

跨赛道逻辑逐步验证，行业红利及管理优势 下未来高增速依然具有保障 买入（维持）

2020 年 03 月 09 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 周良玖

执业证号：S0600517110002

021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	9,176	12,369	15,903	19,652
同比（%）	47.1%	34.8%	28.6%	23.6%
归母净利润（百万元）	1,805	2,549	3,223	4,110
同比（%）	56.5%	41.2%	26.4%	27.5%
每股收益（元/股）	0.29	0.41	0.52	0.67
P/E（倍）	73.14	51.78	40.95	32.11

投资要点

■ 公司披露了 2019 年年报：营收 91.76 亿元，yoy+47.12%；实现归母净利润 18.05 亿元，yoy+56.52%；扣除归母净利润 17.00 亿元，yoy+52.79%。公司董事会同时审议通过利润分配预案，拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.40 元（含税），共计派发现金股利 14.80 亿元。

■ 健康的高增长：各序列快速响应市场变化，老赛道稳健、新赛道强劲。

1) 2019 年公务员序列实现营收 41.71 亿元，同比增长 30.15%，培训人次同比增长 27.09%，在招录人数骤减从而导致协议班产品经营压力提升的情况下，该序列单价依然获得了正增长。2) 事业单位序列实现营收 14.01 亿元，同比增长 58.44%，培训人次同比增长 43.63%，培训单价同比增长 10.31%，事业单位从 Q3 开始的强劲增长数据印证了我们此前基于行业变化的判断。3) 教师序列量价齐升，培训人次同比增长 52.89%，单价同比增长 5.21%。4) 综合招录序列方面，在军队改革、大规模扶贫和医疗提升等政策的刺激下，也获得了接近于教师和事业单位序列的快速增长，有望突破 10 亿收入规模，看好未来该赛道的增长潜力。除招录类培训外，考研辅导业务的营收增速超过 100%，IT 能力训练业务营收增速达到 300%，在两个赛道中都已出现数个千万级营收的活跃品类，看好未来 5-10 年的增长潜力。

■ Q4 净利率与上年同期基本持平，凸显公司的平台优势及成本管理能力。2019Q4 毛利率达到 60.17%，相比 2018Q4 同期的 64.27%略有下滑，但费用率同比有明显改善，19Q4 销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 13.33%、8.95%、6.17%，18Q4 同期分别为 14.79%、9.39%、6.68%，回顾公司 2018Q1 至今的费用率走势，整体呈下降趋势。截止 2019 年底，公司员工人数 35,209 人，同比增长 36.90%，其中研发人员人数 2,051 人，同比增长 51.93%，授课师资人数 13,475 人，同比增长 42.99%。

■ 在线教育业务强劲增速超出我们预期，布局下沉市场加速渠道创新。线上培训业务实现营收 10.36 亿元，同比增长 133.50%，线上培训人次 1,779,196 人，同比增长 59.46%。面授培训人次 1,508,160 人，同比增长 26.51%，面授培训收入 80.84 亿元，同比增长 40.09%。截止 2019 年底公司直营分支机构数量 1,104 个，同比增长 57.49%，公司渠道重心将进一步从总部和省城向地级市及县城下沉，同时拓展和创新高校渠道。

■ 维持“买入”评级。Q1 或部分受到疫情影响，但预计供给侧也将加速分化，且在 2020 年国家稳就业政策背景下各赛道均有望迎来更旺盛参培需求。新增 2022 年盈利预测，预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 25.49/32.23/41.10 亿元，对应 PE 分别为 52/41/32 倍。

■ 风险提示：疫情影响超预期，行业竞争超预期，宏观经济影响等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.40
一年最低/最高价	10.88/23.15
市净率(倍)	38.46
流通 A 股市值(百万元)	17555.19

基础数据

每股净资产(元)	0.56
资产负债率(%)	65.55
总股本(百万股)	6167.40
流通 A 股(百万股)	820.34

相关研究

- 1、《中公教育 (002607)：2019 年业绩超市场预期，彰显对于市场环境变化的适应能力及企业管理执行能力》2020-03-01
- 2、《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》2019-10-29
- 3、《中公教育 (002607)：跨赛道增长的密码》2019-08-22

