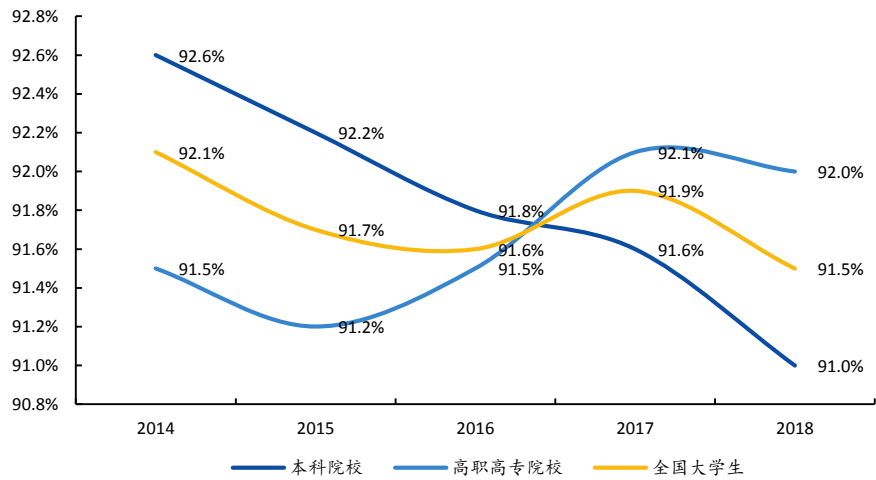
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
初中阶段毕业生数	1853	1813	1796	1724	1605	1458	1454	1455	1410	1383
高中阶段教育招生人数	1699	1707	1665	1599	1498	1416	1398	1396	1383	1350
初中毕业就业人群	154	106	132	125	107	42	56	59	28	34
高中阶段毕业生人数	1459	1469	1479	1478	1484	1435	1372	1331	1277	1270
普通本专科招生人数	640	662	682	689	700	721	738	749	762	791
高中毕业就业人群	819	807	798	789	784	714	634	582	515	479
普通高校毕业生（包括本专科）	531	575	608	625	639	659	681	704	736	753
新增就业人数	1504	1489	1538	1539	1530	1414	1371	1345	1278	1266
城镇登记失业人数	921	908	922	917	926	952	966	982	972	974
劳动力市场待就业人数	2425	2397	2460	2456	2456	2366	2337	2327	2250	2240

资料来源：国家统计局官网，国元证券研究中心

注：（1）初中毕业就业人数=初中阶段毕业生人数-高中阶段教育招生人数 （2）高中毕业就业人数=高中阶段毕业生人数-普通本专科招生人数 （3）新增就业人数=初中毕业就业人数+高中毕业就业人数+普通高校毕业生人数 （4）劳动力市场待就业人数=城镇登记失业人数+新增就业人数

大学生就业率下降，2014 年至 2018 年，全国大学生就业率略有下降，2018 年回落至 91.5%，较 15 年下降 0.6%。其中本科院校就业率下滑明显，2018 年为 91%，高职高专院校稳中有升，18 年达 92%。随着产业结构的调整，市场对技术应用型人才的需求较大，高职院校以培养学生职业技能为主，更受用人单位青睐，本科毕业生就业压力激增。

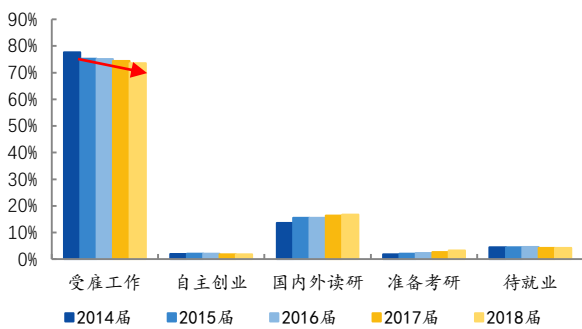
图 18：大学生就业率



资料来源：麦可思咨询，国元证券研究中心

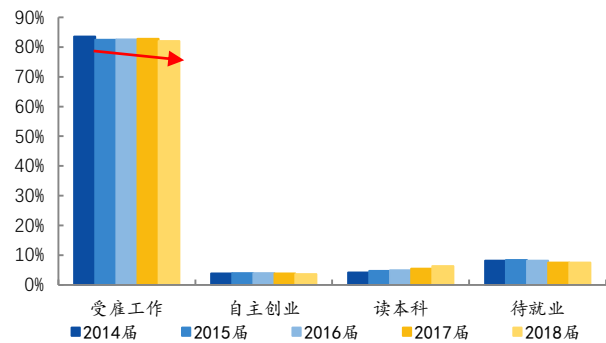
大学生找工作越来越难，2018 届本科毕业生“受雇工作”的比例为 73.6%，连续五届持续下降，继续深造比例逐年提升；高职高专毕业生“受雇工作”的比例为 82.0%，较 2014 届下降 1.5%。

图 19：2014-2018 届本科生就业去向分布



资料来源：麦可思咨询，国元证券研究中心

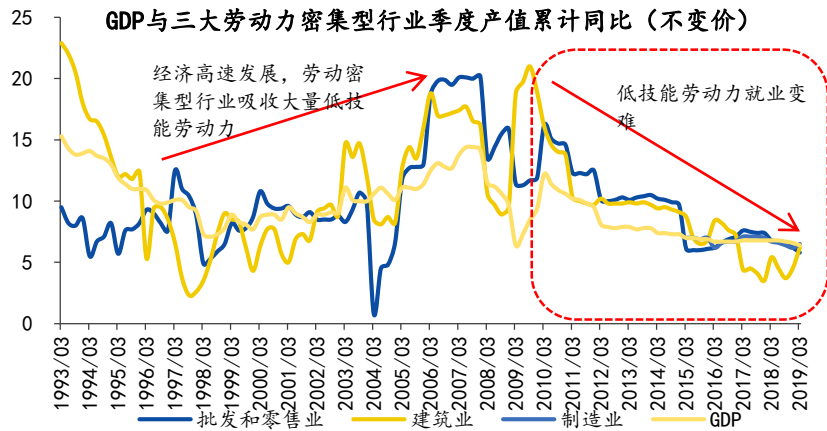
图 20：2014-2018 届高职高专毕业生就业去向分布



资料来源：麦可思咨询，国元证券研究中心

三大劳动力密集型行业增长乏力，低技能就业岗位增量不足，近两年最明显的宏观变化就是经济增速下滑，就业容量最大的几个行业也进入增速下行区，新增就业岗位不足。批发和零售、制造业、建筑业吸收就业量最大，就业的门槛也相对较小，比如建筑业中大量的农民工，劳动密集型产业在经济高速发展期轻易吸收大量劳动力，一旦经济增速换挡，产业结构转型优化容易产生结构性失业，导致低技能劳动力就业不再容易。

图 21：行业增速下滑不利吸收就业

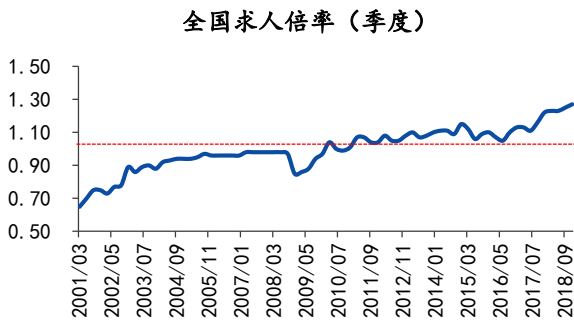


资料来源：国家统计局，国元证券研究中心

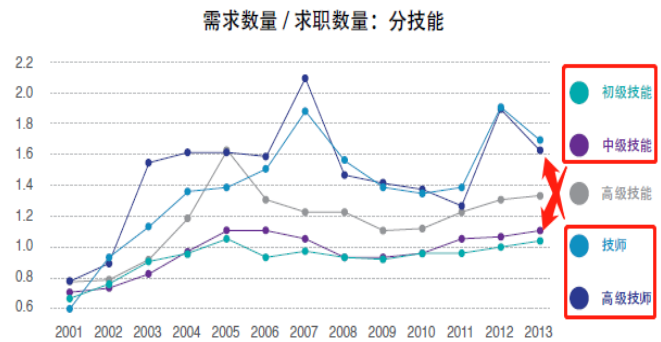
产业结构变化下更需要高技能劳动力，经济增速换挡后产业内部结构分化，劳动力密集型企业中低技能岗位机械化及自动化，低技能劳动力供需基本平衡，而技能要求更高的劳动力市场持续供小于求，根据《中国劳动力市场技能缺口研究》数据，技师和高级技师的求人倍数超过 1.6，而中低技能的求人倍数回归至 1 左右（供需平衡）。劳动力市场需求一直都有（全国求人倍数持续攀升），只不过供需结构性失衡，劳动力所拥有的技能暂时无法满足市场的需求。

