

推荐 (首次)

中公教育 (002607)

风险评级: 中风险

职教培育多播种, 硕果秋实犹待摘

2021年3月2日

投资要点:

张孝鹏
SAC 执业证书编号:
S0340520060002
电话: 0769-22119416
邮箱:
zhangxiaopeng@dgzq.com.cn

主要数据 2021年3月1日

收盘价(元)	33.11
总市值(亿元)	2,042.03
总股本(亿股)	6,167.40
流通股本(亿股)	1,602.28
ROE(TTM)	65.67%
12月最高价(元)	43.58
12月最低价(元)	20.52

教育(中信)指数走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind

相关报告

- 1. 公司发展历程:** 公司是国内非学历职业教育龙头, 业务范围、深度领域不断进化, 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1335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。
- 2. 职教市场前景光明, 公司未来空间巨大:** 由于覆盖群体广泛、培训内容多样、涉及就业安身, 职业教育市场需求旺盛, 职业教育对于个人发展、家庭和谐乃至社会稳定都具有重要的价值。全国公共财政支出中对职业教育的投入增长迅速, 由2008年的745.75亿元增长至2019年的3033.61亿元, 年均复合增长率为13.60%, 高于同期全国公共财政总体支出12.95%的年均复合增长率。公务员招录、事业单位、综合招录、考研、IT培训市场均处于上升增长期, 前景光明。
- 3. 行业及公司护城河深厚:** 千年文官选拔传承, 逢进必考刚性要求, 行业护城河极深。公司规模、品牌、师资优势促进市场集中度提升, 市场集中度未来具有较大提升空间。垂直响应结合横向复制管理平台保质放量, 公司通过加强关键驱动要素建设和“实时态势感知”企业数字化平台建设, 不断提升核心竞争力。预收模式加速公司地域复制与业务复制。直营模式能够让学员能够享受标准一致的产品和服务。
- 4. 客单价稳中有升, 公司利润率稳定:** 公司今年来客单价保持基本稳定, 其中面授课程中协议班的比例在提升, 因此面授整体单价有所抬升, 线上作为引流手段, 客单价保持基本稳定。2018年和2019年公司利润率和费用率基本保持稳定, 从公司费用率和利润率综合判断, 公司获客成本基本保持稳定, 毛利率保持稳定。
- 投资策略:** 教育行业属于刚需消费型行业, 第一, 公司线下分支机构下沉以及线上平台扩展充满想象空间。第二, 招录板块之外的考研、IT能力训练等业务横向扩张带来发展新动能, 且新业务与现有业务实现平台共享、场地共享, 可以提升现有线下分支机构坪效, 平滑招录板块季节性特征, 提高经营效率。第三, 招录板块参培率提升以及总体招录规模扩张依然可以期待。我们预计公司2020-2021年营收收入分别为121.59亿元和160.66亿元, 对应的EPS分别为0.41元和0.55元。首次推荐, 我们给予推荐评级。
- 风险提示:** 声誉风险, 市场竞争加剧, 政策风险, 市场下沉效果不及预期

目 录

1. 发展历程及业务	4
1.1 发展历程: 从点到面, 由浅入深	4
1.2 业务范围、深度领域不断进化	4
1.3 借壳进入资本市场, 股权集中	5
2. 职教市场前景光明, 公司未来空间巨大	6
2.1 职教市场增长快, 政策鼓励多	6
2.2 招录考试方兴未艾	8
2.3 事业单位和综合招录培训市场大有可为	10
2.4 考研板块和 IT 能力训练会爆发潜能	11
3. 公司核心优势突出	11
3.1 行业及公司护城河深厚	11
3.2 垂直响应结合横向复制管理平台保质放量	12
3.3 预收学费商业模式	13
4. 盈利预测和投资建议	13
4.1 客单价与成本端保持基本稳定	13
4.2 关键假设	14
4.3 投资策略	14
5. 风险提示	15

插图目录

图 1: 公司发展布局	4
图 2: 职业教育分类	4
图 3: 核心产业链	5
图 4: 中公教育直营分支机构数量 (单位: 个)	5
图 5: 培训人次 (单位: 万人)	5
图 6: 中公教育借壳上市	5
图 7: 股权比例	5
图 8: 教育财政支出情况 (单位: 亿元)	7
图 9: 2019 年各类教育财政支出占比	7
图 10: 2013-2022 年中国职业教育市场规模	8
图 11: 历年国考招考情况 (单位: 人)	8
图 12: 历年国考招考人数变化 (单位: 人)	8
图 13: 2020 年各省公务员招录人数统计 (单位: 人)	9
图 14: 历年参加联考: 招考与考试人数 (单位: 人)	9
图 15: 参加联考省份数量	9
图 16: 国有单位和私营单位平均年收入情况 (单位: 元)	9
图 17: 历年国考竞争情况 (单位: 万)	9
图 18: 31 个大城市失业率 (单位: %)	10
图 19: 历年研究生报名情况 (单位: 万人)	11
图 20: 历年研究生招生情况 (单位: 万人)	11
图 21: 公司近三年师资情况 (单位: 人)	12
图 22: 2017 年竞争对手师资对比 (单位: 人)	12
图 23: 关键驱动要素	12
图 24: “实时态势感知” 企业平台	12

