

中公教育（002607）：品牌+管理+渠道助推业绩同增57%，多赛道扩招再迎行业机遇

2020年03月02日

强烈推荐/维持

中公教育

公司报告

中公教育 2019 年实现营业收入 91.8 亿元，同比增长 47.1%；归母净利润 18.0 亿元，同比增长 56.5%。本次业绩收入端基本符合我们的预期，而净利润接近业绩预告上限，超出我们的预期。

品牌与平台效应凸显，保障业绩的逆势增长。中公持续推进职业培训领域全品类平台化发展，所形成的三大板块呈现阶梯式成长，不断打开发展天花板。公司以教研为依托，在市场上形成了较强的品牌号召力，在行业低迷期对小公司形成较强的挤占能力，带来公司市占率的提升。同时，去年的快速扩张也为今年行业回暖后的发展奠定了基础，使公司能够快速把握市场机遇。

高效管理带来盈利能力提升。公司形成了一套工业化的管理体系。公司内部通过高频考核不断进行动态管理与调整，从而实现快速的反馈机制与很高的执行力度。以结果为导向的超强执行能力，使公司经营效率不断提升，公司净利率由 2015 年的 7.8% 显著提升至 2019 年的 19.7%。

一系列稳就业政策推动行业升温，龙头效应凸显。2019 年全国应届毕业生预计 834 万人，成为稳就业的重点目标群体，同时也恰好是中公教育最主要的客户群体。国考招录同比 66% 复苏，国家积极引导基层就业，鼓励各地加大中小学教师招聘，考研扩招 18.9 万人。作为行业龙头，公司将受益于行业市场规模的不断扩大。

公司 3.8 亿元收购陕西一写字楼，基地建设持续推进。长期看基地建设能够带来公司盈利能力提升，提高教学服务品质，同时也是职业培训龙头在发展达到一定规模后的必然需求。

盈利预测与投资评级：疫情带来国考笔试、省考推迟，短期或影响公司的收入确认，但随着疫情控制、线下开课、考试来临，公司收入会陆续确认，预计对全年影响有限。我们预测公司 2020/2021 年净利润分别为 25/34 亿元，对应 EPS 为 0.40/0.56 元，对应 PE 为 53/38 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：赛道扩张不及预期，超预期政策，教育恶性事件发生。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,031.3	6,237.0	9,328.1	13,737.9	19,297.4
增长率（%）	56.0%	54.7%	49.6%	47.3%	40.5%
归母净利润（百万元）	524.8	1,152.9	1,665.2	2,454.6	3,434.4
增长率（%）	60.7%	119.7%	44.4%	47.4%	39.9%
净资产收益率（%）	52.5%	39.0%	38.1%	38.0%	36.6%
每股收益（元）	0.10	0.22	0.27	0.40	0.56
PE	210.00	95.45	77.78	52.76	37.71
PB	1.9	0.7	0.5	0.3	0.2

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

中公教育是国内第一批专业公考培训机构，作为公考龙头，公司向职业教育平台化发展。目前公司业务涉及以公考辅导为核心的招录考试培训板块，以考研为核心的学历提升板块，以及以涉及 IT、财务培训等的职业提升培训板块。公司深耕教学研究，多年全国化布局持续下沉，并在管理上实现快速响应。

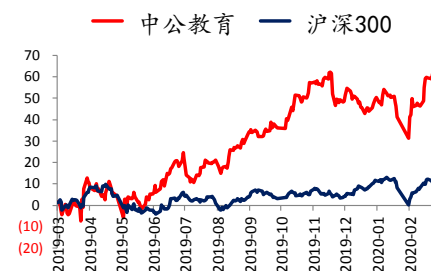
未来 3-6 个月重大事项提示：

2020-03-10 2019 年年度业绩报告披露

交易数据

52 周股价区间（元）	11.15 - 21.00
总市值（亿元）	1295.2
流通市值（亿元）	108.1
总股本/流通 A 股（万股）	616740/66724
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	2.32

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：张凯琳

010-66554087

zhangkl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480518070001

研究助理：王紫

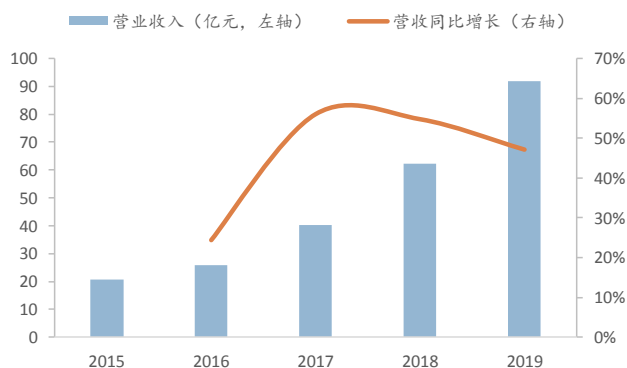
010-66554104

wangzi@dxzq.net.cn

1. 教研+渠道+管理三位一体，实现逆势增长

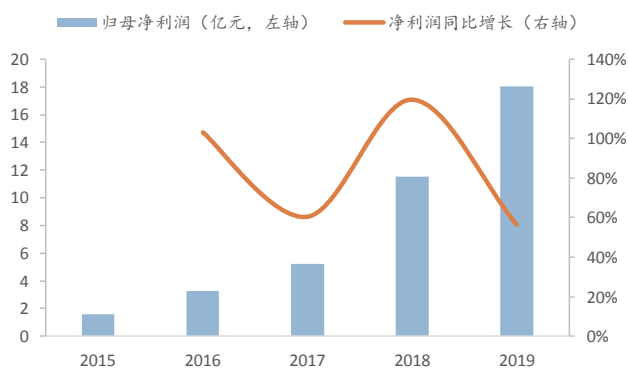
中公教育发布业绩快报，公司 2019 年实现营业收入 91.8 亿元，同比增长 47.1%；归母净利润 18.0 亿元，同比增长 56.5%。本次业绩收入端基本符合我们的预期，而净利润接近业绩预告上限，略超预期。

图1：中公教育营业收入及增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图2：中公教育归母净利润及增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.1 品牌与平台效应凸显，保障业绩的逆势增长

中公持续推进职业培训领域全品类平台化发展，所形成的三大板块呈现阶梯式成长，不断打开发展天花板。第一板块招录板块仍然动力强劲，为短期内公司营收增长的最主要支撑。二三板块为公司未来长期持续增长蓄力。第二板块学历提升是以考研辅导为核心，由于与第一板块关联性较高，跨板块研发壁垒较低，公司 2019 年考研业务大概率实现翻倍增长。第三板块为职业能力提升，目前以 IT 培训板块最为突出，我们预计到 2025 年公司将涌现一批拥有一定营收规模的细分业务。

公司始终坚持加大研发投入，壮大研发团队。2018 年公司研发费用达到 4.54 亿元，占营业收入超 7%。专职研发团队实力强，研发周期短，课程迭代更新快。经过多年积累，中公形成了实战经验丰富的研发及研发管理专家团队，专职研发团队近 2000 人，其中具备硕士及以上学历的达三成以上，学术水平高、专业技术强，研发骨干教育培训从业经验丰富。此外，中公的研发团队响应速度非常快。以考研培训为例，根据草根调研结果，考研大纲发布当日研发团队便能够立即响应，出具考纲变动对照并于当日晚进行全国直播。

图3：中公教育研发费用及占比

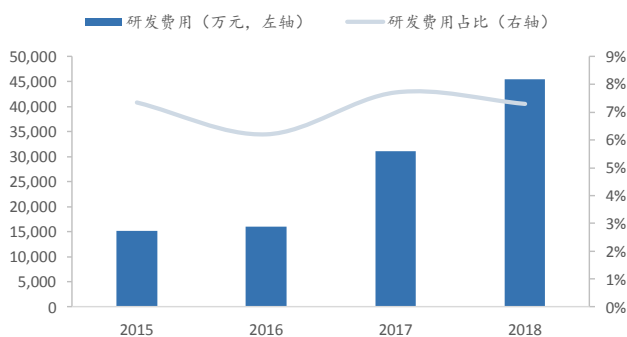
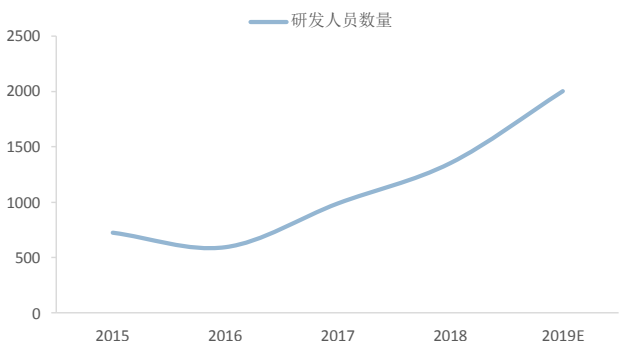


图4：中公教育研发人员数量



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

中公教育以教研为依托，在市场上形成了较强的品牌号召力，在招录遇冷时期实现逆势增长。教研是一个积累的过程，多年深耕教研使公司形成品牌优势。培训行业一旦形成品牌效应，将会大幅降低获客成本，同时也有助于促进参培率的提升。中公依靠品牌优势，在行业低迷期对小公司形成较强的挤占能力，带来公司市占率的提升。同时，去年的快速扩张也为今年行业回暖后的发展奠定了基础，使公司能够快速把握市场机遇。疫情期间行业整合加速，公司依靠品牌效应，有望实现市占率的进一步提升。

1.2 推进线上线下融合教育

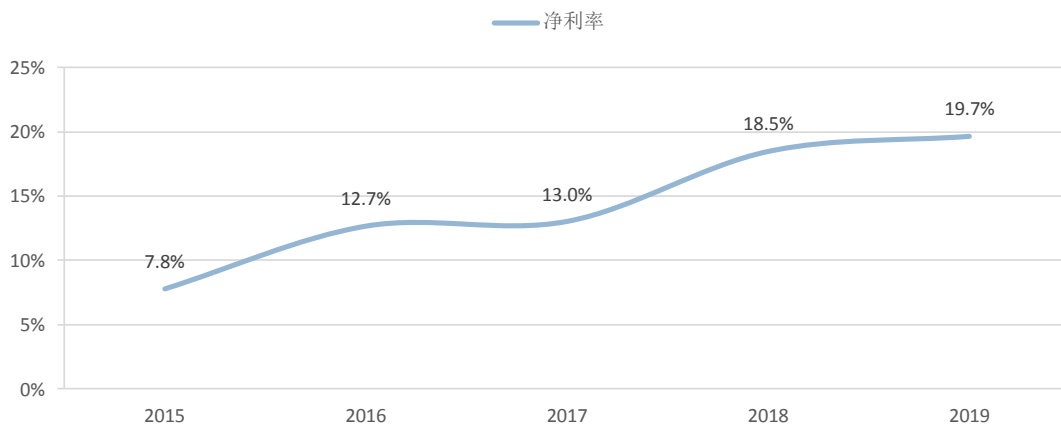
重视技术与线上平台发展，推动线上线下融合教学发展。公司在2019年布局搭建依托AI人工智能和大数据技术基础之上的智慧教学平台、3.0版交互式直播教学平台、教育私有云平台、新一代智能学习分析引擎。公司2019年线上业务实现多倍增长，在线上线下融合教育领域形成一定优势。

面对此次疫情，中公依靠原有的“19课堂”和“中公网校平台”快速实现短期在线教学应对疫情，为学员提供免费在线课程，并将在疫情结束后在线下重讲知识点。目前公司工作重点放在教研与老师的内部培训，为疫情后开课做足准备。

1.3 高效管理带来盈利能力提升

中公教育以“教研、渠道、管理”三位一体推动公司平台化发展。公司依靠高频考核、高颗粒度管理、系统数字化响应，形成一个高效的中后台管理支持。此外，公司持续投入研发，不断深挖护城河形成品牌优势；全国门店持续以30%左右的速度下沉扩张，成为营销获客的最直接抓手。教研、渠道、管理三位一体，成为公司平台化发展的有力支撑。

图5：中公教育净利率水平持续提升



资料来源：Wind，东兴证券研究所

高效管理成为链接公司教研体系、教学系统与渠道业务拓展的重要纽带。中公教育在二十年的发展中，形成了一套类似工业化的管理体系。公司内部考核指标多、考核频率高，通过高频考核不断进行动态管理与调整，从而实现快速的反馈机制与很高的执行力度。以结果为导向的超强执行能力，使公司经营效率不断提升，公司净利率由2015年的7.8%显著提升至2019年的19.7%。

2. 一系列稳就业政策推动行业升温，龙头效应凸显

一系列稳就业政策推动公司业务回暖。2019年全国应届毕业生数量预计834万人，再创新高，原本就不小的就业压力叠加疫情影响，使应届毕业生成为稳就业基调下的重点目标群体，而他们也恰好是中公教育最主要的客户群体。公司通过公考培训、学历提升辅导、职业资格培训等业务提升学员就业升学能力，促进就业，将持续受益于稳就业的一系列政策。

2.1 国考回暖，国家积极引导基层就业，强者恒强

公务员招录回暖。2020年公务员国考计划招录人数超2.4万人，同比增长66%。预计在疫情背景与稳就业基调下，2021年公务员招录计划人数将稳中有升。**国务院提出要推进基层岗位增加**，教育部门表示将继续实施好农村教师特岗计划，配合有关部门继续组织实施好大学生村官、三支一扶、西部计划等基层就业项目。作为公职类考试培训龙头，中公教育将受益于行业市场规模的不断扩大，实现强者恒强。

2.2 教师扩招将是未来趋势，公司享受行业增长红利

教师扩招，师范生入编入岗，政策推动教师招聘市场。教育部提出，将扩大重点领域的招聘，特别是中小学教师，同时要落实应届毕业师范生全部入编入岗的工作。我们认为，教师扩招将是未来几年的持续趋势，教师的退休补缺、小班制的推进都将带来教师的大量缺口。此外，部分省份高考改革以后，高中教师出现大量结构性紧缺，选课走班制下，选课组合的增多势必导致班额的增多，现有学科教师数量难以满足教学需求。此外，本次高考改革重视对学生综合素质的考察，**艺术、体育**等学科将纳入学生的综合素质评价，评价标准变化带来班课数量增加，从而形成大量教师缺口。

总体来讲，教师资格考试受益于培训行业政策趋严带来的短期考证需求增加；教师招聘考试主要受益于国家大力发展教育、提升教师待遇带来的职业吸引力提升，带来中长期增量，未来教师从业者数量将会有显著提升。随着教育行业受到重视，教师职业的吸引力不断提升，未来教师从业人数将得到显著增加，教师素质不断提高，职业竞争更加激烈，从而推升教师资格及招录考试培训的参培率。中公作为教师资格及招录培训领域领先企业，将充分享受行业增长红利。

2.3 就业压力带来考研重视程度提升，扩招同时有望提升参培率

教育部提出2019年硕士招生规模将同比增加18.9万。高等教育普及化带来企业招聘时的学历门槛提升，本科学历竞争力下降。就业压力提升背景下，更多人选择读研。2019年考研报名人数达到290万人，同比增长21.8%；2020年341万人报考，再创新高，同比增长17.6%。

此前每年考研录取人数增长约4万人，今年一次性增加近19万，虽然一定程度上缓解了考研难度，但由于新冠肺炎疫情的影响，毕业生就业压力陡升，考生对考研重视程度更高，带来参培率的提升。公司2019年考研业务大概率实现翻倍增长，近几年将能够维持较高双位数增速，2020年有望成为市占率第一，公司平台化跨赛道发展逻辑被持续验证。

3. 基地建设持续推进，计划3.8亿收购陕西一写字楼

公司计划以3.8亿元收购陕西一写字楼（陕西冠诚·九鼎国际1号楼），建筑面积共计23,520.71 m²，用途为商业，公司表示本次购买交易标的款项来源于公司自有资金，用于陕西区域总部及综合学习基地建设使用。

目前中公以租赁物业为主，占收入 90% 以上的面授课程均通过临时酒店租赁场地进行上课，并且很多上课场所是随着学员数量增加而变化。随着长周期培训业务占比的提升，公司营业成本中占比近一半的“开班费”将持续拖累公司长期的盈利能力，2019 年起公司开始计划加大基地建设投入，以减少“开班费”的成本支出。目前公司在沈阳、长春、南京等地共有 5-6 个自有基地。预计公司未来将根据收入规模，在各大省会和部分中心城市都将建设基地，部分大省或建设多个基地。我们认为，长期来看基地建设能够带来盈利能力提升，提高教学服务品质，一体化培训中心是职教培训行业龙头发展到一定规模的必然需求。

- ◆ **长周期培训占比提升，基地建设承接内生需求。**中公协议班收入占比逐年提升，2017 年占比为 72.7%，构成收入的主要来源。一站式培训基地的建设能够适应协议班的长周期培训需求，通常开设在省会城市或其他一、二线城市，培训基地吃住一体化的封闭式环境有利于学生集中注意力、提高学习效率。且中公每年招收大量应届毕业生，培训基地同时能够承接其自身教师培训需求。随着考研、IT 培训等长期培训赛道的横向扩张，各地学校对基地建设提出了需求。
- ◆ **长期来看，基地建设将带来 ROE 提升。**基地建设周期约为 3-5 年，且建设期是循序渐进的，与租赁场地付出的成本差距不大，并且能在推进过程中与减少的租金形成一定冲抵，综合看对利润分摊影响较小。基地未来经过 5-10 年的摊销，土地建筑仍属于自己，将作为一半成本的“开班费”转化为折旧摊销费用，总体对于净利润影响不大，但扩大了公司资产规模。此外，公司将轻资产转化为重资产的基地建设可以改善公司培训服务质量，减少了酒店租赁的高昂费用，也有助于节省开办费用；尤其在基地的高频使用下，整体效率将更明显提高，长期看有利于公司 ROE 的提升。
- ◆ **一体化培训中心将成为行业未来发展趋势。**中国东方教育作为职业技能培训的龙头企业，计划未来 3-5 年进行重资产区域中心建设。对标东方教育可以发现，中公基地建设投入规模大约为东方教育的 1/2，未来还有很大的空间，也说明了一体化培训中心是职业培训行业龙头在发展到一定规模后的必然需求。

4. 投资建议与风险提示

4.1 公司盈利预测与投资评级

中公教育依靠研发优势实现多领域平台化发展，市场空间增长潜力大。新冠肺炎疫情带来国考笔试和部分省考时间推迟，短期或影响公司的收入确认，但随着疫情控制、线下开课、考试来临，公司收入会陆续确认，预计对全年影响有限。我们预测公司 2020/2021 年净利润预测为 25/34 亿元，对应 EPS 为 0.40/0.56 元，对应 PE 为 52/38 倍，维持“强烈推荐”评级。

