

多赛道高景气持续，中公扬帆起航正当时

—中公教育（002607）首次覆盖报告

增持（首次）

日期：2020年03月17日

报告关键要素：

随着我国就业市场供需错位，结构性矛盾显现，叠加政府政策的不断加持，职业教育迎来发展良机。公司深耕公职招录培训，复刻成功的经营及管理经验，不断扩张业务版图，致力于打造全品类职业教育平台，已经成为我国职教领域的领头羊。未来在政策驱动下，整体招录人数回暖，竞争加剧下，参培率及客单价均处于上升通道，培训市场将被进一步激活。在集中度较为分散的职教培训市场中，龙头中公有望依托其品牌、教研、渠道、资金、经营等方面的优势以及垂直一体化的快速响应能力，不断发掘潜在需求，整合行业优质资源，扩充自身市场份额。

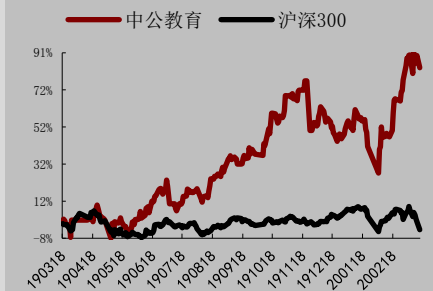
投资要点：

- **政策利好，职教培训市场空间广阔，赛道丰富，集中度较低：**产业结构升级带来就业市场供需错位，职教培训需求上升。近年利好政策频出，支撑行业长期发展。2017年职教培训市场总规模达到987亿元，2018年预计突破千亿。细分赛道多元，市场较为分散，CR3约为9.2%，集中度上升空间大。
- **公司系职教培训龙头，多维度竞争优势明显：**公司于2018年登陆资本市场，是我国职业教育培训领军企业。**品牌：**公职类招考培训第一品牌，口碑及流量并存，获客成本不断下行。**产品：**矩阵丰富，重度研发，形成规模化、体系化教研系统。**渠道：**全国化布局，不断下沉，发掘欠发达地区需求潜能。截至2019年直营分支机构数量达到1104个，同比增加403个。**业绩：**收入持续高增长，品牌及规模效应逐渐凸显，数字化经营提高效率，盈利能力不断提高。受益于自身线上线下融合能力，COVID-19疫情预计影响公司季度业绩确认节奏，对全年业绩影响有限。
- **主力赛道仍具发展动力，新赛道成职教航母新引擎，期待横向赛道扩张。**2019年，公务员、事业单位、教师序列均实现量价齐升，收入分别同比增长30.15%/58.44%/60.85%，考研辅导收入同比增长超过100%，IT培训收入增速达到了300%。

基础数据

行业	社会服务
公司网址	
大股东/持股	鲁忠芳/41.36%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	6,167.40
流通股A股(百万股)	820.34
收盘价(元)	21.77
总市值(亿元)	1,342.64
流通A股市值(亿元)	178.59

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2020年03月16日

相关研究

分析师： 陈雯
执业证书编号： S0270519060001
号：
电话： 18665372087
邮箱： chenwen@wlzq.com.cn

	2019年	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	91.76	128.31	163.82	204.75
增长比率(%)	47.12	39.83	27.67	24.98
净利润(亿元)	18.05	25.33	32.20	40.59
增长比率(%)	56.52	40.34	27.14	26.06
每股收益(元)	0.29	0.41	0.52	0.66
市盈率(倍)	74.40	53.02	41.70	33.08

数据来源：WIND，万联证券研究所

注：股价使用2020年3月16日收盘价，净利润为归属于母公司净利润。

参考人数： 公考、事业单位招聘回暖，基层医疗、社会服务等岗位扩招、研究生扩招等支撑需求（岗位需求人数），高校毕业生人数上升，就业压力大，岗位吸引力提高等支撑供给（求职供给人数），参考人数预期上行。

参培率&客单价： 考试难度加大、竞争加剧、结果导向带来的焦虑情绪，长培训周期等叠加消费升级促使考生参培及付费意愿提高。公司依托其全国化渠道布局及下沉优势、优质的品牌及产品、协议班及长周期班占比提升等，有望不断提高自身渗透率及客单价。

横向赛道扩张： 从公考培训龙头到全品类职教培训平台，新赛道的靓丽增长不断验证着成功经验可复制的逻辑，公司强渠道、重研发、快响应的垂直一体化快速响应能力将继续助力公司赛道扩张。

线上： 2019年线上培训实现收入10.36亿元（+yoy133.50%），收入占比自2015年的2.8%上升至11.3%，培训人次达到177.92万人（+yoy59.46%），人次占比自2015年的17.85%上升至54.12%。

疫情： 疫情压力下，“稳就业”的国家目标将为职教培训行业带来更多的政策倾斜。经济承压，就业形势更加严峻，各类培训参培率有望提高。考试延期，或将延长考生备考培训周期，拉升客单价。线下培训停摆，线上线下融合能力不足的中小培训机构经营压力大，市场集中度有望加速提高。

- **盈利预测及投资建议：** 我们预计公司20-22年归母净利润为25.33/32.20/40.59亿元，同比增长40.34%/27.14%/26.06%，对应EPS分别为0.41/0.52/0.66元，3月16日股价对应PE为53/42/33倍。我们采用PE相对估值法，根据可比公司估值分析，中公作为A股市场稀缺正统教育标的，业务领域景气度高，为行业龙头，可获得一定的估值溢价。我们给予公司2020年60-61倍PE，对应目标价为24.6-25.0元，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：** 政策风险，横向扩张不及预期风险，参培率提升不及预期风险，人才流失风险，疫情风险。

目录

1、职教培训市场天高海阔，龙头中公扬帆起航	6
1.1 政策端利好频出，职教培训市场空间广阔	6
1.2 春秋 20 载，孕育职教培训霸主	11
1.2.1 品牌：中公优质品牌吸引流量，获客成本竞争优势明显	12
1.2.2 产品：产品矩阵丰富，研发为王	13
1.2.3 渠道：全国化布局，发力渠道下沉	15
1.2.4 业绩：增长亮眼，盈利能力提升	17
2、公考：2020 招录回暖，中公霸主地位稳固市占率提升可期	19
2.1 国考招录人数重破两万大关，培训市场规模稳健增长	19
2.2 中公占据绝对龙头地位，客单价高于竞争对手	21
3、事业单位：龙头享机遇，中公的又一大稳健增长极	23
3.1 “铁饭碗 or 金饭碗”，事业单位培训市场规模增长趋缓	23
3.2 中公事业单位培训序列增长靓丽，看好市占率提升潜力	25
4、教师&考研：市场空间广阔，职教航母新引擎	26
4.1 教师需求上升，激活培训市场	26
4.2 教师招聘培训成明星业务发展可期，市场份额有待提升	30
4.3 本科学历竞争力降低驱动考研人数上升，多因素拉升参培率&客单价	30
4.4 有痛点，更有机会：简谈中公在教师招聘及考研培训赛道的优势	34
5、从收入拆分总结中公教育未来成长路径	36
6、盈利预测和投资建议	40
7、风险提示	43
图表 1：我国人口红利逐渐消失（单位：%）	6
图表 2：求人倍率及名义 GDP 同比增速	6
图表 3：全国求职人数及需求人数	6
图表 4：2019 年 Q3&Q4 CIER 指数排名最前&最后的十大职业	7
图表 5：职业教育相关政策梳理	8
图表 6：中国职业教育培训市场规模及增速	9
图表 7：职业教育培训市场细分赛道	10
图表 8：2017 年职业教育培训市场各赛道收入占比	10
图表 9：职业教育培训市场较分散（2017 年，按收入）	10
图表 10：中公教育发展历程	11
图表 11：中公教育股权结构（2019 年年报数据）	12
图表 12：流量领先于竞争对手体现品牌拉力	12
图表 13：公司获客成本不断下行	13
图表 14：品牌力赋予公司获客成本优势	13
图表 15：公司产品矩阵	13
图表 16：2015-2019H1 公司各项业务营收构成	14
图表 17：2019 年公司各项业务营收占比	14
图表 18：公司课程研发流程图	14
图表 19：近年来中公扩充研发团队	15
图表 20：中公研发投入力度强于华图	15
图表 21：公司研发成果	15

图表 22: 中公教育全国网点布局 (2019 年年报数据)	16
图表 23: 中公渠道下沉已见成效	16
图表 24: 华图教育全国网点布局 (截至 2018 年 10 月)	16
图表 25: 中公/华图分支机构数量及单机构收入	16
图表 26: 中公/华图各大区域渠道概况	17
图表 27: 中公/华图营收及增速	17
图表 28: 中公/华图归母净利及增速	17
图表 29: 中公/华图毛利率及净利率对比	18
图表 30: 中公/华图期间费用率对比	18
图表 31: 中公/华图预收账款及同比增速	18
图表 32: 我国国家公务员招录人数及同比	19
图表 33: 国考过审人数、实际参考人数及同比	19
图表 34: 历年国考竞争比及弃考率	20
图表 35: 地方公务员招录及参考人数走势	20
图表 36: 地方公务员招考试竞争加剧	20
图表 37: 公务员招录培训市场规模及预测	21
图表 38: 公考培训参培率逐年提升	21
图表 39: 公考培训客单价逐年上升	21
图表 40: 中公公考培训收入逐年上涨, 市占率领先	22
图表 41: 中公/华图公考培训人次及渗透率	22
图表 42: 公考培训市场竞争格局_2017 年	22
图表 43: 中公/华图公考面授培训客单价	22
图表 44: 2016-2018 年事业单位招聘人数及构成	24
图表 45: 2013-2016 年事业单位竞争激烈程度缓和	24
图表 46: 参与事业单位联考的省份 (个)	24
图表 47: 我国事业单位招聘培训总人数及参培率	24
图表 48: 事业单位招聘培训客单价	25
图表 49: 我国事业单位招聘培训市场规模及预测	25
图表 50: 中公 VS 华图: 事业单位招聘培训赛道	25
图表 51: 我国专任教师数逐年上涨 (万人)	27
图表 52: 2016/2017 年我国教师招聘人数 (万人)	27
图表 53: 2018/2019 我国 31 个省、市、自治区教师招聘人数一览 (人)	27
图表 54: 我国各级学校生师比及国家标准	28
图表 55: 我国各级学校毛入学率 (%)	28
图表 56: 2015 年教师资格证考试改革重点内容	29
图表 57: 我国在校师范生数稳步上涨	29
图表 58: 教师资格证笔试人数 (万人)	29
图表 59: 教师招聘竞争日益激烈 (以安徽省为例)	29
图表 60: 我国教师招聘考试培训市场规模及预测	29
图表 61: 中公教师培训序列高速增长	30
图表 62: 中公教师序列培训人次及客单价高于华图	30
图表 63: 我国硕士研究生招生数量及同比	31
图表 64: 我国研究生规模对比发达国家仍有较大差距	31
图表 65: 我国本科毕业生数量及同比	31
图表 66: 近年我国本科生就业率持续走低	31
图表 67: 考研报名人数快速上升	32

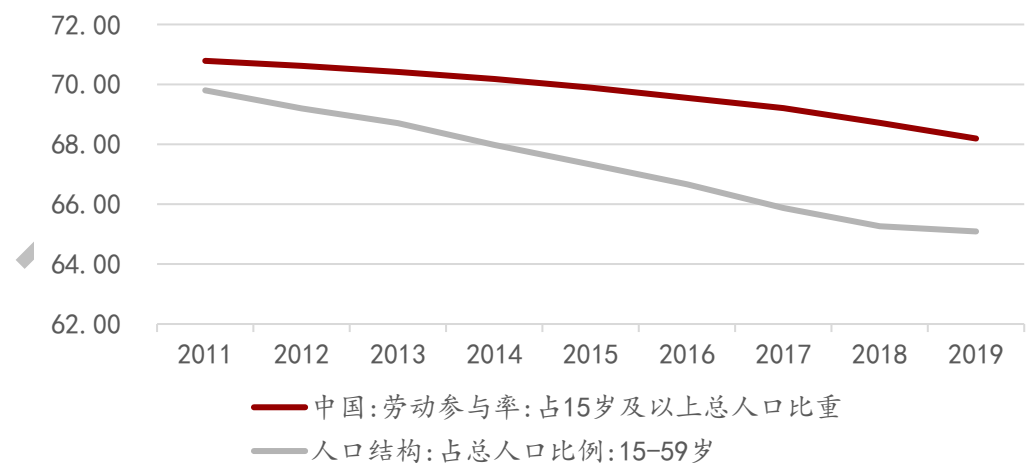
图表 68: 2019 年各大名校推免生比例	32
图表 69: 名校情结, 考研实际难度大于显性数据	33
图表 70: 近年二战及以上考生比例	33
图表 71: 考研备考周期长	33
图表 72: 孤军奋战弊端显现, 多数考生低效、自控差	33
图表 73: 超过 60% 的考生偶尔不能完成每日计划	33
图表 74: 中公教育公考、教师及考研三大序列对比分析	35
图表 75: 公务员可作为考研失利的 Plan B	36
图表 76: 中公收入拆分及驱动因素	37
图表 77: 中公线上产品介绍	37
图表 78: 中公线上培训收入、占比及同比增速	38
图表 79: 中公线上培训人次、占比及同比增速	38
图表 80: 中公线上客单价与华图逐渐拉大	38
图表 81: 中公收入确认流程	39
图表 82: 中公/华图协议班收入占比 (%)	39
图表 83: 中公退费比例远低于华图	39
图表 84: 收入拆分预测 (单位: 百万元)	42
图表 85: 可比公司估值表 (采用 2020 年 3 月 16 日收盘价)	43

1、职教培训市场天高海阔，龙头中公扬帆起航

1.1 政策端利好频出，职教培训市场空间广阔

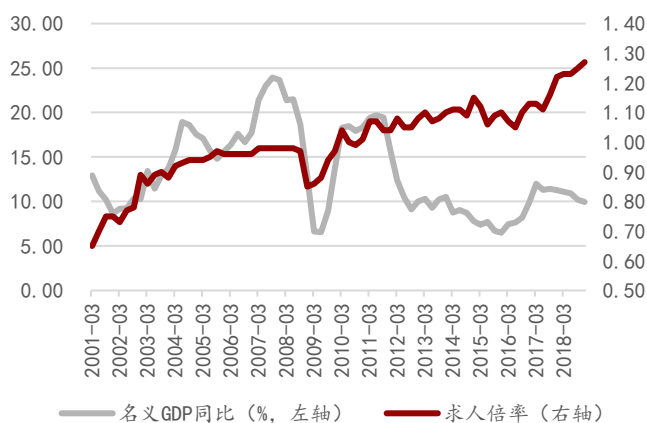
就业市场供需错位，职业教育重要性凸显。随着我国人口老龄化，劳动年龄人口占比及劳动参与率均步入下行通道，2019 年我国 15-59 岁人口占比降至 65.09%（同降 0.17pct），劳动参与率降至 68.19%（同降 0.53pct），我国人口红利逐渐消逝。近年来，就业市场活跃程度对经济发展的依赖程度降低，在经济增速趋缓的大环境下，求人倍率不断拉升，2018 年第四季度上升到 1.27，需求人数增速高于求职人数增速。就业市场火热的背后是产业结构升级带来的结构性供需矛盾，各职业 CIER 指数分化严重，根据 2019 年第三、四季度数据，景气度较差的职业 CIER 指数在 1 左右，而景气度较好的职业 CIER 指数可超过 10，其中 Q4 技工/操作工 CIER 指数为 26.46。学校教育就业市场需求脱钩的弊端日益明显，职业教育以就业为导向，是解决此痛点当仁不让的选择。

图表 1：我国人口红利逐渐消失（单位：%）



资料来源：国家统计局，世界银行，万联证券研究所

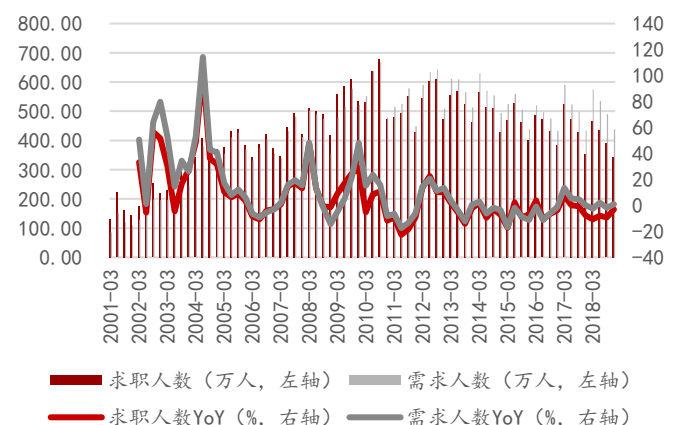
图表 2：求人倍率及名义 GDP 同比增速



资料来源：中国人力资源市场信息监测中心，国家统计局，万联证券研究所

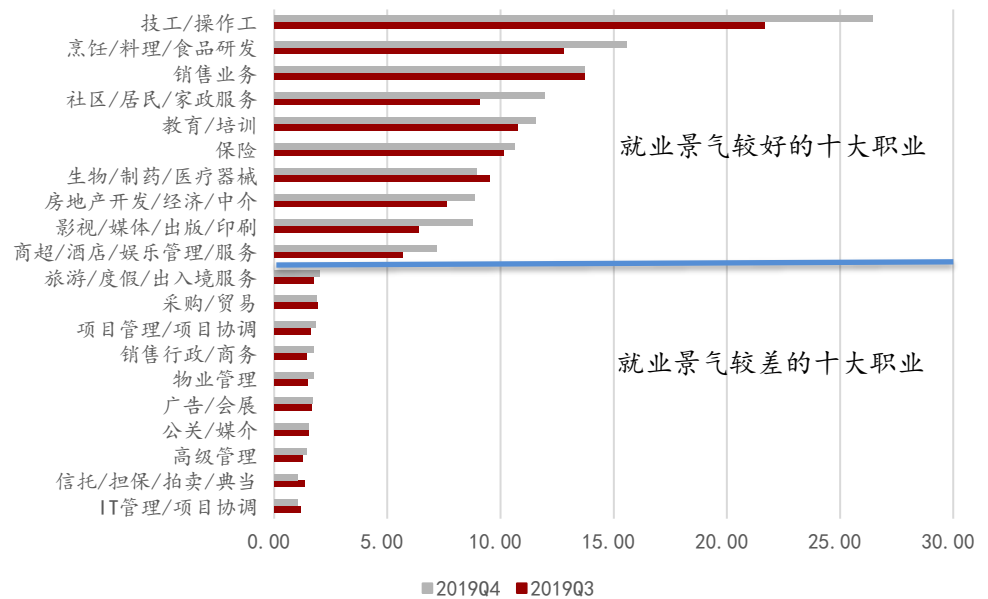
注：求人倍率=有效需求人数/有效求职人数

图表 3：全国求职人数及需求人数



资料来源：中国人力资源市场信息监测中心，国家统计局，万联证券研究所

图表 4：2019 年 Q3&Q4 CIER 指数排名最前&最后的十大职业



资料来源：智联招聘，万联证券研究所

注：CIER（中国就业市场景气）指数=市场招聘需求人数/市场求职申请人数

利好政策频出，为职教行业定调。近年来，政府频繁出台职业教育相关的支持政策。2005 年国务院发布《国务院大力发展职业教育的决定》，明确职业教育是国家“人才强国”的基本战略之一。2019 年，相关政策更是密集出台为职教行业定调。**基本定位：**明确职业教育与普通教育具有同等重要地位；**鼓励支持：**以奖励、补贴等多种形式支持职业学校及职业培训机构发展，支持鼓励社会力量、民间资金参与创办职业学校及职业培训机构；**强化就业导向及实用意义：**推进产教融合，校企合作，以及出台“1+X”证书制度鼓励学生考取多种职业技能证书等，均强化了职业教育的初心，旨在加速培养社会亟需的专业人才，以解决就业市场的结构性矛盾。教育是政策敏感性极强的行业，而政策端对职教板块的不断加持无疑将助力行业长期发展。

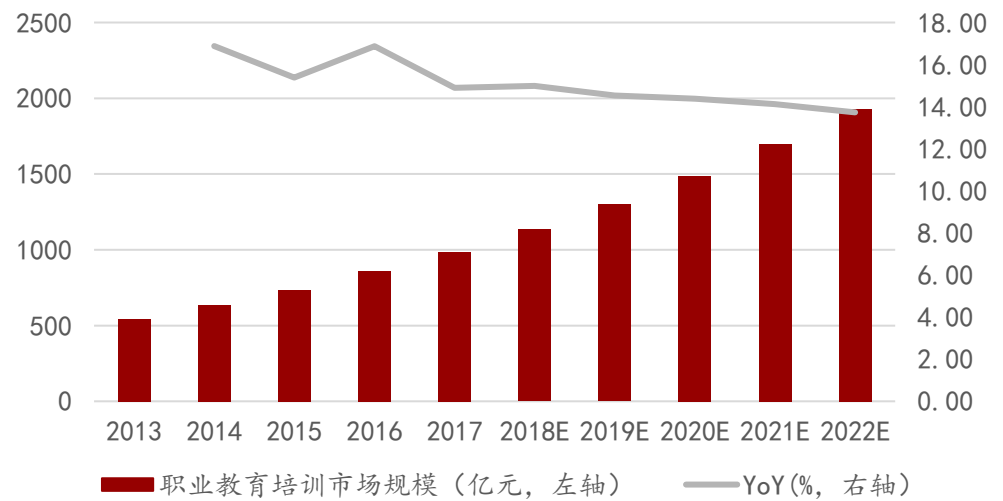
需求上升打开职教培训行业千亿空间。我国职业教育板块可以分为学历职业教育及非学历职业教育培训两大子板块。面对现今的就业形势，无论是学生还是在职人员对职业培训的需求皆处在上升期，根据弗若斯特沙利文报告数据，2017 年我国职业教育培训总收入达到 987 亿元，2018 年预计突破千亿，2022 年有望达到近 2000 亿元，5 年 CAGR 约为 14.3%，市场空间广阔。

图表 5：职业教育相关政策梳理

时间	政策名称	部门	政策内容
2005 年 11 月	《国务院大力发展职业教育的决定》	国务院	明确职业教育是国家“人才强国”的基本战略之一。
2010 年 6 月	《国家中长期人才发展规划纲要（2010-2020 年）》	中共中央、国务院	明确职业教育发展目标，推进职业教育深化改革，力争在 2020 年建成现代化职业教育体系，提出完善高技能人才培养培训体系，支持发展各类专业化培训机构。
2015 年 6 月	《关于深入推进职业教育集团化办学的意见》	教育部	鼓励多元主体组建职业教育集团，进一步深化产教融合、校企合作，推进现代职业教育体系建设。
2016 年 12 月	《国家教育事业发展的第十三个五年规划》	国务院	加强职业教育。中职和高职是面向社会、面向人人教育，我国将积极推动职业教育产教融合，校企合作，加快培养社会急需的技术技能人才。
2018 年 4 月	《关于推行终身职业技能培训制度的意见》	国务院	提出实现培训对象普惠化、培训资源市场化、培训载体多元化、培训方式多样化、培训管理规范化，力争 2020 年后基本满足劳动者培训需要，努力培养造就规模宏大的高技能人才队伍和数以亿计的高素质劳动者。
2018 年 8 月	《中华人民共和国民办教育促进法实施条例（修订草案）（送审稿）》	司法部	设立实施语言能力、艺术、体育、科技、研学等有助于素质提升、个性发展的教育教学活动的民办培训教育机构，以及面向成年人开展文化教育、非学历继续教育的民办培训教育机构，可以直接申请法人登记。
2019 年 1 月	《国家职业教育改革实施方案》	国务院	把职业教育摆在教育改革创新和经济社会发展中更加突出的位置；完善职业教育和培训体系；鼓励和支持社会各界特别是企业积极支持职业教育，着力培养高素质劳动者和技术技能人才。
2019 年 2 月	《加快推进教育现代化实施方案（2018—2022 年）》	国务院	深化职业教育产教融合；完善学历教育与培训并重的现代职业教育体系；健全行业制度标准。
2019 年 11 月	《中华人民共和国增值税法（征求意见稿）》	财政部	学校和其他教育机构提供的教育服务免征增值税
2019 年 12 月	《中华人民共和国职业教育法修订草案（征求意见稿）》	教育部	明确职业教育与普通教育不同教育类型，具有同等重要地位；鼓励和支持开展职业教育的科学研究、教材和教学资源开发；鼓励依法举办民办职业学校、职业培训机构；地方各级人民政府可以采取政府补贴、购买服务、提供助学贷款、建立奖励基金以及捐资激励等措施，支持民办职业学校和职业培训机构的发展；支持社会力量、民间资金参与举办股份制、混合所有制职业学校、职业培训机构；注重产教融合，实行校企合作：职业学校、职业培训机构可以举办或者与行业企业共同举办与职业教育相关的企业。

资料来源：国务院，教育部，各部委网站等，万联证券研究所整理

图表 6: 中国职业教育培训市场规模及增速



资料来源: 弗若斯特沙利文, 万联证券研究所

注: 上图市场规模包括公务员考试、事业单位招聘、IT专业、金融会计、教师招聘、其他职业招录以及职业资格考试培训。

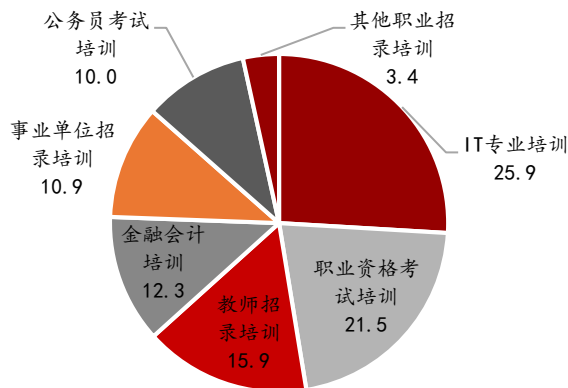
细分赛道多元, 市场较为分散。职业教育培训板块涵盖了众多细分赛道, 整体可分为职业资格培训 (如公职培训等招录类及企管财会等资质证书类等) 以及职业技能培训 (如厨师培训、IT 培训等)。2017 年, IT 专业培训收入占我国职教培训市场总收入的比例最高, 约为 25.9%, 公务员招录培训的收入占比约为 10%。由于职教培训板块内部赛道多元, 行业整体集中度较低, 2017 年 CR3 约为 9.2%, 龙头中公占比仅为 4.08%, 集中度上升潜力大, 因此具有跨赛道整合能力的职教龙头企业则有望直接受益于行业集中度的上升。

图表 7: 职业教育培训市场细分赛道



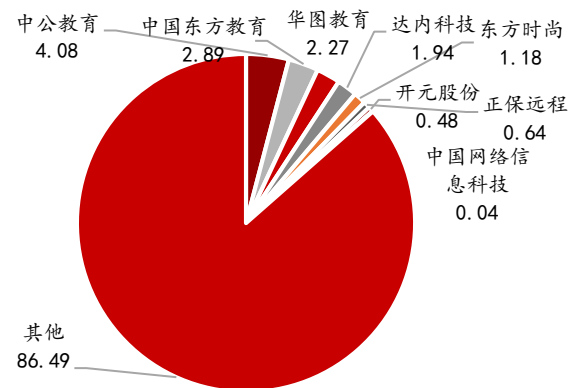
资料来源: 万联证券研究所

图表 8: 2017年职业教育培训市场各赛道收入占比



资料来源: 弗若斯特沙利文, 万联证券研究所

图表 9: 职业教育培训市场较分散 (2017年, 按收入)



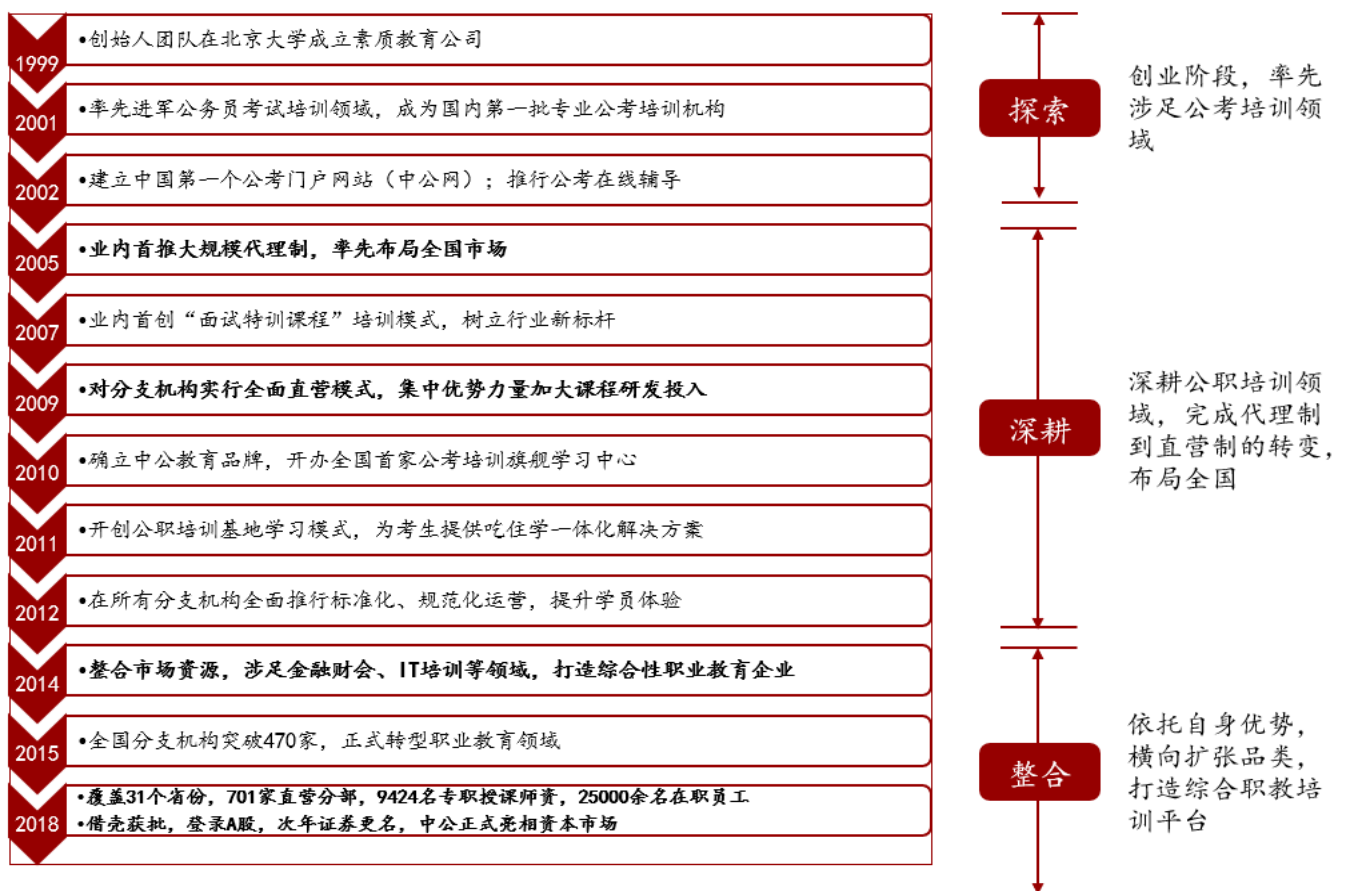
资料来源: 弗若斯特沙利文, 公司公告, 万联证券研究所

1.2 春秋20载，孕育职教培训霸主

国内首批专业公考培训机构，深耕十余载构建竞争壁垒，致力于打造综合职业教育培训平台。虽然中公有限正式成立于2010年，但创始人李永新团队于1999年便开始创业探索，2001年公司成为我国首批布局公考培训的专业机构。公司深耕公考培训，在品牌、产品、研发、管理及渠道等多维度构建壁垒。依托自身竞争优势，公司**横向扩张赛道**，逐步向事业单位、教师资格及招录、考研、IT、金融财会等多领域扩张，旨在打造综合职业教育平台；**纵向打通面授+线上业务模式**，**全国化布局并不断下沉渠道**。截至2019年末，公司已覆盖31个省份，开设1104家直营分支机构，拥有13475名专职授课师资，当年累计培训人次高达328.7万人，同比增长42.4%。

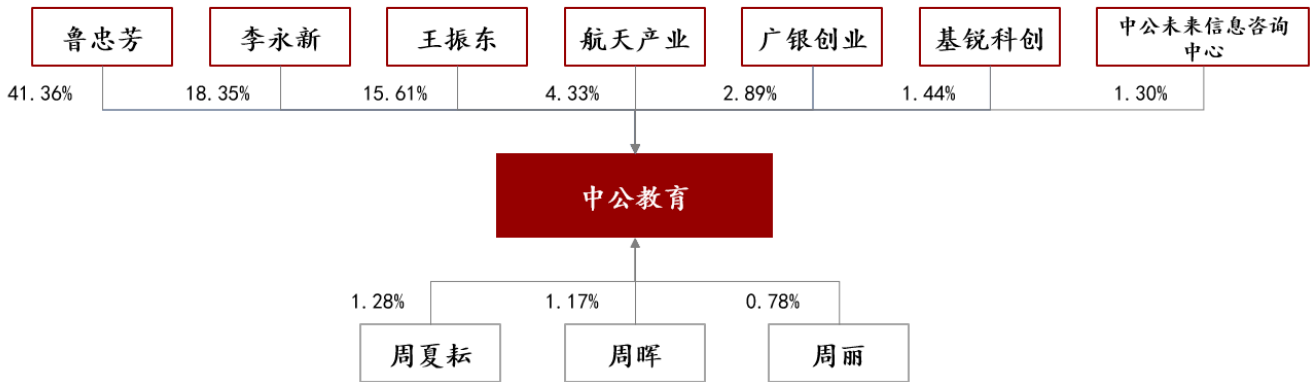
借壳上市成功，超额完成业绩承诺。2018年，通过重大资产置换、增发股份购买资产及股份转让三大步骤，中公作价185亿元置入上市公司亚夏汽车，成功完成借壳上市。该项交易于11月30日获批，12月27日完成资产交割，次年1月21日股票过户登记完成，1月31日新增股份上市，上市公司控股股东及实际控制人变更为李永新、鲁忠芳，2月12日公告变更公司名称及经营范围，2月21日公告变更证券简称为中公教育，职教培训龙头中公正式登陆A股市场。截至2019年，李永新、鲁忠芳合计持股59.71%，李永新、鲁忠芳与中公未来信息咨询中心（有限合伙）构成一致行动人，合计持股61.01%。2018-2020年合并扣非归母业绩承诺为分别不低于9.3、13.0和16.5亿元，2019年公司实现扣非归母净利17亿元，同比增长52.79%，再次超额完成业绩承诺。

图表 10：中公教育发展历程



资料来源：公司官网，万联证券研究所

图表 11：中公教育股权结构（2019 年年报数据）



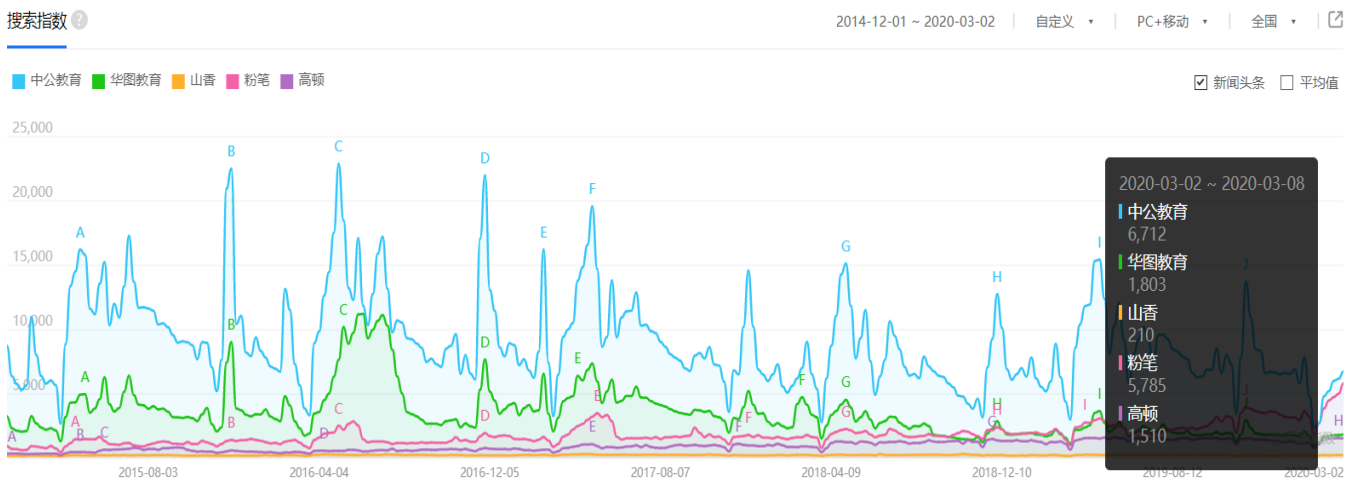
资料来源：公司公告，万联证券研究所

注：上方红色框股东为原中公教育股东，下方灰色框股东为原亚夏汽车股东

1.2.1 品牌：中公优质品牌吸引流量，获客成本竞争优势明显

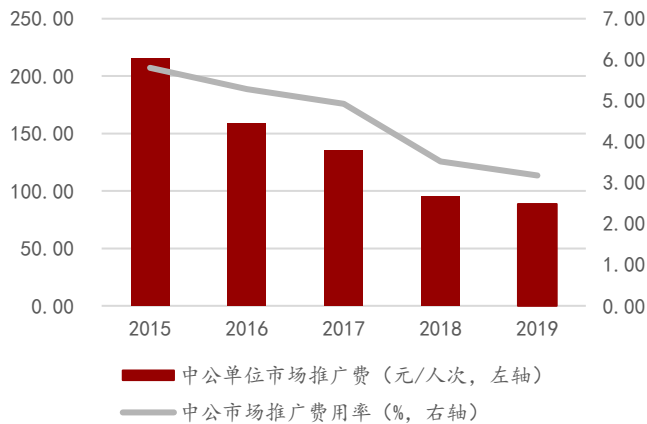
公司品牌力强大，屡获殊荣，流量效应明显；获客成本处于下行通道，低于竞争对手。中公依靠自身在职业培训，尤其是公职招录考试培训领域的多年深耕，已形成了强大的品牌拉力，叠加一直以来的口口相传，许多考生早已在心中将职教培训与中公教育画上了等号。中公也用其优质的产品与服务不断强化其品牌地位及美誉度，屡获殊荣，例如，中公荣获2013年新浪教育盛典“2013年度具品牌影响力教育机构”等五项大奖，中公考研获得中国教育在线“2016年度影响力教辅品牌”，2016、2018年荣获“年度大学生喜爱的公考机构—金塔奖”等。此外，百度指数显示近年来中公教育搜索指数领先于华图教育、粉笔公考等竞争对手，体现了其品牌流量效应。强大的品牌力带来的口碑传播模式反映到报表端则是不断下行的获客成本，2015-2019年，公司单位市场推广费从216元/人次下降到89元/人次，市场推广费用率也从5.80%下降到3.18%；2015-2017年，公司单位广告费用及费用率持续低于同业竞争对手华图教育。

图表 12：流量领先于竞争对手体现品牌拉力



资料来源：百度指数，万联证券研究所

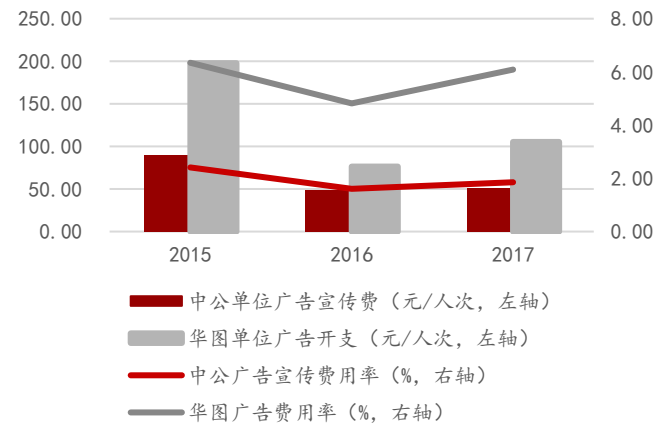
图表13: 公司获客成本不断下行



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

注: 单位市场推广费=市场推广费用/培训人次; 市场推广费用率=市场推广费用/营业收入, 计算思路下同

图表14: 品牌力赋予公司获客成本优势



资料来源: 公司公告, 华图招股说明书, 万联证券研究所

1.2.2 产品: 产品矩阵丰富, 研发为王

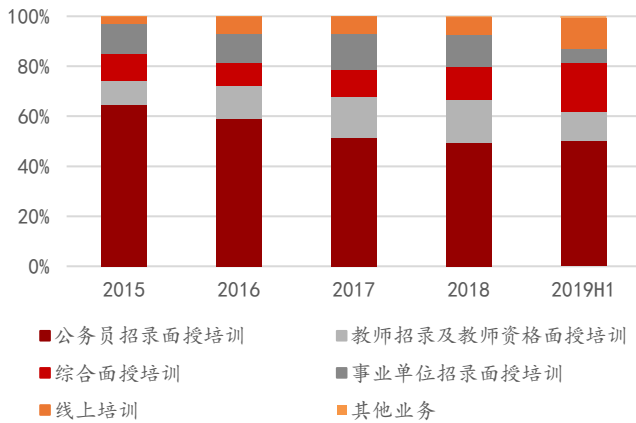
产品覆盖多元赛道, 公务员招录仍为收入支柱, 教师板块高速增长, 考研、IT等新兴板块增长强劲。经过二十年的探索、深耕及整合之路, 公司已形成了覆盖公务员招录、事业单位招聘、教师招录及教师资格证、考研、IT、金融会计等多元培训赛道的产品矩阵。虽然公务员序列收入占比近年来呈下降趋势, 但仍是公司支柱业务, 公务员序列2019年实现收入41.71亿元, 占总营收的45.46%。近年来教师板块增长迅猛, 教师招录及教师资格面授培训收入从2015年的2.01亿元上升到2018年的10.75亿元, 3年CAGR高达63.35%, 占总营收比重也从9.67%拉升到17.24%, 2019年教师序列(归类口径与2018年不同)创收19.33亿元, 同比高增60.85%, 营收比重达21.06%。考研培训营收增速超过100%, IT能力训练业务的营收增速更是达到了300%。

图表 15: 公司产品矩阵



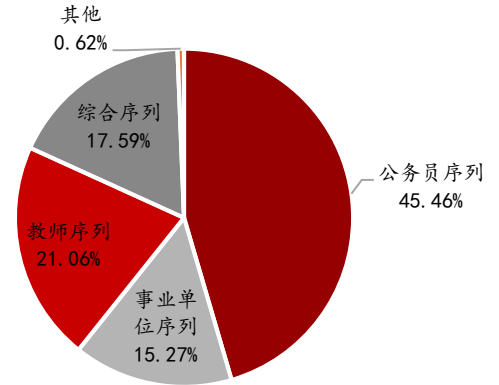
资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

图表16: 2015-2019H1公司各项业务营收构成



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表17: 2019年公司各项业务营收占比

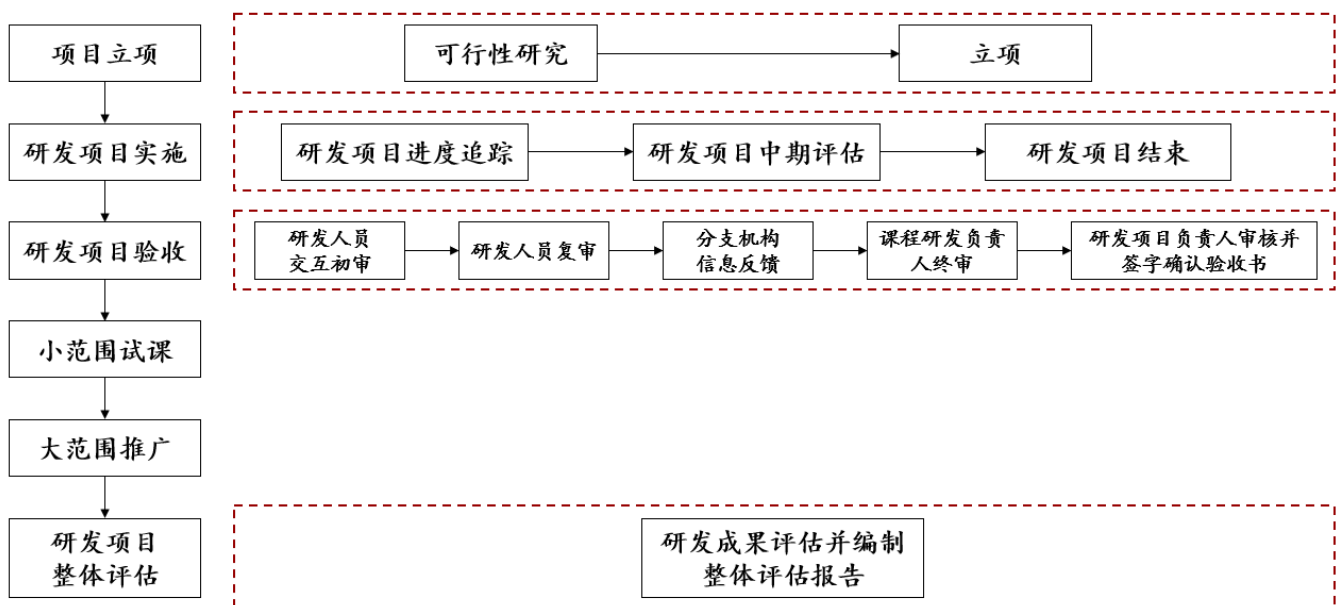


资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

公司研发体系完整, 研发为王构建核心竞争力。经过多年的努力, 公司目前已经形成了从立项到实施验收, 再到小范围试课与大范围推广, 最后进行整体评估的一套完整独立的课程研发体系, 致力于优化现有产品及服务、创新教学理念以及研发新的教学内容及模式, 以此提高培训人员的受训效果及职业能力。

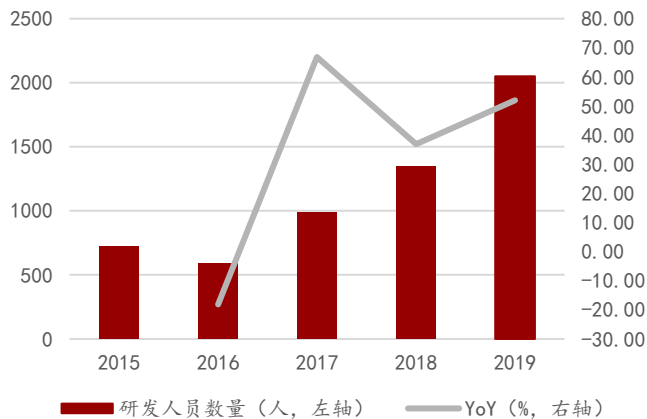
近年来公司不断扩充研究团队, 加大研发投入力度, 硕果累累。截至2019年, 公司研发人员数量已经由2015年的722人上升到了2051人。研发投入同样逐年上涨, 2019年达到6.98亿元, 占营业收入的7.61%, 研发投入力度远高于竞争对手华图, 2017年公司研发费用率超出华图4.97pct。大力投入研发的收获是丰硕的成果与不断强化的核心竞争力。2015年至2018年4月, 公司累计开发系列课程设计、授课内容、教学方法及相应讲义7.45万套, 其他教辅材料9.22万套, 以此丰富公司产品类别, 拓展学院范围, 此外, 累计开发23个系统、2个客户端以及30个APP, 以此辅助、提升教学体验。

图表18: 公司课程研发流程图



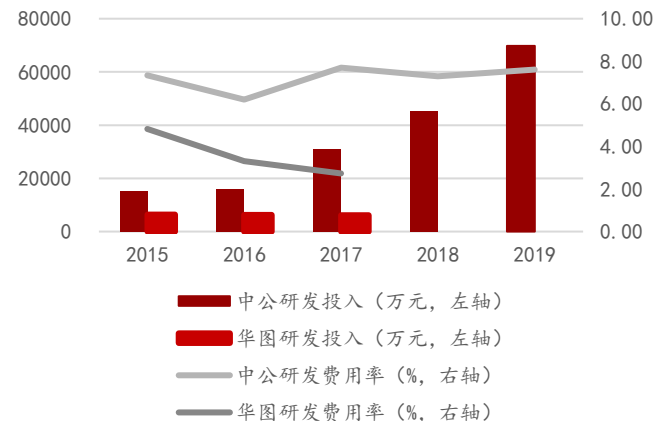
资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表19：近年来中公扩充研发团队



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表20：中公研发投入力度强于华图



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表 21：公司研发成果

时间	研发投入 (万元)	成果产出
课程体系基础研发 (核心竞争力)		
2015	12,478.96	系列课程设计、授课内容、教学方法及相应约 0.85 万套讲义和 1.28 万套其他教辅材料
2016	11,247.96	系列课程设计、授课内容、教学方法及相应约 1.27 万套讲义和 1.64 万套其他教辅材料
2017	18,123.95	系列课程设计、授课内容、教学方法及相应约 3.90 万套讲义和 4.14 万套其他教辅材料
2018M1-4	5,182.63	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
培训辅助软件研发 (辅助、提升教学体验)		
2015	2,764.33	3 个系统研发，且均已成功申请软件著作权
2016	4,783.66	9 个系统研发、2 个客户端软件研发、4 个 APP 软件研发，且均已成功申请软件著作权
2017	12,922.69	6 个系统研发、18 个 APP 软件研发，其中 19 个已成功申请软件著作权
2018M1-4	6,939.80	5 个系统研发、8 个 APP 软件研发

资料来源：公司公告，万联证券研究所

1.2.3 渠道：全国化布局，发力渠道下沉

公司大力建设网点完成全国化布局，多数网点已在三、四、五线城市建成，未来仍将不断下沉渠道，收割市场份额。截至2019年末，中公教育已建立1104个直营分支机构，覆盖全国31个省、市、自治区，319个地市，已然铺设成全直营的全国渠道网络。此外，公司29%的渠道网点设置在一线、新一线以及二线城市，71%的网点布局在三、四、五线城市，这是公司不断下沉渠道的成果，此渠道网点网络是公司的核心经营资源，也是公司未来不断下沉渠道，进一步开拓县级市场的重要支撑力量。地市及县的公职类招录的岗位需求大，培训市场分散，下沉渠道将成为驱动公司成长的强大动力。

中公与华图近年来均快速扩张网点，中公单机构收入逐年上涨，2017年反超华图。2015-2019年公司直营分支机构数量从368个上升至1104个，始终多于华图（从212个上升至435个），规模化优势明显，公司未来仍将保持较快的网点扩张步伐助力公司发展。2015年华图单个机构的收入超出中公57万元，2016年该差距缩小，2017年中

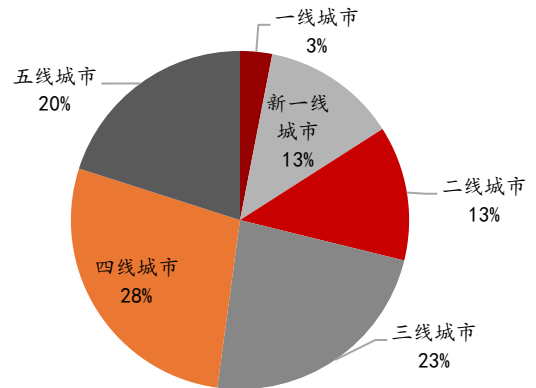
公完成反超，高于华图162万元。根据中公网公布数据测算，截至2020年3月初，公司各地网点总数达到1749个。从地域分布上来看，中公/华图均布局了大量网点在华东地区，2019年中公25%的收入来源于华东地区，华南地区创收能力较差，仅贡献8%的收入；根据2018年半年报数据，华图在华中及华南地区的收获较大，收入占比分别为22%及21%。

图表22：中公教育全国网点布局（2019年年报数据）



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表23：中公渠道下沉已见成效



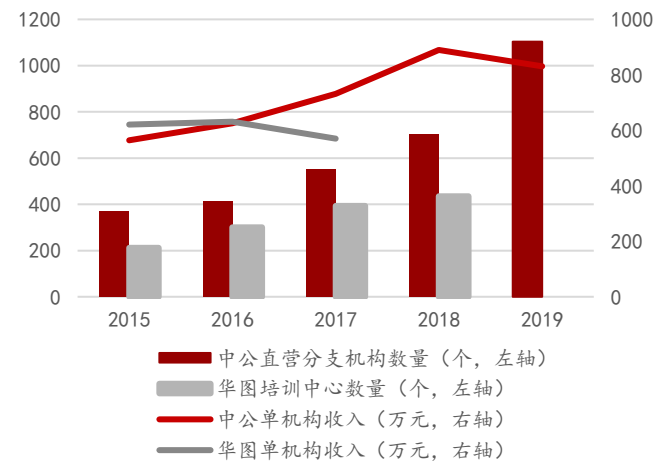
资料来源：中公教育官网，万联证券研究所

图表24：华图教育全国网点布局（截至2018年10月）



资料来源：华图招股说明书，万联证券研究所

图表25：中公/华图分支机构数量及单机构收入



资料来源：公司公告，华图招股说明书，万联证券研究所

注：华图教育2018年数据截至2018年10月

图表 26: 中公/华图各大区域渠道概况

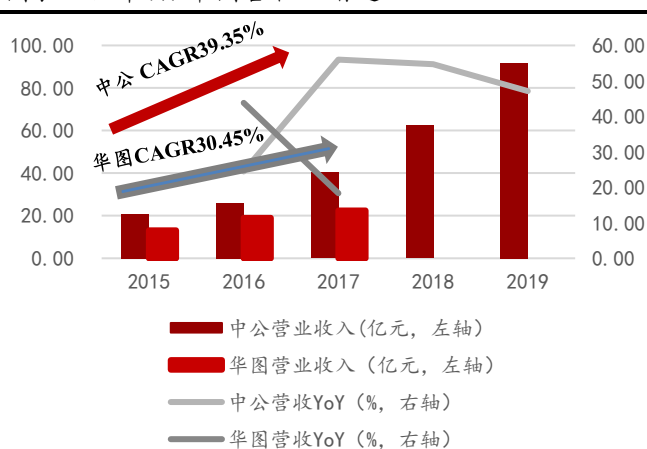
	中公						华图			
	网点总数 (截至 2020 年 3 月初)	数量 占比	直营分支机 构数量(截 至 2018 年 4 月)	数量 占比	营业收入 (亿元, 2019)	收入 占比	培训中心数 (截至 2018 年 10 月)	数量 占比	营业收入 (亿元, 2018H1)	收入占 比
华东	383	22%	201	32%	22.92	25%	99	23%	1.98	14%
东北	197	11%	92	15%	16.05	17%	69	16%	1.28	9%
华北	275	16%	52	8%	15.08	16%	52	12%	2.25	16%
西南	247	14%	78	13%	11.02	12%	55	13%	0.88	6%
西北	193	11%	55	9%	9.34	10%	45	10%	1.53	11%
华中	271	15%	79	13%	9.24	10%	60	14%	2.99	22%
华南	183	10%	62	10%	7.53	8%	55	13%	2.90	21%
其他					0.57	1%				
总计	1749	100%	619	100%	91.76	100%	435	100%	13.82	100.0%

资料来源: 中公教育官网, 公司公告, 华图招股说明书, 万联证券研究所

1.2.4 业绩: 增长亮眼, 盈利能力提升

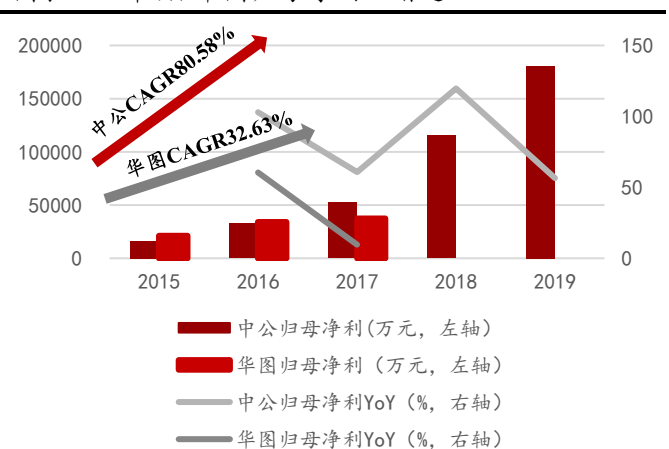
公司业绩高速增长, 毛利率较稳定, 净利率呈上升趋势。近年来公司营收及归母净利润增速高于华图, 营收规模差距逐渐拉大。2015-2017年公司营业收入/归母净利润 CAGR分别为39.35%/80.58%, 超出华图8.91/47.95pct。2019年, 公司实现营业收入91.76亿元, 同比增长47.12%, 实现归母净利润18.05亿元, 同比增长56.52%。盈利能力方面, 近年来公司毛利率水平较为稳定, 在60%左右波动, 净利率水平在2017年之前低于华图, 主因期间费用率较高, 其中主要由中公较高的管理费用率(含研发费用)贡献, 但公司净利率自2015年的7.75%上升到2019年的19.67%, 主因规模效应下管理费用率下行。

图表 27: 中公/华图营收及增速



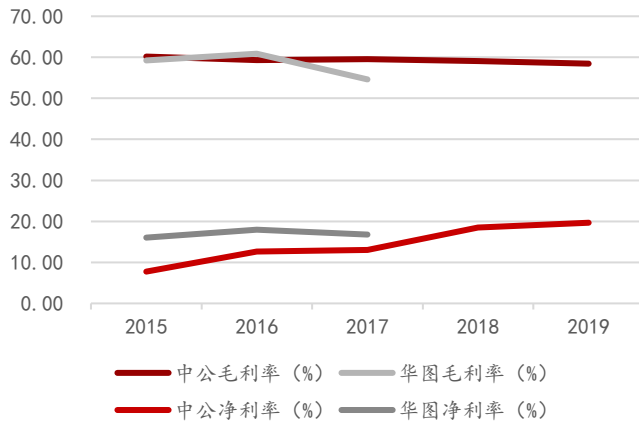
资料来源: 公司公告, 华图招股说明书, 万联证券研究所

图表 28: 中公/华图归母净利及增速



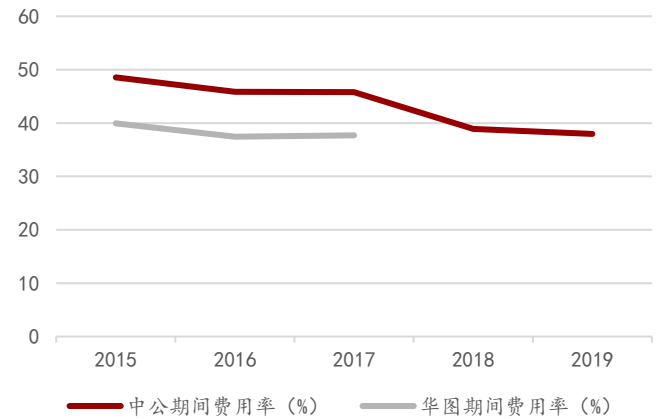
资料来源: 公司公告, 华图招股说明书, 万联证券研究所

图表29：中公/华图毛利率及净利率对比



资料来源：公司公告，华图招股说明书，万联证券研究所

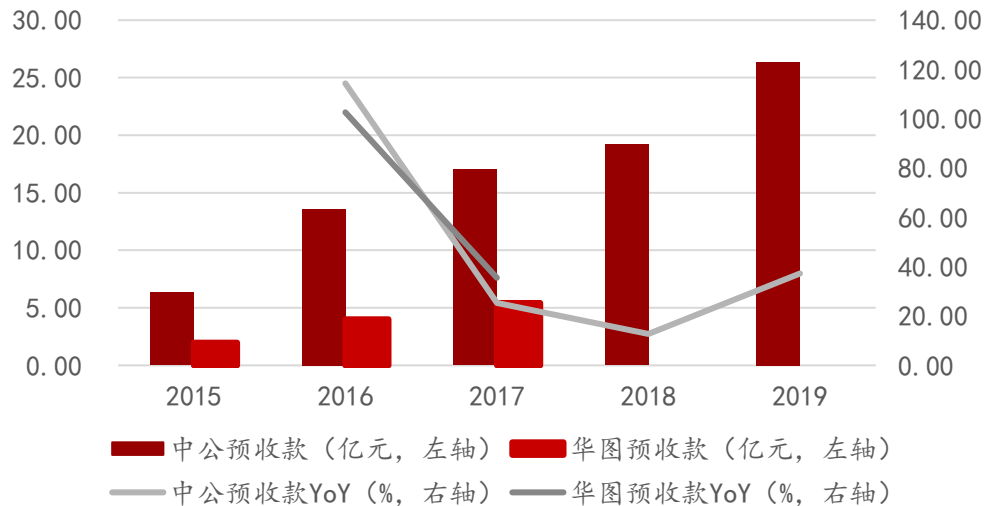
图表30：中公/华图期间费用率对比



资料来源：公司公告，华图招股说明书，万联证券研究所

中公预收款大幅领先华图，逐年增长预示未来收入增长强劲。预收学费是中开展培训业务的主要模式，因此预收款是公司收入确认的基础，其规模的增速可作为公司未来收入增长能力的先行指标。近年来，公司预收款持续领先于业务模式及结构相似的华图教育，2017年中公预收款17.03亿元，华图仅为4.42亿元，反映了公司较强的业务开展能力以及议价能力。截至2019年，中公预收培训费达到26.34亿元，较去2018年年底增长37.19%。

图表31：中公/华图预收账款及同比增速



资料来源：公司公告，华图招股说明书，万联证券研究所

下文我们将从公务员招录、事业单位招聘、教师及考研板块三大维度剖析市场及公司的现状及投资机会，在此先简单介绍研究思路及框架。职业教育培训市场的规模空间可以通过参考人数*参培率*客单价来测算。**参考人数**：我们认为一项招录或资格考试的参考人数与该考试对应职位招聘市场的供需结构密切相关，这里的供给指的是求职者的数量，需求则指的是对应职位招聘人数的数量。**参培率&客单价**：我们认为参培率与客单价的主要影响因素则包括考试的特点、难度与竞争的激烈程度，考试的竞争激烈程度也同样由对应岗位的供需结构决定，若供给大于需求，则

说明该岗位的吸引力较大，相应的考试的竞争激烈程度越高，考生重视度高，易产生焦虑情绪，参培及付费意愿较强，甚至愿意付出更多的金钱与时间来换取更高的通过率（边际投入的效用可能被放大），进而拉升参培率与客单价。公司层面，我们将从发展现状，市占率及行业地位，发展机遇等角度进行分析。

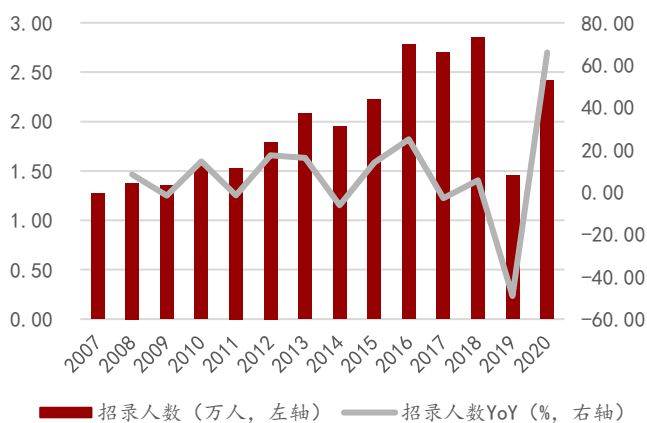
2、公考：2020招录回暖，中公霸主地位稳固市占率提升可期

2.1 国考招录人数重破两万大关，培训市场规模稳健增长

公考参考人数稳中有升，竞争日趋激烈，参培率及客单价上涨驱动规模扩容。公务员是指依法履行公职、纳入国家行政编制、由国家财政负担工资福利的工作人员。依据组织单位、招考单位及面向人群，我国公务员考试可分为国家公务员考试，又称“国考”与地方性公务员考试，又称“省考”。国考报名与考试时间较为确定，每年10月下旬报名，11月的第四个周日或12月的第一个周日考试，而省考的报名时间及考试时间则较为灵活，因地制宜。国考与省考并不冲突，考生重复率较高。**参考人数：**从需求端看，2007-2018年国家公务员招录人数上涨势头迅猛，从2007年的1.27万人上涨到2018年的2.85万人。2019年国考因政府机关改革大幅缩招，招录人数跌至十年来最低水平1.45万人，同比减少49.05%，2020年招录人数迎来回暖，上升至2.41万人，同比上涨66%，重回两万人以上水平。此外，上一轮公务员面临退休，也将贡献一部分需求。从供给端看，近5年来过审人数及实际参考人数增长趋缓，历经2019年的招录规模跳水，过审人数从140.9万人上升到143.7万人，参考人数从90万人上升到96.5万人，2019年笔试参考人数受到的影响远小于缩招比例，仅同比减少18.87%。2020年国考招录人数大幅反弹的背景下，过审人数/实际参考人数仅分别同增4.21%/4.89%，反映了供给端趋稳的态势，或因盲目跟风报考的考生减少。公务员稳定、福利待遇好等优点仍吸引候选人报考，随着招录迎来回暖，毕业生数量的逐年上升，未来参考人数有望保持温和上涨。

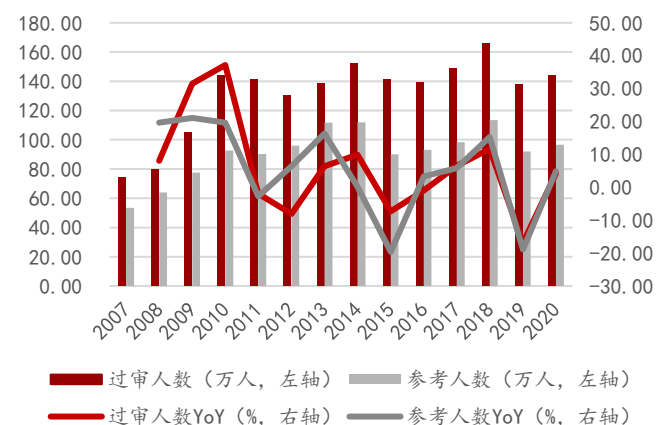
竞争比上升，弃考率处于高位，国考难度及竞争激烈程度可见一斑。2016-2020年，国考竞争比从33.4上升到40，2019年更是达到近十余年的新高63.3。2015年以来，国考笔试弃考率保持在30%以上，一方面反映了公考报名存在一定的跟风现象，另一方面也反映了考试难度的提高影响了考生信心以及考生考前准备的不充分。

图表32：我国国家公务员招录人数及同比



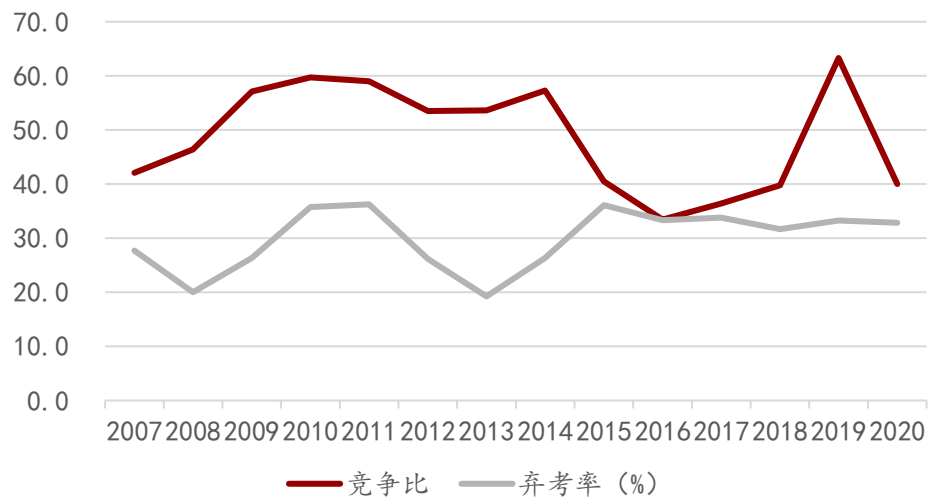
资料来源：国家公务员考试网，万联证券研究所

图表33：国考过审人数、实际参考人数及同比



资料来源：国家公务员考试网，万联证券研究所

图表 34: 历年国考竞争比及弃考率

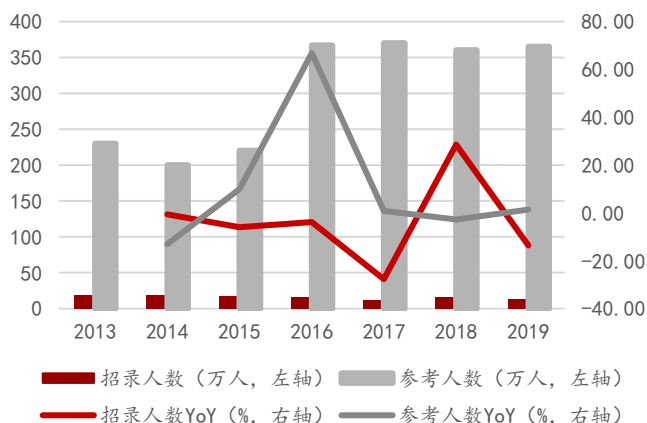


资料来源: 国家公务员考试网, 万联证券研究所

注: 竞争比=实际参考人数/招录人数; 弃考率=(1-实际参考人数/过审人数)*100%

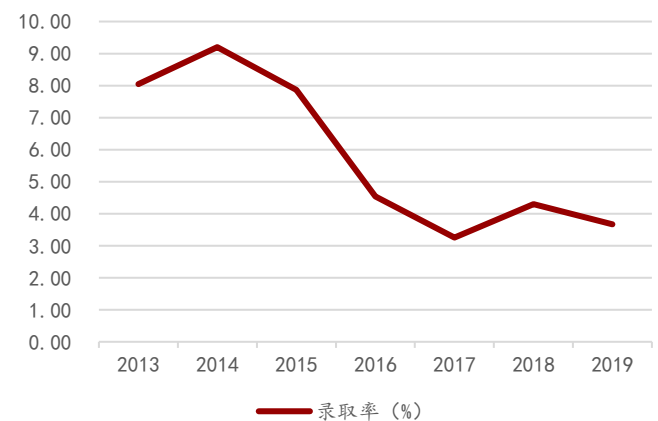
地方公务员招录近年呈下降趋势, 考试竞争加剧, 今年招录规模或迎来反弹。2013年以来地方公务员招录人数除2018年外保持逐年下降的趋势, 2019年招录人数约为13.38万人, 然而考生们热情不减, 参考人数保持上涨, 导致竞争加剧, 录取率逐年下跌, 2017年录取率降至3.25%, 2018年回升后, 2019年受缩招影响再次下跌至3.67%左右, 但总体来讲, 省考难度仍低于国考(录取率1%-2%)。在2019年机构改革的影响逐步消散过后, 今年省考招录规模有望迎来反弹, 如已公告的省市情况如下: 北京3620人(yoy+12%)、浙江4831人(yoy+0.04%)、江苏7985人(yoy+23%)、上海3803人(yoy+22%)。

图表 35: 地方公务员招录及参考人数走势



资料来源: 中公教育, 万联证券研究所

图表 36: 地方公务员招考试竞争加剧



资料来源: 中公教育, 万联证券研究所

参培率: 随着考试难度提高与竞争加剧, 国考培训参培率上升, 根据弗若斯特沙利文报告, 公务员招录培训学员总人数从2013年的92.8万人提高到2017年的137.5万人, 4年CAGR为10.3%, 参培率从25.2%提高到26.5%, 未来仍有提升空间。**客单价:**

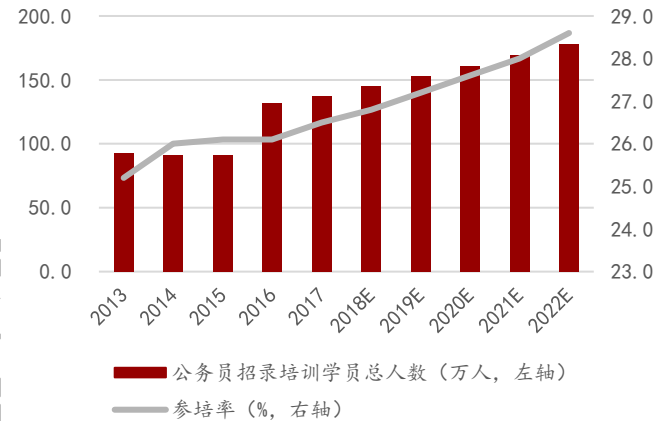
公考培训客单价同样逐年上涨，2017年上升至7202.1元/人次，较2013年上升28.5%。考试难度提高及竞争加剧的逻辑也将促使考生选择协议班、保过班或其他高质量的高价课程，有望拉升培训市场平均客单价。**市场规模**：在上述三大因素的驱动下，公考培训市场规模保持成长，2017年达到99亿元，4年CAGR为17.4%，2018年预计突破百亿，未来预计稳定增长，2020年有望达到近200亿元。

图表37：公务员招录培训市场规模及预测



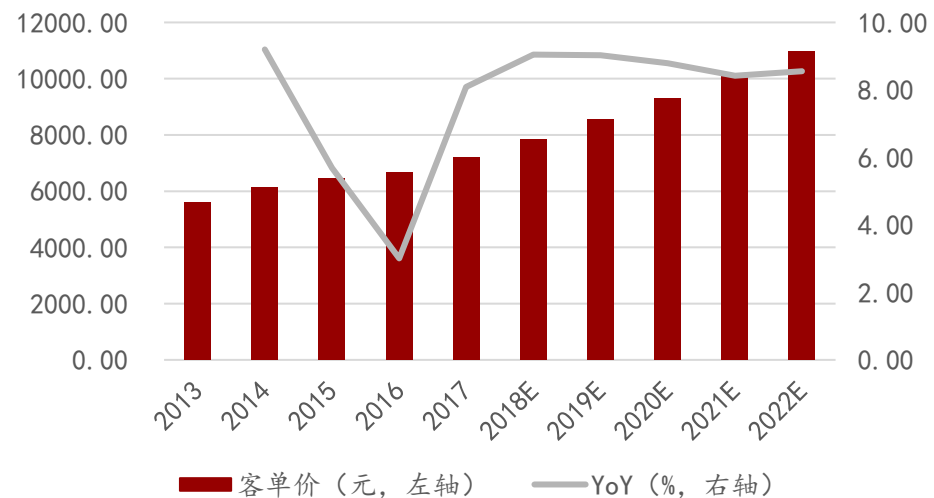
资料来源：弗若斯特沙利文，万联证券研究所

图表38：公考培训参培率逐年提升



资料来源：弗若斯特沙利文，万联证券研究所

图表39：公考培训客单价逐年上升



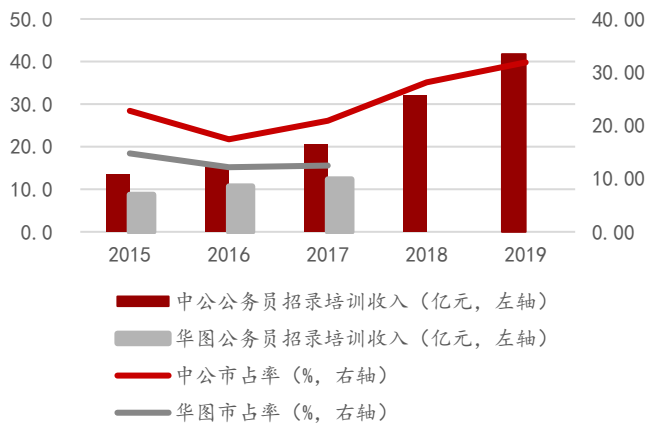
资料来源：弗若斯特沙利文，万联证券研究所

2.2 中公占据绝对龙头地位，客单价高于竞争对手

公司公考培训序列收入及培训人次持续上涨，客单价高于华图，仍看好未来市占率提升。中公公务员招录培训序列收入逐年上涨，2019年实现41.7亿元，同比高增30.15%。2017年中公市场占有率（按收入测算）达到20.87%，高于第二名华图教育8.42pct，行业CR2为33.32%，集中度高于职业教育培训行业整体水平。中公公考培训人次始终高于华图，2017年中公/华图公考培训渗透率分别达到7.2%/5.2%，仍有提升空间。此外，中公客单价也高于华图，2017年约为5536元/人次，华图约为4565

元/人次。我们认为，公司拥有最为纯正的公考培训基因，依托其品牌、产品、渠道及管理等多维度的竞争优势，将直接受益于公考培训市场的规模扩容，并看好公司不断提高自身市占率的能力。公考培训作为公司收入主力板块，稳健的成长将成为公司跨赛道扩张的强大后盾。

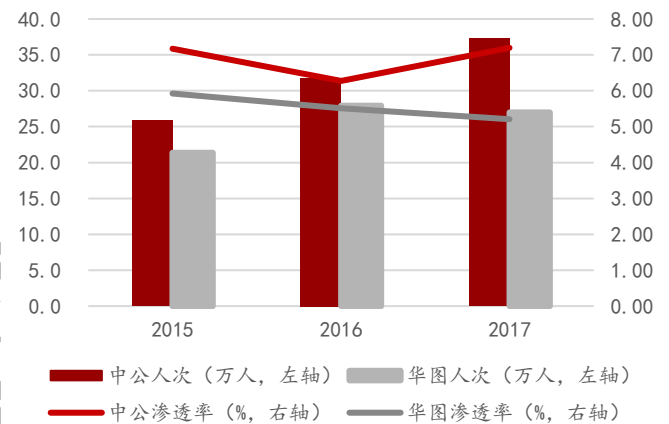
图表40：中公公考培训收入逐年上涨，市占率领先



资料来源：弗若斯特沙利文，公司公告，万联证券研究所

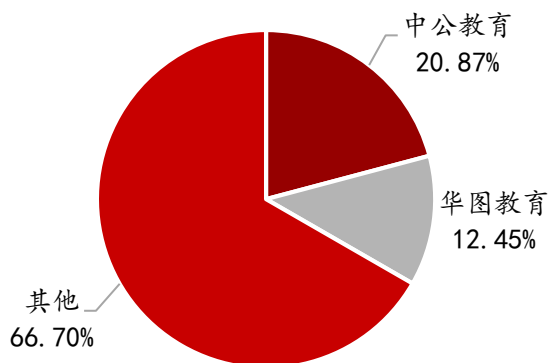
注：由于中公/华图线上培训占比较低，在此将两公司公务员招录面授培训收入/人次近似为公务员招录培训收入/人次，2018及2019年为含线上收入/人次数据下同。

图表41：中公/华图公考培训人次及渗透率



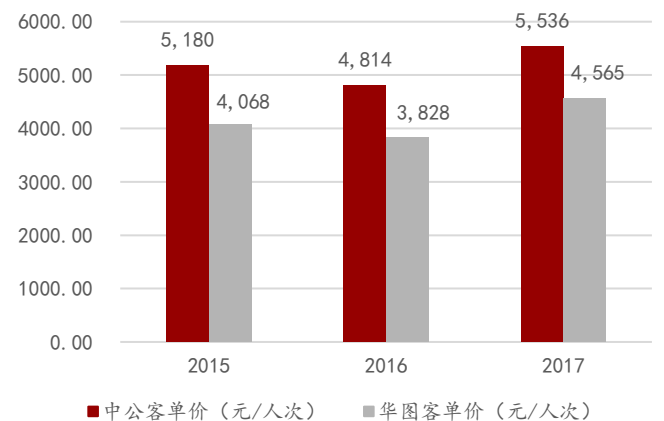
资料来源：弗若斯特沙利文，公司公告，万联证券研究所

图表42：公考培训市场竞争格局_2017年



资料来源：弗若斯特沙利文，公司公告，华图招股说明书，万联证券研究所

图表43：中公/华图公考面授培训客单价



资料来源：公司公告，万联证券研究所

3、事业单位：龙头享机遇，中公的又一大稳健增长极

3.1 “铁饭碗or金饭碗”，事业单位培训市场规模增长趋缓

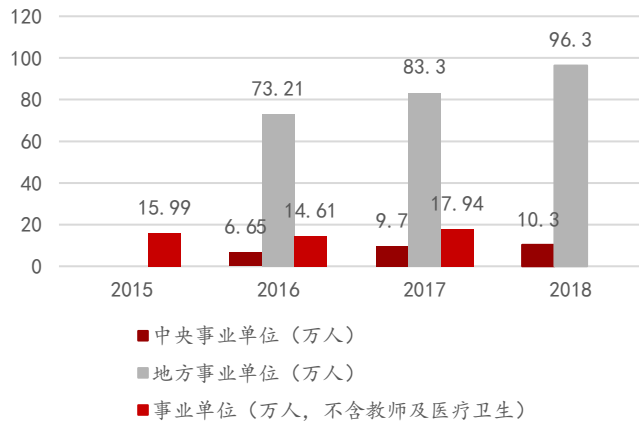
分类改革或影响参考人数，参培率及客单价仍有增长机会。事业单位是指由政府利用国有资产设立的，从事教育、科技、文化、卫生等活动的社会服务组织。事业单位一般是国家设置的带有一定的公益性质的机构，但不属于政府机构，没有行政权力，属于事业编制，这些与公务员存在差异。事业编制的稳定性强，也使其具备了类似公务员的铁饭碗特性。**参考人数：从需求端看**，国务院于2011年3月发布《关于分类推进事业单位改革的指导意见》，分类推进事业单位改革，到2020年，建立起功能明确、治理完善、运行高效、监管有力的管理体制和运行机制，形成基本服务优先、供给水平适度、布局结构合理、服务公平公正的中国特色公益服务体系。我们提炼该指导意见的要点如下：

- **清理规范现有事业单位。**撤销未按规定设立或原承担任务已完成的单位，整合布局结构不合理、设置分散、工作任务严重不足或职责相近相同的单位。
- **对承担行政职能的事业单位，逐步将其行政职能划归行政机构或转为行政机构，不再批准设立。**
- **对从事生产经营活动的事业单位，逐步将其转为企业，不再批准设立。**
- **对从事公益服务的事业单位，继续将其保留在事业单位序列、强化其公益属性。**将承担义务教育、基础性科研、公共文化、公共卫生及基层的基本医疗服务等基本公益服务，不能或不宜由市场配置资源的，划入公益一类；承担高等教育、非营利医疗等公益服务，可部分由市场配置资源的，划入公益二类。对于公益一类，财政给予经费保障；对于公益二类，根据财务收支状况，财政给予经费补助，并通过政府购买服务等方式予以支持。**高校及公立医院人员取消事业编制，保留事业单位性质，全员实行合同聘任制，所涉两大领域在编人员约占全国事业编人数的1/3。**

在分类改革的指导下，我国事业单位结构将面临一轮梳理，短期内招录人数或面临波动，考虑到医疗、教育、养老或成拉动内需的“新三驾马车”，教师及医疗卫生的需求增长或将带动整体事业单位招录规模上升。近年，我国事业单位招录人数仍保持上涨，自2016年的79.86万人上升到2018年的106.6万人，剔除教师及医疗卫生领域的事业单位招录规模出现波动2015/2016/2017年分别为15.99/14.61/17.94万人。**从供给端看**，编制取消，部分事业单位岗位失去了“铁饭碗”特性，短期吸引力面临下降，2013-2016年以来，拟报考事业单位的求职者占比呈波动下降趋势。长期来看，取消编制的岗位薪资水平更加市场化，薪资待遇或不降反升，多劳多得与人才的合理流动及晋升也有望吸引更多的优秀人才。

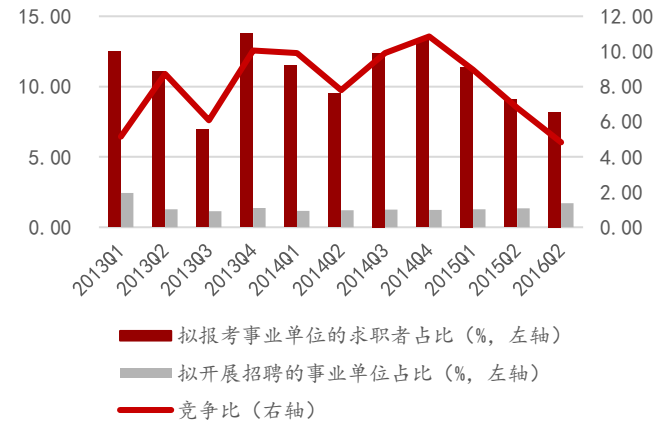
由于中公事业单位培训序列不包含教师及医疗卫生领域，因此在本节不予展开分析，**综上所述，我们认为剔除教师及医疗卫生领域事业单位的参考人数预计波动，不确定性较强。**

图表44：2016-2018年事业单位招聘人数及构成



资料来源：人社部，公司公告，万联证券研究所

图表45：2013-2016年事业单位竞争激烈程度缓和

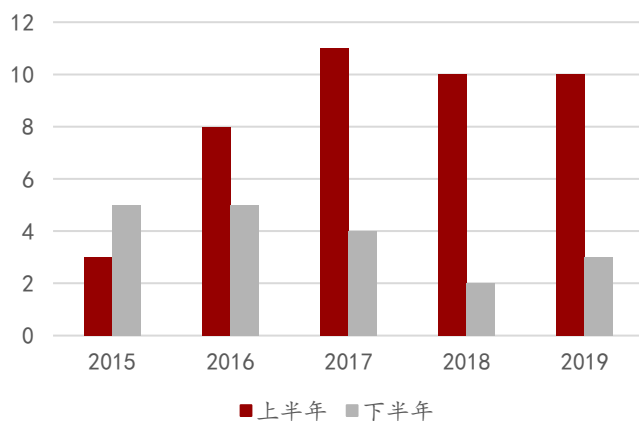


资料来源：中国人力资源市场网，万联证券研究所
注：竞争比=拟报考事业单位的求职者占比/拟开展招聘的事业单位占比

参培率&客单价：2013-2016年竞争比呈下滑趋势，事业单位竞争激烈程度有所下降。2017年事业单位招聘培训总人数达到271万人，13-17年CAGR8.5%，参培率也从2013年的24.3%逐年上升到2017年的25.6%，略低于公考培训参培率（26.5%）。2015年人社部发布《事业单位公开招聘分类考试公共科目笔试考试大纲(试行)》，部分省市开始参与事业单位联考，考试时间更为集中，一般在每年的上、下半年各举办一次，联考的考试内容更为标准化，利于培训机构开展教研工作，提高培训效果，或一定程度上提高参培率。事业单位招聘培训的客单价逐年上涨，2017年上涨到3989.95元/人，远低于公考培训客单价（7202.10元/人次），对比二者的岗位吸引力，考试题目难度，竞争激烈程度，以及考试容错率（事业单位报考容错率高，可一年多考）等因素，参培率与客单价的差异有一定的逻辑支撑。

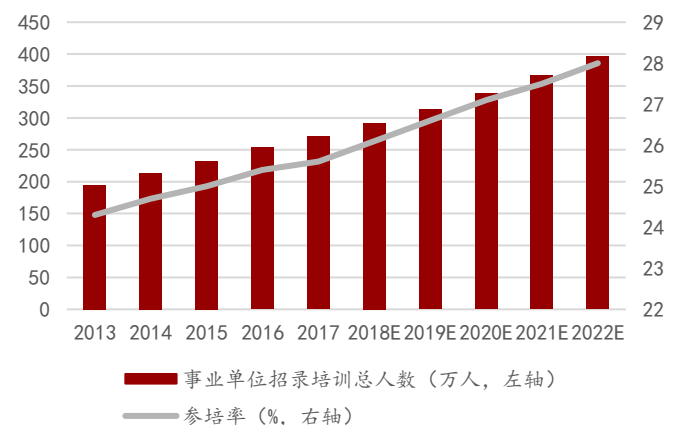
市场规模：从结果上看，事业单位改革并没有对培训市场造成明显影响，2013-2017年我国事业单位培训市场总收入从56亿元上升到108亿元，4年CAGR为17.8%，高出公考培训同期年均复合增长率0.4pct。我们认为，未来在参培率及客单价的提升下，收入规模将继续保持增长，但增速预计趋缓。

图表46：参与事业单位联考的省份（个）



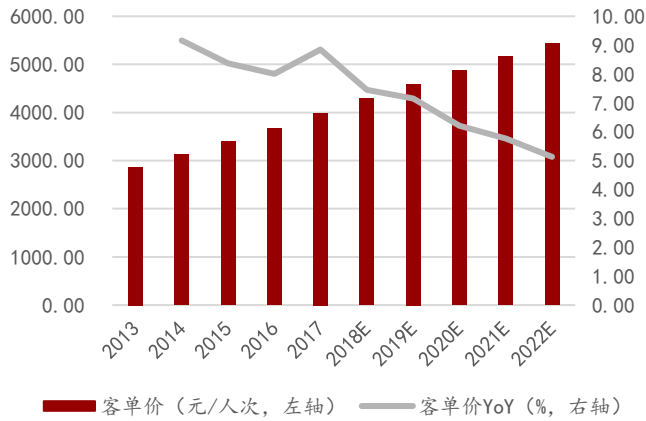
资料来源：中公教育，万联证券研究所

图表47：我国事业单位招聘培训总人数及参培率



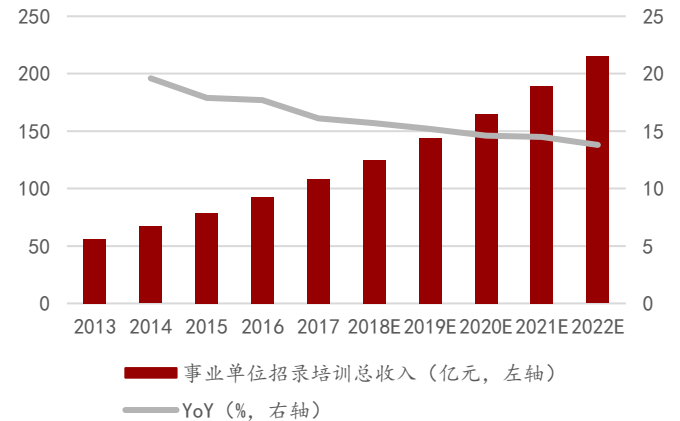
资料来源：弗若斯特沙利文，万联证券研究所

图表48：事业单位招聘培训客单价



资料来源：弗若斯特沙利文，万联证券研究所

图表49：我国事业单位招聘培训市场规模及预测



资料来源：弗若斯特沙利文，万联证券研究所

3.2 中公事业单位招聘培训序列增长靓丽，看好市占率提升潜力

中公事业单位招聘收入及人次双双高增长，市场集中度上升空间大。根据上文分析，事业单位改革并不会对中公事业单位招聘培训序列造成明显的负面影响，其经营情况也佐证了这一点，2015-2017年中公事业单位招聘培训收入CAGR为51.73%，较华图高6.14pct，培训人次CAGR为41.66%，较华图高8.4pct。2018/2019年事业单位招聘培训序列实现收入8.84/14.01亿元，19年收入同比增长58.44%，培训人次同增43.63%，客单价同增10.31%。此外，中公客单价高于华图，但增速较低。2017年中公+华图市占率仅为8.07%，远低于公考的33.32%，行业集中度上升空间大。中公已在事业单位招聘培训领域深耕多年，作为职教培训行业龙头，有望依托于自身强大的教研实力，品牌口碑效应以及渠道扩张与下沉，最大化受益于行业集中度的提升。

图表 50：中公 VS 华图：事业单位招聘培训赛道

	2015年	2016年	2017年
培训收入 (亿元)			
中公	2.47	2.98	5.69
华图	1.43	2.39	3.03
中公CAGR		51.73%	
华图CAGR		45.59%	
中公业务占比	11.90%	11.52%	14.11%
华图业务占比	10.85%	12.60%	13.52%
中公市占率	3.13	3.20	5.27
华图市占率	1.81	2.57	2.80
培训人次 (万人)			
中公	7.31	9.80	14.67
华图	5.80	10.20	10.30
中公CAGR		41.66%	
华图CAGR		33.26%	
客单价 (元/人次)			
中公	3380.52	3038.13	3878.24
华图	2463.98	2339.02	2940.90

中公CAGR	7.11%
华图CAGR	9.25%

资料来源：公司公告，华图招股说明书，万联证券研究所

注：由于中公/华图线上培训占比较低，在此将两公司事业单位招录面授培训收入/人次近似为事业单位招录培训收入/人次，下同。

4、教师&考研：市场空间广阔，职教航母新引擎

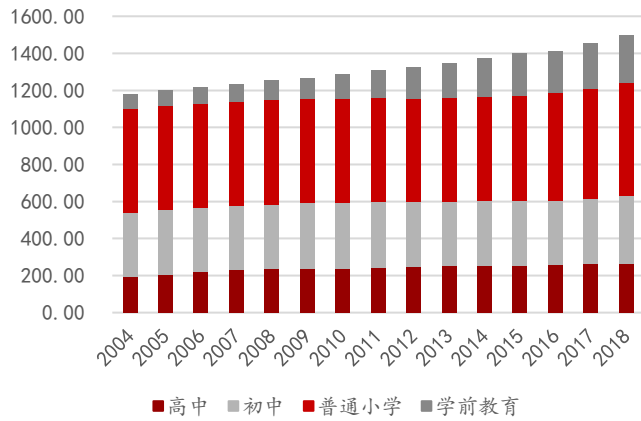
4.1 教师需求上升，激活培训市场

供需两端皆助力教师参考规模扩容，教资改革加剧竞争。教师考试领域主要分为教师资格证考试与教师招聘考试，皆由笔试+面试构成，二者为链条式关系，教师资格证为入门门槛，具备教师资格证的应聘者才有资格参加教师招聘考试。目前，教师资格证考试基本实现全国统考，统考上、下半年各一次，通常为3月和11月，面试时间为5月和次年1月；教师招聘考试基本不采用省级统考，多根据各县市或区的自身情况展开。近年来，我国各层级学校专任教师数量逐年上升，其中高中及学前教育阶段专任教师数上涨最快，2004-2018年均复合增速分别为2.38%和9.13%。**参考人数：**从需求端看，我国教师招聘人数不断上升，2017年招录规模达到44.31万人，同比增长17.81%，是同期公务员与事业单位（不含教师及医疗卫生）招录规模的两倍以上。我们通过对比2018和2019年各省、市、自治区的教师招聘岗位表数据发现，绝大多数的省份招录规模均有不同程度的扩张。

- **政策层面：义务教育小班化拉升教师需求。**2016年7月，国务院印发《关于统筹推进县域内城乡义务教育一体化改革发展的若干意见》，《意见》提出实施消除大班额计划，到2018年基本消除66人以上超大班额，到2020年基本消除56人以上大班额。中小学标准班额为小学45人，初中50人。班额的缩减意味着学生总数不变的情况下，班数将上升，考虑到教师增加授课班级后，工作压力上升，授课质量或下降，因此教师需求将上升。
- **生师比&毛入学率层面：**我国对各层级学校的生师比均做出了相应规定，根据2018年的数据，小学及初中生师比符合国家标准，普通高中阶段生师比（13.1）仍高于国家标准（12.5）。小学及初中阶段毛入学率基本稳定，学前教育毛入园率及高中阶段毛入学率呈上升趋势，2018年分别达到82%和89%。2010年教育部发布《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020年）》，提出到2020年基本普及学前教育，普及高中阶段教育，毛入学率达到90%的战略目标，截至2018年数据，学前教育及高中阶段毛入学率仍有上升空间。在生师比及毛入学率的双重作用下，教师需求驶入上升通道。

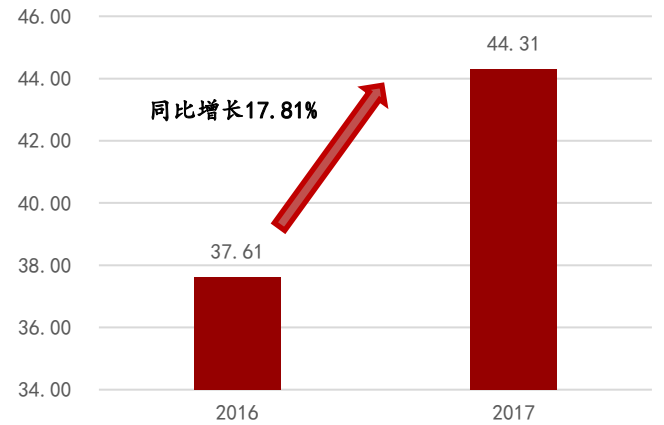
从供给端看，教师福利待遇好，社会地位高，假期较多，极具吸引力。2018年，国务院总理李克强指出要确保义务教育教师平均工资收入水平不低于当地公务员平均工资收入水平，2019年底国务院教育督导办印发通知指出将其作为2020年作为督导检查重点，政策上支持提高教师待遇。综上所述，从供需两端分析，教师参考人数均有上升动力。

图表51：我国专任教师数逐年上涨（万人）



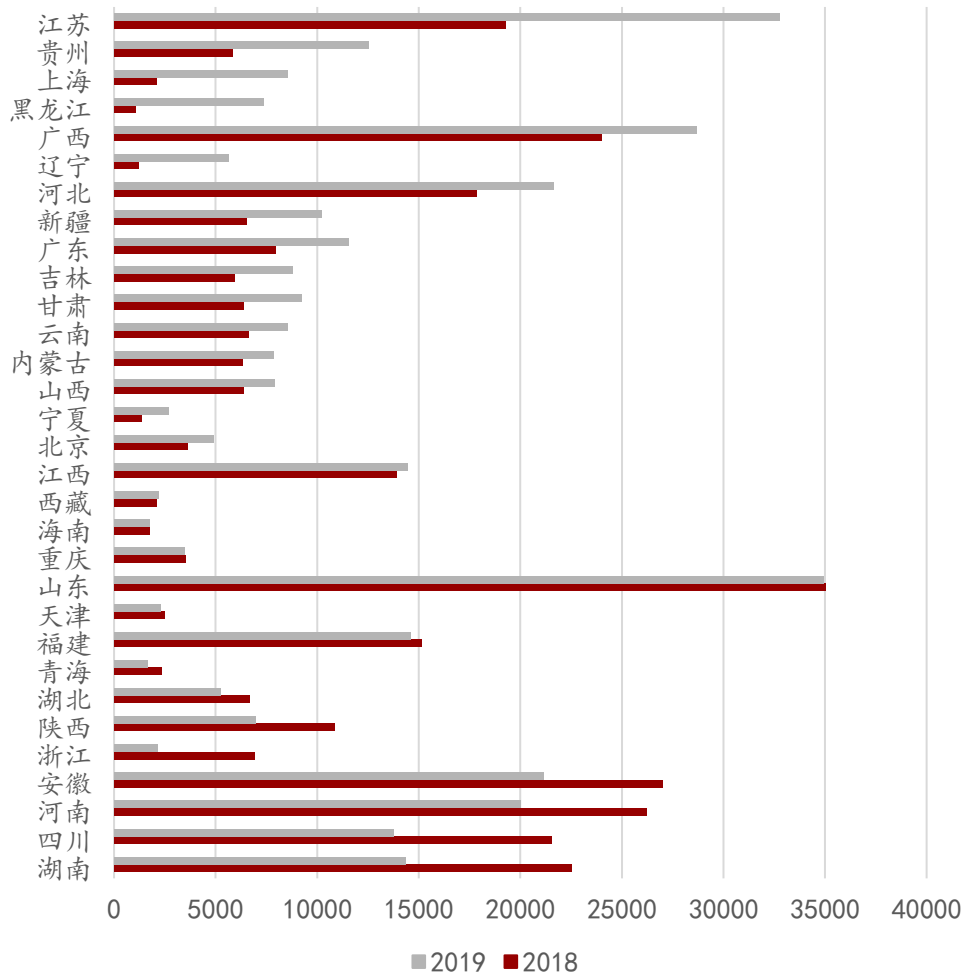
资料来源：教育部，国家统计局，万联证券研究所

图表52：2016/2017年我国教师招录人数（万人）



资料来源：公司公告，万联证券研究所

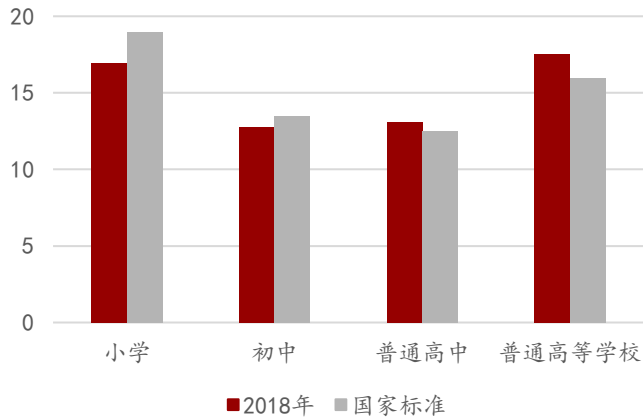
图表53：2018/2019 我国31个省、市、自治区教师招录人数一览（人）



资料来源：中公教育，万联证券研究所

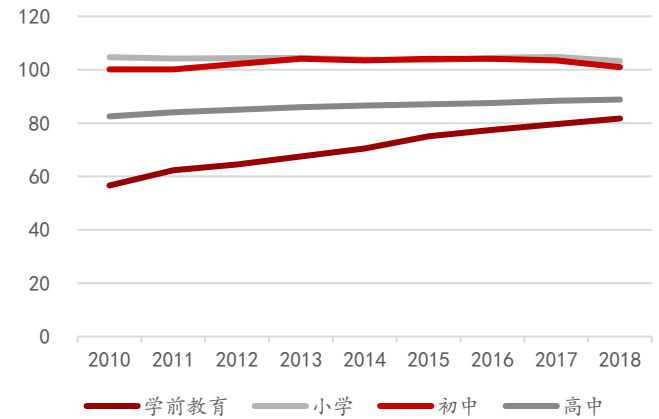
注：本数据为中公教育网站公布的各地教师岗位表爬虫所得，或与实际招录数据有差异，仅供参考。

图表54：我国各级学校生师比及国家标准



资料来源：互联网资料整理，万联证券研究所

图表55：我国各级学校毛入学率 (%)



资料来源：教育部，万联证券研究所

细分教师资格证参考人数：各方涌入助力教师资格证参考人数快速增长。2015年教师资格证考试改革正式实施，2015年秋季及之后入学的师范生被纳入考试范围，随着近年来我国在校师范生数的加速上升，为教师资格证参考人数提供稳定增长。2018年下半年，国务院、教育部等多部门接连出台政策大力规范我国校外培训机构发展，提出从事语文、数学、英语及物理、化学、生物等学科知识培训的教师应具有相应的教师资格；未取得相应教师资格的学科类教师应于2018年下半年报名参加教师资格考试，经过教师资格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；线上培训机构必须将教师的教师资格证号在其网站显著位置予以公示。我国校外培训行业正处在发展的快车道，该政策大幅提高了教师资格证的参考人数。2016-2019年教师资格证的参考人数增长迅猛，2019年下半年参考人数约590万人，全年参考人数近900万人，较2016年增长了兩倍以上。

参培率：教资考试改革以来，考试科目、参考资料、考试形式等多维度的改革提高了教资考试的难度，通过率下降明显，改革前笔试通过率在70%左右，改革的试点省份通过率大幅下降至30%以下，2015年江苏省通过率约为27.53%，其余试点省份通过率大多在24%-27%之间。教师岗位的吸引力增强，大量学历高、能力强的应聘者涌入，各地教师招聘考试的竞争也日趋激烈，以安徽省为例，近年来教师招聘考试竞争比不断上升，2019上升至8.52:1。资格证考试难度提升与招聘考试的竞争加剧将提高考生的参培意愿，参培率有望提升。

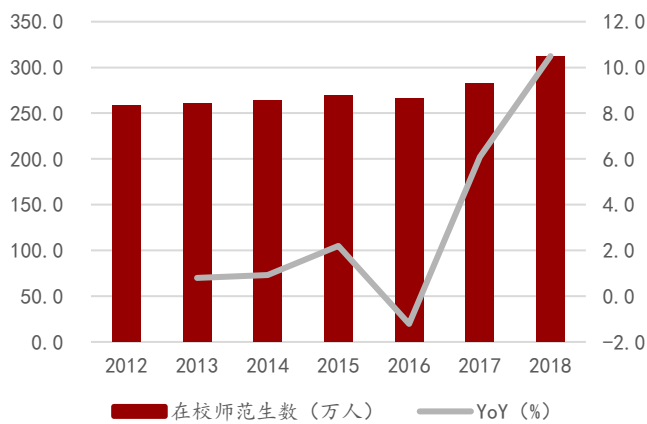
客单价：同参培率的提升逻辑相似，考生的付费意愿上升，焦虑情绪拉动协议班占比提升。此外，根据微言教育数据，在2019年下半年中小学教师资格考生中，52%为非在校生，74%为非师范专业，这两类人群的付费意愿或更加强烈，且非在校备考时间很难集中，或提高其平均培训时长，进而拉升客单价。**市场规模：**在教师招聘火热的背景下，教师招聘培训市场的规模也在多因素拉动下快速增长，2017年达到157亿元，是公考培训市场规模的1.5倍以上，2013-2017年均复合增速为17.6%，预计2022年达到320亿元，17-22年CAGR有望达到15%以上。

图表 56: 2015 年教师资格证考试改革重点内容

主要改革内容	改革前	改革后	影响因素
考试形式	各省自主命题	全国统考	更加统一化、标准化
考试科目	教育学+心理学	综合素质+教育教学知识和能力+学科专业教育知识和能力	科目及范围增加, 难度提高
参考资料	基本有教育学和心理学的指定参考教材	仅提供大纲, 无指定参考教材	备考范围扩大, 难度提升
考生范围	师范生无需参加, 在校生均可报考	师范生须参加, 应届生可报考	师范生被纳入, 提高参考人数
证书有效期	终生有效	五年一审	证书含金量提高

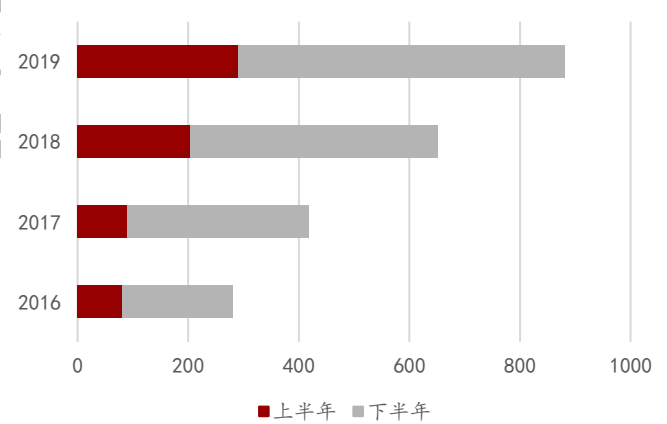
资料来源: 教育部, 中公教育, 华图教育, 万联证券研究所

图表 57: 我国在校师范生数稳步上涨



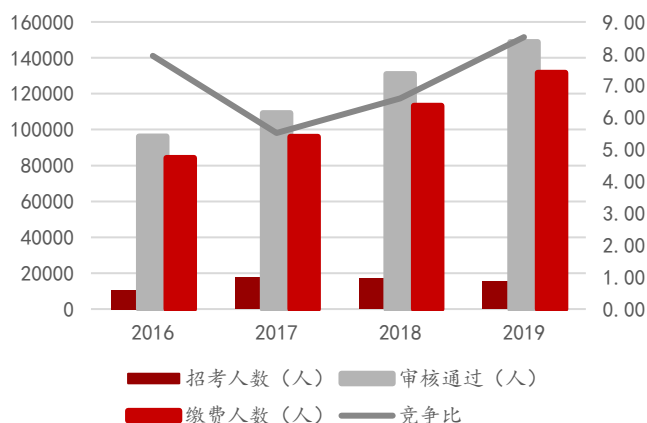
资料来源: 教育部, 万联证券研究所

图表 58: 教师资格证笔试人数 (万人)



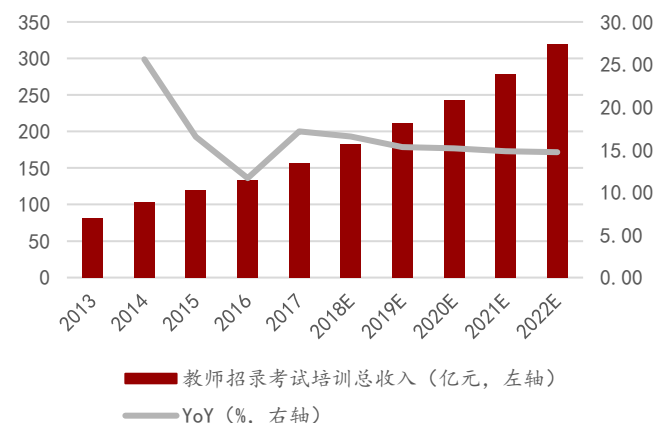
资料来源: 教育部, 万联证券研究所

图表 59: 教师招聘竞争日益激烈 (以安徽省为例)



资料来源: 中公教育, 万联证券研究所

图表 60: 我国教师招聘考试培训市场规模及预测

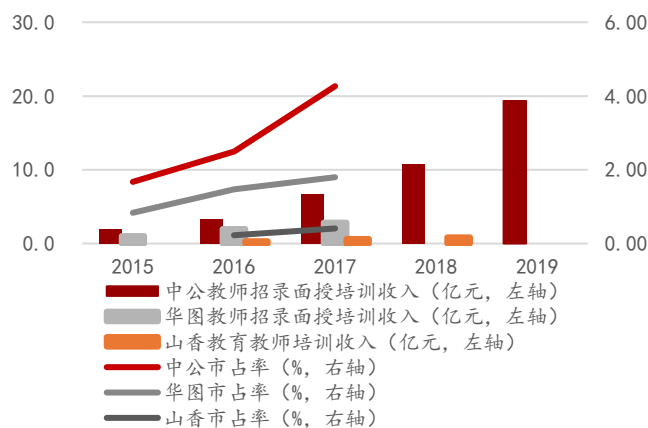


资料来源: 弗若斯特沙利文, 万联证券研究所

4.2 教师招录培训成明星业务发展可期，市场份额有待提升

公司教师培训序列增长迅猛，市占率提高仍较低，发展强于竞争对手华图。2015-2018年公司教师招录及资格证面授培训序列收入快速增长，由2.0亿元上升至10.8亿元，占公司总营收比例从9.7%上升至17.2%，2019年公司教师序列实现收入19.3亿元，同比增长60.85%，培训人次比去年同期增长52.89%，客单价比去年同期增长5.21%。2015-2017年中公教师培训序列CAGR达到82.7%，高于华图的67.9%。目前市场集中度较为分散，2017年中公+华图+山香市占率仅为6.48%，中公市占率为4.27%，仍有待提升。中公培训人次快速上升，2017年达到25.04万人，提升速度快于华图，与此同时，客单价也持续高于华图，竞争优势明显。

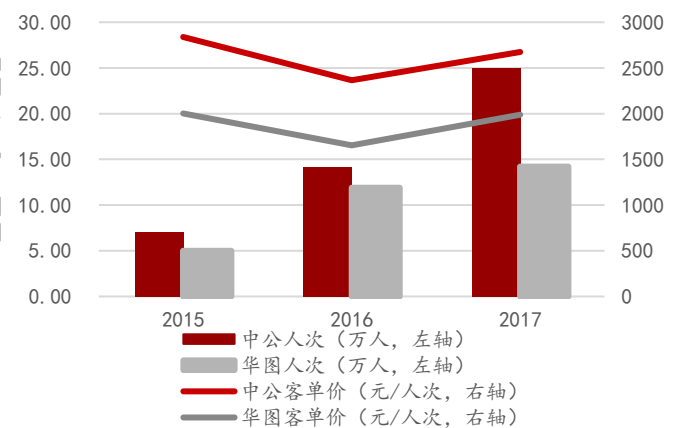
图表61：中公教师培训序列高速增长



资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，万联证券研究所

注：教师招录培训包含教师资格证培训，由于中公/华图线上收入占比较低，在此将二者教师招录面授培训收入近似于教师招录培训收入。2019年包含线上数据。

图表62：中公教师序列培训人次及客单价高于华图



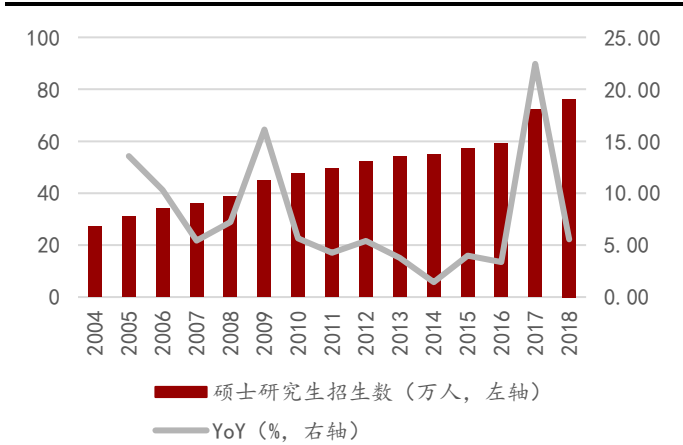
资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，万联证券研究所

4.3 本科学历竞争力降低驱动考研人数上升，多因素拉升参培率&客单价

本科生就业率持续走低，考研报名人数快速增长。按学习方式分类，硕士研究生可分为全日制硕士及非全日制硕士；按培养方向分类，则可分为学术型硕士（学硕）及专业型硕士（专硕）。硕士研究生考试通常由国家教育主管部门统一组织笔试，由各招考单位自主组织复试，一般在8月下旬到9月上旬，国家及各招生单位公布招生简章和招生目录，考生于9月中到11月完成报名及现场确认，于12月下旬参加笔试，次年3月下旬开始参加各招生单位组织的复试。**参考人数：从需求端（招生端）看，政策支持研究生扩招，我国研究生规模距发达国家仍有差距。2004-2018年我国硕士研究生招录人数持续上升，2018年达到76.25万人。国务院总理李克强于2020年2月25日主持召开国务院常务会议，并在会议上指出扩大今年硕士研究生招生和专升本规模。此外，我国千人注册研究生数距离发达国家差距较大，2014年为1.33人，远低于英、美、德等西方发达国家水平，2018年达到1.96人，接近日本2014年水平。对标海外，我国研究生规模仍有较大上升空间。从供给端（报考端）看，我们认为本科学历含金量下降是研究生报考人数上涨的核心驱动力。我国本科毕业生数量稳定增长，2004-2018年本科毕业生数量仅有2年同比下跌（2006、**

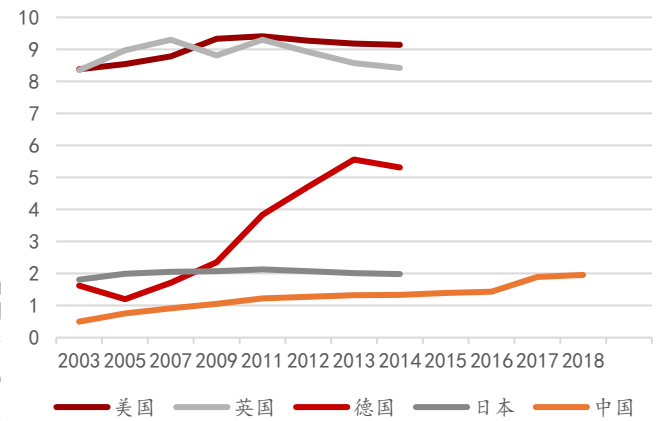
2018), 2020年预计达到575万人。本科生的就业压力也接踵而来, 近年本科生就业率逐年下降, 2018年跌至91%。研究生报名人数快速上涨(2017年非全日制招录并入统考拉动报考人数快速上升), 2020年考研报名人数达到341万人, 同增17.6%。

图表63: 我国硕士研究生招生数量及同比



资料来源: 教育部, 万联证券研究所

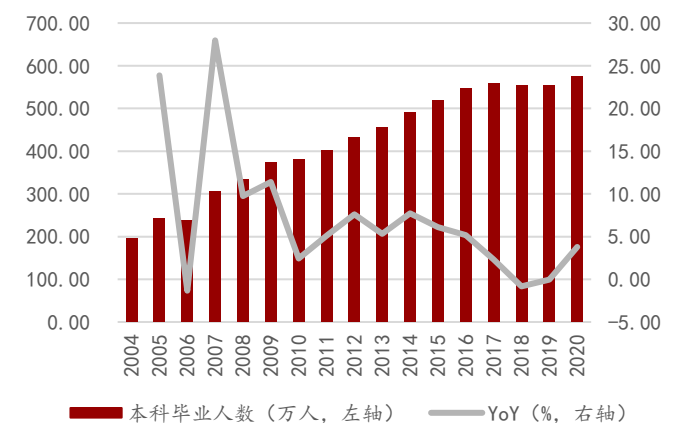
图表64: 我国研究生规模对比发达国家仍有较大差距



资料来源: 国家统计局, 教育部, 学位与研究生教育数据中心, 万联证券研究所

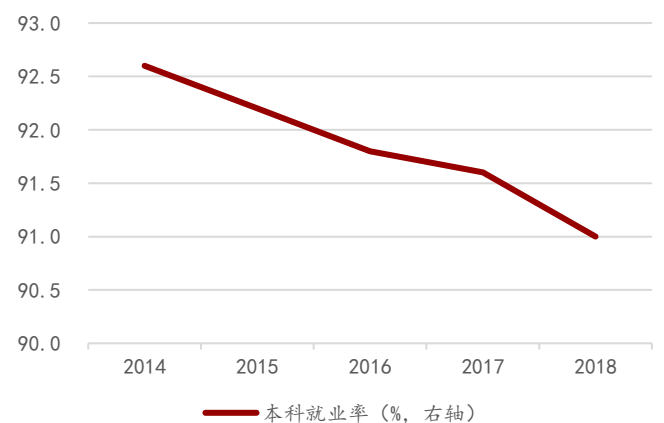
注: 上图所用指标为千人注册研究生=注册研究生数(人)/当年总人口(千人), 我国2014年及之前数据来自学位与研究生教育数据中心, 2014年后数据为用上述公式测算所得。

图表65: 我国本科毕业生数量及同比



资料来源: 国家统计局, 教育部, 万联证券研究所
注: 2019年及2020年毕业生数量由四年前招生数推算

图表66: 近年我国本科生就业率持续走低



资料来源: 麦可思研究院, 万联证券研究所

参培率&客单价: 竞争度+考试特点+备考痛点, 三大维度提升考生参培及付高价意愿。

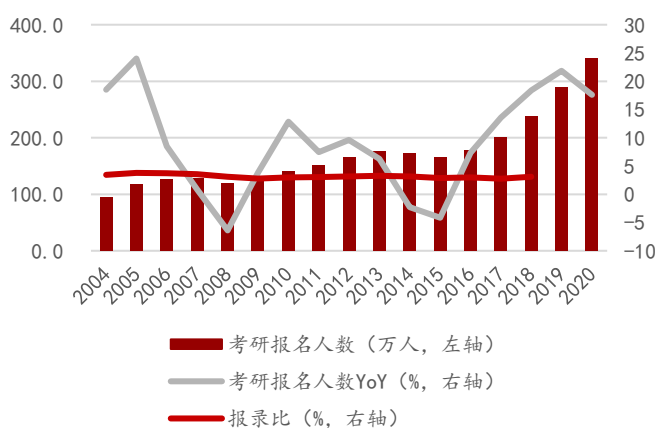
- **竞争度:** 考研报名人数的快速上涨带来更加激烈的竞争, 2018年报录比重回3以上, 达到3.1: 1, 未来随着招录规模的扩张, 竞争或将缓和。然而, 从其他角度看, 推免制度及考生的名校情结也将加剧竞争, 名校考研的竞争远比报录

比（未考虑推免及调剂等情况）所展示出来的更加激烈。我国各大名校的推免生比例均较高，2019年QS排名全国前五的名校中有4所推免生占比超过50%。此外，考生报考名校的热情高涨，2019年考研中近80%的双非本科及大专考生对应的是73.4%的考生目标院校为211/985大学，反映考生名校情结严重，名校竞争激烈的同时，也说明考研大军相较于其目标来讲平均基础较薄弱，备考难度大。近年二战及以上考生占比较高也可验证上述逻辑，此外，也说明大量未考中的考生也将成为未来参考人数增长的重要力量。

- **考试特点：**备考周期长，一年仅有一次，一次仅有一个志愿，对很多人将或是人生转折点，容错率极低。考研备考的周期一般较长，根据考研帮调研数据推算，2020年考研调查截止日期为2019年5月28日，11%的人备考周期长达13个月以上，10.5%的人备考时间可达到10-13个月。此外，考试一年一次，考生面临毕业压力，叠加备考时间与秋招冲突，对考研成功与否十分重视。
- **备考痛点：**长备考周期下，考生亟需合理计划制定者及监督者。根据考研帮发布的《2020考研备考进度调查报告》，近60%的考生选择孤军奋战，在较长的备考周期下，各种问题开始显现。63.4%的考生出现学习状态不佳、学习效率低下的情况，54.5%的考生认为自己的自控力不足，并且超过60%的考生不能保证完成每日计划。在整个备考过程中，是否制定了合理有效的备考计划，以及能否保质保量的完成计划是决定最终考研成败的关键因素，考研培训机构迎合介入良机。

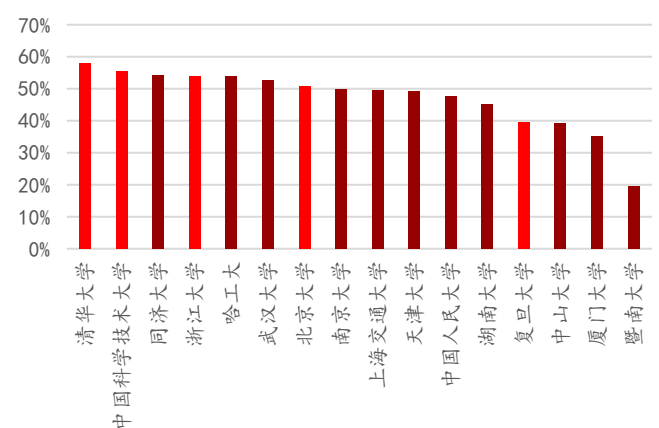
从上述三个维度分析，我们认为，考生易产生焦虑情绪与被监管、被指导的需求，考研培训参培率有望上升；考生对结果的高度重视驱动其选择长期班、协议班等高价课程，此外，名优机构的口碑效应在高校学生间更加凸显（高校学生十分善于向同级同学及学长、学姐获取相关信息），名优机构的课程通常更贵，有利于拉升行业整体客单价。

图表67：考研报名人数快速上升



资料来源：教育部，研招网，互联网资料整理，万联证券研究所

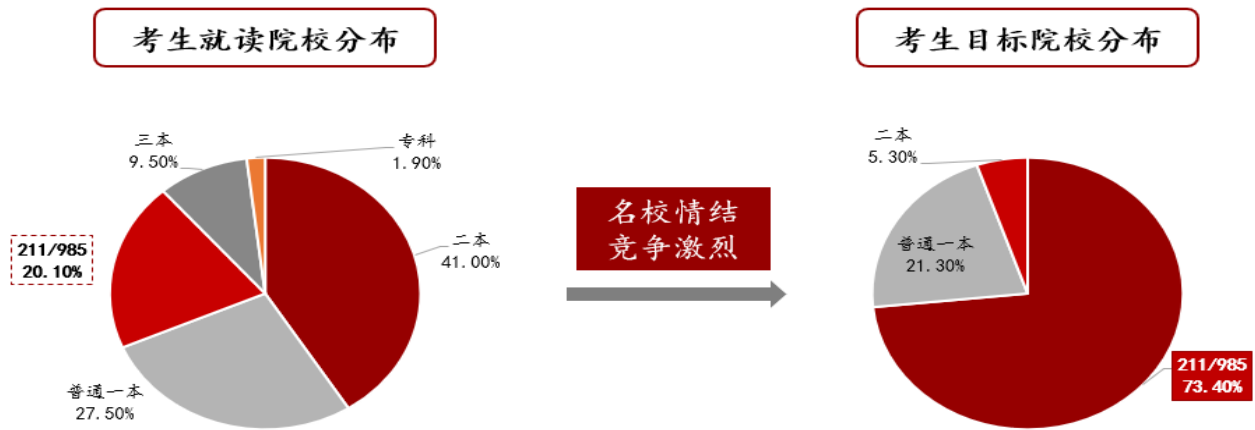
图表68：2019年各大名校推免生比例



资料来源：各大院校招生网站整理，万联证券研究所

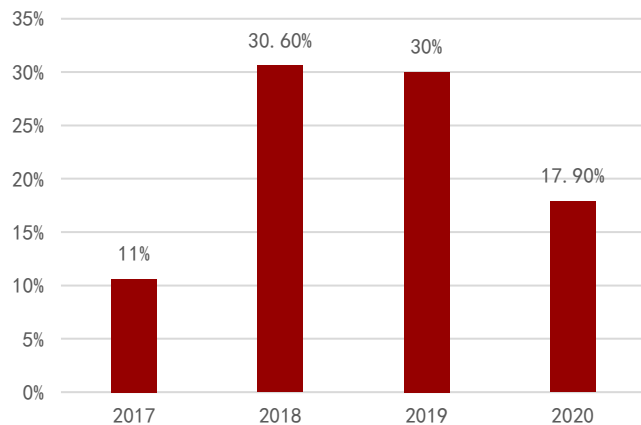
注：红色的为2019QS大学排名前五的中国高校数据

图表 69: 名校情结, 考研实际难度大于显性数据



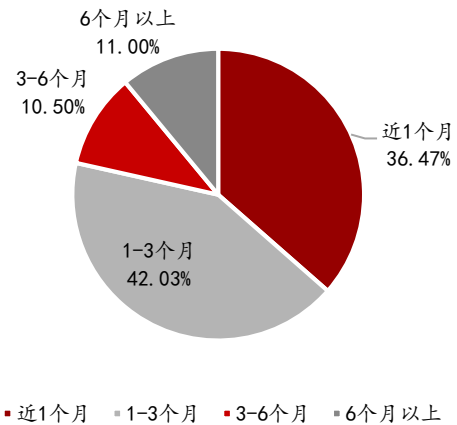
资料来源: 考研帮, 万联证券研究所
注: 2019 考研, 样本数为 9254

图表 70: 近年二战及以上考生比例



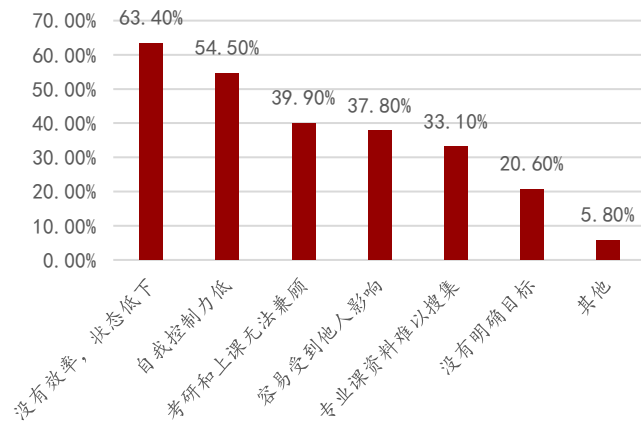
资料来源: 考研帮, 万联证券研究所
注: 2017/2018/2019/2020 年考研样本数分别为 13000+/12469/9254/8678

图表 71: 考研备考周期长

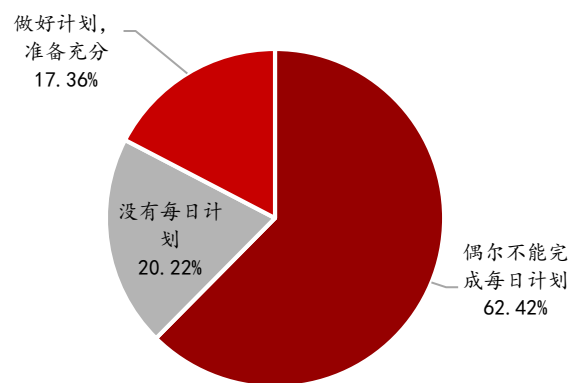


资料来源: 考研帮, 万联证券研究所
注: 2020 年考研, 样本数为 8678

图表 72: 孤军奋战弊端显现, 多数考生低效、自控差



图表 73: 超过60%的考生偶尔不能完成每日计划



资料来源：考研帮，万联证券研究所
注：2017考研，样本数为13000+

资料来源：考研帮，万联证券研究所
注：2020考研，样本数为8678

市场规模：2019年考研培训市场规模或达135亿元。2019年研究生报考人数为290万，根据中国教育在线数据，2019年考研考生中31%选择报班，我们假设参培率为31%。通过分析文都考研、中公考研等考研课程报价，我们假设行业整体平均客单价在1-1.5万元。根据上述假设，我们测算2019年考研培训市场规模在90-135亿元。

4.4 有痛点，更有机会：简谈中公在教师招录及考研培训赛道的优势

我们通过整理并对比分析公司优势支柱业务（公务员招录培训）以及两大新型增长引擎（教师招录考试培训及研究生考试培训）的多维度特点，进一步分析中公在现有的竞争优势下，何以厚积薄发，后来居上，我们总结要点如下：

● 多维度高度协同

1) **考试时间并未冲突，覆盖人群重合度较高，各赛道之间相互协同。**通过对比三类考试的考试时间与覆盖人群，我们发现教师招录考试、研究生考试的目标人群与公务员考试重合度较高，高校学生是重要群体。**考生不仅有机会同时备考多个考试，赛道之间的用户还可以相互转换。**以考研为例，从一方面讲，公考可以作为考研的Plan B，根据研招网对2019年考研人群的调查，4.26%的考生会选择在考研失利后考公务员；从另一个方面讲，研究生在公务员生涯中晋升通道更广，天花板更高，公务员也有工作后继续深造的需求，两大赛道的考生可形成自然切换。

2) **考试形式及内容有相似之处，教研层面具有协同作用。**三类考试的考试形式均为笔试+面试的形式，考试内容上，公务员考试及教师招录考试都需要考察行测类科目，此类考试的教研能力是中公行业领先的核心竞争力。

● 垂直一体化的快速响应能力，有望解决核心痛点

通过分析三类考试的考试内容，我们认为教师招录考试（不含教资考试）以及研究生考试的核心痛点是培训需求较为分散，主因命题自主性较强，进而导致了培训课程及配套服务的针对性较差，难以形成较为全面的精准打击（如考研方面，各考研培训机构仅能做到在个别专业课领域形成竞争优势，名师集中在公共课领域），以及复试覆盖较难等问题，一定程度上造成了行业集中度较低，难以形成绝对龙头的格局。

1) **重度研发：规模化、体系化、标准化研发教学有助于解决分散化需求。**中公设有行测、面试、申论等11个专业研究院、1个信息技术中心及总部下辖31个地方研究院等研发部门。其中11个专业研究院和31个地方研究院主要负责与日常授课相关的课程设计、授课内容、教学方法及讲义等课程体系基础研究，信息技术中心主要负责培训辅助软件的研发。**中公授课教师均为全职教师**，并建立健全了“师资招聘-培训筛选-晋升激励”的教师发展体系。**规模化、体系化、标准化的研发与教学平台让中公的议价能力更强**，如在考研培训领域，不必受制于业内普遍的名师效应，大大提高了业务的稳定性以及良好经营的可持续性（名师资源不稳定，流失对依靠其开展业务的公司打击较大，即使不流失影响力也会逐步衰减），**也让中公有能力应对复杂、多元、分散的需求**，例如，中公开发了针对不同专业，甚至不同学校的考研培训课程，以及1V1的定制课程等来解决行业核心痛点，同时整体强大的研发及

教学能力也将让考生打消对非名师辅导的顾虑。

2) 高效管理：“总部-省级-网点”垂直化经营管理架构，横向扩张边际成本较低。公司形成垂直化的运营管理架构，总部主要负责研发，省级主要负责地方特色研究以及教师的管理，网点则主要负责招生，**横向扩张时，已成功的运营模式可复制性较强**，可直接对应增加扩张赛道的研发、师资及生源，边际成本较低。

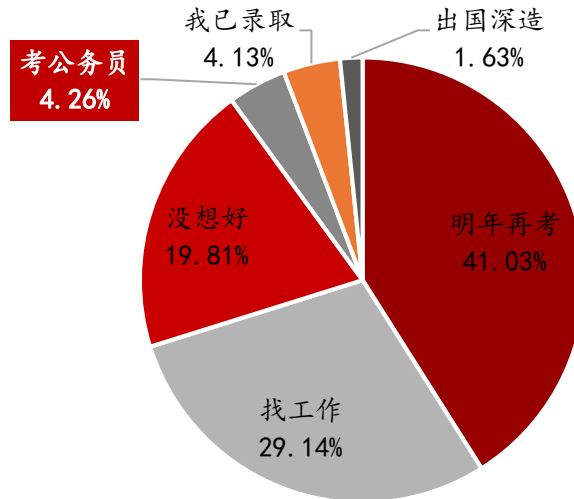
3) 直营渠道：全直营网点布局，提高终端响应能力。中公率先进行全国化的全直营网点布局，**直营化渠道管理模式帮助公司研发端及教学端对终端考生需求以及考情信息的变化快速响应**，以应对分散的需求，提高布局的广度与培训的质量。

图表 74：中公教育公考、教师及考研三大序列对比分析

	公务员考试	教师招聘考试(含教资考试)	研究生考试
考试时间	国考 11 月，省考 4 月	教师资格证：笔试 3 月和 11 月，面试 5 月和次年 1 月；教师招聘：无固定时间	初试(笔试) 12 月，复试(笔试+面试) 次年 3 月下旬陆续开始
覆盖人群	国考：35 岁以下成年人，大专以上学历，部分岗位对基层工作经历、专业、学历、学位、资格条件等有特殊要求；省考：35 岁以下成年人，大专以上学历，部分省份或岗位对考生户籍有要求。	教师资格证：应届毕业生及符合条件的社会人士，各层级学校学历要求不一，非师范类院校最低学历要求为大专，各省要求有差异；教师招聘：具有教师资格证，符合各地招录要求	主要为 20-30 岁具备本科学历或具备同等学力且符合招生单位根据本单位的培养目标对考生提出的具体业务要求的人群
考试形式	笔试+面试	笔试+面试	笔试+面试
考试内容(笔试)	国考：行测+申论，统一命题；省考：基本同为行测+申论，部分省市大纲也与国考一致，部分统一命题，部分独立命题。	教师资格证：综合素质、教育知识与能力，中学文化课教师需要另外考核学科知识与教学能力，基本实现全国统一；教师招聘：综合知识能力、公共基础知识、学科专业知识，各地自主命题。	初试：两门公共课(政治和英语)+一门基础课(数学或专业基础)+一门专业课，公共课、数学及部分专业课全国统一命题，部分由各高校自主命题；复试：由各高校自主命题，笔试占复试总成绩的权重也因各高校而异。
考试内容(面试)	结构化面试+无领导小组	教师资格证：结构化面试+试讲；教师招聘：结构化面试、答辩、试讲等，以试讲为主。	结构化面试、专业面试、抽签答题、无领导小组等多种形式，主要考察英语能力及专业知识
备考周期	中(3-5 个月)	短(2-3 个月)	长(6 个月以上)
市场格局	集中度相对较高，中公绝对龙头	市场集中度相对较低	市场分散，尚未跑出绝对龙头

资料来源：中公教育，互联网资料整理，万联证券研究所

图表 75：公务员可作为考研失利的 Plan B



资料来源：研招网，万联证券研究所

5、从收入拆分总结中公教育未来成长路径

我们将中公教育的收入端进行简单拆分成参培人次*ARPU，结合上文分析，总结以下驱动因素：

● 参培人次

- 1) 中公在主业公职招录考试培训行业中的龙头地位稳固，品牌力强，口碑效应将持续发挥作用，提升参培人次。
- 2) 中公依托其强大的教研教学体系，有望提供越来越多的高品质、多品类、针对性强的课程及配套服务，以此吸引客户。
- 3) 线下渠道快速扩张助力中公提升招生规模及渗透率。
- 4) 线上业务近年井喷，降价吸引流量，线上培训人次激增的同时也有望为面授培训引流。中公线上产品主要分为三类：线上直播、录播以及OAO，具体介绍见下表。2016年，公司发力线上业务，当年线上培训收入及人次同比高增207%、142%，此后持续保持高速增长，2019年线上培训实现收入10.36亿元（+yoy133.50%），收入占比自2015年的2.8%上升至11.3%，培训人次达到177.92万人（+yoy59.46%），人次占比自2015年的17.85%上升至54.12%。线上培训的成本较为固定，随着培训人次的激增，边际成本降低，公司得以降价吸引更多流量，因此2016-2018年线上培训客单价一路下滑至397.48元/人次，但仍远超竞争对手华图，2019年迎来反弹，同比提高46.44%至582.06元/人次。值得一提的是，线上平台的发展也帮助中公在COVID-19疫情袭来时，快速转移了线下课程，提高了特殊时期的留存率，虽然招录考试面临延迟，但预期对公司全年业绩影响在可控范围内，短期影响收入确认的节奏，后续疫情缓解后，线下课程也将逐步恢复，疫情期间备考效果不好的考生焦虑情绪加剧，或在疫情结束后选择高价课程作为弥补。从另一个角度讲，响应能力弱的小机构面临生存危机，或一定程度上加速市场集中度上升，利好龙头。

5) 双师系统、OAO解决线上、线下痛点，提高培训质量。线下培训面临优秀教师资源不足且分配不均的问题，线上培训突破了时空限制，但缺少线下的环境氛围，互动性较差，对结果导向极强的招录类考试培训来说，培训效果不能保证。双师系统将促进优质教学资源的共享，联通优秀教师与低线城市的学生，提升优秀教师的授课效率，进而提高参培人数，公司未来仍将大力推行双师模式，并积极推进线上线下相结合。

6) 中公依托自身强大的竞争优势以及垂直一体化的快速响应能力，有望继续横向扩张新赛道，提高参培人次。

图表 76：中公收入拆分及驱动因素



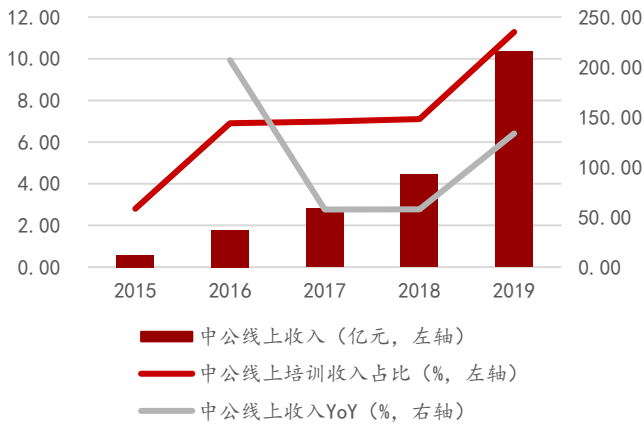
资料来源：万联证券研究所

图表 77：中公线上产品介绍

产品名称	产品介绍
线上直播	学员在固定时间内通过互联网同步收看教师实时在线授课（不限于视频、语音、PPT、动画等），授课过程中教师和学员、学员与学员之间可以通过语音、文字进行互动交流；授课过程通常会被录制成视频供学员回看温习
录播	将教师授课过程及内容录制成视频，后期进行剪辑后发布至网络教育平台，学员可通过网络平台随时、随地观看学习
OAO	即 Online And Offline，是线上教学课程和线下面授课程相结合的远程教学模式。先期学员可根据个人时间安排通过互联网参加线上学习，在临近考试前通过参加线下面授课程做进一步补充和巩固

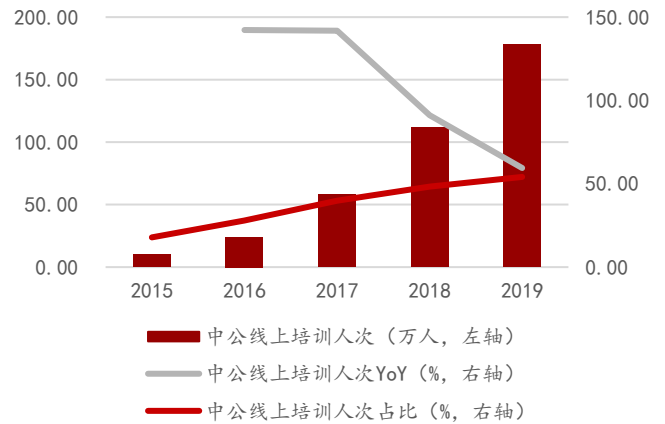
资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表 78：中公线上培训收入、占比及同比增速



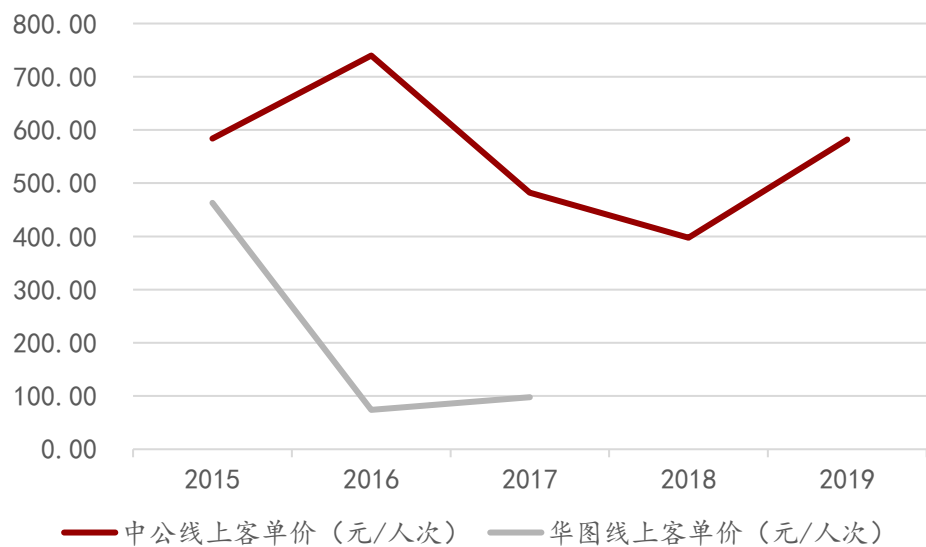
资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表 79：中公线上培训人次、占比及同比增速



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表 80：中公线上客单价与华图逐渐拉大



资料来源：公司公告，华图招股说明书，万联证券研究所

● ARPU

1) 协议班单价高，占比提升将拉动ARPU提高，退费风险小彰显课程高质量。中公2017年大力发展协议班，当年收入占比高达72.7%，同比增长14.74pct，远高于华图的40.2%。未来协议班占比的提升仍将完成提价。值得注意的是，通过分析中公的收入确认流程，我们发现协议班有一定的退费风险，但按2015-2017年数据测算，中公退费比例极低，三年来退费金额分别为378/1184/2196万元，退费比例仅为0.18%/0.46%/0.54%，远低于同期华图退费比例。

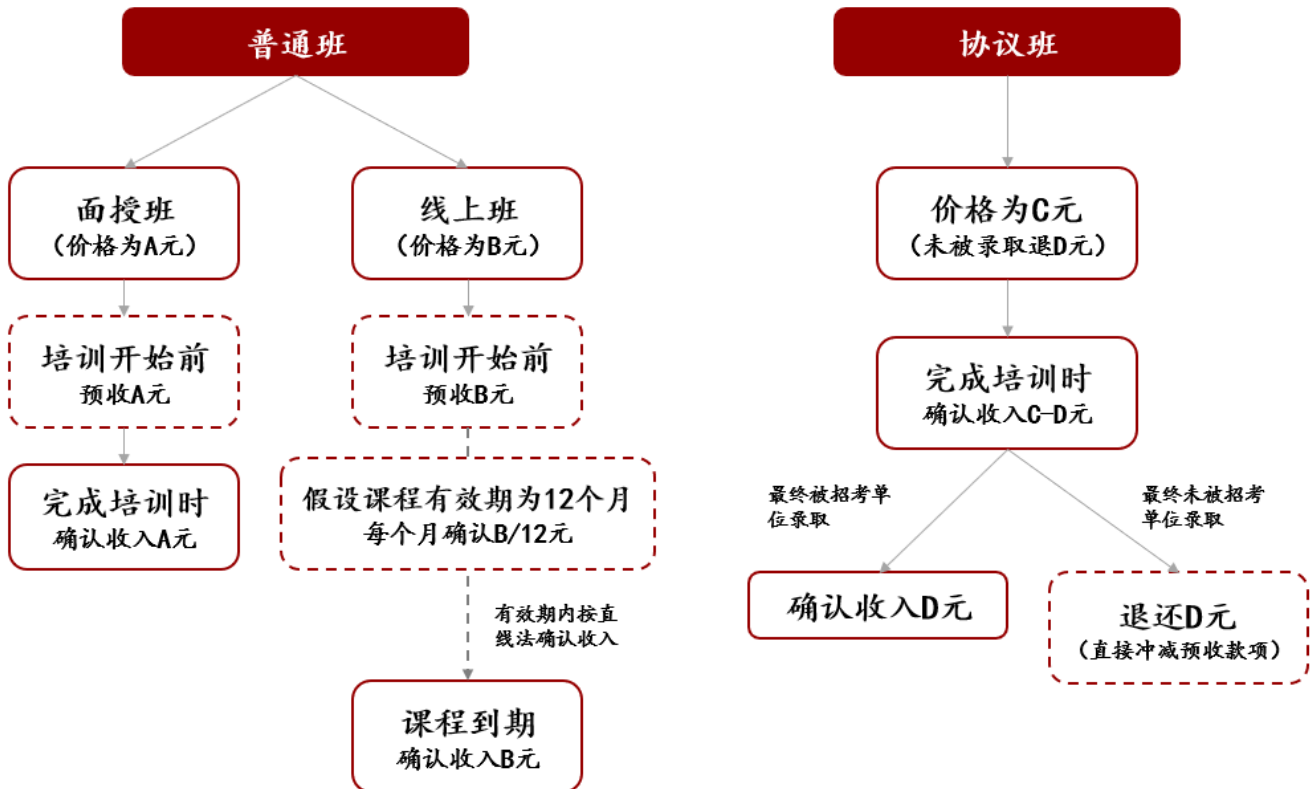
2) 对于竞争加剧的考试，长周期备考以巩固知识点或成趋势，平均培训时长提高也

将拉升客单价。

3) 如驱动参培人次提高的第二点逻辑，高质量、精细化、多元化的课程及配套服务也有更强的议价能力，或可直接提价。

4) 在线教育大势所趋，拉上时间维度来看，随着中公涉及更多的技能类培训领域，线上业务板块有望完成从“走量”到“走价”的角色转变。

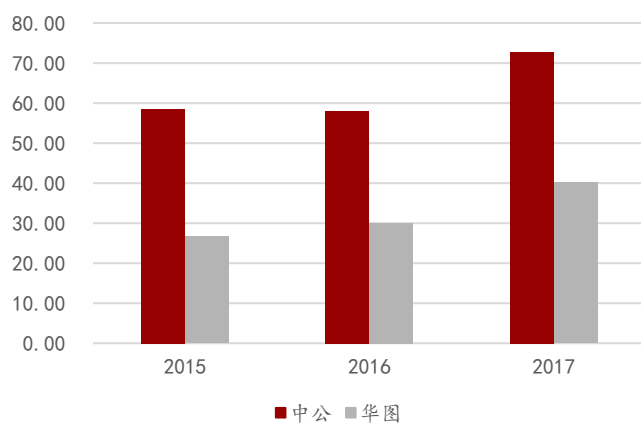
图表 81：中公收入确认流程



资料来源：公司公告，万联证券研究所

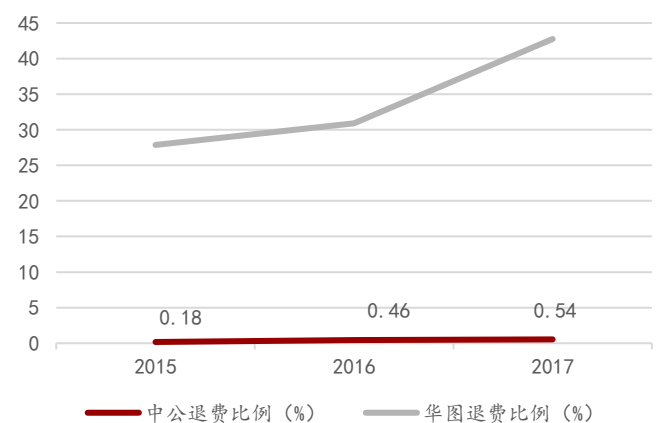
注：收入确认金额未考虑税费影响

图表 82：中公/华图协议班收入占比(%)



资料来源：公司公告，华图招股说明书，万联证券研

图表 83：中公退费比例远低于华图



资料来源：公司公告，华图招股说明书，万联证券

6、盈利预测和投资建议

我们将中公教育的主要业务进行拆分，并从量（参培人次）价（客单价）两个维度考虑进行收入预测。

● 公务员序列

2019年公务员序列实现量价齐升，量为主要贡献，同比增长27.09%，带动收入同增30.15%至41.71亿元，占营业总收入的45%，在公考缩招的背景下仍有此成绩，龙头效应尽显。未来随着机构改革落地，公考招录回暖，公司市占率进一步提升，仍有望保持量价双升的趋势，占公司总营收比例虽然会随着公司业务版图的扩张而有一定的下降，但仍是公司的支柱现金牛业务。我们预计2020/2021/2022年，公司公务员序列收入有望达到55.06/65.41/77.35亿元，同比增长32.0%/18.8%/18.3%。

● 事业单位序列

2019年事业单位序列收入同比增长58.44%至14.01亿元，同样为量贡献为主，培训人次同比增长43.63%，培训单价同比增长10.31%。机构改革完成后，事业单位的招录有望进入稳健增长的新轨道，该培训市场较为分散，公司有望依托自身渠道下沉、教研能力突出、品牌口碑效应以及精细化运营等优势进一步提高自身市占率。我们预计2020/2021/2022年事业单位序列实现收入18.16/22.93/27.69亿元，同比增速为29.6%/26.3%/20.8%。

● 教师序列

2019年教师序列增长靓丽，收入同比高增60.85%至19.33亿元，同样呈现出量价齐升的态势，量增52.89%，价增5.21%。随着教师需求的上升，教资及教师招聘考试难度和竞争激烈程度的上升，培训市场被进一步激活，公司依靠上文分析的自身优势有望不断受益于行业红利。我们预计公司2020/2021/2022年教师序列收入为28.41/38.04/48.98亿元，同比增长47.0%/33.9%/28.8%。

● 综合序列

2019年，综合序列是公司教育培训板块中增长最为强劲的序列，保持了快速增长的态势，收入同增74.93%至16.14亿元，其中两大新板块，考研与IT培训均实现超高速增长，考研辅导业务的营收增速超过100%，IT能力训练业务的营收增速更是达到了300%。未来随着医疗招录、研究生招录等规模上的回暖，以及新业务的开拓与发展，该序列增量潜能可期。我们预计公司2020/2021/2022年综合序列实现收入25.83/36.16/48.81亿元，同比增速为60%/40%/35%，对公司整体营收的贡献也将进一步提升。

综上，我们预测公司2020/2021/2022年实现营业总收入为128.31/163.82/204.75亿元，同比增长39.83%/27.67%/24.98%，19-22年CAGR有望超过30%。

万联证券

图表 84：收入拆分预测（单位：百万元）

	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	9176.13	12830.98	16381.82	20474.51
yoy	47.12%	39.83%	27.67%	24.98%
公务员序列收入	4171.09	5505.84	6540.94	7734.66
yoy	30.15%	32.00%	18.80%	18.25%
占比	45%	43%	40%	38%
事业单位序列收入	1401.29	1816.07	2292.97	2768.76
yoy	58.44%	29.60%	26.26%	20.75%
占比	15%	14%	14%	14%
教师序列收入	1932.70	2841.07	3804.19	4897.89
yoy	60.85%	47.00%	33.90%	28.75%
占比	21%	22%	23%	24%
综合序列收入	1614.25	2582.80	3615.92	4881.49
yoy	74.93%	60.00%	40.00%	35.00%
占比	18%	20%	22%	24%

资料来源：公司公告，万联证券研究所

公司未来看点：

- 1. 行业前景广阔：**随着我国就业市场供需错位，结构性矛盾显现，叠加政府政策的不断加持，职业教育迎来发展良机。未来在政策驱动下，整体招录人数回暖，竞争加剧下，参培率及客单价均处于上升通道，培训市场被进一步激活。
- 2. 品牌效应下的横向扩张：**公司深耕公职招录培训，复刻成功的经营及管理经验，不断扩张业务版图，致力于打造全品类职业教育平添，已经成为我国职教领域的领头羊。
- 3. 集中度提升：**在集中度较为分散的职教培训市场，龙头中公有望依托其品牌、教研、渠道、资金、经营等方面的优势以及垂直一体化的快速响应能力，不断发掘潜在需求，整合行业优质资源，扩充自身市场份额。
- 4. 盈利能力增强：**公司品牌及规模效应逐渐凸显，数字化经营提高效率，盈利能力预计不断提高。

此外，受益于自身线上线下融合能力，COVID-19疫情预计影响公司季度业绩确认节奏，对全年业绩影响有限。我们预计公司20-22年EPS分别为0.41/0.52/0.66元，当前股价对应PE为53/42/33倍，根据可比公司估值分析，中公作为A股市场稀缺正统教育标的，业务领域景气度高，为行业龙头，可获得一定的估值溢价。我们给予2020年60-61倍PE，对应目标价为24.6-25.0元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 85：可比公司估值表（采用 2020 年 3 月 16 日收盘价）

代码	证券简称	总市值 (亿元)	股价 (原始货币)	EPS (元, 原始货币)				PE				18-20 EPS CAGR
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
A 股												
002607.SZ	中公教育	1342.64	21.77	0.29	0.41	0.52	0.66	74.40	53.02	41.70	33.08	47.01%
603377.SH	东方时尚	83.32	14.17	-	0.43	0.48	-	-	32.95	29.52	-	6.38%
300338.SZ	开元股份	27.63	8.05	-	0.58	0.79	-	-	13.88	10.19	-	41.42%
港股												
0667.HK	中国东方教育	257.02	13.00	0.40	0.57	0.73	-	32.50	22.81	17.81	-	127.64%
美股												
TAL.N	好未来	2179.14	48.41	0.74	0.38	1.07	1.57	65.42	127.39	45.24	30.83	-5.99%
EDU.N	新东方	1349.27	114.65	2.58	3.49	4.80	6.20	44.44	32.85	23.89	18.49	25.10%
均值								47.45	45.98	25.33	24.66	

资料来源：Wind, S&P Capital IQ, 万联证券研究所

注：A股及港股公司除中公教育外，预测年份EPS采用Wind一致预测；美股公司EPS采用S&P Capital IQ一致预测；中国东方教育未公布2019年业绩情况，因此中国东方教育2019年EPS采用Wind一致预测；均值不包含中公教育。

7、风险提示

- 政策风险：**教育行业是政策敏感度较高的行业，政府出台不利于民办职业教育发展相关政策将会对行业及公司造成较大影响。
- 横向扩张不及预期风险：**横向扩张赛道是公司长远增长的一大要素，但扩张过程中仍将面临新赛道对产品、渠道以及运营等多方面的考验，提示扩张不及预期的风险。
- 参培率提升不及预期风险：**各赛道参培率均有提升空间，参培率提升乏力将限制公司发展并直接影响业绩增长。
- 人才流失风险：**研发及师资人才是公司核心竞争力的重要组成部分，人才流失对公司影响较大。
- 疫情风险：**疫情持续，线下培训复课不断推迟的风险。

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,836	4,780	7,580	11,382
货币资金	2,724	2,757	5,425	9,151
应收及预付	5	11	15	18
存货	0	0	0	0
其他流动资产	2,107	2,011	2,141	2,212
非流动资产	5,124	5,453	5,870	6,377
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	672	899	1,107	1,298
在建工程	654	604	559	519
无形资产	198	191	184	177
其他长期资产	3,601	3,760	4,021	4,384
资产总计	9,961	10,232	13,450	17,760
流动负债	6,422	5,087	6,441	8,048
短期借款	2,867	0	0	0
应付及预收	2,871	4,098	5,178	6,466
其他流动负债	684	989	1,264	1,582
非流动负债	107	107	107	107
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	107	107	107	107
负债合计	6,529	5,194	6,548	8,155
股本	104	104	104	104
资本公积	1,199	1,199	1,199	1,199
留存收益	2,092	3,699	5,562	8,264
归属母公司股东权益	3,432	5,039	6,902	9,604
少数股东权益	0	0	0	0
负债和股东权益	9,961	10,232	13,450	17,760

现金流量表

单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2,474	4,112	4,320	5,414
净利润	1,805	2,533	3,220	4,059
折旧摊销	162	122	137	153
营运资金变动	674	1,621	1,222	1,532
其它	-167	-163	-260	-329
投资活动现金流	-131	-218	-295	-331
资本支出	-720	-451	-556	-661
投资变动	392	0	0	0
其他	197	233	261	330
筹资活动现金流	-267	-3,861	-1,357	-1,357
银行借款	3,344	-2,867	0	0
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
其他	-3,611	-994	-1,357	-1,357
现金净增加额	2,076	33	2,668	3,727
期初现金余额	649	2,724	2,757	5,425
期末现金余额	2,724	2,757	5,425	9,151

资料来源：公司公告，万联证券研究所

利润表

单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9,176	12,831	16,382	20,475
营业成本	3,813	5,395	6,939	8,712
营业税金及附加	57	77	98	123
销售费用	1,483	2,053	2,556	3,174
管理费用	1,098	1,540	1,963	2,416
研发费用	698	949	1,212	1,495
财务费用	204	141	157	175
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	2	0	0	0
投资净收益	259	233	261	330
营业利润	2,091	2,912	3,723	4,721
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	2,089	2,911	3,722	4,720
所得税	285	378	503	661
净利润	1,805	2,533	3,220	4,059
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,805	2,533	3,220	4,059
EBITDA	2,190	2,938	3,751	4,709
EPS (元)	0.29	0.41	0.52	0.66

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	47.1%	39.8%	27.7%	25.0%
营业利润	56.0%	39.3%	27.9%	26.8%
归属于母公司净利润	56.5%	40.3%	27.1%	26.1%
获利能力				
毛利率	58.5%	58.0%	57.6%	57.5%
净利率	19.7%	19.7%	19.7%	19.8%
ROE	52.6%	50.3%	46.7%	42.3%
ROIC	27.8%	48.6%	45.3%	40.8%
偿债能力				
资产负债率	65.5%	50.8%	48.7%	45.9%
净负债比率	190.3%	103.1%	94.9%	84.9%
流动比率	0.75	0.94	1.18	1.41
速动比率	0.75	0.94	1.18	1.41
营运能力				
总资产周转率	0.92	1.25	1.22	1.15
应收账款周转率	3,371.55	2,147.06	2,147.06	2,147.06
存货周转率	—	—	—	—
每股指标 (元)				
每股收益	0.29	0.41	0.52	0.66
每股经营现金流	0.40	0.67	0.70	0.88
每股净资产	0.56	0.82	1.12	1.56
估值比率				
P/E	74.40	53.02	41.70	33.08
P/B	39.13	26.65	19.45	13.98
EV/EBITDA	50.42	44.76	34.35	26.57

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场