

证券研究报告·上市公司简评

文化传媒

增长引擎逐步切换，综合面授和线上培训开启职教龙头新时代

事件

公司发布 2019 年上半年报：上半年实现营业收入 36.37 亿元，同增 48.79%；实现归母净利润 4.93 亿元，同增 132.18%；扣非归母净利润 4.72 亿元，同增 138.76%；经营性现金流净额 43.55 亿元，同增 39.08%；ROE（加权）为 16.56%，同降 2.4 个百分点。

简评

上半年渠道下沉加速推进。截至 2019 年 6 月底，公司直营分支机构数量达到 880 个，相比于 2018 年底增长 25.53%（半年时间），对比来看 2018 年全年分支机构数量仅增长 20.4%。分地区来看，上半年华南地区收入增速达到 102.69%、华东和西北地区收入增速超过 50%。上半年公司面授培训人次达到 93.09 万人次，同增 30.80%；面授培训收入 31.68 亿元，同增 38.02%，平均客单价提升 5.5%。

综合面授和线上培训表现亮眼，公司增长引擎逐步切换。1H19 线上培训收入 4.45 亿元，同增 205.94%；综合面授（考研、IT 培训、考证等）培训收入为 7.02 亿元，同增 89.43%。二者收入占比提升至 31.52%，公司正从招录考试培训快速拓展至职业提升考试辅导和职业能力训练领域。上半年线上培训收入 4.45 亿元，同增 205.94%，双师模式取得巨大成功。

受政府精简机构改革影响，上半年省考公务员和事业单位招录名额有所下降导致事业单位和公务员业务收入增速放缓。上半年公务员招录面授培训收入 18.19 亿元，同增 26.32%；事业单位招录面授培训收入为 2.15 亿元，仅同增 7.01%。公务员招录面授培训收入占比降至 50.0%。在报考难度提升背景下，公务员序列客单价上半年均同比提升 15% 以上。**教师招录及教师资格面授培训收入 4.32 亿元，同增 52.18%，维持较高景气度。**

规模效应带动费率下降和盈利能力提升。2019 年上半年公司毛利率为 57.52%，同比提升 2.16 个百分点；销售费用率为 18.57%，同比下降 3.33 个百分点；管理费用率为 13.74%，同比下降 2.25 个百分点；净利率为 13.55%，同比提升 4.87 个百分点。

盈利预测：上调公司盈利预测，预计 2019、2020 年公司归母净利润分别为 17.74、24.28 亿元，对应 2019、20 年 PE 为 51、37 倍，上调至“买入”评级。

中公教育 (002607)

上调

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

执业证书编号：S1440519030001

发布日期：2019 年 08 月 19 日

当前股价：14.7 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

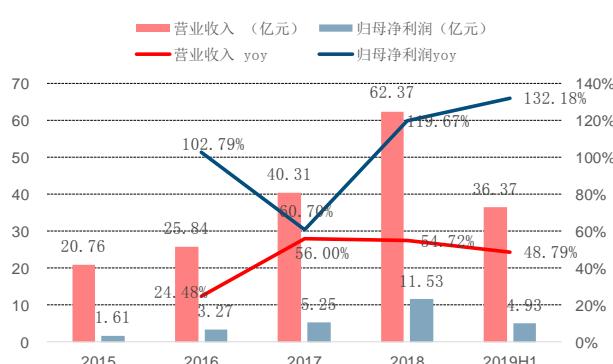
1 个月	3 个月	12 个月
11.2/12.71	22.6/24.93	122.73/121.54
12 月最高/最低价 (元)		15.3/6.6
总股本 (万股)		616,739.94
流通 A 股 (万股)		82,033.6
总市值 (亿元)		906.61
流通市值 (亿元)		120.59
近 3 月日均成交量 (万)		1,002.25
主要股东		
鲁忠芳		41.36%

