

证券研究报告

2019年01月30日

行业报告 | 行业深度研究

贸易

中公教育，能否成长为中国最大市值教育龙头

作者：

分析师 刘章明 SAC执业证书编号：S1110516060001

分析师 孙海洋 SAC执业证书编号：S1110518070004



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（首次评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

政策导向明确，赛道稀缺性提升；大学生亟需通过技能培训提升就业竞争力
中公教育：职教龙头加速发展；公考为基，教师证、事业单位为翼，千亿市场待挖掘

风险提示：民促法细则尚未完全落地，行业竞争激烈，招生不及预期；中公未能实现承诺业绩，拟置出资产交割、债务转移风险；本次交易被暂停、中止或取消的风险；拟置出资产评估增值较高的风险；行业政策风险；经营场所不确定的风险；行政处罚的风险；经营网络持续扩张的管理风险。

重点标的推荐

股票	股票	收盘价	投资	EPS(元)				P/E			
代码	名称	2019-01-29	评级	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
002607.SZ	亚夏汽车	8.42	买入	0.09	0.10	0.11	0.13	93.56	84.20	76.55	64.77

中公教育：职教龙头加速发展

1. 政策导向明确，赛道稀缺性提升

- **政策面：始终鼓励引导职业技能培训，产业价值在于提升劳动力素质与就业技能**
 - ✓ 18年4月明确教培机构分类管理基本思想，对于成人非学历机构不需办理办学许可证，该政策一方面体现上层鼓励支持态度，另一方面极大简化开点流程，降低审查风险。
 - ✓ 18年12月29日全国人大常委会继续修订《民办教育促进法》，较16年底三修版无较大改动，变化在于“对接受职业技能培训的学生，经备案（原：政府审批）的职业技能鉴定机构鉴定合格的，可以发给国家职业资格证书”。通过放松国家职业资格证书的鉴定颁发，推动学生接受职业技能培训，提升劳动力职业素质，推动就业。
 - ✓ 14年国务院《关于加快发展现代职业教育的决定》提出具有世界水平的现代职教体系。十九大报告进一步明确，完善职业教育和培训体系，深化产教融合、校企合作。全国公共财政支出中对职教投入由08年745亿增至17年2656亿，CAGR为15.2%。

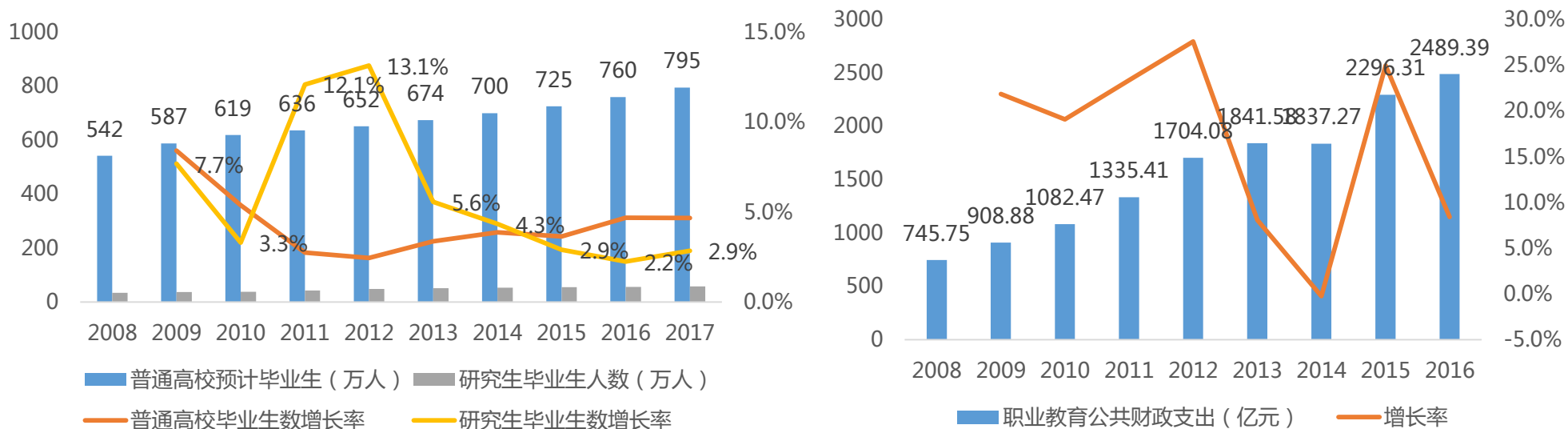
2018年来教育行业多个赛道受到政策波及：幼教：受18年11月学前教育新政影响，未来将彻底切断证券化道路；K12学历：受非营利性制约，政策对于VIE态度尚不明确；K12培训：18年4月教育部连发三文定调全年监管态势，省市地方积极落地，18年12月教育部再次联合九部门下发减负通知，后续对K12学科培训监管将持续高压态势；高等学历：自身营利性&非营利性选择放开，但收购兼并或面临成本提升及节奏放缓。

相比之下，职教培训赛道稀缺性日益凸显，政策风险低，通过提升职业技能缓解社会就业压力，未来或持续鼓励。

中公教育：职教龙头加速发展

2. 大学生亟需通过技能培训提升就业竞争力

- **需求面：大学生成为就业重点关注群体，就业压力激发职业培训需求，缓解结构性供需失衡**
- ✓ 2019年全国普通高校毕业生较18年增加14万达834万，再创新高。人社部副部长邱小平表示，就业工作的重点关注群体第一位就是大学生。逐年增加的高校毕业生为就业工作带来难题。相较快速变化的市场需求，院校教学变化较慢，使得毕业学生所学不能满足岗位要求；另一方面逐年增加的毕业生与就业岗位数量变化也存在相应矛盾。
- ✓ 宏观环境提升大学生就业压力，普遍面临严峻就业形势，激发职业技能培训需求。我国非学历职教培训主流目标人群为应届毕业生及部分存在更换工作岗位需求的社会在职人员，而应届毕业生呈逐年增加趋势，就业竞争激烈

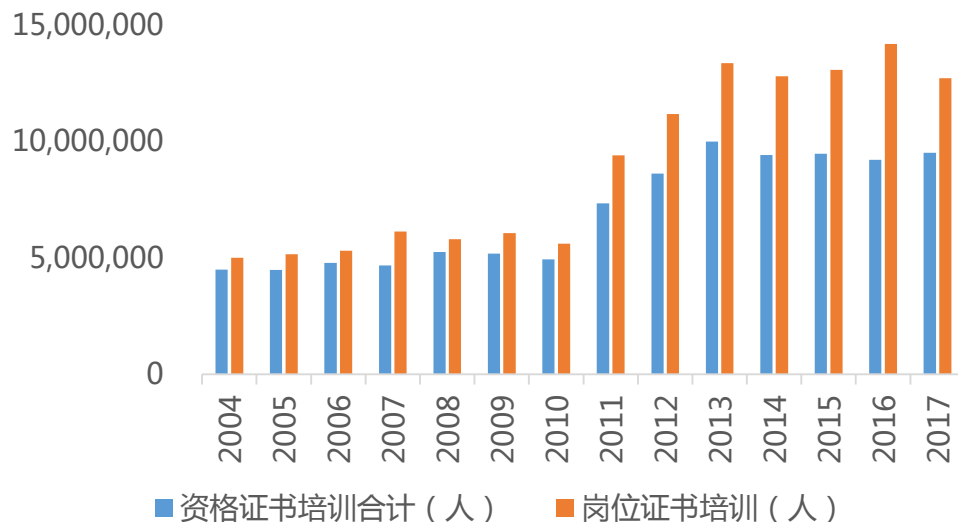
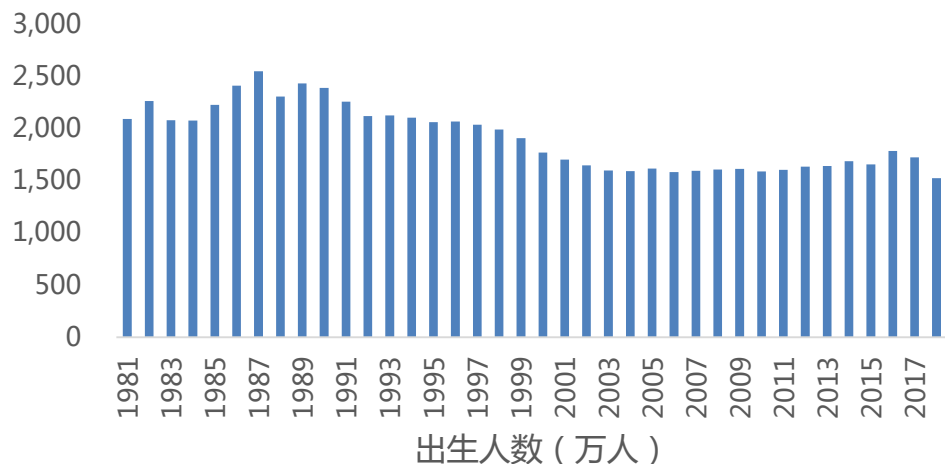


