

日期: 2019年10月15日

行业: 教育



分析师: 周菁

Tel: 021-53686158

E-mail: zhoujing@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518070002

基本数据 (2019.10.14)

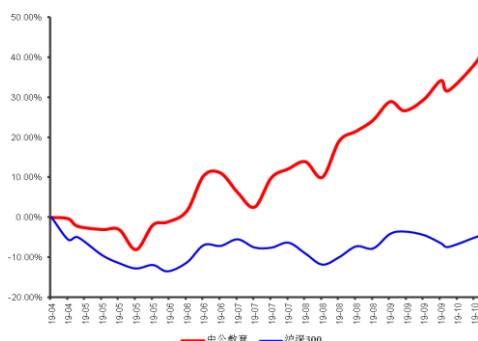
| | |
|-------------------|------------|
| 报告日股价 (元) | 17.88 |
| 12mth A 股价格区间 (元) | 6.54-17.88 |
| 总股本 (百万股) | 6167.40 |
| 无限售 A 股/总股本 | 10.82% |
| 流通市值 (亿元) | 119.30 |
| 每股净资产 (元) | 0.33 |
| PBR (X) | 53.65 |

主要股东 (2019H1)

| | |
|------------|--------|
| 鲁忠芳 | 41.36% |
| 李永新 | 18.35% |
| 王振东 | 15.61% |
| 北京航天产业投资基金 | 4.33% |
| 北京广银创业投资中心 | 2.89% |

收入结构 (2019H1)

| | |
|--------|--------|
| 公务员序列 | 50.00% |
| 事业单位序列 | 5.90% |
| 教师序列 | 11.89% |
| 综合序列 | 19.30% |
| 线上培训 | 12.22% |
| 其他 | 0.69% |

最近 6 个月股票与沪深 300 比较**相关报告:**

《中公教育 (002607) 2019Q1 业绩点评: Q1 营收继续高增, 淡季实现正盈利, 预收款大增》

《中公教育 (002607) 2019H1 业绩点评: 公考逆势增长, 新品类发力高增, 盈利持续强化》

Q3 业绩延续高增, 公招回暖, 龙头当先**■ 公司动态事项**

公司发布2019Q3业绩预告, 预计Q3实现归属净利润4.45亿元-4.78亿元, 同增35.29%-45.32%, 前三季度共实现归属净利润9.25亿元-9.75亿元, 同增70.89%-80.13%。

■ 事项点评**业绩符合预期, 国考招录超预期回暖, 公司料将率先受益**

下半年是公司传统的公考培训旺季, 2018H2归属净利润占全年的82%, 其中Q3/Q4分别占比29%/53%。2019年前三季度公司已实现归属净利润9.25亿元-9.75亿元, 参考2018年比例, 我们预计大概率能完成扣非后归属净利润16.5亿元的业绩承诺。2019H1在公考缩招背景下, 公司招生增长10%、长周期课程提升客单价15%, 量价齐升带来的逆势增长验证了公司强大的管理应变能力, 市占率不断提升。随着2019年3月党政机构改革全部结束, 公招明显回暖, 2020年国考计划招录2.41万, 较2019年的1.45万人大幅增长66%, 重回2万人以上招录规模。参考国考招录恢复趋势, 我们预计2020年省考招录规模也或将大幅回升。同时, 2020年底前事业单位分类改革将结束, 我们预计2021年事业单位招录人数或迎来大幅反弹。截止2019年6月末, 公司在全国开设了880家直营分校, 网点规模领先且不断下沉市场, 未来向县级区域扩张。凭借品牌优势、研发优势、渠道优势等公司实现降维打击, 不断加深护城河、巩固并提升市占率。

教师招聘进入加速回收期, 完善考研等多品类布局

公司长期坚持对下沉市场和基层招录考试新品类的布局, 教师序列2016-2018年收入CAGR达79.2%, 2019H1收入同增52.2%, 进入了加速回收期。同时, 公司积极培育考研、IT等新品类, 2016-2018年综合序列收入CAGR达86.4%, 2019H1收入同增89.4%, 验证了公司“专职研发与教学+精细化运营服务”模式的可复制性。2020年预计考研报名人数将达330万人, 同增13.8%, 报考热度不减, 公司有望利用标准化的输出改革考研行业传统的“名师+大班”培训模式, 提高培训效率。

■ 投资建议

维持盈利预测, 预计公司2019-2021年EPS分别为0.28/0.41/0.53元/股, 对应PE分别为64/44/34倍(按2019/10/14收盘价计算)。公招超预期回暖, 预计将带动报考人数回升, 同时考试难度提高或将推升参培率、为好产品提供溢价空间, 公司作为龙头料将率先受益。同时公司积极扶持新品类发展, 教师、考研等彰显高成长性, 验证了公司对新赛道的模式复制能力。公司作为职教绝对龙头, 质地优异、概念稀缺, 当前享受一定的高估值, 未来随着业绩持续快速释放, 估值中枢有望下移, 逢低可积极布局。维持“增持”评级。

■ 风险提示

招生增速放缓; 开发新品类导致毛利率继续下降; 降费效果不及预期; 资金管理收益不及预期等。

■ 数据预测与估值:

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责条款。

| 至 12 月 31 日 (¥.百万元) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------------|---------|---------|----------|----------|
| 营业收入 | 6236.99 | 9118.43 | 12495.60 | 16055.88 |
| 年增长率 | | 46.20% | 37.04% | 28.49% |
| 归属于母公司的净利润 | 1152.89 | 1735.67 | 2498.90 | 3290.36 |
| 年增长率 | | 50.55% | 43.97% | 31.67% |
| 每股收益 (元) | 0.19 | 0.28 | 0.41 | 0.53 |
| PER (X) | 95.65 | 63.53 | 44.13 | 33.51 |

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (按最新股本摊薄, 股价为 2019/10/14 收盘价)

资产负债表 (单位: 百万元)

| 指标 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| 货币资金 | 649 | 912 | 2846 | 5969 |
| 应收和预付款项 | 89 | 62 | 66 | 86 |
| 存货 | 0 | 2 | 3 | 4 |
| 其他流动资产 | 2332 | 2332 | 2332 | 2332 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资性房地产 | 774 | 681 | 589 | 497 |
| 固定资产和在建工程 | 790 | 812 | 821 | 818 |
| 无形资产和开发支出 | 304 | 282 | 260 | 238 |
| 其他非流动资产 | 2264 | 2315 | 2348 | 2353 |
| 资产总计 | 7202 | 7398 | 9265 | 12298 |
| 短期借款 | 1607 | 431 | 0 | 0 |
| 应付和预收款项 | 2545 | 2798 | 3347 | 4076 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他负债 | 97 | 0 | 0 | 0 |
| 负债合计 | 4248 | 3230 | 3347 | 4076 |
| 股本 | 104 | 104 | 104 | 104 |
| 资本公积 | 1145 | 1145 | 1145 | 1145 |
| 留存收益 | 1705 | 2920 | 4670 | 6973 |
| 归属母公司股东权益 | 2954 | 4169 | 5918 | 8221 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益合计 | 2954 | 4169 | 5918 | 8221 |
| 负债和股东权益合计 | 7202 | 7398 | 9265 | 12298 |

现金流量表 (单位: 百万元)

| 指标 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|------------|------------|-------------|-------------|
| 经营活动产生现金流量 | 1408 | 2737 | 3357 | 4304 |
| 投资活动产生现金流量 | -2360 | -260 | -260 | -260 |
| 融资活动产生现金流量 | 1412 | -1732 | -1162 | -921 |
| 现金流量净额 | 460 | 744 | 1934 | 3123 |

利润表 (单位: 百万元)

| 指标 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 6237 | 9118 | 12496 | 16056 |
| 营业成本 | 2552 | 3719 | 5058 | 6475 |
| 营业税金及附加 | 27 | 40 | 55 | 70 |
| 营业费用 | 1102 | 1550 | 2099 | 2649 |
| 管理&研发费用 | 1328 | 1805 | 2437 | 3131 |
| 财务费用 | -3 | 72 | 17 | -31 |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 110 | 110 | 110 | 110 |
| 其他收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 1340 | 2042 | 2940 | 3871 |
| 营业外收支净额 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 1340 | 2042 | 2940 | 3871 |
| 所得税 | 187 | 306 | 441 | 581 |
| 净利润 | 1153 | 1736 | 2499 | 3290 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司股东净利润 | 1153 | 1736 | 2499 | 3290 |

财务比率分析

| 指标 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|-----------|---------|---------|---------|
| 毛利率 | 59.08% | 59.21% | 59.52% | 59.67% |
| EBIT/销售收入 | 20.86% | 22.79% | 23.38% | 23.70% |
| 销售净利率 | 18.48% | 19.03% | 20.00% | 20.49% |
| ROE | 39.03% | 41.63% | 42.22% | 40.02% |
| 资产负债率 | 55.70% | 43.65% | 36.13% | 33.15% |
| 流动比率 | 0.69 | 1.02 | 1.57 | 2.06 |
| 速动比率 | 0.06 | 0.30 | 0.87 | 1.49 |
| 总资产周转率 | 0.94 | 1.23 | 1.35 | 1.31 |
| 应收账款周转率 | 916.62 | 797.59 | 921.59 | 865.40 |
| 存货周转率 | 127220.33 | 1512.24 | 1946.29 | 1670.52 |

数据来源: WIND 上海证券研究所

分析师承诺

周菁

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

| 投资评级 | 定义 |
|------|---------------------------|
| 增持 | 股价表现将强于基准指数 20%以上 |
| 谨慎增持 | 股价表现将强于基准指数 10%以上 |
| 中性 | 股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| 减持 | 股价表现将弱于基准指数 10%以上 |

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

| 投资评级 | 定义 |
|------|-------------------------------|
| 增持 | 行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5% |
| 中性 | 行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$ |
| 减持 | 行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5% |

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。