

短期调整不改长期向好趋势，Q3 高增长 Q4 迅猛增长

——中公教育(002607.SZ)跟踪报告之六

公司简报

买入(维持)

当前价: 30.04 元

分析师

刘凯(执业证书编号: S0930517100002)

021-52523849

kailiu@ebsecn.com

贾昌浩(执业证书编号: S0930520050002)

021-52523835

jiachanghao@ebsecn.com

市场数据

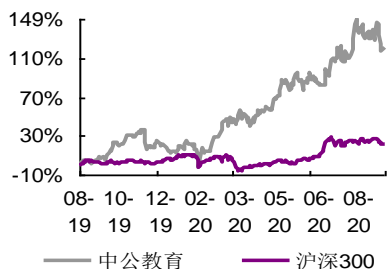
总股本(亿股): 61.67

总市值(亿元): 1852.69

一年最低/最高(元): 14.30/38.98

近3月换手率: 12.91%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-13.70	-6.11	69.71
绝对	-16.23	6.90	88.86

资料来源: Wind

相关研报

疫情影响收入确认, 长期增长趋势保持不变——中公教育(002607.SZ)

2020H1 业绩点评

..... 2020-08-31

大额分红彰显价值, 跨赛道实现高速增长——中公教育(002607.SZ) 2019 年报点评

..... 2020-03-10

◆疫情影响已经是过去式, Q3-4 将迎来迅猛式增长。本次疫情对中公和整个培训行业的影响已经接近尾声, 随着国内疫情的基本控制以及各类招录考试的恢复, 职业教育培训行业和中公将迎来大规模的增长。目前是省级公务员考试的面试培训高峰期, 接下来将迎来各省事业单位的笔试面试培训、教师招聘考试培训、2021 年国家公务员考试培训、2021 年考研培训等。其中教师招聘考试由于上半年的取消以及国家对培训机构教师资格证的刚性要求, 我们预测下半年的教师招聘考试报名人数将增长迅猛, 有望达到或超过 2019 年全年 900 万人次的水平。

◆政策红利带来整个行业的复苏, 龙头中公享受更高的增速。中央推出“六稳”“六保”政策, 将“就业”放在首位。1) 扩大公共部门就业, 公务员、事业单位、国企等招录人数, 目前整体扩招约 40%+。2) 硕士研究生、专升本、第二学士学位三项扩招可吸纳 170 余万人, 其中应届毕业生约 140 万人。硕士研究生和专升本招生规模预计同比增加 18.9 万人、32.2 万人。相关政策积极影响下, 职业培训需求将持续增长, 中公教育招录考试培训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, 学历提升板块也将受益。

◆供给端集中度提升, 供给创造需求。1) 渠道方面: 县级市 2876 个和高校 2663 所, 目前过千家门店仍有巨大提升空间。2) 产品服务方面: 协议班是中公在过去 3 年领跑行业的核心战略, 协议班从 70%总流水占比提升到 80%+ 占比, 通过率提升也是利润率提升的关键。3) 人员方面: 总数超过 4 万人、1.81 万专职教师、2702 人专职研发团队, 连锁经营服务行业下, 培训收入与人员人数正相关。建议关注光大证券教育团队前期深度报告《4P 理论看中公教育商业模式》。

◆产业链跟踪 1: 中公 vs 华图。行业第二华图教育 2019 年收入预计约 20 亿左右。2020 年上半年经营压力仍然较大。我们认为教研为本, 中公教育董事长仍扎根一线教研, “广渠道-强教研-高通过率-高口碑-强品牌”已在过去 20 年形成较强闭环, 就业难背景下, 学生数、参培率和客单价的提升仍有望驱动中公教育快速增长。

◆产业链跟踪 2: 中公 vs 粉笔。行业第三粉笔 2019 年收入约 16 亿元, 其中 80%+是在线。粉笔以线上起家, 主打在线低价市场, 从 2018 年开始全面调整战略, 回归线下市场。2020 年上半年大力发展线下, 目前已经有 30+分校。2020 年上半年一线教师人数同比增长 300%, 同时打造协议班产品。但目前粉笔产品架构、师训体系、一线老师数量相较中公教育仍有待提高, 因此粉笔目前的主要课程为 1 元在线课、980 元系统班、28000 元协议班等。

