

# 教研、渠道长缨在手，品类扩张内圣外王

## 中公教育 (002607)

### ►历史回顾：多品类占比提升，熨平公考季节性波动

公司以公务员考试培训起家，随后扩张至职业培训多赛道，2025年公务员序列收入占比有望从15年60%降至34%。历史上，创始人专注主业，率先完成渠道直营化，在竞争对手为融资拖累、控费用影响扩张时，保持了自身扩张节奏、提升了市场份额。2019年借壳上市后，最高PE达到100X以上，最低PE在40X左右。

### ►职考行业：千亿规模、高集中度，待渗透及市占率提升

职考行业（招考+考研+IT）当前规模约千亿元，预计2020-25年CAGR15%至近2000亿元，公考/事业/教师/综合/考研/IT为198/223/348/417/242/571亿元，其中教师和考研增速更高、公职招考可抗周期。行业驱动力包括目标岗位供需增长（政策、经济周期）、参培率及付费提升（岗位通过率、性价比）。职考行业较K12教培集中度更高，目前竞争对手更多起共同做大市场的作用。

### ►公司优势：先发优势，研发系统+渠道下沉+垂直管理

招考较K12的优势在于：1)政策影响弱，2)对教师依赖度低，3)集中度高，4)考试回报直接、参培决策期短，因此提价空间大。但其痛点在于：1)交付时间紧，需充足供给和快响应；2)单品规模小，需拓展多品类；3)参培周期及复购率低导致获客成本高。针对行业特点，中公的优势在于：有流量先发及渠道卡位基础，1)系统研发替代名师，研发费率9%+（华图3%+）；2)直营渠道下沉（1669网点）与垂直管理实现最快速响应、底层商机24小时内响应（华图3天）；3)品类扩张与协同，共享研发、渠道与生源，提升规模效应；4)提高协议班占比，其收入占70%+（华图50%+）。

### ►成长驱动：渠道下沉+品类扩张+扩大协议班供给

公司成长看点在于：1)渠道下沉：我们假设未来一、新一/二至四/五线网点密度提升5/10/5个/城，则中公网点数可扩张至4500个以上，即覆盖2846个县级区划和2688个普通高校的80%。2)品类扩张：我们预计5年后教招及考研合计占比有望超公务员。3)产品升级：扩大协议班供给，拉长课时与提价并举。4)盈利能力提升：2015-20年归母净利率提升13pct至21%，非人力杠杆效应有望抵消新品类扩张及研发投入加大等影响。

### ►盈利预测与投资建议

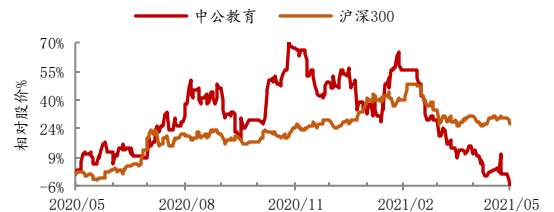
预计公司营收/归母净利2020-25年CAGR29%/27%至402/76亿元、2021-23年营收146/189/244亿元、同比增速30%/30%/29%；归母净利29/36/46亿元、同比增速24%/28%/27%。看好职考赛道受政策鼓励及抗周期属性、快扩张模式及高集中度格局，中公有望凭借研发、渠道、管理等优势进一步扩张品类、提升集中度，2022年60倍PE、对应2022年合理市值2183亿元、目标价35.4元。首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

#### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	35.4
最新收盘价：	23.83

股票代码：	002607
52周最高价/最低价：	43.58/23.22
总市值(亿)	1,469.69
自由流通市值(亿)	381.82
自由流通股数(百万)	1,602.28



分析师：唐爽爽  
邮箱：tangss@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519090002  
联系电话：

分析师：何富丽  
邮箱：hefl@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120520080002  
联系电话：

招录季节及周期波动、市场竞争风险、新品类扩张不确定性、  
经营管理效率下降风险、限售股解禁后减持影响、系统性风险

### 盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,176	11,202	14,558	18,916	24,394
YoY (%)	47.1%	22.1%	30.0%	29.9%	29.0%
归母净利润(百万元)	1,805	2,304	2,852	3,638	4,626
YoY (%)	56.5%	27.7%	23.8%	27.6%	27.1%
毛利率 (%)	58.5%	59.2%	58.9%	58.7%	58.5%
每股收益 (元)	0.29	0.37	0.46	0.59	0.75
ROE	52.6%	53.9%	38.7%	21.1%	20.6%
市盈率	79.32	62.12	50.18	39.34	30.94

资料来源: Wind、华西证券研究所

## 投资要件

### 关键假设

假设公务员平稳增长、教招及考研等业务则维持高增长，因此预计 2020-25 年公司营收 CAGR29%至 402 亿元，公务员/事业单位/教师/综合（不含考研及 IT）/考研/IT 收入 CAGR17%/31%/38%/37%/50%/60%至 138/50/90/34/68/20 亿元；**2021-23 年营收 146/189/244 亿元、同比增速 30%/30%/29%**。预计综合毛利率长期提升但中短期下降、归母净利率可能下降但扣非净利率有望稳定，因此预计 2020-25 年归母净利 CAGR27%至 76 亿元；**2021-23 年归母净利 29/36/46 亿元、同比增速 24%/28%/27%**。

### 区别于市场的观点

**1、市场担心中公今年业绩增长放缓具有持续性、影响长期成长预期。**我们分析，今年受内外部双重影响：（1）外部系因疫情后省考提前造成的周期性波动、无碍长期成长，尤其城镇化持续带来基层公职扩招、内卷化加剧推动报考及参培率更快增长，预期公司公务员序列有望维持 CAGR17%；而且行业天花板也受供给驱动、比想象的高（考虑中公与粉笔等共享市场）；（2）内部系因公司加大退费率管控、更注重口碑提升，虽存在一定竞争倒逼、但利好公司长期健康成长。此外，受益教招行业规模大、考研市场基数小，伴随公司教招/考研更快增长维持 CAGR37%/50%、到 25 年其合计占比有望超公务员，从而降低公务员单品类波动的影响。

**2、市场认为职考培训行业轻资产壁垒低、中公护城河并不深，线上起家的粉笔等可能对公司造成冲击。**我们分析，（1）由于招考赛道单品类培训期短且具备季节性，相较 K12 赛道来说，小公司生存难度更高，龙头企业先发优势更强、且能形成持续护城河，中公已形成流量先发及渠道卡位；（2）粉笔虽有线上流量且在加速线下扩张，但目前主要依托于价格战、只在个别区域竞争激烈，其影响更多在于提升招考行业参培率、共同做大市场。

**3、市场担心中公高利润率长期不可持续。**我们分析，（1）中公对于对手的价格战并未跟进，且双方消费群体有所分化；（2）整体看，强化的品牌效应和集团化管理能力等非人力仍具备杠杆效应，2015-19 年非人力开支占营收比例下降 11pct 至 31%、主要体现在市场推广和房租折旧等；（3）分品类看，未来教招规模化盈利提升空间大、考研有望扭亏为盈，且定增建成自有基地后公考和事业单位等盈利能力也有提升空间。此外，渠道下沉过程中在定价不降、效率不降的前提下，盈利能力压力并不大。

### 股价上涨的催化因素

1) 2021Q2 销售收款环比加速、业绩环比加速；2) 2021 年教师、事业单位序列恢复增长超预期，考研序列增长超预期；3) 与粉笔在山东等大省竞争激烈度好于预期；4) 公司退费率下降好于预期。

### 估值和目标价格

短期看好公司教师及事业单位序列恢复性增长加速，中期看好公司品类扩张并抢夺市场份额，长期看好公司在研发系统标准化、直营渠道下沉、垂直管理方面的竞争壁垒及由此带来的集中度持续提升。首次覆盖，给予“买入”评级，相对估值给予 2022 年 60 倍 PE、对应 2022 年合理市值 2183 亿元、目标价 35.4 元。

### 投资风险

招录的季节及周期波动、市场竞争风险、新品类扩张的不确定性、经营管理效率下降风险、限售股解禁后减持影响、系统性风险

## 正文目录

1. 公司概况：从招考培训龙头到全品类职教机构.....	7
1.1. 历史回顾：创始人专注主业，率先完成渠道直营化.....	7
1.2. 业务简析：多品类占比稳步提升，熨平公考季节性波动.....	8
1.3. 资本市场回顾：业绩及估值双升，最高估值 100xPE 以上.....	10
2. 职考行业：千亿规模、高集中度，待渗透及市占率提升.....	11
2.1. 模式：选拔性职考培训赛道优质，成功关键在高集中度及强教研.....	12
2.2. 空间：预计职考未来近 2000 亿规模，受益总量扩张及渗透率提升.....	14
2.3. 细分板块：公职招考具备抗周期属性，教招和考研有爆发潜力.....	16
2.4. 竞争格局：招考培训市场集中度高，竞争对手将共同做大.....	21
3. 公司优势：先发优势，研发系统+渠道下沉+垂直管理.....	23
3.1. 先发优势，叠带规模优势.....	24
3.2. 研发系统标准化，打破供给瓶颈.....	24
3.3. 直营渠道下沉深入、单点收入高，垂直管理、快响应.....	29
4. 成长看点：渠道下沉+品类扩张+扩大协议班供给.....	32
4.1. 渠道：线下加密与下沉，线上做补充.....	32
4.2. 品类：抓住教招机遇，重塑考研市场.....	34
4.3. 产品：扩大协议班供给，延时与提价.....	35
4.4. 盈利能力：非人力杠杆效应有望持续显现.....	37
5. 盈利预测与投资建议.....	39
5.1. 盈利预测：30%+增速，非公为主贡献.....	39
5.2. 估值与投资建议.....	40
6. 风险提示.....	43

## 图表目录

图 1 公司股权结构.....	8
图 2 公司 2015-21Q1 营收及归母净利润.....	9
图 3 公司 2018-20 年分业务营收占比.....	9
图 4 公司各序列培训人次（万）.....	9
图 5 公司各序列培训单价（元）.....	9
图 6 各序列招录考试及收入确认进度.....	10
图 7 中公教育股价复盘.....	11
图 8 中公教育 PE Band.....	11
图 9 教培行业细分：教育与培训两赛道.....	12
图 10 选拔性培训（招考/考研/K12 教培）：产品及市场特征解析.....	13
图 11 选拔性培训（招考/考研/K12 教培）：经营及扩张模式解析.....	13
图 12 选拔性培训（招考/考研/K12 教培）：成功关键因素解析.....	14
图 13 国考招录人数整体平稳、19 年大幅下跌.....	17
图 14 国考参考人数整体平稳、16 年起连续回升.....	17
图 15 国考报考热情有抗周期特征.....	17
图 16 省考招录 19 年显著下跌、参考 16 年起显著上升.....	18
图 17 省考参考热情也有抗周期特征.....	18
图 18 事业单位招聘人数 19 年下跌.....	18
图 19 参培回报率.....	18
图 20 义务教育新增专任教师人数显著增长.....	19
图 21 教师资格证报考人数也显著增长.....	19
图 22 义务教育小初高专任教师年龄结构.....	20
图 23 义务教育小初高生师比持续下降.....	20

图 24 硕士录取及考研报名人数均增长、报录比稳中有升.....	20
图 25 不同院校推免比例高使其实际考录比高.....	20
图 26 考研热情显著攀升并逐渐成为主流选择.....	21
图 27 考研热核心推力是高校扩招速度快过城镇化.....	21
图 28 中公的“先发优势”：流量积累和卡位优势.....	24
图 29 中公研发费及费用率（VS 华图）.....	25
图 30 中公研发人数及人均年薪.....	25
图 31 中公协议班占面授收入比（VS 华图）.....	26
图 32 中公协议班课时单价.....	26
图 33 中公产品本地化细分（VS 华图）.....	27
图 34 中公品类集群（VS 华图）.....	27
图 35 中公教师入职时间分布.....	28
图 36 中公研发人员入职时间分布.....	28
图 37 中公教师离职率（VS 华图）.....	28
图 38 中公师资硕士及以上占比（VS 华图）.....	28
图 39 中公教师人数及人均年薪.....	29
图 40 中公线下及全部生师比.....	29
图 41 中公教师招聘与培训、薪酬及晋升.....	29
图 42 中公教师奖金与工资比.....	29
图 43 中公网点数量及单店均收.....	30
图 44 华图网点数量及单店均收.....	30
图 45 中公收入区域分布.....	30
图 46 华图收入区域分布.....	30
图 47 中公销售费及费用率（VS 华图）.....	31
图 48 中公销售（市场+客服）人数及人均年薪.....	31
图 49 中公响应体系.....	32
图 50 中公线下网点覆盖空间-分省份.....	33
图 51 中公线下网点覆盖空间-分城市层级.....	33
图 52 中公分业务收入预计.....	35
图 53 中公分业务收入增速预计.....	35
图 54 公司总开支构成：薪酬占比持续提升.....	37
图 55 公司总开支比率：非人力开支率显著下降.....	37
图 56 公司历年整体及分项毛利率.....	38
图 57 公司历年成本细项占比.....	38
图 58 公司教师人数及人均年薪.....	38
图 59 公司协议班收入占比及酒店费用占比.....	38
图 60 公司历年营业利润及归母净利率.....	39
图 61 公司历年细项费用率及投资收益占比.....	39
图 62 公司各费用中非薪酬部分占比.....	39
图 63 公司非教师员工人数及其年薪.....	39
表 1 公司发展历程.....	7
表 2 非学历白领职教市场规模（分赛道）-2020E.....	15
表 3 非学历白领职教市场规模（分赛道）-2025E.....	16
表 4 招考培训市场参与者对比.....	21
表 5 考研培训市场参与者对比.....	22
表 6 中公产品分层设计.....	25
表 7 中公协议班及普通班定价和收费机制.....	35
表 8 中公协议班及普通班收入敏感性测试.....	36
表 9 公司分业务收入预测.....	40
表 10 公司盈利预测.....	40
表 11 绝对估值（FCFF）-自由现金流预测.....	41

表 12 绝对估值 (FCFF) -相关假设.....	41
表 13 绝对估值 (FCFF) -输出结果 (百万, 2021) .....	41
表 14: 相对估值-好未来估值参照.....	42
表 15: 相对估值-爱尔眼科估值参照 .....	42
表 16: 相对估值-可比公司估值 .....	42



## 1. 公司概况：从招考培训龙头到全品类职教机构

### 1.1. 历史回顾：创始人专注主业，率先完成渠道直营化

中公教育 1999 年成立、2019 年借壳上市，是 A 股教育板块市值最大的龙头公司。公司起家于公务员招录培训业务，随后拓展至事业单位及教师招录、考研及 IT 培训等多品类赛道，其在竞争格局上的龙头地位、及品类扩张中的可复制性在 A 股中具备稀缺性，从而上市以来享有较高的市场溢价。

回顾公司历史，我们认为有 2 点值得关注：**(1) 渠道率先全面收归直营**：公司早在 2005 年大规模推行代理制实现快速扩张，但管控难度较大，且在教师、研发上均有损品牌口碑，因此公司自 2009 年起用 2 年时间将网点全面收归直营；**(2) 创始人专注主业、具备强化研发和卡位渠道的战略眼光**：创始人李总和王总均毕业于北大政府管理学院、从公职招考培训讲师开始创业，始终专注主业，一方面亲自负责研发、师训、管理等；另一方面在竞争对手为融资拖累、控费用、扩张放缓时，保持了自身的扩张节奏，华图 2011 年开始筹谋资本化，中公则迟于 2015 年才考虑资本化，但在此期间渠道快速下沉拓展至 470 家，抢占了市场份额。

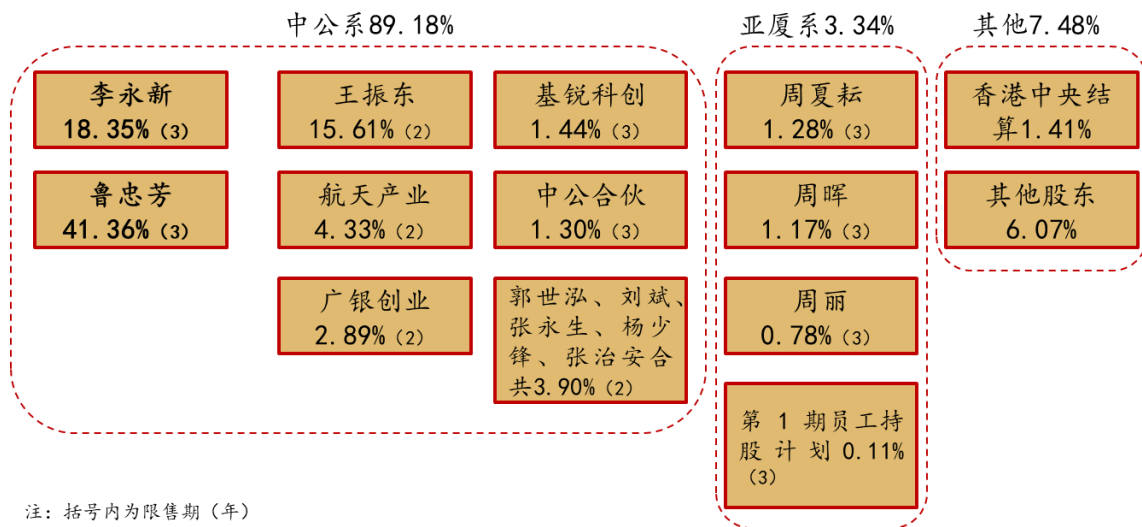
表 1 公司发展历程

阶段	时间	事件
探索与起步	1999	李永新等创始人尚未毕业即于北大成立素质教育公司
	2000	进行奥数、高考辅导、高考状元演讲等多项目尝试
	2001	启动北大 MPA 考前培训项目；尝试进入公考培训领域，是国内首批公考培训机构
研发专业化	2002	创办国内第一个公考门户网站“中公网”，上线自主研发的公考在线辅导课程
	2003	研发迭代第二代公考辅导课程，向实战方向迈进
	2004	与人民日报出版社达成战略合作，出版国内第一套具有实战意义的公考辅导系列丛书
率先全国化	2005	推行大规模代理制，在十几个城市与 30 余家地方性代理机构合作，率先布局全国市场
	2006	推行“公务员考试大型讲座”招生模式，开启培训招生市场模式创新
	2007	首推“面试特训课程”培训模式，形成“面授、图书、在线教育”三位一体模式；成立公务员考试研究院
率先直营化	2009	对代理商全面收归直营，加大研发、率先培养专职师资，抓住 2009/10 年的公考风口（2009/2010 年报考人数激增 32%/37%至 105/144 万）；尝试从事考研培训
	2010	推行“公职培训基地学习”模式，提供吃住学一体化方案，山东公考培训旗舰学习中心成为首个落地项目
率先扩品类，上市	2015	全国分支机构突破 470 家，正式转型职业教培领域
	2019	借壳亚夏汽车上市，业绩承诺为 2018-20 年扣非净利不低于 9.3/13/16.5 亿元；
	2020	公告定增预案，拟以询价方式募资 60 亿元、其中 42 亿用于怀柔学习基地建设

资料来源：公司公告、华西证券研究所

目前中公系/亚厦系/其他股东持股分别 89.18%/3.34%/7.48%，以创始人李永新为核心的创始团队具备多数股权，李永新实际控股大概 60%（李永新 18.35%+其母鲁忠芳 41.36%+其他持股平台）、王振东持股 15.61%，二人均深耕教培行业二十多年。公司股份中 26.73%在 2021 年 1 月解禁，65.79%在 2022 年 1 月解禁，其余为流通股。

图 1 公司股权结构



资料来源：公司公告、华西证券研究所

## 1.2. 业务简析：多品类占比稳步提升，熨平公考季节性波动

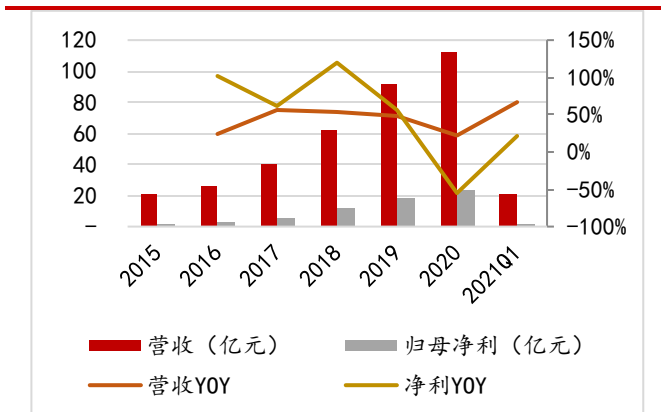
公司收入/归母净利 2020 年为 112.02/23.04 亿元、2015-20 年复合增速为 40%/70%，分序列看，2020 年公务员/事业单位/教师/综合（考研为首）/其他（非教培）收入同比增速为 51%/-9%/-7%/10%/12%、占比为 56%/11%/16%/16%/1%，分形式看，2020 年面授/线上收入同比增速为 2%/181%、占比为 74%/26%。受疫情影响，上半年的招录近乎冻结，加上公务员联考延期至三季度导致教师和医疗等序列较大幅度缩招。

公司 2021Q1 收入/归母净利同比增长 67%/21%，市场不断回暖使收入显著增长，但同时公司研发费用率同比提升 4.46pct 至 13.02%且投资收益占比下降、因此业绩增幅不及收入；此外，2021Q1 销售商品、提供劳务收到的现金同比下降 47%，主要系多省联考提前使高峰收费期减少近 1 个月，但其他序列的恢复性增长有望弥补省考提前的收费缺口，全年仍具备多元序列的业绩支撑，且未来不同序列间的扰动下降。

我们分析，公司今年业绩增长预期有所下降主要受内外部双重影响：（1）外部系因疫情后省考提前造成的周期性波动、无碍长期成长，尤其城镇化持续带来基层公职扩招、内卷化加剧推动报考及参培率更快增长，预期公司公务员序列有望维持 CAGR17%；而且行业天花板也受供给驱动、比想象的高（考虑中公与粉笔等共享市场）；（2）内部系因公司加大退费率管控、更注重口碑提升，虽存在一定竞争倒逼、但利好公司长期健康成长。

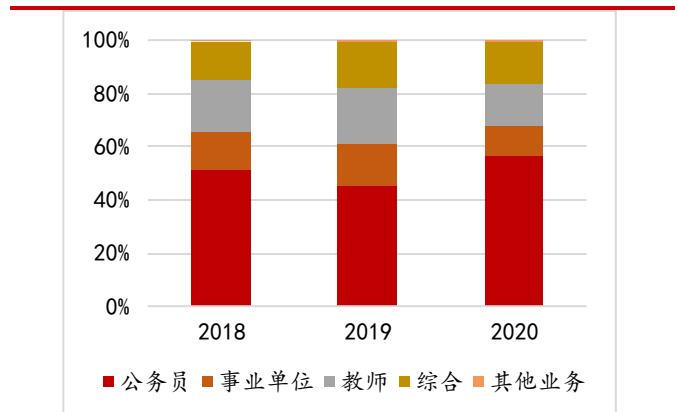


图 2 公司 2015-21Q1 营收及归母净利



资料来源：公司公告、华西证券研究所

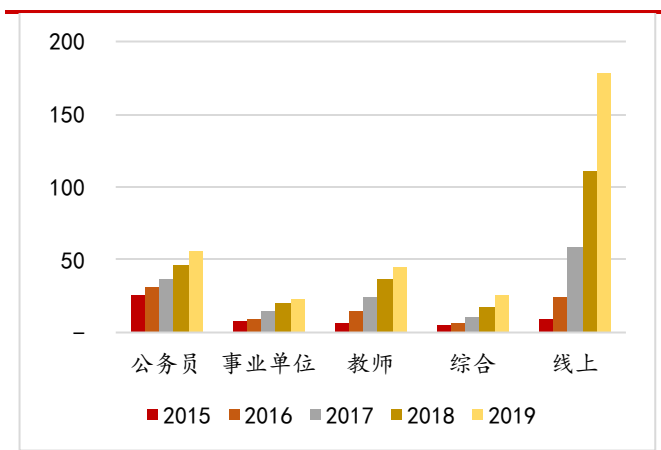
图 3 公司 2018-20 年分业务营收占比



资料来源：公司公告、华西证券研究所

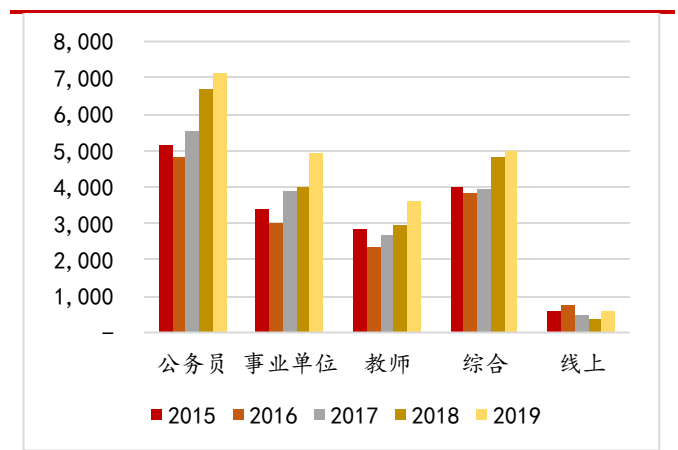
公司成长阶段量增为主、价升为辅，未来成熟赛道有望向价升驱动倾斜。2015-19 年公司面授业务培训人次 CAGR35%至 151 万（20 年 149 万）、单价 CAGR5%至 5358 元（20 年 5510 元），其中公务员/事业单位/教师/综合序列培训人次 CAGR21%/34%/59%/46%至 56/24/46/26 万、单价 CAGR8%/10%/6%/5%至 7161/4954/3606/4972 元；线上业务培训人次 CAGR106%至 178 万（20 年近 300 万）、单价 CAGR0%至 582 元（20 年 968 元），20 年受疫情影响线上人次及单价激增。

图 4 公司各序列培训人次 (万)



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 5 公司各序列培训单价 (元)



资料来源：公司公告、华西证券研究所

除国考及考研外（国考/考研占公务员/综合收入 15%/40%），多数招考培训准备期在上半年、录取公示期在下半年；相应地，公司收款集中在上半年、收入及业绩确认高峰在下半年。（1）经营现金流入 19Q1-4 占比 37%/36%/8%/18%、73%预收培训费集中在上半年；（2）收入确认 19Q1-4 占比 14%/25%/27%/33%、60%收入确认在下半年协议班退费后；（3）经营现金流净额 19Q1-4 占比 98%/78%/-53%/-23%、下半年存在协议班退费潮；（4）净利润 19Q1-4 占比 6%/21%/26%/47%、下半年成为盈利确认高峰。

图 6 各序列招录考试及收入确认进度

招录考试		11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
国考	笔试												
	笔试成绩发布												
	面试												
	录取结果公布												
省考	笔试												
	笔试成绩发布												
	面试												
	录取结果公布												
事业单位及教师招聘	笔试												
	笔试成绩发布												
	面试												
	录取结果公布												
教师资格	笔试												
	笔试成绩发布												
	面试												
	录取结果公布												
考研	笔试												
	笔试成绩发布												
	面试												
	录取结果公布												
收入确认		笔试/面试：确认普通班全部收入及协议班不可退费收入；笔试/面试成绩发布：确认协议班可退费收入											

资料来源：中公教育、华图教育，华西证券研究所

注：以上为招录考试疫情前的大致进程，2020年省考推迟、2021年省考提前1个月

分业务看，公司公务员及综合序列上下半年收入均衡、教师及事业单位序列下半年收入占比70%-80%。(1) 公务员：19H1/H2收入占比49%/51%，国考收款/收入确认集中在Q3-4/Q4-2、省考收款/收入确认集中在Q1-2/Q2-4；(2) 综合：19H1/H2收入占比48%/52%，考研收款/收入确认集中在Q3-4/Q3-1（无协议班）、其他基层公职全年分布；(3) 教师：19H1/H2收入占比27%/73%，教招收款/收入确认集中在Q1-2/Q2-4，资格证收款/收入确认集中在Q1、Q3/Q2、Q4-1；(4) 事业单位：19H1/H2收入占比19%/81%，收款/收入确认集中在Q1-2/Q2-4。

此外，公司值得关注的，存贷皆高主要是历史原因：截至21Q1末一年内到期的定期存款20.04亿元、系借壳上市时所做，短期借款45.62亿元、有息负债率28.52%；预收款多可部分用于理财：截至21Q1末合同负债50.71亿元、19年投资收益率4.72%。

### 1.3. 资本市场回顾：PE最高100倍以上、最低40倍左右

公司19借壳后全年/20全年股价涨幅119%/96%，股价上涨主要由于：(1) 业绩超预期：19Q1-4单季归母净利润增速均超38%，20Q3归母净利润增速超233%；(2) 高增长的稳定、品类扩张的成功带动估值中枢提升：19/20年最高动态PE为75/104X。而期间阶段下跌（19年11月-20年1月，及20年6、9、11月）则主要由于：(1) 11月是省考等退费高峰期，叠加业绩真空期及风格切换调仓等带来估值调整，19/20年最低动态PE调整至41/54X（均在系统性风险发生时）；但随着信心修复及业绩兑现，低点往后3个月内动态PE最高修复至55/64X（亦约中位值）。

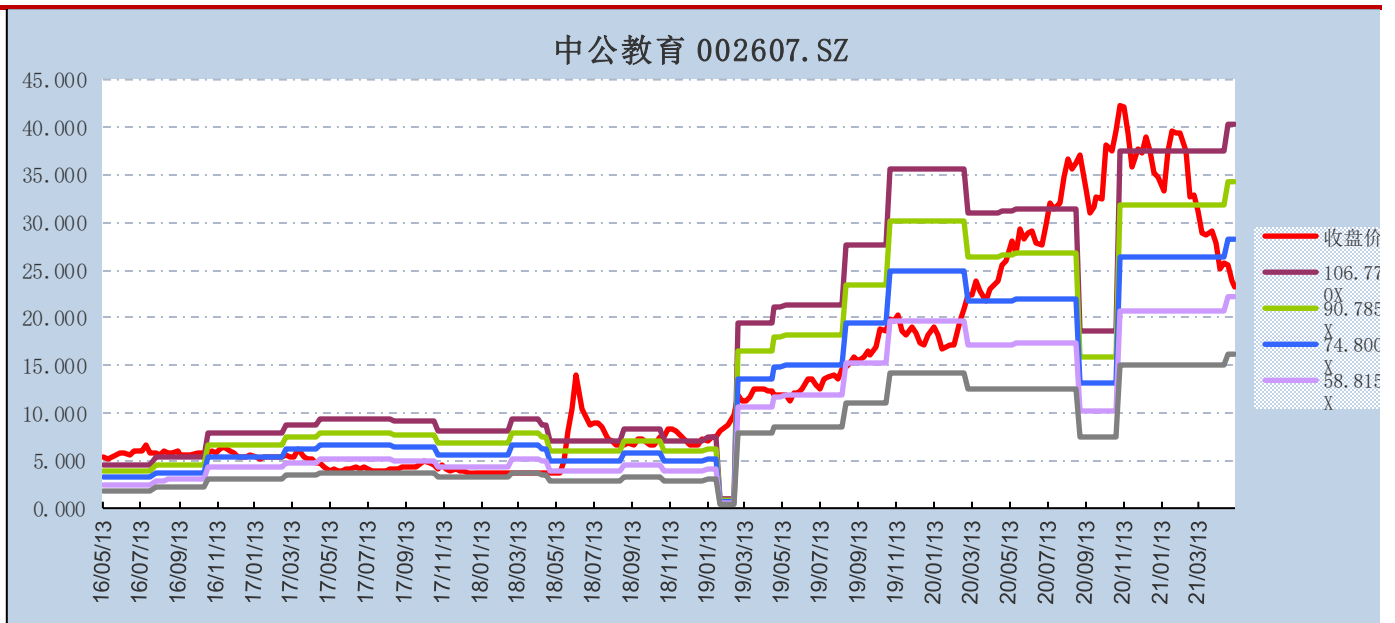
而其21年初至今股价跌幅29%，股价下跌主要由于：(1) 业绩略不及预期：20Q4/21Q1单季归母净利润增速16%/21%，且21Q1受省考提前影响销售收款下降47%；(2) 增长预期下降、风险偏好趋紧带来的估值中枢下移：阶段性业绩乏力引发市场对公司长期增长预期的下调，及风险偏好趋紧使龙头估值中枢下移，21年最低动态PE为45X；但若非公务员序列持续爆发且业绩好于预期，及市场信心修复，仍然存在估值修复空间。

图 7 中公教育股价复盘



资料来源: Wind、华西证券研究所

图 8 中公教育 PE Band



资料来源: Wind、华西证券研究所

## 2. 职考行业: 千亿规模、高集中度, 待渗透及市占率提升

## 2.1. 模式：选拔性职考培训赛道优质，成功关键在高集中度及强教研

我们认为选拔性培训子赛道是最好的赛道，其“刚需、空间大+弱政策、稳定供给+快扩张、马太效应”的特征易形成长坡和湿雪。教育赛道的短板在于，民办空间有限、整体受政策影响大（空间限制）、全国化扩张慢，而选拔性培训（K12 课外、招考、考研）赛道的优势在于，（1）刚需且空间大：民办主导，覆盖超 12 级学生、客群基数大，选拔考创造焦虑感、人均付费高；（2）弱政策且可稳定供给：整体受政策影响小（合规要求），加强合规对头部短有小利空长看则利好；（3）快扩张且有马太效应：更轻资产的模式，利于龙头全国化快扩张和市占率快提升。

图 9 教培行业细分：教育与培训两赛道

概分（目标）	细分市场	机构参培比例	平均就读周期	市场空间	政策影响	重资产程度	行业集中度	龙头愈强？
<b>一、教育：学历及长期非学历教育（追求公平与合格）</b>		偏必需	长期性	偏小	偏大	偏重	分散度很高	刚需、空间大+弱政策、稳定供给+快扩张、马太效应=? ★
学历教育（毕业及学位合格）	全日制高教及 K12 学历教育	最高，公办为主民办为辅	最长，平均3年以上	民办一般大，因民办占比低	直接影响最大，因教育属性最强受监管最多	最重，扩张最慢	异常分散，区域割据	2+0.6+2.5=5.1
非学历教育（就业及升学合格）	全日制职业技能培训、全封闭中高补培训	次高，民办主导	次长，平均1年以上	一般，因客群基数不甚大	间接影响较大，因受中高考招生名额影响	偏重，扩张偏慢	较分散，需求较碎片	1.5+2+1.5=5
<b>二、培训：短期非学历培训（追求效率与培优）</b>		偏可选	阶段性	较大	不大	较轻	分散度中高	刚需、空间大+弱政策、稳定供给+快扩张、马太效应=? ★★★
选拔性培训（中高考及国考等胜出）	K12 课外辅导、招考培训、考研辅导	较高，民办主导	不长，平均1年以下	最大，覆盖学生12级以上	影响不大，短有合规要求长看无大利空	较轻，实际扩张最快	分散，但头部效应最明显	4.5+4+3.5=12
通过性培训（某些资格考试过线）	其他技能培训	最低，民办主导	最短，时间不确定	最小，因参培率及付费均低	存在一定影响，某些考试或取消或变化	最轻，但需求不集中	更分散，门槛低盈利不强	0.4+3+0.5=3.9

资料来源：华西证券研究所

从产品及市场特征看，（1）招考培训一般重视产品质量，因需求为“速成班”、客户多“事少钱多”，且受政策影响比较弱；但市场规模大，面向约 6000 万报考大学生、约 20%选择参培但少有复购。（2）考研培训比较重视产品质量，因需求为“速成+提升”、客户多“事不多钱多”，且受政策影响也比较弱；但市场规模小，面向约 400 万报考大学生、约 15%选择参培但很少有复购。（3）K12 教培最重视产品质量，因需求为长周期“提升班”、客户多“事多钱多”重效果，且受到一定政策影响；且市场规模最大，面向约 2 亿 K12 在校生、目前约 30%选择参培且多有续班。

图 10 选拔性培训（招考/考研/K12 教培）：产品及市场特征解析

产品与市场特征	需求特性	群体规模	参培率	复购率	产品与获客匹配
招考★★ (一般重产品质量、市场规模大)	“速成班”、“事少钱多”，重效率、结果多于效果；受政策影响较弱	6000万，随报考人数增多而增多	20%+，参培周期短、增量效果一般且对结果贡献不易评判	目标客户群更替和流动快，单客户少有复购	产品：高价协议班or中高价普通班or低价线上班； 获客：如资讯网站引流及口碑和主动营销
考研★ (比较重产品质量、市场规模小)	“速成+提升”、“事不多钱多”，重效率、效果先于结果；受政策影响也较弱	400万，随报考人数增多而增多	15%+，参培周期拉长、增量效果中等且对结果贡献可评判、有影响	目标客户群更替和流动很快，单客户很少有复购	产品：中高价普通班or低价线上班； 获客：如资讯网站引流及口碑和主动营销
K12教培★★★ (最重视产品质量、市场规模最大)	“提升班”、“事多钱多”，重效果先于且多于结果；受到一定但不致命的政策影响	2亿，义务教育群体稳中略升	30%+，参培周期最长、增量效果大且对结果贡献易评判、有实质影响	目标客户群更替和流动慢，单客户有续班但每3年易变动	产品：高价个性化or中高价小班or低价大班； 获客：如家长帮引流及口碑和主动营销

资料来源：华西证券研究所

从经营及扩张模式看，(1) 招考培训有最轻资产、周转率超 1 次/年；扩张速度最快，因强教研可显著弱化教师、教研规模效应明显，故直营标准化最高；规模化门槛高，因渠道需深度下沉、口碑要靠量积累；后入者威胁小，因纵需一体化快响应、横需多产品协同；盈利能力最强，毛利率近 60%，净利率近 20%。(2) 考研培训有比较轻资产但扩张难、直营标准化低；规模化门槛较高但目前后入者威胁较大；盈利能力不及招考。(3) K12 教培有一般轻资产、周转率 0.7 次/年左右；扩张速度较快、直营标准化较高；存在规模化门槛但不高、中小机构多；存在后入者威胁且层出不穷、因需求慢量及单品周期长；盈利能力较强，毛利率 50%左右，净利率接近 20%。

图 11 选拔性培训（招考/考研/K12 教培）：经营及扩张模式解析

经营与扩张模式	经营与扩张便利性				盈利与周转能力		
	教研—产品/课程标准化	师资—教师/教学标准化	渠道/销售—直营标准化+口碑下沉	运营/架构—纵向统管+横向协同	毛利率	净利率	周转率
招考★★★ (最轻资产、扩张最快盈利最强)	知识点简单、共性多但灵活性强，教研初始难度大但规模效应明显	教师要求低、培训短、进入门槛低；强教研可显著弱化教师	因此直营标准化最高。渠道需深度下沉可适当加密，口碑主要靠量积累，规模化门槛最高	因需求急量、单品周期短，纵需一体化快响应、横需多产品协同，后入者威胁最小	定价溢价高、成本灵活性高，毛利率可逼近60%（考虑已深度下沉但区域统一价）	非人力有杠杆效应，净利率接近20%	网点仅承担招生无教学功能，资产周转率可超1次/年
考研★ (比较轻资产、盈利尚可但扩张难)	知识点复杂、共性不多且灵活性很强，教研难度很大且缺少规模效应	教师要求较高、培训延长、进入门槛抬高；强教研可弱化教师但教研难	因此直营标准化低。渠道需加密+下沉，口碑靠质+量积累，规模化门槛较高	纵向一体化快响应弱、横向多品类协同差，目前后入者威胁较大	定价溢价下降，生师比下降教师成本上升，毛利率下降	单品周期不长且规模还有限，压低了净利率	
K12教培★★ (一般轻资产、扩张较快盈利较强)	知识点庞杂、共性多但灵活性强，教研初始难度大但有一定规模效应	教师要求最高、培训长，有一定进入门槛；强教研可一定弱化教师	因此直营标准化较高。渠道需加密或下沉，口碑主要靠高质积累，存在规模化门槛但不高	纵可集团统管质量、横可多科协同，但需求慢量、单品周期长，存在后入者威胁且层出不穷	定价溢价中高、成本灵活性中高，毛利率在50%左右（考虑正逐步下沉非全国统一价）	非人力有杠杆效应，净利率15%左右	网点承担招生及教学职能，资产周转率0.7次/年左右

资料来源：华西证券研究所



因此，我们认为招考培训机构成功关键在高集中度、先发优势及教研为基的高标准化，与K12教培机构的高市场规模、规模优势及教师为体的高标准化有所不同。

(1) 招考机构核心KSF为集中度、全国龙头市占率10%+；分解KSF为1) 先发优势，最小有效生产规模要求的市占率高、获得教研体系最高累积收益（教研全留），规模优势是其必然结果；2) 教研为基的标准化，是效率型消费者选择的结果。(2) K12教培机构核心KSF为市场规模，全国龙头市占率10%-；分解KSF为1) 规模优势，最小有效生产规模要求的市占率不高、获得教师培留体系较高累积收益（教师会走）；2) 教师为体的标准化，是效果型消费者选择的结果。(3) 考研机构核心KSF现在靠市场规模、未来需依赖集中度，分解KSF为规模优势、教师向教研为基过渡的标准化。

