

## 中公教育(002607.SZ)

## 教招专题：需求三倍于公考，供给一家独大

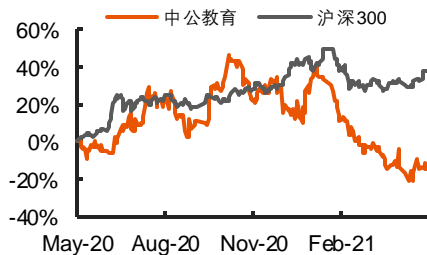
## 推荐（维持）

现价：25.01元

## 主要数据

行业	社会服务
公司网址	www.offcn.com
大股东/持股	鲁忠芳/41.36%
实际控制人	鲁忠芳,李永新
总股本(百万股)	6,167
流通A股(百万股)	1,602
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	1542
流通A股市值(亿元)	401
每股净资产(元)	0.72
资产负债率(%)	72.4

## 行情走势图



## 相关研究报告

《中公教育\*002607\*业务逐步回归，行稳再致远》  
20241-04-30

《中公教育\*002607\*业绩&流水双高增，龙头价值凸显》  
2020-10-31

《中公教育\*002607\*业绩再超预期，坚守优质龙头》  
2020-10-14

《中公教育\*002607\*疫情短期扰动业绩，师资逆势扩张助力公司长期发展》  
2020-08-31

## 证券分析师

易永坚 投资咨询资格编号  
S1060520050001  
yiyongjian176@pingan.com.cn



## 平安观点：

- 教师招聘主要是幼儿园和中小学义务教育学校的招聘，本质上是事业单位招聘。教招的组织方式、录取流程及考试内容与公考、事业单位趋同。
- 市场分散程度高于公考，但招录的规模是公考的3倍：组织方式以市县自主招聘为主，仅有少部分省市实行统一考试或者省内联考，市场分散程度要远超公考。从我们全网不完全统计来看，全国2019年教招规模为46.74万人（2020年疫情影响了正常招录节奏），比当年省考招录规模多246.4%。
- 根据教育部披露的2020年教育事业统计数据，2020年专任教师合计1792.18万人，2012-19年专任教师规模持续净增加，其中2019年净增加了32.06万人。预计教招规模持续增加，原因：1）城镇化先行而公共教育供给滞后，国内师资规模远不及需求；2）教育资源结构性失衡，针对经济相对落后地区的“特岗”教师每年维持10万左右的招录规模；3）新高考改革“走班制”带来师资短缺；4）未来10年面临退休的中小学专任教师规模超200万，退休轮换带来的招录补新是硬性需求。
- 教招培训市场极度分散，难以借此培养起新的全国性机构，预计中公一家独大的格局将维持。中公做教招是降维式供给：1）用户画像与公司现有核心业务高度重合，都是围绕大学生就业，增加教招培训对于用户来讲本质上是多了一个就业选择；2）继承于公考业务的“专职教研”模式比其他机构的“名师+加盟”模式的效果更好，更能满足用户的个性化培训需求，最终的收费能力也更强；3）运营体系共享，公司现有的“网点-开班-教师调度-总部教研”的垂直体系能够沿用于教招业务，业务横向拓展的边际成本低。
- 教招市场发育相对晚，晚于公考市场10年左右（2003年公考市场起步）。教师待遇逐步提升&就业压力抬升，教资和教招的报名人数持续上升，分别已经超过1000万人和500万人。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9176	11202	13912	17884	22811
YOY(%)	47.12	22.08	24.18	28.55	27.55
净利润(百万元)	1805	2304	2844	3794	4794
YOY(%)	56.52	27.70	23.40	33.41	26.37
毛利率(%)	58.45	59.23	60.69	61.13	61.09
净利率(%)	19.67	20.57	20.44	21.21	21.02
ROE(%)	52.59	53.90	45.38	42.52	39.05
EPS(摊薄/元)	0.29	0.37	0.46	0.62	0.78
P/E(倍)	85.48	66.94	54.24	40.66	32.17
P/B(倍)	44.95	36.08	24.62	17.29	12.56

- 根据我们对招录市场的跟踪观察，对公司业绩做微调，但是不改变我们看好公司的观点，预计公司 2021-2023 年营收分别为 139.12 亿元、178.84 亿元、228.11 亿元(原值分别为 143.55 亿元、184.31 亿元、234.78 亿元)，净利润分别为 28.44 亿元、37.94 亿元、47.94 亿元(原值分别为 28.55 亿元、37.91 亿元、47.52 亿元)，EPS 分别为 0.46 元、0.62 元、0.78 元(原值分别为 0.46 元、0.61 元、0.77 元)，对应目前股价的 PE 分别为 54.24 倍、40.66 倍、32.17 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 业绩不及预期，教招规模释放不及预期；2) 小非持续减持，大股东或者管理层减持；3) 招录等政策波动，尽管大学生就业压力大，但是招录单位的扩展也受财政支出等多方面影响；4) 市场格局变化，“热钱”不断涌入职教市场，带来非理想竞争；5) 2022 年限售解禁。

# 正文目录

<b>一、 教师招聘市场三倍于公考</b> .....	<b>5</b>
1.1 教招本质上是事业单位招聘 .....	5
1.2 教招考试与公考、事业单位趋同 .....	6
1.3 行业特点：市场散，但是规模大 .....	7
1.4 公共教育供给不足&师资缺口明显，教招预计持续性增长 .....	7
1.5 教招参考人数超 500 万，教师资格证报名人数超 1000 万 .....	10
<b>二、 供给格局清晰：中公一家独大</b> .....	<b>11</b>
2.1 供给格局：中公一家独大 .....	11
2.2 中公对教培市场是降维式供给 .....	12
2.3 教招市场处于“崭新”阶段：晚于公考 10 年以上 .....	13
<b>三、 盈利预测与估值</b> .....	<b>14</b>
3.1 盈利预测与估值 .....	14
3.2 风险提示 .....	14

## 图表目录

图表 1 教师招聘公告.....	5
图表 2 教招本质上是事业单位招聘.....	5
图表 3 2021 年特岗教师招聘 8.43 万人.....	6
图表 4 教招考试考核内容.....	6
图表 5 教招组织方式.....	6
图表 6 教招笔试科目：教育综合知识（江西为例）.....	6
图表 7 教招笔试科目：小学语文（江西为例）.....	6
图表 8 各地教招考试日历：市场极度割裂分散.....	7
图表 9 2019 年教招规模三倍与公考招录.....	7
图表 10 全国专任教师规模（万人）.....	8
图表 11 人口城市化带来教育供给不足.....	8
图表 12 上海专任教师持续增加.....	8
图表 13 特岗教师招聘规模.....	9
图表 14 选课走班带来教师短缺.....	9
图表 15 师资不足等影响新高考改革执行.....	9
图表 16 未来 10 年面临退休的中小学专任教师规模超 200 万.....	10
图表 17 教师资格改革之后年报考人数已超 1000 万.....	10
图表 18 教招统考地区的招录比情况.....	11
图表 19 教招全国报考人数测算（万人）.....	11
图表 20 教招培训市场的供给格局.....	12
图表 21 公司教招业务营收规模.....	12
图表 22 公司教招业务 ASP 及毛利率.....	12
图表 23 教招培训市场“土壤”不算肥沃.....	12
图表 24 中公做教招市场的优势明显.....	13
图表 25 中公教育全职教研高投入.....	13
图表 26 中公运营管理体系共享.....	13
图表 27 教招市场的发展历程.....	13

# 一、教师招聘市场三倍于公考

## 1.1 教招本质上是事业单位招聘

本文探讨的教师招录（下文称“教招”）指的是公办学校的招聘录用，主要包括幼儿园和中小学义务教育学校的招聘，也称教师考编。学校用人单位本着“公开、平等、竞争、择优”原则面向社会公开招聘，招聘对象需满足基本条件即提前获得“教师资格证”（2020年疫情期间除外，为“先岗后证”）。由于教招涉及考试过关和竞聘录用，培训需求则会伴随产生。

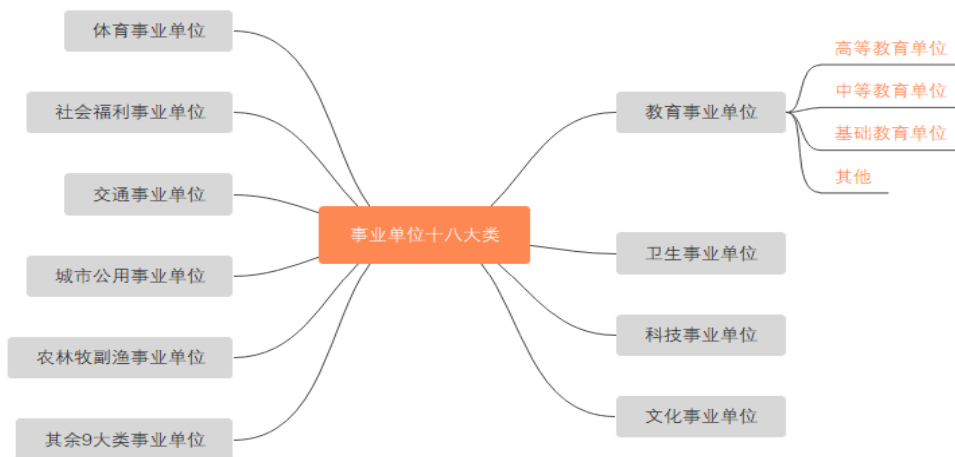
图表1 教师招聘公告



资料来源：中公教育官网，平安证券研究所

教招本质上是事业单位招聘，教招的用人单位为公办学校，公办学校是最典型的社会公益组织，所需经费基本由国家财政拨款。教招的组织方式、录取流程及考试内容严格参考事业单位公开招聘制度，编制受国家严格管控。

图表2 教招本质上是事业单位招聘



资料来源：平安证券研究所

**特岗教师（简称“特岗”）招聘“独立成军”**，特岗是一种较为特殊的教师招聘，是国家为贫困地区、农村、西部地区及少数民族地区“特岗计划”的教师招聘，招聘上岗后服务周期3年，服务期间享受国家特殊财政补贴，期满可留岗或者可优先异地流转，可以理解为“教育基层锻炼经历”。

图表3 2021年特岗教师招聘8.43万人

省份	设岗数量	省份	设岗数量
河北省	8500	海南省	700
山西省	2800	重庆市	230
内蒙古自治区	1300	四川省	1700
吉林省	1700	贵州省	6000
黑龙江省	1900	云南省	1800
安徽省	3700	陕西省	5400
江西省	5800	甘肃省	5500
河南省	12500	青海省	100
湖北省	3000	宁夏回族自治区	500
湖南省	4000	新疆维吾尔自治区	8500
广西壮族自治区	4000	新疆生产建设兵团	1300
总计			84330

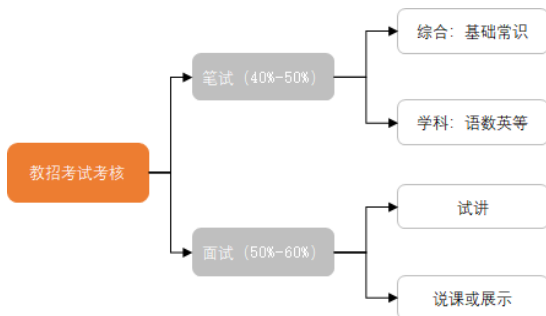
资料来源：中公教育官网，平安证券研究所

## 1.2 教招考试与公考、事业单位趋同

教招采取笔试和面试相结合的方式进行，笔试一般考“教育综合知识”和“学科专业知识”（各地有所不同），招聘学科老师的原则是“教什么，考什么”，例如小学语文和初中语文是不同的两个学科，考试内容会有所不同。

