

2019年06月18日

培训机构龙头对比：中公教育享受龙头红利，好未来空间广阔持续投入 增持（维持）

投资要点

■ **培训机构利润率低于高等学历教育，中公受益规模优势利润率持续领先。**我们认为培训龙头的利润率在近几年仍会以中公为标杆，在接近20%的水平上稳步增长。(1)相较于职业高等教育，职业培训机构利润率水平偏低。两者毛利率较为相近，非学历培训机构需要为保持品牌力持续投入销售费用，同时为保持课程跟上考试大纲要求持续投入研发费用。(2)毛利率，由于好未来教师工资较高同时有更多的辅助教务人员，因此其薪酬占收入比高于中公15pct；虽然中公场地费用占收入较高，但是整体看，中公毛利率依旧领先好未来5pct。(3)费用率，中公随着规模费用率持续下降，18年整体净利率接近18%。好未来则由于持续的线上引流以及新的技术研发上的持续投入，尚未体现出明显的规模效应。(4)单店方面，好未来单机构收入超过2000万元、租售比12-15%；而中公的单机构收入在800万左右。

■ **市场空间对比：好未来市场广阔希望依靠线上及新技术提升市占率；中公市占率较高但培训品类扩张依旧具备空间。**(1)好未来所在K12培训市场至22年预计达7700亿，目前其市占率不到2%。但是由于起步门槛低、教育本地化、名师资源有限等问题，导致市占率提升较难。好未来正尝试通过线上直播、双师模式等方式寻找提升市占率的最佳路径。(2)中公所在的职业培训市场细分赛道较多，预计整个职业培训市场到2022年有望增长至2000亿以上。中公在强势的公务员、事业单位、教师双证等领域已经拥有较高的市占率。在其他培训赛道其基数较低，有望凭借已树立起的口碑优势及管理优势、研发能力获得新的增长。

■ **未来发展：中公享受高集中度龙头红利，好未来市场广阔。**中公教育对应19/21年估值为48/29X，好未来对应FY20/22业绩约50/25X（彭博一致预期）。我们认为两家公司均面对着处于扩张期的市场且均尚有较大市场空间。凭借目前已积累的品牌、管理、研发优势，两家公司均有望在3年后继续保持较快的增速，来支撑目前的估值。

对比来看，(1)中公教育市占率优势较大，且培训模式稳定，外延扩张模式更有迹可循。中公有望依靠公务员培训积累起的口碑继续在其他职业培训赛道上吸引客流，因此其有望继续复制此前的成功模式。(2)好未来的优势则来自其更广阔的市场空间。目前K12培训市场CR5市占率不到5%，好未来面对着比中公更大的市场，其依旧拥有较大的增长潜力。但是依旧需要通过不断的技术投入和线上营销，努力探索一条提升K12课外培训市场空间的最好方式。

■ **风险提示：**课外培训政策风险；线上投入及新培训项目拓展效果不及预期；学生人数及异地扩张增长不及预期

证券分析师 马莉
执业证号：S0600517050002
010-66573632
mal@dwzq.com.cn
证券分析师 张良卫
执业证号：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@dwzq.com.cn
证券分析师 林骥川
执业证号：S0600517050003
021-60199793
linjch@dwzq.com.cn
证券分析师 陈腾曦
执业证号：S0600517070001
021-60199793
chentx@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

- 1、《综合行业：《职业技能提升行动方案》印发，长期看好职业教育赛道》2019-05-26
- 2、《综合行业：“1+X”制度试点方案出台，职教改革持续推进继续推荐港股高教》2019-04-14
- 3、《综合行业：K12预期修复领涨，高教板块政策持续利好》2019-04-07

内容目录

1. 培训机构利润率分析：培训机构利润率低于高等学历教育，中公受益规模与市占率利润率持续领先	4
1.1. 对比高等学历教育：职业培训机构销售和研发费用率较高，利润率相对偏低	4
1.2. 好未来与中公的毛利率对比：教职人员薪酬占比更高，好未来毛利率稍低	5
1.3. 费用率：好未来持续投入技术和品牌，中公受益规模效应利润率持续提升	7
2. 市场空间分析：好未来市场广阔希望借助线上及新技术拓宽市场；中公市占率较高但品类扩张依旧具备空间	8
2.1. K12 培训市场广阔且分散，好未来期待借助新技术持续提升市占率	9
2.2. 中公教育在强势领域市占率较高，其他细分赛道仍有长足增长空间	10
3. 培训龙头未来发展分析：中公享受高集中度龙头红利，好未来市场广阔	13
3.1. 中公教育：原有强势品类有望保持稳定增长，新赛道开拓活将成为未来惊喜	13
3.2. 好未来：大市场下潜力无限，继续寻找提升市占率最佳方式	14
4. 风险提示	15

图表目录

表 1：培训机构、高等学历教育营业成本对比	4
表 2：培训机构、高等学历教育利润率对比	5
表 3：培训机构、高等学历教育 ROE 拆分	5
表 4：中公、好未来营业成本对比	6
表 5：中公、好未来单店收入分析	6
表 6：中公教育盈利能力分析	7
表 7：好未来盈利能力分析	8
表 8：好未来、中公收入及培训人次比较	8
表 9：K12 市场规模	9
表 10：好未来 FY16 以来网点扩张历程	9
表 11：公务员培训考试市场规模预估	11
表 12：事业单位考试培训市场规模预估	11
表 13：教室双证考试培报名人数	12
表 14：考研考试报名人数	12
表 15：中公教育部分职业培训赛道市占率估算	12
表 16：中公教育主要业务收入预测	13
表 17：好未来培优小班线下增速	14
表 18：好未来线上收入增速	14
表 19：好未来业绩增速预测（彭博一致预期）	14

1. 培训机构利润率分析：培训机构利润率低于高等学历教育，中公受益规模与市占率利润率持续领先

我们认为培训龙头的利润率在近几年仍会以中公为标杆，在接近 20% 的水平上稳步增长。一方面，由于销售和研发上的刚性投入，培训机构净利率低于高等学历教育；同时，由于赛道不同，中公更高的市占率以及已相对成熟的培训模式，使其相较于仍在投入期的好未来而言已逐渐显示出规模效应。

1.1. 对比高等学历教育：职业培训机构销售和研发费用率较高，利润率相对偏低

对比职业高等教育，职业培训机构的利润率水平相对偏低。两者的毛利率较为相近，非学历培训机构需要为保持品牌影响力持续投入较高的销售费用，同时为了持续跟上最新的考试大纲以及研发新的教育技术，培训机构需要保持较高的研发费用。

首先从毛利率角度，职业教育培训机构的毛利率与高等教育的毛利率基本相似。教育机构的营业成本主要由教师薪资和租金组成。从教师薪酬角度，职教培训机构的老师工资相对较高但是其每个教师贡献的收入也远高于大学教师。但是从场地费用来看，由于中公教育的学费中包括了酒店的食宿费用，因此开班费（食宿费用）在营业成本中占据了较大的比例，使得中公的场地费用较高。另外，由于并非全日制学校，因此培训机构的其他杂项费用开支较少。

表 1：培训机构、高等学历教育营业成本对比

	希望教育（2018）	民生教育（2017）	中公教育（2018）
毛利率(希望、民生教育加回合作办学成本)	56.3%	61.6%	59.6%
教师薪酬占收入比	24.1%	22.3%	18.0%
教师平均薪酬（万元/年）	4.5	7.4	11.6
单教师贡献收入(万元/人)	26	33	64
折旧、租赁费用（中公为开班费+租赁费）	14.3%	7.0%	20.7%
其他成本（水电、办公、学生实习、维修等成本）	5.2%	10%	1.7%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

费用率上，培训机构的销售和研发费用率较为刚性。销售费用率上，由于培训机构并非牌照生意，因此其需要持续进行广告投放保证自身的品牌曝光度。同时包括中公在内的职业培训机构仍旧处于快速的业务扩张期，因此其需要持续依靠广告投放扩大招生规模。

管理费用率方面，由于资格证考试大纲持续更新，中公等培训机构需要持续投入研发，不断扩大及更新自身的教程，以帮助学生备考；另一方面由于管理布局已经触及全国各个城市，其需要持续投入研发 IT 系统保证管理的高效运转。相对来说，职业高等

教育在课程研发上由于没有考试通过率的硬性指标，其研发投入压力小于职业培训机构。然而在并购扩张的阶段（例如民生教育），高等教育机构的管理费用率在扩张期也可能会出现持续上升。

总体而言，由于销售费用率、研发费用的刚性支出，职业培训机构净利率尚较难提升至高等学历教育的水平。

表 2：培训机构、高等学历教育利润率对比

	民生教育 (2017)	中公教育 (2018)
毛利率	58.3%	59.1%
销售费用率	1.6%	17.7%
管理费用率	20.9% (扣除上市费用，上市 扩张前保持在 15%左右)	21.3% (研发费用率 7.3%)
剔除上市费用及 政府补贴的净利率	43.4%	17.9%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

然而从 ROE 的角度，由于高教公司重资产的特征，其周转率低于培训机构；轻资产的培训机构整体 ROE 明显高于高教公司。

表 3：培训机构、高等学历教育 ROE 拆分

	民生教育 (2018)	中公教育 (2018)	好未来 (FY2019)
ROE	10.35%	58.32%	17.89%
净利率	48.44%	18.49%	14.22%
资产周转率	0.13	1.20	0.76
权益乘数	1.69	2.64	1.65

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 好未来与中公的毛利率对比：教职人员薪酬占比更高，好未来毛利率稍低

对比好未来和中公的毛利率，我们发现由于细分赛道的差异，好未来更高的教职人员薪酬使其毛利率略低于中公教育。

教培公司的营业成本主要由薪酬和租金组成，首先从教师薪酬角度来看，(1) 中公教育教师薪酬占公司收入的比在 15-17 年持续上升（单教师工资基本持平、贡献收入有所下降），这主要由于在收入快速增长下，中公招聘老师的数量增长较快、尤其是培训单价较低的教师双证培训老师数量增长较快。

(2) 好未来的教师薪酬占比高于中公，主要由于其教师平均薪酬较高，我们认为这与 K12 培训对教师要求更高有关。随着近年来公司网校收入占比提升、线下单店经营效率改善，好未来教师薪酬占比有下降的趋势。

另外，由于 K12 课外培训学员年龄层较低，需要专员维护课后秩序、协助教师准备工作、与家长沟通，因此在好未来的营业成本中，有接近收入 10% 的费用用于辅助人员

薪酬。

整体来看，好未来较高的教师工资和辅助教员的薪酬，使其薪酬占总收入的比例高于中公 15pct 左右。

从场地费用角度看，(1) 中公教育由于公司日常租赁场所中教室数量较少、面积较小，且无法向学员提供住宿及餐饮服务，因此中公需要租赁酒店场地。公司的租金+开班费 17 年占收入接近 20%，其中开班费占比超过其中的 80%，是公司主要的场地费用开支。

(2) 好未来方面，公司租金占总体收入的 10.7%，在剔除快速增长的学而思网校收入之后，该比例也仅为 12.3%，较前几年有所下降。这说明公司在线下扩张节奏放缓后，线下运营效率正在逐步提升。

因此总结来看，虽然好未来在场地费用上较中公有 10pct 的优势，但是由于教师及辅助人员薪酬占比较高，整体毛利率在最新财年低于中公 5pct 左右。

表 4：中公、好未来营业成本对比

	中公教育			好未来		
	2015	2016	2017	FY2017	FY2018	FY2019
收入规模（百万元）	2584	4031	6237	7093	11662	17690
YOY	24%	56%	55%	43%	64%	52%
毛利率	60.20%	59.40%	59.60%	49.9%	48.6%	54.6%
教师薪酬占收入比	14.9%	17.0%	18.0%	23.4%	23.4%	21.6%
教师平均薪酬（万元/年）	11.65	11.87	11.57	13.8	14.7	16.53
单教师贡献收入（万元/人）	78	70	64	59	63	77
辅助人员薪酬占比				大约 10%		
租金占收入（中公教育考虑开班费及折旧）	22.4%	21.1%	20.7%	13.3%	13.7%	10.7%
租金占收入比（好未来扣除学而思网校收入）				13.9%	14.7%	12.3%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

具体到单店，好未来单机构收入超过 2000 万元、全年培训人次超过万人；而中公的单机构收入在 800 万左右，培训人次 1700 人/年。租售比角度，好未来分支机构在 1.1 万左右的平效下，租售比大约在 12% 左右；中公的场地费用占比则超过 20%。教师人数角度，我们看到好未来不包含教务人员的单机构教师人数也明显高于中公。

表 5：中公、好未来单店收入分析

（单位：百万元）	2015	2016	2017	2018	（单位：百万元）	FY2017	FY2018	FY2019
单机构收入（百万/个）	5.47	5.81	6.8	8.23	预估好未来线下单机构收入（百万/个）	13.4	18.3	22.4
YOY		6%	17%	21%	YOY		37%	22%
单机构面授培训人次（人/个）	1246	1500	1601	1701	单机构面授培训人次（人/个）		9512	12429
YOY		20%	7%	6%	YOY			31%
面授单次培训价格	4390	3877	4247	4840	预估单次培训价格（元）		1919	1798

YOY	-12%	10%	14%	YOY	-6%
单分支机构场地费用	1.26	1.32	1.51	单分支机构租金开支(百万/个)	1.86 2.69 2.76
单分支机构租售比	23%	23%	22%	单分支机构租售比	14% 15% 12%
单分支机构老师数量	6.8	9.4	11.9	单分支机构老师数量(假设兼职相当于 0.3 个全职老师)	24 31 34
单教师培训人次	185	159	135	单教师培训人次	303 369
				单分支机构面积	1719 1934 1999
				平效(元/平)	7770 9436 11185

资料来源：公司公告、公司电话会议，东吴证券研究所

1.3. 费用率：好未来持续投入技术和品牌，中公受益规模效应利润率持续提升

对比好未来和中公的净利率，我们发现中公由于较高的市占率以及相对稳定的培训模式，逐渐受益规模优势；随着费用率的逐步下降，其净利润率已接近 18%。好未来则依旧处于持续投入期，利润率尚未有明显提升趋势。

中公由于培训模式相对稳定，随着规模的扩大，不断显示出龙头的规模效应。在 18 年中公的销售费用率略低于 20%，虽然随着规模的扩大该费用率略有下降，但是依旧保持在较高的水平。中公的管理费用率在研发费用率基本保持稳定的情况下（7.5%左右）持续下降，说明公司规模扩大后行政、运营人员数量并未明显增加，规模效应明显释放。中公的净利润也随着净利率的提升快速增长。

表 6：中公教育盈利能力分析

	2015	2016	2017	2018
毛利率	60.3%	59.5%	59.6%	59.1%
销售费用率	20.6%	18.6%	20.9%	17.7%
管理费用率	27.8%	26.5%	24.2%	21.3%
其中，研发费用率	7.3%	6.2%	7.7%	7.3%
研发人员数量	722	591	986	
研发人员平均薪酬及社保	17.7	25.3	30.1	
营业利润率	9.4%	15.1%	15.7%	21.3%
净利润	161	327	525	1153
YOY		103%	61%	120%
净利率	7.8%	12.6%	13.0%	17.9%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

好未来方面，虽然规模也在持续扩大，但是其持续地技术研发投入、以及在持续的线上推广，使公司利润率并没有显示出明显的提升。首先在销售费用率方面，由于 FY19 好未来加大了线上的推广力度（学而思网校用户数从 121 万上升至 341 万），以及为了增加客户及强化品牌影响力而开展了更多的市场推广活动，公司的销售费用率在 FY19 出现了较为明显的上升。

管理费用率方面，好未来持续投入线上教育技术的创新。好未来希望通过持续的投入将自己打造成为科技教育公司的战略，使公司的管理费用率一直保持在较高的水平。

表 7：好未来盈利能力分析

	FY2017	FY2018	FY2019
毛利率	49.9%	48.6%	54.6%
销售费用率	12.1%	14.1%	18.9%
管理费用率	25.2%	22.5%	22.6%
营业利润率	12.9%	12.2%	13.3%
净利润（百万元）	795	1349	2497
YOY	13.6%	92.9%	85.1%
净利率	11.2%	11.6%	14.3%（扣除一次性费用约为 10%）

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 市场空间分析：好未来市场广阔希望借助线上及新技术拓宽市场；中公市占率较高但品类扩张依旧具备空间

K12 课外培训与职业培训相比，市场规模大、集中度低。K12 课外培训市场广阔，但是由于门槛更低、本地化属性更强、名师资源有限等问题导致较难提升市占率。因此我们看到好未来虽然市占率不到 2%、且覆盖城市有限（56 个，中公已覆盖全部 319 个地级市），但其收入规模依旧大于中公。

