



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

# 中公教育 (002607): 领军行业二十载, 教师、考研再添双引擎

——中公教育系列报告一

2019年11月14日

强烈推荐/维持

中公教育 公司报告

## 报告摘要:

中公教育引领行业发展二十载, 强势打造职业教育综合平台。职业培训行业在人才需求和国家政策共同推动下, 市场规模持续扩大。我们认为, 未来在教育、医疗、养老、科技等相关领域的职业培训将成为职业教育发展的重点赛道。公司紧握行业脉搏, 不断拓宽业务范畴, 产品矩阵不断完善。

当前公司业务结构重塑, 教师、考研成为新增长极。

- ◆ **公务员和事业单位** 总体编制大概率将维持在一个相对稳定的数量, 公务员招考名额将在一定区间内波动, 国考+省考的综合中枢约为 18.1 万人/年。行业需求的稳定保障了公司最主要营收板块的稳定发展。事业单位受政策影响, 参培人数增速放缓, 但占公司营收比重小且持续缩减, 整体影响不大。
- ◆ **教师及考研** 培训业务依托公职招录体系下的研发系统及渠道网络, 快速发展。受益于教师职业吸引力提升、教师考试人数大幅增长, 公司近三年教师培训板块实现收入 CAGR 达 75%; 本科普及和就业压力促使考研率不断提升, 公司考研辅导业务快速发展, 实现市占率前二。

**班型设置推动量价齐升, OAO 双师打造高效培训模式。** 协议班提高考生付费意愿, 推动参培率提升, 从而拉动营收增长。公司收入八成来自小班, 其毛利率高于一对一, 比大班更容易开班招生, 且一般来讲小班的课时更长、费用更高, 收费能力更强。OAO 课程兼具在线与线下课程优势, 在线部分上课时间更灵活, 总体费用低于全面授课程, 将吸引更多学员报课。

**公司盈利预测及投资评级:** 作为职业培训行业龙头, 我们看好公司立足研发优势实现多领域规模化发展, 以及教师培训及考研辅导业务的增长空间, 预计公司 2019-2021 年净利润分别为 17、25、34 亿元, 对应 EPS 分别为 0.27、0.40、0.56 元。当前股价对应 2019-2021 年 PE 值分别为 73、50、36 倍, 维持“强烈推荐”评级。

**风险提示:** 参培率提升不及预期, 教育恶性事件, 超预期政策。

## 财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	4,031.3	6,237.0	9,328.1	13,462.0	18,947.2
增长率 (%)	56.0%	54.7%	49.6%	44.3%	40.7%
净利润 (百万元)	524.8	1,152.9	1,695.6	2,489.5	3,444.3
增长率 (%)	60.7%	119.7%	47.1%	46.8%	38.4%
净资产收益率 (%)	52.5%	39.0%	16.2%	19.8%	22.2%
每股收益 (元)	0.10	0.22	0.27	0.40	0.56
PE			73.7	50.2	36.3
PB			11.9	9.9	8.1

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 公司简介:

中公教育是国内第一批专业公考培训机构, 招录考试培训行业龙头, 公司主要提供公务员招录、事业单位招聘、教师资格及招录等考试培训服务, 看好公司未来教师资格考试培训及考研培训业务增长。

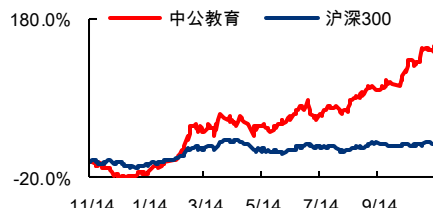
## 未来 3-6 个月重大事项提示:

## 发债及交叉持股介绍:

## 交易数据

52 周股价区间 (元)	20.25-8.97
总市值 (亿元)	1248.9
流通市值 (亿元)	135.12
总股本/流通 A 股 (万股)	616740/66724
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	2.2

## 52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

## 分析师: 张凯琳

010-66554087

zhangkl@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480518070001

## 研究助理: 王紫

010-66554104

wangzi@dxzq.net.cn

## 研究助理: 陈欣怡

010-66554013

chenxy\_yjs@dxzq.net.cn

## 目 录

1. 二十载行业领路人，重塑产品矩阵结构 .....	4
1.1 公司不断引领行业发展，需求+政策推动职教板块扩张 .....	4
1.2 重塑业务结构，教师、考研成为新增长极 .....	5
2. 公职类招录：公务员缩招非常态，保障主要营收板块稳定发展 .....	6
3. 教师与考研：行业需求催生培训发展，双引擎带来二次发力 .....	8
3.1 教师培训的“量升”与“价提” .....	9
3.2 本科普及推升考研率，公司市占率保二争一 .....	12
4. 班型设置推动量价齐升，OAO 双师打造高效培训模式 .....	13
4.1 高单价协议班带动公司营收结构性上涨 .....	13
4.2 八成收入来自小班，量价共同提升公司收费能力 .....	15
4.3 在线业务为辅，OAO 双师模式提升效率 .....	16
5. 公司评级与风险提示 .....	17
相关报告汇总 .....	19

## 表格目录

表 1：各国公务员定义及数量 .....	7
表 2：各国财政供养人员范围及数量 .....	7
表 3：教师考试培训行业主要机构 .....	9
表 4：考研培训行业主要机构 .....	9
表 5：教师资格的相关政策 .....	11
表 6：教师资格考试内容 & 科目 .....	12
表 7：培训课时与平均单价对营收变化的贡献计算（2016-2017 为例） .....	13
表 8：大班和小班教学对比（以北京省考为例） .....	16

## 插图目录

图 1：中公教育发展阶段 .....	4
图 2：职业培训市场分类 .....	5
图 3：中公教育各类业务收入占比及变化 .....	5
图 4：中公教育产品动态矩阵图* .....	6
图 5：公务员国考招录名额区间 .....	7
图 6：公务员省考招录名额区间 .....	7
图 7：事业单位招聘人数及同比 .....	8
图 8：行业人才紧缺指数（TSI*） .....	9
图 9：学前至高中阶段专任教师净增数量 .....	10
图 10：教师资格考试报名人数 .....	10
图 11：考研报名人数及增速 .....	12

图 12：本科毕业生数量及考研比例 .....	12
图 13：中公教育协议班退款金额及占营收比 .....	14
图 14：普通班与协议班收入占比对比 .....	14
图 15：中公与华图总体收入及增速对比 .....	14
图 16：各考试时间周期 .....	15
图 17：线上培训人数 .....	16
图 18：线上培训收入 .....	16

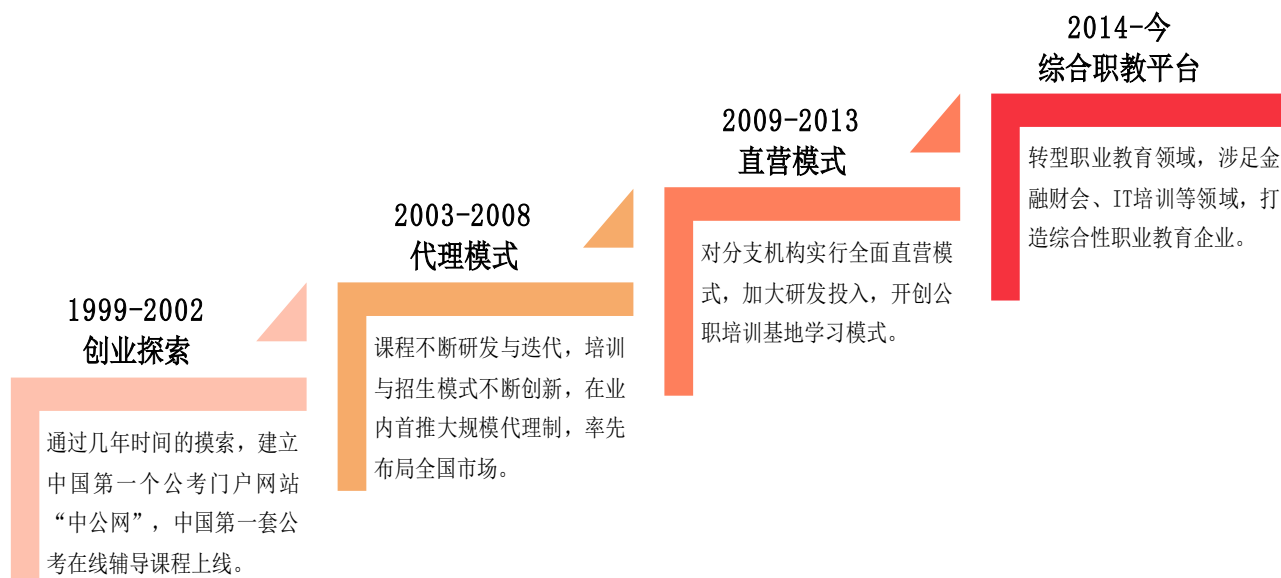
## 1. 二十载行业领路人，重塑产品矩阵结构

### 1.1 公司不断引领行业发展，需求+政策推动职教板块扩张

公司引领行业发展二十载，强势打造职业教育综合平台。1999-2002年公司处于创业探索期。建立中国第一个公考门户网站“中公网”，并上线中国第一套公考在线辅导课程。2003-2008年，首推大规模代理制，并不断进行课程研发与迭代。代理加盟的方式让中公教育在行业内率先实现了全国市场布局。2009-2013年，推行直营模式。代理制下各地加盟商获得主要收入，而大量研发投入却在总部，公司难以实现持续的研发投入和稳定发展；由此公司果断全面转向直营模式，并加大研发投入，开创培训基地学习模式先河。

2014年至今，公司积极转型全职业教育领域，打造综合性职业教育平台。由于在职业培训行业，各单一培训赛道的天花板较低，作为公考培训龙头的中公教育开始思索向其他相关领域发展，并致力于将公司逐步打造成综合性职业教育平台。从率先推行大规模代理模式，到开创直营培训基地学习模式，再到2014年大力转型发展相关多元化业务、打造综合职教平台，敏锐的市场嗅觉和强力果敢的创新作风，公司不断践行着职业培训行业领路人角色。

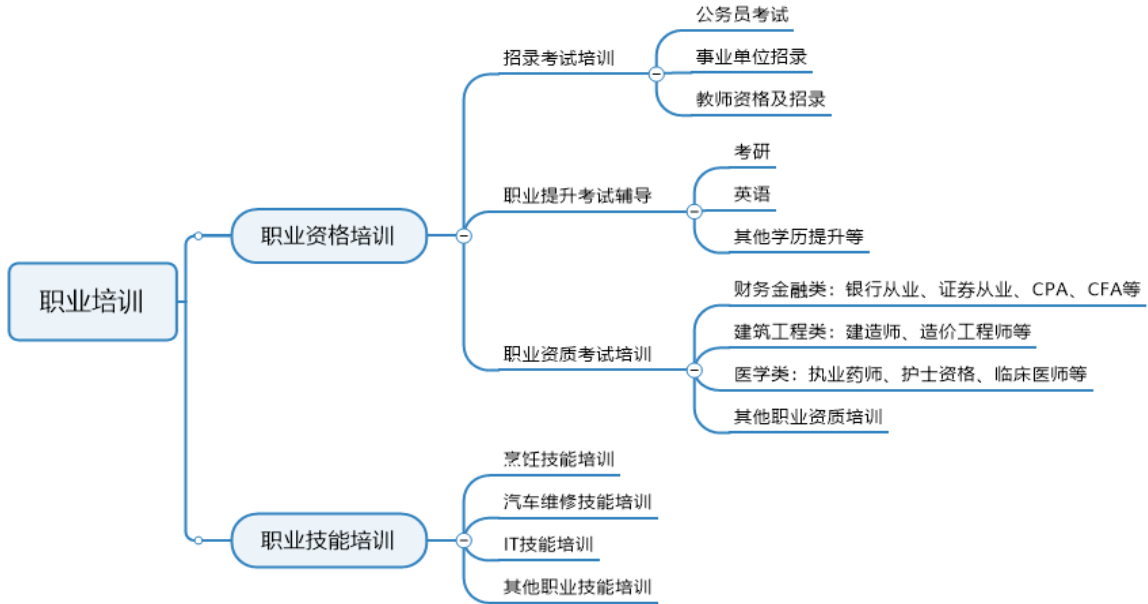
图 1：中公教育发展阶段



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

公司深耕的职业培训行业将迎来市场规模的持续扩大。我国职业培训行业总体分为职业资格培训和职业技能培训两大分支，各自内部又有多个细分板块。据我们测算，到 2025 年，预计职业培训行业市场总规模超过 5000 亿元，年复合增速 15%，其中职业资格培训市场规模 2000 亿元，职业技能培训市场约 3000 亿元。职业培训行业发展的内在动力来自市场人才供需错配，外在动力来自于国家政策的扶持。目前来看，国家未来重点发展的“新三驾马车”教育、医疗、养老，将是未来人才出现大量缺口的主要领域；此外科技强国等战略之下，IT 等技术行业高技能人才也将成为重点人才缺口。因此我们认为，在教育、医疗、养老、科技等相关领域的职业培训将成为未来职业教育发展的重点赛道。

图 2: 职业培训市场分类

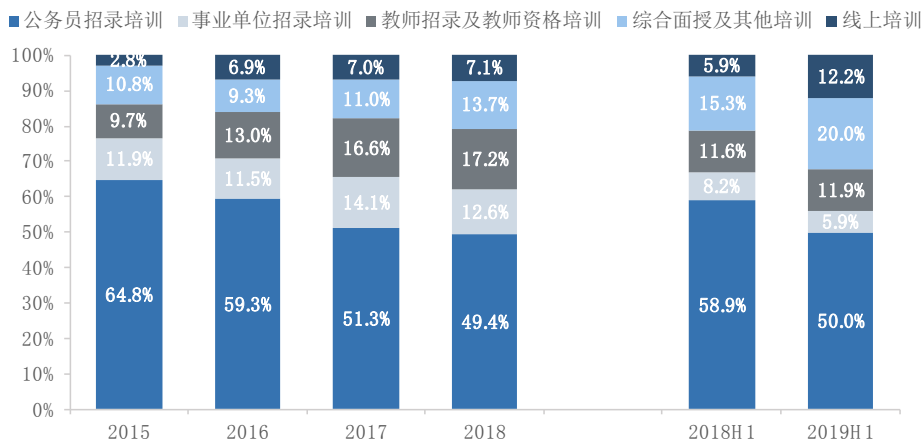


资料来源: 东兴证券研究所

## 1.2 重塑业务结构, 教师、考研成为新增长极

三大业务结构重塑, 教师、考研成为新增长极。公司站稳公考培训龙头, 抓住行业机会, 不断开拓职教新领域。中公教育三大主营业务, 公务员招录培训、事业单位招聘培训、教师招聘及教师资格培训, 2018年合计占比达 79.2%。其中营收贡献最大的公务员招录培训业务近几年占比呈逐年下降趋势。公司在教育行业加速发展、不断规范的契机下, 大力发展教师培训和考研辅导等其他培训业务, 教师招聘及资格培训与其他综合面授的营收占比在持续上升, 2018年分别达 17.2%和 13.7%。目前, 中公形成了以公务员招考培训为基础, 教师、考研为新增长动力, 多项培训业务共同发展的新局面。

图 3: 中公教育各类业务收入占比及变化

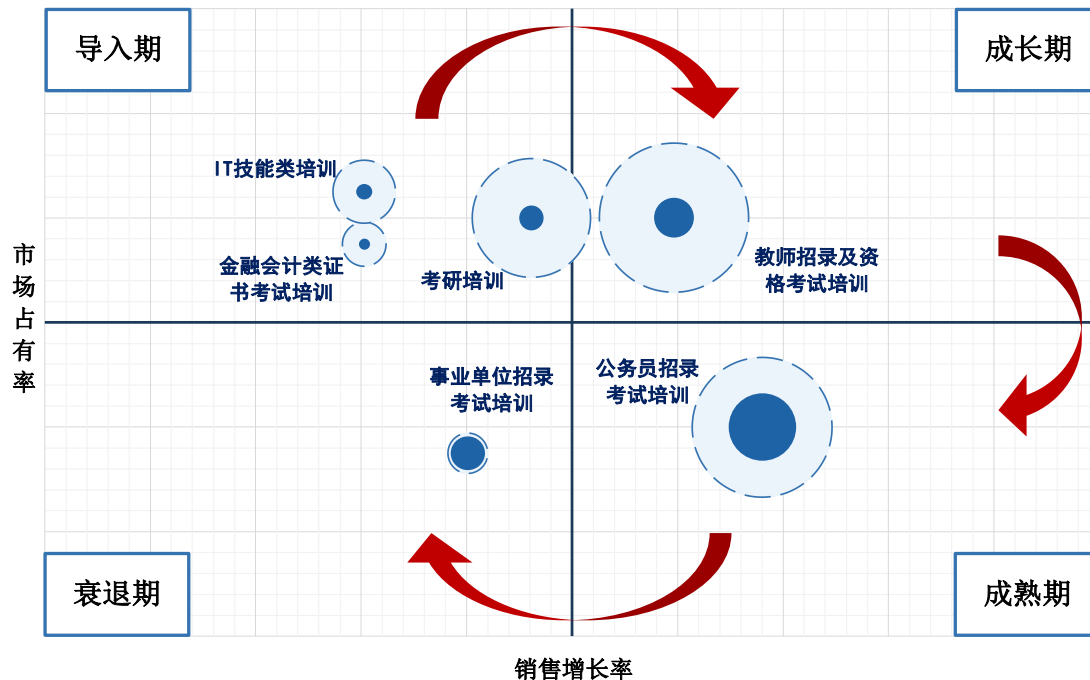


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

我们根据“市场占有率”和“销售收入增速”两个指标，将公司各项业务的进行矩阵划分。当前，教师招聘及资格考试培训板块已经进入黄金成长期，未来增长空间巨大，将有望超过公考培训；考研培训业务随着市占率的不断提升，也将很快进入成长期。

公司传统主力业务公务员招录培训将维持其现金牛的角色，为公司营收持续贡献力量。而事业单位招聘培训预计增速有限，在公司的营收占比也将不断缩小。未来，IT培训、金融会计类证书培训等其他职业培训科目将有很大的发展空间，会不断发展壮大。

图 4：中公教育产品动态矩阵图\*



资料来源：中公教育公告，中国考研网，国家公务员考试网，人社部官网，弗若斯特沙利文报告，中公教育官网，华图教育官网，Wind，东兴证券研究所（\*图中用实色圆表示现有收入规模，虚线圆表示2025年预计的收入规模，具体测算见中公教育系列报告二《中公教育：垂直一体化发展，打造职教全品类平台》）

## 2. 公职类招录：公务员缩招非常态，保障主要营收板块稳定发展

2019年公务员国考的大幅缩招带来了一定的市场担忧，但我们认为，缩招非常态。因为一般来讲公务员编制与全国人口比例应为一个恒定值，而长期看公务员招录需求应在一定区间内波动。

首先，公务员总体编制数量相对稳定，但不同时期会有结构性调整。2019年国考招录大幅缩减约一半，主要是由于国税、地税合并带来的影响。我们认为，机构改革带来的缩招并非非常态变化，这部分编制只是在当年暂停了招录，但在改革部门减少的编制会在其他部门进行重新分配，并在之后的年份继续招录。2020年国考回暖，招录人数同比增长66%也印证了我们的观点。

其次，我国公务员比例不高，出现大幅缩编的概率较小。一般政府机构改革只会带来公务员整体编制数量的小幅波动，不会有显著变化。另外，根据人社部数据，截至2016年底我国共有公务员719万人，占全国总人口的约0.52%，即使加上事业单位人员，我国财政供养人员与人口比例也仅为1:26，显著低

于发达国家。无论是从狭义的公务员定义, 还是从广义的财政供养人员范畴来看, 公务员给我国造成的财政负担相对其他国家处于较低水平, 因此出现大幅缩编的概率相对较小, 我国公务员总体编制大概率将维持在一个相对稳定的数量。

**表 1: 各国公务员定义及数量**

国家	公务员定义	公务员人数	公务员与人口比例
中国	法履行公职、纳入国家行政编制、由国家财政负担工资福利的工作人员, 包括中国共产党、人大、行政、审判、检察、民主党派各个机关的工作人员	719 万	1:193
美国	除政治任命以外的政府部门所有工作人员	2403 万	1:12
法国	政府、公共机构、公立医院工作人员以及中小学教师	505 万	1:12
日本	政府系统的公职人员以及国会、法院、国立学校与医院、国营单位所有人员	448 万	1:28
英国	非经选举产生和非政治任命的常任文官	46 万	1:125

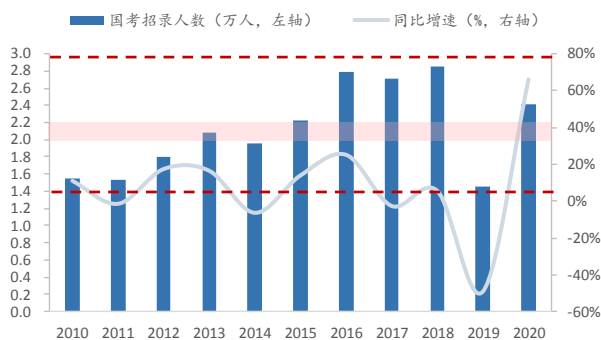
资料来源: 公开资料整理, 东兴证券研究所

**表 2: 各国财政供养人员范围及数量**

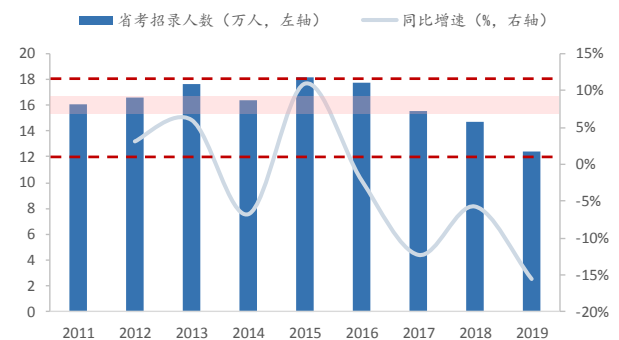
国家	财政供养人员范围	财政供养人员人数	财政供养人员与人口比例
中国	行政机关、政党机关和社会团体及财政拨款的事业单位工作人员	4000 多万	1:26
美国	同公务员, 除政治任命以外的政府部门所有工作人员	2403 万	1:12
法国	涵盖政府、公共机构、公立医院工作人员和中小学教师	505 万	1:12
日本	政府系统的公职人员和国会、法院、国立学校与医院、国营单位所有人员等	553 万	1:23
英国	非经选举产生和非政治任命的常任文官及各类政府官员	246 万	1:24

资料来源: 公开资料整理, 东兴证券研究所

再从公务员招录名额的历史波动看, 招录数量在一定区间内上下波动, 国考+省考的综合中枢约为 18.1 万人/年。在编制数量保持基本一致的情况下, 从近十年的数据来看, 国考招录名额保持在 1.4-3.0 万人的区间, 波动中枢在 2.1 万人左右; 省考招录名额在 12-18 万人的区间波动, 中枢约为 16 万人。长期来看公司公务员培训业务不会受到偶然的缩招影响, 为公司最主要营收贡献板块的稳定发展提供了保障。

**图 5: 公务员国考招录名额区间**


资料来源: 中公教育官网, 东兴证券研究所

**图 6: 公务员省考招录名额区间**


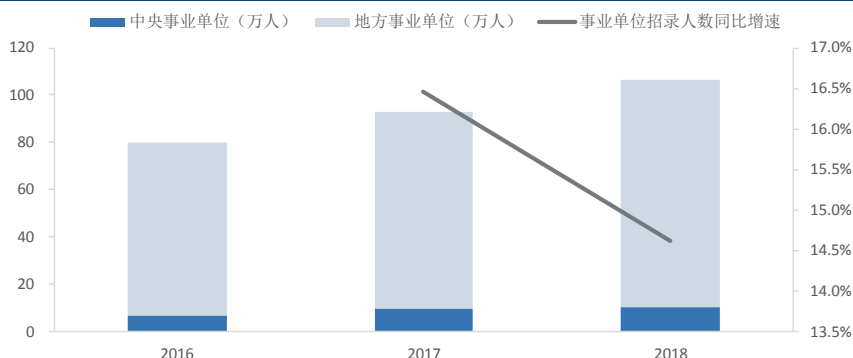
资料来源: 中公教育官网, 东兴证券研究所

事业单位职业吸引力下降，相应培训业务增长乏力。但对于公司来说，本身事业单位招考培训业务的营收贡献比例也在不断缩减，因此对公司的影响在不断减弱。

首先，聘任制或将影响事业单位吸引力。2012年中共中央国务院提出《关于分类推进事业单位改革的指导意见》，拉开事业单位改革序幕，此次分类推进事业单位改革，重点影响高校教员和公立医院，以及从事营利性活动的单位，由事业编改为合同聘任制，事业单位改为企业，改革预计将于2020年底完成。改革由事业编改为聘任制，导致事业编职位面临失去类公务员“铁饭碗”保证，岗位吸引力或将下降。近几年来看，事业单位考试参培人数增速放缓，增速低于事业编招录名额的增长。

