

证券研究报告—动态报告/公司快评

社会服务

教育

中公教育 (002607)

重大事件快评

增持

(维持评级)

2019年10月15日

2020年国考招录超预期反弹，今年教师业务爆发式增长

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511040003
证券分析师：钟潇 0755-82132098 zhongxiao@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513100003
联系人：姜甜 0755-81981367 jiangtian@guosen.com.cn

事项：

2019年10月14日，国家公务员局发布《中央机关及其直属机构2020年度考试录用公务员公告》，公布2020年国家公务员考试招录人数、招录岗位、招录要求、报名及考试时间等信息。同时，公司晚间发布2019年前三季度业绩预告，预计前三季度实现归母净利润9.25-4.78亿元，同增71%-80%，其中Q3业绩预计为4.45-4.78亿元，同增35%-45%。

国信社服观点： 1) 2020年国家公务员招录人数同增66%，机构改革落地后超预期反弹，省考招录规模也或有望回升，从而推动公考培训市场扩容；2) 国考强调继续推进分类考录，考试难度或会加大，同时考虑到考试竞争激烈程度加深，参培率及客单价有望继续提升；3) 公司预计前三季度业绩同增71%-80%，其中Q3同增35%-45%，继续维持靓丽增长，预计主要受教师类培训业务高增长及公考培训业务表现良好推动。维持公司19-21年EPS 0.29/0.39/0.52元，对应PE 62/45/34x。政策利好，公司渠道及研发优势下，有望率先受益于国考扩招，跨赛道复制扩张能力持续验证，未来成长空间广阔。目前公司估值相对不低，但标的稀缺，龙头优势明显，建议中线角度逢低积极配置，维持“增持”评级。

评论：

■ 2020年国家公务员招录规模扩容66%，公务员考试培训行业有望触底反弹

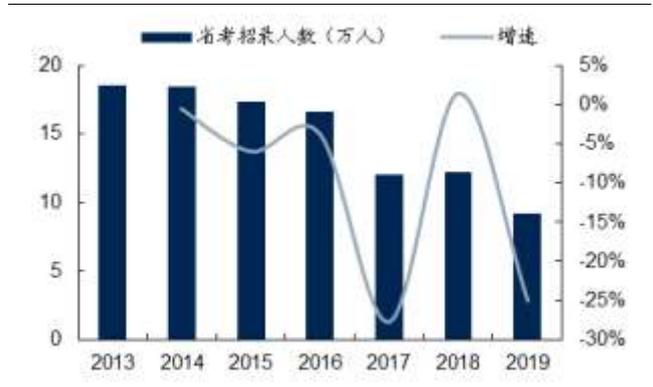
根据国家公务员局发布的《2020年度招考简章》，统计可得2020年国家公务员招录总人数为24128人，涉及中央和国家机关86个单位、23个直属机构。相比2019年仅招录14537人（涉及中央和国家机关75个单位、20个直属机构），2020年招录人数增加9591人，同比增长66%，招录规模呈“井喷式”增长。

图1：国家公务员招录人数变化



资料来源：国家公务员局，国信证券经济研究所整理

图2：省级公务员招录人数变化

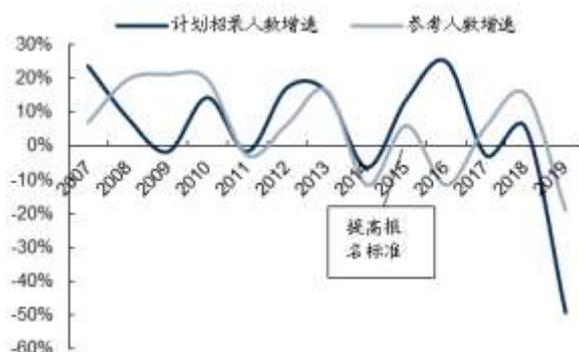


资料来源：各地人社局，国信证券经济研究所整理

机构改革落地后国考招录超预期反弹，预计省考招录规模也或有望回升。结合我们此前深度报告《从1到N：领先的职教平台值得期待》，2019年国家及地方公务员招录规模受机构改革影响明显缩招，其中国家公务员招录规模缩减近50%，主要是国税地税合并后明显缩招，招录人数由2018年的17701人缩减至2019年的6046人，缩减幅度近66%；2020年税务部门的招录规模则重新回升，共招录14889人。2019年地方公务员招录规模则缩减近25%，地方税务部门基本没有招录。后中央&国家、地方机构改革分别在2018年底、2019年3月完成，预计随着机构改革的落地，各项工作进入正轨，人事职能岗位等逐步明晰，岗位需求的释放推动了2020年国家公务员的“井喷式”扩招。参考国家公务员招录规模的变化趋势，我们预计2020年省级公务员招录规模也或有望回升。

