

教育

职教政策鼓励导向延续，培训板块经营优化可期

2022 上半年教育行业延续 2021 年的政策导向，高校招生及毕业人数再创新高。政策方向上，2022 上半年延续对职业教育的鼓励态度，新修订的《职业教育法》于 2022 年 5 月开始施行，明确职业教育是与普通教育具有同等重要地位的教育类型。人口方面，2021 年普通、职业本专科招生规模同增 3.6% 至 1001 万人，2022 年高考报名人数同增 115 万人至 1193 万人。高校招生创新高推动我国民办高教市场规模持续扩大。

民办学历教育：政策利好兑现，民办高教有望享受职教红利。2021 年《民促法实施条例》出台后，民办高等教育政策环境整体明朗，但独立学院转设以及民办高校营利性/非营利性选择仍待推进。一二级市场估值倒挂致使民办高教公司聚焦内生高质量发展，中教控股、希望教育等龙头公司 2022 年本科/专升本学额获得明显提升，带动估值修复。学历职业教育方面，2021 年我国职业本科招生仅占高职招生规模的 0.7%，相较 2025 年达到 10% 的目标具备较大提升空间，民办高教公司有望受益。

职业培训：就业需求支撑培训需求，关注经营优化。技能培训：2022 上半年疫情再度影响职业技能培训公司经营，但春季及秋季招生旺季受影响程度有限，招生端影响相对可控。另一方面，2021 年中职教育侧重供给端优化，学校数量及招生规模大幅下降，技能培训公司亦有望通过布局中职教育发挥自身优势。**招录培训：**2022 年国考计划招录人数同增 21.3% 至 3.12 万人，省考合计招录人数同增 6.6% 至 16.31 万人，考研亦延续火热。但受学员消费能力能因素影响，传统线下招录培训头部机构面临竞争压力加剧，高价协议班面临较大退款压力。在行业整体招录、报名稳中有升的背景下，更应关注机构运营优化。

人力资源服务：后疫情时代受益于稳就业导向，灵活用工、在线招聘优势凸显。我国就业形势存在供需错配。后疫情时代，在整体经济增速放缓、企业经营压力增大以及稳就业导向下国家鼓励多元化就业形式的推动下，企业使用灵活用工模式的偏好正逐步提升。另一方面，在线招聘服务逐渐成为企业招聘与候选人求职的重要工具，渗透率预计从 2020 年的 17.9% 快速提升至 2025 年的 34.9%。作为行业龙头的科锐国际、BOSS 直聘等公司正加速扩大客户规模，把握行业红利期。

K12 课外：艰难的转型之路仍在进行中。2021 年 7 月“双减”政策发布后，多项配套政策预计地方实施方案落地，严格监管未见松动，相关上市公司开启转型之路。目前，新东方在线通过旗下东方甄选品牌布局直播带货业务取得亮眼进展，2022 年 6 月销售额达到 6.81 亿元，而其他上市公司仍在转型进程中。

投资策略。2022 上半年教育行业各细分领域延续此前的政策导向，综合考虑政策稳健性、板块成长性、竞争格局与市场空间等多重维度，自上而下优选民办高等教育、职业培训及人力资源服务龙头标的。民办高教部分公司 2022 年本科及专升本学额增长亮眼，新《职业教育法》延续鼓励政策导向，**核心推荐中教控股**，关注希望教育，新高教集团；职业培训维持就业压力支撑培训需求的长期逻辑，2022H2 影响减弱公司运营有望恢复，**核心推荐传智教育、行动教育、中国东方教育**。人力资源服务方面，后疫情时期灵活就业、在线招聘渗透率持续提升，**核心推荐科锐国际、BOSS 直聘、同道猎聘**。素质教育培训方面，2022H2 伴随疫情影响减弱，培训机构运营有望恢复正常，关注盛通股份。

风险提示：行业政策风险，市场竞争加剧，疫情复发风险，公司业绩不及预期。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 孟鑫

执业证书编号：S0680520090003

邮箱：mengxin@gszq.com

分析师 李宣霖

执业证书编号：S0680522040001

邮箱：lixuanlin@gszq.com

相关研究

- 1、《教育：新职业教育法表决通过，职业教育鼓励方向进一步明确》2022-04-21
- 2、《教育：粉笔科技：技术赋能培训，OMO 融合发展》2022-03-20
- 3、《教育：民办高教 FY21 年报总结：稳健增长延续，政策趋向明朗》2021-12-10

重点标的

| 股票代码 | 股票名称 | 投资评级 | EPS (元) | | | | PE | | | |
|-----------|--------|------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 00839.HK | 中教控股 | 买入 | 0.60 | 0.75 | 0.86 | 0.98 | 9.3 | 7.6 | 6.5 | 5.8 |
| 01765.HK | 希望教育 | 买入 | 0.08 | 0.09 | 0.10 | 0.11 | 7.2 | 6.1 | 5.4 | 4.8 |
| 605098.SH | 行动教育 | 买入 | 1.45 | 1.54 | 2.12 | 2.61 | 17.3 | 16.2 | 11.8 | 9.6 |
| 00667.HK | 中国东方教育 | 买入 | 0.14 | 0.28 | 0.33 | 0.39 | 21.1 | 10.5 | 8.9 | 7.6 |
| 003032.SZ | 传智教育 | 买入 | 0.19 | 0.27 | 0.42 | 0.58 | 75.0 | 53.6 | 34.1 | 24.8 |
| 300662.SZ | 科锐国际 | 买入 | 1.28 | 1.67 | 2.10 | 2.67 | 35.2 | 27.1 | 21.5 | 17.0 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

内容目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 前言 | 6 |
| 政策：导向明确，基调延续 | 6 |
| 人口：高校招生及毕业人数再创新高，高等教育市场规模持续扩大 | 7 |
| 民办学历教育：政策利好兑现，民办高教有望享受职教红利 | 10 |
| 民办高等教育：政策环境整体明朗，2022年本科/专升本学额有望明显提升 | 10 |
| 民办职业教育：职业本科学额提升空间显著，民办高教公司积极布局 | 13 |
| 职业培训：就业需求支撑培训需求，关注经营优化 | 17 |
| 技能培训：培训龙头紧密联系产业发展，布局学历职业教育享受政策红利 | 17 |
| 招录培训：2022年省考招录恢复增长，关注龙头运营优化 | 20 |
| 企业管理培训：需求逐步释放，行业趋向规范化发展 | 24 |
| 人力资源服务：受益于稳就业导向，灵活用工、在线招聘优势凸显 | 24 |
| 灵活用工：人服行业蓝海子版块，企业习惯逐渐养成 | 26 |
| 在线招聘：渗透率快速提升，龙头持续高速增长 | 27 |
| K12课外：艰难的转型之路仍在进行中 | 29 |
| 投资策略 | 33 |
| 重点公司： | 35 |
| 中教控股：领跑民办高教行业，新校区支撑内生增长空间 | 35 |
| 希望教育：内生外延双轮驱动，办学质量持续提升 | 36 |
| 行动教育：企业管理培训领军者，一体两翼增长可期 | 37 |
| 中国东方教育：职教龙头，蓄势待发 | 38 |
| 传智教育：“产品型”TT培训领军，强化课程研发及品牌打造 | 39 |
| 科锐国际：技术服务赋能生态圈布局，灵活用工借行业东风高成长 | 40 |
| BOSS直聘：新兴“直聊”在线招聘龙头，强劲成长有望持续 | 41 |
| 风险提示 | 42 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1：2022 年 1-6 月教育行业重要政策 | 7 |
| 图表 2：1980-2021 新增出生人口数及同比增速（左轴：万人；右轴：%） | 8 |
| 图表 3：我国高考报名人数（单位：万人） | 8 |
| 图表 4：我国高等教育毛入学率（单位：%） | 9 |
| 图表 5：我国普通、职业本专科在校生人数规模及同比增速（左轴：万人；右轴：%） | 9 |
| 图表 6：我国高校毕业学生人数规模及同比增速（左轴：万人；右轴：%） | 10 |
| 图表 7：民办高教上市公司尚未完成转设的独立学院名单 | 10 |
| 图表 8：上海市 6 所营利性民办高校 | 11 |
| 图表 9：中教控股 PE(TTM) | 11 |
| 图表 10：民办高教公司毛利率（单位：%） | 12 |
| 图表 11：民办高教公司经调整净利率（单位：%） | 12 |
| 图表 12：中教控股学额变化情况（单位：人） | 12 |
| 图表 13：希望教育、建桥教育专升本学额增长情况（单位：人） | 12 |
| 图表 14：2010-2020 年公办高校招生人数及增速（左轴：万人；右轴：%） | 13 |
| 图表 15：2010-2020 年民办高校招生人数及增速（左轴：万人；右轴：%） | 13 |

| | |
|--|----|
| 图表 16: 我国本科层次职业教育学校名单 | 15 |
| 图表 17: 民办高教公司旗下专科学校情况 | 16 |
| 图表 18: 升学路径人数演示 (单位: 万人, 以 2020 年进入大学阶段、出生在 2002 年的人群为例) | 17 |
| 图表 19: 我国普通高中、中等职业学校招生人数及职普比 (左轴: 万人; 右轴: %) | 18 |
| 图表 20: 中国东方教育学历教育学校数量 (单位: 所) | 18 |
| 图表 21: 中国东方教育研发费用及研发费用率 (左轴: 百万元; 右轴: %) | 19 |
| 图表 22: 传智教育研发费用及研发费用率 (左轴: 百万元; 右轴: %) | 19 |
| 图表 23: 中国东方教育三大品牌引荐就业及创业率 (单位: %) | 19 |
| 图表 24: 全国省考招录人数及同比增速 (左轴: 万人; 右轴: %) | 20 |
| 图表 25: 国考招录人数及报录比 (左轴: 万人; 右轴: 比值) | 20 |
| 图表 26: 国考仅限应届毕业生招录人数及占比 (左轴: 万人; 右轴: %) | 21 |
| 图表 27: 2011-2021 年考研报名人数及增速 (左轴: 万人; 右轴: %) | 21 |
| 图表 28: 粉笔教育线上及线下培训人次 (单位: 万人) | 22 |
| 图表 29: 中公教育培训人次及同比增速 (左轴: 万人; 右轴: %) | 22 |
| 图表 30: 中公教育销售商品、提供劳务收到的现金及同比变化 (左轴: 亿元; 右轴: %) | 22 |
| 图表 31: 中公教育合同负债余额 (单位: 亿元) | 22 |
| 图表 32: 中公教育 2019-2021 年退费情况 (单位: 亿元) | 23 |
| 图表 33: 中公教育 2019-2021 年退费人次情况 (单位: 万人) | 23 |
| 图表 34: 中公教育研发人员及教师数量数量 (单位: 人) | 23 |
| 图表 35: 中公教育直营分支机构数量及同比增速 (左轴: 个; 右轴: %) | 23 |
| 图表 36: 我国企业培训行业市场规模及同比增速 (左轴: 亿元; 右轴: %) | 24 |
| 图表 37: 全国职业供求: 求人倍率 (单位: 比值) | 25 |
| 图表 38: 我国城镇调查失业率 (单位: %) | 25 |
| 图表 39: 我国 16-24 岁人口调查失业率 (单位: %) | 25 |
| 图表 40: 2022 上半年国务院常务会议对就业问题的要求及指示 | 26 |
| 图表 41: 人力资源外包细分领域市场规模 (单位: 十亿元) | 26 |
| 图表 42: 不同国家 2019 年灵活用工渗透率 (单位: %) | 26 |
| 图表 43: 科锐国际灵活用工业务营业收入及收入占比 (左轴: 亿元; 右轴: %) | 27 |
| 图表 44: 科锐国际灵活用工累计外包人次及同比增速 (左轴: 千人; 右轴: %) | 27 |
| 图表 45: 线上招聘将招聘各个环节数字化 | 27 |
| 图表 46: 候选人线上招聘渠道渗透率 (单位: %) | 28 |
| 图表 47: 企业线上招聘渠道渗透率 (单位: %) | 28 |
| 图表 48: BOSS 直聘营业收入及同比增速 (左轴: 百万元; 右轴: %) | 28 |
| 图表 49: BOSS 直聘平均月活跃用户数及同比增速 (左轴: 万人; 右轴: %) | 28 |
| 图表 50: 同道猎聘营业收入及同比增速 (左轴: 百万元; 右轴: %) | 29 |
| 图表 51: 同道猎聘验证企业用户数及同比增速 (左轴: 万人; 右轴: %) | 29 |
| 图表 52: 同道猎聘注册个人用户数及同比增速 (左轴: 百万人; 右轴: %) | 29 |
| 图表 53: 同道猎聘验证企业猎头数及同比增速 (左轴: 万人; 右轴: %) | 29 |
| 图表 54: 东方甄选直播间分析总量及粉丝增量 (单位: 万人) | 30 |
| 图表 55: 东方甄选直播间销售额 (单位: 万元) | 30 |
| 图表 56: K12 学科类培训机构转型情况 | 31 |
| 图表 57: 少儿编程鼓励政策 | 32 |
| 图表 58: 覆盖教育公司盈利预测和估值 | 33 |
| 图表 59: 其他相关教育公司盈利预测和估值 | 34 |
| 图表 60: 中教控股盈利预测和估值 (单位: 人民币) | 35 |
| 图表 61: 希望教育盈利预测和估值 (单位: 人民币) | 36 |

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图表 62: 行动教育盈利预测和估值 (单位: 人民币) | 37 |
| 图表 63: 中国东方教育盈利预测和估值 (单位: 人民币) | 38 |
| 图表 64: 传智教育盈利预测和估值 (单位: 人民币) | 39 |
| 图表 65: 科锐国际盈利预测和估值 (单位: 人民币) | 40 |
| 图表 66: BOSS 直聘盈利预测和估值 (单位: 人民币) | 41 |

前言

2022 上半年教育行业各细分领域政策基调得到维持和延续，其中民办高教及职业教育政策利好持续落地。2021 年作为教育行业政策大年，各细分领域均有一系列重磅政策出台，职业教育、学科类 K12 课外培训等细分领域政策基调已基本定性。进入 2022 年，教育行业各细分领域均延续 2021 年的政策基调，K12 课外培训行业在“双减”政策后正经历转型期，而民办高教及职业教育的利好政策则体现在了各民办高教公司招生学额之上。此外，由于 2022 届高校毕业生规模再创新高，叠加 2022 上半年多地发生疫情，政策端对应届毕业生的就业工作给予特别的关注，采取多种措施解决应届毕业生的就业问题。本篇报告中，我们通过分析各细分领域行业生态演进，探索 2022 下半年教育行业投资策略。

政策：导向明确，基调延续

民办高等及职业教育：新职业教育法施行，鼓励态度延续。2021 年 10 月 12 日，中办、国办印发《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》，提出职业本科教育招生规模不低于高等职业教育招生规模的 10% 的具体目标，延续自 2019 年以来对学历类职业教育的明确鼓励。2022 年 4 月 20 日，新修订的《中华人民共和国职业教育法》获得表决通过，明确“职业教育是与普通教育具有同等重要地位的教育类型”，推动“职业教育与普通教育相互融通”，并明确“国家鼓励发展多种层次和形式的职业教育，推进多元办学，支持社会力量广泛、平等参与职业教育”，进一步延续对职业教育的鼓励态度。

K12 课外培训：“双减”配套政策持续出台，监管未见放松。2021 年“双减”政策出台后，一系列配套政策相继出台，强化对 K12 课外培训的师资、预收费、广告等方面的严格监管，全国各地亦相继出台“双减”实施细则。截至 2022 年 4 月，北京、上海等 9 个“双减”改革试点城市已全面纳入预收费监管。此外，教育部在 2022 年寒假期间组织校外培训排查，并于 2022 年 4 月组织校外培训治理“回头看”工作，对校外培训的严格监管未见放松，持续巩固校外培训机构治理成果。

就业政策：多措并举，保障高校毕业生就业。2022 届我国应届毕业生规模达到 1076 万人，同比增长 167 万人，叠加上半年多地疫情导致企业招聘需求有所放缓，高校毕业生迎来“最难就业季”。国家出台多项保障毕业生就业。2022 年 5 月 13 日，国务院发布《关于进一步做好高校毕业生等青年就业创业工作的通知》，提出多渠道开发就业岗位、强化不断线就业服务、简化优化求职就业手续、着力加强青年就业帮扶等要求，保障应届毕业生就业。

图表 1: 2022 年 1-6 月教育行业重要政策

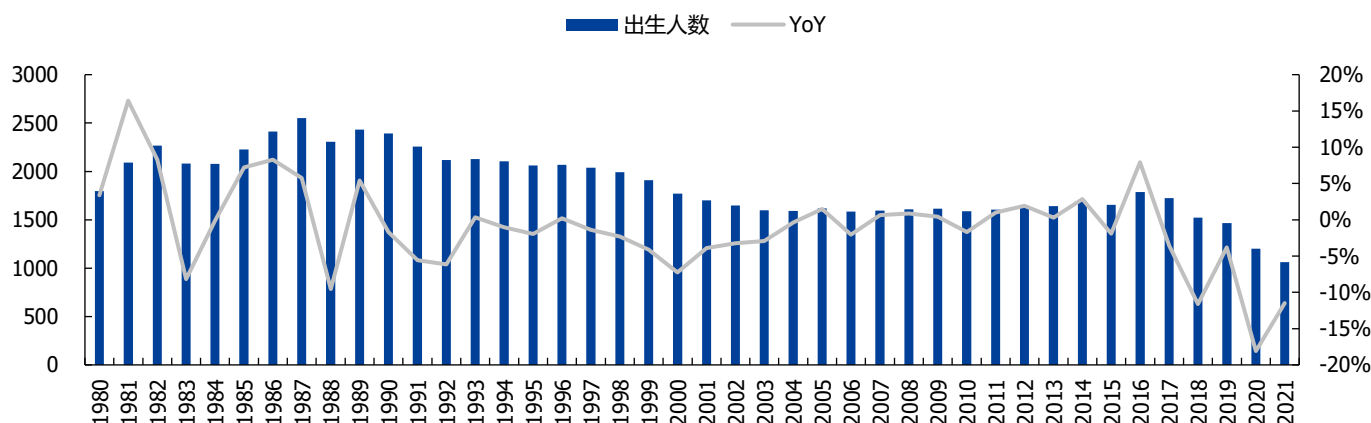
| 发布时间 | 发布部门 | 政策名称 | 政策要点 |
|-----------|-----------------------|--------------------------------------|---|
| 2022.1.21 | 教育部办公厅 | 《关于选荐校外培训社会监督员的通知》 | 为进一步加强校外培训监管，教育部决定面向各地各行各业选聘校外培训社会监督员，组建公众监督队伍参与校外培训治理。 校外培训社会监督员第一期计划 100 名，后期视工作需要适当扩大监督队伍规模 |
| 2022.1.25 | 教育部、中央编办、司法部 | 《关于加强教育行政执法 深入推进校外培训综合治理的意见》 | 到 2022 年底，教育行政部门对校外培训监管行政执法制度基本建立，各级各有关部门之间的统筹协调机制基本理顺，执法力量得到明显加强，执法质量和效能大幅提高。 到 2024 年，基本建成权责明晰、管理规范、运转顺畅、保障有力、监管到位的校外培训监管行政执法体系。 |
| 2022.4.20 | 十三届全国人大常委会第三十四次会议表决通过 | 《中华人民共和国职业教育法》 | 明确职业教育是与普通教育具有同等重要地位的教育类型；企业可以利用资本、技术、知识、设施、设备、场地和管理等要素，举办或者联合举办职业学校、职业培训机构；国家鼓励、指导、支持企业和其他社会力量依法举办职业学校、职业培训机构。 |
| 2022.4.8 | 财政部、教育部 | 《关于下达 2022 年现代职业教育质量提升计划资金预算的通知》 | 各地财政部门要高度重视财政职业教育投入工作，优化教育支出结构，落实新增教育经费向职业教育倾斜的要求，健全多渠道筹措职业教育经费的体制，筹集更多资金用于职业教育发展。要充分发挥省级统筹作用，压实省以下各级财政职业教育支出责任，加大职业教育财政投入力度。 对中国特色高水平高职学校和专业建设计划建设单位，中央财政继续分类分档予以奖补支持。 |
| 2022.5.13 | 国务院 | 《关于进一步做好高校毕业生等青年就业创业工作的通知》 | 多渠道开发就业岗位：扩大企业就业规模、拓宽基层就业空间、支持自主创业和灵活就业、稳定公共部门岗位规模。 强化不断线就业服务：精准开展困难帮扶、优化招聘服务、加强就业指导、落实实名服务、维护就业权益。 简化优化求职就业手续：稳妥有序推动取消就业报到证、提供求职就业便利、积极稳妥转递档案、完善毕业去向登记、推进体检结果互认。 着力加强青年就业帮扶：健全青年就业服务机制、提升职业技能水平、扩大就业见习规模。 压紧压实工作责任：加强组织领导、强化工作保障、做好宣传引导。 |
| 2022.6.24 | 人社部 | 《人力资源社会保障部启动 2022 年离校未就业高校毕业生服务攻坚行动》 | 通过开放未就业毕业生求职登记、完善实名帮扶、推动公共部门岗位加快落地等 9 方面措施，对 2022 届离校未就业毕业生和 35 岁以下失业青年集中开展服务攻坚行动。 |
| 2022.6.12 | 人社部、教育部、民政部 | 《关于做好高校毕业生城乡基层就业岗位发布工作的通知》 | 广开基层就业门路，结合乡村振兴、基层治理、产业发展，用好各类资金、政策渠道，积极开发各类基层就业岗位。 招聘岗位向社会公开发布，重点面向 2022 届毕业生及往届未就业毕业生进行招聘。 对未就业毕业生落实就业指导、岗位推荐、创业指导等就业服务。 |

资料来源：教育部、国务院等，国盛证券研究所

人口：高校招生及毕业人数再创新高，高等教育市场规模持续扩大

出生人口连续 5 年下行，2021 年出生率再创新低。2021 年我国出生人数 1062 万人，同比下降 11.5%，自 2017 年以来连续 5 年下滑。另一方面，2021 年我国出生率仅 0.75%，在 2020 年 0.85% 的基础上再创新低。中长期看，出生人口持续下行可导致未来我国各教育阶段适龄人口规模缩小，并影响相关学历教育及非学历培训的市场规模。

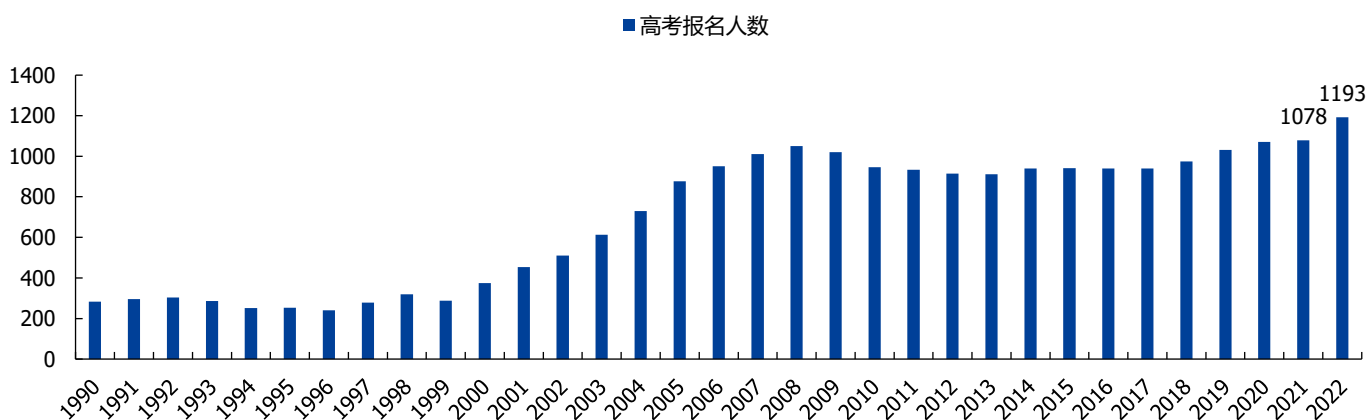
图表 2: 1980-2021 新增出生人口数及同比增速 (左轴: 万人; 右轴: %)



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

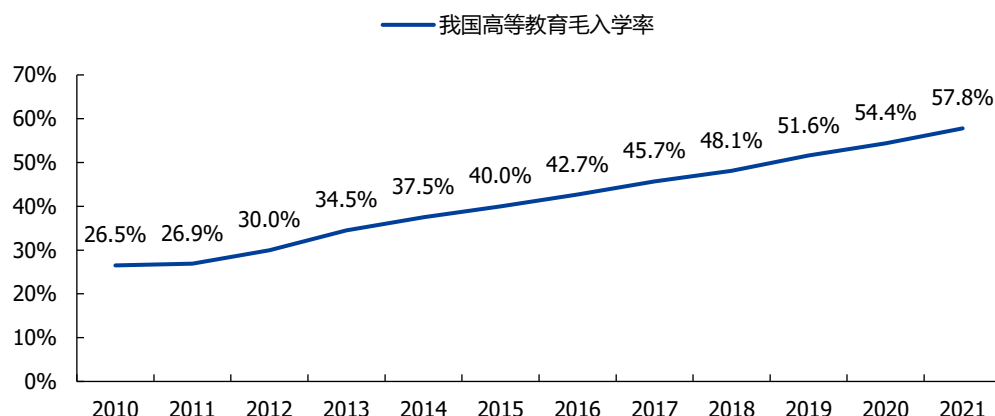
高等教育招生端来看, 本专科招生规模进一步提升, 带动高等教育毛入学率持续上行。2021 年我国普通高考报名人数同增 7 万人至 1078 万人, 而 2022 年我国高考报名人数进一步大幅同增 115 万人至 1193 万人, 创下新高。招生规模方面, 我国 2021 年普通、职业本专科招生规模达到 1001 万人, 同比增长 3.6%, 其中普通本科/高职(专科)招生规模分别同增 0.3%/5.4%至 445/553 万人。高职扩招以来, 其招生人数已从 2018 年的 369 万人提升至 2021 年的 553 万人, CAGR 高达 14.4%, 已完成高职扩招三年行动目标。在招生规模持续扩大的推动下, 2021 年我国高等教育毛入学率同增 3.4PCTs 至 57.8%。

图表 3: 我国高考报名人数 (单位: 万人)



资料来源: 教育部, 国盛证券研究所

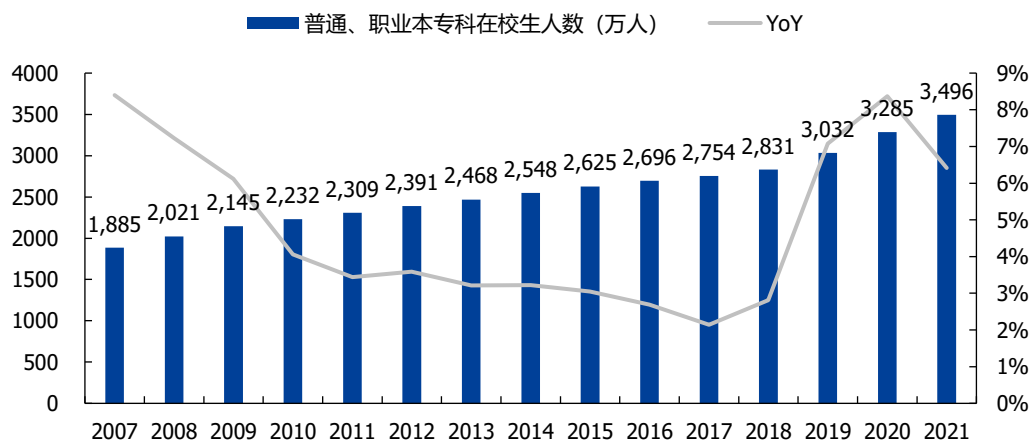
图表 4: 我国高等教育毛入学率 (单位: %)



资料来源: 教育部, 国盛证券研究所

适龄人口规模稳定, 叠加毛入学率提升, 高等教育在校生人数规模扩大。在校生人数方面, 2021 年我国普通、职业本专科在校学生数同增 6.4%至 3496 万人, 在校生规模持续扩大。当前高等教育入学学生对应出生年份为 2004 年 (考虑 18 岁进入高等教育阶段学习), 从我国出生人口规模来看, 2004-2017 年我国出生人口规模均在 1580 万人以上, 以此来测算, 可以支撑我国高等教育市场至 2035 年的规模稳中有升。另一方面, 我国高等教育毛入学率持续提升, 在普及化的道路上持续推进, 未来仍有较大提升空间。人口及毛入学率因素共同推动我国高等教育市场的扩大。

图表 5: 我国普通、职业本专科在校生人数规模及同比增速 (左轴: 万人; 右轴: %)



资料来源: 教育部, 国盛证券研究所

另一方面, 毕业生人数再创新高, 应届毕业生就业压力加剧。根据教育部, 2022 届高校毕业生规模达到 1076 万人, 同比增加 167 万, 应届毕业生规模创新高, 近年应届毕业生规模持续扩大趋势就业压力逐年提升。在此带动下, 如专升本、考研等学历提升需求以及接受职业技能培训需求亦持续提升。

图表 6: 我国高校毕业人数规模及同比增速 (左轴: 万人; 右轴: %)



资料来源: 教育部, 国盛证券研究所

民办学历教育: 政策利好兑现, 民办高教有望享受职教红利

民办高等教育: 政策环境整体明朗, 2022 年本科/专升本学额有望明显提升

政策面, 2021 年《民促法实施条例》颁布, 民办高教政策面趋向明朗。2021 年 5 月印发的《民促法实施条例》对民办高教公司外延并购的扩张方式不做限制, 并且对公开、公平、公允的关联交易持开放态度, 民办高教公司面临的政策不确定性已基本消除。此外, 2022 年教育部工作要点中提到“支持和规范民办教育健康发展”, 民办高教整体政策环境趋向明朗。

另一方面, 目前市场仍对独立学院转设、民办高校营利性/非营利性选择仍存在担忧。在政策环境总体趋向明朗的背景下, 民办高教上市公司的估值水平在 2022 上半年仍表现低迷, 修复程度有限。我们认为市场仍对政策执行存在一定担忧。表现为:

- **独立学院转设工作暂停:** 教育部自 2021 年 6 月公示 13 所独立学院转设后, 至今独立学院转设工作处于暂停状态。根据教育部 2022 年 6 月发布的全国高等学校名单, 目前我国尚有 163 所独立学院未完成转设。目前, 希望教育等民办高教上市公司旗下仍有独立学院未完成转设, 对集团的盈利能力形成一定压制。此外, 由于部分民办高教上市公司选择外延并购标的时须待独立学院完成转设再进行并购, 因此独立学院转设工作的暂停在一定程度上延缓了民办高教公司的外延并购进程。

图表 7: 民办高教上市公司尚未完成转设的独立学院名单

| 上市公司 | 独立学院 |
|--------|--|
| 希望教育 | 西南交通大学希望学院、山西医科大学晋祠学院、内蒙古大学创业学院、南昌大学共青学院 |
| 民生教育 | 云南大学滇池学院、重庆工商大学派斯学院 |
| 中国新华教育 | 安徽医科大学临床医学院、南京财经大学红山学院 |

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

- **全国绝大多数地区仍未完成民办高校营利性/非营利性选择:** 2016 年《民办教育促

进法》明确对民办学校实行营利性/非营利性管理，同年国务院出台《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的若干意见》，分类登记过渡期授权各省决定。根据各地《实施意见》，全国 17 个省区明确规定在 2022 年完成分类登记工作。目前，仅上海完成民办学校分类登记工作，而其他地区尚未完成分类登记工作。对民办高教上市公司而言，旗下学校登记成为营利性学校后，在编制合并报表、利润分配、税收与土地等方面的政策不确定性可得到解除，学费设定方面享有更高的自主权。目前分类登记进程缓慢则意味着民办高教上市公司仍面临一定的政策不确定性。

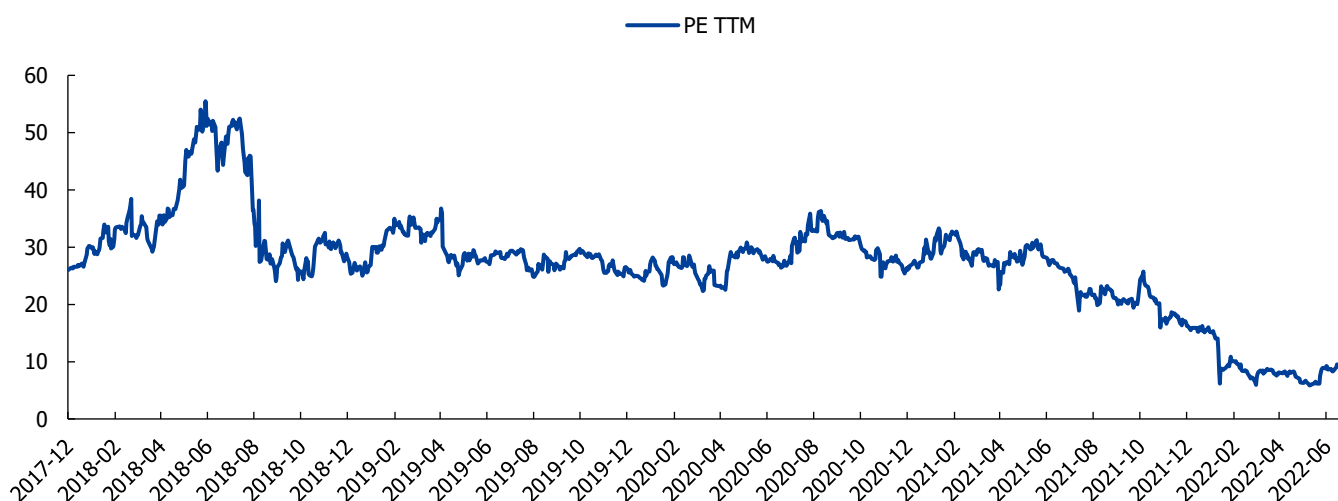
图表 8: 上海市 6 所营利性民办高校

| 学校名称 | 企业名称 | 企业设立日期 | 办学层次 |
|-------------|-----------------|-----------|------|
| 上海立达学院 | 上海立达学院有限公司 | 2021/6/24 | 本科 |
| 上海建桥学院 | 上海建桥学院有限责任公司 | 2020/9/28 | 本科 |
| 上海震旦职业学院 | 上海震旦职业学院有限公司 | 2020/2/17 | 专科 |
| 上海民远职业技术学院 | 上海民远职业技术学院有限公司 | 2021/8/12 | 专科 |
| 上海思博职业技术学院 | 上海思博职业技术学院有限公司 | 2020/1/10 | 专科 |
| 上海工商外国语职业学院 | 上海工商外国语职业学院有限公司 | 2019/6/26 | 专科 |

资料来源: 上海市教委, 国盛证券研究所

考虑上市公司运营基本面，由于当前存在一二级市场估值倒挂，民办高教公司暂停外延并购，依靠纯内生增长模式发展。板块估值方面，由于受到 2021 年“双减”、转设暂停等教育行业政策影响，民办高教上市公司估值水平自 2021 年下半年持续受挫。截至 2022 年 7 月 4 日，民办高教上市公司 FY2022 平均 PE 仅为 5 倍，中教控股作为行业龙头 2022 财年 PE 为 9 倍。当前二级市场估值水平已低于一级市场（一级市场本科学校普遍估值水平在 15 倍 PE 左右），民办高教公司 2022 年已均暂停外延并购，采用纯内生方式增长。除政策担忧外，市场对民办高教公司的纯内生发展增速和增长的可持续性亦存在担忧。

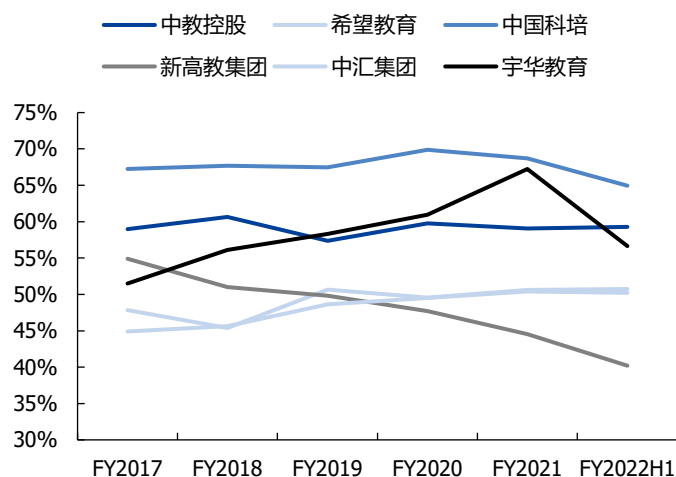
图表 9: 中教控股 PE(TTM)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 采用经调整净利润

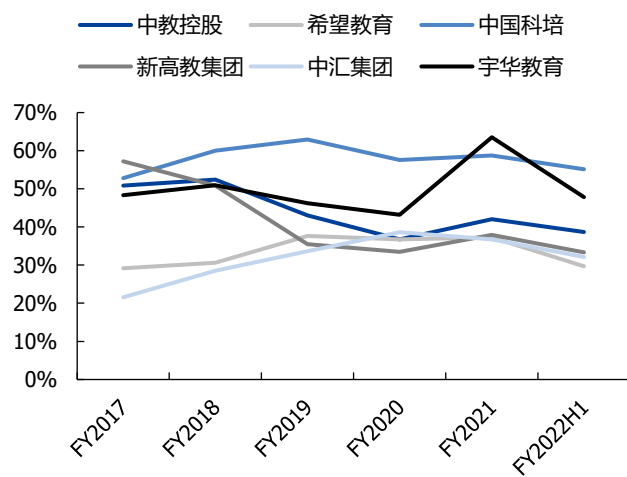
注重高质量内生办学的背景下，FY2022H1 民办高教上市公司盈利能力有所下降。由于一二级市场估值倒挂带来的外延并购暂停，各上市公司均将重心放在高质量内生增长方面，主要措施包括增加师资、教学硬件、产教融合等投入。由于追加办学投入，上市公司 FY2022H1 盈利能力普遍有所下降。

图表 10: 民办高教公司毛利率 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

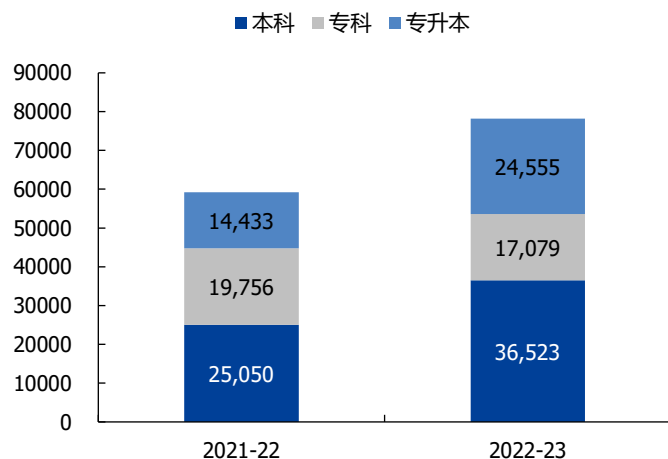
图表 11: 民办高教公司经调整净利率 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

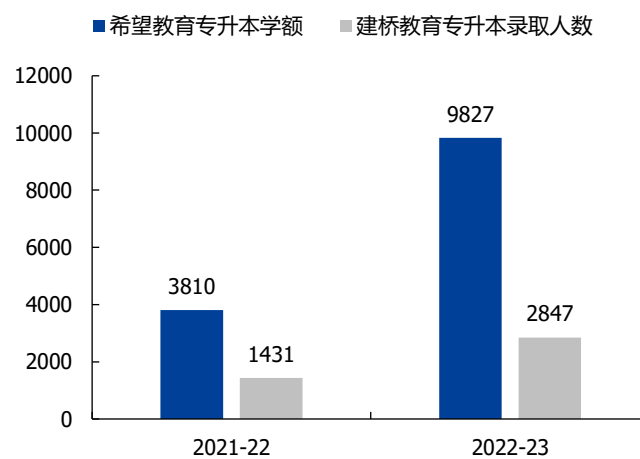
2022-2023 学年专升本及本科学额超预期, 有力带动相关公司估值修复。中教控股于 2022 年 6 月 6 日及 28 日分别公告 2022-2023 学年专升本及总体学额增长情况, 专升本学额同比增长 70%至 2.46 万人, 普通本科学额同比增长 46%至 3.65 万人, 专科学额同降 13.6%至 1.71 万人, 总学额合计同比增长 32%至 7.82 万人, 超出市场预期。此外, 希望教育公告 2022-2023 学年专升本学额同增 158%至 9827 人, 建桥教育公告 2022-2023 学年专升本录取人数同增 99%至 2847 人。专升本及本科学额超预期, 缓解市场对民办高教公司内生增长的担忧, 带动估值修复。

图表 12: 中教控股学额变化情况 (单位: 人)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 13: 希望教育、建桥教育专升本学额增长情况 (单位: 人)

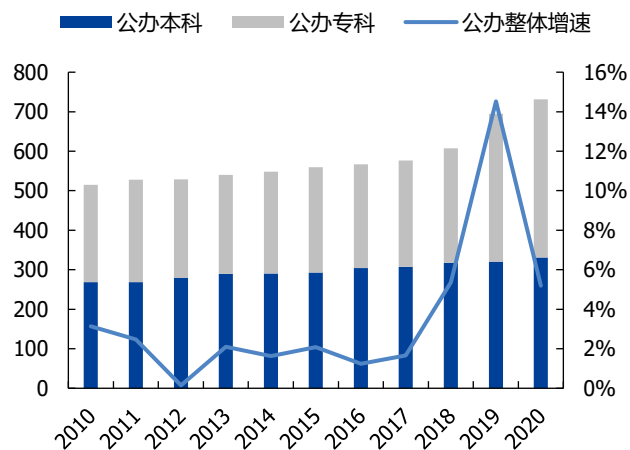


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

从本科/专科学额分配类看, **2022-2023 学年本科及专升入学额增速较快, 专科则更应关注报到率提升。**2022 年我国高考人数达到 1193 万人, 同比大幅增长 115 万人, 因此需释放更多普通本科及专科学额以承接新生入学。从学额分配角度来看, 由于普通本科报到率较高, 需要更大规模的学额增长来进行承接; 另一方面, 专科经历 2019-2021 年的连续三年扩招, 预计 2022 年学额增速有所放缓, 更应关注专科报到率的提升。此外, 从 2019 年开始的专科扩招带来专科毕业生规模扩大在 2022 年开始体现, 专升本作为进一步提升专科生职业技能水平以及缓解就业压力的重要方式, 专升入学额预计从 2022 年开始进入快速增长阶段。

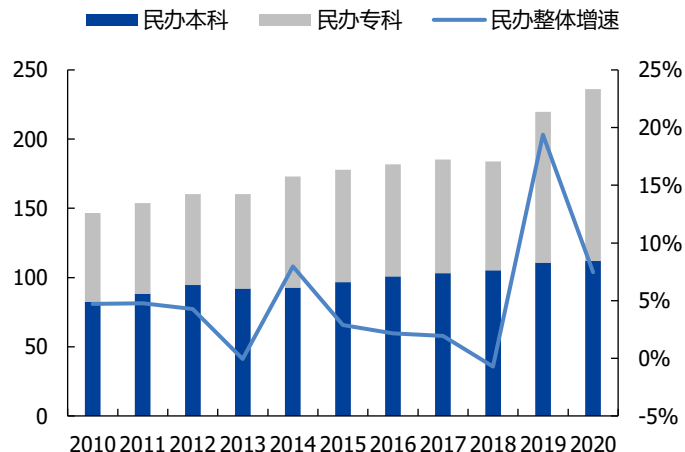
从公办/民办的学额分配来看，民办高校有望充分受益于学额提升。相较于公办高校，民办高校具备办学自主权更高、专业设置更加市场化、对学生就业重视程度更高等优势，有望充分受益于普通本科及专升本的学额提升。

图表 14: 2010-2020 年公办高校招生人数及增速 (左轴: 万人; 右轴: %)



资料来源: 教育部, 国盛证券研究所

图表 15: 2010-2020 年民办高校招生人数及增速 (左轴: 万人; 右轴: %)



资料来源: 教育部, 国盛证券研究所

民办职业教育: 职业本科学额提升空间显著, 民办高教公司积极布局

职业本科对应 50 万+增量学额, 未来具备较大提升空间。2021 年 10 月 12 日, 中办、国办印发《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》, 延续对学历类职业教育的鼓励方向, 并提出到 2025 年职业本科教育招生规模不低于高等职业教育招生规模的 10% 的具体目标。根据 2021 年招生数据, 我国高职招生 553 万人, 静态看 10% 的职业本科招生规模对应 55.3 万人的增量学额。从实际招生数据来看, 2021 年我国职业本科招生仅 4.14 万人, 仅占同年高职招生规模的 0.7%, 未来具备较大提升空间。

图表 16: 我国本科层次职业教育学校名单

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

资料来源：教育部，国盛证券研究所 注：截至 2022 年 6 月

民办高教公司有望充分受益于职业本科带来的发展红利。目前根据教育部《全国高等学校名单》，目前我国 33 所职业本科学校中，民办占 23 所，且参考 2020 年专升本扩招学额分配情况，职业本科学额分配或更多倾向于民办高校。民办高教公司布局职业本科相关业务的路径包括专科学校争取升格成为职业本科、自建专科学校争取升格职业本科、现有本科学校开设职业本科专业等方式。具体看：

- **现有本科学校开设职业本科专业：**《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》中提到“鼓励应用型本科学校开展职业本科教育”。由于应用型本科具备高于职业本科的办学层次，可以通过增设职业本科专业的方式，使学校的师资、实训设施配备、产教融合等方面的优势得到更加充分的利用，获得增量学额扩大招生，从而享受到本科职业本科政策红利。如东软教育旗下大连东软信息学院 2022 年招生包含软件工程技术这一职业本科专业，采用中国特色高层次学徒制培养。
- **专科学校争取升格成为职业本科：**2021 年 1 月，教育部发布《本科层次职业学校设置标准（试行）》，对职业本科院校的办学标准予以规定，具体而言，要求职业本科院校拥有 8000 人上的办学规模、占地面积不小于 800 亩、专任教师总数应满足生

师比不高于 18:1、总建筑面积应不低于 24 万平方米等。职业本科办学标准相较专科而言有较大服务的提升。办学条件达标的优质专科学校可以向所在省份申报，进入教育发展五年规划。对于希望教育（旗下 11 所专科学校）、新高教集团（旗下 4 所专科学校）、中汇集团（旗下四川城市职业学院曾于 2016 年列入四川省十三五升本计划）而言，旗下优质专科学校有望与十四五期间争取升格为职业本科。

图表 17: 民办高教公司旗下专科学校情况

| 公司名称 | 学校名称 | 土地面积 | 在校生人数 | 专业建设 | 备注 |
|-------|--------------|----------|------------------------|--------------------|------------|
| 中教控股 | 广州松田职业学院 | 540 亩 | / | 7 个教学单位，近 30 个专科专业 | 该校正筹划升格为本科 |
| 希望教育 | 四川天一学院 | 1231 亩 | 1.32 万人 (2021-22) | 43 个专业 | 该校正筹划升格为本科 |
| 希望教育 | 四川希望汽车职业学院 | 377 亩 | / | 20 个专业 | / |
| 希望教育 | 四川文化传媒职业学院 | 450 余亩 | 1.78 万人 (2021-22) | 43 个专业 | / |
| 希望教育 | 贵州应用技术职业学院 | 600 余亩 | / | 20 余个专业 | / |
| 希望教育 | 四川托普信息技术职业学院 | 606 亩 | 1.59 万人 (2021-22) | 32 个专业 | / |
| 希望教育 | 鹤壁汽车工程职业学院 | 1000 亩 | 0.72 万人 (2021-22) | 46 个专业 | / |
| 希望教育 | 苏州托普信息技术职业学院 | 310 亩 | 1.06 万人 (2021-22) | 34 个专业 | / |
| 希望教育 | 南昌影视传播职业学院 | 300 余亩 | 0.37 万人 (2021-22) | 25 个专业 | / |
| 希望教育 | 金肯职业技术学院 | 755 亩 | / | 30 余个专业 | / |
| 希望教育 | 白银希望职业技术学院 | 650 亩 | / | 5 个专业 | / |
| 希望教育 | 邢台应用技术职业学院 | 500 余亩 | / | 5 个专业 | / |
| 新高教集团 | 贵州工商职业学院 | 近 1000 亩 | 1.93 万人 (2020-21) | 30 余个专业 | / |
| 新高教集团 | 洛阳科技职业学院 | 2200 余亩 | 2.78 万人 (2020-21) | 47 个专业 | 该校正筹划升格为本科 |
| 新高教集团 | 广西英华国际职业学院 | 1000 亩 | 1.34 万人 (2020-21) | 31 个专业 | / |
| 新高教集团 | 郑州城市职业学院 | 800 余亩 | 约 1.48 万人 (2021-22) | 40 余个专业 | / |
| 中汇集团 | 广州华商职业学院 | 2000 余亩 | 1.33 万人 (2020-21) | 32 个专业 | / |
| 中汇集团 | 四川城市职业学院 | 1000 余亩 | 1.42 万人 (2020-21) | 60 多个专业 | 该校正筹划升格为本科 |

资料来源：公司公告、各院校官网，国盛证券研究所

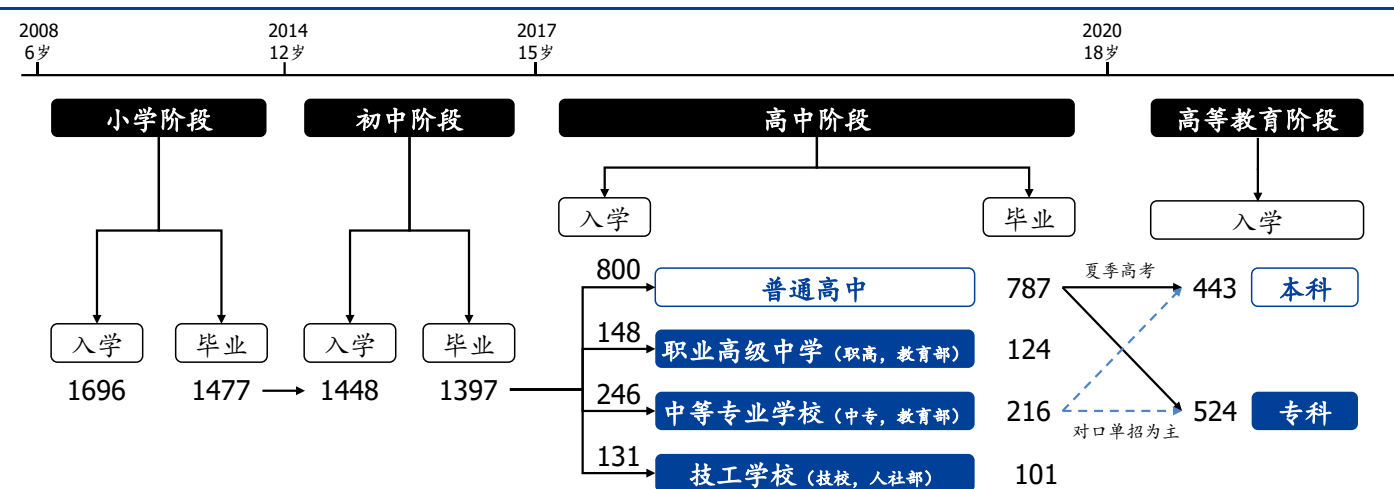
- **自建专科学校争取升格职业本科：**除上述两种方式外，民办高教公司亦可通过新建专科学校、运营成熟后升格为职业本科的方式享受政策红利。但是，《本科层次职业学校设置标准（试行）》中存在职业本科学校应“近 5 年年均非学历培训人次不低于全日制在校生数的 2 倍”、“近 5 年横向技术服务与培训年均到账经费 1000 万元以上”、“近 5 年累计立项厅级及以上科研项目 20 项以上”等要求，因此采用自建方式新建的专科学校，或需运营成熟后方可获得升格成为职业本科的资格，筹划周期较长。宇华教育通过于 2021 年 10 月配售融资 9.22 亿港元，拟将位于郑州、焦作和漯河的 3 所 K12 学校转型成为专科学校，并计划按职业本科标准筹划，以求升格为职业本科。

职业培训：就业需求支撑培训需求，关注经营优化

技能培训：培训龙头紧密联系产业发展，布局学历职业教育享受政策红利

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

图表 18：升学路径人数演示（单位：万人，以 2020 年进入大学阶段、出生在 2002 年的人群为例）

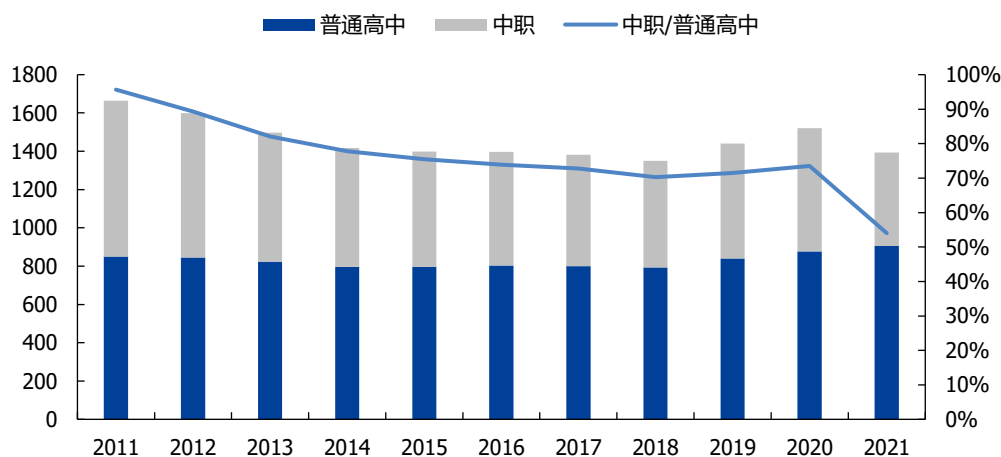


资料来源：教育部，国盛证券研究所绘制

2022 上半年疫情影响下，职业技能培训公司经营再次面临压力，招生端影响相对可控。职业技能培训内容以实操为主，难以完全利用在线教育等方式代替，2022 上半年多地疫情采取封控措施下，职业技能培训公司再次受到影响。但另一方面，相较于 2020 年，本次职业技能培训公司受到疫情影响相对可控，原因包括：（1）2022 年多地疫情封控集中在 3 月中下旬至 5 月期间，对春季招生旺季（春节后至 3 月中上旬）以及秋季招生旺季（7 月至 9 月）影响相对有限；（2）职业技能培训公司疫情应对相较 2020 年更加成熟，包括线上教学服务等方面，如传智教育在疫情影响下仍实现 2022 上半年归母净利润 7000-9000 万元，相较 2021H1 大幅增长 167.9%-244.5%。而进入 2022 下半年，伴随疫情得到进一步有效防控，职业技能培训公司经过秋季招生后，有望进一步兑现业绩增长。

2021 年中职教育侧重供给端优化，学校数量及招生规模大幅下降。根据教育部等九部门 2020 年 9 月发布的《职业教育提质培优行动计划（2020—2023 年）》，其中要求“全面核查中职学校基本办学条件，整合‘空、小、散、弱’学校，优化中职学校布局”。2021 年，我国中等职业学校 7294 所，同比下降 26.3%；中等职业学校招生 488.99 万人，同比下降 24.1%，学校数量以及招生规模均同比大幅下降。体现我国优化中职教育的供给端优化，解决中职教育存在办学定位不适配，办学规模大而不强，办学条件缺口大等问题。

图表 19: 我国普通高中、中等职业学校招生人数及职普比 (左轴: 万人; 右轴: %)