图 21：就业机会一直都存有（求人倍数=需求/供给）

图 22：低技能劳动力需求饱和而高技能劳动力供给不足



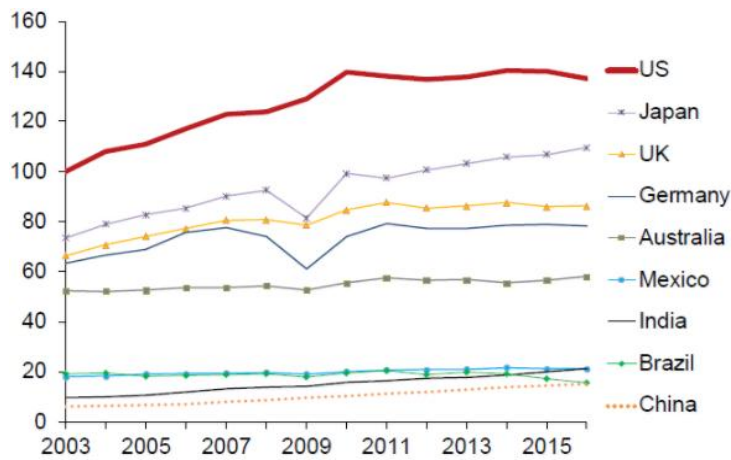
资料来源：人力资源市场信心监测中心，国元证券研究中心



资料来源：《中国劳动力市场技能缺口研究》，国元证券研究中心

发展职教，提升劳动生产率：国内经济发展较快，但是经济结构有待改善，低附加值产业对经济发展的带动和对劳动力的需求逐步遇到天花板。单位劳动力成本已经大幅上升（其中薪酬上升明显），尽管单位劳动力生产率增长明显，但是与发达国家的水平相对差距依然巨大，根据牛津经济研究院 2016 年报告数据，美国单位劳动力成本仅高出中国 4%，但是其单位劳动力生产率比中国高出 80-90%，由此可知中国劳动力生产率的提升空间巨大，发展职教，提升劳动力技能，提高劳动力生产率。

