



Research and  
Development Center

# 道路曲折前途光明，职教龙头扬帆启航

—— 中公教育（002607.SZ）深度报告

2021年8月11日

汲肖飞 行业分析师  
S1500520080003  
jixiaofei@cindasc.com

李媛媛 研究助理  
liyanyuan@cindasc.com

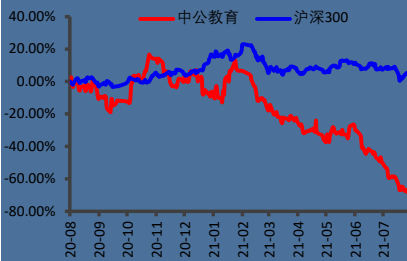
## 证券研究报告

### 公司研究

#### 深度报告

#### 中公教育(002607.SZ)

投资评级 **买入**



资料来源：万得，信达证券研发中心

#### 公司主要数据

|            |             |
|------------|-------------|
| 收盘价(元)     | 12.48       |
| 52周内股价     | 11.40-43.10 |
| 波动区间(元)    |             |
| 最近一月涨跌幅(%) | -32.17%     |
| 总股本(亿股)    | 61.67       |
| 流通A股比例(%)  | 25.97%      |
| 总市值(亿元)    | 770         |

资料来源：万得，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO., LTD  
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
 邮编：100031

# 道路曲折前途光明，职教龙头扬帆启航

2021年8月11日

### 本期内容提要：

◆**职业教育培训龙头，业绩持续快速增长。**公司是国内领先的全品类职业教育培训机构，2020年底已在全国设立1669家直营网点，覆盖超过300个地级市，服务全国数亿知识型就业人群。公司收入来源分为公务员、事业单位、教师、综合等序列，2020年收入占比为56%、11%、16%、16%。近年来公司不断拓展培训业务品类，2015-20年收入年均复合增速为40.16%，净利年均复合增速为70.27%。2021H1受短期拓展市场投入加大、省考提前一个月导致学员参培时间缩短等影响，公司净利润为-5000万元~-1.5亿元。

◆**职业教育发展黄金阶段，龙头企业空间广阔。**近年来中国职业教育行业快速发展，艾瑞咨询数据显示，2019年中国职业教育市场规模为2688.5亿元，同增13.3%，预计2020-22年保持13%以上增速。职业教育细分领域众多，2019年70%以上的职业教育培训机构分布在驾考、财会培训、IT培训、企业培训、教师培训等领域，多数赛道集中度处于较低水平，头部企业收入体量较小，且集中在单一赛道，未来体量有较大成长空间。

◆**公司注重内容、渠道、研发等投入，打造业内领先优势。**公司从公考培训领域起家，建立内容、渠道、研发等优势，成长为职业教育培训龙头。1) 教培行业本质是优质内容产出，公司重视内容产出和教学口碑，打造课程设置、教师输出、学员服务等优势，优化培训体验。2) 公司积极拓展线下渠道，率先实现全国门店布局，在下沉市场具有先发优势，满足分散化职业培训需求。3) 公司打造集群化标准研发体系，降低对单一名师的依赖，形成超过3000人的专职研发团队，长期重视研发投入强化领先优势。

◆**短期扰动不改长期增长趋势，多元化品类奠定发展基础。**短期公司受招录节奏变化、投入增加等影响，2021H1利润亏损，K12教育培训行业强监管引发投资者担忧。但我们分析后认为，公司业务季节性较强，预计下半年盈利能力将显著回升，且监管部门限制K12教育培训核心动力为提振生育率、改善人口结构，职业教育不受限制、反而有望得到政策支持推动产业升级。公司内容、渠道、研发优势初步打造领先优势，长期来看为实现品类增长飞轮效应、推动长期增长，公司重点完善数字化信息系统、打造线上渠道、建设一体化线下培训基地，确保多元化品类拓展成功，核心品类发展空间较大。

◆**盈利预测与评级：**公司作为职业教育培训龙头，未来持续拓展线下渠道、增加培训品类、提升品牌影响力，业绩有望保持快速增长。我们预计2021-23年归母净利润为28.76/37.77/48.09亿元，目前估值对应2021年仅27倍PE，股价充分调整后估值处于较低水平。我们采用DCF估值模型，不考虑增发情况下测算公司合理股价为19.22元，坚定看好公司长期发展空间大，政策影响、短期波动消除后股价有望回升，首次覆盖给予“买入”评级。

◆**风险因素：**职业教育政策监管风险、市场竞争加剧风险、人才流失风险等。

| 重要财务指标            | 2019A | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|-------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元)        | 9,176 | 11,202 | 14,864 | 19,181 | 23,931 |
| 增长率 YoY%          | 47.1% | 22.1%  | 32.7%  | 29.0%  | 24.8%  |
| 归属母公司净利润<br>(百万元) | 1,805 | 2,304  | 2,876  | 3,777  | 4,809  |
| 增长率 YoY%          | 56.5% | 27.7%  | 24.8%  | 31.3%  | 27.3%  |
| 毛利率%              | 58.5% | 59.2%  | 58.7%  | 58.5%  | 58.3%  |
| 净资产收益率ROE%        | 52.6% | 53.9%  | 40.2%  | 34.6%  | 30.6%  |
| EPS(摊薄)(元)        | 0.29  | 0.37   | 0.47   | 0.61   | 0.78   |
| 市盈率 P/E(倍)        | 61.11 | 94.02  | 27.34  | 20.82  | 16.35  |
| 市净率 P/B(倍)        | 32.14 | 50.68  | 11.00  | 7.20   | 5.00   |

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 8 月 10 日收盘价

## 投资逻辑

公司是国内职业教育培训龙头，1999 年率先进入公务员考试培训领域，此后拓展教师资格培训、事业单位考试培训、考研培训等业务，目前已横跨招录考试培训、学历提升、职业能力培训等三大板块，提供 100 多个品类的综合职业就业培训服务。

职业教育行业处在发展黄金阶段，2019 年中国职业教育市场规模为 2688.5 亿元，同增 13.3%，预计 2020-22 年保持 13% 以上增速。公司享受行业快速发展红利，在成长过程中建立内容、渠道、研发等优势，积累良好品牌口碑，打造公考培训第一大机构，收入体量显著优于主要竞争对手。公司快速拓展培训品类，快速复制公考培训优势，多品类协同发展效果初显。

长期来看，我们认为公务员、事业单位、教师、考研、IT 等领域培训仍有较大成长空间，报考人数、参培率、客单价等指标有望保持增长。公司借助多品类增长飞轮效应，未来 3-5 年学历提升业务将成为公司重要增长动力，未来 5-10 年职业能力培训板块将贡献持续增长。公司在前述内容、渠道、研发等优势基础上，强化数字化信息系统、线上渠道、一体化线下培训基地等竞争优势，提升精细化管理能力，推动多品类战略顺利落地、贡献业绩。

## 与市场不同的观点：

市场担心公司业绩短期亏损、未来成长性及政策监管趋严等风险，但我们分析后认为：

1) 2021H1 公司业绩短期亏损，市场担心 K12 培训行业被限制、职教培训行业竞争加剧，影响公司盈利能力。但我们分析认为，受主要考试科目的招录时点变化等影响，公司历史业绩季节性特征明显，2021H1 由于省考时间较往年提前 1 个月导致学员参培时间减少、公司收款高峰期缩短，且短期网点、OMO 设备等投入较高，下半年公司迎来招考旺季，且渠道拓展幅度放缓，投入减少，预计盈利能力将显著回升，长期成长性有望持续。

2) 2021 年以来监管部门持续加码 K12 教培政策，并于 7 月推出“双减”文件，严格限制 K12 培训行业发展。但我们分析认为，K12 培训行业监管核心原因在于降低生育成本、改善人口结构，职业教育对人口结构影响较小，且有助于产业结构升级，受政策影响较小。K12 监管对公司主要竞争对手影响较大，短期有助于竞争格局改善，公司各项业务将正常快速发展。

## 目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 公司分析：公考起家的职业教育培训龙头 .....         | 7  |
| 公司概况：不断发展的职业教育培训龙头 .....         | 7  |
| 商业模式：轻资产运营，线上线下共同发力 .....        | 8  |
| 财务分析：收入保持快速增长，多元化程度提升 .....      | 10 |
| 公司治理：实控人掌控力强，管理层经验丰富 .....       | 11 |
| 行业分析：职业教育发展黄金阶段，龙头企业成长空间广阔 ..... | 12 |
| 美国教育行业：职业教育投入持续增加 .....          | 12 |
| 中国教育行业：教育助力跨越中等收入陷阱 .....        | 14 |
| 中国职业教育：教育行业里的黄金赛道 .....          | 15 |
| 行业格局：竞争格局分散，龙头有待发展 .....         | 17 |
| 竞争优势：多维度打造职业教育培训龙头 .....         | 18 |
| 成长核心：管理层前瞻性布局，打造渠道、产品、品类优势 ..... | 18 |
| 内容产出能力：多维度打造优质内容输出 .....         | 20 |
| 渠道拓展能力：渠道下沉布局业内领先 .....          | 21 |
| 研发能力：打造集群化标准研发体系 .....           | 23 |
| 未来看点：多元化拓展培训赛道，奠定长期发展基础 .....    | 24 |
| 季度波动：短期扰动不改长期成长逻辑 .....          | 24 |
| 政策监管：K12 教育监管不影响职业教育发展 .....     | 25 |
| 长期优势：三大优势实现多品类增长飞轮效应 .....       | 28 |
| 长期空间：主要品类发展空间大，市场份额稳步提升 .....    | 31 |
| 盈利预测与评级 .....                    | 36 |
| 盈利预测与假设 .....                    | 36 |
| 估值与投资评级 .....                    | 37 |
| 风险因素 .....                       | 37 |

## 表目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 表 1：公司管理层基本情况 .....                 | 13 |
| 表 2：2021 年 4 月教育部发文支持职业教育产业发展 ..... | 29 |
| 表 3：公司怀柔学习基地各项业务学员人数预测（百万元） .....   | 32 |
| 表 4：全国公务员考试培训行业市场规模预测 .....         | 34 |
| 表 5：全国事业单位培训市场规模预测 .....            | 34 |
| 表 6：公司各项业务收入预测（百万元） .....           | 37 |
| 表 7：公司业绩与盈利预测（百万元） .....            | 38 |

## 图目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 图 1：公司主要发展历史 .....                | 8  |
| 图 2：2020 年公司不同产品收入占比情况 .....      | 9  |
| 图 3：公司各业务系列主要培训项目 .....           | 9  |
| 图 4：公司所处教育培训行业产业链情况 .....         | 9  |
| 图 5：公司研发业务主要流程 .....              | 9  |
| 图 6：公司线上和线下渠道营销情况 .....           | 10 |
| 图 7：近年来公司线上线下培训人次情况 .....         | 10 |
| 图 8：近年来公司收入增长情况 .....             | 10 |
| 图 9：近年来公司不同产品序列收入占比情况 .....       | 10 |
| 图 10：近年来公司培训人次增长情况（万） .....       | 11 |
| 图 11：近年来公司不同产品序列培训单价（元） .....     | 11 |
| 图 12：近年来公司毛利率变化情况 .....           | 11 |
| 图 13：近年来公司不同产品序列毛利率变化情况 .....     | 11 |
| 图 14：近年来公司期间费用率变化情况 .....         | 12 |
| 图 15：近年来公司净利润增长情况 .....           | 12 |
| 图 16：公司股权结构图（截止 2020 年 6 月） ..... | 12 |
| 图 17：美国完成高中教育的人口比例增长情况 .....      | 14 |
| 图 18：美国高校入学人数增长情况 .....           | 14 |
| 图 19：美国高中和大学毕业生收入差距扩大 .....       | 14 |

|   |    |
|---|----|
| 图 20: 美国高等教育入学人口中年龄结构变化.....            | 14 |
| 图 21: 1988-1998 年美国不同行业工作岗位增长情况.....    | 15 |
| 图 22: 1996-2006 年美国工作岗位的学历要求变化情况.....   | 15 |
| 图 23: 近年来中国 GDP 结构变化情况.....             | 15 |
| 图 24: 中国服务业 GDP、就业人口比重与发达国家对比.....      | 15 |
| 图 25: 近年来中国部分产业占 GDP 比重变化.....          | 16 |
| 图 26: 中国制造业十大重点领域人才缺口预测.....            | 16 |
| 图 27: 近年来中国高校毕业生人数持续增长.....             | 16 |
| 图 28: 近年来部分职业考试报名人数增长情况.....            | 16 |
| 图 29: 2018 年中国新增具有一定学历劳动力学历分布.....      | 17 |
| 图 30: 近年来中国职业教育市场规模增长情况.....            | 17 |
| 图 31: 职业教育细分产业链分布情况.....                | 17 |
| 图 32: 近年来中国在线职业教育市场规模增长.....            | 18 |
| 图 33: 中国在线职业教育服务模式分类.....               | 18 |
| 图 34: 2020 年职业教育细分行业市场规模 (亿元).....      | 18 |
| 图 35: 2020 年部分职业考试报名人数 (万人).....        | 18 |
| 图 36: 职业教育细分行业市场集中度对比(CR5, 2020 年)..... | 19 |
| 图 37: 职业教育行业头部公司收入规模对比 (亿元).....        | 19 |
| 图 38: 公司获得多项业内奖项.....                   | 20 |
| 图 39: 公司已实现教育培训领域全方位布局.....             | 20 |
| 图 40: 公司协议班设立多种模式满足用户需求.....            | 20 |
| 图 41: 公司横跨教育培训多个领域.....                 | 20 |
| 图 42: 国内主要考试发布大纲与考试时间对比.....            | 21 |
| 图 43: 公司推出各类课程组合满足考生多元化需求.....          | 21 |
| 图 44: 近年来公司持续扩张授课老师数量.....              | 22 |
| 图 45: 公司拟通过定增投资怀柔学习基地建设.....            | 22 |
| 图 46: 近年来公司培训人次持续增长.....                | 22 |
| 图 47: 2019 年中国公务员考试培训市场竞争格局.....        | 22 |
| 图 48: 近年来公司持续扩张直营网点数量.....              | 23 |
| 图 49: 公司建立覆盖全国的直营网点.....                | 23 |
| 图 50: 2020 年我国职业教育培训用户学历分布.....         | 23 |
| 图 51: 2020 年我国职业教育培训用户收入分布.....         | 23 |
| 图 52: 我国国考培训龙头线下网点数量对比.....             | 24 |
| 图 53: 公司与竞争对手渠道下沉对比 (以吉林白山为例).....      | 24 |
| 图 54: 公司内部研发管理机制.....                   | 24 |
| 图 55: 公司研发人员数量及人均薪酬增长情况.....            | 24 |
| 图 56: 近年来公司研发投入持续增长.....                | 25 |
| 图 57: 公司研发投入占比高于主要竞争对手.....             | 25 |
| 图 58: 2021 年部分省公务员考试时间提前.....           | 26 |
| 图 59: 近年来公司各季度收入波动较大.....               | 26 |
| 图 60: 粉笔教育主要发展历程.....                   | 27 |
| 图 61: 监管部门加大对校外培训机构的监管.....             | 27 |
| 图 62: 教育部成立校外教育培训监管司.....               | 27 |
| 图 63: 教育培训行业上市公司股价大幅下跌 (单位: 美元).....    | 28 |
| 图 64: 近年来我国新出生人口数量变化情况.....             | 28 |
| 图 65: 我国非学历职业培训市场规模保持增长.....            | 30 |
| 图 66: 我国职业培训受众群体相对普遍的特点.....            | 30 |
| 图 67: 公司不断拓展培训类目.....                   | 30 |
| 图 68: 公司打造数字化运营平台.....                  | 31 |
| 图 69: 公司构建垂直一体化快速响应能力.....              | 31 |
| 图 70: 中公网校构建五大优势.....                   | 31 |
| 图 71: 公司线上渠道收入实现快速增长.....               | 31 |
| 图 72: 近年来公司收入来源以协议班为主.....              | 32 |
| 图 73: 公司华北区域收入、培训人次快速增长.....            | 32 |
| 图 74: 近年来中国国家公务员招考、报考人数情况.....          | 33 |
| 图 75: 近年来中国地方公务员招考、报考人数情况.....          | 33 |
| 图 76: 近年来中国公务员考试参培率、客单价情况.....          | 33 |
| 图 77: 近年来中国国考培训行业规模增长情况.....            | 33 |
| 图 78: 近年来教师资格证考试报名人数增长情况.....           | 35 |
| 图 79: 近年来教师招聘培训行业市场规模增长情况.....          | 35 |
| 图 80: 近年来全国普通高等学校毕业生规模.....             | 35 |
| 图 81: 近年来教师招聘培训行业市场规模增长情况.....          | 35 |

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 图 82: 近年来考研培训行业市场规模增长情况.....   | 36 |
| 图 83: 2021 年考研培训品牌用户认知度排名..... | 36 |
| 图 84: 近年来 IT 行业整体收入增长.....     | 37 |
| 图 85: 近年来 IT 培训行业市场规模增长情况..... | 37 |

## 公司分析：公考起家的职业教育培训龙头

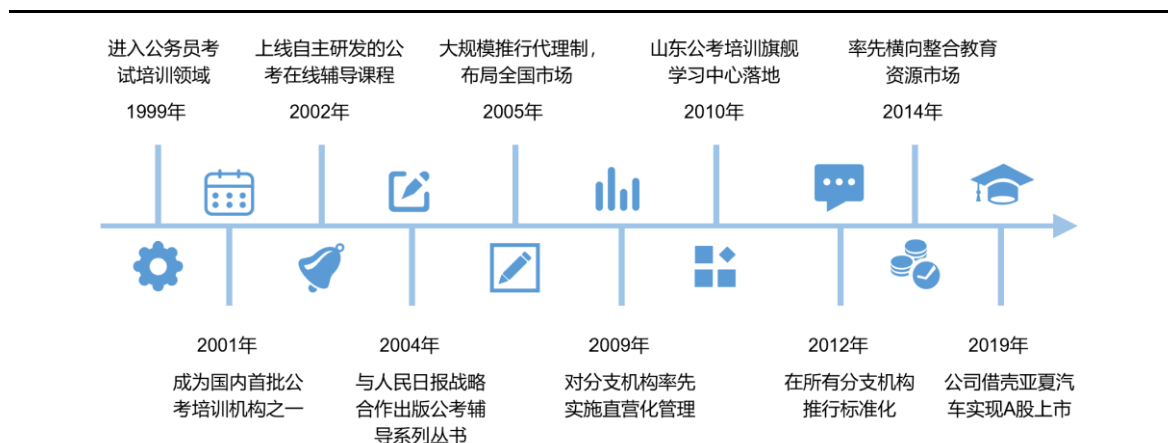
### 1. 公司概况：不断发展的职业教育培训龙头

中公教育是国内领先的全品类职业教育培训机构，也是招录考试培训领域的开创者。1999年公司成立后率先进入公务员考试培训领域，此后拓展教师资格培训、事业单位考试培训、考研培训等业务，目前已横跨招录考试培训、学历提升、职业能力培训等三大板块，提供 100 多个品类的综合职业就业培训服务。目前公司已在全国设立 1600 多个直营网点，深度覆盖 300 多个地级市，服务全国数亿大学生、大学毕业生、各类职业专才等知识型就业人群。

从发展历史来看，公司主要分为五大阶段：

- 1) 起步阶段：1999-2000 年创始人李永新带领团队进行教育领域创业，先后探索奥数、高考辅导、高考状元演讲等项目，2001 年正式进入公务员考试培训领域，是国内首批公考培训机构之一。
- 2) 专业化阶段：2002 年公司上线自主研发的公考在线辅导课程，自建研发教学团队，2004 年与人民日报出版社战略合作出版公考辅导系列丛书。
- 3) 全国化阶段：2005 年公司大规模推行代理制，由北京地区率先布局全国市场，2007 年推行面授培训课程，成长为公考培训行业龙头。
- 4) 规范化阶段：2009 年公司对分支机构率先实施直营化管理，加大课程研发投入，2010 年山东公考培训旗舰学习中心落地，全面升级服务水平并向全国推广，2012 年公司在所有分支机构推行标准化、规范化运营，提升学员体验。
- 5) 全面发展阶段：2014 年公司率先横向整合教育市场资源，打造综合性职业教育企业，多元化业务拓展持续至今。2019 年公司借壳亚夏汽车实现 A 股上市，进入快速发展阶段。

图 1：公司主要发展历史



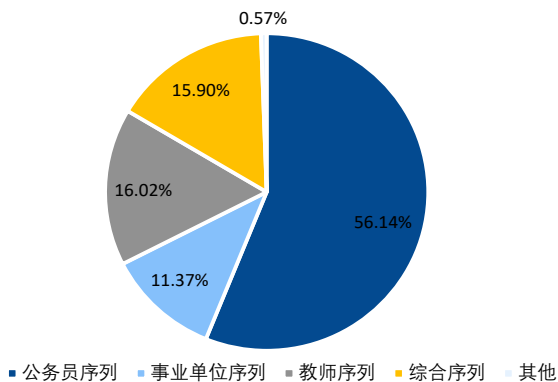
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

目前公司收入结构主要分为公务员序列、事业单位序列、教师序列、综合序列四大类，其中公务员序列包括国考和省考培训，虽近两年占比有所降低，目前仍为主要收入来源；事业单位序列主要包括事业单位招聘、国企招考、医疗卫生招聘、电力电网招聘培训等项目，近年来该序列的民生和公共服务属性进一步凸显，随着疫情后招录的回暖收入增幅较大；教师序列包括教资、教招考试培训，受益于教师扩招和教育投资提升收入增长较快；综合序列细分品类较多，包括考研辅导、IT 培训、军人类、金融财经类考试培训等，各细分领域发展空间



较大。

图 2：2020 年公司不同产品收入占比情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 3：公司各业务系列主要培训项目

| 序列名称  | 主要业务                    |
|-------|-------------------------|
| 公务员序列 | 国家公务员、选调生、公选遴选、乡镇公务员等   |
| 事业单序列 | 事业单位、医疗卫生招聘、国企、电力电网等    |
| 教师序列  | 教师考试、教师资格、教师招聘、特岗教师等    |
| 综合序列  | 考研、IT培训、法考、军人警察类、金融财经类等 |
| 其他序列  | 社区工作考试、公益性岗位、出国留学等      |

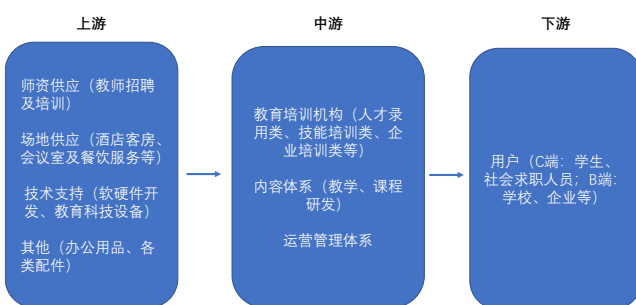
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 2. 商业模式：轻资产运营，线上线下共同发力

从产业链来看，公司为轻资产模式运营，处于教育培训行业产业链中游，上游为酒店、IT 企业、办公用品企业等软硬件设施提供商，下游为分布在全国各地、各行各业的广大就业人群，满足其就业和职业能力提升需求。

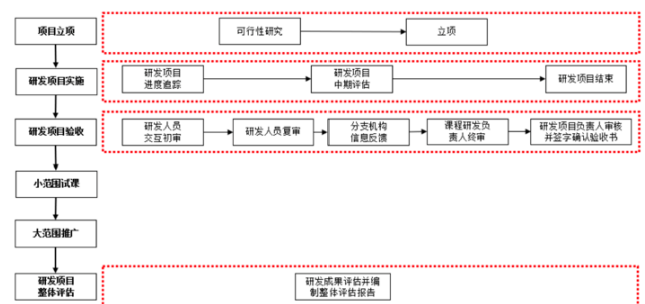
研发方面，公司具有业内领先的教育培训技术及新产品、服务开发能力，截止 2020 年底拥有超过 3000 人的规模化研发团队，进行产品调研、课程开发、小范围试课、大范围推广等工作。公司研发团队不断创新教学理念、教学模式、教学内容，推出优质培训课程，确保公司品牌的竞争力。

图 4：公司所处教育培训行业产业链情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 5：公司研发业务主要流程



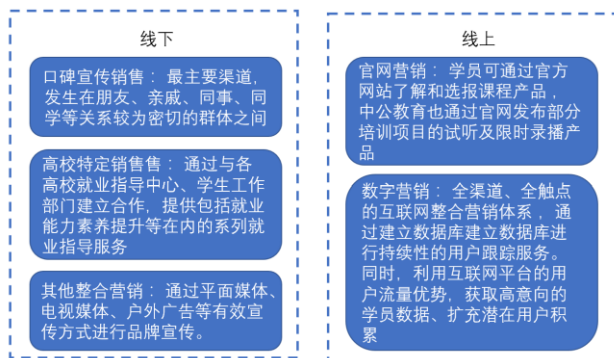
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

教学模式方面，公司注重教学质量，为学员提供全职师资团队、个性化辅导方案、班主任、定制化服务、快速响应服务等在内的全方位教学体系。公司制定较为完善的教师培训体系，实施严格的教师聘用、筛选、考核流程，确保学员学习和授课效果。公司为学员配备专门的教学管理人员，对学员数据、需求进行分析，提供个性化辅导方案、监督学习进度等服务。公司设立 7×24 热线客服中心，及时受理、解决、回复学员问题，优化用户的培训体验。

销售方面，公司通过线上、线下渠道销售产品，其中线下渠道以直营网点为主，公司通过口碑传播、高校渠道、平面媒介、户外广告等形式进行口碑宣传；线上渠道主要通过官网、数字营销等渠道进行宣传，并在官网、第三方直播平台发布线上课程、直播授课、录播产品或

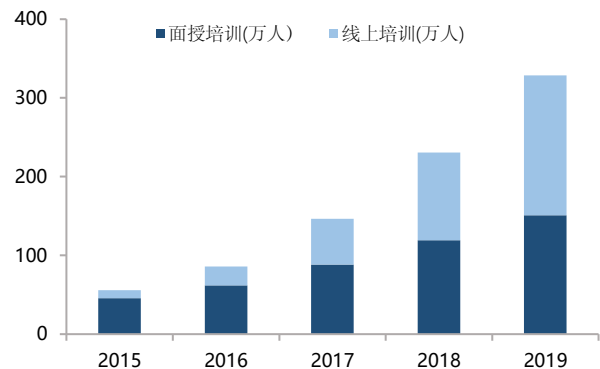
答疑，近年来随着教培行业线上渠道渗透率不断提升，公司线上培训人次、收入保持快速增长，2020年公司线上培训接近300万人次，同比增长超过六成。

图 6：公司线上和线下渠道营销情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 7：近年来公司线上线下培训人次情况



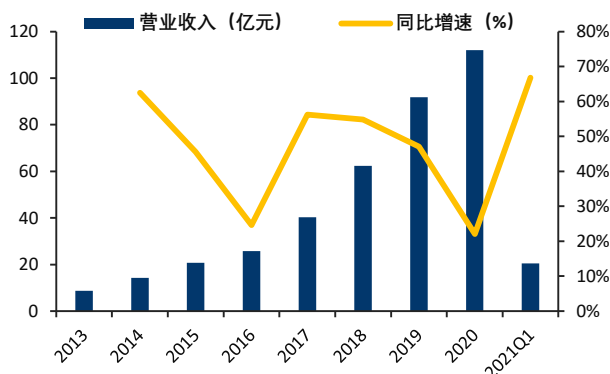
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 3. 财务分析：收入保持快速增长，多元化程度提升

近年来公司收入保持快速稳健增长，下游职业培训需求景气度高，公司多元化业务拓展效果显现，2015-20年收入年均复合增速为40.16%。2020年公司收入在疫情背景下实现快速增长，主要由于公务员、综合等序列收入增速较高，公务员相较于多数岗位具有稳定的优势，在疫情影响下更受到求职者青睐，因而报考、参培需求快速增长，综合序列中考研辅导、IT培训等业务需求同样较为旺盛，带动收入快速提升。2021Q1公司收入同增66.79%至20.52亿元，低基数影响叠加下游教培需求高景气度，收入增速处于较高水平。

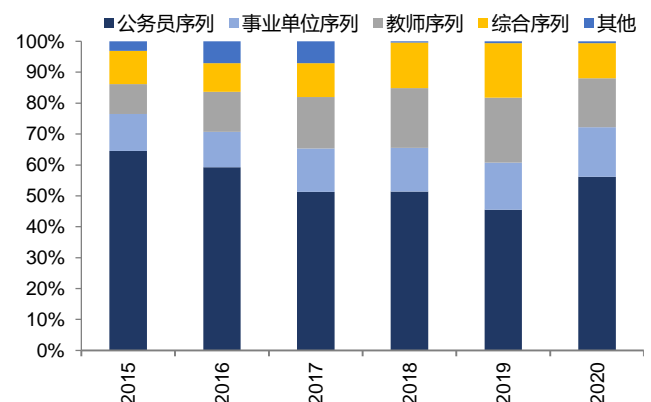
从收入结构来看，2015-20年公务员序列收入占比持续最高，其中2015-19年收入占比由64.58%降至45.46%，主要由于多元化业务持续拓展、收入占比提升，2020年受疫情影响公务员序列收入占比提升。2015-19年公司事业单位、教师、综合等序列收入占比持续提升，主要受益于事业单位、教师等扩招，考试报名、参培人数不断增加，综合序列中考研、IT培训等业务收入快速增长，公司品类扩张效果显现，由公考培训机构升级为全品类职业教育培训平台。

图 8：近年来公司收入增长情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 9：近年来公司不同产品序列收入占比情况

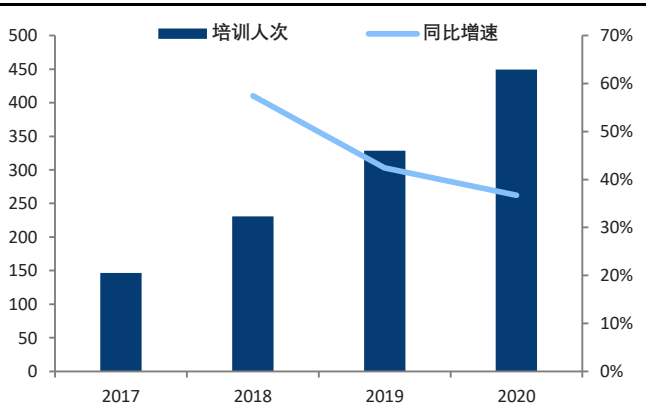


资料来源：Wind，信达证券研发中心

分拆来看，2016-19年公司主要产品序列基本实现量价齐升，一方面随着线下线上渠道持续扩张、品牌影响力提升，培训人次持续增长，教师、综合、线上等新业务、新渠道培训人次增长更快；另一方面公司不断优化课程时长、配套服务，提高培训产品附加值，高价格协议

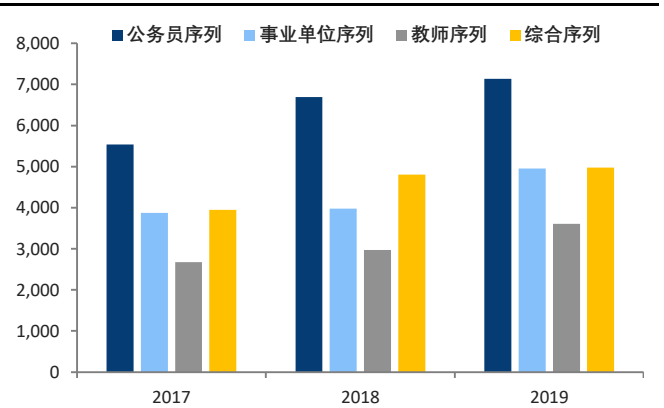
班收入占比不断提升，培训单价保持增长趋势。2020 年公司共培训 449.43 万人次，同比增长 36.72%，保持快速增长。

图 10：近年来公司培训人次增长情况（万）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 11：近年来公司不同产品序列培训单价（元）

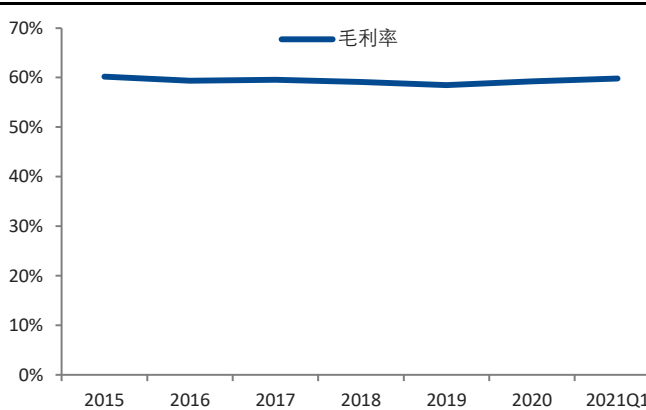


资料来源：Wind，信达证券研发中心

近年来公司毛利率基本维持高位，2018-19 年由于新品类拓展、毛利率较高的公务员序列收入占比下降，公司整体毛利率略有降低，2020 年公司毛利率略有提升，主要由于疫情影响下公务员收入占比提升。2021Q1 公司毛利率同比增长 2.15PCT 至 59.81%。

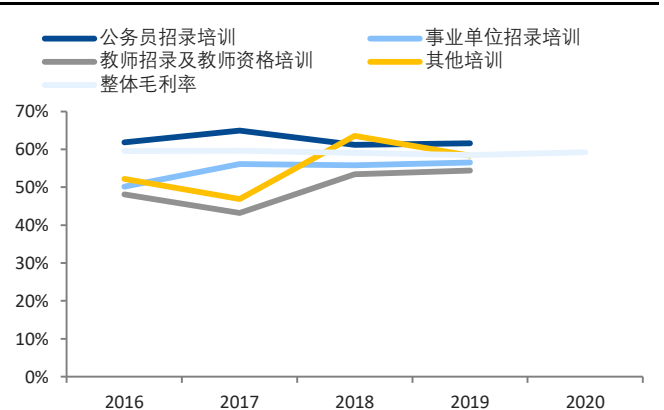
分拆来看公司公务员序列高价格协议班占比较高、发展更为成熟，毛利率高于其他产品，近年来受市场竞争加剧等影响略有下降，教师、综合序列业务模式不断成熟，毛利率保持增长趋势。

图 12：近年来公司毛利率变化情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

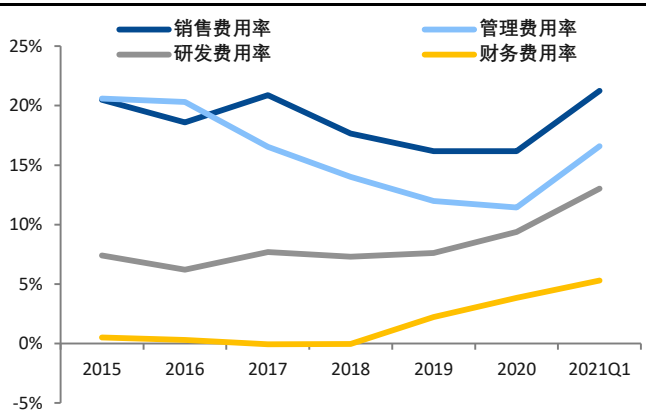
图 13：近年来公司不同产品序列毛利率变化情况



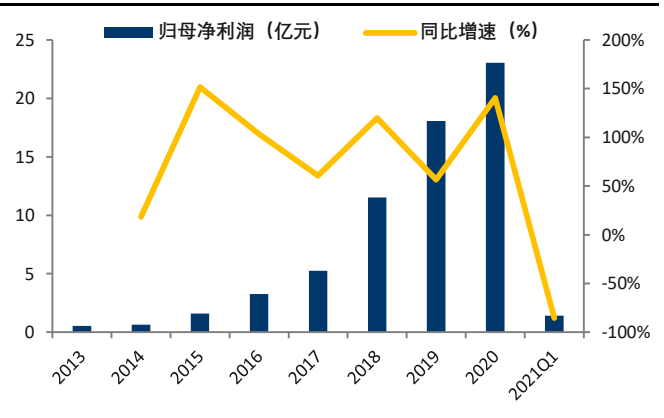
资料来源：Wind，信达证券研发中心

费用率方面，2017-20 年公司销售费用率稳中有降，主要由于公司收入规模扩大、新品类发展不断成熟、规模效应显现，销售获客成本有所降低。公司管理费用率同样受益于规模效应持续下降。公司重视研发投入，持续推进课程、教材、IT 系统等研发，近年来研发费用率持续提升。近年来公司财务费用率有所增加，主要由于手续费等项目增加。

净利润方面，近年来公司净利润保持高速增长趋势，2015-20 年净利由 1.61 亿元增至 23.04 亿元，年复合增速高达 70.27%。公司收入持续增长，规模效应下费用率下降、净利率持续提升，带动净利保持高速增长。2021 上半年受省考时间提前、短期投入加大等影响，净利出现亏损。

**图 14：近年来公司期间费用率变化情况**


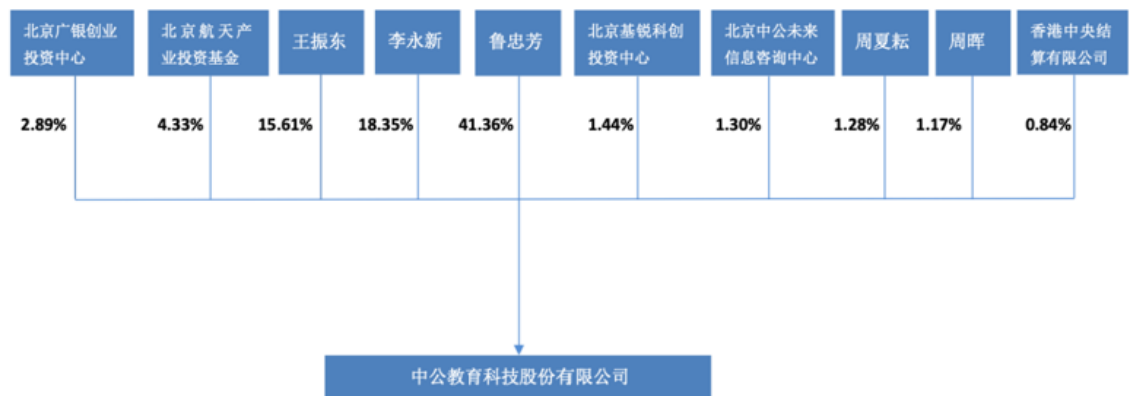
资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 15：近年来公司净利润增长情况**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

#### 4. 公司治理：实控人掌控力强，管理层经验丰富

公司实控人为创始人李永新及母亲鲁忠芳，截止 2020 年 6 月李永新、鲁忠芳及北京中公未来信息咨询中心为一致行动人，合计持股比例为 61.01%，持股比例高，对公司掌控能力较强。总经理王振东为公司第三大股东，持股比例为 15.51%。此外亚夏汽车股东周夏耘、周晖持有公司 1.28%、1.17% 的股份。

**图 16：公司股权结构图（截止 2020 年 6 月）**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司高管在教育培训行业深耕多年，运营经验丰富。董事长李永新 1999 年自北京大学毕业后投身教育行业，拥有 20 多年考试培训、研发教学、企业管理经验，积累了丰富的行业资源。王振东、石磊等高管均为创业早期加入公司，管理经验丰富，核心团队基本保持稳定，共同推动教育培训业务发展。

**表 1：公司管理层基本情况**

| 姓名  | 职务             | 年龄 | 简介   |
|-----|----------------|----|--|
| 李永新 | 董事             | 45 | 1999年毕业于北京大学政治学与行政管理系，获法学学士学位。1999年进入教育培训行业自主创业，2000年进入公务员考试培训行业，有近20年的公职类考试培训研发、教学及企业管理经验。  |
| 王振东 | 董事<br>兼总经理     | 45 | 1999年毕业于北京大学政治学与行政管理系，获法学学士学位。2001年进入教育培训行业，曾负责北京中公在线教育科技有限公司内部运营管理工作。   |
| 石磊  | 董事             | 45 | 1999年进入教育培训行业，2005年至2010年，负责北京中公在线教育科技有限公司市场运营管理工作。  |
| 易姿廷 | 董事             | 47 | 2011年进入教育培训行业，历任株洲冶炼集团股份有限公司技术员、助理工程师担任中国农药工业协会法务负责人；曾担任北京中公未来教育咨询有限公司质量管理委员会负责人、总裁助理、助理总裁   |
| 桂红植 | 副总经理、<br>董事会秘书 | 50 | 2003年4月至2006年8月，任中房置业股份有限公司证券部经理；2006年8月至2015年7月，任中房置业股份有限公司董事会秘书，副总经理；2015年9月至2018年12月，任北京中公教育科技股份有限公司证券事务负责人；2018年12月至今，任北京中公教育科技股份有限公司证券事务负责人。  |
| 何有立 | 副总经理           | 46 | 1999年进入教育培训行业；2005年至2010年，负责北京中公在线教育科技有限公司市场运营；2010年至2015年11月，担任北京中公未来教育咨询有限公司助理总裁，副总裁；2015年11月至今，担任北京中公教育科技股份有限公司副总经理。  |
| 王学军 | 副总经理           | 58 | 1985年至1995年，担任机械部天津市机床厂工程师；1995年至1999年，担任天津市磨床总厂经营厂长；2001年至2004年，担任天津开发区中兴机电有限公司总经理；2004年至2010年，负责北京中公在线教育科技有限公司区域招生工作；2010年至2015年11月，担任北京中公未来教育咨询有限公司助理总裁，副总裁；2015年11月至今，担任北京中公教育科技股份有限公司副总经理                         |
| 罗雪  | 财务总监           | 53 | 注册会计师，注册资产评估师，中级会计师。1991年7月至2000年9月期间于中石化集团中原油田工作；2000年10月至2011年1月期间先后于北京天健会计师事务所，德勤华永会计师事务所，利安达会计师事务所担任审计经理，技术合伙人等职务；2011年2月至2014年8月于北京天和众邦勘探技术股份有限公司任财务总监和董事会秘书；2014年8月至2016年12月任恒泰艾普集团股份有限公司首席财务官；2017年至今任中公教育财务负责人 |

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

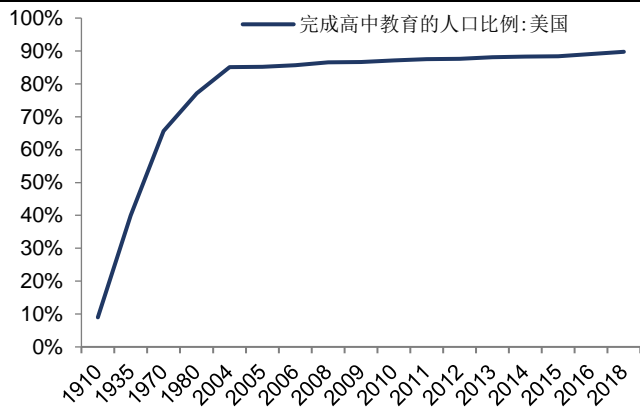
## 行业分析：职业教育发展黄金阶段，龙头企业成长空间广阔

教育是立国之本，是一个国家跨过中等收入陷阱、实现长期发展的重要驱动力之一。职业教育作为教育行业的重要部分，主要聚焦于实践技能及实际工作能力培养，打造具有一定文化水平和专业知识技能的劳动人才。职业教育可分为学历教育、非学历教育，其中非学历教育细分领域众多，多数能有效提升劳动技能、获得工作机会，从而提升参培人员收入水平，具有较大发展空间。

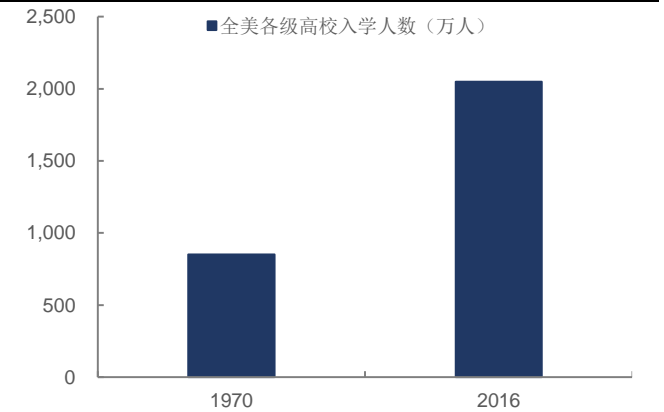
### 1. 美国教育行业：职业教育投入持续增加

美国教育行业发展、劳动力培训与经济增长呈现螺旋形上升关系。整体而言，随着经济发展，年轻人接受教育、培训的时间不断增加，职业教育及培训得以快速发展。

从学历教育来看，美国较早普及高中、大学教育，提高劳动人口素质。20世纪初期，美国率先实施高中改革，面向全体公立中等教育学生，大幅增加学校数量、招生人数，1910年全美获得高中文凭的学生比例为9%，1935年这一比例提升至40%。20世纪60年代美国出现“全民上大学”运动，美国政府推出《高等教育法》加强对高等教育援助，各州建立社区学院、师范学院，1970-2016年全美各级高校入学人数由850万增至2050万。

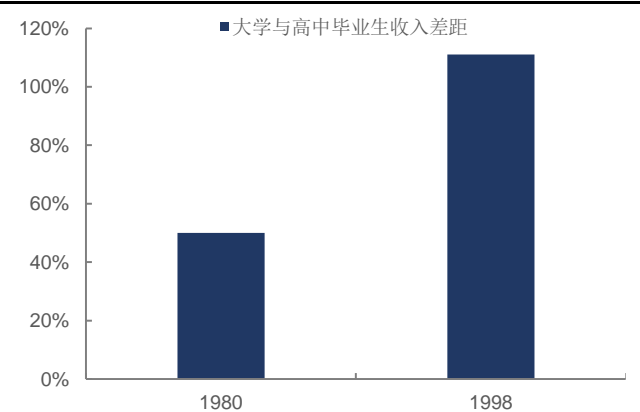
**图 17：美国完成高中教育的人口比例增长情况**


资料来源: Wind, 世界银行, 信达证券研发中心

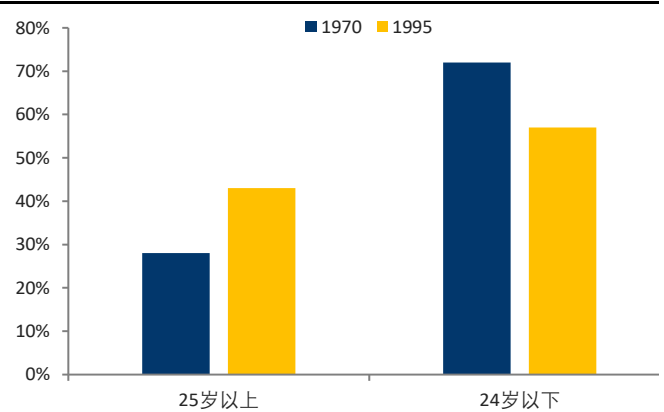
**图 18：美国高校入学人数增长情况**


资料来源: 《世界教育信息》, 信达证券研发中心

学历教育的普及推动美国居民收入水平提升, 不同学历劳动者收入差距有所扩大。据美国统计局数据显示, 1980 年大学与高中毕业劳动者收入差距为 50%, 1999 年扩大至 111%, 1973-1995 年美国高中毕业生实际收入下降约 1/3。企业成长需要加大对高等人力资本投入。因此美国参加高等教育的人口中“高龄人口”占比明显提升, 更多居民重返校园提升学历水平, 美国教育部数据显示, 全美高等教育入学人口中 25 岁以上年龄占比由 1970 年的 28% 提升至 1995 年的 43%, 此外中学生升入大学的比例也在逐年提升。

**图 19：美国高中和大学毕业生收入差距扩大**


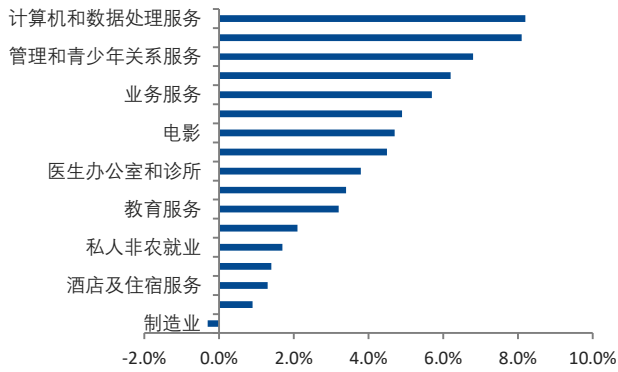
资料来源: 美国统计局, 信达证券研发中心

**图 20：美国高等教育入学人口中年龄结构变化**


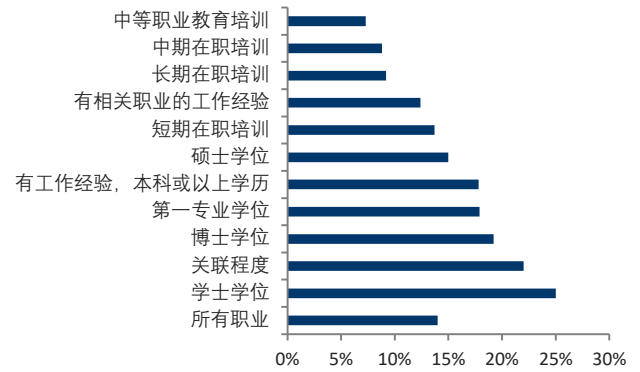
资料来源: 美国教育部, 信达证券研发中心

非学历教育方面, 20 年代初美国开始建立较为完善的体系, 培育各类专业技能的教育人才, 1930-1940 年职业技术学校学生占在校学生总数的比例由 15% 提升至 36%。1950-1970 年美国职业技术学校及办学经费快速增长, 美国中等职业技术学校学生人数增加一倍以上, 教育经费增加 6 倍, 1970 年联邦政府拨款达到 3.76 亿美元。20 世纪 70 年代后美国开始推广“生计教育”(career education), 为青少年学生在各类职业学校提供职业探索, 并对数百万成年人提供职业教育和培训, 建立大量公立社区学院, 2011 年全美共有社区学院 1200 余所, 超过 1000 万学生就读, 占美国在校本科生的 45%。

从需求方来看, 企业对技术劳工的需求显著增加。随着信息技术发展, 美国逐步向知识型经济转变, 低端劳动被机器、计算机取代, 雇主需要教育程度更高、技术更为熟练的劳动者, 1988-1998 年计算机、公关、商业服务等技术密集型产业发展更快, 岗位需求增长更为明显, 工资水平更高, 1950 年美国仅有 20% 的工作机会是技术工种, 2000 年该比例提升至 65%。因此企业同样参与其中为员工支付职业技术训练、教育费用, 提高劳动生产效率。

**图 21：1988-1998 年美国不同行业工作岗位增长情况**


资料来源：美国劳工统计局，信达证券研发中心

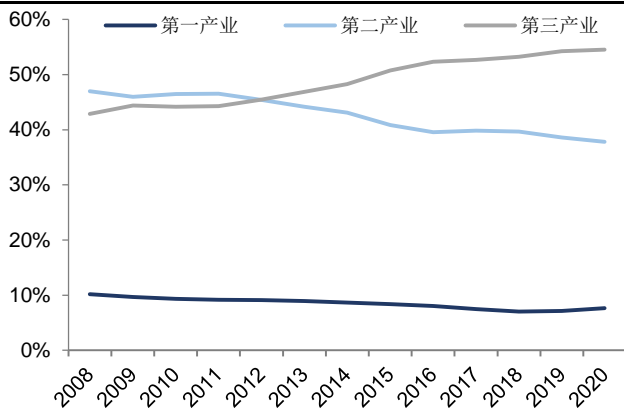
**图 22：1996-2006 年美国工作岗位的学历要求变化情况**


资料来源：美国劳工统计局，信达证券研发中心

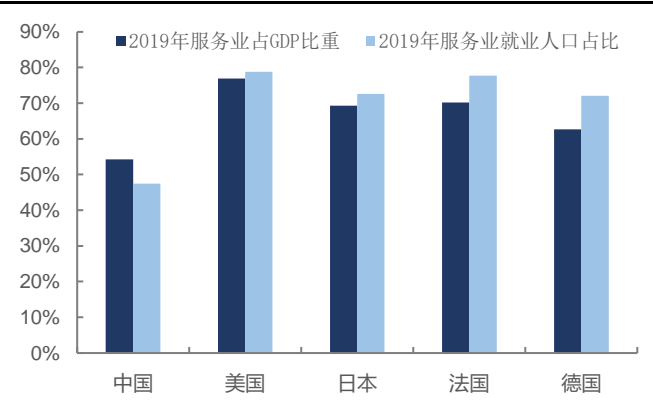
## 2. 中国教育行业：教育助力跨越中等收入陷阱

2019 年中国经济人均 GDP 达到 10276 美元，迈入中高等收入国家行列，未来几年是能否成功跨过“中等收入陷阱”的关键时期。居民收入持续增长的关键因素之一为经济产业升级以及对应的人力资本投入。

长期来看，中国经济结构升级趋势有望持续，第三产业占 GDP 比重仍有提升空间。近年来随着国内城镇化进程不断推进，金融、房地产、IT 等现代服务业市场规模增速较高，在 GDP 占比持续提升，附加值较低的第一、第二产业占比下降。2019 年中国第三产业 GDP 占比为 54.27%、就业人口占比为 47.4%，分别较 15 年提升 3.5PCT、5.0PCT。当前与欧美发达国家相比，中国服务业收入规模仍处于较低水平，2019 年美国、日本、法国、德国等国家服务业占 GDP 比重在 60% 以上，服务业就业人口占比在 70% 以上，未来服务业市场规模、吸纳人口就业仍有增长空间。

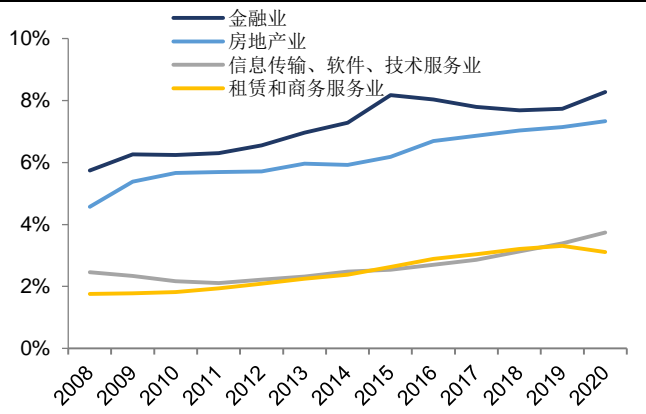
**图 23：近年来中国 GDP 结构变化情况**


资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

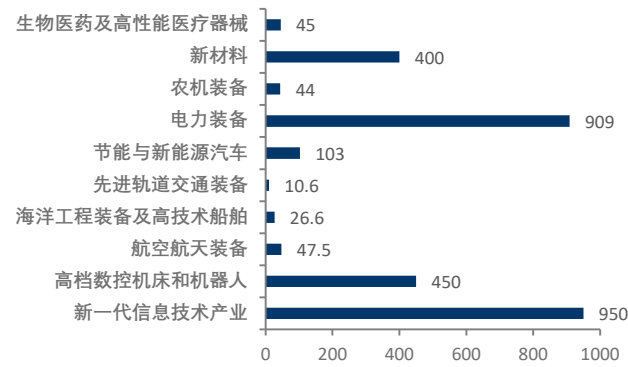
**图 24：中国服务业 GDP、就业人口比重与发达国家对比**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

细分来看，中国经济中 IT、金融、法律、医药等高附加值、高收入行业在 GDP 占比将进一步增加，吸纳更多就业人口，提升居民收入水平。当前中国人才市场存在结构性过剩与短缺并存的问题，传统低端产业劳动力过剩，随着去产能需要培训员工转岗转业，高校毕业生存在一定就业压力。而先进制造业存在高端技术人才缺口，国内高等教育的人才培养、就业培训存在不足，根据教育部、人力保障部、工信部发布的《制造业人才发展规划指南》预测，2025 年信息技术产业、高档数控机床、航空航天装备等十大领域人才缺口将高达 2900 多万人。

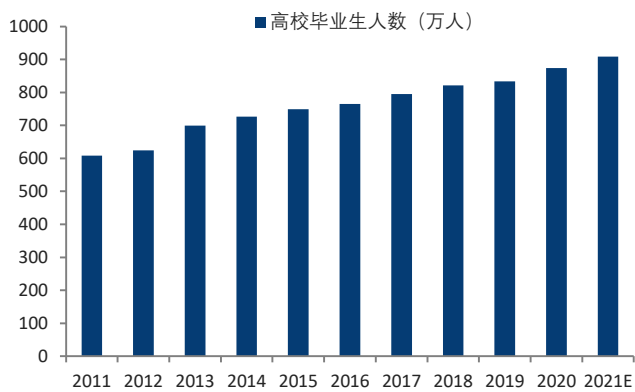
**图 25：近年来中国部分产业占 GDP 比重变化**


资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

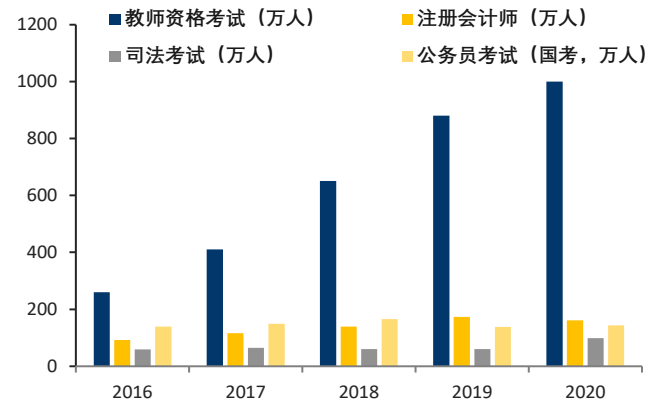
**图 26：中国制造业十大重点领域人才缺口预测（万人）**


资料来源：《制造业人才发展规划指南》，信达证券研发中心

因此伴随着产业升级，中国劳动者在人力资本的投入相应增加，提高收入水平。在学历教育方面，近年来中国普通高校本专科、研究生毕业人数持续增加，劳动力素质持续提升，且在学历提升、技能教育等方面投入增加，2020 年新冠肺炎疫情发生后高校毕业生就业压力加大，报考研究生人数进一步增加。在非学历教育方面，公务员、司考、教师资格、消防等职业资格考试报名人数持续增长，劳动者借此提升劳动技能和收入水平；IT、金融财务、语言、餐饮等职业技能类培训同样受到追捧，满足劳动者职业转型需求。

**图 27：近年来中国高校毕业生人数持续增长**


资料来源：教育部，信达证券研发中心

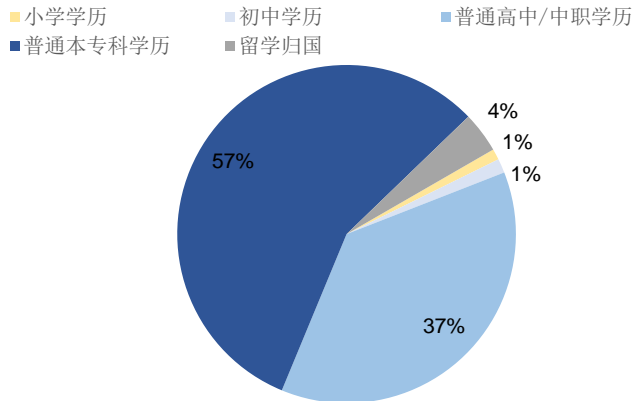
**图 28：近年来部分职业考试报名人数增长情况**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

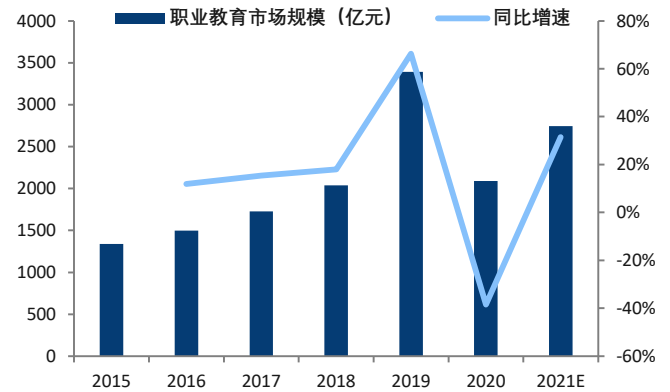
### 3. 中国职业教育：教育行业里的黄金赛道

中国职业教育行业处于黄金发展阶段，培训对象横跨 18-45 岁的年龄区间，包括在读生、应届毕业生、在职人群，用户基数广泛，在劳动力市场整体竞争较为激烈背景下参培率、支付意愿不断提升。据艾瑞咨询数据显示，2018 年中国劳动力人口为 8.1 亿，新增具有一定学历的劳动力人口 1332.5 万，其中普通本专科学历占比约为 57%，2019 年中国职业教育市场规模为 2688.5 亿元，同比增长 13.3%，预计 2020-22 年保持 13% 以上的增长。



**图 29：2018 年中国新增具有一定学历劳动力学历分布**


资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

**图 30：近年来中国职业教育市场规模增长情况**


资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

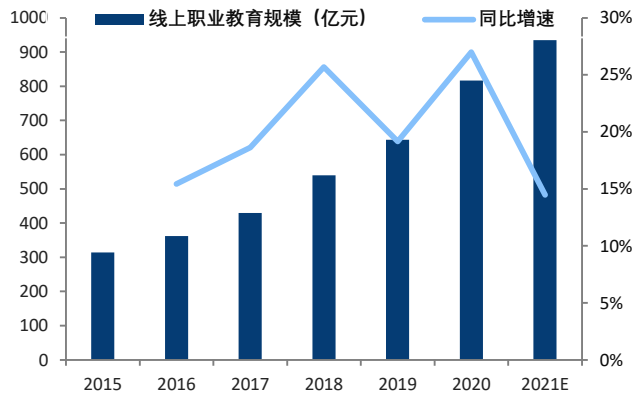
职业教育产业链较短，但细分领域及参与者数量众多，行业竞争格局分散。行业上游主要为底层、软件、硬件、教学内容支持等类企业，为学校、培训机构、培训平台提供底层支持。中游包括各类教育提供方，不同细分领域参与者有所差异，头部企业跨赛道布局崭露头角。下游分为 B 端用户（学校、企业等）和 C 端用户（学生、求职人群等），通过线上线下渠道满足教育培训需求。

**图 31：职业教育细分产业链分布情况**


资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

从下游渠道来看，近年来职业教育在线市场保持较快发展，2019 年中国在线职业教育市场规模为 393.3 亿元，同比增长 23.3%。一方面，国内网络基础设施不断完善，政府重视职业教育信息化发展，职业教育公司纷纷布局线上渠道，推出各类线上教学课程打破线下教学场景限制；另一方面，居民线上学习接受度提高，2020 年初新冠肺炎疫情进一步改变消费者行为，更多用户通过互联网进行学习。

从商业模式来看，在线职业教育市场分为 B2C、B2B2C、MOOC 三种，其中多数教育培训公司采用 B2C 模式直接接触消费者，B2B2C 模式下教育公司通过第三方平台（如腾讯课堂、网易云课堂）为个人用户提供服务，MOOC 为大规模开放的在线课程，专指大学等教育机构建立平台为个人提供教育课程。

**图 32：近年来中国在线职业教育市场规模增长**


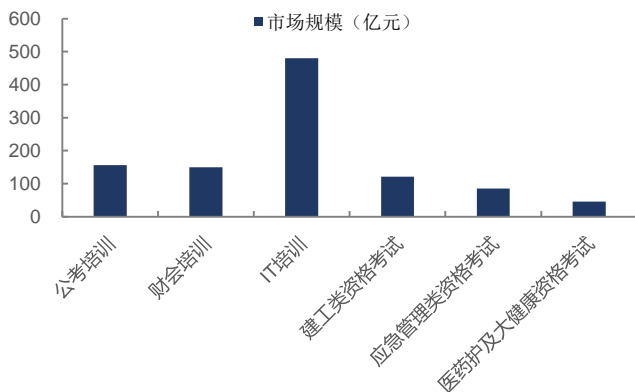
资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

**图 33：中国在线职业教育服务模式分类**

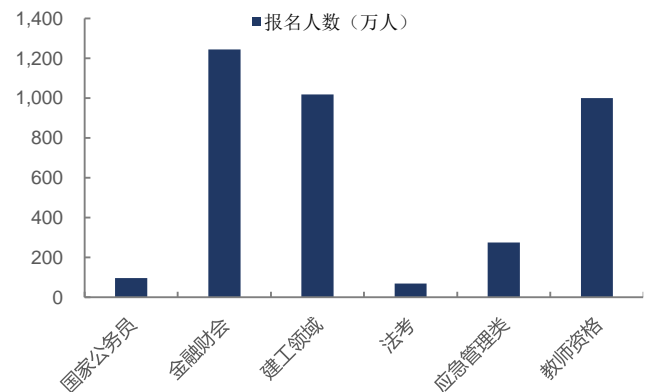

资料来源：艾媒网，信达证券研发中心

#### 4. 行业格局：竞争格局分散，龙头有待发展

中国职业教育行业经过多年发展，已衍生出多个细分赛道，包括公考、财会培训、IT培训、企业管理等，据 58 产业基金统计，2019 年全国约 70% 以上的职业教育培训机构集中在驾考、财会培训、IT 培训、企业培训、教师培训等五大领域。目前多数赛道处于行业生命周期前期，市场规模仍有成长空间，2020 年中国公考培训、财会培训、IT 培训市场规模为 156 亿元、150 亿元、480 亿元，2020 年国家公务员考试、教师资格考试、金融财会类资格考试报考人数约为 97 万人、1000 万人、1245 万人。

**图 34：2020 年职业教育细分行业市场规模（亿元）**


资料来源：前瞻产业研究院，艾瑞咨询，信达证券研发中心

**图 35：2020 年部分职业考试报名人数（万人）**


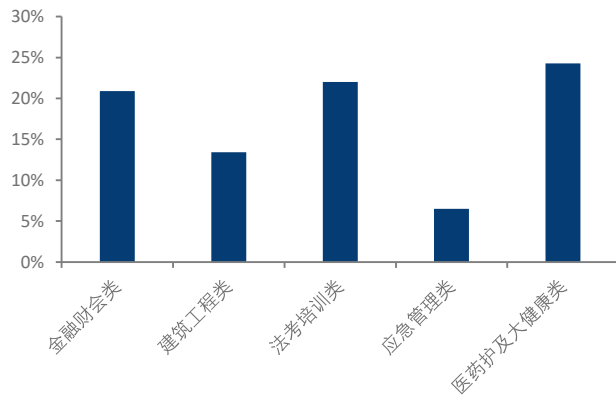
资料来源：前瞻产业研究院，艾瑞咨询，信达证券研发中心

从行业格局来看，公务员考试培训行业集中度相对较高，多数职业教育行业龙头市占率仍有提升空间。据 Frost&Sullivan 统计，2019 年公务员考试培训行业中公教育、华图教育市占率为 33%、15%，龙头地位优势明显。相比之下近年来 IT 培训行业快速发展，计算机行业高工资吸引更多毕业生、求职人员，各地培训机构同样快速涌现，头部企业尚未占据优势地位，2019 年行业 CR5 约为 7.5%。此外，教师资格、事业单位考试、考研等教培行业集中度同样处于较低水平，竞争格局未达到稳态，行业发展未到成熟期。

从企业来看，中国职业教育行业发展时间短、赛道多，多数公司聚焦于单一赛道，未跨行业布局，收入体量相对较小。例如目前公考培训龙头包括中公教育、华图教育，IT 培训领域龙头为达内科技、传智教育等，考研头部培训机构为文都教育、新东方在线、海文考研等，在各自领域内成为翘楚，但多数未进行跨行业布局。2020 年中公教育、达内科技、传智教育、新东方在线等收入规模为 112 亿元、18.98 亿元、6.40 亿元、10.81 亿元，中公教育赛道空

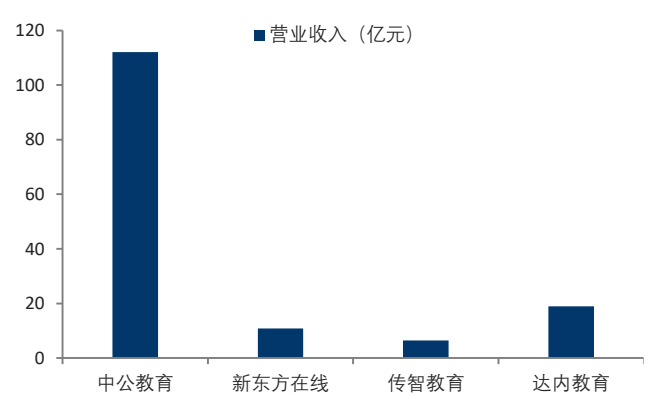
间大、具有先发优势，收入体量显著较高，其他头部公司相对较小。

图 36：职业教育细分行业市场集中度对比(CR5, 2020 年)



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心  
 注：法考培训类为 CR3

图 37：职业教育行业头部公司收入规模对比（2020 年）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 竞争优势：多维度打造职业教育培训龙头

### 1. 成长核心：管理层前瞻性布局，打造渠道、产品、品类优势

公司在公考培训领域脱颖而出，不断扩张品类成长为职教培训龙头，我们认为公司在发展过程中积累了强大的教育产品输出能力、完善的渠道布局、集群化标准化研发等竞争优势，从而奠定行业龙头地位。而竞争优势背后是管理层前瞻性规划布局及强大执行力，从历史复盘来看，公司管理层率先布局公考培训行业，在发展过程中不断总结经验，创造多项业内第一，战略布局领先竞争对手。

创始人在早期创业中曾尝试过奥数、高考、少儿教育等领域培训，均未实现成功，2001 年转向公务员考试培训领域，成立国内首家公考培训机构并推出第一代公务员考试辅导课程。在早期创业过程中管理层总结出重视研发，注重产品标准化、可复制、规模化等经验，在业内最早建立研发中心，并不断升级、创新公考培训课程，提供集群化、标准化的教育产品，从而在早期发展中奠定成长基础。

渠道方面，在行业鱼龙混杂、竞争激烈的发展阶段，2005 年公司率先与 30 余家地方性培训机构建立合作，完成全国市场布局，在竞争中脱颖而出。然而代理商模式下公司对各地区无法实现有效管控、保障当地教学水平，2009 年后公司全面转向直营化、收回代理商权限，推行全国分部标准化管理，为考生提供标准化优质服务。公司渠道端布局领先主要对手，推动收入体量快速、稳健扩张。

**图 38：公司获得多项业内奖项**


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

**图 39：公司已实现教育培训领域全方位布局**


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

产品方面，公司针对考生报班心理、国考通过率情况，2007年首创协议班模式，推出先报班、考试不过包退的销售模式。协议班一方面可以提高客单价，与普通班相比，协议班通常课时更长、定价更高，另一方面提升了考生参培率，退费机制让更多考生更愿意接受培训，从而推动公司收入增长。此外协议班预收款模式显著提升公司现金流，从报班培训到成绩公布时间周期将持续半年，公司可以通过投资实现额外收益。

赛道方面，公司率先横向整合教育行业资源，推出教师从业资格、事业单位等考试培训项目，此后涉足考研培训、IT培训等业务，打造综合性职业教育企业。公司率先拓展培训领域，并形成横跨招录考试培训、学历提升和职业能力培训的多元化产品体系，为用户提供超过100个品类的全方位的就业培训服务。公司快速多元化显著提升收入体量，拉大与竞争对手差距，形成规模优势，从而在多个赛道进行降维打击。

**图 40：公司协议班设立多种模式满足用户需求**

| 课程名称                            | 课时  | 价格                                       |
|---------------------------------|---|--|
| 2022年国考银保监会招聘考试OA01+1勤学智胜协议A班   | 笔试：144课时直播+242课时视频+25天25晚住宿（面授）+12天12晚住宿（面授）+7天7晚住宿（面授） | 43800元<br>笔试不通过退费31800元<br>面试不通过退费31800元 |
| 2022年国考银保监会招聘考试OA01+1勤学智胜协议B班   | 笔试：144课时直播+242课时视频+25天25晚住宿（面授）+12天12晚住宿（面授）+7天7晚住宿（面授） | 32800元<br>笔试不通过退费16800元<br>面试不通过退费13800元 |
| 2022年国考银保监会招聘考试OA01+1勤学智胜套餐班    | 笔试：144课时直播+242课时视频+25天25晚住宿（面授）+12天12晚住宿（面授）+7天7晚住宿（面授） | 20800元                                   |
| 2022年国考银保监会招聘考试OA0国省1+1勤学智胜协议A班 | 笔试：144课时直播+242课时视频+25天25晚住宿（面授）+12天12晚住宿（面授）+7天7晚住宿（面授） | 51800元<br>笔试不通过退费34800元<br>面试不通过退费34800元 |
| 2022年国考银保监会招聘考试OA0国省1+1勤学智胜协议B班 | 笔试：144课时直播+242课时视频+25天25晚住宿（面授）+12天12晚住宿（面授）+7天7晚住宿（面授） | 38800元<br>笔试不通过退费31800元<br>面试不通过退费31800元 |
| 2022年国考银保监会招聘考试OA0国省1+1勤学智胜套餐班  | 笔试：144课时直播+242课时视频+25天25晚住宿（面授）+12天12晚住宿（面授）+7天7晚住宿（面授） | 27800元                                   |

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

**图 41：公司横跨教育培训多个领域**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

综上，从发展历史来看，公司在产品研发、渠道布局、赛道拓展等方面领先竞争对手，背后是管理层前瞻性战略布局，自1999年进入教育培训领域后持续积累运营经验，对行业发展趋势具有较强预判和落地执行能力。公司管理层学历背景优秀，运营经验丰富，在行业内建立先发优势。此外公司建立文化引导、制度保障、监督约束、信息化支持等机制，推动整体战略执行，确保领先优势持续。

## 2. 内容产出能力：多维度打造优质内容输出

教育培训行业本质是优质内容产出，教育机构通过提供优质课程及配套的服务，维护良好的口碑实现长期成长。公司在成立初期就注重优质内容产出和教学口碑，董事长李永新在创业前期兼任 CEO、首席研究与辅导专家，重视学生服务，带领团队提供优质公考培训内容，2001-09 年李永新更是作为首席辅导老师亲自参与授课，2009 年后主要转为负责公司运营、管理。所以公司自上而下重视优质教育内容的研发、教学与服务，确保考生的培训体验和公司的品牌口碑。教育行业具有公益属性，从业机构在注重盈利的同时需要肩负社会责任，优质内容产出能力是公司成长的核心优势，也是管理层创业初心及家国情怀之所在。

站在学生的角度，我们认为其对于教育培训产品主要看重课程、教师、服务等三大方面，公司以考生需求为核心，经过多年投入，持续实现上述方面的领先优势，为考生提供优质产品。

在课程方面，公司一方面注重产品研发，拥有多年公考、教师培训、考研等项目研发积累，成立业内领先的研发团队，国内公考、事业单位招聘、教师资格招录等考试在不同年份间会存在较大差异，且大纲发布距离考试时间通常较短，公司在各考试大纲发布后短时间内快速实现教材研发，满足考生培训需求。另一方面公司在课程设置上不断创新，率先推出协议班模式，提供各类课程组合，满足就业人群多重考试需求，并积极引进双师课堂模式、推动优质老师覆盖更多学生，从考生需求的角度出发创造升级课程模式，提升参培体验。

图 42：国内主要考试发布大纲与考试时间对比

| 考试项目      | 发布大纲时间      | 考试时间        | 时间间隔 |
|-----------|-------------|-------------|------|
| 国家公务员考试   | 2020年10月15日 | 2020年11月28日 | 44天  |
| 教师资格考试    | 2020年9月15日  | 2020年10月31日 | 46天  |
| 浙江省事业单位考试 | 2020年6月16日  | 2020年8月8日   | 53天  |
| 浙江省公务员考试  | 2019年12月13日 | 2020年2月22日  | 71天  |
| 上海市事业单位考试 | 2020年7月11日  | 2020年8月15日  | 35天  |
| 上海市公务员考试  | 2019年11月9日  | 2019年12月7日  | 28天  |

资料来源：信达证券研发中心

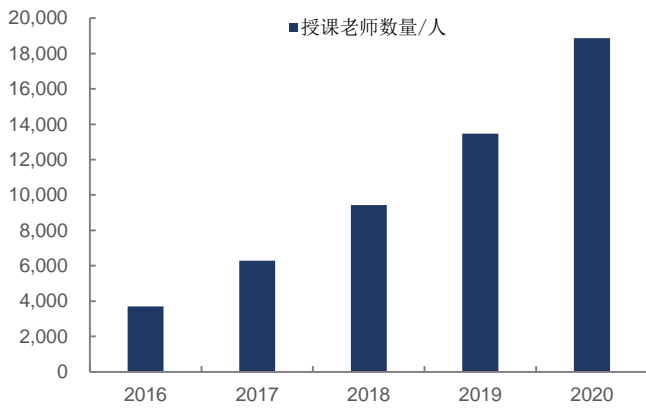
图 43：公司推出各类课程组合满足考生多元化需求



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

在教师团队方面，尽管公司通过标准化研发降低对名师依赖，但仍不断强化教师培训投入，提升用户满意度。1) 公司以全职教师为主，每年大规模招聘本科、211、985 等高校毕业生，教师数量持续快速增加，而其他机构兼职教师数量占比相对较高。2020 年公司已拥有 18863 名授课老师、同比增长 39.99%，教师数量业内领先。2) 公司建立完善、严格的教师培训机制，新入职教师会进行集中专业技能、管理技能、职业素养等培训，鼓励优秀教师快速成长、晋升，淘汰难以满足教学要求的人员。大规模招聘体系、成熟的培训机制有助于公司在教师环节优于主要竞争对手。

在服务方面，公司积极完善教学硬件设施，给予考生更好的培训体验。对于学员而言，职业教育培训通常在业余/课余时间，在休闲的时间集中精力学习充电，需要更多的努力克服懈怠情绪。因此从硬件的角度，公司致力于提供业内最优的学习环境，提升学习效果。例如教育机构主要租借酒店场地进行各类培训，但在酒店封闭式培训不利于考生提高学习效率，公司作为行业龙头，率先与各地高校建立培训基地，在学校内进行培训，并拟通过定增募集 42 亿元用于投资北京怀柔学习基地，新建教学、办公、宿舍等建筑，最高可容纳 2 万名学员，提供全服务链的学习环境，提升品牌形象。

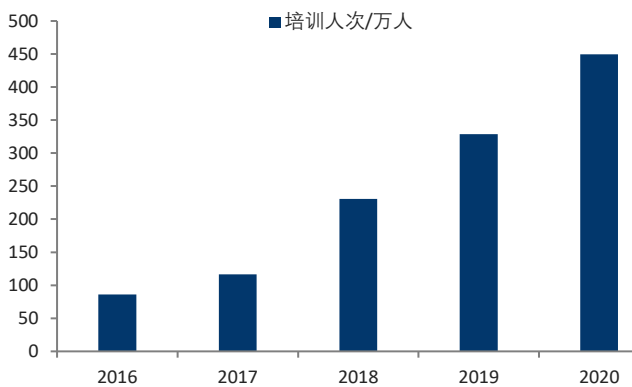
**图 44：近年来公司持续扩张授课老师数量**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 45：公司拟通过定增投资怀柔学习基地建设**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

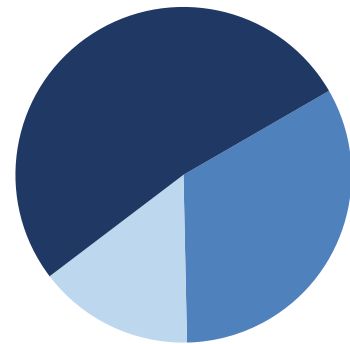
综上所述公司通过多种方式优化用户培训体验，提升就业和职业能力，优质教育内容产出能力是公司长期发展的核心要素。因此从结果来看，公司获得教育培训用户认可，已成长为公考乃至职业教育领域第一大公司，参培人次持续增长且处于业内领先地位。2020 年公司实现培训 449.43 万人次，同比增长 36.72%，在疫情影响下实现逆势增长。据 Frost&Sullivan 数据显示，2019 年中国公务员考试培训市场中公教育市占率为 33%、位居行业第一。

**图 46：近年来公司培训人次持续增长**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 47：2019 年中国公务员考试培训市场竞争格局**

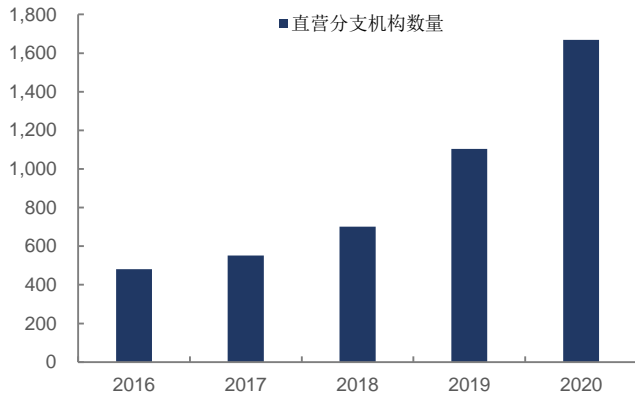
■中公教育 ■华图教育 ■其他



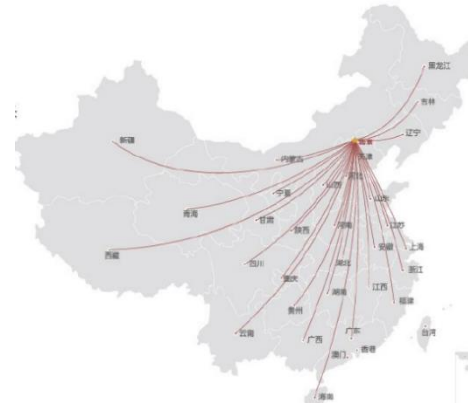
资料来源：Frost&amp;Sullivan，华经产业研究院，信达证券研发中心

### 3. 渠道拓展能力：渠道下沉布局业内领先

公司采用线下集训模式，通过终端网点为当地考生提供教育培训服务。公司较早通过代理商实现全国门店布局，并在 2009 年起推行直营化战略进行统一标准化管理，在职业教育领域形成明显的先发优势。公司持续快速扩张网点数量，2015 年仅有直营网点 398 个，此后持续扩张，2020 年末公司拥有 1669 家直营分部和学习中心，深度覆盖全国 31 个省市、319 个地级市，在下沉市场渗透率较高。

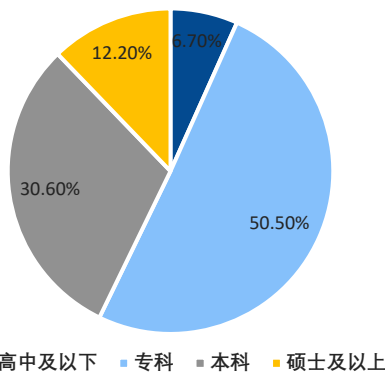
**图 48：近年来公司持续扩张直营网点数量**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

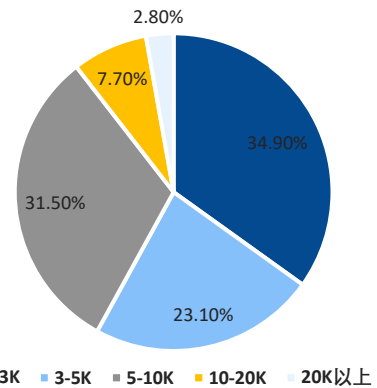
**图 49：公司建立覆盖全国的直营网点**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

职业需求教育需求广泛分布在全国各个省市，尤其地级市、县。据 Mob 研究院报告显示，2020 年职业教育培训用户中专科学历占比为 50.5%，本科、专科学历人群职场充电需求较强，学历提升对求职、薪资、升职等方面均有帮助。从收入来看，低收入群体对职业教育需求占比更高，2020 年职业教育培训用户中月收入在 5000 元以下的占比为 58%。整体来看下沉市场对职业教育需求较为旺盛，且公职类招录的岗位需求也大量分布在全国各地市县，因此头部培训机构需要建立全国范围渠道布局，最大限度的靠近、满足终端需求。

**图 50：2020 年我国职业教育培训用户学历分布**


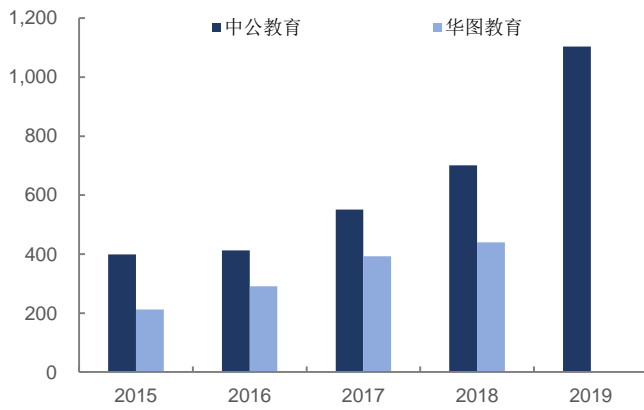
资料来源：Mob 研究院，信达证券研发中心

**图 51：2020 年我国职业教育培训用户收入分布**


资料来源：Mob 研究院，信达证券研发中心

目前作为职业教育培训龙头，公司网点数量处于领先水平，2020 年已拥有直营分部 1669 家，建立明显的先发优势。相比之下华图教育成立于 2001 年，2010 年后完成地级市直营分校布局，官网显示全国共有约 1100 多家网点，下沉市场渗透率有待提升。粉笔教育成立于 2015 年，早期以线上渠道为主，2018 年下半年开始调整战略布局线下市场，官网显示全国共有个 30 余家分公司网点，主要分布在一二线城市。此外全国仍存在较多区域性公考培训机构，与头部机构在网点数量、教学质量、知名度等方面存在明显差距。

除数量优势外，公司还在下沉渠道具有多品类优势，公司除公考培训业务，在下沉市场网点推出事业单位、教师、考研等培训业务，满足当地碎片化、差异化需求，相比之下，竞争对手品类较为单一，如华图教育下沉市场网点以公考为主。因此公司通过多品类运营提高线下渠道坪效，强化协同效应，较竞争对手扩张能力、扩张意愿更强。

**图 52：我国国考培训龙头线下网点数量对比**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 53：公司与竞争对手渠道下沉对比（以吉林白山为例）**

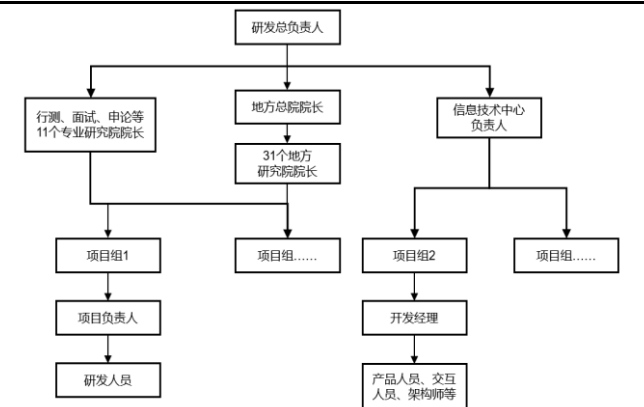

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

因此公司借助公考品牌优势和强大执行力，率先布局全国教育培训市场，尤其在下沉市场具有先发优势，一方面可以触达更多低价线下流量，满足当地长尾培训需求，另一方面也可以更好的实现产品本地化，及时了解地方公务员考试要求并快速更新培训课程。综合来看公司注重培训内容产出、口碑效应，叠加快速拓展的渠道网络，奠定职教培训行业头部地位，并为培训项目的多元化扩张提供基础。

#### 4. 研发能力：打造集群化标准研发体系

教育行业优质内容产出能力较为稀缺，一般依赖于优秀人才，因此具有一定的随机性。发展早期教育培训机构多数宣传、签约“名师”，吸引考生参培，提升机构知名度。名师模式下培训机构可以确保优质内容生产能力，但也导致过度依赖头部教师，优秀老师培训时间、人数均较为有限，且容易出现话语权过强、跳槽创业等问题，因此扩张、管理难度较大。

公司在行业内率先开展专职研发，通过多年教研积累和市场迭代，目前已形成超过 3000 人的研发团队。公司打造“小网点、大总部”的运营模式，集中管控课程研发、前台运营、资金管理、教师培训等业务，其中总部设立行测、面试、申论等专业研究院以及信息技术中心，提供集群式、标准化教培产品，围绕考生培训需求批量输出教材、课程、课件、题库、教学方法等内容，各区域网点建立研究院，并将师资、市场、研发业务分离，主要承担教师管理、培训教学、营销获客等职能，并针对各区域的考试需求进行针对性研发。

**图 54：公司内部研发管理机制**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 55：公司研发人员数量及人均薪酬增长情况**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

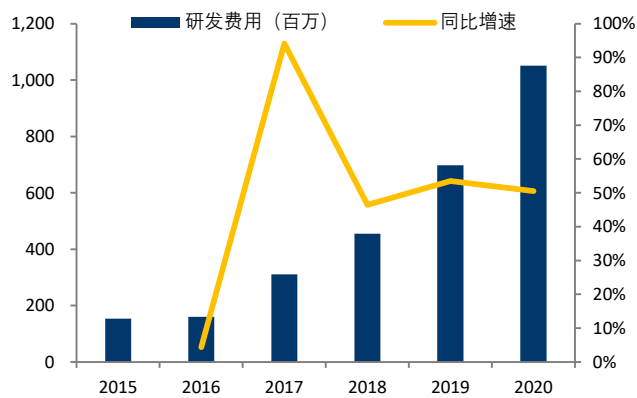
从研发投入来看，公司长期进行重度研发投入，吸引优秀人才加入，持续扩大研发团队、投入规模，强化行业领先优势。2020 年公司共有 3025 名研发人员，同比增长 47.49%，研发请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 24



投入 10.51 亿元，同比增长 50.54%，在行业受疫情影响背景下逆势增加投入。与同业相比，公司研发投入、团队规模在业内持续领先，多项学科研发积累丰富经验，建立先发研发壁垒，2020 年公司研发投入占收入比重为 9.38%，高于主要竞争对手。

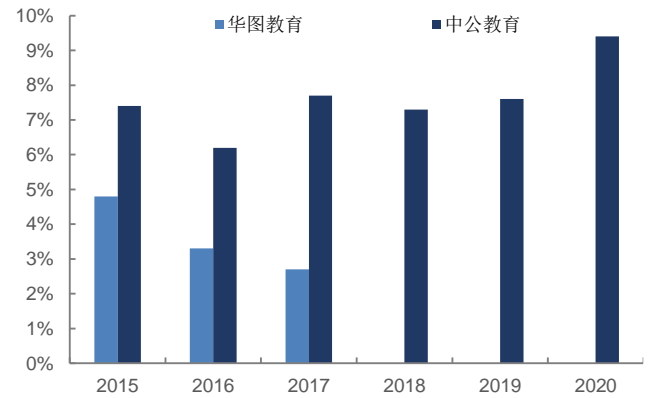
公务员考试具有标准化、可复制、规模化等特征，适合集群化研发团队支持，因此公司成功发展为龙头离不开重视研发的优秀传统。公司经过多年研发团队运营及投入积累，一方面持续输出优势培训内容，确保教材、课程、题库等产品业内领先，维护品牌形象和用户口碑；另一方面快速、标准化培训讲师团队，从而降低对单一名师依赖的同时保证教学培训质量，打破名师制对教育机构的限制，从而快速在全国标准化复制研发成果。

图 56：近年来公司研发投入持续增长



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 57：公司研发投入占比高于主要竞争对手



资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 未来看点：多元化拓展培训赛道，奠定长期发展基础

2021 年 2 月以来公司股价持续调整，主要由于：1) 季节性及短期投入影响业绩表现，市场预期转为悲观；2) 政府主管部门针对 K12 教育培训行业持续出台严格限制政策，导致市场出现恐慌心理，对整个教培行业发展前景有所担忧。

而我们认为，短期公司受招录节奏变化、投入增加等影响，但长期来看龙头地位优势仍较稳固，多品类运营成长逻辑未变。政策方面监管部门本轮调控主要目的为降低新生儿生育成本，职业教育对此影响不大，且有助于提高劳动力素质、收入水平，因此面临政策风险小。而从长期来看，公司完善数字化信息系统、强化线上系统、建设怀柔学习基地，进一步精细化管理，未来业绩有望持续、快速增长。

### 1. 季度波动：短期扰动不改长期成长逻辑

2021 年 7 月公司公告 2021 年上半年收入同比增长 70% 以上，实现归母净利润为 -5000 万元 ~ -1.5 亿元，较 2020 年上半年的 -2.33 亿有所改善。公司整体收入保持快速增长趋势，其中 2021Q2 收入增速较 2021Q1 的 66.79% 有所提升，公司积极扩展市场，进一步提高行业占有率，但由于公司战略性加大网点、研发、人员、平台等方面的投入，且多省公务员考试提前，学员备考、参培时间缩短导致公司高峰收款期同比减少一个月，因此净利出现亏损。

从历史表现来看，受公务员、事业单位、教师等招录考试存在季节性特征影响，公司业绩表现出一定的季节波动，需要根据考试、面试时间节点及学员需求开展培训，并在课程培训结束、招录名单公布后确认收入，因此季度间收入变化较大。2020H1 受新冠肺炎疫情影响，主要考试的组织、时间均有一定变动，因此对公司收入、利润产生影响，但长期不改公司成

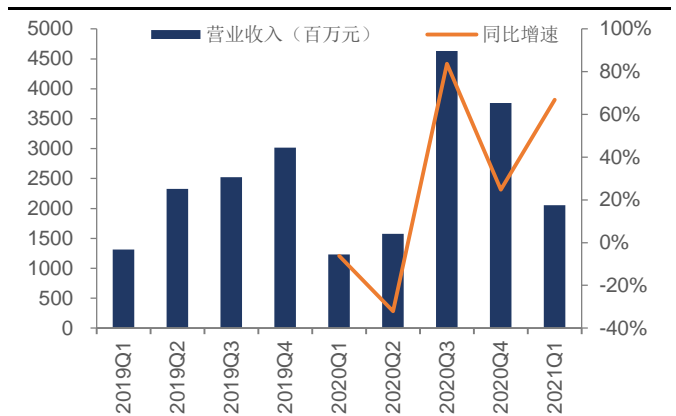
长逻辑，2020年下半年公司积极拓展各项培训，招录培训恢复正常，收入、业绩实现快速增长。2021H1公司收入保持快速增长趋势，短期投入增加奠定长期成长基础。

图 58：2021 年部分省公务员考试时间提前

| 年份    | 笔试时间     | 参加的省份  |
|-------|----------|--|
| 2021年 | 3月27-28日 | 广西、贵州、湖北、云南、福建、黑龙江、吉林、河南、山西、内蒙古、四川、甘肃、重庆、河北、湖南等23个省份 |
| 2020年 | 8月22日    | 辽宁、安徽、青海、湖北、甘肃、重庆、宁夏、江西、内蒙古、贵州、山西、广西等15个省市           |
| 2019年 | 4月20日    | 吉林、贵州、福建、黑龙江、湖南、山东、河南、云南、江西、陕西、山西、湖北、天津、安徽、新疆等21个省市  |
| 2018年 | 4月21日    | 黑龙江、福建、吉林、贵州、云南、山东、湖南、甘肃、江西、山西、陕西、内蒙古、湖北、天津、安徽等22个省市 |
| 2017年 | 4月22日    | 吉林、贵州、黑龙江、福建、浙江、甘肃、云南、广西、新疆、湖南、四川、湖北、河北、海南、山东等24个省市  |

资料来源：公职考试网，华智教育，信达证券研发中心

图 59：近年来公司各季度收入波动较大



资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司短期投入夯实下半年及长期发展基础，未来业绩有望恢复正常。2021H1公司一方面拓展网点数量，估计同比增加 500 多个分校，短期增加运营成本，长期进一步加大下沉市场渗透率，覆盖更多就业人群，另一方面加大内部投入，比如全面配置 OMO 设备，为推进双师课程进行屏媒设备投入，为更多学员与名师对接提供条件。

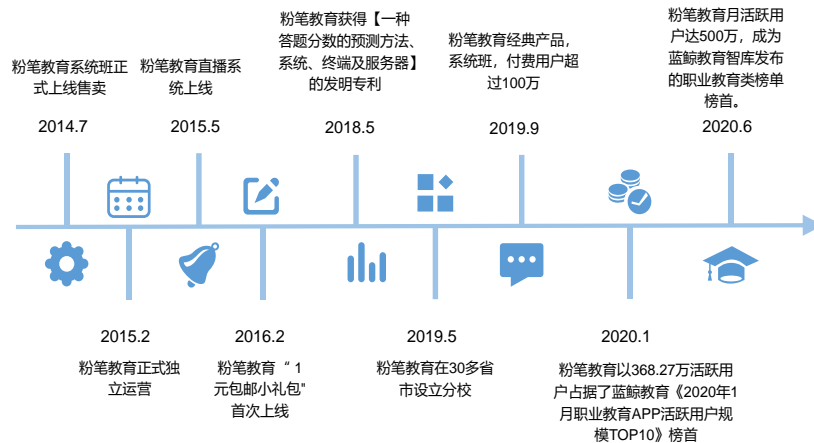
下半年公司将完善暑期封闭集训课程，把握国家公务员考试、考研、教师招聘等主要赛道复苏机会，收入预计保持较快增长，费用方面公司门店数量扩张已基本完成全年目标，将稳健拓展门店数量，OMO、设备等投入也趋于结束，且产品价格、折扣也恢复到较好水平，预计盈利能力将有显著回升。

## 2. 政策监管：K12 教育监管不影响职业教育发展

短期行业格局同样发生变化，政府加强对教育培训行业监管，导致市场对教育培训行业有恐慌情绪，但我们认为公司可以进一步扩张市场份额，扩大头部领先优势。

公考培训行业早期主要由中公教育、华图教育主导，尤其拓展全国线下市场，2015 年粉笔教育主打线上课程强势进入公考赛道，并凭借题库丰富、性价比高、名师引进、打法凶悍等优势实现快速扩张，2020 年在疫情催化下粉笔教育实现爆发式增长，员工由 2019 年的 1000 多人扩张至 2020 年的 1.4 万人、其中师资团队占比在 75% 以上，线下教学中学由 30 个增长至 396 个，估计 2020 年实现营收逾 40 亿元。截止 2021 年 1 月粉笔教育已累积服务 4800 万名用户、703 万名付费用户。

粉笔的快速成长主要由于：1) 借助互联网流量红利，公司早期主要推出线上高性价比培训课程，与传统巨头相比具有定价优势；2) 公司由猿辅导分拆独立运营，创始团队具有多年教育培训行业经验，CEO 张小龙行业知名度、号召力较强，带动公司辅导业务快速发展；3) 公司技术投入较大，基于数据挖掘分析针对性为用户提供千人千面的练习方案；4) 2020 年新冠肺炎疫情发生催化培训需求由线下转为线上，推动公司收入快速增长。

**图 60：粉笔教育主要发展历程**


资料来源：粉笔教育官网，信达证券研发中心

2021年初公考培训行业资本加速进入，2021年2月粉笔教育完成3.9亿美元A轮融资，由IDG、挚信资本领投，融资资金将用于扩大师资招聘、培训规模及加大教研、技术投入，2021年3月3日导氮教育获得新东方数亿元A轮融资，融资资金将用于加大教研、培训投入，提升信息化水平，拓展线上业务。新进入者的强势扩张短期对于龙头公司的招生、师资等业务产生一定竞争压力。

2021年3月后政府加大对K12等教育培训市场监管力度，持续出台各类政策规范行业发展，并对校外教辅培训机构进行密集监管处罚。2021年5月21日中央全面深化改革委员会审议通过《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》，全面规范管理校外培训机构，严禁随意资本化运作。2021年6月16日教育部成立校外教育培训监管司，主要职责为承担面向中小學生（含幼儿园儿童）的校外教育培训管理工作、拟定校外教育培训规范管理政策、组织实施校外教育培训综合治理等，以求彻底解决校外培训机构监管难的问题。

2021年7月中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》，提出全面减少作业总量、培训压力，从严审批培训机构，规范培训服务行为，强化常态运营监管，学科类培训机构不得上市融资、严禁资本化运作。《意见》从根本上限制了K12教育培训行业发展，监管部门推动学生学习回归校园，减轻作业负担，提高教学质量和教育公平，降低家长、学生的焦虑、内卷压力。

**图 61：监管部门加大对校外培训机构的监管**

| 时间       | 事件  |
|----------|---|
| 2020年10月 | 中央发布《深化新时代教育评价改革总体方案》，强调要系统推进教育评价改革，发展素质教育                      |
| 2021年3月  | 教育部等六部门联合印发《义务教育质量评价指南》，我国教育体系正以“素质教育”为关键词酝酿一场变革                |
| 2021年4月  | 教育部明确校外培训机构不得对学前儿童违规培训，市面上提供幼小衔接课程的教培机构、面向启蒙阶段、提供语数外AI课的机构形成打击。 |
| 2021年4月  | 国务院公布新修订《民办教育促进法》，线下培训机构相关内容全部删除，似乎民办教育促进法并不促进校外培训机构。           |
| 2021年5月  | 中央通过审议通过“双减”意见，强调全面规范管理校外培训机构，坚持从严治理。                           |

资料来源：腾讯网，信达证券研发中心

**图 62：教育部成立校外教育培训监管司**

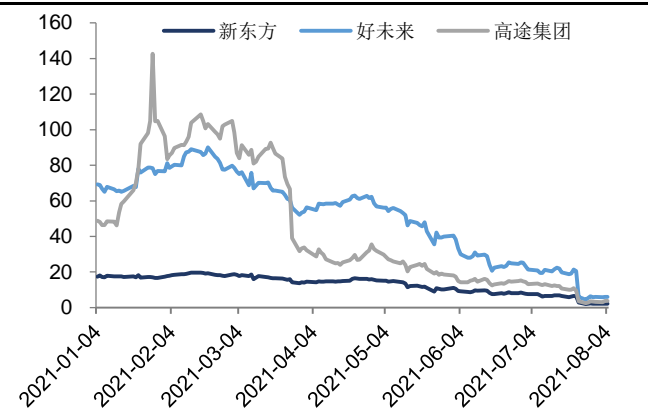

资料来源：新华社，信达证券研发中心

监管力度加大导致教育培训行业发展遭遇“寒冬”。此前多数教育培训机构通过融资补贴、请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 27

短期亏损快速扩张业务，“贩卖焦虑”，在广告投放受限、上市融资无望的影响下，头部培训机构开始裁员，业务显著收缩，2021年3月后一级市场中K12培训行业融资事件归零，二级市场中高途教育、新东方、好未来等公司股价大幅下跌。

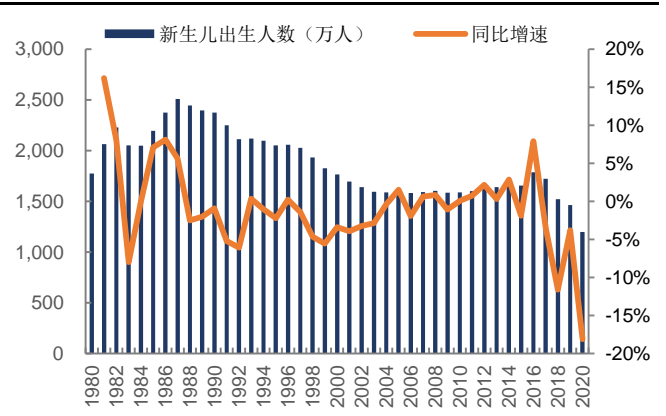
政策监管趋严背后的逻辑一方面为近年来教育培训机构不规范运营现象较多，虚假宣传、诱导缴费、违规收费、暴雷跑路等事件影响家长、学生的合法权益，需要政府加强管理；另一方面近年来我国人口老龄化问题加剧，新生儿数量持续下降，其中育儿成本高对出生率有一定影响，而教育培训机构贩卖焦虑、变相提高K12教育成本，具有“推波助澜”的作用。因此政府强化对K12领域教育培训机构监管，未来相关业务将难以为继。

图 63：教培行业上市公司股价大幅下跌（单位：美元）



资料来源：Bloomberg，信达证券研发中心

图 64：近年来我国新出生人口数量变化情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

相比之下职业教育未显著受本次监管影响，未来有望持续得到政府扶持。2021年4月全国职业教育大会胜利召开，教育部发文要求各地区按照中央要求把职业教育摆在更突出的战略位置，建立结构合理的职业教育体系，让更多人长技能、好就业，生活得有尊严、体面、幸福，鼓励上市公司、行业龙头举办高质量职业教育。在K12培训严监管背景下职业教育得到政府部门的鼓励、支持，教育行业资本同样转为职业教育领域，艾瑞咨询统计显示2021年1-5月职业教育成为在线教育中融资事件最多且金额占比最高的领域，共计10起融资、总金额42.9亿元。

**表 2：2021 年 4 月教育部发文支持职业教育产业发展**

| 重点任务            | 具体内容   |
|-----------------|--|
| 坚定不移地坚持类型教育基本定位 | 树立科学的职业教育理念，准确把握职业教育是特色鲜明的类型教育、培养能力的实践教育、面向市场的就业教育。建立层次分明、衔接紧密、结构合理的职业教育体系。  |
| 坚定不移地加快完善人才培养体系 | 一体化设计职业教育培养体系，推动各层次职业教育专业设置、培养目标、课程体系、教学内容、考核方式等衔接贯通。探索“岗课赛证”相互融合，把住 1+X 证书制度质量关，引导职业学校充分利用行业龙头企业在专业人才培养和评价方面的成熟标准，结合自身实际，充实改造提升相应课程和专业。动态调整专业目录，通过差异化投入、政策项目引导等方式，鼓励学校更多开设紧缺的、含金量高的专业，帮助更多青年实现更高质量的就业。                        |
| 坚定不移地深化职业教育改革   | 完善产教融合办学体制、创新校企合作办学机制，构建政府统筹管理、行业企业积极举办、社会力量深度参与的多元办学格局。注重发挥企业重要办学主体作用，鼓励上市公司、行业龙头企业举办高质量职业教育。灵活开展工作，围绕企业需求，善于用市场机制，探索互利共赢的办法，鼓励探索职业学校股份制、混合所有制改革。推动职业学校在企业建设实习实训基地、企业在职业学校建设培养培训基地，校企共建共管产业学院、企业学院，引企入校、引校进企、送教上门，延伸职业学校办学空间。 |
| 坚定不移地建设技能型社会    | 深化改革，提高技能供给质量，进一步优化专业布局结构，进一步深化课程教材建设与教法改革，进一步实化学生实习实训环节，进一步细化“双师型”教师队伍建设举措。公平普惠，提升全社会技能水平，坚持开放包容、便捷灵活、协调发展，完善技能人才的培养、使用、评价、考核机制，提高技能人才待遇水平，向所有社会成员敞开大门，让每个人都有人生出彩的机会。   |
| 坚定不移地保障发展机制     | 完善多元投入机制，进一步落实新增教育经费要向职业教育倾斜的要求，建立与办学规模、培养成本、办学质量等相适应的财政投入制度，逐步提高中高职生均拨款水平。加强师资队伍建设，坚决打破学历和文凭的条框限制，健全“固定岗+流动岗”的教师管理制度，拓宽从行业企业选拔优秀教师的渠道，通过绩效工资奖励等多种方式，吸引优秀技术技能人才加入职业教育。   |

资料来源：教育部官网，信达证券研发中心

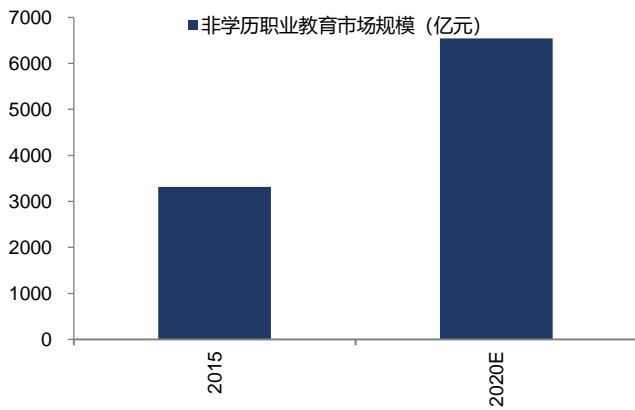
因此我们认为本次教育行业政策监管核心逻辑在于促进出生率提升、降低生育成本，主要针对“内卷化”的 K12 教育，而并非限制整个教育行业发展，职业教育对人口增长影响较小，且能够改善居民收入、促进劳动力就业、提高人口素质，因此反而得到政策大力扶持。

政府加大 K12 教培行业监管一方面导致公司主要竞争对手粉笔教育等发展受到影响，其大股东猿辅导 K12 辅导难以正常开展业务，粉笔教育也出现裁员、业务收缩等情况，公司在公考培训等领域竞争压力将有所减小，另一方面新东方在线、猿辅导等公司原有业务缩减后预计会转向职业教育领域，行业进入者增加，但研发、教师、渠道、营销等布局需要时间，尤其传统 K12 培训业务主要集中在中心城市，渠道数量、业态与职业教育差距较大，且上市无前景下业务拓展、团队管理面临挑战，短期内对公司影响有限。

### 3. 长期优势：三大优势实现多品类增长飞轮效应




长期来看，我们认为公司已经建立强大内容产出能力、完善的渠道布局、标准化的研发体系，在公务员、教师资格、考研等赛道实现领先地位，未来公司将依托现有优势，面向全国数亿的知识型就业人群，实现多品类增长飞轮效应，在招录考试培训、学历提升、职业能力培训等三大板块、100 多个品类提供服务。未来 3-5 年学历提升业务将成为公司重要增长动力，未来 5-10 年职业能力培训板块将贡献持续增长。

首先，如前文所述，职业教育与我国产业结构升级、由人口红利型经济向人才红利型经济转型紧密相关，未来更多人群将接受以就业为导向的终身教育，一方面参加各类考试持续提升学历，另一方面参加各类职业能力培训。据腾讯课堂报告显示，2015-2020 年中国非学历型职业培训市场规模由 3314 亿元增至 6543 亿元，年复合增长率为 15%，职业培训面向在职人员、在校学生、待业人员、自由职业者等群体，具有对教育支出敏感、时间相对零散、看重学习内容与个人职业发展匹配度三大特点。

**图 65：我国非学历职业培训市场规模保持增长**


资料来源：腾讯课堂，信达证券研发中心

**图 66：我国职业培训受众群体相对普遍的特点**

- 
 • 对教育花销的绝对值和教育支出占生活总支出的比例，双重敏感度高，强调教育产品和服务的性价比。
- 
 • 比起大块时间，更加看重教育产品和服务是否能充分串联起碎片时间。学习模式越能“化整为零”，其可行性，可持续性越高。
- 
 • 看重教育铲平和服务与其自身发展的匹配度和延展性，不再是为了学习而学习，而是学习服务与明确目标的达成。

资料来源：腾讯课堂，信达证券研发中心

其次，从公司业务来看，公务员考试、事业单位考试、教师资格证考试等培训业务培育时间较长、体量相对较大，未来将保持稳定增长。公司积极拓展新业务、新品类，未来 3-5 年考研、自考、专升本、MBA/MPA 等学历提升业务将构建“第二成长曲线”，经济增速放缓、各行各业“内卷”背景下更多人群将投入资源强化学历竞争力。从更长周期来看，国内不同行业、职位间存在一定的收入、前景、工作环境等差异，众多劳动者将参与各类职业考试、技能提升培训、社区工作考试等，进入更好的岗位，公司推出金融财经类、军人警察类、IT、医疗卫生、社区工作等职业类型培训，构建更长周期的“第三成长曲线”。

**图 67：公司不断拓展培训类目**


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

最后，如前文所述我们认为公司已经打造优质的内容产出能力、完善的线下渠道布局、集群式专业研发等优势，初步形成多元化培训品类矩阵，并为市场所认知。而长期来看，公司成长为行业龙头后，管理需要进一步升级、精细化，目前在重点完善数字化信息系统、打造线上渠道、建设一体化线下培训基地，确保更多新品类拓展成功，奠定长期发展基础。

1) 公司持续探索数字化经营，实现垂直一体化快速响应能力。公司较早开始探索数字化运营，近年来持续加大 IT 基础设施投入，构建包括业务前台、学习前台、运营平台、业务中台等在内的数字化平台，打通企业内部各环节，在线上平台实现新品类的研发、运营、培训，提高运营效率。公司在数字化系统基础上打造垂直一体化快速响应能力，在网点、总部指挥中心、教学现场三大场景中实现以天为单位的高频连接，快速反馈终端需求变化。

多品类培训业务要求公司较强的精细化运营能力，及时了解考试要求、培训重点、用户需求等信息，并快速提供培训内容产出。数字化信息系统有助于公司提高新品类运营效率，可以

快速复制研发、题库、教师培训、渠道等线上资源，其中“双师”等在线系统可以大规模、低成本实现名师培训，与学员加强互动及时改善课程质量，降低拓展新品类的运营成本，提供高性价比的教培产品。

图 68：公司打造数字化运营平台



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 69：公司构建垂直一体化快速响应能力



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2) 公司积极发展线上渠道，满足高性价比需求。近年来教育培训行业线上化趋势明显，网络教育具有便利性、性价比等特点，可以满足学员学习时间零散、对教育花费敏感等需求，用户可不受时间、地域限制获取多种线上课程，且花费通常低于线下课程，线上培训用户数量不断增长。公司中公网校成立于 2001 年，拥有课程研发、视频设计、市场推广、渠道营销、教务咨询等多个部门，通过直播、录播、点播等形式为学员提供培训服务。公司不断加大线上渠道投入，扩大线上线下课程融合，2020 年对主力课程开展数字化穿透，全年线上培训人次接近 300 万，同增 60% 以上，实现线上收入 29.05 亿元，同增 180.56%。

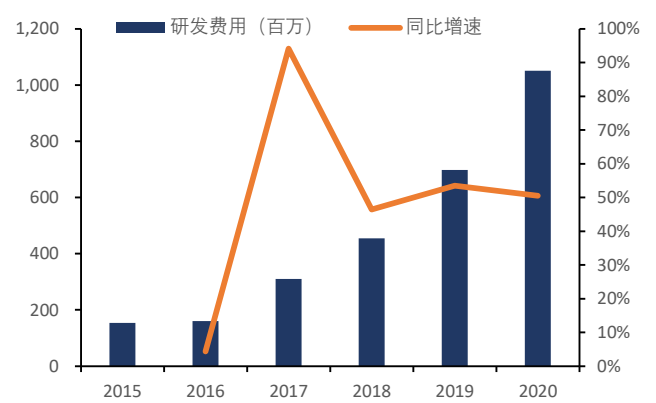
线上渠道拓展有助于公司实现新品类快速发展。公职类考试等岗位需求大量分布在各地级市、县，公司围绕学校等区域，在全国构建了领先的线下渠道布局，可以依托线下网点开展新品类运营，实现品类间的协同效应。另一方面，公司借助线上渠道同样快速布局新品类，尤其各类职业考试受众人群不完全围绕在学校周围，线上课程可以方便、快捷触达更多消费者，提供优质培训服务。

图 70：中公网校构建五大优势



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 71：公司线上渠道收入实现快速增长



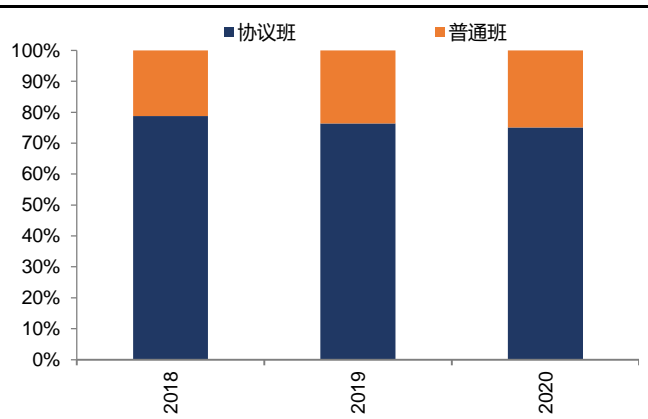
资料来源：Wind，信达证券研发中心

3) 公司打造自有学习基地，为品类进一步扩张提供支持。公司培训以协议班为主，以封闭方式进行集中培训，需要为学员提供住宿、就餐、学习等场所，目前公司多数通过租赁酒店场地完成培训，但酒店资源难以满足公司快速增长的需求，会出现场地不足的风险，且学员在酒店的培训效果、学习氛围较差。因此公司通过多种方式，在核心区域投资建设自有培训

基地，为学员提供跨品类、全方位培训服务，将教学交付环节由分散的临时租赁酒店教学升级为工厂式大型基地教学。

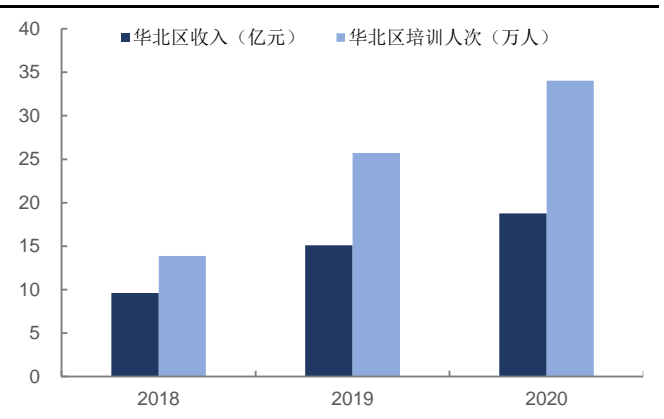
公司计划投资 42.14 亿元，新建教学、办公、宿舍等建筑，建筑面积为 32.6 万平米，最高可同时容纳 2 万名学员。公司建设集授课、培训、食宿、后勤保障于一体的学习基地，提供封闭式面授培训班，并配套住宿、饮食、自习等配套设施，能够提高学员学习效率、培训满意度，提升公司服务品质和品牌形象，并为多项目拓展提供硬件基础设施。近年来公司华北区域收入、培训人次快速增长，公司建立学习中心满足多元化、全方位培训需求。

图 72：近年来公司收入来源以协议班为主



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 73：公司华北区域收入、培训人次快速增长



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司根据华北地区收入历史增长情况，在非公开发行反馈回复中对未来收入、参培学员人次进行测算，预计募投项目将在建设开始后第 6 年满负荷运营，其中教师、综合等序列预计学员数量增速将超过公务员、事业单位序列，多品类拓展效果将进一步显现，新品类收入占比将持续提升。

表 3：公司怀柔学习基地各项业务学员人数预测（百万元）

| 类别             | 华北区域存量学员 | 第 1 年 | 第 2 年 | 第 3 年 | 第 4 年 | 第 5 年 | 第 6 年 | 2019-26 年复合增速 |
|----------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|
| 公务员序列          | 9.21     | -     | -     | 6.95  | 9.47  | 11.84 | 12.78 | 13.24%        |
| 事业单位序列         | 8.73     | -     | -     | 5.51  | 7.92  | 10.43 | 11.82 | 13.01%        |
| 教师序列           | 4.16     | -     | -     | 6.35  | 9.1   | 11.96 | 13.58 | 23.02%        |
| 综合序列           | 3.6      | -     | -     | 4.05  | 5.91  | 7.92  | 9.17  | 19.81%        |
| 合计             | 25.7     | -     | -     | 22.86 | 32.4  | 42.14 | 47.36 | 16.10%        |
| 同比增速           | 0%       | 0%    | 0%    | 50%   | 70%   | 90%   | 100%  | -             |
| 基地负荷           | 0        | 0     | 0     | 1     | 1.4   | 1.8   | 2     | -             |
| 可同时承载学员人数 (万人) | 9.21     | -     | -     | 6.95  | 9.47  | 11.84 | 12.78 | 13.24%        |

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

#### 4. 长期空间：主要品类发展空间大，市场份额稳步提升

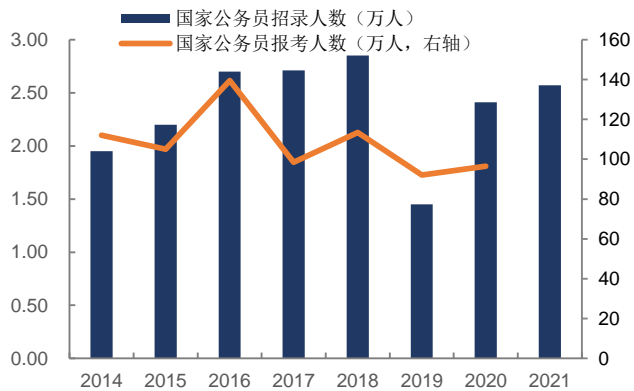
短期业绩波动不改长期发展逻辑，公司不断扩张多品类业务，未来公考、事业单位培训、教师资格、考研、IT 培训等主要赛道仍有较大发展空间。

1) 2018 年国务院发布《深化党和国家机构改革方案》，进一步强化机关单位改革，2019 年



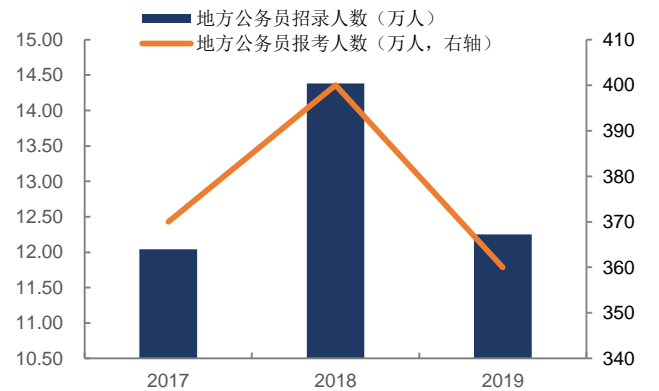
国考、地方公务员招录人数同比均出现下滑，部分岗位大幅缩招，2020年公务员招录人数同比反弹66%至2.41万人，报考、参考人数同比增长4.35%、5.43%至144万人、97万人，公务员报考热度仍较高、报录比稳定在较高的水平，在岗位整体待遇、稳定性较优的情况下报考需求较为刚性。

图 74：近年来中国国家公务员招考、报考人数情况



资料来源：华经产业研究院，信达证券研发中心

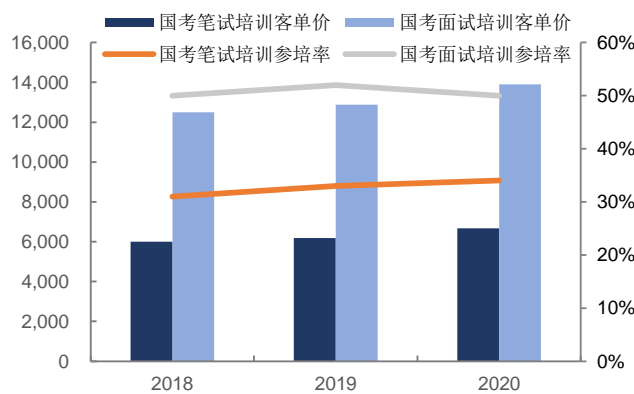
图 75：近年来中国地方公务员招考、报考人数情况



资料来源：华经产业研究院，信达证券研发中心

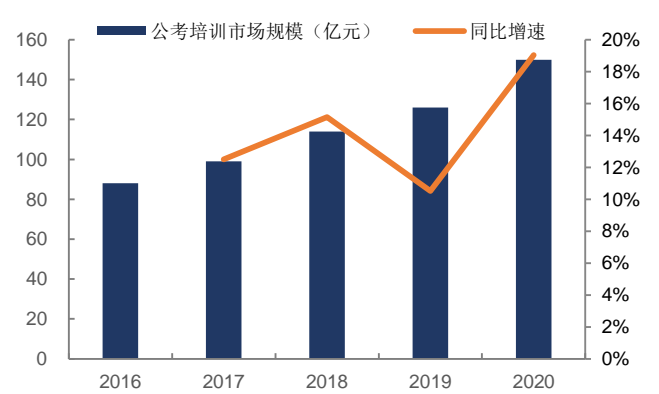
同时我们也看到，公务员考试报名人数增速相对较低、逐步到达天花板，公考参培率、客单价提升推动公考培训行业增长。据华经产业研究院数据，2018-20年国考笔试参培率为31%、33%、34%，培训客单价由6000元提升至6674元。由于考试难度提高、竞争加剧，且协议班、保过班等可退费的课程推广，更多考生愿意参加培训，且带动客单价提升。2020年中国公考培训行业市场规模约为150亿元，同比增长18.71%，保持稳步发展。

图 76：近年来中国公务员考试参培率、客单价情况



资料来源：华经产业研究院，信达证券研发中心

图 77：近年来中国公考培训行业规模增长情况



资料来源：Frost&Sullivan，华经产业研究院，信达证券研发中心

目前国家各级机构改革任务已基本完成，政府部门控制公职人员人数，未来国考、省考等招录人数及报考人数预计会保持小幅增长，参培率、客单价有望保持较快提升，带动整体市场规模增长。我们预计2025年全国公务员考试培训市场规模可达267亿元，较2020年增长76%，公司作为公考培训龙头，2020年公务员序列收入为62.90亿元，约占全行业的40%，假设2025年公司市占率增至50%，公务员培训收入将达133亿元，年均复合增速为16%。

**表 4：全国公务员考试培训行业市场规模预测**

| 类别       | 单位 | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|----------|----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 国考招录人数   | 万人 | 2.4    | 2.42   | 2.45   | 2.47   | 2.50   | 2.52   |
| 国考参加面试人数 | 万人 | 7.6    | 7.68   | 7.75   | 7.83   | 7.91   | 7.99   |
| 国考参加笔试人数 | 万人 | 144    | 149.76 | 155.75 | 161.98 | 166.84 | 171.85 |
| 省考招录人数   | 万人 | 11.9   | 12.02  | 12.14  | 12.26  | 12.38  | 12.51  |
| 省考参加面试人数 | 万人 | 42     | 42.42  | 42.84  | 43.27  | 43.71  | 44.14  |
| 省考参加笔试人数 | 万人 | 425    | 442.00 | 459.68 | 473.47 | 487.67 | 502.30 |
| 笔试参培率    | %  | 34%    | 36%    | 38%    | 39%    | 40%    | 41%    |
| 面试参培率    | %  | 50%    | 51%    | 52%    | 53%    | 53%    | 53%    |
| 笔试客单价    | 元  | 6500   | 6,615  | 6,946  | 7,293  | 7,658  | 8,041  |
| 面试客单价    | 元  | 13000  | 12,720 | 13,483 | 14,292 | 15,150 | 16,059 |
| 培训行业总规模  | 亿元 | 151.64 | 173.42 | 197.91 | 219.45 | 241.93 | 266.61 |
| YOY      | %  | -      | 14.36% | 14.12% | 10.88% | 10.24% | 10.20% |

资料来源：华经产业研究院，信达证券研发中心

2) 我国事业单位改革逐步深化，整体而言向市场化、自主化方向转变，事业单位将分为行政机构、企业、公益三大类，其中行政机构类将转为公务员部门，待遇、晋升、稳定性等方面将有提升，企业类将取消编制、改为合同制，公益类则根据自身职能进行分类管理，其中承担义务教育、公共卫生、基础科研等职能的单位将由财政经费支持，承担高等教育、非盈利医疗等职能的单位由财政给予补助。

近年来由于应届生数量持续增长、就业压力较大、事业单位吸引力较高，事业单位考试人数、参培人数保持增加。事业单位改革后行政类、公益类等项目吸引力进一步提升，尤其是对于应届生等群体，招录人数、参培率预计将持续增长，培训客单价有提升空间。我们测算 2020 年全国事业单位考试培训市场规模为 84 亿元，预计 2025 年行业规模将增至 168 亿元，具有翻倍的增长空间。

**表 5：全国事业单位培训市场规模预测**

| 类别     | 单位 | 2020  | 2021E  | 2022E  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|--------|----|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 招录人数   | 万人 | 25.6  | 26.88  | 28.22  | 29.64  | 31.12  | 32.67  |
| 笔试报名人数 | 万人 | 376.1 | 398.67 | 422.59 | 447.94 | 474.82 | 503.31 |
| 面试报名人数 | 万人 | 76.8  | 80.64  | 84.67  | 88.91  | 93.35  | 98.02  |
| 笔试参培率  | %  | 25%   | 26%    | 27%    | 28%    | 29%    | 30%    |
| 面试参培率  | %  | 42%   | 43%    | 44%    | 45%    | 46%    | 47%    |
| 笔试客单价  | 元  | 5200  | 5,460  | 5,733  | 6,020  | 6,321  | 6,637  |
| 面试客单价  | 元  | 11000 | 11,660 | 12,360 | 13,101 | 13,887 | 14,720 |
| 培训行业规模 | 亿元 | 84.37 | 97.03  | 111.46 | 127.92 | 146.67 | 168.02 |

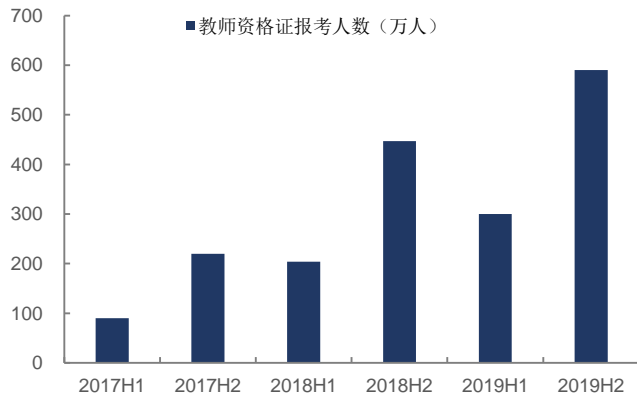
资料来源：中公教育网，信达证券研发中心

3) 近年来教师招录及资格培训考试报名人数不断增长，教师职业的待遇、稳定性、社会地位具有优势，吸引了更多求职者。2019 年上、下半年教师资格证报考人数高达 300 万人、590 万人，同比增长 47%、32%，2020 年受疫情影响、上半年教资考试取消，下半年教资

考试报名人数估计可达 1000 万人，疫情影响下求职者看重稳定性，教师报考热度仍处于较高水平。

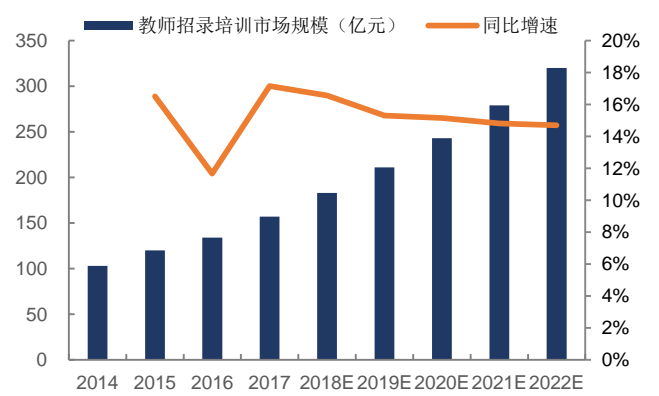
2015 年教师资格证考试进行改革，提高了考试难度、考试要求，缩短成绩年限、证书有效期，并将考试范围由非师范类专业的考生扩展为师范类及非师范类考生，考试通过率大幅下降，推动参培需求提升。Frost&Sullivan 数据显示 2017 年教师招录培训行业市场规模达到 157 亿元、同增 17%，预计 2022 年市场规模将增至 320 亿元。

图 78：近年来教师资格证考试报考人数增长情况



资料来源：腾讯网，信达证券研发中心

图 79：近年来教师招录培训行业市场规模增长情况

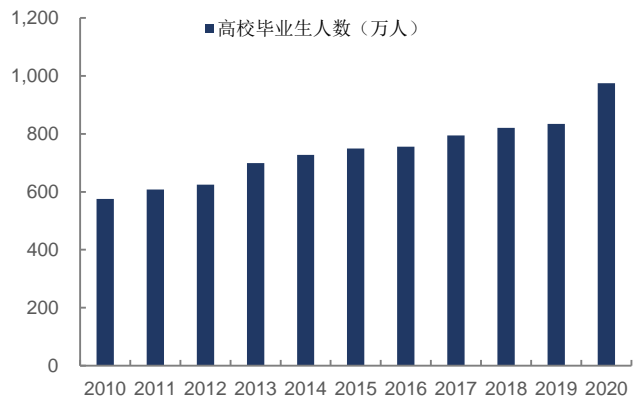


资料来源：Frost&Sullivan，艾瑞咨询，信达证券研发中心

因此随着当前 K12 培训行业政策趋严，校外培训业务被严格限制，校内教育时长、内容及对教师的要求将进一步提升，预计教师缺口及招聘人数将持续增加，教师培训需求有望随之增长。此外猿辅导、好未来等教培公司受到政策影响出现裁员，校外教培老师需求量显著减少，预计将推动部分人群转向体制内教师岗位，我们预计教师招录报名人数、参培率均持续增长，公司作为教师招录培训行业龙头有望受益，教师序列收入有较大增长空间。

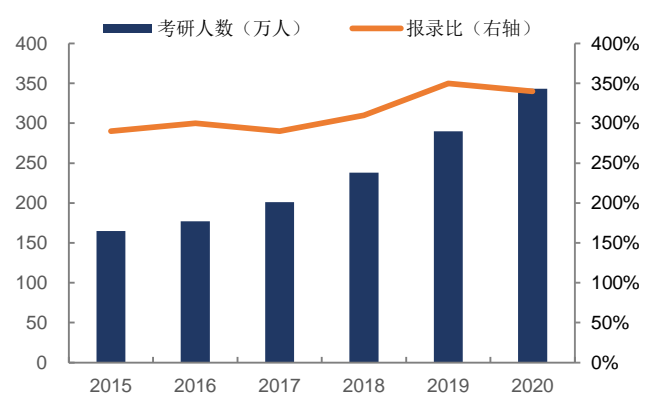
4) 近年来我国大学毕业生数量持续增长，就业压力不断加大，国家机关、事业单位、国企等优质单位对毕业生学历要求不断提高，且受新冠肺炎疫情、国际环境变化等影响，出国留学人数有所减少，而研究生招录人数不断增加，因此全国考研报考人数持续增长。2020 年全国考研报考人数达到 342 万，同比增长 18%。

图 80：近年来全国普通高等学校毕业生规模



资料来源：教育部，信达证券研发中心

图 81：近年来教师招录培训行业市场规模增长情况



资料来源：教育部，信达证券研发中心

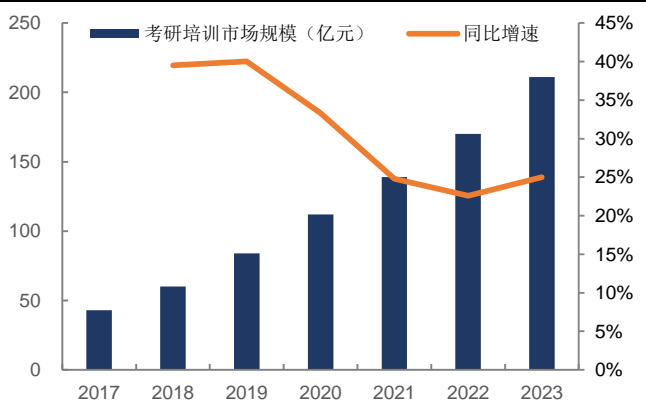
在考研大军不断扩大、招录竞争日趋激烈的背景下，考研辅导培训需求快速增长，易观分析数据显示，2020 年中国考研培训市场规模为 112 亿元，同比增长 33.3%。未来随着考研人群不断扩大、竞争激烈推动参培率有望提升，考研培训行业市场规模将保持增长，易观分析

预测 2023 年中国考研培训市场规模将达 211 亿元，行业保持较快增速。

目前考研培训行业仍处于发展前期，头部品牌市占率相对较低、市场竞争较为激烈，对比其他教育培训行业集中度有较大提升空间。近年来新东方、中公考研等其他赛道的头部教育品牌强势切入，线上新兴品牌考虫、跟谁学等同样发力考研市场，传统品牌文都考研、海文考研、启航考研等收入体量相对较小，多数发展遭遇瓶颈。据易观分析报告，2021 年考研培训品牌用户认知排名中新东方、中公考研、文都教育位居前列。

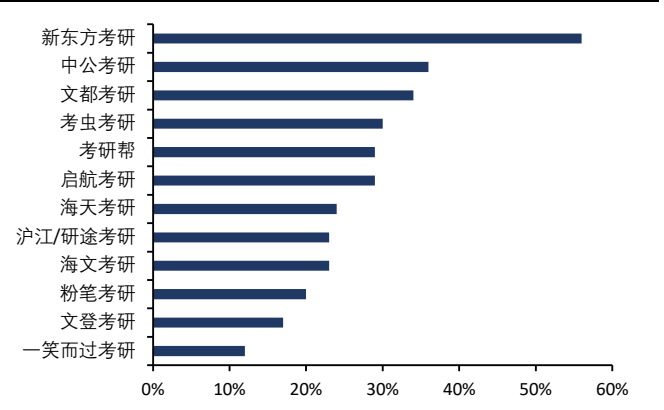
目前公司考研业务规模已实现业内领先，在小班面授、专业研发、规模化专职师资等方面打造行业新标准，公司将依托规模化研发、培训优势，重点拓展高校定点渠道，扩大考研业务领先优势、市场份额，未来随着考研培训行业快速发展，公司考研培训收入有较大提升空间。

图 82：近年来考研培训行业市场规模增长情况



资料来源：易观分析，信达证券研发中心

图 83：2021 年考研培训品牌用户认知度排名

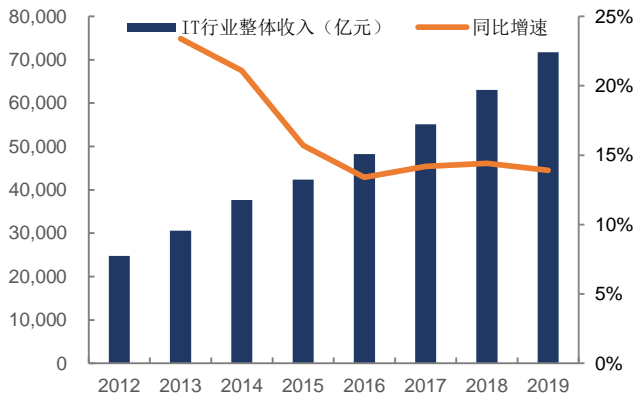


资料来源：易观分析，信达证券研发中心

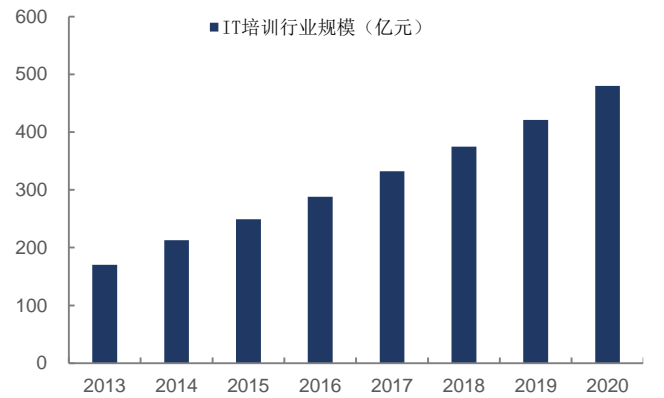
5) 伴随着经济结构转型升级，中国互联网产业迎来快速发展，从业人员薪资处于较高水平，国家统计局数据显示，2020 年城镇非私营单位 IT 行业平均工资为 17.75 万元/年，连续五年位居所有行业首位。由于 IT 行业人才需求大、薪酬高，目前高等教育 IT 人才培养不足，大量求职者通过 IT 培训转行进入互联网产业，推动经济结构转型升级。前瞻产业研究院数据显示，2019 年国内 IT 相关从业人员约 1500 万人，每年新增 300 万岗位需求。

因此 IT 行业快速发展、从业人员供不应求催生 IT 培训行业发展，主要面向非 IT 行业的就业人员及学生群体，2020 年 IT 培训行业市场规模为 480 亿元，同比增长 14%。目前 IT 培训行业处于快速发展的早期阶段，行业新技术快速更新迭代，IT 培训行业格局仍处于较为分散的状态，2019 年前五大培训机构市占率不到 10%，存在大量良莠不齐的中小机构提供培训服务。

公司作为教培行业龙头切入 IT 培训领域，拥有 100 余名专职研发人员、300 多名专职授课教师，并与知名高校、IT 企业达成合作，培养高端 IT 人才。目前公司 IT 培训业务收入体量相对较小，增速处于较高水平，未来将借助自身研发、渠道、品牌等优势，发挥多品类运营优势，快速扩张市场份额，收入有较大成长空间。

**图 84：近年来 IT 行业整体收入增长**


资料来源：工信部，信达证券研发中心

**图 85：近年来 IT 培训行业市场规模增长情况**


资料来源：华经产业研究院，信达证券研发中心

## 盈利预测与评级

### 盈利预测与假设

我们认为：

- 1) 公司作为职业教育培训龙头，未来持续拓展线下网点数量，覆盖更多消费群体，我们假设 2021-23 年公司净增分支机构 550/400/300 家，同比增速为 32.95%/18.03%/11.45%。公司网点扩张、培训品类增加叠加品牌影响力、行业集中度提升，我们预计公司培训人次同增 35%/30%/25%，业务快速扩张。
- 2) 公司公务员序列业务发展较为成熟、市占率处于较高水平，预计未来保持稳定增长，事业单位、教师招聘业务发展时间相对较短、收入体量较小，疫情后培训有望复苏，收入恢复快速增长，考研、IT 培训等业务处于发展早期，收入有望保持快速增长。综上我们预计公司 2021-23 年收入为 148.64/191.81/239.31 亿元，同增 32.68%/29.04%/24.76%。
- 3) 公司不断加强成本管控，但由于新品类持续拓展，高毛利率公务员序列收入占比下降，我们预计 2021-23 年公司毛利率将略有下降。2021 年公司短期投入费用相对较高，预计 2022-22 年收入规模效应显现，销售、管理费用率将有所下降，提升整体盈利能力。

**表 6：公司各项业务收入预测（百万元）**

|          | 2019A  | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 公务员序列收入  | 4,171  | 6,290  | 7,862  | 9,670  | 11,604 |
| YOY      | 35.35% | 50.79% | 25%    | 23%    | 20%    |
| 事业单位序列收入 | 1,401  | 1,274  | 1,847  | 2,493  | 3,116  |
| YOY      | 78.59% | -9.12% | 45%    | 35%    | 25%    |
| 教师序列收入   | 1,933  | 1,794  | 2,512  | 3,392  | 4,409  |
| YOY      | 79.71% | -7.15% | 40%    | 35%    | 30%    |
| 综合序列收入   | 1,614  | 1,781  | 2,583  | 3,565  | 4,741  |
| YOY      | 94.84% | 10.35% | 45%    | 38%    | 33%    |
| 总收入      | 9,119  | 11,139 | 14,804 | 19,119 | 23,870 |
| YOY      | 46.76% | 22.15% | 32.90% | 29.15% | 24.85% |

资料来源：Wind，信达证券研发中心

综上，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润为 28.76/37.77/48.09 亿元，同比增长 24.82%/31.31%/27.34%。公司盈利能力有望快速恢复，业绩成长弹性较大。

表 7：公司业绩与盈利预测（百万元）

|      | 2019A | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 总收入  | 9,176 | 11,202 | 14,864 | 19,181 | 23,931 |
| 增速   | 47.1% | 22.1%  | 32.7%  | 29.0%  | 24.8%  |
| 归母净利 | 1,805 | 2,304  | 2,876  | 3,777  | 4,809  |
| 增速   | 56.5% | 27.7%  | 24.8%  | 31.3%  | 27.3%  |
| 毛利率  | 58.5% | 59.2%  | 58.7%  | 58.5%  | 58.3%  |
| EPS  | 0.29  | 0.37   | 0.47   | 0.61   | 0.78   |

资料来源：Wind，信达证券研发中心

### 估值与投资评级

**绝对估值：**公司为职业教育培训龙头，短期受教育政策、费用投入较大等影响股价有所调整，但长期成长确定性较强，多品类协同发展空间较大。我们采用 DCF 估值模型，假设无风险收益率为 3.00%、风险溢价为 7.50%、永续增长率为 1.00%，不考虑定增情况下测算公司合理股价为 19.22 元，目前股价处于较低水平，首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险因素

**职业教育政策监管风险：**近期主管部门出台多项政策加强对 K12 教育培训行业管理，导致相关公司股价大幅下跌，目前职业教育未受到政府部门限制发展，如果未来政府出台对职业教育限制政策，将导致公司业务发展不达预期。

**市场竞争加剧风险：**新东方、好未来等 K12 培训公司主业受到政府部门监管后，未来预计会转向职业教育等领域，将加大行业竞争，如果公司未能有效应对、巩固行业头部地位，业务发展将受到影响。

**人才流失风险：**教育培训行业较为依赖优秀人才的产出，如果公司优秀人才流失，有可能会影响公司研发、培训、销售等核心业务，导致业绩增长不达预期。

| 资产负债表          |              | 单位:百万元        |               |               |               |  |
|----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--|
| 会计年度           | 2019A        | 2020A         | 2021E         | 2022E         | 2023E         |  |
| <b>流动资产</b>    | <b>4,836</b> | <b>9,423</b>  | <b>13,456</b> | <b>18,874</b> | <b>25,746</b> |  |
| 货币资金           | 2,724        | 5,950         | 9,705         | 14,758        | 21,405        |  |
| 应收票据           | 0            | 0             | 0             | 0             | 0             |  |
| 应收账款           | 3            | 21            | 16            | 21            | 33            |  |
| 预付账款           | 2            | 2             | 3             | 5             | 5             |  |
| 存货             | 0            | 0             | 0             | 0             | 0             |  |
| 其他             | 2,107        | 3,449         | 3,731         | 4,090         | 4,303         |  |
| <b>非流动资产</b>   | <b>5,124</b> | <b>4,996</b>  | <b>6,026</b>  | <b>6,811</b>  | <b>7,396</b>  |  |
| 长期股权投资         | 0            | 0             | 0             | 0             | 0             |  |
| 固定资产(合计)       | 672          | 1,613         | 2,063         | 2,413         | 2,663         |  |
| 无形资产           | 198          | 426           | 606           | 741           | 876           |  |
| 其他             | 4,255        | 2,957         | 3,357         | 3,657         | 3,857         |  |
| <b>资产总计</b>    | <b>9,961</b> | <b>14,419</b> | <b>19,482</b> | <b>25,685</b> | <b>33,142</b> |  |
| <b>流动负债</b>    | <b>6,422</b> | <b>10,039</b> | <b>12,226</b> | <b>14,653</b> | <b>17,300</b> |  |
| 短期借款           | 2,867        | 3,976         | 3,976         | 3,976         | 3,976         |  |
| 应付票据           | 0            | 0             | 0             | 0             | 0             |  |
| 应付账款           | 236          | 212           | 338           | 434           | 519           |  |
| 其他             | 3,319        | 5,851         | 7,912         | 10,243        | 12,806        |  |
| <b>非流动负债</b>   | <b>107</b>   | <b>105</b>    | <b>105</b>    | <b>105</b>    | <b>105</b>    |  |
| 长期借款           | 0            | 0             | 0             | 0             | 0             |  |
| 其他             | 107          | 105           | 105           | 105           | 105           |  |
| <b>负债合计</b>    | <b>6,529</b> | <b>10,144</b> | <b>12,330</b> | <b>14,757</b> | <b>17,405</b> |  |
| 少数股东权益         | 0            | 0             | 0             | 0             | 0             |  |
| 归属母公司股东权益      | 3,432        | 4,275         | 7,151         | 10,928        | 15,737        |  |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>9,961</b> | <b>14,419</b> | <b>19,482</b> | <b>25,685</b> | <b>33,142</b> |  |

| 重要财务指标     |       | 单位:百万元 |        |        |        |  |
|------------|-------|--------|--------|--------|--------|--|
| 会计年度       | 2019A | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |  |
| 营业总收入      | 9,176 | 11,202 | 14,864 | 19,181 | 23,931 |  |
| 同比(%)      | 47.1% | 22.1%  | 32.7%  | 29.0%  | 24.8%  |  |
| 归属母公司净利润   | 1,805 | 2,304  | 2,876  | 3,777  | 4,809  |  |
| 同比(%)      | 56.5% | 27.7%  | 24.8%  | 31.3%  | 27.3%  |  |
| 毛利率(%)     | 58.5% | 59.2%  | 58.7%  | 58.5%  | 58.3%  |  |
| ROE%       | 52.6% | 53.9%  | 40.2%  | 34.6%  | 30.6%  |  |
| EPS(摊薄)(元) | 0.29  | 0.37   | 0.47   | 0.61   | 0.78   |  |
| P/E        | 61.11 | 94.02  | 27.34  | 20.82  | 16.35  |  |
| P/B        | 32.14 | 50.68  | 11.00  | 7.20   | 5.00   |  |
| EV/EBITDA  | 0.91  | 0.63   | -1.46  | -2.43  | -3.24  |  |

| 利润表             |              | 单位:百万元        |               |               |               |  |
|-----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--|
| 会计年度            | 2019A        | 2020A         | 2021E         | 2022E         | 2023E         |  |
| <b>营业总收入</b>    | <b>9,176</b> | <b>11,202</b> | <b>14,864</b> | <b>19,181</b> | <b>23,931</b> |  |
| 营业成本            | 3,813        | 4,567         | 6,135         | 7,967         | 9,981         |  |
| 营业税金及附加         | 57           | 13            | 30            | 38            | 48            |  |
| 销售费用            | 1,483        | 1,812         | 2,527         | 3,222         | 3,973         |  |
| 管理费用            | 1,098        | 1,280         | 1,858         | 2,359         | 2,872         |  |
| 研发费用            | 698          | 1,051         | 1,367         | 1,765         | 2,154         |  |
| 财务费用            | 204          | 431           | 202           | 205           | 192           |  |
| 减值损失合计          | 0            | 0             | 0             | 0             | 0             |  |
| 投资净收益           | 259          | 257           | 341           | 474           | 563           |  |
| 其他              | 8            | 356           | 297           | 345           | 383           |  |
| <b>营业利润</b>     | <b>2,091</b> | <b>2,662</b>  | <b>3,384</b>  | <b>4,443</b>  | <b>5,658</b>  |  |
| 营业外收支           | -1           | -1            | 0             | 0             | 0             |  |
| <b>利润总额</b>     | <b>2,089</b> | <b>2,661</b>  | <b>3,384</b>  | <b>4,443</b>  | <b>5,658</b>  |  |
| 所得税             | 285          | 357           | 508           | 666           | 849           |  |
| <b>净利润</b>      | <b>1,805</b> | <b>2,304</b>  | <b>2,876</b>  | <b>3,777</b>  | <b>4,809</b>  |  |
| 少数股东损益          | 0            | 0             | 0             | 0             | 0             |  |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>1,805</b> | <b>2,304</b>  | <b>2,876</b>  | <b>3,777</b>  | <b>4,809</b>  |  |
| EBITDA          | 2,190        | 2,644         | 3,017         | 3,894         | 4,969         |  |
| EPS(当年)(元)      | 0.29         | 0.37          | 0.47          | 0.61          | 0.78          |  |

| 现金流量表          |              | 单位:百万元        |              |              |              |  |
|----------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--|
| 会计年度           | 2019A        | 2020A         | 2021E        | 2022E        | 2023E        |  |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>2,474</b> | <b>4,882</b>  | <b>4,952</b> | <b>5,818</b> | <b>7,073</b> |  |
| 净利润            | 1,805        | 2,304         | 2,876        | 3,777        | 4,809        |  |
| 折旧摊销           | 162          | 164           | 70           | 65           | 65           |  |
| 财务费用           | 108          | 172           | 239          | 239          | 239          |  |
| 投资损失           | -259         | -257          | -341         | -474         | -563         |  |
| 营运资金变动         | 674          | 2,519         | 2,108        | 2,211        | 2,523        |  |
| 其它             | -15          | -20           | 0            | 0            | 0            |  |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-131</b>  | <b>-1,109</b> | <b>-959</b>  | <b>-526</b>  | <b>-187</b>  |  |
| 资本支出           | -720         | -1,325        | -1,000       | -750         | -550         |  |
| 长期投资           | 392          | 221           | -200         | -150         | -100         |  |
| 其他             | 197          | -5            | 241          | 374          | 463          |  |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>-267</b>  | <b>-548</b>   | <b>-239</b>  | <b>-239</b>  | <b>-239</b>  |  |
| 吸收投资           | 0            | 0             | 0            | 0            | 0            |  |
| 借款             | 1,260        | 1,102         | 0            | 0            | 0            |  |
| 支付利息或股息        | -1,526       | -1,650        | -239         | -239         | -239         |  |
| <b>现金流净增加额</b> | <b>2,076</b> | <b>3,226</b>  | <b>3,755</b> | <b>5,053</b> | <b>6,647</b> |  |

## 研究团队简介

**汲肖飞**，北京大学金融学硕士，五年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得2016/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020年8月加入信达证券，2020年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

**李媛媛**，复旦大学金融硕士，三年消费品行业研究经验，2020年加入信达证券，从事纺织轻工行业研究。

## 机构销售联系人

| 区域     | 姓名  | 手机          | 邮箱                       |
|--------|-----|-------------|--------------------------|
| 全国销售总监 | 韩秋月 | 13911026534 | hanqiuyue@cindasc.com    |
| 华北     | 卞双  | 13520816991 | bianshuang@cindasc.com   |
| 华北     | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@cindasc.com  |
| 华北     | 刘晨旭 | 13816799047 | liuchexu@cindasc.com     |
| 华北     | 祁丽媛 | 13051504933 | qiliyuan@cindasc.com     |
| 华北     | 陆禹舟 | 17687659919 | luyuzhou@cindasc.com     |
| 华东     | 吴国  | 15800476582 | wuguo@cindasc.com        |
| 华东     | 国鹏程 | 15618358383 | guopengcheng@cindasc.com |
| 华东     | 李若琳 | 13122616887 | liruolin@cindasc.com     |
| 华东     | 张琼玉 | 13023188237 | zhangqiongyu@cindasc.com |
| 华东     | 戴剑箫 | 13524484975 | daijianxiao@cindasc.com  |
| 华南总监   | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com  |
| 华南     | 陈晨  | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com    |
| 华南     | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com    |
| 华南     | 王之明 | 15999555916 | wangzhiming@cindasc.com  |
| 华南     | 闫娜  | 13229465369 | yanna@cindasc.com        |
| 华南     | 焦扬  | 13032111629 | jiaoyang@cindasc.com     |



## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准   | 股票投资评级                      | 行业投资评级                  |
|---|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；<br><br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上； | <b>看好</b> ：行业指数超越基准；    |
|   | <b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%； | <b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平； |
|   | <b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间； | <b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。    |
|   | <b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。  |                         |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。