11月份职业教育
行业频繁出现利好政策，如《关于实施职业教育现场工程师专项培养计划的通知》以及《职业学校办学条件达标工程实施方案》，而受持续利好刺激，职业教育板块持续大涨，不到一个月涨幅超过50%。

个股全面开花，中教控股
（00839）、东方教育（00667）、希望教育（01765）及中汇集团（00832）领涨板块，11月涨幅分别为87.8%、83.8%、69.1%及59.3%。但今年以来，在市场下行的大环境下，教育板块仍下跌了31%，不过仍有两只逆行者，中国春来（01969）及华南职业教育（06913），今年涨幅分别为107.29%及43.9%。

智通财经

指标 / 公司	11 月 18 日涨跌幅	11 月涨跌幅	今年涨跌幅	目前市值（亿港元）
教育	10.6%	40.84%	-31.15%	-
职业教育	13.44%	54.4%	-31.3%	-
中教控股	16.96%	87.8%	-30.8%	205.43
东方教育	12.1%	83.8%	-2.05%	98.77
希望教育	13.9%	69.1%	-43.8%	65.83
中国科培	9.2%	35.2%	-15.3%	52.6
宇华教育	15.7%	54.7%	-52.3%	47.81
中国春来	1.02%	-6.03%	107.29%	47.76
新高教集团	15.3%	55%	-9.1%	43.6
中汇集团	17.5%	59.3%	-37.8%	30.52
东软教育	9.1%	9.4%	-28.5%	24.13
民生教育	8.33%	20.9%	-41.4%	21.93
华南职业教育	4%	-7.14%	43.9%	20.81
辰林教育	-4.2%	-10%	-24.3%	18.1
建桥教育	3.3%	5.6%	-19%	15.77
新华教育	9.8%	8.4%	-40.1%	14.48

数据来源：相关行情软件数据
注：今年涨跌幅及市值截止时间为 11 月 18 日

在智通 读懂港美股

实际上，教育行业是政策性行业，政策路线比较明晰，基础教育国进民退，职业教育国退民进，前者防止过
度资本化，后者则是扶持发展。资本市场
对政策的敏感度非常高，但市场存在大量非理性投资者，跟风效应显著，一直以来教育板块基本一起联动，因此职业教育这几年一直受基础教育利空影响而持续走熊
。

而此次影响较大的《职业学校办学条件达标工程实施方案》政策对职业教育影响预期高，要求办学条件重点监测指标全部达标的学校比例，到2023年底达到80%以上，到2025年底达到90%以上，具备规模优势的机构明显受益。细分板块明显走出了分化，那么职业教育大涨之后，还能配置吗？

政策分化，未来看职业教育

首先，政策永远是投资教育股最核心的要素，短期政策先行，长期业绩起到保障及涨跌助推作用。

一直以来，基础教育
和职业教育政策是相反的，然而政策导致股价

杀跌
，职业教育板块也遭到错杀。2022年在大市持续走熊下，所有消息都变得迟钝，直到11月份大盘强势反弹超20%，职业教育这才恢复了政策敏感性。

从历史上看，基础教育的三大杀招，分别是2018年的“送审稿”、2019年幼教政策，以及2021年的“双减
”政策，三大利空政策驱使整个教育板块走熊了三年，且跌幅超过80%，成为有史以来最惨的板块之一。所有基础教育的利空政策，核心都在于限制资本化活动，以及提高教育的质量。

值得注意的是，
政策一直保持对高等教育扶持的
态度，从2019年的高职扩招
，到2021年10月份的《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》，再到今年11月份的《职业学校办学条件达标工程实施方案》，行业扶持由重数量持续深化重质量。而在政策支持下，职业教育的毛入学率每年都在提升。

2022年，高等教育学校3012所，在学总规模4430万人，毛入学率57.8%，十年提高27.8个百分点，相比于2018年提高了9.7个百分点。毛入学率的大幅提升，高职扩招政策是最主要驱动因素，2019年实施以来，三年累计扩招达400多万名，总体办学规模相比扩招前大增近40%。

头部品牌具优势，“内生+外延”驱动

纵览2018年以来的教育政策史，对高等职业教育影响基本就“送审稿”，且在成长上无影响，主要在成本上有影响，一是土地成本增加了，二是税收没有以前那么优惠了，这两个
科目一定程度上削弱了利润
率水平。不过以2018-2021财年
，职业教育机构基本保持双位数的成长，部分利润率有一定的下降，但龙头保持稳

定。

以龙头中教控股为例，2019年以来收购速度呈放缓趋势，不过学校数量已有原来的3家扩张至12家，并增加了2家海外教育机构，内部招生保持稳定增长，并表下收入和利润
都有不错的业绩，2018-2021财年，收入及毛利润复合增速分别为58.03%及56%。不过该公司业绩基本靠收购扩张，导致商誉过高，截至2022年2月，其商誉值+无形资产为89.76亿元，是净资产的56.62%。

除了中教控股，行业头部品牌，包括希望教育、宇华教育以及新高教等也保持双位数的成长，其中希望教育的利润率还创下新高，近四个财年毛利率及利润率分别提升了5.26个及9.77个百分点。行业中尾部机构抗风险较弱，如辰林教育，期间毛利率及净利率分别下降32.6个及47.2个百分点。

政策
鼓励职业
教育机构做大做强
，头部机构充分利用资金及项目优势
迅速扩大市场份额
，从这几年收购案例看，即使受疫情影响，项目收购代价（估值）仍保持上升趋势。中教控股收购估值在行业基本是最高的，最高生均成本超过9万元/人，但项目也是比
较优质的
，比如2021年9月并表的成都锦城学院，是全国排名第一的民办独立学院。

项目好，位置优越，学费及学生增长潜力大，代价高带来的高商誉也不会产生减值，中教控股通过高商
誉策略不断占领更大的市场份额。当然，产融结合
趋势下，收购标的更加看中专业设置以及和企业的合作前景，一方面以享受到政策优惠，另
一方面高就业率尤其是明星企业就业率也带来更高的名声，驱动内生增长。

估值“黄金底”，长期值得配置

上文已经详细解读了政策发展趋势下的职业教育前景，近期公布的《职业学校办学条件达标工程实施方案》，本是解决扩招下教育资源跟不上的问题，但头部机构具有优势，加上9月份的建设贴息政策，为内生扩容带来更多的空间。其实从长远看，职业教育具有很高的长期价值，在低估值下获得的资本溢价预期很可观。

目前职业教育板块非常具有投资优势，因为主要特征是高成长低估值，经过几年的下跌，板块估值已经跌入谷底，近期受政策刺激，持续性上涨，虽然涨幅喜人，但估值仍非常低，板块PB值低于1倍，PE（TTM
）仅为8倍，大部分标的跌出了价值。不过大部分投资者仍在观望，倒不是不看好，主要是大市仍不稳。

从个股来看，行业头部机构中教控股及希望教育PE（TTM）均为9倍，但希望教育PB值比较具有吸引力，仅为0.6倍，远低于行业均值。从成长水平看，在内生+外延”驱动下，近五个财年在校生复合增速超过30%，处于行业领先水平，在校生发展至约28万名，仅次于中教控股。希望教育收购项目地区低毛入学率，学费及在校生均具提升空间，业绩也有较高的预期。

此外，中国春来是今年趋势“逆行者”，股价脱离板块走上涨行情，其实不难看出，并不是该公司业绩有多好，而是有资金在操作，应避免踩坑。截止目前，该公司拥有5所学校，在校生98387人，近三个学年复合增速18.17%，远低于希望教育，且中国春来的有息负债率较高，2022财年上半年短期借款15.5亿元，占比流动负债（扣除合约负债后）达86%，加上长期借款占比净资产高达91.3%。

综合看来，近期市场资金对职业教育板块关注度较高，大市回暖，叠加政策扶持力度持续加码，板块的长期投资价值更加凸显，虽然这一个月涨幅较大，但大部分个股估值仍非常便宜，尤其是头部机构，或迎来较佳的配置时机。