图 25：预收账款（万元）	13
图 26：预收款占营收比例	13
图 27：客单价（单位：元）	13
图 28：公司利润率及费用情况	13

表格目录

表 1：教育法律法规及相关政策回顾	6
表 2：盈利预测简表（2021/3/1）	16

1.发展历程及业务

1.1发展历程：从点到面，由浅入深

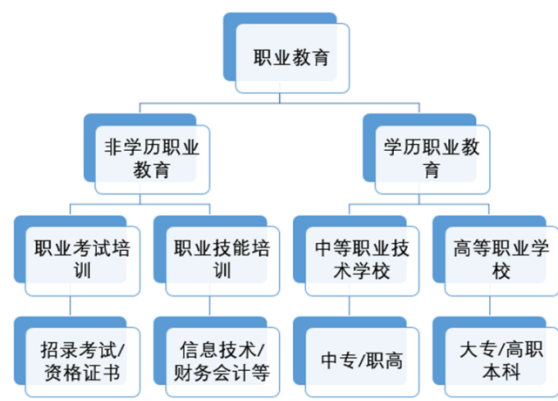
历史：中公教育集团创建于1999年，公司创始人团队从1999年开始进入教育培训领域；2001年，进入公务员考试培训领域；2004年，出版公考辅导系列丛书；2005年，推行大规模代理制，在十几个城市与30余家地方性代理机构合作，布局全国市场；2007年，推行面试特训课程，开启面试培训新征程；2008年，面授、图书、在线教育三位一体，发展进入快车道；2009年，对分支机构实行“全面直营”模式，加大课程研发投入；2011年，推行“公职培训基地学习”模式，由北京向多省辐射，为考生提供吃住学一体化解决方案；2012年，分支机构推行标准化规范化运营，提升学员体验；2014年，横向整合教育市场资源，打造综合性职业教育企业；2019年，借壳亚夏汽车在深交所上市，登陆A股。

图 1：公司发展布局



资料来源：公司年报，东莞证券研究所

图 2：职业教育分类



资料来源：东莞证券研究所

1.2业务范围、深度领域不断进化

业务板块的范围不断扩大。中公教育是由一家北大毕业生李永新自主创业的信息技术与教育服务机构，目前已经发展为教育服务业的综合性企业集团，成为集合面授教学培训、网校远程教育、图书教材及音像制品的出版发行于一体大型知识产业实体。公司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。公司专注于非学历职业就业培训，通过面授培训及线上培训等形式提供服务，培训内容涵盖国家和地方公务员招录、事业单位招聘、教师资格和招录等与大学毕业生就业择业密切相关的各大领域。公司是国内直营分校覆盖城市广、专职教师数量多、公职类职业培训规模大的现代化职业教育机构。截止2020年6月底，公司在全国超过1335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。公司主要服务于18岁—45岁的大学生、大学毕业生和各类职业专才等知识型就业人群。

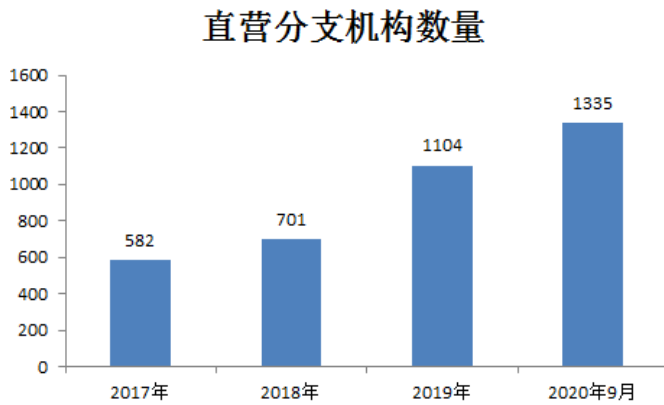
图 3：核心产业链



资料来源：世界银行，东莞证券研究所

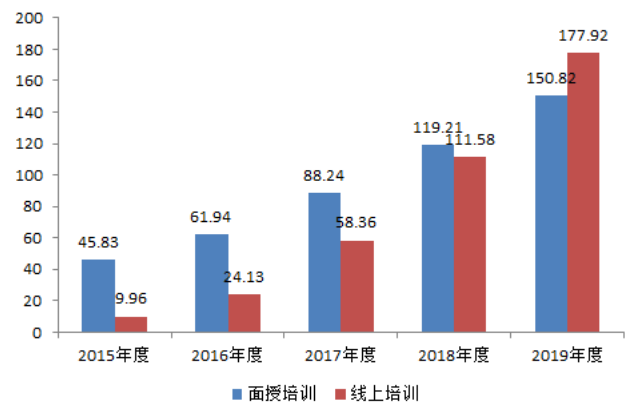
直营分支机构地域不断扩大。截止2020年9月公司在全国拥有1335个直营网点，展开经营，深度覆盖300多个地级市，并正在快速向数千个县城和高校扩张，直营分支机构近几年复合增速保持在20%以上，商业模式经过验证。

图 4：中公教育直营分支机构数量（单位：个）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 5：培训人次（单位：万人）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

1.3 借壳进入资本市场，股权集中

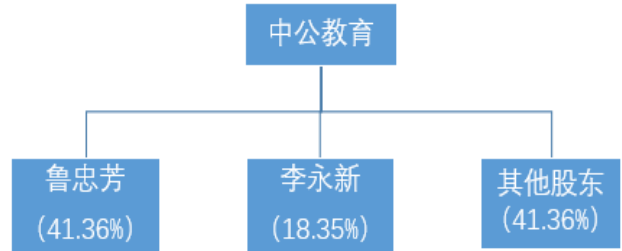
2018年中公教育借壳亚夏汽车登陆A股，2020年11月24日，中公教育发布《非公开发行股票预案》，拟募资60亿元用于怀柔学习基地建设项目和补充流动资金。截止2020年三季度末，中公教育的实控人鲁忠芳（李永新母亲）、李永新持股比例分别为41.36%、18.35%，股权集中度高。

图 6：中公教育借壳上市

图 7：股权比例



资料来源：wind、公告



资料来源：wind，东莞证券研究所

2. 职教市场前景光明，公司未来空间巨大

2.1 职教市场增长快，政策鼓励多

近年来，国家出台多项政策鼓励职业教育行业的发展，职业教育在教育体系中的地位不断提高。职业教育作为教育行业的重要组成部分，能够帮助学员获得职业技能或职业知识、形成良好的职业道德，从而满足个人的就业规划和工作岗位的客观需要。由于覆盖群体广泛、培训内容多样、涉及就业安身，职业教育市场需求旺盛，职业教育对于个人发展、家庭和谐乃至社会稳定都具有重要的价值。

