

看培训机构，论单店模型

分析师：强超廷 执业证号：S0100519020001
研究助理：应 瑛 执业证号：S0100119010012

2019年07月26日

风险提示：下游需求下降

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

守 民
正 生
出 在
新 勤



- 大培训行业
- 早教行业
- K12学科培训
- 素质教育
- 职业教育
- 线上教育

推荐标的：中公教育，立思辰，盛通股份，美吉姆，昂立教育

大培训：将TO C端的非学校模式的教育业务统称为“大培训”，其主要包括早教培训、K12学科培训、素质教育、职业教育、在线教育。

多维度对比大培训赛道各细分赛道的主要影响因素：

政策（监管从严到松）：K12学科培训>在线教育>早教培训、素质教育>职业教培

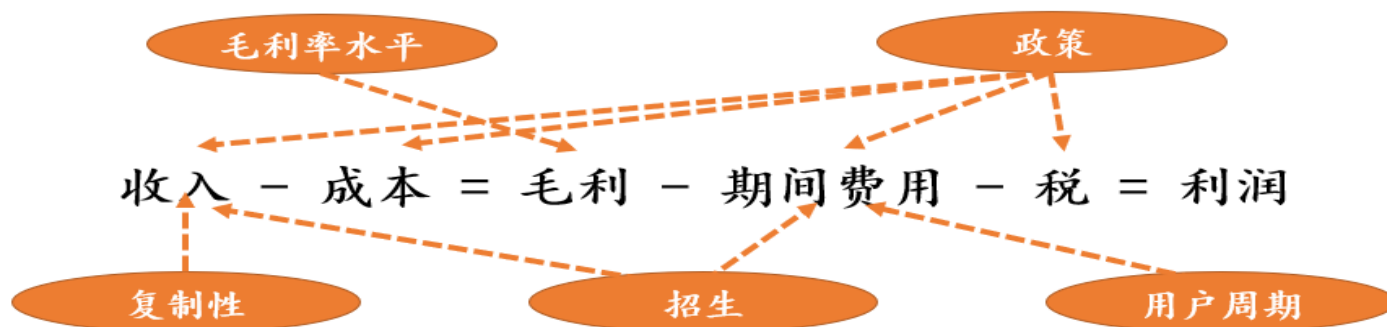
招生（招生成本从高到低）：在线教育>早教培训、素质教育、职业培训> K12学科培训

毛利率水平（从高到低）：在线教育（获客成本去除）> 职业教育> K12学科培训、素质教育> 早教培训

用户周期（续班次数从多到少）：K12学科培训> 早教培训、素质教育> 在线教育、职业教育

复制性（异地扩张可能性从高到低）：职业教育、早教培训> 素质教育、K12学科培训

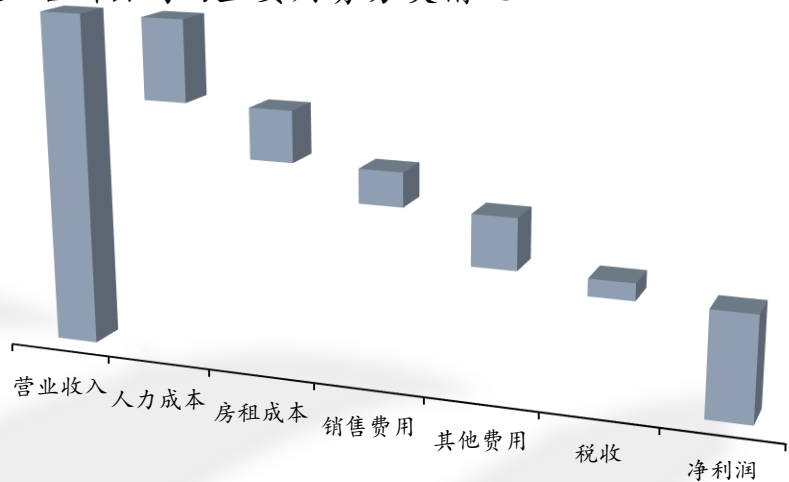
图：多维度对教育公司投资价值分析



资料来源：民生证券研究院整理

大培训业务利润表拆分情况

图：培训公司的主要财务分类情况



表：大培训行业成本分析

资料来源：民生证券研究院整理

| | 早教培训 | K12学科培训 | 素质教育 | 职业教育 | 在线教育 |
|-------|------|---------|------|------|------|
| 销售成本 | 1 | 1 | 2 | 1 | 3 |
| 人力成本 | 3 | 3 | 3 | 2 | 1 |
| 房租成本 | 2 | 3 | 2 | 3 | 1 |
| 毛利率水平 | 1 | 3 | 3 | 4 | 5 |

注：按1-3打分，对个体而言成本越高，分数越高；

毛利率按1-5打分，分数越高毛利率越高。资料来源：民生证券研究院整理

大培训行业影响业绩关键点：

1. 续班率低，用户周期短的区域：
新生招生最为重要。

2. 用户周期长的区域：
提高续班率，维持稳定现金流。

3. 销售：
通过招生活动、明确招生季，保障招生人数。

4. 运营成本：
各细分培训领域的运营成本占比存在差异，要关注细分成本占比最大处增长是否与营收同趋。

消费属性叠加需求旺盛，“大培训”行业持续稳健发展。其包括下述细分子领域：

早教培训：消费升级+教育前置，促使一线城市早教需求稳定，二三线渗透率有望持续增加，整体需求上涨推动行业持续发展。**推荐A股早教领军企业：美吉姆。**

K12学科培训：优质教育资源稀缺+升学筛选体制，导致课外培训的刚需仍将持续。其中受中高考改革带来的新需求的“语文培训”有望持续受重视，**推荐A股K12语文学科培训公司：立思辰；老牌K12区域型公司：昂立教育。**

素质教育：育儿方式的升级+政策引导，推动以STEM为主的素质教育培训需求随经济发展持续增加，**推荐A股STEM领军企业：盛通股份。**

职业教育：就业难+政策利好，整体刺激职业培训行业需求持续增加，**推荐A股职业培训领军企业：中公教育。**

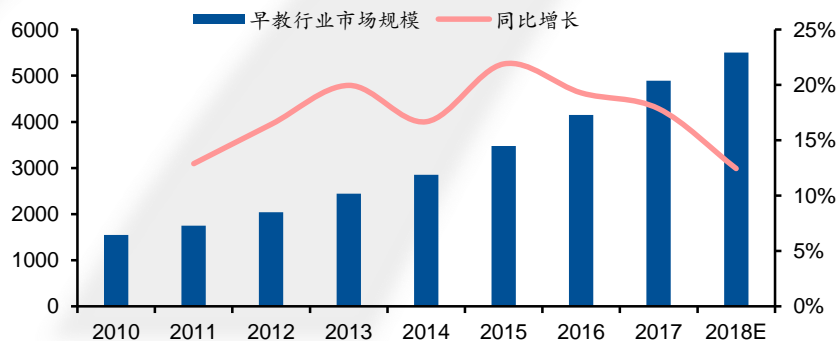
线上教育：科技进步+教育观念转变，互联网技术的发展将教学场景线上化成为现实，而线上教育对区域限制的去效应，促使线上教育行业整体仍处于快速发展期，值得关注。

1. 行业情况：一线城市早教中心竞争激烈，二三四线早教中心缺量较大，具备较大发展潜力。2017年我国早教市场总体规模已达到4891亿元左右，同比增加17.9%。一线城市早教中心数量占比达15.1%，但其人口总数仅占全国总人口数的5%。而拥有我国剩余95%人口的二三四线市场，则竞争相对较弱，市场潜力巨大。

2. 供给端：CR8市场份额约22%，品牌梯队雏形出现，二三线早教机构密度远低于一线城市。我国各品类早教中心线下网点共计约11000家，其中前八大早教中心的网点数量合计约2400家，品牌机构挤占小微非连锁机构市场份额情况已凸显。**需求端：**二胎政策促使新生儿出生率企稳，教育前置促使二三线城市早教需求上升。

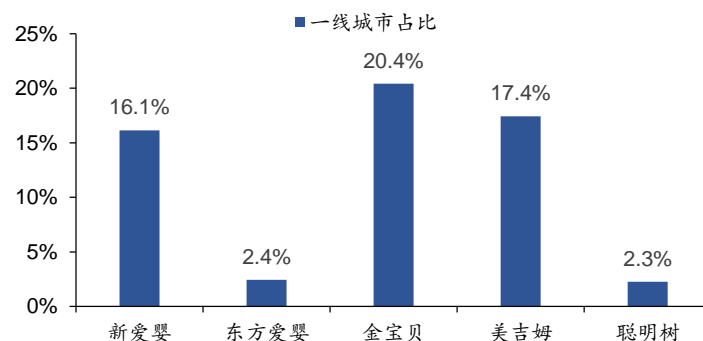
3. 政策：0-3岁婴幼儿托育教育属消费领域，政策明朗运营风险较低。2019年1月，出台《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案》，加大对社会力量开展3岁以下婴幼儿托育服务的支持力度。2019年5月，下发《关于促进3岁以下婴幼儿照护服务发展的指导意见》，为此前处于政策空白期的0-3岁托育服务行业，首次提供国家级的的发展指导意见。

图：2010-2018E早教行业市场规模（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院、民生证券研究院

图：前5大早教品牌教学中心位于一线城市占比 (%)



资料来源：新爱婴、东方爱婴等上述早教品牌官网、民生证券研究院整理

早教培训单店模型：持续招生最关键

- 假设：1. 一家位于2线城市的600平早教店，3.5元/平/日。可设4个教室，人员配置为25名，人均6500元/月。
2. 在校稳定期人数为368名儿童，收费为人均1.2万/年，即一次性购买一年课时包，续班率为0.6。
3. 装修周期为3个月，即第一年运营仅有9个月。装修成本为1500元/平，包含消防和空调费用。
4. 固定成本按5年分摊，一年2次招生月的宣传费用为8万/月，日常宣传费用2万/月。

表：36月运营模型（部分数据省略，人数：人次；金额：万元）

| 运营月 | 新招学生数 | 续班率 | 续班学生人数 | 客单价 | 收入 | 支出 | 累计现金流 | 在校人数 (人) | |
|-----|-------|-----|--------|-----|------|-------|---------|----------|--|
| 0 | 70 | 0.6 | 0 | 1.2 | 84 | 257.7 | -173.7 | 0 | 装修(3个月)、预招、和 |
| 1 | 80 | 0.6 | 0 | 1.2 | 96 | 24.6 | -102.3 | 150 | 开业招生 |
| 6 | 20 | 0.6 | 0 | 1.2 | 24 | 18.6 | -75.3 | 250 | |
| 7 | 50 | 0.6 | 0 | 1.2 | 60 | 24.6 | -39.9 | 300 | 一年两次的大规模招生活动 |
| 8 | 15 | 0.6 | 0 | 1.2 | 18 | 18.6 | -40.5 | 315 | |
| 9 | 15 | 0.6 | 0 | 1.2 | 18 | 95.25 | -117.75 | 330 | 会计第一年结束 |
| 10 | 15 | 0.6 | 0 | 1.2 | 18 | 18.6 | -118.35 | 345 | |
| 13 | 40 | 0.6 | 12 | 1.2 | 62.4 | 24.6 | 26.25 | 355 | 现金流盈亏平衡月，招生活动月 |
| 14 | 15 | 0.6 | 12 | 1.2 | 32.4 | 18.6 | 40.05 | 362 | 招生活动进入稳态 |
| 15 | 15 | 0.6 | 12 | 1.2 | 32.4 | 18.6 | 53.85 | 369 | |
| 19 | 40 | 0.6 | 9 | 1.2 | 58.8 | 24.6 | 151.05 | 410 | 一年两次的大规模招生活动 |
| 20 | 15 | 0.6 | 9 | 1.2 | 28.8 | 18.6 | 161.25 | 419 | |
| 21 | 15 | 0.6 | 9 | 1.2 | 28.8 | 95.25 | 94.8 | 428 | 会计第二年结束 |
| 24 | 15 | 0.6 | 24 | 1.2 | 46.8 | 18.6 | 143.4 | 455 | 在校生人升至数巅峰，原因是受预招生及开业招生的续班人数远超稳态运营时的续班人数。 |
| 25 | 40 | 0.6 | 9 | 1.2 | 58.8 | 24.6 | 177.6 | 389 | 一年两次的大规模招生活动 |
| 30 | 15 | 0.6 | 24 | 1.2 | 46.8 | 18.6 | 246.6 | 374 | |
| 31 | 40 | 0.6 | 9 | 1.2 | 58.8 | 24.6 | 280.8 | 368 | 一年两次的大规模招生活动，进入在校学生的稳态运营阶段。实现常态下的 |
| 32 | 15 | 0.6 | 9 | 1.2 | 28.8 | 18.6 | 291 | 368 | |
| 33 | 15 | 0.6 | 9 | 1.2 | 28.8 | 95.25 | 224.55 | 368 | |
| 36 | 15 | 0.6 | 24 | 1.2 | 46.8 | 18.6 | 273.15 | 368 | 开业运营3年 |

