

业绩逆势高增长, 稳就业推动长期成长可持续

投资要点

- **业绩总结:** 公司2019年实现营收91.8亿元, 同比增长47.1%, 实现归母净利润18亿元, 同比增长56.5%, 实现扣非净利润17亿元, 同比增长52.8%; 其中Q4单季实现营收30.2亿元, 同比增长46%, 实现归母净利润8.5亿元, 同比增长38.23%, 业绩完成率为132.3%, 连续两年大幅超出业绩承诺。此外公司拟向全体股东每10股派发现金股利2.40元(含税), 共计派发现金股利14.8亿元, 分红率82%。
- **招录业务量价齐升逆势增长, 各序列表现优异。** 在全年整体偏冷的招录形势下, 公司凭借强大的执行力和品牌力逆势实现快速增长, 为2020年国家稳就业政策带来的业务回暖打下坚实基础。公务员、教师、事业单位、综合招录分别实现营收41.7亿元/19.3亿元/14亿元/16亿元, 分别同比增长35.4%/79.7%/68.6%/94.8%, 其中公务员、教师、事业单位培训人次分别同比增长27.1%/52.9%/43.6%。
- **考研培训+职业技能提升成长潜力渐现, 多品类布局扩展新疆界。** 2019年公司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高达300%, 各自的板块中, 都已经出现数个千万级营收的活跃品类, 越来越多的品类显现出规模化增长的潜能。单品类的大规模增长和多品类的长尾效应不断叠加, 两大新板块不断拓展公司业务成长新疆界。
- **数字化支撑高效运营, 研发持续投入根基稳固。** 公司的数字化经营探索已持续15年以上, 运营平台分别连接业务前台与学习前台, 一方面支撑线下业务高效运营与多品类规模效应, 另一方面支撑线上业务能力, 2019年全年公司线上培训收入10.4亿元, 同比大幅增长133.5%, 优质线上化教学能力成为有效获客渠道之一, 线上线下联动协同逐渐体现; 截至2019年末, 公司研发人员2051人(yoy+51.9%), 研发人员占比及研发费用率分别提升至5.83%/7.61%, 扎实的课程产品研发为公司核心竞争力之一, 系统及客户端开发则为公司持续的数字化转型打下基础。
- **稳就业导向确定, 静待招录等职业教育需求加速释放。** 受疫情影响, 国务院常委会2月28日会议鼓励企业吸纳高校毕业生、农民工就业相关政策, 其中指出“要扩大今年硕士研究生和专升本规模, 增加基层医疗、社会服务等岗位招募规模”, 截至2019年末公司账上预收款项26.3亿元, 同比增长37.2%, 需求增长确定性强, 加之就业压力背景下, 2020年全年招录等职业教育需求或加速释放, 公司作为行业龙头有望优先享受成长红利, 业绩持续高成长可期。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2020-2022年EPS分别为0.41元、0.57元、0.75元, 独赢PE分别为55X、40X、30X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济或持续波动风险、疫情影响延续面授时间或持续推迟的风险、新品类研发或不及预期的风险。

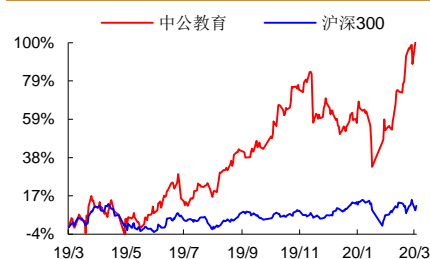
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9176.13	12940.19	17873.55	23108.94
增长率	47.12%	41.02%	38.12%	29.29%
归属母公司净利润(百万元)	1804.55	2537.65	3525.65	4642.73
增长率	56.52%	40.63%	38.93%	31.68%
每股收益EPS(元)	0.29	0.41	0.57	0.75
净资产收益率ROE	52.59%	45.55%	41.05%	37.06%
PE	78	55	40	30
PB	40.82	25.14	16.31	11.18

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸
执业证号: S1250517070001
电话: 010-57758600
邮箱: zhuz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	61.67
流通A股(亿股)	8.20
52周内股价区间(元)	11.15-22.71
总市值(亿元)	1,400.62
总资产(亿元)	99.61
每股净资产(元)	0.56

相关研究

1. 中公教育(002607): 收入延续高增长, 公考回暖利好有望释放 (2019-10-29)
2. 中公教育(002607): 量价齐升业绩高成长, 新品类放量多点开花 (2019-08-20)
3. 中公教育(002607): 19Q1业绩高增, 龙头效应持续显现 (2019-05-06)

关键假设：

假设 1：假设 2020-2022 年招录序列培训人次、线上培训人次 CAGR 分别为 17%、51%；

假设 2：假设其他业务平稳增长；

假设 3：由于无分业务毛利率数据，假设整体毛利率水平维持相对稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
公务员招录	收入	4171.1	5460.0	7147.1	8696.6
	增速	35.4%	30.9%	30.9%	21.7%
教师资格+招录	收入	1932.7	2879.1	3937.7	5007.0
	增速	22.7%	49.0%	36.8%	27.2%
事业单位招聘	收入	1401.3	1849.7	2441.6	3047.1
	增速	78.6%	32.0%	32.0%	24.8%
综合招录	收入	578.3	890.5	1400.8	2083.2
	增速	-30.2%	54.0%	57.3%	48.7%
线上培训	收入	1036.0	1787.1	2850.4	4150.2
	增速	133.6%	72.5%	59.5%	45.6%
其他业务	收入	56.8	73.8	96.0	124.8
	增速	144.5%	30%	30%	30%
合计	收入	9176.1	12940.2	17873.5	23108.9
	增速	47.1%	41.0%	38.1%	29.3%
	毛利率	58.5%	58.2%	58.0%	57.8%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9176.13	12940.19	17873.55	23108.94	净利润	1804.54	2537.65	3525.65	4642.73
营业成本	3812.59	5409.00	7506.89	9751.97	折旧与摊销	162.34	73.08	73.08	73.08
营业税金及附加	56.69	72.17	103.27	131.97	财务费用	204.31	117.58	172.49	218.67
销售费用	1482.98	2329.23	3145.74	4020.96	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	1098.47	2070.43	2859.77	3605.00	经营营运资本变动	3088.80	945.29	1696.84	1868.21
财务费用	204.31	117.58	172.49	218.67	其他	-2786.00	-0.86	-1.00	-1.07
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2473.99	3672.74	5467.05	6801.62
投资收益	259.22	0.00	0.00	0.00	资本支出	-67.94	-10.00	-10.00	-20.00
公允价值变动损益	1.71	0.86	1.00	1.07	其他	-63.17	-1548.54	-1410.45	-1410.38
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-131.11	-1558.54	-1420.45	-1430.38
营业利润	2090.67	2942.63	4086.39	5381.45	短期借款	1260.00	-1460.00	-207.00	-400.00
其他非经营损益	-1.34	-1.06	-1.15	-1.12	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	2089.33	2941.58	4085.24	5380.33	股权融资	53.80	0.00	0.00	0.00
所得税	284.78	403.93	559.59	737.60	支付股利	0.00	-360.91	-507.53	-705.13
净利润	1804.54	2537.65	3525.65	4642.73	其他	-1581.06	284.92	27.51	81.33
少数股东损益	-0.01	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-267.26	-1535.99	-687.02	-1023.80
归属母公司股东净利润	1804.55	2537.65	3525.65	4642.73	现金流量净额	2075.62	578.21	3359.58	4347.44
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2724.34	3302.55	6662.13	11009.57	成长能力				
应收和预付款项	259.63	228.99	347.59	470.70	销售收入增长率	47.12%	41.02%	38.12%	29.29%
存货	0.00	417.26	456.32	484.44	营业利润增长率	56.02%	40.75%	38.87%	31.69%
其他流动资产	1852.30	2030.41	2083.05	2138.91	净利润增长率	56.52%	40.63%	38.93%	31.68%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	66.55%	27.51%	38.26%	30.96%
投资性房地产	688.48	688.48	688.48	688.48	获利能力				
固定资产和在建工程	1326.01	1305.75	1285.49	1275.23	毛利率	58.45%	58.20%	58.00%	57.80%
无形资产和开发支出	297.37	278.61	259.85	241.09	三费率	30.36%	34.91%	34.57%	33.95%
其他非流动资产	2812.58	4199.98	5587.37	6974.76	净利率	19.67%	19.61%	19.73%	20.09%
资产总计	9960.71	12452.02	17370.27	23283.17	ROE	52.59%	45.55%	41.05%	37.06%
短期借款	2867.00	1407.00	1200.00	800.00	ROA	18.12%	20.38%	20.30%	19.94%
应付和预收款项	3466.54	4824.24	6689.56	8717.30	ROIC	238.55%	-510.25%	-278.27%	-194.34%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	26.78%	24.21%	24.24%	24.55%
其他负债	195.63	650.00	891.81	1239.37	营运能力				
负债合计	6529.17	6881.24	8781.37	10756.67	总资产周转率	1.07	1.15	1.20	1.14
股本	6167.40	6167.40	6167.40	6167.40	固定资产周转率	13.38	19.69	28.50	38.72
资本公积	1198.58	1198.58	1198.58	1198.58	应收账款周转率	1926.55	2591.64	2273.86	2302.86
留存收益	2091.66	4268.40	7286.51	11224.12	存货周转率	380072.47	25.93	17.19	20.73
归属母公司股东权益	3431.55	5570.79	8588.90	12526.51	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.61%	—	—	—
少数股东权益	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	资本结构				
股东权益合计	3431.54	5570.78	8588.90	12526.50	资产负债率	65.55%	55.26%	50.55%	46.20%
负债和股东权益合计	9960.71	12452.02	17370.27	23283.17	带息债务/总负债	43.91%	26.84%	20.95%	16.18%
					流动比率	0.75	0.88	1.10	1.32
					速动比率	0.75	0.82	1.05	1.28
					股利支付率	0.00%	14.22%	14.40%	15.19%
业绩和估值指标					每股指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	2457.31	3133.29	4331.96	5673.20	每股收益	0.29	0.41	0.57	0.75
PE	77.62	55.19	39.73	30.17	每股净资产	0.56	0.90	1.39	2.03
PB	40.82	25.14	16.31	11.18	每股经营现金	0.40	0.60	0.89	1.10
PS	15.26	10.82	7.84	6.06	每股股利	0.00	0.06	0.08	0.11
EV/EBITDA	-1.58	-2.20	-2.70	-3.09					
股息率	0.00%	0.26%	0.36%	0.50%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyf@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn