

中公教育（002607.SZ）—深度跟踪报告

职教龙头的昨天、今天与明天

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师： 曾光 0755-82150809
证券分析师： 钟潇 0755-82132098
证券分析师： 张鲁 010-88005377
联系人： 白晓琦 0755-81981232

◆ 社会服务 · 教育

zengguang@guosen.com.cn
zhongxiao@guosen.com.cn
zhanglu5@guosen.com.cn
baixiaoqi@guosen.com.cn

◆ 投资评级：买入（调高评级）

执证编码： S0980511040003
执证编码： S0980513100003
执证编码： S0980521120002

事项：

公司公告： 1) 2022年11月8日、12月17日，公司控股股东鲁忠芳女士分别公告拟向上市公司全资子公司北京中公教育科技有限公司提供总额不超过10亿元的无息、无担保借款，使用期限自借款协议生效之日起一年。2) 预计公司2022年实现归属于上市公司股东的净利润为-9亿元-12亿元，较2021年度亏损23.70亿元减亏62.02%-49.36%。公司表示，年度经营亏损大幅减少主要受益于成本费用的控制。

国信社服观点如下：

1、职教龙头的过去：中公教育系A股非学历职业教育培训赛道龙头，2018-2020年分别实现扣非业绩11.1/17.0/18.7亿元，上市后连续3年超额完成业绩对赌（对赌条件扣非业绩不低于9.3/13.0/16.5亿元）。但2021Q2开始内外因素交加下经营业绩承压下滑，2021-2022E年分别扣非净利润分别亏损24.86/10.70亿。我们认为，除去疫情原因，公司重收入考核策略下“高收高退”协议班占比激增是本轮经营危机的主要诱因，此外行业融资政策趋严也有影响。协议班之于中公教育，既帮助公司在发展初期迅速提升了市场份额，但也带来了成本激增与资金链压力（退费）的后遗症。

2、职教龙头的现在：2021—2022年是深度调整的两年，自启动2022年度的经营提振计划以来，公司正在发生2点积极变化：1) 公司大股东拟共向上市公司提供总额不超过人民币20亿元的无息、无担保借款，预计主要用于解决退费问题，彰显出大股东与上市公司共克时艰的决心，后续不排除会有新增注资的可能性，公司资金链压力有望缓解；2) KPI考核体系由过往的重收入转为各地校区利润精细化考核，一方面调整产品结构（取消高收高退协议班），提升实收比例；另一方面持续优化员工&亏损网点，推行经营的降本增效。基于以上，公司管理经营思路由过往追求高速增长切换为当下的寻求健康稳健的发展模式。

3、职教龙头的未来：1) 公司教学研发能力与渠道下沉程度，目前在行业仍处领先地位。中公教育拥有行业内最为完善的研发体系，课程均为自主研发，课程标准化输出是公司异地扩张的基础。2022H1中公教育/粉笔的线下学校分别为1440/276个，公司下沉优势依旧显著；2) 公职培训、考研等培训需求景气度预计较高。2023年国考计划招录37100人/+19%，且其对省考有着较强参考性，预计公职招录市场景气度较高。此外公司教师&考研&综合序列的布局，也会公司提供新成长曲线，就业难背景下公司预计将直接受益。

4、风险提示：公务员/事业单位岗位吸引力降低、政策趋严、疫情复发、竞争加剧、公司资金链断裂等。

5、投资建议：近期公司大股东一方面向公司提供无息借款解决退费问题，另一方面在内部调整考核体系，优化产品结构专注降本增效，我们认为公司的管理经营思路已经从追求高速增长切换为寻求健康稳健的发展模式，且2022年经营已经逐渐进入环比改善通道。此外，纵使有过去2年经营困顿期，公司的教研、渠道壁垒优势依旧领先；叠加2023年国考以及考研报名人数再创新高，现有就业形势背景下公司各项培训业务预计将直接受益。虽然从2023年重新确认公司的业绩预测中枢仍需时间和耐心，但我们综合公司公考业务基本盘，暂审慎乐观预计公司2022-2024年净利润分别为-10.82/5.47/13.70亿元（原预测21-23年为-10.25/15.09/22.84亿元），对应EPS为-0.18/0.09/0.22元，考虑到内部机制调整仍在推进且线下复苏仍需一定时间节奏，市场相对更为重点关注24年经营指标，给予24年PE为35-40x估值，对应市值空间为480-548亿元，较目前仍有30-49%的空间，上调至“买入”评级，后续我们继续保持密切跟踪。

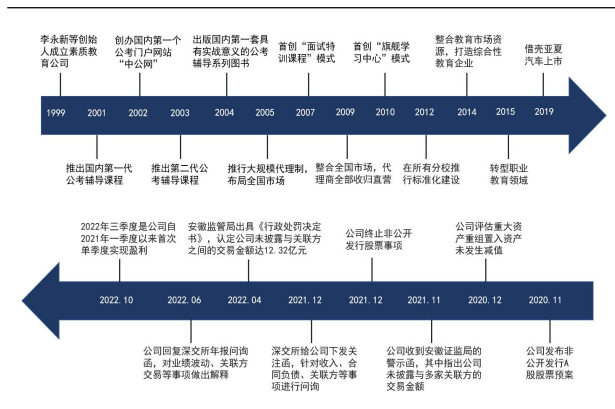
评论：

◆ 过去发生了什么：协议班模式加持，借壳上市后连续 3 年超额完成对赌，政策收紧&疫情放大经营风险

A 股非学历职业教育培训赛道龙头。中公教育成立于 2010 年，但创始人李永新团队于 1999 年就开始创业，2000 年进入公务员考试培训行业，是国内最早从事非学历职业教育的民营企业之一，此后一是公考业务优势持续凸显，并逐步扩展到事业单位、教师招考培训等领域，二是渠道方面全国扩张，迄今已 24 年，在行业内、尤其是人才招录培训领域中处于领导地位。其中，若仅就公务员、事业单位、教师招考考试培训等领域来看，中公教育的市场份额在国内排名处于绝对领先的位置，按 2017 年收入规模等估算排名第一（招股书数据，预计目前份额仍为行业第一）。2018 年 12 月公司借壳亚夏汽车顺利上市，成为 A 股职教培训领域首家上市公司。

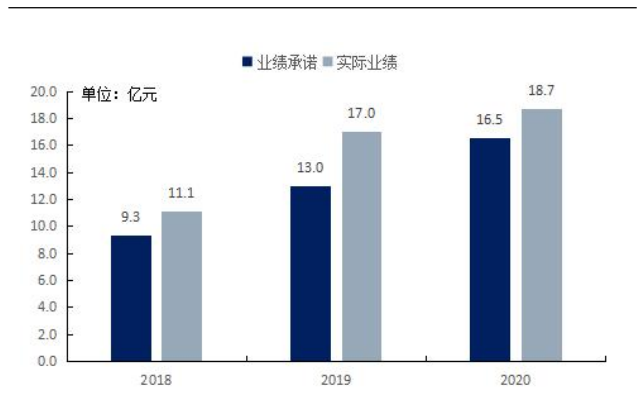
2018-2020 年连锁三年超额完成业绩对赌。上市之初（2019 年 1 月），李永新、鲁忠芳及其一致行动人中公合计控制本公司 60.22% 股权，系公司实际控制人，锁定期 3 年，解锁对应的业绩承诺 2018-2020 年合并报表范围内扣非归母业绩分别不低于 9.3、13.0 和 16.5 亿元。实际上，2018-2020 年公司分别实现扣非业绩 11.1、17.0、18.7 亿元，纵使 2020 年疫情扰动停课，但最终均超额完成业绩承诺。

图1：中公教育历史沿革示意图



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

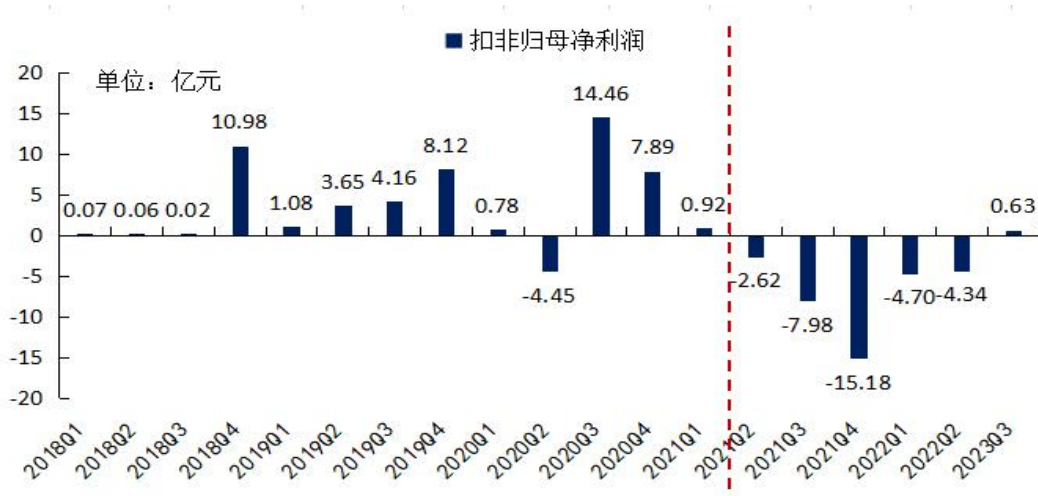
图2：中公教育 2018-2020 年连锁三年超额完成业绩对赌



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

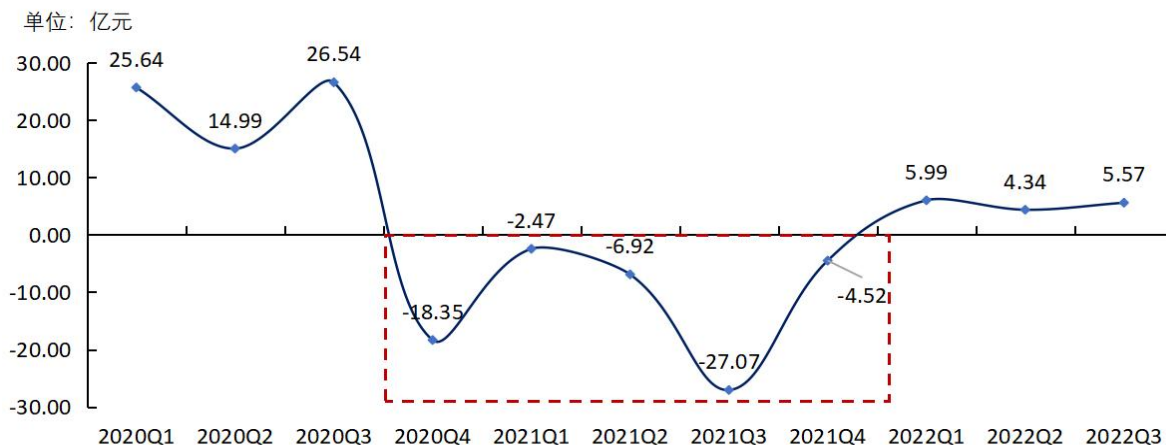
但自 2021 年开始，内外因素交加，公司经营承压业绩持续下滑。2021Q1-2022Q3 单季扣非归母净利润分别为 0.92 亿/-2.62 亿/-7.98 亿/-15.18 亿/-4.70 亿/-4.34 亿/0.63 亿，其中 2021 年业绩持续承压下滑，且经营性现金流净额持续为负。本章节下文中，报告将重点解密公司为何能在 2018-2020 年三年间持续实现靓丽的增长，连续 3 年经营业绩超预期完成对赌，又为何自 2021Q2 起经营业绩承压回撤。我们认为，除去外部疫情扰动，招录节奏受干扰外，公司的“重流水考核”经营战略下，“高收高退”协议班产品占比激增是本轮经营危机的主要诱因。此外，2021 年 5 月民促法实施条例正式落地，教育行业融资政策趋严（公司定增未能成功落地），也对公司现金流周转产生了较大影响。下文我们将重点分析中公教育首创的协议班产品的商业模式：

图3：中公教育自借壳上市以来扣非归母净利润数据，2021Q2 以来净利润承压走低



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

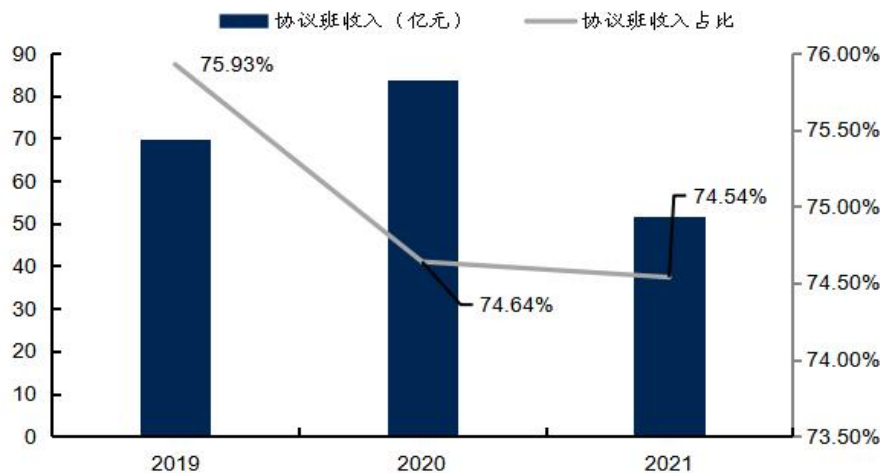
图4：中公教育自借壳上市以来的经营性现金流净额（2020Q4—2021Q4 呈净流出趋势）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

解密协议班：什么是协议班？协议班产品有什么优势？中公教育是最早推出协议班的培训机构，协议班即承诺若学员无法通过考试时，培训机构会按照不同比例退款的课程产品（具体如下表所示），协议班产品是按效果付费，1）可直接切中学生消费心理，故对参培学生有着极强的吸引力，便于营销人员对产品进行宣传，在初期抢占市场份额（提升收入规模）过程中扮演着非常重要的作用。2）其次，由于有着不过退费的保障，学生对产品的价格敏感度大幅降低，所以公司产品提价逻辑也较为顺畅。在中公教育不断做大自身市场份额的过程中，我们认为协议班在其中的助力作用至关重要，与之对应的是，借壳上市后（2021年前）协议班收入占比逐渐提升至7.5成。

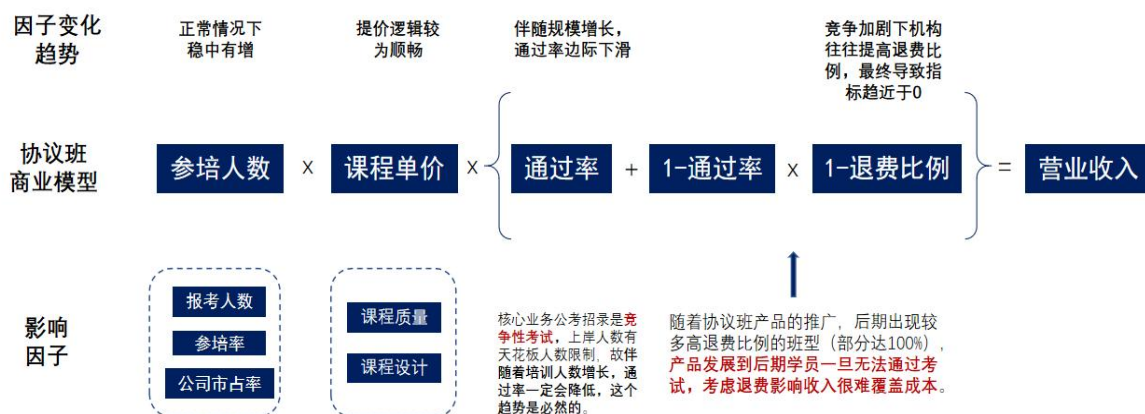
图5: 协议班收入占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

协议班的逻辑痛点：模型天然存在成长天花板。下图是小组根据自身理解所绘制的协议班模式的营业收入示意图，协议班模式的收入一部分来自顺利通过考试的学生所缴纳的学费，即参培人数*课程单价*通过率，另一方面来自未通过考试的学生收费的留存，即参培人数*课程单价*(1-通过率)*(1-退费比例)。在这里我们需要说明的是，**由于每年国考&省考招录的人数是一定的**，故伴随招录培训参培人数的边际增长，通过率一定会边际下降。最终我们再来看协议班的商业模式，随着企业规模的扩张，通过率的下降最终会限制企业收入的进一步增长，**也就是说主打协议班产品的培训机构营收规模其实是存在理论天花板的**。此外，在机构间招生竞争趋于白热化的阶段，培训机构为了保证招生顺利，往往会提高退费比例来吸引学生报名。在这种外部竞争模式下，高退费率班型的占比最终会不断提升，而这种情况下学员一旦无法通过考试，综合考虑退费后的培训收入其实很难覆盖成本支出，**最终给培训机构带来沉重的成本与资金层面负担（这也正是公司在 2021Q2 经营业绩大幅承压的背后原因）**。

图6: 协议班收入的商业逻辑图解



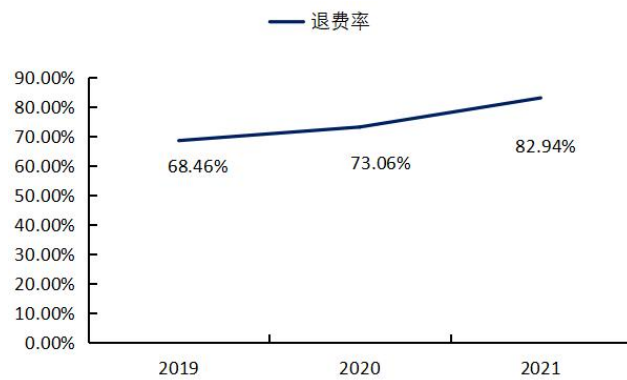
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7: 2019-2021 公司协议班产品退费率



资料来源: 公司问询函, 国信证券经济研究所整理

图8: 贷款模式(理享学)下协议班产品退费率



资料来源: 公司问询函, 国信证券经济研究所整理

综上所述, 协议班产品本质是中公强大研发实力下品牌、先发、规模优势下的综合变现, 在产品推出的初期, 中小机构即使模仿, 也会因品牌研发和规模经济不显, 导致协议班成交转化率受限, 且同时盈利也可能受限。最初在协议班的加持下, 公司的市场份额迅速提升, 但后期后遗症同样显著, 伴随高收高退协议班占比的提升, 考试通过率边际下滑最终也给上市带来了巨大成本与资金退费压力, 公司也不得不重新调整产品结构。协议班之于中公教育, 是公司基于自身综合考虑下的战略选择(抢市场份额、完成业绩对赌), 而公司也因为这种过于激进的经营策略而付出了被动调整产品结构、放缓发展节奏的代价。

◆ 现在发生的变化: 实控人转让股权为公司补充流动资金, 调整高退协议班比例, 经营提振效果初显

2021—2022 年, 是公司深度调整的两年, 公告提及管理团队对市场形势的判断过于乐观, 经营计划调整不及时, 导致退费猛增而成本居高不下, 公司 2021 年全年退费率相比 2020 年大幅增长, 业绩出现较大波动, 且提及下一阶段, 公司将积极整改, 并启动 2022 年度的经营提振计划, 通过内部优化降本增效、结构性产品调整、加速新业务发展等措施, 让公司尽快重回发展轨道。结合我们上分分析, 公司现阶段危机一方面来自协议班导致的退费难问题(现金流压力), 若一直悬而未决则会对品牌口碑产生负面影响; 另一方面公司需要重新思考自己的经营思路(经营思路), 调整 KPI 考核体系与产品结构, 以帮助公司实现更为健康的长线成长。我们近期关注到公司正在发生 2 点积极变化:

1、大股东通过减持的方式为上市公司提供无担保、无息贷款, 向市场释放出积极的信号。根据下表所示, 公司实际控制人通过协议转让股权的方式积极筹措资金, 据公告显示公司控股股东及其一致行动人已经累计向上市公司全资子公司北京中公教育科技有限公司合计提供总额不超过 20 亿元的无息、无担保借款, 使用期限自借款协议生效之日起一年, 上述股东在很大程度上向市场彰显出大股东与上市公司共克时艰的决心, 后续不排除会有新增注资的可能性。此外, 公告还提及协议转让股份其他资金将用于股东偿还个人相关债务及融资本金、利息及违约金。Wind 显示, 2022Q1-3 累计偿还债务支付现金 29.49 亿元, 截止 2022Q3 末短期借款、应付账款、应付职工薪酬、一年内到期的非流动负债及其他流动负债合计为 16.69 亿元, 环比 2022Q2~24.45 亿元/2022Q1~31.39 持续走低。

表1: 2022 年底以来公司大股东减持信息整理

转让协议签订日期	受让方	转让股份数量	转让股份比例	转让后大股东及其一致行动人持股比例	转让价格 (元/股)	转让价款 (亿元)	转让资金用途
2023.01.12	陕西省国际信托股份有限公司	314,537,300	5.10%	24.40%	4.31	13.56	用于股东偿还个人相关债务。
2022.12.22	江苏熙华私募基金管理有限公司	126,423,500	2.05%	29.50%	3.62	4.58	专项用于偿还股票质押协议项下的融资本金、利息及违约金。
	信达证券股份有限公司	28,204,104	0.46%		相关利息; 偿还存量金融负债; 偿还其他存量负债。		
	信达证券股份有限公司	95,143,884	1.54%		偿还所涉股票质押协议项下部分负债本金及相关利息; 偿还存量金融负债。		
	王骏飞	158,803,785	2.57%		3.62	5.75	优先用于归还股票质押式回购交易融资负债。
2022.12.17	大股东向上市公司提供总额不超过人民币 10 亿元的无息、无担保借款, 使用期限自借款协议生效之日起一年。						
2022.12.09	上海凯双私募基金管理有限公司	275,000,000	4.46%	34.58%	3.89	10.68	专项用于偿还股票质押协议项下的融资本金、利息及违约金。
	上海通怡投资管理有限公司	275,000,000	4.46%		3.89	10.68	专项用于偿还股票质押协议项下的融资本金、利息及违约金。
2022.11.30	广州康祺资产管理中心	308,369,970	5.00%	43.50%	4.48	13.82	用于支持上市公司经营发展。
2022.11.22	湖南省财信常勤壹号基金合伙企业	339,820,822	5.51%	48.50%	4.70	15.96	用于支持上市公司经营发展。
2022.11.10	上海拓牌资产管理有限公司	308,369,970	5.00%	54.02%	4.37	13.48	用于支持上市公司经营发展。
2022.11.08	大股东向上市公司提供总额不超过人民币 10 亿元的无息、无担保借款, 使用期限自借款协议生效之日起一年。						

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图9: 中公教育 2021 年初至今负债端拆解



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

注: 暂不考虑合同负债中协议班未通过所产生的还款负债

2、KPI 考核体系改革, 由过往的重流水转为各地校区利润精细化考核:

1) **内部调整产品结构, 取消高收高退协议班产品。**根据我们对公司官网省考产品的梳理, 公司已经对课程产品结构进行调整, 基本已经下架高收高退的课程产品, 努力提升实收班课程占比。**公司调整下架高收高退产品, 是追求利润增长 KPI 考核体系下不得不必须做出的决定, 也是寻求公司长线健康成长的必然选择。**

2) **持续优化员工&亏损网点, 强调成本端的降本增效。**结合上文分析可知, 协议班产品助力下公司规模体量迅速提升, 尤其在重流水考核思路下, 经营端成本大幅提升, 最终导致利润率承压下行。2022 年以来, 公司聚焦成本端精细化管控, 截至 2022H1 末公司总人员数降至 2.9 万人/教师人数降至 1.21 万, 同时优

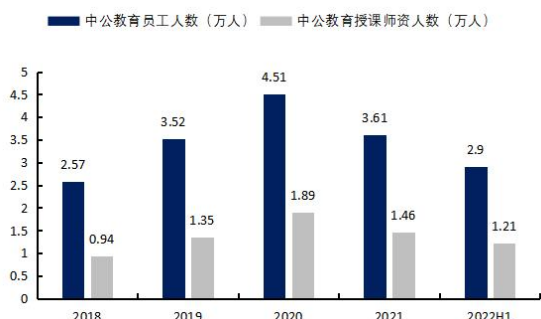
化关闭亏损网点，网点数较巅峰期优化超 220 个。根据公开财报，2022Q1-3 销售费用同降 27.2%，管理费用同降 33.7%，降本增效举措效果初步显现。

表2: 中公教育 2023 年省考产品梳理

省份	课程名称	课程设置	价格(元)	备注
广东				
线下课程	粤政素养优学班	笔试: 12 天 12 晚	24800	笔试不过退 20500
		面试: 4 天 4 晚	25800	面试不过退 18500
			6800	先交 5800, 进入体检后补 20000
	粤政素养双封班 A	笔试: 8 天 8 晚	22800	非协议, 不含面试
		面试: 4 天 4 晚	21800	笔试不过退 19800
粤政素养双封班 B	笔试: 12 天 12 晚	23800	面试不过退 17800	
线上课程	冲刺班	12 天 12 晚	8300	先交 4800, 进入体检后补 17000
		8 天 8 晚	6180	笔试不过退 20000
	粤政素养在职班	笔试: 144 课时专项班+48 课时题库班+50 课时时政热点	28800	面试不过退 18000
		面试: 4 天 4 晚	31800	先交 5800, 进入体检后补 18000
			9800	先交 8800, 上岸后补交 23000
上海				
线下课程 (协议班)	24 年市考全明师守护(全笔试: 27 天 27 晚程走读)	面试: 6 天 6 晚	39800	最大优惠: 3000
			48800	笔试不通过, 退费 30000
	24 年市考沪政特色能力实训协议班(全程走读)	笔试: 45 天, 9 天 9 晚院长考前冲刺封闭班	48800	面试不通过, 退费 28000
线下课程 (非协议班)	24 年市考经典全程协议班(全程走读)	笔试: 30 天 30 晚, 7 天 7 晚经典考前冲刺封闭班	25800	最大优惠: 3000
		面试: 4 天 4 晚	25800	笔试不通过, 退费 40000
	全明师守护	27 天 27 晚	20000	面试不通过, 退费 38000
线上课程	OA0 先锋直播训练协议 A 班	笔试: 380 课时直播+240 课时视频+考前 7 天 7 晚走读(面授)	23800	最大优惠: 2000
		面试: (4 次) 1V6 互动+考前 4 天 4 晚走读(面授)	23800	笔试不通过, 退费 15000
	线上先锋直播训练协议班	笔试: 380 课时直播+256 课时视频	16800	面试不通过, 退费 13000
北京				
线下课程	冲刺班	3 天 3 晚	3580	纯线上
			11800	笔试不通过, 退费 11000
线上课程	京考特色能力线上协议班	面试: (4 次) 互动	11800	面试不通过, 退费 10000
		考前直播冲刺	2500	非协议班
	京考特色能力 B 班	笔试: 40 课时直播+242 课时视频+考前 3 天 3 晚走读(面授)	13800	笔试不通过, 退费 10000
浙江				
面试课程	明师训练营	4 天 4 晚	980	非协议
			39800	状元协议价, 未录用退 39800
	明师锻造营	9 天 9 晚	39800	非状元协议价, 未录用退 34800
			19800	先交 9800, 录用后补 30000
	经典特训 33	3 天 3 晚	15800	非协议价
			9800	协议价, 未录用退 10000
	网校直播	6 次直播, 4 次互动	6800	非协议价
	浙里学-寄宿营	22 天 22 晚(含 2 天 2 晚自修)	55800	非协议价
		29800	状元协议价, 未录用退 55800	
在职特训	基础理论录播课+6 天 6 晚+4 次互动		23800	非状元协议价, 未录用退 45800
			15800	先交 15800, 录用后补 40000

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图10: 2021 年至今公司员工人数（包含教师）持续优化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

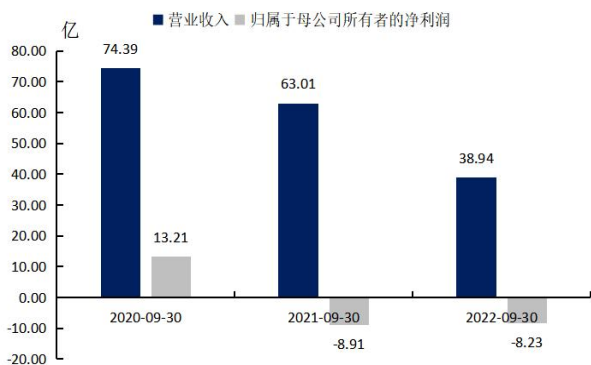
图11: 2021 年至今公司网点数也在持续优化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

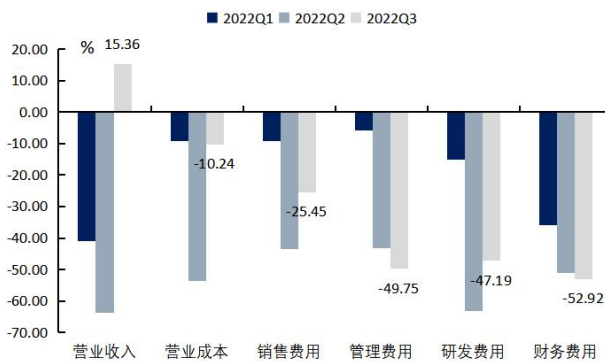
考试延期收入确认叠加成本持续优化，22Q3 单季实现扭亏为盈。2022Q1-3，公司实现营收 38.94 亿元/-38.20%，归母净利润为-8.23 亿元，略有减亏；2022Q3，公司实现营收 16.67 亿元/+15.36%，归母净利润 0.68 亿元，同比扭亏为盈，预计主要系疫情原因致省考联考推迟，所积压的待确认收入在 2022Q3 获得部分释放。此外，期内三项费用优化效果明显，2022Q1-3 管理费用同比-33.67%，研发费用同比-42.30%，财务费用同比-47.37%，同期营业收入同比-38.20%。

图12: 2020-2022 年前三季度收入及归母净利润表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图13: 2022 年以来公司各项费用率持续优化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 如何看待公司未来竞争力：组织力&教学内容&渠道下沉依旧领先，公考招录大年 β 与 α 有望共振

1、公司的教学研发与渠道下沉程度，在行业仍处领先地位，这是后疫情时代公司业务能够重新回归增长的底层基础：

1) 专注教研、主打课程标准化输出：中公教育拥有行业内最为完善的研发体系，课程均为自主研发，主要包括与日常授课相关的课程设计、授课内容、教学方法及讲义等课程体系基础研发，以及培训辅助软件的研发。同时，公司内部设有行测、面试、申论等相关专业研究院、信息技术中心及多个地方研究院等研发部门。其中专业研究院和地方研究院主要负责与日常授课相关的课程设计、授课内容、教学方法及讲义等课程体系基础研发，信息技术中心主要负责系统和客户端的研发，为经营数字化转型提供技术支持。

2) **网点优势显著**：公司目前已经建立了覆盖全国的经营网络，并不断进行经营渠道的下沉和扩张，截至2022H1，中公教育和粉笔的线下营运中心数量分别为1440和276个，公司在线下渠道的覆盖广度方面优势显著，且行业其他玩家短期内难以对标。

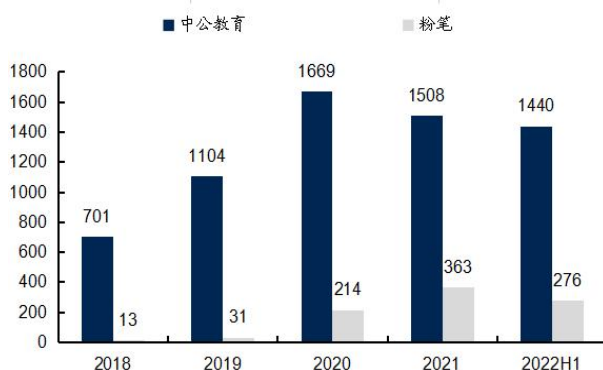
中公教育凭借其多年管理经验，已经构建出庞大教学网络，建立起标准化培训体系，以更大范围、更为迅速的方式响应客户的培训需求。过去两年受疫情与经营策略影响，公司阶段业务发展节奏受到较大影响，但实际上公司教研体系与网点优势在行业内仍处领先地位，伴随公司经营策略调整，经营有望迎来反转，业绩有望逐季改善。

图14：中公教育研发体系结构梳理



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图15：中公教育与粉笔科技网点数对比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

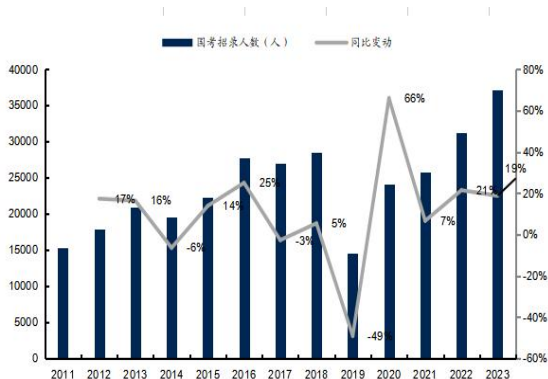
2、公职类招录业务（国考+省考+事业单位）稳步复苏，教师&考研&综合序列提供新成长曲线。

1) **公职招录大年来临**：2023年国考招录人数与报名人数再创新高，分别达3.71万人、260万人。从近6年国家公务员考试招录情况来看，自2019年国考机构改革后招录人数呈现每年递增上升，2023年计划招录37100人，同增19%。一般而言，国考对接下来的省考变动趋势有着较强参考性，故我们预计省考招录规模也有望实现增长，且在疫情复苏伊始复苏进行时的当下，公职类岗位也是极佳的就业去处。拉长时间维度来看，在社会精细化发展与公共服务均等化背景下，公职类人员的稳步增长是长期化的大趋势。

2) **教师&考研证明了公司跨赛道布局能力**。公司在渠道优势的基础上，实现业务之间的协同。其次教研方面，公司同样尝试搭建起考研、教师培训的培训体系，整体打法思路依旧沿袭公职类考试的思路。在公考培训赛道阶段渐趋成熟的当下，教师与考研赛道的放量将成为公司第二增长极。

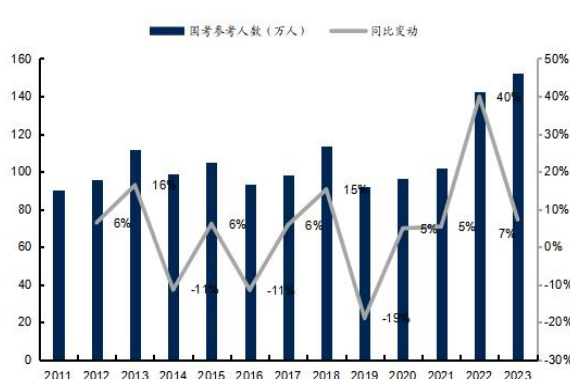
3) 此外，公司在学历提升、医疗、IT等重点门类上进行前瞻性战略投入，收入整体占比也在不断提升。

图16: 2011 年至今国考招录人数变化



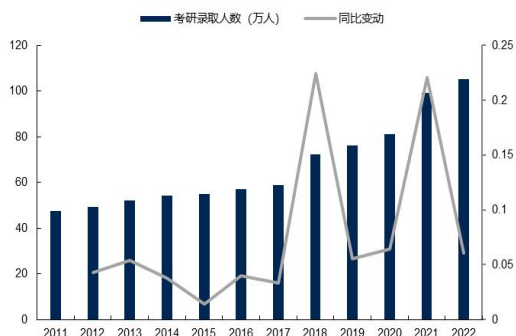
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图17: 2011 年至今国考参加考试人数变化



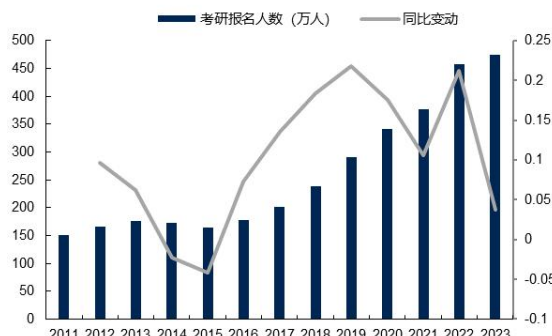
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图18: 2011 年至今考研录取人数变化



资料来源: 中国教育在线, 国信证券经济研究所整理

图19: 2011 年至今考研报名人数变化



资料来源: 中国教育在线, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议: 最差时期已过, 内部调整叠加行业景气度回暖诸多催化共振, 上调至“买入”评级

近期公司大股东一方面向公司提供无息借款解决退费问题, 另一方面在内部调整考核体系, 优化产品结构专注降本增效, 我们认为公司的管理经营思路已经从追求高速增长切换为寻求健康稳健的发展模式, 且 2022 年经营已经逐渐进入环比改善通道。此外, 纵使有过去 2 年经营困顿期, 公司的教研、渠道壁垒优势依旧领先; 叠加 2023 年国考以及考研报名人数再创新高, 现有就业形势背景下公司各项培训业务预计将直接受益。虽然从 2023 年重新确认公司的业绩预测中枢仍需时间和耐心, 但我们综合公司公考业务基本盘, 暂审慎乐观预计公司 2022-2024 年净利润分别为-10.82/5.47/13.70 亿元 (原预测 21-23 年为 -10.25/15.09/22.84 亿元), 对应 EPS 为-0.18/0.09/0.22 元, 考虑到内部机制调整仍在推进且线下复苏仍需一定时间节奏, 市场相对更为重点关注 24 年经营指标, 给予 24 年 PE 为 35-40x 估值, 对应市值空间为 480-548 亿元, 较目前仍有 30-49%的空间, 上调至“买入”评级, 后续我们继续保持密切跟踪。

表3: 中公教育盈利模型拆解

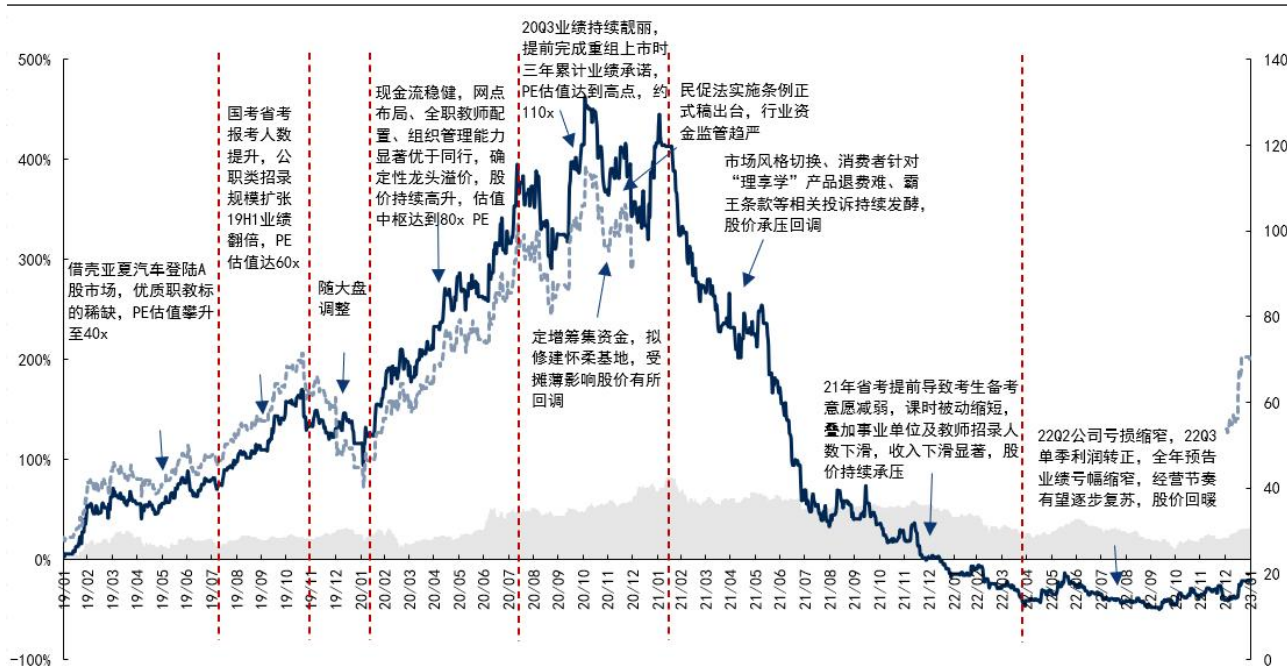
单位: 万元	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	623,698.78	917,613.00	1,120,249.43	691,172.33	505,534.86	684,545.83	859,603.59
营业收入-yoy		47.12%	22.08%	-38.30%	-26.86%	35.41%	25.57%
公务员序列	320,493.28	417,109.14	628,956.41	336,886.13	235,820.29	330,148.40	429,192.92
yoy		30.15%	50.79%	-46.44%	-30.00%	40.00%	30.00%
事业单位序列	88,444.99	140,128.72	127,350.50	101,928.30	81,542.64	110,082.56	137,603.20
yoy		58.44%	-9.12%	-19.96%	-20.00%	35.00%	25.00%
教师序列	120,155.15	193,269.80	179,446.64	80,238.72	68,202.91	88,663.78	106,396.54
yoy		60.85%	-7.15%	-55.29%	-15.00%	30.00%	20.00%
综合培训	92,281.88	161,424.92	178,136.63	166,975.10	116,882.57	151,947.34	182,336.80
yoy		74.93%	10.35%	-6.27%	-30.00%	30.00%	20.00%
其他	2,323.48	5,680.43	6,359.26	5,144.10	3,086.46	3,703.75	4,074.12
yoy		144.48%	11.95%	-19.11%	-40.00%	20.00%	10.00%
营业成本	255,235.27	381,259.44	456,732.69	499,371.74	316,970.36	291,616.53	345,560.65
%	40.92%	41.55%	40.77%	72.25%	62.70%	42.60%	40.20%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