中公教育：职教龙头加速发展

3. 核心竞争矛盾由中小学转移至毕业就业

● 需求面：过去十年为K12教培黄金十年，新生儿下降驱动社会竞争核心矛盾转移到就业力竞争

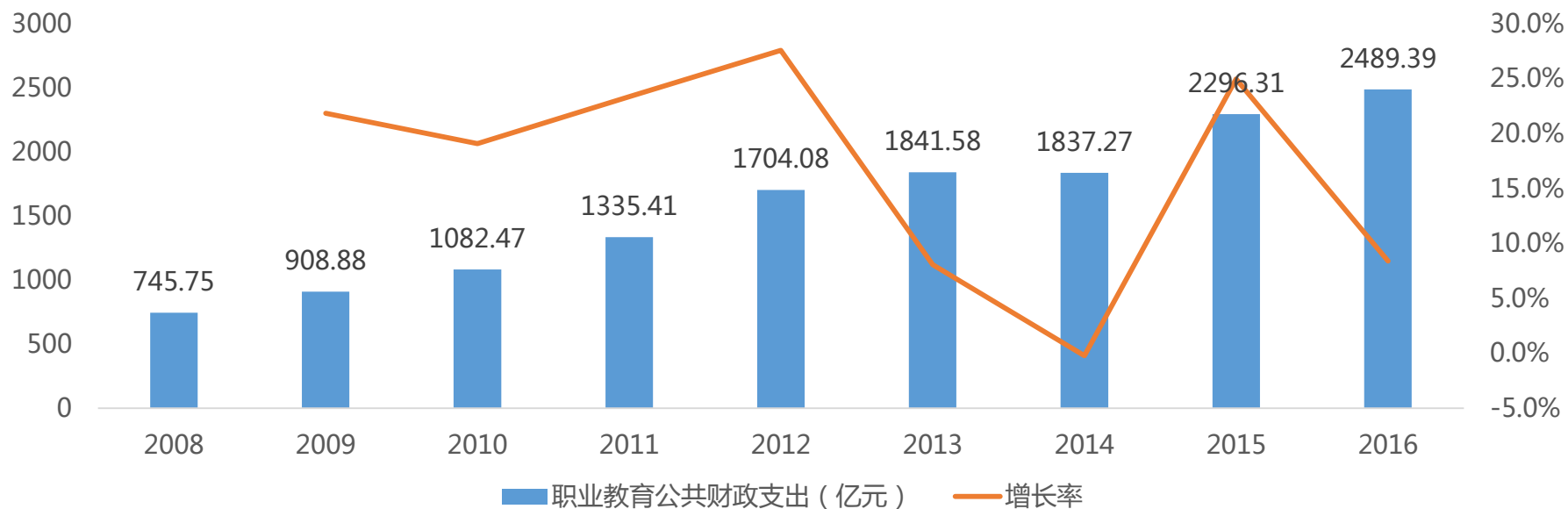
- ✓ 2019年1月国家统计局公布2018年的出生人口为1523万，较17年减少200万人，创近年新低，且未来或继续减少。我们认为新生儿减少将先后影响幼小初高阶段入学新生，进而影响课外教培生源；职教培训客源一方面来自大学毕业生另一方面来自社会在职人员，较中小学教培影响小。
- ✓ 17年国家对职业资格许可和认定工作清理完成，职业资格考证市场进入回升期。资格证书和岗位证书培训处于扩容期，14-16年国务院7次发文取消434项职业资格，行业进入调整期。根据教育部数据，按注册人数计算，资格证书CAGR（04-13）27%，CAGR（14-16）降为-1.08%，岗位证书CAGR（04-13）为11.54%，CAGR（14-16）降为5.32%。



中公教育：职教龙头加速发展

4. 从市场空间再看市值成长

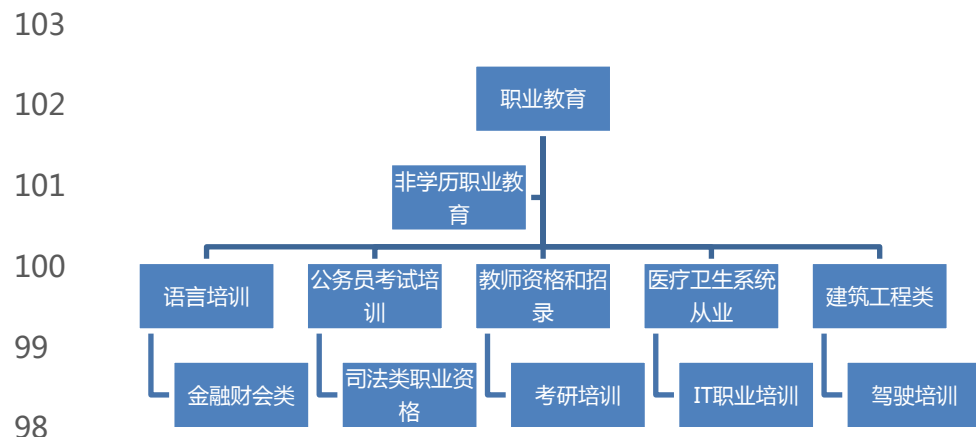
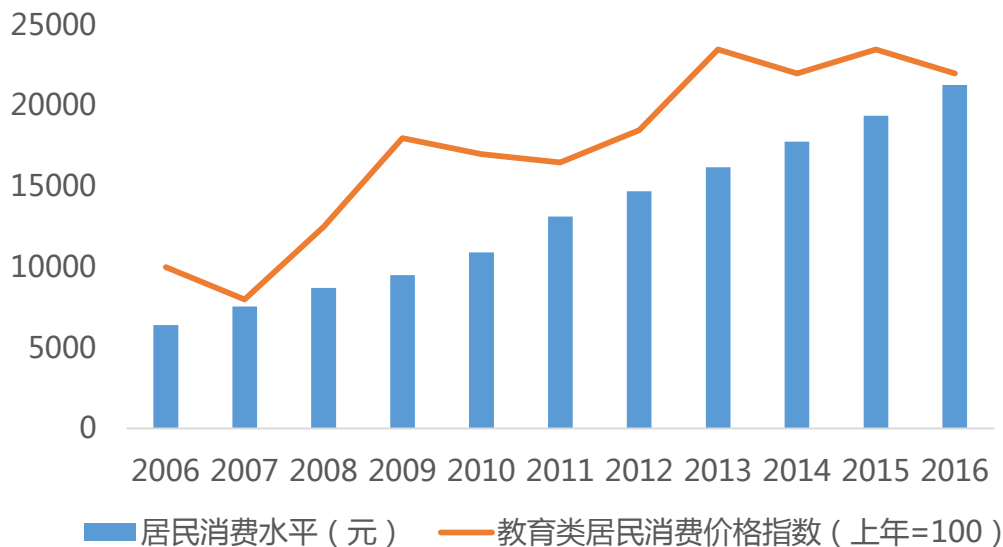
- **需求面：过去十年为K12教培黄金十年，新生儿下降驱动社会竞争核心矛盾转移到就业力竞争**
- ✓ **数量型人口红利转而形成质量型人口红利的意义愈发重要。**我国正处于产业转型升级过程中，对劳动力需求已不满足于廉价劳动力优势，更需要的是具有一定理论知识和技能储备的中高级人才。职教可以为大量低端劳动力人口带来更多工作机会，同时也能为中高端劳动力带来更大成长空间，其是人口红利由数量向质量转型的重中之重。
- ✓ **我们预计到2020年3.5亿继续教育（《关于加快发展现代职业教育的决定》）人均职业培训支出为2500元，则2020年市场规模将达8800亿元，且2014-20年职业培训市场年CAGR为15%，占教育市场规模比例达31%。**



中公教育：职教龙头加速发展

5. 非学历职教细分领域众多，为市值成长提供坚实基础

- ✓ 非学历职业教育包括为获得工作机会而进行的招录培训，如语言培训、公务员考试培训、教师资格和教师招录考试培训、医疗卫生系统从业资格和招录考试培训、建设工程类职业资格考试培训、金融财会类培训、司法类职业资格考试培训、考研培训、IT职业培训、驾驶培训等。
- ✓ 某种特定工作岗位的要求而开展的专业知识和技能培训，细分领域众多，随着居民教育成本越来越成为大部分居民家庭主要经济支出之一，国家和社会对于教育投资不断加大力度，加之庞大高校毕业生人群以及因结构性失衡造成的就业竞争激烈的现实情况，众多因素促使职业教育行业发展迅猛，市场规模持续扩大。

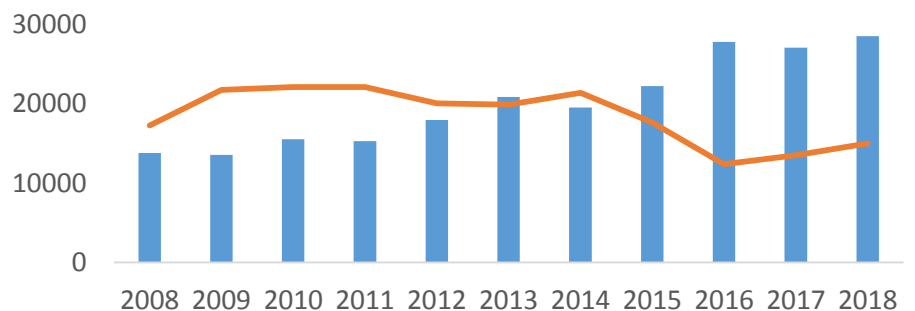


中公高增速来自哪里：公考为基，教师证、事业单位为翼，千亿市场待挖掘

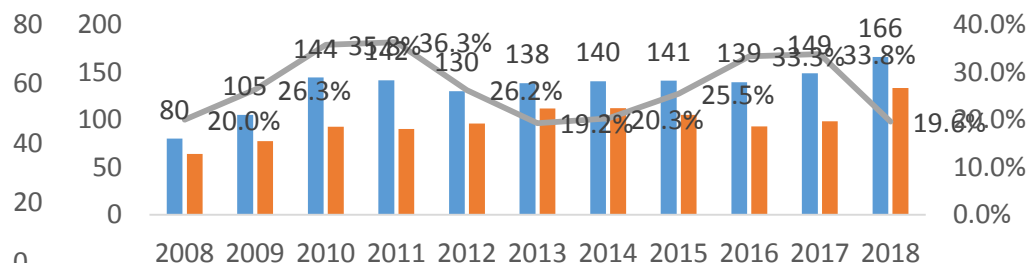
6.1 公考：市场领先者，参培率提升构筑业绩护城河

- **中公已形成独特考试研发体系，拥有一批经验丰富、专业性强的优质研发团队，通过自主研发形成教学系统，不断应对市场变化调整研发方向。**

- ✓ 公务员招录人数总体上升，国家公务员从2008年招录1.38万人增至18年2.85万人，CAGR 7.54%；此外，地方公务员缺口大，岗位设置多，招录人数远大于国家公务员（2017年招录18.9万人）。公考侧重于岗位所需能力与测试内容匹配性，学员对于能力提升意愿逐步提升。
- ✓ 2019年国考招录人数下降影响有限：①国考收入占比降低（17年9.3%）；②参培人数降幅（报名人数-17%）显著小于招录人数（-49%），17年国考人数-3%，中公公考收入+24%；③国考人数减少分流学员竞争其他岗位。
- ✓ 2015-17年，中公公务员招录（含国考和省考）面授培训人次分别25.9、31.8、37.3万人次远低于同期报名人数。



■ 国家公务员招录人数 (人) ■ 竞争比 (参考人数/招录人数)



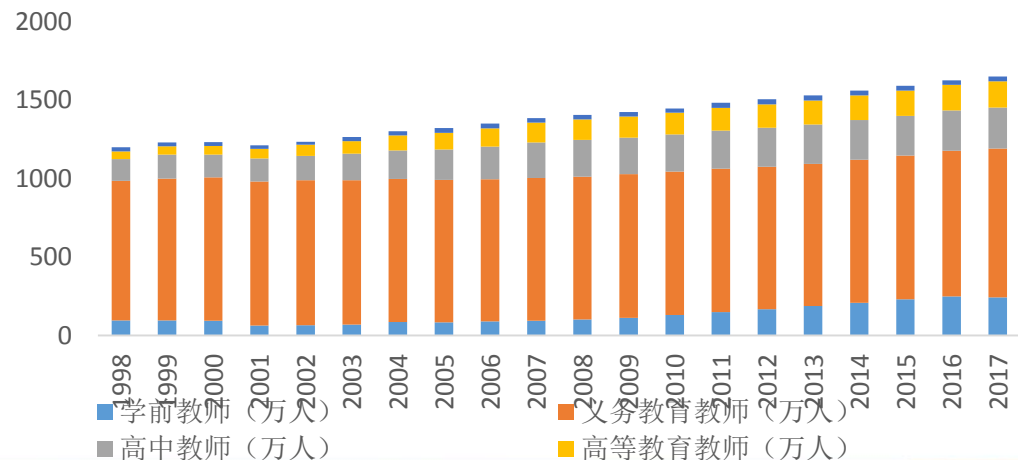
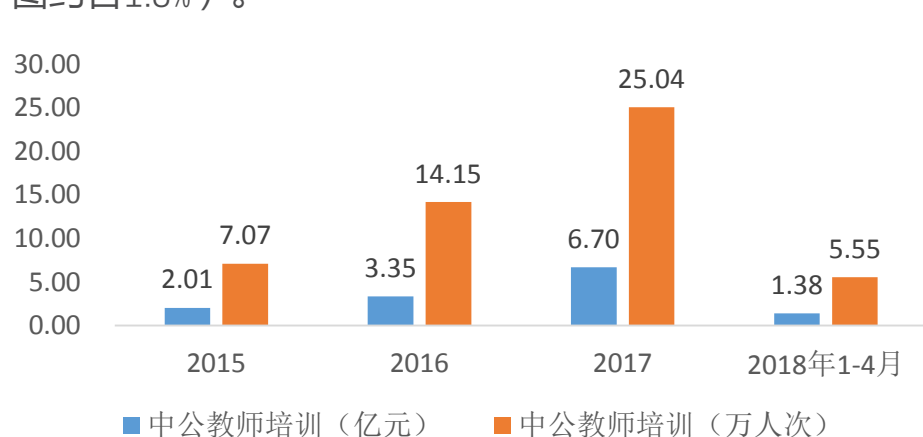
■ 国考通过审核人数 (万人) ■ 国考参考人数 (万人)

中公高增速来自哪里：公考为基，教师证、事业单位为翼，千亿市场待挖掘

6.2 教师证：验证跨品类复制能力，持续放量增长

- **中公的动态产品研发系统以学员能力为导向，由高素质研发人才组成的研究团队根据各类别、各地区招录政策信息中对职业能力的不同要求，按照不同学科的专业特点完成课程产品研发，并根据学员学习情况反馈动态调整。**

- ✓ 2015年我国全面实行教师资格证统考制度，要求对中小学教师资格进行定期注册，同时师范生也需要考教师资格。
- ✓ 截至2016年我国小学、初中、高中及高校生师比分别为17、12、13和17，虽然各类学校生师比有所下降，但与教育发达国家相比仍存在一定差距。根据统计近年来各地方教育主管部门公告的教师招录考试简章，教师招聘规模呈现出波动上升趋势，15-17年平均招录人数约37.70万人，高于公务员和其他事业单位招录人数，具有广阔市场空间（根据弗若斯特沙利文报告，教师招录考试培训收入规模17年为157亿元，13-17年CAGR17.8%，其中两大机构中公教育约占4.3%，华图约占1.8%）。

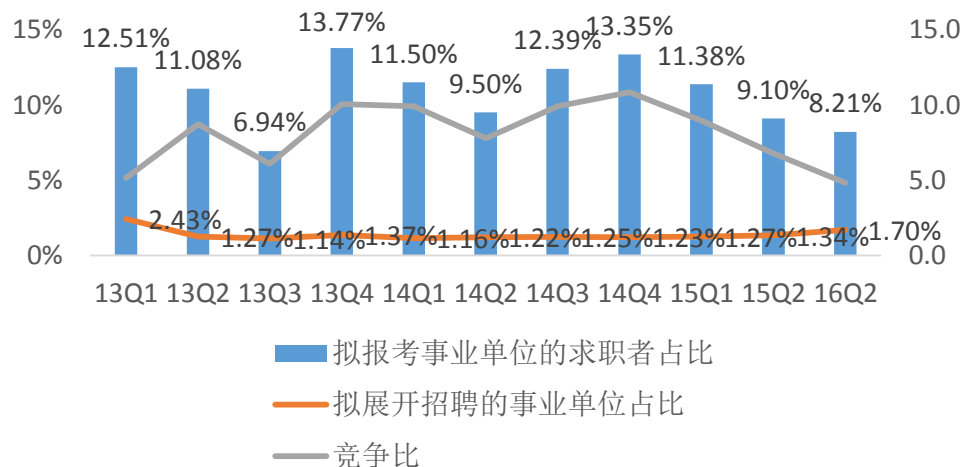


中公高增速来自哪里：公考为基，教师证、事业单位为翼，千亿市场待挖掘

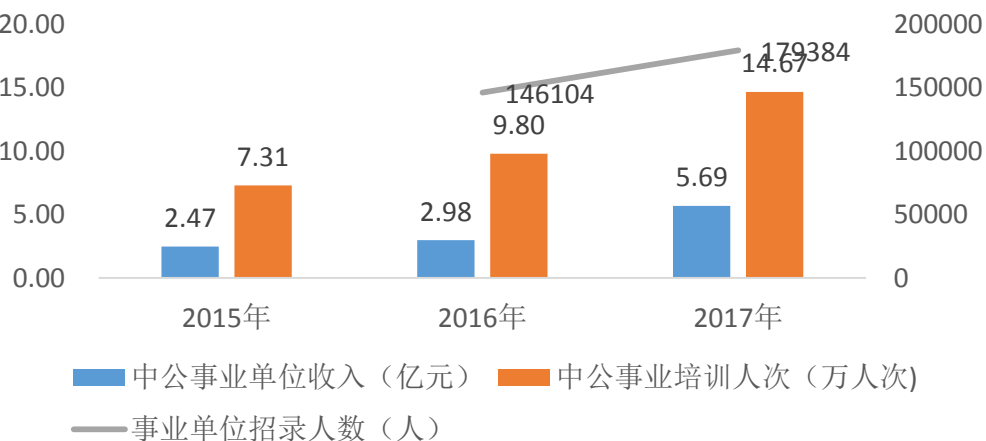
6.3 事业单位：成近年来求职热点，市场前景广阔

- **无论从就业竞争发展趋势、产业结构调整现状、企业人才需求特点，还是国家政策来看，未来拥有强大技术能力与教培经验的职教机构发展空间广阔。中公在教育技术领域不断加大投入，形成了数字化、网络化、智能化的教学平台系统。**
- ✓ 由于事业单位存在招录岗位及人数多、招考难度相比公务员考试较低、工作稳定且待遇良好等特点，使得报考事业单位成为近年来的一大求职热点。我国事业单位整体招录人数基数较大，2015-17年平均每年招考人数约为16.2万人（事业单位是社会公益目的，由国家机关举办或者其他组织利用国有资产举办，从事教育科技文化卫生等活动的社会服务组织）。

事业单位招录越来越规范严格，逐渐从各地、各岗位独立招录向统一招录、分类招录方向发展



2015-17年，中公教育事业单位面授培训人次分别为7.31、9.80和14.67万人次，呈逐年上升的趋势，其中存在部分学员同时参加2个及其以上的事业单位招录培训班次情形

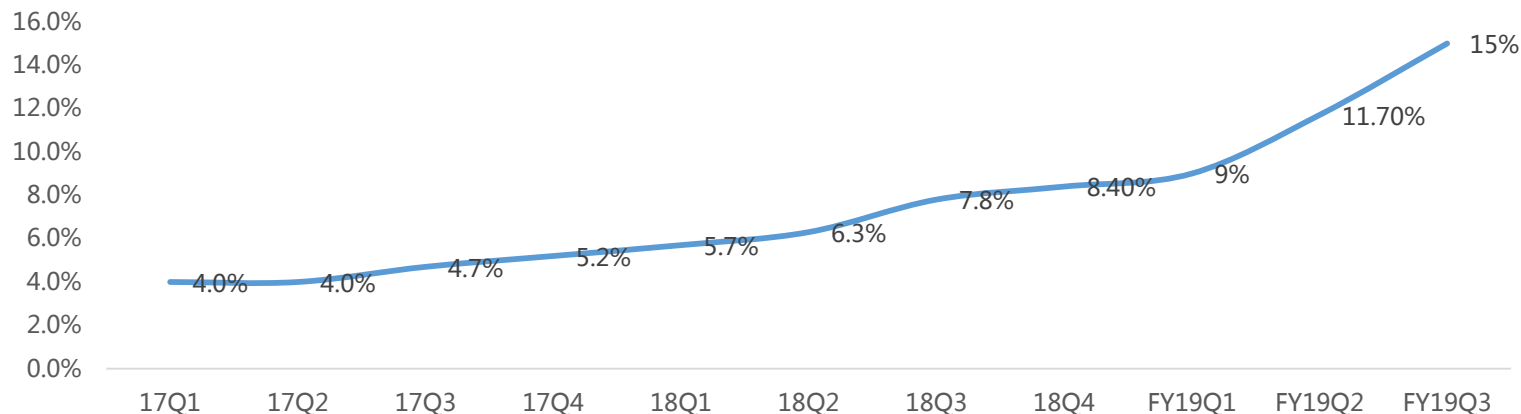


中公高增速来自哪里：公考为基，教师证、事业单位为翼，千亿市场待挖掘

6.4 线上业务：借力科技打开物理扩张边际

- ✓ 2016年起中公大力发展线上培训①对互联网平台及移动互联网平台进行升级；②对传统在线录播视频进行迭代；③大力推广 OAO（线上加线下）课程，学员报名后线上自学一段时间，再线下集中面授培训满足学员个性化需求，提高学员考试通过率。2017年中公继续发力线上培训，推出“中公19课堂”，以引流为主要目的，客单价较低（通常仅19.9元）。未来①大力推行双师教学的培训模式；②继续积极推进线上线下结合

好未来线上收入占总收入（%）



分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下