

中公教育 (002607): 垂直一体化发展, 打造职教全品类平台

——中公教育系列报告二

2019年11月21日

强烈推荐/维持

中公教育 公司报告

报告摘要:

垂直一体化下赛道扩张, 推动公司平台化发展。中公教育依靠“教研、渠道、管理”三位一体实现业务横向扩张, 规模优势下运营管理效率显著提升。

- ◆ **持续深耕课程研发, 形成难以跨越的护城河。**公司拥有中央+地方的研究团队架构, 利于课程的统一研发和本地化调整, 满足了培训内容的标准化和个性化需求。严格的教师培训与筛选, 保障教学质量, 同时提高企业文化认同度和忠诚度, 利于公司品牌形象的塑造。
- ◆ **全国性网络持续下沉, 基地建设目光长远。**一线网点自主性高, 不会给公司快速扩张带来太大管理压力, 同时一线网点和各省及总部对接, 层层相连形成网状。县级网点渗透率不到4%, 下沉空间巨大, 单点创收持续双位数增长。各省加大基地投入, 长期带来盈利能力提升, 一体化培训中心是职教培训行业龙头发展到一定规模的必然需求。
- ◆ **规模效应提升效率, 高兼容度架构支撑扩张。**规模优势开始显现, 公司管理费用率下降。公司仍在不断探索管理模式, 积极开展经营数字化转型, 为进一步提升经营效率努力。公司“地方自治”与“中央指挥”的经营架构兼容度高, 为规模扩张提供有力的组织支持。

公司未来3-5年拥有市值翻倍的空间。我们预计公司2019至2025年实现营收年化增长37.7%, 2025年营收有望突破500亿元。公务员考试培训作为传统强项, 将维持年化23%的增长; 教师业务将实现年化40%以上的快速增长, 有望成为公司最主要的营收贡献。职业培训行业未来五年有近一倍的市场空间扩张, 公司市占率有望由当前5%持续提升至2025年的10%。

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, 预计公司2019-2021年净利润分别为17、25、37亿元, 对应EPS分别为0.27、0.40、0.56元。对应PE分别为76、52、37倍, 维持“强烈推荐”评级, 综合相对估值和绝对估值法, 我们给予2020年公司目标价24.5元。

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	-	95.1	76.1	51.8	37.5
PB	-	0.7	12.3	10.3	8.3

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。

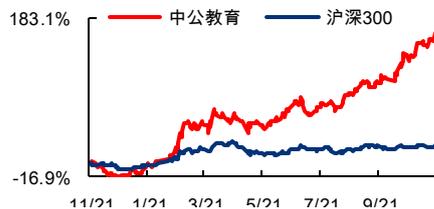
未来3-6个月重大事项提示:

发债及交叉持股介绍:

交易数据

52周股价区间(元)	20.92-8.39
总市值(亿元)	1290.22
流通市值(亿元)	139.59
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	2.11

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. 教研：研发体系铸就坚实护城河	4
1.1 深厚功底内蕴研发基因，低成本扩张丰富业务版图	5
1.2 内部培养孵化，研学衔接模式提升标准化水平	7
2. 渠道：全国性网络持续下沉，基地建设目光长远	8
2.1 层级网络相互联系，下沉扩张继续加码	8
2.2 登高望远：基地建设将满足长期发展需求	10
3. 管理：规模效应提升效率，高兼容度架构支撑扩张	11
3.1 规模效应初现，管理费用率显著改善	11
3.2 垂直一体化管理，组织架构高度兼容	11
4. 财务分析与盈利预测	12
4.1 公司业务收入拆分	12
4.2 支教培训行业规模测算	13
4.3 绝对估值法（DCF）	15
4.4 相对估值法	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：各培训企业教研组织及流程对比	6
表 2：中公教育单店模型	9
表 3：中公教育、东方教育一体化培训中心对比	10
表 4：公司营业收入预测	12
表 5：各业务收入与总收入增速	13
表 6：各业务收入占比	13
表 7：使用公司自由现金流模型（FCFF）假设部分	15
表 8：使用公司自由现金流模型（FCFF）计算公司合理市值	16
表 9：A 股、港股、美股各市场教育公司 Wind 一致预期及对应 PE 对比	16

插图目录

图 1：中公教育垂直一体化模式推动业务平台化发展	5
图 2：研发费用提升	5
图 3：研发人员数量	5
图 4：中公教育研发团队及流程	6
图 5：中公教育教师培养和晋升	7
图 6：中公、华图全国网点分布	8
图 7：中公教育网点层级	9

图 8：管理费用率下降.....	11
图 9：行业内主要竞争对手管理费用率	11
图 10：职业培训市场空间测算 2017 年	14
图 11：职业培训市场空间测算 2020 年	14
图 12：职业培训市场空间测算 2025 年	14

引言：

我们在中公教育系列报告一《领军行业二十载，教师、考研再添双引擎》中，分析了公司的产品矩阵。本篇将重点分析中公教育如何依靠**教研、渠道、管理三位一体模式**，实现公司业务的横向扩张，并依靠规模优势提升运营管理效率。

此外，基于两篇报告的分析，我们用多种方法进行了行业及公司业绩测算。通过拆分公司单店增长模型，我们预计今明两年公司单网点收入分别同比增长**16%和11%**，营业收入分别为**93亿元和135亿元**，同比增长**50%和44%**。通过拆分公司各板块业务培训人次与单价，预计公司2019至2025年实现营业收入年化增长37.7%，**2025年营收将有望突破500亿元**。通过测算各职教细分行业空间及公司渗透率，预计到**2025年，职业培训市场总规模超过5000亿元**，其中职业资格考试培训2000亿元，职业技能培训约3000亿元，中公教育在整个职业培训市场的市占率将由2017年的**2.5%提升至2025年的11.2%**。通过五年近一倍的市场空间扩张和公司市占率的持续提升，可以看到中公教育未来巨大的增长空间，未来3-5年公司市值上看到2000亿元。

1. 教研：研发体系铸就坚实护城河

总部统一研发，标准化、系统化教师培训，夯实师资横向拓展能力。中公教育以公务员、事业单位、教师等招录考试培训业务为根基。由总部11个专业研究院对公共课程进行统一化产品研发，各省在总部研发的基础上根据地方需求进行个性化产品研发。严密的培训系统中公的新晋教师除了三个月的试用期外，还会进行6个月的系统培训，保证了授课教师能够进行统一化教学服务。

