

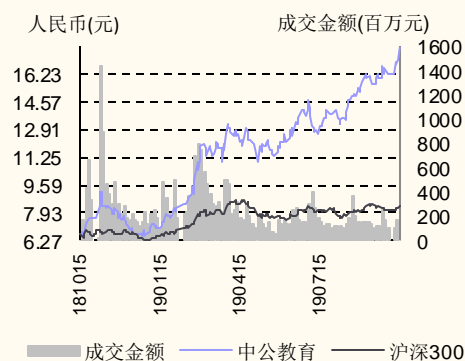
中公教育 (002607.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 17.88 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	61.67
已上市流通 A 股(亿股)	6.67
总市值(亿元)	1,102.73
年内股价最高最低(元)	17.88/15.64
沪深 300 指数	3953
中小板综	9270



前三季度业绩预增 71%-80%，2020 国考招录人数同增 66%，未来业绩持续增长可期

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.640	0.187	0.275	0.367	0.476
每股净资产(元)	11.11	28.46	44.47	65.89	93.65
每股经营性现金流(元)	11.10	13.56	23.08	27.94	34.44
市盈率(倍)	6.22	95.65	65.13	48.68	37.58
净利润增长率(%)	696.73%	119.67%	46.85%	33.79%	29.56%
净资产收益率(%)	52.47%	39.03%	36.68%	33.12%	30.18%
总股本(百万股)	820.34	820.34	6,167.40	6,167.40	6,167.40

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2019年10月14日，中公教育发布业绩预告，2019年前三季度预计实现归母净利润 9.25 亿元-9.75 亿元，同比增长 71%-80%，2019 第三季度预计实现归母净利润 4.45 亿元-4.78 亿元，同比增长 35%-45%。业绩具有较强季节性，2018 前三季度实现归母净利润 5.41 亿元，占全年净利润 47%，其中 Q1/Q2/Q3 分别占全年归母净利润-5%/+23%/+29%。2019Q1 实现扭亏为盈，2019Q2 归母净利润同比增长 46%。

经营分析

- 中公教育长期增长的五大看点——
- ①中公教育所处赛道是“模糊且重要”的培训领域，马太效应非常明显：中公教育的行业地位只会越来越强，中公教育在百度投放营销费用并不多的情况下，在各项搜索中名列前茅，能够侧面反映这一点。
- ②工业化运转，大后台小前台，管理体系优势显著，利润率有望提升：中公教育 2018 年净利率提升了 5.5pct，2019 上半年成本和费用端持续改善，尽显规模效应及品牌效应，毛利率同比+2.2pct，销售费用率为同比-3.3pct，管理费用率同比-2.3pct，净利率同比+4.9pct，盈利能力不断加强。
- ③横向扩张细分领域：除了公务员招录培训、事业单位招聘培训、教师招聘及教师资格证培训之外，其他业务中，如考研业务预计今年实现翻倍增长，2019 上半年综合业务（含考研）营收同比增长 89%。
- ④纵向覆盖低线城市，需求广泛且深入，下沉能力强：截止 2019 年二季度末，公司网点覆盖 319 个地级市，覆盖率超过 95%，拥有 880 个学习中心，相较 2018 年末的 701 个净增加 179 个，网点快速扩张（2018/2017 全年分别净增加 150/138 个），县级市为未来渠道拓展主要方向。
- ⑤中公教育的主要需求来源，在于参培率的提升——伴随考试内容不断迭代，竞争激烈，所处赛道的参培率还有很大提升空间。国家公务员 2019 年一次性招录人数下降 49%，并没有造成参培人数的降低，只会让人觉得“含金量更高”，剧场效应有望提高参培意愿。2019 年 10 月 14 日，国家公务员局发布 2020 年国家公务员考试招录公告，2020 年国考招录人数为 24128 人，同比增长 66%，出现大幅回升，行业整体市场边际向上。
- 投资建议：我们预计公司 19-20 年归母净利润为 16.9/22.7 亿元，对应 P/E 为 65/49 倍，公司三季报业绩超市场预期，国考招录人数大幅回升预计带来正面影响，龙头地位有望持续加强，维持买入评级，提高目标价至 20 元。
- 风险提示：政策风险；参培率提升可能不及预期；招录人数下滑等风险。

相关报告

- 《中公教育市场规模详细测算：3700 亿总市场，“工业化”进程中...》，2019.9.12
- 《1H19 收入同增 49%，归母净利润同增 132%近预告上限，毛利...》，2019.8.20
- 《成长中的龙头股，19H1 业绩预增 100%-135%-成长中的...》，2019.7.5
- 《19Q1 营收+62%，预收+127%，账上现金 57 亿，发展动...》，2019.4.28
- 《五大因素驱动马太效应进一步提升，品牌价值&工业化管理能力构筑...》，2019.4.4

吴劲草 分析师 SAC 执业编号: S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

郑慧琳 联系人
zhenghuilin@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	6,561	4,031	6,237	8,903	11,350	13,758	货币资金	856	190	649	1,405	3,643	6,863
增长率		-38.6%	54.7%	42.8%	27.5%	21.2%	应收款项	88	40	45	68	81	98
主营业务成本	-6,207	-1,630	-2,552	-3,561	-4,540	-5,503	存货	718	0	0	0	0	0
%销售收入	94.6%	40.4%	40.9%	40.0%	40.0%	40.0%	其他流动资产	570	2,171	2,376	2,579	2,780	2,981
毛利	353	2,402	3,685	5,342	6,810	8,255	流动资产	2,232	2,401	3,070	4,052	6,504	9,942
%销售收入	5.4%	59.6%	59.1%	60.0%	60.0%	60.0%	%总资产	52.5%	74.2%	42.6%	47.9%	58.1%	66.6%
营业税金及附加	-21	-19	-27	-43	-53	-63	长期投资	406	52	936	937	936	936
%销售收入	0.3%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	885	280	790	962	1,141	1,327
营业费用	-143	-841	-1,102	-1,540	-1,952	-2,339	%总资产	20.8%	8.7%	11.0%	11.4%	10.2%	8.9%
%销售收入	2.2%	20.9%	17.7%	17.3%	17.2%	17.0%	无形资产	656	462	559	563	567	571
管理费用	-73	-977	-1,328	-1,754	-2,202	-2,518	非流动资产	2,016	834	4,132	4,408	4,690	4,980
%销售收入	1.1%	24.2%	21.3%	19.7%	19.4%	18.3%	%总资产	47.5%	25.8%	57.4%	52.1%	41.9%	33.4%
息税前利润 (EBIT)	116	564	1,227	2,004	2,603	3,335	资产总计	4,248	3,235	7,202	8,461	11,194	14,923
%销售收入	1.8%	14.0%	19.7%	22.5%	22.9%	24.2%	短期借款	923	100	1,607	328	0	0
财务费用	-48	-28	3	-42	41	109	应付款项	1,225	1,747	2,108	2,839	3,618	4,385
%销售收入	0.7%	0.7%	0.0%	0.5%	-0.4%	-0.8%	其他流动负债	49	349	437	581	640	719
资产减值损失	-17	0	0	0	0	0	流动负债	2,198	2,195	4,151	3,748	4,258	5,104
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	18	0	0	0	0	0
投资收益	0	95	110	60	60	60	其他长期负债	142	39	97	97	97	97
%税前利润	0.0%	15.2%	8.2%	3.0%	2.2%	1.7%	负债	2,357	2,235	4,248	3,845	4,355	5,201
营业利润	51	631	1,340	2,022	2,704	3,504	普通股股东权益	1,861	1,000	2,954	4,616	6,839	9,722
营业利润率	0.8%	15.7%	21.5%	22.7%	23.8%	25.5%	少数股东权益	29	0	0	0	0	0
营业外收支	34	-6	0	1	2	2	负债股东权益合计	4,248	3,235	7,202	8,461	11,194	14,923
税前利润	86	625	1,340	2,023	2,706	3,506							
利润率	1.3%	15.5%	21.5%	22.7%	23.8%	25.5%							
所得税	-21	-100	-187	-330	-441	-571							
所得税率	25.0%	16.0%	13.9%	16.3%	16.3%	16.3%							
净利润	64	525	1,153	1,693	2,265	2,935							
少数股东损益	-2	0	0	0	0	0							
归属于母公司的净利润	66	525	1,153	1,693	2,265	2,935							
净利率	1.0%	13.0%	18.5%	19.0%	20.0%	21.3%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	64	525	1,153	1,693	2,265	2,935	每股指标						
少数股东损益	-2	0	0	0	0	0	每股收益	0.145	0.640	0.187	0.275	0.367	0.476
非现金支出	100	108	138	50	62	75	每股净资产	4.084	11.115	28.456	44.465	65.885	93.654
非经营收益	19	-66	-108	3	-51	-62	每股经营现金流	-0.105	11.105	13.563	23.083	27.942	34.442
营运资金变动	-231	433	225	650	625	628	每股股利	0.000	0.000	0.230	0.300	0.400	0.500
经营活动现金净流	-48	999	1,408	2,396	2,901	3,575	回报率						
资本开支	-91	-159	-263	-325	-342	-363	净资产收益率	3.54%	52.47%	39.03%	36.68%	33.12%	30.18%
投资	-160	-1,504	-2,202	-1	0	0	总资产收益率	1.55%	16.22%	16.01%	20.01%	20.23%	19.66%
其他	6	95	105	60	60	60	投入资本收益率	3.04%	41.59%	22.68%	33.28%	31.41%	28.43%
投资活动现金净流	-245	-1,569	-2,360	-266	-282	-303	增长率						
股权募资	1,000	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	25.67%	-38.56%	54.72%	42.75%	27.48%	21.22%
债权募资	-349	100	1,507	-1,279	-328	0	EBIT增长率	71.72%	384.66%	117.58%	63.32%	29.84%	28.15%
其他	-116	32	-95	-95	-52	-52	净利润增长率	336.34%	696.73%	119.67%	46.85%	33.79%	29.56%
筹资活动现金净流	535	132	1,412	-1,374	-380	-52	总资产增长率	15.83%	-23.85%	122.64%	17.47%	32.31%	33.31%
现金净流量	242	-437	460	756	2,238	3,220	资产管理能力						
							应收账款周转天数	1.8	2.0	0.2	0.5	0.3	0.3
							存货周转天数	44.0	80.4	0.0	0.0	0.0	0.0
							应付账款周转天数	2.9	9.0	12.8	20.0	20.0	20.0
							固定资产周转天数	42.2	25.3	40.9	34.9	31.8	30.1
							偿债能力						
							净负债/股东权益	6.61%	-8.99%	32.44%	-23.33%	-53.27%	-70.60%
							EBIT利息保障倍数	2.4	20.1	-485.5	47.4	-62.8	-30.7
							资产负债率	55.49%	69.08%	58.98%	45.44%	38.90%	34.85%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	3	27	31	53
增持	0	0	6	7	17
中性	0	0	2	4	5
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.29	1.36	1.36

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

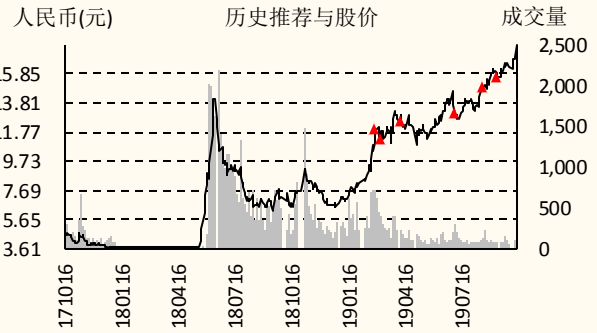
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-02-28	买入	11.30	N/A
2	2019-03-08	买入	11.73	13.00~13.00
3	2019-03-30	买入	12.88	14.50~14.50
4	2019-04-09	买入	12.77	14.50~14.50
5	2019-04-28	买入	12.56	14.50~14.50
6	2019-07-05	买入	13.69	15.50~15.50
7	2019-08-20	买入	14.70	17.50~17.50
8	2019-09-12	买入	15.97	18.50~18.50

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH