

中公教育 (002607)

证券研究报告

2020年05月14日

线下逐步复课，5-6月招录公告发布高峰，推动招录大年兑现

目前全国大部分地区教培行业逐步复课，有效推动线下学员销转、收款及课销。

据灯塔EDU公众号统计，目前全国26省市校外培训机构复课。其中职教培训不同于K12学科培训，其复课要求或低于K12学科培训，因此节奏或加速推动。复课有利于提速学员销售转化、确认课耗及收入；同时线下系统化浸入式培训有利于提升培训效果及通过率。

招录及面试公告或于5-6月密集发布，有效带动学员缴费。

近期上海、江苏先后发布省考面试公告，其中上海面试时间为2020年5月28日至6月1日；江苏省考6月6日至7日。此外，2020云南省考公告5月发布，更多省份信息还在陆续更新中。

我们预计其他省份面试、全国省考联考公告及多数公职类招录公告大概率将于5-6月密集发布，同时7-9月进行相关考试面试，较往年大致延后3-5个月。疫情导致全年季节性或有调整，但整体需求及全年增长无碍。招录及面试公告发布：

①有效推动学生报名缴费，带动收款及现金流快速增长；疫情导致全年季节性或有调整，但整体需求及全年增长无碍；②面试开展及成绩发布有效带动收入结转，且招录回暖大幅增厚业绩弹性。协议班模式下学生通过考试确认主要收入，同时招录人数大幅增长将有效降低退费率，提升业绩弹性；③公司研发渠道及垂直一体化响应能力突出，竞争壁垒及产品力较强，将有效激发满足学生需求，提升市场空间及集中度。

维持盈利预测，给予买入评级。

由于近几年持续增长的高校毕业生叠加经济下行带来的用工萎缩，大学生就业形式更加严峻，可以预见未来几年以解决大学生就业为主的职培市场将持续快速向上发展。中公作为产业龙头，研发品牌渠道管理能力较强，将持续受益产业向上周期。我们预计20-21年业绩分别为25亿、35.5亿，对应PE分别为67x、47x。

风险提示：招生不及预期，线下复课不及预期；风险+招录落地效果不及预期；公职类岗位吸引力降低，行业竞争激烈

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,236.99	9,176.13	13,014.40	16,918.70	23,009.43
增长率(%)	(6.41)	47.12	41.83	30.00	36.00
EBITDA(百万元)	1,844.99	3,065.15	2,869.51	4,146.38	5,715.18
净利润(百万元)	1,152.89	1,804.55	2,513.79	3,553.75	4,912.90
增长率(%)	1,469.55	56.52	39.30	41.37	38.25
EPS(元/股)	0.19	0.29	0.41	0.58	0.80
市盈率(P/E)	145.29	92.82	66.64	47.14	34.10
市净率(P/B)	56.71	48.81	17.03	17.41	16.64
市销率(P/S)	26.86	18.25	12.87	9.90	7.28
EV/EBITDA	(0.72)	(1.06)	55.37	37.21	27.55

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/文化传媒
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	28.21元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	6,167.40
流通A股股本(百万股)	820.34
A股总市值(百万元)	173,982.34
流通A股市值(百万元)	23,141.68
每股净资产(元)	0.34
资产负债率(%)	84.42
一年内最高/最低(元)	28.23/11.24

作者

刘章明 分析师
SAC执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

孙海洋 分析师
SAC执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

邓学 分析师
SAC执业证书编号：S1110518010001
dengxue@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中公教育-季报点评:疫期净利正增长体现龙头本色，疫后需求激增叠加复课助推全年高增长》 2020-04-29
- 《中公教育-年报点评报告:全业务高速增长，大比例现金分红展现白马龙头投资价值》 2020-03-10
- 《中公教育-公司点评:全年业绩18.04亿+57%，净利率+1.2pct；全力扬帆顺应稳就业政策主导》 2020-02-29

目前全国大部分地区教培行业逐步复课，有效推动线下学员销转、收款及课销。据灯塔 EDU 公众号统计，目前全国 26 省市校外培训机构复课。其中职教培训不同于 K12 学科培训，其复课要求或低于 K12 学科培训，因此节奏或加速推动。复课有利于提速学员销售转化、确认课耗及收入；同时线下系统化浸入式培训有利于提升培训效果及通过率。

表 1：目前全国大部分地区教培行业逐步复课，有效推动线下学员销转、收款及课销

省份	城市	复课情况
安徽	合肥	5 月 15 日起校外培训机构由属地疫情防控指挥部按照“准备到位一家、同意复课一家”原则陆续恢复线下培训。
	马鞍山市	培训机构经属地疫情防控工作领导小组逐一实地验收合格，在 5 月 6 日以后可开展线下培训。凡未经验收或验收不合格的培训机构一律不得开展线下培训。
	铜陵	4 月 20 日上午，铜陵市中职学校毕业年级学生及高三补习类校外培训机构正式复课。
	蚌埠	4 月 26 日，蚌埠高考补习类校外培训机构可开展线下培训。
浙江	杭州	杭州各类校外培训机构经核验符合复课(复训)标准的，自 5 月 9 日起可陆续恢复开展线下培训。
	台州	面向 2020 年高考的高复培训机构，经核验符合复训标准的，发文之日起可恢复开展线下培训；面向中小学生的培训机构，经核验符合复训标准的，可在 5 月 6 日恢复开展线下培训。
	宁波	培训机构、社区学院、成人文化技术学校自主申报并经查验合格后，自 5 月 6 日起恢复线下培训。
	嘉兴	自 5 月 6 日开始，校外教育培训机构陆续向各镇(街道)提交复训申请。
	绍兴	全市线下培训机构(学历及非学历培训，非成人)经自主申报并经所在区、县(市)复课条件核验合格后，自 5 月 13 日起可以恢复线下培训。
湖南	长沙	5 月 6 日起可向区县(市)防控指挥部提交开学申请。经审核通过后，可自主开学。
	株洲	校外培训机构从 5 月 7 日起可以开展线下教学活动。
	岳阳	4 月 23 日所有经审批登记的校外培训机构在达到疫情防控要求的前提下可开展中小学线下培训。
	邵阳	从 4 月 27 日起，全市经教育部门审批并在民政或市场监管部门登记注册的校外培训机构，在通过疫情防控评估的前提下，可有序恢复线下培训工作。
福建	厦门	从事高三补习的校外培训机构，经过评估合格后，可以从 5 月 6 日起复课。
陕西	西安	校外培训机构按疫情防控“属地管理”原则，在区县(开发区)教育、疾控部门指导监管下，达到防疫条件、符合防控要求即可开学。
甘肃	兰州	对首批申请复课的课外培训机构，在物资储备、场所消杀、学员入校流程、错峰错时培训等方面明确了具体要求，并组成联合督查组进行实地检查。复课准备情况的检查，未通过验收的培训学校一律不得复工复课。
江苏	南通	590 家校外培训、学生托管、婴幼儿托育等机构通过验收，从 5 月 2 日起，可以恢复运营。
	无锡	验收通过的培训机构在当地中小学全部开学后按属地疫情防控应急指挥部确定的时间有序复课。
	连云港	经评估确认连云港海州区共有 134 所校外培训机构符合复课条件，准予 2020 年 5 月 10 日起复课。
四川	雅安	4 月 14 日，雅安市教育局称即日起对本辖区内校外培训机构进行全覆盖评估验收，各县(区)校外培训机构开展线下培训活动时间不得早于 2020 年 4 月 20 日。
	德阳	全市校外培训机构开展线下培训活动时间不得早于 4 月 20 日，且须经县(市、区)教育局评估合格后实施。
	成都	校外培训机构开展线下培训活动时间不得早于 4 月 18 日，如果中小学全面开学复课时间有调整，培训机构线下培训时间则相应调整。
	绵阳	大概有 80 多家有办学许可证的校外培训机构做了复工申请，但通过率不足 50%。总的来说，政策上虽有松动，但想要实现全面复课，还需再等待些时日。
贵州		省教育厅对机构证照、地方评估审核程序、地方主要领导签字、办学条件、教职工花名册、学员花名册、其他学员妥善处置情况进行审核，通过审核，下达同意恢复线下培训的批复。
青海		青海省校外培训机构原则上于 2020 年 5 月 15 日(星期五)起逐步恢复线下教学活动(以下简称“复课”)。
海南		海南省校外教育培训机构 5 月 10 日后有序恢复线下培训。

云南 由各县（市）区人民政府组织有关部门对拟恢复线下培训的校外培训机构进行评估，符合防控条件的校外培训机构，从 5 月 11 日起，可以有序恢复线下培训。

资料来源：灯塔 EDU 公众号，天风证券研究所

招录及面试公告或于 5-6 月密集发布，有效带动学员缴费。近期上海、江苏先后发布省考面试公告，其中上海面试时间为 2020 年 5 月 28 日至 6 月 1 日；江苏省考 6 月 6 日至 7 日。此外，2020 云南省考公告 5 月发布，更多省份信息还在陆续更新中。

我们预计其他省份面试、全国省考联考公告及多数公职类招录公告大概率将于 5-6 月密集发布，同时 7-9 月进行相关考试面试，较往年大致延后 3-5 个月。疫情导致全年季节性或有调整，但整体需求及全年增长无碍。招录及面试公告发布：

①有效推动学生报名缴费，带动收款及现金流快速增长；疫情导致全年季节性或有调整，但整体需求及全年增长无碍；②面试开展及成绩发布有效带动收入结转，且招录回暖大幅增厚业绩弹性。协议班模式下学生通过考试确认主要收入，同时招录人数大幅增长将有效降低退费率，提升业绩弹性；③公司研发渠道及垂直一体化响应能力突出，竞争壁垒及产品力较强，将有效激发满足学生需求，提升市场空间及集中度。

全国各地扩招政策持续兑现，效果明显，招录人数大幅增长将有效降低退费率，提升业绩弹性。20 年 2 月以来中央号召保就业，目前来看政策执行力度超预期，全国范围招录回暖大年趋势已定，后续省考联考扩招可期，中央保大学生就业、基层扩招等号召明确，公职类招录或大幅回暖。近日教育部、人社部、工信部等 6 部门共同主办的 2020 届普通高校毕业生就业“百日冲刺”行动正式启动，启动仪式上发布了促进高校毕业生就业创业十大专项行动。**招录人数增长有效带动协议班收入结转，降低退费率，显著增厚利润；有利于扩大报考规模，进而提升参培人数扩容市场空间。**

维持盈利预测，给予买入评级。

由于近几年持续增长的高校毕业生叠加经济下行带来的用工萎缩，大学生就业形式更加严峻，可以预见未来几年以解决大学生就业为主的职培市场将持续快速向上发展。中公作为产业龙头，研发品牌渠道管理能力较强，将持续受益产业向上周期。我们预计 20-21 年业绩分别为 25 亿、35.5 亿，对应 PE 分别为 67x、47x。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	648.71	2,724.34	5,504.62	9,617.25	6,134.62
应收票据及应收账款	6.80	2.72	138.23	180.00	252.00
预付账款	1.48	2.46	620.94	212.57	565.18
存货	0.02	0.00	831.40	237.87	1,342.90
其他	2,412.99	2,106.75	1,456.80	2,268.80	1,964.61
流动资产合计	3,070.01	4,836.26	8,551.98	12,516.48	10,259.31
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	699.10	672.43	908.64	1,052.50	1,127.97
在建工程	91.37	653.58	428.15	304.89	212.93
无形资产	204.42	197.51	190.70	183.90	177.10
其他	3,137.16	3,600.92	2,565.46	2,878.63	2,855.57
非流动资产合计	4,132.06	5,124.44	4,092.95	4,419.93	4,373.57
资产总计	7,202.07	9,960.71	12,690.91	16,372.86	13,858.85
短期借款	1,607.00	2,867.00	2,000.00	2,300.00	2,900.00
应付票据及应付账款	144.56	236.48	1,254.62	841.09	1,385.87
其他	2,399.79	3,318.75	1,533.42	5,855.45	2,381.78
流动负债合计	4,151.35	6,422.23	4,788.04	8,996.53	6,667.65
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	96.77	106.93	100.96	101.55	103.15
非流动负债合计	96.77	106.93	100.96	101.55	103.15
负债合计	4,248.12	6,529.17	2,889.00	6,798.09	3,870.80
少数股东权益	0.00	(0.01)	(31.54)	(47.05)	(75.46)
股本	103.81	103.81	6,167.40	6,167.40	6,167.40
资本公积	1,144.78	1,198.58	1,198.58	1,198.58	1,198.58
留存收益	2,850.14	3,290.24	3,666.05	3,454.43	3,896.11
其他	(1,144.78)	(1,161.08)	(1,198.58)	(1,198.58)	(1,198.58)
股东权益合计	2,953.95	3,431.54	9,801.91	9,574.77	9,988.05
负债和股东权益总	7,202.07	9,960.71	12,690.91	16,372.86	13,858.85

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,152.89	1,804.54	2,513.79	3,553.75	4,912.90
折旧摊销	137.93	162.34	56.03	66.19	73.29
财务费用	12.91	107.85	0.00	0.00	0.00
投资损失	(110.35)	(259.22)	(300.00)	(400.00)	(550.00)
营运资金变动	(3,155.98)	2,302.30	(1,842.73)	4,517.85	(3,654.17)
其它	3,370.55	(1,643.82)	(1,202.79)	179.15	230.86
经营活动现金流	1,407.95	2,473.99	(775.70)	7,916.94	1,012.89
资本支出	(376.03)	597.28	65.97	79.41	48.40
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,984.19)	(728.39)	2,467.24	(118.62)	(73.34)
投资活动现金流	(2,360.22)	(131.11)	2,533.21	(39.21)	(24.93)
债权融资	1,607.00	2,867.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	(282.19)	(113.01)	6,026.09	0.00	0.00
其他	87.13	(3,021.25)	(5,003.32)	(3,765.10)	(4,470.58)
筹资活动现金流	1,411.94	(267.26)	1,022.77	(3,765.10)	(4,470.58)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	459.67	2,075.62	2,780.28	4,112.63	(3,482.62)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	6,236.99	9,176.13	13,014.40	16,918.70	23,009.43
营业成本	2,552.35	3,812.59	5,075.62	7,444.23	9,894.06
营业税金及附加	27.29	56.69	65.07	84.59	115.05
营业费用	1,101.84	1,482.98	1,952.16	2,706.99	3,681.51
管理费用	873.42	1,098.47	1,301.44	1,776.46	2,531.04
研发费用	454.78	697.94	937.04	1,421.17	1,955.80
财务费用	(2.53)	204.31	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.30	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	1.71	(1,169.60)	194.93	259.91
投资净收益	110.35	259.22	300.00	400.00	550.00
其他	(220.84)	(528.47)	1,739.19	(1,189.87)	(1,619.82)
营业利润	1,340.03	2,090.67	2,813.48	4,080.19	5,641.89
营业外收入	0.76	0.00	38.99	40.00	39.01
营业外支出	1.25	1.34	1.20	6.27	2.00
利润总额	1,339.54	2,089.33	2,851.27	4,113.92	5,678.90
所得税	186.65	284.78	370.66	575.95	795.05
净利润	1,152.89	1,804.54	2,480.60	3,537.97	4,883.86
少数股东损益	0.00	(0.01)	(33.19)	(15.78)	(29.05)
归属于母公司净利润	1,152.89	1,804.55	2,513.79	3,553.75	4,912.90
每股收益(元)	0.19	0.29	0.41	0.58	0.80

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	-6.41%	47.12%	41.83%	30.00%	36.00%
营业利润	1189.23%	56.02%	34.57%	45.02%	38.28%
归属于母公司净利润	1469.55%	56.52%	39.30%	41.37%	38.25%
获利能力					
毛利率	59.08%	58.45%	61.00%	56.00%	57.00%
净利率	18.48%	19.67%	19.32%	21.00%	21.35%
ROE	39.03%	52.59%	25.56%	36.93%	48.82%
ROIC	74.60%	226.55%	-145.59%	292.19%	-134.17%
偿债能力					
资产负债率	58.98%	65.55%	22.76%	41.52%	27.93%
净负债率	32.44%	4.16%	-56.16%	-100.44%	-61.42%
流动比率	0.74	0.75	3.08	1.78	2.52
速动比率	0.74	0.75	2.79	1.75	2.16
营运能力					
应收账款周转率	149.90	1,926.55	184.67	-129.82	-48.89
存货周转率	18.30	914,756.22	31.31	31.65	29.11
总资产周转率	1.05	1.07	1.15	1.16	1.52
每股指标(元)					
每股收益	0.19	0.29	0.41	0.58	0.80
每股经营现金流	0.23	0.40	-0.13	1.28	0.16
每股净资产	0.48	0.56	1.59	1.56	1.63
估值比率					
市盈率	145.29	92.82	66.64	47.14	34.10
市净率	56.71	48.81	17.03	17.41	16.64
EV/EBITDA	-0.72	-1.06	55.37	37.21	27.55
EV/EBIT	-0.74	-1.09	56.47	37.81	27.91

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com