

日期: 2020年03月11日

行业: 教育



各序列兑现高增+高比例分红, 成长中的白马龙头

分析师: 周菁
Tel: 021-53686158
E-mail: zhoujing@shzq.com
SAC证书编号: S0870518070002

■ 公司动态事项

公司发布2019年年报, 全年营收91.76亿元, 同增47.12%, 归属净利润为18.05亿元, 同增56.52%, EPS为0.29元/股。公司拟每10股派现2.4元, 共计派发现金股利14.80亿元, 分红率高达82%。

基本数据 (2020.3.10)

报告日股价 (元)	22.71
12mth A 股价格区间 (元)	10.94-22.71
总股本 (百万股)	6167.40
无限售 A 股/总股本	13.30%
流通市值 (亿元)	186
每股净资产 (元)	0.56
PBR (X)	40.82

■ 事项点评

各序列兑现高增, 均衡快速发展模式基本形成

(1) 公务员序列: 全年收入41.71亿元, 同增30.2%, 在机构改革缩招背景下, 凭借业务创新和卓越执行力实现逆势增长。参培率和市占率同步提升, 带动培训人次+27.1%、ASP+2.4%。(2) 事业单位序列: 全年收入14.01亿元, 同增58.4%, 公司充分消化了Q3招录人数的大幅放量, 全年培训人次+43.6%、ASP+10.3%。随着机构改革完成, 全国的事业单位招录将企稳回升, 重合增长轨道。(3) 教师序列: 全年收入19.33亿元, 同增60.9%, 增长强劲, 已成为公司第二大序列, 其中培训人次+52.9%、ASP+5.2%。由于退休高峰到来、稳就业需求等, K12教师千万级缺口将长期存在, 奠定赛道持续高增长基础。(4) 综合序列: 全年收入16.14亿元, 同增74.9%, 公司把握住军队改革、大规模扶贫和医疗提升等政策带来的增长契机, 业务实现量价齐升, 同时进一步做大新品类体量, 考研/IT培训营收增长100%/300%, 并向下孵化出数个千万级营收的活跃子品类, 合力推动迈向10亿级营收。结构来看, 教师、事业单位、综合招录3个序列的营收占比合计已达53.9%, 超过公务员序列的45.5%, 增长动能顺利切换, 且单个序列的平均营收均超过了10亿元, 多序列均衡快速发展的模式基本形成。

主要股东 (2019)

鲁忠芳	41.36%
李永新	18.35%
王振东	15.61%
北京航天产业投资基金	4.33%
北京广银创业投资中心	2.89%

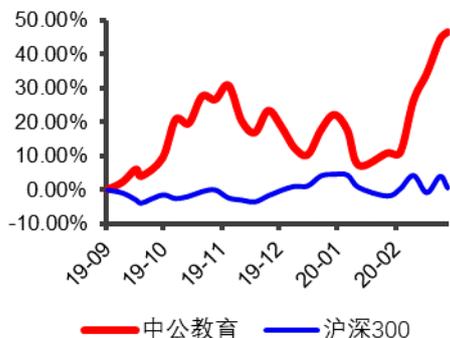
收入结构 (2019)

公务员序列	45.46%
事业单位序列	15.27%
教师序列	21.06%
综合序列	17.59%
其他	0.62%

线上培训翻倍增长, OMO融合加快

2019年公司面授培训收入80.84亿元, 同增40.1%, 其中培训人次150.82万/+26.5%、ASP约5340元/+10.7%; 线上培训收入10.36亿元, 同增133.5%, 其中培训人次177.92万/+59.5%、ASP约582元/+46.4%, 2015-2019年线上培训收入CAGR高达77.9%, 实现多倍增长, 2019年在线业务收入份额同比提高4.2pct至11.3%, 公司OMO融合加快。

最近6个月股票与沪深300比较



盈利能力不断强化, 预收周转率提升

报告期公司综合毛利率为58.5%, 小幅下降0.6pct, 主要系毛利率较低的教师和综合序列收入占比提升。规模效应及数字化经营使得销售和管理费用率分别下降1.5/2.0pct至16.2%/12.0%, 课程及技术研发投入增加小幅提升研发费用率0.3pct至7.6%, 期内新增12亿短期借款使得财务费用率上涨2.3pct至2.2%。公司全年实现归属净利润18.05亿元, 同增56.52%, 净利率19.7%/+1.2pct, 盈利能力不断强化。公司全年现金收入101.50亿元/+52.5%, 经营活动净现金流入24.74亿元/+75.7%, 净现比为1.37。期末预收账款26.34亿元/+37.2%, 预收账款周转天数从2018年的105天降至89天, 公司从预收到确认收入的周期缩短, 产品力得以体现。

相关报告:

