

中公教育（002607）：高效管理与平台化发展，奠定持续增长基础

2020年03月10日

强烈推荐/维持

中公教育 公司报告

中公教育发布 2019 年年报，公司营收 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%。拟每 10 股派发现金红利 2.40 元。

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。2019 年公司公务员、事业单位、教师、综合业务分别录得收入 42、14、19、16 亿元，分别同比增长 30%、58%、61%、75%，其中事业单位超出预期。公务员招录回暖，事业单位发展尚存动力，公司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。此外，公司线上业务实现快速发展，线上培训人次同比增长 59%，线上收入占比由此前的 7%提升至 11%。面对 2019 年新冠肺炎疫情，中公依靠“19 课堂”和“中公网校平台”快速实现在线教学应对疫情，为学员提供免费在线课程。当前宏观经济承压和疫情影响下，稳就业成为国家政策关注重点之一，公司作为优质的职业教育赛道龙头，将持续受益于稳就业政策下的行业红利。

坚持研发，高效管理。中公始终坚持加大研发投入，壮大研发团队。目前已有专职研发团队 2051 人，教学产品与数字化建设两手抓。公司业务规模不断扩大，但依靠高效管理，经营效率持续提升。目前公司在全国拥有 1104 个网点，覆盖 300 余个地级市，超 1.3 万名授课教师。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，管理费用率由 2018 年的 14%下降至 2019 年的 12%。4 年间，公司净利率提升近 12 个百分点，高效管理与规模效应凸显。

盈利预测与投资评级：疫情当前，公司有望随各地学校同步复课，目前线上承接部分线下课程，疫情整体影响有限，预计一季度较去年同期仍能实现高速增长。我们预测公司 2020-2022 年净利润分别为 25、34、45 亿元，对应 EPS 为 0.40、0.55、0.74 元，对应 PE 分别为 53、39、29 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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6,237.0	9,176.1	13,101.7	17,972.5	24,201.2
增长率（%）	54.7%	47.1%	42.8%	37.2%	34.7%
归母净利润（百万元）	1,152.9	1,804.5	2,487.7	3,415.7	4,544.6
增长率（%）	119.7%	56.5%	37.9%	37.3%	33.1%
净资产收益率（%）	39.0%	52.6%	43.8%	39.0%	35.4%
每股收益（元）	0.22	0.29	0.40	0.55	0.74
PE	97.27	73.79	53.05	38.64	29.04
PB	0.8	0.6	0.4	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务员考试培训机构，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。

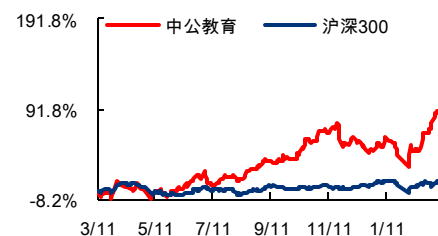
未来 3-6 个月重大事项提示：

发债及交叉持股介绍：

交易数据

52 周股价区间（元）	22.58-10.94
总市值（亿元）	1,319.82
流通市值（亿元）	175.55
总股本/流通 A 股（万股）	616,740/82,034
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.69

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

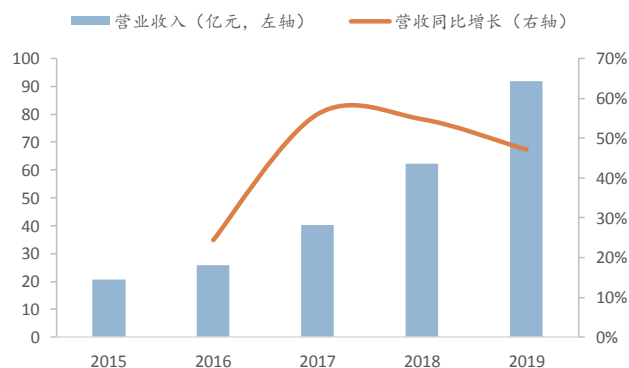
010-66554104

wangzi@dxzq.net.cn

1. 三大板块阶梯式格局形成, 保障中长期增长动力

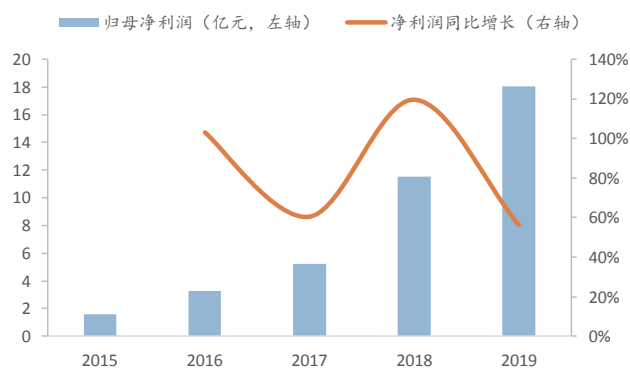
中公教育发布 2019 年年报, 公司 2019 年实现营业收入 91.8 亿元, 同比增长 47.1%; 归母净利润 18.0 亿元, 同比增长 56.5%。拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.40 元。

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

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。分业务来看, 公务员序列、事业单位序列、教师序列、综合序列分别录得收入 42、14、19、16 亿元, 分别同比增长 30%、58%、61%、75%, 其中事业单位序列收入超出我们的预期。

公司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。公务员招录回暖, 事业单位发展尚存动力。

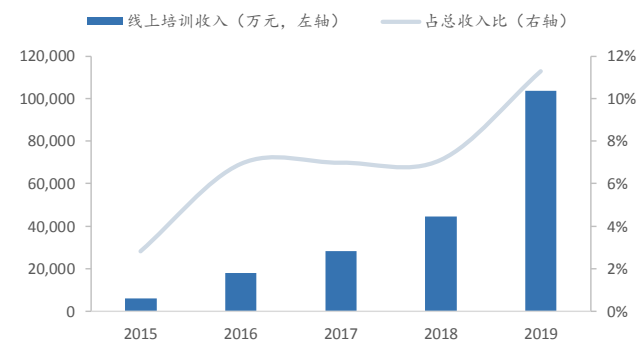
- ◆ 2020 年公务员国考计划招录人数超 2.4 万人, 同比增长 66%。预计在疫情背景与稳就业基调下, 2021 年公务员招录计划人数将稳中有升。国家积极引导基层就业, 教育部门表示将继续实施好农村教师特岗计划, 配合有关部门继续组织实施好大学生村官、三支一扶、西部计划等基层就业项目。作为公职类考试培训龙头, 中公教育将受益于行业市场规模的不断扩大, 实现强者恒强。
- ◆ 教育部提出, 将扩大重点领域的招聘, 特别是中小学教师, 同时要落实应届毕业师范生全部入编入岗的工作。我们认为, 教师扩招将是未来几年的持续趋势, 教师的退休补缺、小班制的推进都将带来教师的大量缺口。此外, 部分省份高考改革以后, 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。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。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。

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。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

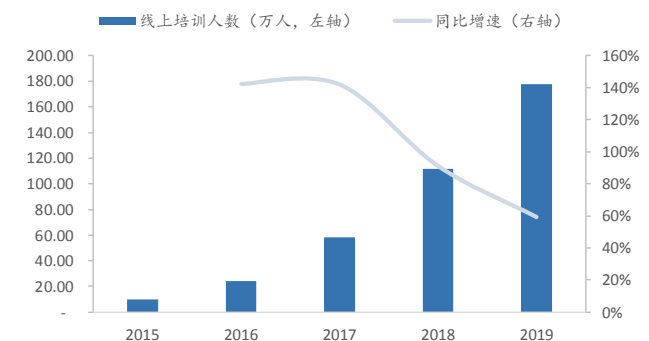
影响, 毕业生就业压力陡升, 考生对考研重视程度更高, 带来参培率的提升。公司 2019 年考研业务大概率实现翻倍增长, 近几年将能够维持较高双位数增速, 2020 年有望成为市占率第一, 公司平台化跨赛道发展逻辑被持续验证。

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。

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。**中公 2019 年线上业务实现快速发展**, 公司 2019 年线上培训人次同比增长 59%, 线上收入占比由此前的 7% 提升至 11%。

图3: 中公教育线上培训收入及占总营收的比重


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图4: 中公教育线上培训人数及同比


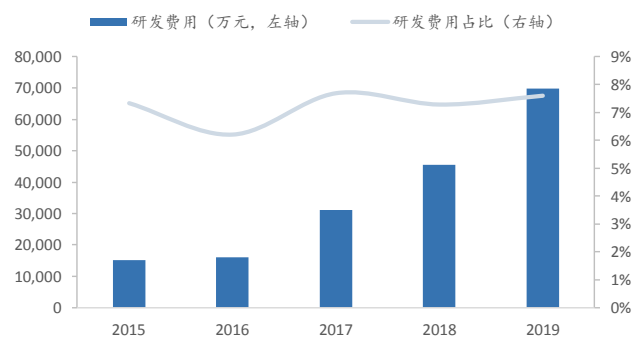
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

