

公考回暖教招迅猛，轮动增长跨赛道扩张

——中公教育(002607.SZ)2019年第三季度报告点评

公司简报

买入(维持)

当前价: 18.60元

分析师

刘凯(执业证书编号: S0930517100002)

021-52523849

kailiu@ebcn.com

联系人

贾昌浩

021-52523835

jiachanghao@ebcn.com

市场数据

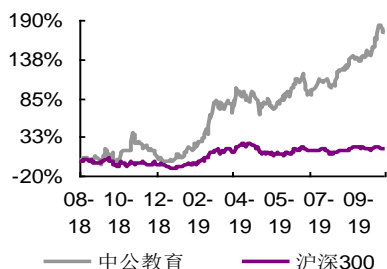
总股本(亿股): 61.67

总市值(亿元): 1147.14

一年最低/最高(元): 6.47/19.88

近3月换手率: 8.65%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	10.27	32.44	121.11
绝对	12.19	34.21	144.84

资料来源: Wind

相关研报

持续完善多品类布局，轮动增长跨赛道扩张——中公教育(002607.SZ)2019年前三季度业绩预告点评

..... 2019-10-15

核心竞争力和商业模式的再思考——中公教育(002607.SZ)跟踪报告之五

..... 2019-08-19

中公教育: 估值成长, 五问五答——亚夏汽车(002607.SZ)跟踪报告之三

..... 2019-01-21

事件:

中公教育披露《2019年第三季度报告》: Q3收入25.22亿元(+46.08%), 归母净利润4.66亿元(+41.62%); Q1-3收入61.59亿元(+47.67%), 归母净利润9.59亿元(+77.15%); 经营性现金流净额30.4亿元(+41.5%)。

点评:

公务员和事业单位等统一型考试招录逐步回暖，公司长期增长逻辑持续。Q3单季度中公教育收入增长46%，净利润增长42%；Q1-3收入增长48%，净利润增长77%。中公教育收入和净利润持续大幅增长主要是因为冷暖招录周期切换，公司及时优化管理捕捉回暖的机会，并主动加速市占集中的综合效应所致。2020年国考的招录人数24128人(+66%)，截止10月25日报名人数130万人次，平均报录比54:1。根据往年报考数据，距离国考报名截止前1小时还会有若干考生报名，因此，最终总报名人数可能有望超过140万人次。2020年江苏公务员考试公告于10月24日正式发布，笔试时间为2019年12月7日。公考和事业单位等统一型考试招录逐步回暖。

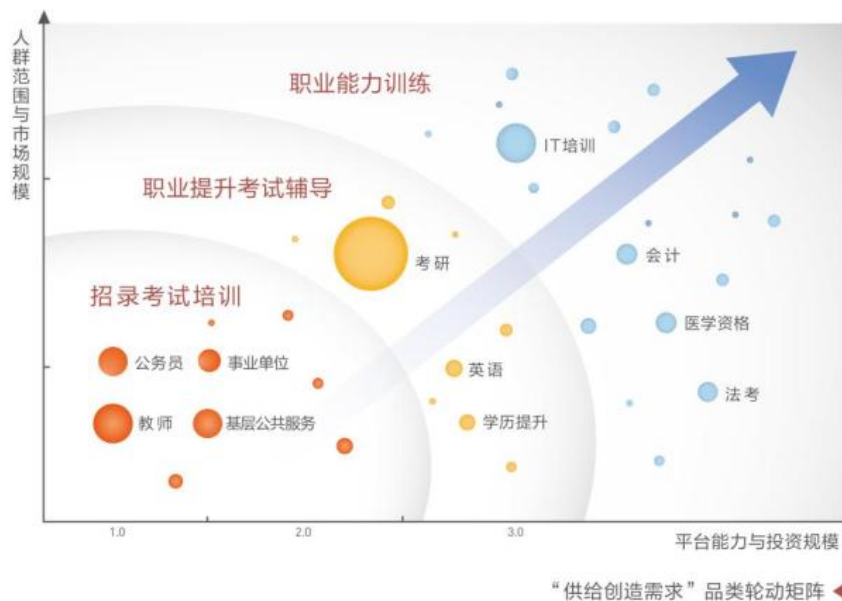
Q3毛利率57.74%，净利率18.47%，盈利能力较强。19Q3成本端，销售费用率16.09% (+0.96 pcts)，管理费用率13.04% (-3.68 pcts)，控费效果明显，研发费用率8.24% (+1.69%)。

2019Q3预收账款约39.18亿元，较年初19.2亿元大幅增加。2019Q3销售商品和提供劳务收到的现金83.30亿元，较2018Q3的59.08亿元增长41%。2019Q3货币现金11亿元、交易性金融资产35亿元、其他流动资产3亿元，合计49亿元，较年初大幅增加；2018年底货币现金6.5亿元、其它流动资产23.3亿元，合计29.8亿元。

对新赛道的模式复制能力得到进一步验证。教师和基层公共服务等下沉分散型考试招录活力十足，逐步成为招录培训市场发展的主导力量。中公教育一直坚持对下沉市场和基层招录考试新品类进行布局，当下已进入加速回收期，并通过新品类的创新大幅扩大了整体领先优势。公司顺势完善职业就业多品类布局，巩固提升职业教育综合服务领先优势，牵引“供给创造需求”的轮动增长态势实现跨赛道扩散。

供给创造需求，增长模式可在新赛道复制。职业就业培训由三大板块组成：招录考试培训（公务员/事业单位教师/基层公共服务等）、职业提升考试辅导（考研/注会/学历提升等）和职业能力训练（IT/会计/医学资格/法考等）。中公通过数十元图书、数百元在线直播课、数千元非协议班线下面授课、数万元协议班线下面授课四种模式满足不同客群的学习需求。从刚性角度看，招录考试培训>职业提升考试辅导>职业能力训练；从市场空间角度看，职业能力训练>职业提升考试辅导>人才招录培训，三大品类互为流量池有望实现品类联动。

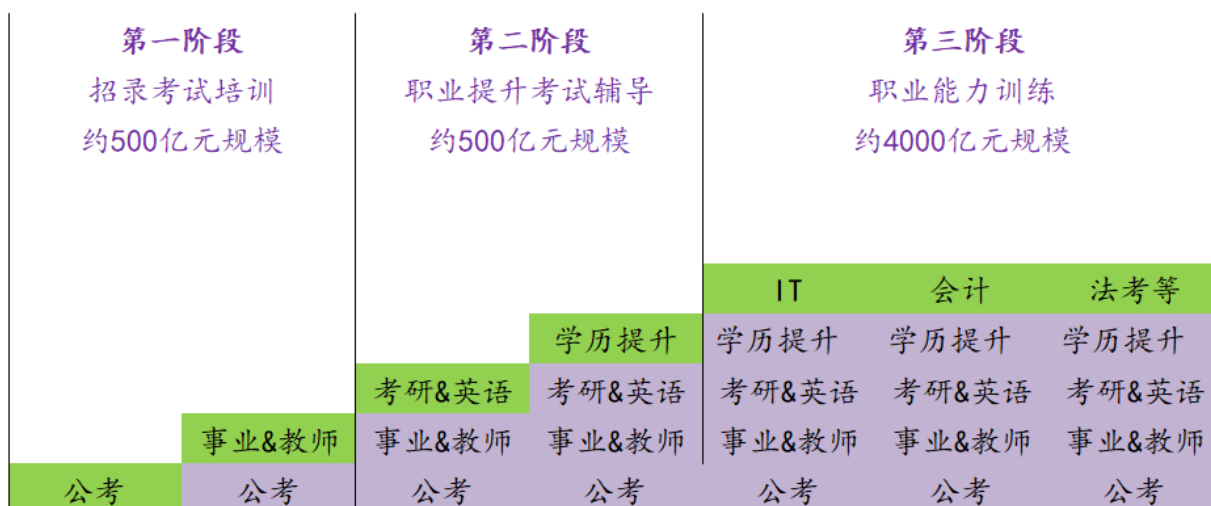
图 1：“供给创造需求” 品类轮动矩阵



资料来源：公司公告，光大证券研究所

持续累积的企业能力进一步在考研、IT 和财经等职业提升领域获得释放，公司正快速将职业教育行业带入空间更为广阔的第三阶段。在保持招录领域稳步快速增长的同时，公司对考研和 IT 职业能力训练等新赛道进行了积极布局，并已实现规模化的快速增长。在多品类增长飞轮效应的强大动能下，公司新的增长愿景已经不再局限于招录，而是延伸到了整个知识型人群的职业教育培训领域。

图 2：中公教育目前步入第三增长阶段



资料来源：光大证券研究所

招录业务稳步发展，新品类增长快速释放。龙头效应释放带动客单价进一步增长。在长周期学习趋势的带动下，2019 年上半年，公务员序列的单价比 2018 年同期增长近 15%，综合序列的单价同比增幅则超过了 15%。公务员序列的培训人次并未因招录岗位数的下滑受影响，依然增长了 10%+。

19H1 考研和 IT 培训等职业能力提升新业务增长迅猛，其所在的综合序列营收同比增长高达 89.43%。

◆对盈利预测、投资评级和估值的修正：

考虑到公司教师考试培训、考研及 IT 业务的快速增长以及公务员考试培训业务和事业单位考试培训业务的稳定增长，以及双师课堂带来公司盈利能力的提升，我们维持中公教育 19~21 年净利润预测分别为 17.46/25.39/34.95 亿元，EPS 预测分别为 0.28/0.41/0.57 元。当前约 1147 亿元市值对应 19-21 年 P/E 约为 66/45/33x，维持中公教育“买入”评级。

风险提示。无法完成承诺业绩、招生人数下滑的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,031	6,237	10,063	14,521	19,758
营业收入增长率	56.00%	54.72%	61.34%	44.30%	36.07%
净利润（百万元）	525	1,153	1,746	2,539	3,495
净利润增长率	60.55%	119.67%	51.48%	45.38%	37.64%
EPS（元）	0.09	0.19	0.28	0.41	0.57
P/E	207	100	66	45	33

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 28 日

图 3：光大证券对于中公教育的 2 年研究历史一览（股价-时间-报告）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 1：中公教育分业务收入预测

项目/年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
人均收费 (元)						
公务员招录培训	4,813.73	5,536.46	6,884.13	8,000.00	8,700.00	9,200.00
YOY	-7.06%	15.01%	24.34%	16.21%	8.75%	5.75%
事业单位招录培训	3,036.61	3,876.95	4,369.43	5,100.00	5,500.00	5,900.00
YOY	-10.23%	27.67%	12.70%	16.72%	7.84%	7.27%
教师招录及教师资格培训	2,364.79	2,675.21	2,979.64	3,600.00	4,100.00	4,400.00
YOY	-16.74%	13.13%	11.38%	20.82%	13.89%	7.32%
培训人次 (万人)						
公务员招录培训	31.78	37.32	44.76	52.00	58.00	64.00
YOY	22.80%	17.43%	19.95%	16.16%	11.54%	10.34%
事业单位招录培训	9.8	14.67	17.96	21.00	25.00	30.00
YOY	34.06%	49.69%	22.41%	16.94%	19.05%	20.00%
教师招录及教师资格培训	14.15	25.04	36.09	62.00	100.00	150.00
YOY	100.14%	76.96%	44.15%	71.77%	61.29%	50.00%
收入 (百万元)						
公务员招录培训	1,529.89	2,066.19	3,081.63	4,160.00	5,046.00	5,888.00
YOY	14.13%	35.06%	49.15%	34.99%	21.30%	16.69%
事业单位招录培训	297.74	568.94	784.63	1,071.00	1,375.00	1,770.00
YOY	20.41%	91.09%	37.91%	36.50%	28.38%	28.73%
教师招录及教师资格培训	334.73	669.75	1,075.47	2,232.00	4,100.00	6,600.00
YOY	66.70%	100.09%	60.58%	107.54%	83.69%	60.98%

资料来源：并购交易书，光大证券研究所预测

表 2：中公教育总收入测算

收入 (百万元) /年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
公务员招录培训	1,529.89	2,066.19	3,081.63	4,160.00	5,046.00	5,888.00
YOY	14.13%	35.06%	49.15%	34.99%	21.30%	16.69%
事业单位招录培训	297.74	568.94	784.63	1,071.00	1,375.00	1,770.00
YOY	20.41%	91.09%	37.91%	36.50%	28.38%	28.73%
教师招录及教师资格培训	334.73	669.75	1,075.47	2,232.00	4,100.00	6,600.00
YOY	66.70%	100.09%	60.58%	107.54%	83.69%	60.98%
考研			600.00	1200.00	2000.00	2500.00
YoY				100%	66.67%	25.00%
IT			50.00	300.00	700.00	1300.00
YoY				500%	133.33%	85.71%
其他	416.16	724.46	645.26	1100.00	1300.00	1700.00
YoY		74.08%	-10.93%	70.47%	18.18%	30.77%
总收入	2,578.52	4,029.35	6,236.99	10,063.00	14,521.00	19,758.00
YoY	24.56%	56.27%	54.82%	61.34%	44.30%	36.07%

资料来源：资料来源：并购交易书，光大证券研究所预测

表 3：中公教育历史研究报告一览

报告一览

深度报告

- [2019-08-18]核心竞争力和商业模式的再思考——中公教育（002607.SZ）跟踪报告之五
- [2019-01-21] 估值成长，五问五答—中公教育跟踪报告三
- [2019-01-05] 亚夏汽车（002607.SZ）跟踪报告之二——中公教育过户完成，职教龙头剑指千亿
- [2018-12-17] 亚夏汽车（002607.SZ）跟踪报告一 —— 公务员和事业单位业务稳步向上，教师培训业务空间宏大
- [2018-06-19] 什么是事业单位考试培训——成人职业培训行业跟踪报告之四
- [2018-06-13] 什么是教师考试培训——成人职业培训行业跟踪报告之三
- [2018-06-06] 什么是公务员考试培训——成人职业培训行业跟踪报告之二
- [2018-06-06] 中公教育和华图教育经营数据深度对比分析 ——成人职业培训行业跟踪报告之一
- [2018-05-10] 中公教育借壳上市，A 股龙头扬帆起航——亚夏汽车（002607.SZ）公司深度报告

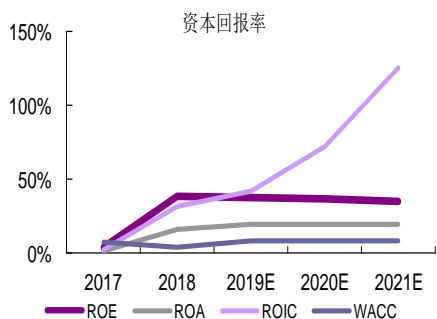
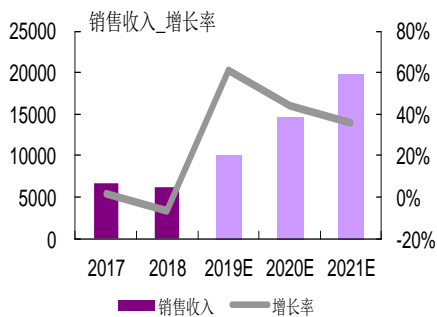
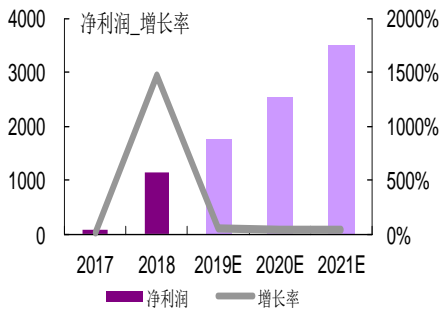
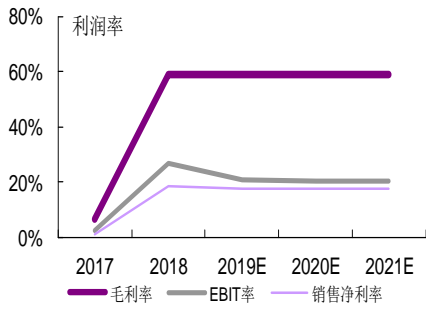
专题研究

- [2019-03-03] 三条主线配置教育行业，维持中公教育核心推荐——教育行业跨市场周报（第 64 期）
- [2019-01-07] 中公教育董事长李永新谈中公

公司点评

- [2019-10-15]持续完善多品类布局，轮动增长跨赛道扩张——中公教育（002607.SZ）2019 年前三季度业绩预告点评
- [2019-08-20]业绩优于市场预期，盈利能力持续提升——中公教育（002607.SZ）2019 半年度报告点评
- [2019-07-06]业绩同比增长 100-136%，关注下半年收入增长带来的业绩弹性——中公教育（002607.SZ）2019H1 业绩预告点评
- [2019-04-30] 中公教育 19Q1 点评：预收账款环比大增 127%，经营业绩符合预期|光大教育
- [2019-04-09] 中公教育 2018 年年报点评：首份年报业绩靓丽，中公打造职教航母
- [2019-03-01] 归母净利润增长 120%，职教龙头扬帆起航——中公教育（002607.SZ）2018 业绩快报点评
- [2019-02-21] 中公教育（002607.SZ）重大事项点评之三——亚夏汽车正式更名中公教育，A 股教育龙头扬帆起航
- [2019-02-10] 亚夏汽车（002607.SZ）重大事项点评之二——中公教育 18 年净利润 11.0~11.6 亿元，超市场预期
- [2019-01-16] 中公教育（002607.SZ）重大事项点评之一——亚夏汽车拟更名为中公教育
- [2018-11-04] 中公借壳亚夏汽车获有条件通过，A 股教育板块迎来职业培训龙头——亚夏汽车（002607.SZ）重大事项点评

资料来源：光大证券研究所整理



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,664	6,237	10,063	14,521	19,758
营业成本	6,240	2,552	4,126	5,953	8,101
折旧和摊销	87	138	107	114	118
营业税费	33	27	47	68	93
销售费用	166	1,102	1,872	2,759	3,754
管理费用	65	873	1,912	2,759	3,754
财务费用	53	-3	35	-37	-104
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	1	110	0	0	0
营业利润	104	1,340	2,071	3,018	4,160
利润总额	105	1,340	2,086	3,033	4,175
少数股东损益	-3	0	0	0	0
归属母公司净利润	73	1,153	1,746	2,539	3,495

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	4,628	7,202	8,717	12,738	17,805
流动资产	2,364	3,070	5,448	9,486	14,567
货币资金	822	649	3,040	7,044	12,085
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	76	7	11	16	22
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	38	39	62	90	122
存货	682	0	0	0	0
可供出售投资	213	163	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	822	699	726	701	649
无形资产	590	204	194	186	179
总负债	2,690	4,248	4,041	5,872	7,952
无息负债	1,386	2,641	4,041	5,872	7,952
有息负债	1,303	1,607	0	0	0
股东权益	1,938	2,954	4,676	6,866	9,853
股本	820	104	6,167	6,167	6,167
公积金	755	1,190	-4,699	-4,445	-4,096
未分配利润	337	1,660	3,208	5,144	7,781
少数股东权益	26	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-126	1,408	3,273	4,368	5,497
净利润	73	1,153	1,746	2,539	3,495
折旧摊销	87	138	107	114	118
净营运资金增加	178	-484	-553	-683	-731
其他	-466	601	1,973	2,398	2,616
投资活动产生现金流	-86	-2,360	784	-52	-52
净资本支出	-91	-263	-114	-52	-52
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	5	-2,097	898	0	0
融资活动现金流	134	1,412	-1,666	-312	-404
股本变化	365	-717	6,064	0	0
债务净变化	323	304	-1,607	0	0
无息负债变化	10	1,255	1,400	1,831	2,080
净现金流	-79	460	2,391	4,004	5,042

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	1.58%	-6.41%	61.34%	44.30%	36.07%
净利润增长率	11.51%	1469.55%	51.48%	45.38%	37.64%
EBITDA 增长率	27.41%	681.43%	21.62%	39.85%	34.88%
EBIT 增长率	46.96%	1056.23%	25.25%	41.53%	36.07%
估值指标					
PE	1,562	100	66	45	33
PB	60	39	25	17	12
EV/EBITDA	74	2	52	36	26
EV/EBIT	118	2	54	37	27
EV/NOPLAT	176	2	65	45	32
EV/Sales	3	1	11	8	5
EV/IC	5	1	27	32	40
盈利能力 (%)					
毛利率	6.37%	59.08%	59.00%	59.00%	59.00%
EBITDA 率	3.49%	29.18%	21.99%	21.31%	21.13%
EBIT 率	2.18%	26.96%	20.93%	20.53%	20.53%
税前净利润率	1.58%	21.48%	20.73%	20.89%	21.13%
税后净利润率 (归属母公司)	1.10%	18.48%	17.36%	17.48%	17.69%
ROA	1.53%	16.01%	20.03%	19.93%	19.63%
ROE (归属母公司) (摊薄)	3.84%	39.03%	37.34%	36.98%	35.47%
经营性 ROIC	2.58%	31.92%	42.46%	72.27%	125.41%
偿债能力					
流动比率	0.92	0.74	1.35	1.62	1.83
速动比率	0.65	0.74	1.35	1.62	1.83
归属母公司权益/有息债务	1.47	1.84	-	-	-
有形资产/有息债务	3.03	4.13	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.01	0.19	0.28	0.41	0.57
每股红利	0.00	0.00	0.06	0.08	0.11
每股经营现金流	-0.02	0.23	0.53	0.71	0.89
每股自由现金流(FCFF)	-0.01	0.29	0.37	0.53	0.68
每股净资产	0.31	0.48	0.76	1.11	1.60
每股销售收入	1.08	1.01	1.63	2.35	3.20

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