

教育
职业教育培训龙头，业绩增长可期

2019年10月15日

—中公教育 (002607.SZ) 深度研究报告
公司评级：增持（首次）

分析师：顾静

执业证书号：S1030510120007

电话：0755-83199599

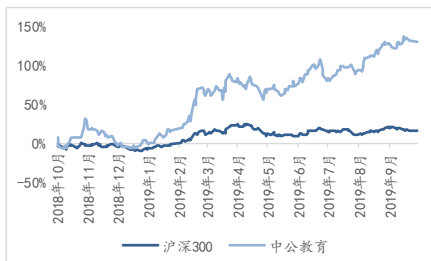
邮箱：gujing@cscsco.com.cn

核心观点：

- 1) **国内职业教育培训龙头，业绩呈现高增长态势。**公司是国内领先的职业教育机构，国内职业教育市场占有率为4.1%，其中公务员培训市场占有率为21%；2015年-2018年，公司营业收入、归母净利润复合年均增速分别为31.7%和63.6%，净利率由7.8%提高到18.5%，公司净利润近4年增长7.2倍。
- 2) **职业教育培训市场步入稳健增长，龙头增长空间更大。**根据Frost&sullivan数据，预测2022年国内职业教育市场规模为1930亿元，2018-2022年复合年均增速为11.2%；国内职业教育培训市场相对分散，竞争激烈，职业教育培训龙头成长速度高于行业平均水平，未来考试难度增加，客户将倾向于选择口碑好的大品牌，龙头市场占有率将持续提升。
- 3) **公司竞争优势扩大，未来业绩增长可期。**与竞争对手比较，公司渠道、研发、管理等优势不断扩大；从短中期来看，公司业绩增长驱动力包括客单价的提升、培训学员的增加，垂直一体化管理协同各增长环节进入良性循环，净利率相对较低，还有提升空间；长期来看，公司将通过渠道下沉、品类扩展，开启新的业绩增长点。
- 4) **盈利预测与投资评级。**我们预测2019E-2021E公司归属于母公司净利润分别为17.3亿元、23.04亿元、29.4亿元，分别同比增长50.07%、33.17%、27.61%；我们预计公司2019-2021年的EPS为0.28元、0.37元、0.48元，对应PE为62.67倍、47.06倍、36.88倍；目前国内尚无可比的纯正职业教育上市公司，与国内外可比教育上市公司比较，公司估值相对较高，我们认为职业教育培训市场需求稳健，政策监管相对较宽松，中公教育作为职业教育培训龙头，未来将充分享受职业教育行业红利，随着竞争优势逐步放大，预计业绩将保持较高增速，可享有一定估值溢价，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 5) **风险提示：**政策风险、市场竞争风险等。

公司具备证券投资咨询业务资格

中公教育 (002607.SZ) 与沪深300 对比表现


公司数据与预测

Wind 资讯

总市值 (亿元)	1045.37
流通市值 (亿元)	113.10
总股本 (百万股)	6167.40
流通股本 (百万股)	667.24
日均成交额 (百万)	130.73
近一个月换手 (%)	20.58
第一大股东	鲁忠芳

请务必阅读文后重要声明及免责条款

预测指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	6236.99	8857.93	11584.08	14645.41
收入同比	54.72%	42.02%	30.78%	26.43%
净利润(百万)	1152.79	1729.99	2303.91	2940.02
净利润同比	119.67%	50.07%	33.17%	27.61%
毛利率	59.08%	58.00%	57.60%	57.30%
净利率	18.48%	19.53%	19.89%	20.07%
EPS (元)	0.19	0.28	0.37	0.48
PE (倍)	94.05	62.67	47.06	36.88

目录

一、国内职业教育培训龙头	4
1、国内职业教育培训龙头.....	4
2、股权结构清晰集中，业绩承诺彰显成长信心.....	5
二、职业教育培训市场步入稳健增长，龙头增长空间更大	5
1、国内职业培训市场步入稳健增长.....	5
2、职业教育龙头增长高于行业平均水平，未来成长空间更大.....	7
3、看好招录、考研、专业技能职业培训发展前景.....	9
三、公司竞争优势扩大，净利润呈现高增长态势	12
1、公司净利润呈现高增长态势.....	12
2、渠道优势扩大，客单价走高、公司收入增速强劲.....	14
3、公司毛利率相对稳定，维持较高水平.....	15
4、期间费用率相对较高，呈现下降趋势.....	15
四、公司未来业绩增长可期	16
1、客单价仍有提升空间.....	17
2、市场渗透率提升，培训学员持续增加.....	18
3、公司净利率相对较低，运营效率有提升空间.....	19
4、培训品类扩展，线上培训业务发力.....	20
五、盈利预测及投资评级	23
1、盈利预测.....	23
2、估值与评级.....	25
六、风险提示	25

图表目录

Figure 1 中国职业教育市场集中度.....	4
Figure 2 中国公务员培训市场集中度.....	4
Figure 3 公司主营业务收入及占比.....	4
Figure 4 公司股权结构.....	5
Figure 5 国内职业教育教育分类及特征.....	6
Figure 6 国内职业培训市场规模&同比增速.....	6
Figure 7 国内职业培训市场规模结构.....	6
Figure 8 职业教育龙头收入增长高于行业平均水平.....	7
Figure 9 公务员招录市场占有率（2016年）.....	8
Figure 10 公务员招录市场占有率（2017年）.....	8
Figure 11 国考参考人数及录取率.....	8
Figure 12 地方公务员参考人数及录取率.....	8
Figure 13 中公教育职业培训产品及涵盖范围.....	9
Figure 14 国内高校毕业生人数及同比增速.....	9
Figure 15 中国留学生人数及同比增长.....	9
Figure 16 国内考研人数及同比增速.....	10
Figure 17 优选职业教育培训赛道研究框架.....	10
Figure 18 国内教师资格证笔试人数及同比增速.....	11
Figure 19 国内IT培训行业市场规模及同步增速.....	12
Figure 20 公司净利润及同比增速.....	13
Figure 21 中公教育与华图教育净利润增速比较.....	13
Figure 22 中公教育营业收入及同比增速.....	14
Figure 23 华图教育营业收入及同比增速.....	14
Figure 24 中公教育直营网点图（2019.H1）.....	14
Figure 25 中公教育与华图教育培训网点数量比较.....	14
Figure 26 中公教育面授学生人数及同比增速.....	15
Figure 27 华图教育面授学生人数及同比增速.....	15
Figure 28 中公教育与华图教育综合毛利率比较.....	15
Figure 29 中公教育与华图教育面授培训毛利率比较.....	15
Figure 30 中公教育与华图教育期间费用率比较.....	16
Figure 31 中公教育与华图教育管理费用率比较.....	16
Figure 32 中公教育与华图教育销售费用率比较.....	16
Figure 33 中公教育与华图教育研发费用率比较.....	16
Figure 34 中公教育中长期业绩增长点分析.....	17
Figure 35 中公教育面授人均收入及同比增速.....	17
Figure 36 华图教育面授人均收入及同比增速.....	17
Figure 37 中公教育与华图教育面授协议班占比.....	18
Figure 38 公务员招录培训学员人数及市场渗透率预测.....	18
Figure 39 事业单位招录培训学员人数及市场渗透率预测.....	19

Figure 40 中公教育与华图教育净利率比较.....	19
Figure 41 公司垂直一体化管理形成良性循环.....	20
Figure 42 公司主营业务同比增速.....	21
Figure 43 公司主营业务收入占比（2019.H1）.....	21
Figure 44 公司主营业务收入占比（2018.H1）.....	21
Figure 45 中公教育与华图教育线上培训毛利率比较.....	22
Figure 46 中公教育与华图教育线上培训人均收入比较.....	22
Figure 47 非学历职业教育三大板块市场人群范围与市场规模分析.....	22
Figure 48 2019-2021 年公司营业收入预测关键假设条件.....	24
Figure 49 中公教育与国内外可比教育上市公司估值比较.....	25
附：财务预测摘要.....	27

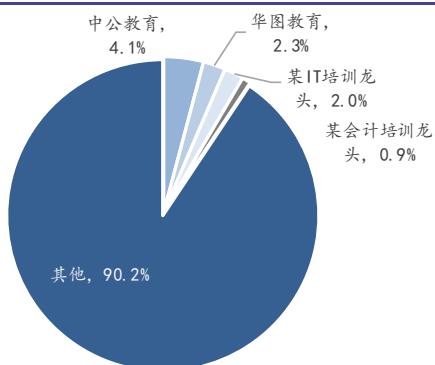
一、国内职业教育培训龙头

1、国内职业教育培训龙头

招录考试培训领域的开创者和领导者。中公教育专注于非学历职业就业培训，通过面授培训及线上培训等形式提供服务，培训内容涵盖国家和地方公务员招录、事业单位招聘、教师资格和招录等与大学毕业生就业择业密切相关的各大领域。早在 2001 年，公司创始人李永新先生就进入公务员考试培训领域，成立国内第一批专业公考培训机构，次年，建立中国首个公考门户网站（中公网），2018 年 11 月，公司借壳亚夏汽车上市；

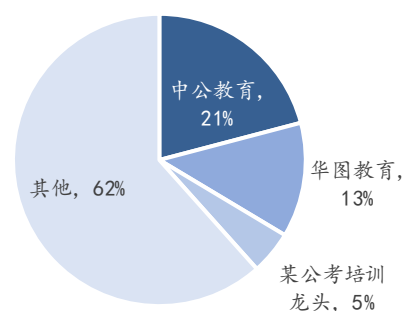
公司是国内领先的职业教育机构，是公职类招录考试培训的领导者，国内职业教育市场占有率为 4.1%，公务员培训市场占有率为 21%；截止 2019 年上半年，公司总资产为 104.9 亿元，目前已建立覆盖 319 个地级市的 880 个学习中心网点。

Figure 1 中国职业教育市场集中度



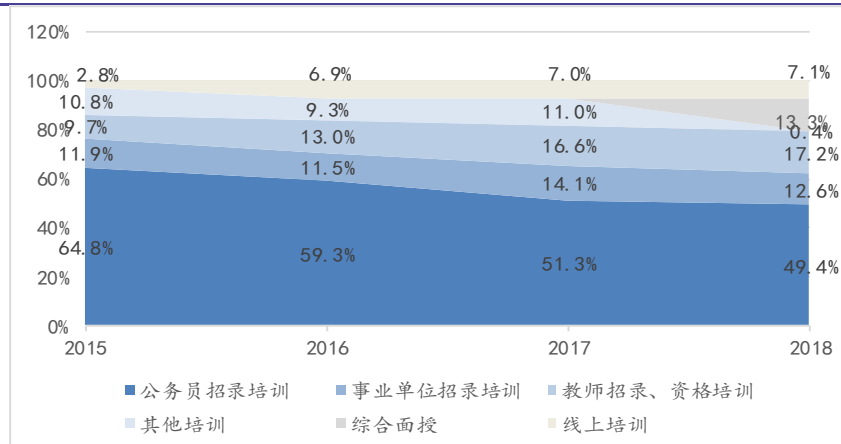
资料来源：Frost&sullivan、世纪证券研究所

Figure 2 中国公务员培训市场集中度



资料来源：Frost&sullivan、世纪证券研究所

Figure 3 公司主营业务收入及占比



资料来源：wind、世纪证券研究所

2、股权结构清晰集中，业绩承诺彰显成长信心

一致行动人合计持股 60.58%。公司最终控制方为李永新和鲁忠芳，为母子关系，截至 2019 年 6 月 30 日，合计持股比例为 60.58%，公司股权结构相对清晰集中，利于公司管理和发展。

业绩承诺锁定股权，彰显管理层信心。公司一致行动人股权锁定 3 年，解锁条件是承诺业绩 2018-2020 年合并报表范围内扣非归母业绩分别不低于 9.3/13.0/16.5 亿元，对应增速 87.85%/39.78%/26.92%。若中公教育实际业绩未达承诺，李永新等 8 名业绩补偿人将按交易前持有中公教育股份比例，优先以股份进行补偿，当股份补偿总数达到本次发行股份购买资产发行的股份总数的 90%后，现金补偿。2018 年公司实现扣非净利润 11.1 亿元，超额完成业绩承诺。

Figure 4 公司股权结构

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本性质
1	鲁忠芳	2,550,549,260	41.36	限售流通 A 股
2	李永新	1,131,415,121	18.35	限售流通 A 股, A 股流通股
3	王振东	962,471,418	15.61	限售流通 A 股
4	北京航天产业投资基金(有限合伙)	267,353,171	4.33	限售流通 A 股
5	北京广银创业投资中心(有限合伙)	178,235,447	2.89	限售流通 A 股
6	北京基锐科创投资中心(有限合伙)	89,117,723	1.44	限售流通 A 股
7	北京中公未来信息咨询中心(有限合伙)	80,000,000	1.30	A 股流通股
8	周夏耘	78,848,640	1.28	限售流通 A 股
9	周晖	72,277,920	1.17	限售流通 A 股
10	周丽	48,185,280	0.78	A 股流通股
合 计		5,458,453,980	88.51	

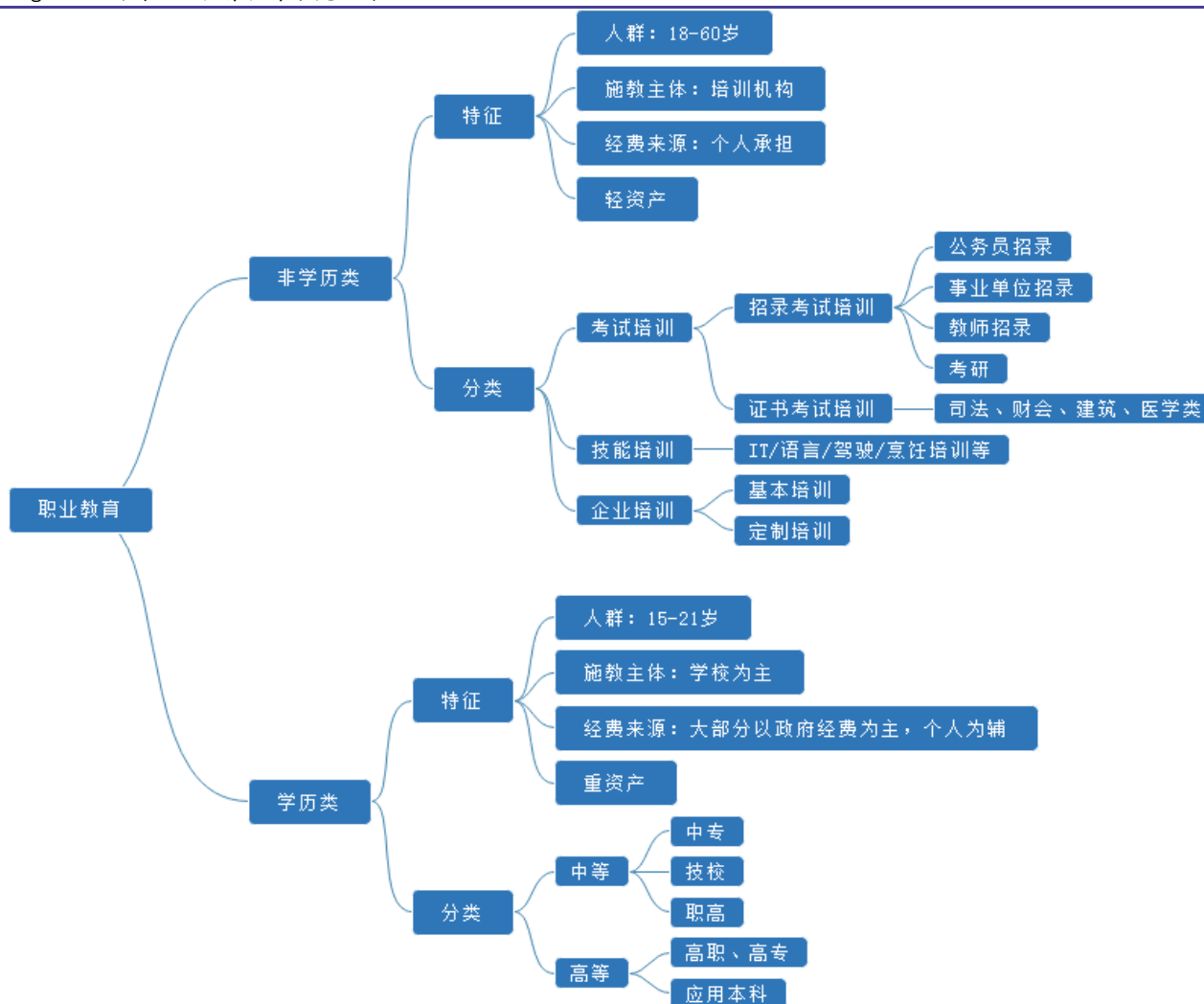
资料来源: wind、世纪证券研究所

二、职业教育培训市场步入稳健增长，龙头增长空间更大

1、国内职业培训市场步入稳健增长

职业教育分类：包括学历类、非学历。学历职业教育包括初等、中等及高等职业学校教育，办学主体包括公立与民营两种，学历类职业教育颁发毕业证书，监管严格，政府提供经费、土地等支持，具有较强的体制类特点，归属教育部管辖；非学历职业培训包括职业技能培训、语言类培训、专业认证考试类培训、企业培训等，涉及内容较广，培训机构较为市场化，轻资产运营，归属人社部管辖。**非学历的职业教育由三大板块组成：招录考试培训、考研等职业提升考试辅导和职业能力训练。**

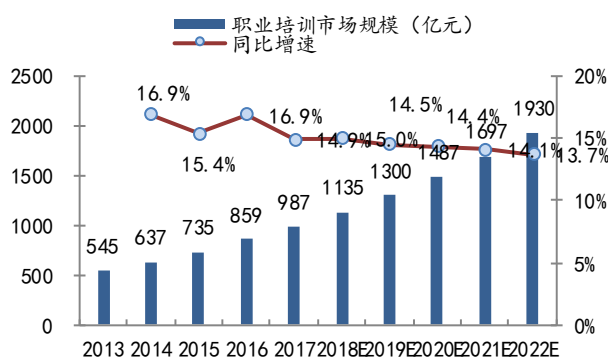
Figure 5 国内职业教育教育分类及特征



资料来源：世纪证券研究所

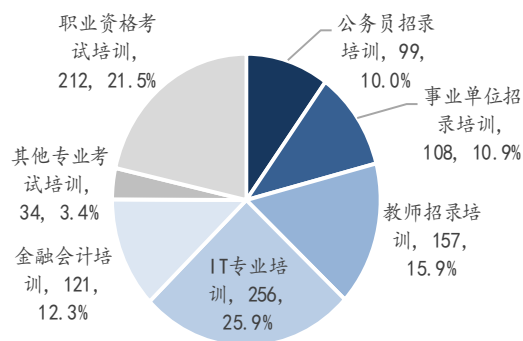
国内职业培训市场步入稳健增长。根据Frost&sullivan数据，2017年，国内职业培训市场规模为987亿元，2013年-2017年复合年均增速为16%，预计2022年国内职业教育市场规模为1930亿元，2018-2022年复合年均增速为11.2%。

Figure 6 国内职业培训市场规模&同比增速



资料来源：Frost&sullivan、世纪证券研究所

Figure 7 国内职业培训市场规模结构 单位：亿元

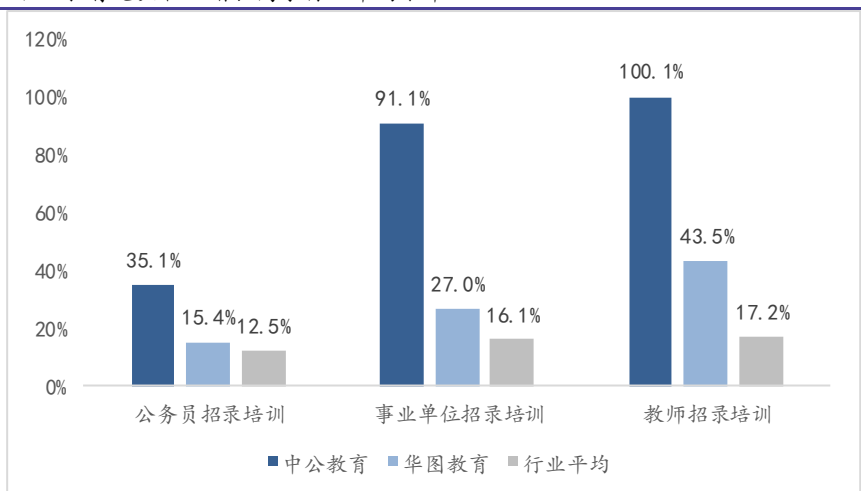


资料来源：Frost&sullivan、世纪证券研究所

2、职业教育龙头增长高于行业平均水平，未来成长空间更大

职业教育龙头增长高于行业平均水平。国内职业教育培训市场相对分散且竞争激烈，职业教育培训龙头凭借品牌、渠道、研发等优势，成长速度高于行业平均水平，以招录考试的两大龙头为例，2017 年，中公教育、华图教育的事业单位招聘收入分别增长 91.1%、27%，远高于行业 16.1% 的平均增速。

Figure 8 职业教育龙头收入增长高于行业平均水平



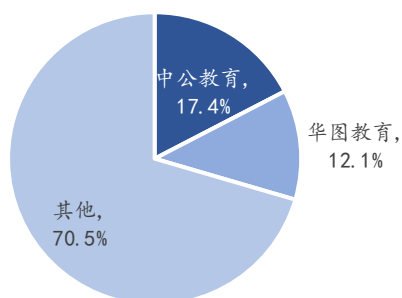
资料来源：Frost&sullivan、公司公告、世纪证券研究所

行业集中度低，龙头市场占有率将持续提升。目前职业教育培训市场渗透率并不高，2017 年，按收入计，前五大职业教育培训机构仅占职业教育培训市场总额的 9.8%，行业集中度相对较低。

由于职业教育培训目标客户分散在全国各地，职业能力训练和就业是两大核心诉求，由此，越能在最大范围靠近就业需求的职业教育机构，越有机会形成的研发、教学、服务和渠道的垂直一体化快速响应能力，也越有机会占据统领职业教育全局的优势地位。

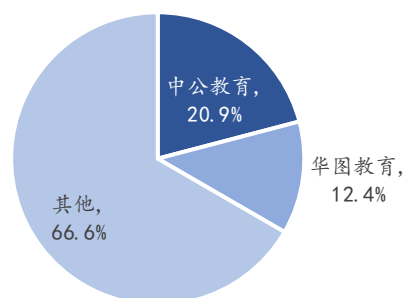
职业教育培训龙头拥有相对充足的资产，有助于开发强有力的教学产品，提供更好的服务，师资力量更强大，提升品牌知名度，拓展业务网络及扩大市场份额。以公务员招录市场为例，2017 年，前两大职业培训机构，中公教育和华图教育市场占有率合计为 33.3%，同比提升 3.8 个百分点。

Figure 9 公务员招录市场占有率（2016年）



资料来源：国家公务员考试网、世纪证券研究所

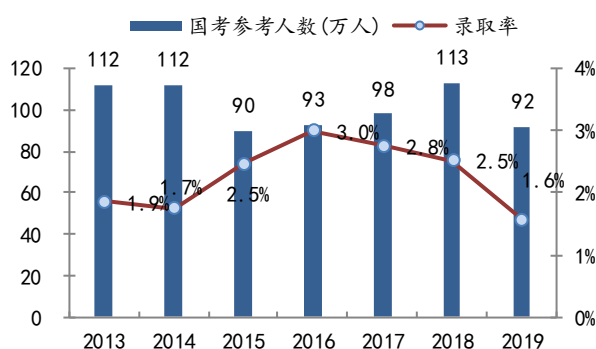
Figure 10 公务员招录市场占有率（2017年）



资料来源：Frost&sullivan、世纪证券研究所

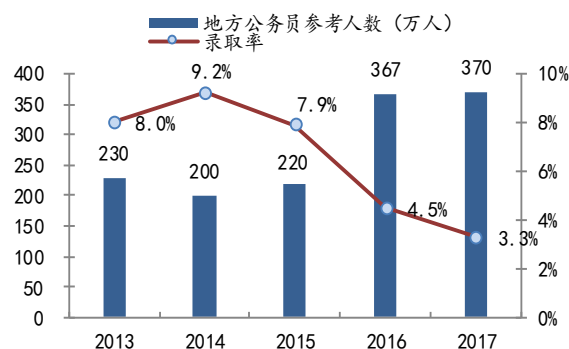
考试难度增加，客户将倾向于选择口碑好的大品牌。由于职业教育培训相关的招录或职业资格证考试机会一年仅一次，客户试错成本大，再加上日益增加的考试难度，面对较低的录取率（根据弗若斯特沙利文报告，2013年至2017年，国家公务员考试的录用率为1.2%至2.0%），毕业生会倾向于选择有教学质量保证的龙头公司品牌，同时也愿意支付较高的学费。因此目前职业教育市场已进入品牌竞争时代，未来具有诚信、可靠及良好教学质量的良好品牌形象的机构可持续发展。

Figure 11 国考参考人数及录取率



资料来源：国家公务员考试网、世纪证券研究所

Figure 12 地方公务员参考人数及录取率



资料来源：Frost&sullivan、世纪证券研究所

扩张教育培训品类。职业教育龙头可以利用渠道优势，在垂直化一体化管理的基础上，有效的进行职业教育品类的扩张。比如招录考试培训机构一般还会提供其他各科目的课程，对各类资格证考试培训领域进行全面的覆盖，通过不断的扩张教育培训品类，实现稳步增长。

Figure 13 中公教育职业培训产品及涵盖范围



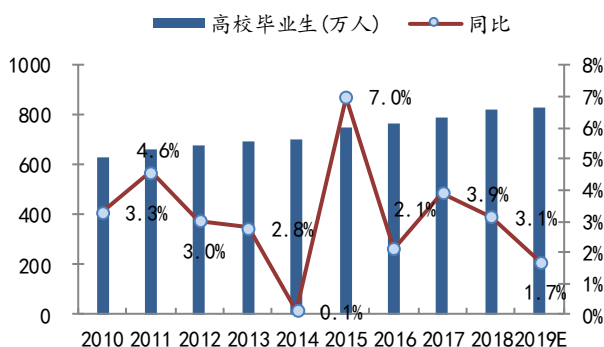
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

3、看好招录、考研、专业技能职业培训发展前景

国内就业压力较大。2019年，国内GDP增速放缓，高校毕业生人数预计达834万人，再创近10年新高值，面对国内严峻的就业形势，一部分毕业生通过考研、出国等方式来延缓就业压力，也是为了将来能找到更好的工作打下基础。

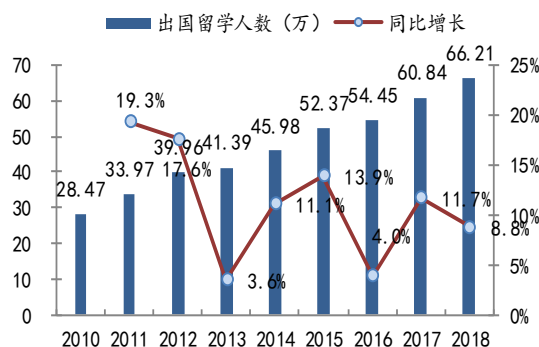
2019年，我国考研人数为290万人，同比增长21.8%，呈现逐步攀升的态势；2018年，我国出国留学人员为66.21万人，同比增长8.83%。从1978年到2018年底，各类出国留学人员累计达585.71万人，其中84.46%留学学生在完成学业后选择回国发展。

Figure 14 国内高校毕业生人数及同比增速



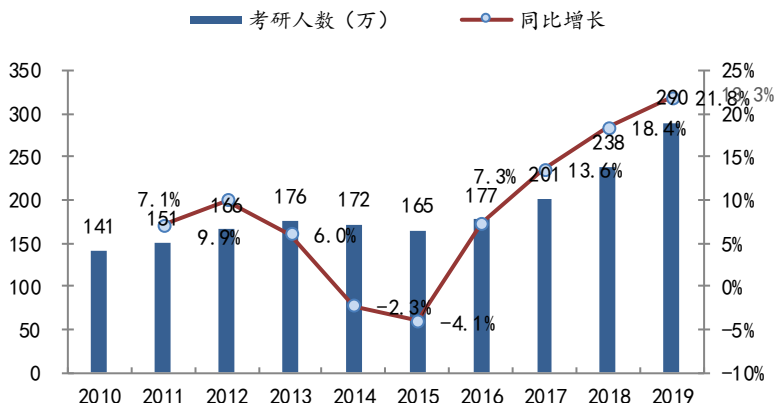
资料来源：国家统计局、世纪证券研究所

Figure 15 中国留学生人数及同比增长



资料来源：教育部、世纪证券研究所

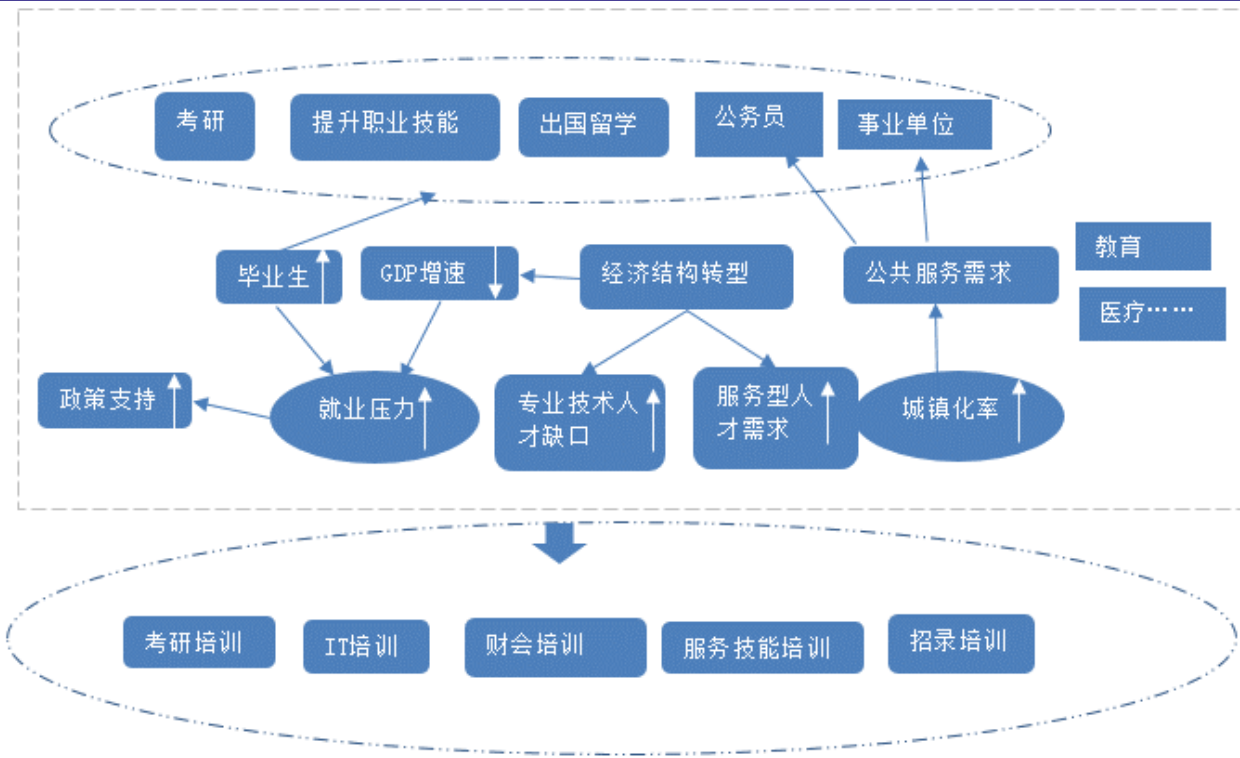
Figure 16 国内考研人数及同比增速



资料来源：中国考研网、世纪证券研究所

看好招录、考研、专业技能职业培训发展前景。面对严峻的就业形势，大部分高校毕业生会采取以下三种方式：1. 通过考研、出国延缓就业压力；2. 参加招录考试进入体制内工作；3. 结合国内经济结构转型，选择提升职业技能，满足专业技术人才缺口，或服务型人才需求。因此，我们看好相关赛道的职业培训机构发展前景。

Figure 17 优选职业教育培训赛道研究框架



资料来源：世纪证券研究所

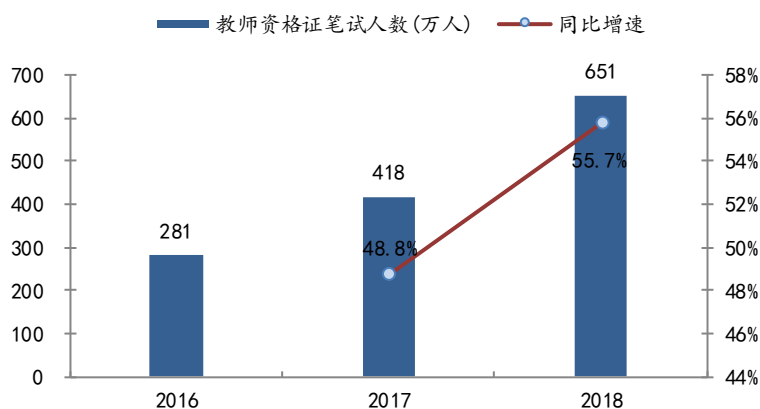
以教师类培训为例，基层公共服务岗位招录形成新增长极。公共部门消费扩张的趋势明显，公共服务有天然的基层属性，因此新增的招录岗位越来越多来自于教师以及医生、警察等基层岗位。当然，即便在公务员和事业单位等成熟领域，招录岗位也是以基层和一线和普通工作人员为主，由此同样也符合公共部门消费扩张的趋势。

教师类考试主要分为：教师资格证和教师招录考试，其中教师招录考试是以就业为导向，由地区教育局或人事局统一组织，区域性较强。2015年，教师资格证考试改革正式实施，改革后不管是师范生还是非师范生想做教师都必须参加国家统一的教师资格证考试，方可申请教师资格证；

为促进校外培训机构规范有序发展，2018年8月，国务院下发《国务院办公厅关于规范校外培训机构发展的意见》，明确提出“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9月，教育部下发《关于切实做好校外培训机构专项治理整改工作的通知》，明确提出“培训机构应将教师的姓名、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。经过教师资格考试未能取得教师资格的，培训机构不得继续聘用其从事学科类培训工作。”

受政策驱动影响，参加教师资格证笔试人数近两年高增长，2017-2018年，全国教师资格证笔试人数分别为418万人和651万人，同比增长分别为48.8%、55.7%。

Figure 18 国内教师资格证笔试人数及同比增速

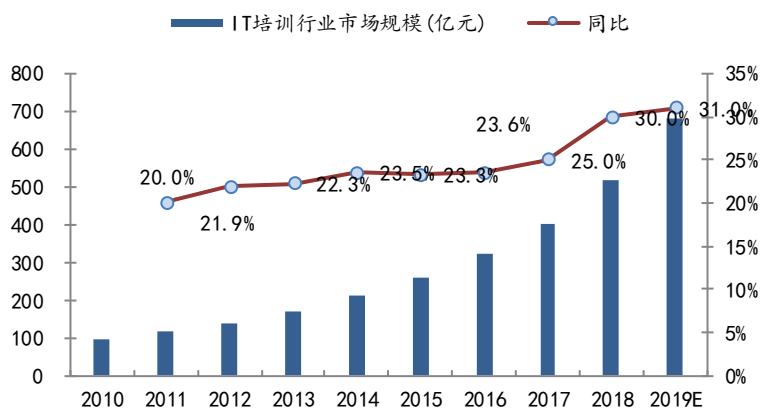


资料来源：前瞻产业研究院、世纪证券研究所

根据《中国教育报》统计显示，全国教师资格证笔试通过率为 37.4%，面试通过率为 69.5%左右，综合通过率为 26%，目前教师资格考试培训市场渗透率为 10%左右；我们认为，较低的通过率，将驱动教育类培训市场的发展；另外，目前教育部只是对学科类的教师培训要求具有教师资格证书，并未对素质教育老师做出明确要求，未来随着素质教育的发展，政策也将做出进一步规范，也有利于教育类职业培训市场的发展。

以 IT 培训市场为例，市场空间较大：据前瞻产业研究院数据，IT 培训市场前景广阔，每年 IT 人才市场供给约 200 万新人，国内 IT 相关行业每年大约有 300 万市场需求，对应缺口约 100 万人。2017 年中国 IT 培训行业市场规模约为 400 亿元，包括 18 岁+校外 IT 培训、18 岁+校内 IT 专业共建、3-12 岁校外 IT 素质培训三大领域，预计 2019 年中国 IT 培训行业市场规模将达到 681.2 亿元。

Figure 19 国内 IT 培训行业市场规模及同步增速



资料来源：前瞻产业研究院、世纪证券研究所

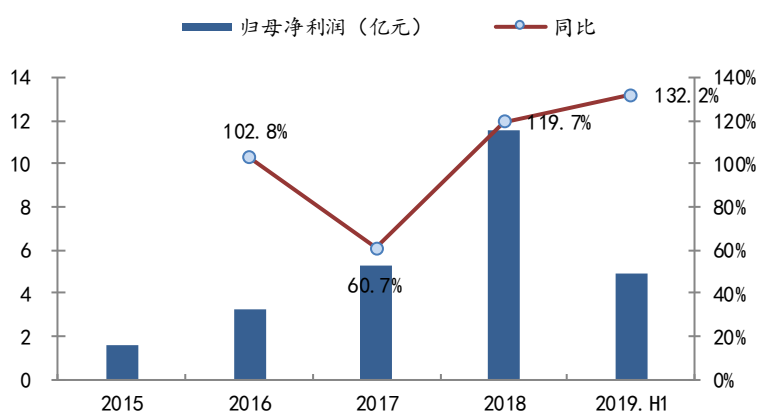
三、公司竞争优势扩大，净利润呈现高增长态势

1、公司净利润呈现高增长态势

公司净利润近 4 年增长 7.2 倍，年均增长 63.6%。公司主营业务收入主要由公务员、事业单位、教师资格及招录考试培训业务收入构成，占比超过 80%；2015 年-2018 年，公司营业收入和归母净利润复合年均增速分别为 31.7%和 63.6%，净利率由 7.8%提高到 18.5%，2018 年，净资产收益率达到 47.4%。公司业绩的持续增长主要来自于培训人次持续提升、产品升级带动单价稳步增长，新品类放量增长等。

2019年上半年，公司业绩延续高增长态势。2019年上半年，公司实现营业总收入36.37亿元，同比增长48.79%；实现归属于上市公司股东的净利润4.93亿元，同比增长132.18%。扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润为4.72亿元，较上年同期增长138.76%。

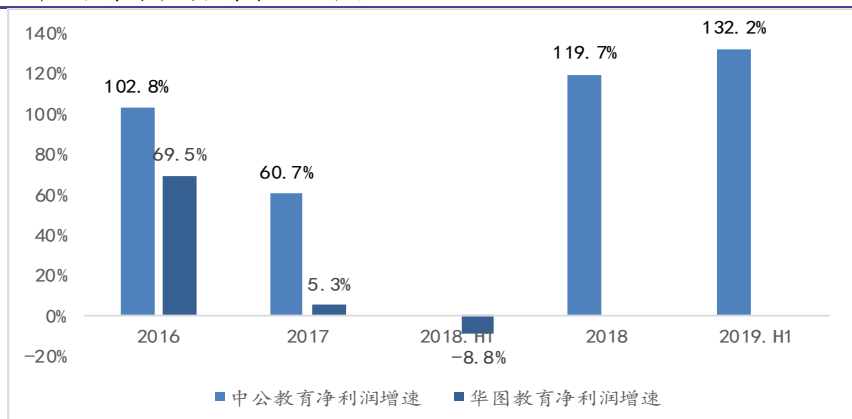
Figure 20 公司净利润及同比增速



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

公司净利润增速远高于华图教育。2016年，公司和华图教育的净利润增速分别为102.8%和69.5%，2017年，中公教育净利润增速为60.7%，华图教育净利润增速为5.3%。2018年，公司净利润增速为119.7%，华图教育最新数据为2018年上半年，净利润同比下降8.8%。

Figure 21 中公教育与华图教育净利润增速比较

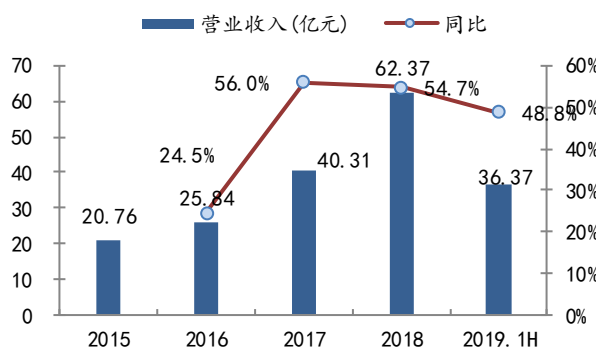


资料来源：公司公告、世纪证券研究所

2、渠道优势扩大，客单价走高、公司收入增速强劲

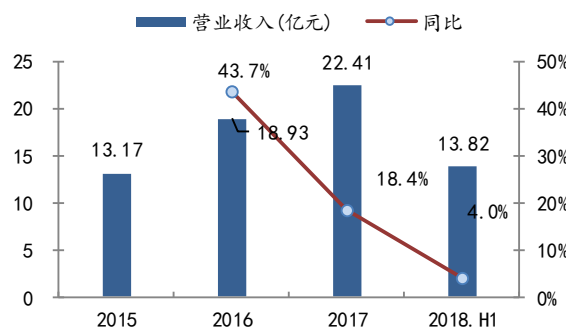
公司收入增速强劲。2016-2018年，中公教育营业收入同比增长分别为24.5%、56.0%、54.7%，2016-2018年6月，华图教育营业收入分别增长43.7%、18.4%、4.0%。我们认为，公司收入高增长与其拥有研发、教学、服务和渠道垂直一体化的快速响应能力，贴合客户需求，市场占有率不断扩大密不可分。

Figure 22 中公教育营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 23 华图教育营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

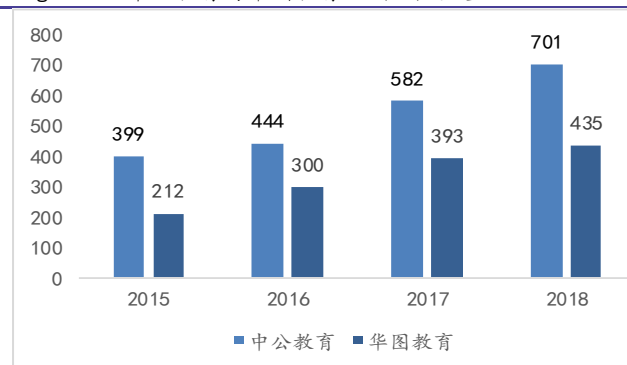
渠道优势不断扩大，培训人次增速胜出：截止2019年上半年，中公教育已建立覆盖319个地级市的880个学习中心网点，较2018年增加179家，保持稳步增长势头，位列全国第一。2015-2018年，公司教育培训网点数量与华图教育的差距逐渐拉开，从多187家扩大至266家；

Figure 24 中公教育直营网点图 (2019. H1)



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

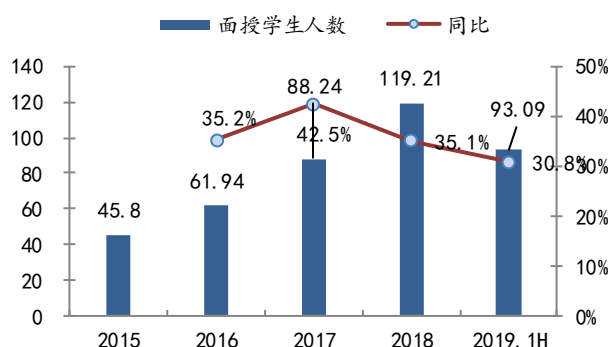
Figure 25 中公教育与华图教育培训网点数量比较



资料来源：Frost&sullivan、世纪证券研究所

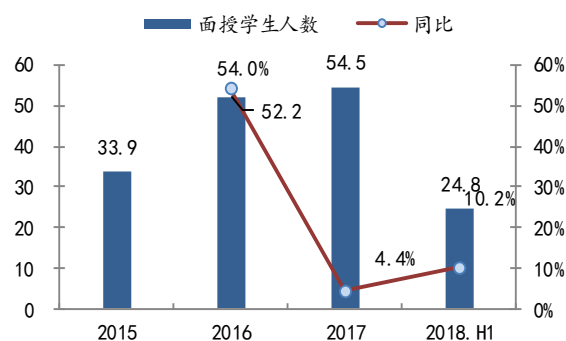
随着渠道的拓展，公司培训人次稳步上升，培训人数及同比增速都高于华图教育。2015-2017年，公司面授学生人数复合年均增长率为38.8%，高于华图教育12个百分点；与此同时，公司培训网点复合年均增长率为17.5%，而华图教育为36.2%。

Figure 26 中公教育面授学生人数及同比增速



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 27 华图教育面授学生人数及同比增速

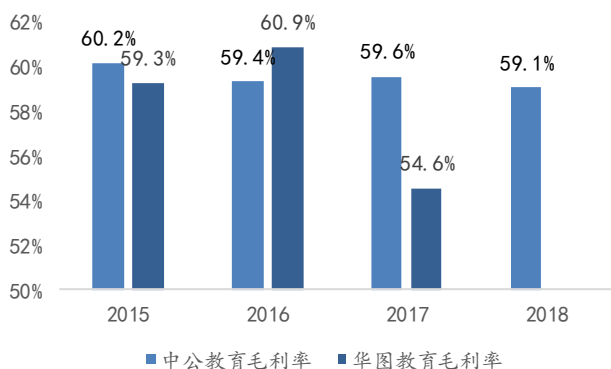


资料来源：公司公告、世纪证券研究所

3、公司毛利率相对稳定，维持较高水平

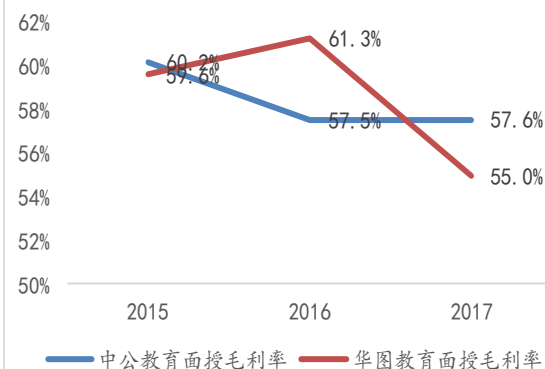
公司毛利率较高，相对稳定。2017年，公司综合毛利率为59.6%，比华图教育高5个百分点，其中公司面授培训毛利率为57.6%，比华图教育高2.6个百分点；公司在线培训毛利率为86.5%，比华图教育高39个百分点，主要是公司定价相对较高。2018年，公司综合毛利率为59.1%，总之，公司综合毛利率维持在59%左右，相对稳定，华图教育的毛利率波动较大。

Figure 28 中公教育与华图教育综合毛利率比较



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 29 中公教育与华图教育面授培训毛利率比较



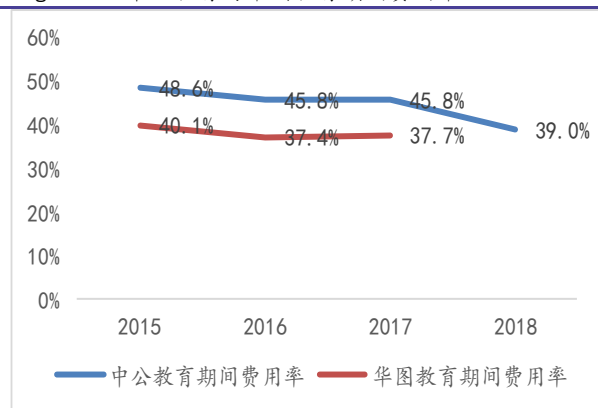
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

4、期间费用率相对较高，呈现下降趋势

研发费用率保持高位，主要是管理、销售效率提升。公司不断提升经营基础设施的投资水平，形成了领先的“教研—渠道—管理”三位一体的硬资源实力，具体体现为规模化教研、全直营的全国渠道网络、管理资源与IT设施。2015-2017年，公司期间费用率呈现下降趋势，分别为48.6%、45.6%、45.8%，均超过华图教育8个百分点；

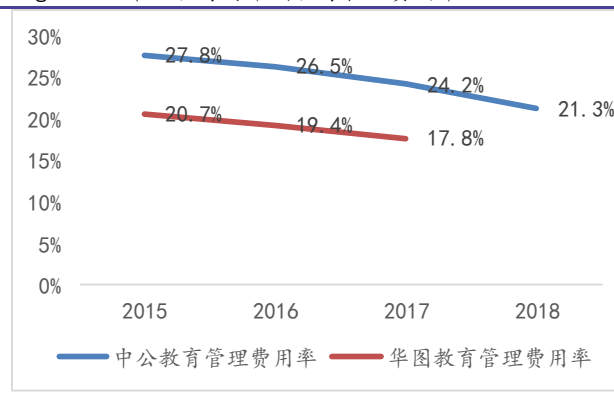
公司管理费用率下降，但研发费用率保持较高水平，2015-2017年，公司研发费用率分别为7.3%、6.2%、7.7%，华图教育研发费用率分别为4.8%、3.3%、5%。2018年，公司可比管理费用率下降2.9个百分点至21.3%，研发费用率为7.3%，同比下降0.4个百分点。

Figure 30 中公教育与华图教育期间费用率比较



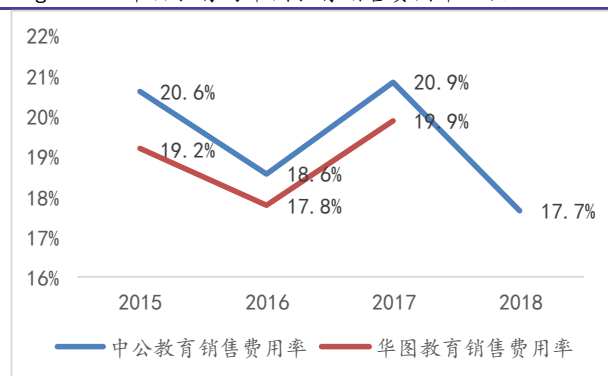
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 31 中公教育与华图教育管理费用率比较



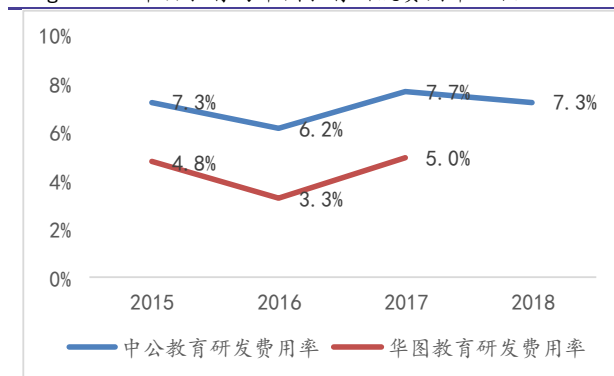
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 32 中公教育与华图教育销售费用率比较



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 33 中公教育与华图教育研发费用率比较



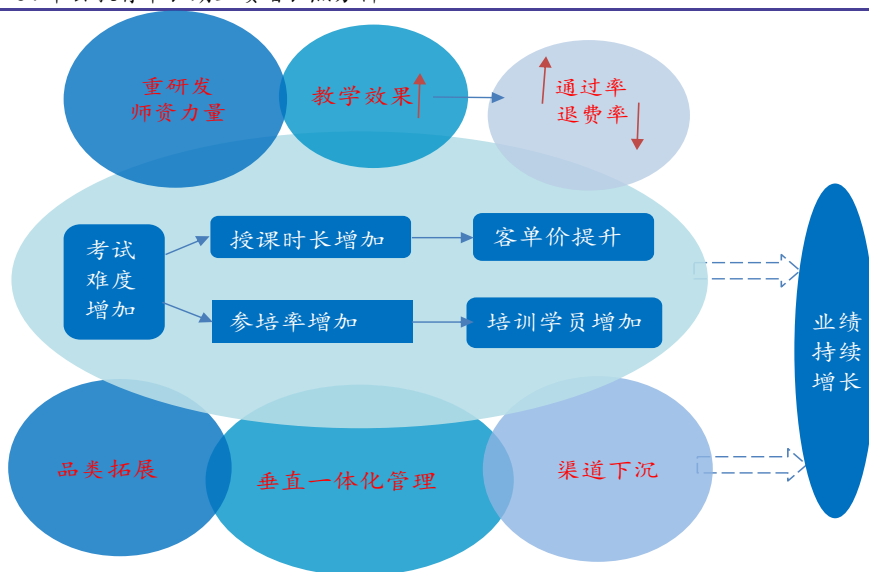
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

2019年H1，公司期间费用率（包括研发费用）为41.83%，同比下降4.55个百分点，研发费用率为8.4%，与上期基本持平，主要是销售费用率下降3.3个百分点至18.57%；管理费用率下降2.25个百分点至13.73%，财务费用率提升1个百分点至1.17%；

四、公司未来业绩增长可期

从短中期来看，公司业绩增长驱动力包括客单价的提升、培训学员的增加，垂直一体化管理协同各增长环节进入良性循环，毛利率提升，期间费用下降均有空间；长期来看，公司将通过品类扩展，复制招录领域的成功模式，开启新的业绩增长点。

Figure 34 中公教育中长期业绩增长点分析



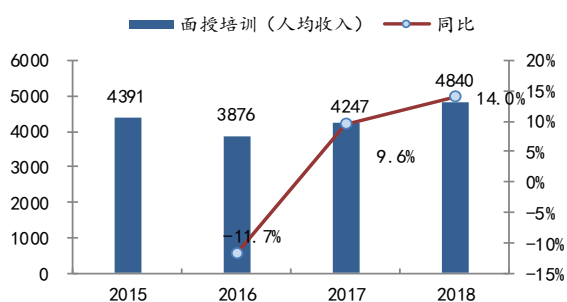
资料来源：世纪证券研究所

1、客单价仍有提升空间

公司协议班占比提升，客单价持续走高。2018年，公司面授培训人均收入为4840元，同比增长14%，可以反映出公司面授培训客单价走高，我们认为，主要是公司协议班收入占比逐渐提升，2017年，公司协议班收入占比为73.7%，较2015年提升15.8个百分点；2015-2017年，公司面授培训人均收入高于华图教育，分别高出16.5%、9.8%、6.9%。主要原因是中公教育协议班定价较高，协议班收入占比相对较高。

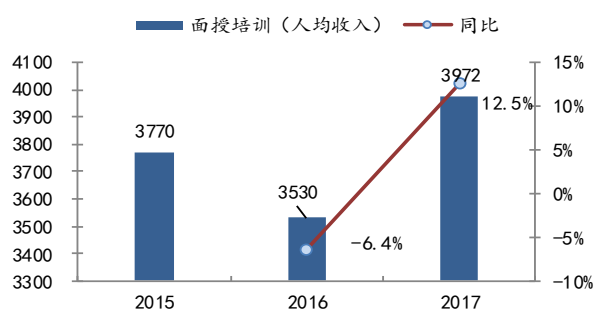
客单价仍有提升空间。未来，我们认为，随着考试难度的增加，协议班的收入占比还有提升空间，随着考生复习准备时间提前，授课时长增加也将带动课程价格上涨。

Figure 35 中公教育面授人均收入及同比增速



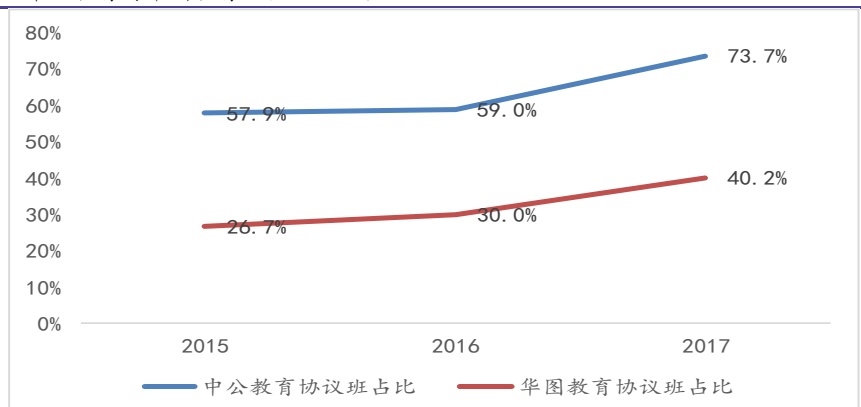
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 36 华图教育面授人均收入及同比增速



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 37 中公教育与华图教育面授协议班占比

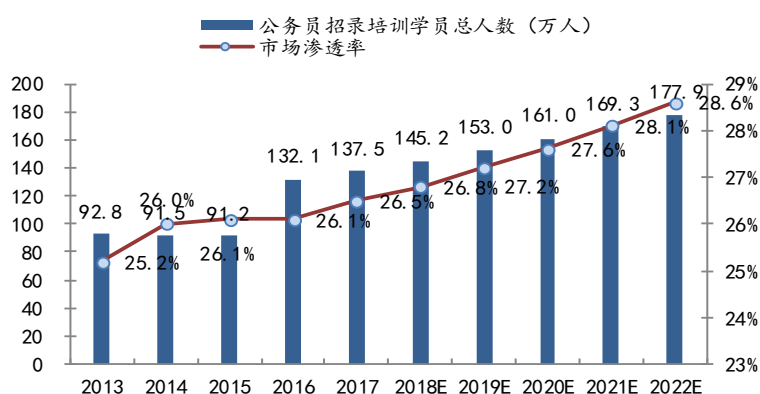


资料来源：公司公告、世纪证券研究所

2、市场渗透率提升，培训学员持续增加

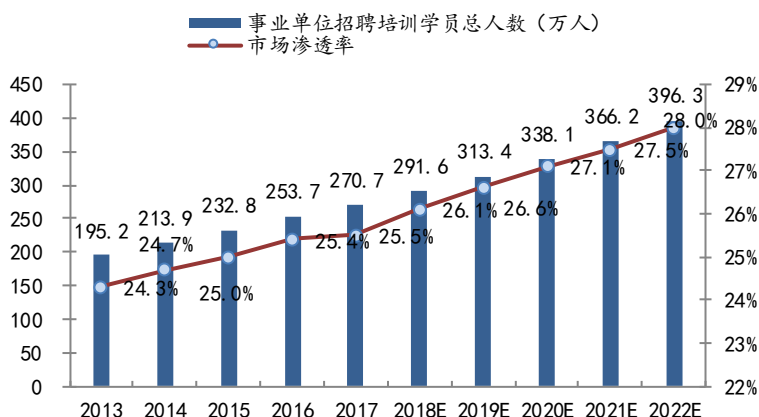
参加培训的学员市场渗透率提升：随着考试难度的增加，就业压力高企，预计参加职业培训的人数会逐年增加。根据 Frost&sullivan 报告数据预测，2022 年，国内公务员招录培训总人数将达到 177.9 万人，2017-2022 年平均复合增长率为 5.3%，参加培训的学员市场渗透率为 28.6%，相比 2017 年将提升 2.1 个百分点；国内事业单位招聘培训人数将达到 396.3 万人，2017-2022 年平均复合增长率为 7.9%，参加培训的学员市场渗透率为 28%，相比 2017 年将提升 1.9 个百分点。

Figure 38 公务员招录培训学员人数及市场渗透率预测



资料来源：Frost&sullivan、世纪证券研究所

Figure 39 事业单位招聘培训学员人数及市场渗透率预测



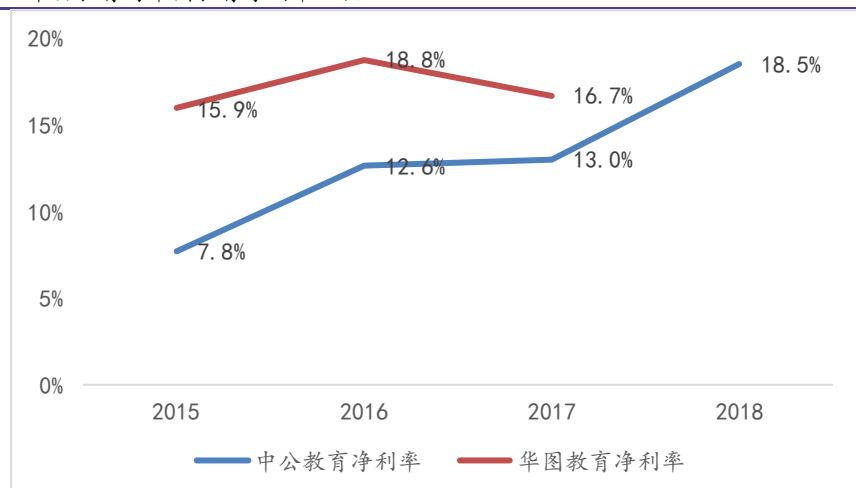
资料来源：Frost&sullivan、世纪证券研究所

渠道下沉空间较大，公司市场渗透率将提升：目前，中公教育已覆盖 319 个地级市，建立 880 个学习中心网点；截止 2018 年 06 月 19 日，全国共有 3185 市县，地市 334 个，县区 2851 个。预计未来公司将逐步实现渠道下沉，不断提升公司市场渗透率。2019 年上半年，公司累计培训人次达 178.90 万，同比增长 44.35%。其中，面授培训人次为 93.09 万，同比增长 30.80%。

3、公司净利率相对较低，运营效率有提升空间

公司净利率相对较低，呈现上升趋势。2015-2017 年，公司净利率分别为 7.8%、12.6%、13%，但仍低于华图教育，分别相差 8.19%、6.17%、3.71%。2018 年，公司净利率继续上升至 18.5%。

Figure 40 中公教育与华图教育净利率比较



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

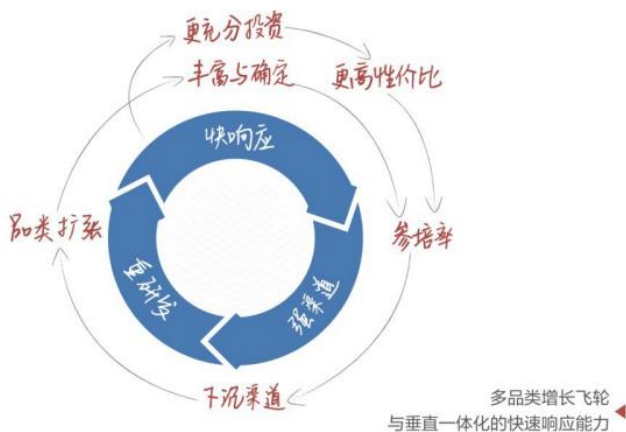
运营效率有提升空间：1) 垂直一体管理：公司核心竞争力集中体现为垂直一体化的快速响应能力，由此具备最快响应市场需求，提供优质服务的领先优势，以供给创造需求；截止 2019 年上半年，公司已形成近 2,000 人的专职研发团队，教师团队人数达 11,604 人；公司积极开展经营数字化转型，不断加大技术与经营的融合度，扩大双师课堂的应用水平，持续扩大科技在管理体系中的权重和资源占比。

2) 独特的经营架构：公司的垂直一体化快速响应能力并没有因为规模扩大而降低，反而还在随着规模扩大而提升。其中一个关键原因就在于独特的经营架构。一方面，一线的学习中心网络由功能简单的网点所组成，由此网点可以自主管理，工作的自主性灵活性也很高，网点快速扩张并不会导致整个经营体系的管理压力骤增；

另一方面，总部及核心省市的中央指挥部具有较高的管理规模效应和内部产业集群效应，这些效应可以基本抵消组织与产能扩张对指挥系统的冲击。我们认为，随着公司一体化管理优势的扩大，双师课堂占比的提升，未来公司毛利率，期间费用率仍有增厚净利润的空间，预计净利率仍将保持上升趋势。

Figure 41 公司垂直一体化管理形成良性循环

公司的核心竞争力集中体现为垂直一体化的快速响应能力，特征要点如下：



资料来源：公司公告

4、培训品类扩展，线上培训业务发力

公司综合面授业务收入显著增长。综合面授业务是公司品类扩展的新业务，2019 年上半年，公司考研和 IT 培训等职业能力提升新业务增长迅猛，综合面授业务实现营业收入 7.02 亿元，营收同比增长高达 89.43%，收入占比提升

4.1个百分点至19.3%；

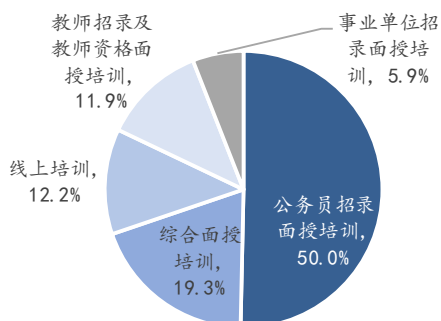
Figure 42 公司主营业务同比增速

	2016	2017	2018	2019. H1
公务员招录面授培训收入同比	14.1%	35.1%	49.1%	26.3%
事业单位招聘面授培训收入同比	20.5%	91.1%	37.9%	7.0%
教师招录及教师资格面授培训收入同比	66.8%	100.1%	60.6%	52.2%
综合面授培训收入同比			87.2%	89.4%
线上培训收入同比			57.6%	205.9%

资料来源：公司公告，世纪证券研究所

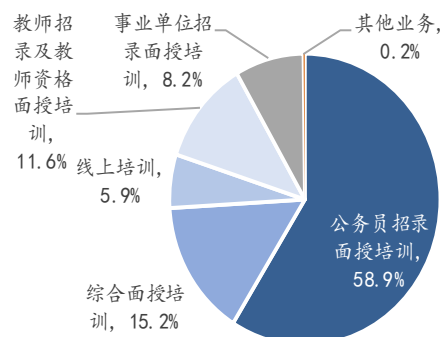
公司综合面授业务增长的原因主要在于复制了主业的经营方法，通过专业化研发、大规模专职师资和精细化的运营服务，创新了行业的经营模式，创造了新的供给。另外，公司的一站式学习基地利用率大幅提升，这是因为考研和IT培训等新业务天然有长期集中封闭学习的需求，同时长周期的招录培训课程也越来越多。

Figure 43 公司主营业务收入占比（2019.H1）



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 44 公司主营业务收入占比（2018.H1）



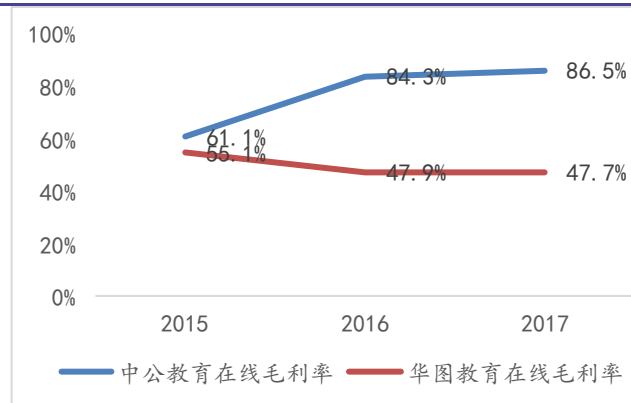
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

公司线上培训业务发力。线上培训和信息化战略是中公教育企业战略中的重要组成部分。中公教育为学员提供包括在线直播课程、录播课程和 OAO 课程在内的线上培训教学服务。公司通过对线上培训平台及配套设施进行升级改造，以满足日益增长的业务需求，综合竞争力得以提高。

2019年上半年，公司线上培训业务营业收入为4.45亿元，同比增长205.94%，收入占比提升6.3个百分点至12.22%；其中，线上培训人次为85.81万人，

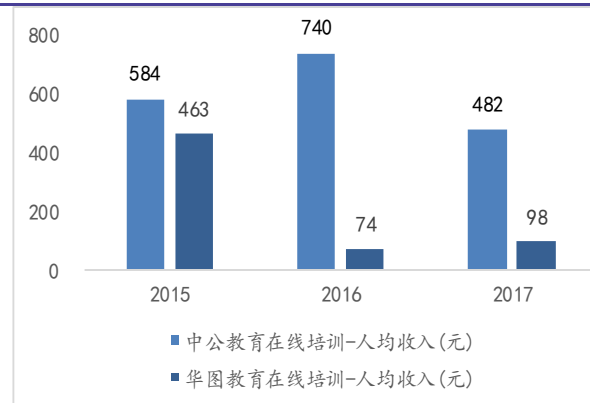
同比增长 62.64%。随着线上线下课程、视频课程的推广，公司市场占有率的提升，该业务仍将持续增长。

Figure 45 中公教育与华图教育线上培训毛利率比较



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 46 中公教育与华图教育线上培训人均收入比较

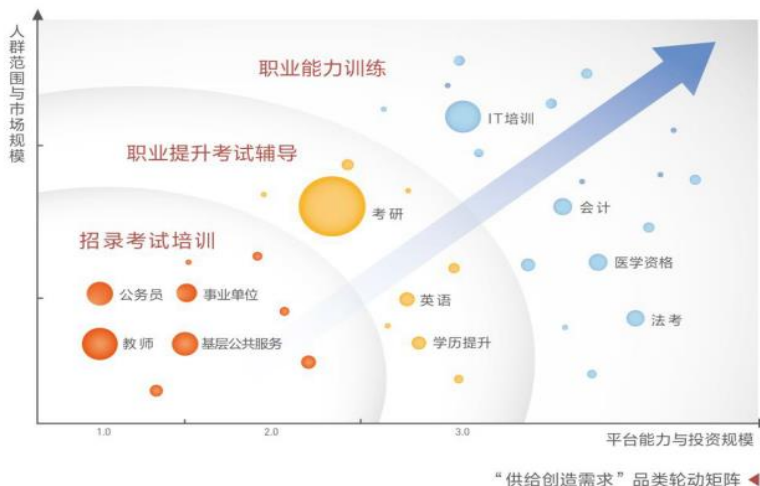


资料来源：公司公告、世纪证券研究所

培训品类扩展，打开业绩增长空间。招录考试培训主要面向大学毕业生；考研等职业提升考试辅导的覆盖范围则可以向前扩充到更多年级的在校学生，向后可以延伸到毕业 5—10 年的学生；职业能力训练的覆盖范围则可以拓宽至所有的在职人群。从市场规模排序来看，职业能力训练最大，考研等职业提升考试辅导次之，招录考试培训最小，与其刚需程度正好相反。

我们认为，公司业绩增长动力已经不再局限于招录领域，而是延伸到了整个知识型人群的职业教育培训领域。未来，公司多品类之间的投资能力累积和叠加，新旧品类的发展相互放大投资充分度，打开业绩增长空间。

Figure 47 非学历职业教育三大板块市场人群范围与市场规模分析



资料来源：公司公告

五、盈利预测及投资评级

1、盈利预测

1) 关键假设

1、收入

我们对公司各业务的培训人员、单客价格分别作出如下表假设，综合预测公司2019-2021年营业收入分别为88.6亿元、115.8亿元、146.5亿元，同比增速分别为42.0%、30.8%、26.4%。

公务员招录培训：因国家机构改革，2019年国家公务员招录规模减半，但由于改革落地，后期考试难度加大，预计参加公务员考试培训的人数稳步增长，2019年上半年，公司公务员序列的培训人次并未因招录形势剧烈波动而减少，依然同比增长了约10个百分点，在长周期学习趋势的带动下，单价同比增长近15%。

我们预计公司公务员招录培训人数2019-2020年同比增速分别为10%/9%/8%；由于考试难度增加，协议班培训课时的延长，结合公司历史调价幅度，考虑基数变大后，增速会放缓，预计2019-2021年公司公务员招录培训客单价同比增长14%/10%/8%；收入同比增速分别为25.4%、19.9%、16.6%；

事业单位招考培训：2019年上半年，公司事业单位招考培训业务培训学员增速放缓，估计为5%左右，结合行业未来增速，预计2019-2021年事业单位招考培训学员同比增速分别为6%/8%/8%；结合2019年中报数据，预计客单价上涨2%左右，由于事业单位招录吸引力小于公务员招录，我们预计公司客单价上涨空间相对较小，预计2019年-2021年均小幅上涨2-3%左右；收入同比增速分别为8.1%、11.2%、11.2%；

教师类考试培训：2019年上半年，公司该业务收入同比增速为52.18%，预计2019-2021年公司教师类培训人次同比增速分别为40%/30%/25%；教师类考试培训收费相对较低，结合公司历史调价幅度，预计客单价同比增长10%/8%/5%；收入同比增速分别为54.0%、40.4%、31.3%；

综合面授培训：公司综合面授业务主要是考研、IT培训，2019年上半年收入增速为89%，考虑低基数原因，结合IT培训市场整体增速，考虑公司优势，预计2019-2021年，公司综合面授培训收入同比增速分别为90%、45%、38%；

在线培训:我们预计,2019-2021年,公司在线培训人数同比增长分别为50%、30%、25%,客单价同比增速分别为30%、20%、15%,预计收入同比增速分别为95%、56%、44%。

Figure 48 2019-2021年公司营业收入预测关键假设条件

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
公务员招录培训	培训人数(万人次)	37	48	53	58	62
	yoy	17.43%	28.62%	10.00%	9.00%	8.00%
	客单价(元)	5536.5	6420.1	7319	8051	8695
	yoy	15.01%	15.96%	14.00%	10.00%	8.00%
	收入(亿元)	20.7	30.8	38.6	46.3	54.0
	YOY	35.1%	49.1%	25.4%	19.9%	16.6%
事业单位招聘考培训	培训人数(万人次)	15	18	19	20	22
	yoy	49.69%	20.00%	6.00%	8.00%	8.00%
	客单价(元)	3877.0	4457.1	4546.2	4682.6	4823.1
	yoy	27.67%	14.96%	2.00%	3.00%	3.00%
	收入(亿元)	5.7	7.8	8.5	9.4	10.5
	yoy	91.1%	37.9%	8.1%	11.2%	11.2%
教师培训	培训人数(万人次)	25.04	36.6	51.2	66.5	83.2
	yoy	76.96%	46.00%	40.00%	30.00%	25.00%
	客单价(元)	2675.2	2941.8	3236.0	3494.9	3669.6
	yoy	13.13%	9.97%	10.00%	8.00%	5.00%
	收入(亿元)	6.7	10.8	16.6	23.3	30.5
	yoy	100.1%	60.6%	54.0%	40.4%	31.3%
综合面授培训	收入(亿元)	4.4	8.3	15.7	22.8	31.5
	YOY		87.17%	90.00%	45.00%	38.00%
在线培训	培训人数(万人次)	58.4	87.54	131.3	170.7	213.4
	yoy	142.32%	49.90%	50.00%	30.00%	25.00%
	客单价(元)	482	506.6	658.6	790.3	908.9
	yoy	-34.86%	5.11%	30.00%	20.00%	15.00%
	收入(亿元)	2.8	4.4	8.6	13.5	19.4
	yoy	57.6%	57.6%	95.0%	56.0%	43.8%

资料来源:公司公告、世纪证券研究所

2、毛利率

2019年H1,公司综合毛利率为57.25%,主要是毛利率较低的教师培训及综合面授业务增速较快,收入占比增加,预计2019-2021年,公司综合毛利率分别为58%、57.6%、57.3%。

3、期间费用率

结合 2018 年对比数据，我们认为随着公司运营效率的提升，销售费用率、管理费用率将持续下降；公司重研发，研发费用率维持现有较高水平。预计公司 2019-2021 年销售费用率分别为 15%、14.5%、14.3%；管理费用率分别为 13.4%、13.2%、13%；研发费用率维持 7%左右；财务费用率为 1%左右。

2) 盈利预测

依据假设条件，我们预测 2019E-2021E 公司归属于母公司净利润分别为 17.3 亿元、23.04 亿元、29.4 亿元，分别同比增长 50.07%、33.17%、27.61%。

2、估值与评级

我们预计公司 2019-2021 年的 EPS 为 0.28 元、0.37 元、0.48 元，对应 PE 为 62.67 倍、47.06 倍、36.88 倍；目前国内无可比的纯正职业教育上市公司，与国内外可比教育上市公司比较，公司估值相对较高，我们认为职业教育培训市场需求稳健，政策监管相对较宽松，中公教育作为职业教育培训龙头，未来将充分享受职业教育行业红利，随着竞争优势逐步放大，预计业绩将保持较高增速，可享有一定估值溢价，首次覆盖，给予“增持”评级。

Figure 49 中公教育与国内外可比教育上市公司估值比较 (2019/10/15)

证券代码	证券简称	收盘价	EPS				PE			
			2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
002621.SZ	美吉姆	12.28	0.05	0.28	0.32	0.40	229.97	43.92	37.81	30.81
0667.HK	中国东方教育	16.36	0.23	0.37	0.50	0.62	70.18	43.73	32.77	26.32
EDU.N	新东方	116.29	1.51	2.93	3.92	4.83	77.11	39.63	29.65	24.10
TAL.N	好未来	39.47	1.86	1.69	2.83	3.90	21.20	23.32	13.94	10.12
	均值						56.16	35.56	25.45	20.18
002607.SZ	中公教育	17.58	0.19	0.28	0.37	0.48	94.05	62.67	47.06	36.88

资料来源：Wind、世纪证券研究所

六、风险提示

1、政策风险

从近几年的招录政策来看，公职岗位每年招录政策和人数波动对报考和参培率有影响，如招录条件增加硬性限制或招录人数下降，可能会对公司业绩产生影响。此外，公司分部众多，培训场所分布广，不排除未来各省、自治区及直辖市相关监管部门出台针对当地教育培训行业更加严格的规定，从而可能影响公司在该地区的经营。

2、市场竞争风险

教育培训行业的准入门槛相对较低，且初期投资规模相对较小，因此行业内企业数量较多，特别是在教育资源相对集中、培训对象基数较大、居民收入水平相对较高的一线城市，竞争更为激烈。同时，随着未来家庭收入的上升，公众对优质教育资源的重视程度不断提升，行业将继续保持高景气度，这势必引起产业投资力度的加大，从而进一步加剧市场竞争。虽然中公教育在行业内拥有较高的知名度和美誉度，仍需继续保持较强的市场竞争力。

3、经营管理风险

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

附：财务预测摘要 单位：百万元

利润表	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6236.99	8857.93	11584.08	14645.41
减：营业成本	2552.35	3720.33	4911.65	6253.59
营业税金及附加	27.29	62.01	81.09	102.52
营业费用	1101.84	1328.69	1679.69	2094.29
管理费用	1328.20	1833.59	2374.74	2973.02
财务费用	-2.53	88.58	115.84	146.45
资产减值损失	0.30	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	110.35	159.44	220.10	292.91
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	-454.78	0.00	0.00	0.00
营业利润	885.10	1984.18	2641.17	3368.44
加：其他非经营损益	-0.49	0.00	0.00	0.00
利润总额	884.61	1984.18	2641.17	3368.44
减：所得税	186.61	254.19	337.26	428.42
净利润	698.00	1729.99	2303.91	2940.02
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	1152.79	1729.99	2303.91	2940.02
财务分析	2018A	2019E	2020E	2021E
收益率				
毛利率	59.08%	58.00%	57.60%	57.30%
三费/销售收入	38.92%	36.70%	36.00%	35.60%
EBIT/销售收入	20.86%	23.40%	23.80%	24.00%
EBITDA/销售收入	23.08%	27.24%	26.74%	25.45%
销售净利率	18.48%	19.53%	19.89%	20.07%
资产获利率				
ROE	39.03%	36.93%	32.97%	29.61%
ROA	19.51%	26.96%	25.22%	23.42%
增长率				
销售收入增长率	0.00%	42.02%	30.78%	26.43%
净利润增长率	0.00%	50.07%	33.17%	27.61%
总资产增长率	0.00%	15.28%	42.20%	37.30%
股东权益增长率	0.00%	58.57%	49.19%	42.07%
经营营运资本增长率	0.00%	-253.80%	-180.73%	-74.52%
资本结构				
资产负债率	55.70%	40.34%	37.30%	34.68%
投资资本/总资产	64.38%	41.67%	18.03%	4.49%
带息债务/总负债	0.43	0.03	0.02	0.02
流动比率	68.56%	130.15%	188.33%	230.78%
速动比率	5.77%	52.43%	129.68%	185.08%
资产管理效率				
总资产周转率	0.94	1.15	1.06	0.98
固定资产周转率	8.92	12.81	19.54	29.64
应收账款周转率	91662.03%	91662.03%	91662.03%	91662.03%
存货周转率	12722032.56%	13056897.71%	13181249.12%	13274512.68%

资料来源：Wind、世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上； 增 持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间； 中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； 卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	强于大势： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上； 中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； 弱于大势： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

世纪证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和個人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。