

2020年08月30日

疫情期间逆势快速扩张经营资源，业绩有望在下半年迎来强劲反弹

买入（维持）

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证号：S0600517110002
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,176	12,634	16,612	21,007
同比(%)	47.1%	37.7%	31.5%	26.5%
归母净利润(百万元)	1,805	2,516	3,257	4,081
同比(%)	56.5%	39.4%	29.5%	25.3%
每股收益(元/股)	0.29	0.41	0.53	0.66
P/E(倍)	124.13	89.04	68.78	54.88

投资要点

- **公司披露了 2020 年中报：**实现营业总收入 28.08 亿元，同比下降 22.80%。实现归属于上市公司股东的净利润-2.33 亿元，去年同期为盈利 4.93 亿元。扣非后归属于上市公司股东的净利润-3.68 亿元，去年同期为盈利 4.72 亿元。公司业绩落在此前预告区间中，符合市场预期。
- **疫情导致收入确认延后是导致下滑的主要原因。**由于疫情导致公务员考试延后，部分收入同步延迟近 4 个月，其他招录考试也有一定程度的延期。20H1 公司公务员序列实现营收 12.18 亿元，同比下滑 40.90%，事业单位序列实现收入 2.49 亿元，同比下滑 4.22%，教师序列实现营收 3.50 亿元，同比下滑 32.80%，仅考研和医疗等新业务依然保持了较高的活跃度，并且新业务较少采用协议班的产品模式，收入确认并未受到考试延期的影响，由此带动其所在的综合序列营收同比增长 26.04%。
- **在线业务收入快速增长，带动学习人次大幅增长。**20H1 公司线上培训收入 11.66 亿元，同比增长 162.33%，收入占比提升至 41.53%，上年同期为 12.22%。线上的推广同时带动了学习人次的大幅增长，20H1 为 2,452,252 人，同比增长 37.08%。
- **逆势扩张经营资源，以应对未来的需求集中释放，20H1 总成本同比正增长。**截止 20H1 期末公司员工总数 41,911 人，相比 19H2 期末增长了 19.03%，其中授课师资人数 18,036 人，相比 19H2 期末增长了 33.85%，专职研发人员 2,702 人，相比 19H2 期末增长了 31.74%。公司直营渠道网点数 1,335 个，相比 19H2 期末增长了 20.92%。在此影响下，公司在上半年的成本同比基本持平，费用同比不同程度增长，其中销售费用同比增长 3.78%，管理费用同比增长 3.87%，研发费用同比增长 26.05%。
- **稳就业背景下参培需求有望进一步被激发，下半年业绩有望强劲反弹。**短期我们认为疫情进一步增大了就业压力，参培意愿将进一步提升，下半年公务员及企事业单位招录、考试陆续恢复背景下，业绩预计将实现强势反弹。同时值得关注的是，公司合同负债（扣除增值税后的预收款项）为 72.22 亿元，同比增长 31.50%，也有望在下半年后陆续确认收入。
- **维持“买入”评级。**预计 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 25.16/32.57/40.81 亿元，对应 PE 为 89/69/55 倍，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**疫情超预期，招录政策变化，教学事故等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	36.32
一年最低/最高价	14.30/38.98
市净率(倍)	128.35
流通 A 股市值(百万元)	28,474.55

基础数据

每股净资产(元)	0.28
资产负债率(%)	86.84
总股本(百万股)	6167.40
流通 A 股(百万股)	783.99

相关研究

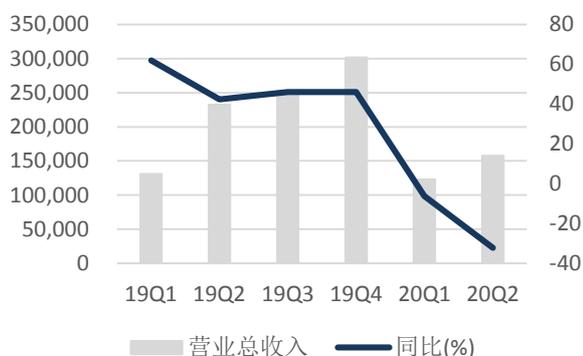
- 1、《中公教育 (002607)：Q1 符合预期，预收高增长彰显需求韧性》2020-04-29
- 2、《中公教育 (002607)：跨赛道逻辑逐步验证，行业红利及管理优势下未来高增速依然具有保障》2020-03-10
- 3、《中公教育 (002607)：2019 年业绩超市场一致预期，彰显对于市场环境变化的适应能力及管理执行能力》2020-03-01

1. 考试延期导致收入确认延迟

受疫情因素影响，公务员省考联考延后了近4个月，上半年其他招录考试也有一定程度的延期。在协议班占比较高的情况下，考试延期使得H1收入确认水平与实际经营情况发生了较大的背离。