扩招背景下报考人数预计回升，就业压力增大也有望推动。通过对以往招录及报考人数的分析，可以发现招录人数的变动通常会一定程度地正向影响报考人数。在2020年招录规模同增66%的背景下，报考人数有望增加。且考虑到当前宏观经济局势下就业压力增加，预计会进一步推动报考人员规模的提升。更进一步，报考人员的增加反映为参加笔试考生的增加，又因为笔试进入面试的比例通常为3:1-5:1，所以招录规模的扩容直接意味着进入面试的人数同比例增加，最终将导致面试培训市场容量大幅提升。

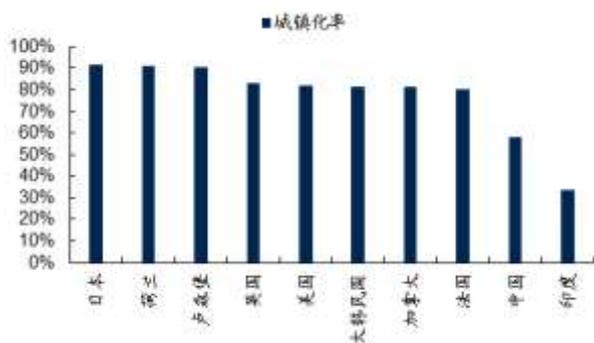
图3：国家公务员招录人数及参考人数变动对比



资料来源：国家公务员局、弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理

中长期来看，公务员招录规模有望稳中有所升。机构改革落地后，公务员招录需求主要受城镇化进程影响，供给则主要看退休节奏。城镇化方面，我国的城镇化率一直处于上升状态，2018年中国城镇化率为59.58%，相比发达国家80%+，还有较大提升空间。退休方面，一方面1960s婴儿潮时期出生的公务员，预计将在2020s迎来较大规模的退休潮；另一方面，新公务员法于2019.6.1正式施行，规定工作满30年的公务员可申请提前退休（严查在职人员兼职），且没有延长退休年限，所以我们预计中期公务员退休规模会有所提升。综合编制规模及退休情况，我们认为中期公务员招录规模仍将稳中有升。

图4：中国城镇化率距离发达国家还有提升空间



资料来源：世界银行，国信证券经济研究所整理

图5：中国1960s出生人口到2020s年后面临退休潮



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

■ 继续推进分类考录，考试难度或加大，有望支撑参培率及客单价提升

同往年相比，2020年公务员招录继续强调推进分类考录，进一步提高选人的精准性科学性。内容主要涉及1)公共

科目笔试对省级以上和市（地）级及以下机构职位分别命制试题，面试更加注重反映招考职位特点；2）中国银保监会、中国证监会、公安机关人民警察职位和 8 个非通用语职位将统一组织专业科目笔试，审计署等 50 个单位将在面试阶段组织专业能力测试。

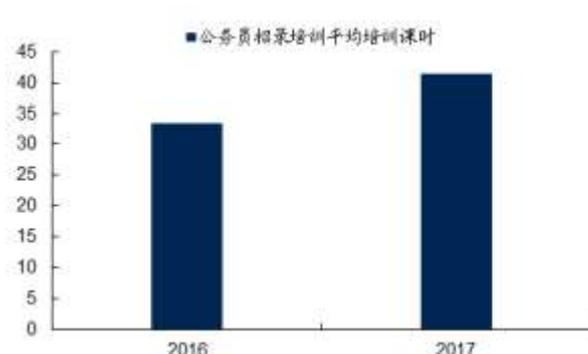
对比往年招录公告，**国考的命题及特定职位的专业能力测试要求沿袭了过去的标准，且继续强调要落实公务员队伍专业化建设要求，加大专业能力测查力度。**在此趋势上，我们预计未来**公务员考试的难度或会增加。**与此同时，随着就业压力提升下报考人数的增加，考试竞争日趋激烈，学员参培意愿有望加强，行业参培率有望提升；且结合过往行业表现，课程培训时长及协议班等高价课程的占比也有提升趋势，客单价有望进一步提升。

图 6：公务员招录培训市场参培率逐步提升



资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理

图 7：中公教育公务员招录培训学员平均培训课时增加



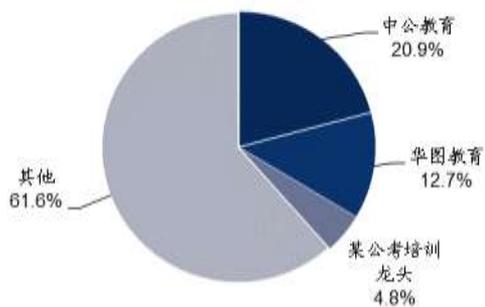
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

■ 公务员考试培训龙头优势地位突出，有望直接受益于 2020 年国考扩招

中公教育是公考培养领域的绝对龙头，规模、客单价等优势明显。根据弗若斯特沙利文数据，2017 年公考培训市场 CR3=38.4%，其中中公以 20.9% 的市场份额位列第一，其次是华图占比 12.7%。2018 年中公教育公考面授培训业务收入同增 49%，2019 年上半年在行业缩招及高基数的背景下同增 26%，逆势高增长，预计其市占率也有进一步提升。且对比市占率第二的华图，中公的优势也非常突出，2017 年中公的公考培训人次、客单价分别是华图的 1.4 倍、1.2 倍，议价能力明显强于华图。

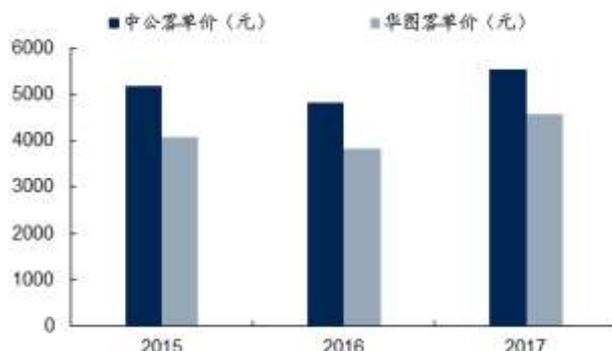
一方面，在既有龙头优势下，伴随着 2020 年国家公务员招录规模扩张 66%，以及后续省考的或有扩招，中公教育有望率先受益于行业扩容。另一方面，考试难度的提升等提高了对培训机构的要求，中公有望在其研发优势的助力下，快速开发更符合考纲的课程，进一步提高其市场占有率。有望支撑 2020 年公司公考培训业务再创辉煌。

图 8：2017 年公务员招录培训市场竞争格局（按收入计）



资料来源：弗若斯特沙利文、公司公告，国信证券经济研究所整理

图 9：中公及华图公务员招录考试培训客单价对比



资料来源：公司公告、华图招股书，国信证券经济研究所整理

■ 业绩预告预计三季报业绩同增 71%—80%，教师类培训业务持续高增长

公司发布三季度业绩预告，预计 2019 年前三季度实现归母净利润 9.25-4.78 亿元，同比增长约 70.89%-80.13%，其中 Q3 业绩为 4.45-4.78 亿元，同比增长约 35.29%-45.32%，高基数基础上继续高增长，表现靓丽。结合我们的持

续跟踪及分析，预计 Q3 的高增长主要是因为：1) 教师类培训业务的持续高增长，Q3 是 2019 年上半年教师资格考试面试成绩和教师招录考试成绩的公布期，即教师类培养业务结算高峰期，结合上半年教师类面授培训业务收入同比增长 52%，我们预计 Q3 教师类业务仍将维持高速增长；2) 公务员考试培训业务表现良好，Q3 是省考复试成绩公布的密集期，结合上半年公务员面授培训收入同增 26%，预计 Q3 公务员考试培训收入仍能取得不错的增长。

