

公司研究/中报点评

2019年08月22日

社会服务/旅游综合 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 14.86
合理价格区间(元): 16.52~16.80

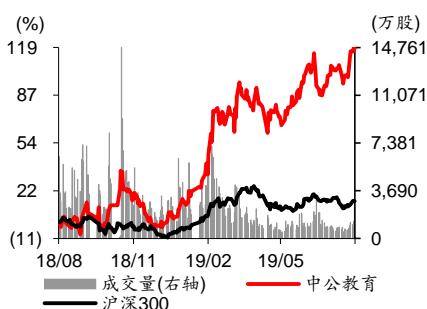
梅昕 执业证书编号: S0570516080001
研究员 021-28972080
meixin@htsc.com

孙丹阳 执业证书编号: S0570519010001
研究员 021-28972038
sundanyang@htsc.com

相关研究

- 1 《中公教育(002607,买入): 新赛道高速增长, 中报预计高增长》2019.07
- 2 《中公教育(002607,买入): 产品结构优化, 一季报业绩超预期》2019.04
- 3 《中公教育(002607,买入): 当下有为, 未来可期》2019.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

如期高增长, 积极投资扩大壁垒

中公教育(002607)

业绩如期高增长, 龙头马太效应提升

公司公布 2019 年半年报: 实现营业收入 36.37 亿元 (同比+48.79%), 预收款 56.57 亿元 (年初 19.2 亿), 归母净利 4.93 亿元 (同比+132.18%), 扣非净利 4.72 亿元 (同比+138.76%), 符合预期。归母净利润接近此前公布的半年报业绩预告上限盈利 4.25~5 亿元。公司营收和利润高速增长主要因招录业务的培训人次和客单价持续增长, 考研、IT 等新品类快速增长。未来职业教育行业空间广阔, 处于政策红利期、行业整合期, 有望诞生大型综合类职业教育集团。中公教育跨赛道复制稳步推进, 龙头马太效应提升, 预计 19-21 年 EPS0.28/0.39/0.55 元, 目标价 16.52-16.80 元, 维持买入。

“教研-渠道-管理”三位一体资源实力领先

19 年上半年已建立覆盖 319 个地级市 880 个学习中心网点, 较 18 年底的 701 个增长 25.53%, 进一步下沉市场。研发和教学人员为公司核心经营资源, 19 年上半年研发团队人数 1946 人, 较 18 年底增长 44.15%; 教师团队人数达到 11604 人, 增长 23.13%, 保障教学产品品质和数量的持续增长。上半年公司毛利率 57.52%/+2.1pct, 新品类成本投入持续增加导致毛利率提升较缓慢; 研发费用率 8.36%/+0.04pct; 销售费用率 18.56%/-3.32pct, 管理费用率 13.75%/-2.24pct, 主要因为新品类扩张研发投入持续加大, 管理运营规模效应显现。

多品类增长飞轮效应扩大, 公考外业务收入占比提升 8.89pct

上半年公务员、事业单位、教师、综合面授、线上收入贡献分别为 50.00%、5.90%、11.89%、19.30%、12.22%, 公考外业务收入占比近 50%/+8.89pct。分业务看: 1) 公务员、事业单位序列受机构改革影响, 公司市占率和客单价提升部分抵消招录人数下滑, 营收分别同比增长 26.32%、7.01%, 不排除未来招录人数回升; 2) 教师受益于市场需求增长, 收入同比增长 52.18%; 3) 考研和 IT 培训等职业能力提升新业务受益于优质供给增加, 所属类别综合面授序列收入同比高增长 89.43%; 4) 线上培训人次受益于在职报考学习人群增加, 达到 85.81 万 (同比+63%), 线上收入同比增长 205.94%。

职业教育龙头深挖护城河, 长期看好, 维持“买入”

职业教育提升就业能力, 战略地位显著, 未来有望畅享政策红利。行业处于优质供给激发潜在需求、优胜劣汰阶段。中公教育核心竞争力来自自主研发、快响应、强渠道的垂直一体化快速响应能力和“利他”企业文化。公司坚持多品类扩张、数字化转型、积极进取投资战略, 有利于实现潜在客群扩大、放大平台优势, 逐级实现公司增长愿景, 推动公司向职业教育 3.0 新阶段迈进。预计 19-21 年 EPS0.28/0.39/0.55 元, 可比公司 19 平均 PE37 倍, 海外好未来 19PE94 倍, 考虑公司各项培训业务布局全面, 新品类快速增长, 给予 19 年 59-60 倍 PE, 目标价 16.52-16.80 元, 维持买入。

风险提示: 公务员招录人数大幅下滑; 公司招生人数低于预期; 市场竞争激烈程度超出预期; 跨赛道复制不确定性。

公司基本资料

总股本 (百万股)	6,167
流通 A 股 (百万股)	667.24
52 周内股价区间 (元)	6.71-14.88
总市值 (百万元)	91,648
总资产 (百万元)	10,490
每股净资产 (元)	0.33

资料来源: 公司公告

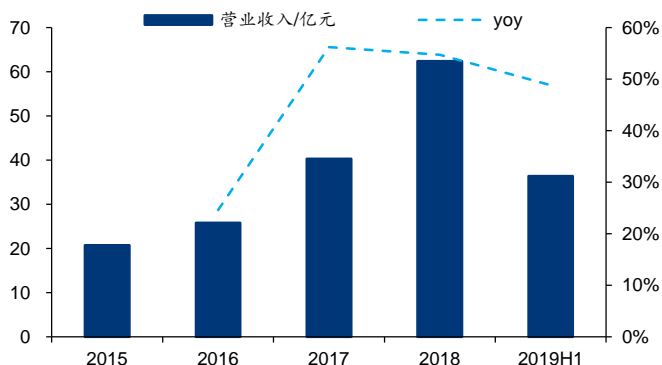
经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	4,031	6,237	9,241	12,405	16,809
+/-%	(38.56)	54.72	48.16	34.24	35.51
归属母公司净利润 (百万元)	524.84	1,153	1,757	2,380	3,382
+/-%	696.73	119.67	52.40	35.47	42.08
EPS (元, 最新摊薄)	0.09	0.19	0.28	0.39	0.55
PE (倍)	174.86	79.60	52.23	38.56	27.14

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

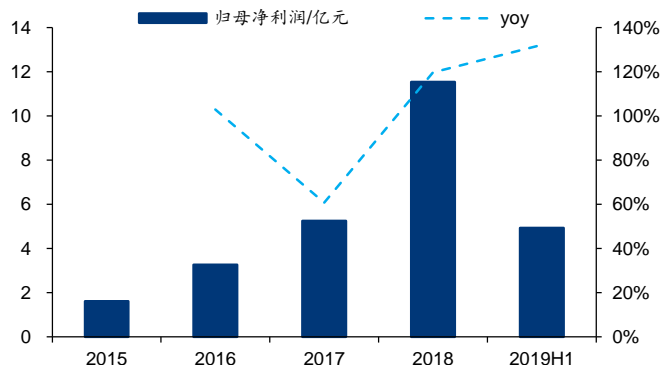
如期高增长，积极投资扩大壁垒

图表1：公司营业收入及同比增速



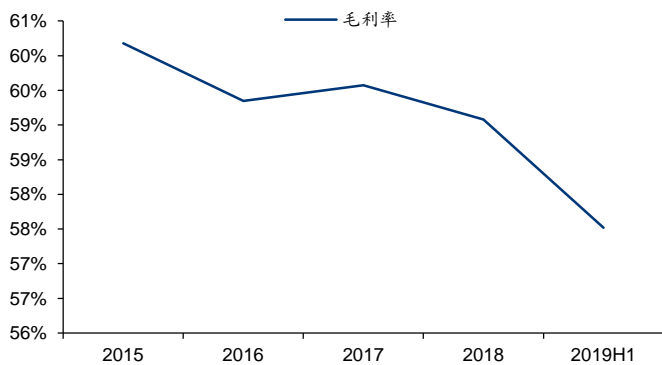
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2：公司归母净利润及同比增速



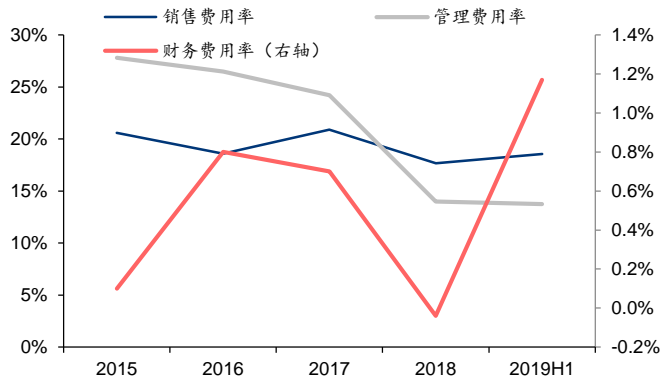
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3：公司毛利率变化



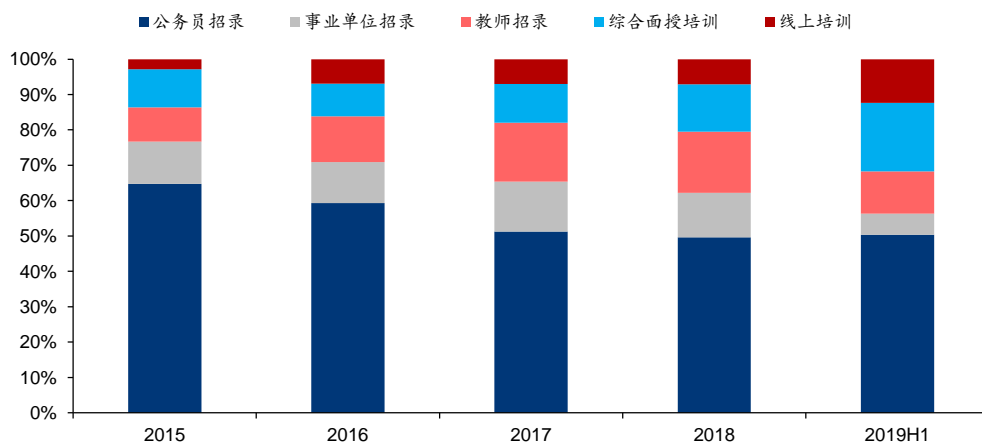
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4：公司各项期间费用率



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表5：公司分项业务收入占比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

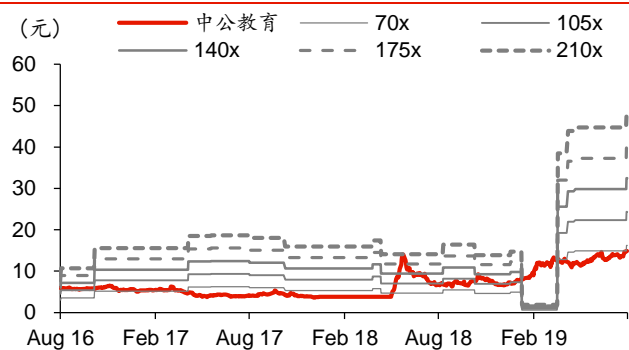
图表6: 可比公司估值 (19年8月20日)

证券代码	证券简称	总市值/亿元	PE(TTM)	2019PE	2020PE
603377.SH	东方时尚	89.32	42.39	37.87	34.80
002621.SZ	美吉姆	72.44	155.08	42.91	36.97
300282.SZ	三盛教育	44.65	38.55	30.38	24.54
	平均值	68.80	78.67	37.05	32.10
002607.SZ	中公教育	906.61	72.60	55.44	40.75
TAL.N	好未来	198 (亿美元)	67.59	93.90	34.34

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

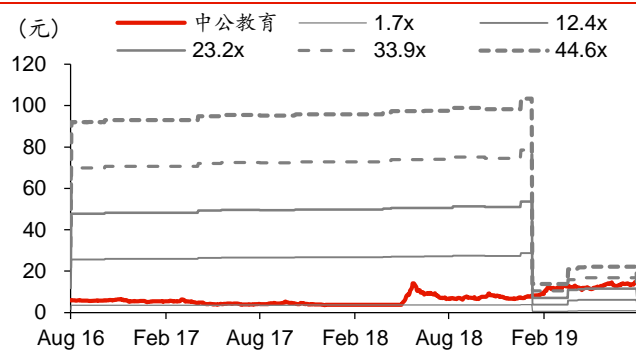
PE/PB - Bands

图表7: 中公教育历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表8: 中公教育历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,401	3,070	7,887	9,526	13,286
现金	189.96	648.71	6,889	8,429	12,080
应收账款	0.00	6.80	9.82	13.18	17.87
其他应收账款	40.22	80.71	0.00	0.00	0.00
预付账款	0.71	1.48	2.10	2.82	3.81
存货	0.00	0.02	0.03	0.04	0.05
其他流动资产	2,170	2,332	985.93	1,081	1,185
非流动资产	834.06	4,132	3,036	3,926	5,095
长期投资	0.00	0.00	200.00	350.00	500.00
固定投资	279.91	699.10	923.96	1,192	1,606
无形资产	200.67	204.42	504.42	904.42	1,404
其他非流动资产	353.48	3,229	1,408	1,480	1,585
资产总计	3,235	7,202	10,923	13,452	18,382
流动负债	2,195	4,151	4,449	4,578	6,122
短期借款	100.00	1,607	1,029	0.00	0.00
应付账款	34.81	144.56	204.35	274.59	370.98
其他流动负债	2,060	2,400	3,215	4,303	5,751
非流动负债	39.26	96.77	773.97	751.32	755.10
长期借款	0.00	0.00	700.00	700.00	700.00
其他非流动负债	39.26	96.77	73.97	51.32	55.10
负债合计	2,234	4,248	5,223	5,329	6,877
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	90.00	103.81	6,167	6,167	6,167
资本公积	357.84	1,145	(4,202)	(4,202)	(4,202)
留存公积	552.48	1,705	3,462	5,842	9,224
归属母公司股东权益	1,000	2,954	5,385	7,808	11,189
负债和股东权益	3,235	7,202	10,923	13,452	18,382

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	999.41	1,408	5,437	3,837	5,256
净利润	524.84	1,153	1,757	2,380	3,382
折旧摊销	107.78	137.93	212.42	255.87	305.29
财务费用	28.13	(2.53)	52.77	72.68	100.55
投资损失	(94.65)	(110.35)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	379.42	170.91	2,365	1,179	1,565
其他经营现金	53.89	59.09	1,049	(50.72)	(96.06)
投资活动现金	(1,569)	(2,360)	(294.16)	(1,195)	(1,505)
资本支出	159.18	263.06	303.20	340.00	540.00
长期投资	1,504	1,942	(346.34)	300.00	300.00
其他投资现金	94.65	(155.30)	(337.30)	(555.00)	(665.00)
筹资活动现金	132.21	1,412	782.26	(1,102)	(100.55)
短期借款	(823.20)	1,507	(577.57)	(1,029)	0.00
长期借款	(17.55)	0.00	700.00	0.00	0.00
普通股增加	(365.74)	13.81	6,064	0.00	0.00
资本公积增加	(719.72)	786.94	(5,347)	0.00	0.00
其他筹资现金	2,058	(895.81)	(56.70)	(72.68)	(100.55)
现金净增加额	(436.89)	459.67	5,925	1,540	3,651

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,031	6,237	9,241	12,405	16,809
营业成本	1,630	2,552	3,610	4,851	6,554
营业税金及附加	19.23	27.29	92.41	124.05	168.09
营业费用	841.30	1,102	1,602	2,149	2,849
管理费用	666.61	873.42	1,841	2,366	3,103
财务费用	28.13	(2.53)	52.77	72.68	100.55
资产减值损失	0.00	0.30	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	94.65	110.35	0.00	0.00	0.00
营业利润	630.90	1,340	2,042	2,842	4,034
营业外收入	2.38	0.76	0.76	0.80	0.84
营业外支出	8.62	1.25	1.25	9.00	9.00
利润总额	624.66	1,340	2,041	2,833	4,026
所得税	99.82	186.65	284.45	453.36	644.12
净利润	524.84	1,153	1,757	2,380	3,382
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	524.84	1,153	1,757	2,380	3,382
EBITDA	766.81	1,475	2,307	3,170	4,440
EPS (元, 基本)	5.83	11.11	0.28	0.39	0.55

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	(38.56)	54.72	48.16	34.24	35.51
营业利润	754.50	112.40	52.38	39.17	41.95
归属母公司净利润	696.73	119.67	52.40	35.47	42.08
获利能力 (%)					
毛利率	59.58	59.08	60.93	60.89	61.01
净利率	13.02	18.48	19.01	19.19	20.12
ROE	52.47	39.03	32.63	30.48	30.22
ROIC	51.30	79.79	(323.75)	(201.20)	(172.61)
偿债能力					
资产负债率 (%)	69.08	58.98	47.81	39.61	37.41
净负债比率 (%)	4.48	37.83	33.11	13.14	10.18
流动比率	1.09	0.74	1.77	2.08	2.17
速动比率	1.09	0.74	1.77	2.08	2.17
营运能力					
总资产周转率	1.08	1.20	1.02	1.02	1.06
应收账款周转率	150.67	987.33	1,074	1,042	1,046
应付账款周转率	40.52	28.46	20.70	20.26	20.31
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.09	0.19	0.28	0.39	0.55
每股经营现金流(最新摊薄)	0.16	0.23	0.88	0.62	0.85
每股净资产(最新摊薄)	0.16	0.48	0.87	1.27	1.81
估值比率					
PE (倍)	174.86	79.60	52.23	38.56	27.14
PB (倍)	91.74	31.07	17.04	11.75	8.20
EV_EBITDA (倍)	117.31	60.97	38.99	28.38	20.26

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com