

## 职业教育

### 行业深度：职教大有可为，优质龙头可期

#### 发展职业教育具有深刻的国情和时代背景

职业教育与普通教育齐头并进，能更好提高教育资源配置效率和劳动者平均熟练程度。在我国劳动生产率较低、制造业和服务业中高端人才缺口大的国情下，大力发展职业教育具有长期必要性。在国际环境变革和经济结构升级转型的背景下，尽快提升职业教育质量具有短期迫切性。国家长期和短期发展的要求以及职业教育本身的重要价值，我们认为，职业教育的蓬勃发展是未来的必然趋势。

#### 乘政策东风，职业教育有望迎来黄金时代

我国职业教育的发展存在瓶颈，升学机制不畅通、办学投入不足、社会观念僵化等问题亟待解决。2019年，以《国务院关于印发国家职业教育改革实施方案的通知》为代表的一系列政策法规出台，旨在重塑职业教育类型教育体系。职教高考打通升学渠道，职业本科着重发展高质量特色职业教育，职普相当打通职业教育入口得以生源扩大，以机关事业单位人才选拔标准变革为代表的政策打破社会对职校生就业歧视。职业教育迎来鼓励政策密集发布期。

#### 职业教育空间广阔，多元化业务丰富供给均衡商业模式

非学历继续教育作为职业教育市场的重要一端，具有轻资产属性，其收入占比的上升可以减轻传统职教学校重资产压力。高质量的职业教育需增加投入，后续营利性分类管理后缴纳税收。根据我们的测算，未来合理的职业教育公司毛利率40%左右，净利率15%左右，高质量教育的举办者更能应对未来出生人口下降带来的需求收缩。由民办中职、大专、职业本科组成的民办学历职业教育市场规模到2031年有望增长至6600亿元，未来十年有3倍增长空间。非学历职业教育市场有望量价齐升，成为行业的重要驱动力。

#### 大浪淘沙洗尽铅华，关注职业教育龙头机遇

市场对于职业教育板块担忧自双减监管开始持续至今。叠加营利性转设进度缓慢、长期商业模式有不确定性等影响，导致投资者信心低迷，估值处于历史底部。我们认为当前头部优质公司的估值与其业绩的成长性、确定性、长期发展机遇呈现显著错配。未来随着职教政策进一步完善并不断推进落地、相关企业商业模式逐步清晰并得到验证，市场对于职教的信心有望恢复和重建，带动龙头迎来戴维斯双击。

#### 投资建议：推荐中教控股、中国科培、东软教育

推荐业绩增长稳健、最新招生学额大幅增长的民办高教龙头中教控股，推荐办学质量较好、学生就业率较高的华南地区民办高教企业中国科培，推荐IT品牌较佳、通过轻资产模式共建专业和产业学院的较高质量教育举办者东软教育，给予上述公司“买入”评级；建议关注行业内其它优质公司宇华教育、希望教育。

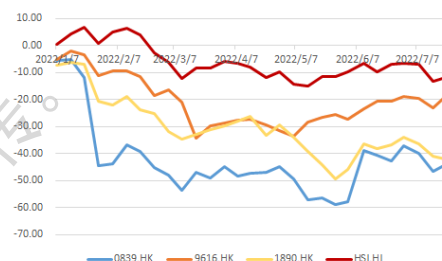
#### 风险提示

教育行业政策变动风险；学费、住宿费不能维持或提高的风险；学校并购进展及整合不及预期的风险。

投资建议： 强于大市（维持评级）

上次建议： 强于大市

#### 相对大盘走势



分析师：荣泽宇

执业证书编号：S0590522020001

邮箱：rongzy@glsc.com.cn

联系人 梁婉怡

邮箱：liangwy@glsc.com.cn

#### 相关报告

- 1、《教育行业：职业教育政策点评：职校生可报考事业单位，人得其位各显其才》2021.11.08
- 2、《教育行业：职业教育系列政策点评：守得云开见月明，黄金时代已来临》2021.10.19
- 3、《教育行业：〈关于推动现代职业教育高质量发展的意见〉政策点评》2021.10.13

## 投资聚焦

K12 双减对职业教育赛道存在较大的负向溢出效应，叠加民办学校营利性转设进展缓慢、未来商业模式和业绩增速有不确定性，导致投资者对行业前景与股票定价存在担忧与分歧，较长一段时间里职业教育相关上市公司股价低迷。为充分解答市场忧虑，判断行业长期投资价值，我们立足国家长期高质量发展和短期经济结构转型升级的大背景，深入分析职业教育价值、论述了大力发展高质量职业教育的长期必要性和短期迫切性。并从定性角度描绘未来发展蓝图，定量角度详尽测算行业市场规模。

## 研究背景

职业教育改革方案的颁布、职业教育法的重要修订以及《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》的发布，显示出党和国家对职业教育重视程度之高、推动职业教育改革发展力度之大前所未有。我国劳动生产率较低、制造业和服务业中高端人才缺口大，国家急需大国工匠、能工巧匠支撑经济社会发展与产业升级；劳动者需要“找到工作、找好工作”；企业需要高质量的制造和服务人才。政策与人才供需的多重驱动下，大力发展职业教育具有迫切性，蕴含较大的发展机遇。

## 创新之处

为解答市场对于职业教育发展前景和板块估值的疑虑，我们从以下方面进行分析：**第一**，站在我国发展的历史进程和时代背景中把握职业教育在其中扮演的角色，论述更好更快发展职业教育具有长期必要性和近期紧迫性，我们认为职业教育在我国将迎来较大的发展机遇。**第二**，对职业教育蓝图体系进行剖析，职业教育类型定位、职教高考、职业本科、职普分流等政策下职业教育将书写新篇章，有望脱下以往“退而求其次”、“低人一等”的标签。**第三**，提出举办高质量的职业教育符合国家鼓励方向和长期发展要求，应对未来生源规模长期下行挑战。我们从业务多样化、收入结构多元化、增加办学投入、营利性转设补缴税收多维度探讨高质量的职业教育商业模式的发展方向。**第四**，系统性梳理和分析了近两年职业教育板块估值变化及原因，展望未来可能的边际变化和相关的投资机遇。

## 核心结论

大力发展高质量、多层次、一体化的职业教育体系，是国家与社会各界共同期盼和发展必然要求。未来职业教育的规模壮大、价值量提升、社会认可度提高会是长期趋势。职业教育有望成为社会资本广泛参与、深入创新、大有可为的领域。行业市场空间广阔、政策法规不断完善落实、商业模式愈发清晰、龙头公司不断进取，将有望逐步消除投资者短期担忧、缓解观望情绪，带动优质标的迎来戴维斯双击。推荐中教控股、中国科培、东软教育，给予“买入”评级；建议关注宇华教育、希望教育等。

## 正文目录

<b>1 大力发展职业教育具有长期必要性和近期紧迫性</b>	<b>6</b>
1.1 高质量职业教育是我国长期发展的重要保障	6
1.2 职业教育是促进经济可持续增长和结构改革良方	8
1.3 国内外局势深刻变化，职业教育改革迫切度提升	11
<b>2 提高职教战略定位，多维并举提质培优</b>	<b>13</b>
2.1 投入不足观念僵化，体制观念需突破束缚	13
2.2 明确职业教育类型定位，前途广阔大有可为	14
2.3 重塑教育评价与升学体系，多维并举职教提质培优	15
<b>3 内涵式发展长远之计，职教赛道空间广阔</b>	<b>19</b>
3.1 以高质量发展为宗旨，商业模式逐渐完善	19
3.2 各层次市场规模测算，职业教育空间广阔	22
3.3 不同职业教育模式比较，各有优劣尽其所长	28
<b>4 投资建议：职教黄金时代，关注龙头机遇</b>	<b>31</b>
4.1 短中长期忧虑叠加，市场信心仍待恢复	31
4.2 股价随双减走低，职教政策利好未充分体现	31
4.3 业绩政策有望共同推动估值修复，推荐龙头职教企业	35
<b>5 风险提示</b>	<b>41</b>

## 图表目录

图 1：我国劳动生产率增速领先于主要经济体	6
图 2：目前我国的劳动生产率仍然较低	6
图 3：2019 年国民学历结构中大学学历占比仍然较低	7
图 4：发达国家的人均受教育年限为 12 年左右	7
图 5：职业教育对经济增长贡献率的经济学模型	8
图 6：社科院测算的我国经济潜在增速有所下降	9
图 7：我国就业人口数在 2015 年见顶	9
图 8：2016 年专业技术人员占制造业人力资源的 9.4%	10
图 9：2016 年装备制造业人力资源 69%为本科以下学历	10
图 10：服务业逐渐成为吸纳就业的主力军	11
图 11：我国服务贸易存在较大的贸易逆差	11
图 12：我国第三产业劳动生产率较低	12
图 13：中职教育满意度有提升空间	13
图 14：中职雇主用工满意度较低	13
图 15：2019 年职业教育经费投入低于义务和普通教育	14
图 16：2019 年职业教育民办经费投入占比较低	14
图 17：社会认可度低被认为是职业教育困境之一	14
图 18：与普通教育同等地位、专科本科有效贯通的现代职业教育体系	15
图 19：职教本科在学历层次、对接产业层次和人才培养层次上更显“高等”特色	16

图 20: 职教本科和普通本科对比上更显“类型”特色 .....	16
图 21: 产教融合、校企合作是职业教育的办学特色 .....	17
图 22: 中职招生人数相比普高有 36%的提升空间 .....	18
图 23: 中职在校人数相比普高有 50%的提升空间 .....	18
图 24: 传统学校扩张为重资产模式 .....	19
图 25: 非学历职教走向规范化和市场化 .....	19
图 26: 民办高等教育工资福利支出有提升空间 .....	20
图 27: 民办中职工资福利经费支出有提升空间 .....	20
图 28: 学历教育服务为民办学校最大收入来源 .....	21
图 29: 教职人员成本为办学最大成本构成 .....	21
图 30: 2018 年出现的生育低潮对中职适龄人口影响出现在 2033 年 .....	23
图 31: 我国人口结构中 20—45 岁人群占比 36% .....	23
图 32: 20—45 岁就业人群初中及以下学历占 44% .....	23
图 33: 历年我国高考录取率（本科、专科拆分） .....	25
图 34: 2020 年部分省份高考录取率 .....	25
图 35: 我国非学历继续教育在校生人数 .....	27
图 36: 非学历职业教育市场规模测算 .....	27
图 37: 不同学历职业教育模式市场空间规模 .....	29
图 38: 港股高教指数复盘 .....	32
图 39: 自 K12 校外培训政策收紧以来职业教育和 K12 培训股价走势相关性较高 .....	34
图 40: 中教控股营业收入及增速 .....	36
图 41: 中教控股归母净利润及增速 .....	36
图 42: 中国科培营业收入及增速 .....	37
图 43: 中国科培归母净利润及增速 .....	37
图 44: 东软教育营业收入及增速 .....	38
图 45: 东软教育归母净利润及增速 .....	38
图 46: 宇华教育营业收入及增速 .....	39
图 47: 宇华教育归母净利润及增速 .....	39
图 48: 希望教育营业收入及增速 .....	40
图 49: 希望教育归母净利润及增速 .....	40
表 1: 职业教育从顶层设计到落实细则加速推进 .....	7
表 2: 各类教育对 GDP 增长率的平均贡献率（%）变化趋势 .....	9
表 3: 2025 年制造业十大重点领域人才缺口合计 3000 万人 .....	10
表 4: 职业教育全面支撑国家竞争力建设 .....	11
表 5: 人力资源社会保障部《关于职业院校毕业生参加事业单位公开招聘有关问题的通知》全文 .....	17
表 6: 主要民办高教公司盈利状况 .....	22
表 7: 合理的商业模式测算 .....	22
表 8: 民办中职市场规模从 2021 年到 2031 年有 3 倍提升空间 .....	24
表 9: 民办大专市场规模从 2021 年到 2031 年有 2.5 倍增长空间 .....	25
表 10: 民办职业本科市场规模从 2021 年到 2031 年有 4 倍提升空间 .....	26
表 11: 不同参培和客单价情境下的非学历职业培训市场规模测算 .....	27
表 12: 民办学历职业教育市场规模测算 .....	28
表 13: 中等职业学校办学投入较高等职业学校低 .....	30
表 14: K12 校外培训监管靴子落地速度和力度超出市场预期 .....	33



表 15: 主要职业教育上市公司财务与估值数据 .....	35
表 16: 中教控股财务与估值数据摘要 .....	36
表 17: 中国科培财务与估值数据摘要 .....	37
表 18: 东软教育财务与估值数据摘要 .....	38

本报告仅供  
ybjieshou@eastmoney.com  
邮箱所有人使用，未经许可，不得外传。

## 1 大力发展职业教育具有长期必要性和近期紧迫性

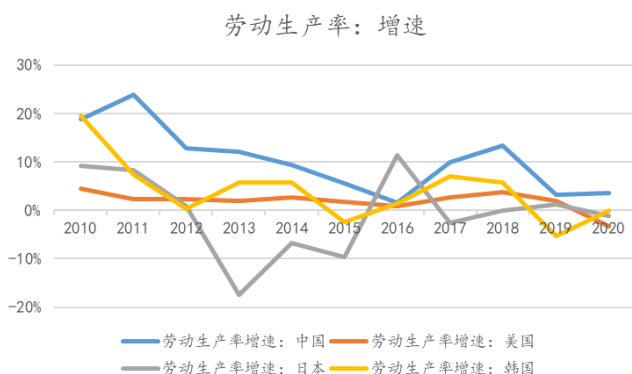
### 1.1 高质量职业教育是我国长期发展的重要保障

持续提高劳动生产率和人民生活水平，是党和人民的共同追求。通过不断提高劳动生产率和经济发展水平，提高我国人民的生活水平及幸福感，是党的长期追求和不断努力的目标。教育作为培养社会主义合格接班人的事业，对保障就业劳动人口规模、综合素质、技能培养有着无法替代的关键作用。在我国经济发展进入新时期的大背景下，制造部门和服务部门诸多产业面临深刻变革，亟需向全产业链自主可控、高质量高尖端先进制造、高知识技术和专业服务附加值的方向提高。在这一历史进程中，职业教育承担向各个产业培养和输送高素质、专业对口的优质人才这一历史使命，其高速和高质量发展具有长期必要性。

近年来国际局势发生一系列深刻变革，贸易保护主义抬头，全球化受到挑战，地缘冲突加剧。我国经济发展需要新动能，叠加国际环境的快速变化，产业升级和转型的迫切性进一步提高。新形势对我国人才的需求也在发生深刻变化，要求我国教育体系和人才培养模式能够为国家长期战略目标提供有效支撑。职业教育的发展既是长期必然要求，也具备愈发清晰的紧迫性，我们认为未来将会形成政府大力推动——产业积极响应的發展浪潮。

职业教育提升我国劳动者的平均熟练程度，是劳动生产率提高的重要途径。1978年我国劳动生产率仅为 0.49 万元，此后逐年稳步提高，至 2020 年已提高到 13.47 万元，增加了 27 倍。1978 年至今我国劳动生产率年平均增速为 7.5%，高于同期世界平均水平，亦领先于主要经济体的劳动生产率增速。我国劳动生产率仍然较低，仅为世界平均水平的 40%。以 2020 年 GDP 与就业总人口之比衡量的劳动生产率看，我国仅为 1.96 万美元，同期美国为 13.57 万美元，我国不及美国的 15%。

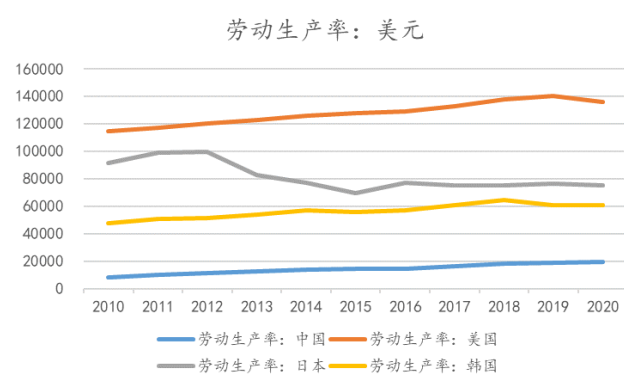
图 1：我国劳动生产率增速领先于主要经济体



资料来源：WIND，国联证券研究所

注：劳动生产率计算方式为变价 GDP 与就业人口之比

图 2：目前我国的劳动生产率仍然较低



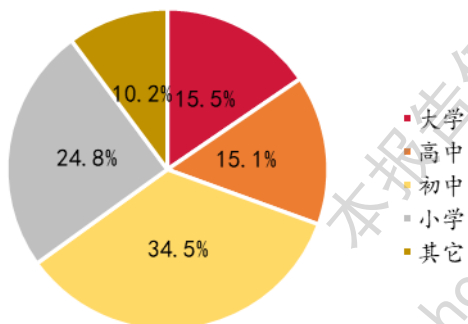
资料来源：WIND，国联证券研究所

注：劳动生产率计算方式为变价 GDP 与就业人口之比

决定劳动生产率高低的主要因素主要有劳动者的平均熟练程度、科学技术的发达程度、生产组织管理等，职业教育能通过提高劳动者技术操作以及适应新工艺流程的能力，提高劳动者的平均熟练程度。根据中国统计年鉴数据，2019 年我国 25 岁及以上人口

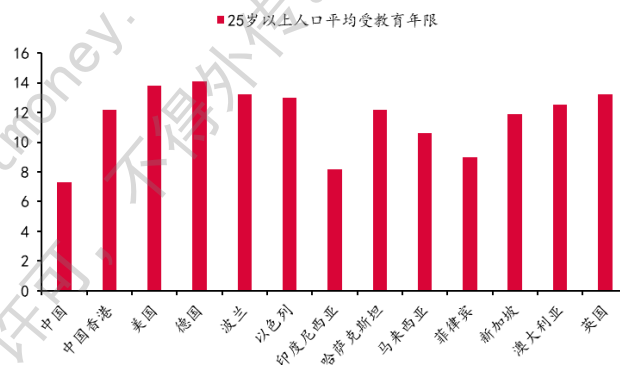
平均受教育年限为 7.3 年，主要发达国家 25 岁以上人口的人均受教育年限大部分为 12 年以上，对比之下我国整体教育水平仍旧较低，通过教育提高劳动者人力资本水平是必要路径。职业教育主要是针对某一方面的职业技能与学习能力开展的针对性教育，具有较强的针对性、终身性和经济性，提高人才与职业相关的技能和技能学习的能力、潜力，实现生产效率、产出质量的提升。职业教育提高资源配置效率，避免粗放投入和浪费，避免了空泛的不切实际的教育投入资源和学生时间的浪费。

图 3：2019 年国民学历结构中大学学历占比仍然较低



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

图 4：发达国家的人均受教育年限为 12 年左右



资料来源：国家统计局年鉴，国联证券研究所

表 1：职业教育从顶层设计到落实细则加速推进

文件	发文机关	时间	文件内容
《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》	中共中央办公厅、国务院等	2021.10	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，提出鼓励上市公司、行业龙头企业举办职业教育，鼓励各类企业依法参与举办职业教育
《职业教育法修订草案》	全国人大	2021.06	建立健全职业学校教育和职业培训并重，职业教育与普通教育相互融通，初级、中级、高级职业教育有效贯通的现代职业教育体系
《民办教育促进法实施条例》	国务院	2021.05	第七条“实施职业教育的公办学校可以吸引企业的资本、技术、管理等要素，举办或者参与举办实施职业教育的营利性民办学校”；第九条“国家鼓励企业以独资、合资、合作等方式依法举办或者参与举办实施职业教育的民办学校”
《教育部关于学习宣传贯彻习近平总书记重要指示和全国职业教育大会精神的通知》	教育部	2021.04	强调职业教育前途广阔、大有可为，要坚持党的领导，坚持正确办学方向，坚持立德树人，优化职业教育类型定位，深化产教融合、校企合作，深入推进育人方式、办学模式、管理体制、保障机制改革，稳步发展职业本科教育，建设一批高水平职业院校和专业等
《职业教育提质培优行动计划（2020—2023 年）》	教育部	2020.09	突出改革落地，10 项任务 27 条举措聚焦关键改革；聚焦提升质量，深化产教融合和高素质人才培养模式改革；突出管理创新，进一步提高职业教育体系效能
《国家职业教育改革实施方案》（简称“职教 20 条”）	国务院	2019.02	为进一步办好新时代职业教育，制定总体要求与目标以及具体指标，包括：完善国家职业教育制度体系；构建职业教育国家标准；促进产教融合校企“双元”育人；建设多元办学格局；完善技术技能人才保障政策；加强职业教育办学质量督导评价；做好改革组织实施工作

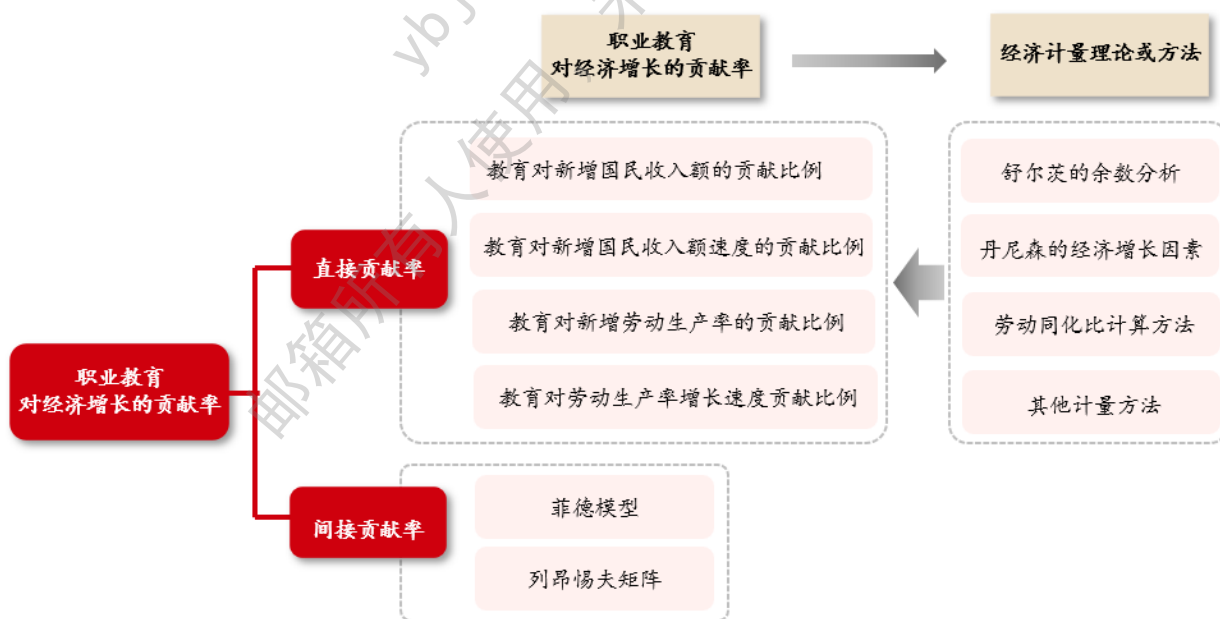
资料来源：教育部、国务院等，国联证券研究所

## 1.2 职业教育是促进经济可持续增长和结构改革良方

我国资本和劳动投入回报率趋势性下降，发展高水平职业教育、通过提高人力资本水平促进要素生产率提升，是促进经济长期可持续发展的必然之路。从新古典经济增长模型  $Y=A \cdot F(K, L)$  来看，经济增长取决于劳动和资本要素的投入以及技术进步，长期的技术进步是驱动增长的主要力量。社科院测算的我国资本存量增速从 2010 年的 15.6% 降至 2019 年的 8%，2029 年的潜在增速预计将降至 5.4%；加权劳动量增速从 2010 年的 0.90% 降至 2019 年的 -0.26%，2029 年的潜在增速预计将降至 -0.62%。中国潜在经济增速下降的主要原因是资本和劳动要素投入的递减。

通过稳定和提升全要素生产率，中国仍有望在较长时期内维持中高速增长、并不断改善增长驱动力。影响全要素生产率的因素主要包括制度变革、结构优化、要素升级三个方面。高质量的职业教育能够提高人力资本水平、促进劳动要素升级。优化资源配置效率，进而提高经济潜在增速水平。

图 5：职业教育对经济增长贡献率的经济学模型



资料来源：《中国职业技术教育》，国联证券研究所

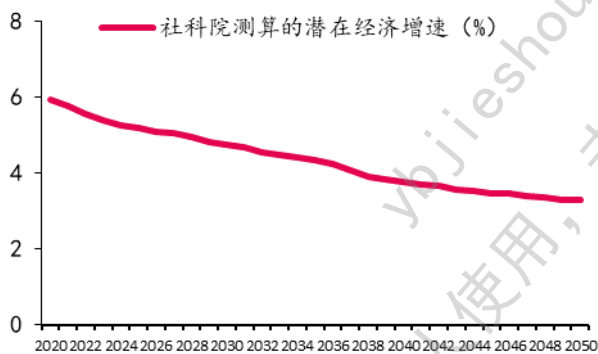


表 2：各类教育对 GDP 增长率的平均贡献率（%）变化趋势

时间	本科以上	高职大专	中职	普通高中	初中	小学
1993-2002	1.9494	6.8015	3.6070	0.7111	1.2579	0.3731
1993-2003	2.3163	6.5106	3.3447	0.9687	1.2156	0.3440
1993-2004	2.5588	6.3441	3.2740	0.8750	1.2852	0.3630
1993-2005	3.4931	5.6128	3.3044	0.9384	1.0333	0.3180
1993-2006	4.0415	5.2746	3.0985	1.0641	0.9183	0.3030
1993-2007	4.4144	4.9233	2.9387	1.2249	0.8971	0.3016

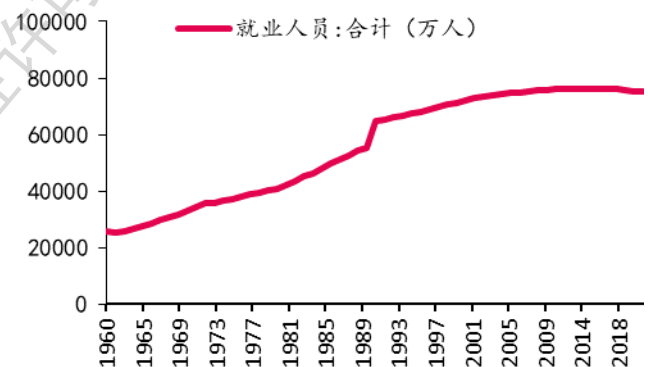
资料来源：《中国职业技术教育》，国联证券研究所

图 6：社科院测算的我国经济潜在增速有所下降



资料来源：中国社科院，国联证券研究所

图 7：我国就业人口数在 2015 年见顶



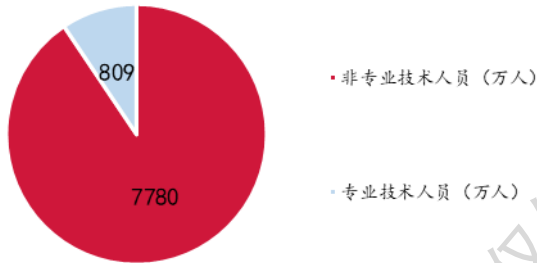
资料来源：WIND，国联证券研究所

我国制造业在全球产业链中处于中低端，关键核心技术短缺，急需职业教育输送技术技能人才。当前我国制造业发展面临着资源环境约束强化、人口红利消失、新兴经济体成本优势冲击、发达国家技术封锁等多重不利因素的影响。在加快发展拥有核心技术的先进制造业、推动制造业向价值链中高端的攀升、实现制造业的高质量发展和向制造强国的转变过程中，需要大量的新兴高端产业和高端服务业（如金融、法律、咨询等）人才，人才是第一资源的重要性更加凸显。

但是，我国制造业和服务业人才队伍建设质量现阶段难以承担以上重任。一是传统产业人才素质提高和转岗转专业任务艰巨，基础制造、先进制造领域人才不足；二是制造业和服务业人才培养模式陈旧，与企业实际需求脱节；三是企业在业务发展到人才培养中的主体作用未充分发挥，并未广泛而深入地参与到人才培养规划与实际操作之中。

图 8：2016 年专业技术人员占制造业人力资源的 9.4%

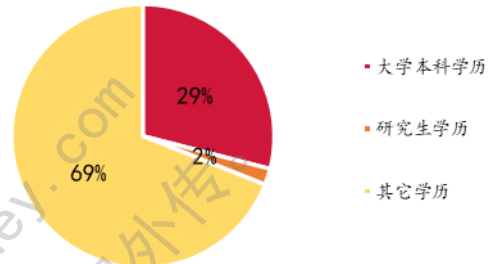
制造业规模以上企业人力资源总量构成



资料来源：工信部等《制造业人才发展规划指南》，国联证券研究所

图 9：2016 年装备制造业人力资源 69%为本科以下学历

装备制造业规模以上企业人力资源总量构成



资料来源：工信部等《制造业人才发展规划指南》，国联证券研究所

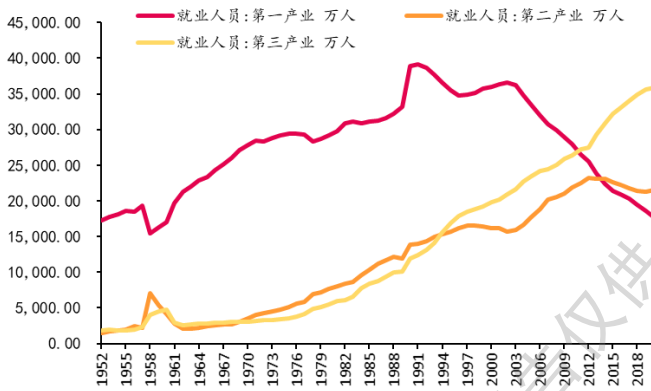
表 3：2025 年制造业十大重点领域人才缺口合计 3000 万人

十大重点领域（单位：万人）	2015 年	2020 年		2025 年	
	人才总量	人才总量预测	人才缺口预测	人才总量预测	人才缺口预测
新一代信息技术产业	1050	1800	750	2000	950
高档数控机床和机器人	450	750	300	900	450
航空航天装备	49.1	68.9	19.8	96.6	47.5
海洋工程装备及高技术船舶	102.2	118.6	16.4	128.8	26.6
先进轨道交通装备	32.4	38.4	6	43	10.6
节能与新能源汽车	17	85	68	120	103
电力装备	822	1233	411	1731	909
农机装备	28.3	45.2	16.9	72.3	44
新材料	600	900	300	1000	400
生物医药及高性能医疗器械	55	80	25	100	45

资料来源：工信部等《制造业人才发展规划指南》，国联证券研究所

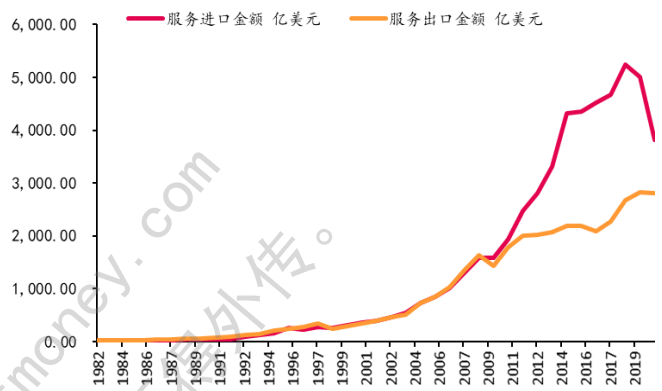
数字升级、需求导向是现代服务业竞争要点，需职业教育加快人才储备。我国经济结构不断演化，服务业比重自 2013 年首次超过工业比重后不断增加，服务业逐渐成为吸纳就业的主力军，也成为经济增长主要拉动力。但是目前我国服务业国际竞争力不足，与货物贸易相比，服务贸易存在较大的贸易逆差，逆差程度呈逐年扩大趋势。与制造业相比，服务业非标准化属性突出；现代服务业具有较强的人力资本和知识资本密集属性，因而提升服务业竞争力必然要从提升我国长期的相关人才培养质量、提升人力资本水平入手。现代服务业的从业人员需要具有专业能力、服务意识、创新能力，能够借助于“互联网+”等技术手段创新服务方式，并以先进的服务模式和专业素养满足客户需求。这对于我国服务业职业应用型人才培养，提出了更高的要求。

图 10：服务业逐渐成为吸纳就业的主力军



资料来源：WIND，国联证券研究所

图 11：我国服务贸易存在较大的贸易逆差



资料来源：WIND，国联证券研究所

### 1.3 国内外局势深刻变化，职业教育改革迫切度提升

**全面战略竞争时代急需人才支撑。**经贸竞争上，我国企业断链、断供、断流的风险加大，以往处于中低端的国内制造业和服务业急需高端化。技术竞争上，信息技术、人工智能、航空航天、军事军备是当前大国竞争的代表性领域，不仅具有科技与经贸层面的重要性，而且直接关系到国家安全与战略层面的互动。大国竞争是体制的竞争，也是各国人才培养模式和人才质量的竞争。人才是大国竞争长期过程中致胜的关键之一，是解决国家安全经贸技术的重要一环。提升职业教育和基础教育质量，为我国保持与提升各领域长期竞争力的迫切度大幅提升。

表 4：职业教育全面支撑国家竞争力建设

“十四五”高质量发展领域	新版职业教育专业目录
国家战略性新兴产业	设置集成电路技术、生物信息技术、新能源材料应用技术、智能光电制造技术、智能制造装备技术、高速铁路动车组制造与维护、新能源汽车制造与检测、生态保护技术、海洋工程装备技术等专业
现代服务业重点领域	设置供应链运营、智能物流技术、数字化设计与制造技术、婴幼儿托育服务与管理、智慧健康养老服务与管理、现代家政管理、冰雪运动与管理、石窟寺保护技术、职业病危害检测评价技术专业
产业链供应链现代化水平提升，传统专业升级与新兴专业增设有机结合	设置覆盖航空装备全周期的航空复合材料成型与加工技术、航空发动机制造技术、航空智能制造技术、飞行器数字化装配技术、航空发动机维修技术等专业；服务国家质量基础设施建设，设置标准化技术、工业产品质量检测技术、计量测试与应用技术等专业
新型基础设施建设，第五代移动通信，工业互联网的建设，智慧交通	设置现代移动通信技术、工业互联网技术、智能交通技术等专业，服务智慧能源系统建设，设置水利水电工程智能管理、智慧水利技术、分布式发电与智能微电网技术等专业
数字产业化和产业数字化发展	设置大数据技术、云计算技术应用、人工智能技术应用、嵌入式技术应用等专业；服务信息安全，设置信息安全技术应用、密码技术应用专业；全面推进各领域相关专业的数字化改造
乡村振兴战略实施	设置现代农业经济管理、农村新型经济组织管理、休闲农业经营与管理、饲草生产技术、禽畜智能化养殖等专业；服务国家粮食安全保障，设置现代种业技术、粮食储运与质量安全等专业；服务绿色低碳发展，设置绿色低碳技术、智能环保装备技术、水环境智能监测与保护、资源综合利用技术、生态环境修复技术等专业
国家治理能力提升，对接国家应	设置应急救援技术、安全智能监测技术等专业；对接社会治安防控体系建设，设置智能安防运

急管理体系建设

营管理、数字安防技术、安全保卫服务等专业；服务加强和创新社会治理，设置智慧社区管理、党务工作等专业

新业态、新职业，补齐人才短板

服务文化旅游新业态，设置定制旅行管理与服务、民宿经营与运营专业，针对装配式建筑新业态和“装配式建筑施工员”新职业，设置装配式建筑构件智能制造技术专业；针对“区块链工程技术人员”“区块链应用操作员”新职业，设置区块链技术应用等专业；针对“全媒体运营师”新职业，设置全媒体电商运营、全媒体广告策划与营销、网络直播与营销等专业

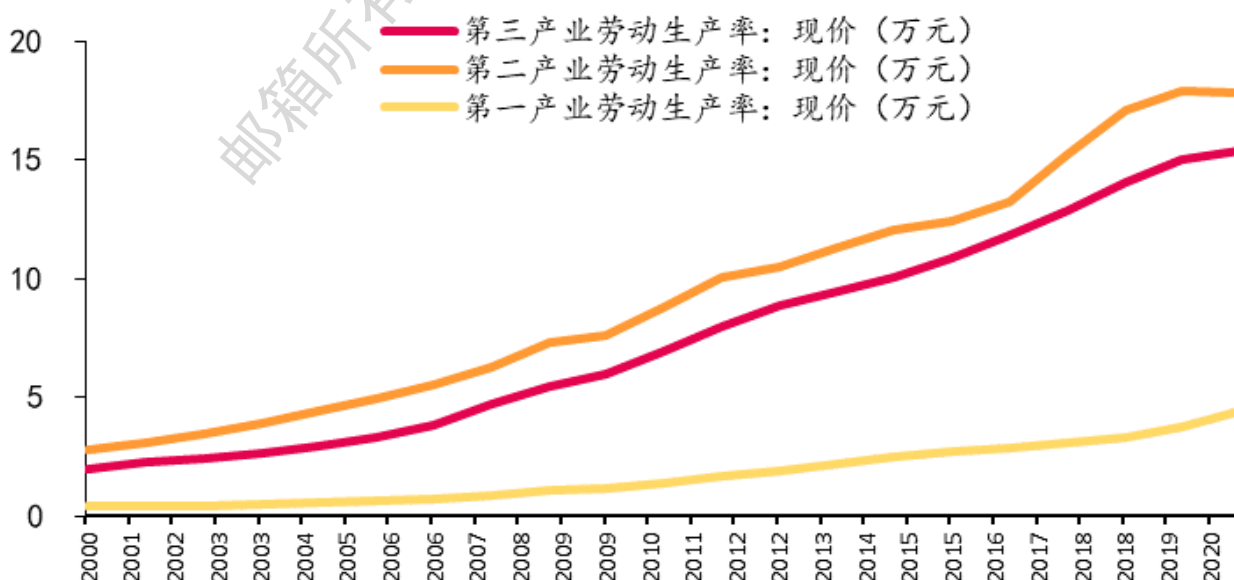
资料来源：教育部，国联证券研究所

我国长期经济增速放缓，结构优化升级迫切度提升，急需升级人力资本质量为改革发展提供新动能。我国经济增速从 2007 年最高的 14.2%，一路下滑到 2019 年的 6.1%。叠加新冠肺炎疫情影响 2020 年的 GDP 增速仅为 2.3%，2021 年 GDP 增速在低基数下恢复至 8.1%，转型背景下经济下行压力加大。

从供给侧看，新兴工业化国家以其低成本和政策刺激吸引全球制造业，给我国造成竞争压力，低端制造业出现转移。然而由于技术、人才方面缺乏支撑，高端制造业遇到瓶颈，我国制造业转型并非一帆风顺。

受限于当前我国人力资本水平较低等因素，服务业劳动生产率不如制造业，经济结构由工业转向服务业过程中不可避免面临动能减弱。制造业高端化需要大量的熟练技术人员，也需要大国工匠式领军人才，具有领头羊作用的现代服务业更是典型的创新密集型产业，在谋求未来经济转型升级和保持可持续增长过程中对专业技术人才的需求更加迫切。

图 12：我国第三产业劳动生产率较低



资料来源：WIND，国联证券研究所

注：劳动生产率计算方式为变价 GDP 与就业人口之比

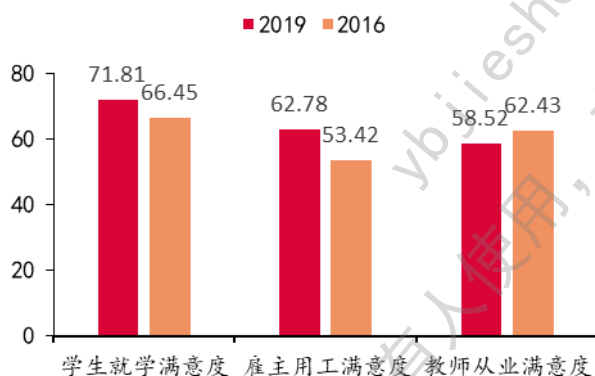


## 2 提高职教战略定位，多维并举提质培优

### 2.1 投入不足观念僵化，体制观念需突破束缚

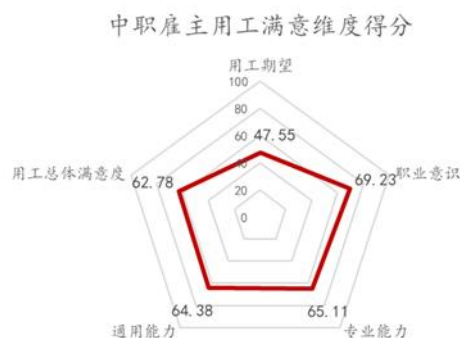
体制缺陷亟待变革，职业教育升学渠道建立意义重大。中等职业学校缺乏升学途径，学生毕业即就业，缺失的升学渠道使得中职学生与高等教育失之交臂。由于受到的职业教育时间较短，伴随产业转型升级，中职学生受到的较浅层次的技术和理论培训，难以适应企业对技术技能人才以及新兴服务业的旺盛需求，学生整体工资待遇较低，企业雇主满意度不高。高等职业教育止步于专科，专升本途径狭窄，而普通教育的本科、研究生学历层次较高，专科相比有较大的学历层级落差。在重学历文凭的社会氛围下，高职毕业生在就业竞争中处于明显的劣势。因而，升学渠道不畅通造成了职业教育吸引力明显小于普通教育，被贴上“退而求其次”、“无奈选择”、“低人一等”的标签。

图 13：中职教育满意度有提升空间



资料来源：中国教育科学研究院，国联证券研究所

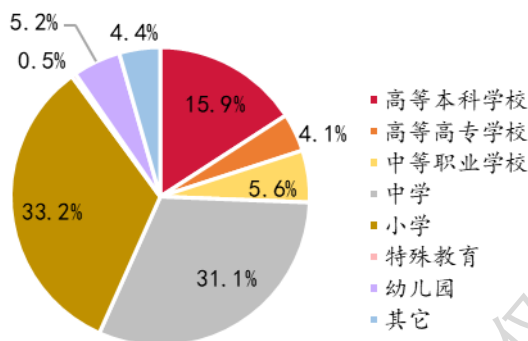
图 14：中职雇主用工满意度较低



资料来源：中国教育科学研究院，国联证券研究所

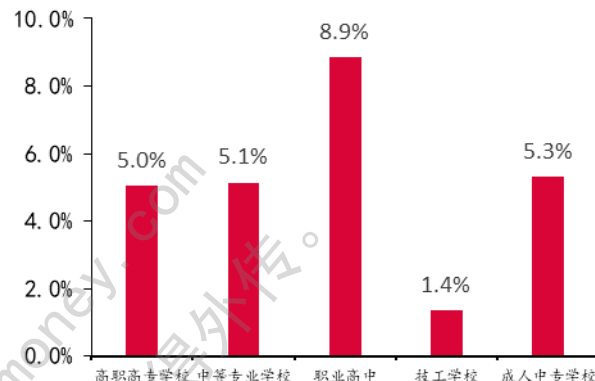
职业教育投入不足，社会参与动力不足，教育质量不高。在我国教育投入结构中，义务教育阶段的支出占据教育经费 60% 以上，中等职业教育的支出占比为 5.6%，高等职业教育的支出仅占 4.1%。职业教育在对比下显出投入不足，财政投入远低于义务教育和普通教育。受准入门槛较高、保障机制不够健全、参与动力不强等因素影响，社会资本在职业教育经费收入中占比较低。如不能加大财政投入且吸收社会资金进入职业教育体系，缩小职业教育经费与普通教育的差距，职业教育高质量发展的远景将难以实现。来自财政的投入可以使得职业教育教学设施、师资场地等更有保障，来自社会资本的参与可以使得职业教育深度与产业融合，两者投入不足是导致目前职业教育质量不佳的重要原因。

图 15：2019 年职业教育经费投入低于义务和普通教育



资料来源：教育部，财政部，《中国教育经费统计年鉴 2020》，国联证券研究所

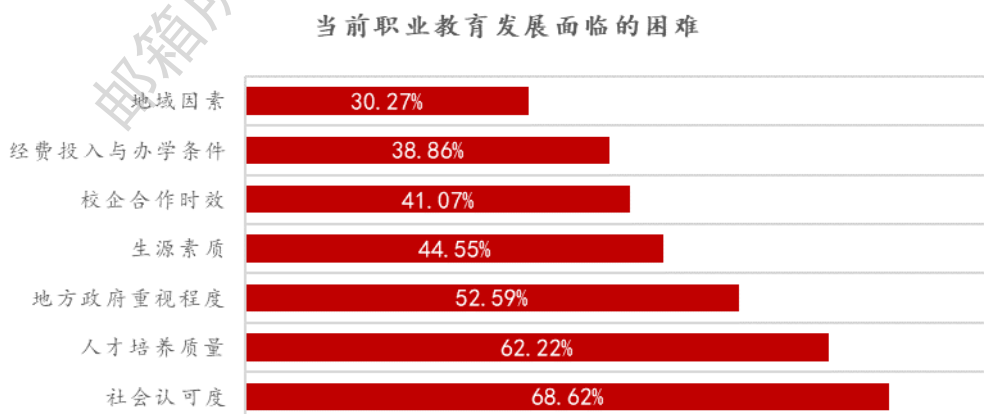
图 16：2019 年职业教育民办经费投入占比较低



资料来源：教育部，财政部，《中国教育经费统计年鉴 2020》，国联证券研究所

社会唯学历观念僵化，企业和家长学生对职业教育低看一眼。长期以来，企事业单位唯名校、唯学历的用人导向盛行，不愿意招收职校毕业生，使得职业院校毕业生在落户、就业、参加机关事业单位招聘、职称评审、职级晋升等方面与普通高校毕业生不能享受同等待遇。“唯学历论”现象所反映的职业生就业歧视，是造成职业教育发展困境的重要原因，带来人力资本的负效应，不利于职业教育释放人力资源红利和活力。职校学生在就业市场上的不受认可直接影响了家长的教育观，具化为家长、学生对名校的追逐，不愿意选择职业教育，职业教育被很多家长和学生视为“失败者”的选择。

图 17：社会认可度低被认为是职业教育困境之一



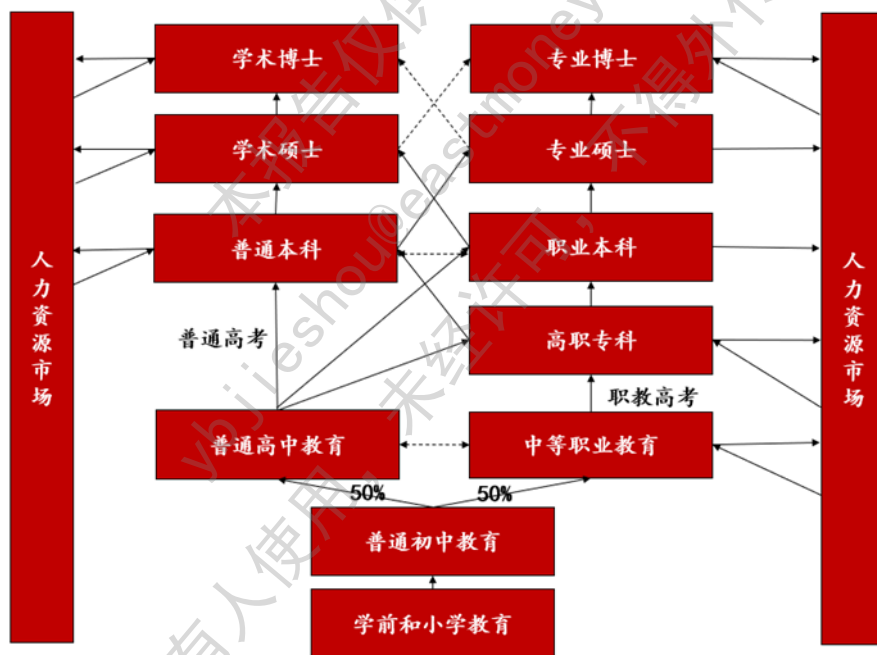
资料来源：《教育家》杂志《中国职业教育发展大型问卷调查报告》，国联证券研究所

## 2.2 明确职业教育类型定位，前途广阔大有可为

2019 年 2 月 13 日国务院印发的《国务院关于印发国家职业教育改革实施方案的通知》，对我国职业教育的发展提出了全方位的改革设想。文件开篇明义，“职业教育与普通教育是两种不同教育类型，具有同等重要地位。”明确职业教育类型教育的战略定位。

职业教育改革发展总体要求与目标：第一，坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，把职业教育摆在教育改革创新和经济社会发展中更加突出的位置；第二，牢固树立新发展理念，服务建设现代化经济体系和实现更高质量更充分就业需要，完善职业教育和培训体系，优化学校、专业布局，深化办学体制改革和育人机制改革；第三，经过5—10年左右时间，职业教育基本完成由政府举办为主向政府统筹管理、社会多元办学的格局转变，由追求规模扩张向提高质量转变，由参照普通教育办学模式向企业社会参与、专业特色鲜明的类型教育转变。

图 18：与普通教育同等地位、专科本科有效贯通的现代职业教育体系



资料来源：教育部，国联证券研究所整理和预测

### 2.3 重塑教育评价与升学体系，多维并举职教提质培优

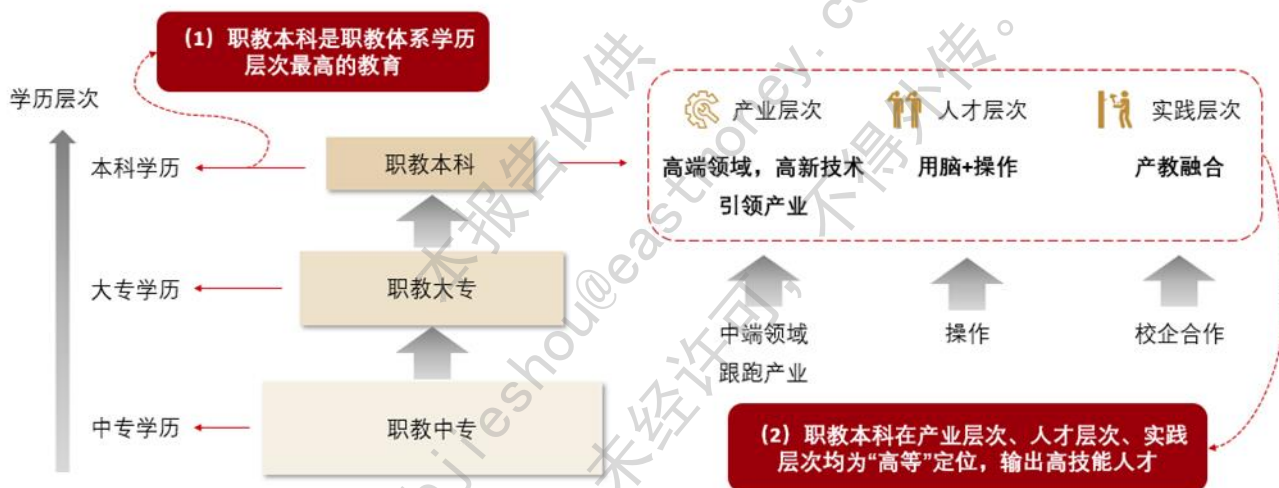
双减启动扭转单级教育评价，宣传多元人生出彩机会。近年来社会唯分数、唯升学、唯文凭、唯论文和唯帽子的“五唯”教育评价现象愈演愈烈，偏离立德树人的根本任务，也是造成职业教育发展困境的重要原因。改变“五唯”问题关键在于扭转教育评价偏差。教育评价体系的改革是整个教育体系改革的突破口，让社会重新思考如何管教育、学校如何办教育的重大问题，牵动育人方式、办学模式、管理体制全方位的改革。

2021年7月发布的义务教育阶段双减政策和对K12校外培训的限制，是我国教育评价体系改革的一次重要突破，力图促使家长和学生不再唯分数论，重塑德智体美劳全面发展的育人导向。近年来全社会弘扬劳动光荣、技能宝贵的时代风尚，培养“崇尚一技之长、不唯学历凭能力”的良好氛围，也是构建多元教育评价体系、引导社会各界客观认识职业教育价值与重要性的重要措施。

职教高考打通升学渠道，是职业教育体制改革的关键环节。职教高考是打通职业教育通路、提升职业教育地位的重要制度供给。职教高考将是未来中等职业院校学生升学的主要渠道，招生考试考核内容为“文化素质+职业技能”，改变夏季高考的独

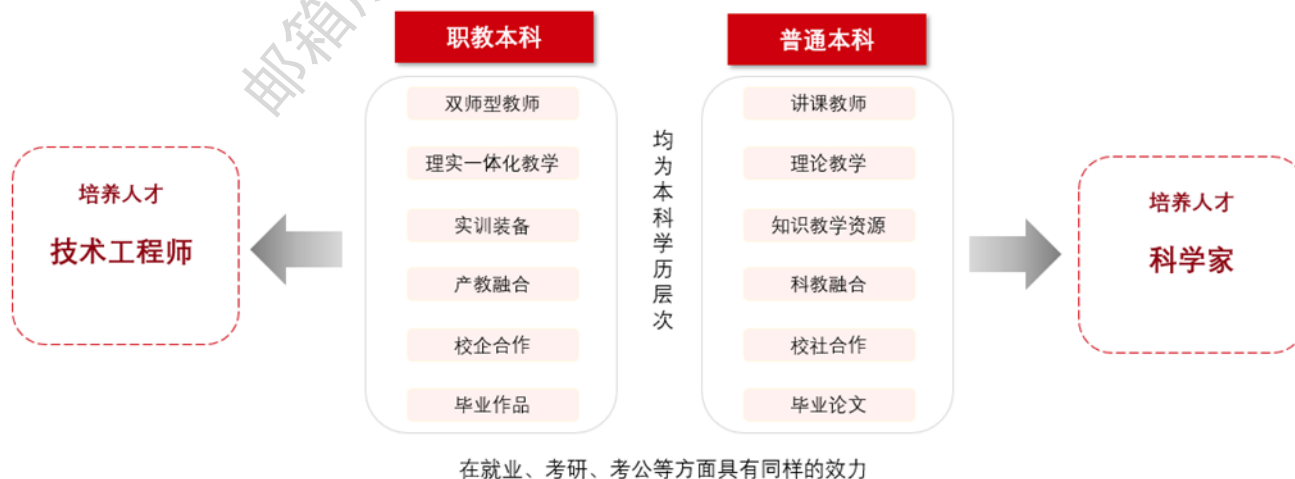
木桥格局，让中职院校学子能接受更高层次的职业教育。职教本科是职业教育升学体系改革的另一重要抓手，是实现职业教育高质量发展的重要举措，打破了职业教育止步于专科层次的学历“天花板”。通过更长的学制培养顶尖的技术技能人才，致力于培养与科学大师相媲美的大国工匠，解决关键前沿技术创新难题，也更能提升高等职业教育体系吸引力。

图 19：职教本科在学历层次、对接产业层次和人才培养层次上更显“高等”特色



资料来源：教育部，国联证券研究所整理

图 20：职教本科和普通本科对比上更显“类型”特色



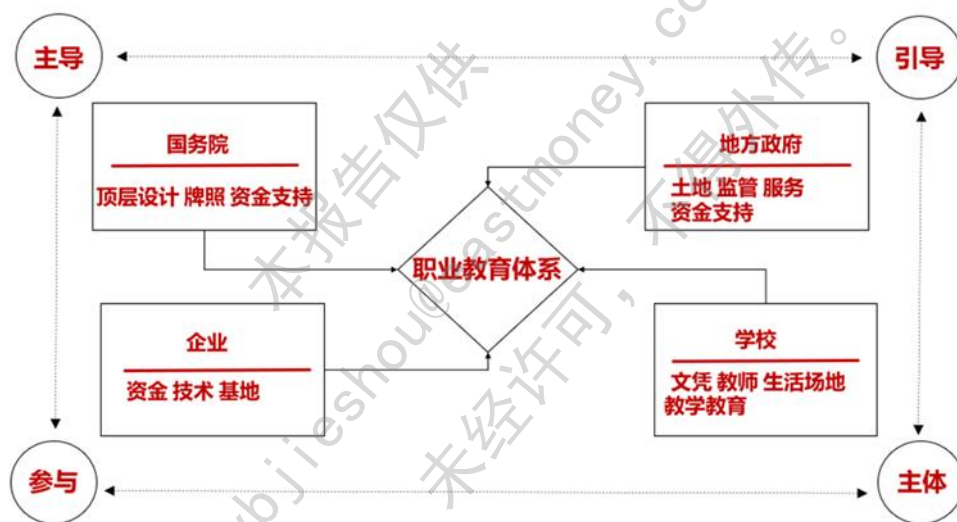
资料来源：教育部，国联证券研究所整理

鼓励社会资本参与，且和以往参与幼儿园、小学、K12 的方式存在根本差别。目前国家教育投入的重点是义务教育和普通教育，职业教育投入不足，财政压力下更需要社会资本补充职业教育投入，以更快速度推进职业教育发展。与以往资本参与中小学阶段教育的模式不同，职业教育的本质要求参与方做到深度产教融合，社会资



本的参与有利于提高职业教育效率和质量，并非单纯投入资金和扩大规模。职业教育是与市场距离最接近、与产业关联最紧密、与企业交流最深入的教育类型，社会资本能给职业教育带来更为敏锐灵活的办学体制。高质量的职业教育需要高水平的实体企业参与，龙头企业举办或参与举办职业教育，更能打造出高水平的产教融合模式，提升高技术技能人才的培养品质，办出高质量的职业教育。

图 21：产教融合、校企合作是职业教育的办学特色



资料来源：国联证券研究所整理

打通职业教育的“出口”和“入口”，配套机制保驾护航。2021 年 10 月 22 日人力资源社会保障部印发《关于职业院校毕业生参加事业单位公开招聘有关问题的通知》，事业单位公开招聘带头破除唯名校、唯学历的用人导向，带头维护、保障职业院校毕业生参加事业单位公开招聘的合法权益和公平竞争机会，为打通职校生就业“出口”进行示范。职业教育的入口方面，普职比大体相当保障未来办学规模。随着职教高考为中等职业教育打通升学渠道，未来逐渐实现普职比大体相当有了更强的支撑背景。制度建设将有望扩大职业教育的覆盖群体，为高等职业教育提供更大基数、更高质量的人才储备。鼓励社会上已毕业初中及以下劳动者参加中等职业教育，提升社会存量劳动力人力资本水平，也是增加职业教育“入口”的重要举措。

表 5：人力资源社会保障部《关于职业院校毕业生参加事业单位公开招聘有关问题的通知》全文

人力资源社会保障部《关于职业院校毕业生参加事业单位公开招聘有关问题的通知》全文

一、事业单位公开招聘要树立正确的选人用人理念，破除唯名校、唯学历的用人导向，建立以品德和能力为导向、以岗位需求为目标的人才使用机制。要合理制定公开招聘资格条件要求，不得将毕业院校、国（境）外学习经历、学习方式作为限制性条件，切实维护、保障职业院校毕业生参加事业单位公开招聘的合法权益和公平竞争机会。

二、事业单位公开招聘资格条件中的专业条件要求，应当以完成岗位职责任务所需具备的管理能力、专业素质或者技能水平为依据，按照事业单位公开招聘专业指导目录设置，或者参考考试录用公务员、高等学校、职业教育、技工院校等专业目录设置，并将所参考目录在招聘公告中予以明确。

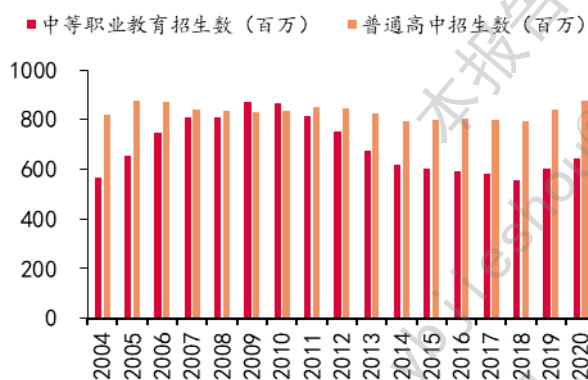
三、事业单位公开招聘中有职业技能等级要求的岗位，可以适当降低学历要求，或者不再设置学历要求。在符合专业等其他条件的前提下，技工院校预备技师（技师）班毕业生可报名应聘学历要求为大学本科的岗位，高级工班毕业生可报名应聘学历要求为大学专科的岗位。

**四、事业单位公开招聘主要以技能操作或技能指导履行职责任务的岗位，实际操作能力测试在考试中的比重原则上不低于 50%。**职业院校毕业生为世界技能大赛国家集训选手、全国技能大赛优胜奖以上选手、全国行业职业技能竞赛获奖选手（一类职业技能大赛中获决赛单人赛项前 10 名、双人赛项前 7 名、三人赛项前 5 名的选手）的，可作为高技能人才按规定采取直接考察的方式公开招聘到与所获技能奖项相关的岗位工作。

**五、鼓励引导职业院校毕业生积极投身乡村振兴事业，职业院校毕业生与普通高校毕业生同等享受艰苦边远地区基层事业单位公开招聘倾斜政策。**乡村振兴重点帮扶县基层事业单位工勤技能岗位补充急需紧缺技能人才的，可面向职业院校毕业生专项招聘。

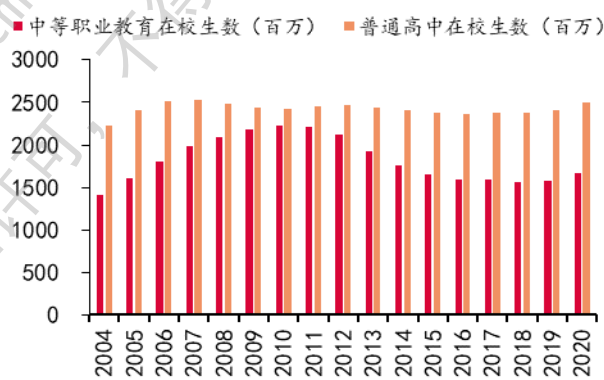
资料来源：人力资源社会保障部，国联证券研究所

图 22：中职招生人数相比普高有 36%的提升空间



资料来源：WIND，国联证券研究所

图 23：中职在校生人数相比普高有 50%的提升空间



资料来源：WIND，国联证券研究所

### 3 内涵式发展长远之计，职教赛道空间广阔

#### 3.1 以高质量发展为宗旨，商业模式逐渐完善

##### ► 业务模式多元化改善重资产属性

**传统学历教育主营业务重资产属性，轻资产运营可补充拓展。**传统民办学校的收入来源主要为学生学费和住宿费收入，单体学校的办学规模受到土地、校舍、教学设备等固定资产投入制约。而上市公司的办学规模还会受到办学牌照数量限制。学校数量的扩张受到较为严格的监管限制。

并购是前些年民办高校扩张的主要方式之一，但需要雄厚的资金实力和突出的并购整合能力，现阶段市场环境一二级价格倒挂下并购项目或难以开展。若采用自建模式，前期需要进行一系列申请审批，初期投入包括土地租赁、校区建设等费用，投入回报周期一般在 8-10 年以上，考验办学者的综合办学能力。

未来职业教育的大发展，从生源上看将更加丰富；从办学模式上看将引入更多产业资源；从业务拓展上可以向其他学校或产业输出培训服务与课程。以上三点一方面可以拓展例如非学历继续教育、职业技能培训等轻资产业务模式，一方面可以减轻校方的办学投入、引入优质产业资源合作共赢；一方面可以发挥学校在教学、教研、软硬件系统上的资源优势。共同推动学校的办学模式从单一收入来源、单一业务模式向多元化转变，改善重资产投入回报模式。

图 24：传统学校扩张为重资产模式



资料来源：多鲸教育研究院，国联证券研究所

图 25：非学历职教走向规范化和市场化



资料来源：多鲸教育研究院，国联证券研究所整理

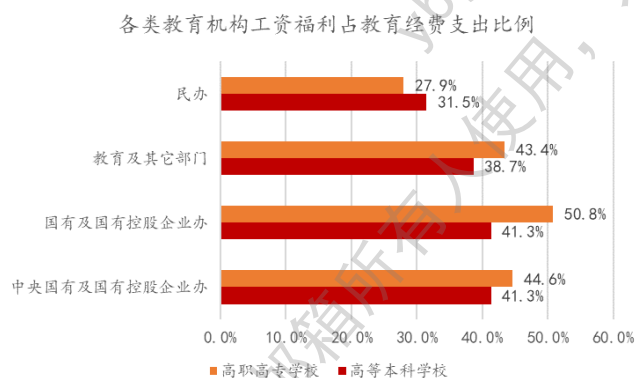
**非学历继续教育课程：**非学历继续教育作为职业教育的重要组成部分，主要服务对象为在职人员，与行业、企业紧密联系。职业学校举办继续教育等非学历培训，相比培训班企业，在教师师资、院校品牌、软硬件设施等方面具有优势，往往在已有的教师和课程上做相应拓展，因而成本上具有协同效应。但职业学校举办的继续教育业务倾向于技能的继续教育和提高，就业协议属性相对较弱，因而收费水平较初次就业导向的培训班企业低。目前主流民办高校非学历继续教育收费为 3000—6000 元/年，毛利率为 40%—50%。继续教育业务的学生不需要入住校园宿舍，因而相对于常规学历教育而言没有学校容量限制，属于轻资产模式。后续随着非学历培训业务比重提升，职业教育学校有望降低重资产属性。

**面向企业机构的短期培训：**同非学历继续教育逻辑类同，高校拥有教育服务的优质资源，可以面向机构客户展开培训服务。高校可以面向其它大学或学院展开培训，在高校特色的专业领域为其它大学的老师提供专门培训。高校可以面向企业、组织或政府机构提供培训，对于有员工技术技能提升需求的企业，可以提供定制化培训，以新员工培训、技能提升培训及管理培训等多种形式满足差异化需求。盈利模式上，高校对机构客户培训服务费根据课程人数、时长、主题而定，可以灵活调整。

### ➤ 教学投入有待增加，应更注重教师队伍建设

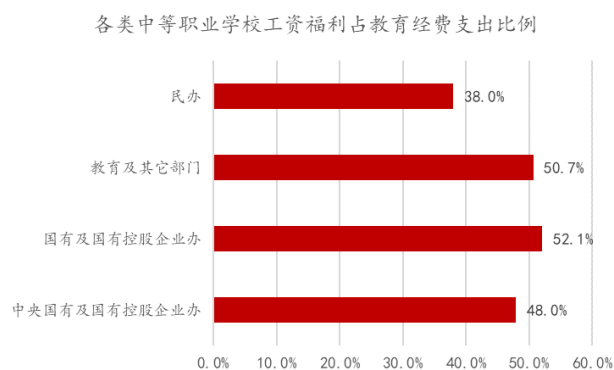
**目前民办学校工资福利占教育经费支出比低，教师队伍建设需重点关注。**在各级各类教育机构教育经费支出明细中，民办学校在中等职业教育、高职高专学校、高等本科学校三个办学层次上，工资福利支出占比均为最低。以主办者为教育部的学校为参照，民办高职高专学校工资福利支出占比有 15.5pct 的提升空间，民办高等本科学校有 7.2pct 的提升空间，民办中等职业学校有 12.7pct 的提升空间。充足的教职人员数量、合理的薪酬体系、较高的教师能力素质直接影响到职业教育人才培养的质量，民办学校较低的工资福利支出占比表明教师队伍建设将是高质量发展中需要关注的重点问题。

图 26：民办高等教育工资福利支出有提升空间



资料来源：《中国教育经费统计年鉴 2020》，国联证券研究所

图 27：民办中职工资福利经费支出有提升空间



资料来源：《中国教育经费统计年鉴 2020》，国联证券研究所

**若对标公办学校师生比，民办职业教育学校教师人数至少有 25% 的提升空间。**根据教育部《中等职业学校设置标准》，要求学校师生比达到 1:20，现阶段民办中等职业学校全行业师生比为 1:19，总体上达标，但与普通公办中等职业学校全行业师生比 1:14 相比仍存差距。民办中职学校在高质量发展基调下，若对标公办学校师生比，则教师人数有 26.3% 的提升空间。根据教育部《普通本科学校设置暂行规定》，专任教师总数一般应使师生比不高于 1:18。现阶段民办高等学校全行业师生比为 1:16，与普通高等学校全行业师生比 1:12 相比，仍有 25% 的提升空间。

**民办中等职业教育、高等教育学校教师薪酬有提升空间。**民办学校教师人均工资福利的计算，我们使用《中国教育经费统计年鉴 2020》中各类民办学校教育经费支出中的工资福利支出，和各类学校教职工人数作比。我们计算的 2019 年民办中等职业学校教师人均工资福利为 60963 元/年，民办高等教育学校教师人均工资福利为 83730 元/年，根据统计局公布同期全国教育行业从业者平均薪酬为 97681 元。和全国平均教育从业者薪酬水平对比，民办学校教师人均工资福利有较大的提升空间。民



办高等教育学校教师作为更高层次人才，为吸引和激励更高层次人才，民办高等教育学校教师薪酬提升空间更大。

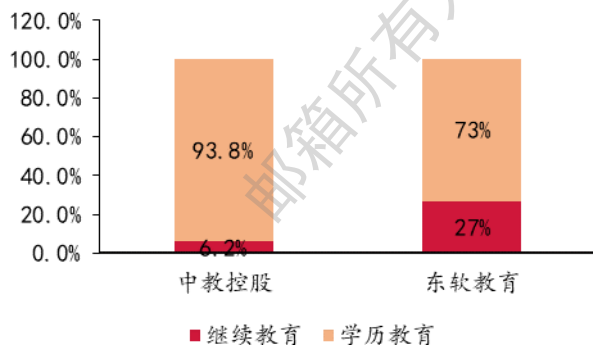
#### ➤ 营利性和非营利性选择后，民办高校进入规范发展新阶段

**所得税：**目前全国范围内大多数民办中高职和民办本科学校尚未完成营利性和非营利性分类管理，学校普遍仍按照非营利性统一予以税收优惠。后续上市公司院校若登记为营利性，那么需缴纳企业所得税（若施行优惠税率，可能在 10-15%）。正式实施分类登记后，营利性学校的举办者可以获得办学收益，办学结余按照有关法律、行政法规的规定办理，大部分可以自主决定收入的使用方向，进行分配，也可以用于自身的发展和对外投资。

#### ➤ 合理的商业模式分析与测算

民办学校目前收入以学历教育学费为主，成本中教职人员薪酬占比最大。目前民办学校收入绝大部分为学历教育学费和住宿费，头部民办学校非学历教育收入初成规模，但尚有较大增长空间。东软教育非学历教育 2020 年收入占比为 27%，2021 财年中教控股继续教育学生人数占总学生人数 21%。民办学校成本主要包括教职人员成本（占比最大，占营业成本 40%左右）、折旧及摊销、教育维护及经营成本、水电开支、租金开支及其他开支。折旧及摊销一般涉及土地使用权、楼宇、教学设备等。教育维护和经营成本一般包括教材材料、实践训练成本、教学楼及学生宿舍等教育设施维修成本，以及为学生提供的助学金、奖学金等补助。

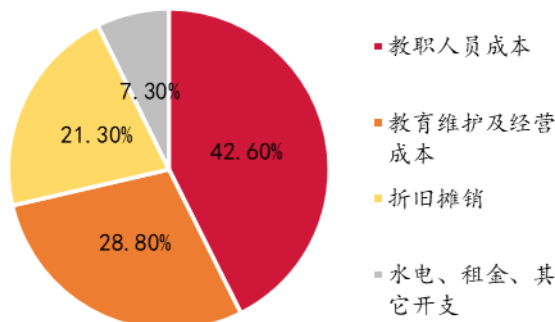
图 28：学历教育服务为民办学校最大收入来源



资料来源：东软教育、中教控股 FY2020 公司年报，国联证券研究所

注：中教控股继续教育收入按照继续教育人数\*4500 元学费测算

图 29：教职人员成本为办学最大成本构成



资料来源：中教控股招股书，国联证券研究所

**表 6：主要民办高教公司盈利状况**

		毛利率%	净利率%	销售费用率%	管理费用率%	财务费用率%	三费率合计%
0839. HK	中教控股	59.1	38.4	4.4	12.4	4.2	21.0
6169. HK	宇华教育	67.2	37.6	1.8	8.6	3.1	13.6
1765. HK	希望教育	50.6	24.7	6.0	13.6	12.2	31.8
1890. HK	中国科培	63.2	39.6	3.4	14.6	4.7	22.7
	平均	60.0	35.1	3.9	12.3	6.1	22.3

资料来源：WIND，国联证券研究所

高质量发展驱动下，合理商业模式下毛利率预计将有所下降。我们按继续教育占收入比例的不同，划分为不同的业务情形，继续教育占比越高，则民办学校的整体毛利率越低，但更具有轻资产扩张模式特征。以东软教育为代表的轻资产业务优势突出的上市集团继续教育收入占比近 30%。在业务模式多元化趋势驱动下，我们认为未来有更多的上市高教集团将逐步提高相关其资产业务比例。

考虑到目前主要民办职业学校办学资金、区位、实力等和公办大学仍存在差距，民办学校师生比、教师待遇略低于公办大学，我们假设民办职业教育学校在高质量发展驱动下教师人数提升 15%，教师整体薪酬提高 20%。总教职人员薪酬福利提升 40% 左右，不降低其它部分成本投入的情况下，将会使得民办职教集团毛利率降低 16.8%。同时考虑到营利性转设实施，缴纳税负后，合理商业模式中的民办职业教育上市公司税后净利率在 14.2%-17.4%之间。

**表 7：合理的商业模式测算**

	业务情形 1	业务情形 2	业务情形 3	业务情形 4	业务情形 5	业务情形 6
学历教育毛利率	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
占比	95.0%	90.0%	85.0%	80.0%	75.0%	70.0%
轻资产业务毛利率	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%
占比	5.0%	10.0%	15.0%	20.0%	25.0%	30.0%
教学投入不变时毛利率	59.3%	58.5%	57.8%	57.0%	56.3%	55.5%
教学投入提高 40%对毛利影响	-16.8%	-16.8%	-16.8%	-16.8%	-16.8%	-16.8%
办学投入提高后毛利率	42.5%	41.7%	41.0%	40.2%	39.5%	38.7%
三费率	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
税后净利率	17.4%	16.7%	16.1%	15.5%	14.8%	14.2%

资料来源：WIND，国联证券研究所测算

### 3.2 各层次市场规模测算，职业教育空间广阔

#### ➤ 学历职业教育市场规模测算

中专市场规模=（适龄人数\*普职分流比例+非适龄入读人数）\*客单价

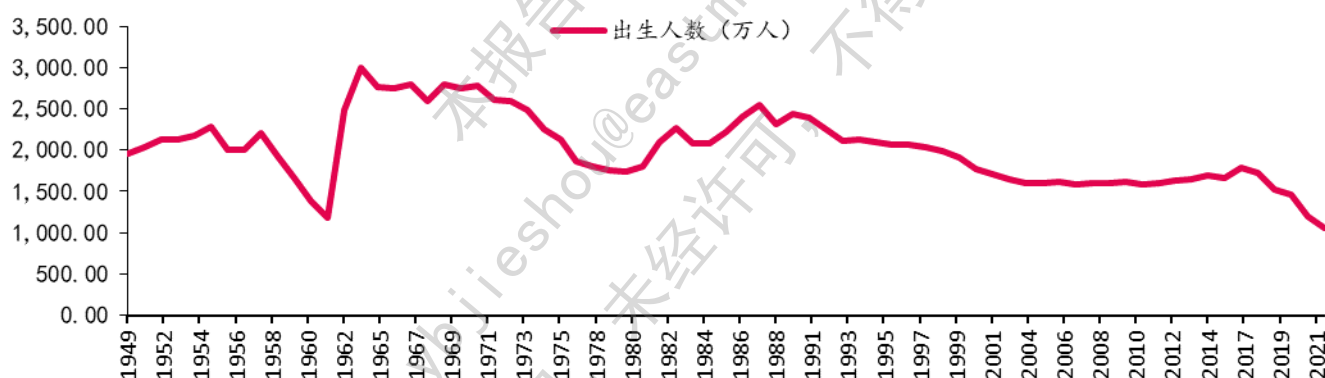
测算假设：（1）假设 100%适龄学生均就读高中阶段教育，在职普比例大体相当的政策总基调下，往后适龄学生进入中等职业学校的比率估计为 50%。

(2) 假设未来中职体系的增量还来自于初中毕业未升学学生、退役军人等接受中等职业教育。在我国就业人口结构中，目前 20—45 岁阶段的主要就业人口初中及以下学历占比为 43.8%，假设 20—45 岁主要就业人口初中及以下学历学生升入中专深造的比率为 1%，2020 年测算出人数为 222 万人左右，假设往后各年人数不变。

(3) 教育部统计的 2020 年中等职业教育生均一般公共预算教育事业费支出为 2.1 万，每名中专生 3 年培养成本为 6.2 万元，假设以后每年按照 5% 增长。

(4) 2020 年按招生人数计算的民办中职渗透率为 15.7%，假设渗透率提升水平与往年一致，假设渗透率到 2030 年达到 25% 后保持稳定。

图 30：2018 年出现的生育低潮对中职适龄人口影响出现在 2033 年



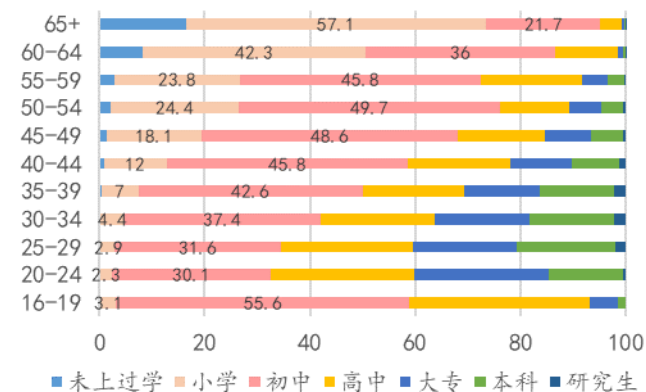
资料来源：Wind，国联证券研究所

图 31：我国人口结构中 20—45 岁人群占比 36%



资料来源：《2020 中国人口与就业统计年鉴》，国联证券研究所

图 32：20—45 岁就业人群初中及以下学历占 44%



资料来源：《2020 中国人口与就业统计年鉴》，国联证券研究所

经测算，我们预计民办中职市场规模从 2021 年到 2031 年有 3 倍提升空间，10 年 CAGR 为 12%。在职普分流比例逐步提升到 50%、2006—2016 年出生人口数稳中有增的拉动下，我们预计 2021—2031 年中等职业教育市场有望从 5599 亿元增长到 11261 亿元，10 年 CAGR 为 7.24%。我们预计民办中职市场规模从 2021 年 929 亿元有望增长至 2031 年的 2815 亿元，尚有 3 倍增长空间；在民办中职渗透率提升的拉动下 10 年 CAGR 为 12%，增长速度超过整体市场规模。

**表 8：民办中职市场规模从 2021 年到 2031 年有 3 倍提升空间**

指标名称	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
中考适龄人数（万人）	1584	1594	1608	1615	1588	1604	1635	1640	1687	1655	1786
中考适龄人数同比（%）		1%	1%	0%	-2%	1%	2%	0%	3%	-2%	8%
普职分流比例（%）	43%	44%	45%	46%	47%	48%	49%	50%	50%	50%	50%
报读中职的适龄学生（万人）	681	701	724	743	746	770	801	820	844	828	893
成人再读中职深造人数（万人）	222	222	222	222	222	222	222	222	222	222	222
中职学生人数合计（万人）	903	923	946	965	968	992	1023	1042	1066	1050	1115
三年培养成本（万元）	6.2	6.5	6.8	7.2	7.5	7.9	8.3	8.7	9.2	9.6	10.1
市场规模（亿元）	5599	6011	6464	6925	7298	7849	8501	9090	9760	10094	11261
市场规模同比（%）		7%	8%	7%	5%	8%	8%	7%	7%	3%	12%
民办中职渗透率（%）	17%	18%	18%	19%	20%	21%	22%	23%	24%	25%	25%
民办中职市场规模（亿元）	929	1052	1189	1337	1474	1656	1870	2082	2323	2493	2815
民办中职市场规模同比（%）		13%	13%	12%	10%	12%	13%	11%	12%	7%	13%
民办中职 2021 至当年 CAGR		13%	13%	13%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%

资料来源：教育部，WIND，国联证券研究所测算

**大专市场规模=（普通高考升学人数+中专升学人数+非适龄群体人数）\*客单价**

**测算假设：**（1）2019 年专科录取比率为 42%，考虑到高等教育毛入学率提升的空间，全国大专录取率仍有提升空间，假设到 2031 年大专录取比率为 45%，后续保持稳定。

（2）在居民受教育年限不断增加的趋势下，假设 30%的中职学生毕业后继续攻读大专。

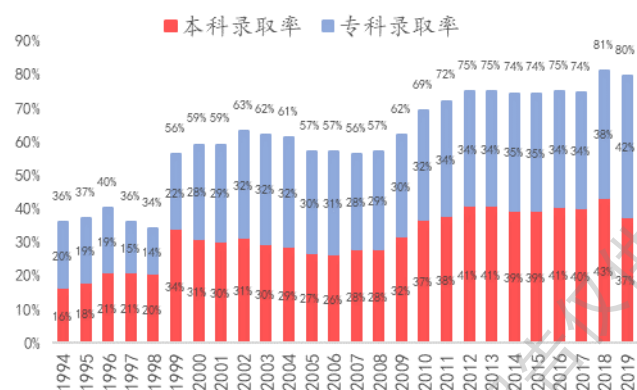
（3）就业人口结构中，20—45 岁阶段的主要就业人口高中学历占比为 22.4%，假设升入大专深造的比率为 1%，2020 年测得为 113 万人，考虑到国民学历层次结构的不断提升，该部分人数假设按 5%增加。

（4）教育部统计的 2019 年大专生均教育经费支出为 2.5 万，假设每名大专生 3 年培养成本为 7.5 万元，以后每年按照 5%增长。

（5）2020 年按招生人数计算的民办大专渗透率为 20%，预计民办大专渗透率将会进一步上升，假设渗透率到 2030 年达到 25%。

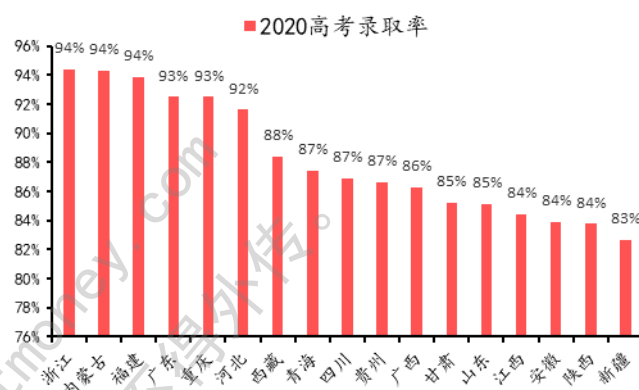


图 33：历年我国高考录取率（本科、专科拆分）



资料来源：教育部，中国教育在线，国联证券研究所

图 34：2020 年部分省份高考录取率



资料来源：高考直通车，国联证券研究所

经测算，我们预计民办大专市场规模从 2021 年的 1056 亿元增长到 2031 年的 2644 亿元。受职普分流政策下进入职业教育体系学生比例逐渐提升的影响，高考适龄人数略有下降；但未来随着中职基础的扩大，由中职体系升学进入高职体系的学生人数增多；国民平均受教育程度增加，预计非适龄群体就读大专人数有所增加。综上，测算得大专市场 2021—2031 年规模有 2 倍增长空间，10 年 CAGR 为 7.2%。渗透率提升驱动下民办大专市场规模增长速度更快，我们预计市场规模从 2021 年的 1056 亿元增长到 2031 年的 2644 亿元，10 年 CAGR 为 9.6%。

表 9：民办大专市场规模从 2021 年到 2031 年有 2.5 倍增长空间

指标名称	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
高考适龄人数 (万人)	927	924	938	903	893	884	872	842	834	834	820
高考适龄人数同比 (%)		0%	2%	-4%	-1%	-1%	-1%	-3%	-1%	0%	-2%
高考大专录取率 (%)	42%	42%	43%	43%	43%	44%	44%	44%	44%	45%	45%
高考适龄就读大专人数 (万人)	390	391	400	387	386	385	382	371	370	373	369
中专后攻读大专人数 (万人)	201	201	204	271	277	284	289	291	298	307	313
成人再读大专深造人数 (万人)	113	119	125	131	137	144	151	159	167	175	184
大专学生人数合计 (万人)	704	710	728	789	800	813	823	821	835	855	866
三年学杂费合计 (万元)	7.5	7.9	8.3	8.7	9.1	9.6	10.1	10.6	11.1	11.6	12.2
市场规模 (亿元)	5280	5593	6018	6851	7293	7778	8271	8661	9251	9948	10576
市场规模同比 (%)		5.9%	7.6%	13.8%	6.5%	6.7%	6.3%	4.7%	6.8%	7.5%	6.3%
民办大专渗透率 (%)	20.0%	20.5%	21.0%	21.5%	22.0%	22.5%	23.0%	23.5%	24.0%	24.5%	25.0%
民办大专市场规模 (亿元)	1056	1147	1264	1473	1604	1750	1902	2035	2220	2437	2644
民办大专市场规模同比 (%)		8.6%	10.2%	16.5%	8.9%	9.1%	8.7%	7.0%	9.1%	9.8%	8.5%
民办大专 2021 至当年 CAGR		8.6%	9.4%	11.7%	11.0%	10.6%	10.3%	9.8%	9.7%	9.7%	9.6%

资料来源：教育部，WIND，国联证券研究所测算

职业本科市场规模=专升本人数\*客单价

测算假设：(1) 目前全国专升本比例达到 20%，未来随着更高层次职业教育人才需求增加，专升本比例有望逐渐提升，假设到 2030 年专升本比例达到 25%，后续

保持稳定，且假设学生均就读于职业本科而非普通本科。

(2) 教育部统计的 2019 年本科生均教育经费支出为 4.4 万，假设每名职业本科生 4 年培养成本为 17.6 万元，以后每年按照 5% 增长。

经测算，我们预计民办职业本科市场有较大增长空间，市场规模预计从 2021—2031 年有 4 倍增长空间。受大专扩招、高层次学历需求增加的影响，职业本科就读人数从 5 年的中期看有望保持快速增长，而后随着大专招生人数稳定和高层次学历需求趋稳后趋于平稳，从 10 年后更长的维度看受出生人口下降影响而略有下降。综上，测算得职业本科市场 2021—2031 年规模有近 4 倍提升空间，10 年 CAGR 为 14.6%。2020 年按招生人数计算的民办本科渗透率为 20%，渗透率提升驱动下民办职业本科市场规模增长速度更快，我们预计市场规模从 2021 年的 247 亿元增长到 2031 年的 1203 亿元，10 年 CAGR 为 17.1%。

表 10：民办职业本科市场规模从 2021 年到 2031 年有 4 倍提升空间

指标名称	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
大专毕业人数（万人）	351	369	484	524	591	592	603	658	663	668	671
专升本比例	20.0%	21.0%	22.0%	23.0%	24.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
职业本科人数（万人）	70	77	106	121	142	148	151	165	166	167	168
职业本科人数（yoy）		10.4%	37.4%	13.2%	17.7%	4.3%	2.0%	9.1%	0.7%	0.9%	0.5%
四年学杂费合计（万元）	18	18	19	20	21	22	24	25	26	27	29
市场规模（亿元）	1236	1432	2066	2455	3034	3322	3557	4076	4308	4562	4812
市场规模同比（%）		15.9%	44.3%	18.8%	23.6%	9.5%	7.1%	14.6%	5.7%	5.9%	5.5%
民办职业本科渗透率（%）	20.0%	20.5%	21.0%	21.5%	22.0%	22.5%	23.0%	23.5%	24.0%	24.5%	25.0%
民办职业本科市场规模（亿元）	247	294	434	528	668	747	818	958	1034	1118	1203
民办职业本科市场规模同比（%）		18.8%	47.8%	21.7%	26.4%	12.0%	9.5%	17.1%	7.9%	8.1%	7.6%
民办职业本科 2021 至当年 CAGR		18.8%	32.5%	28.8%	28.2%	24.8%	22.1%	21.4%	19.6%	18.3%	17.1%

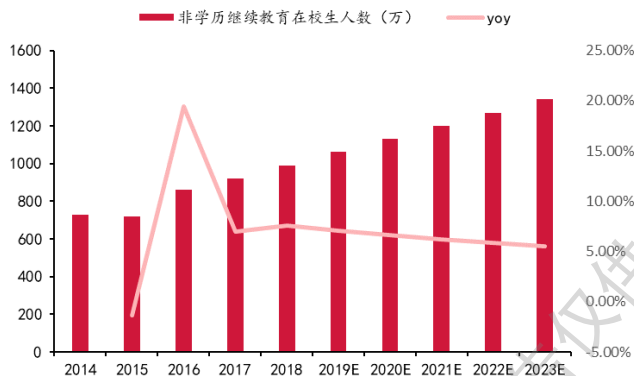
资料来源：教育部，WIND，国联证券研究所测算

### ➤ 非学历职业教育市场规模测算

非学历职业培训市场=就业人口\*参培率\*客单价

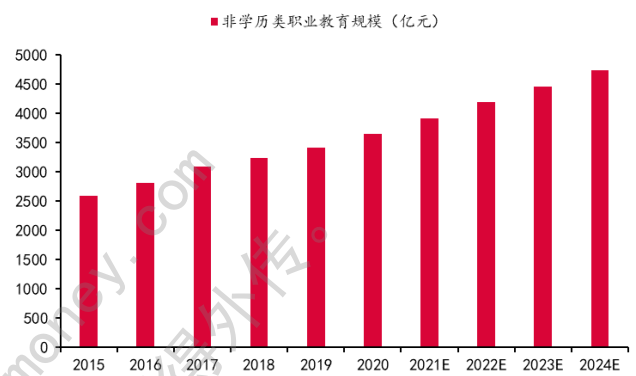
学历职业教育需求刚性，非学历职业教育则以市场需求为主要驱动力，受产业结构升级和劳动力市场人才素质提升需求影响。据中商产业研究院数据，中国高等非学历继续教育的在校学生人数从 2014 年的 730 万人增至 2018 年的 990 万人，CAGR 为 7.9%，预计在 2023 年将进一步增至 1340 万人，2018 年至 2023 年的 CAGR 为 6.2%。据多鲸教育研究院数据，非学历类职业教育近 5 年市场规模 CAGR 为 10%。我们假设不同参培率和不同的客单价情境对非学历职业教育市场规模进行测算，我们认为参培率会不断提升，客单价也会持续提升，量价共同驱动市场增长。

图 35：我国非学历继续教育在校生人数



资料来源：中商产业研究院，国联证券研究所

图 36：非学历职业教育市场规模测算



资料来源：多鲸教育研究院，国联证券研究所

表 11：不同参培和客单价情境下的非学历职业培训市场规模测算

指标名称	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
全国总人口（万人）	141178	141319	141460	141602	141744	141814	141885	141956	142027	142098	142098
yoy		0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0%
20—45 岁人口占比	35.90%	35.75%	35.60%	35.45%	35.30%	35.15%	35.00%	34.85%	34.70%	34.55%	34.40%
20—45 岁人口（万人）	50683	50522	50360	50198	50035	49848	49660	49472	49283	49095	48882
不同参培比例下参培人数（万人）											
3%	1520	1516	1511	1506	1501	1495	1490	1484	1479	1473	1466
5%	2534	2526	2518	2510	2502	2492	2483	2474	2464	2455	2444
10%	5068	5052	5036	5020	5004	4985	4966	4947	4928	4909	4888
15%	7602	7578	7554	7530	7505	7477	7449	7421	7393	7364	7332
不同参培比例及不同客单价市场测算（亿元）											
参培率 3%:											
客单价 0.3 万	456	455	453	452	450	449	447	445	444	442	440
客单价 0.5 万	760	758	755	753	751	748	745	742	739	736	733
客单价 0.7 万	1064	1061	1058	1054	1051	1047	1043	1039	1035	1031	1027
客单价 1 万	1520	1516	1511	1506	1501	1495	1490	1484	1479	1473	1466
参培率 5%:											
客单价 0.3 万	760	758	755	753	751	748	745	742	739	736	733
客单价 0.5 万	1267	1263	1259	1255	1251	1246	1241	1237	1232	1227	1222
客单价 0.7 万	1774	1768	1763	1757	1751	1745	1738	1732	1725	1718	1711
客单价 1 万	2534	2526	2518	2510	2502	2492	2483	2474	2464	2455	2444
参培率 10%:											
客单价 0.3 万	1520	227	227	226	225	224	223	223	222	221	220
客单价 0.5 万	2534	379	378	376	375	374	372	371	370	368	367
客单价 0.7 万	3548	530	529	527	525	523	521	519	517	515	513
客单价 1 万	5068	758	755	753	751	748	745	742	739	736	733
参培率 15%:											
客单价 0.3 万	2281	2273	2266	2259	2252	2243	2235	2226	2218	2209	2200
客单价 0.5 万	3801	3789	3777	3765	3753	3739	3724	3710	3696	3682	3666

客单价 0.7 万	5322	5305	5288	5271	5254	5234	5214	5195	5175	5155	5133
客单价 1 万	7602	7578	7554	7530	7505	7477	7449	7421	7393	7364	7332

资料来源：教育部，WIND，国联证券研究所测算

### 3.3 不同职业教育模式比较，各有优劣尽其所长

学历职业教育市场空间广阔，大有可为。2021 年，我们预计由民办中职、民办大专、民办职业本科组成的民办学历职业教育市场规模为 2232 亿元，我们预计 2031 年增长至 6662 亿元，十年增长空间为 3 倍，十年 CAGR 超 10%，学历职业教育市场空间较大。我们根据出生人口数测算更长时间维度的市场规模，从不同类型职业教育测算的市场规模来看，民办中职市场规模从 2021 年至 2032 年逐年上升，最高峰为 2032 年的 2800 亿元左右，在 2033 年开始有所萎缩；民办大专市场规模在 2037 年到顶，市场规模为 3500 亿元左右；民办本科市场规模则在 2039 年左右到顶，市场规模在 1900 亿元左右。从不同类型职业教育市场规模占比来看，民办大专市场占比较大为 45% 左右，中专市场次之，我们预计到 2036 年民办中专市场规模占比为 33%，民办本科市场规模 2036 年预计占比为 22%。

表 12：民办学历职业教育市场规模测算

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
民办中职市场规模（亿元）	929	1052	1189	1337	1474	1656	1870	2082	2323	2493	2815
yoy		13%	13%	12%	10%	12%	13%	11%	12%	7%	13%
占比	42%	42%	41%	40%	39%	40%	41%	41%	42%	41%	42%
民办大专市场规模（亿元）	1056	1147	1264	1473	1604	1750	1902	2035	2220	2437	2644
yoy		9%	10%	17%	9%	9%	9%	7%	9%	10%	8%
占比	47%	46%	44%	44%	43%	42%	41%	40%	40%	40%	40%
民办职业本科市场规模（亿元）	247	294	434	528	668	747	818	958	1034	1118	1203
yoy		19%	48%	22%	26%	12%	9%	17%	8%	8%	8%
占比	11%	12%	15%	16%	18%	18%	18%	19%	19%	18%	18%
民办学历职业教育规模（亿元）	2233	2492	2887	3337	3746	4154	4591	5075	5577	6048	6662
yoy		12%	16%	16%	12%	11%	11%	11%	10%	8%	10%

资料来源：教育部，WIND，国联证券研究所测算

出生人口的减少对不同职业教育模式带来不同影响，学校办学层次越高、教育质量越高，受到影响的时间越延后，影响幅度也越小。学历教育为每个人的刚性需求，因而学历教育市场规模随出生人口数的变化而波动。受到不同办学层次学校适龄学生年龄不同的天然约束，中等职业院校学生就读年龄较小，高等职业院校学生就读年龄位于中等，职业本科学生就读年龄最大，三者受到 2018 年开启的生育低潮的影响，在时间顺序上看也是从早到晚。自 2018 年开启的生育低潮将在 2033 年左右率先对中等职业教育市场带来负面影响，往后 3 年到 2036 年高等职业教育市场有所反应，往后 4 年到 2040 年职业本科市场有所反应。

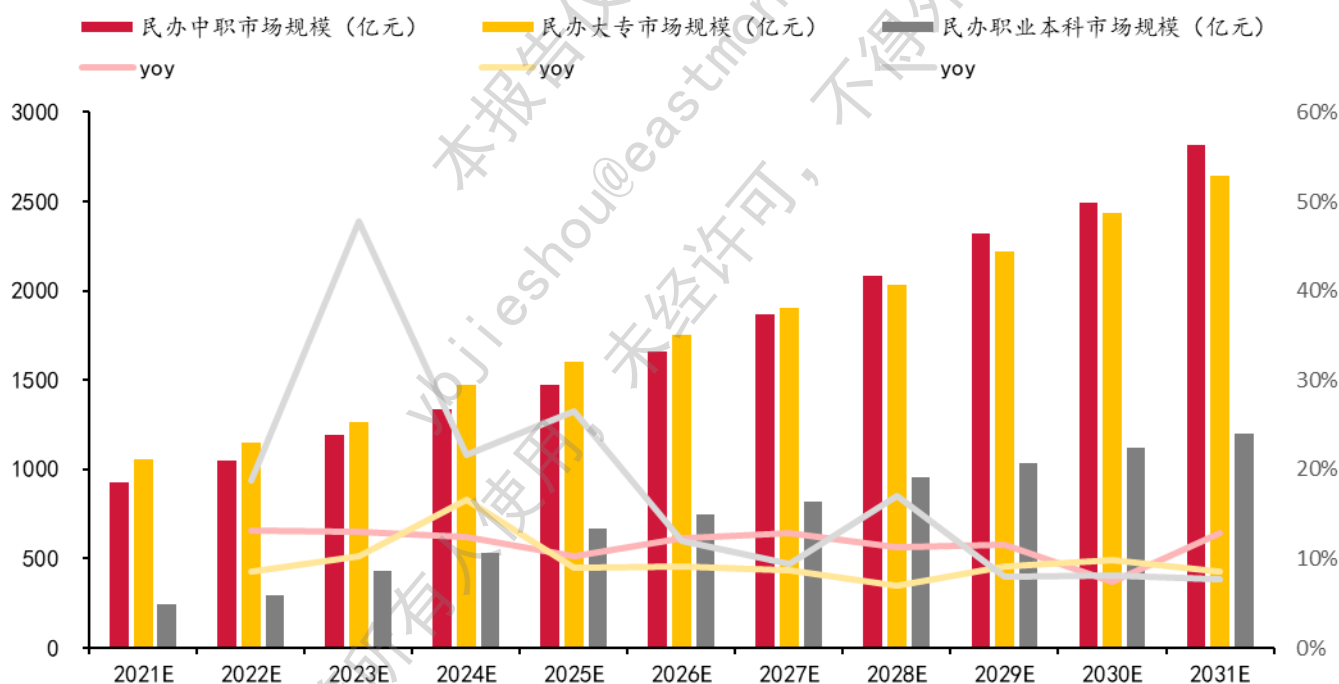
从影响幅度看，不同办学层次的学校受到生育低潮的冲击也不同，办学层次越低，受出生人口数减少的冲击越大。高等职业教育比起中等职业教育学生来源更多元化，有中专毕业生、适龄高考考生、大专毕业生以及社会再就读人群等，而中等职业教育



的学生群体较单一，主要为适龄学生，因而后续高等职业教育市场收缩的幅度较初等职业教育收缩幅度小。

对于上市公司而言，投身职业教育的前 10 年能够享受显著的生源规模增长、政策支持力度大、市场需求旺盛等诸多行业红利。而在 10 年之后，将进入质量决胜的发展新阶段，能够积累出足够优秀的教学教研体系、教育品牌口碑、做好产学研融合的学校与上市公司，将有望实现更长的成长周期和更高的成长型。反之，发展可能随着行业分化而逐渐进入瓶颈。

图 37：不同学历职业教育模式市场空间规模



资料来源：教育部，Wind，国联证券研究所测算

学校办学层次越高前期投入越大，非学历职业教育有望跑出轻资产模式。民办学校正式建校，需要取得一系列批文、执照及许可，并符合特定要求规范，如注册资本、学生数量、教师资质等。学历教育是重资产、重资金的行业，建设运营学校需要投入大量资金，后续办学的更新维护也需要较大的投入。中等职业学校由于办学层次稍低，生均建筑面积、教学科研设备要求较高等职业学校低，有利于资本体量稍低的举办者创办，而高等职业教育重资产模式较为显著。非学历继续教育则无上述注册资本、仪器设备等配置要求，属于轻资产模式，可根据市场情况而及时调整策略，灵活进行规模的扩张和收缩。

**表 13：中等职业学校办学投入较高等职业学校低**

办学条件指标	中等职业学校					高等职业学校				
	2015	2016	2017	2018	2019	2015	2016	2017	2018	2019
生均校舍建筑面积（平方米）	17.4	18.3	18.7	19.4	19.6	15.3	15.3	15.4	27.2	24.7
生均教学科研仪器设备值（元）	50100	5696	6362	7123	7597	8152	8570	9237	9875	9567
每百名学生配教学使用计算机（台）	20	21.2	21.8	23.1	23.6	25	26	26.8	27.5	25.6

资料来源：教育部，国联证券研究所

总体上看，过去十多年较为平稳的出生人口数为未来十年职业教育市场稳定增长带来了坚实的支撑，各办学模式各有优劣，高质量教育举办者更能应对未来出生人口下降带来的潜在客源收缩。从 2000 年到 2017 年，我国出生人口数总体上保持平稳，为目前及未来十余年职业教育的市场体量提供了坚实的支撑。但我国人口少子化、老龄化特点，从更长维度看学历教育潜在客群基数将会先升后降。更高层次的职业教育受到出生人口减少冲击时间缓后且幅度更小，更高质量的教育供给在面对未来供需格局发生变化时影响更小。从学校竞争力塑造看，学校对师资、专业、实训的要求较高，核心壁垒强，口碑排名积淀时间长。因而，口碑好、就业佳的高质量民办院校方能立于不败之地，举办高质量教育是长远之计。

## 4 投资建议：职教黄金时代，关注龙头机遇

### 4.1 短中长期忧虑叠加，市场信心仍待恢复

短期看，市场对于职业教育板块担忧自 2021 年双减监管开始。2021 年 3 月份两会释放 K12 校外培训严监管信号，3.31 的国务院新闻发布会提出 2021 年将校外培训现象治理列为重点工作，6.15 全国校外教育培训监管司成立。2021 年 6 月份，以北京、广州为代表的一线城市纷纷出台响应“双减”政策的具体措施，7 月 24 日中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》，监管靴子落地速度和力度超出市场预期，教育板块加速向下调整，自此市场对职业教育板块担忧一直延续至今。

各地民办高校营利性转设进展缓慢，到目前仅有少数地区取得进展。截至 2020 年 12 月，全国 31 个省（自治区、直辖市）政府均已颁布落实新《民促法》的实施文件。部分省份过渡期已至，如湖北省于 2020 年 9 月 1 日结束过渡期，但民办高校分类登记进展较慢。部分省份过渡期较长，分类管理政策执行比较缓慢，如江西省延期至 2022 年 8 月 31 日，江苏省延期至 2022 年 12 月 31 日，安徽、河南、浙江、宁夏、广西、福建 6 个省份过渡期至 2023 年 9 月 1 日。截至 2021 年 2 月，31 个省（自治区、直辖市）中，仅上海的民办高校分类管理取得阶段性进展。

中期看，营利性转设落地时间有不确定性，市场担心民办高校转型前景不明朗。目前民办高校利益相关者众多且构成复杂，利益相关者除了举办者，还包括教职工和学生等群体，涉及人数众多，政策执行难度较大。目前各省份推出的实施细则原则性较强，操作层面存在模糊问题，举办者对比较关注的土地问题、税收优惠、补偿或奖励标准等问题可能存在疑惑。市场对于职业教育相关上市公司未来能否实现市场化转型，给二级市场投资人以稳定可预期的回报路径和清晰的商业模式缺乏信心。

长期看，市场对于职业教育商业模式有所怀疑。此前，针对学前教育、义务教育和校外培训，国家陆续出台了规范民办资本发展的政策。市场对于长投入周期、重资产模式运作的学校商业模式和持续性存在担忧，并对能否具备可持续健康的扩张潜力存在分歧。

### 4.2 股价随双减走低，职教政策利好未充分体现

股价随双减走低，职教利好政策尚未扭转下行震荡走势，2022 年 6 月股价随主要公司学额增长有所修复。我们选取中教控股、东软教育、希望教育、中国科培、宇华教育、新高教集团 6 家港股高教代表性企业，以市值加权方法构建出港股高教指数。从 2021.01.01—2022.07.11，港股高教指数区间涨跌幅为-56%，总体上，我们将此区间的港股高教股价走势划分为四个阶段：

第一段，2021 年年初—2021.05.14 民促法《实施条例》，政策不确定性缓解后经历一轮上涨。第二段，民促法《实施条例》后—2022 年 1 月 25 日，受双减政策影响走低，中间有职业教育利好政策发布但未扭转下行趋势。第三段，2022 年 2 月—2022 年 5 月，市场情绪受外部因素冲击，港股市场快速大幅下跌，股价处于历史

最低位。第四段，2022 年 6 月—至今，中教控股等主要公司公告最新招生学额大幅增长，新东方在线转型带动教育板块关注度提升，股价有所修复。

图 38：港股高教指数复盘



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

2021 年初到 2021 年 5 月，在民促发《实施条例》发布时股价达最高位。2021 年年初，校外培训班问题逐渐受到监管层关注，监管政策有所收紧，港股高教公司股价在年初时受到相应影响。2021 年 5 月 14 日，《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》正式发布，对港股高教板块提振作用明显，抵消了前期校外培训监管的不利影响。《实施条例》放宽了对民办高校兼并收购、协议控制、关联交易监管等方面的限制。在是否允许境外上市公司控制学校、是否允许教育集团控制多所学校、是否允许学校实施关联交易以及是否允许收购非盈利性学校，实施条例都未限制高教和职教。《实施条例》部分程度上消除市场对高教政策不确定性的疑虑，明确了已有民办高校存量和增量的发展逻辑，为资本市场对已有标的进行合理估值定价提供支撑作用。

2021 年 6 月份 K12 校外培训政策明显收紧，高教行业股价后随双减走低。2021 年 3 月份两会释放对学科类培训严监管信号，2021.3.31 的国务院新闻发布会提出今年将校外培训现象治理列为重点工作，2021.6.15 全国校外教育培训监管司成立。2021 年 6 月份，以北京、广州为代表的一线城市纷纷出台响应“双减”政策的具体措施，监管靴子落地速度和力度超出市场预期，教育板块加速向下调整，高教行业也受此影响下行。



**表 14: K12 校外培训监管靴子落地速度和力度超出市场预期**

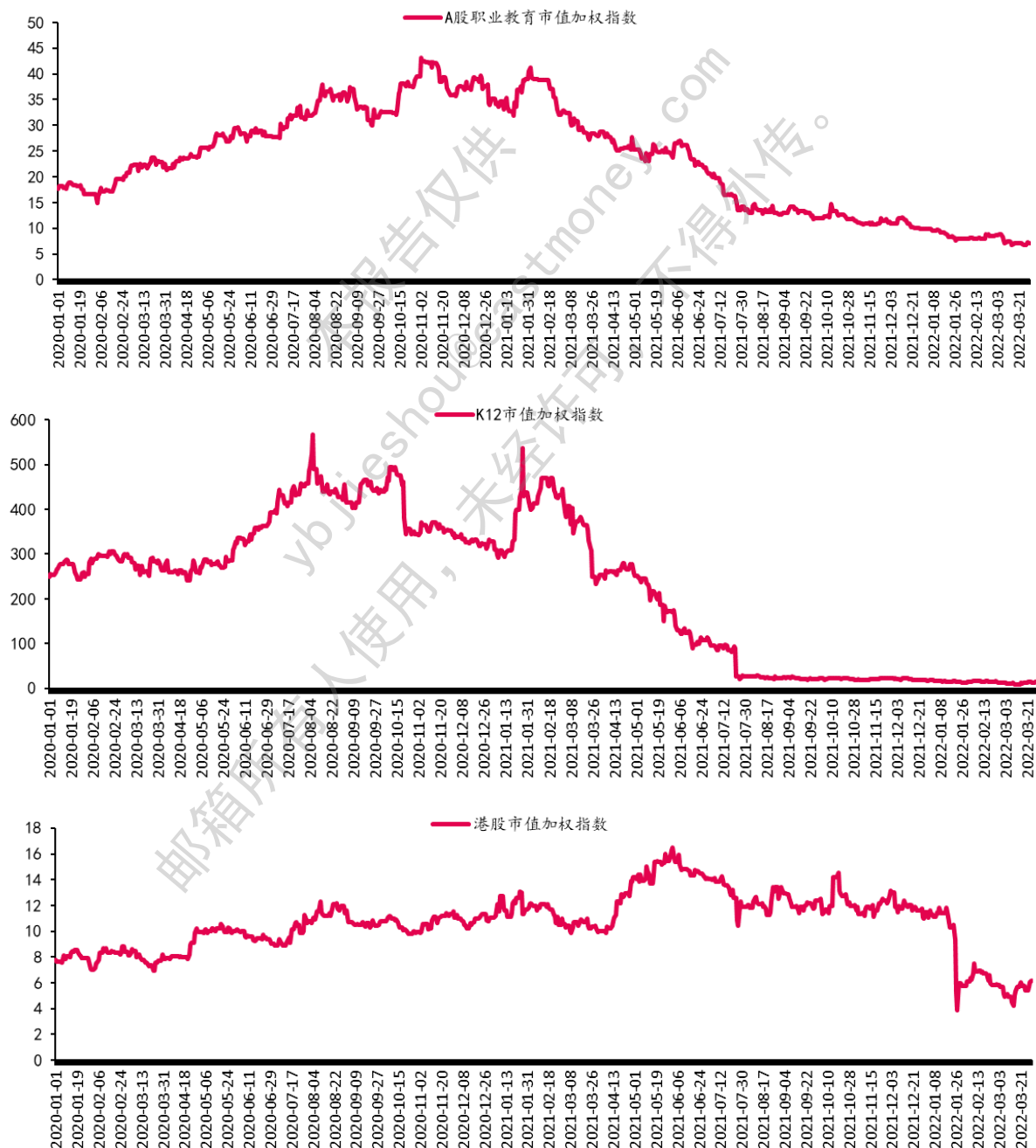
日期	事件	内容
2021 年 3 月初	两会	培训机构治理是两会重要议题，关注培训机构的“学校化”和“在线化”营造的焦虑问题，舆论支持重拳治理校外培训乱象
2021. 3. 31	国务院新闻办发布会	教育部基础教育司司长吕玉刚在发布会上介绍，今年教育部把校外培训机构治理工作列入重点工作任务，将会同有关部门按照系统治理、标本兼治的工作思路，采取更加有效的措施，进一步加大校外培训机构治理力度
2021. 5. 21	中央全面深化改革委员会第十九次会议	通过了《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》（简称“双减”意见）
2021. 6. 1	新修订《中华人民共和国未成年人保护法》	新修订的《中华人民共和国未成年人保护法》开始施行，其中规定幼儿园、校外培训机构不得对学龄前未成年人进行小学课程教育
2021. 6. 15	校外教育培训监管司成立	承担面向中小學生（含幼儿园儿童）的校外培训管理工作，指导校外教育培训综合执法，以及反映和处理校外教育培训重大问题等主要职责，以“钉钉子”的精神推动“双减”工作落地见效
2021. 6. 16	北京市委全面深化改革委员会第二十次会议	会议提出，充分发挥学校教书育人主体功能，强化线上线下校外培训机构规范管理，强调学校是育人主阵地
2021. 6. 16	教育部网站发布校外培训风险提示	
2021. 6. 17	四川暂停审批设立民办义务教育学校	认真贯彻落实《意见》“原则上不得审批设立新的民办义务教育学校”的要求，无条件立即停止审批设立新的民办义务教育学校（含民办九年一贯制学校、十二年一贯制学校和完全中学）
2021. 6. 17	山东禁止中小学校暑期参与培训辅导班	各级教育行政部门和学校不得在假期期间组织学生集体到校或通过网络上课、补课或统一组织自习，也不得参与、组织学生参加各类辅导培训班，同时禁止学校联合或将校舍租借给社会力量办学机构用于开办补习班、培训班
2021. 6. 18	江西省《关于迅速落实“双减”工作要求的通知》	印发了《关于迅速落实“双减”工作要求的通知》，建立“双减”工作进展周报制度，实时掌握工作推进情况
2021. 7. 13	北京市《坚持以人民为中心推进“双减”工作》	北京市委教育工委书记、市教委主任 刘宇辉发表了《坚持以人民为中心推进“双减”工作》，文中提到“双减”进展包括：累计对 90 余家培训机构违规问题、多名教师校外兼职授课予以通报；目前 780 多址培训机构已纳入预付费资金监管
2021. 7. 15	广州市越秀区教育的校外培训机构“双减工作”动员座谈会	从今年暑假起，不得利用节假日、寒暑假开展义务教育阶段学生的学科类培训，以后逐步常态化；停止审批义务教育阶段学科类培训机构设立；已登记为营利性的义务教育阶段的培训机构需重新变更登记为非营利性；停止现有义务教育阶段培训机构的疫情复课审批

资料来源：教育部，国联证券研究所

**职业教育走势和 K12 校外培训走势强相关，K12 监管政策对教育行业负向外溢显著。**我们选取新东方、好未来、高途集团、朴新教育、精锐教育近两年来的股价和市值，构建代表我国教育体系 K12 培训情况的 K12 走势指数。职业教育方面，A 股选取考公培训的中公教育和 IT 培训的传智教育，港股选取与上文一致的 6 所代表性高教上市集团。接着进行三个指数在 2021.5.14—2022.1.15 区间的皮尔逊相关性分析，结果表明 K12 培训股价走势和职教股价走势具有高度的正相关性：K12 培训股价和 A 股职业教育股价相关系数为 0.928，具有高度的正相关性且显著；K12 培训股

价和港股职业教育股价相关系数为 0.898，具有高度的正相关性且显著。相关性分析表明教育板块 K12 培训赛道和职业教育之间股价走势有比较紧密的关联，K12 赛道的严监管作为外生事件，对职教赛道产生较为严重的负面溢出效应。

图 39：自 K12 校外培训政策收紧以来职业教育和 K12 培训股价走势相关性较高



资料来源：WIND，国联证券研究所

2021 年 10 月发布《关于推动职业教育高质量发展的意见》，但未能扭转高教股价疲软走势。《关于推动职业教育高质量发展的意见》指出，要构建政府统筹管理、行业企业积极举办、社会力量深度参与的多元办学格局。鼓励上市公司、行业龙头企业举办职业教育，鼓励各类企业依法参与举办职业教育。鼓励职业学校与社会资本合作共建职业教育基础设施、实训基地，共建共享公共实训基地。政策发布初期，职业教育上市公司股价回暖，但后续因相关上市公司配股等行为，市场热情有所消退。

今年 2 月至 5 月末，行业估值处于最低位。受到海外等外部因素影响，港股市场整体经历快速大幅下跌。职业教育板块自身处于情绪低谷，股价亦受到市场情绪影响，进一步下行，来到历史估值底部。

6 月份以来股价随业绩预期改善和板块关注度提升有所修复。受党中央和国务院积极落实稳就业促就业政策，延长劳动人口受教育程度，扩大职业教育和高等教育规模的利好影响，以中教控股和希望教育为代表的头部上市集团最新招生学额录得大幅增长，超出市场预期，并由此带动市场对其后续业绩预期上行。2022 年 6 月新东方直播带热教育板块，教育行业关注度提升。在双减政策下新东方等 K12 机构纷纷转型，新东方直播较大的关注度是其转型成果的初步验证，教育板块迎来反弹。

### 4.3 业绩政策有望共同推动估值修复，推荐龙头职教企业

职业教育板块受双减影响仍未消除，估值与长期发展前景和短期业绩显著错配。目前职业教育板块估值仍受到 K12 监管的负向外溢影响，叠加市场对营利性转设的信心不足，职业教育板块估值偏低，目前主要个股 2022 年 PE 已普遍跌到 10 倍以下。我们认为，职业教育将长期受到鼓励发展趋势不变，职业教育行业空间和商业模式稳定可预测，准入门槛高且现金流充足，举办高质量职业教育、内生成长空间充足的行业龙头在职业教育东风下有望续写辉煌篇章，推荐中教控股、中国科培、东软教育，给予“买入”评级；建议关注宇华教育、希望教育等。

表 15：主要职业教育上市公司财务与估值数据

代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			EPS (元)			营收 CAGR-3 (%)	PE (TTM)	PEG
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E			
0839.HK	中教控股	143.74	19.19	22.89	26.65	0.76	0.88	1.01	16.17	7.6	0.32
6169.HK	宇华教育	38.62	11.23	11.53	13.62	0.30	0.32	0.36	8.40	7.0	0.13
1765.HK	希望教育	48.98	7.95	9.61	11.26	0.09	0.10	0.12	18.91	8.3	0.50
1890.HK	中国科培	32.39	7.99	9.18	10.67	0.37	0.44	0.51	45.37	12.2	0.03
9616.HK	东软教育	23.45	4.82	6.04	7.32	0.56	0.70	0.85	16.31	7.9	0.20
	平均	57.43	10.24	11.85	13.90	0.41	0.49	0.57	21.03	8.6	0.24

资料来源：WIND 一致预测，收盘价取自 2022 年 7 月 20 日，国联证券研究所

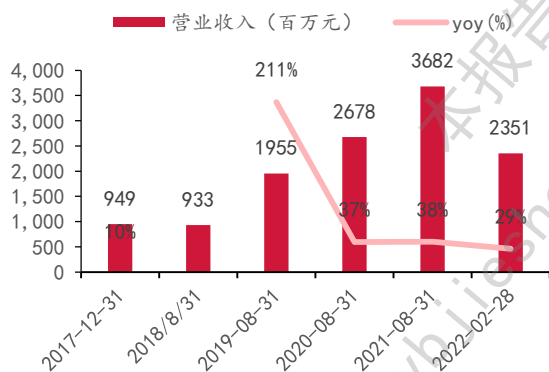
#### ► 中教控股：业绩稳健，最新招生学额大幅增长

校区建设步伐不止，招生学额大幅增长。截至 2022 年 2 月 28 日公司共拥有国内 12 所学校，国外 2 所学校，在校生总人数为 30.9 万人，同比+23.4%。目前广州应用科技学院肇庆市新校区二期建设中，预计在 2022 年将新增入住师生 9000 人，并收购肇庆市 372 亩地块继续用于学校第三期新校区的建设。澳大利亚国王学院获批建立新校区，第一期招生学额为 1000 人。公司 2022 年 6 月 28 日的最新公告显示，公司的招生学额大幅增长：2022/2023 学年招生学额总数 78157 人，2021/2022 学年为 59239 人，同比+32%；其中本科生（不含专升本）2022/2023 学年招生学额总数 36523 人，2021/2022 学年为 25050 人，同比+46%；其中专升本 2022/2023 学年招生学额总数 24555 人，2021/2022 学年为 14433 人，同比+70%。公司学额获得大幅增长的主要原因为：党中央、国务院落实稳就业和促就业的决策部署，延长劳动人口受教育年限和增强劳动人口受教育程度，持续扩大高等和职业教育规模；公

公司以就业为导向的教育质量较佳，新学校、新校区以及校区的扩建为规模增长提供容量。

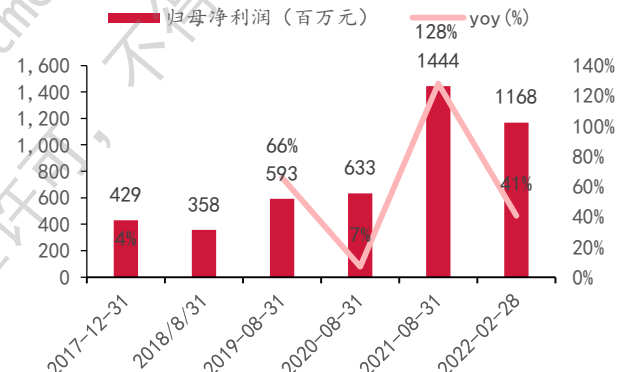
截至 2022 年 2 月 28 日公司在手现金储备约 50 亿元，在手现金较为充沛，能够支撑集团后续内生外延增长。我们预计公司 FY2022-2024 收入分别为 46.30/53.46/60.61 亿元，对应增速分别为 25.75%/15.45%/13.39%，净利润分别为 17.20/19.84/23.10 亿元，对应增速 19.16%/15.37%/16.39%，EPS 分别为 0.72/0.83/0.97 元。鉴于公司是民办高教行业龙头，湾区内学校扩建步伐加快，公司增长步伐值得期待，龙头成长空间仍然充分，给予“买入”评级。

图 40：中教控股营业收入及增速



资料来源：WIND，国联证券研究所

图 41：中教控股归母净利润及增速



资料来源：WIND，国联证券研究所

表 16：中教控股财务与估值数据摘要

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业额 (百万元)	2678.09	3682.44	4630.67	5346.11	6117.02
增长率 (%)	37.00%	37.50%	25.75%	15.45%	14.42%
归属于母公司股东利润 (百万元)	633.2	1443.8	1772.6	2146.8	2520.4
增长率 (%)	6.85%	128.02%	22.77%	21.11%	17.40%
每股收益 EPS (元)	0.27	0.6	0.74	0.9	1.05
市盈率 (P/E)	21.40	9.39	7.65	6.31	5.38
市净率 (P/B)	1.58	1.24	1.07	0.91	0.78

资料来源：iFinD，收盘价取自 2022 年 8 月 1 日，国联证券研究所预测

### ➤ 中国科培：强化教学建设，新校并表利润率短期承压

**新校并表利润率短期承压。** FY2022H1 业绩收入 7.03 亿元，同比+41.3%，学费及住宿费增加主要是由于广东理工学院及肇庆学校的在校学生人数及平均学费增加，自 2021 年 4 月起收购的哈尔滨石油学院的财务业绩并表，及淮北理工学院于 2021 年 9 月开始运营。毛利率/经调整净利率同比下滑 3.1/11.4pct 至 64.9%/55.2%，主要原因为新并表的学校利润率低于公司平均水平以及公司财务费用上升。截至 FY2022H1，公司旗下学校利用率 76.5%，在校学生规模仍有增长空间。

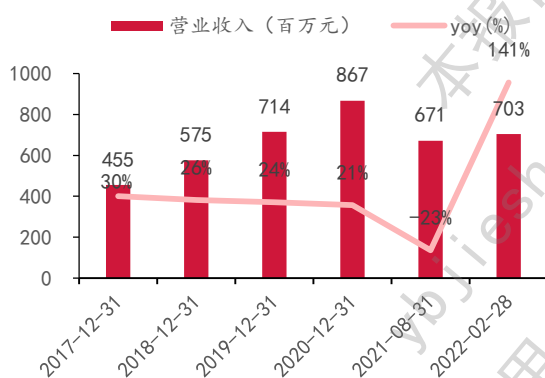
**强化教学建设，提升为中国职业教育服务的能力。** 集团于 2021 年先后完成了对淮北理工学院、马鞍山学院的收购，并完成哈尔滨石油学院的并表，此后不断加大



校内涵建设,加大办学投入。为满足现代职业教育需求,淮北理工学院新校区于 2021 年 9 月投入使用,首届招生完成率达 100%,报到率高达 95.6%。为提升师资队伍质量,集团引进高质量教师 500 余人,中级及以上教师职称人数明显提升。2021 年集团各学校的就业率均高于 90%,其中广东理工学院高达 97.5%,毕业生就业质量稳步提升。

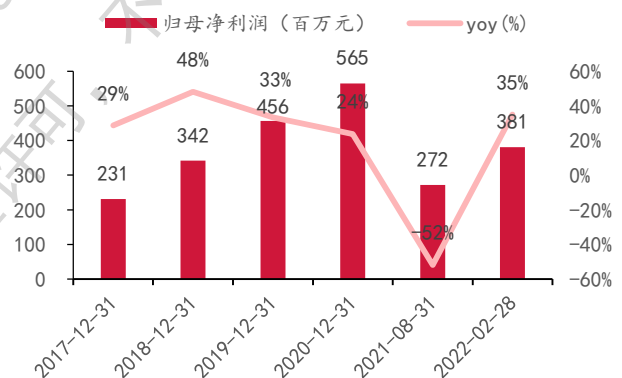
我们预计公司 FY2022-2023 收入分别为 14.96/17.56 亿元,对应增速分别为 29.76%/17.42%,净利润分别为 9.47/11.07 亿元,对应增速 28.78%/16.87%,EPS 分别为 0.47/0.55 元。鉴于公司是华南地区民办高教行业龙头之一,办学质量较好学生就业率高,集团学校内生增长空间仍然充分,给予“买入”评级。

图 42: 中国科培营业收入及增速



资料来源: WIND, 国联证券研究所

图 43: 中国科培归母净利润及增速



资料来源: WIND, 国联证券研究所

表 17: 中国科培财务与估值数据摘要

	2019	2020	2021	2022E	2023E
营业额 (百万元)	714.21	867.25	671.34	1495.76	1756.28
增长率 (%)	24.11%	21.43%	-	29.76%	17.42%
归属于母公司股东利润 (百万元)	456.274	564.79	272.15	947.22	1106.97
增长率 (%)	33.43%	23.78%	-	28.78%	16.87%
每股收益 EPS (元)	0.22	0.28	0.14	0.47	0.55
市盈率 (P/E)	7.95	6.42	-	3.83	3.28
市净率 (P/B)	1.30	1.14	-	0.43	0.32

资料来源: iFinD, WIND, 收盘价取自 2022 年 8 月 1 日, 国联证券研究所预测

注: 中国科培 2021 年更改财年结算日为 8 月 31 日, 因而 2021 年业绩统计期为 8 个月

### ➤ 东软教育: 高教、两翼业务协同发展

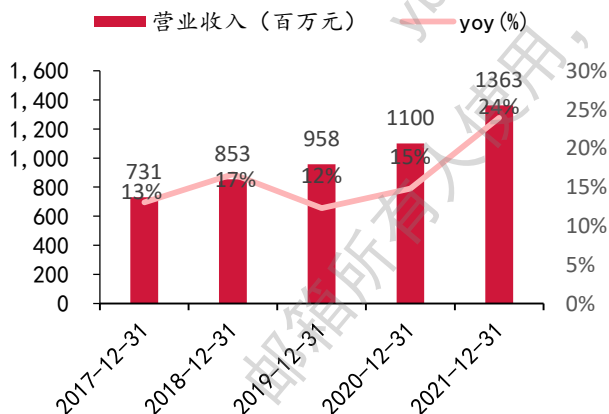
高教业务增长亮眼,办学规模达历史新高。2021 年公司高等教育服务收入 10.25 亿元,同比+27.9%,主要由于三所大学在校学生人数及平均学费的增长。截至 2021 年 12 月 30 日,全日制高教在校学生同比增长 16.2%至 45618 名,其中大连学院/成都学院/广东学院在校生人数分别为 16901/16206/12511 人,同比+8.9%/23.6%/17.9%。强劲的内生增长主要来源于专升本学额的持续扩招,2021 年大连学院/成都学院专升本学额分别同比高增 94.75%/188.16%至 16901 人/16206 人。学费端,伴随学生结构的迭代,大连学院和成都学院平均学费均快速提升。截至 2021

年 12 月 31 日，三所大学 2021 年应届毕业生就业率均超过 90%，且就业平均薪酬均高于去年同期水平。

**两翼业务稳步增长，教育资源输出业务贡献主要增量。**1) 继续教育服务：2021 年收入同比增长 6.7%至 1.33 亿元，主要源于学历继续教育和培训业务的增长。2021 年三所大学学历继续教育在校人数达 9130 人（同比增 33.3%），增长来源于新生人数，同比增 81%至 5565 人。培训业务方面，2B 培训业务覆盖 8861 名学员，业务范围扩展至 19 个省区；2C 业务招收学员 14388 人，推荐就业率达 97%。2) 教育资源与数字工厂业务在 2021 年实现收入 2.05 亿元，同比增长 19%。分板块来看，教育资源输出业务贡献主要增量，该业务 2021 年营收同增 51.5%至 1.4 亿元，主要源于专业共建、智慧教育平台与教学内容、实验实训室收入的快速增长。

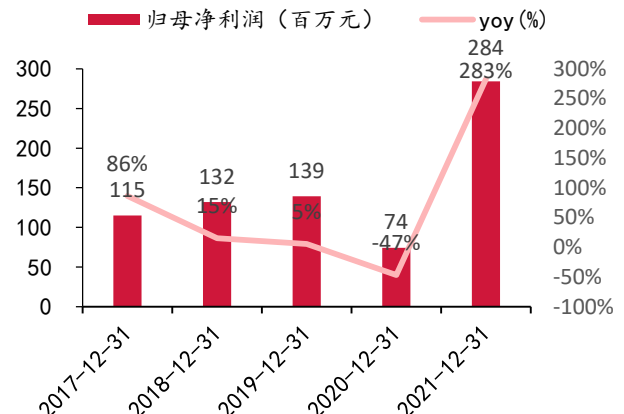
我们预计公司 FY2022-2024 收入分别为 16.58/19.65/22.69 亿元，对应增速分别为 21.63%/18.54%/15.45%，净利润分别为 3.67/4.66/5.62 亿元，对应增速 29.29%/26.89%/20.42%，EPS 分别为 0.56/0.71/0.85 元。鉴于公司是民办高教行业较优质教育的举办者，打造 IT 品牌背书，通过轻资产模式共建专业和产业学院，给予“买入”评级。

图 44：东软教育营业收入及增速



资料来源：WIND，国联证券研究所

图 45：东软教育归母净利润及增速



资料来源：WIND，国联证券研究所

表 18：东软教育财务与估值数据摘要

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业额 (百万元)	1100.01	1363.13	1657.97	1965.36	2269.01
增长率 (%)	14.80%	23.92%	21.63%	18.54%	15.45%
归属于母公司股东利润 (百万元)	74.25	284.22	367.48	466.30	561.50
增长率 (%)	-46.67%	282.81%	29.29%	26.89%	20.42%
每股收益 EPS (元)	0.11	0.43	0.56	0.71	0.85
市盈率 (P/E)	36.22	9.46	7.32	5.77	4.80
市净率 (P/B)	1.68	1.79	0.45	0.26	0.18

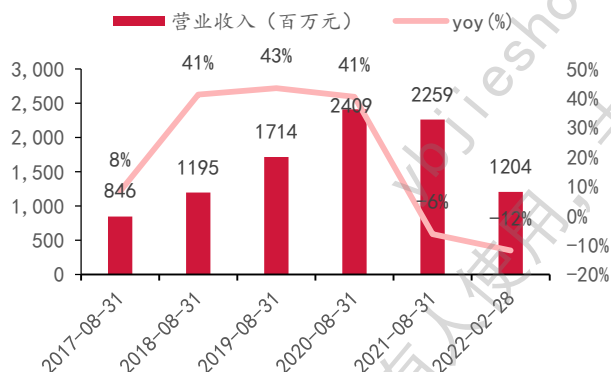
资料来源：iFind，收盘价取自 2022 年 8 月 1 日，国联证券研究所预测

## 宇华教育：业务转型，加大办学投入

**K12 学校已全部关闭，办学投入增加。**截至 2022 年 2 月 28 日公司初中、小学、幼儿园学校数目为 0，共关闭 18 所学校，目前拥有国内 3 所大学、5 所高中、1 所海外大学，并积极推进郑州、焦作和漯河的 3 所 K12 学校转型成为高等职业学院。截至 2022 年 02 月 28 日公司的毛利率为 56.6%，去年同期为 67.2%，毛利率有较大幅度下降原因为公司扩大在师资队伍、校园扩建改造、课程开发、学生活动等方面的投资，进一步提高学校教学质量。

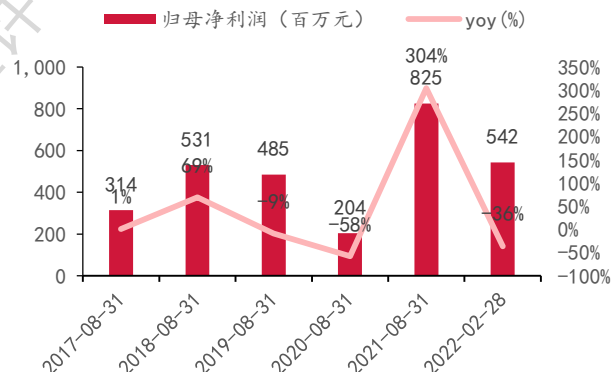
公司于 2021 年完成配售，款项净额用于：（1）现有 K12 学校转型成为高等职业学院（及准备未来将高等职业教育升格成为职业大学）；（2）湖南涉外经济学院开设新的校区；（3）现有的 3 所大学加大投入开设职业本科教育。截至 2022 年 2 月 28 日，2021 年配售事项及认购事项的所得款项净额中约 63% 金额仍未动用，公司上述项目仍在推进中。截至 2022 年 2 月 28 日公司共有现金余额近 30 亿元，在手现金较为充沛。

图 46：宇华教育营业收入及增速



资料来源：WIND，国联证券研究所

图 47：宇华教育归母净利润及增速

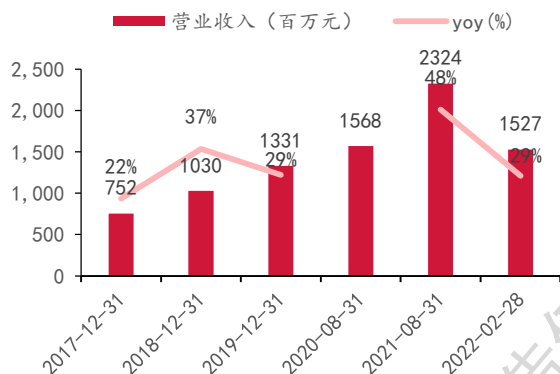


资料来源：WIND，国联证券研究所

### ➤ 希望教育：加大办学投入，改善办学条件

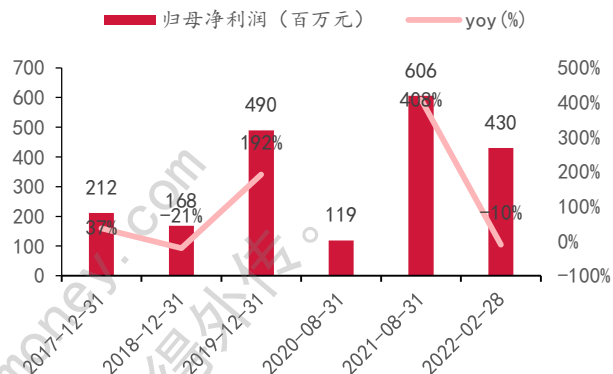
**加大办学投入，改善办学条件，提升容纳能力。**FY2022H1 报告期内，公司扩建类支出 1549.1 百万元，同比+67%，教学类支出人民币 585.2 百万元，同比+41%（其中教师薪酬支出人民币 388.13 百万元，同比+48%），投入 1.04 亿元新建 39,283 平方米实训场地，建成 82 个实训中心。目前公司在国内举办的院校，校均学生人数 1.1 万人，平均下来各学院尚有 55% 的土地可开发利用。公司提升办学质量，全面推进小班教学，2019 年以来自编特色教材 143 本，开发省级精品课、优质课等精品课程 275 门，新开设 1 个国控专业和 10 个省控专业。过去三年，公司响应国家扩招号召，招录 19,762 名新型职业农民、农民工、退役军人进行高等职业技能教育，为乡村振兴提供人才支撑。根据公司 2022 年 6 月 7 日公告，公司所举办本科院校 2022/2023 学年专升本学额获得大幅增长，2022/2023 学年专升本学额为 9827 人，2021/2022 为 3810 人，同比+158%。

图 48：希望教育营业收入及增速



资料来源：WIND，国联证券研究所

图 49：希望教育归母净利润及增速



资料来源：WIND，国联证券研究所

## 5 风险提示

**(1) 行业政策变动风险。**教育行业政策敏感性较高，职业教育的一切经营活动都以政策支持鼓励和企业合法合规经营为前提，此前 2018 年民促法修订曾造成较大影响。目前民办高教领域的相关法律法规还在不断完善和落实推进，政策若有变动可能导致我们相关预期与测算与实际不符。

**(2) 学费、住宿费不能维持或提高的风险。**上市公司学校收取的学费及住宿费是影响公司盈利能力的主要来源。若因监管限制或学校办学质量不佳导致学费和住宿费无法维持或提升，可能导致我们相关盈利预测与市场规模测算与实际不符。

**(3) 学校并购和整合不及预期的风险。**学校并购从决策到落地到并购后的整合流程复杂、周期长、具有较高的不确定性。期间某个环节有所反复，都可能导致并购计划推迟/终止，或并购整合成效不及预期。从而影响上市公司的办学规模与业绩增速，导致我们对行业与公司的预期与实际不符。

**(4) 现有学校无法提高容量及利用率的风险。**根据《教育部关于进一步规范高等教育招生计划管理工作的意见》，研究生和普通本科招生计划须经教育部批准，普通高职（专科）招生计划则需经有关省级教育部门批准。公司各学校每年录取人数的学额受到政府的监管限制，可能会出现政府计划审批的单个学校学额不变或有所下降、不允许现有学校扩建扩容等情况，导致我们对行业与公司的预期与实际不符。

**(5) 行业竞争加剧的风险。**随着国家对职业教育各类型、各层次普遍大力鼓励发展，未来会有越来越多不同背景的社会资本投身于职业教育这一行业。多元化的参与者可能会导致行业竞争加剧。如果上市公司无法保持和扩大自身领先优势，可能会因竞争加剧而丧失定价或招生方面的原有地位，导致我们对公司的预期与实际不符。

**(6) 负面消息或学生意外事件冲击公司声誉的风险。**学校若发生影响教学质量、学校声誉、师生身心健康等方面的意外或负面事件，可能对后续的办学资质、招生规模等造成不利影响，导致我们对公司的预期与实际不符。

**(7) 行业空间测算偏差风险。**市场空间测算是基于前提假设，存在假设条件不成立、市场发展不及预期等因素导致市场空间测算结果偏差。



## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**无锡：**江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层**上海：**上海市浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场 1 座 37 层

电话：0510-82833337 电话：021-38991500

传真：0510-82833217 传真：021-38571373

**北京：**北京市东城区安定门内大街 208 号中粮置地广场 4 层**深圳：**广东省深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心 29 层

电话：010-64285217 电话：0755-82775695

传真：010-64285805