

2020年06月09日

商贸零售

春潮之下，逆潮而生——立足当下再论职教逆周期属性及中公成长边界

我们认为，市场对于当下职教行业逆周期属性认识不够充分：职业教育18年以来被提上前所未有的政策高度，疫情进一步催化其成为当前时点稀缺板块。中公教育作为职教行业龙头，勇立潮头，多品类齐发，有望打开上行空间。

■**教育行业逆周期属性明显，经济下行热度不减。**1) 对标海外：美国高教培训行业在经济波动期间迎来增长契机。美国宏观经济21世纪初经历两次较明显波动，期间GDP增速下滑，失业率攀升至6%-10%，但由于失业青年进行学习深造，硕博项目入学人数增速2000年-2002年从2.2%升至6.4%，高教行业穿越周期快速发展。两次经济波动期间，阿波罗集团和德瑞教育集团营收和业绩增速均保持上升，德瑞教育集团盈利能力持续改善，2001-2002年阿波罗教育集团PE达40-60x，平均PEG1.3，德瑞教育集团平均PEG也高达1.96；2) 回溯中国：金融危机背景下，教育行业热度不减。2008年金融危机下我国08、09年GDP增速连续下滑，但教育行业09年GDP增速逆势增加2.4pct至17.9%。微观角度看，青年接受职业教育培训意愿明显提升，2008年全国接受非学历高等教育的学生人数增速增加6.2pct至7.5%。3) 疫情或导致全球经济发展趋缓，就业压力增大。受疫情影响，2020年1-2月我国经济数据出现回落，发改委表示稳就业任务繁重。OECD预测全球经济将根据疫情发展情况出现不同程度下滑。教培行业或迎来新契机。

■**职教发展迎多重政策利好，疫情催化行业新机。**国家近年大力鼓励职业教育，18年以后将职教提上前所未有政策高度。2020年疫情下中央《政府工作报告》将稳就业保民生放在优先位置，并多次提出要扩大今年硕士研究生招生和专升本规模，增加基层医疗、社会服务等岗位招募，利于增加考研、公考、事业单位及教师培训业务机会，利好下沉市场布局完善的公司。

■**中公教育：疫情短期或影响收入确认，中公教育依托“研发能力+布点先发优势”核心壁垒拓展职教大市场。**公司拥有2051名研发人员和13475名教师（截至2019年，下同），教研体系完善；拥有直营网点1104个，深度下沉低线城市。1) 受到疫情影响线下业务开展受阻，公司通过线上授课方式进行教学，单个班级授课人数进一步下调，并对授课教师全面培训。为保证授课质量，加大作业力度、加强考勤管理，并对教师进行课后跟进，现有客单价基本维持。2) 短期考试推迟或对中公教育收入确认有所影响，但扩招提升通过率，且中长期有望催化行业加速向龙头集中。①2020年国考招录人数大幅增长，我们测算中长期（5-10年，下同）公考培训市场规模336亿元，预计公司对营收空

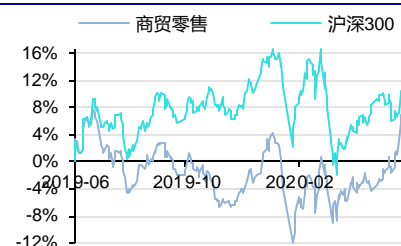
行业深度分析

证券研究报告

投资评级 领先大市-A
维持评级

首选股票	目标价	评级
002607 中公教育	-	买入-A
00667 中国东方教育	14.82	买入-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-0.85	-11.29	-26.91
绝对收益	0.62	-10.67	-14.08

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

地摊经济概念兴起，5月国货化妆品表现突出，618直播补贴玩法不断 2020-06-07
壹网壹创、豫园股份切入新领域，爱婴室完善供应链，美团盈利持续改善 2020-05-31
拼多多收入大超预期，5月国货化妆品增长延续强势 2020-05-24
4月社零分品类全面回温，看好国货化妆品公司加速成长 2020-05-17
4月国产化妆品表现出色，继续推荐线上消费+必选超市逻辑主线 2020-05-10

间 100 亿元（具体假设及测算过程见正文，下同）；②事业单位序列分类改革尾声+基层招募发力，测算中长期市场空间 410 亿元，预计公司营收空间 41 亿元；③教师序列需求旺盛、政策利好，赶超公考业务指日可待，测算中长期市场 341 亿元，预计公司营收空间 102 亿元；④考研序列专职教师+标准研发+直营网点解决市场痛点，有望再造一个中公，测算中长期市场空间 317 亿元，预计公司营收空间 72.8 亿元。公司多品类的增长飞轮效应不断增强，打开更多想象空间。⑤财经考试、医学考试等多个细分领域均有 10-50 亿开拓空间。综上，中公教育所处的市场 2025-2030 年空间达 1800 亿，中公教育营收空间有望达 350 亿以上，随着公司快速扩张下沉过程中边际成本下降，盈利能力也有望继续改善。

■**投资建议：**教育行业逆周期属性明显，疫情影响下宏观经济增速或将放缓，行业有望迎来发展契机。中公教育作为职业培训龙头，教研体系完善，网点深度下沉，短期疫情主要影响收入确认节奏，长期看受益政策红利+自身飞轮效应成长空间广阔；中国东方教育定位职业技能教育，以烹饪技术为基石，拓展业务至信息技术、汽车服务等多方面培训，也有望受益于就业压力下年轻人职业技能培训的需求。继续推荐中公教育、中国东方教育！

■**风险提示：**疫情导致线下业务无法开展；重大教学事故风险；新业务拓展不及预期，公职岗位招聘人数大幅下滑，预测结果不及预期等。

内容目录

1. 教育行业逆周期属性明显，经济下行热度不减.....	6
1.1. 对标美国：高教培训行业在经济波动期间迎来增长契机.....	6
1.2. 回溯中国：金融危机背景下，教育行业热度不减.....	10
1.3. 疫情可能导致全球经济发展趋缓，就业压力增大.....	12
2. 国家“背书”，职教发展迎多重政策利好.....	14
2.1. 经济转型决定国家将大力支持职教.....	14
2.2. 国家对职业教育日益重视，18 年后被提上前所未有政策高度.....	16
3. 疫情当前，“扩招”催化行业新契机.....	19
4. 中公教育：勇立潮头，多品类齐发打开上行空间.....	21
4.1. 壁垒：教研体系完善，直营网点深度下沉.....	21
4.2. 短期：全年收入确认节奏受一定影响，扩招有望提升今年通过率.....	22
4.3. 中长期：政策红利+飞轮效应，成长边际足够高.....	25
4.3.1. 公务员序列：2020 扩招叠加龙头效应，中长期营收直指百亿.....	25
4.3.2. 事业单位序列：分类改革尾声+基层招募发力，看好公司 40 亿营收空间.....	27
4.3.3. 教师序列：需求旺盛、政策利好，赶超公考业务指日可待.....	27
4.3.4. 考研培训：专职教师+标准研发+直营网点解决市场痛点，有望再造一个中公.....	29
4.3.5. 其他：多个细分领域均有 10-50 亿开拓空间.....	30
5. 投资建议.....	32
6. 风险提示.....	33

图表目录

图 1：1994-2019 年美国 GDP 及增速（十亿美元）.....	6
图 2：1994-2019 年美国失业率情况.....	6
图 3：硕博入读人数增速在经济波动期间迎来高增（百万人）.....	7
图 4：阿波罗集团营业收入及增速（千美元）.....	8
图 5：阿波罗集团净利润及增速（千美元）.....	8
图 6：阿波罗集团市盈率变化情况.....	8
图 7：德瑞教育集团营业收入及净利润增速（千美元）.....	9
图 8：德瑞教育集团利润率情况.....	9
图 9：德瑞教育集团市盈率变化情况.....	9
图 10：教育管理集团营业收入及增速（千美元）.....	10
图 11：教育管理集团净利润及增速（千美元）.....	10
图 12：2008 年 GDP 增速下降，失业率随之上升.....	11
图 13：2008 年教育行业 GDP 增速逆势上升.....	11
图 14：2008 年教育行业 GDP 占比有明显提升.....	11
图 15：2008 年接受非学历高等教育人数上升（万人）.....	12
图 16：2008 年我国教育创投市场投资热度不减.....	12
图 17：2008 年中国创投市场教育行业细分市场投资金额.....	12
图 18：受疫情影响我国社零增速 10 年来首次同比为负.....	13
图 19：1-2 月工业增加值同比-13.5pct.....	13
图 20：2020 年 2 月城镇调查失业率同比上升 0.9pct.....	13
图 21：全球制造业 PMI 下行.....	14
图 22：全球主要经济体经济政策不确定指数 2 月走高.....	14

图 23: 世界主要经济体历年制造业增加值的全球占比.....	15
图 24: 东南亚制造业劳动力成本 (美元/小时)	15
图 25: 全国求人倍率呈现上升趋势.....	15
图 26: 技术背景人才求人倍率 2008 年起超过其他人才类型.....	15
图 27: 改革开放后职业教育相关政策发展.....	17
图 28: 我国历年高校毕业生人数 (万人)	19
图 29: 91.5% 的受访者认为疫情对就业选择有影响.....	19
图 30: 2010 年以来*研究生招生未有过明显扩招.....	20
图 31: 近年来硕博研究生比例约为 9: 1	20
图 32: 公司研发人员架构.....	22
图 33: 中公教育网点数量高于华图.....	22
图 34: 上半年经营性现金流迎来高峰 (亿元)	23
图 35: 上半年销售商品、提供劳务收到的现金较多 (亿元)	23
图 36: 下半年许多预收款项确认为收入 (亿元)	23
图 37: Q1 系收入确认淡季 (亿元)	23
图 38: 公司主要业务收入 (除综合面授培训) 都在下半年确认 (以 2019 年为例, 亿元)	23
图 39: 疫情期间公司线下课程转为线上.....	24
图 40: 疫情影响下公司收到现金稳步增长.....	24
图 41: 公务员招录市场竞争格局.....	26
图 42: 我国历年招录人数和过审人数情况 (人)	26
图 43: 中国生师比对标海外存在提升空间.....	28
图 44: K12 各阶段生师比在下降.....	28
图 45: 2007-2020 年考研报名人数及增速 (万人)	29
图 46: 中公教育考研课程体系.....	29
图 47: 公司垂直一体化架构在深耕主航道同时, 可实现业务横向扩张.....	32
 表 1: 美国 3 大营利性教育集团简况.....	7
表 2: 阿波罗集团历史沿革.....	8
表 3: 德瑞教育集团历史沿革.....	9
表 4: 制造业十大重点领域人才需求预测 (单位: 万人)	15
表 5: 2018 年以来职业教育相关政策内容.....	18
表 6: 政府多措并举稳定就业.....	19
表 7: 新冠疫情下国家稳就业举措对职业教育行业影响.....	20
表 8: 各省市关于应对稳就业政策.....	21
表 9: 教育机构教研人员数量及网点数量对比.....	22
表 10: 不同考试及培训课程的季节性特征.....	22
表 11: 受疫情影响 2020 年上半年推迟的考试.....	24
表 12: 中长期 (2025-2030 年) 公务员培训市场规模敏感性分析 (亿元)	26
表 13: 中长期 (2025-2030 年) 事业单位考试培训市场规模敏感性分析 (亿元)	27
表 14: 中长期 (2025-2030 年) 教师招录考试培训市场规模敏感性分析 (亿元)	29
表 15: 中长期 (2025-2030 年) 教师资格考试培训市场规模敏感性分析 (亿元)	29
表 16: 中长期 (2025-2030 年) 研究生考试培训市场规模敏感性分析 (亿元)	30
表 17: 2018 年医疗相关考试累计报考人数达 634.27 万人.....	31
表 18: 2018 年综合序列市场规模估测.....	31
表 19: 中公中长期营收规模测算.....	32

表 20：职教板块核心标的估值（数据截至 2020 年 6 月 9 日）	33
--	----

1. 教育行业逆周期属性明显，经济下行热度不减

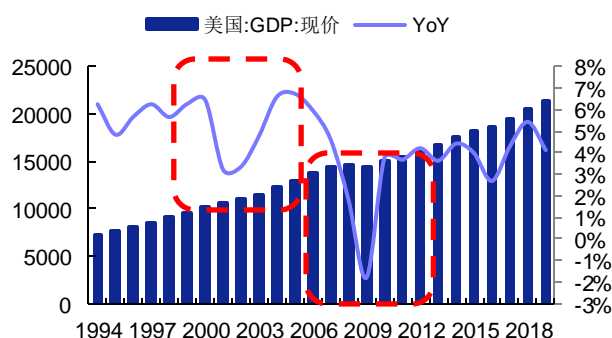
1.1. 对标美国：高教培训行业在经济波动期间迎来增长契机

美国宏观经济 21 世纪初经历两次较明显波动。进入 21 世纪后，美国经济经历两次较为明显的波动，失业率随之经历明显上升。

1) 第一次为 2001 年-2003 年，根据美国国家经济研究局（NBER）公告，20 世纪初美国经济周期衰退的起点开始于 2001 年 3 月，历经八个月达到谷底。期间美国股指震荡下行，2001 年 GDP 增速下降 3.2pct 至 3.2%，出现超低速增长。失业率相应出现攀升，最高达 6%。

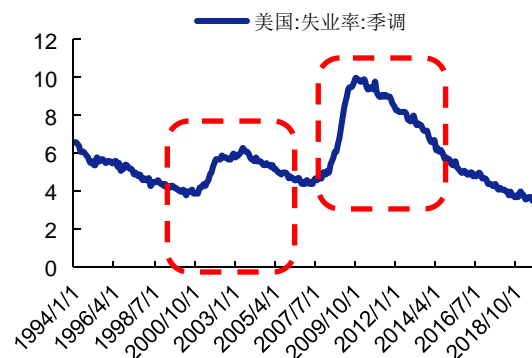
2) 第二次为 2008-2009 年，2008 年发生金融危机，美国金融市场震荡，实体经济不济，失业率大幅上升。2008 年美国 GDP 增速下降为 1.8%，2009 年进一步下降至-1.8%，期间美国失业率一度达到 10%。

图 1：1994-2019 年美国 GDP 及增速（十亿美元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

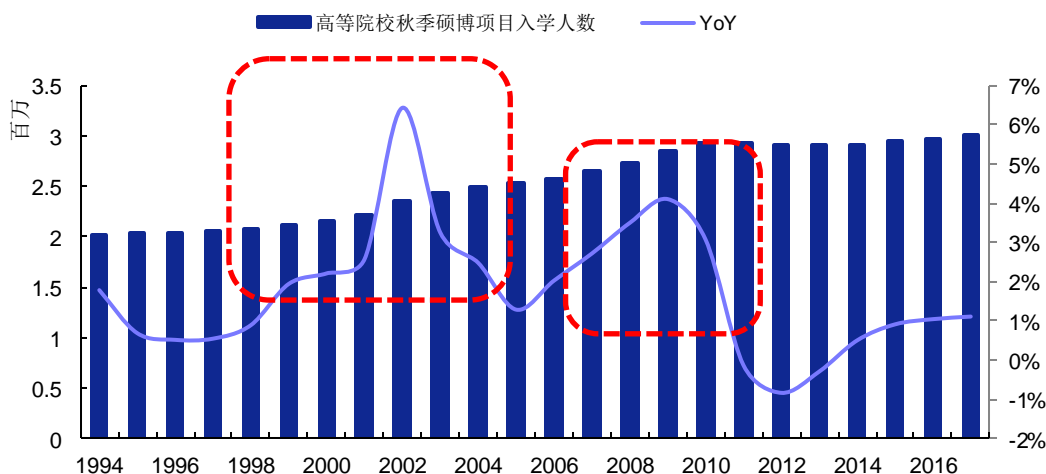
图 2：1994-2019 年美国失业率情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

21 世纪以来美国高等教育快速发展，经济波动时期迎来高增。美国的高等教育行业在 20 世纪初则迎来了快速发展，直到 2010 年以后才进入调整回落阶段。在美国经济波动期间受宏观经济影响较小。由于经济波动带来失业率上升，大量失业青年会进行学习、深造。美国硕博项目入学人数增速验证这一逻辑。第一次经济波动期间，2001 年美国硕博项目入学人数增速提升 0.4pct 至 2.6%，2002 年进一步提升至 6.4%；第二次金融危机期间，2008 年增速同比提升 0.8pct 至 3.5%，2009 年同比提升 0.6pct 至 4.1%。从宏观数据看，教育行业逆周期属性较好，人们在经济危机期间就业压力上升，更愿意接受高等教育。

图 3：硕博入读人数增速在经济波动期间迎来高增（百万人）



资料来源：U.S. Department of Education，安信证券研究中心

美国营利性高等教育集团在经济波动时期业绩表现出色或受影响较小。2011 年以前，美国开放营利性高等教育，各集团采取积极扩张战略。即使在宏观经济波动时期，更多失业青年或高校毕业生面对就业压力选择技能培训，带动相关教育机构快速成长。美国阿波罗集团、德瑞教育集团和教育管理公司是美国营利性高等教育的代表公司。美国阿波罗教育集团 1976 年正式成立，1989 年成为美国第一批被认可的提供网络学位教育的学校；德瑞教育集团最早创办于 1931 年是美国一家公开举行国际化教育的公司，致力于提供包括科技、医疗、商业、管理四大类专业的职业教育、高等教育等专业教育服务；教育管理集团是一家在北美的教育公司，创立于 1962 年，提供本科、研究生、博士学位，和特定的非学历文凭。我们以对美国三大营利性教育集团为例来梳理 21 世纪初美国经济波动时期营利性高等教育集团的业绩表现。

表 1：美国 3 大营利性教育集团简况

名称	地区	成立/上市/时间	核心学校	分校数量及地址	招生人数	课程	证书机构
阿波罗集团	亚利桑那州	1976/1994	菲尼克斯大学职业开发学院、西部国际大学、财政计划学院	美国和波多黎各共 137 所	100000	从证书到硕士学位	中北部认证机构和其他专业认证机构
德瑞教育集团	伊利诺伊州芝加哥	1931/1991	德夫里技术学院、凯德管理研究生院、丹佛技术学院、贝克肯瓦瑟会计考试复习中心	美国 10 个州和加拿大 19 个分校	50000	从证书到硕士学位	中北部认证机构、工程技术认证委员会
教育管理公司	宾夕法尼亚州匹兹堡	1962/1996	国际艺术学院纽约餐饮学校、全国法律助理培训中心	17 个城市 20 个分校	20000	从证书到学士学位	中北部认证机构、新英格兰认证机构、南部协会

资料来源：《高等教育公司——营利性大学的崛起》，安信证券研究中心

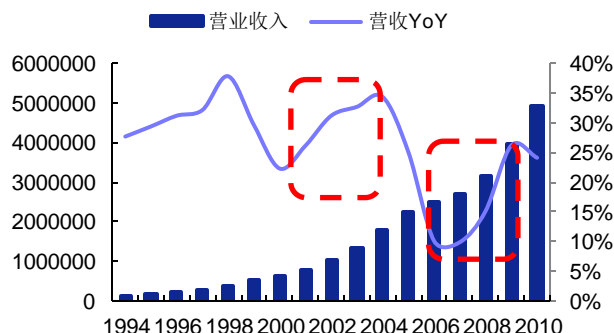
① 阿波罗教育集团：营收业绩增速经济波动期间双双上涨

第一次经济波动期间，阿波罗教育集团处在高速扩张时期，因公司专业设置和课程内容紧紧扣住市场需求，以增强就业能力为导向，叠加线上业务助力，学生人数大幅增长，2001 财年开始阿波罗集团营收增速迎来一波小高峰，当年实现营收 7.7 亿美元，营收增速从 2000 财年的 22.3% 攀升至 2004 财年的 34.4%，3 年营收 CAGR 32.7%，并在 2004 年 5 月创下每股 93.49 美元高位；净利润同样增长明显，2001 年净利润 1.1 亿美元，增速同比大幅提升 30.8pct 至 51.4%。期间 PE 从 1999-2000 年的 30-40 倍提升至 40-60 倍，2000-2001 年平

均 PEG 为 1.31。

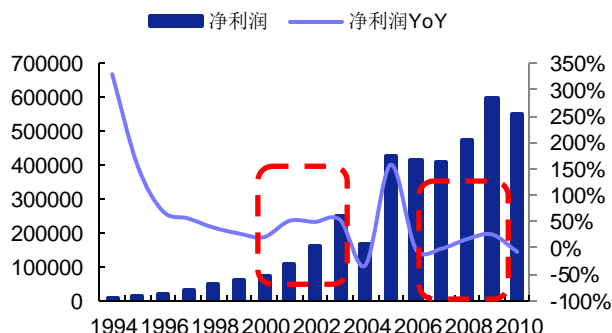
第二次经济波动期间，正处营利性高等教育在美国得到广泛认可阶段，公司也通过削减与教学无关项目降低成本，提高盈利能力，2008 财年开始阿波罗集团营收和净利润又迎来上涨，2008 年营收 31.3 亿美元，增速同比上升 5.3pct 至 15.1%，净利润 4.8 亿美元，增速由负转正达 16.6%，并在 2009 年迎来小高峰。期间 P/E 从 2008 年 7 月开始上升至 20x 以上，并在 2008 年十一月达到 27x 小高峰，2008-2009 年平均 PEG 为 1.02。

图 4：阿波罗集团营业收入及增速（千美元）



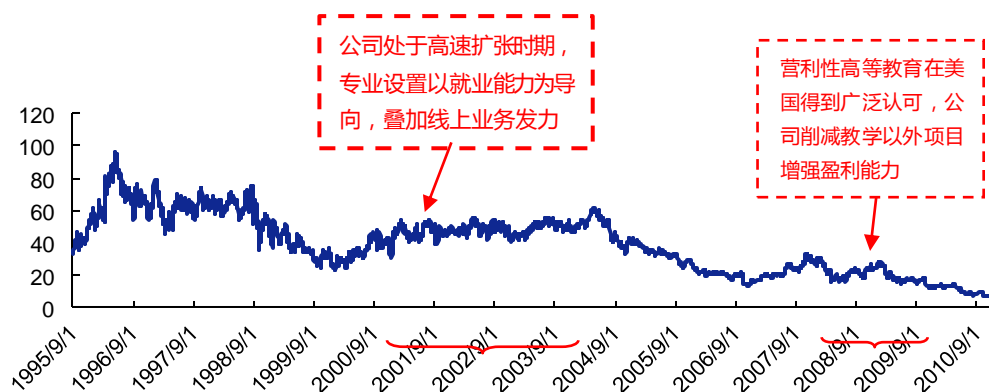
资料来源：Osiris，安信证券研究中心

图 5：阿波罗集团净利润及增速（千美元）



资料来源：Osiris，安信证券研究中心

图 6：阿波罗集团市盈率变化情况



资料来源：Bloomberg，安信证券研究中心

表 2：阿波罗集团历史沿革

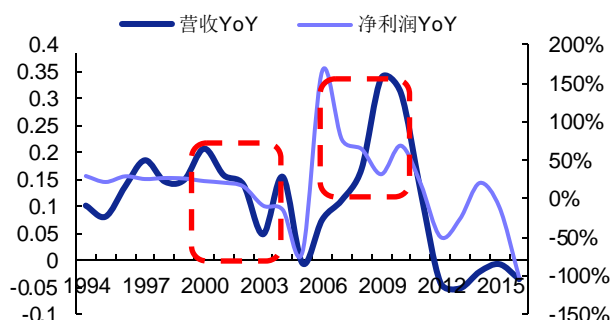
时间	发展历程
1972 年	起步为一个面向成人教育的私人组织
1976 年	正式成立阿波罗教育集团
1989 年	成为美国第一批被认可的提供网络学位教育的学校。透过全美 15 所大学、97 处的校园、教学中心，迅速推展远程教育
1994 年	在纳斯达克上市
2004 年	2004 年 5 月创下每股 93.49 美元高位，之后走低
2011 年	营收开始下滑
2014 年	2014 年的谷歌全球大学热搜排名榜前 20 所大学中，凤凰城大学排名第一位
2016 年	阿波罗教育集团与纽约私人募股公司签订合并协议，凤凰城大学关闭部分校区，削减学位项目并计划今后有选择地录取学生；
2017 年	从纳斯达克退市

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

② 德瑞教育集团：业绩增速小幅放缓，利润率上扬态势不改

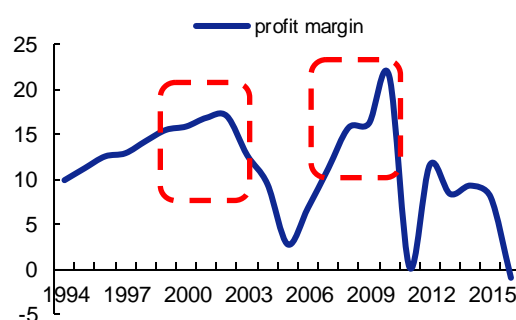
第一次经济波动期间，营收及净利增速有所放缓，FY2020 营收 4.9 亿美元，净利 0.5 亿美元，营收增速从 2000 年的 20.7% 下降至 2001 年的 15.8%，净利增速下降 2.1pct 至 20.9%；

图 7：德瑞教育集团营业收入及净利润增速（千美元）



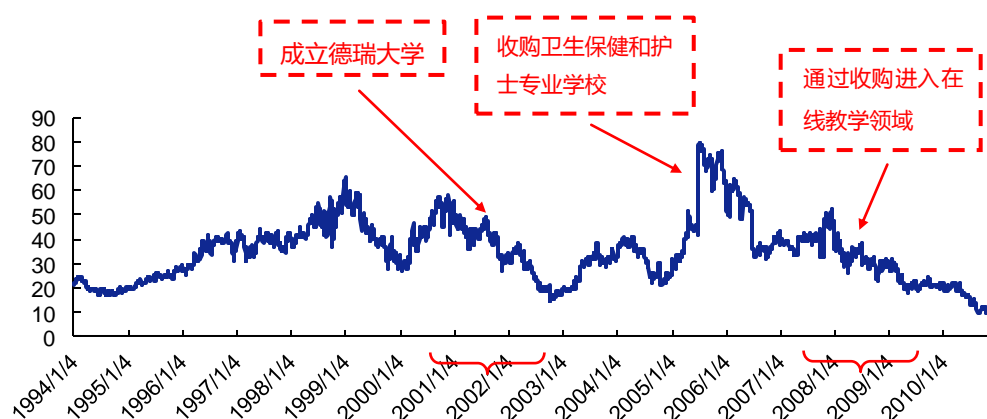
资料来源：Osiris，安信证券研究中心

图 8：德瑞教育集团利润率情况



资料来源：Osiris，安信证券研究中心

图 9：德瑞教育集团市盈率变化情况



资料来源：Bloomberg，安信证券研究中心

第二次经济波动期间，公司通过收购进入在线教学领域，营收增速 2008 年起保持上升态势，从 2007 年的 11.2% 升至 2009 年的 33.9%，2009 年实现营收 14.6 亿美元，净利润增速有所放缓，2008 年下降 12.2%pct 至 64.8%，但从利润率（profit margin）看，两次经济波动期间始终保持上升态势，并在经济波动末尾达到小高峰。

市盈率第一次经济波动期间维持在 30-50x，2001-2002 年平均 PEG 为 1.96；第二次经济波动期间保持在 15x-25x，期间平均 PEG 为 0.6。

表 3：德瑞教育集团历史沿革

时间	发展历程
1931 年	DeVry Technical Institute 创立，为德瑞教育集团的前身之一，目前的 DeVry Education Group 由 DeVry Institute 和 Keller-Taylor Corporation 合并而成；
1966 年	DeVry Technical Institute 被 Bell and Howell 公司收购，成为后者教育集团一部分业务
1968 年	Bell and Howell 更名为 DeVry Institute of Technology；
1973 年	Dennis Keller 和 Ronald Taylor 创立 Keller-Taylor Corporation；
1984 年	教育业务在美交所 IPO 公开上市
1987 年	Keller-Taylor 从 Bell and Howell 公司收购 DeVry Institute 并与 Keller Graduate School of

Management 合并，控股公司更名为 DeVry, Inc.;

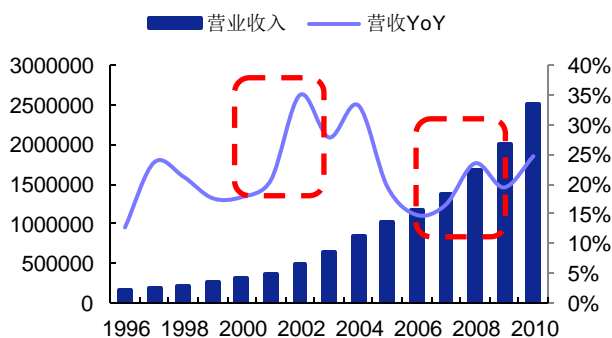
1991 年	为 DeVry, Inc. 成为第一家在纳斯达克公开上市的教育集团公司;
1996 年	DeVry 收购 Becker CPA Review, 即现在的 Becker Professional Education;
2002 年	DeVry Institute of Technology 和 Keller Graduate School of Management 成立德瑞大学 (DeVry University);
2003 年	德瑞教育收购 Ross University 护理系进入卫生保健领域;
2005 年	德瑞教育收购卫生保健和护士专业学校 CCON 和 DCON
2007 年	DeVry 收购 Advanced Academics, 进入在线教育行业;
2008 年	DeVry 收购 Carrington College;
2009 年	德瑞教育收购巴西提供中学后教育公司 Fanor
2011 年	德瑞教育收购在中欧和东欧及中亚从事专业会计教育的 ATC International 继续其国际化教育;
2013 年	德瑞教育收购巴西的 Facid;
2013 年	DeVry, Inc. 更名为 DeVry Education Group
2017 年	DeVry Education Group 更名为 Adtalem Global Education (ATGE)

资料来源: 美股之家, 安信证券研究中心

③ 教育管理集团: 营收业绩表现逆势上升

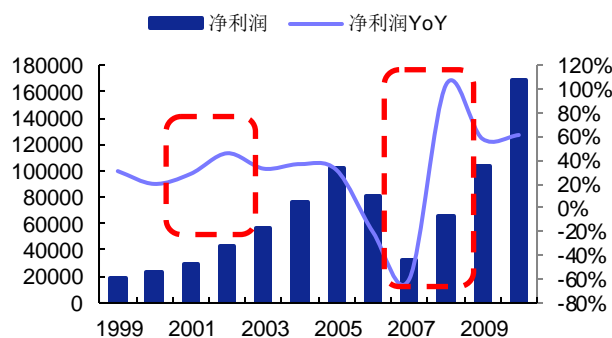
第一次经济波动期间, 公司收购了波士顿马萨诸塞通信学院和北卡罗莱纳州美国商业时装学院, 2001 年营收 3.7 亿美元, 营收增速从 2001 年开始迎来一波明显上升, 2001 年增加 2.8pct 至 20.6%, 2002 年增加 14.4pct 至 35%, 2000-2001 年营收 CAGR 27.6%; 2001 年实现净利润 0.3 亿美元, 净利润增速也同样逆势攀升迎来一波小高峰, 2001 年增加 8.5pct 至 28.6%, 2002 年增加 17.4pct 至 46%; 第二次经济波动期间教育管理集团业绩表现上升更加明显, 2008 年净利润增速由负转正达 103.6%, 营收增速也在 2008 年迎来小高峰, 2008 年营收增速提升 7.0pct 至 23.5%, 公司也在 2009 年谋求第二次上市。

图 10: 教育管理集团营业收入及增速 (千美元)



资料来源: Osiris, 安信证券研究中心

图 11: 教育管理集团净利润及增速 (千美元)



资料来源: Osiris, 安信证券研究中心

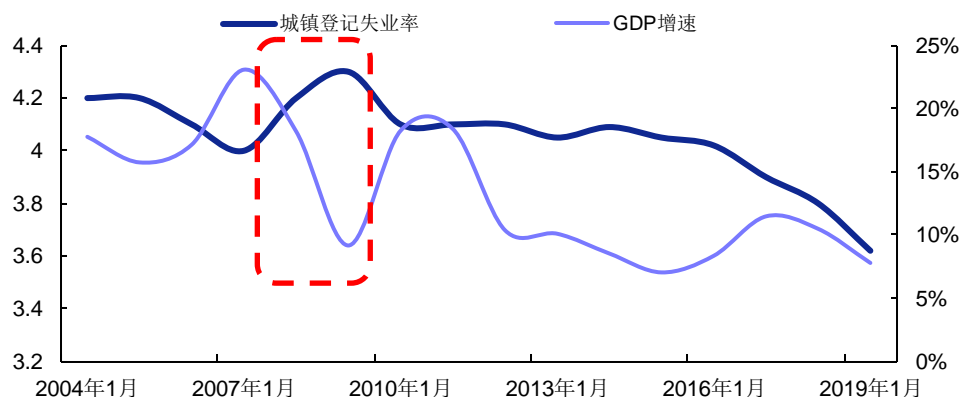
从美国几大教育集团在经济波动期间业绩表现看, 宏观经济波动并未对公司发展造成显著影响, 就业压力下更多青年选择教育深造, 有些公司反而迎来业绩上升小高峰。尽管业绩表现上升的原因复杂多样, 但能在宏观经济颓势下抓住契机逆势上升或平稳发展, 反映了教育培训行业的逆周期属性。

1.2. 回溯中国: 金融危机背景下, 教育行业热度不减

2008 年金融危机下我国宏观经济增速下滑, 失业率相应提升, 教育行业 GDP 增速逆势上扬。受全球金融危机影响, 2008 年我国宏观 GDP 增速下滑 4.9pct 至 18.2%, 2009 年下滑 9.0pct 至 9.2%。受经济波动影响, 社会就业压力增大, 我国城镇登记失业率从 2007 年的 4.0 上升至 2008 年的 4.2。宏观经济增速趋缓, 教育行业因其逆周期属性, 2008 年 GDP 增速小幅

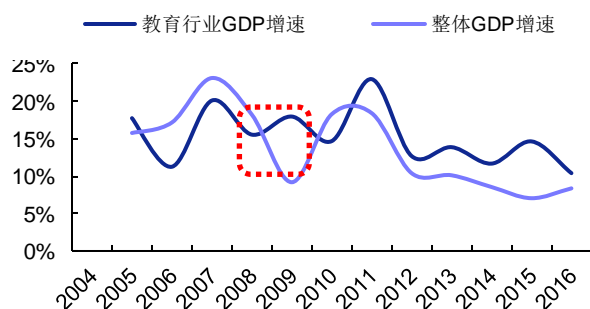
放缓后 09 年 GDP 增速逆势上升，增加 2.4pct 至 17.9%，当年在总 GDP 占比迎来小高峰，上升 0.3pct 至 3.1%。

图 12：2008 年 GDP 增速下降，失业率随之上升



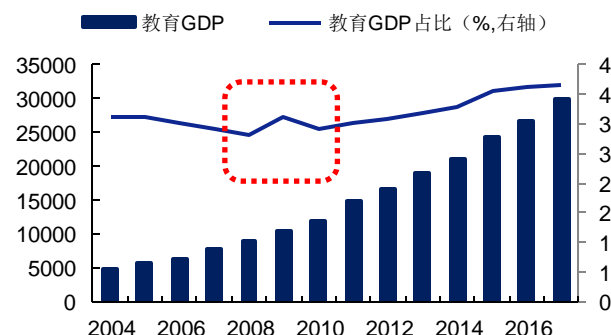
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 13：2008 年教育行业 GDP 增速逆势上升



资料来源：Wind，安信证券研究中心

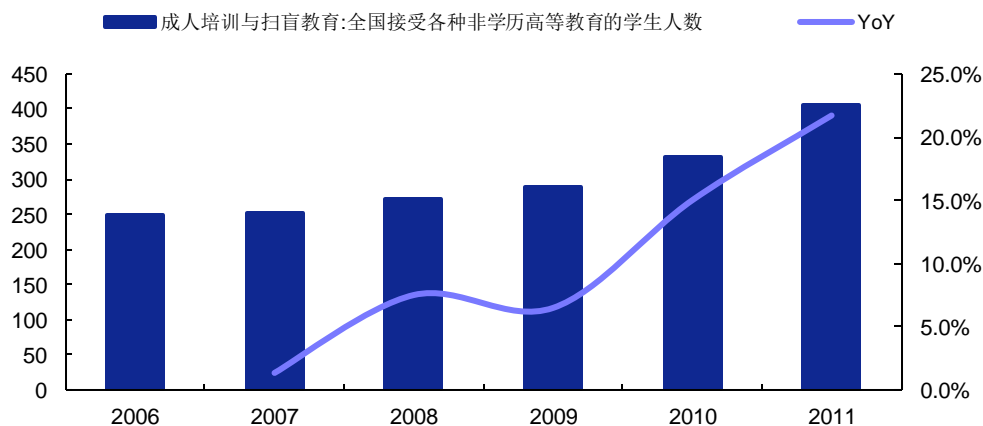
图 14：2008 年教育行业 GDP 占比有明显提升



资料来源：Wind，安信证券研究中心

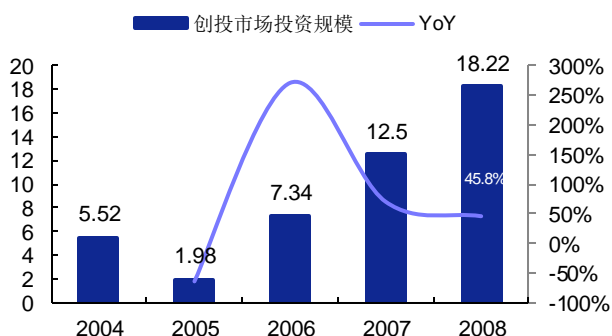
青年接受教育培训意愿提升，教育培训机构融资热度不减。宏观就业压力下，我国青年接受职业教育培训意愿明显提升，2008 年全国接受非学历高等教育的学生人数增速明显上升，增加 6.2pct 至 7.5%，非学历高等教育统计口径包含研究生课程进修班、自考助学班、普通预科生、进修及培训（资格证书和岗位证书）等，该指标增速的提升反映了严峻就业形势下我国高校毕业生提升自己的强烈意愿。庞大培训需求下，教育培训机构也迎来利好。从教育机构融资情况来看，继 2006、2007 年教育行业热潮以来，金融危机爆发背景下，教育行业以其良好的现金流和逆周期属性依旧受到投资人青睐，根据 EZCapital 数据，2008 年投资案例数量同比增长 38.5%，投资金额同比上升 45.8%，并产生截至当时中国教育领域最大的单笔私募融资，即英联投资、艾威基金和麦格理集团出资 1.03 亿美元投资安博教育集团。

图 15: 2008 年接受非学历高等教育人数上升 (万人)



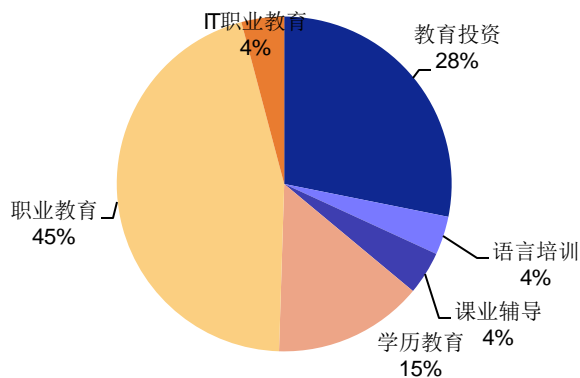
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 16: 2008 年我国教育创投市场投资热度不减 (亿元)



资料来源: EZCapital, 安信证券研究中心

图 17: 2008 年我国教育行业细分市场投资金额占比

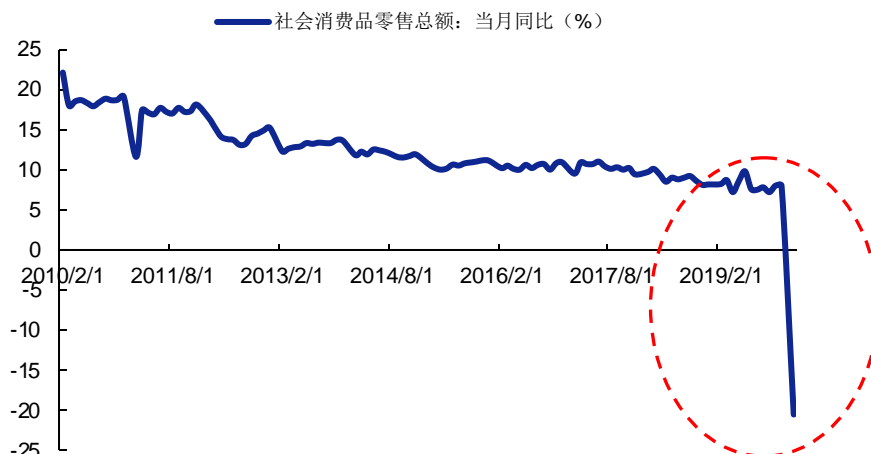


资料来源: EZCapital, 安信证券研究中心

1.3. 疫情可能导致全球经济发展趋缓，就业压力增大

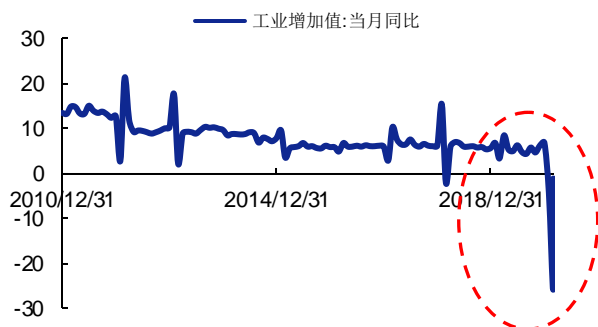
受新冠疫情影响，2020 年 1-2 月我国经济数据出现回落。自 2019 年底新冠疫情在我国蔓延以来，全国春节假期延长，人员流动受限，交通、餐饮、旅游、住宿等行业遭受冲击，中小企业面临生存危机，我国经济下行压力加大。从 2020 年最新数字来看，我国主要经济数据出现快速回落，受疫情限制居民消费活动影响，2020 年 1-2 月我国社零增速同比下跌 20.5%，近 10 年来首次为负；规模以上工业增加值同比下降 13.5%，大幅低于市场预期。经济下行压力也直接影响到了就业形势，2020 年 2 月城镇调查失业率 6.2%，同比增加 0.9pct。

图 18: 受疫情影响我国社零增速 10 年来首次同比为负



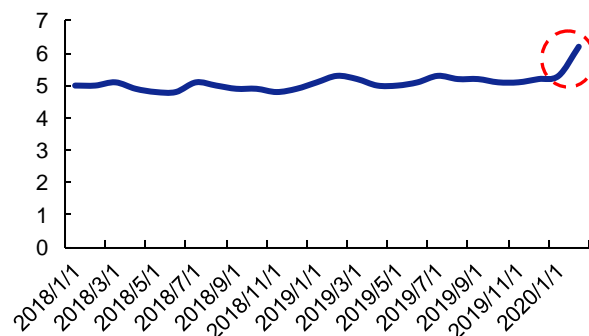
资料来源: 国家统计局, 安信证券研究中心

图 19: 1-2 月工业增加值同比-13.5pct



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

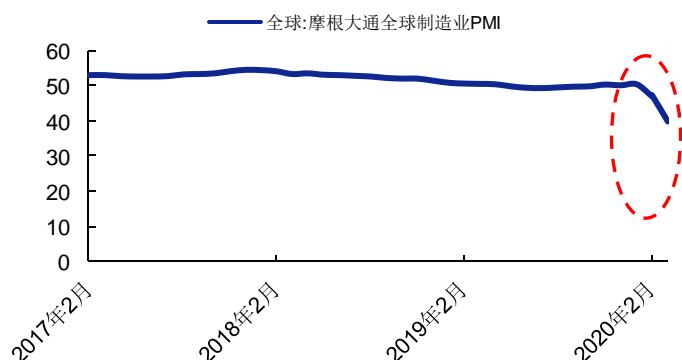
图 20: 2020 年 2 月城镇调查失业率同比上升 0.9pct



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

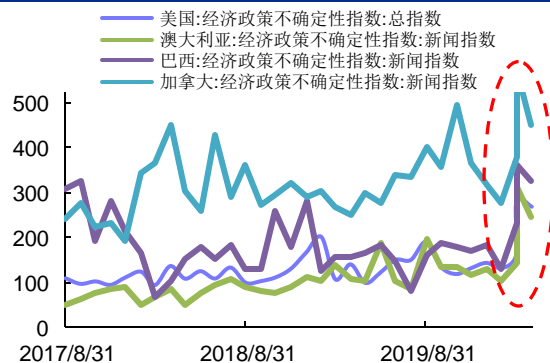
2 月下旬疫情从中国转向国际, 加剧全球经济不确定性。2020 年 2 月下旬, 新冠疫情开始在日本、韩国、欧洲等国家迅速蔓延, 全球主要国家受到不同程度的影响。从最新数据看, 疫情使各国需求、贸易和供应链遭受影响, 摩根大通全球制造业采购经理指数 2 月份下降 3.2 至 47.2, 结束近三个月的扩张, 4 月份进一步下降到 39.8; 经济体不确定性指数 (EPU 指数) 可用来反映世界各大经济体经济和政策不确定性, 指数越高, 表明经济走弱可能性增大, 疫情在全球范围内扩张增加了全球经济的不确定性, 全球主要经济体不确定性指数在 2 月份明显走高, 美国、加拿大、澳大利亚等经济体 2 月份指数出现明显上升态势。

图 21：全球制造业 PMI 下行



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 22：全球主要经济体经济政策不确定指数 2 月走高



资料来源：Wind，安信证券研究中心

疫情可能导致全球经济发展趋缓，就业压力增大。我国对疫情采取措施较为及时，但病毒传播性强，蔓延快，世界其他国家防控措施不一。全球经济活动相互依存、相互关联，疫情蔓延可能会造成全球经济增长趋缓。2020 年 3 月 23 日，国家发改委副秘书长高杲表示：“疫情的冲击是实实在在的，目前虽然我国疫情防控取得积极成效，但在全球，疫情还在扩散蔓延。对世界经济乃至下一步我国经济的影响还难以准确预料。当前和下一步，稳定就业的形势和任务很艰巨、繁重”，未来我国或面临较为严峻的就业形势。

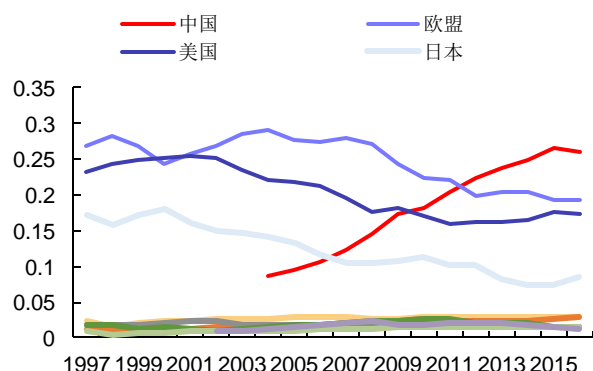
根据 OECD 于 2020 年 3 月发布的疫情预测：①假设中国大陆的疫情在今年第 1 季已经过了高峰，而在世界其他地方的疫情属轻微可控，则今年全球经济增长将由原先预估的 2.9% 下降至 2.4%。②假设疫情继续在亚太和全球扩散，且影响时间拉长，在此情况下，今年全球 GDP 成长将降至 1.5%，约为原先预估的一半。经济下行压力下，就业压力高增。根据教育培训行业历史上在经济波动时期的表现，2020 年全球增速趋缓、就业压力加大背景下教育培训行业有望迎来新契机。

2. 国家“背书”，职教发展迎多重政策利好

2.1. 经济转型决定国家将大力支持职教

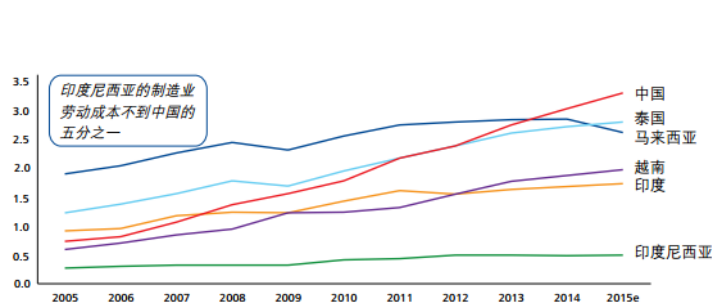
“内外夹击”要求中国经济转型升级。我国经济在 30 年的发展过程中取得巨大成就，但经济结构不合理的矛盾日益突出，从 2011 年以来，中国制造业增加值持续为全球第一，但 2015 年后呈现下滑趋势。从外部看，发达国家金融危机后采取多种措施发展工业，其高端制造业发展对中国造成竞争压力，中国工业面临被边缘化淘汰风险；发展中国家如越南也在大力发展制造业，低端制造业中我国劳动力及原材料成本优势不再。根据德勤咨询的统计，中国劳动力成本持续飙升，2015 年中国已经成为东南亚国家中制造业劳动力成本最高的国家。从内部看，国内也面临人口红利减少、要素成本上升、竞争力落后、产业基础薄弱等问题。为实现可持续发展，我国必须尽快实现经济结构转型和升级。

图 23：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

图 24：东南亚制造业劳动力成本（美元/小时）

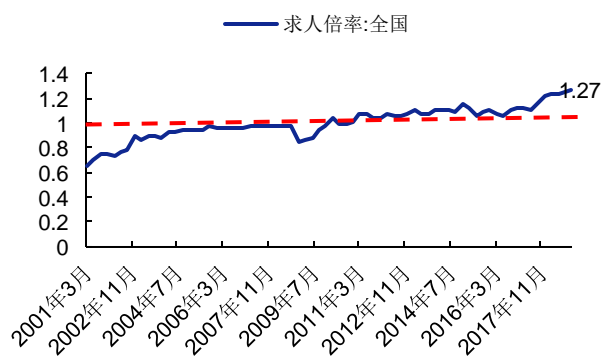


资料来源：德勤咨询，安信证券研究中心

人才结构需与产业匹配，目前人才供应失衡，职业技术人才紧缺。经济结构转型过程离不开人才资源的优化组合和重新配置，被淘汰企业的关停会释放大量从这些产业中流转出来的人员，经济结构的调整必然伴随着人才结构调整。目前，我国正面临着人才供应失衡问题，传统行业日趋弱势，人满为患，新兴行业人才缺口巨大。从 2001 年起，中国求人倍率呈现上升趋势，2011 年后呈供小于求的状态且持续恶化。从学历背景来看，有职业技术背景人才缺口日益扩大，职高、技校、中专的求人倍率从 2008 年开始超过高中、大专和大学求人倍率。

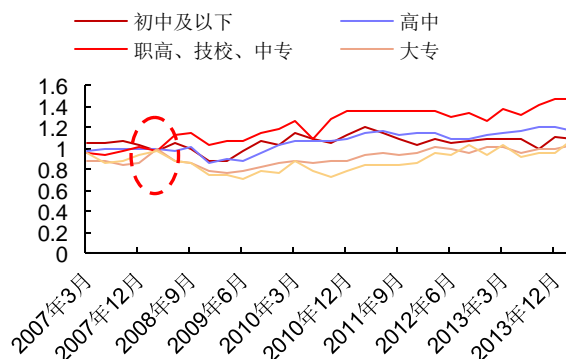
根据光辉国际的预测，到 2030 年，中国低技能劳动力盈余将接近 5000 万人，而高技能劳动力则出现巨大缺口。根据 2017 年教育部、人社部、工信部联合印发《制造业人才发展规划指南》，制造业十大领域未来将会出现不同程度的人才缺口，预计 2020 年人才缺口将达 1913 万，2025 年将逼近 3000 万。

图 25：全国求人倍率呈现上升趋势



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 26：技术背景人才求人倍率 2008 年起超过其他人才类型



资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 4：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

国家已充分认识问题所在, 将大力支持职教。目前中国已经进入经济转型期, 所需求的人才有结构性的变化, 而市场自发性的人力供给具有严重的滞后性, 国家已经充分认识问题所在, 近些年大力鼓励职业教育。2017年10月18日, 习近平同志在十九大报告中指出, 优先发展教育事业。完善职业教育和培训体系, 深化产教融合、校企合作。2016年《制造业人才发展规划指南》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。

2.2. 国家对职业教育日益重视, 18年后被提上前所未有政策高度

改革开放以来我国职业教育政策经历了制度建设、发展规范、深化改革以及大力促进阶段。新中国成立后, 职业教育体系相对统一, 但由于在管理上各业务部门参与其中, 并承担重要角色, 导致全国的职业教育管理权限事出多门。改革开放后, 城镇机关、事业和国有企业内部不断强化职工的在职培训, 技工和中专学校也不断发展, 国家出台一系列相关政策, 主要分为以下几个阶段:

- 1) 法制化建设:** 此阶段政策主要明确职业教育的根本任务、办学体制和管理体制, 构建职业教育基本法制规范, 颁布的政策主要有1993年的《中国教育改革和发展纲要》、1996年的职业教育法等;
- 2) 发展与规范:** 此阶段政策主要在于确认职业教育的质量标准, 对职业教育相关制度进行规范, 颁布的政策主要有1999年的《实行按新的管理模式和运行机制举办高等职业教育的实施意见》、2000年《关于加强高职高专教育人才培养工作的意见》等;
- 3) 深化改革:** 此阶段职业教育基本政策规范已经建立的比较完善, 在经济发展过程中明确了职业发展新目标, 因此政策任务主要在于以就业为导向改革高等职业教育, 大力推行工学结合、校企合作, 促进职业教育产教融合等, 颁布的政策主要有2004年《关于以就业为导向深化高等职业教育改革的若干意见》、2006年《关于实施国家示范性高等职业院校建设计划加快高等职业教育改革与发展的意见》、2017年《关于深化产教融合的若干意见》等;
- 4) 大力促进:** 随着经济转型升级的深入, 职业教育对经济转型的重要性凸显, 2018年以来国家大力推动职业教育发展, 职业教育被提上前所未有的政策高度, 《2019年政府工作报告》中对于职业教育关注度远超往年, 2019年政策中也首次出现“没有职业教育现代化就没有教育现代化”的关键表述。此阶段政策主要有2018年《国家职业教育改革实施方案》、2019年《加快推进教育现代化实施方案(2018—2022年)》、《国家职业教育改革实施方案》、《中华人民共和国职业教育法修订案(征求意见稿)》等多项政策。

图 27：改革开放后职业教育相关政策发展



资料来源：各政府网站，安信证券研究中心

2018 年至今政策主要围绕健全制度体系和标准、增大投入&提高待遇和促进校企合作进行。

国家对于职业教育的重视主要体现在进一步完善了职业教育相关制度和标准，提高财政投入和进一步促进校企合作和产教融合。制度标准完善方面有 2019 年启动试点“学历证书+若干职业技能等级证书”制度，鼓励学生取得更多职业技能类证书，提高技能本领，建立健全职业职业教育质量评价评估制度等；同时国家还加大对职业教育的财政投入，提高技术人才待遇，主要细则包括制定并落实职业院校生均拨款制度、扩大高职院校奖助学金覆盖面、提高补助标准，整体资金支持力度增加，地方培训补贴调整自主性增加等；校企合作方面，支持企业和社会力量兴办职业教育，坚持面向市场、服务发展、促进就业的办学方向，大力推进产教融合等。

表 5：2018 年以来职业教育相关政策内容

	《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的培训服务功能，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。	

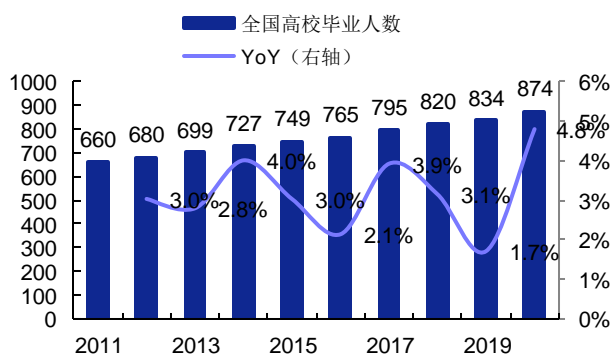
资料来源：各政府网站，安信证券研究中心

3. 疫情当前，“扩招”催化行业新契机

疫情加大毕业生就业难度，中央实施研究生+基层岗位扩招拓宽就业渠道。本次疫情爆发时点为春节前，疫情影响一直延续到节后毕业生春招求职应聘高峰。疫情影响下，许多中小企业受创，招聘计划减少或取消造成就业市场需求减少。同时为避免大规模人群集聚，高校毕业生现场招聘活动暂停，为2020年毕业生就业带来诸多不利影响。叠加2020年高校毕业生人数再创新高，教育部预计2020年我国高校毕业生约874万人，同比增加40万人，加上学成回国的留学生和往届生，竞争人数加大，疫情影响下就业形势十分严峻，根据中国青年报经济部、社会调查中心对应届毕业生的调查显示，91.5%的受访者认为疫情对自己的就业选择有影响。

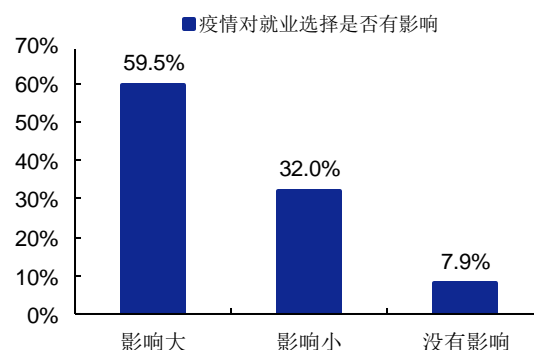
为拓宽毕业生就业渠道，在2020年2月25日国务院常务会议和2月28日国务院联防联控机制新闻发布会上国家两次提出要扩大今年硕士研究生招生和专升本规模，增加基层医疗、社会服务等岗位招募规模，加大对小微企业吸纳高校毕业生就业的支持，鼓励毕业生参军入伍，鼓励高校毕业生面向基层就业，2020年3月20日国务院办公厅印发《关于应对新冠肺炎疫情影响强化稳就业举措的实施意见》，包含拓宽高校毕业生就业渠道的实施意见正式出台。

图 28：我国历年高校毕业生人数（万人）



资料来源：教育部，安信证券研究中心

图 29：91.5%的受访者认为疫情对就业选择有影响



资料来源：中国青年报经济部、社会调查中心，安信证券研究中心

表 6：政府多措并举稳定就业

事件	会议名称	主要内容
2020.2.25	国务院常务会议	①要扩大今年硕士研究生招生和专升本规模，增加基层医疗、社会服务等岗位招募规模，加大对小微企业吸纳高校毕业生就业的支持；②要引导用人单位推迟面试和录取时间，对延迟离校应届毕业生推迟报到、落户等时限；③要积极扩大农民工就业。
2020.2.28	国务院联防联控机制新闻发布会	着力扩大研究生招生及专升本规模，尽最大努力拓宽就业渠道，着力稳住大学生就业岗位基本面。加大政策倾斜，鼓励毕业生参军入伍，鼓励高校毕业生面向基层就业。
2020.3.20	《关于应对新冠肺炎疫情影响强化稳就业举措的实施意见》	明确“拓宽高校毕业生就业渠道”、“完善就业培训和就业服务”

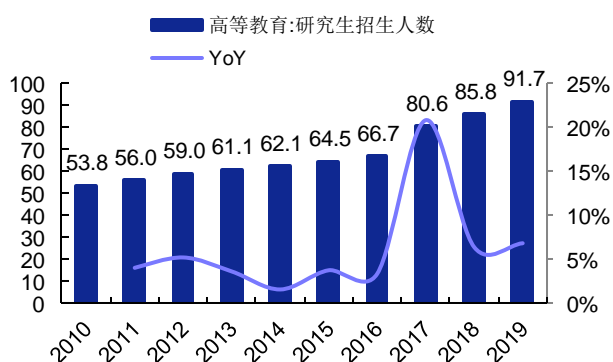
资料来源：中国政府网，新浪财经，安信证券研究中心整理

相关政策对行业发展利好主要体现在：

- ① 专升本及硕士研究生扩招，预计考研报名人数将持续增长，利好考研培训行业。根据教育部，2020年研究生招生和专升本规模预计同比增加18.9和32.2万人。根据2月28

日统计局公布数据，2019 年研究生招生 91.7 万人，根据过去几年数据其中硕士毕业生和博士毕业生比例大约 9:1，以此估计 19 年硕士研究生招生比例为 82.5 万人左右。据教育部，2020 年将进一步扩大硕士研究生招生规模，预计同比增加 18.9 万人，据此估测扩招比例约为 23%，2020 年硕士研究生招生人数有望超 100 万人。我国 2010 年以来研究生招生人数招生规模增长不大（2017 年招生人数同增 22.4%至 72.2 万人，主因当年国家统计局口径发生变化，增加非全日制研究生，据 16 年非全招生 7.3 万人估测 17 年非全招生 10-12 万之间，剔除该因素后增速变化不大）本次考研人数较大幅度扩招有望催化潜在考研群体考研热情，在宏观经济压力下行、就业形势严峻态势下，未来考研报名人数有望持续高增；同时，20 年专升本规模预计同比增加 32.2 万人，也将增大考研潜在人群基数。从报录比来看，16-19 年，除 2017 年因纳入非全致报录比小幅下降外，整体竞争难度呈现上升趋势，20 年扩招预计报录比将小幅回落，长期来看竞争难度趋升。

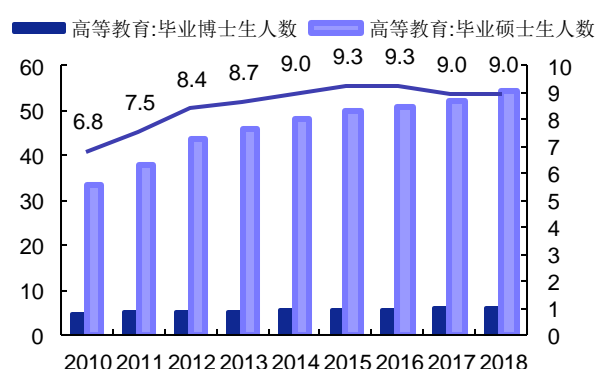
图 30：2010 年以来*研究生招生未有过明显扩招



资料来源：Wind，安信证券研究中心

*2017 年招生人数同增 22.4%至 72.2 万人，主因当年国家统计局口径发生变化，增加非全日制研究生，据 16 年非全招生 7.3 万人估测 17 年非全招生 10-12 万之间，剔除该因素后增速变化不大。

图 31：近年来硕博研究生比例约为 9:1



资料来源：Wind，安信证券研究中心

- ② **基层人员扩招，增加高考、事业单位及教师培训业务机会，利好下沉市场布局完善公司。** 25 日国务院常务会议提出要增加基层医疗、社会服务等岗位的招录规模，28 日教育部再次强调要重点加大基础教育、基层医疗、社会服务等领域招录，有望继续推动基层相关岗位招录扩容，并强调：“扩大重点领域招聘，高考改革后，高中教师结构性缺乏，学前教育教师缺口也较大，今年将按需开辟更多教师岗位，并落实好应届公费师范生全部入编入岗工作”。相关岗位扩招有望增加高考、事业单位及教师培训业务机会，并且扩招岗位位于基层，对于下沉市场布局完善的企业极为有利。
- ③ **大力推进职业培训，带来行业发展新契机。** 根据《国务院办公厅关于应对新冠肺炎疫情影响强化稳就业举措的实施意见》，要大规模开展职业技能培训，对企业组织职工参加线上线下培训，组织新招用农民工、高校毕业生参加岗前培训的，给予职业培训补贴。动态发布新职业，组织制定急需紧缺职业技能标准，并安排财政部、人力资源社会保障部按职责分工负责。此举再次显示国家对于职业教育发展的重视，未来职业培训重要性有望继续凸显，为行业发展带来新契机。

表 7：新冠疫情下国家稳就业举措对职业教育行业影响

举措	具体内容	影响
专升本及硕士研究生扩招	2020 年研究生招生和专升本规模预计同比增加 18.9 和 32.2 万人	考研报名人数有望持续高增，为考研培训行业带来更多机会。

基层人员扩招

重点加大基础教育、基层医疗、社会服务等领域招录

有望增加公考、事业单位及教师培训业务机会，对于下沉市场布局完善的企业极为有利。

大力推进职业培训

要大规模开展职业技能培训，对企业组织职工参加线上线下培训，组织新招用农民工、高校毕业生参加岗前培训的，给予职业培训补贴。动态发布新职业，组织制定急需紧缺职业技能标准

未来职业培训重要性有望继续凸显，为行业发展带来新契机。

资料来源：中国政府网，国务院，安信证券研究中心整理

各地政府积极响应，政策利好预计继续释放。自 2 月 25 日国家提出要拓宽高校毕业生就业渠道以来，重庆、上海、天津、贵州及多所高校已积极响应：贵州于 3 月 17 日印发《促进 2020 年高校毕业生就业创业十条措施》，明确考研、事业单位等扩招人数；上海市教委 3 月 4 日公布 2020 年上海市属高校硕士研究生招生计划总量增加 15%，专升本招生计划由占全市高校专科毕业生总量的 8% 增加到 10%；3 月 19 日，上海出台《关于做好 2020 年上海高校毕业生就业工作的若干意见》，从 9 方面推出政策支持高校毕业生就业。未来预计有更多省市响应国家政策出台相关计划，扩招利好有望逐步释放。

表 8：各省市关于应对稳就业政策

省市	时间	相关政策
湖南	2 月 22 日	《应对新冠肺炎疫情做好高校毕业生就业创业工作十条措施》
上海	3 月 4 日	2020 年上海市属高校硕士研究生招生计划总量增加 15%，专升本招生计划由占全市高校专科毕业生总量的 8% 增加到 10%。
天津	3 月 10 日	“14 条”支持企业复工复产促就业
贵州	3 月 17 日	《促进 2020 年高校毕业生就业创业十条措施》
上海	3 月 19 日	《关于做好 2020 年上海高校毕业生就业工作的若干意见》

资料来源：各省市教委、政府官网，安信证券研究中心整理

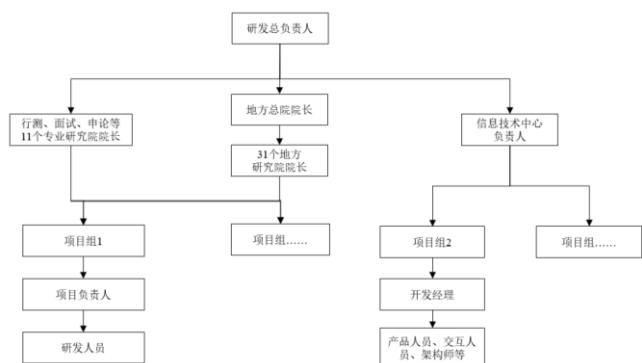
4. 中公教育：勇立潮头，多品类齐发打开上行空间

4.1. 壁垒：教研体系完善，直营网点深度下沉

“大后台”强教研构筑高壁垒，公司拥有专业化大规模研发团队，解决教师个人研发偏差及迭代兼容问题。多年来，通过一线教研磨练和快速创造市场的迭代，公司累积形成了实战经验丰富的研发及研发管理专家梯队。公司总部设置行测、面试、申论等 11 个专业研究院、1 个信息技术中心及总部地方总院下辖 31 个地方研究院等研发部门。截至 2019 年，公司共有研发人员 2051 人，对比同行业职教及 K12 培训机构，截至 2018H1 华图教育有专职研发人员 36 人，新东方 2019 财年年报披露 1800 人参与中心课程研发、安博教育 2019 年末研发人员 52 人，立思辰 2019 年末研发人员 433 人，中公已铸就极高研发壁垒。同时公司还通过标准化教师培训实现高水平教师队伍快速增长，2019 年共有教师 13475 人，同比增长 43%，行业中也处于领先水平。

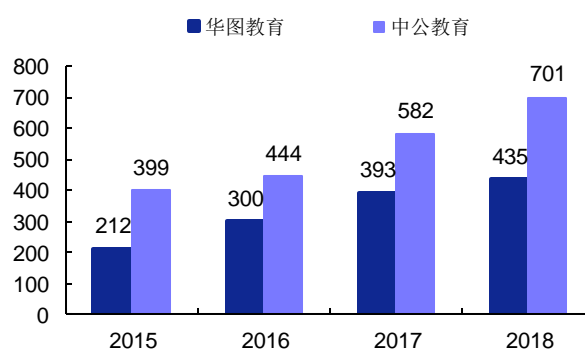
前端直营网点深度下沉。前端网点方面，公司分支机构全部直营，截至 2019 年，公司共有直营分支机构 1104 个，同比增长 57.5%，覆盖全国 319 个地级市。与华图教育对比，公司网点数量更多，在华东、东北和西南地区渠道优势更加显著。公司在职教行业中网点数量处于绝对领先优势地位，与 K12 教育龙头好未来和新东方相比均处行业优势地位。公职类考试需求分散遍布全国且深入低线城市，公司密集的渠道网络适应了招录岗位持续下沉的趋势，将有助于触达更多目标人群，更快、更早的开拓占有市场，提高参培人数。依托密集网点，也有望实现新业务的拓展。

图 32：公司研发人员架构



资料来源：公司公告, 安信证券研究中心

图 33：中公教育网点数量高于华图



资料来源：中公教育年报, 华图招股说明书, 安信证券研究中心

注：华图教育 2018 年数据截至 2018 年 10 月

表 9：教育机构教研人员数量及网点数量对比

	中公教育 (截至 2019 年末)	好未来 (FY2019)	新东方 (FY2019)	华图教育 (截至 2018H1)	安博教育 (截至 2019 年末)	立思辰 (截至 2019 年末)
主营	职业教育	K12	K12	职业教育	K12 和职业教育	K12
研发人员数量	2051 人	-	1800 人参与中心课程研发	36 名全职研发人员	52 人	433 人
教师数量	13475 名专职教学人员	21387	33900 人	2990 人	1061 人	-
网点	1104 个	676 个学习中心和 499 个服务网点	95 所学校, 1159 家学习中心	435 家	60 家	111 个直营网点

资料来源：Wind, 安信证券研究中心

4.2. 短期：全年收入确认节奏受一定影响，扩招有望提升今年通过率

上半年多数考试备考周期开始，预收账款及现金流量迎来高峰。省考通常 4-7 月份为开展笔试及面试，备考时间通常从年初开始，报名开班及收费时间集中于上半年；上半年的教资考试时间为 3 月份，但教资考试难度较低，培训时间通常为 1-2 个月，收费时间也集中于年初。考研笔试时间为 12 月，但考研备考周期长，报名辅导班时间也多位于上半年。综合来看，上半年为公司集中预收学费、住宿费的较集中时点，且 Q1 比 Q2 表现更为明显。从销售商品，提供劳务收到的现金看，Q1 最高，其次是 Q2，二者明显高于 Q3 和 Q4，上半年收到现金占比高达 73.7%。相应上半年经营性现金流和预收款项也明显高于下半年。

表 10：不同考试及培训课程的季节性特征

考试类型	培训班报名时间	笔试时间	面试时间	季节特点	是否主要上半年开课	是否主要下半年确认收入
国考	一般在考前 3-5 个月。大约在 8-10 月份	11 月底 12 月初	约在 2 月底 3 月初左右	下半年开课，下半年或次年初确认收入		
省考	一般在 2 月份居多	23 个省参加联考在 4 月 20 日左右，仅有广东、辽宁、北京、浙江自行组织，有的在下半年	面试时间一般在 6 月份	上半年开课，年中或下半年确认收入		
事业单位	全年都有涉及	全国联考在 5 月中旬和 10 月下旬，省级组织考试上半年在 3-5 月份，下半年在 8-10 月份。		全年都有涉及下半年确认收入为主 (19H2 营收占比 81.6%)		

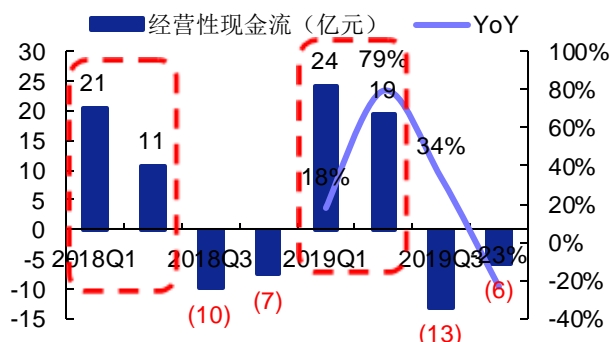
教师资格证	考前 1 个月左右	上半年：1 月报名，3 月考试；下半年：9 月报名，11 月考试；	上半年：面试 4 月报名，5 月考试；下半年：面试 12 月报名，次年 1 月考试；	上半年考试为上半年开课，上半年确认收入；下半年考试为下半年开课，下半年及次年初确认收入。
教师招录	集中于上半年	由各省自行组织，一般集中于 4-7 月份	笔试结束后一个月左右	上半年开课，上半年或下半年确认收入。
考研	全程班等长周期班次及面试班次集中于上半年*，部分短期班次下半年开课。	12 月份下旬	次年 3、4 月份	上半年或下半年开课，下半年或次年初确认收入

资料来源：新浪教育，中公教育，安信证券研究中心

*授课周期长的全程班或者笔试班，一般在上半年报名；纯面试班的话从报名到授课时间跨度短，一般集中于上半年 Q1。

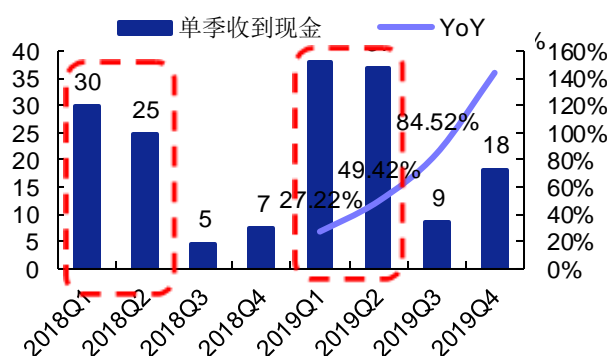
下半年笔试面试较为密集，预收款确认为收入。公司面授普通班于完成培训服务时确认收入，面授协议班在完成培训服务时将不予退费部分确认为收入，可退费部分一般在考试结果公布时满足不退费条件下才可确认为收入。此外，还有少量线上课程按照直线法确认收入。从考试时点看，下半年笔试面试及成绩公布较上半年较为密集，主要包括省考联考复试成绩公布（Q3），教资考试上半年面试成绩公布（Q3）、教资下半年笔试成绩（Q4）、教招考试等，相应较多预收款项确认为收入。2019Q3、Q4 预收款项分别为-17.4 亿和-12.8 亿，对应收入为 25.2 亿和 30.2 亿元，收入合计占比 60.4%。分业务看，公务员序列、事业单位序列和教师序列收入确认都集中于下半年，下半年营收占比分别为 54.5%、81.6%和 73.8%。

图 34：上半年经营性现金流迎来高峰（亿元）



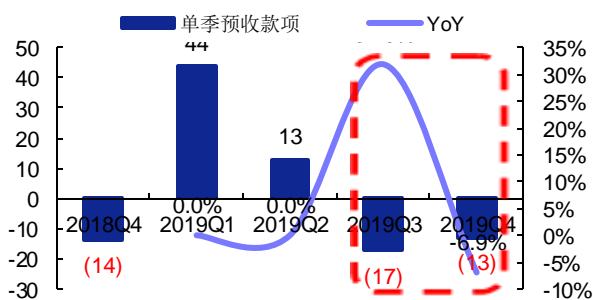
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 35：上半年销售商品、提供劳务收到的现金较多（亿元）



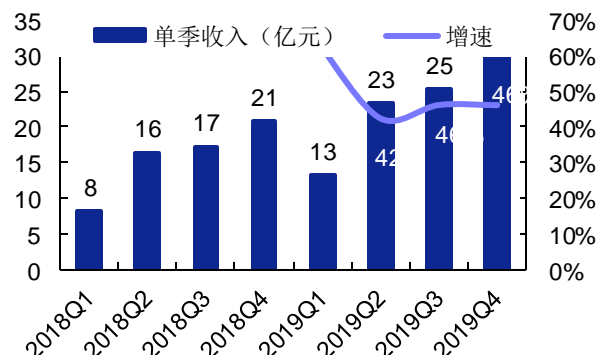
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 36：下半年许多预收款项确认为收入（亿元）



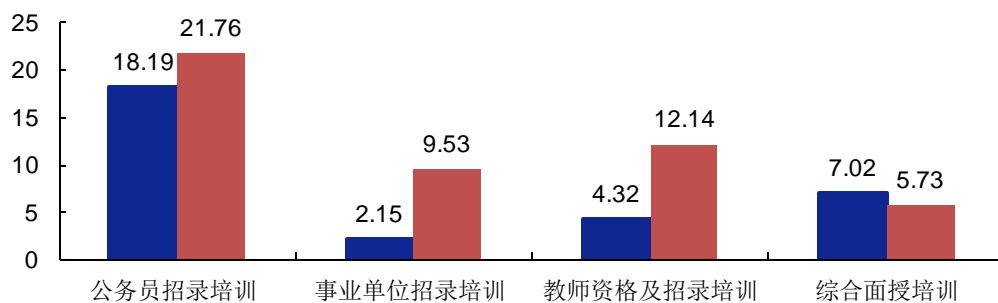
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 37：Q1 系收入确认淡季（亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 38：公司主要业务收入（除综合面授培训）都在下半年确认（以 2019 年为例，亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

疫情下上半年笔试面试推迟，强化 2020 年季节性特征。自疫情 2 月份爆发以来，部分原本安排在上半年的考试受到一定影响，截至 2020 年 5 月，原定于 3 月的国考面试推迟，时间未定；浙江等省份原定于 4 月份的省考推迟，省考联考（往年于 4 月）时间未定，上半年教资考试 3 月中旬笔试推迟，各省市的教招考试（原定于 4-7 月份）也受到不同程度的推迟影响。目前国内疫情控制情况良好，多数省市已经公布开学时间，预计受疫情影响的上半年考试将于年内完成。考试推迟主要影响 2020 年公司部分协议班次的收入确认节奏，即部分原应在年初确认的收入推迟确认。上半年相比下半年本身笔试及面试活动较少，考试推迟影响下预计 2020 年公司季节性特征将表现得较为明显。

表 11：受疫情影响 2020 年上半年推迟的考试

考试类型	原时间	考试类型	原时间
国考面试	2 月底 3 月初	教资考试笔试	3 月中旬
省考联考	4 月 20 日左右	教招考试	4-7 月
事业单位考试	上半年（部分）	考研复试	3-4 月份

资料来源：新浪教育，百度，安信证券研究中心

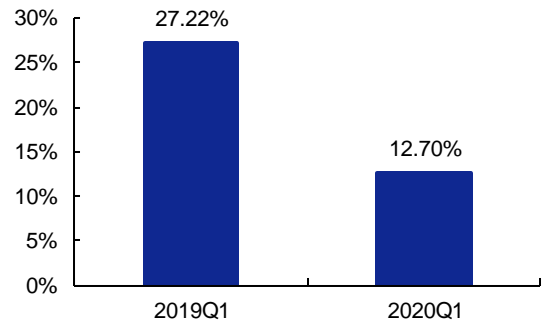
一季度业绩情况已验证上述逻辑。一季度受疫情影响，公司线下培训活动暂停，但公司线上资源早有储备，通过线上方式推进教学、宣传活动正常进行，普通班课程授课完成之后即可确认收入，部分协议班收入确认可能会受到考试及成绩公布推迟影响。从目前公布的考试推迟信息看，主要为部分原定于 2-3 月进行的国考及研究生考试复试推迟进行，相关协议班收入或延迟确认。2020Q1 公司实现营收 12.30 亿元/-6.22%，但是从现金、预收账款情况来看，预收学员培训费稳步增加，疫情主要影响收入确认节奏，验证上述逻辑。公司销售商品、提供劳务收到的现金为 42.68 亿元/+12.7%；经营性现金流净额为 25.64 亿元/+5.84%；2020 年起公司按照新收入准则将一年以内结转的预收款项调整至合同负债和其他流动负债，按照可比口径，合同负债较年初增加 29.14 亿元，增幅 113.94%，较去年同时点增加 12.38 亿元，增幅 29.25%。

图 39：疫情期间公司线下课程转为线上

图 40：2020Q1 公司收到现金增速为 12.7%

02月03日听课安排								
时间：下午15:00-17:00								
课程ID	明星主咖	组织委员	纪律委员	学习委员	答疑委员	问题记录	研发委员	全局督导
A类房间号：24					王			
B类房间号：2								
C类房间号：2								
备注	1.明星主咖：讲好评，多喝水，开心上课，控制节奏，量化每个模块多少时间，生动活泼有干货——稳住，就靠你了。 2.组织委员：明分工，做协调，遇事多操心，勤喝碎碎念，哪里不足补哪里，保证不缺位。 3.纪律委员：针对一胡搅蛮缠、恶意刷屏、反动言论、语言暴力者——先私聊，再警告，实在不行就踢出。 4.学习委员：首先对接明星主咖拿到PPT，关键页截图或复制，学员扎堆问，我们就扎堆答疑资料，让知识占领高地。 5.答疑委员：记录学员共性问题，提供知识性补充，主咖好帮手、答疑主力军。 6.问题记录：可答疑、可管控，火眼金睛，发现不足，记录在册，晚间讨论要发言哦。 7.研发委员：做发任务重，灵活串场可——关注学员反馈的学习问题，可圈点、可答疑，给整个直播间“调节温度”。 8.全局督导：灵活串场、监督指导。发现问题直接对接给组织委员，给团队工作提出方向性意见。 *最后：14:50音乐暖场，全体人员就位。17:10答疑结束，全体人后离场，特殊情况报备。							

资料来源：信阳中公教育，安信证券研究中心



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2020 全年：收入确认或相对集中于下半年，受益扩招政策有望保持快速增长。收入节奏方面，一方面，部分原定于 Q1 开课的班次如省考相关课程，少量事业单位培训课程，上半年教资培训课程，可能根据考试时间调整延迟开课时间，预收款项或相应向后顺延；另一方面，因上半年部分考试推迟，相关协议班次收入确认延后，下半年收入确认更为集中。收入增长方面，疫情就业压力下，教育部提出 2020 年将扩大研究生及专升本规模，扩大基层岗位招聘，并强调增加教师岗位。目前国考及研究生考试报名已经结束，扩招将显著提升对应考试通过率，利好公司协议班次收入确认，部分事业单位招聘、教师招聘考试报名尚未开始，预计扩招将提升考试报名热情，扩大参考规模，提升参培人数，保障公司快速发展势头。

此外，疫情系非经常性因素，公司不断拓展非公品类业务，有望平抑收入的季节性波动，中长期看公司收入在不同季度间分布将趋向平滑。

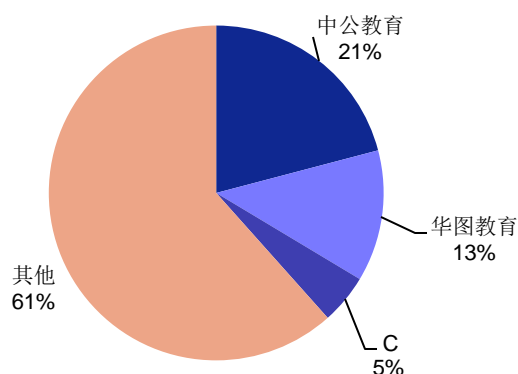
4.3. 中长期：政策红利+飞轮效应，成长边际足够高

4.3.1. 公务员序列：2020 扩招叠加龙头效应，中长期营收直指百亿

我国经济增速趋稳，公务员因其稳定性受到青睐，根据历年招录数据，国考招录名额在万人左右，省考招录名额为 15 万人左右，整体发展趋于稳健。从目前竞争格局看，中公教育市占率 21%（2017 年）为行业龙头，根据长期的口碑积累和网点渗透参培人次稳步提升。职业培训行业规模较大的公司具备较好的研发实力和教师资源，中长尾培训企业信息与研发劣势将加速出清，推动市场集中度向龙头提升。

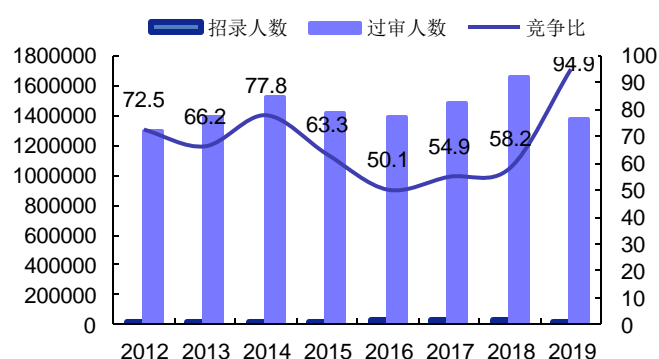
2020 年国考招录人数大幅增长，省考招录人数有望进一步扩容，公司公考主赛道有望加速增长。

图 41：2017 年公务员招录市场竞争格局



资料来源：Frost&Sullivan，公司公告，安信证券研究中心

图 42：我国历年招录人数和过审人数情况（人）



资料来源：公务员考试网，安信证券研究中心

根据 Frost&Sullivan，2017 年公务员考试参培率约为 26.5%，较 2016 年提升 0.4pct，整体公务员培训市场规模约 99 亿元。结合当年国考和省考的参考人数分别约 150 万和 370 万，可得当年客单价约 7200 元（包含笔试和面试培训）。在此基础上，假设中长期（2025-2030 年）：

- ① 报考人数：从需求端看，中长期公务员编制与整体人口比例基本恒定，但是 2020 年国考大幅扩招 66%，受疫情影响，湖北、江西、山东多地发布公考扩招公职岗位，预计将增加报考人数，参照过往年份报考人数给予 2017 年基础上约 15% 的增长空间，预计中长期国考及省考整体报考人数将达 600 万人。
- ② 客单价：考虑到物价上涨叠加协议班对于行业整体的拉动作用，预计中长期客单价可达达上升到 14000 元（敏感性区间为 11340-16940 元，±10% 区间浮动），对应 CAGR 约 5%-9%。
- ③ 参培率：对标 2018 年 K12 行业参培率 50%（数据来源：亿欧智库），考虑到 K12 培训市场相比于职业教育培训更偏刚需，预计中长期国考参培率可达 40% 左右（敏感性区间为 38%-42%）。

综合预计中长期公务员考试培训市场规模可达 336 亿元，对应 CAGR 为 10%-17%（以 2017 年市场规模为基期，2025/2030 年市场规模达到 336 亿计算上下限）。

根据 Frost&Sullivan 及公司公告测算，2017 年公司市占率约 21%，考虑到公司未来在口碑积累及网点渗透带动下仍存在提升空间，按照每年增长 1pct 计算，中长期市占率保守可达 30%，对应公司公务员序列市场空间为 100.8 亿，对应 CAGR 为 8%-16%（以 2019 年营收为基期，2025/2030 年达到该市场规模计算）。

表 12：中长期（2025-2030 年）公务员培训市场规模敏感性分析（亿元）

客单价（元）*参培率	38.0%	39.0%	40.0%	41.0%	42.0%
11340	258.6	265.4	272.2	279.0	285.8
12600	287.3	294.8	302.4	310.0	317.5
14000	319.2	327.6	336.0	344.4	352.8
15400	351.1	360.4	369.6	378.8	388.1
16940	386.2	396.4	406.6	416.7	426.9

资料来源：安信证券研究中心测算

*客单价敏感性区间在±10%区间浮动

4.3.2. 事业单位序列：分类改革尾声+基层招募发力，看好公司 40 亿营收空间

分类改革自 2011 年正式实施至今已接近尾声，事业单位的民生和公共服务属性更加凸显。教师和卫生医疗岗占事业招录绝对大头，中长期看两大系统需求旺盛，预计事业单位招聘将进入稳定回升和增长新轨道。2020 年受疫情影响，国家提出鼓励高校毕业生面向基层就业，增加基层教育、医疗等岗位招募规模，进一步催化市场热度。中公教育作为龙头市占率 5% 左右，未来提升空间大，受益行业红利有望保持快速增长。

根据人社部数据，2018 年全国公开招录事业单位工作人员 106.6 万人（包含中央事业单位 10.3 万人和地方事业单位 96.3 万人），根据历年招录简章公开信息，估测整体通过率 10%，左右，则 2018 年报考人数约 1066 万人，结合参培率约 25%（数据来源：Frost&Sullivan），客单价约 6000 元（根据各考培机构公开数据，事业单位考试笔试客单价 4000-5000 元，面试客单价 8000-10000 元），整体市场规模约 160 亿。在此基础上，假设中长期（2025-2030 年）：

- ① 报考人数：事业单位分类改革接近尾声，其中教师和卫生医疗岗需求旺盛，预计长期需求稳健，同时考虑到 2019 年为事考招录“大年”（根据中公教育公开调研，19 年招录人数同增 35%），同时 2020 年受疫情影响，事业单位基层岗位扩招，保守估计中长期在 2018 年报考人数基础上给予 10% 的增长空间，即 1172 万人。
- ② 客单价：考虑到物价上涨叠加协议班对于行业整体的拉动作用，预计中长期客单价可达达上升到 10000 元（敏感性区间为 8100-12100 元，±10% 区间浮动），对应 CAGR 约 4%-8%。
- ③ 参培率：参考公考参培率假设，考虑到公考培训市场较事考培训市场更为成熟，预计中长期事考参培率可达 35% 左右（敏感性区间为 33%-37%）。

综合预计中长期事业单位考试培训市场规模可达 410 亿元，对应 CAGR 为 8.2%-14.4%（以 2018 年市场规模为基期，2025/2030 年市场规模达到 410 亿计算上下限）。

我们根据 Frost&Sullivan 和公司公告测算，2017 年公司市占率约 5%，考虑到 15 年后联考趋势加强利好龙头集中度提升，按照每年增长 0.5pct 计算，中长期市占率约 10%，对应公司事业单位序列市场空间为 41 亿，对应 CAGR 为 10%-20%（以 2019 年营收为基期，2025/2030 年达到该市场规模计算上下限）。

表 13：中长期（2025-2030 年）事业单位考试培训市场规模敏感性分析（亿元）

客单价（元）/参培率	33.0%	34.0%	35.0%	36.0%	37.0%
8100	313.4	322.9	332.4	341.8	351.3
9000	348.2	358.7	369.3	379.8	390.4
10000	386.9	398.6	410.3	422.0	433.8
11000	425.6	438.4	451.3	464.2	477.1
12100	468.1	482.3	496.5	510.7	524.8

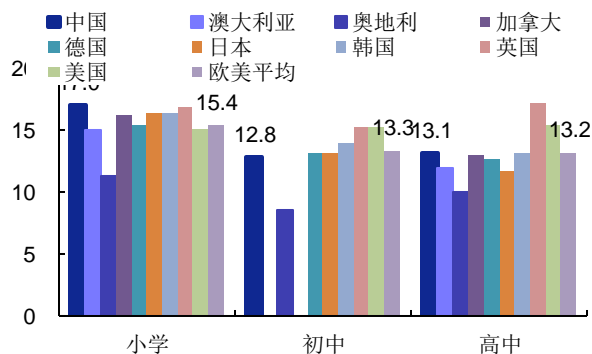
资料来源：安信证券研究中心测算

4.3.3. 教师序列：需求旺盛、政策利好，赶超公考业务指日可待

行业需求旺盛，长期看退休高峰的到来和教育投资的加剧，K12 教师的长期缺口超过千万人。短期看疫情下教师扩招加速行业高增趋势，且 15 年以来教资考试难度增加提高参培率；市

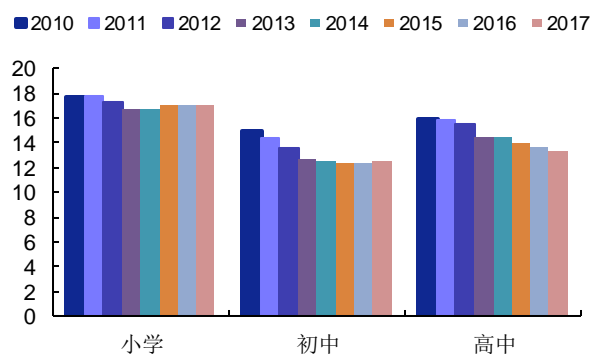
场上存在大量地方性中小培训机构，中公教育和华图教育市占率仅为 4%和 3%（根据 Frost&Sullivan 及公司公告测算），行业存在较大的集中度提升空间。中公渠道下沉领先，课程布局丰富，有望充分享受行业红利。

图 43：中国生师比对标海外存在提升空间



资料来源：Wind, OECD, 安信证券研究中心

图 44：K12 各阶段生师比在下降



资料来源：教育部官网, 安信证券研究中心

根据中公教育官网数据，2019 年全国教师招聘人数 58.12 万人，根据各省市公开竞争比信息，估测整体通过率 15%左右，则 2019 年全国教师招录考试报名人数约 387 万，结合参培率约 25%，客单价约 6000 元（根据各考培机构公开数据），整体市场规模约 58.1 亿。

2019 年教师资格证报考人数 880 万人，因考试难度低于教师招录考试，估测参培率 20%，目前行业客单价 3000 元左右，整体市场规模估算约 53 亿。

在此基础上，假设中长期（2025-2030 年）：

- ④ 报考人数：一方面，我国学校及在校生人数逐年增长（2017-2019 年学校数量复合增速约 1.6%，在校学生人数复合增速约 2.2%），产生教师需求，另一方面，国家坚定推行小班制行动，出台并落实《乡村教师支持计划（2015—2020 年）》、《中共中央国务院关于全面加强新时代教师队伍建设改革的意见》、《教师教育振兴行动计划（2018—2022 年）》等政策，同时 2020 年疫情“扩招”政策下国家提出扩大教师招录规模，催化教师相关培训市场热度，假设中长期教师招录报考人数在 2019 年报考人数规模基础上还有 25%的提升空间（对应报考人数 CAGR 为 2%-3.8%），则教师招录考试报名人数有望达 484.3 万人；教师资格考试较教师招录需求更为硬性，18 年校外培训机构整治后，培训机构存量教师考证需求有望释放，估计还有 30%的空间（对应报考人数 CAGR 为 2.4%-4.5%）。
- ⑤ 客单价：考虑到物价上涨叠加协议班对于行业整体的拉动作用，预计教师招录中长期客单价可上升到 10000 元（敏感性区间为 8100-12100 元，±10%区间浮动），对应 CAGR 约 5%-9%；教师资格客单价可上升至 5000 元，（敏感性区间为 4050-6050 元，±10%区间浮动），对应 CAGR 约 5%-9%。
- ⑥ 参培率：参考事业单位考试参培率假设，预计中长期教师招录参培率可达 35%左右（敏感性区间为 33%-37%），教师资格考试难度低于教师招录考试，预计参培率可达 30%。

综合预计中长期教师招录考试培训市场规模可达 170 亿元，教师资格考试市场规模可达 171 亿元，整体 341 亿，对应 CAGR 为 10.8%-20.6%（以 2019 年市场规模为基期，2025/2030

年市场规模达到 341 亿计算上下限)。

根据公司 2019 年教师序列营收体量测算当年市占率达 17%左右, 公司 2010 年进入教师培训行业, 近年来凭借“强研发+广网点”以及其他公职类板块的协同优势, 市占率快速提升, 以每年增加 1.5pct 计, 中长期市占率可达 30%左右, 对应公司教师序列市场空间为 102.3 亿元, 对应 CAGR 为 16.4%-32% (以 2019 年营收为基期, 2025/2030 年达到该市场规模计算)。

表 14: 中长期 (2025-2030 年) 教师招录考试培训市场规模敏感性分析 (亿元)

客单价 (元) / 参培率	33.0%	34.0%	35.0%	36.0%	37.0%
8100	129.5	133.4	137.3	141.2	145.2
9000	143.8	148.2	152.6	156.9	161.3
10000	159.8	164.7	169.5	174.4	179.2
11000	175.8	181.1	186.5	191.8	197.1
12100	193.4	199.3	205.1	211.0	216.8

资料来源: 安信证券研究中心测算

表 15: 中长期 (2025-2030 年) 教师资格考试培训市场规模敏感性分析 (亿元)

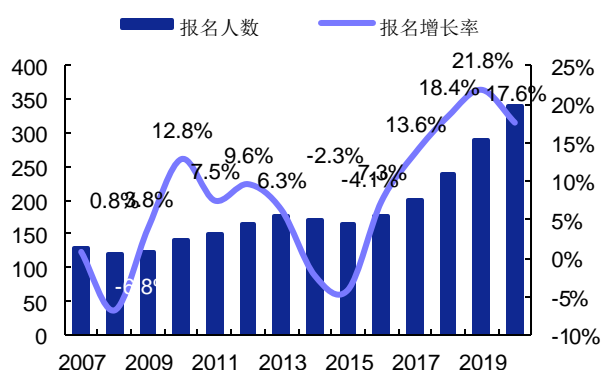
客单价 (元) / 参培率	28.0%	29.0%	30.0%	31.0%	32.0%
4050	129.7	134.4	139.0	143.6	148.3
4500	144.1	149.3	154.4	159.6	164.7
5000	160.2	165.9	171.6	177.3	183.0
5500	176.2	182.5	188.8	195.1	201.3
6050	193.8	200.7	207.6	214.6	221.5

资料来源: 安信证券研究中心测算

4.3.4. 考研培训: 专职教师+标准研发+直营网点解决市场痛点, 有望再造一个中公

新切入考研赛道发展空间广阔。从行业看, 近年来就业压力高企叠加本科学历含金量下降, 考研报名人数持续高增, 2020 年报名人数同增 17.6%至 341 万人, 经济结构性调整背景下预计仍将持续。2020 年研究生扩招有望进一步催化考生报考热情, 进一步提高考研参培人数。从公司角度, 目前多数机构的发展模式为教研扩张依赖名师, 复试及专业课布局受限, 中公依靠专职教师+标准研发+直营网点解决市场痛点, 专业课&复试定向到学校, 教学服务弥补市场空白, 同时价格合理, 成长空间广阔 (详细见我们之前的中公考研深度报告《发力考研市场, “破局者”中公教育乘风破浪》)。

图 45: 2007-2020 年考研报名人数及增速 (万人)



资料来源: 教育部, 安信证券研究中心

图 46: 中公教育考研课程体系



资料来源: 中公教育官网, 草根调研, 安信证券研究中心整理

根据教育部，2019 年研究生考试报考人数 290 万人，根据上述中国教育在线的调查，2019 年 31% 的考生选择报班，根据草根调研，我们认为实际考研参培率较低，目前取 20% 较为合理。目前，公务员考试培训的客单价为 5000 元/人，考研相比公务员培训周期更长（公务员考试培训在 3-5 个月，研究生考试培训在 6-8 个月），结合中公考研培训课程多在 15000 元以上，估计目前行业客单价 1 万元左右，2019 年整体市场规模约 58 亿。

在此基础上，假设中长期（2025-2030 年）：

- ① 报考人数：本科学历含金量下降+经济结构性调整致就业压力高企，推动近年来考研人数不断扩容，近三年考研人数 CAGR 达 19%，疫情下研究生扩张 18.9 万人，同时疫情可能导致经济发展趋缓，提高就业压力，进一步催化考研市场热度。假设中长期考研人数还有 140% 的增长空间，对应 CAGR 8.3%-15.7%，则考研人数有望达 696 万人；
- ② 客单价：考虑到物价上涨叠加协议班对于行业整体的拉动作用，预计考研培训长期客单价可上升到 13000 元（敏感性区间为 10530-15730 元，±10% 区间浮动），对应 CAGR 约 2.4%-4.5%。
- ③ 参培率：参考中长期事业单位考试和教师招录考试培训参培率假设，预计未来参培率可达 35%。

综合预计中长期考研培训市场规模可达 317 亿元，对应 CAGR 为 16.7%-32.7%（以 2019 年市场规模为基期，2025/2030 年市场规模达到 317 亿计算上下限）。

我们在《发力考研市场，“破局者”中公教育乘风破浪》中曾对中公教育市场规模做过预测，结合其中的假设，以市占率每年增加 1 pct 计，中长期市占率可达 23% 左右，对应公司考研培训市场空间为 72.8 亿元，对应 CAGR 为 22.1%-44.1%（以 2019 年营收为基期，2025/2030 年达到该市场规模计算）。

表 16：中长期（2025-2030 年）研究生考试培训市场规模敏感性分析（亿元）

客单价（元）/参培率	33.0%	34.0%	35.0%	36.0%	37.0%
10530	241.9	249.2	256.5	263.8	271.2
11700	268.7	276.9	285.0	293.2	301.3
13000	298.6	307.6	316.7	325.7	334.8
14300	328.4	338.4	348.3	358.3	368.3
15730	361.3	372.2	383.2	394.1	405.1

资料来源：安信证券研究中心测算

4.3.5. 其他：多个细分领域均有 10-50 亿开拓空间

除了上述几个体量较大的板块，公司在 IT 培训，三支一扶、选调生、村官等领域，医疗培训、财经培训等领域均有涉足。从目前的市场规模看：

- IT 培训：根据 Frost&Sullivan，IT 培训市场 2017 年市场规模约 332 亿元，过去几年营收增速保持在 13% 以上；
- 财会培训：根据华经产业研究院的测算，2018 年财会培训市场规模约 190 亿元；

- **医疗考试：**我国医疗相关考试主要可分为医疗卫生事业单位招聘考试和医学资格考试两大类，其中医疗卫生事业单位招聘考试报考人数较多，2018 年报考人数为 261.36 万，而医学资格考试种类多样，报考人数最多的为卫生职称相关考试，2017 年报考人数为 166.13 万，预计 2018 年报考人数可达到 170 万以上。据测算 2018 年医考培训市场规模约为 51.18 亿元，考虑未来对医疗卫生及医护人员的需求增加，医考培训市场还有较大增长潜力。

表 17：2018 年医疗相关考试累计报考人数达 634.27 万人

考试类别	2018 年报名人数(万人)	客单价 (元/人)	参培率*	测算市场规模(亿元)
医师资格	60.12	6360	30%	11.47
药师资格	68.79	4840	30%	9.99
护士资格	74.00	1760	60%	7.81
卫生职称	170.00	610	60%	6.22
医疗卫生	261.36	3000	20%	15.68
总计	634.27			51.18

资料来源：国家相关机构官网 安信证券研究中心

*参培率数据为结合不同考试难度情况，对标公务员考试参培率进行的估测。

- **三支一扶等岗位：**假设 2018 年综合序列各个考试的招录比均为 10%，报考人的参培率为 20%，根据中公教育官网的产品价格，我们预估出各个考试培训的客单价，从而得到培训市场规模约 77.41 亿元。

表 18：2018 年综合序列市场规模估测

	2018 年录取人数	2018 年招录比	2018 报名人数	参培率 (%)	参培人数 (万人)	客单价 (元)
公选遴选	15807	10%	158070	20%	3.16	8000
公益性岗位	46227	10%	462270	20%	9.24	2000
农信社	73951	10%	739510	20%	14.79	5000
三支一扶	37880	10%	378800	20%	7.58	200
社区工作者	68111	10%	681110	20%	13.62	2000
选调生	14042	10%	140420	20%	2.81	3500
招警	201805	10%	2018050	20%	40.36	8000
银行	38452	10%	384520	20%	7.69	5000
医疗卫生	261359	10%	2613590	20%	52.27	3000
军转干	9397	10%	93970	20%	1.888	6000
国企招聘	85155	10%	851550	20%	17.03	5000
村官	5331	10%	53310	20%	1.06	3000
其他	0	10%	0	20%	0	0
合计	857517		8575170		171.50	

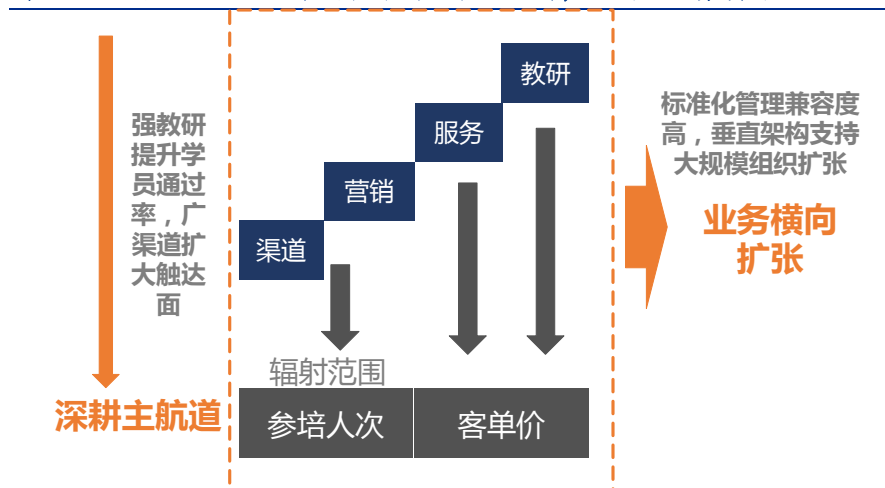
资料来源：安信证券研究中心测算

我国正处于经济转型的关键时点，IT、财经、医疗等岗位人才需求巨大，根据这些市场历史增速，以截至 2025 年 CGAR10% 测算，市场规模可达 100-500 亿不等，考虑到中公教育在现有公职类主赛道的龙头地位，优势有望延伸至这些领域，以中长期市占率 10% 计，在各个细分领域还有 10-50 亿的开拓空间。

“飞轮效应”下，有望横向拓展更多业务。公司形成了研发、教学、营销、渠道一体的垂直响应架构，并在各环节都建立标准化的管理体系，在相似领域内可实现快速复制，叠加独特经营架构+规模效应可支撑大规模组织扩张。公司最早从国家公务员培训开始做起，逐步扩

展到省级公务员培训，并进一步从公考类赛道拓展至公务员、事业单位和教师的公职类赛道，并正在向考研、IT等新赛道延伸，已经初步形成了存量业务不断壮大，新业务后来居上赶超存量业务的双线增长模型，充分验证了公司的业务扩张能力。多品类之间的投资能力累积和叠加，多品类的增长飞轮效应不断增强，新旧品类的发展相互放大投资充分度，共同推动形成更强的经营基础设施能力。

图 47：公司垂直一体化架构在深耕主航道同时，可实现业务横向扩张



资料来源：安信证券研究中心整理

表 19：中公中长期营收规模测算

考试类型	现在 (2017/2018/2019)			中长期 (2025-2030 年)			市场规模增速 CAGR	中长期中公营收	
	参培率	客单价 (元/人)	市场规模 (亿元)	参培率	客单价 (元/人)	市场规模 (亿元)	2025 年计	市占率	营收 (亿元)
公考	26.50%	7200	99	40.0%	14000	336.0	16.5%	30%	100.8
事业单位	25.00%	6000	159.9	35.0%	10000	410.3	14.4%	10%	41.03
教师招录	25.00%	6000	58.1	35.0%	10000	169.5	19.5%	30%	102.3
教师资格	20.00%	3000	52.8	30.0%	5000	171.6	21.7%		
考研	20.00%	10000	58	35.0%	13000	316.7	32.7%	23%	72.84
其他细分领域	-	-	50-300	-	-	100-500		10%	10-50
合计*						1804			357

资料来源：安信证券研究中心测算

注：其他细分领域包含公司正在开拓的多个新领域业务，结合目前公司业务开展情况，保守以最低市场规模及营收计入 IT 培训、财会培训等 4 个细分市场，合计中长期市场规模 400 亿，对应中公营收 40 亿元。

5. 投资建议

投资建议：教育行业逆周期属性明显，疫情影响下，宏观经济增速或将放缓，行业有望迎来发展契机。中公教育作为职业教育培训龙头，教研体系完善，直营网点深度下沉，短期疫情主要影响收入确认节奏，长期看受益政策红利+自身飞轮效应成长空间广阔；中国东方教育定位职业技能教育，以烹饪技术为基石，拓展业务至信息技术、汽车服务等多方面培训，也有望受益于就业压力下年轻人职业技能培训的需求。继续推荐中公教育、中国东方教育！

表 20：职教板块核心标的估值（数据截至 2020 年 6 月 9 日）

公司名称	最新市值 (亿元)	收入 (亿元人民币)			归母净利 (亿元人民币)			PE	
		2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2020E	2021E
		2019/12/31			2019/12/31				
中公教育	1,655.3	91.8	128.77	175.21	18.0	25.2	34.3	65.7	48.3
中国东方教育	325.3	39.1	45.61	54.23	8.5	9	12.9	36.1	25.2

资料来源：Wind，安信证券研究中心

6. 风险提示

1) 疫情导致线下业务无法开展；

公司业务以面授培训为主，若疫情情况持续恶化，可能造成线下业务长期无法开展，只能以线上方式进行，导致公司主营业务遭受影响。

2) 重大教学事故风险；

若教师在教学过程中出现重大教学事故，可能会严重影响公司的声誉和口碑，对后续招生、教学工作可能造成不利影响，不利于公司长远发展。

3) 新业务拓展不及预期；

公司在不断尝试开拓除公职类以外的业务的新业务领域，但是新业务的开拓存在着一定风险，若新业务在拓展过程中不及预期，可能会对公司的成长性造成一定影响。

4) 公职岗位招聘人数大幅下滑；

公司目前业务结构仍以公职类招录为主，若未来公职类招录岗位大幅下滑，可能会对公司主营业务造成不利影响。

5) 预测结果不及预期等。

本报告包含较多测算，若测算过程中参数产生偏差，可能会造成实际测算结果不及预期。

■ 行业评级体系

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。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 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
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	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
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	刘晓莹	010-83321365	liuxx1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	张杨	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
深圳联系人	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	杨萍	0755-82544825	yangping1@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