表 1: 各类考试成绩公布时点

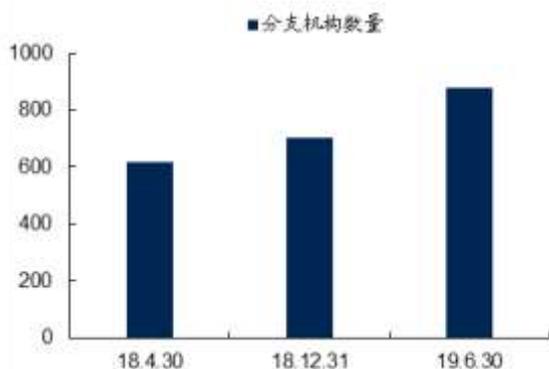
	Q1	Q2	Q3	Q4
国家公务员考试初试	1 月中旬公布			
国家公务员考试复试	少量单位公布	大量单位公布		
地方公务员考试初试	非联考省份公布 (19Q1 仅上海)	联考省份公布		
地方公务员考试复试			联考省份公布	
事业单位考试成绩		相对平均分布在 4 个季度，Q1 较少		
教师资格考试笔试		上半年笔试成绩公布		下半年笔试成绩公布
教师资格考试面试	下半年面试成绩公布		上半年面试成绩公布	
教师招录考试			相对集中在 7-8 月	
考研初试	2 月中旬公布			
考研复试	大多院校在 3 月底完成招录	调剂在 4-5 月完成		

资料来源：公开信息，中公教育官网，国信证券经济研究所整理

■ 广渠道强研发，夯实龙头优势，跨赛道复制扩张提供持续动力，维持“增持”评级

公司渠道和研发优势突出。渠道方面，截至 2019 年上半年，公司直营分支机构共 880 家，较年初 701 家同增约 26%，渠道持续快速推进，且三四线城市分支机构占比约 60%+。研发方面，公司近 4 年研发费用率基本维持在 6.2%-7.7% 之间（2017 年高出华约 5pct），且研发团队规模也在不断扩张，2015 至 2018 年由 722 人迅速增至 1350 人，截至 2019 年上半年为 1946 人，为业务的快速拓展打下了坚实的基础。

图 10: 公司分支机构开拓迅速



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 11: 公司分支机构具体布局



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

公司在存量优势业务公考培训等逆势表现优异的背景下，去年以来教师培训业务也不断高增长，持续验证公司在渠道及研发优势下的跨赛道复制扩张能力。短期来看，2020 年国考扩招 66% 及省考的或有扩招有望支撑公考培训业务，同时政策利好下公司教师类培训规模有望继续提升。中线来看，公司加速布局考研、IT 等新赛道，复制拓展可期，加之三四线城市、高校渠道的快速拓展，有望为公司提供持续的盈利支撑。

维持公司 19-21 年 EPS 0.29/0.39/0.52 元，对应 PE 62/45/34x。政策利好，公司渠道及研发优势下，有望率先受益于国考扩招，跨赛道复制扩张能力持续验证，未来成长空间广阔。目前公司估值相对不低，但标的稀缺，龙头优势明显，建议中线角度逢低积极配置，维持“增持”评级。

■ 风险提示

政策风险；新业务拓展不及预期；市场竞争加剧；人力资源流失等。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 19-10-14	EPS			PE			PB
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018
601888	中国国旅	买入	94.63	1.59	2.39	2.62	59.70	39.52	36.07	11.38
300144	宋城演艺	买入	26.36	0.89	0.91	0.96	29.75	28.82	27.41	4.52
002607	中公教育	增持	17.88	0.19	0.29	0.39	95.65	62.48	45.47	37.33
603043	广州酒家	买入	31.66	0.95	1.11	1.36	33.33	28.52	23.28	6.56
600258	首旅酒店	买入	17.39	0.88	0.93	1.12	19.86	18.78	15.52	2.10
600754	锦江酒店	买入	23.48	1.13	1.18	1.34	20.78	19.85	17.52	1.78
002621	美吉姆	增持	12.40	0.05	0.28	0.30	232.22	43.99	41.90	6.09
300662	科锐国际	买入	29.33	0.65	0.82	1.07	44.86	35.83	27.49	7.25
002707	众信旅游	增持	5.23	0.04	0.27	0.33	127.56	19.61	16.07	2.17
000796	凯撒旅游	增持	6.77	0.24	0.29	0.36	28.00	23.60	18.79	2.45
600138	中青旅	买入	12.15	0.83	0.84	0.94	14.72	14.54	12.88	1.44
002159	三特索道	买入	13.27	0.97	0.07	0.39	13.66	203.09	33.78	1.92
603136	天目湖	增持	21.09	1.29	1.46	1.76	16.35	14.45	11.98	2.96
600054	黄山旅游	增持	9.08	0.78	0.53	0.57	11.65	17.09	15.79	1.62
000888	峨眉山 A	增持	6.07	0.40	0.41	0.44	15.29	14.65	13.80	1.35
000978	桂林旅游	增持	5.32	0.22	0.16	0.25	23.83	33.75	21.26	1.22
002033	丽江旅游	增持	5.78	0.35	0.28	0.31	16.57	20.87	18.66	1.30

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	649	2969	5345	8420
应收款项	45	62	85	113
存货净额	0	0	0	0
其他流动资产	2376	3602	4962	6624
流动资产合计	3070	6632	10391	15158
固定资产	790	994	1210	1407
无形资产及其他	204	198	191	184
投资性房地产	3137	3137	3137	3137
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	7202	10961	14929	19886
短期借款及交易性金融负债	1607	1928	2121	2121
应付款项	145	198	277	375
其他流动负债	2400	4198	5715	7658
流动负债合计	4151	6324	8113	10154
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	97	94	92	93
长期负债合计	97	94	92	93
负债合计	4248	6419	8204	10247
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	2954	4542	6725	9639
负债和股东权益总计	7202	10961	14929	19886

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.19	0.29	0.39	0.52
每股红利	0.00	0.03	0.04	0.05
每股净资产	0.48	0.74	1.09	1.56
ROIC	38%	37%	54%	71%
ROE	39%	39%	36%	34%
毛利率	59%	60%	59%	58%
EBIT Margin	27%	21%	22%	22%
EBITDA Margin	28%	22%	23%	23%
收入增长	-6%	44%	38%	33%
净利润增长率	1470%	53%	37%	33%
资产负债率	59%	59%	55%	52%
息率	0.0%	0.2%	0.2%	0.3%
P/E	95.6	62.5	45.5	34.1
P/B	37.3	24.3	16.4	11.4
EV/EBITDA	66.0	58.1	41.1	31.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6237	9005	12405	16560
营业成本	2552	3642	5085	6876
营业税金及附加	27	54	62	83
销售费用	1102	1536	2023	2671
管理费用	873	1853	2463	3261
财务费用	(3)	(36)	48	0
投资收益	110	120	130	140
资产减值及公允价值变动	(0)	(0)	(0)	(0)
其他收入	(455)	0	0	0
营业利润	1340	2076	2853	3809
营业外净收支	(0)	0	0	0
利润总额	1340	2076	2853	3809
所得税费用	187	311	428	571
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	1153	1765	2425	3237

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1153	1765	2425	3237
资产减值准备	(16)	5	1	1
折旧摊销	53	88	108	127
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	(3)	(36)	48	0
营运资本变动	(2141)	611	211	353
其它	16	(5)	(1)	(1)
经营活动现金流	(935)	2464	2744	3718
资本开支	78	(289)	(318)	(318)
其它投资现金流	138	0	0	0
投资活动现金流	216	(289)	(318)	(318)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(12)	0	0	0
支付股利、利息	(9)	(176)	(243)	(324)
其它融资现金流	587	321	193	0
融资活动现金流	545	145	(50)	(324)
现金净变动	(174)	2320	2376	3076
货币资金的期初余额	822	649	2969	5345
货币资金的期末余额	649	2969	5345	8420
企业自由现金流	(562)	2042	2356	3281
权益自由现金流	13	2394	2508	3281

相关研究报告

- 《中公教育-002607-2019 年半年报点评：业绩持续高增长，龙头跨赛道复制扩张可期》 ——2019-08-20
- 《中公教育-002607-2019 年一季报点评：Q1 淡季大幅扭亏，跨赛道复制成长可期》 ——2019-04-29
- 《中公教育-002607-2018 年年报点评：业绩大增符合预期，期待跨赛道复制拓展》 ——2019-04-10
- 《中公教育-002607-从 1 到 N：领先的职教平台值得期待》 ——2019-04-10
- 《亚夏汽车-002607-短期增速放缓，未来两年仍保持较快扩张》 ——2011-10-27

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032