

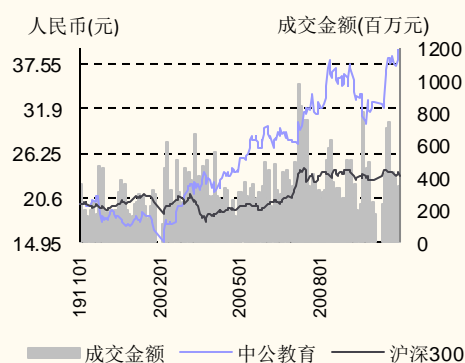
## 中公教育 (002607.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 39.52 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)	2,437.36
年内股价最高最低(元)	39.52/14.95
沪深 300 指数	4695
中小板综	12240



## 相关报告

- 1.《Q3 预告高增长, 延期收入部分释放-Q3 预告高增长, 延期收入部...》, 2020.10.13
- 2.《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
- 3.《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
- 4.《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
- 5.《19 业绩预+57%, 持续看好品牌化自我强化-19 业绩预+57...》, 2020.3.1

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

## Q3 扣非净利同增 247%, 提前完成业绩承诺

## 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	99.37	75.96	60.55
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

- 2020 年 10 月 30 日, 中公教育发布 2020 年三季报, 公司 2020 前三季度实现营收 74.39 亿元/+20.78%YOY, 归母净利润 13.21 亿元/+37.76%YOY, 扣非后归母净利润 10.78 亿元/+21.35%YOY。其中 Q3 单季度实现营收 46.31 亿元/+83.65%YOY, 归母净利润 15.54 亿元/+233.58%YOY, 扣非后归母净利润 14.46 亿元/+247.44%YOY, 超市场预期。公司 2018-2020Q3 累计扣非净利约 39 亿元, 提前完成 2018-2020 年累计扣非净利 38.8 亿元的业绩承诺。

## 经营分析

- 延期收入部分释放, 业绩实现高增长, 现金流状况良好, 截止三季度末账上合约负债达 74.11 亿, 同比+94.8%, Q4 值得期待: 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, 较去年延后 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, 三季度考试恢复, 招生及教学回归正常, 延期收入部分释放, 三季度单季度业绩实现高增长。公司前三季度实现经营性现金流 67.18 亿/+120.79%YoY, 其中 Q3 单季度实现经营性现金流 26.54 亿元/+302.28YoY, 现金流状况良好截止三季度末账上合约负债达 74.11 亿, 同比+94.8%, 四季度业绩值得期待。
- 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%, 2021 年国考计划招录 25726 人/+6.62%YoY, 报名人数达 151.19 万人/+8.32%YoY, 过审人数达 140.29 万人/9.84%YoY, 平均 55 人竞争一个职位。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 99/76/61x, 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。

**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
<b>主营业务收入</b>	<b>4,031</b>	<b>6,237</b>	<b>9,176</b>	<b>12,424</b>	<b>16,213</b>	<b>20,151</b>
增长率		54.7%	47.1%	35.4%	30.5%	24.3%
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,630</b>	<b>-2,552</b>	<b>-3,813</b>	<b>-5,318</b>	<b>-6,939</b>	<b>-8,605</b>
%销售收入	40.4%	40.9%	41.5%	42.8%	42.8%	42.7%
<b>毛利</b>	<b>2,402</b>	<b>3,685</b>	<b>5,364</b>	<b>7,107</b>	<b>9,274</b>	<b>11,547</b>
%销售收入	59.6%	59.1%	58.5%	57.2%	57.2%	57.3%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-19</b>	<b>-27</b>	<b>-57</b>	<b>-60</b>	<b>-76</b>	<b>-92</b>
%销售收入	0.5%	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
<b>销售费用</b>	<b>-841</b>	<b>-1,102</b>	<b>-1,483</b>	<b>-1,988</b>	<b>-2,578</b>	<b>-3,144</b>
%销售收入	20.9%	17.7%	16.2%	16.0%	15.9%	15.6%
<b>管理费用</b>	<b>-977</b>	<b>-873</b>	<b>-1,098</b>	<b>-1,242</b>	<b>-1,621</b>	<b>-2,015</b>
%销售收入	24.2%	14.0%	12.0%	10.0%	10.0%	10.0%
<b>研发费用</b>	<b>-455</b>	<b>-698</b>	<b>-698</b>	<b>-919</b>	<b>-1,200</b>	<b>-1,491</b>
%销售收入		7.3%	7.6%	7.4%	7.4%	7.4%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>564</b>	<b>1,227</b>	<b>2,027</b>	<b>2,897</b>	<b>3,799</b>	<b>4,804</b>
%销售收入	14.0%	19.7%	22.1%	23.3%	23.4%	23.8%
<b>财务费用</b>	<b>-28</b>	<b>3</b>	<b>-204</b>	<b>-168</b>	<b>-147</b>	<b>-115</b>
%销售收入	0.7%	0.0%	2.2%	1.3%	0.9%	0.6%
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>95</b>	<b>110</b>	<b>259</b>	<b>140</b>	<b>120</b>	<b>100</b>
%税前利润	15.2%	8.2%	12.4%	4.9%	3.2%	2.1%
<b>营业利润</b>	<b>631</b>	<b>1,340</b>	<b>2,091</b>	<b>2,869</b>	<b>3,774</b>	<b>4,791</b>
营业利润率	15.7%	21.5%	22.8%	23.1%	23.3%	23.8%
<b>营业外收支</b>	<b>-6</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>税前利润</b>	<b>625</b>	<b>1,340</b>	<b>2,089</b>	<b>2,869</b>	<b>3,775</b>	<b>4,792</b>
利润率	15.5%	21.5%	22.8%	23.1%	23.3%	23.8%
<b>所得税</b>	<b>-100</b>	<b>-187</b>	<b>-285</b>	<b>-416</b>	<b>-566</b>	<b>-767</b>
所得税率	16.0%	13.9%	13.6%	14.5%	15.0%	16.0%
<b>净利润</b>	<b>525</b>	<b>1,153</b>	<b>1,805</b>	<b>2,453</b>	<b>3,209</b>	<b>4,025</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>525</b>	<b>1,153</b>	<b>1,805</b>	<b>2,453</b>	<b>3,209</b>	<b>4,025</b>
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
<b>净利润</b>	<b>525</b>	<b>1,153</b>	<b>1,805</b>	<b>2,453</b>	<b>3,209</b>	<b>4,025</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>108</b>	<b>138</b>	<b>162</b>	<b>172</b>	<b>206</b>	<b>233</b>
<b>非经营收益</b>	<b>-66</b>	<b>-108</b>	<b>-167</b>	<b>95</b>	<b>121</b>	<b>143</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>433</b>	<b>225</b>	<b>674</b>	<b>616</b>	<b>1,205</b>	<b>1,273</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>999</b>	<b>1,408</b>	<b>2,474</b>	<b>3,335</b>	<b>4,740</b>	<b>5,675</b>
<b>资本开支</b>	<b>-159</b>	<b>-263</b>	<b>-720</b>	<b>-300</b>	<b>-349</b>	<b>-249</b>
<b>投资</b>	<b>-1,504</b>	<b>-2,202</b>	<b>392</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>95</b>	<b>105</b>	<b>197</b>	<b>140</b>	<b>120</b>	<b>100</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,569</b>	<b>-2,360</b>	<b>-131</b>	<b>-160</b>	<b>-229</b>	<b>-149</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>100</b>	<b>1,507</b>	<b>1,260</b>	<b>133</b>	<b>47</b>	<b>14</b>