股价表现

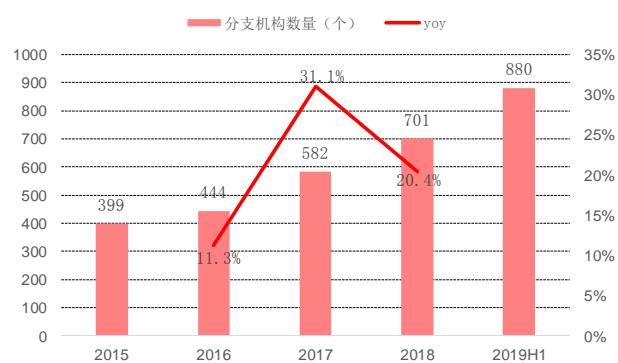


相关研究报告

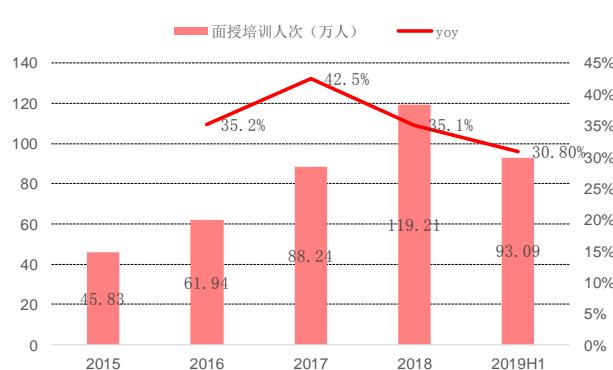
- 19.07.07 【中信建投海外及中小市值】中公教育 (002607):上半年业绩预增 100%-135%，网点下沉+产品延伸空间广阔
- 19.04.28 【中信建投海外及中小市值】中公教育 (002607):一季度收入同比增长 62%，规模效应带来净利率大幅提升
- 19.04.09 【中信建投海外及中小市值】中公教育 (002607):公务员招培业务表现超出预期，渠道下沉驱动公司快速增长

图表1：中公教育1H19归母净利润大增132.18%


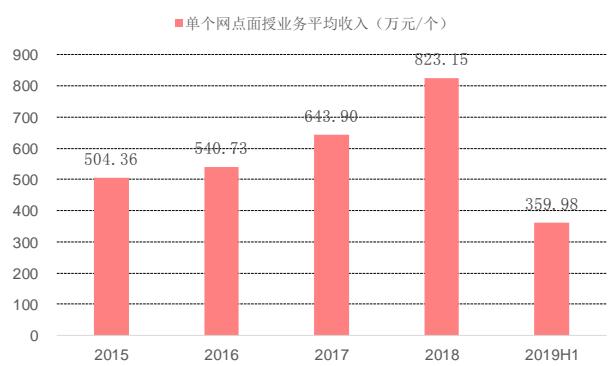
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表2：中公教育1H19直营机构数量达到880家


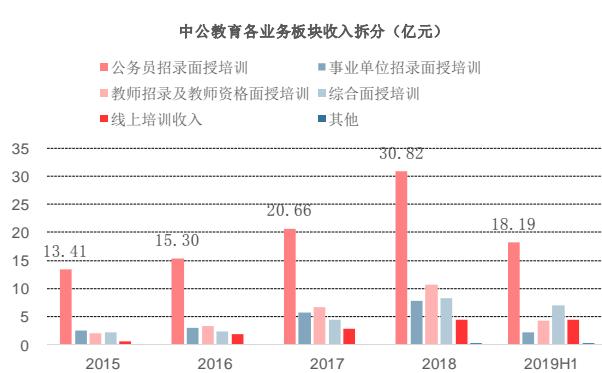
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表3：1H19面授培训人次达93.09万人，同增30.8%


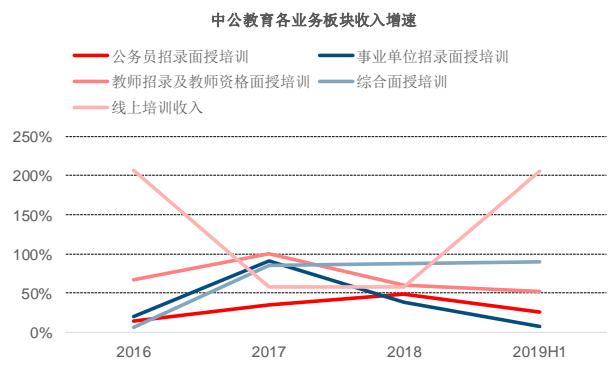
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表4：中公教育1H19单个网点面授收入达359.98万元


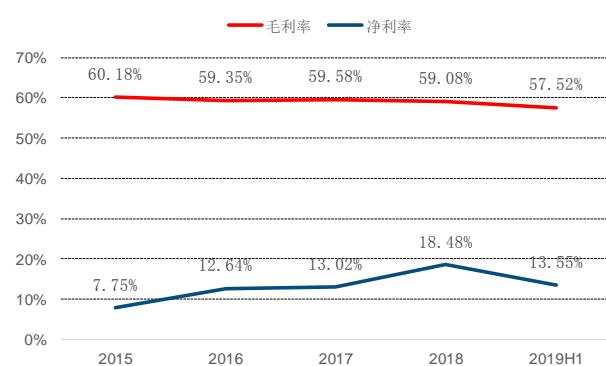
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表5：中公教育1H19公务员招录培训收入达18.19亿元


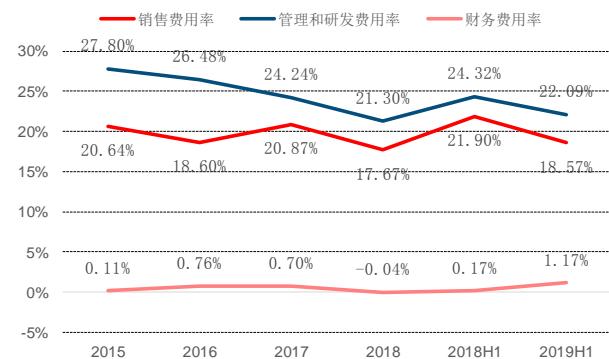
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表6：中公教育1H19线上培训收入增速达205.94%


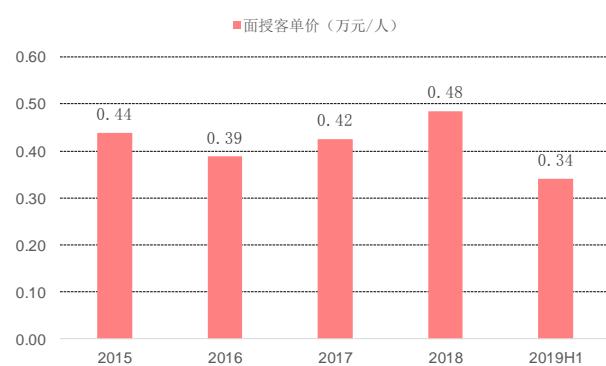
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表7：中公教育1H19毛利率57.52%，净利率13.55%


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

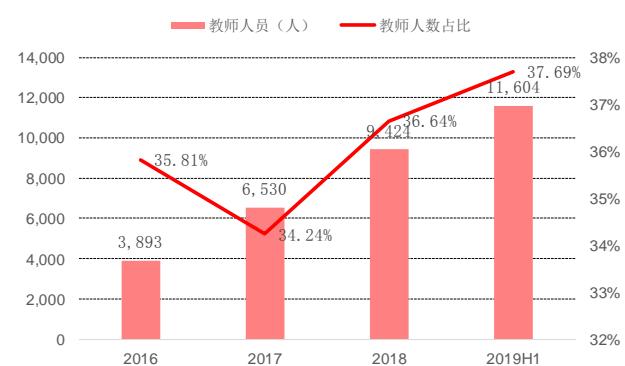
图表8：中公教育1H19管理和销售费用率较同期下降


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表9：中公教育1H19面授业务客单价（税后）为0.34万元/人


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

注：授业务客单价根据(面授培训收入/面授培训人次)计算

图表10：中公教育1H19教师团队达到1.2万人


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

附表：盈利预测
利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E	单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,237.0	8,853.2	11,652.0	14,732.5	经营活动现金流	1,407.9	2,247.7	2,769.1	3,422.2
减：营业成本	2,552.4	3,445.7	4,486.0	5,598.4	净利润	1,152.9	1,774.0	2,428.3	3,176.5
营业税金及附加	27.3	38.7	51.0	64.5	折旧摊销	137.9	93.6	203.7	330.5
营业费用	1,101.8	1,505.0	1,980.8	2,504.5	财务费用	12.9	17.1	-47.9	-119.2
管理费用	873.4	1,868.0	2,452.7	3,093.8	投资损失	-110.4	-110.0	-130.0	-150.0
财务费用	-2.5	17.1	-47.9	-119.2	营运资金变动	-1,649.3	472.9	315.0	184.4
资产减值损失	0.3	1.0	2.0	3.0	其它	1,863.9	-	-	-
加：公允价值变动收益	-	-	-	-	投资活动现金流	-2,360.2	-504.4	-694.5	-858.9
投资收益	110.4	110.0	130.0	150.0	可供出售金融资产	-112.8	29.9	17.7	-21.7
营业利润	1,340.0	2,087.6	2,857.3	3,737.5	长期股权投资	-60.5	-	-	-
营业外收入	0.8	1.0	1.0	1.0	其他	-2,186.9	-534.2	-712.2	-837.1
营业外支出	1.3	1.5	1.5	1.5	筹资活动现金流	1,411.9	-1,329.7	-483.9	75.1
利润总额	1,339.5	2,087.1	2,856.8	3,737.0	短期借款	1,507.0	-1,246.0	-361.0	-
减：所得税	186.7	313.1	428.5	560.6	长期借款	-	-	-	-
净利润	1,152.9	1,774.0	2,428.3	3,176.5	其他	-95.1	-83.7	-122.9	75.1
少数股东损益	-	-	-	-	现金净增加额	459.7	413.7	1,590.7	2,638.5
归母净利润	1,152.9	1,774.0	2,428.3	3,176.5					

资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E	关键指标	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,070.0	3,585.2	5,371.6	8,207.8	业绩表现	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	648.7	1,062.4	2,653.1	5,291.6	营业收入增长率	54.7%	41.9%	31.6%	26.4%
应收账款	6.8	3.0	9.9	6.5	归母净利润增长率	119.7%	53.9%	36.9%	30.8%
应收票据	-	-	-	-	毛利率	59.1%	61.1%	61.5%	62.0%
预付账款	1.5	0.5	2.1	1.2	净利率	18.5%	20.0%	20.8%	21.6%
存货	0.0	0.0	0.0	0.0	EBITDA Margin (%)	29.6%	24.8%	25.9%	26.8%
其他	2,413.0	2,519.2	2,706.4	2,908.5	ROE	39.0%	38.9%	35.1%	31.6%
非流动资产	4,132.1	4,632.1	5,386.1	6,269.0	价值评估				
长期股权投资	-	-	-	-	PE	78.6	51.1	37.3	28.5
固定资产	699.1	1,224.5	1,862.3	2,499.7	PB	30.7	19.9	13.1	9.0
无形资产	204.4	196.1	187.4	178.5	PS	14.5	0.0	0.0	0.0
其他	3,228.5	3,211.5	3,336.4	3,590.9					
资产总计	7,202.1	8,217.3	10,757.7	14,476.8	每股指标				
流动负债	4,151.4	3,476.6	3,767.0	4,342.9	EPS(最新股本)	0.19	0.29	0.39	0.52
短期借款	1,607.0	361.0	-	-	BVPS	0.48	0.74	1.12	1.63
应付账款	144.6	97.6	217.7	175.8					
其他	2,399.8	3,017.9	3,549.3	4,167.1	流动性				
非流动负债	96.8	79.3	71.8	82.6	净负债 / 权益	143.8%	78.0%	55.5%	44.0%
长期借款	-	-	-	-	总负债 / 总资产	59.0%	43.8%	35.7%	30.6%
其他	96.8	79.3	71.8	82.6	流动比率	0.74	1.03	1.43	1.89
负债合计	4,248.1	3,555.9	3,838.8	4,425.5	速动比率	0.74	1.03	1.43	1.89
少数股东权益	-	-	-	-					
归母股东权益	2,954.0	4,558.6	6,918.9	10,051.3					
负债和股东权益	7,202.1	8,114.5	10,757.7	14,476.8					

分析师介绍

叶乐：中信建投证券教育行业分析师、中小市值分析师（新消费服务方向），毕业于复旦大学金融硕士专业，2016年加入中信建投证券，2017年“新财富”最佳分析师中小市值第3名团队成员。除负责教育行业研究之外，还覆盖诸多新消费服务领域，在宠物、人力资源、母婴、化妆品等行业研究深入。联系方式：18521081258, yele@csc.com.cn

研究助理

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn
任师蕙 010-8515 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
杨洁 010-86451428 yangiezgs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn
李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn
诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn
范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn
李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
薛蛟 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
王定润 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
XU SHUFENG 0755-23953843
xushufeng@csc.com.cn
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座

12 层（邮编：100010）

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大

厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心

B 座 22 层（邮编：518035）

电话：(0755) 8252-1369

传真：(0755) 2395-3859