表 1：教育法律法规及相关政策

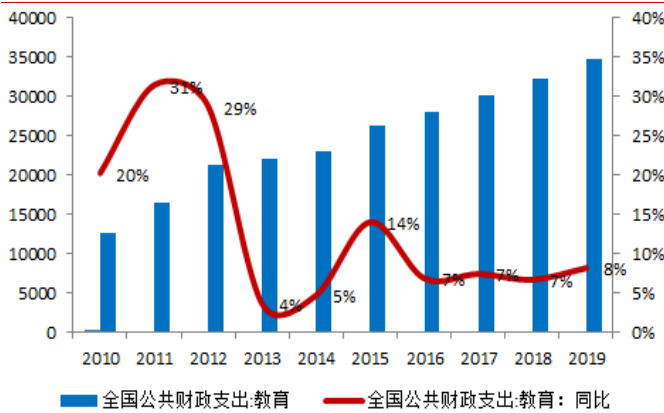
序号	类型	法律法规	时间	机构	内容
1	法律	《中华人民共和国民办教育促进法（2018年修正）》	2018年12月	人大常委会	国家对民办教育实行积极鼓励、大力支持、正确引导、依法管理的方针
2	职业教育	《国家职业教育改革实施方案》	2019年1月	国务院	2022年，一大批普通本科高等学校向应用型转变，建设50所高水平高等职业学校和150个骨干专业（群）。推动建设300个具有辐射引领作用的高水平专业化产教融合实训基地。
3		《职业技能提升行动方案（2019-2021年）》	2019年5月	国务院	2019年至2021年三年共开展各类补贴性职业技能培训5000万次以上，其中2019年培训1500万人次以上。方案强调民办职业培训和评价，机构在政府购买服务、校企合作、实训基地建设等方面与公办同类机构享受同等待遇。
4		《中华人民共和国职业教育法修订草案（意见稿）》	2019年12月	教育部	鼓励民间资本进入职教领域，实现校企融合，推进现代化职教体系发展，通过提升毕业生就业质量，改善我国劳动结构
5	综合规划	《中国教育现代化2035》、《加快推进教育现代化实施方案（2018-2022年）》	2019年2月	国务院	建成服务全民终身学习的现代教育体系、普及有质量的学前教育、实现优质均衡的义务教育、全面普及高中阶段教育、职业教育服务能力显著提升、高等教育竞争力明显提升、残疾儿童少年享有适合的教育、形成全社会共同参与的教育治理新格局，到2035年，总体实现教育现

					代化，迈入教育强国行列。
6		《2020年政府工作报告》	2020年5月	国务院	今明两年职业技能培训3500万人次以上，高职院校扩招200万人，要使更多劳动者长技能、好就业。

资料来源：中国政府网，教育部，东莞证券研究所

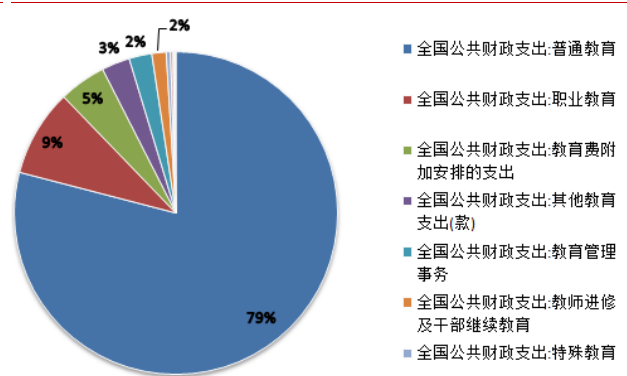
对教育持续稳定投入代表国家政策导向，全国公共财政支出中对职业教育的投入增长迅速，由2008年的745.75亿元增长至2019年的3033.61亿元，年均复合增长率为13.60%，高于同期全国公共财政总体支出12.95%的年均复合增长率，国家教育公共财政近年来保持年均增长7%-8%，对普通教育和职业教育投入比例最大，分别占比高达79%和9%。教育经费占GDP比重超过4%。印证中国一句古话“再穷不能穷教育，再苦不能苦孩子”。

图8：教育财政支出情况（单位：亿元）



资料来源：财政部，东莞证券研究所

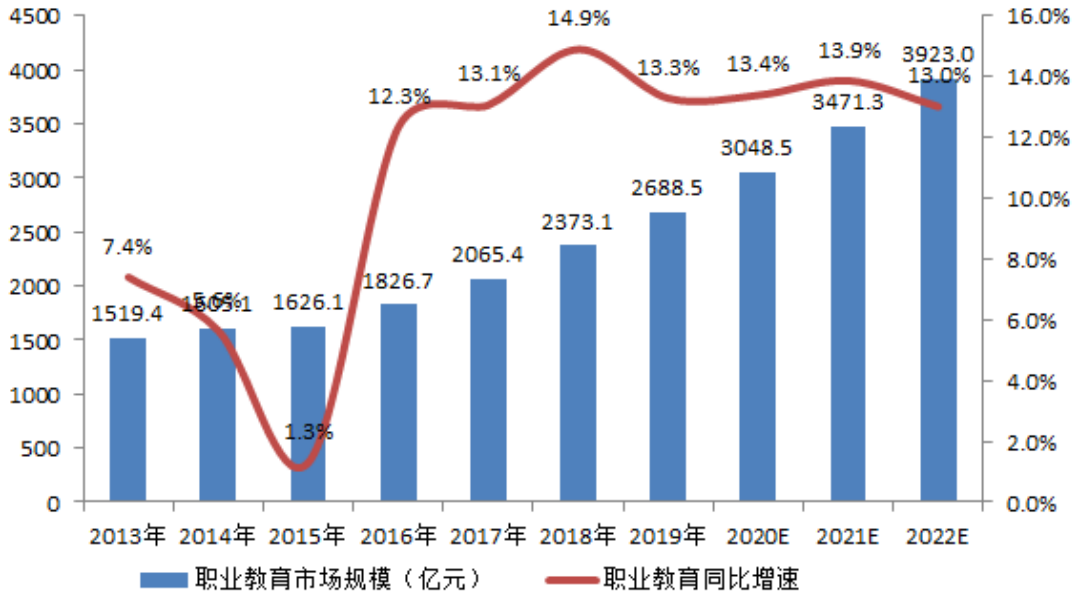
图9：2019年各类教育财政支出占比



资料来源：财政部，东莞证券研究所

《2020年中国在线教育平台用户大数据报告》，2019年中国职业教育市场规模达到2689亿元，同比增长13.3%；市场规模预计未来3年保持13%左右的速度增长，预计在2022年突破3900亿元。

图 10: 2013-2022 年中国职业教育市场规模

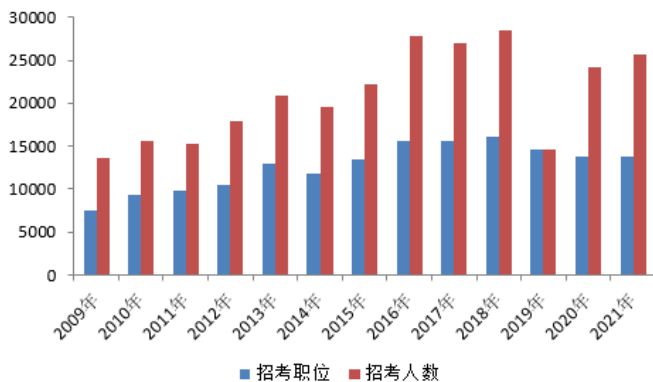


资料来源: 艾瑞咨询, 东莞证券研究所

2.2 招录考试方兴未艾

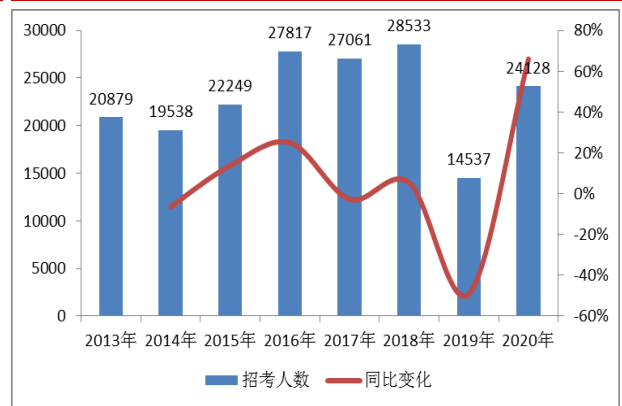
招录市场持续火爆。2020年上半年新冠疫情突发, 全国范围停工停课。为应对疫情之后的新局面, 中央推出“六稳”“六保”政策。“六稳”与“六保”政策都将“就业”作为首要工作。一是扩大公共部门就业, 公务员、事业单位、国企等招录人数同比增长20%以上; 二是扩招硕士研究生、专升本、第二学士学位等职业学历提升项目170余万人。2020年保就业背景下, 公务员整体大规模扩招, 2020国考计划招录2.4万人, 相较于2019年国考, 扩招1.4万人; 2021年国考计划招录2.5万人, 招录人数较2020年继续扩张, 2021招录类型培训需求有望实现相应增长。

图 11: 历年国考招考情况 (单位: 人)



资料来源: 中公教育, 华图教育, 东莞证券研究所

图 12: 历年国考招考人数变化 (单位: 人)

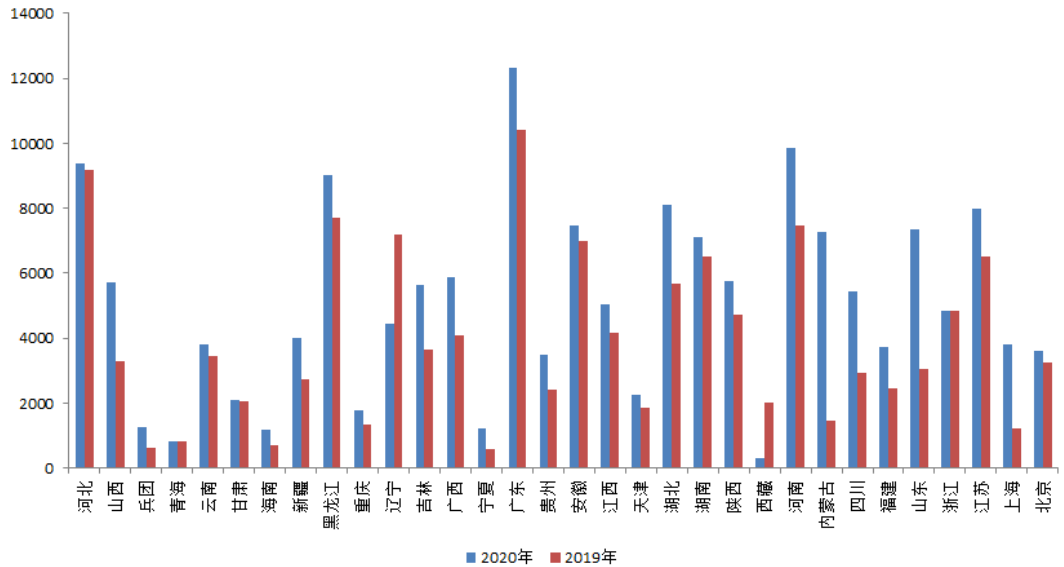


资料来源: 华图教育, 东莞证券研究所

2020年各省省考大幅扩招约30%。据不完全统计, 2020省考整体招录人数超过16万人, 去年同期约为12.5万余人, 省考招录人数增长约3.7万人, 整体涨幅约30%, 其中内蒙古、上海、湖北、山西等省绝对增长数较大。另外, 全国各省公务员联考趋势越来越明朗, 联考统一命题对公考招录地方性长尾品牌影响也许不大, 但有助于降低类似中公这样的

全国大型公考培训机构节省研发投入和差异化的教学设计成本，对于提升市场占有率有积极作用。

图 13：2020 年各省公务员招录人数统计（单位：人）



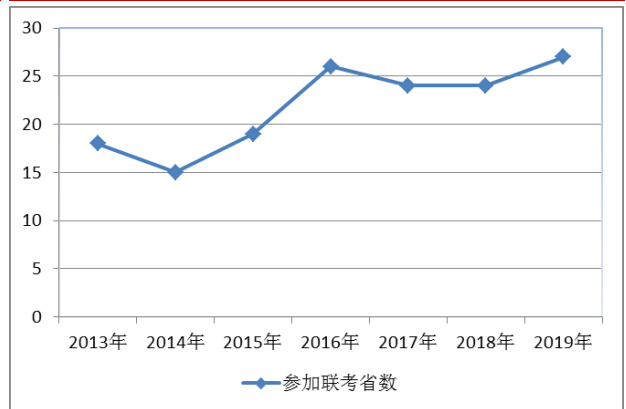
资料来源：财政部，东莞证券研究所

图 14：历年参加联考：招考与考试人数（单位：人）



资料来源：华图教育，东莞证券研究所

图 15：参加联考省份数量

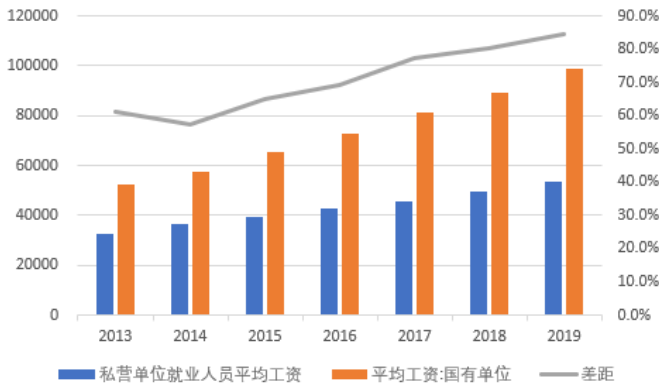


资料来源：华图教育，东莞证券研究所

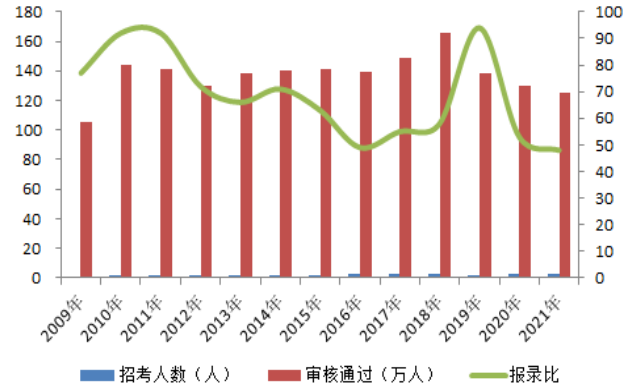
招录考试竞争激烈，培训需求旺盛。近年来，国考竞争比大多集中在40-90之间，省考竞争比在30左右，考试竞争非常大。其主要源自国有单位在收入、社会地位等方面具有较强吸引力，国家统计局显示，2014年以来国有单位与私营单位收入差距持续拉大，2019年国营单位平均年收入超越私营单位84.5%，因此，公务员、事业单位等国营单位对人才强吸引力不断增强，报考基数有望扩大，在参培率不变的情况下，参培人数也有望提升。

图 16：国有单位和私营单位平均年收入情况（单位：元）

图 17：历年国考竞争情况（单位：万）



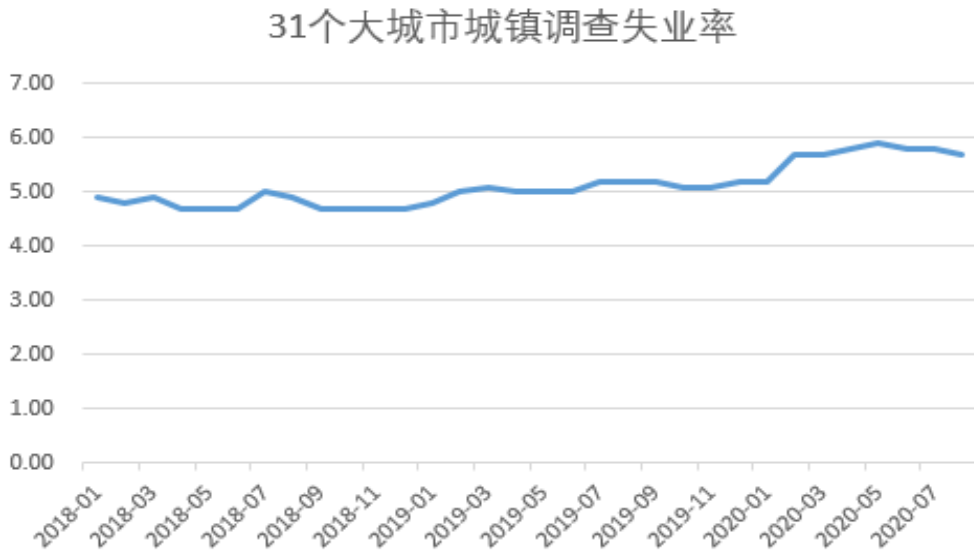
资料来源：统计局，东莞证券研究所



资料来源：前瞻研究院，东莞证券研究所

疫后职业培训需求旺盛。2020年的政府工作报告提出，今明两年职业技能培训3500万人次以上，高职院校扩招200万人。2019年5月国务院印发《职业技能提升行动方案（2019—2021年）》提出，2019年至2021年，三年共开展各类补贴性职业技能培训5000万人次以上，其中2019年培训1500万人次以上，鼓励推动职业院校扩大培训规模，失业率提升让劳动力闲置，职业培训需求只增不减。

图 18：31 个大城市失业率（单位：%）



资料来源：国家统计局，东莞证券研究所

2.3 事业单位和综合招录培训市场大有可为

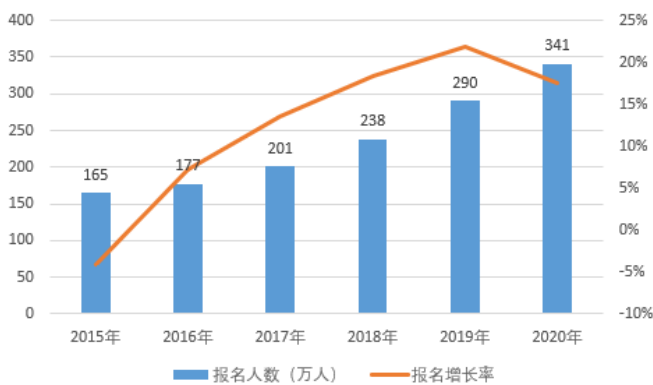
教师序列招录考试未来潜力大。由于退休高峰的到来和教育投资的加剧，K12 教师的长期缺口超过千万人。近期推出的稳就业措施中，教师扩招就是其中一个重要亮点，这并非突然发生的新情况，其高速增长的趋势早已形成。2019年，全国公职类岗位招录规模总计近190万，其中公务员（含国考和省考）不足15万，占比仅为7%左右。而教师、事业单位、医疗卫生、招警的招录规模要大于公务员招录规模。公考之外的细分市场仍然有很大的开发成长空间。公共服务不足是基本的国情，这使得家庭不得不压缩私人消费来应对，由此挤占了庞大的私人消费空间。明显约束消费的规模，压制了消费拉动对经济增长的拉动能力。由此，扩大教育、医疗和社会服务等公共服务是利国利民，

人心所向。过去数年，教师、事业单位、综合招录相关领域持续保持活跃。2020年上半年在招录考试延迟导致相关序列收入确认减少的情况下，综合序列的营收占比从去年同期的21.18%扩大至34.58%。军队改革、大规模扶贫和医疗提升等政策都带来强劲的增长契机，序列下属的各个团队快速兑现了上述良机，不仅获得了量价齐升的增长成果，并且在相关新细分品类上做大了规模，带动这个原本小而散的序列不断向10亿级的营收里程碑迈进。长期来看，这一序列将成为基层和下沉版的第二个事业单位序列，与事业单位序列一样拥有民生和公共服务的属性，也一样拥有招录单位构成多样的特征。不过，这一序列的招录增量潜能未来将持续赶超事业单位序列。

2.4 考研板块和IT能力训练会爆发潜能

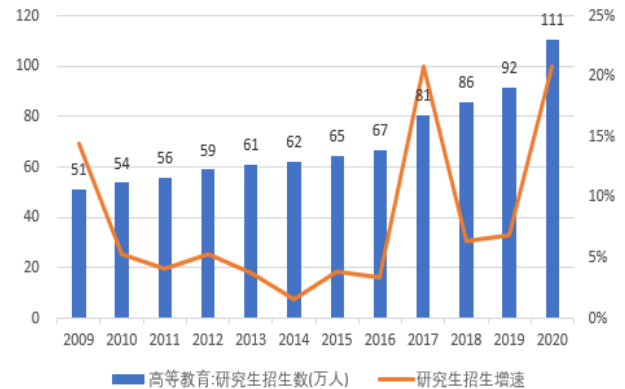
根据国家统计局发布的统计数据，近年来我国普通高校预计毕业生人数保持持续增长，普通高校的本科和专科预计毕业生人数从2008年的541.81万人增长至2019年的819.91万人，年均复合增长率为4.23%，普通高校毕业生基数不断扩大。全国硕士研究生报名人数逐年上升，考研热度仍然不减。从近几年的数据来看，2015年出现短暂负增长后，自2016年开始，硕士研究生报名人数屡创新高，尤其是近2年，增长显著。2019年达到290万人，2020年首次突破300万，达到341万人。以考研辅导为首的学历提升新板块和以IT能力训练(优就业)为首的职业能力培训新板块进入了快速增长的轨道。2019年，考研辅导业务的营收增速超过100%，IT能力训练业务的营收增速更是达到了300%。

图 19：历年研究生报名情况（单位：万人）



资料来源：文都网校，东莞证券研究所

图 20：历年研究生招生情况（单位：万人）



资料来源：wind，东莞证券研究所

3. 公司核心优势突出

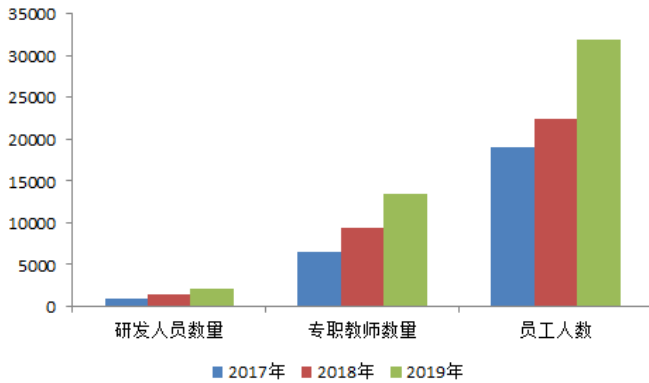
3.1 行业及公司护城河深厚

千年文官选拔传承，逢进必考刚性要求，行业护城河极深。公司核心业务是公务员招录考试培训，公务员招录考试业务具有极强的稳定性，中国千年来的科举制是实现公平性和竞争性较为完备的解决方案，现代公务员考试选拔是对中国千年文官选拔传承和发展。《中华人民共和国公务员法》在公务员录用方面规定，录用担任一级主任科员以下及其他相当职级层次的公务员，采取公开考试、严格考察、平等竞争、择优录取的办法。

公司规模、品牌、师资优势促进市场集中度提升。公职类招考培训具有季节性特征。从

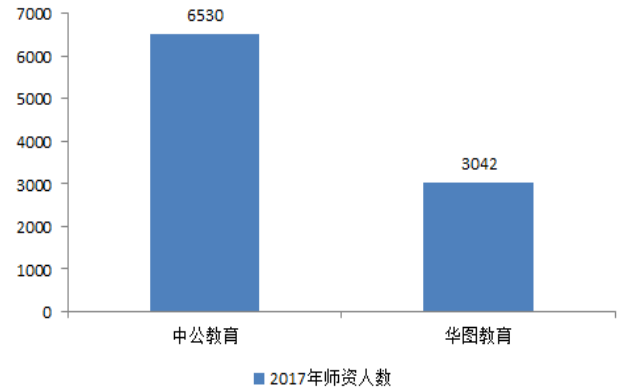
招录来说，公务员国考一年一次，每个省的省考基本上一年一次，事业单位和教师招考则根据各地市需求，相对平均地分布在全年各个月份，这种季节性波动给中小型培训机构造成了重大的增长瓶颈，也给大型机构提供了不断挑战规模边界的持续动力，随着考试门类和产品品类的快速增加，大型机构将越来越多地享受到规模效应的成果，获得更良性的资源配置结构。近年来，招录考试动能更多向事业单位、教师和综合招录等新领域切换，带动市场份额快速向领军企业集中。

图 21：公司近三年师资情况（单位：人）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 22：2017 年竞争对手师资对比（单位：人）



资料来源：wind，东莞证券研究所

3.2 垂直响应结合横向复制管理平台保质放量

直营管理模式加快垂直响应。中公教育自设立之初就对所有分支机构采取直营模式，总部统一经营目标、统一市场战略、统一研发、统一教学、统一服务流程和标准，对所有分支机构都采取严格的标准化、规范化、流程化管理。直营模式能够让学员能够享受标准一致的产品和服务。公司目前已建立覆盖300个地级市的1000多个经营网点，并不断加速扩张。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。由此，公司形成了垂直一体化快速响应能力驱动的高增长企业平台。公司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，能将以往为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。

图 23：关键驱动要素

图 24：“实时态势感知”企业平台



资料来源：国家统计局，东莞证券研究所

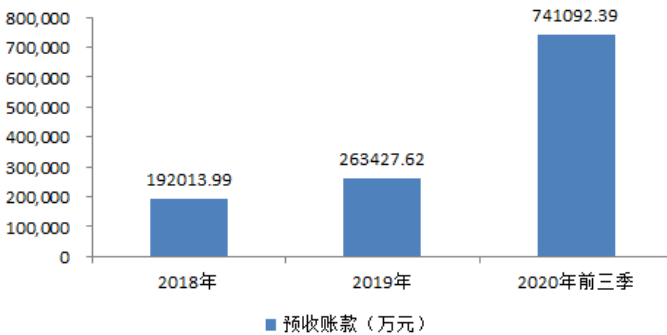


资料来源：前瞻研究院，东莞证券研究所

3.3 预收学费商业模式

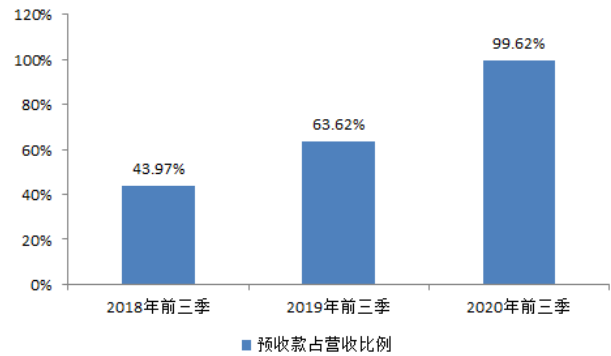
预收模式加速公司地域复制与业务复制。预收培训费是公司经营的主要特征，公司收入主要包括普通班收入与协议班收入。普通班面授培训收入于完成培训服务时，将预收的培训费全部确认为收入；普通班线上培训收入于提供服务的有效期限内按直线法确认。协议班收入于完成培训服务时将不予退费部分确认为收入；可退费部分则根据协议约定，在满足不退费条件时确认为收入。预收账款模式让公司现金流保持充足，另外，大量预收款可形成财务性收入。2020年前三季度公司预收款项更是达到74.11亿元，同比大幅增长。

图 25：预收账款（万元）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 26：预收款占当期营收比例



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

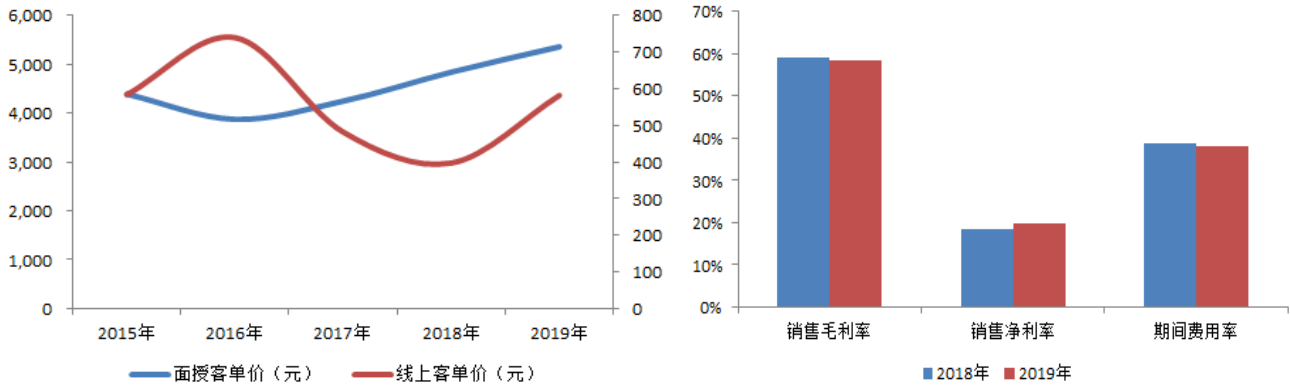
4. 盈利预测和投资建议

4.1 客单价与成本端保持基本稳定

公司今年来客单价保持基本稳定，其中面授课程中协议班的比例在提升，因此面授整体单价有所抬升，线上作为引流手段，客单价保持基本稳定。2018年和2019年公司利润率和费用率基本保持稳定，从公司费用率和利润率综合判断，公司获客成本基本保持稳定。

图 27：客单价（单位：元）

图 28：公司利润率及费用情况



资料来源: 公司公告, 东莞证券研究所测算

资料来源: 公司公告, 东莞证券研究所

4.2 关键假设

1. 整体趋势: 2020年新冠疫情对公司造成一定影响, 但是不会改变行业趋势。2020年公务员省考联考延后了近4个月, 上半年其他招录考试也有一定程度的延期。在协议班占比较高的情况下, 考试延期使得本报告期的收入确认水平与实际经营情况发生了较大的背离。2020年上半年公司营业收入同比下降 22.80%。但培训人次同比增长了37.08%, 合同负债(扣除增值税后的预收款项) 72.22亿元, 比去年同期增长31.50%。

2. 公务员招录培训: 假设2020-2022年公务员培训客单价的增长率维持4-8%, 假设未来3年培训人次有望保持20%以上增速。

3. 事业单位招录培训: 假设2020-2022年事业单位培训客单价的增长率维持4-8%, 假设未来3年培训人次有望保持15-20%以上增速。

4. 教师招录及资格培训: 2020年受疫情影响, 教师资格证考试取消了上半年的招录考试, 对参与率产生影响, 我们预计2021年教师招录序列培训恢复正常, 叠加招录规模的扩大、参培率的提高, 客单价的增长率维持4-8%, 预计2020-2022年培训人次的增长率分别为20%-30%。

5. 综合培训: 细分品类不断扩张, 以考研为代表的招录规模不断扩大, IT、医生、警察等公共服务门类的扩招空间也较大, 公司基于自身研发、研发优势, 有望快速提高市占率, 假设2020-2022年培训人次的增长率为30%-40%, 培训客单价年均增长5%。

4.3 投资策略

职业教育培训行业属于刚需消费型行业, 行业待开发空间宽广, 公司未来增长空间主要体现在如下三个方面, 第一, 公司线下分支机构下沉以及线上平台扩展充满想象空间, 从分支机构数量来看, 中公目前分支机构数量已达到1335家, 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, 公司通过不断在招录市场的深耕已经形成了十分成熟的商业扩张模式, 中国共有661个市(直辖市4个+地级市293个+县级市374个)及1636个县, 目前中公教育在基本实现对约三百个地级市的覆盖, 但是县级市的覆盖率约20%, 渠道下沉是公司发挥增长潜力主要方向。第二, 招录板块之外的考研、IT能力训练等业务横向扩张带来发展新动能, 且新业务与现有业务实现平台共享、场地共享, 可以提升现有线下分支机构坪效, 平滑招录板块季节性特征, 提高经营效率。第三, 招录板块参

培率提升以及总体招录规模扩张依然可以期待。我们预计公司2020-2021年营收收入分别为121.59亿元和160.66亿元，对应的EPS分别为0.41元和0.55元。首次推荐，我们给予推荐评级，

5.风险提示

1. 声誉风险：若公司的教学和服务质量下降或发生负面事件，公司的品牌价值及声誉可能会受到不利影响，如学员投诉、退费纠纷等；
2. 市场竞争加剧：教培市场规模大且集中度低，竞争对手差异化、区域化竞争策略的应用可能造成市场竞争日趋激烈；
3. 市场下沉效果不及预期；下沉市场业务稳定性不强；
4. 政策风险：预收费模式存在政策规范预期。

表2：盈利预测简表

科目(百万元)	2019A	2020E	2021E
营业总收入	9,176.13	12,159.42	16,065.53
营业总成本	7,352.99	9,699.13	12,405.77
营业成本	3,812.59	5,042.07	6,654.31
营业税金及附加	56.69	60.80	80.33
销售费用	1,482.98	1,945.51	2,538.35
管理费用	1,098.47	1,337.54	1,686.88
财务费用	204.31	462.06	240.98
研发费用	697.94	851.16	1,204.91
其他经营收益	267.53	450.00	300.00
公允价值变动净收益	1.71	0.00	0.00
投资净收益	259.22	200.00	200.00
其他收益	6.75	250.00	100.00
营业利润	2,090.67	2,910.29	3,959.76
加 营业外收入	0.00	0.00	0.00
减 营业外支出	1.34	0.00	0.00
利润总额	2,089.33	2,910.29	3,959.76
减 所得税	284.78	395.80	538.53
净利润	1,804.54	2,514.49	3,421.23
减 少数股东损益	-0.01	-0.01	0.00
归母公司所有者的净利润	1,804.55	2,514.50	3,421.23
基本每股收益(元)	0.29	0.41	0.55
PE(倍)	113.16	81.21	59.69

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn