

中公教育(002607)/教育
Q3 业绩符合预期，国考招录大幅反弹
评级：买入(上调)

分析师：范欣悦

执业证书编号：S0740517080004

Email: fanxy@r.qizq.com.cn

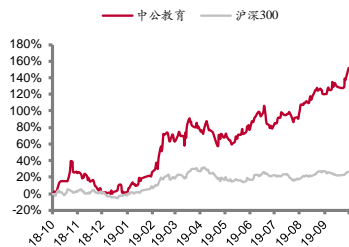
分析师：吴张爽

执业证书编号：S0740519070005

Email: wuzs@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	6167
流通股本(百万股)	667
市价(元)	17.88
市值(百万元)	110266
流通市值(百万元)	11926

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 公考稳定增长，教师等新赛道爆发
- 2 成长性职教龙头，19H1 业绩预增 100~135%
- 3 淡季扭亏，拓赛道能力强
- 4 借壳成功，业绩超预期
- 5 中公教育借壳过会，职教培训龙头蓄势待发

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4031	6237	8988	12484	17017
增长率 yoy%	-38.6	54.7	44.1	38.9	36.3
净利润	525	1153	1719	2470	3496
增长率 yoy%	696.7	119.7	49.1	43.7	41.5
每股收益(元)	0.09	0.19	0.28	0.40	0.57
每股现金流量	-4.85	4.43	3.25	0.70	1.47
净资产收益率	52.5	58.3	14.0	11.0	14.2
P/E	210	96	64	45	32
PEG	0	1	1	1	1
P/B	1.9	37.3	5.1	4.7	4.3

备注：股价使用 2019 年 10 月 14 日收盘价。

投资要点

- **事件：**公司发布三季报业绩预告，预计 Q1-3 实现归母净利润 9.25~9.75 亿元、同增 70.89~80.13%。
- **点评：**
- **业绩增长符合预期。**公司前三季度累计实现归母净利润 9.25~9.75 亿元、同增 70.89~80.13%，Q3 单季实现归母净利润 4.45~4.78 亿元、同增 35.29~45.32%，符合预期。由于大型考试成绩公布多发生于下半年，公司收入集中在下半年确认，6 月末预收账款 56.57 亿元，较 18 年末增长 195%，为下半年业绩增长奠定良好基础。且 18Q4 实现净利润 6.12 亿元，预计全年完成业绩承诺（扣非后 13 亿元）问题不大。
- **国考招录人数大幅反弹。**受机构改革影响，19 年国考招录人数由 18 年的 2.85 万人缩减至 1.45 万人，同比下滑 49%，改革在今年 3 月基本完成，对国考招录的短期影响消退。今日发布的国家公务员考试公告显示 2020 年计划招录 2.4 万人、同增 66%。招录人数反弹，预计将带来报名人数大幅提升，对公务员培训行业构成实质利好，我们预计公务员培训市场整体规模在 200 亿元以上。
- **公考培训占据绝对优势地位，行业利好有望明年反映在业绩层面。**机构改革期间，公司的公考业务仍然逆势实现稳定、高速增长，18 年和 19H1 公考序列分别增长 49%和 26%，体现出强大的竞争实力。公考业务仍是公司业绩的主要来源，行业利好有望在明年反馈在业绩层面（今年国考笔试时间为 11 月 24 日，笔试成绩将于明年 1 月公布，面试时间为明年 2 月）。
- **投资建议：**前三季度业绩增速符合预期，国考招录人数大幅反弹，中公作为公考行业绝对龙头持续受益，此外教师、考研、IT 序列高速增长，事业单位序列增速有望恢复。网点迅速扩张、学习基地建设有望打开产能、提升效能。调整 19/20/21 年盈利预测为净利润 17.19/24.70/34.96 亿元，每股收益 0.28/0.40/0.57 元/股。当前股价对应市值 1103 亿元，对应 20/21 年估值 45x/32x，给予“买入”评级。
- **风险提示：**公务员、事业单位序列培训人次不达预期；新赛道拓展不达预期。

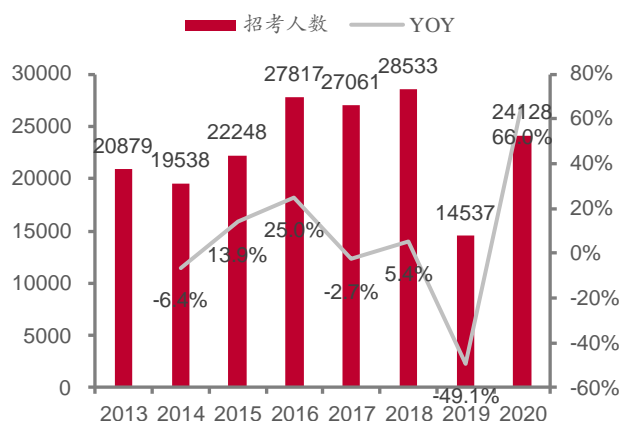
事件

- 公司发布三季报业绩预告, 预计 Q1-3 实现归母净利润 9.25~9.75 亿元、同增 70.89~80.13%。

点评

- **业绩增长符合预期。**公司前三季度累计实现归母净利润 9.25~9.75 亿元、同增 70.89~80.13%，Q3 单季实现归母净利润 4.45~4.78 亿元、同增 35.29~45.32%，符合预期。由于大型考试成绩公布多发生于下半年，公司收入集中在下半年确认，6 月末预收账款 56.57 亿元，较 18 年末增长 195%，为下半年业绩增长奠定良好基础。且 18Q4 实现净利润 6.12 亿元，预计全年完成业绩承诺（扣非后 13 亿元）问题不大。
- **国考招录人数大幅反弹。**受机构改革影响，19 年国考招录人数由 18 年的 2.85 万人缩减至 1.45 万人，同比下滑 49%，改革在今年 3 月基本完成，对国考招录的短期影响消退。今日发布的国家公务员考试公告显示 2020 年计划招录 2.4 万人、同增 66%。招录人数反弹，预计将带来报名人数大幅提升，对公务员培训行业构成实质利好，我们预计公务员培训市场整体规模在 200 亿以上。

图表 1: 2013-20 年国家公务员招录人数及增长率



来源：中泰证券研究所

- **公考培训占据绝对优势地位，行业利好有望明年反映在业绩层面。**机构改革期间，公司的公考业务仍然逆势实现稳定、高速增长，18 年和 19H1 公考序列分别增长 49% 和 26%，体现出强大的竞争实力。公考业务仍是公司业绩的主要来源，行业利好有望在明年反馈在业绩层面（今年国考笔试时间为 11 月 24 日，笔试成绩将于明年 1 月公布，面试时间为明年 2 月）。

图表 2: 分序列收入、增速及占比

单位: 亿元	2015	2016	2017	2018	2019H1
公务员招录培训	13.41	15.30	20.66	30.82	18.19
yoy		14.12%	35.06%	49.15%	26.32%
占比	64.6%	59.2%	51.3%	49.4%	50%
事业单位招聘培训	2.47	2.98	5.69	7.85	2.15
yoy		20.48%	91.09%	37.91%	7.01%
占比	11.9%	11.5%	14.1%	12.6%	5.90%
教师招录及教师资格培训	2.01	3.35	6.70	10.75	4.32
yoy		66.79%	100.09%	60.58%	52.18%
占比	9.67%	12.95%	16.62%	17.24%	11.89%
综合面授	2.24	2.38	4.43	8.28	7.02
yoy		6.5%	85.6%	87.1%	89.43%
占比	10.79%	9.23%	10.98%	13.28%	19.30%
线上培训	0.58	1.79	2.81	4.44	4.45
yoy		206.96%	57.60%	57.64%	205.94%
占比	2.80%	6.91%	6.98%	7.11%	12.22%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 投资建议:** 前三季度业绩增速符合预期, 国考招录人数大幅反弹, 中公作为公考行业绝对龙头持续受益, 此外教师、考研、IT 序列高速增长, 事业单位序列增速有望恢复。网点迅速扩张、学习基地建设有望打开产能、提升效能。调整 19/20/21 年盈利预测为净利润 17.19/24.70/34.96 亿元, 每股收益 0.28/0.40/0.57 元/股。当前股价对应市值 1103 亿元, 对应 20/21 年估值 45x/32x, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 公务员、事业单位序列培训人次不达预期; 新赛道拓展不达预期。

图表 3: 公司主要财务数据及盈利预测

利润表(百万)							资产负债表(百万)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,561	4,031	6,237	8,988	12,484	17,017	货币资金	856	190	649	20,672	24,969	34,033
营业成本	6,207	1,630	2,552	3,493	4,699	6,207	存货	718	0	0	0	0	0
毛利率	5.39%	59.58%	59.08%	61.14%	62.36%	63.52%	应收账款	44	0	7	10	14	19
营业税金及附加	21	19	27	39	55	74	其他流动资产	614	2,211	2,414	2,490	2,612	2,741
营业费用	143	841	1,102	1,570	2,181	2,972	流动资产	2,232	2,401	3,070	23,171	27,594	36,793
营业费用率	2.18%	20.87%	17.67%	17.47%	17.47%	17.47%	固定资产	758	280	699	664	629	594
管理费用	73	667	873	1,250	1,736	2,366	长期股权投资	0	0	0	0	0	0
管理费用率	1.11%	16.54%	14.00%	13.90%	13.90%	13.90%	无形资产	618	201	204	204	204	204
财务费用	48	28	-3	48	76	92	其他长期资产	640	353	3,229	3,229	3,229	3,229
财务费用率	0.73%	0.70%	-0.04%	0.53%	0.61%	0.54%	非流动资产	2,016	834	4,132	4,097	4,062	4,027
投资收益	0	95	110	103	106	104	资产总计	4,248	3,235	7,202	27,268	31,656	40,820
营业利润	51	631	1,340	2,026	2,908	4,116	短期借款	923	100	1,607	2,227	2,777	8,090
营业利润率	0.78%	15.65%	21.49%	22.54%	23.30%	24.19%	应付账款	46	35	145	136	225	269
营业外收入	39	2	1	2	1	1	其他流动负债	1,229	2,060	2,400	3,169	5,192	6,533
营业外支出	5	9	1	5	3	4	流动负债	2,198	2,195	4,151	5,532	8,193	14,892
利润总额	86	625	1,340	2,022	2,906	4,113	长期负债	18	0	0	0	0	0
所得税	21	100	187	303	436	617	其他长期负债	142	39	97	94	92	109
所得税率	25.04%	15.98%	13.93%	15.00%	15.00%	15.00%	非流动性负债	159	39	97	94	92	109
少数股东损益	-2	0	0	0	0	0	负债合计	2,357	2,234	4,248	5,626	8,285	15,001
归属于母公司股东的净利润	66	525	1,153	1,719	2,470	3,496	股本	456	90	104	6,167	6,167	6,167
净利率	1.00%	13.02%	18.48%	19.13%	19.79%	20.55%	资本公积	1,078	358	1,145	12,566	12,566	12,566
每股收益(元)(摊薄)	0.73	0.09	0.19	0.28	0.40	0.57	股东权益合计	1,891	1,000	2,954	21,642	23,371	25,819
							少数股东权益	29	0	0	0	0	0
							负债股东权益总计	4,248	3,235	7,202	27,268	31,656	40,820
							比率分析						
								2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金流量表(百万元)							增长率(%)						
指标名称	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	营业收入	25.7	-38.6	54.7	44.1	38.9	36.3
净利润	66	525	1,153	1,719	2,470	3,496	营业利润	-578.9	1132.9	112.4	51.2	43.6	41.5
少数股东损益	-2	0	0	0	0	0	净利润	336.3	696.7	119.7	49.1	43.7	41.5
折旧和摊销	84	0	138	35	35	35	利润率(%)						
营运资金变动	-232	0	161	714	2,028	1,296	毛利率	5.4	59.6	59.1	61.1	62.4	63.5
其他	37	475	-43	-55	-30	-12	EBIT Margin	1.8	21.7	27.0	29.3	30.6	31.7
经营现金流	-47	999	1,408	2,414	4,503	4,815	EBITDA Margin	3.1	21.7	29.2	29.7	30.8	31.9
资本支出	-143	-159	-263	0	0	0	净利率	1.0	13.0	18.5	19.1	19.8	20.5
投资收益	0	95	108	103	106	104	回报率(%)						
资产变卖	13	16,813	15,194	0	0	0	净资产收益率	3.5	52.5	58.3	14.0	11.0	14.2
其他	-114	-18,317	-17,399	0	0	0	总资产收益率	1.6	16.2	22.1	10.0	8.4	9.6
投资现金流	-245	-1,569	-2,360	103	106	104	其他(%)						
发行股票	1,000	0	0	17,485	0	0	资产负债率	55.5	69.1	59.0	20.6	26.2	36.7
负债变化	-410	378	1,421	585	504	5,286	所得税率	25.0	16.0	13.9	15.0	15.0	15.0
股息支出	23	336	1,419	-516	-741	-1,049	股利支付率	35.5	64.1	123.0	30.0	30.0	30.0
其他	-78	-582	-1,428	-48	-76	-92							
融资现金流	535	132	1,412	17,507	-312	4,145							
现金净增加额	243	-437	460	20,023	4,297	9,065							

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。