

# 商业贸易

## 中公系列深度五 | 财经：聚焦城市金领，延长培训周期，由小而美走向大而全

### 金领行业，高光领域，催生巨大培训需求

财经培训（资格证书）产业上游承接各类财经考试研发机构，面向 B、C 两端有财经培训需求的企业、从业者、求职者、学生等用户，并将人才输送至下游金融、注册会计师等行业。理解财经培训产业链是分析行业空间和方向的基础，本章我们从下游行业、考试、培训、用户四大视角切入，对财经培训产业规模进行估计，并对未来驱动力进行解析。

下游注会行业 2018 年创收超 1000 亿元，11.1 万执业注册会计师人均创收 91 万元，行业呈现高龄比重较大、后备力量不足的状态；金融行业 2020 年市场规模达 7 万亿，宽口径从业人员规模 1832 万人，1%+ 的人口占比创造 8%GDP 贡献。

考试：金融、财会两大类，CFA、FRM、CPA、ACCA、CMA 认可度较高。培训：行业发展三十年，财会相对成熟，金融仍在探索。用户：在职群体占比高，CPAer 八成在职，CFAer 七成在职，考生普遍高学历。市场：百万考证大军，2019 年 CPA 报考 173 万人，CFA 报考 11 万人，保守估计 2020 年各类考试培训市场规模超 200 亿，2025 年预计超过 900 亿。

我们认为，财经考试需求在相当长时间内是具有稳定支撑和一定成长性的。其一，我国经管类毕业生数量庞大，2018 年达 189.3 万人，占总毕业生比重稳步提升，2018 年达 23.3%，未来双因素叠加下潜在考试人群有望进一步扩大。其二，城市竞合发展催生人才争夺，CFA、ACCA 等持证者享有落户、住房、现金、个税、子女等优惠政策，正向激励下潜在考试群体报考意愿进一步提升。财经考证的稳定需求为培训市场提供坚实的基础，成长性为培训市场提供更大的空间。

### 业内公司：大浪淘沙，殊途同归

财经考证培训机构的发展与传媒方式演变同步进行。第一代培训机构东奥会计在线、中华会计网校等机构都以教材出版切入培训赛道，教材的编著者即为授课名师。第二代培训机构诞生于 2005-2010 年，中博、高顿、金程等机构凭借 CFA、ACCA 等考试培训课程的引入迅速壮大，从单一品类发展至财经考证全品类，后续拓展至考研等其他职教领域。第三代培训机构诞生于 2015 年以后，由于原有市场高客单价留下了价位稍低的空间，这类机构以小而美、差异化、性价比为亮点切入市场，目前口碑良好。

目前，高顿/金程/中博分别拥有教师 300+人/700+人/500+人，分校 26/7/203 所，分校大小差异较大。横向对比各家课程产品，整体呈高端价位与高度同质同在，各家高端培训课程在 5-6 万元左右，中端课程在 2-3 万左右，普通课程在 1 万元左右，价格差异主要体现在服务上，高端课程普遍主打 1v1、面授、就业服务等。

### 中公教育：模式创新，优势复用，赋能财经

中公教育通过“研发+师训”模式创新，巩固市场竞争力，研发专业化突破市场瓶颈，师训标准化打破行业教师数量壁垒，渠道布局辐射全国，深度挖掘市场需求，一体化管理提升执行效率，探索线上线下融合，抓住时机扩大领先优势。目前，公司拥有 1335 个网点，1.8 万名教师，4 万多名员工，探索及壮大财经培训领域优势足，潜力大。

**盈利预测及估值：**根据公司业绩预告披露 20 年净利在 23-24.5 亿之间，我们预计公司 21-22 年净利分别为 36 亿、49 亿元。根据业绩预告净利区间均值及我们的预测，公司 20-22 年 PE 分别为 74x、49x、36x。

**风险提示：**宏观经济波动风险；政策风险；市场竞争风险；经营管理风险；

证券研究报告

2021 年 04 月 09 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号：S1110516060001

liuzhangming@tfzq.com

孙海洋

分析师

SAC 执业证书编号：S1110518070004

sunhaiyang@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《商业贸易-行业点评:中国有赞 | 为老商家创造价值逐年提升, 看好长期发展》 2021-03-30
- 2 《商业贸易-行业点评:三只松鼠 | 四季度总体扭亏为盈, 线上渠道京东盈利天猫边际改善, 线下门店实现整体盈利, 分销表现靓丽, 拐点或已至》 2021-03-30
- 3 《商业贸易-行业深度研究:中公系列深度四 | IT 培训: 产业需求旺课程更新快, 品牌化专业化势在必行》 2021-03-27

## 内容目录

<b>1. 金领行业，高光领域，催生巨大培训需求</b>	<b>5</b>
1.1. 高端金融财会人才待遇高、需求大	5
1.1.1. 注册会计师人均创收 91 万，后备力量不足	5
1.1.2. 金融行业 1800 万从业者，1%+人口创造 8%GDP	7
1.2. 考培分为金融/财会两大类，CFA、CPA、ACCA 等认可度较高	8
1.3. 培训覆盖周期长，从基础证书到企业管理	10
1.4. 用户在职群体占比高，普遍具有高学历	12
1.5. 预计 2025 年行业规模超 900 亿	14
<b>2. 业内公司：大浪淘沙，殊途同归</b>	<b>20</b>
2.1. 第一代：教材出版切入培训赛道，编著者即名师	20
2.1.1. 东奥会计在线：书网结合，名师稳固，专注会计	20
2.1.2. 中华会计网校：正保远程旗下品牌，百位名师联袂主讲	21
2.2. 第二代：爆款切入横向拓品，广纳青年名师打造高端产品	23
2.2.1. 高顿财经：2B 起家，300+教师	23
2.2.2. 金程教育：CFA 起家，700+教师	24
2.2.3. 中博教育：ACCA 起家，500+教师	25
2.3. 第三代：小而美，差异化	25
2.3.1. 斯尔教育：CPA 入局，初出茅庐，来势汹汹	25
2.4. 深度分析及产品对比：高端价位，高度同质	27
<b>3. 中公教育：模式创新，优势复用，赋能财经</b>	<b>30</b>
3.1. “研发+师训”模式创新，巩固市场竞争力	30
3.1.1. 研发专业化突破市场瓶颈	30
3.1.2. 师训标准化打破行业教师数量壁垒	31
3.2. 渠道+管理+技术，多方优势赋能财经新赛道	32
3.2.1. 渠道布局辐射全国，深度挖掘市场需求	32
3.2.2. 一体化管理提升运营效率	32
3.2.3. 探索线上线下融合，抓住时机扩大领先优势	33
3.3. 盈利预测与估值	33
<b>4. 风险提示</b>	<b>34</b>

## 图表目录

图 1：2010-2018 年我国注册会计师行业收入	5
图 2：2011-2018 年我国执业注册会计师人均创收	5
图 3：2011-2020 年我国执业注册会计师人数	5
图 4：2011-2020 年我国合伙人股东人数	6
图 5：我国注册会计师年龄结构	6
图 6：我国合伙人股东年龄结构	6

图 7: 法人与执业 CPA 人才增速背离 (1)	7
图 8: 法人与执业 CPA 人才增速背离 (2)	7
图 9: 我国金融业增加值及占 GDP 比例	7
图 10: 我国法单位金融业从业人员数量 (单位: 万人)	8
图 11: 2016 年金融业各子行业从业人员占比 (单位: 万人)	8
图 12: 2013-2019 年我国金融业各子行业从业人员数量 (单位: 万人)	8
图 13: 2003-2016 年我国金融业从业人员数量按单位性质分类 (单位: 万人)	8
图 14: CFA	9
图 15: FRM	9
图 16: CPA	10
图 17: ACCA	10
图 18: CMA	10
图 19: 职业教育及财经考试分类	11
图 20: 按生命周期划分财经培训	11
图 21: 2018 年 CPA 按在职/在校分类	12
图 22: 2018 年 CPA 在职考生按单位性质分类	12
图 23: 2018 年 CPA 考生按学历层次分类	13
图 24: 2018 年 CPA 考生按专业背景分类	13
图 25: 2019 年 6 月 CFA 考生按职业状态分类	14
图 26: 2019 年 6 月全球 CFA 在职考生按工作岗位分类	14
图 27: 2019 年中国 CFA 报考人数达 11.21 万人	14
图 28: 2019 年中国 CPA 报考人数达 173.15 万人	14
图 29: 2019 年中国 CMA 报考人数达 10.94 万人	15
图 30: 2020 年 FRM 持证 15800 人, 2016 年 ACCA 会员 6060 人	15
图 31: 2018 年经管类毕业生 189 万, 占总毕业生人数 23.3%	16
图 32: 经管类毕业生按学历类型分类 (单位: 万人)	16
图 33: 东奥名师天团	21
图 34: 正保远程教育品牌网校	22
图 35: 中华会计网校企业财税会员服务 (财税咨询业务)	22
图 36: 中华会计网校部分会员单位	22
图 37: 中华会计网校名师团队	22
图 38: 2011 年-2020 年正保营业总收入和净利润	23
图 39: 2011 年-2020 年正保营业收入分产品	23
图 40: 高顿教育课程产品	24
图 41: 斯尔教育名师团队 (1)	26
图 42: 斯尔教育名师团队 (2)	26
图 43: 截止 18 年 4 月, 中公教育设有 11 个专业研究院和 31 个地方研究院	30
图 44: 中公教育课程体系研发主要由专业研究院负责	30
图 45: 中公教育研发团队持续扩大	31
图 46: 中公教育研发人员薪资富有竞争力	31
图 47: 中公教育教师人数迅速增加	31

图 48: 15-17 年中公网点数逐渐与华图拉开差距.....	32
图 49: 15-20 年教育行业千亿级公司网点数情况.....	32
图 50: 中公教育核心竞争体系.....	33
图 51: “实时态势感知”的企业平台.....	33
表 1: 2020 年 CFA+CPA+CMA+ACCA+FRM 考试培训市场规模约 250 亿.....	15
表 2: 2025 年 CFA+CPA+CMA+ACCA+FRM 考试培训市场规模预计超 900 亿.....	15
表 3: CFA 持证人优惠.....	17
表 4: ACCA 持证人优惠.....	18
表 5: 其他财经证书持证人优惠.....	18
表 6: 东奥会计在线部分名师阵容.....	21
表 7: 中华会计网络部分名师.....	23
表 8: 斯尔教育名师阵容.....	26
表 9: CPA 产品对比.....	28
表 10: CFA 产品对比.....	28
表 11: FRM 产品对比.....	29

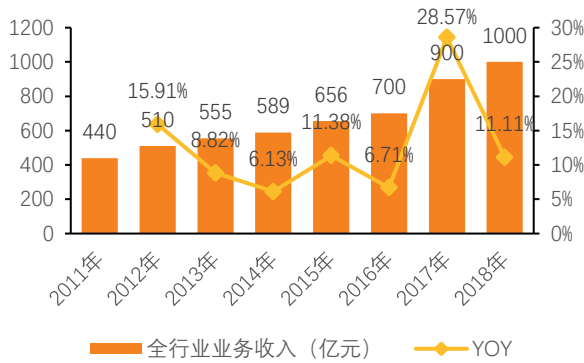
## 1. 金领行业，高光领域，催生巨大培训需求

### 1.1. 高端金融财会人才待遇高、需求大

#### 1.1.1. 注册会计师人均创收 91 万，后备力量不足

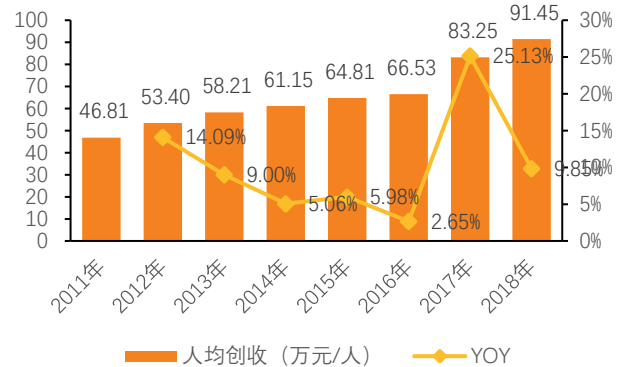
2010 年以来，我国注册会计师行业持续健康发展，2018 年全行业收入预计达到人民币 1000 亿元，执业注册会计师人均创收达 91.45 万元。十年来，我国注册会计师行业规模逐步扩大，从 2011 年的 440 亿元增长至 2018 年的 1000 亿元，期间 CAGR 达 12.4%，增速超同期 GDP 增长率 9.5%。人均创收从 2011 年的 46.81 万元/人增长至 91.45 万元/人，期间 CAGR 达 10.0%。

图 1：2010-2018 年我国注册会计师行业收入



资料来源：财政部会计司，天风证券研究所

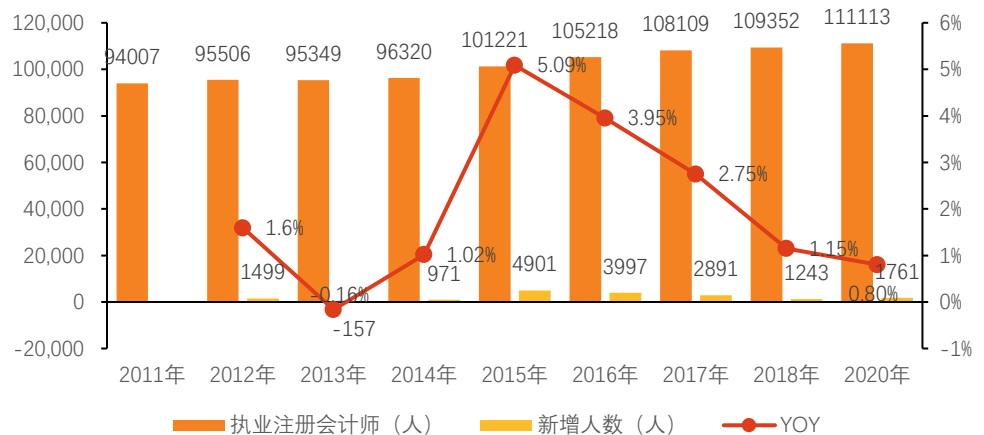
图 2：2011-2018 年我国执业注册会计师人均创收



资料来源：财政部会计司，天风证券研究所

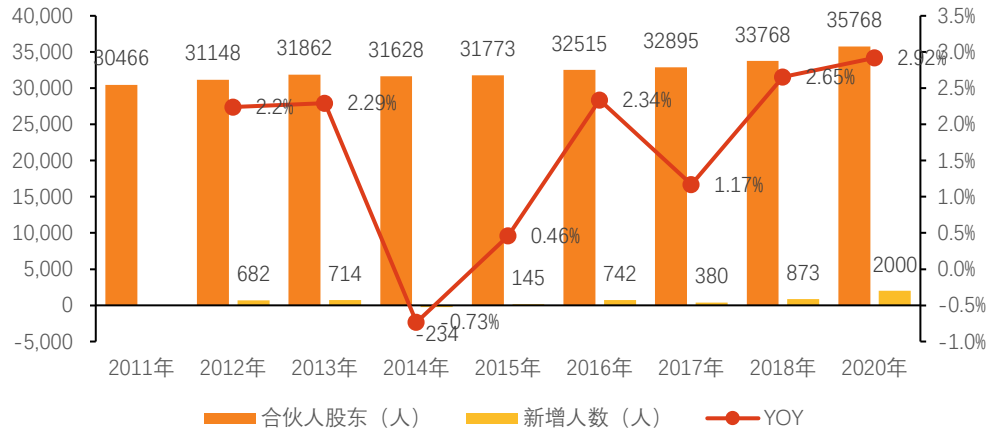
2020 年，我国执业注册会计师人数达 11.1 万，合伙人股东人数达 3.6 万。截至 2020 年，我国执业注册会计师人数达 111,113 人；2011 年，我国执业注册会计师人数为 94,007 人，九年间平均每年新增 1,901 人。2020 年我国合伙人股东人数达 35,768 人；2011 年，我国合伙人股东人数达 30,466 人，九年间平均每年新增 589 人。

图 3：2011-2020 年我国执业注册会计师人数



资料来源：财政部会计司，天风证券研究所

图 4：2011-2020 年我国合伙人股东人数

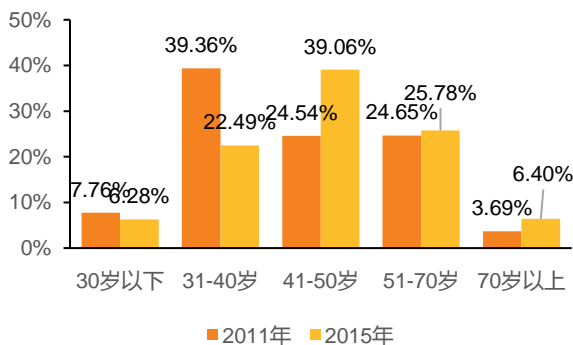


资料来源：财政部会计司，天风证券研究所

我国注册会计师行业年龄结构呈现“高龄比重较大，后备力量不足”的特点。从注册会计师年龄结构来看，2011-2015 年我国 30 岁以下占比从 7.76% 降至 6.28%；31-40 岁占比从 39.36% 降至 22.49%；41-50 岁占比从 24.54% 增至 39.06%；51-70 岁占比从 24.65% 小幅升至 25.78%；70 岁以上占比从 3.69% 增至 6.40%。从合伙人年龄结构来看，40 岁以下占比从 12.47% 降至 8.16%，41-60 岁占比从 58.94% 增至 65.51%。

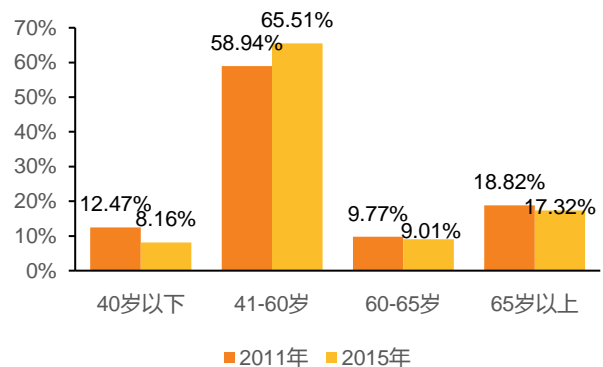
2015-2020 年，我国执业注册会计师增速呈逐年下降趋势，“高龄比重较大，后备力量不足”问题更加凸显。高龄注册会计师比重较大的原因是我国注册会计师行业起步较晚，自 1993 年开始实行注册会计师考试，1998 年行业实行“脱钩改制”，当时行业的中坚力量年龄段较为集中，后陆续进入高龄状态。后备力量不足的原因主要是人才流失，我国金融、互联网等领域蓬勃发展，注册会计师行业对年轻人的吸引力有所下降，加入会计师事务所不再是优秀年轻专业人士的首选；同时，经验丰富的注册会计师离开事务所流向国企、券商、上市公司的比例比前些年略有提升。

图 5：我国注册会计师年龄结构



资料来源：财政部会计司，天风证券研究所

图 6：我国合伙人股东年龄结构

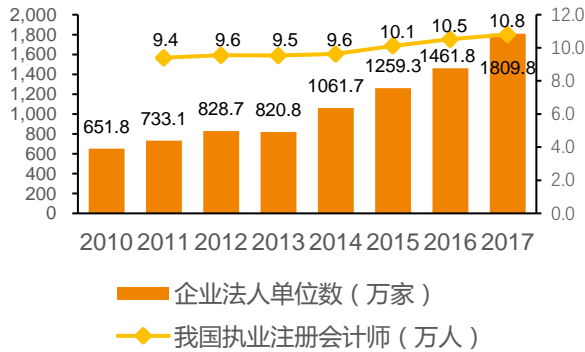


资料来源：财政部会计司，天风证券研究所

从人才需求上来看，企业法人和执业注册会计师二者增速出现背离，高端人才供给缓慢。2010 年，我国企业法人单位数量仅为 652 万家，2017 年增长至 1,810 万家，7 年复合增长率为 15.7%，而到 2018 年底，中注协只有执业会员（注册会计师）109,352 人，非执业会员 143,812 人（其中国外及港澳台地区非执业会员 601 人）。

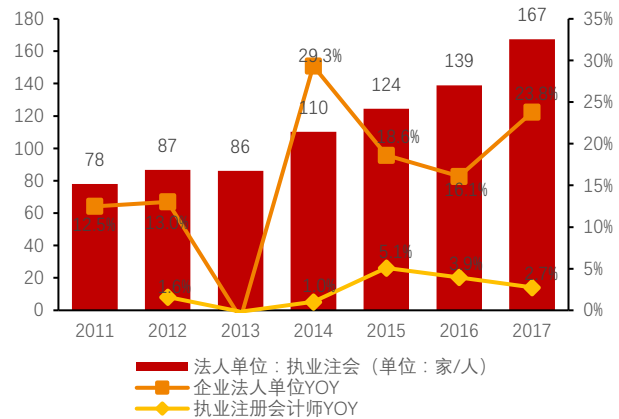


图 7：法人单位与执业 CPA 人才增速背离（1）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：法人单位与执业 CPA 人才增速背离（2）

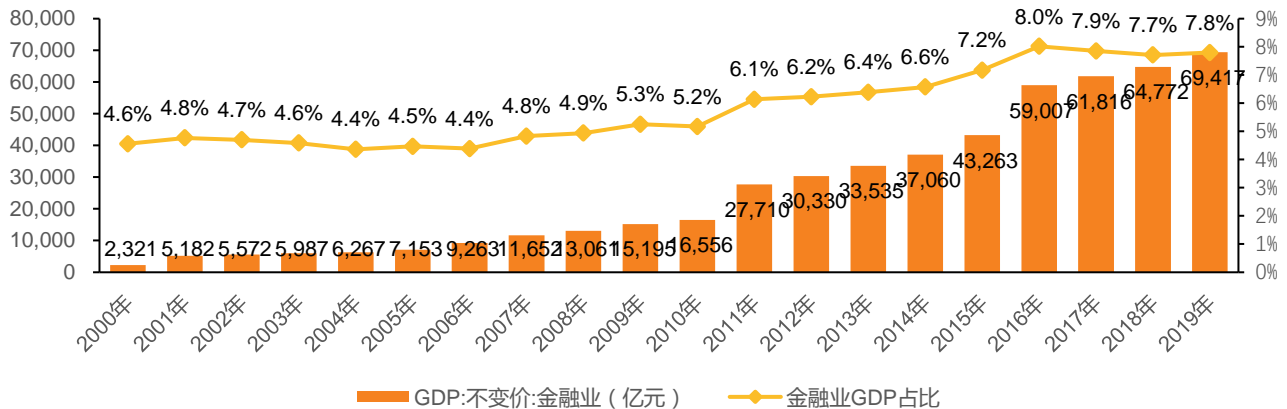


资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.1.2. 金融行业 1800 万从业者，1%+人口创造 8%GDP

金融业是指经营金融商品的特殊行业，包括银行业、保险业、信托业、证券业、租赁业，其中各类银行占有主导地位。2019 年，我国金融业增加值达 69,417 亿元，同比增速达 7.2%。2000-2019 年，我国金融业增加值从 2,321 亿元增加至 69,417 亿元，金融业增加值占 GDP 比例从 4.6% 提升至 7.8%。

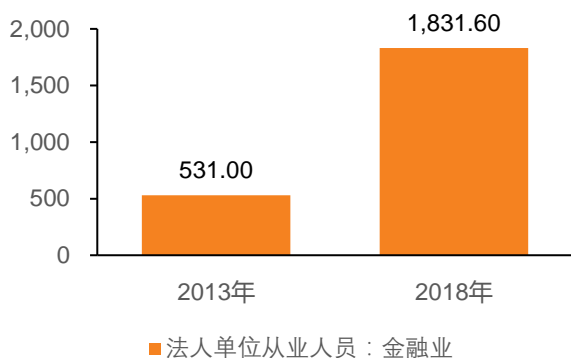
图 9：我国金融业增加值及占 GDP 比例



资料来源：Wind，天风证券研究所

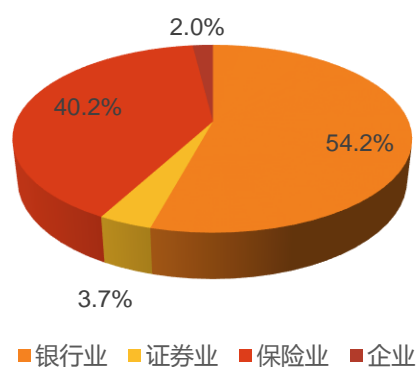
从金融业从业人员上看，2013-2018 年我国法人单位金融从业人员数量从 531 万人快速增加至 1832 万人。2018 年，我国非私营单位金融业就业人员达 826 万人，其中保险业就业人员达 421 万人。从各行业占比上来看，2016 年我国金融业从业人员中银行业/保险业/证券业/其他占比分别为 54.2%/40.2%/3.7%/2.0%，对比 2019 年来看保险业从业人员数增长显著快于其他行业。从金融业从业人员单位性质上来看，2003-2016 年，国有单位从业人员从 176.3 万人减至 148.7 万人，城镇集团单位从业人员从 63.8 万人减至 44.9 万人，其他单位从业人员从 46.2 万人增加至 471.5 万人。

图 10：我国法人单位金融业从业人员数量（单位：万人）



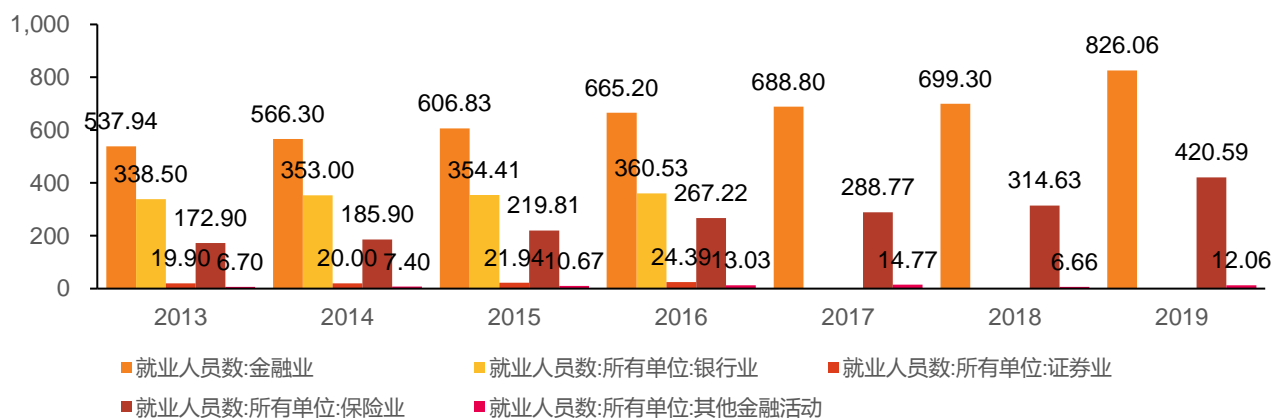
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：2016 年金融业各子行业从业人员占比（单位：万人）



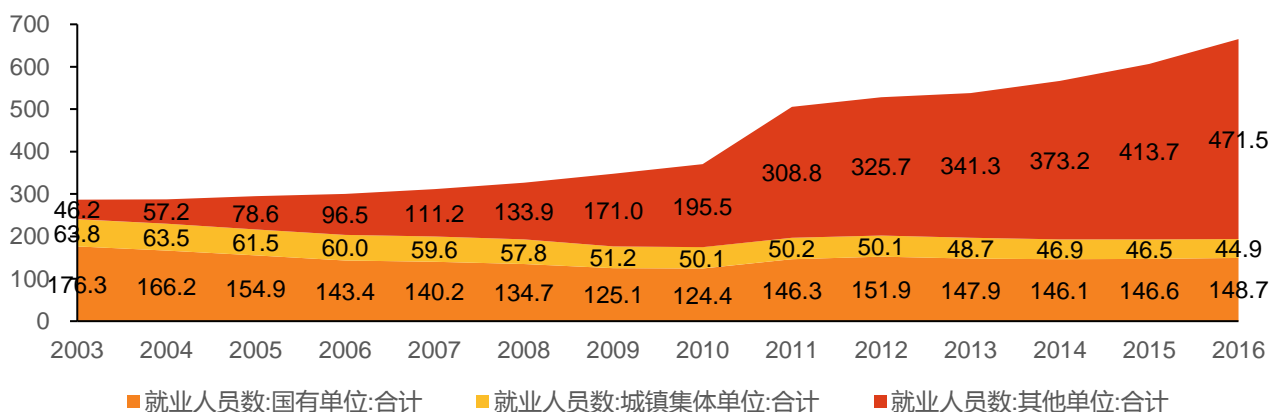
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：2013-2019 年我国金融业各子行业从业人员数量（单位：万人）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：2003-2016 年我国金融业从业人员数量按单位性质分类（单位：万人）



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 1.2. 考培分为金融/财会两大类，CFA、CPA、ACCA 等认可度较高

财经考试细分品类众多，按考试内容可分为金融和财会两类，按认证机构层次可分为国内和国际两类。

金融类国内认证考试包括银行/证券/基金/期货/保险从业资格考试、初级/中级经济师考试



和精算师考试；国际认证考试包括特许金融分析师 CFA（共三级）、风险管理师 FRM（共二级）、北美精算师（准精算师 ASA、精算师 FSA）等。

财会国内认证考试包括初级/中级/高级会计师、注册会计师（CPA）等；国际认证考试包括特许公认会计师（ACCA）、美国管理会计师（CMA）、美国注册会计师（AICPA）、加拿大注册会计师（CGA）、国际注册内部审计师（CIA）等。

其中，**特许金融分析师（CFA）**资格认证始于1963年，被认为是“华尔街入场券”和“国际第二护照”，在国际金融领域有较高的认可度。CFA 考试内容涵盖经济学、金融产品数量分析、财务报表分析、公司理财、投资组合管理等金融知识，通过 CFA 课程的学习，考生可以习得成为一名金融分析师的必备技能。CFA 持证人从业机构包括高盛、摩根士丹利、J.P. 摩根、花旗等国际著名金融机构。高认可度催生高报考需求，CFA 考试自 2000 年进入中国大陆地区以来，报考人数逐年增长，2019 年 CFA 报考人数已达 11.21 万人。

**金融风险管理师（FRM）**资格认证始于 1997 年，经过多年发展，全球风险管理者和各大企业雇主将 FRM 头衔作为衡量金融风险管理专业人员专业水平和诚信度的标准。美国、加拿大、英国等国家的许多著名风险管理机构已把获得 FRM 资格列为对其高级雇员的考核要求。FRM 考试内容涵盖基本的金融工具理论知识、金融市场基础知识、风险计量方法、风险管理方法等。2015 年全球拥有最多 FRM 资格认证员工的金融机构包含工商银行、中国银行、汇丰银行、中国农业银行、花旗银行等。FRM 考试 2002 年进入中国，截至 2020 年，中国共有 15800 名 FRM 持证人员。

图 14：CFA



资料来源：CFA Institute，天风证券研究所

图 15：FRM

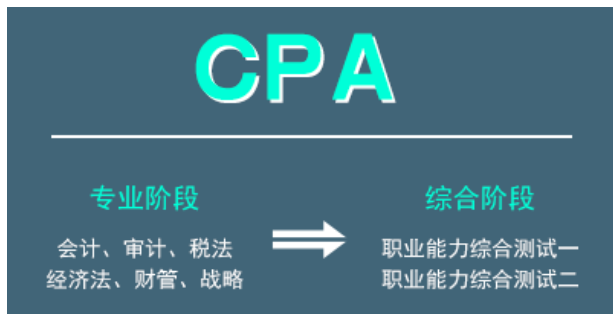


资料来源：GARP 官网，天风证券研究所

**注册会计师（CPA）**考试始于 1991 年，是目前中国大陆财会领域的顶级证书，执业注册会计师享有企业财务报表签字权。CPA 考试内容涵盖《审计》、《财务成本管理》、《经济法》、《会计》、《公司战略与风险管理》、《税法》，通过 CPA 课程的学习，求职者可以掌握扎实的财务知识，即使不到会计师事务所从事审计工作，在其他金融机构如银行、证券公司也能发挥重要作用。业内的高认可度吸引着大量考生参与 CPA 考试，近年来每年 CPA 考试人数超过 100 万人。截至 2019 年 3 月 31 日，中注协非执业会员有 148682 人，注册会计师(执业会员)107430 人。

**国际注册会计师（ACCA）**考试始于 1905 年，是全世界有志投身于财务、会计、管理领域的专业人才的首选认证。ACCA 公会目前在全球超过 7110 家认可雇主，中国超过 600 家认可雇主，认可雇主涉及通信、科技、生产制造、能源公共事业、快消品与零售、金融服务、专业服务、事务所等领域。ACCA 考试内容包含商业与技术、管理会计、财务会计等 15 门课程，且由于其学习的是国际会计准则，在金融机构为海外客户服务时，相比国内注册会计师有明显优势。2016 年，中国大陆 ACCA 学员数 63377 人，会员数 6060 人。

图 16: CPA



资料来源：北京注册会计师协会官网，天风证券研究所

图 17: ACCA



资料来源：ACCA 中国官网，天风证券研究所

美国注册管理会计师（CMA）考试始于 1919 年，从 2007 年起在中国设立 CMA 中文考试，在管理会计领域有着很高的地位。CMA 认证在全球范围内被企业财务高管所广泛认可，国际巨头如 IBM、奥姆康妮、强生、卡特彼勒明确提出支持员工考取 CMA 认证，国内企业如中国银行、中国农发行、平安集团亦纷纷展开 CMA 管理会计内训计划，储备相关人才。CMA 课程及考试内容几乎涵盖所有 MBA 课程，因此被比喻为迷你工商管理硕士课程。这些课程包含了管理会计、财务计划、预算及财务预测、财务业绩考评、商业分析、战略管理等涉及企业运营重要方面的内容。2019 年，中国 CMA 报考人数超过 10 万人。

图 18: CMA



资料来源：高顿教育，天风证券研究所

### 1.3. 培训覆盖周期长，从基础证书到企业管理

财经培训属于职业教育大类，培训目的及形式多样。职业教育是指对受教育者实施可从事某种职业或生产劳动所必须的职业技能、职业知识和职业道德的教育，按照是否颁发国家承认的学历证书为标准，分为学历类教育和非学历类教育。非学历教育中，职业考试培训以考取证书、获得相应职业岗位招录资格为目的；职业技能提升是为了获得专业技能，更加注重实操能力；企业管理培训的目的是为了提高企业整体运营效率。

图 19：职业教育及财经考试分类



资料来源：多鲸资本，天风证券研究所

按照用户的生命周期分类，即受教育者的年龄、职业层次分类，财经培训可以分为：针对在读学生、求职人员、职场新人的财经考试培训，针对求职人员的财会实操培训，针对职场新人、企业财务管理人员的企业财税培训，以及针对企业管理层的 CFO 高端峰会等。

财经培训针对不同用户的不同需求，产品覆盖从业人员从学生阶段至职业成熟期的所有阶段。用户的“终身”财经教育包括三大阶段，机构提供不同的产品形态。

第一阶段覆盖财经及泛财经基础知识的系统学习，以基本证书为主要形态，如美国注册金融分析师 CFA、特许公认会计师 ACCA 等；

第二阶段提供实践能力学习，产品形态如财经夏令营等，培训机构以实践经验进行教学；

第三阶段职后阶段，用户目的主要为个人能力提升及视野拓展，培训机构提供的产品形态如峰会等。

图 20：按生命周期划分财经培训



资料来源：多鲸资本，天风证券研究所

我国财会培训市场经历近 30 年发展，从最初财会教材及辅导资料出版售卖，到逐渐形成规模的线下培训班、再到线上录播和直播授课方式兴起，财会培训行业已经是职业教育领

域相对成熟的赛道。

基于产品实际付费用户的特点，分为面向 C 端的财会考证培训及财会实操培训和面向企业的财税培训。财会考证培训由线下大班和集训模式开始，随着互联网门户网站和站点兴起逐渐过渡到线上录播课模式，并于 2014 年前后开始涉猎在线直播教学模式。企业财税培训模式主要是针对外资企业及大企业做定制培训服务。

从市场竞争格局来看，具有互联网基因的培训机构多数以考证起家，而线下机构在实操和企业内训领域占主流，同时基于实际课程特点和学习对象的需要，线上、线下结合类课程逐渐增多。

**我国金融培训行业经过近 30 年发展，仍然处于快速成长期。**1982-2001 年是金融培训行业的最初探索期，央行、五大国有银行都在此阶段成立了培训中心或金融学院。2002-2009 年是金融培训行业的萌芽期，2002 年央行培训学院率先开始探索远程教育，高校下属培训机构、金融机构的企业大学、线下第三方专业金融机构以及最早涉足 e-learning 的企业培训服务商都诞生于此阶段。2010-2016 年是金融培训行业的成长期，目前规模较大、较知名的面向个人用户的第三方专业金融培训机构的网校都在此阶段成立，形成线上+线下的模式。2017 年以后，金融培训行业快速发展，服务开始定制化、个性化，OMO 模式开始兴起。知名校企合作趋势化，开始专注金融科技等新领域的产学研融合，赋能新人才培养。

#### 1.4. 用户在职群体占比高，普遍具有高学历

一般来说，财经培训市场分为 toB 和 toC 两种，C 端用户培训目标在于提升求职竞争力、专业能力或综合能力，B 端用户目标在于提升企业效率。财经考试培训以 to C 为主，企业财税培训以 to B 为主，财会实操培训、CFO 高端峰会 to B、to C 两种模式都较为常见。本文侧重研究财经考试培训，故以 CPA、CFA 考生群体为例进行用户画像。

##### ● 注册会计师 CPA 考生画像：在职考生超八成，企业、会所等从业者众多

**注册会计师考试在职考生占比超八成，公司企业、会计师事务所、行政事业单位从业者众多。**注册会计师（CPA）分为专业阶段考试和综合阶段考试，专业阶段考试包含六个科目，分别为会计、审计、财务成本管理、经济法、税法和公司战略与风险管理。根据中注协《2018 年注册会计师全国统一考试分析报告》，专业阶段考生在职/在校比例分别为 79.50%/20.50%，综合阶段考生在职/在校比例分别为 92.98%/7.02%。其中，在职考生群体的单位性质以公司企业、会计师事务所、行政事业单位为主，专业阶段在职考生中，公司企业/会计师事务所/行政事业单位从业人员占比分别为 51.43%/8.89%/12.25%，综合阶段在职考生此三类人员占比分别为 47.57%/27.41%/11.81%。

图 21：2018 年 CPA 按在职/在校分类

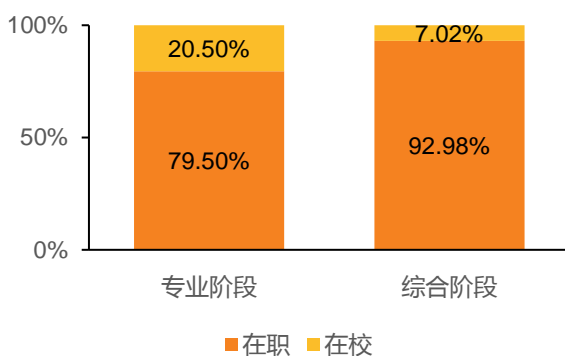
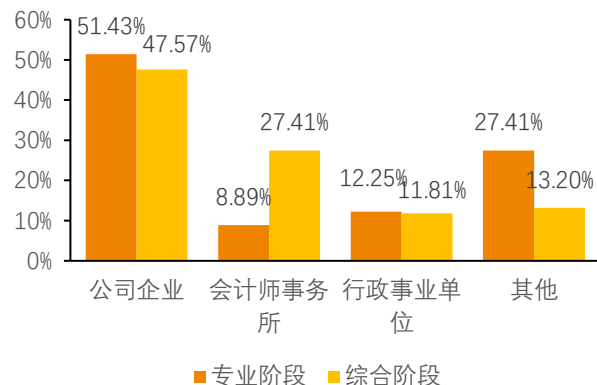


图 22：2018 年 CPA 在职考生按单位性质分类



资料来源：中注协，天风证券研究所

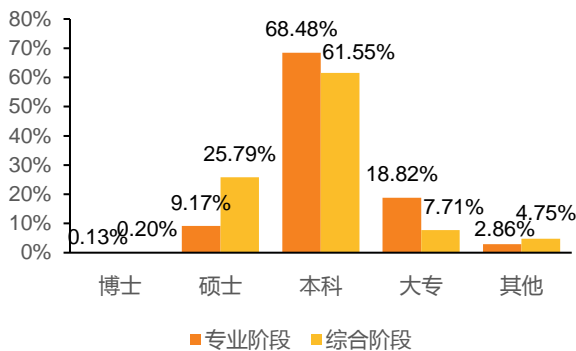
资料来源：中注协，天风证券研究所



注册会计师考生最高学历层次以硕士、本科、大专为主，其中本科占比超六成，侧面反应考生以研究生在读学生和在职人员为主。参加两阶段考试的考生中，具有本科学历（不含以上）考生占比超过六成，博士学历考生占比极少，不达 1%。专业阶段考生中，最高学历为硕士/本科/大专的考生占比分别为 9.17%/68.48%/18.82%，本科学历考生达近七成，大专学历考生也是重要的用户群体，占比近二成；综合阶段考生中，最高学历为硕士/本科/大专的考生占比分别为 25.79%/61.55%/7.71%，硕士研究生学历考生占比明显提高，侧面反应一部分考生选择在硕士毕业进入职场后继续报考综合阶段考试。

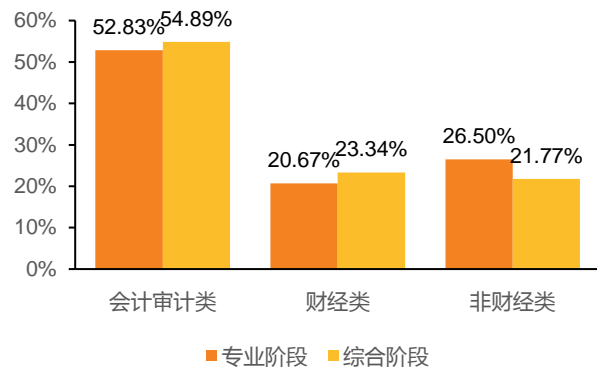
会计审计类考生报名人数高于其他专业学生。专业阶段考生中，专业背景为会计审计类、财经类（不含会计审计类）、非财经类的占比分别为 52.83%/20.67%/26.50%；综合阶段考生中，三类考生占比分别为 54.89%/23.34%/21.77%。由于注册会计师资质对具有会计审计专业背景的考生职业影响较大，因此此类专业背景人员是注册会计师考试的主力人群。综合来看，两阶段非财经类专业考生占比均未超过三成。

图 23：2018 年 CPA 考生按学历层次分类



资料来源：中注协，天风证券研究所

图 24：2018 年 CPA 考生按专业背景分类



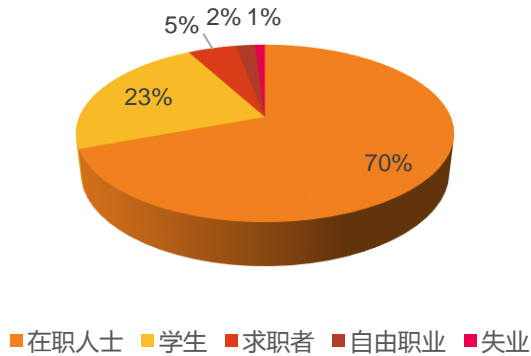
资料来源：中注协，天风证券研究所

● 特许金融分析师（CFA）考生画像：研究、投资、量化分析师等占比较高

特许金融分析师（CFA）考生以在职人士为主。根据 CFA 协会对 2019 年 6 月考生的调查，70%的考生拥有全职或兼职工作（Employed, full-time or part-time），23%的考生为在读学生，5%的考生为求职者（unemployed, but looking for work），2%的考生为自由职业者（self-employed, full-time or part-time），1%的考生处于失业状态且暂时没有求职意愿（unemployed and not looking for work）。

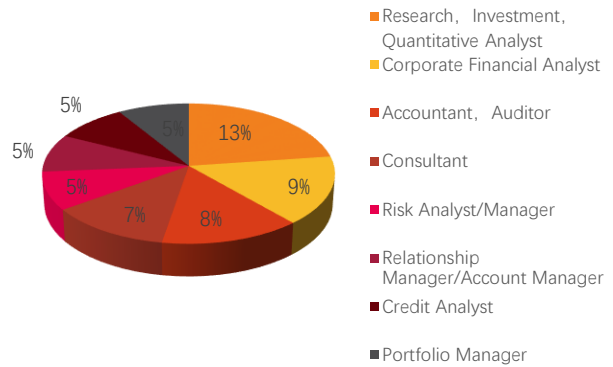
特许金融分析师在职考生岗位较为分散，其中研究、投资、量化分析师（Research, Investment, Quantitative Analyst）占比最高，为 13%。公司金融分析师（corporate Finance Analyst）占比位列第二，为 9%；会计师、审计师（Accountant, Auditor）占比位列第三，为 8%；顾问（Consultant）占比位列第四，为 7%；其他占比较高的还包括风控（Risk Analyst/Manager）、信用分析（Credit Analyst/Manager）、组合管理（Portfolio Manager）等岗位。

图 25：2019 年 6 月 CFA 考生按职业状态分类



资料来源：CFA 协会，天风证券研究所

图 26：2019 年 6 月全球 CFA 在职考生按工作岗位分类



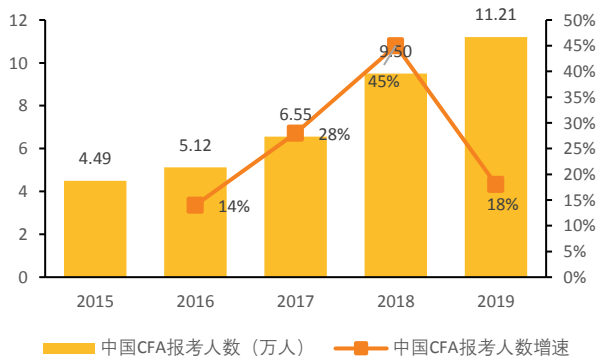
资料来源：CFA 协会，天风证券研究所

### 1.5. 预计 2025 年行业规模超 900 亿

2015 年以来，国内热门财经证书考试报名人数大幅增加。从考试人数上看，会计职称考试报名人数最多，2018 年初级/中级/高级会计职称考试人数分别为 403.6 万人/135.4 万人/5.4 万人。2015-2019 年，我国 CPA 报考人数从 77.7 万人增加至 173.15 万人，CAGR22.2%，增速较为平稳；CFA 报考人数从 4.49 万人增加至 11.21 万人，CAGR25.7%；CMA 报考人数从 0.70 万人增加至 10.94 万人，由于基数较低报考人数呈现迅速扩大状态，CAGR 达 98.9%。

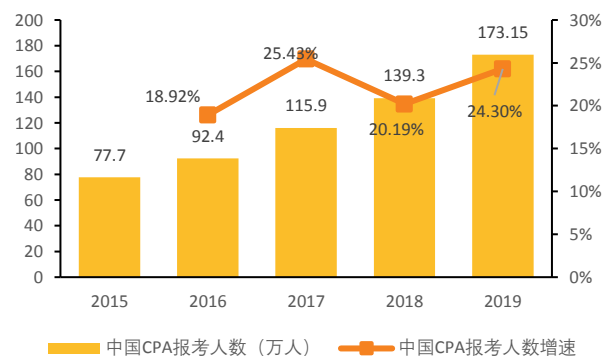
2016 年我国 ACCA 学员达 63,377 人，会员达 6,060 人；2017 年 ACCA 考试报名人数达 27 万人次。2019 年我国 FRM 考试报名人数为 1 万人；截至 2020 年，我国 FRM 此证人数达 15,800 人，全球占比超 1/4。此外，2017 年，国际注册内部审计师 CIA、美国注册会计师 AICPA、加拿大注册会计师 CGA 考试报名人数均达 2 万人；2018 年，税务师考试报名人数达 26.2 万人。

图 27：2019 年中国 CFA 报考人数达 11.21 万人



资料来源：CFA Institute，天风证券研究所

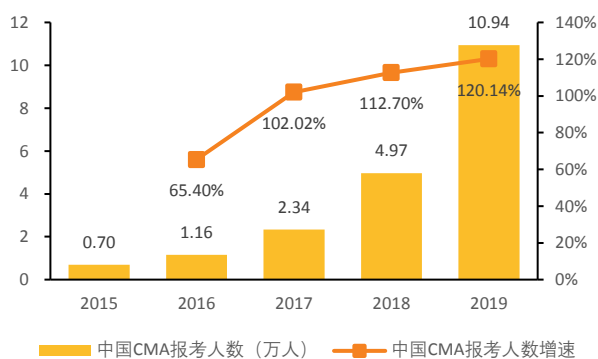
图 28：2019 年中国 CPA 报考人数达 173.15 万人



资料来源：中注协，多鲸资本，天风证券研究所



图 29：2019 年中国 CMA 报考人数达 10.94 万人



资料来源：优财培训，芥末堆，天风证券研究所

图 30：2020 年 FRM 持证 15800 人，2016 年 ACCA 会员 6060 人



资料来源：融跃教育，中国 ACCA 考试网，天风证券研究所

由于 CFA、FRM、CPA、ACCA、CMA 考试难度较大，大部分学员会选择参加培训班。我们假设 2017 年参培率为 70%，并以每年 2% 递增；客单价方面，CFA 与 ACCA 难度较大、培训周期较长，培训课程单价较高，2019 年客单价分别假设为 1.20 万元与 1.21 万元，其余考试客单价分别假设为 1 万元；各类课程每年客单价均以 10% 的幅度提升。2020 年考证培训市场规模约 250 亿，预计在 2025 年将超过 900 亿。

表 1：2020 年 CFA+CPA+CMA+ACCA+FRM 考试培训市场规模约 250 亿

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
CFA 报名人数 (万人)	4.49	5.12	6.55	9.50	11.21	12.89
CPA 报名人数 (万人)	77.70	92.40	115.90	139.30	173.15	207.78
CMA 报名人数 (万人)	0.70	1.16	2.34	4.97	10.94	22.98
ACCA 报名人数 (万人)	19.51	22.95	27.00	31.05	35.71	41.06
FRM 报名人数 (万人)	0.64	0.71	0.79	0.87	0.96	1.05
参培率	66%	68%	70%	72%	74%	76%
CFA 培训客单价 (万)	0.79	0.87	0.97	1.08	1.20	1.32
CPA 培训客单价 (万)	0.66	0.73	0.81	0.90	1.00	1.10
CMA 培训客单价 (万)	0.66	0.73	0.81	0.90	1.00	1.10
ACCA 培训客单价 (万)	0.81	0.90	1.00	1.10	1.21	1.33
FRM 培训客单价 (万)	0.66	0.73	0.81	0.90	1.00	1.10
市场规模 (亿)	46.99	63.82	90.85	126.03	178.86	248.26

资料来源：多鲸资本，CFA institute，中注协，芥末堆，天风证券研究所

表 2：2025 年 CFA+CPA+CMA+ACCA+FRM 考试培训市场规模预计超 900 亿

	2021	2022	2023	2024	2025
CFA 报名人数 (万人)	14.83	16.31	17.94	19.73	21.71
CPA 报名人数 (万人)	249.34	286.74	329.75	379.21	436.09
CMA 报名人数 (万人)	48.26	57.91	69.49	83.39	100.06
ACCA 报名人数 (万人)	47.22	51.95	57.14	62.85	69.14
FRM 报名人数 (万人)	1.16	1.21	1.28	1.34	1.41
参培率	78%	80%	80%	80%	80%
CFA 培训客单价 (万)	1.45	1.60	1.76	1.93	2.13
CPA 培训客单价 (万)	1.21	1.33	1.46	1.61	1.77
CMA 培训客单价 (万)	1.21	1.33	1.46	1.61	1.77

ACCA 培训客单价 (万)	1.46	1.61	1.77	1.95	2.14
FRM 培训客单价 (万)	1.21	1.33	1.46	1.61	1.77
市场规模 (亿)	352.68	456.03	575.30	726.23	917.33

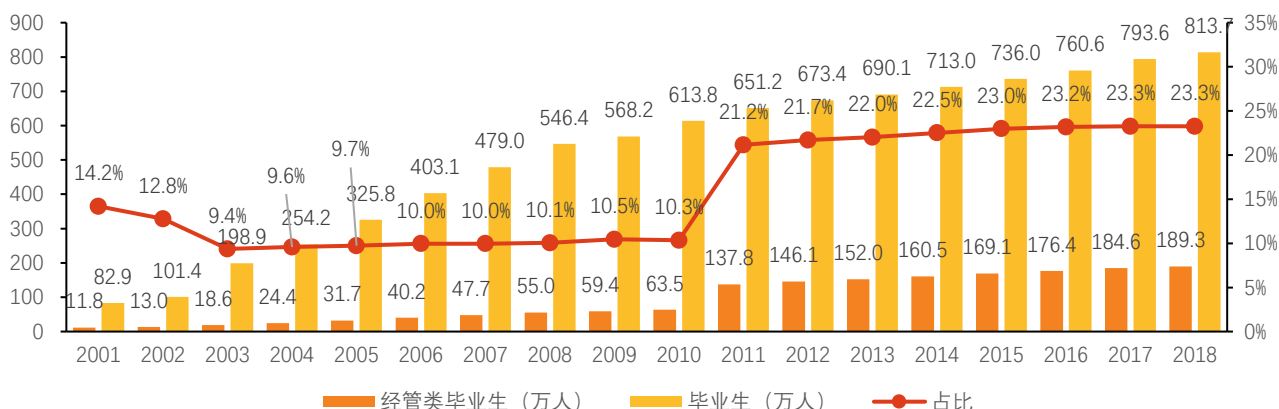
资料来源: 多鲸资本, CFA institute, 中注协, 芥末堆, 天风证券研究所

● 未来驱动力一: 相关专业毕业生人数逐渐增长, 管理类尤为显著

根据教育部公布的 2017 年《普通高等本科学专业目录》, 我国经管类专业一般泛指经济学和管理学这两大学科门类下的二级学科总和。其中, 经济学门类包括 24 个专业, 管理学门类包括 59 个专业; 根据高等和中等职业学校专业目录, 经管类专业泛指财经大类或财经商贸类。

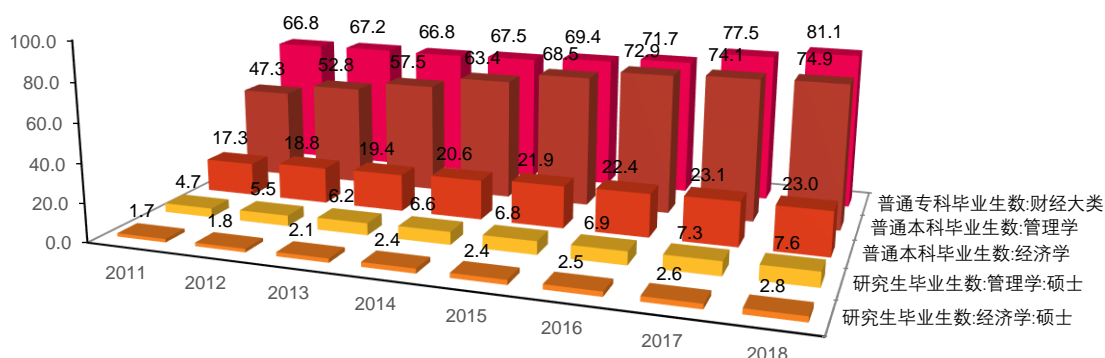
截至 2018 年底, 我国经管类专业毕业生人数为 189.3 万 (包含经济学、管理学本科及硕士毕业生, 财经大类专科毕业生), 相比于 2011 年的 137.8 万人累计增长 51.5 万人。2020 年经管类专业毕业生占总毕业生人数的 23.3%, 2010 年以来占比呈现稳中有升趋势。数量庞大的经管类本专科毕业生升学进入研究生院或进入职场都将创造财经考试增量需求。

图 31: 2018 年经管类毕业生 189 万, 占总毕业生人数 23.3%



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 32: 经管类毕业生按学历类型分类 (单位: 万人)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

● 未来驱动力二：各地政策优惠，吸引学员报考

**CFA、FRM、CPA、ACCA、CMA 资格认证**，除了提升候选人专业知识水平，提高就业竞争力外，持证人在生活方面亦受到政府的诸多优待。如北京对于拥有 CFA 持证资格的人士，在个人所得税方面给予优惠待遇，并对于来京工作的可办理调京手续并办理北京户口；上海给予 ACCA 持证人 30 分居住证加分；浙江注册会计师协会于 2018 年指出将 CMA 入选浙江省国际业务人才库等。提升就业竞争力、享受政策优待激励着越来越多的人考取这几类财经证书。

表 3：CFA 持证人优惠

城市	福利类型	具体内容
深圳	房补、子女入学、就业优惠	根据《深圳市人才认定标准(2011 年)》，特许金融分析师(CFA)、《新财富》“最佳分析师”、金牌董秘等分别作为地方级领军人才和后备级人才，可相应享受住房补贴、子女入学、配偶就业、学术研修、办理“鸿儒卡”等高层次专业人才配套政策；并可以申请 100 平方米公租房或每月 3200 元租房补贴。
北京	落户、个税、子女优待	出对于拥有 CFA、FRM 等持证资格的，在个人所得税方面给予优惠待遇；并对于来京工作的可办理调京手续并办理本市户口，其子女可在京参加高考，录取时与北京市户籍考生享受同等待遇等方面给予照顾和便利等。该政策于 2011 年 2 月 1 日开始以金融街作为试点首先实施。
上海	落户、子女入学、住房优惠	根据《上海市金融领域紧缺人才开发目录》，CFA 持证人人才在户籍、《居住证》、《外国专家证》办理、医疗保障、子女就学、住房等方面给予相应的服务和便利。
广东	奖金人均近 10 万，奖励翻倍	220 名高层次金融人才，享受到超过 2900 万元的奖励。2016 年，政府对《广州市高层次金融人才支持项目实施办法》进行修订，扩大奖励范围，新增金融研究人才以及金融行业协会管理人才，增加了奖励额度，高级金融人才奖励翻倍。
成都	5 万元安家费，100 万资金扶持	金融服务外包企业员工持有 CFA(特许金融分析师)、CIMA(特许管理会计师公会)、ACCA(特许公认会计师公会)、FSA(北美精算师)、FIA(英国精算师)等证书，凭 3 年以上用工合同等证明文件，同样享受 5 万元安家费奖励。成都一直高度重视金融人才队伍，每年斥资 1.2 亿元引才专项资金，用于实施“成都人才计划”。2016 年首次将高层次金融人才纳入第四批“成都人才计划”，拟面向海内外大力引进高层次金融人才。对入选者授予“成都市特聘专家”称号，给予 100 万元的资金扶持，并享受医疗、子女教育、出入境等 11 个方面的特优待遇，诚邀各方金融人才来蓉创新创业。
西安	最高 50 万元工作生活补贴	对新设立或新引进的法人金融机构、金融机构区域性总部、投资基金业企业和地方类金融机构，年工资性收入 50 万元以上的高管，连续 3 年，给予每人最高 50 万元的工作生活补贴。新获得 CFA(注册金融分析师)专业资质的金融从业人员，给予每人最高 50 万元的工作生活补贴。
天津	CFA 持证人优惠政策	金融高端人才奖励包括：落户天津、就业、住房、子女入学、科研经费、法律援助、人才培养等方面给予一系列支持政策。领军人才每人一次性补助 30 万元，高级人才每人一次性补助 20 万元。
宁波	CFA 持证人优惠政策	宁波市金融人才认定专家委员会认证，属于航运金融、物流金融、离岸金融等紧缺金融专业人才，与用人单位签订 3 年以上服务协议，给予其当年在宁波市金融机构个人所得形成的市级地方财力 40% 的补贴，最高补贴 30 万元，补贴期为 3 年。
厦门	CFA 持证人优惠政策	为加快厦门高层次紧缺型金融人才的引进和培养，紧缺型金融人才分别能获得一次性 40 万、25 万元的安家补贴。参加特许金融分析师(CFA)的金融人，并取得相关职业能力资格的，按照考试费用总额的 40% 给予补贴。
佛山	CFA 持证人优惠政策	佛山对高级金融人才给予优厚奖励：行业专项津贴从 5 万元到 30 万元不等，地区补贴从 2 万元到 30 万元不等，进修津贴从 2 万元到 20 万元不等，住房补贴从 3 万元到 20 万元不等。
南京	CFA 持证人优惠政策	2017 年《南京市人才安居办法(试行)》里写出：获得特许金融分析师(CFA)或金融风险管理师(FRM)资格证书且正受聘我市经国家金融监管部门批准，此 C 类人才可在本市选择申请共有产权房、人才公寓、购房补贴和租赁补贴中的一种安居方式。申请共有产权房的，面积为 120 平方米左右，与公有产权人分别持房屋所有权 50% 份额，在本市工作 5 年后，仍符合条件的，每年可以原价购买房屋产权份额的 10%；申请购房补贴的，补贴标准为实际购房金额 50%，最高 170 万元；申请人才公寓的，面积为 120 平方米左右；申请租赁补贴的，租赁补贴金额为每月 6000 元。

资料来源：各市政府网站，高顿教育，天风证券研究所

表 4: ACCA 持证人优惠

城市	福利类型	具体内容
西安	生活补贴	西安高新区“五八八二”三次创业战略列为“积极吸引高端金融人才”，根据西安公布的《西安市加快金融业发展的若干扶持办法》中，明确将 ACCA 人才列为“具备国际资质的高端金融人才”，获得 ACCA（特许公认会计师公会会员）专业资质的金融从业人员，给予每人最高 50 万元的工作生活补贴
珠海	落户补贴	根据《关于实施“珠海英才计划”加快集聚新时代创新创业人才的若干措施》，珠海每年将为人才引进投入 25 亿，提供福利包括落户补贴，住房产权，医疗，子女入学等一系列优惠。ACCA 人才被列入《珠海市紧缺人才开发目录》当中，持有 ACCA 证书的财务人，一旦落户珠海，可以直接获得 20 万落户补贴。对于被评定为高端稀缺人才的，补贴额度还会更高。
重庆	购房补贴 +人才补贴	重庆市渝北区印发了《大力实施创新驱动发展战略加快建设创新生态圈的若干政策》及相关配套文件，落实引进临空创新人才。(1)购房补贴：ACCA 被列入临空创新人才目录，最高可获 200 万元项目资金，60 万元人才补贴，25 万元一次性购房补贴。临空创新人才及其配偶、子女户口可随调随迁。(2)人才补贴：文件中明确指出，将国际权威的职业资格认证 ACCA 列入临空经营管理 B 类及 C 类人才目录，分别享 60 万元和 10 万元人才补贴及其他优惠政策。
成都	落户补贴	成都天府新区成都直管区召开发布会，重磅推出成都《天府新区成都直管区“天府英才计划”实施办法》计划中指出，55 周岁以下，近 5 年取得 ACCA 专业资格证书，且在直管区注册的金融机构担任高级管理职务两年以上的财会人可以直接申请成为 B 类高端人才。按照“天府英才计划”，高端人才 B 类可以获得高达 80 万的落户安家补贴，医疗，子女入学等优惠福利。
上海	落户及现金奖励	已办理上海居住证的 ACCA 持证人，凭 ACCA 证书可获得落户 30 积分，此外，对于想去会计师事务所的 ACCA 持证人，可根据《上海市注册会计师协会行业人才管理培养办法》获得 10,000 元奖励。
广州	落户补贴	ACCA 持证人可享受广州市政府提供的安家补贴，具体数额为最高不超过 100 万元，非广州户籍的金融人才和配偶，子女，可在购房、购车、子女入学等方面享受广州市民同等待遇，在落户上享受优先办理。
杭州	现金奖励	本科学历的 ACCA 持证人交满连续一年社保后就可申请落户！在省内事务所工作满三年期间，未受任何处罚，考取 ACCA 等相关境外资格的奖励 3000 元。
北京	落户优惠	在京发展的 16 项政策中指出，加强对高端金融人才 ACCA 等在引进住房保障医疗健康、教育培训、子女入学等方面的服务。不仅在个人所得税方面给予优惠，还可以办理调京手续，办理本市户口，并落户积分优惠。
天津	绿卡奖励	根据《关于支持金融机构和金融人才在津发展的政策措施》，持有 ACCA 的金融人才，在天津可以获得至少“海河精英绿卡+奖励”两项福利。
深圳	安家补贴	深圳罗湖区于 2016 年发布的《深圳市罗湖区“菁英人才”认定办法》中将同时满足其他附加条件的 ACCA 持证人认定为 B 类“菁英人才”，提供住房安居、创业支持、健康管理、研修资助、联谊交流、子女入学、父母养老等服务。

资料来源：各市政府网站，高顿教育，天风证券研究所

表 5: 其他财经证书持证人优惠

	FRM	CPA	CMA
北京	同 CFA	落户加分，2500 元现金奖励	同 CFA
上海	同 CFA	居住证加分	同 CFA
广州	同 CFA	安家补贴，具体数额为最高不超过 100 万元	-
深圳	同 CFA	注册会计师纳入人才安居房保障范围	深圳国税公务员招录六大要点信息中说明：为高精尖人才的引进，CMA 持证者优先录取！
杭州	最高每人 2 万元补贴。	参加同一次 CPA 考试取得 6 科合格成绩，奖励 5000 元	CMA 入选浙江省国际业务人才库。
成都	同 CFA	安居保障、医疗保障、融资服务等	入户、住房安居等福利。

资料来源：365 会计网，融跃教育，中华会计网校，中公财经，天风证券研究所

我们认为，财经考试需求在相当长时间内是具有稳定支撑和一定成长性的。

其一，我国经管类毕业生数量庞大，2018 年达 189.3 万人，占总毕业生比重稳步提升，2018 年达 23.3%，未来双因素叠加下潜在考试人群有望进一步扩大。其二，城市竞合发展催生人才争夺，CFA、ACCA 等持证人享有落户、住房、现金、个税、子女等优惠政策，正向激励下潜在考试群体报考意愿进一步提升。财经考证需求的稳定性为培训市场提供坚实的基础，成长性为培训市场提供更大的空间，同时，我们看好财经培训市场在服务升级、客单价提升效应下带来的量价齐升。



## 2. 业内公司：大浪淘沙，殊途同归

我们认为，财经考证培训机构的发展与传媒方式演变同步进行。第一代培训机构诞生于2000年前后，财经教学内容的传播以图书为主流，故第一代培训机构东奥会计在线、中华会计网校等机构都以教材出版切入培训赛道，实现营收倍增，教材的编著者即为授课名师，多数元老级名师目前仍留存在初始机构。

第二代培训机构诞生于2005-2010年，教培行业快速发展，录播课教学模式逐渐兴起，这一阶段诞生的中博、高顿、金程等机构凭借CFA、ACCA等热门课程考试课程的引入迅速壮大，产品形态也逐渐从录播课演变为直播课，从单一品类发展至财经考证全品类，后续拓展至考研等其他职教领域。高客单价的国内外财经考试培训是这类机构营收的主要贡献。

第三代培训机构诞生于2015年以后，由于原有市场高客单价留下了价位稍低的空间，这类机构以小而美、差异化、性价比为亮点切入市场，目前口碑良好。

### 2.1. 第一代：教材出版切入培训赛道，编著者即名师

#### 2.1.1. 东奥会计在线：书网结合，名师稳固，专注会计

东奥会计在线自1998年开始涉足会计辅导教材出版行业，2007年切入会计远程培训领域，连续多年占据着会计职称考试和注册会计师考试辅导书市场80%以上份额。1998年以来，公司出版的“轻松过关”系列丛书，因其体例完善，内容权威、实用、指导性强而得到了广大考生一致认同与高度评价。2004年，“东奥会计在线”官网正式上线，开启了“线上内容运营时代”，为广大学员提供精准贴心的报考咨询和便捷高效的学习工具。20年来，东奥教育集团始终致力于在会计职称、注册会计师、税务师等考试领域，用图书和网课为学员铺就跑道，实现通关梦想。

公司孕育了三个知名品牌，包括“轻松过关”、东奥会计在线、东奥会计继续教育。如前所述，《轻松过关》是由东奥总策划、编写并发行的会计类考试辅导用书，发行逾千万册，是东奥教育集团匠心打造的财会领域领军品牌。东奥会计在线(www.dongao.com)是东奥教育集团旗下的考试教育网站，是汇集业界名师的远程教育平台。荣获“中国网络教育十大影响力品牌”、“最受欢迎的会计远程培训机构”等荣誉。东奥会计继续教育(www.dongao.com/jxjy/)历经多年，已发展成为会计人员依赖的远程教育平台，每年服务用户数百万，是会计职业培训领域的领军企业。

成立伊始，公司坚持深耕会计领域。目前，东奥会计在线主要面向在线大学生、在职人员等会计人士，提供注册会计师、初级会计职称、高级会计职称、注册税务师、会计继续教育、注册会计师后续教育、会计从业资格考试、会计实务操作等9种考试课程提供咨询、资讯、答疑及培训等一站式学习服务。

东奥会计在线汇聚会计行业资深老师独家授课，拥有业内领先的服务。东奥汇聚了业内最优秀的师资力量独家授课。张志凤、刘圣妮、闫华红、郭守杰、刘颖、田明、范永亮等名师丰富的教学、命题、阅卷经验，和所授学员的高通过率使得他们多年来已经成为会计资格考试，注会考试考生们的精神领袖。同时，东奥拥有业内领先的技术和服务，客服部的规模和素质在不断提高。截止目前，客户服务部拥有专业客服近400名，本科以上学历42%，会计相关专业人员占比33%，是财会培训领域领先的呼叫中心。



图 33：东奥名师天团



资料来源：东奥会计在线官网，天风证券研究所

表 6：东奥会计在线部分名师阵容

老师	主讲科目	专业背景	授课风格
张志凤	注会《会计》、中级《中级会计实务》	留美学者、教授，中国会计学会高等工科院校分会常务理事，会计教学界领军级人物，“轻松过关”编著者。	语言洗炼，解析精要、命中率较高。
郭守杰	注会《经济法》、中级《中级经济法》、初级《经济法基础》	经济学博士，中国财政科学研究院博士后，“轻松过关”编著者，经济法考试辅导专家。	例图简明，语言幽默，被学员称为“郭帅”。
闫华红	注会《财务成本管理》、中级《中级财务管理》	管理学博士、会计学教授，“轻松过关”编著者。	治学严谨，优雅博学，深谙命题规律。
刘颖	注会《税法》、税务师《税法一》	国内知名学者，教授，1985年起从事税收教学和研究，有税务机关、会计师事务所、税务师事务所、外商投资企业的多维度实战经历，“轻松过关”编著者。	条理清晰，原创题目经典，引领行业前沿。
刘圣妮	注会《审计》	管理学博士、副教授。1996年开始从事注册会计师考试辅导及注册会计师后续教育教学工作，“轻松过关”编著者。	富有激情，案例鲜活，寓教于乐。
田明	注会《财管》、《公司战略与风险管理》、中级《中级财务管理》	经济学博士、副教授。持有注册会计师、注册资产评估师、税务师、证券期货资格四大高含金量证书，从事财会辅导近二十年。	运用经典案例，抽象问题具体化，国内罕有横跨财管与战略的教学专家。
范永亮	注会《审计》	北京大学硕士、教授、有突出贡献中青年专家、享受国务院“政府特殊津贴”。	专业功底深厚，语言风趣幽默，授课条理清晰
张敬富	注会《会计》、《审计》、《综合》、中级《中级会计实务》	中国注册会计师、注册造价工程师、注册资产评估师、税务师、高级会计师，会计教学界杰出名师。	语言风趣幽默，授课挥洒自如。
黄洁洵	注会《经济法》、中级《中级经济法》、初级《经济法基础》	西南政法大学经济法学硕士、中国注册会计师（非执业），法律职业资格，拥有多年的银行、资产管理公司法务经验，“轻松过关”编著者。	授课思路清晰、突出重点，应试针对性强。

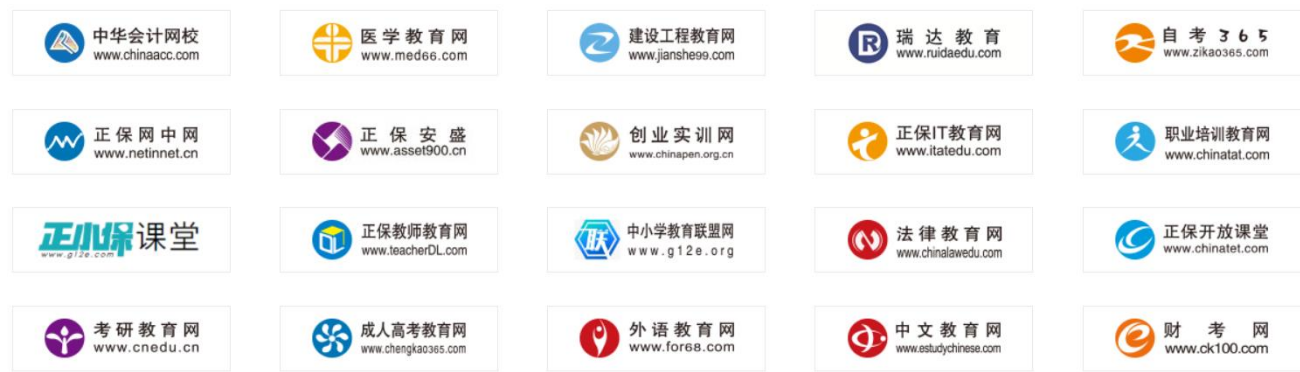
资料来源：东奥会计在线官网，天风证券研究所

### 2.1.2. 中华会计网校：正保远程旗下品牌，百位名师联袂主讲

正保远程教育（China Distance Education Holdings Ltd., CDEL）成立于 2000 年，以远程职业教育为核心，考试培训为基础，结合兴趣爱好课程及技能培训，围绕线上线下相结合的策略，为各行业领域的个人和企业提供教育产品和服务。集团目前已拥有 20 个品牌网站，开设 300 多个辅导类别，覆盖会计、医药卫生、建设工程、法律、创业实训、中小学、自考、考研等 13 个不同行业。

中华会计网校是专业的大型会计远程教育基地，为大量会计从业人员、财经专业大学生、全国各类企业提供服务。每年为我国财政系统培养数百万名专业人才。网校经过十数年的研究与发展，为 2000 万会计从业人员与每年 500 余万财经类专业大学生，提供考试培训、继续教育、实务操作与就业服务，为全国超 30000 家各类企业，提供代理记账服务与财税咨询服务，已形成“考试培训、继续教育、实务操作、财税咨询、就业服务”五位一体完善的终身教育体系，受到学员的认可，被广大会计人员亲切地誉为“会计人的网上家园”。

图 34：正保远程教育品牌网校



资料来源：正保远程教育官网，天风证券研究所

图 35：中华会计网校企业财税会员服务（财税咨询业务）



资料来源：中华会计网校官网，天风证券研究所

图 36：中华会计网校部分会员单位



资料来源：中华会计网校官网，天风证券研究所

图 37：中华会计网校名师团队



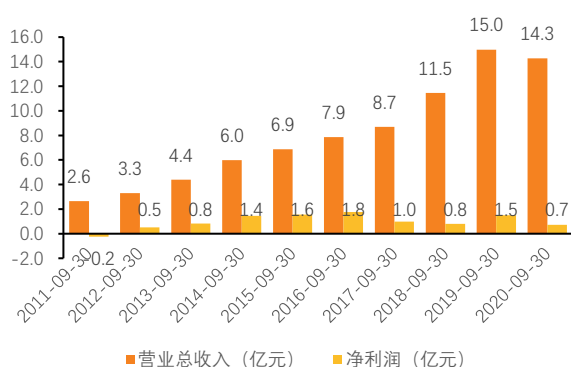
资料来源：中华会计网校官网，天风证券研究所

表 7：中华会计网络部分名师

老师	主讲科目	专业背景	授课风格
徐经长	高级会计师《高级会计实务》	中国人民大学教授，博士生导师。香港城市大学访问学者；美国加州大学（UCR）高级研究学者，兼任多家上市公司独立董事和财务顾问。	从源头上讲解原理，用鲜活的例子将“难点”简单化。
郭建华	注会《会计》、《综合》、中级《中级会计实务》、资产评估师《资产评估相关知识》	高校副教授，注册会计师、中级会计职称、资产评估师考前辅导专家，“梦想成真”系列丛书中级会计职称《中级会计实务经典题解》、注册会计师《会计应试指南》《会计冲刺通关必刷 8 套模拟试卷》主编。	讲课脉络清晰、抑扬顿挫、激情飞扬。
杨闻萍	注会《审计》	副教授，硕士，“梦想成真”辅导丛书主编，从事注册会计师考试辅导工作近 30 年。	言简意赅，娓娓道来，将几百页“天书”的审计教材幻化为白话。
高志谦	初级《初级会计实务》、中级《中级会计实务》、注会《会计》	“梦想成真”系列丛书主编。	讲解课程引入案例，生动形象凝练知识点，习题分析简洁明了。
叶青	税务师-《税法（一）》、注册会计师-《税法》、注册会计师-《综合阶段》	副教授，会计学硕士，北京国际税收研究会会员，注册会计师，“梦想成真”系列丛书注册会计师《税法经典题解》主编。	讲课条理清晰、生动易懂，让人如沐春风；善于归纳总结，治学严谨。
杨军	初级会计职称-《经济法基础》、税务师-《税法（二）》、注册会计师-《税法》	实战派财税辅导专家，注册会计师，税务师，“梦想成真”系列丛书税务师《税法（II）应试指南》主编。	幽默、亲切的授课风格，擅长总结归纳，化繁为简，化难为易，教学方法独特。
达江	注会《财务成本管理》、《综合》、中级《财管》、资产评估师《资产评估实务一》	注册会计师、注册税务师（现称税务师）、注册资产评估师（现称资产评估师）、一级建造师，“梦想成真”辅导丛书主编。	思路清晰，复杂问题简单化，抽象复杂的公式生活化、案例化。
侯永斌	初级《经济法基础》、中级《经济法（中级）》	会计考试辅导界资深老师，多年从事会计研究和辅导工作。“梦想成真”系列丛书主编。	文学造诣高，腹有诗书气自华，出口成诗。

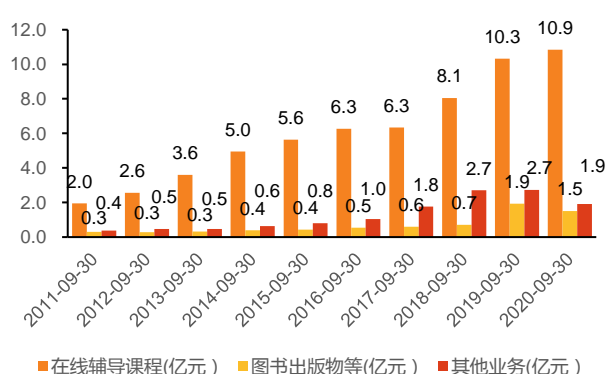
资料来源：中华会计网校官网，天风证券研究所

图 38：2011 年-2020 年正保营业总收入和净利润



资料来源：wind，天风证券研究所

图 39：2011 年-2020 年正保营业收入分产品



资料来源：wind，天风证券研究所

## 2.2. 第二代：爆款切入横向拓品，广纳青年名师打造高端产品

### 2.2.1. 高顿财经：2B 起家，300+教师

高顿教育成立于 2006 年，从 to B 市场（高顿财税学院）起家，业务拓展至 to C 市场（高顿财经、高顿网校），现拥有 B2B、B2C 两大事业群，实现针对企业财税咨询培训和个人财经资格认证培训的行业全覆盖。目前，高端教育拥有高顿财税学院、高顿财经、高顿网

校、商科在线、Hi 实习、秀财网等品牌业务。

高顿教育专注构建财经终身教育服务体系，课程产品几乎涵盖所有会计、金融类的证书考试培训以及企业培训。高顿财经主要培训的国际证书有 CFA、ACCA、USCPA、CMA、CIMA、FRM；国内财经证书和执业资格有 CPA、会计职称、会计从业、会计实务、财务软件操作应用、证券/期货/银行从业、理财规划师、金融客户经理等。

图 40：高顿教育课程产品

	职前教育	金融资格	实训实操
考研 HOT			
留学申请	公务员 HOT	基金从业	通用务实技能
CPA(注册会计师) HOT	小马学长	证券从业	热点实务
ACCA HOT	财经求职	银行从业	务实微讲堂
CFA HOT	GIFT微学院	期货从业	心理咨询师
CMA(注册管理会计师) HOT	岗位微学院	初级经济师	教师资格证
FRM HOT		中级经济师 HOT	
USCPA			
CAIA(特许另类投资分析师)	初级会计职称	金融招聘	投资理财教育
CWM(特许财富管理师)	中级会计职称 HOT	银行招聘考试	投资理财
CQF(国际量化金融证书) HOT	高级会计职称	农信社招聘考试	
薪税师 HOT	税务师		
企业财税实务	管理会计师		
	审计师		
	<b>建造师</b>		
	一级建造师		
	二级建造师		

资料来源：高顿教育官网，天风证券研究所

高顿财经在资本助力下，发展迅速。目前，高顿财经已经拥有 20+分校，300 万注册学员，300+财经教师，38 家分支机构，6000 多名全职员工，to B 业务发展六大类，38 个系列。从融资历程上来看，公司经过多轮融资，2014 年 1 月新东方投入 3500 万美元；2015 年 8 月前程无忧投资；2018 年 11 月高瓴资本、Morgan Stanley、涌铎投资、嘉御基金投入 8 个亿人民币。

从教学教研上来看，高顿财经拥有业界规模较大的 CFA 教学研发团队，研发人员总计 30 余名，包括知名商学院教授以及金融行业精英，为遍布全球的华人考生持续开发创新性的备考资料，提供系统化的备考解决方案。高顿财经邀请 CIMA 持证会员担任讲师，许多授课老师来自可口可乐、德勤、飞利浦等全球知名企业，担任 CFO、合伙人等高级职位。他们不仅帮助学员快速通过 CIMA 资格考试，也将大量先进的实务和工作经验分享给学员，指导其实务操作，提升战略视野。

### 2.2.2. 金程教育：CFA 起家，700+教师

金程教育成立于 2005 年，前身为上海金程国际金融专修学院，2015 年转型为公司，是一家以财经培训为核心的专业机构。目前，金程教育已在全国 7 个城市开设了校区，先后推出了包括：国内外金融证书考试培训（CFRM、AQF、CFA、FRM、证券/基金/银行从业）、国内财会证书考试培训（CPA、CMA、ACCA、会计职称）、国内外理财证书考试培训（RFP、理财实务）、研究生入学考试辅导培训，以及企业咨询和机构定制培训服务，为学员、企业和行业提供教学产品、智能学习系统、人才培训和职业发展等多个领域的解决方案。



**金程教育专业的师资团队是高通过率的坚实保障。**金程的师资大都是 CFA、FRM、CPA 等资质持证人，他们是各大金融机构的行业精英，是从事风险管理、投资理财、财务等方面的专业人士，拥有丰富的实际操作经验和教学经验。目前，金程拥有一支 733 名全职培训师团队，其中内训签约师资为 459 名，公开班签约师资 274 名。专设的产品开发中心开展“浸润式”财经学术研究，奠定坚实的财经培训学术基础。

**金程教育对国内外各大金融机构及最新培训咨询方式进行研究，在金融培训领域创造了独特的培养模式。**秉承“专业来自 101% 的投入”的教学理念，坚持“专业·创新·增值”的经营理念，它以专业的金融教育助力从事金融的企业和个人拥有金色前程。在证书体系方面，金程独创“3+2 金字塔式”教学模式，使得金程教育在证书通过率方面始终保持前列；在内训体系方面，金程拥有对金融机构整体培训体系搭建的独特见解，也为国内外诸多金融机构带去了实战落地的培养模式。

### 2.2.3. 中博教育：ACCA 起家，500+教师

**中博教育成立于广州，以 ACCA 考试培训切入市场。**2004 年，公司开发“适合中国人的 ACCA 讲义”，2005 年创立 ACCA 在线网络学习课程并开始遍布全国。2011 年，公司拥有 39 个机考中心，同年被 IMA 协会授权为 CMA 培训机构，首次将 CMA 管理会计课程引入大学本科课堂。2014 年，公司开发 ACCA 备考提及由长江出版社出版。2016 年，中博与利安达跨境事务所就委托实训实习项目达成合作，与全球出版集团 Wiley 就联合开发 CFA 和 FRM 教学教研工作达成独家战略合作。2018 年，公司与 300 余所大学达成合作。

中博教育成立初期以考证培训为主，包括 ACCA、CMA、CFA、FRM、CIMA、CICPA 等证书培训；历经 17 年，业务范围逐渐拓展至泛财经网络教育、金融板块国际高端课程、企业内训、考研培训、财经垂直实训与招聘、语言培训以及国际留学等项目。目前，公司已经覆盖 51 个城市，拥有 203 个教学点，56 所机考中心，累积学员 39 万人次。公司有 360 所合作大学，200+家合作企业，拥有 400 名独家精英讲师。

课程模式方面，公司以 O2O 模式的面授+录播+直播为主，通过自主学习的任务型网课、基于翻转课堂模式的任务制网课、面授课程+配套网课+串讲直播的无忧通关，本地集中听课，网课+直播，学习+面授+网课+直播的游学尊享。

## 2.3. 第三代：小而美，差异化

### 2.3.1. 斯尔教育：CPA 入局，初出茅庐，来势汹汹

斯尔教育成立于 2016 年，“斯尔”二字来源于英语单词 Sincere 的谐音，中文意为真诚。秉持真诚之心，重塑财经职教，成就人生进阶是斯尔教育现阶段的发展使命。斯尔教育作为专业的财经培训机构，在择师方面坚持“专业的人教专业的课”，为学员提供高质量的财经培训课程。

**师资方面，斯尔教育致力于打造年轻化、高颜值、兼具实务背景新生代名师。**斯尔教育坚持“专业的人教专业的课”这一择师标准，从第一步“知识输出”就严格把控质量。斯尔教育的老师团队由陈硕、崔宇、付湘均、顾言、郭劲男、胡皓然、蒋明乐、金鑫松、刘阳、刘忠、石佳、徐瑞恩等十多位名师组成，其中 12 位均是会计师事务所、律所、投资公司的实务界人士。斯尔教育打造了由“青年名师+实务经营+高分学员”组成的专业师资和学术团队，沉淀扎实的教学和研究能力，持续输出应试指引、行业洞察、政策解读等专业内容。斯尔教育的年轻化团队旨在将最新的学习理念带给考生，拉近考生距离，增进学习动力。

图 41：斯尔教育名师团队（1）



资料来源：斯尔教育官网，天风证券研究所

图 42：斯尔教育名师团队（2）



资料来源：斯尔教育官网，天风证券研究所

表 8：斯尔教育名师阵容

老师	主讲科目	专业背景	授课风格
刘忠	主讲初级会计实务、中级会计实务、CPA 专业阶段会计	注册会计师，高级会计师，中国一级注册税务师，近 15 年的实务和授课经验。	授课幽默风趣，通俗易懂，善于归纳总结，直击考试命脉。全网人次名师，百万学生追随。被腾讯教育评选为首届“中国好老师”。
金鑫松	主讲 CPA 审计、综合卷一	中国注册会计师、中国注册房地产估价师，审计实战派培训专家；多年“四大”专业技术部的实务经验。	擅长将理论和实务深度结合；独创多种审计高效教学理念和方法。
陈硕	主讲初级经济法基础、税务师涉税服务实务、CPA 专业阶段税法、综合卷一	中国注册税务师，毕业于清华大学，资深税务专家、国际知名会计师事务所高级经理；10 年+实务和培训经验。	擅长运用树立、画图等方式，让“税法”不再“碎”；深谙税法阶梯抢分技巧。
崔宇	主讲 CPA 专业阶段经济法	中国注册会计师，毕业于浙江大学；资本市场和投资并购领域的专家；曾任职于国际知名会计师事务所和知名私募股权基金。	重视原理和框架，授课深入浅出；通过“情景教学法”帮助学员理解枯燥的法条。
郭劲男	主讲财务成本管理、综合卷二	中国注册会计师，财务管理和投资并购实战派专家；曾任职于国际知名会计事务所和大型集团公司；深度参与了众多资本市场知名的境内外投资并购案。	重视对数理和公式的推导，擅长构建知识架构，独创了一系列切实可行的“解题模型”。
于竞博	主讲中级财务管理、公司战略与风险管理、综合卷二	中国注册会计师，毕业于香港中文大学，会计学硕士；实战派专家，曾任大型金融科技集团战略副总监；香港中文大学商学院与香港中文大学（深圳）的校外导师。	坚持实务与理论结合，独创“触电”“坑王”等解题方法。
胡皓然	主讲中级经济法、CPA 专业阶段经济法	国家法律职业资格，毕业于浙江大学，曾供职于顶级律所，实战经验丰富。	授课风格严谨不失生动，行走的“案例库”，洞悉考试热点，擅长运用“场景解释法”，让法条不难背记。
石佳	主讲初级经济法基础、税务师税法 I、税务师税法 II、CPA 专业阶段税法	中国注册会计师，“四大”经理。	授课风格条理清晰，通俗易懂，亲和力强。
顾言	主讲会计实务、中级财务管理、CPA 专业阶段财务成本管理、税务师财务与会计	中国注册会计师，毕业于解放军理工大学，曾任职于大型会计师事务所，实务经验丰富。	授课风格严谨，逻辑性强，注重正向激励，因材施教。



付湘钧	主讲初级经济法基础、中级经济法、税务师涉税服务相关法律	拥有法律资格证书、税务师、中级会计师证书。	授课经验丰富、语言幽默，擅长串联散碎法条，逻辑性强，重视用案例讲考点，有独到的背记方法，帮助学生快速记忆。
蒋明乐	主讲 CPA 专业阶段会计	中国注册会计师，北京注册会计师协会非执业会员，中国人民大学法律硕士，曾任职于大型会计师事务所。	授课风格成熟，重原理讲案例，是“学院派+实务派”讲师，注重框架梳理，紧跟考试热点，深谙考试痛点。
徐瑞恩	主讲 CPA 专业阶段公司战略与风险管理	香港大学管理学博士，高等院校助理教授，学霸级高级讲师。	教学经验丰富，授课风格细致自然，擅长用逻辑思维梳理知识点的底层逻辑，授课思路清晰，化繁为简，行走的“思维导图”。

资料来源：斯尔教育官网，天风证券研究所

**获客方面，斯尔教育通过新媒体矩阵探索出“电商+直播+教育”的模式。**2020年3月底，斯尔教育上线天猫旗舰店，4月单月突破400万销售额。2020年淘宝双十一预售首日，斯尔教育直播间平均每秒卖出60课时，注册会计师网校1小时成交额破500万元，居教培行业热门课程榜首。2020年斯尔的双十一的销售额是2019年的20倍，当月流水突破2000万元。2020年新考季，斯尔的付费学员数同比增长超600%。2020全年，电商生态的收入贡献了过半营收。

研发方面，斯尔教育坚持理论与实务相结合的授课方式，运用案例分析、图表归纳、一题多解、技巧总结等方法，应对实务性、灵活性日益增强的各类职业资格考试。同时，由师资团队原创编著《打好基础》、《只做好题》、《精准冲刺》系列教辅书，书课一体化，直击考点，严选好题，避免考生在冗余的资料中迷失方向，真正实现听懂课、会做题、能提分。

**课程方面，斯尔教育课程品类精简，产品形态灵活，贴合考生需求。**开设了初级会计职称考试、中级会计职称考试、注册会计师考试、税务师考试课程。课程设置全面覆盖备考的各个阶段，抢跑计划（导学入门）、行者计划（夯实基础）、飞跃计划（靠前冲刺）。斯尔教育采用“直播大班”模式，并且支持课程有效期内“无限回放”，并通过向教学端提供实时反馈。同时，结合课程内容特点和学生不同学习阶段的需求，选择更加灵活、更加贴合考生需求的课程形态，如直播、录播等，进行针对性教育，提供更灵活的产品组合和学习解决方案，打造统一联动的课程和教辅体系，减轻学习负担，提高学习效率。同时，斯尔教育提供完善的督学服务，通过班导监督+课后作业+月考+模考提供完善的督学服务。

**目前斯尔教育融资尚处于早期阶段，但市场认可度已经较高。**2019年8月，斯尔教育完成了千万级天使轮融资，由红杉资本中国基金和VIPKID共同发起的早期基金领投，华夏桃李资本跟投。2020年10月，斯尔教育完成Pre-A轮数百万美元融资，由启明创投领投，老股东跟投，华夏桃李资本担任独家财务顾问。

## 2.4. 深度分析及产品对比：高端价位，高度同质

从培训模式上来看，我国财经培训行业已逐步从单一的线上或线下模式向OMO转型。线下教育学习氛围和互动性较好，但时间、金钱成本高，可选择面少。在线教育低成本且便捷，而且可以共享名师，可以依靠数据分析进行个性化的教学资源推送，但对不自律的学生来说反而低效。OMO模式指线上和线下的深度融合，是继一种市场效率更大提升的商业模式，线上线下的互动模式将成为未来的主流。

从产品价格和差异化上来看，目前CPA、CFA、FRM等高含金量高的考试培训课程单价均在万元以上，高端的课程单价超过六万元。各家机构均有深度开发的课程品类，CPA方面高顿领先，CFA方面金程、高顿势均力敌，FRM因内容及用户群体与CFA类似故培训行业竞争情况也与CFA类似，ACCA方面中博抢跑领先。整体来看，各主流机构提供的产品服务差异化程度低，价位接近，高端课程主打1v1、面授、求职服务等。行业竞争情况及用户特点都已较明朗，培训产品种类增加，同时行业的进入壁垒提高。未来，差异化定制服务、价格优势的竞争会成为财经培训的主要战场，以近年崛起的斯尔教育为典型。

### ● 注册会计师 CPA 培训

CPA 课程开发程度和价格上高顿财经明显领先，开发程度多样性主要体现在线上/面授、常规/周末/集训、配套服务等交付方式上，其高端培训-百天集训班客单价可达 5 万元，中端课程售价全科在 1.5 万左右，单科在 2-3 千元左右，与金程、中博价格基本持平。总体来看，CPA 培训客单价较高，为小而美的差异化产品留下切入口。今年崛起的口碑机构斯尔教育以线上 CPA 考试培训切入，全科价格 1,699 元，因课程性价比高、趣味性强、名师个人魅力大等颇受好评。

表 9：CPA 产品对比

课程名称	价格 (元)	课程名称	价格 (元)	课程名称	价格 (元)	课程名称	价格 (元)
<b>高顿</b>							
百天集训班	49,800	大学生财经人才直通车 2.0 Pro	39,800	持证定制口碑班 -六科	15,800		
私塾周末班	45,800	大学生暑期蜕变计划 Pro	39,800	押题集训班	2,500		
魔鬼集训班	39,800	VIP 持证梦想计划	35,800	名师精讲精练班	单科 980, 六科 4,500		
大学生梦立方 2.0 Pro	39,800	私播课-目标 1/2/3 年班	32,800				
<b>金程</b>				<b>中博</b>		<b>斯尔</b>	
私播计划	单科 2,800, 全科 15,800			优播课程	单科 3,800, 全科 16,800	全程精修班之综合	1699
2021 年 CPA 智能通关计划	单科 2,100, 全科 10,800			备考冲刺班课程	单科 1,888 元	专业阶段抢跑计划	199
CPA 真题全刷 (全科)	单科 59.9, 全科 299.9			云播面授双享课程/无忧课程/魔方计划			

资料来源：各机构官网，天风证券研究所

### ● 特许金融分析师 CFA 培训

CFA 课程方面，金程、高顿财经实力强劲，前者通过刷题班等学练课程提升学员通过率，后者通过配套实习等服务提升产品力、吸引学员、提高客单价。两家机构的高端课程客单价均可超过 6 万元，中端课程在 1-3 万元左右，中博的产品价格定位与上述两家的中端课程接近。整体来看，CFA 培训产品服务较为同质、价格差异小，但由于品牌效应、规模效应等，存在一定的先发壁垒。

表 10：CFA 产品对比

课程名称	价格 (元)	课程名称	价格 (元)	课程名称	价格 (元)
<b>金程</b>					
Re6.0 智能通关 VIP 护航班	68,800	Level 多级长线无忧班	21,800~29,800	疯狂刷题班	单科 5,399, 全科 16,197
Re6.0 I + II + III 智能通关计划	29,800	Level I/II/III 长线无忧班	12,800~13,800	百题巅峰预测	单科 2,999, 全科 8,997
Re6.0 I/II/III 智能通关计划	13,800	长线无忧套餐	12,800	百题巅峰预测讲义版	单科 799, 全科 2,397
<b>高顿</b>			<b>中博</b>		
金融菁英阿尔法	36,800-63,800	CFA-持证无忧 4.0	I-10,800, II/III 9,800, I~III 24,800	优播课程跨级	13,800/25,800/33,800

VIP CFA-全科	36,800	CFA 一级金融英语	3,800	EZ 课程 LIII	单科 9,800, 全科 25,800
CFA 持证入梦想计划 4.0	I-13,800, I-III 31,800, 集训班 11,800	7 天门徒计划	9.9		

资料来源：各机构官网，天风证券研究所

### ● 金融风险管理师（FRM）培训

FRM 考试由于和 CFA 考试有一定内容重叠，因此金程、高顿在课程开发方面占据优势。针对 FRM 单证吸引力不足的瑕疵，各家均推出 FRM+CFA 的双证课程，提高课程性价比。目前，双证课程的客单价在 3-6 万左右，FRM 全科的客单价在 2 万元左右，单科客单价在 1 万元左右，一级考试培训价格略高于二级。整体来看，FRM 培训服务同样服务较为同质、价格差异小，竞争激烈。

表 11：FRM 产品对比

课程名称	价格（元）	课程名称	价格（元）	课程名称	价格（元）	课程名称	价格（元）
<b>金程</b>							
Re6.0 FRM 智能通关臻享套餐	69,600	【双证复合菁英班】 FRM+CPA	26,600	极速通关年卡班	12,800	高效基础网络班	单科 4,580, 全科 9,160
大学生菁英计划 6.0 双证	54,800	大学生金融精英培优计划	20,800	Re6.0 I/II 智能通关	10,800	百题巅峰预测	单科 2,999, 全科 5,998
Re6.0 双证智能通关	41,800	Re6.0 Part 1 + 2 智能通关计划	15,800	I/II 长线无忧班	9,800~10,800	百题巅峰预测讲义版	单科 599, 全科 1,998
FRM+CFA 长线无忧班	37,800~42,800	Part 1 + 2 长线无忧面授班	15,800	速赢强化套餐班	单科 7,480~7,980, 全科 14,960~15,960		
大学生菁英计划 6.0—FRM 一二级方向	30,800	Part 1 + 2 长线无忧网络班	13,800	FRM 疯狂刷题班	单科 4,580, 全科 9,160		
<b>高顿</b>				<b>中博</b>			
CFA+FRM 大学生金融雇主计划	52,800-62,800	私播课计划-一级	15800.00	星云计划	39,800	杰出双证金融课程	31,800
CFA+FRM 双持证计划	36,800	无忧通关计划	I-9,900, II-7,900, I+II-16,800	优播课程	I/II-11,800, I+II-20,800	EZ 课程	I/II-8,800, I+II-14,800
大学生名企	38,800-42,800						

资料来源：各机构官网，天风证券研究所

我们认为，财经培训市场在中短期内会呈现大机构市场格局稳定、小而美机构百花齐放的局面。一方面，大机构拥有师资、品牌、网点等规模优势，有意愿、有能力加深服务、拓宽用户基础；由于大机构提供的产品课程客单价较高，小而美市场凭借具有差异化、价格优势的产品也有潜力在市场收割部分用户。同时，我们认为，由于单一财经考试培训、零服务轻课的模式天花板较低，机构成长过程中有加重服务提升单价及拓品的动机，长期来看或走向同一模式。

### 3. 中公教育：模式创新，优势复用，赋能财经

#### 3.1. “研发+师训”模式创新，巩固市场竞争力

##### ● 针对性研发

中公教育自成立以来即以研发作为公司发展的源动力，以专业研发团队作为基础、以针对性的研发作为前提，组建了一支专业基础扎实、经验丰富的专职研发团队，具备不同类型职业就业培训所需的专业知识储备，实时针对各地招录单位公告的招录简介、解读性文件进行深入分析和探究，分析招录职位各项能力的基本要素、提升能力的方式方法及重点难点，最终针对不同层次、不同需求、不同学习阶段的学员设计具有不同侧重点的标准化课程产品，并同步研发包括授课讲义、补充材料、经典案例在内的一系列辅助性资料。

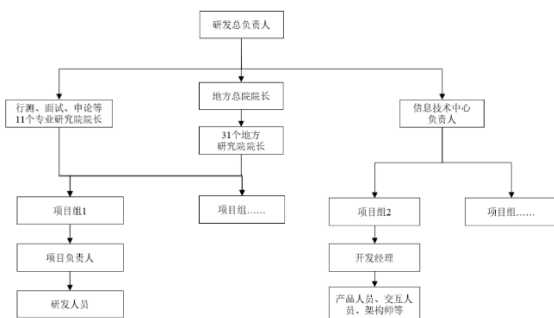
##### ● 系统性培训

在研发团队针对不同类型职业就业培训研发出辅助性资料后，中公教育将组织对教师进行课前培训，强化和确认课程相关细节，加强教师对教学产品里课程设计内容的熟悉度，提升教师的授课水准。在非课程高峰期，中公教育各研究院对授课师资进行轮训，以保证授课师资知识体系的完备性和不断更新，促使教师适应各种新的招考标准和选拔方式，保障教师的市场竞争力。

##### 3.1.1. 研发专业化突破市场瓶颈

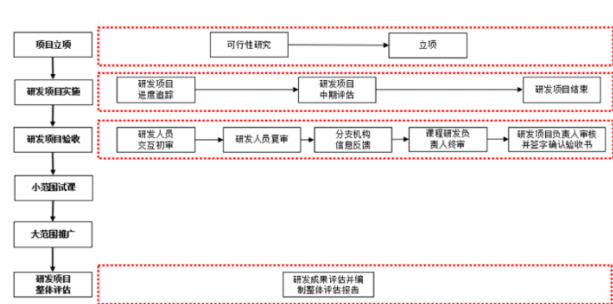
中公教育率先成立专业研究院，研发力量雄厚。中公教育从成立之初就坚持专业化研发，冲破分散市场阻隔，在高度分散化市场实现规模优势。截止 2018 年 4 月，公司设有行测、面试、申论等 11 个专业研究院，总部地方总院下辖 31 个地方研究院。中公教育课程研发人员主要分布在总部，少数分布在省级分支机构，项目研发均在总部研究院进行，包括课程设计、授课内容、教学方法及讲义等课程体系基础研发等。

图 43：截止 18 年 4 月，中公教育设有 11 个专业研究院和 31 个地方研究院



资料来源：公司公告，天风证券研究所

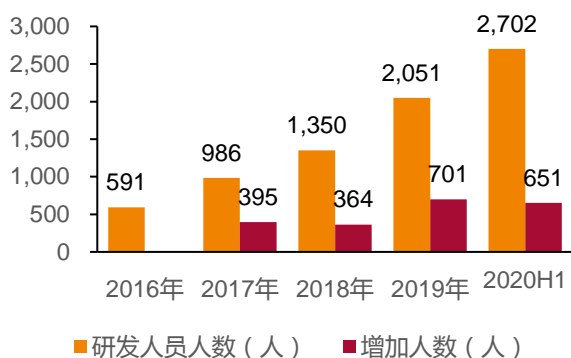
图 44：中公教育课程体系研发主要由专业研究院负责



资料来源：公司公告，天风证券研究所

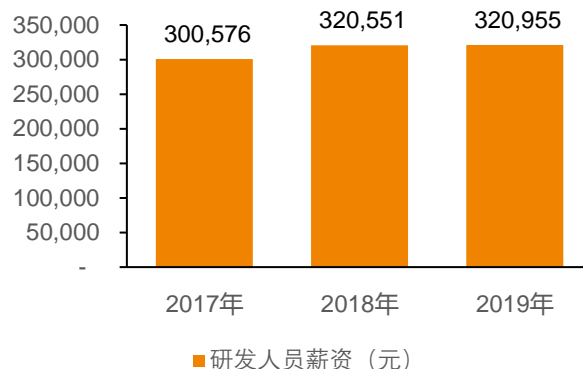
持续投入，研发拓品动力十足。截至 2020 年上半年公司拥有研发人员 2702 人，近年研发团队规模呈加速扩大趋势。2015 年至 2019 年及 2020 年 H1，公司研发人员分别增加 395 人、364 人、701 人、651 人，公司研发人员数量的快速增加进一步反应了职业教育招录产品的旺盛需求。公司研发人员分为初级、中级、高级三类，上升路径清晰，2017-2019 年公司研发人员平均薪资分别为 30.06 万元、32.06 万元、32.10 万元，薪酬富有竞争力。

图 45：中公教育研发团队持续扩大



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 46：中公教育研发人员薪资富有竞争力



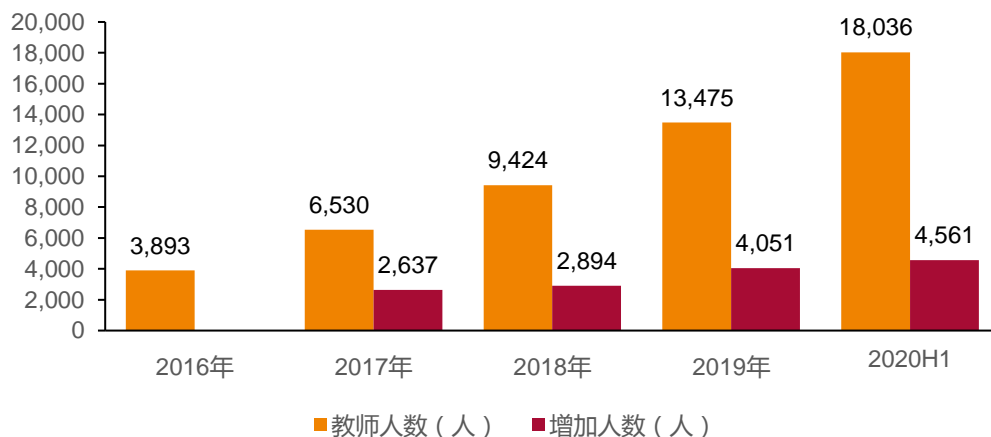
资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.1.2. 师训标准化打破行业教师数量壁垒

中公教育建立了完善的教师培训体系以短时提升教师的专业能力。中公教育为教师提供的系统专项培训包括新教师在入职后均须接受 2 到 3 个月的专业培训，培训采取导师制，由授课经验丰富的教师担任导师，手把手传授授课技巧。同时，每个课程开课之前，对该课程授课老师进行课前培训，强化和确认课程相关细节。此外，在非课程高峰期，研究院对授课师资进行轮训，以保证授课师资知识体系的完备性和不断更新。教育培训实施过程中，中公教育通过全员参与、全过程监控、全面性管理、全方位评价，对课程、教师进行质量跟踪，全面保障教学质量。

公司教师培训的标准化模式保留了教师队伍快速扩张的可能性。2016-19 年及 2020 年上半年，中公教育专职教师人数分别为 3893 人、6530 人、9424 人、13475 人、18036 人，分别增加了 2637 人、2894 人、4051 人、4561 人。反观名师模式下固存的双重悖论，即头部名师强影响力给新晋老师上升造成一定阻碍，而企业培育推出新名师又需额外增加营销推广费用，中公教育标准化师训模式显然较优，因此在品类扩张教师需求扩大时阻力明显小于同类公司。

图 47：中公教育教师人数迅速增加



资料来源：公司公告，天风证券研究所



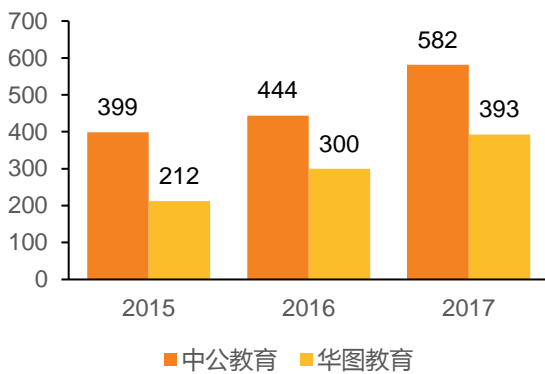
## 3.2. 渠道+管理+技术，多方优势赋能财经新赛道

### 3.2.1. 渠道布局辐射全国，深度挖掘市场需求

中公教育教学网点众多，可容纳迅速增长的面授课需求。中公教育一直置身于招录类培训市场创造的最前沿，率先进行全国渠道布局和网点全直营，深度覆盖 319 个地级市。庞大的教学网络、数量众多的教学网点为中公教育的业绩增长提供了有力的支持。

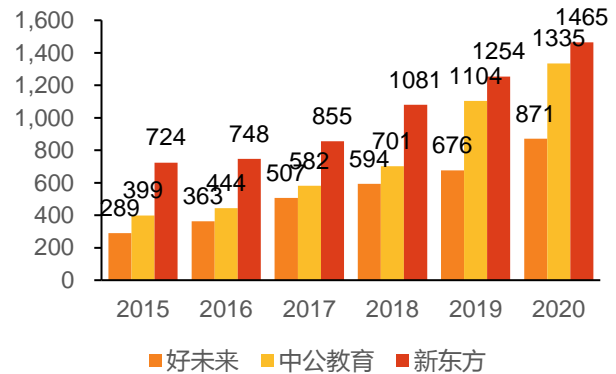
中公教育凭借资金优势加快网点建设，逐渐与同业公司拉开差距。2015-2017 年，中公直营机构数量已与国内职业培训赛道第二名的华图拉开差距；截止 2020 年三家千亿级教育公司中公网点覆盖量一直高于好未来并逐渐向新东方靠近。2015 年至 2020 年，中公教育分别拥有 399 个、444 个、582 个、701 个、1104 个、1335 个直营分支机构。

图 48：15-17 年中公网点数逐渐与华图拉开差距



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 49：15-20 年教育行业千亿级公司网点数情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

为应对分散需求而生，十多年渠道不断下沉。公职类招录的岗位需求大量来自于地级市和县，职业培训需求分布广泛。公司创业即是从应对分散的全国市场需求开始的，起步就面向全国市场进行拓展经营，十多年来渠道网络不断壮大也不断下沉，如今依然还有广阔的空间，目前公司正快速向数千个县城和高校扩张。

### 3.2.2. 一体化管理提升运营效率

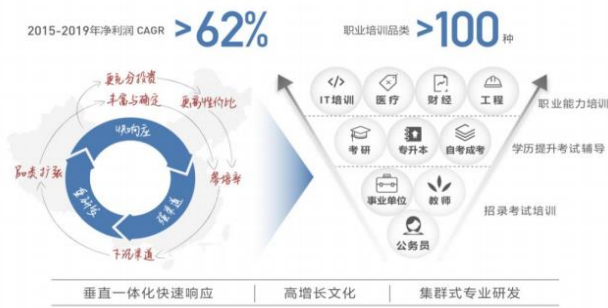
#### ● 以高效垂直一体化架构为核心，自研信息化系统加速发展

要在分散的市场实现规模经济并建立竞争壁垒，就需要实现超越一般行业的经营效率。垂直一体化快速响应体系是与市场环境适配的最佳结果，“网点—总部指挥中枢—教学现场”三位一体的运营体系可实现远超平均水平的经营和学习效果。此架构既能实现经营的超高效率，也能有效兼容高增长和品类快速扩张带来管理冲击。对垂直一体化架构进行投资和革新一直是公司管理变革的中心工作。

同时，团队在数字化经营方面已大幅增加基础设施的投资规模。加大投资规模的原因一方面来自于高增长和品类快速扩张的管理需求，另一方面更在于垂直一体化快速响应体系极其适合进行数字化改造，二者纵深匹配后，产生了更高的经营效率，能将以天为单位的前后台响应频次，猛然拉升到接近“实时态势感知”的层级，可大举增强公司基于速度经济的核心竞争力。



图 50：中公教育核心竞争体系



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 51：“实时态势感知”的企业平台



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.2.3. 探索线上线下融合，抓住时机扩大领先优势

2018 年公司成立 IT 专业委员会，推动内部 IT 专家共同体的形成，带动中台化和敏捷化的自主开发不断走向深入。

#### ● 线上线下融合业务带动增长

公司主动变革，推进数字化经营与垂直一体化快速响应体系的纵深匹配，用数字化经营的力量寻求更高效的快速响应水平，进一步增强公司基于速度经济的核心竞争力。

2019 年公司积极布局搭建依托 AI 人工智能和大数据技术基础之上的智慧教学平台、3.0 版交互式直播教学平台、教育私有云平台、新一代智能学习分析引擎，并依托领先的在线规模化研发和在线综合服务能力，使得公司在线教育业务获得了强劲增长，进一步巩固了公司线上教育以及线上与线下融合教育的行业领先地位。这一年，公司线上培训业务首次突破 10 亿元大关，实现营收 10.36 亿元，比去年同期增长 133.50%。

#### ● 疫情催化公司建立完善应对体系并大举提升行业主导能力

2020 年突发的疫情对全行业造成了巨大困扰。凭借整体平台优势和团队卓越执行力，公司快速创建了有效的应对体系，不仅平稳度过特殊时期，更借机扩大了领先优势和行业主导能力。

针对一定时期内无法顺利开展面授教学的难题，公司全力挖掘企业平台内的数字化资源，以优势的规模化教研能力为杠杆，对主力课程产品开展数字化穿透，使得线上线下融合型课程的领先优势再次放大，让更多学员同时获得在线学习的便利性与面授学习的有效性。2020 年上半年，公司实现了学习人次大幅增长。

### 3.3. 盈利预测与估值

中公教育通过“研发+师训”模式创新，巩固市场竞争力，研发专业化突破市场瓶颈，师训标准化打破行业教师数量壁垒，渠道布局辐射全国，深度挖掘市场需求，一体化管理提升执行效率，探索线上线下融合，抓住时机扩大领先优势。目前，公司拥有 1335 个网点，1.8 万名教师，4 万多名员工，探索及壮大财经培训领域优势十足，潜力大。

根据公司业绩快报披露 20 年净利在 23-24.5 亿之间，我们预计公司 21-22 年净利分别为 36 亿、49 亿元。根据业绩快报净利区间均值及我们的预测，公司 20-22 年 PE 分别为 74x、49x、36x。

## 4. 风险提示

### ● 宏观经济波动的风险

目前，国内新型冠状病毒感染的肺炎疫情尚未完全结束，社会经济发展仍然面临着诸多不确定因素影响。职业教育是推动经济社会高质量发展的重要保障，也会受到宏观经济状况的影响。未来宏观经济的波动，将对我国职业教育行业的整体发展状况以及中公教育业绩情况产生一定影响。

### ● 政策风险

职业教育行业景气度与政策环境具有较高的相关性，易受到职业教育政策的影响。近年来，为支持职业教育行业发展，国家陆续出台了多项产业扶持和鼓励政策。但如果未来相关法律法规或产业政策存在重大变化和调整，将可能对职业教育行业发展趋势产生影响，从而可能影响中公教育未来的业务开展及业绩情况。

此外，中公教育分部众多，培训场所分布广，不排除未来各省、自治区及直辖市相关监管部门出台针对当地教育培训行业更加严格的规定，从而可能影响中公教育在该地区的经营情况。

### ● 市场竞争风险

教培市场规模大且集中度低，且初期投资规模相对较小，因此行业内企业数量较多，特别是在教育资源相对集中、培训对象基数较大、居民收入水平相对较高的一线城市，竞争更为激烈。同时，随着未来家庭收入的上升，公众对优质教育资源的重视程度不断提升，行业将继续保持高景气度，这势必引起越来越多的资本涌入教育培训行业，导致市场竞争日趋激烈。如何有效应对行业竞品和新兴机构的竞争与冲击，是中公教育全面发展职业教育产业面临的挑战。

### ● 经营管理风险

中公教育必须面对业务不断扩张与经营管理能力不相匹配的风险。一是存在场地租赁及人力等成本不断增加，谋求快速发展，导致当期利润水平及利润率下降的风险；二是教育培训行业始终面临人才流动的风险。尤其是核心管理及研发团队、骨干师资流失，可能对中公教育长期稳定发展带来不利影响。

## 分析师声明

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

## 一般声明

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

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

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

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

## 特别声明

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

## 投资评级声明

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

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com