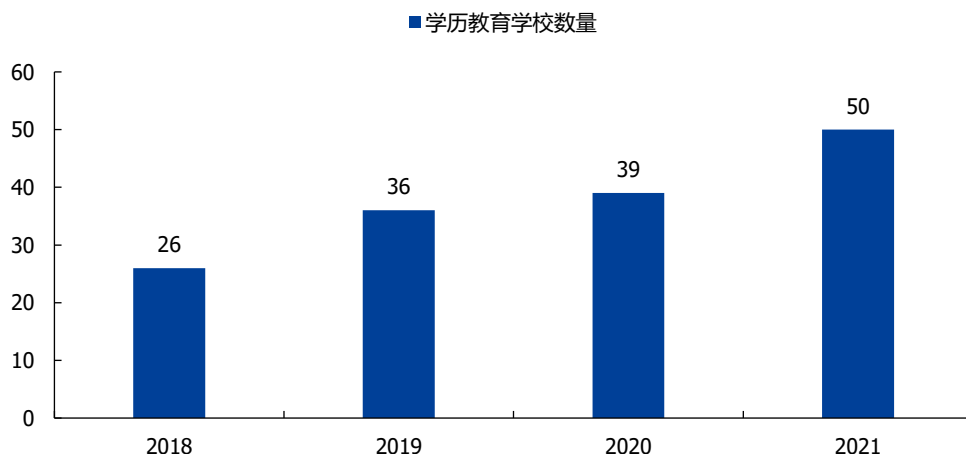


资料来源: 教育部, 国盛证券研究所

政策更加强调分类发展, 优质中职教育存在长期发展空间。2019 年国务院《国家职业教育改革实施方案》中要求“保持高中阶段教育职普比大体相当”。2021 年我国普通高中招生规模同增 3.3% 至 905 万人, 考虑我国历年出生人口数, 我们认为政策要求的“大体相当”不应简单理解为 50%:50% 的职普比, 而更应理解为我国重视中职教育在国家职业教育体系中的重要地位。此外, 2022 年 4 月新修订的职业教育法将“实施以初中后为重点的不同阶段的教育分流”调整为“在义务教育后的不同阶段实施职业教育与普通教育的分类发展”, 更加侧重优化教育结构。在政策导向下, 我们认为优质中职教育存在长期的市场发展空间。

技能培训公司可深度参与布局学历职业教育, 发挥自身优势。在国家强调中职教育布局优化, 且新修订的职业教育法“鼓励、指导、支持企业和其他社会力量依法举办职业学校、职业培训机构”的政策背景下, 职业培训机构亦积极布局学历教育。如中国东方教育通过学历合作的方式来解决学生的学历需求, 并且截至 2021 年末已拥有 43 所中职级技工学校及 7 所高级技工学校牌照, 为学生提供“学历+技能”的教学服务。此外, 传智教育自建的宿迁传智互联网中等职业技术学校于 2022 年开启招生, 计划招生 2000 人。多年市场化运营的技能培训具备专业设置灵活、产教融合深入等优势, 参与布局学历职业教育有望进一步发挥自身优势。

图表 20: 中国东方教育学历教育学校数量 (单位: 所)

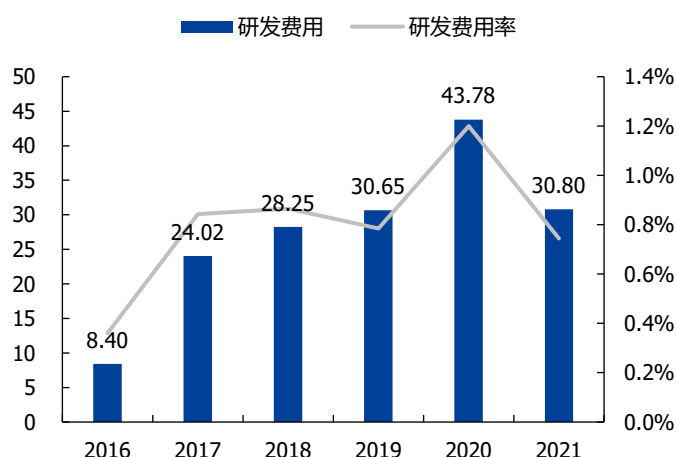


资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所 注: 包括中职学校及高级技工学校

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

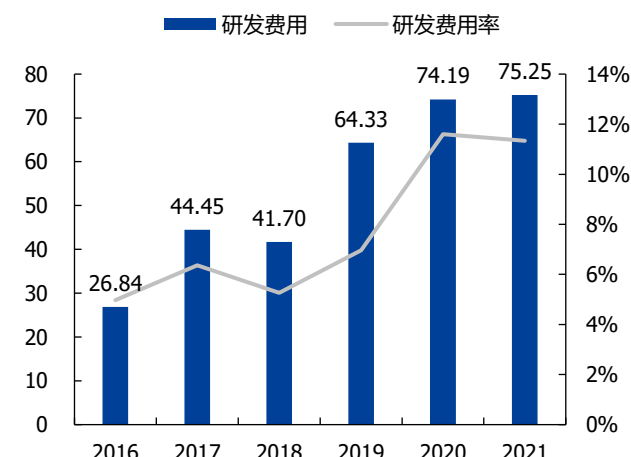
- **敏锐感知产业变化，与时俱进的专业研发能力：**如中国东方教育 2021 年新开设 158 个专业，组织研发出版教材 17 个系列，成功获批专利、著作权 363 项。传智教育前瞻性判断 IT 产业技术迭代，在 AI、大数据、Python 等成为热点前数年研发相关课程，2021 年推出鸿蒙 HarmonyOS 北向 APP 开发与南向设备开发课程。

图表 21：中国东方教育研发费用及研发费用率（左轴：百万元；右轴：%）



资料来源：公司财报，国盛证券研究所

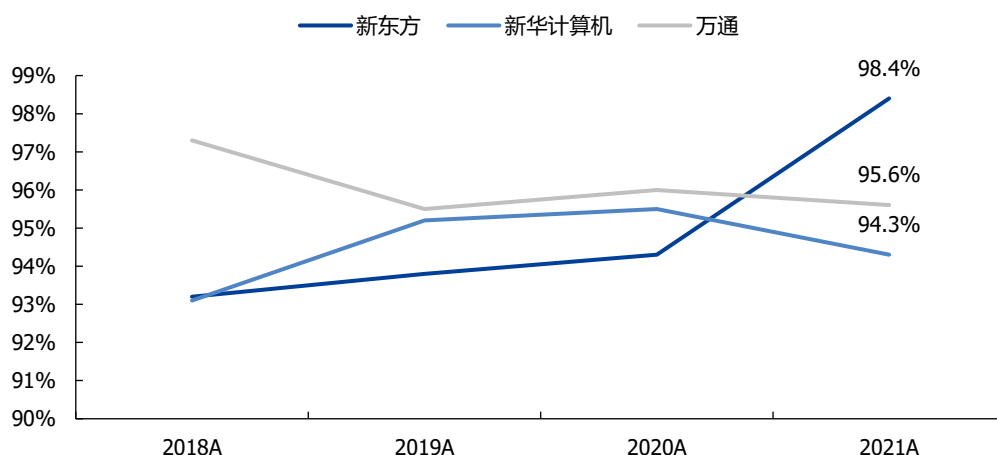
图表 22：传智教育研发费用及研发费用率（左轴：百万元；右轴：%）



资料来源：公司财报，国盛证券研究所

- **强化实践教学、深入产教融合，就业率保持领先：**以中国东方教育为例，公司与奇瑞集团、华为、京东、顺丰、正大、恒顺醋业、元气森林等知名企业建立产教融合联盟，目前已与近 30,000 家企业建立产业合作关系。而传智教育与超过 1200 家 IT 及互联网产业内的知名企业保持深度合作，培养实战型数字化人才，为学生就业提供便利。

图表 23：中国东方教育三大品牌引荐就业及创业率（单位：%）



资料来源：公司财报，国盛证券研究所

招录培训：2022年省考招录恢复增长，关注龙头运营优化

2022年省考招录人数恢复增长，但因疫情因素推迟至7月。由于2020年疫情导致的省考时间延后，2021年省考联考时间相距2020年仅相隔8个月，叠加2020年已经进行较大规模扩招，2021年全国各地省考合计招录15.30万人，同比下降8.0%。2022年全国各地省考合计招录16.31万人，同比增长6.6%，招录规模恢复增长。但因疫情因素，大多数省份省考笔试时间再次推迟至2022年7月9-10日举行。

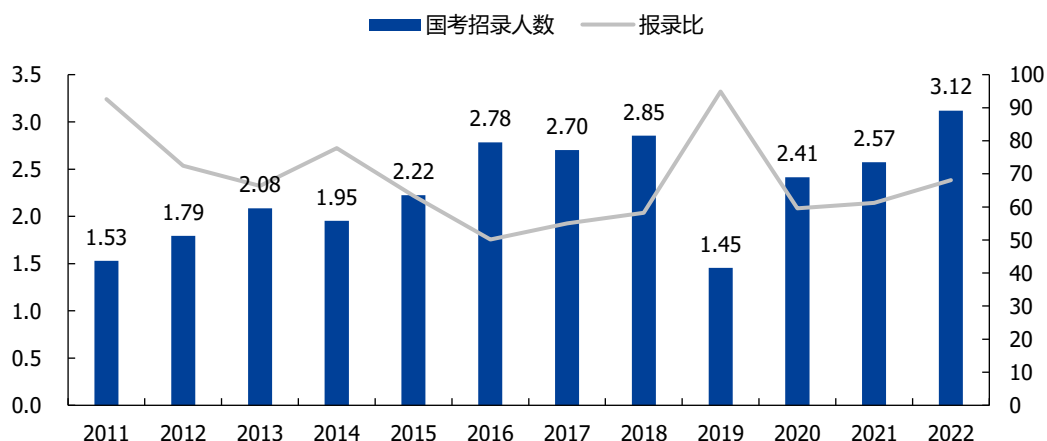
图表 24：全国省考招录人数及同比增速（左轴：万人；右轴：%）



资料来源：各地公务员局、中公教育、国盛证券研究所

从国考数据看，**2022年国考招录及报考人数创新高，激烈竞争驱动报考者参加培训。**10月14日，国家公务员局发布《中央机关及其直属机构2022年度考试录用公务员公告》，计划招录人数同增21.3%至3.12万人，最终过审人数达到212.3万人，招录人数和报考人数均创下历史新高。由此测算，2022年国考报录比为68:1，相较2020年及2021年国考均有提升，竞争更加激烈，报考者参加培训的意愿有望提升。

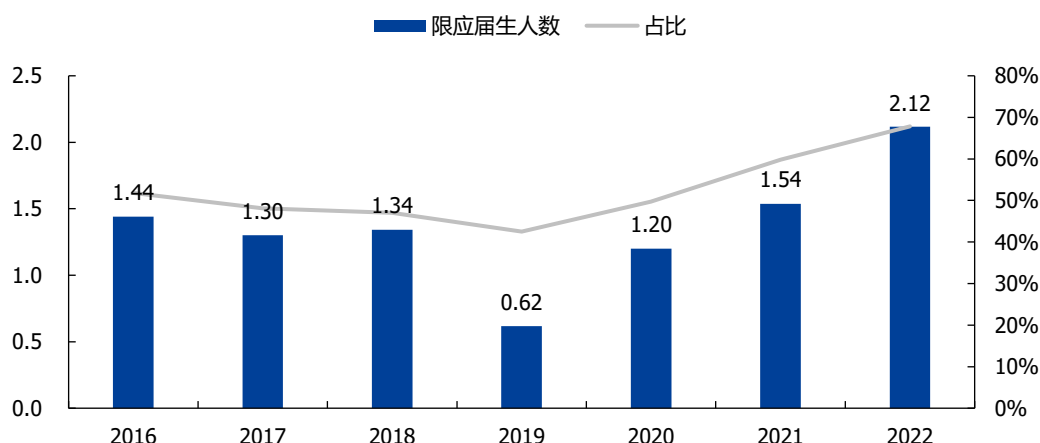
图表 25：国考招录人数及报录比（左轴：万人；右轴：比值）



资料来源：国家公务员局、中公教育、国盛证券研究所

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

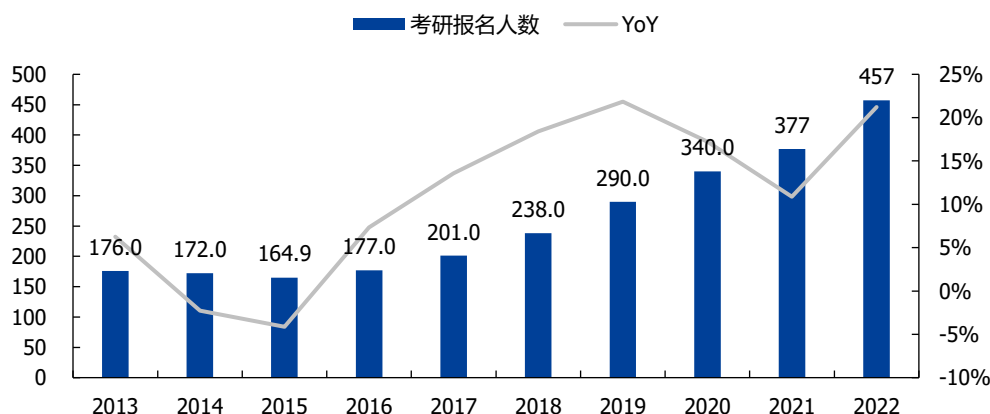
图表 26: 国考仅限应届毕业生招录人数及占比 (左轴: 万人; 右轴: %)



资料来源: 国家公务员考试网, 国盛证券研究所

考研方面, 2022 年报名人数同比增长 21.2%, 考研热度持续提升。2021 年我国本科在校生规模 1893.10 万人, 2016-2021 年 CAGR=3.3%, 头部企业校招标准持续提升, 本科毕业生就业难度加大, 硕士文凭成为优质就业必需品。近年来考研报名持续火热, 2021 年报名人数同增 11% 至 377 万; 2022 年考研报名人数达到 457 万, 同比增长 21.1%, 考研热延续。

图表 27: 2011-2021 年考研报名人数及增速 (左轴: 万人; 右轴: %)

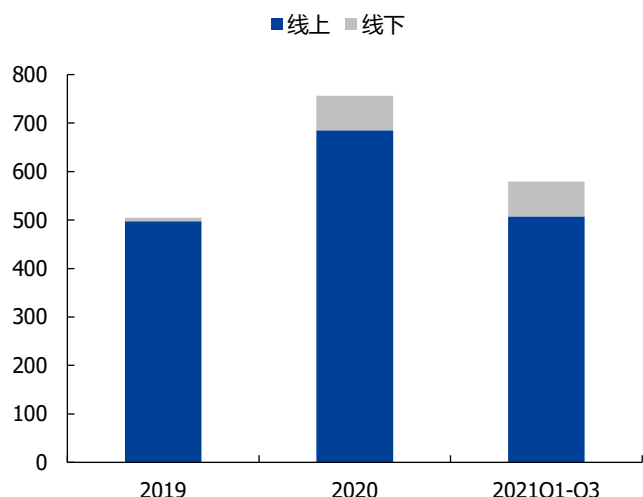


资料来源: 考研网, 国盛证券研究所

在经济增速放缓、就业压力增加, 招录考试及考研热度仍将持续。我们认为支撑公职类考试及考研培训报名火热的长期逻辑仍将维持, 在经济增速放缓、毕业生规模持续扩大的矛盾下, 就业压力逐年加剧, 稳定性较高的公职类岗位吸引力凸显。“供给创造需求”逻辑下, 相关考试培训需求强烈。

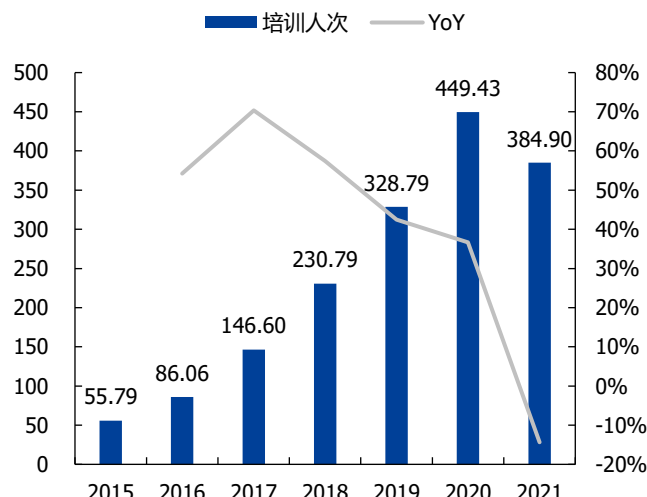
受宏观经济影响消费能力能因素影响, 传统线下招录培训机构面临竞争压力加剧。近年, 因疫情反复、学员消费能力有所下降影响, 学员对招录考试培训的投入亦有所下降, 倾向于选择本地价格较低的小型培训机构以及售价较低的线上课程。另一方面, 受“双减”等政策影响, 2021 年开始的教培机构裁员, 离职教师组织成立了较多的零散小机构。而对于课程价格较高 (面授公考培训协议班可达数万元) 的传统培训机构而言则面临较大的竞争压力。

图表 28: 粉笔教育线上及线下培训人次 (单位: 万人)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

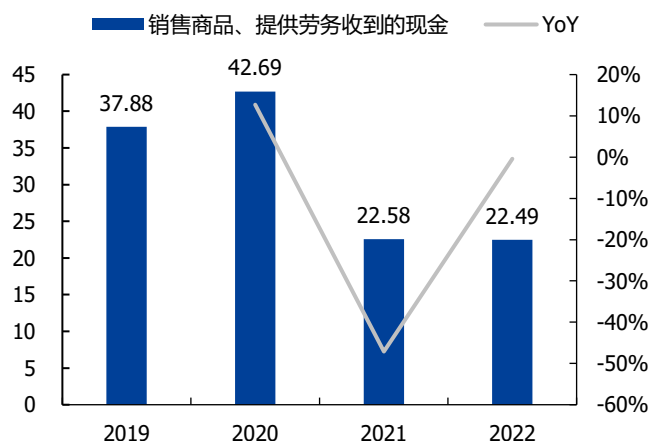
图表 29: 中公教育培训人次及同比增速 (左轴: 万人; 右轴: %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

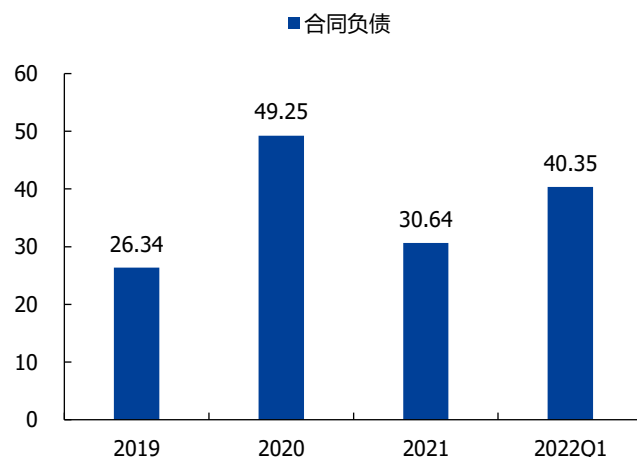
疫情影响招录培训机构运营, 中公教育 2022Q1 收款情况同比下滑。根据中公教育披露, 2022Q1 因疫情反复, 全国多个省市均发布培训停课通知, 且由于疫情因素 2022 年度省考笔试时间确定较晚 (各地普遍于 6 月重启省考公告, 此前为延期状态), 进而影响学员参培意愿。此外, 经济因素影响学员消费能力, 进而影响公司高端课程销售。多重因素影响下, 中公教育 2022Q1 销售商品、提供劳务收到的现金为 22.49 亿元, 同比下滑 0.4%; 营业收入 12.13 亿元, 同比下滑 40.9%。在多数省份将省考延期至 7 月进行的情况下, 中公教育省考协议班收入将在 Q3 进行集中确认。

图表 30: 中公教育销售商品、提供劳务收到的现金及同比变化 (左轴: 亿元; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

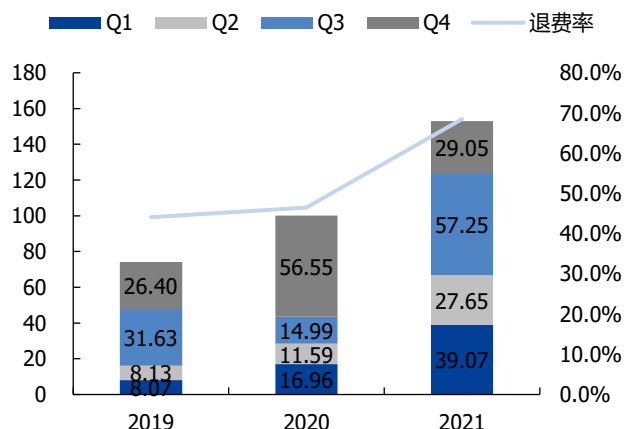
图表 31: 中公教育合同负债余额 (单位: 亿元)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

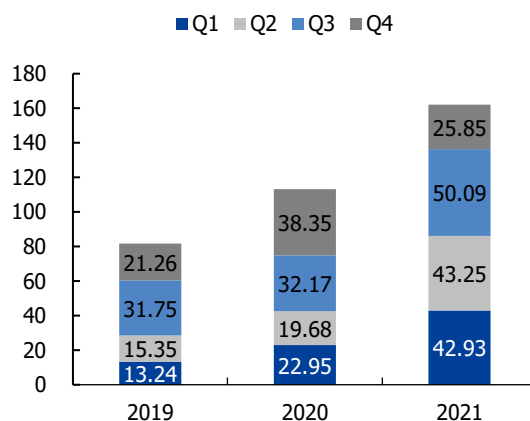
公考通过率降低导致退款快速提升, 中公教育协议班模式受到冲击。中公教育 2019-2021 年退费总额分别为 74.23/100.09/153.02 亿元, 退费人次 81.60/113.15/162.12 万人, 退费率分别为 44.1%/46.5%/68.5%, 近年均快速提升。应对激烈的市场竞争, 中公教育 2021 年加大高退费班的推广力度, 在招录人数没有明显增加的情况下, 通过率提升难度加大; 此外, 使用学员贷的学员对培训的重视程度不够、考试准备不充分, 导致退款增加。

图表 32: 中公教育 2019-2021 年退费情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 33: 中公教育 2019-2021 年退费人次情况 (单位: 万人)



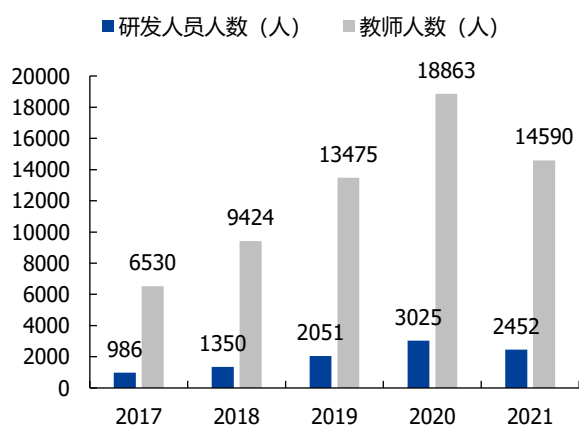
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

因此, 在就业压力加剧、招录类考试整体招录规模扩大, 但以中公教育为代表的招录培训机构协议班发展模式遇到瓶颈的背景下, **2022** 下半年更应关注培训机构课程产品涉及以及运营层面的优化。从长期的竞争角度而言, 研发及渠道端的不断强化与拓展是培训机构保持优势的核心。

考试品类繁多, 课程研发为核心竞争力。 招录考试品类繁多, 公务员国考标准化程度高, 每年举行 1 次; 公务员省考由各省命题, 各省每年举行 1-2 次; 而事业单位、教师招录等考试相对零散, 事业单位以区县为单位进行招录、教师招录以区县甚至学校为单位进行招录。考试分散对培训机构的研发能力提出高要求, 全国化运营的培训机构建立研究院, 如中公教育截至 2021 年研发人员达 2452 人, 设立总部研究院和各省研究院, 广泛搜集各地考试真题积累庞大题库, 结合考试大纲针对性研发培训内容。

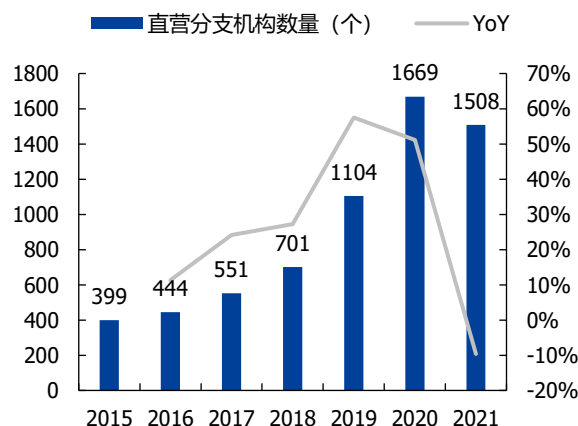
考试分散决定需求分散, 渠道建设至关重要。 如前文所述, 各类招录考试分散, 事业单位等考试以区县为单位进行, 决定培训需求同样分散在各区县, 而考研培训需求分散在各所高校, 对于培训机构而言, 渠道向低线城市/高校周边下沉至关重要。作为培训龙头的中公教育渠道下沉能力强, 截至 2021 年末已经在全国拥有 1508 个直营分支机构, 覆盖全国 31 个省市、319 个地级市。而强大的渠道下沉能力扩大了公司的用户基础, 使得公司得以积累更加丰富的考情信息及资料, 强化自身的研发实力。

图表 34: 中公教育研发人员及教师数量数量 (单位: 人)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表 35: 中公教育直营分支机构数量及同比增速 (左轴: 个; 右轴: %)

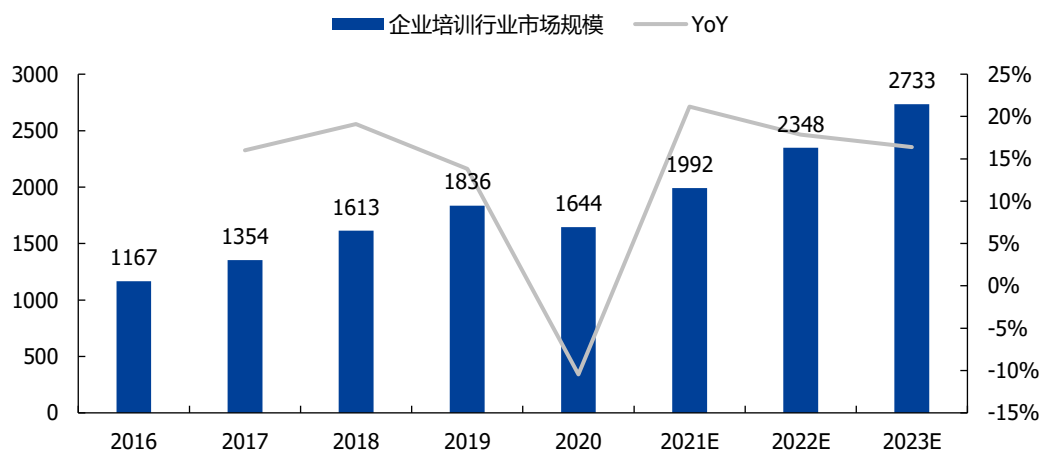


资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

企业管理培训：需求逐步释放，行业趋向规范化发展

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

图表 36：我国企业培训行业市场规模及同比增速（左轴：亿元；右轴：%）



资料来源：艾瑞咨询，国盛证券研究所

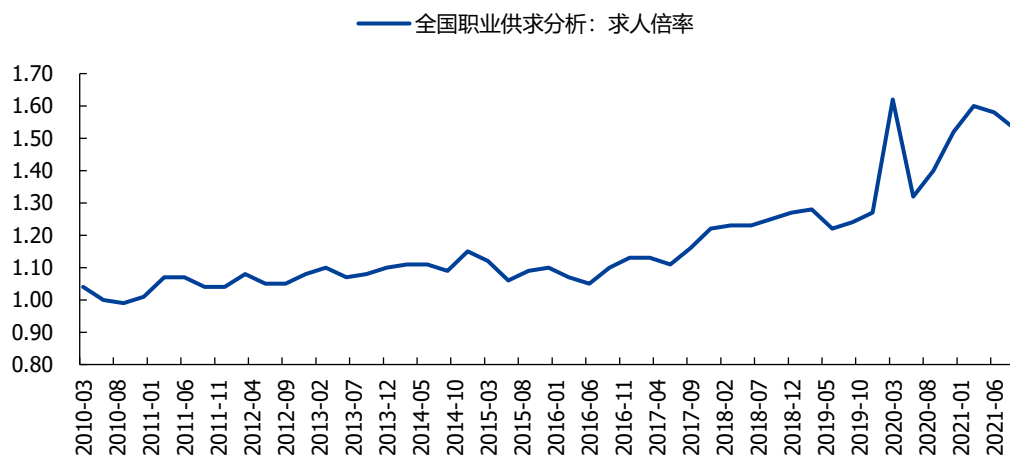
企业管理培训需求逐步释放，注重实战社会培训模式更加契合中小企业需求。企业管理培训以企业的中高级管理层为目标对象，使其掌握科学的管理方法。我国新设企业众多，2019 年我国新登记企业高达 739.1 万户，众多民营中小企业缺乏有效的公司治理体系和管理制度，企业管理者存在提升管理能力的需求。当前企业管理培训模式包括高校培训模式（MBA/EMBA 项目）和社会培训模式。社会培训模式以实战导向，更加迎合民营中小企业主的实际需求，和具备学位授予权、注重前沿理论传授的高校培训模式形成有效错位竞争。

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

人力资源服务：受益于稳就业导向，灵活用工、在线招聘优势凸显

劳动力存在供需错配的结构矛盾，全国职业求人倍率逐渐攀升。从较长的时间维度看，随着我国人口出生率的逐步放缓以及老龄化加剧，人口红利逐渐消退，劳动力人口数量自 2015 年开始出现下滑趋势，就业市场逐渐进入供不应求状态。根据中国人力资源市场信息检测中心的全国职业供求分析数据，近年来我国全国职业求人倍率逐渐攀升，2021 年 9 月达到 1.53。

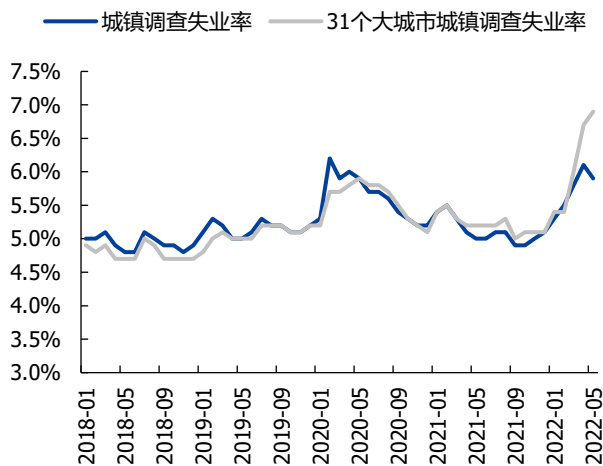
图表 37: 全国职业供求: 求人倍率 (单位: 比值)



资料来源: 中国人力资源市场信息检测中心, 国盛证券研究所 注: 求人倍率=有效需求人数/有效求职人数

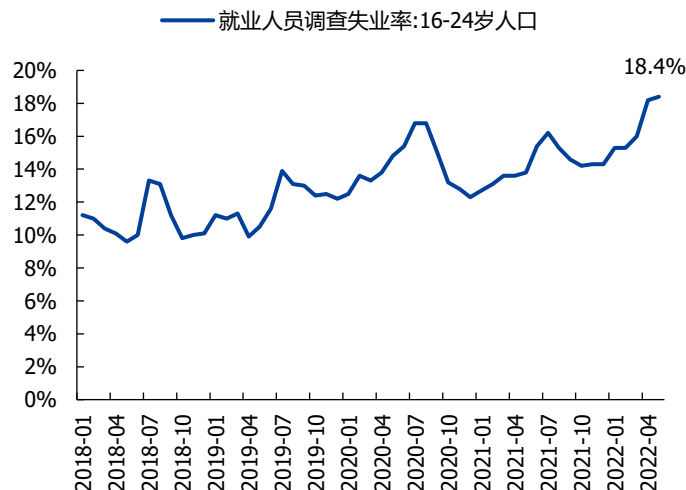
短期看, 2022 上半年我国就业形势严峻, 4 月调查失业率突破 6%。2022 上半年由于疫情等因素, 我国城镇调查失业率持续提升, 2022 年 4 月达到 6.1% 的高点, 仅次于 2020 年 2 月 6.2% 的水平。另一方面, 我国 31 个大城市城镇调查失业率在 2022 年 5 月达到 6.9%, 环比增长 0.2PCTs, 创下 2018 年起由数据记录以来的最高值。从年龄结构来看, 我国 16-24 岁人口调查失业率在 2022 年 5 月达到 18.4% 的高点, 近年震荡上行, 体现了近年高校毕业生规模持续增加的背景下, 毕业生正面临较大的就业压力。

图表 38: 我国城镇调查失业率 (单位: %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 39: 我国 16-24 岁人口调查失业率 (单位: %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2022 年严峻的就业形势下, 国家出台多项措施稳定和扩大就业。2022 年《政府工作报告》提出“强化就业优先政策”、“加强灵活就业服务”、“增强公共就业服务针对性”等要求。2022 上半年的多次国务院常务会议多次强调就业问题, 加大稳岗促就业政策力度。

图表 40: 2022 上半年国务院常务会议对就业问题的要求及指示

| 会议时间 | 内容 |
|-----------|--|
| 2022/4/27 | 一要推进企业在做好疫情防控条件下复工达产；二要着力支持市场主体稳岗；三要拓展就业岗位，推进高校毕业生等青年“百万就业见习”；四要做好就业服务和兜底保障。 |
| 2022/5/11 | 财政、货币政策要以就业优先为导向，退减税、缓缴社保费、降低融资成本等措施，都着力指向稳市场主体稳岗位稳就业，以保基本民生、稳增长、促消费。 |
| 2022/6/29 | 扩大有效投资、促进就业和消费；部署加大重点工程以工代赈力度，拓展就业岗位，带动农民工等增收 |

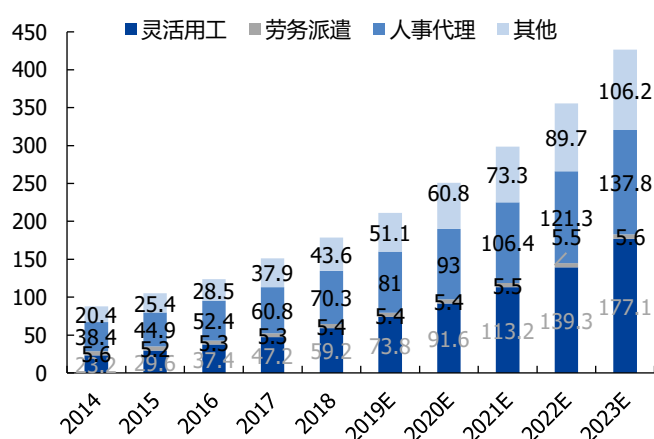
资料来源：中国政府网，国盛证券研究所

灵活用工：人服行业蓝海子版块，企业习惯逐渐养成

后疫情时代，灵活用工模式的高成长性有望得到体现。在灵活用工模式下，客户将部分业务或重复性劳动的岗位委托给人力资源服务机构，人力资源服务机构根据业务流程、岗位职责，自行组织人员完成业务，客户以业务完成量或岗位人员工作开展情况与人力资源服务机构进行结算。2020 年疫情至今，在整体经济增速放缓、企业经营压力增大以及稳就业导向下国家鼓励多元化就业形式的推动下，企业使用灵活用工模式的偏好正逐步提升。

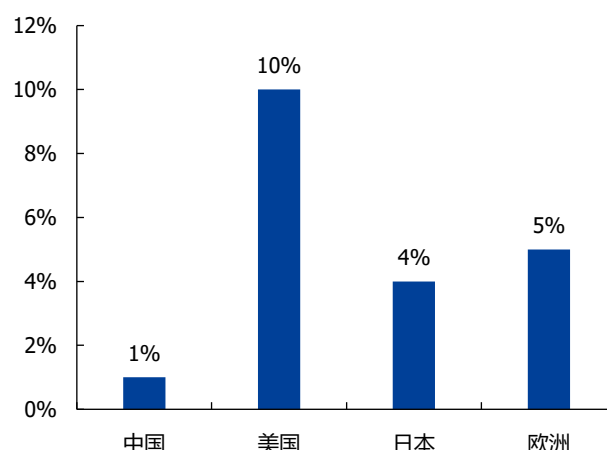
我国灵活用工市场规模有望达到 **25%左右 CAGR**，渗透率较发达国家显著偏低水平。根据灼识咨询数据，2020 年灵活用工市场规模约 916 亿元，到 2023 年有望增至 1771 亿元，2018~2023 年增速 CAGR 有望达到 25%左右，是人力资源外包乃至整个人力资源行业中最具成长性的细分板块。与发达国家相比 2019 年美国、日本、欧洲灵活用工渗透率分别为 10%、4%及 5%，而中国灵活用工占比仅为 1%左右，而中国劳动人口数量是美国的 4 倍、日本的 10 倍，随着企业用工偏好及人才就业偏好的转变，渗透率存在较大改善空间。

图表 41: 人力资源外包细分领域市场规模（单位：十亿元）



资料来源：灼识咨询，国盛证券研究所

图表 42: 不同国家 2019 年灵活用工渗透率（单位：%）

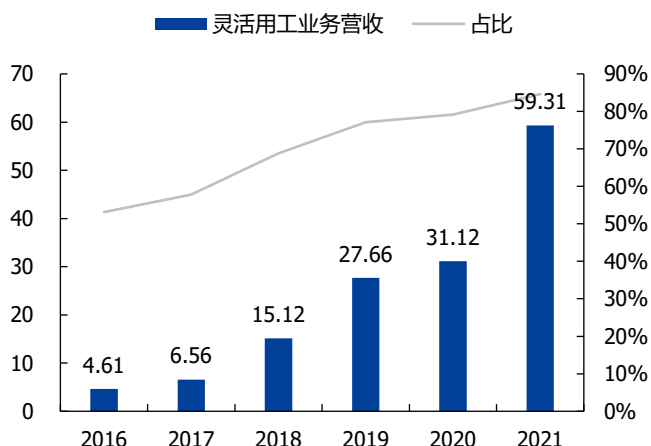


资料来源：灼识咨询，国盛证券研究所

科锐国际 2021 年灵活用工业务同增 **90%+**，营收占比持续提升。科锐国际作为我国人力资源服务龙头，业务包含中高端人才访寻、招聘流程外包、灵活用工等。在公司各项业务中，近年灵活用工业务增速亮眼，2021 年营收（采用全额法确认收入）同增 90.6% 至 59.31 亿元，2016-2021 年 CAGR 达到 66.7%，营收占比从 2016 年的 53.1% 提升至

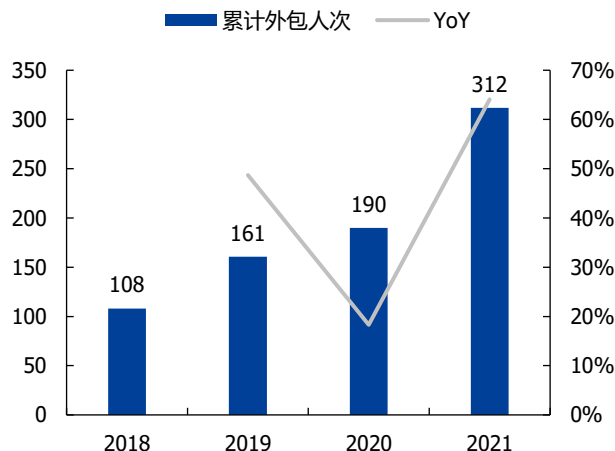
2021年的84.6%。人次方面，公司2021年灵活用工业务累计外包31.18万人次，同比增长64.1%，体现灵活用工业务的高成长性。

图表 43: 科锐国际灵活用工业务营业收入及收入占比 (左轴: 亿元; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表 44: 科锐国际灵活用工累计外包人次及同比增速 (左轴: 千人; 右轴: %)

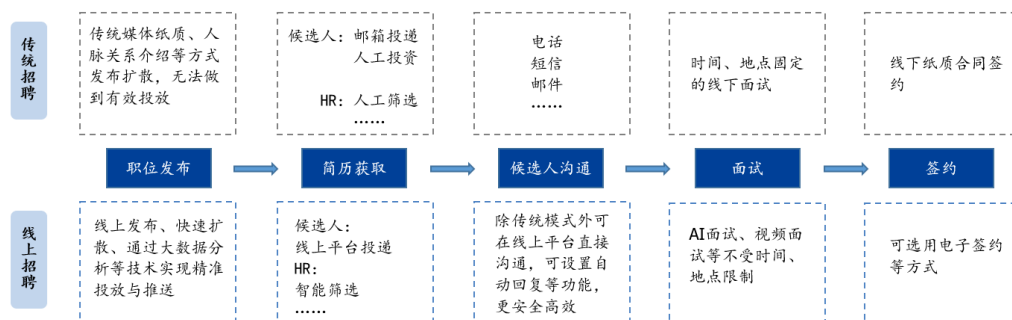


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

在线招聘: 渗透率快速提升, 龙头持续高速增长

疫情催化在线招聘行业成长提速。随着互联网技术的发展, 在线招聘服务逐渐成为企业招聘与候选人求职的重要工具之一, 疫情背景下线下招聘活动受限, 在线招聘迎来加速发展, 线上招聘将招聘工作各个环节进行数字化转型, 解除线下招聘存在的时间、地点等限制, 实现招聘各个环节效率显著提升。

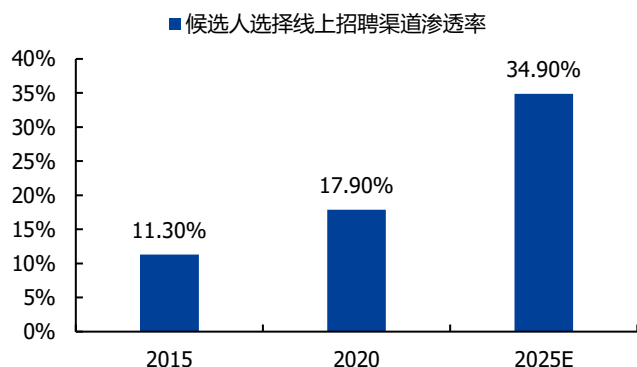
图表 45: 线上招聘将招聘各个环节数字化



资料来源: 国盛证券研究所整理

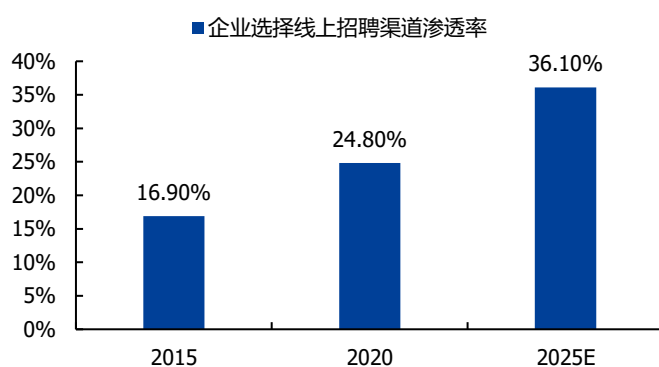
线上招聘市场具有便利、高效、低成本等显著优势, 候选人与招聘企业均可受益。与线下招聘相比, 在线招聘提供了更高效、更方便的求职和招聘流程。根据灼识咨询数据, 截至2020年, 中国在线招聘的每次招聘成本约为线下招聘成本的五分之一。候选人线上招聘渠道偏好正在逐渐提升, 根据灼识咨询数据, 候选人使用线上招聘渠道渗透率从2015年的11.3%提升至2020年的17.9%, 预计在2025年可提升至34.9%; 而企业选用线上招聘渠道的渗透率从2015年的16.9%提升至24.8%, 预计在2025年可提升至36.1%。

图表 46: 候选人线上招聘渠道渗透率 (单位: %)



资料来源: 灼识咨询, 国盛证券研究所

图表 47: 企业线上招聘渠道渗透率 (单位: %)



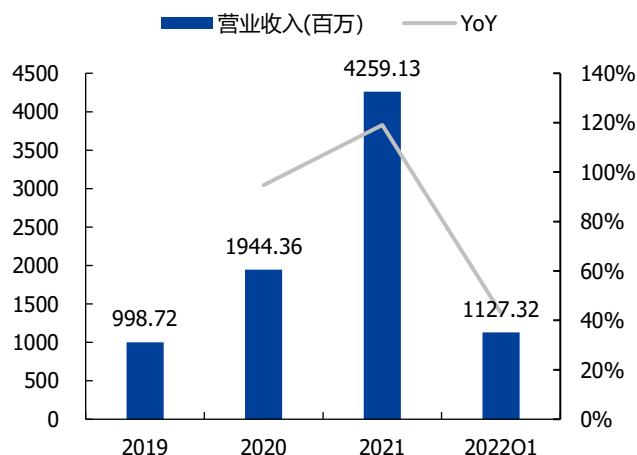
资料来源: 灼识咨询, 国盛证券研究所

2022 年疫情影响企业招聘活动, 但同时进一步提升在线招聘渗透率。3 月下旬疫情以来, 企业招聘需求整体有所下降, 根据 BOSS 直聘披露, 公司上海区域 4~5 月收款同降 50%, 北京区域 5 月亦受到较大影响, 6 月以来影响逐渐减弱。疫情在短期内影响企业招聘活动的同时, 但疫情期间的招聘活动几乎全部依靠线上进行, 在线招聘的渗透率得到了进一步提升。

高校毕业生规模持续扩大利好在线招聘行业, 同道猎聘 25 岁以下新注册用户占比提升。高校毕业生对在线招聘的接受度更高, 其规模持续扩大利好在线招聘行业的发展。2021 年猎聘 App 开放学生群体的注册入口, 并推出相应的产品及匹配算法, 并加大对年轻一代的营销工作。其结果为, 公司 2021 年新注册用户中有 47% 的用户年龄在 25 岁以下, 相较 2020 年提升 8PCTs。

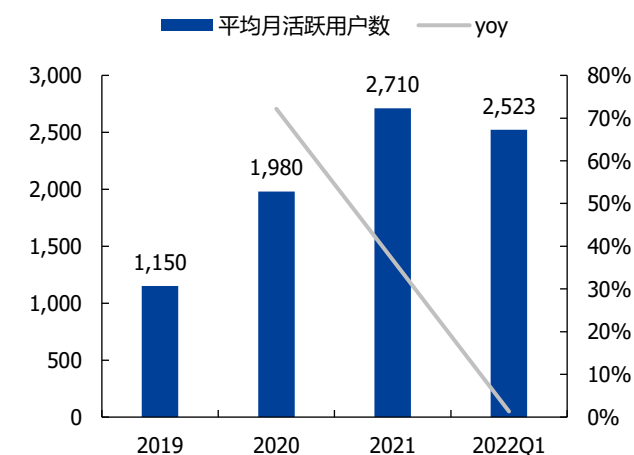
2022Q1, 在线招聘头部企业维持收入端高增长, BOSS 直聘新用户注册已于 6 月末恢复。2022Q1, BOSS 直聘在新用户注册暂未开启的情况下实现营收同增 44.3%至 11.4 亿元, 经调整净利润 1.2 亿元, 连续四个季度盈利。根据 BOSS 直聘官方微博, 公司用户注册已于 2022 年 6 月 29 日恢复, 2022 年下半年有望实现加速增长。另一方面, 深耕中高端人才服务的同道猎聘 2022Q1 营收同增 24.0%至 6.49 亿元, B 端、H 端及 C 端规模持续增长。伴随下半年各地疫情得到有效管控带来企业招聘工作的恢复, 在线招聘龙头企业有望在 2022H2 加速增长。

图表 48: BOSS 直聘营业收入及同比增速 (左轴: 百万元; 右轴: %)



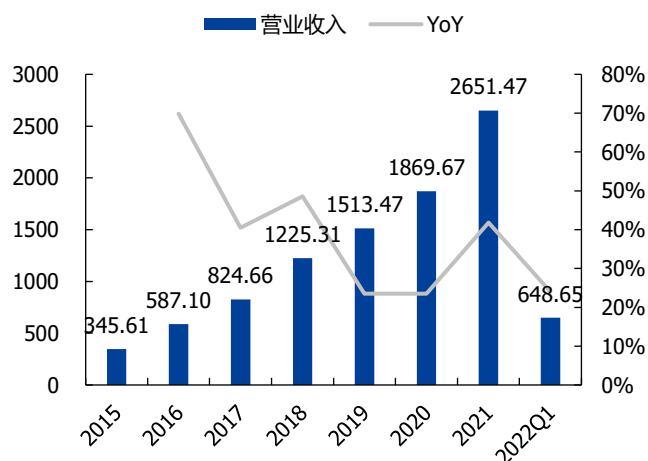
资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表 49: BOSS 直聘平均月活跃用户数及同比增速 (左轴: 万人; 右轴: %)



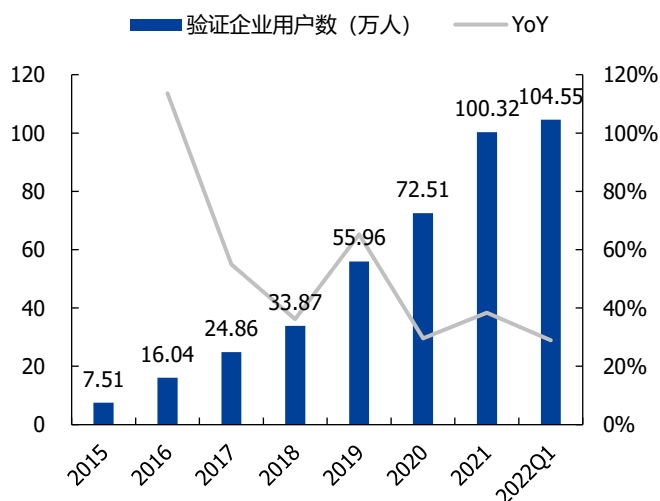
资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表 50: 同道猎聘营业收入及同比增速 (左轴: 百万元; 右轴: %)



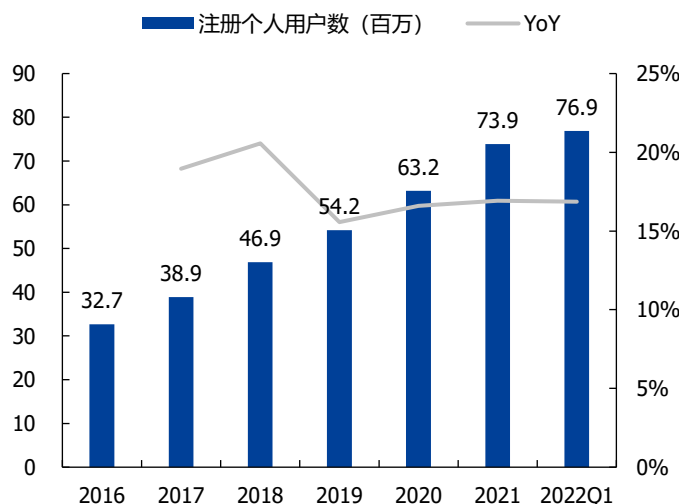
资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表 51: 同道猎聘验证企业用户数及同比增速 (左轴: 万人; 右轴: %)



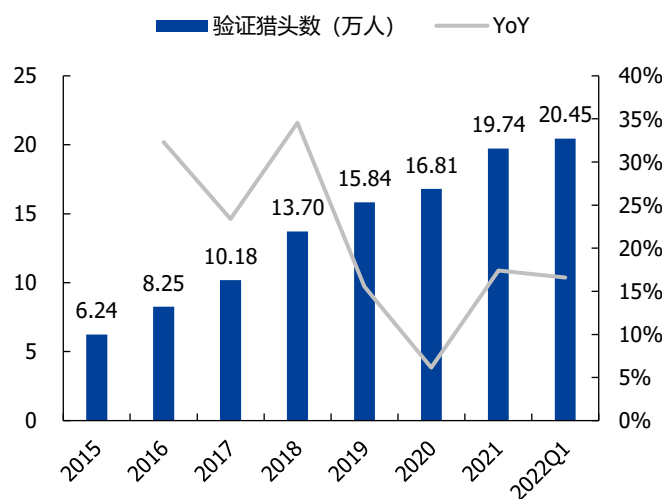
资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表 52: 同道猎聘注册个人用户数及同比增速 (左轴: 百万人; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表 53: 同道猎聘验证企业猎头数及同比增速 (左轴: 万人; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

K12 课外: 艰难的转型之路仍在进行中

“双减”政策印发近一年, 原 K12 学科类课外培训机构面临严格监管。2021 年 7 月 24 日, 中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》, 从指导思想、工作原则、工作目标以及具体举措等共计 30 条自上而下推动“双减”落实, 对 K12 学科类课外培训行业进行严格监管。“双减”政策对培训机构的审批、资本化路径、培训时间做出明确限制, 对 K12 课外培训公司的运营产生重大影响。

- **培训机构审批: 不再新批培训机构, 线上机构重新审批。**对于学科类培训机构, “双减”政策指出“各地不再审批新的面向义务教育阶段的学科类校外培训机构”; 对于

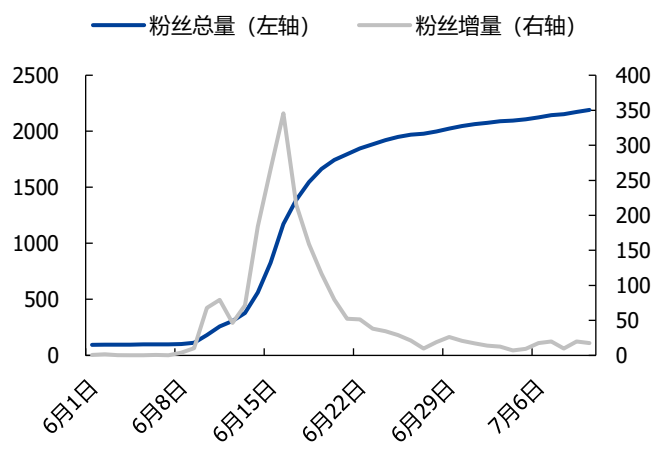
在线培训机构，政策指出“各省（自治区、直辖市）要对已备案的线上学科类培训机构全面排查，并按标准重新办理审批手续”；对于非学科类培训机构，政策指出“各地要区分体育、文化艺术、科技等类别，明确相应主管部门，分类制定标准、严格审批”。

- **培训机构资本化：路径基本切断，学科类培训机构统一登记为非营利性。**“双减”政策从上市融资、二级市场投融资、以及控制外资参与等多角度全面限制学科类课外培训机构的资本化路径。具体而言，“现有学科类培训机构统一登记为非营利性机构”、“学科类机构一律不得上市融资、严禁资本化运作；上市公司不得通过股票市场融资投资学科类培训机构，不得通过发行股份或支付现金等方式购买学科类培训机构资产；外资不得通过兼并收购、受托经营、加盟连锁、利用可变实体等方式控股或参股学科类培训机构。”
- **培训时间：学科类培训不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假。**“双减”政策要求，“校外培训机构不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假组织学科类培训”。在 K12 课外培训的四季续班模式下，寒暑假为重要的获客季，而春秋两季的休息日及节假日通常贡献学科类培训的主要收入，因此培训时间大幅缩短或带来教培机构收入骤减，寒暑假期间物业租金成本难以覆盖等问题。

多项配套政策出台，监管力度未见放松，原 K12 学科类课外培训机构均已终止相关业务。自“双减”政策发布至今，多项配套政策相继出台，包括 2021 年 9 月《校外培训机构从业人员管理办法（试行）》、2021 年 10 月《关于加强校外培训机构预收费监管工作的通知》、2021 年 11 月《关于做好校外培训广告管控的通知》、2022 年 1 月《关于加强教育行政执法 深入推进校外培训综合治理的意见》等等。对校外培训的人员、预收费、广告等问题进行进一步的细化。此外，自“双减”政策发布后，全国各省区发布实施方案积极落实，政策发布一年以来，监管力度未见放松。在政策的严格监管之下，包括新东方、好未来在内的原 K12 学科类课外培训机构均已终止相关业务。

新东方在线通过东方甄选开启直播业务，6 月销售额已达 6.81 亿元。“双减”政策后，原 K12 学科类课外培训机构纷纷开启转型，新东方在线于 2021 年 11 月成立东方甄选品牌，并于 2021 年 12 月在抖音平台开启助农直播业务。自 2022 年 6 月 10 日以来，抖音东方甄选直播间粉丝及 GMV 快速攀升，截至 7 月 10 日粉丝数量已达到 2190 万人，2022 年 6 月销售额达到 6.81 亿元，成为抖音平台 6 月销售额最大的直播间。通过布局直播业务，新东方在线的业务转型已具备一定成效。

图表 54：东方甄选直播间分析总量及粉丝增量（单位：万人）



资料来源：灰豚数据，国盛证券研究所

图表 55：东方甄选直播间销售额（单位：万元）



资料来源：蝉妈妈，国盛证券研究所

对于其他原 K12 学科类课外培训公司，目前仍处在转型过程中。除东方甄选在直播业务取得成功外，其他原 K12 学科类课外培训公司转型的主要方向包括素质教育、职业教育、教育硬件产品以及 To B。如好未来推出学而思素养中心、励步儿童成长中心等素质教育品牌，面向大学生群体推出好未来轻舟品牌，聚焦考研、留学等业务，并针对 To B 业务推出“美校”品牌。此外，高途集团、有道、猿辅导、作业帮等在线教育品牌亦将业务重点聚焦在素质教育和职业教育领域。从结果来看，目前仍在转型过程中，业务模式尚未成熟。

图表 56: K12 学科类培训机构转型情况

| 培训机构 | 素质教育 | 职业教育 | To B 业务/硬件产品 |
|-------|---|--|---|
| 新东方 | 成立北京新东方素质教育成长中心； 投资冰上运动培训和美育教育机构万域芳菲； 投资艺术教育机构美术宝； 成立首家托育中心； | 四六级、考研、出国考试、职业教育四大业务板块产品升级； 投资财经类职业教育公司尔湾科技； 投资公职类招录培训机构导氮教育； 投资公职类招录培训机构课观教育； | 推出东方创科品牌，推出智慧教育解决方案； 旗下 OK 智慧教育联合海康威视发布“三个课堂”解决方案； 新东方在线与天猫精灵宣布达成合作，共同打造符合用户需求的硬件产品。 |
| 好未来 | 推出学而思素养中心； 励步儿童成长中心推出戏剧、美育、益智、口才、读物五大素质教育产品； 学而思编程课程升级，推出软硬件智能学习课程； 学而思编程对外发布智能硬件学习系统； | 整合旗下轻舟考研帮、轻舟考满分、轻舟留学，推出好未来轻舟品牌 | 推出新品牌“美校”，为教育行业提供完整的直播、教研、AI 系统解决方案。 |
| 高途集团 | 推出编程、家庭教育等素质教育课程 | 高途在线丰富课程品类，包含语言培训、大学生考试、财经类、公职类考试等； | / |
| 有道 | 发展有道卡搭、有道小方机器人、有道纵横、德学院、有道小图灵、有道少儿美术等素质教育产品； 成立“网易有道儿童阅读研究中心” | 通过网易云课堂、中国大学 MOOC 品牌 | 推出学习硬件新品——有道电子单词卡 M3 |
| 猿辅导 | 推出 STEAM 科学教育品牌南瓜科学； | / | 推出面向政府和学校的教育科技新品牌“飞象星球” |
| 作业帮 | 上线小鹿编程、小鹿美术、小鹿学习力等素养课产品 | 推出不凡课堂，包含成人英语、教师、财会、公考等课程。 | / |
| 学大教育 | 与达内教育达成战略合作，合作内容包括成人职业教育、青少年编程和智能机器人教育； 与物灵科技设立合资公司，建立实体绘本馆，布局智能教育硬件 | 与福建省新华技术学校达成战略合作伙伴关系，开展职业教育合作； 与京东集团旗下京东教育签署战略合作协议，在校企合作、产教融合、专业共建、新职业技能人才培养等方面开展深入合作 | / |
| 昂立教育 | 通过昂立慧动体育，推出足球、篮球、轮滑、冰球等项目的体育培训课程； | 宣布回归大学生培训和终身教育业务，并推出“昂立考研” | / |
| 掌门教育 | 以语言、艺术、科学三大领域为核心，推出多元化的素质教育系列产品； | / | 携手华东师范大学智能可视分析团队打造“个性化智能教育平台”； 成立 SaaS 事业部，围绕师生课前课后服务、在线教学、家长互动等场景，提供教育 SaaS 服务； 推出智能学习机以及掌门扫描学习笔 S6。 |
| 思考乐教育 | 加强旗下“乐学”品牌的业务发展，包括美术、体育、绘画、表演、书法等素质教育； | / | / |

| | | |
|------|---|--|
| 豆神教育 | 推出全新艺术教育子品牌“豆神美育”，布局艺术类学习服务业务； 通过子公司中文未来开展，布局线上软硬件结合的 AI 伴学产品。 | 通过子公司康邦科技及中文未来开展智慧教育服务业务； 通过子公司中文未来开展课后延时服务业务、大屏端视频分发业务 |
|------|---|--|

资料来源：公司公告、蓝鲸财经等，国盛证券研究所

另一方面，对于非学科类机构，中小学素质教育及编程教育受到政策支持。从 2017 年开始，一系列对素质教育、信息技术教育的政策出台，旨在使中小学生全面发展，并且使中小学信息技术教育与时俱进发展，增加适应信息时代、智能时代发展需要的人工智能和编程课程内容。教育部办公厅《2019 年教育信息化和网络安全工作要点》明确要推动在中小学阶段设置人工智能相关课程，逐步推广编程教育。少儿编程教育获得政策明确鼓励。

图表 57：少儿编程鼓励政策

| 时间 | 发布部门 | 政策 | 内容 |
|------------|--------|-------------------------------------|---|
| 2016/6/7 | 教育部 | 《教育信息化“十三五”规划》 | 提出将信息化教学能力纳入学校办学水平考评体系，将 STEAM 教育纳入基础科学。 |
| 2017/7/8 | 国务院 | 《新一代人工智能发展规划》 | 实施全民智能教育项目，在中小学阶段设置人工智能相关课程，逐步推广编程教育，鼓励社会力量参与寓教于乐的编程教学软件、游戏的开发和推广。 |
| 2017/9/27 | 教育部 | 《中小学综合实践活动课程指导纲要》 | 提倡将编程活动融入实践课程。 |
| 2018/1/5 | 教育部 | 《普通高中课程方案和语文等学科课程标准（2017 年版）》 | 将人工智能、数据管理与分析、开源硬件项目设计等内容加入普通高中信息技术课程标准 |
| 2018/4/18 | 教育部 | 《教育信息化 2.0 行动计划》 | 提出完善课程方案和课程标准，充实适应信息时代、智能时代发展需要的人工智能和编程课程内容。 推动落实各级各类学校的信息技术课程，并将信息技术纳入初、高中学业水平考试。 |
| 2019/3/1 | 教育部办公厅 | 《2019 年教育信息化和网络安全工作要点》 | 推动在中小学阶段设置人工智能相关课程，逐步推广编程教育。 |
| 2019/11/30 | 教育部 | 《关于加强和改进中小学实验教学的意见》 | 注重加强实验教学与多学科融合教育、编程教育、创客教育、人工智能教育、社会实践等有机融合，有条件的地区可以开发地方课程和校本课程。 |
| 2020/1/13 | 教育部 | 《教育部关于在部分高校开展基础学科招生改革试点工作的意见》（强基计划） | 强基计划聚焦高端芯片与软件、智能科技、新材料、先进制造和国家安全等关键领域以及国家人才紧缺的人文社会科学领域。 |

资料来源：教育部、国务院，国盛证券研究所

政策支持下，各地区已将编程教育纳入中小学科目。2014 年浙江省率先作为试点，将信息技术（含编程）纳入 2017 年高考选考科目。此外，河南省《2018 年河南省中小学创客教育工作要点的通知》中建议在中小学开设 Scratch、Python 等程序设计课程，培养编程思维、普及编程教育；重庆市教委 2018 年 9 月印发《关于加强中小学编程教育的通知》，将编程列为重庆市中小学必修课，要求小学 3 年级开始学习编程。从各地落实情况层面，少儿编程教育得到了有力推动。

预收费资金监管利好老牌优质培训机构，关注 2022H2 运营恢复。“双减”政策要求的资金监管下，培训机构难以使用预收款进行过度门店扩张以及营销投放，培训机构将以更加理性的方式扩大经营规模，更加利好具有优良口碑、运营历史较久的培训机构。另一方面，由于 2022 上半年疫情封控措施，素质教育培训机构线下门店难以营业，盛通股份 2022H1 归母净亏损 3000-4000 万元，同比由盈转亏，其中科技教育服务业务亏损 5000-6000 万元。伴随疫情封控措施解除，2022 下半年素质教育培训机构的运营情况有望得到显著改善，建议重点关注。

投资策略

2022 上半年教育行业各细分领域延续此前的政策导向，综合考虑政策稳健性、板块成长性、竞争格局与市场空间等多重维度，自上而下优选民办高等教育、职业培训及人力资源服务龙头标的。民办高教公司 2022 年本科及专升本学额实现亮眼增长，政策鼓励下或拥有更多元学历教育发展机遇；职业培训板块维持就业压力支撑培训需求的长期逻辑，推荐竞争格局占优的职业技能培训细分赛道龙头；人力资源服务板块建议关注后疫情时期渗透率快速提升的灵活用工及线上招聘龙头；此外，建议关注 K12 素质教育头部机构 2022 年下半年运营恢复。

1) 民办高教：民办高校 2022 年本科及专升本学额增长亮眼，且 2022 年 5 月开始施行的《职业教育法》延续行业鼓励政策导向，民办高教公司或拥有更多元学历教育发展机遇。核心推荐中教控股，关注希望教育，新高教集团。

2) 职业培训：《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》政策鼓励企业深度参与产教融合，2022 年下半年疫情影响有望减弱，技能培训龙头招生及课程交付有望恢复。核心推荐传智教育、行动教育、中国东方教育。

3) 人力资源服务：后疫情时期灵活就业人数快速增长，企业习惯逐渐形成，灵活用工市场规模快速提升。供需错配之下，在线招聘渗透率正持续提升，降低招聘环节信息不对称。核心推荐科锐国际、BOSS 直聘、同道猎聘。

4) 素质教育培训：2022 年下半年伴随疫情封控逐步解除，素质教育培训机构运营有望恢复正常，关注盛通股份。

图表 58：覆盖教育公司盈利预测和估值

| 赛道 | 代码 | 公司 | 股价 | EPS (人民币) | | | PE | | | 市值 (亿) | PEG | 评级 |
|------|-----------|---------|-------|-----------|------|------|----------|-----|-----|-----------|-----|----|
| | | | 原始货币 | 21A | 22E | 23E | 21A | 22E | 23E | | | |
| 职业培训 | 0667.HK | 中国东方教育 | 3.41 | 0.14 | 0.28 | 0.32 | 21 | 11 | 9 | 74 | 0.7 | 买入 |
| | 003032.SZ | 传智教育 | 14.32 | 0.19 | 0.27 | 0.42 | 75 | 54 | 34 | 58 | 1.1 | 买入 |
| | 605098.SH | 行动教育 | 24.98 | 1.45 | 1.54 | 2.12 | 17 | 16 | 12 | 29 | 0.5 | 买入 |
| | 300662.SZ | 科锐国际 | 45.24 | 1.28 | 1.67 | 2.10 | 35 | 27 | 22 | 89 | 1.0 | 买入 |
| 人力资源 | BZ.O | BOSS 直聘 | 23.81 | -1.42 | 1.81 | 2.48 | - 113 | 89 | 65 | 103 | 2.7 | 买入 |
| | 6100.HK | 同道猎聘 | 9.64 | 0.26 | 0.48 | 0.73 | 32 | 17 | 11 | 51 | 0.4 | 买入 |
| 素质教育 | 002599.SZ | 盛通股份 | 4.66 | 0.13 | 0.23 | 0.40 | 37 | 20 | 12 | 25 | 0.4 | 买入 |
| | 6169.HK | 宇华教育 | 1.17 | 0.23 | 0.43 | 0.49 | 4 | 2 | 2 | 42 | 0.2 | 买入 |
| | 1890.HK | 中国科培 | 1.84 | 0.14 | 0.39 | 0.45 | 12 | 4 | 3 | 37 | 0.3 | 买入 |
| | 1765.HK | 希望教育 | 0.63 | 0.08 | 0.09 | 0.10 | 7 | 6 | 5 | 51 | 0.5 | 买入 |
| 民办高教 | 9616.HK | 东软教育 | 3.96 | 0.43 | 0.58 | 0.69 | 8 | 6 | 5 | 26 | 0.3 | 买入 |
| | 2001.HK | 新高教集团 | 2.53 | 0.36 | 0.43 | 0.49 | 6 | 5 | 4 | 40 | 0.3 | 买入 |
| | 0382.HK | 中汇集团 | 2.21 | 0.38 | 0.50 | 0.59 | 5 | 4 | 3 | 24 | 0.2 | 买入 |
| | 1569.HK | 民生教育 | 0.69 | 0.14 | 0.23 | 0.27 | 4 | 3 | 2 | 29 | 0.2 | 买入 |
| | 0839.HK | 中教控股 | 6.57 | 0.60 | 0.75 | 0.86 | 9 | 8 | 7 | 157 | 0.5 | 买入 |

资料来源：Wind，国盛证券研究所整理 注：EPS 为国盛证券研究所预测；股价和市值采用 2022 年 7 月 15 日收盘价，货币采用公司所在市场货币，港元兑人民币汇率采用 0.85495

图表 59：其他相关教育公司盈利预测和估值

| 赛道 | 代码 | 公司 | 股价 元 | EPS (人民币) | | | PE | | | 市值 亿元 | PEG |
|--------|-----------|--------|---------|-----------|--------|-------|-----|-----|-----|----------|-----|
| | | | | 21A | 22E | 23E | 21A | 22E | 23E | | |
| 职业培训 | 002607.SZ | 中公教育 | 5.03 | -0.38 | 0.04 | 0.11 | / | 122 | 46 | 310 | 1.5 |
| 民办高教 | 1981.HK | 华夏视听教育 | 1.12 | 0.03 | 0.19 | 0.19 | 28 | 5 | 5 | 19 | 0.4 |
| K12 学校 | 002659.SZ | 凯文教育 | 4.14 | -0.20 | 0.01 | 0.06 | / | 293 | 64 | 25 | 1.1 |
| K12 课外 | EDU.N | 新东方 | 22.30 | 9.15 | -38.64 | 2.24 | 16 | / | 67 | 37 | / |
| | TAL.N | 好未来 | 4.00 | 0.93 | -10.02 | -0.38 | 29 | / | / | 26 | / |
| | GOTU.N | 高途集团 | 1.89 | -12.08 | 1.61 | 2.04 | / | 8 | 6 | 5 | 0.4 |
| | DAO.N | 有道 | 4.39 | -7.90 | -3.96 | -0.44 | / | / | / | 6 | / |
| | 1797.HK | 新东方在线 | 15.24 | -1.65 | 0.55 | 0.77 | / | 24 | 17 | 153 | / |

资料来源：Wind，国盛证券研究所整理 注：港股和 A 股 EPS 采用 Wind 一致预期，美股采用彭博一致预期。A 股、H 股股价和市值采用 2022 年 7 月 15 日收盘价，货币采用公司所在市场货币，美元兑人民币汇率采用 6.7503，港币兑人民币汇率采用 0.8592

重点公司：

中教控股：领跑民办高教行业，新校区支撑内生增长空间

民办高教龙头，在校生数规模第一。中教控股作为高教行业学生规模最大的已上市教育集团，旗下运营 8 所国内高校、4 所中专及技师学校、2 所海外高校。公司 FY2022H1 营收同增 28.9%至 23.50 亿元，经调整净利润同增 20.0%至 9.09 亿元。截至 2022 年 2 月 28 日，公司旗下学校在校生共 30.90 万人，同增 23.4%。

新校区投入使用，支撑后续内生增长。公司旗下广州应用科技学院新校区一期已于 2021 年 9 月竣工并入住师生约 6000 人，目前二期正在建设中，公司预计 2022 年将新增入住师生 9000 人。此外，公司已收购肇庆市面积约 372 亩的地块的土地使用权，作为新校区第三期使用。澳大利亚国王学院获批在新南威尔士州纽卡斯尔设立新校区，获批招生学额 1000 人，预计在 2022 年夏季迎来第一批学生，公司境内外协同办学有望得到进一步发展。公司办学实力亦取得提升，FY2022H1 获教育部批准新增 21 个本科专业，在一系列政策鼓励下，公司有望延续稳健的内生增长。

并后整合出色，支撑长期协同发展。公司并购后采用中央化的管理体系对院校进行整合，对标的学校的招生、就业、教师培训等 10 大方面工作进行整合和集团化管理，且加大校舍投入提升办学水平。得益于强大整合能力带来的办学质量提升，公司并购的 3 所独立学院已全部完成转设，并购院校均实现招生学额、学费/住宿费、收入及利润端的可观增长。

盈利预测。我们维持公司 FY2022-2024 归母净利润预测至 17.80/20.66/23.33 亿元，同增 23.3%/16.1%/12.9%，对应 EPS 0.75/0.86/0.98 元，现价对应 PE 8X/7X/6X，维持“买入”评级。

风险提示：公司经营及盈利能力不达预期；《民促法实施条例》各地细则尚未确定。

图表 60：中教控股盈利预测和估值（单位：人民币）

| 财务指标 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 2678 | 3,682 | 4,351 | 5,020 | 5,629 |
| 增长率 yoy% | 37.0 | 37.5 | 18.1 | 15.4 | 12.1 |
| 净利润（百万元） | 633 | 1,444 | 1,780 | 2,066 | 2,333 |
| 增长率 yoy% | 6.8 | 128.0 | 23.3 | 16.0 | 13.0 |
| EPS 最新摊薄（元/股） | 0.27 | 0.60 | 0.75 | 0.86 | 0.98 |
| 净资产收益率（%） | 8.0 | 12.5 | 13.5 | 13.6 | 13.3 |
| P/E（倍） | 21.3 | 9.3 | 7.6 | 6.5 | 5.8 |
| P/B（倍） | 1.5 | 1.1 | 0.9 | 0.8 | 0.7 |

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测 注：股价为 2022 年 7 月 15 日收盘价

希望教育：内生外延双轮驱动，办学质量持续提升

高速成长的民办高教龙头。公司 2009 年起布局民办高教，经过 13 年的快速发展，公司目前旗下并表学校已达 23 所（国内 21 所+海外 2 所），已发展成为当前我国办学网络规模最大、在校生规模第二大的上市民办高等教育集团。FY2022H1 营收同增 29.0%至 15.27 亿元，经调整净利润同降 17.1%至 4.53 亿元。截至 FY2022H1，公司 2021-2022 学年在校生人数同增 19%至 23.21 万人。

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

强化内涵式高质量发展，优化旗下院校办学质量。公司 FY2022H1 着重加大办学投入，扩建类支出同比增长 67%至 15.49 亿元，教学类支出同比增长 41%至 5.85 亿元，其中教室薪酬支出同增 48%至 3.88 亿元。2021 年公司旗下院校共引进教师 1532 人，强化教师队伍力量。公司于 FY2022H1 新建 3.93 万平方米实训场地，建成 82 个实训中心。此外，公司院校完成 5 个省级一流本科专业建设点建设，旗下院校办学质量得到进一步优化。