20H1 公司实现营业总收入 2,807,980,480.60 元，比上年同期的 3,637,419,515.48 元下降 22.80%，实现归属于上市公司股东的净利润-233,026,645.16 元，去年同期为 493,025,465.15 元。

图 1: 公司季度收入及同比增速 (万元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 2: 公司季度利润及同比增速 (万元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

分序列看，20H1 公务员序列实现营收 12.18 亿元，同比下滑 40.90%，事业单位序列实现收入 2.49 亿元，同比下滑 4.22%，教师序列实现营收 3.50 亿元，同比下滑 32.80%，仅考研和医疗等新业务依然保持了较高的活跃度，并且新业务较少采用协议班的产品模式，收入确认并未受到考试延期的影响，由此带动其所在的综合序列营收同比增长 26.04%。

表 1: 公司分产品收入结构 (单位: 元)

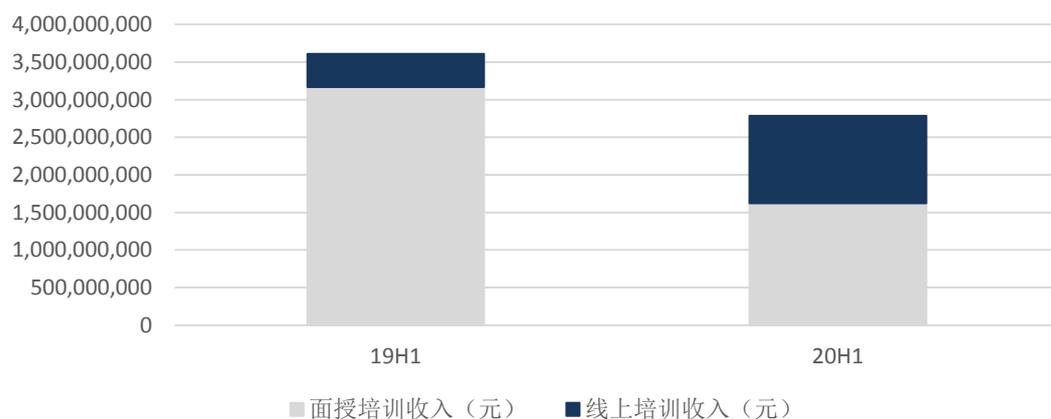
分产品	20H1		19H1		同比增减
	金额	占营收比重	金额	占营收比重	
公务员序列	1,218,210,409.21	43.38%	2,061,116,376.83	56.66%	-40.90%
事业单位序列	249,112,502.48	8.87%	260,093,409.92	7.15%	-4.22%
教师序列	350,053,110.07	12.47%	520,893,800.00	14.32%	-32.80%
综合序列	970,810,977.90	34.58%	770,241,376.84	21.18%	26.04%
其他	19,793,480.94	0.70%	25,074,551.89	0.69%	-21.06%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司积极应对疫情影响，最大化发挥企业平台的数字化资源雄厚实力，大幅提升在线授课总量，充分挖掘线上线下融合课程的潜能，不仅保证了经营和教学的持续性，并且扩大了线上线下课程融合这一创新产品上的行业领先优势。

20H1 公司线上培训收入 11.66 亿元，同比增长 162.33%，占比提升至 41.53%，上年年同期为 12.22%。线上的推广同时带动了学习人次的大幅增长，20H1 为 2,452,252 人，同比增长 37.08%。

图 3: 疫情期间公司线上业务收入占比大幅提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 逆势扩张经营资源，以应对未来的需求集中释放

20H1 公司员工总数 41,911 人，比 2019 年的 35,209 人增加了 6,702 人，增幅为 19.03%。其中授课师资人数 18,036 人，比 2019 年的 13,475 人增加了 4,561 人，增幅为 33.85%。专职研发人员 2,702 人，比 2019 年的 2,051 人增加了 651 人，增幅为 31.74%。

截止上半年期末，公司直营渠道网点数 1,335 个，比 2019 年的 1,104 个增加了 231 个，增幅为 20.92%。

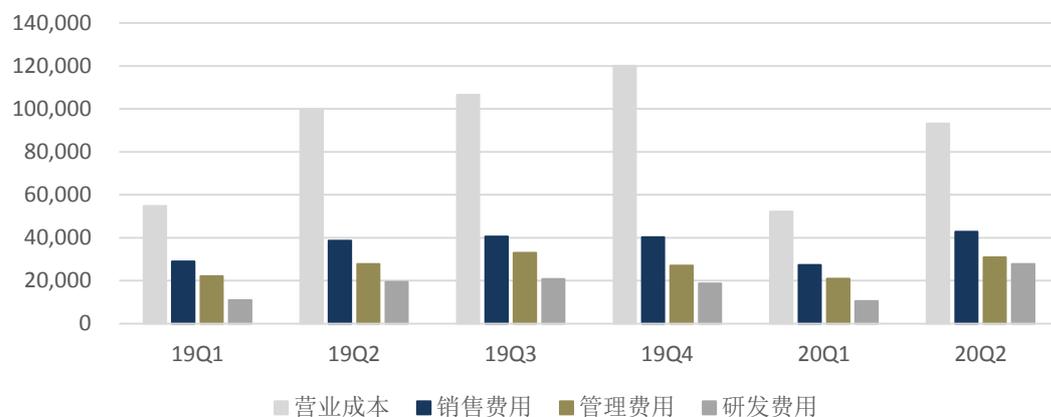
表 2: 主要经营资源和业绩指标数据

指标	20H1 期末	19H2 期末	本报告期末比上年度末增减
直营分支机构数量 (个)	1,335	1,104	20.92%
员工人数 (人)	41,911	35,209	19.03%
研发人员人数 (人)	2,702	2,051	31.74%
授课师资人数 (人)	18,036	13,475	33.85%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

在此影响下，公司在上半年的成本同比基本持平，费用同比不同程度增长，其中销售费用同比增长 3.78%，管理费用同比增长 3.87%，研发费用同比增长 26.05%。

图 4：疫情期间公司线上成本整体同比增长（单位：万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 稳就业背景下行业迎来催化，下半年公司业绩有望强劲反弹

为应对疫情之后的新局面，中央推出“六稳”“六保”政策。“六稳”与“六保”政策都将“就业”作为首要工作。一是扩大公共部门就业，公务员、事业单位、国企等招录人数同比增长 20%以上；二是扩招硕士研究生、专升本、第二学士学位等职业学历提升项目 170 余万人。招录板块的中长期扩招趋势明确，行业未来 5-10 年仍将处于中高速增长发展期。

2020 年，高校毕业生人数达 874 万，再创历史新高，重大疫情进一步增大了就业压力。今年教育部加大升学扩招力度，硕士研究生、专升本、第二学士学位三项扩招可吸纳 170 余万人，其中应届毕业生约 140 万人。

稳就业政策及公司快速产能扩张背景下，看好公司在下半年的强劲反弹，公司上半年期末合同负债（扣除增值税后的预收款项）为 72.22 亿元，同比增长 31.50%，也有望在下半年后陆续确认收入，奠定增长基础。

4. 盈利预测及投资建议

预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 25.16/32.57/40.81 亿元，对应 PE 为 89/69/55 倍，维持公司“买入”评级。

5. 风险提示

疫情超预期，招录政策变化，教学事故等。

中公教育三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,836	6,779	8,627	11,158	营业收入	9,176	12,634	16,612	21,007
现金	2,724	4,817	6,399	9,068	减:营业成本	3,813	5,364	7,025	8,944
应收账款	3	10	7	15	营业税金及附加	57	78	103	130
存货	0	0	0	0	营业费用	1,483	2,042	2,685	3,395
其他流动资产	2,109	1,951	2,221	2,075	管理费用	1,098	2,375	3,123	3,949
非流动资产	5,124	5,430	5,768	6,202	财务费用	204	215	209	199
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
固定资产	672	1,023	1,390	1,762	加:投资净收益	259	259	298	328
在建工程	654	720	803	892	其他收益	2	100	10	15
无形资产	198	184	170	156	营业利润	2,091	2,919	3,776	4,733
其他非流动资产	3,601	3,503	3,406	3,391	加:营业外净收支	-1	-1	-1	-1
资产总计	9,961	12,209	14,395	17,360	利润总额	2,089	2,918	3,774	4,732
流动负债	6,422	7,635	8,628	10,183	减:所得税费用	285	402	517	650
短期借款	2,867	2,867	2,867	2,867	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	236	300	403	491	归属母公司净利润	1,805	2,516	3,257	4,081
其他流动负债	3,319	4,468	5,358	6,824	EBIT	2,181	2,978	3,780	4,673
非流动负债	107	107	107	107	EBITDA	2,344	3,151	3,996	4,854
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	107	107	107	107	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	6,529	7,742	8,735	10,290	每股收益(元)	0.29	0.41	0.53	0.66
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	0.56	0.72	0.92	1.15
					发行在外股份(百万股)	6167	6167	6167	6167
归属母公司股东权益	3,432	4,467	5,661	7,070	ROIC(%)	29.9%	35.0%	38.2%	40.6%
负债和股东权益	9,961	12,209	14,395	17,360	ROE(%)	52.6%	56.3%	57.5%	57.7%
					毛利率(%)	58.5%	57.5%	57.7%	57.4%
					销售净利率(%)	19.7%	19.9%	19.6%	19.4%
					资产负债率(%)	65.5%	63.4%	60.7%	59.3%
					收入增长率(%)	47.1%	37.7%	31.5%	26.5%
					净利润增长率(%)	56.5%	39.4%	29.5%	25.3%
					P/E	124.13	89.04	68.78	54.88
					P/B	65.28	50.15	39.57	31.68
					EV/EBITDA	94.89	69.91	54.74	44.51

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>