

方正证券研究所证券研究报告

中公教育(002607)

公司研究

传媒行业

公司财报点评

2019.10.28/推荐(维持)

首席传媒分析师：杨仁文  
执业证书编号：S1220514060006  
E-mail: yangrenwen@foundersc.com  
联席首席传媒分析师：姚蕾  
执业证书编号：S1220516080006  
E-mail: yaolei0@foundersc.com

事件：

19Q1-Q3 公司实现营收 61.59 亿元，yoy+47.7%，实现归母净利润 9.59 亿元，yoy+77.1%，扣非归母净利润 8.89 亿元，yoy+74.09%。19Q3 公司实现营收 25.22 亿元，yoy+46.1%，实现归母净利润 4.66 亿元，yoy+41.62%，扣非归母净利润 4.16 亿元，yoy+33.2%。

点评：

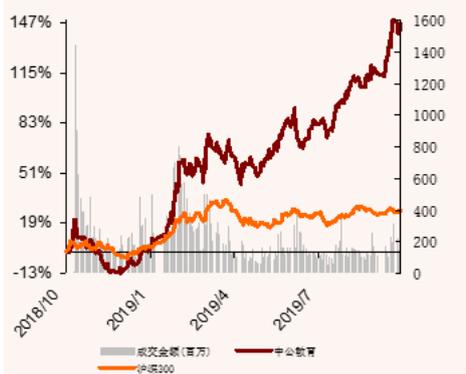
1、19Q3 营收同比增长 46.1%，归母净利润同比增长 41.6%：(1) 19Q1/Q2/Q3 分别实现营收 13.12/23.26/25.22 亿元，yoy+61.9%/+42.3%/+46.1%，连续三个季度保持 40%以上增速；分别实现归母净利润 1.06/3.87/4.66 亿元，yoy+304.5%/+46.4%/+41.6%，表现亮眼。(2) 19Q1/Q2/Q3 毛利率分别为 58.3%/57.1%/57.7%，基本保持平稳；期间费用率分别为 50.2%/37.1%/38.3%，19Q3 单季期间费用率与去年基本持平，其中研发费用率提升 1.7 个百分点。(3) 19Q3 单季度销售商品、提供劳务收到的现金 8.54 亿元，yoy+84.5%，快于营收增速。19Q3 期末预收账款达 39.18 亿元（较年初增长 104.7%），系经营规模扩大及销售收款增加所致。

2、公务员与事业单位招录回暖，教师招录火爆，考研等持续验证跨品类成功经验：(1) 公务员与事业单位招录：10 月公布 2020 公务员国考招录人数 24128 人，yoy+66%。从报名人数上看，2020 年国考报名过审人数 143.7 万人，yoy+4.2%，有所回升，地方公务员招录与事业单位招录也在逐步回暖，公司及时优化管理捕捉回暖机会，再次提升了市场占有率。(2) 教师资格与教师招聘：教培政策改革、小班额、教师待遇提高推动上下半年教师资格考试报名人数较大增长。公司一直坚持对下沉市场和基层招录考试新品类进行布局，当下已进入加速回收期。(3) 考研等新品类：就业压力大推动考研人数增长，保研比例高加剧竞争，公司通过改善供给端快速获取考研等市场份额，持续验证跨品类成功经验。

3、盈利预测与投资评级：我们预计公司 2019-2021 年净利润为 18.2/25.8/31.9 亿元，EPS 为 0.30/0.42/0.52 元，对应 PE 为 63/44/36X，我们认为管理是公司核心能力，看好公司将成功经验复制到教师、考研等品类及通过改善供给端做大品类的的能力，维持“推荐”评级。

风险提示：政策风险、业绩不达预期风险、运营管理风险、品牌声誉风险、竞争风险、人才流失风险、课程内容同质化风险、商誉减值风险、人力成本上升及租金涨价导致盈利能力下降风险、行业估值中枢下移风险、控股股东相关风险。

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《【方正传媒】中公教育(002607)中报点评：19H1 归母净利翻番，线上业务量价齐升，Q2 单季经营性现金流净同比增长 79.4%，下半年业绩乐观》2019.08.20

《中公教育(002607)99 页深度报告：职业教育考培龙头，品牌领先，管理制胜》2019.08.17

请务必阅读最后特别声明与免责条款

**盈利预测:**

单位/百万	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	6237.0	9343.04	12386.41	14985.83
(+/-) (%)	-6.4	49.80	32.57	20.99
净利润	1152.9	1823.49	2582.39	3188.84
(+/-) (%)	1469.5	58.17	41.62	23.48
EPS(元)	0.2	0.30	0.42	0.52
P/E	74.6	62.91	44.42	35.97

数据来源: wind 方正证券研究所

## 事件:

公司公告三季度财报, 19Q1-Q3 公司实现营收 61.59 亿元, yoy+47.7%, 实现归母净利润 9.59 亿元, yoy+77.1%, 扣非归母净利润 8.89 亿元, yoy+74.09%。19Q3 公司实现营收 25.22 亿元, yoy+46.1%, 实现归母净利润 4.66 亿元, yoy+41.62%, 扣非归母净利润 4.16 亿元, yoy+33.2%。

## 点评:

### 1 19Q3 营收同比增长 46.1%, 归母净利润同比增长 41.6%

(1) 19Q1-Q3 实现营收 61.59 亿元, yoy+47.7%, 实现归母净利润 9.59 亿元, yoy+77.2%。单季度来看, 19Q1/Q2/Q3 分别实现营收 13.12/23.26/25.22 亿元, yoy+ 61.9%/+42.3%/+46.1%, 连续三个季度保持 40% 以上增速; 分别实现归母净利润 1.06/3.87/4.66 亿元, yoy+304.5%/+46.4%/+41.6%, 表现亮眼。19Q3 业绩保持快速增长主要原因: 公务员和事业单位等统一型考试招录逐步回暖, Q3 教师资格考试与招录火爆以及考研等新品类的有力扩张。

(2) 盈利能力方面, 19Q1-Q3 毛利率为 57.6%, 较去年同期提升 1.1 个百分点, 19Q1/Q2/Q3 毛利率分别为 58.3%/57.1%/57.7%, 基本保持平稳。19Q1-Q3 归母净利率 15.6%, 较去年同期提升 2.6 个百分点, 19Q1/Q2/Q3 归母净利率分别为 8.1%/16.6%/18.5%。19Q1-Q3 期间费用率为 40.4%, 19Q1/Q2/Q3 期间费用率分别为 50.2%/37.1%/38.3%, 19Q3 单季期间费用率与去年基本持平, 其中研发费用率提升 1.7 个百分点, 主要是公司扩大研发规模领先优势及增强科技基础设施的投资增长所致。

(3) 19Q3 单季度经营性现金流净额-13.12 亿元, yoy -33.7%, 其中销售商品、提供劳务收到的现金 8.54 亿元, yoy+84.5%, 快于营收增速; 购买商品、接受劳务支付的现金 5.41 亿元, yoy+51.3% (经营规模扩大), 支付给职工以及为职工支付的现金 11.32 亿元, yoy+28.9% (新增网点与人员投资)。19Q3 期末预收账款达 39.18 亿元 (较年初增长 104.7%), 货币资金 10.79 亿元 (较年初增长 66.32%), 主要是经营规模扩大及销售收款增加所致。

### 2 公务员与事业单位招录回暖, 教师招录火爆, 考研等持续验证跨品类成功经验

(1) 公务员与事业单位招录: 10 月公布 2020 公务员国考招录职位数 13849 个, yoy+43.4%; 招录人数 24128 人, yoy+66%。19 年国考招录人数下降主要由于机构改革, 如税务系统, 国地税合并之后招录人数由 18 年的 17701 人下降至 19 年的 6046 人, 20 年招录人数恢复至 14886 人。从报名人数上看, 2020 年国考报名过审人数 143.7 万人, yoy+4.2%, 有所回升, 地方公务员招录与事业单位招录也在逐步回暖。公务员考

试与事业单位招聘冷暖招录周期切换，公司及时优化管理捕捉回暖机会，有效迎击市场特殊波动并实现逆势增长的基础上，凭借整体平台优势和降维效应，再次提升了市场占有率。

**(2) 教师资格与教师招聘：**教培政策改革、小班额、教师待遇提高推动上下半年教师资格考试报名人数较大增长（上半年报名人数 300 万+，yoy+50%）。教师和基层公共服务等下沉分散型考试招录活力十足，逐步成为招录培训市场发展的主导力量，公司一直坚持对下沉市场和基层招录考试新品类进行布局，当下已进入加速回收期。

**(3) 考研等新品类：**19 年高等学校毕业生人数 834 万，yoy+10.7%，增速为 10 年来最高，往届生/在职考研生同样保持较快增速，就业压力大推动考研人数增长，保研比例高加剧竞争（17 年教育部公示新增 54 所高校获得硕士研究生推免资格，新增比例达 17.3%，全国具有推免资格高校扩大至 366 所，部分一流大学推免比例近 50%），公司通过改善供给端快速获取市场份额，持续验证跨品类成功经验，并完善职业就业多品类布局。

### 3 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2019-2021 年净利润为 18.2/25.8/31.9 亿元，EPS 为 0.30/0.42/0.52 元，对应 PE 为 63/44/36X，我们认为管理是公司核心能力，看好公司将成功经验复制到教师、考研等品类及通过改善供给端做大品类的的能力，维持“推荐”评级。

### 4 风险提示

政策风险、业绩不达预期风险、运营管理风险、品牌声誉风险、竞争风险、人才流失风险、课程内容同质化风险、商誉减值风险、人力成本上升及租金涨价导致盈利能力下降风险、行业估值中枢下移风险、控股股东相关风险。

图表1：历年普通高校毕业人数及增速



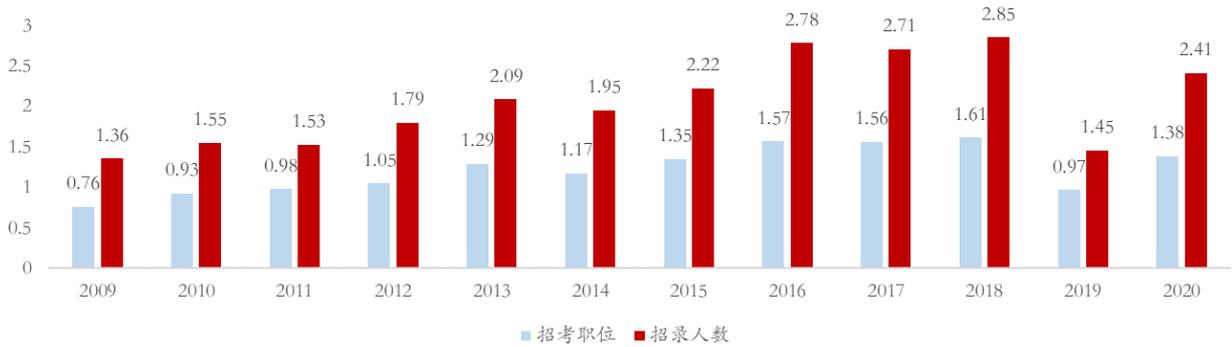
资料来源：wind、统计局、教育部等，方正证券研究所

图表2: 关键财务指标

项目(百万)	年度				季度						前三季度		
	2015	2016	2017	2018	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	18Q1-Q3	19Q1-Q3
<b>利润表</b>													
营业收入	2,076	2,584	4,031	6,237	810	1,635	1,726	2,066	1,312	2,326	2,522	4,171	6,159
yoy		24.5%	56.0%	54.7%					61.9%	42.3%	46.1%		47.7%
营业成本	827	1,051	1,630	2,552	363	729	723	738	548	998	1,066	1,814	2,611
yoy		27.1%	55.1%	56.6%					51.0%	36.9%	47.5%		43.9%
营业税金及附加	67	30	19	27	4	7	8	9	7	25	11	19	43
占收入	3.2%	1.2%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%			0.5%	1.1%	0.5%	0.4%	0.7%
销售费用	428	481	841	1,102	227	309	261	305	289	386	406	796	1,081
占收入	20.6%	18.6%	20.9%	17.7%	28.0%	18.9%	15.1%	14.8%	22.1%	16.6%	16.1%	19.1%	17.6%
管理费用	577	684	977	1,328	186	205	289	649	222	278	329	679	829
占收入	27.8%	26.5%	24.2%	21.3%	22.9%	12.5%	16.7%	31.4%	16.9%	12.0%	13.0%	16.3%	13.5%
研发费用					89	114	113	-317	109	195	208	317	512
占收入					11.0%	7.0%	6.6%	-15.3%	8.3%	8.4%	8.2%	7.6%	8.3%
财务费用	2	20	28	-3	8	-4	-8	1	38	5	23	-4	65
占收入	0.1%	0.8%	0.7%	0.0%	1.0%	-0.2%	-0.5%	0.1%	2.9%	0.2%	0.9%	-0.1%	1.1%
资产减值损失	0	0	0	0				0			0.0	-	-
投资净收益	21	71	95	110	14.5	29.5	40.9	25	32.2	21.8	72.8	85	127
汇兑净收益	-0	-0	0	-0								-	-
资产处置收益	0	0	0	0							0	-	-0
其他收益	0	0	0	0			0	0	0	0	0	-	1
营业利润	196	389	631	1,340	-51	304	381	706	131	462	552	634	1,146
营业外收入	0	1	2	1	0	0	0	0	0	1	1	1	3
营业外支出	4	1	9	1	1	0	0	0	0	0	-	1	0
利润总额	192	390	625	1,340	-52	304	382	706	132	463	554	634	1,148
所得税	31	63	100	187	0	40	53	94	25	76	88	93	190
税率	16.3%	16.2%	16.0%	13.9%					19.3%	16.5%	15.9%	14.6%	16.5%
净利润	161	327	525	1,153	-52	264	329	612	106	387	466	541	959
yoy		102.9%	60.7%	119.7%					304.5%	46.4%	41.6%		77.1%
少数股东损益	-0	0	0	-0	-			-0	-		-		
归母净利润	161	327	525	1,153	-52	264	329	612	106.2	386.8	465.8	541	959
yoy		102.8%	60.7%	119.7%					304.5%	46.4%	41.6%		77.1%
非经常性损益	3	17	30	40	-1	16	16	9	-1	22	50	31	70
扣非净利润	158	309	495	1,113	-51	249	313	602	108	365	416	510	889
yoy		95.2%	60.2%	124.8%					311.9%	46.7%	33.2%		74.1%
<b>现金流量表</b>													
经营现金流净额	553	1,153	999	1,408	2,054	1,077	-982	-742	2,423	1,932	-1312.1	2,150	3,043
yoy		108.7%	-13.3%	40.9%					17.9%	79.4%	-33.7%		41.5%
销售商品、提供劳务收到的现金	2,331	3,378	4,510	6,654	2,977	2,468	463	745	3,788	3,688	854	5,908	8,330
yoy		44.9%	33.5%	47.5%					27.2%	49.4%	84.5%		41.0%
购买商品、接受劳务支付的现金	453	617	855	1,174	135	379	357	-59	244	447	541	871	1,232
yoy		36.2%	38.6%	37.2%					81.5%	18.1%	51.3%		41.5%
支付给职工以及为职工支付的现金	944	1,064	1,938	2,955	586	684	878	78	802	943	1,132	2,148	2,877
yoy		12.8%	82.0%	52.5%					36.8%	37.9%	28.9%		33.9%
投资现金流净额	-754	-171	-1,569	-2,360	-785	688	-1,784	-480	-2,883	377	879	-1,880	-1,627
yoy		-77.4%	-819.0%	-50.5%					-267.3%	-45.2%	149.2%		13.5%
筹资现金流净额	358	-558	132	1,412	-1	-100	375	1,139	343	-1,437	109	273	-986
yoy		-255.9%	123.7%	968.0%					24365.5%	-1334.6%	-71.1%		-460.6%
现金及现金等价物净增加额	157	424	-437	460	1,268	1,665	-2,390	-83	-167	922	-325	543	430
<b>资产负债表</b>													
货币资金	203	905	190	649				649	534	1,404	1,079		
yoy		346.5%	-79.0%	241.5%									
其他流动资产	740	659	2,170	2,332				2,332	82	90	92		
yoy				7%									
预收账款	634	1,359	1,703	1,920				1,920	4,360	5,657	3,918		
yoy		114.4%	25.3%	12.7%									

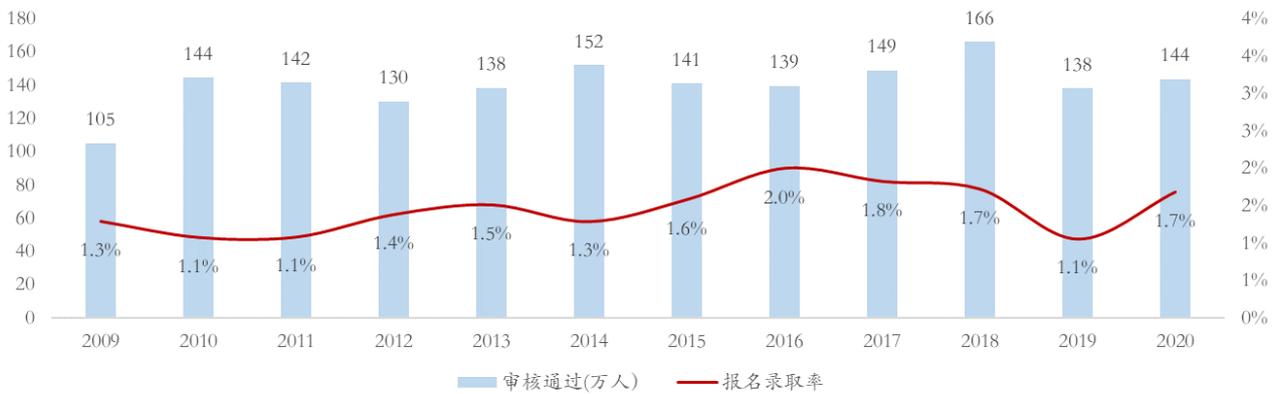
资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表3: 历年国考招录职位与人数变动(万)



资料来源: 中公教育、华图教育、教育部等, 方正证券研究所

图表4: 历年国考报名审核通过人数(万)与录取率



资料来源: 中公教育、华图教育、教育部等, 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	3070.01	2160.00	3278.98	5310.33	<b>营业总收入</b>	6236.99	9343.04	12386.41	14985.83
现金	648.71	718.11	819.08	1034.12	营业成本	2552.35	3841.57	5106.67	6233.76
应收账款	6.80	10.24	13.57	16.42	营业税金及附加	27.29	40.88	54.20	65.57
其它应收款	80.71	46.08	61.08	73.90	营业费用	1101.84	1577.90	2016.05	2350.89
预付账款	1.48	2.23	2.97	3.62	管理费用	873.42	1232.58	1586.11	1918.97
存货	0.02	1.05	0.00	0.00	财务费用	-2.53	-0.14	-45.11	-53.45
其他	2332.28	1382.29	2382.27	4182.26	资产减值损失	0.30	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	4132.06	4902.47	5714.86	5970.28	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	936.34	3456.38	4171.17	4430.11	投资净收益	110.35	163.10	214.79	258.94
固定资产	790.47	824.42	902.46	915.92	<b>营业利润</b>	1340.03	2170.32	3073.56	3795.36
无形资产	559.00	602.20	621.76	604.79	营业外收入	0.76	0.76	0.76	0.76
其他	1846.24	19.46	19.46	19.46	营业外支出	1.25	1.25	1.25	1.25
<b>资产总计</b>	7202.07	7062.46	8993.83	11280.61	<b>利润总额</b>	1339.54	2170.32	3073.56	3795.36
<b>流动负债</b>	4151.35	2928.34	3325.78	3657.19	所得税	186.65	346.83	491.17	606.52
短期借款	1607.00	0.00	0.00	0.00	<b>净利润</b>	1152.89	1823.49	2582.39	3188.84
应付账款	144.56	154.30	205.12	250.39	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2399.79	2774.04	3120.66	3406.80	<b>归属母公司净利润</b>	1152.89	1823.49	2582.39	3188.84
<b>非流动负债</b>	96.77	96.77	96.77	96.77	EBITDA	1365.24	2078.66	2890.95	3565.65
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.19	0.30	0.42	0.52
其他	96.77	96.77	96.77	96.77					
<b>负债合计</b>	4248.12	3025.11	3422.55	3753.96	<b>主要财务比率</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</b>				
股本	103.81	103.81	103.81	103.81	营业收入	-0.06	0.50	0.33	0.21
资本公积	1144.78	1144.78	1144.78	1144.78	营业利润	11.89	0.62	0.42	0.23
留存收益	1705.36	2788.77	4322.70	6278.06	归属母公司净利润	14.70	0.58	0.42	0.23
归属母公司股东权益	2953.95	4037.36	5571.29	7526.65	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	7202.07	7062.46	8993.83	11280.61	毛利率	0.59	0.59	0.59	0.58
					净利率	0.18	0.20	0.21	0.21
					ROE	0.39	0.45	0.46	0.42
					ROIC	0.34	-1.26	-1.46	-1.51
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	0.59	0.43	0.38	0.33
					净负债比率	0.54	0.00	0.00	0.00
					流动比率	0.74	0.74	0.99	1.45
					速动比率	0.74	0.74	0.99	1.45
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.05	1.31	1.54	1.48
					应收账款周转率	149.90	1096.39	1040.30	999.16
					应付账款周转率	60.00	62.52	68.92	65.80
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.19	0.30	0.42	0.52
					每股经营现金	0.23	0.35	0.46	0.54
					每股净资产	0.48	0.65	0.90	1.22
					<b>估值比率</b>				
					P/E	74.57	62.91	44.42	35.97
					P/B	29.10	28.41	20.59	15.24
					EV/EBITDA	1.76	0.46	0.33	0.27

数据来源：wind 方正证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com