

什么是教师考试培训

——成人职业培训行业跟踪报告之三

行业简报

分析师

刘凯 (执业证书编号: S0930517100002)

021-22169324

kailiu@ebsecn.com

报告源起:

中公教育和华图教育是国内领先的非学历成人职业就业培训服务提供商,主要领域包括公务员、事业单位、教师考试培训等。近日中公教育拟借壳亚夏汽车(002607.SZ)上市,华图教育拟港股IPO,引发市场广泛关注。我们撰写本文包含以下三个方面主要内容:(1)教师考试概况;(2)教师考试培训市场空间;(3)中公和华图教师考试培训业务对比;(4)亚夏汽车(中公教育)盈利预测和投资建议。

1、教师考试概况:教师资格考试与教师招聘考试

教师考试包含教师资格考试及教师招聘考试两个体系。前者是国家施行的教师职业许可制度考试,后者是获得教师资格认证后的竞争上岗考试。

(1) **教师资格考试**: 全称为**中小学教师资格考试**,是国家对专门从事教育教学工作人员的基本要求,是公民获得教师职位、从事教师工作的前提条件。

(2) **教师招聘考试**: 又称**教师入编考试**,是由地区教育局或人事局统一组织的教师上岗考试。

1.1、教师资格考试

教师资格考试实行全国统一考试,包括笔试和面试两个部分。教师资格考试是评价申请教师资格人员是否具备从事教师职业所必需的教育教学基本素质和能力的考试。教师资格考试自2011年开始实施国考改革,师范类学校毕业生须一同参加考试并通过,方可获得教师资格证书。截至2016年,除内蒙、新疆、西藏三个自治区以外的28个内陆省份、自治区、直辖市已全部纳入国考范围。改革后的教师资格考试由国家教育部考试院统一命题,由省级教育行政部门组织实行,包含笔试及面试两个部分。笔试一般在每年3月和11月各举行一次,面试通常在每年5月和12月各举行一次。

表 1: 教师资格考试改革前后对比

	改革前	改革后
考试形式	各省自主命题	全国统考
考生范围	非师范类学生与其他社会人员	试点政策实施后入学的师范生 纳入全国统考范畴
考试科目	教育学+心理学	综合素质+教育教学知识与能力 +学科知识与能力
考试方式	笔试+面试	机考+笔试+面试
成绩年限	笔试成绩长期有效	笔试单科成绩有效期 2 年
证书有效期	未规定	5 年一周期定期注册

资料来源:教育部,光大证券研究所

改革后的教师资格考试报名人数增加、考试难度提升、通过率降低。改革后的教师资格考试报名人数显著上升，但通过率较改革前的省考却大幅下降。国考考试形式与考题内容的不断完善，为教师资格考试提供了更具效率的综合素质考核体系。

(1) 报名人数增加：国考改革实施后，师范类学生被纳入考查范围，使得报名人数较政策改革前显著增长。

(2) 考试难度提升：改革后的教师资格考试由笔试和面试两部分组成，笔试包含公共课及专业课两项目；面试又分为抽题、备课、结构化面试、情景模拟、答辩等流程。相较于改革前的“省考”只设置教育学、心理学两个测试项，教师资格国考的考试难度明显加大。

(3) 通过率降低：以较早纳入试点范围的浙江省为例，改革前浙江省省考通过率为70%左右，除去缺考考生，通过率甚至可高达80%。改革后，浙江省的教师资格考试通过率大幅降低，约为25%左右。

表 2：2018 年上半年教师资格考试时间表

地区	笔试报名时间	笔试时间	面试报名时间	面试时间
贵州	1月16日-17日	3月17日	4月19日-22日	5月19日-20日
重庆	1月16日-19日	3月17日	4月19日-22日	5月19日-20日
吉林	1月16日-19日	3月17日	4月19日-22日	5月19日-20日
海南	1月16日-19日	3月17日	4月19日-22日	5月19日-20日
河北	1月16日-19日	3月17日	4月19日-22日	5月19日-20日
江苏	1月16日-19日	3月17日	4月19日-22日	5月19日-20日
广西	1月16日-19日	3月17日	4月19日-22日	5月19日-20日
安徽	1月16日-19日	3月17日	4月19日-22日	5月19日-20日
江西	1月16日-19日	3月17日	4月19日-21日	5月19日-20日
福建	1月16日-19日	3月17日	4月19日-22日	5月19日-20日
上海	1月16日-18日	3月17日	4月19日-22日	5月19日-20日
河南	1月16日-19日	3月17日	4月19日-22日	5月19日-20日
辽宁	1月16日-19日	3月17日	4月19日-22日	5月19日-20日
陕西	1月16日-19日	3月17日	4月19日-22日	5月19日-20日
广东	1月16日-19日	3月17日	4月19日-22日	5月19日-20日
浙江	1月16日-19日	3月17日	4月19日-22日	5月19日-20日
甘肃	1月16日-19日	3月17日	4月19日-22日	5月19日-20日
湖北	1月16日-19日	3月17日	4月19日-22日	5月19日-20日
北京	1月16日-19日	3月17日	4月19日-22日	5月19日-20日
天津	1月16日-19日	3月17日	4月19日-22日	5月19日-20日
山东	1月16日-19日	3月17日	4月19日-22日	5月19日-20日
宁夏	1月16日-19日	3月17日	不举行2018年上半年面试考试	
四川	教师资格考试暂定每年举行一次， 笔试一般在每年11月举行， 面试一般在次年的1月份举行。			
青海				
湖南				
黑龙江				
山西				
云南				

资料来源：华图教育官网，光大证券研究所

教师资格考试根据资格证类别不同可划分为三大考试等级。教师资格考试按所获资格证不同可划分为三大等级：

1. 幼儿园教师资格考试；
2. 小学教师资格考试；
3. 中学教师资格考试：初级、高级、中职（文化课、专业课、实习指导）。（注：高级中学教师资格证与中职文化课教师资格证可互相通用。）

依照教育部发布的《中小学教师资格考试暂行办法》，不同等级的教师资格考试包含不同的考试科目设置及相应的考试内容。

表 3：不同等级教师资格考试科目设置

考试类别	笔试科目			面试	
	科目一	科目二	科目三		
幼儿园	综合素质	保教知识与能力	-	教育教学实践能力	
小学	综合素质	教育教学知识与能力	-		
中学	初级中学 高级中学	综合素质	教育知识与能力 学科知识与教学能力		
中职	文化课教师	综合素质	教育知识与能力	学科知识与教学能力	教育教学实践能力
	专业课教师			专业知识与教学能力 (试点省份自行组织)	试点省份 自行组织
	实习指导教师				

资料来源：教育部、中国教育考试网，光大证券研究所

表 4：不同等级教师资格考试笔试内容

考试类别	考试科目	考试题型
幼儿园	科目一 《综合素质》	单选，材料分析，作文
	科目二 《保教知识与能力》	单选，简答，论述，活动设计
小学	科目一 《综合素质》	单选，材料分析，作文
	科目二 《教育教学知识与能力》	单选，简答，材料分析，教学设计
中学及中职	科目一 《综合素质》	单选，材料分析，作文
	科目二 《教育知识与能力》	单选，辨析，简答，分析
	科目三 《学科知识与教学能力》	单选，教学设计，案例分析

资料来源：华图教育官网，光大证券研究所

表 5：不同等级教师资格考试面试内容

考试类别	考试内容
幼儿园	5 分钟结构化面试+10 分钟才艺展示（需要写活动设计）+5 分钟答辩
小学	5 分钟结构化面试+10 分钟试讲+5 分钟答辩
中学及中职 (国考部分)	
时间分配：抽题目写教案 20 分钟，结构化问题 5 分钟，试讲 10 分钟，答辩 5 分钟	

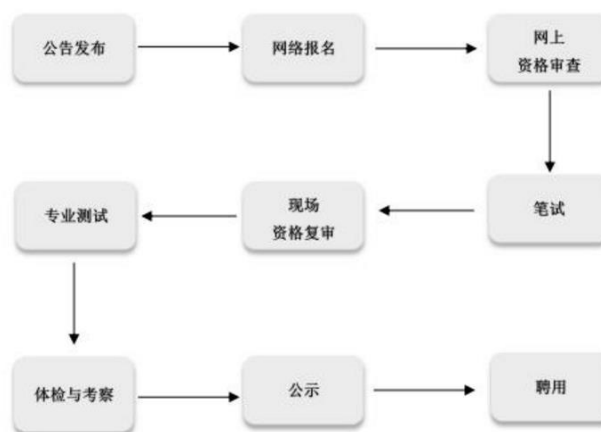
资料来源：华图教育官网，光大证券研究所

1.2、教师招聘考试

教师招聘考试尚无全国或者各省统一的招考制度。教师招聘考试又称教师入编考试，是已获得教师资格证的具有从事教育工作能力的人员进行的竞争上岗考试。教师招聘考试的主要实施形式为各地教育局组织的公考聘用机制，包括发布招聘简章(一般是地区教育网或人事人才网)-笔试-面试-考核-录用-签约等一般程序。考试内容主要包括专业知识和公共基础知识等，按各地区的要求存在不同。

以2018年5月29日最新发布中小学教师招聘公告的安徽省为例,2018年安徽省共招聘中小学教师17,158人,采取笔试+专业测试的考核方式进行选拔,笔试时间为2018年7月7日,笔试内容包含《教育综合知识》及《学科专业知识》两门科目。

图 1：2018 年安徽省中小学教师招聘考试流程



资料来源：中公教育官网，光大证券研究所

表 6：2018 年安徽省中小学教师招聘考试时间安排

考试流程		时间安排	内容
发布公告		5月29日	招聘17158人
考试报名		6月6日-11日	网络报名
笔试	科目一	7月7日上午	《教育综合知识》(成绩占比40%)
	科目二	7月7日下午	《学科专业知识》(成绩占比60%)
成绩查询		7月23日	教师考试网查询
资格复核		各市县(区)公布	复审对象:拟参加专业测试人员
专业测试		各市县(区)组织	上课、说课等方式考核
体检与考察		各市县(区)组织	参照相关体检标准
结果公示与聘用		各市县(区)发布	确立人事关系,按规定施行试用期制度

资料来源：安徽省教育厅，光大证券研究所

2、教师考试市场空间预测

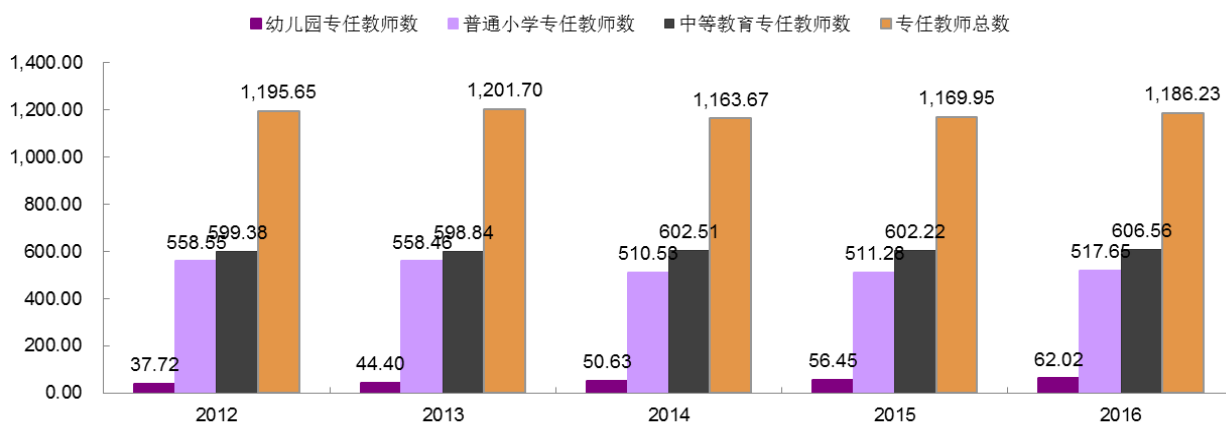
中小幼教师岗位的稳定需求及教师资格与招聘的双重考试体系培育了教师考试培训的广阔市场空间。

教师考试市场空间测算公式：

- (1) 教师考试市场空间=资格考试+招聘考试。
- (2) 教师考试市场空间=报考人数*参培率*客单价。

我国中小幼教育专任教师数量稳定波动。据国家统计局数据显示，2012-2016年，我国中小幼专任教师人数保持在1,200万人左右。其中，幼儿园专任教师数量由37.72万人增长至62.02万人，CAGR 13.24%；普通小学专任教师由558.55万人变动至517.65万人，总体量仍保持在500万人以上；中等教育专任教师数量2012年为599.38万人，2016年为606.56万人，维持在600万人左右稳定波动。庞大的中小幼专任教师数量确保了稳定的岗位招聘需求，从而为教师考试培训市场提供了广阔的发展空间。

图 2：2012-2016 年中小幼专任教师数（单位：万人）



资料来源：Wind，光大证券研究所

当前市场教师资格考试与教师招聘考试的生均收费分别为 3,000 元及 5,000 元。教师资格考试与教师招聘考试均包含笔试及面试两个部分，采取线上及线下两种授课方式进行。其中，教师资格考试由于国考改革的全面推行，考题内容及分数线的统一化使得标准化的线上培训成为了资格考试的最主要的培训方式。而教师招聘考试由各地区教育行政主管部门自行组织，因此相关培课程主要以各大培训机构分支在各地提供的面授培训为主，整体课程报价明显高于教师资格考试。

表 7：中公教育教师资格考试面授课程报价（以北京地区为例）

等级	课程名称	课时	价格描述（元）	退款政策
中小幼	全程协议班	20 天	5980	笔试不过退 4980 元， 笔试过面试不过退 2280 元。
	笔试协议班	16 天	3280	不过退 2280 元，或两年内重学。
	封闭预测班	6 天 6 晚	5880	-
	系统精讲班	6 天 48 课时	1680	-

资料来源：中公教育官网，光大证券研究所

表 8：华图教育教师资格考试面授课程报价（以北京地区为例）

等级	课程名称	课时	价格描述 (元)	退款政策
中小幼	笔面无忧协议班	12 天精讲+4 天冲刺+6 天密押 +3 天 3 晚面试	5000	考试不过全退。
	笔面无忧班	12 天精讲+4 天冲刺+6 天密押 +3 天 3 晚面试	3000	-
	笔试精品全程班全科	12 天精讲+4 天冲刺+6 天密押	2380	-
	笔试精品全程班单科	6 天精讲+2 天冲刺+3 天密押	1380	-
	面试特训精品协议班	5 天 4 晚	4000	考试不过全退。
	面试特训精品班	5 天 4 晚	2980	-
	面试实战突破班	3 天 3 晚	1680	-

资料来源：华图教育官网，光大证券研究所

表 9：中公教育教师资格考试线上课程报价

等级	课程名称	课时	价格描述 (元)	退款政策
幼儿	笔面全程协议班	笔试：158 课时+真题实战 面试：34 课时+4 次 1 对 6	3380	一科不过退 2600 元， 两科不过退 2800 元， 面试不过退 2500 元。
	笔面单科协议班	笔试：63 课时+真题+密押 面试：34 课时+4 次 1 对 6	1980	笔试不过退 1400 元， 面试不过退 1000 元。
	笔试协议班	158 课时+真题实战班	2580	一科不过退 1800 元， 两科不过退 2000 元。
	笔试单科协议班	63 课时+真题+密押	1280	笔试不过退 700 元。
小学	笔面全程协议班	笔试：158 课时+真题实战班 面试：27 课时+4 次 1 对 6	3380	一科不过退 2600 元， 两科不过退 2800 元， 面试不过退 2500 元。
	笔面单科协议班	笔试：63 课时+真题+密押 面试：27 课时+4 次 1 对 6	1980	笔试不过退 1400 元， 面试不过退 1000 元。
	笔试协议班	158 课时+真题实战班	2580	一科不过退 1800 元， 两科不过退 2000 元。
	笔试单科协议班	63 课时+真题+密押	1280	笔试不过退 700 元。
中学	笔面全程协议班	笔试：188 课时+真题实战班 面试：27 课时+4 次 1 对 6	3780	一科不过退 2600 元， 两科不过退 2800 元， 三科不过退 3000 元， 面试不过退 2600 元。
	笔面单科协议班	笔试：63 课时+真题+密押 面试：27 课时+4 次 1 对 6	1980	笔试不过退 1400 元， 面试不过退 1000 元。
	笔面学科协议班	笔试：30 课时 面试：27 课时+4 次 1 对 6	1580	笔试不过退 1200 元， 面试不过退 1000 元。
	笔试协议班	188 课时+真题实战班	2780	一科不过退 2000 元， 两科及三科不过 退 2200 元。
	笔试单科协议班	63 课时+真题+密押	1280	笔试不过退 700 元。
中小幼	面试强化协议班	27 课时+6 次全真模拟	2980	面试不过全额退款。
	面试提升协议班	27 课时+4 次全真模拟	1880	面试不过退 1380 元。

资料来源：中公教育官网，光大证券研究所

表 10: 华图教育教师资格考试线上课程报价

等级	课程名称	课时	价格描述(元)	退款政策
幼儿	笔试协议班	187+	1580	一科不过退 1300,两科不过全退。
小学	笔试协议班	217+	1580	一科不过退 1300,两科不过全退。
中学	笔试全科协议班	219+	1880	一科不过退 1300, 两科不过退 1500, 三科不过全退。
	笔试协议班	195+	1580	一科不过退 1300,两科不过全退。
中小幼	面试套餐	96+	1280	-

资料来源: 华图教育官网, 光大证券研究所

表 11: 中公教育教师招聘考试面授课程报价(以安徽省为例)

等级	课程名称	课时	价格描述(元)	退款政策
中小幼	全程协议班	笔试 20 天 20 晚 +面试 5 天 5 晚	21800	笔试不过退 20000 元, 面试不过退 17000 元。
	密押笔面协议班	笔试 17 天 17 晚 +面试 8 天 8 晚	21800	未入职退 19800。
	封闭预测班	8 天 8 晚	5280	-
	基础精讲班	11 天 11 晚	2980	-

资料来源: 中公教育官网, 光大证券研究所

表 12: 华图教育教师招聘考试面授课程报价(以安徽省为例)

等级	课程名称	课时	价格描述(元)	退款政策
中小幼	笔面直通车	20 天 20 晚	18800	笔试不过退 17000 元, 面试不过退 13000 元。
	笔试抢分签约班	14 天 14 晚	13800	笔试不过全退。
	笔试抢分班	14 天 14 晚	6880	-
	笔试突破签约班	10 天	9800	笔试不过全退。
	笔试突破班	10 天	3980	-
	笔试科目一《教育综合知识》	7 天 7 晚	3280	-
	笔试科目二《专业学科知识》	7 天 7 晚	3680	-
幼儿	幼教实战签约班	7 天 4 晚	10000	面试不过全退。
	幼教实战班	7 天 4 晚	5680	-
	幼教突破签约班	4 天 4 晚	7800	面试不过全退。
	幼教突破班	4 天 4 晚	3980	-
中小学	实战突破协议班	4 天 4 晚	7800	面试不过全退。
	实战突破班	4 天 4 晚	3980	-

资料来源: 华图教育官网, 光大证券研究所

表 13: 中公教育教师招聘考试线上课程报价(以安徽省为例)

等级	课程名称	课时	价格描述(元)	退款政策
中小学	笔面试全程协议班	176+3 次面试互动	9800-8800	未被录用全额退款。
	笔试协议班	160	6980-5980	笔试不过退 5000-6000 元。

资料来源: 中公教育官网, 光大证券研究所

表 14: 华图教育教师招聘考试线上课程报价(以安徽省为例)

等级	课程名称	课时	价格描述(元)	退款政策
中小幼	笔试科目一《教育综合知识》	26.5+	1180	-
	笔试科目二《专业学科知识》	22+	1380-1680	-
	面试: 理论+1 对 1 辅导	57+	1280-2380	-

资料来源: 华图教育官网, 光大证券研究所

2017 年教师考试培训市场空间约为 90 亿元。其中，资格考试市场空间 30 亿元，招聘考试市场空间 60 亿元。

(1) 教师资格考试：2016 年国考改革全面推行后，28 个内陆地区的教师资格考试年报考总人数约为 500 万人左右。结合教师资格考试 20% 的参培率及 3,000 元的生均收费，我们测算 2017 年教师资格考试的市场空间约为 30 亿元。

(2) 教师招聘考试：2012-2016 年，我国中小幼专任教师数量保持在 1,200 万人左右波动。以教育行业工作人员平均工作年限为 30 年计算，则每年参与新老职工轮换的岗位约为 40 万个。以各地区历年招聘考试报名情况来看，我们预计中小幼教师岗位的报录比约为 10: 1，则每年参与教师招聘考试的人数约 400 万人。结合教师招聘考试 30% 的参培率及 5,000 元的生均收费，我们测算 2017 年教师考试培训的市场空间约为 60 亿元。

表 15：2017 年教师考试市场空间测算

考试类别	岗位数 (万人)	参考人次 (万人)	录取率	参培率	培训人次 (万人)	培训费用 (元)	市场空间 (亿元)
资格	非录取	500	-	20%	100	3000	30
招聘	40	400	10%	30%	120	5000	60
合计	40	900	-	24%	220	-	90

资料来源：光大证券研究所

我们预计教师考试培训行业未来潜在的市场空间约 248 亿元。由于行业参考人数相对保持稳定，我们认为行业增长主要驱动力来自于：

- (1) 客单价提升：生均课时收费提升、报班种类增多、通过率提升；
- (2) 参培率提升，我们预计未来教师资格考试的参培率将提升至 40% 以上，教师招聘考试的参培率将提升至 60% 左右。

表 16：未来教师考试市场空间测算

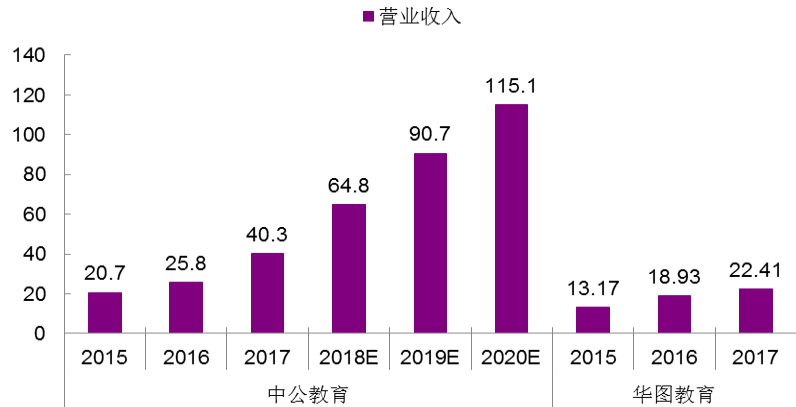
考试类别	岗位数 (万人)	参考人次 (万人)	录取率	参培率	培训人次 (万人)	培训费用 (元)	市场空间 (亿元)
资格	非录取	500	-	40%	200	4000	80
招聘	40	400	10%	60%	240	7000	168
合计	40	900	-	49%	440	-	248

资料来源：光大证券研究所

3、中公教育和华图教育的教师考试业务

2015-2017年中公教育和华图教育的营业收入都呈显著增长态势。

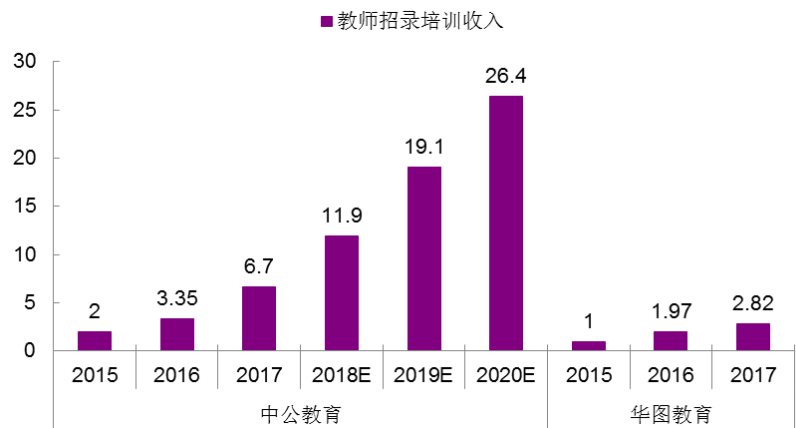
图 3：2015-2020 年中公教育、华图教育营业收入对比（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

2015-2017年中公教育教师招录培训业务收入与华图教育教师招录培训业务收入均呈现增长态势（仅考虑面授）。

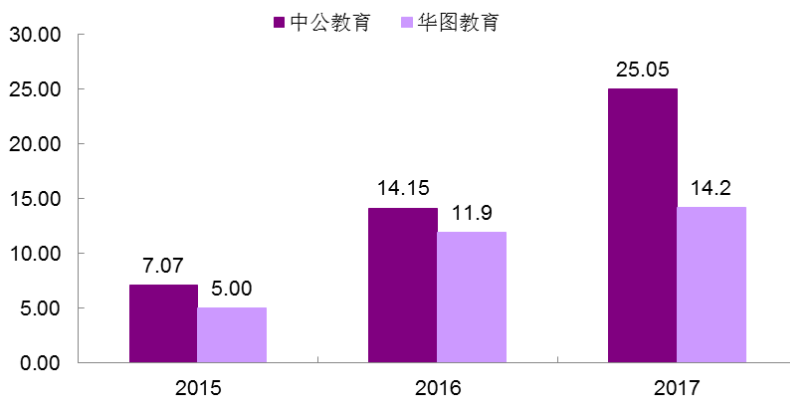
图 4：2015-2020 年中公教育、华图教育教师招录培训营业收入对比（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

中公教育、华图教育培训业务教学方式之一是面授培训。2015-2017年中公教育教师考试培训面授学生人数稳步上升。

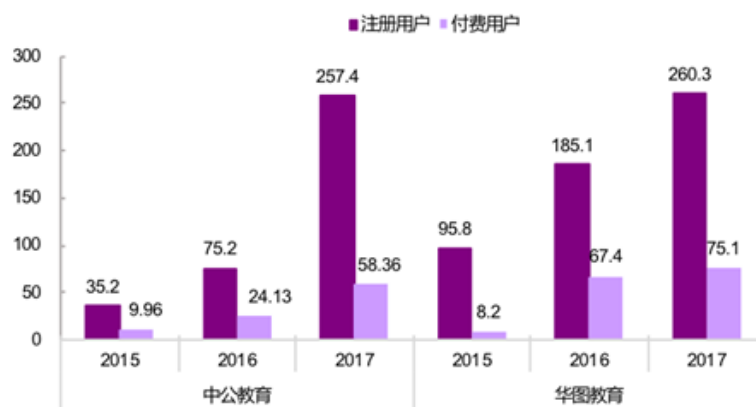
图 5: 2015-2017 年中公教育、华图教育教师招录培训面授学生数对比 (万人次)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

中公教育、华图教育的线上培训业务比较。线上培训是指通过互联网技术和应用信息技术开展的远程培训服务。中公教育已建成集教育咨询、在线学习、在线解答、社区互动等功能为一体的教学平台, 通过网站及手机应用程序提供线上培训。2015-2017年中公、华图线上培训人数连续三年增长。

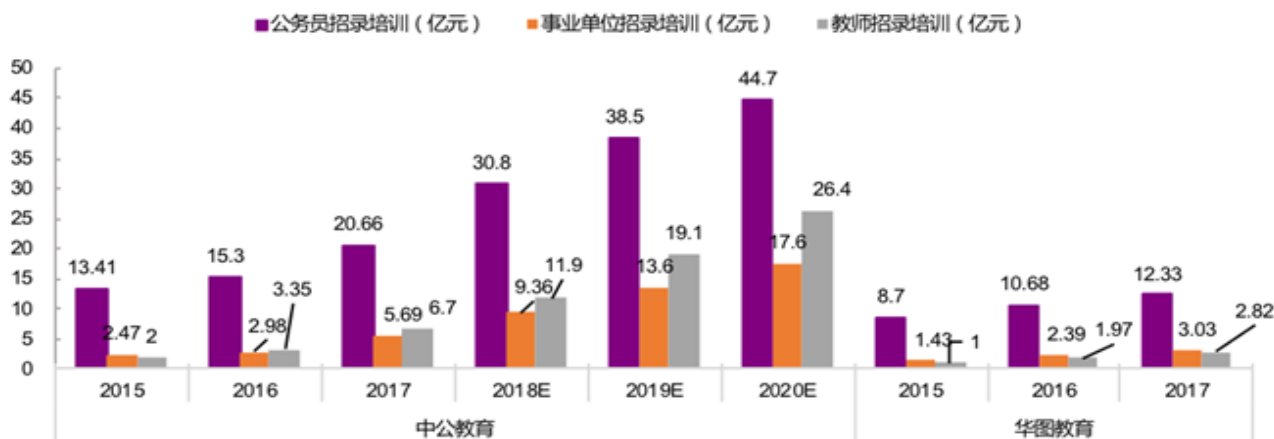
图 6: 2015-2017 年中公教育、华图教育线上培训用户人数对比 (万人次)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

2015-2017年, 公务员招录培训方面, 中公教育收入分别为 13.41、15.30、20.66 亿元; 华图教育收入分别为 8.70、10.68、12.33 亿元。事业单位招录培训方面, 中公教育收入分别为 2.47、2.98、5.69 亿元; 华图教育收入分别为 1.43、2.39、3.03 亿元。教师招录培训方面, 中公教育收入分别为 2.00、3.35、6.70 亿元; 华图教育收入分别为 1.00、1.97、2.82 亿元。

图 7：2015-2020 年中公教育、华图教育主营业务收入对比（按课程内容划分，仅考虑面授）



资料来源：Wind，光大证券研究所预测

4、中公教育（亚夏汽车）盈利预测和投资评级

4.1、标的公司中公教育 2018~2020 年盈利预测

中公教育是国内职业培训龙头企业，在包括公务员、事业单位、教师等领域保持快速增长趋势和领先地位。中公教育的授课形式包括面授培训和线上培训两种，其中面授培训又分为公务员培训、事业单位培训、教师资格培训、其他招录培训。2017 年面授培训和线上培训的收入分别为 37.48 和 2.81 亿元。2017 年公务员培训、事业单位培训、教师资格培训、其他招录培训和线上培训收入分别为 20.7（+YoY35%）、5.7（+YoY91%）、6.7（+YoY100%）、4.4（+YoY86%）和 2.8（+YoY58%）亿元。

标的公司中公教育 2018~2020 年利润表分拆。我们预测公务员培训收入 18-20 年增长率分别为 49%、25%、16%；事业单位培训收入 18-20 年增长率分别为 64%、45%、30%；教师资格培训收入 18-20 年增长率分别为 78%、60%、38%；其他招录培训收入 18-20 年增长率分别为 68%、60%、38%。考虑到中公教育 2018 年将发力布局线上业务，预测线上培训收入 18-20 年增长率分别为 87%、45%、32%。综上所述，我们预计中公教育 2018~2020 年收入分别为 64.81、90.70、115.14 亿元，净利润分别为 9.30、13.00、16.50 亿元。

表 17：中公教育 2016~2020 年收入拆分（单位：万元）

授课形式	课程类别	2016	2017	2018E	2019E	2020E
一、面授培训	1、公务员序列	152,988.93	206,619.41	308,271.50	385,265.21	446,907.65
	2、事业单位	29,773.70	56,893.84	93,556.01	135,630.11	176,319.15
	3、教师序列	33,472.92	66,975.46	119,364.23	190,946.01	263,505.49
	4、综合序列	23,847.68	44,262.83	74,249.76	118,776.76	163,911.93
二、线上培训		17,852.35	28,134.56	52,670.79	76,357.95	100,792.49
总收入		257,935.58	402,886.10	648,112.29	906,976.04	1,151,436.70

资料来源：《交易报告书》，光大证券研究所预测

表 18：中公教育 2016~2020 年营业成本拆分（单位：万元）

序号	项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
一	主营业务成本	104,779.24	162,785.46	261,933.44	366,657.08	465,868.64
1	工资社保	43,933.28	72,644.31	116,749.87	165,197.52	212,548.60
2	差旅交通	5,533.74	6,017.19	11,524.20	15,720.21	19,765.57
3	开班费	43,321.46	67,733.60	109,153.68	152,790.34	193,976.67
4	房租物业	7,418.44	9,771.56	17,100.01	23,966.94	28,970.32
5	折旧摊销	3,688.53	5,804.59	5,719.30	6,621.69	7,610.15
6	其他	883.79	814.21	1,686.38	2,360.38	2,997.33
二	其他业务成本	273.83	173.31	-	-	-
	营业总成本	105,053.07	162,958.77	261,933.44	366,657.08	465,868.64

资料来源：《交易报告书》，光大证券研究所预测

表 19：中公教育 2016~2020 年收入、成本、费用和归母净利润预测（单位：万元）

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	258,407.51	403,125.73	648,112.29	906,976.04	1,151,436.70
营业成本	226,560.80	349,531.88	261,933.44	366,657.08	465,868.64
销售费用	48,064.34	84,129.70	131,528.89	184,351.42	232,728.00
管理费用	68,419.68	997,707.14	142,043.02	196,385.31	245,560.88
财务费用	1,975.99	2,812.67	4,638.00	6,293.84	7,990.24
营业利润	38,943.30	63,090.01	104,603.23	148,875.99	193,897.78
利润总额	38,993.92	62,466.10	104,603.23	148,875.99	193,897.78
所得税费用	6,335.03	9,982.38	17,050.33	24,266.79	31,605.34
净利润	30,912.29	49,508.05	93,000.00	130,000.00	165,000.00

资料来源：《交易报告书》，光大证券研究所预测

4.2、上市公司亚夏汽车的盈利预测（不考虑交易方案）

不考虑交易方案，亚夏汽车（原有主业）的盈利预测。在盈利预测方面，我们预计亚夏汽车母公司 2018~2020 年收入分别为 69.98（+YoY 5%）、73.47（+YoY 5%）、77.15（+YoY 5%）亿元；净利润分别为 0.77（+YoY 5%）、0.81（+YoY 5%）、0.85（+YoY 5%）亿元。

表 20：公司亚夏汽车 2016~2020 年盈利预测（未考虑中公教育）

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6561	6664	6998	7347	7715
营业收入增长率 YoY	25.67%	1.58%	5.00%	5.00%	5.00%
净利润(百万元)	66	73	77	81	85
净利润增长率 YoY	336.34%	11.51%	5.00%	5.00%	5.00%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.08	0.09	0.09	0.10	0.10
PE	171	153	146	139	133

资料来源：《交易报告书》，光大证券研究所预测 注：股价为 2018 年 6 月 12 日收盘价

4.3、上市公司亚夏汽车的备考盈利预测（假设中公教育交易方案顺利完成）

中公教育借壳亚夏汽车后的备考盈利预测。在盈利预测方面，我们预测中公教育 2018~2020 年净利润为 9.30、13.00、16.50 亿元。如果交易方案顺利完成，参照下表，2018 年考虑中公教育并表、亚夏汽车原有资产的剥离和股本的增厚，上市公司亚夏汽车 2018~2020 年备考净利润为 9.30 亿元、13.00 亿元、16.50 亿元，对应 2018~2020 年备考 EPS 为 0.17、0.24 和 0.30 元。

表 21：亚夏汽车 2018~2019 年备考盈利预测（假设交易方案顺利过会）

	2018E	2019E	2020E
1.收入(亿元)			
亚夏汽车收入(A)	69.98	73.47	77.15
中公教育收入(B)	64.81	90.70	115.14
备考收入(C=B) (资产置换后,仅有中公教育)	64.81	90.70	115.14
YOY(%)	N/A	39.95%	26.95%
2.归母净利润(亿元)			
亚夏汽车净利润(D)	0.77	0.81	0.85
中公教育净利润(E)	9.30	13.00	16.50
备考净利润(F=E) (资产置换后,仅有中公教育)	9.30	13.00	16.50
YOY(%)	N/A	39.78%	26.92%
3.目前股本(亿股)(G)	8.20	8.20	8.20
4.发行股份购买资产增加46.6亿股本			
5.交易方案完成后的股本(H)(百万股)	54.8	54.8	54.8
6.备考EPS(F/H)(元)	0.17	0.24	0.30
7.市盈率P/E	81	57	46

资料来源：《交易报告书》、光大证券研究所预测 注：股价为 2018 年 6 月 12 日收盘价

表 22：上市公司亚夏汽车 2016~2020 年盈利预测（考虑中公教育）

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6,561	6,664	6,481	9,070	11,514
营业收入增长率	25.67%	1.58%	-2.75%	39.94%	26.95%
净利润(百万元)	66	73	930	1,301	1,650
净利润增长率	336.34%	11.51%	1166.73%	39.77%	26.90%
EPS(元)	0.08	0.09	0.17	0.24	0.30
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.54%	3.84%	4.66%	6.17%	7.34%
P/E	171	153	81	57	46

资料来源：《交易报告书》、光大证券研究所预测 注：股价为 2018 年 6 月 12 日收盘价

4.4、估值分析及投资评估

如果交易方案顺利完成，考虑中公教育并表和亚夏汽车资产置换，2018~2020 年上市公司备考收入和利润即为中公教育收入和利润，上市公司亚夏汽车（中公教育）2018~2020 年备考收入分别为 64.81、90.70、115.14 亿元，备考净利润分别为 9.30、13.00、16.50 亿元，备考 EPS 分别为 0.17、

0.24、0.30 元。目前股价 13.74 元/股和考虑股本增厚 753 亿元市值对应备考业绩 2018-2020 年 P/E 约为 81x、57x 和 46x。

由于交易方案尚未过会，我们暂不给予亚夏汽车目标价和评级。

5、风险分析

行业风险：

(1) 政府教育政策的变化对行业发展带来负面影响：《产教融合意见》为职教高教改革奠定了政策基础，但是具体细节还需等待各地政策出台。

(2) 市场竞争加剧的风险。教育蓝海拥有万亿市场空间，庞大的市场会使资本、上市公司竞相布局教育产业链，市场竞争加剧。

公司风险：

(1) 借壳失败的风险：本次交易构成重组上市，中公教育需符合《首发管理办法》规定的发行条件，中国证监会在重组上市审核中将按照首次公开发行股票上市标准进行，本次交易存在失败的风险。

(2) 无法完成承诺业绩的风险：中公教育未来盈利的实现受宏观经济、市场环境、监管政策等因素影响较大。业绩承诺期内，如以上因素发生较大变化，则中公教育存在业绩承诺无法实现的风险。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)创建于 1996 年, 系由中国光大(集团)总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 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。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com	
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
		梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
高菲		010-58452023	18611138411	gaofei@ebscn.com	
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com	
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
庞舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixiao1@ebscn.com
		李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	陈婕	0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
梁超			15158266108	liangc@ebscn.com	
金英光		021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
傅裕		021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com	
王佳		021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com	
郑锐		021-22169080	18616663030	zhrei@ebscn.com	
凌贺鹏		021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com	
金融同业与战略客户		黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
		丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
		徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com	
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebscn.com	
	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
	私募业务部	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com
		曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com
		王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com
		安玲娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com
戚德文		021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
吴冕			18682306302	wumian@ebscn.com	
吕程		021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com	
李经夏		021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com	
高霆		021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com	
左贺元		021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com	
任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com		
俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com		