天风证券 TF SECURITIES

中公教育（002607）

证券研究报告
2020 年 09 月 20 日

全年预期不改持续高增长，Q3 拐点凸显白马价值成长

全国多地发布省考笔试成绩及面试通知，带动收入利润结转，同时教招国企等大类持续扩招，有望迎来 Q3 经营业绩拐点！
2021 国考及考研陆续启动，三四季报数据改善全年持续高增长不变。

2020 年全国公务员省考进入笔试成绩发布及公告面试日期阶段，目前全国大部分省市均已更新，代表 9-10 月将进入公务员序列收款以及收入利润确认高峰，有望迎来经营业绩拐点。

此外，事业单位、教师招录、银行、国企等大类持续扩招，一方面响应中央稳就业号召，落实扩招政策到位；另一方面我国基层服务类岗位较发达国家存在显著短板，同时，新型城镇化中最重要的就是公共服务的深化和升级，公共部门扩招将获得内循环新方针的强大牵引。

2021 年国考、考研等招录陆续拉开帷幕，带动收款及锁定新一年成长。9 月 4 日教育部印发《2021 年全国硕士研究生招生工作管理规定》，对 2021 年全国硕士研究生考试招生工作进行部署，明确 2021 年全国硕士研究生招生考试初试时间安排在 2020 年 12 月 26 日至 27 日。

此外，预计 2021 国考将于近期披露招录公告，参照往年安排，2021 年国考或于 12 月展开，次年 1-2 月发布成绩。

招考时间落地有利于明确考生备考节奏，推动报班缴费，伴随中公课程体系更加完善，备考周期逐步延长，课程内容班型升级，预计非协议部分收入将持续增长，相关收入确认 Q4 结转或增强业绩成长。

维持盈利预测，给予买入评级

公司是一家中国领先的全品类职业教育机构，也是招录考试培训领域的开创者和领导者，主营业务横跨招录考试培训、学历提升和职业能力培训等 3 大板块，提供超过 100 个品类的综合职业就业培训服务。公司在全国超过 1300 个直营网点展开经营，深度覆盖 300 多个地级市，并正在快速向数千个县城和高校扩张。

短期季节性波动不改中公长期价值，反而扩招趋势、资源积累及中小机构出清将更加巩固中公中长期护城河，我们预计公司 20-21 年净利分别为 25 亿、36 亿、PE 分别为 76x、54x。

风险提示：核心高管流失、市场竞争激烈、招生不及预期

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)	165.78	105.91	76.03	53.78	38.90
市净率(P/B)	64.70	55.70	19.44	19.86	18.99
市销率(P/S)	30.64	20.83	14.69	11.30	8.31
EV/EBITDA	(0.72)	(1.06)	63.60	42.90	31.69

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	30.99 元
目标价格	元

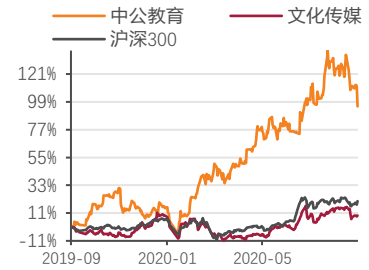
基本数据

A 股总股本(百万股)	6,167.40
流通 A 股股本(百万股)	783.99
A 股总市值(百万元)	191,127.71
流通 A 股市值(百万元)	24,295.88
每股净资产(元)	0.28
资产负债率(%)	86.84
一年内最高/最低(元)	38.98/14.42

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

1 《中公教育-半年报点评:疫情无碍成长加速扩张，白马巩固优势着眼未来》 2020-09-01
2 《中公教育-公司点评:考试延期+师资储备致 20H1 亏损 2-3 亿，季节性错配无碍价值成长》 2020-07-15
3 《中公教育-公司点评:为何我们看好中公教育，价值再解析》 2020-06-10

1、全国多地发布省考笔试成绩及面试通知，带动收入利润结转，同时教招国企等大类持续扩招，深度锁定 Q3 经营业绩拐点！

2021 国考及考研陆续启动，三四季报数据改善全年持续高增长不变。

2020 年全国公务员省考进入笔试成绩发布及公告面试日期阶段，目前全国大部分省市均已更新，代表 9-10 月将进入公务员序列收款以及收入利润确认高峰，深度锁定经营业绩拐点。

此外，事业单位、教师招录、银行、国企等大类持续扩招，一方面响应中央稳就业号召，落实扩招政策到位；另一方面我国基层服务类岗位较发达国家存在显著短板，同时，新型城镇化中最重要的就是公共服务的深化和升级，公共部门扩招将获得内循环新方针的强大牵引。

2021 年国考、考研等招录陆续拉开帷幕，带动收款及锁定新一年成长。9 月 4 日教育部印发《2021 年全国硕士研究生招生工作管理规定》，对 2021 年全国硕士研究生考试招生工作进行部署，明确 2021 年全国硕士研究生招生考试初试时间安排在 2020 年 12 月 26 日至 27 日。

此外，预计 2021 国考将于近期披露招录公告，参照往年安排，2021 年国考或于 12 月展开，次年 1-2 月发布成绩。

招考时间落地有利于明确考生备考节奏，推动报班缴费，伴随中公课程体系更加完善，备考周期逐步延长，课程内容班型升级，预计非协议部分收入将持续增长，相关收入确认 Q4 结转或增强业绩成长。

就业难叠加公务员队伍老龄化等趋势，预计 2021 以考研及国考为代表的招录名额仍将维持增长趋势。大学扩招 20 年之后，就业人口结构发生较大变迁，目前大学毕业生人数已经到达新增就业人口总量过半临界值，稳就业重点也将由一般求职者向高校毕业生转移。招录板块中长期扩招趋势明确，行业未来 5-10 年仍将处于中高速发展期。2020 年国家为稳就业，大力扩招研究生、专升本、第二学位等学历提升项目合计 170 余万人。

此外，补充离退休人员将带动每年招录人数稳定增长。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。

2、中公积极储备研发教师及渠道资源，教学投入疫期逆势增长，有效应对下半年及今后招录高峰；同时考研等学历提升板块快速发展，职教龙头延续价值成长。

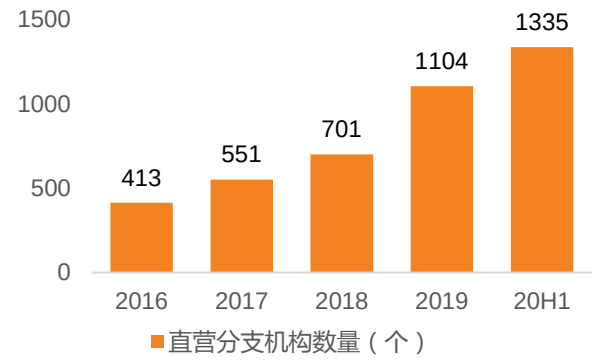
2020 年上半年面对新冠疫情，多数教培机构发展陷入停滞，招新及课耗受到显著拖累；而中公逆势扩张，充分补充教育资源，一方面将建立起更加巩固的护城河和规模优势；另一方面将更有效应对扩招趋势及增加的市场需求，提升品牌认知及市占率。

截至 20H1 中公直营分支机构数量 1335 家，环比增长 20.92%，中公员工数量 41911 人，环比增长 19.03%；其中研发人员 2702 人，同比增 31.74%，占比 6.45%，研发投入占营入比例 13.65%，教师人数 18036 人，环比增 33.85%。

公司在全国超过 1300 个直营网点展开经营，深度覆盖 300 多个地级市，并正在快速向数千个县城和高校扩张。基于更为明确的中长期扩招趋势及疫情可防可控的预期，公司不仅没有减员或裁撤网点，反而逆势大幅扩充储备人才及渠道网点规模。截至 20H1 中公员工数量 41911 人环比增 19.03%，其中研发人员环比增 32%。

图 1：截止 2020H1，直营分支机构数量 1335 家，环比增长 20.92%

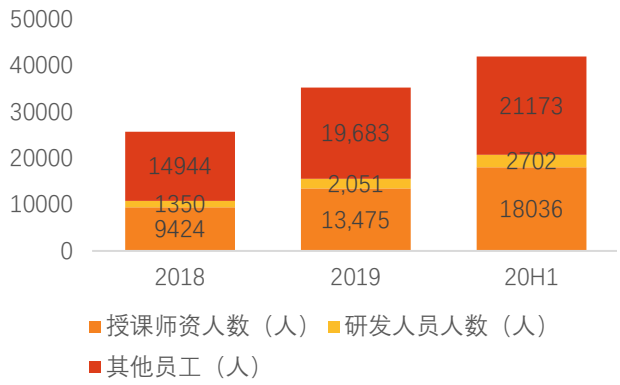
图 2：在全国超过 1,300 个直营网点，深度覆盖 300 多个地级市



资料来源：公司公告，天风证券研究所

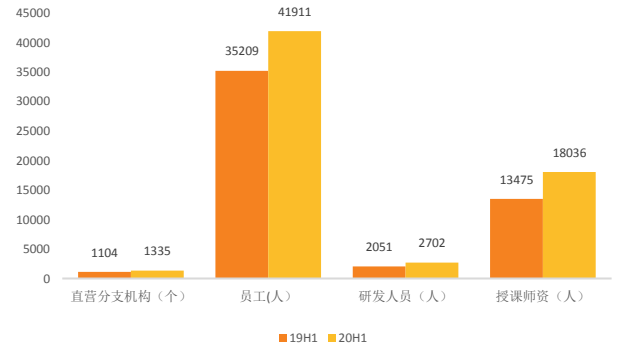
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：截止 2020H1，直营分支机构数量 1335 家，环比增长 20.92%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：在全国超过 1,300 个直营网点，深度覆盖 300 多个地级市



资料来源：公司公告，天风证券研究所

疫情爆发更坚定公司跨板块扩展经营的决心，也验证此前强化招录板块市场开发的合理性，专项行动由此更为强劲地持续深化，同时伴随着储备人才的成长成熟，不仅提振相关门类当期业绩，更重要的是进一步提升整体布局优势，有利于中长期板块轮动增长态势的实现。

2019 年至今公司对活跃的新业务集中完成一轮密集资源投入，尤其是在考研等重点门类上一次性实现核心教研资源的规模领先，从 2019 年下半年开始，公司采取针对新业务板块的“起飞行动”，从顶层给予新业务更多的管理资源投入。中公入局考研等学历提升赛道，将从师资、教研、体验服务及效果等多维度优化行业现有供给结构，做大做强。

3、公共服务门类挖掘空间较大，学历提升板块直接受益稳就业，职业能力板块未来有效改善供给结构。

相较公务员，教师/医生/警察等公共服务门类空间广阔、中长期扩招趋势明确，且中公具备极强的优势壁垒，体现在专职专业研发以及垂直一体化快速响应带来的架构及效率支撑，具体来看：

首先、研发专业化，是大体量成长的基石与保障。研发专业化一方面能保证规模话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。

十几年来通过一线教研磨练和快速创造市场的迭代，累积形成实战经验丰富的研发及研发管理专家梯队，目前已形成超过 2700 人的专职研发团队。伴随着品类的扩张和板块的跨越，公司的专业研发不仅实现规模效应下分工持续细化，**更不断产生品类间不断协同**

研发集群效应，大大提升研发效率，尤其是提升存量研发资源对新品类新业务发展的嫁接效率。

其次、通过垂直一体化快速响应体系和能力，在分散的市场实现规模经济和建立竞争壁垒，实现远超一般行业的经营效率。在每一次大大小小的考试中，“网点——总部指挥中枢——教学现场”三者每一天都在进行高频的响应反馈，从而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。对这一架构进行投资和革新一直是公司管理变革的中心工作。公司目前已建立覆盖 300 多个地级市的 1,300 多个经营网点，并不断向县城及高校加速扩张。同时，总部指挥中枢在管理变革和数字化经营的助力下，持续寻求管理的规模效应。近年来，公司也在大型吃住学一站式基地建设上持续投资，推动教学现场实现大工厂式作业。

图 5：垂直一体化快速响应能力驱动的高增长企业平台

资料来源：公司公告，天风证券研究所

多品类之间的投资能力累积和叠加，多品类的增长飞轮效应不断增强，新旧品类的发展相互放大投资充分度，共同推动形成更强的经营基础设施能力。当前，这种增长飞轮效应已经扩大到了招录考试培训、学历提升和职业能力培训三大板块之间，逐级放大公司的增长愿景，学历提升板块将在 3 至 5 年后成为推动增长的重要力量，职业能力培训板块则将在 5—10 后成为公司规模最大同时也是增长贡献最大的板块。

20H1 综合序列营收占比从去年同期的 21.18%扩大至 34.58%。完善收入结构降低单一品类季节性影响；更重要的是体现公司扩品类运营发展实力，未来公司成长天花板彻底打开，“多品类增长飞轮效应”（招录考试培训、学历提升和职业能力培训三大板块）逐级放大增长愿景。

中公公务员收入高于其他单个招录收入占比，我们认为一方面反映公务员岗位的相对吸引力较强；**另一方面行业高性价比优质教育产品供给不足，压抑需求，中公已构建出自身竞争壁垒，成就自身规模增长。**

4、维持盈利预测，给予买入评级

公司是一家中国领先的全品类职业教育机构，也是招录考试培训领域的开创者和领导

者，主营业务横跨招录考试培训、学历提升和职业能力培训等 3 大板块，提供超过 100 个品类的综合职业就业培训服务。公司在全国超过 1300 个直营网点展开经营，深度覆盖 300 多个地级市，并正在快速向数千个县城和高校扩张。短期季节性波动不改中公长期价值，反而扩招趋势、资源积累及中小机构出清将更加巩固中公中长期护城河，我们预计公司 20-21 年净利分别为 25 亿、36 亿、PE 分别为 76x、54x。

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	221.00	325.00	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	**3,290.99**	**5,161.26**	**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**
负债和股东权益总计	**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	1,100.00	1,210.00
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	2.50	1.71	153.00	131.00	112.00
投资净收益	110.35	259.22	300.00	210.00	290.00
其他	(223.34)	(528.47)	416.60	(614.76)	(466.11)
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	165.78	105.91	76.03	53.78	38.90
市净率	64.70	55.70	19.44	19.86	18.99
EV/EBITDA	-0.72	-1.06	63.60	42.90	31.69
EV/EBIT	-0.74	-1.09	64.86	43.60	32.10

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