- ◆ **针对性研发。**公司根据每年公布的招录公告，研究政策和标准的改变，发掘影响能力提升的重要因素，制定针对不同层次、不同阶段、不同需求和标准化课程产品和相关辅导资料，能够迅速适应招考标准和选拔方式的变化。中公教育一直把研发当作公司发展的重要动力，以针对性的研发方式为基础，研发团队专业知识储备丰富、经验充足，为多元业务拓展夯实了基础。
- ◆ **系统性培训。**在完成课程产品和辅导资料的研发后，公司会组织教师团队进行课前培训，旨在提升教师对课程和资料的熟悉度和灵活运用能力，提升教学质量。除了研发后的课前培训之外，公司还会组织教师团队进行轮训，促进教师教学水平的不断提升，提升竞争力。

垂直一体化支持下的赛道扩张，推动公司平台化发展。标准化、系统性的教师培训体系形成的垂直一体化快速响应能力，成为升学类考试辅导（考研、自考成考、学历提升）和职业技能提升培训（IT、金融财经类、法考）等横向业务扩张的支撑，也奠定了公司从单品类第一，向多更多细分领域龙头发力的坚实基础。

图 1: 中公教育垂直一体化模式推动业务平台化发展

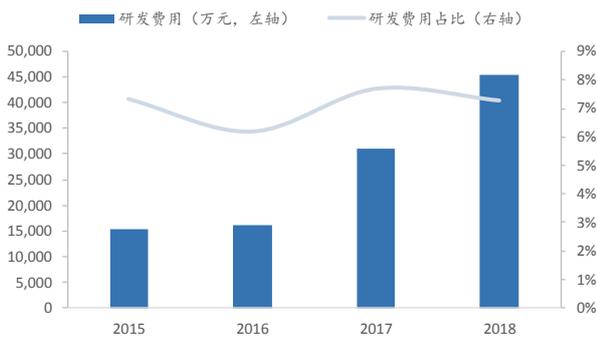


资料来源: 东兴证券研究所

1.1 深厚功底内蕴研发基因, 低成本扩张丰富业务版图

持续深耕课程研发 20 余年, 形成竞争者难以跨越的护城河。公司始终坚持加大研发投入, 壮大研发团队。2018 年研发费用达到 454.78 万, 同比增长 46.49%, 占营业收入超 7%; 目前研发团队近 2000 人, 骨干成员均具有丰富的教育培训行业从业经验。教研是一个积累的过程, 多年深耕教研使公司在自身传统主业“公务员和事业单位招录考试培训”方面形成品牌优势。培训行业一旦形成品牌效应, 将会大幅降低获客成本, 同时也有助于促进参培率的提升。截止 2018 年 4 月, 公司在课程体系基础研发方面, 已完成系列课程设计、授课内容、教学方法及相应约 1.43 万套讲义和 2.16 万套其他教辅材料的研发。在培训辅导软件研发方面, 中公教育已完成了 5 个系统研发和 8 个 APP 软件研发, 线上线下齐头并进。

图 2: 研发费用提升



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

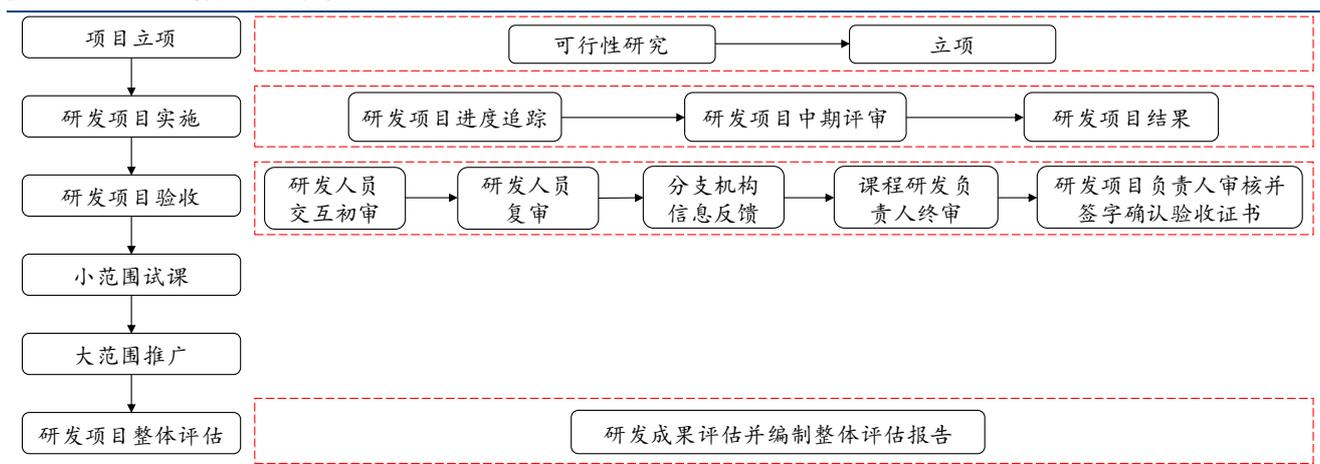
图 3: 研发人员数量



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

目前，总部设有行测、面试、申论等 11 个专业研究院、1 个信息技术中心，总部下辖 31 个地方研究院，覆盖除港澳台外所有省、市、自治区。其中 11 个专业研究院负责对公共课程进行统一化产品研发，31 个地方研究院再根据各个地区需求进行个性化产品研发，信息技术中心主要负责培训辅助软件的研发。研发流程包括产品调研、课程开发、小范围试课以及大范围推广。

图 4：中公教育研发团队及流程



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

专职研发团队实力强，研发周期短，课程迭代更新快。经过多年积累，中公形成了实战经验丰富的研发及研发管理专家团队，专职研发团队近 2000 人中具备硕士及以上学历的达三成以上，学术水平高、专业技术强；研发骨干教育培训从业经验丰富。中公的研发周期非常短，可以实现新考纲发布后的快速响应。以考研培训为例，根据草根调研结果，考纲发布当日研发团队便能够立即响应，出具考纲变动对照并于当日晚进行全国直播，授课老师也会在最近的课程中提到考纲变动的知识点。

表 1：各培训企业教研组织及流程对比

公司	教研团队人数	教研组织及流程
中公教育	近 2000 人	<ul style="list-style-type: none"> 总部专业研究院+信息技术中心+31 个地方研究院； 研究团队和教学团队相独立。
华图教育	36 人	<ul style="list-style-type: none"> 总部课程研发中心开发并更新辅导课程和资料，重点关注考试要求的变化更新； 各地培训中心根据当地需求进行适当修改； 在少数特定培训中心的试点课程中进行试错测试，根据反馈进行调整改进。
中国东方教育	-	<ul style="list-style-type: none"> 公司设立研究中心，每个研究中心均设有一支专业的专家团队； 研究中心研究行业趋势和雇主需求，并审查学校现有课程和发展计划； 保证每年约 30% 的课程替代率，使公司课程紧跟技术发展与社会需求。
好未来	500+	<ul style="list-style-type: none"> 总部设立各研究院，针对全国主流教材和大纲进行教学内容钻研和建设，以及建设、支持、迭代 ICS 教学系统，总部统一研发推向全国； 在地方建立分校教研部门（一般每个年级每科 1 名教研员）进行内容本地化； 分校将本地的教学讲义回传总部，总部完成对应 ICS 课程内容开发，分校教研员串课。
新东方	全职 86 人 兼职 743 人	<ul style="list-style-type: none"> 教研分为集团层面、学校层面和部门层面； 集团层面多为教师培训，部门层面更多侧重在既有课程、新课程的研究。

资料来源：公司公告，公开资料整理，东兴证券研究所

标准化、通用性研发带来边际成本递减，为公司业务横向扩张提供保障。公司的“教研-教学”体系是由中央专业研究院统一研发，各地研究院本地化之后统一向教师传递授课内容，教师只负责讲授，因此教师转换成本较低，具有一定的通用性，一些公务员培训的老师也同样可以做事业单位考试的培训，这使得公司可以快速根据各类课程的招生情况进行教师调整。同时，在公司业务向新的培训领域横向扩张时，这种“教研-教学”也可以快速将同类型、相近考试内容的课程归类，并传递给授课老师，降低了公司的横向业务扩张门槛。因此公司选择的业务扩张路径，也是先从招录考试内部更加接近的公务员到教师招录开始，再向考研培训以及其他职业资格和技能考试延伸。

1.2 内部培养孵化，研学衔接模式提升标准化水平

严格的教师培训与筛选，保障教学质量。目前中公教育拥有教师超过 11000 人，全部是通过总部招聘、选拔、培训，再分至各个区域的学校。公司教师通常通过校招的方式，从 211、985 等优秀院校招来应届生自己培养。入职的应届生首先会经历 **3 个月的试用期**，期间进行初次培训，导师制手把手教授，但同时培训课程强度也较大，这也是双方进行互相选择的一个过程。通过试用期的人会进入 **6 个月的系统培训**，分专业方向学习并进行反复考试。通过培训的人，才能成为助理老师。

我们认为，通过这种从零开始的内部培养的员工，对企业文化的认同度和忠诚度会更高，而老师作为公司最直接面对市场的一群人，高文化认同度有利于公司品牌形象的塑造。此外，我们对比了中公教育和学而思的教师招聘和培训筛选流程，后者以教学体系强大而著称。两者同样在招入老师后进行两个阶段的培训和筛选，而中公教育的培训时间明显更长。严格的招聘与培训流程，使得公司拥有高质量的教师团队，成为教学的保障。

图 5：中公教育教师培养和晋升

	中公教育	学而思
初步选拔	<ul style="list-style-type: none"> 教师通常来自校招，211/985 毕业生。 	<ul style="list-style-type: none"> 经过笔试、面试、复试、培训四大环节，录取率低于 5%。
培训与再筛选	<ul style="list-style-type: none"> 3 个月试用期进行初次培训，培训课程强度很大，为双方互相选择的一个过程。 通过试用期的人，进入 6 个月系统培训，分专业方向培训，并进行反复考试。 	<ul style="list-style-type: none"> 一个月的封闭式培训，每一项课程都会将产生相应积分与排名，最终累积的积分与排名将用于进一步的筛选。再经过学而思校长亲自面试、教研员现场评课，才能最终签约，签约率低于 4%。 14 天教师岗前培训。
晋升与激励	<ul style="list-style-type: none"> 通过培训的人成为助理老师，并且每年拥有两次晋升机会，晋升梯次为初级 1-4、中级 1-4、高级 1-2、特级 1-2。 老师入职年薪 10w+，基本为市场最高水平，另外不同基本教师的薪酬范围大致为：初级教师 10-20 万，中级教师 30-50 万，高级教师 100 万，特级教师上不封顶。 另外，教师也可以转向研发线条变成培训老师，或者转管理岗。 	<ul style="list-style-type: none"> 四季续班模式中每一次续班就有一次涨薪的机会，“85% 以上续班率+5% 以内退费率”可以一节课涨 20 元，满足“90% 以上续班率+3% 以内退费率”可以一节课涨两级 40 元。 同时设计了比例指标和最低学生人数，来避免不同课程之间续班率的天然差别和学生过少极易达成指标的情况。 老师工龄时间越长，课时费就会随着每一年的四季续班涨薪越长越高。

资料来源：公司公告，公开资料整理，东兴证券研究所

教研与教学相对独立，晋升与薪酬机制竞争力强。公司教学与教研团队相对独立，教学老师缺少教研经验，而教研老师缺乏学生基础。这样的模式有效规避了教师另起炉灶形成竞争的可能，形成公司的自我

保护机制。另外，市场化的晋升与薪资待遇帮助公司有效地保留优秀教师和教研团队。教师实行每季度一次的例行评级与每月一次的自荐评级，为优秀教师提供了通畅的晋升通道，有效保障了教师的积极性与稳定性。教师离职率除了培训期较高外，后期大概可以保持在 20%左右，而教研团队尤其是总部的专业研究院能够实现低单位数的离职率。

2. 渠道：全国性网络持续下沉，基地建设目光长远

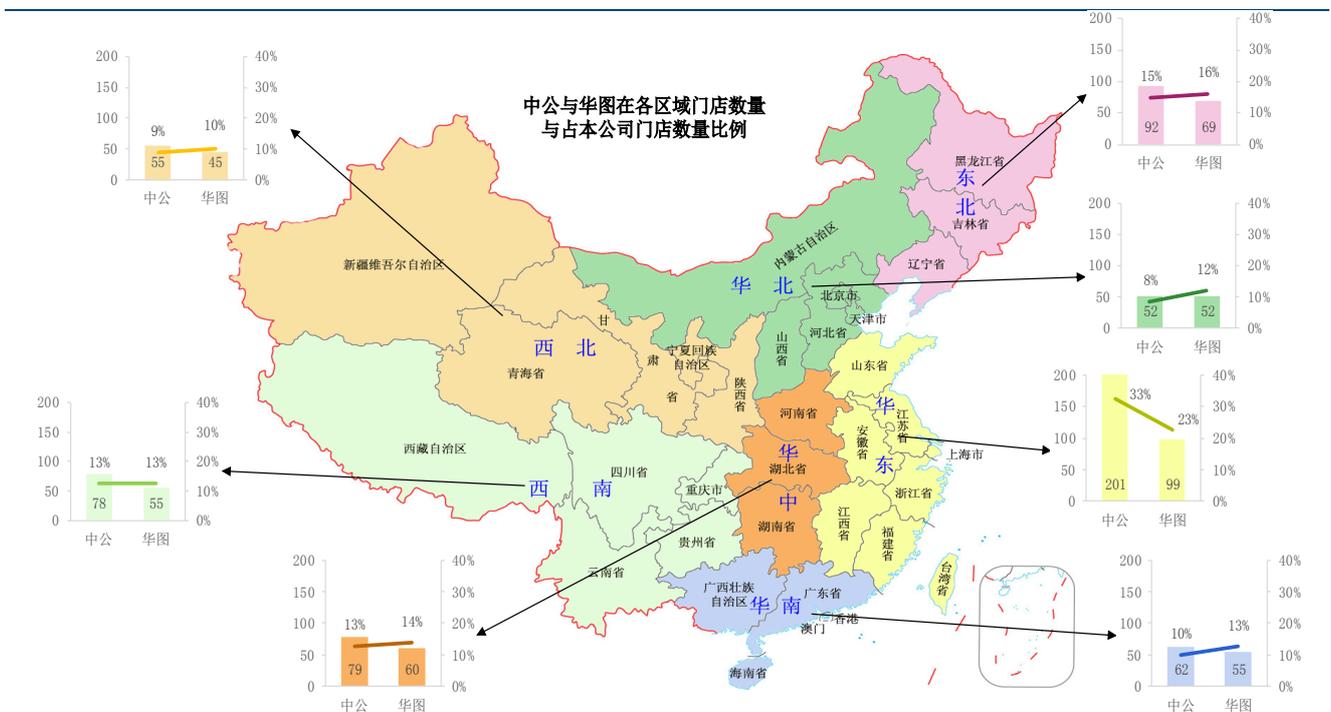
2.1 层级网络相互联系，下沉扩张继续加码

目前公司已建立覆盖全国除港澳台外全部 31 个省市自治区，涵盖 319 个地级市的 880 个学习中心网点，并将在较长时期内保持稳步增长势头。直营模式下进行网点扩张，下探式培训关系网络，固性更强。

直营模式使得各网点环环相扣、联系紧密，形成了牢固的关系网，新进竞争者不易突破。公司的培训点从省级到市级再到县级呈网状扩张，目前已经遍布全国。省级接受总部的研发成果以及教师派遣，再依据各自需求情况进行个性化改制并派送到市级，多数县级网点仅招生，上课则需要到附近市级网点。

公司一般每 3 年左右升级一次授课培训点，面积从 300 m² 到 500 m² 到 1000 m² 扩大。针对分支机构内部不同工作岗位和流程，中公教育制定了全面的标准化手册，并配合完善的培训和考核体系，可在不同区域迅速复制标准化的学习网点，以保证高水平教学质量的稳定性。一线的学习中心网络由功能简单的网点所组成，网点自主管理，自主性、灵活性高，网点快速扩张并不会导致整个经营体系的管理压力骤增。

图 6：中公、华图全国网点分布

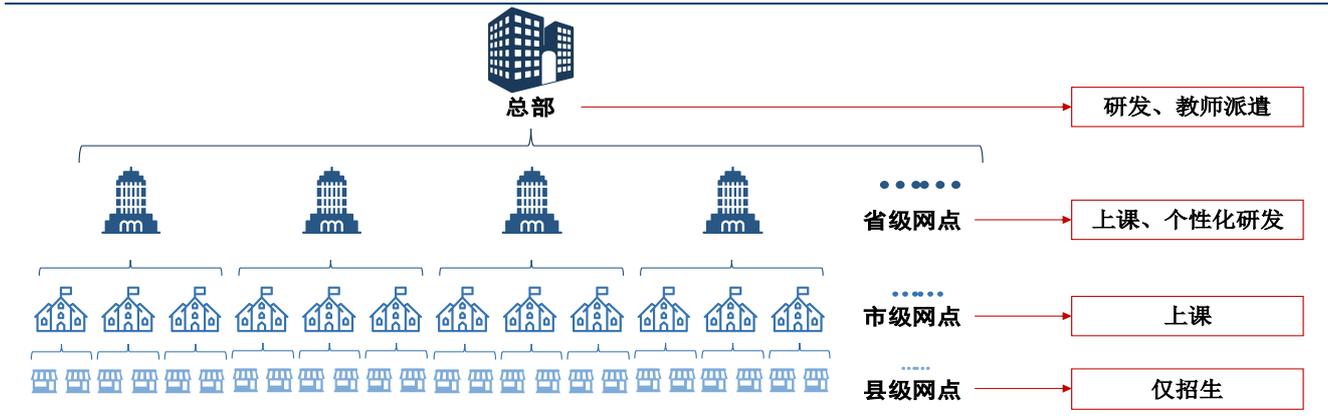


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

县级网点下沉尚存巨大空间，单网点创收持续高增长。中公在县级区域的多数网点仅设招生功能，招生

成本可以通过增加招生量进行抵消。无爬坡期叠加高利润的促使下, 公司计划进行县级网点下沉及大学网点布局。中公目前已进入了 100-200 个县, 在全国 2600 多个县的渗透率其实仍不足 10%, 还存在巨大的增长空间。近两年网点扩张将维持在 30%左右的增速, 加密市级网点, 持续铺设县级网点, 并布局各大高校周边网点。直营模式下, 中公网点数量持续扩张, 2015-2018 年年复合增长率为 15%, 扩张计划的推进下公司网点将持续增长。近几年公司单网点创收逐年增长, 2018 年同比增长 28%。达到 889.73 万元, 预计单网点创收将随县级网点下沉持续增加。

图 7: 中公教育网点层级



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

我们通过复盘过去几年的营业收入与网点数量、培训人次的关系, 暂时忽略营收占比较小的在线业务的情况下, 得出公司单店模型。基于以上分析县级网点扩张上存在巨大空间、过往的开店及客单价增速、以及公司给予的开店指引, 我们假设:

- ◆ 公司网点数量每年同比增加 30%;
- ◆ 公司线下平均客单价每年同比提升 3%;
- ◆ 2019、2020 年公司单网点覆盖培训人次分别同比增加 6%、5%;

那么, 预计今明两年单网点收入分别同比增长 9 和 8%, 线下面授业务营业收入分别为 82 亿元和 115 亿元, 同比增长 42%和 41%, 加上在线业务和其他收入, 合计营收分别同比增长 50%和 44%。在净利率维持 2018 年 18%的情况下, 净利润分别为 16.8 亿元和 24.2 亿元。

表 2: 中公教育单店模型

	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019 E	FY2020 E
网点数量 (个)	399	444	582	701	911	1185
增速		11.3%	31.1%	20.4%	30.0%	30.0%
累计面授培训人次 (人)	458300	619400	882400	1192100	1642714	2242304
增速		35.2%	42.5%	35.1%	37.8%	36.5%
单个网点收入 (万元)	504	541	644	823	899	972
增速		7.2%	19.1%	27.8%	9.2%	8.1%
单网点覆盖培训人次 (人)	1149	1395	1516	1701	1803	1893
增速		21.5%	8.7%	12.2%	6.0%	5.0%

线下客单价	4391	3876	4247	4840	4986	5135
增速		-11.7%	9.6%	14.0%	3.0%	3.0%
线下面授总收入（亿元）	20.1	24.0	37.5	57.7	81.7	114.9
增速		19.3%	56.1%	54.0%	41.6%	40.6%
线上及其他收入（亿元）	0.6	1.8	2.8	4.7	11.6	19.7
合计营收（亿元）	20.8	25.8	40.3	62.4	93.3	134.6
增速		24.5%	56.0%	54.7%	49.6%	44.3%
净利率	8%	13%	13%	18%	18%	18%
综合净利润（亿元）	1.6	3.3	5.2	11.5	16.8	24.2

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.2 登高望远：基地建设将满足长期发展需求

职教培训对于物业的需求较高，目前中公以租赁物业为主，占收入 90% 以上的面授课程均通过临时酒店租赁场地进行上课，并且很多上课场所是随着学员数量增加而变化。随着长周期培训业务占比的提升，公司营业成本中占比近一半的“开班费”将持续拖累公司长期的盈利能力，2019 年公司开始计划加大基地建设投入，以减少“开班费”的成本支出。

- ◆ **长周期培训占比提升，基地建设承接内生需求。**中公协议班收入占比逐年提升，2017 年占比为 72.7%，构成收入的主要来源。一站式培训基地的建设能够适应协议班的长周期培训需求，通常开设在省会城市或其他一、二线城市，培训基地吃住一体化的封闭式环境有利于学生集中注意力、提高学习效率。且中公每年招收大量应届毕业生，培训基地同时能够承接其自身教师培训需求。随着考研、IT 培训等长期培训赛道的横向扩张，各地学校对基地建设提出了需求。
- ◆ **长期来看，基地建设将带来 ROE 提升。**基地建设周期约为 3-5 年，且建设期是循序渐进的，与租赁场地付出的成本差距不大，并且能在推进过程中与减少的租金形成一定冲抵，综合看对利润分摊影响较小。基地未来经过 5-10 年的摊销，土地建筑仍属于自己，将作为一半成本的“开班费”转化为折旧摊销费用，总体对于净利润影响不大，但扩大了公司资产规模。此外，公司将轻资产转化为重资产的基地建设可以改善公司培训服务质量，减少了酒店租赁的高昂费用，也有助于节省开办费用；尤其在基地的高频使用下，整体效率将更明显提高，长期看有利于公司 ROE 的提升。
- ◆ **一体化培训中心将成为行业未来发展趋势。**中国东方教育作为职业技能培训的龙头企业，计划未来 3-5 年进行重资产区域中心建设。对标东方教育可以发现，中公基地建设投入规模大约为东方教育的 1/2，未来还有很大的市场空间，也说明了一体化培训中心是职业培训行业龙头在发展到一定规模后的必然需求。

目前公司在沈阳、长春、南京等地共有 5-6 个自有基地。从长期来看，基地建设能够带来盈利能力提升，一体化培训中心是职教培训行业龙头发展到一定规模的必然需求。

表 3：中公教育、东方教育一体化培训中心对比

名称	规划数量（个）	年投入金额（亿元）	占地面积（万平米）	学生容量（万人）
中公教育 一站式基地	每年约 2-3 个	10-15	—	0.5
东方教育 区域中心	计划 5 个	25-30	20-33	5-6

资料来源：公司公告，公开信息整理，东兴证券研究所

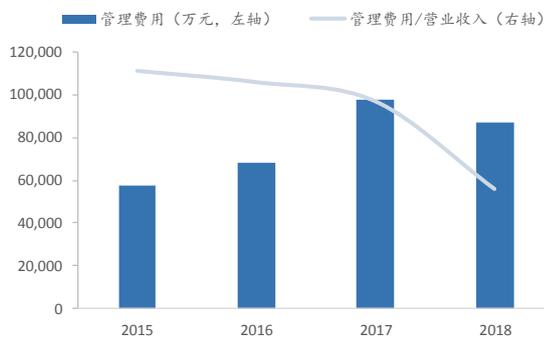
3. 管理：规模效应提升效率，高兼容度架构支撑扩张

3.1 规模效应初现，管理费用率显著改善

规模效应带来优势，经营效率显著提升。通过不断扩大规模和直营网络，中公教育已形成了一定的规模优势，实现资源的合理利用和有效管理，促进新产品的开发和推广，降低运营成本，促进品牌知名度的提升和职业教育培训市场市占率的提高，公司抗风险能力明显增强。

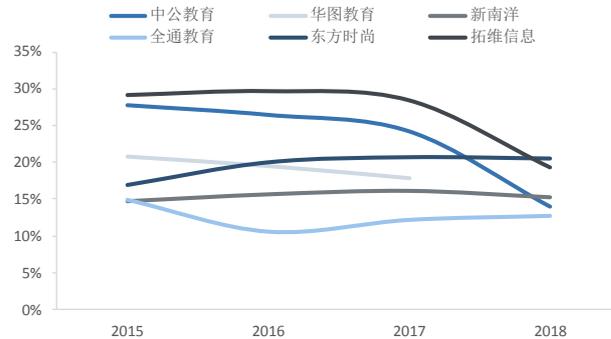
公司管理费用率从2015年27.8%下降至2018年14%；2015年至2017年，因为管理人员规模较大、薪酬较高以及研发投入等影响，中公教育管理费用率高于行业平均水平。2018年，随着网点扩张、多业务拓展、协议班比例提升等原因带来的学生规模扩大，公司规模优势开始发挥作用，管理效率提高，资源配置更加合理，管理费用率较前一年显著下降10个百分点至14%，低于行业平均约19%的管理费用率水平。

图 8：管理费用率下降



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 9：行业内主要竞争对手管理费用率



资料来源：各上市公司公告，华图教育招股书，东兴证券研究所

3.2 垂直一体化管理，组织架构高度兼容

探索管理模式，积极开展经营数字化转型。随着中公教育对管理模式和管理系统的不断探索，当前公司已形成了“淡化职能，强化指挥；市场导向，一线拉动；重视数据，极速反馈；动态感知，实时调节”的高效管理系统。在长期累积的自主开发能力支撑下，公司积极开展经营数字化转型，不断加大技术与经营的融合度，持续扩大科技在管理体系中的权重和资源占比。

经营架构兼容度高，支撑未来组织与产能的规模扩张。自主管理的一线网点灵活性高，快速扩张给整个经营体系带来的压力较小。同时，总部及核心省市的中央指挥部具有较高的管理规模效应和内部产业集群效应，可以基本抵消组织与产能扩张对指挥系统的冲击。在此架构下的组织能够适应公司的快速发展扩张。此外，公司以“做善良的人”为核心价值观，倡导无我而利他。这种简洁有效的企业文化促使公司在规模扩张的过程中能够持续保持组织凝聚力。

4. 财务分析与盈利预测

4.1 公司业务收入拆分

我们将公司各板块业务分别拆分成“培训人次 x 人均单价”的模式进行预测，预计公司 2019 至 2025 年实现营业收入年化增长 37.7%，2025 年营收将有望突破 500 亿元。从各个细分领域来看：

- ◆ 公务员考试培训作为公司的传统强项，将维持年化 23% 的增长，近两年仍将保持较高增长，未来几年增速或将相对放缓，但由于公务员板块整体体量较大，仍将持续充当公司现金牛。
- ◆ 事业单位考试培训保持一个低单位数增长，整体事业单位培训收入占公司收入比重也将逐步收窄；
- ◆ 随着国家对教师职业的政策倾斜以及教师资格考试制度的变化，教师招录及资格考试培训业务将实现年化 40% 以上的快速增长，营收占比将进一步提升，2025 年有望超过公务员板块，成为公司最主要的营收贡献。
- ◆ 其他面授板块一方面由于考研辅导业务的快速增长，一方面由于其他新业务的不断加入和壮大，将持续年化近 60% 的快速增长，并有望逐渐将考研等较为成熟的业务独立出来。
- ◆ 在线培训板块预计有望实现 50% 以上的年化增速，为线下业务引流。
- ◆ 随着基地建设的逐步推进，其他收入板块将加速增长，在公司总营收的占比将有小幅提升，但仍在较小的体量，不对公司整体营收带来实质性影响。

表 4：公司营业收入预测

收入（百万元）	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E	FY2022E	FY2023E	FY2024E	FY2025E	CAGR
公务员招录面授	3,082	4,576	6,150	7,804	9,333	10,767	11,977	12,953	22.8%
培训人次（万人）	48	65	84	102	117	131	142	149	17.4%
人均单价	6,367	7,004	7,354	7,648	7,954	8,192	8,438	8,691	4.5%
事业单位招录	785	686	721	757	788	820	844	870	1.5%
培训人次（万人）	18	17	17	18	18	18	19	19	1.3%
人均单价	4,458	4,102	4,184	4,268	4,353	4,440	4,484	4,529	0.2%
教师招录及资格	1,075	1,502	2,331	3,592	5,371	7,820	11,035	14,897	45.6%
培训人次（万人）	36	48	65	87	114	148	186	233	30.4%
人均单价	2,961	3,110	3,576	4,112	4,729	5,297	5,932	6,407	11.7%
其他面授	828	1,405	2,287	3,650	5,748	8,752	13,325	19,587	57.1%
培训人次（万人）	20	32	49	75	112	163	236	330	49.4%
人均单价	4,175	4,426	4,647	4,880	5,124	5,380	5,649	5,931	5.1%
线上培训	444	1,120	1,909	3,045	4,440	6,234	8,079	9,849	55.7%
培训人次（万人）	99	200	311	450	608	790	949	1,091	40.8%
人均单价	447	559	615	676	730	789	852	903	10.6%
其他收入	23	39	64	99	148	215	306	423	51.4%
合计	6,237	9,328	13,462	18,947	25,828	34,607	45,566	58,579	37.7%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 5：各业务收入与总收入增速

收入增速	FY2018	FY2019 E	FY2020 E	FY2021 E	FY2022 E	FY2023 E	FY2024 E	FY2025 E
公务员招录面授	49%	48%	34%	27%	20%	15%	11%	8%
事业单位招聘	38%	-13%	5%	5%	4%	4%	3%	3%
教师招录及资格	61%	40%	55%	54%	50%	46%	41%	35%
其他面授	87%	70%	63%	60%	58%	52%	52%	47%
线上培训	58%	152%	71%	60%	46%	40%	30%	22%
其他收入	870%	70%	61%	56%	49%	46%	42%	38%
合计收入	55%	50%	44%	41%	36%	34%	32%	29%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 6：各业务收入占比

占总收入比例	FY2018	FY2019 E	FY2020 E	FY2021 E	FY2022 E	FY2023 E	FY2024 E	FY2025 E
公务员招录面授	49%	49%	46%	41%	36%	31%	26%	22%
事业单位招聘	13%	7%	5%	4%	3%	2%	2%	1%
教师招录及资格	17%	16%	17%	19%	21%	23%	24%	25%
其他面授	13%	15%	17%	19%	22%	25%	29%	33%
线上培训	7%	12%	14%	16%	17%	18%	18%	17%
其他收入	0.4%	0%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4.2 支教培训行业规模测算

我们以 2017 年各行业报考、参培情况、市场规模以及中公教育市占率数据为基础，测算 2020 年以及 2025 年职业培训各行业市场规模以及中公教育的市占率情况。到 2025 年，预计职业培训市场总规模超过 5000 亿元，其中职业资格培训 2000 亿元，职业技能培训约 3000 亿元。中公教育在整个职业培训市场的市占率将由 2017 年的 2.5% 提升至 2025 年的 11.2%。我们的测算基于以下假设：

- ◆ 拟招/通过人数：由于公务员招录数量在一定区间内波动，我们选取过往 5 年平均；事业单位基本保持不变。
- ◆ 报考人数：教师资格考试近三年/后五年年化增长分别为 50%/10% 的年化增长；教师招录考试近三年/后五年年化增长分别为 15%/10%；考研近三年/后五年年化增长分别为 18%/10%。
- ◆ 通过率：国考和省考通过率维持在 1.7% 和 3%；事业单位维持当前 10%；教师资格由于报考人数大幅增长，近三年通过率每年低单位数下降，后五年小幅下降基本保持稳定；教师招录考试由于考试难度提升，通过率下降至 12% 左右，未来五年由于行业竞争更加激烈，通过率下降至 10%；随着考研人数的不断增长和考研标准的更加严格，未来考研通过率将维持在 30%。
- ◆ 行业参培率：各项考试参培率每年呈现低单位数增长。
- ◆ 客单价：考虑到协议班吸引学员的作用，公务员、事业单位、考研培训的客单价维持年化 10% 的增长；教师资格考试培训客单价在 5-6% 左右的年化增长，含金量更高的教师招录考试培训客单价在 10-12% 的年化增长。

图 10: 职业培训市场空间测算 2017 年

细分领域		拟招/通过 人数 (万人)	报考人数 (万人)	通过率	参培率	参培人数 (万人)	客单价 (元/人)	市场规模 (亿元)	中公教育 面授培训人次 (万人)	中公教育 在线培训人次 (万人)	中公教育 培训总收入 (亿元)	按收入计 中公教育 市场占有率
公务员	国考	2.7	149	1.8%	27%	137.5	8500	117	37	27	22	19.0%
	省考	19	370	5.1%								
事业单位		93	930	10.0%	20%	186.0	6500	121	15	7	6.1	5.1%
教师	教师资格	109	310	35.0%	30%	93	2000	19	25	17	7.2	14.8%
	教师招录	55	250	22.0%	20%	50	6000	30				
考研		81	201	40.0%	22%	44.2	8000	35	11	7	2.9	8.1%
金融会计类考试								121				
其他职业资格考试								212				
IT培训								332				
烹饪								40				
汽修								21				
其他职业技能培训								587				
职业资格考试合计								655				
职业技能考试合计								980				
职业培训市场合计								1635				

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 11: 职业培训市场空间测算 2020 年

细分领域		拟招/通过 人数 (万人)	报考人数 (万人)	通过率	参培率	参培人数 (万人)	客单价 (元/人)	市场规模 (亿元)	中公教育 面授培训人次 (万人)	中公教育 在线培训人次 (万人)	中公教育 培训总收入 (亿元)	按收入计 中公教育 市场占有率
公务员	国考	2.4	143	1.7%	30%	204.6	11314	231	76	60	68	29.3%
	省考	16	539	3.0%								
事业单位		93	930	10.0%	22%	204.6	7525	154	17	8	9.3	6.0%
教师	教师资格	209	1046	20.0%	26%	272	2382	65	72	56	26.8	18.9%
	教师招录	80	380	12.0%	24%	91	8430	77				
考研		99	330	30.0%	28%	92.5	10648	98	55	25	15.3	15.5%
金融会计类考试								161				
其他职业资格考试								298				
IT培训								492				
烹饪								53				
汽修								30				
其他职业技能培训								757				
职业资格考试合计								1084				
职业技能考试合计								1332				
职业培训市场合计								2416				

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 12: 职业培训市场空间测算 2025 年

细分领域		拟招/通过 人数 (万人)	报考人数 (万人)	通过率	参培率	参培人数 (万人)	客单价 (元/人)	市场规模 (亿元)	中公教育 面授培训人次 (万人)	中公教育 在线培训人次 (万人)	中公教育 培训总收入 (亿元)	按收入计 中公教育 市场占有率
公务员	国考	2.3	139	1.7%	38%	251.1	14439	363	116	97	136	37.6%
	省考	16	521	3.0%								
事业单位		93	930	10.0%	25%	232.5	8308	193	19	10	11.9	6.1%
教师	教师资格	264	1467	18.0%	45%	660	3040	201	246	209	154.8	31.5%
	教师招录	100	612	10.0%	35%	214	13576	291				
考研		160	532	30.0%	32%	170.2	15645	266	378	188	98.1	36.8%
金融会计类考试								216				
其他职业资格考试								480				
IT培训								989				
烹饪								78				
汽修								43				
其他职业技能培训								1885				
职业资格考试合计								2009				
职业技能考试合计								2996				
职业培训市场合计								5004				

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

细分各板块来看，未来公务员考试培训业务的市占率有望提升至近 40%，龙头地位进一步稳固，形成强者恒强的局面。在研发优势下，公司教师板块业务将随着市场整体快速增长，市占率有望达到 30%；而在其他综合面授业务中，我们认为目前表现最为突出的考研培训业务未来有望继续壮大，并成为一个个独立的业务板块，2025 年公司考研辅导业务有望实现市占率 30% 以上，成为该领域的龙头品牌。相信中公教育未来还将培育更多的职业培训垂直板块，使业务更加多元化，将公司打造成综合性职业培训平台。

4.3 绝对估值法（DCF）

我们将公司未来发展分为三个阶段。

第一阶段为 2019-2023 年，这一阶段公司公务员板块市占率不断扩大，教师板块快速增长并实现营收规模与公务员板块并驾齐驱，新业务方面考研板块实现细分领域的领先地位，并不断拓展其他细分领域。因此总体收入能够实现 30%-50% 的快速增长。公司开始适当加大固定资产投资规模，每年投资约 10-20 亿进行教学基地建设。但随着教学基地的建成，公司其他收入板块收入将持续增长，此外将节省开班费用，提高运营效率，提升净利率水平。总体来讲，这一阶段公司每年自由现金流能够实现 40% 左右的稳定较高速增长。

第二阶段为 2024-2031 年，这一阶段公司的职业教育平台发展初见成效，业务呈现出传统主力业务公务员、教师板块收入增速放缓，其他新业务多点开花的局面。预计第二阶段营收增速约 20%，成长期业务走向成熟，运营效率提升，净利润增速在 20%-25%，预计自由现金流增长率在 20% 左右。

第三阶段从 2032 年起公司进入较为稳定发展阶段，随着通胀的小幅提价带来小幅收入增长，实现每年约 1% 的自由现金流增长。

表 7：使用公司自由现金流模型（FCFF）假设部分

假设	数值	说明
第一阶段	2019-2023	
第二阶段	2024-2031	
第二阶段增长率	20.00%	
长期增长率	1.00%	
应付债券利率	0.00%	
无风险利率 Rf	3.18%	十年期国债收益率
β	1.0517	2018.12.28 完成资产置换至 2019.11.20 对应沪深 300 按日计算的 β 值
Rm	7.12%	10 年沪深指数平均数收益
Ke	7.32%	$Ke = Rf + \beta(Rm - Rf)$
税率	15.00%	公司过往税率平均值
Kd	0.00%	
Ve	129,022.00	股价 × 总股本
Vd	0.00	短期借款 + 长期借款 + 应付债券
WACC	7.32%	

资料来源：Wind，公司公告，公开信息整理，东兴证券研究所

表 8：使用公司自由现金流模型（FCFF）计算公司合理市值

FCFF 估值	现金流折现值（百万元）	价值百分比
第一阶段	7,163.65	4.83%
第二阶段	36,564.00	24.68%
第三阶段（终值）	104,447.76	70.49%
企业价值 AEV	148,175.41	100.00%
+非核心资产价值	5,537.58	3.74%
-少数股东权益	0.00	0.00%
-净债务	0.00	0.00%
总股本价值	153,712.99	103.74%
股本（百万股）	6,167.40	
每股价值（元）	24.92	

资料来源：东兴证券研究所

4.4 相对估值法

我们将 A 股教育板块上市公司，以及港股、美股教培龙头的市盈率和归母净利增速进行对比。剔除亏损企业，教育公司在 A 股市场平均市盈率 57 倍，在港股市场平均市盈率 28 倍，在美股市场平均市盈率 163 倍。虽然当前中公教育 60 倍的估值略高于 A 股行业平均，但考虑到公司作为行业龙头享有一定的估值溢价，我们认为公司当前估值较为合理。按 2020 年 EPS，给予 60 倍估值，对应目标价 24 元。

表 9：A 股、港股、美股各市场教育公司 Wind 一致预期及对应 PE 对比

股票代码	公司简称	PE					归母净利润增速（%）			
		TTM	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
002607.SZ	中公教育	60		70	51	39	120	50	38	31
002621.SZ	美吉姆	68	187	42	36	30	72	420	16	23
002659.SZ	凯文教育	-31	-43	136	28	15	-521	127	381	82
300010.SZ	立思辰	-6	-5	33	27	22	-787	118	19	25
300282.SZ	三盛教育	31	26	20	16	13	411	33	27	19
300338.SZ	开元股份	86	24	58	19	14	-38	-33	203	36
300559.SZ	佳发教育	36	39	36	24	18	69	66	51	34
600661.SH	昂立教育	-20	-21	37	30	25	-317	152	26	16
603377.SH	东方时尚	62	38	60	55	50	-5	3	10	10
A 股市场教育行业平均市盈率*		57	31	55	32	25				
0667.HK	中国东方教育			39	29	23	-20	62	34	25
0839.HK	中教控股			29	23	20			29	16
1569.HK	民生教育		14	12	10	9	28	24	21	15
1765.HK	希望教育		30	17	13	10	-21	160	37	21
1769.HK	思考乐教育			47	34	27	144	57	38	26
1773.HK	天立教育		13	21	16	13	48	39	35	23

1890.HK	中国科培	16		15	13	11	48	26	19	18
2001.HK	新高教集团	13	18	11	8	7	4	50	29	15
2779.HK	中国新华教育	15	11	13	10	8	49	22	33	18
6068.HK	睿见教育	16	16	15	13	10	55	35	14	35
6169.HK	宇华教育	19	17	19	14	12	69	33	32	18
港股市场教育行业平均市盈率*		28	17	22	17	14				
EDU.N	新东方	58	37	41	31	24	-20	95	33	25
TAL.N	好未来	129	41	101	47	34	85	-30	113	41
GSX.N	跟谁学	560		124	29	12	123	95	33	25
HLG.O	海亮教育	41	38	34	29	26	33	95	33	25
ONE.N	精锐教育	-11	35	40	26	19	-5	95	33	25
REDU.O	瑞思学科英语	25	22	24	19	16	398	95	33	25
美股市场教育行业平均市盈率*		163	35	61	30	22				

资料来源：Wind，东兴证券研究所（*平均市盈率计算剔除净利润亏损的企业）

长期来看，政策扶持下的教培市场空间在不断扩大，公司现有板块的市占率有望在未来 10 年持续提升；且公司仍在不断进行横向业务拓展，进入更多职业培训细分领域，在教研、渠道、管理垂直一体化的体系下，扩张门槛降低，公司依靠品牌优势和 20 年累积的行业经验，能够实现持续快速增长。我们认为公司未来 10 年仍能够维持一个较高增速，并将公司逐步打造成整个职业培训领域知名、领先的平台型公司。综合职教培训平台模式下的公司，运营效率将进一步改善，净利率水平有望进一步提升。

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，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。对应 PE 分别为 76、52、37 倍，维持“强烈推荐”评级，由于相对估值法和绝对估值法得出的结果差异不大，综合两者结论，我们给予 2020 年公司目标价 24.5 元。

风险提示：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，超预期政策出台。

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
流动资产合计	2,401	3,070	9,667	11,529	14,744	营业收入	4,031	6,237	9,328	13,462	18,947
货币资金	190	649	5,538	6,060	6,833	营业成本	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
非流动资产合计	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	营业利润	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
资产总计	3,235	7,202	13,730	16,615	20,722	利润总额	625	1,340	2,004	2,942	4,071
流动负债合计	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	-	-	-	净利润	525	1,153	1,696	2,490	3,444
应付账款	35	145	208	303	425	少数股东损益	-	#VALUE!	-	-	-
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
非流动负债合计	39	97	97	97	97	EV/EBITDA	2	2	58	40	28
长期借款	-	-	-	-	-	主要财务比率					
应付债券	-	-	-	-	-		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	2,234	4,248	3,271	4,040	5,220	成长能力					
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	获利能力					
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%
负债和所有者权益	3,235	7,202	13,730	16,615	20,722	净利率(%)	13%	18%	18%	18%	18%
现金流量表						总资产净利润(%)					
						ROE(%)	52%	39%	16%	20%	22%
单位: 百万元						偿债能力					
经营活动现金流	(126)	1,408	631	1,999	2,385	资产负债率(%)	69%	59%	24%	24%	25%
净利润	525	1,153	1,696	2,490	3,444	流动比率	1.09	0.74	3.05	2.92	2.88
折旧摊销	268	251	80	184	312	速动比率	1.09	0.74	3.05	2.92	2.88
财务费用	28	(3)	17	(58)	(64)	营运能力					
应收账款减少	5	(7)	(3)	(5)	(6)	总资产周转率	1.43	1.20	0.89	0.89	1.01
预收帐款增加	344	217	561	639	1,019	应收账款周转率	1,467.51	1,833.24	1,098.65	1,082.89	1,071.76
投资活动现金流	(86)	(2,360)	73	(1,161)	(1,160)	应付账款周转率	116.10	69.54	52.94	52.71	52.05
公允价值变动收益	-	-	-	-	-	每股指标(元)					
长期股权投资减少	0	(885)	163	-	-	每股收益(最新摊)	0.10	0.22	0.27	0.40	0.56
投资收益	95	110	92	99	100	每股净现金流(最	(0.87)	4.43	0.79	0.08	0.13
筹资活动现金流	134	1,412	4,185	(315)	(452)	每股净资产(最新	11.11	28.46	1.70	2.04	2.51
应付债券增加	-	-	-	-	-	估值比率					
长期借款增加	-	-	-	-	-	P/E	-	95.09	76.09	51.83	37.46
普通股增加	-	14	6,064	-	-	P/B	-	0.74	12.34	10.26	8.32
资本公积增加	54	787	-	-	-	EV/EBITDA	-	1.97	58.37	39.89	28.21
现金净增加额	(79)	460	4,889	523	773						

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
公司	中公教育系列报告一：领军行业二十载，教师、考研再添双引擎	2019-11-14

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。