



## 买入（首次）

所属行业：传媒/文化传媒  
当前价格(元)：26.12  
合理区间(元)：27.30-31.50

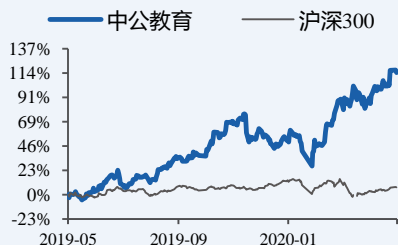
### 证券分析师

刘敏

资格编号：S0120519040001  
电话：021-68761616-6213  
邮箱：liumin@tebon.com.cn

### 联系人

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	12.56	13.15	47.43
相对涨幅(%)	9.21	15.01	43.29

资料来源：聚源数据，德邦研究所

### 股票数据

总股本(百万股):	6,167.40
流通A股(百万股):	820.34
52周内股价区间(元):	11.30-25.81
总市值(百万元):	157,577.05
总资产(百万元):	13,358.75
每股净资产(元):	0.34

资料来源：公司公告

# 中公教育 (002607.SZ)

## 职业教育行业领头雁

### 投资要点

**公司多年来保持高速增长，已成为招录行业绝对龙头。**近5年来，公司收入复合增速高达45.19%，归母净利润复合增速高达104.67%，2019年实现收入91.76亿元，归母净利润18.05亿元。公司年均培训学生人次超过320万人，旗下网点1104个，覆盖319个地级市。

**产品力卓越，供给创造需求。**我们的测算发现参加培训确实可以提高“成公”的概率。但是招录辅导行业不同于传统教育行业，产品力更重要。公司在继协议班产品奠定龙头格局后，产品不断迭代更新。2020年主打新品——理享学，实现了0元上课，上岸付款的极致服务体验，预计将进一步打开市场。

**研发能力突出，运营效率高。**公司研发费用投入长期维持在7%以上，2019年研发支出6.98亿元，教研团队人数达2051人。在强大的教研团队支持下，公司建立了“实时态势感知”平台，经营效率显著提升，管理费用、销售费用较2015年合计下降超过12个百分点。

**招录市场加速扩容，主业增速无虞。**最近5年体制内单位平均工资同私营单位平均工资比不断扩大，客观上提高了参加招考培训的相对回报率。从中公的数据来看，工资比最大的东北地区也是收入贡献最大、增速最快的地区。按照工资比目前的扩大速度，招录市场扩容速度将远超市场预期，加速进入“协议班时代”。

**顺利开拓第二、第三战场，开启千亿市场空间。**公司盈利能力、成长能力、运营效率不逊于其他教育领域龙头，而在新进入的学历提升、职业技能培训市场上，具有切入难度小、获客成本低、运营效率高三大独特优势。2019年新领域拓展成果斐然，综合培训业务收入达到16.14亿元，同比增长75%。

**首次覆盖，给予“增持评级”。**基于公司同心多角战略顺利落地的假设，我们预测公司2020-2022年营业收入分别为131.00亿元、180.47亿元、238.05亿元，同比增速分别为42.8%、37.8%、31.9%；实现归母净利润分别为27.28亿元、40.17亿元、56.18亿元，同比增长51.2%、47.2%、39.9%。通过FCFF模型和相对估值比较，我们认为公司合理价格在27.3-31.5元之间。

**风险提示：**新冠疫情恶化；培训行业政策变化；新品类扩张失败；招录人数下降。

### 主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,237	9,176	13,100	18,047	23,805
(+/-)YOY(%)	54.7%	47.1%	42.8%	37.8%	31.9%
净利润(百万元)	1,153	1,805	2,728	4,017	5,618
(+/-)YOY(%)	119.7%	56.5%	51.2%	47.2%	39.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.19	0.29	0.44	0.65	0.91
毛利率(%)	59.1%	58.5%	59.3%	59.8%	60.5%
净资产收益率(%)	39.0%	52.6%	24.9%	29.1%	31.3%

资料来源：公司年报（2018-2019），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润



## 内容目录

1. 公司是招录考试领域绝对龙头 .....	5
1.1. 公司业务连续多年高速增长 .....	5
1.2. 业务疆域不断拓展 .....	6
1.3. 线上业务崭露头角 .....	7
2. 公司内外兼修优势明显 .....	8
2.1. 服务切实有效 .....	8
2.2. 产品力强大 .....	8
2.3. 研发实力领先 .....	11
2.4. 运营效率极佳 .....	13
2.5. 网点触达全国 .....	13
3. 公司发展方兴未艾 .....	15
3.1. 质地不输行业其他赛道龙头 .....	15
3.2. 公私工资差推升招录市场 .....	17
3.3. 新雁阵拓展可期 .....	19
4. 盈利预测 .....	20
5. 风险提示 .....	22

## 图表目录

图 1: 中公教育战略布局 .....	5
图 2: 中公教育保持高速增长 .....	5
图 3: 不同业务收入变化情况 .....	6
图 4: 中公教育业务序列 .....	7
图 5: 在线业务重要性显著提升 .....	7
图 6: 师生比进一步提高 .....	7
图 7: 公司主要产品进化路线 .....	8
图 8: 协议班是公司增长最快的班型 .....	9
图 9: 公司协议班增速远超同业 .....	9
图 10: 协议班产品拉动客单价全面回升 .....	9
图 11: 公司现金产品投资收益稳定 .....	9
图 12: 协议班的设计技巧多 .....	10
图 13: 理享学产品定位低支付意愿低培训动力的人群 .....	11
图 14: 中公教研团队结构 .....	11
图 15: 研发人数占比稳步提升 .....	12
图 16: 研发投入稳定 .....	12
图 17: 研发人员薪酬最高 .....	12
图 18: 研发支出超过同业 .....	12
图 19: 中公教育已经实现实时态势感知运营 .....	13
图 20: 管理费用率快速下降 .....	13
图 21: 销售费用率快速下降 .....	13
图 22: 中公事业单位考试服务细分到县 .....	14
图 23: 中公网点数量加速增长 .....	14
图 24: 公司获客成本同比下降 .....	14
图 25: 中公网点收入小幅下滑 .....	14
图 26: 网点面授人数短暂下滑 .....	14
图 27: 分地区单网点收入变化情况 .....	15
图 28: 中公教育毛利率高于同业 .....	15
图 29: 中公教育净利润率最高 .....	15
图 30: 2015-2018 年收入复合增速 .....	16
图 31: 2015-2018 年归母净利润复合增速 .....	16
图 32: 中公教育管理费用率快速下降 .....	16

图 33: 中公教育销售费用率逼近同业 .....	16
图 34: 中公教育 (客单价-获客成本) 更高 .....	16
图 35: 非私营平均工资/私营平均工资比值逐渐扩大 .....	17
图 36: 2015 年公司收入地域分布 .....	17
图 37: 2019 年公司收入地域分布 .....	17
图 38: 2020 国考各省竞争比 .....	18
图 39: 东北地区是近年重点市场 .....	18
图 40: 剧场效应使得招录考试复习入门标配不断升级 .....	19
图 41: 公司搜索指数是其他 IT 培训机构的 20 倍 .....	19
图 42: 免费食宿独一档 .....	20
表 1: 公司面授和线上培训模式 .....	7
表 2: 未来收入还将高速增长 .....	20
表 3: 公司业绩预测表 .....	21
表 4: 绝对估值敏感性分析 .....	22
表 5: 相对估值情况比较 .....	22

## 1. 公司是招录考试领域绝对龙头

### 1.1. 公司业务连续多年高速增长

中公教育是我国职业教育领域的龙头，主营业务涵盖招录考试培训、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，每年培训超过 320 万知识性就业人才。经过近 20 年的发展，公司已在全国 1104 个直营网点展开经营，覆盖 319 个地级市，旗下员工达到 35209 人。

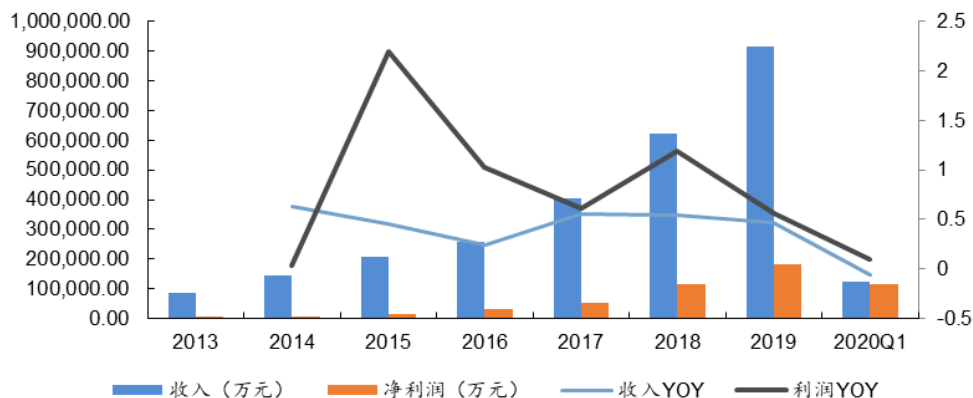
图 1：中公教育战略布局



资料来源：公司年报，德邦研究所

公司 2019 年实现营业总收入 91.76 亿元，比上年同期增长 47.12%；实现归属于上市公司股东的净利润 18.05 亿元，比上年同期增长 56.52%；扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润为 17 亿元，较上年同期增长 52.79%。近 5 年来，公司收入复合增长高达 45.19%，归母净利润更是高达 104.67%。受到疫情影响，收入确认推迟，2020 年 Q1 业务增速暂时放缓，实现收入 12.3 亿元，同比下降-6.22%，归母净利润 1.16 亿元，同比增长 9.52%。

