

中公教育 (002607)

证券研究报告

2020年11月01日

20Q1-3 归母净利润 13.21 亿同比增 37.8%，收款强劲储备新一轮增长

20Q1-3 收入 74.39 亿同比增 20.8%；归母净利润 13.21 亿同比增 37.8%，Q3 表现亮眼

10月30日，中公教育公布2020年三季度报告。

分季度看 Q3 收入业绩快速增长。20Q1 收入 12.30 亿元，同比减少 6.22%；归母净利润 1.16 亿元，同比增长 9.52%；20Q2 收入 15.78 亿元，同比减少 32.16%；归母净利润-3.49 亿元，同比减少 190.31%；20Q3 收入 46.31 亿元，同比增长 83.65%；归母净利润 15.54 亿元，同比增长 233.58%。

Q3 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健，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。

20Q1-Q3 毛利率 58.71%同比增长 1.10pct；净利率 17.76%同比增长 2.19pct

20Q1-Q3 期间费用率 42.78%，同比增长 2.41pct，主要系财务费用率增长。其中管理费用率 20.94%，同比减少 0.82pct；财务费用率 4.66%，同比增长 3.60pct，主要系本期收款增加，手续费增加所致；销售费用率 17.18%，同比减少 0.37pct。本期在毛利率带动下净利率 17.76%同比增长 2.19pct。

公司盈利指标增长再次证明规模效应逐步释放及垂直一体化响应机制优势；同时，公司在上半年教育资源（教师研发网点）投入逆势扩张，未来一方面将充分应对招录大年；另一方面伴随收入提升，规模效应或进一步显现。

维持盈利预测，给予买入评级

中公已建立并完善研发渠道运营垂直一体化响应反馈机制，在巩固自身护城河同时成就极强的市场竞争格局。一方面，招录考试全面恢复，上半年因考试延期积压的待确认收入在 Q3 获得部分释放，在弥补上半年亏损之后净利依然获得稳健快速增长。Q4 为传统业绩确认高峰，Q1-3 高增长奠定全年趋势。另一方面，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，线上快速发展，线下稳步推进，线上线下融合优势更加凸显。中公长期价值较为明确，疫情加剧中小机构出清，扩招趋势叠加资源积累将更加巩固中长期护城河；我们预计公司 20-21 年净利分别为 25 亿、36 亿、PE 分别为 97x、69x。

风险提示：招生不及预期，市场竞争激烈，核心高管流失。

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)	211.41	135.07	96.96	68.59	49.61
市净率(P/B)	82.51	71.03	24.79	25.33	24.22
市销率(P/S)	39.08	26.56	18.73	14.41	10.59
EV/EBITDA	(0.72)	(1.06)	81.93	55.59	40.89

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	39.52 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)	243,735.62
流通 A 股市值(百万元)	30,983.32
每股净资产(元)	0.53
资产负债率(%)	78.51
一年内最高/最低(元)	40.66/14.42

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:Q3 归母净利润 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》2020-10-14
- 《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

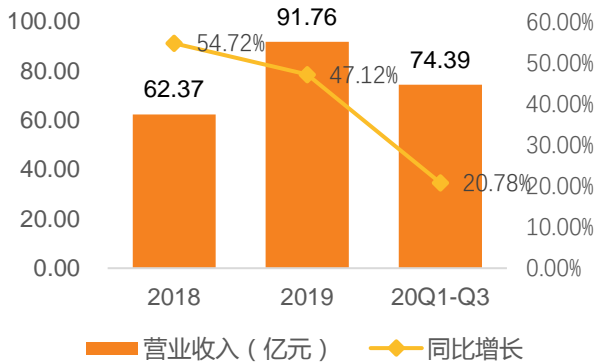
1、20Q1-3 收入 74.39 亿同比增 20.8%；归母净利 13.21 亿同比增 37.8%，Q3 表现亮眼

10 月 30 日，中公教育公布 2020 年三季度报告。

分季度看 Q3 收入业绩快速增长。20Q1 收入 12.30 亿元，同比减少 6.22%；归母净利 1.16 亿元，同比增长 9.52%；20Q2 收入 15.78 亿元，同比减少 32.16%；归母净利 -3.49 亿元，同比减少 190.31%；20Q3 收入 46.31 亿元，同比增长 83.65%；归母净利 15.54 亿元，同比增长 233.58%。

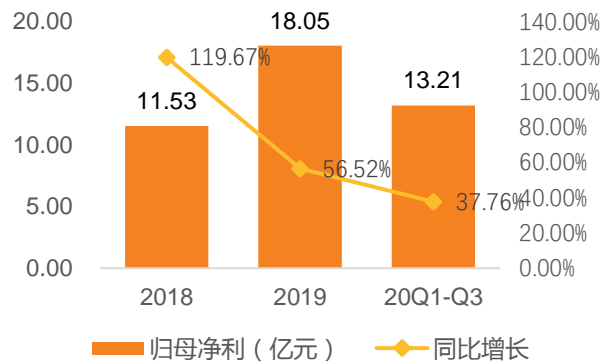
Q3 招录考试全面恢复，招生及教学也整体回归正常状态，上半年因考试延期积压的待确认收入在三季度获得部分释放。稳就业政策主导下公职扩招使公司发展更加强劲，市场占有率提升，在弥补上半年亏损之后净利依然获得稳健快速增长，并提前完成重组上市时三年累计业绩承诺。

图 1：20 Q1-Q3 收入 74.39 亿元，同比增长 20.78%



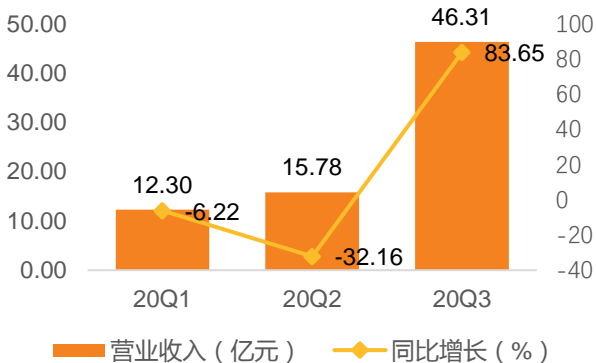
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：20Q1-Q3 归母净利润 13.21 亿元，同比增长 37.76%



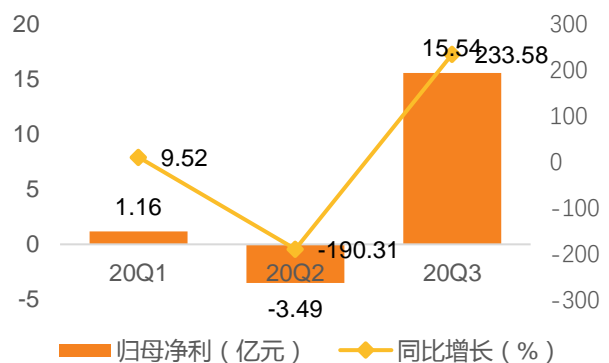
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：20Q3 收入 46.31 亿元，同比增长 83.65%



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：20Q3 归母净利润 15.54 亿元，同比增长 233.58%



资料来源：wind，天风证券研究所

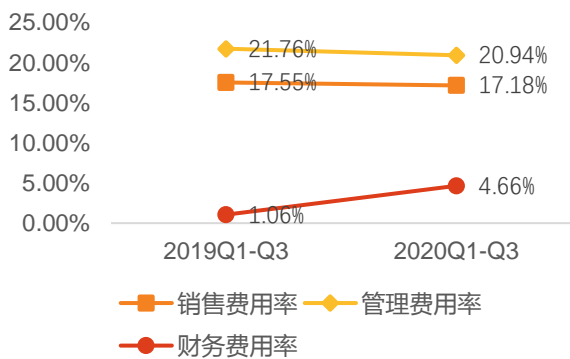
2、20Q1-Q3 毛利率 58.71%同比增长 1.10pct；净利率 17.76%同比增长 2.19pct

20Q1-Q3 期间费用率 42.78%，同比增长 2.41pct，主要系财务费用率增长。其中管理费用率 20.94%，同比减少 0.82pct；财务费用率 4.66%，同比增长 3.60pct，主要系本期收款增加，手续费增加所致；销售费用率 17.18%，同比减少 0.37pct。本期在毛利率带动下净

利率 17.76%同比增长 2.19pct。

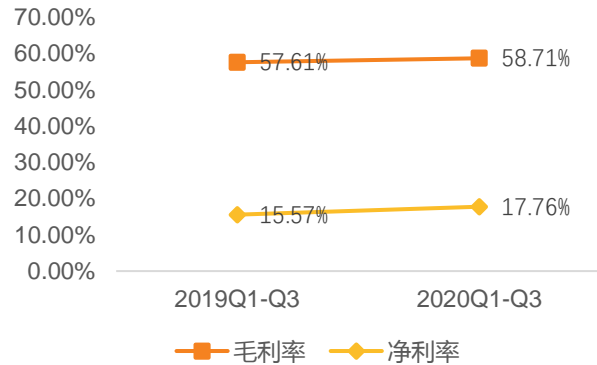
公司盈利指标增长再次证明规模效应逐步释放及垂直一体化响应机制优势；同时，公司在上半年教育资源（教师研发网点）投入逆势扩张，未来一方面将充分应对招录大年；另一方面伴随收入提升，规模效应或进一步显现。

图 5：20Q1-Q3 期间费用率 42.78%，同比增长 2.41pct



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：20Q1-Q3 毛利率 58.71%同比增长 1.10pct



资料来源：wind，天风证券研究所

3、截至 20Q3 预收款项 76.3 亿（合同负债 74.1 亿+其他流动负债 2.2 亿），较 2019 年底预收款项（26.3 亿）增长 190%；货币资金 50.7 亿，交易性金融资产 41.2 亿。

从资产负债表科目看，截至 20Q3 预收款项 76.3 亿（合同负债 74.1 亿+其他流动负债 2.2 亿），2019 年底预收款项（26.3 亿）增长 190%，较 19Q3 预收款项（39.18 亿）增长 94.8%。

科目变化主要系本期按新收入准则将一年以内结转的“预收款项”不含税部分调整至“合同负债”列示所致；将一年以内结转的“预收款项”待转销项税调整至“其他流动负债”列示所致。

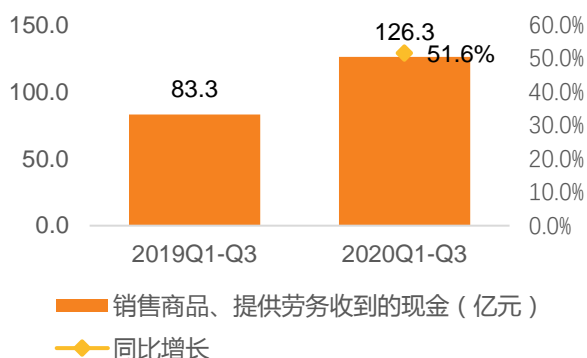
本期合同负债+其他流动负债一方面反映公司学费收款积极快速增长；另一方面主要系通常公司上半年为收款高峰下半年为结转高峰，故 Q3 末收款高于 Q4 末，同时由于今年上半年疫情影响，部分收款延后到 Q3，故同比也有大幅增长。

截至 20Q3 货币资金 50.7 亿，较 19 年底增长 86.08%，主要系招录考试全面恢复，招生回归正常，收款增加所致。交易性金融资产 41.2 亿，较 19 年底增长 135.03%，主要系本期培训业务收款增长，购买理财产品增加所致。

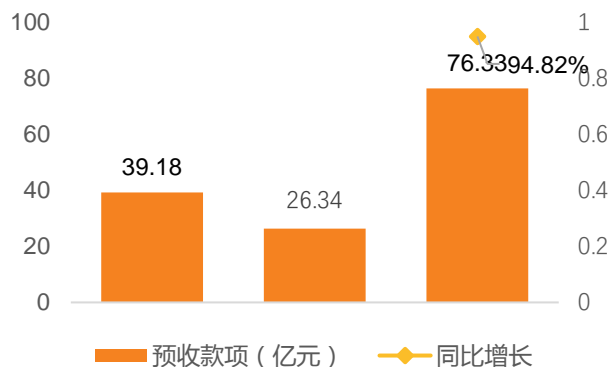
从现金流量表科目来看，本期销售商品、提供劳务收到的现金 126 亿，同比增长 52%，再次反映较好的收款能力及现金流。

图 7：20Q1-Q3 销售商品、提供劳务收到现金 126 亿同比增 52%

图 8：截至 20Q3 预收款项 76.3 亿，环比增长 190%



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

4、2021 国考报名超 150 万人，江苏省考率先启动扩招 19.4%，带动参培需求进一步释放。

2021 国考报名人数 151.2 万人，与去年同期相比增加 11 万余人，共招录 25726 人，同比增加了一千余人，平均报录比 54.5:1 略高于去年。

同时，2021 省考江苏已率先启动，考试定档 2020 年 12 月 19、20 日，全省共编制了 9536 个录用计划，创历史最高，同比增长 19.42%，继续加大面向基层招录力度，突出抓好普通高校应届生招录，为促就业、保民生提供有力支撑；预计其余各省或延续国考及江苏省考扩招趋势，继续扩大招录规模。

招录类职教赛道立足于选拔性考试基础上的职业技能培训，一方面，其考生受众本身在焦虑感带动下具备较强的付费及参培意愿；另一方面，随着考试难度加大，培训市场自身具备较强的参培率及客单价提升逻辑。

5、维持盈利预测，给予买入评级

中公已建立并完善研发渠道运营垂直一体化响应反馈机制，在巩固自身护城河同时成就极强的市场竞争格局。一方面，招录考试全面恢复，上半年因考试延期积压的待确认收入在 Q3 获得部分释放，在弥补上半年亏损之后净利依然获得稳健快速增长。Q4 为传统业绩确认高峰，Q1-3 高增长奠定全年趋势。另一方面，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，线上快速发展，线下稳步推进，线上线下融合优势更加凸显。中公长期价值较为明确，疫情加剧中小机构出清，扩招趋势叠加资源积累将更加巩固中长期护城河；我们预计公司 20-21 年净利分别为 25 亿、36 亿、PE 分别为 97x、69x。

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	831.40	237.87	1,342.90
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	8,551.98	12,516.48	10,259.31
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	211.41	135.07	96.96	68.59	49.61
市净率	82.51	71.03	24.79	25.33	24.22
EV/EBITDA	-0.72	-1.06	81.93	55.59	40.89
EV/EBIT	-0.74	-1.09	83.56	56.49	41.42

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