

教育

不同的行业，同样的专业

赛道属性。职业教育 1400 亿市场，由以东方教育为代表的技能培训和以中公教育为代表的资格/招录培训两大方向、及下面多个细分赛道构成。赛道属性决定了商业模式差异，技能培训目的为满足人才“缺口”，弹性源自社会发展需求、以广告推广、授课时间长；资格培训目的为通过考试，“供给创造需求”逻辑下“参培率”创造核心弹性、以销售地推、授课时间相对短。东方教育单客销售成本 5000 元、单客贡献价值 2.6 万元/年；中公教育单客销售成本 900 元、单客贡献价值 4800 元/年。

竞争壁垒。东方的核心壁垒在其构建的“师资与网络”，通过技能过硬和渐次成长的师资团队，驱动网点扩张、进而延展招生网络和就业网络。而中公教育的核心壁垒在其“体系迭代”，通过总部及区域研究院形成标准并高效迭代的教研体系，用以支撑多序列产品的延伸及渠道的快速复制。正因如此，东方教育的教师团队平均从业经验五年、年流动率较低（15% vs 中公年轻化教师/20-25%流动），而中公教育 2018 年研发费用 4.55 亿、研发费用率 7%（vs 东方教育研发投入 2800 万/研发费用率 1%）。

渠道差异。东方教育和中公教育渠道具有本质区别，东方的网点承载招生（营销广告）、教学（重设备）、搭建师资和就业网络的职能，单点初期投入 1500 万左右；而中公教育网点主要职能为地推招生（兼部分教学），单点初期投入 200 万。因此，东方教育的渠道体现出少而精、扎实稳健的特征（145 家，70-80% 网点分布在人口 500 万以上、人均可支配收入 3-4 万的一二线城市），而中公教育的渠道网络则呈现充分下沉、快速复制的特征（1200 多家，70-80% 分布于中小型、中低收入的低线城市）。

ROE 波动和趋势。不考虑单独年份波动及上市偶发影响，中公 ROE 平均水平超过了 60%，而协议班产品的引入使公司获得了更多的预收账款、享受到更大的经营杠杆，业务快速发展过程中，“体系迭代”反而使公司呈现出了费用率下降的规模优势。未来发展中，“双师”推动提高生师比，毛利率存上行动力；而新产品序列属性若需相对偏重资产支持，周转会有所下降。东方 ROE 最高超过 70%、近两年平均超过 40%，主要波动在于净利率。按其商业模式，网点扩张初期（尤其新品牌）毛利率和费用率均会受到扰动，而一旦迈入成熟期有望享受更高净利率水平。

风险提示：1. 职教改革政策加剧行业竞争；2. 招录政策变化风险。

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
00667	中国东方教育	买入	0.23	0.36	0.50	0.63	43.7	28.1	20.4	16.1
002607	中公教育	买入	0.19	0.26	0.35	0.44	76.2	54.1	40.9	32.3

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 邵璟璐

执业证书编号：S0680518030006

邮箱：shaojinglu@gszq.com

研究助理 赵雅楠

邮箱：zyn@gszq.com

相关研究

- 《教育：新高考改革：探索中的综合评价体系》
2019-06-10
- 《教育：重拳出击，就业为本》2019-05-24
- 《教育：沉舟侧畔，柳暗花明》2019-05-14



内容目录

从需求看赛道属性差异.....	3
从数据看竞争壁垒异同.....	4
招生：东方重广告，中公重地推.....	5
教研：东方重师资，中公重体系.....	6
渠道：东方扩张稳健扎实，中公可快速复制.....	8
ROE 解析.....	10
核心公司.....	12
中国东方教育：职教龙头，厚积薄发.....	12
中公教育：多元增长，未来可期.....	13
风险提示.....	14
附录.....	15

图表目录

图表 1: 职业教育分类.....	3
图表 2: CPA 单科、会计职称、公职招录通过率梳理.....	3
图表 3: 升学路径人数演示 (单位: 万人, 以 2017 年进入大学阶段、出生在 2000 年的人群为例).....	4
图表 4: 2018 年招录/从业考试报考人数 (单位: 万人).....	4
图表 5: 东方教育和中公面授以及其他核心业务线 2018 年 ASP (单位: 万元/年).....	5
图表 6: 东方教育和中公教育人均广告开支 (单位: 元).....	5
图表 7: 东方教育和中公教育销售人员薪酬/培训人次 (单位: 元).....	5
图表 8: 中国东方教育销售费用率和核心组成部分.....	6
图表 9: 中公教育销售费用率和核心组成部分.....	6
图表 10: 中国东方教育和中公教育生均教师薪酬 (单位: 元).....	6
图表 11: 中国东方教育和中公教育生均教学成本 (单位: 元).....	6
图表 12: 中国东方教育成本和核心组成部分 (占收入比例).....	7
图表 13: 中公教育成本和核心组成部分 (占收入比例).....	7
图表 14: 中国东方教育生师比和师均薪酬 (右轴, 万元).....	7
图表 15: 中国东方教育和中公教育研发开支费用率.....	7
图表 16: 截至 2018 年 4 月中公教育员工年龄结构 (人; %).....	8
图表 17: 截至 2018 年 4 月中公教育员工教育背景 (人; %).....	8
图表 18: 中公教育和东方教育旗下网点按城市类型、人口规模、人均可支配收入水平的结构.....	9
图表 19: 2018 年度东方教育员工构成 (人; %).....	10
图表 20: 2018 年度中公教育员工构成 (人; %).....	10
图表 21: 东方教育和中公教育人均创收情况.....	10
图表 22: 东方教育和中公教育 ROE 拆解.....	11
图表 23: 中国东方教育盈利预测和估值 (单位: 人民币).....	13
图表 24: 中公教育盈利预测和估值 (单位: 人民币).....	14
图表 25: 中国东方教育和中公教育对比总结.....	15

从需求看赛道属性差异

培训需求：技能培训 vs 通过考试，最终目的均为实现就业。以培训目的分类，非学历职业教育包括：1) 职业技能培训，中国东方教育为代表公司；2) 招录/从业考试培训，中公教育为代表公司。前者的目的在于学会某项技能、获得相应证书，进而获得就业机会；后者的目的在于提高自身通过考试从而提高招录的几率。

赛道需求目标和属性的不同决定了商业模式的差异，表现为：

1) 两者增长弹性来源也有所不同。东方教育所处的技能类的培训目的为满足人才“缺口”，弹性源自社会发展需求；中公所在的招录类培训目的为通过考试，“供给创造需求”逻辑下“参培率”创造核心弹性，公职类考试具有选拔属性，且通过率低，通过率越低的考试参培意愿越强，目前参培率平均在 20-30%。

图表 1: 职业教育分类



资料来源：国盛证券研究所

图表 2: CPA 单科、会计职称、公职招录通过率梳理

年份	会计	审计	财务成本 管理	经济法	税法	公司战 略	初级会 计职称	中级会 计职称	高级会 计职称	公务员	事业单 位
2017	13.19%	22.54%	24.99%	26.51%	20.49%	28.17%	20.5%	9.5%	34.5%	笔试 8.6%	笔试 3%
2018	20.59%	31.18%	24.98%	25.29%	26.27%	28.62%	16.7%	11.8%	36.1%	面试 33%	面试 25%

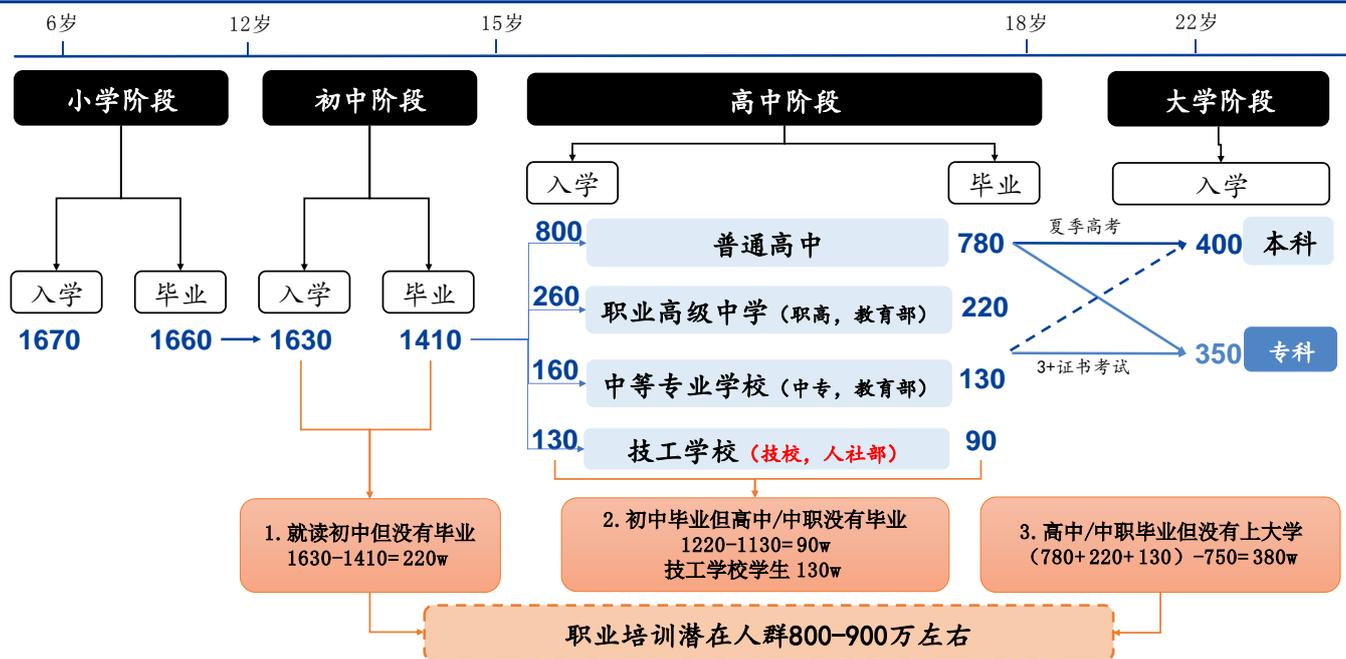
资料来源：中华会计网校，国盛证券研究所

2) 从目标客群看，东方教育以 15-21 岁初高中生为主，中公教育以 22-30 岁为主（其中大学毕业生是重要组成部分），对学历有一定要求。

- 东方教育的目标客群是在国内升学路径中进入职业教育路径的部分，每年目标客群约 800 万左右，包括：1) 15-18 岁：包括初中毕业但普通高中或者中职没有毕业（约 100 万人）和技工学校学生（130 万人）；以及 2) 18-21 岁：包括普通高中或者中职毕业但没有考上大学（约 400 万人）。
- 中公教育旗下公务员、事业单位招聘培训、考研业务的目标客群至 22-30 岁接受过一定高等教育的群体，国内每年本科毕业生 300 万左右，专科毕业生 380 万左右。如按报名人数测算，公务员、事业单位、教师招录、考研分别为 460 万、550 万、

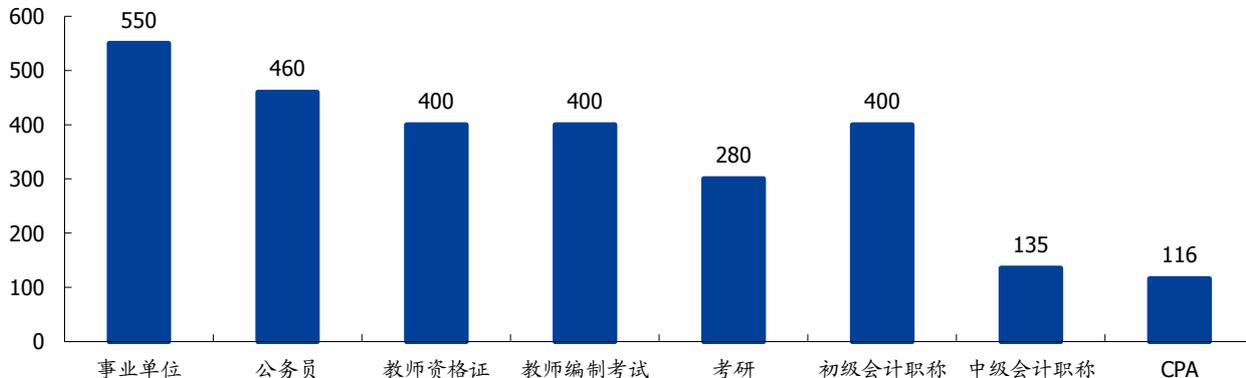
400万、280万。

图表3：升学路径人数演示（单位：万人，以2017年进入大学阶段、出生在2000年的人群为例）



资料来源：教育部，国盛证券研究所

图表4：2018年招录/从业考试报名人数（单位：万人）



资料来源：国家公务员考试网，中公教育网，中华会计网校，国盛证券研究所整理

从行业地位看，由于所处赛道具有结果可量化、且试错成本高的特点，易于搭建口碑品牌效应，因此细分赛道更有机会跑出领先龙头，东方教育和中公教育的核心业务均已细分赛道的领先龙头，其余业务处在各赛道第一梯队。东方教育旗下新东方烹饪业务是公司主要收入和利润来源，2018年平均培训人次7万、收入18.2亿，人次和收入市占率分别为23%/44%；创立于2004-2005年的万通汽车和新华电脑目前分别是汽车服务和IT长期培训赛道核心品牌。中公教育旗下公务员招录培训业务2018年人次和收入市占率分别约36%和50%，事业单位招录培训和教师招录培训业务人次和收入份额在20%+，赛道地位稳固。

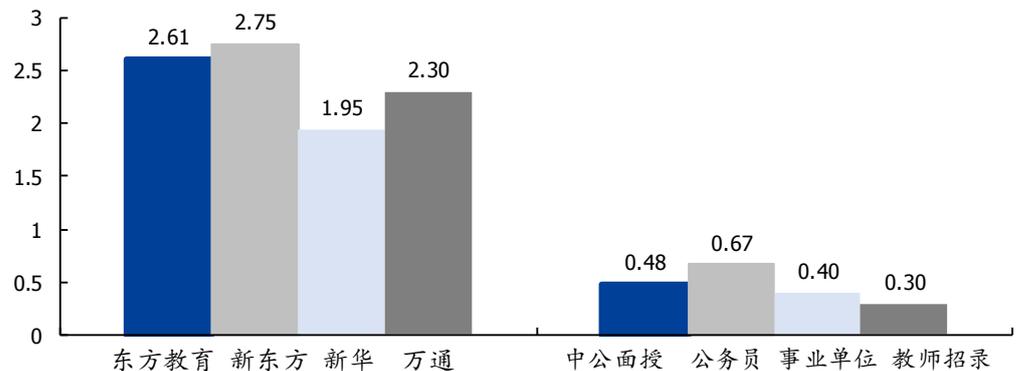
从数据看竞争壁垒异同

招生：东方重广告，中公重地推

从单客角度和获客方式看，东方所处的技能类以广告推广、授课时间长、单客贡献高、获客成本高；中公所处的招录类培训以销售地推、授课时间相对短。

单客收入方面，东方教育单客生命周期较长，**ARPU 更高**。东方教育课程以一年以上长期期为主，其中 2 年以上占大部分 (80%+)；中公教育课程以短期为主，多在 3 个月左右。东方教育人均贡献收入在 2.6 万左右/年，高于中公的 4800 元/年。

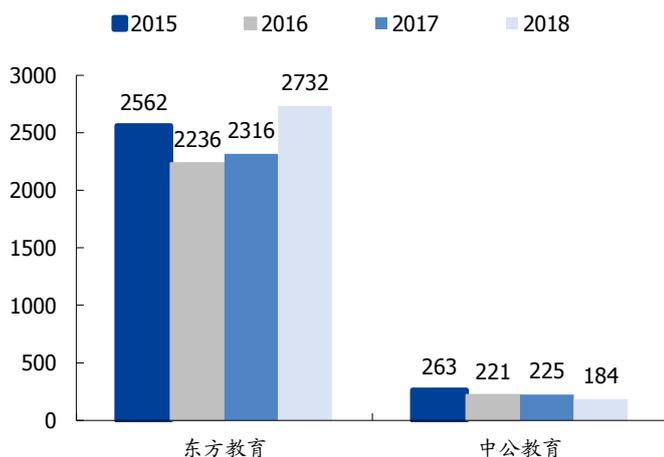
图表 5: 东方教育和中公面授以及其他核心业务线 2018 年 ASP (单位: 万元/年)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

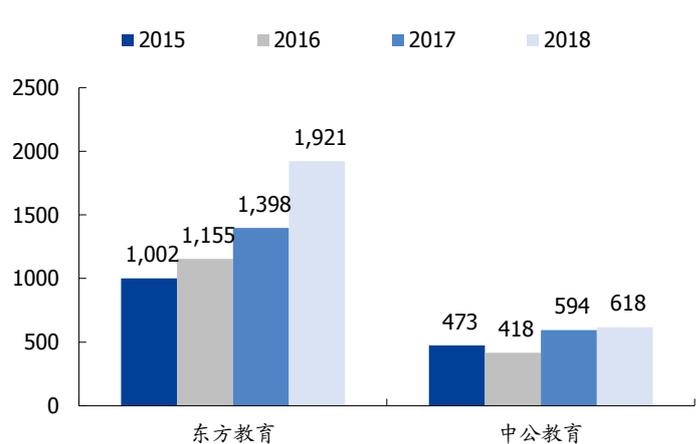
而从获客成本看，若以销售费用/新增培训人次作为获客成本，东方教育获客成本为近 **5000 元/人**，中公教育为 **900+元/人**。东方教育整体获客成本为中公的 5.5 倍，其中单客消耗的广告开支和销售费用是中公教育的 5-6 倍，单客消耗的教师薪酬、教学成本、租赁折旧是中公教育的 4-5 倍。生均获客广告开支方面，东方教育高于中公教育，2018 年生均广告开支分别为 2700 元/180 元（仅考虑线下）。每位培训人次对应的销售人员薪酬方面，东方教育 2018 年以提升至 1900 多元，而中公在 500-600 元左右。

图表 6: 东方教育和中公教育人均广告开支 (单位: 元)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所注：仅包括线下面授客户，假设中公教育当年培训人次均为新增且仅考虑线下

图表 7: 东方教育和中公教育销售人员薪酬/培训人次 (单位: 元)



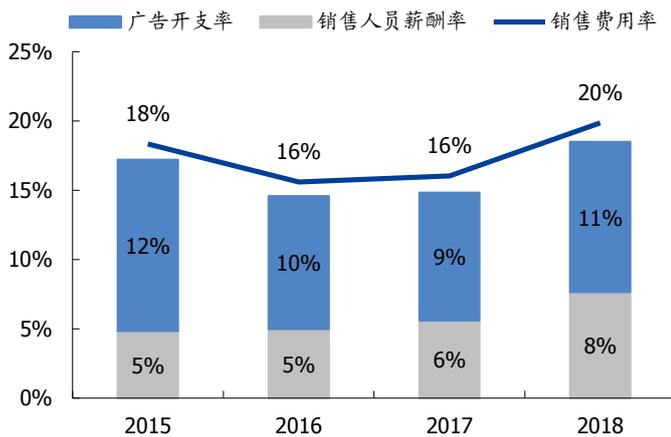
资料来源：公司公告，国盛证券研究所注：仅包括线下面授客户，假设中公教育当年培训人次均为新增且仅考虑线下

从获客方式看，东方教育重广告营销，中公教育以销售人员地推为主。职业培训赛道招生较为市场化，销售费用率水平较高 (20% 左右)，东方教育销售费用率平稳状态在 15-16%、2018 年 20%，其中广告开支和销售费用分别占收入的 11%/8%。中公教育销售费用率平稳状态在 19-21%、2018 年为 18%，而结构上则以销售人员薪酬占比为

主、是广告开支的3倍。从人员结构看，中公教育市场和客服人员数量11600+人（2018年底），超过教师和研发人员。

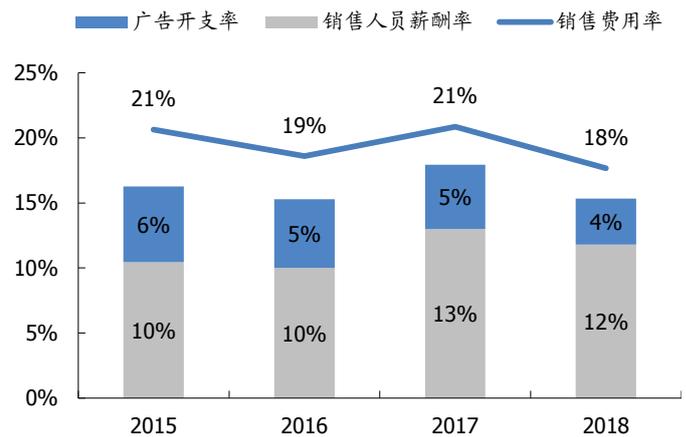
按以上角度，未来两者销售费用率变化的方式及弹性会有所区别。东方教育的营销策略更为依赖广告的方式推广品牌获客（主要为地域网点实施的线上营销），其费用率下降的动能更多源于时间累计口碑的品牌效应，伴随品牌的逐渐成熟销售费用率有望呈现趋势向下。而中公教育的营销策略更依赖于市场人员，而这部分开支率有望伴随每个网点多元业务的扩展而体现出经济效益（即单地推人员可推广的产品序列日趋丰富）；广告开支率则同样受益于品牌效应（从2015年的6%下降到2018年4%）。

图表8：中国东方教育销售费用率和核心组成部分



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表9：中公教育销售费用率和核心组成部分

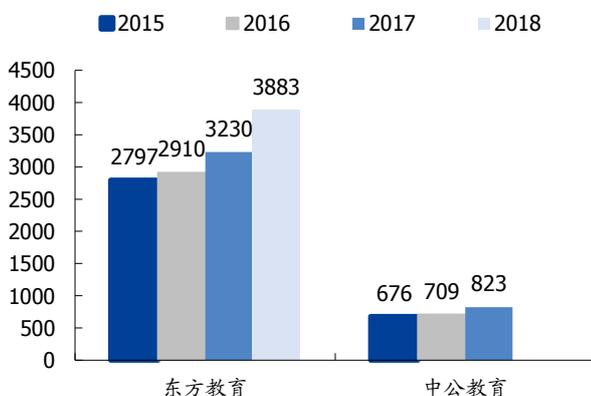


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

教研：东方重师资，中公重体系

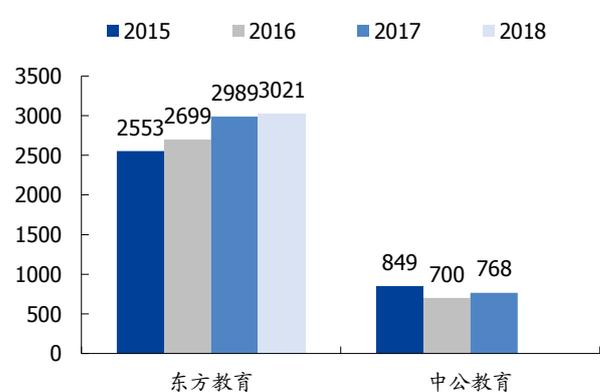
教师薪酬和教学成本是两家公司核心成本开支，中公教育两者成本率高于东方教育8-10PCTs。2018年东方教育拥有教师近4300名，长周期+小班教学模式固定，因此生师比稳定在30左右，规模效应不明显；中公教育拥有教师9400多名，短周期模式带来教师周转次数高，因此呈现高生师比（126左右），若双师课堂模式推行成功，未来生师比有望进一步提高。

图表10：中国东方教育和中公教育生均教师薪酬（单位：元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所注：仅包括线下面授客户

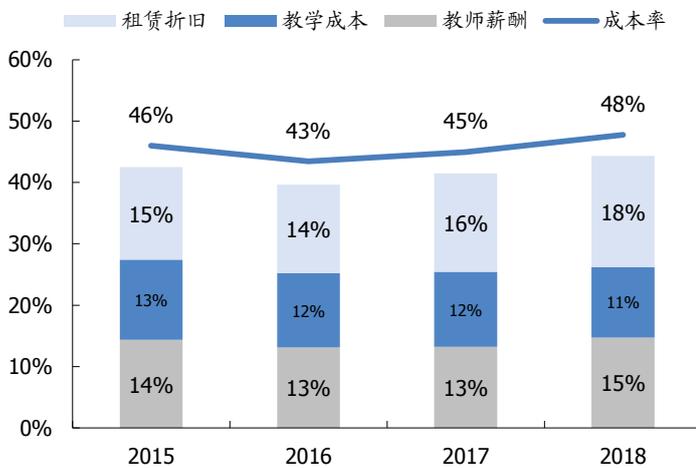
图表11：中国东方教育和中公教育生均教学成本（单位：元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所注：仅包括线下面授客户

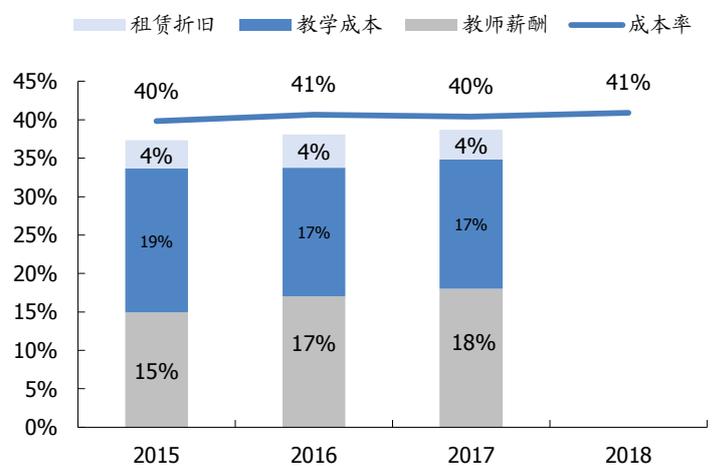
研发体系上，研发开支率（不到 1%），远低于中公教育（7%左右），东方教育 2018 年研发投入 2800 多万，教学研究主要投入于 IT 培训和汽修课程的硬件设备更新升级；中公 2018 年研发投入 4.55 亿，90%用于研发人员的薪酬和社保开支，公司拥有 1350 名研发人员，研发人员人均薪酬在 25 万左右，高于教师。

图表 12: 中国东方教育成本和核心组成部分 (占收入比例)



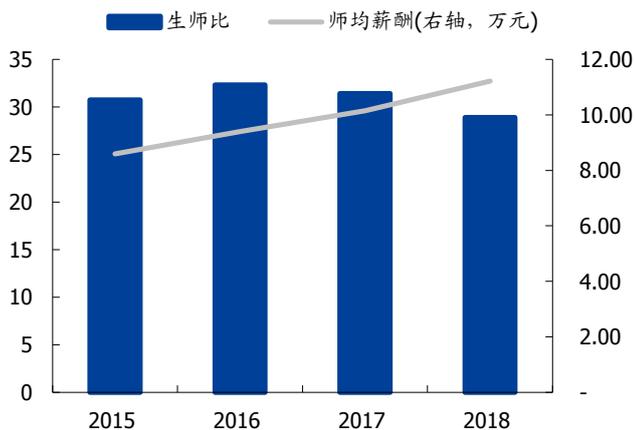
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 13: 中公教育成本和核心组成部分 (占收入比例)



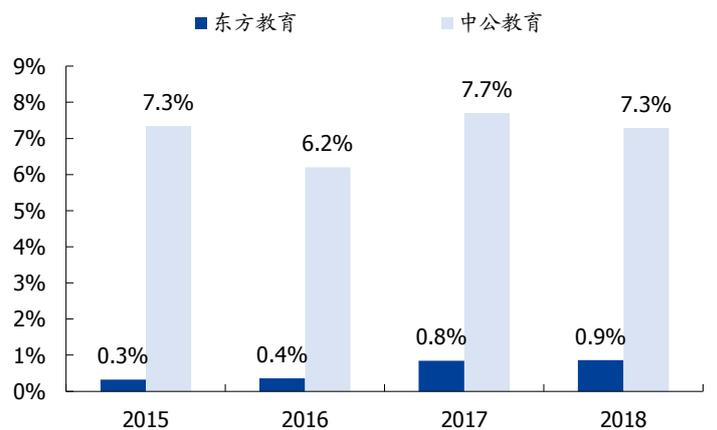
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 14: 中国东方教育生师比和师均薪酬 (右轴, 万元)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

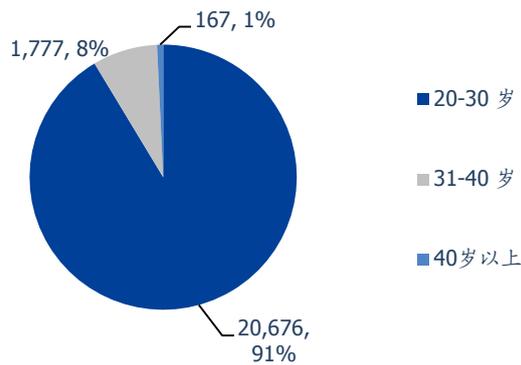
图表 15: 中国东方教育和中公教育研发开支费用率



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

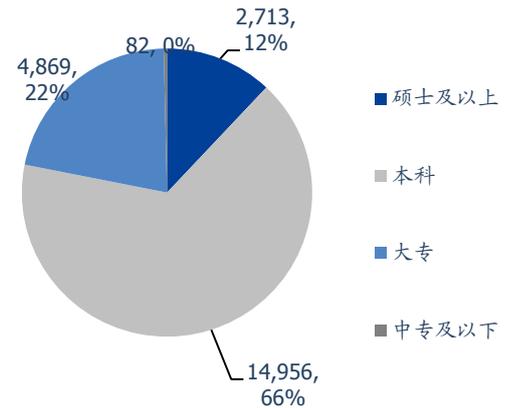
从师资队伍看，东方的教师通常擅长某项技能，平均行业从业经验五年，硬性要求更高；中公具有高学历、年轻化、高流动的特征。以上差异来源于东方的教研体系强实战教学，理论为辅；而中公教学则是理论为主，考试为纲。师资要求的差异反应在师均薪酬上表现为东方（11 万/年）略高于中公（9.7 万/年）；中公教育平均流动率在 20-25%，高于东方教育教师的 15%左右。

图表 16: 截至 2018 年 4 月中公教育员工年龄结构 (人; %)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 17: 截至 2018 年 4 月中公教育员工教育背景 (人; %)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

综上，东方教育以实训技能为主，因此教师团队要求更高，更多沉淀在教师层面，教学体系更注重言传身教及传帮带体制。而中公教育擅长的招录考试有较为标准的考试流程，加之其拥有由总到分的总部研究院+地方教研条线设置，中公的教研更注重体系，标准化程度较高。

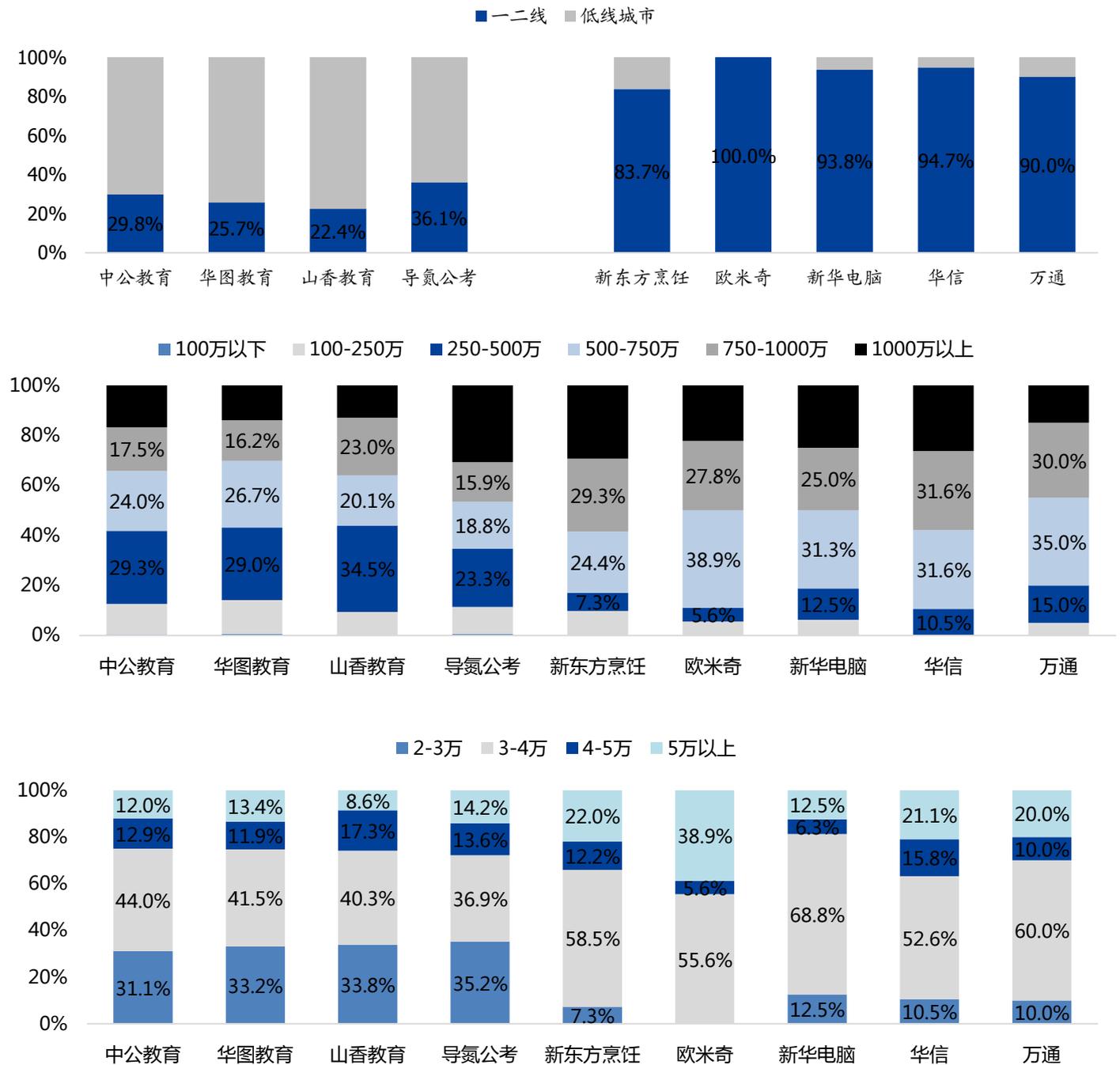
渠道：东方扩张稳健扎实，中公可快速复制

从网点数量规模看，东方教育少而精、中公网点多而广。截至 2018 年底东方教育共有 145 所直营技能培训学校，其中新东方烹饪数量最多、分布最广，共有 50 所，分布在 30 个省份，以省会城市为主。中公教育共有 1200+ 个学习网点，分布在 319 个地级市。从单网点收入看，东方教育 2018 年单网点收入在 2600 万左右，中公教育超 500 万。

从扩张模式看，两家公司均是用租赁方式和直营管理，东方扩张略重于中公。东方单校面积较大（1.5-1.7 万平米），初期投入较多（1500 万左右，其中 1000 万为翻新成本），容量有限（1500-1700 人左右）。而中公网点多以 200 平米左右的小网点为主，初期投入较少（100-200 万），网点主要承担销售和服务，以及部分教学。

从渠道分布看，东方教育主要分布在人口规模在 500 万以上、人均可支配收入在 3-4 万的一二线城市（占 70-80%）；中公网点主要分布在中小型、中低收入的低线城市为主（占 70-80%）。东方提供的职业技能培训岗位在经济和收入水平更好的区域需求更为旺盛，具有“向阳而生”的市场特性；而中公教育提供的公职类招录在其他产业经济业态尚未成熟的低线城市是更受欢迎的就业方向。

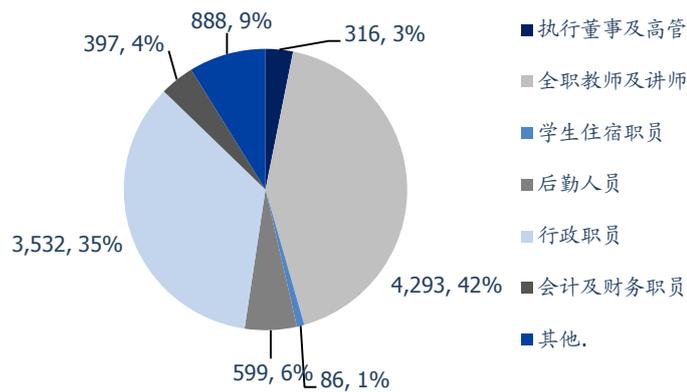
图表 18: 中公教育和东方教育旗下网点按城市类型、人口规模、人均可支配收入水平的结构



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

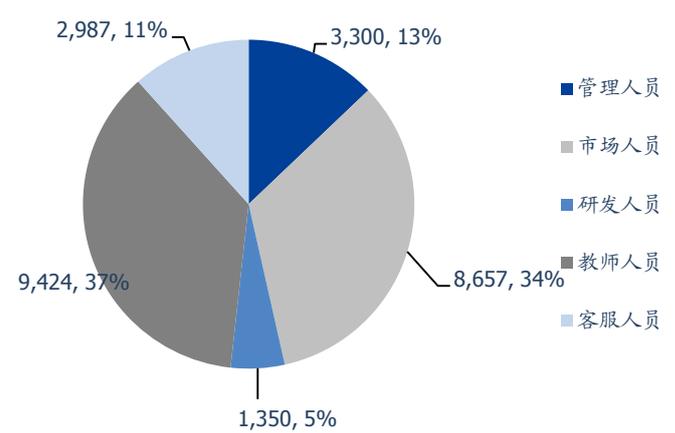
从员工构成来看, 东方及中公教育员工结构接近。东方教育及中公教育的教研人员占比均为 42%, 其他人员以管理、销售人员为主, 中公教育市场及客服人员合计占比 45%, 东方教育行政及后勤人员占比 41%。

图表 19: 2018 年度东方教育员工构成 (人; %)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 20: 2018 年度中公教育员工构成 (人; %)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

从人均创收角度看，东方教育 2018 年人均创收 32 万元，稳中略增；中公教育人均创收 24 万元，同增 15%。

图表 21: 东方教育和中公教育人均创收情况

	东方教育			中公教育	
	2016	2017	2018	2017	2018
营业总收入(亿元)	23.36	28.50	32.6	40.3	62.37
净利润(亿元)	5.87	6.61	5.15	5.25	11.53
总雇员	7447	9026	10111	19074	25,718
人均创收(万元)	31.36	31.58	32.29	21.13	24.25
人均创利(万元)	7.89	7.33	5.09	2.75	4.48

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

综上，作为职教培训领域两大龙头公司，东方教育相对更为重资产的扩张模式、注重实训技能的教学体系和技能过硬的师资团队、以及遍及全国的校企合作和就业口碑，树立了技能培训较高的竞争壁垒。中公教育标准化、高效反馈的教研体系、遍及下线的渠道网络、以及多品牌多序列联动构筑的“体系”具备快速市场反应能力及迭代速度。

ROE 解析

不考虑单独年份波动，中公教育 ROE 平均水平超过了 60%，而协议班产品的引入使公司获得了更多的预收账款、享受到更大的经营杠杆，业务快速发展过程中，“体系迭代”反而使公司呈现出了费用率下降的规模优势。未来发展中，“双师”推动提高生师比，毛利率存上行动力；而新产品序列属性若需相对偏重资产支持，周转会有所下降。东方教育 ROE 最高超过 70%、近两年平均超过 40%，其中主要波动在于净利率。按其商业模式，网点扩张初期（尤其新品牌）毛利率和费用率均会受到扰动，而一旦迈入成熟期有望享受更高净利率水平。

图表 22: 东方教育和中公教育 ROE 拆解

	东方教育			中公教育		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
净利率	25.1%	23.2%	15.8%	12.6%	13.0%	18.5%
毛利率	56.6%	55.0%	52.2%	59.3%	59.6%	59.1%
销售费用率	15.6%	16.0%	19.8%	18.6%	20.9%	17.7%
管理费用率	11.9%	12.3%	13.4%	20.3%	16.5%	14.0%
研发费用率	0.4%	0.8%	0.9%	6.2%	7.7%	7.3%
税率	18.4%	20.5%	25.0%	16.2%	16.0%	13.9%
资产周转率	1.05	0.92	1.03	1.37	1.43	1.20
资产结构	现金 35% 物业和设备等固定资产 48% 租金/广告等经营性预付和预收 15%			现金+理财+定存占资产的 65% 固定资产占 10%		
权益乘数	2.83	2.31	2.55	3.62	3.40	2.64
有息负债率	0%	0%	0%	0%	3%	22%
预收款占负债比例	62%	59%	66%	78%	76%	45%
预收占收入的比例	42%	40%	39%	53%	42%	31%
ROE	72.3%	48.0%	41.2%	62.7%	63.2%	47.2%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所注: 中公教育 2018 年资产周转率下降主要由于借壳上市重大资产重组后留置资产形成的投资性房地产和可供出售金融资产较多; 权益乘数下降主要由于借壳上市权益增加

核心公司

中国东方教育：职教龙头，厚积薄发

公司概况：中国最大的职业技能培训集团。公司是目前中国最大的职业技能教育提供商，旗下经营三大业务线的六个知名品牌：①烹饪培训：新东方烹饪（1988年）、欧米奇（2016年）和美味学院（2017年）；②计算机培训：包括新华电脑（2004年）、华信智原（2006年收购）；以及③汽车服务：万通汽修（2005年）。公司旗下新东方烹饪、新华电脑、万通汽修以长期课程为主，其中一年以上课程培训人次占比90%+。2018年公司运营145所直营职业技能培训学校（其中26所含中专学历）、18所美味学院培训中心。

竞争优势：先发卡位+运营积淀+网络协同。①先发优势：人均可支配收入水平提升的背景下，餐饮/IT/汽车等产业符合消费升级趋势、岗位需求旺盛。公司1988年率先切入烹饪赛道、2004/2005年相继切入IT培训和汽修领域，多年发展使得各业务品牌深入人心。②运营能力：“强迭代能力的教研体系+就业导向的教学模式+全国性就业网络”，形成口碑正向循环和品牌溢价能力。公司在入学前与学生签订就业协议、与2.8万家校企合作、不断增加的订单班（700个订单班共占新增培训人次的24.5%）。③渠道网络：新东方品牌为区域扩张奠定基础，多品牌协同作战。在总部带动各品牌事业部的管理架构加持下，公司快速跨区域运作成为可能，可复制能力突出。

未来成长：网点加速渗透，多品牌蓄势待发。公司未来机会在于：1）扩充网点：烹饪业务是主要方向，扩张计划中新东方和欧米奇占2019年的75%、占未来三年的60%，我们测算可覆盖城市仍有一倍空间；2）通过多样化课程和品牌捕捉不同培训需求，提升利用率（目前60-70%）。对于各项业务，①烹饪培训：国内厨师依然存供需缺口（测算年需新增50万），新东方有望延续份额提升趋势，欧米奇快速扩张占领市场，发展潜力大。②汽车服务：汽车保有量持续增长带动岗位需求增加（测算年需新增15万名）。万通伴随次新校成熟，盈利能力有望修复。③IT培训：赛道更迭快、空间大、供需缺口大（IT从业人员1500万，测算年缺口约200万）。新华电脑目前利用率较高（94%），未来增长源于学校扩张（计划2019-21年新增8所）；华信智原所处的短期培训竞争较激烈，盈利能力尚待观察。

投资策略：公司是中国最大的职业技能培训集团，已实现跨赛道全国性经营能力和管理框架，铸造强大护城河。烹饪业务行业地位稳固，IT培训和汽车服务赛道仍将持续强化，值得期待。预计公司2019-2021年净利润分别为9.31/11.73/14.43亿元（调整后），同增72.7%/26%/23%。目标价13.55港元，对应2019年调整后净利润28倍PE，维持“买入”评级。

风险提示：招录政策变化风险；公务员培训市场寡头格局下价格战升级；新增业务扩张不及预期；线上流量成本高企。

图表 23：中国东方教育盈利预测和估值（单位：人民币）

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2850	3,265	4,253	5,308	6,472
增长率 yoy%	22.0	14.6	30.3	24.8	21.9
净利润（百万元）	641.6	510	791	1,093	1,384
增长率 yoy%	13.5	-20.5	55.1	38.1	26.6
EPS（摊薄/元）	0.29	0.23	0.36	0.50	0.63
净资产收益率（%）	49.5	41.6	13.5	17.5	19.4
P/E（倍）	34.7	43.7	28.1	20.4	16.1
P/B（倍）	13.9	25.5	3.8	3.4	2.9

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测

中公教育：多元增长，未来可期

两大护城河：渠道先发优势+研发驱动。2018年12月27日中公教育完成资产交割登陆A股。2018年公司实现总营收62.37亿元(+54.72%)；归母净利11.53亿元(+119.67%)，归母扣非净利11.13亿元(+124.79%)。作为国内职教培训行业龙头，公司的护城河表现为：1)渠道先发优势：2018年末公司已建立覆盖319个地级市的701个学习网点(+150个，同增27.22%)。2)坚持产品研发驱动，由此形成品牌效应：从最初的串讲班到协议班(2017年收入占比74%，贡献90%+收入增速)，中公成为行业产品和服务标杆的制定者和引领者。

横向拓展能力已露锋芒。公司已经成功实现从公务员培训业务向事业单位/教师招录资格考试培训延伸(2015-17年收入CAGR分别为52%/83%)。2016年起公司逐渐向考研、IT培训、医学考试类等细分业务(2018年收入8.28亿元、同增87%，教师及综合面授营收占比提升0.62/2.29PCTs)。公司拥有以省级研究院为单位、以科目赛道为条线的自主研发体系，使得快速搭建新业务教研体系成为可能；同时共享渠道+“双师模式”为多元业务快速发展提供奠基石。

经营表现：国考收入提速，事业单位增速放缓，教师招录保持强劲。①分业务：公务员招录收入30.82亿元、同增49%，增长提速；事业单位招录7.85亿元、同增38%，增速放缓；教师资格收入10.75亿元、同增61%；②量价拆分：累计培训人次达230.79万(同增57.43%)，面授培训人次同增35%至119.21万人，增速有所放缓；客单价同增13.98%，增长超预期主要由于产品升级及长周期课程比例持续提高。此外，线上收入4.44亿元、同增58%，其中线上培训人次111.58万人(同增91%)，客单价同降17.56%。

投资建议。公司定位职业培训市场龙头品牌，其在公职考试培训领域积淀的规模化教研体系建设、全直营网点渠道布局、多元化产品结构是其未来成长的三大护城河。职教培训市场依然存在较多处于快速成长期、仍待整合的细分赛道，中公有望凭借规模及品牌优势享受行业红利，持续抢占市场。维持2019/20/21年净利预测16.24/21.49/27.22亿元，同增41%/32.3%/26.6%，对应EPS 0.26/0.35/0.44元。基于标的稀缺性及多赛道成长性，维持“买入”评级。

风险提示：招录政策变化风险；公务员培训市场寡头格局下价格战升级；新增业务扩张不及预期；线上流量成本高企。

图表 24：中公教育盈利预测和估值（单位：人民币）

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,031	6,237	9,299	12,230	15,181
增长率 yoy%		54.7	49.1	31.5	24.1
净利润（百万元）	525	1,153	1,624	2,149	2,722
增长率 yoy%	0.0	119.7	40.9	32.3	26.6
EPS（摊薄/元）	0.09	0.19	0.26	0.35	0.44
净资产收益率（%）	28.1	39.0	35.4	31.9	28.8
P/E（倍）	167.3	76.2	54.1	40.9	32.3
P/B（倍）	47.0	29.7	19.1	13.0	9.3

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测

风险提示

1. **职教改革政策加剧行业竞争。**2019年扩招恐影响整体职业教育技能培训需求，招生情况低于预期。职教改革后学历类高职院校加入职业技能培训领域，行业竞争加剧。
2. **招录政策变化风险。**公职类招录政策每年变化且较难预判，恐对报考端人数有一定影响，进而影响中公教育业务增长。

附录

图表 25: 中国东方教育和中公教育对比总结

	中国东方教育	中公教育
赛道属性、空间和格局		
培训目的	学会某项技能，获得技能证书，实现就业	提高获得招录的几率
赛道规模	1000 亿	400 亿
赛道格局	种类分散多样，且差异化	主要包括公职、考研、教师、财务
参培率	技能资格考试不具备选拔属性，参培率弹性较弱	通过率越低的考试，参培意愿越强
份额(人次/收入)	烹饪培训 23%/44% 汽车服务 17%/28%	公务员 36%/50% 事业单位 20%/20% 教师招录 23%/27%
招生获客		
目标客群	15-21 岁为主，22-40 岁为辅	22-30 岁为主
学习周期	1-3 年全日制	3-6 个月业余/2-4 周全日制
ARPU	2.6 万/年	4800 元/年
销售费用率	15-16%，2018 年 20%	18-20%
其中：广告开支/收入	9-10%	5%
生均广告开支	2500-3000 元	180-220 元
教研体系		
师资力量	全职/兼职培训教师，擅长某项技能 五年行业从业经验	全职培训老师，无技能或专业门槛 年轻、高学历为主
教学内容	强实战教学，理论为辅	理论为主，考试为纲
迭代速度	每年更新 30% 的课程	每年更新 1-2 次
生师比	稳定在 28-30	2015-2018 年逐年减少，120-140 左右
师均工资	11 万/年	10 万/年
教师工资占收入比	13-15%	15-18%
研发开支率	0.90%	7.3%
渠道模式和单点模型		
扩张模式	租赁轻资产模式，直营	租赁轻资产模式，直营
网点作用	招生+教学+就业网络	引流和服务为主，兼部分教学
渠道分布	一二线为主、大中型城市	三四五线为主，中小型城市
单点投入	1500 万左右，设备+装修为主	100-200 万，租金为主
单点容量	1500-1700 人左右	测算单点平均 1500+人
单点面积	1.5-1.7 万平米	200-300 平米
单点收入	2600 万	600 万
人均创收	33.3 万	24 万

资料来源：公司财报和招股书，国盛证券研究所整理绘制

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼
 邮编：100033
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com