

社会服务

业绩高于预期，将受益各扩招

2020年03月10日

—中公教育（002607）2019年报点评

公司评级：增持（维持）

分析师：顾静

执业证书号：S1030510120007

电话：0755-83199599

邮箱：gujing@csco.com.cn

核心观点：

- 1) **业绩高于预期。**2019年，公司实现营业收入91.76亿元，同比增长47.12%；实现归母净利润18.05亿元，同比增长56.5%，每股收益为0.29元，高于我们预测的0.28元。公司拟以2019年末总股本为基数，向全体股东每10股派发现金股利人民币2.40元（含税）。
- 2) **各序列业务量价齐升，事业单位考试培训业务超预期。**1、公务员序列培训：2019年，公司培训人次同比增长27.09%，客单价上涨2.3%，实现营业收入41.7亿元，同比增长30.1%；2、事业单位序列培训：虽然该业务上半年表现欠佳，三季度开始，受益招录回暖，2019年，公司培训人次同比增长43.63%，培训单价同比增长10.31%，实现营业收入14亿元，收入同比增长58.4%，远超预期。3、教师序列培训：2019年，公司培训人次同比增长52.89%，客单价上涨5.2%，实现营业收入19.3亿元，同比增长60.9%。
- 3) **公司业绩将继续受益各项扩招。**2020年，国家公务员拟招录人员2.41万人，同比增长66%，招录比从90:1提高至60:1。我们认为，考试通过率的提升有助于公司退费率的降低，预计参加考试及公司协议班培训的人数也将上升，利于公司业绩增长；预计机构改革完成后，事业单位的民生和公共服务属性更加凸显，招录将结束持续数年的低迷，进入稳定回升和增长的新轨道；随着教师扩招，教师资格证考试报名火热，教师培训市场呈现高速增长态势。另外，研究生扩招，5G带动IT人才新需求，国家短期医疗投入增加，公司综合序列业务将继续受益。2019年，公司该业务实现营业收入16.1亿元，同比增长94%。
- 4) **盈利预测与投资评级。**2020-2022年，我们预计公司EPS分别为0.42元、0.60元、0.82元，对应PE为51.22倍、35.69倍、26.25倍。目前国内无可比的纯正职业教育上市公司，与国内外可比教育上市公司比较，公司估值相对较高，我们认为职业教育培训市场需求稳健，政策监管相对较宽松，公司作为职业教育培训龙头，未来将充分享受职业教育行业红利，随着竞争优势逐步放大，预计业绩将保持较高增速，可享受一定估值溢价，维持“增持”评级。
- 5) **风险提示。**政策风险、市场竞争风险等。

公司具备证券投资咨询业务资格

相关报告

- 1.《中公教育（002607）深度研究报告-职业教育培训龙头，业绩增长可期》2019.10.16
- 2.《中公教育2019年三季报点评-业绩延续高速增长，将受益国考回暖》2019.10.29

中公教育（002607）与沪深300对比表现



公司数据

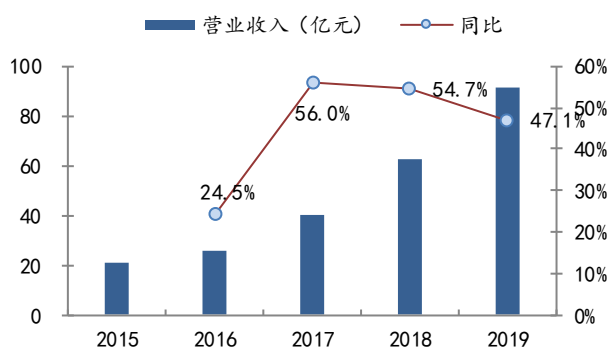
公司数据	Wind 资讯
总市值 (亿元)	1319.82
流通市值 (亿元)	142.79
总股本 (百万股)	6167.40
流通股本 (百万股)	667.24
日均成交额 (百万)	320.69
近一个月换手 (%)	50.99
第一大股东	鲁忠芳

请务必阅读文末重要声明及免责声明

预测指标

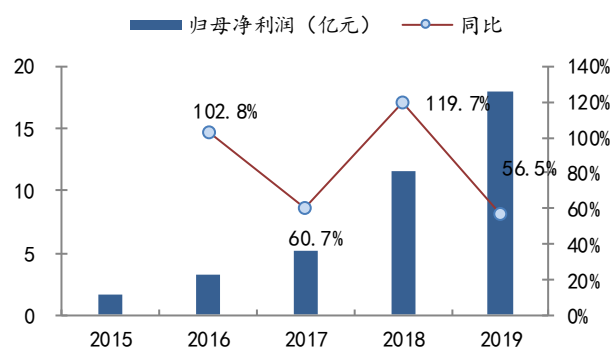
预测指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	9176.13	12959.48	17962.05	23874.11
收入同比	47.12%	41.23%	38.60%	32.91%
净利润 (百万元)	1799.51	2576.71	3697.63	5028.40
净利润同比	56.10%	43.19%	43.50%	35.99%
毛利率	58.45%	58.30%	58.00%	58.00%
归母净利率	19.61%	19.88%	20.59%	21.06%
EPS (元)	0.29	0.42	0.60	0.82
PE (倍)	73.34	51.22	35.69	26.25

Figure1 公司营业收入及增速



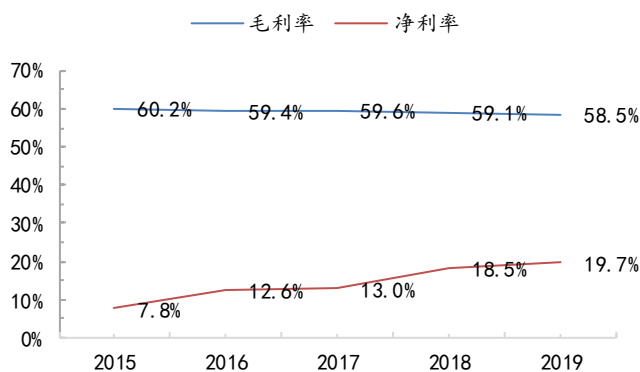
资料来源：公司公告，世纪证券研究所

Figure2 公司归母净利润及增速



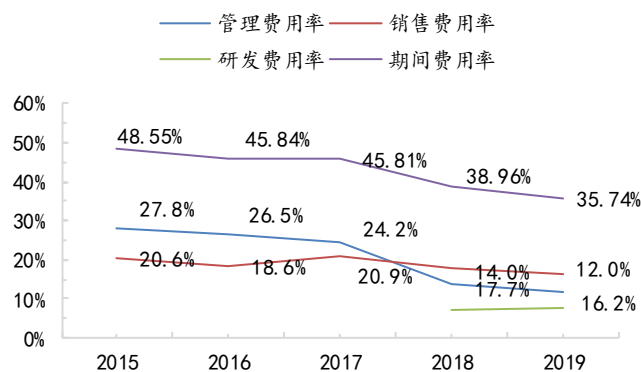
资料来源：公司公告，世纪证券研究所

Figure3 公司毛利率及净利率



资料来源：wind，世纪证券研究所

Figure4 公司期间费用率



资料来源：wind，世纪证券研究所

一、盈利预测及投资评级

1、盈利预测

(1) 关键假设

1) 收入

2020-2022年，我们预计公司营业收入分别为129.1亿元、179.1亿元、238.2亿元、同比增速分别为41.6%、38.8%、33.0%。

a. 公务员序列培训

因国家机构改革，2019年，国家公务员招录规模减半，考试难度加大，预计参加公务员考试培训的人数稳步增长，伴随着参培率和市占率的提升，公司公务员序列的培训人次同比增长27.09%，马太效应进一步显现。2020年，国家公务员拟招录人员2.41万人，同比增长66%。报名通过审核人数为143.7万人，招录比从90:1提高至60:1，我们认为，考试通过率的提升有助于公司退费率的降低，预计参加考试及公司协议班培训的人数也将上升，利于公司业绩增长。

2020-2022年，我们预计公司公务员招录培训人数同比增速分别为25%/25%/20%；由于考试难度增加，协议班培训课时的延长，结合公司历史调价幅度，预计公司公务员招录培训客单价同比增长3%/3%/3%；实现收入分别为53.7亿元、69.1亿元、85.5亿元，同比增速分别为28.9%、28.8%、23.6%。

b. 事业单位序列培训

2019年上半年，公司事业单位招考培训业务培训学员增速放缓，但三季度招录人数回暖，2019年，培训人次同比增长43.63%。培训单价比去年同期增长10.31%。预计机构改革完成后，事业单位的民生和公共服务属性更加凸显，招录将结束持续数年的低迷，进入稳定回升和增长的新轨道。

2020-2022年，预计公司事业单位招考培训学员同比增速分别为30%/20%/20%。公司客单价年均分别上涨8%/7%/6%；收入同比增速分别为8.1%、11.2%、11.2%。实现收入分别为19.7亿元、26.3亿元、33.5亿元，同比增速分别为40.8%、33.8%、27.2%。

c. 教师序列培训

2019年，公司教师序列培训业务收入同比增速为60.9%。随着教师扩招，教师资格证考试报名的火热，教师培训市场呈现高速增长态势。2020-2022年，预计公司教师类培训人次同比增速分别为40%/35%/30%。教师类考试培训收费相对较低，结合公司历史调价幅度，预计客单价同比增长5%左右。实现收入分别为28.4亿元、40.3亿元、55亿元，同比增速分别为47.0%、41.8%、36.5%。

d. 综合序列培训

公司综合序列业务受益军队改革、大规模扶贫和医疗提升等政策，还包括考研、IT培训。2019年，公司综合序列业务实现营业收入16.1亿元，同比增长94%，其中公司考研辅导业务的营收增速超过100%，IT能力训练业务营收增速高达300%。考虑研究生扩招，5G带动IT人才新需求，国家短期医疗投入增加的重大机会，结合公司优势，2020-2022年，预计公司综合序列培训业务实现收入分别为26.8亿元、42.9亿元、64.3亿元，同比增速分别为70%、60%、50%。

2) 毛利率

2019年，公司综合毛利率为58.5%。2020-2022年，预计公司综合毛利率分别为58.3%、58%、58%。

Figure5 2020-2022年公司营业收入及综合毛利率关键假设条件

		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
公务员序列培训	培训人数(万人次)	37	48	61	76	95	114
	yoy	17.43%	28.62%	27.09%	25.00%	25.00%	20.00%
	客单价(元)	5536.5	6676.9	6837.5	7042.6	7253.9	7471.5
	yoy	15.01%	20.60%	2.30%	3.00%	3.00%	3.00%
	收入(亿元)	20.7	32.0	41.7	53.7	69.1	85.5
	YOY	35.1%	55.1%	30.1%	28.9%	28.8%	23.6%
事业单位序列培训	培训人数(万人次)	15	18	25	33	41	49
	yoy	49.69%	20.00%	43.63%	30.00%	25.00%	20.00%
	客单价(元)	3877.0	5024.1	5542.1	5985.4	6404.4	6788.7
	yoy	27.67%	29.59%	10.00%	8.00%	7.00%	6.00%
	收入(亿元)	5.7	8.8	14.0	19.7	26.3	33.5
	yoy	91.1%	55.5%	58.4%	40.8%	33.8%	27.2%
教师序列培训	培训人数(万人次)	25.04	36.6	55.9	78.3	105.6	137.3
	yoy	76.96%	46.00%	52.89%	40.00%	35.00%	30.00%
	客单价(元)	2675.2	3286.7	3457.8	3630.4	3812.0	4002.6
	yoy	13.13%	22.86%	5.20%	5.00%	5.00%	5.00%
	收入(亿元)	6.7	12.0	19.3	28.4	40.3	55.0
	yoy	100.1%	79.4%	60.9%	47.0%	41.8%	36.5%
综合序列培训	收入(亿元)	4.4	8.3	16.1	26.8	42.9	64.3
	yoy		87.52%	93.98%	70.00%	60.00%	50.00%
合计	收入(亿元)	40.3	61.4	91.2	129.1	179.1	238.2
	同比	56.0%	52.4%	48.4%	41.6%	38.8%	33.0%
	综合毛利率	59.6%	59.1%	58.5%	58.3%	58.0%	58.0%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

3) 期间费用率

2019年，公司期间费用率为35.74%，同比下降3.22pct。我们认为随着公司运营效率的提升，销售费用率、管理费用率将持续下降；公司重研发，研发费用率维持现有较高水平。2020-2022年，预计公司销售费用率分别为16%、15.8%、15.7%；管理费用率分别为11.8%、11.7%、11.6%；研发费用率维持7.6%左右。

Figure6 2020-2022年公司期间费用率关键假设条件

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
管理费用率	24.24%	14.00%	11.97%	11.80%	11.70%	11.60%
销售费用率	20.87%	17.67%	16.16%	16%	15.80%	15.70%
研发费用率		7.29%	7.61%	7.60%	7.60%	7.60%
期间费用率	45.11%	38.96%	35.74%	35.40%	35.10%	34.90%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

(2) 盈利预测

2020-2022年，我们预测公司归属于母公司净利润分别为25.77亿元、36.98亿元、50.28亿元，分别同比增长43.19%、43.50%、35.99%。

2、估值与评级

2020-2022年，我们预计公司EPS分别为0.42元、0.60元、0.82元，对应PE为51.22倍、35.69倍、26.25倍；目前国内无可比的纯正职业教育上市公司，与国内外可比教育上市公司比较，公司估值相对较高，我们认为职业教育培训市场需求稳健，政策监管相对较宽松，中公教育作为职业教育培训龙头，未来将充分享受职业教育行业红利，随着竞争优势逐步放大，预计业绩将保持较高增速，可享有一定估值溢价，维持“增持”评级。

Figure7 中公教育与国内外可比教育上市公司估值比较（2020/3/9） 单位：元

证券代码	证券简称	收盘价	EPS			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
002621.SZ	美吉姆	10.61	0.26	0.31	0.39	41.20	34.23	27.49
0667.HK	中国东方教育	14.52	0.36	0.51	0.66	39.91	28.28	22.15
EDU.N	新东方	127.12	2.94	3.94	5.07	43.19	32.28	25.05
TAL.N	好未来	54.67	0.99	2.51	3.58	55.10	21.79	15.27
	均值					46.07	27.45	20.83
002607.SZ	中公教育	21.40	0.29	0.42	0.60	73.34	51.22	35.69

资料来源：Wind、世纪证券研究所

注：1、新东方、好未来股价、每股收益为USD，中国东方教育为HKD。

2、除中公教育外，其他公司2019年度业绩为预测值。

二、风险提示

1、政策风险

从近几年的招录政策来看，公职岗位每年招录政策和人数波动对报考和参培率有影响，如招录条件增加硬性限制或招录人数下降，可能会对公司业绩产生影响。此外，公司分部众多，培训场所分布广，不排除未来各省、自治区及直辖市相关监管部门出台针对当地教育培训行业更加严格的规定，从而可能影响公司在该地区的经营。

2、市场竞争风险

教育培训行业的准入门槛相对较低，且初期投资规模相对较小，因此行业内企业数量较多，特别是在教育资源相对集中、培训对象基数较大、居民收入水平相对较高的一线城市，竞争更为激烈。同时，随着未来家庭收入的上升，公众对优质教育资源的重视程度不断提升，行业将继续保持高景气度，这势必引起产业投资力度的加大，从而进一步加剧市场竞争。虽然中公教育在行业内拥有较高的知名度和美誉度，仍需继续保持较强的市场竞争力。

3、经营管理风险

公司必须面对业务不断扩张与经营管理能力不匹配的风险。一是存在场地租赁及人力等成本不断增加，谋求快速发展，导致当期利润水平及利润率下降的风险；二是教育培训行业始终面临人才流动的风险。尤其是核心管理及研发团队、骨干师资流失，可能对公司长期稳定发展带来不利影响。

附：财务预测摘要 单位：百万元

利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	6236.99	9176.13	12959.48	17962.05	23874.11
减：营业成本	2552.35	3812.59	5404.10	7544.06	10027.13
营业税金及附加	27.29	56.69	80.07	110.97	147.50
营业费用	1101.84	1482.98	2073.52	2838.00	3748.24
管理费用	873.42	1098.47	2514.14	3466.67	4583.83
财务费用	-2.53	204.31	279.43	241.09	236.53
资产减值损失	0.30	0.00	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	110.35	259.22	323.99	449.05	596.85
公允价值变动损益	0.00	1.71	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	-454.78	-698.28	0.00	0.00	0.00
营业利润	1339.89	2083.74	2932.21	4210.30	5727.75
加：其他非经营损益	-0.49	-1.34	0.00	0.00	0.00
利润总额	1339.40	2082.40	2932.21	4210.30	5727.75
减：所得税	186.61	282.89	355.51	512.67	699.36
净利润	1152.79	1799.50	2576.70	3697.62	5028.38
减：少数股东损益	0.00	-0.01	-0.01	-0.01	-0.02
归属母公司股东净利润	1152.79	1799.51	2576.71	3697.63	5028.40
财务分析	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收益率					
毛利率	59.08%	58.45%	58.30%	58.00%	58.00%
三费/销售收入	31.63%	30.36%	37.56%	36.44%	35.89%
EBIT/销售收入	20.86%	23.84%	22.78%	22.78%	22.98%
EBITDA/销售收入	23.08%	25.61%	24.21%	23.82%	23.26%
销售净利率	18.48%	19.61%	19.88%	20.59%	21.06%
资产获利率					
ROE	39.03%	52.44%	42.89%	38.10%	34.13%
ROA	19.51%	31.13%	38.62%	33.11%	29.65%
ROIC		44.02%	99.90%	247.00%	865.89%
增长率					
销售收入增长率		47.12%	41.23%	38.60%	32.91%
EBIT 增长率		68.12%	34.95%	38.60%	34.08%
EBITDA 增长率		63.29%	33.53%	36.32%	29.79%
净利润增长率		56.10%	43.19%	43.50%	35.99%
总资产增长率		5.40%	8.77%	61.67%	49.74%
股东权益增长率		16.17%	75.09%	61.54%	51.81%
经营营运资本增长率		-8.51	-0.51	-0.31	-0.35

资料来源：Wind、世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上； 增持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间； 中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； 卖出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上； 中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； 弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

世纪证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（以下简称“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。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。