图 2：中公教育保持高速增长



资料来源：公司财报，德邦研究所

## 1.2. 业务疆域不断拓展

公司以同心多角为发展战略，从公考辅导向其他职业培训领域扩散，在实现招录考试全覆盖后，进一步向学历提升和职业能力培训领域拓展。目前公司核心业务仍为人才招录类培训，公务员序列、事业单位序列、教师序列是其中贡献最大的三个品类。

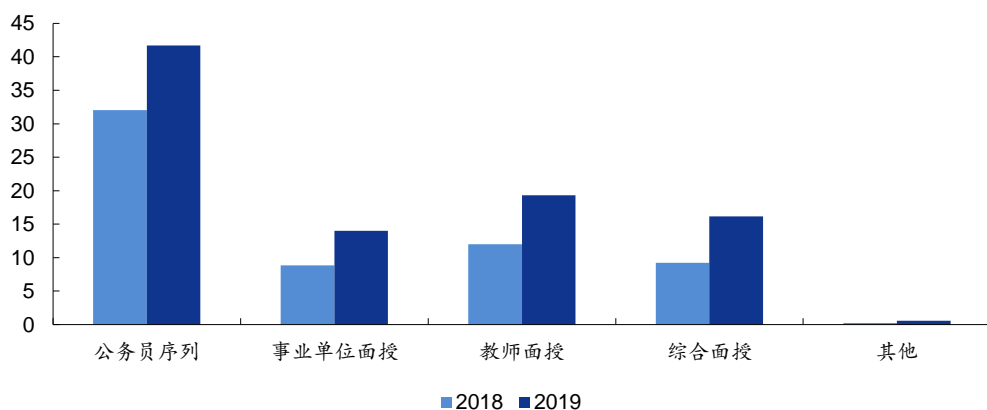
公务员业务是公司的起家业务，2019 年收入 41.71 亿元，占公司收入 45%，同比增速 30%。其中培训人次增长 27%，客单价增长约 2%。

事业单位业务是公司公务员培训业务的自然延伸，2019 年收入 14.01 亿元，占公司收入的 15%，同比增速 58.4%。培训人次增长 43.63%，客单价增长 10.31%。

教师培训业务包含教师资格证培训和教师招录培训两个方面，2019 年收入 19.33 亿元，占公司收入的 21%，同比增速 60.8%。培训人次增长 52.89%，客单价增长 5.21%。

综合面授是公司其他类别培训收入的集合，包含了其他品类的招录培训、学历提升培训和职业技能培训业务。公司 2019 年该序列收入 16.14 亿元，占比公司收入的 18%，同比增速 75.3%，是增速最快的集合。这里面规模比较大的有考研辅导（学历提升）和 IT 能力训练（职业技能培训），收入增速更是分别达到了 100%和 300%。

图 3：不同业务收入变化情况



资料来源：公司年报，德邦研究所

图 4：中公教育业务序列



资料来源：公司官网，德邦研究所

### 1.3. 线上业务崭露头角

公司提供的培训方式为面授和在线服务。面授培训即传统的小班、大班、1V1 教学。2019 年公司面授培训人次 150.82 万，同比增长 26.5%，收入 80.84 亿元，同比增长 40.1%，客单价 5360 元/人次，同比增长 10.7%。在线服务是公司近几年来主推的模式，2019 年公司线上培训人次 177.92 万，同比增长 59.5%，收入 10.36 亿元，同比增长 135.5%，客单价 582 元/人次，同比增长 47.7%。

表 1：公司面授和线上培训模式

	面授人次	面授收入	客单价	线上人次	线上培训	客单价
	万人	亿元	元/人	万人	亿元	元/人
2015	45.83	20.12	4390.14	9.96	0.58	582.33
2016	61.94	24.01	3876.33	24.13	1.79	741.82
2017	88.24	37.47	4246.37	58.36	2.8	479.78
2018	119.21	57.7	4840.20	111.58	4.4	394.34
2019	150.82	80.84	5360.03	177.92	10.36	582.28

资料来源：公司年报，德邦研究所

2017 年开始公司将双师模式投入使用，通过该模式提高高级教师的覆盖率。从经营数据来看，公司已经把直播、录播、双师综合深度嵌入培训课程中，在江苏中公的国考班型中，网校+面授班型已经占全部班型的 50%。得益于在线教育的快速增长，公司师生比从 2015 年的 224 增长到 2019 年的 244。

图 5：在线业务重要性显著提升

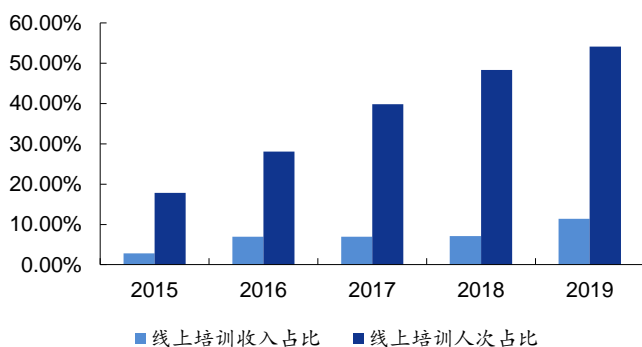
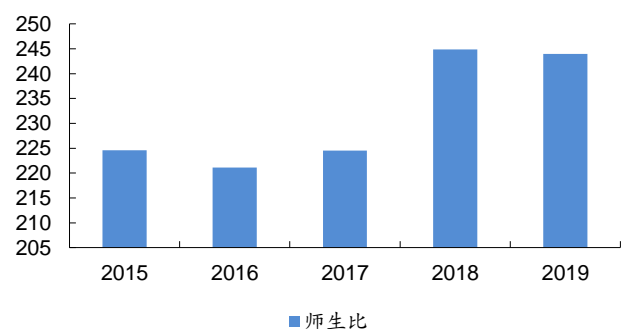


图 6：师生比进一步提高





## 2. 公司内外兼修优势明显

不同于其他的教培业务，招录培训的本质更接近不对称信息下资源富集后再分配。存在着进入门槛低、需求分散、周期波动等多个痛点，中公教育经过近 20 年的发展，成为招录培训行业的龙头，成为收入百亿，客户超过 300 万人的千亿企业绝非偶然。

### 2.1. 服务切实有效

虽然行业从未公布过培训学生的最终成为公务员的比例，不过根据已有的市场数据，我们再补充草根调研数据，可以用贝叶斯公式求得。计算过程如下：

$$P(B|A) = P(A|B) * P(B) / P(A)$$

A 指代参加过公务员笔试培训的情况

B 指代成为公务员的情况

根据 Frost&Sullivan 的数据显示 2013 年公考参培率为 25.2%，2017 年为 26.5%，预计到 2022 年为 28.6%。由于笔试参培率更高，这里我们认为笔试参培率在 20%至 28%之间，即 P(A)。

另外我们对 2015-2018 入职的公务员进行了草根调研，结果显示 38.7%的公务员曾经参加过公考笔试培训，即 P(A|B)。

那么  $P(B|A)/P(B)=P(A|B)/P(A)$ ，比值最小为 1.38，最大为 1.94。即参加公务员笔试培训最终成为公务员的概率比自然成公率至少高 38%，最高高 94%。

如果我们代入自然成公率的数值，省考约为 3.5%，国考约为 2.5%，那么参加笔试培训后最终成为公务员的概率，省考可以达到 4.83%至 6.79%，国考可以达到 3.45%至 4.85%。

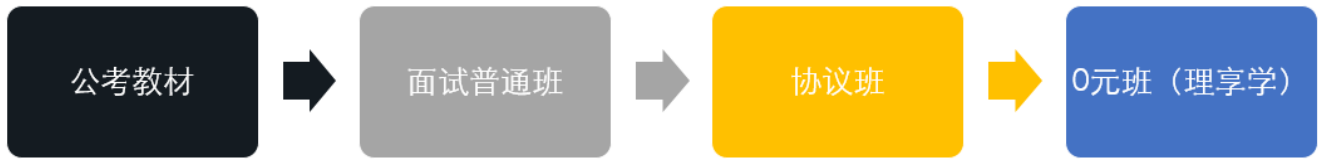
公司在 2017 年面授培训公务员 37.32 万人，网课 27.37 万人。2017 年国考参考人数 98 万人，省考参考 370 万人，按照最保守的估算，公司培训人次占总培训人次的 29.88%。特别是近几年来公司培训人数增速显著高于同业，我们认为培训人次角度看，公司市占率已经接近 40%。在这么高的人次占比下，公司培训通过率应当接近行业培训通过率，培训有效。