1. 总员工数同比增长 37%，网点同比增长 57%

截止 2019 年底，中公教育已拥有 2051 名专职研发团队，超过 13,000 人教师团队，总员工人数超过 35,000 人。依托卓越的团队执行力和全国范围的垂直一体化快速响应能力，公司已发展作为一家创新驱动的高增长企业平台。

图 1：公司 2019 年底主要人员及直营分部增长情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 总收入同比增长 47%，各序列增速基本符合我们预期

2019 年，公司实现营业总收入 9,176,129,995.89 元，比上年同期增长 47.12%；实现归属于上市公司股东的净利润 1,804,548,688.01 元，比上年同期增长 56.52%；扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润为 1,700,369,663.16 元，较上年同期增长 52.79%。

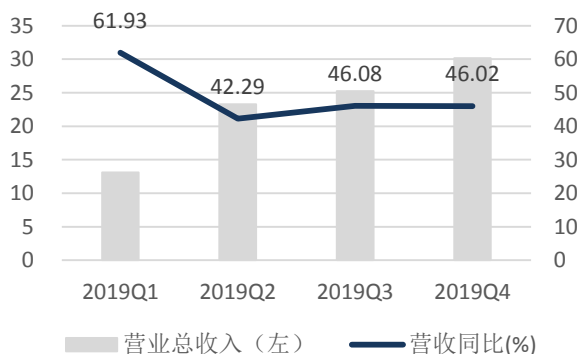
图 2：公司收入及净利润连续保持高增长（单位：元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

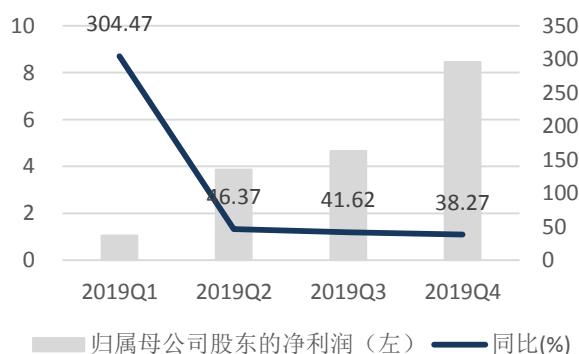
19Q4 实现收入 30.17 亿元，同比增长 46.02%，与前三季度增速基本持平，实现归属于上市公司股东的净利润 8.46 亿元，同比增长 38.27%，净利润维持平稳。

图 3：2019 年季度收入及增速（单位：亿）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 4：2019 年季度归属净利润及增速（单位：亿）



数据来源：wind，东吴证券研究所

2019 年，公司线上培训业务实现营收 10.36 亿元，同比增长 133.50%，线上培训人次 1,779,196 人，同比增长 59.46%。

线下面授培训人次 1,508,160 人，同比增长 26.51%，线下面授培训收入 80.84 亿元，同比增长 40.09%。

截止 2019 年底公司直营分支机构数量 1,104 个，同比增长 57.49%，公司渠道重心将进一步从总部和省城向地级市及县城下沉，同时拓展和创新高校渠道。员工人数 35,209 人，同比增长 36.90%，其中研发人员人数 2,051 人，同比增长 51.93%，授课师资人数 13,475 人，同比增长 42.99%。

表 1：2019 年主要经营资源和业绩指标数据

项目	指标	2019 年/期末	2018 年/期末	yoy
经营资源方面	直营分支机构数量 (个)	1,104	701	57.49%
	员工人数 (人)	35,209	25,718	36.90%
	研发人员人数 (人)	2,051	1,350	51.93%
	授课师资人数 (人)	13,475	9,424	42.99%
业务方面	面授培训人次 (人)	1,508,160	1,192,103	26.51%
	线上培训人次 (人)	1,779,196	1,115,779	59.46%
	面授培训收入 (元)	8,083,730,102.79	5,770,250,029.33	40.09%
	线上培训收入 (元)	1,035,595,638.64	443,502,944.37	133.50%
利润方面	营业收入 (元)	9,176,129,995.89	6,236,987,812.57	47.12%
	归属净利润 (元)	1,804,548,688.01	1,152,887,416.22	56.52%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

各招录序列量价齐升趋势延续，2019 年下半年事业单位序列增速强势反弹：

1) 2019 年公务员序列实现营收 41.71 亿元，同比增长 30.15%，培训人次同比增长 27.09%，在招录人数骤减从而导致协议班产品经营压力提升的情况下，该序列的单价依然获得了正增长。

2) 事业单位序列实现营收 14.01 亿元，同比增长 58.44%，培训人次同比增长 43.63%，培训单价同比增长 10.31%，事业单位从 Q3 开始的强劲增长数据印证了我们此前基于行业变化的判断。

3) 教师序列量价齐升，培训人次同比增长 52.89%，单价同比增长 5.21%。

4) 综合招录（综合招录序列与招录板块之外的新业务合并统计）序列方面，在军队改革、大规模扶贫和医疗提升等政策的刺激下，也获得了接近于教师和事业单位序列的快速增长，有望突破 10 亿收入规模。

此外，在非招录培训板块中，考研辅导业务的营收增速超过 100%，IT 能力训练业务的营收增速更是达到了 300%，在两个赛道中，都已经出现数个千万级营收的活跃品类，看好这一赛道未来 5-10 年的增长潜力。

表 2：公司分序列收入及增长情况（单位：元）

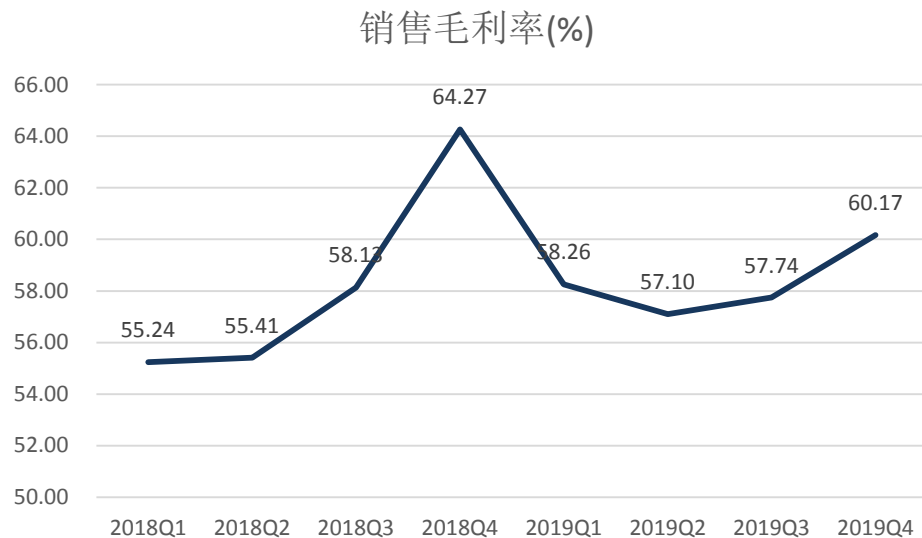
分产品	2019 年		2018 年		yoy
	金额	占比	金额	占比	
公务员序列	4,171,091,369.87	45.46%	3,204,932,785.69	51.39%	30.15%
事业单位序列	1,401,287,171.43	15.27%	884,449,895.82	14.18%	58.44%
教师序列	1,932,698,035.79	21.06%	1,201,551,528.55	19.26%	60.85%
综合序列	1,614,249,164.34	17.59%	922,818,763.64	14.80%	74.93%
其他	56,804,254.46	0.62%	23,234,838.87	0.37%	144.48%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. Q4 毛利率略有下滑，费用率整体呈下降趋势

2019Q4 毛利率达到 60.17%，相比 2018Q4 同期的 64.27% 有所下滑，对于 2019 年全年的毛利率略有影响。

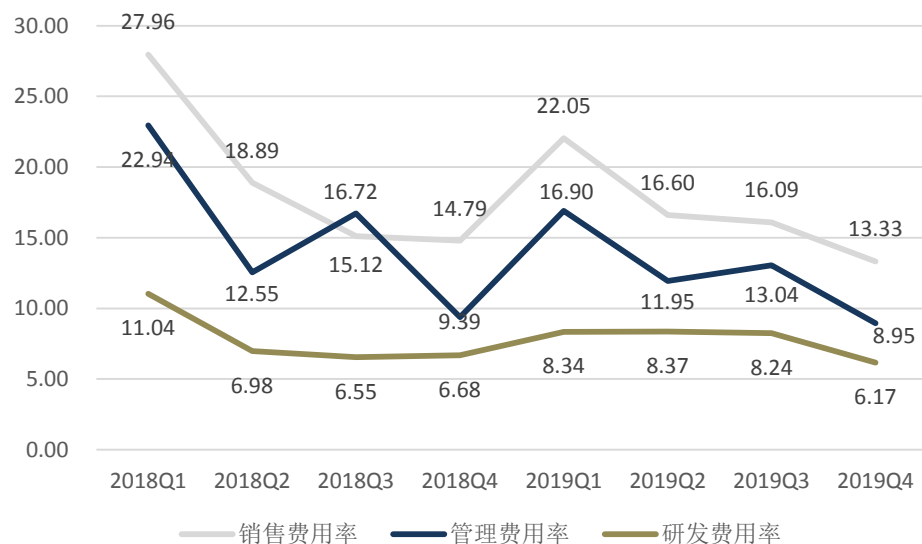
图 5：Q4 毛利率略有下滑（单位：%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

19Q4 销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 13.33%、8.95%、6.17%，18Q4 同期分别为 14.79%、9.39%、6.68%，回顾公司 2018Q1 至今的费用率走势，整体呈下降趋势。由于公司同时有做理财投资及银行贷款，投资收益与财务费用部分对冲。

图 6：费用率整体呈下降趋势（单位：%）



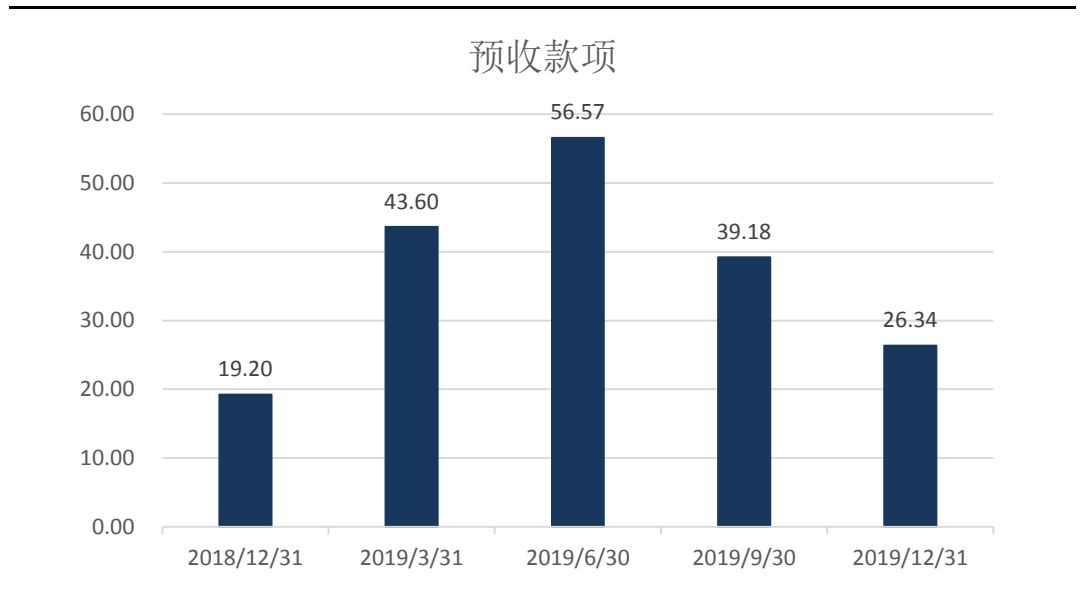
数据来源：wind，东吴证券研究所

4. 期末预收款同比增长 37.19%

公司收入主要包括普通班收入与协议班收入。普通班面授培训收入于完成培训服务时，将预收的培训费全部确认为收入；普通班线上培训收入于提供服务的有效期内按直线法确认。协议班收入于完成培训服务时将不予退费部分确认为收入；可退费部分则根据协议约定，在满足不退费条件时确认为收入。

19Q4 期末，公司账上共有预收账款 26.34 亿元，相比 18Q4 期末同比增长 37%，该前瞻指标仍然维持较高增速，为后续业绩确认奠定基础。

图 7：2018 年底至 2019 年底预收账款情况（单位：亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

5. 风险提示

宏观经济波动的风险；

政策风险；

市场竞争风险；

经营管理风险等。

中公教育三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,836	6,611	9,095	12,290	营业收入	9,176	12,369	15,903	19,652
现金	2,724	4,492	6,978	10,164	减:营业成本	3,813	5,189	6,729	8,223
应收账款	3	10	6	14	营业税金及附加	57	76	98	121
存货	0	0	0	0	营业费用	1,483	1,917	2,481	3,046
其他流动资产	2,109	2,110	2,111	2,111	管理费用	1,098	2,325	3,022	3,734
非流动资产	5,124	5,393	5,671	6,020	财务费用	204	217	196	157
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
固定资产	672	1,001	1,330	1,647	加:投资净收益	259	311	358	394
在建工程	654	705	765	826	其他收益	2	2	2	2
无形资产	198	184	170	156	营业利润	2,091	2,958	3,736	4,766
其他非流动资产	3,601	3,503	3,406	3,391	加:营业外净收支	-1	-1	-1	-1
资产总计	9,961	12,004	14,766	18,310	利润总额	2,089	2,956	3,735	4,765
流动负债	6,422	7,397	8,417	9,330	减:所得税费用	285	407	512	655
短期借款	2,867	2,867	2,867	2,867	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	236	282	390	431	归属母公司净利润	1,805	2,549	3,223	4,110
其他流动负债	3,319	4,248	5,159	6,032	EBIT	2,181	3,022	3,736	4,682
非流动负债	107	107	107	107	EBITDA	2,344	3,193	3,948	4,853
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	107	107	107	107	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	6,529	7,504	8,524	9,437	每股收益(元)	0.29	0.41	0.52	0.67
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	0.56	0.73	1.01	1.44
					发行在外股份(百万				
归属母公司股东权益	3,432	4,500	6,243	8,873	股)	6167	6167	6167	6167
负债和股东权益	9,961	12,004	14,766	18,310	ROIC(%)	29.9%	35.4%	35.4%	34.4%
					ROE(%)	52.6%	56.6%	51.6%	46.3%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	毛利率(%)	58.5%	58.1%	57.7%	58.2%
经营活动现金流	2,474	3,592	4,293	4,949	销售净利率(%)	19.7%	20.6%	20.3%	20.9%
投资活动现金流	-131	-128	-130	-126	资产负债率(%)	65.5%	62.5%	57.7%	51.5%
筹资活动现金流	-267	-1,697	-1,676	-1,637	收入增长率(%)	47.1%	34.8%	28.6%	23.6%
现金净增加额	2,076	1,767	2,487	3,186	净利润增长率(%)	56.5%	41.2%	26.4%	27.5%
折旧和摊销	162	172	212	171	P/E	73.14	51.78	40.95	32.11
资本开支	720	269	278	349	P/B	38.46	29.33	21.14	14.88
营运资本变动	620	967	1,022	906	EV/EBITDA	55.63	40.27	31.94	25.33

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>

