

## 传媒

2020 年 10 月 16 日

报告原因：有业绩公布需要点评

**买入**（维持）

市场数据：2020 年 10 月 15 日

|               |                  |
|---------------|------------------|
| 收盘价（元）        | 36.71            |
| 一年内最高/最低（元）   | 38.98/14.42      |
| 市净率           | 131.1            |
| 息率（分红/股价）     | 0.65             |
| 流通 A 股市值（百万元） | 28780            |
| 上证指数/深证成指     | 3332.18/13624.89 |

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2020 年 06 月 30 日

|                |          |
|----------------|----------|
| 每股净资产（元）       | 0.28     |
| 资产负债率%         | 86.84    |
| 总股本/流通 A 股（百万） | 6167/784 |
| 流通 B 股/H 股（百万） | -/-      |

一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《中公教育（002607）点评：考试延迟影响上半年收入确认，预收款高增速确保后续增长》2020/08/31

《中公教育（002607）点评：短期收入确认时点波动，长期行业集中度有望提升》2020/04/29

## 证券分析师

任慕华 A0230517070002  
renmh@swsresearch.com  
林起贤 A0230519060002  
linqx@swsresearch.com

## 研究支持

任梦妮 A0230119060001  
renmn@swsresearch.com

## 联系人

任慕华  
(8621)23297818×7568  
renmh@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 中公教育（002607）

——考试恢复集中确认收入，业绩高增超预期

## 投资要点：

- **事件**：公司公告 2020 年前三季度业绩预告，预计 1Q-3Q20 实现归母净利润 12.87-13.67 亿元，同比增长 34.22%-42.56%，3Q20 实现归母净利润 15.2-16.0 亿元，同比增速 226.29%-243.47%，利润超预期，并提前完成了重组上市时的三年累计业绩承诺。
- **招录考试全面恢复，收入集中确认，业绩高增超预期**。公司上半年因考试延期积压的待确认收入在三季度获得部分释放，主要是省考笔试、国考面试、事业单位考试、教资教招等收入的集中确认。稳就业政策主导下公职类考试大幅扩招，国考同比扩招 66%，省考扩招 30%左右，国际环境变化使更多毕业生倾向国内就业且竞争激烈，我们预计公职类考试参保人数同比大幅增长，公司受益于行业景气度提升。此外，受外部环境影响，公司加快线上业务布局，线上+线下 OMO 教学满足学员大量培训需求，也挤压中小培训机构生存空间，外部环境影响下公司市占率进一步提升。
- **展望 4Q20 至明年旺季叠加收入集中确认，业绩有望维持高增长**。四季度本是中公教育考试培训收入确认旺季（省考面试、教资教招及事业单位等）且叠加此前延迟确认的部分省考成绩集中确认，预计 4Q20 业绩仍有望维持高增长。近期国家公务员局发布《2021 年度招考简章》，拟招录 2.57 万人，同比增加 1598 人，同比增长 7%，维持扩招趋势。我们认为，公职高景气周期可持续预计 21 年仍会扩招，因为：1）保就业是长期攻坚战，需要长期扩招消化外部环境的影响；2）上一轮公职人员扩招退休高峰期到来，行业高景气可持续。此外，学历提升板块预计有望增厚公司业绩，今年教育部加大升学扩招力度，硕士研究生、专升本及第二学士学位扩招可吸纳 170 万人，其中应届毕业生约 140 万人；今年将计划扩招 18.9 万名硕士研究生，据其测算，扩招比例超过 20%，普通专升本扩招 32.2 万。
- **职业教育龙头优势竞争优势更加稳固，多线业务有望齐发力**。截至 1H20，公司已覆盖 319 个地级市，共有 1335 个网点，是国内线下网点最多的教培机构。长期看，公司一方面采用下沉市场网点不断加密+各大区集中培训基地方式，有利于公司触达下沉市场考生及提升规模效应，从而提升现有业务市占率同时降低业务成本；另一方面，公司拥有成熟的工业化培训机构体系，高维打低维有望实现非标业务如考研、非公职类考试培训（目前是综合培训）的标准化，打开成长天花板。
- **投资建议：维持“买入”评级**。公司自 3Q 起集中确认此前考试收入，符合预期。我们维持原盈利预测，预计 2020-2022 年，公司实现营收 119.12、150.84、179.89 亿元，归母净利润 24.99、31.69、37.32 亿元，EPS 0.41、0.51、0.61 元，对应 PE 90/72/60 倍。
- **风险提示**：扩招不及预期，秋冬外部环境影响导致考试延期收入确认不及预期。

## 财务数据及盈利预测

|            | 2019  | 2020H1 | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入（百万元） | 9,176 | 2,808  | 11,912 | 15,084 | 17,989 |
| 同比增长率（%）   | 47.1  | -22.8  | 29.8   | 26.6   | 19.3   |
| 归母净利润（百万元） | 1,805 | -233   | 2,499  | 3,169  | 3,732  |
| 同比增长率（%）   | 56.5  | -      | 38.5   | 26.8   | 17.8   |
| 每股收益（元/股）  | 0.29  | -0.04  | 0.41   | 0.51   | 0.61   |
| 毛利率（%）     | 58.5  | 48.3   | 58.5   | 58.6   | 58.6   |
| ROE（%）     | 52.6  | -13.4  | 67.0   | 64.7   | 61.2   |
| 市盈率        | 125   |        | 90     | 72     | 60     |

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

| 百万元，百万股            | 2018A | 2019A | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|--------------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业总收入              | 6,237 | 9,176 | 11,912 | 15,084 | 17,989 |
| 其中：营业收入            | 6,237 | 9,176 | 11,912 | 15,084 | 17,989 |
| 减：营业成本             | 2,552 | 3,813 | 4,949  | 6,238  | 7,456  |
| 减：税金及附加            | 27    | 57    | 74     | 93     | 111    |
| 主营业务利润             | 3,657 | 5,307 | 6,889  | 8,753  | 10,422 |
| 减：销售费用             | 1,102 | 1,483 | 1,835  | 2,308  | 2,759  |
| 减：管理费用             | 873   | 1,098 | 1,358  | 1,735  | 2,069  |
| 减：研发费用             | 455   | 698   | 882    | 1,116  | 1,331  |
| 减：财务费用             | -3    | 204   | 187    | 170    | 170    |
| 经营性利润              | 1,230 | 1,823 | 2,627  | 3,424  | 4,093  |
| 加：信用减值损失（损失以“-”填列） | 0     | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 加：资产减值损失（损失以“-”填列） | 0     | 0     | 7      | 0      | -2     |
| 加：投资收益及其他          | 110   | 268   | 250    | 250    | 250    |
| 营业利润               | 1,340 | 2,091 | 2,885  | 3,675  | 4,340  |
| 加：营业外净收入           | 0     | -1    | 11     | 10     | 7      |
| 利润总额               | 1,340 | 2,089 | 2,896  | 3,685  | 4,347  |
| 减：所得税              | 187   | 285   | 397    | 515    | 615    |
| 净利润                | 1,153 | 1,805 | 2,499  | 3,169  | 3,732  |
| 少数股东损益             | 0     | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 归属于母公司所有者的净利润      | 1,153 | 1,805 | 2,499  | 3,169  | 3,732  |
| 全面摊薄总股本            | 104   | 104   | 6,167  | 6,167  | 6,167  |
| 每股收益（元）            | 0.22  | 0.29  | 0.41   | 0.51   | 0.61   |

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

|    |     |              |                                                                  |
|----|-----|--------------|------------------------------------------------------------------|
| 华东 | 陈陶  | 021-23297221 | <a href="mailto:chentao1@swhysec.com">chentao1@swhysec.com</a>   |
| 华北 | 李丹  | 010-66500631 | <a href="mailto:lidan4@swhysec.com">lidan4@swhysec.com</a>       |
| 华南 | 陈左茜 | 755-23832751 | <a href="mailto:chenzuoxi@swhysec.com">chenzuoxi@swhysec.com</a> |
| 海外 | 朱凡  | 021-23297573 | <a href="mailto:zhufan@swhysec.com">zhufan@swhysec.com</a>       |

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                   |                            |
|-------------------|----------------------------|
| 买入 (Buy)          | ：相对强于市场表现 20% 以上；          |
| 增持 (Outperform)   | ：相对强于市场表现 5% ~ 20%；        |
| 中性 (Neutral)      | ：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5% 以下。           |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                  |                 |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight)  | ：行业超越整体市场表现；    |
| 中性 (Neutral)     | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。    |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。