

19 年业绩高增长，赛道扩张符合预期

2020.03.10

	肖明亮(分析师)	叶锐 (分析师)
电话:	020-88832290	020-88836101
邮箱:	xiaoml@gzgzhs.com.cn	yek@gzgzhs.com.cn
执业编号:	A1310517070001	A1310519040001

事件: 公司发布 2019 年年报，实现营收 91.76 亿元，同比增长 47%，实现归母净利润 18.04 亿元，同比增长 56%，每 10 股派发现金红利 2.40 元。

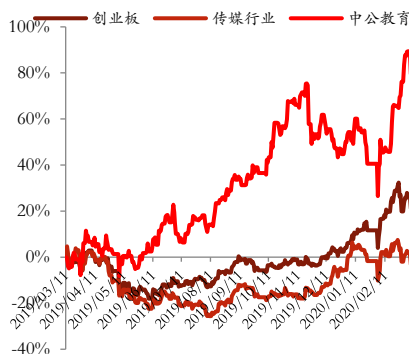
核心观点:

- **全品类收入高增长，净利润率同增 1.19pct。**报告期内，全培训品类实现营收高增长，其中公务员（+30%）/事业单位（+58%）/教师（+61%）/综合（+75%），新赛道方面考研（100%+）/IT 培训（300%+）；受业务收入结构变化的影响，综合毛利率同比减少 0.63pct；受规模化优势不断显现，销售费用率和管理费用率同比减少 1.15/2.03pct；受理财收益和定期存款的影响，确认投资收益 2.59 亿元。此外，经营活动现金流净额同比增长 75%，目前账上有 27.2 亿现金，净利润率同比增长 1.19pct，现金流充裕+盈利能力进一步提升。
- **线下渠道持续扩张+线上营收高增长，垂直&数字化管理保证高效运营。**报告期内，公司线下校区扩张至 1104 个，同比增长 57%；研发人员提升至 2051 人，同增 52%，研发投入同增 53%；此外，公司积极发展线上培训，布局人工智能和大数据技术基础的智慧教学平台、3.0 版交互式直播教学平台等学习分析引擎，保障在线运营，实现在线营收同增 133%，线上营收占比从 2018 年的 7.6%提升至 2019 年的 12.5%；同时公司实现垂直一体化教学，网点—总部指挥中枢—教学现场模式保障每一次教学管理顺利开展。
- **短期看疫情下“稳就业”政策带来公职类扩招机会，长期看从考培-学历提升-职业能力培训带来成长机会。**在当前疫情影响下，国家进一步强调“稳就业”，目前全国研究生及部分省份公务员招收名额已明确扩招，考虑公司公职类考培龙头地位以及线上布局逐渐成熟有望充分享受“稳就业”红利。从长期看，我们认为公司有望立足 1.0 公职类考培赛道，通过构建同心圆，垂直一体化、快速响应与降维进击考研、自考等 2.0 学历提升赛道，进而往万亿级的职业能力培训领域进发，抬高公司天花板赢来长期成长机会。
- **盈利预测与估值:** 我们预计公司 20-22 年归母净利润为 25.5/34.5/44.9 亿元，对应 EPS 为 0.41/0.56/0.73 元/股，对应 PE 为 52/38/30 倍，考虑线上营收高速增长，反映公司线上能力强，疫情期间有利于通过线上弥补线下的短期影响，带动全年平稳发展，维持强烈推荐评级。
- **风险提示:** 政策风险，报名人数大幅下滑，行业竞争加剧

强烈推荐（维持）

传媒行业

公司股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
中公教育	23.49	14.44	34.34
传媒行业	-5.32	9.25	12.95
沪深 300	3.83	20.71	23.69

公司基本资料

总市值(亿元)	1,319.82
总股本(亿股)	61.67
流通股比例	13.30%
资产负债率	65.55%
大股东	鲁忠芳
大股东持股比例	41.36%

相关报告

*广证恒生-传媒行业-中公教育(002607) 年报点评:多元品类高成长,规模效应驱使盈利能力提升-20190409

*广证恒生-传媒&教育行业-中公教育(002607.SZ)深度报告之二:千亿市值,1.0 版百战加冕,2.0 版始于足下-20190909

*广证恒生-传媒行业-中公教育(002607) 深度报告系列三:核心业务潜力不断挖掘,考研培训市场未来 5 年翻番-20191201

*广证恒生-传媒行业-中公教育(002607) 深度报告系列四:教师需求迎上升周期,看好教师培训明星业务成长-20191229

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9176.13	12484.12	16341.72	20886.35
同比(%)	47.12%	36.05%	30.90%	27.81%
归属母公司净利润	1804.55	2551.80	3453.35	4499.67
同比(%)	56.52%	41.41%	35.33%	30.30%
毛利率(%)	58.45%	57.99%	58.50%	59.23%
ROE(%)	52.59%	48.91%	45.23%	41.72%
每股收益(元)	0.29	0.41	0.56	0.73
P/E	73.14	51.72	38.22	29.33
P/B	38.46	25.29	17.29	12.24

盈利预测表：

财务报表预测及比率分析

资产负债表							利润表						
会计年度	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	822.32	648.71	2724.34	3935.39	7008.84	10849.90	营业收入	6664.37	6236.99	9176.13	12484.12	16341.72	20886.35
应收票据及账款	76.41	6.80	2.72	53.49	70.01	89.48	营业成本	6239.75	2552.35	3812.59	5244.71	6781.16	8516.41
预付账款	539.73	1.48	2.46	339.12	443.91	567.37	营业税金及附加	32.65	27.29	56.69	62.37	81.65	104.35
其他应收款	38.05	80.71	255.01	193.26	252.98	323.33	销售费用	165.63	1101.84	1482.98	2034.41	2561.81	3274.25
存货	681.72	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	64.69	873.42	1098.47	1449.64	1897.57	2425.29
其他流动资产	205.34	2332.28	1851.73	2004.08	2081.23	2172.12	研发费用	0.00	454.78	697.94	902.03	1180.76	1509.13
流动资产总计	2363.57	3070.01	4836.26	6525.34	9856.97	14002.20	财务费用	52.60	-2.53	204.31	113.06	112.09	113.04
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	200.00	400.00	600.00	其他经营损益	-16.21	-0.30	-0.34	-5.61	-5.61	-5.61
固定资产	821.75	699.10	672.43	658.95	628.40	580.78	投资收益	1.04	110.35	259.22	250.00	250.00	250.00
在建工程	77.27	91.37	653.58	544.65	435.72	326.79	公允价值变动损益	0.00	0.00	1.71	0.00	0.00	0.00
无形资产	590.19	204.42	197.51	164.59	131.67	98.75	营业利润	93.89	1794.67	2781.68	3824.32	5151.83	6697.40
长期待摊费用	12.58	254.71	240.57	120.28	0.00	0.00	其他非经营损益	11.08	-0.35	5.59	5.44	5.44	5.44
其他非流动资产	762.48	2882.45	3360.36	3696.87	4305.41	4913.94	利润总额	104.98	1794.32	2787.27	3829.76	5157.27	6702.84
非流动资产合计	2264.27	4132.06	5124.44	5385.34	5901.19	6520.26	所得税	34.36	186.65	284.78	375.94	523.18	694.07
资产总计	4627.84	7202.07	9960.71	11910.68	15758.17	20522.46	净利润	70.62	1607.67	2502.48	3453.83	4634.09	6008.78
短期借款	1291.53	1607.00	2867.00	2867.00	3167.00	3467.00	少数股东损益	-2.83	0.00	-0.01	-0.01	-0.01	-0.02
应付票据及账款	1006.14	144.56	236.48	489.35	632.71	794.62	归属母公司股东净利	73.45	1607.67	2502.49	3453.84	4634.10	6008.79
其他流动负债	281.00	2399.79	3318.75	3229.60	4216.40	5369.04	EBITDA	244.99	1474.94	2455.97	3407.88	4472.75	5587.68
流动负债合计	2578.67	4151.35	6422.23	6585.95	8016.11	9630.66	NOPLAT	98.55	1151.06	1974.69	2644.31	3545.01	4592.14
长期借款	11.70	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS(元)	0.01	0.19	0.29	0.41	0.56	0.73
其他非流动负债	99.18	96.77	106.93	106.93	106.93	106.93	主要财务比率						
非流动负债合计	110.88	96.77	106.93	106.93	106.93	106.93	会计年度						
负债合计	2689.55	4248.12	6529.17	6692.88	8123.04	9737.59	成长能力	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
股本	820.34	103.81	103.81	103.81	103.81	103.81	营收增长率	1.58%	-6.41%	47.12%	36.05%	30.90%	27.81%
资本公积	712.97	1144.78	1198.58	1198.58	1198.58	1198.58	EBIT增长率	18.13%	748.48%	71.55%	32.58%	34.46%	29.79%
留存收益	378.76	1705.36	2129.16	3915.42	6332.76	9482.53	EBITDA增长率	12.80%	502.03%	66.51%	38.76%	31.25%	24.93%
归属母公司权益	1912.06	2953.95	3431.55	5217.81	7635.15	10784.92	净利润增长率	10.07%	1532.54%	56.52%	41.41%	35.33%	30.30%
少数股东权益	26.22	0.00	-0.01	-0.01	-0.03	-0.04	盈利能力						
股东权益合计	1938.29	2953.95	3431.54	5217.79	7635.13	10784.88	毛利率	6.37%	59.08%	58.45%	57.99%	58.50%	59.23%
负债和股东权益合计	4627.84	7202.07	9960.71	11910.68	15758.17	20522.46	净利率	1.06%	18.48%	19.67%	20.44%	21.13%	21.54%
现金流量表							ROE	3.84%	39.03%	52.59%	48.91%	45.23%	41.72%
会计年度	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	ROA	1.59%	16.01%	18.12%	21.42%	21.91%	21.93%
税后经营利润	65.10	1042.47	1543.42	2297.12	3198.66	4244.97	估值倍数						
折旧与摊销	87.42	137.93	162.34	367.08	384.15	280.93	P/E	1796.82	114.48	73.14	51.72	38.22	29.33
财务费用	52.60	-2.53	204.31	113.06	112.09	113.04	P/S	19.80	21.16	14.38	10.57	8.08	6.32
其他经营资金	-331.58	230.07	563.92	-314.30	871.97	1010.38	P/B	69.03	44.68	38.46	25.29	17.29	12.24
经营性现金净流量	-126.46	1407.95	2473.99	2462.96	4566.87	5649.32	股息率	0.01%	1.32%	0.00%	0.58%	0.78%	1.02%
投资性现金净流量	-85.64	-2360.22	-131.11	-373.31	-645.32	-645.32	EV/EBIT	117.50	2.72	-0.30	-0.61	-1.16	-1.57
筹资性现金净流量	133.59	1411.94	-267.26	-878.60	-848.09	-1162.94	EV/EBITDA	75.58	2.47	-0.28	-0.54	-1.06	-1.49
现金流量净额	-78.52	459.67	2075.62	1211.05	3073.45	3841.06	EV/NOPLAT	187.88	3.16	-0.35	-0.70	-1.34	-1.81

数据来源：同花顺iFind

团队成员介绍：

肖明亮：江西高安人，武汉大学传媒+会计学复合背景，目前担任 TMT 副团队长，传媒和教育行业负责人，5 年传媒行业研究经验。持续跟踪覆盖文化传媒和教育领域，在文娱、教育、营销服务、出版发行等细分领域积累了较丰富的研究经验，重视产业链研究分析，致力于从产业供需分析以及产业链的边际变化挖掘投资价值。

叶锐：广东梅州人，华东师范大学法学硕士，具有新财富团队实习及大型泛娱乐上市公司投资部工作经验，4 年产业和行业研究经验，主要研究教育及泛娱乐方向。

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（中信证券华南股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。