运营关键点：

1. 一年2次大型招生活活动，保障生源。通过大型招生活动于短时间内大量获客。
2. 人力成本占比高，提高人均效率保证利润率。早教行业中面积人均比属大培训行业最高，故控制人力成本占比利于业绩上升。

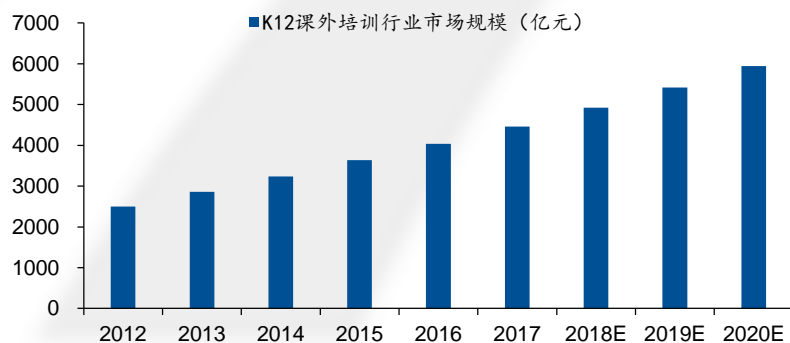
表：3年固定成本与运营成本占比情况

| 成本/营收 | 第一年 | 第二年 | 第三年 |
|-------|--------|--------|--------|
| 人力成本 | 36.93% | 37.19% | 44.16% |
| 营销成本 | 10.10% | 6.86% | 8.15% |
| 其他运营 | 1.06% | 0.80% | 0.95% |
| 房租 | 19.36% | 14.62% | 17.36% |
| 运营成本 | 67.45% | 59.47% | 70.62% |
| 固定成本 | 8.59% | 6.48% | 7.70% |
| 净毛利 | 23.96% | 34.05% | 21.68% |

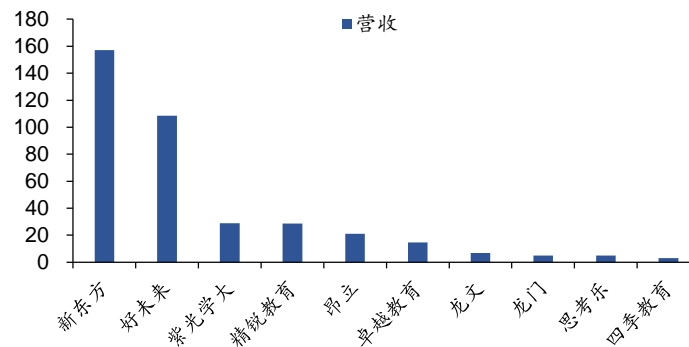
资料来源：民生证券研究院整理

- 1. 行业情况：多方原因推动需求增长，市场规模逐渐扩大。**中国K12教育行业参与企业众多，市场集中度较低。一线城市是K12教育行业布局重点，北上广深K12课外教育支出占全国支出比重近1/3。K12课外辅导市场招生总人次预计2022年达到2.4亿人次，市场规模预计2020年达到6402亿人民币。
- 2. 供给端：形成两超多强的竞争格局，三四线城市仍存在品牌空白。**2018年我国共有K12课外培训机构超过40万家，2018财年CR2的收入占行业总收入的3.79%，三四线城市网点分布以中小机构为主，对TOP10来说，三四线市场有望成为头部品牌新增速。**需求端：优质教育资源供需缺口导致K12课外培训需求短期内只升不降，人均可支配收入增加，助力教育需求上涨。**
- 3. 政策：受政策新规影响教育培训公司递延收入下降，刚需持续推动市场规模扩大。**2018年8月出台《关于规范校外培训机构发展的意见》要求，规定课外辅导课安排不得超纲，授课讲师必须持有教师资格证等，对培训机构递延收入增速和扩张速度都有影响。2019年以来，北京、四川等地接连出台相关政策，趋严政策提高入行门槛，拉长企业盈亏平衡周期，加速对不合规机构的淘汰速度。

图：2012-2020E K12课外培训行业市场规模（亿元）



图：2018年各培训品牌营收情况（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文、民生证券研究院

资料来源：wind、民生证券研究院

K12教培单店模型：“首次招生+续班率”双重点



- 假设：1. 一家位于2线城市的500平K12教培店，3元/平/日。可设5个教室，基本满员时每周每个教室可排5次。10名教师（行政）与1名保洁，基本工资约为3045元/月，课时费为营收的25%。
 2. 稳定运营期为350名儿童，一年收费3次，合计年均收费为1万/年（100/h），续班率为90%。
 3. 装修周期为3个月，即第一年运营仅有9个月。装修成本为900元/平，包含消防和空调费用。
 4. 固定成本按5年分摊，一年3次招生季的宣传费用为3.5万/月，日常宣传费用1万/月。

表：36月运营模型（部分数据省略，人数：人次；金额：万元）

| 自然月 | 运营月 | 新招学生 | 续班学生人数 | 在校人数 | 客单价 | 收入 | 支出 | 累计现金流 | |
|-----|-----|------|--------|------|-------|--------|--------|---------|---|
| | 0 | 50 | 0 | 0 | 0.35 | 17.50 | 119.50 | -102.00 | 装修（3个月）、预招、 |
| 3 | 1 | 100 | 0 | 150 | 0.35 | 35.00 | 10.38 | -77.4 | 和开业招生（春季） |
| 4 | 2 | 0 | 0 | | | | 7.88 | -85.3 | |
| 7 | 5 | 110 | 135 | 245 | 0.3 | 73.50 | 16.29 | -43.8 | 暑期招生 |
| 8 | 6 | 0 | 0 | | | | 13.79 | -57.6 | |
| 9 | 7 | 79 | 221 | 300 | 0.175 | 52.41 | 66.22 | -71.4 | 会计第一年结束，秋季一次招生两次收费 |
| 10 | 8 | 0 | 0 | | | | 8.97 | -80.4 | |
| 7 | 17 | 62 | 288 | 350 | 0.3 | 104.88 | 20.21 | 83.8 | 现金流盈亏平衡月，在校人数达到峰值，进入稳态运营期，维持峰值学生数，单店进入持续盈利期 |
| 8 | 18 | 0 | 0 | | | | 17.71 | 66.1 | |
| 9 | 19 | 35 | 315 | 350 | 0.175 | 61.19 | 12.20 | 115.1 | 在校学生数维持在350人（5个班，每班周利用7次，每班10人） |
| 10 | 20 | 0 | 0 | | | | 9.70 | 105.4 | |
| 11 | 21 | 0 | 0 | | | | 64.45 | 40.9 | 会计第二年结束 |
| 9 | 31 | 35 | 315 | 350 | 0.175 | 61.20 | 12.20 | 259.9 | 秋季招生 |
| 10 | 32 | 0 | 0 | | | | 9.70 | 250.2 | |
| 11 | 33 | 0 | 0 | | | | 64.45 | 185.8 | 会计第三年结束 |
| 12 | 34 | 0 | 0 | | 0.175 | 61.20 | 9.70 | 237.3 | |
| 2 | 36 | 0 | 0 | | | | 9.70 | 217.9 | 开业运营第三年 |

运营关键点：

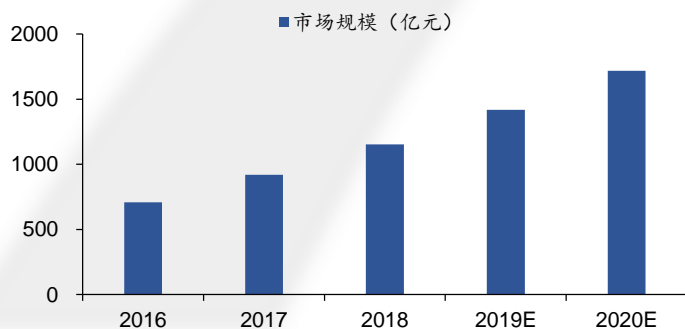
- 首次招生。**首次招生需要招至150-200人，运营才可持续。
- 续班率。**K12教培依赖高续班率保障在校人数的持续。
- 高课时费或高营销费用。**为减少师资流动性打造名师效应，高课时费必不可少。或在品牌已建立的基础上，采用高占比销售费用维持学生数。

图：3年固定成本与运营成本占比情况

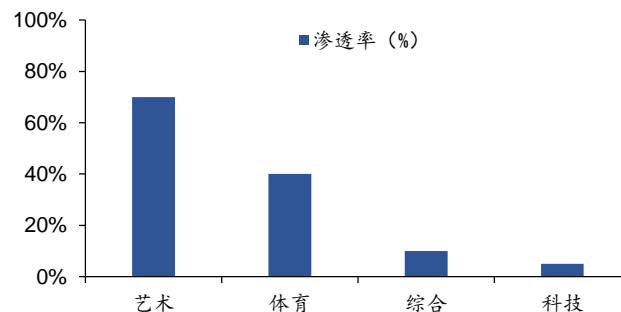
| 成本/营收 | 第一年 | 第二年 | 第三年 |
|-------------|---------------|---------------|---------------|
| 人力成本 | 41.90% | 37.17% | 36.50% |
| 营销成本 | 12.05% | 5.90% | 5.58% |
| 其他运营 | 7.29% | 0.91% | 0.86% |
| 房租 | 30.69% | 16.57% | 15.66% |
| 运营成本 | 91.92% | 60.56% | 58.59% |
| 固定成本 | 5.49% | 2.97% | 2.80% |
| 净毛利 | 2.58% | 36.48% | 38.61% |

- 1. 行业情况：**素质教育在政策推动下进入快速发展阶段，创业企业类型多，数量大。2017年素质教育行业投融资总额达到28亿元，同比增长108%，未来素质教育市场规模预计两三年内达到百亿。近年来多项政策出台，STEM培训发展迅速，但在应试教育与艺术教育的夹击下，市场份额受到严重挤压。艺术教育仍然是家长选报素质教育项目的首选，占比达到65%。
- 2. 供给端：**素质教育处于资本风口，线上线下融合互补。2017年素质教育行业投融资案例达到94个，同比增长42%；企业大力发展线上素质教育，与线下教育形成优势互补。**需求端：**STEM教育与升学关联性在不断提升，将推动市场不断增长；艺术类培训需求刚性，覆盖人数广，未来将仍是素质教育培训首选。
- 3. 政策：**高层政策的密集出台为行业发展带来巨大动力。2015年以来，国务院和教育部发布多个相关文件，各地同时配合出台相关政策，积极推动STEM教育的发展。2018年8月，《民办教育促进法》简化素质教育培训机构的设立流程；培训新规等对校外机构积极引导，为素质教育机构进校获客提供机会。

图：2016-2020年国内素质教育潜在市场规模图（亿元）



图：我国素质教育品类渗透率图（%）



资料来源：中国产业研究院、民生证券研究院

资料来源：中国产业研究院、民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

素质教育培训单店模型（乐器培训）：新招人数最关键



- 假设：1. 一家位于2线城市的1300平乐器培训店，1.5元/平/日（使用面积1040平）。18名教师与5名行政人员、1名店长。
2. 爬坡期为开业15个月，首批续班率为0.8, 特价班续班率为0.7, 日常续班率为0.85。
3. 装修周期为3个月，即第一年运营仅有9个月。装修成本为450元/平，包含消防和空调费用。
4. 固定成本按5年分摊，乐器采用先拿货后支付的形式，故不考虑乐器成本，按100%毛利计算。
5. 每年有不定期的招生活活动，宣传投放等，年均25万/年，在运营年第一个月计入支出。

| 运营月 | 新招学生数 | 续报学生人数 | 收入 | 支出 | 累计现金流 | 在校人数(人) | |
|-----|-------|--------|--------|--------|---------|---------|--|
| 0 | 120 | 0 | 18.00 | 155.97 | -137.97 | 120 | 预招生+开业招生收入基本可覆盖前期投入 |
| 1 | 150 | 0 | 120.00 | 40.49 | -58.46 | 270 | 【180人，59元特价课. 1/3买乐器，乐器均价3000元，2/3来上课；150人，人均8000（含乐器和一年课程费用）】 |
| 2 | 50 | 0 | 50.20 | 15.29 | -23.55 | 254 | 新生人均5000含乐器，3个月课程；续课人均3000/次/3个月 |
| 3 | 30 | 0 | 15.00 | 15.29 | -23.84 | 284 | |
| 4 | 80 | 0 | 40.00 | 15.29 | 0.87 | 364 | 盈亏平衡月 |
| 7 | 30 | 68 | 35.40 | 40.49 | 33.24 | 405 | |
| 8 | 30 | 62 | 33.49 | 15.29 | 51.44 | 424 | |
| 9 | 60 | 47 | 58.26 | 72.23 | 37.47 | 464 | 会计第一年结束 |
| 14 | 20 | 92 | 37.51 | 15.29 | 294.20 | 607 | |
| 15 | 20 | 103 | 49.91 | 15.29 | 328.82 | 641 | 爬坡期结束，之后新出售乐器数量出现锐减 |
| 16 | 3 | 150 | 46.46 | 15.29 | 359.99 | 645 | |
| 17 | 3 | 103 | 29.98 | 15.29 | 374.68 | 631 | |
| 18 | 3 | 113 | 40.07 | 15.29 | 399.46 | 645 | |
| 19 | 3 | 110 | 34.50 | 40.49 | 393.47 | 581 | 续班人数稳定，维持在110人 |
| 20 | 3 | 110 | 34.50 | 15.29 | 412.68 | 587 | |
| 21 | 3 | 110 | 41.73 | 72.23 | 382.18 | 603 | 会计第二年结束 |
| 25 | 3 | 110 | 130.50 | 40.49 | 537.04 | 630 | |
| 26 | 3 | 206 | 34.50 | 15.29 | 556.25 | 628 | 包含首批招生持续续班人数后的总在读人数 |
| 33 | 3 | 110 | 41.73 | 72.23 | 630.26 | 683 | 会计第三年结束 |
| 36 | 3 | 110 | 41.73 | 15.29 | 695.12 | 686 | 开业运营第三年 |

左表：36月运营模型（部分数据省略，人数：人次；金额：万元）

资料来源：民生证券研究院整理

图：3年固定成本与运营成本占比情况

| 成本/营收 | 第一年 | 第二年 | 第三年 |
|-------------|---------------|---------------|---------------|
| 人力成本 | 30.98% | 28.49% | 33.60% |
| 营销成本 | 7.53% | 3.93% | 4.64% |
| 其他运营 | 1.96% | 0.41% | 0.48% |
| 房租 | 12.99% | 8.96% | 10.57% |
| 运营成本 | 53.46% | 41.80% | 49.29% |
| 固定成本 | 5.18% | 3.57% | 4.21% |
| 净毛利 | 41.37% | 54.63% | 46.50% |

资料来源：民生证券研究院整理

运营关键点：

- 1. 首次招生。**预招生和首次招生需要招至150-200人，即开业第一个月的收入需要覆盖前期成本，故开业前宣传和预热非常重要。
- 2. 续班率。**爬坡期结束后培训点依赖于续班人数维持现金流，考级通过率是维持高续率的关键。
- 3. 达到稳定续班人数前的持续招生不可缺少。**除首次招生外，日常的招生宣传和活动不可缺少。
- 4. 乐器售卖。**乐器的毛利率远高于课程培训，因此诱导新生在培训点购买乐器是迅速达到盈亏平衡月的关键。
- 5. 毛利率会随着新生人数的减少而减少。**随着新生人数的减少，年均售卖乐器数量的减少，毛利率会逐年下降，直至整体运营毛利水平接近实际续课用户的毛利水平。

素质教育培训(STEM)单店模型：“首次招生+续班率”双重点



- 假设：1. 一家位于2线城市的300平STEM培训店，3元/平/日。10名工作人员，人均6000/月。
 2. 招生爬坡期结束于6个月，后进入稳态招生期即存在大型招生活活动可招40人，日常招生10人。
 3. 装修周期为3个月，即第一年运营仅有9个月。装修成本为1500元/平，包含消防和空调费用。
 4. 固定成本按5年分摊，STEM用具开业自备15套（3万元），可满足3年的授课周期。
 5. 开设8个教室，每个教室约4-6人，教室使用率为10次/周，日常运营容量约62%，即300人左右。
 6. 月月招生，一年2次大型招生季为5万/月，日常招生1万/月。

表：36月运营模型（部分数据省略，人数：人次；金额：万元）

| 运营月 | 新招学生数 | 续报率 | 续报学生人数 | 客单价 | 收入 | 支出 | 累计现金流 | 在校人数 | |
|-----|-------|------|--------|------|-------|-------|--------|------|-----------------------------------|
| 0 | 50 | 0.68 | 0 | 0.70 | 35.00 | 94.75 | -59.75 | 0 | 装修(3个月)、预招、和开业招生 |
| 1 | 70 | 0.68 | 0 | 0.70 | 49.00 | 11.30 | -22.05 | 120 | |
| 6 | 20 | 0.68 | 0 | 0.70 | 14.00 | 11.30 | 7.45 | 220 | |
| 7 | 40 | 0.68 | 0 | 0.70 | 28.00 | 7.30 | 28.15 | 260 | 一年两次的大规模招生活活动，招生爬坡期结束，进入日常招生节奏 |
| 8 | 10 | 0.68 | 0 | 0.70 | 7.00 | 7.30 | 27.85 | 270 | |
| 9 | 10 | 0.68 | 0 | 0.70 | 7.00 | 40.15 | -5.30 | 280 | 会计第一年结束 |
| 12 | 10 | 0.68 | 82 | 0.70 | 64.12 | 7.30 | 50.92 | 310 | 现金流盈亏平衡月，单店进入持续盈利期 |
| 13 | 40 | 0.68 | 14 | 0.70 | 37.52 | 11.30 | 77.14 | 312 | 一年两次的大规模招生活活动 |
| 20 | 10 | 0.68 | 7 | 0.70 | 11.76 | 7.30 | 158.68 | 364 | |
| 21 | 10 | 0.68 | 7 | 0.70 | 11.76 | 40.15 | 130.29 | 370 | 会计第二年结束 |
| 24 | 10 | 0.68 | 27 | 0.70 | 26.04 | 7.30 | 157.95 | 391 | 新店效应下续班人数影响，在校学生人数达到峰值 |
| 30 | 10 | 0.68 | 27 | 0.70 | 26.04 | 7.30 | 215.99 | 302 | |
| 31 | 40 | 0.68 | 7 | 0.70 | 32.76 | 11.30 | 237.45 | 302 | 一年两次的大规模招生活活动，进入稳态运营期，在校人数维持302人。 |
| 32 | 10 | 0.68 | 7 | 0.70 | 11.76 | 7.30 | 241.91 | 302 | |
| 33 | 10 | 0.68 | 7 | 0.70 | 11.76 | 40.15 | 213.52 | 302 | 会计第三年结束 |
| 36 | 10 | 0.68 | 27 | 0.70 | 26.04 | 7.30 | 241.18 | 302 | 开业运营3年 |

运营关键点：

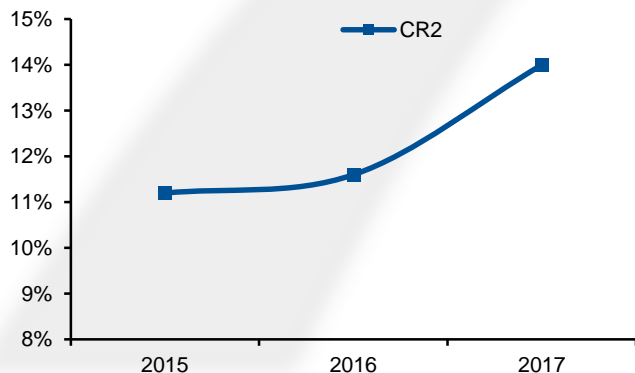
1. 一年2次大型招生活活动，保障生源。通过大型招生活活动于短时间内大量获客。
2. 续班率保证盈利来源。稳态期的新招生收入与成本平齐，续班人数直接影响业绩。

图：3年固定成本与运营成本占比情况

| 成本/营收 | 第一年 | 第二年 | 第三年 |
|-------|--------|--------|--------|
| 人力成本 | 27.55% | 27.27% | 34.01% |
| 营销成本 | 13.78% | 7.57% | 9.45% |
| 其他运营 | 1.84% | 1.36% | 1.70% |
| 房租 | 16.76% | 12.44% | 15.52% |
| 运营成本 | 59.92% | 48.65% | 60.68% |
| 固定成本 | 5.20% | 3.86% | 4.82% |
| 净毛利 | 34.87% | 47.49% | 34.50% |

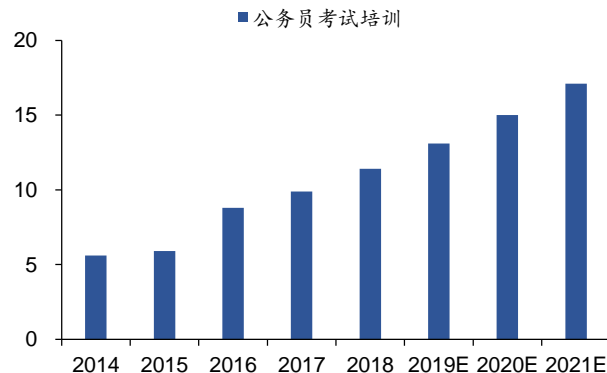
- 1. 行业情况：行业需求旺盛，市场集中度有望进一步提升。**2017年人才招录考试培训市场总量达到364亿元，中公教育与华图教育形成双寡头垄断市场，CR2占有率达到14%。尽管国考招录规模大幅缩减，但随着高校毕业生人数增加，求职市场日益激烈，国考热度将持续高涨。
- 2. 供给端：行业整体服务同质化严重，长尾效应明显，领军企业规模效应凸显。**人才招录培训行业形成双寡头市场，通过线上线下相结合的方式提高优质教师利用率，降低运营成本。其中中公教育在319个城市开设701家学习中心，培训学生人数达230万人。**需求端：高校毕业生人数增加，就业难、国考难度不断增大等问题，导致渗透率不断增加，行业需求保持旺盛。**
- 3. 政策：短期政策红利成为催化剂，中长期政策落地推动行业发展。**2018年起，出台多项职业教育利好政策，成为行业短期发展的重要催化剂。《民办教育促进法》放宽对民办培训机构经营区域范围的要求，同时国家为实现稳就业和调整我国劳动力结构目标，提高财政在职业技能领域培养的专项拨款金额，刺激行业规模扩大。

图：招录考试培训行业整体集中度呈上升趋势（%）



资料来源：亚夏汽车并购重组方案公告、民生证券研究院

图：2014-2021年中国公考培训行业收入规模（十亿）



资料来源：弗洛斯特沙利文、民生证券研究院

职教培训单店模型：“招生+减少空置期”是关键

- 假设：1. 一家位于3线非省会城市的200平职业教育培训机构，2个教室。
 2. 教学点只承担授课教师授课时的授课成本，笔试授课成本1.8万/班/次，面试成本1万/班/次。
 3. 课程的研发成本，总部的管理成本等不在单店模型中考虑。
 4. 宣传成本为月均5000元；装修成本为1000元/平，不含空调和消防（2万），装修期3个月。
 5. 面试课程单价1.5万/次/10天，笔试课程1万/次/30天。

表：36月运营模型（部分数据省略，人数：人次；金额：万元）

| 自然月 | 运营月 | 报名人数 | 课程均价 | 收入 | 支出 | 累计现金流 | |
|-----|-----|------|------|------|-------|--------|----------------------------------|
| | 0 | 0 | 0 | 0 | 50.55 | -50.55 | 装修3个月 |
| 3 | 1 | 15 | 1 | 15 | 3.30 | -38.85 | 地方公务员笔试课程 |
| 4 | 2 | 15 | 1 | 15 | 3.30 | -27.15 | 事业单位笔试课程 |
| 5 | 3 | 0 | 0 | 0 | 1.50 | -28.65 | |
| 6 | 4 | 18 | 1.2 | 22 | 4.30 | -10.95 | 教师入编笔试和地方公务员面试课程 |
| 7 | 5 | 15 | 1.5 | 22.5 | 3.50 | 8.05 | 盈亏平衡月 ：地方公务员二轮面试和事业单位面试课程 |
| 8 | 6 | 10 | 1.5 | 15 | 2.50 | 20.55 | 教师入编面试课程 |
| 11 | 9 | 0 | 0 | 0 | 12.45 | 5.10 | 会计第一年结束 |
| 12 | 10 | 0 | 0 | 0 | 1.50 | 3.60 | |
| 1 | 11 | 0 | 0 | 0 | 1.50 | 2.10 | |
| 2 | 12 | 0 | 0 | 0 | 1.50 | 0.60 | |
| 7 | 17 | 15 | 1.5 | 22.5 | 3.50 | 65.40 | 地方公务员二轮面试和事业单位面试课程 |
| 8 | 18 | 10 | 1.5 | 15 | 2.50 | 77.90 | 教师入编面试课程 |
| 9 | 19 | 0 | 0 | 0 | 1.50 | 76.40 | |
| 10 | 20 | 0 | 0 | 0 | 1.50 | 74.90 | |
| 11 | 21 | 0 | 0 | 0 | 12.45 | 62.45 | 会计第二年结束 |
| 11 | 33 | 0 | 0 | 0 | 12.45 | 119.80 | 会计第三年结束 |
| 12 | 34 | 0 | 0 | 0 | 1.50 | 118.30 | |
| 1 | 35 | 0 | 0 | 0 | 1.50 | 116.80 | |
| 2 | 36 | 0 | 0 | 0 | 1.50 | 115.30 | 开业运营三年 |

运营关键点：

- 招生。**开门即需招生成功，选址和早期宣传是关键。
- 空置期长度。**空置期的长短直接影响收入的多少和单店毛利率水平，因此开设多样多层次课程利于减少租用教室的空置时间，提升利润。

图：3年固定成本与运营成本占比情况

| 成本/营收 | 第一年 | 第二年 | 第三年 |
|-------------|---------------|---------------|---------------|
| 人力成本 | 18.55% | 21.33% | 21.33% |
| 营销成本 | 7.26% | 6.15% | 6.15% |
| 其他运营 | 2.68% | 2.46% | 2.46% |
| 房租 | 12.23% | 11.23% | 11.23% |
| 运营成本 | 40.73% | 41.18% | 41.18% |
| 固定成本 | 8.27% | 7.59% | 7.59% |
| 净毛利 | 51.01% | 51.23% | 51.23% |
| 空置期费用占比 | 10.78% | 17.32% | 17.32% |

职教培训单店模型：现阶段租用酒店模式毛利率更高

- 假设：1. 租用位于3线非省会城市的可容纳20-30人的酒店会议室，租金为600元/天，用途为30天笔试课程培训。
2. 实际招生为20人，招生完成后租用场地。人力成本包括2名助教与1名老师。
3. 对比对象为前页租用教室的同城市单店模型数据。

表：租用酒店职培的具体成本拆分

| | | |
|------|-----------|------|
| 成本 | 房租 | 1.8 |
| | 人工成本 | 2.6 |
| | 宣传及其他授课成本 | 2.0 |
| 运营成本 | | 6.4 |
| 收入 | 招生人数 | 20.0 |
| | 客单价 | 1.0 |
| 总收入 | | 20.0 |
| 毛利 | | 13.6 |
| 毛利率 | | 68% |

资料来源：民生证券研究院整理

表：租用酒店职培 VS 长期职培驻点成本占比（稳定年）

| 成本/营收 | 酒店模型 | 租用教室模型 |
|---------|--------|--------|
| 人力成本 | 13.00% | 21.33% |
| 营销成本 | 10.00% | 6.15% |
| 其他运营 | 0 | 2.46% |
| 房租 | 9.00% | 11.23% |
| 运营成本 | 32.00% | 41.18% |
| 固定成本 | 0 | 7.59% |
| 净毛利 | 68.00% | 51.23% |
| 空置期费用占比 | 0 | 17.32% |

资料来源：民生证券研究院整理

租用教室 VS 租用酒店：

1. 毛利率水平，现阶段酒店>教室。由于选用酒店房间作为培训点，无需考虑空置期间的人员和房租问题，故租用酒店毛利率的高于租用场地自建教学点的。但当教学点年使用时长超过半年，租用教室的成本占比低于酒店成本，即租用教室毛利率更高。

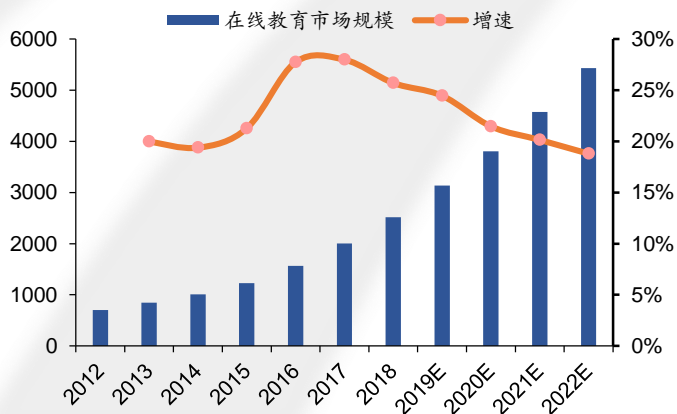
【租用教室成本： $10.95 \times 10000 / 365 = 300$ 元/天
租用酒店成本：600元/天； $300 / 600 = 1/2$ 】

2. 宣传效果和用户体验：教室>酒店。租用教室作为地方驻点，可用于课程报名、咨询等，自带宣传效果利于招生，且教学点设备可根据需求定制，课程体验更好。

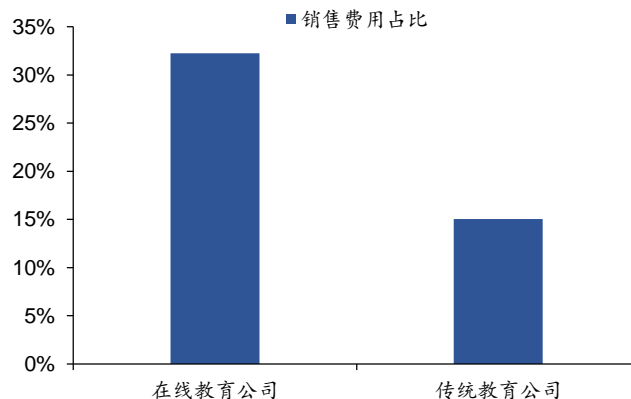
3. 课程多样性：教室>酒店。由于酒店的会议室数量有限，不利于课程多样化的进行，一个驻点只能开设一至两门短期课程。若考虑进行多品类长周期课程体系的建立，短期内业务模式会造成一定冲击。但中长期看，若能提高教室利用率，毛利率会进入拐点，呈现向上趋势。

- 1. 行业情况：**在线教育仍处增量市场，目标用户多，2019年预计突破3000亿市场规模。预计2018-2022E的在线教育市场规模的年均增速约为22.4%，2018年在线教育用户规模约1.35亿人，行业整体仍处于扩张期。在线教育细分行业包括继续教育领域、作业题库领域、课外辅导领域等，行业基本格局已初显。高营销费占比和偏弱的盈利能力成行业整体痛点。
- 2. 供给端：**细分行业竞争激烈，二三线城市是目前主要争夺市场。近年来融资大潮加剧了行业内竞争，促进行业飞速发展，二三线城市将成为竞争重点。**需求端：**教育资源分配不均问题以及升学筛选机制导致二三线城市对在线教育需求旺盛，用户规模将持续高速增长。
- 3. 政策：**针对未成年的在线教育所受政策监管日益趋严。随着针对未成年的在线教育渗透率逐步上升，近期发布的《规范校外线上培训实施意见》，明确了具体监管要求，将线上教育与线下培训机构的监管方式同步，现节点是在线教育由野蛮生长转向规范发展的洗牌期。

图：在线教育市场规模及增速（亿元）



图：2018年在线教育公司和线下传统公司销售费用占比 (%)



资料来源：艾瑞咨询、民生证券研究院

资料来源：wind、民生证券研究院

采用LTV模型分析一个用户可产生的价值，依据是否需要获客成本将用户消费划分为首单和次单，来估计单用户利润。

同一模型下影响单用户利润的核心因素是：**退费率、满班率、转换率、续费率**

图：保守预测下用户价值模型

| (人民币元) | | VIP首单 | VIP次单 | 计算方式 | 标识 |
|-------------------|--|-----------------|--------------|------------------------|-------------|
| 客单价 | | 3,060 | 4,400 | =a*b | 收入 |
| 每新用户课时数(课时) | | 85 | 110 | =新用户总课时数/新用户总数 | a |
| 每课时单价(元/课时) | | 36 | 40 | =新用户总现金收入/新用户总课时数 | b |
| 退费率 | | 10% | 10% | 实际12个月内退费率(不含退费后又购买用户) | |
| 净现金收入 | | 2,754.00 | 3,960 | | |
| 授课成本 | | 1816 | 2350 | | 成本 |
| | | 65.93% | 59.33% | | |
| 老师成本 | | 1,762 | 2,280 | | |
| | | 63.96% | 57.57% | | |
| 单次课老师成本 | | 70 | 70 | | |
| 满班率 | | 76% | 76% | (4人班) | |
| 单课时老师成本 | | 23.03 | 23.03 | | |
| 单课时直播及教材成本 | | 0.71 | 0.71 | | |
| 获客成本 | | 391 | - | | 获客成本 |
| 获客成本费用占比 | | 14.21% | 0.00% | | |
| 转化率 | | 25% | | (广告用户课程转化为实际付费课程占比) | |

注：模型数据均为假设与草根调研数据联合推论所得

资料来源：民生证券研究院整理

续费率影响次单毛利率，导致新生实际毛利率更高。由于目前在线教育一次性销售课时普遍较多，续费率远低于线下教育，导致次单虽不考虑获客成本，但在低续费率影响下，次单毛利不及首单。故在线教育现阶段，招新生，尤其是提高广告效用是运营核心。

图：保守预测下用户价值模型

| 续费率 | | 30% |
|-------------|--------|---------|
| 每单净毛利 | 547 | 483 |
| 每单净毛利率% | 19.86% | 12.20% |
| 客户生命周期总贡献毛利 | 1,030 | |
| 综合GM% | 26% | |
| CAC | 391 | 获客成本 |
| LTV | 3,942 | 只默认续一次课 |
| LTV/CAC | 10 | |

资料来源：民生证券研究院整理

图：乐观预测下用户价值模型

| 续费率 | | 35% |
|-------------|-------|--------|
| 每单净毛利 | 993 | 651 |
| 每单净毛利率% | 35% | 16.43% |
| 客户生命周期总贡献毛利 | 1,644 | |
| 综合GM% | 39% | |
| CAC | 214 | |
| LTV | 4,217 | |
| LTV/CAC | 20 | |

资料来源：民生证券研究院整理

• 分析师与研究助理简介

- **强超廷**：民生研究院教育&计算机行业首席，2019年加入民生证券研究院，上海对外经贸大学金融学硕士。曾任职于海通证券研究所，传媒团队。2017年新财富最佳分析师评比“传播与文化”第3名团队成员；2016年新财富、水晶球、金牛奖最佳分析师评比“传播与文化”第3名团队成员。
- **应瑛**：民生研究院教育&计算机行业研究助理，2019年加入民生证券研究院，伦敦国王学院银行与金融学硕士。

分析师承诺：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明：

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|-------------------------------|------|-----------------------|
| 以报告发布日后的12个月内 公司股价的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来股价涨幅15%以上 |
| | 谨慎推荐 | 分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来股价跌幅5%以上 |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的12个月内 行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来行业指数涨幅5%以上 |
| | 中性 | 分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来行业指数跌幅5%以上 |

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
 上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
 深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

免责声明：

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。