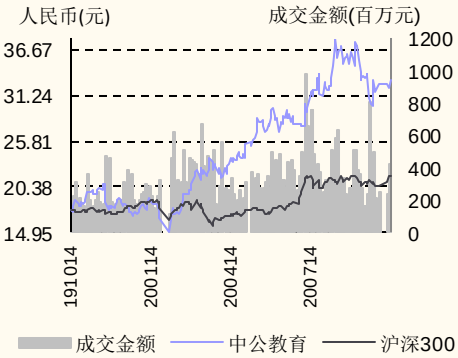
中公教育 (002607.SZ) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：32.95 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	61.67
已上市流通 A 股(亿股)	7.84
总市值(亿元)	2,032.16
年内股价最高最低(元)	33.70/30.04
沪深 300 指数	4839
中小板综	12891



相关报告

1.《预收同增 31%，逆势扩张为长期发展助力-预收同增 31%，逆势...》，2020.8.31
2.《疫情下积极应对，业务现金流+13%维持正增-疫情下积极应对，...》，2020.4.29
3.《80%+高比例分红，快速成长期的核心资产-80%+高比例分红...》，2020.3.10
4.《19 业绩预+57%，持续看好品牌化自我强化-19 业绩预+57...》，2020.3.1
5.《估值体系：为何看好中公 2000 亿目标市值？-估值体系：为何看...》，2020.2.19

郑慧琳 分析师 SAC 执业编号：S1130520020001
zhenghuilin@gjzq.com.cn

Q3 预告高增长，延期收入部分释放

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.187	0.293	0.398	0.520	0.653
每股净资产(元)	0.479	0.556	0.624	0.704	0.787
每股经营性现金流(元)	0.23	0.40	0.54	0.77	0.92
市盈率(倍)	38.52	61.11	82.85	63.33	50.49
净利润增长率(%)	119.67%	56.52%	35.92%	30.82%	25.44%
净资产收益率(%)	39.03%	52.59%	63.72%	73.86%	82.92%
总股本(百万股)	6,167.40	6,167.40	6,167.40	6,167.40	6,167.40

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 中公教育发布 2020Q3 业绩预告，公司预计 2020Q3 实现归母净利润 15.2-16 亿元/+226.3%-243.5%YOY，预计 2020Q1-Q3 实现归母净利润 12.9-13.7 亿元/+34.2%-42.6%YOY。公司 2018-2020Q3 累计归母净利润预计为 41.3 亿元-42.1 亿元，预计将提前完成 2018-2020 年累计归母净利润 38.8 亿元的业绩承诺。

经营分析

- **上半年考试延期导致收入确认延迟，三季度考试逐步恢复，延期收入部分释放，业绩实现高增长。**由于疫情原因，国考面试、省考、事业单位考试、教师资格证考试等考试时间均有推迟，相应培训收入预计延后确认：①国考方面，面试时间受疫情影响均延后进行。部分岗位于 6 月中下旬完成面试环节，部分岗面试时间延迟至三季度。②省考方面，笔试时间受疫情影响明显，今年大部分地区笔试考试时间集中在 8 月份，较去延后 4 个月左右。③事业单位方面，往年上半年联考时间是每年 5 月中下旬，今年延后约两个月至 7 月中下旬。④教师资格证方面，考试原定于 2020 年 3 月 14 日进行，受疫情影响，2020 年上半年中小学教师资格考试推迟至下半年一并组织实施，全年参考人数有望超过 1000 万。因此由于大部分考试延后至三季度进行，上半年收入确认延迟，伴随三季度考试恢复，招生及教学回归正常，延期收入部分释放，三季度单季度实现高增长，前三季度累计来看与预收账款增长情况较匹配（截止 2020 年 6 月末，账上合同负债（扣除增值税后的预收账款）达 72.22 亿元/+31.5%YOY）。
- **持续扩张，为长期发展储备人才及渠道网点：**2020H1 公司拥有网点 1335 家/相较 19 年末净增加 231 家，员工 4.2 万人/相较 19 年末+19.0%，授课教师 1.8 万名/相较 19 年末+33.9%，研发人员 0.27 万人/相较 19 年末 31.7%，公司持续推进人才储备及渠道布局进程，利于扩大领先优势。
- **就业压力加大，扩招趋势明显：**①2020 年国考招录人数回升，同比增加 66%，省考扩招幅度达 28%（已公布口径：31 个省市总招录人数为 16.2 万人，其中 28 个省市扩招）。②2020 届高校毕业生规模达 874 万人，创历史新高，硕士研究生扩招 18.9 万（扩招幅度高于 20%）+专升本扩招 32.2 万+拟扩大教师招聘+引导基层就业+鼓励参军入伍，中公教育多项业务潜在需求也有望增强，核心资产建议持续重点关注。
- **投资建议：**我们预计 20-22 年公司实现营收 124.2/162.1/201.5 亿元，归母净利 24.5/32.1/40.3 亿元，对应 pe 分别为 83/63/50x，维持买入评级。
- **风险提示：**疫情影响；政策风险；招录人数下滑；质押风险；竞争加剧等。

敬请参阅最后一页特别声明

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**4,031**	**6,237**	**9,176**	**12,424**	**16,213**	**20,151**
增长率		*54.7%*	*47.1%*	*35.4%*	*30.5%*	*24.3%*
主营业务成本	-1,630	-2,552	-3,813	-5,318	-6,939	-8,605
%销售收入	*40.4%*	*40.9%*	*41.5%*	*42.8%*	*42.8%*	*42.7%*
毛利	2,402	3,685	5,364	7,107	9,274	11,547
%销售收入	*59.6%*	*59.1%*	*58.5%*	*57.2%*	*57.2%*	*57.3%*
营业税金及附加	-19	-27	-57	-60	-76	-92
%销售收入	*0.5%*	*0.4%*	*0.6%*	*0.5%*	*0.5%*	*0.5%*
销售费用	-841	-1,102	-1,483	-1,988	-2,578	-3,144
%销售收入	*20.9%*	*17.7%*	*16.2%*	*16.0%*	*15.9%*	*15.6%*
管理费用	-977	-873	-1,098	-1,242	-1,621	-2,015
%销售收入	*24.2%*	*14.0%*	*12.0%*	*10.0%*	*10.0%*	*10.0%*
研发费用		-455	-698	-919	-1,200	-1,491
%销售收入		*7.3%*	*7.6%*	*7.4%*	*7.4%*	*7.4%*
息税前利润（EBIT）	564	1,227	2,027	2,897	3,799	4,804
%销售收入	*14.0%*	*19.7%*	*22.1%*	*23.3%*	*23.4%*	*23.8%*
财务费用	-28	3	-204	-168	-147	-115
%销售收入	*0.7%*	*0.0%*	*2.2%*	*1.3%*	*0.9%*	*0.6%*
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	2	0	0	0
投资收益	95	110	259	140	120	100
%税前利润	*15.2%*	*8.2%*	*12.4%*	*4.9%*	*3.2%*	*2.1%*
营业利润	631	1,340	2,091	2,869	3,774	4,791
营业利润率	*15.7%*	*21.5%*	*22.8%*	*23.1%*	*23.3%*	*23.8%*
营业外收支	-6	0	-1	0	1	1
税前利润	**625**	**1,340**	**2,089**	**2,869**	**3,775**	**4,792**
利润率	*15.5%*	*21.5%*	*22.8%*	*23.1%*	*23.3%*	*23.8%*
所得税	-100	-187	-285	-416	-566	-767
所得税率	*16.0%*	*13.9%*	*13.6%*	*14.5%*	*15.0%*	*16.0%*
净利润	525	1,153	1,805	2,453	3,209	4,025
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**525**	**1,153**	**1,805**	**2,453**	**3,209**	**4,025**
净利率	*13.0%*	*18.5%*	*19.7%*	*19.7%*	*19.8%*	*20.0%*

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	525	1,153	1,805	2,453	3,209	4,025
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	108	138	162	172	206	233
非经营收益	-66	-108	-167	95	121	143
营运资金变动	433	225	674	616	1,205	1,273
经营活动现金净流	**999**	**1,408**	**2,474**	**3,335**	**4,740**	**5,675**
资本开支	-159	-263	-720	-300	-349	-249
投资	-1,504	-2,202	392	0	0	0
其他	95	105	197	140	120	100
投资活动现金净流	**-1,569**	**-2,360**	**-131**	**-160**	**-229**	**-149**
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	100	1,507	1,260	133	47	14
其他	32	-95	-1,527	-2,270	-2,956	-3,760
筹资活动现金净流	**132**	**1,412**	**-267**	**-2,137**	**-2,908**	**-3,746**
现金净流量	**-437**	**460**	**2,075**	**1,038**	**1,603**	**1,781**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	190	649	2,724	3,762	5,365	7,146
应收款项	40	88	258	245	320	398
存货	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	2,171	2,334	1,854	1,854	1,855	1,856
流动资产	2,401	3,070	4,836	5,862	7,541	9,400
%总资产	*74.2%*	*42.6%*	*48.6%*	*52.7%*	*58.3%*	*63.5%*
长期投资	52	936	2,913	2,913	2,913	2,913
固定资产	280	790	1,326	1,446	1,589	1,607
%总资产	*8.7%*	*11.0%*	*13.3%*	*13.0%*	*12.3%*	*10.8%*
无形资产	462	559	538	546	547	546
非流动资产	834	4,132	5,124	5,253	5,397	5,414
%总资产	*25.8%*	*57.4%*	*51.4%*	*47.3%*	*41.7%*	*36.5%*
资产总计	**3,235**	**7,202**	**9,961**	**11,115**	**12,938**	**14,814**
短期借款	100	1,607	2,867	3,000	3,047	3,061
应付款项	1,747	2,111	2,959	3,463	4,519	5,615
其他流动负债	349	433	596	696	921	1,177
流动负债	2,195	4,151	6,422	7,159	8,487	9,853
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	39	97	107	107	107	107
负债	**2,235**	**4,248**	**6,529**	**7,265**	**8,593**	**9,960**
普通股股东权益	**1,000**	**2,954**	**3,432**	**3,849**	**4,344**	**4,854**
其中：股本	90	104	104	104	104	104
未分配利润	507	1,660	2,047	2,464	2,959	3,469
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**3,235**	**7,202**	**9,961**	**11,115**	**12,938**	**14,814**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.640	0.187	0.293	0.398	0.520	0.653
每股净资产	1.219	0.479	0.556	0.624	0.704	0.787
每股经营现金净流	1.218	0.228	0.401	0.541	0.769	0.920
每股股利	0.000	0.230	0.240	0.330	0.440	0.570
回报率						
净资产收益率	52.47%	39.03%	52.59%	63.72%	73.86%	82.92%
总资产收益率	16.22%	16.01%	18.12%	22.07%	24.80%	27.17%
投入资本收益率	41.59%	22.68%	27.34%	35.60%	43.07%	50.31%
增长率						
主营业务收入增长率	-38.56%	54.72%	47.12%	35.40%	30.49%	24.29%
EBIT 增长率	384.66%	117.58%	65.19%	42.87%	31.16%	26.47%
净利润增长率	696.73%	119.67%	56.52%	35.92%	30.82%	25.44%
总资产增长率	-23.85%	122.64%	38.30%	11.58%	16.40%	14.50%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转天数	80.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转天数	9.0	12.8	18.2	18.0	18.0	18.0
固定资产周转天数	25.3	40.9	26.7	24.8	23.3	20.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-8.99%	32.44%	-46.97%	-65.40%	-93.75%	-120.30%
EBIT 利息保障倍数	20.1	-485.5	9.9	17.3	25.8	41.8
资产负债率	69.08%	58.98%	65.55%	65.37%	66.42%	67.23%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-10-15	买入	17.88	N/A
2	2019-10-29	买入	18.60	N/A
3	2020-01-22	买入	17.86	N/A
4	2020-02-19	买入	18.91	25.00～25.00
5	2020-03-01	买入	21.00	25.00～25.00
6	2020-03-10	买入	21.40	25.00～25.00
7	2020-04-29	买入	24.36	N/A
8	2020-08-31	买入	36.32	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7GH