◆维持中公教育为教育板块首推标的和核心推荐。我们预计中公教育 20Q3 保持高速增长、20Q4 有望实现迅猛式增长。因此我们仍然维持 2020 年约 25 亿元净利润 (YoY+40%)、事业单位 60%+增长、公务员 30%+增长、教师 70%增长、考研 80-100%增长。

◆盈利预测、投资评级和估值。疫情影响公司 H1 的收入和利润，但我们认为培训的需求是延后而不是消失，考虑到下半年各类招录考试的逐步恢复以及公司在学历板块和职业能力训练板块的加速布局，我们维持中公 2020-2022 年净利润预测为 25.3/37.5/53.7 亿元。当前约 1800 亿元市值对应 2020-2022 年 P/E 约为 73/49/34x，维持中公教育“买入”评级。

◆风险提示：宏观经济波动的风险，疫情风险，政策风险，业绩承诺不能完成的风险等。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	6,237	9,176	13,665	19,782	27,627
营业收入增长率	-6.41%	47.12%	48.92%	44.76%	39.66%
净利润 (百万元)	1,153	1,805	2,533	3,750	5,373
净利润增长率	1469.55%	56.52%	40.37%	48.06%	43.26%
EPS (元)	0.19	0.29	0.41	0.61	0.87
ROE (归属母公司) (摊薄)	39.03%	52.59%	56.48%	50.27%	45.95%
P/E	161	103	73	49	34
P/B	62.7	54.0	41.3	24.8	15.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 9 月 22 日

表 1：中公教育分项收入预测

收入 (百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
一、主要招录业务	3,748.00	5,770.39	8,084.06	11,345.15	15,072.59	19,716.50
YOY	56.17%	53.96%	40.10%	40.34%	32.85%	30.81%
公务员招录培训	2,066.19	3,081.99	3,995.44	4,912.79	5,936.62	7,110.88
YOY	35.06%	49.16%	29.64%	22.96%	20.84%	19.78%
事业单位招录培训	568.94	784.68	1,168.24	1,850.49	2,623.06	3,442.77
YOY	91.09%	37.92%	48.88%	58.40%	41.75%	31.25%
教师招录及教师资格培训	669.75	1,075.36	1,645.40	2,591.50	3,719.33	5,299.30
YOY	100.09%	60.56%	53.01%	57.50%	43.52%	42.48%
综合面授培训	442.63	828.36	1,274.98	1,988.98	2,792.52	3,862.62
YOY	85.61%	87.15%	74.93%	56.00%	40.40%	38.32%
二、其他	2.40	466.73	1,092.07			
合计总收入	3,750.40	6,237.12	9,176.13	13,664.89	19,781.67	27,627.76
YOY	56.27%	66.31%	47.12%	48.92%	44.76%	39.66%
一、面试培训	3,469.05	5,770.25	8,083.73	11,345.15	15,072.59	19,716.50
YOY	56.16%	66.34%	40.09%	40.35%	32.85%	30.81%
二、线上培训	281.35	443.50	1,035.60	2,319.74	4,709.08	7,911.25
YOY	57.60%	57.63%	133.51%	124.00%	103.00%	68.00%
占比	7.50%	7.11%	11.29%	16.98%	23.81%	28.64%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测。

表 2：中公教育历史报告合集

深度报告

- 1 《中公教育 (002607.SZ) ——跟踪报告五：核心竞争力和商业模式的再思考》 2019-08-19
- 2 《中公教育 (002607.SZ) ——跟踪报告三：估值成长，五问五答》 2019-01-21
- 3 《中公教育 (002607.SZ) ——跟踪报告二：中公教育过户完成，职教龙头剑指千亿》 2019-01-15
- 4 《中公教育 (002607.SZ) ——跟踪报告一：公务员和事业单位业务稳步向上，教师培训业务空间宏大》 2018-12-17
- 5 《中公教育 (002607.SZ) ——什么是事业单位考试培训：成人职业培训行业跟踪报告之四》 2018-06-19
- 6 《中公教育 (002607.SZ) ——什么是教师考试培训：成人职业培训行业跟踪报告之三》 2018-06-13
- 7 《中公教育 (002607.SZ) ——什么是公务员考试培训：成人职业培训行业跟踪报告之二》 2018-06-06
- 8 《中公教育 (002607.SZ) ——中公教育和华图教育经营数据深度对比分析：成人职业培训行业跟踪报告之一》 2018-06-06
- 9 《中公教育 (002607.SZ) ——中公教育借壳上市，A 股龙头扬帆起航——亚夏汽车 (002607.SZ) 公司深度报告》 2018-05-10

专题研究

- 1 《中公教育 (002607.SZ) ——研究生和专升本分别扩招 19 和 32 万人，重点面向国家战略领域》 2020-02-29
- 2 《中公教育 (002607.SZ) ——国务院：扩大研究生和专升本招生以及增加基层岗位招募规模》 2020-02-26
- 3 《中公教育 (002607.SZ) ——在线教育有望受益，短空长多建议把握中公等培训龙头错杀良机：新型肺炎疫情影响》 2020-02-04
- 4 《中公教育 (002607.SZ) ——中公教育董事长李永新谈中公》 2019-01-07
- 5 《中公教育 (002607.SZ) ——初心不改，从未彷徨：写在中公教育千亿市值之际》 2019-09-06
- 6 《中公教育 (002607.SZ) ——三条主线配置教育行业，维持中公教育核心推荐：教育行业跨市场周报（第 64 期）》 2019-03-03

点评

- 1 《中公教育 (002607.SZ) ——2020H1 业绩点评：疫情影响收入确认，长期增长趋势保持不变》 2020-08-28
- 2 《中公教育 (002607.SZ) ——20H1 业绩预告点评：考试大面积推迟影响 H1 净利润，招录回暖明确培训需求持续》 2020-07-20
- 3 《中公教育 (002607.SZ) ——2020 一季报点评：业绩确认节奏影响 Q1 净利，重点关注预收和现金流》 2020-04-29
- 4 《中公教育 (002607.SZ) ——2019 年报点评：大额分红彰显价值，跨赛道实现高速增长》 2020-03-20
- 5 《中公教育 (002607.SZ) ——2019 年业绩快报点评：推进 OMO 融合布局，中公持续寻求规模增长》 2020-02-29
- 6 《中公教育 (002607.SZ) ——中公教育 19Q3 点评：公考回暖教招迅猛，轮动增长跨赛道扩张》 2019-10-29
- 7 《中公教育 (002607.SZ) ——中公教育 19H1 点评：业绩优于预期，盈利能力持续提升》 2019-08-24
- 8 《中公教育 (002607.SZ) ——中公教育 19Q1 点评：预收账款环比大增 127%，经营业绩符合预期》 2019-04-30
- 9 《中公教育 (002607.SZ) ——中公教育 2018 年年报点评：首份年报业绩靓丽，中公打造职教航母》 2019-04-09
- 10 《中公教育 (002607.SZ) ——中公教育 2018 业绩快报点评：归母净利润增长 120%，职教龙头扬帆起航》 2019-03-01
- 11 《中公教育 (002607.SZ) ——中公教育重大事项点评之三：亚夏汽车正式更名中公教育，A 股教育龙头扬帆起航》 2019-02-21
- 12 《中公教育 (002607.SZ) ——亚夏汽车重大事项点评之二：中公教育 18 年净利润 11.0~11.6 亿元，超预期》 2019-02-10
- 13 《中公教育 (002607.SZ) ——中公教育重大事项点评之一：亚夏汽车拟更名为中公教育》 2019-01-16
- 14 《中公教育 (002607.SZ) ——中公借壳亚夏汽车获有条件通过，A 股教育板块迎来职业培训龙头》 2018-11-04

资料来源：光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	6,237	9,176	13,665	19,782	27,627
营业成本	2,552	3,813	5,534	8,110	11,327
折旧和摊销	53	79	178	229	275
税金及附加	27	57	60	87	122
销售费用	1,102	1,483	2,200	3,185	4,448
管理费用	873	1,098	1,640	2,350	3,271
研发费用	455	698	1,039	1,497	2,072
财务费用	-3	204	144	72	-1
投资收益	110	259	0	0	0
营业利润	1,340	2,091	3,048	4,480	6,389
利润总额	1,340	2,089	3,039	4,471	6,380
所得税	187	285	456	671	957
净利润	1,153	1,805	2,583	3,800	5,423
少数股东损益	0	0	50	50	50
归属母公司净利润	1,153	1,805	2,533	3,750	5,373
EPS(按最新股本计)	0.19	0.29	0.41	0.61	0.87

