

“逆市”实现高增长，“顺市”料再创佳绩 ——2019 年报点评

买入|维持

事件:

年报数据: 营收 91.76 亿 (yoy: 47.12%), 净利润 18.05 亿 (yoy: 56.52%), 扣非后净利润 17 亿 (yoy: 52.79%)。

分红情况: 现金分红 14.8 亿, 每 10 股派发 2.4 元。

正文点评:

● 利润表角度来看: 高营收增速叠加管理提升, 财务模型持续优化

1) 营收保持高速增长, 毛利率基本稳定 (2019 年 58.45% VS 2018 年 59.08%), 而期间费用持续优化 (销售费用下降 1.51 PCT, 管理费用下降 2.03 PCT), 公司本身就是一个人力密集型行业, 人效和组织管理的提升对业绩提振效果明显; 2) 由于公司短期借款和收款手续费的原因, 公司 2019 年产生 2.23 亿的财务费用, 其中利息支出为 1.08 亿, 手续费 0.99 亿; 3) 公司全年现金流庞大, 由此带来理财投资收益 2.83 亿元。

● 业务拆分角度来看: “拳头” 招录产品逆市增长, 新品类竞相迸发

1) 公考营收 41.71 亿 (yoy: 30.15%), 其中培训人次增长 27.09%, 培训人次的增长涵盖了部分线上培训人次。2019 年公考缩招 3 成, 在此基础上完成 30% 的营收增速超市场预期, 市占率实现“逆市”提升。2) 事业单位营收 14.01 亿 (yoy: 58.44%), 其中培训人次增长 43.63%, 2019 年是事业单位改革的最后一年, 因为事业单位招录体制相对灵活, 招录反弹在 2019 年 Q3 得以起步, 因此营收增速超过 50%。3) 教招营收 19.33 亿 (yoy: 60.85%), 其中培训人次增长 52.89%, 教招业务是近几年最稳定的增长点。4) 综合业务营收 16.14 亿 (yoy: 74.93%), 这部分业务包括了公职类的长尾项目和公司的二、三板块业务, 长尾项目更零散, 但是合计规模大, 市场参与者更少, 而公司二、三板块业务是未来 5-10 年的基层, 以考研和 IT 培训为主要代表的新品类迅猛发展。

● 投资建议与盈利预测

2020Q1 疫情影响了线下招生和开课, 但是不会对业务产生实质性的冲击, 影响更多表现为流水和收入的延期。展望未来, 我们认为招录行业处于上升周期的底部, 机构改革结束后招录反弹&退休潮迭代招录&社会公共基础补强需求是三大核心逻辑, 新品类增长可预见性较强。据此我们认为公司未来几年的业绩增长将维持较高的水平, 预计 2020-2022 年的净利润为 25.29 亿、34.88 亿、47.82 亿, EPS 分别为 0.41 元、0.57 元、0.78 元, 对应目前股价的 PE 分别为 55 倍、40 倍、29 倍, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 疫情演化影响超预期, 政策变动影响。

附表: 盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6236.99	9176.13	13844.52	19466.90	26942.81
收入同比 (%)	54.72	47.12	50.88	40.61	38.40
归母净利润(百万元)	1152.89	1804.55	2529.36	3488.93	4782.20
归母净利润同比 (%)	119.67	56.52	40.17	37.94	37.07
ROE (%)	39.03	52.59	21.08	24.90	27.71
每股收益 (元)	0.19	0.29	0.41	0.57	0.78
市盈率(P/E)	121.22	77.45	55.25	40.06	29.22

