

2019 年 06 月 15 日

商贸零售

行业深度分析

证券研究报告

中国东方教育与中公教育深度比较：匠心有别，共举国之大计

 投资评级 **领先大市-A**
 维持评级

——职业教育行业系列报告之二

■本文从行业、经营、财务数据、估值多维度深度对比中国东方教育与中公教育，拟通过分析两赛道龙头异同探究技能培训与选拔培训赛道特征，同时为中国东方教育提供估值建议。职业教育培训从功能角度可以分为选拔培训和技能培训两大类。选拔培训包括考试培训、招录培训等，技能培训则指就业技能的培训、无统一评价标准。从目前业务看，中国东方教育为技能培训，中公教育为选拔培训、但意在向技能培训领域扩张。

■赛道对比：厨师、汽修培训赛道较优，IT 培训竞争激烈。我们认为可从技能迭代速度和硬件壁垒两个维度判断赛道优劣：①若技能迭代速度慢，随着长期积累、形成大量内容沉淀，新进入者短时间内难以照搬仿制；②若硬件壁垒高（硬件包括设备、培训网点等），则为新进入者设立较高的进入壁垒，新进入者需进行高额的资本投入、承担较大风险。迭代速度慢且硬件壁垒高的职业培训赛道是最优赛道：先发投入树立硬件壁垒、长时间沉淀树立内容壁垒，容易形成较高集中度，包括厨师培训、汽修培训等。迭代速度慢且硬件壁垒低的职业培训赛道是最有潜力赛道：硬件壁垒可以通过借助资本的力量逐步拉升，实现设备、培训网点等设施的规模化运营，拉升行业规模壁垒，包括公考培训、其他考试培训、美业培训、家政服务培训等。迭代速度快的职业培训赛道是较为难以做出规模的赛道：如 IT 培训，技能要求的迅速变化导致难以形成内容沉淀，掌握新技能的新进入者总是可以较轻易进入行业蚕食分羹。

■核心竞争力对比：中国东方教育在于就业保障及学历升级，中公教育在于研发与网点。中国东方教育：①公司经历长期积累，已积累起深厚的产业资源，建立了紧密的校企合作关系，可保障较高就业率；②由于中国东方教育的目标生源多为初中毕业辍学或高中毕业辍学的学生，学历的提升对于该类学生有极强的吸引力，公司可通过多种方式帮助学生实现学历升级。中公教育：①作为公考培训的龙头企业，已经构筑了极高的研发壁垒；②此外网点高速扩张，已经实现了深度的下沉，未来有望依托网点优势，实现新业务的高速发展。

■经营对比：呈现较大差异。①生源：中公教育生源多为已接受高等教育的学生为参加进一步选拔，而中国东方教育的主要提供非学历职业技能培训，生源多为未获得高等学历的学生。②研发：中公教育研发费用及研发费用率均远高于中国东方教育。③设备投入：中国东方

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519010001

liuwz@essence.com.cn

021-35082109

杜一帆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518080002

duyf1@essence.com.cn

021-35082088

相关报告

 大国重匠，庠序先行——职业教育行业
 系列报告之一 2019-03-18



教育物业及设备投入更大，中公教育房屋及建筑投入较高；且东方教育折旧规模远大于中公教育。④营销：选拔培训主要生源地理位置相对集中，以聚集在高等院校为主；而技能培训生源地理位置相对分散，毕业辍学后大概率返乡或参与工作，无聚集区域。故中公教育目标生源相对集中，其多采用扩张网点的方式进行营销宣传，网点多开设在大学周围；中国东方教育目标生源相对分散，无法通过网点逐个突破，公司以广告形式进行大面积营销触达。⑤师资：中公教育由于以较短课程为主，生师比远高于中国东方教育；且中公教育老师资历较轻，为经过一定培训的年轻毕业生；而中国东方教育老师相对资深，多具有逾五年的从业经验。⑥利润与现金流：中国东方教育经营性现金流净额与归母净利的比例基本稳定，差异主要来自较大规模的折旧费用和学生预付学费形成的合约负债；中公教育经营性现金流净额与归母净利的比例大幅缩小，主要系公司业务结构发生较大变化。

■**发展战略相近，均为扩网点+扩赛道。**中国东方教育拟在北京、上海、广州、成都、西安建设五大区域中心，未来计划进一步扩大校园网络，以覆盖中国所有省会城市及部分超过五百万人口的城市，此外公司拟拓展新的职业培训赛道，如美业培训等。中公教育拟由公考培训向由政府主导的各类招录考试市场延伸，进而再向其他相关职业培训市场延伸；依托强劲研发后台、高密度网点布局，有望实现其他培训市场的高速拓展。

■**职业教育受到政策高度重视。**中国制造业长期处于全球分工的最末端，但依靠人口红利发展低端制造业的时代渐远；目前已经进入经济转型期，产业向高端化发展，人才结构需与产业匹配。职业教育已被提上新的政策高度：2018 年确定国务院职业教育工作部际联席会议制度，2019 年《国家职业教育改革实施方案》、《中国教育现代化 2035》、《加快推进教育现代化实施方案（2018—2022 年）》、《教育部 2019 年工作要点》、《建设产教融合型企业实施办法》等职业教育支持政策陆续密集发布。

■**投资建议：重点推荐中国东方教育、中公教育。**①绝对估值：中国东方教育主营业务现金流较为稳定，我们认为采用现金流折现的方法可以较准确地反应公司价值。基于多种现金流折现模型，我们判断公司股权价值核心区间为 238-304 亿元。②相对估值 PE 角度而言：由于培训教育相对于学历学校而言增速更快、市场空间更大，应该给予更高 PE，但是中国东方教育旗下含有部分学历教育，且教学模式与学历教育相近（课程偏长期），所以我认为，学历学校 PE<中国东方教育 PE<培训教育 PE 较为合理。此外，我们从 PB-ROE 角度对比分析教育行业估值情况，中国东方教育位于趋势线右侧。综合绝对与相对估值，我们认为中国东方教育市值或被低估。

■**风险提示：**估值模型相关假设出现较大偏差；职业教育相关政策推进不及预期或出现重大变化；民办高校快速扩张导致并购整合以及财务风险；职业培训市场出现恶性竞争导致盈利能力不及预期等。

内容目录

1. 本文的创新之处	6
2. 赛道对比：厨师、汽修培训赛道较优，IT 培训竞争激烈	7
2.1. 迭代速度 X 行业壁垒，二维分析职业培训赛道	7
2.2. 厨师培训：新东方厨师培训一家独大	8
2.2.1. 厨师行业市场空间 2022 年或达 64 亿元	8
2.2.2. 日韩美食及西餐职业技能教育和营养膳食职业技能教育为行业发展两大增长点	9
2.2.3. 行业格局集中，新东方厨师为行业绝对龙头	10
2.3. 汽修培训：新兴市场涌现新需求	11
2.3.1. 汽修培训行业 2012 年行业空间或达 38 亿元	11
2.3.2. 新能源汽车相关服务和二手车评估等开辟新的教学方向	12
2.3.3. 学历学校汽修专业是汽修培训最强竞争对手	13
2.4. IT 培训：行业空间大，技术高速迭代导致市场保持分散	15
2.4.1. 行业有巨大成长空间，处于高速上升期	15
2.4.2. 行业竞争激烈，暂无突出龙头	16
3. 核心竞争力：中国东方教育在于就业保障及学历升级，中公教育在于研发与网点	18
3.1. 中国东方教育：超高就业保障，协助实现学历升级	18
3.1.1. 深厚产业资源保障高就业率	18
3.1.2. 东方教育提供学历提升帮助的三个途径	18
3.1.2.1. 学历学校	19
3.1.2.2. 与学历学校合作，建立函授站点	20
3.1.2.3. 鼓励参加培训的在校生参加成人高考，毕业后升学学历学校	21
3.2. 中公教育：研发壁垒高，布点先发优势大	22
4. 经营对比：呈现较大差异	23
4.1. 生源：目标用户学历有较大差别	23
4.2. 研发：投入重视程度有别	24
4.3. 设备投入：技能培训设备投入及折旧远大于选拔培训	25
4.4. 营销：中国东方教育重广告，中公教育建网点	26
4.5. 师资：中国东方教育师均成本较低、生师比较低	27
4.6. 利润与现金流：中国东方教育基本稳定，中公教育业务延伸产生较大变化	28
5. 发展策略相近：扩网点+扩赛道	29
5.1. 中国东方教育：区域中心+网点下沉+探索新技能赛道	29
5.1.1. 五个区域中心，难度较大预计耗时较长	29
5.1.2. 稳步扩建地方网点	30
5.1.3. 拓展新职业培训赛道	30
5.2. 中公教育：依托选拔培训，拓展职教大市场	31
6. 职业教育受到政策的高度重视	32
6.1. 中国处于经济转型期，人才结构需要对应的调整	32
6.2. 职业教育被提上前所未有的政策高度	34
7. 投资建议及估值分析	37
7.1. 绝对估值	37
7.1.1. 新东方单校模型	38
7.1.2. 万通汽修单校模型	39
7.1.3. 新华电脑单校模型	40

7.1.4. 欧米奇单校模型	42
7.2. 相对估值	43

图表目录

图 1：硬件壁垒&迭代速度两维度分析职业培训赛道	8
图 2：中国厨师培训市场总收入预计于 2022 年达到 64 亿元	8
图 3：2017 年全国餐厅数达到 566.6 万家	9
图 4：中国厨师平均年薪预计将继续维持高速增长	9
图 5：亚洲美食市场和西餐市场收入占中国餐饮业总收入比例预计小幅提升	10
图 6：中国东方教育集团市场份额遥遥领先	10
图 7：预计 2022 年中国汽车服务职业技能教育市场的总收入达到 38 亿元	11
图 8：截止 2016 年 12 月 31 日全国机动车维修企业数量达到 62 万家	12
图 9：2018 年全国授权 4s 店总数达到 2.97 万家	12
图 10：2018 年中国新能源汽车保有量达到 261 万辆	13
图 11：2018 年中国机动车转移登记业务量达到 2,058 万笔	13
图 12：汽车服务职业技能教育市场存在两个领跑者	14
图 13：预计 2022 年 IT 职业技能教育总收入达到 603 亿元	15
图 14：IT 行业整体收入和利润均高速增长	16
图 15：IT 从业人数增速趋缓	16
图 16：IT 职业技能教育市场竞争激烈，市场份额差距较小	17
图 17：长期课程学生均实现较高就业率	18
图 18：“学历”提升是中国东方教育旗下各品牌的宣传重点	19
图 19：各品牌学历教育收入占品牌总收入比例均持续大幅提升	20
图 20：公考培训研发难度较大	22
图 21：中公教育网点数持续高速扩张	22
图 22：2018 年高中毕业辍学率约 56%	23
图 23：2018 年初中毕业辍学率约 16%	23
图 24：中国东方教育生均收入较高与中公教育，学生人数少于中公教育	24
图 25：中国东方教育三层研发体系	24
图 26：“专业 X 地域”矩阵式研发架构	25
图 27：中公教育研发投入远高于东方教育	25
图 28：东方教育折旧规模远大于中公教育	26
图 29：中公教育直营机构数量布局更为广泛	31
图 30：世界主要经济体历年制造业增加值的全球占比	32
图 31：东南亚制造业劳动力成本（美元/小时）	32
图 32：全国求人倍率持续上升	33
图 33：技术背景人才求人倍率较高	33
图 34：级别更高的技师求职倍率更高	33
图 35：生产运输设备操作工求人倍率最高	33
图 36：中国东方教育现金流折现方法测算股权价值区间（亿元人民币）	38
图 37：PB-ROE 估值对比	44
表 1：中国东方教育与中公教育核心差异对比	6
表 2：中国东方教育与中公教育定位及发展历程	7
表 3：中国东方教育在厨师培训领域优势凸显	10

表 4：中国开设汽车服务相关专业的本科及专科院校有约 1666 所	13
表 5：汽修培训行业中主要参与者情况.....	14
表 6：IT 培训行业内主要参与者情况.....	17
表 7：中国东方教育三位创始人拥有深厚产业背景.....	18
表 8：中国东方教育通过旗下 26 所学校提供学历教育	19
表 9：28 所学校已与高校合作建立函授教学网点	20
表 10：普通高考与成人高考对比.....	21
表 11：固定资产及租赁装修对比	26
表 12：销售费用对比.....	27
表 13：2018 年中国东方教育前五大供应商均为线上广告代理商.....	27
表 14：师资情况对比.....	28
表 15：利润与现金流情况对比.....	28
表 16：募投资金计划用途.....	29
表 17：预期区域中心将覆盖的城市及省份及现有学校数据表.....	29
表 18：中国东方教育地方网点扩张计划表.....	30
表 19：制造业十大重点领域人才需求预测（单位：万人）	33
表 20：职业教育相关政策梳理.....	36
表 21：中国东方教育盈利预测（单位：亿元人民币）	37
表 22：现金流折现核心假设.....	37
表 23：新东方品牌收入、成本、费用拆分.....	38
表 24：新东方品牌单校盈利爬坡过程假设.....	39
表 25：新东方品牌经营预测.....	39
表 26：万通汽修品牌收入、成本、费用拆分.....	39
表 27：万通汽修品牌单校盈利爬坡过程假设.....	40
表 28：万通汽修品牌经营预测.....	40
表 29：新华电脑品牌收入、成本、费用拆分.....	41
表 30：新华电脑品牌单校盈利爬坡过程假设.....	41
表 31：新华电脑品牌经营预测.....	42
表 32：欧米奇品牌收入、成本、费用拆分.....	42
表 33：欧米奇品牌单校盈利爬坡过程假设.....	42
表 34：欧米奇品牌经营预测.....	43
表 35：教育行业估值对比（数据截止 2019/6/14）	43

1. 本文的创新之处

本文从行业、经营、财务数据、估值多维度深度对比中国东方教育与中公教育，拟通过分析两赛道龙头异同探究技能培训与选拔培训赛道特征，同时为中国东方教育提供估值建议。此外，中公教育拟由选拔培训向技能培训跨赛道发展，望本文可为判断其实现进度提供思路。

表 1：中国东方教育与中公教育核心差异对比

		 中国东方教育	 中公教育
赛道对比	定位	<u>技能培训</u>	依托选拔培训，拓展 <u>职业教育全赛道</u>
	行业空间	<u>厨师培训</u> 64亿； <u>汽修培训</u> 38亿； <u>IT培训</u> 603亿	<u>公考培训</u> 约300亿； <u>其他考试培训</u> 约300亿； <u>考研培训</u> 约300亿； <u>拟开拓技能培训更广阔空间</u>
核心竞争力		<u>就业</u> ：已积累起深厚的产业资源，建立了紧密的校企合作关系； <u>学历帮助</u> ：①26所学历学校；②28所学校为函授站点；③帮助学生参加成人高考，实现升学	①作为公考培训的龙头企业，已经构筑了极高的研发壁垒；②此外网点高速扩张，已经实现了深度的下沉，未来有望依托网点优势，实现新业务的高速发展
生源	特征	多为 <u>未获得高等学历的学生</u> ，包括初中毕业辍学及高中毕业辍学学生	多为 <u>已接受高等教育的学生</u> 为参加进一步选拔
	学生人数	12.4万人	119.2万人
	生均收入	26339元	5232元
研发	特征	总部-业务分部-学校三层研发体系	专业X地域矩阵型研发体系
	研发费用率	0.87%	7.29%
设备投入	资产特征	设备占固定资产比例：59%	房屋建筑占固定资产比例：57%
	折旧及摊销占收入比例	11%	2%
营销	特征	<u>生源地理位置相对分散</u> ，毕业辍学后大概率返乡或参与工作，无聚集区域，多用 <u>广告进行大范围宣传</u>	<u>生源地理位置相对集中</u> ，以聚集在高等院校为主，多采用 <u>扩张网点</u> 的方式进行营销宣传
	生均销售费用(2018)	5228元	924元
	销售费用率	19.85%，其中广告开支/收入约为10.86%	17.67%，其中职工薪酬/收入约为11.80%
师资	特征	<u>相对资深</u> ，多为具有逾五年的从业经验	<u>资历较轻</u> ，为经过一定培训的年轻毕业生
	生师比	29	126
	师均成本	11.21万元/年	12.24万元/年
现金流		经营性现金流净额与归母净利的比例基本稳定，差异主要来自较大规模的折旧费用和学生预付学费形成的合约负债	现金流与利润错期较为明显，但随着业务结构多元化正在逐步缓解
扩张		五个区域中心+扩建地方网点+延伸其他职业培训赛道（如美业等）	下沉营销网点，扩展其他考试培训及技能培训赛道
估值方法	估值锚	校园使用率、招生规划	岗位招聘人数
	估值方法	绝对估值：中国东方教育主营业务现金流较为稳定，我们认为采用现金流折现的方法可以较准确地反应公司价值；而中公教育现金流不确定性较高，不适合现金流折现估值。 相对估值：由于培训教育相对于学历学校而言增速更快、市场空间更大，应该给予更高PE，但是中国东方教育旗下含有部分学历教育，且教学模式与学历教育相近（课程偏长期），所以我们认为，学历学校PE<中国东方教育PE<培训教育PE较为合理。	

资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心估算整理

2. 赛道对比：厨师、汽修培训赛道较优，IT 培训竞争激烈

职业教育培训从功能角度可以分为选拔培训和技能培训两大类。选拔培训包括考试培训、招录培训等，技能培训则指就业技能的培训、无统一评价标准。从目前业务看，中国东方教育为技能培训，中公教育为选拔培训、但意在向技能培训领域扩张。

表 2：中国东方教育与中公教育定位及发展历程

	定位	定位职业技能教育，以烹饪技术为基石，拓展业务至信息技术、汽车服务等多方面的培训。
中国东方教育	发展历程	1988 年，新东方烹饪教育成立，主要提供专业烹饪和酒店管理的职业培训，并开始提供计算机和互联网相关的新兴行业的培训课程。2004 年成立了安徽新华教育，提供专业的信息技术培训；2005 年成立万通汽车教育，提供专业的汽车维修培训课程；2006 年收购了华信智原 DT 人才培训基地，为大学生和在职人员提供短期实用信息技术课程；2016 年成立欧米奇西点西餐教育，提供西餐烹饪技术培训课程；2017 年成立美味学院，提供私人定制烹饪体验。
中公教育	定位	以非学历职业就业培训服务起家，定位职业教育全赛道，拟“做深存量赛道，做大增量赛道”，“成为领先的职业教育创新平台”
	发展历程	李永新团队从 2000 年开始涉足公考培训领域，2001 年首次推出公务员考试辅导课程；2010 年，正式确定“中公教育”品牌，开始由北京向全国发展；2015 年，中公教育正式宣布由公考培训向职业教育领域全面进军。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.1. 迭代速度 X 行业壁垒，二维分析职业培训赛道

本部分拟比较各行业是否容易提升行业集中度，我们认为可从技能迭代速度和硬件壁垒两个维度进行判断：若技能迭代速度慢，随着长期积累、形成大量内容沉淀，新进入者短时间内难以照搬仿制；若硬件壁垒高（硬件包括设备、培训网点等），则为新进入者设立较高的进入壁垒，新进入者需进行高额的资本投入、承担较大风险。从以上两位维度，我们认为可以将赛道分为 4 象限 3 类。

① 最优赛道：

迭代速度慢且硬件壁垒高的职业培训赛道是最优赛道，先发投入树立硬件壁垒、长时间沉淀树立内容壁垒，容易形成较高集中度。

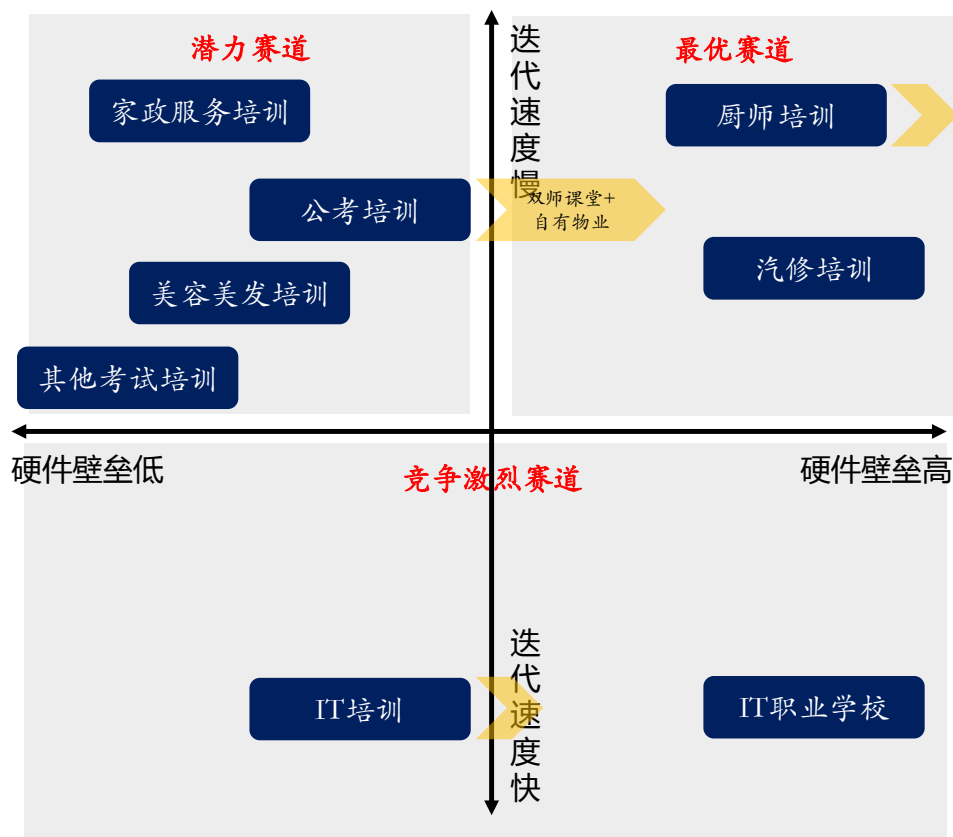
② 潜力赛道：

迭代速度慢且硬件壁垒低的职业培训赛道是最有潜力赛道。硬件壁垒可以通过借助资本的力量逐步拉升，实现设备、培训网点等设施的规模化运营，拉升行业规模壁垒。例如中公教育上市后逐步通过自有物业替换租赁物业以降低租金成本、建立双师课堂提升规模效应，提升了公考培训的硬件壁垒。

③ 竞争激烈赛道：

迭代速度快的职业培训赛道是较为难以做出规模的赛道，如 IT 培训，技能要求的迅速变化导致难以形成内容沉淀，掌握新技能的新进入者总是可以较轻易进入行业蚕食分羹。这类赛道需要关注企业是否能够及时把握技能变化趋势，如有较好机制不断吸引新技术人才、或建立较强研发体系能做出前瞻预判和及时反应。

图 1：硬件壁垒&迭代速度两维度分析职业培训赛道



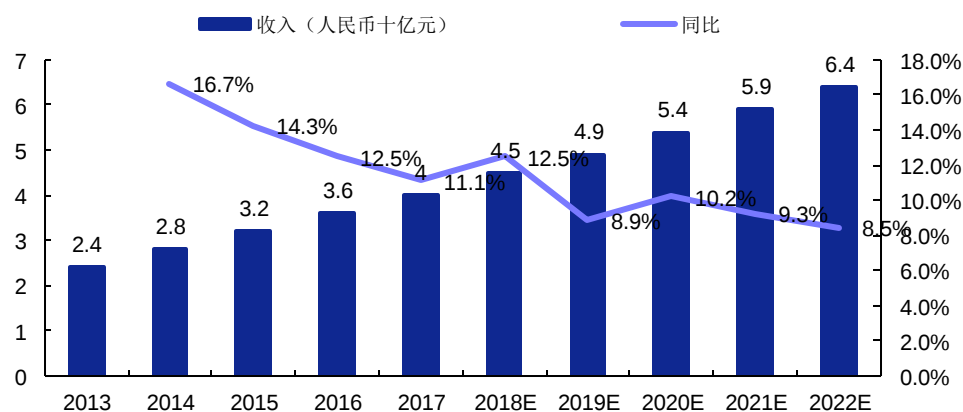
资料来源：安信证券研究中心

2.2. 厨师培训：新东方厨师培训一家独大

2.2.1. 厨师行业市场空间 2022 年或达 64 亿元

据弗若斯特沙利文，厨师培训市场收入在 2013-2017 年的年复合增长率为 13.6%，预计 2017-2022 年的年复合增长率为 9.9%。该增长的驱动力主要为经济发展，消费升级和政府政策刺激等。

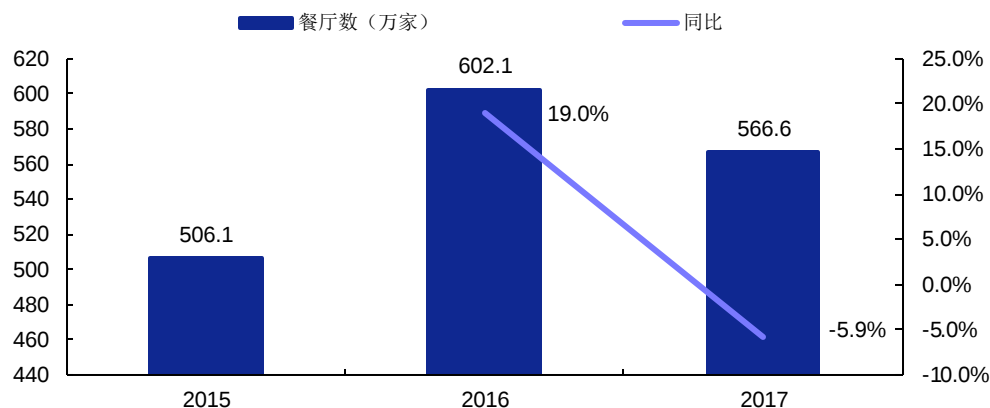
图 2：中国厨师培训市场总收入预计于 2022 年达到 64 亿元



资料来源：弗若斯特沙利文，安信证券研究中心

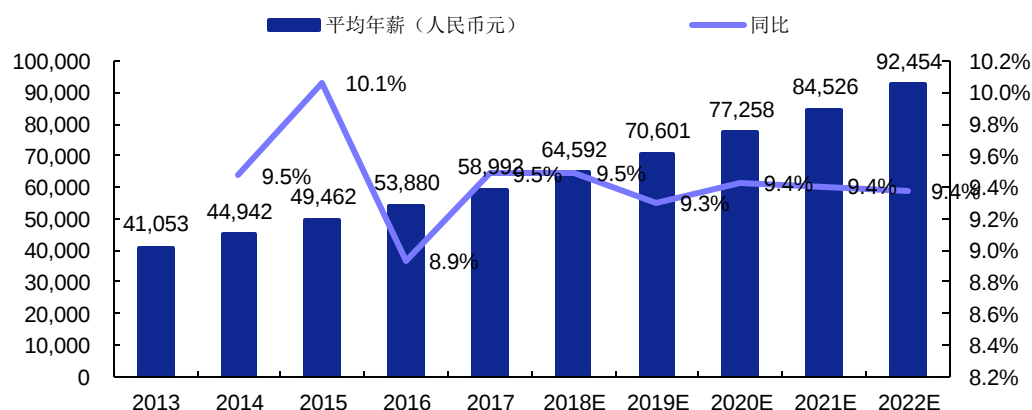
从下游厨师需求来看，2017 年全国餐厅数达 566.6 万家，行业需求量较大。中国烹饪技术行业厨师的平均年薪在 2013-2017 年的年复合增长率高达 9.5%，薪资具有较强吸引力。

图 3：2017 年全国餐厅数达到 566.6 万家



资料来源：辰智科技，安信证券研究中心

图 4：中国厨师平均年薪预计将继续维持高速增长

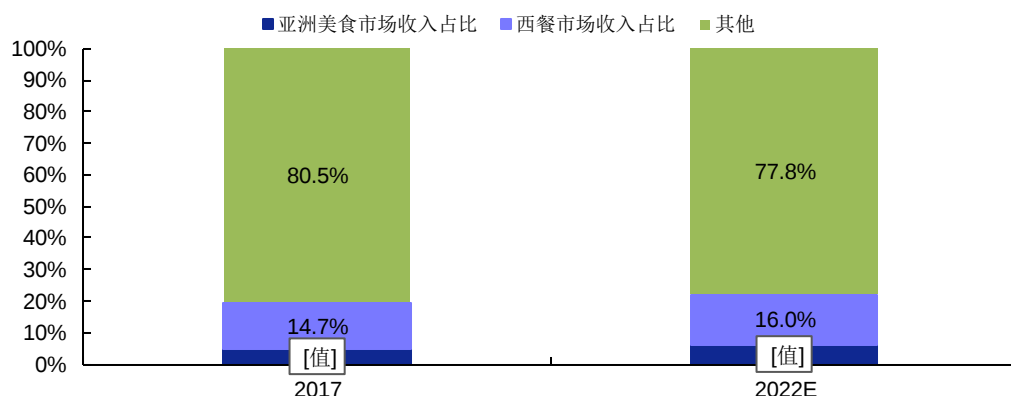


资料来源：弗若斯特沙利文，安信证券研究中心

2.2.2. 日韩美食及西餐职业技能教育和营养膳食职业技能教育为行业发展两大增长点

据弗若斯特沙利文，预计 2017-2022 年亚洲美食市场收入年复合增长率为 15.7%，该增长主要源于日韩美食市场的增长。同期间西餐市场的收入（包含甜点和西餐）预计年复合增长率为 11.9%。受益于消费者日趋多样化的美食偏好，对日韩美食及西餐的需求将增加，从而相关的用人需求也将随之增加，预期将为日韩美食及西餐职业技能教育市场带来较大的增长空间。

图 5：亚洲美食市场和西餐市场收入占中国餐饮业总收入比例预计小幅提升



资料来源：弗若斯特沙利文，安信证券研究中心

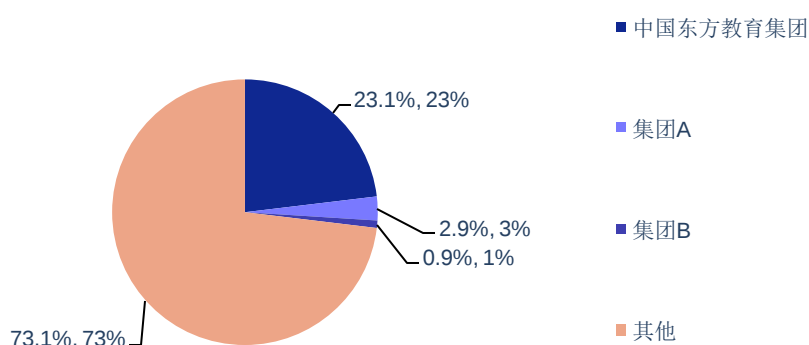
2.2.3. 行业格局集中，新东方厨师为行业绝对龙头

从平均培训人次来看，2017 年中国东方教育集团的平均厨师培训人次为 65,372 人，市场份额为 23.1%，处于绝对领先地位，前三大市场参与者共计占有 26.9% 的市场份额。厨师培训另外两大竞争对手为食尚香和王森学校。

从培训内容来看：中国东方教育集团下属的新东方烹饪学校主要提供中国传统菜肴相关的培训，欧米奇则主打西点西餐培训，与王森学校的培训课程范围基本一致，形成直接竞争，而食尚香则专注于中式点心类的短期培训。

从培训规模来看：中国东方教育的学校数量占据绝对优势，烹饪技术分部下共计有 73 所学校，其中欧米奇有 23 所，食尚香下属有 15 所学校，王森学校网点 13 所。

图 6：中国东方教育集团市场份额遥遥领先



资料来源：弗若斯特沙利文，安信证券研究中心

表 3：中国东方教育在厨师培训领域优势凸显

机构名称	分部	简介	主要培训方向	截至 2018 年 12 月 31 日学校数
中国东方教育集团	新东方烹饪教育	新东方烹饪教育创办于 1988 年，隶属于新华教育集团，是中国烹饪教育知名品牌，秉承“汇集天下名菜，培养厨师精英”的办学宗旨，继承和发扬了博大精深的中华	中国传统菜肴及多种知名菜系，中西方经典烹饪技能	50

		美食文化，融汇了川菜、湘菜、粤菜、徽菜、鲁菜、淮扬菜、闽菜、浙菜等各大菜系的精髓，结合了中西方经典烹饪技艺。欧米奇西点西餐教育提供高质量西式餐饮教育，致力于为学生提供以西点和西餐为主的专业烹饪培训，提供各种课程，包括烘焙、甜点、西餐、调酒及咖啡师培训。	以西点和西餐为主的专业烹饪培训	23
欧米奇西点西餐教育	—	食尚香从 2004 年开始从事小吃培训行业，目前隶属于 2014 年成立的合肥明策餐饮管理有限公司。开设的小吃课程有特色小吃系类项目，早餐面点项目，烧烤油炸项目，卤菜烤鸭项目等上百种小吃技术。	中式点心和小吃课程的短期培训	15
食尚香	—	王森学校创办于 1993 年，27 年一直致力于咖啡、西点、西餐教育培训及产品研发，累积培训学员超过 28 万。从零基础的职业教育到世界技能大赛级标准培训，涉及业务领域涵盖美食教育、美食产品研发、美食文化创意。	西式烘焙和甜点课程的长期培训	13
王森学校	—			

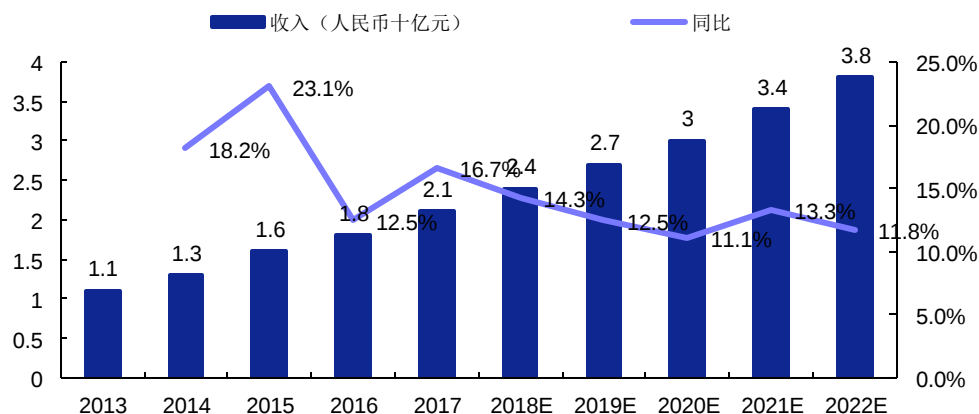
资料来源：各公司官网，安信证券研究中心

2.3. 汽修培训：新兴市场涌现新需求

2.3.1. 汽修培训行业 2012 年行业空间或达 38 亿元

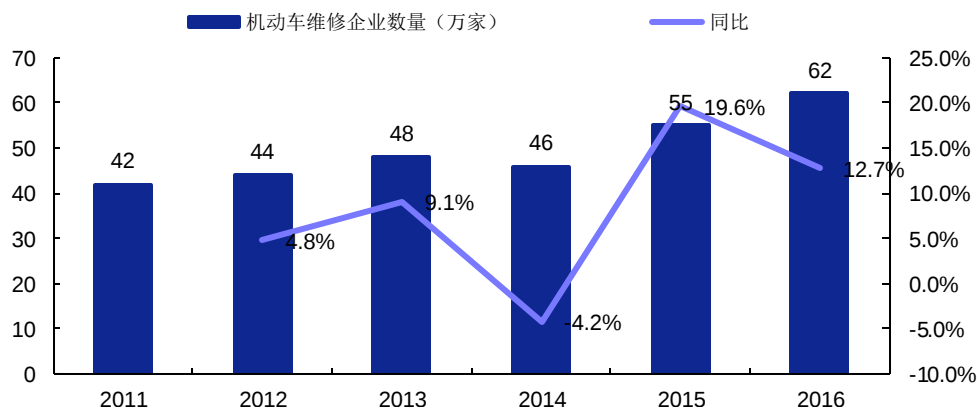
据弗若斯特沙利文，中国汽车服务职业技能教育市场的总收入在 2013-2017 年的年复合增长率达到 17.5%，预计在 2017-2022 年的年复合增长率为 12.6%，2017 年市场总收入为 21 亿，保持高速增长态势。

图 7：预计 2022 年中国汽车服务职业技能教育市场的总收入达到 38 亿元

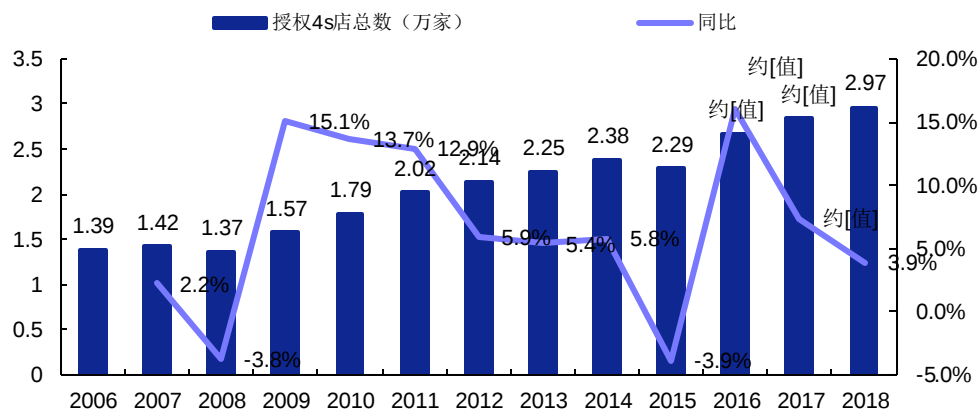


资料来源：弗若斯特沙利文，安信证券研究中心

提供汽车维修服务的机构可分为 4S 店及其服务网点与各种规模的维修厂：全国机动车维修企业数量 2011-2016 年呈上升趋势，年复合增长率为 8.1%，全国授权 4S 店在 2006-2018 年的年复合增长率为 6.5%，保持稳定增长状态。

图 8：截止 2016 年 12 月 31 日全国机动车维修企业数量达到 62 万家

资料来源：交通运输部，安信证券研究中心

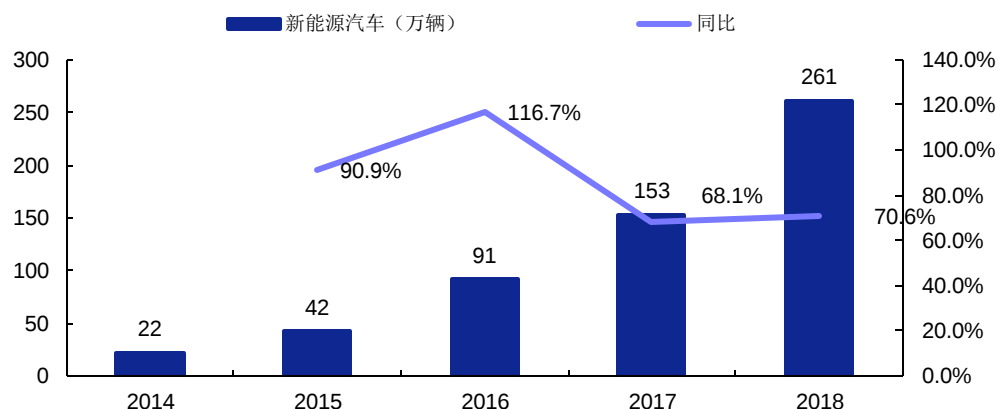
图 9：2018 年全国授权 4s 店总数达到 2.97 万家

资料来源：中国汽车流通协会，安信证券研究中心

2.3.2. 新能源汽车相关服务和二手车评估等开辟新的教学方向

随着中国新能源汽车市场的不断发展和相关配套基础设施的不断完善，新能源汽车被越来越多的车主纳入考虑范围。2014-2018 年中国新能源汽车的保有量的年复合增长率达到 85.6%，新能源汽车市场的快速扩张为汽车服务职业技能教育带来了新的要求，相关维修及保养技术需要根据新能源汽车的特点进行更新和升级。

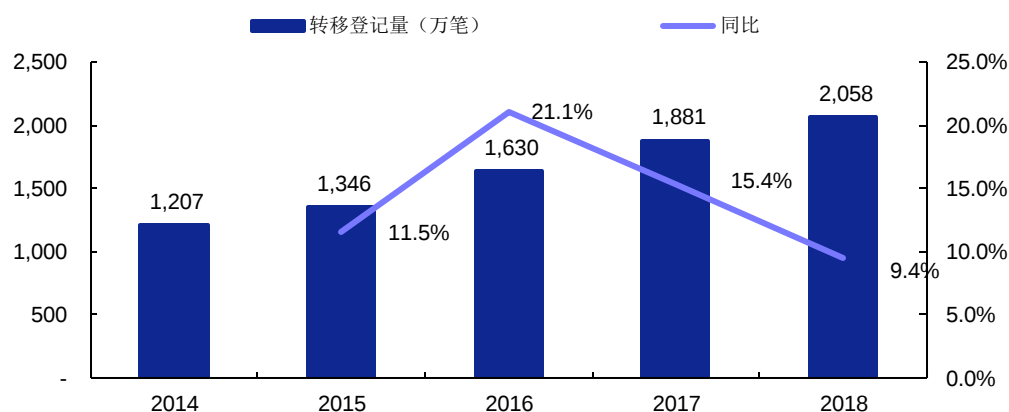
图 10：2018 年中国新能源汽车保有量达到 261 万辆



资料来源：公安部，安信证券研究中心

此外，中国的二手车市场也在进一步扩张，2014-2018 年机动车转移登记业务量的年复合增长率为 14.3%。二手车市场的快速发展带动了二手车评估及相关教育课程的需求，是推动汽车服务职业教育行业发展的新兴力量。

图 11：2018 年中国机动车转移登记业务量达到 2,058 万笔



资料来源：公安部，安信证券研究中心

2.3.3. 学历学校汽修专业是汽修培训最强竞争对手

非学历汽修培训能为学生带来职业技术水平的提升，但本科及专科院校等学历教育机构不仅提供优质职业技能教育还能为学生带来学历提升。目前，开设汽车维修等汽车服务相关专业的专科院校有上千所，是汽修培训行业的最强竞争对手。

表 4：中国开设汽车服务相关专业的本科及专科院校有约 1666 所

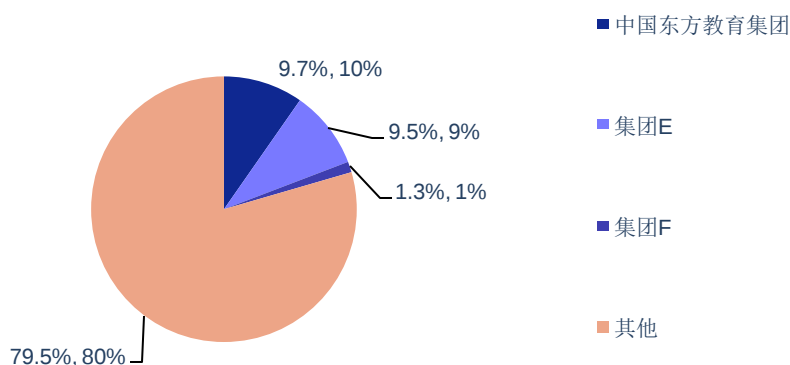
专业	本科院校数量	专科院校数量
车辆工程	251	4
汽车服务工程	160	1
汽车维修工程教育	2	0
汽车运用与维修技术	11	106
汽车车身维修技术	1	59
新能源汽车运用与维修	0	20

汽车制造与装配技术	13	130
汽车检测与维修技术	45	477
汽车电子技术	18	179
汽车造型技术	0	1
汽车实验技术	0	2
汽车改装技术	4	10
新能源汽车技术	4	155
汽车智能技术	0	13
总计	509	1157

资料来源：中国教育在线，安信证券研究中心

汽修培训行业中，目前已经形成两强格局：万通汽修与北方汽修。就平均培训人次而言，2017 年中国汽车服务职业技能教育市场前三大参与者共占有 20.3% 的市场份额，平均培训人次分别为 15,236、15,000、2,000 人次。

图 12：汽车服务职业技能教育市场存在两个领跑者



资料来源：弗若斯特沙利文，安信证券研究中心

从学校的规模和分布来看，北方汽修学校有 46 所分校，而万通汽车教育有 26 所学校，北方汽修学校的学校数量较多，但校均培训人次相对较低，主要原因在于北方汽修学校的校区大多在三四线城市，如包头、聊城、赤峰等，城市人口不多，市场较小，而万通汽车教育主要在省会城市进行布局，如杭州、武汉、郑州等，市场可开发空间较大。

表 5：汽修培训行业中主要参与者情况

机构名称	品牌	简介	主要培训方向	截至 2018 年 12 月 31 日 学校数
中国东方教育集团	万通汽车教育	万通汽车教育始建于 1988 年，目前在广州、北京、山东、江西、湖南、安徽、四川、江苏、河南、云南、西安等地设立了 26 所直属教育院校，更有多所院校正在积极筹建中。在全国拥有在校生 2 万余人，并设立了中国强大的教学研究机构——万通汽车教育研究院。	汽车维修技能以及汽车商务等其他汽车服务的实训	26
北方国际汽车教育	北方汽修学校	北方汽修学校始建于 1993 年，是一个汽修专业人才输出基地，在国内建立了数十所分校，并与国内外十余所知名高等院校合作，始终专注于汽修人才培养。	汽车维修、汽车保养、汽车电子控制及美容与改装的汽车服务的培训	46

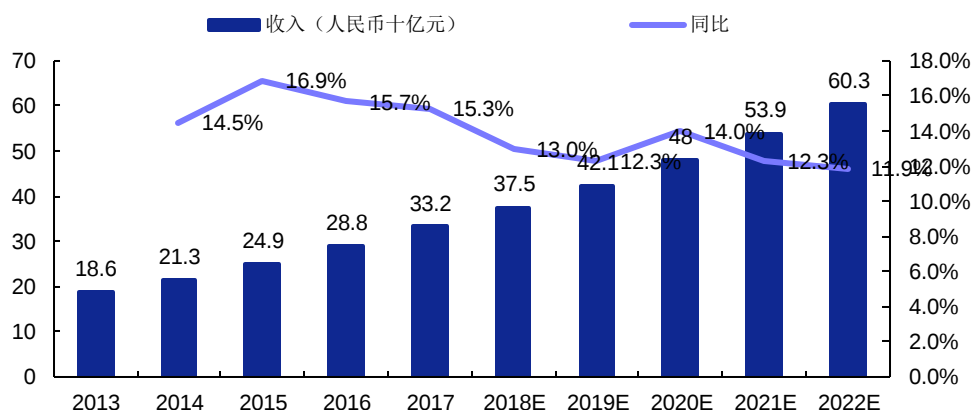
资料来源：公司官网，安信证券研究中心

2.4. IT 培训：行业空间大，技术高速迭代导致市场保持分散

2.4.1. 行业有巨大成长空间，处于高速上升期

IT 职业技能教育的总收入在 2013-2017 年的年复合增长率达到了 15.6%，预计 2017-2022 年的年复合增长率为 12.7%，在很长一段时间内将持续处于 10% 以上的高速增长区间，增长速度极快。

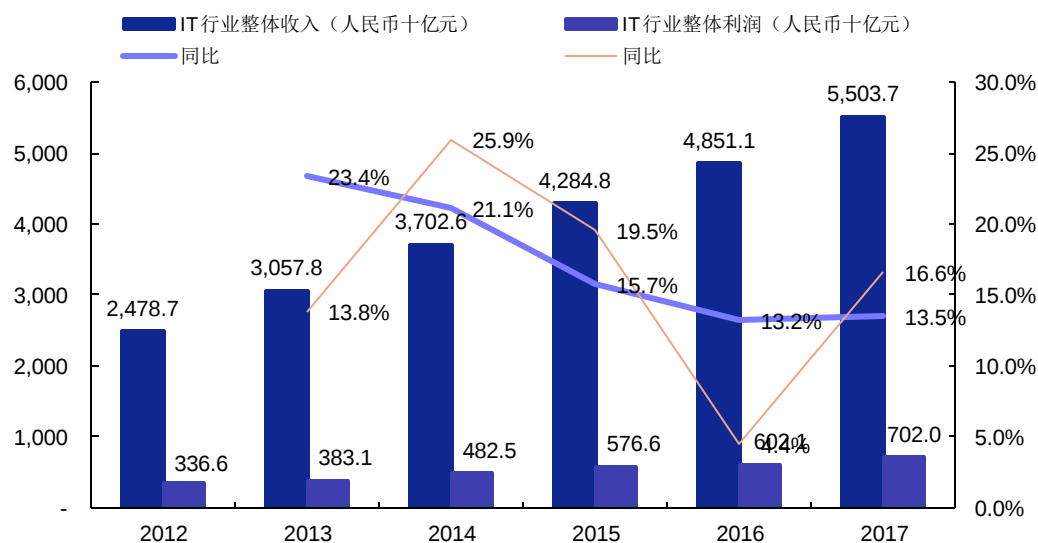
图 13：预计 2022 年 IT 职业技能教育总收入达到 603 亿元



资料来源：弗若斯特沙利文，安信证券研究中心

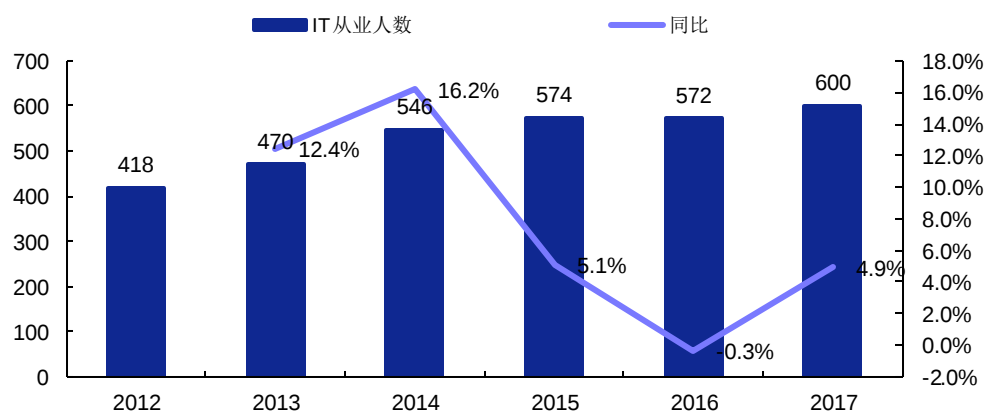
云计算、大数据、区块链、虚拟现实及 AI 等作为未来信息与互联网技术的发展方向逐渐普及，是当前世界信息与互联网技术的热门领域，其对从业者的要求在不断提高。IT 行业的整体收入和利润在 2012-2017 年的年复合增长率分别达到了 17.29% 和 15.84%，但同时时间段 IT 行业从业人员的数量年复合增长率为 7.5%，这个差距主要源于企业整合和内部管理完善所带来的企业效率提升，公司对从业人员的需求由数量需求变为了质量需求。然而 IT 专业的学历教育学生往往是所学知识与实际脱节，受限于课程设置不够灵活，无法根据现实需要进行快速调整。据弗若斯特沙利文，预计未来中国信息技术行业熟练工人的供需状况将进一步失衡。因此，IT 职业技能教育作为理论与实际的连接桥梁，将受到越来越多学生的青睐。

图 14：IT 行业整体收入和利润均高速增长



资料来源：工信部，Wind，安信证券研究中心

图 15：IT 从业人数增速趋缓

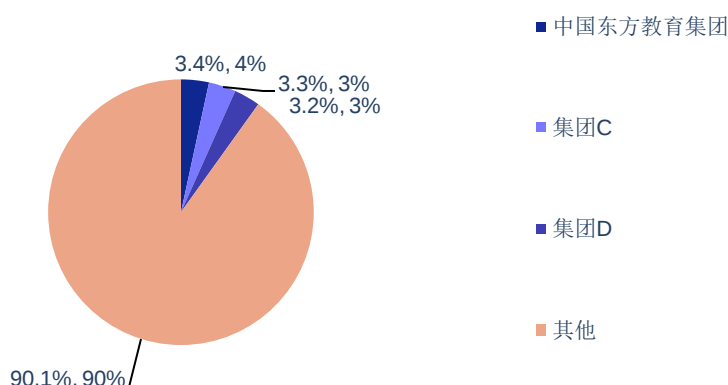


资料来源：工信部，Wind，安信证券研究中心

2.4.2. 行业竞争激烈，暂无突出龙头

就平均培训人次来看，截止 2017 年 12 月 31 日，前三大市场参与者共计占有 9.9% 的市场份额，平均培训人次分别为 21,442、20,882 和 20,023，差距极小，市场竞争格局较为分散，暂无行业龙头。

图 16：IT 职业技能教育市场竞争激烈，市场份额差距较小



资料来源：弗若斯特沙利文，安信证券研究中心

表 6：IT 培训行业内主要参与者情况

机构名称	达内教育	传智播客	火星时代	翡翠教育	中国东方教育	
					新华电脑	华信智原
成立时间	2002	2006	2001	2012	1988	2005
上市/挂牌/并购事项	纳斯达克上市	创业板 IPO 排队	百洋股份收购	文化长城收购		香港上市
18 年收入 (亿)	22.393	7.84	5.47	5.37	6.04	0.7
18 年毛利率	58.94%	20.74%	72.28%	>26.7%	56.70%	4.70%
18 年净利润 (万)	-59780	17297.82	4895.56	14335.93	—	—
18 年净利率	-26.70%	22.06%	8.95%	26.70%	—	—
18 年学生数量	192060	约 67000	约 47000	约 46000	31023 (平均培训人次)	1364 (平均培训人次)
覆盖城市	70	18	13	32	23	20
线下中心数量	332	19	15	68	24	22
开设课程 (成人)	Java、Java 互联网架构、JAVA 大数据、PHP、软件测试、嵌入式、C++、C#、Android、iOS、UID、UED、产品经理、Linux 云计算、Python、Web 前端、VR、VFX 影视视效设计师、CAD、网络运维、网络营销、高级电商、主办会计	人工智能+Python、大数据、Go 语言与区块链、智能机器人软件开发、JavaEE、C/C++、PHP+H5 全栈工程师、前端与移动开发、软件测试、Linux 云计算+运维开发、新媒体+短视频运营、产品经理、UI/UE 综合设计师、影视制作	UI 设计及 Web 前端、游戏设计、影视后期、室内设计、传统美术等	大数据、区块链、VR、UI 设计、Web 前端、互联网运营、影视动漫等	互联网设计、UI 视觉设计、电子商务、电子竞技运动与管理、VR+动漫游戏设计、VR+环境艺术设计等	JAVA、.NET、C++、IOS、PHP、web 前端、ui 设计、Python、人工智能、大数据、网络营销、跨境电商、软件测试、跨境

资料来源：各公司公告，安信证券研究中心

3. 核心竞争力：中国东方教育在于就业保障及学历升级，中公教育在于研发与网点

3.1. 中国东方教育：超高就业保障，协助实现学历升级

3.1.1. 深厚产业资源保障高就业率

公司经历长期积累，已积累起深厚的产业资源，建立了紧密的校企合作关系。截至 2018 年 12 月 31 日，公司与逾 28,000 家企业已建立了合作关系，在新东方烹饪教育、新华电脑教育及万通汽车教育下分别开设了 388、219 及 92 个订单班。

表 7：中国东方教育三位创始人拥有深厚产业背景

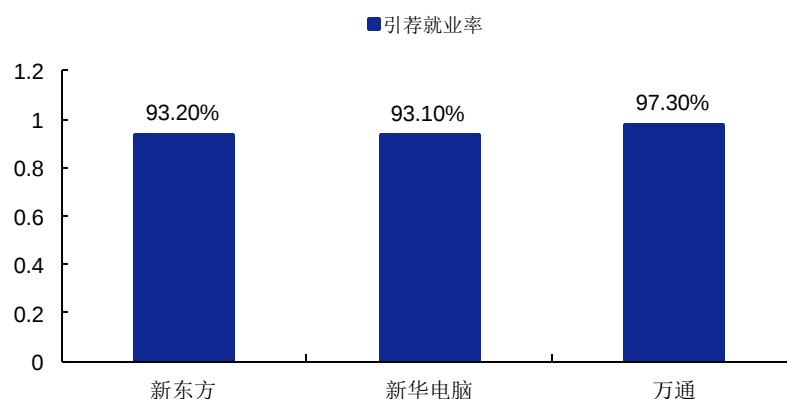
创始人	吴俊保	吴伟	肖国庆
旗下资产	中国东方教育（持股 34.13%） 中国新华教育（持股 71.5%） 新华投资（持股 99%，其子吴迪持股 1%）	中国东方教育（持股 23.38%） 安徽新华发展（持股 95%，其配偶程静持股 5%）	中国东方教育（持股 22.49%） 安徽新华控股（持股 99.5%，其子吴金城持股 0.5%）

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

合作模式包括：

- (i) 目标班：合作企业可选择一定数量具备所需技能的学生组成目标班，参加由合作企业与我们共同设计的教学计划，该计划一般持续三个月左右（临近毕业）；
- (ii) 联合培训：合作企业与公司各自负责一段时间的培训；
- (iii) 实习基地：合作企业同意向学生提供实习机会，并在合作期间给予他们实际指导；
- (iv) 特定订单：根据合作企业的具体需求和要求（如学生专业、学位、人数及地域来源）进行招生。在这种模式下，协议一般规定合作企业将考虑向所有通过考核的毕业生提供就业机会，且公司将在就业后一年内跟踪该等毕业生的表现。

图 17：长期课程学生均实现较高就业率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

注：引荐就业率指于特定期间通过我们的创就业服务计划获聘用的长期课程学生总人数（不包括自主创业或通过其他渠道实现就业的学生）除以该期间内长期课程毕业生总人数。

3.1.2. 东方教育提供学历提升帮助的三个途径

由于中国东方教育的目标生源多为初中毕业辍学或高中毕业辍学的学生（在后文 4.1 部分进

行详细分析)，学历的提升对于该类学生有极强的吸引力。从中国东方教育旗下三大品牌的官网来看，帮助学员实现“学历”提升均是其宣传的重点。

图 18：“学历”提升是中国东方教育旗下各品牌的宣传重点



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

根据分析与调研，我们认为中国东方教育主要通过三种方式帮助学生实现学历提升：①公司旗下有 26 所学历学校，其中新东方 11 所、新华电脑 9 所、万通 6 所；②旗下的 28 所学校与若干高等教育机构合作向学生提供函授课程，学院毕业后可同时获得技能和对应合作高校学历；③学校会鼓励学生参加成人高考并给予一定的辅导，学生毕业后可升学进入对应学历学校。

3.1.2.1. 学历学校

中国东方教育旗下有 26 所学历学校，其中新东方 11 所、新华电脑 9 所、万通 6 所。2016 年-2018 年，学历学校收入占总收入比重持续提升，2018 年收入贡献占比达近 12%。

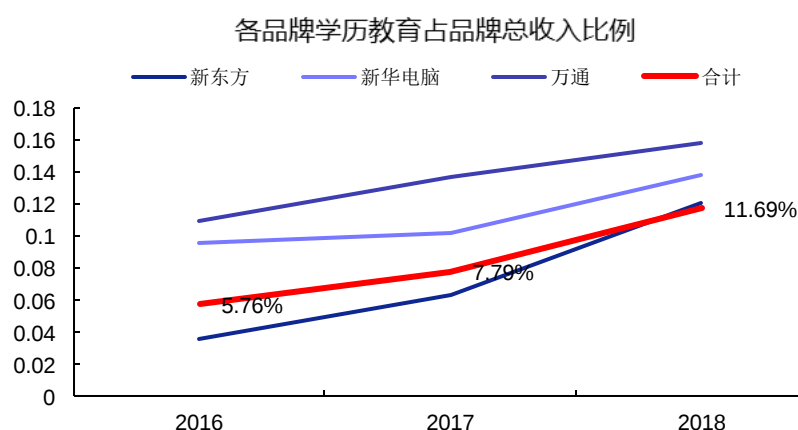
表 8：中国东方教育通过旗下 26 所学校提供学历教育

品牌	学校类型	学校名称
新东方	中等专业学校	江西南昌新东方烹饪中专学校
		贵阳市新东方烹饪中等职业学校
		石家庄新东方中等专业学校
	技工学校	安徽新东方烹饪技工学校
		海南新东方烹饪技工学校
		贵阳新东方烹饪技工学校
		福建省新东方技工学校
		长春新东方烹饪技工学校有限责任公司
		呼和浩特市新东方技工学校
		南京烹饪技工学校
		成都市龙泉驿区新东方烹饪技工学校有限公司
新华电脑	中等专业学校	郑州新华中等专业学校
		江西南昌新华电脑中专学校
		云南新华计算机中等专业学校
		贵阳市新华电脑中等职业学校

技工学校	兰州新华互联网中等职业学校有限公司
	安徽新华技工学校有限公司
	贵阳新华互联网技工学校
	重庆市新华技工学校
	成都市双流区新华技工学校有限公司
万通	安徽万通汽车技工学校
	南京万通汽车技工学校
	吉林省万通技工学校有限责任公司
	湖南万通万通汽车技工学校有限责任公司
	江西万通汽车技工学校
	成都万通未来汽车技工学校有限公司

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 19：各品牌学历教育收入占品牌总收入比例均持续大幅提升



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.1.2.2. 与学历学校合作，建立函授站点

中国东方教育通过与高校合作在东方教育的校区建立函授辅导站，东方教育的学员在校内就可以学习相关高校的函授课程。截至 2018 年 12 月 31 日，新东方烹饪教育、新华电脑教育、欧米奇西点西餐教育及万通汽车教育旗下的 28 所学校与若干高等教育机构合作向學生提供函授课程。根据与该等高等教育机构订立的合作协议，高等教育机构通常负责设计课程、指派教师到学校工作、为符合相关要求的学生授出经有关中国政府部门认可的文凭及学位。中国东方教育负责提供符合教学要求的场所及设施，且提供教师与指派教师共同组织教育工作。该等高等教育机构通常收取公司所收取学费的 30% 至 60%。合作协议的期限通常介乎三至六年，可经双方同意后重续。

截至 2016 年、2017 年及 2018 年 12 月 31 日止年度，28 所学校所提供的函授课程实现收入分别为人民币 1700 万元、人民币 1720 万元及 2320 万元。

表 9：28 所学校已与高校合作建立函授教学网点

区域	学校
安徽	安徽新东方烹饪专修学院
	安徽新华电脑专修学院、
成都	成都万通汽车培训职业技能学校有限公司
福建	福建省新东方烹饪职业培训学校
甘肃	甘肃万通汽车职业培训学校
	甘肃新东方烹饪职业培训学校

广东	广州市番禺区万通汽车职业培训学校
	广州市番禺区新东方烹饪职业培训学校
贵州	贵州万通汽车教育培训有限公司
河南	郑州市新东方烹饪职业技能培训学校有限公司
	郑州万通汽车职业培训学校有限公司
湖北	武汉东湖新技术开发区万通汽修职业培训学校有限公司
	武汉新华电脑职业培训学校
湖南	湖南万通汽车职业培训学校
吉林	长春市宽城新东方烹饪职业培训学校有限责任公司
	长春新东方烹饪技工学校有限责任公司
江西	江西南昌新华电脑中专学校
内蒙古	呼和浩特市万通汽车职业培训学校
山东	山东新东方烹饪职业培训学院有限公司
山西	太原宇星万通汽车教育咨询有限公司
陕西	西安万通汽车职业技能培训学校有限公司
	陕西新东方烹饪培训学校有限公司
上海	上海新曼烹饪培训有限公司
沈阳	沈阳市欧米奇西点培训学校有限公司
	沈阳市万通汽车职业培训学校有限公司
新疆	乌鲁木齐新华智原互联网科技有限责任公司
云南	云南新东方烹饪职业培训学校
重庆	重庆新华电脑职业培训学校

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

普通高考与成人高考的不同之处：参加成人高考必须年满 18 周岁，普通高考只要高中毕业或同等学力就可以报名参加。通常成人高考的考试难度较低，而且是全国统一出卷。普通高考各地试卷并不一致，考试难度很大，中等和难题题型占比分数很大。不像普通高考，成人高考录取分数线非常低，总分 450 分，录取分数线每年平均在 100-150 分左右。普通高考必须在学校上课考试，学分不够需要继续学习，否则无法毕业。而成人高考不需要去学校上课，不需要修学分，每半年考试一次，通过考过即可。成人高考毕业证书标明“函授”，普通高考毕业证书标明“全日制”。

表 10：普通高考与成人高考对比

	普通高考	成人高考
年龄要求	高中毕业或具有同等学力	年满 18 周岁
考试时间	6 月 7、8 日	10 月底
考试难度	难度很大，不只是考基础，并且中等和难度题型占比分数很大。	考试题型简单，只考基础
试卷	各地不一致	全国统一
分数线	不同学校分数线不同	总分 450 分，录取分数线每年平均在 100-150 分左右。
学习形式	在校学校	无需在校学校，需参加并通过考试
学费	4000-10000/年不等	2200-5000/年不等
毕业证书	“函授”毕业证书	“全日制”毕业证书

资料来源：山东文华教育，安信证券研究中心

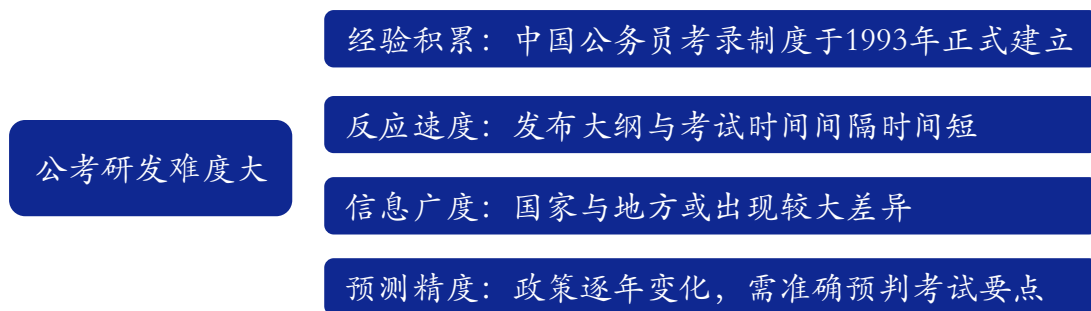
3.1.2.3. 鼓励参加培训的在校生参加成人高考，毕业后升学学历学校

此外，根据调研，我们了解到在培训期，学校会鼓励学生参加成人高考并给予一定的辅导，学生毕业后可升学进入对应学历学校。

3.2. 中公教育：研发壁垒高，布点先发优势大

不同于其他职业培训，公考行业研发难度大，壁垒高，原因主要在于经验积累、反应速度、信息广度、预测精度等方面。中公教育作为公考培训的龙头企业，已经构筑了极高的研发壁垒。（关于研发的进一步分析，详见本文 4.2 部分）

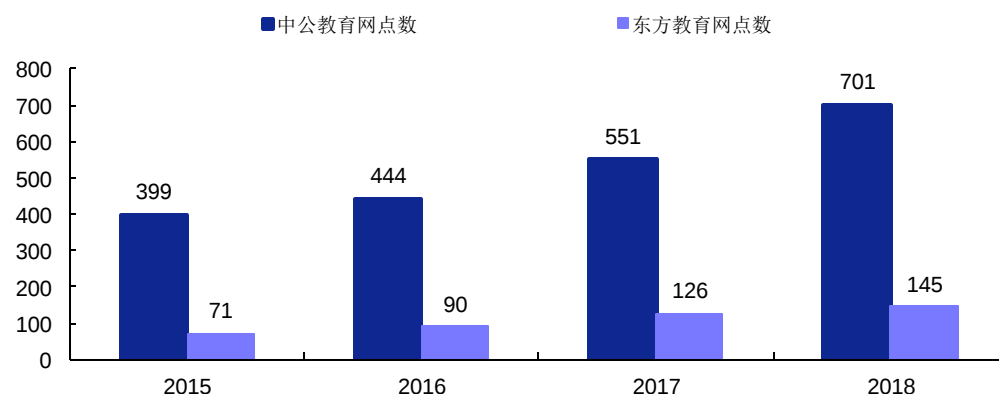
图 20：公考培训研发难度较大



资料来源：安信证券研究中心

此外中公教育网点高速扩张，已经实现了深度的下沉。未来有望依托网点优势，实现新业务的高速发展。

图 21：中公教育网点数持续高速扩张



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

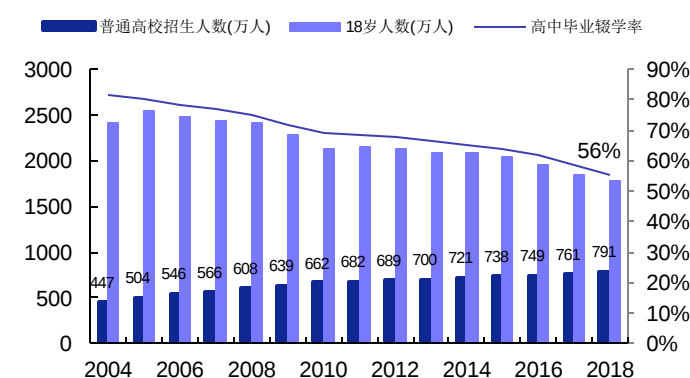
4. 经营对比：呈现较大差异

4.1. 生源：目标用户学历有较大差别

中公教育生源多为已接受高等教育的学生为参加进一步选拔，而中国东方教育的主要提供非学历职业技能培训，生源多为未获得高等学历的学生。参加高考的平均年龄为 18 岁、参加中考的平均年龄为 15 岁，我们分别以 18 岁人口和 15 岁人口数量为基数，计算高中毕业辍学率和初中毕业辍学率，可知，虽然初高中毕业辍学率大幅下降，但是仍有较大比例的学生未获得高等教育学历。

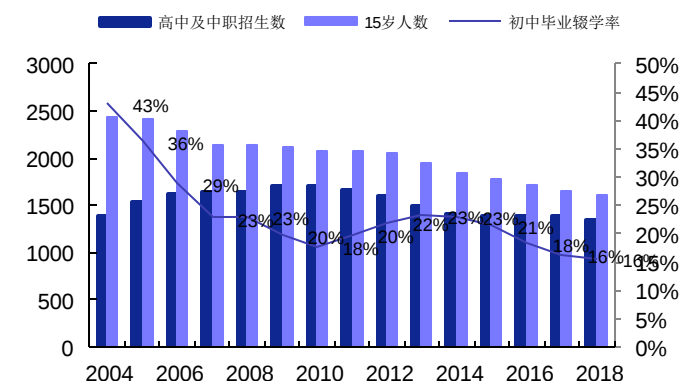
2018 年，18 岁人口共约 1778 万人，其中约 791 万人升入高等学校，其余约 987 万人未获得继续普通学历教育机会；15 岁人口共约 1604 万人，其中约 1352 万人升入初中，其余 252 万人未获得继续普通学历教育机会。根据业务特征，我们可粗略估计该 791 万为选拔培训生源（中公教育），987 万高中毕业辍学学生、252 万初中毕业辍学学生为技能培训的生源（中国东方教育）。

图 22：2018 年高中毕业辍学率约 56%



资料来源：Wind，安信证券研究中心

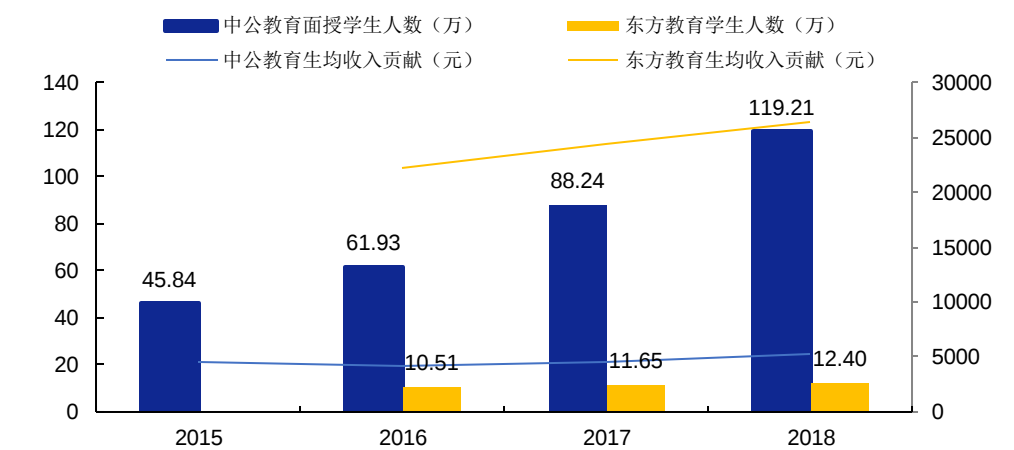
图 23：2018 年初中毕业辍学率约 16%



资料来源：Wind，安信证券研究中心

易知选拔培训主要生源地理位置相对集中，以聚集在高等院校为主；而技能培训生源地理位置相对分散，毕业辍学后大概率返乡或参与工作，无聚集区域。目标人群相对集中，或助力选拔培训龙头中公教育培训人数远高于中国东方教育培训人数；但是由于中国东方教育以长期课程为主，生均收入贡献远高于中公教育。此外，由于目标生源的区别，导致两者在营销方式上会产生较大差异（详见后文 4.4 部分）。

图 24：中国东方教育生均收入较高与中公教育，学生人数少于中公教育

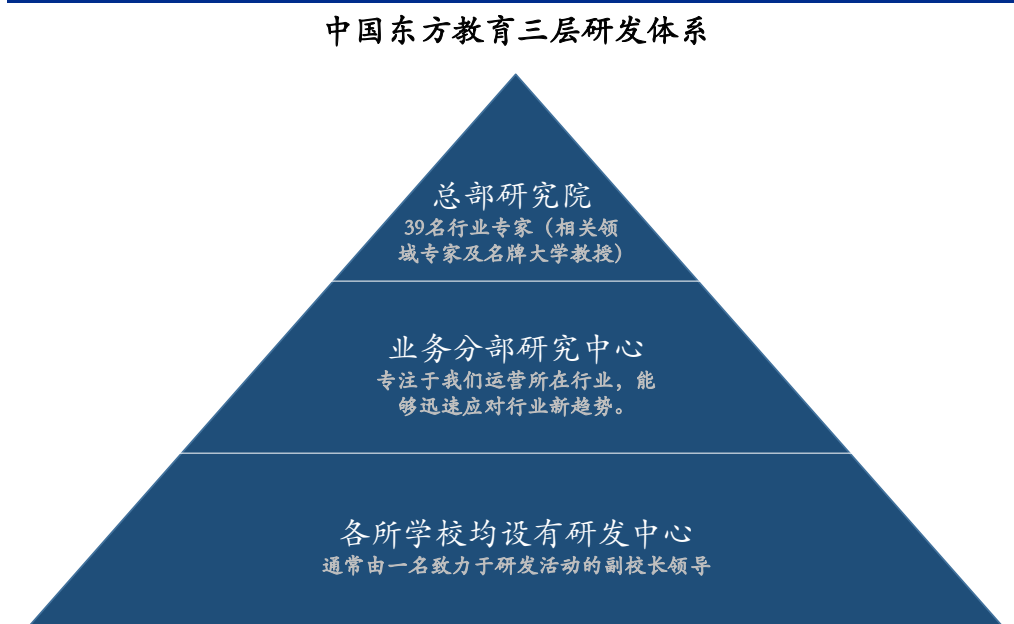


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4.2. 研发：投入重视程度有别

中国东方教育为三层研发体系。①总部研究院配备一支由 39 名行业专家组成的专职研发团队，其高度关注创新并致力于将理论研究转化为实用的技术技能和教材；行业专家团队通常由相关行业的专家及名牌大学教授组成。例如，就万通汽车教育而言，我们有中国汽车工程学会的一名首席专家及三名主要专家，主要从事万通汽车教育的课程研究及设计。②大部分业务分部均设有其自有的研究中心，专注于运营所在行业，能够迅速应对行业新趋势。③各所学校均设有研发中心，通常由一名致力于研发活动的副校长领导。例如，新东方烹饪教育研究中心根据其教育重心负责开发创新菜肴。汽修教育研究中心负责开发新专业、教材并提升教师的专业技能。

图 25：中国东方教育三层研发体系

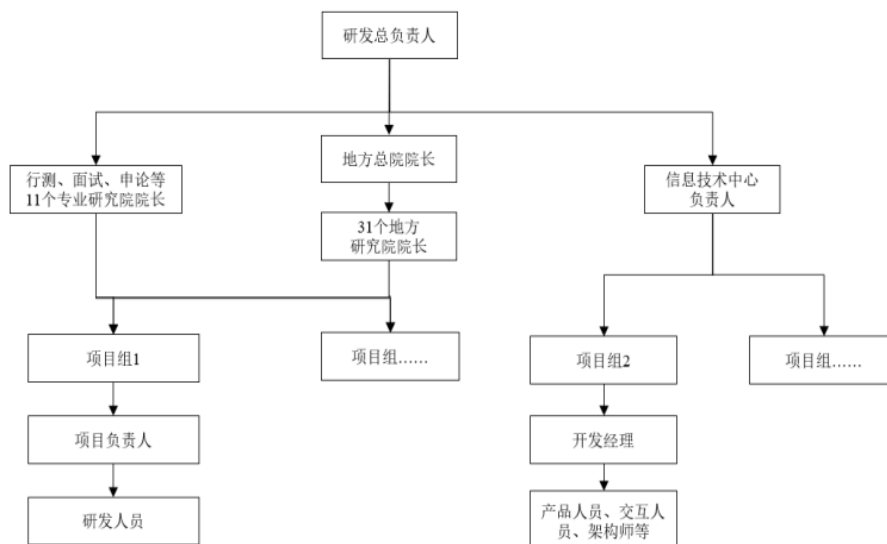


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

中公教育为“专业 X 地域”矩阵式研发架构，保证专业性、地域适应性和灵活性；辅以专业自建 IT 团队，保证效率：一个项目团队由专业研究院及地方研究院两个维度研究员构成，专业

研究院可保证专业性，地方研究院（部分成员此前任职于地方政府）保证对地域的适应性；辅以自建 IT 团队，大幅提升团队效率。

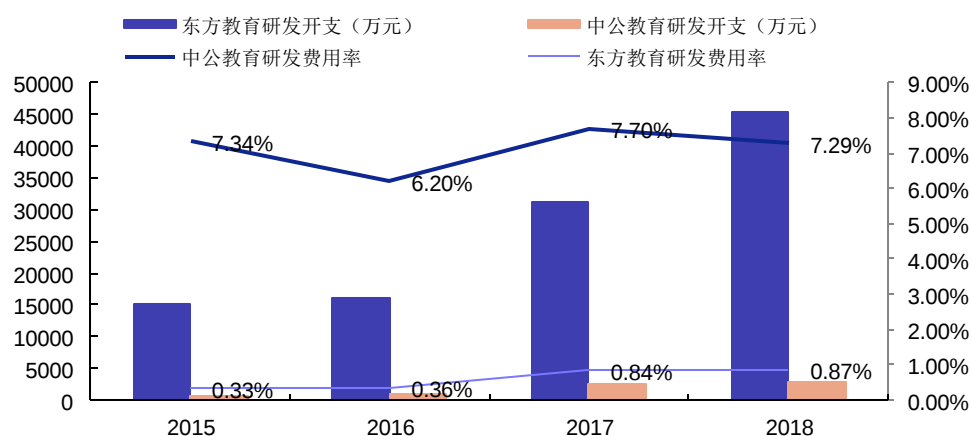
图 26：“专业 X 地域”矩阵式研发架构



资料来源：公司公告

对比来看，中公教育研发费用及研发费用率均远高于中国东方教育。我们认为主要系①中公教育所从事的选拔培训业务类型复杂不统一，需要进行针对性的研发，而中国东方教育培训内容以厨师、汽修和 IT 为主，类型相对统一；②对于中公教育而言选拔业务每年均需根据形势更新题库及培训方案；而对于中国东方教育而言厨师、汽修更新频率均较低，只有 IT 培训迭代速度较快、更新频率较高；③此外，中公教育以研发能力为核心壁垒，管理层极为重视研发，其研发投入远高于行业水平。

图 27：中公教育研发投入远高于东方教育



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4.3. 设备投入：技能培训设备投入及折旧远大于选拔培训

东方教育与中公教育的固定资产结构呈现出比较大的差异。基于港股与 A 股会计准则的差异，

东方教育的物业及设备科目与中公教育的固定资产+长期待摊费用（其中 90%以上为装修费用）大致为可比科目，我们通过以上科目来分析两家公司差异（基于 2018 年财报数据）：

①东方教育物业及设备投入更大。东方教育物业及设备共约 13.6 亿元，而中公教育固定资产+长期待摊费用合计约 9.5 亿元，相较而言东方教育物业及设备更重。

②东方教育与设备相关投入较高，中公教育房屋及建筑投入较高。东方教育物业及设备科目下，与设备相关的租赁物业装修与结构、家具及装置两科目共约 8 亿元，占总体比例较大约为 59%。中公教育固定资产+长期待摊费用科目下，房屋及建筑占固定资产+长期待摊费用比例约 57%。

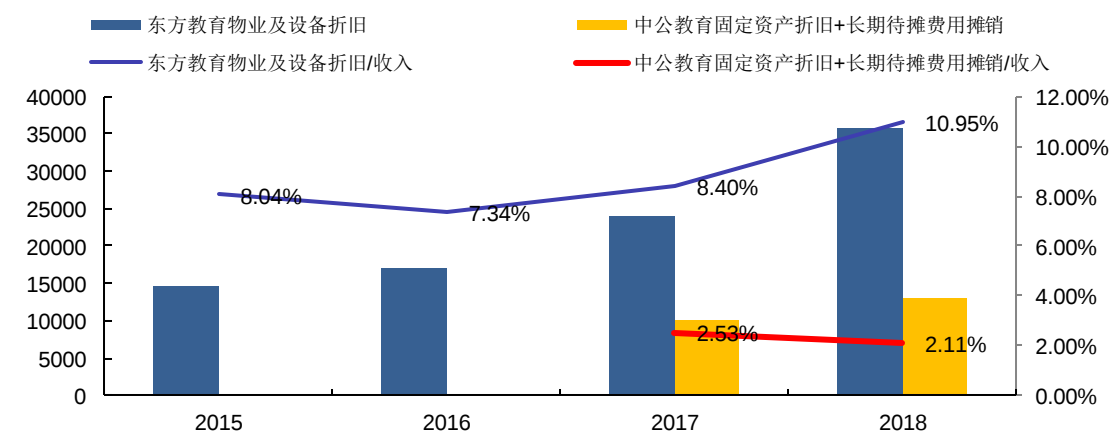
③东方教育折旧规模远大于中公教育。东方教育物业及设备折旧与中公教育固定资产折旧+长期待摊费用摊销为可比科目，2018 年东方教育折旧约 3.6 亿元，占收入比例 10.95%；中公教育固定资产折旧+长期待摊费用摊销约为 2.3 亿，占收入比例仅为 2.11%。我们认为原因主要系东方教育资产中折旧较短的设备等占比较高，导致产生高额折旧。

表 11：固定资产及租赁装修对比

东方教育 2018 年物业及设备（万元）						
楼宇	租赁物业装修与结构	家具及装置	电子设备	汽车	在建工程	合计
31839	51801	28352	12412	2607	9090	136101
中公教育 2018 年固定资产及长期待摊费用（万元）						
房屋及建筑物	固定资产装修	运输工具	电子设备	办公设备	固定资产合计	长期待摊费用
54341	2987	1591	10772	218	69910	25471

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 28：东方教育折旧规模远大于中公教育



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4.4. 营销：中国东方教育重广告，中公教育建网点

前文已经分析过，中公教育生源多为已接受高等教育的学生为参加进一步选拔，而中国东方教育的主要提供非学历职业技能培训，生源多为未获得高等学历的学生；选拔培训主要生源地理位置相对集中，以聚集在高等院校为主；而技能培训生源地理位置相对分散，毕业辍学后大概率返乡或参与工作，无聚集区域。由于目标生源的区别，导致两者在营销方式上会产生较大差异。

由于中公教育目标生源相对集中，其多采用扩张网点的方式进行营销宣传，网点多开设在大学周围。中公教育网点高速扩张，持续向低线市场渗透，2018 年网点数已达 701 个。网点配备的销

售人员同步扩张，其产生的职工薪酬构成销售费用的绝大部分。

由于中国东方教育目标生源相对分散，无法通过网点逐个突破，公司以广告形式进行大面积营销触达。故广告开支构成公司销售费用的绝大部分，2018 年公司前五大供应商全部为线上广告代理商。

表 12：销售费用对比

		2015	2016	2017	2018
中公教育	生均销售费用	935	776	953	924
	销售费用/收入	20.64%	18.60%	20.87%	17.67%
	职工薪酬/收入	10.45%	10.01%	13.01%	11.80%
	市场推广费/收入	5.80%	5.29%	4.92%	3.52%
	房租物业及 折旧摊销费/收入	1.35%	1.50%	1.64%	1.24%
	差旅交通费/收入	2.22%	1.21%	0.69%	0.69%
	其他销售费用/收入	0.81%	0.60%	0.61%	0.41%
	生均销售费用	3462	3921	5228	
东方教育	销售费用率/收入		15.58%	16.03%	19.85%
	销售及营销员工的薪资及福利/收入		4.97%	5.58%	7.64%
	广告开支/收入		9.62%	9.25%	10.86%
	招收学生及办公开支/收入		0.58%	0.75%	0.81%
	销售及营销差旅开支/收入		0.21%	0.22%	0.26%
	折旧及摊销/收入		0.13%	0.15%	0.20%
	其他/收入		0.07%	0.08%	0.09%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 13：2018 年中国东方教育前五大供应商均为线上广告代理商

供应商	背景	供应本集团的产品	本集团采购额 (万元)	占采购总额的 百分比	与我们关 系的年限
供应商 A	主要从事设计、代理及广告出版和营销	线上广告代理	13180	8.30%	7 年
供应商 B	主要从事设计、代理及广告出版和营销	线上广告代理	3548	2.20%	2 年
供应商 C	主要从事平面设计、广告创作、代理及出版	线上广告代理	1728	1.10%	2 年
供应商 D	主要从事设计、代理及广告出版和营销	线上广告代理	1181	0.70%	1 年
供应商 J	主要从事设计、代理及广告出版和营销	线上广告代理	1103	0.70%	1 年

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4.5. 师资：中国东方教育师均成本较低、生师比较低

中国东方教育共有约 4,232 名全职教学人员及导师，其中大部分在相关行业具有逾五年的从业经验，约 70.2% 的教师及导师已获大专文凭或高等教育文凭；有 335 名兼职教师及 46 名兼职导师。

中公教育老师团队保持快速扩张，2018 年底达 9424 名。公司侧重于从 985、211 工程等重点大学招聘有潜质、有活力、素质高、擅长表达、具有硕士及以上学历的老师，在招聘入职后严格实施包括入职培训、持续在职培训、提升性培训在内的系统性培训和考核，考核合

格后方可授课。

对比来看：①中公教育与中国东方教育生师比差别较大，中公教育由于以较短期课程为主，生师比虽逐渐下降，但稳定在 100 学生/老师以上；中国东方教育由于以长期课程为主，生师比相对较低，维持在 30 学生/老师左右。②从资历来看，根据两家招股说明书的描述，中公教育老师资历较轻，为经过一定培训的年轻毕业生；而中国东方教育老师相对资深，多为具有逾五年的从业经验。③中公教育与中国东方教育师均年收入相近，中公教育略高；我们认为这或体现了选拔培训对人才依赖程度更高，而技能培训对资源与设备依赖程度更高。

表 14：师资情况对比

		2015	2016	2017	2018
中公教育	老师人数（人）	2,484	3,893	6,530	9,424
	面授学生人数(万人)	45.84	61.93	88.24	119.21
	生师比	185	159	135	126
	教师工资	30,985	43,933	72,644	115,323
	师均年收入(万元)		11.29	11.12	12.24
	教师成本/总收入	14.9%	17.0%	18.0%	18.5%
东方教育	老师人数（人）		3254	3711	4293
	面授学生人数(万人)		10.51	11.65	12.40
	生师比		32	31	29
	教师工资		30578	37642	48135
	师均年收入(万元)		9.40	10.14	11.21
	教师成本/总收入		13.09%	13.21%	14.74%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4.6. 利润与现金流：中国东方教育基本稳定，中公教育业务延伸产生较大变化

中国东方教育经营性现金流净额与归母净利的比例基本稳定，差异主要来自较大规模的折旧费用和学生预付学费形成的合约负债。中公教育经营性现金流净额与归母净利的比例大幅缩小，主要系公司业务结构发生较大变化。

表 15：利润与现金流情况对比

	2015	2016	2017	2018
中国东方教育				
经营性现金流净额（亿元）	6.36	9.82	9.97	9.80
归母净利（亿元）	3.35	5.65	6.42	5.10
经营性现金流净额/归母净利	190%	174%	155%	192%
合约负债/收入	44.58%	42.05%	39.50%	39.49%
中公教育				
经营性现金流净额（亿元）	5.53	11.53	9.99	14.08
归母净利（亿元）	1.61	3.27	5.25	11.53
经营性现金流净额/归母净利	343%	353%	190%	122%
预收账款/收入	30.54%	52.58%	42.25%	30.79%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

5. 发展策略相近：扩网点+扩赛道

5.1. 中国东方教育：区域中心+网点下沉+探索新技能赛道

中国东方教育计划将业务覆盖中国所有省会城市，并计划在广东、浙江、江苏、湖南、河北、四川、内蒙古及黑龙江等人口密集省份中人口超过五百万的城市开展业务。为加强现有学校之间的协作，除传统的扩展策略外，学校计划购买土地所有以建设 5 个教育中心，包括位于北京的华北中心、位于上海的华东中心、位于广州的华南中心、位于成都的西南中心及位于西安的西北中心。

表 16：募投资金计划用途

募投资金计划用途	预计投入资金体量
在北京、上海、广州、成都、西安建设五大区域中心，购买土地和建筑设施	45%或 21.04 亿港元
精选市场建设学校	15%或 7.01 亿港元
在现有和新兴行业设立新专业，并研究如何进一步创新课程	15%或 7.01 亿港元
建设和升级学校设施，购买教学设备等	15%或 7.01 亿港元
补充营运资金	10%或 4.68 亿港元

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

5.1.1. 五个区域中心，难度较大预计耗时较长

根据招股书，中国东方教育计划于中国五个主要地理区域——北京、上海、广州、成都及西安，建立五个自有的区域中心。区域中心计划为东方教育旗下的五个学校品牌——新东方烹饪教育、欧米奇西点西餐教育、新华电脑教育、万通汽车教育和华信智原 DT 人才培训基地以及私人订制烹饪体验中心美味学院提供完善的教学及培训实践设施。区域中心同时将设立研发、人力资源和营销中心，并作为师资力量量的继续教育和培训中心。

表 17：预期区域中心将覆盖的城市及省份及现有学校数据表

区域中心	区域中心将覆盖的省份	现有学校/中心数量	现有学校/中心总建筑面积	现有学校/中心的平均培训人次	学校/中心容量
北京	北京、天津、河北、内蒙古	13	156,898.00	13,097	14,627
上海	上海、江苏、浙江	12	206,384.90	10,785	20,882
广州	广东、江西、湖南、海南、福建、香港	18	221,088.80	23,480	26,452
成都	四川、重庆、贵州、云南	15	332,256.90	29,470	39,405
西安	陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆	13	174,073.50	10,009	16,676

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

区域中心的用途：区域中心主要为位于主要区域有住宿需求的报读长期课程(一年及以上)的学生服务。东方教育计划逐步将目前就读长期课程(一年及以上)的学生迁往区域中心。区域中心将能为现在以及未来增长的学生提供足够的宿舍。

区域中心规划：各区域中心辐射覆盖人口范围预计将超过 200 百万。目前东方教育计划建立土地面积介乎约 20 万平方米至 33 万平方米的区域中心，各区域中心可容纳至少 10,000 名至 15,000 名学生。各中心预计将雇佣约 330 至 495 名教师及导师以服务预计 10,000 至 15,000 名学生。

实施规划以及费用：2019 年后东方教育每年均会开始建设一个区域中心，具体的实施取决于获得的土地。各区域中心预计将产生约人民币 5-6 亿元的开支，其中包括约人民币 2-3 亿元的购置土地款项、约 2 亿元工程服务费及约 1 亿元的购置固定资产款项。

5.1.2. 稳步扩建地方网点

目前东方教育的校园网络已经覆盖了中国大部分省会城市。

计划：①未来东方教育计划进一步扩大校园网络，以覆盖中国所有省会城市，并且计划在广东、浙江、江苏、湖南、河北、四川、内蒙古及黑龙江等人口密集省份中人口超过五百万的城市开展业务。②各区域中心预计将覆盖相当广泛地理区域，东方教育计划在未被区域中心覆盖的地区——河南省，山东省（即中国第二及第三人口大省）、辽宁省、湖北省、山西省、安徽省、广西壮族自治区及西藏成立新学校。

具体计划：

①扩张方式：通过建立更多营利性直营民办学校扩大校园网络。校园网络的扩张将与区域中心的建立互相补充

②建校考虑因素：

(a)区域中心的建造计划及时间表以及精确计划下的预期容量

(b)城区中希望在学期期间住家的潜在学生数量及有住宿需求的潜在学生数量

(c)拟扩张的区域的短期课程需求等多项因素以相应规划新学校的规模。

③近期建校计划：

向超过五百万人口的城市扩张，符合东方教育为中国农村地区 15 岁至 21 岁青少年提供优质教育的目标。具体而言，未来三年内，东方教育计划在中国多个主要省会城市及服务欠缺地区建立约 51 所新学校及 6 家新私人订制烹饪体验中心。

④资金需求以及来源：

到 2021 年底或之前，东方教育建立与拟建的 51 所新学校及 6 家新私人订制烹饪体验中心预期将产生资本开支总额约人民币 670.5 百万元。这些学校和中心均将建于租用的土地上。资本开支将主要用于新学校或私人订制烹饪体验中心的建设或内部装潢。预计将主要使用全球发售所得款项净额来为扩张提供资金，剩下部分将由运营所得现金提供。

表 18：中国东方教育地方网点扩张计划表

分部及品牌	截至 12 月 31 日止年度预期将建立新学校/私人订制烹饪体验中心的数量			将建立新学校/私人订制烹饪体验中心的预期资本总开支 2019 年至 2021 年 (人民币千元)	将建立新学校/私人订制烹饪体验中心的预期资本开支计划 2019 年至 2021 年
	2019 年	2020 年	2021 年		
新东方	9	4	6	285000	约人民币 10.0 百万元将作为学校设施的翻新成本，人民币 5.0 百万元将作为教育设备的采购成本
欧米奇	6	5	4	112500	约人民币 5.0 百万元将作为学校设施的翻新成本，人民币 2.5 百万元将作为教育设备的采购成本
新华电脑	2	3	3	120000	约人民币 10.0 百万元将作为学校设施的翻新成本，人民币 5.0 百万元将作为教育设备的采购成本
万通	3	3	3	135000	约人民币 10.0 百万元将作为学校设施的翻新成本，人民币 5.0 百万元将作为教育设备的采购成本
合计	20	15	16	652500	
美味学院	-	2	4	18000	约人民币 2.0 百万元将作为设施的翻新成本，人民币 1.0 百万元将作为设备的采购成本

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

5.1.3. 拓展新职业培训赛道

东方教育参照市场需求动向及预期未来趋势，对可能建立新学校的潜在新行业领域进行研究。例如，中国东方教育正在为美业、AI 及康养等服务业及新经济的职业技能教育进行市场开发。

5.2. 中公教育：依托选拔培训，拓展职教大市场

中公教育以非学历职业就业培训服务起家，定位职业教育全赛道，拟“做深存量赛道，做大增量赛道”，“成为领先的职业教育创新平台”。中公教育培训类型由公考向由政府主导的各类招录考试市场延伸，进而再向其他相关职业培训市场延伸。依托强劲研发后台、高密度网点布局，有望实现其他培训市场的高速拓展。

图 29：中公教育直营机构数量布局更为广泛



资料来源：安信证券研究中心

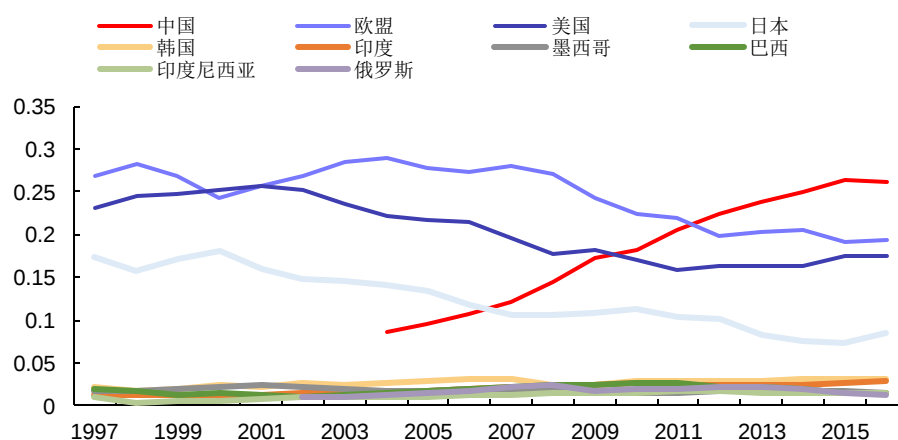
6. 职业教育受到政策的高度重视

中国制造业长期处于全球分工的最末端，但依靠人口红利发展低端制造业的时代渐远；目前已经进入经济转型期，产业向高端化发展，人才结构需与产业匹配。但从 2001 年起，求人倍率持续上升且恶化，显著缺乏高技术含量的技能型人才，处于人才供应失衡的局面。

6.1. 中国处于经济转型期，人才结构需要对应的调整

从 2011 年以来，中国制造业增加值持续为全球第一；但 2015 年后呈现下滑趋势。中国制造业长期处于全球分工的最末端，依靠人口红利发展低端制造业的时代渐远。目前中国已经进入经济转型期，产业向高端化发展，人才结构需与产业匹配。

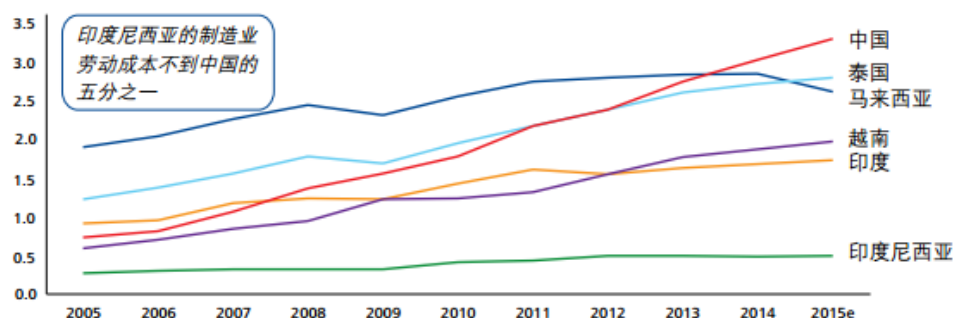
图 30：世界主要经济体历年制造业增加值的全球占比



资料来源：世界银行，安信证券研究中心

根据德勤咨询的统计，中国劳动力成本持续飙升，2015 年中国已经成为东南亚国家中制造业劳动力成本最高的国家。

图 31：东南亚制造业劳动力成本（美元/小时）



资料来源：德勤咨询，安信证券研究中心

从 2001 年起，中国求人倍率持续上升，2011 年后呈供小于求的状态且持续恶化。

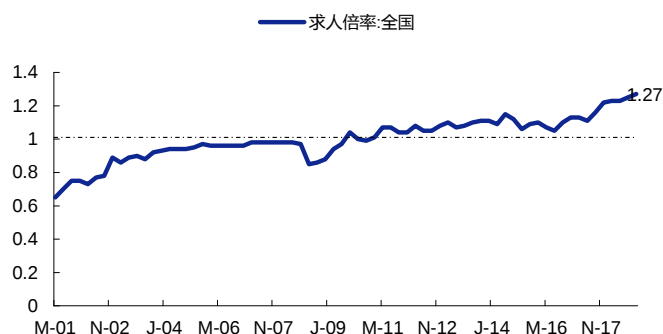
从学历背景来看，职高、技校、中专的求人倍率更高；

从技术级别来看，2002 年后，几乎所有级别的技师均供不应求且持续恶化，其中级别越高的技师稀缺程度越高；

从所从事行业来看，生产运输设备操作工求人倍率显著高于其他行业。

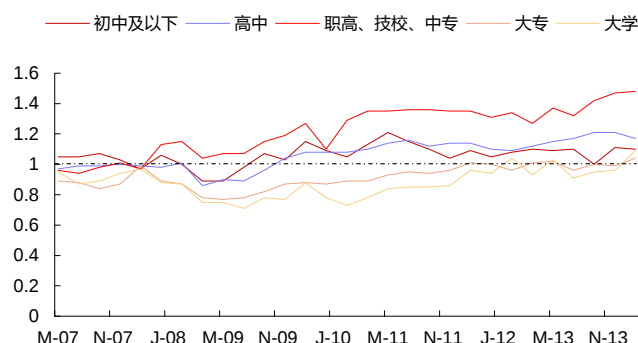
以上数据说明中国显著缺乏高技术含量的技能型人才，中国处于人才供应失衡的局面。

图 32：全国求人倍率持续上升



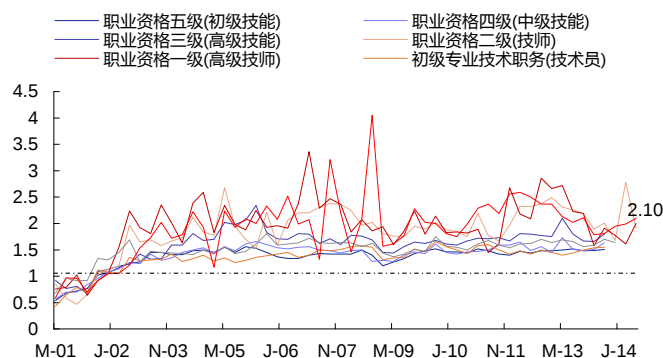
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 33：技术背景人才求人倍率较高



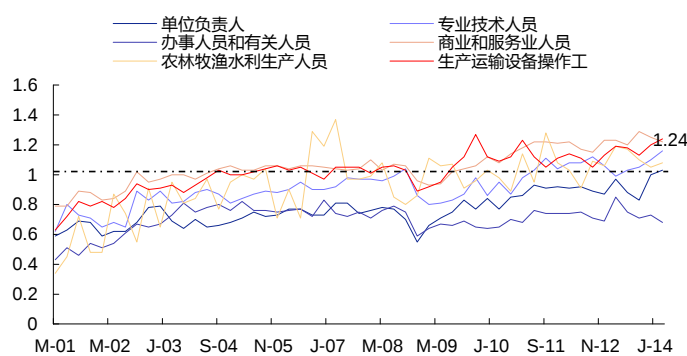
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 34：级别更高的技师求职倍率更高



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 35：生产运输设备操作工求人倍率最高



资料来源：Wind，安信证券研究中心

2016 年,教育部、人社部、工信部联合印发《制造业人才发展规划指南》(以下简称“《指南》”),其中提到中国人才建设面临的突出问题:

一是制造业人才结构性过剩与短缺并存,传统产业人才素质提高和转岗转业任务艰巨,领军人才和大国工匠紧缺,基础制造、先进制造技术领域人才不足,支撑制造业转型升级能力不强;

二是制造业人才培养与企业实际需求脱节,产教融合不够深入、工程教育实践环节薄弱,学校和培训机构基础能力建设滞后;

三是企业在制造业人才发展中的主体作用尚未充分发挥,参与人才培养的主动性和积极性不高,职工培训缺少统筹规划,培训参与率有待进一步提高;

四是制造业生产一线职工,特别是技术技能人才的社会地位和待遇整体较低、发展通道不畅,人才培养培训投入总体不足,人才发展的社会环境有待进一步改善。这些问题制约着我国制造业的转型升级,必须通过深化改革创新尽快加以解决。

《指南》根据《中国制造 2025》,对制造业十大重点领域人才需求进行了测算,预计 2020 年人才缺口将达 1913 万,2025 年将逼近 3000 万。

表 19：制造业十大重点领域人才需求预测（单位：万人）

序号	十大重点领域	2015 年	2020 年	2025 年
----	--------	--------	--------	--------

		人才 总量	人才总量预 测	人才缺口预测	人才总量预 测	人才缺口预 测
1	新一代信息技术产业	1050	1800	750	2000	950
2	高档数控机床和机器人	450	750	300	900	450
3	航空航天装备	49.1	68.9	19.8	96.6	47.5
4	海洋工程装备及高技术船舶	102.2	118.6	16.4	128.8	26.6
5	先进轨道交通装备	32.4	38.4	6	43	10.6
6	节能与新能源汽车	17	85	68	120	103
7	电力装备	822	1233	411	1731	909
8	农机装备	28.3	45.2	16.9	72.3	44
9	新材料	600	900	300	1000	400
10	生物医药及高性能医疗器械	55	80	25	100	45

资料来源：《制造业人才发展规划指南》，安信证券研究中心

《指南》作为《中国制造 2025》的配套人才方案，针对人才缺口设计了系列方案，并且根据职能将任务分解至各部委。其中对人才的发展提出了具体的目标：

到 2020 年，制造业从业人员平均受教育年限达到 11 年以上，制造业从业人员中受过高等教育的比例达到 22%，高技能人才占技能劳动者的比例达到 28% 左右，研发人员占从业人员比例达到 6% 以上，人才的分布和层次、类型等结构更加优化。

6.2. 职业教育被提上前所未有的政策高度

➤ 国务院职业教育工作部际联席会议制度

2018 年 11 月，国务院还专门设立国务院职业教育工作部际联席会议制度：席会议由教育部、发展改革委、工业和信息化部、财政部、人力资源社会保障部、农业农村部、国资委、税务总局、扶贫办 9 个部门和单位组成，教育部为牵头单位；由国务院副总理孙春兰作为召集人。高级别的联系会议制度有利于部委之间协调分工，充分体现了国家对职业教育的重视程度。

➤ 《国家职业教育改革实施方案》

2019 年 2 月，国务院印发《国家职业教育改革实施方案》（下称《方案》），制定具体指标：到 2022 年，职业院校教学条件基本达标，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）。建成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。企业参与职业教育的积极性有较大提升，培育数以万计的产教融合型企业，打造一批优秀职业教育培训评价组织，推动建设 300 个具有辐射引领作用的高水平专业化产教融合实训基地。职业院校实践性教学课时原则上占总课时一半以上，顶岗实习时间一般为 6 个月。“双师型”教师（同时具备理论教学和实践教学能力的教师）占专业课教师总数超过一半，分专业建设一批国家级职业教育教师教学创新团队。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（即 1+X 证书制度试点）工作。

➤ 《2019 年政府工作报告》中，对职业教育关注度远超往年

2019 年 3 月 5 日，李克强总理在全国人大上进行了政府工作报告，其中数次提到教育；3 月 16 日发布的《政府工作报告》又对教育相关的表述进行了 10 处增补，篇幅显著超过往年。并且把“职业教育”从“教育”部分中单列出来，放到“就业”部分，而且篇幅同样远超往年，表现出政府对职业教育极强的关注度。

➤ 《中国教育现代化 2035》

2019 年 2 月，中共中央、国务院印发《中国教育现代化 2035》，这是我国第一个以教育现代化为主题的中长期战略规划，是新时代推进教育现代化、建设教育强国的纲领性文件。

①2035 年发展目标中，排在首位的为“建成服务全民终身学习的现代教育体系”，具体提到，将：“建立全民终身学习的制度环境，建立国家资历框架，建立跨部门跨行业的工作机制和专业化支持体系”，“建立健全国家学分银行制度和学习成果认证制度”。②提升高中阶段教育普及水平，推进中等职业教育和普通高中教育协调发展，鼓励普通高中多样化有特色发展。结合国务院此前发布的《国家职业教育改革实施方案》，职业教育已经被提到前所未有的政策高度，我们认为国家将加速推动职业教育发展。

➤ 《加快推进教育现代化实施方案（2018—2022 年）》

2019 年 2 月，中共中央、国务院印发《加快推进教育现代化实施方案（2018—2022 年）》，定位于行动计划和施工图，是本届政府任期内加快推进教育现代化、建设教育强国的时间表、路线图，突出行动性、操作性。

其中提到深化职业教育产教融合：构建产业人才培养培训新体系，完善学历教育与培训并重的现代职业教育体系，推动教育教学改革与产业转型升级衔接配套。健全产教融合的办学体制机制，坚持面向市场、服务发展、促进就业的办学方向，优化专业结构设置，大力推进产教融合、校企合作，开展国家产教融合建设试点。建立健全职业教育制度标准，完善学校设置、专业教学、教师队伍、学生实习、经费投入、信息化建设等系列制度和标准，制定并落实职业院校生均拨款制度。建立国务院职业教育工作联席会议制度。

➤ 《教育部 2019 年工作要点》

2019 年 2 月，教育部发布《教育部 2019 年工作要点》，与《教育部 2018 年工作要点》相比，整体而言目标更为具体，文件结构也发生较大变化，体现出文件风格逐渐更为务实的特征，其中制定了明确的职业教育 2019 年工作目标：加强中央部门的政策联动和制度协同，强化地方政府统筹发展职业教育的责任。改善办学条件，深化职业教育产教融合、校企合作。工作措施：保持高中阶段教育职普比大体相当。启动实施 1+X 证书(学历证书+职业技能等级证书)制度试点。启动高等职业教育专业评估。实施中国特色高水平高职学校和专业建设计划。建设一批高水平职业教育实训基地，开展产教融合建设试点。继续推进职业教育国家教学标准体系建设。总结现代学徒制试点经验，全面推广现代学徒制。

➤ 《建设产教融合型企业实施办法》

2019 年 4 月 3 日，发改委、教育部印发《建设产教融合型企业实施办法》，为产教融合的落地确定具体细则，有望加速推进中国职业教育发展。

➤ 国常会细化职教支持方案

2019 年 4 月 30 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，确定使用 1000 亿元失业保险基金结余实施职业技能提升行动的措施，提高劳动者素质和就业创业能力；讨论通过高职院校扩招 100 万人实施方案，加快培养各类技术技能人才促进扩大就业。

表 20：职业教育相关政策梳理

	《国家职业教育改革实施方案》	《2019 年政府工作报告》	《中国教育现代化 2035》	《加快推进教育现代化实施方案（2018—2022 年）》	《教育部 2019 年工作要点》
制度体系	①健全国家职业教育制度框架。②提高中等职业教育发展水平。③推进高等职业教育高质量发展。④完善高层次应用型人才培养体系	①改革高职院校办学体制，加强师资队伍建设和提高办学质量。②我们要以现代职业教育的大改革大发展，加快培养国家发展急需的各类技术技能人才，让更多青年凭借一技之长实现人生价值，让三百六十行人才荟萃、繁星璀璨。	构建更加开放畅通的人才成长通道，完善招生入学、弹性学习及继续教育制度，畅通转换渠道。建立全民终身学习的制度环境，建立国家资历框架，建立跨部门跨行业的工作机制和专业化支持体系。建立健全国家学分银行制度和学习成果认证制度。强化职业学校和高等学校的继续教育与社会培训服务功能，开展多类型多形式的职工继续教育。	①建立国务院职业教育工作联席会议制度。②构建产业人才培养培训新体系，完善学历教育与培训并重的现代职业教育体系，推动教育教学改革与产业转型升级衔接配套。	①实施中国特色高水平高职学校和专业建设计划。②继续推进职业教育国家教学标准体系建设。③总结现代学徒制试点经验，全面推广现代学徒制。
国家标准	①完善教育教学相关标准。②启动 1+X 证书制度试点工作。③开展高质量职业培训。④实现学习成果的认定、积累和转化	扩大高职院校奖助学金覆盖面、提高补助标准，加快学历证书和职业技能等级证书互通衔接。		建立健全职业教育制度标准，完善学校设置、专业教学、教师队伍、学生实习、经费投入、信息化建设等系列制度和标准。	启动实施 1+X 证书(学历证书+职业技能等级证书)制度试点。
企业	①坚持知行合一、工学结合。②推动校企全面加强深度合作。③打造一批高水平实训基地。④多措并举打造“双师型”教师队伍。⑤推动企业和社会力量举办高质量职业教育。⑥做优职业教育培训评价组织	支持企业和社会力量兴办职业教育。		健全产教融合的办学体制机制，坚持面向市场、服务发展、促进就业的办学方向，优化专业结构设置，大力推进产教融合、校企合作，开展国家产教融合建设试点。	建设一批高水平职业教育实训基地，开展产教融合建设试点。
学校	①建立健全职业教育质量评价和督导评估制度。②支持组建国家职业教育指导咨询委员会	①引导一批普通本科高校转为应用型大学。②改革完善高职院校考试招生办法，鼓励更多应届高中毕业生和退役军人、下岗职工、农民工等报考，今年大规模扩招 100 万人。	提升高中阶段教育普及水平，推进中等职业教育和普通高中教育协调发展，鼓励普通高中多样化有特色发展。		①启动高等职业教育专业评估。②保持高中阶段教育职普比大体相当。
学生		①从失业保险基金结余中拿出 1000 亿元，用于 1500 万人次以上的职工技能提升和转岗转业培训。②扩大高职院校奖助学金覆盖面、提高补助标准，加快学历证书和职业技能等级证书互通衔接。改革高职院校办学体制，提高办学质量。③设立中等职业教育国家奖学金。			
经费待遇	①提高技术技能人才待遇水平。②健全经费投入机制。	中央财政大幅增加对高职院校的投入，地方财政也要加强支持。		制定并落实职业院校生均拨款制度。	

资料来源：各政府网站，安信证券研究中心

7. 投资建议及估值分析

7.1. 绝对估值

中国东方教育主营业务现金流较为稳定，我们认为采用现金流折现的方法可以较准确地反应公司价值。

我们基于部分假设，①将主营业务分拆为新东方、万通、新华、欧米奇四大部分，由于华信智原占比较低且近期无明确扩展规划，我们暂不考虑其对现金流影响；②分别估算各校盈利爬坡期的核心财务数据；③根据招股书披露的扩张规划估算公司整体经营情况；④前述过程忽略了业务的内在增速，假设以每年 5% 内在增速增长。我们预测中国东方教育 2019-2021 年收入增速分别为 20.04%/20.24%/20.03%，由于新建学校成熟、华信智原减亏等因素催化，2019-2021 年净利增速有望达 77.22%/20.46%/32.11%。

表 21：中国东方教育盈利预测（单位：亿元人民币）

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	18.28	23.36	28.50	32.65	39.19	47.13	56.57
YoY		27.76%	22.02%	14.55%	20.04%	20.24%	20.03%
减：营业成本	8.41	10.14	12.81	15.60	16.68	20.11	24.10
销售费用	3.35	3.64	4.57	6.48	6.22	7.32	7.60
管理费用	2.56	2.86	3.74	4.90	4.56	5.70	6.47
财务费用	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.31	-0.52	-0.79
营业利润	4.38	7.20	8.32	6.87	12.05	14.52	19.18
加：营业外净收支	-0.18	-0.22	-0.20	-0.05	0.00	0.00	0.00
利润总额	4.20	6.98	8.13	6.82	12.05	14.52	19.18
减：所得税	0.84	1.32	1.71	1.72	3.01	3.63	4.80
净利润	3.35	5.65	6.42	5.10	9.04	10.89	14.39
YoY		68.66%	13.47%	-20.50%	77.22%	20.46%	32.11%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

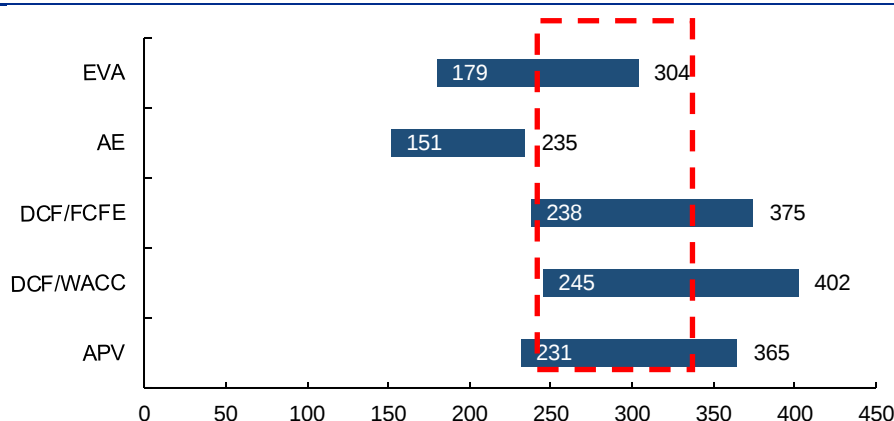
基于以下核心假设，我们采用多种现金流折现方法估算公司股权价值总体区间为 151-402 亿元人民币，我们判断公司股权价值核心区间为 238-304 亿元。

表 22：现金流折现核心假设

核心假设	
行业 Beta	1.18
无风险利率 Rf	3.23%
风险溢价	6.02%
资产贴现率 Ka	10.31%（以 9.31%-11.31% 进行敏感性测算）
TV 增长率	4.0%（以 3.5%-4.5% 进行敏感性测算）

资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 36：中国东方教育现金流折现方法测算股权价值区间（亿元人民币）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

7.1.1. 新东方单校模型

基于假设①假设长期课程收入占总收入比重为 90%，短期课程收入占比 10%；②平均学校数量以（期初数+期末数）/2 估算；③管理费用率及销售费用率以中国东方教育整体费用率估算，我们估计新东方单校收入规模约为 0.40 亿元，成熟期校均培训人数约 2000+人，其中长期课程人数约 1300-1400 人，短期课程人数约 600-700 人。

表 23：新东方品牌收入、成本、费用拆分

		2015	2016	2017	2018
新东方总在校人次	估计在校人次	71324	81507	95562	99772
	长期课程人次	45791	54846	64549	64376
	短期课程人次	25533	26661	31013	35396
新东方总收入结构	收入 (亿元)	10.57	14.32	17.39	19.00
	长期课程收入 (亿元) *	9.51	12.89	15.65	17.10
	短期课程收入 (亿元) *	1.06	1.43	1.74	1.90
新东方校均收入结构	平均学校数量*	35.5	40	43.5	48
	校均收入 (亿元)	0.30	0.36	0.40	0.40
	校均人数 (万人)	2009	2038	2197	2079
	长期课程人次 (万人)	1290	1371	1484	1341
	短期课程人次 (万人)	719	667	713	737
	长期课程客单价 (元)	20779	23500	24243	26564
	短期课程客单价 (元)	4141	5372	5606	5368
	毛利率		57.7%	59.2%	56.5%
成本费用率	管理费用率*		11.9%	12.3%	13.4%
	销售费用率*		15.6%	16.0%	19.8%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

*注：①假设长期课程收入占总收入比重为 90%，短期课程收入占比 10%；②平均学校数量以（期初数+期末数）/2 估算；③管理费用率及销售费用率以中国东方教育整体费用率估算

我们进一步依据假设拆分计算新东方单校盈利爬坡过程：假设①新东方单校经过两年爬坡可进入成熟运营，第一年收入为成熟期 50%，第二年收入为成熟期 70%；②成熟期毛利率为 60%，第一年成本为成熟期 60%则第一年毛利率约 52%，第二年成本则第二年为成熟期 80%毛利率为 54%；③管理费用与销售费用相对刚性，第一年与第二年均与成熟期相同。

表 24：新东方品牌单校盈利爬坡过程假设

		第一年	第二年
收入	0.40	0.20	0.28
假设		为成熟期 50%	为成熟期 70%
毛利率	60%	52%	54%
假设		成本为成熟期 60%	成本为成熟期 80%
管理费用率	12%	24%	17%
假设		管理费用与成熟期相同	管理费用与成熟期相同
销售费用率	16%	32%	23%
假设		管理费用与成熟期相同	管理费用与成熟期相同
毛利率-费用率	32%	-4.00%	14.29%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

根据以上新东方单校模型拆分及盈利爬坡过程假设，结合招股书中对未来扩张规划，我们预计新东方品牌 2019-2021 年收入增速依次为 12%/15%/17%。

表 25：新东方品牌经营预测

		2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
学校数量	期初	32	39	41	46	50	59	69	80
	开始运营的新开办学	7	2	5	4	9	10	11	0
	期末	39	41	46	50	59	69	80	80
	第一年运营		2	5	4	9	10	11	0
	第二年运营		7	2	5	4	9	10	11
	成熟运营		32	39	41	46	50	59	69
总计	收入	10.57	14.32	17.39	19.00	21.32	24.52	28.60	30.68
	YoY		35.46%	21.41%	9.28%	12.20%	15.01%	16.64%	7.27%
	毛利		8.26	10.29	10.74	12.58	14.41	16.82	18.23
	毛利率		57.7%	59.2%	56.5%	59.0%	58.8%	58.8%	59.4%
	管理费用		1.70	2.13	2.55	2.83	3.31	3.84	3.84
	销售费用		2.23	2.79	3.77	3.78	4.23	4.42	5.12

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

7.1.2. 万通汽修单校模型

基于假设①假设长期课程收入占总收入比重为 90%，短期课程收入占比 10%；②平均学校数量以（期初数+期末数）/2 估算；③管理费用率及销售费用率以中国东方教育整体费用率估算，我们估计万通汽修单校收入规模约为 0.26 亿元，成熟期校均培训人数约 1600+人，其中长期课程人数约 1200-1300 人，短期课程人数约 300-400 人。

表 26：万通汽修品牌收入、成本、费用拆分

		2015	2016	2017	2018
万通汽修总在校人次	估计在校人次	20790	21337	22865	25994
	长期课程人次	16175	16693	16347	17511
	短期课程人次	4615	4644	6518	8483
万通汽修总收入结构	收入（亿元）	3.20	3.54	4.19	4.44
	长期课程收入（亿元）*	2.88	3.19	3.77	4.00
	短期课程收入（亿元）*	0.32	0.35	0.42	0.44
万通汽修校均收入结构	平均学校数量*	12.5	13.5	18	24
	校均收入（亿元）	0.26	0.26	0.23	0.19

	校均人数（万人）	1663	1581	1270	1083
	长期课程人次（万人）	1294	1237	908	730
	短期课程人次（万人）	369	344	362	353
	长期课程客单价（元）	17796	19100	23088	22836
	短期课程客单价（元）	6930	7628	6434	5238
成本费用率	毛利率		55.9%	51.7%	44.5%
	管理费用率*		11.9%	12.3%	13.4%
	销售费用率*		15.6%	16.0%	19.8%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

*注：①假设长期课程收入占总收入比重为 90%，短期课程收入占比 10%；②平均学校数量以（期初数+期末数）/2 估算；③管理费用率及销售费用率以中国东方教育整体费用率估算

我们进一步依据假设拆分计算万通汽修单校盈利爬坡过程：假设①万通汽修单校经过两年爬坡可进入成熟运营，第一年收入为成熟期 50%，第二年收入为成熟期 70%；②成熟期毛利率为 55%，第一年成本为成熟期 60%则第一年毛利率约 46%，第二年成本为成熟期 80%则第二年毛利率为 49%；③管理费用与销售费用相对刚性，第一年与第二年均与成熟期相同。

表 27：万通汽修品牌单校盈利爬坡过程假设

		第一年	第二年
收入	0.26	0.13	0.182
假设		为成熟期 50%	为成熟期 70%
毛利率	55%	46%	49%
假设		成本为成熟期 60%	成本为成熟期 80%
管理费用率	12%	24%	17%
假设		管理费用与成熟期相同	管理费用与成熟期相同
销售费用率	16%	32%	23%
假设		销售费用与成熟期相同	销售费用与成熟期相同
毛利率-费用率	27%	-10.00%	8.57%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

根据以上万通汽修单校模型拆分及盈利爬坡过程假设，结合招股书中对未来扩张规划，我们预计万通汽修品牌 2019-2021 年收入增速依次为 54%/13%/10%。

表 28：万通汽修品牌经营预测

		2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
学校数量	期初	12	13	14	22	26	29	32	35
	开始运营的新开办学校	1	1	8	4	3	3	3	0
	期末	13	14	22	26	29	32	35	35
	第一年运营		1	8	4	3	3	3	0
	第二年运营		1	1	8	4	3	3	3
	成熟运营		12	13	14	22	26	29	32
总计	收入	3.20	3.54	4.19	4.44	6.84	7.70	8.48	8.87
	YoY		10.76%	18.37%	5.95%	53.90%	12.55%	10.14%	4.60%
	毛利		1.98	2.17	1.98	3.679	4.16	4.59	4.84
	毛利率		55.9%	51.7%	44.5%	53.8%	54.1%	54.2%	54.6%
	管理费用		0.42	0.51	0.60	0.90	1.00	1.09	1.09
	销售费用		0.55	0.67	0.88	1.21	1.30	1.33	1.46

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

7.1.3. 新华电脑单校模型

基于假设①假设长期课程收入占总收入比重为 90%，短期课程收入占比 10%；②平均学校数量以（期初数+期末数）/2 估算；③管理费用率及销售费用率以中国东方教育整体费用率估算，我们估计新华电脑单校收入规模约为 0.27 亿元，成熟期校均培训人数约 1400+人，其中长期课程人数约 1200-1300 人，短期课程人数约 100-200 人。

表 29：新华电脑品牌收入、成本、费用拆分

		2015	2016	2017	2018
新华电脑总在校人次	估计在校人次	26573	25632	27788	33391
	长期课程人次	23080	22798	24234	30356
	短期课程人次	3493	2834	3554	3035
新华电脑总收入结构	收入（亿元）	4.43	4.81	5.42	6.04
	长期课程收入（亿元）*	3.99	4.32	4.88	5.44
	短期课程收入（亿元）*	0.44	0.48	0.54	0.60
新华电脑校均收入结构	平均学校数量*	19	19	20	22.5
	校均收入（亿元）	0.23	0.25	0.27	0.27
	校均人数（万人）	1399	1349	1389	1484
	长期课程人次（万人）	1215	1200	1212	1349
	短期课程人次（万人）	184	149	178	135
	长期课程客单价（元）	17282	18970	20138	17920
	短期课程客单价（元）	12688	16956	15257	19915
成本费用率	毛利率		55.4%	55.8%	60.0%
	管理费用率*		11.9%	12.3%	13.4%
	销售费用率*		15.6%	16.0%	19.8%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

*注：①假设长期课程收入占总收入比重为 90%，短期课程收入占比 10%；②平均学校数量以（期初数+期末数）/2 估算；③管理费用率及销售费用率以中国东方教育整体费用率估算

我们进一步依据假设拆分计算新华电脑单校盈利爬坡过程：假设①新华电脑单校经过两年爬坡可进入成熟运营，第一年收入为成熟期 50%，第二年收入为成熟期 70%；②成熟期毛利率为 60%，第一年成本为成熟期 60%则第一年毛利率约 52%，第二年成本为成熟期 80%则第二年毛利率为 54%；③管理费用与销售费用相对刚性，第一年与第二年均与成熟期相同。

表 30：新华电脑品牌单校盈利爬坡过程假设

		第一年	第二年
收入	0.27	0.135	0.189
假设		为成熟期 50%	为成熟期 70%
毛利率	60%	52%	54%
假设		成本为成熟期 60%	成本为成熟期 80%
管理费用率	12%	24%	17%
假设		管理费用与成熟期相同	管理费用与成熟期相同
销售费用率	16%	32%	23%
假设		销售费用与成熟期相同	销售费用与成熟期相同
毛利率-费用率	32%	-4.00%	14.29%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

根据以上新华电脑单校模型拆分及盈利爬坡过程假设，结合招股书中对未来扩张规划，我们预计新东方品牌 2019-2021 年收入增速依次为 8%/12%/10%。

表 31：新华电脑品牌经营预测

		2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
学校数量	期初	19	19	19	21	24	26	29	32
	开始运营的新开办学			2	3	2	3	3	0
	期末	19	19	21	24	26	29	32	32
	第一年运营		0	2	3	2	3	3	0
	第二年运营		0	0	2	3	2	3	3
	成熟运营		19	19	19	21	24	26	29
总计	收入	4.43	4.81	5.42	6.04	6.51	7.26	7.99	8.40
	YoY		8.42%	12.84%	11.46%	7.66%	11.62%	10.04%	5.07%
	毛利		2.66	3.03	3.63	3.850	4.30	4.73	5.01
	毛利率		55.4%	55.8%	60.0%	59.2%	59.3%	59.2%	59.6%
	管理费用		0.57	0.67	0.81	0.84	0.94	1.04	1.04
	销售费用		0.75	0.87	1.20	1.12	1.22	1.25	1.38

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

7.1.4. 欧米奇单校模型

基于假设①欧米奇收入全部来自短期课程；②平均学校数量以（期初数+期末数）/2 估算；③管理费用率及销售费用率以中国东方教育整体费用率估算，我们估计欧米奇单校收入规模约为 0.11 亿元，成熟期校均培训人数约 400+人，全部为短期课程。

表 32：欧米奇品牌收入、成本、费用拆分

		2017	2018
欧米奇总在校人次	估计在校人次	74838	213256
	短期课程人次	74838	213256
欧米奇总收入结构	收入（亿元）	0.75	2.13
	短期课程收入（亿元）*	0.75	2.13
欧米奇校均收入结构	平均学校数量*	17	19
	校均收入（亿元）	0.04	0.11
	校均人数（万人）	164	483
	短期课程人次（万人）	164	483
	短期课程客单价（元）	26843	23231
	毛利率	7.9%	34.4%
成本费用率	管理费用率*	12.3%	13.4%
	销售费用率*	16.0%	19.8%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

*注：①欧米奇收入全部来自短期课程；②平均学校数量以（期初数+期末数）/2 估算；③管理费用率及销售费用率以中国东方教育整体费用率估算

我们进一步依据假设拆分计算欧米奇单校盈利爬坡过程：假设①欧米奇单校经过两年爬坡可进入成熟运营，第一年收入为成熟期 50%，第二年收入为成熟期 70%；②成熟期毛利率为 50%，第一年成本为成熟期 50%则第一年毛利率约 50%，第二年成本与成熟期持平则第二年毛利率为 50%；③管理费用与销售费用相对刚性，第一年与第二年均与成熟期相同。

表 33：欧米奇品牌单校盈利爬坡过程假设

		第一年	第二年
收入	0.11	0.055	0.077
假设		为成熟期 50%	为成熟期 70%
毛利率	50%	50%	50%

假设		成本为成熟期 50%	成本与成熟期持平
管理费用率	12%	24%	17%
假设		管理费用与成熟期相同	管理费用与成熟期相同
销售费用率	16%	32%	23%
假设		销售费用与成熟期相同	销售费用与成熟期相同
毛利率-费用率	22%	-6.00%	10.00%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

根据以上欧米奇单校模型拆分及盈利爬坡过程假设，结合招股书中对未来扩张规划，我们预计欧米奇品牌 2019-2021 年收入增速依次为 25%/23%/16%。

表 34：欧米奇品牌经营预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
期初		17	23	29	34	38
开始运营的新办学校	17	6	6	5	4	0
期末	17	23	29	34	38	38
第一年运营	17	6	6	5	4	0
第二年运营		17	6	6	5	4
成熟运营			17	23	29	34
收入	0.75	2.13	2.662	3.267	3.795	4.048
YoY		184.96%	24.83%	22.73%	16.16%	6.67%
毛利	0.06	0.73	1.331	1.63	1.90	2.02
毛利率	7.9%	34.4%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
管理费用	0.09	0.29	0.38	0.45	0.50	0.50
销售费用	0.12	0.42	0.51	0.57	0.60	0.67

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

7.2. 相对估值

相对估值 PE 角度而言，由于培训教育相对于学历学校而言增速更快、市场空间更大，应该给予更高 PE，但是中国东方教育旗下含有部分学历教育，且教学模式与学历教育相近（课程偏长期），所以我们认为，学历学校 PE<中国东方教育 PE<培训教育 PE 较为合理。我们认为当前中国东方教育市值被低估。

表 35：教育行业估值对比（数据截止 2019/6/14）

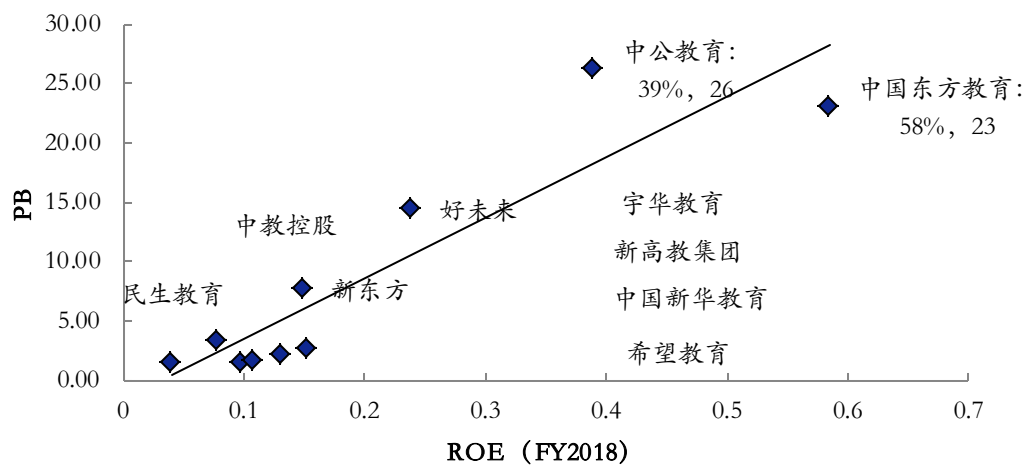
公司名称	总市值(人民币亿元)	归母净利(亿元人民币)			PE			ROE(FY2018)
		FY2018	FY2019E	FY2020E	PE(FY2018)	PE(FY2019)	PE(FY2020)	
职业教育培训								
中公教育	774.63	11.53	16.51	22.50	67.19	49.03	36.85	39.03%
中国东方教育	201.37	5.10	9.04	10.89	39.48	22.28	18.49	58.45%
K12 培训								
新东方	984.30	19.13	28.08	36.68	51.45	35.05	26.83	14.98%
好未来	1,480.66	24.57	35.91	51.18	60.27	41.23	28.93	23.94%
职业教育学校								
中教控股	207.32	4.81	7.68	9.16	43.10	27.00	22.63	7.83%
民生教育	49.51	3.33	4.44	5.17	14.87	11.15	9.58	9.77%
中国新华教育	36.67	2.56	2.95	3.46	14.32	12.45	10.60	10.74%
新高教集团	39.88	2.43	3.63	4.45	16.44	11.00	8.97	13.06%
宇华教育	92.51	5.31	7.07	8.12	17.43	13.08	11.39	15.27%

资料来源：Wind，Bloomberg，安信证券研究中心

*除中公教育及中国东方教育外，其余公司 FY2019、FY2020 净利预测值为 Bloomberg 及 Wind 一致预期。

此外，我们从 PB-ROE 角度对比分析教育行业估值情况，中国东方教育位于趋势线右侧，市值或被低估。

图 37：PB-ROE 估值对比



资料来源：Wind, Bloomberg, 安信证券研究中心

■ 行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

刘文正、杜一帆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
北京联系人	秦紫涵		
	王银银		
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
深圳联系人	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣		niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034