

职教培训市场空间大，中公渠道和产品制胜

中公教育（002607.SZ）首次覆盖

核心结论

职教培训需求高涨，三大公职培训市场规模长期接近千亿，IT、考研前景广阔。1) 2020年国考招录人数同比增长66%，目前发布公告的省公务员招录均同比增加，有助于2020公考通过率提升，提高公司协议班的收益。我们预计公考招录培训业务2025年将达313亿，空间翻倍。2) 我们预计事业单位行业规模将从2020年企稳回升，2025年行业规模将超过200亿。3) 教师招聘和教师资格证前景乐观，预计2022年行业规模将达426亿，其中教师资格证约106亿规模。IT、考研赛道优质，集中度处于较低水平，中公渠道、产品优势有望跻身前列。

渠道和产品制胜，中公教育不断释放利润空间。对比竞争对手，我们认为中公教育在招生端和教学端优势明显。招生端：1)项目多元化提升门店使用率，抬升拓张数量天花板；2)面授课程单课时价格优势突出，协议班抢占先机绑定大量学员。教学端：1)重研发投入，保障课程品质；2)标准化教学，师资稳定性高。在渠道和产品的优势下，中公未来有望在规模效应下继续享成本优势，不断释放利润空间，市占率和利润率均得以提升。

各赛道行业集中度均有提升空间，中期中公收入有望翻倍。参考留学语培市场，新东方市场份额占据半壁江山，我们认为品牌优势在公考领域将更加明显，中公在公考领域的市占率在未来还会不断提升。事业单位、教师序列目前市占率10%+，未来会向公考市占率靠拢。

投资建议：我们预计公司20-22年营业收入分别为129.44/168.76/208.97亿元，同比增速为41.1%/30.4%/23.8%，归属于母公司股东的净利润分别为25.05/34.38/45.65亿元，同比增速分别为38.8%/37.2%/32.8%，EPS分别为0.41/0.56/0.74元。目标价35元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：政策风险、参培人数不及预期、公职招录人数下降等

核心数据

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,237	9,176	12,944	16,876	20,897
增长率(%)	54.70%	47.1%	41.1%	30.4%	23.8%
净利润(百万元)	1,153	1,805	2,505	3,438	4,565
增长率(%)	119.70%	56.6%	38.8%	37.2%	32.8%
每股收益(EPS)	0.19	0.29	0.41	0.56	0.74
市盈率(P/E)	143.58	91.70	66.07	48.15	36.26
市净率(P/B)	56.04	48.24	27.96	17.73	11.93

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的重要声明

公司评级	买入
股票代码	002607
前次评级	
评级变动	首次
当前价格	27.87

近一年股价走势



分析师

李艳丽 S0800518050001
021-38584239
liyanli@research.xbmail.com.cn

联系人

徐晴
xuqing1@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

投资要点	5
关键假设.....	5
区别于市场的观点.....	5
股价上涨催化剂	5
估值与目标价	5
核心指标概览	6
一、中公教育：公职培训龙头，考研、IT 培训蓄势待发.....	7
二、职业教育培训行业：各赛道参培率均有提升空间，行业规模 2025 将翻倍.....	9
2.1 受益于政策利好和就业压力提升，职业教育赛道优质	9
2.1.1 政策利好不断，具有长期发展基础.....	9
2.1.2 就业压力提升，带动职教学员基数增长	9
2.2 学员报考和参培需求高涨，三大公职培训行业规模可达千亿	10
2.2.1 公考吸引力持续走高，规模仍有 2 倍空间.....	11
2.2.2 预计事业单位行业规模将稳步上升，2025 年有望超过 200 亿.....	14
2.2.3 教师招录及资格证培训前景乐观，2025 年行业规模有望超过公考	16
2.3 考研、IT 培训赛道优质，潜在规模广阔.....	19
三、招生+渠道优势，中公市占率提升.....	22
3.1 招生端：项目多元化抬升门店拓张天花板	22
3.2 招生端：门店压制结合协议班模式，中公扭转乾坤	25
3.3 教研端：重研发投入，提升产品竞争力	30
3.4 教学端：标准化教学，强师资	32
3.5 规模经济下享成本优势，利润空间不断释放.....	33
3.6 成长空间：市占率+客单价提升，预计 2025 年收入将翻倍.....	35
3.6.1 公职招录：三大公职培训市占率迅速提升，2025 年收入将超过 200 亿.....	35
3.6.2 中公教育新业务起点高，有望成为龙头	36
三、盈利预测及投资建议	38
3.1 盈利预测	39
3.2 投资建议	39
风险提示	41

图表目录

图 1：中公教育核心指标概览图.....	6
图 2：中公教育业务多元化，公考收入占比逐年降低.....	7

图 3: 中公教育培训人次稳步增长 (单位: 万人)	7
图 4: 中公教育收入稳健增长	7
图 5: 规模效应下利润的增长速度快于收入增长速度	7
图 6: 毛利率较高的公考培训占比下滑导致综合毛利下滑	8
图 7: 三费控制良好	8
图 8: 高校毕业生数量持续增长, 2020 年将达 874 万	10
图 9: 2019 届毕业生去向相比于 2015 届, 更加倾向于公职和考研等	10
图 10: 2020 年国家公务员招录人数上升 66%	11
图 11: 2019 年地方公务员招录人数增速大部分省份出现下滑	11
图 12: 2013-2017 地方公务员招录人数虽然出现下滑, 但参考人数持续增长	11
图 13: 国家公务员参考竞争比 2019 年提升至 63:1	12
图 14: 地方公务员竞争比 (录取人数/报名人数) 2019 年提升明显	12
图 15: 2019 中公公考招录收入同比增长 30%	12
图 16: 2019 中公公考招录面授培训人数同比增长 22%	12
图 17: 事业单位将改革为企业、公益 I 类和公益 II 类	15
图 18: 2015-2018 年事业单位考试参培率保持稳定	16
图 19: 我国在职专任教师人数 2018 年增至 1674 万	17
图 20: 2018 年我国在职专任教师净增 46 万	17
图 21: 教师招录培训行业规模 2025 年将达 320 亿元	17
图 22: 教师资格证报名人数快速增长	18
图 23: 改革后, 教师资格证通过率由 55% 下降至 25%	18
图 24: 2020 年考研人数持续增长至 342 万	20
图 25: 2019 年 IT 培训行业规模增速超 20%	20
图 26: 考研业务行业玩家收入规模不大	21
图 27: IT 培训行业玩家收入规模 (百万人民币) 不大	21
图 28: 中公 2013 年超过华图营收 (人民币百万)	22
图 29: 中公 2017 年超过华图归母净利润 (人民币百万)	22
图 30: 中公 2019 年线下门店数量达到 1104 家	25
图 31: 中公线下门店学习中心净增数量超出竞争对手 (单位: 个)	25
图 32: 中公协议班收入及增速快于竞争对手	27
图 33: 中公协议班收入占比高于竞争对手	27
图 34: 中公培训学员人次及增速优于竞争对手	27
图 35: 中公教育研发模式: 总部和区域相结合	31
图 36: 中公教育研发人员 3 年及以上工龄人数逐年提升 (单位: 人)	32
图 37: 中公研发费用支出更多 (单位: 百万)	32
图 38: 中公研发费率更高	32
图 39: 中公教育的雇主评分优于竞争对手	33
图 40: 中公教师平均年薪 (万元) 维持稳定	33

图 41: 中公教师离职率逐年下降	33
图 42: 中公净利润增速更快	34
图 43: 中公净利率持续提升	34
图 44: 中公教育费用率优化明显	35
图 45: 2017-2019 中公教育其它综合培训收入同比增速维持加速增长 (单位: 百万元)	37
表 1: 2019 年以来, 职教利好政策不断出台	9
表 2: 机构改革时间表: 2019 年 3 月所有地方总体完成改革任务	13
表 3: 公考培训行业潜在空间测算: 2025 年将达到 300 亿, 与 2020 相比翻倍增长	14
表 4: 事业单位考试规模从 2020 年开始回升, 到 2025 年有望超过 200 亿	16
表 5: 教师资格证改革前后对比, 标准和难度提升	18
表 6: 2018 年教师资格证政策规定内容: 课外学科知识培训的教师需要持证上岗且机构需要在网站上公示教师持证情况	18
表 7: 教师资格证行业规模空间测算: 2025 年行业规模超过 100 亿	19
表 8: 考研市场格局情况: 头部集中度低	20
表 9: 公职类招录考试需求地区分散, 深入至街道、乡镇	22
表 10: 中公同类线上课程和线下课程价格对比, 线上课程单课时收费低且退费金额比高 ..	23
表 11: 县级门店: 运营单一的公职类培训项目的培训人数要求	23
表 12: 中公教育比华图提供更多的课程种类	24
表 13: 中公教育和华图教育线下门店在四五线城市的覆盖率低于 50%	24
表 14: 一线城市: 中公对竞争对手的门店布局压制明显	25
表 15: 北京国考: 中公教育笔试协议班类型有 3 类	27
表 16: 北京国考: 华图教育笔试协议班类型有 1 类	28
表 17: 2020 国考: 中公北京地区每小时收费 42 元-141 元	28
表 18: 2020 国考: 华图北京地区每小时收费 47 元-221 元	29
表 19: 中公华图重要人物离职情况	31
表 20: 教育行业的两类竞争本质	33
表 21: 中公三大公职培训收入空间测算	36
表 22: 中公各业务线收入及增速情况	38
表 23: FCFF 估值法	39
表 24: DCF 估值敏感性分析	40
表 25: A 股教育公司相对估值情况	40

投资要点

关键假设

- 1) 主营公职招考产品：培训人次假设：2020-2022 年公考培训参培人次同比增长 35%、25%、20%；事业单位培训培训人次同比增长 27%、22%、28%；教师培训课程人次同比增长 23%、18%、17%。客单价假设：2020-2022 年公考培训客单价同比增长 4%、3%、2%；事业单位培训客单价同比增长 6%、4%、3%；教师培训客单价同比增长 16%、14%、13%。
- 2) 包含考研和 IT 培训的其它综合面授培训：培训人次假设：2020-2022 年其他综合面授培训人次同比增长 40%、28%、20%；客单价假设：2020-2022 年其他综合面授培训客单价同比增长 4%、4%、4%。
- 3) 在线教育：培训人次假设：2020-2022 年在线教育培训人次同比增长 58%、38%、30%；客单价假设：2020-2022 年在线教育培训客单价同比增长 3%、1%、1%。
- 4) 成本假设：教师薪酬+开班费在营业成本中的占比超过 80%。我们预计 2020-2022 年教师薪酬分别同比增加 60%、35%、30%；开班费分别同比增加 33%、38%、26%。对应 2020-2022 年毛利率分别为 59%、59%、59%。

区别于市场的观点

市场认为，教师资格证培训增长可持续性不强，未来行业规模将不稳定，主要系报名人数快速增长受 2018 年民促法短期刺激。

我们认为，一方面，虽然民促法规定“培训机构将教师的姓名、照片、任教班次及教师资格证号在其网站及培训场所显著位置予以公示，并要求 2019 年 3 月前未持证教师不得再聘用”，但大部分线下小机构并无网站，因此执行力度各地不一，预计 2020 年仍有需求持续释放；另一方面，师范生将纳入考生范围，提升报考人数，教师资格证考试难度增加，通过率降低，行业参培率有望提升，2025 年行业规模将超过百亿。

市场认为，公考、事业单位等成熟品类成长空间有限，因此对中公教育成长天花板有所担忧。

我们认为，参照留学语言培训市场（必要的考试+较低通过率），三大公职培训市场参培率和集中度还有待提升，协议班占比也还有提升空间，中公作为第一龙头有望获得市占率+客单价的双重提升，到 2025 年依然有翻倍空间。

股价上涨催化剂

短期：疫情之下就业形势严峻，公务员、事业单位扩招，公职吸引力提升，催生报名人数增长。

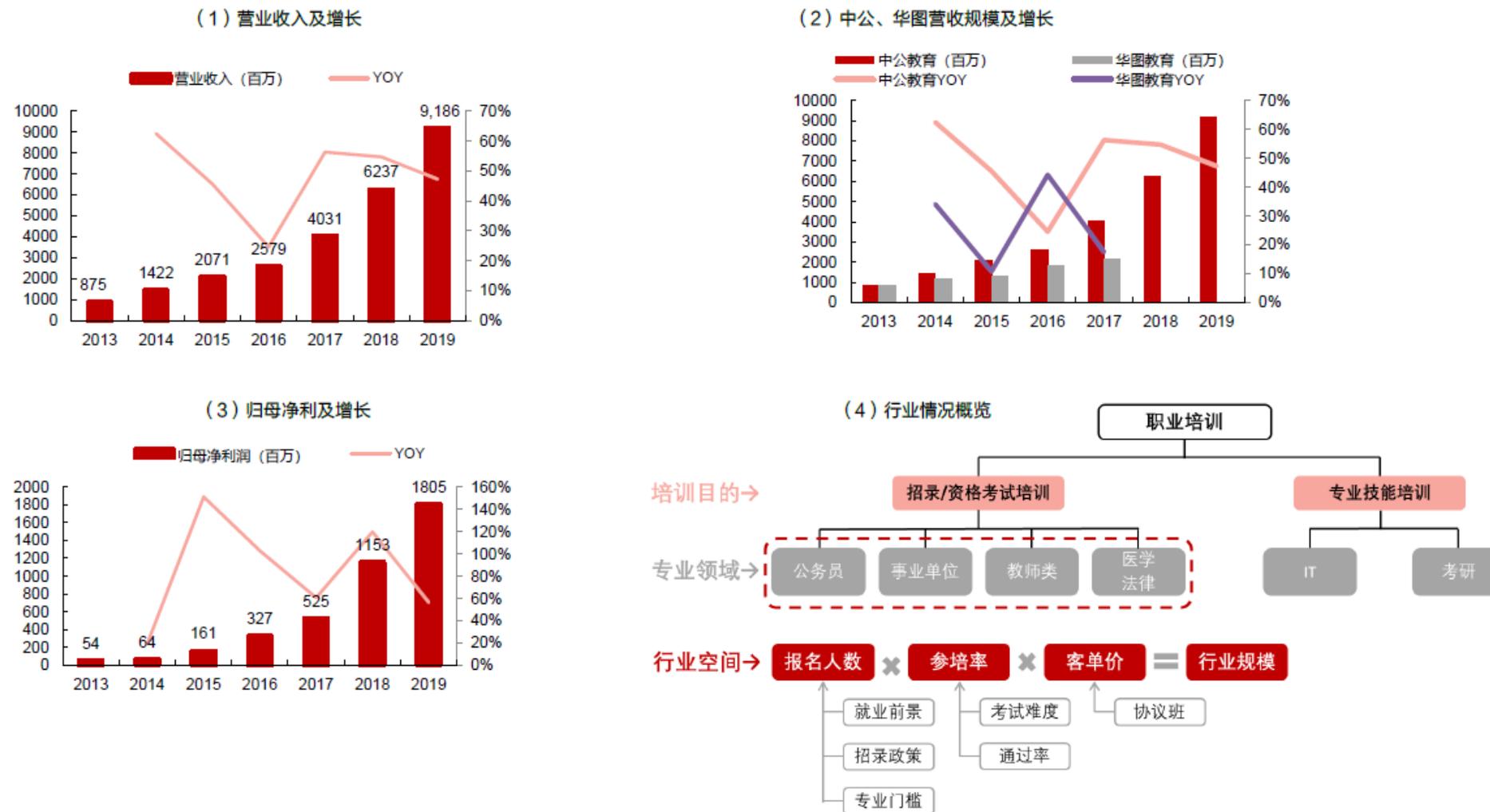
中长期：网点扩张、教研更新、师资优于竞争对手，中公教育持续提升市占率。

估值与目标价

我们预计公司 20-22 年营业收入分别为 129.44/168.76/208.97 亿元，同比增速为 41.1%/30.4%/23.8%，归属于母公司股东的净利润分别为 25.05/34.38/45.65 亿元，同比增速分别为 38.8%/37.2%/32.8%，EPS 分别为 0.41/0.56/0.74 元。目标价 35 元，对应 2021 年 PE57X，作为职业教育培训龙头享有一定估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级

