

中公教育 (002607)

证券研究报告

2019年10月16日

19Q1-3 净利同比增 71~80%，国考招录或进入反弹通道

19年1-9月净利持续快速增长，主要系招录市场回暖及新赛道培育

19年Q1-3归母净利润9.25亿-9.75亿，同比增长71%-80%，其中Q3单季度归母净利润4.45-4.78亿元，同比增长35.3%-45.3%。本期业绩变动主要系：

公务员和事业单位等统一型考试招录逐步回暖，2020年国考的招录人数比上一年增长66%。公司及时实施了管理优化，充分捕捉市场回暖的机会，在前期有效迎击市场特殊波动并实现逆势增长的基础上，凭借整体平台优势和降维效应，再次提升了市场占有率。

教师和基层公共服务等下沉分散型考试招录活力十足，逐步成为招录培训市场发展的主导力量。多年以来，公司一直坚持对下沉市场和基层招录考试新品类进行布局，当下已进入加速回收期，并通过新品类的创新大幅扩大了整体领先优势。

对新赛道的模式复制能力得到进一步验证。公司顺势完善职业就业多品类布局，巩固提升职业教育综合服务领先优势，牵引“供给创造需求”的轮动增长态势实现跨赛道扩散。

“多品类增长飞轮效应”逐级放大增长愿景，三位一体经营基础设施硬资源实力

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，这一效应在招录领域内部之间已经持续多年，从国考、省考、事业单位到教师和各类基层公共服务类岗位的招录，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。

维持盈利预测，给予买入评级

中公实控人李永新北大毕业后创立中公教育，始终专注教研一线，带领研发组持续巩固核心竞争力，利用优质内容打造卓越口碑。受益政府深化“放管服”，未来政策红利或持续释放。在数量型人口红利向质量型人口红利转变过程中，借助自身教研渠道等优势，横向延展产品线，纵向渗透低维城市，实现持续快速成长。借助A股资本市场平台，中公教育将拓宽融资渠道，为后续发展提供推动力。我们预计中公19-20年净利分别17亿、24亿，PE分别64x、47x。

风险提示：核心管理教师流失风险，行业竞争激烈

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,664.37	6,236.99	9,835.12	13,014.42	16,918.75
增长率(%)	1.58	(6.41)	57.69	32.33	30.00
EBITDA(百万元)	(368.66)	1,844.99	2,100.82	2,659.76	3,777.58
净利润(百万元)	73.45	1,152.89	1,748.01	2,393.67	3,231.02
增长率(%)	11.51	1,469.55	51.62	36.94	34.98
EPS(元/股)	0.01	0.19	0.28	0.39	0.52
市盈率(P/E)	1,528.13	97.36	64.21	46.89	34.74
市净率(P/B)	58.70	38.00	11.75	11.21	11.22
市销率(P/S)	16.84	18.00	11.41	8.62	6.63
EV/EBITDA	(7.86)	(0.72)	49.53	38.48	27.38

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	17.58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)	667.24
A股总市值(百万元)	108,422.88
流通A股市值(百万元)	11,730.15
每股净资产(元)	0.33
资产负债率(%)	80.40
一年内最高/最低(元)	18.44/6.66

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	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中公教育-公司点评:19H1收入+49%，净利+132%至4.9亿，职教白马再现强劲成长力》2019-08-20
- 《中公教育-公司点评:19H1归母净利润+100%~135%YoY，职教白马长期关注价值显著》2019-07-07
- 《中公教育-季报点评:19Q1收入+62%，归母1.1亿，淡季强盈利，预收高增长，持续验证造血能力》2019-04-30



1. 19 年 1-9 月净利持续快速增长，主要系招录市场回暖及新赛道培育

19 年 Q1-3 归母净利润 9.25 亿-9.75 亿，同比增长 71%-80%，其中 Q3 单季度归母净利润 4.45-4.78 亿元，同比增长 35.3%-45.3%。本期业绩变动主要系：

公务员和事业单位等统一型考试招录逐步回暖，2020 年国考的招录人数比上一年增长 66%。公司及时实施了管理优化，充分捕捉市场回暖的机会，在前期有效迎击市场特殊波动并实现逆势增长的基础上，凭借整体平台优势和降维效应，再次提升了市场占有率。

教师和基层公共服务等下沉分散型考试招录活力十足，逐步成为招录培训市场发展的主导力量。多年以来，公司一直坚持对下沉市场和基层招录考试新品类进行布局，当下已进入加速回收期，并通过新品类的创新大幅扩大了整体领先优势。

对新赛道的模式复制能力得到进一步验证。公司顺势完善职业就业多品类布局，巩固提升职业教育综合服务领先优势，牵引“供给创造需求”的轮动增长态势实现跨赛道扩散。

表 1：19 年 Q1-3 归母净利润 9.25 亿-9.75 亿，同比增长 71%-80%

	19Q3			19Q1-3			
	19Q1	19Q2	下限	中枢	上限	下限	上限
利润（亿元）	1.06	3.87	4.45	4.62	4.78	9.25	9.75
yoy	304.50%	46.40%	35.29%	96.43%	45.32%	70.89%	80.13%

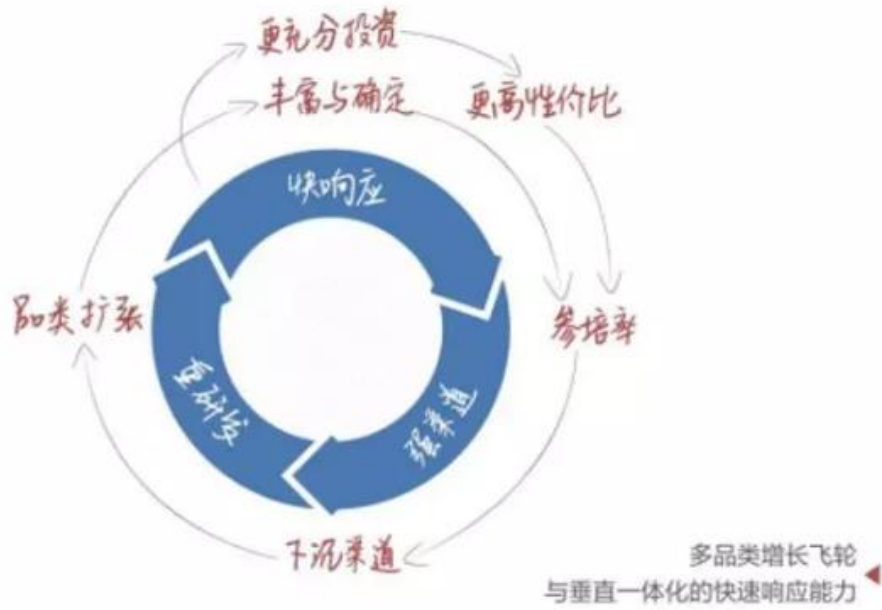
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. “多品类增长飞轮效应”逐级放大增长愿景，三位一体经营基础设施硬资源实力

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，这一效应在招录领域内部之间已经持续多年，从国考、省考、事业单位到教师和各类基层公共服务类岗位的招录，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。

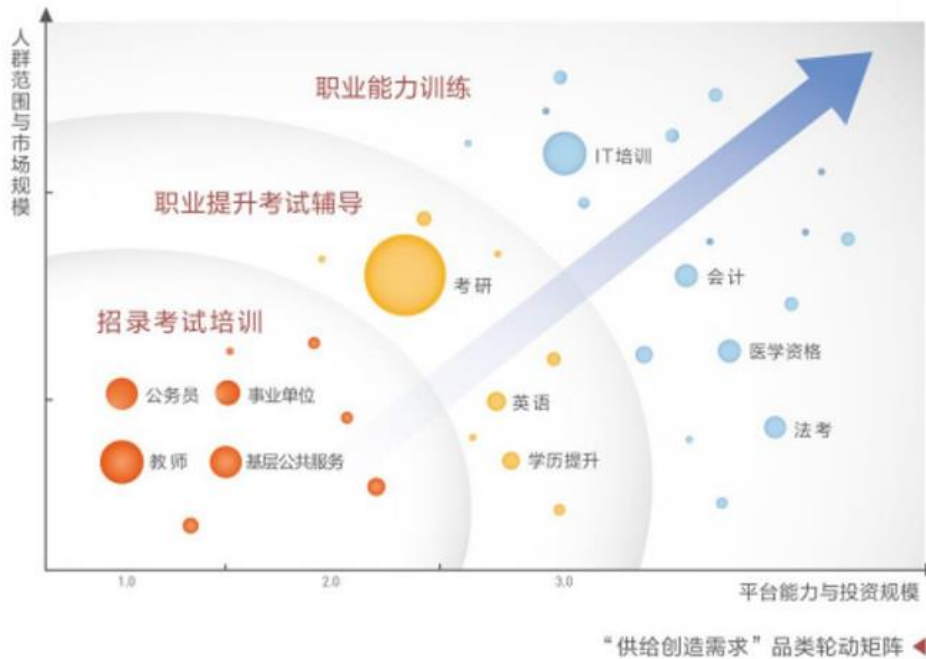
招录考试培训主要面向大学毕业生；考研等职业提升考试辅导的覆盖范围则可以向前扩充到更多年级的在校学生，向后可以延伸到毕业 5—10 年的学生；职业能力训练的覆盖范围则可以拓宽至所有的在职人群。由此，这三大板块合理的市场规模排序与其刚需程度正好相反，职业能力训练最大，考研等职业提升考试辅导次之，招录考试培训最小。

图 1：“多品类增长飞轮效应”逐级放大增长愿景，三位一体经营基础设施硬资源实力



资料来源：公司半年报，天风证券研究所

图 2：三位一体经营基础设施硬资源实力



资料来源：公司半年报，天风证券研究所

在保持招录领域稳步快速增长同时公司对考研和 IT 职业能力训练等新赛道进行积极进取的投资，并已实现规模化快速增长。在多品类增长飞轮效应的强大动能下，公司新的增长愿景已经不再局限于招录，而是延伸到整个知识型人群的职业教育培训领域。

3. 维持盈利预测，给予买入评级

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。

中公实控人李永新北大毕业后创立中公教育，始终专注教研一线，带领研发组持续巩固核心竞争力，利用优质内容打造卓越口碑。受益政府深化“放管服”，未来政策红利或持续释放。在数量型人口红利向质量型人口红利转变过程中，借助自身教研渠道等优势，横向延展产品线，纵向渗透低维城市，实现持续快速成长。借助 A 股资本市场平台，中公教育将拓宽融资渠道，为后续发展提供推动力。我们预计中公 19-20 年净利分别 17 亿、24 亿，PE 分别 64x、47x。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	822.32	648.71	6,333.48	8,276.46	7,488.38
应收票据及应收账款	76.41	6.80	128.63	(263.42)	(342.45)
预付账款	539.73	1.48	640.78	280.10	965.57
存货	681.72	0.02	960.31	315.99	1,337.45
其他	105.43	2,412.99	896.36	1,208.70	1,559.51
流动资产合计	2,225.62	3,070.01	8,959.56	9,817.83	11,008.46
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	821.75	699.10	715.53	736.33	746.75
在建工程	77.27	91.37	90.82	102.49	91.50
无形资产	590.19	204.42	201.08	197.73	194.38
其他	775.06	3,137.16	2,975.01	2,882.45	2,882.45
非流动资产合计	2,264.27	4,132.06	3,982.44	3,919.00	3,915.07
资产总计	4,627.84	7,202.07	13,007.21	13,804.55	14,967.84
短期借款	1,291.53	1,607.00	1,107.00	1,307.00	1,607.00
应付票据及应付账款	1,006.14	144.56	1,348.57	665.94	2,080.22
其他	281.00	2,399.79	920.04	1,797.83	1,299.15
流动负债合计	2,578.67	4,151.35	3,375.61	3,770.77	4,986.37
长期借款	11.70	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	13.26	4.42	5.89
其他	99.18	96.77	99.29	98.41	98.16
非流动负债合计	110.88	96.77	112.55	102.83	104.05
负债合计	2,689.55	4,248.12	3,488.16	3,873.60	5,090.42
少数股东权益	26.22	0.00	(36.19)	(84.17)	(128.90)
股本	820.34	103.81	6,167.40	6,167.40	6,167.40
资本公积	712.97	1,144.78	1,144.78	1,144.78	1,144.78
留存收益	1,091.73	2,850.14	3,387.84	3,847.71	3,838.91
其他	(712.97)	(1,144.78)	(1,144.78)	(1,144.78)	(1,144.78)
股东权益合计	1,938.29	2,953.95	9,519.05	9,930.94	9,877.41
负债和股东权益总	4,627.84	7,202.07	13,007.21	13,804.55	14,967.84

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	70.62	1,152.89	1,748.01	2,393.67	3,231.02
折旧摊销	87.42	137.93	47.46	50.88	53.93
财务费用	46.63	12.91	(229.97)	(495.67)	(533.49)
投资损失	(1.04)	(110.35)	(7.82)	(16.00)	(11.53)
营运资金变动	(494.41)	(3,155.98)	(315.85)	1,371.56	(1,063.36)
其它	164.33	3,370.55	(38.10)	(48.79)	(45.75)
经营活动现金流	(126.46)	1,407.95	1,203.74	3,255.65	1,630.82
资本支出	76.09	(376.03)	57.48	80.88	50.26
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(161.74)	(1,984.19)	(174.86)	(147.39)	(65.32)
投资活动现金流	(85.64)	(2,360.22)	(117.39)	(66.51)	(15.06)
债权融资	1,303.23	1,607.00	1,120.26	1,311.42	1,612.89
股权融资	(52.60)	(282.19)	6,293.56	495.67	533.49
其他	(1,117.04)	87.13	(2,815.40)	(3,053.26)	(4,550.22)
筹资活动现金流	133.59	1,411.94	4,598.42	(1,246.16)	(2,403.84)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(78.52)	459.67	5,684.77	1,942.98	(788.08)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,664.37	6,236.99	9,835.12	13,014.42	16,918.75
营业成本	6,239.75	2,552.35	3,934.05	5,205.77	6,767.50
营业税金及附加	32.65	27.29	98.35	130.14	338.37
营业费用	165.63	1,101.84	1,681.81	1,952.16	2,537.81
管理费用	666.57	873.42	1,278.57	1,952.16	2,199.44
研发费用	310.47	454.78	786.81	1,171.30	1,353.50
财务费用	52.60	(2.53)	(229.97)	(495.67)	(533.49)
资产减值损失	16.21	0.30	10.00	10.00	10.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.04	110.35	7.82	16.00	11.53
其他	(924.47)	(220.84)	(15.64)	(32.00)	(23.06)
营业利润	103.94	1,340.03	2,283.33	3,104.56	4,257.14
营业外收入	2.62	0.76	15.90	31.30	9.89
营业外支出	1.58	1.25	19.35	9.34	20.00
利润总额	104.98	1,339.54	2,279.88	3,126.52	4,247.03
所得税	34.36	186.65	569.97	781.63	1,061.76
净利润	70.62	1,152.89	1,709.91	2,344.89	3,185.27
少数股东损益	(2.83)	0.00	(38.10)	(48.79)	(45.75)
归属于母公司净利润	73.45	1,152.89	1,748.01	2,393.67	3,231.02
每股收益(元)	0.01	0.19	0.28	0.39	0.52

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	1.58%	-6.41%	57.69%	32.33%	30.00%
营业利润	103.12%	1189.23%	70.39%	35.97%	37.13%
归属于母公司净利润	11.51%	1469.55%	51.62%	36.94%	34.98%
获利能力					
毛利率	6.37%	59.08%	60.00%	60.00%	60.00%
净利率	1.10%	18.48%	17.77%	18.39%	19.10%
ROE	3.84%	39.03%	18.29%	23.90%	32.29%
ROIC	7.11%	74.60%	176.01%	143.29%	2415.74%
偿债能力					
资产负债率	58.12%	58.98%	26.82%	28.06%	34.01%
净负债率	24.81%	32.44%	-54.77%	-70.13%	-59.48%
流动比率	0.92	0.74	2.67	2.62	2.22
速动比率	0.65	0.74	2.39	2.54	1.95
营运能力					
应收账款周转率	110.44	149.90	145.24	-193.11	-55.85
存货周转率	9.52	18.30	20.48	20.39	20.46
总资产周转率	1.50	1.05	0.97	0.97	1.18
每股指标(元)					
每股收益	0.01	0.19	0.28	0.39	0.52
每股经营现金流	-0.02	0.23	0.20	0.53	0.26
每股净资产	0.31	0.48	1.55	1.62	1.62
估值比率					
市盈率	1,528.13	97.36	64.21	46.89	34.74
市净率	58.70	38.00	11.75	11.21	11.22
EV/EBITDA	-7.86	-0.72	49.53	38.48	27.38
EV/EBIT	-6.36	-0.74	50.68	39.23	27.77

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