

**中通诚资产评估有限公司关于  
中国证券监督管理委员会上市公司  
并购重组审核委员会审核意见的回复**

**中国证券监督管理委员会：**

2018 年 11 月 2 日，经中国证券监督管理委员会上市公司并购重组审核委员会（以下简称“并购重组委”）2018 年第 55 次会议审核，亚夏汽车股份有限公司（以下简称“亚夏汽车”、“上市公司”）重大资产置换及发行股份购买资产暨关联交易（以下简称“本次交易”）获得有条件通过。

根据并购重组委关于上市公司本次交易申请文件审核意见的要求，上市公司、华泰联合证券有限责任公司、中通诚资产评估有限公司对相关问题进行了逐项落实，现书面回复如下：

**审核意见：**请申请人对标的资产盈利预测的可实现性进行补充披露，请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

**答复：**

**一、中公教育盈利预测情况**

中公教育是一家主要从事非学历职业就业培训服务的高新技术企业，经过多年的发展，中公教育已经形成了独特的考试研发体系，拥有了一批经验丰富、专业性强的优质研究团队，通过自主研发形成了独特的教学系统，拥有了丰富的知识储备，并不断应对市场变化调整研发方向。中公教育的主要产品为各级公务员招录培训服务、事业单位招聘培训服务和教师培训服务（包含教师招录培训和教师资格考试培训）。随着教育培训行业的快速发展、非学历职业教育培训行业需求的持续旺盛、中公教育品牌优势和核心竞争力的不断增强，预计中公教育未来经营业务和经营业绩仍将保持快速发展。

根据本次交易拟置入资产审计机构天职国际出具的天职业字[2018] 16944 号

审计报告和拟置入资产评估机构中通诚出具的中通评报字[2018]12096 号评估报告，中公教育报告期及预测期内营业收入和净利润如下：

单位：亿元

项目	报告期				预测期				
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-4 月	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
营业收入	20.76	25.84	40.31	14.53	64.81	90.70	115.14	136.10	150.11
净利润	1.61	3.27	5.25	0.57	8.76	12.46	16.23	19.50	21.48

## 二、2018 年 1-9 月业绩完成情况及 2018 年盈利预测的可实现性

### (一)中公教育 2018 年 1-9 月业绩情况较好，为 2018 年实现盈利预测奠定了良好的基础

中公教育由于每年公务员招录、事业单位招聘、教师招录和资格认证考试均有相对固定的时间，中公教育在相关课程结束、招录名单公布等时间节点确认营业收入。因此，中公教育的营业收入和净利润具有明显的季节性，第四季度营业收入及净利润占全年营业收入及净利润的比例较高。

中公教育 2018 年 1-9 月实现的业绩情况较好。2018 年 1-9 月，中公教育营业收入 41.70 亿元，占 2018 年预测营业收入的 64.34%，与 2016 年及 2017 年 1-9 月营业收入占全年营业收入的比例总体持平。2018 年 1-9 月中公教育净利润为 5.41 亿元，占 2018 年预测扣除非经常性损益后净利润的 58.17%，高于 2016 年及 2017 年 1-9 月净利润占全年净利润的比例。(上述财务数据均未经审计)

### (二)较为充裕的预收款项将对中公教育完成 2018 年盈利预测形成有力支撑

中公教育主要以预收学费的方式开展培训业务，满足收入确认条件后中公教育将预收款项确认为收入，因此，预收款项是中公教育确认收入的基础，预收款项的余额与未来一段时间中公教育的可确认收入金额具有较强的相关性。

2018 年 9 月末，中公教育预收账款余额约为 33 亿元(未经审计)，且预计 2018 年四季度将实现收款约 27 亿元，因此较为充裕的预收款项将对中公教育完成 2018 年盈利预测形成有力支撑。

综上所述，中公教育 2018 年盈利预测具有良好的可实现性。

## 三、2019 年及以后年度盈利预测的可实现性

### (一)国家大力扶持教育培训行业

教育培训行业是国家大力支持和发展的朝阳产业，国家相关部委出台了一系列支持教育培训行业发展的法律法规和产业政策。国务院自 2010 年以来颁布了

《国家中长期人才发展规划纲要(2010-2020年)》、《国家中长期教育改革和发展规划纲要(2010-2020年)》、《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》和《关于加快发展现代职业教育的决定》等一系列支持性政策和纲领性文件，从指导思想、目标任务、政策措施等方面为教育培训产业的快速发展指明了方向。教育部及各级地方政府落实国务院的纲领精神，出台了相关配套措施和实施细则，推动和鼓励教育培训产业健康、良好、有序的发展。国家的政策扶持为教育培训业打造了宽松的宏观环境。

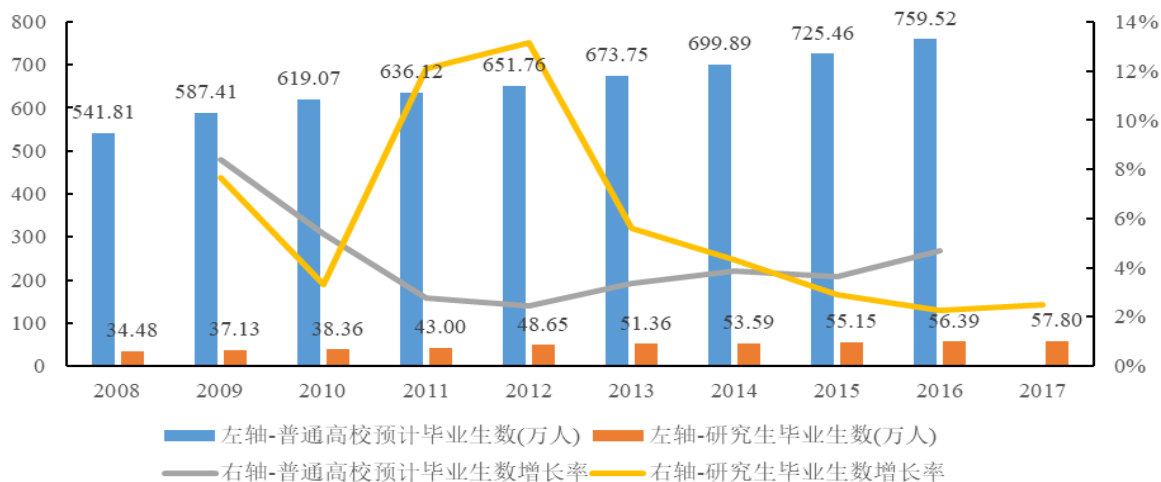
近年来，国家通过《民办教育促进法》的修改与完善，一直有计划的引导民营资本进入教育行业，最新的《民办教育促进法》更是从法律层面允许经营性民办培训机构以公司法人形式存在。在国家支持多种形式民办教育培训机构的政策环境下，各地对于经营性民办培训机构的管理将更加明确、规范，进一步加快了民办教育培训类企业的发展。

## (二)非学历职业就业培训行业发展迅速，市场前景广阔

目前，我国非学历职业教育培训的主流目标人群为各类应届毕业生及部分存在更换工作岗位需求、工作年限在 2-3 年左右的社会在职人员。

### 1、高校毕业生数量逐年增加

根据国家统计局发布的统计数据，近年来我国普通高校预计毕业生人数保持持续增长，普通高校的本科和专科预计毕业生人数从 2008 年的 541.81 万人增长至 2016 年的 759.52 万人，年均复合增长率为 4.31%；研究生毕业人数也保持稳定增长，根据教育部发布的统计数据，截至 2017 年我国研究生毕业人数已达 57.80 万人，较 2008 年增长 67.62%，年均复合增长率为 5.91%，具体情况如下：



数据来源：国家统计局、教育部

随着信息化、知识化社会建设的推进，近年来我国成人高等教育、网络高等教育发展迅速，其毕业生人数亦持续增长。根据教育部公布的统计数据，我国成人高校毕业生人数由 2008 年的 169.09 万人增长至 2016 年的 244.47 万人，年均复合增长率为 4.72%；网络本专科毕业生人数由 2008 年的 90.15 万人增长至 2016 年的 187.48 万人，年均复合增长率为 9.58%；2017 年，我国中等职业教育毕业生人数亦高达 496.90 万人。

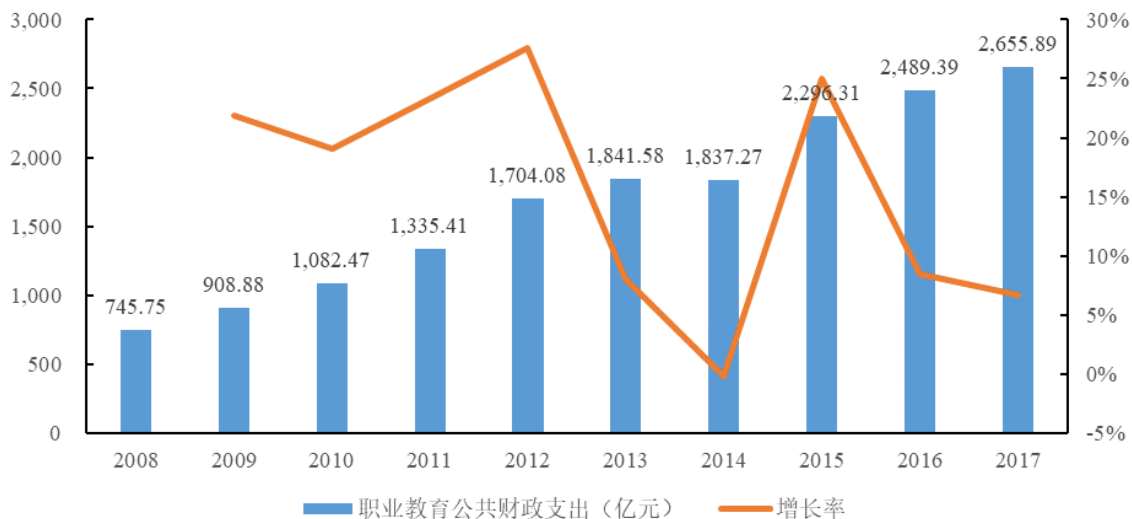
## **2、结构性失衡造成高校毕业生就业竞争激烈的现象**

随着高等教育日趋大众化，高考升学率的不断攀升，高校毕业生数量逐年增加，但我国高等教育客观上存在专业设置与社会经济需求不完全相适应的问题，与此同时，近年来宏观经济增速有所放缓，市场有效需求亦受到一定影响，导致高校毕业生就业竞争有所加剧。面对就业竞争，近年来较多大学生以及存在更换工作岗位或升职需求的社会在职人员为提高自身的就业竞争力，通常采取参与各类职业教育培训机构开设的技能培训课程以提升自身的专业技能，或者通过参与资格认证类考试培训考取相应的职业资格证书提升竞争力。较为激烈的就业竞争和高校毕业生人数的持续增长为职业教育培训行业创造了巨大的市场需求。未来几年我国的产业结构发展将会向现代服务业、高端制造业和低能耗行业方向倾斜，产业结构转型也将导致人才需求的变化，将进一步刺激职业教育培训市场的发展。

无论从就业竞争发展趋势、产业结构调整现状、企业的人才需求特点，还是国家政策支持来看，未来拥有强大技术能力与专业教育培训经验的职业教育培训机构市场需求巨大、发展空间广阔。

## **3、国家财政大力增加对职业教育的资金投入，以支持其健康发展**

职业教育培训为新兴产业，是我国教育体系的重要组成部分。随着国家陆续出台相关产业政策加大对职业教育培训行业的鼓励和支持，以及每年新增就业群体对职业教育的旺盛需求，职业教育在教育体系中的地位不断提高。近年来，国家财政大力增加对职业教育的资金投入，以支持其健康发展。根据财政部的统计，全国公共财政支出中对职业教育的投入增长迅速，由 2008 年的 745.75 亿元增长至 2017 年的 2,655.89 亿元，年均复合增长率为 15.16%，高于同期全国公共财政总体支出 13.97% 的年均复合增长率，其具体情况如下：



数据来源：财政部

持续增加的财政投入和国家政策的大力支持推动了行业整体规模的持续增长。根据《国务院关于加快发展现代职业教育的决定》提出的目标预测，我国非学历职业教育的市场规模将从2014年的4,237亿元增长至2020年的9,800亿元，在整体教育市场中的占比将从2014年的25.4%扩大到31%，年均复合增速超过15%。

#### 4、2019年国家公务员招录人数的下降不会对中公教育的经营环境构成重大不利变化

##### (1) 报告期中公教育公务员收入占总收入比重较小并持续降低

中公教育公务员培训收入占总收入比例已从2015年的64.75%下降至2017年的51.28%，其中国家公务员培训收入占比已从2015年的12.83%下降至2017年的9.34%。中公教育公务员收入占比下降的趋势仍将持续，因此2019年国家公务员招录人数下降对中公教育业绩的影响较小。

项目	2015年度	2016年度	2017年度	2018年1-9月
国家公务员培训收入(亿元)	2.66	3.04	3.76	3.67
营业收入(亿元)	20.76	25.84	40.31	41.70
占比	12.83%	11.75%	9.34%	8.80%

##### (2) 国家公务员招录人数减少并不必然导致参培人数减少

根据2018年10月21日发布的2019年国家公务员考试公告，2019年国考拟招录人数为1.45万人，相比2018年2.85万人下降49.12%，但报名审核通过人数为137.93万人，较2018年的165.97万人下降了16.89%，降幅显著小于招

录人数。随着应届大学毕业生人数的逐年增加，就业岗位竞争越来越激烈，应届大学毕业生的参训意愿、参训比例持续提升，课程内容好、授课质量高、课后辅导到位的培训尤其受到学员欢迎，市场占比快速提升。

从历史数据来看，2017年国家公务员招考人数虽然较2016年下降2.88%，但当年中公教育国家公务员培训收入依然增长了23.68%。

### (3)国家公务员招录人数减少分流学员竞争其他岗位

我国非学历职业教育培训的主流目标人群为各类应届毕业生及部分存在更换工作岗位需求、工作年限在2-3年左右的社会在职人员，而应届毕业生呈逐年增加的趋势，就业竞争激烈的趋势将长期存在。在国家公务员招录人数减少的情况下，应届毕业生可能会选择事业单位、教师等岗位，而事业单位招录培训、教师招录及资格认证培训等系中公教育报告期快速成长的优势培训项目，部分分流的学员会选择报考中公教育的其他培训，导致其他培训序列的收入增长，整体上来说对中公教育收入影响较小。

### (4)中公教育盈利预测已考虑国家公务员招录人数减少的潜在影响

中公教育在编制盈利预测时，已考虑《深化党和国家机构改革方案》等文件精神对国家公务员招录人数的影响，并结合未来年度公务员培训的总体参培率预计提高、中公教育的市场占有率预计持续提升、培训单价上涨等因素，将公务员培训收入增幅从2018年的49.20%调低至2019年的24.98%，并在预测期内逐年下降，总体较为谨慎。

项目		2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
培训收入 预测	公务员培训收入(亿元)	30.83	38.53	44.69	50.03	54.03
	同步增长率	49.20%	24.98%	16.00%	11.96%	7.98%

### (5)从近期收款情况看，国家公务员招录人数下降未对收款情况产生重大不利影响

根据历史经验，考试公告发布后的一段时间是各类考试的报名集中期，国家公务员招录人数减少对中公教育收款影响最大的是2018年9月及10月份，中公教育2018年9月和10月公务员培训收款和培训人次较2017年9月和10月数据分别上升约93.38%和38.22%。因此2019年国家公务员招录人数的下降未对中公教育的经营环境构成重大不利影响。

### (三)中公教育市场地位突出，竞争优势明显

中公教育是国内最早从事非学历职业就业培训的民营企业之一，经过多年的积累，中公教育已经形成了师资力量雄厚、研发能力突出、课程产品丰富、教学方法成熟、品牌形象良好，经营规模大、服务范围覆盖全国等非常明显的竞争优势，能够帮助中公教育在未来的竞争中占据优势地位。

中公教育与华图教育是非学历职业就业培训的两家龙头企业，从收入规模来看，2017年度中公教育营业收入规模约为华图教育的1.8倍，2015年-2017年中公教育营业收入复合增长率高于华图教育约9.01个百分点；从分支机构数量来看，截至2017年12月31日，中公教育在全国31个省市自治区、319个地级行政区建有582个直营分支机构，相比华图教育的393个培训网点，中公教育覆盖范围更广，可以更快、更早的开拓占有市场。中公教育无论是在行业地位、经营规模还是盈利水平方面均具有明显优势。

中公教育的核心竞争优势具体体现在以下几个方面：

### **1、系统平台优势**

中公教育建立了产品研发与教学服务体系、网络化的分支机构学习体系、市场运营与品牌传播体系、标准化运营管理体系，各体系围绕学员需求，以能力导向为目标，通过丰富的产品体系为服务内核，形成综合性的平台系统。同时，中公教育拥有优秀的核心管理团队，凭借多年教育培训产品研发、教学与管理经验，引导中公教育战略定位、产品研发管理等环节，凭借良好的业内口碑与品牌知名度，中公教育在公务员、事业单位、教师等培训领域与广大服务对象建立了长期稳定的合作关系。

### **2、研发优势**

中公教育以研发作为公司发展的源动力，以专业研发团队作为基础、以针对性的研发作为前提、以能力提升作为科学导向、以透彻有效作为标准要求，具备了较大的研发优势。中公教育拥有一支专业基础扎实、经验丰富的专职研发团队，人员数量较为庞大的专业研发团队具备不同类型职业就业培训所需的专业知识储备，根据不同的能力要求，提供有针对性的能力提升解决方案。公司的课程设计、授课内容、教学方法及讲义等教辅材料均为自主研发，研发成果经过理论和实践的反复验证，对确保培训课程的良好效果形成有力支撑。

### **3、产品优势**

由于资金和规模的限制，我国大部分培训机构专注于培训行业的某一个细分

领域，通常采用面授或者线上一种培训方式，课程结构亦较为单一。中公教育的课程产品具有多元化、多层次、创新性强、产品线丰富等特点，可更好满足学员广泛的职业教育培训需求，提升学员的学习体验及满意度。中公教育为不同基础、不同职业需求的学员提供了 2,500 种以上的培训课程选择，课程覆盖了公务员、事业单位、教师资格和教师招聘等在内的各类人才招录。此外，中公教育将同一个课程设计为高低不同的级别，为不同阶层不同需求的学员提供差异化培训，并为同一层次的学员提供分阶段成长的阶梯式学习计划。中公教育的培训以面授为主，同时提供线上培训课程方便学员进一步巩固和提升，在保证教学质量的同时，最大限度提升学员的学习体验。中公教育根据市场调研结果和学员反馈结果，不断升级课程产品，并通过产品的更新迭代，提高学员粘性。

#### **4、运营管理优势**

中公教育在长期发展过程中建立了严格、高效的组织管理体系。通过构建系统化、标准化、信息化连锁管理机制，确保总部与各分支机构上下协同运作，发挥分支机构熟悉地方经营环境的优势，高效运营分支机构管理以及服务好学员，同时在人力资源、财务、课程产品、信息技术、品牌运营、教学管理、客服、事业部等职能部门管理中执行一体化管理，确保总部制定的各项职能部门工作标准得到落实，保证了管理绩效的不断提升。

#### **5、教学优势**

中公教育高度重视对教学方法和学习系统的持续创新。依托于较为显著的研发优势，结合市场趋势和学员需求，中公教育在长期经营活动中总结、研发出了特有的教学方法和具有竞争力的教学体系，包括专业专项教学法、双师教学模式等。

专业专项教学法是在科学、完整的知识体系框架下，将不同知识能力的要点进行分类分割、专项讲解，实现单项教学、单项训练，以夯实学员知识基础，逐一突破重难点，并在分项掌握之后融会贯通，最终实现对能力的全方位提升。在专业专项教学过程中，根据参培学员不同的知识基础和学习能力因材施教，开展针对性强的测评、封闭式管理和专业的心理调适，并加以灵活的教学方法和高强度的场景训练，最大限度的提升学员的知识水平和综合素养。

双师教学模式通过多媒体设备实时互动，以科技还原真人教学环境，以全新的双向实时高清互动直播系统，帮助教师端与学生端实现随时随地的高清视讯互



联，最大程度上实现了名师资源的共享和对学员的个性化指导。

经过多年的优化，中公教育自主研发的教学方法和教学体系持续完善，具备了较为显著的优势。

## **6、渠道优势**

庞大的教学网络是中公教育行业领先地位的体现，也是中公教育进一步拓展业务的保证。截至 2018 年 4 月 30 日，中公教育在全国 31 个省市自治区、319 个地级行政区建有 619 个直营分支机构，教学网络遍布全国，员工总人数到达 22,620 人。报告期内，中公教育通过面授班和线上培训累积培养学员分别为 55.80 万人次、86.07 万人次、146.61 万人次和 62.10 万人次。中公教育的规模优势能够实现课程产品的专业化生产和教师资源的集中管理，有效降低运营成本，扩大公司的市场知名度和市场占有率，提高公司的抗风险能力，尤其在新产品和服务的开发和推广上有着显著的成本优势和渠道优势。

## **7、人才优势**

高素质、稳定的人才队伍系中公教育保持行业领先地位的重要保障。截至 2018 年 4 月 30 日，中公教育拥有全职授课教师 7,264 名，专职研发人员 1,344 名。授课教师均为全职教师，有利于增强公司业务稳定性，为中公教育的可持续经营提供坚实的基础。中公教育建立健全了严格的师资招聘制度和完善的培训体系，不断增强教师的专业能力、提高综合素质，以保证研发和教学的高质量。中公教育还建立了科学的考核体系和晋升机制，不仅为教师提供了顺畅的职业上升通道和快速发展平台，还有利于优化公司的人才结构、保证人员体系的稳定。

## **8、品牌优势**

中公教育是最早从事职业教育培训的企业之一，经过多年的发展，中公教育凭借其雄厚的研发实力、优质的师资力量和遍布全国的教学网络，在行业内树立了良好的品牌形象和市场口碑。由于越来越多的学员选择具有较强市场影响力的知名培训机构，以提高学习效率、降低培训风险，公司在行业中的品牌优势将有利于提高对学员的吸引力，增强公司的经营业绩，提高市场占有率。

## **9、知识产权优势**

中公教育充分重视信息化建设，并通过将技术成果及时申请知识产权保护的方式保持公司的创造力和核心竞争力。截至 2018 年 4 月 30 日，中公教育已经取得中公教育一对一测评系统、中公教育大学生就业求职系统、中公教育 19 课堂

客户端软件、中公教育 19 课堂系统、中公教育移动自习室系统等 50 余项计算机软件著作权。

#### **(四)盈利预测较为谨慎**

##### **1、营业收入预测的谨慎性**

影响中公教育盈利预测可实现性最主要的是营业收入的预测。

营业收入=培训人次×每人次的平均收费

##### **(1)培训人次预测的谨慎性**

中公教育在对培训人次预测时，充分考虑了行业发展的现状的基础上结合中公教育的实际经营情况和扩张计划进行的。

培训人次的增长主要基于以下方面：

①每年新增的就业群体对职业教育的需求旺盛，具体参见“三、2019 年及以后年度盈利预测的可实现性/(二)非学历职业就业培训行业发展迅速，市场前景广阔”。

②各类非学历职业就业考试竞争加剧，考试难度增加，报考人员参培意愿增强，各类考试的参培率逐年提高。

③中公教育通过增加销售及研究人员，深挖各类非学历职业就业考试培训市场，提升培训效果，提高市场占有率。

④中公教育有明确的分支机构扩张计划，通过复制成熟的经营模式，不断增加分支机构，扩张中公教育培训服务覆盖的地域和人群。

出于谨慎性原则考虑，虽然中公教育最近几年培训人次呈增长趋势，但预测期内增幅逐年下降。

##### **(2)每人次的平均收费(单价)预测的谨慎性**

①面授培训各产品的单价预期会逐年上涨

A、为适应考试难度的逐年增加，中公教育培训课程的时长也逐年在增加，导致平均单价上升。

B、中公教育协议班的占比提升，一定程度提升平均单价。

中公教育协议班的占比从 2015 年的 57.92%上升到 2017 年的 73.75%，与竞争对手华图教育趋势一致。

协议班收入占比	2015年	2016年	2017年
中公教育	57.92%	59.02%	73.75%
华图教育	26.71%	30.02%	40.22%

注：比例为普通班或协议班营业收入占面授班营业收入的比例。

2018年的预测单价是根据中公教育历史年度的单价涨幅，结合2018年的产品设计进行的，2019年及以后年度预计单价的增长率均低于历史年度单价的增长水平。

② 线上培训成本相对固定，随着培训人次的增长，给了中公教育降价空间，因此预测2018年之后单价逐年下降。

出于谨慎性原则考虑，中公教育预测期内营业收入的复合增长率为30.09%，低于报告期营业收入的复合增长率为39.35%，在培训人次和产品单价均逐年上升的情况下，营业收入的增长具有合理性。

## 2、营业成本(毛利率)预测的谨慎性

### (1)中公教育历史年度毛利率水平较为平稳

单位：万元

项目	2015年	2016年	2017年
营业收入	207,586.04	258,407.51	403,125.73
营业成本	82,662.12	105,053.07	162,958.77
毛利率	60.18%	59.35%	59.58%

中公教育最近三年毛利率较为稳定，均在60%左右。主营业务成本中占比最大的是工资社保及开班费，均与营业收入密切相关，而且比例相对稳定，所以中公教育历史年度的毛利率较为平稳。主营业务成本的具体构成如下：

单位：万元

项目	2015年	2016年	2017年
1、工资社保	30,985.36	43,933.28	72,644.31
2、差旅交通	4,129.96	5,533.74	6,017.19
3、招待费	3.99	3.43	11.47
4、开班费	38,911.15	43,321.46	67,733.60
5、会议费	10.27	0.64	4.49
6、办公费	429.72	654.05	540.09
7、福利费	42.49	26.25	35.13
8、房租物业	6,154.45	7,418.44	9,771.56
9、折旧摊销	1,460.07	3,688.53	5,804.59
10、其他	231.88	199.42	223.03
<b>合计</b>	<b>82,359.34</b>	<b>104,779.24</b>	<b>162,785.46</b>
工资社保占比	37.62%	41.93%	44.63%
开班费占比	47.25%	41.35%	41.61%

预测期内，中公教育的营业收入、营业成本、毛利率如下表：

单位：万元

项目	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
营业收入	648,112.29	906,976.04	1,151,436.70	1,361,033.42	1,501,124.21
营业成本	261,933.44	366,657.08	465,868.64	550,957.56	607,996.16
毛利率	59.59%	59.57%	59.54%	59.52%	59.50%

中公教育历史年度的毛利率比较平稳，2018年开始大规模启动的双师教育模式，从一定程度上节约了教师的人工成本，一定程度将提高整体毛利率。但出于谨慎性原则考虑，预测时并未提高毛利率，而是参考历史年度的毛利率水平进行预测(均低于60%)，且预测期内逐年小幅下降，较为谨慎。

## (2)与同行业公司毛利率比较情况

2015-2017年，中公教育的毛利率与可比公司的毛利率对比情况如下：

名称	2017年度	2016年度	2015年度
华图教育	54.61%	60.88%	59.26%
新南洋	43.39%	43.48%	39.71%
全通教育	30.40%	33.25%	51.70%
东方时尚	53.69%	52.69%	57.29%
拓维信息	56.98%	64.54%	57.92%
<b>平均值</b>	<b>47.81%</b>	<b>50.97%</b>	<b>53.18%</b>
<b>中位数</b>	<b>53.69%</b>	<b>52.69%</b>	<b>57.29%</b>
<b>中公教育</b>	<b>59.58%</b>	<b>59.35%</b>	<b>60.18%</b>

注1：A股各上市公司数据来自巨潮网披露的定期报告，华图教育数据来自联交所披露易

注2：A股各上市公司的毛利率为主营业务毛利率，华图教育的毛利率为营业毛利率

2015-2017年，中公教育的毛利率略高于可比公司平均水平，主要由于中公教育在教育细分领域、产品定位、运营模式及经营管理方式等方面与上述公司存在不同所致。可比公司中，华图教育的业务模式与中公教育最为接近，因此毛利率水平与中公教育也最具可比性，华图教育除2017年度毛利率略低外，其余年度毛利率与中公教育的毛利率较为接近，均保持在60%左右，毛利率比较稳定。

## 3、销售费用预测的谨慎性

### (1)中公教育历史年度的销售费用率比较平稳

单位：万元

项目	2015年	2016年	2017年
营业收入	207,586.04	258,407.51	403,125.73

销售费用	42,849.79	48,064.34	84,129.70
销售费用率	20.64%	18.60%	20.87%

预测期内，中公教育营业收入、销售费用、销售费用率如下表：

单位：万元

项目	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
营业收入	648,112.29	906,976.04	1,151,436.70	1,361,033.42	1,501,124.21
销售费用	131,528.89	184,351.42	232,728.00	275,409.96	303,438.43
销售费用率	20.29%	20.33%	20.21%	20.24%	20.21%

中公教育历史年度的销售费用率较为平稳，2017年较2016年略有上升主要是由于2017年中公教育进行了大规模的招聘，以为2018年的业务拓展储备足够的销售人员。本次预测中，2018年销售费用率较2017年略有下降(0.58个百分点)，主要是因为2017年已储备了较多销售人员，2018年销售人员的增加需求较小，随着营业收入的增长，销售费用率较2017年有所下降。预测期其余年度，销售费用率持续保持在20%以上，与历史水平较为接近且高于历史平均水平。

#### (2)与同行业公司销售费用率比较情况

项目	2017年度	2016年度	2015年度
华图教育	19.94%	17.82%	19.24%
新南洋	24.25%	21.55%	19.71%
全通教育	4.02%	6.08%	5.24%
东方时尚	3.39%	3.37%	3.54%
拓维信息	15.12%	13.03%	10.37%
<b>平均值</b>	<b>13.34%</b>	<b>12.37%</b>	<b>11.62%</b>
<b>中位数</b>	<b>15.12%</b>	<b>13.03%</b>	<b>10.37%</b>
<b>中公教育</b>	<b>20.87%</b>	<b>18.60%</b>	<b>20.64%</b>

历史年度，可比公司平均水平为11.62%-13.34%，最可比的竞争对手华图教育历史年度的销售费用率最高达到19.94%，中公教育预测期的销售费用率基本保持稳定，高于华图教育也高于可比公司平均水平，预测较为谨慎。

#### 4、管理费用预测的谨慎性

##### (1)中公教育历史年度的管理费用率呈平稳下降趋势

单位：万元

项目	2015年	2016年	2017年
营业收入	207,586.04	258,407.51	403,125.73
管理费用	57,718.88	68,419.68	97,707.14
管理费用率	27.80%	26.48%	24.24%

预测期内，中公教育营业收入、销售费用、销售费用率如下表：

单位：万元

项目	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
营业收入	648,112.29	906,976.04	1,151,436.70	1,361,033.42	1,501,124.21
管理费用	142,043.02	196,385.31	245,560.88	286,009.34	315,570.33
管理费用率	21.92%	21.65%	21.33%	21.01%	21.02%

中公教育历史年度的管理费用率呈平稳下降趋势。预测年度管理费用率下降的主要原因是：

①股份支付、折旧摊销等金额相对稳定，占收入比例会随着营业收入的增加而下降；

②由于规模效应的存在，管理人员及管理费用的增加与营业收入的增长不存在必然的线性关系，因此，随着营业收入的增加，管理费用率一般会有所下降。

## (2)与同行业公司管理费用率比较情况

名称	2017年度	2016年度	2015年度
华图教育	17.76%	19.42%	20.71%
新南洋	16.03%	15.57%	14.66%
全通教育	12.15%	10.55%	14.88%
东方时尚	20.63%	19.96%	16.98%
拓维信息	28.36%	29.59%	29.07%
<b>平均值</b>	<b>18.99%</b>	<b>19.02%</b>	<b>19.26%</b>
<b>中位数</b>	<b>17.76%</b>	<b>19.42%</b>	<b>16.98%</b>
<b>中公教育</b>	<b>24.24%</b>	<b>26.48%</b>	<b>27.80%</b>

历史年度，可比公司平均水平为 19.26%-18.99%(逐年下降)，预测期内中公的管理费用率高于华图教育也高于可比公司平均水平(保持在 21%以上)，预测较为谨慎。

## 5、净利润率预测的谨慎性

2015年-2017年，中公教育净利润率及可比公司情况如下：

项目	2017年	2016年	2015年
华图教育	16.75%	17.97%	16.04%
新南洋	6.06%	13.13%	1.78%
全通教育	9.85%	14.63%	26.39%
东方时尚	18.95%	20.46%	23.81%
拓维信息	5.92%	20.10%	27.87%
<b>平均数</b>	<b>11.51%</b>	<b>17.26%</b>	<b>19.18%</b>

项目	2017年	2016年	2015年
中位数	9.85%	17.97%	23.81%
中公教育	13.02%	12.64%	7.75%

与中公教育最可比的公司华图教育2015年-2017年净利润率分别为16.04%、17.97%、16.75%，净利润率相对稳定。中公教育预测期的利润率低于华图教育，预测较为谨慎。

## 6、与同行业交易案例比较

序号	证券代码	证券简称	收购标的	标的类型	预测期平均毛利率	预测期平均净利润率	预测期收入平均增长率	预测期净利润平均增长率	预测期平均销售费用率	预测期平均管理费用率
1	300338.SZ	开元股份	恒企教育	职业教育	75.20%	20.11%	18.21%	49.97%	18.69%	26.70%
2	002638.SZ	勤上股份	龙文教育	K12	31.27%	14.91%	9.45%	35.33%	2.10%	5.77%
3	300089.SZ	文化长城	联讯教育	教育信息化	62.69%	39.79%	23.87%	390.89%	3.66%	10.90%
4	002599.SZ	盛通股份	乐博教育	素质教育	51.45%	16.59%	30.42%	67.50%	7.38%	20.04%
5	002696.SZ	百洋股份	火星时代	职业教育	61.19%	17.72%	13.49%	18.50%	25.04%	13.47%
6	300338.SZ	开元股份	中大英才	在线职业培训	79.05%	30.78%	27.33%	35.78%	20.71%	16.99%
7	300089.SZ	文化长城	翡翠教育	IT 培训课程	53.21%	21.02%	29.37%	162.58%	15.37%	11.40%
	<b>平均值</b>				<b>59.15%</b>	<b>22.99%</b>	<b>21.73%</b>	<b>108.65%</b>	<b>13.28%</b>	<b>15.04%</b>
	002607.SZ	亚夏汽车	中公教育	职业教育培训	<b>59.54%</b>	<b>14.00%</b>	<b>31.23%</b>	<b>33.94%</b>	<b>20.26%</b>	<b>21.39%</b>

从上表可知，中公教育预测期净利润平均增长率为33.94%，低于报告期内的净利润平均增长率81.81%，也低于可比交易案例中标的公司预测期的净利润平均增长率108.65%，预测较为谨慎。

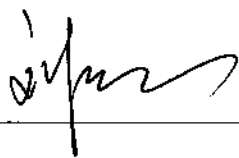
因此，在国家大力扶持教育培训行业，非学历职业就业培训行业发展迅速，市场前景广阔背景下，中公教育市场地位突出，竞争优势明显，同时本次收益法盈利预测本身较为谨慎，中公教育未来盈利预测具有可实现性。


综上所述，中公教育盈利预测具有可实现性。

## 四、中介机构意见

本次交易的评估机构中通诚经核查后认为：中公教育盈利预测具有可实现性。

(此页为《中通诚资产评估有限公司关于中国证券监督管理委员会上市公司  
并购重组审核委员会审核意见的回复》签章页，无正文)

法定代表人:   
刘公勤

资产评估师:   
黄华园

资产评估师:   
李营

