

# 中公教育 18 年净利润 11.0~11.6 亿元，超市场预期

## ——亚夏汽车(002607.SZ) 重大事项点评之二

公司简报

◆中公教育 2018 年业绩预告修正公告：归母净利润 11.0~11.6 亿元，超市场预期。中公教育于 2019 年 1 月 29 日披露 2018 年业绩预告修正公告，预计实现归母净利润约 11.0~11.6 亿元、扣非归母净利润约 10.3~11.3 亿元。2018 年归母净利润市场预期约 9.3 亿元，我们财务模型预计约 10.2 亿元，公司 2018 年经营业绩超过我们和市场预期。2018 年 12 月 27 日，中公教育借壳亚夏汽车事项已完成标的资产北京中公教育科技有限公司的 100% 股权过户手续及相关工商变更登记。2019 年 1 月 15 日，公司公告拟将中文名称变更为中公教育科技有限公司，证券简称变更为“中公教育”。

◆中公教育：中国职业培训第一龙头，短中长期成长逻辑清晰。中公教育是国内领先的非学历职业就业培训服务提供商，主要领域包括公务员、事业单位、教师等。截至 2018 年 4 月 30 日，中公教育拥有覆盖 31 个省市自治区 319 个地级市的 619 个直营分支机构，并拥有 7,264 名全职授课教师。公司 2018 年线下培训业务中，公务员约 30 亿元收入、教师约 12 亿元、事业单位约 10 亿元；线上业务收入约 13 亿元。从长期成长空间看，成人职业培训行业未来约 5000 亿元市场空间，可分为考试培训（1000 亿元）和技能培训（4000 亿元）两大领域，宏大市场为中公教育打开广阔成长空间。从中短期成长性看，品类拓展、渠道下沉、客单价提升、运营效率提升是公司主要成长动力，分品类看：公务员和事业单位岗位数未来将保持平稳，相关培训业务收入有望保持 20~30% 增长；受益于国家政策红利，教师培训业务收入有望保持 60% 以上复合增速。公司整体收入未来 3 年有望保持约 30% 复合增速，随着利润率的逐步提升，利润复合增速有望高于收入复合增速。

◆投资建议。考虑到公司教师考试培训业务的快速增长以及公务员考试培训业务和事业单位考试培训业务的稳定增长，以及双师课堂带来公司盈利能力的提升，我们上调亚夏汽车 18~20 年净利润预测为 11.31/15.11/19.70 亿元，EPS 预测分别为 0.18、0.24、0.32 元。当前股价 8.38 元/股和考虑股本增厚后 61.67 亿股本，520 亿元市值对应 19-20 年 P/E 约为 34x 和 26x，维持亚夏汽车“买入”评级。

◆风险提示：业绩承诺不能完成的风险等。

### 业绩预测和估值指标

| 指标             | 2016    | 2017   | 2018E    | 2019E  | 2020E  |
|----------------|---------|--------|----------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）      | 6,561   | 6,664  | 6,598    | 9,237  | 11,546 |
| 营业收入增长率        | 25.67%  | 1.58%  | -1.00%   | 40.00% | 25.00% |
| 净利润（百万元）       | 66      | 73     | 1,131    | 1,511  | 1,970  |
| 净利润增长率         | 336.34% | 11.51% | 1440.17% | 33.56% | 30.36% |
| EPS（元）         | 0.01    | 0.01   | 0.18     | 0.24   | 0.32   |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 3.54%   | 3.84%  | 5.52%    | 6.93%  | 8.39%  |
| P/E            | 785     | 704    | 46       | 34     | 26     |
| P/B            | 27.8    | 27.0   | 2.5      | 2.4    | 2.2    |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 2 月 1 日

## 买入（维持）

### 分析师

刘凯（执业证书编号：S0930517100002）

021-52523849

[kailiu@ebsecn.com](mailto:kailiu@ebsecn.com)

### 联系人

贾昌浩

021-52523835

[jiachanghao@ebsecn.com](mailto:jiachanghao@ebsecn.com)

### 市场数据

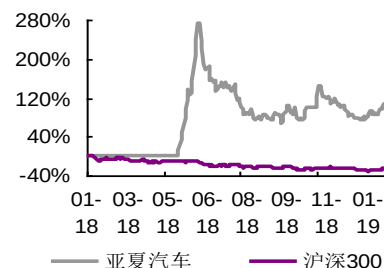
总股本(亿股)：61.67

总市值(亿元)：516.83

一年最低/最高(元)：4.06/15.11

近 3 月换手率：25.66%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

| %  | 一个月   | 三个月   | 十二个月   |
|----|-------|-------|--------|
| 相对 | 9.93  | -3.86 | 133.13 |
| 绝对 | 15.42 | -1.34 | 117.68 |

资料来源：Wind

### 相关研报

中公教育：估值成长，五问五答——亚夏汽车(002607.SZ)跟踪报告之三

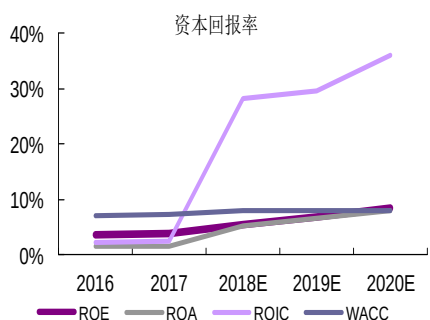
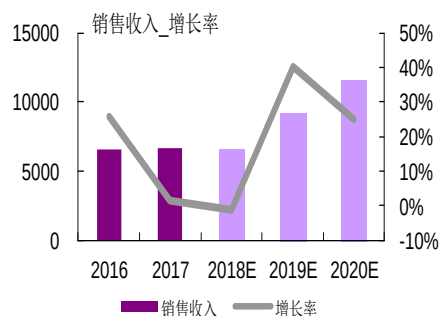
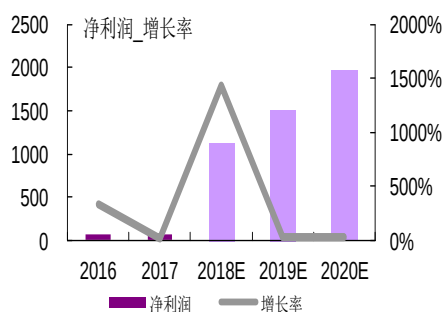
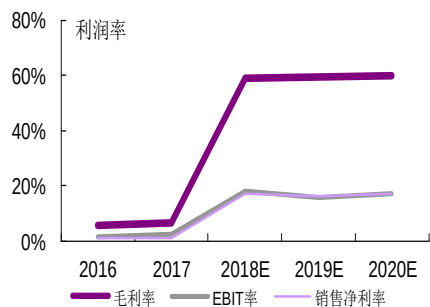
.....2019-01-19

中公教育过户完成，职教龙头剑指千亿——亚夏汽车(002607.SZ)跟踪报告

.....2019-01-05

中公教育借壳上市，A 股龙头扬帆起航——亚夏汽车(002607.SZ)公司深度报告

.....2018-05-08



| 利润表 (百万元) | 2016  | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E  |
|-----------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入      | 6,561 | 6,664 | 6,598 | 9,237 | 11,546 |
| 营业成本      | 6,207 | 6,240 | 2,705 | 3,741 | 4,618  |
| 折旧和摊销     | 84    | 87    | 162   | 165   | 165    |
| 营业税费      | 21    | 33    | 26    | 37    | 46     |
| 销售费用      | 143   | 166   | 1,320 | 1,981 | 2,459  |
| 管理费用      | 73    | 65    | 1,359 | 2,032 | 2,448  |
| 财务费用      | 48    | 53    | -136  | -345  | -364   |
| 公允价值变动损益  | 0     | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 投资收益      | 0     | 1     | 0     | 0     | 0      |
| 营业利润      | 51    | 104   | 1,337 | 1,790 | 2,338  |
| 利润总额      | 86    | 105   | 1,352 | 1,805 | 2,353  |
| 少数股东损益    | -2    | -3    | 0     | 0     | 0      |
| 归属母公司净利润  | 66    | 73    | 1,131 | 1,511 | 1,970  |

| 资产负债表 (百万元) | 2016  | 2017  | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|-------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 总资产         | 4,248 | 4,628 | 21,256 | 22,829 | 24,691 |
| 流动资产        | 2,232 | 2,364 | 19,374 | 21,034 | 22,985 |
| 货币资金        | 856   | 822   | 18,655 | 20,063 | 21,800 |
| 交易型金融资产     | 0     | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 应收账款        | 44    | 76    | 81     | 114    | 142    |
| 应收票据        | 0     | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 其他应收款       | 44    | 38    | 38     | 53     | 66     |
| 存货          | 718   | 682   | 299    | 413    | 510    |
| 可供出售投资      | 186   | 213   | 0      | 0      | 0      |
| 持有到期金融资产    | 0     | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 长期投资        | 0     | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 固定资产        | 758   | 822   | 825    | 780    | 711    |
| 无形资产        | 618   | 590   | 542    | 499    | 460    |
| 总负债         | 2,357 | 2,690 | 718    | 1,007  | 1,201  |
| 无息负债        | 1,376 | 1,386 | 706    | 995    | 1,189  |
| 有息负债        | 981   | 1,303 | 12     | 12     | 12     |
| 股东权益        | 1,891 | 1,938 | 20,538 | 21,823 | 23,490 |
| 股本          | 456   | 820   | 6,167  | 6,167  | 6,167  |
| 公积金         | 1,120 | 755   | 13,006 | 13,157 | 13,354 |
| 未分配利润       | 286   | 337   | 1,339  | 2,472  | 3,943  |
| 少数股东权益      | 29    | 26    | 26     | 26     | 26     |

| 现金流量表 (百万元) | 2016 | 2017 | 2018E  | 2019E | 2020E  |
|-------------|------|------|--------|-------|--------|
| 经营活动现金流     | -47  | -126 | 1,342  | 1,342 | 1,728  |
| 净利润         | 66   | 73   | 1,131  | 1,511 | 1,970  |
| 折旧摊销        | 84   | 87   | 162    | 165   | 165    |
| 净营运资金增加     | 540  | 178  | -159   | 622   | 598    |
| 其他          | -736 | -466 | 207    | -956  | -1,005 |
| 投资活动产生现金流   | -245 | -86  | 178    | -52   | -52    |
| 净资本支出       | -91  | -91  | -114   | -52   | -52    |
| 长期投资变化      | 0    | 0    | 0      | 0     | 0      |
| 其他资产变化      | -154 | 5    | 292    | 0     | 0      |
| 融资活动现金流     | 535  | 134  | 16,313 | 118   | 62     |
| 股本变化        | 99   | 365  | 5,347  | 0     | 0      |
| 债务净变化       | -329 | 323  | -1,292 | 0     | 0      |
| 无息负债变化      | -128 | 10   | -680   | 289   | 194    |
| 净现金流        | 243  | -79  | 17,832 | 1,409 | 1,737  |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

| 关键指标                         | 2016    | 2017   | 2018E    | 2019E   | 2020E   |
|------------------------------|---------|--------|----------|---------|---------|
| <b>成长能力 (%YoY)</b>           |         |        |          |         |         |
| 收入增长率                        | 25.67%  | 1.58%  | -1.00%   | 40.00%  | 25.00%  |
| 净利润增长率                       | 336.34% | 11.51% | 1440.17% | 33.56%  | 30.36%  |
| EBITDA 增长率                   | 32.48%  | 27.41% | 485.09%  | 18.19%  | 32.88%  |
| EBIT 增长率                     | 86.32%  | 46.96% | 725.42%  | 20.40%  | 36.58%  |
| <b>估值指标</b>                  |         |        |          |         |         |
| PE                           | 785     | 704    | 46       | 34      | 26      |
| PB                           | 28      | 27     | 3        | 2       | 2       |
| EV/EBITDA                    | 30      | 38     | 26       | 21      | 15      |
| EV/EBIT                      | 55      | 61     | 29       | 24      | 17      |
| EV/NOPLAT                    | 73      | 90     | 35       | 28      | 20      |
| EV/Sales                     | 1       | 1      | 5        | 4       | 3       |
| EV/IC                        | 2       | 2      | 10       | 8       | 7       |
| <b>盈利能力 (%)</b>              |         |        |          |         |         |
| 毛利率                          | 5.39%   | 6.37%  | 59.00%   | 59.50%  | 60.00%  |
| EBITDA 率                     | 2.79%   | 3.49%  | 20.65%   | 17.43%  | 18.53%  |
| EBIT 率                       | 1.51%   | 2.18%  | 18.20%   | 15.65%  | 17.10%  |
| 税前净利润率                       | 1.30%   | 1.58%  | 20.49%   | 19.54%  | 20.38%  |
| 税后净利润率 (归属母公司)               | 1.00%   | 1.10%  | 17.15%   | 16.36%  | 17.06%  |
| ROA                          | 1.51%   | 1.53%  | 5.32%    | 6.62%   | 7.98%   |
| ROE (归属母公司) (摊薄)             | 3.54%   | 3.84%  | 5.52%    | 6.93%   | 8.39%   |
| 经营性 ROIC                     | 2.18%   | 2.58%  | 28.35%   | 29.65%  | 36.02%  |
| <b>偿债能力</b>                  |         |        |          |         |         |
| 流动比率                         | 1.02    | 0.92   | 31.93    | 23.48   | 21.09   |
| 速动比率                         | 0.69    | 0.65   | 31.43    | 23.02   | 20.63   |
| 归属母公司权益/有息债务                 | 1.90    | 1.47   | 1753.13  | 1862.94 | 2005.46 |
| 有形资产/有息债务                    | 3.63    | 3.03   | 1766.20  | 1904.36 | 2066.74 |
| <b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b> |         |        |          |         |         |
| EPS                          | 0.01    | 0.01   | 0.18     | 0.24    | 0.32    |
| 每股红利                         | 0.00    | 0.00   | 0.04     | 0.05    | 0.06    |
| 每股经营现金流                      | -0.01   | -0.02  | 0.22     | 0.22    | 0.28    |
| 每股自由现金流(FCFF)                | -0.07   | -0.01  | 0.19     | 0.11    | 0.19    |
| 每股净资产                        | 0.30    | 0.31   | 3.33     | 3.53    | 3.80    |
| 每股销售收入                       | 1.06    | 1.08   | 1.07     | 1.50    | 1.87    |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

| 评级  | 说明                                                     |
|-----|--------------------------------------------------------|
| 买入  | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；                       |
| 增持  | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；                     |
| 中性  | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；               |
| 减持  | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；                     |
| 卖出  | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；                       |
| 无评级 | 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 |

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。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会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

## 光大证券股份有限公司

上海市南京西路 1266 恒隆广场一期 49 楼 邮编 200040

| 机构业务总部 | 姓名  | 办公电话          | 手机                      | 电子邮件                   |
|--------|-----|---------------|-------------------------|------------------------|
| 上海     | 徐硕  | 021-52523543  | 13817283600             | shuoxu@ebscn.com       |
|        | 李文渊 |               | 18217788607             | liwenyuan@ebscn.com    |
|        | 李强  | 021-52523547  | 18621590998             | liqiang88@ebscn.com    |
|        | 罗德锦 | 021-52523578  | 13661875949/13609618940 | luodj@ebscn.com        |
|        | 张弓  | 021-52523558  | 13918550549             | zhanggong@ebscn.com    |
|        | 黄素青 | 021-22169130  | 13162521110             | huangsuqing@ebscn.com  |
|        | 邢可  | 021-22167108  | 15618296961             | xingk@ebscn.com        |
|        | 李晓琳 | 021-52523559  | 13918461216             | lixiaolin@ebscn.com    |
|        | 郎珈艺 | 021-52523557  | 18801762801             | dingdian@ebscn.com     |
|        | 余鹏  | 021-52523565  | 17702167366             | yupeng88@ebscn.com     |
| 北京     | 丁点  | 021-52523577  | 18221129383             | dingdian@ebscn.com     |
|        | 郭永佳 |               | 13190020865             | guoyongjia@ebscn.com   |
|        | 郝辉  | 010-58452028  | 13511017986             | haohui@ebscn.com       |
|        | 梁晨  | 010-58452025  | 13901184256             | liangchen@ebscn.com    |
|        | 吕凌  | 010-58452035  | 15811398181             | lvling@ebscn.com       |
|        | 郭晓远 | 010-58452029  | 15120072716             | guoxiaoyuan@ebscn.com  |
|        | 张彦斌 | 010-58452026  | 15135130865             | zhangyanbin@ebscn.com  |
|        | 庞舒然 | 010-58452040  | 18810659385             | pangsr@ebscn.com       |
|        | 中青雯 | 021-22169527  | 15921857444             | shenqw@ebscn.com       |
|        | 黎晓宇 | 0755-83553559 | 13823771340             | lix1@ebscn.com         |
| 深圳     | 张亦潇 | 0755-23996409 | 13725559855             | zhangyx@ebscn.com      |
|        | 王渊锋 | 0755-83551458 | 18576778603             | wangyuanfeng@ebscn.com |
|        | 张靖雯 | 0755-83553249 | 18589058561             | zhangjingwen@ebscn.com |
|        | 苏一耘 |               | 13828709460             | su1y@ebscn.com         |
|        | 常密密 |               | 15626455220             | changmm@ebscn.com      |
| 国际业务   | 陶奕  | 021-52523546  | 18018609199             | taoyi@ebscn.com        |
|        | 梁超  | 021-52523562  | 15158266108             | liangc@ebscn.com       |
|        | 金英光 |               | 13311088991             | jinyg@ebscn.com        |
|        | 周梦颖 | 021-52523550  | 15618752262             | zhoumengying@ebscn.com |
| 私募业务部  | 安玲娴 | 021-52523708  | 15821276905             | anlx@ebscn.com         |
|        | 张浩东 | 021-52523709  | 18516161380             | zhanghd@ebscn.com      |
|        | 吴冕  | 0755-23617467 | 18682306302             | wumian@ebscn.com       |
|        | 吴琦  | 021-52523706  | 13761057445             | wuqi@ebscn.com         |
|        | 王舒  | 021-22169419  | 15869111599             | wangshu@ebscn.com      |
|        | 傅裕  | 021-52523702  | 13564655558             | fuyu@ebscn.com         |
|        | 王婧  | 021-22169359  | 18217302895             | wangjing@ebscn.com     |
|        | 陈潞  | 021-22169146  | 18701777950             | chenlu@ebscn.com       |
|        | 王涵洲 |               | 18601076781             | wanghanzhou@ebscn.com  |
|        | 黄小芳 | 021-52523715  | 15221694319             | huangxf@ebscn.com      |