旗下院校内生增长空间充足，境内外院校协同发展有望打开增量空间。目前公司境内院校校均学生仅 1.1 万人，各学院尚有 55%的土地可供开发利用，为公司提供充足的内生发展空间。此外，推动境内外院校协同发展，FY2022H1 公司旗下马来西亚英迪国际大学、泰国西那瓦大学招生分别增长 43%及 24%。公司两所海外院校均具备本科、硕士及博士学位授予权，有望与境内院校形成协同，为学生打通留学通道。

盈利预测。我们预计 FY2022-2024 归母净利润 7.16/8.01/9.13 亿元，同增 18.2%/11.9%/14.0%，对应 EPS 0.09/0.10/0.11 元，现价对应 PE 6/5/4 倍，维持“买入”评级。

风险提示：《民促法实施条例》各地细则尚未确定；收购整合效果不佳，招生情况低于预期；公司经营及盈利能力不达预期。

图表 61：希望教育盈利预测和估值（单位：人民币）

| 财务指标 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 872 | 2,324 | 3,006 | 3,481 | 3,949 |
| 增长率 yoy% | / | / | 29.3 | 15.8 | 13.4 |
| 归母净利润（百万元） | 119.2 | 606 | 716 | 801 | 913 |
| 增长率 yoy% | / | / | 18.2 | 11.9 | 14.0 |
| EPS 最新摊薄（元/股） | 0.01 | 0.08 | 0.09 | 0.10 | 0.11 |
| 净资产收益率（%） | 2.1 | 7.8 | 8.4 | 8.6 | 8.9 |
| P/E（倍） | 36.4 | 7.2 | 6.1 | 5.4 | 4.8 |
| P/B（倍） | 0.8 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.4 |

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测 注：1）股价为 2022 年 7 月 15 日收盘价；2）2020 财年报告期为 2020.1.1-2020.8.31

行动教育：企业管理培训领军者，一体两翼增长可期

公司概况：中小民营企业家的实效商学院。公司成立于 2006 年，业务以面向中小企业管理培训为核心，针对不同需求开展包括浓缩 EMBA、校长 EMBA 等多元化培训课程。2021 年/2022Q1 营收同增 46.6%/30.8%至 5.55/0.98 亿元，归母净利润同增/84.2%至 1.71/0.08 亿元。

师资/研发/渠道/品牌共筑核心优势。1) 师资优势：公司精品公开课导师实战经验丰富，并携手海内外管理领域知名人士，提供优质课程；内训人员培养体系完善，为客户提供增值服务支持。2) 研发优势：建立系统性课程研发团队，研发流程体系化，课程研发理论结合实践，注重本地化解决实际问题，并根据市场需求持续迭代。3) 渠道优势：公司目前线下渠道覆盖全国近 30 个省会及经济发达城市，渠道网络覆盖全国，截至 2021 年销售人员 711 名，通过电话销售、课程试听、行业协会合作等多元方式获客。4) 品牌优势：公司目前已累计服务企业学员 15 万+，包含诸多上市公司客户，学员满意度及转介绍率突出，形成一定品牌影响力。

未来发展：一体两翼发展，募资用于培训基地及慕课智库建设。公司上市后客户企业范围和规模有望进一步扩大，并依托管理培训业务的坚实基础，有望带动两翼业务——管理咨询和投资业务发展。此外，公司 2021 年 10 月推出 OMO 数字化商学院，帮助客户企业建立线上线下融合式企业大学以及职业人才培养体系。OMO 数字化商学院作为企业大学 SaaS 平台，公司构建了“培训+咨询+SaaS 平台多元化布局”，拉长客户服务周期，进一步强化公司壁垒。

盈利预测：我们预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 1.82/2.51/3.08 亿元，同增 6.7%/37.6%/22.9%，对应 EPS 1.54/2.12/2.61 元，现价对应 PE 16X/12X/10X，维持“买入”评级。

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

图表 62：行动教育盈利预测和估值（单位：人民币）

| 财务指标 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 379 | 555 | 662 | 884 | 1,079 |
| 增长率 yoy% | -13.7 | 46.6 | 19.2 | 33.6 | 22.0 |
| 归母净利润（百万元） | 107 | 171 | 182 | 251 | 308 |
| 增长率 yoy% | -9.5 | 60.1 | 6.7 | 37.6 | 22.9 |
| EPS 最新摊薄（元/股） | 0.90 | 1.45 | 1.54 | 2.12 | 2.61 |
| 净资产收益率（%） | 24.1 | 16.0 | 14.5 | 16.9 | 17.4 |
| P/E（倍） | 27.6 | 17.3 | 16.2 | 11.8 | 9.6 |
| P/B（倍） | 6.6 | 2.7 | 2.3 | 2.0 | 1.7 |

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测 注：股价为 2022 年 7 月 15 日收盘价

中国东方教育：职教龙头，蓄势待发

公司概况：中国最大的职业技能培训集团。公司是目前中国最大的职业技能教育提供商，旗下经营三大业务线的六个知名品牌：①烹饪培训：新东方烹饪（1988 年）、欧米奇（2016 年）和美味学院（2017 年）；②计算机培训：包括新华电脑（2004 年）、华信智原（2006 年收购）；以及③汽车服务：万通汽修（2005 年），2019 年探索第四大业务线美业培训：欧曼谛美业。公司旗下新东方烹饪、新华电脑、万通汽修以长期课程为主，其中一年以上课程培训人次占比 90%+。2021 年，公司营收同比增长 13.5%至 41.4 亿元，经调整净利润同降 13.6%至 4.3 亿元

招生端：2021H2 招生受疫情影响，三年制招生占比快速提升，随疫情影响逐步消除+地推模式启动或迎改善。2021 公司新培训人次同增 6.0%至 15.4 万人，其中 2021H2 受疫情影响反复以及招生渠道竞争等因素影响新招生人数同比降至 7.2 万人（yoy-14.6%），平均培训人次同增 8.3%至 14.4 万人，三年制比重持续大幅提升，截止 FY2021 三年制新生/平均培训人次占比分别同增 5.8/10.2PCTs 至 27.6%/48.9%。新生人次：新东方/新华电脑/万通汽修/欧米奇新生同比变动-9.2%/+16.5%/+24.4%/+12.7%，新东方招生下滑主要受新冠疫情区域性发生等因素影响，平均人次：新东方/新华电脑/万通汽修/欧米奇同增 1.1%/4.1%/29.4%/31.4%，万通、欧米奇延续较高增长主要受益于新专业投放+前期爬坡网点逐渐成熟。此外欧曼谛美业 FY2021 新生/平均人次分别为 1243/496 人（yoy+122.4%/+144.4%）表现出色，2021H2 公司已重启地推模式，同时随疫情影响逐步消除，2022 年招生有望改善。

政策强调校企合作，公司优势有望进一步凸显。新职业教育法强调职业教育需“坚持产教融合、校企合作，坚持面向市场、促进就业，坚持面向实践、强化能力”。公司作为市场化经营的职业培训公司，敏锐感知产业内用人单位需求变化灵活设置专业，并紧密联系 3 万余家优质企业达成长期合作协议，以保障学生优质就业。2021 年，新东方/新华电脑/万通三大主品牌引荐就业率及创业率分别达到 98.4%/94.3%/95.6%，充分体现公司教学内容紧贴用人企业需求。政策导向下，公司的校企合作优势有望得到进一步凸显。

盈利预测。我们预计公司 FY2022-2024 实现归母净利润 5.99/7.01/8.08 亿元，同增 98.1%/17.1%/15.3%，对应 EPS 0.28/0.32/0.37 元，现价对应 PE 11/9/8 倍，维持“买入”评级。

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

图表 63：中国东方教育盈利预测和估值（单位：人民币）

| 财务指标 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 3649 | 4,140 | 4,655 | 5,424 | 6,259 |
| 增长率 yoy% | -6.6 | 13.5 | 12.4 | 16.5 | 15.4 |
| 归母净利润（百万元） | 258 | 302 | 599 | 701 | 808 |
| 增长率 yoy% | -69.6 | 17.3 | 98.1 | 17.1 | 15.3 |
| EPS 最新摊薄（元/股） | 0.12 | 0.14 | 0.28 | 0.32 | 0.37 |
| 净资产收益率（%） | 4.2 | 5.1 | 10.2 | 11.8 | 13.3 |
| P/E（倍） | 24.7 | 21.1 | 10.6 | 9.1 | 7.8 |
| P/B（倍） | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.0 |

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测 注：股价为 2022 年 7 月 15 日收盘价

传智教育：“产品型”IT 培训领军，强化课程研发及品牌打造

IT 培训领军，多品牌运营。传智教育创办于 2006 年，为国内领先的 IT 培训教育公司，基于自主研发的教研体系，开展 IT 短期职业培训（黑马程序员及博学谷品牌）、IT 非学历高等教育（传智专修学院）、少儿编程（酷丁鱼品牌）等业务。公司在全国 19 个一线及省会城市拥有教学中心，实现跨区域、跨品牌运营，2021 年/2022Q1 实现营收 6.64/1.57 亿元、归母净利润 0.77/0.19 亿元。公司公告 2022H1 实现归母净利润 7000-9000 万元，同比增长 167.9%-244.5%，精细化运营取得成效。

竞争优势：教研+教学+产业网络，铸造好的产品和品牌。公司竞争优势包括：1) 教研：体系化、标准化课程研发，基于市场需求持续迭代。截至 2021 年拥有教研人员 951 人，占公司员工人数的 59.5%；2) 教学：教师录用标准严格，汇集具备一线开发经验的专业师资，招聘要求 4 年以上 IT 工作经验，录取率不足 3%，并对教师进行系统培训与考核；3) 产业网络：与 2200+所高校达成课程内容及教学支持合作，与近 600 所高校达成就业实训合作，建立业内影响力，并广泛合作用人企业，为学员提供就业出口。

投资举办中职学校，职教政策东风下有望打通学历教育增量市场。2021 年 12 月，公司投资举办一所营利性全日制统招民办中等职业学校——宿迁传智互联网中等职业技术学校，目前该学校正在招生中，预计于 2022 年 9 月迎来首批新生。在 2021 年政策强化对职业教育的鼓励态度下，公司有望实现中职教育以及高等教育的打通，从而打开学历教育增量市场。

盈利预测。我们暂维持公司 2022-2024 年实现归母净利润预测 1.07/1.69/2.33 亿元，同增 39.8%/57.4%/37.5%，对应 EPS 0.27/0.42/0.58 元，现价对应 PE 54/34/25X，维持“买入”评级。

风险提示：疫情复发风险；市场竞争加剧风险；IT 培训需求下降风险；拓展过程中公司业绩不达预期。

图表 64：传智教育盈利预测和估值（单位：人民币）

| 财务指标 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 640 | 664 | 832 | 1,084 | 1,338 |
| 增长率 yoy% | -30.8 | 3.8 | 25.3 | 30.3 | 23.5 |
| 归母净利润（百万元） | 65 | 77 | 107 | 169 | 233 |
| 增长率 yoy% | -63.9 | 18.1 | 39.8 | 57.4 | 37.5 |
| EPS 最新摊薄（元/股） | 0.16 | 0.19 | 0.27 | 0.42 | 0.58 |
| 净资产收益率（%） | 7.7 | 6.3 | 8.1 | 11.4 | 13.5 |
| P/E（倍） | 88.6 | 75.0 | 53.6 | 34.1 | 24.8 |
| P/B（倍） | 6.8 | 4.8 | 4.4 | 3.9 | 3.3 |

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测 注：股价为 2022 年 7 月 15 日收盘价

科锐国际：技术服务赋能生态圈布局，灵活用工借行业东风高成长

公司概况：品牌力卓越的人力资源解决方案提供商。科锐国际成立 1996 年，是国内领先的以技术驱动的整体人才解决方案服务商，截止 2021 年在全球市场拥有 110 余家分支机构，3000 余名专业招聘顾问，收费客户数量 6196 家，根据公司 2019 年年报数据，客户复购率高达 75%，大量客户合作周期普遍超 10 年，体现出较强客户粘性。2021 年/2022Q1 分别实现营收 70.10 亿元/21.92 亿元，同比分别增长 78.3%/50.0%，归母净利润分别为 2.53 亿元/0.53 亿元，同比分别增长 35.6%/35.6%。

猎头起家全产业链布局，“前店后厂”+“千人前面”支撑效率提升。公司已形成围绕人力资源全产业链服务、线上与线下产品相融合的人力资源服务生态总体布局，通过“前店后厂”+“千人前面”战略提质增效，三大访寻中心助力公司积累超 1000 万条高质量候选人信息，2021H1 千万级收入集团客户 40 家，占整体营业收入的 59%，2017~2021 年前五大客户收入占比始终保持 20%以上，体现大客户驱动战略有效性。

灵活用工业务差异化优势突出，支撑业绩高成长。全产业链布局优势下公司灵工业务覆盖行业、岗位类型可实现无边界拓展，预计目前 IT+医药研发岗占比在 20%~30%，对应加成费用率在 20%左右水平，显著高于行业水平。2021 年全年累计外包人次达到 31.18 万人，截止 2021 外包人数截面数据为 31678 人，预计未来灵工业务仍将保持良好发展趋势，从而支撑公司业绩持续高成长。

新技术服务产品陆续发挥专长初露锋芒。报告期内公司新技术服务业务板块结构清晰，始终坚持以各类平台及技术产品为流量入口、通过技术平台与 SaaS 产品链接更广泛的长尾客户，为公司扩宽“前店”获客能力的同时输出专业化、标准化产品，广泛赋能区域服务伙伴的政企数智化。截止 2021 年末，医脉同道平台共聚合重点区域内药企、医疗机构等企业用户超过 5000 家，企业用户数超过 11,000 个；科锐才到云 SaaS 累计为 200 余家企业提供服务；禾蛙平台报告期内交易数据翻倍，业务数据年内增长约 8 倍，推荐效率已实现大幅提升。区域人才大脑平台本报告期产生服务费收入的客户数量为 6,196 家，比去年同期增长 17%。

盈利预测。我们预计 FY2022~FY2024 归母净利润分别为 3.28/4.14/5.25 亿元，同比分别增长 30.1%/26.1%/26.6%，对应 PE 分别为 27/22 /17 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情复发风险；宏观经济不景气风险；客户流失风险等。

图表 65：科锐国际盈利预测和估值（单位：人民币）

| 财务指标 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 2932 | 7010 | 10089 | 14131 | 19181 |
| 增长率 yoy% | 9.6 | 78.3 | 43.9 | 40.1 | 35.7 |
| 归母净利润（百万元） | 186 | 253 | 328 | 414 | 525 |
| 增长率 yoy% | 22.4 | 35.5 | 30.1 | 26.1 | 26.6 |
| EPS 最新摊薄（元/股） | 0.95 | 1.28 | 1.67 | 2.10 | 2.67 |
| 净资产收益率（%） | 17.5 | 13.3 | 14.6 | 15.6 | 16.5 |
| P/E（倍） | 47.9 | 35.2 | 27.1 | 21.5 | 17.0 |
| P/B（倍） | 8.6 | 4.3 | 3.7 | 3.2 | 2.7 |

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测 注：股价为 2022 年 7 月 15 日收盘价

BOSS 直聘：新兴“直聊”在线招聘龙头，强劲成长有望持续

新兴在线招聘龙头，“直聊+智能匹配+移动”模式直击传统线上招聘痛点。BOSS 直聘成立于 2013 年，创始人赵鹏先生拥有超过 16 年的互联网行业经验和超过 22 年的人力资源服务经验，公司通过去中介化的方式形成了独特的“移动+智能匹配+直聊”商业模式，实质性为在线招聘过程提质增效。

月活、付费用户数量创新高，支撑收入、现金收款持续增长。在疫情及宏观经济环境对企业招聘活动形成一定影响背景下，通过持续加大产品和技术投入、挖掘用户深层次需求、聚焦服务老客户，2022Q1 月均 MAU 提升至 2523 万，付费企业客户增至 410 万（yoy+41.4%），预计 KA 数量及收入占比亦呈现较快增长趋势。付费客户数量以及平均付费增长支撑 2022Q1 在线招聘服务收入同增 44.1%至 11.3 亿元，同期其他服务实现收入 1056.2 万元（yoy+65.6%）亦延续高增长。2022Q1 公司经计算现金收款为 12.9 亿元（yoy+9.2%），为业绩持续增长提供保障。

疫情对 Q2 造成一定压力，6 月以来已逐步恢复。3 月下旬疫情以来，企业招聘需求整体有所下降，上海、北京作为公司重要收入贡献城市，上海区域 4~5 月收款同降 50%，北京区域 5 月亦收到较大影响，6 月以来影响逐渐减弱，业务数据已逐步恢复至疫情前 80%水平。

用户注册放开，有望充分受益于保就业。根据公司官方微博，公司用户注册已于 2022 年 6 月 29 日恢复。防控逐步返放松，企业招聘活动有望逐步恢复，同时 2022 高校毕业生达 1076 万创历史新高，公司业务契合保就业促增长大方向，有望充分受益于国内宏观经济转暖趋势，叠加自身行业龙头优势，成长提速可期。

盈利预测。我们预计公司 FY2022-2024 盈利预测，预计经调整净利润分别 8.8/11.8/14.3 亿元，对应调整后 EPS 2.04/2.71/3.30 元，维持“买入”评级。

风险提示：付费企业用户数量增长不及预期的风险、销售费用、研发费用大规模投放继续制约利润表现的风险。

图表 66: BOSS 直聘盈利预测和估值（单位：人民币）

| 财务指标 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 1944 | 4259 | 5169 | 6158 | 7193 |
| 增长率 yoy% | 94.7 | 119.1 | 21.4 | 19.1 | 16.8 |
| 归母净利润（百万元） | -1226 | -1235 | 784.5 | 1075 | 1382 |
| 增长率 yoy% | / | / | / | 37.0 | 28.6 |
| 经调整净利润（百万元） | -285 | 853 | 885 | 1175 | 1432 |
| 增长率 yoy% | / | / | 3.7 | 32.8 | 21.9 |
| EPS 最新摊薄（元/ADS） | / | 2.84 | 1.81 | 2.47 | 3.18 |
| 经调整 EPS（元/ADS） | / | 1.96 | 2.04 | 2.71 | 3.30 |
| 净资产收益率（%） | 40.9 | -10.0 | 3.9 | 5.3 | 6.7 |
| P/E（倍） | / | 81.8 | 78.8 | 59.4 | 48.7 |
| P/S（倍） | / | 16.4 | 13.5 | 11.3 | 9.7 |

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测 注：股价为 2022 年 7 月 15 日收盘价

风险提示

行业政策风险：《民促法实施条例》地方实施意见尚未落地，存在不确定性。

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

疫情复发风险：职业培训及素质教育培训主要采用线下培训模式，疫情复发或对培训机构的运营以及招生产生不利影响。

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

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|----|-------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 5%以上 |
| | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com