### 2.2. 产品力强大

在教育行业，产品力重要性相对较低，一般认为教研能力是竞争力基础。而招录行业教研要求整体较低，产品力的重要性凸显，即资源再分配的效率和手段与资源本身同等重要。或者说，教辅行业是一个创造需求的行业，一款好的产品，打动客户的产品可以改变市场格局。比如中公 2017 年 ALL IN 协议班，终结了公考价格战，并迅速拉开了同竞争对手的差距。

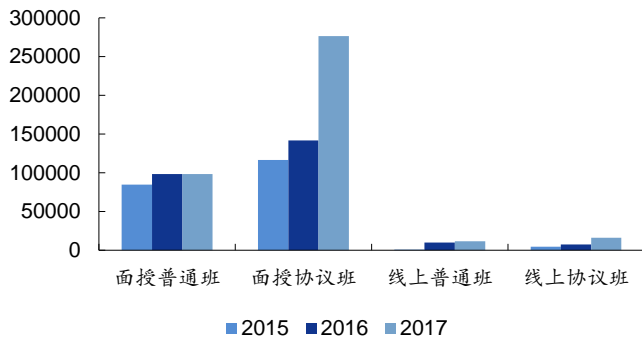
图 7：公司主要产品进化路线





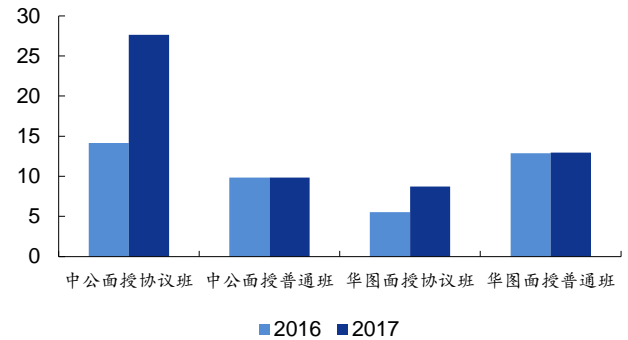
资料来源：德邦研究所

图 8：协议班是公司增长最快的班型



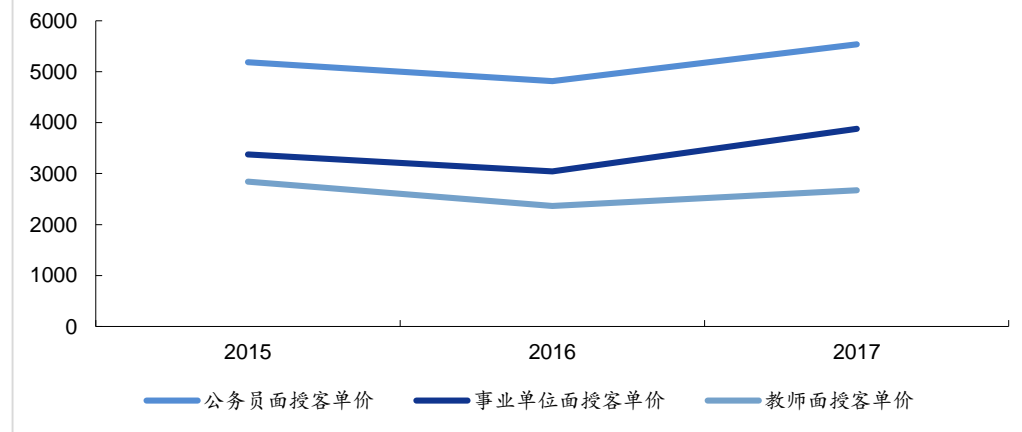
资料来源：公司公告，德邦研究所

图 9：公司协议班增速远超同业



资料来源：公司公告，华图招股说明书，德邦研究所

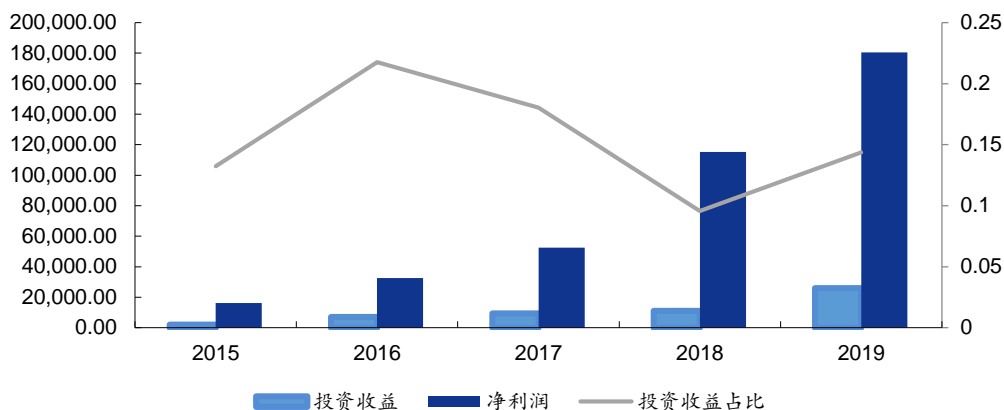
图 10：协议班产品拉动客单价全面回升



资料来源：公司公告，德邦研究所

显而易见的是通过协议班产品的设计，公司可以获得更多的预收款的收益。最近 5 年，公司理财收益为主的投资收益占公司净利润的 10% 以上。

图 11：公司现金产品投资收益稳定



资料来源：公司财报，德邦研究所

实际上协议班的设计还有更多技巧。我们截取了中公江苏的两个协议班产品，其具体的上课内容是一样的，只是价格设定上略有不同。

第一款产品支付 19800 元，笔试不过退 13000 元，面试不过退 10000 元

第二款产品支付 29800 元，笔面不过全退，2000 元教材费不退。

图 12：协议班的设计技巧多



资料来源：公司官网，德邦研究所

如果只凭直觉，第一款产品适合学习能力好，更有自信的用户，而第二款适合基础一般的学生，两者的价格差距不大。

我们测算了一下，发现结果并没有这么简单。

如果我们把前面培训提高成公率的比例应用在笔试通过率上，可以得到行业的平均笔试通过率 11.06%-15.5%，我们这里使用 12%作为笔试通过率，33.3%作为面试通过率。计算可得：

第一种班型的期望收入是 7560 元，而第二种班型的期望收入仅为 3191 元。第一种班型的收益是第二种班型的 2.37 倍。

如果我们把笔试通过率调整到 100%，那么第一种班型的期望收入是 13130 元，第二种班型是 11923.4 元。实际上，就这两款产品而言，无论学生笔试基础多么好，第二种班型都更优惠。

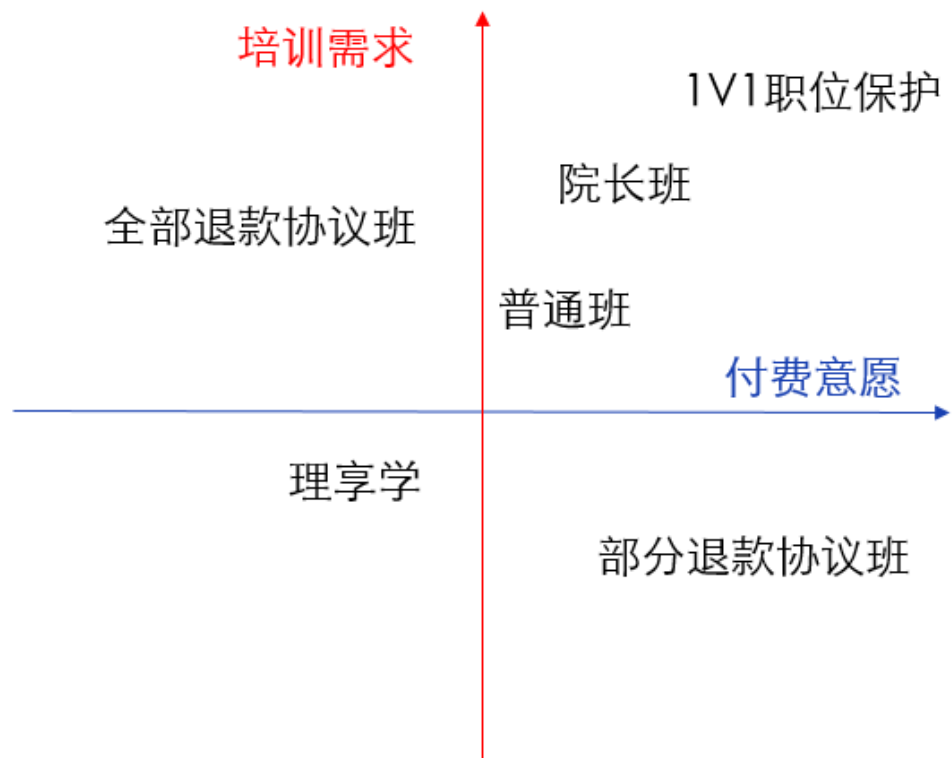
所以，表面上相似的产品，其实价格相差数倍，第二款产品对于第一款产品几乎是完全占优的选择，却能精准覆盖自觉中上游付费意愿较差的人群。

一个附带的结论，2020 年国考招录人数的增加，通过率回升，我们测算结果显示将会拉动国考协议班客单价提高 5-10%。

公司通过在富集资源和再分配两个环节上增减服务，可以构造出更多协议班产品。比如，富集资源端，通过配置更优秀的老师，相对于普通的协议班可以新增院长班；通过配置专业的人员，相对普通的面试协议班可以升级为某专业面试班。再比如，再分配端，通过加上职位保护，可以设置 1V1 职位保护班。

2019 年开始，公司上线了理享学的服务，在 2020 年大规模推广。服务条款简单来说，客户只需要支付 1 元或者 0 元，同公司和信托签订协议，然后由信托预支学生的学费。如果未录取，则公司退还学费。该产品折扣力度超过普通的协议班，将进一步扩张公司客户人数。

图 13：理享学产品定位低支付意愿低培训动力的人群

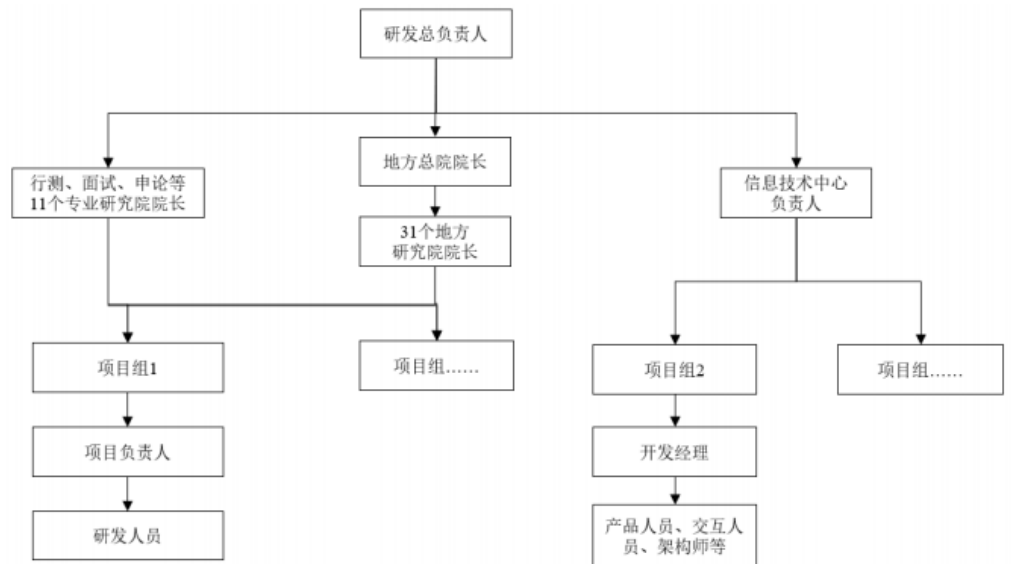


资料来源：德邦研究所

### 2.3. 研发实力领先

招录市场中，特别是教师和事业单位招聘，需求极度零散，要求有一个强大的教研团队，汇总考试信息后，高效完成培训内容研发。中公教育一直注重研发投入，高度重视教研团队建设，拥有行业最大的教研团队，旗下建立有 11 个专业研究院和 31 个地方研究院。

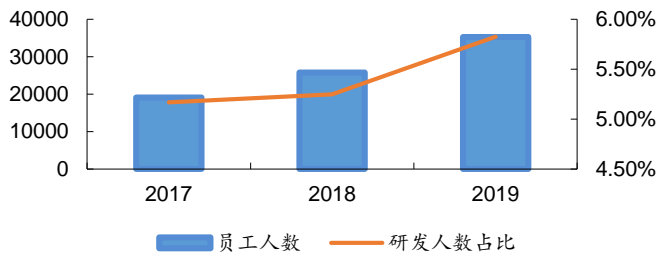
图 14：中公教研团队结构



资料来源：公司公告，德邦研究所

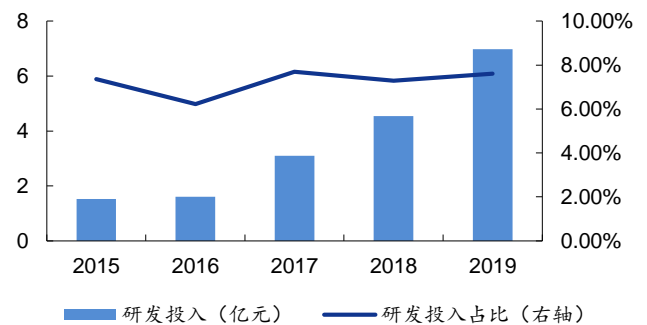
公司教研人数从2015年的722人增长到2019年的2051人，研发支出从2015年1.52亿元，增长到6.98亿元，占比营收长期在7%以上。从2017年的数据来看，公司研发费用支出比例比华图高出5个百分点。

图 15：研发人数占比稳步提升



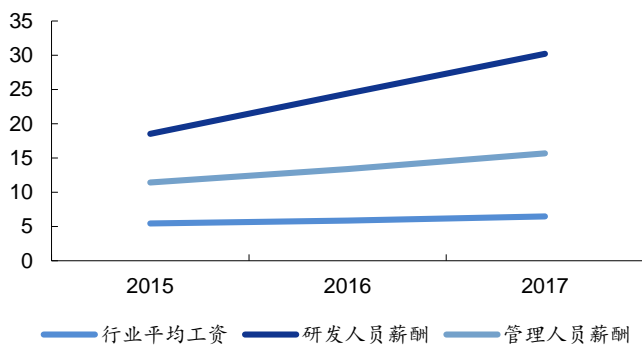
资料来源：公司年报，德邦研究所

图 16：研发投入稳定



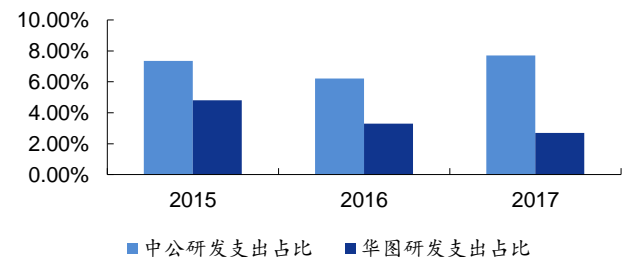
资料来源：公司公告，德邦研究所

图 17：研发人员薪酬最高



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 18：研发支出超过同业



资料来源：公司公告，华图招股说明书，德邦研究所

## 2.4. 运营效率极佳

公司数字化运营探索超过 15 年，近年来成功塑造了“实时态势感知”企业平台，将过去以天为单位的前后台响应频次，拉升到接近“实时态势感知”的层级，产生了更高的经营效率。

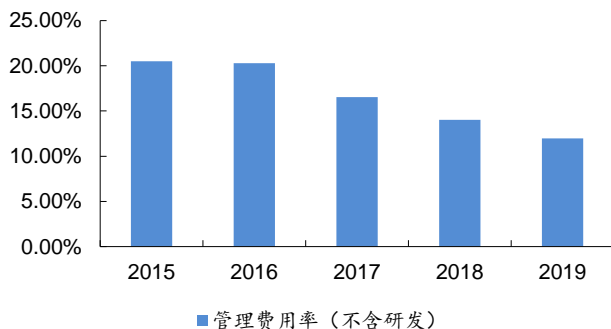
图 19：中公教育已经实现实时态势感知运营



资料来源：公司财报，德邦研究所

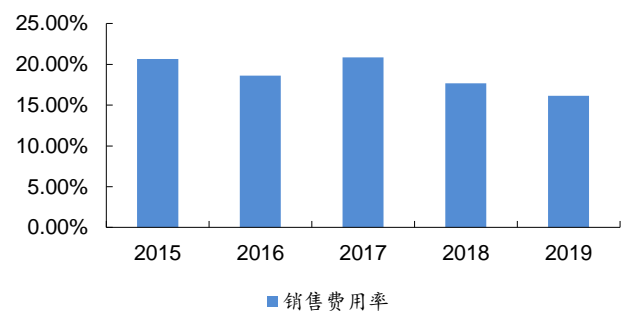
得益于运营平台的成熟，中公教育经营效率提升明显，管理费用率和销售费用率从 2017 年开始快速下降。其中，管理费用率较 2015 年降低 8 个百分点，销售费用率下降 4.5 个百分点。

图 20：管理费用率快速下降



资料来源：Wind，德邦研究所

图 21：销售费用率快速下降



资料来源：Wind，德邦研究所

## 2.5. 网点触达全国

中公的网点覆盖 319 个地级市，远多于其他同类培训机构。线下网点的布置使得中公销售网络、信息网络、教学网络可以触及更广大的低线市场。特别是对于事业单位、教师招聘考试而言，很多时候是一个市、一个区、一个县的统考，有一个线下网点可以更好的汇聚资源。

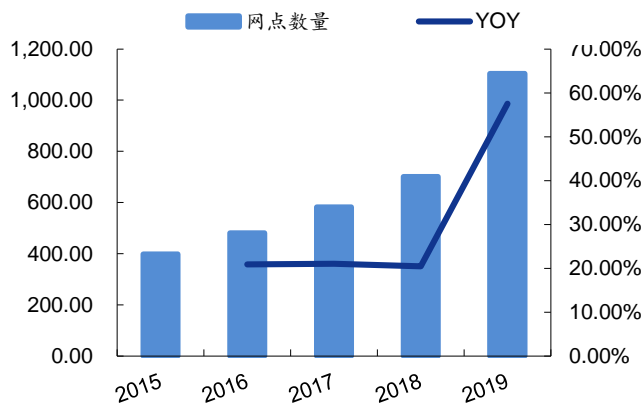
图 22：中公事业单位考试服务细分到县



资料来源：公司官网，德邦研究所

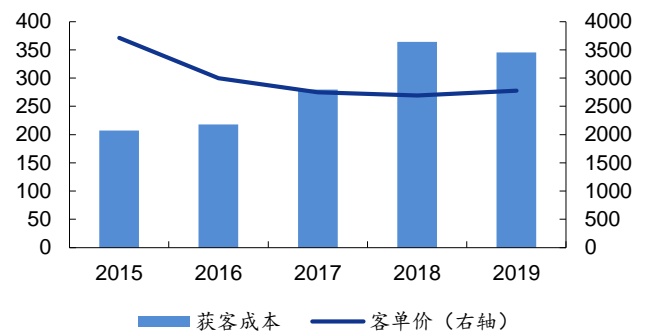
在获客方面，由于高客单价客户习惯上仍然更偏好线下授课。所以，可以看到随着公司网点加速扩张，公司客单价小幅增长，而获客成本实现了同比下降。

图 23：中公网点数量加速增长



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 24：公司获客成本同比下降



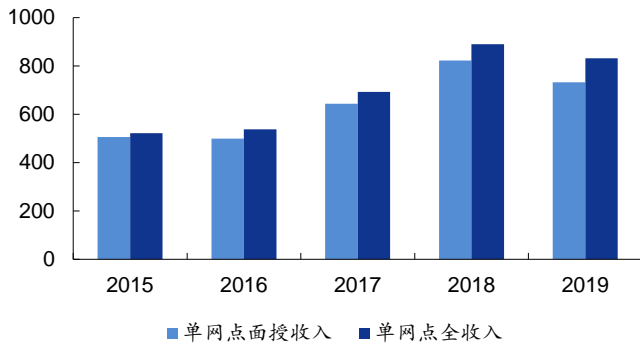
资料来源：Wind，德邦研究所

相对的，由于低线城市需求更加稀疏，单网点运营效率会出现一定的下降。根据公司 2018 和 2019 年年初网点的监测情况来看，东北地区、华中地区、华南地区收入增速快于网点增速，其他地区相对落后，收入增速同网点数量增速比值在 0.57-0.67 之间。我们认为随着网点运营成熟度提高，单网点效率将逐步回暖。

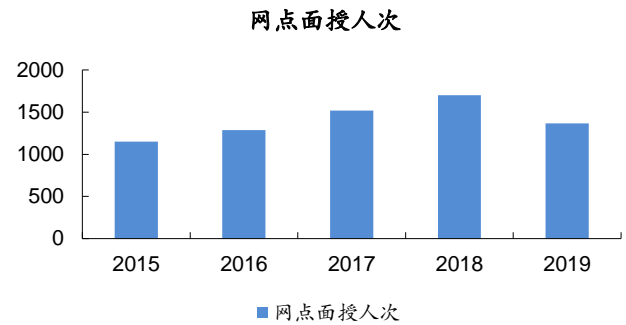
图 25：中公网点收入小幅下滑

图 26：网点面授人数短暂下滑



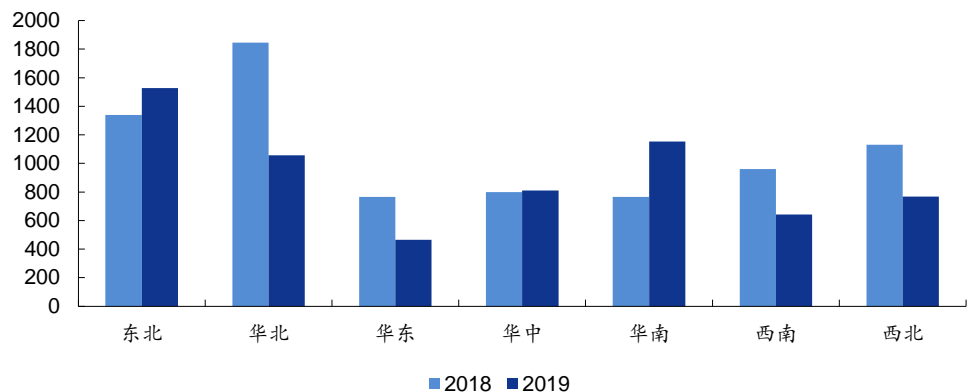


资料来源：公司公告，德邦研究所



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 27：分地区单网点收入变化情况



资料来源：公司公告，德邦研究所

### 3. 公司发展方兴未艾

关于中公教育，市场一直有担忧会不会遇到增长瓶颈，因为对比 K12 市场近 2 亿客户，国考市场只有 600 万左右的客户，市场空间显得拮据。在公司成功复制国考经验到教师招聘、事业单位招聘，市场空间扩大了数倍后，这种隐忧仍然无法消除。2019 年公司综合培训业务取得 16.14 亿收入，超过事业单位成为第三大业务板块，说明公司已经踏出了转型高职人群就业服务的关键一步。

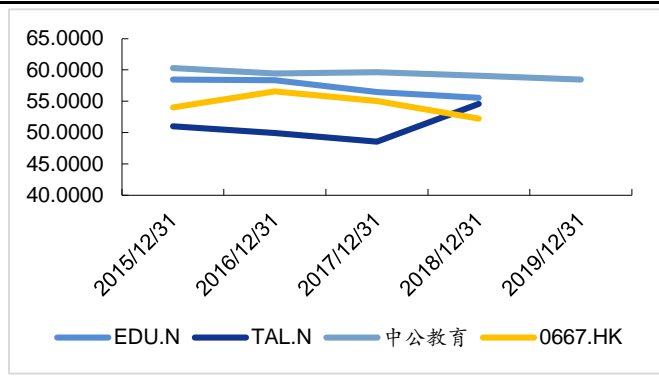
#### 3.1. 质地不输行业其他赛道龙头

我们将中公教育同 K12 龙头与职业技能龙头（中国东方教育）进行对比，发现公司在多项指标上优于其他龙头。毛利率对比方面，可以看到中公教育毛利率非常稳定，始终保持在 60% 左右，而且显著高于其他龙头。净利率方面，中公教育优于 K12 龙头，略逊于中国东方教育。

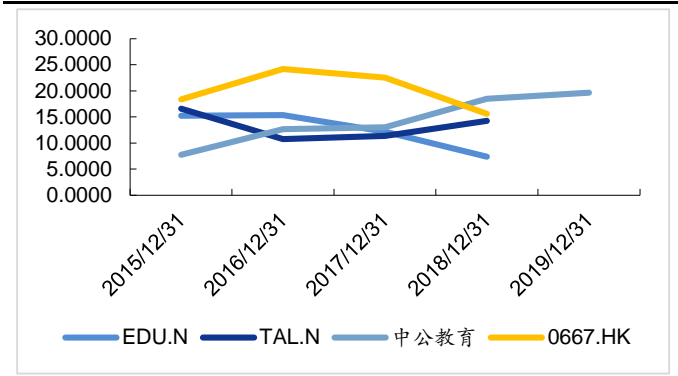
图 28：中公教育毛利率高于同业

图 29：中公教育净利率最高





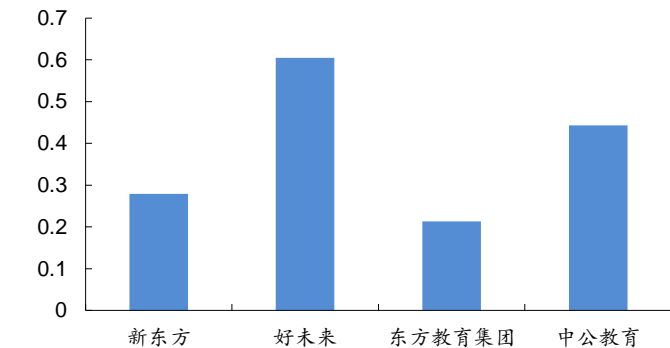
资料来源: Wind, 德邦研究所



资料来源: Wind, 德邦研究所

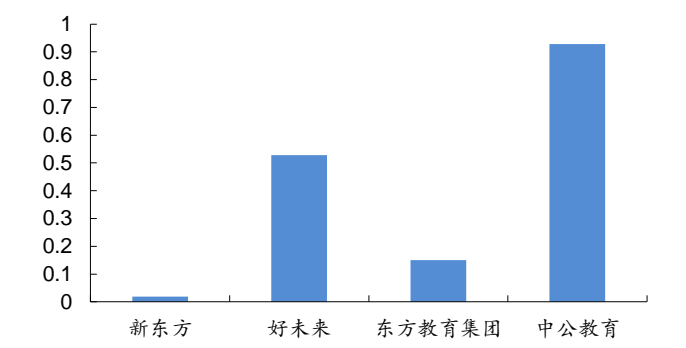
成长性方面,中公教育营收增速仅次于好未来,达到 44.29%;利润方面公司增速实现反超,以复合 92% 的增速领先同业。

