

## 疫情影响收入确认节奏，长期扩张逻辑不变

### ——中公教育（002607）季报点评报告

增持（维持）

日期：2020年04月29日

#### 事件：

公司发布2020年第一季度财务报告，报告期内公司实现营业收入12.30亿元，同比下跌6.22%；实现归母净利润1.16亿元，同比增长9.52%；实现扣非归母净利润7768.57万元，同比下跌27.83%；经营活动现金流净额为25.64亿元，同比增长5.84%。毛利率同降0.60pct至57.66%，净利率同比增长1.35pct至9.45%。

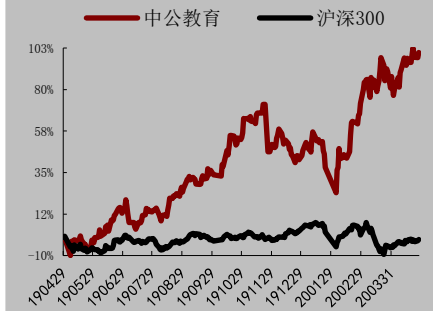
#### 投资要点：

- **公司营收下滑主因疫情影响下收入确认延后，预收及现金流增长彰显龙头抗压能力。**受COVID-19疫情影响，20Q1线下培训叫停，国考面试、省考笔试、部分事业单位招聘、考研面试等招录考试延迟，协议班等课程未能确认收入。20Q1合同负债（预收款指标）共计54.72亿元，同比增加12.38亿元，增幅29.25%，较年初增加29.14亿元，增幅113.94%，主因报告期内公司大力推广线上与线下高效融合课程，实行全员营销。销售商品、提供劳务收到的现金为42.69亿元，同比增长12.70%，主因本期预收学员培训费增加。
- **财务费用率上涨拉升期间费用率：**2020年第一季度公司期间费用率为52.29%，同增2.12pct，其中销售费用率22.21%，同增0.15pct；管理费用率同增0.15pct至17.05%；研发费用率为8.56%，同增0.22pct。财务费用总计5503.28万元，同比增长45.89%，财务费用率同增1.60pct至4.47%，主因以下因素带来的短期借款增加：①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；②享受疫情期间金融机构政策支持；③为应对线下开课时间的不确定性，提前储备部分资金。

#### 基础数据

行业	社会服务
公司网址	
大股东/持股	鲁忠芳/41.36%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	6,167.40
流通A股(百万股)	820.34
收盘价(元)	24.36
总市值(亿元)	1,502.38
流通A股市值(亿元)	199.83

#### 个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所  
数据截止日期：2020年04月28日

#### 相关研究

万联证券研究所 20200317\_公司首次覆盖  
\_AAA\_—中公教育（002607）首次覆盖报告  
万联证券研究所 20200224\_公司深度报告  
\_AAA\_贵州茅台（600519）首次覆盖报告

分析师：陈雯

执业证书编号：S0270519060001

号：

电话：18665372087

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

研究助理：王鹏

电话：15919158497

邮箱：wangpeng1@wlzq.com.cn

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	91.76	122.80	159.81	194.90
增长比率(%)	47.12	33.83	30.13	21.96
净利润(亿元)	18.05	23.78	31.30	38.82
增长比率(%)	56.52	31.77	31.65	24.00
每股收益(元)	0.29	0.39	0.51	0.63
市盈率(倍)	83.26	63.18	47.99	38.70

资料来源：Wind，万联证券研究所 注：净利润为归母净利润

- **短期来看：**随着我国疫情基本得到控制，线下复课正有序推进中，各类招录考试预计也将逐步恢复，从19年数据看，Q1本身也为公司收入淡季，受疫情影响，Q3&Q4收入将会集中大幅增长，全年来看疫情影响相对可控，业绩增长节奏受到的影响有限。**长期来看：**疫情下经济受挫，“保就业”政策基调下，公职体系、研究生等扩招，叠加就业压力进一步加大，职教培训需求有望进一步被激活，公司跨赛道扩张的逻辑不断验证，看好其成长潜力。
- **盈利预测与投资建议：**因疫情影响，我们暂下调公司盈利预测（前次预测2020-2022年EPS分别为0.41/0.52/0.66元/股），预计2020-2022年公司营业总收入122.80/159.81/194.90亿元，同比增长33.83%/30.13%/21.96%，归母净利润23.78/31.30/38.82亿元，同比增长31.77%/31.65%/24.00%。对应EPS为0.39/0.51/0.63元/股，4月28日收盘价对应PE为63.18/47.99/38.70倍，维持“增持”评级。
- **风险因素：**1. 政策风险 2. 疫情风险 3. 横向扩张不及预期风险 4. 股票质押风险 5. 招录人数不及预期风险等

图表 1：中公教育单季度利润表及重要财务比率

单位：百万元	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
<b>营业总收入</b>	1312	2326	2522	3017	1230
<b>营业总成本</b>	1213	1886	2042	2212	1167
其中：营业成本	548	998	1066	1202	521
营业税金及附加	7	25	11	13	3
销售费用	289	386	406	402	273
管理费用	222	278	329	270	210
研发费用	109	195	208	186	105
财务费用	38	5	23	139	55
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	2	0
投资净收益	32	22	73	132	49
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	131	462	552	945	149
营业外收入	0	1	1	-3	0
营业外支出	0	0	0	1	0
<b>利润总额</b>	132	463	554	941	149
所得税	25	76	88	95	32
<b>净利润</b>	106	387	466	846	116
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	106	387	466	846	116
<b>EPS</b>					
<b>主要财务比率</b>					
毛利率	58.3%	57.1%	57.7%	60.2%	57.7%
营业税金率	0.5%	1.1%	0.5%	0.4%	0.3%
销售费用率	22.1%	16.6%	16.1%	13.3%	22.2%
管理费用率	16.9%	12.0%	13.0%	8.9%	17.0%
营业利润率	10.0%	19.9%	21.9%	31.3%	12.1%
实际税率	19.3%	16.5%	15.9%	10.1%	21.7%
净利率	8.1%	16.6%	18.5%	28.0%	9.5%
营业总收入YoY	-	-	-	-	-6.2%
营业利润YoY	-	-	-	-	13.2%
归母净利YoY	-	-	-	-	9.5%
收入占比	14.3%	25.3%	27.5%	32.9%	-

资料来源：公司公告，万联证券研究所

资产负债表

	单位: 百万元			
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	4,836	7,468	10,004	13,314
货币资金	2,724	4,927	6,646	9,002
应收票据及应收账款	3	6	7	9
其他应收款	255	153	282	343
预付账款	2	5	7	8
存货	0	0	0	0
其他流动资产	1,852	2,378	3,062	3,951
<b>非流动资产</b>	5,124	5,453	5,870	6,377
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	672	899	1,107	1,298
在建工程	654	604	559	519
无形资产	198	191	184	177
其他长期资产	3,601	3,760	4,021	4,384
<b>资产总计</b>	9,961	12,921	15,874	19,691
<b>流动负债</b>	6,422	7,930	9,110	10,402
短期借款	2,867	3,050	2,805	2,710
应付票据及应付账款	236	315	396	463
预收账款	2,634	3,610	4,662	5,701
其他流动负债	684	955	1,247	1,527
<b>非流动负债</b>	107	107	107	107
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	107	107	107	107
<b>负债合计</b>	6,529	8,037	9,217	10,509
股本	104	104	104	104
资本公积	1,199	1,199	1,199	1,199
留存收益	2,092	3,544	5,318	7,843
归属母公司股东权益	3,432	4,884	6,658	9,183
少数股东权益	0	0	0	0
<b>负债和股东权益</b>	9,961	12,921	15,874	19,691

现金流量表

	单位: 百万元			
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	2,474	3,709	4,267	5,039
净利润	1,805	2,378	3,130	3,882
折旧摊销	162	122	137	153
营运资金变动	674	1,421	1,292	1,322
其它	-167	-212	-293	-318
<b>投资活动现金流</b>	-131	-622	-806	-1,099
资本支出	-720	-451	-556	-661
投资变动	392	-526	-684	-889
其他	197	355	434	451
<b>筹资活动现金流</b>	-267	-884	-1,742	-1,584
银行借款	3,344	183	-245	-95
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
其他	-3,611	-1,067	-1,497	-1,489
<b>现金净增加额</b>	2,076	2,203	1,719	2,356
期初现金余额	649	2,724	4,927	6,646
期末现金余额	2,724	4,927	6,646	9,002

利润表

	单位: 百万元			
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	9,176	12,280	15,981	19,490
营业成本	3,813	5,225	6,880	8,455
营业税金及附加	57	49	96	117
销售费用	1,483	1,965	2,493	3,021
管理费用	1,098	1,498	1,918	2,202
研发费用	698	909	1,183	1,423
财务费用	204	259	232	218
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	2	0	0	0
投资净收益	259	355	434	451
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	2,091	2,734	3,620	4,515
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	2,089	2,733	3,619	4,514
所得税	285	355	489	632
<b>净利润</b>	1,805	2,378	3,130	3,882
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	1,805	2,378	3,130	3,882
EBITDA	2,190	2,756	3,549	4,425
EPS (元)	0.29	0.39	0.51	0.63

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入	47.1%	33.8%	30.1%	22.0%
营业利润	56.0%	30.8%	32.4%	24.7%
归属于母公司净利润	56.5%	31.8%	31.7%	24.0%
<b>获利能力</b>				
毛利率	58.5%	57.5%	57.0%	56.6%
净利率	19.7%	19.4%	19.6%	19.9%
ROE	52.6%	48.7%	47.0%	42.3%
ROIC	27.8%	28.9%	31.2%	30.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	65.5%	62.2%	58.1%	53.4%
净负债比率	4.2%	-38.4%	-57.7%	-68.5%
流动比率	0.75	0.94	1.10	1.28
速动比率	0.75	0.94	1.10	1.28
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.92	0.95	1.01	0.99
应收账款周转率	3,371.55	2,147.06	2,147.06	2,147.06
存货周转率	—	—	—	—
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.29	0.39	0.51	0.63
每股经营现金流	0.40	0.60	0.69	0.82
每股净资产	0.56	0.79	1.08	1.49
<b>估值比率</b>				
P/E	83.26	63.18	47.99	38.70
P/B	43.78	30.76	22.57	16.36
EV/EBITDA	50.42	53.83	41.25	32.53

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场