《中公教育 (002607) 2019 年业绩快报点评: 收入&盈利双高增, 多赛道需求景气》

多赛道需求景气, 全品类塑造十年蓝图

(1) 公务员: 2020年国考计划招录2.4万人, 同比增长66%, 确认回暖; 2020年江苏、上海、北京省考计划招录7985/3803/3620人, 分别增长23%/22%/12%, 随着机构改革落地, 2020年各地方省考或也将扩

招。(2)教师:2017-2019年全国教师资格证报考人数分别为418/651/880万人,对应增速49%/56%/35%,2019年报考人数创下新高,教师资格证报名火热。近日教育部表示要扩大重点领域的招聘,特别是中小学教师,并落实应届毕业师范生全部入编入岗的工作。(3)考研:2020年全国考研报名人数达到341万人,同比增长18%,再创新高,为缓解就业压力,2020年硕士研究生拟扩招18.9万人,增幅约21%。(4)事业单位:为稳住大学生就业,2020年拟重点加大基础教育、基层医疗、社区服务等领域的招录。公司作为招录培训领域绝对龙头,凭借强渠道(期末直营网点数达到1104个/+57.5%)、重研发(期末专职研发人员2051人/+51.9%)、快响应等核心优势,营收体量突破百亿级阻力线,短期仍将是公司业绩的重要支撑;通过复制招录培训(公务员、事业单位、教师)的成功经验,3-5年中期内学历提升(考研、专升本、自考等)将成为推动业绩增长的重要力量,5-10年长期内职业能力培训(IT培训、医疗、财经、工程等)将成为公司规模最大也是增长贡献最大的板块。

■ 投资建议

我们预计公司2020-2022年归属净利润为25.36/33.90/43.95亿元,对应EPS分别为0.41/0.55/0.71元/股,对应PE分别为55/41/32倍(按2020/3/10收盘价计算)。预计疫情对Q1有短暂影响,全年来看就业形势依然严峻,布局赛道政策持续利好、需求景气,供给侧疫情或将加快中小型机构出清,行业份额进一步向龙头集中,竞争格局趋好。维持“增持”评级。

■ 风险提示

疫情控制不及预期;招生增速放缓;开发新品类导致毛利率继续下降;降费效果不及预期;资金管理收益不及预期等。

■ 数据预测与估值:

至12月31日(¥.百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9176.13	12649.74	16899.08	21664.31
年增长率		37.85%	33.59%	28.20%
归属于母公司的净利润	1804.55	2535.76	3389.95	4395.09
年增长率		40.52%	33.69%	29.65%
每股收益(元)	0.29	0.41	0.55	0.71
PER(X)	78.31	55.23	41.32	31.87

资料来源:Wind,上海证券研究所(按最新股本摊薄,股价为2020/3/10收盘价)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2724	1867	5184	9671
应收和预付款项	260	163	402	322
存货	0	0	0	0
其他流动资产	1852	1852	1852	1852
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	688	688	688	688
固定资产和在建工程	1326	1612	1705	1759
无形资产和开发支出	198	297	297	297
其他非流动资产	2912	3331	3283	3235
资产总计	9961	9810	13411	17824
短期借款	2867	0	0	0
应付和预收款项	3554	4603	5831	7168
长期借款	0	0	0	0
其他负债	107	0	0	0
负债合计	6529	4603	5831	7168
股本	104	104	104	104
资本公积	1199	1199	1199	1199
留存收益	2092	3904	6277	9354
归属母公司股东权益	3432	5207	7580	10656
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3432	5207	7580	10656
负债和股东权益合计	9961	9810	13411	17824

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动产生现金流量	440	3663	4328	5722
投资活动产生现金流量	1518	-174	-47	-27
融资活动产生现金流量	-1956	-3661	-964	-1207
现金流量净额	2	-172	3317	4487

利润表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9176	12650	16899	21664
营业成本	3813	5239	7034	9030
营业税金及附加	57	78	104	134
营业费用	1483	2024	2670	3380
管理&研发费用	1796	2492	3321	4246
财务费用	204	132	46	-13
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	259	250	200	200
其他收益	7	0	0	0
营业利润	2091	2935	3924	5087
营业外收支净额	-1	0	0	0
利润总额	2089	2935	3924	5087
所得税	285	399	534	692
净利润	1805	2536	3390	4395
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	1805	2536	3390	4395

财务比率分析

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	58.45%	58.59%	58.37%	58.32%
EBIT/销售收入	23.84%	23.46%	22.90%	22.97%
销售净利率	19.61%	20.05%	20.06%	20.29%
ROE	52.44%	48.70%	44.73%	41.24%
资产负债率	65.55%	57.38%	49.47%	43.83%
流动比率	0.71	0.97	1.42	1.80
速动比率	0.70	0.94	1.40	1.79
总资产周转率	1.31	1.81	1.59	1.44
应收账款周转率	3371.55	1215.11	2369.15	1410.69
固定资产周转率	13.65	7.85	9.91	12.32

数据来源: WIND 上海证券研究所

分析师承诺

周菁

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。