

中公教育 (002607)

为何我们看好中公教育，价值再解析

为什么我们坚定看好

行业好：招录培训具备极强的付费及需求潜力，且天然易延展

与技能、考证两大类非学历职业教育相比，我们认为招录赛道优势显著，具备孕育大公司的潜力，也造就了中公教育，具体来看：

第一、直接对接就业，激发付费及参培刚性。当前经济形势加重大学生就业难度，体制内工作吸引力增强。第二、城镇化叠加和高校扩招两大经济社会变革力量推动需求稳定持续增长。第三、各类招录考试虽然细分品类不同，但核心考点相似，注重考查学生综合职业素养及通识能力，依靠研发教研协同性及复用性，招录赛道给扩品类发展提供了天然优质土壤。中公教育早年深耕公务员考试培训，公务员考点、知识点在各类招录考试中最全面深

模式强：协议班模式直击用户痛点

中公教育开创协议班模式并深度应用，我们认为协议班模式在教育行业特别是招录赛道中具有较强的先进性，不单体现在较强的前端获客、提升教学口碑，同时提高财务杠杆与净资产收益率，构建起商业模式护城河。

积淀厚：研教分离，直营管控，科技渗透，构建核心壁垒

如果说行业是“天时”、模式是“地利”，那么中公强大的垂直一体化响应能力、成熟管理架构、标准化师训及教研能力则是中公教育的“人和”。整体来说，正是靠着研发专业化、教师专职化、渠道直营化、运营科技化“四化”改革，中公强势崛起，建立自身护城河，打造极具优势的竞争格局。

未来空间还有多少，如何实现

行业迎重要拐点，黄金时代来临

大扩招时代来临，直接利好招录市场。国务院总理李克强2月25日主持召开国务院常务会议，推出鼓励吸纳高校毕业生和农民工就业的措施。其中提到“一要扩大今年硕士研究生招生和专升本规模，增加基层医疗、社会服务等岗位招募规模”。

维持盈利预测，给予买入评级

我们预计公司2020-22年EPS分别为0.41元、0.58元、0.80元，PE分别为70x、49x、36x。

风险提示：招生不及预期，疫情影响线下复课，核心高管流失等

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)	151.77	96.96	69.60	49.24	35.61
市净率(P/B)	59.23	50.99	17.79	18.18	17.39
市销率(P/S)	28.05	19.07	13.44	10.34	7.60
EV/EBITDA	(0.72)	(1.06)	57.97	39.01	28.86

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	27.9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)	172,070.44
流通A股市值(百万元)	22,887.37
每股净资产(元)	0.34
资产负债率(%)	84.42
一年内最高/最低(元)	30.47/12.10

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-公司点评: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》2020-05-14
- 《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



1. 为什么我们坚定看好

1.1. 行业好：招录培训具备极强的付费及需求潜力，且天然易延展

我国职业教育体系自上而下分为学历职业教育和非学历职业教育，其中学历教育包括高等职业学校、中等职业学校以及技术学校，教育形态为全日制学校，由于相关政策出台较为滞后，故集中在港股证券化，不为本文讨论重点。

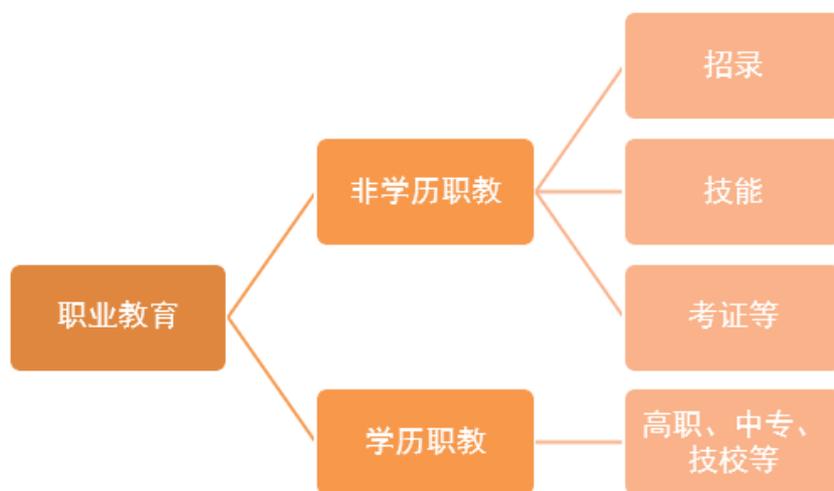
非学历职业教育主要分为三类：招录类、技能类以及考证类。其中

招录类与就业关联度最为直接，通过考试（通常为笔试+面试）即可获得工作，以公职类工作为代表，譬如公务员、教师（公办）、医生（公立）、国企、事业单位、军队等，代表企业为中公、华图等；