<b>其他</b>	<b>32</b>	<b>-95</b>	<b>-1,527</b>	<b>-2,270</b>	<b>-2,956</b>	<b>-3,760</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>132</b>	<b>1,412</b>	<b>-267</b>	<b>-2,137</b>	<b>-2,908</b>	<b>-3,746</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-437</b>	<b>460</b>	<b>2,075</b>	<b>1,038</b>	<b>1,603</b>	<b>1,781</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>货币资金</b>	<b>190</b>	<b>649</b>	<b>2,724</b>	<b>3,762</b>	<b>5,365</b>	<b>7,146</b>
<b>应收款项</b>	<b>40</b>	<b>88</b>	<b>258</b>	<b>245</b>	<b>320</b>	<b>398</b>
<b>存货</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>2,171</b>	<b>2,334</b>	<b>1,854</b>	<b>1,854</b>	<b>1,855</b>	<b>1,856</b>
<b>流动资产</b>	<b>2,401</b>	<b>3,070</b>	<b>4,836</b>	<b>5,862</b>	<b>7,541</b>	<b>9,400</b>
%总资产	74.2%	42.6%	48.6%	52.7%	58.3%	63.5%
<b>长期投资</b>	<b>52</b>	<b>936</b>	<b>2,913</b>	<b>2,913</b>	<b>2,913</b>	<b>2,913</b>
<b>固定资产</b>	<b>280</b>	<b>790</b>	<b>1,326</b>	<b>1,446</b>	<b>1,589</b>	<b>1,607</b>
%总资产	8.7%	11.0%	13.3%	13.0%	12.3%	10.8%
<b>无形资产</b>	<b>462</b>	<b>559</b>	<b>538</b>	<b>546</b>	<b>547</b>	<b>546</b>
<b>非流动资产</b>	<b>834</b>	<b>4,132</b>	<b>5,124</b>	<b>5,253</b>	<b>5,397</b>	<b>5,414</b>
%总资产	25.8%	57.4%	51.4%	47.3%	41.7%	36.5%
<b>资产总计</b>	<b>3,235</b>	<b>7,202</b>	<b>9,961</b>	<b>11,115</b>	<b>12,938</b>	<b>14,814</b>
<b>短期借款</b>	<b>100</b>	<b>1,607</b>	<b>2,867</b>	<b>3,000</b>	<b>3,047</b>	<b>3,061</b>
<b>应付款项</b>	<b>1,747</b>	<b>2,111</b>	<b>2,959</b>	<b>3,463</b>	<b>4,519</b>	<b>5,615</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>349</b>	<b>433</b>	<b>596</b>	<b>696</b>	<b>921</b>	<b>1,177</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,196</b>	<b>4,151</b>	<b>6,422</b>	<b>7,159</b>	<b>8,487</b>	<b>9,853</b>
%总资产	68.2%	57.6%	64.5%	64.2%	64.8%	66.4%
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>39</b>	<b>97</b>	<b>107</b>	<b>107</b>	<b>107</b>	<b>107</b>
<b>负债</b>	<b>2,235</b>	<b>4,248</b>	<b>6,529</b>	<b>7,265</b>	<b>8,593</b>	<b>9,960</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,000</b>	<b>2,954</b>	<b>3,432</b>	<b>3,849</b>	<b>4,344</b>	<b>4,854</b>
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
<b>少数股东权益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,235</b>	<b>7,202</b>	<b>9,961</b>	<b>11,115</b>	<b>12,938</b>	<b>14,814</b>

**比率分析**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标</b>						
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
<b>回报率</b>						
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%
<b>增长率</b>						
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%
<b>资产管理能力</b>						
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
<b>偿债能力</b>						
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%

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	2019-10-29	买入	18.60	N/A
2	2020-01-22	买入	17.86	N/A
3	2020-02-19	买入	18.91	25.00~25.00
4	2020-03-01	买入	21.00	25.00~25.00
5	2020-03-10	买入	21.40	25.00~25.00
6	2020-04-29	买入	24.36	N/A
7	2020-08-31	买入	36.32	N/A
8	2020-10-13	买入	32.07	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，不作为或被视作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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH