

## 中公教育 (002607)

## 五千万大学生就业服务商，成长未见边界

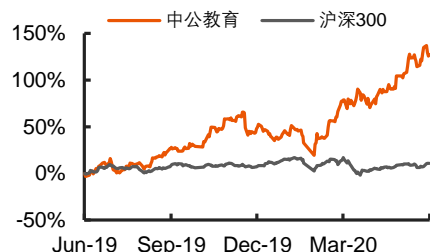
## 推荐 (首次)

现价: 28.45 元

## 主要数据

行业	教育
公司网址	www.offcn.com
大股东/持股	鲁忠芳/41.36%
实际控制人	李永新
总股本(百万股)	6,167
流通 A 股(百万股)	820
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	1,754.63
流通 A 股市值(亿元)	233.39
每股净资产(元)	0.34
资产负债率(%)	84.4

## 行情走势图



## 证券分析师

易永坚 投资咨询资格编号  
S1060520050001  
YIYONGJIAN176@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

## 平安观点:

- **公司的成长边界:** 1) 招录赛道是 700 亿大市场，招录规模合计超 190 万人，公务员占比仅有 7% 左右，市场规模被低估; 2) 教招是公司第一轮品类扩张，预计尚有 3 倍以上的空间，而以考研、学历提升等为代表的众多项目待爆发，空间巨大; 3) 公司网点类似商超，中后台产品研发及供应链，扩赛道似丰富 SKU，扩充品类以解决大学生就业为最终目的。因此，公司的成长边界短期可以看招录市场的充分开发，中长期围绕大学生就业做价值提升。
- **潜在风险详解:** 1) 疫情影响下流水和业绩出现季节性扰动不可避免，从我们跟踪的数据来看，5 月教招强势恢复，但大部分省考、事业单位持续延期; 2) 竞争格局尚难改变，无论是线下的华图还是线上的粉笔，在产能供给、招生能力、管理能力和品牌效应上跟中公差距较大; 3) 所谓“大存”是借壳特殊情况的需要，预计 2021 年到期解决，“大贷”是教学基地建设需要，预计还会增加，但我们认为这是合理的再生产投入。
- **中公核心竞争力在于全产业链优势和品牌效应:** 1) 公司所处行业高度分散&高度波动，提高了行业竞争门槛，尽管市场的准入门槛低，但是跨区域规模化发展难度大，因此全国性机构风毛菱角。2) 培训行业的产业链短，每个培训机构都是“全产业链”覆盖，机构的对比其实是全产业链的对比。中公前端网点覆盖渗透最广，获客地理半径最短，容易形成区域品牌效应; 后端教研供给是竞争对手的数倍，加上公司拥有一套较为有效的三元独立垂直运营体系，因此产品的交付效率和能力远超竞争对手。
- **盈利预测:** 我们预测公司 2020-2022 年的营收分别为 138.33 亿、190.1 亿、254.95 亿，净利润分别为 25.76 亿、35.88 亿、48.50 亿，EPS 分别为 0.42 元、0.58 元、0.79 元，对应目前股价的 PE 分别为 68 倍、49 倍、36 倍，我们认为未来 2-3 年招录反弹扩招趋势确定，3-4 年后依旧是高校毕业生就业高潮，退休补新需求则是长期刚需，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示:** 1) 疫情影响带来的同比扰动; 2) 行业政策变动; 3) 管理效率下降; 4) 重大负面事件冲击; 5) 竞争格局改变。

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6237	9176	13833	19010	25495
YoY(%)	-6.4	47.1	50.7	37.4	34.1
净利润(百万元)	1153	1805	2576	3588	4850
YoY(%)	1469.5	56.5	42.8	39.3	35.2
毛利率(%)	59.1	58.5	58.7	58.8	59.0
净利率(%)	18.5	19.7	18.6	18.9	19.0
ROE(%)	39.0	52.6	43.1	44.3	42.3
EPS(摊薄/元)	0.19	0.29	0.42	0.58	0.79
P/E(倍)	151.2	96.6	67.7	48.6	35.9
P/B(倍)	59.0	50.8	29.1	21.5	15.2

# 正文目录

<b>一、公司业务再梳理</b>	<b>6</b>
1.1 公司股权治理：股权结构清晰，质押比例尚小	6
1.2 公司发展历程回顾：专业职教团队开拓并持续引领市场	7
1.3 营收和成本拆分：“人才”是最大的资产，人工薪酬是最大的成本	8
<b>二、行业高度分散&amp;高度波动，提高了行业竞争门槛</b>	<b>14</b>
2.1 高度分散的市场：赛道细化，市场区域分散	14
2.2 高度波动的市场：季度扰动是常态	17
<b>三、中公模式：三元独立垂直运营，利益共同体下沉渗透</b>	<b>19</b>
<b>四、中公核心竞争力：全产业链优势+品牌效应</b>	<b>23</b>
4.1 全产业链优势：行业最强产能供给+最广网点覆盖+极高运营效率	23
4.2 品牌效应	24
<b>五、公司的边界在哪里？</b>	<b>24</b>
5.1 低估的招录赛道，教招是公司第一轮品类扩张	24
5.2 第二轮品类扩张：考研打“先锋”，“大部队”随后	26
5.3 以商超 SKU 的逻辑看中公的边界	29
<b>六、招录行业反弹扩招能持续多久？</b>	<b>30</b>
6.1 改革招录反弹&稳就业扩招是近两年的硬需求	30
6.2 3-4 年后高校毕业生就业潮依旧	32
6.3 退休补新是持续性需求	33
<b>七、风险再分析：常见季节扰动，未见格局变化</b>	<b>34</b>
7.1 短期季节波动不可避免	34
7.2 一家独大的市场竞争格局尚难改变	35
7.3 存贷合理，建设基地需要再投入	39
<b>八、盈利预测及投资建议</b>	<b>40</b>
<b>九、风险提示</b>	<b>40</b>

## 图表目录

图表 1	公司股权结构 .....	6
图表 2	实际控制人及高管股权质押比例 .....	6
图表 3	实际控制人及高管股权质押明细 .....	7
图表 4	公司发展历程回顾 .....	7
图表 5	公司董事会成员履历 .....	8
图表 6	创始人李永新授课 .....	8
图表 7	公司营收及增速（2013-2019 年） .....	8
图表 8	各业务营收占比（2015-2019 年） .....	9
图表 9	各业务营收及增速 .....	9
图表 10	公务员业务拆分（2015-2019 年） .....	9
图表 11	事业单位业务拆分（2015-2019 年） .....	9
图表 12	教师系列业务拆分（2015-2019 年） .....	10
图表 13	综合业务拆分（2015-2019 年） .....	10
图表 14	线上业务拆分（2015-2019 年） .....	10
图表 15	公司整毛利率和各业务毛利率（2015-2019 年） .....	11
图表 16	主营成本拆分（2015-2019 年） .....	11
图表 17	公司全职教师规模&平均薪酬&单人产出（2015-2019 年） .....	12
图表 18	酒店费/开班费（2015-2018 年 1-4 月） .....	12
图表 19	学生酒店人均消费情况（2015-2018 年 1-4 月） .....	12
图表 20	公司期间费用及占比（2015-2019 年） .....	13
图表 21	销售费用中人员薪酬及市场推广费用占比（2015-2019 年） .....	13
图表 22	公司人员规模及各系列占比情况（2015-2019 年） .....	14
图表 23	国内非学历职教市场规模（亿元） .....	14
图表 24	国内非学历职教各细分市场（亿元） .....	15
图表 25	2019 年省考公务员各地区招录规模（人） .....	15
图表 26	部分招录赛道 2019 年县级市场的平均招录规模（人） .....	16
图表 27	职教市场用户群体区分 .....	16
图表 28	公考参培群体分布（2013 年） .....	17
图表 29	考研往届生占比（2017-2019 年） .....	17
图表 30	部分职教赛道的时间分布 .....	17
图表 31	公务员月度招录汇总（2015-2019 年） .....	18
图表 32	事业单位月度招录汇总（2015-2019 年） .....	18
图表 33	教招月度招录汇总（2015-2019 年） .....	18
图表 34	医疗月度招录汇总（2017-2019 年） .....	18
图表 35	公司各季度销售商品现金流入（2018-2019 年） .....	19
图表 36	公司各季度收入确认（2018-2019 年） .....	19

图表 37	培训机构及中公全产业链环节	19
图表 38	公司三元独立垂直运营体系	20
图表 39	“小前台”网点的管理模式和共同考核	21
图表 40	“小前台”网点的开设成本	21
图表 41	“小前台”网点渗透空间	21
图表 42	教研模块化	22
图表 43	中公各项目辅导教材	22
图表 44	中公教师调度周转教学模式	22
图表 45	中公教师搭配授课	22
图表 46	中公在全产业链的优势	23
图表 47	中公和华图的毛利率	23
图表 48	中公和华图的销售费用率	23
图表 49	中公和华图的管理费用率（含研发）	24
图表 50	中公和华图的研发费用率	24
图表 51	中公品牌优势	24
图表 52	国内公职类招录规模（万人）	25
图表 53	2019 年全国教招规模是公务员的 3 倍	25
图表 54	公司公务员与教师的营收及增速	25
图表 55	教招市场的发展历程	26
图表 56	公职类招录市场规模测算	26
图表 57	全国研究生招生规模（1978-2019 年）	27
图表 58	全国硕士研究生报考规模（2005-2019 年）	27
图表 59	考研培训市场规模测算（亿元）	27
图表 60	IT 培训市场规模	28
图表 61	IT 培训机构营收规模	28
图表 62	学历提升赛道报名人数	28
图表 63	学历提升赛道机构尚德的营收规模	28
图表 64	2019 年财经赛道内项目报名人数	29
图表 65	财经培训机构正保远程线上培训业务营收规模	29
图表 66	2019 年建工及消防赛道项目报名人数	29
图表 67	法考报名人数（2002-2019 年）	29
图表 68	中公核心受众（大学生）	30
图表 69	满足就业为目的的中公产品矩阵	30
图表 70	5 年期政府机构改革及国考招录规模变化（2003-2020 年）	30
图表 71	2020 年已披露省考的省市历史招录数据	31
图表 72	事业单位招录规模（2015-2019 年）	31
图表 73	2018-2019 年事业单位月度招录规模	31
图表 74	近期保就业扩招政策要点	32
图表 75	全球各国“官民比”对比	32

图表 76	普通高校招生规模（本专科，1978-2019 年）	33
图表 77	国内在职人群退休高潮将至	34
图表 78	国内公务员累计规模（1978-2018 年）	34
图表 79	2020 年疫情影响招录考试收款及收入确认	34
图表 80	2019 年公司季度收款及收入确认（亿元）	35
图表 81	公司 H1 各业务营收占比	35
图表 82	职教赛道内中公的竞争者	35
图表 83	中公与华图的营收规模（亿元）	36
图表 84	2018 年中公与华图各业务营收（亿元）	36
图表 85	可比时间内中公与华图直营网点数量（个）	36
图表 86	2018H1 中公与华图人员规模对比（人）	36
图表 87	试解华图与中公差距拉大的原因	37
图表 88	粉笔的发展及营收——2015 年 2 月？	37
图表 89	粉笔山东省考协议班产品	38
图表 90	中公山东省考协议班产品	38
图表 91	公司定期存款明细	39
图表 92	公司短期借款余额（2017-2019 年）	39
图表 93	短期借款项目拆分（2019 年）	39
图表 94	短期借款用途（2019 年）	40
图表 95	10.67 亿短期借款项目拆分（2019 年）	40

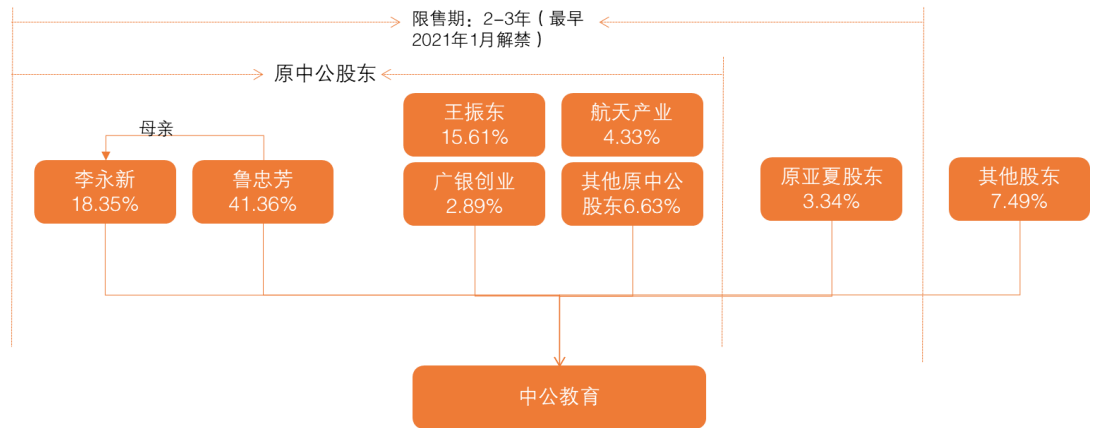
## 一、公司业务再梳理

### 1.1 公司股权治理：股权结构清晰，质押比例尚小

2018 年公司成功借壳亚夏汽车（未配套融资），事后原亚夏大股东的持股比例降至现有的 3.34%，而 87.88% 的股权由原中公老股东持有，其中创始人李永新实际持有约 60% 股权，另一创始人王振东持有 15.61%。从持股比例来看，公司的股权结构非常清晰，无“新老股东”治理结构问题。

根据公司的股权限售解禁承诺，涉及重组双方的持股均有 2-3 年的禁售期，因此目前实际流通股权相对有限，最早一笔限售股权解禁时间为 2021 年 1 月份，解禁股权约为总股本的 26.72%。

图表1 公司股权结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

股权质押方面，实际控制人李永新合计质押股权 11.88 亿股，占总股本 19.27%，占所持股权的比例为 31.58%；另一联合创始人王振东合计质押股权 1.07 亿股，占总股本 1.74%，占所持股权的比例为 11.13%。根据公司披露的信息和我们的跟踪理解，实际控制人及高管股权质押的主要用途包括：1) 弥补借壳上市过程中实际控制人及高管的借款；2) 围绕教育产业做的固定资产投资（基地相关）。

图表2 实际控制人及高管股权质押比例

质押人	持有公司股权	质押占所持股比例
李永新及鲁忠芳	61.00%	31.58%
王振东	15.61%	11.13%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 实际控制人及高管股权质押明细

股东名称	质押方	质押股数(万股)	质押起始日期	质押日参考股价
王振东	西南证券	2100	2020-03-09	21.4
王振东	华安证券	2850	2020-01-22	17.65
王振东	西南证券	5760	2019-03-07	11.51
鲁忠芳	民生银行北分	5000	2020-04-16	23.98
鲁忠芳	华泰资管	40000	2019-12-27	17.26
李永新	中信证券	35100	2019-03-27	12.09
李永新	海通证券	19357.5	2019-03-18	11.86
李永新	海通证券	19357.5	2019-03-11	11.92

资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 1.2 公司发展历程回顾：专业职教团队开拓并持续引领市场

**大学生创业期（1999-2000年）**，李永新等创始人在校创业，先后在教育领域尝试了奥数、高考辅导、高考状元演讲等项目，于2000年正式进入公务员培训市场。

**起步期（2001-2004年）**，首推市场标准化辅导教材和在线门户网站，李永新等人自建教研团队，自己当讲师，此时主要覆盖北京等少量地区。

**代理扩张期（2005-2008年）**，以自研内容为教材标准，团队成员为讲师做产能输出，招生则采用地方代理，迅速在全国扩张。

**自营规范期（2009-2013年）**，整合代理机构改直营，全国统一规范运作，并且持续扩充产能和下沉网点。

**综合发展期（2014-至今）**，招录赛道成熟稳步发展，持续扩产能下沉网点，对内做管理效率提升和赛道扩充。

图表4 公司发展历程回顾

阶段	时间	公司纪实
大学生创业	1999年	李永新等创始人尚未毕业即于北大成立教育公司，开始艰难创业
	2000年	在教培行业进行奥数、高考辅导、高考状元演讲等多个项目尝试
起步期	2001年	启动北大MPA考前培训，进入公考领域，成为国内第一批公考培训机构，并且研发和推出第一代公考课程
	2002年	建立国内第一个公考门户网站（中公网），第一套公考线上课程上线
	2004年	与人民日报出版社合作，出版了国内第一套具有实战意义的公考辅导系列丛书
	2005年	业内首推大规模代理机制，与十几个城市的30多家地方性代理机构合作，率先布局全国市场
代理扩张期	2006年	首创“公考大型演讲”招生模式，开启培训招生市场新模式
	2008年	“面授、图书、在线教育”三位一体，步入发展快车道
直营规范期	2009年	对分支机构全面实行直营模式，集中力量加大课程研发投入
	2011年	业内首创公职培训基地模式，又北京向多省辐射，为考生提供吃住学一体化解决方案
	2012年	在所有分支机构推行标准化规范化运营，提升学员体验
	2014年	率先整合市场资源，广泛涉足金融财会、IT培训等领域，打造综合性职教企业
综合发展期	2015年	网点持续下沉，全国分支机构突破470家
	2018年	借壳亚夏汽车登陆A股

资料来源：公司官网、平安证券研究所

公司核心管理层基本毕业即进入中公，创立中公的时间起点与公考市场起步基本一致，中公是公考市场的核心开创者；中高层管理成员主要内部培养产生，核心管理层早期基本奋战在一线市场，创始人李永新是公考市场最大的“名师”（后期专注运营和管理），团队对市场有极强的感知，开创市场并且持续领先。

图表5 公司董事会成员履历

姓名	职务	年龄	履历
李永新	董事长	44	1999年毕业于北大政治学与行政管理系，1999年创立中公
王振东	总经理、董事	44	1999年毕业于北大政治学与行政管理系，2001年进入中公
石磊	董事	44	1999年进入中公
易姿廷	董事	46	2011年进入中公

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 创始人李永新授课



资料来源：优酷视频截屏，平安证券研究所

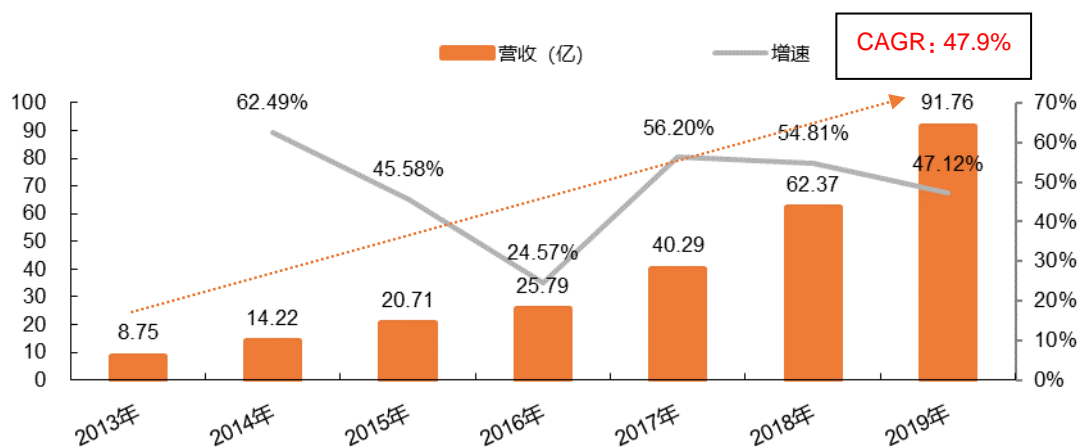
### 1.3 营收和成本拆分：“人才”是最大的资产，人工薪酬是最大的成本

#### ■ 营收拆分

2019年公司营收91.76亿元，同比增速为47.12%，近6年的营收复合增长率为47.9%。从各业务营收来看，2019年公务员、事业单位、教师系列、综合和线上的营收分别为39.95亿、11.68亿、16.46亿、12.75亿和10.36亿，同比增速分别为29.6%、48.9%、53%、53.9%和133.6%；而近4年的复合增速分别为31.4%、47.4%、62.9%、54.5%和105.4%。

营收占比方面，2019年公务员、事业单位、教师系列、综合和线上占比分别为43.5%、12.7%、17.9%、13.9%和11.3%；纵观2015-2019年占比数据可知，公务员的占比持续下降，而教师系列、综合及线上的占比稳步提升，业务结构得到持续优化。

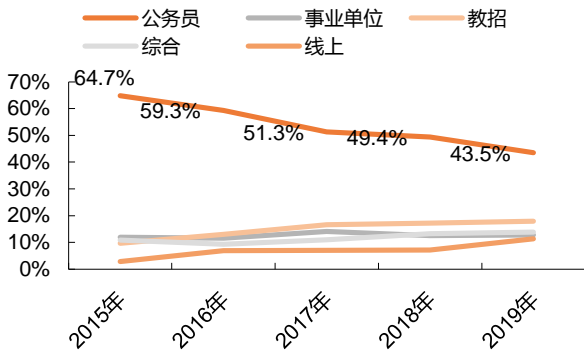
图表7 公司营收及增速（2013-2019年）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

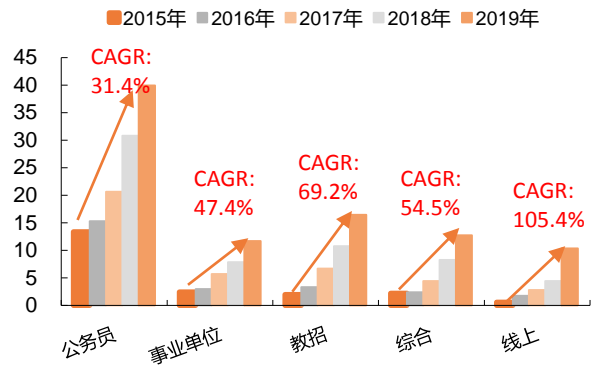


图表8 各业务营收占比 (2015-2019年)



资料来源:公司公告,平安证券研究所,线上与线下区分

图表9 各业务营收及增速



资料来源:公司公告,平安证券研究所,线上与线下区分

**各业务细拆:** 1) 面授公务员方面,2019年营收增长29.6%,其中培训人次为55.79万人,增速为21.2%,客单价(ASP)为7161元/人次,增速为7%。2) 面授事业单位方面,2019年营收增长48.9%,其中培训人次为23.58万人,增速为19.6%,客单价(ASP)为4954元/人次。3) 面授教师系列方面,2019年营收增长53%,其中培训人次为45.63万人次,增速为26%,客单价(ASP)为3606元/人次,增速为21.4%。4) 面授综合系列方面,2019年营收增长53.9%,其中培训人次为25.64万人,增速为48.6%,客单价(ASP)为4972元/人次,增速为3.5%。5) 线上业务方面,2019年营收增长133.5%,其中培训人次为177.92万人,增速为59.5%,客单价(ASP)为582元/人次,增速为46.4%。

图表10 公务员业务拆分 (2015-2019年)

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
营收(亿元)	13.41	15.30	20.66	30.82	39.95
yoy		14.1%	35.1%	49.1%	29.6%
培训人次(万人)	25.88	31.78	37.32	46.03	55.79
yoy		22.8%	17.4%	23.3%	21.2%
单价(元)	5180	4814	5536	6695	7161
yoy		-7.1%	15.0%	20.9%	7.0%

资料来源:公司公告,平安证券研究所

图表11 事业单位业务拆分 (2015-2019年)

时间	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
营收(亿元)	2.47	2.98	5.69	7.85	11.68
yoy		20.5%	91.1%	37.9%	48.9%
培训人次(万人)	7.31	9.8	14.67	19.72	23.58
yoy		34.1%	49.7%	34.4%	19.6%
单价(元)	3381	3038	3878	3979	4954
yoy		-10.1%	27.7%	2.6%	24.5%

资料来源:公司公告,平安证券研究所

图表12 教师系列业务拆分 (2015-2019年)

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
营收(亿元)	2.01	3.35	6.70	10.75	16.46
yoy		66.8%	100.1%	60.6%	53.0%
培训人次(万人)	7.07	14.15	25.04	36.21	45.63
yoy		100.1%	77.0%	44.6%	26.0%
单价(元)	2839	2366	2675	2970	3606
yoy		-16.7%	13.1%	11.0%	21.4%

资料来源:公司公告,平安证券研究所

图表13 综合业务拆分 (2015-2019年)

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
营收(亿元)	2.24	2.38	4.43	8.28	12.75
yoy		6.5%	85.6%	87.2%	53.9%
培训人次(万人)	5.58	6.2	11.21	17.25	25.64
yoy		11.1%	80.8%	53.9%	48.6%
单价(元)	4014	3846	3949	4803	4972
yoy		-4.2%	2.7%	21.6%	3.5%

资料来源:公司公告,平安证券研究所

图表14 线上业务拆分 (2015-2019年)

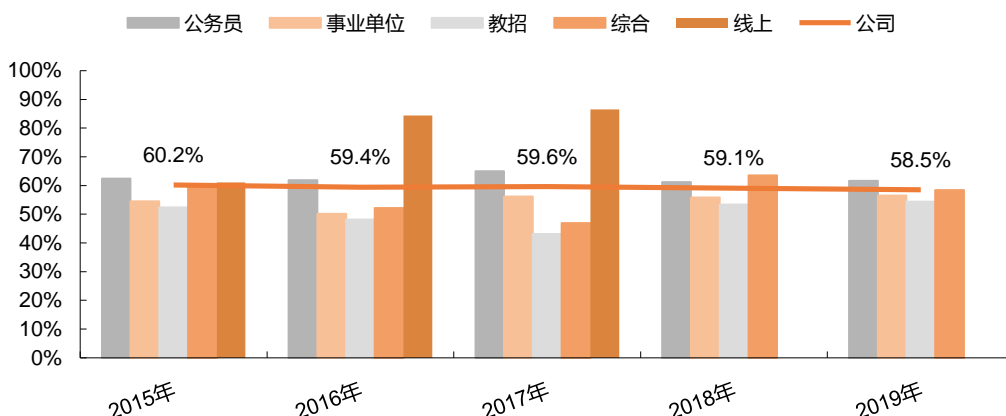
项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
营收(亿元)	0.58	1.79	2.81	4.44	10.36
yoy		207.0%	57.6%	57.6%	133.5%
培训人次(万人)	9.96	24.13	58.36	111.58	177.92
yoy		142.3%	141.9%	91.2%	59.5%
单价(元)	584	740	482	397	582
yoy		26.7%	-34.8%	-17.6%	46.4%

资料来源:公司公告,平安证券研究所

#### ■ 毛利率及主营成本细拆

毛利率方面,公司整体毛利率较稳定,2015-2019年的毛利率分别为60.2%、59.4%、59.6%、59.1%和58.5%;“老三样”(公务员、事业单位、教师系列)的业务模式成熟,成本管控和讲师“周转”稳定,因此它们的毛利率相对更稳定,其中公务员业务的客单价相对高,其毛利率略高,维持在60-65%(波动原因在于2018年之后线上与线下混合计算);线上业务的毛利率为90%左右,享受“互联网模式”的边际成本递减。快速增长的考研等新赛道现阶段以投入为主,营收占比也相对小,短期内不会对公司毛利或利润产生太大的影响。

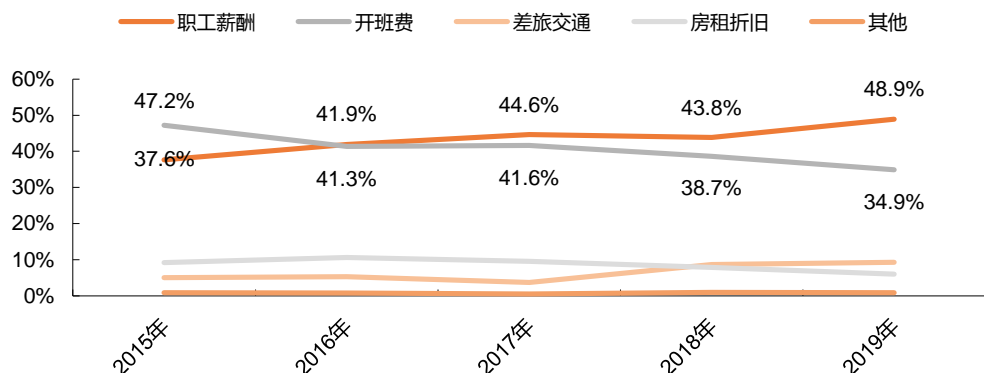
图表15 公司整毛利率和各业务毛利率 (2015-2019年)



资料来源：公司公告，平安证券研究所，2018-2019年毛利率不再区分线上与线下

**拆解主营成本**，公司主营成本构成为教师薪酬、开班费、差旅交通、房租折旧及其他，其中 2019 年教师薪酬和开班费的占比分别为 48.9%和 34.9%，合计占比超过八成，随着公司规模不断扩大，公司也加大了讲师的招聘规模，因此教师薪酬的主营成本占比持续提升。但是由于公司的教学模式是酒店开班为主&教师周转，因此部分教师薪酬（绩效及课时费）和开班费用是可变成本，只有在招生开班的情况下才会产生，而相对固定的成本仅是教师的基本薪酬和部分房租折旧。

图表16 主营成本拆分 (2015-2019年)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

**主营成本-教师薪酬拆解**，公司讲师全部为全职，无兼职，讲师的规模代表了公司供给交付能力，近几年维持 40%以上的讲师扩容。教师规模的增长带来薪酬总量的上涨，但是对比教师的平均薪酬和产出来看，扩张后的公司模型依然维持良好状态，并未出现经营效率下降的情况。

截止到 2019 年，公司全职教师 13475 人，同比增长 43%，当年教师薪酬合计 18.56 亿；平均年薪 13.77 元，平均年产值（营收/教师规模）60.41 万元，教师的投入产出比近几年维持 4-5 倍。

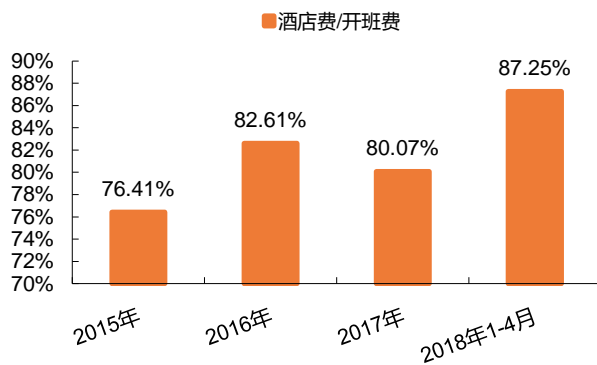
图表17 公司全职教师规模&平均薪酬&单人产出 (2015-2019年)

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
全职教师规模(人)	2484	3893	6530	9424	13475
yoy		56.7%	67.7%	44.3%	43.0%
教师薪酬-主营成本(亿元)	3.10	4.39	7.26	11.18	18.56
教师平均薪酬(万元.年)	12.47	11.29	11.12	11.86	13.77
教师平均产值(万元,不含线上)	81.01	61.67	57.39	61.48	60.41

资料来源:公司公告,平安证券研究所

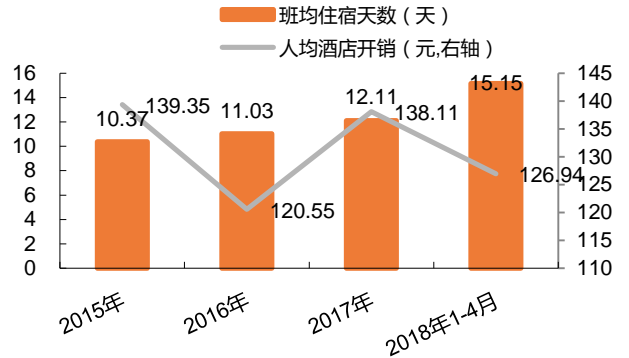
**主营成本-开班费**,开班费主要为举办面授培训而发生的酒店住宿费用、酒店培训场地租赁费用、餐饮费用及讲义印刷等费用。根据公司披露的数据,开班费用中付给酒店的费用占80%左右。2015-2018年1-4月份酒店费/开班费的比例分别为76.41%、82.61%、80.07%、87.25%,期间班均酒店住宿天数分别为10.37天、11.03天、12.11天和15.15天,说明学生封闭培训的时间在变长,人均每天付给酒店的费用120-130元左右,这部分费用含住宿、餐饮。

图表18 酒店费/开班费 (2015-2018年1-4月)



资料来源:公司公告,平安证券研究所

图表19 学生酒店人均消费情况 (2015-2018年1-4月)

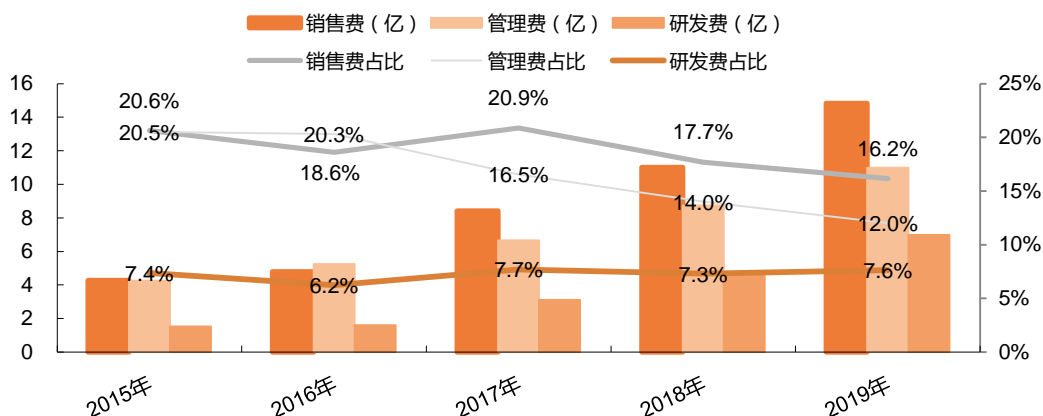


资料来源:公司公告,平安证券研究所

■ 期间费用细拆:公司最大的“资产”是员工,最大的成本是人员薪酬

期间费用绝对值随经营规模上升,但占营收的比例下降,体现内部经营管理效率持续提升,1)销售费用2019年为14.83亿,占营收的比例从2015年的20.6%降至目前的16.2%;2)管理费用(不含研发费)2019年为10.98亿,占营收的比例从2015年的20.5%降至目前的12%;3)研发费用2019年6.98亿,主要是支付给研发人员的工资薪酬,占营收的比例7.6%,占比维持一个比较高的水平。

图表20 公司期间费用及占比（2015-2019年）

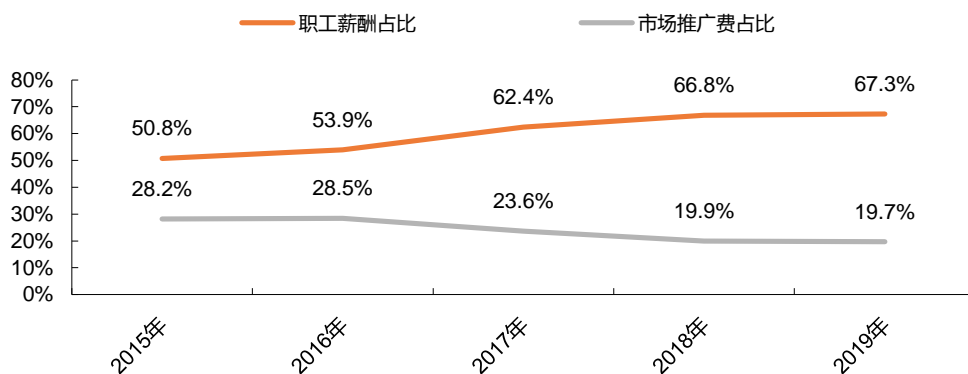


资料来源：公司公告，平安证券研究所

**销售费用细拆：**公司的招生模式依赖网点渗透和口碑效应，并不依赖广告，因此销售费用中占比最高的是销售人员的职工薪酬（2019年占比为67.3%），而市场推广费用占比相对小（2019年占比仅为19.7%）且持续下降。

管理费用和研发费用主要也是人员薪酬成本，其他费用占比相对均较小。

图表21 销售费用中人员薪酬及市场推广费用占比（2015-2019年）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

拆分成本后可知，公司最大的“资产”是员工，尽管从运营模式上来看属于轻资产模式，但是从日常成本支出的角度来看，人员薪酬相对固定且庞大（2020Q1支付给职工的现金流出为10.09亿），随着公司规模不断扩大，人员规模还会持续“膨胀”。2019年公司员工规模合计35209人（增速37.44%），其中教师13475人（占比38.27%，增速42.99%）、研发2051人（占比5.83%，增速51.93%）、市场+客服15504人（合计占比44.03%，增速34.3%）、管理人员4179人（占比11.87%，增速26.64%）。

图表22 公司人员规模及各系列占比情况（2015-2019年）

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
管理	2316	2199	2485	3300	4179
yoy		-5.1%	13.0%	32.8%	26.6%
占比	27.3%	20.2%	13.0%	12.9%	11.9%
教师	2484	3893	6530	9424	13475
yoy		56.7%	67.7%	44.3%	43.0%
占比	29.2%	35.8%	34.2%	36.8%	38.3%
研发	722	591	986	1350	2051
yoy		-18.1%	66.8%	36.9%	51.9%
占比	8.5%	5.4%	5.2%	5.3%	5.8%
客服	596	968	2017	2887	4172
yoy		62.4%	108.4%	43.1%	44.5%
占比	7.0%	8.9%	10.6%	11.3%	11.8%
市场	2378	3219	7056	8657	11332
yoy		35.4%	119.2%	22.7%	30.9%
占比	28.0%	29.6%	37.0%	33.8%	32.2%
合计	8496	10870	19074	25618	35209
yoy		27.9%	75.5%	34.3%	37.4%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

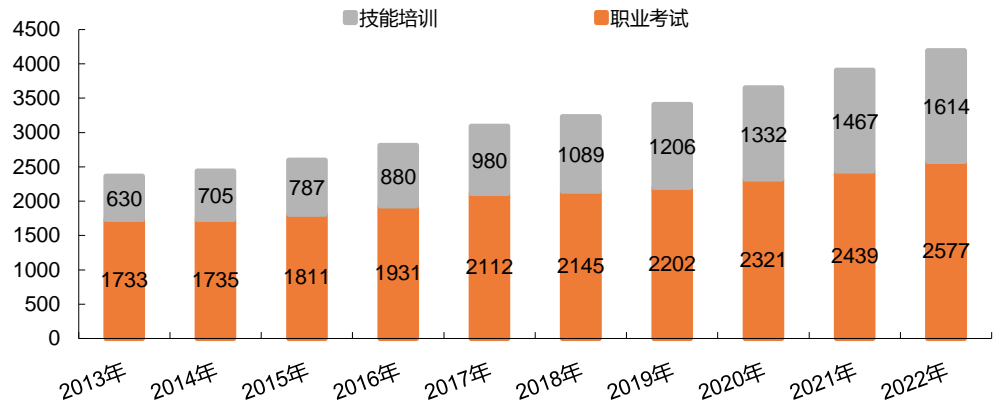
## 二、行业高度分散&高度波动，提高了行业竞争门槛

### 2.1 高度分散的市场：赛道细化，市场区域分散

#### ■ 众多细分市场组成的大市场

中公业务覆盖非学历职教，根据第三方机构佛若斯特沙利文的数据，2019年非学历职教市场规模合计约3400亿元，其中职业考试的市场规模2202亿；到2022年总规模可达4100亿多，职业考试规模2577亿。

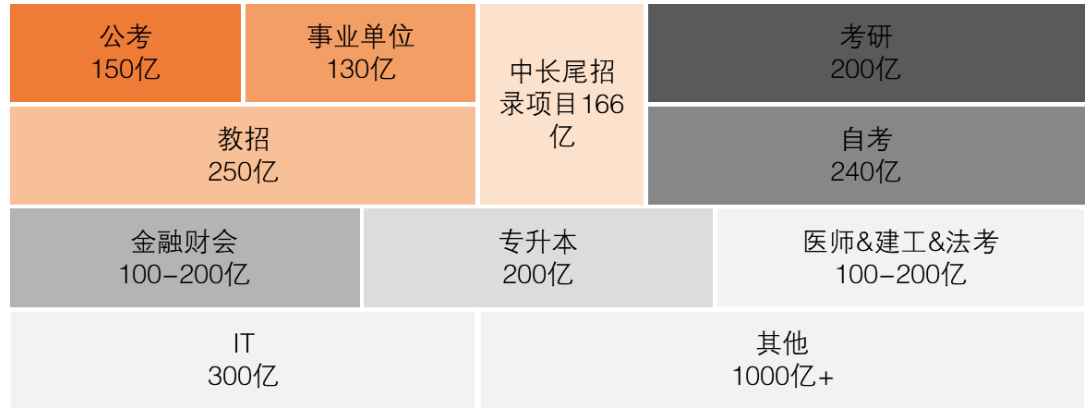
图表23 国内非学历职教市场规模（亿元）



资料来源：佛若斯特沙利文，平安证券研究所

尽管整个非学历职教市场规模大，但是细分市场也多，每个细分市场的规模不一，根据第三方数据和我们的测算结果，例如公考/事业单位/教招的市场规模约为 150 亿/130 亿/250 亿，其他长尾招录项目合计约 210 亿，考研赛道市场规模 200 亿，其他赛道规模不一。赛道之间存在一定的差异，对供给端培训机构的规模化能力提出了极高的要求，市场准入门槛不高，但是做大很难。

图表24 国内非学历职教各细分市场规模（亿元）

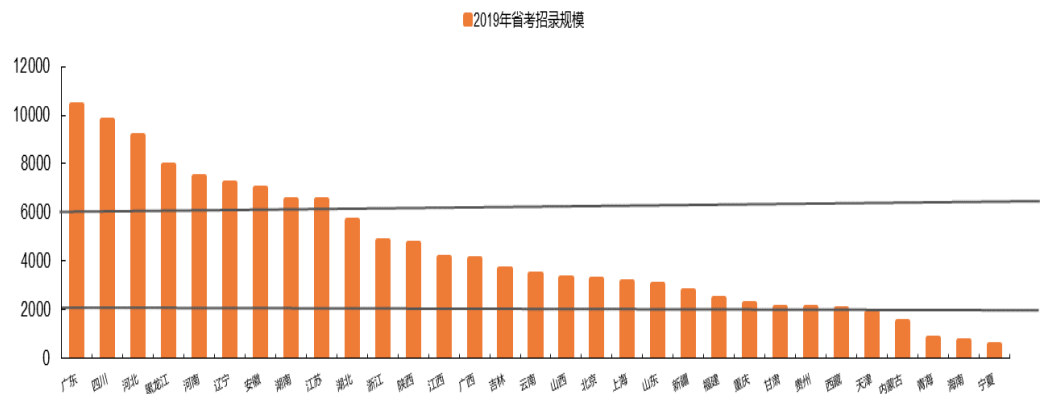


资料来源：弗若斯特沙利文，平安证券研究所

■ 零散区域市场组合而成的全国市场

与 K12 教培市场集中于城市不同（城市模型市场），职教市场散落在全国各区域，可以理解为由全国 2848 个县级市场组合而成的市场，每个细分赛道在每个县级市场的规模都相对有限。以公务员为例，根据我们的统计，2019 年全国省考公务员合计招录 13.43 万人，其中仅有广东省招录规模破万（实际数据为 10417 人），招录规模 10000 人—6000 人的省市有 8 个，6000 人—2000 人的省市有 17 个，另有 5 个省市招录规模小于 2000 人，全国县级市场平均招录仅为 47.17 个人。

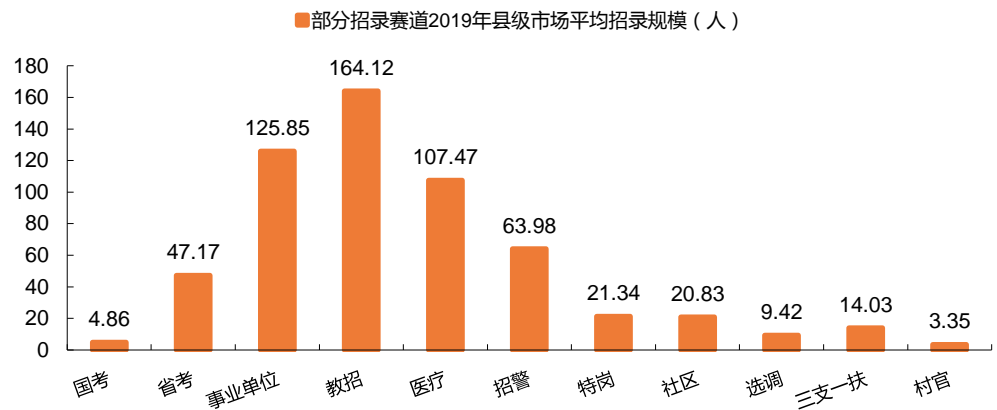
图表25 2019 年省考公务员各地区招录规模（人）



资料来源：各省考招录官网、平安证券研究所

根据我们对部分公职类招录赛道的统计，2019 年国考、省考、事业单位、教招、医疗招、招警、特岗、社区、选调、三支一扶、村官县级市场平均招录规模分别为 4.86 人、47.17 人、125.85 人、164.12 人、107.47 人、63.98 人、21.34 人、20.83 人、9.42 人、14.03 人、3.35 人。各赛道招录时间不一致并且有各自不同的考情及政策，市场极其分散。

图表26 部分招录赛道 2019 年县级市场的平均招录规模 (人)

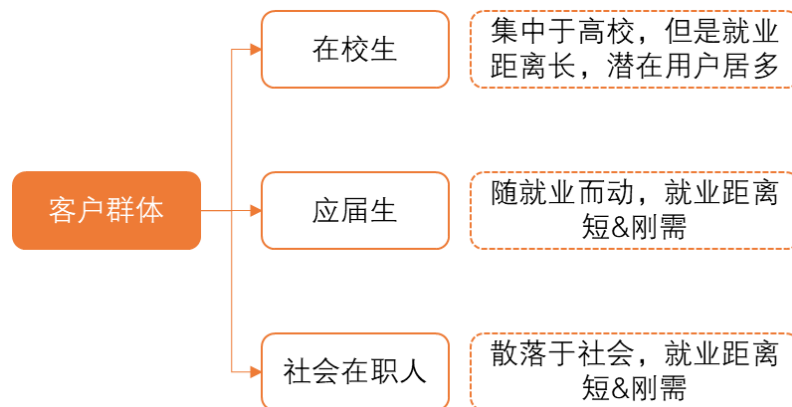


资料来源: 各省考招录官网、平安证券研究所

■ 客户群体高度分散

职教市场的客户群体为成人, 由在校生群体 (就业距离长, 属于潜在用户群体, 以品牌宣传为主)、应届生 (随就业而动, 就业距离短, 是重点服务对象) 和社会群体 (往届生为主, 极其分散的群体) 组合而成。如果说 K12 教培服务的人群为“本地居民”的话, 那职教的群体可以理解为“流动人群”。

图表27 职教市场用户群体区分

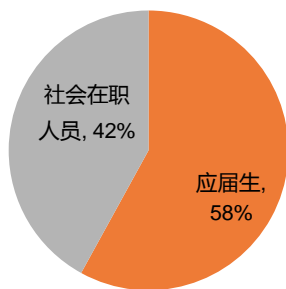


资料来源: 平安证券研究所

以公考群体和考研群体为例, 1) 引用 2013 年新京报采访中公董事长李永新的数据, 2013 年公考参培人员中应届生和往届生的比例分别为 58%和 42%, 今明两年应届生就业压力大, 国家补就业政策会适度向应届生倾斜, 但是也不能忽视往届生的就业压力; 2) 根据 2017-2019 年《全国研究所招生调查》报告的数据, 往届生参考的比例分别为 43.8%、45%和 48.23%, 意味着散落于社会各“角落”的往届生也是考研培训市场不可能忽视的群体。

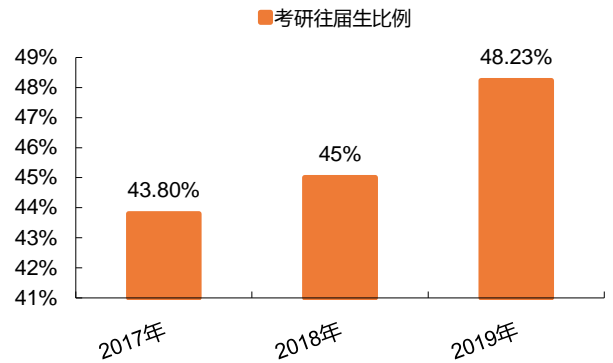


图表28 公考参培群体分布 (2013年)



资料来源: 新京报采访, 平安证券研究所

图表29 考研往届生占比 (2017-2019年)



资料来源: 《全国研究生招生调查》 平安证券研究所

## 2.2 高度波动的市场: 季度扰动是常态

职教各细分赛道基本上都是每年一考 (少部分二考), 业务以考前培训为主, 因此业务存在明显的“淡旺季” (季节波动); 此外, 统考项目少, 同一个项目不同地区之间也存在差异, 因此加剧了培训机构的业绩波动性。

几个主要赛道的季节分布 (2020年疫情影响除外, 大多延期3个月左右), 1) 国考, 项目于上一年10月份发布招录公告, 1-2月笔试, 2-3月面试, 5-6月份“公榜”, “公榜”后大部分的协议班流水才能确定收入并且形成退费期。2) 省考, 每年大部分省市“联考” (2018年23各省市联考, 考试时间统一但是依然是各省组织并出题), 也有省市单独举行, 尚未形成完全的统考, 大部分省考2-3月份发布招录公告, 4月笔试, 6月面试, 而8-9月份“公榜”; 3) 事业单位、教招及医疗招聘等, 少部分省市有联考, 大部分市以县或者市为招聘主体进行, 招录公告时间多于3-5月份发布, 4-6月份笔试, 7-8月份面试, 随后“公榜”; 4) 考研, 各校9-10月份发布招生简章, 12月末笔试, 次年4-5月面试。

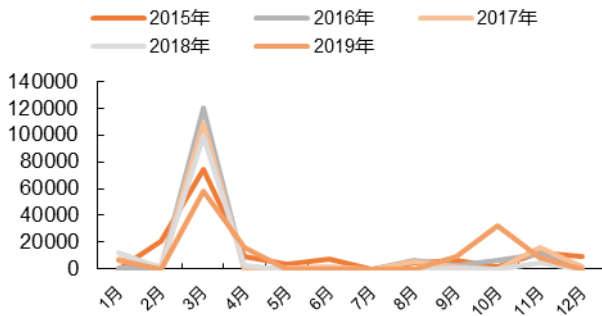
图表30 部分职教赛道的时间分布

国考	上年10月份 招录公告	上年12月份 笔试	当年1月份 笔试成绩	当年2/3月份 面试	当年5/6月份 录取公示
省考	当年2/3月份 招录公告	当年4月份 联考笔试	当年5月份 笔试成绩	当年6月份 面试	当年8/9月份 录取公示
备注: 个别省市上一年11/12月份招录公告, 整个流程略快2-3个月; 省考联考是指全国20省市统一考试时间, 并非完全统考。					
事业单位或教招	当年3-5月份 招录公告	当年4-6月份 笔试	当年5-7月份 笔试成绩	当年7-8月份 面试	面试完一般会很快公示
备注: 多为各地市或县级组织考试, 个别有省内联考, 因此时间会比较散, 但是一般比公务员晚。					
考研	上年7-8月份 考研大纲	上年9-10月份 各校招生简章	上年12月份 笔试	当年2/3月份 笔试成绩	当年4-5月份 面试及公示

资料来源: 各省考招录官网、平安证券研究所

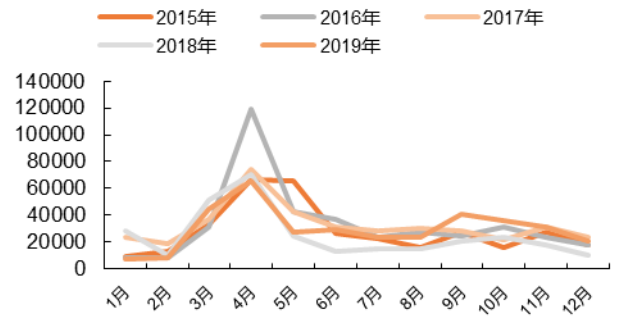
从我们跟踪到的数据来看（2020 疫情影响异常），1）公务员招录集中于上半年的 2-3 月份，下半年 10 月份会有少量省考公告和国考公告，其余月份极少；2）事业单位基本全年都会有招录公告，但是 3-5 月份集中度偏高；3）教招的跨度较长，基本上横跨 2-8 月份（满足 9 月份开学需要）；4）医疗的“波动”略小，医院的专业属性比较高。综合来看，几个主要招录项目的招录高峰期在上半年较集中。

图表31 公务员月度招录汇总（2015-2019年）



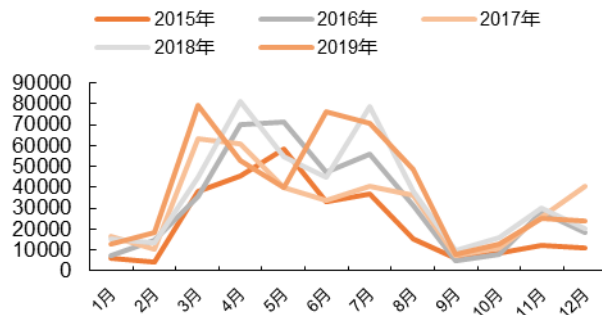
资料来源：各省考招录官网、平安证券研究所

图表32 事业单位月度招录汇总（2015-2019年）



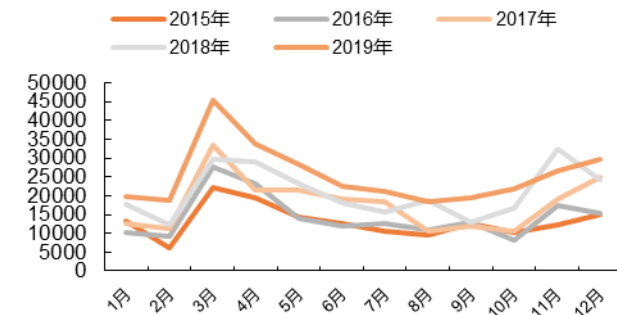
资料来源：各省考招录官网、平安证券研究所

图表33 教招月度招录汇总（2015-2019年）



资料来源：各省考招录官网、平安证券研究所

图表34 医疗月度招录汇总（2017-2019年）

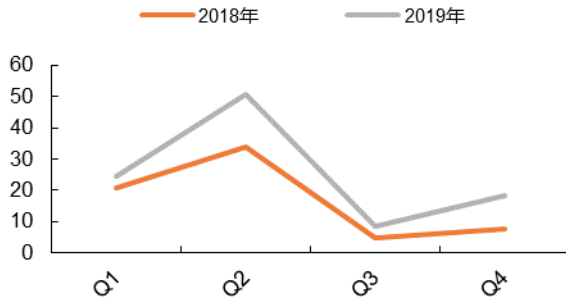


资料来源：各省考招录官网、平安证券研究所

因此一二季度是培训机构收款高峰期，三四季度为退款高峰期，一季度末省考公告披露，而后事业单位等项目跟进披露，此时多数项目招录未完成，因此一二季度是多收款而少退款；相反，三四季度是多退款而少收款（相对概念）。