核心指标概览

图 1：中公教育核心指标概览图



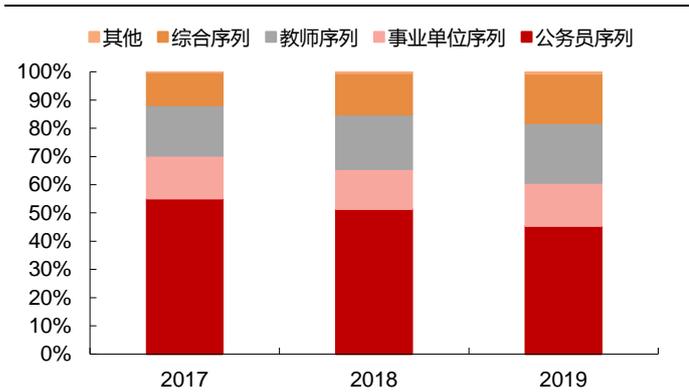
资料来源：公司官网，公司公告，Wind，西部证券研发中心

一、中公教育：公职培训龙头，考研、IT培训蓄势待发

中公教育成立于1999年，2000年开始进入公务员考试培训行业，后续不断拓宽业务线往事业单位、教师招录考试等发展。2018年，公司借壳亚夏汽车上市，年营收规模达62.4亿，为线下公职培训行业龙头。目前除了市占率持续提升的公职招考业务，公司自2014年以来积极布局MBA/MPA和IT培训赛道，顺应国家政策趋势以及日益增长的庞大职业培训需求。2019年在公考招录收缩的背景下公司通过多元化经营、品牌效应市占率提升依然取得47%的收入增长，公司通过协议班课程提升客单价、双师课程提升经营效率，2019年净利润同比增长57%，快于收入增长幅度。

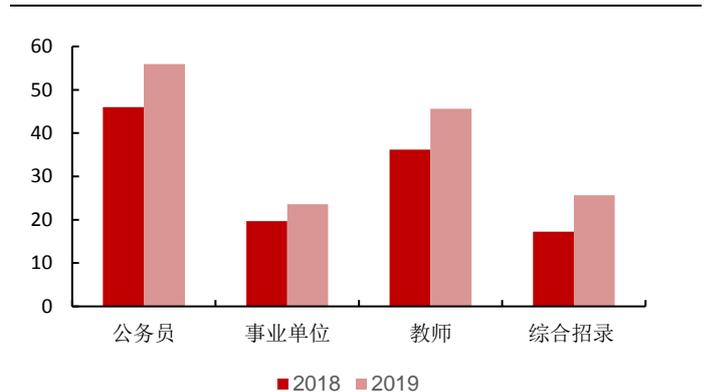
公司目前营收主要分为：1) 公职类考试培训：为公司发展较为成熟的品类，包含公务员序列、事业单位序列、教师序列；2019年公务员、事业单位、教师序列占收入的比重分别为45%、15%、21%，收入同比增速分别为30%、58%、60%；2) 其他综合类考试培训：其中考研、IT占比较高，目前高速增长，2019财年IT培训收入增长超过300%、考研培训收入增长超过100%。2019年其他综合类培训收入占比18%，同比增长78%。

图2：中公教育业务多元化，公考收入占比逐年降低



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

图3：中公教育培训人次稳步增长（单位：万人）



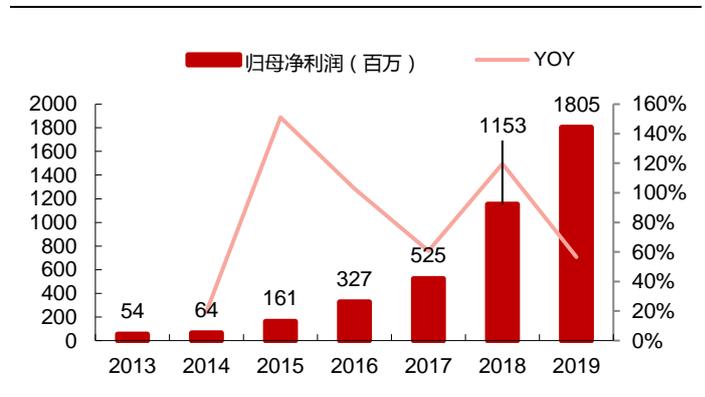
资料来源：公司财报，西部证券研发中心

图4：中公教育收入稳健增长



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

图5：规模效应下利润的增长速度快于收入增长速度

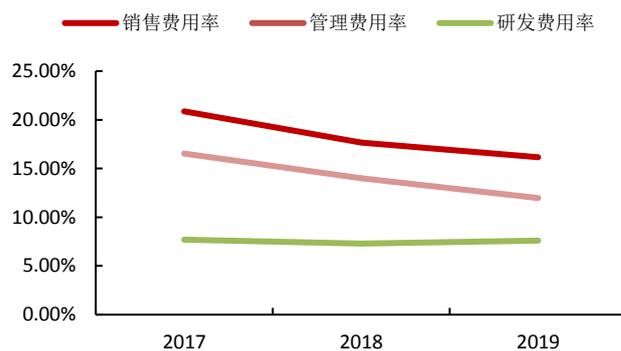
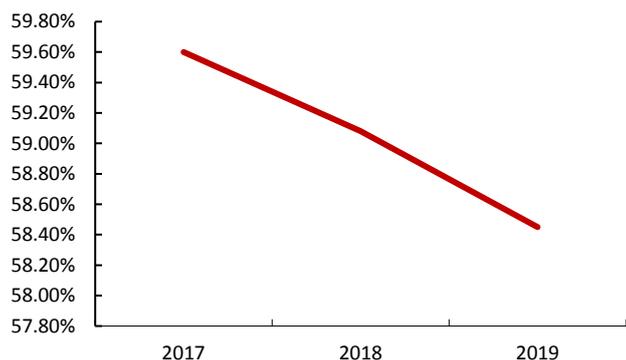


资料来源：公司财报，西部证券研发中心

毛利率近年有所下滑,费用率控制良好。公司产品以协议班(若没有通过考试有一定比例退费)为主,收费水平较高,毛利率保持在比较高的水平,但近期毛利率逐年下滑,主要系协议班比例较高的公考培训占比下降导致。公司其他品类如教师、考研、IT等产品还不够成熟,盲目推出协议班无法保障通过率,因此协议班占比与公考品类还有差距。我们认为随着公司在新赛道逐渐积累考试经验,新品类协议班占比有望提升。公司2017-2019年销售费用率和管理费用率逐步下滑,研发费用率比较稳定,公司通过不断的研发投入来保障教研内容的更新迭代,紧跟考点热点,保障培训课程的通过率水平。

图 6: 毛利率较高的公考培训占比下滑导致综合毛利下滑

图 7: 三费控制良好



资料来源: 公司财报, 西部证券研发中心

资料来源: 公司财报, 西部证券研发中心

二、职业教育培训行业：各赛道参培率均有提升空间，行业规模2025将翻倍

2.1 受益于政策利好和就业压力提升，职业教育赛道优质

根据 Frost & Sullivan, 作为细分赛道, 非学历职业教育 2018 年规模约为 1135 亿, 预计 2022 年将达 1930 亿, 年复合增长率为 14.3%, 增速快于教育行业整体增速(约 10%), 赛道优质。我们看好职业教育发展空间, 原因有两方面: 1) 国家政策支持; 2) 就业压力提升带动学员基数扩大, 叠加参培需求提升。

2.1.1 政策利好不断，具有长期发展基础

教育行业一直以来受政策影响较大, 如若国家政策支持, 行业规模将获得畅通的上升空间。2019 年以来, 有关职业教育的政策利好不断出台, 职教改革成为今年教育部工作重点, 为行业发展提供了难得的发展机遇。

表 1: 2019 年以来, 职教利好政策不断出台

时间	文件	印发部门	内容
2019 年 2 月 13 日	《国家职业教育改革实施方案》	国务院	要求把职业教育摆在教育改革创新和经济社会发展中更加突出的位置。到 2022 年, 一大批普通本科高等学校向应用型转变, 建设 50 所高水平高等职业学校和 150 个骨干专业(群), 建设覆盖大部分行业领域、具有国际先进水平的中国职业教育标准体系。从 2019 年开始, 在职业院校、应用型本科高校启动“学历证书+若干职业技能等级证书”制度试点书制度试点工作。
2019 年 2 月 23 日	《中国教育现代化 2035》	中共中央、国务院	提出加快发展现代职业教育, 不断优化职业教育结构与布局;推动职业教育与产业发展有机衔接、深度融合, 集中力量建成一批中国特色高水平职业院校和专业。
2019 年 4 月 2 日	《关于实施中国特色高水平高职学校和专业建设计划的意见》	教育部和财政部	集中力量建设一批引领改革、支撑发展、中国特色、世界水平的高职学校和专业群, 带动职业教育持续深化改革, 强化内涵建设, 实现高质量发展。引领职业教育服务国家战略、融入区域发展、促进产业升级, 为建设教育强国、人才强国作出重要贡献。教育部将这一计划简称为“双高计划”, 坊间将其比喻为职业教育的“双一流”建设。
2019 年 4 月 15 日	《关于在院校实施“学历证书+若干职业技能等级证书”制度试点方案》	教育部、国家发改委、财政部、市场监管总局	正式启动了职业教育培养模式的改革。自 2019 年开始, 重点围绕服务国家需要、市场需求、学生就业能力提升, 从 10 个左右领域做起, 启动 1+X 证书制度试点工作。强调职业技能证书在高等职业教育中的作用, 将校内的职业教育和校外的职业培训结合起来, 形成一种新的技术技能人才培养模式。

资料来源: 中国青年网, 西部证券研发中心

2.1.2 就业压力提升，带动职教学员基数增长

近年来, 我国就业压力显著提升, 两方面因素: 1) 自 1999 年高校扩招以来, 我国应届生毕业生逐年增长, 由 2009 年的 611 万增长至 2020 年 874 万(教育部预估); 2) 我国宏观经济自 2013 年起增速换挡, 2019 年叠加互联网等新经济行业的增速放缓, 导致岗位需求减少, 国内整体供大于求的就业环境使得就业压力显著提升。

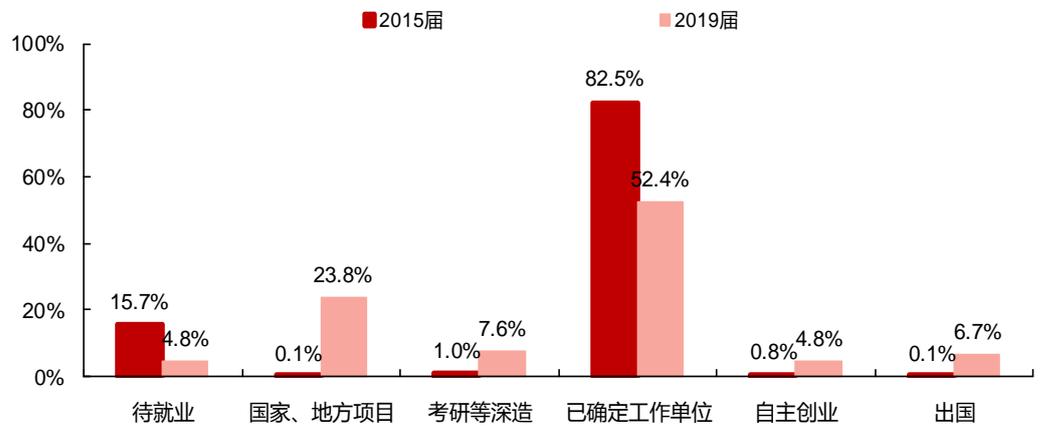
图 8：高校毕业生数量持续增长，2020 年将达 874 万



资料来源：教育部，西部证券研发中心

从劳动力去向变动情况来看，公职、考研和增强就业竞争力需求增长明显，扩大了职业教育的学员基数。根据梧桐树和智研咨询的数据，相比就业、创业等去向选择，2019 届应届毕业生相比于 2015 届选择考取公职、考研的占比持续提升。此外，对于有就业意向的求职者而言，就业难度加大将使得部分人选择获取专业资格证等方式增加就业竞争力，同样扩大了职教行业的潜在用户规模。

图 9：2019 届毕业生去向相比于 2015 届，更加倾向于公职和考研等



资料来源：梧桐树，智研咨询，西部证券研发中心

2.2 学员报考和参培需求高涨，三大公职培训行业规模可达千亿

公职培训的 3 大业务线为公务员、事业单位以及教师招录和教师资格证培训。从各业务线的情况来看：

- 1) 我们看好公考招录培训，主要原因在于公务员岗位的稳定性和不断提升的待遇水平持续吸引考生报考和参培。2020 年国考招录人数同比增长 66%，目前发布公告的省公务员招录均同比增加，有助于 2020 年公考通过率提升，提高公司协议班的收益期望。我们预计公考招录培训业务 2025 年将达到 313 亿，仍有翻倍空间。

- 2) 我们预计事业单位行业规模将从 2020 年企稳回升, 2020 年事业单位改革接近尾声, 疫情期间事业单位承载稳就业的使命, 且招录名额像应届生倾斜, 有助于提升参考人数和参培率, 我们预计 2025 年行业规模将超过 200 亿。
- 3) 教师招聘和教师资格证前景乐观, 预计 2022 年行业规模将达 426 亿, 其中教师资格证约 106 亿规模; 整体而言, 教师招录及资格证行业规模仍有 1 倍增长空间, 主要驱动因素为日益增长的学员求职需求和政策监管要求。

2.2.1 国考吸引力持续走高, 规模仍有2倍空间

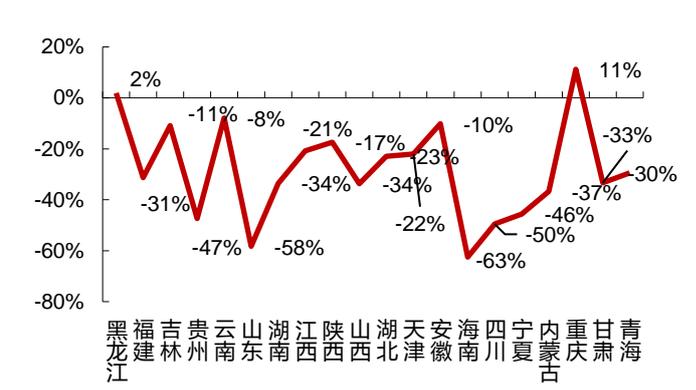
受机构改革影响, 2019 年国考招录人数减少。2018 年 3 月, 国务院下发《深化党和国家机构改革方案》, 21 世纪以来第 4 次机构改革正式拉开序幕。根据中公教育网, 2019 年国考招录人数同比下滑 49% 至 1.45 万人, 大部分省的地方公务员招录人数下滑幅度也较大, 其中山东、新疆、四川等地方下滑幅度约 50%。根据 Frost & Sullivan, 地方公务员的招录总人数自 2013 年起呈现下滑趋势, 2017 年下滑幅度增至 28%, 但地方公务员的参考热度不减。

图 10: 2020 年国家公务员招录人数上升 66%



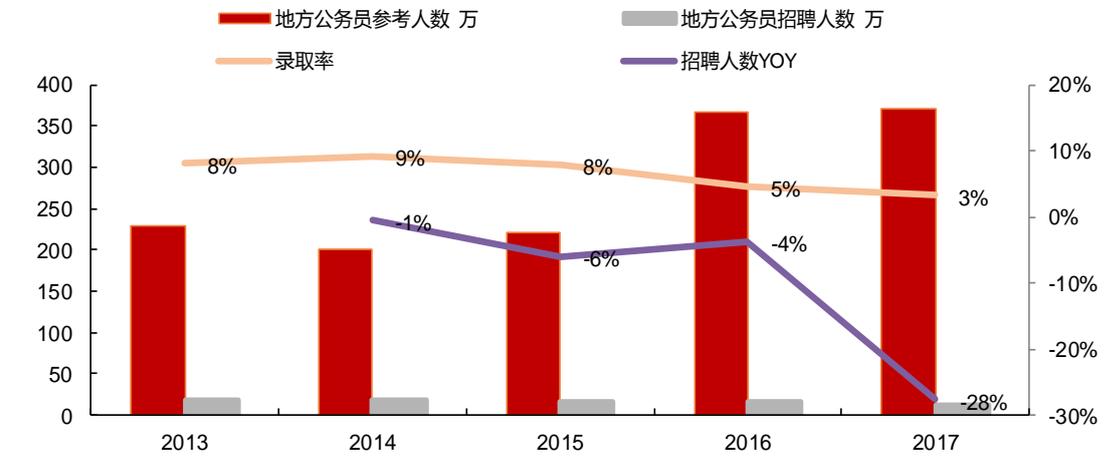
资料来源: 中公教育网, 西部证券研发中心

图 11: 2019 年地方公务员招录人数增速大部分省份出现下滑



资料来源: 招考资讯网, 西部证券研发中心

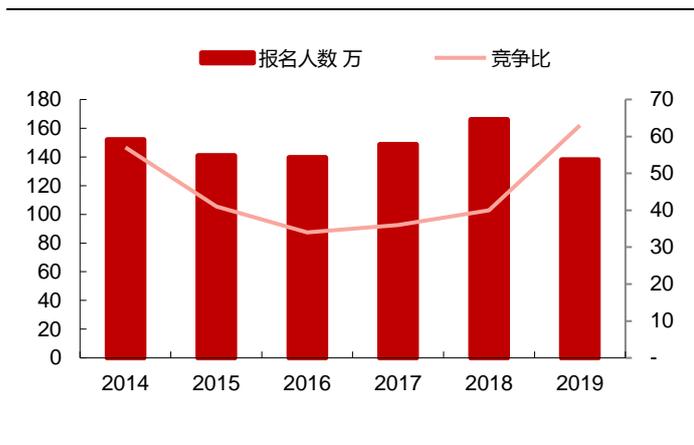
图 12: 2013-2017 地方公务员招录人数虽然出现下滑, 但参考人数持续增长



资料来源: Frost & Sullivan, 西部证券研发中心

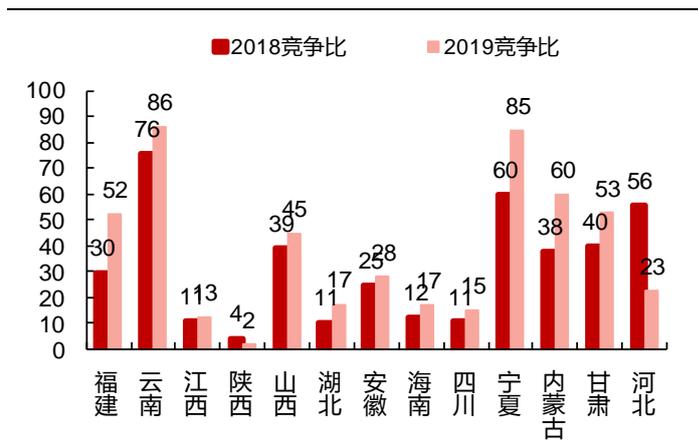
2019年参考竞争比达历史新高，刺激考生参培需求提升。对于广大考生而言，一方面，机构改革不会影响公务员编制，意味着公务员岗位的稳定性依旧；另一方面，国家近期再次出台文件提高公务员待遇水平。在稳定性兼具待遇水平提升的情况下，公务员职位的吸引力持续提升，因而在招录人数缩水的情况下，报名参加公务员考试的人数热度不减，2019年国考报名人数达135万人，实际参考人数为92万，平均参考竞争比达到63:1。由于竞争加剧，考生的参培意愿增强、备考时长增加，且选择培训机构会相对谨慎，因此缩招期间龙头教培机构收入依然实现逆势上涨，根据中公教育2019年年报，其公考业务线收入同比增长27.09%，培训客单价同比增长约10%，主要原因在于学员参培需求增长且协议班占比提升。

图 13: 国家公务员参考竞争比 2019 年提升至 63:1



资料来源：中公教育网，西部证券研发中心

图 14: 地方公务员竞争比 (录取人数/报名人数) 2019 年提升明显



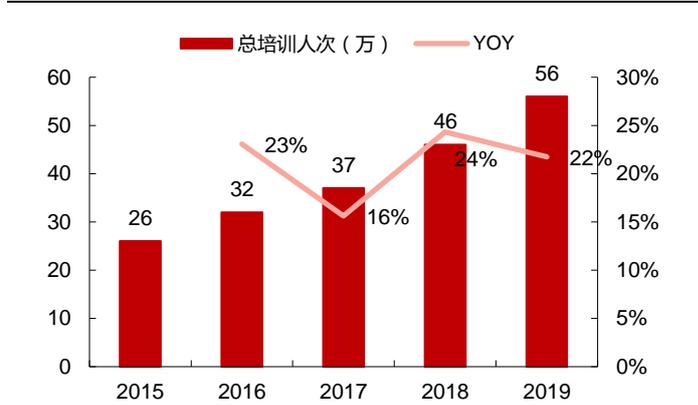
资料来源：中公教育网，西部证券研发中心

图 15: 2019 中公公考招录收入同比增长 30%



资料来源：中公教育，西部证券研发中心

图 16: 2019 中公公考招录面授培训人数同比增长 22%



资料来源：中公教育，西部证券研发中心（2018年为预估数据）

2020年机构改革影响将逐步清除，公考招录人数反弹，我们认为这将促使报名人数增加，同时招录人数提升有助于提升考试通过率，从而降低协议班退费率，提升公考培训综合客单价水平：

- 1) 国考方面：2020年，国考招录人数重回2万+，共13849个职位，招录人数达24128人，同比增长66%。报录比为54:1，相比2019年竞争程度有所缓和。
- 2) 省考方面：由于疫情原因，2020年省考公告发布较迟。从目前发布公告的省市来看，上

海、北京、江苏、浙江公务员招录人数均同比回升。

- 3) 改革进程初步完成：从改革时间节点上看，2019年3月底所有地方机构改革任务已基本完成，冻招、人员冗杂等问题大部分得以解决，2020年开始招录流程恢复正常化。

表 2：机构改革时间表：2019 年 3 月所有地方总体完成改革任务

时间	省级党政内容	省以下党政机构	中央和国家机构改革
2018年9月底	省级党政机构改革方案报中央审批	NA	2018年底前落实到位
2018年年底	机构调整基本到位	由省级党委统一领导，并报党中央备案	NA
2019年3月底	机构改革各项任务总体完成	机构改革各项任务总体完成	机构改革各项任务总体完成

资料来源：人民日报，西部证券研发中心

我们预计公考培训行业规模 2025 年约 300 亿，仍有 1 倍增长空间。1) 参培率还有极大提升空间。目前公考笔试参培率约 20%，我们认为随着公考竞争日益激烈，参培率还有很大的提升空间。参照出国留学语培市场，近年来我国出国留学人数保持稳定（60-70 万），语言考试培训客单价在 2 万左右，市场相对比较成熟，参培率在 60%左右。从考试通过率来看，以雅思考试为例，7 分以上（申请名校的标准）考生比例在 25%，通过率高于公考，所以我们预计长期来看公考参培率会向留学语言考试靠拢。参培率+报考人数共同驱动下，我们预计 2025 年培训人次将达到 313 万。

2) 客单价有调节空间。我们认为由于公考培训行业“协议班”的商业模式大势所趋，因此协议班的天花板明显受限于公务员机构的最终招录人数；但培训机构在客单价和非退费比例上仍旧有向上调节的空间（随着未来公考招录人数回升，公司会通过提高课程单价和非退费比例来调节平均客单价）。根据客单价和参培率的测算，我们预计公考培训 2025 年行业规模可达 300 亿，仍有翻倍增长的空间。

表 3： 公考培训行业潜在空间测算： 2025 年将达到 300 亿， 与 2020 相比翻倍增长

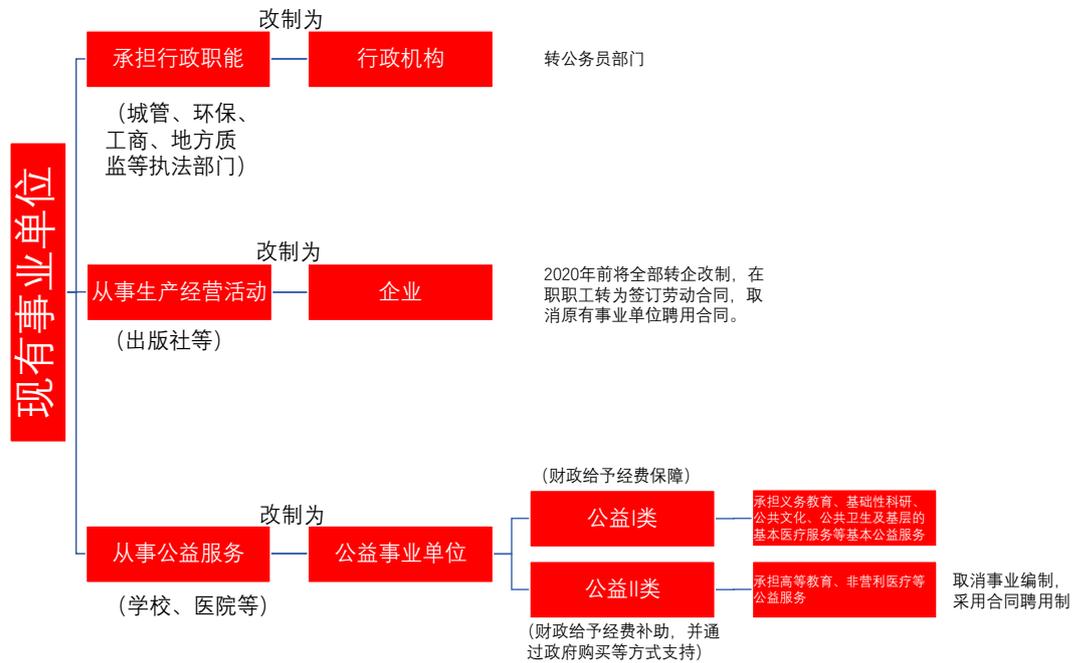
	单位	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
国考								
招录人数	千人	15	25	27	30	32	35	37
参加面试人数	千人	45	75	82	90	97	104	110
参加笔试人数	千人	1,411	1,419	1,561	1,702	1,838	1,967	2,085
省考								
招录人数*	千人	92	128	141	153	166	177	188
参加面试人数	千人	322	448	493	537	580	621	658
参加笔试人数	千人	3,496	3,840	4,224	4,604	4,972	5,321	5,640
参培率								
笔试	%	28%	29%	30%	31%	32%	33%	34%
面试	%	60%	61%	62%	63%	64%	65%	66%
客单价								
笔试	元	6,000	6,480	6,934	7,350	7,717	8,026	8,267
面试	元	12,000	12,960	13,867	14,699	15,434	16,052	16,533
参培人数								
笔试	千人	1,374	1,525	1,736	1,955	2,179	2,405	2,626
面试	千人	220	319	356	395	433	471	507
行业总规模	亿元	109	140	170	202	235	269	301

资料来源：Frost & Sullivan，西部证券研发中心（2018 年省考报考数据为预估，假设全行业通过选拔获得职位的考生均以协议班模式参培）

2.2.2 预计事业单位行业规模将稳步上升，2025 年有望超过 200 亿

2019 年事业单位招考培训市场受改革影响较大。事业单位正处于改革的深水区，改革的目的在于平衡市场竞争，实现自主经营、自负盈亏和自我发展。事业单位的改革将重新划分部门，主要分为行政机构类、企业类和公益类（I 类和 II 类）。从改革的大趋势上来看，改制为企业的事业单位将趋向于国企，取消编制；公益类机构改制前后编制待遇与改革前大致相同，改制为行政机构的事业单位趋向于公务员部门，稳定性和福利待遇将进一步增强。

图 17: 事业单位将改革为企业、公益 I 类和公益 II 类

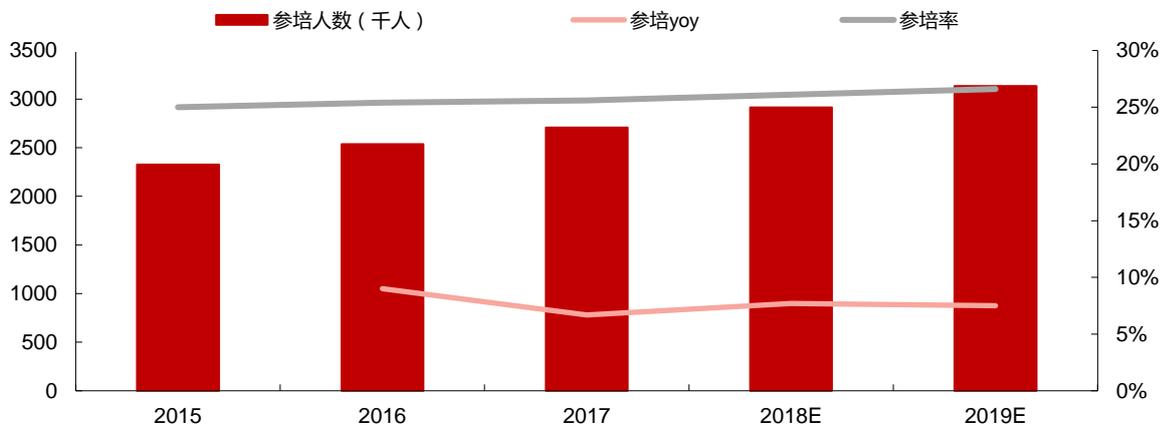


资料来源：教育部，西部证券研发中心

2020 年起，我们预计事业单位招考培训行业规模将稳步增长。我们认为事业单位改革后：1) 盈利能力强的事业单位待遇水平高，将不断吸引学员报考，培训机构将受益于报名人数增长、参培率和客单价的提升；2) 盈利能力差的事业单位在待遇和稳定性方面均不如改革之前，学员吸引力较弱，培训机构较难获得培训学员增长和提升客单价。事业单位改革时间表显示转企业的事业单位需要在 2019 年年底实现部分改革，2020 年全部完成，且受疫情影响，事业单位明确背负了扩招、稳定就业的使命，预计行业规模在 2020 年以后会稳步上升。

我们预计自 2020 年起，事业单位考试培训量价齐升 2025 年规模将达到 200 亿。培训人数：从目前发布的事业单位招考公告来看，2020 年招录人数同比增长，且政策要求招录像应届生倾斜，应届生参培率较高，我们认为招应届生占比增加+就业压力提升将共同推动参培率提升。客单价：改制后事业单位稳定性和薪酬增强，今年政策要求事业单位薪酬福利向公务员靠拢，岗位吸引力增强，竞争加剧，客单价有稳步提升的空间。通过测算，我们认为 2025 年事业单位行业规模将达到 200 亿。

图 18: 2015-2018 年事业单位考试参培率保持稳定



资料来源: Frost & Sullivan, 西部证券研发中心

表 4: 事业单位考试规模从 2020 年开始回升, 到 2025 年有望超过 200 亿

考试情况假设	单位	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
招录人数	千人	230	251	271	290	307	322	335
报名人数								
笔试	千人	3,680	3,761	4,061	4,346	4,606	4,837	5,366
面试	千人	759	827	893	956	1,013	1,064	1,107
客单价								
笔试	元	4,800	5,232	5,598.2	5,934.1	6,171.5	6,294.9	6,420.8
面试	元	11,000	11,880	12,592.8	13,222.4	13,751.3	14,163.9	14,447.2
参培率								
笔试	%	27.0%	28.5%	30.0%	31.5%	33.0%	34.5%	36.0%
面试	%	50.0%	51.0%	52.0%	53.0%	54.0%	55.0%	56.0%
行业规模	亿	89.4	106.2	126.7	148.2	169.1	187.9	213.6

资料来源: 西部证券研发中心

2.2.3 教师招聘及资格证培训前景乐观, 2025 年行业规模有望超过公考

预计行业规模空间 426 亿, 约有 1 倍的增长空间。教师业务线分为常规的教师招聘 (包含特岗教师招聘) 和教师资格证考试, 我们预计 2025 年教师招聘培训行业规模将达 320 亿 VS. 当前 183 亿; 教师资格证培训行业规模将达 106 亿 VS. 当前 42 亿; 整体增长空间约 1 倍。相比公考和事业单位招聘培训市场, 教师招考培训和教师资格证业务具有两方面的基础: 1) 日益增长的学员求职需求; 2) 政策监管驱动。

教师招聘需求有望持续提升, 带动教招培训行业增长。根据教育部, 我国在职教师的数量逐年攀升, 截至 2019 年专任教师人数达 1707 万。根据中公教育重组报告书, 国内教师招聘人数从 2015 年的 31 万人提升至 2017 年的 44 万。假设按照 30 年的工龄计算, 在不考虑年龄分布的情况下, 我国 1707 万在职专任教师对应每年有 56 万的退休缺口; 如若按照 2017 年比例进行调整, 我们预计每年教师招聘人数在 45 万左右。不断出台的政策引导 (特岗教师需求)

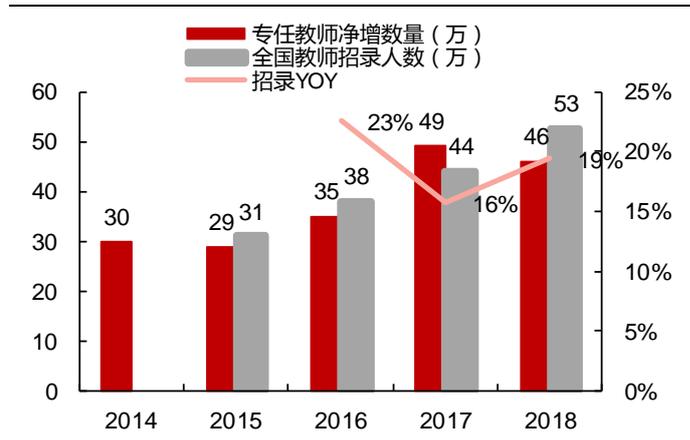
以及持续提升的教师待遇促使教师招聘报考人数量增长明显。由于大部分省份教师招聘考生不采用全国统考，多由各县市教育主管部门根据辖区内各学校拟招录教师缺口进行汇总后，由教育主管部门和人社部门统一组织招聘考试，行业较难统计到教师招聘的实际报名人数。我们参照当期的教师招录考试的平均报录比在 5~10 之间，预计在仅考虑退休轮换的情况下（小班化可带动教师需求增长），每年教师招录考试的报名人数至少在 220 万。根据 Frost & Sullivan，教师招录培训行业规模 2017 年达 157 亿，预计 2025E 将增至 320 亿。

图 19：我国在职专任教师人数 2018 年增至 1674 万



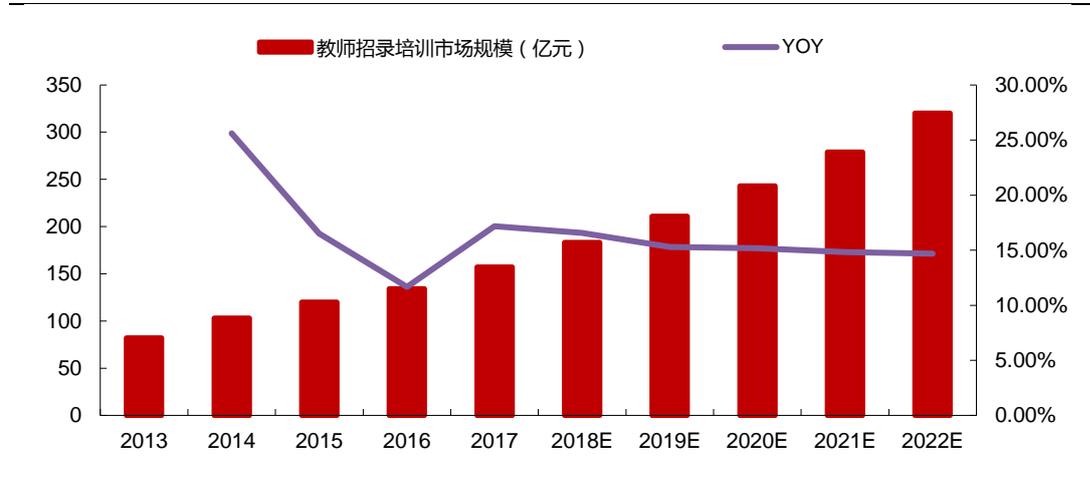
资料来源：教育部，西部证券研发中心

图 20：2018 年我国在职专任教师净增 46 万



资料来源：教育部，中公重组报告书，西部证券研发中心（2018 年招聘数为预估）

图 21：教师招录培训行业规模 2025 年将达 320 亿元



资料来源：Frost & Sullivan，西部证券研发中心

教考改革推动教师资格证培训需求增长明显，通过率下降情况下提升学员参培需求。教师资格证是国家教育行业从业教师的许可证，是强制性的职业资格证。2015 年我国对教师资格证制度进行了较大的改革：1) 在考生范围、笔试成绩有效期和证书有效期上提高了参考需求；2) 考试科目和考试内容上增加了考试难度，教师资格证通过率降低，促使参培需求增长。此外，2018 年国家再次出台关于教师资格证严格管制的政策，要求课外培训中心的学科知识培训教师取得对应教师资格证，进一步刺激了校外民办培训的在职教师考取资格证。

表 5：教师资格证改革前后对比，标准和难度提升

对比	改革前	改革后
考试形式	省考	全国统考
考生范围	非师范类学生及其它社会人员	师范生+非师范生+社会人员
考试科目	教育学+心理学	综合组织+教育教学知识能力+学科知识和能力
考试方式	笔试+面试	机考+笔试+面试
考试内容	指定的教育学、心理学参考材料	不指定统一参考书
成绩年限	笔试成绩长期有效	笔试单科成绩有效期 2 年
发证时间	教学能力通过即发证	部分科目增加教学实习经验后发证
证书有效期	未规定	5 年

资料来源：教育部教师司，西部证券研发中心

表 6：2018 年教师资格证政策规定内容：课外学科知识培训的教师需要持证上岗且机构需要在网站上公示教师持证情况

时间	政策规定内容
2018 年 8 月	国务院办公厅发布《关于规范校外培训机构发展的意见》，提到“课外培训中心从事语文、数学、英语及物理、化学、生物等学科知识培训的教师应具有相应的教师资格”。
2018 年 10 月	教育部等三部门下发文件，要求线上培训机构必须将教师的资格证号以及相关详细信息在网站显著位置予以公示，对于培训机构的教师上岗资格进行严格要求。

资料来源：教育部，国务院办公厅，西部证券研发中心

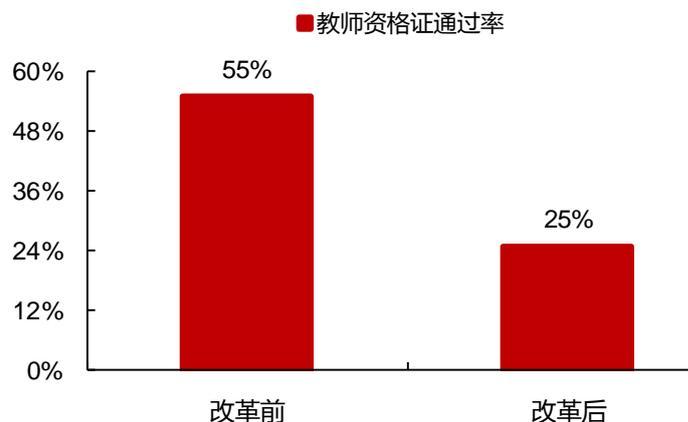
根据搜狐教育，2018 年教师资格证报考数据达 651 万，同比增长 56%；在考试内容难度提升的情况下，考试参加教师资格证培训需求也在提升。

图 22：教师资格证报名人数快速增长



资料来源：搜狐教育，西部证券研发中心

图 23：改革后，教师资格证通过率由 55% 下降至 25%



资料来源：教育部，西部证券研发中心

我们预计 2018 年的政策红利在 2018、2019 两年基本得到释放，测算在剔除政策监管影响后，2020 年报考人数将达到 485.4 万人：

- 在行业自然增速约 10%的情况下,2020 年非师范类学生及其它社会人员报考人数规模约 403 万。由于政策文件于 2018 年下半年出台,因此我们认为 2017 年的同比增速为行业的自然增速,约 10%左右,2018、2019 年为政策驱动下需求爆发期,2020 年在不考虑师范类考生情况下,行业增长将趋近于自然增速,增长的主要驱动力来源于非师范类学生及其它社会人员的需求提升。
- 师范类考生将记入基数,预计 2020 年规模约 82.4 万:2H19 是第 1 批需要自行考证的师范类学生的毕业年,根据以往每年教师专业毕业的大学生人数,我们预计 2020 年约 82.4 万师范生将参加教师资格证考试。

由于考试难度的提升,参培率和客单价均有提升的空间,我们预计 2025 年有望分别达到 30% 和 4500 元;同时,通过率将在参培率提升的情况下得到提高,行业规模将超过 100 亿。

表 7: 教师资格证行业规模空间测算: 2025 年行业规模超过 100 亿

规模空间测算	2019	2020E	2025E
2019 年报名人数 万 (学员报名热情高)	926	485	782
参培率 (难度加大,参培率提升 - 可对标考研)	20%	25%	30%
笔面客单价 元 (课程难度加大,可提价)	3000	3500	4500
行业规模空间 亿	56	42	106

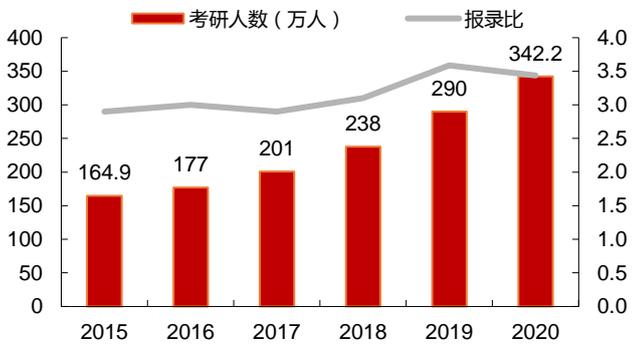
资料来源: 搜狐教育, 西部证券研发中心

2.3 考研、IT 培训赛道优质, 潜在规模广阔

就业难度加大, 催生考研和 IT 培训市场迅速增长。正如我们之前所言, 国内宏观经济增速正在放缓, 各行各业就业压力显著提升, 驱使求职人员寻求学历提升或者技能提升增强就业竞争力:

- 1) 考研市场报录比稳中有升, 市场规模主要受报考人数和客单价增长驱动; 2020 年考研人数达到 342 万, 按照 30% 参培率、客单价 7000 元计算, 2020 年考研市场规模约 72 亿元。长期来看, 国家明确保持研究生培养规模的适度增长, 以及学历要求提高促考研人数增长, 我们认为考研的在求职中的重要性将持续增加, 有望提升考研参培率以及客单价 (协议班比例提升), 我们预计 2025 年考研培训市场将达到 198 亿元。
- 2) IT 培训受 IT 产业创新、人才供需瓶颈以及政策红利三个方面驱动, 市场规模空间广阔, 预计 2025 年将达 825 亿 VS. 当前 410 亿; 根据前瞻产业研究, 2019 年国内 IT 相关行业从业人员约 1500 万人, 岗位需求按照年增长 15% 的速度, 每年约 225 万新增岗位, 加上 5% 退休和离职率, 每年大约有 300 万市场需求, 智研咨询预计 2019 年 IT 培训行业规模 410 亿元, IT 培训周期较长, 按照客单价 2 万进行估算, 参培人数 205 万。假设参培人数增长速度与岗位需求增速相同, 客单价保持不变, 2025 年对应市场规模空间为 825 亿。

图 24：2020 年考研人数持续增长至 342 万



资料来源：教育部，西部证券研发中心

图 25：2019 年 IT 培训行业规模增速超 20%



资料来源：智研咨询，西部证券研发中心

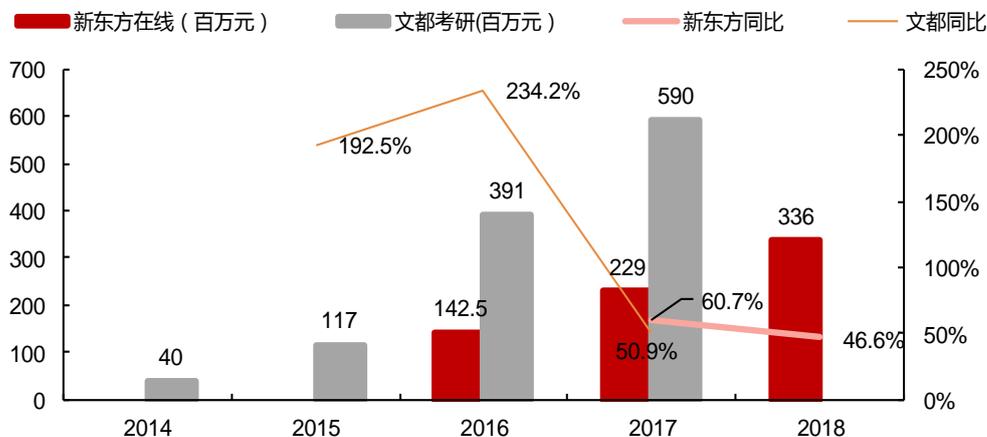
当前的考研市场和 IT 培训的市场规模分别约为 60+亿/410 亿左右，有全国型的公司崛起（中公、新东方、文都、达内等）；但相对于公考领域较高的市场集中度（中公+华图占据半壁江山）而言，考研市场和 IT 培训的龙头集中度较低：IT 培训龙头达内 2018 年收入 22 亿元，市占率约 7%，中公 2019 年 IT 培训收入规模在 1-2 亿元，同比增长 300%+，目前正在继续高速增长；考研培训行业中，中公 2019 年考研收入约 7 亿元，网点数量 1104，规模较大，测算市占率约 10%，新东方网点数量与中公大致相当，预计新东方+中公市占率 20%左右。目前两个赛道集中度相对较低，格局变动可能较大。

表 8：考研市场格局情况：头部集中度低

企业特征	优势	代表公司
线下培训机构：全国性、规模较大	全国范围布局（加盟）、拥有较高的品牌知名度和雄厚的师资力量（主要为名师）	中公、文都教育、海天教育、万学海文、文登教育
线下培训机构：区域性、数量较多	专注于在专业课或英语等某些领域课程，占有部分区域市场	金程教育
在线教育	标准化教研	新东方在线、沪江网校等
小作坊式培训课	在读硕士专业课资料	NA

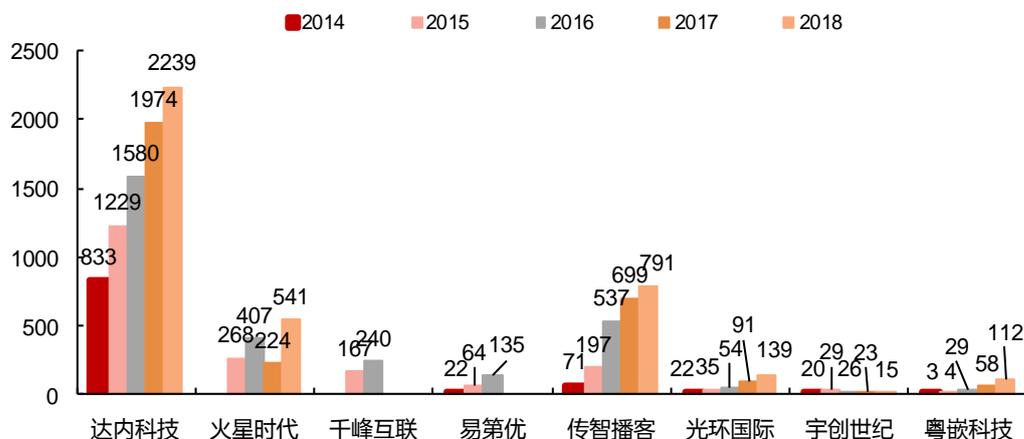
资料来源：36Kr，西部证券研发中心

图 26：考研业务行业玩家收入规模不大



资料来源：文都考研，新东方在线，西部证券研发中心

图 27：IT 培训行业玩家收入规模 (百万人民币) 不大



资料来源：达内科技，火星时代，千峰互联，易第优，传智播客，光环国际，宇创世纪，粤嵌科技，西部证券研发中心

三、招生+渠道优势，中公市占率提升

根据中公教育和华图教育，华图教育在2013年剔除掉图书业务（约1.2亿）后，营收规模与中公教育相当，归母净利润是中公教育的2.2倍；在随后的2014年，中公教育在营收上实现对华图教育的赶超，归母净利润方面持续追赶，直到2017年实现对华图教育的反超。我们认为中公教育在公职培训行业的逆袭赶超主要有以下两个方面的原因：

- 1) 招生端：项目多元化抬升下沉天花板，门店压制结合创新协议班扭转乾坤；
- 2) 教学端：致力于高研发投入和标准化教学，巩固教学产品质量；

图 28：中公 2013 年超过华图营收（人民币百万）

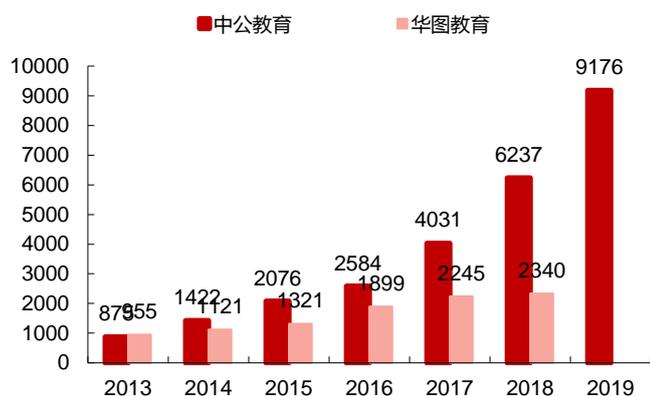
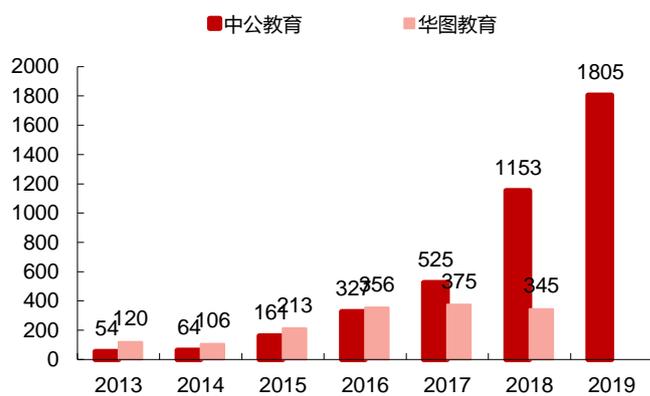


图 29：中公 2017 年超过华图归母净利润（人民币百万）



资料来源：中公教育，华图教育，西部证券研发中心（华图 2018 年为预估）

资料来源：中公教育，华图教育，西部证券研发中心（华图 2018 年为预估）

3.1 招生端：项目多元化抬升门店拓张天花板

直营门店深入县级城市势在必行。我们认为主要有两方面的原因：1) 主营业务公职类培训的考生需求地区分散，仅国考、省考以及政法干警的招考单位集中于省级以上的部门，事业单位级和别的公职招录考试组织部门往往要下放至市县级、甚至街道和乡镇，尤其近年来基层岗位占比持续提升，触达县级城市及以下的渠道变为尤其重要；2) 虽然在线教育能够突破一定的区域限制和时间限制，但是在客单价以及学习效果上并不如纯线下面授课程；如若线上课程定价过高或退费金额比设置太低，课程将较难在学员中推广；同时，线上课程严重依赖于学员的自觉性，通过率不可控将压制协议班收入确认。

表 9：公职类招录考试需求地区分散，深入至街道、乡镇

招录考试	具体实施部门
国家公务员考试	中央或地方政府
地方公务员考试	省级政府
事业单位招聘	省级或地市级
政法干警	省级
招警	县级以上
三支一扶	市、区县级
大学生村官	市、区县级
社区工作者	街道、镇

资料来源：中公教育，百度百科，西部证券研发中心

表 10：中公同类线上课程和线下课程价格对比，线上课程单课时收费低且退费金额比高

对比	国考全程协议 - 面授	国考全程协议 - 线上(名师)
课程安排	笔试 68 天 14 晚+面试 7 天 7 晚	线上 500 课时录播+线下 84 课时
协议条款	未进面试退 16,000 元，未被录用 12,000 元	笔试不过退 23,000 元，面试不过全退
最低收入确认	24,800 元	0 元
退费金额比	39%	100%
课时	706	584
价格(元)	40,800	26,800
单课时价格(元)	58	46

资料来源：中公教育，西部证券研发中心

但单一公职类项目较难支撑县级门店运营。虽然培训机构在县级城市的年运营成本通常不会超过 100 万；根据我们测算，假设第 1 年费用总投入达到 50 万，毛利率和客单价参照中公水平（60%和 4030 元），培训机构要达到 15%的利润率需要保证培训人次不低于 274。一方面，县级城市的公职考情远不如一二线城市稳定，招录人数波动对项目单一的培训机构业绩影响巨大；另一方面，部分招录人数较少的县级城市本身就难以满足培训人次不低于 274 的要求。综合来看，培训机构在县级城市难以依靠单一的公职类培训项目存活，员工配置也因为经营状况不佳难以稳定。

表 11：县级门店：运营单一的公职类培训项目的培训人数要求

单位：万元	说明	第 1 年资金投入
租金成本	2.5 元/m ² , 租用面积 200m ²	18
装修费用		15
员工工资成本	4 名员工, 月薪 3000 元	14
杂费		2
总投入		50

参照中公 2017 年数据	公职类培训客单价 元
公务员	5536
事业单位	3878
教师	2675
平均客单价	4030

毛利率 %	参照中公	60%					
利润率 % 要求测试	0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%
最低收入要求 万元	83	90	99	110	124	142	166
培训人数	205	224	246	274	308	352	411

资料来源：中公教育，西部证券研发中心

发力品类多元化，抬升门店天花板。作为全国连锁的公职培训机构，中公教育在课程品类上的

公司深度研究 | 中公教育

布局最广，在 2014 年开始整合公司资源，广泛涉足金融财会、IT 培训等领域。根据中公和华图的官网来看，当前中公提供 35 类培训课程，华图为 29 类；剔除掉同质化的种类后，中公独有 IT 就业、考研、MBA/MPA 等课程，尤其是资格证培训类课程补充了县级城市的学员基数，抬升下沉天花板。对比来看，竞争对手也曾在新三板上市之后发展多元化，但与渠道下沉相关性较小，更多的期望用在线教育的方式去吸纳低线城市学员。

表 12：中公教育比华图提供更多的课程种类

华图提供课程（29 类）					
国家公务员	事业单位	教师考试	医疗卫生	金融银行	公选遴选
地方公务员	国有企业	教师招聘	医疗招聘	银行招聘	中央遴选
大学生村官	军队文职	教师资格	护士资格	农信社	地方遴选
社区工作者	军人考试	三支一扶	医师资格	会计考试	公开选拔
乡镇公务员	公安招警	选调生	执业药师	蒙语网站	
中公提供课程（35 类）					
国家公务员	事业单位	教师招聘	选调生	公安招警	国有企业
军人考试	地方公务员	医疗招聘	教师资格	大学生村官	公选遴选
军队文职	乡镇公务员	医学资格	特岗教师	三支一扶	法考
农信社	IT 就业	考研	公益岗	建设工程	电网电力
银行招聘	人力资源	MBA/MPA	社区工作者	消防工程师	高速公路
会计职称	注册会计师	自考成考	社会工作者	出国留学	

资料来源：中公教育，华图教育，西部证券研发中心（灰色底表示同质化的课程培训服务）

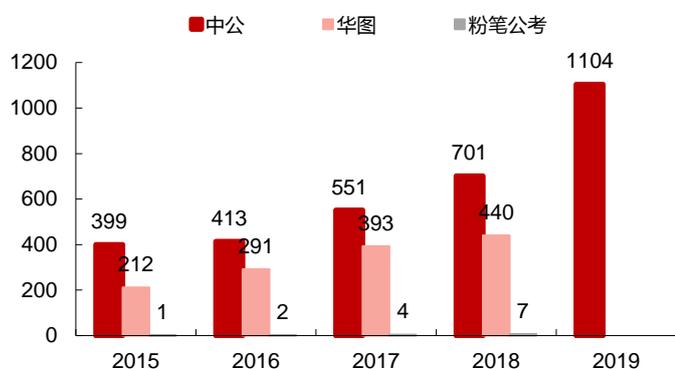
中公教育线下门店拓张遥遥领先。得益于项目的多元化，中公教育明显抬升了门店下沉的天花板。根据中公教育，2019 年线下学习中心网点已由 2018 年的 701 家扩张至 1104 家，一年净增 403 家，超出 2018 年全年拓张数量。对比来看，线下的竞争对手华图教育在线下的拓张较为滞后，根据其招股说明书，1H18 线下学习中心数量达到 394 家，预计 2018 年底达到 440 家。根据企查查的数据，我们预计 1H19 华图的线下学习中心数量为 440 家，相比 2018 年维持不变，遭遇下沉天花板。此外，粉笔公考自 2017 年下半年开始从线上渠道往线下渠道拓张，我们预估 1H19 其线下门店学习中心约为 12 家；线下运营相比线上更加复杂，粉笔的线下课程开展也遇到诸多困难。

表 13：中公教育和华图教育线下门店在四五线城市的覆盖率低于 50%

	一线城市	二线城市	三线城市	其他	总计
总数	4	46	70	540	660
中公教育覆盖数（个）	4	46	70	237	357
中公覆盖率	100%	100%	100%	44%	54%
华图教育覆盖数（个）	4	46	70	209	329
华图覆盖率	100%	100%	100%	39%	50%

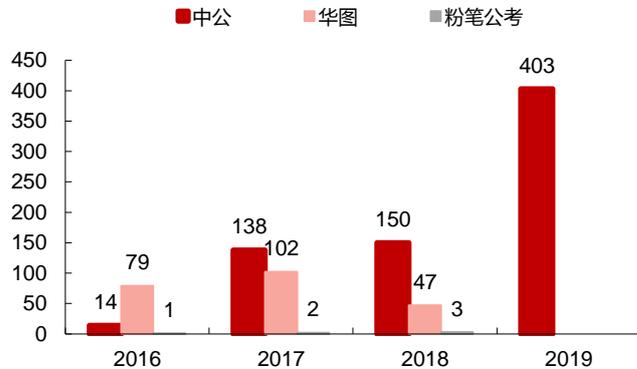
资料来源：中公教育，华图教育，西部证券研发中心（线城市划分参照 360 百科，数据选取时间为 2019 年 9 月）

图 30: 中公 2019 年线下门店数量达到 1104 家



资料来源: 中公教育, 华图教育, 企查查, 西部证券研发中心

图 31: 中公线下门店学习中心净增数量超出竞争对手 (单位: 个)



资料来源: 中公教育, 华图教育, 企查查, 西部证券研发中心

3.2 招生端: 门店压制结合协议班模式, 中公扭转乾坤

从门店点位布局来看, 中公在地理位置上压制华图。根据中公和华图的门店地址, 我们整理了一线城市两家的布局情况, 发现接近 77% 的华图门店在公交 30 分钟范围内都有中公门店的布局 (周围 3 公里的标准则为 52%), 但中公却有远离华图的独家点位资源, 我们认为主要原因仍在于中公成功的项目多元化, 学员基数大, 使得设立新店的门槛降低。

表 14: 一线城市: 中公对竞争对手的门店布局压制明显

城市	华图	中公	位置间隔
	31 个门店	45 个门店	距离 3 公里的共 16 家门店 (占比 52%), 距离公交 30 分钟以内的共 24 家门店 (77%)
深圳	南山分校	南山学习中心	距离 4.1 公里, 驾车 10 分钟, 公交 30 分钟, 步行 60 分钟, 分列深圳大学两边, 均离地铁近
深圳	龙岗分校	龙岗分校	距离 1.6 公里, 驾车 10 分钟, 公交 20 分钟, 步行 25 分钟, 均离地铁近
深圳	罗湖分校	深圳分校	距离 20 米, 步行 1 分钟, 靠近地铁站
深圳	宝安分校		
广州	广州总部	广东 (总部)	距离 2.3 公里, 驾车 12 分钟, 公交 25 分钟, 步行 36 分钟, 华图近地铁, 均近学校
广州	龙洞学习中心	天河客运站学习中心	距离 3.7 公里, 驾车 13 分钟, 公交 19 分钟, 步行 54 分钟, 中公近地铁, 均近学校
广州	海珠广财大学习中心	广财大学习中心	距离 0.6 公里, 步行 9 分钟, 均近学校
广州	广州大学城学习中心	大学城学习中心	距离 1.3 公里, 驾车 4 分钟, 公交 25 分钟, 步行 20 分钟, 华图近地铁, 均近学校
广州	花都学习中心	花都学习中心	距离 2.1 公里, 驾车 12 分钟, 公交 27 分钟, 步行 32 分钟, 中公近地铁, 均远离学校
广州	海珠中大学习中心	海珠学习中心	距离 2.6 公里, 驾车 10 分钟, 公交 19 分钟, 步行 40 分钟, 均近地铁, 华图近学校
广州	增城学习中心	增城学习中心	同一栋楼, 远离学校, 均近地铁
广州	从化学习中心	从化学习中心	距离 0.8 公里, 驾车 4 分钟, 步行 12 分钟, 均近学校
广州	白云学习中心	白云学习中心	距离 3.3 公里, 驾车 12 分钟, 公交 27 分钟, 步行 49 分钟, 中公近地铁, 均远离学校
广州		南沙学习中心	
广州		白云广技师学习中心	
广州		培正学习中心	
广州		广技师天河学习中心	
上海	杨浦总部	上海 (总部)	距离 1.3 公里, 驾车 6 分钟, 公交 30 分钟, 步行 20 分钟, 均离地铁近
上海	徐汇校区	徐汇中公教育	距离 2.5 公里, 驾车 10 分钟, 公交 25 分钟, 步行 31 分钟, 均离地铁近

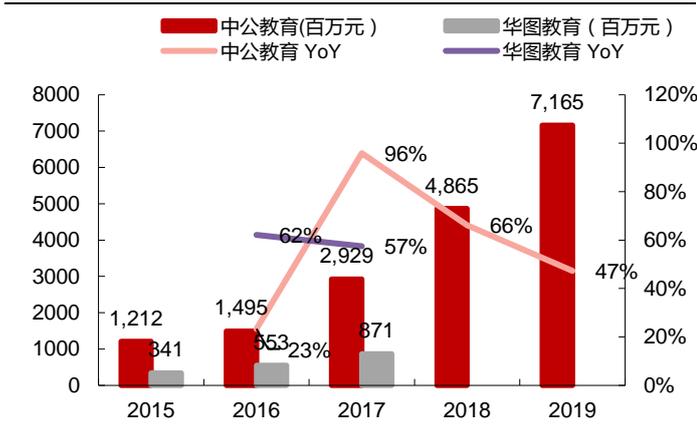
公司深度研究 | 中公教育

上海	松江校区	松江中公教育	距离 340 米, 驾车-分钟, 公交-分钟, 步行 6 分钟, 靠近大学城, 无地铁
上海	嘉定校区	嘉定中公教育	距离 1.6 公里, 驾车 7 分钟, 公交 20 分钟, 步行 25 分钟, 靠近大学, 远地铁
上海	崇明校区	崇明学习中心	距离 340 米, 驾车-分钟, 公交-分钟, 步行 6 分钟, 靠近大学城, 无地铁
上海		闵行中公教育	
上海		宝山分部	
上海		临港中公教育	
上海		惠南中公教育	
上海		奉贤中公教育	
上海		南桥中公教育	
北京	北京总校	金码分部	距离 4.2 公里, 驾车 13 分钟, 公交 44 分钟, 步行 62 分钟, 均近地铁近大学
北京	双井校区	国贸分部	距离 3.1 公里, 驾车 10 分钟, 公交 35 分钟, 步行 45 分钟, 华图近地铁, 均远学校
北京	六里桥校区	西站分部	距离 3.5 公里, 驾车 9 分钟, 公交 29 分钟, 步行 52 分钟, 均远学校近地铁
北京	通州校区	通州分部	距离 4 公里, 驾车 16 分钟, 公交 23 分钟, 步行 62 分钟, 均远学校近地铁
北京	昌平校区	华电北农分部	距离 3.3 公里, 驾车 10 分钟, 公交 26 分钟, 步行 48 分钟, 均近学校远地铁
北京	大兴校区	大兴分部	距离 4.9 公里, 驾车 16 分钟, 公交 25 分钟, 步行 69 分钟, 均远学校近地铁
北京	燕郊校区	燕郊分部	同一栋楼, 远地铁远学校
北京	房山校区	良乡分部	距离 2.8 公里, 驾车 9 分钟, 公交 24 分钟, 步行 42 分钟, 均近学校近地铁
北京	顺义校区	顺义北城分部	距离 4.9 公里, 驾车 14 分钟, 公交 24 分钟, 步行 75 分钟, 华图近学校, 中公近地铁
北京	密云校区	密云分部	距离 0.5 公里, 步行 7 分钟, 均远学校远地铁
北京	延庆校区		
北京	平谷校区		
北京	怀柔校区		
北京		数码分部	
北京		交大分部	
北京		航天桥分部	
北京		顺义分部	
北京		昌平分部	
北京		管庄分部	
北京		首经贸分部	
北京		惠新东街分部	

资料来源：中公教育，华图教育，百度地图，西部证券研发中心

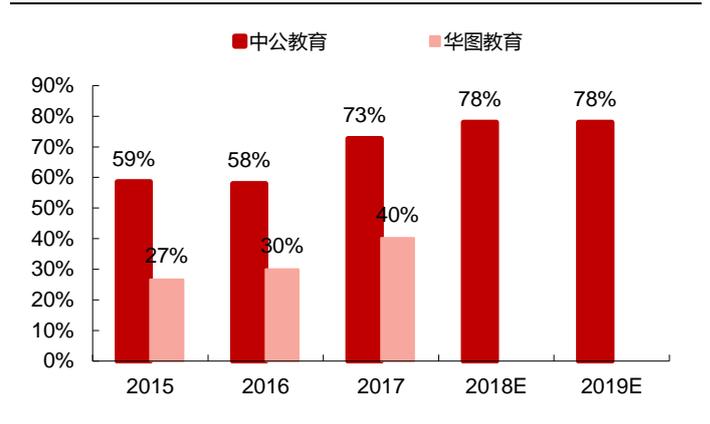
创造性地抓住协议班机遇，中公教育培训学员迅速规模化。中公教育和华图等其它公职招考培训机构的差异之一在于中公较早地将协议班模式应用到大量的培训课程中，即考生未通过考试即部分退费或全退。对于考生而言，由于公职招录考试竞争持续加剧，“不过退费”的模式更加符合学员参培的心理诉求。在两家重合的门店点位上，中公协议班的模式明显会对华图普通班的招生模式产生影响；在中公独占的门店点位上，中公将独享周边辐射学员。从结果上看，中公教育的培训学员迅速规模化。根据中公教育，中公的协议班收入占比均超过 50%，2017 年超过 70%，2019 年公考项目甚至提升至 80%；对比来看，华图教育主要以普通班商业模式为主，截至 2017 年协议班收入占比才提升至 40%。在协议班收入占比持续提升的情况下，中公的培训学员人次大幅增长，明显快于华图。此外，由于公职类培训学员的核心诉求在求职，公务员、事业单位和教师招聘等项目的学员在未通过考试的情况下可以相互转化，协议班退费情况能够得到有效降低；综合收款现金流情况，协议班模式是优于普通班的。

图 32：中公协议班收入及增速快于竞争对手



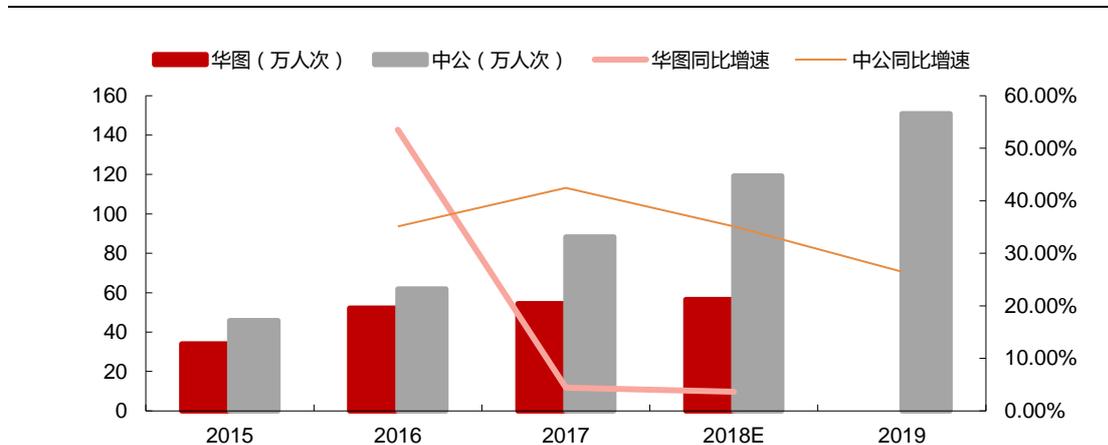
资料来源：中公教育，华图教育，西部证券研发中心

图 33：中公协议班收入占比高于竞争对手



资料来源：中公教育，华图教育，西部证券研发中心

图 34：中公培训学员人次及增速优于竞争对手



资料来源：中公教育，华图教育，西部证券研发中心（华图 2018 年为预估数值）

各类课程产品也更加灵活，提供给学员更多的组合选择。就课程层次方面，以北京地区的国考课程为例，中公教育提供 7 种课程模式、39 种班型供学员选择；对比来看，华图教育提供 8 种课程模式、32 种班型供学员选择。特别的，在协议班的课程服务上，中公教育提供的组合明显比华图教育要多，在短（30 天以内的）、中（40-50 天）、长（50 天以上）课时的班别上均有体现，华图在协议班上缺少中型课时的班别；此外，就笔试协议班而言，中公教育提供 3 类班型，而华图则只提供 1 类班型。我们认为中公教育在协议班课时、课程阶段的多样化更有利于招生。

表 15：北京国考：中公教育笔试协议班类型有 3 类

班别名称	班别	课时	时长
首都定制直通车	首都定制直通车	笔试 75 天 75 晚+面试 7 天 7 晚	82 天 82 晚
国考优学智胜	全程协议班 A	笔试阶段：64 天 64 晚集训（含 4 天休息）；面试阶段：7 天 7 晚集训	66 天 66 晚
国考优学智胜	全程协议班 B	笔试阶段：40 天 40 晚（含 2 天休息）；面试阶段：7 天 7 晚	45 天 45 晚
国考优学智胜	全程协议班 C	笔试阶段：32 天 32 晚（含 1 天休息）；面试阶段：7 天 7 晚集训	38 天 38 晚
全程协议	走读	笔试 68 天 14 晚+面试 7 天 7 晚	75 天 21 晚
全程协议	协议班 A	笔试 35 天 7 晚+面试 7 天 7 晚	42 天 14 晚

决战成功	笔面协议	笔试 37 天 37 晚+面试 7 天 7 晚	44 天 44 晚
决战成功	笔试协议	37 天 37 晚	37 天 37 晚
组合套餐	魔鬼刷题笔试协议	27 天 27 晚	27 天 27 晚
组合套餐	专项突破笔面套餐	笔试 23 天 7 晚+面试 7 天 7 晚	30 天 14 晚
组合套餐	精讲笔面套餐班	笔试 19 天 7 晚+面试 7 天 7 晚	26 天 14 晚
组合套餐	题海实战笔试协议	19 天 19 晚	19 天 19 晚

资料来源：中公教育，西部证券研发中心（灰色底为笔试协议班）

表 16：北京国考：华图教育笔试协议班类型有 1 类

课程系列	班别名称	课时
贝壳优课系列	贝壳优课秋实笔面直通营	60 天 60 晚
首都红领培优系列	首都红领培优笔面全程协议班 A	75 天 75 晚
红领培优系列	红领培优笔面全程协议班 A	64 天 64 晚
首都红领决胜系列	首都红领决胜笔面全程协议班	37 天 27 晚
红领决胜系列	红领决胜笔面全程协议班	27 天 27 晚
考前集训系列	培优考前特训营协议班	20 天 20 晚

资料来源：华图教育，西部证券研发中心（灰色底为笔试协议班）

在培训学员规模化的情况下，中公提供的教学产品更加具有成本优势。在对学员每小时收费上，我们认为中公教育的课程具有更高的性价比；因而在教学内容同质化的背景下，学员更加倾向于选择性价比更高的课程。一般而言，中公教育的授课时间段为早上 9:00-12:00、下午 14:00-17:30 和晚上 19:00-21:00，也就是说中公教育教师授课时长白天为 6.5 小时和晚上为 2 小时；对比而言，华图的授课时间段早上 9:00-12:00、下午 14:00-18:00 和晚上 19:00-21:00，整体上中公教育差别不大，华图教育教师授课时长白天为 7 小时和晚上为 2 小时。同样以 2020 国考北京地区的课程为例，我们将培训课时按照每天的授课时长进行换算，计算得出中公教育对学员的每小时收费范围在 42-141 元，华图对学员的每小时收费范围在 47 元- 221 元，华图每小时收费更高。

表 17：2020 国考：中公北京地区每小时收费 42 元-141 元

班别名称	班别	课时	每小时收费（元）	课程总价（元）	班型
组合套餐	题海实战笔试协议	19 天 19 晚	141	22,800	协议
国考优学智胜	全程协议班 B	笔试：40 天 40 晚（含 2 天休息）面试：7 天 7 晚	130	49,800	协议
组合套餐	魔鬼刷题笔试协议	27 天 27 晚	113	26,000	协议
组合套餐	精讲笔面套餐班	笔试 19 天 7 晚+面试 7 天 7 晚	106	20,800	协议
组合套餐	专项突破笔面套餐	笔试 23 天 7 晚+面试 7 天 7 晚	102	22,800	协议
全程协议	协议班 A	笔试 35 天 7 晚+面试 7 天 7 晚	99	29,800	协议
国考优学智胜	全程协议班 A	笔试：64 天 64 晚集训（含 4 天休息）；面试：7 天 7 晚 集训	98	54,800	协议
组合套餐	题海点睛套餐班	13 天 7 晚	97	9,600	非协议
国考优学智胜	全程协议班 C	笔试：32 天 32 晚（含 1 天休息）；面试：7 天 7 晚集训	92	29,800	协议
决战成功	笔面协议	笔试 37 天 37 晚+面试 7 天 7 晚	82	30,800	协议
决战成功	笔试协议	37 天 37 晚	82	25,800	协议
首都定制直通车	首都定制直通车	笔试 75 天 75 晚+面试 7 天 7 晚	81	56,800	协议

公司深度研究 | 中公教育

组合套餐	题海实战套餐班	19天7晚	79	10,900	非协议
全程协议	走读	笔试68天14晚+面试7天7晚	77	40,800	协议
题海系列	题海点睛(封闭班)	6天6晚	76	3,880	非协议
题海系列	题海点睛(日常班)	6天	74	2,880	非协议
题海系列	题海点睛(周末班)	6天	74	2,880	非协议
组合套餐	魔鬼刷题套餐	27天27晚	73	16,800	非协议
组合套餐	精讲套餐班	19天7晚	72	9,880	非协议
组合套餐	魔鬼刷题套餐班	27天7晚	71	13,500	非协议
组合套餐	专项突破套餐班	23天7晚	71	11,600	非协议
决战成功	非协议	18天18晚	65	9,980	非协议
题海系列	题海实战(封闭班)	12天12晚	65	6,580	非协议
题海系列	魔鬼刷题(封闭班)	20天20晚	64	10,800	非协议
全程非协议	走读	笔试68天14晚	63	29,800	非协议
题海系列	题海实战(日常班)	12天	60	4,680	非协议
题海系列	题海实战(周末班)	12天	60	4,680	非协议
精讲系列	申论高效提分(封闭)	12天12晚	58	5,880	非协议
精讲系列	申论高效提分(走读)	12天12晚	58	5,880	非协议
题海系列	魔鬼刷题(周末班)	20天	56	7,280	非协议
题海系列	魔鬼刷题(日常班)	20天	56	7,280	非协议
精讲系列	专项突破(行测日常班)	10天	56	3,620	非协议
精讲系列	专项突破(行测周末班)	10天	56	3,620	非协议
精讲系列	专项突破(申论日常班)	6天	55	2,160	非协议
精讲系列	专项突破(申论周末班)	6天	55	2,160	非协议
精讲系列	专项突破(日常班)	16天	51	5,280	非协议
精讲系列	专项突破(周末班)	16天	51	5,280	非协议
精讲系列	基础精讲(日常班)	12天	42	3,280	非协议
精讲系列	基础精讲(周末班)	12天	42	3,280	非协议

资料来源：中公教育，西部证券研发中心

表 18：2020 国考：华图北京地区每小时收费 47 元-221 元

课程系列	班别名称	课时	每小时价格(元)	课程总价	班型
考前集训系列	培优考前特训营协议班	20天20晚	221	39,800	协议班
红领决胜系列	红领决胜笔面全程协议班	27天27晚	147	35,800	协议班
考前集训系列	培优考前特训营	20天20晚	143	25,800	非协议
贝壳优课系列	贝壳优课秋实笔面直通营	60天60晚	129	69,800	协议班
首都红领决胜系列	首都红领决胜笔面全程协议班	37天27晚	127	39,800	协议班
首都红领培优系列	首都红领培优笔面全程协议班 A	75天75晚	118	79,800	协议班
首都红领培优系列	首都红领培优班	41天41晚	108	39,800	非协议
红领培优系列	红领培优笔面全程协议班 A	64天64晚	104	59,800	协议班
考前集训系列	考前集训营	8天8晚	103	7,380	非协议
首都红领培优系列	首都红领培优笔试全程班 B	61天61晚	100	54,800	非协议
首都红领培优系列	首都红领培优笔试全程班 C	55天55晚	97	47,800	非协议
题海演练系列	培优题海班	14天14晚	94	11,800	非协议
题海演练系列	题海演练班(住宿)	10天	93	6,480	非协议

公司深度研究 | 中公教育

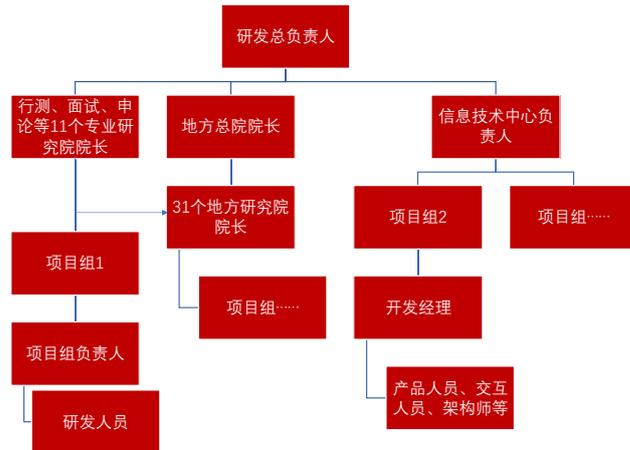
红领培优系列	红领培优班	30天30晚	88	23,800	非协议
首都红领培优系列	首都红领培优笔试全程班 A	75天75晚	87	58,800	非协议
红领培优系列	红领培优笔试全程班 B	50天50晚	86	38,800	非协议
红领培优系列	红领培优笔试全程班 C	44天44晚	78	30,800	非协议
红领培优系列	红领培优笔试全程班 A	64天64晚	74	42,800	非协议
贝壳优课系列	贝壳优课秋实营	60天60晚	74	39,800	非协议
红领决胜系列	红领决胜班	18天18晚	73	11,800	非协议
模块精讲系列	模块精讲周末笔试全程班 B	24天8晚	73	13,360	非协议
模块精讲系列	模块精讲周末笔试全程班 A	34天8晚	72	18,340	非协议
题海演练系列	题海演练班	10天	71	4,980	非协议
题海演练系列	题海周末班	10天	71	4,980	非协议
首都红领决胜系列	首都红领决胜班	29天19晚	70	16,800	非协议
首都红领决胜系列	首都红领决胜笔试全程班	37天27晚	70	21,800	非协议
红领决胜系列	红领决胜笔试全程班	27天27晚	69	16,800	非协议
模块精讲系列	模块精讲笔试全程班 A	36天8晚	68	18,340	非协议
模块精讲系列	模块精讲笔试全程班 B	26天8晚	67	13,360	非协议
模块精讲系列	模块精讲周末笔试全程班 C	26天	60	10,960	非协议
模块精讲系列	模块精讲周末班	16天	53	5,980	非协议
模块精讲系列	模块精讲班	18天	47	5,980	非协议

资料来源：华图教育，西部证券研发中心

3.3教研端：重研发投入，提升产品竞争力

中公的研发模式更贴近实际考试，有利于快速更新迭代教学内容。中公教育采取总部和区域研发相结合的方式，目前设有行测、面试、申论等 11 个专业研究院、1 个信息技术中心及总部地方总院下辖 31 个地方研究院等研发部门；其中 11 个专业研究院和 31 个地方研究院主要负责与日常授课相关的课程设计、授课内容、教学方法及讲义等课程体系基础研发；对比而言，华图教育的研发更加集中总部。考虑到公职类招录考试需求地区分散且有区域或者招考单位自主命题的情况，我们认为结合总部+区域的研发模式更有助于快速更新迭代知识点，提升培训通过率。中公教育的研发团队保证每年约 30%的教学内容更新，应对考点变化，提升学员通过率。

图 35：中公教育研发模式：总部和区域相结合



资料来源：中公教育，西部证券研发中心

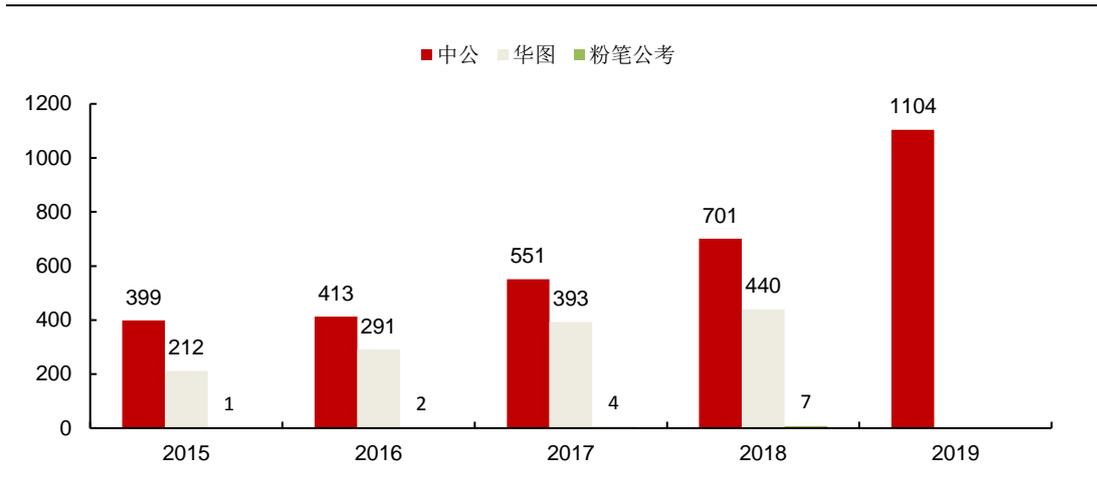
中公教育研发投入高。就研发人员数量和投入金额而言，中公教育大幅领先于华图教育：1）截止 1H18，华图总部研发人员仅有 36 人 VS. 中公教育 1344 人（其中总部研究院在 2018 年 4 月 30 日显示 461 人）；2）中公教育在 2015-2019 年间持续加大研发投入，2018 年研发费用达 4.6 亿，同比增幅为 46%，且 2019 年已达近 7 亿水平；对比来看，2015-2017 年华图教育在课程品类、线下门店不断拓张的情况下，研发投入金额和占收入比重反而逐年下滑，对教研投入不足。就研发人员的待遇及稳定性而言，中公教育凭借公职培训行业第一的地位在人才留用和薪酬待遇上具有标杆作用；对比而言，华图教育在近几年不断爆出高管离职、研发人员离职，团队稳定性差强人意。虽然中公教育也有类似情况，但时间较为久远，对未来的影响也相对较小。

表 19：中公华图重要人物离职情况

机构	时间	事件	原有职位
华图	2013 年 8 月 14 日	华图名师、湖南分校校长 张小龙 宣布离开华图	华图申论研究院院长、湖南分校校长等职务
华图	2017 年 2 月 24 日	华图教育副总裁 魏华刚 不再担任红领培优事业部总经理，不再分管济南分校、青岛分校、临沂分校、石家庄分校、唐山分校、保定分校、成都分校、绵阳分校、乐山分校、泸州分校、天津分校、重庆分校，上述分校相关工作直接向联席总裁李品友汇报。	红领培优事业部总经理
华图	2017 年 2 月 24 日	副总裁 袁东 不再担任华图网校常务副总经理，网校日常工作直接向总裁兼网校总经理张仕友汇报。副总裁李曼卿分管红领培优事业部，其他工作不变。	华图网校总经理
中公	2011 年 7 月底	原中公教育首席研究与辅导专家 田亚东 离职	首席研究与辅导专家
中公	2014 年 2 月 5 日	中公教育行测研究院院长 李国斌 离职	行测研究院院长

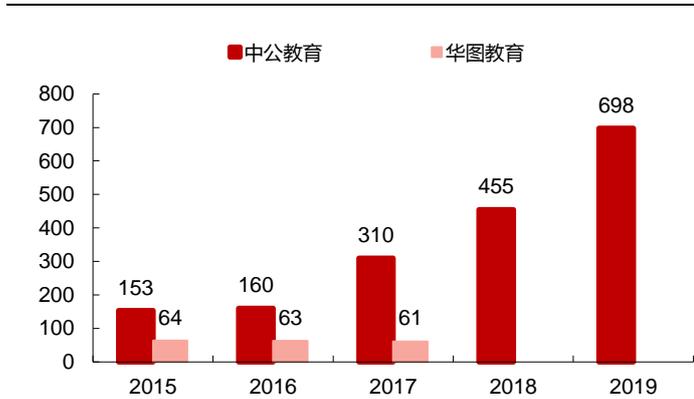
资料来源：中公教育，华图教育，西部证券研发中心

图 36：中公教育研发人员 3 年及以上工龄人数逐年提升（单位：人）



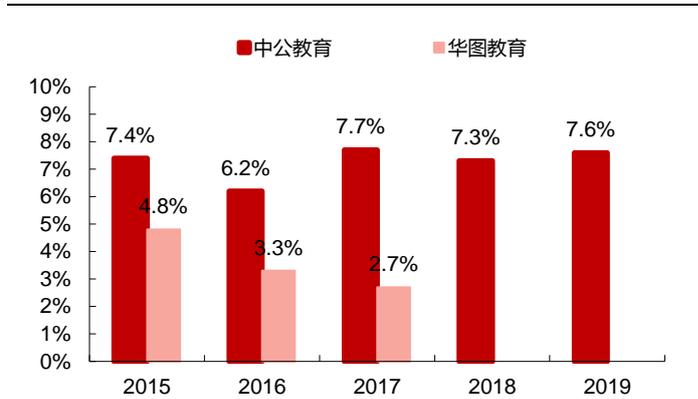
资料来源：中公教育，西部证券研发中心

图 37：中公研发费用支出更多（单位：百万）



资料来源：中公教育，华图教育，西部证券研发中心（华图未上市，数据暂未更新）

图 38：中公研发费率更高



资料来源：中公教育，华图教育，西部证券研发中心（华图未上市，数据暂未更新）

3.4 教学端：标准化教学，强师资

在师资力量上，培训机构的核心竞争力在于给学员提供优秀的教师以及在教学质量上降低对名师的依赖，原因有两方面：1) 培训机构行业的教师出差频繁，职业稳定性本身较低；2) 教育行业门槛较低，具有流量效应的名师具备自主招生开班的能力，或被其他机构高薪挖走。针对这两方面行业现状，中公教育相比于华图教育的优势也较为明显：1) 一方面，在师资力量上，中公教育以全职教师、招募 211 和 985 高校毕业生为核心卖点，对比行业来看，华图和其它竞争对手大都有兼职教师的身影，兼职教师在教学品质和人员稳定性上均不如全职专任教师，影响培训机构口碑；2) 中公教育在标准化的教学研发和培训上做出严格的规定和投入大量的资源，表现在中公教育的教师授课严格标准化、单一教师教学内容模块化，降低了老师的个人风格对培训学员的流量吸引以及老师的独当一面能力，而华图的教师在教学过程中自由度较高。

就教师薪酬而言，中公教育的薪酬表现较为稳定并且教师早期的职业生涯中通过评级上升通道也较为畅通，教师离职率持续降低。对比来看，早期的华图教育在教师薪酬方面相比中公更加有优势，但管理上的短板引发了部分专职教师的离职危机，对公司的口碑和用人形象均打折扣。根据看准网，中公教育的雇主评分是优于华图教育的。

图 39：中公教育的雇主评分优于竞争对手



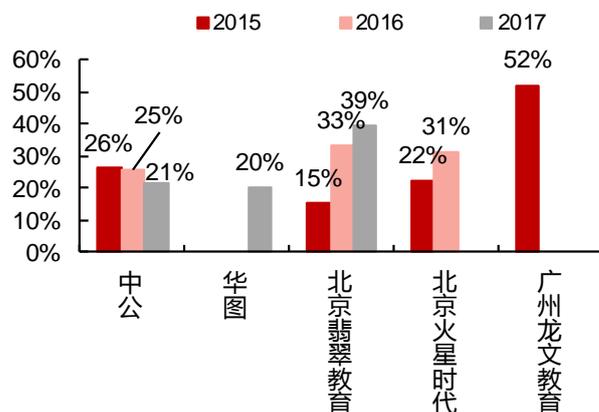
资料来源：看准网，西部证券研发中心

图 40：中公教师平均年薪（万元）维持稳定



资料来源：中公教育，华图教育，西部证券研发中心

图 41：中公教师离职率逐年下降



资料来源：中公教育，华图教育，西部证券研发中心

3.5 规模经济下享成本优势，利润空间不断释放

教育的本质在于提供教学服务从而获取酬劳，和大多数消费品一样，教育的核心在于前端销售导流和后续教学产品质量把控。对于不同的教学产品，培训机构获取利润的情况略有不同：1) 教学内容同质化高的赛道，培训机构赚取品牌溢价的能力较弱，核心优势在于规模经济下的低廉成本，并通过不断提升运营效率释放利润；2) 教学内容同质化低的赛道，培训机构在品牌溢价能力上有提升空间，品牌能力能够提升利润空间。

表 20：教育行业的两类竞争本质

分类	竞争本质
内容同质化严重的赛道	在用户没有办法洞察企业核心的时代，广告和营销的影响力较大；但用户在使用过程中，差异化需求也在不断显现，但核心竞争壁垒在于规模大、降低成本，从而释放利润。
内容同质化较低的赛道	教育行业的创新在于规模和研发成本，以第一代新东方、好未来为例，其崛起靠高于其他品牌的优质内容，通过内容取得一定规模之后，利用广告获取品牌溢价，之后形成规模效应以便更好的服务内容和研发。

资料来源：西部证券研发中心

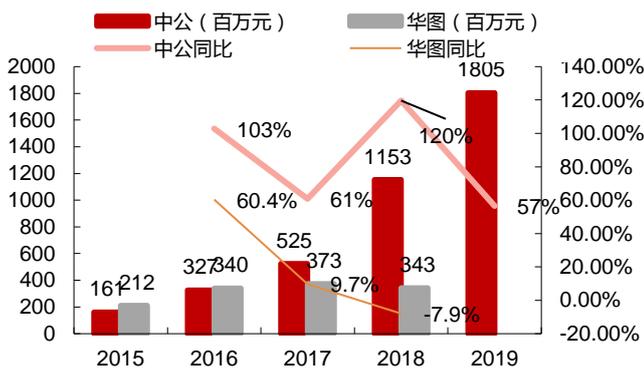
对于公职类招录考试培训而言，由于考点标准化高，在知识产权保护不足的情况下，各家培训

机构的教学内容同质化严重。我们认为中公教育在公职类培训的竞争优势在于规模效应下的成本优势，规模扩张后品牌口碑增强，推出协议高端班，从而价格上与其他机构形成差异。基于早前的分析，中公教育在招生端和教学端均持续压制华图，使得培训学员规模迅猛增长，降低了学员培训成本，释放利润空间。

另一方面，中公教育也凭借垂直一体化的管理模式，运营效率提升明显。中公教育高效的管理能力主要依靠3个方面的布局：1) 中公整个管理的构成在发生变化和扩展，以前是以团队管理、人的管理为主，现在管理向数字化转型，IT在整个管理资源中的占比不断提高，从而使得快速响应、高效周转。2) 中公的“中央指挥部”的架构和规模也在不断升级和迭代，早年所有的师资都在北京总部，然后往全国派。对比来看，教师资源已实现在各个省级城市分布，员工稳定性和调配效率都在提升，越来越工业化。3) 中公的企业文化和组织建设也很重要，中公以“做善良的人”为核心价值观，倡导“无我而利他”。

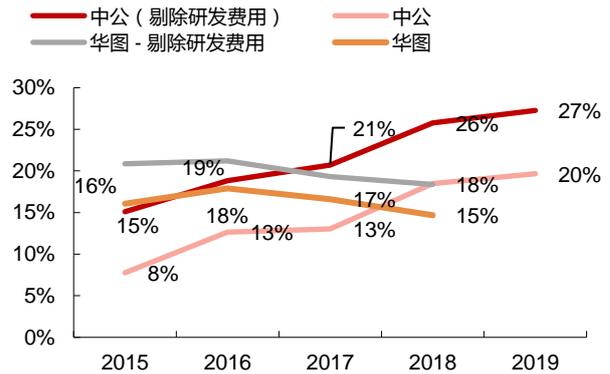
从利润释放的增速来看，中公教育明显快于华图；虽然华图利润率较高，但主要来自于研发费用的节省。

图 42：中公净利润增速更快



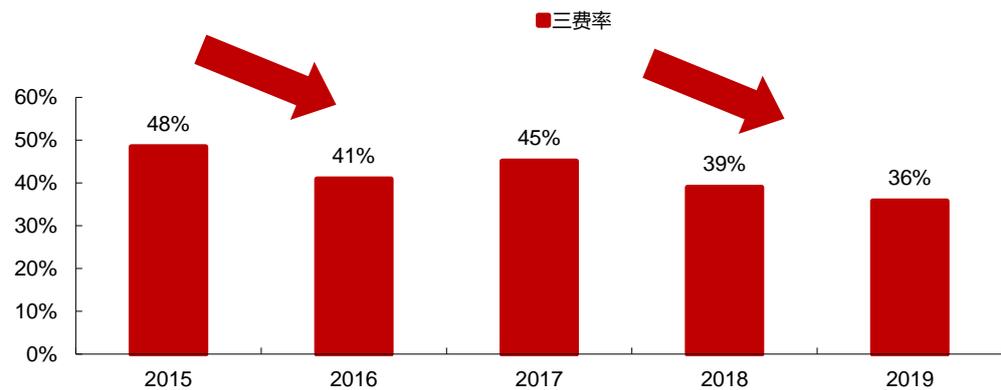
资料来源：中公教育，华图教育，西部证券研发中心（华图为预估）

图 43：中公净利率持续提升



资料来源：中公教育，华图教育，西部证券研发中心（华图为预估）

图 44：中公教育费用率优化明显



资料来源：中公教育，西部证券研发中心

3.6成长空间：市占率+客单价提升，预计2025年收入将翻倍

3.6.1公职招录：三大公职培训市占率迅速提升，2025年收入将超过200亿

公考：公考培训为中公发展最为成熟的品类。公考市场集中度相对较高，中公+华图双龙头，2019年CR2约50%。2017-2019年公考招录人数逐年下降，中公公考业务培训人次却逆势上升，公司市占率快速提升，估算从2018年的20%+提升至2019年的30%+。缩招期间考生备考相对谨慎，会优先选择龙头机构进行培训，缩招期间中公进一步巩固在公考培训领域的口碑。参考留学语培市场，新东方市场份额占据半壁江山，前文分析留学语言考试与公考培训周期、培训诉求相似，但公考通过率更低且每年只有一次考试，由此我们认为品牌优势在公考领域将更加明显，中公在公考领域的市占率在未来还会不断提升。根据我们对行业规模的判断，我们预计2025年中公公考业务有望突破百亿。

事业单位和教师：事业单位和教师资格及招录考试培训从考试内容上来说和公考最为接近，但由于考试难度低于公考、招录单位地域上更加分散，参培率和市场集中度与公考都还有一定差距，华图+中公2019年市场份额约25%。根据报考人数和财报披露的中公参培人次计算，中公在事业单位和教师招录及资格证培训中的市占率约分别为17%、16%。事业单位、教师工作岗位工资有望向公务员岗位靠拢，职位吸引力提升，考试难度加大，我们预计龙头公司的品牌优势会更加显著，我们认为到2025公司在事业单位、教师序列的市占率有望对标公考，达到接近30%，收入规模分别为60亿、90亿。

表 21：中公三大公职培训收入空间测算

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
中公公考(亿元)	42	52	65	81	99	118	138
行业规模(亿元)	109	140	170	202	235	269	301
中公市占率	34.0%	36.0%	38.0%	40.0%	42.0%	44.0%	46.0%
中公事业单位(亿元)	14	20	27	34	42	51	62
行业规模(亿元)	89.4	106.2	126.7	148.2	169.1	187.9	213.6
中公市占率	16.0%	19.0%	21.0%	23.0%	25.0%	27.0%	29.0%
教师资格证及教师招录(亿元)	19.8	28.1	37.2	48.0	60.7	74.9	91.3
行业规模(亿元)	124	156	186	218	253	288	426
中公市占率	16.0%	18.0%	20.0%	22.0%	24.0%	26.0%	28.0%

资料来源：西部证券研发中心

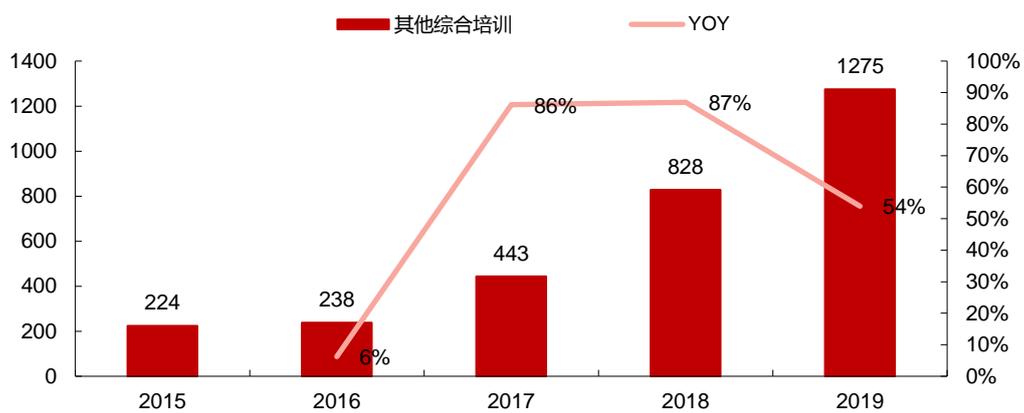
3.6.2中公教育新业务起点高，有望成为龙头

在继公职类培训产品大获成功之后，中公教育利用庞大的线下门店渠道和标准化教研管理经验的优势，积极布局新兴的职教赛道；其中，考研和 IT 培训为关注重点。我们认为考研和 IT 培训赛道行业规模空间广阔，2025 年对应的市场规模分别约 198/825 亿，VS. 当前 60+亿/410 亿；就核心驱动因素而言，考研业务在于学员人次的高速增长和客单价提升；IT 培训处于学员人次增长阶段。由于考研和 IT 培训的行业集中度较低，中公教育在门店和标准化教研的起点较高，我们认为中公教育成为龙头的潜力较大，2019 年公司其它综合业务增速达 54%，相比 2018 年全年仍旧处于增长阶段。

中公的考研业务和 IT 培训业务起点都很高，原因如下：

- 1) **线下直营门店共用。**由于公职项目的大部分学员是大学生，因此中公教育设立线下门店的一个标准是临近大学城。考研的学员群体大部分是大学生，IT 培训也有仅一半的学员来自于高校，而且学习阶段更加早于公职项目；因此，对于中公教育而言，线下的门店资源复用效率得到提升。对比来看，当前的线下头部公司走加盟路线而非直营，新东方在线并未涉及线下业务。
- 2) **标准化教研。**中公教育是标准化教研的典范，考研公共课和基础课的考点全国统一，适合于标准化教研体系，中公教育早已驾轻就熟，相比竞争对手也摆脱了对名师的依赖。IT 培训虽然不要求考点，但并不妨碍中公进行标准化教研，主要目的仍旧是服务于学员，增强求职竞争力；此外，IT 培训属于内容同质化较低的赛道，培训机构在享受成本优势的情况下还能赚取品牌溢价，我们看好中公教育的高研发投入带来的优质培训内容。

图 45: 2017-2019 中公教育其它综合培训收入同比增速维持加速增长 (单位: 百万元)



资料来源: 中公教育, 西部证券研发中心

三、盈利预测及投资建议

关键假设：

- 1) **主营公职招考产品**：中公教育利用产品和渠道压制竞争对手，招生人数持续增长，客单价随着协议班占比提高逐渐提升，市占率提升逻辑；培训人次假设：2020-2022年公考培训参培人次同比增长35%、25%、20%；事业单位培训培训人次同比增长27%、22%、28%；教师培训课程人次同比增长23%、18%、17%。客单价假设：2020-2022年公考培训客单价同比增长4%、3%、2%；事业单位培训客单价同比增长6%、4%、3%；教师培训客单价同比增长16%、14%、13%。
- 2) **包含考研和IT培训的其它综合面授培训**：学员参培需求持续提升，行业规模不断打开，中公教育复制公职招考业务模式获得高速增长，成长逻辑；培训人次假设：2020-2022年其他综合面授培训人次同比增长40%、28%、20%；客单价假设：2020-2022年其他综合面授培训客单价同比增长4%、4%、4%。
- 3) **在线教育**：补充面授培训无法覆盖的学员，不断引入高端课程，人次和客单价增长；培训人次假设：2020-2022年在线教育培训人次同比增长58%、38%、30%；客单价假设：2020-2022年在线教育培训客单价同比增长3%、1%、1%。
- 4) **成本假设**：教师薪酬+开班费在营业成本中的占比超过80%。我们预计2020-2022年教师薪酬分别同比增加60%、35%、30%；开班费分别同比增加33%、38%、26%。对应2020-2022年毛利率分别为59%、59%、59%。

表 22：中公各业务线收入及增速情况

	2019 年收入占比	2020E	2021E	2022E
公务员招录培训（百万元）	44.0%	5,447	6,830	8,040
yoy		36.0%	25.0%	18.0%
事业单位招录培训（百万元）	13.0%	1,575	1,986	2,390
yoy		35.0%	26.0%	20.0%
教师招录及教师资格培训（百万元）	18.0	2,348	3,169	4,190
%				
yoy		43%	35%	32%
其他综合培训（百万元）	14.0%	1,848	2,448	3,031
yoy		45.0%	33.0%	24.0%
在线教育收入（百万元）	11.0%	1,685.2	2,393.9	3,076.3
yoy		63.0%	42.0%	29.0%
总收入（百万元）	100.0%	12,944	16,876	20,897
yoy		41.0%	30.0%	24.0%
毛利率		58.80%	58.5%	59.0%

资料来源：中公教育，西部证券研发中心

3.1 盈利预测

我们预计公司 20-22 年营业收入分别为 129.44/168.76/208.97 亿元，同比增速为 41.1%/30.4%/23.8%，归属于母公司股东的净利润分别为 25.05/34.38/45.65 亿元，同比增速分别为 38.8%/37.2%/32.8%，EPS 分别为 0.41/0.56/0.74 元。

3.2 投资建议

我们采用 DCF 绝对估值法，推导合理股价为 35 元，核心假设为：

- 1) WACC = 6.4%
- 2) 第二阶段（7 年）年均增速 10%；公司仍在积极布局考研和 IT 培训新兴业务，行业规模空间广阔。由于考研和 IT 培训对于公司已有的线下门店利用率还处于低位，仍旧有大幅提升的空间，预计公司在新兴业务上维持加速增长的潜力
- 3) 永续增长率为 2%；

我们 35 元的目标价对应的 2021PE 估值为 57X，对比 A 股的其他教育公司来看，中公教育由于公职招考龙头的原因在估值上享有部分溢价。参照 K12 龙头新东方、好未来，高速扩张期均享有较高估值，超过 80X，由此可见教育赛道龙头企业行业红利期业绩超预期往往有较高的估值溢价。公司短期有望率先受益于各招录扩招，长期有望凭借渠道及研发优势，一方面提高既有业务市占率，另一方面跨赛道复制扩张可期。我们给予 35 元目标价，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 23: FCFF 估值法

假设	数值	假设	数值
永续增长率	2.00%	WACC (加权平均资产成本)	6.4%
企业价值 (百万元)	207815	Ke (股权资本成本)	7.4%
非核心资产价值 (百万元)	8286	Kd (债务资本成本)	4%
债务价值 (百万元)	1922	Tx (有效税率)	20%
股权价值 (百万元)	214179	Rf (无风险利率)	3%
股本 (百万股)	6167	Rm (市场预期收益率)	7%
每股价值 (元)	34.73	Beta (贝塔值)	1.1

资料来源：西部证券研发中心

表 24: DCF 估值敏感性分析

永续增长率 g	1.24%	1.37%	1.50%	1.65%	1.82%	2.00%	2.20%	2.42%	2.66%	2.93%	3.22%
WACC											
3.97%	58.80	61.39	64.55	68.46	73.38	79.77	88.32	100.30	118.18	147.57	204.51
4.37%	51.04	52.97	55.28	58.10	61.58	65.98	71.67	79.30	89.98	105.93	132.15
4.80%	44.53	45.97	47.69	49.75	52.26	55.36	59.27	64.34	71.13	80.65	94.85
5.28%	39.01	40.11	41.39	42.91	44.74	46.97	49.73	53.21	57.71	63.75	72.20
5.81%	34.31	35.14	36.11	37.25	38.60	40.22	42.20	44.64	47.73	51.72	57.07
6.39%	30.28	30.91	31.64	32.50	33.51	34.70	36.14	37.89	40.05	42.78	46.31
7.03%	26.80	27.29	27.84	28.49	29.25	30.14	31.19	32.46	34.00	35.91	38.31
7.74%	23.79	24.16	24.59	25.08	25.65	26.32	27.10	28.03	29.14	30.50	32.18
8.51%	21.18	21.47	21.79	22.17	22.60	23.10	23.68	24.37	25.18	26.16	27.35
9.36%	18.91	19.13	19.38	19.67	19.99	20.37	20.81	21.32	21.92	22.63	23.48
10.30%	16.93	17.10	17.29	17.51	17.76	18.04	18.37	18.75	19.20	19.72	20.34

资料来源：西部证券研发中心

表 25: A 股教育公司相对估值情况

代码	证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE		
			2019A	2020E	2021E
002607.SZ	中公教育	1718.85	95.65	66.07	48.15
	中位值	44.99	36.91	55.76	21.73
	平均值	51.43	227.31	74.40	38.17
603377.SH	东方时尚	99.31	48.09	55.76	38.62
002261.SZ	拓维信息	94.11	-6.67	104.01	75.93
000526.SZ	紫光学大	54.00	231.00	253.80	66.57
002621.SZ	美吉姆	51.34	205.07	84.84	31.41
600661.SH	昂立教育	44.99	-18.44	38.57	21.73
300359.SZ	全通教育	36.33	-5.49	--	--
600730.SH	中国高科	29.39	1587.07	--	--
002659.SZ	凯文教育	27.97	-31.76	58.32	21.36
300338.SZ	开元股份	25.47	36.91	-74.50	11.60

资料来源：中公教育为西部证券研究与开发中心预测，其他公司为 wnd 一致预期

风险提示

- 1) **政策支持减弱风险。**教育行业受政策影响较大，如果职教行业政府的政策支持力度下降，将影响行业规模空间及增速；
- 2) **公职招录人数或下降。**由于国家经济增速放缓进入新常态，财政供养负担较重，公职类招录人数可能有下滑的风险；
- 3) **参培人数不达预期。**由于学员参加公职招考培训的原因在于增强就业能力和对应岗位的稳定性、薪酬水平等，如若未来就业压力减小或公职岗位的吸引力降低，将对参培人数造成影响；
- 4) **客单价提升不如预期。**由于竞争加剧，参培学员需要更早备考，培训机构的课程因课时增长获得提价机会，如若准备时长不再具备拉长的空间，课程单价将以课时单价提升为主要驱动力，如若学员不接受课时单价提升，客单价增长有不达预期的风险；
- 5) **教师招聘透明度不如公考。**由于部分教师招聘的面试由各个学校进行组织，而非全省或全市统一，录取因素具有操纵的空间；由于培训机构的面试课程大都属于协议班模式，将影响面试阶段的协议班收入确认；
- 6) **教师资格证需求减弱的风险。**教师资格证的参培需求一部分是由于政策驱动，要求课外培训机构教师必须持证上岗，2018年再次加强执行标准。如若教师资格证在2020年后不能保持当前的需求情况，将影响教师业务的收入增速。
- 7) **通过率下滑造成收入不达预期风险。**公司以协议班模式为主，如若公司通过率出现大幅下滑，将影响协议班的收入确认，可能不达预期。
- 8) **退费造成的现金流风险。**由于中公采用高价协议班，不过将根据协议部分或全额退费给学员，在笔试成绩密集公布期以及录用公示期，退费需求将增长明显，短期增加公司现金流压力。
- 9) **竞争加剧的风险。**华图再次启动上市资本运作，上市将重新获得发展资金，例如拓张品类、门店以及加大投入研发等，将对中公教育的招生有压制影响。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	649	2,724	5,474	10,282	15,745	营业收入	6,237	9,176	12,944	16,876	20,897
应收款项	89	260	393	398	605	营业成本	2,552	3,813	5,329	7,004	8,568
存货净额	0	0	194	85	139	营业税金及附加	27	57	80	104	129
其他流动资产	2,332	1,852	1,463	1,882	1,732	销售费用	1,102	1,483	2,002	2,540	3,009
流动资产合计	3,070	4,836	7,523	12,647	18,221	管理费用	1,328	1,796	2,434	3,040	3,647
固定资产及在建工程	790	1,326	1,427	1,564	1,793	财务费用	(3)	204	105	44	(16)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他费用/(-收入)	(110)	(268)	(138)	(154)	(147)
无形资产	204	198	180	165	149	营业利润	1,340	2,091	3,132	4,298	5,707
其他非流动资产	3,137	3,601	2,606	3,173	3,200	营业外净收支	(0)	(1)	(0)	(1)	(1)
非流动资产合计	4,132	5,124	4,212	4,902	5,142	利润总额	1,340	2,090	3,132	4,297	5,706
资产总计	7,202	9,961	11,736	17,549	23,363	所得税费用	187	285	626	859	1,141
短期借款	1,607	2,867	1,922	2,132	2,307	净利润	1,153	1,805	2,505	3,438	4,565
应付款项	2,544	3,555	3,793	5,979	7,073	少数股东损益	0	(0)	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1,153	1,805	2,505	3,438	4,565
流动负债合计	4,151	6,422	5,715	8,111	9,380	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	盈利能力					
其他长期负债	97	107	101	102	103	ROE	47.4%	56.5%	53.6%	45.1%	39.3%
长期负债合计	97	107	101	102	103	毛利率	59.1%	58.5%	58.8%	58.5%	59.0%
负债合计	4,248	6,529	5,816	8,213	9,483	营业利润率	21.5%	22.8%	24.2%	25.5%	27.3%
股本	104	104	104	104	104	销售净利率	18.5%	19.7%	19.4%	20.4%	21.8%
股东权益	2,954	3,432	5,920	9,336	13,879	成长能力					
负债和股东权益总计	7,202	9,961	11,736	17,549	23,363	营业收入增长率	54.70%	47.1%	41.1%	30.4%	23.8%
						营业利润增长率	112.40%	56.1%	49.8%	37.2%	32.8%
						净利润增长率	119.70%	56.6%	38.8%	37.2%	32.8%
						偿债能力					
						资产负债率	59.0%	65.5%	49.6%	46.8%	40.6%
						流动比	0.74	1.32	1.32	1.56	1.94
						速动比	0.74	0.75	1.28	1.55	1.93
						每股指标与估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
						每股指标					
						EPS	0.19	0.29	0.41	0.56	0.74
						BVPS	0.48	0.56	0.96	1.51	2.25
						估值					
						P/E	143.58	91.70	66.07	48.15	36.26
						P/B	56.04	48.24	27.96	17.73	11.93
						P/S	26.5	18.0	12.8	9.8	7.9

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

西部证券—公司投资评级说明

买入:	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
增持:	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
中性:	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
卖出:	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

联系我们

联系地址: 上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层
北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

机构销售团队:

徐青	全国	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
李佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn
雷蕾	上海	资深机构销售	13651793671	leilei@research.xbmail.com.cn
李思	上海	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
龚泓月	上海	高级机构销售	15180166063	gonghongyue@research.xbmail.com.cn
丁可莎	上海	高级机构销售	18121342865	dingkesha@research.xbmail.com.cn
陈妙	上海	高级机构销售	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
钱丹	上海	机构销售	16602165959	qiandan@research.xbmail.com.cn
倪欢	上海	机构销售	15201924180	nihuan@research.xbmail.com.cn
陈艺雨	上海	机构销售	13120961367	chenyiyu@research.xbmail.com.cn
滕晗屹	上海	机构销售	18842625047	tenghanyi@research.xbmail.com.cn
范一洲	上海	机构销售	16621081020	fanyizhou@research.xbmail.com.cn
阎越	上海	机构销售	19121348206	yanyue@research.xbmail.com.cn
尉丽丽	上海	机构销售	18717752139	weilili@research.xbmail.com.cn
于静颖	上海	机构销售	18917509525	yujingying@research.xbmail.com.cn
程琰	深圳	区域销售总监	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
张帆	深圳	机构销售	17621641300	zhangfan@research.xbmail.com.cn
邓洁	深圳	机构销售	18899778604	dengjie@research.xbmail.com.cn
李文	广州	机构销售	18928938378	liwen@research.xbmail.com.cn
李梦含	北京	区域销售总监	15120007024	limenghan@research.xbmail.com.cn
高飞	北京	高级机构销售	15120002898	gaofei@research.xbmail.com.cn
袁盼锋	北京	高级机构销售	18611362059	yuanpanfeng@research.xbmail.com.cn
王晓驰	北京	高级机构销售	18519059616	wangxiaochi@research.xbmail.com.cn
魏彤	北京	机构销售	13120078585	weitong@research.xbmail.com.cn

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。