中公教育（002607）

公职招录回暖预计趋势将延续，跨赛道能力持续得到验证

买入（维持）

2019 年 10 月 29 日

证券分析师 张良卫
执业证号：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@dwzq.com.cn
证券分析师 马莉
执业证号：S0600517050002
010-66573632
mal@dwzq.com.cn
证券分析师 周良玖
执业证号：S0600517110002
021-60199793
zhoulj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	6,237	9,231	12,303	15,139
同比（%）	-6.4%	48.0%	33.3%	23.1%
归母净利润（百万元）	1,153	1,744	2,455	3,045
同比（%）	1469.5%	51.3%	40.8%	24.0%
每股收益（元/股）	0.19	0.28	0.40	0.49
P/E（倍）	99.50	65.77	46.72	37.68

投资要点

- **公司披露三季报，业绩符合预期。**Q3 实现营业收入 25.22 亿元，同比增长 46.08% ，归属于母公司所有者的利润 4.66 亿元，同比增长 41.62%，增速落在此前预告区间的中位。前三季度实现营业收入 61.59 亿元，同比增长 47.67%，归属于母公司所有者的利润 9.59 亿元，同比增长 77.15%，利润增速远高于收入增速，主要是由于平台化经营能力提升，公司销售费用率同比明显下降。

- **公职体系招录人数次第反弹，新赛道的模式复制能力得到验证。**2020 年国考招录人数 24,128 人，同比增长 66%，共有 143.7 万人通过用人单位的资格审查，同比增长 4.2%。近期，江苏、四川、辽宁等多省份省考招录人数也出现不同程度反弹，预计后续事业单位招录人数也将陆续反弹，我们认为公职类序列培训高增长趋势将延续。教师、基层公共服务招录逐步成为招录培训市场发展的主导力量，考研培训赛道产品精细化及服务提升实现快速增长，公司职业教育等新赛道布局也逐渐完善。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，当前已进入加速回收期，并通过新品类的创新大幅扩大了整体领先优势，市占率持续提升。

- **Q3 盈利能力同比保持平稳，经营性现金流入大幅增长。**Q3 毛利率 58%，同比持平。销售费用率 16%，同比提升 1pct，管理费用率 13%，同比下降 4pct，管理费用率继续同比改善。研发费用率 8%，同比增长 1pct。由于收款手续费较大幅度增长和金融机构短期贷款增加，公司财务费用有一定增长，19Q3 为 2,282.30 万元，去年同期为-801.23 万元。投资收益有明显增长，Q3 为 7,278.15 万元，同比增长 78%。公司净利率为 18%，与去年同期基本持平。三季度实现销售商品、提供劳务收到的现金 8.54 亿元，同比增长 85%，同比增速相比一、二季度有明显提升，显示三季度产品及服务销售情况同比或有较大幅度提升，继续印证公职招录回暖其实及跨赛道增长逻辑。

- **维持“买入”评级，**认为公司在公务员招录考试培训领域积累的研发、管理、销售垂直一体模式，在扩张中具有显著的可复制性及竞争力，未来将有望成为持续驱动公司增长的核心引擎。预计公司 2019/2020/2021 年归属净利分别为 17.44/24.55/30.45 亿元，对应 PE 分别为 66/47/38 倍。

- **风险提示：**管理边界，政策变动，在线竞争，竞争加剧，市场系统性风险等

股价走势

市场数据

收盘价(元)	18.60
一年最低/最高价	6.47/19.88
市净率(倍)	45.25
流通 A 股市值(百万元)	12410.74

基础数据

每股净资产(元)	0.41
资产负债率(%)	72.79
总股本(百万股)	6167.40
流通 A 股(百万股)	667.24

相关研究

1、《中公教育（002607）：跨赛道增长的密码》2019-08-22
2、《中公教育（002607）：新赛道引领增长，量价齐升彰显需求空间》2019-08-20
3、《中公教育（002607）：Q1 费用率改善明显，看好公司管理能力》2019-04-29

请务必阅读正文之后的免责声明部分

中公教育三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	**3,070**	**6,505**	**9,822**	**14,739**
现金	649	119	3,074	6,053
应收账款	7	116	48	154
存货	0	0	0	0
其他流动资产	2,414	6,269	6,700	8,532
非流动资产	**4,132**	**4,497**	**4,831**	**5,088**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	699	1,046	1,369	1,627
在建工程	91	115	135	144
无形资产	204	208	212	215
其他非流动资产	3,137	3,127	3,116	3,102
资产总计	**7,202**	**11,001**	**14,653**	**19,827**
流动负债	**4,151**	**6,214**	**7,406**	**9,537**
短期借款	1,607	2,378	3,170	3,901
应付账款	145	158	239	259
其他流动负债	2,400	3,677	3,997	5,377
非流动负债	**97**	**113**	**117**	**116**
长期借款	0	17	20	19
其他非流动负债	97	97	97	97
负债合计	**4,248**	**6,327**	**7,523**	**9,653**
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	2,954	4,674	7,130	10,174
负债和股东权益	**7,202**	**11,001**	**14,653**	**19,827**

现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,408	2,112	3,524	3,473
投资活动现金流	-2,360	-3,331	-1,288	-1,203
筹资活动现金流	1,412	690	719	709
现金净增加额	460	-529	2,955	2,979
折旧和摊销	138	130	172	214
资本开支	263	365	335	257
营运资本变动	171	323	1,037	459

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	**6,237**	**9,231**	**12,303**	**15,139**
减:营业成本	2,552	3,721	4,879	6,114
营业税金及附加	27	33	50	64
营业费用	1,102	1,569	2,030	2,422
管理费用	873	1,985	2,645	3,255
财务费用	-3	78	77	23
资产减值损失	0	0	0	0
加:投资净收益	110	163	218	268
其他收益	0	0	0	0
营业利润	**1,340**	**2,008**	**2,840**	**3,530**
加:营业外净收支	0	18	13	8
利润总额	**1,340**	**2,027**	**2,853**	**3,538**
减:所得税费用	187	282	398	493
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**1,153**	**1,744**	**2,455**	**3,045**
EBIT	1,392	2,105	2,930	3,560
EBITDA	1,530	2,235	3,102	3,775

重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
每股收益(元)	0.19	0.28	0.40	0.49
每股净资产(元)	0.48	0.76	1.16	1.65
发行在外股份(百万股)	6167	6167	6167	6167
ROIC(%)	26.3%	25.6%	24.4%	21.7%
ROE(%)	39.0%	37.3%	34.4%	29.9%
毛利率(%)	59.1%	59.7%	60.3%	59.6%
销售净利率(%)	18.5%	18.9%	20.0%	20.1%
资产负债率(%)	59.0%	57.5%	51.3%	48.7%
收入增长率(%)	-6.4%	48.0%	33.3%	23.1%
净利润增长率(%)	1469.5%	51.3%	40.8%	24.0%
P/E	99.50	65.77	46.72	37.68
P/B	38.83	24.54	16.09	11.27
EV/EBITDA	75.59	51.00	35.73	28.50

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn