

行业深度

传媒

职教行业成长性良好，看好优质赛道龙头

2017 年 12 月 04 日

评级 同步大市

评级变动：维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
传媒	-6.10	-9.83	-30.20
沪深 300	-0.02	4.81	13.23

何晨 分析师
执业证书编号：S0530513080001
hechen@cfzq.com 0731-84779574

何颖 研究助理
heying@cfzq.com 0731-89955758

相关报告

重点股票	2016A		2017E		2018E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
开元股份	0.02	1058	0.52	40.69	0.71	29.80	谨慎推荐
百洋股份	0.34	57.53	0.49	39.92	0.67	29.19	谨慎推荐

资料来源：财富证券

投资要点：

- 职教培训行业规模约 4500 亿，未来五年复合增速约 18%。根据是否颁发学历证书可将职业教育分为学历教育和非学历教育，学历职教市场规模总体保持平稳，预计将由 2015 年的 1262 亿元增长至 2020 年的 1785 亿元，五年复合增速 7.18%；非学历职教市场规模快速增长，预计将由 2015 年的 3249 亿元增长至 2020 年的 8566 亿元，五年复合增速达 21.4%。未来人才供需不匹配的矛盾将成为职教培训行业长期发展的动力。
- 职教培训细分领域众多，IT、财会技能培训未来成长可期。IT 和财会技能培训行业未来四年复合增速均达到 18%，且目前行业竞争格局相对分散，市场集中度较低。行业龙头跑马圈地，加快异地扩张步伐。在竞争过程中，具备较强课程研发能力、异地扩张能力的龙头培训机构有望胜出。
- 品牌、口碑与跨赛道复制能力是发展关键。通过横向纵向对比重点职教公司的经营情况和盈利情况，我们总结行业竞争的优势。（1）打造知名品牌，建立良好口碑是关键。较高的品牌知名度以及良好的口碑可以有效降低公司的获客成本，同时增强公司的课程提价能力，形成公司核心竞争力；（2）优质赛道卡位是前提，跨赛道复制能力是延伸。培训机构在深耕自身行业的同时，通过跨赛道复制品牌管理运营等经验，增加公司收入和利润来源；（3）加强精细化运营，双师模式促进控费增效。大型培训机构建立标准化管理体系，在异地扩张时通过线上线下相结合、双师课堂等模式向异地城市输送优质名师，提高名师利用效率，有效控制成本；（4）扩充产品体系，丰富课程覆盖广度。下游行业技术的变革和更新迭代为上游培训行业带来新增需求，同时也对培训机构的教研能力和推陈出新能力提出较高要求。
- 投资上我们认为拥有品牌和口碑优势、建立标准化管理体系且布局高成长赛道的龙头培训机构有望在行业发展中胜出，建议关注开元股份、百洋股份。
- 风险提示：政策变化、市场竞争加剧、公司发展不达预期

目录

1 职业教育概览：非学历职教快速发展，未来空间巨大	4
1.1 职业教育分为学历职教和非学历职教	4
1.2 职教行业规模超 4000 亿，非学历职教未来空间可观	5
1.3 职教行业长期发展动力十足	7
2 重点细分赛道梳理：IT 与财会技能培训未来成长可期	10
2.1 细分领域众多，非学历职业技能培训处于快速增长期	10
2.2 IT 技能培训：行业规模约 200 亿，未来四年 CAGR 约 19%	10
2.3 财会技能培训：行业规模约 130 亿，未来四年 CAGR 约 18%	12
3 行业核心竞争优势：品牌口碑与跨赛道复制能力是发展的关键	13
3.1 盈利情况分析	14
3.2 经营情况分析	17
4 相关上市公司	18
4.1 开元股份（300338.SZ）	18
4.2 百洋股份（002696.SZ）	19

图表目录

图 1：职业教育分类	4
图 2：职业教育市场空间	5
图 3：学历职业教育市场规模	5
图 4：非学历职业教育市场规模	5
图 5：中等职业教育在校生	6
图 6：高等职业教育在校生	6
图 7：我国城镇就业人口数	7
图 8：我国高等教育和中等教育在校生数	7
图 9：中国教育培训细分领域投融资事件数量排名	9
图 10：中国教育培训细分领域投融资金额排名	9
图 11：我国劳动力市场岗位空缺与求职人数的比率	9
图 12：2017Q2 全国全行业人才需求与供给分布	9
图 13：2017 秋季求职竞争最激烈的十大行业	10
图 14：2017 年成人用户参加额外培训意愿情况	10
图 15：IT 培训市场规模预测	11
图 16：我国财会类职业技能培训市场规模	12
图 17：重点公司近三年营收对比（万元）	15
图 18：重点公司近三年归母净利润对比（万元）	15
图 19：重点公司 2016 年营收、归母净利润增速对比	15
图 20：重点公司 2016 年培训课程单价区间	16
图 21：达内科技成人培训课程平均每年提升 1000 元	16
图 22：重点公司 2016 年预收款项（递延收入）情况	16
图 23：达内科技近几年递延收入和营收变化情况	16
图 24：重点公司 2016 年预收款项（递延收入）情况	17
图 25：达内科技近几年毛利率和净利率变化情况	17
图 26：重点公司 2016 年销售费用和管理费用情况	17

图 27: 重点公司 2016 年获客成本比较.....	17
图 28: 重点公司 2016 年经营性现金流情况.....	18
图 29: 几家重点公司经营数据对比.....	18
表 1: 学历职业教育市场空间测算.....	6
表 2: 非学历职业教育市场空间测算.....	7
表 3: 职业教育相关政策、法律法规梳理.....	8
表 4: IT 技能培训领域重点公司一览.....	11
表 5: 国内主要财会证书类型.....	12
表 6: 财会技能培训领域重点公司一览.....	13

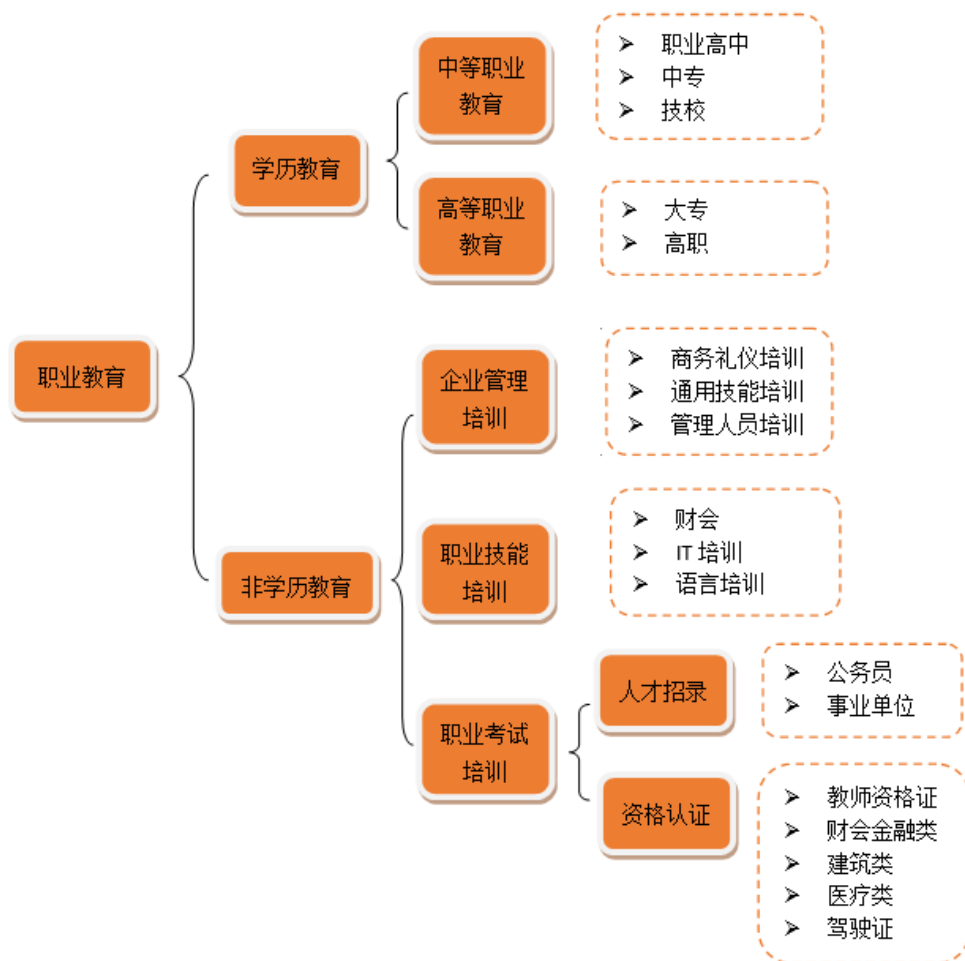
1 职业教育概览：非学历职教快速发展，未来空间巨大

1.1 职业教育分为学历职教和非学历职教

职业教育是指让受教育者获得某种职业或生产劳动所必需的职业知识、技能和职业道德的教育。其目的是培养应用人才和具有一定文化水平、专业技能的劳动者。与普通教育和成人教育相比，职业教育更侧重于受教育者实践技能和实际工作能力的培养。

根据是否颁发学历证书可将职业教育分为学历教育和非学历教育。学历职业教育是指受教育者在职业学校里学习，具体包括中等职业教育（职业高中、中专、技校）和高等职业教育（大专、高职）；非学历职业教育是指向劳动者提供与求职岗位或所在岗位对应的职业技能的培训活动，包括适用于在岗员工的企业管理培训（To B）和面向个人的职业考试和职业技能培训（To C），其中 To C 模式下的职业考试培训可分为人才招聘和资格认证考试培训，职业技能培训可分为财会类、IT 应用类、财会类、语言类培训等。

图 1：职业教育分类

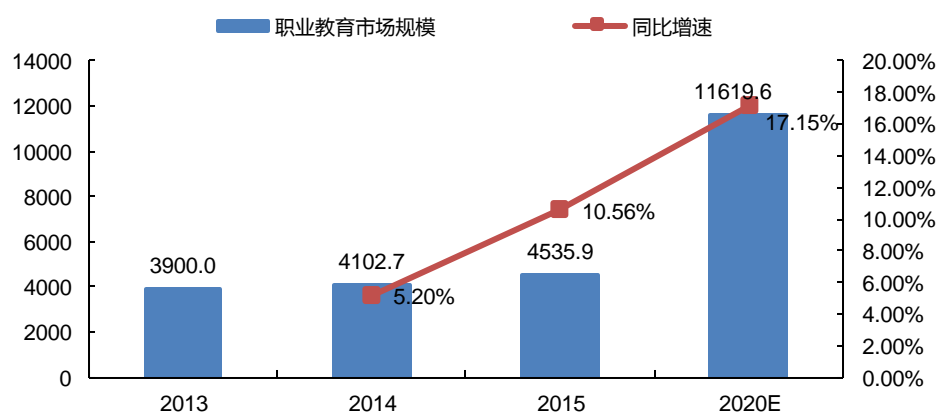


资料来源：财富证券

1.2 职教行业规模超 4000 亿，非学历职教未来空间可观

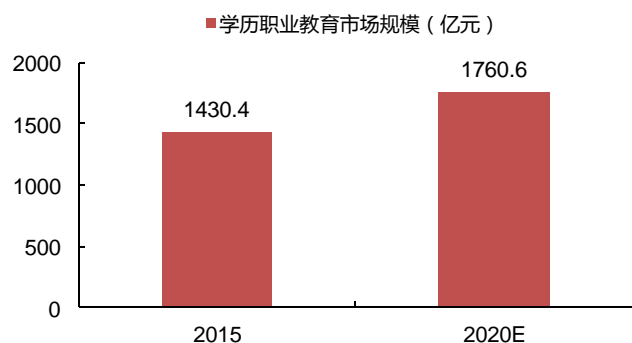
职业教育市场空间庞大，剑指万亿市场。职业教育市场规模是学历教育和非学历教育市场规模之和。根据产业信息网报告，2015 年我国职业教育市场空间为 4536 亿元，预计 2020 年将达到 11620 亿元，五年复合增速达 17.15%。其中，学历职业教育市场规模为 1430 亿元，预计 2020 年将达到 1761 亿元，五年复合增速为 4.25%；非学历职业教育市场规模为 3106 亿元，预计 2020 年将达到 9859 亿元，五年复合增速达 25.99%。

图 2：职业教育市场空间



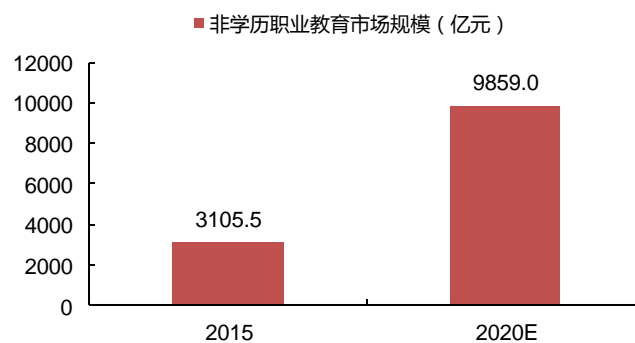
资料来源：财富证券，产业信息网

图 3：学历职业教育市场规模



资料来源：财富证券，产业信息网

图 4：非学历职业教育市场规模



资料来源：财富证券，产业信息网

我们大致测算了学历职教市场和非学历职教市场的增长空间，与产业信息网的测算结果相差不大，预计 2020 年我国学历职业教育市场空间约 1785 亿元，CAGR5=7.18%，非学历职业教育市场空间约 8566 亿元，CAGR5=21.40%。

学历职业教育市场空间=学历职业教育在校生*人均学费。根据国家统计局数据，2015 年我国中等职业教育和高等职业教育在校生分别为 1656.7 万人和 1048.6 万人，而根据市场调研情况，目前，我国中等职业教育每年人均学费约为 3000 元，高等职业教育每年人

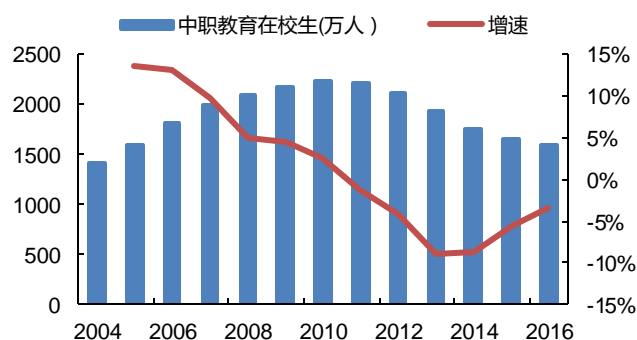
均学费约为 6000 元，简单计算出 2015 年我国学历职业教育市场空间约为 1262 亿元。根据《国务院关于加快发展现代职业教育的决定》，预计到 2020 年，中等职业教育在校生达到 2350 万人，高等职业教育在校生达到 1480 万人。假设中职教育和高职教育的年人均学费基本保持不变，粗略计算出 2020 年我国学历职业教育市场空间约为 1785 亿元。

表 1：学历职业教育市场空间测算

类型		2015	2016	2017	2018	2019	2020
中职教育	在校生（万人）	1657	1777	1906	2044	2192	2350
	年人均学费（元）	3500	3500	3500	3500	3500	3500
	市场规模（亿元）	580	622	667	715	767	823
高职教育	在校生（万人）	1049	1124	1204	1290	1382	1480
	年人均学费（元）	6500	6500	6500	6500	6500	6500
	市场规模（亿元）	682	731	783	839	898	962
合计	市场规模	1262	1353	1450	1554	1665	1785