图 12 选拔性培训（招考/考研/K12 教培）：成功关键因素解析

成功关键因素KSF	核心指标 —集中度or市场规模	分解指标 —先发or规模优势，教研or教师为基体的标准化
招考	集中度 > 市场规模	先发优势（因后入者威胁小+教研体系累积收益高，通过教研造口碑量+扩网点并招教师配合）， 教研为基的标准化（强教研支撑产品快更新、教师快培训、渠道最快深下沉、运营快响应）
考研	现状：市场规模；破局：集中度	规模优势（因后入者威胁较大+教研体系有累积收益，通过招教师造口碑量+扩网点并将教研从配合到主导）， 教师向教研为基过渡的标准化（强教研支撑产品加快更新、教师可培可留、渠道可沉可密、运营加快响应）
K12教培	市场规模 > 集中度	规模优势（因有后入者威胁+教师培留体系有累积收益，通过招培教师做续班率+扩网点并对教研从配合到做好）， 教师为体的标准化（强教师培留支持好教研、产品高续班、渠道较快频加密、运营重质量）

资料来源：华西证券研究所

## 2.2. 空间：预计职考未来近 2000 亿规模，受益总量扩张及渗透率提升

估计当前非学历白领职教市场规模约千亿，招考/考研/IT 培训占比 61%/9%/30%。

(1) 招考培训赛道较成熟、估计全赛道规模约 625 亿，其中公务员/事业单位/教师/综合赛道规模分别约 117/129/150/229 亿，由于需求集中且急量、盈利能力较强。(2) 考研培训赛道：目前基数尚小、估计赛道规模约 88 亿，由于教研规模效应低、盈利能力不足；(3) IT 职训赛道：行业较成熟、估计赛道规模约 301 亿，由于技术迭代速度快、行业竞争更激烈，盈利能力受限。

表 2 非学历白领职教市场规模（分赛道）-2020E

单位：人数及付 费-万、空间-亿	招录/通 过人数	录取/通 过率	报考 人数	参培率	参培 人数	人均 付费	20E 市场 规模	中公 规模	中公 市占率
<b>招考+考研+IT</b>			<b>6321</b>	<b>27.8%</b>	<b>1756</b>	<b>0.58</b>	<b>1015</b>	<b>112.0</b>	<b>11.0%</b>
<b>一、招考培训</b>			<b>5521</b>	<b>24.2%</b>	<b>1334</b>	<b>0.47</b>	<b>625</b>	<b>100.5</b>	<b>16.1%</b>
<b>1、公务员</b>									
(1) 国考	2.57	1.7%	153	30.4%	47	0.71	33		
(2) 省考	13.09	3.8%	348	30.4%	106	0.79	84		
<b>2、事业单位</b>			<b>794</b>	<b>29.4%</b>	<b>234</b>	<b>0.55</b>	<b>129</b>	<b>12.7</b>	<b>9.9%</b>
(1) 中央	7.96	4.7%	170	29.4%	50	0.53	27		
(2) 地方	42.17	6.8%	624	29.4%	184	0.55	102		
<b>3、教师</b>			<b>1225</b>	<b>31.3%</b>	<b>383</b>	<b>0.39</b>	<b>150</b>	<b>17.9</b>	<b>12.0%</b>
(1) 资格	75.00	7.5%	1000	25.4%	254	0.29	73		
(2) 招录	46.05	20.5%	225	57.2%	129	0.60	77		
<b>4、综合</b>			<b>3000</b>	<b>18.8%</b>	<b>565</b>	<b>0.41</b>	<b>229</b>	<b>6.9</b>	<b>3.0%</b>
(1) 其他招录	42.09	6.0%	700	23.4%	164	0.54	89		
(2) 各类资格	458.85	20.0%	2300	17.4%	401	0.35	140		
<b>二、考研培训</b>			<b>400</b>	<b>16.4%</b>	<b>66</b>	<b>1.34</b>	<b>88</b>	<b>9.0</b>	<b>10.2%</b>
<b>三、IT 职训</b>			<b>400</b>	<b>89.0%</b>	<b>356</b>	<b>0.85</b>	<b>301</b>	<b>1.9</b>	<b>0.6%</b>

资料来源：公司公告、华西证券研究所

注：线上线下合计

我们分析，驱动职考行业未来高成长的驱动力在于：(1) 招录需求稳增：城镇化提升、60 后退休高峰带来公职人员年增量需求约 200 万。社科院预计 2025 年城镇化率达 65.5%、未来年增量城镇人口约 1500 万，参考 16 年公职比例 6.4%、带来公职人员年增量需求约 100 万；此外，保守推测公职人员约 5000 万人，参考其退休率 2.4%、也带来公职人员年增量需求约 100 万。(2) 招考供给基数扩张、报考率提升：高校扩招背景下预计 2025 年大学毕业生新增量近 1000 万，招考供给基数持续扩张，且人才内卷化倾向加剧推动低学历门槛及高性价比的职考报考率提升。(3) 参培率、付费提升：通过率下降将推动职考培训参培率及付费提升。

我们判断，五年后非学历白领职教市场规模将近 2000 亿，招考/考研/IT 培训 CAGR 为 14%/22%/14%。(1) 招考培训规模有望 CAGR14%至 1186 亿、量/价分别 CAGR 9%/4%，预计公务员/事业单位/教师/综合规模分别 CAGR11%/12%/18%/13%至 198/223/348/417 亿；(2) 考研培训规模有望 CAGR22%至 242 亿、量/价分别 CAGR 15%/6%；(3) IT 培训规模有望 CAGR14%至 571 亿、量/价分别 CAGR 8%/5%。

表 3 非学历白领职教市场规模（分赛道）-2025E

单位：人数及付 费-万、空间-亿	招录/通 过人数	录取/通 过率	报考 人数	参培率	参培 人数	人均 付费	25E 市场 规模	中公 规模	中公 市占率
<b>招考+考研+IT</b>			<b>8590</b>	<b>31.5%</b>	<b>2702</b>	<b>0.74</b>	<b>1999</b>	<b>402</b>	<b>20.1%</b>
<b>一、招考培训</b>			<b>7357</b>	<b>27.7%</b>	<b>2039</b>	<b>0.58</b>	<b>1186</b>	<b>311</b>	<b>26.2%</b>
<b>1、公务员</b>									
(1) 国考	2.84	1.4%	199	33.7%	67	0.88	59		
(2) 省考	14.81	3.5%	428	34.0%	146	0.95	139		
<b>2、事业单位</b>									
(1) 中央	9.05	4.2%	214	32.9%	70	0.68	48		
(2) 地方	48.65	6.4%	759	32.9%	250	0.70	175	50	22.4%
<b>3、教师</b>									
(1) 资格	123.56	7.5%	1647	27.9%	460	0.38	176	90	25.8%
(2) 招录	64.59	17.4%	371	60.7%	225	0.76	172		
<b>4、综合</b>									
(1) 其他招录	49.39	5.7%	872	26.9%	235	0.69	162		
(2) 各类资格	564.65	19.7%	2866	20.4%	586	0.44	256		
<b>二、考研培训</b>									
<b>三、IT 职训</b>									

资料来源：公司公告、华西证券研究所

注：线上线下合计

## 2.3. 细分板块：公职招考具备抗周期属性，教招和考研有爆发潜力

我们分析，各细分板块的驱动因素整体上包括：(1) 目标岗位供需增长情况，其中教招和考研是录取双增最明显的板块，尤其在替代性岗位机会少的经济偏冷年份和人口密集但经济条件有限的地区有更顽强的刚需；(2) 参培率及付费提升情况，其中竞争愈发激烈的公务员及岗位性价比提升的教师序列是参培率及付费提升明显的板块。

### 2.3.1 公务员和事业单位招考：受机构改革和经济周期影响

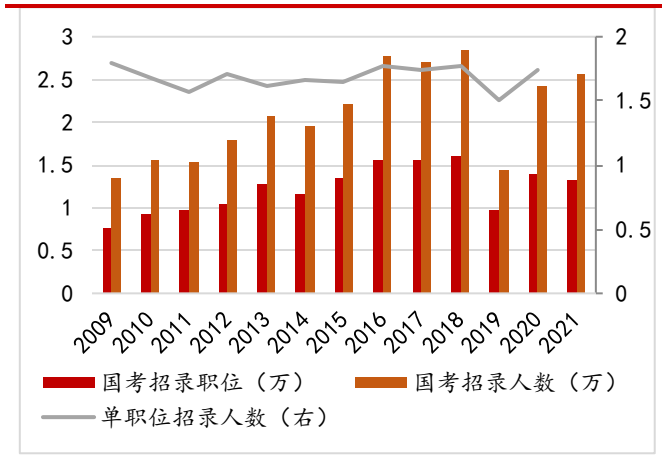
**公务员招考：中短期因机构改革结束后招录需求释放、经济整体偏冷下报考热情上升，有望迎来通过率下降倒逼的向上周期；**而长期在招录及报考人数稳中略升背景下，主要由参培率及付费双增带来可持续的增长空间。

**公务员招录需求与机构改革相关：改革推进带来短暂下跌、改革结束迎来反弹。**政府机构改革主要针对部门设置而非人员规模，基本上每五年实施一次，公务员招录需求因改革推进短暂下跌、但改革结束迎来反弹：如 2013 年政府机构改革导致 14 年国考招录人数下降 6%，但 15 年恢复增长 14%；2018 年改革导致 19 年国考招录人数下降 49%，但 20 年报复性增长 66%、2021 年增长 7%至 2.57 万。省考与国考类似，招录人数 19 年下降 23%，但 20 年增长 39%至 13.09 万、21 年因 20 年扩招则小有下降，但我们认为其乃周期性波动、长期看省考招考增长可持续性仍强。

**公务员报考率具备抗周期属性：经济热则热情略减退、经济冷则热情显著增强。**参考人多将公务员作为优选但不一定是最优职位：如 2014/15 年上证 A 股涨幅 53%/9%，经济较热使国考参考人数减少 11%/9%、考录比降至 51/40；2016-20 年上证 A 股涨幅 -12%/7%/-25%/22%/14%，经济放缓使国考参考人数增长 3%/6%/15%/-19%/5%、考录比

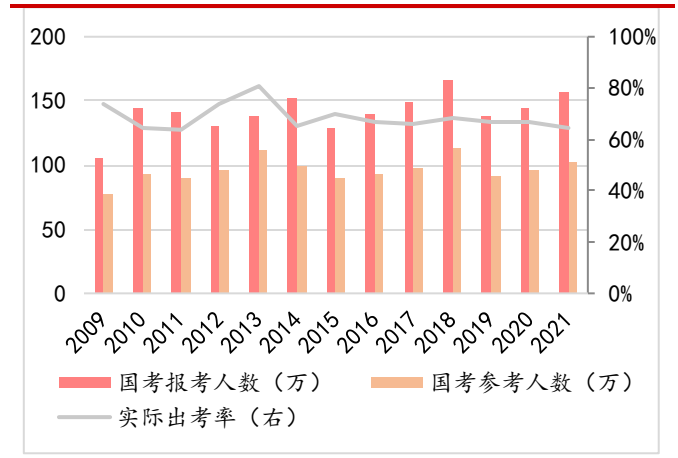
增至 33/36/40/63/40 (20 年考录比下降因招录激增)。省考与国考类似, 2014-15 年报录比降至 11/13、16-18 年报录比升至 22/31/27。

图 13 国考招录人数整体平稳、19 年大幅下跌



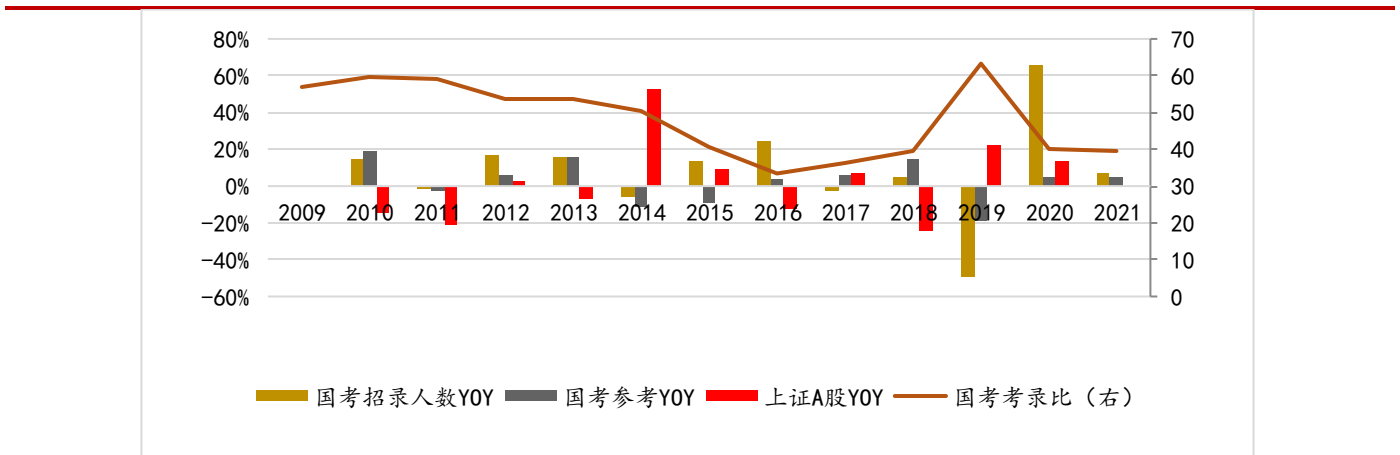
资料来源: Wind、华西证券研究所

图 14 国考参考人数整体平稳、16 年起连续回升



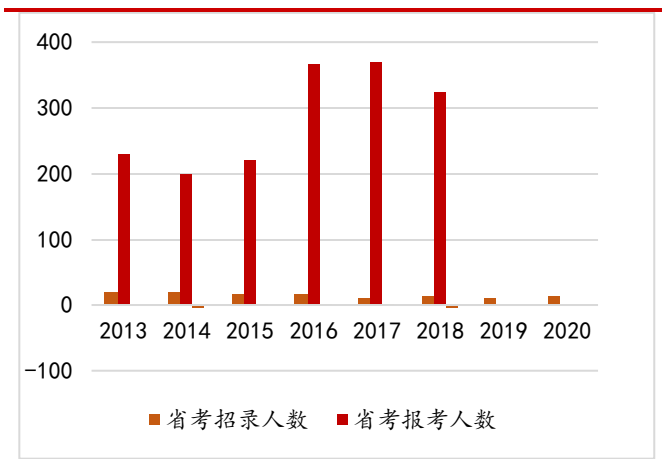
资料来源: Wind、华西证券研究所

图 15 国考报考热情有抗周期特征



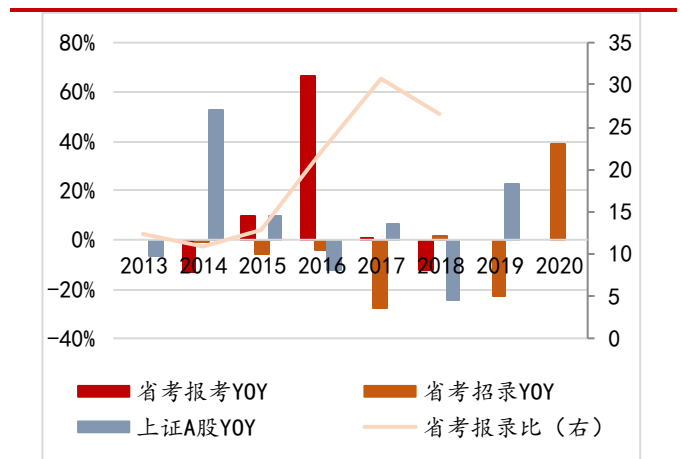
资料来源: Wind、华西证券研究所

图 16 省考招录 19 年显著下跌、参考 16 年起显著上升



资料来源: Wind、华西证券研究所

图 17 省考参考热情也有抗周期特征

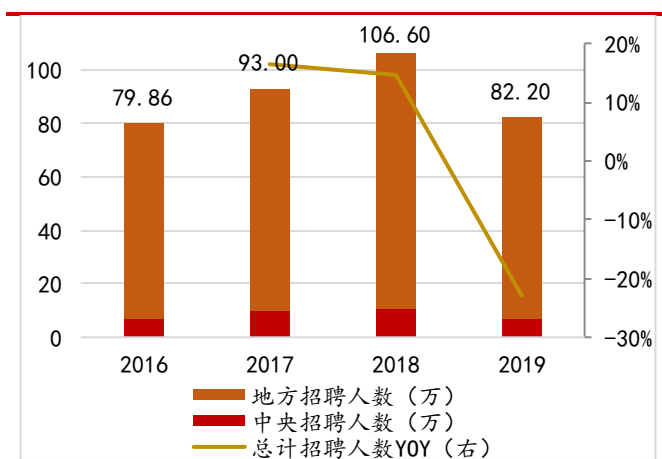


资料来源: Wind、华西证券研究所

**事业单位招聘招考：改革力度更大、周期更长，2020 年改革阶段性结束、未来有望释放招聘活力；**且长期受益参培率及付费双增+招录及报考人数稳中有升。事业单位改革至少可追溯至 2011 年计划划分为承担行政职能（并归行政机构）、从事生产经营活动（转企改制）和从事公益服务（强化公益属性）三个类别，并计划到 2020 年前两类改革基本完成；且 2018 年出台有关决定推进新一轮改革，因此 19 年中央及地方事业单位招聘人数下降 23%至 82.2 万，2020 年改革阶段目标达成但受疫情影响招聘放缓，预计未来有望释放招聘活力。

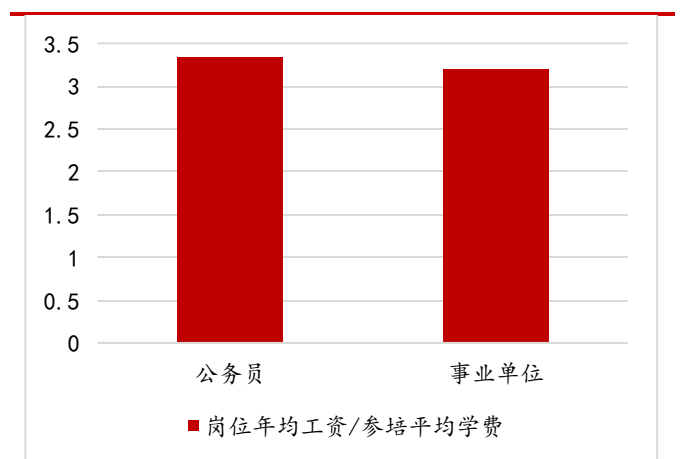
**基层公职招考：同样呈现抗周期特征，受改革影响小且体量大、若经济遇冷可充当稳就业蓄水池的主力；**且长期受益参培率及付费双增+招录及报考人数一定增长。综合类基层公职包括医疗、农信社、国企、电力电网、招警、三支一扶、村官、军考、社会工作者等，较公务员及事业单位更下沉。2020 年国家强调继续组织实施农村教师特岗计划、“三支一扶”计划等基层服务项目；公开招聘一批乡村教师、医生、社会工作者充实基层服务力量，因此 20 年特岗教师扩招 0.5 万至 10.5 万人、三支一扶扩招 0.5 万至 3.2 万人，此外社会工作者等也有扩招。

图 18 事业单位招聘人数 19 年下跌



资料来源: Wind、华西证券研究所

图 19 参培回报率



资料来源: Wind、华西证券研究所

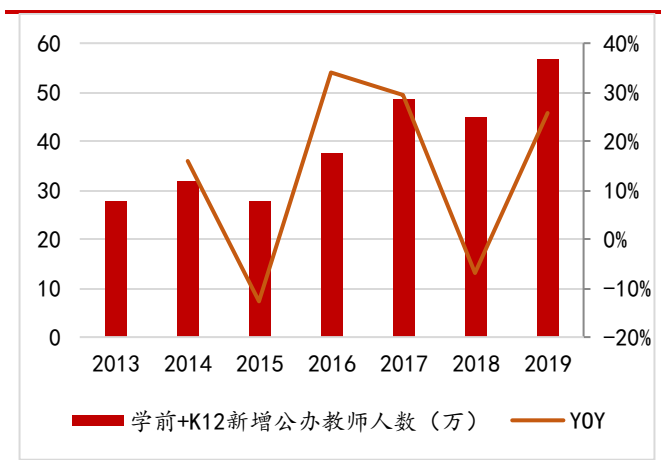
### 2.3.2 教师招考：校内小班化+校外资质规范化+岗位性价比提升



不同于其他公职，教招是招录显著增长+报考增长更快的板块，且具备参培率+付费双升的强支持。招录显著增长主要系教师服务半径最小，且叠加校内小班化趋势越发明显，学前及 K12 教育师资需求量增大，保守估计我国学前+K12 公办教师年增量人数（净增+退休补充）2013-19 年复合增长 13%至 57 万、2019 年存量达 1255 万，而幼儿园/小学/初中/高中阶段民办教师占比 61%/8%/11%/12%、“十四五”规划要新建改扩建 2 万所幼儿园且增加普惠学位 400 万个以上/新建改扩建中小学校 4000 所以上，因此未来幼儿园受益加大普惠力度、公办教师招聘有望显著增长，K12 受益教培监管政策强化校内服务质量、公办教师招聘也有持续增长空间。

报考增长更快主要系自身岗位性价比提升、替代性选择减少（其他公职改革缩招）；此外，2015 年教资证考试改革为国考使通过率下降、刺激参培率提升，2018 年校外培训学科教师需有教资证、带动报考基数扩张，因此估计教师资格证报考人数 2016-20 年复合增长 40%至 1000 万，尽管教师招聘及资格证报考 2020 年受疫情影响、但 2021 年有望实现恢复性增长。

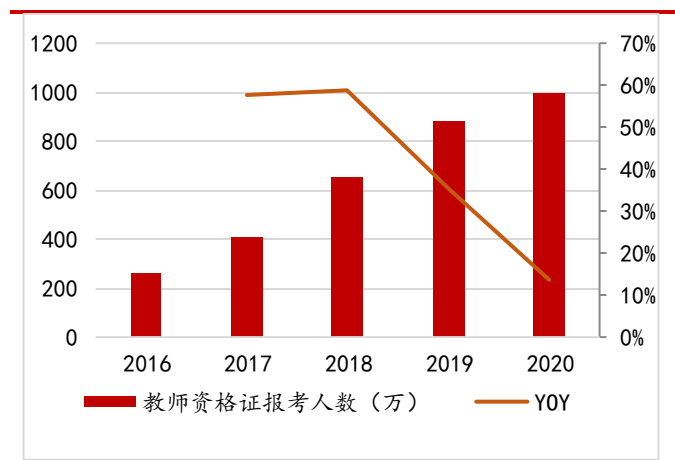
图 20 义务教育新增专任教师人数显著增长



资料来源：Wind、华西证券研究所

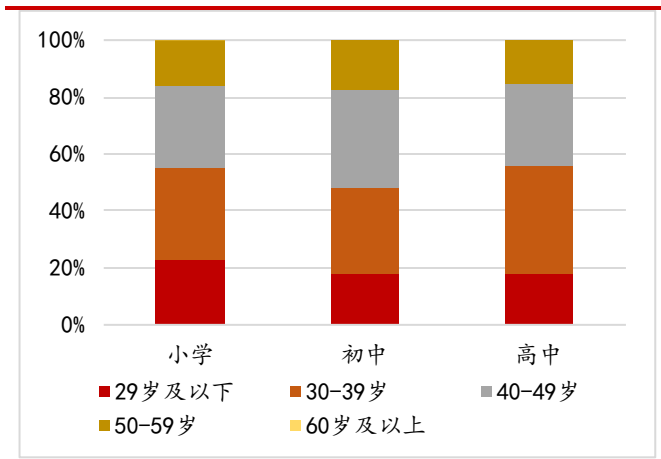
注：保守假设退休率 2%

图 21 教师资格证报考人数也显著增长



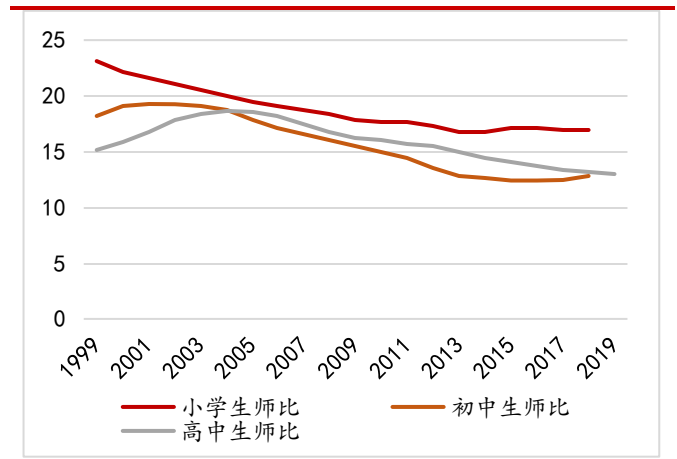
资料来源：Wind、华西证券研究所

图 22 义务教育小初高专任教师年龄结构



资料来源: Wind、华西证券研究所

图 23 义务教育小初高生师比持续下降



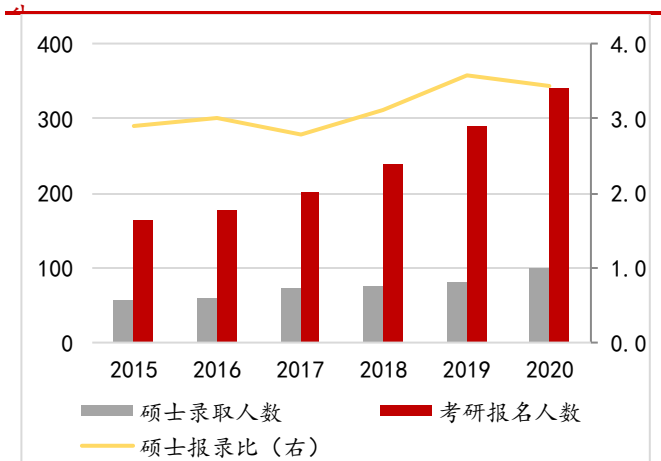
资料来源: Wind、华西证券研究所

### 2.3.3 考研: 就业门槛提高+硕士扩招, 且参培率及付费双升

类似教招, 考研也是招录+报考双增长的板块, 2015-20 年硕士录取/考研报名人数复合增长 12%/16%至 100/341 万 (21 年 377 万)、报录比增加 0.5 至 3.4; 其中 2020 年硕士扩招 18.9 万、增长 23%。录考双增根源看, 高校扩招速度快过城镇化催生考研的人才筛选机制; 报考趋势看, 近年就业门槛提高及压力加大推动了考研热; 招录趋势看, 疫情影响推动了研究生的额外扩招并充当稳就业蓄水池。

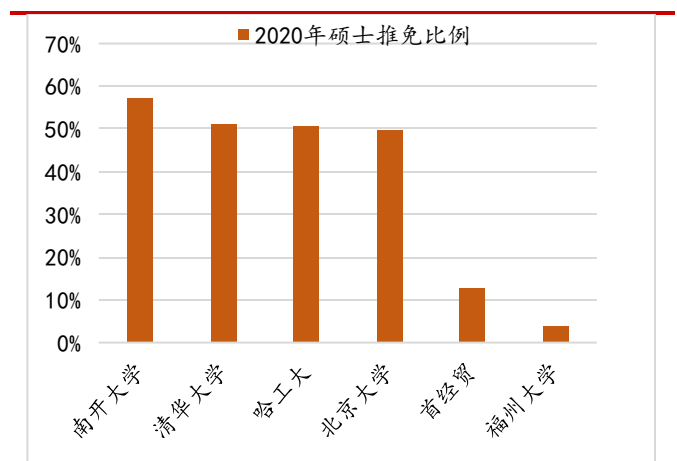
考研也具备参培率+付费双升支持, 一方面, 实际考录比降低、竞争激烈度上升, 名校推免比例达 50%但名校考研扎堆现象明显; 另一方面, 熟人竞争效应放大、竞争焦虑感加剧, 2015-20 年考研/应届本科人数比例提升 27pct 至 73% (21 年 80%+), 再叠加考研本身机会成本较高。

图 24 硕士录取及考研报名人数均增长、报录比稳中有



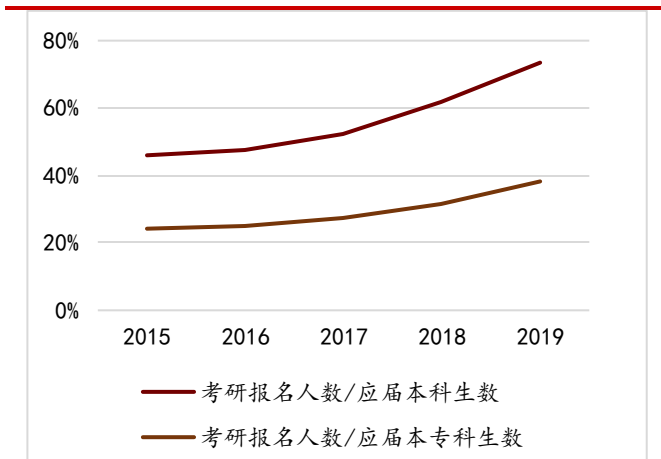
资料来源: Wind、华西证券研究所

图 25 不同院校推免比例高使其实际考录比高



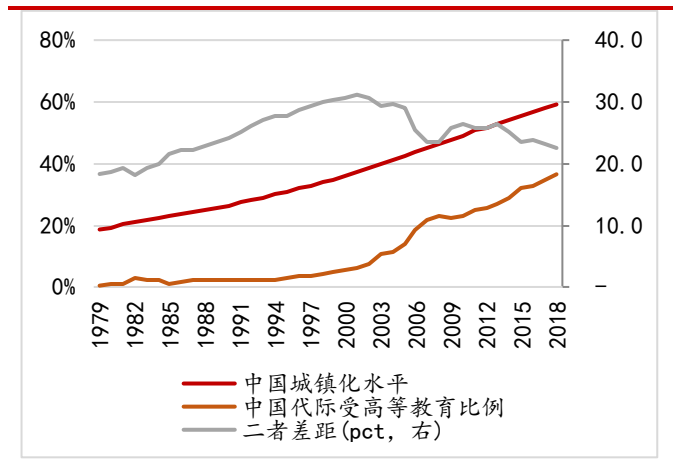
资料来源: Wind、华西证券研究所

图 26 考研热情显著攀升并逐渐成为主流选择



资料来源: Wind、华西证券研究所

图 27 考研热核心推力是高校扩招速度快过城镇化



资料来源: Wind、华西证券研究所

## 2.4. 竞争格局: 招考培训市场集中度高, 竞争对手将共同做大

### 2.4.1 招考培训市场: 集中度高, 老对手弱化、新对手影响可控

招考培训市场集中度高, 我们估计中公招考市占率 15%左右、公务员考试市占率 50%左右, 而且我们将公司竞争对手列表分析后发现, 老对手弱化而新对手影响可控:

**老对手华图** 2020 年收入约 20-30 亿元、教研投入及渠道扩张等持续落后, 而且多位高管离职并重新创业, 若无实质性变革对中公威胁不断下降;

**新对手粉笔** 2020 年订单收入约 40 亿元且以线下为主, 其崛起主要得益于: (1) 早期线上流量优势, 截至 2021 年 1 月粉笔累计用户超 4800 万、付费用户 703 万; (2) 加速线下渠道扩张, 2017 年起开设线下课、2021 年初达到 396 家分校; (3) 从名师化向建设师训体系转变, 且疫情提供了师资储备的缓冲期、2021 年初 14000 余名员工且师资占比超 75%。但目前粉笔主要依托于价格战, 产品迭代、品类供给、研发专业化、师资规模化、渠道下沉程度、管理响应速度等均不及中公。

我们分析, 中公护城河明显受对手威胁有限: (1) 由于招考赛道单品类培训期短且具备季节性, 相较 K12 赛道来说, 小公司生存难度更高, 龙头企业先发优势更强、且能形成持续护城河, 中公已形成流量先发及渠道卡位; (2) 粉笔虽有线上流量且在加速线下扩张, 但目前主要依托于价格战、只在个别区域形成竞争并没有构成全面威胁, 其影响更多在于提升招考行业参培率、共同做大市场。此外, 中公作为全品类职教龙头, 抗风险能力及综合创收能力更强, 大大减轻对手恶意竞争威胁。

表 4 招考培训市场参与者对比

机构	成立	创始人/师资	主营业务	授课形式/产品定价	收入	网点数	员工数
中公教育	1999 年成立、2001 年提供国考培训	李永新/名师化有限且以校招为主	公职类招考培训为主、拓展考研等学历提升及 IT 等职业技能培训	线下面授为主、有线上及 OMO/协议班占 70%+, 协议班类型多、定价及退费数万元, 普通班定价万元左右	2020 年收入 112 亿元, 公务员/事业单位/教师/综合/占 56%/11%/16%/16%	截至 20 年底直营网点 1669 家	截至 20 年底 45066 人

华图教育	2003 年成立、2004 年提供国考培训	易定宏/线下名师化, 经历名师出走潮	公务员、事业单位、教师、金融、医疗、军转干、军队文职等招考培训为主	线下面授为主、有线上及 OMO/协议班占 50%+, 协议班类型少、定价及退费较中公略低, 普通班定价与中公相近	2020 年收入约 20-30 亿元, 公职类主导; 员工, 推出“模块教学法”、“红领培优”	官网显示拥有 1100 多家学习中心	10000 多
山香教育	1999 年	山香时代教育公司旗下/名师化一般	教师资格证及招聘、特岗教师招聘、培训, 教材研发及销售等业务	线上线下均有/但协议班相对不多	2020 年收入 2.22 亿元, 教师培训/教材销售占 50%/34%	截至 20 年底加盟商 149 家	截至 20 年底 773
粉笔教育	2013 年提供公培、2015 年从猿题库分拆	张小龙/线上名师化(多来自华图), 线下逐步去名师	公务员考试为主, 拓展有事业单位、教师招聘、考研、财会、英语考级、法考、建造师等	线上起家、线下面授已占主导/课程包时长比中公长、定价与中公类似, 因此课时费较中公更低	2020 年订单收入约 40 亿元且以线下为主	截至 2021 年 1 月累计用户超 4800 万、付费用户 703 万	2021 年初 14000 余名员工且师资占比超 75%
腰果公考	2011 年 6 月、2017 年将其收购	张慧邃/名师化一般(多位来自华图)	公务员、事业单位、教师、金融、医疗、军转干、军队文职等	全线上课程/性价比较高	已经累计服务超过 750 万的公考考生		

资料来源: 公司公告、华西证券研究所

## 2.4.2 考研培训市场: 仍然分散, 中公超越新东方成为第一

考研培训市场仍然分散、潜在空间有待开发整合, 我们估计中公考研市占率 10% 左右、若考虑未被开发市场实际市占率更低, 但中公已超越新东方成为考研市场第一:

新东方介入考研市场多年, 尤其在考研英语上有师资优势, 预计 2020 年新东方在线及集团线下考研总收入不到 10 亿元; 此外, 老牌考研机构文都、海文等 1990s 就已从事考研业务, 但因教研标准化及渠道下沉难度大, 所以这些机构以开设名师大班公共课培训为主、主要以加盟渠道扩张, 目前年收入均在新东方之后。

中公虽然 2009 年才涉足考研培训, 但依托资金及规模优势, 通过最丰富的专业课教研、最大规模的直营渠道和全职教师、最精细化的小班面授逐步突破供给难题, 短期不以盈利为目标, 预计 2020 年收款超 10 亿元、系考研市场第一。

表 5 考研培训市场参与者对比

机构	成立	创始人/师资	授课形式/产品定价	定向专业(可开班)	规模成绩
中公教育	1999 年成立、2009 年提供考研培训	李永新/名师化有限且教师偏年轻	线下为主线线上兼有/公共课为主、专业课覆盖最多, 课程打包价线上小几千元、线下集训多 2 万元起	经济学、法律、翻译、中医、会计、西医、计算机、历史学、心理学、新闻传播学、金融、教育学专业, 其他多个个性化	预计 2020 年考研收款超 10 亿元、系考研市场第一但尚未盈利, 拥有 200 人全职教研、1000 人全职教师, 开发 50-60 个学校专业课和面试培训、近千个全直营网点及多个大型教学基地
新东方及新东方	1993/2005 年、考	俞敏洪/英语名师多且整	线上线下均有/公共课为主、专业课班课少于中公, 定价	经济学、金融、会计、法律、西医综合	预计 2020 年新东方在线及集团线下考研总收入不到 10 亿元

方在线	研从英语开始	体教师质量不错	与中公相近、但有名师故部分班型规模可能大	专业，其他专业多个	
文都考研	1996年、2005年文都教育成立	文都教育冯小平/名师多	线下为主线兼有/公共课为主、专业课班课少于中公，定价与中公相近、但有名师故部分班型规模可能大	会计、金融、法律、西医综合、翻译、农业、新闻传播学专业，其他专业多个个性化	2016年文都收入3.91亿元，面授/线上/卖书占72%/8%/16%；拥有30多家直营机构、600多家合作机构，3000多个教学网点
海文考研	1993年、2006年万学教育成立并将其收购	万学教育张锐/名师多	线下为主线兼有/公共课为主、专业课班课略少于中公，定价与中公相近、但有名师故部分班型规模可能大	临床医学、经济学、法律、金融、会计、艺术、翻译、计算机等九大专业，且热门校可单独开班、其他多个个性化	估计目前海文收入不足6亿元，在全国28个省构建直营分公司直达300余个城市，2000余个教学中心
跨考考研	2008年、2015年洪涛股份将其收购	张爱志/名师偏年轻	线上线下均有/公共课为主、专业可班课远少于中公，定价低于中公等机构	经济学、金融、会计专业，其他专业多个个性化	2019年跨考收入1.23亿元、净利1325万元，拥有近100位全职教师，100余位专职顾问，有2大教学基地，6个直营分校、100余家加盟分校

资料来源：公司公告、华西证券研究所

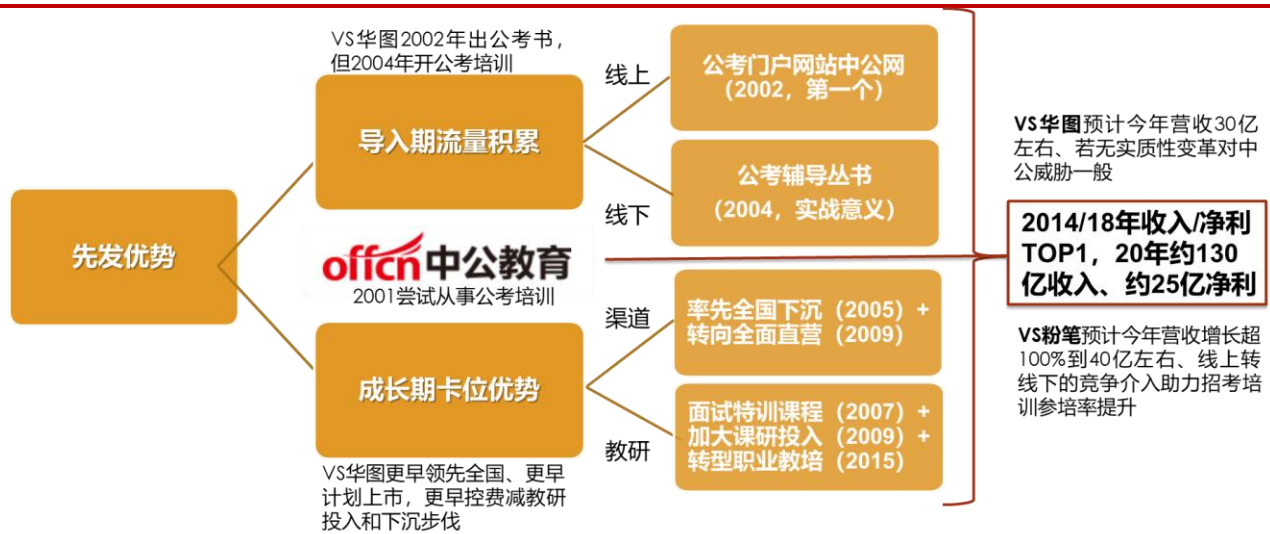
### 3. 公司优势：先发优势，研发系统+渠道下沉+垂直管理

我们前面对比招考培训和K12教培行业后发现，**招考培训优势在于**：1) 政策影响更弱、需求更速成，2) 对教师依赖度更低、教研规模效应更明显，3) 供给扩张更快、行业集中度更高；4) 不同于K12教培以提分为目的且参培决策期长，招考培训以就业为目的、考试回报更直接，参培决策期短、易集中时段捕捉需求，因此提价空间更大。**但招考培训的痛点在于**：1) 单品规模有限，需拓展多品类，从而提升规模效应；2) 交付时间有限，需充足供给和快响应，从而最大化收入变现；此外，参培率、参培周期及复购率低，因此获客成本较高。

由此我们分析后认为，**中公经营的特点在于**：(1) 系统研发替代名师：职考培训多增量、少复购的特征决定了教师流失率相对更高、重要性相对下降，可以系统研发替代名师，这时教师的全职数量更重于质量；(2) 直营渠道下沉与垂直管理，从而快速响应变化、最大化收入变现；(3) 品类扩张与协同：包括研发与渠道协同、生源内部转换等，从而降本、提升规模效应；(4) 提高协议班占比：以不过退费来赋予商家承诺，且研发重在把握变化多于提升难度。



图 28 中公的“先发优势”：流量积累和卡位优势



资料来源：公司公告、华西证券研究所

### 3.1. 先发优势，叠加规模优势

尽管招考培训最轻资产、新进入和退出都容易，但因招考较 K12 培训需求更分散下沉且规模更小、最小有效生产规模要求的市占率远高于 K12（如中公 300 城、市占率 10% 以上 VS 新好 100 城、合计市占率 10% 以内），因此更注重先发优势。

中公导入期通过线上网站及线下教材积累了流量先发优势。2002 年创办公考门户网站中公网、为国内第一个；2004 年出版公考辅导丛书，时间虽然晚于 2002 年就出书的华图，但是国内第一套有实战意义的，2001 年尝试从事公考培训并研发首推了第一代公考辅导课程、实战经验早于 2004 年才开展公考培训的华图。

中公成长期持续渠道下沉及教研投入形成了渠道卡位优势。2005 年率先全国化、2009 年率先直营化，抓住 2009/10 年报考人数激增 32%/37% 至 105/144 万的公考风口；且率先进行重度研发、率先培养专职师资、率先扩品类，2007 年率先推面试特训课程、2009 年加大课程研发投入，2015 年率先做职考及职技扩张。而华图虽更早领先全国、更早计划上市，但更早扣费减教研投入和下沉步伐逐步丧失领先优势。

先发优势带来了规模优势，中公在 2014/18 年成为招考行业收入/净利的 TOP1，而且先发及规模优势伴随时间延长具备增强效应，中公持续拉大与对手的竞争差距。

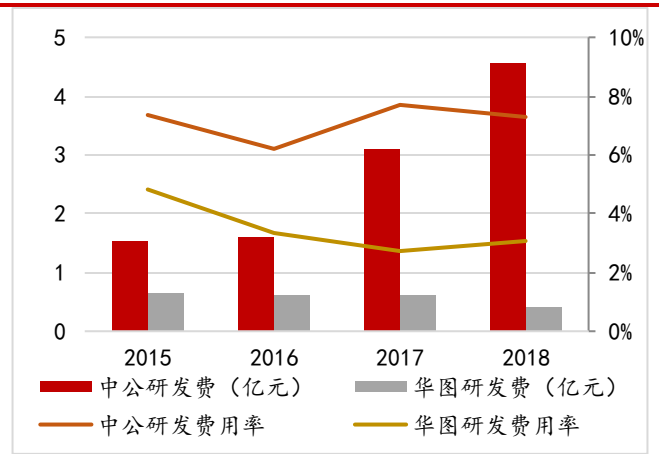
### 3.2. 研发系统标准化，打破供给瓶颈

中公研发系统标准化体现在：以研发大中台为发动机，1、总部研究院主攻教研、以教研标准化打头阵，设公职和考研研究院并分设行测/申论/面试和政治/数学/英语/专业课等共 10 多个专业研究院；2、地方研究院主管教师、以教师标准化做配合，布有 30 多个地方研究院，教研高标准化利于弥补教师质量、扩大教师数量，以此打破供给瓶颈；同时以渠道小前台输出，3、直营网点主抓招生、以直营网点标准化强化总部管控并维护品牌质量，深度覆盖 300 多个地级市的 1000 多个直营网点。

#### 3.2.1 教研标准化打头阵：专业化+集群式

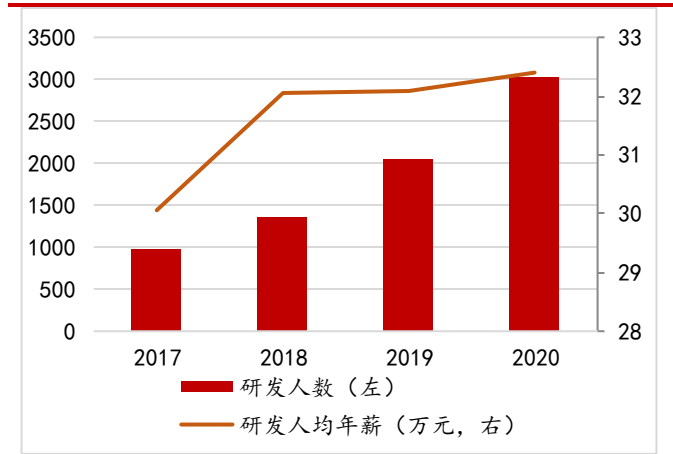
中公有重教研创新基因、高教研投入，支撑其构建打头阵的高标准化教研。中公以公考培训起家、有重教研创新基因，早期率先自主研发开创了全新市场，成长期通过教研磨练和快速市场迭代形成专业模块分工、实战经验丰富的研发及研发管理专家梯队；而华图以公考出书起家、教研远弱于销售。中公研发投入绝对额至少是华图的5-10倍、费用率至少是华图的2倍以上：2015-18年中公研发费用率下降0.05pct至7.29%、而华图下降1.78pct至3.05%，且中公17-20年研发人数CAGR45%至3025人、人均年CAGR3%至32万元，20年研发费10亿元、研发费用率9.4%。

图 29 中公研发费及费用率 (VS 华图)



资料来源：公司公告、华西证券研究所  
注：华图 2018 数据为 2018H1

图 30 中公研发人数及人均年薪



资料来源：公司公告、华西证券研究所

具体来看，教研标准化依靠的专业化+集群式研发优势主要体现为：

(1) 懂学员：产品分层、力推协议班。整体上内容多、覆盖更多考点，方法对注重学练结合，受到学员欢迎。一方面基于学员基础、学习及消费能力差异，设计四层次针对性产品：低价辅导书（百来元）、中低价线上班（百到千元）、中高价位普通班（千到万元）、高价面授协议班（数万元）；且不同阶段的学员可选择基础/实战/冲刺类的课程、不同时限的学员可选择封闭/走读/OAO 形式的课程。另一方面在产品分层基础上，大力推行协议班、多招生且高毛利：2015-17 年中公协议班占面授收入比提升 15.8pct 至 73.8%、2017 年协议班培训课时增长 68% 及课时费增长 16%（至 102 元）使收入增长 95%，强教研、弱教师使其协议班日益占据主导，而 2015-18H1 华图协议班占面授收入比提升 23.3pct 至 50%；实际上，华图创造了协议班产品，但中公真正把协议班做大、占比提升。

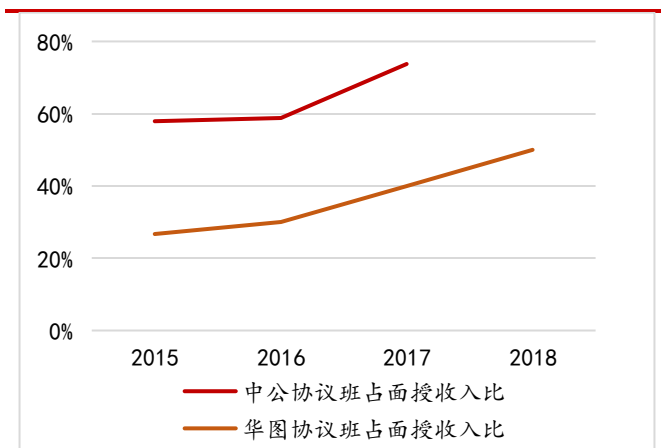
表 6 中公产品分层设计

产品分层	序列	概要	内容	定价 (元)
低价辅导丛书 (基础好+学习能力强+消费能力一般)	公务员	新大纲版 2021 国家公务员录用考试专业教材	行测+申论+历年真题卷+模拟卷 (6 本套)	138
		2021 北京市公务员录用考试专用教材	行测+申论+历年真题卷+模拟卷 (6 本套)	136.5
	事业单位 教师	2020 事业单位公开招聘分类考试专用教材	综合应用能力+职业能力倾向测验+历年 (4 本套)	115
		2020 国家教师资格考试专用教材	综合素质+教育知识与能力+历年 (4 本套)	99
中低价线上班 (有基础+学习能力尚可+)	公务员	2021 国考笔试智学班	779 课时、17 本图书	520
		2020 省考招警冲刺强化班	9 课时、考前强化	199
		新大纲速训直播套餐班 05 期	笔试: 80 课时直播+220 课时视频	4580 or 9800 笔试不过退 8000

时间有限+消费能力尚可)	事业单位	2020 事业单位联考配套直播课	102 课时、经典 4 本套	299
	教师	2020 教招筑梦班	186 课时、5 大阶段精讲	359
中高价面授普通班-基础/实战/冲刺(略有基础+学习能力尚可+时间充裕+消费能力不错)	公务员	2021 国考*山东济南政治综合能力突破营	第一阶段: 13 天 13 晚, 第二阶段: 封闭冲刺, 7 天 7 晚	21800——1090/天
		2021 国考*山东济南政治综合能力封闭冲刺	12 天 12 晚	9800——817/天
	事业单位	突“分”猛进训练营	18 天 18 晚	9800 (含住宿) ——544/天
	教师	提分集训营	教基+公基+学科网课 15 天 15 晚封闭集训	12800——853/天
高价面授协议班-封闭/走读/OAO (基础薄弱+学习能力一般+时间充裕+消费能力强)	公务员	2021 国考*山东济南政治综合能力突破营	第一阶段: 13 天 13 晚, 第二阶段: 封闭冲刺, 7 天 7 晚, 第三阶段: 7 天 7 晚面试	35800 笔试/面试不过退 30000/35800—1325/天; 28800 笔试/面试未过退 15000/1200 —1067/天
		2021 国考*山东济南政治综合能力封闭冲刺	12 天 12 晚+面试特训	29800 笔试/面试不过退 27000/29800—2483/天; 18800 笔试/面试不过退 12000/10000 —1567/天
	一年走读就业协议	包含项目: 国考、省考、选调生、三支一扶、事业单位、医疗卫生、教师招聘、国企、银行、社区工作者、军队文职。含两次 7 天 7 晚走读, 住宿单交 500 元/期	49800 未被录用退 49800	
	一年走读公职就业协议	国考、21 省考、20 下+21 事业单位、选调、三支一扶、教师招聘、医疗卫生。含 2 次封闭 (笔试面试任选), 任一项目进面后额外赠送一期面试封闭	39800, 未被录用退 10000	
	事业单位	OAO 国考政治综合能力高校飞跃 A 班	笔试: 直播+视频+7 天 7 晚封闭 (面授); 面试: 视频+7 天 7 晚住宿 (面授)	23800 笔试/面试不通过退费 20000/23800—1700/天
		OAO 新大纲速训直播协议 B 班 05 期	笔试: 直播+视频+3 天 3 晚封闭 (面授); 面试: 视频+3 天 3 晚住宿 (面授)	13800 笔试/面试不通过退费 11000/10000—2300/天
	教师	突“分”猛进训练营协议班	18 天 18 晚 (含住宿)	31800 笔试/面试不过退 28000/31800—1767/天; 22800 笔试/面试不过退 15000/13000—1267/天
	教师	提分集训营协议	教基+公基+学科网课, 笔试阶段: 公告前: 15 天 15 晚封闭集训 公告后: 各县区公告后全程协议选课; 面试阶段: 面试精品班	23800, 笔试/面试不过退 20000/23800—1587/天; 17800, 最终不过退 10000—1187/天

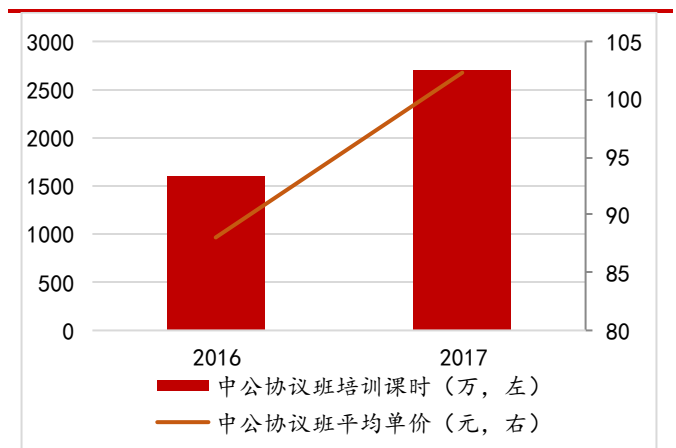
资料来源: 公司官网、华西证券研究所

图 31 中公协议班占面授收入比 (VS 华图)



资料来源: 公司公告、华西证券研究所  
注: 华图 2018 数据为 2018H1

图 32 中公协议班课时单价



资料来源: 公司公告、华西证券研究所

**(2) 懂职位：产品本地化、快速更新。**基于岗位地区分布和集中度差异，细分本地化碎片需求产品：一是早期本地化实战经验足，1999-2001 年李永新跑遍全国参加 30 多场地方公务员考试，2001 年中公用自研实战课程第一次组织全国性公考辅导并因此一炮而红；二是成长期本地化下沉程度深，如中公在山东省设 17 个市分部并在聊城市设 10 个小分部，而华图在山东省设 16 个市分部并在聊城市设 6 个小分部；中公在招考外还提供考研及 IT 培训，而华图仍集中在招考培训。在产品本地化基础上，快速更新课程、率先抢占商机：中公能最及时跟踪挖掘下沉底层商机并可在 24 小时内完成反馈和响应、而华图要 3 天，由此中公在招生获利上更占优势。

图 33 中公产品本地化细分 (VS 华图)



资料来源：公司官网、华西证券研究所

**(3) 善资源复用：跨品类研发享集群效应。**中公强教研不仅有对学员及职位的更深刻理解和强规模效应，还有对资源复用的更全面实践和强集群效应，因此中公以考研为首的学历提升及 IT 为首的职业能力培训有望受益强教研资源复用，突破传统供给瓶颈并以供给创造需求来推动分散及慢量的潜力释放；而华图尚需竭力稳住招考份额，仅有少量初高中及考研培训，在跨品类集群式研发及扩张上仍落后于中公。

图 34 中公品类集群 (VS 华图)

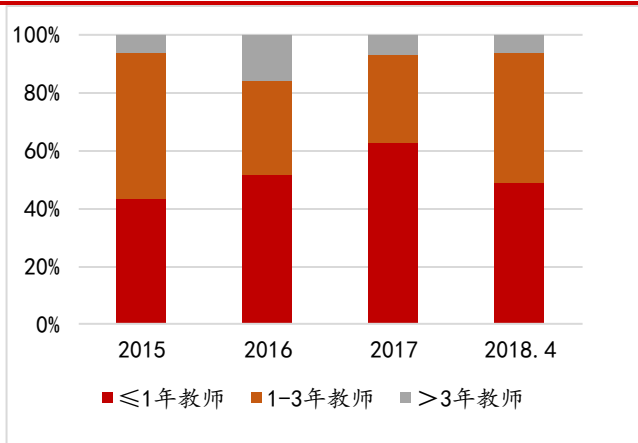


资料来源：公司官网、华西证券研究所

**3.2.2 教师标准化做配合：全职+专项+培训期短+现金激励**

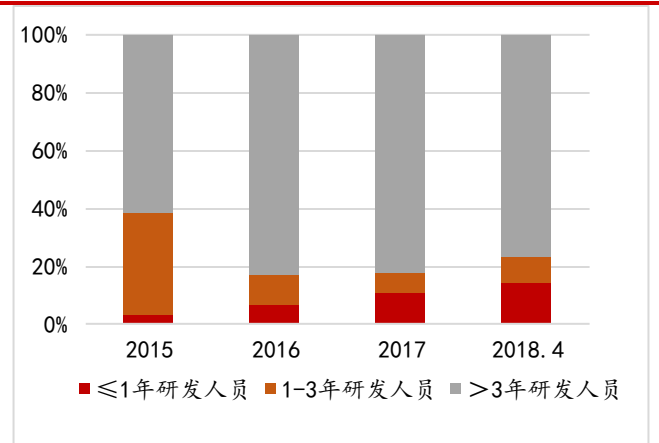
中公强教研可弱化教师，以教师高标准化做配合从而打破供给瓶颈。2015-17年中公1年以内/1-3年/3年以上教师占比提升19.4/-19.9/0.5pct至62.6%/30.4%/7.0%、研发人员占比提升7.6/-28.7/21.1pct至10.4%/7.2%/82.5%，中公教师以浅资质为主且越来越浅、研发人员以深资质为主且越来越深，体现强教研可弱化教师；2015-17年中公教师离职率下降4.4pct至21.5%，而17年华图为20%、行业平均为35%，且2018H1中公师资硕士及以上占比预计不超32%，而华图达88%，显示出中公教师学历要求更少、流动性略高，可以更高的教师标准化做配合从而打破师资供给瓶颈。

图 35 中公教师入职时间分布



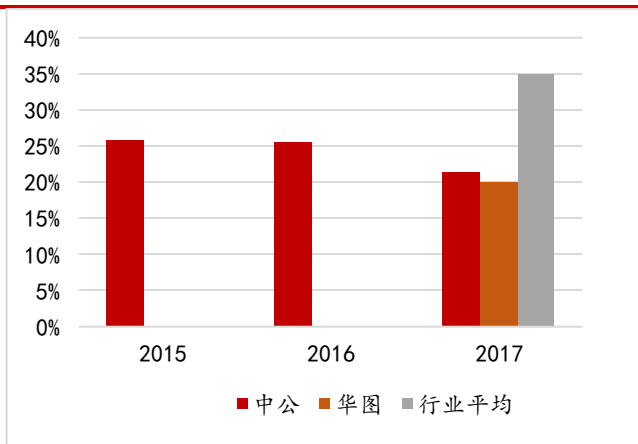
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 36 中公研发人员入职时间分布



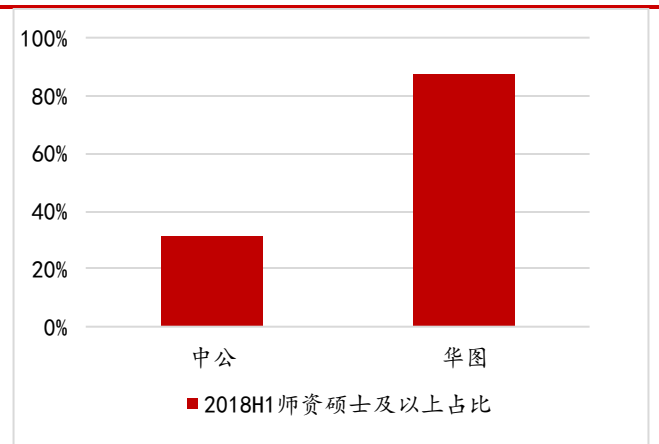
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 37 中公教师离职率 (VS 华图)



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 38 中公师资硕士及以上占比 (VS 华图)



资料来源：公司公告、华西证券研究所

注：师资包括教师及研发，中公为至2018.4数据、为最大化假设数据（假设全部硕士及以上员工均为教师及研发）

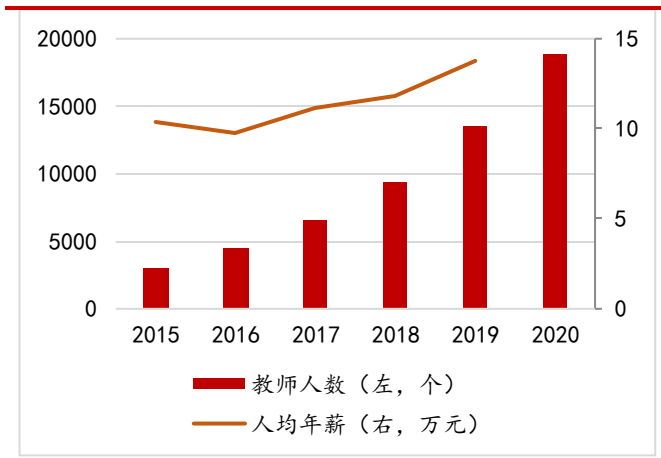
具体来看，教师标准化对应的师资管理包括：

(1) **全职教师队伍保证稳定性，专业专项教学弱化单教师依赖。**与相对慢节奏的K12教培有1/4兼职教师可直接教学不同，中公所处的招考培训赛道经营节奏更快、且教师需培训后上岗，因此必须由全职教师保证稳定性，15-19年全职教师人数CAGR44%至18863人、19年人均年薪13.8万元，线下/全部生师比下降74/上升52至79/238人、主要系教师队伍大幅扩张及部分供给至线上，而华图至2018H1师资只有2990人；此外，中公实行专业专项教学法即对知识能力分类分割、单教师单项教学，



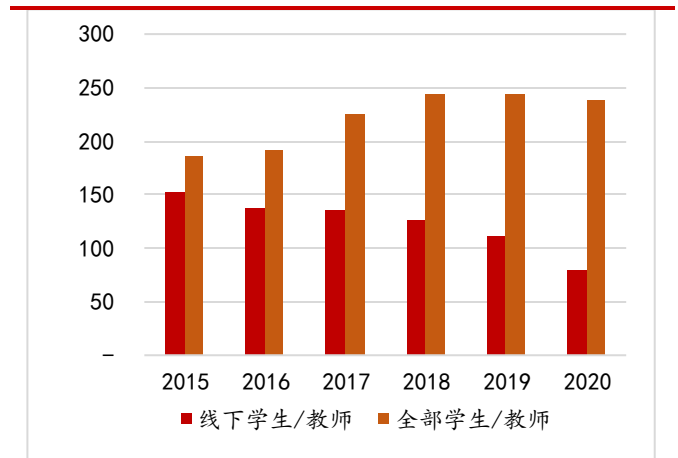
如将公考培训知识能力分割为行测、申论、面试，不仅利于弱化对单教师依赖，还利于对学员精细化教学辅导。

图 39 中公教师人数及人均年薪



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 40 中公线下及全部师生比



资料来源：公司公告、华西证券研究所

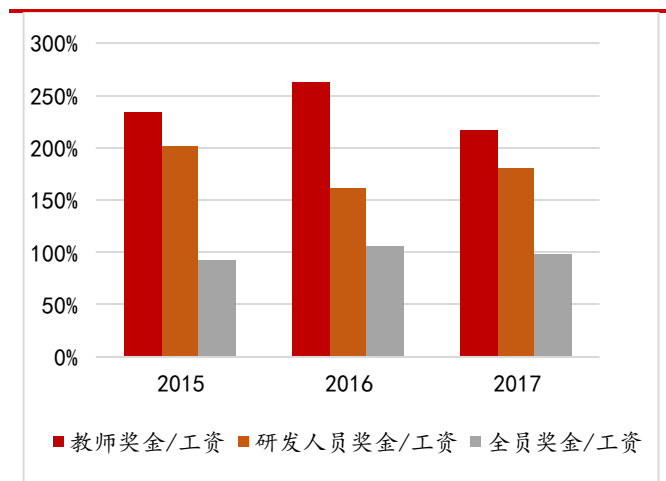
**（2）快速培训体系、即时现金奖励机制满足教师高标准化供给。**与招好老师做长期培训的教培机构不尽相同，中公学员周转快、教师流动大，对教师需求量大，因此招聘要求降低、培训周期缩短，招聘要求有本科及以上学历、入职培训 2-3 个月并实行导师制，快速培训体系推动了教师高标准化供给，且省研究院统一教师调度安排进一步加快教师综合周转率。教师培训合格后分配上岗，教师薪酬估计为：北京应届生月薪 8 千起、往届生年薪 12 万起，奖金是工资的 2 倍以上、绝大多数为即时性现金绩效奖，晋升体系五大级别为初级/中级/高级/特级/首席，即时现金奖励机制迎合了教师流动大及需求量大的特点并起到激励和筛选的作用。

图 41 中公教师招聘与培训、薪酬及晋升

流程	内容
教师招聘	校招为主，本科及以上学历、有教学演讲经验或相关考试经历优先，接受出差授课任务
入职培训	有试用期，2-3 个月专业培训、导师制；课前培训强化和确认细节，非课程高峰师资轮训(全员参与/全过程监控/全面性管理/全方位评价)
调度安排	省研究院根据各个网点开课需要统一教师调度安排，加快教师综合周转率
薪酬福利	北京优秀应届生试用期月薪可 8 千-1 万元起、往届生年薪 12 万起，每季度 1 次例行评级+每月 1 次自荐评级、课时费与评级挂钩
晋升通道	半年或一年助教后，有教师晋升体系五级为初级-中级-高级-特级-首席教师，每年 2 次晋升机会；有机会转研发或管理

资料来源：公司官网、华西证券研究所

图 42 中公教师奖金与工资比



资料来源：公司公告、华西证券研究所

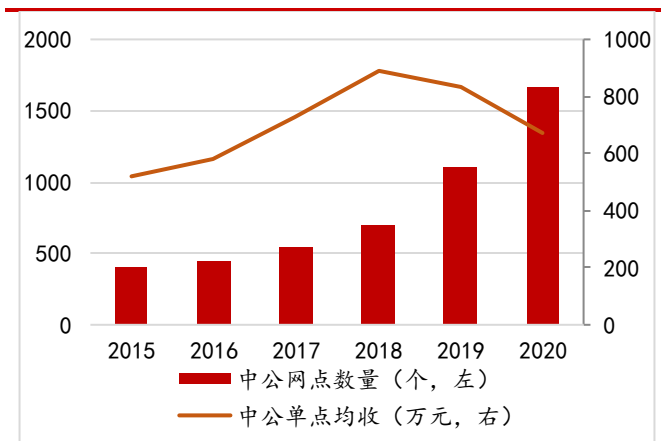
### 3.3. 直营渠道下沉深入、单点收入高，垂直管理、快响应

1、完成渠道直营化、满足快响应要求，推进渠道深下沉、加速农村包围城市。招考培训地域分散、需求碎片化，因此直营渠道深度下沉才能最及时跟进底层商机。中公的渠道特点在于：

(1) 直营网点数量多、且同时单点收入高。中公 2009-10 年完成渠道直营化，2015-20 年直营网点数量增加 1270 个 (CAGR33%) 至 1669 个、单点收入增加 151 万 (CAGR5%) 至 671 万元，实现 300 多个市的直营化下沉，目前在华东、华北及东北收入占比 55%左右，与 2005 年最早在北京、浙江、黑龙江做全国模式开发有关。

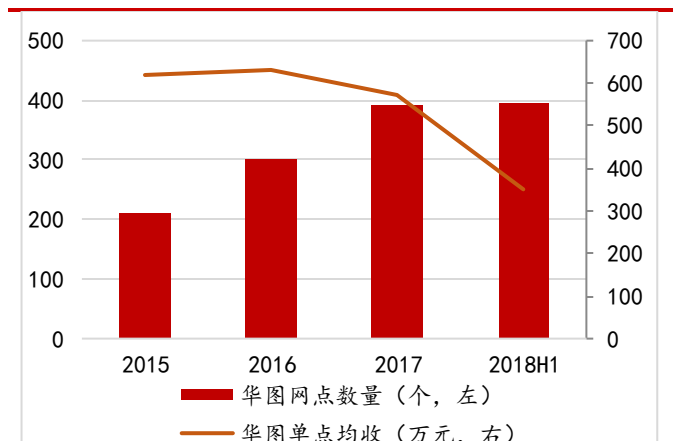
对比来看，华图 2015-18.10 的网点数量增加 223 个至 435 个，尽管覆盖 31 个省的 343 个城市但下沉深度远不及中公，且华图 2015-17 年单点收入减少 51 万至 570 万元、仅为中公的 70%左右，目前在华中、华南、华北及华东收入占比 74%左右。

图 43 中公网点数量及单店均收



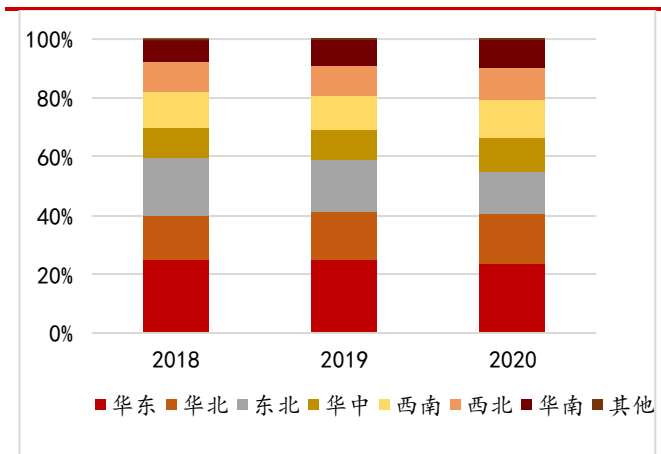
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 44 华图网点数量及单店均收



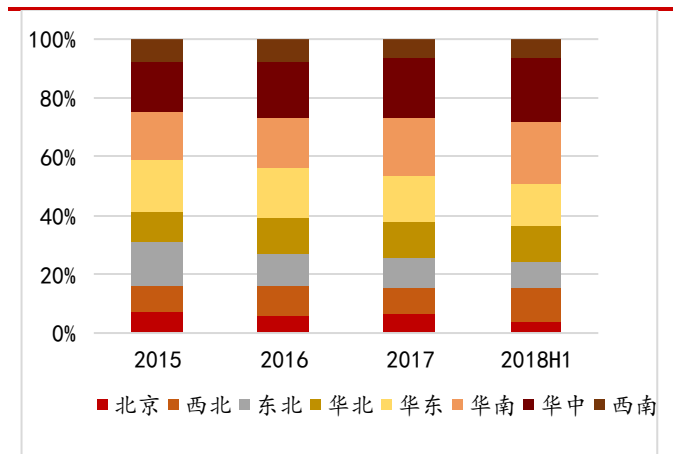
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 45 中公收入区域分布



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 46 华图收入区域分布

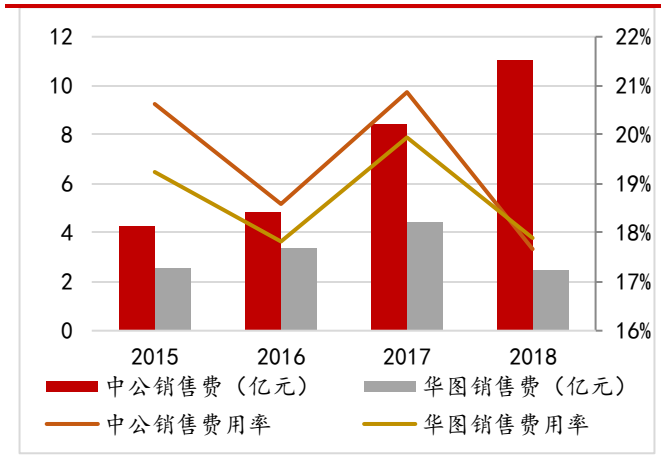


资料来源：公司公告、华西证券研究所

(2) 市场及客服数量多、支持力度大。中公销售营销及服务到位，充分配合了渠道直营化深下沉，早期收获线上网站及线下教材流量后，又推行“公考大型讲座”开启招生模式创新；而华图虽较擅长销售但更倚赖名师而非市场、且客服数量相对有限。中公市场及客服投入是华图的数倍、品牌化的规模效应更显著：2015-18 年中公销售费用率下降 2.98pct 至 17.67%、规模效应显现，而华图下降 1.34pct 至 17.89%；

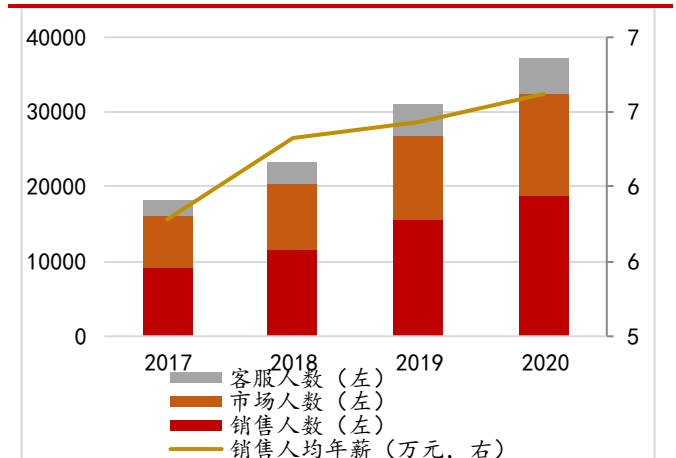
且中公 2017-20 年销售人数 CAGR27%至 18667 人、人均年薪 CAGR5%至 6.6 万元，其中市场/客服人数 CAGR25%/35%至 13655/5012 人、客户服务的精细化在提升。

图 47 中公销售费及费用率 (VS 华图)



资料来源：公司公告、华西证券研究所  
注：华图 2018 数据为 2018H1

图 48 中公销售 (市场+客服) 人数及人均年薪



资料来源：公司公告、华西证券研究所

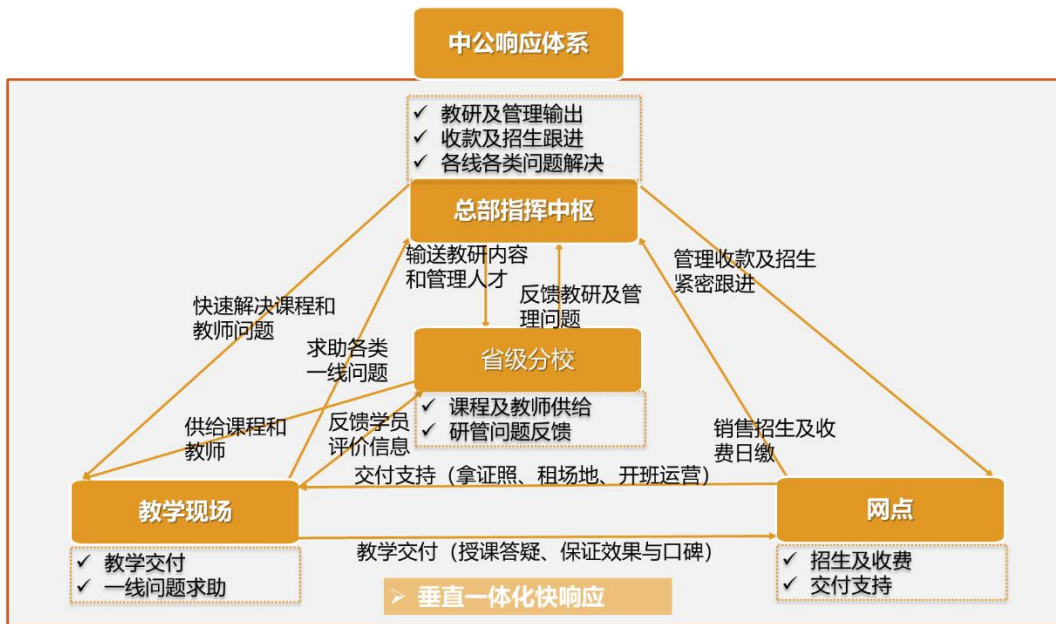
**2、打造集权型管理架构+垂直一体化响应体系。** 直营渠道深下沉是招考培训的市场要求，但分散的渠道与集中的时段、再叠加密集的人力供给，给运营管理带来了巨大的挑战：我们分析，中公依托垂直管理体系、实现快速响应，形成了坚固的护城河。中公的组织响应特点在于：

**(1) “总部集权、分部明责”的管理架构奠定快速响应的组织基础。** 中公纵向架构为总部-大区-省级-地市四级组织，总部权力集中，全面负责教研、分校管理，拥有各级财务大权，减少分校质量偏差及利润截留；省级分校主管教师招培（省研究院）及销售领导传达，地市直营分校主管销售招生及教学交付。对比来看，华图以大区为经营主体，各大区职能多、权力大，相应弱化了总部管控。

中公横向架构为职能部门+事业部，职能部门以大中台研究院为核心，总部院负责专业教研、地方院负责教师招培考等并承担课程教学，有小前台市场管理部服务及监管各分校，及客服中心等后勤支持；另外设有各事业部负责实现业务目标并统筹资源以纵向监督各省、横向配合研究院。

**(2) 垂直一体化响应体系可实现“网点-总部指挥中枢-教学现场”高频快速响应。** 垂直响应的要义在于：淡化职能，强化指挥；市场导向，一线拉动；重视数据，极速反馈；动态感知，实时调节。由此，中公充分实现了速度经济：针对下沉底层商机，能最及时跟踪挖掘并可在 24 小时内完成反馈和响应、而华图要 3 天；针对各大分校业务，中公会最紧密跟进并要求校长逐月到总部汇报。

图 49 中公响应体系



资料来源：公司公告、华西证券研究所

(3) 卓越执行力是快响应的行动保障，数字化改造将令快响应速度倍增。公司卓越执行力保障快响应基础速度之快，在逆境求生和突破增长边界中塑造高增长文化。公司数字化改造即成立了敏捷开发组群和 IT 专业委员会、利用 AI 和大数据打造运营平台并赋能前台，如 2017 年底尝试的“双师课堂”有望逐步提升中高级教师的产能利用率；而且垂直一体化快响应体系极适合做数字化改造，二者纵深匹配后令快响应速度倍增，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”层级。

## 4. 成长看点：渠道下沉+品类扩张+扩大协议班供给

### 4.1. 渠道：线下加密与下沉，线上做补充

**线下渠道：现有网点升级增收，县城网点卡位下沉，高校周边网点扩张。**中公至 2020 末深入 300 多个市 1669 个网点，现有网点升级增收有空间：山东、四川、河南、陕西、河北为网点数 TOP5（均 100+个），目前山东/陕西为收入体量 TOP2，总收款约 30 多/10 多亿、单点收款约 1700/900 万，收入非网点主驱动但现有网点仍可升级支撑增收；非公及考研序列需求更下沉要求中公渠道更下沉，网点向县城卡位下沉及高校周边扩张空间大：一/新一/二/三/四/五线城市网点密度为 16/17/9/6/6/4 个/城市，未来若一、新一/二至四/五线网点密度提升 5/10/5 个/城市，则网点数可扩张至 4500 个以上，即中公可覆盖我国 2846 个县级区划和 2688 个普通高校的 80%。

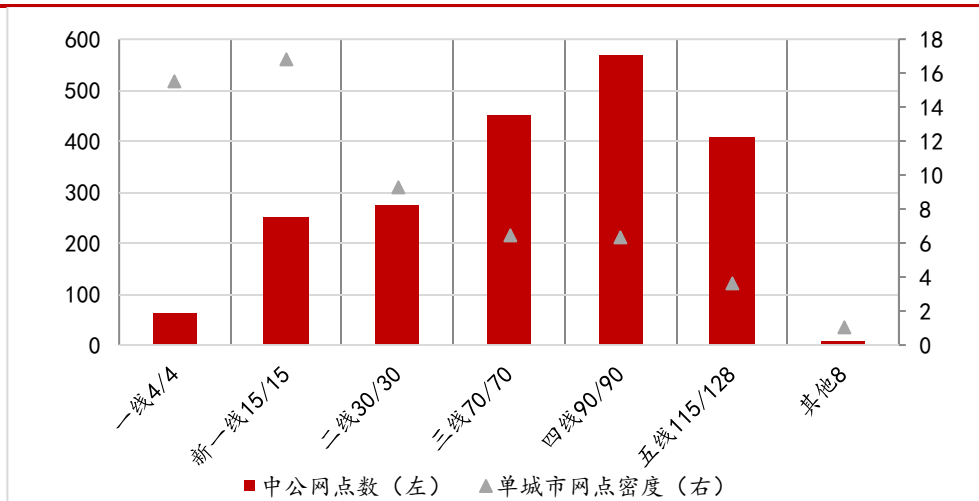
图 50 中公线下网点覆盖空间-分省份



资料来源：公司公告、华西证券研究所

注：横轴省份名称后为该省覆盖城市数，纵轴网点数量存在少量重复计算可能

图 51 中公线下网点覆盖空间-分城市层级



资料来源：第一财经、公司公告、华西证券研究所

**基地建设：源自增长及扩张的需要，利于收入、盈利能力及品牌影响力提升。**中公持续投资大型吃住学一站式基地建设，新公告募资 60 亿的定增预案中 42 亿募资将用于怀柔学习基地建设，预计建设周期 3 年、最高可同时容纳 2 万名学员，未来还将在前十大城市和省份有计划地建基地，基地建设好处在于：(1) 收入：高价协议班对通过率更敏感而封闭班培训效果更好，自建基地有望提高学员通过率并增加公司收入；(2) 盈利能力：酒店/自建基地人均开班费分别 150-180/50 元/天、自建基地节省至少 100 元/天，自建基地将提升毛利率；(3) 品牌影响力：市场竞争从粗放扩张向差异化服务转变，自建基地有利于提供一揽子及定制化服务并提升品牌影响力。

**线上渠道：高价 OAO 课持续补充线下，低价直播课捕捉长尾并向线下导流。**线上平台有更高的灵活性和性价比，可吸收更多学习时间零散及经济条件有限的学员，也



已成为中公增长最快的项目，2015-20 年收入 CAGR119%且 20 年疫情催化下收入 YOY 加速至 181%，具体项目包括高价网校 OAO 课、将以线上+线下持续补充线下全程形式，及低价网校优选直播课和 19 课堂直播课、将以低价或免费课捕捉长尾需求并向线下导流。

## 4.2. 品类：抓住教招机遇，重塑考研市场

公职类招考有显著的季节性、也一定程度受到政策及地方财力的影响，因此中公积极拓展新品类，增长飞轮效应扩大到招考培训、学历提升和职技培训三大板块；且由于客户资源重合、服务能力同源，以及公职类招考制度的先进性、能力要求的领先性和考试紧张度高等因素，公司规模研发及垂直一体化响应能力在新赛道具有高度可复制性，甚至在很多领域形成降维打击。2019 年下半年起，中公采取针对新业务的“起飞行动”，给予其更多的顶层管理资源投入，教招、事业单位及基层公职序列将成为招考板块新增长点，考研培训有望在 3-5 年后成为公司重要增长极。

**(1) 教招培训机遇期更长、规模化更强，中公的优势在于全国化、客源及能力复用性强。**

教招培训机遇期更长根源在于，基础教育为城镇化中期而非早期的必需品，教招市场起步晚于公务员 10 余年但招录量是公务员近 3 倍，报考量随岗位性价比提升而激增；表现来看，教师上岗规范化如 2009 年中小学教师公开招聘、2015 年教资证考试改革从省考到全国统考、2018 年校外培训学科教师需有教资证，和教学服务精细化如课内生师比下降及课外助教比例增加，直接推动市场扩容。教招培训规模化更强是基于：教资证全国统考且报考人数近千万、教招基本需持证上岗且岗前资格有效期三年，因此教招培训是招考培训中最大的单品类。

中公已及早卡位教招赛道，相较单品类和区域性机构而言，其优势在于全国化的渠道布局 and 研发覆盖、可实现客源及能力的高度复用，从而在规模与盈利能力上占优。而如专注教招的山香教育主要是通过足够基础的教材在山东市场占有一席之地，但就全国而言其综合竞争力则不足。

**(2) 考研培训开拓难度更大、竞争壁垒更高，中公的优势在于专业化研发+规模化专职师资+小班面授课+全直营网点。我们认为，中公考研重管理服务、更适合非名校考生，与名师化考研机构存在错位竞争、实际市场容量并不小。**

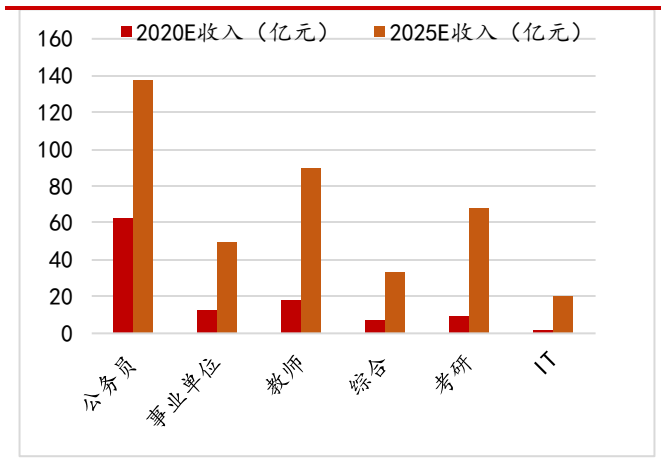
考研培训开拓难度大在于：教研难度大、教师依赖度高、教学及服务质量参差、下沉客源被加盟商占有，因此供给难度大、市场供给不足；往届生及下沉双非院校生占比高，导致需求分散、市场无绝对龙头，但若市场得以开拓竞争壁垒更高。

中公考研已跃升赛道首位，相较名师化考研机构而言，其优势在于：(1) 专业化研发，200 人全职教研团队，实行精细化到校的教研、已开发 50-60 个学校专业课和面试培训；(2) 规模化专职师资，1000 人全职教师团队，采用有考研经验毕业生代替名师、形成高校考试和导师大数据库；(3) 小班面授课，6-7 人面授小班及督学服务；(4) 全直营网点，有近千个直营网点且与公考协同。我们认为，中公考研教师名师化程度低但重管理服务，更适合竞争压力减小的非名校考生、尤其是那些自身学习基础一般、自制力有限的考生，这与名师化考研机构形成错位竞争，且考虑全国考研学生 300 多万人、实际报录比 3 出头并不高，可以预期非名校考研市场容量并不小。

预计中公 2020-25 年收入复合增长 29%至 400 亿，届时教招及考研合计占比有望超公务员。预计 2020-25 年公务员/事业单位/教师/综合（不含考研及 IT）/考研/IT 收入 CAGR17%/31%/38%/37%/50%/60%至 138/50/90/34/68/20 亿元，届时收入占比为

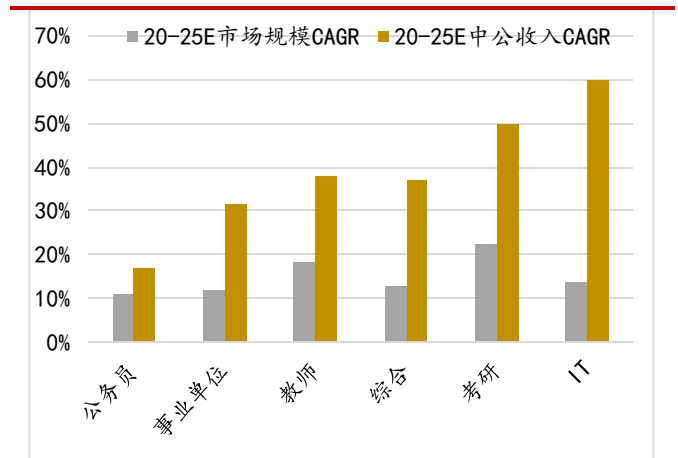
34%/12%/22%/8%/17%/5%。中公五年后 400 亿收入有望带来 76 亿净利，结合其竞争力和成长速度给予 45 倍 PE，届时有机会成长为 3000 亿以上市值的公司。

图 52 中公分业务收入预计



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 53 中公分业务收入增速预计



资料来源：公司公告、华西证券研究所

### 4.3. 产品：扩大协议班供给，延时与提价

协议班可增强获客、是中公核心收入贡献，中公非公序列有望重现类公务员的协议班高增长。职考培训需求的碎片与效果的难评判，需要供给创造需求并多赋予商家承诺，协议班因增值服务多且不过退费所以可增强获客，已经成为中公核心收入贡献，如中公 2017 年协议班占面授/线上收入 74%/59%，且协议班/普通班收入增长 95%/0%、其中面授公务员协议班/普通班增速最高为 114%/最低为-14%，中公非公序列伴随整体通过率下降及公司强化供给，未来有望重现类公务员的协议班高增长。

定价及退费越高，因最终退费比例越高，需吸引越多培训人次达成收入目标。以中公 2021 济南国考政综突破营为例，协议班含笔面试，定价分为最高 3.58 万元且笔/面试不过退 3/3.58 万元、次高 2.88 万元且笔/面试不过退 1.5/1.2 万元；普通班仅笔试，定价 2.18 万元。同等通过率假设笔/面 13%/33%下，达成同等收入假设 197 万元，因最终退费比例不同—协议班最高/次高价为 82%/49%、普通班 0%，所需培训人次不同—协议班最高/次高价需 300/134 人、普通班需 91 人。可见，协议班提高了开班人数要求但同时扩大了客群基数，定价及退费越高就越能吸引更多基础薄弱学员。

定价及退费越高，收入对通过率及初始退费比例越敏感；任何定价产品，收入对提价及扩班有同等敏感度。在前述举例基础上，我们进行收入敏感性测试，假定其他不变，(1) 提升学员通过率 5pct，协议班最高/次高价收入增长 9%/3%；(2) 提高初始定价 20%，协议班最高/次高价/普通班收入增长均为 20%；(3) 降低初始退费比例 5pct，协议班最高/次高价收入增长 26%/9%；(4) 扩大班级人数 20%，协议班最高/次高价/普通班收入增长均为 20%。可见，提价及扩班有通用效果，而提高通过率及降低退费比例对高价协议班效果更显著，但降低退费比例需权衡潜在招生下降影响。

表 7 中公协议班及普通班定价和收费机制

最高价协议班-收款	预收/应付金额 (元)	报名人次	通过率	预收款/应退费合计 (万元)	最终退费比例
初始定价	35800	300		1074	
笔试不过退费	-30000	300	13%	-783	
面试不过退费	-35800	300	33%	-94	

合计		300		197	82%
<b>最高价协议班-收入</b>	可确认金额 (元)	培训人次	确认比例	收入合计 (万元)	实际单价 (元)
随时间确认	5800	300	100%	174	
笔试通过确认	-5800	300	13%	-23	
面试通过确认	35800	300	33%	46	
合计		300		197	6582
<b>次高价协议班-收款</b>	预收/应付金额 (元)	报名人次	通过率	预收款/应退费合计 (万元)	最终退费比例
初始定价	28800	134		386	
笔试不过退费	-15000	134	13%	-175	
面试不过退费	-12000	134	33%	-14	
合计		134		197	49%
<b>次高价协议班-收入</b>	可确认金额 (元)	培训人次	确认比例	收入合计 (万元)	实际单价 (元)
随时间确认	13800	134	100%	185	
笔试通过确认	3000	134	13%	5	
面试通过确认	12000	134	33%	7	
合计		134		197	14705
<b>普通非协议班-收款</b>	预收/应付金额 (元)	报名人次	通过率	预收款/应退费合计 (万元)	最终退费比例
初始定价	21800	91		198	0%
<b>普通非协议班-收入</b>	可确认金额 (元)	培训人次	确认比例	收入合计 (万元)	实际单价 (元)
随时间确认	21800	91	100%	198	21800

资料来源：公司公告、华西证券研究所

注：协议班为第一阶段：13天13晚，第二阶段：封闭冲刺，7天7晚，第三阶段：7天7晚面试；普通班仅笔试

表 8 中公协议班及普通班收入敏感性测试

最高价协议班	(假定其他不变)	变动幅度	收入变动幅度	敏感性系数
	提升学员通过率	+5pct	+9%	1.89
	提高初始定价	20%	20%	1.00
	降低初始退费比例	-5pct	+26%	-5.21
	扩大班级人数	20%	20%	1.00
次高价协议班	(假定其他不变)	变动幅度	收入变动幅度	敏感性系数
	提升学员通过率	+5pct	+3%	0.62
	提高初始定价	20%	20%	1.01
	降低初始退费比例	-5pct	+9%	-1.87
	扩大班级人数	20%	20%	1.00
普通非协议班	(假定其他不变)	变动幅度	收入变动幅度	敏感性系数
	提升学员通过率	NA		
	提高初始定价	20%	20%	1.00
	降低初始退费比例	NA		
	扩大班级人数	20%	20%	1.00

资料来源：公司公告、华西证券研究所

中公可扩大多档次协议班供给，实现品牌力最大化变现。定价及退费越高，越考验品牌号召力和产品质量，中公恰具备优势扩大高价协议班供给，且通过率下降带来参培率及付费双增与通过率上升带来退费减少将平衡保障收入增长。现在中公协议班退费一般是 70%，未来中公重点在于：(1) 加大协议班推广力度、推荐更多学员参培，如课程设置和销售激励倾斜；(2) 提高协议班交付质量、提升学员通过率（目前

在小幅增加), 尤其高价协议班; (3) 提高协议班定价或降低退费比例或扩大班级人数; (4) 加大协议班退费内部转换 (目前在 20% 多), 减少最终退费。

此外, 中公还可以延时即提高长期班占比、提价即提高课时费以提升学员收费。随着考试难度加大及竞争激烈度加剧, 越来越多的学员倾向从短期冲刺转换到长期班, 中公可增加长期班班次满足学员需求; 随着学员消费水平及教师工资提高, 越来越多的学员有提高品质的诉求, 中公可提高课时费迎合学员诉求并弥补成本上涨。

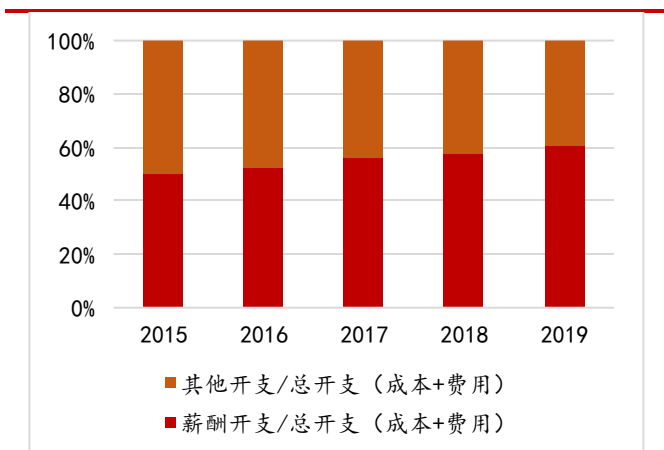
#### 4.4. 盈利能力: 非人力杠杆效应有望持续显现

招考培训为**人力密集型业务**, 中公**盈利能力仍有提升空间**, 非人力杠杆效应较**人效提升贡献更大**。2015-19 年中公薪酬占总开支比例提升 10pct 至 60%, 招考培训的人力密集属性决定规模化发展的重要性。预计综合毛利率长期提升但中短期下降, 新产品及品类投入拉低中短期毛利率, 同时线上平台及线下基地发展提升长期毛利率。预计归母净利率可能下降但扣非净利率有望稳定, 考虑品牌与市场、渠道与销售、管理与服务存在协同性和非人力杠杆效应, 但非招考品类扩张仍需研发投入且研发非人力占比偏小、杠杆效应偏弱, 且投资收益及其他收益占比可能下降。

**人力贡献越来越大, 但人效提升还不明显**。截至 2020 年底公司员工共 45066 人, 教师、销售、管理及研发占比 42%、41%、10%及 7%, 伴随业务扩张人力贡献在加大。但公司较早践行四化理念、员工技能相对成熟, 因此其人效提升不明显: (1) 教师: 2015-19 年线下生师比下降 41 至 112 人, 尽管综合生师比有上升但线上学生贡献小, 导致教师薪酬/营收上升 5.3pct 至 20.2%; (2) 非教师: 2017-20 年销售/管理/研发薪酬与营收比率下降 2/2/-1.4pct 至 11.0%/7.7%/8.7%。

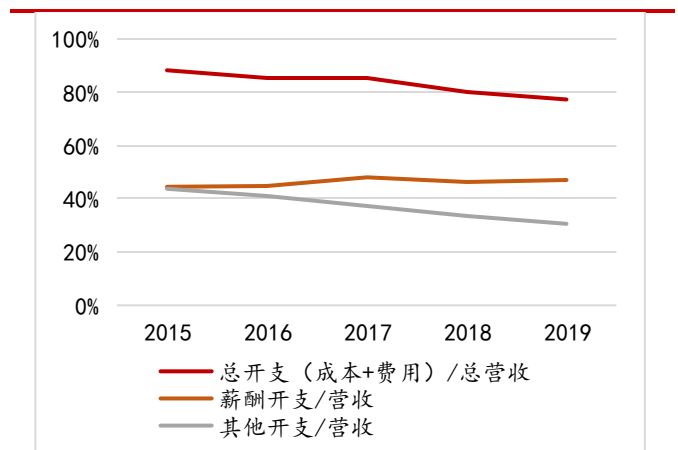
**非人力杠杆效应越来越强, 主要来自强化的品牌效应和集团化管理能力**。其他非人力开支主要包括开班费、差旅交通、市场推广、房租物业、折旧摊销等, 非人力杠杆效应集中在不与业务量严格挂钩的市场推广、房租折旧等方面。2015-19 年其他开支占营收比例下降 11pct 至 31%、薪酬开支占营收比例提升 2pct 至 47%, 从而带动总开支比率下降 11pct 至 77%, 非人力杠杆效应主要来自强化的品牌效应对市场推广费的摊薄、集团化管理能力对房租折旧等开支的摊薄。

图 54 公司总开支构成: 薪酬占比持续提升



资料来源: 公司公告、华西证券研究所

图 55 公司总开支比率: 非人力开支率显著下降



资料来源: 公司公告、华西证券研究所

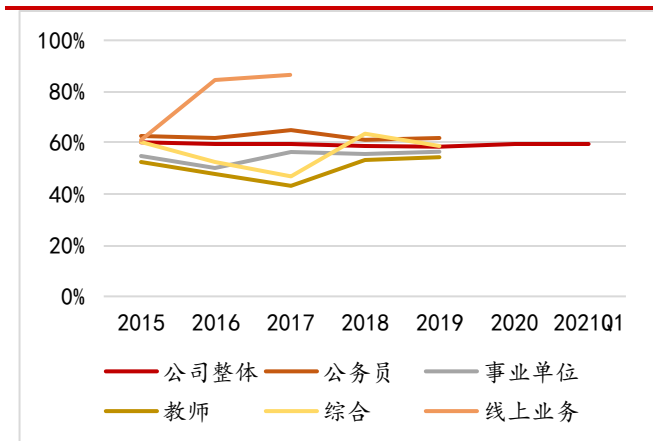
**毛利率: 2015-20 年公司整体毛利率下降 1pct 至 59%**, 19 年公务员/事业单位/教师/综合序列/其他业务毛利率 62%/56%/54%/58%/17%, 毛利率呈现公务员 > 事业单位 > 教师, 主要系各序列学员单价递减, 受竞争激烈度和学员培训学时递减影响。此



外，线上毛利率（近 90%）高于线下（近 60%）主要系边际成本更低、规模效应显现得更快。

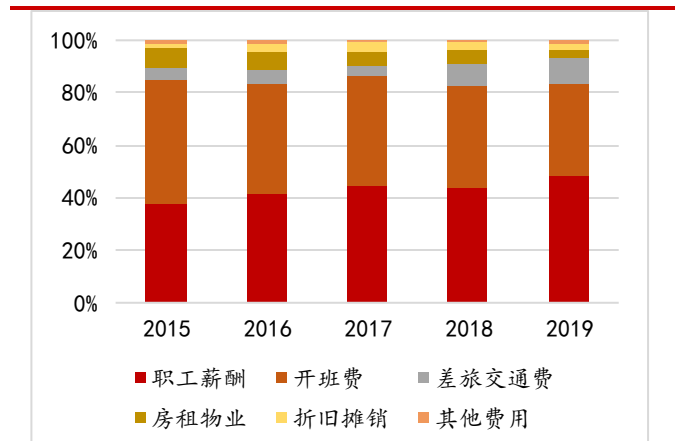
成本细项：2019 年职工薪酬/开班费/差旅交通/房租及折摊/其他费用占比 49%/35%/9%/6%/1%，职工薪酬及开班费占比 80%+；2015-19 年职工薪酬/开班费占比提升 11/-12pct，整体主要系线上占比提升节省开班费，具体（1）职工薪酬 CAGR56%主要因教师人数 CAGR 46%至 13475 人，及人均年薪 CAGR7%至 13.77 万元；（2）开班费 CAGR36%主要由协议班收入占比提升但同时逐步控制酒店费用影响。

图 56 公司历年整体及分项毛利率



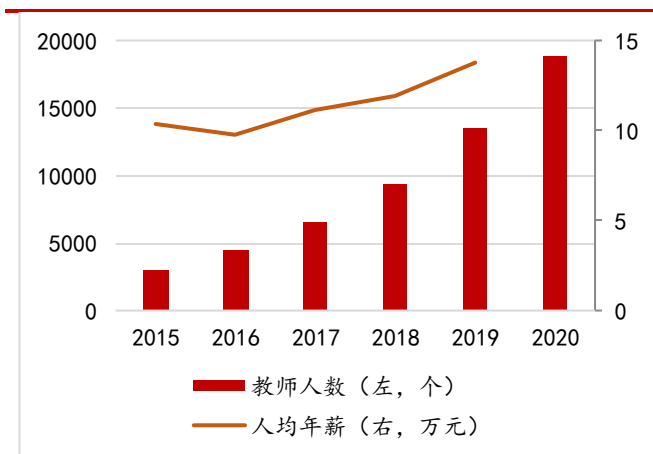
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 57 公司历年成本细项占比



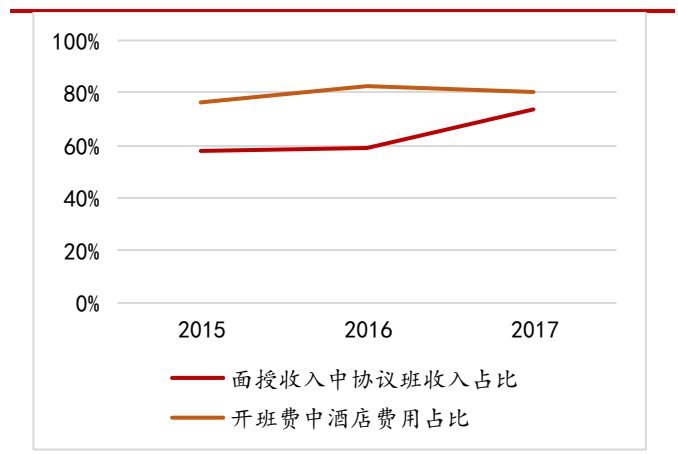
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 58 公司教师人数及人均年薪



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 59 公司协议班收入占比及酒店费用占比



资料来源：公司公告、华西证券研究所

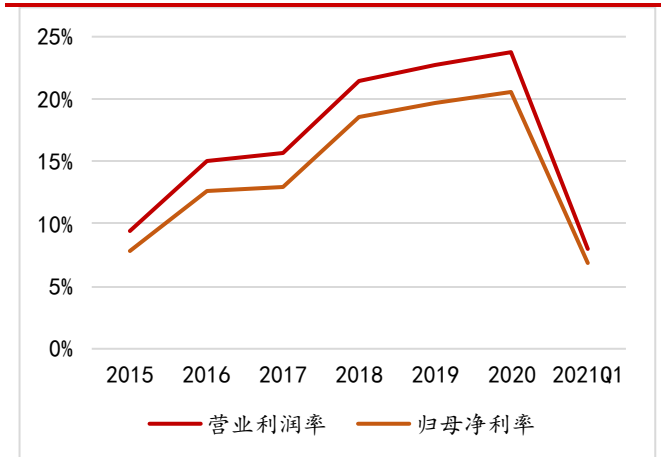
净利率：2015-20 年公司营业利润率/归母净利率提升 14/13pct 至 24%/21%，盈利能力显著提升主要得益在毛利率下降 1pct 下、期间费用率下降 8pct 且投资收益/其他收益占营收比提升 1/3pct。毛利率略降系非公序列的更快增长，期间费用率显著下降系各费用规模效应加速显现，投资收益占比提升主要系理财资产规模扩张。2021Q1 公司归母净利率同比下降 2.59pct 至 6.86%、主要与一季度盈利较弱及今年加大研发投入有关。

费用细项：2015-20 年销售/管理/研发/财务费用率下降 4/9/-2/-4pct 至 16%/11%/9%/4%，整体主要系规模效应显现，具体（1）非人力部分：2015-20 年销售/管理/



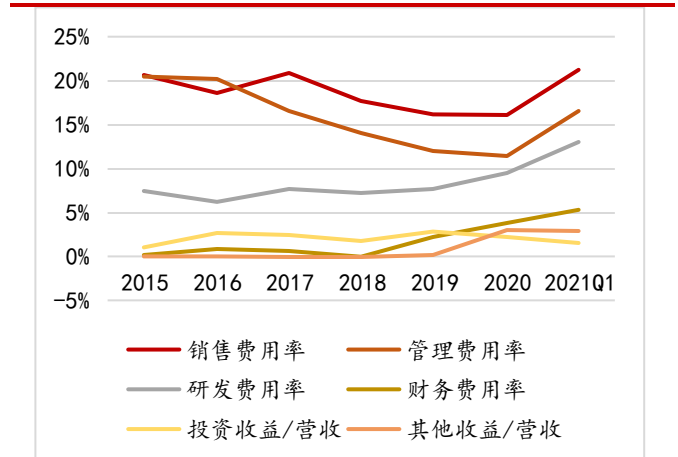
研发费用中非薪酬部分占比分别下降18/4/9pct至32%/33%/7%，市场推广、房租及折摊等间接费用的杠杆效应明显；(2) 人力部分：2017-20年销售（市场/客服为7/3）/管理/研发人数分别CAGR27%/22%/44%至18667/4511/3025人、人均年薪分别CAGR5%/7%/3%至6.62/19.07/32.40万元，带动各费用薪酬分别CAGR42%/26%/50%；考虑同期营收CAGR40%，因此管理人效提升稍多、研发人效具备提升空间。

图 60 公司历年营业利润及归母净利率



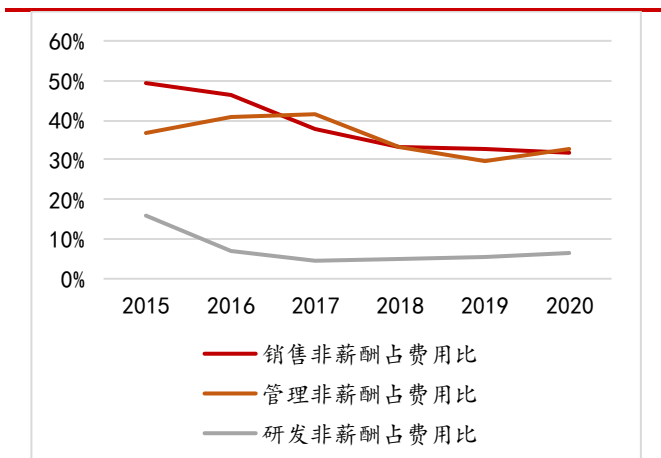
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 61 公司历年细项费用率及投资收益占比



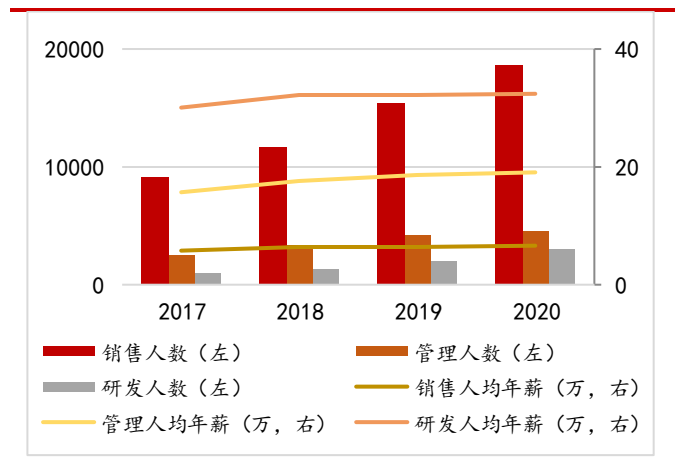
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 62 公司各费用中非薪酬部分占比



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 63 公司非教师员工人数及其年薪



资料来源：公司公告、华西证券研究所

## 5. 盈利预测与投资建议

### 5.1. 盈利预测

结合行业增长潜力及中公战略重点，假设公务员平稳增长、教招及考研等业务则维持高增长，因此预计2020-25年公司营收CAGR29%至402亿元，公务员/事业单位/教师/综合（不含考研及IT）/考研/IT收入CAGR17%/31%/38%/37%/50%/60%至

138/50/90/34/68/20 亿元、届时收入占比为 34%/12%/22%/8%/17%/5%；2021-23 年营收 146/189/244 亿元、同比增速 30%/30%/29%。

表 9 公司分业务收入预测

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入	6237	9176	11202	14558	18916	24394	31364	40170
YOY	55%	47%	22%	30%	30%	29%	29%	28%
1、公务员序列	3205	4171	6290	7471	8875	10365	12002	13777
YOY		30%	51%	19%	19%	17%	16%	15%
2、事业单位序列	884	1401	1274	1743	2334	3055	3937	4995
YOY		58%	-9%	37%	34%	31%	29%	27%
3、教师序列	1202	1933	1794	2563	3585	4942	6713	8985
YOY		61%	-7%	43%	40%	38%	36%	34%
4、综合招录序列	923	1614	1781	2696	4013	5894	8537	12195
YOY		75%	10%	51%	49%	47%	45%	43%
5、其他	23	57	64	84	109	140	176	218
YOY		144%	12%	32%	30%	28%	26%	24%

资料来源：公司公告、华西证券研究所

预计综合毛利率长期提升但中短期下降、归母净利率可能下降但扣非净利率有望稳定，因此预计 2020-25 年归母净利 CAGR27%至 76 亿元，2021-23 年归母净利 29/36/46 亿元、同比增速 24%/28%/27%。

表 10 公司盈利预测

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入	6237	9176	11202	14558	18916	24394	31364	40170
YOY	55%	47%	22%	30%	30%	29%	29%	28%
毛利	3685	5364	6635	8572	11101	14264	18271	23331
YOY	53%	46%	24%	29%	29%	28%	28%	28%
59.1%	58.5%	59.2%	58.9%	58.7%	58.5%	58.3%	58.1%	59.1%
销售费用率	17.7%	16.2%	16.2%	15.7%	15.5%	15.3%	15.1%	14.9%
管理费用率	14.0%	12.0%	11.4%	11.0%	10.8%	10.6%	10.4%	10.2%
研发费用率	7.3%	7.6%	9.4%	9.8%	10.0%	10.2%	10.3%	10.4%
财务费用率	0.0%	2.2%	3.8%	3.7%	3.6%	3.4%	3.3%	3.1%
投资收益/营收	1.8%	2.8%	2.3%	2.2%	2.1%	2.0%	1.9%	1.8%
营业利润率	21.5%	22.8%	23.8%	22.6%	22.2%	21.9%	21.8%	21.7%
归母净利润	1153	1805	2304	2852	3638	4626	5911	7560
YOY	120%	56%	28%	24%	28%	27%	28%	28%
归母净利率	18.5%	19.7%	20.6%	19.6%	19.2%	19.0%	18.8%	18.8%
扣非归母净利	1113	1700	1867	2399	3128	4048	5252	6806
YOY	125%	53%	10%	28%	30%	29%	30%	30%
扣非归母净利率	17.8%	18.5%	16.7%	16.5%	16.5%	16.6%	16.7%	16.9%

资料来源：公司公告、华西证券研究所

## 5.2. 估值与投资建议

绝对估值 (FCFF) 预期中公 2021 年合理市值 2781 亿元。依照净利润假设自由现金流在预测期 2021-25 年 CAGR24%、过渡期 2026-31 年 CAGR14%、永续期 2032 年后

$g=3\%$ ；根据历史情况及市场行情，假设公司负债比重 40%、债务资本成本 4.5%、所得税率 15%，股权比重 60%、基于 CAPM 模型有股权资本成本 12.6%，从而得到公司 WACC 为 9.1%；考虑 2021 年定增完成，假设公司非核心资产 199 亿、付息债务 46 亿，最终得到公司 2021 年合理股权价值 2781 亿元。

表 11 绝对估值 (FCFF) - 自由现金流预测

单位：百万	2021	2022	2023	2024	2025
NOPLAT	3256	4150	5267	6707	8540
加：折旧摊销	167	203	240	288	345
减：营运资本增加	-1913	-2235	-2850	-3249	-3704
减：资本支出	1000	1000	1000	1130	1277
公司自由现金流 FCFF	4336	5589	7356	9113	11312

资料来源：公司公告、华西证券研究所

表 12 绝对估值 (FCFF) - 相关假设

债务资本成本	4.5%	贝塔值 ( $\beta$ )	1.2
长期有效税率	15.0%	无风险利率	3.0%
债务资本比重	40.0%	市场预期收益率	11.0%
股权资本成本	12.6%	永续增长率 $g$	3.0%
股权资本比重	60.0%	过渡期增长率 $cagr$	14.3%
WACC	9.1%	过渡期年数	6

资料来源：公司公告、华西证券研究所

表 13 绝对估值 (FCFF) - 输出结果 (百万, 2021)

FCFF 预测期现值	30648
FCFF 过渡期现值	59798
FCFF 永续价值现值	178449
企业价值	268895
加：非核心资产	13507
减：付息债务	4276
减：少数股东权益	
股权价值	278126

资料来源：公司公告、华西证券研究所

**估值参照一：K12 教培机构好未来，FY16-19 年平均静态/动态 PE 为 78/68 倍，估值溢价可归因于确定和可持续的“高增速”，但近期受教培监管政策影响估值受压制。**好未来高估值主要可归因于：在卡位 K12 教培好赛道基础上，具备完善的研教管体系、形成高续班率的产品支撑和全国化渠道配合，带来基于竞争力的确定性溢价；此外 2016 财年重启网点高速扩张且此后在线业务持续加速，带来基于长期增长的持续性溢价。但因资产周转不算太快 (FY20 为 0.70 次)，阶段性加速扩张带来业绩波动，且近期受教培监管政策扰动，因此好未来估值存在一定波动。

**估值参照二：连锁医疗机构爱尔眼科 FY16-19 年平均静态/动态 PE 为 90/74 倍，估值溢价可归因于稳定、确定和可持续的“高增速”。**爱尔眼科较好未来估值更高的归因差异在于：资产周转更快 (20 年 0.87 次)、业绩稳定性更强，即高速扩张不会扰动业绩高增速，爱尔眼科在 14-19 年连续 6 年收入增速超 21% (20 年 19%)、业绩增速超 30% (20 年 25%)。爱尔眼科高估值还可归因于：在卡位眼科服务好赛道的基础上，具备完善的分级连锁网络、医教研体系、全球资源、管理与技术综合优势，带来基于竞争力的确定性溢价；此外 2014 年开始以并购基金孵化新院并待新院成熟后加速对其并购，带来基于长期成长的持续性溢价。

中公连锁扩张属性更应比爱尔眼科、教培业务属性可比好未来，稀缺性和估值溢价可归因于稳定、确定和可持续的“高增速”。因此，按 2025 年 45 倍合理 PE 预期，相对估值 (PE) 预期中公 2025 年合理市值 3400 亿元。我们认为，既应关注职考行业“就业是人生大事”的整体刚需，更应关注中公自身“让就业成为人生大事”

的供给创造，这才是支撑中公不惧季节波动和周期扰动、实现可持续高增长的根本驱动，即作为行业领导者不断提升参培率和市占率、不断拓展新品类和壮大高潜力品类。

(1) 中公的连锁扩张属性更应比爱尔眼科的稳定：资产周转更快（20年0.93次）、业绩稳定性更强，即高速扩张不会扰动业绩高增速，中公教育在15-20年连续6年收入增速超22%、业绩增速超28%，且20年最低也受疫情影响。

(2) 中公的教培业务属性可比好未来的确定和可持续：一方面布局“刚需、空间大+弱政策、稳定供给+快扩张、马太效应”的职业考试好赛道和好商业模式，虽然职考空间不及K12但受政策影响更小；另一方面具备“强研发、广渠道、快响应”的竞争力和供给创造力，因此受益参培率及市占率均升，可享受业绩确定性与增长持续性，预计2020-25年业绩CAGR有望接近30%。

综上，首次覆盖，给予中公教育“买入”评级，我们看好职考赛道受政策鼓励及抗周期属性、快扩张模式及高集中度格局，中公有望凭借研发、渠道、管理等优势进一步扩张品类、提升集中度；同时中公业绩高增长可持续性较强，其连锁扩张属性可比爱尔眼科、教培业务属性可比好未来，其稀缺性可给予较高估值溢价，相对估值给予2022年60倍PE、对应2022年合理市值2183亿元、目标价35.4元。

表 14：相对估值-好未来估值参照

	FY09	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20
营业收入 YOY (%)	322	87	60	61	27	39	38	43	68	64	49	28
营业利润 YOY (%)	541	44	65	-18	50	79	19	22	61	55	64	-53
△学习中心数量	43	25	34	138	-15	19	15	74	144	87	82	195
△服务中心数量	28	26	28	139	-10	14	16	25	109	64	34	268
静态市盈率（年度）			84	32	31	51	37	55	56	126	77	NA
动态市盈率（月度平均）			61	34	27	30	35	37	57	100	77	118

资料来源：公司公告、华西证券研究所

表 15：相对估值-爱尔眼科估值参照

	FY09	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20
营业收入 YOY (%)	38	43	52	25	21	21	32	26	49	34	25	19
归母净利 YOY (%)	51	30	43	6	22	38	38	30	33	36	37	25
静态市盈率（年度）		128	89	42	74	81	100	70	84	84	121	224
动态市盈率（月度平均）		97	71	45	54	65	80	69	58	83	85	132

资料来源：公司公告、华西证券研究所

表 16：相对估值-可比公司估值

		市值			净利润			市盈率 PE			
		19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E	
TAL.N	好未来（亿美元）	362	0.1	0.9	3.5	3616	402	103			
300015.SZ	爱尔眼科（亿元）	2,856	14	17	24	207	166	121			

资料来源：公司公告、华西证券研究所

## 6. 风险提示

### 1、招录的季节及周期波动

不同招录考试存在不同的季节集中情况、公务员及事业单位还伴随机构改革地方财政影响存在一定的周期起伏情况，如何平抑相关波动起伏并保证业绩及现金流稳定是公司要克服的问题。

### 2、市场竞争风险

教培市场企业数量较多，特别是一线城市竞争更激烈；同时行业继续保持高景气度，将引起越来越多的资本涌入并加剧市场竞争；而且伴随消费者心智更成熟、知识基础及学习能力增强，未来可能选择性价比更高的线上竞品，如何有效应对新对手的威胁、新模式及新渠道的冲击为公司带来一定挑战。

### 3、新品类扩张的不确定性

虽然考研业务规模逐渐壮大、其他新业务也加速发展，但是考研为首的学历提升业务对教研及教师供给提出更高的要求、现在尚未实现盈利，未来盈利效果如何仍然存在一定的不确定性。

### 4、经营管理效率下降风险

一方面场地租赁及人力等的成本不断增加，可能导致当期利润率下降；另一方面教培行业始终面临人才流动风险，尤其核心管理及研发团队、骨干师资流失，可能对长期稳定发展带来不利影响。公司必须克服业务不断扩张与经营管理能力不相匹配的问题，否则可能带来经营管理效率下降。

### 5、限售股解禁后减持影响

至2021年1月将有26.73%的股份解禁、至2022年1月将有65.79%的股份解禁，这些限售股解禁后不排除可能有一定比例减持，因此股价可能有阶段性的波动。

### 6、系统性风险

未来宏观经济的波动、相关法律法规或产业政策发生重大变化和调整将对职教行业整体发展及公司业绩情况产生一定影响。



## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	11,202	14,558	18,916	24,394	净利润	2,304	2,852	3,638	4,626
YoY (%)	22.1%	30.0%	29.9%	29.0%	折旧和摊销	164	167	203	240
营业成本	4,567	5,986	7,815	10,131	营运资金变动	2,519	1,913	2,235	2,850
营业税金及附加	13	29	38	49	经营活动现金流	4,882	4,803	5,866	7,391
销售费用	1,812	2,282	2,927	3,726	资本开支	-1,325	-1,000	-1,000	-1,000
管理费用	1,280	1,605	2,048	2,592	投资	221	-700	-900	-1,100
财务费用	431	545	680	840	投资活动现金流	-1,109	615	-1,494	-1,604
资产减值损失	0	-1	-1	-1	股权募资	0	0	0	0
投资收益	257	319	395	485	债务募资	5,269	300	-500	-500
营业利润	2,662	3,294	4,202	5,343	筹资活动现金流	-548	101	5,092	-670
营业外收支	-1	0	0	0	现金净流量	3,226	5,519	9,463	5,117
利润总额	2,661	3,294	4,202	5,342	<b>主要财务指标</b>				
所得税	357	442	563	716	<b>成长能力</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
净利润	2,304	2,852	3,638	4,626	营业收入增长率	22.1%	30.0%	29.9%	29.0%
归属于母公司净利润	2,304	2,852	3,638	4,626	净利润增长率	27.7%	23.8%	27.6%	27.1%
YoY (%)	27.7%	23.8%	27.6%	27.1%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.37	0.46	0.59	0.75	毛利率	59.2%	58.9%	58.7%	58.5%
<b>资产负债表 (百万元)</b>					净利率	20.6%	19.6%	19.2%	19.0%
货币资金	5,950	11,469	20,932	26,049	总资产收益率 ROA	16.0%	14.3%	11.5%	11.7%
预付款项	2	3	4	5	净资产收益率 ROE	53.9%	38.7%	21.1%	20.6%
存货	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	3,470	2,355	3,462	4,801	流动比率	0.94	1.11	1.70	1.82
流动资产合计	9,423	13,827	24,398	30,855	速动比率	0.94	1.11	1.70	1.82
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.59	0.92	1.46	1.54
固定资产	1,613	2,222	2,970	3,857	资产负债率	70.4%	62.9%	45.7%	43.2%
无形资产	426	400	373	346	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	4,996	6,079	7,301	8,661	总资产周转率	0.78	0.73	0.60	0.62
资产合计	14,419	19,906	31,698	39,516	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	3,976	4,276	3,776	3,276	每股收益	0.37	0.46	0.59	0.75
应付账款及票据	212	278	362	470	每股净资产	0.69	1.20	2.79	3.64
其他流动负债	5,851	7,870	10,229	13,212	每股经营现金流	0.79	0.78	0.95	1.20
流动负债合计	10,039	12,424	14,367	16,958	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	105	105	105	105	PE	62.12	50.18	39.34	30.94
非流动负债合计	105	105	105	105	PB	50.68	19.40	8.31	6.38
负债合计	10,144	12,528	14,472	17,063					
股本	104	104	104	104					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	4,275	7,378	17,227	22,453					
负债和股东权益合计	14,419	19,906	31,698	39,516					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券等，曾获得2014-2015年纺织服装行业新财富第1名团队。

何富丽：对外经济贸易大学经济学硕士、学士，CPA，2年研究经验，曾任职于国盛证券。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。