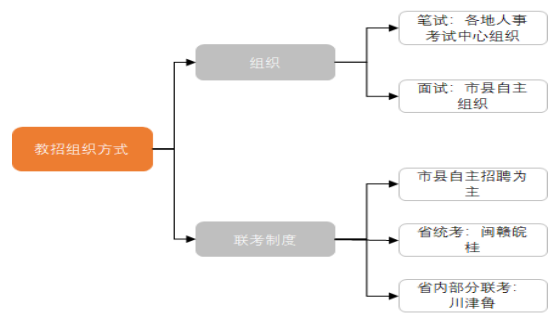
招考组织方式以市县自主招聘为主（公务员国考、省考则是统考和联考），仅有少部分省市实行统一考试或者省内联考，目前省内统考的省市只有福建、安徽、江西和广西，市场分散程度要远超公考。

图表4 教招考试考核内容



资料来源：平安证券研究所

图表5 教招组织方式



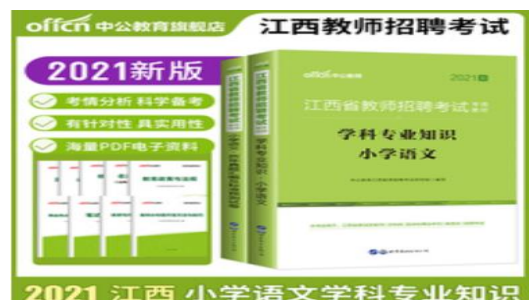
资料来源：平安证券研究所

图表6 教招笔试科目：教育综合知识（江西为例）



资料来源：中公教育天猫旗舰店，平安证券研究所

图表7 教招笔试科目：小学语文（江西为例）



资料来源：中公教育天猫旗舰店，平安证券研究所

### 1.3 行业特点：市场散，但是规模大

**教招行业特点之一：市场分散**，如上文分析，与公考联考不一样，教招考试大部分都是市县自主组织，各地教招时间不一样。由于是市县级组织，因此区域内的招录规模会相对有限，例如近期新疆克拉玛依区教育系统仅招 55 人，而河南漯河市教育系统招 727 人，另外每年招录规模还会有所波动。整体来看，教招培训市场处于割裂波动状态，极其考验培训机构的供给能力。

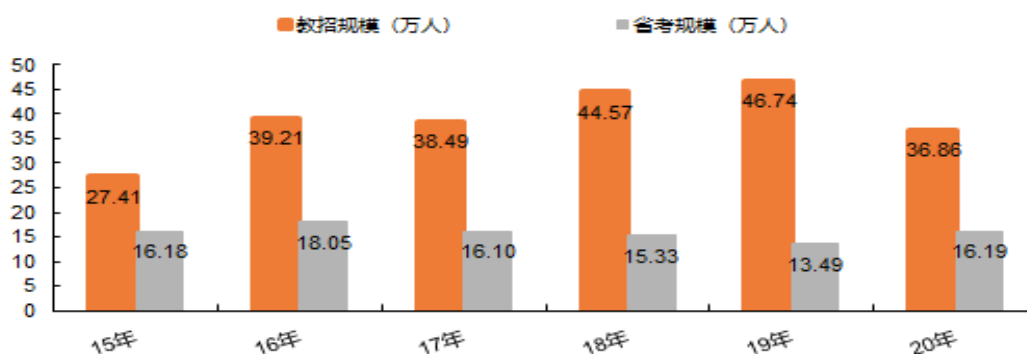
**图表8 各地教招考试日历：市场极度割裂分散**

省份	地市	考试类型	考试单位	招聘人数	报名时间	笔试时间
新疆	克拉玛依	教师招聘	克拉玛依区教育系统	55	04月30日止	待定
北京	市	教师招聘	卫生职业学院	64	04月30日止	待定
河南	南阳	教师招聘	邓州市高中	78	04月10日	待定
河南	漯河	教师招聘	教育系统	727	04月02日	待定
江苏	徐州	教师招聘	经济技术开发区管理委员会	296	04月07日	05月09日
山东	滨州	教师招聘	沾化实验高中	60	待定	待定
辽宁	沈阳	教师招聘	职业技术学院	77	04月08日	04月24日

资料来源：中公教育官网，平安证券研究所

但是教招的规模是公考的 3 倍，从我们全网不完全统计来看，2019 年全国教招规模为 46.74 万人（2020 年疫情影响了正常招录节奏），比当年省考招录规模多 246.4%。而 2015 年教招规模仅为 27.41 万人（比当年省考招录规模多 69.4%），招录规模持续增长趋势显著。教招本质上是国家教育服务需求的外放，跟公务员招录性质一致（普通行政服务需求），也是有编制的公共服务。

**图表9 2019 年教招规模三倍于公考招录**



资料来源：中公教育官网汇总，平安证券研究所

### 1.4 公共教育供给不足&师资缺口明显，教招预计持续性增长

**国内教师规模：**根据教育部披露的 2020 年教育事业统计数据，2020 年专任教师合计 1792.18 万人，其中幼儿园专任教师 291.34 万人，义务教育专任教师 1029.49 万人。根据此前教育部披露的数据，扣除民办学校的专任教师（非教招路径），

2012-19年专任教师规模持续净增加,其中2019年净增加了32.06万人,如果考虑退休数据,则当年新增专任教师数更大。

图表10 全国专任教师规模(万人)

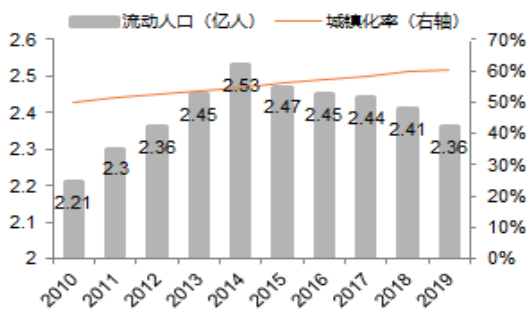
	幼儿园	小学	中学	高等教育	合计	合计(扣除民办)	净增
1998年	87.54	581.94	/	/	/	/	/
1999年	87.24	586.05	/	/	/	/	/
2000年	85.65	586.03	/	/	/	/	/
2001年	54.62	418.84	/	/	/	/	/
2002年	57.12	577.89	/	73.18	/	/	/
2003年	61.29	570.28	/	74.92	/	/	/
2004年	65.61	562.89	/	97.05	/	/	/
2005年	72.16	559.25	/	107.27	/	/	/
2006年	77.65	/	/	117.92	/	/	/
2007年	82.68	561.26	/	100.00	/	/	/
2008年	89.86	562.19	/	130.98	/	/	/
2009年	98.59	563.34	/	136.35	/	/	/
2010年	114.42	561.71	/	140.68	/	/	/
2011年	131.56	516.39	552.23	143.36	1200.18	1060.70	/
2012年	147.92	512.16	556.32	147.97	1216.41	1063.57	2.86
2013年	166.35	509.66	559.80	153.05	1235.81	1068.70	5.14
2014年	184.41	510.53	567.98	156.60	1262.92	1077.99	9.29
2015年	205.10	511.28	574.33	160.28	1290.71	1084.46	6.46
2016年	223.21	517.65	583.39	162.72	1324.25	1098.99	14.54
2017年	243.21	528.25	598.50	165.72	1369.97	1124.27	25.28
2018年	258.14	537.25	617.10	169.47	1412.49	1146.22	21.95
2019年	276.31	548.63	638.95	176.08	1463.89	1178.28	32.06

资料来源:教育部,平安证券研究所,备注:合计数未扣除民办高校专任教师

**教师持续净增长的逻辑:城镇化先行而公共教育服务滞后。**2019年国内城镇化率为60.60%,国内流动人口达到2.36亿人,城镇化的过程也是居民教育需求集合的过程,但是师资很难跟随集合(师资滞留在原地),导致城镇教育供给不足。例如北上广深一线城市一直是人口净流入,新生儿人口不断增加,从实际跟踪来看学校和师资持续处于扩建和扩招状态。

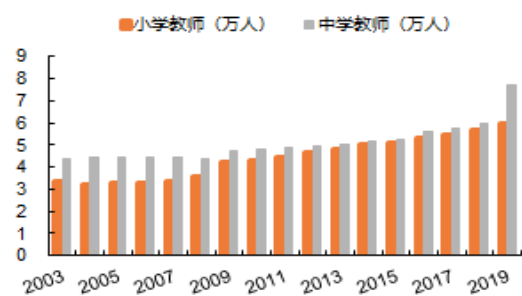
我们汇总了上海2003-19年各区义务教育阶段专任教师数据,小学、中学专任教师分别增长了79.1%和76.2%。农村人口向城镇流入,底线城镇人口向高线城市流入,另外城镇人口对高质量教育需求也在同步提升,国内师资存在显著的缺口问题。

图表11 人口城市化带来教育供给不足



资料来源:wind,平安证券研究所

图表12 上海专任教师持续增加



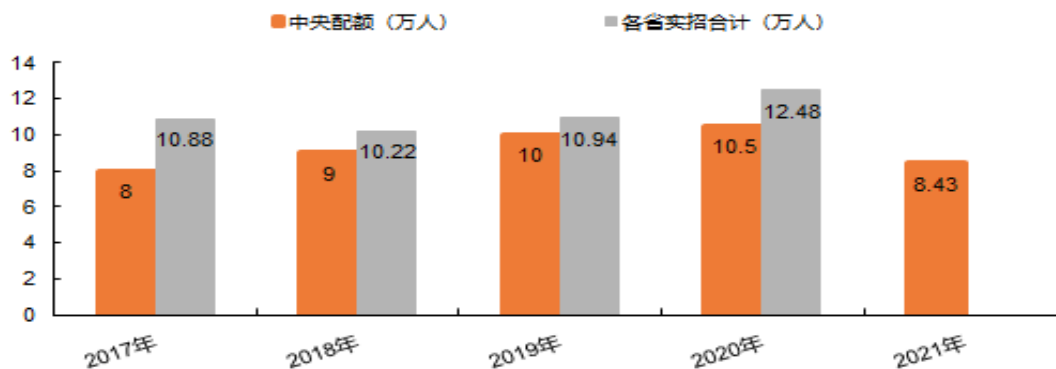
资料来源:wind,平安证券研究所

**教育资源结构性失衡:**农村教育资源不足,农村地区条件相对艰苦,高校毕业生更偏向城镇教育体系。因此中央每年都会特



批 10 万个左右的特岗教师名额，对其做额外补贴，2017-2020 年特岗教师中央名额分别为 8 万、9 万、10 万、10.5 万，各省实际招录合计分别为 10.88 万、10.22 万、10.94 万、12.48 万，实际招录数据会略超中央规划。

图表13 特岗教师招聘规模

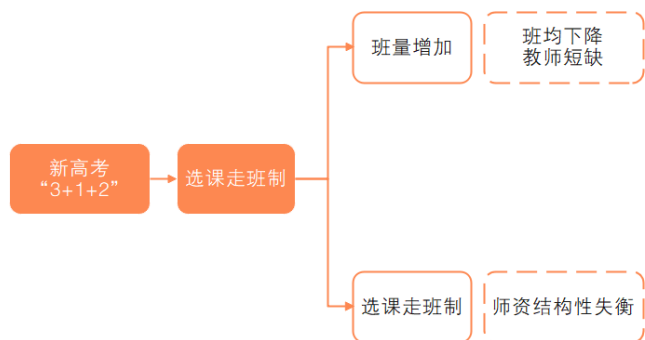


资料来源：中公教育官网汇总，平安证券研究所

**新高考改革“走班制”带来师资短缺：**2014 年浙江、上海开始试点新高考，取消原来高考“文理”制度，取而代之的是“3+3”模式，3 门主课（语数外）+其他 3 门任选（物化生政史地），2017 年新试点的省市改为“3+1+2”模式。新高考改革之后原有分“文理”授课的固定班型被打破，变成“选课走班制”，班均人数普遍下降，并且选课多样性，反而增加了对教师的需求。从教育部汇总浙江等地新高考改革情况来看，实行“选课走班制”后教师需求是原来的 1.2 倍-1.8 倍（不同层次要求）。

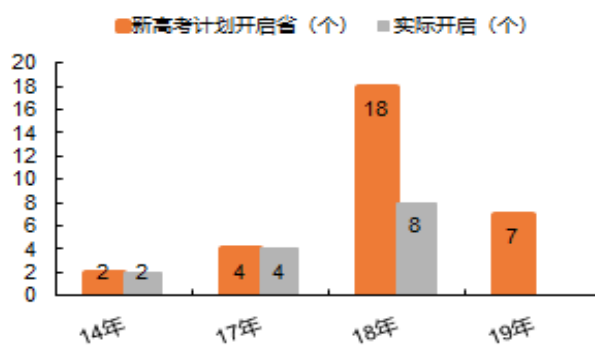
很多省份受制于师资不足等因素，反而推迟了新高考开启的时间，2019 年原计划 18 个省开启，实际仅有 8 个省执行。目前来看，新高考改革势在必行，这必然会要求师资扩招以满足条件。

图表14 选课走班带来教师短缺



资料来源：平安证券研究所

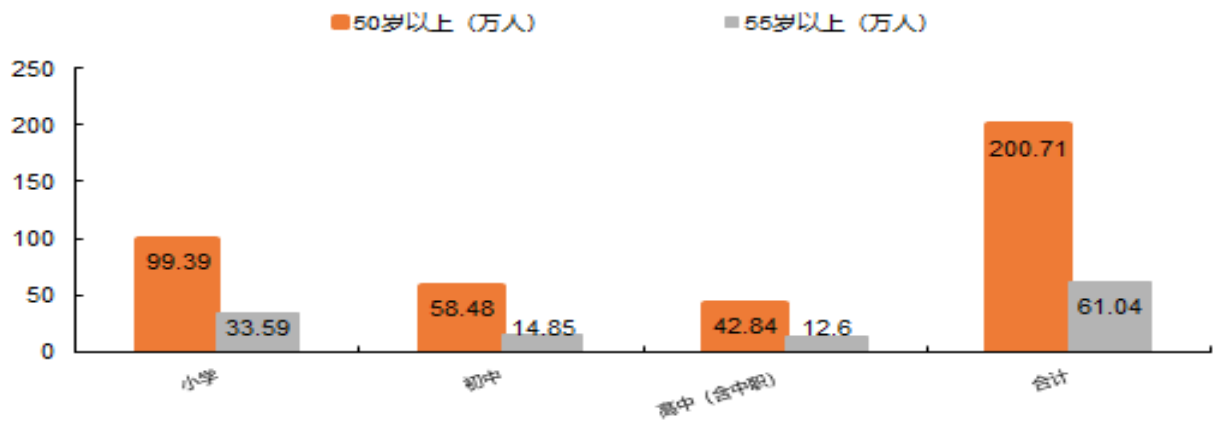
图表15 师资不足等影响新高考改革执行



资料来源：教育部，平安证券研究所

**未来 10 年面临退休的中小学专任教师规模超 200 万：**考虑退休轮换带来的招录补新需求，根据教育部披露的专任教师年龄数据，截止到 2019 年（初中数据截止 2018 年）50 岁以上的专任教师小学、初中和高中分别有 99.39 万人、58.48 万人、42.84 万人，合计 200.71 万人；55 岁以上的人数分别为 33.59 万人、14.85 万人和 12.6 万人，合计 61.04 万人。如果考虑新时期对教师有更高水准等要求，则可以预测实际退休或被退休的教师规模未来 10 年远超过 200 万人。

图表16 未来10年面临退休的中小学专任教师规模超200万



资料来源：教育部，平安证券研究所

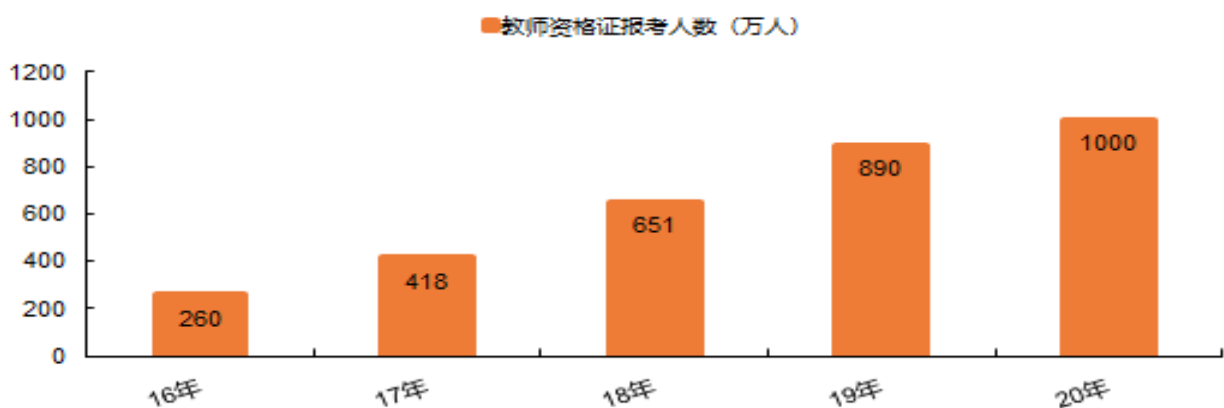
**幼儿园教师缺口 65 万人：**根据 2019 年人民日报报道：师资不够问题凸显，不少地方仍面临“盖学校易，招老师难”的局面。全国政协委员、教科卫体委员会副主任朱之文介绍，目前全国学前教育专任教师缺口 52 万人。考虑到 2020 年适龄幼儿新增入园需求，相应需增加专任教师 13 万人，累计缺口达到 65 万人。

### 1.5 教招参考人数超 500 万，教师资格证报名人数超 1000 万

**参加教招先需有教师资格：**根据教招公告要求，报考各地教招的对象需提前获得相应的教师资格证书（2020 年受疫情影响除外）。2015 年教师资格考试改革，推行全国统考，分上下半年两次统考，改革后不再区分师范生和非师范生，打破教师资格终身制，每 5 年注册一次，参加老师招聘必须提前获得教师资格证书。

**教师资格考试报考人数超 1000 万：**2016 年-2020 年教师资格报考人数分别微 260 万人、418 万人、651 万人、890 万人和 1000 万+，从各省通过率情况来看，资格证书的实际通过率普遍在 30% 左右，这 30% 左右通过资格考试的群体就是每年新增可参加教招考试的人群。

图表17 教师资格改革之后年报考人数已超 1000 万



资料来源：中国教师考试网，平安证券研究所

**教招参考人数测算：**从我们汇总的教招统考地区的数据来看，福建报录比为 5-6:1，四川、安徽的报录比普遍在 10:1 以上，

其他地区的报录比也在 10:1 以上。假设报录比为 10:1 和 15:1，选用正常年份的招录数据（18-19 年），则每年参加全国教招考试的人群约有 450 万-700 万人。

图表18 教招统考地区的招录比情况

省份	单位：人	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
福建	招录人数	10647	11764	12270	13566	13405
	报考人数	55237	60488	66407	83656	67564
	报录比	5.19	5.14	5.41	6.17	5.04
安徽	招录人数	17378	17158	15444	11099	6885
	报名人数	113266	136889	155038	171204	126698
	报录比	6.52	7.98	10.04	15.43	18.40
江西	招录人数	9598	12311	12882	14158	13344
	报名人数	28899	40286	/	/	/
	报录比	3.01	3.27	/	/	/
四川	招录人数	14733	18552	14329	10596	部分未公告
	报名人数	145753	208000	147900	/	/
	报录比	9.89	11.21	10.32	/	/

资料来源：各地区人事官网，平安证券研究所

图表19 教招全国报考人数测算（万人）

	15 年	16 年	17 年	18 年	19 年
教招规模（万人）	27.41	39.21	38.49	44.57	46.74
报考人数（招录比 1:5）	137.05	196.03	192.44	222.85	233.70
报考人数（招录比 1:10）	274.10	392.07	384.89	445.71	467.40
报考人数（招录比 1:15）	411.15	588.10	577.33	668.56	701.10
报考人数（招录比 1:20）	548.20	784.14	769.78	891.41	934.81

资料来源：各地区人事官网，平安证券研究所

## 二、供给格局清晰：中公一家独大

### 2.1 供给格局：中公一家独大

**教招培训市场持续“一超”格局：**从教招的营收规模、业务覆盖区域范围和师资供给多方面来看，中公教育都是大幅领先市场。1) 营收规模方面，中公的教招业务（含教资）近 20 亿，华图约 5 亿、山香教育约 3 亿、粉笔过亿级别，其他机构的营收体量均难以对比。2) 业务模式和覆盖区域方面，中公是专职教研投入，运营体系和招生体系与公考共享，直营模式渗透全国；华图模式与中公类似，但是供给和招生能力相对要弱；发源于郑州的山香教育是目前市场上专注于教师业务的培训机构，在郑州等地采取直营模式，大部分地区还是加盟模式，业务体系还处于早期发展阶段；粉笔的教招业务与公考一样，等待市场考验。

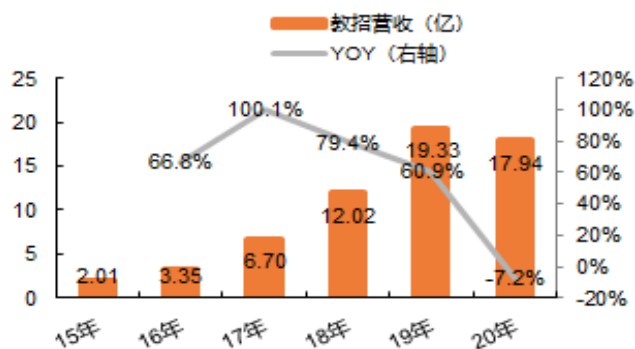
图表20 教招培训市场的供给格局

	中公	华图	山香	粉笔
教招规模	近 20 亿	5 亿左右	3 亿不到	未知
特点	综合职教龙头	综合职教	教招为主	综合职教新势力
模式	专职教研+全国直营	教研一体+全国直营	部分直营	线上转线下

资料来源: wind, 平安证券研究所

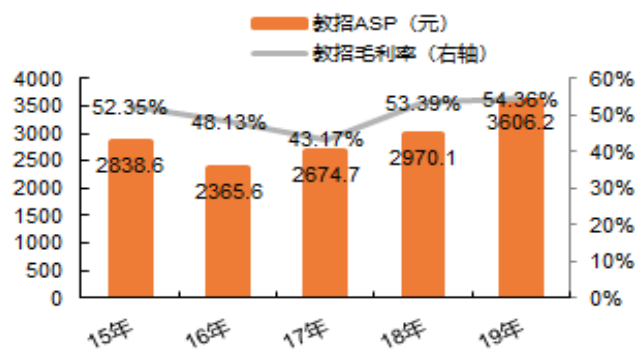
公司教招业务真正起量上规模(过亿)是在 2015 年, 2019 年教招营收近 20 亿(19.33 亿), 2015-2019 年增长了 8.6 倍, 期间年复合增速为 79.17%。由于 2020 年疫情挤压了教招公告的正常释放, 当年营收有所下滑。但是随着国内疫情的逐步缓和, 教招规模及公司业务能够恢复至正常水平。从我们实地跟踪调研来看, 各地教招业务的渗透率远低于公考, 可开拓的地方市场依旧较大。

图表21 公司教招业务营收规模



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表22 公司教招业务 ASP 及毛利率

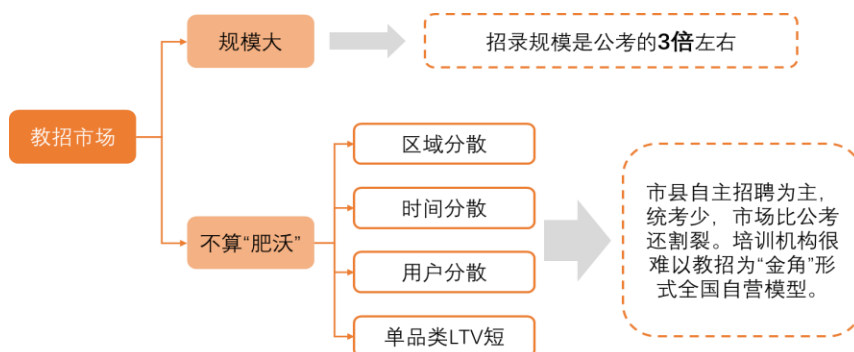


资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

## 2.2 中公对教培市场是降维式供给

教招市场大但分散, “土壤”不算肥沃: 从招录规模来看, 教招每年规模 45 万左右, 差不多是公考的 3 倍左右, 理论上教招的市场规模也是数百亿级别。但是教招的市场比公考还分散, 公考每年统考(联考)、内容高度一致, 而教招以市县组织为主, 各地时间、内容存在差异, 因此市场的割裂程度显著高。中小培训机构若想以教招作为核心“源头”业务并且做成全国模式需要解决分散市场、单品类 LTV 短等问题, 目前市场竞争呈现十分激烈、供给不缺的特征, 中小机构做大的机会很小。

图表23 教招培训市场“土壤”不算肥沃



资料来源: 平安证券研究所

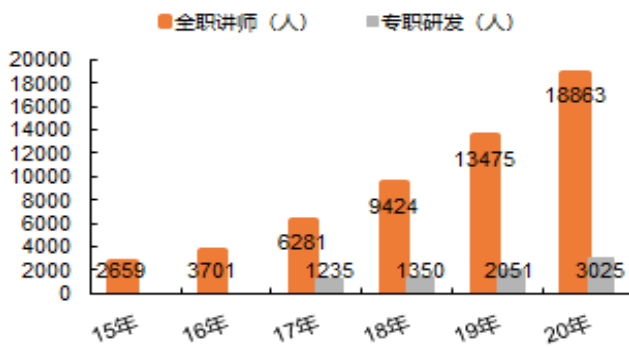
**中公教育做教招的优势明显：**1) 用户画像与公司现有核心业务高度重合，都是围绕大学生就业，多了教招培训对于用户来讲本质上是多了一个就业选择；2) 继承自公考业务的“专职教研”模式比其他机构的“名师+加盟”模式的效果更好，更能满足用户的个性化培训需求，最终的收费能力也更强；3) 运营体系共享，公司现有的“网点-开班-教师调度-总部教研”的垂直体系能够适用于教招业务，业务横向拓展的边际成本低。

图表24 中公做教招市场的优势明显



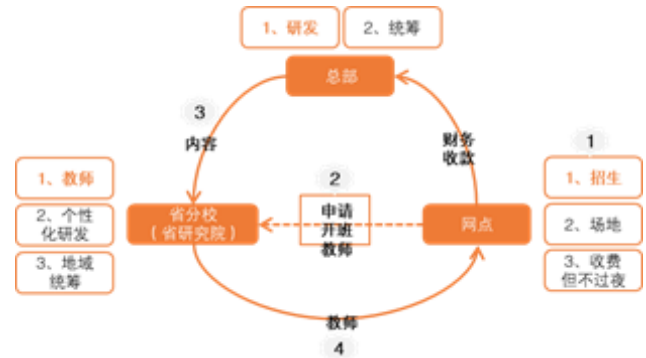
资料来源：平安证券研究所

图表25 中公教育全职教研高投入



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表26 中公运营管理体系共享



资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

### 2.3 教招市场处于“崭新”阶段：晚于公考 10 年以上

教招市场发育相对晚，2014/15年真正淡化师范生之后才开始爆发，晚于公务员市场 10 年左右（2003 年公务员市场起步）。2015 年教师资格证考试开始改革，试点全国统考，师范生与其他人应聘教师之前均需获得相应的教师资格证，教师招聘实现真正的社会化。

图表27 教招市场的发展历程



资料来源：平安证券研究所

教师待遇逐步提升&就业压力抬升：1993年通过的《教师法》第六章第二十五条中规定：教师的平均工资水平应当不低于或者高于国家公务员的平均工资水平，并逐步提高。此后多次提出，教师的待遇水平才逐步提升。2020年5月教育部召开新闻发布会，就“义务教育教师工资水平不低于公务员”，连发两个通知，要求2020年底以前必须完成这项目标任务，作为一项硬任务，要求各地开展自查，组织实地的检查督查。另外随着宏观经济环境的变化，市场就业压力逐步增加，更多优秀的大学生也开始争相应聘教师职务。

教招业务是中公教研沉淀的结果：中公2009-10年完成加盟向直营的转型，前期业务拓展和运营管理主要围绕公考展开，全国运营模型源自于刚需程度最高的公考业务。由公考业务向教招拓展，需要前期对市场有深刻的理解，另外需要重新投入专职研发和师资培训（教招有学科培训，内容与公考不一样），因此公司在转直营后对教招业务做了几年的开发沉淀，2015年左右才开始在山东、河北、天津等市场起量。同理，公司目前由公考、事业单位、教招向考研、学历提升等赛道拓展也需要一定的沉淀。

## 三、盈利预测与估值

### 3.1 盈利预测与估值

我们预测，预计公司2021-2023年营收分别为139.12亿元、178.84亿元、228.11亿元（原值分别为143.55亿元、184.31亿元、234.78亿元），净利润分别为28.44亿元、37.94亿元、47.94亿元（原值分别为28.55亿元、37.91亿元、47.52亿元），EPS分别为0.46元、0.62元、0.78元（原值分别为0.46元、0.61元、0.77元），对应目前股价的PE分别为54.24倍、40.66倍、32.17倍，维持“推荐”评级。

### 3.2 风险提示

- 1) 业绩不及预期，教招规模释放不及预期；
- 2) 小非持续减持，大股东或者管理层减持；
- 3) 招录等政策波动，尽管大学生就业压力大，但是招录单位的扩展也受财政支出等多方面影响；
- 4) 市场格局变化，“热钱”不断涌入职教市场，带来非理想竞争；
- 5) 2022年限售解禁。

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	9423	9146	13532	19168
现金	5950	4629	7654	11721
应收票据及应收账款	21	15	20	25
其他应收款	304	315	405	516
预付账款	2	3	4	5
存货	0	0	0	0
其他流动资产	3144	4184	5450	6901
<b>非流动资产</b>	4996	6228	8477	10675
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1613	2116	3570	5458
无形资产	426	509	685	854
其他非流动资产	2957	3604	4223	4363
<b>资产总计</b>	14419	15375	22009	29843
<b>流动负债</b>	10039	7004	8984	11461
短期借款	3976	0	0	0
应付票据及应付账款	212	301	382	488
其他流动负债	5851	6704	8601	10973
<b>非流动负债</b>	105	2105	4105	6105
长期借款	0	2000	4000	6000
其他非流动负债	105	105	105	105
<b>负债合计</b>	10144	9109	13088	17566
少数股东权益	-0	-0	-0	-0
股本	104	104	104	104
资本公积	1225	1225	1225	1225
留存收益	2946	4936	7592	10948
<b>归属母公司股东权益</b>	4275	6266	8921	12277
<b>负债和股东权益</b>	14419	15375	22009	29843

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	4881	3619	5362	6492
净利润	2304	2588	3463	4366
折旧摊销	164	495	651	502
财务费用	431	116	124	209
投资损失	-257	0	0	0
营运资金变动	2492	413	1118	1409
其他经营现金流	-252	6	6	6
<b>投资活动现金流</b>	-1109	-1995	-3076	-2778
资本支出	1327	1400	2400	2400
长期投资	221	0	0	0
其他投资现金流	-2657	-3395	-5476	-5178
<b>筹资活动现金流</b>	-548	-2946	738	353
短期借款	1109	-3976	0	0
长期借款	0	2000	2000	2000
其他筹资现金流	-1657	-970	-1262	-1647
<b>现金净增加额</b>	3225	-1321	3024	4067

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	11202	13912	17884	22811
营业成本	4567	5469	6952	8876
营业税金及附加	13	70	89	114
营业费用	1812	2268	2951	3764
管理费用	1280	1739	2146	2737
研发费用	1051	1252	1610	2053
财务费用	431	116	124	209
资产减值损失	0	-0	-0	-0
其他收益	336	7	7	7
公允价值变动收益	21	0	0	0
投资净收益	257	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	2662	3005	4018	5064
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	2661	3004	4017	5063
所得税	357	160	224	269
<b>净利润</b>	2304	2844	3794	4794
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
<b>归属母公司净利润</b>	2304	2844	3794	4794
EBITDA	3255.21	3615.45	4792.33	5773.81
EPS (元)	0.37	0.46	0.62	0.78

## 主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	22.1	24.2	28.6	27.6
营业利润(%)	27.3	12.9	33.7	26.0
归属于母公司净利润(%)	27.7	23.4	33.4	26.4
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	59.2	60.7	61.1	61.1
净利率(%)	20.6	20.4	21.2	21.0
ROE(%)	53.9	45.4	42.5	39.0
ROIC(%)	518.5	141.8	123.2	106.0
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	70.4	59.2	59.5	58.9
净负债比率(%)	-46.2	-42.0	-41.0	-46.6
流动比率	0.9	1.3	1.5	1.7
速动比率	0.7	0.9	1.1	1.3
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.8	0.9	0.8	0.8
应收账款周转率	521.2	907.4	907.4	907.4
应付账款周转率	21.56	18.18	18.18	18.18
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.46	0.62	0.78
每股经营现金流(最新摊薄)	0.79	0.59	0.87	1.05
每股净资产(最新摊薄)	0.69	1.02	1.45	1.99
<b>估值比率</b>				
P/E	66.9	54.2	40.7	32.2
P/B	36.1	24.6	17.3	12.6
EV/EBITDA	54.6	42.9	33.1	24.9

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融  
融中心 B 座 25 楼  
邮编：518033

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033