

行业研究/深度研究

2017年07月02日

行业评级:

社会服务

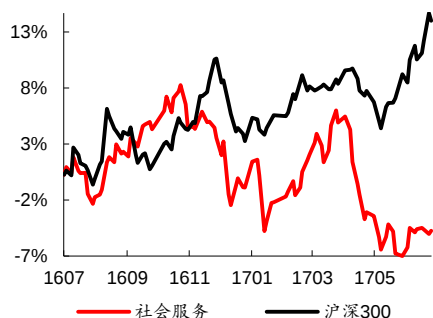
增持(维持)

梅昕 执业证书编号: S0570516080001
研究员 021-28972080
meixin@htsc.com

相关研究

- 1《开元股份(300338,买入): 高管增持股份, 彰显发展信心》2017.06
- 2《开元股份(300338,买入): 职教白马, 畅享成长》2017.06

行业走势图



资料来源: Wind

搭乘时代东风, 掘金职业教育

职业教育行业系列深度报告(一)

需求牵引+政策驱动, 职业教育行业迎来黄金窗口期

职业教育作为我国教育体系的重要一环, 发展水平相对比较落后。随着我国劳动力人口红利释放结束, 产业升级进入关键阶段, 国内技术型人才供需面临结构性矛盾, 提升职业教育地位势在必行; 国家政策端加速完善现代职业教育体系, 通过校企合作、开放引入民间资本和市场竞争机制增强行业活力。民促法修正案三审通过, 标志着民办教育上市融资资质障碍扫除, 资产证券化进程开始加速。

学历职业教育改革深化, 在线职业培训行业兴起

吸纳社会资本、职教集团化办学是当前的政策重点。上市公司积极参股民办院校, 逐步显现积极的治理效应; 职业教育集团化势力崛起, 预计未来几年有望通过内生增长资源整合涌现大型职教龙头集团。校企合作不对等、学历职教认可度低、上升通道狭窄、财政和专业人才短缺等障碍仍需扫除。非学历职教方面, 职业技能培训与互联网教育模式深度契合, 在线职教培训行业迅速兴起。随着资本竞争加速优胜劣汰, 大型成熟职教平台和重度垂直细分龙头有望受益于行业集中度提升。

千亿市场空间快速扩张, 职业教育投资布局正当其时

随着职教行业改革政策加速落地, 产业升级刺激专业技术人才需求提升, 社会资本加码布局优质教育资产。根据智研咨询预测, 2020年职教市场空间超过5000亿元, 其中在线职教市场占比持续提升, 2020年可达700亿元, 相比2016年翻倍。建议把握职教资产证券化和大型职教集团趋势, 关注进军职教产业战略明确、具有资产布局先发优势、实力雄厚积极整合行业资源的上市公司, 以及细分领域行业集中度提升和龙头成长机遇。建议关注重点标的: 新南洋、中国高科、洪涛股份、文化长城、新开普等。

开元股份维持“买入”评级, 东方时尚首次覆盖给予“增持”评级

开元股份收购恒企教育和中大英才, 内生增长动力强劲, 外延扩张有望成长为综合职业技能培训巨头。我们预计开元股份2017-2019年归母净利润分别为1.86亿元、2.68亿元和3.08亿元, EPS分别为0.55元、0.79元和0.91元, 对应PE为39.19/27.24/23.68倍, 目标价27.4-28.4元, 维持“买入”评级。东方时尚作为国内驾校龙头和唯一上市公司, 兼具成长性和稀缺性, 是A股纯正的职教标的。我们预计上市公司2017-2019年归母净利润分别为3.11亿元、3.63亿元和4.28亿元, EPS分别为0.74元、0.85元和1.01元, 对应PE分别为51.11/44.00/37.27倍, 目标价40.7-42.9元, 首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示: 社会环境变化风险; 政策落地进度不达预期; 市场竞争加剧风险; 技术进步颠覆现有竞争格局风险。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E(倍)			
				2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
300338.SZ	开元股份	21.50	买入	0.02	0.55	0.79	0.91	1282.59	39.19	27.24	23.68
603377.SH	东方时尚	37.59	增持	0.59	0.74	0.85	1.01	62.54	51.11	44.00	37.27

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

行业概况：职之所需，教之所行	3
职业教育概念分类	3
职业教育发展历程	4
发展环境：蓄势待发，破茧而出	9
需求端：人才结构性短缺	9
政策端：利好密集出台	10
发展趋势：制度改革，技术创新	14
职业学校：校企合作深化，职教集团崛起	14
技能培训：在线教育兴起，商业模式多样	20
美国 MOOC 平台发展启示	23
技术革命优化教育体验	26
投资逻辑：空间广阔，剑指龙头	28
需求、政策共振，千亿市场扩张	28
把握行业龙头，分享成长红利	29
大型职业教育集团起航	29
细分市场优质公司崛起	30
A 股职教相关标的手册	33
开元股份（300338.SZ）：华丽转型职教，增长动力强劲	33
新南洋（600661.SH）：依托交大资源，扩张教育版图	35
中国高科（600730.SH）：加速产业布局，缔造职教集团	36
洪涛股份（002325.SZ）：建筑装饰龙头，积极转型职教	37
世纪鼎利（300050.SZ）：依托通信主业，发力 IT 职教	39
文化长城（300089.SZ）：主业面临瓶颈，坚定转型职教	40
新开普（300248.SZ）：智慧校园龙头，目标剑指职教	41
重点公司	42
东方时尚（603377，增持，目标价：40.7-42.9 元）	42
PE/PB - Bands	50
风险提示	52

行业概况：职之所需，教之所行

2014 年 6 月习近平总书记提出，职业教育是国民教育体系和人力资源开发的重要组成部分，是广大青年打开通往成功成才大门的重要途径，肩负着培养多样化人才、传承技术技能、促进就业创业的重要职责，必须高度重视、加快发展。总书记的表态反映了政府在促进经济新动能发展、产业升级的大战略中，将人力资源和人才培养作为首要目标，而现代职业教育制度的完善将为世界人口第一大国的人口素质提升奠定基石。

职业教育概念分类

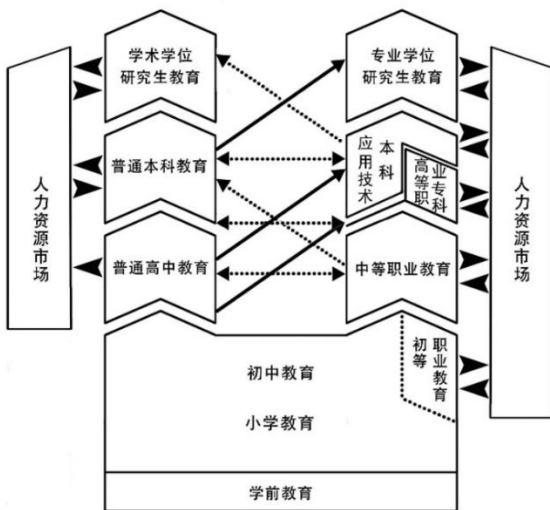
广义地说，职业教育是指为使受教育者获得某种职业技能或职业知识、形成良好的职业道德，从而满足从事一定社会生产劳动的需要而开展的一种教育活动。职业教育的目的是培养应用人才和具有一定文化水平和专业知识技能的劳动者，与普通教育和成人教育相比较，职业教育侧重于实践技能和实际工作能力的培养。按照受教育者学习目的区分，我们将职业教育分为学历教育和技能培训两大类。

学历职业教育：上升通道亟需打通

从学历教育来看，我国职业教育体系和普通高等教育体系是两个类型关系，而非层次关系。参考先进国家经验，两个教育体系应该分别拥有从高中至博士的完整层次。这意味着职业教育这一体系应该拥有独立的中职—专科—本科—研究生（硕博）的层次晋升体系。

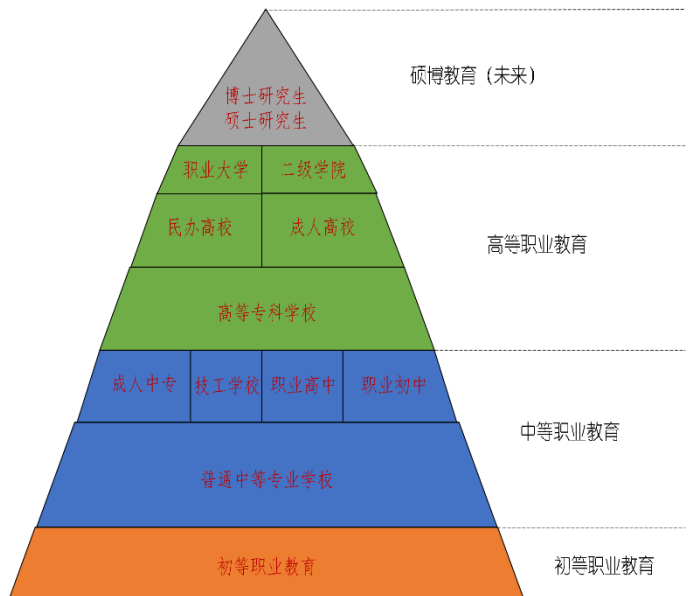
我国学历职教体系建设尚不完善，文凭晋升通道堵塞是导致职业教育被视为“低人一等”的重要原因。目前我国职教体系在初等职教、中等职教（如普通中专、职初职高、技校）和高等职教（高专、民办高校、二级学院等）日臻完善，从供给端为不同层次的学生提供了多样化选择。然而，高等职业教育是职教体系内的薄弱环节，主要表现为高职教育学历晋升困难、生源数量和教学质量堪忧、社会认可度低等问题。

图表1：当前我国学历教育体系基本框架



说明：实线箭头代表已经实现的学历流通方向；
虚线箭头代表未来需要实现的学历流通方向。

图表2：我国学历职教体系塔形结构图



资料来源：中国产业信息网，华泰证券研究所

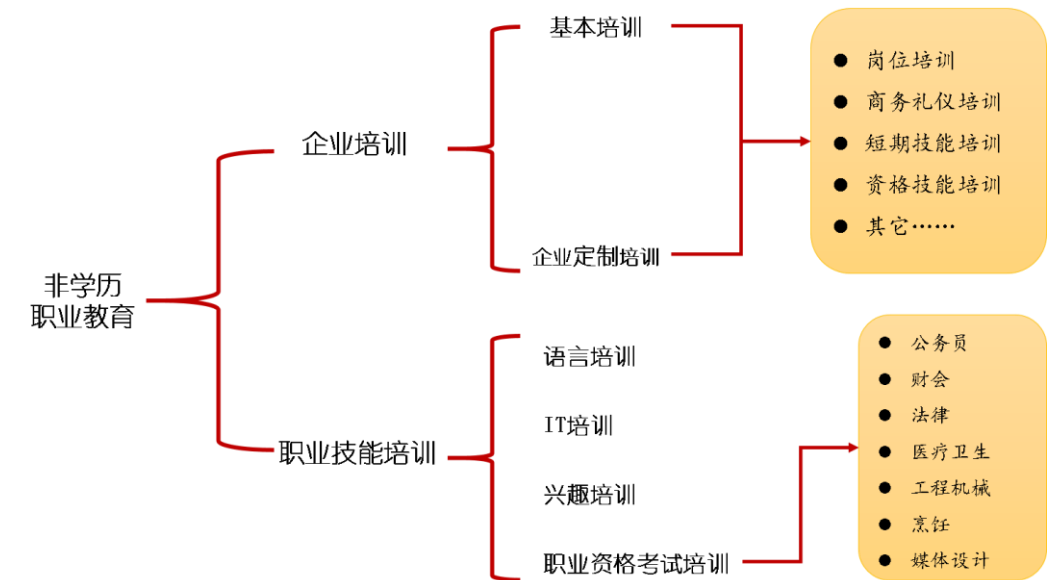
资料来源：《现代职业教育体系建设规划（2014-2020 年）》，华泰证券研究所

发展职教本科教育、增加高等职教供给是大势所趋。在国内现行招生体制下，重点院校“掐尖”，职业院校“掐尾”，高职院校一直被视为高等教育的末端，绝大部分职教学生缺乏继续学业的上升途径，因此企业、家长和学生眼中“低人一等”。一方面主流理念倡导“教育并无贵贱之分”，而现实中高等职教供给不足与产业升级面临技术人才短缺矛盾重重。因此，行业专家呼吁教育部门积极发展职教本科教育、提升高等职业院校数量和质量。

职业技能培训：需求丰富形式多样

广义的非学历职业教育包括企业和个人层面，即企业培训和个人职业技能学习。企业培训包括基本技能培训和定制培训，主要由企业内部组织开展，为员工学习工作技能提供平台。个人职业技能学习需求喷发受益于经济发展社会分工细化、城镇化加速人口向城市聚集、技术进步催生新职业，针对各类职业技能培训的市场供给纷纷涌现。随着互联网技术发展和智能硬件设备普及，在线教育的兴起充分满足了个人职业技能碎片化学习的需求，未来发展潜力不容小觑。

图表3： 非学历职业教育分类



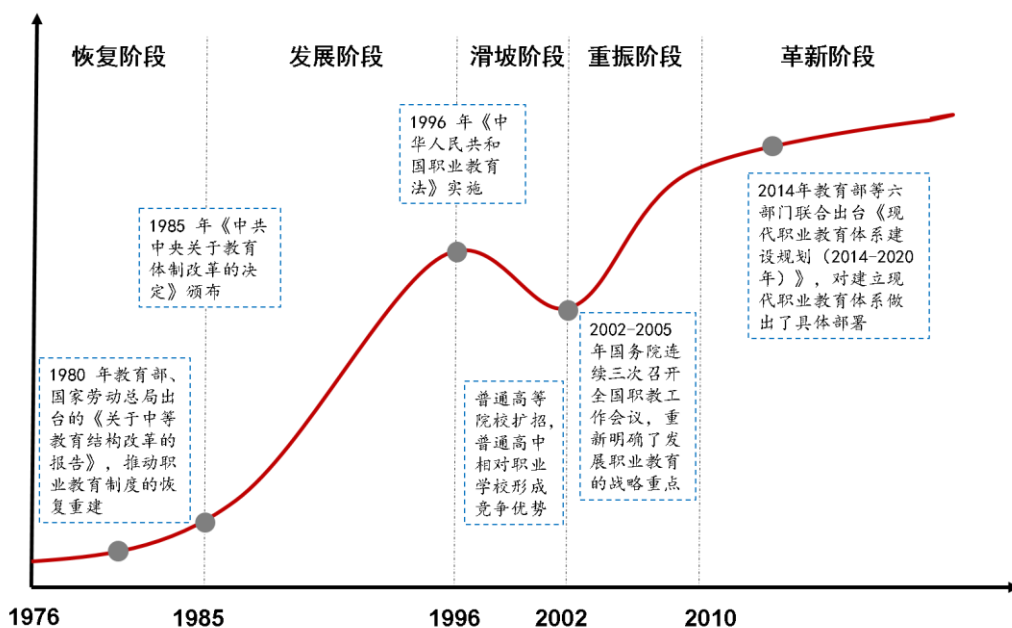
资料来源：中国产业信息网，华泰证券研究所

职业教育发展历程

尽管职业教育与大众的工作生活息息相关，在国内却成为最被忽视的一个教育领域，这与近几十年职业教育普及工作落后有直接关系。学历职业教育和非学历职教由于教育对象、培养体系、社会需求的差别，其现代发展历程也呈现差异化趋势。国内学历职业教育主要呈现出政府主导管理、政策法律驱动的特征；非学历职教则更加灵活，随着经济发展呈现出高增长、高层次的发展趋势。

学历职业教育：改革开放以来，提高人民受教育水平、恢复经济发展成为社会主旋律，我国逐步建立起现代职业教育制度，我们根据政府政策思路以及职业教育发展趋势，将最近四十年的历史分为五个主要阶段：恢复阶段（1976-1984 年）、发展阶段（1985-1996 年）、滑坡阶段（1997-2001 年）、重振阶段（2002-2010 年）以及革新阶段（2010 年至今）。

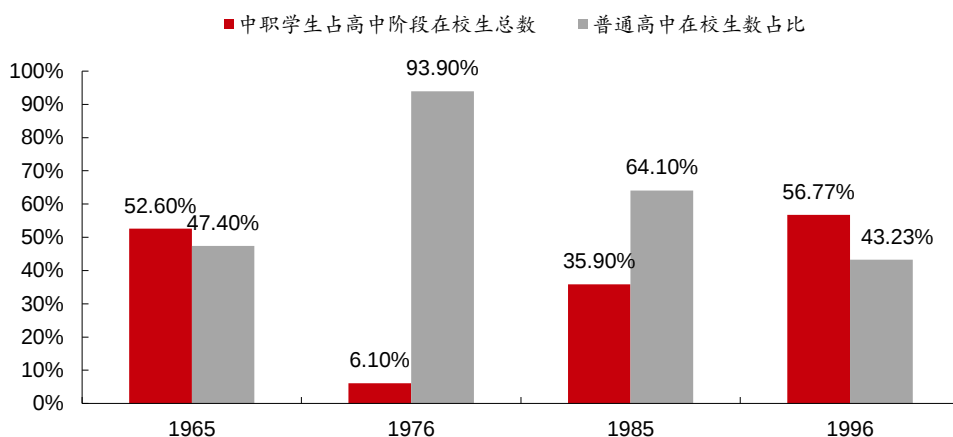
图表4：中国现代职教体系发展划分成五个阶段



资料来源：华泰证券研究所

（1）恢复阶段（1976-1984 年）：这个阶段主要政策目标是恢复被破坏的职业教育制度，扭转中等教育结构单一化问题，建立职业教育体系。为此政府主要采取了三项措施：1）扩大农业中学及各种中专技校的比例；2）形成了多部门、多行业共办职业教育的途径与格局；3）疏通办学主体渠道，允许社会力量办学。其中，1980 年教育部、国家劳动总局出台的《关于中等教育结构改革的报告》在推动这些目标的实现中扮演的关键角色。到 1985 年，高中阶段的中等专业学校、技工学校和农业职业高中的在校生分别比 1980 年增长了 26.4%、9.1%和 480%，总人数达到 415.6 万人。

图表5：1976 年以后中等职教在校生占高中阶段学生人数比例实现反弹



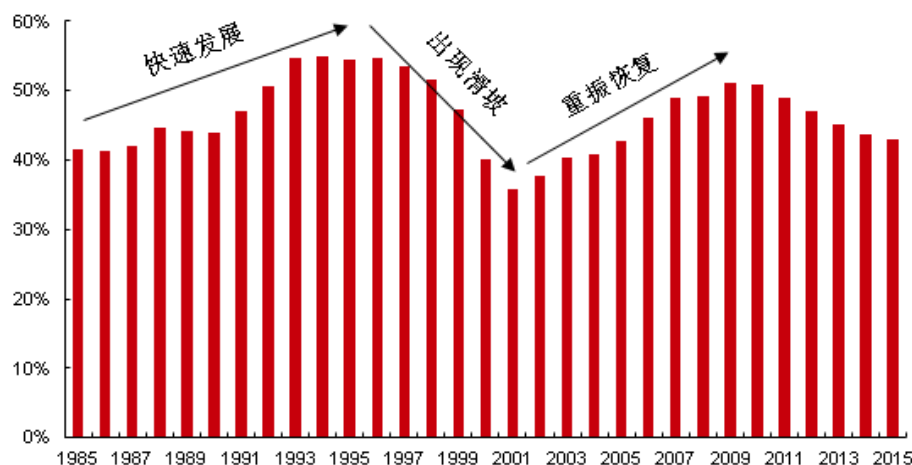
资料来源：中国教育年鉴，华泰证券研究所

注：历史上长期以来，中职教育在规模上占据中国学历职教体系的主体地位，因此采用中职在校生人数占普通高中在校生总数比例可以大致反映出职业教育在国内教育领域的发展情况。

（2）发展阶段（1985-1996 年）：这一阶段从 1985 年《中共中央关于教育体制改革的决定》颁布至 1996 年《中华人民共和国职业教育法》实施，职业教育发展呈现出政府推动、外部驱动、规模发展迅速等特点。这段时期职业教育领域主要成就包括：1）我国职业教育发展的基本思路确立；2）职业教育规模发展和质量提升并重；3）职业教育引入市场机制；4）职业教育立法，开始走上依法建设的轨道。这一阶段，由于计划经济惯性下职业教育就业前景良好、城市服务业快速发展增加需求、政府鼓励政策刺激等内外部因素作用，

职业教育呈现了繁荣发展的局面，到 1996 年中职学生占高中阶段在校生总数比例已经提升至 56.77%，达到历史性新高。

图表6： 1985 年以来中职学校占高中阶段招生比例变化趋势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7： 职业教育政策法规逐步规范落地

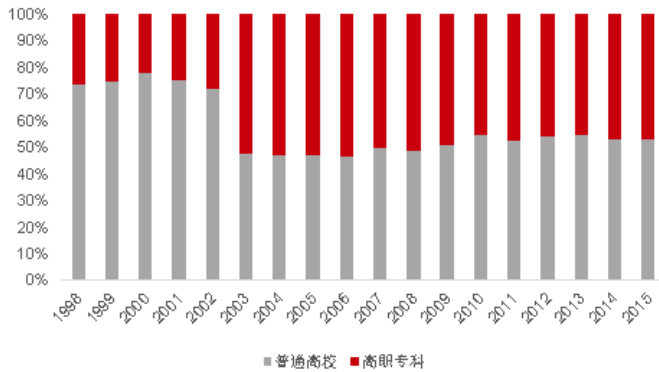
政策法规	颁布时间	主要内容	意义
中共中央《关于教育体制改革的决定》	1985 年	对职业教育的定位、发展路径以及相关政策的进一步系统化，提出了“调整中等教育结构，大力发展职业技术教育”的方针，明确要求各单位招工应优先录用职教毕业生的倾斜政策，并且确定了学校教育从中学阶段开始分流的方针。《决定》肯定了“社会力量办学”，为各种形式的职业教育办学提供了政策基础。	《决定》中关于职业教育发展的政策具有高度的权威性，为新时期职业教育发展确定了基调
国务院《关于大力发展职业技术教育的决定》	1991 年	(1) 有计划地建设骨干校、示范校。从 1991 年起推动建设一大批国家级重点中等职业学校和省级重点中等职业学校，通过扩大对职业学校的投入来提升职业教育的基础能力。 (2) 提出职业学校的师资队伍建设问题。要求制订职业技术教育教师的任职条件，采取措施逐步提高职业技术学校教师的待遇。	明确提出职业教育要继续扩大招生规模，使全国中职的在校生人数超过普通高中的在校生人数，同时主要走内涵发展的路子
国家教委、财政部《关于 1995 年职教师资班学生享受师范待遇的通知》	1995 年	职教师资班的学生可享受师范待遇，免收学费，并实行专业奖学金制度，以保障职教师资队伍有稳定的来源。	明确了职教教师的待遇水平
国家教委《关于推荐应届 1991 年职业高中毕业生参加高考的有关问题的通知》	1991 年	推荐报考的职业高中毕业生与普通高中会考合格的考生具有同样的资格和权利，录取时应同样对待。	打通了职业教育与普通高等教育之间的鸿沟，中职生继续教育通道宣告开通
中共中央、国务院《中国教育改革和发展纲要》	1993 年	继续强调职业教育的重要性，首次提出今后职业学校要走依靠行业、企业、事业单位办学和社会各方面联合办学、产教结合的路子。	标志着政策放开市场机制引入
中共中央、国务院《关于 1999 年深化教育改革全面推进素质教育的决定》	1999 年	构建与社会主义市场经济体制和教育内在规律相适应、不同类型教育相互沟通、相互衔接的教育体制。职业教育举办者主体由原来的政府办学为主、社会力量办学为辅的政策取向转变为主要依靠社会力量办学来支持职业教育发展的政策，逐步在职业教育的招生和就业、教学设施、专业设置和课程等方面逐渐减少政府的计划控制和支持。	进一步明确了市场化改革方向
全国人大《职业教育法》	1996 年	确定了职业教育的法律地位，规定了政府、社会、企业、学校以及个人在职业教育中的义务和权利，明确了职业教育的根本任务、办学体制和管理体制，提出发展职业教育的方法途径，规定了职业学校的设置标准和进入条件等。	标志着职业教育开始走上依法建设的轨道

资料来源：教育部，华泰证券研究所

(3) 滑坡阶段 (1997-2001 年)：本阶段是职业教育从计划经济体制转向引入市场驱动机制的转型期，以中等职业教育为代表的职教行业陷入发展瓶颈。自 1997 年起，中职教育占高中阶段招生的比例持续下降，招生人数减少。1997-2001 年，中等职业学校招生数从 520.77 万人减至 397.63 万人，中职学校与普通高中的招生比从 1.64 : 1 降至 0.71 : 1。我们认为社会经济环境变化、高等院校扩招、职教自身改革滞后等因素是导致职教发展滑坡的原因。

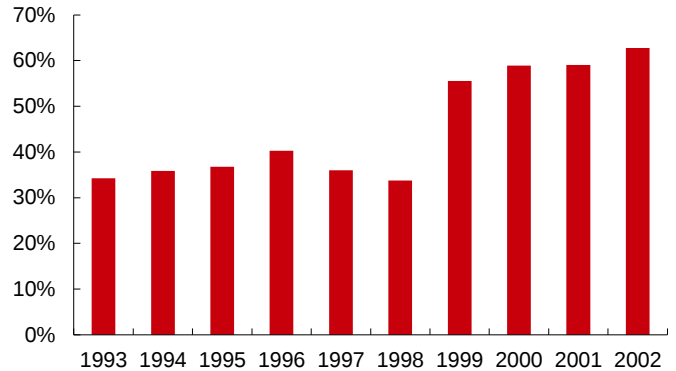
所谓高校扩招，指的是 1999 年开始的，基于解决经济和就业问题的扩大普通高校本专科院校招生人数的教育改革政策。1998 年经济学家汤敏以个人名义建议中央扩大招生数量；1999 年教育部出台《面向 21 世纪教育振兴行动计划》提出到 2010 年，高等教育毛入学率将达到 15%。各高等院校招生规模快速扩张强化了“普通高中-本科研究生”的升学路径，挤占了更多优质职业教育的优质生源，对职业学校的招生造成一定的影响。

图表8： 1998-2001 年是普通高校招生比例的历史高峰期



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9： 1999 年全国普通高校录取率急剧提升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

(4) 重振阶段 (2002-2010 年)：在经历了职业教育发展低谷期后，政府和教育界重新认识职业教育，确立了大力发展职业教育的战略重点。2002-2005 年国务院连续三次召开全国职教工作会议，体现了政府的决心和意志。总体而言，政策重点主要集中在三个方面：1) 扩大职业教育的发展规模，使中职、高职的在校生数分别达到高中教育阶段和高等教育阶段在校生数的一半；2) 加大财政投入和硬件升级，坚持就业导向，大力推行工学结合、校企合作、半工半读的人才培养模式；3) 建立中等职业教育贫困家庭学生资助体系，促进教育公平的实现。

图表10： 国务院密集出台文件重新支持职业教育发展

政策文件	意义	核心内容
国务院《关于大力推进职业教育改革与发展的决定》（2002）		1) 发展规模目标：到 2010 年，中等职业教育招生规模达到 800 万人，与普通高中招生规模大体相当；高等职业教育招生规模占高等教育招生规模的一半以上。
国务院七部委《关于进一步加强职业原则细化业教育工作的若干意见》（2004）		2) 引入学习型社会的理念，提出了职业教育要适应人们终身学习需要、与劳动就业密切结合、大力推行校企合作、工学结合的培养模式
国务院《关于大力发展职业教育的确定发展目标、决定》（2005）	措施和投入	

资料来源：国务院，华泰证券研究所

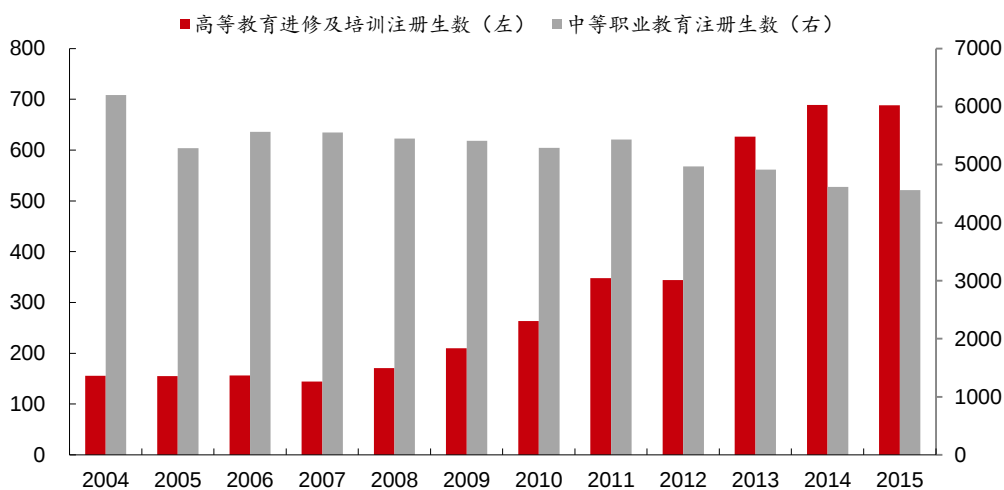
(5) 革新阶段 (2010 年至今)：随着我国经济进入改革深化阶段，产业升级、高端制造、万众创新等战略目标对我国人才和劳动力市场提出了更高要求，职业教育改革需求更加迫切。2014 年教育部等六部门联合出台《现代职业教育体系建设规划（2014-2020 年）》，对建立现代职业教育体系做出了具体部署，职教行业发展提速。此外，随着互联网和智能硬件普及，职业教育搭乘信息化、网联化快车，迎来模式创新、技术创新的机遇。

图表11： 现代职业教育体系建设量化目标（2020 年为目标值）

目标	单位	2012 年	2020 年
中等职业教育在校生数	万人	2114	2350
专科层次职业教育在校生数	万人	964	1480
继续教育参与人次	万人次	21000	35000
职业院校职业教育集团参与率	%	75	90
高职院校招收有实际工作经验学习者比例	%	5	20
职业院校培训在校生（折合数）相当于学历职业教育在校生的比例	%	14	30
实训基地骨干专业覆盖率	%	35	80
有实践经验的专兼职教师占专业教师总数的比例	%	35	60
职业院校校园网覆盖率	%	90	100
数字化资源专业覆盖率	%	70	100

资料来源：《现代职业教育体系建设规划（2014-2020 年）》，华泰证券研究所

非学历职业职教：非学历职业教育，主要是指职业技能培训，在国内的起步要晚于学历职教。改革开放以后的 1980-2000 年期间，职业培训行业处于小而分散的特点，学习模式以传统的“学徒制”为主。随着经济市场化转型，职业培训开始呈现百花齐放的繁荣发展局面，语言培训、资格考试培训、职业技术培训、管理培训等形式的职业培训纷纷涌现。从培训层次来看，传统的中等职业培训走向衰落，而高等教育进修和培训快速崛起，这一趋势与我国教育层次水平提升、产业发展升级有密切关联。

图表12： 高等层次职业培训教育正在兴起（单位：万人）

资料来源：中国人力资源市场网，华泰证券研究所

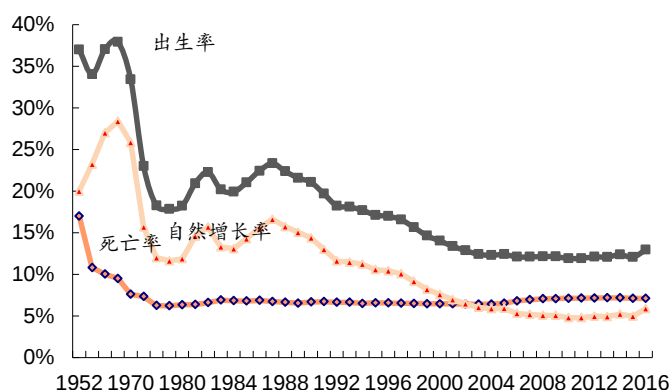
现代职业教育体系已经成为国家竞争力的重要支撑。21 世纪的竞争，归根结底是人才的竞争，职业教育在促进就业和改善民生，创造高质量的人口红利方面意义重大。2016 年 11 月 7 日，《民促法》修法在获得全国人大常委会通过，民办教育机构的营利性和非营利性的分类管理点燃了资本热情，作为民办教育前沿阵地的职业教育迎来发展契机。尽管我国现代职教体系起步晚、发展坎坷，大幅落后教育先进的国家，但从需求端、政策端、资本端和技术端来看，职业教育产业即将迎来黄金发展期。

发展环境：蓄势待发，破茧而出

需求端：人才结构性短缺

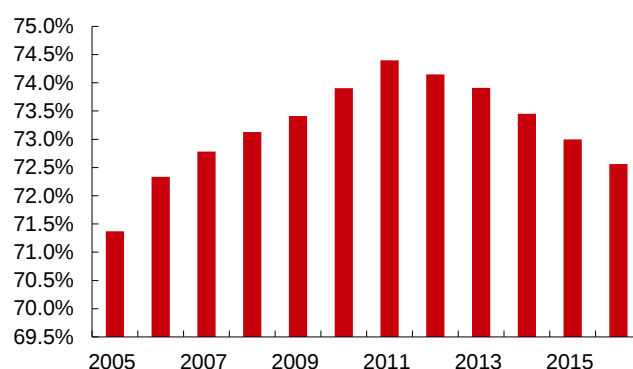
人口红利结束，产业升级紧迫，专业技术人才需求提升。随着人口老龄化趋势的增强，适龄劳动力人口占比不断降低。根据国家统计局数据，2016 年我国 15-64 岁劳动适龄人口占总人口 72.56%，人口总抚养比达 37%，我国 65 岁人口比重达到了 10.8%。当前低生育率和高期望寿命下中国的人口结构产生了深刻变化，也同样影响着我国劳动市场的供给和经济发展战略的抉择。

图表13： 我国人口自然增长率持续下滑



资料来源：Wind，华泰证券研究所

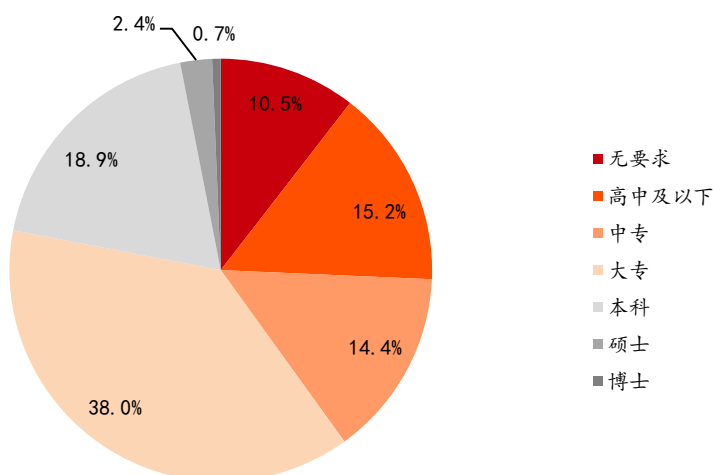
图表14： 2011 年以来劳动人口占比下降显示人口红利释放完毕



资料来源：Wind，华泰证券研究所

产业升级步伐加快，高素质的技术型劳动力需求提升。产业发展战略从劳动密集型向附加值更高的技术密集型转变，以“中国制造 2025”和“一带一路”为代表的新型发展战略对我国劳动力质量提出更高的要求。根据市场调查，目前国内用人单位对大专以上学历的高素质人才需求已经超过 60%，未来这一比例将会继续提升。

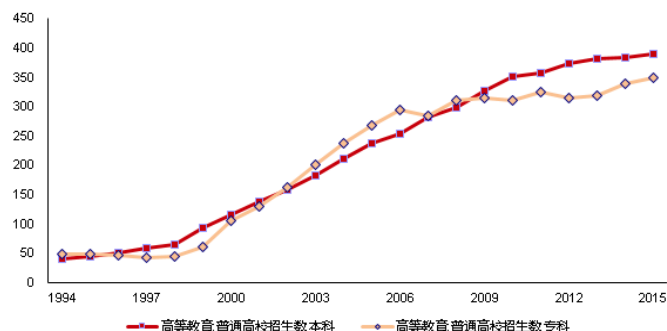
图表15： 2015 年国内用人单位所需学历占比结构大专以上超过 60%



资料来源：中国人力资源市场网，华泰证券研究所

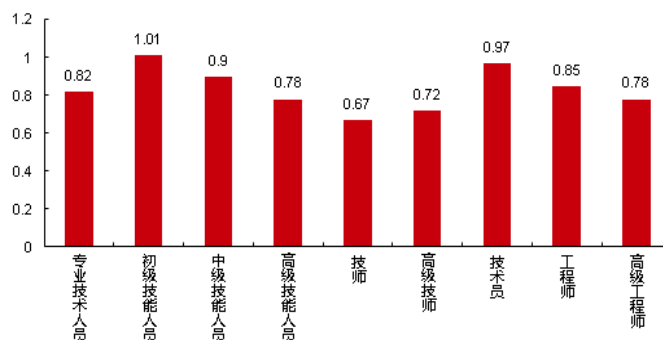
社会需求与技术型人才供给呈现结构性矛盾。目前我国中等职业教育以及高职专科类学校的招生增速不断放缓，甚至出现了负增长的趋势。中职教育在经历了 2005 年至 2009 年的上涨后迅速回落，至 2013 年底跌落至 2005 年水平；高职专科院校招生增速也非常缓慢，2011 年以来招生人数稳定在 320 万上下。随着社会“学历崇拜”情况趋于严重，普通高校本科招生数不断攀升，本专科招生规模差距拉大。中职及高职招生规模增幅小于市场需求，职业教育市场目前存在严重供需失衡。根据中国人力资源市场网数据，2015 年我国专业技术人员市场供给规模与社会企业需求数量存在严重失衡，尤其是高级技能人员、技师、高级技师类和高级工程师的人才供需比低于 0.8:1。

图表16： 本专科招生规模差距持续拉大（单位：万人）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表17： 2015 年我国职业技术人才供需比情况



资料来源：中国人力资源市场网，华泰证券研究所

政策端：利好密集出台

利好政策频出，职教产业迎来改革春风。作为社会事业改革创新的重要组成部分，教育改革一直是国家社会事业改革创新的重要环节。近年来，与职业教育相关的政策改革频出，为职业教育的发展提供了利好的发展环境。目前政策发力点集中在加速建立现代职业教育体系，以及通过校企合作、开放引入民间资本和市场竞争机制方面。

图表18： 职教政策重点集中于校企合作、开放民间资本和建立现代职业教育体系

序号	政策法律	出台年份	出台部门	主要内容
1	《中华人民共和国职业教育法》	1996 年	人大常委会	建立、健全职业学校教育与职业培训并举，并与其他教育相互沟通、协调发展的 职业教育体系
2	《高等职业学校设置标准》	2000 年	教育部	对高等职业学校的规模、师资、专业等方面进行了要求
3	《关于大力推进职业教育改革与发展的决定》	2002 年	国务院	一般企业按照职工工资总额的 1.5% 足额提取教育培训经费，从业人员技术素质要求高、培训任务重、经济效益较好的企业可按 2.5% 提取，列入成本开支。对不按规定实施职工职业教育和培训，经责令改正而拒不改正的企业，县级以上地方各级人民政府可以收取其应当承担的职业教育经费，用于本地区的职业教育
4	《关于实施职业院校制造业和现代服务业技能型紧缺人才培养培训工程的通知》	2003 年	国务院	深化职业教育办学体制改革，形成 政府主导、依靠企业、充分发挥行业作用、社会力量积极参与 的多元办学格局
5	《关于推进社区教育工作的若干意见》	2004 年	教育部	建立 院校与企事业单位合作 进行人才培养的机制，实行根据企事业单位用人“订单”进行教育与培训的新模式。实行灵活的学籍管理和教学管理制度，扩大相关院校的自主权。实行学历教育与职业培训相结合。实行灵活的学籍管理和教学管理制度，扩大相关院校的自主权
6	《关于以就业为导向深化高等职业教育改革的若干意见》	2004 年	教育部	大力开展多层次、多内容、多形式的教育培训活动
7	《关于大力发展职业教育的决定》	2005 年	国务院	大力推行“ 双证书 ”制度，大力推进灵活的教学管理制度，引导学生自主创业，积极进行高等职业教育两年制学制改革，加快高技能紧缺人才培养。
8	《关于全面提高高等职业教育教学质量的若干意见》	2006 年	教育部	职业教育要为我国走新型工业化道路，为农村劳动力转移服务，为建设社会主义新农村服务，为提高劳动者素质特别是职业能力服务。大力推行 工学结合、校企合作的培养模式
9	《关于职业院校试行工学结合、半工半读的意见》	2006 年	教育部	紧密联系行业企业，厂校合作，不断改善实训、实习基地条件。要积极探索 校内生产性实训基地建设的校企组合新模式 ，由学校提供场地和管理，企业提供设备、技术和师资支持，以企业为主组织实训；加强和推进校外顶岗实习力度，使校内生产性实训、校外顶岗实习比例逐步加大，提高学生的实际动手能力。要充分利用现代信息技术，开发虚拟工厂、虚拟车间、虚拟工艺、虚拟实验。逐步建立“ 双师型 ” 教师资格认证体系
10	《关于充分发挥行业指导作用推进职业教育改革发展的意见》	2010 年	教育部	明确推进建立和完善“双证书”制度，实现 学历证书与职业资格证书对接 ，鼓励行业企业全面参与教育教学各个环节
11	关于印发《中等职业学校设置标准》的通知	2010 年	教育部	职业院校要紧紧依靠行业企业办学，进一步扩展和密切与行业企业的联系，加强教育与生产劳动和社会生产实践相结合，加快推进职业教育培养模式由传统的以学校和课程为中心向 工学结合、校企合作 转变
12	《高技能人才队伍建设中长期规划（2010-2020）》	2011 年	中组部、人社部	我国将以实施国家高技能人才振兴计划为龙头，加大高技能人才培训力度
13	《关于加快发展面向农村的职业教育的意见》	2011 年	国务院	对中等职业学校的规模、师资、专业等方面进行了要求
14	《关于充分发挥行业指导作用推进职业教育改革发展的意见》	2011 年	教育部	每年培养农村实用人才 100 万人，实现 2020 年农村实用人才总量达到 1800 万人的目标。办好 1000 个涉农专业点，组建一批 农业职业教育集团 。每年开展各类农民和农民工培训 8000 万人次
15	《关于推进中等和高等职业教育协调发展的指导意见》	2011 年	教育部	行业是建设我国现代职业教育体系的重要力量，大力支持行业主管部门和行业组织履行实施职业教育的职责，鼓励行业企业全面参与教育教学各个环节， 推进产教结合与校企一体办学 ，实现专业与产业、企业、岗位对接
16	《关于积极推进高校职业教育考试招生制度的指导意见》	2013 年	教育部	今后专科层次的高等职业学校要逐步扩大中职学校毕业生招生比例，本科学校要逐步扩大面向高职院校和中职学校学生比例。同时要逐步扩大面向在职人员的招生比例
17	《关于推进学习型城市建设的意见》	2014 年	国务院	完善职业学校毕业生直接升学和继续学习制度 ，推广“知识+技能”的考试考查方式。探索中等和高等职业教育贯通的人才培养模式，规范初中后五年制高等职业教育。切实发挥职业教育集团的资源整合优化作用，实现资源共享和优势互补，形成教学链、产业链、利益链的融合体。对未升学的普通高中毕业生实施一年制中等职业教育，全面提高招收普通高中毕业生的三年制高等职业教育教学质量，规范初中后五年制高等职业教育
18	《关于开展现代学徒制试点工作的意见》	2014 年	教育部	推进学历教育与非学历职教协调发展，职业教育与普通教育相互沟通，职前教育与职后教育有效衔接 建立完善现代企业职工教育培训制度 ，广泛开展城乡社区教育。建立互联网、移动电话、数字电视、卫星等多网合一、优势互补的远程学习网络、服务平台和学习资源库
20	《关于加快发展现代职业教育的决定》	2014 年	国务院	校企共建师资队伍是 现代学徒制试点工作 的重要任务。现代学徒制的教学任务必须由学校教师和企业师傅共同承担，形成双导师制。加大学校与企业之

序号	政策法律	出台年份	出台部门	主要内容
21	《关于深入推进职业教育集团化办学的意见》	2014 年	教育部	间人员互聘共用、双向挂职锻炼、横向联合技术研发和专业建设的力度 充分发挥市场机制作用， 引导社会力量参与办学 ，扩大优质教育资源，激发学校发展活力，促进职业教育与社会需求紧密对接。到 2020 年，中等职业教育在校生达到 2350 万人。
22	《现代职业教育体系建设规划(2014-2020 年)》	2014 年	国务院	提出两步走战略，2015 年初步形成现代职业教育体系框架，2020 年基本建成 中国特色现代职业教育体系
23	《关于印发《职业院校管理水平提升行动计划(2015-2018 年)》	2015 年	教育部	专科层次职业教育在校生达到 1480 万人，接受本科层次职业教育的学生达到一定规模。从业人员继续教育达到 3.5 亿人次。引导一批普通本科高等学校向应用技术类型高等学校转型，重点举办 本科职业教育 。独立学院转设为独立设置高等学校时，鼓励其定位为应用技术类型高等学校

资料来源：各部委网站，华泰证券研究所

目前国家对于职业教育改革给予较高关注。2014 年 5 月国务院印发的《关于加快发展现代职业教育的决定》中提出，在今后一个时期加快发展现代职业教育，到 2020 年形成适应发展需求、产教深度融合、中职高职衔接、职业教育与普通教育相互沟通，体现终身教育理念，具有中国特色、世界水平的现代职业教育体系，在总体教育结构和职业教育规模上将更加合理。

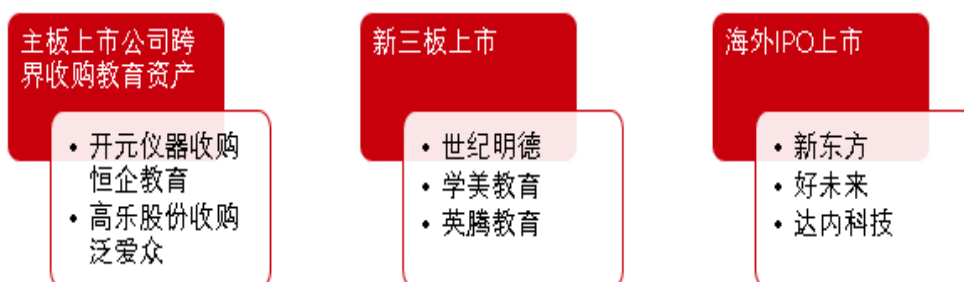
新民促法树新规，资本吹响集结号。2016 年 11 月 7 日，《民办教育促进法修正案(草案)》三审通过，修正案草案重点在于为营利办学解除限制，解决行业发展中存在的税收、预留发展基金等问题，并对营利性和非营利性民办学校实施分类管理。其核心内容是，民办学校的举办者可以自主选择设立非营利性或者营利性民办学校，但是不得设立实施义务教育的营利性民办学校。这次修法通过从法律层面进一步完善了营利性民办学校相关的配套制度，释放了国家层面支持民办教育改革的积极信号。

图 19：近 20 年中国民办教育法律法规发展进程

时间	政策法律进程
1997 年	国务院颁布《社会力量办学条例》，这是中国第一个规范民办教育的行政法规
1999 年	全国教育工作会议规定，在“十五”期间要基本形成以政府办学为主体，公办教育和民办教育共同发展的教育格局
2002 年	《中华人民共和国民办教育促进法》颁布，次年 9 月 1 日施行
2004 年	《民办教育促进法实施条例》实施，从法律上肯定了民办教育是中国教育事业的重要组成部分，标志着中国的民办教育真正地步入法制化轨道
2010 年	《国家中长期教育改革与发展纲要(2010-2020 年)》提出了“修订教育法、职业教育法、高等教育法、学位条例、教师法、民办教育促进法，制定有关考试、学校、终身学习、学前教育、家庭教育等法律”，即所谓的“修六立五”，在民办教育方面提出要积极探索营利性和非营利性民办学校分类管理
2015 年 12 月	教育法一揽子修订“三过二”，《教育法》、《高等教育法》顺利通过，《民办教育促进法》因分歧较大、暂缓表决，新修订的《教育法》和《高等教育法》于 6 月 1 日起施行。其中《高等教育法》取消了“高等学校不得以营利为目的”的规定，为营利性高等教育发展提供了法律保障
2016 年 1 月	《民办教育促进法修正案(草案)》第二次审议稿公布，民办学校分类标准出台，民办学校的举办者可以自主选择设立非营利性或者营利性民办学校
2016 年 4 月	《民办学校分类实施细则》、《营利性民办学校监督管理实施细则》等民办教育相关细则通过
2016 年 11 月	第十二届全国人大常委会第二十四次会议审议通过了《民办教育促进法》三审修改稿

资料来源：教育部官网，华泰证券研究所

《民促法》修法点燃资本热情，教育资产证券化进程加速。这次修法标志着民办教育的顶层设计趋于完善，填补了现行法律体系的空白，教育资产证券化不确定性消除。所谓教育资产证券化，是学校通过出售手中能够产生现金流的资产（基础资产），从资产市场募集资金。过去限于基础资产、学校资质和增信要求的制约，我国教育资产证券化水平较低。由于公益属性、外资禁入、多头监管等限制因素，我国教育资产证券化主要以三类业态的形式呈现：上市公司跨界并购教育资产、挂牌新三板和海外 IPO。

图表20： 我国教育资产化主要渠道

资料来源：华泰证券研究所

《民促法》修法解决了民办教育上市资质限制问题，引导社会资本加速流入。由于教育事业被法律认定为公益事业，民办学校只能登记为民办非企业法人，不符合 A 股上市的营利性资产要求。而上市公司跨界并购教育资产对现金门槛要求高，加上监管层审批趋严导致成功率不高。而海外上市难度大、成本高，国内许多民营教育企业可望不可即。本次《民促法》修法放开了民办高校、学历职教、幼教、国际学校等 IPO、借壳上市的资质限制，有利于民办教育核心资产盈利模式透明公开化，加速社会资本流入。

义务教育阶段民办学校仍然受限，民办职业学校和技能培训学校将吸引更多投资关注。《民促法》三审稿规定，不得设立实施义务教育的营利性民办学校。这意味着义务教育阶段民办学校融资道路堵塞，K12 学校资产面临一定障碍。相比之下，职高、技校、高职院校等非义务教育阶段职校以及职业技能培训学校资产将更加吸引社会资本，资产证券化正当其时。

发展趋势：制度改革，技术创新

职业学校：校企合作深化，职教集团崛起

为了吸纳更多的社会资本和个人资本进入教育领域，《中华人民共和国民办教育促进法》等法令规定，民办学校分为营利和非营利两种，非盈利公益性民办学校也可取得合理回报或奖励性的回报。目前参与举办营利性或有合理回报的民办学校主要有五种类型。

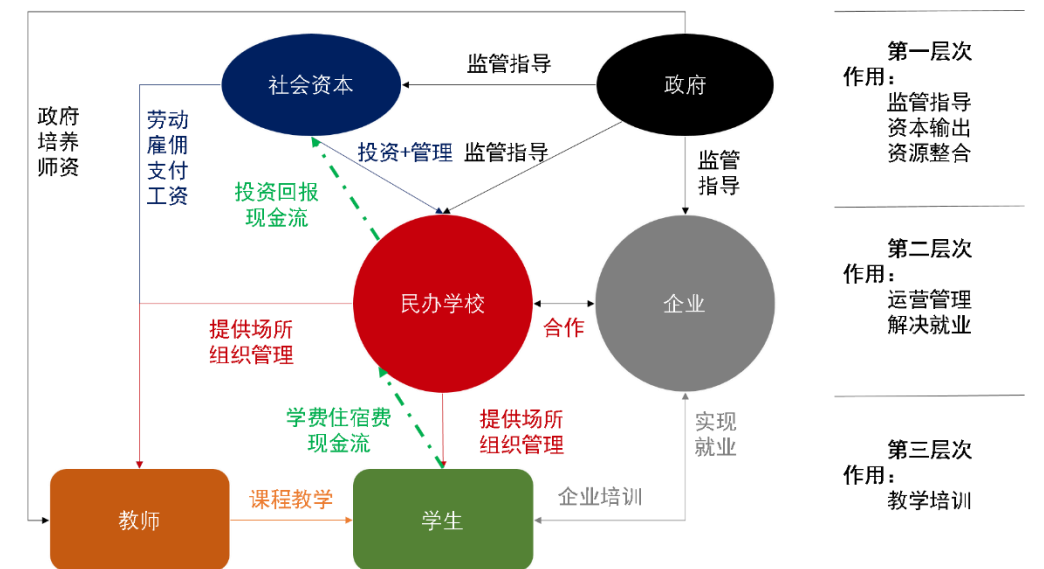
图表21：主流民办学校的五种办学模式

资本输出型	教育地产型	学校改制型	专业改制型	多元混合型
- 企业家收购优质学校资产 - 购买者出资改善软硬件设施 - 逐步提升收费标准取得回报 - 投资方不插手学校管理运营	- 房地产开发商出资就近建设中小学、幼儿园吸引业主 - 学校本身没有回报，优质学校提高房地产销售回报	- 教育部门主导，吸引社会资本 - 公立学校“四独立一分离”改为民办学校 - 政府支持师资 - 产权边界薄弱不清晰	- 优质民办学校托管薄弱学校 - 输出优质校长师资和经验 - 不涉及资产购买，主要是改造办学模式	- 当前主流类型 - 企业建设学校 - 政府支持师资 - 收费保障运转 - 行政部门监管 - 结合多种模式

资料来源：中国职业技术教育网，华泰证券研究所

目前国内主流是企业建设学校、政府支持师资，收费保障运转，依法进行监管的“多元混合型”办学模式。在这种模式中，政府属于指导者和监管者，企业作为投资方和管理方，教师作为受雇佣者，学生则被作为被培养的“教育产品”为社会和企业提供劳动力。民办学校拥有稳定的现金流收益，办学质量高的学校往往拥有较强的收费定价能力，保障持续的运营和发展。

图表22：主流民办职业教育模式各方关系图



资料来源：中国职业教育资源信息网，华泰证券研究所

上市公司积极参股控股民办院校显现积极影响。目前一批 A 股上市公司积极参股或者控股高等院校中的民办独立学院或者职业学校，例如科大讯飞全资控股安徽工程大学机电学院、博通股份持股西安交通大学城市学院、武汉凡谷独资设立武汉凡谷电子职业技术学校等，为企业办学树立了良好的示范作用。运营良好的民办院校不仅为企业输送符合需求的人才，还能提供稳定可靠的现金流和投资收益，例如陕西金叶控股西工大明德学院，2016 年营业收入 1.53 亿元，净利润达到 3522.4 万元。企业在民办职业院校治理中可以发挥积极作用。例如，企业在职业院校理（董）事会、校（院）长、专业指导委员会中占据超过 50% 席位，企业家、创业家担任校长（院长）等制度保障了知识共享、课程更新、订单培养、顶岗实习、生产实训、交流任职、员工培训、协同创新等一系列校企合作机制顺利实施。

图表 23： A 股上市公司参股控股职业学校及独立学院案例统计

代码	公司名称	职业学校层次	具体情况
000812	陕西金叶	本科	公司控股 西安工业大学明德学院 （股本金 25400 万元，公司占比 57%），从 2014 年，明德学院所有专业在陕西省招生批次由三本调整为二本，目前在校生 9000 余人。教育产业是公司的第二大支柱产业，2016 年明德学院营业收入为 1.53 亿元，净利润 3522.40 万元
600455	博通股份	本科	公司持股 70%的 西安交通大学城市学院 ，以本科学历教育为主，有少量的专升本，目前在校学生近万人
002230	科大讯飞	本科	公司 100%持股 安徽信息工程学院 （原安徽工程大学机电学院）
600661	新南洋	本科+专科	目前旗下拥有并运营 嘉兴南洋职业技术学院 ，未来将重点发展工业制造与医学护理两个领域的职业教育培训
600730	中国高科	本科+专科	自 2015 年宣布将教育领域作为集团未来发展战略方向以来，中国高科集团全力投身教育领域。2015 年 10 月，中国高科宣布承办 遵义医学院医学与科技学院 。2016 年 3 月，中国高科又完成了对 山东省潍坊工商职业学院 的签约收购
002093	国脉科技	大专	国脉科技拥有两所专业教育学院和一家甲级资质规划设计院，其全资控股的 海峡职业学院 （全日制大专）为网络运维行业输送技能型人才
000735	罗牛山	大专	公司拥有海口景山学校（私立高中，持股比例 96.64%）和 海南职业技术学院 （持股比例 66.70%）
600120	浙江东方	高职高专	2010 年 5 月，浙江东日控股股东为浙江东方集团全额投资 浙江东方职业技术学院 。此外，东方集团持有浙江东日科技教育发展有限公司 10.59%股权，浙江东日持有另外 89.41%的股权。浙江东日科技教育发展有限公司主要从事教育产业投资、计算机网络开发、技术转让等经营
600653	申华控股	高职+中职	申华控股较早布局汽车职业教育领域，其全资控股的 辽宁丰田金杯技师学院 ，是全国首批中等职业教育改革发展示范学校，是集中、高级职业教育、技能培训、职业鉴定于一体的职业院校，提供中高级职业技术技能学历教育
002194	武汉凡谷	中专	公司以自有资金 2000 万元独家出资设立 武汉凡谷电子职业技术学校

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

职业教育集团化势力崛起，政策加码扶持集团发展。教育部发布《教育部关于深入推进职业教育集团化办学的意见》，宣布扩大职业教育集团覆盖面，到 2020 年初步建成 300 个具有示范引领作用的骨干职业教育集团，鼓励国内外职业院校、行业、企业、科研院所和其他社会组织等各方面力量加入职业教育集团。继校企合作之后，教育部再次推出新政为职业教育发展增添助力。

所谓职业教育集团化办学是以职业教育集团为组织基础的办学行为，职业教育集团是指由多个具有独立法人资格的组织机构组成，以契约、资产等形式为联结纽带，以集团章程为共同行为规范，以合作开展人才培养的合作办学组织。自 1992 年全国首家职业教育集团北京蒙妮坦美发美容职业教育集团成立以来，职教集团的数量和规模持续增加，近十年来更是增速明显提高。

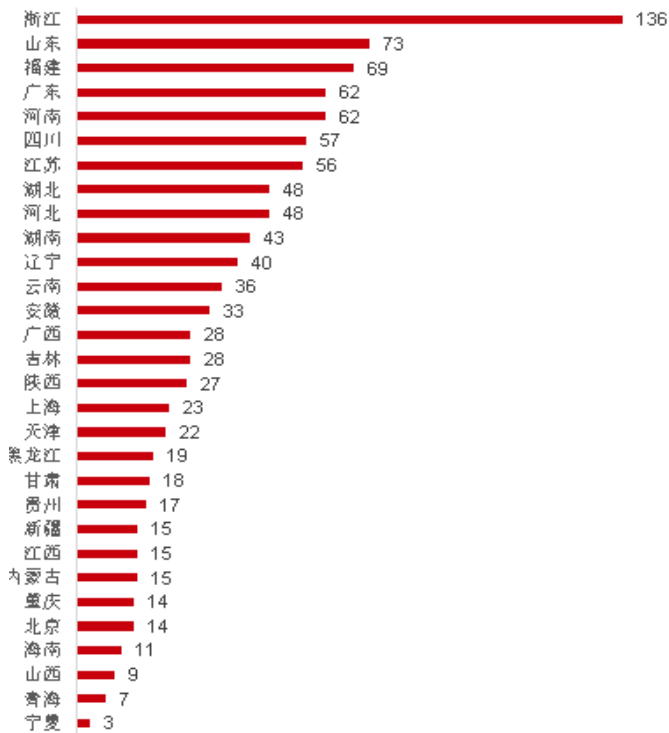
图表24： 职教集团治理结构示意图



资料来源：中国职业技术教育网，华泰证券研究所

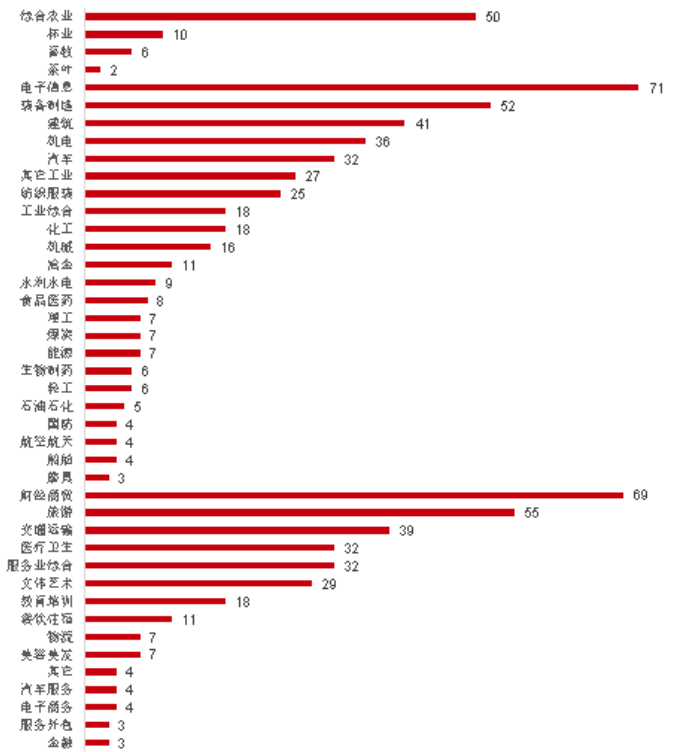
根据教育部统计，截至 2015 年全国 1048 个集团共有成员单位 46400 家，平均每个集团有 44 家单位。其中参与职业院校 8330 多所（本科院校 180 多所），参与集团企业 23500 多家，政府部门 1630 个，行业组织 1680 多个，其他组织机构 1450 多个，已经基本覆盖了全国所有省区和主要行业。目前业内比较知名的大型职教集团包括北京商贸职教集团、黑龙江省现代农业职教集团、山西建筑职教集团、德州生物科技职教集团等。

图表25： 职业教育集团已覆盖除西藏以外所有省级单位



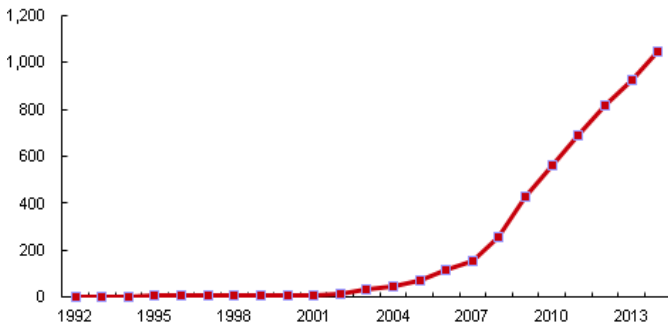
资料来源：《中国职业教育集团化办学发展报告（2015）》，华泰证券研究所

图表26： 职业教育集团覆盖所有行业门类



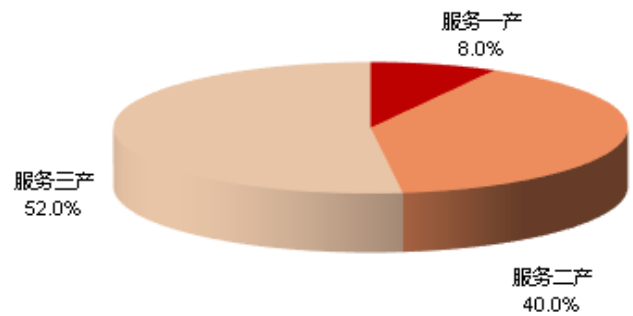
资料来源：《中国职业教育集团化办学发展报告（2015）》，华泰证券研究所

图表27： 我国职业教育集团数量增长



资料来源：《中国职业教育集团化办学发展报告（2015）》，华泰证券研究所

图表28： 行业型职教集团三大产业分布



资料来源：《中国职业教育集团化办学发展报告（2015）》，华泰证券研究所

图表29： 国内职业教育集团分类标准

分类标准	具体分类
按照主导单位划分	政府主导、行业主导、企业主导、院校主导、中介主导型
按照集团法人性质划分	有事业单位法人（如佳木斯职业教育集团）、企业法人（如青岛西海岸职教集团、江苏长江职教集团）、民办非企业法人（如江西现代职业教育集团、内蒙古商贸职业教育集团等）以及非法人资格的职教集团
按集团覆盖区域划分	面向全国服务的行业职教集团（如中国现代畜牧业职教集团、中铝职业教育集团），面向地区服务的区域性职教集团

资料来源：中国职业技术教育网，华泰证券研究所

我们预计未来 2-3 年国内有望出现大型职业教育集团。目前，职业教育集团化办学从检验探索走向制度重构，通过将多个优势互补的主体连接起来，开展集约化、规模化职业教育办学。因此，做大做强是实现集团内部资源共享、管理协调、利益分享、成本分担的前提。通过共建专业教学团队、共同开发教材、共建课程体系和校内外实训体系，能够有效实现这一目标。典型如“嘉兴市欣禾职业教育集团模式”，由示范职高牵头、联合 11 所中高职院校、8 个行业协会、90 多家骨干企业成立的区域性职教集团。我们认为，随着职教集团规模做大带来边际效益递增，未来 2-3 年区域性职教集团将在政府和产业资本合力推动下走上区域和行业层面的整合之路。

图表30： 京津沪冀宁交通职业教育办学联盟 2017 年 4 月成立



资料来源：长城网，华泰证券研究所

图表31： 全国商贸职业教育集团 2017 年 1 月成立



资料来源：全国商贸职业教育集团官网，华泰证券研究所

职教行业发展仍然面临一些障碍。尽管社会经济的发展需求和中央政府的顶层设计改善了职业教育发展的外部环境，建立现代职业教育体系的共识已经凝聚，但在现实层面上推动职教行业变革仍然面临重重障碍。其中校企合作机制不完善、职业教育社会认可度低、职教经费和人才短缺是最主要的问题。

校企合作“一头热”问题凸显，企业端合作意愿不足。《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010—2020）》提出职业教育将工学结合、校企合作作为核心。目前我国存在政府主导校企合作、以企业为主校企合作、以学校为主校企合作、实习实训基地、订单培养等五种模式。然而现实中校企合作往往存在着“校热企冷”企业方意愿不足、合作缺乏深度流于形式的问题。中国职业技术教育学会调查数据显示，大约 67% 的被调查企业中每年新招聘员工不到 20% 来自职业学校，大约 60% 的被调查企业所委托职业院校培训的员工数量占全员的比例低于 5%；而 90% 的被调查院校都采用校企合作的办学方式。

图表32： 校企合作五种模式简介

企业主导模式	学校主导模式	政府主导模式	实习实训基地模式	订单培养模式
- 学校向企业提供技术转让 - 企业将技术实现应用 - 企业是研究主体又是生产主体	大学自办企业直接参与生产，通过校办工厂实现产学研结合	- 政府统筹企业和学校资源 - 为校企合作提供财政投入、制度保障、政策支持 and 税收优惠	- 一般由大型公司与大学组成 - 形成研究、培养、实践、就业为一体的人才培养基地 - 主体在企业，双方共同管理	- 职业院校与企业签订协议 - 学校教学与企业员工培训同步进行 - 学生毕业后直接进入企业就业

资料来源：《中国高校科技》期刊，华泰证券研究所

图表33： 校企合作的五种形式对比

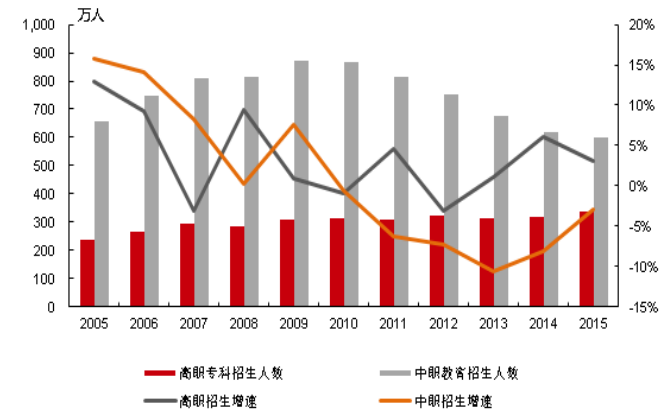
校企合作形式	商品媒介	学校的作用	企业的作用	优缺点
企业主导模式	技术（科研）	被动供给	主动需求	对企业研发应用水平要求高
学校主导模式	技术（科研）	主动供给	被动需求	对学校经营管理能力要求高
实习、实训基地模式	劳动力（人才）	主动供给	被动需求	一般要求合作对象为大型企业
订单培养模式	劳动力（人才）	被动供给	主动需求	培养针对性强，节约人力资源成本
政府主导模式	政府补贴、优惠等	被动需求	被动需求	政府对实际运营管理影响有限

资料来源：《中国高校科技》期刊，华泰证券研究所

校方和企业在校企合作中收益不对等是主要根源。校企合作在实践层面存在问题包括：1）学校将企业当成实习基地，而在校生往往经验不足、为企业创造效益有限，中小企业注重短期效益不愿投入资源办教育，大企业数量稀缺难以满足高校需求；2）学校倾向于寻找行业领军、技术研究实力雄厚、能够长期合作的企业，门槛过高限制了校企合作范围的扩展；3）校企合作缺乏有效便捷的服务平台做依托，企业在校企合作中的付出难以得到补偿。

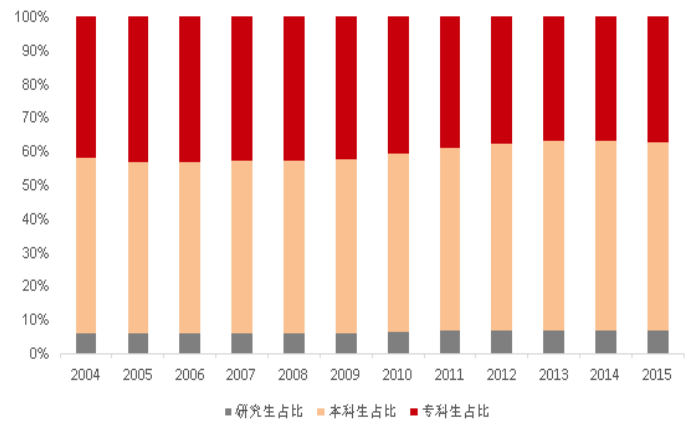
职业学校社会认可度低、学历晋升渠道狭窄，对优质生源缺乏吸引力。现行招生体制下，职业学校往往被“中考”、“高考”落榜生视为备胎选择，在社会上被认为“低人一等”。这种观念的流行再加上适龄学生人数减少、普通院校的扩招竞争，导致职业学校生源规模缩小、质量下降。事实上，升学考试淘汰的学生很多可能并不适应应试教育体制，并不意味着他们在职业教育这条轨道上没有前途，教育更应该“因材施教”，实现个人价值最大化。

图表34：近年来高职和中职招生规模缩小、增速持续下降



资料来源：Wind，华泰证券研究所

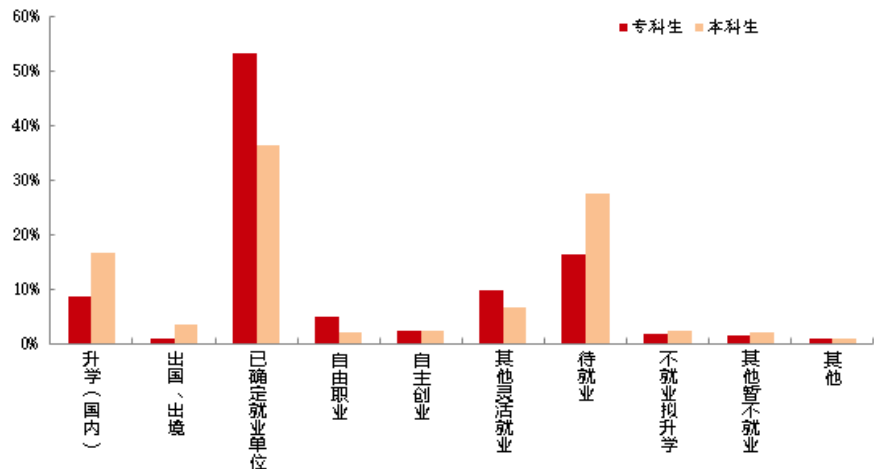
图表35：近年来高等教育在校生中专科学生占比下降



资料来源：Wind，华泰证券研究所

另一方面，职业院校学生谋求学历晋升的途径狭窄，高等学历资源对职业教育供给不足也是职业学校吸引力下降的重要原因。目前“专升本”作为高职院校学生追求更高学历的主要途径，满足了一小部分升学需求，但这并非高职教育发展的最佳选择。首先，高职学生“专升本”意味着从职业教育转向普通本科教育，导致高素质学生从职业教育中流失。此外，一些高职院校为了让学生顺利报读本科，不得不削弱职业技术课程，让学生做“升学”准备，高职人才培养趋向单一化、应试化，违背了职业教育的初衷。

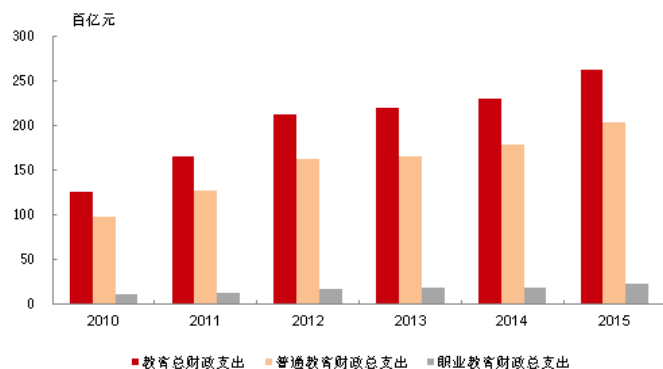
图表36：2015年职业学校专科生升学率（专升本）低于普通院校本科生（读研读博）



资料来源：中文互联网数据资讯中心，华泰证券研究所

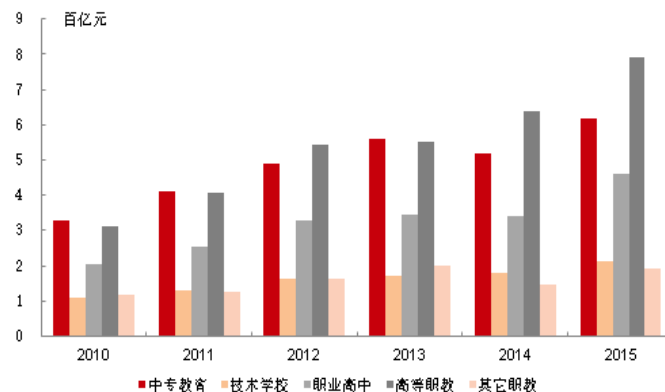
财政经费不足和专业教育人才短缺对职业教育发展构成了严重制约。从权重来看，近年来职业教育占教育类公共财政总支出比重稳定在 8% 左右，远低于普通教育 75%-80% 的比重。从细分方向来看，高等职教支出增速最快，占比超过中专职教成为最大支出方向，反映了政府将高等职教作为主要发展方向，但是总体而言职业教育仍然处于经费短缺。

图表37： 全国财政教育总支出中职业教育比例不足 10%



资料来源：Wind，华泰证券研究所

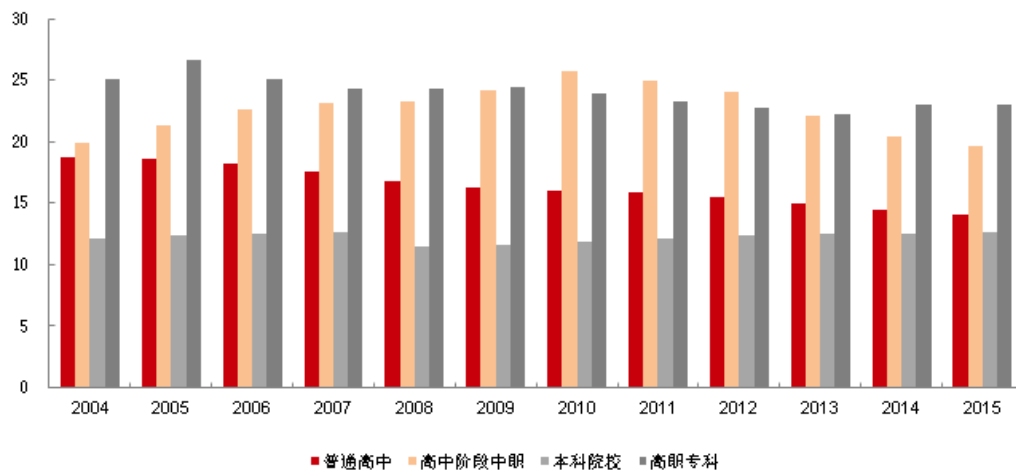
图表38： 各类职业教育公共财政支出



资料来源：Wind，华泰证券研究所

专业职教人才短缺也是困扰职教学校的难题。统计数据显示，按照在校生人数/专任教师人数计算师生比（即每名教师承担教授学生人数，指标数值越高，教师数量越短缺），普通高中师生比低于高中阶段中职学校，普通本科师生比明显低于高职专科学校。截至 2015 年底，普通高中每名教师仅需负责 14.02 名学生，而中职学校需要负责 19.03 名学生；普通本科院校每名教师负责 12.63 名本科生，仅为高职专科学校（23.07）的一半左右。由于职业学校管理水平低下、职工待遇差，以及国内师范院校对职业教育人才培养的重视和投入不足，导致职业学校教师岗位吸引不到优秀人才。因此，扩充职业学校教师队伍和提高待遇将对职教体系完善意义重大。

图表39： 各类学校每个专任教师平均负担学生人数（单位：人）

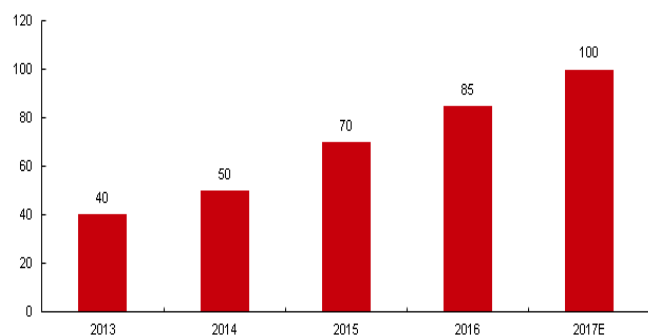


资料来源：Wind，华泰证券研究所

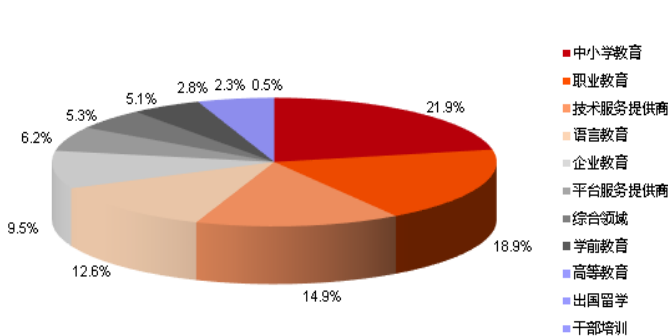
技能培训：在线教育兴起，商业模式多样

互联网产业的蓬勃兴起和智能软硬件快速普及，不仅改变了人们的生活方式，也深刻影响了现代人学习模式。在线教育的出现满足了繁忙的都市居民碎片化学习的要求，打破了时间和空间阻隔，让优质内容得以在全世界范围内被共同学习。提升职业技能是现代职场人士和学生们的刚性需求，职业技能教育培训则率先受益于在线教育的发展，目前市场上在线职教产品纷繁多样，资本竞逐呈现白热化趋势。

在线职教市场规模快速提升，受欢迎度仅次于中小学教育，未来发展潜力最大。根据互联网教育研究院统计，2013 年在线职业教育的市场规模(B2C 市场)为 40 亿元人民币左右，年均复合增速达到 15%-20%，预计 2017 年市场规模将突破 100 亿元人民币。从使用频率和搜索热度来看，在线职业教育仅次于中小学教育，占比 18.9%位居第二，远超其他细分领域。在线教育的缺点是缺乏实质性的监督约束机制，但由于职业培训的对象属于主动学习人群，最适合打破时空局限、自由度高的互联网教学模式，因此我们认为在线职业教育是最具发展潜力的在线教育细分领域。

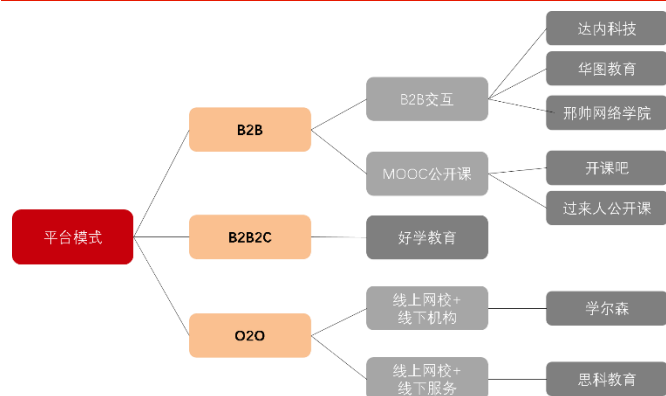
图表40： 2017 年在线职教市场空间 (B2C) 预计突破 100 亿元


资料来源：互联网教育研究院，华泰证券研究所

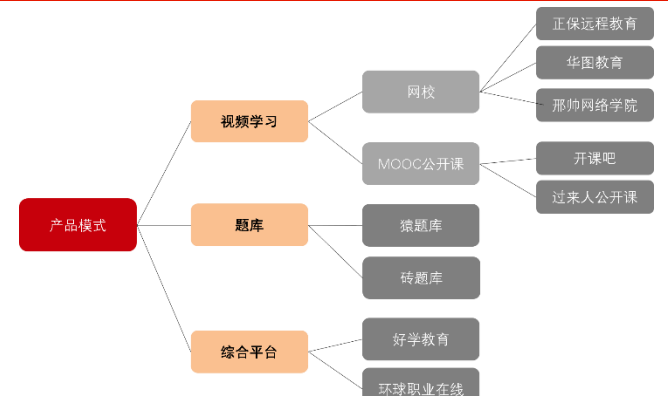
图表41： 2015 年在线教育中职业教育占比仅次于中小学教育


资料来源：互联网教育研究院，华泰证券研究所

在线职业教育产品模式丰富多样，市场大而分散。目前在线职教市场产品丰富，按照商业模式可以分为依靠流量资源和用户支持的平台模式，以及在细分领域建立行业壁垒的重度垂直模式。总体而言，在线职教市场处于大而分散，参与者小而众多的竞争格局。无论是平台模式，还是垂直领域，想要取得绝对优势地位，都需要雄厚的资本实力、优质的师资和教学内容、稳定的用户群体忠诚度。从用户角度分析，在线职教市场用户相对成熟，支付意愿和能力比较强，自主决策性比较高，因此未来在线职教类公司盈利空间更加广阔。

图表42： 在线职业教育平台模式


资料来源：互联网教育研究院，华泰证券研究所

图表43： 在线职业教育产品类型


资料来源：华泰证券研究所

资本竞逐加速在线职教市场分化，优胜劣汰提升行业集中度。近一年来尽管资本市场开始降温，职业教育作为最有前景的创业领域，盈利模式清晰、盈利能力强，因此仍然受到资本热捧。根据中国新闻网统计，2016 年中国教育行业共有 303 起投融资案例，投融资总额约 155 亿人民币，其中职业教育 67 起占比 22.1%，在细分领域排名第一。在资本力量助推下，目前国内已经涌现了华图教育、邢帅教育、沪江网等一批新兴互联网教育巨头，在线职教将优胜劣汰加速分化。

图表44： 重度垂直细分领域在线职教企业

类别	公司	主要产品和业务	产品情况
公务员考试培训	华图教育	华图教育网	报考指导，面授课程报名等
		华图网校	直播课程、录播课程、1对1公考培训等线上产品
		华图图书	相关教辅图书销售
		华图文库	公考文档资源分享
		华图问知	公考问答板块
		砖题库	公考题库系统，可在线刷题
		其他资格培训	华图教师网、建筑网校等其他培训板块
	中公教育	面授课程	31省，300多城市都设有面授课分校
		中公网校	直播课程、OAO课程、1对1课程、1对6课程等
		中公图书	相关教辅图书销售
		资料库	备考文档资源共享
		考试题库	笔试和面试题库
		其他资格培训	会计、医学等其他培训板块
财会考试培训	中华会计网校	中华会计网校网课	多种课程可选，包括课程直播、录播、交互课件、模拟练习、考前预测、班主任指导、专家答疑等服务
		梦想成真系列图书	包括电子书和纸质书
		正保在线题库	包括PC端和移动端，包括模拟考试、组卷在线刷题等
	东奥会计在线	东奥会计在线	财会培训远程教育平台，多种课程可选，包括录播课程、模拟练习、考前预测、班主任指导、专家答疑等服务等
		东奥会计继续教育	面向会计人员远程教育平台
		轻松过关系列图书	东奥策划编写并发行的会计类考试辅导用书
教师资格考试培训	华图教师	在线录播课程	包括教师招聘和教师资格的录播课程、笔试面试及专题知识点微课
		小蜜蜂直播课题	教师招聘和教师资格的直播课程
		在线模考	模拟考试、客观题自动批改、主观题分数自评
		线下培训	面授培训覆盖30多个省份、全国共有400多个学习中心
		图书出版	华图出版的教师资格、教师招聘、特岗教师、面试及普通话考试培训
		教师网移动客户端	内容包括备考咨询、免费公开课、名师精品课程
	中公教师	网校课程	以录播课程为主、直播课为辅、包括教师招聘和教师资格
		OAO课程	在部分省市推出OAO线上线下结合教学班、理论线上学习和线下集训相结合
		线下培训	面授培训覆盖31省，全国共470家直营分校和学习中心
		在线模考	教师招聘和教师资格的试题，包括每日一练、考试真题、考试模拟题
		图书出版	中公出版的教师资格、教师招聘、特岗教师、面试及普通话考试培训
	山香教育	在线课程	录播课程为主的在线课程
		线下培训	2014年起分校加盟，在全国15个省份70多个城市设分校
		图书出版	山香出版的教师资格、教师招聘、特岗教师
		在线模考	包括教师资格和教师招聘的在线模考
	万国教育	线上教学	内容包括录播课程、个性化辅导、模拟试题等
		OAO教学	部分课程先网课后面授
		线下培训	全国34所直属学校、面授课程包括大班小班集训营等多种课程
		图书出版	万国司法考试图书包括司法考试类、考试法条类、真题类和习题类
		万国司考APP	移动端智能学习APP，法条、真题学习、随手刷题
	三校名师	线上教学	内容包括录播课程、个性化辅导、模拟试题等
		OAO教学	部分课程先网课后面授
		线下培训	面授课程风度多样、覆盖全国31个省份200多所分校
		图书出版	三校名师讲义，考试解读类图书
建筑工程类考试培训	筑龙教育	在线学习	除录播课程外，内容包括工程案例、智能题库、小班直播、私人助教等
		线下培训	一建二建等主要培训设有各省市面授课程
		筑龙慧企业培训	建筑企业内训课程、支持在线学习、离线下载、移动端、PC端学习、学习进程可监督、考核、统计
		微课堂	可按照专业选购技能微课
	学尔森教育	筑龙题库APP	建筑类注册考试题库和岗位技能题库
		在线学习	考证类课程包括录播课程、模拟考试、以及培训后就业推荐
		线下培训	线下面授课程、封闭集训、模拟考试以及培训后就业推荐
		企业培训	根据企业需求定制培训课程

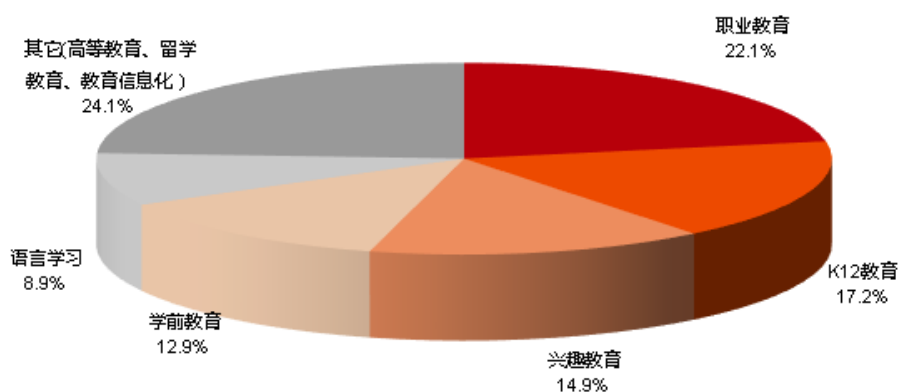
资料来源：各公司官网，华泰证券研究所

图表45： 近三年在线职业教育企业融资典型案例

时间	企业名称	商业模式	融资轮次	投资机构	融资金额
2016-12	壹医考	B2C	A 轮	慕华投资领投，复朴基金跟投	数千万人民币
2016-10	猪兼强	B2C	A+轮	广发信德与文投创工场等多家风投机构	1.2 亿元
2016-09	美术宝	C2C	B+轮	若沐资本领投，创致资本跟投	5200 万元
2016-07	轻课	B2C	Pre-A 轮	喜马拉雅文化基金、慧科教育集团、洪泰基金	1100 万元
2016-07	华图教育	B2C	新三板上市	—	约 7 亿元
2016-05	邢帅教育	B2B	B 轮	国泰君安、中国移动、中民投、华盖资本共同投资	3 亿元
2016-01	唯医网	B2C	A 轮	挚信资本领投	1000 万美元
2015-12	嘿设汇	C2C	Pre-A 轮	武汉光谷联合集团领投，银城资产跟投	千万元级别
2015-12	中人教育	B2B2C	天使轮	同济教育	1000 万元
2015-11	麦子学院	B2C	B 轮	曲速资本，上海融川。五岳资本等机构跟投	1 亿元
2015-10	沪江教育	B2C	D 轮	皖新传媒、软银中国	10 亿元
2015-08	职业梦	B2C	A+轮	华尔街见闻领投	千万美元
2015-07	顶你学堂 (过来人)	B2B2C MOOC 平台	B 轮	中国高科，上海观臻股权投资基金合伙企业	不超过 4500 万元
2015-06	艺友网	C2C	种子天使	—	500 万元
2015-06	星空琴行	C2C	C 轮	嘉御基金领投，顺为资本和蓝驰创投跟投	2000 万美元
2015-04	选课网	B2C	A 轮	北极光创投	百万美元
2015-04	典阅科技	C2C	天使轮	天使客股权众筹平台	323 万元
2015-02	驾考团	B2C	A 轮	—	千万元级别
2014-10	自化创意	B2C	天使轮	—	200 万美元
2014-08	东方华尔	B2C	A 轮	上海报业 825 基金	数千万元
2014-07	万学教育	B2C	C 轮	DCM 中国、百度投资、浩然资本	数千万美元

资料来源：36 氪、创业邦等，华泰证券研究所

图表46： 2016 年职业教育融资案例数量位列细分领域第一



资料来源：中国新闻网，华泰证券研究所

美国 MOOC 平台发展启示

MOOC (massive open online courses) 是指大型开放式网络课程，其特点是工具资源多样化、课程易于获得、课程受众面广、课程参与自主性高。这些特点契合了学历职业教育和技能学习的需求。2012 年美国的顶尖大学陆续设立网络学习平台，在网上提供免费课程，Coursera、Udacity、edX 三大课程提供商的兴起，给更多学生提供了系统学习的可能。

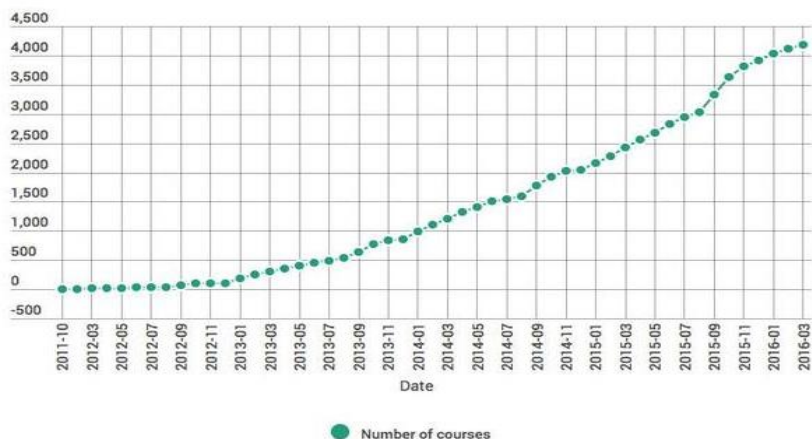
图表47： 美国三大 MOOC 平台对比

		Coursera	Udacity	edX
基本情况	注册时间	2012 年 4 月	2011 年 12 月	2012 年 5 月
	发起者	斯坦福大学计算机科学教授 Andrew Ng & Daphne Koller	斯坦福大学计算机科学专业研究教授麻省理工大学计算机科学教授 Sebastian Thrun	Anant Agarwal
	学生规模	2500 万	500 万以上	1000 万以上
	合作高校	149 所高校	2 所大学, 33 所企业	98 所高校
	课程数量	2000+	170+	1300+
	学费收取	付费可得到认证	付费可得到认证	付费可得到认证
	融资情况	2015 年 10 月 C 轮融资 6110 万美元, 累计融资总额 1.46 亿美元	2015 年 11 月完成 1.05 亿美元的 D 轮融资, 累计融资额 1.61 亿美元	哈佛大学和麻省理工学院共同创立的非营利网络教育项目, 由校方少量经费支持
运行模式	合作模式	与高校合作开发课程	与教师和部分高校合作	与高校合作, 有偿协助开发课程
	学习模式	免费学习, 固定 4-6 周课程, 完善的互动与考试	免费选课, 注重核心大学课程绩点或者学位, 学习者自己把握进度	免费学习, 固定 4-6 周课程, 完善的互动与考试
	教学模式	通过视频课程、教学参考资料、教学软件有自己的视频内容和学习管理系统, 内置和教学互助等协助完成网上教学, 学生在编程接口、论坛和社交元素线答疑, 互相批阅促进相互学习	以课程内容为纲, 辅以课程相关视频、课件, 类似课程百科, 课程提供讨论区, 课程 wiki, 学程等辅助学生学习	
	课程评估	基于软件的测验, 作业和习题集, 另外安排 5 名学生给 1 名学生作业打分	基于软件的测试, 习题集, 跟编程相关的基于软件的测试和作业, 以及在线论坛、作业。另外每个单元的每个知识块都有自基于 wiki 的协作式学习, 在线实验室和其它交互式学习	
	学生诚信	点击同意遵守网站提示的荣誉准则	学生需支付 89 美元参加在各大 Pearson 考试中心期末测试, 有监考	有一些期末考试有监考, 学生需支付不同的费用参加在各大 Pearson 考试中心期末测试
	线下评估	通过 Meetup 组织线下见面会	在线论坛和学习小组, 学生会组织线下见相对较少	
利弊分析	优点	课程涵盖许多领域, 比较前沿, 质量高 所有课程皆有视频简介 教学方法比较先进 许多课程有多国语言字幕 提供签名认证	可以在任何时候开始课程 所以课程提供视频课程概述 课程不遵循传统的教科书的格式 高度互动教程 提供微专业 按照自己的节奏上课	课程涵盖许多领域 课程更贴近真实的大学课程 一些课程有视频简介 一些课程有多国语言字幕 提供签名认证 非营利性 MOOC
	缺点	学员互评作业有缺陷 并不是所有人都时间可以在期限内完成课程内容没有太大的书面数据 进度 收费与免费区别不大, 缺乏付费认证动力	课程偏科技领域 目前只以英文授课	许多课程目前没有开课(但可以自修没认证) 一些需要先修知识的课程会提供自我评估的机会, 但是要在开课后才能评估 并不是所有人都时间可以在期限内完成进度

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表48： MOOC 开放式课程数量快速增长

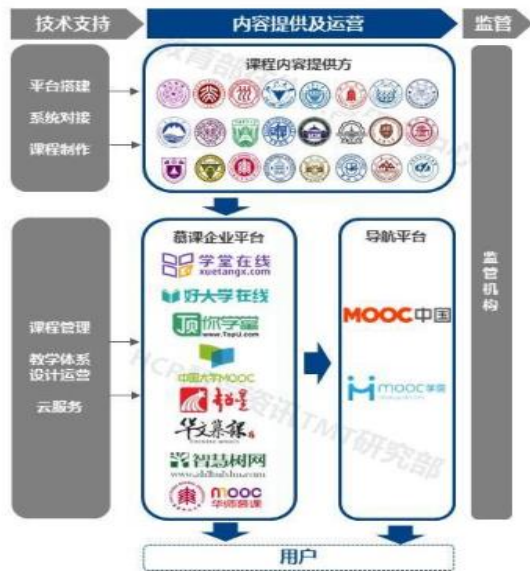
Growth of MOOCs



资料来源：Class Central，华泰证券研究所

美国 MOOC 模式的兴起在中国互联网行业激起千层浪, 众多 MOOC 模式在线教育平台纷纷涌现。国内学堂在线、中国大学 MOOC 等核心慕课平台相继上线后, 中国慕课用户规模开始飞速增长。2014 年国内慕课用户仅 150 万人, 至 2016 年 10 月规模已突破 1000 万人。目前国内涌现出一批优秀的慕课平台, 包括学堂在线、好大学在线、中国大学 MOOC, 顶你学堂、网易公开课、华文慕课等。

图表49： 国内慕课产业链结构图



资料来源：《2016 中国慕课行业白皮书》，华泰证券研究所

图表50： 国内慕课行业细分领域分布

慕课行业细分领域分布			
细分领域	主要课程内容	国外典型慕课平台	国内典型慕课平台
高等教育慕课	主要为高等院校课程，涵盖本科及研究生课程	Coursera, edX, U	学堂在线, 中国大学MOOC, 好大学在线
初等教育慕课	主要为中学课程，涵盖数学、理科学科、文科学科等	ShowMe	MOOC 华师慕课
职业教育慕课	以职业技能类培训为主的教育类课程，如IT等	U	中国职教MOOC
兴趣教育慕课	自我成长、手工艺、设计、DIY、音乐、表演、摄影等兴趣教育类课程	kadenze	

资料来源：《2016 中国慕课行业白皮书》，华泰证券研究所

MOOC 模式的普及是发展在线职业教育是宝贵机遇。根据互联网用户调查, 职业技能类课程是最受国内 MOOC 用户欢迎的课程, 尤其是职场人士学习主动性高、学习时间碎片化, 付费意愿和能力比较强, 因此我们认为职教类 MOOC 平台市场空间广阔, 未来可扩展性和盈利形式比较丰富。

图表51： 网络调查显示职业技术类课程在中国 MOOC 用户中受欢迎度第一



资料来源：《2016 中国慕课行业白皮书》，华泰证券研究所

技术革命优化教育体验

互联网技术正在颠覆传统职业教育，新型商业模式正在全球范围内茁壮成长。互联网技术的普及应用，正在深刻影响教育者和受教育者之间的关系，以 MOOC 为代表的知识共享模式惠及更多普通民众，打破优质教育资源的垄断。传统的固定场所人才培养模式正被在线教育撬动，受教育者将拥有更大自由度和独立性，因材施教的理念将借助互联网技术实现。B2B、B2C、O2O、C2C 社区、平台式服务等各类商业模式为知识变现提供了各种可能性；公共学习空间、沉浸式 IT 培训、校企深度合作共推课程、在线学位管理平台等职业教育新业态在全球范围内大量涌现。

图表52： 全球职业教育新趋势

新趋势	案例
线上线下结合，公共学习空间成为新热点	职业教育社区 General Assembly、Galvanize 公布了新一轮融资。这两家教育科技公司都提供 O2O 公共学习空间服务。首先他们拥有一个类似于联合办公的线下学习空间，在这个学习空间里开设各类有关设计、产品和互联网技能的培训，课程周期从几周到一年不等。第二，公司都制作了丰富的在线学习资源，并且运营着非常活跃的线上交流社区。
沉浸式 IT 培训，短期集训营开始增多	为了短期掌握高技能并找到工作，近几年美国兴起了一种叫做 BootCamp 的模式，即 IT 技能集训营。这些集训营在 10 周至 6 个月不等，对于学员采用线下封闭式教学，价格从 5000 到 20000 美金不等。培训内容包括网页制作、数据分析、市场营销、产品设计以及产品管理。60% 的学生毕业后成为全职程序员，平均工资增长 38%。
校企合作，深度合作共推课程	多家职业教育公司和大学企业合作共同推出职业培训课程：企业通过和大学合作，提供官方认证的证书或学位，而大学和企业合作以落实学生毕业后的工作。比如，Capella 大学和求职平台 CareerBuilder 推出 90 天的 RightSkill 在线课程。而 Lynn 大学与 General Assembly 合作为本科生提供技术设计学习项目。UNH 和 Galvanize 合作打造 GalvanizeU，推出一年制数据分析硕士项目。
在线学位平台，打造在线学习的一站式管理平台	随着各种在线学习项目的增多，催生了在线学习档案以及证书的一站式管理平台。一些这类“在线学位”平台（如 Degreed 以及 Credly）都获得了投资。这类产品可以管理用户的学习证书、学习档案，为学生申请学校以及用人单位录用考评都提供了便利。

资料来源：云朵课题，华泰证券研究所

VR 技术即将重塑教学体验，VR 职业教育前景广阔。当前火爆的虚拟现实技术（VR）不仅在游戏和影视娱乐领域大显身手，VR 教育也开始出现萌芽。VR 技术能够给予受教育者身临其境的逼真体验感，例如虚拟实验室内学生可以通过操作虚拟实验器材进行实验，就可以避免使用危险化学品的安全问题；或者虚拟训练，如维修汽车，各种器件的安装、维修等过程都可以通过虚拟的设备来进行培训。

图表53： 新东方和乐视共同推出的一种全景的 VR 视频教学



资料来源：亿欧网，华泰证券研究所

图表54： 医学教学中 VR 技术呈现人的身体结构



资料来源：亿欧网，华泰证券研究所

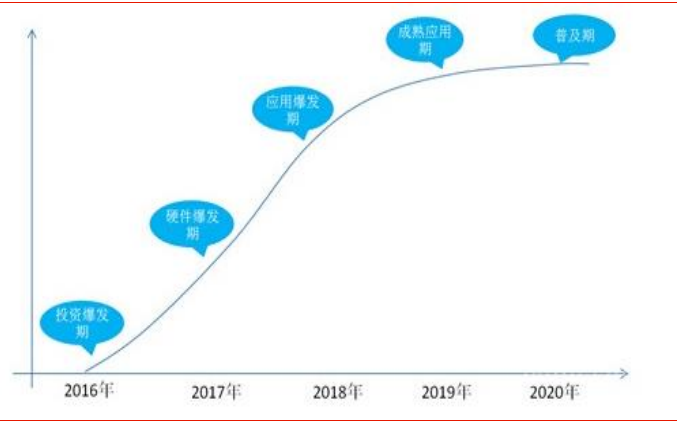
VR 应用场景与职业教育需求高度契合，VR 职教未来 3-5 年大有可为。从 VR 技术应用场景来看，比较适合可视化需求旺盛领域。具体到教育行业，相比于抽象逻辑思维的基础教育，注重实践操作的职业教育更加契合 VR 应用要求。根据互联网教育研究院预测，2017-2020 年 VR 生命周期将进入软硬件快速成长阶段。我们认为 VR 职教将在未来 3-5 年内从理念走向现实应用，VR 技术的发展将会极大推动职业教育学习模式变革和职业技能学习体验的改善。VR 教育类产业链（硬件研发、应用开发、运营服务平台等）投资机会值得关注。

图表55： 适合 VR 学习的教育学科



资料来源：互联网教育研究院，华泰证券研究所

图表56： VR 技术生命周期预测



资料来源：互联网教育研究院，华泰证券研究所

投资逻辑：空间广阔，剑指龙头

需求、政策共振，千亿市场扩张

职业教育“供给侧改革”与“社会需求提升”催化剂共振，市场规模继续做大。我们认为在国家鼓励政策支持和社会资本推动下，财政资金、教师配备和软硬件设施逐步到位，“供给侧改革”将大幅改善职教办学水平；产业升级加速、“工业 4.0”、“中国制造 2025”等战略落地将扩大对高素质技术型劳动力的需求，职业教育地位有望明显提升。根据《现代职业教育体系建设规划（2014-2020 年）》目标要求，到 2020 年全国中等职教在校生数达到 2350 万人，专科层次在校生数 1480 万人，继续教育参与达到 3.5 亿人次。随着职业学校市场化程度提升，盈利能力将不断提高，我们判断 2020 年学历职业教育市场规模将达到 2655 亿元，职业教育市场总规模突破 5000 亿元。

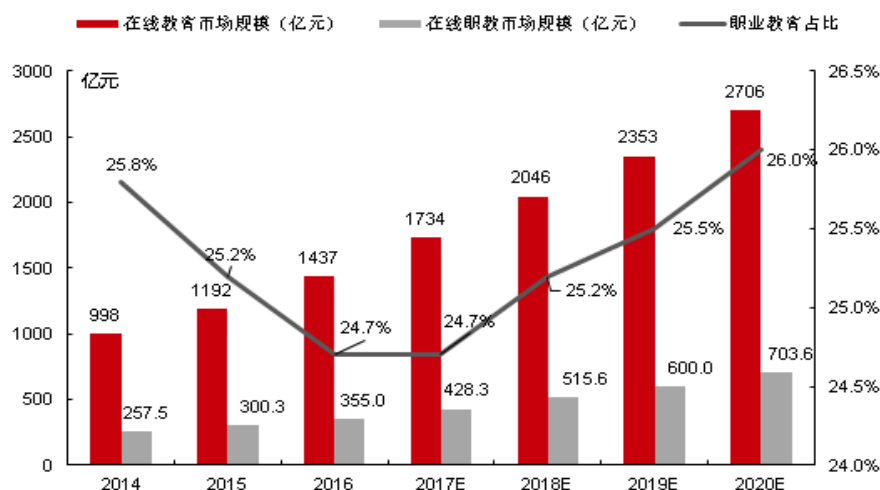
图表57： 职业教育市场规模测算（假设 2020 年实现政策规划目标）

目标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
中等职业教育在校生人数 (万人)	1755 (实际值)	1657 (实际值)	1780 (预测值)	1900 (预测值)	2040 (预测值)	2190 (预测值)	2350 (规划目标)
人均费用 (元/年)	4000	4000	4000	4500	4500	5000	5000
市场规模 (亿元)	702	662.8	712	855	918	1095	1175
专科层次职业教育在校生人数 (万人)	1006 (实际值)	1049 (实际值)	1160 (预测值)	1280 (预测值)	1420 (预测值)	1450 (预测值)	1480 (规划目标)
人均费用 (元/年)	8000	8000	8000	9000	9000	10000	10000
市场规模 (亿元)	805	839	928	1152	1278	1450	1480
学历职教市场规模合计(亿元)	1506.8	1502	1640	2007	2196	2545	2655
继续教育参与人次 (万人次)	28500 (实际值)	29000 (实际值)	30100 (预测值)	31300 (预测值)	32500 (预测值)	33700 (预测值)	35000 (规划目标)
人均费用 (元/年)	500	500	500	600	600	700	700
市场规模 (亿元)	1425	1450	1505	1878	1950	2359	2450
职业教育市场规模合计(亿元)	2931.8	2952	3145	3885	4146	4904	5105

资料来源：教育部，《现代职业教育体系建设规划（2014-2020 年）》，华泰证券研究所

在线教育高速增长，职业教育比重持续提升，在线职教市场空间有望翻倍。受益于付费意愿强，互联网技术带来的产品标准化提升，在线职业教育将加速增长。根据智研咨询预测，2016-2020 年市场空间 CAGR 为 17.1%。考虑到经济结构转型带来的职业教育需求提升，预计在线教育中职业教育份额占比加速提升，到 2020 年在线职教市场规模可达 700 亿元左右，相比 2016 年翻倍。与此同时，在线市场将会呈现分化趋势，在资本竞逐、模式差异、口碑传播作用下，市场集中度持续提高，强者恒强，在线职教巨头企业有望涌现。

图表58： 2020 年在线职业教育市场规模预计比 2016 年翻倍



资料来源：智研咨询，华泰证券研究所

把握行业龙头，分享成长红利

大型职业教育集团起航

资产证券化起航，职教集团崛起，民办教育迎来布局良机。《民促法》修法通过标志着教育资产证券化正式起跑，职业教育市场空间广阔而融资需求迫切，在破除法律资质障碍后，社会资本将优先涌入职业教育领域布局优质标的。此外，职教集团成为主流职教办学模式大势所趋，现代职业教育体系建设量化目标要求，2020 年职业院校中职业教育集团参与率提升至 90%。我们判断职教集团通过内生增长扩大规模，通过整合跨地域、跨行业的院校和企业资源，降低内部协作成本、改善边际收益效果明显，因此未来 3 年有望涌现职教集团行业巨头。

建议关注进军职教产业**战略明确**、具有资产布局**先发优势**、实力雄厚积极**整合行业资源**的上市公司，建议关注新南洋（依托上海交大优质资源积极布局教育培训业务）、中国高科（教育集团化龙头，打造线上线下职业教育闭环）等。

图表59： A 股上市公司布局职业学校和独立院校资产情况

股票代码	公司名称	布局起始	持股比例	资产布局情况	教育发展战略
000812	陕西金叶	1999 年	57%	与西北工业大学合办本科二批独立学院明德学院，学费标准 1.4-1.8 万元/年，目前在校生 9000 余人。2016 年实现营收 1.53 亿元，实现利润 3522 万元，占公司营收比重 15.43%，为第二大收入来源。	加快政策的研究与落实进度，充分利用政策红利促进现有教育产业的健康发展。同时加大教育产业的布局，以新业务扩大和提升公司教育产业的体量与质量
000735	罗牛山	2000 年	66.7%	海南职业技术学院创建于 2000 年，是由罗牛山公司、海南省政府及海南电大共同出资兴建的海南省第一所独立设置的高等职业技术学院。目前学校在校人数 11000 多人，学费标准为 4950-8000 元/年。此外公司还持有海口景山学校 96.64% 股份。2016 年公司教育收入 1.24 亿元，占总收入比重 13.89%。	公司积极投身教育事业，罗牛山文化教育产业涵盖了幼儿园、中小学、高等职业技术学院等，为海南省基础教育和职业教育发展作出积极贡献
600661	新南洋	2002 年	63.5%	新南洋旗下的职业教育培训业务，以上海交通大学教育（集团）有限公司（持股 63.5%）所属的嘉兴南洋职业技术学院为主。南洋学院在校人数超过 6000 人，学费标准 7000-10000 元/年。2016 年教育集团实现营业收入近 1.66 亿元，占公司总收入 12%。	公司以教育培训为主营业务，重点发展 K12 教育、职业教育、幼儿教育、国际教育，致力于成为华东地区最具规模、中国最优秀的教育培训服务提供商之一
600455	博通股份	2004 年	70%	西安交通大学和西安博通资讯股份有限公司共同开办全日制本科层次独立学院，2015 年增加专升本招生；目前在校生 9100 名左右，学费 1.5-2.0 万元/年；2016 年城市学院收入 1.28 亿元，净利润 864 万元，占公司营收比重 79%，为第一大收入来源。	通过扩大招生规模、调整学费结构、提升收费标准、合理设置专业结构、增加国际合作项目和职业培训等措施不断提升城市学院竞争力
002093	国脉科技	2004 年	100%	福州海峡职业技术学院成立于 2004 年，是民办全日制大专院校；2008 年学院所有权从国脉发展变更为国脉科技；2015 年升级为福州理工学院，招收本科学生。目前学院在校人数 5000 多人，标准学费 7500-9000 元/年，2016 年营业收入 7339 万元，净利润-652 万元，教育收入占公司总收入比重 6.57%	公司充分发挥理工学院的协同效率，以其作为公司的人才培养基地，打造“校企结合、学研结合”的发展模式，培养能掌握下一代信息技术的应用型人才
002194	武汉凡谷	2008 年	100%	2008 年获准以自有资金 2000 万元人民币全资设立武汉凡谷电子职业技术学校，培养范围包括全日制中等专业教育段三年、职工培训和继续教育，目前在校生人数 2000 左右，学费标准 3000-3500 元/年。2016 年学校收入 140 万元，净利润-83 万元。	投资办学的目的是公司长足发展、战略规划延伸，以实际行动回报社会
600653	中华控股	2010 年	100%	公司以 2.5 亿元受让华晨汽车集团持有辽宁丰田技校 100% 股权。该校是全国首批中等职业教育改革发展示范学校，提供中高级职业技术技能学历教育。目前在校生人数 5000 人。	为社会和公司培养丰富的技术人才
002230	科大讯飞	2012 年	100%	2012 年科大讯飞与安徽工程大学合作举办安徽工程大学机电学院，2016 年更名为安徽信息工程学院，由科大讯飞全资举办，当前在校生近 9000 人，学费标准 8000-9000 元/年。2016 年公司教学业务收入 1.14 亿元，占总收入 3.42%	充分发挥学院独立办学的自主性、面向产业和市场需求的灵活性，瞄准市场需求和自身定位，整合科大讯飞技术和产业资源优势，围绕科大讯飞主要业务及其产业链，形成新的学科专业发展增长点
600730	中国高科	2015 年	100%	2015 年 8 月选择职业教育领域作为未来发展的主营业务方向，将以高等学历职业教育、职业培训以及教育领域的国际合作作为重点布局领域。2015 年 10 月，中国高科宣布承办遵义医学院医学与科技学院。2016 年 3 月，中国高科又完成了对山东省潍坊工商职业学院的签约收购。	中国高科将重点关注高等学历职业教育、职业培训以及教育领域的国际合作，通过并购重组方式介入；加快自身能力建设，与大型企业合作开设特色课程、建设实训基地，走创新发展道路

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

细分市场优质公司崛起

把握职教细分领域行业集中度提升的龙头成长机遇。职业教育细分领域众多，目前市场参与者小而分散，通过市场竞争优胜劣汰、提高集中度的趋势已然显现，上市公司或依托传统主业优势转型相关细分领域职业教育、或积极横向拓展整合优质资产建立垂直细分行业壁垒，我们认为各职教子领域涌现垄断型巨头公司概率较大。建议关注各细分龙头标的，如洪涛股份（积极布局打造建筑职业培训龙头）、世纪鼎利（依托传统优势，打造通信产业和 IT 职教双主业平台）、开元股份（收购进军财会、IT 教育培训华丽转型）、东方时尚（驾考培训龙头全国扩张）等。

图表60： 上市公司转型布局职业教育垂直细分领域

股票代码	公司名称	传统主业	拓展职教细分领域	具体布局
002325	洪涛股份	建筑装饰装修	研究生考试培训 建筑资格考试培训 医学资格考试培训	2015 年 3 月，洪涛股份宣布成功收购国内研究生考试 O2O 培训领导品牌“跨考教育”70%股权。2015 年 9 月，收购国内建筑培训领导品牌“学尔森”85%股权。2015 年 9 月，成功收购医学培训高端品牌“金英杰”20%股权
300297	蓝盾股份	信息安全	信息安全职业培训 职业学校信息化	公司自营的蓝盾学院为广东省的职业教育学院，主要从事信息安全领域的职业培训和认证。积极布局职业教育学校建设信息系统
300050	世纪鼎利	通信网络	IT 职业教育	2015 年公司以 6.25 亿元购买智翔信息 100%股份，将业务领域拓展至 IT 职业教育服务行业，打造通信产业与 IT 职业教育“双主营”业务平台。2016 年引入高水平的专业团队，累计合作设立了 10 家鼎利学院，并设立职业教育研究院
300338	开元股份	仪表仪器	财会、IT 等多个领域	2016 年并购恒企教育 100%股份及中大英才 70%股权，组成的线下实操、线上培训、学历资格认证的完备职业教育平台；2017 年 4 月变更名称，并由恒企教育现金收购多迪教育剩余 42%股权
603377	东方时尚	驾驶培训	驾校龙头全国扩张 并向航空培训扩展	2016 年公司先后通过自建或并购方式成立东方时尚驾驶学校（江西）有限公司（51%股权）、深圳东方时尚公司（10%股权）、内蒙古东方时尚为公司、山东东方时尚，收购湖北荆州驾校。公司与昆明理工大学签署战略合作意向，双方共同投资航空学院，建设实训基地，申办飞行技术等重点专业，以此切入飞行员培训市场
300089	文化长城	艺术陶瓷	教育信息化 IT 培训等	2015 年 10 月，文化长城投资慧科教育 2500 万元。2016 年 2 月，5.76 亿元收购联讯教育 80%股权，转型双主业；16 年 4 月 5 日，5000 万元参股教育基金；16 年 4 月 25 日投资职业类培训机构英盛网 A 轮。16 年 10 月以 3 亿元收购智游臻龙 100%股权。
002678	珠江钢琴	钢琴制造	艺术培训 在线教育	公司通过产业运营及资本运作方式，加速艺术教育产业发展。成立文化教育投资公司，发起设立教育基金，以股权投资的方式对音乐教育产业链相关优质标的进行整合
300329	海伦钢琴	钢琴制造	线上线下结合 艺术培训	2014 年 8 月成立了“海伦艺术教育投资有限公司”，2014 年 12 月成立了“北京海伦信息网络有限公司”，主要承担拓展公司智能钢琴与线上线下艺术教育培训市场。公司通过与各地培训机构签署合作协议开展运营。艺术教育培训课程体系定位为艺术启蒙、音乐教育、美术教育与舞蹈教育
002696	百洋股份	肉制品	数字艺术教育	2017 年公司拟以 9.74 亿元的对价，通过发行股份和现金支付的方式，收购火星时代 100%股权。火星时代是国内专业从事数字艺术教育的企业，拥有 8 大产品线、25 个具体产品，涵盖了用户界面、互联网、影视制作、游戏制作、室内设计等领域
000607	华媒控股	平面媒体	职业教育 国际教育	2016 年 3 月公司以 5.2 亿元现金收购中教未来国际教育科技有限公司 60%股权。中教未来是线上线下相结合为高校提供专业和高效服务的职业教育集团，主营业务包括与高校联合举办职业教育、国际教育等合作办学项目，向国内外院校输出管理、教学、实训、就业等教育服务。公司还独立提供教育培训和在线职业教育
830858	华图教育	教育培训	公务员考试培训等	历经十余年的发展，华图宏阳股份现已成为集面授培训、网络教学、公共管理服务于一体，拥有专兼职教师、研究员及员工数千人的综合性教育培训企业

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

技术发展加速职教信息化、网联化，相关公司坐享成长红利。随着信息技术的快速发展、互联网基础设施和硬件设备的普及完善，政策引导传统职业院校信息化进程加速。相关教育信息化服务商积极切入职教领域，打造新型线上线下相结合的教育模式，分享技术发展带来的行业红利。我们推荐关注一批高成长 A 股和新三板公司，包括新开普（转型校园移动互联网服务商）、景格科技（深耕汽车专业虚拟仿真教学软件及教学服务）等。

图表61： 职业教育信息化上市公司

股票代码	公司名称	职教信息化业务
300248	新开普	2015 年公司定增募集资金 4.05 亿元，其中 1.08 亿元投入高校移动互联服务平台项目，1.6 亿元投入职业教育产业基地建设项目。公司规划专注于校园业务的转型升级，首先将致力于打造国内校园信息化龙头，而后转型成为一个校园的移动互联服务商，为中国大学生提供互联网服务，最终将投入资金和时间来开展大学生的职业教育工作
300282	汇冠股份	2016 年公司作价 8.06 亿元，收购广东恒峰信息技术股份有限公司 100% 股权，加码公司教育服务业务。恒峰信息长期为中小学、职业学校及各级教育管理部门等各类教育机构提供教育信息化解决方案和教育软件服务 2017 年为充分整合北京汇冠、恒峰信息在华南地区的教育行业资源，公司拟出资 1 亿元设立全资子公司广东汇冠教育投资有限公司，并向恒峰信息增资 1 亿元
300002	神州泰岳	2014 年 10 月公司以 14.65 元每股的价格发行 4601 万股，用于收购天元网络和祥升软件的全部股权。天元网络业务与神州泰岳业务接近，而祥升软件是一家职业教育信息化领域的专业运营商。2015 年 3 月公告与云中融信合资设立泰岳科技教育公司，以在线方式或实训基地模式为在校大学生和初入职场人员提供职业能力培训实训服务，以联办、合营等模式为高校教改提供符合社会需求的应用学科内容等围绕大学生就、创业的教育、指导孵化业务
430648	景格科技	公司主营业务为职业教育虚拟仿真教学软件、课程教学包、学习包及专业教学咨询和培训服务。公司提供的产品及服务融合了职业教育技术、职业教育专业技术(汽车、数控、工程机械、轨道交通等专业)及信息化多媒体软件技术。公司是国内最早从事汽车专业虚拟仿真教学软件研发的企业之一，目前在汽车专业虚拟仿真教学软件及教学服务细分领域,公司市场份额居行业前列。
430545	星科智能	公司产品涉及中高职院校、高等院校及行业培训等多个领域的教学产品、虚拟仿真类产品、网络平台类等三大系列几百余种产品。其中多项产品填补国内空白，计算机仿真技术、多种实训产品处于国内领先水平，可为用户提供完善的培训解决方案和信息化管理服务。
430664	联合永道	联合永道自主研发专门针对职业教育的全国首个综合管理及信息查询平台“职教微信云平台”。该平台旨在帮助职业院校构建全新的移动互联智慧化校园管理生态圈，建立起职业院校管理者、师生、家长、用人企业之间互联互通及共享的新机制

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

A 股职教相关标的手册

开元股份 (300338.SZ): 华丽转型职教, 增长动力强劲

长沙开元仪器股份有限公司成立于 1992 年, 2012 年 7 月在深圳创业板上市, 是中国煤质分析仪器行业第一家上市企业。公司是国内最早专业从事煤质检测采、制、化全套设备的研发制造的企业, 也是国内燃料管理智能化建设的开拓者和领航者, 在煤质检测采、制、化设备及燃料管理智能化方面拥有关键技术和自主知识产权, 是我国煤质检测领域产业化水平最高、技术水平最先进、产品品种最齐全的专业煤质分析仪器设备制造厂商。

2016 年公司开始战略布局职业教育领域。公司分别以 12 亿元购买“恒企教育”100%股权和 2.6 亿元收购“中大英才”100%股权。中大英才收购分为两个阶段, 第一阶段收购 70%, 完成业绩承诺后收购剩余 30%股权。上海恒企承诺标的公司在 2016-2018 年扣非净利润分别不低于 8000 万元、10400 万元与 13520 万元; 中大英才业绩承诺为 2016-2018 年扣非净利润分别不低于 1500 万元、2000 万元与 3000 万元。

2017 年 5 月 11 日, 公司实际控制人罗建文通过大宗交易方式定向减持 1125 万股公司股票给恒企教育董事长江勇, 占公司总股本的 3.31%。此外江勇上调 2017-2020 年业绩承诺为 1.5/2.0/2.5 亿元。恒企教育大股东增持开元股份并上调业绩承诺, 反映了对公司在职业教育领域进一步发展壮大的信心。

图表62: 开元股份收购标的业绩承诺情况

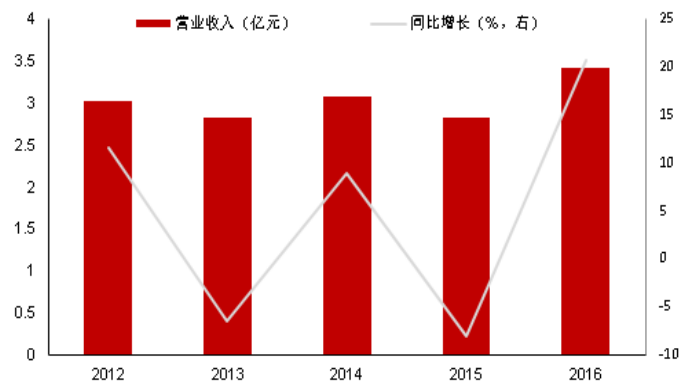
收购标的	公司持股比例	管理层业绩承诺			
		2016	2017	2018	2019
恒企教育 (调整前)	100%	8000 万元	10400 万元	13520 万元	-
恒企教育 (调整后)		8000 万元	15000 万元	20000 万元	25000 万元
中大英才	70%	1500 万元	2000 万元	3000 万元	—

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

上海恒企教育前身为 2002 年设立的柳州恒企财务咨询公司, 在会计、财务领域积淀了深厚的行业经验。2008 年公司重组转型, 并于 2013 年注册成立了上海恒企教育, 提供的会计培训和 IT 培训服务从客户需求出发, 以学员进校门到出校门走上职场为路线, 解决学员在此过程中遇到的各种典型问题, 为想通过参加会计和 IT 培训获得工作机会、转换工作行业、提升专业技能、考取职业资格、开拓职业前景的学员提供相关的培训服务。

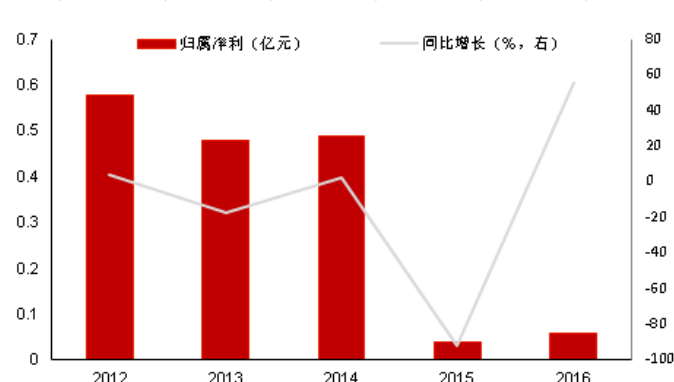
受益于恒企教育和中大英才并表, 2017 年一季度公司职业教育业务实现营业收入 4731 万元, 营收占比达 55.2%, 归母净利润 1302 万元, 已成为公司主要业绩来源。2017 年 4 月公司宣布证券名称从“开元仪器”变更为“开元股份”, 充分体现公司业务转型的坚定决心。此外, 公司拟由恒企教育收购多迪教育剩余 42%股权。多迪网络是恒企教育控股 58%的子公司, 专注 IT 培训业务, 近年业务规模和盈利水平均取得了大幅提升, 2016 年实现净利润 1804 万元, 同比增加 345%, 是恒企教育非常重要的盈利点。

图表63： 开元股份营收保持稳定



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表64： 开元股份受传统主业拖累盈利水平下滑



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

我们认为公司在职教业务未来看点主要有三个方面：

1) 构建多层次终端入口、出口，布局全国“百城千校”，内生增长动力强劲。公司的会计培训、IT 培训进入发展正轨，标准化运营模式带来的校区数量扩张和学员规模提升、定价权掌控能力强以及高端课程比例上升（如恒企管理会计学院）带来客单价稳定提升，是营收规模和盈利水平的稳定增长的核心保障。基于公司“百城千校”战略布局，未来 3-5 年公司有望实现自营校区数量保持 20% 年增速，成熟校区保持 20% 的收入规模年增速。此外，受益于中大英才线上端口导流作用叠加，目前高速增长的良好态势大概率延续。

2) 专业拓展，促进职业培训项目向多品类发展，外延扩张战略清晰。借助恒企教育模式，公司能够横向扩张各专业领域，把职业培训项目从现有的会计、IT 二个品类拓展到考证类（教师资格证、消防证、医生资格证、人力资源证等）、自考类（行政管理、商务管理、金融管理、项目管理等）及职业技能类等，实现多品类发展。我们认为中期来看，围绕会计培训可延展出的“大金融财会”培训（CPA、CFA、各类财经院校考学以及行业资格证书、金融财会专业能力提升等）具有广阔的开拓潜力。

3) ToB 端蓝海市场有待挖掘，整合院校、企业资源向职业人才市场纵深发展。公司基于恒企教育强大的终端和标准化的扩张，在网点覆盖全国的基础上，依托大数据的教育资源、行业资源、渠道资源、就业资源优势，可以一方面深化与高等院校、职业学校合作机制，提供多层次学历教育服务；另一方面打通下游庞大的企业客户资源，开展企业培训、猎头咨询等高端服务业务，为打造终生教育提供强有力的支撑，实现盈利模式的多样化。

恒企教育作为会计培训行业龙头企业，跨赛道复制快速扩张，多点开花有望成长为综合职业技能培训巨头。目前会计培训市场分散化程度高，恒企教育市占率接近 5%，与传统竞争对手仁和竞争争夺龙头地位。我们认为恒企将借助差异化竞争策略和行业集中度提升趋势，进一步提高市场份额，稳固细分行业竞争优势，快速提升盈利水平。IT 培训领域，恒企借鉴连锁化经营成功经验，剑指龙头达内科技，保持稳定快速增长的态势。多元化竞争策略下，恒企教育将充分整合行业资源、发挥协同作用并提升公司知名度。

盈利预测与投资建议。我们预计上市公司 2017-2019 年归母净利润分别为 1.86 亿元、2.68 亿元和 3.08 亿元，EPS 分别为 0.55 元、0.79 元和 0.91 元，对应 PE 为 39.19/27.24/23.68 倍。当前教育行业估值水平较高，可比职教公司 2017 年平均 PE53 倍。公司在可比标的的中职教收入、利润贡献占比较高，较为纯正，2017 年职教业务预计盈利 1.7 亿元，给予行业平均值 52-54 倍左右 PE，对应市值空间 88.4-91.8 亿元；传统仪器仪表业务贡献利润 0.16 亿元，给予 17 年行业平均 PE 30 倍，目标市值 4.8 亿元。加总市值 93.2-96.6 亿元，对应目标价区间为 27.4-28.4 元，维持“买入”评级。

新南洋 (600661.SH): 依托交大资源, 扩张教育版图

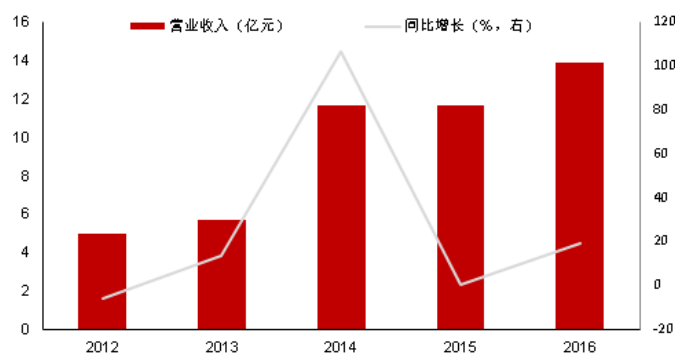
公司成立于 1992 年, 前身是上海大学南洋国际技术公司。公司上市时第一大股东为上海交通大学。2013 年, 上海交通大学以无偿划转方式将所持有的公司股权转让给其全资子公司上海交大产业投资管理(集团)有限公司。目前第一大股东上海交大产业投资管理(集团)有限公司持股 23.84%。

公司依托上海交大在科研、教育、人才和信息方面的优势, 目前在整体上形成了以教育培训业务为核心、现代制造业和数字电视运营为辅的业务构架。公司主要产品包括: K12 领域的少儿教育、中学生课余兴趣培训、语言类培训、初高中学历教育、职业教育、高端经营管理培训等以及机电配套产品、汽车配套传动轴等锻压件、青铜艺术品、数字电视运营业务等。2016 年教育培训与服务收入占公司收入比重 85%以上。未来公司将发展教育培训业务作为主营业务放在首位, 通过持续资本运作、积极整合优质教育资源实现发展。

公司职业教育培训业务以子公司上海交通大学教育(集团)有限公司(持股 63.5%)所属的嘉兴南洋职业技术学院为主。南洋学院作为公司高等职业教育和职业培训的重要基地, 拥有多个浙江省特色专业, 省级示范实训基地, 多门精品课程, 已开设包括建筑、船舶、机电、经管、信息、财会六大专业群在内的 16 个专业。2014 年 6 月, 南洋学院迁建升本合作办学项目顺利进行。2016 年南洋学院在校人数超过 6000 人, 学费标准 7000-10000 元/年, 交大教育集团实现营业收入近 1.66 亿元, 占公司总收入 12%。

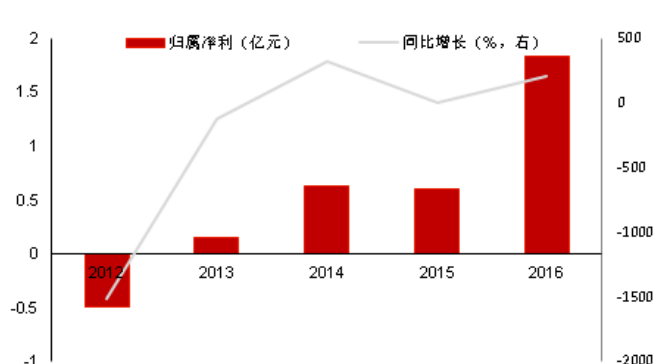
2014 年, 公司以 5.82 亿元购买上海昂立教育科技有限公司 100%股权, 在教育集团化道路上更进一步。昂立科技成立于 1984 年, 前身是上海交通大学勤工助学科技中心, 由上海交大控股。昂立科技下属的昂立教育则为华东地区知名教育培训品牌, 业务涵盖 K12 教育、外语教育、高教自考、职业教育等领域, 在上海、南京、苏州、无锡、南通等华东地区拥有 4 所幼儿园、80 多所直营学校, 在全国则拥有 1000 多所连锁经营学校。

图表65: 新南洋近五年营业收入稳步提升



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表66: 新南洋近五年利润快速增长



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

中国高科 (600730.SH): 加速产业布局, 缔造职教集团

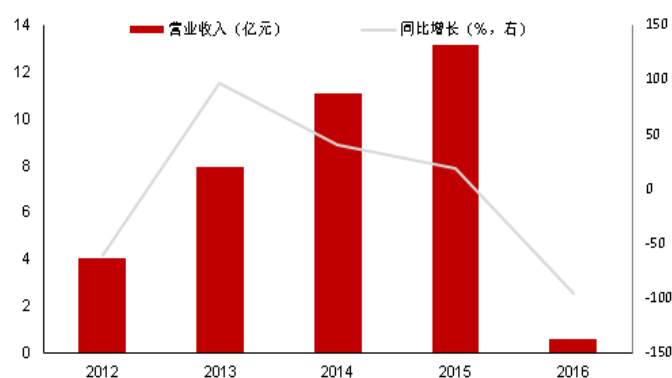
中国高科集团股份有限公司, 是 1992 年 6 月由教育部牵头, 北京大学、清华大学、复旦大学、上海交通大学等 60 多所全国著名高等院校共同发起创立。1996 年 7 月 26 日, 中国高科股票在上海证券交易所正式挂牌上市。目前, 中国高科有北京大学、中国人民大学、复旦大学等 19 家高校股东, 教育部是中国高科最终控制人。

中国高科集团背靠方正集团及北京大学的优势资源体系、广获各渠道资金来源支持, 具有优良的上市公司平台、强大的产业整合优势及社会公信力效应。公司原主要业务为房地产、仓储物流及国内外贸易, 2015 年以来公司转型以职业教育作为主营方向, 同时逐步剥离非教育业务。公司目前主要通过旗下高科教育、北京高科国融、上海观臻以投资收购方式加速布局教育产业, 重点发展高等职业教育、职业培训、教育国际合作等。公司在教育领域具备先发优势和资源基础, 规模和利润有望逐步增长。

2016 年中国高科将职业教育领域作为未来发展的战略方向, 服务“中国制造 2025”战略和经济转型升级, 致力于高等学历职业教育、职业培训以及教育领域的国际合作, 打造行业领先的职业教育集团。2015 年 10 月, 中国高科宣布承办遵义医学院医学与科技学院。2016 年 3 月, 中国高科又完成了对山东省潍坊工商职业学院的签约收购。

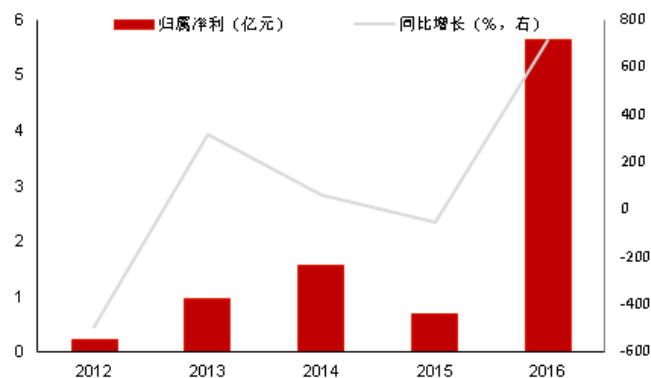
目前公司的教育资产主要包括: 1) 过来人: 2016 年 4 月公司投资 3386 万元获得过来人 32.47% 股权, 拥有在线课程运营商, 开发平台顶你学堂、华文慕课等。2) 遵义医学院: 16 年公司出资 4.7 亿元与其共同建设医学与科技学院新校区, 持学院 90% 股权; (3) 在线汉语平台: 由公司出资 3000 万元与北大培生及韩国 Lumsol 合作开发, 持股 24%。未来公司依托高校资源和逐步完善的布局, 教育业务规模和盈利有望逐步扩大。

图表 67: 2016 年中国高科业务转型收入明显下滑



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表 68: 近五年中国高科利润呈现上升趋势



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

洪涛股份 (002325.SZ): 建筑装饰龙头, 积极转型职教

洪涛公司成立于 1985 年 1 月, 2009 年 12 月 A 股上市, 是建设部核定的全国首批设计、装饰双甲企业, 是国内最早从事建筑装饰业务的企业, 也是国内公共建筑装饰行业龙头企业, 综合实力位居深圳装饰行业首位, 2017 年一季度装饰行业收入占比超过 88%。

2014 年末未来应对传统主业业绩下滑趋势, 公司提出把发展职业教育作为未来第二主业的重要战略。2015 年 3 月, 公司以 2.35 亿元对价取得跨考教育 70% 股权, 在跨界职业教育上又迈出了实质性一步。跨考教育 2014 年实现营业收入 1.47 亿元、净利润 1731.94 万元, 管理层股东承诺, 跨考教育 2015-2017 年度净利润分别不低于 3500/4600/6000 万元。根据公司财务报告, 跨考教育 2015 年报告期内 (6 月并表至年末) 实现净利润 1729.67 万元, 而 2016 年实现净利润 4627.53 万元实现承诺水平。

跨考教育创办于 2008 年, 专注于考研培训领域, 致力于为大学生提供高端学历与职业提升整体解决方案, 是拥有近千名全职教职员工, 10 所直营、150 所二三级城市加盟分校的教育集团, 已建成两大全日制教学基地、五大网站和两大线上教育直播平台。

2015 年 9 月, 洪涛股份通过股权转让的方式以 2.975 亿元收购学尔森 85% 股权, 学尔森原股东承诺学尔森 2015-2017 年度净利润分别不低于 2500/4000/6000 万元; 洪涛股份在 2016/2017/2018 分别以 1750 万元分三次收购剩余股权。根据公司财务报告, 学尔森 2015-2016 年实现净利润分别为 919.15 万元、-4558.58 万元, 均未达预期。学尔森主营业务是一级、二级建造师、造价工程师、造价员、消防工程师、建筑现场八大员的线上、线下考前培训, 教学模式是线上线下相结合的 O2O 模式, 是上海市人力资源和保障系统认定的“装饰设计人员”国家职业资格鉴定站所。

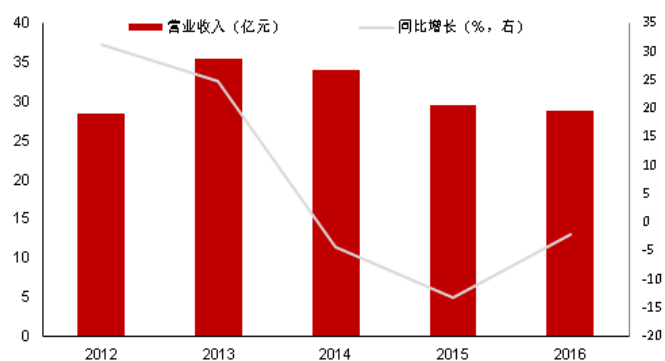
同时, 洪涛股份以 3900 万元收购金英杰教育 20% 股权, 并按比例增加 300 万元注册资本。金英杰教育原股东承诺: 金英杰 2015 年度收入 5000 万元, 且以净利润 1500 万元为基准, 2016-2018 年度净利润比 2015 年度增长分别不低于 30%/69%/119.7%。金英杰是国内面授规模最大、通过率最高、专业化最强的医学高端品牌, 面向全国医学领域提供卫生资格、医师资格、药师资格及职称晋升等培训项目, 此外拥有 200 余家连锁机构及 500 余家合作单位, 并与全国护理院校、医学院以及医院、大型药企、大型连锁药店有着良好的战略合作关系。

图表 69: 洪涛股份收购标的业绩承诺情况 (实现情况为归属上市公司净利润部分)

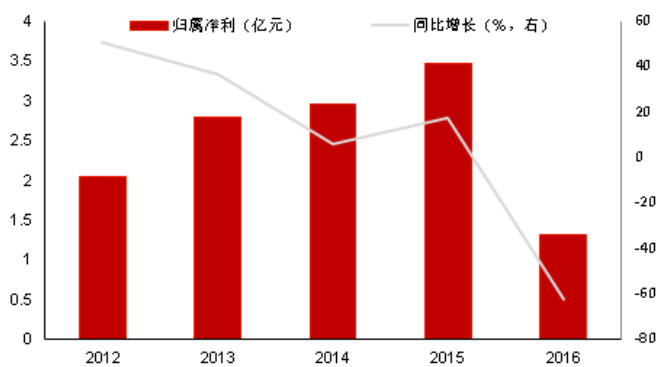
收购标的	公司持股比例	管理层业绩承诺			
		2015	2016	2017	2018
跨考教育	70%	3500 万元	4600 万元	6000 万元	—
实现情况		1729.67 万元	4627.52 万元		
学尔森	85%	2500 万元	4000 万元	6000 万元	
实现情况		919.15 万元	-4558.58 万元		
金英杰教育	20%	—	1950 万元	2535 万元	3296 万元
实现情况		57.75 万元			

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

随着洪涛股份不断完善职业教育产业布局, 截至 2016 年职业教育收入贡献公司收入 9.64%, 但是贡献了公司毛利的 27.44%, 盈利能力高于传统建筑装饰主业。

图表70： 受传统主业拖累洪涛股份收入逐年下滑

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表71： 受建筑装饰主业影响洪涛股份利润开始下降

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

世纪鼎利 (300050.SZ): 依托通信主业, 发力 IT 职教

珠海世纪鼎利科技股份有限公司成立于 2001 年, 并于 2010 年 1 月在创业板上市, 公司专注于为通信运营商、系统设备商、网络服务商提供专业的网络测试、优化、建设、运维、运营方面的产品、服务和综合解决方案, 是国内领先的移动通信网络优化方案综合供应商。

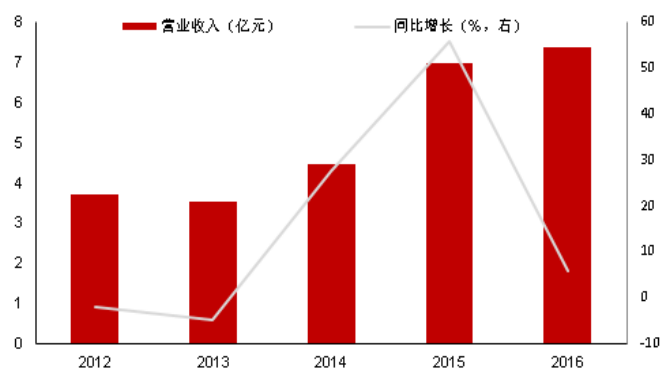
2014 年公司以 6.25 亿元价格购买上海智翔信息科技发展有限公司 100% 股份, 将业务领域拓展至 IT 职业教育服务行业, 并试图打造通信产业与 IT 职业教育“双主营”业务平台。智翔信息管理层股东承诺, 标的公司 2014-2017 年的承诺净利润分别不低于 5170 万元、5808 万元、7043 万元和 7633 万元。根据公司财务报告, 智翔信息 2014-2016 年实现净利润分别为 4857.33 万元、5882.65 万元、7081.84 万元, 2014 年未达预期, 2015-2016 年均实现承诺水平。

智翔信息是一家为 IT 职业教育行业提供实训系统及服务的专业化企业, 主营业务板块包括: IT 职业教育实训系统的研发、销售和相关配套与衍生服务, 以及 IT 项目外包服务, 两大主营业务板块的核心落脚点是提高 IT 职业教育行业的“产学结合能力”。智翔信息涉足的 IT 领域目前主要集中在通信、移动互联网及嵌入式软件三大方向。

公司在 2016 年度继续保持通信、职业教育双主营业务模式, 在职业教育领域, 致力于打造成为跨接学校、学生、教师、企业、从业人员、政府及投资者的多方共赢生态圈。2016 年在职业教育行业实现营业收入为 2.55 亿元, 同比增长 7.65%, 而职业教育行业占其全部营收的比重为 34.64%, 其 IT 职业教育及实训服务产品的增速最为明显, 达 25.06%。

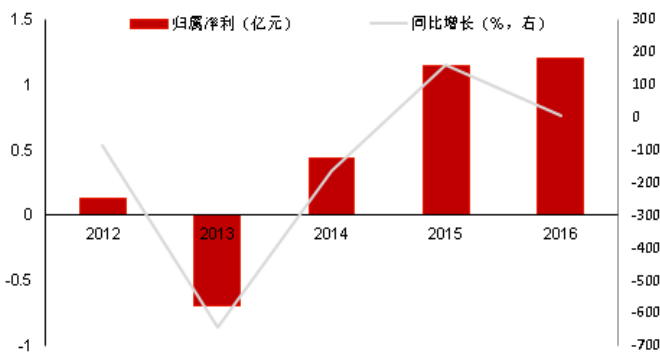
目前公司积极开拓职业教育领域布局, 引入高水平的专业团队, 搭建鼎利学院的研发、运营、管理队伍; 设立职业教育研究院, 完成职业导向型在线教育平台知新网的开发, 开设了 2 家鼎利中德国际学院; 累计合作设立了 10 家鼎利学院, 其中 6 家合计招生 3200 余人。2017 年公司将完成四大本科专业和四大高职专业的全课程编制和实训体系; 围绕职业教育方面的资源整合开展并购, 计划新建 15-20 所鼎利学院, 其中 5 所为中外合作的鼎利国际学院, 到 2017 年底争取实现鼎利学院在校学生数量突破 2 万人。

图表 72: 世纪鼎利营业收入保持增长态势



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表 73: 世纪鼎利盈利能力持续提升



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

文化长城 (300089.SZ): 主业面临瓶颈, 坚定转型职教

公司是国内艺术陶瓷行业的龙头企业, 2010 年 6 月 25 日在深圳证券交易所上市。公司主要从事各式高档工艺瓷的研究、开发、制造和经营。公司在行业内率先提出并推广创意艺术陶瓷, 并采用信息化技术, 将创意资源、工艺技术资源、市场营销资源进行了有效整合, 以创意设计引领市场需求, 提升产品品位和附加值。公司自行开发设计出各式艺术陶瓷产品上万种, 申报国家专利品种近百项。

由于传统陶瓷主业表现不佳, 公司积极谋求转型职业教育。2015 年 10 月, 文化长城投资慧科教育 2500 万元; 2016 年 2 月, 以 5.76 亿元价格收购联讯教育 80% 股权, 实现对联讯教育 100% 控股, 公司实现双主业运营。

联讯教育承诺 2015-2018 年度承诺净利润分别为 2500 万元、6000 万元、7800 万元和 10000 万元。公司年报显示, 联讯教育 2015-2016 年实现净利润分别为 2736.57 万元、6036.99 万元, 均实现承诺水平。联讯教育公司创立于 2004 年, 主要业务为运营 B2C 综合性教育信息服务平台, 并围绕学校群体对于学生的安全管理、老师群体对于云教育信息化应用的需求、家长群体对于家庭教育、学生群体对于线上学习, 企业员工对于线下技能实训的需求, 开展综合性教育信息服务。

2016 年 4 月公司以 5000 万参股教育基金; 16 年 4 月 25 日投资职业类培训机构英盛网 A 轮; 16 年 10 月以 3 亿元收购河南智游臻龙教育科技有限公司 100% 股权, 继续加码职业教育。

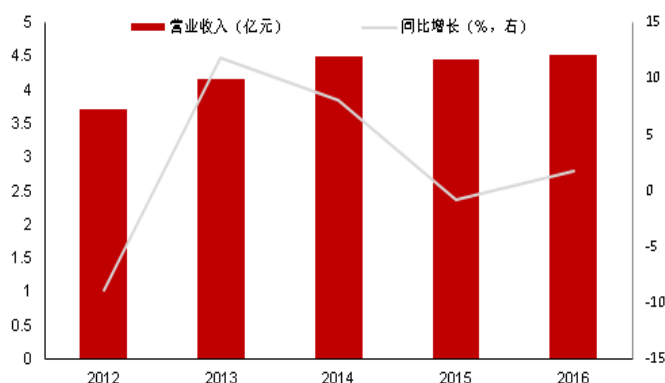
智游臻龙于 2012 年 12 月 7 日成立, 主要经营教育信息咨询、计算机软件开发及技术咨询、计算机系统服务、企业管理咨询等。2015 年智游臻龙实现营收 3843 万元, 实现净利润 988 万元。智游臻龙原股东承诺, 2016-2019 年每年度智游臻龙实际实现的净利润分别为 1600 万元、2500 万元、3250 万元和 4225 万元。

图表 74: 文化长城股份收购标的业绩承诺情况

收购标的	公司持股比例	管理层业绩承诺				
		2015	2016	2017	2018	2019
联讯教育	100%	2500 万元	6000 万元	7800 万元	10000 万元	—
实现情况		2736.57 万元	6036.99 万元	—	—	—
智游臻龙	100%	—	1600 万元	2500 万元	3250 万元	4225 万元
实现情况		988 万元	未披露	—	—	—

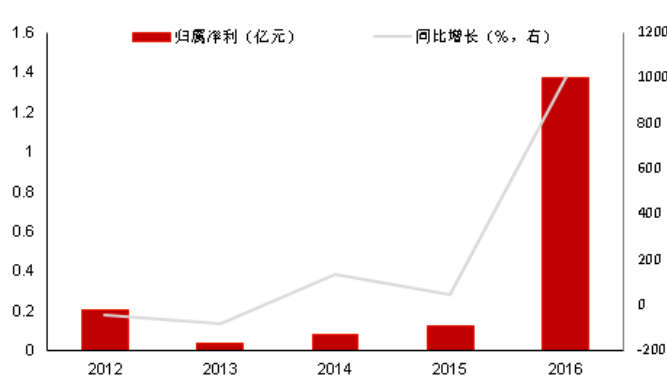
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表 75: 文化长城收入增速放缓



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表 76: 文化长城通过外延并购 2016 年实现盈利提升



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

新开普 (300248.SZ): 智慧校园龙头, 目标剑指职教

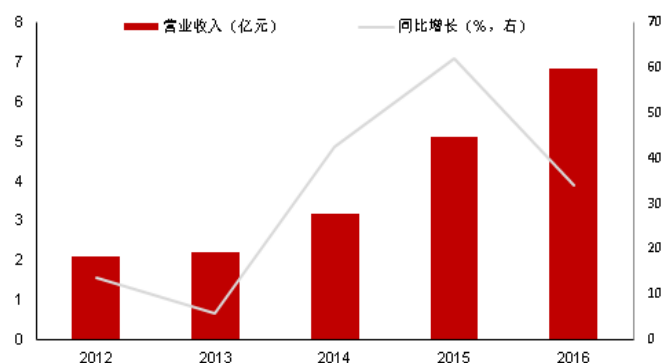
新开普电子股份有限公司 2000 年成立于郑州, 2011 年 7 月 29 日登陆资本市场, 成为中国一卡通领域首家上市公司。公司是国内最早从事智能一卡通系统研发、生产和集成业务的企业之一。公司自成立以来一直专注于智能一卡通系统的软件及各种智能终端的研发、生产、集成、销售和服务, 可为客户提供集身份识别、小额支付、资源管控、信息集成等多种功能为一体的智能一卡通系统整体解决方案及个性化定制服务。

作为一卡通行业唯一一家上市公司, 公司深耕高校信息化行业 16 年, 目前已经为全国千所高校, 千万名大学生提供服务; 业务领域也逐步从高校信息化“线上+线下”的整体解决方案提供商向基于移动互联“产品+服务”的服务商, 以及针对人才服务“平台+内容”的高校运营商转变, 打造专属于新开普特色的高校综合服务运营商。

2015 年公司董事长杨维国先生表示, 新开普将专注于校园业务的转型升级, 首先将努力成为国内校园信息化龙头, 而后转型成为一个校园的移动互联网服务商, 为中国大学生提供互联网服务, 最终将投入资金、精力和时间, 来开展大学生的职业教育工作。2015 年 10 月, 公司宣布定向增发募集资金 4.05 亿元, 其中 1.08 亿元拟投入高校移动互联服务平台项目, 1.6 亿元拟投入职业教育产业基地建设项目。

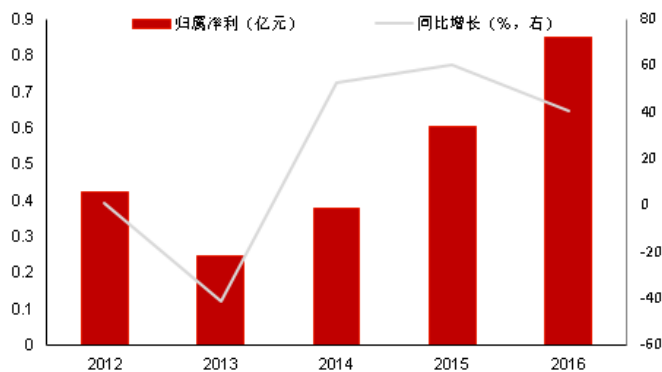
高校移动互联服务平台项目是公司基于移动互联网、云计算、大数据、物联网等技术, 以“玩校”产品为核心平台, 不仅集智能一卡通、NFC 移动支付、校园公共服务、校园通讯录等功能为一体, 为高校学生提供丰富的移动互联网服务, 快速形成基于高校的移动互联网综合服务能力。职业教育产业基地建设项目以提升人才职业技能为核心, 顺应信息技术行业和国家现代职业教育的发展趋势及社会需求, 从线上职业教育平台、教学管理平台、教学场地、实训设备等方面进行深度资源整合, 构建新一代信息技术产业人才培养体系。

图表 77: 新开普营业收入稳步增长



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表 78: 新开普利润水平持续提升



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

公司研究/首次覆盖

2017年07月02日

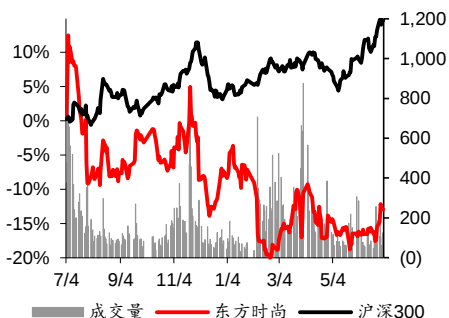
社会服务/旅游综合 II

投资评级: 增持 (首次评级)

当前价格(元): 37.59
合理价格区间(元): 40.7-42.9

梅昕 执业证书编号: S0570516080001
研究员 021-28972080
meixin@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

深耕驾培市场，口碑铸就未来

东方时尚(603377)

国内驾校龙头，深耕细分市场

公司成立于1995年，目前的主营业务是驾驶员培训，经过20余年的深耕细作，目前在北京地区驾培市场占有率达到1/4，具备强大的品牌影响力和标准化规模管理能力。2016年2月在上交所上市，并通过“自建+收购”方式加速在全国范围内扩张。

驾培市场空间广阔，地域分散且行业集中度低

根据公安部交管局数据，2016年全国驾驶员人数超过3.6亿人，比2015年增加3263万人。随着国内城市交通设施完善和汽车普及率提升，驾驶证报考人数将保持8-10%增速，我们预计到2020年新增驾驶员人数3700万人，驾培培训市场空间可达2200亿元。尽管2016年驾驶人总数高达3.6亿人，驾驶证持有率仅26%，相比美国高达68%以上持有率仍有明显提升空间。驾培行业区域性明显，行业集中度偏低。东方时尚作为驾校龙头拥有学员20万人，在北京市场的占有率高达25%，但在全国不足1%，区域竞争激烈而全国集中度低。

“自建+并购”扩张版图，横向拓展进军航空培训

目前公司处于快速扩张期，2016年公司先后通过自建或并购方式成立东方时尚驾驶学校（江西）有限公司（51%股权）、深圳东方时尚公司（10%股权）、内蒙古东方时尚为公司、山东东方时尚，收购湖北荆州驾校。公司与昆明理工大学签署战略合作意向，双方共同投资航空学院，建设实训基地，申办飞行技术等重点专业，切入飞行员培训市场。

兼具稀缺性和成长性，首次覆盖给予“增持”评级

我们预计上市公司2017-2019年归母净利润分别为3.09亿元、3.59亿元和4.24亿元，EPS分别为0.74元、0.85元和1.01元，对应PE分别为51.11/ 44.00/ 37.27倍。考虑到公司作为国内驾校龙头和唯一上市公司，兼具成长性和稀缺性，作为A股纯正的职教标的，享受一定的估值溢价。考虑到可比公司2017年平均PE 52.94倍，给予2017年55-58倍PE，目标价40.7-42.9元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示: 市场竞争加剧风险，市场需求不达预期风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	420.00
流通A股 (百万股)	111.06
52周内股价区间 (元)	34.83-49.03
总市值 (百万元)	15,788
总资产 (百万元)	3,186
每股净资产 (元)	3.93

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1,327	1,155	1,289	1,418	1,587
+/-%	3.28	(12.92)	11.58	9.96	11.95
归属母公司净利润 (百万元)	329.08	245.94	308.89	358.83	423.63
+/-%	0.86	(25.27)	25.60	16.17	18.06
EPS (元, 最新摊薄)	0.78	0.59	0.74	0.85	1.01
PE (倍)	47.98	64.19	51.11	44.00	37.27

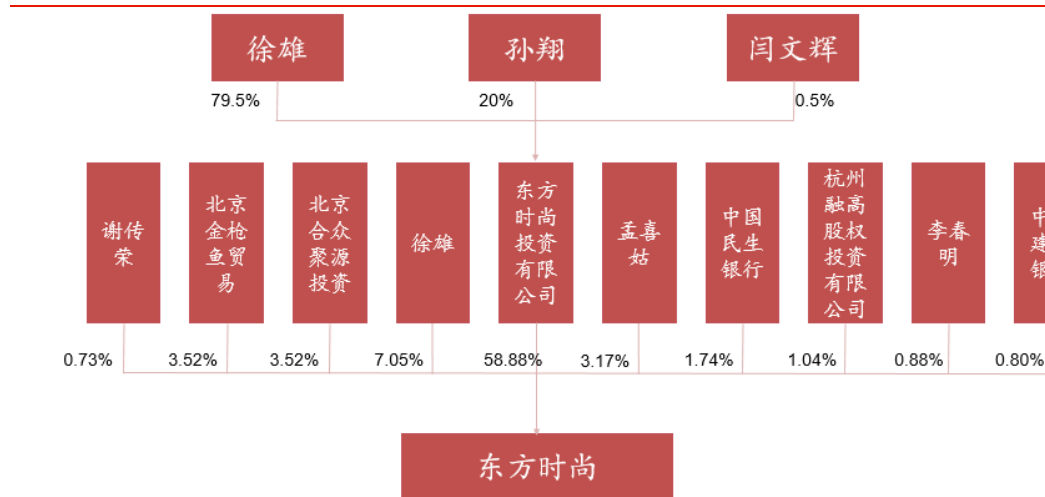
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

国内驾校龙头，树立起行业标杆

公司成立于 1995 年，2016 年 2 月在上交所上市，是国内首家上市的驾校公司，年培训学员数量和考试合格率均居全国驾校行业之首。公司初期深耕北京市场驾培领域，现已逐步在全国一二线城市拓展业务（云南、石家庄、湖北、南昌、重庆、深圳、内蒙古、山东），从地方型驾培服务机构转型成全国范围经营的汽车消费综合服务企业，打造全国连锁驾培服务龙头企业。公司主营驾驶员培训业务，提供驾培服务、陪练服务、汽车维修、汽车保险代理等汽车消费相关服务和产品。未来公司将继续深耕驾培领域，在全国一、二线城市的连锁扩张，提高学员人数；另一方面公司将借助驾培服务行业优势向汽车消费综合服务行业的其他子行业拓展业务，如汽车维修、汽车金融、汽车美容等，在汽车综合服务领域的延伸上探寻新模式。

公司总股本 4.2 亿股，东方时尚投资公司直接持有公司 58.88% 股份，为公司控股股东；董事长徐雄直接持有公司 2960 万股（占 7.05%），并通过东方时尚投资公司间接持有 1.97 亿股（占 46.81%），合计持有公司 53.86% 股份，为公司实际控制人。

图表 79： 公司股权结构图（截止 2017 年 3 月 31 日）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

校企合作，牵手职教共享资源。2016 年 6 月 22 日，东方时尚驾驶学校股份有限公司与北京万通汽车学校携手合作，签订“钣喷、机修定向班”培养协议，并举行了“北京万通汽车学校就业实习基地”和“东方时尚驾驶学校股份有限公司汽修人才培养基地”授牌仪式。此举推动了东方时尚的校企合作，实现学校和企业优势互补、资源共享。

“自建+并购”扩张版图，横向拓展进军航空培训。公司目前处于快速扩张期，2016 年公司先后通过自建或并购方式成立东方时尚驾驶学校（江西）有限公司（51% 股权）、深圳东方时尚公司（10% 股权）、内蒙古东方时尚为公司、山东东方时尚，收购湖北荆州驾校。国家民航事业发展需求旺盛，公司为切入航空人才培训，分享产业扩张黄金机遇，与昆明理工大学签署战略合作意向，双方共同投资航空学院，建设实训基地，申办飞行技术等重点专业，切入飞行员培训市场。

直营为主，代办为辅，定向服务集团客户的多渠道完善营销体系。公司设立招生分部、签约客户服务中心、代办招生机构、网络招生四种招生渠道，多样化招生渠道可更好满足不同学员报名需要，同时作为招生基层单位起到宣传作用。根据公司招股说明书，2012-2015 年公司直营式招生占比分别为 90.53%、89.43%、86.95% 和 86.03%。

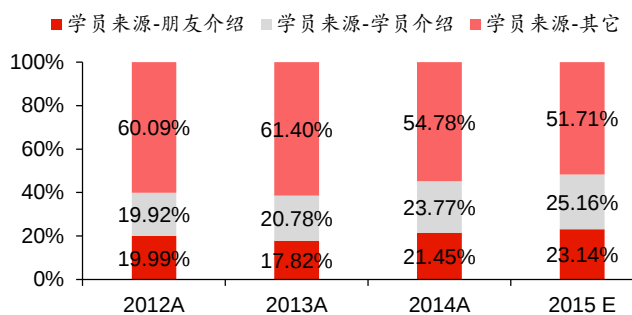
图表80：完善营销体系，截止到 2015 年 6 月 30 日

模式	招生渠道	渠道作用	数量
直销	招生分部	以直营方式在北京市各主要区域开设的招生点，方便该区域学员就近报名	北京 26 家，云南 12 家，石家庄 8 家
	签约客户服务中心	对目标客户人员较多的大机构进行定向宣传、定向招生，并根据其需求制定相应的服务方案	北京 43 家
	网络招生	方便学员报名，利用公司官方网站，开辟的网上报名通道，使公司招生渠道得到有效延伸	
代销	代办招生机构	针对招生分部覆盖不到的区域建立代理招生点，作为招生渠道的补充	北京 13 家

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

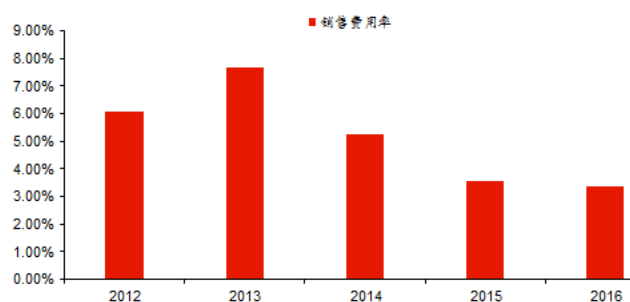
坚持口碑式营销，以良好学员体验及稳定通过率赢得客户青睐。服务品质对驾培服务行业至关重要，学员良好体验带来的口碑是公司发展的重要驱动因素，公司自成立以来始终坚持口碑式营销模式，在公司上市前回收的学员意见卡中，学员对东方时尚总体服务评价为好和很好的合计占比为 90%以上。学员的满意使得口碑式营销已成为公司招生的重要渠道，公司口碑式营销学员占比不断提升，从 2012 年的 39.91%提升到 2015 年的 48.29%（假设 2015 年全年学员来源占比与上半年保持一致）。此外，公司建立一整套考试合格率考核制度，对每个教练员培训的学员考试合格率均纳入该教练员的考核，保证其学员维持在较高的合格率上。

图表81：招生人数中口碑式营销学员占比提升



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

图表82：公司维持较低的销售费用率



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

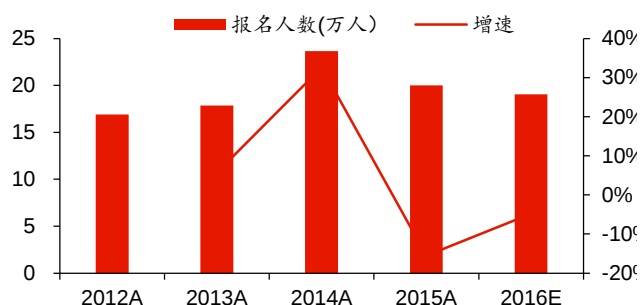
图表83：公司北京校区学员培训合格率维持在较高水平（假设 2015 年全年合格率保持与上半年一致）

项目	2015 年	2014 年	2013 年	2012 年
科目一	89.80%	89.51%	88.09%	86.83%
科目二 桩考	80.90%	89.22%	86.19%	87.46%
科目二 内路				93.20%
科目三 道路驾驶技能考试科目	92.20%	91.12%	88.85%	
安全文明驾驶常识	88.60%	86.11%	85.65%	81.58%

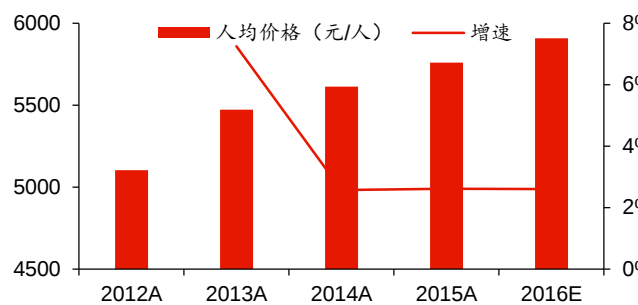
资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

学员需求导向型管理及全方位园区式集成服务模式，创造学员良好客户体验。需求导向型：公司以学员需求为导向，提供完善的班车接送，公司园区内设置公交站、餐饮、娱乐、医疗等基础配套服务和便利服务设施。园区是集成服务：公司打造自学员报名至获得驾驶执照的全流程服务链条，有效支撑良好的客户体验。报名阶段，公司设有客服中心、招生分部、代办招生机构、网络招生四种招生渠道，最大化为学员报名提供方便；培训阶段，公司拥有完善的网络预约系统，保证学员训练课时，同时配之以合理的班车接送体系，方便学员往来公司与居住地；考试阶段，公司训练场是北京市车管所设定的 24 处考场之一，学员可直接在公司进行考试。

公司盈利能力主要来自学员及学费的增长。公司相对于行业内其他竞争对手，公司凭借良好的服务品质，收费水平相对较高，学费逐年上涨；报名人数在 2012-2014 年高速增长，2015-2016 年受北京市驾培行业招生总量下滑影响，公司学员增速下滑，因此公司进行异地扩张，进军二线城市打开招生规模，在云南、石家庄、武汉、重庆建设驾校，目前云南、石家庄市场经营逐渐稳定，湖北、南昌、重庆驾校尚在筹建中，公司异地扩建模式将大幅增加潜在学员人数，突破单一北京市场局限，拉升全国市场占有率，未来招生人数将会大幅提升。公司 2016 年年报显示北京驾校招生人数缩减，考虑到目前北京市场比较成熟，获客成本比较稳定，假设按销售费用率增速（-4.8%）给定招生人数增速，2016 年招生人数大约 19 万人。假设 2016 年学费变动与前 2 年保持一致，给予 2.60% 的增速。

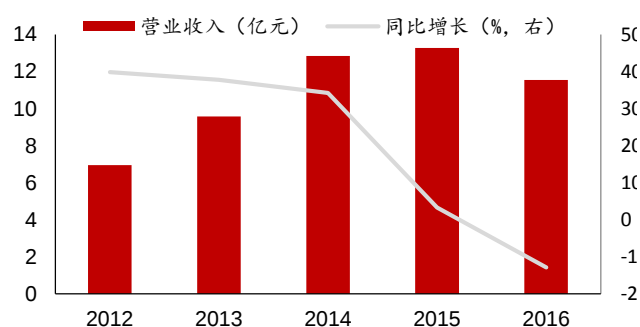
图表84： 2012-2016 年公司学员报名人数

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

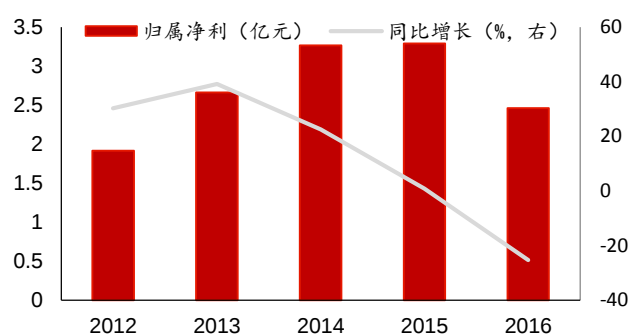
图表85： 公司学费逐年上涨

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

优化公司管理，改善业绩水平。公司 2016 年业绩出现下滑趋势，全年营收 11.55 亿元，同比下降 12.92%；归母净利润 2.46 亿元，同比下降 25.27%。业绩下降主要由于外埠学员培训延迟导致未能确认收入，以及快速扩张导致的摊销金额较大，相比于 2015 年，2016 年预收账款稳步提升，但是营收出现下滑。2017 年一季度业绩有所好转，公司营收 2.34 亿元持平去年同期，受益于管理水平提升致营业成本下降 6.6%，毛利率上升 3.9 个百分点，最终实现归母净利润 0.2 亿元，同比上涨 257.6%。

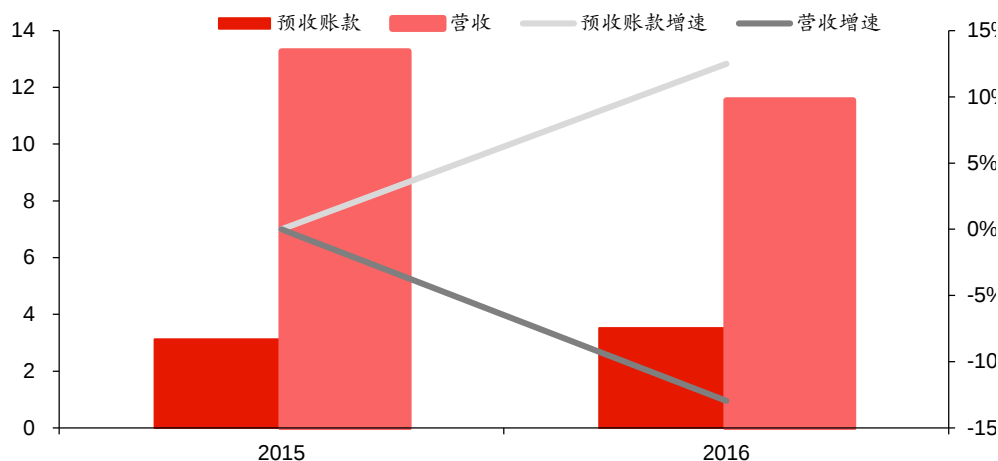
图表86： 东方时尚 2016 年营收出现下滑

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表87： 东方时尚 2016 年盈利下降

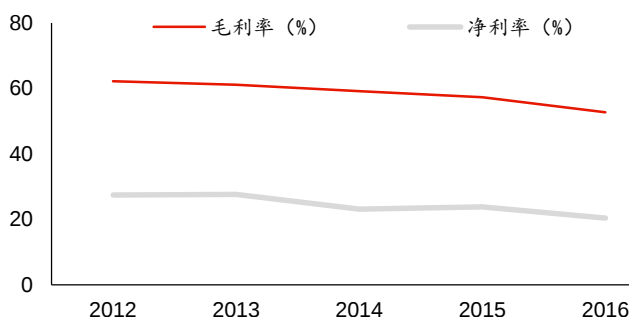
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表88： 东方时尚 2016 年预收账款与营收变动情况（单位：亿元）



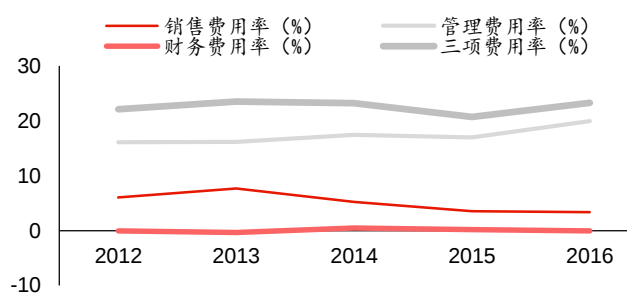
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表89： 东方时尚近五年毛利率和净利率



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表90： 东方时尚近五年三费变化



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表91： 公司与相似行业上市公司毛利率对比

公司名称	2016	2015	2014	2013
北巴传媒	20.49%	25.74%	25.04%	24.42%
大众交通	30.83%	30.12%	22.47%	21.86%
亚夏汽车	5.39%	5.83%	4.92%	6.50%
其中：驾驶员培训	33.21%	33.05%	48.76%	51.75%
东方时尚	52.69%	57.29%	59.21%	61.17%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

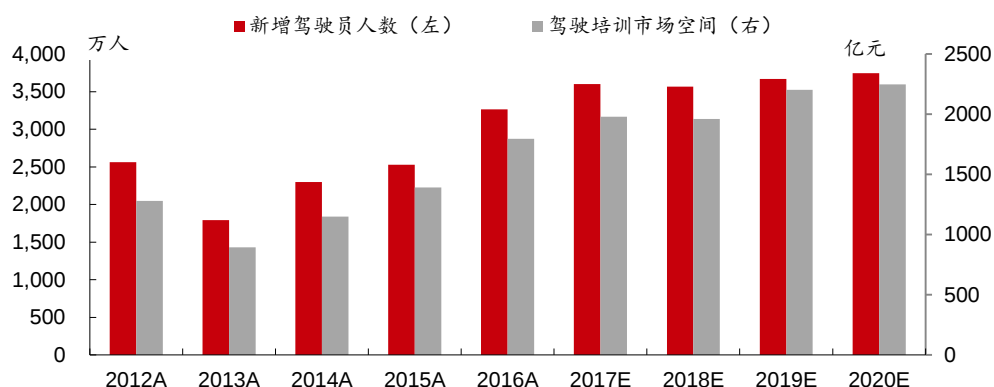
驾培市场广阔，得口碑者得天下

驾培市场广阔，潜在增量巨大。据公安部交管局统计，2016 年底，全国机动车驾驶人人数 3.6 亿人，汽车驾驶人超 3.1 亿人，2016 年全年汽车驾驶员新增 3314 万人，按人均 5000 元培训费用计算，市场规模约为 1657 亿元。人口红利是驾培行业发展迅速的基础，众多驾驶人口对机动车驾驶培训行业产生巨量需求，目前国内驾驶培训行业面临两大机遇：一是发展潜力巨大，2016 年驾驶人总数高达 3.6 亿人，驾驶证持有率仅 26%，相比美国高达 68% 以上持有率仍有明显提升空间。二是驾驶人员增速快，2016 年国内一年以内驾龄的人数 3314 万，占比接近 10%，反映了驾驶人员规模加速扩张。

驾驶行业区域性明显，竞争格局分散化。各地城市人口规模、结构与分布状况差异较大，以及地区流动人口不同，给驾培行业造成明显影响。截至 2016 年底，全国共有各类驾校 16363 家，平均每个县有 5 家驾校。2015 年东方时尚作为驾校龙头拥有学员 20 万人，在北京市场的占有率高达 25%，但在全国不足 1%，区域竞争激烈而全国集中度低。

千亿市场快速扩张，驾校龙头积极提升市场占有率。据公安部交管局数据计算，2012-2016 年驾驶员人数增速分别为 10.6%、7.3%、8.2%、8.3%、10.1%。随着国内城市交通设施完善和汽车普及率提升，我们预测驾驶证报考人数将继续保持 8-10% 增速，到 2020 年新增驾驶员人数 3700 万人，驾驶培训市场空间可达 2200 亿元。目前驾校龙头东方时尚采用“自建+并购”方式积极向全国扩张，未来凭借先发优势和“口碑效应”进一步提升市场占有率。

图表 92：2020 年全国驾驶员培训市场空间有望达到 2200 亿元

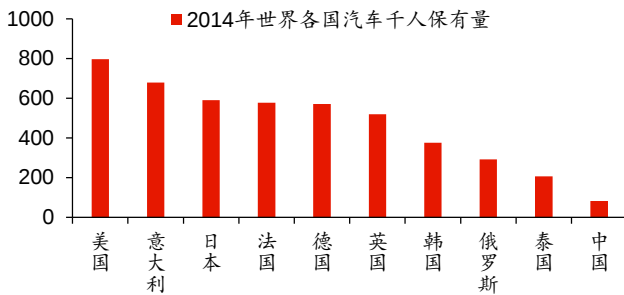


资料来源：公安部交管局，华泰证券研究所

目前各类驾校数量庞大，但整体质量普遍偏低，市场地域分割现象严重，“散、小、乱”等问题是现阶段驾培市场的主要问题。公司通过实现驾驶培训的规模化、体系化、流程化与标准化，在业内树立了良好品牌形象及行业口碑，异地复制扩张具有深厚基础，目前公司在北京市场占有率达 25% 以上，随着公司异地扩张、管理输出项目建成及稳定经营，公司未来市场占有率会进一步提升。参考北京区域市场份额，假设未来东方时尚能在昆明、石家庄、湖北、南昌、重庆、深圳、内蒙古、山东等地方实现成功复制，公司未来全国市场占有率有望提升至 3~4%。

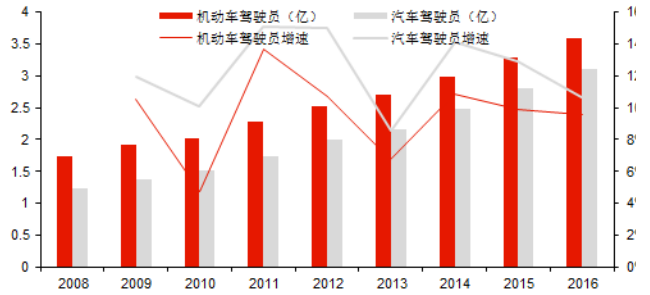
对比其他国家，中国汽车人均保有量及驾驶员渗透率都有较大的增长空间。据 NationMaster 显示的 2014 年世界各国汽车千人保有量，中国排名靠后，千人保有量仅 83，远低于欧美发达国家，甚至低于泰国（206）及俄罗斯（293）。据公安部交管局统计 2016 年中国汽车保有量 1.94 亿，按 13.8 亿人口来算，千人保有量也才 141。与驾培行业直接相关的是驾驶员的数量，中国机动车驾驶员总量近年来呈高速增长，渗透率逐年上升，但与美国相比，渗透率还具有较大增长空间，2015 年美国机动车渗透率为 68%，中国仅 23.90%。

图表 93: 中国汽车人均保有量仍处低位



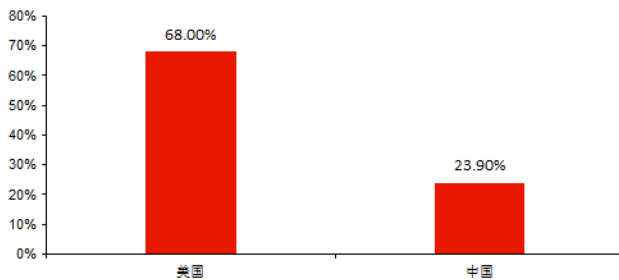
资料来源: NationMaster, 华泰证券研究所

图表 94: 汽车驾驶员增速基本维持在 10% 以上的高增长



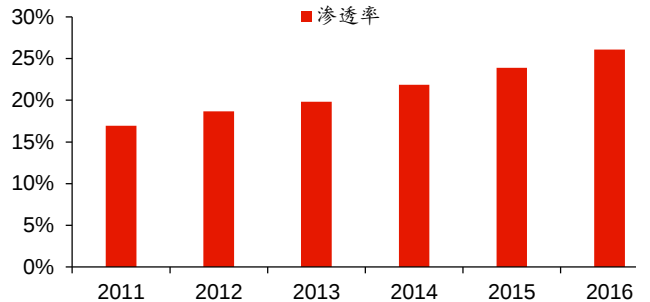
资料来源: 国家统计局, 公安部, 华泰证券研究所

图表 95: 2015 年中美机动车驾驶员渗透率



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表 96: 中国机动车驾驶员渗透率逐年上升



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

首次覆盖给予“增持”评级

盈利预测与核心假设。目前公司招收学员并确认驾校收入的地区驾校主要包括北京驾校、石家庄驾校和云南驾校,我们对三地区毕业学员数、客单价和营收情况增长作出如下核心假设:

1) 北京驾培市场格局趋于稳定,外加北京人口净流入和车牌限制政策,未来北京驾校毕业学员数将维持低速增长,给予 17-19 年 6%/5%/4% 增速,假设客单价保持 3% 的平稳低速增长,随着管理体系不断升级,毛利率水平保持微幅提升。

2) 石家庄驾校 2016 年处于布局期,随着驾校在当地运营体系逐步稳定成熟,市场影响力不断提升。根据石家庄车管所数据,2016 年新增驾驶人数量大约 57 万人,东方时尚毕业学员仅有 6063 人,市场占有率 1% 左右,未来提升空间广阔。目前河北省内驾驶培训市场比较分散,东方时尚凭借在北京地区打造的良好口碑形象切入当地市场,优质服务加科学培训体系助力异地顺利扩张,低基数下未来三年学员人数将持续高速增长。2016 年驾校毕业学员人数同比增长 74%,假设 17-19 年增幅分别达 70%/60%/50%,客单价基数较低,保持 4% 的稳定增速。驾校管理模式复制推进,学员数量增加规模效应渐显,毛利率转负为正并稳步提升,假设分别达到 20%/30%/40%。

3) 云南校区市场推进较早, 目前已经具有一定的地区影响力, 运营体系趋于规范成熟, 进入加速扩张、盈利提升的阶段。根据昆明市道路运输协会机动车驾驶员培训分会统计, 2016 年昆明市新增驾驶人数 26.5 万人, 东方时尚驾校毕业人数仅有 2.3 万人, 市占率不足 10%。我们认为东方时尚借助北京驾校成功教学模式、优质的学员服务体验, 树立了良好的业内口碑。2016 年云南驾校毕业学员人数同比增长 39%, 异地扩张推进顺利, 预计未来三年仍将保持当前良好增长态势, 假设云南驾校学员数量 17-19 年增速达 35%/30%/20%, 客单价保持 3%的稳定增速, 规模效应带动毛利率水平逐步提升, 未来三年分别可达 35%/45%/50%, 渐渐接近北京驾校水平。

图表97: 东方时尚各地区业务增长假设

地区驾校	项目	2016A	2017E	2018E	2019E
北京驾校	毕业学员数(人)	180000	190800	200340	208354
	YoY (假设值)		6%	5%	4%
	客单价 (元/人)	5500	5665	5835	6010
	YoY (假设值)		3%	3%	3%
	收入 (百万元)	990	1081	1169	1252
	YoY		9.18%	8.15%	7.12%
石家庄驾校	毕业学员数(人)	6063	10307	16491	24737
	YoY (假设值)	74% (实际值)	70%	60%	50%
	客单价 (元/人)	3600	3744	3894	4050
	YoY (假设值)		4%	4%	4%
	收入 (百万元)	22	39	64	100
	YoY		76.80%	66.40%	56.00%
云南驾校	毕业学员数(人)	23346	31517	40972	49167
	YoY (假设值)	39% (实际值)	35%	30%	20%
	客单价 (元/人)	5800	5974	6153	6338
	YoY (假设值)		3%	3%	3%
	收入 (百万元)	135	188	252	312
	YoY		39.05%	33.90%	23.60%
	毛利率	28.81%	35.00%	45.00%	50.00%

资料来源: 华泰证券研究所

我们预计上市公司 2017-2019 年归母净利润分别为 3.09 亿元、3.59 亿元和 4.24 亿元, EPS 分别为 0.74 元、0.85 元和 1.01 元, 对应 PE 分别为 51.19/ 44.00/ 37.27 倍。考虑到公司作为国内驾校龙头和唯一上市公司, 兼具成长性和稀缺性, 作为 A 股纯正的职教标的, 享受一定的估值溢价。考虑到可比公司 2017 年平均 PE 52.80 倍, 给予 2017 年 55-58 倍 PE, 目标价 40.7-42.9 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

图表98: 东方时尚盈利预测 (截止 2017 年 6 月 30 日, 单位: 百万元)

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1155	1289	1418	1587
收入同比(%)	-13%	12%	10%	12%
归属母公司净利润	246	309	359	424
净利润同比(%)	-25%	26%	16%	18%
毛利率(%)	52.7%	52.8%	53.8%	54.8%
ROE(%)	15.1%	17.0%	16.5%	16.3%
每股收益(元)	0.59	0.74	0.85	1.01
P/E	64.19	51.11	44.00	37.27
P/B	9.68	8.71	7.27	6.08
EV/EBITDA	33	31	28	24

资料来源: 华泰证券研究所

图表99：可比职教行业上市公司估值表（除开元股份，其他采用 wind 一致预测,截至 2017-06-30）

股票代码	股票名称	当前价格	EPS (元)				PE (倍)			
			2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
600661.SH	新南洋	21.47	0.71	0.45	0.6	0.74	30.24	47.71	35.78	29.01
600730.SH	中国高科	8.19	0.96	0.21	0.28	-	8.53	39.00	29.25	-
002676.SZ	珠江钢琴	15.98	0.16	0.19	0.23	0.28	99.88	84.11	69.48	57.07
300329.SZ	海伦钢琴	11.77	0.13	0.15	0.18	0.21	90.54	78.47	65.39	56.05
300089.SZ	文化长城	14.93	0.35	0.34	0.38	0.43	42.66	43.91	39.29	34.72
300248.SZ	新开普	16.17	0.28	0.36	0.52	0.76	57.75	44.92	31.10	21.28
002638.SZ	勤上股份	8.14	-0.43	0.18	0.23	0.16	-18.93	45.22	35.39	50.88
300338.SZ	开元股份	21.50	0.02	0.55	0.79	0.91	1075.00	39.09	27.22	23.63
均值										
603377.SH	东方时尚	37.59	0.59	0.74	0.86	1.02	64.19	51.11	44.00	37.27

资料来源：Wind，华泰证券研究所

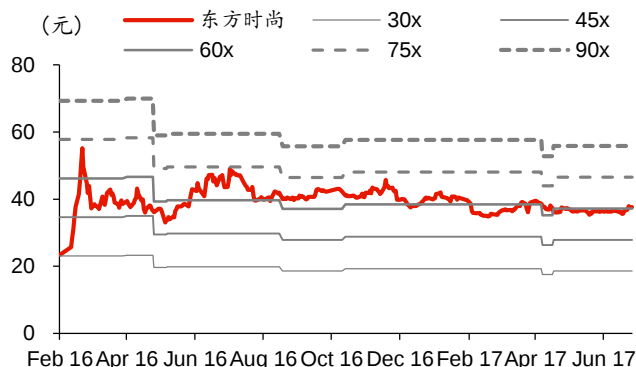
风险提示

1) 市场竞争加剧风险：目前政府正在整顿规范驾驶培训市场，行业内部竞争加剧，对所有的市场参与者构成一定威胁，如果公司不能及时调整竞争策略应对市场环境变化，有可能丧失竞争优势甚至被竞争对手超越。

2) 市场需求不达预期风险：现阶段中国人口结构处于深度调整阶段，北京、上海等一线城市严格限制常驻人口净流入，随着大城市交通问题日益严重，车牌限制趋于严格。这些因素都有可能对驾培市场需求产生负面影响，存在学员数量增长不达预期的风险。

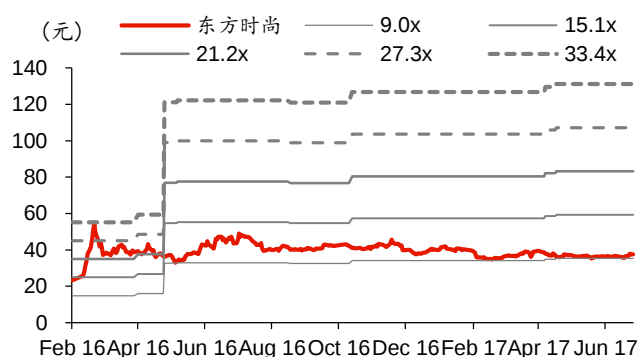
PE/PB - Bands

图表100：东方时尚历史 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表101：东方时尚历史 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	385.84	1,003	1,206	1,538	1,958
现金	336.02	500.63	699.52	1,030	1,451
应收账款	0.07	0.13	0.00	0.00	0.00
其他应收账款	21.41	2.31	0.00	0.00	0.00
预付账款	19.42	7.96	14.50	15.85	14.96
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	8.92	492.14	492.14	492.14	492.14
非流动资产	1,287	1,627	1,522	1,431	1,340
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	529.85	517.24	451.67	372.39	286.25
无形资产	302.23	713.29	713.29	713.29	713.29
其他非流动资产	454.99	396.33	356.65	345.52	340.09
资产总计	1,673	2,630	2,728	2,970	3,298
流动负债	652.18	592.97	646.39	680.71	736.40
短期借款	0.00	134.07	134.07	134.07	134.07
应付账款	11.68	11.67	12.76	13.85	15.10
其他流动负债	640.50	447.23	499.56	532.80	587.23
非流动负债	139.48	143.74	151.45	148.33	147.84
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	139.48	143.74	151.45	148.33	147.84
负债合计	791.66	736.71	797.84	829.04	884.24
少数股东权益	127.86	263.12	250.90	236.84	220.16
股本	370.00	420.00	420.00	420.00	420.00
资本公积	49.12	756.00	756.00	756.00	756.00
留存公积	334.28	454.21	637.10	995.93	1,420
归属母公司股	753.40	1,630	1,813	2,172	2,596
负债和股东权益	1,673	2,630	2,862	3,238	3,700

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	346.36	243.50	426.63	439.30	513.53
净利润	315.96	236.39	296.67	344.77	406.95
折旧摊销	140.46	137.92	87.54	90.27	91.64
财务费用	2.54	(0.15)	(14.62)	(25.59)	(41.14)
投资损失	0.42	(7.28)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(119.10)	(128.02)	49.33	32.98	56.57
其他经营现金	6.09	4.64	7.71	(3.13)	(0.49)
投资活动现金	(261.19)	(843.62)	17.71	0.14	(0.07)
资本支出	261.51	281.79	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	516.13	(17.71)	(0.14)	0.07
其他投资现金	0.32	(45.70)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金	(225.92)	764.73	(111.38)	25.59	41.14
短期借款	0.00	134.07	0.00	0.00	0.00
长期借款	(137.31)	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	50.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	706.88	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(88.61)	(126.22)	(111.38)	25.59	41.14
现金净增加额	(140.75)	164.62	332.96	465.03	554.60

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,327	1,155	1,289	1,418	1,587
营业成本	566.72	546.64	608.05	654.36	716.56
营业税金及附加	43.49	17.16	19.21	21.13	23.65
营业费用	46.94	38.89	32.23	32.61	34.91
管理费用	225.29	230.58	219.17	241.00	269.79
财务费用	2.54	(0.15)	(14.62)	(25.59)	(41.14)
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.42)	7.28	0.00	0.00	0.00
营业利润	441.47	329.59	425.20	494.13	583.25
营业外收入	14.10	11.01	0.00	0.00	0.00
营业外支出	7.37	1.80	0.00	0.00	0.00
利润总额	448.21	338.80	425.20	494.13	583.25
所得税	132.25	102.41	128.53	149.36	176.30
净利润	315.96	236.39	296.67	344.77	406.95
少数股东损益	(13.12)	(9.55)	(12.22)	(14.06)	(16.68)
归属母公司净利润	329.08	245.94	308.89	358.83	423.63
EBITDA	584.47	467.36	498.12	558.81	633.74
EPS (元)	0.89	0.59	0.74	0.85	1.01

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	3.28	(12.92)	11.58	9.96	11.95
营业利润	4.76	(25.34)	29.01	16.21	18.04
归属母公司净利润	0.86	(25.27)	25.60	16.17	18.06
获利能力 (%)					
毛利率	57.29	52.69	52.84	53.84	54.85
净利率	24.80	21.29	23.96	25.31	26.69
ROE	43.68	15.09	17.04	16.52	16.32
ROIC	45.01	13.80	18.73	23.25	30.07
偿债能力					
资产负债率 (%)	47.32	28.01	27.88	25.60	23.90
净负债比率 (%)	13.29	18.56	17.14	16.49	15.46
流动比率	0.59	1.69	1.87	2.26	2.66
速动比率	0.59	1.69	1.87	2.26	2.66
营运能力					
总资产周转率	0.79	0.54	0.48	0.50	0.51
应收账款周转率	22,662	10,798	18,671	0.00	0.00
应付账款周转率	56.04	46.82	49.79	49.19	49.51
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.78	0.59	0.74	0.85	1.01
每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	0.58	1.02	1.05	1.22
每股净资产(最新摊薄)	1.79	3.88	4.32	5.17	6.18
估值比率					
PE (倍)	47.98	64.19	51.11	44.00	37.27
PB (倍)	20.96	9.68	8.71	7.27	6.08
EV_EBITDA (倍)	26.53	33.18	31.13	27.75	24.47

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

风险提示

- 1) **社会环境变化风险**：人口与经济等社会环境因素变化，可能导致职业教育需求改变；
- 2) **政策落地进度不达预期**：职业教育和民办教育政策法规落地进度不达预期的风险；
- 3) **市场竞争加剧风险**：随着资本加码布局，职教市场竞争程度可能会加剧；
- 4) **技术进步颠覆现有竞争格局风险**：科学技术的进步有可能会颠覆现有教学模式和当前的市场竞争格局。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%-5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com