

中公教育核心业务发展及估值分析

（一）行业分析背景

随着人均收入水平的显著提高，高等教育人群的快速扩大和就业形势的日益严峻，我国教育培训市场如火如荼、大有作为，正成为众多投资者关注的焦点。

根据 Wind 数据库，截至 2015 年 12 月，我国民办培训机构（不计校数）达 20089 所，参训学生数高达 8986589 人次。这些民办培训机构各有侧重的业务领域，如语言能力培训（新东方、环球雅思、昂立等）、职业技术培训（中华、东奥、北大青鸟、甲骨文培训等）、公务员考试培训（中公、华图等）、学历提升培训（万学海文、海天、启航）和学业及特长辅导培训（好未来、大山教育、猿辅导等）等等。与西方教育机构通过培训学生数量申请国家补助不同，我国培训机构主要依靠聘任专业名师针对相关领域开展线上或线下课程，主流盈利模式为收取学费、广告费和加盟费，一般利润空间较大且采取预收学费模式，从而有很可观的现金流。

近年来，中国教育培训行业迎来投资热和上市热。2006 年 9 月，北京新东方在纽交所成功上市，开启了中国教育公司上市的先河，股票市值曾一路飙升。而后，中华教育网、ATA、中国远程教育、安博教育、环球雅思、学而思等纷纷加入上市狂潮。目前，在纽交所已经形成了一个中国教育概念股板块。

中公教育集团创建于 1999 年，后发展成为教育服务业的综合性企业集团。中公教育集团覆盖城市广、专职教师数量多、公职类职业培训规模大，是集合面授教学培训、网校远程教育、图书教材及音像制品的出版发行于一体大型知识产业实体。2019 年 2 月 21 日上午，海淀区综合职业教育龙头企业中公教育在深交所敲钟上市，标志着中公教育成功登陆 A 股市场。值得一提的是，中公市值一举越过 500 亿大关，遥遥领先于 A 股其他教育上市公司，较重组方案中 185 亿的评估值翻了约 3 倍，是国内较早将代理网络全部转型为直营的教育培训机构。

中公教育外部宏观环境进行的 PEST 分析

1. 政治法律环境分析：我国凭借社会主义制度的优势，构建了统一有效的国家现代化治理结构，其打造的长治久安的政治局面厚植了民营经济发展的优良土壤。另外，我国在法律

法规方面强化了对非公有制经济的引导、支持和鼓励。2002 年《中华人民共和国民办教育促进法》确立了民办教育的合法地位；2004 年出台的《民办教育促进法实施条例》和 2010 年公布的《国家中长期教育改革和发展规划纲要》进一步肯定了民办教育的价值和贡献。这些友好的政治信号揭示了教育培训行业有着光明的前途和充分的发展机遇。

2. 经济环境分析：这里主要涉及 GDP、人均教育支出和财政教育经费支出。我国国民生产总值稳居世界第二，对世界经济增长的贡献率超过 30%；家庭人均收入和人均支出均有明显增加，如 2015 年居民人均可支配收入达 21966.2 元，消费支出 15712.4 元，其中教育支出 1723.1 元，占比 10.97%，2015 年家庭教育总支出相比 2013 年，增长率达 23.28%。2019 年，全国居民人均消费支出 21559 元，人均教育文化娱乐消费支出 2513 元，同比去年增长 12.9%，占人均消费支出的比重为 11.7%。2019 年全国教育经费总投入为 50178.12 亿元，首次超过 5 万亿元，比 2018 年的 46143.00 亿元增长 8.74%；国家财政性教育经费为 40046.55 亿元，首次超过 4 万亿元，比 2018 年的 36995.77 亿元增长 8.25%，占 GDP 比例为 4.04%。这些都充分表明，公众对教育培训行业的需求将会不断增加。

3. 社会文化环境分析：随着科教兴国战略和人才强国战略的贯彻，技术型人才和知识型人才不断涌现，并成为享受各种优待的社会精英。整个社会对知识技术的崇拜日益高涨，大众确信知识改变命运这一人生理念，也就刺激了考公、考研、考证市场的蓬勃发展。改革开放四十多年，我国市场大力开放，对于外语外贸类人才的需求庞大，这也就刺激了外语培训机构的兴起。另外，二胎政策的开放也推动了早教市场的开拓。根据教育部数据显示，截至 2019 年底，我国普通本专科招生数达到 914.9 万人，高等教育在校学生数为 4002 万人。人社部指出，我国就业总量压力依然很大，就业结构性矛盾仍然十分突出，就业形势依然严峻复杂。大学生扎堆大城市，造成对口的就业岗位供应不足，导致了就业困难。就业难意味着学历和专业证书的分量极大，近年来的考研热、考证热和考公热很大程度上由此催生。

4. 技术环境分析：依托人工智能和远程技术，教育培训行业推出海量网课和在线讲座，摆脱了时空限制，扩大了市场范围。另外，多媒体的广泛运用一方面加强了宣传效果，同时也增强了课程的趣味性和可理解性。再有，微信、OA 系统等应用提高了教育培训企业的管理效率和服务质量。移动支付的普及也促进了教育培训行业资金结算的便利性、安全性和可分析性。总之，教育培训行业与互联网的融合越来越密切，个性化、网络化、趣味性、启发性的课程将成为企业开展远程教育的重要竞争力。

运用波特五力模型分析教育培训行业的产业环境

1. 产业内现有竞争：教育培训行业处于新兴阶段，整个行业利润率较高，而进入门槛较低，因此资本容易逐利于该行业，涌现了大大小小的各种培训机构。为占据市场份额，这些机构不断融资扩建，强烈争夺学员和师资，大胆利用新技术和新产品，不断探索业务特色。这使得我国教育培训机构从2010年的14.77万所减少至2018年的8.11万所，九年间减少了近7万所。但是，资本注入并未减少，市场规模反而增加。整个教育培训行业市场规模在2013年破万亿后，2015年再迎来爆发，截至2018年我国教育培训市场规模达到21775亿元。可见，经过多年激烈的竞争，教育产业并购的趋势更加明显，该行业内各个细分领域大有寡头垄断的痕迹。如新东方、环球雅思、美孚、华尔街等垄断了语言培训的市场份额；万学海文、海天、文登、学府、跨考、启航等考研机构占据了整个考研培训市场的80%以上；华图、中公两家则占据了考公市场的半壁江山。总体看，教育培训行业市场竞争者较多，但比较分散，在细分领域里有少数已形成品牌和辐射力的龙头企业。

2. 潜在进入者：目前培训市场虽有几大品牌知名度较高的企业，但是分布领域各有不同，也无力阻止新兴培训企业进入，并未能够形成对整个市场的绝对掌控。另外，教育培训行业的起步资金和准入门槛相对较小。因此，该行业来自潜在竞争者的威胁较大。

3. 替代品：教育培训行业的产品具有针对性、长期性和综合性，很难找到与其功效相当的替代品。能对其产生一定程度替代效应的，是消费者的自学意愿和自学能力。只要自学意愿强烈，消费者会减少对辅导机构的依赖；只要自学能力优秀，即寻找资源和消化资源的本领够硬，消费者完全可以省下高额的培训费。因此，替代品就主要是网络公开的免费资料和专业人士提供的私家辅导。但共享经济还未形成，机构内部资料保密严格，专业人士力量有限，学生整体自学条件不足，所以替代品威胁较小。

4. 供应者的谈判能力：目前，大型培训机构都有良好稳定的教学产品，小型企业也可以租用或购买大型企业的产品，它们对于资源供应商的依赖不大；目前从事教育行业的劳动力趋于饱和且未能形成商业化的教师资源供应机制，因此教师的议价能力有限。

5. 购买者的谈判能力：培训机构虽能提供差异化产品，但如果产品价格过高，销售同样面临碰壁，因为机构面向的主要是收入有限的大学生和待就业群体。这些群体对价格的敏感度极高，而且总有培训机构提供同质产品，信息也相对对称，消费者有很大的议价能力，培训机构总是定期推出价格优惠和福利派送。

（二）中公教育公司简介

中公教育是大型的多品类职业教育机构。公司勇担时代使命，持续创造新的市场，以友善利他之心服务社会。

面向广大知识型人群，公司主营业务横跨招录考试培训、学历提升和职业能力培训等 3 大板块，提供超过 100 个品类的综合职业就业培训服务。公司在全国超过 1000 个直营网点展开经营，深度覆盖 300 多个地级市，并正在快速向数千个县城和高校扩张。

中公教育主要服务于 18 岁—45 岁的大学生、大学毕业生和各类职业专才等知识型就业人群。这个巨大群体广泛分布于全国各地、各级城镇和各行各业，就业和职业能力提升是他们的两大核心诉求。

经过长期的探索与积淀，中公教育已拥有 2702 人的规模化专职研发团队，18036 人的大规模教师团队，总员工人数超过 41000 人。依托卓越的团队执行力和全国范围的垂直一体化快速响应能力，公司已发展成为一名创新驱动的高增长企业平台。

核心业务

以公考为核心，辐射其他职业培训。



未来战略

以公考为核心业务的基础上，继续扩大公考的招生面、提升公考的教学质量。同时辐射其他职业培训与考试培训。并在有充裕资金的情况下扩大金融投资。

通过增加合作伙伴，让中公教育走进校园，扩大在潜在消费者中的知名度，吸引更多潜在客户了解本企业的业务与教学服务。努力通过地推、线上推广的方式扩大公考教育的参训

率，降低获客成本，增加客户。

在以公考为基本业务的基础上，继续扩大其他教育、职业培训业务，如考研业务以及其他职业证书的培训。同时为了增加教学质量，加大对教师团队建设的投入。在数量与质量方面对教师团队进行升级。

通过协议班不过退学费等操作吸引更多学员，并借此获得更多的资金流，并在资金被要求退回前增加对可用资金的支配，通过购买金融资产、投资实体资产等形式实现资金的保值与增值。

目前公司优势

1. 职业能力高低决定了劳动生产力的高低，是中国能否成功跨越“中等收入陷阱”的关键。而就业既是经济增长的晴雨表，也是撬动整个职业教育领域的杠杆支点，更是职业教育机构竞争的赛场。由此，越能较大范围、较大程度上靠近就业需求的职业教育机构，越有机会转动多品类增长飞轮，获得统领职业教育全局的优势地位。在目前全国经济大环境较为低迷，许多高校本科毕业生找工作一年比一年难。寻找一个稳妥的工作机会成为越来越多的高校毕业生的首选，对考公、考研的需求也不断增大。但在考公前得到专业培训的比率相对仍较低的情况下，参加专业机构的专业培训成为提高考公成功率的极佳选择。中公教育作为目前走在中国培训最前线的企业，其前景是非常不错的。在未来随着大学生毕业的不断增大，其市场份额也在不断扩大。

2. 作为最早进入公考培训、职业培训行业的公司之一。凭借其先行进入市场的先发优势得以较早地搭建自己的管理、培训体系与团队。相比于其他后起之秀，可以更有经验地抢占市场并凭借品牌实力让合作伙伴更为放心。

3. 在全国各地有较为密集的分布、网点。比本土教育机构更为成熟也更具品牌竞争力，同时也能够比其他竞争对手更快地抢占市场份额。同时公司战略上也在积极与各地学校谈判以取得深入前线的宣传机会，提高获客范围，降低获客成本。

4. 中公教育作为一家职业教育培训企业，坚持以“纯善”作为企业发展的价值观基石，在创造商业价值的同时，更加注重对员工、对学员、对社会的回馈。自成立以来，不断通过慈善捐款、建立社会企业、资助贫困大学生、组织公益活动等多种形式履行企业的社会责任。中公教育始终重视保障员工基本权益，为员工提供业务水平、管理能力等多层次教育培训，真正践行企业对员工的关爱；同时，中公教育始终坚持“学员的事是最重要的事”这一服务

理念，不断提升教学能力和服务水准，为学员提供更完善、更优质的职业培训。

目前公司面临的风险

1. 目前公司将账上盈余资金用以投入房地产等实体行业当中。对于一家之前未有相关投资经历的教育类行业，用较多的资产投入陌生的领域无疑是一种较为冒险的投资行为。在实体行业较为羸弱的当今，中公教育进入该领域无疑是一种较大的风险。

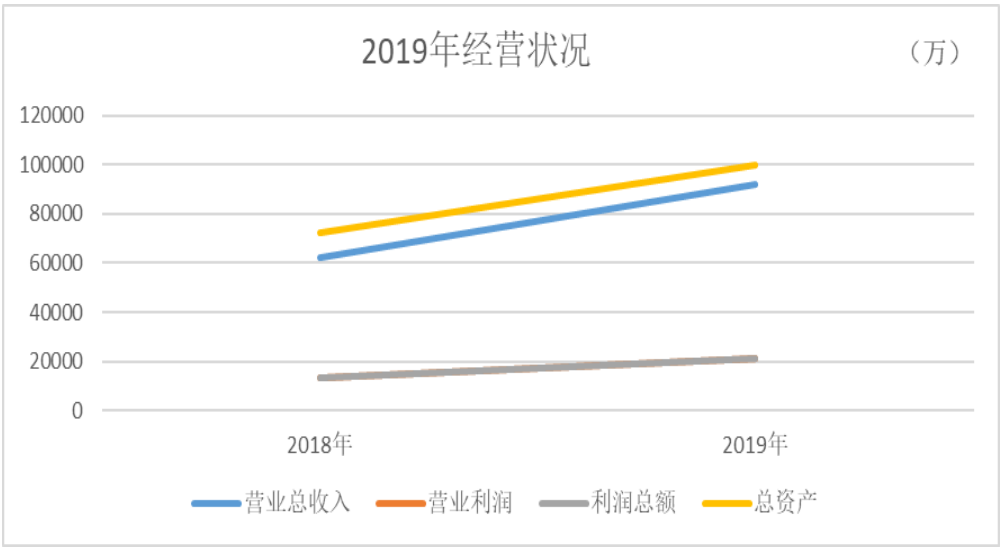
2. 据中公教育内部人员的反馈。中公教育内部存在一定的管理风险，内部对底层人员的压迫较大，许多员工无法保证每周的单休或是双休，在周六日仍需要加班，而相应的加班薪酬却并不能得到加班人员的认可。因而中公教育的人员流动性较强，大多从业人员在职 2-3 年便会离职跳槽。

3. 对教育岗的教师团队的薪资待遇差强人意，诸多教师被迫在正常工作时间之外仍需投入更多时间以完成工作，但相应得到的资金补贴不合教师预期。

4. 内部教师团队质量良莠不齐，存在教师资格不足、教师质量不足的问题，需要中公教育加强对教师团队的建设。

（三）中公教育财务分析

1. 中公教育因为所属教育行业特点，财务报表较简洁。并无存货、应收票据等资产项目，主要的成本支出在于员工薪酬。



2. 中公教育近些年份收入及利润增长迅速，以其最新发布的第三季度报显示，中公教育在疫情大背景下营业收入环比增长 20.78%，达到 74.39 亿，净利润环比增长 37.76%，达到 13.21 亿，而营业成本仅增长 47.86%。在成本控制方面做得较好，使得营业利润进一步扩大。同时净利润增长速度高于营业收入增长速度，也进一步说明中公教育在营业成本方面的较大的进步。由于其主要成本支出在于职工薪酬方面，说明其对相关的人员管理有组织管理上的进步。



3. 因近些年将账面盈余资金用以投资固定资产等项目以及在各地扩大招生规模，目前账上投资性房地产、固定资产、在建工程项目余额较多。在上市年份公开的财务报表中显示，中公教育在固定资产方面的持续投资已成为一个确切的趋势。其每年固定资产方面投资增速约为 42.31%，主要投资方向从过去直接投资建设、委托外包公司建设逐步转变为自己成立相关房地产公司，以公司股份入股建筑公司承包自己所需的工程建设。通过将外部业务内生化解减少相关的成本支出，因此，其该方面的费用支出也有约 14.7%的环比下降。

4. 负债类项目中无长期借款，仅有短期借款，账上各类负债均较少，因公司已上市通过股份募集资金，所以借贷需求较少。中公教育的财务杠杆较低，其主要杠杆依靠于经营杠杆承担利益的放大作用。中公教育对于外部融资需求较低，内生性融资能力较强。若着眼于其相关财务费用的支出方面，其对于借款利率并未能达到一个较低的水平，其借款利率仍在 4.7%左右，并未能完全达到财务管理方面的最低值，在相关的财务费用方面仍需继续谋求更强的谈判力和更低的借款利率。同时在保证相关资本配比的优化下扩大债权资本的比重以提高财务杠杆，拉动更高的杠杆撬动资本利益。

5. 在现金流量方面，在营业收入增加的情况下，投资活动产生的现金流也取得了 42.29%

的增加。同时因进一步扩大了筹资力度，使得最终的现金余额相较于同期增长了 370.22%。
资金状况良好。

（四）中公教育公司估值

内涵估值

因中公教育在 2018 年 11 月成功通过借壳亚夏汽车登陆 A 股市场，本次估值的数据主要来源是中公教育 2018、2019 两年的财务报表，通过这两年的数据来预测分析中公教育接下来 2020-2024 年的相关财务数据。

股东权益必要报酬率 r_E 由 CAPM 模型计算得出，对投资者来说，一项资产的要求回报率由两部分组成：无风险回报率和风险溢价。 r_E 可由下列公式计算得出：

$$r_E = r_f + \beta(r_M - r_f)$$

其中， r_f = 无风险利率； β = 资产组合的相对风险程度； r_M = 市场平均收益率。

1. 无风险利率： $r_f = 3.34\%$

无风险利率具有以下特征：①无违约风险；②无再投资风险。无风险报酬率在美国成熟资本市场是用 10 年到期国库券收益来衡量，在我国目前还没有确定的衡量标准，有的用一年期国债利率，有的用中国银行同行业拆借利率，在此分析我们用了 2019 年一年期国债利率为 3.34%。

$$r_f = 3.34\%$$

2. 市场风险溢价： $r_M - r_f = 4.56\%$

通过国泰安数据库查询得出 2019 年平均风险资产报酬率为 7.9%

$$r_M - r_f = 7.9\% - 3.34\% = 4.56\%$$

3. 资产组合的相对风险程度： $\beta = 1.098$

通过国泰安数据库查询得出中公教育 2019 年的 beta 值为 1.098

4. 股东权益必要报酬率： $r_E = 8.42\%$

基于上述计算所得数据，可以得出：

$$rE = rf + \beta(rM - rf)$$

$$rE = 3.34\% + 1.098 \times 4.56\% \approx 8.4\%$$

剩余收益估价模型

中公教育 2018 年每股收益 0.22，在 2019 年每股收益 0.29，上升 30%，所以我们推测以后每年中公教育每股收益稳定增长 30%。

中公教育 2018 年每股股利 1.63，在 2019 年每股股利 1.80，上升 10%，所以我们推测以后每年中公教育每股股利稳定增长 10%。

每股账目价值 BPS 的计算公式为：每股帐面价值=股东权益总数/(优先股数+普通股数)。2018 年股东权益总数为 3431539884.32，中公教育没有发行优先股，普通股股数为 820335960，计算出每股账目价值为 4.10。

通过以上数据我们做出的估值表如下

2. 中公教育 在本案例中，股东权益的必要报酬率为 8.4%，预计 2024 年以后的剩余收益保持为一个常数						
	预测年度					
	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
每股收益EPS	0.29	0.38	0.5	0.65	0.84	1.1
每股股利DPS	1.80	1.98	2.18	2.4	2.64	2.9
每股账目价值BPS	4.10	2.5	0.82	-0.93	-2.73	-4.53
普通股权益报酬率ROCE (%)		9.3%	20.0%	79.3%	-90.3%	-40.3%
剩余收益RE (按必要报酬率为8.4%计算)		0.0356	0.29	0.58112	0.91812	1.32932
贴现率 (1.084 ^t)		1.084	1.175056	1.2737607	1.381	1.497
RE的现值		0.033	0.247	0.456	0.665	0.888
截至2020年的RE现值之和	2.29					
持续价值CV						13.2932
CV的现值	8.88					
每股价值	15.27					

3. 中公教育 在本案例中，股东权益的必要报酬率为 8.4%，预计 2024 年以后的剩余收益按照4.5%增长						
	预测年度					
	2019	2020	2021	2022	2023	2024
每股收益EPS		0.380	0.500	0.650	0.840	1.100
每股股利DPS		1.980	2.180	2.400	2.640	2.900
每股账目价值BPS	4.1	2.500	0.820	-0.930	-2.730	-4.530
普通股权益报酬率ROCE (%)		9.3%	20.0%	79.3%	-90.3%	-40.3%
剩余收益RE (按必要报酬率为10%计算)		0.036	0.290	0.581	0.918	1.329
贴现率 (1.084 ^t)		1.084	1.175	1.274	1.381	1.497
RE的现值		0.033	0.247	0.456	0.665	0.888
截至2020年的RE现值之和	2.29					
持续价值CV						35.62
CV的现值	23.80					
每股价值	30.19					

中公教育所处的教育行业领域在中国前景发展良好，中公教育又是考公考研教育市场的龙头企业，因此我们认为根据假设 2024 年以后剩余收益率按 4.5%增长估算的每股股价更合理。

对比 2019 年 12 月 31 日收盘价为 17.64 元/股，我们认为股价被低估。

因为无法从中公教育财报中读出现金支付的股利以及购买短期投资和处置短期投资所得的数据，所以无法使用贴现现金流量估值。

相对估值

选择倍数：市净率

通过学习锚定账面价值的估值模型可知平均来说，市净率高的公司产生的剩余收益率也高。通过国泰安数据库查得

序号	股票代码	截止日期	市净率
1	002607	2018-12-31	0.253022
2	002607	2019-03-31	0.434974
3	002607	2019-06-30	0.693356
4	002607	2019-09-30	0.666276
5	002607	2019-12-31	0.540888
6	002607	2020-03-31	1.135785
7	002607	2020-06-30	1.65059
8	002607	2020-09-30	1.026702

一般市净率接近 1 时公司未来预测产生的剩余收益回报接近 0，市净率大于 1 公司会产生正的剩余收益回报，由此可以推测中公教育在 2020 底应该会产生正的剩余收益率，但可能并不多。

市净率回归分析

通过市净率回归分析可以求得每股股票价格，公式：股票价格=市净率*每股净资产。通过国泰安数据库得到每股净资产数据如下

序号	股票代码	截止日期	报表类型编码	每股净资产
3	002607	2019-03-31	A	29.610952
4	002607	2019-03-31	B	3.337787
5	002607	2019-06-30	A	19.802232
6	002607	2019-06-30	B	3.104912
7	002607	2019-09-30	A	24.4193
8	002607	2019-09-30	B	3.104731
9	002607	2019-12-31	A	33.056723
10	002607	2019-12-31	B	3.388027
11	002607	2020-03-31	A	20.047808
12	002607	2020-03-31	B	3.14714
13	002607	2020-06-30	A	16.812173
14	002607	2020-06-30	B	3.145769
15	002607	2020-09-30	A	31.781388
16	002607	2020-09-30	B	3.144106

可以求出 2020 年 9 月 30 号每股股价=1.026*31.781=32.607，对比 2020 年 9 月 30 号收盘价每股股价 32.63 元/股几乎一致。

（五）投资建议

虽然中公教育的股价价值似乎存在高估的风险，但因目前公考教育行业的相关数据曝光不足，中公教育缺乏有明显代表意义的同类公司对比，其预估股价也存在信息不完全等影响因素。在目前我国的大环境下，大学生毕业生对工作的意向与需求将更多地关注公考这一有着稳定工作的工作方向，未来公考领域的市场将持续扩大，意味着中公教育的热度与曝光率在未来将持续提升。因而在中公教育较为健全的管理、教育体系下，中公教育未来的发展前景依然是非常不错的。综上，我们认为中公教育的股票是一只值得持续关注、投资的优质股票。