资料来源: Wind, 国元证券研究中心

当前价/目标价: 22.71 元/25 元

目标期限: 6 个月

基本数据

52 周最高/最低价 (元): 22.71 / 11.15

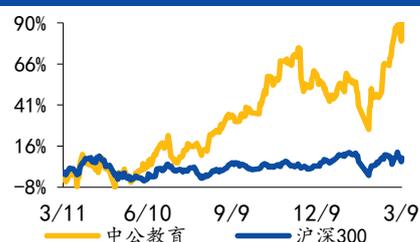
A 股流通股 (百万股): 820.34

A 股总股本 (百万股): 6167.40

流通市值 (百万元): 18629.83

总市值 (百万元): 140061.64

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

《中公教育 (002607) 事件点评: 国考招录+66%而报名人数+4.2%, 省考已反弹》2019.11.12

《中公教育 (002706): 跟踪系列报告三: 考研培训市场能再造一个中公吗?》2019.10.31

报告作者

分析师 易永坚
执业证书编号 S0020519110001
电话 021-51097188
邮箱 yiyongjian@gyzq.com.cn

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3070.01	4836.26	6702.69	8857.38	11077.12
现金	648.71	2724.34	2724.34	2724.34	2724.34
应收账款	6.80	2.72	4.11	5.77	7.99
其他应收款	80.71	255.01	384.75	541.00	748.77
预付账款	1.48	2.46	3.75	5.28	7.30
存货	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	2332.28	1851.73	3585.74	5580.99	7588.72
非流动资产	4132.06	5124.44	4414.71	5791.73	7114.75
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	699.10	672.43	2189.75	3410.04	4493.93
无形资产	204.42	197.51	190.59	183.66	176.74
其他非流动资产	3228.53	4254.50	2034.37	2198.03	2444.08
资产总计	7202.07	9960.71	11117.40	14649.11	18191.87
流动负债	4151.35	6422.23	8970.51	11764.97	15230.04
短期借款	1607.00	2867.00	4000.00	5022.92	6000.00
应付账款	144.56	236.48	345.00	496.12	679.03
其他流动负债	2399.79	3318.75	4625.51	6245.93	8551.00
非流动负债	96.77	106.93	106.93	106.93	106.93
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	96.77	106.93	106.93	106.93	106.93
负债合计	4248.12	6529.17	9077.44	11871.91	15336.97
少数股东权益	0.00	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01
股本	103.81	103.81	6167.40	6167.40	6167.40
资本公积	1144.78	1198.58	1198.58	1198.58	1198.58
留存收益	1705.36	2091.66	4621.02	6629.77	9870.12
归属母公司股东权益	2953.95	3431.55	11999.50	14012.42	17258.33
负债和股东权益	7202.07	9960.71	21076.94	25884.32	32595.29

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1407.95	2473.99	5567.03	5332.95	7391.63
净利润	1152.89	1804.54	2529.36	3488.93	4782.20
折旧摊销	137.93	162.34	226.77	370.15	506.55
财务费用	-2.53	204.31	206.01	270.69	330.69
投资损失	-110.35	-259.22	-250.00	-250.00	-250.00
营运资金变动	170.91	620.04	1371.85	1700.28	2351.64
其他经营现金流	59.09	-58.02	1483.04	-247.09	-329.45
投资活动现金流	-2360.22	-131.11	-2578.55	-3333.51	-3333.51
资本支出	263.06	719.89	1000.00	1500.00	1500.00
长期投资	1941.86	-391.52	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-155.30	197.26	-1578.55	-1833.51	-1833.51
筹资活动现金流	1411.94	-267.26	6971.06	-723.78	-889.90
短期借款	1507.00	1260.00	1133.00	1022.92	977.08
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	13.81	0.00	6063.59	0.00	0.00
资本公积增加	786.94	53.80	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-895.81	-1581.06	-225.53	-1746.70	-1866.98
现金净增加额	459.67	2075.62	9959.54	1275.67	3168.22

利润表

单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	6236.99	9176.13	13844.52	19466.90	26942.81
营业成本	2552.35	3812.59	5814.70	8176.10	11315.98
营业税金及附加	27.29	56.69	85.53	120.27	166.46
营业费用	1101.84	1482.98	2284.35	3212.04	4445.56
管理费用	873.42	1098.47	1661.34	2336.03	3233.14
研发费用	454.78	697.94	1107.56	1557.35	2155.42
财务费用	-2.53	204.31	206.01	270.69	330.69
资产减值损失	-0.30	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	1.71	0.00	0.00	0.00
投资净收益	110.35	259.22	250.00	250.00	250.00
营业利润	1340.03	2090.67	2935.03	4044.43	5545.56
营业外收入	0.76	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.25	1.34	1.34	1.34	1.34
利润总额	1339.54	2089.33	2933.69	4043.08	5544.22
所得税	186.65	284.78	404.33	554.16	762.01
净利润	1152.89	1804.54	2529.36	3488.93	4782.20
少数股东损益	0.00	-0.01	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	1152.89	1804.55	2529.36	3488.93	4782.20
EBITDA	1475.43	2457.31	3367.81	4685.26	6382.79
EPS (元)	0.19	0.29	0.41	0.57	0.78

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	54.72	47.12	50.88	40.61	38.40
营业利润(%)	112.40	56.02	40.39	37.80	37.12
归属母公司净利润(%)	119.67	56.52	40.17	37.94	37.07
获利能力					
毛利率(%)	59.08	58.45	58.00	58.00	58.00
净利率(%)	18.48	19.67	18.27	17.92	17.75
ROE(%)	39.03	52.59	21.08	24.90	27.71
ROIC(%)	79.79	-181.97	-160.45	-164.88	-140.15
偿债能力					
资产负债率(%)	58.98	65.55	43.07	45.87	47.05
净负债比率(%)	37.83	43.91	44.07	42.31	39.12
流动比率	0.74	0.75	0.75	0.75	0.73
速动比率	0.74	0.75	0.75	0.75	0.73
营运能力					
总资产周转率	1.20	1.07	1.31	1.51	1.64
应收账款周转率	987.33	1852.42	3852.62	3743.68	3719.03
应付账款周转率	28.46	20.01	20.00	19.44	19.26
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.29	0.41	0.57	0.78
每股经营现金流(最新摊薄)	11.99	21.06	47.40	45.40	62.93
每股净资产(最新摊薄)	25.15	29.22	102.16	119.30	146.94
估值比率					
P/E	121.22	77.45	55.25	40.06	29.22
P/B	0.90	0.78	0.22	0.19	0.15
EV/EBITDA	92.94	55.80	40.72	29.27	21.48

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188