但事业单位改革对于招录的影响有限。就人社部2016-2018年发布的事业单位招录数据来看，改革以来全国公开招聘事业单位工作人员人数仍逐年上涨，CAGR达10%，2018年达106.6万人，同比增14.6%。主要由于一些原有职能归属得到了重新规范和划分，并根据新时代发展生发出了新的职能要求，产生了一些新的职位需要，因此从招录结果来看，并没有出现招录数量的下降。

图7：事业单位招录人数及同比



资料来源：人力资源与社会保障部，东兴证券研究所

退休更新需求叠加下沉市场服务需求增加，未来3-5年公职类培训市场仍能维持较高增速。一方面，改革开放初期开始进入公职岗位的一批人将在未来3-5年迎来退休高峰，因此公职招录市场将迎来一个更新换代需求的小高峰。另一方面，目前一些县镇、农村的公共服务岗位人员仍然是非常紧缺的，随着城市化的推进，这些地方将有更多的公职类岗位需求出现。退休人员的更新换代和下沉市场对于服务岗位的需求增加，将为公职类招聘市场在未来几年的持续增长奠定基础。中公作为公职招考培训行业的龙头企业，其品牌和渠道优势将更充分地得到发挥，享受行业发展红利。

### 3. 教师与考研：行业需求催生培训发展，双引擎带来二次发力

依托原有公职招录研发体系及教学网络优势，教师及考研培训业务呈现快速发展。教师培训和考研是目前公司增速最快的两个板块，市场占有率分别约为4.27%和10%。近3年在公司收入贡献占比方面也是持续增长，尤其教师板块2018年业务占比达17.2%，有望超过招录成为公司营收占比最大的业务板块。考研报名人数逐年增加叠加中公考研业务布局扩大，公司2020年有望成为考研领域市占率第一的企业。



**表 3: 教师考试培训行业主要机构**

公司	线上/线下	大班/小班	教师资格课程均价 (元)	教师招录课程均价 (元)	培训人次 (万人)	市占率 (%)	全国网点布局 (省)
中公教育	线上+线下	大班+小班	3826	18800	42	4.27%	31
华图教育	线上+线下	大班+小班	—	34900	—	—	29

资料来源: 公司公告, 中公教育官网, 华图教育官网, 东兴证券研究所

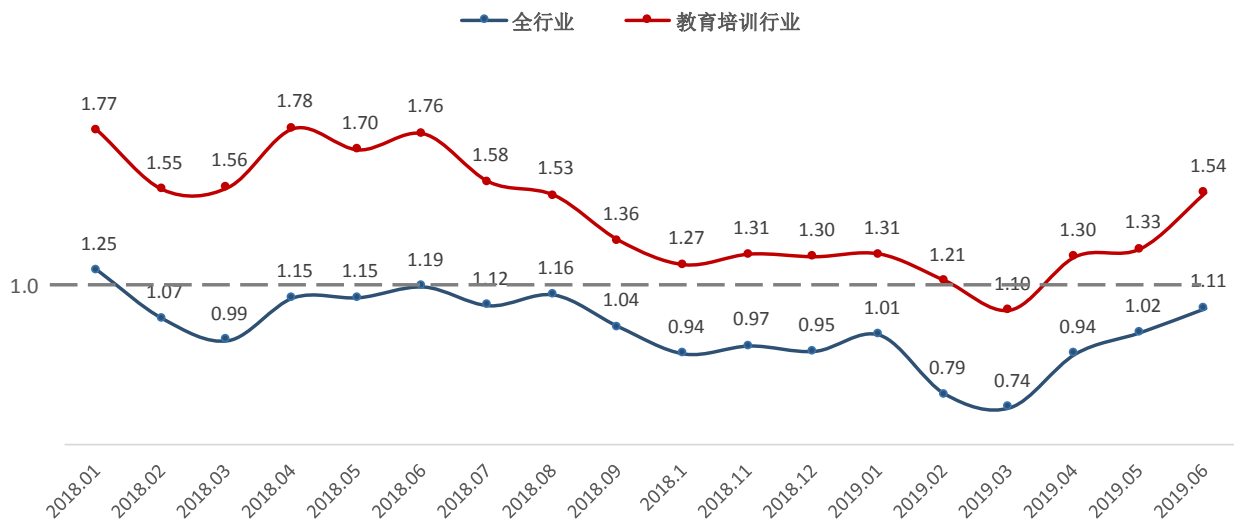
**表 4: 考研培训行业主要机构**

公司	线上/线下	大班/小班	课程均价 (元)	培训人次 (万人)	市占率 (%)	全国网点布局 (个)
中公教育	线上+线下	大班+小班	15000	12.66	10%	701
新东方	线上+线下	大班+小班	6139	18.99	15%	1125
文都考研	线上+线下	大班+小班	3600	—	—	—

资料来源: 公司公告, 各公司官网, 东兴证券研究所

### 3.1 教师培训的“量升”与“价提”

根据猎聘大数据, 在 18 年至 19H1 的 18 个月中, 教培行业人才紧缺指数平均高于全行业 0.43, 教育培训行业持续人才紧缺。近两年教育行业政策不断出台, 教育发展被置于国家宏观政策层面, 2019 年在国家财力紧张的情况下, 国家财政性教育经费占国内生产总值比例继续保持在 4% 以上, 中央财政教育支出安排超过 1 万亿元。自 2017 年关于教师相关政策集中出台起, 我国学前至高中阶段教师数量出现显著的净增长。此前 10 年中, 每年的教师净增加不曾超过 30 万人, 2017、2018 两年教师净增加均在 40 万人以上。可以看出, 《国家教育事业发展“十三五”规划》、《关于全面深化新时代教师队伍建设改革的意见》等政策的相继出台, 带来教师职位的吸引力显著提升。

**图 8: 行业人才紧缺指数 (TSI\*)**


资料来源: 猎聘大数据研究院, 东兴证券研究所 \*Talent Shortage Index, TSI&gt;1 表示人才供不应求; TSI&lt;1 表示人才供大于求。如果 TSI 呈上升趋势, 表示人才越来越抢手, 找工作相对容易

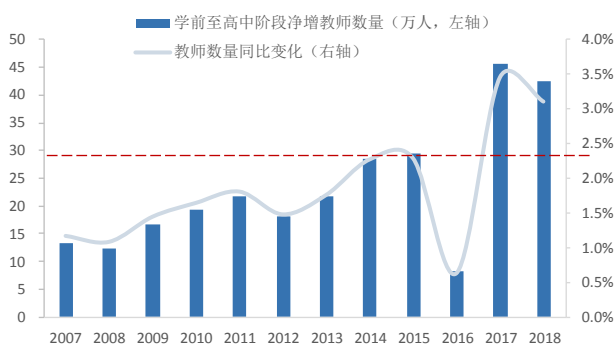
我们认为，多重因素推动教师从业者在近几年出现持续的较高增长，为教师培训打开市场空间，从 2017 年起至 2025 年教师培训行业将继续处于快速发展阶段。

教师板块分为教师资格考试和教师招录考试。教师资格考试是以固定知识点记忆为主，考试难度相对较低，其相关学习产品的单价也相对较低，属于“大量 x 低价”模式。教师招录考试笔试面试难度更高，总体数量会低于资格考试，对于培训机构来讲是“小量 x 高价”的收入模式。

对于教师资格培训来说“量”是一个重要因素，量的增长是推动培训收入提升的核心因素。2017 年全年教师资格考试报名人数 310 万人，同比大幅增长 110%，同年中公教育教师板块业务收入同比增长 100%，在各项业务的收入占比提升 3.6 个百分点，达 16.6%。短期看，政策趋严，短期考证需求爆发式增加，教师资格考试培训将显著受益。

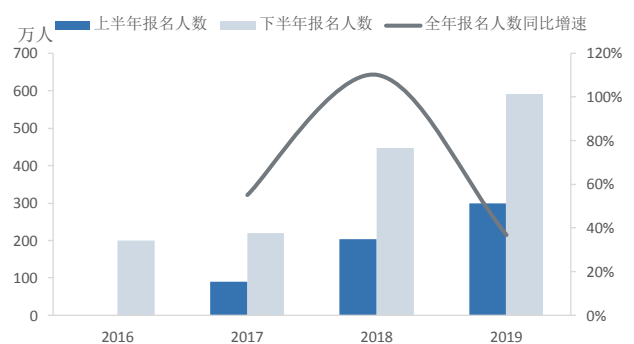
- ◆ **教培监管趋严，培训机构持证率不足，导致近两年教师资格报名人数大增。**2018 年 8 月 6 日，国务院办公厅发文明确要求从事学科知识培训的教师应具有相应的教师资格证。同年 9 月 3 日，教育部办公厅发文，进一步要求 2020 年 6 月前未能取得教师资格的教师，培训机构不得继续聘用其从事学科类培训工作。2019 年全年教师资格考试报名人数达 890 万人，已经是 2017 年报名人数的近 3 倍。公开信息显示，很多 K12 培训机构包括新东方、好未来等大型培训机构在政策发布前，**教师资格持证率不及 50%**。随着课外培训行业的不断发展，我们预计短期内报名人数仍会持续增长。
- ◆ **资格证考试改革下实行全国统考，师范生被纳入考试范围。**2013 年 8 月 15 日，教育部公布《关于扩大中小学教师资格考试与定期注册制度改革试点的通知》，并于 2015 年正式实施。改革后将全面推行教师资格全国统考，考试难度有所增加。师范毕业生不再直接认定教师资格，统一纳入考试范围。打破了教师资格终身制，实行五年一周期的定期注册审核，不合格或逾期不注册的人员，不得从事教育教学工作。对于培训行业来说，原本毕业自动获得教师资格的师范生成为了资格考试的新增量，扩大了培训市场空间。

图 9：学前至高中阶段专任教师净增数量



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 10：教师资格考试报名人数



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

而长期来看，教师招录考试更能够推动教师培训业务的增长。教师招录考试将更有助于教师培训业务长线增长。教师招录考试主要受益于国家大力发展教育、教师待遇提升带来的职业吸引力提升，属于中长期的增量因素，未来教师从业者数量将会有显著提升。招录考试培训以高客单价为特点，教师职位吸引力提升的同时也对于教师的质量提出了更高的要求，参考人数增加与考试难度提升，带动相关培训产品溢价能力显著，促进培训产品客单价格提升。

- ◆ **教师待遇持续提升, 增加职业吸引力。**2016年1月教育部发文要求各地依法为乡村教师缴纳住房公积金和各项社会保险费, 力求提高乡村教师生活待遇; 2017年11月国务院提出完善中小学教师待遇保障机制, 大力提升乡村教师待遇, 维护民办学校教师权益等措施, 不断提高教师待遇。从政策层面重视提高教师待遇, 使教师职业的吸引力得到提升。
- ◆ **义务教育推进小班制, 教师增量显现。**2017年1月19日, 国务院印发《国家教育事业发展“十三五”规划》着力推进教育教学改革, 创新驱动教育发展, 支持有条件的地方推行小班化教学。小班化意味着降低生师比, 在学生数量一定的情况下, 推行小班教学必定带来教师的需求增量。目前国内K12阶段大多数班级人数在30人以上, 很多甚至超过50人/班。若将平均每班40人改为每班30人, 老师工作量不变的情况下, 需要增加33%的教师数量, 才能满足小班化教学的教学需求。
- ◆ **每年退休教师带来更新需求。**我国高等教育阶段以下专任教师数量逐年增长, 2018年我国学前教育、义务教育、高中阶段专任教师数量共计1412万人。假设教师平均分布在各年龄层, 22岁开始工作, 55岁退休, 平均教龄33年计算, 估计每年仅由退休教师产生的招聘数量大约为43万人。占目前招录数量的约50%。

**表 5: 教师资格的相关政策**

时间	部门	政策	内容
2013.08.15	教育部	《关于扩大中小学教师资格考试与定期注册制度改革试点的通知》	全国统一考试, 教师资格五年一审
2016.01.12	教育部	《乡村教师支持计划实施办法(2015—2020年)》	依法为乡村教师缴纳住房公积金和各项社会保险费, 扩大贫困地区补助范围, 经费由省、市、县三级财政共同承担
2017.01.19	国务院	《国家教育事业发展“十三五”规划》	推进教育教学改革, 支持有条件的地方推行小班化教学。
2017.11.20	国务院	《关于全面深化新时代教师队伍建设改革的意见》	提出完善中小学教师待遇保障机制, 大力提升乡村教师、民办学校教师待遇
2018.08.06	国务院	《关于规范校外培训机构发展的意见》	要求从事语文、数学、英语、物理、化学、生物等学科知识培训的教师应具有相应的教师资格证
2018.08.31	教育部	《关于切实做好校外培训机构专项治理整改工作的通知》	未取得资格证的教师应于2018年下半年报名参加教师资格考试; 经过考试未能取得教师资格的, 培训机构不得继续聘用其从事学科类培训工作

资料来源: 教育部官网, 国务院官网, 东兴证券研究所

中公教育受益于教师职业吸引力提升以及教师考试人数的大幅增长, 依靠品牌和研发优势, 以及近年来在教师业务的不断拓展, 把握行业机遇, 近三年教师培训板块实现收入CAGR达75%。

通过率显著下降, 带来行业参培率提升。教师资格考试上下半年各一次, 从全国统考以来两年的数据来看, 通常下半年的报考人数远高于上半年。此外, 教师资格证从省考改为国考后, 考试科目由“教育学+心理学”两门改为“综合素质+教育知识与能力+学科知识与教学能力”三门, 难度加大。笔试通过率出现大幅下降, 由原来的普遍70%左右下降到现在的20%左右。热门城市的通过率更低, 如2017年北京的通过率只有10%左右。通过率的显著下降, 叠加教师职业吸引力提升带来更多报考, 将促使更多考生选择参加培训班的方式来备考, 从而带来行业参培率提升。

表 6：教师资格考试内容及科目

类别	笔试			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	-	教育教学实践能力	
初级中学	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	
高级中学			学科知识与教学能力	教育教学实践能力	
中职			文化课教师	（试点省自行组织）	（试点省自行组织）
			专业课教师	（试点省自行组织）	（试点省自行组织）
中职实习指导教师			（试点省自行组织）	（试点省自行组织）	

资料来源：中国教育考试网，东兴证券研究所

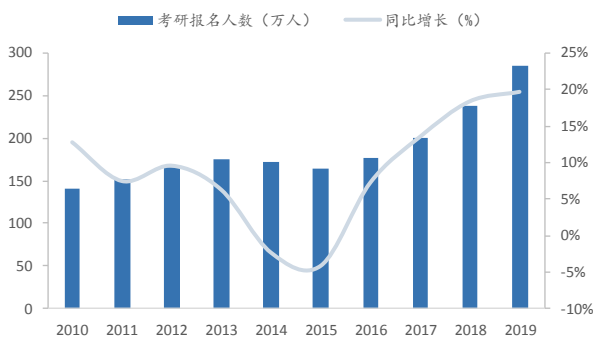
教师招聘考试通过率更低，不到 20%，且各个地区的考试内容存在差异，尤其是面试环节。中公教育的教师招聘考试培训课程拥有针对各省市的差异化课程，部分细化至县一级单位。通过更加针对性的培训课程，提升考生参培意愿。此外公司针对不同地区的培训课程价格也存在较大差异，如 2019 年，针对热门区域上海徐汇区教师招聘面试的不过全退协议班，5 天 5 晚的课程收费 13800 元；而针对安徽定远县面试培训的不过全退协议班 4 天 4 万只收费不到 7000 元。

随着教育行业受到重视，教师职业的吸引力不断提升，未来教师从业人数将得到显著增加，教师素质不断提高，职业竞争更加激烈，从而推升教师资格及招录考试培训的参培率。市场空间扩大的同时，基于研发获得的差异化优势，中公教育在教师培训业务上的市占率不断提升，目前公司市占率约在 15% 左右，预计到 2025 年，公司市占率将超过 30%。

### 3.2 本科普及推升考研率，公司市占率保二争一

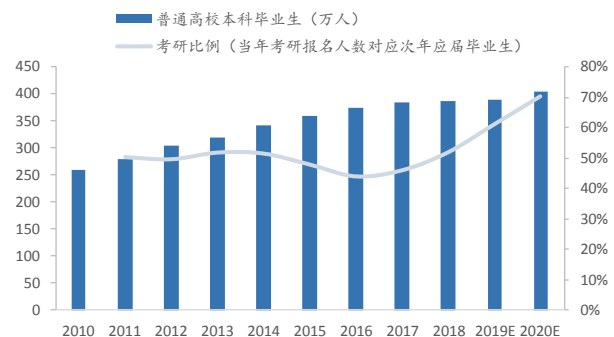
考研业务是中公教育其他业务中表现最为突出的一个板块。由于本科普及化、考研扩招等原因，2016 年以来，考研人数加速增长，且考研人数占当年本科应届毕业生比例在不断提升。

图 11：考研报名人数及增速



资料来源：中国考研网，东兴证券研究所

图 12：本科毕业生数量及考研比例



资料来源：Wind，中国考研网，东兴证券研究所（\*2019\2020 年毕业生数量根据 2015/2016 年入学人数估算）

本科学历竞争力下降叠加就业压力，学历提升人数高速增长。1999 年，我国大规模执行高校扩招政策，直

接导致 2003 年应届本科毕业生人数增至 97.85 万人, 涨幅高达 49%。2004-2018 年本科毕业生人数年均复合增长率为 8%, 2018 年达到 405 万人。高等教育普及化带来企业招聘时的学历门槛提升, 使得本科学历竞争力下降。在就业压力提升的背景下, 更多的人选择继续读研。

**考研扩招政策下, 报名人数增多。**2009 年 3 月, 教育部发布《关于做好全日制硕士专业学位研究生培养工作的若干意见》决定自 2009 年扩招全日制专业硕士, 2010 年考研报名人数约为 141 万人, 同比增长 12.8%。2017 年 8 月教育部发布《2018 年全国硕士研究生招生工作管理规定》扩大硕士研究生招生范围, 增加非全日制类别, 当年报名人数增至 201 万人。2019 年考研报名人数达到 285 万人, 同比增长 19.7%。

**公司考研辅导业务持续高速增长, 市占率将进一步提升。**2018 年考研辅导市场约 40 亿的市场规模, 公司约有 10% 的市占率, 排名第二。近两年公司其他面授收入维持在 80% 以上的增长, 考研辅导占其它面授收入的约一半, 当前公司考研培训业务仍处在快速增长通道, 短期内将能够大概率维持较高双位数增速。而当前行业第一新东方并未把考研辅导业务作为重点发展板块, 因此我们认为中公近两年在考研辅导市场的占有率将不断提升, 2020 年将能够成为细分领域市占率第一。

## 4. 班型设置推动量价齐升, OAO 双师打造高效培训模式

**拆分量价贡献, 公司主要依靠课时增加来拉动营收增长。**我们通过 2016 与 2017 年公司培训课时、每课时单价以及总营收的数据, 计算中公教育课时与客单价变化对营收的拉动贡献。2017 年仅课时增加对营收增长的贡献比例达到 71%, 仅单价增加对营收增长贡献了 17%, 另外有 12% 的营收增长依靠课时与单价的联动变化带来。因此可以看出, 获得更多人次的学员以及更多长时间课程的设置是公司推动业绩增长的主要策略。

表 7: 培训课时与平均单价对营收变化的贡献计算 (2016-2017 为例)

对比内容	2016 年	2017 年	增长(Δ)	同比增幅
学员培训课时 (A, 万小时)	1,610	2,701	1,092	67.8%
平均单价 (B=C/A, 元/小时)	88	102	14	16.2%
营业收入 (C, 万元)	141,708	276,371	134,663	95.0%

单位: 万元	带来的营收变化	对营收变化的贡献
仅课时增加 ( $\Delta A * B_{2016}$ )	96,118	71%
仅单价增加 ( $\Delta B * A_{2016}$ )	22,967	17%
课时与单价联动变化 ( $\Delta A * \Delta B$ )	15,578	12%
合计	134,663	100%

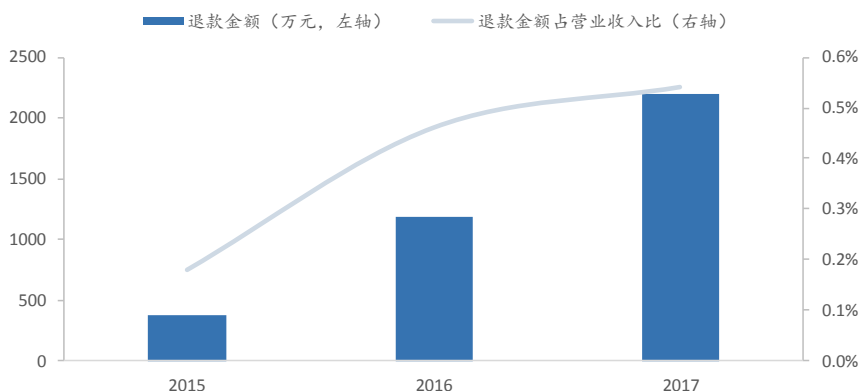
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

### 4.1 高单价协议班带动公司营收结构性上涨

从过去几年来看, 公司退费金额占当年营收比重呈小幅提升, 但总体不及 1%。退费率的提升是由于公司协议班学员通过率提升速度不及市占率提升快。除非遇到考试改革等大事, 一般全国各项考试的通过率较为稳定, 且中公的通过率已经为行业较高水平, 提升较为缓慢。同时公司各业务总培训人数近几年每

年都在 50% 以上的快速增长，从培训人数上来看市占率整体上公司协议班学员通过率提升速度不及市占率提升快，随着协议班比例的提升，退费金额占营业收入的比例轻微上浮。长期来看，退费率仍将呈现小幅提升，但将维持在当前较低的比率。

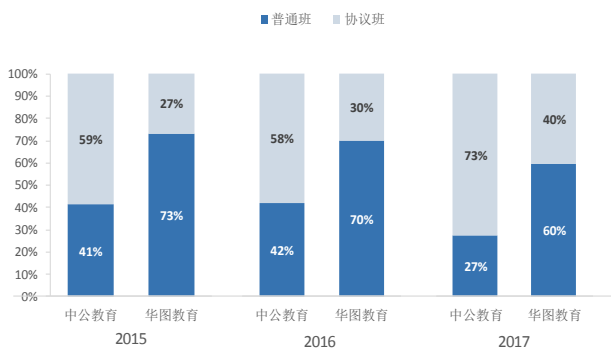
图 13：中公教育协议班退款金额及占营收比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

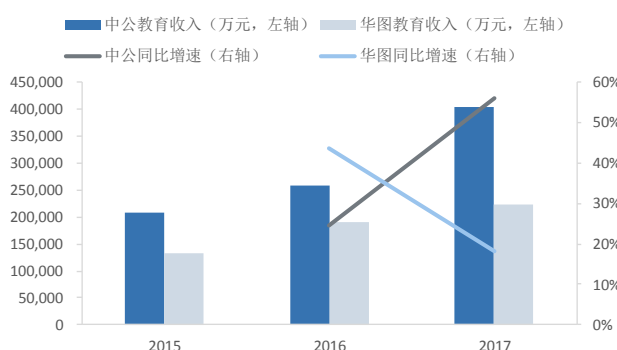
协议班提高考生付费意愿，推动参培率提升，从而拉动营收增长。由于公职类考试普遍通过率较低，市场上主要流行以协议班的形式提升参培率。协议班通过考前与考生签订协议，在考生满足一定上课率的情况下，笔试或面试不通过退全部或部分费用。通常退费比例越高的班所收取的学费越高。虽然与普通班相比，协议班收费有明显提高，但由于这些考试一年只有一到两次，机会难得，而且能否考过直接影响考生未来就业前景，因此拥有不过退款协议的课程能够提高考生付费意愿。从中公和华图两个公司的协议班与普通班收入占比来看，2017 年中公教育的协议班收入占比由 58% 显著提升至 73% 以上，而同一时间中公教育的收入同比增长了 56%，协议班对拉动收入增长有很强作用。因此，虽然退费率小幅提升，但协议班对拉动营收的意义更大。

图 14：普通班与协议班收入占比对比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 15：中公与华图总体收入及增速对比

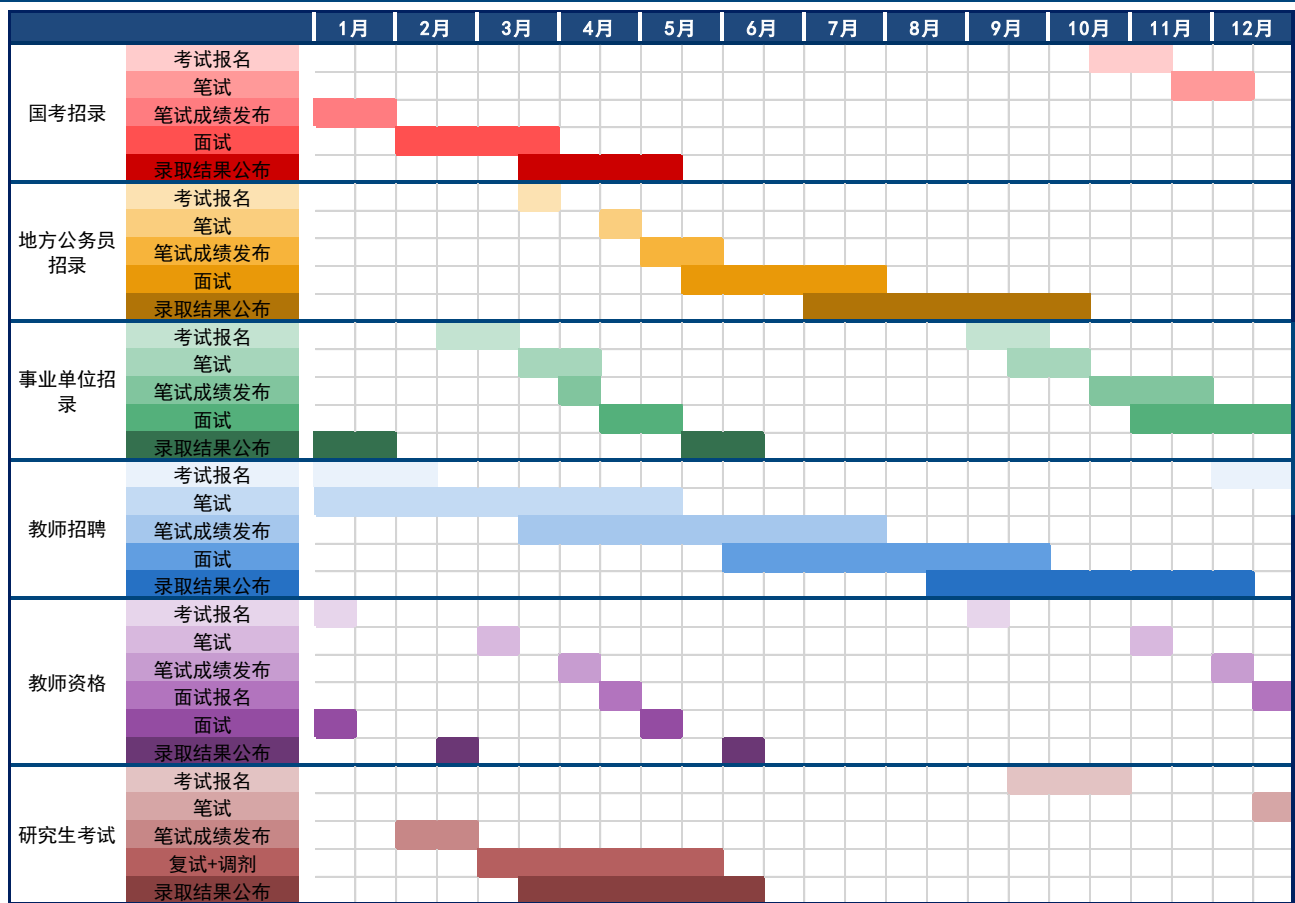


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

协议班与普通班在收入确认上存在较大差异。普通班面授培训在课程完成时将预收的全部培训费计入为收入，在线培训在服务期内按直线法确认收入。协议班由于存在“不过退费”的协议，在考生考试结果出具后予以部分或全部退费，因此在培训完成时只将不予退费部分确认为收入，可退费部分当确认满足不退费条件时才计入收入。若发生退费，则直接冲减预收款项，对收入并无影响。

而由于各类考试的时间差异, 培训收入确认存在季节性。对于学生来说, 毕业前后一年是参加培训的最佳时间节点。公务员国考为一年一次, 下半年启动。省考各省安排有差异, 每年上半年有一次规模较大的联考, 下半年还会组织一次小联考。事业单位和教师的招录考试则各省不同, 分布在一年中的不同月份进行。我们统计各个考试的时间周期表, 综合各类考试及中公的各项业务占比, 可以看到 Q2 和 Q4 为收入集中确认的时间。

这种季节性的特征促使大型培训机构进行多品类分布和渠道的拓宽, 来平滑季节性差异, 而中小型由于规模和资金能力限制较难做到。因此, 当季节收入波动较大, 或者某一考试波动较大时, 业务单一的中小机构抗风险能力相对更弱, 将面临更大风险。未来, 行业将形成强者恒强的局面, 公司的龙头优势将逐步扩大。

**图 16: 各考试时间周期**


资料来源: 公开资料整理, 东兴证券研究所

## 4.2 八成收入来自小班, 量价共同提升公司收费能力

面授培训是线下传统课堂式面对面培训方式, 根据授课时长, 可分为短期班次 (10 天以内) 和长线班次 (10 天以上)。根据生师比例, 分为大班授课、小班教学、一对多、一对一等多种形式。公司的小班课程占比超过 80%, 对比大班教学和一对一课程, 小班对学员来说, 有更加针对性的讲解, 又有同学激励比较, 上课效果更好; 对培训机构来说, 小班的毛利率比一对一要高, 和大班比更容易组班招生, 且

一般来讲小班的课时更长、费用更高, 收费能力更强。

我们以公务员北京省考面授课程为例, 中公的小班开课时长要比大班多约 60%, 以课程价格计算得出的单日均价来看小班比大班约高 40%。若按小班 20 人招生, 一次开班可获得收入 137.6 万元, 大班若要获得同等收入, 至少一班需要招生 45 人。小班更强的收费能力突显, 成为公司获得规模收入的重要支撑, 预计公司未来的课程结构仍将维持当前约 80% 的小班课程, 并配以适量的大班和一对一课程作为辅助。

表 8: 大班和小班教学对比 (以北京省考为例)

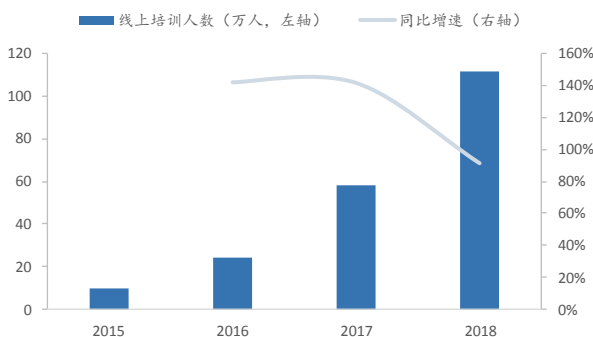
对比内容	中公		华图	
	大班	小班	大班	小班
收入占比	<20%	>80%	——	——
上课人数 (人)	30 人以上	20 人左右	——	——
课程名称	决战成公	小班私教	红领培优笔面协议	红领培优全程笔面协议
开课时长 (天)	44	71	49	69
课价 (元)	30800	68800	45800	59800
单日均价 (元)	700	969	935	867
开班收入 (万元)	至少 92.4	137.6	——	——

资料来源: 公开资料整理, 东兴证券研究所

### 4.3 在线业务为辅, OAO 双师模式提升效率

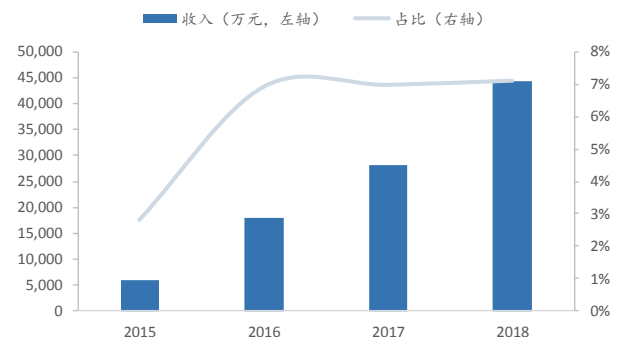
当前, 中公教育已建立起了较为完善的数字化平台。学员可通过中公教育官网对相关的培训项目和课程产品进行了解并完成报名。同时, 公司也通过网站广告、搜索引擎、社交媒体、社群运营、自媒体平台、在线视频、APP 等平台进行营销和宣传, 通过线上平台, 积累大量学员数据, 促进品牌影响力和市占率的提升。中公教育参与线上培训的人数不断提升, 2018 年已达到 111.58 万人, 线上培训收入保持快速增长, 从 2015 年的 5816 万元增长至 2018 年的 4.435 亿元, 收入占比从 2.81% 提升至 7.11%。

图 17: 线上培训人数



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 18: 线上培训收入



资料来源: 中公教育网站, 东兴证券研究所

公司在线业务与线下面授课程形成优势互补, 并针对线上教学的弊端首次研发出 OAO 教学模式, 有效提高了上课效率。目前公司的在线课程包括直播课程、录播课程以及 OAO 课程, 线上培训所涉及的内容和项目基本涵盖了所有线下面授课程, 并基于学生需求, 提供更有针对性的线上一对一、一对三、一对六



等高端课程产品。

- ◆ **首创 OAO 双师教学模式，线上+线下授课互补。**OAO（Online and Offline）课程是中公网校首创的线上与线下相结合的远程培训教学模式，所采用的是双师教学。先期学员可以根据自己的时间安排参加线上学习，临近考前通过线下面授课程作进一步的补充和巩固。
- ◆ **线上直播：**学员需要在固定时间通过网络同步收看教师实时在线授课，且可以通过语音、文字的方式与老师和其他学员交流。这种方式可以大量减少教师在全国各地上课的差旅费用。
- ◆ **录播课程：**将教师授课内容录制成视频并剪辑后放至网络教育平台，学员可以随时随地观看。

**在线业务为辅，提高授课效率及盈利能力。**由于公司业务仍以线下面授为主，在线部分为线下引流，在线业务依靠公司品牌力量获客，不需要过多额外的获客费用，同时在线课程有效减少了教师差旅费用和重复上课的课时费，费用率下降促进盈利水平的提升。公司首创的 OAO 模式以线上线下混合式的教学，实现了优秀教师的资源共享，同时有效解决了线上教育互动性差的问题，能够提高上课效率，并在线下教学中实现对学员的个性化指导。OAO 课程兼具在线与线下面授课程优势，在线部分上课时间更加灵活，总体费用又低于全面授课程，从而吸引更多学员报课，实现营收规模的扩大。

## 5. 公司评级与风险提示

作为职业培训行业龙头，我们看好公司立足研发优势实现多领域规模化发展，以及教师培训及考研辅导业务的增长空间，预计公司 2019-2021 年净利润分别为 17、25、34 亿元，对应 EPS 分别为 0.27、0.40、0.56 元。当前股价对应 2019-2021 年 PE 值分别为 73、50、36 倍，维持“强烈推荐”评级。

**风险提示：**公考参培率提升不及预期，事业单位考试天花板较低，教育恶性事件发生。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产合计</b>	2,401	3,070	9,667	11,529	14,744	<b>营业收入</b>	4,031	6,237	9,328	13,462	18,947
货币资金	190	649	5,538	6,060	6,833	<b>营业成本</b>	1,630	2,552	3,793	5,475	7,722
应收账款	-	7	10	15	21	营业税金及附加	19	27	43	60	86
其他应收款	40	39	58	83	117	营业费用	841	1,102	1,648	2,378	3,347
预付款项	1	1	3	4	6	管理费用	667	873	1,306	1,885	2,653
存货	-	0	0	0	0	财务费用	28	(3)	17	(58)	(64)
其他流动资产	2,170	2,332	4,060	5,367	7,767	资产减值损失	0.00	0.30	0.24	0.18	0.24
<b>非流动资产合计</b>	834	4,132	4,063	5,086	5,979	公允价值变动收益	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-	投资净收益	95	110	92	99	100
固定资产	280	699	1,219	3,035	3,923	<b>营业利润</b>	625	1,340	2,006	2,945	4,073
无形资产	201	204	192	181	170	营业外收入	2.4	0.8	1.4	1.5	1.2
其他非流动资产	39	1,836	-	-	-	营业外支出	8.6	1.3	3.5	4.5	3.1
<b>资产总计</b>	3,235	7,202	13,730	16,615	20,722	<b>利润总额</b>	625	1,340	2,004	2,942	4,071
<b>流动负债合计</b>	2,195	4,151	3,175	3,943	5,123	所得税	100	187	308	453	626
短期借款	100	1,607	-	-	-	<b>净利润</b>	525	1,153	1,696	2,490	3,444
应付账款	35	145	208	303	425	少数股东损益	-	-	-	-	-
预收款项	1,703	1,920	2,481	3,120	4,139	归属母公司净利润	525	1,153	1,696	2,490	3,444
一年内到期的非流	-	-	-	-	-	EBITDA	921	1,588	2,116	3,083	4,331
<b>非流动负债合计</b>	39	97	97	97	97	<b>EV/EBITDA</b>	2	2	56	39	27
长期借款	-	-	-	-	-	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	-	-	-	-	-		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>负债合计</b>	2,234	4,248	3,271	4,040	5,220	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	-	-	-	-	-	营业收入增长	56%	55%	50%	44%	41%
实收资本(或股本)	90	104	6,167	6,167	6,167	营业利润增长	60%	115%	50%	47%	38%
资本公积	358	1,145	1,145	1,145	1,145	归属于母公司净利	47%	47%	47%	47%	38%
未分配利润	507	1,660	3,102	5,218	8,145	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	1,000	2,954	10,459	12,575	15,503	毛利率(%)	60%	59%	59%	59%	59%
<b>负债和所有者权益</b>	3,235	7,202	13,730	16,615	20,722	净利率(%)	13%	18%	18%	18%	18%
<b>现金流量表</b>					单位:百万元	总资产净利润(%)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)					
<b>经营活动现金流</b>	(126)	1,408	631	1,999	2,385	<b>偿债能力</b>					
净利润	525	1,153	1,696	2,490	3,444	资产负债率(%)	69%	59%	24%	24%	25%
折旧摊销	268	251	80	184	312	流动比率	1.09	0.74	3.05	2.92	2.88
财务费用	28	(3)	17	(58)	(64)	速动比率	1.09	0.74	3.05	2.92	2.88
应收账款减少	5	(7)	(3)	(5)	(6)	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	344	217	561	639	1,019	总资产周转率	1.43	1.20	0.89	0.89	1.01
<b>投资活动现金流</b>	(86)	(2,360)	73	(1,161)	(1,160)	应收账款周转率	1,467.51	1,833.24	1,098.65	1,082.89	1,071.76
公允价值变动收益	-	-	-	-	-	应付账款周转率	116.10	69.54	52.94	52.71	52.05
长期股权投资减少	0	(885)	163	-	-	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	95	110	92	99	100	每股收益(最新摊)	0.10	0.22	0.27	0.40	0.56
<b>筹资活动现金流</b>	134	1,412	4,185	(315)	(452)	每股净现金流(最)	(0.87)	4.43	0.79	0.08	0.13
应付债券增加	-	-	-	-	-	每股净资产(最新)	11.11	28.46	1.70	2.04	2.51
长期借款增加	-	-	-	-	-	<b>估值比率</b>					
普通股增加	-	14	6,064	-	-	P/E	202.50	92.05	73.65	50.17	36.26
资本公积增加	54	787	-	-	-	P/B	1.82	0.71	11.94	9.93	8.06
<b>现金净增加额</b>	(79)	460	4,889	523	773	EV/EBITDA	1.88	1.93	56.42	38.55	27.26

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	教育行业深度系列之一：找准定位，民办教育仍大有可为	2019-01-04
行业	教育行业深度系列之二：职业培训：经济转型与人口结构变化推动行业发展	2019-05-30
公司	中公教育（002607.SZ）：上半年净利润预增翻倍，规模优势持续扩大	2019-07-09
公司	中公教育（002607.SZ）：可复制模式多赛道布局，逆势增长持续可期	2019-08-20
公司	中公教育（002607.SZ）：公考回暖，前三季度归母净利润预增超 70%	2019-10-15

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016年1月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于餐饮旅游领域研究。

## 研究助理简介

### 王紫

对外经济贸易大学管理学学士，法国诺欧高等商学院管理学硕士。2018年5月加入东兴证券研究所，一年港股大消费及港股策略研究经验，目前专注于教育、餐饮、人力资源等消费服务行业研究。

### 陈欣怡

北京航空航天大学金融学硕士，2019年5月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于餐饮旅游领域研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。