面对 2019 年新冠肺炎疫情, 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, 公司有望随各地学校同步复课。

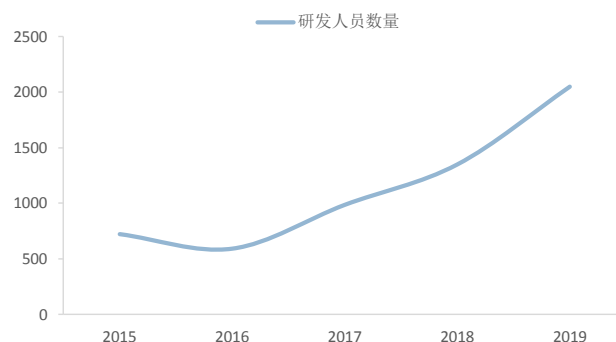
2. 研发+渠道+管理三位一体, 经营效率持续提升

公司始终坚持加大研发投入, 壮大研发团队。2019 年公司研发费用约 7 亿元, 占营业收入超 7.5%。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 2051 人, 同比增长 52%。研发两手抓, 一边研究教学产品, 促进学习效果提升; 另一边推动数字化经营基础设施建设, 为数字化转型做好准备。

图5: 中公教育研发费用及占比
图6: 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

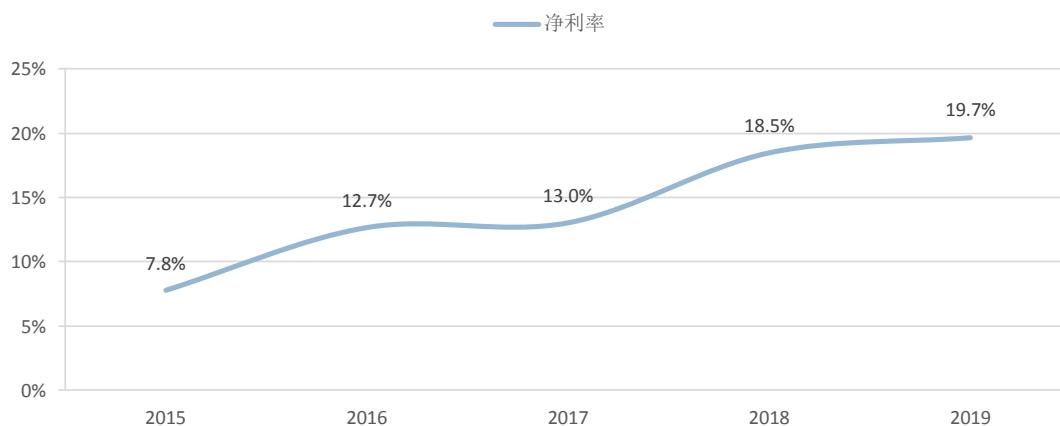


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

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。

高效管理带来盈利能力提升。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。**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，管理费用率由2018年的14%下降至2019年的12%。4年间，公司净利率提升近12个百分点，高效管理与规模效应凸显。

图7：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

3. 投资建议与风险提示

一系列稳就业政策推动公司业务回暖。2020 年全国应届毕业生数量预计有 874 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，作为职业培训赛道龙头，中公教育将持续受益于稳就业的一系列政策。

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。公司线下课程有望随各地学校同步复课，目前线上承接部分线下课程，疫情整体影响有限，结合低基数等因素，我们预计一季度较去年同期仍能实现高速增长。

我们预测公司 2020-2022 年净利润分别为 25、34、45 亿元，对应 EPS 为 0.40、0.55、0.74 元，对应 PE 分别为 53、39、29 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。

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	3,070	4,836	3,083	6,213	10,764	营业收入	6,237	9,176	13,102	17,972	24,201
货币资金	649	2,724	2,300	4,902	8,778	营业成本	2,552	3,813	5,509	7,602	10,261
应收账款	7	3	4	5	7	营业税金及附加	27	57	69	103	133
其他应收款	39	254	363	498	671	营业费用	1,102	1,483	2,117	2,905	3,911
预付款项	1	2	4	6	9	管理费用	873	1,098	1,568	2,134	2,873
存货	0	-	0	0	0	财务费用	(3)	204	211	164	182
其他流动资产	2,332	97	411	801	1,299	研发费用	454.78	697.94	982.63	1,347.9	1,815.0
非流动资产合计	4,132	5,124	7,059	8,406	9,631	资产减值损失	0	-	0	0	0
长期股权投资	-	-	-	-	-	公允价值变动收益	-	-	-	-	-
固定资产	699	672	1,195	2,533	3,751	投资净收益	110	259	272	286	300
无形资产	204	198	186	175	164	加: 其他收益	0.1	6.7	11.7	16.7	21.7
其他非流动资产	1,836	326	326	326	326	营业利润	1,340.	2,090.7	2,928.0	4,019.8	5,348.0
资产总计	7,202	9,961	10,141	14,619	20,396	营业外收入	1	0	0	0	0
流动负债合计	4,151	6,422	4,358	5,757	7,437	营业外支出	1	1	1	1	1
短期借款	1,607	2,867	-	-	-	利润总额	1,340	2,089	2,927	4,018	5,347
应付账款	145	236	302	441	579	所得税	187	285	439	603	802
预收款项	1,920	2,634	3,372	4,577	6,070	净利润	1,153	1,805	2,488	3,416	4,545
一年内到期的非流动负债	-	-	-	-	-	少数股东损益	-	(0)	-	-	-
非流动负债合计	97	107	107	107	107	归属母公司净利润	1,153	1,805	2,488	3,416	4,545
长期借款	-	-	-	-	-	主要财务比率					
应付债券	-	-	-	-	-		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	4,248	6,529	4,465	5,864	7,544	成长能力					
少数股东权益	-	(0)	(0)	(0)	(0)	营业收入增长	55%	47%	43%	37%	35%
实收资本 (或股本)	104	104	104	104	104	营业利润增长	115%	56%	40%	37%	33%
资本公积	1,145	1,199	1,199	1,199	1,199	归属于母公司净利润增长	38%	37%	38%	37%	33%
未分配利润	1,660	2,047	4,037	6,769	10,405	获利能力					
归属母公司股东权益合计	2,954	3,432	5,676	8,756	12,851	毛利率 (%)	59%	58%	58%	58%	58%
负债和所有者权益	7,202	9,961	10,141	14,619	20,396	净利率 (%)	18%	20%	19%	19%	19%
现金流量表						总资产净利润 (%)	16%	18%	25%	23%	22%
单位: 百万元						ROE (%)	39%	53%	44%	39%	35%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	偿债能力					
经营活动现金流	1,408	2,474	2,930	4,377	5,766	资产负债率 (%)	59%	66%	44%	40%	37%
净利润	1,153	1,805	2,488	3,416	4,545	流动比率	0.74	0.75	0.71	1.08	1.45
折旧摊销	251	269	78	162	282	速动比率	0.74	0.75	0.71	1.08	1.45
财务费用	(3)	204	211	164	182	营运能力					
应收账款减少	-	-	(1)	(1)	(2)	总资产周转率	1.20	1.07	1.30	1.45	1.38
预收账款增加	-	-	738	1,205	1,493	应收账款周转率	1,833.	1,926.5	3,965.6	3,900.0	3,869.5
投资活动现金流	(2,360)	(131)	(27)	(1,269)	(1,254)	应付账款周转率	69.54	48.16	48.67	48.40	47.48
公允价值变动收益	-	-	-	-	-	每股指标 (元)					
长期投资减少	-	-	-	-	-	每股收益 (最新摊薄)	0.22	0.29	0.40	0.55	0.74
投资收益	110	259	272	286	300	每股净现金流 (最新摊薄)	4.43	19.99	(4.09)	25.07	37.33
筹资活动现金流	1,412	(267)	(3,327)	(506)	(636)	每股净资产 (最新摊薄)	28.46	33.06	54.68	84.34	123.80
应付债券增加	-	-	-	-	-	估值比率					
长期借款增加	-	-	-	-	-	P/E	97.27	73.79	53.05	38.64	29.04
普通股增加	14	-	-	-	-	P/B	0.75	0.65	0.39	0.25	0.17
资本公积增加	787	54	-	-	-	EV/EBITDA	2.00	0.92	(0.02)	(0.62)	(1.13)
现金净增加额	460	2,076	(424)	2,602	3,876						

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
公司普通报告	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	2020-03-02
公司普通报告	中公教育（002607）：三大板块平台化发展，兼具市场空间与增长潜力	2020-01-23
公司普通报告	中公教育（002607）：考研市场规模有望再拓宽，跨赛道模式持续验证	2019-12-20
公司深度报告	中公教育（002607）系列报告二：垂直一体化发展，打造职教全品类平台	2019-11-21
公司深度报告	中公教育（002607）系列报告一：领军行业二十载，教师、考研再添双引擎	2019-11-14
公司普通报告	中公教育（002607）：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）：上半年净利润预增翻倍，规模优势持续扩大	2019-07-08

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，重点专注于旅餐饮旅游、免税及教育领域研究。

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