4.2 风险提示

赛道扩张不及预期，超预期政策，教育恶性事件发生。

附表：公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	2,401	3,070	5,063	6,932	9,963	营业收入	4,031	6,237	9,328	13,738	19,297
货币资金	190	649	933	1,374	1,930	营业成本	1,630	2,552	3,793	5,587	7,864
应收账款	-	7	10	15	21	营业税金及附加	19	27	43	61	87
其他应收款	40	39	58	85	119	营业费用	841	1,102	1,648	2,427	3,409
预付款项	1	1	3	4	6	管理费用	667	873	1,306	1,924	2,702
存货	-	0	0	0	0	财务费用	28	(3)	85	78	68
其他流动资产	2,170	2,332	4,060	5,454	7,886	资产减值损失	0.00	0.30	0.24	0.18	0.24
非流动资产合计	834	4,132	4,063	5,086	5,979	公允价值变动收益	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-	投资净收益	95	110	121	134	147
固定资产	280	699	1,219	3,035	3,923	营业利润	625	1,340	1,968	2,901	4,059
无形资产	201	204	192	181	170	营业外收入	2.4	0.8	1.4	1.5	1.2
其他非流动资产	39	1,836	-	-	-	营业外支出	8.6	1.3	1.3	1.3	1.3
资产总计	3,235	7,202	9,125	12,018	15,941	利润总额	625	1,340	1,968	2,901	4,059
流动负债合计	2,195	4,151	4,659	5,465	6,470	所得税	100	187	303	446	625
短期借款	100	1,607	1,485	1,502	1,307	净利润	525	1,153	1,665	2,455	3,434
应付账款	35	145	208	309	433	少数股东损益	-	-	-	-	-
预收款项	1,703	1,920	2,481	3,133	4,171	归属母公司净利润	525	1,153	1,665	2,455	3,434
一年内到期的非流	-	-	-	-	-	EBITDA	921	1,588	2,145	3,174	4,449
非流动负债合计	39	97	97	97	97	EV/EBITDA	2	2	1	1	0
长期借款	-	-	-	-	-	主要财务比率					
应付债券	-	-	-	-	-						
负债合计	2,234	4,248	4,756	5,562	6,566	成长能力					
少数股东权益	-	-	-	-	-	营业收入增长	56%	55%	50%	47%	40%
实收资本 (或股本)	90	104	104	104	104	营业利润增长	60%	115%	47%	47%	40%
资本公积	358	1,145	1,145	1,145	1,145	归属于母公司净利	44%	47%	44%	47%	40%
未分配利润	507	1,660	3,076	5,162	8,081	获利能力					
归属母公司股东权	1,000	2,954	4,369	6,456	9,375	毛利率 (%)	60%	59%	59%	59%	59%
负债和所有者权益	3,235	7,202	9,125	12,018	15,941	净利率 (%)	13%	18%	18%	18%	18%
现金流量表						总资产净利润 (%)	16%	16%	18%	20%	22%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE (%)	52%	39%	38%	38%	37%
经营活动现金流	(126)	1,408	639	1,996	2,448	偿债能力					
净利润	525	1,153	1,665	2,455	3,434	资产负债率 (%)	69%	59%	52%	46%	41%
折旧摊销	268	251	80	184	312	流动比率	1.09	0.74	1.09	1.27	1.54
财务费用	28	(3)	85	78	68	速动比率	1.09	0.74	1.09	1.27	1.54
应收账款减少	5	(7)	(3)	(5)	(6)	营运能力					
预收账款增加	344	217	561	652	1,038	总资产周转率	1.43	1.20	1.14	1.30	1.38
投资活动现金流	(86)	(2,360)	102	(1,127)	(1,113)	应收账款周转率	1,467.	1,833.2	1,098.6	1,091.8	1,070.8
公允价值变动收益	-	-	-	-	-	应付账款周转率	116.10	69.54	52.94	53.14	52.00
长期股权投资减少	0	(885)	163	-	-	每股指标 (元)					
投资收益	95	110	121	134	147	每股收益 (最新摊	0.10	0.22	0.27	0.40	0.56
筹资活动现金流	134	1,412	(457)	(429)	(779)	每股净现金流 (最新	(0.87)	4.43	2.74	4.25	5.36
应付债券增加	-	-	-	-	-	每股净资产 (最新摊	11.11	28.46	42.09	62.19	90.31
长期借款增加	-	-	-	-	-	估值比率					
普通股增加	-	14	-	-	-	P/E	210.00	95.45	77.78	52.76	37.71
资本公积增加	54	787	-	-	-	P/B	1.89	0.74	0.50	0.34	0.23
现金净增加额	(79)	460	284	441	556	EV/EBITDA	1.95	1.98	60.64	0.73	0.35

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	教育行业深度系列之一：找准定位，民办教育仍大有可为	2019-01-04
行业深度报告	教育行业深度系列之二：职业培训：经济转型与人口结构变化推动行业发展	2019-05-30
公司深度报告	中公教育系列报告一：领军行业二十载，教师、考研再添双引擎	2019-11-14
公司深度报告	中公教育系列报告二：垂直一体化发展，打造职教全品类平台	2019-11-21
公司普通报告	中公教育（002607.SZ）：上半年净利润预增翻倍，规模优势持续扩大	2019-07-09
公司普通报告	中公教育（002607.SZ）：可复制模式多赛道布局，逆势增长持续可期	2019-08-20
公司普通报告	中公教育（002607.SZ）：公考回暖，前三季度归母净利预增超70%	2019-10-15
公司普通报告	中公教育（002607.SZ）：三大板块平台化发展，兼具市场空间与增长潜力	2020-01-23

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016 年 1 月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于餐饮旅游领域研究。

研究助理简介

王紫

对外经济贸易大学管理学学士，法国诺欧高等商学院管理学硕士。2018 年 5 月加入东兴证券研究所，从事社会服务行业研究。一年港股消费及策略研究经验，目前重点专注于教育、餐饮、人力资源等领域研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526