

中公教育 (002607)

证券研究报告

2020年10月14日

Q3 归母净利 15.2-16 亿元超预期! Q1-3 同比增 34%-43%，经营财务全面复苏延续高速增长

Q3 归母净利 15.2-16 亿元超预期! Q1-3 同比增 34%-43%，经营财务全面复苏延续高速增长

中公发布业绩预告, 预计 20Q3 归母净利 15.2-16 亿, 同比增 226.3%-243.5% 超预期; Q1-3 归母净利 12.9-13.7 亿, 同比增 34.2%-42.6%。公司成长节奏全面恢复, Q4 为财务结转高峰, 全年高速增长可期。

本期招录考试全面恢复, 招生及教学也整体回归正常状态, 上半年因考试延期积压的待确认收入在三季度获得部分释放。稳就业政策主导下公职扩招使公司发展更加强劲, 市占率提升, 在弥补上半年亏损之后净利依然获得稳健快速增长, 并提前完成重组上市时三年累计业绩承诺。

公司线上业务快速发展, 线下布局稳步推进, 线上线下融合优势更加凸显。研发、教学、市场、服务等关键驱动要素的人才与资本投入逐步增大, 以研发为主导的市场领先优势持续增强, 行业综合优势进一步加大。

中公积极储备研发教师及渠道资源, 教学投入疫期逆势增长, 有效应对 Q4 及今后招录高峰; 同时考研等学历提升板块快速发展, 职教龙头延续价值成长。2020 年上半年面对新冠疫情, 多数教培机构发展陷入停滞, 招新及课耗受到显著拖累; 而中公逆势扩张充分补充教育资源, 一方面将建立起更加巩固的护城河和规模优势; 另一方面将更有效应对扩招趋势及增加的市场需求, 提升品牌认知及市占率。公共服务门类挖掘空间较大, 学历提升板块直接受益稳就业, 职业能力板块未来有效改善供给结构。相较公务员, 教师/医生/警察等公共服务门类空间广阔、中长期扩招趋势明确, 且中公具备极强的优势壁垒, 体现在专职专业研发以及垂直一体化快速响应带来的架构及效率支撑, 具体来看:

维持盈利预测, 给予买入评级

公司是一家中国领先的全品类职业教育机构, 也是招录考试培训领域的开创者和领导者, 主营业务横跨招录考试培训、学历提升和职业能力培训等 3 大板块, 提供超过 100 个品类的综合职业就业培训服务。公司在全国超过 1300 个直营网点展开经营, 深度覆盖 300 多个地级市, 并正在快速向数千个县城和高校扩张。短期季节性波动不改中公长期价值, 反而扩招趋势、资源积累及中小机构出清将更加巩固中公中长期护城河。我们预计公司 20-21 年净利分别为 25 亿、36 亿、PE 分别为 81x、57x。

风险提示: 招生不及预期, 提价不及预期, 核心高管流失等

| 财务数据和估值 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 6,236.99 | 9,176.13 | 13,014.40 | 16,918.70 | 23,009.43 |
| 增长率(%) | (6.41) | 47.12 | 41.83 | 30.00 | 36.00 |
| EBITDA(百万元) | 1,844.99 | 3,065.15 | 2,869.51 | 4,146.38 | 5,715.18 |
| 净利润(百万元) | 1,152.89 | 1,804.55 | 2,513.79 | 3,553.75 | 4,912.90 |
| 增长率(%) | 1,469.55 | 56.52 | 39.30 | 41.37 | 38.25 |
| EPS(元/股) | 0.19 | 0.29 | 0.41 | 0.58 | 0.80 |
| 市盈率(P/E) | 176.27 | 112.61 | 80.84 | 57.18 | 41.36 |
| 市净率(P/B) | 68.79 | 59.22 | 20.67 | 21.12 | 20.19 |
| 市销率(P/S) | 32.58 | 22.15 | 15.61 | 12.01 | 8.83 |
| EV/EBITDA | (0.72) | (1.06) | 67.81 | 45.82 | 33.80 |

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

| | |
|--------|-----------|
| 行业 | 传媒/文化传媒 |
| 6 个月评级 | 买入 (维持评级) |
| 当前价格 | 32.95 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股) | 6,167.40 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 783.99 |
| A 股总市值(百万元) | 203,215.81 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 25,832.50 |
| 每股净资产(元) | 0.28 |
| 资产负债率(%) | 86.84 |
| 一年内最高/最低(元) | 38.98/14.42 |

作者

| | |
|----------------------------|-----------------------|
| 刘章明 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号: S1110516060001 | liuzhangming@tfzq.com |
| 孙海洋 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号: S1110518070004 | sunhaiyang@tfzq.com |
| 邓学 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号: S1110518010001 | dengxue@tfzq.com |

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《中公教育-公司点评:全年预期不改持续高增长, Q3 拐点凸显白马价值成长》 2020-09-20
- 《中公教育-半年报点评:疫情无碍成长加速扩张, 白马巩固优势着眼未来》 2020-09-01
- 《中公教育-公司点评:考试延期+师资储备致 20H1 亏损 2-3 亿, 季节性错配无碍价值成长》 2020-07-15

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金 | 648.71 | 2,724.34 | 5,504.62 | 9,617.25 | 6,134.62 |
| 应收票据及应收账款 | 6.80 | 2.72 | 138.23 | 180.00 | 252.00 |
| 预付账款 | 1.48 | 2.46 | 620.94 | 212.57 | 565.18 |
| 存货 | 221.00 | 325.00 | 432.00 | 531.00 | 668.00 |
| 其他 | 2,412.99 | 2,106.75 | 1,456.80 | 2,268.80 | 1,964.61 |
| 流动资产合计 | 3,290.99 | 5,161.26 | 8,152.58 | 12,809.62 | 9,584.41 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 699.10 | 672.43 | 908.64 | 1,052.50 | 1,127.97 |
| 在建工程 | 91.37 | 653.58 | 428.15 | 304.89 | 212.93 |
| 无形资产 | 204.42 | 197.51 | 190.70 | 183.90 | 177.10 |
| 其他 | 3,137.16 | 3,600.92 | 2,565.46 | 2,878.63 | 2,855.57 |
| 非流动资产合计 | 4,132.06 | 5,124.44 | 4,092.95 | 4,419.93 | 4,373.57 |
| 资产总计 | 7,202.07 | 9,960.71 | 12,690.91 | 16,372.86 | 13,858.85 |
| 短期借款 | 1,607.00 | 2,867.00 | 2,000.00 | 2,300.00 | 2,900.00 |
| 应付票据及应付账款 | 144.56 | 236.48 | 1,254.62 | 841.09 | 1,385.87 |
| 其他 | 2,399.79 | 3,318.75 | 1,533.42 | 5,855.45 | 2,381.78 |
| 流动负债合计 | 4,151.35 | 6,422.23 | 4,788.04 | 8,996.53 | 6,667.65 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 96.77 | 106.93 | 100.96 | 101.55 | 103.15 |
| 非流动负债合计 | 96.77 | 106.93 | 100.96 | 101.55 | 103.15 |
| 负债合计 | 4,248.12 | 6,529.17 | 2,889.00 | 6,798.09 | 3,870.80 |
| 少数股东权益 | 0.00 | (0.01) | (31.54) | (47.05) | (75.46) |
| 股本 | 103.81 | 103.81 | 6,167.40 | 6,167.40 | 6,167.40 |
| 资本公积 | 1,144.78 | 1,198.58 | 1,198.58 | 1,198.58 | 1,198.58 |
| 留存收益 | 2,850.14 | 3,290.24 | 3,666.05 | 3,454.43 | 3,896.11 |
| 其他 | (1,144.78) | (1,161.08) | (1,198.58) | (1,198.58) | (1,198.58) |
| 股东权益合计 | 2,953.95 | 3,431.54 | 9,801.91 | 9,574.77 | 9,988.05 |
| 负债和股东权益总计 | 7,202.07 | 9,960.71 | 12,690.91 | 16,372.86 | 13,858.85 |

| 现金流量表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------------------|-----------------|-----------------|-------------------|-------------------|
| 净利润 | 1,152.89 | 1,804.54 | 2,513.79 | 3,553.75 | 4,912.90 |
| 折旧摊销 | 137.93 | 162.34 | 56.03 | 66.19 | 73.29 |
| 财务费用 | 12.91 | 107.85 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资损失 | (110.35) | (259.22) | (300.00) | (400.00) | (550.00) |
| 营运资金变动 | (3,155.98) | 2,302.30 | (1,842.73) | 4,517.85 | (3,654.17) |
| 其它 | 3,370.55 | (1,643.82) | (1,202.79) | 179.15 | 230.86 |
| 经营活动现金流 | 1,407.95 | 2,473.99 | (775.70) | 7,916.94 | 1,012.89 |
| 资本支出 | (376.03) | 597.28 | 65.97 | 79.41 | 48.40 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (1,984.19) | (728.39) | 2,467.24 | (118.62) | (73.34) |
| 投资活动现金流 | (2,360.22) | (131.11) | 2,533.21 | (39.21) | (24.93) |
| 债权融资 | 1,607.00 | 2,867.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股权融资 | (282.19) | (113.01) | 6,026.09 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 87.13 | (3,021.25) | (5,003.32) | (3,765.10) | (4,470.58) |
| 筹资活动现金流 | 1,411.94 | (267.26) | 1,022.77 | (3,765.10) | (4,470.58) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 459.67 | 2,075.62 | 2,780.28 | 4,112.63 | (3,482.62) |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|
| 营业收入 | 6,236.99 | 9,176.13 | 13,014.40 | 16,918.70 | 23,009.43 |
| 营业成本 | 2,552.35 | 3,812.59 | 5,075.62 | 7,444.23 | 9,894.06 |
| 营业税金及附加 | 27.29 | 56.69 | 65.07 | 84.59 | 115.05 |
| 营业费用 | 1,101.84 | 1,482.98 | 1,952.16 | 2,706.99 | 3,681.51 |
| 管理费用 | 873.42 | 1,098.47 | 1,301.44 | 1,776.46 | 2,531.04 |
| 研发费用 | 454.78 | 697.94 | 937.04 | 1,100.00 | 1,210.00 |
| 财务费用 | (2.53) | 204.31 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资产减值损失 | 0.30 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动收益 | 2.50 | 1.71 | 153.00 | 131.00 | 112.00 |
| 投资净收益 | 110.35 | 259.22 | 300.00 | 210.00 | 290.00 |
| 其他 | (223.34) | (528.47) | 416.60 | (614.76) | (466.11) |
| 营业利润 | 1,340.03 | 2,090.67 | 2,813.48 | 4,080.19 | 5,641.89 |
| 营业外收入 | 0.76 | 0.00 | 38.99 | 40.00 | 39.01 |
| 营业外支出 | 1.25 | 1.34 | 1.20 | 6.27 | 2.00 |
| 利润总额 | 1,339.54 | 2,089.33 | 2,851.27 | 4,113.92 | 5,678.90 |
| 所得税 | 186.65 | 284.78 | 370.66 | 575.95 | 795.05 |
| 净利润 | 1,152.89 | 1,804.54 | 2,480.60 | 3,537.97 | 4,883.86 |
| 少数股东损益 | 0.00 | (0.01) | (33.19) | (15.78) | (29.05) |
| 归属于母公司净利润 | 1,152.89 | 1,804.55 | 2,513.79 | 3,553.75 | 4,912.90 |
| 每股收益(元) | 0.19 | 0.29 | 0.41 | 0.58 | 0.80 |

| 主要财务比率 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|----------|------------|----------|----------|----------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | -6.41% | 47.12% | 41.83% | 30.00% | 36.00% |
| 营业利润 | 1189.23% | 56.02% | 34.57% | 45.02% | 38.28% |
| 归属于母公司净利润 | 1469.55% | 56.52% | 39.30% | 41.37% | 38.25% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 59.08% | 58.45% | 61.00% | 56.00% | 57.00% |
| 净利率 | 18.48% | 19.67% | 19.32% | 21.00% | 21.35% |
| ROE | 39.03% | 52.59% | 25.56% | 36.93% | 48.82% |
| ROIC | 74.60% | 226.55% | -145.59% | 292.19% | -134.17% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 58.98% | 65.55% | 22.76% | 41.52% | 27.93% |
| 净负债率 | 32.44% | 4.16% | -56.16% | -100.44% | -61.42% |
| 流动比率 | 0.74 | 0.75 | 3.08 | 1.78 | 2.52 |
| 速动比率 | 0.74 | 0.75 | 2.79 | 1.75 | 2.16 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 149.90 | 1,926.55 | 184.67 | -129.82 | -48.89 |
| 存货周转率 | 18.30 | 914,756.22 | 31.31 | 31.65 | 29.11 |
| 总资产周转率 | 1.05 | 1.07 | 1.15 | 1.16 | 1.52 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.19 | 0.29 | 0.41 | 0.58 | 0.80 |
| 每股经营现金流 | 0.23 | 0.40 | -0.13 | 1.28 | 0.16 |
| 每股净资产 | 0.48 | 0.56 | 1.59 | 1.56 | 1.63 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 176.27 | 112.61 | 80.84 | 57.18 | 41.36 |
| 市净率 | 68.79 | 59.22 | 20.67 | 21.12 | 20.19 |
| EV/EBITDA | -0.72 | -1.06 | 67.81 | 45.82 | 33.80 |
| EV/EBIT | -0.74 | -1.09 | 69.16 | 46.56 | 34.24 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|--|--|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |