

中公教育(002607)/教育
行业利好频出，持续推荐职教培训龙头
评级：买入(维持)

分析师：范欣悦

执业证书编号：S0740517080004

Email: fanxy@r.qizq.com.cn

分析师：吴张爽

执业证书编号：S0740519070005

Email: wuzs@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	6167
流通股本(百万股)	6.67
市价(元)	17.61
市值(百万元)	108601
流通市值(百万元)	117459

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 Q3 业绩符合预期，国考招录大幅反弹
- 2 公考稳定增长，教师等新赛道爆发
- 3 成长性职教龙头，19H1 业绩预增 100~135%
- 4 淡季扭亏，拓赛道能力强
- 5 借壳成功，业绩超预期
- 6 中公教育借壳过会，职教培训龙头蓄势待发

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4031	6237	8988	12484	17017
增长率 yoy%	-38.6	54.7	44.1	38.9	36.3
净利润	525	1153	1719	2470	3496
增长率 yoy%	696.7	119.7	49.1	43.7	41.5
每股收益(元)	0.09	0.19	0.28	0.40	0.57
每股现金流量	-4.85	4.43	3.25	0.70	1.47
净资产收益率	52.5	58.3	14.0	11.0	14.2
P/E	207	94	63	44	31
PEG	0.3	0.8	1.3	1.0	0.7
P/B	1.8	36.8	5.0	4.6	4.2

备注：股价使用 2019 年 12 月 19 日收盘价。

投资要点

- **事件：**根据教育部官网公告，2020 年全国硕士研究生招生考试报考人数达 341 万人，同增 18%。
- **点评：**
- **考研人数持续攀升，培训市场规模有望突破百亿。**研究生报考人数自 2015 年以来逐年攀升，从 15 年的 165 万人增长至 2020 年的 341 万人，CAGR 达 16%，今年首次突破 300 万人体量。另据研究生招生信息网数据，近五年来，江苏、四川、福建、广东等多个省市考研人数翻番。一方面报名人数持续攀升，另一方面录取人数则维持相对稳定，近三年录取人数均在 70 万附近，考研难度不断加大，19 年考研录取率不足 25%。在此背景下，无论是线下还是在线考研培训机构都进入产品升级提质阶段，推出直通车、协议班、封闭式培训等针对性更强、高附加值产品。我们认为，报名人数持续增长、参培率及客单价提升有望推动考研培训市场规模突破百亿量级（假设参培率 40%，客单价 1 万+）。
- **机构改革短期影响消退，国考招录人数反弹。**2020 年国考计划招录 2.4 万人，涉及中央和国家机关 86 个单位、23 个直属机构，招录人数较去年同比增长 66%，通过资格审查人数达 143.7 万，整体招录比 60:1。随着机构改革影响消退，各地省考招录人数也有望提升，利好公考培训行业。
- **教育服务企业有望免征增值税。**财政部近期发布《增值税法(征求意见稿)》，提出学校和其他教育机构提供的教育服务免征增值税。中公主要从事非学历教育服务，公司及其下属单位增值税大部分按照 3% 税率实行简易征收，没有进项税抵扣。根据我们的测算，以 2018 年收入 62 亿元计算应缴增值税约 1.86 亿元，若免征增值税，则收入端上升 3% 左右、净利润上升 10%+（假设含税卖价不变），对收入及净利润皆有正向贡献。
- **投资建议：**20 年国考招录人数大幅反弹、考研人数持续攀升，中公作为行业龙头有望持续受益，此外教师、IT 序列延续高速增长，事业单位序列回暖向好。暂不考虑免征增值税的影响，维持 19/20/21 年归母净利润 17.19/24.70/34.96 亿元、每股收益 0.28/0.40/0.57 元/股的盈利预测。当前股价对应市值 1086 亿元，对应 20/21 年估值 44x/31x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**随着协议班占比提升，若通过率不达预期，退费率将提升，将影响面授培训业务增长；公考培训行业的天花板较为明显；品类拓展不及预期。

图表 1: 公司主要财务数据及盈利预测

利润表(百万元)						资产负债表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,031	6,237	8,988	12,484	17,017	货币资金	190	649	20,672	24,969	34,033
营业成本	1,630	2,552	3,493	4,699	6,207	存货	0	0	0	0	0
毛利率	59.58%	59.08%	61.14%	62.36%	63.52%	应收账款	0	7	10	14	19
营业税金及附加	19	27	39	55	74	其他流动资产	2,211	2,414	2,490	2,612	2,741
营业费用	841	1,102	1,570	2,181	2,972	流动资产	2,401	3,070	23,171	27,594	36,793
营业费用率	20.87%	17.67%	17.47%	17.47%	17.47%	固定资产	280	699	664	629	594
管理费用	667	873	1,250	1,736	2,366	长期股权投资	0	0	0	0	0
管理费用率	16.54%	14.00%	13.90%	13.90%	13.90%	无形资产	201	204	204	204	204
财务费用	28	-3	48	76	92	其他长期资产	353	3,229	3,229	3,229	3,229
财务费用率	0.70%	-0.04%	0.53%	0.61%	0.54%	非流动资产	834	4,132	4,097	4,062	4,027
投资收益	95	110	103	106	104	资产总计	3,235	7,202	27,268	31,656	40,820
营业利润	631	1,340	2,026	2,908	4,116	短期借款	100	1,607	2,227	2,777	8,090
营业利润率	15.65%	21.49%	22.54%	23.30%	24.19%	应付账款	35	145	136	225	269
营业外收入	2	1	2	1	1	其他流动负债	2,060	2,400	3,169	5,192	6,533
营业外支出	9	1	5	3	4	流动负债	2,195	4,151	5,532	8,193	14,892
利润总额	625	1,340	2,022	2,906	4,113	长期负债	0	0	0	0	0
所得税	100	187	303	436	617	其他长期负债	39	97	94	92	109
所得税率	15.98%	13.93%	15.00%	15.00%	15.00%	非流动性负债	39	97	94	92	109
少数股东损益	0	0	0	0	0	负债合计	2,234	4,248	5,626	8,285	15,001
归属于母公司股东的净利润	525	1,153	1,719	2,470	3,496	股本	90	104	6,167	6,167	6,167
净利率	13.02%	18.48%	19.13%	19.79%	20.55%	资本公积	358	1,145	12,566	12,566	12,566
每股收益(元)(摊薄)	0.09	0.19	0.28	0.40	0.57	股东权益合计	1,000	2,954	21,642	23,371	25,819
						少数股东权益	0	0	0	0	0
						负债股东权益总计	3,235	7,202	27,268	31,656	40,820
						比率分析					
							2017	2018	2019E	2020E	2021E
						增长率(%)					
						营业收入	-38.6	54.7	44.1	38.9	36.3
						营业利润	1132.9	112.4	51.2	43.6	41.5
						净利润	696.7	119.7	49.1	43.7	41.5
						利润率(%)					
						毛利率	59.6	59.1	61.1	62.4	63.5
						EBIT Margin	21.7	27.0	29.3	30.6	31.7
						EBITDA Margin	21.7	29.2	29.7	30.8	31.9
						净利率	13.0	18.5	19.1	19.8	20.5
						回报率(%)					
						净资产收益率	52.5	58.3	14.0	11.0	14.2
						总资产收益率	16.2	22.1	10.0	8.4	9.6
						其他(%)					
						资产负债率	69.1	59.0	20.6	26.2	36.7
						所得税率	16.0	13.9	15.0	15.0	15.0
						股利支付率	64.1	123.0	30.0	30.0	30.0

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。