图 23：中国劳动率远低于发达国家

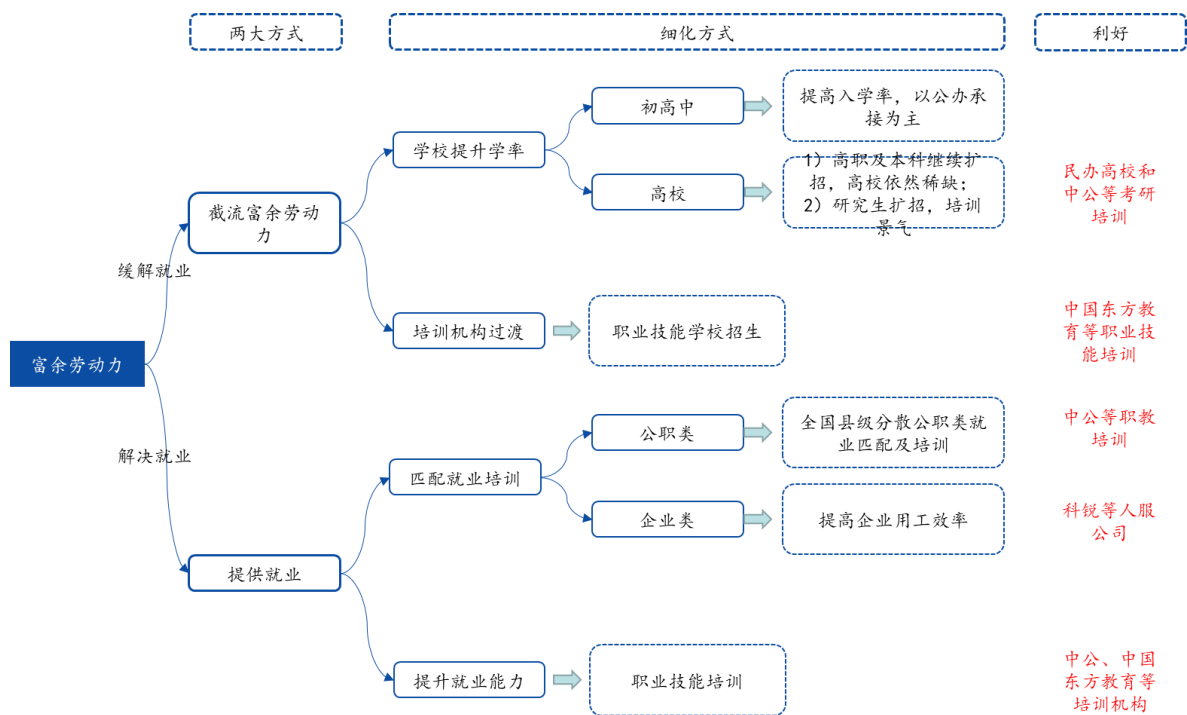


资料来源：,Oxford Economics, The conference Board, UNIDO, 国元证券研究中心

4.2 就业产业链分析及标的推荐

富余社会劳动力的解决好坏直接关系社会民生，两大方式能够缓解，1) 截流方式，延长学生的在校时间，通过提高升学率和扩招的方式实现，利好民办高校和中公等考研培训机构；或者学生群体流向技能培训学校，利好东方教育等技能培训机构。2) 提供就业机会，首先是匹配就业信息，如中公匹配全国县级公职类就业，人服公司做就业服务；培训机构提供就业培训，再就业人群提升就业能力。

图 24：教育对富余劳动力的“截流”和缓解



资料来源：国元证券研究中心

中公教育， 1) 大市场&格局清晰，中公的产品矩阵服务于全国每年 1000 万以上的就业人群，根据我们的测算，潜在市场规模超 2000 亿；竞争格局十分清晰，中公现有龙头地位难以被撼动；2) 业绩增速确定，近几年受益于教师招录、考研等大单品的爆发而收入曲线明显上扬，预计近三年保持 30-40% 的业绩增速；3) 管理组织加分，创始人毕业即进入行业，是行业开拓者，且持续坚守在业务管理层面；4) 短期来看，公职类业务经历 2018 年改革之后将逐步反弹，2020 年是重要反弹窗口期。

表 7：中公教育盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4031.26	6236.99	9379.81	13526.63	19062.94
收入同比(%)	-38.56	54.72	50.39	44.21	40.93
归母净利润(百万元)	524.84	1152.89	1680.13	2365.04	3339.95
归母净利润同比(%)	696.73	119.67	45.73	40.77	41.22
ROE(%)	52.47	39.03	31.54	33.43	34.09
每股收益(元)	0.09	0.19	0.27	0.38	0.54
市盈率(P/E)	3.13	1.65	66.93	47.55	33.46

来源：国元证券研究中心预测

中国东方教育， 1) 大赛道龙头，潜在可服务人群规模达到 1 亿人，公司是赛道内最强龙头，异地复制能力已被验证，可发展空间巨大；2) 新建学校进入“收获期”，公司 2016-2018 年全国范围内新建学校规模多，经过 2-3 年经营爬坡之后业务即成熟；3) 量价有望齐升，公司旗下学校具有品牌效应和定价权；4) 根据 wind 一直预期，公司 2019-2021 年的营收分别为 42.67 亿、52.32 亿、63.5 亿，增速分别为 30.64%、22.63%、21.37%；净利润分别为 8.24 亿、11.07 亿、13.87 亿，增速分别为 61.51%、34.34%、25.34%；对应目前股价的 PE 分别为 34 倍、26 倍、20 倍。

5. 风险提示

《民促法（送审稿）》落地趋严、行业其他政策变动。

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188