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,408	2,474	4,688	6,329	8,559
净利润	1,153	1,805	2,533	3,750	5,373
折旧摊销	53	79	178	229	275
净营运资金增加	-505	-2,193	-342	-397	-511
其他	708	2,784	2,318	2,747	3,423
投资活动产生现金流	-2,360	-131	-71	-235	-210
净资本支出	-263	-720	-210	-210	-210
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-2,097	589	139	-25	0
融资活动现金流	1,412	-267	-3,241	-1,997	-1,139
股本变化	-717	0	0	0	0
债务净变化	304	1,260	-1,617	-1,150	0
无息负债变化	1,255	1,021	1,770	2,405	3,087
净现金流	460	2,076	1,375	4,098	7,210

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	59.1%	58.5%	59.5%	59.0%	59.0%
EBITDA 率	21.9%	23.9%	24.7%	24.2%	24.1%
EBIT 率	19.7%	22.2%	23.4%	23.0%	23.1%
税前净利润率	21.5%	22.8%	22.2%	22.6%	23.1%
归母净利润率	18.5%	19.7%	18.5%	19.0%	19.4%
ROA	16.0%	18.1%	23.0%	24.5%	23.7%
ROE (摊薄)	39.0%	52.6%	56.5%	50.3%	46.0%
经营性 ROIC	21.8%	105.9%	216.1%	459.0%	2019.6%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	59%	66%	60%	51%	48%
流动比率	0.74	0.75	0.96	1.34	1.64
速动比率	0.74	0.75	0.96	1.34	1.64
归母权益/有息债务	1.84	1.20	3.59	74.60	116.92
有形资产/有息债务	4.13	3.28	8.68	151.22	224.84

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	7,202	9,961	11,216	15,497	22,867
货币资金	649	2,724	4,100	8,197	15,407
交易性金融资产	0	1,754	1,754	1,754	1,754
应收账款	7	3	4	6	8
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款(合计)	81	255	379	549	766
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	2,332	97	97	97	97
流动资产合计	3,070	4,836	6,398	10,669	18,101
其他权益工具	0	163	163	163	163
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	699	672	842	920	921
在建工程	91	654	490	368	276
无形资产	204	198	203	209	215
商誉	100	100	100	100	100
其他非流动资产	1,836	326	326	326	326
非流动资产合计	4,132	5,124	4,818	4,828	4,766
总负债	4,248	6,529	6,682	7,937	11,024
短期借款	1,607	2,867	1,150	0	0
应付账款	145	236	553	811	1,133
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	1,920	2,634	3,923	5,679	7,931
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	4,151	6,422	6,680	7,935	11,022
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	97	107	2	2	2
股东权益	2,954	3,432	4,534	7,560	11,842
股本	104	104	104	104	104
公积金	1,190	1,244	1,250	1,250	1,250
未分配利润	1,660	2,047	3,093	6,068	10,301
归属母公司权益	2,954	3,432	4,484	7,460	11,692
少数股东权益	0	0	50	100	150

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	17.67%	16.16%	16.10%	16.10%	16.10%
管理费用率	14.00%	11.97%	12.00%	11.88%	11.84%
财务费用率	-0.04%	2.23%	1.05%	0.36%	-0.01%
研发费用率	7.29%	7.61%	7.61%	7.57%	7.50%
所得税率	14%	14%	15%	15%	15%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.23	0.24	0.13	0.18	0.26
每股经营现金流	0.23	0.40	0.76	1.03	1.39
每股净资产	0.48	0.56	0.73	1.21	1.90
每股销售收入	1.01	1.49	2.22	3.21	4.48

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	161	103	73	49	34
PB	62.7	54.0	41.3	24.8	15.8
EV/EBITDA	3.9	1.7	0.6	-0.3	-0.9
股息率	0.8%	0.8%	0.4%	0.6%	0.9%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