公务员、事业单位、教师招录等的重大改革, 可能影响相应业务的招录人员规模及客单价; 教育行业受政策影响显著, 政策趋严会影响行业发展; 宏观、疫情等系统性风险; 市场竞争加剧, 或主要竞争对手采取激进的价格策略; 协议班下后续退费等因素, 且资金收款与业务拓展久期不匹配等因素导致, 后续资金情况仍需持续跟踪。

图20: 中公教育股价走势及复盘



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表4: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (元)	总市值 亿元	EPS (元)				PE				ROE	PEG	投资评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	(21A)	(22E)	
002607.SZ	中公教育	6.12	377.44	-0.38	-0.18	0.09	0.22	-	-	68.00	27.82	-125.45	-0.79	买入
003032.SZ	传智教育	19.62	78.96	0.19	0.48	0.59	0.71	103.26	40.88	33.25	27.63	6.34	0.29	增持
605098.SH	行动教育	35.01	41.34	2.03	2.05	2.65	3.39	17.25	17.08	13.21	10.33	15.85	-18.45	增持

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告:

- 《中公教育-002607-2021 年三季报点评: 内外部不利因素共振, 期待寻找新的增长中枢》——2021-11-02
- 《中公教育-002607-2021 年半年报点评: 短期招录及竞争扰动, 关注企稳后的中线发展》——2021-09-02
- 《中公教育-002607-2020 年报及 2021 年一季报点评: 招录扰动影响短期业绩, 关注各赛道复苏及拓展》——2021-04-29
- 《中公教育-002607-2020 年业绩预告点评: 疫情扰动 20 年部分招录节奏, 后续关注各赛道中线趋势》——2021-03-26

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	5950	1970	3000	3000	4000	营业收入	11202	6912	5055	6845	8596
应收款项	326	260	160	224	292	营业成本	4567	4994	3170	2916	3456
存货净额	0	0	0	0	0	营业税金及附加	13	35	32	37	41
其他流动资产	177	38	54	73	78	销售费用	1812	2105	1461	1472	1487
流动资产合计	9423	2615	3561	3644	4716	管理费用	1280	1316	955	945	1032
固定资产	1827	2065	2999	4026	5015	研发费用	1051	901	652	780	834
无形资产及其他	426	867	833	799	766	财务费用	431	492	182	261	278
投资性房地产	2743	4711	4711	4711	4711	投资收益	257	79	(10)	50	58
长期股权投资	0	47	62	83	111	资产减值及公允价值变动	21	(21)	15	45	100
资产总计	14419	10305	12167	13264	15319	其他收入	(716)	(814)	(688)	(630)	(684)
短期借款及交易性金融负债	3976	3685	6939	7288	7762	营业利润	2662	(2786)	(1427)	679	1777
应付款项	212	282	166	142	173	营业外净收支	(1)	17	(15)	50	50
其他流动负债	5851	3720	3114	3026	3045	利润总额	2661	(2769)	(1442)	729	1827
流动负债合计	10039	7687	10219	10456	10980	所得税费用	357	(400)	(361)	182	457
长期借款及应付债券	0	0	200	400	600	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	0	0
其他长期负债	105	729	940	1218	1589	归属于母公司净利润	2304	(2370)	(1082)	547	1370
长期负债合计	105	729	1140	1618	2189	现金流量表 (百万元)					
负债合计	10144	8416	11360	12074	13170	净利润	2304	(2370)	(1082)	547	1370
少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	资产减值准备	(0)	0	0	0	0
股东权益	4275	1889	807	1190	2149	折旧摊销	101	141	253	330	406
负债和股东权益总计	14419	10305	12167	13264	15319	公允价值变动损失	(21)	21	(15)	(45)	(100)
关键财务与估值指标						财务费用	431	492	182	261	278
每股收益	0.37	(0.38)	(0.18)	0.09	0.22	营运资本变动	3218	(3200)	(427)	82	350
每股红利	0.27	0.03	0.00	0.03	0.07	其它	0	(0)	(0)	0	0
每股净资产	0.69	0.31	0.13	0.19	0.35	经营活动现金流	5602	(5406)	(1271)	914	2026
ROIC	36.35%	-47.61%	-16%	4%	12%	资本开支	0	(337)	(1138)	(1277)	(1261)
ROE	53.90%	-125.45%	-134%	46%	64%	其它投资现金流	(1215)	2622	0	0	0
毛利率	59%	28%	37%	57%	60%	投资活动现金流	(1215)	2238	(1154)	(1298)	(1289)
EBIT Margin	22%	-35%	-24%	10%	20%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	23%	-33%	-19%	15%	25%	负债净变化	0	0	200	200	200
收入增长	22%	-38%	-27%	35%	26%	支付股利、利息	(1650)	(196)	0	(164)	(411)
净利润增长率	28%	-203%	--	-151%	151%	其它融资现金流	2138	(420)	3255	349	474
资产负债率	70%	82%	93%	91%	86%	融资活动现金流	(1161)	(812)	3455	384	262
股息率	4.4%	0.5%	0.0%	0.4%	1.1%	现金净变动	3226	(3980)	1030	0	1000
P/E	16.4	(15.9)	(34.9)	69.0	27.5	货币资金的期初余额	2724	5950	1970	3000	3000
P/B	8.8	20.0	46.8	31.7	17.6	货币资金的期末余额	5950	1970	3000	3000	4000
EV/EBITDA	18.6	(20.1)	(51.1)	48.6	23.7	企业自由现金流	0	(5483)	(2223)	(344)	805
						权益自由现金流	0	(5903)	1095	9	1270

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032