技能类主要为会计、IT、设计，与就业关联度较招录弱，但能一定程度上提升个人职业能力加快就业，代表企业为恒企教育、达内科技等；

考证类主要为 CPA、ACCA、会计职称等，代表企业为中华会计网校等。

图 1：我国职业教育体系自上而下分为学历职业教育和非学历职业教育



资料来源：天风证券研究所

与技能、考证两大类非学历职业教育相比，我们认为招录赛道优势显著，具备孕育大公司的潜力，也造就了中公教育，具体来看：

第一、直接对接就业，激发付费及参培刚性。

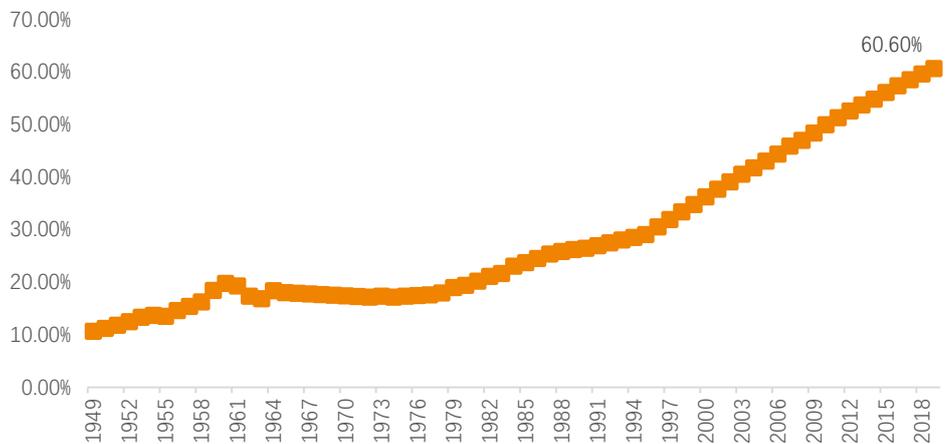
不同于技能类培训需自行解决工作问题，招录培训直接匹配就业，通过考试即获得工作（公职类为主，譬如公务员事业单位教师国企等），因此学员在参培付费时不仅在为课程本身买单。

当前经济形势加重大学生就业难度，体制内工作吸引力增强。2020 年春节突如其来的新冠疫情影响多数产业，民营经济单位或缩减招工，在此背景下相对稳定的体制内工作吸引力陡增。

第二、城镇化叠加和高校扩招两大经济社会变革力量推动需求稳定持续增长。

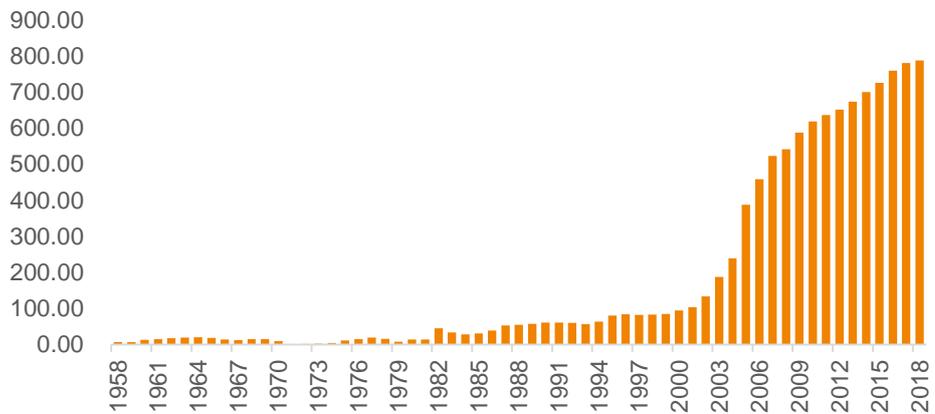
城镇化进程是长期影响中国就业市场增长的关键动力。过去 5 年，城镇化率由 54.77% 增加到 60.6%，新增就业需求约 7500 万，城镇新增就业人口约 6660 万。城镇化将带来公共财政开支及公共服务部门就业人群的相应扩大。中国城镇化率处于 30%~70% 的高速成长区间，要达到发达国家 80% 以上的城镇化率，还可能将持续近 20 年的发展。

图 2：总人口:城镇:比重(城镇化率)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：高等教育:普通高校预计毕业生数（万人）



资料来源：wind，天风证券研究所

第三、各类招录考试虽然细分品类不同，但核心考点相似，注重考查学生综合职业素养及通识能力，依靠研发教研协同性及复用性，招录赛道给扩品类发展提供了天然优质土壤。中公教育早年深耕公务员考试培训，公务员考点、知识点在各类招录考试中最全面深入，中公凭借研发实力及教研基因，深度分解核心知识点，丰富纵轴储备，之后借助品牌渠道规模等实力，快速铺开横轴科目品类，实现横向拓展。

1.2. 模式强：协议班模式直击用户痛点

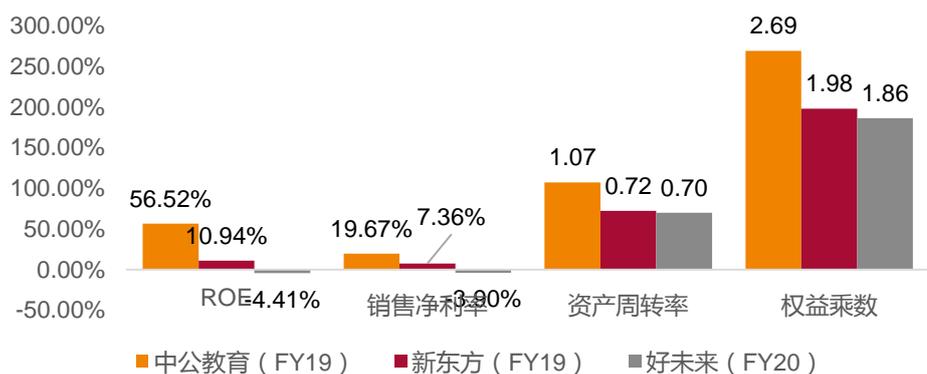
中公教育开创协议班模式并深度应用，我们认为协议班模式在教育行业特别是招录赛道中具有较强的先进性，不体现在较强的前端获客、提升教学口碑，同时提高财务杠杆与净资产收益率，构建起商业模式护城河。具体来看

第一、协议班更强调结果导向，更好迎合用户需求，吸引力强且树立销售口碑，前段有效转化客户，有效提升行业参培率，扩容行业空间。K12 阶段教育本质在于提分升学；职业教育诉求在于就业，谁能更好对接满足用户最终目的，谁就能更有效地覆盖服务客户。因此 K12 阶段续班率成为企业发展核心指标，而其由提分效果决定；职教阶段由于更多为短时间阶段性学习，根据结果付费直击用户痛点，通过即满足用户目的再收费，不通过不收费或低收费，极大迎合目标客群心里需求及实际目的，更有利于销售端获客，因此具备较强的模式先进性。

第二、协议班模式增加预收款，提高财务杠杆，支撑起更高 ROE；此外通过研发及内部转化系统提升通过率。教育资产权益乘数普遍较高，核心是因为教育资产天然的预收账款属性，预收账款一方面为教育资产带来充沛的现金流，同时也提高财务杠杆及净资产收益率，无形中构建起商业模式的护城河。较高的权益乘数可以创造更高的企业利润，提高股东权益回报率对市值产生正面激励。但同时表明公司向外融资的财务杠杆倍数大，负债较多，财务风险较大，而教育资产财务负债并非来自外部举债，而是未来待确认的培训费用，其会随着课程消耗及时间推移逐步转化故具备更低的财务风险。

中公权益乘数显著高于好未来新东方等优质教育资产，体现协议班模式的优越性，立足大学生工作就业，通过完善课程产品满足就业刚需，锁定大学生客源同时提升客单价。

图 4：权益乘数反映财务杠杆大小，权益乘数越大说明股东投入的资本在资产中所占比重越小



资料来源：wind，天风证券研究所

目前中公教育大多数产品均为协议班模式，一方面通过自身深度研发、系统培训、全面服务、成熟管理提升学员通过率；另一方面产品间协调性逐步有效体现，通过组合原有国考/省考/事业单位/国企/银行等协议班产品，为学员提供一揽子就业培训产品；在初次未通过国考录用后，可进而转向省考事业单位国企等招录，在提升大学生就业概率同时，延长用户培训周期及业绩贡献。

图 5：目前中公教育大多数产品均为协议班模式

图 6：中公产品间协调性逐步有效体现

2021年杨浦省考笔试经典公职就业课程01 手机购课

价格：¥29800.00
 签订协议29800元笔试不过退12000元面试不过退12000元

适用考 2021上海公务员笔试... 授课方 面授 是否住 走读+住宿
 试： 试： 式： 宿：
 课 时一年协议1、公务员课... 上课地 杨浦
 点：
 选择报名分部： [查看其他上课地区](#)
 选择上课时间：

立即购买
加入购物车
在线咨询
☆ 收藏

课程详情

- 授课方式：面授
- 适用考试：2021上海公务员笔试课程
- 授课内容：笔试+面试
- 课 时：一年协议1、公务员课程（国考+上海市考+选调生）2、任选其他2种考试项目；其它省市公务员考试+上海市的事业单位、行政执法、大学生村官、“三支一扶”、辅警、社区工作者、公益性岗位、医疗卫生（不含考研）。课程包括：笔试（基础走读班次+封闭冲刺营）+面试封闭。注：共包含2次封闭：笔试/面试封闭，每增加一期封闭补交3000

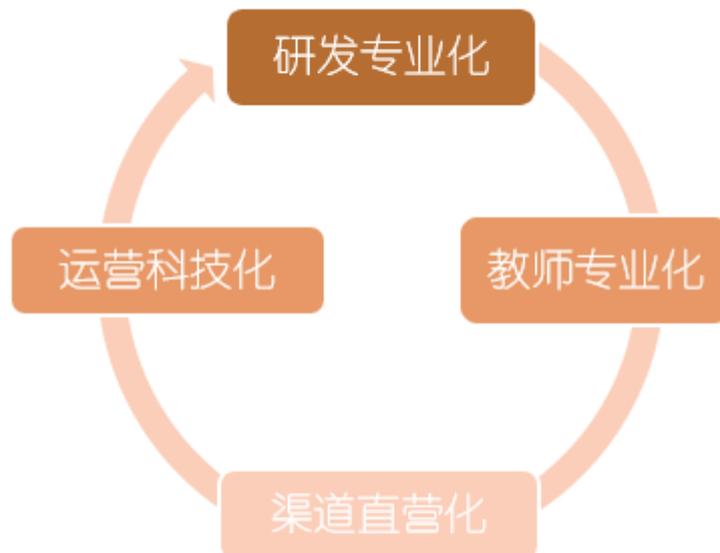
资料来源：公司官网，天风证券研究所

资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.3. 积淀厚：研教分离，直营管控，科技渗透，构建核心壁垒

如果说行业是“天时”、模式是“地利”，那么中公强大的垂直一体化响应能力、成熟管理架构、标准化师训及教研能力则是中公教育的“人和”。整体来说，正是靠着研发专业化、教师专职化、渠道直营化、运营科技化“四化”改革，中公强势崛起，建立自身护城河，打造极具优势的竞争格局。

图 7：中公教育研发专业化、教师专业化、渠道直营化、运营科技化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

具体来看，

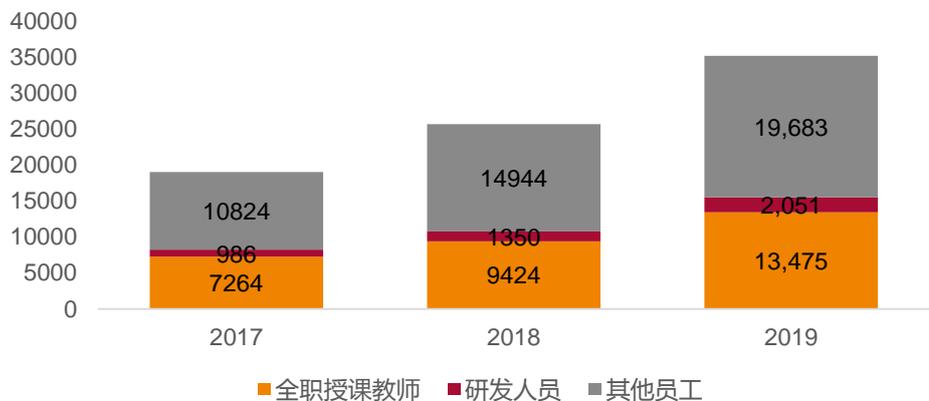
首先，研发专业化、教师专职化所带来的标准化师训及研发，是中公大体量成长的基石与保障；回顾好未来快速成长过程，标准化内容输出及新老师培养是其在快速扩张过程中保证教学品质的重要方式；教培产品最终由教师呈现，较工业化生产最大变量在于授课效果，研发专业化、教师专职化所带来的标准化师训及研发一方面能保证规模扩张过程中产品力相对稳定；另一方面降低对单个名师的依赖。

中公在教师选拔、培训、授课、监督反馈以及对课程的研发都有一套标准化流程；通过授课标准化，实现一二线和四五六线课程内容一致。此外，在服务标准化方面，建立全国客服中心，对服务内容都有明确细致规定。

研发人员专业化有利于系统稳定输出优质教育产品供一线讲师教授，大学生毕业生在经过培训后输出由专职研发的教育产品一方面保证授课效果及产品质量，另一方面降低对教师依赖，保证大规模供给。

在组织架构层面，中公负责产品研发、教研、师资的研究院直属总部管理，并不与经营线条交叉（以省为单位，由分校管理）。中公教育的课程设计、授课内容、教学方法及讲义等教辅材料均为自主研发，研发成果经过理论和实践的反复验证，对确保培训课程的良好效果形成有力支撑。

图 8：截至 2019 年 12 月底中公教育拥有全职授课老师 1.35 万人，专职研发人员 2051 人。



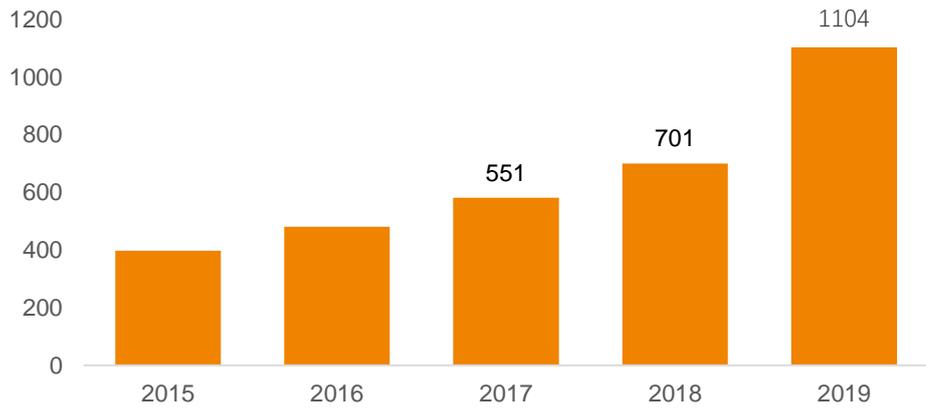
资料来源：公司公告，天风证券研究所

其次，直营化网点有利于加强垂直一体化影响能力。2010 年中公完成直营化改造，对于渠道把控、品质把控、风险抵抗，特别是垂直一体化管理及反馈相应能力得到充分保障。

由原来的代理制改为直营模式有利于总部掌握最前端用户需求及反馈，深入一线掌握用户需求及招考信息，更好借助总部优势迅速响应满足地方需求。“网点—总部指挥中枢—教学现场”三者每一天都在进行高频地响应反馈，实现远超平均水平的经营和学习效果；垂直一体化架构既能实现经营的超高效率，更能有效兼容高增长和品类快速扩张带来管理冲击。

譬如中公可在笔试成绩出来后第一时间完成面试产品制作、招生宣传、安排师资同时完成课程上线。

图 9：截至 2019 年 12 月底中公全国拥有直营网点 1104 家



资料来源：公司公告，天风证券研究所

同时，利用科技力量持续提升营销、管控及协同服务水平。团队的数字化经营探索已持续了 15 年以上，近年更是大幅增加了数字化经营基础设施的投资规模。

这一方面来自于高增长和品类快速扩张的管理需要，另一方面更在于垂直一体化快速响应体系极其适合进行数字化改造，二者纵深匹配后，产生了更高的经营效率，能将以天为单位的前后台响应频次，猛然拉升到接近“实时态势感知”的层级，大举增强公司基于速度经济的核心竞争力。利用内部信息系统，通过 CRM 和教学辅助系统及其他内部信息系统的使用，逐步将一线前台业务环节线上化，总部实时掌握分校经营状态。

图 10：数字化经营塑造可“实时态势感知”的企业平台



资料来源：公司公告，天风证券研究所

中公教育的课程产品具有多元化、多层次、创新性强、产品线丰富等特点，可更好满足学员广泛的职业教育培训需求，提升学员的学习体验及满意度。中公教育为不同基础、不同职业需求的学员提供了 2,500 种以上的培训课程选择，课程覆盖了公务员、事业单位、教师资格和教师招聘等在内的各类人才招录。此外，中公教育将同一个课程设计为高低不同的级别，为不同阶层不同需求的学员提供差异化培训，并为同一层次的学员提供分阶段成长的阶梯式学习计划。

2. 未来空间还有多少，如何实现

2.1. 行业迎重要拐点，黄金时代来临

大扩招时代来临，直接利好招录市场。 国务院总理李克强 2 月 25 日主持召开国务院常务会议，推出鼓励吸纳高校毕业生和农民工就业的措施。其中提到“一要扩大今年硕士研究生招生和专升本规模，增加基层医疗、社会服务等岗位招募规模”。

从目前来看该政策执行力度大、范围广、非常到位。 就 2020 年已发布的公考信息来看，国考招录扩招 66%、北京省考扩招 12%、江苏省考扩招 23%、上海省考扩招 22%、山东省考扩招 142%、福建省考扩招 51%；预计 2020 年省考联考将于 7 月 25 日或 8 月 22 日开展，结合中央保大学生就业、基层扩招等号召，招录市场或大幅回暖。

表 1：公务员大扩招时代来临，直接利好招录市场

地区	今年招录人数
北京	扩招 12%
江苏	扩招 23%
上海	扩招 22%
山东	扩招 142%
福建	扩招 51%

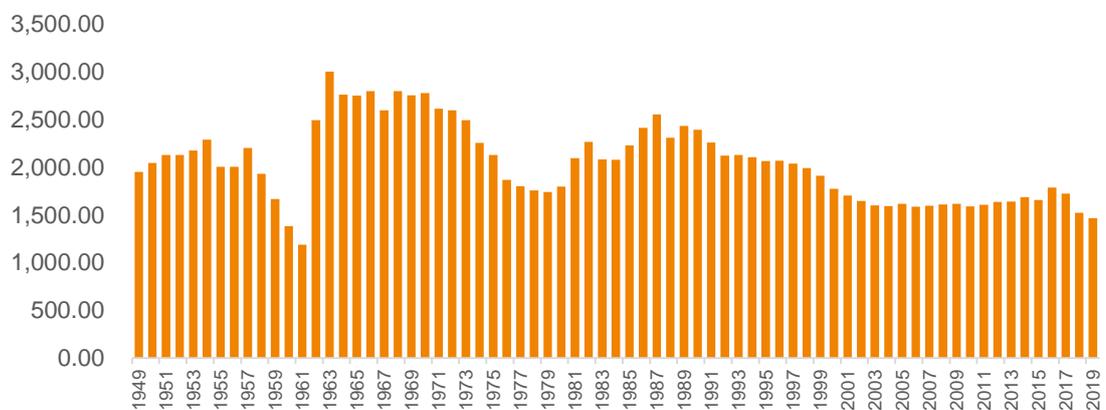
资料来源：中公教育官网，天风证券研究所

我们认为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；同时有利于扩大报考规模，进而提升参培人数扩容市场空间。

从中长期来看，我们认为以公务员、教师为代表的公职类招录需求将稳步增长。

一方面，补充离退休人员将带动每年招录人数稳定增长。据《2015 年度人力资源和社会保障事业发展统计公报》显示，截至 2015 年底，全国共有公务员 716.7 万人，按照平均工作 35 年，每年需补充约 20 万以上公务员，同时考虑到我国公务员队伍老龄化及退休潮来临，目前我国公务员招录水平仍整体处于低位。

图 11：1960 年前后生育高峰目前进入退休潮（万人）



资料来源：wind，天风证券研究所

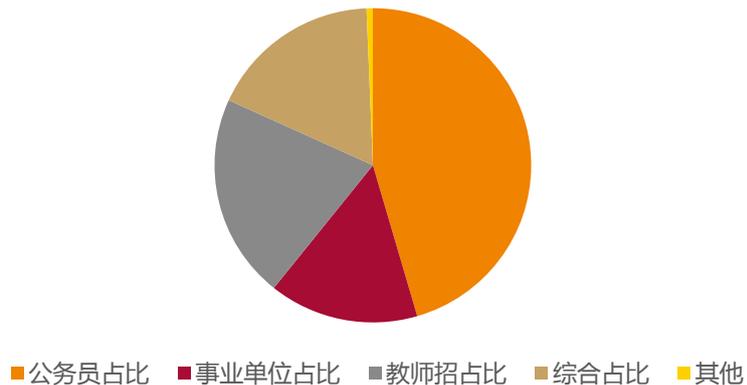
另一方面，城镇化浪潮将推动公共服务水平不断提高，公共服务部门就业人群将持续扩大。国务院《“十三五”推动公共服务均等化规划》明确将加强人才队伍建设作为推动公共服务均等化的重要保障手段。据国家行政学院的研究，发达国家的公共部门就业人口约占劳动力就业人口的 10%~20%，加拿大和香港甚至超过了 20%，而我国目前的公共部门就业人口只占劳动力就业人口的约 5%。

随着城镇化的深入，我国的公共部门就业人口比例也将逐步提高，公职类招录培训市场也将保持长期稳定的增长，近年教师和医疗卫生等相关培训的井喷也部分印证了这一趋势。

2.2. 传统招录培训优势显著，教招潜力大长尾需求多

2019 年中公教育收入结构中公务员占比近半，教招占 21%，医疗划归综合，预计占比 10%以内，整体来看未来有较大潜力。具体来看，2019 年中公公务员占比 45.46%，同比增长 30.15%；事业单位占比 15.27%，同比增 58.44%；教师占比 21.06%，同比增 60.85%；综合占比 17.59%，同比增 74.93%。

图 12：2019 年中公教育收入结构公务员接近半，教招 21%，医疗划归综合，预计占比 10%以内，



资料来源：公司公告，天风证券研究所

中公公务员收入占比最高，一方面反映公务员岗位的相对吸引力较强、竞争较为激烈，学生参培意愿强；另一方面行业高性价比优质教育产品供给不足，压抑需求，以中公为代表的千亿级选手已构建出自身竞争壁垒，通过研教分离，直营管控，科技渗透等加速收割市场，成就自身规模增长。

目前全国招录培训市场暂无相对应的竞争对手，行业天然分散，中公的直营网络覆盖、教研能力和精细化综合运营服务优势都将获得极大化地发挥，一方面不断拓展下沉区域市场规模，另一方面持续扩大市场占有率，充分享受招录大年红利。

2.3. 考研等学历提升赛道尚未挖掘，供给升级孕行业龙头

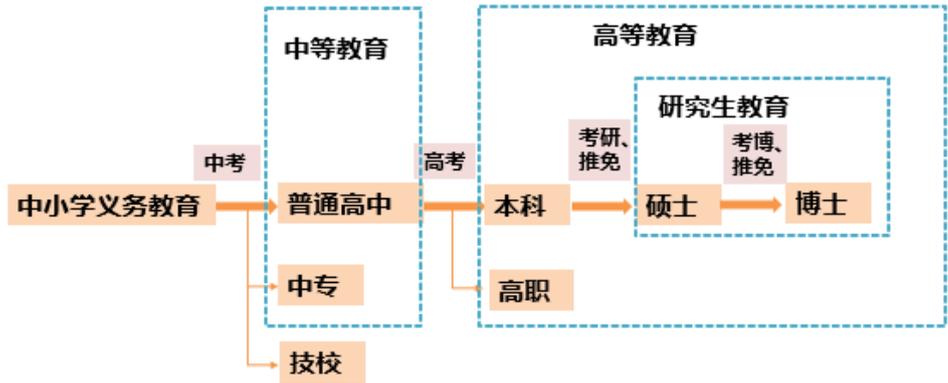
2.3.1. 考研：客群复用，供给改革，激发行业空间

考研是我国高教体系中重要一环。全国硕士研究生统一招生考试简称“考研”，是指教育主管部门和招生机构为选拔研究生而组织的相关考试的总称，由国家考试主管部门和招生单位组织的初试和复试组成，是连接我国高等教育系统中本科阶段教育与硕士、博士阶

段的重要接口。

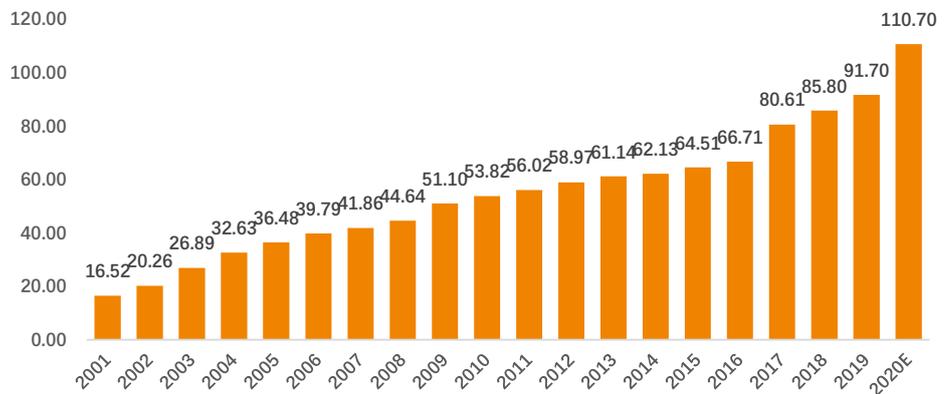
2020 考研扩招 18.9 万人，力度为近 20 年最大。2020 年初教育部副部长宣布将扩大硕士研究生招生规模，预计同比增加 18.9 万人，不同于 17 年非全日制硕士招录并轨，本次直接扩招近 20 万人，幅度为历史之最，给考研市场带来空前的历史发展机遇。

图 13：考研是我国高教体系中重要一环



资料来源：天风证券研究所

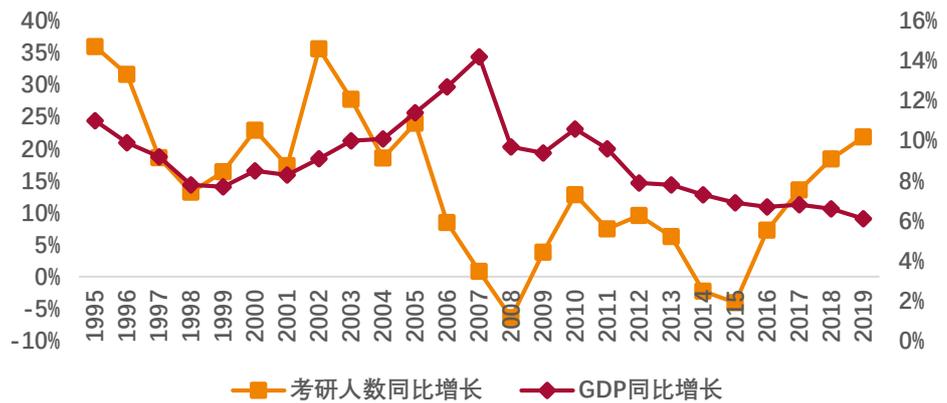
图 14：2020 考研扩招 18.9 万人，力度为近 20 年最大（万人）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

考研人数呈现出典型逆周期，经济下行催生需求。2007 年我国 GDP 同比增长达到 20 年间最大值约 14.20%，2008 年硕士研究生考试报名人数同比增长为 20 年最低约 -6.4%。十一五期间 GDP 快速增长，研究生报名人数同比增长率呈减少趋势；十三五期间，我国经济由高速增长转向高质量发展阶段，2015 年后研究生报名人数同比增长率快速上升。

图 15：考研人数呈现出典型逆周期，经济下行催生需求



资料来源：中国教育在线，天风证券研究所

预计考研市场规模超过 200 亿，考研培训仍然是核心赛道。根据中国产业信息网的调查，我们对行业的客单价进行保守估计。对 10000 元以下的各区间取平均值，对 10000 元以上的值取 10000 元，经过加权平均后，得到行业客单价 4410 元。

2020 年考研人数 314 万人，考研市场规模约 150 亿。考虑到社会对硕士学位认可度和当前本科就业压力，我们可以认为未来考研人数增长趋势近 4 年内不会放缓，假设每年本科毕业生 3% 增长，考研人数占比每年增加 2%，则到 2024 年整个考研培训市场规模或超过 200 亿元。

表 2：经过加权平均后，得到保守估计的行业客单价为 4410 元

	1000 以下	1000-3000	3000-6000	6000-10000	10000 以上
考研支出 (元)	18%	31%	19%	10%	22%
区间取值	500	1,500	4,500	8,000	10,000
加权后取值	90	465	855	800	2,200
客单价 (元)	4,410				

资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

表 3：到 2024 年整个考研培训市场规模或超过 200 亿元

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
毕业生人数 (万人)	874	900.22	927.23	955.04	983.69
考研人数占比	39.02%	41.02%	43.02%	45.02%	47.02%
考研人数 (万人)	341	369.27	398.89	429.96	462.53
客单价	4410	4410	4410	4410	4410
估计市场规模 (亿元)	150.38	162.85	175.91	189.61	203.98

资料来源：教育部，天风证券研究所

传统机构以加盟为主，品控及管理较弱，规模难以做大。此前全国性考研培训机构的线下教育模式是“直营+加盟”。一线城市建立直营机构，其他城市招募加盟商，收取加盟费和辅导材料费用。但是由于总部不直接参与教学，对加盟商控制能力较弱；“直营+加盟”可以用较低成本快速开辟全国市场，但是对各地加盟团队教学质量难以控制，不利于品牌形象维护。

据不完全统计，各类考研机构有一千多家，行业内竞争激烈。其中规模大的机构覆盖

全国主要城市，辅导科目全面。同时也有部分机构专注部分科目形成自己特色，比如厚大法硕专注法学、金程考研偏向财经类；还有部分小机构提供有针对性的本土化教学，比如聚创考研的分校集中在广东、福建等地。

表 4: 传统机构以加盟为主，品控及管理较弱，规模难以做大

机构	运营模式
文都	30+直营机构，1000+加盟商
跨考	6个直营机构，100+加盟商
学府	10个直营机构，近100家加盟商
启航	6家直营机构，200+加盟商

资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 16: 机构众多竞争激烈，既有“大而全”又有“专而精”



资料来源：公司官网，天风证券研究所

中公考研机会在于：市场资源向大型机构集中；名师导向到教研产品导向发展以及拓宽赛道充分发掘客户价值。“大而全”教育品牌将是考研培训主流形态。尽管“专而精”小型机构在某一地区、院校或专业能够更加深入地挖掘，但是其运营能力和服务质量容易出现的问题。随着传统培训机构分工细化和线上教育品牌入局，未来有教研支持、人员充足、培训系统、质量有保障的全国性品牌更可能逐步整合市场资源，不断吸纳“专而精”的优势以形成规模效应，推动行业资源向龙头企业集中。

教研产品导向或成为未来的新出路。尽管名师可以通过个人魅力和教学经验得到考生的认可，但是如果有一个完善的教学研究机制，以专业的团队对教学内容进行精细设计，并通过可复制的模式形成整体优势，教研产品效益和品牌优势便可能超过个人光环。

图 17: 中公考研形成完整的教研体系

中公考研四大研究院



资料来源：中公教育官网，天风证券研究所

图 18：中公考研已经形成了较为完整的教学服务体系

中公考研服务体系



资料来源：中公教育官网，天风证券研究所

考研每年进行一次，且大部分考生顺利“上岸”后便不再继续创造价值，客户资源留存率极低。出国考试、四六级、公务员、职业资格证等领域的参与者与考研群体重合率高，进军其他培训领域能够提供更多增值服务，实现多方业务的协同发展。

2.3.2. 自考、成考等学历提升刚需，每年近 600 万人报考

高等教育自学考试是我国高等教育的一种形式，通过这种形式可以获得国家承认的本科毕业证书，符合条件的可以获得相应的学位。国家承认学历，电子注册学籍，可以在教育部官网查询，可考公务员、考研、出国留学、评职称等。学生专业考试计划规定课程（含实践课程）成绩全部合格者可申请办理毕业证书；符合报考院校学士学位授予条件者，可申请学士学位。

图 19：中国传媒大学南广学院自考助学本科招生宣传



资料来源：中国传媒大学南广学院官网，天风证券研究所

学生在校期间通过江苏省教育考试院和学院组织的各科考试，且成绩合格，可获得江苏省自考委员会颁发的 XX 学院署印章的自学考试毕业证书，国家承认学历，教育部电子注册；符合学士学位授予条件者，可授予学士学位。

图 20：自考相关学历文凭



资料来源：中国传媒大学南广学院官网，天风证券研究所

2019 年我国高等教育自学考试学历教育报考 596.37 万人次，取得毕业证书 48.98 万人。高等教育自考、成考以及专升本考试较统招升学虽略显非主流，但我国存量劳动力市场巨大，且统招高等教育毛入学率约 50%，仍有近一半劳动力有提升学历需求，其对升职、考公、就业等有帮助，因此围绕高校开展自考、成考以及专升本培训具有一定的市场前景。

图 21：2019 年我国高等教育自学考试学历教育报考 596.37 万人次，取得毕业证书 48.98 万人



资料来源: wind, 天风证券研究所

3. 盈利预测与估值

经济转型将逐步提升职业教育在教育体系中的地位，大学毕业生人数持续增长是就业形势的重要风向标，优质供给严重不足是制约职业教育行业发展的主要矛盾，城镇化浪潮将推动公共服务水平不断提高，公共服务部门就业人群将持续扩大。

中公教育具有全国范围的垂直一体化快速响应能力。中公教育一直置身于公职类招录考试培训市场创造的最前沿，率先采用自主研发，率先培养专职师资，率先进行全国渠道布局并不断下沉渠道，率先完成全国网点全直营，率先采用互联网内容营销及 IT 自主开发，用科技力量持续提升营销、管控及协同服务水平。目前已基本形成了重研发、强渠道、快响应的垂直一体化快速响应能力。在公务员、事业单位、教师等公职类招录领域成为学员首选机构，在其他职业就业新领域取得了强劲增长，并在各类资格证考试培训领域进行了全面的覆盖。我们预计公司 2020-22 年 EPS 分别为 0.41 元、0.58 元、0.80 元，PE 分别为 70x、49x、36x。

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)

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	151.77	96.96	69.60	49.24	35.61
市净率	59.23	50.99	17.79	18.18	17.39
EV/EBITDA	-0.72	-1.06	57.97	39.01	28.86
EV/EBIT	-0.74	-1.09	59.12	39.64	29.24

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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