从培训人数看，好未来的线下培训人次远高于中公，但是考虑到一年四个学期、以及每名学员报名不止一个科目，认为两家机构的每年培训人数大致相等。

表 8：好未来、中公收入及培训人次比较

（单位：百万元）	2015	2016	2017	2018	（单位：百万元）	FY2017	FY2018	FY2019
中公营业收入剔除线上和其他业务收入	2012	2401	3748	5770	好未来剔除学而思网校收入	6771	10842	15110
YOY		19%	56%	54%	YOY		60%	37%
直营分支机构	368	413	551	701	线下培训中心数量	507	594	676
YOY		12%	33%	27%	YOY		17%	14%
中公单机构收入（百万/个）	5.47	5.81	6.8	8.23	预估好未来线下单机构收入（百万/个）	13.4	18.3	22.4
YOY		6%	17%	21%	YOY		37%	22%
培训人次(万人)	45.8	61.9	88.2	119.2	预估好未来线下人次(万人)		565	840
YOY		35%	42%	35%	YOY			49%
单机构面授培训人次（人/个）	1246	1500	1601	1701	单机构面授培训人次（人/个）		9512	12429
YOY		20%	7%	6%	YOY			31%
单教师培训人次	185	159	135	126	单教师培训人次		303	369

资料来源：公司公告、公司电话会议，东吴证券研究所

2.1. K12 培训市场广阔且分散，好未来期待借助新技术继续提升市占率

从市场空间看，K12 培训由于涉及几乎该年龄段所有学生，同时学生需要每年在多个学科持续进行培训，因此在中国 K12 课外培训市场空间非常广大，且该市场随着我国经济水平的提高，每年均保持较快速增长。根据弗若斯特沙利文的报告，预计到 2022 年我国 K12 市场规模将接近 7700 亿人民币。

表 9：K12 市场规模

（单位：亿元）	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
K12 课外培训	4147	4653	5205	5786	6402	7034	7689
YOY	11.1%	12.2%	11.9%	11.2%	10.6%	9.9%	9.3%
其中，学校科目补习	3541	3931	4331	4751	5184	5640	6111
YOY	11.5%	11.0%	10.2%	9.7%	9.1%	8.8%	8.4%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

然而在如此广大的空间下，目前该市场集中度非常分散。目前全国市占率靠前的新东方和好未来在 17 年的市场份额仅为 1.8%/1.3%，市场 CR5 仅为 4.7%。

首先，K12 课外培训由于起步门槛低、非标准化，导致大量个人作坊的存在，名师可以不依托平台、以个人名义举办课外培训，这使得该市场分散度较高。以北京举例，2001-2013 年出生的常住人口超过 160 万，FY19 好未来在北京共拥有门店 135 个，假设每个门店培训人次 12000 左右，考虑一年四学期、多学科因素，好未来在其深耕 16 年的北京市占率预计也仅在 10-20% 之间。

同时，教育的本地化，又使全国龙头的跨区域扩张受到限制。由于教材、教育系统的差异，各省份之间对 K12 教育依旧存在一定差异化，这使得每个地区都会有各自地区的培训龙头。以华南区域为例，当地龙头卓越教育市占率 1.6%，好未来作为全国龙头市占率为 1.2%。

由于名师资源的稀缺性，好未来目前的扩张还主要集中在一二线城市。好未来一年单学科的培训费用达到万元，其培训需要伴随学生从小学到高中一路的升学过程，对低线城市而言依旧是较大的负担。同时，由于资经历的名师又大部分集中在一二线大中型城市。

表 10：好未来 FY16 以来网点扩张历程

	2016-02-29	2017-02-28	2018-02-28	2019-02-28
培训中心总数（个）	363	507	594	676
城市（个）	25	30	42	56
北京拥有机构数量	北京（121）	北京（141）	北京（145）	北京（135）

行业深度报告

上海、武汉、天津、广州、深圳总计	118	170	192	215
城市（拥有机构数量）	成都（13）、南京（34）、西安（17）、杭州（11）、太原（5）、重庆（8）、苏州（5）、郑州（8）	成都（19）、南京（49）、西安（24）、杭州（17）、太原（10）、重庆（13）、苏州（10）、郑州（13）	成都（16）、南京（56）、西安（27）、杭州（24）、太原（10）、重庆（16）、苏州（12）、郑州（18）	成都（18）、南京（67）、西安（29）、杭州（30）、太原（10）、重庆（20）、苏州（16）、郑州（19）
成都、南京、西安、杭州、太原、重庆、苏州、郑州总计	101	155	179	209
FY16 扩张城市	洛阳、南昌、宁波、合肥（2）、无锡、福州	洛阳、南昌、宁波、合肥（4）、无锡、福州	洛阳（2）、南昌（2）、宁波（3）、合肥（6）、无锡（3）、福州（4）	洛阳（3）、南昌（4）、宁波（3）、合肥（8）、无锡（3）、福州（7）
FY17 扩张城市		长春（2）、厦门、大连、兰州、贵阳	长春（2）、厦门、大连、兰州、贵阳	长春（2）、厦门（2）、大连、兰州（2）、贵阳（2）
FY18 扩张城市			东莞、徐州（2）、常州（2）、南通、佛山（2）、镇江（4）、绍兴、扬州、烟台、温州、中山、淄博	东莞、徐州（3）、常州（3）、南通（3）、佛山（3）、镇江（3）、绍兴、扬州、烟台、温州（2）、中山、淄博
FY19 扩张城市				惠州、淮安、邯郸、南宁、昆明、宜昌、乌鲁木齐、海口、唐山、哈尔滨、呼和浩特、临沂、潍坊、香港
其他城市总计	23	41	78	117

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

为了解决上述难题，好未来为代表的各家龙头正在加速线上的扩张，希望通过线上直播、双师教学等多种新的方式拓展市占率。目前，好未来的双师模式和线上直播业务均保持了较快的增长。

首先从双师模式来看，线上名师的教学加上线下助教的辅导，初步解决了名师资源较少的问题，帮助好未来持续向更多城市渗透，在 FY18、FY19 扩张的 26 个城市里，好未来已全部运营了双师的模式。

同时，在线直播也在近年迅速发展。目前，学而思网校已经占好未来收入 13%、招生人数的近 40%。在线直播的模式让公司能够以更低的价格、更快的速度覆盖我国广大地域，同时现在学而思网校推行的“双师”（在线主讲老师+课后答疑老师）模式也让教学质量有所提升。我们认为，技术的发展将会是推动好未来等龙头继续提升市占率的关键。

2.2. 中公教育在强势领域市占率较高，其他细分赛道仍有长足增长空间

中公的职业教育赛道同样增速较快。目前国家政策全面偏向职业教育市场，职业培训市场正在持续扩大。根据我们的测算以及弗若斯特沙利文的报告，我们预计中公面对的赛道到 2022 年规模接近 2000 亿。其中，中公主要的公务员/事业单位/教师双证和正在发力的考研市场，市场规模在 2022 年有望达到 160 亿/100 亿/150 亿/130 亿，总计 540 亿。

在公务员培训市场，17 年公务员培训参培人数 5186 万人，虽然 19 年由于国家公务员改革（主要是税务机关改革，其他部门未收影响），国考公务员参考人数下降 16.9%，但是我们预计随着改革的完成，未来公务员考试参考人数仍有望缓慢增长。我们预计 2022 年公务员培训市场规模有望从 17 年的 70 亿上升至 22 年的 160 亿。

表 11：公务员培训考试市场规模预估

假设参考人数、录取人数 17-22 年复合增长 2%	2017	2022E
笔试潜在参培人数（千人）	5186.3	5726.1
笔试参培率	25%	40%
笔试参培人数（千人）	1296.6	2290.4
面试潜在参培人数（千人，假设国考面试 1:5，地方公务员面试 1:3）	496.7	561.4
面试参培率	45%	65%
面试参培人数（千人）	223.5	364.9
整体参培率	27%	42%
客单价（元/人）（假设复合增速 6%）	4500	6022
市场规模(亿元)	68	160

资料来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

在事业单位培训市场，17 年事业单位招聘人数 93 万人，由于国家事业单位同样面临改革，我们假设至 2022 年国家事业单位招聘人数会有所下滑。我们预计事业单位培训市场规模将会从 17 年的 50 亿+增长至 22 年的 100 亿左右。

表 12：事业单位考试培训市场规模预估

假设参考人数 17-22 年复合下降 2%	2017	2022E
招录人数（万人）	93	84.1
笔试潜在参培人数（万人，假设录取率均为 1:7）	651	588.5
笔试参培率	15%	25%
笔试参培人数（万人）	97.7	147.1
面试潜在参培人数（万人，假设面试通过率均为 1:2.5）	232.5	210.2
面试参培率	25%	35%
面试参培人数（万人）	58.1	73.6
整体参培率	18%	28%
客单价（元/人）（假设复合增速 6%）	3500	4684
市场规模(亿元)	55	103

资料来源：人社部，东吴证券研究所

在教师双证市场，今年教师资格证考试人数出现爆发式上涨，18 年报考人数达到

800 万人。假设参培率从 17 年的 20% 上升至 22 年的 30%，客单价从 2500 元/人上升至 3500 元/人，教师双证培训市场有望从 17 年的 40-50 亿上升至 2022 年有望达到 150 亿。

表 13：教室双证考试培报名人数

	2016	2017	2018	2019E	2022E
教师资格证考试报名人数（万人）	280	418	651	800	1000
YOY		49%	56%	23%	
教师招录报名人数（预估）（万人）	380	450			500
参培人数（假设 17/22 年参培率 20%/30%）（万人）		180			450

资料来源：搜狐教育，东吴证券研究所

在目前中公正在发力的考研市场，19 年我国考研报考人数 290 万人，其中应届生 130 万人、往届生 160 万人。由于我国每年毕业的本科人数在 400 万左右，假设到 2022 年本科毕业生考研人数达到 50% 以上，同时假设往届生报考人数继续按照每年 20% 的速度增长，预计到 2022 年我们预计考研市场人数有望达到 425 万人。

18 年参加考研人数约为 240 万人，假设参培率 30%-40%、客单价 4000 元，则目前市场规模大概 40 亿左右。假设 2022 年考研市场客单价达到 5000 元/人，参培率达到 60%，则市场规模有望达到从 18 年的 30-40 亿上升至 130 亿。

表 14：考研考试报名人数

	2015	2016	2017	2018	2019E	2022E
考研市场规模（万人）	164.9	177	201	238	290	425
YOY	-4.1%	7.3%	13.6%	18.4%	21.8%	
往届生人数			88	107	130	225
YOY				21.6%	21.5%	
应届生人数			113	131	160	200
YOY				15.9%	22.1%	
参培人数（参培率假设 60%）						255

资料来源：中国教育在线，东吴证券研究所

在上述这些中公的主赛道之外，根据弗若斯特沙利文预测，职业培训行业中的 IT 培训行业市场规模在 2022 年有望达到 600 亿；而其他的招录和资格证培训市场，在扣除中公的四大培训市场及 IT 培训市场后，其市场规模在 2022 年有望达到 700 亿。

从市占率角度来说，根据我们的测算以及中公 17 年的收入规模，中公在目前的三个主要赛道公务员/事业单位/教师双证培训的市占率在 17 年大约为 30%/14%/15%。

然而，我们看到公司在其他细分培训领域依旧规模较小。18 年公司考研培训收入 5 亿+，其他收入 3 亿左右。相较于考研市场到 22 年 100 亿以上的市场规模，以及其他培训市场到 2022 年 700 亿的规模，中公在这些赛道的培训收入规模依旧很小。

表 15：中公教育部分职业培训赛道市占率估算

（单位：亿元）	公务员培训	事业单位培训	教师双证
中公 17 年收入	20.7	5.7	6.7
预估市场规模	70	40	45

市占率

30%

14%

15%

资料来源：中国教育在线，东吴证券研究所

3. 培训龙头未来发展分析：中公享受高集中度龙头红利，好未来市场广阔

两家培训机构的龙头公司目前都有着较高的估值，这主要得益于较高的成长确定性。中公教育对应 19/21 年估值为 48/29X，好未来对应 FY20/22 业绩约 50/25X（彭博一致预期）。我们认为两家公司均面对着处于扩张期的市场且均尚有较大市场空间。凭借目前已积累的品牌、管理、研发优势，两家公司均有望在 3 年后继续保持较快的增速，来支撑目前的估值。

对比来看，中公教育市占率优势较大，且培训模式稳定，外延扩张模式更有迹可循。中公有望依靠公务员培训积累起的口碑继续在其他职业培训赛道上吸引客流，因此其有望继续复制此前的成功模式。

好未来的优势则来自其更广阔的市场空间。目前 K12 培训市场 CR5 市占率不到 5%，好未来面对着比中公更大的市场，其依旧拥有较大的增长潜力。但是依旧需要通过不断的技术投入和线上营销，努力探索一条提升 K12 课外培训市场空间的最佳方式。

3.1. 中公教育：原有强势品类有望保持稳定增长，新赛道开拓活将成为未来惊喜

中公教育的三大培训业务有望在 19-22 年持续提升市占率。中公的三个主要培训科目公务员、事业单位、以及教师双证资格有望依靠着公司已有的品牌效应、高效的管理机制以及持续迭代的研发机制，保持市占率提升。若中公在这几个市场的市占率在 2022 年能够从 17 年的 30%/14%/15% 上升至 40%/25%/30%，则中公来自这三个主要市场的收入规模有望在 18-22 年获得 28% 的复合增速。

表 16：中公教育主要业务收入预测

（单位：亿元）	18 年	22E（若按照市占率预测）
公务员培训	30.8	64
事业单位培训	7.8	25
教师培训	10.8	45
总计	49.4	134

资料来源：中国教育在线，东吴证券研究所

同时在考研培训市场，若中公能够依靠考研人群与考公务员人群相似的特点，利用自身在大学的网点优势、课程研发优势树立在该市场的品牌形象，该市场有望成为中公新的收入增量来源。若到 2022 年中公在考研市场的市占率达到 15% 以上，则该部分有望为公司贡献将近 20 亿的收入。

我们之前预计中公 21 年的收入和利润规模分别为 134 亿/27 亿，根据我们对市场规

模和市占率的测算，公司在 21 年之后依旧有望保持快速的增长。

公司有望在新赛道上复制此前的成功模式。我们认为在四个主要培训科目外近 1500 亿的培训市场，中公同样有望利用在公务员培训市场积累起的口碑优势，依靠高效的的管理和优秀的研发能力、在更多的培训细分市场上获得突破、再开拓出新的强势类目。

3.2. 好未来：大市场下潜力无限，继续寻找提升市占率最佳方式

好未来线下业务虽然受到政策监管，但仍有望获得稳步增长。受到一系列规范课外培训机构的监管政策影响，好未来线下增速在 18Q4 开始有所下降。但是我们认为随着调整的逐步进行以及单店效率的逐步提升，相对健康的线下增长依旧有望得到持续。

表 17：好未来培优小班线下增速

	2018-05-31	2018-08-31	2018-11-30	2019-02-28
培优小班线下增速	67%	46%	19%	25%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

另一方面，好未来的线上课程有望持续获得快速增长。学而思网校的收入在过去三个财年收入持续保持着爆发式增长，收入占比持续提升；同时学而思培优在线的收入也在最近两个财年持续增长。好未来持续在线上直播、线上双师等领域的探索将会是其未来通过线上提升市场占有率的重要渠道。

表 18：好未来线上收入增速

	2017-02-28	2018-02-28	2019-02-28
学而思网校	322	820	2318
YOY	81%	155%	183%
占收入比	5%	7%	13%
学员人数（万人）		195	559
占总人数		26%	40%
学而思培优在线		162	594
YOY			268%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

未来三个财年，线上业务有望推动公司继续保持较高的业绩增长。随着线上业务占比的扩大，虽然线下业务的增速仍在 15-20% 的区间，但是好未来整体的收入增速在未来三年依旧有望保持在较高水平。同时考虑到公司的规模扩大、线下经营效率提升后的利润率提升，根据彭博一致预期，公司 FY19-FY22 利润复合增长达到 33%，22 年对应目前估值 25 倍。

表 19：好未来业绩增速预测（彭博一致预期）

(单位：百万美元)	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
归母净利润	367.2	420.3	605.2	860.4
YOY	85%	14%	44%	42%
对应估值	60	52	36	25

资料来源：彭博，东吴证券研究所

然而相较中公而言，好未来目前的市占率不到 2%，即便未来三年持续保持快速增长，考虑到行业整体的增长，其市占率仍会在低单位数。为了突破 K12 课外培训目前的市占率壁垒，好未来仍在线上直播、双师课程研发、大数据等新技术上持续投入，希望通过线上科技手段的辅助，探索到最合适的解决 K12 教育机构目前瓶颈的合适路径。

4. 风险提示

- 1、课外培训政策风险：若课外培训监管政策继续趋严，则可能使培训机构的扩张速度受到限制。
- 2、线上投入及新培训项目拓展效果不及预期：线上的引流投入以及新课程的开发带来的招生人数增长可能存在不及预期的风险
- 3、培训机构招生人数增长和地域的扩张可能存在不及预期的风险

免责及评级说明部分



免责声明

东吴证券股份有限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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>