

## 恢复速度超预期，21 年公职招录前景乐观 买入（维持）

2020 年 10 月 30 日

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

证券分析师 吴劲草

执业证号：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	9,176	12,677	16,510	20,878
同比（%）	47.1%	38.1%	30.2%	26.5%
归母净利润（百万元）	1,805	2,572	3,503	4,560
同比（%）	56.5%	42.5%	36.2%	30.2%
每股收益（元/股）	0.29	0.42	0.57	0.74
P/E（倍）	135.07	94.76	69.57	53.45

### 投资要点

- Q3 强劲复苏，业绩落在预告中枢：**公司前三季度实现收入 74.39 亿元，同比增长 20.78%，实现归母净利润 13.21 亿元，同比增长 37.76%，扣非归母净利润 10.78 亿元，同比增长 21.35%。单三季度实现收入 46.31 亿元，同比增长 83.65%，实现归母净利润 15.54 亿元，同比增长 233.58%，扣非归母净利润 14.46 亿元，同比增长 247.44%。在弥补上半年亏损之后，公司前三季度净利润与去年同期相比依然获得了稳健快速的增长，并提前完成了重组上市时的三年累计业绩承诺。
- H1 延期的培训业务在 Q3 集中释放，是三季度业绩高增长的主要原因，但恢复的速度超出了我们的预期。**1) 随着招录考试全面恢复，公司 Q3 招生及教学已回归正常状态；2) 线上业务快速发展，线下布局稳步推进，公司线上与线下融合（OMO）优势更加凸显。3) 我们预计今年行业将有明显增量，主要由于稳就业政策主导下的公职扩招，公司发展迎来市场机遇，前期逻辑正强劲兑现中。由于收入集中确认，公司 Q3 毛利率及净利率也实现了较大幅度的增长。
- 现金流及资产情况同比波动较大，判断主要由于考试节奏延期影响确认及退费节奏。**其中前三季度经营活动产生的现金流量净额为 67.18 亿元，同比增长 120.79%。合同负债达到 74.11 亿元，相比 19Q3 期末预收账款增长显著，货币资金达到 50.69 亿元，同比增长 86.08%。
- 预计公司市场占有率进一步提升，当前公司领先优势依然显著。**随着公司在研发、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进一步增强，行业综合优势进一步加大。前三季度公司支付给职工以及为职工支付的现金同比增长 33.25%，体现公司逆势抢占市场份额的成效。
- 2021 年公职招录预计将持续增长，职位吸引力继续提升。**2021 年国家公务员考试报名人数达到 1,511,985，与去年同期相比增加 11 万余人，招录人数达到 25,726 人，13172 个职位，招录人数增加了一千多人，平均竞争为 54.5:1，略高于 2020 年竞争程度，显示公务员职位在就业市场中的竞争力仍在进一步提升。省考方面，近期披露的江苏 2021 年公务员考试拟招录 9,536 人，同比增长 19.4%，我们认为率先发布的国家公务员考试的进一步紧俏，对于 2021 年整体的公职体系招录培训也有着较积极的指引意义。
- 维持公司“买入”评级：**公司兼具产品、渠道、管理优势，当前领先优势明显，继续看好公司在中、长期的增长能力，预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 25.7/35.0/45.6 亿元，对应 PE 分别为 95/70/53 倍。
- 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)	39.52
一年最低/最高价	14.30/40.66
市净率(倍)	73.88
流通 A 股市值(百万元)	30983.32

### 基础数据

每股净资产(元)	0.53
资产负债率(%)	78.51
总股本(百万股)	6167.40
流通 A 股(百万股)	783.99

### 相关研究

- 《中公教育 (002607): 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》2020-08-30
- 《中公教育 (002607): Q1 符合预期，预收高增长彰显需求韧性》2020-04-29
- 《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

## 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
<b>流动资产</b>	<b>4,836</b>	<b>8,343</b>	<b>12,365</b>	<b>18,070</b>	<b>营业收入</b>	<b>9,176</b>	<b>12,677</b>	<b>16,510</b>	<b>20,878</b>
现金	2,724	6,222	10,247	15,944	减:营业成本	3,813	5,370	7,011	8,923
应收账款	3	10	7	15	营业税金及附加	57	78	102	129
存货	0	0	0	0	营业费用	1,483	2,028	2,609	3,257
其他流动资产	2,109	2,110	2,111	2,112	管理费用	1,098	2,282	2,939	3,675
<b>非流动资产</b>	<b>5,124</b>	<b>5,436</b>	<b>5,754</b>	<b>6,184</b>	财务费用	204	293	257	198
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	1,027	1,382	1,751	加:投资净收益	259	358	466	590
在建工程	654	722	796	886	其他收益	2	2	2	2
无形资产	198	184	170	156	<b>营业利润</b>	<b>2,091</b>	<b>2,985</b>	<b>4,061</b>	<b>5,288</b>
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
<b>资产总计</b>	<b>9,961</b>	<b>13,779</b>	<b>18,118</b>	<b>24,254</b>	<b>利润总额</b>	<b>2,089</b>	<b>2,983</b>	<b>4,060</b>	<b>5,286</b>
<b>流动负债</b>	<b>6,422</b>	<b>7,693</b>	<b>8,565</b>	<b>10,189</b>	减:所得税费用	285	411	556	727
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	400	491	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,805</b>	<b>2,572</b>	<b>3,503</b>	<b>4,560</b>
其他流动负债	3,319	4,526	5,297	6,831	EBIT	2,181	3,023	3,986	5,067
<b>非流动负债</b>	<b>107</b>	<b>107</b>	<b>107</b>	<b>107</b>	EBITDA	2,344	3,196	4,202	5,247
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	107	107	107	107	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债合计</b>	<b>6,529</b>	<b>7,800</b>	<b>8,672</b>	<b>10,296</b>	每股收益(元)	0.29	0.42	0.57	0.74
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	0.56	0.97	1.53	2.26
					发行在外股份(百万股)	6167	6167	6167	6167
归属母公司股东权益	3,432	5,979	9,447	13,958	ROIC(%)	29.9%	29.5%	27.9%	26.0%
<b>负债和股东权益</b>	<b>9,961</b>	<b>13,779</b>	<b>18,118</b>	<b>24,254</b>	ROE(%)	52.6%	43.0%	37.1%	32.7%
					毛利率(%)	58.5%	57.6%	57.5%	57.3%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	销售净利率(%)	19.7%	20.3%	21.2%	21.8%
经营活动现金流	2,474	3,941	4,382	5,962	资产负债率(%)	65.5%	56.6%	47.9%	42.5%
投资活动现金流	-131	-125	-65	-19	收入增长率(%)	47.1%	38.1%	30.2%	26.5%
筹资活动现金流	-267	-318	-292	-247	净利润增长率(%)	56.5%	42.5%	36.2%	30.2%
现金净增加额	2,076	3,498	4,025	5,696	P/E	135.07	94.76	69.57	53.45
折旧和摊销	162	173	216	179	P/B	71.03	40.77	25.80	17.46
资本开支	720	312	317	431	EV/EBITDA	103.31	74.66	55.83	43.63
营运资本变动	620	1,263	874	1,616					

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>