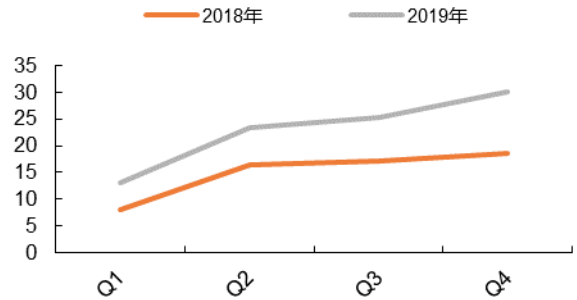
公司流水与收入确认“错位”：就协议班而言，6 月份左右确认国考协议班收入，8-9 月份左右确认省考协议班收入，事业单位和教招基本在省考之后陆续分散确认。另外，公司还有 20-30%左右的收入是“消课模式”，随招录项目量而定，基本也是上半年低而下半年高。

图表35 公司各季度销售商品现金流入(2018-2019年)



资料来源：各省考招录官网、平安证券研究所

图表36 公司各季度收入确认(2018-2019年)



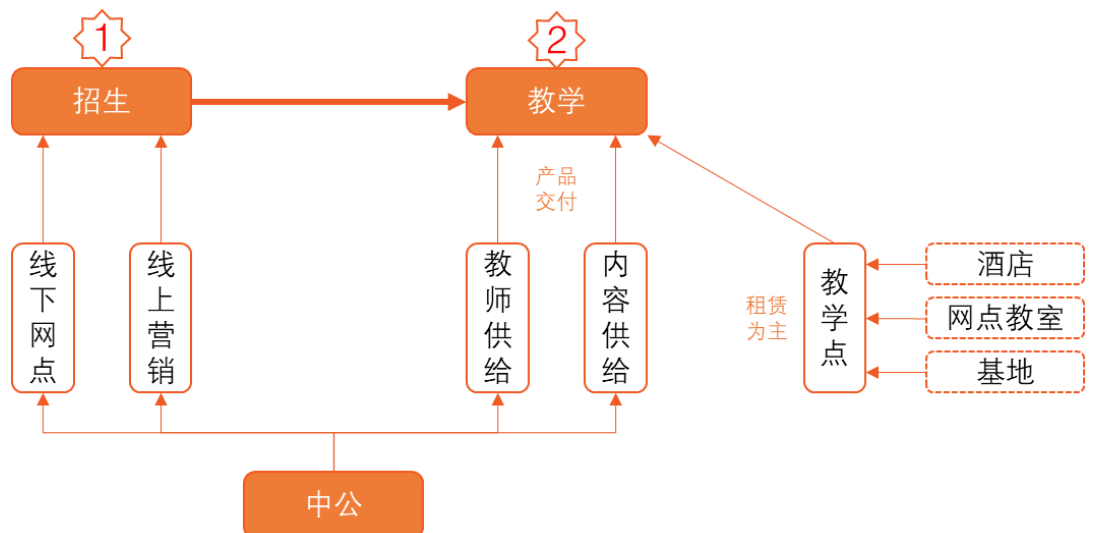
资料来源：各省考招录官网、平安证券研究所

### 三、中公模式：三元独立垂直运营，利益共同体下沉渗透

无论是 K12 教培还是职教培训，其商业模式都基本一致，产业链条都较短，本质上都是两个产业环节“招生&教学”，一般培训机构对两个环节实现全覆盖，因此培训机构的竞争力比较可以理解为整个产业链条 的比较。前端招生环节比拼“获客成本”，后端教学环节比拼“教学产品”交付能力和效果，整条产业链比拼运营效率。

中公业务前端主要是线下直营网点招生，并不依赖广告营销，加上品牌长期在各地的长时间沉淀，口碑已形成叠加效应；中后端教师和内容研发全部专职，品控能力较强；外部对公司的供给仅限于教学场地的租赁，整个公司已经形成了产业链闭环。

图表37 培训机构及中公全产业链环节



资料来源：公司网站，平安证券研究所

公司的运营模式可以理解为“网点招生&省分校周转教师&总部研发”的三元垂直运营体系，1) 前台网点以招生为主，运作模式很轻，考核招生流水；教师和内容供给全部有中后台标准化提供，是较为典型的“小前台+大中后台”。2) 垂直体系指的是招生体系和教研体系的垂直，垂直招生体系为典型

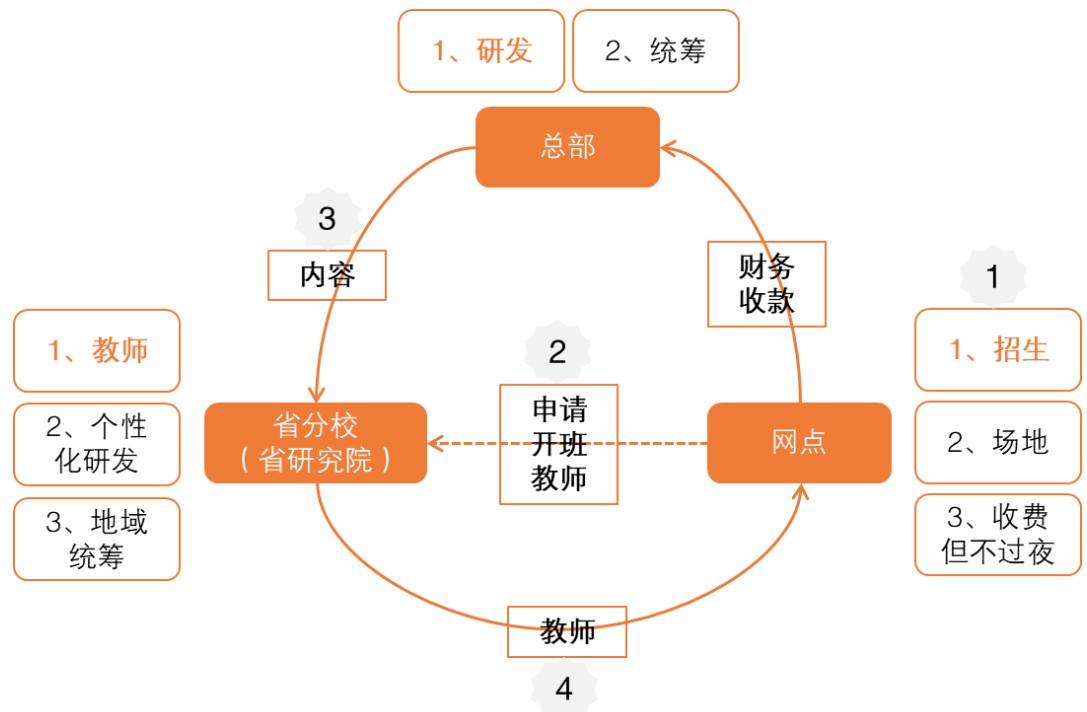
的“总部-省分校-地方网点”管理结构，快速响应分散波动性市场，以“做大市场规模”为目标；而教研体系为“总部-省研究院”两级垂直，对教师快速周转并专注教学，考核指标以“通过率和满意度”为考核指标。

**网点的职能：**1) 招生，首要任务，分散市场和集中培训适合下沉式网点招生；2) 场地维护，地方开班运营维护；3) 收费，财务不过夜&直达总部，线上收费为主，现金收款需当日 16:00 前存入公司账户。

**省分校（含省研究院）职能：**1) 教师，招聘+培训+指挥调度，31 个省研究院是教师的“周转站”，公司大部分教师隶属于省研究院，根据省内或协作区内网点开课需要对教师进行指挥调度；2) 部分地方研究，省研究院对具有地方特色的课程内容做研究；3) 统筹地方业务。

**总部职能：**1) 研发，负责全国大部分内容研发（含讲义）；2) 统筹，每日监管全国分校、网点的招生、开课、收款等工作；3) 网校等其他功能性部门；

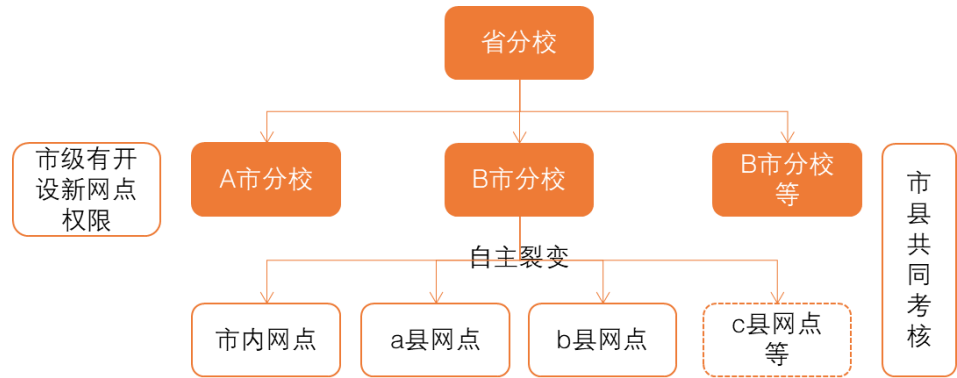
图表38 公司三元独立垂直运营体系



资料来源：公司网站，平安证券研究所

公司放权开设“小前台”网点，省分校统筹管理地市分校，地市级分校对本地市场最为熟悉，可视情况在本地区域内申请开设新网点或下级县网点（并派遣相关人员），县级网点考核归口于地市级分校，形成一个熟悉区域内的利益共同体。

图表39 “小前台”网点的管理模式和共同考核



资料来源：公司网站，平安证券研究所

网点开设成本低：地市级及以上网点在 2015 之前已完成，目前向县级区域和高校渗透，县级网点可以理解成招生门店，通常配置 3 人左右，因此我们可以大致拆分出普通县级网点每年基本开支为 22.34 万元/年左右。

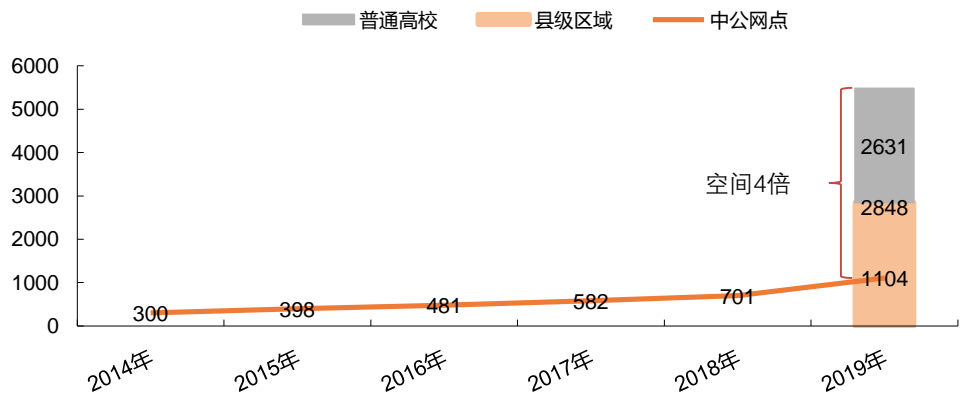
图表40 “小前台”网点的开设成本

成本项目	说明（调研情况）	成本（万元/年）
租金	草根情况：招生店铺，假设面积 150 m <sup>2</sup> （带一个教室），公司公告县级日租金 1.1 元/m <sup>2</sup> 。	5.94
人工成本	假定月薪 4K（底薪），调研反馈：配 3 人（负责人+顾问+客服），县级薪资标准 4-6K，上不封顶。	14.4
其他	其他软硬件费用	2
合计	网点基本开支	22.34

资料来源：公司网站，平安证券研究所

网点可渗透的空间，截止 2019 年末，公司网点规模为 1104 个，主要为社会辐射型网点，由于职教市场的分散性，未来公司还会持续在县级市场和高校做渗透。全国有 2848 个县级行政区和 2631 个普通高校，除了少量极其偏远地区不适合网点渗透外，大部分县级市场和高校都可以做渗透，单个网点的盈亏平衡点较低，经营负担小。

图表41 “小前台”网点渗透空间



资料来源：公司公告，平安证券研究所

**教研专职化&模块化，再持续沉淀形成“教研库”，**1) 教培行业的产品和模式迭代历史证明全能名师的产能瓶颈明显，也容易形成机构与名师的利益冲突，因此教研走向专职化&模块化是必然。中公的研发和教师全部专职，无兼职或外聘专家，同时对内容模块化，例如公考培训分为“语言理解”、“判断推理”、“数量关系”、“资料分析”四大项，各项目讲师专职任教。2) 形成“教研库”，职教赛道标准教材少或者教材无法满足需求，全职教研在模块化的基础上不断沉淀和迭代，中公的辅导教材无形中形成行业标准，因此在教研内容层面就有行业领先优势。

图表42 教研模块化

热招方向			
项目名称	职位名称	授课方向	专业要求
公务员项目	行测文科	言语理解、判断推理	文学类、哲学类、管理学类、政治学类、心理学类、历史学类、社会学类、新闻传播学类文科相关专业，有教学经验者优先
事业单位项目	行测理科	数量关系、资料分析	理学类、工学类等相关专业，有教学经验、奥数基础者优先
选调生项目	申论	申论	政治学类、经济学类、哲学类、历史学类、管理学类、新闻传播学类、法学类、社会学类、行政学类、教育学类、文学类等相关专业优先
军队文职项目	公职面试	面试	文学类、社会学类、政治学类、哲学类、心理学类、法学类等相关专业，公考经历优先
其它方向			
教师招聘项目	教师招考	教育基础理论、学前教育、特殊教育、信息技术、语文、数学、物理、生物、化学、科学教育、面试、普通话、历史、政治、地理、体育、音乐、音乐	教育学类、学前教育、心理学类、特殊教育类、教育技术类、计算机类、汉语言文学、数学类、物理学类、化学类、生物科学类、科学教育类、播音主持类、历史学类、政治学类、地理科学类、体育教育类、美术教育、音乐教育等相关专业，师范类优先
政法考试项目	公共基础知识法律	公共基础知识法律	法学类（法理学、法史学、宪法、行政法与行政诉讼法、民法、刑法、知识产权法）等相关专业
考研项目	考研、MBA/MPA专业硕士	政治、英语、英语四六级、数学、初阶、逻辑写作、专业课（日语、管理学、经济学、会计学、金融学、教育学、心理学、法学、计算机、中医学、西医学、护理学、新闻传播学、文学、语言学、体育、电气工程、机械工程、通信工程、土木工程）、艺术类（电影、舞蹈表演、美术、艺术设计）	政治学类、历史学类、英语类、数学类、理学类、工学类、管理学类、经济学类、会计学、金融类、教育类、心理学类、法学类、计算机类、中医学类、西医学类、中国史、新闻传播学类、文学类、语言学类、体育学类、电气工程、机械工程、通信工程、土木工程、戏剧与影视学类、美术学类、艺术学类、等相关专业

资料来源：中公官网招聘信息，平安证券研究所

图表43 中公各项目辅导教材

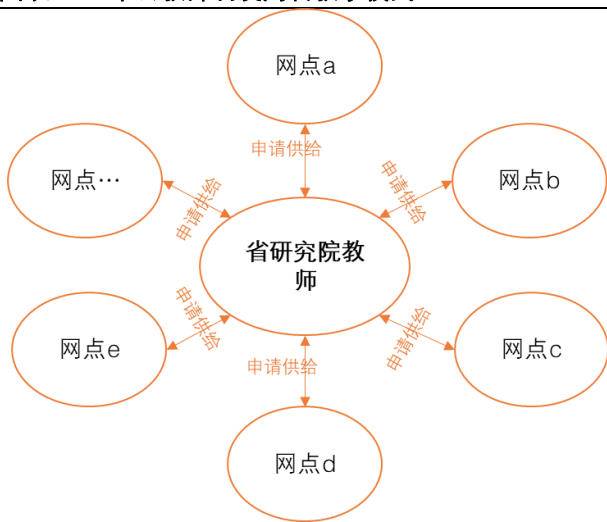


资料来源：天猫中公旗舰店，平安证券研究所

**教师调度周转上课：**省研究院对辖区内教师实习统一调度管理，根据各教学网点开课需要对教师进行调度，教师在各地流动教学，这与 K12 培训机构的单校稳定教学模式有本质的区别。目前公司在全国拥有 31 个省研究院及 7 大“协作区”（跨省调度需要）。

**搭配教学：**教师仅需对其所负责的板块进行教学，一般来说一个完整的课程会有多个老师参与完成教学，该模式减轻了机构对单个名师的依赖，类似新东方的搭配教学模式。

图表44 中公教师调度周转教学模式



资料来源：公司网站，平安证券研究所

图表45 中公教师搭配授课

2015省考笔试直播课程安排				
日期	时间	课程内容	名师	
12月23日	19:00-20:30	2015省考行测备考指导	谷宗涛	
12月29日	19:00-20:30	2015省考申论分类解读	范军伟	
12月31日	19:00-20:30	2015省考申论备考指导	司晓龙	
1月5日	19:00-20:30	2015行测常识判断专题	潘凤飞	
1月8日	19:00-20:30	行测数量关系专题	薛立芹	
1月13日	19:00-20:30	行测判断推理专题	王帅	
1月15日	19:00-20:30	行测言语理解专题	徐琛	
1月20日	19:00-20:30	行测资料分析专题	中公名师	
1月22日	19:00-20:30	申论归纳概括	杨博	
1月28日	19:00-20:30	申论综合分析	冯建蓉	
1月30日	19:00-20:30	申论提出对策	冯建蓉	
2月3日	19:00-20:30	申论应用文写作	李英臣	
2月9日	19:00-20:30	2015年山东公务员申论文章写作	司晓龙	
2月11日	19:00-20:30	行测经典全真题解析	慧泉惠	
2月13日	19:00-20:30	申论经典全真题解析	李英臣	

资料来源：19 课题，平安证券研究所

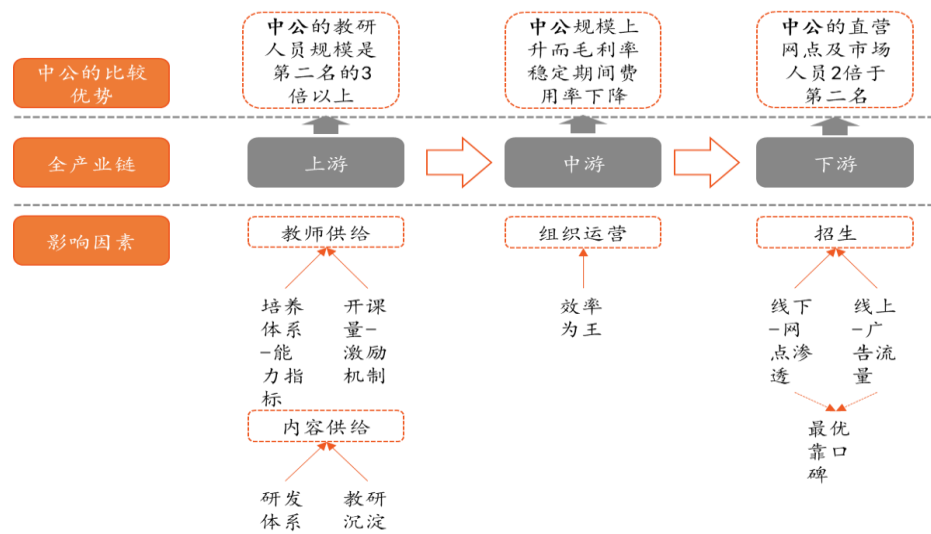
## 四、中公核心竞争力：全产业链优势+品牌效应

### 4.1 全产业链优势：行业最强产能供给+最广网点覆盖+极高运营效率

职教培训产业链集中于机构本身：培训行业的上中下游都发生于机构内部，并没有产业链分化配合，因此机构之间的比拼其实是整个产业链的比拼，考核的因素更多更复杂。

**中公在全产业链的优势均明显：**1) 上游供应环节依赖教师和研发，其人数规模是市场第二华图的3倍以上，培训体系也肯定更健全，不考虑组织管理效率的情况下，中公的名义产能就是华图的3倍以上；2) 中游其实就是组织管理能力，这个结果指标看产品矩阵、毛利率和期间费用率，中公的优势无疑也是最强的；3) 下游招生，除了品牌效应，物理概念上的门店数量和市场人员是硬指标，也是华图的2倍以上。

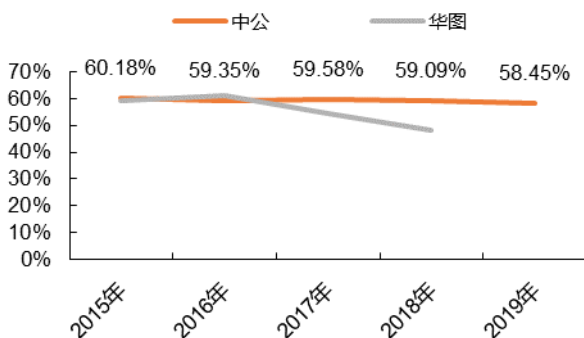
图表46 中公在全产业链的优势



资料来源：公司网站，平安证券研究所

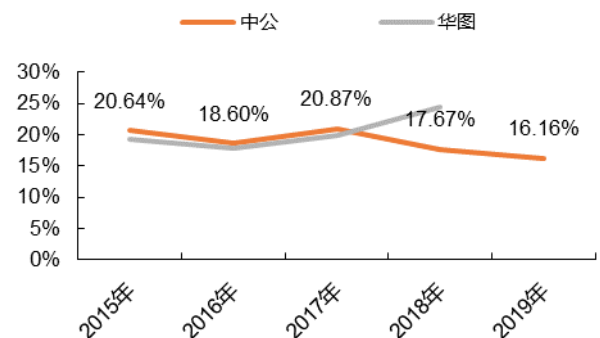
从中公与华图披露的财务数据来看，尽管中公在快速发展扩充规模，但是运营效率并没有被“摊薄”，1) 公司扩充了很多新赛道，但是整体毛利率维持 58-60% 的稳定水平，而同期华图毛利率有所下滑；2) 公司的销售费用和管理费用持续优化，同时研发费用率超过 7%，远高于华图，而且中公的研发是专职。

图表47 中公和华图的毛利率



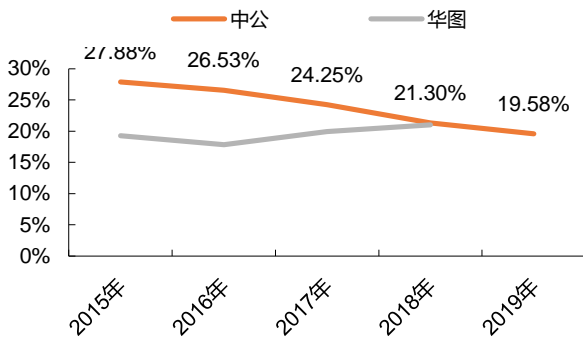
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表48 中公和华图的销售费用率



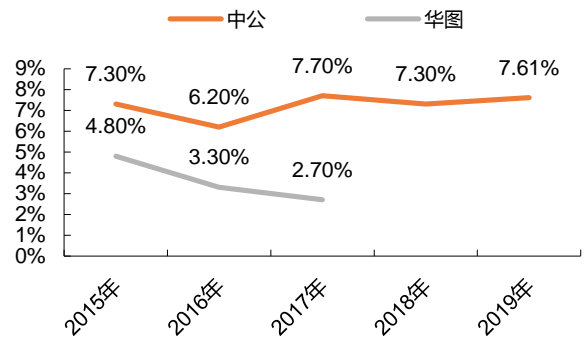
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表49 中公和华图的管理费用率（含研发）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表50 中公和华图的研发费用率

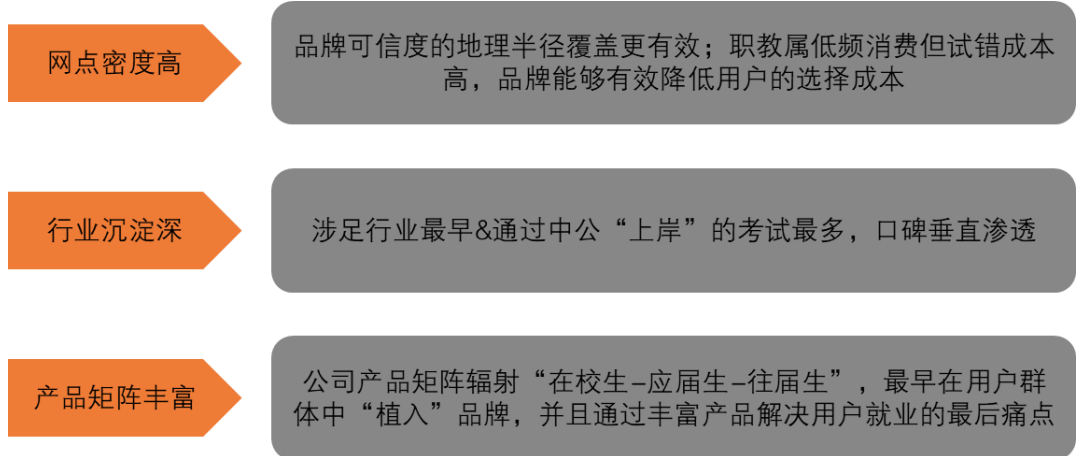


资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 4.2 品牌效应

1) 公司是公考行业的开创者和引领者，行业品牌最悠久，通过“中公”培训而“上岸”的人员也最多，品牌在公考人垂直群体中的累计口碑最强。2) 网点密度最高，品牌触达人群的有效性最高，职教属于低频可选消费且试错成本极高，品牌的地理覆盖触达的可信度最高。3) 产品矩阵丰富，从在校开始“植入”品牌，最终通过多种产品满足用户的就业需求，解决用户的就业需求才是最大的品牌价值。

图表51 中公品牌优势



资料来源：公司网站，平安证券研究所

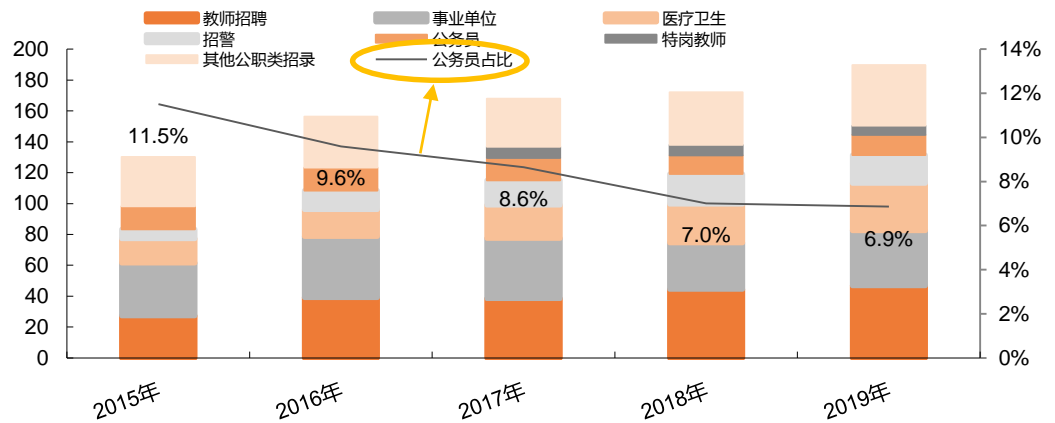
## 五、公司的边界在哪里？

### 5.1 低估的招录赛道，教招是公司第一轮品类扩张

根据我们的统计汇总数据，2019年全国公职类岗位招录规模总计近190万，其中公务员（含国考和省考）不足15万，占比仅为7%左右，教师、事业单位、医疗卫生、招警的招录规模都要大于公务员招录规模。尽管公务员岗位的竞争最激烈、“含金量”最高，但是随着宏观就业压力的增加以及其他岗位待遇的提升，非公务员的招录市场待挖掘空间巨大。



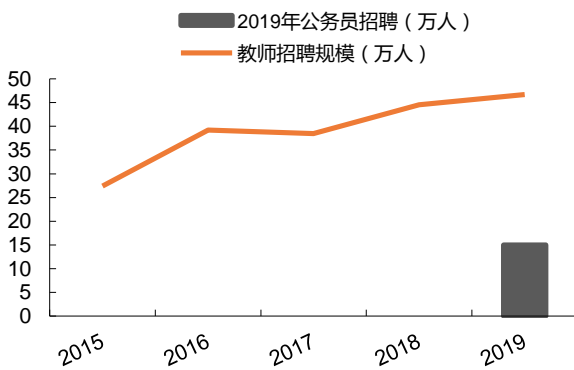
图表52 国内公职类招录规模（万人）



资料来源：各省考招录官网、平安证券研究所，备注：事业单位统计口径不包括医疗、教师，单独统计

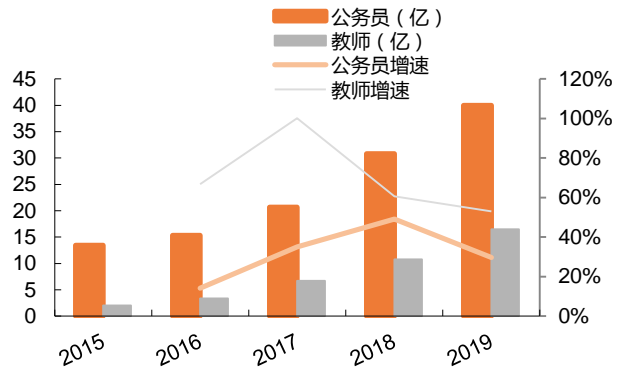
以教招业务为例，根据我们的统计数据，2019年全国教招规模约为46万，是当年公务员招录规模的3倍；2019年公司公务员业务营收为39.95亿，教师业务仅16.46亿，教师业务的增速要明显高于公务员，2016-2019年教师业务增速分别为66.8%、100.1%、60.6%和53%，同期公务员业务增速分别为14.1%、35.1%、49.1%和29.6%。拆分业务项可知，2019年教师、公务员培训人次分别为45.63万人和55.79万人，但是二者客单价目前差距较大，分别为3606元/人次和7161元/人次。

图表53 2019年全国教招规模是公务员的3倍



资料来源：公司公告，平安证券研究所

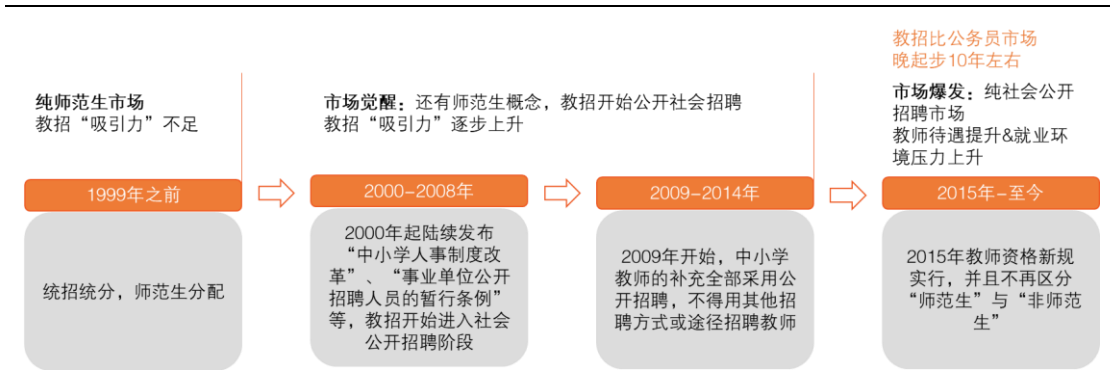
图表54 公司公务员与教师的营收及增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

教招业务快速增长的原因包括，1)市场发育相对更晚，2014/15年真正淡化师范生之后才开始爆发，晚于公务员市场10年左右（2003年公务员市场起步）。2)招录规模3倍于公务员，且仍然处于扩招阶段。根据我们此前的研究，一方面，经济发展和人口城镇化之后对高质量教育需求的提升带动教师队伍的扩招扩编；另外一方面，存量教师队伍规模超1700万，每年退休教师规模超过数十万。3)招考相对统一和标准，业务有规模化的基础。4)待遇和招聘门槛都在提升，国务院督导委员会办公室相关通知明确规定“2020年底前实现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水平”；教师的招录门槛逐步从大中专生为主转向本科及研究生，教师岗位的吸引力明显提升。5)行业竞争格局清晰，教招行业竞争格局优于公务员和普通事业单位，中公在赛道内的招生网点、教师产能规模远高于行业内其他竞争者。另外，教招和传统考公在考试内容和形式存在一定的差异，教招笔试考专业知识、面试为试讲，传统考公为行测、申论和结构化面试，教研体系大部分为并行运营，因此公司拓展教招市场是真正意义的第一次跨品类扩张。

图表55 教招市场的发展历程



资料来源：平安证券研究所

公职类招录考试的市场规模测算，采用我们对公职类招录人次的数据，并且对综合参培率和客单价做相关假设，测得赛道市场总规模为 697 亿元。2019 年中公总营收 91.76 亿元，若不考虑 IT 等二、三板块业务，则中公总营收占公职类招录市场规模的比例为 13.1%；若考虑扣除考研、IT 等赛道营收，则中公招录业务的市占率合计约为 11.5%。

图表56 公职类招录市场规模测算

项目	2019 年招录规模 (万人)	报名人次 (万人)	综合参培率假设	参培规模 (万人)	客单价假设 (万元)	市场规模 (亿元)
教师招聘	46.74	841	30%	252.4	1	252.40
事业单位	35.84	717	30%	215.1	0.6	129.04
医疗卫生	30.61	459	30%	137.7	0.6	82.64
招警	18.22	364	30%	109.3	0.6	65.60
公务员	15.00	500	30%	150.0	1	150.00
国企招聘	9.10	91	10%	9.1	0.3	2.73
特岗教师	6.08	61	15%	9.1	0.6	5.47
社区工作者	5.93	59	10%	5.9	0.3	1.78
三支一扶	4.00	40	15%	6.0	0.3	1.80
公益性岗位	2.97	30	10%	3.0	0.3	0.89
公选遴选	2.71	27	10%	2.7	0.3	0.81
选调生	2.68	27	10%	2.7	0.3	0.80
警法考试	2.57	26	10%	2.6	0.3	0.77
农信社	2.10	21	10%	2.1	0.3	0.63
军转干	1.95	20	15%	2.9	0.3	0.88
村官	0.95	10	10%	1.0	0.3	0.29
军人考试	0.27	3	15%	0.4	0.3	0.12
乡镇公务员	0.09	1	15%	0.1	0.3	0.04
合计	187.83	3295.87		912.13		696.69

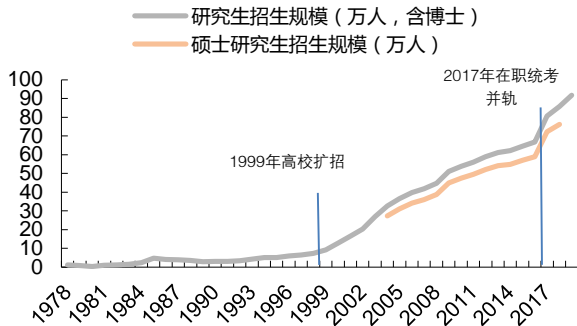
资料来源：中公官网，平安证券研究所

## 5.2 第二轮品类扩张：考研打“先锋”，“大部队”随后

- 清晰的考研赛道：“专职直营”重新开拓市场

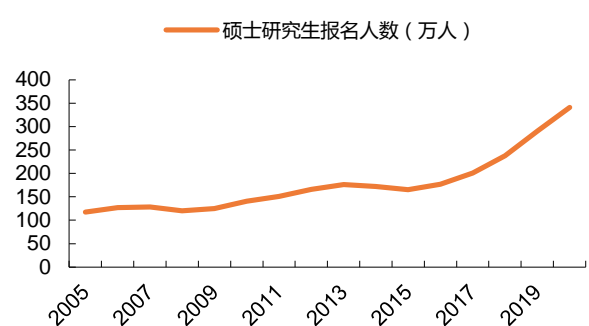
2019年全国研究生招生规模为91.7万人,报名参考人数约为290万,根据教育部最新披露的数据,2020年考研报名人数已达341万,另外,由于近年来就业压力增加,研究生扩招成为趋势,预计2020年硕士研究生扩招18.9万人。

图表57 全国研究生招生规模(1978-2019年)



资料来源:教育部,平安证券研究所

图表58 全国硕士研究生报考规模(2005-2019年)



资料来源:教育部,平安证券研究所

考研是高校学生毕业后的一种重要选择,可以理解为“延期就业”选择,考生群体与公职类招录群体的重合度极高。传统考研培训机构“名师加盟模式”在供给端瓶颈明显,核心教研外聘名师,而在招生环节则依靠地方加盟商,也就意味着传统培训机构的价值多局限于桥梁链接,其供给能力非常有限,因此考研市场的天花板迟迟未被突破。中公考研以专职教研+全部直营的模式“攻击”考研市场,意在通过提升培训模式来改良供给。从我们跟踪调研的情况来看,中公考研的教研产品尚优化迭代阶段,专职教研、市场运营等都在优化,全职讲师已突破1200人,营收体量已达数亿。

**考研的市场规模测算**, 1)量方面,我们以2019年考研报名人数为测算数据基础,我们面授参培率30-40%是比较符合实际的假设,如果考虑视频课程购买等小客单价用户,则整个市场的参培率可以达到70-80%(综合参培率的概念)。2)客单价方面,面授客单价按照1.5-2.5万假设,综合参培的客单价按照0.6万和1万假设。测算结果可知,面授培训的市场规模为200亿左右。

图表59 考研培训市场规模测算(亿元)

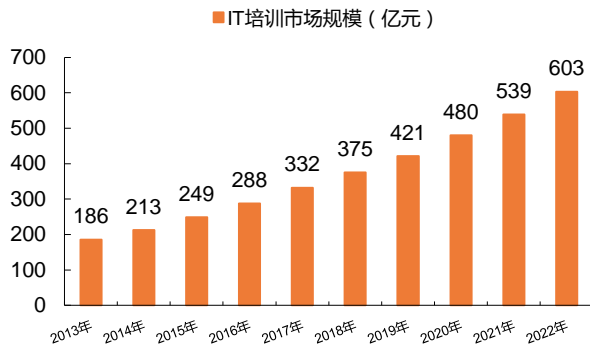
假设	面授参培率		综合参培率	
	30%	40%	70%	80%
客单价假设				
2.5万	218	290	-	-
2万	174	232	-	-
1.5万	131	174	-	-
1万	-	-	203	232
0.6万	-	-	122	139

资料来源:平安证券研究所

■ 开发中的“大部队”: IT+学历提升+财会金融+建工消防法考等

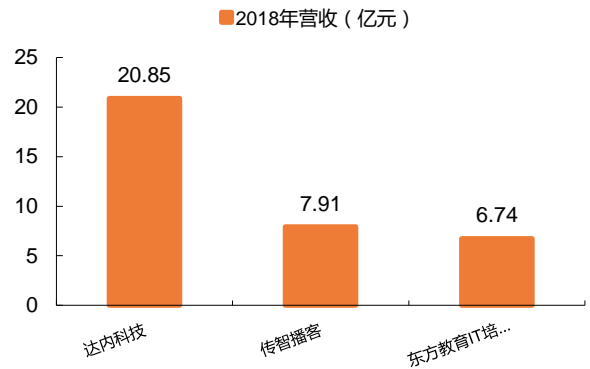
**IT培训市场**,根据第三方机构佛若斯特沙利文的数据2019年IT培训的市场规模超过400亿(为421亿),预计到2022年可超600亿(为603亿),单赛道的市场规模体量够大。目前IT培训赛道内形成规模营收的企业主要有达内科技、传智播客、中国东方教育(旗下IT培训业务)等,2018年这三家机构的IT培训业务营收规模分别为20.85亿、7.91亿和6.74亿。根据我们的跟踪调研,中公IT培训品牌为“优就业”,切入市场的时间略晚于这三家机构,但是已初具规模。

图表60 IT 培训市场规模



资料来源：佛若斯特沙利文，平安证券研究所

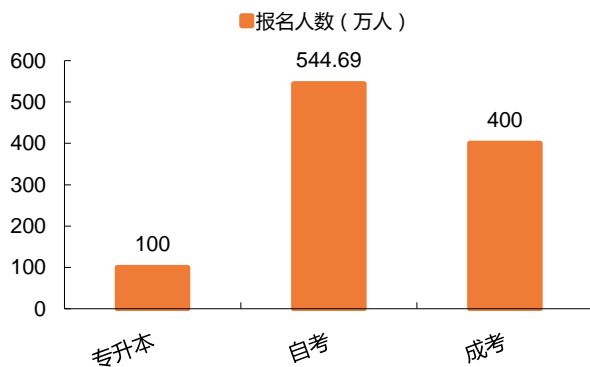
图表61 IT 培训机构营收规模



资料来源：公司公告，平安证券研究所

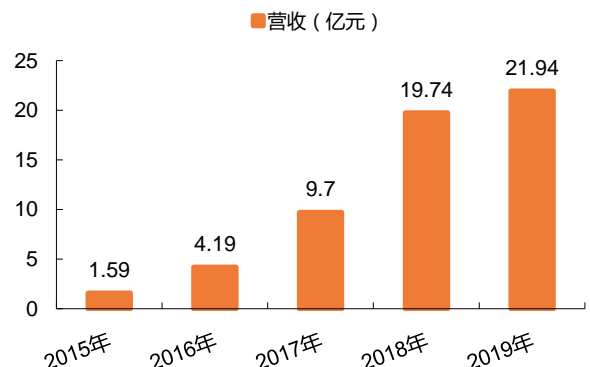
**学历提升赛道**，主要包括专升本、成人高考和自考，根据我们的不完全统计，2019 年专升本、成人高考及自考的报名人数分别为 100 万+、400 万+、544.69 万。赛道内营收规模较大的机构为尚德机构，2015-2019 年的营收分别为 1.59 亿、4.19 亿、9.7 亿、19.74 亿和 21.94 亿，近 4 年复合增长率为 93%。但是尚德为纯线上获客和授课模式，从披露的财务数据来看，其线上获客成本较高，营销费用占营收的比例高达 81.68%。中公教育获客和授课模式全部基于现有的体系开展，网点对覆盖半径内就业群体做再次开发，授课模式则是线下为主。

图表62 学历提升赛道报名人数



资料来源：搜狐新闻等，平安证券研究所

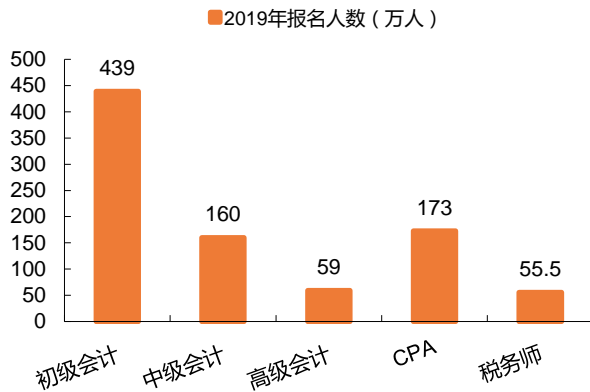
图表63 学历提升赛道机构尚德的营收规模



资料来源：公司公告，平安证券研究所

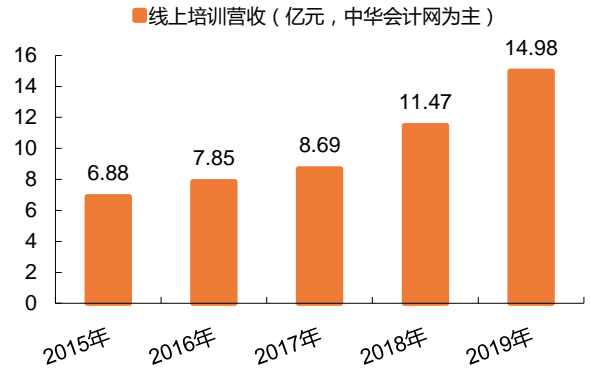
**财会金融赛道**，赛道项目含初、中、高级会计考试、注会（CPA）、税务师、经济师、ACCA、各类金融从业资格等。从我们跟踪汇总的数据来看，2019 年初、中、高级会计考试报名人数分别高达 439 万人、160 人和 59 万人，另外 CPA 和税务师的报名人数分别为 173 万人和 55.5 万人。赛道内参与机构有正保远程（中华会计网校）、高顿财经、恒企（开元股份收购）等，其中正保远程的培训业务（以中华会计网校为主）2015-2019 年的营收规模分别为 6.88 亿、7.85 亿、8.69 亿、11.47 亿、14.98 亿，恒企 2019 年的营收规模超 10 亿。

图表64 2019年财经赛道内项目报名人数



资料来源：相关报名官网汇总，平安证券研究所

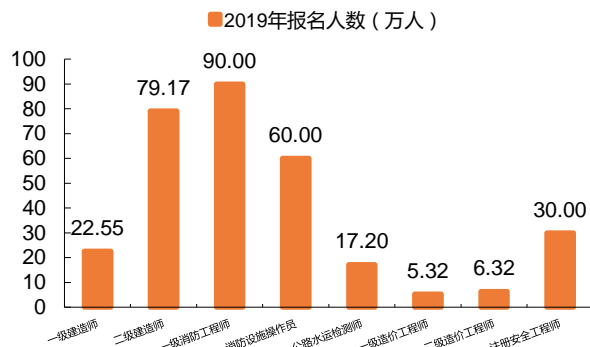
图表65 财经培训机构正保远程线上培训业务营收规模



资料来源：公司公告，平安证券研究所

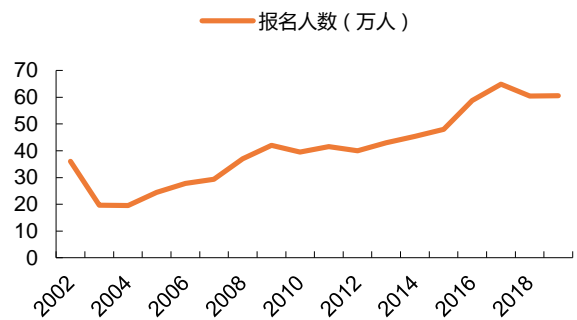
建工、消防、法考等赛道，根据我们的统计数据，2019年一、二级建造师、一级消防工程师、消防设施操作员、公路水运检测师、一、二级造价师、注册安全工程师的考试报名人数分别为 22.55 万人、79.17 万人、90 万人、60 万人、17.2 万人、5.32 万人、6.32 万人和 30 万人，合计参考报名人数 310.56 万人。另外法考也是每年大学生的一个“大考”，2019 年参考报名人数为 60.6 万。

图表66 2019年建工及消防赛道项目报名人数



资料来源：相关报名官网汇总，平安证券研究所

图表67 法考报名人数 (2002-2019 年)



资料来源：法考报名官网，平安证券研究所

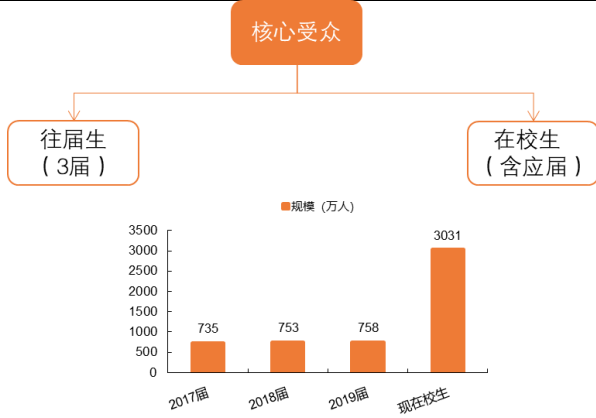
### 5.3 以商超 SKU 的逻辑看中公的边界

公司的核心受众为就业大学生群体，分为已毕业的往届生（3 届以内）和在校生（含应届生），以就业为最终目的，人群规模每年超过 5000 万人（在校生 3031 万人+3 届往届生 2246 万人）。招录赛道离就业的距离最短，刚需程度最高且客单价高，属于“金角”业务；而学历提升、技能提升培训属于间接就业赛道，离就业的距离更长，刚需程度稍弱、客单价略低。

尽管细分赛道有一定的差异，但是人群画像重合度高，中公在招录赛道培养起来的网点和品牌效应是最好的获客入口。公司扩展细分赛道（扩充产品矩阵）需要做的是专职研发内容和全职教师交付产品，每扩充一个细分赛道就相当于研发出“新产品”，利用现有的“三元垂直快速效应”体系将“新产品”送至各网点，增加网点的 SKU，全职教师依然在各地周转交付。细分赛道扩充的过程并不会对现有体系形成外部冲击，而是体系的边际效用提升。

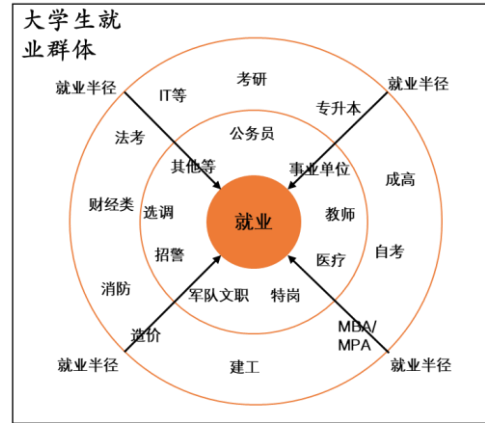
从需求角度测算市场规模的话，可以理解为围绕大学生群体就业需求而提供产品矩阵，从每个大学生就业需求中获取培训服务费（愿意为就业付费的意愿和能力）。

图表68 中公核心受众（大学生）



资料来源：教育部，平安证券研究所

图表69 满足就业为目的的中公产品矩阵



资料来源：平安证券研究所

## 六、 招录行业反弹扩招能持续多久？

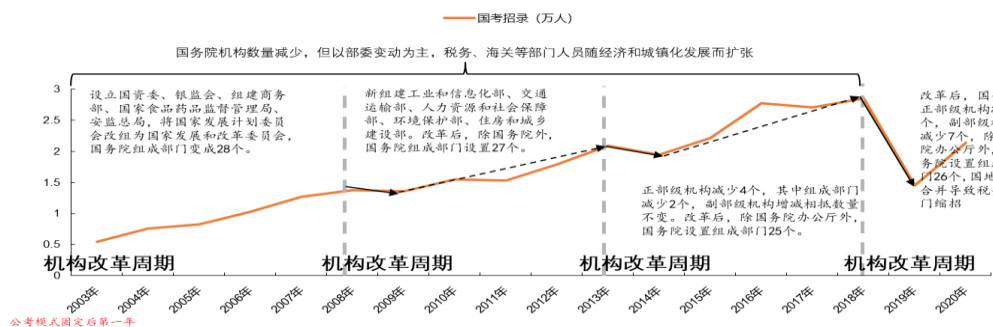
### 6.1 改革招录反弹&稳就业扩招是近两年的硬需求

#### ■ 改革结束招录确定反弹

为提高政府机关的行政效率以及匹配经济的快速发展需求，政府机关有每5年进行一次改革的传统，2003年是公考模式固定后的第一次改革，此后2008年、2013年和2018年均实行了政府机构改革。改革政策于当年两会期间发布（3月份），改革主要围绕机构部门的增减，并非公务员规模的缩减，改革期间政府机构的人事存在不确定，因此对当年省考公务员和次年国考公务员招录产生重大影响。

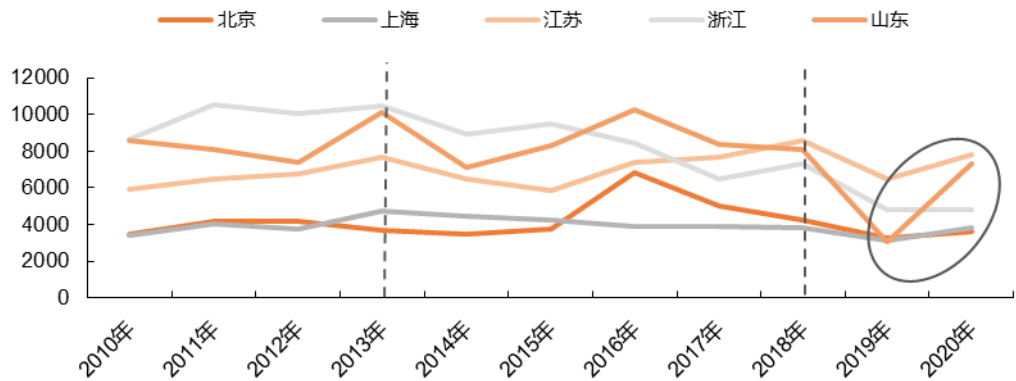
2018年3月发布政府机构改革文件，要求当年完成中央和省级机关的改革，2019年3月前完成市县机构改革。因此造成2019年国考招录规模锐减49%，各地省考招录规模也出现不同程度的下滑；但是改革期结束之后，压制的需求逐步爆发，2020年国考反弹48%，北京、上海、江苏、浙江及山东的省考分别反弹11.63%、21.77%、20.39%、0.04%、141.55%。

图表70 5年期政府机构改革及国考招录规模变化（2003-2020年）



资料来源：各省考招录官网，平安证券研究所

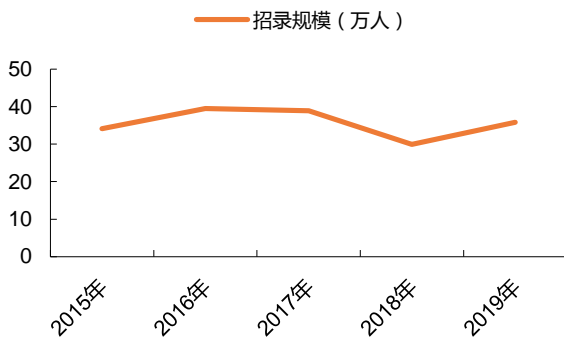
图表71 2020年已披露省考的省市历史招录数据



资料来源：各省考招录官网、平安证券研究所

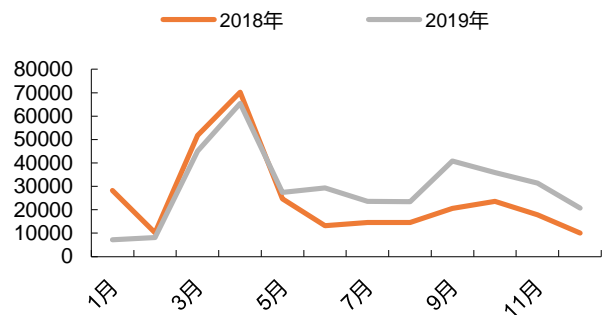
**2011年至今的事业单位改革：**2011年，中共中央、国务院出台《关于分类推进事业单位改革的指导意见》将现有事业单位类划分为承担行政职能、从事生产经营活动和从事公益服务三个类别。1)对承担行政职能的，逐步将其行政职能划归行政机构或转为行政机构；2)对从事生产经营活动的，逐步将其转为企业；3)对从事公益服务的，继续将其保留在事业单位序列、强化其公益属性。今后，不再批准设立承担行政职能的事业单位和从事生产经营活动的事业单位，到2020年完成事业单位改革。各地各级事业单位改革进程不一，但是各地已基本完成，由于事业单位的招录更为灵活，招录反弹的周期在2019年中旬已初步体现。

图表72 事业单位招录规模 (2015-2019年)



资料来源：各省考招录官网、平安证券研究所

图表73 2018-2019年事业单位月度招录规模



资料来源：各省考招录官网、平安证券研究所

■ 保就业需扩招

受疫情及贸易摩擦等影响，近两年国内宏观经济压力较大，企业新增就业岗位相对有限，而高校毕业生等青年待就业群体规模在持续增加，因此国家近期连续出台了多个政策刺激就业。在招录领域的政策支持主要有两点，1) 扩大机关事业单位的招录规模，特别是基层岗位的需求，如三支一扶、特岗、村官、教师、医疗等；2) 增加国企单位的招录规模。

从已披露的数据来看，2020年三支一扶拟招录3.2万人，增长18.52%；特岗教师合计拟招录10.5万人，同比去年也有扩招，教师医疗等大量的机构事业单位招录预计均会出现不同程度的扩招。

图表74 近期保就业扩招政策要点



资料来源：国务院官网，平安证券研究所

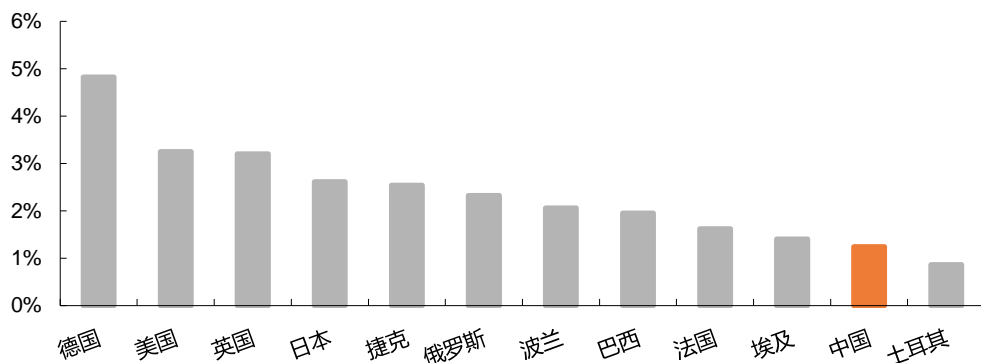
■ 公共服务滞后需求

(1) “官民比”(公务员占人口比例)与国际主要国家相比仍有差距，2017年统一口径后(扣除军队、医疗和教育后财政供养群体)的中国官民比为1.24%，而国际主要国家的“官民比”基本在2%-4%之间，经济越发达“官民比”越高。

(2) “官兵比”(干部与基础人员比例)有待改善，公共服务部门基础人员偏少，单位内部普遍存在“管比兵多”的现象。实际工作的基层人员不足，通过拆分公务员招录岗位可知，近年来乡镇机关招录规模比例为70%左右，国家有意逐步补足基础人员不足问题。

(3) 教育和卫生医疗明显供不应求，根据《2018 教师供需情况报告》数据显示，截至2018年8月31日发布的1800多万个空缺岗位中。2018年教师这一职业的供需比接近1:1，说明在数量不足的背后是更大的质量缺口，年资5年以上的教师非常紧缺。医疗卫生方面，从全球来看，西班牙每万人口执业医师数达50人，医患比例1:200，德国位居第二，每万人口执业医师数为39人，而中国每万人口医师数仅15人，医患比例高达1:667，医疗服务行业卫生技术人员缺口较大。

图表75 全球各国“官民比”对比



资料来源：《中国公务员规模问题研究》，平安证券研究所

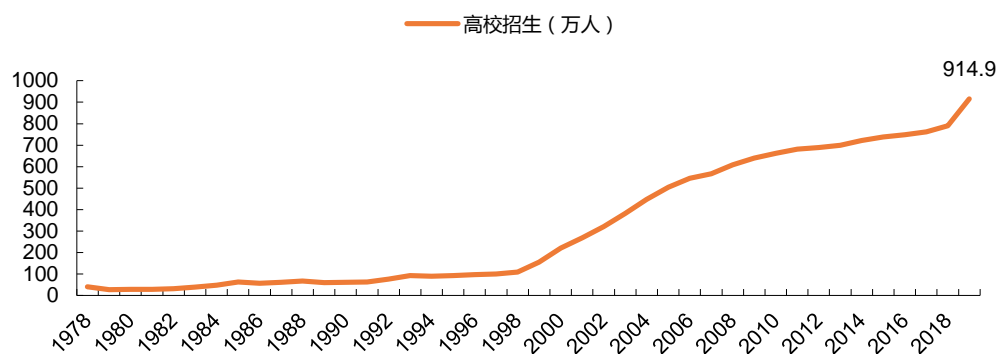
6.2 3-4年后高校毕业生就业潮依旧

根据人社部披露数据，2020年高校毕业生预计规模为874万，为历史最高值，就业任务较重。倒推



可知今年高校毕业生源来自于 2016/17 本专科新生，而每年高校招生规模处于持续增长，2019 年普通高校招生规模为 914.9 万人（远高于 20116-17 年），若再加上在职、硕士等，则意味着 3-4 年后的高校毕业生规模将突破 1000 万。另外，根据今年教育部和《政府工作报告》的要求，今年研究生将扩招 18.9 万，高职院校今明两年扩招 200 万（属普通高校招生范畴），扩招群体进入高校后延迟了就业时间，但也意味着 4 年之后的高校毕业生就业群体规模更大。

图表76 普通高校招生规模（本专科，1978-2019年）



资料来源：教育部，平安证券研究所

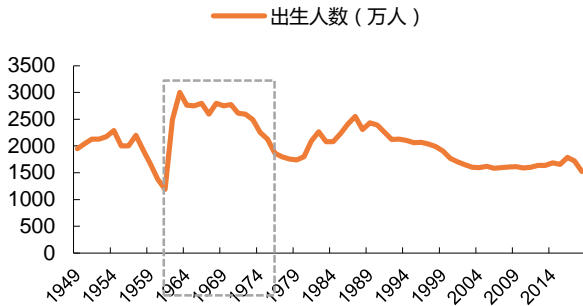
### 6.3 退休补新是持续性需求

**中国就业退休高峰期将至：**根据中国年出生人口数据可知，1961年之后出生人口数量剧增，按照正常的工作年限来算（女 55 退休，男 60 退休），2017-2022 年开始是中国在职人员的退休高峰期。由于历史经济体制原因，1961 年之后出生的在职人员多集中于国企或者公共服务部门，他们正式进入退休高峰期，退休后编制轮空需招录补充。

**公务员进入退休高峰期：**1982 年劳动人事部制定下发《吸收录用干部问题的若干规定》，强调国家机关、企事业单位吸收录用干部，实行公开招收，也逐步导致公务员数量从 1978 年改革开放之初的 400 多万增至 1991 年的 1100 多万。按照工作 30 年算，80 年代初开始进入机关单位的公务员将在 2020 年左右迎来退休期。

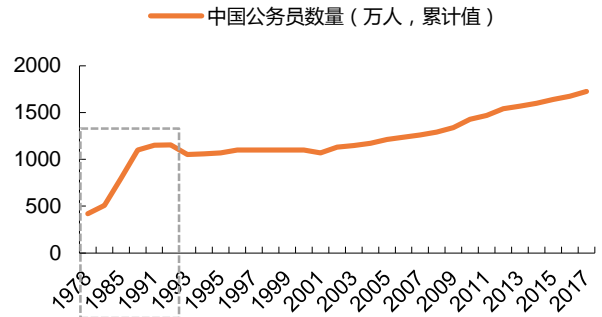
根据 2016 年 5 月《人民日报》文章刊载国税总局局长王军对税务干部年龄结构的分析说法，国税和地税系统现有在职干部总数近 80 万人，这支队伍年龄结构老化，缺乏合理梯度，呈“老龄”集中、“年轻”断档的倒“金字塔”式格局。尤其是 35 岁以下年轻人较少，新生力量匮乏；而 45 岁以上的人员数量占比几乎为一半，其中 50 岁以上人员占比为 25.6%。随着时间推移，势必影响工作运转。并且 3、5 年之后，全国税务退休人员将“井喷”，税务队伍濒临“断层”。站在 2016 年时间点推算，2020 年开始税务部门将迎来“断崖”式干部退休期，税务部门招录占每年国考规模的六七成，一旦税务部门退休补新增加，整国考的招录规模就有望恢复反弹。

图表77 国内在职人群退休高潮将至



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

图表78 国内公务员累计规模（1978-2018年）



资料来源：《中国统计年鉴》，平安证券研究所

## 七、 风险再分析：常见季节扰动，未见格局变化

### 7.1 短期季节波动不可避免

2020年上半年受疫情影响，招录赛道内各项目的进展普遍低于2019年同期，1) 国考笔试阶段已完成、成绩于1月7日已公布，但是面试的时间普遍在6月才逐步开始，比2019年晚了3个月左右；2) 省考方面，目前仅有上海、北京、浙江、江苏及山东已披露招聘公告，但是大部分的省考笔试时间未定，后续的成绩公布、面试均延期；3) 事业单位、教招等均出现不同程度的延期。

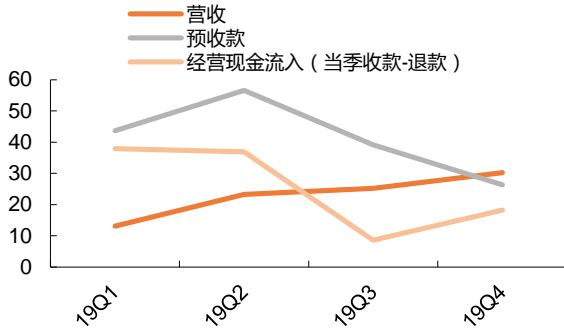
招录延期预计会对收款和收入确认带来短期影响，从公司2019年各季度的流水收款和收入确认来看，上半年是收款高峰期，下半年收入确认更高，公务员的占比最高，由于今年大部分招录考试延期的影响，我们预计公司上半年的收入和流水增速均有一定的压力。

图表79 2020年疫情影响招录考试收款及收入确认

		笔试收款高峰		面试收款高峰		确认收入&协议未过退款
		公告	笔试	成绩	面试	金榜
国考	2019	18年10月21	18年12月1	19年1月17	19年1-3月	19年4月之后
	2020	19年10月14	19年11月24	20年1月7	20年6月-	未定(延期)
省考	2019	19年3-4月份	22省联考4月20日	19年5月下旬	19年6月下旬	19年7月之后
	2020	北京上海浙江江苏及山东	大部分未定(延期)	未定(延期)	未定(延期)	未定(延期)

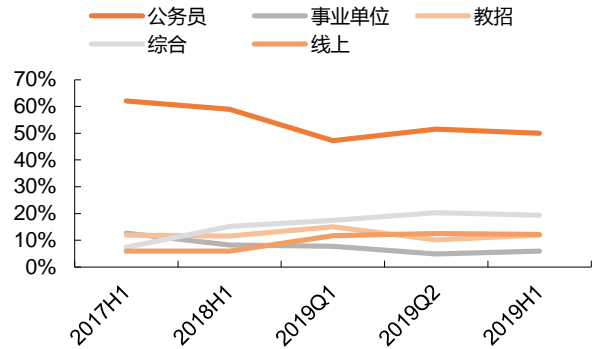
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表80 2019年公司季度收款及收入确认(亿元)



资料来源:公司公告,平安证券研究所

图表81 公司H1各业务营收占比



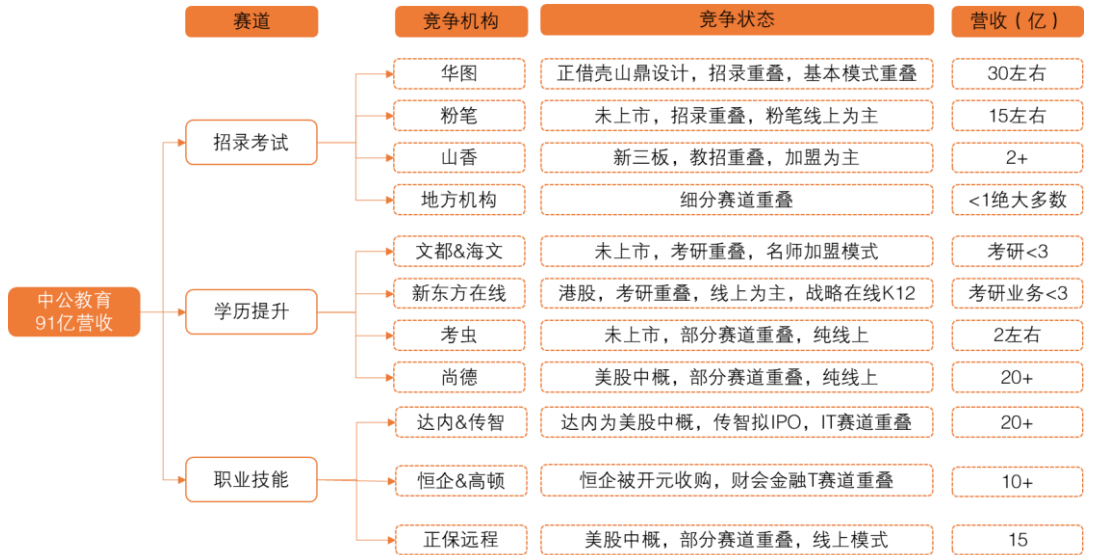
资料来源:公司公告,平安证券研究所

## 7.2 一家独大的市场竞争格局尚难改变

### ■ 细分赛道多,参与者多,但中公仍独大

中公所处的非学历职教赛道多,参与者也多,几乎每个细分赛道都有参与者,招录赛道内的竞争对手主要是华图和粉笔,学历提升赛道市场竞争对手主要是考研机构、尚德等;而职业技能赛道的竞争者主要是达内科技、恒企、高顿等。整体来看,市场竞争者多而不强,无论是营收体量还是业务覆盖范围都无法与中公竞争,整个赛道是中公一家独大。

图表82 职教赛道内中公的竞争者

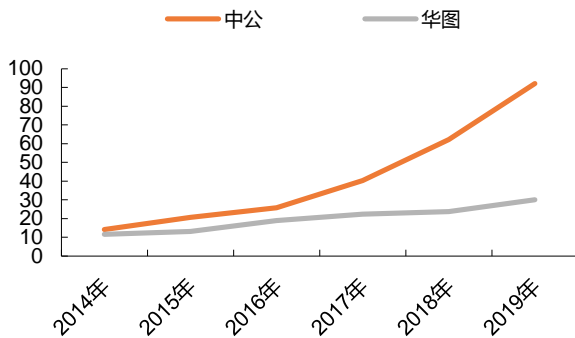


资料来源:公司公告,平安证券研究所

### ■ 华图增长受限,与中公的差距被拉大

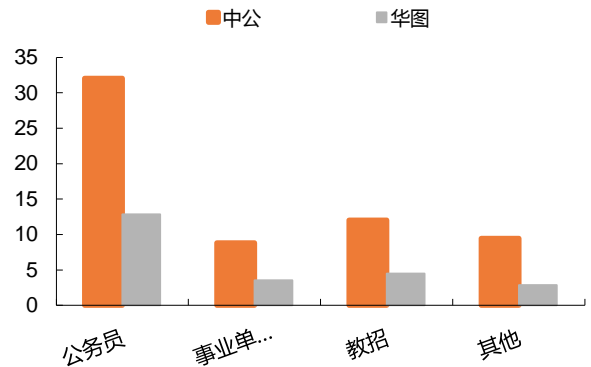
2019年中公的营收规模是华图的3倍左右,净利润差距较大;2014年之前二者营收规模差距不大,但是之后增速分化严重,华图整体增速偏弱。1)华图营收依赖“老三样”(公务员、事业单位和教招营收占华图近90%),这三块业务落后中公较大;2)华图新业务孵化落后于中公,如教招、综合类中长尾项目。

图表83 中公与华图的营收规模（亿元）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表84 2018年中公与华图各业务营收（亿元）

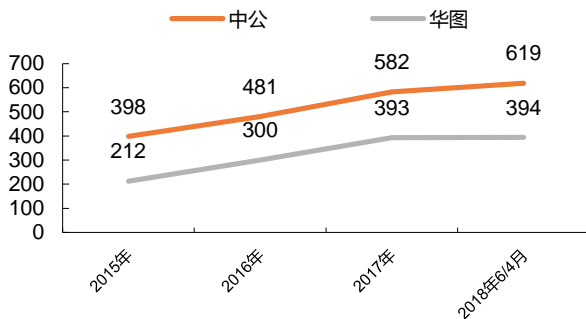


资料来源：公司公告，平安证券研究所

就运营模式而言，中公和华图都是典型的线下集训模式，但是两者在组织架构和具体环节上有比较大的差异，中公是三元独立垂直体系，前台小而中后台庞大，教研和运营招生两条线分列垂直管理；而华图的前端分校较重，中后台相对更小。另外，二者的考核机制差异较大，中公以“做大市场”为目标进行考核，网点考核流水收入，教师考核通过率和满意度，而华图更关注单校的运营利润和效率。

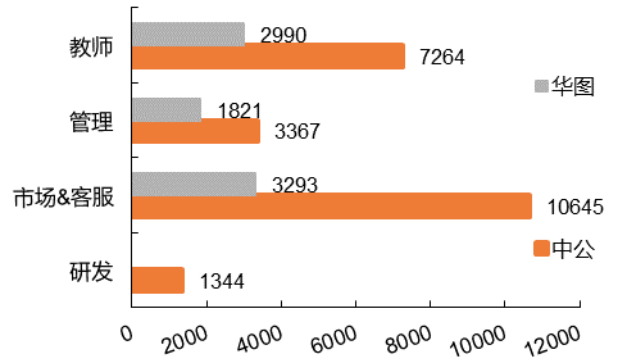
运营数据方面，2) 从披露的数据来看，从 2015 年到 2018 年中，中公的网点始终要多出华图 200 个左右，近两年中公持续往县城和高校快速布网点，二者的差距预计进一步被拉大。2) 2018H1 产能供给端中公的教研队伍是华图的 2 倍有余，前端市场和运营人员规模差距较大。

图表85 可比时间内中公与华图直营网点数量（个）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

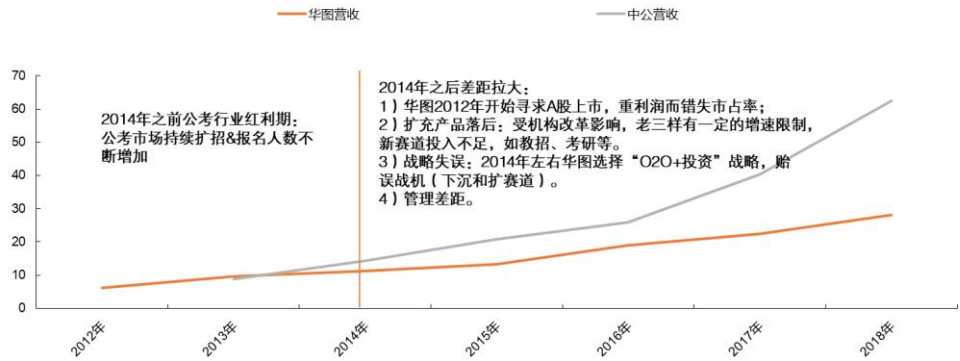
图表86 2018H1中公与华图人员规模对比（人）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

华图近几年增长弱于中公的原因分析：1) 前端网点扩张不及中公，中公网点的招生半径和品牌效应已经形成，所在网点区域内新进品牌的竞争成本较高；2) 后端教研投入不及中公，教研产生效益的周期需要 2-3 年以上（教研沉淀），若要加大竞争则需扩大教研投入且要承受较长时间的“亏损”；3) 中公管理层年轻有为，并且保持极高的专注度。

图表87 试解华图与中公差距拉大的原因



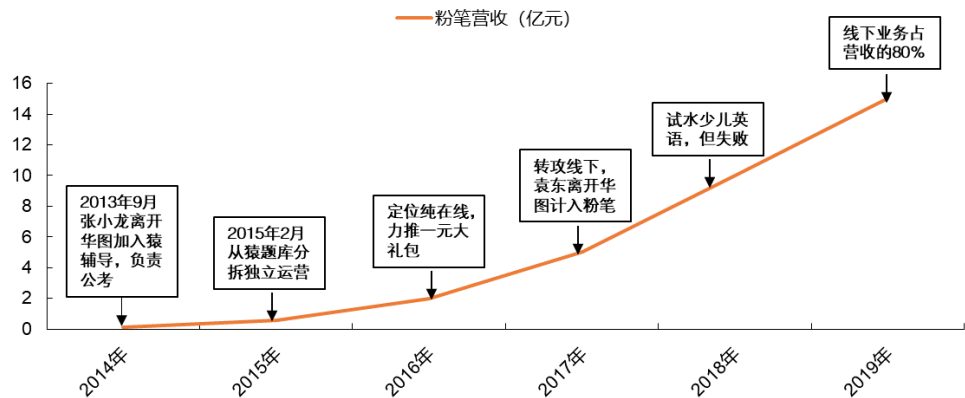
资料来源：公司公告，平安证券研究所

■ “新贵”粉笔脱胎于猿辅导，由线上转攻线下

粉笔是近几年发展较快的公考品牌之一，根据多知网等公开报道数据，2019年其营收规模约为15亿，同比增速50%左右。粉笔最早是猿辅导旗下的公考项目，2013年华图湖南校长张小龙辞职并加入担任项目负责人，2014年营收规模1000万左右，2015年从猿辅导分拆独立运营，2017年原华图名师袁东加入，同年粉笔转战线下进入山东、山西、江苏等地，到2019年线下营收占粉笔总收入的80%。

粉笔的迅速发展的原因，1)早期定位在线产品，以低价在线大班产品实现对长尾流量用户的广覆盖，跟中公、华图是错位竞争；2)享受了微博、微信的流量红利；3)张小龙、袁东等均为业内名师，有一定的名师效应；4)基数低并且快速做线下扩张；5)市场足够庞大。

图表88 粉笔的发展及营收——2015年2月?



资料来源：多知网等，平安证券研究所

从天眼查可知，猿辅导依然是粉笔的大股东（持股比例为80%），张小龙持股12.75%，大股东有较强的互联网基因，因此粉笔在发展初期注重线上。但是由于公考市场高度分散、高度波动等特点，纯线上模式并不能满足用户的本地化需求，加上客户周期较短，纯线上低客单价产品的瓶颈也比较

明显，2017 年开始粉笔转攻线下。根据粉笔公开资料，截止到 2020 春其拥有全职教师 1000 个+，运营人员 500 人+，全国分校 35 个，整体规模跟中公的差距较大。

对比粉笔和中公线下协议班课程，以山东省考为例，粉笔线下面授协议班产品较多，根据培训时长不同而价格略有不同，但是笔面试协议班的价格在 2 万以上，60 天的笔面试协议班走读 4.98 万、住宿 5.16 万，整体价格与线下龙头无本质差别。

图表89 粉笔山东省考协议班产品

	产品	价格	内容	时长
粉笔线下协议产品	产品一	走读 6800 住宿 8000, 上岸补交 20000	笔试+面试	38 天
	产品二	走读 38800 住宿 40000, 不过退 38800	笔试+面试	38 天
	产品三	走读 19800 住宿 21000, 笔试不过退 15000, 面试不过退 10000	笔试+面试	38 天
	产品四	走读 49800 住宿 51600, 公务员未上岸事业单位上岸退 20000, 都没上岸退 49800	笔试+面试	60 天
	产品五	走读 6800 住宿 7600	笔试	20 天 20 晚
	产品六	走读 3980 住宿 4380, 上岸补交 20000	笔试+面试	18 天
	产品七	走读 35800 住宿 36200, 不过退 35800	笔试+面试	18 天
	产品八	走读 4980 住宿 5380	笔试	10 天 10 晚

资料来源：粉笔官网，平安证券研究所

图表90 中公山东省考协议班产品

	产品	价格	内容	时长
中公线下协议产品	产品一	收费一 43800 笔试不过退 40000 面试不过退 43800; 收费二 25800 元 笔试不过退 13000 元 面试不过退 11000 元	笔试	试阶段 25 天 25 晚封闭面试阶段≤7 天 7 晚面试班因新冠疫情和考试时间不确定性我们会适当调整课时
	产品二	收费一 49800 元 笔试不过退 49800 元 面试不过退 49800 元; 收费二 39800 元 笔试不过退 30000 元 面试不过退 30000 元; 收费三 18800 元, 不退费 (仅包含笔试阶段课程)	笔试	上到考前基地寄宿制面试阶段≤7 天 7 晚面试班

资料来源：中公官网，平安证券研究所

### 7.3 存贷合理，建设基地需要再投入

截止到 2019 年，公司期末债权投资余额为 19.24 亿，此项为公司 2018 年借壳时做的 7 笔定期存款（利息收入可计入经常性损益），利率为 4.2% 左右，是特定情况下的产物，预计于 2021 年全部到期。2019 年获得利息收入 0.79 亿，与理论收益匹配。

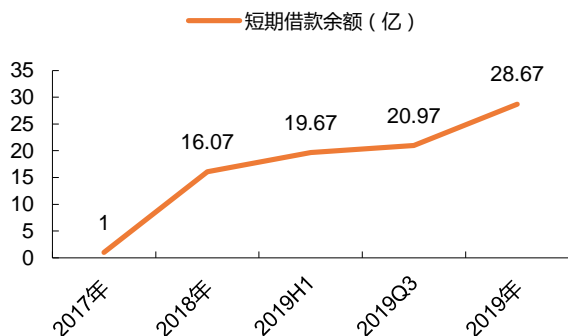
图表91 公司定期存款明细

银行	存款	实际利率	到期日
华夏北京四道口支行	5	4.12%	2021.4.5
交行前门支行	5	3.85%	2021.4.17
民生北京上地支行	5	4.30%	2021.6.6
梅河口市农信社	0.5	4.20%	2021.5.15
梅河口市农信社	1.5	4.20%	2021.6.1
梅河口市农信社	1	4.20%	2021.7.3
招商北京方庄支行	0.2	4.18%	2021.12.18
合计	18.2		

资料来源：公司公告，平安证券研究所

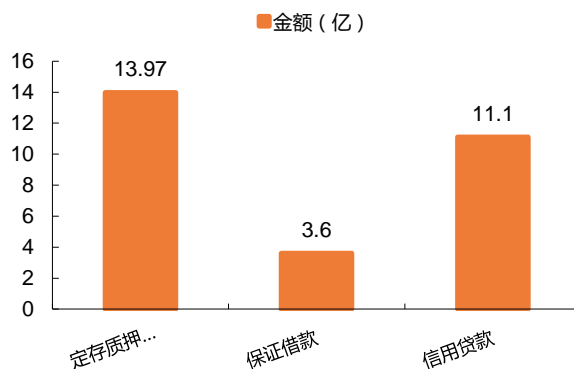
截止到 2019 年，公司短期借款余额为 28.67 亿（2020Q1 为 37.17 亿），其中有 13.97 亿是定存质押贷出、3.6 亿为李永新担保贷出、11.1 亿为信用贷款，如果对冲 18 亿的定期存款，则实际借款为 10.67 亿。短期借款的使用主要为两个方向，1）日常运营现金流需要，随着公司规模不断扩大（特别是教师队伍的扩充），日常现金支出需求越大，2019Q4 的经营性现金流出比 Q1 多近 11 亿。2）长期资产投资需要，主要是公司购置了教学基地相关资产，提升教学产品的交付能力，预计未来 2 年内还会有持续固定资产再投入。

图表92 公司短期借款余额（2017-2019 年）



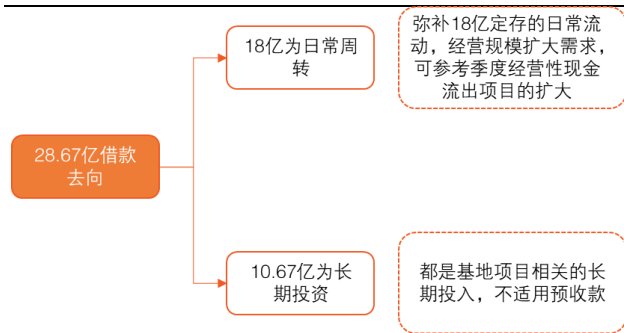
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表93 短期借款项目拆分（2019 年）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表94 短期借款用途 (2019年)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表95 10.67亿短期借款项目拆分 (2019年)

项目	2019年新增	备注
在建工程	5.62	教学基地建设，
其他非流动资产	2.9	预付教学基地土地款和装修款
其他应收款	2.15	购买教学基地定金
合计	10.67	各项目细分可参考详细年报

资料来源：公司公告，平安证券研究所

另外，公司实际控制人李永新及管理层王振东将其持有的 31.58%、11.13% 股权进行了融资质押，根据我们的跟踪，其用途主要为弥补借壳时的资金缺口和基地投入，并不存在其他用途。

## 八、盈利预测及投资建议

2020-2022 年财务假设，营收方面，1) 面授公务员业务，培训人次增长 30%、20%、15%，客单价年均增长 5%；2) 面授事业单位，培训人次增长 40%、30%、25%，客单价增长 10%、5%、5%；3) 面授教师系列，培训人次增长 40%、25%、25%，客单价增长 10%、5%、5%；4) 面授综合，培训人次增长 60%、50%、40%，客单价年均增长 5%；5) 线上业务，培训人才增长 70%、40%、40%，客单价年均增长 10%。

毛利率方面，受益于招录扩招，讲师的周转有望再提升，各业务毛利率或有进一步改善的可能。

期间费用方面，销售费用率稳定在 16.5% 左右，管理费用率 13%，研发费用假定维持高比例的 8%。

另外，公司会维持一定的在建工程和固定资产投入，以满足基地建设的需要。

因此我们预测公司 2020-2022 年的营收分别为 138.33 亿、190.1 亿、254.95 亿，净利润分别为 25.76 亿、35.88 亿、48.50 亿，EPS 分别为 0.42 元、0.58 元、0.79 元，对应目前股价的 PE 分别为 68 倍、49 倍、36 倍。近 2-3 年公职类招录扩张趋势确认无疑，且公司的产能供给和运营效率明显高于同行其他竞争者，享受行业高贝塔的同时企业阿尔法也在持续增长。另外，公司是纯内需标的，是稀缺的高增长“避风港”，具有极强的行业对比选择优势，因此我们给予公司“推荐”评级。

## 九、风险提示

1 招录业务的季节性波动，特别是今年疫情影响公告的延期发布，会导致收款和收入确认同比数据的失真。假如疫情进一步演化，则不排除会对公司全年业绩产生重大负面冲击。

2、行业政策风险，公司招录业务开展的基础时招录公告，公告的发布和招录的形式、内容均属于政策范畴，倘若相关政策出现重大变化，例如改变公务员人才的录取方式等，则公司业务发展的基础会受到极大的冲击。

3、公司管理效率下降风险，公司时人才密集型企业，人才是公司的核心资产，公司在快速发展的过程中不断扩大其人才管理规模，倘若公司管理不善，则企业的发展将严重受限甚至退化。



4、重大事件冲击带来的品牌负面冲击，公司实现低成本获客的基础是其在全国范围内的品牌效应，重大负面事件管理不善会影响其品牌价值。

5、在线职教等新模式、新产品对公司现有模式、产品的冲击，职教时长庞大，竞争者较多，假如有新的模式、产品能够实现更高的通过率或者为客户创造更高的价值，则公司现有的竞争优势有被削弱的风险。

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	4836	6453	7257	8373
现金	2724	3101	3710	6781
应收票据及应收账款	3	0	0	0
其他应收款	255	251	444	488
预付账款	2	3	5	6
存货	0	0	0	0
其他流动资产	1852	3097	3097	1097
<b>非流动资产</b>	5124	6525	8838	11565
长期投资	0	0	0	0
固定资产	672	1659	2530	3305
无形资产	198	191	185	179
其他非流动资产	4255	4674	6123	8082
<b>资产总计</b>	9961	12978	16095	19938
<b>流动负债</b>	6422	6889	7897	8370
短期借款	2867	2867	2867	2867
应付票据及应付账款	236	335	448	596
其他流动负债	3319	3687	4582	4907
<b>非流动负债</b>	107	107	107	107
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	107	107	107	107
<b>负债合计</b>	6529	6995	8004	8477
少数股东权益	-0	-0	-0	-0
股本	6167	6167	6167	6167
资本公积	1199	1199	1199	1199
留存收益	2092	4623	8156	12926
<b>归属母公司股东权益</b>	3432	5983	8091	11461
<b>负债和股东权益</b>	9961	12978	16095	19938

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	2474	3195	4604	5575
净利润	1805	2576	3588	4850
折旧摊销	162	150	237	323
财务费用	204	249	217	227
投资损失	-259	-250	-250	-250
营运资金变动	620	472	814	428
其他经营现金流	-58	-2	-2	-2
<b>投资活动现金流</b>	-131	-2544	-2298	-798
资本支出	720	900	813	727
长期投资	392	0	0	0
其他投资现金流	980	-1643	-1485	-71
<b>筹资活动现金流</b>	-267	-274	-1697	-1707
短期借款	1260	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1527	-274	-1697	-1707
<b>现金净增加额</b>	2076	377	609	3070

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	9176	13833	19010	25495
营业成本	3813	5718	7834	10441
营业税金及附加	57	85	117	158
营业费用	1483	2282	3137	4207
管理费用	1098	1660	2281	3059
研发费用	698	1107	1521	2040
财务费用	204	249	217	227
资产减值损失	0	0	0	0
其他收益	7	0	0	0
公允价值变动收益	2	2	2	2
投资净收益	259	250	250	250
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	2091	2983	4154	5616
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	2089	2983	4154	5616
所得税	285	407	566	765
<b>净利润</b>	1805	2576	3588	4850
少数股东损益	-0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	1805	2576	3588	4850
EBITDA	2299	3174	4418	5910
EPS(元)	0.29	0.42	0.58	0.79

## 主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	47.1	50.7	37.4	34.1
营业利润(%)	56.0	42.7	39.3	35.2
归属于母公司净利润(%)	56.5	42.8	39.3	35.2
<b>获利能力</b>	-	-	-	-
毛利率(%)	58.5	58.7	58.8	59.0
净利率(%)	19.7	18.6	18.9	19.0
ROE(%)	52.6	43.1	44.3	42.3
ROIC(%)	29.3	29.5	33.0	33.7
<b>偿债能力</b>	-	-	-	-
资产负债率(%)	65.5	53.9	49.7	42.5
净负债比率(%)	4.2	4.2	4.2	4.2
流动比率	0.8	0.9	0.9	1.0
速动比率	0.7	0.9	0.9	1.0
<b>营运能力</b>	-	-	-	-
总资产周转率	1.1	1.2	1.3	1.4
应收账款周转率	1926.6	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	20.0	20.0	20.0	20.0
<b>每股指标(元)</b>	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.29	0.42	0.58	0.79
每股经营现金流(最新摊薄)	0.81	0.52	0.75	0.90
每股净资产(最新摊薄)	0.56	0.97	1.31	1.86
<b>估值比率</b>	-	-	-	-
P/E	96.6	67.7	48.6	35.9
P/B	50.8	29.1	21.5	15.2
EV/EBITDA	75.1	53.9	38.6	28.7

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2020 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编：100033