

## 职业教育产业链梳理，处于高增长阶段的是哪些子版块？

今天，首先是做一下行业复盘。最近几天大盘普涨，市场又是一片欢呼。我们还是想反过来提一些逆向思考的逻辑，其实，我们不害怕下跌，但比较害怕上涨，尤其是普涨。普涨，无论从机构角度还是个人角度，其实都未必是好事。为什么？普涨不是更容易赚钱吗？

其实不一定。普涨不一定更容易赚钱，反而还可能把人们带进未知的风险。

首先，如果大盘下跌和震荡，更容易跑出阿尔法，而普涨状态下，其实很难跑出超额收益；

第二，普涨是泡沫的催化剂，无论什么基本面一般的阿猫阿狗，都会涨，都会被市场挖掘逻辑；

第三，普涨状态下，高估的行业和公司、低估的行业和公司，会一起涨，那么其实这种状态下，你很难识别哪些上涨是有逻辑的、哪些上涨是缺乏逻辑支撑的。

典型的案例，就像近期暴涨的某面条公司。市场上也会挖掘各种理由去看好它，因为短期的高增速，但事实上我们并不认为这种上涨有中长期可持续的逻辑，因为，实际上它这门生意的壁垒并不高、投入资本回报率很低，从回报率角度，甚至还不如中国神华、大秦铁路这类公司。

所以，同样都是上涨，如果你仔细分析，其实背后是完全不同的逻辑。有些上涨是被市场生拼硬凑、硬挖出来的逻辑，很难持续、有炒作嫌疑，且风险较高；而有些

上涨是有内生上涨动力的估值修复、基本面提升逻辑。

比如，食品行业的上涨，和家居、光伏行业的上涨，都是上涨，但其实是完全不同的。一个是高估行业的泡沫上涨，其中很多公司是被硬挖的逻辑，而另外两个是低估行业的景气度提升上涨。同样都是上涨，显然后面两种更安心一些。因为，估值低不低，你是能算出来的，不用天天担心要不要跑、泡沫破裂、大幅下跌。

浓缩成一句话：要做自己看得懂、算得出的投资。以前，我们还会被市场上涨带得头脑发热，现在不会了。现在我们会以“性价比”为核心，只做自己算得出来的领域，算不出来的领域、不“划算”的领域，再多人追捧也坚决不碰。

**好，行业复盘结束，接下来继续我们的产业链研究。**

今天要研究的行业，在卫生事件发生后，出现了比较明显的分化。三家代表龙头公司，走出几种截然不同的走势。比如，港市的龙头 A 公司，从高点 17.55 元/股，跌到 10.5 元/股，区间峰值跌幅 40%。

不过，其从上市以来一直备受关注，逐步成为港市“核心资产”。因而，这一轮还没跌多久，就被市场资金大幅涌入买到爆，如今已大幅反弹接近前期高点。



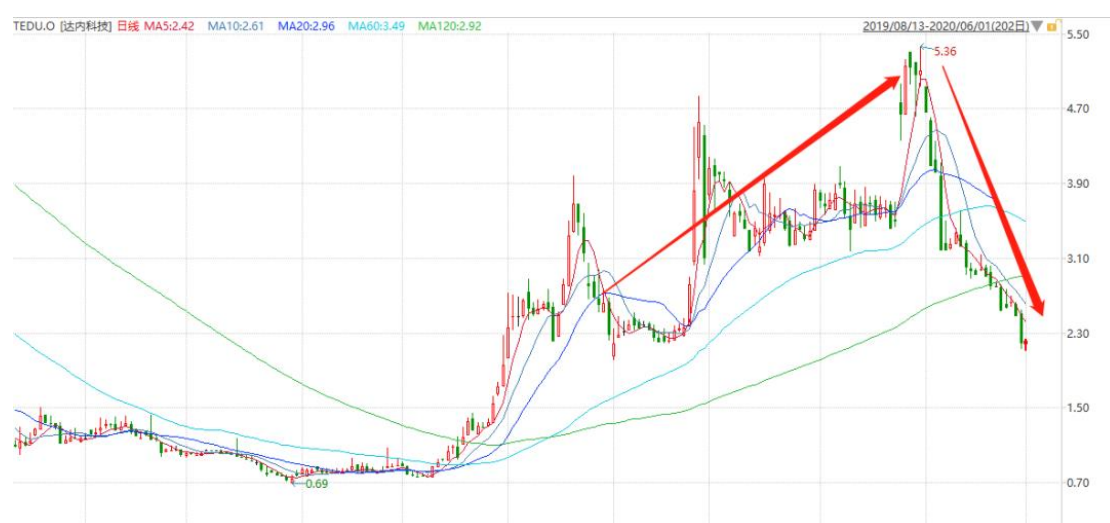
图：龙头公司 A 在港市走势 来源: Wind

另一家内地市场的龙头 B 公司，股价自卫生事件开始，不跌反而一路高涨，目前涨幅高达 104.65%。



图：龙头公司 B 在内地走势 来源: Wind

再看另外一家美国市场的龙头 C 公司，卫生事件发生后先下跌，后迅速反弹，但 4 月 28 日反弹到高点后，又开始大幅下跌。同时，C 公司由于目前还处于亏损阶段，因而这个行业，就是职业教育板块。以上三家龙头，分别为中国东方教育、中公教育、达内科技。



图：龙头 C 股价走势 来源：Wind

它们之所以走出不同的走势，主要还是因为其培训方向和财务情况。中公教育对应的公务员培训，就业不受卫生事件影响；而中国东方教育，对应的信息技术、厨师、修车领域，则会因为突发事件，导致就业率下降；而作为信息技术培训为主的达内科技，它目前的大幅下跌，一方面和其处于亏损状态有关，另一方面，也跟中概股近期普跌、其自身财务数据被媒体质疑有关。

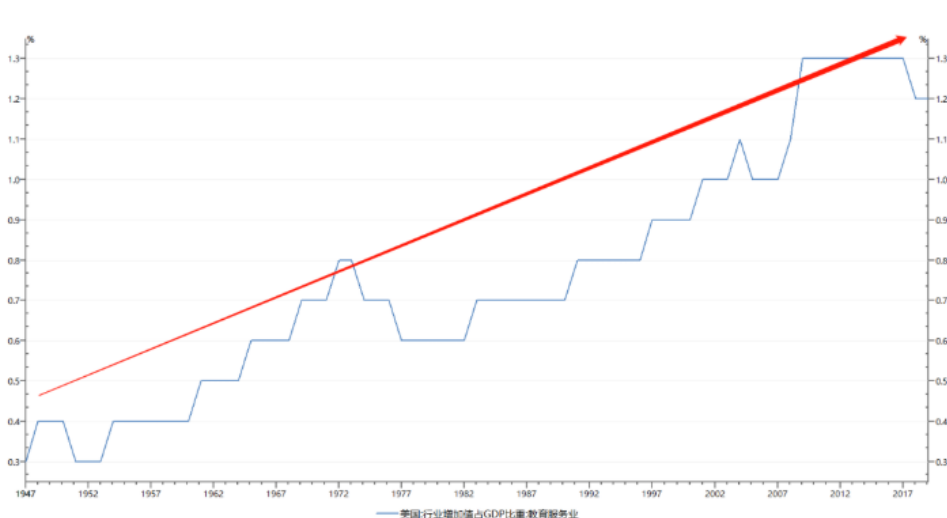
对于这条产业链，眼下，我们必须研究一下，并且还要解决几个核心问题：

一是，职业教育行业的供需情况到底如何？宏观层面和行业层面的影响因素有哪些？

二是，职业教育的子板块中，哪些处于高增长阶段，背后的驱动力是啥？

## (壹)

参照美国的发展经验，发现当人均 GDP 跨过 1 万美元大关后，教育服务占 GDP 的比重大幅提升，2019 年我国的人均 GDP 刚刚达到 1 万美元。



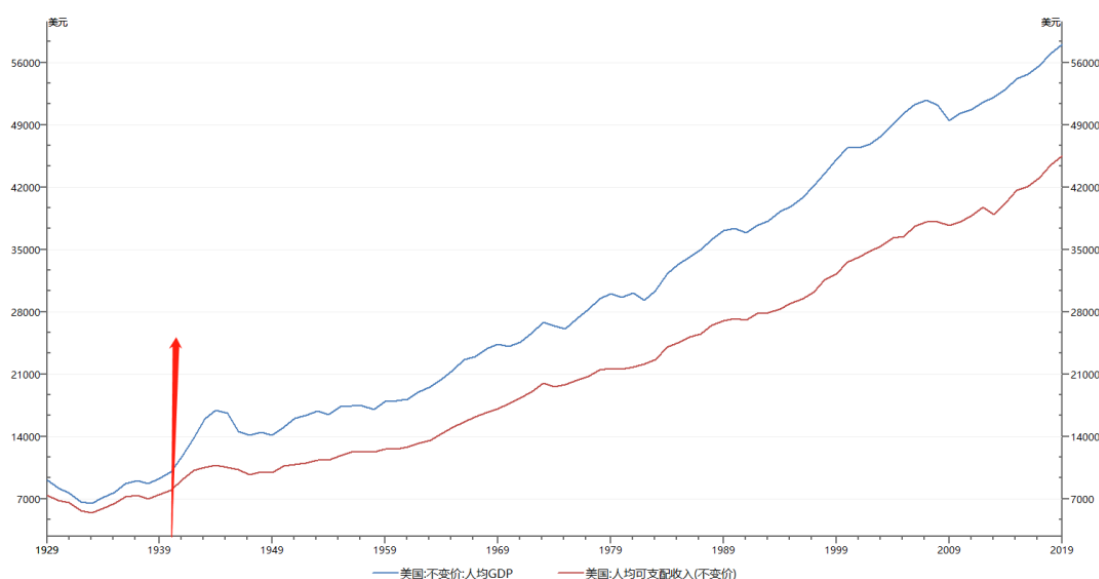
图：美国教育服务业占 GDP 比重

来源：Wind

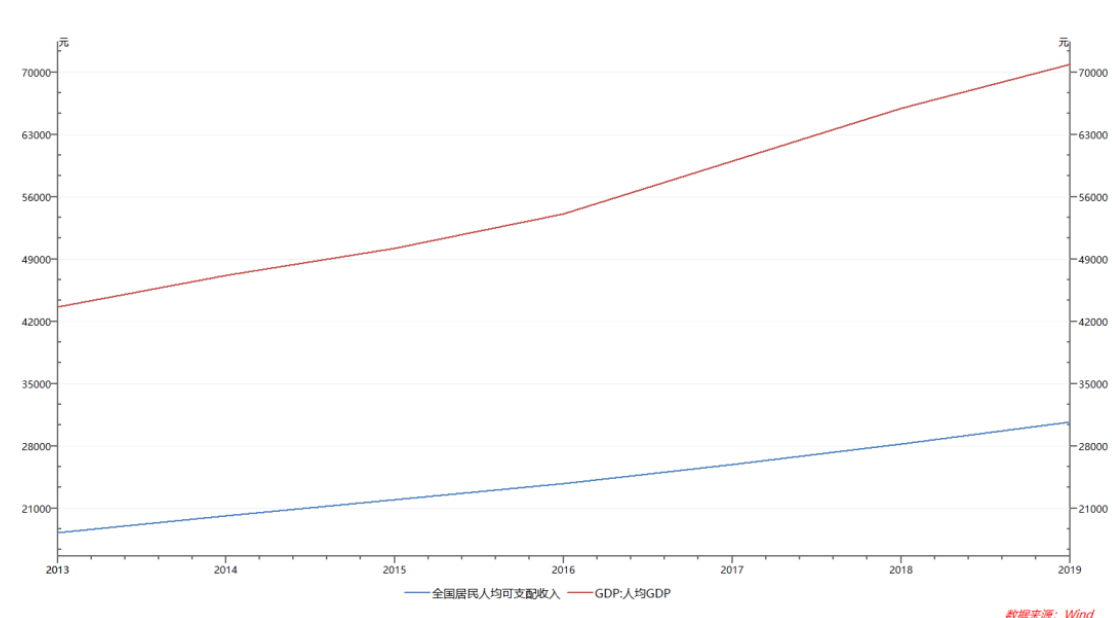
但需要注意的是，如果我们按照人均可支配收入来做对标，能够发现，我国从人均 GDP 到人均可支配收入之间，存在的差距较为明显，美国的人均可支配收入/人均 GDP 大概为 70%-80%之间，而我国则在 45%左右。也就是说，在美国的经济结构之下，1 块钱 GDP 中有更多的部分能够转化为居民收入。

因此，从对标的维度来看，我国居民的实际购买力，可能还要低于美国当时的情况。

2019 年，我国人均可支配收入为 4390 美元，而 1940 年的美国人均可支配收入为 7942 美元。



图：美国人均 GDP/人均可支配收入情况（单位：美元） 来源：Wind



图：中国人均 GDP/人均可支配收入情况（单位：人民币） 来源：Wind

上述测算，给予了我们一个大概的指引，当前，我国的教育行业很可能临近一个快速发展的拐点处，同时，更值得注意的是，教育这个行业内，结构分化的确定性较高。

在上一篇教育产业链报告中，我们提到，教育属于消费行业的子赛道，同时，教育行业可以按照消费行业的分类法，分为可选教育和必选教育两类。

必选教育，包括学前、K12（校内部分，校外部分为可选）、高等教育；

可选教育，包括 K12（校外部分，主要是补课）、职业教育、在线教育。

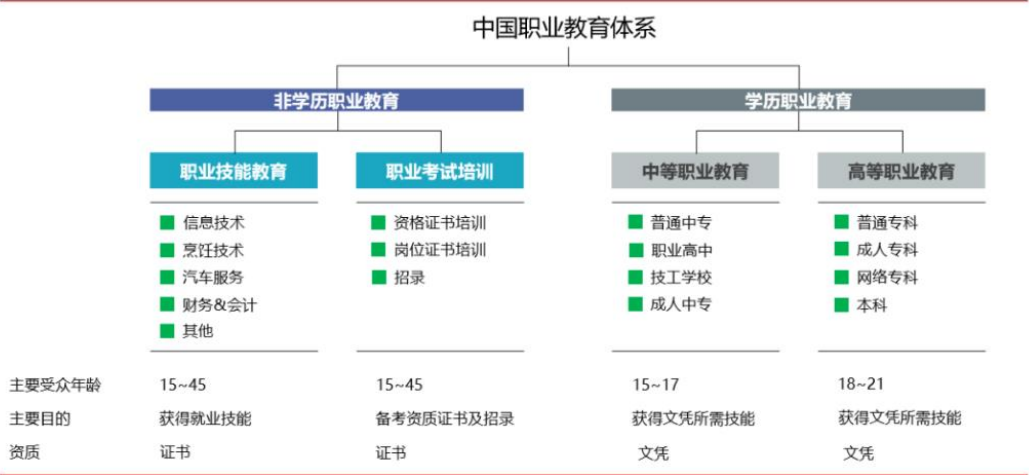
上一篇报告研究过学前、高等教育的逻辑，此处不详述（[点击回看部分内容](#)，全文见专业版报告库）。在本篇报告中，我们聚焦于**职业教育**这个门类。职业教育的目的，是培养具备专业知识和技能的劳动者，与普通高等教育相比，职业教育更重视实践技能和工作能力。

因此，按照参与职业教育学习者的目的来划分，职业教育通常分为两种，一是学历教育、一是技能培训。其中，学历职业教育，实际上是高等教育的一部分，我们在上篇报告研究过。

非学历职业教育，按照不同的学习目的，又可以分成为两大类：1、职业技能教育（目的为获得就业技能）；2、职业考试培训（备考资质及招录）。同时，非学历职业教育的指向都是很明确，核心是：就业。

职业技能教育细分赛道，包括信息技术、烹饪技术、汽车服务（如驾照考试）、财务会计、其他；职业考试培训细分赛道，包括资格证书培训、岗位证书培训等。

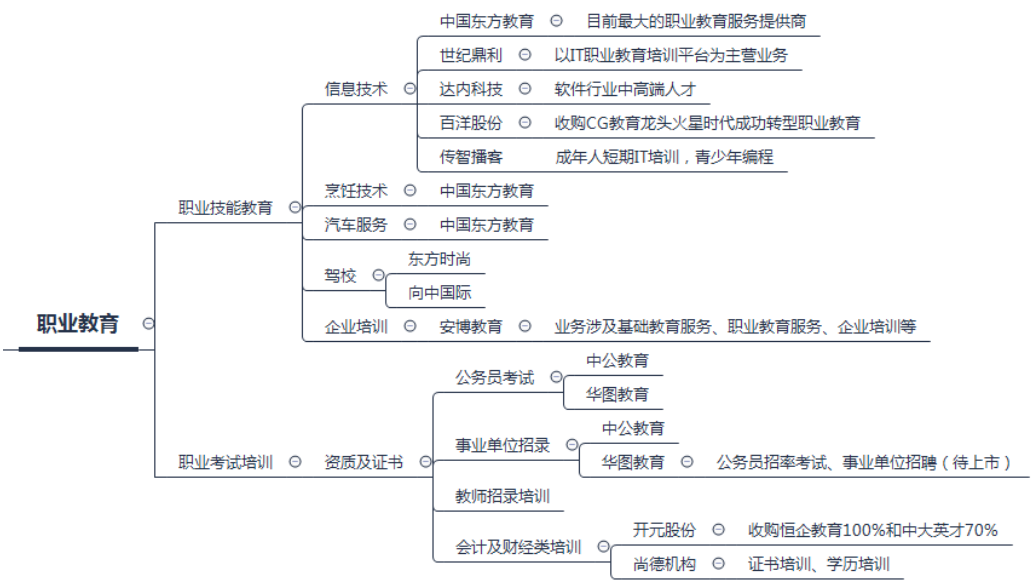
图 1：中国职业教育体系



图：中国职业教育体系

来源：中国东方教育招股书



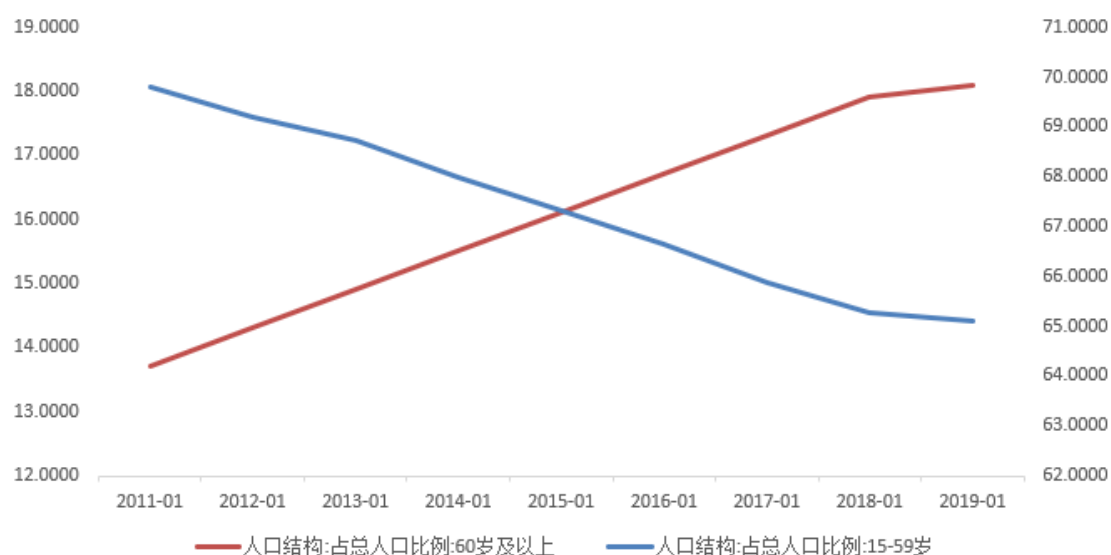


图：职业教育情况

来源：塔坚研究

(貳)

非学历教育，面向的人群主要集中在 15 岁-45 岁，对技能培训、考试培训等需求较为强烈的人群。首先来看人口的情况，从 2011 年开始，我国劳动力人口（15 岁-59 岁）结构占比下降，同时 60 岁以上人口结构占比提升。



图：劳动力人口结构

来源：Wind

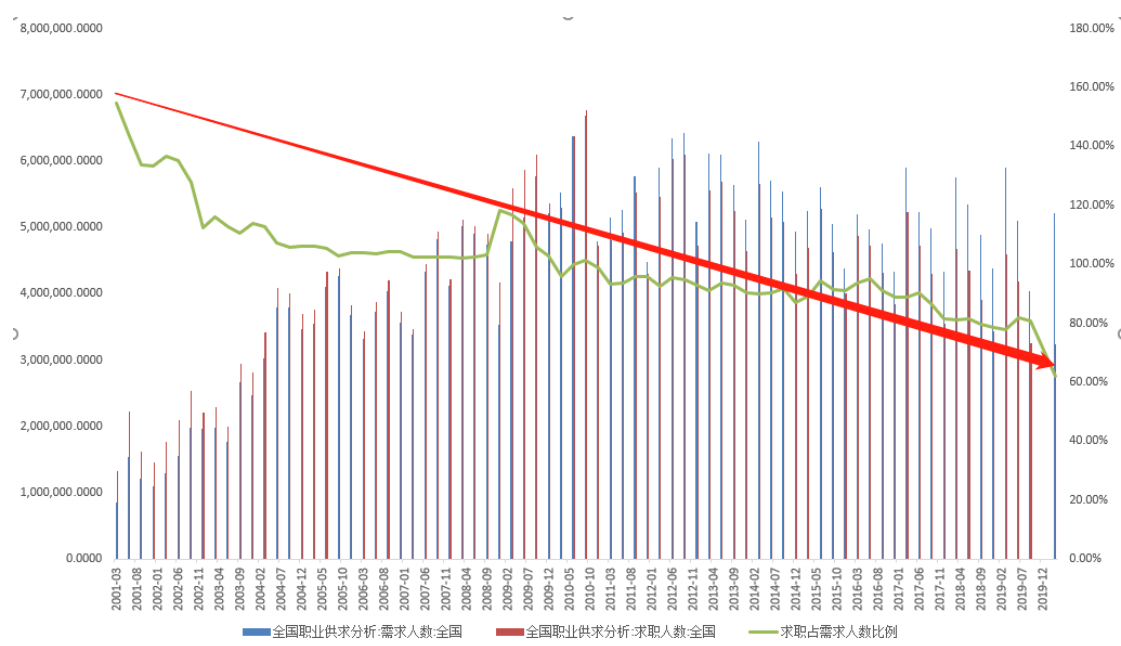
当前低生育率和高期望寿命的前提下，这样的结构趋势并不会发生太大的改变，未来，60 岁以上退休人口比例将会继续上升，同时劳动力市场的结构占比相应递减，因此人口结构的变动，会深刻的影响我国劳动力市场的供给端。

从人群总量的维度来看，职业教育面向的人群（15-59 岁）比较难有大规模的增长。因此，职业教育这个赛道的增长逻辑，只能在于品类渗透率的提升、或者集中度的提升。

职业教育的统计数据较少，我们无法获取渗透率的情况，因此，我们通过分析劳动力市场的核心矛盾，来确定其渗透率变化的边际方向。

我们通过求人倍数（求职人数除以需求人数），做一个简单的测算，发现 2001 年到 2020 年 3 月，这个比例持续下滑。目前这个比例的水平为 61.88%。这意味着，有 100 个岗位需要找人，但只有 62 个人来应聘。

这个数据和我们平时的感知，好像是不符合的，感觉上劳动力市场好像没有这么充裕，更多感觉应该是岗位少、人多。但是，我们只能以数据为准来做分析，从统计数据来看，我国用工单位的需求，其实并没有得到满足。



图：全国职业求职人数和需求人数情况

来源：中国人力资源市场信息监控中心

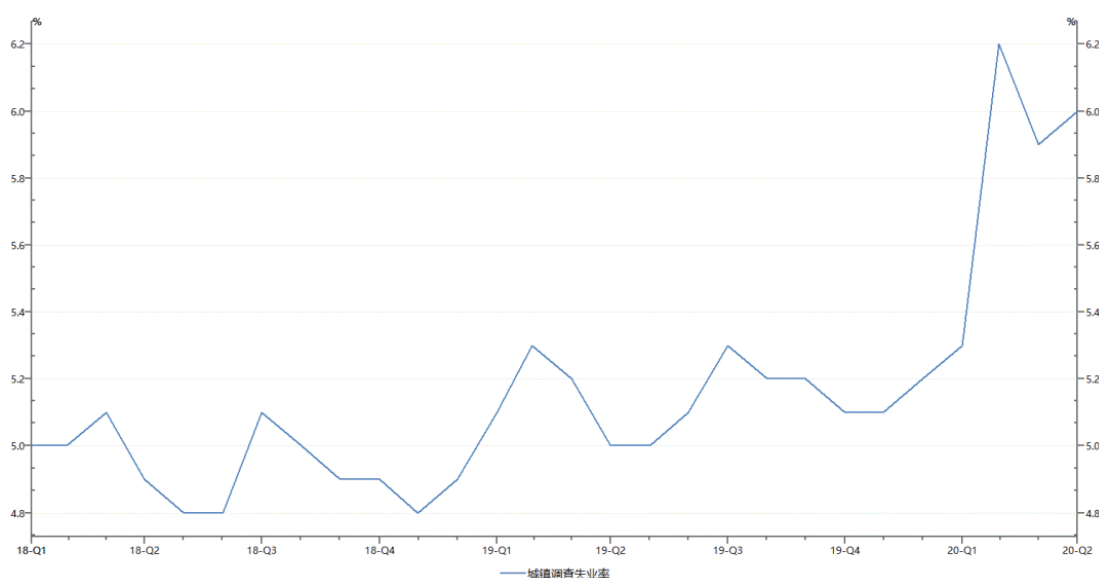
出现这样的数据，实际上并不是因为劳动力整体短缺，而是技能劳动者的短缺。

根据国家统计局数据显示，我国目前蓝领人群大约 4 亿人，其中技能劳动者超过

1.65 亿人，占就业人员总量的 21.3%，但高技能人才只有 4791 万人，仅占技能劳动者总数的 29%。

此处要重点注意，高技能人才占比这个数据，德国是 50%，日本是 40%，相比而言，我国的高级技能人才十分匮乏，提升空间较大。

并且，卫生事件加剧了这样的矛盾，从失业率的情况来看，目前，我国由于卫生事件冲击，失业率处在较高的位置。事实上，如果能够把失业这个数据拆分开，相信高技能人才失业是比较少的，更多的还是非高技能人才失业较多。



图：城镇失业率情况

来源：Wind

总结一下，基于当前劳动力市场供需错配的情况，职业教育的增长驱动力其实非常明确。此处，我们做一个简单测算，如果假设未来 10 年，我国高技能人才达到

日本水平, 则高技能人才的数量年化增速为 3.26%, 若假设 20 年达到日本水平, 则年化增速为 1.61%。

### (叁)

由于职业教育主要分为技能型、培训型两大种类, 我们逐一来分析, 先来看技能培训赛道。

根据中国东方教育招股书中, 弗若斯特沙利文的测算, 2017 年我国职业技能培训市场规模为 980 亿元, 其中信息技术、烹饪技术及汽车服务三项培训合计占比为 40.1%, 预计 2020 年这三项培训的比例可提高到 43.70%。

图 10: 中国职业技能培训领域收入规模 (亿元)

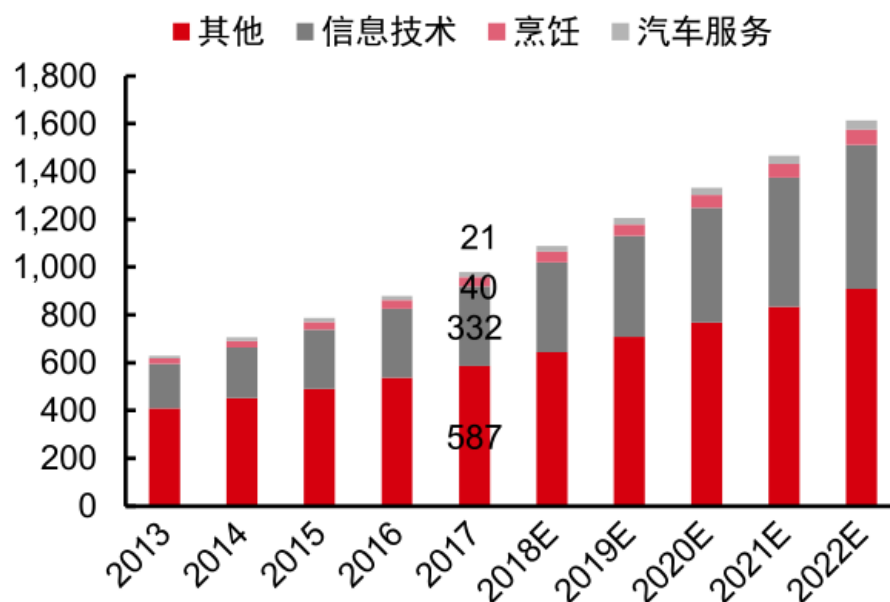


图: 中国职业技能培训领域收入规模预测 来源: 弗若斯特沙利文

但考虑到不同的技能对应不同的下游，因此，我们先从受众人群、就业难度、工资水平、培训复购率这四个维度，来重点梳理五个主流的职业培训方向，分别为：信息技术、汽车服务、烹饪、公务员、驾照。

**受众人群**——驾照（18 岁以上）>信息技术（就业面广，IT 服务、5G、AI、影视制作等）>厨师>修车>公务员（要求本科以上，因而人群比其他几类少）；

**就业难度**——公务员（招录比 63:1）>信息技术（招聘要求高）>修车>厨师>驾照（就业门槛低，有驾照就可成为司机）；

**工资水平**——信息技术（程序员工资逐年大幅提升）>公务员（起薪高，后续涨幅不大）>厨师>修车>驾照；

**培训复购率**——信息技术（新 IT 技术迭代快）>厨师（菜系更新）>修车（车型更新）>公务员（考过就好）>驾照（考过就好）；

将这几个维度中，各个赛道进行了一个排序后，就能有感知：信息技术培训是其中更好的生意，因为市场较大，同时，因为其技术迭代快，导致复购率高；并且这个行业工资水平高，覆盖人群较广。

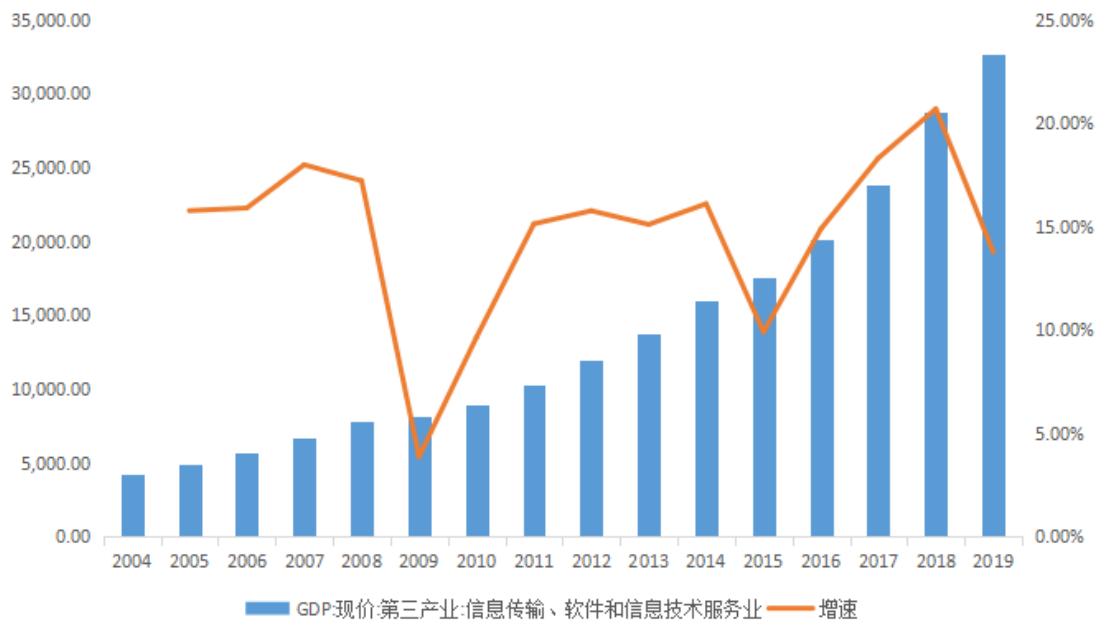
而像厨师、修车这类属于职业教育中比较平稳的赛道，各方面都相对均衡。公务员则是职业教育中客单价较高的赛道，因为其受众人群的门槛较高，通过率低，且一次通过无需复考，因此，天然适合高客单价。

驾照培训是相对较差的赛道，虽然受众人群广，但一方面无复购率，另一方面，就业门槛低。

接下来，我们挨个来看这几个职业培训赛道。

## (肆)

信息技术培训——占整个技能培训市场的比例 1/3，这个子行业的规模之所以较大，一方面是信息技术行业本身的空间较大，从业人员规模庞大，学成之后可从事的岗位颇多，比如影视、软件、IT、云计算、大数据、AI 等行业都需要信息技术的从业人员。



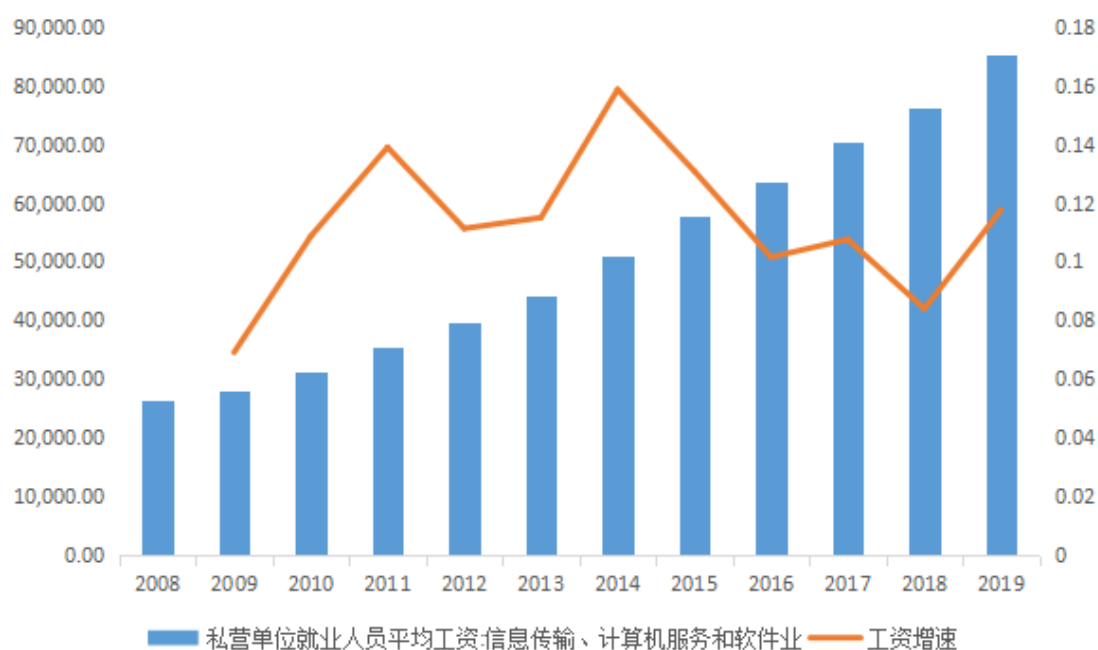
图：信息传输、软件、技术服务总产值及增速

来源：Wind、塔坚研究

2015 年到 2019 年，信息技术总产值增速分别为 9.89%、14.88%、18.31%、20.68%、13.77%，可以看出整个行业处于飞速发展中，因此其对就业人员的需求也很旺盛。

这个行业，就技术层面来看，更新迭代较快，对从业人员的技能要求高。从业者需要通过培训、进修等方式不断的充实职业水平，所以，这个板块会有源源不断的生源。





图：信息服务行业薪酬及增速

来源：Wind、塔坚研究

另外,从业人员的工资层可以看出来,近三年其年薪的增速分别为 10.75%、8.39%、11.76%，而同期人均可支配收入的增速为 8%。从薪酬角度来看，涨幅较为明显的行业，也是吸引技能培训市场的重要指标之一。

信息技术培训，从行业总量的角度来说，成长的确定性较高，但这个行业目前比较大的问题是格局比较分散，还没有较为突出的巨头。

目前，这个领域的上市公司有**达内科技**、**传智播客**、**中国东方教育**。在信息技术培训这个赛道，头部三家公司的市占率分别为 3.4%、3.3%、3.2%，还未有绝对的龙头出现。

其中，达内科技在美股上市，目前，其 IT 培训的收入规模为三家中较大，主要培养软件开发工程师，2015 年起，公司开始面向青少年的少儿编程课程。它 2018 年收入为 19 亿元，净利润为-5.9 亿元，目前处于亏损中的原因，在于短期内大幅提高销售费用来吸引用户。

中国东方教育则在港股上市，其 19.83%的收入来自于信息服务板块，收入为 9 亿元，盈利较为稳定。此外，烹饪板块贡献 64.65%的收入，汽车培训贡献 13.60%的收入。

传智播客，2019 年 11 月递交招股书，等待上市中，公司主要面向有 IT 学习需求的成年人提供短期培训课程，教学中心覆盖北上深等 18 个城市，其在 2018 年收入为 7.91 亿元。

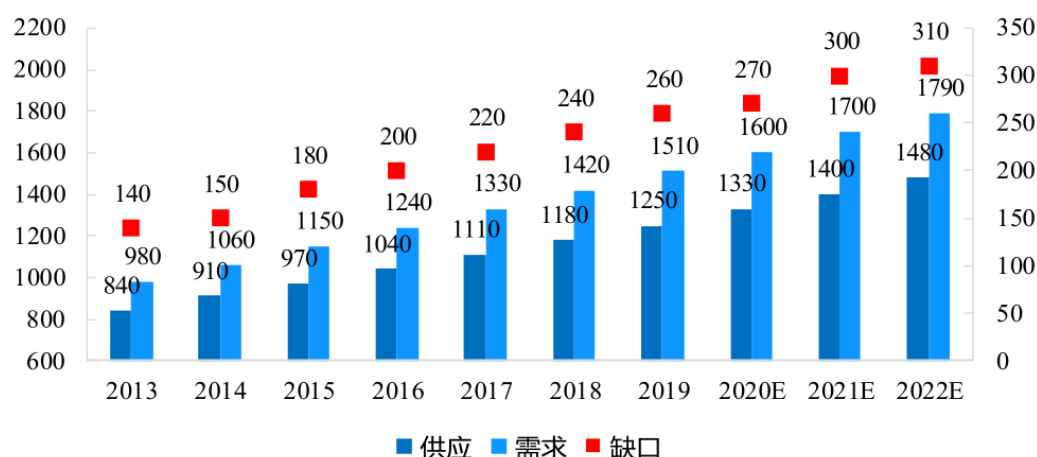
整体来看，这三家已上市公司的 IT 培训业务，均值得后续长期跟踪。

## (伍)

接着，我们来看餐饮和汽车服务的培训市场情况。餐饮行业的增长驱动主要在于城镇化率提升，消费升级驱动下，居民在外就餐的比例大幅提升带来餐饮业的蓬勃发展。而这快速发展的背后，促使烹饪技术行业熟练工人缺口严重。

根据弗若斯特沙利文披露 2020 年到 2022 年，厨师每年的人才缺口在 50-60 万人左右，由于厨师上岗的门槛较高，需要具备厨师证，因此其参培率会高于 50%。若以 60%推算，则每年厨师行业需要培训的人数在 30 万以上。

图42： 2013-2022E 烹饪熟练工人供需缺口（万人）



图：厨师供需缺口

来源：弗若斯特沙利文

再从工资角度来看，据方正证券披露，厨师的年薪涨幅在 10%左右。我们通过统计局发布的私营企业中住宿和餐饮(没有餐饮单列的公开数据)工资水平来看，每年薪酬涨幅在 7%左右。两组数据交叉来看，餐饮的工资涨幅在 7%到 10%之间，接近或高于人均可支配收入增速。

汽车服务培训，它的就业市场驱动主要在于人均汽车保有量的提升（重点在三线以下城市）、存量汽车市场中保养和汽车装饰改造需求，以及随着汽车里程不断增加而催生的维护保养需求等。

但汽车服务行业公认年薪较低，增幅较慢。根据海通证券统计的数据来看，2019 年汽车服务行业的年薪增速为 4.3%，低于人均可支配收入增速。接着来看技能培训赛道的竞争格局情况：

表7：职业技能教育细分市场前三大市场参与者市场份额（2017）

烹饪技术			信息技术			汽车服务		
公司	平均培训人次	市场份额（%）	公司	平均培训人次	市场份额（%）	公司	平均培训人次	市场份额（%）
中国东方教育	65372	23.1	中国东方教育	21442	3.4	中国东方教育	15236	9.7
集团 A	8077	2.9	集团 A	20082	3.3	集团 A	15000	9.5
集团 B	2600	0.9	集团 B	20023	3.2	集团 B	2000	1.3
前三大市场参与者		26.9	前三大市场参与者		9.9	前三大市场参与者		20.5

资料来源：弗若斯特沙利文，新时代证券研究所

图：职业技能教育细分市场格局

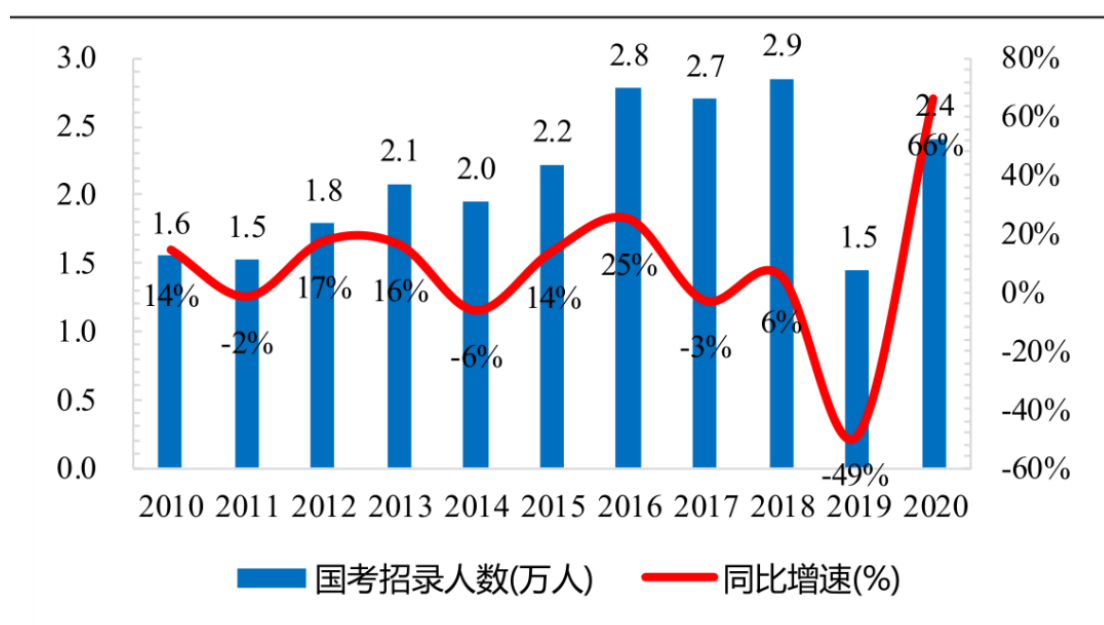
来源：新时代证券

从烹饪、汽车服务这两个板块来看，中国东方教育为龙头公司，其中在烹饪技术培训上以 23.1%的市占率，占据绝对优势。而在信息技术和汽车服务方面，东方教育的龙头优势还并不显著。

不过整体来看，修车类的 CR3 的市场份额并不高，未来提升空间较大。而且，技能培训这方面，通常都是就地培训，学业完成后需要在当地寻找就业机会。从中国东方教育目前的运营情况来看，其主要覆盖一二线城市，仍具备下沉的空间。

## (陆)

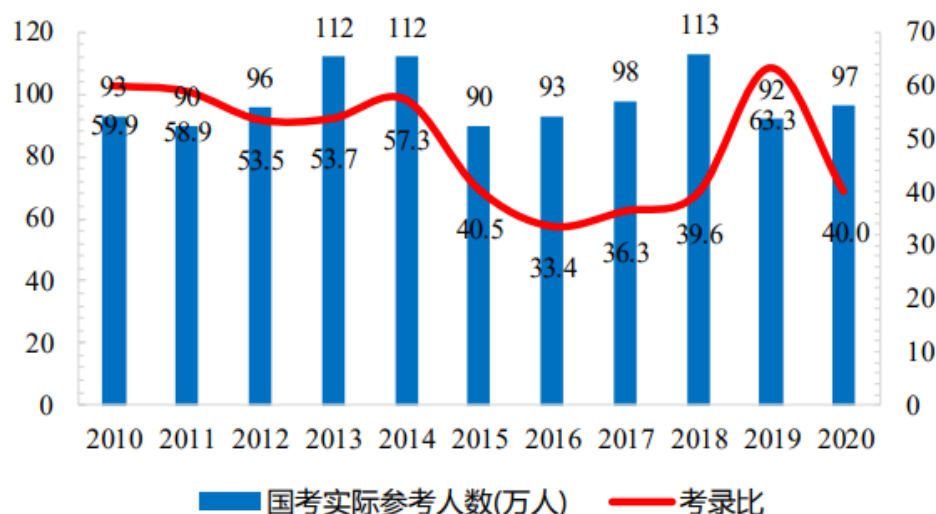
好，分析完职业技能市场，接下来看公务员考试：从招聘端来看，2019 年国考，缩减了招聘岗位，招录人数下滑 49%，但是报考公务员审核通过人数却仅仅下滑 16.86%，这使得实际参加考试人数/招录人数在 2019 年达到 63:1，意味着一个岗位指标，同时有 63 个人申请，竞争激烈程度达到历史较高水平。在这样激烈的竞争之下，培训基本就是刚需。



图：招录人数

来源：新时代证券

图9： 历年国考实际参考人数及考录比



图：历年国考实际参考人数及考录比

来源：新时代证券

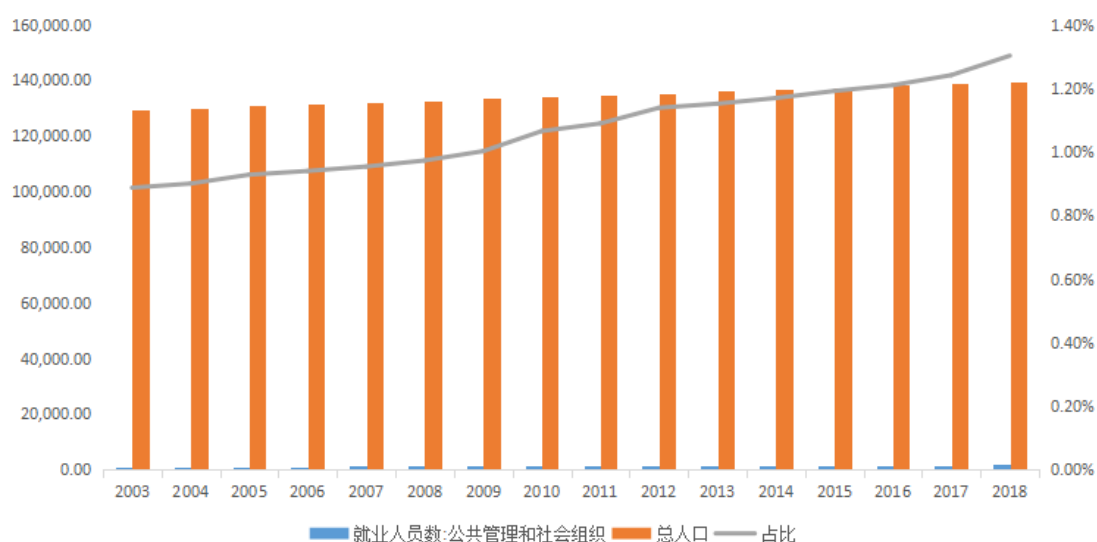
到 2020 年，国考恢复正常招生人数，招录人数同比增长 66%，报名人数也随之提升。但有一个很有趣的现象：无论公务员考试招录人数是上升亦或是下降，报名人数整体都是处于上升水平。

目前，在经济增速放缓，就业压力较大的背景下，工作稳定的公务员、事业单位对应届生的吸引力更大。在来看历史上，考录比通常在 33 到 60 之间，意味着每一个岗位有 33 人到 60 个人来竞争，激烈的竞争程度，促使考生去参加公务员考试培训，因此，参培率暂时还无需考虑，因为，不愁没人报考。

因此，竞争激烈、录取难，是公务员考试长期的主旋律，但对于这个领域的培训机构来说，行业总量能否增长，仍然要看未来公务员招录人数是否会逐年增加。

**这方面，我们看两个指标：公务员/居民数量比、财政供养人口比例。**

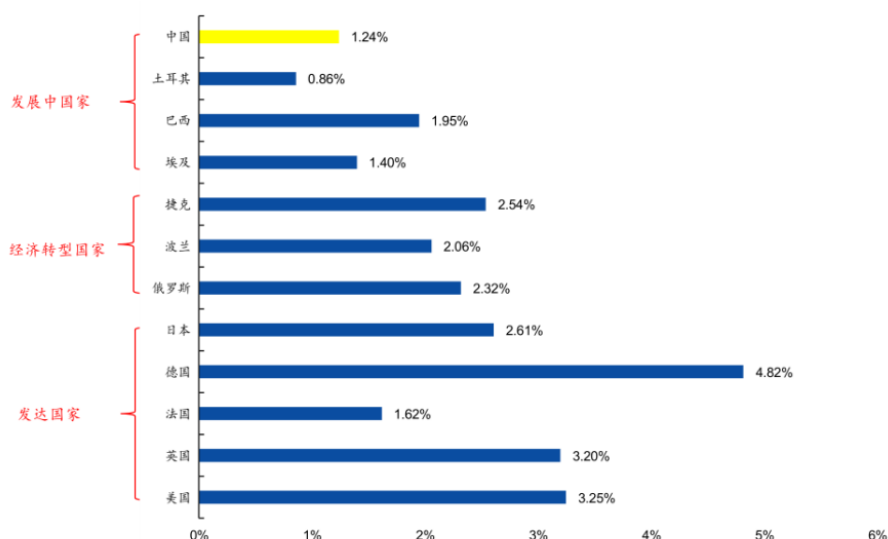
由于缺乏公务员总人数的官方数据，因此我们采用 wind 中非私营“公共管理和社会组织”就业人数来简化代表公务员体系总人数情况。目前可查看到的数据是 2018 年，名义公务员数据，以此来测算公务员人数占全国总人数的比例为 1.3%（公务员/居民数量比）。



图：公务员人数占总人口比例

来源：塔坚研究

这一比例在国际上处于较低水平，发达国家官民比例大约在 3%左右，经济转型中的国家这一比例为 2%以上，发展中国家这个比例在 1%左右。

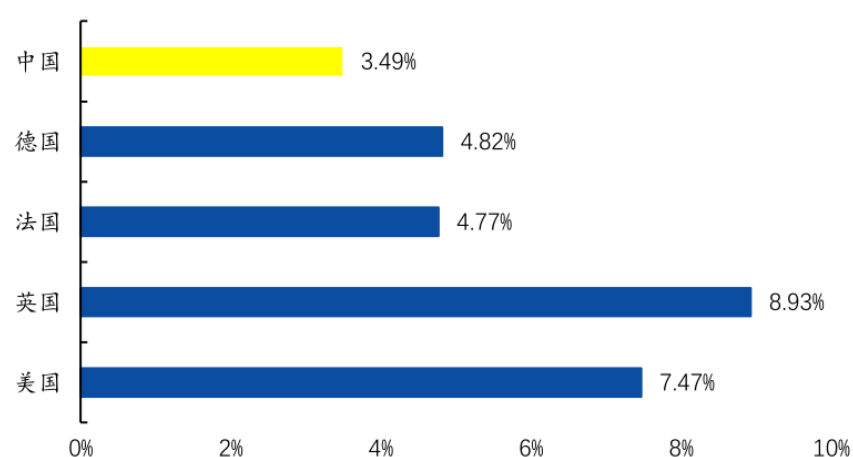


图：全球主要国家官民比例

来源：《中国公务员规模问题研究》、国元证券

此外，根据 2016 年中国行政管理学会副秘书长沈荣华接受《经济周刊》采访时，提到我国财政供养的人员为 5000 万人，占总人口的比例约为 3.49%。而美国财政供养人员占比为 7%，英国在 8%-9%之间，德国为 5%左右。

图 13 各国财政供养人员比例



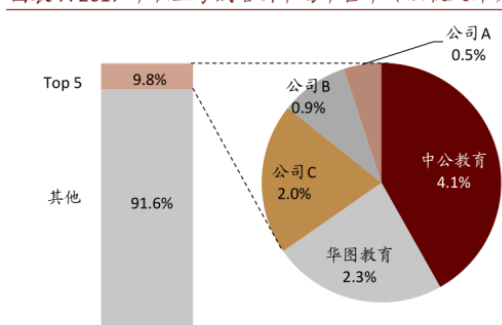
图：各国财政供养人员比例

来源：《中国公务员规模问题研究》、国元证券



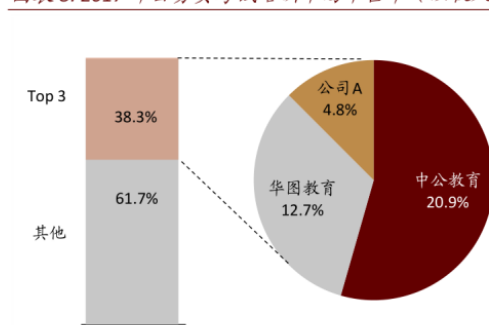
从这两个数据来看，我国的公务员培训市场，其实还有较大增量空间，公务员培训的学生数量增长，比较确定。此处，如果假设我国公务员占比用 10 年时间提升到美国水平，则公务员人数的年化增速为 6.96%。目前，公务员培训中，中公教育是绝对龙头，市占率为 20.9%。

图表 7: 2017 年职业考试培训市场市占率（以收入计）



资料来源：华图教育公告，Frost & Sullivan，中金公司研究部

图表 8: 2017 年公务员考试培训市场市占率（以收入计）



资料来源：华图教育公告，Frost & Sullivan，中金公司研究部

图：职业培训市场竞争格局

来源：中金公司

行业存在一定增长空间，下游需求确定性高，同时竞争格局较好，造成了中公教育具有较高的定价权，存在明显的提价逻辑。

提价，是中公教育一个非常重要的业绩增长驱动，其历年来提价幅度在 10%到 20% 之间，而相比来看，中国东方教育的提价逻辑其实并不明确，有的课程提价 5%到 10%，有的课程还要降价 10%，升降不一。

(柒)

证券简称	总市值 【交易日期】 前一交易日 人民币 【单位】 元	未来3年净 利润复合年 增长率 【单位】 %	未来3年营 业总收入复 合增长率 【单位】 %	总资产报酬 率ROA 【报告期】 2018年报 【单位】 %	净资产回 报率ROE 【报告期】 2018年报 【单位】 %	投入资本回 报率ROIC 【报告期】 2018年报 【单位】 %	净资产收益 率(TTM) 【报告期】 最新一期 (ROE) 【单位】 %	营业收入 (同比增长 率) 【报告期】 最新一期 (ROE) 【单位】 %	营业收入 复合年增长 率 【截止年度】 2018 【报告期】 【单位】 %	市盈率 PE(TTM) 【交易日期】 前一交易日 【单位】 倍	市现率 PCF(经营现 金流TTM) 【交易日期】 前一交易日 【单位】 倍	市净率 PB(TTM) 【报告期】 最新一期 (大长市净 比) 倍 【单位】 %	销售毛利率 【报告期】 最新一期 (ROE) 【单位】 %	销售净利率 【报告期】 最新一期 (ROE) 【单位】 %	总资产报酬 率(TTM) 【报告期】 最新一期 (ROE) 【单位】 %	评级机构	
上海	科大讯飞	702	34.34	28.80	5.00	4.47	6.10	5.18	-28.21	46.77	119.19	54.48		45.25	-8.93	3.65	25
	新开普	52	31.21	20.15	5.96	11.15	5.80	9.80	-10.58	17.87	31.82	26.86	58.40	57.36	5.18	8.67	5
	佳发教育	86	35.58	42.87	16.14	22.04	17.63	21.56	-29.22	38.12	38.43	44.88	85.15	53.24	27.75	20.11	15
	中公教育	1,813	34.97	34.03	22.86	18.28	29.65	87.20	-5.96	6.02	97.20	67.44	17.64	57.54	9.48	16.70	29
	华图教育					14.08		17.72	4.04					57.89	22.36	11.46	
	开元股份	24	33.30	9.98	6.34	-39.75	4.40	-59.49	-60.92	72.67	-3.12	21.79	57.90	44.69	-100.34	-36.25	3
	尚德机构	18			-32.40	-13.53	265.58	0.16	131.55	-5.27				82.85	-11.60	-8.76	1
	世纪鼎利	28			1.64	-15.93	1.90	-20.35	-24.23	12.29	-0.69	844.57	0.00	26.63	-3.27	-14.95	
	鼎泰新材	39			-1.55	1.90	-5.80	-0.85	-30.80	10.37	-144.55	-45.89	70.00	20.68	1.81	1.66	1
	东方时尚	98	2.16	4.96	10.22	8.39	9.72	9.92	-68.55	-6.86	55.67	35.76	70.55	-25.46	-75.38	7.24	4
职业教育	百洋股份	24			3.21	-9.30	1.97	-23.12	-22.23	18.84	-7.70	11.50	5.40	9.46	-2.56	-8.40	
	中国高科	28			3.00	-3.02	0.06	-4.15	-24.12	-32.80	-34.49	-79.99	0.00	96.52	55.36	-2.53	
	华媒控股	42			5.82	1.99	4.98	-0.54	-16.47	4.06	-487.07	19.65		10.73	-18.28	1.47	
	神州泰岳	111			1.61	-28.35	1.37	-38.24	84.88	-10.24	-8.52	72.09	37.06	62.43	1.23	-24.49	
	中国东方教育	307	21.48	17.29	21.69	20.73	41.15	13.85	19.61	21.34	34.83			58.38	21.69	12.41	18
	安博教育	3			5.13	-10.13	17.57	-60.84	9.86	10.33	-2.48	-24.30		33.40	-17.20	-8.57	
下通	育才天下招聘	88	62.77	20.61	0.52	4.42	0.48	4.20	10.39	52.53	69.76			82.27	-0.59	3.95	4

图：职业教育产业链图谱

来源：塔坚研究

从职业教育产业链图谱看，增长较高的是中游。接着，简单总结一下职业教育板块的增长逻辑：

职业技能培训——从宏观层面来看，目前我国高级技能人才占比为 20%，而发达国家在 50%以上，因此整体上对于高级技能人才需求较高，催生培训市场；其中，受众人群广、复购率高（因技术迭代）、就业工资高的赛道，市场空间较大，典型的为信息技术培训赛道。不过，信息技术培训目前格局比较分散，还没有绝对龙头出现。

而增长逻辑次一等的厨师、修车技能培训中，格局已经较为确定，其中，中国东方教育是较为突出的龙头。

职业考试——公务员、事业单位人员总数占比低于发达国家水平，因此未来总招聘人数上会有提升，同时由于竞争激烈，岗位较为稳定，因此考录比较高。后续，总量的增加，以及高企的考录比促使备考学员参培率提升，整体上会提高职业培训的天花板。

由于这个赛道的属性天然适合高客单价，因此，提价是其业绩增长的主要驱动，增长确定性比较强。从提价幅度来对比，中公教育历年来提价幅度在 10%到 20%之间，而东方教育有的课程提价 5%到 10%，有的课程降价 10%，升降不一。

## (捌)

职业教育各公司对比来看，基本只有中公教育、东方教育两家公司回报较高，而且其他公司由于有的还处于亏损中，因此回报率是负数。其中，尤其对达内科技的亏损，还需要后续重点研究。（明明身处一个不错的赛道，但为何这个细分行业竞争格局上不去，行业龙头亏损还在扩大，这个问题我们这几天还要做一些跟踪研究，下一篇教育报告里再单列分析）

证券简称	ROE	ROA	ROIC	ROIC(剔除现金)
中公教育	56.52	25.60	33.23	61.47
开元股份	-34.95	-21.54	-33.11	-43.85
东方时尚	13.91	9.24	9.34	14.37
洪涛股份	1.16	2.49	0.53	4.41
中国东方教育	24.25	19.23	24.25	53.68
神州泰岳	-32.90	-23.76	-28.00	-37.74
华媒控股	1.06	2.50	0.92	5.76
世纪鼎利	-18.42	-13.19	-16.53	-18.54
中国高科	-3.99	-1.45	-3.28	-2.52
百洋股份	-16.30	-6.82	-10.80	-10.44
尚德机构	73.30	-9.82	133.04	19.76
安博教育	-46.61	-9.06	-38.18	-147.05
达内科技	-53.01	-28.70	-52.68	-1104.33

图：回报情况

来源：塔坚研究

(达内科技未披露 2019 年年报，因此截取其 2018 年年报数据)

证券简称	总营业收入	净利润	现金流量净额	毛利率	净利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率
中公教育	91.19	18.05	24.74	58.19	19.79	16.26	12.05	1.16
开元股份	14.79	-6.35	1.66	75.14	-42.10	41.01	25.25	3.26
东方时尚	11.01	2.44	4.78	50.95	23.13	5.18	20.60	3.27
洪涛股份	40.16	0.37	1.09	19.33	1.99	2.27	6.60	3.55
中国东方教育	39.10	8.48	15.96	58.38	21.69	17.85	14.74	1.53
神州泰岳	17.58	-14.74	1.65	64.62	-83.58	34.15	37.96	2.20
华媒控股	18.03	0.19	2.19	25.04	3.21	7.48	11.05	0.76
世纪鼎利	12.37	-4.83	0.20	25.25	-39.28	8.45	12.61	1.06
中国高科	0.97	-0.77	-0.24	74.89	-72.99	18.42	73.35	17.52
百洋股份	28.08	-2.86	3.49	19.83	-10.08	7.39	8.17	1.30
尚德机构	21.94	-3.95	-5.34	81.94	-18.01	81.69		-2.09
安博教育	5.84	-1.00	-0.10	33.40	-17.20	9.54		
达内科技	20.85	(5.90)	1.63	55.95	(28.40)	50.00	26.00	

图：经营数据

来源：塔坚研究

从经营数据上来看，职业教育公司的毛利率水平大多较高，但净利率相差甚大。

分歧还是出现在销售费用率上。龙头公司的费用率水平维持在 20%以下，由于市场占有率较高，具有龙头效应，且学生的就业率，通过率较高，带有“名校光环”，因此营销推广上的投入弱于其他公司。

此外，主营驾考培训的东方时尚，其销售费用率较低，因为它的业务区域主要集中在北京地区，未向其他区域扩张，因此营销推广较为有限，无需大额开支。

证券简称	总资产周转率	存货周转率	应收账款周转率	固定资产周转率	销售毛利率	销售净利率
尚德机构	0.57			3.97	81.94	-18.01
开元股份	0.57	5.67	6.86	5.72	75.14	-42.10
神州泰岳	0.30	3.20	1.85	4.41	64.62	-83.58
中国高科	0.04	1.25	19.66	26.92	74.89	-72.99
中国东方教育	0.63	36.59	96.07	2.83	58.38	21.69
中公教育	1.06		1,914.65	8.62	58.19	19.79
安博教育	0.60		32.38	3.61	33.40	-17.20
世纪鼎利	0.36	11.57	1.83	11.12	25.25	-39.28
华媒控股	0.53	39.21	4.74	5.30	25.04	3.21
百洋股份	0.84	7.41	5.15	3.48	19.83	-10.08
东方时尚	0.26	0.69	318.45	0.82	50.95	23.13
洪涛股份	0.34	147.09	0.70	3.93	19.33	1.99
达内科技	1.00		16.25	3.64	55.95	-28.40

图：周转率情况

来源：塔坚研究

从周转率情况来看，之前我们分析过，教育行业的周转率数据意义不大，其存货多为教材、课本等，而学费通常提前收取属于预收账款，应收账款的对手方多为其他业务，固定资产中，有的公司采用自建校区等重资产方式，有的则采用租赁轻资产方式。

资产类	尚德机构	开元股份	神州泰岳	中国高科	中国东方教育	中公教育	安博教育	世纪鼎利	华媒控股	百洋股份	东方时尚	洪涛股份	达内科技
固定资产净值	5.46	1.93	3.88	0.03	14.06	13.26	1.57	1.19	4.86	9.33	14.70	0.00	6.26
商誉及无形资产	6.00	9.26	19.52	1.76	15.89	1.10	3.81	9.00	6.36	1.44	8.93	8.09	0.72
存货		0.13	2.23	0.18	0.52			0.67	0.27	3.53	7.94	0.23	
应收账款		1.24	7.53	0.05	0.47	0.03	0.18	6.87	3.82	5.01	0.07	59.17	0.40

负债类	尚德机构	开元股份	神州泰岳	中国高科	中国东方教育	中公教育	安博教育	世纪鼎利	华媒控股	百洋股份	东方时尚	洪涛股份	达内科技
预收账款	16.7	3.09	1.74	0.26	13.83	26.34	1.65	0.82	3.97	0.85	3.75	2.23	8.3
净营运资本	-15.65	-1.01	4.86	8.07	3.43	-14.43	-3.13	6.85	-4.92	6.64	-0.08	35.07	-8.92
带息债务	2.26	1.37	8.02	0.00	0.00	28.67	0.54	4.00	2.76	10.25	9.39	33.43	0.14
资本性支出	0.26	1.21	1.32	0.02	3.93	7.20	0.17	0.28	0.76	1.42	5.04	2.57	2.76
应付账款及票据	0.62	1.55	2.94	0.06	0.80	2.36	0.15	2.69	2.89	2.93	2.18	22.08	0.19

单位收益	尚德机构	开元股份	神州泰岳	中国高科	中国东方教育	中公教育	安博教育	世纪鼎利	华媒控股	百洋股份	东方时尚	洪涛股份	达内科技
收入/CAPEX	85.90	12.18	13.33	54.98	9.94	12.67	34.51	43.85	23.87	19.77	2.18	15.65	7.55
利润/CAPEX	-15.46	-5.23	-11.17	-43.85	2.16	2.51	-5.91	-17.11	0.25	-2.01	0.48	0.14	-2.14
现金流/CAPEX	-20.89	1.36	1.25	-13.60	4.06	3.44	-0.60	0.71	2.90	2.45	0.95	0.43	0.59

图：资产负债及单位效益情况

来源：塔坚研究

从资产负债表结构来看，职业教育这门生意，由于提前收取学费，因此负债中预收账款较多。而商业模式中，校区或自建，或租赁，因此固定资产情况大小不一。此外，商誉及无形资产较高，主要是无形资产较多，为土地使用权。职业教育这个行业目前还未通过并购等方式来大幅扩张。

从单位 CAPEX 贡献收入、利润角度来看，中公教育和东方教育表现较为突出。

整体研究完之后，从风险角度，我们再来看一下.....

.....

以上，为本行业报告部分内容。近期我们新开辟了基金笔记、宏观笔记、行业笔记三个研究系列。如需获取全部行业笔记、基金笔记、宏观笔记、建模笔记，请扫描下方二维码订阅**专业版报告库**。一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。



扫码阅读优塾核心产品

专业版估值研报库

如需了解更多，请添加工作人员微信：ys\_dsj

**【版权与免责声明】** 1) 关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。 2) 关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考

考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3) 关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4) 关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。