

日期: 2020年04月29日

行业: 教育



分析师: 周菁

Tel: 021-53686158

E-mail: zhoujing@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518070002

基本数据 (2020.4.28)

报告日股价 (元)	24.36
12mth A 股价格区间 (元)	10.94-24.65
总股本 (百万股)	6167.40
无限售 A 股/总股本	13.30%
流通市值 (亿元)	199.83
每股净资产 (元)	0.34
PBR (X)	67.31

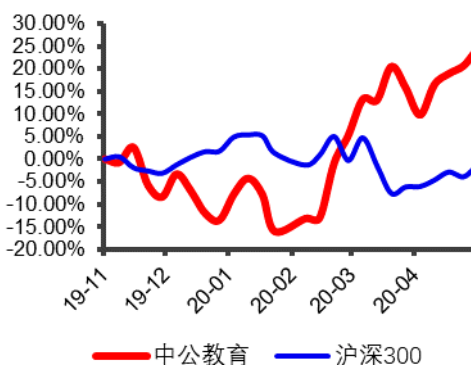
主要股东 (2020Q1)

鲁忠芳	41.36%
李永新	18.35%
王振东	15.61%

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%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



相关报告:

《中公教育 (002607) 2019 年年报点评: 各序列兑现高增+高比例分红, 成长中的白马龙头》

疫情影响收入确认, 预计全年前低后高

■ 公司动态事项

公司发布2020Q1季报, Q1实现营收12.30亿元, 同减6.22%, 归属净利润为1.16亿元, 同增9.52%, 扣非归属净利润为0.78亿元, 同减27.83%。

■ 事项点评

疫情影响收入确认节奏, 现金流较快增长

疫情影响下, 公司Q1线下授课活动开展受阻, 同时几大主要考试均延期导致收入确认延后, Q1营收录得同比下滑。我们认为: (1) 国考笔试收入确认正常, 但国考面试 (一般每年2-3月) 推迟对Q1营收有负影响; (2) 省考笔试 (一般每年4月) 和省考面试 (一般每年6月) 推迟预计使Q2收入确认承压, 但总的来看, 今年就业形势下, 公务员体系扩招确定性较强, 目前国考已扩招66%, 预计省考也将有大幅度的扩招, 我们认为全年来看, 公务员序列收入在扩招背景下仍大概率能维持较快增长, 只是收入确认节奏变化, 预计大部分收入或将在下半年兑现; (3) 上半年教资考试推迟至下半年10月31日一并统考, 2021年1月9-10日举行面试, 料将拉长教资业务收入确认周期, 但全国实施“先上岗、再考证”的阶段性措施、降低教师招录难度、扩大教师招录规模, 公司教师招录业务收入表现有望形成对冲; (4) 我们估计考研复试 (一般每年3-4月) 或推迟至5-6月举行, 仍以Q2为主, 收入确认延后程度不大, 且今年考研扩招18.9万人 (增幅超过20%)、专升本扩招32.3万人 (增长或一倍), 为考研业务扩张提供支撑; (5) 部分事业单位招聘延期, 收入确认节奏延后。综合来看, 下半年或将是公司收入确认集中高峰。Q1公司现金流保持较快增长, Q1公司现金收入42.69亿元, 同比增长12.7%, 预收款54.72亿元, 同比增长25.5%, 主要系公司大力推广OMO高效融合课程, 实行全员营销, 推广效果明显, 实现了培训费的一定幅度增长。

扣非净利短期承压, 全年预判前低后高

Q1公司毛利率为57.7%, 同比小幅下降0.6pct, 主要系成本支出相对刚性, 降幅低于收入。公司税金率同比减少0.3pct至0.3%, 主要系疫情期间税收减免。公司销售/管理/研发/财务费用率分别为22.2%/17.0%/8.6%/4.5%, 同增0.2pct/0.1pct/0.2pct/1.6pct, 财务费用率较大幅度上涨主要系公司短期贷款利息增加, 公司期末短期借款余额为37.17亿元, 较期初增长29.7%, 一是收购陕西冠城学习中心和预付辽宁中公沈抚学习中心合作建设资金, 二是享受防疫期间金融机构政策支持, 三是为应对线下开课时间的不确定性, 提前储备部分资金。公司其他收益3669万元, 主要是增值税税收减免; 投资收益4912万元, 主要是理财产品收益, 两者对利润表现有正效应。公司净利率9.5%, 同比提高1.4pct, 扣非净利率6.3%, 同比减少1.9pct, 疫情导致短期业绩承压。整体判断, 我们预计公司今年营收和利润前低后高, 就业形势严峻背景下, 公务员、事业单位、教师、考研等都大幅扩招, 市场需求增加, 公司作为供给侧龙头将受益, 各业务线仍有较大增长潜力。

■ 投资建议

疫情放大了就业压力, 在“保就业”的诉求下, 公务员、教师、考研等领域成为分流的重要方向, 公司所处赛道景气延续。目前各级学校陆续开学, 线下培训业态有望在Q2重启, 公司收入表现有望迎来好

转，全年走势预判前低后高，增长仍有潜力。同时，疫情料将加速供给侧的市场集中度提升，公司凭借网点规模优势、研发优势、品牌优势等有望攫取更多市场份额。维持盈利预测，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。维持“增持”评级。

■ 风险提示

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2020/4/28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

分析师声明

周菁

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不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。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，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。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。