图 30: 2015-2018 年收入复合增速



资料来源: Wind, 德邦研究所

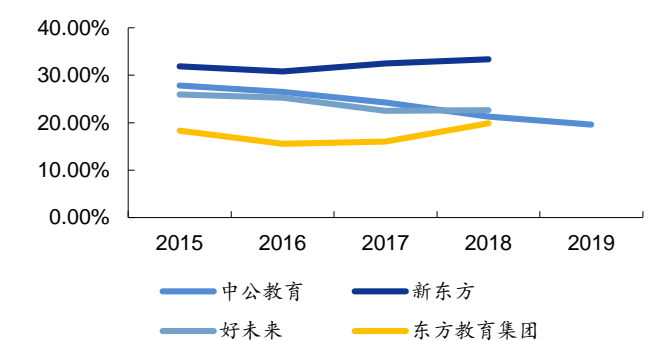
图 31: 2015-2018 年归母净利润复合增速



资料来源: Wind, 德邦研究所

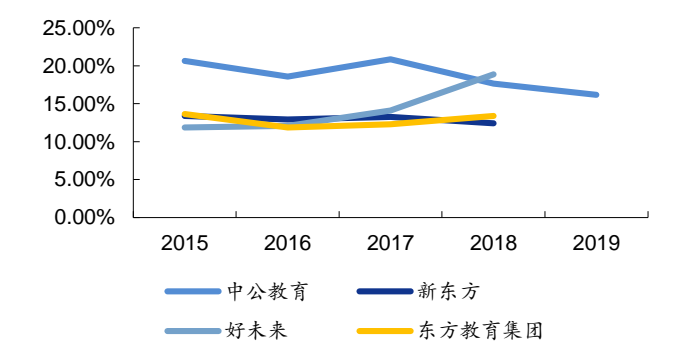
中公教育过去 5 年来费用率显著下降,管理费用率方面,统一以 2018 年的年报数据来看,公司管理费用率仅略高于中国东方教育。销售费用率方面,公司在 2018 年仍然高于其他同业(好未来加大网校营销,销售成本快速增长)。

图 32: 中公教育管理费用率快速下降



资料来源: Wind, 德邦研究所

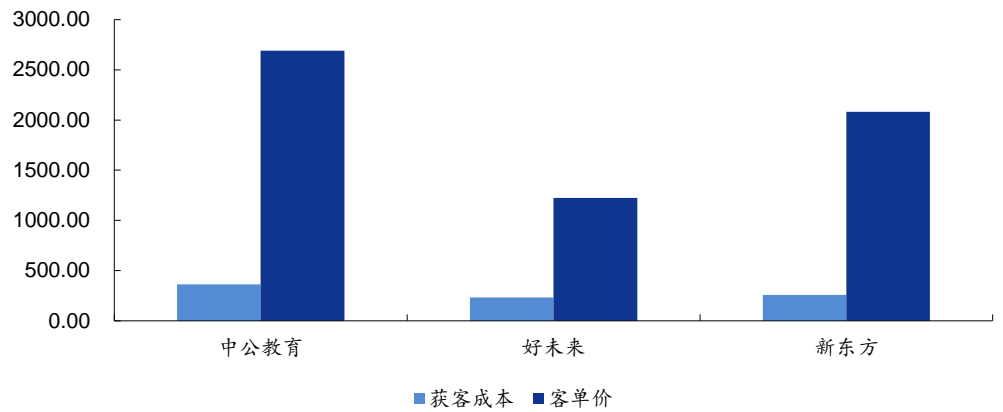
图 33: 中公教育销售费用率逼近同业



资料来源: Wind, 德邦研究所

拆到单个学生模型看,比较公司和 K12 龙头(中国东方教育集团),中公教育客单价和获客成本都最高,但是单个用户的净营销价值(客单价-获客成本)为 2336 元,高于新东方的 1822 元和好未来的 2326 元。

图 34: 中公教育(客单价-获客成本)更高



资料来源：各公司年报（选取 2018 年度）德邦研究所

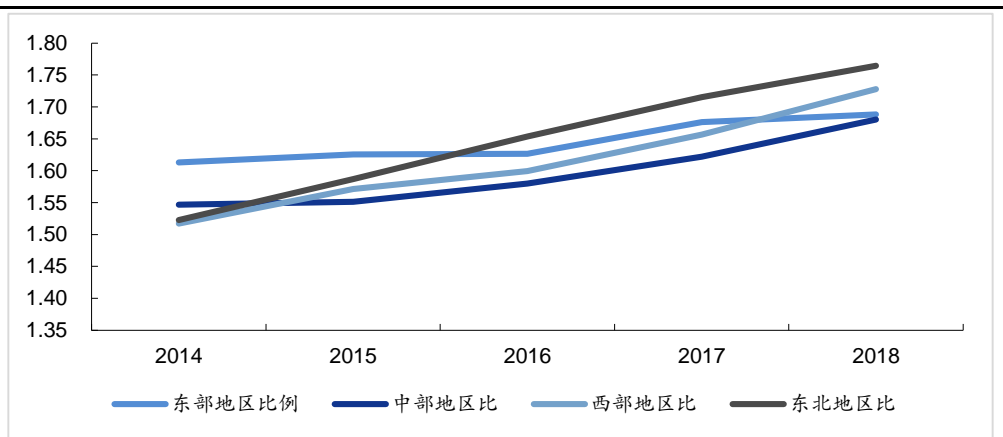
综合来看，公司仅在销售费用率上表现差于其他龙头，而在盈利能力、成长能力、客户模型上占据上风，具备成为职业教育龙头的潜力。

### 3.2. 公私工资差推升招录市场

从中公教育这样的培训机构角度看，是他们的供给在创造需求。但是这背后隐藏一个前提就是客户本身存在暂未满足的需求。切换到客户的角度来看，客户的需求是由招录培训参培后通过率和成功后收益差来决定的。相对而言，参培后通过率对于客户更多是一个主观感受，较难衡量，成功录取后的收益差则相对客观。

这里我们使用非私营和私营平均工资差来表示收益差，可以看到近 5 年来，所有地方工资差都有所扩大，特别是东北地区比值达到 1.76 倍。所以，客观来说，招录考试的潜在需求在被不断激发。

图 35：非私营平均工资/私营平均工资比值逐渐扩大

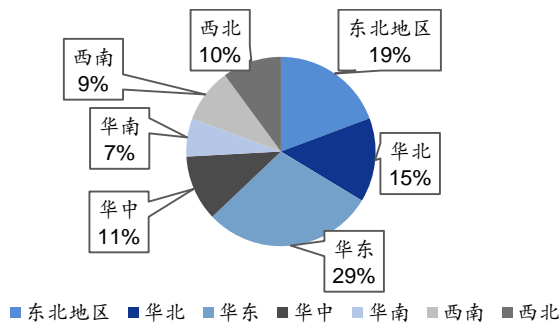


资料来源：WIND，德邦研究所

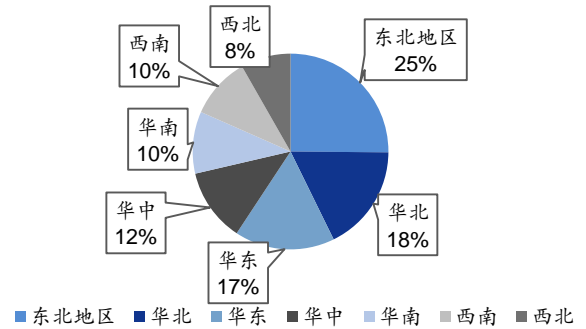
中公的财报也印证了这一点，东三省地区经过 4 年的发展，在常住人口 1.08 亿，中公网点 150 个，竞争比普遍较低背景下，成为中公最大的市场，而华东地区（人口 4.12 亿，网点 324 个，竞争比相对东北高）却下降为第三大市场。

图 36：2015 年公司收入地域分布

图 37：2019 年公司收入地域分布

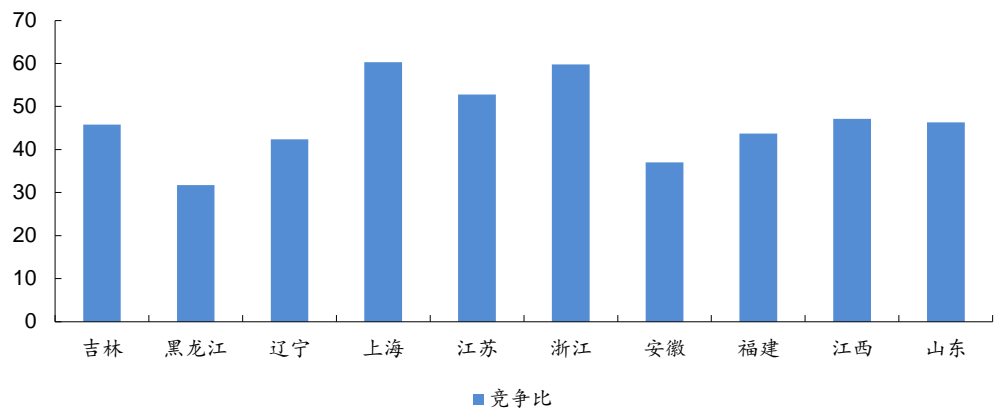


资料来源：公司公告，德邦研究所



资料来源：公司年报，德邦研究所

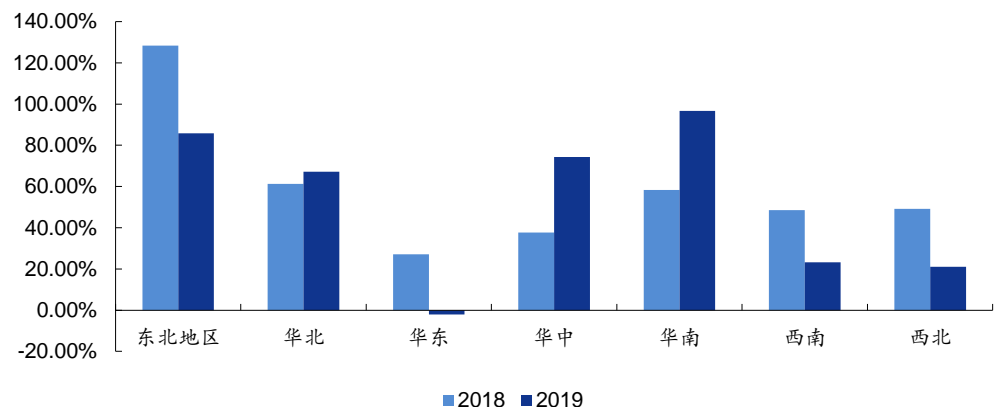
图 38：2020 国考各省竞争比



资料来源：中公教育官网，德邦研究所

近两年尤其明显，工资差最大的东北地区是公司近 2 年增速最快的地区。而比值差最小的华东地区也是近 2 年增速最慢的地区。

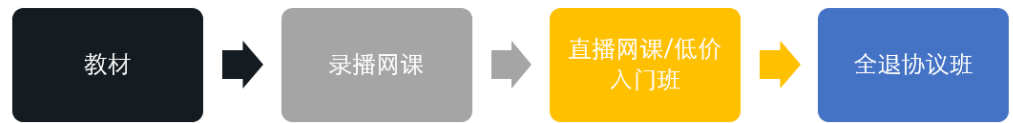
图 39：东北地区是近年重点市场



资料来源：公司财报，德邦研究所

我们认为在公私工资差不断扩大的背景下，招录培训渗透率和客单价增长可能超过市场预期，招录培训市场加速进入以协议班为复习标配的时期。

图 40：剧场效应使得招录考试复习入门标配不断升级



资料来源：德邦研究所

### 3.3. 新雁阵拓展可期

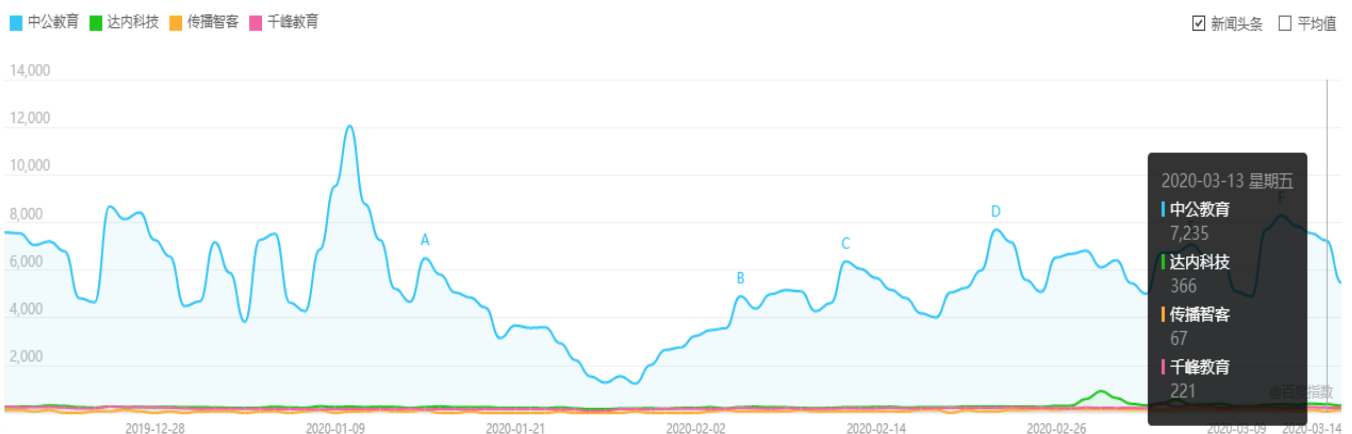
中公教育公司目标人群定位在全国数亿 18 岁-45 岁的知识型就业人群，同时发力招录培训、学历提升和职业能力三大板块。目前来看，综合招录板块，选调生、三支一扶、村官等业务同事业单位业务序列相类似，招录单位多样，需求小而分散。对于公司而言可以继续发挥传统优势，逐步扩张。

学历提升和技能培训领域对于公司相对陌生，但是公司依然在 2019 年取得了考研培训 100%和 IT 培训 300%增长的好成绩。背后的原因，我们认为主要有三点：

**业务存在抓手。**学历提升和技能培训领域存在和招录培训非常类似的子领域，可以作为公司业务的切入点，比如考研面试、就业面试都同公司主业非常接近。

**靠近客源，营销成本低。**一是学历提升和技能培训的主要面向人群是毕业大学生，同公司目前业务的客户群高度重合，可以同公司现有产品实现交叉销售。二是公司网页本身具有巨大的流量，在各个学校也有线下的营销网点，可以显著降低获客成本。学历提升和技能培训领域存在和招录培训非常类似的子领域，可以作为公司业务的锚点。

图 41：公司搜索指数是其他 IT 培训机构的 20 倍



资料来源：百度指数，德邦研究所

富裕场地资源重复利用，降低运营费用。公司已经在全国各地分布了大量校区，由于招录类培训有明显的季节特征，所以利用率较低，加大学历提升和技能培训业务占比可以降低固定成本比例。

图 42：免费食宿独一档



资料来源：公司官网，德邦研究所

正是以上这些独特的竞争优势，加之富有分散需求整合的经验，我们认为中公教育极有希望成为学历提升领域和职业技能培训领域的领军企业。

## 4. 盈利预测

我们公司业务分拆为招考序列和新雁阵序列进行预测，重要假设如下：

(1) 公司公务员业务的市占率在新品类拉动下继续提高，单客价和毛利率随着公考招录人数回暖有所上升。

(2) 事业单位业务继续扩张，参培人次同比增长 44%/45%/33%，客单价增长 7%/8%/5%，毛利率保持稳定。

(3) 教师招录业务中，资格证业务增速放缓，面授业务增速加快，参培人次同比增长 40%/37%/34%，客单价增长 6%/5.5%/5.5%，毛利率保持稳定。

(4) 考研业务受益于考研人数增加和扩招，继续保持高速增长，增速分别达到 70%/40%/25%，毛利率逐渐提升。

(5) IT 培训业务受益于渠道优势，收入同比增长 120%/80%/70%。

表 2：未来收入还将高速增长

		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
公务员	收入	3205.00	4171.00	5406.32	6642.99	8012.13
	毛利			3081.61	3786.50	4647.04
	收入 YOY			29.62%	22.87%	20.61%

事业单位	收入	884.00	1401.00	2158.04	3379.48	4719.45
	毛利			1402.72	2230.46	3138.43
	收入 YOY			54.04%	56.60%	39.65%
教师条线	收入	1202.00	1933.00	2869.29	4147.13	5862.80
	毛利			1678.53	2426.07	3429.74
	收入 YOY			48.44%	44.54%	41.37%
考研	收入			1870.00	2618.00	3272.50
	毛利			1140.70	1623.16	2028.95
	收入 YOY				40.00%	25.00%
IT 培训	收入			396.00	712.80	1211.76
	毛利			225.72	413.42	727.06
	收入 YOY				80.00%	70.00%
其他招录	收入			400.80	496.99	606.33
	毛利			240.48	298.20	363.80
	收入 YOY				24.00%	22.00%
其他培训	收入			50.00	120.00	180.00
	毛利			20.00	60.00	108.00
	收入 YOY				140.00%	50.00%
合计	收入	6156.60	9119.00	13100.45	18047.39	23804.97
	毛利	3625.82	5340.96	7769.76	10797.81	14395.01
	收入 YOY		48.12%	43.66%	37.76%	31.90%

资料来源：德邦研究所

我们预测公司 2020-2022 年营业收入分别为 131.00 亿元、180.47 亿元、238.05 亿元，同比增速分别为 42.8%、37.8%、31.9%；实现归母净利润分别为 27.28 亿元、40.17 亿元、56.18 亿元，同比增长 51.2%、47.2%、39.9%。

**表 3：公司业绩预测表**

主要财务数据和预测	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,237	9,176	13,100	18,047	23,805
(+/-)YoY(%)	54.7%	47.1%	42.8%	37.8%	31.9%
净利润(百万元)	1,153	1,805	2,728	4,017	5,618
(+/-)YoY(%)	119.7%	56.5%	51.2%	47.2%	39.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.19	0.29	0.44	0.65	0.91
毛利率(%)	59.1%	58.5%	59.3%	59.8%	60.5%
净资产收益率(%)	39.0%	52.6%	24.9%	29.1%	31.3%

资料来源：德邦研究所

绝对估值方面，我们对公司进行了 FCFF 估值，在永续增长 2.8%，WACC 6.4% 的假设下，公司股票价值 27.27 元，对应公司 2020/2021/2022 年 PE 为 49X/36X/28X。如果长期利率降低 50BP 或者永续增长提高 10BP，公司股价价值 31.53 元或 27.97 元。

**表 4：绝对估值敏感性分析**

		WACC						
		4.9%	5.4%	5.9%	6.4%	6.9%	7.4%	7.9%
永续增长率	2.2%	40.63	33.82	28.98	25.37	22.57	20.34	18.52
	2.3%	42.27	34.92	29.78	25.97	23.04	20.71	18.82
	2.4%	44.05	36.11	30.62	26.60	23.53	21.10	19.14
	2.5%	45.99	37.39	31.53	27.27	24.04	21.51	19.46
	2.6%	48.13	38.77	32.49	27.97	24.58	21.93	19.81
	2.7%	50.48	40.26	33.51	28.72	25.14	22.37	20.16
	2.8%	53.09	41.88	34.61	29.51	25.74	22.84	20.53

资料来源：德邦研究所

相对估值方面，我们横向对比了教育其他子领域的龙头机构，可以看到中公和好未来估值明显高于其他几个企业，主要系这两家企业在业绩增速上显著领先。从 PEG 的角度看，中公教育在 2022 年的 PEG 最低，仅为 0.71。因此，我们认为从相对估值角度来看，公司合理股价区间为 27.3-31.8 元。

**表 5：相对估值情况比较**

					EPS			PE			PEG	
代码	公司名称	2019 收入	2019 利润	市值	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2021	2022
0A2X.L	好未来	229.35	-6.35	2,162.41	0.67	4.31	6.99	535.80	83.11	51.27	0.15	0.83
0K75.L	新东方	218.79	16.82	1,373.04	21.23	28.40	37.35	41.10	30.72	23.36	0.91	0.74
0667.HK	中国东方教育	39.05	8.48	241.78	0.41	0.49	0.57	27.07	22.56	19.33	1.13	1.16
0839.HK	中教控股	20.22	5.61	244.98	0.38	0.47	0.53	31.24	25.23	22.24	1.06	1.65
002607.SZ	中公教育	91.76	18.05	1,591.81	0.44	0.65	0.91	58.66	39.71	28.36	0.83	0.71

资料来源：德邦研究所

综合考虑两种估值方式，我们认为公司合理的价格区间在 27.3-31.5 元之间。

## 5. 风险提示

**新型冠状病毒疫情影响。**由于面试也相应延迟，所以对于公司全年业绩影响不大。但是如果疫情出现反复，可能会影响面授班报班率，拉低客单价。

**招录人数下滑影响。**可能出现由于政府部门调整导致招录人数下滑，拉低公司通过率。

**政策相关风险。**公司目前业务受到鼓励，不排除未来政策收紧，提高合规运营成本。

**快速扩张失败风险。**公司在技能培训类市场运营时间短，可能出现因为快速扩张导致管理能力下降，运营效率下滑的风险。



## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标(元)				
每股收益	0.29	0.44	0.65	0.91
每股净资产	0.56	1.78	2.24	2.91
每股经营现金流	0.40	0.33	0.79	1.13
每股股利	0.00	0.24	0.26	0.29
价值评估(倍)				
P/E	61.11	58.30	39.60	28.31
P/B	32.14	14.52	11.51	8.85
P/S	0.29	12.30	8.93	6.77
EV/EBITDA	0.91	50.43	33.99	23.20
股息率%	0.0%	0.9%	1.0%	1.1%
盈利能力指标(%)				
毛利率	58.5%	59.3%	59.8%	60.5%
净利润率	19.7%	20.8%	22.3%	23.6%
净资产收益率	52.6%	24.9%	29.1%	31.3%
资产回报率	18.1%	17.1%	19.7%	21.3%
投资回报率	27.8%	23.0%	26.4%	28.9%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	47.1%	42.8%	37.8%	31.9%
EBIT 增长率	65.2%	45.9%	47.0%	43.1%
净利润增长率	56.5%	51.2%	47.2%	39.9%
偿债能力指标				
资产负债率	65.5%	31.2%	32.3%	31.9%
流动比率	0.8	2.1	2.2	2.3
速动比率	0.8	1.8	1.8	2.0
现金比率	0.4	1.2	1.3	1.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	0.1	0.1	0.1	0.1
存货周转天数	0.0	110.0	100.0	80.0
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.8
固定资产周转率	13.6	15.8	14.8	15.8

现金流量表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,805	2,728	4,017	5,618
少数股东损益	-0	0	0	0
非现金支出	163	78	83	92
非经营收益	-167	-150	-208	-184
营运资金变动	674	-621	999	1,450
经营活动现金流	<b>2,474</b>	<b>2,035</b>	<b>4,890</b>	<b>6,977</b>
资产	-720	-180	-340	-400
投资	392	-504	-636	-767
其他	197	196	162	124
投资活动现金流	<b>-131</b>	<b>-488</b>	<b>-815</b>	<b>-1,042</b>
债权募资	3,344	-2,867	0	0
股权募资	0	6,064	0	0
其他	-3,611	-1,552	-1,600	-1,800
融资活动现金流	<b>-267</b>	<b>1,645</b>	<b>-1,600</b>	<b>-1,800</b>
现金净流量	<b>2,076</b>	<b>3,192</b>	<b>2,475</b>	<b>4,135</b>

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 8 日  
资料来源：公司年报（2018-2019），德邦研究所

利润表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	9,176	13,100	18,047	23,805
营业成本	3,813	5,331	7,250	9,410
毛利率%	58.5%	59.3%	59.8%	60.5%
营业税金及附加	57	81	111	147
营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	1,483	2,162	2,851	3,666
营业费用率%	16.2%	16.5%	15.8%	15.4%
管理费用	1,098	1,572	2,112	2,547
管理费用率%	12.0%	12.0%	11.7%	10.7%
研发费用	698	996	1,373	1,811
研发费用率%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%
EBIT	2,027	2,959	4,351	6,224
财务费用	204	-15	-215	-314
财务费用率%	2.2%	-0.1%	-1.2%	-1.3%
资产减值损失	0	-0	-0	-0
投资收益	259	236	217	190
营业利润	<b>2,091</b>	<b>3,210</b>	<b>4,782</b>	<b>6,728</b>
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	<b>2,089</b>	<b>3,210</b>	<b>4,782</b>	<b>6,728</b>
EBITDA	2,190	3,037	4,433	6,317
所得税	285	481	765	1,110
有效所得税率%	13.6%	15.0%	16.0%	16.5%
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	<b>1,805</b>	<b>2,728</b>	<b>4,017</b>	<b>5,618</b>

资产负债表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,724	5,917	8,392	12,527
应收账款及应收票据	3	4	5	7
存货	0	1,607	1,986	2,062
其它流动资产	2,109	2,892	3,710	4,690
流动资产合计	4,836	10,419	14,094	19,286
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	672	827	1,217	1,478
在建工程	654	784	1,054	1,364
无形资产	198	240	302	383
非流动资产合计	5,124	5,509	6,330	7,106
资产总计	<b>9,961</b>	<b>15,928</b>	<b>20,424</b>	<b>26,392</b>
短期借款	2,867	0	0	0
应付票据及应付账款	236	331	450	584
预收账款	2,634	3,537	4,692	5,951
其它流动负债	684	983	1,328	1,741
流动负债合计	6,422	4,851	6,470	8,276
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	107	124	134	148
非流动负债合计	107	124	134	148
负债总计	<b>6,529</b>	<b>4,975</b>	<b>6,604</b>	<b>8,424</b>
实收资本	104	6,167	6,167	6,167
普通股股东权益	3,432	10,953	13,820	17,968
少数股东权益	-0	-0	-0	-0
负债和所有者权益合计	<b>9,961</b>	<b>15,928</b>	<b>20,424</b>	<b>26,392</b>

## 信息披露

### 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 投资评级说明

<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； <b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

### 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。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。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。