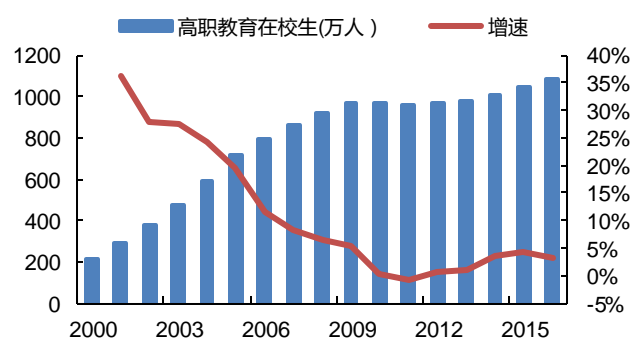
资料来源：财富证券，国家统计局，《国务院关于加快发展现代职业教育的决定》

图 5：中等职业教育在校生



资料来源：财富证券，wind

图 6：高等职业教育在校生



资料来源：财富证券，wind

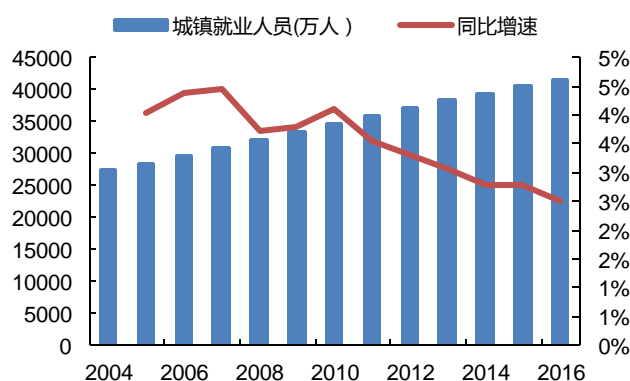
非学历职业教育市场=非学历职教参培人数*人均学费。非学历职教参培人群大致可分为以下几类：第一，已就业人员中为了提升专业职业技能，增强个人职业竞争力而参加职教培训的人群，第二，中等、高等教育在校生中为了提升个人在求职过程中的硬实力和软实力而参加考试、技能等培训的人群。根据国家统计局数据，2015 年我国城镇就业人员达 4.04 亿人，中等、高等教育在校生分别为 0.84、0.28 亿人，根据我们的测算，2015 年我国非学历职业教育市场规模为 3249 亿元，假设就业人数和高等教育在校生数以 2% 的增速缓慢增加，中等教育在校生数略有减少，人均学费每年提高 10%，渗透率每年提升 2 个百分点，到 2020 年我国非学历职业教育市场规模达 8566 亿元。五年复合增速达 21.40%。

表 2：非学历职业教育市场空间测算

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
已就业人数（万人）	40410	41428	42257	43102	43964	44843
年人均学费（元）	3500	3850	4235	4659	5124	5637
渗透率	20%	22%	24%	26%	28%	30%
市场规模（亿元）	2829	3509	4295	5221	6308	7583
高等教育在校生（万人）	2816	2894	2951	3011	3071	3133
年人均学费（元）	2000	2200	2420	2662	2928	3221
渗透率	30%	32%	34%	36%	38%	40%
市场规模（亿元）	169	204	243	289	342	404
中等教育在校生（万人）	8383	8327	8244	8161	8080	7999
年人均学费（元）	1500	1650	1815	1997	2196	2416
渗透率	20%	22%	24%	26%	28%	30%
市场规模	251	302	359	424	497	580
市场规模合计（亿元）	3249	4015	4897	5933	7147	8566

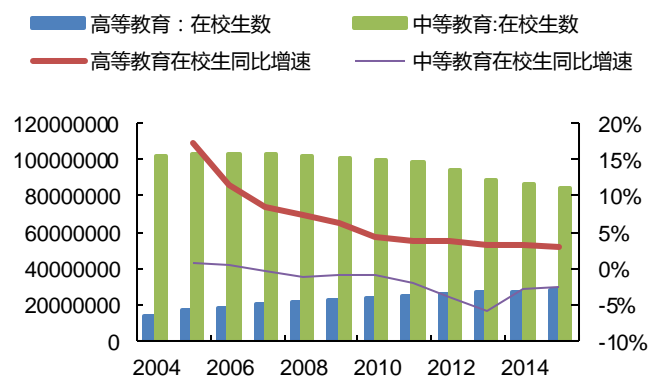
资料来源：财富证券，国家统计局

图 7：我国城镇就业人口数



资料来源：财富证券，国家统计局

图 8：我国高等教育和中等教育在校生数



资料来源：财富证券，国家统计局

1.3 职教行业长期发展动力十足

职教相关政策频繁出台，为职教行业提供良好的发展环境。职业教育是现代教育体系的重要一环，随着我国经济结构的转型优化、产业的不断升级，国内对专业型、技能型人才的需求与日俱增，职教相关利好政策陆续出台。政策重点在于加速完善现代职业教育体系，加强工学结合、校企合作，鼓励民间资本开办职业院校，强调职业技能培训和创业培训的重要性，鼓励发展多样化培训服务机构。《民办教育促进法》修订版于 2017 年 9 月正式实行，其核心内容在于民办学校的举办者可以自主选择设立非营利性或营利性民办学校，此次修法放开了部分民办教育机构资产证券化的资质限制，消除了民办教育机构资产证券化的障碍，但同时也规定不得设立义务教育阶段的营利性民办学校，这意味着相比义务教育阶

段的民办学校而言,非义务教育阶段的民办教育资产证券化难度更小,对资本更具有吸引力。

表 3: 职业教育相关政策、法律法规梳理

序号	相关政策、法律法规	出台时间	出台部门	主要内容
1	关于大力推进职业教育改革与发展的决定	2002.8	国务院	明确提出 增加教育经费投入 : 城市教育费附加用于职业教育的比例不低于 15%, 已普及九年义务教育的地区不低于 20%, 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。
2	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	2003.12	国务院	明确 对技能型紧缺人才的培养和培训实行学历证书、培训证书和职业资格证书相结合 。
3	关于大力发展职业教育的决定	2005.10	国务院	大力推行 工学结合、校企合作 的新模式, 推进各地高职、中职院校的建设, 完善职业资格证书制度, 多渠道增加经费投入。
4	关于全面提高高等职业教育教学质量的若干意见	2006	教育部	逐步构建专业认证体系, 开展职业技能鉴定工作, 推行“ 双证书 ”制度。
5	关于职业院校试行工学结合、半工半读的意见	2006	教育部	积极推进“ 校企合一 ”, 鼓励“前厂(店)后校”或“前校后厂(店)”, 进一步 鼓励行业企业举办职业院校 , 同时鼓励职业院校依托专业发展产业。
6	国家中长期人才发展规划纲要(2010-2020 年)	2010.6	国务院	提出完善高技能人才培养培训体系, 支持发展各类专业化培训机构。
7	高技能人才队伍建设中长期规划(2010-2020)	2011.6	中组部、人社部	以实施国家高技能人才振兴计划为龙头, 加大高技能人才培养力度 , 建立健全面向全体劳动者的职业培训制度, 健全高技能人才评价选拔制度。
8	国家教育事业第十二个五年规划	2012.7	教育部	强调职业技能培训和创业培训的重要性, 鼓励发展多样化培训服务机构。
9	关于加快发展现代职业教育的决定	2014.6	国务院	首次提出 企业要发挥“重要办学主体作用” , 并将以 政府购买服务或税收优惠等方式给予支持 。
10	现代职业教育体系建设规划(2014-2020)	2014.6	教育部、发改委等	鼓励企业举办或参与举办职业院校, 提出到 2020 年大中型企业参与职业教育办学的比例达到 80% 以上的目标。
11	民促法三审修订版	2016.11	全国人大常委会	明确 民办学校的举办者可自主选择设立非营利性或营利性民办学校 , 但不得设立义务教育阶段的营利性民办学校。
12	依法治教实施纲要(2016-2020)	2016	教育部	设立地方教育立法改革试点项目, 建立专家咨询和经费支持机制 , 鼓励各地在终身学习、校企合作、家庭教育等教育法律规范尚存空白的领域, 先行先试, 以教育立法推动教育改革, 为全国教育立法积累经验。

资料来源: 财富证券, 各部委网站

图 9：中国教育培训细分领域投融资事件数量排名

排名	细分领域	投融资事件数量
1	K12	360
2	儿童早教	291
3	职业培训	264
4	教育信息化	234
5	语言学习	222
6	兴趣教育	147
7	教育综合服务	139
8	出国留学	103
9	高等教育	69
10	其他	69
11	教辅设备	16

资料来源：财富证券，艾瑞咨询，时间周期：2000.1-2017.7

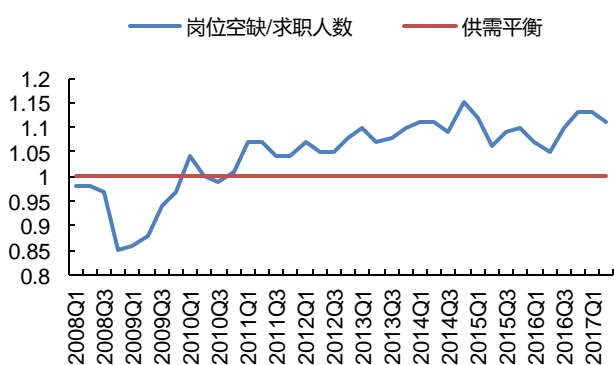
图 10：中国教育培训细分领域投融资金额排名

排名	细分领域	投融资金额（亿）
1	K12	192.9
2	教育综合服务	155.6
3	职业培训	145.7
4	语言学习	134.8
5	教育信息化	112.3
6	儿童早教	93.7
7	出国留学	47.6
8	高等教育	38.2
9	兴趣教育	22.9
10	其他	13.0
11	教辅设备	3.1

资料来源：财富证券，艾瑞咨询，时间周期：2000.1-2017.7

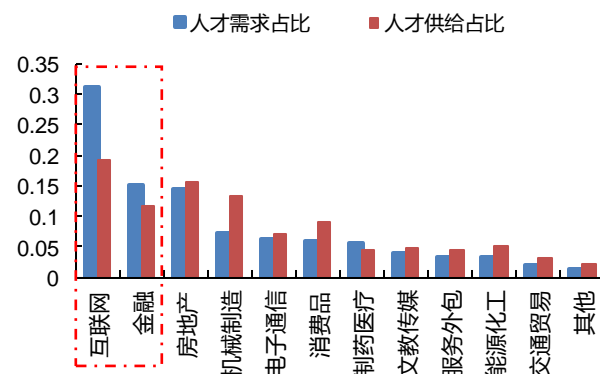
人才供需不匹配等问题是职业教育长期发展的动力所在。目前，求职市场上的人才供需矛盾日益突出，企业对专业型、技能型人才的需求不断增长，但求职上高学历人才往往缺乏一定实用性，低学历人才对专业知识有所欠缺，导致人才缺口的现象，这种人才供需不匹配的矛盾进一步推动职业教育行业的发展。根据中国人力资源市场信息监测中心的监测数据，自 2010Q4 以来，我国劳动力市场岗位空缺与求职人数的比率一直大于 1，且 2016Q2 以来该比率呈现明显上升态势，表明我国劳动力市场仍处于人才紧缺状态。从行业分布来看，互联网、金融和房地产行业对人才的需求比较旺盛，其中互联网和金融行业人才供需不匹配的问题较为严峻。

图 11：我国劳动力市场岗位空缺与求职人数的比率



资料来源：财富证券，中国就业网

图 12：2017Q2 全国全行业人才需求与供给分布



资料来源：财富证券，猎聘网《2017Q2 人才供需报告》

但从另一方面来看，虽然我国劳动力市场处于人才紧缺状态，但部分行业求职压力依然非常大，高竞争压力强化求职者对职业教育培训的需求。根据智联招聘发布的《2017 年秋季人才供给报告》，2017 年秋季求职期全国人才供需竞争指数（简历投递量/职位发布量）为 30.4，这意味着在全国范围内平均每 30.4 人竞争一个岗位，在北京竞争尤为激烈，该指数达到 82.4。在求职压力居高的情况下，求职者参加职业培训的意愿更加强烈。根

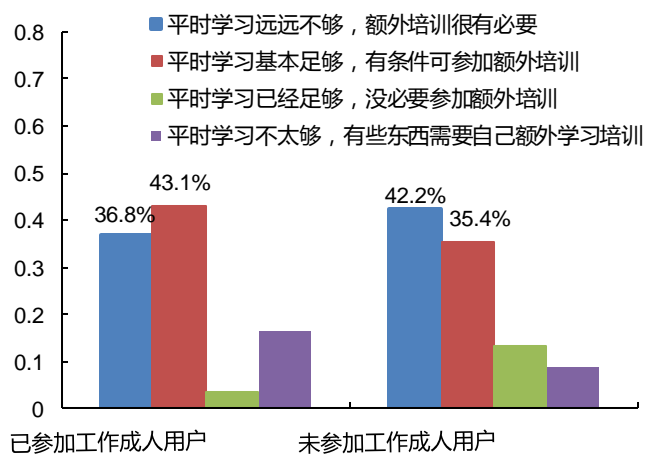
据艾瑞咨询发布的《2017 年中国教育培训行业白皮书：走向理性》，已参加工作和未参加工作的成人用户中均有超过 75% 的人认为参加额外的学习培训比较有必要。

图 13：2017 秋季求职竞争最激烈的十大行业

排名	行业	竞争指数
1	网络游戏	50.0
2	IT 服务（系统/数据/维护）	42.8
3	互联网/电子商务	41.5
4	房地产/建筑/建材/工程	41.1
5	计算机软件	39.6
6	通信/电信运营、增值服务	39.2
7	跨领域经营	38.7
8	航空/航天研究与制造	35.0
9	基金/证券/期货/投资	34.8
10	媒体/出版/影视/文化传播	34.8

资料来源：财富证券，智联招聘

图 14：2017 年成人用户参加额外培训意愿情况



资料来源：财富证券，艾瑞咨询

2 重点细分赛道梳理：IT 与财会技能培训未来成长可期

2.1 细分领域众多，非学历职业技能培训处于快速增长期

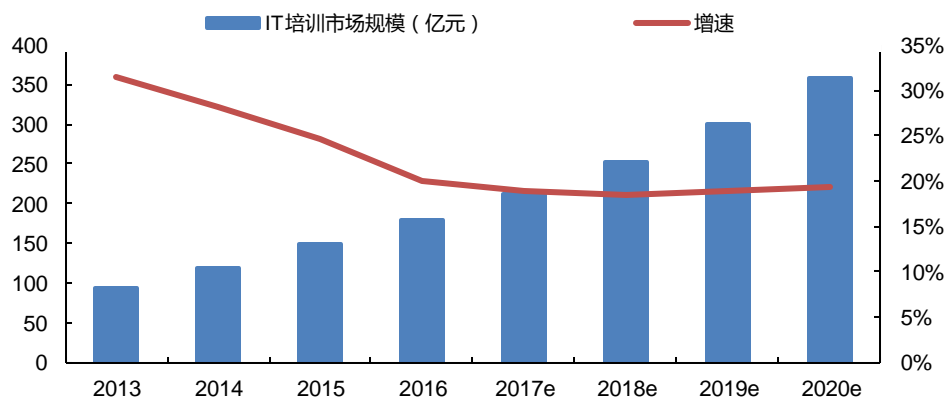
非学历职业教育细分领域众多，具体可以分为三大类，第一，尚处于行业发展初期的企业管理培训行业，主要向企业员工提供商务礼仪、通用技能以及管理人员培训等服务，该行业竞争格局高度分散，目前国内比较成熟的管理咨询公司包括和君商学、盛景网联、行动教育、聚成股份等。第二，处于行业快速发展阶段的职业技能培训行业，主要包括 IT 培训、财会培训、语言培训、教师培训等。第三，处于行业发展相对成熟阶段的职业考试培训行业，包括人才招聘考试中的公考培训等以及各类资格认证考试培训。

在职教市场中，非学历职教行业未来增长空间更大，考虑到目前整个就业市场人才供需不匹配的问题根源以及不断增加的就业竞争压力，非学历职教行业中的职业技能培训领域具备长期发展的需求。我们以其中的 IT 培训和财会培训为例，重点分析这两个细分赛道的情况。

2.2 IT 技能培训：行业规模约 200 亿，未来四年 CAGR 约 19%

随着互联网行业的飞速发展，IT 技能培训需求与日俱增，行业在经历 2012-2014 年的爆发期后，增速略有放缓。根据艾瑞咨询的测算，2016 年 IT 技能培训行业规模为 179 亿元，预计到 2020 年将达到 359 亿，规模实现翻番，四年复合增速为 19%。

图 15: IT 培训市场规模预测



资料来源：财富证券，艾瑞咨询

目前，IT 培训市场竞争格局相对分散，龙头市占率不足 10%。IT 技能培训领域的竞争格局可分为三大梯队，第一梯队为全国性龙头培训机构，以达内科技为代表，市占率约 8.8%，这类企业一般规模较大，师资力量雄厚，渠道能力强，具备一定品牌效应，占据全国中高端培训市场较大份额，第二梯队为区域性龙头机构，这类企业规模适中，渠道能力不及第一梯队，但部分课程内容具备一定优势，代表企业包括传智播客、火星时代、翡翠教育等，第三梯队为地方性中小培训机构，这类企业一般体量较小，数量较多，但在课程内容、渠道、师资等方面均不占优势。

表 4: IT 技能培训领域重点公司一览

成立时间	上市/挂牌/并购情况	收入规模 (亿元)	覆盖城市/教学中心数	主营业务/课程
达内科技	2002 年 美股 NASDAQ	15.8	58/165	覆盖 IT 全产业链职业培训，纵向延伸软件开发—测试—运维的全环节，横向延伸数字艺术、网络营销、会计等品类，共有 19 大课程方向。
传智播客	2006 年 新三板挂牌	5.37	17/20	拥有“传智播客”和“黑马程序员”两大培训品牌，开设有 Java、Android、iOS、UI 设计、PHP、C、C++、网络营销、前端与移动开发、云计算和 Python 等 11 门课程。
火星时代	2001 年 百洋股份收购	4.07	13/15	从事数字艺术教育，为学员提供软件开发、影视、游戏、室内设计、传统美术绘画等方面的职业培训，共开设 8 门课程。
翡翠教育	2012 年 文化长城拟收购	2.92	29/60+	专注于移动互联网及数字游戏影视动漫等领域的 IT 职业教育培训，共开设 9 门课程。

资料来源：财富证券，公司官网

未来，市场将逐步向具备教研优势、运营优势、课程覆盖全面的龙头企业集中。IT 职业培训受下游 IT 技术热点更迭影响较大，这一方面有助于 IT 机构更好地推出新课程，扩充课程覆盖面，但另一方面快速的技术更迭也对 IT 培训机构的课程研发能力及课程质量提出更高要求。同时，教育培训行业现金流良好，行业准入门槛较低，这使得 IT 培训

机构子在异地扩张过程中面临较大难度，较强的运营能力和成本控制能力将成为培训机构快速扩张的优势。以达内科技为例，在成立初期，公司重点打磨产品，提高用户口碑，在快速扩张阶段，公司首创“双师模式”，利用远程同步教学有效解决优秀师资有限的问题，同时降低教学中心的教师成本，改善公司盈利能力，逐步提升市场份额。我们认为未来在市场激烈竞争过程中，市场集中度将不断提升，缺乏优质课程内容和较强运营能力的中小培训机构逐步被淘汰，具备较强课程研发能力、异地扩张能力的龙头培训机构有望胜出。

2.3 财会技能培训：行业规模约 130 亿，未来四年 CAGR 约 18%

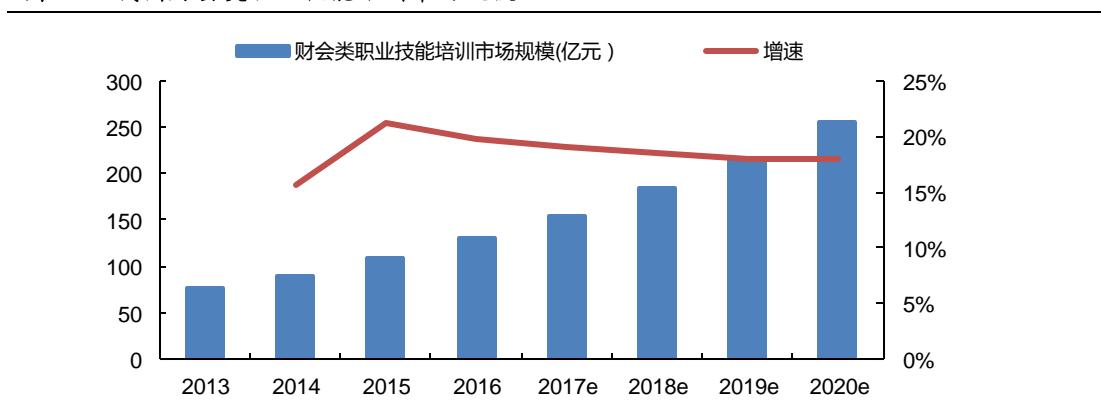
财会技能培训课程可分为两大类，一类是会计实操业务类课程，另一类是会计技能认证考试类课程，目前主流财会类资格认证包括会计从业资格证（自 2017.11 起取消）、会计专业技术资格证、注册会计师、特许金融分析师等。根据艾瑞咨询的测算，2016 年我国财会类职业技能培训行业的规模约为 130 亿元，预计到 2020 年将达到 256 亿元，四年复合增速约 18.38%。

表 5：国内主要财会证书类型

证书名称	主考机构	考试作用	考试对象	考试难度
会计从业资格证 (2017.11 月取消)	中国注册会计师协会	获得从事会计工作的入门资格	非会计专业毕业或其他准备在国内从事会计职业的人员	1 颗星
会计专业技术资格证	国家财政部、人事部	会计行业的职称考试，分为初级、中级、高级	想进入国企和事业单位的财会岗位任职的人员	3 颗星
注册会计师 (CPA)	中国注册会计师协会	目前国内会计行业顶级资质证书	准备在国内从事会计职业的高级人才	5 颗星
特许公认会计师 (ACCA)	特许公认会计师公会	财会专业的“MBA”课程	准备出国进修或准备进入大型跨国企业从事财务工作的人员	5 颗星
特许金融分析师 (CFA)	美国投资管理 与研究协会	世界证券投资与管理普遍认可的职业称号，分位三级	拥有学士学位或相当的专业水准以上，一般来说 4 年经历可视为替代学士学位	5 颗星

资料来源：财富证券，艾瑞咨询

图 16：我国财会类职业技能培训市场规模



资料来源：财富证券，艾瑞咨询

财会类技能培训行业的竞争格局相对分散，存在较大的区域性特征，同时线上线下载发展路径分化较为明显。大型的线下培训机构跑马圈地，加快全国范围的学校扩张，优质的课程内容和品牌口碑为公司的异地扩张起到良好助推作用，同时线下机构加大线上线下融合程度，通过双师模式分享优质教师资源，逐步提升市场份额，代表性企业包括恒企教育等。知名的线上培训机构大多集中在考证培训领域，其课程大多为直播、录播等形式，客单价相对较低，但客户流量较大，如正保远程旗下中华会计网校，旗下会计专业资格、CPA 等课程品牌优势突出。此外，在全国各地分布以考证为主导的地方性中小型培训机构，这类机构分布广而散，使得整个财会类培训行业的市场集中度较低。

目前行业对于高端会计人才的需求日益提高，对会计人才的专业技能提出更高的要求。而随着会计从业资格证书的取消，行业准入门槛降低，竞争将趋于激烈，会计实务业务能力将成为人才招录过程中的重要考察点，同时中、高级职称、CPA、CFA 等体现专业知识和水平认证的证书优势将逐步凸显。

表 6：财会技能培训领域重点公司一览

	成立时间	上市/挂牌/并购情况	收入规模(亿元)	覆盖城市/教学中心数	主营业务/课程
恒企教育	2002 年	开元股份收购	3.82	141/261	专注于会计实操技能培训，并提供包括初级、中级会计、注册会计师职称，旗下多迪教育提供 IT 职业培训。
中华会计网校	2000 年	美股正保远程旗下品牌	3.43	-	针对从业人员和学生提供各类会计考试培训、继续教育、实务操作和就业服务，针对企业用户提供代理记账和财税咨询服务。

资料来源：财富证券，公司官网

3 行业核心竞争优势：品牌口碑与跨赛道复制能力是发展的关键

目前国内职教领域龙头公司均从事非学历职业教育，我们筛选几个重点细分赛道的龙头公司，分别是 IT 职教培训龙头达内科技、火星时代，会计培训龙头恒企教育，驾驶培训龙头东方时尚以及覆盖多领域的在线教育龙头正保远程，横向纵向对比其经营情况和盈利情况，从而总结出行业竞争的优势。

1、打造知名品牌，建立良好口碑是关键

教育行业的显著特点是，价格敏感性程度较低而品牌敏感性程度较高，较高的品牌知名度以及良好的口碑可以有效降低公司的获客成本，同时增强公司的课程提价能力，形成公司的核心竞争力。以恒企教育为例，公司在会计实操培训领域具备深厚积淀，其口碑转化率明显高于同行，2016 年公司的销售费用率为 15.97%，获客成本约 1000 元，处于行业较低水平，在较低成本下，公司的盈利能力大幅增强，净利率达 22.1%。此外，几大龙头公司的课程单价每年都保证一定程度上的提价，为公司未来成长提供保障。

2、优质赛道卡位是前提，跨赛道复制能力是延伸

虽然职教行业整体规模庞大，但细分领域众多，且不同领域的未来成长空间和盈利效应差异较大，同时部分领域天花板明显。因此，提早布局优质赛道的培训机构已具备一定先发优势，此外，培训机构在打造自身教育品牌、建立良好口碑后，可以进行跨赛道复制品牌管理运营等经验，增加公司收入和利润来源，同时使公司教育生态布局得到有效延伸。像 IT 职教龙头达内科技、公考培训龙头华图教育等在深耕本行业的同时，布局财会、K12 等其他行业，不断完善教育产业布局。

3、加强精细化运营，双师模式促进控费增效

培训机构在进行异地扩张时，往往初期扩张成本较大，尤其是向三四线城市下沉时，需要与本地扎根的培训机构竞争，在招生、品牌知名度以及师资方面不具备优势，因此加强精细化运营能力至关重要。通常大型培训机构会建立标准化的管理体系，在异地扩张时通过线上线下相结合、双师课堂等模式向异地城市输送优质名师，提高名师利用效率的同时，有效控制成本。

4、扩充产品体系，丰富课程覆盖广度

职教培训受下游行业需求影响较大，行业技术的变革和更新迭代为上游培训行业带来新增需求，同时也对培训机构的教研能力和推陈出新能力提出较高要求。以达内科技为例，公司深耕 IT 职教培训，经过十五年的发展，从最初的 Java 培训到覆盖 IT 全产业链培训课程，同时横向延伸数字艺术、网络营销、会计等品类，在不断丰富课程产品体系的同时，公司的业绩也得到有效增长。

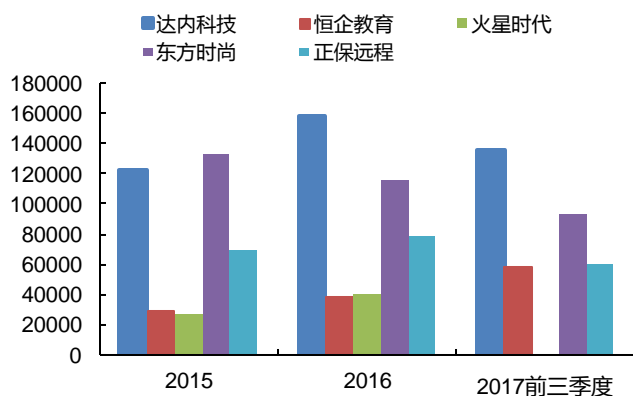
3.1 盈利情况分析

规模较大的公司营收和净利润增速均有所放缓，规模适中的第二梯队公司处于快速成长期，营收和净利润均保持较高增长水平，后续发展潜力较大。

从营收角度来看，行业格局整体较为分散，一线龙头市占率不到 10%，二线龙头发展迅速，积极抢占市场份额，争取迈入第一梯队。达内科技近三年营收均在 10 亿元以上，处于所在细分领域第一梯队，火星时代和恒企教育收入规模不大（1-5 亿级别），但增长速度较快，处于所在细分领域第二梯队。

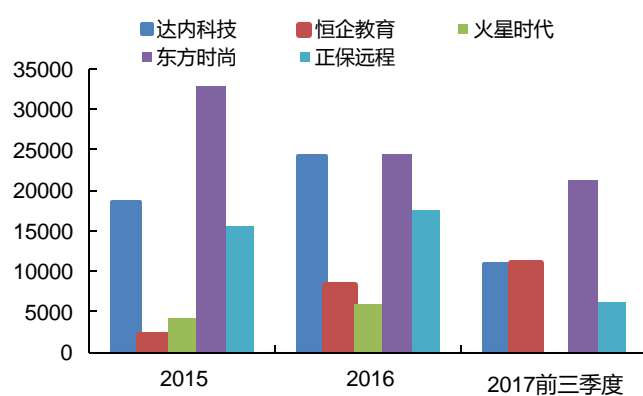
从归母净利润角度来看，东方时尚以 2 亿+的利润规模处于行业领先水平，但也由于业绩基数较大，近两年增长表现较为乏力。火星时代和恒企教育净利润实现快速增长，2016 年净利润增速分别为 43% 和 295%，后续发展潜力较大。

图 17：重点公司近三年营收对比（万元）



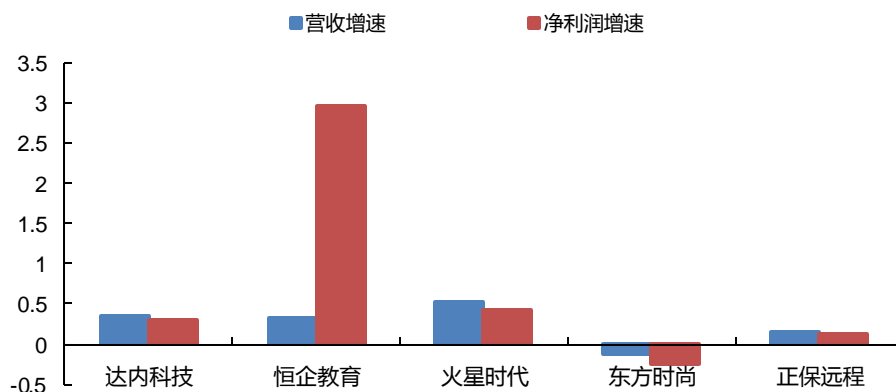
资料来源：财富证券，wind

图 18：重点公司近三年归母净利润对比（万元）



资料来源：财富证券，wind

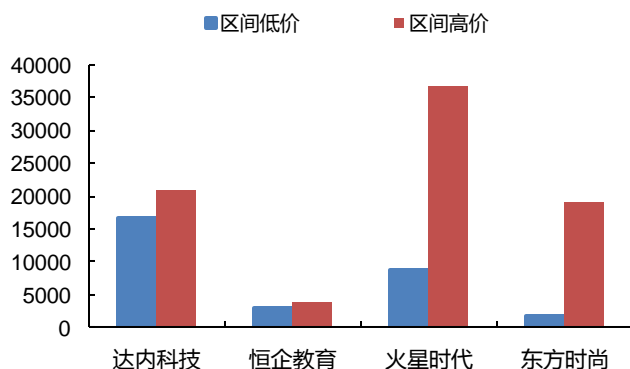
图 19：重点公司 2016 年营收、归母净利润增速对比



资料来源：财富证券，wind，重组说明书

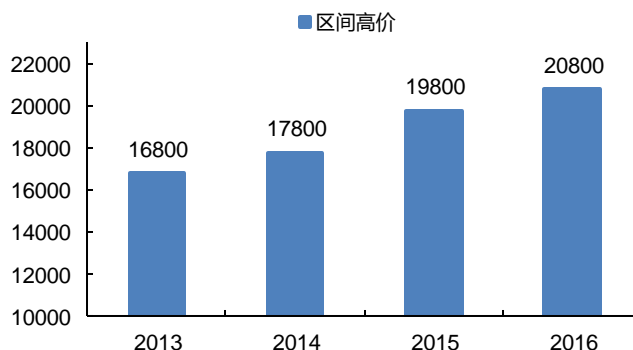
课程单价：课程单价与公司课程类型、课程质量、行业薪资水平等多方面因素有关，一般来说，受 IT 行业薪资较高影响，IT 培训课程相较其他技能培训课程单价更高，通常在 1 万元/年以上，而具备优质内容与服务、口碑佳的公司定价权更高，同时根据招生渠道的不同，课程单价也会有一定程度的优惠。以达内科技为例，公司覆盖 IT 全产业链的课程，公司全日制成入课程标准学费在 16800-20800 元之间，而对于通过合作院校网络招收的学生（这部分学生占比约 16.2%），每个学生每门课程给予 4000 元的优惠，儿童课程标准学费在 15000-19200 元之间，略低于成人课程。同时，龙头公司往往具备较强的提价能力，达内科技成人课程平均每年提升 1000 元，部分课程提价 2000 元，较强的提价能力使得公司毛利率维持高位，盈利能力稳步提升。

图 20：重点公司 2016 年培训课程单价区间



资料来源：财富证券，公司年报，公告信息

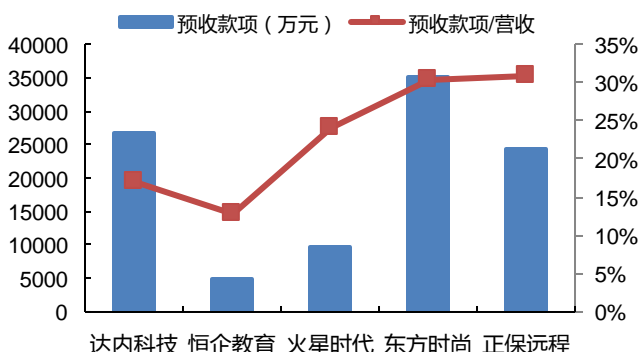
图 21：达内科技成人培训课程平均每年提升 1000 元



资料来源：财富证券，公司年报

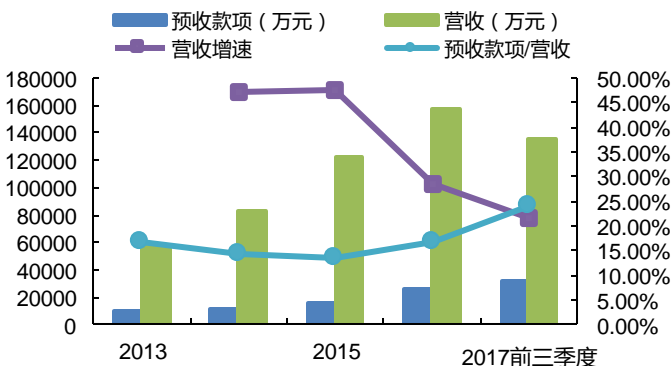
预收款项、递延收入：培训机构一般按照课时消耗数来确认收入，对于预收的学费通常计入预收款项或递延收入（美股报表编制差异），因此，预收款项或递延收入的变化大致可以反映公司往后一到两个会计年度收入的变化情况。以达内科技为例，公司递延收入整体呈现快速增长趋势，但递延收入占营收的比重在 2014、2015 年有所下滑，同时公司营收自 2016 年开始有所放缓，营收大概滞后 1-2 个会计年度反应。自 2016 年以来，公司递延收入占营收的比重开始回升，在 2017 年前三季度已达到 24%，预计公司 2018-2019 年营收增速将稳步回升。

图 22：重点公司 2016 年预收款项（递延收入）情况



资料来源：财富证券，公司年报，公告信息

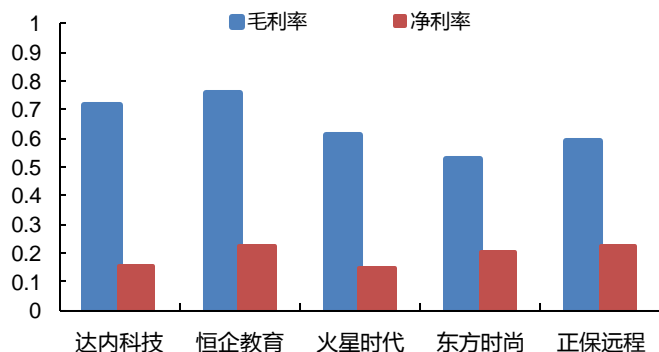
图 23：达内科技近几年递延收入和营收变化情况



资料来源：财富证券，公司年报

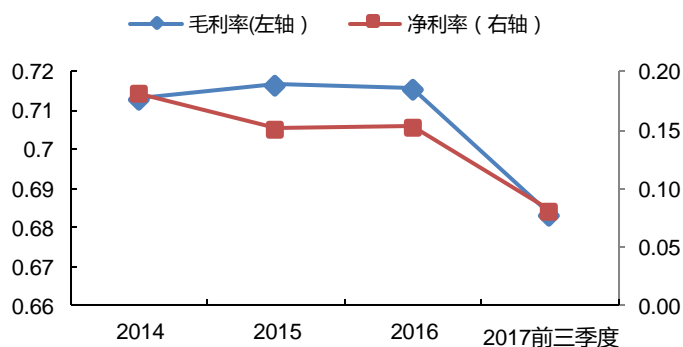
毛利率、净利率：整体来看，职业技能培训几大细分领域中龙头公司的毛利率均在 50% 以上，处于较高水平，净利率方面，各公司之间差异较大。2016 年恒企教育毛利率和净利率分别为 75.86%、22.1%，处于行业领先水平，达内科技毛利率 71.57%，也高于行业水平，但净利率 15.31%，略低于其他几家公司，从近三年达内科技毛利率和净利率的变化情况来看，公司今年 Q3 毛利率低于去年全年水平，这与公司的收入集中在 Q4 有关，净利率水平有所下滑的主要原因在于公司新扩张了多个学习中心使得教室利用率下降，对应的成本费用增加。

图 24：重点公司 2016 年预收款项（递延收入）情况



资料来源：财富证券，公司年报，公告信息

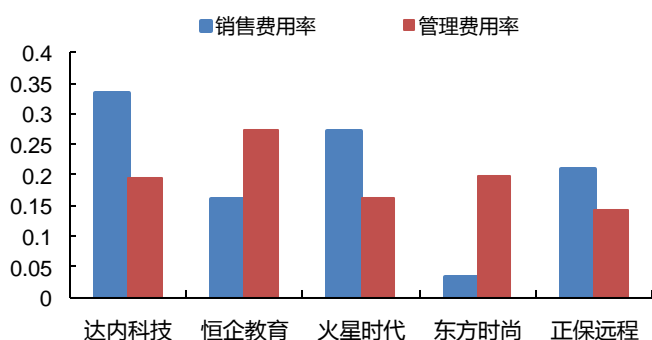
图 25：达内科技近几年毛利率和净利率变化情况



资料来源：财富证券，wind

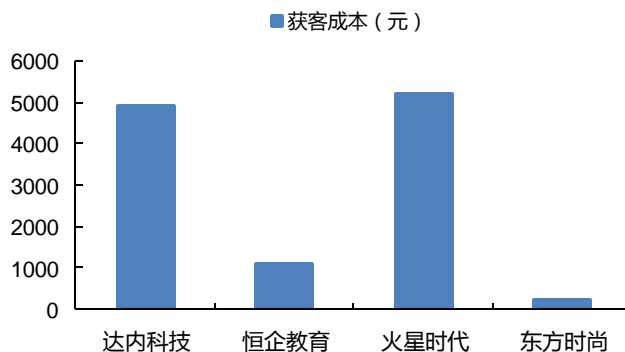
费用分析：一般来说培训机构的成本费用除了教师薪酬和场地租金之外，主要集中在销售费用和管理费用，销售费用与培训机构获取用户的能力有关。对比几个细分领域龙头的费用情况，大部分公司的管理费用率大多处于 15%-20%，恒企教育达到 27%，处于相对较高的水平；销售费用率有所分化，东方时尚作为驾驶培训龙头，其销售费用率一直稳定在 3%-4%，远低于行业水平，恒企教育在会计实操培训领域处于行业领先水平，其一大特点是生源一方面通过学生口碑相传，另一方面通过中大英才平台进行用户导流，大幅降低获客成本。这也表明课程内容和品牌口碑可以有效降低招生过程中产生的销售费用。

图 26：重点公司 2016 年销售费用和管理费用情况



资料来源：财富证券，公司年报，公告信息

图 27：重点公司 2016 年获客成本比较



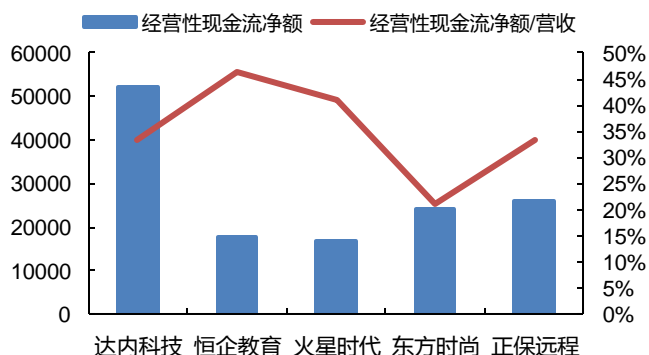
资料来源：财富证券，公司年报

3.2 经营情况分析

经营性现金流净额：良好的现金流可以为培训机构开办新教学点提供较大帮助，对比 2016 年几家重要公司经营性现金流净额占营收比重的情况，整体来看，比重基本都在 20% 以上，恒企教育的经营性现金流净额占营收的比重达到 46%，领先于其他几家公司，恒企教育近两年实现快速扩张，教学点由 2015 年的 172 个提升至 2017 年上半年的 235 个。东方时尚的经营性现金流净额占营收的比重为 21%，低于其他几家公司，这与驾驶培训的经营特点有关（驾考有三年的时间）。从单个教学点经营情况来看，IT 培训机构

的单点盈利能力较会计类培训机构更强，火星时代的单点营收和单点利润最高，分别达到 3133 万和 467 万。

图 28：重点公司 2016 年经营性现金流情况



资料来源：财富证券，wind

图 29：几家重点公司经营数据对比

	达内科技	火星时代	恒企教育
营收（万元）	157960	40725	38200
净利润（万元）	24185	6075	8400
教学点数	145	13	215
学生数	107493	21344	56000
教师数	2236	404	722
单点营收（万元）	1089	3133	178
单点利润（万元）	167	467	39

资料来源：财富证券，公司年报

4 相关上市公司

4.1 开元股份（300338.SZ）

公司收购恒企教育和中大英才，成功转型职业教育。公司 2017 年 2 月完成对恒企教育 100% 股权、中大英才 70% 股权的收购，原主营业务为煤质检测仪器设备的研发、生产和销售，职业教育资产 3 月并表后，实现“职业教育+煤质检测仪器设备”双主业运行，目前职业教育业务收入占比达 64.76%（截至 2017 年 6 月 30 日）。2017 年前三季度公司实现营收 5.84 亿元，同比增长 184.21%，归母净利润 1.09 亿元，同比增长 1482.6%，毛利率由去年同期的 42.05% 提升至 67.63%，净利率由去年同期的 1.14% 提升至 19.5%。其中恒企教育实现净利润 9469 万元，同比增长 52%，职教资产的并表带来公司业绩和盈利能力的大幅提升。

恒企教育深耕会计培训市场，覆盖“会计+IT+设计”多领域课程。恒企教育成立于 2002 年，起步于广西柳州，经过 15 年的行业积淀，公司已发展成为会计培训领域的行业龙头，线下教学点数量达到行业第一，主要业务包括会计实操技能培训、专业资格考试培训、学历中介等服务。公司拥有完善的课程体系和优秀的师资，品牌优势显著，其学生的获取大多通过口碑相传，大幅降低公司的获客成本，同时公司的课程单价具备较大提升空间。在快速扩张的同时，公司积极进行跨赛道布局，其控股子公司多迪网络（90% 股权）和天琥教育 56% 股权，实现“会计+IT+艺术设计”业务布局。目前，恒企教育共有 261 个线下实体校区，覆盖全国 141 个城市，共有 722 名教师，累计招生超过 5.6 万人。

中大英才是在线职业教育平台，与恒企实现业务协同。中大英才提供在线课程培训、图书销售、学习卡销售、媒体广告及数据服务等业务，其在线课程覆盖财会、工程、医药、外语外贸等多个品类。未来中大英才与恒企教育线上线下融合，在业务上形成优势

互补，中大英才通过网站线上引流用户至恒企，降低恒企教育的获客成本，最终形成从用户流量获取、用户线下线上培训到用户就业的完整教育闭环。

未来公司致力于做大做强“财经、IT、设计”三大业务板块，加快线下校区扩张步伐，加强线上平台推进以及跨赛道运营。预计公司 2017/2018 年 EPS 分别为 0.52 和 0.71 元，对应当前 PE 分别为 40 倍和 29 倍，给予公司“谨慎推荐”评级。

4.2 百洋股份 (002696.SZ)

收购火星时代，实现“鱼和渔”双主业运行。公司是全球加工规模最大、国内领先的罗非鱼食品综合提供商，具有涵盖水产饲料、水产食品加工、水产研发、水产养殖以及水产生物制品的较为完整的产业链。2017 年公司通过发行股份 (5.6 亿元) 和支付现金 (4.14 亿元) 的方式作价 9.74 亿元收购火星时代 100% 股权，转型职业教育培训，实现从鱼到渔的双主业运行。2017 年前三季度公司实现营收 15.86 亿元，同比增长 7.02%，归母净利润 5016.56 万元，同比增长 61.66%，其中 Q3 单季度实现归母净利润 3561.3 万元，同比增长 106.76%，火星时代于 2017 年 8 月开始并表，带来业绩大幅增长，同时公司公布 2017 年度业绩预告，盈利区间 1.06-1.24 亿元，同比增长 80%-110%。

火星时代主营数字设计培训业务，未来龙头成长可期。火星时代是国内数字艺术教育高端品牌，在行业内有 20 多年的积淀，在教学研发、招生和就业方面均具备一定优势，同时公司在北京上海以外的教学点均采用双师教学模式，由北京上海的名师进行实时授课，异地课堂由辅导老师进行课堂管理、课后答疑，提高名师资源利用率。目前公司在全国拥有 15 所分部，已开设 20 多个门类专业课程，覆盖 UI 设计、游戏设计、影视特效、室内设计等领域。未来公司将依靠自身突出优势，加快异地扩张步伐，逐步提升市场份额，预计每年新建 4-5 个新校区。同时公司将不断扩充课程品类，积极研发青少年培训、VR 设计培训等新课程，进一步完善课程体系，为公司业绩的持续稳定增长提供支撑。

未来公司将持续完善教育领域布局。公司于 2017 年 8 月公告拟出资 5000 万元设立百洋教育投资公司，并将其作为公司教育业务发展主要平台，通过产业并购、股权投资等方式进行资源整合，为公司业务发展提供有力支持。同时，火星时代积极布局艺术留学、艺术游学等领域，公司与国内领先的艺术教育、咨询机构北京美艺博广签署战略合作协议，双方就艺术留学、游学等产品领域开展合作，充分发挥各自优势。预计公司 2017/2018 年摊薄后的 EPS 分别为 0.49 和 0.67 元，对应当前 PE 分别为 38 倍和 28 倍，给予公司“谨慎推荐”评级。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438