

## 2020 年年报及 2021 年一季报点评：公务员序列率先完成反弹，其他序列有望陆续复苏买入（维持）

2021 年 04 月 29 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	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	11,202	14,485	18,247	22,116
同比 (%)	22.1%	29.3%	26.0%	21.2%
归母净利润 (百万元)	2,304	3,194	4,121	5,113
同比 (%)	27.7%	38.6%	29.0%	24.1%
每股收益 (元/股)	0.37	0.52	0.67	0.83
P/E (倍)	68.44	49.37	38.26	30.84

### 投资要点

■ **事件：**公司 2020 年实现营业总收入 112.02 亿元，同比+22.08%，实现归属于上市公司股东的净利润 23.04 亿元，同比+27.70%，扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润 18.67 亿元，同比+9.82%。2021Q1 实现营业总收入 20.52 亿元，同比+66.79%，归属于上市公司股东的净利润 1.41 亿元，同比+21.00%。公司业绩整体符合市场预期。

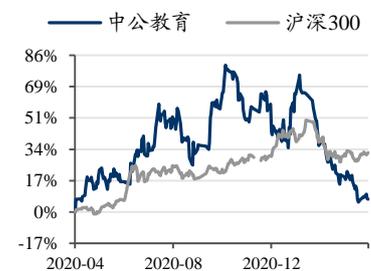
■ **2020 年业绩凸显公司经营韧性，逆势扩张趋势明显，线上贡献显著增量。** 1) 公务员序列 2020 年实现营收 62.90 亿元，同比+50.79%；事业单位序列实现营收 12.74 亿元，同比-9.12%；教师序列实现营收 17.94 亿元，同比-7.15%；综合序列实现营收 17.81 亿元，同比+10.35%。2) 疫情导致了 2020 年上半年招录的半真空状态，公务员省考联考从上半年延后至下半年，一方面直接影响了教师、事业单位和医疗等重点门类的招录开展，年度招录计划收缩或后延，另一方面让求职者下半年的时间精力主要投入到公务员备考上，一定程度上影响了其他相关序列的招生工作。3) 线上培训业务实现营收 29.05 亿元，同比+180.56%，线上培训营收占比从 2019 年的 11.29% 上升到 25.94%。4) 公司抓住时机对人力资源、网点渠道及教学设施进行了饱和投入和升级，尤其对新型招录、考研、学历提升和职业技能训练等重点新业务进行了大量前瞻性投资，直营分支机构数量同比+51.18%，员工人数同比+28.0%，其中研发人员人数同比+47.49%，授课师资人数同比+39.99%。市场有关公司研发费用率大幅提升，我们认为这恰恰反映了公司当前的丰富产品储备和日益提升的数字化能力。

■ **2021Q1 受省考提前影响导致收款有所下降，但预计后续其他序列有望次第反弹。** 市场关注到 2021Q1 销售商品、提供劳务收到的现金同比下降 47.11%，我们认为：1) 该变动主要受多省联考提前一个月影响，高峰收费期减少近一个月，我们认为影响已经在前期反映较为充分；2) 我们认为招录节奏加快本质上在于考虑尽快消化就业压力，后续其他序列的复苏增长也有望次第展开。从行业外部环境及政策逻辑出发，我们认为 Q1 收款的变动不具有对于未来预期指引的意义，省考提前造成的部分缺口有望由其他序列的恢复性增长弥补。

■ **维持“买入”评级：**考虑到 Q1 省考提前影响，我们谨慎考虑将 2021/2022 年 EPS 从 0.54/0.72 元小幅下调至 0.52/0.67 元，预计 2023 年 EPS 为 0.83 元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 分别为 49/38/31 倍，公司前期回调较多，我们认为利空及估值已基本得到消化，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**政策风险，市场竞争加剧的风险，核心人才流失风险，经营管理风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	25.57
一年最低/最高价	23.70/43.58
市净率(倍)	35.71
流通 A 股市值(百万元)	40970.26

### 基础数据

每股净资产(元)	0.72
资产负债率(%)	72.39
总股本(百万股)	6167.40
流通 A 股(百万股)	1602.28

### 相关研究

- 1、《中公教育 (002607)：2020 年业绩预告点评：疫情影响或基本得到消化，中长期依旧前景乐观》2021-03-26
- 2、《中公教育 (002607)：定增有助缓解怀柔项目资金压力，长期提升竞争力及稳定性》2020-11-23
- 3、《中公教育 (002607)：恢复速度超预期，21 年公职招录前景乐观》2020-10-31

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>9,423</b>	<b>15,670</b>	<b>16,534</b>	<b>24,804</b>	<b>营业收入</b>	<b>11,202</b>	<b>14,485</b>	<b>18,247</b>	<b>22,116</b>
现金	5,950	12,093	12,865	21,024	减:营业成本	4,567	5,808	7,149	8,666
应收账款	21	10	30	18	营业税金及附加	13	60	72	85
存货	0	0	0	0	营业费用	1,812	2,245	2,828	3,428
其他流动资产	3,451	3,567	3,640	3,762	管理费用	2,331	2,680	3,376	3,981
<b>非流动资产</b>	<b>4,996</b>	<b>5,550</b>	<b>6,139</b>	<b>6,708</b>	研发费用	1,051	1,159	1,369	1,548
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	431	550	597	617
固定资产	1,613	1,924	2,267	2,591	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	214	243	281	324	加:投资净收益	257	300	378	458
无形资产	426	634	835	1,028	其他收益	336	240	150	100
其他非流动资产	2,743	2,749	2,757	2,764	资产处置收益	0	1	0	0
<b>资产总计</b>	<b>14,419</b>	<b>21,220</b>	<b>22,674</b>	<b>31,512</b>	<b>营业利润</b>	<b>2,662</b>	<b>3,689</b>	<b>4,760</b>	<b>5,906</b>
<b>流动负债</b>	<b>10,039</b>	<b>13,642</b>	<b>10,974</b>	<b>14,699</b>	加:营业外净收支	-1	0	-1	-1
短期借款	3,976	3,976	3,976	3,976	<b>利润总额</b>	<b>2,661</b>	<b>3,688</b>	<b>4,759</b>	<b>5,905</b>
应付账款	212	358	343	507	减:所得税费用	357	495	638	792
其他流动负债	5,851	9,308	6,655	10,216	少数股东损益	0	0	0	0
<b>非流动负债</b>	<b>105</b>	<b>109</b>	<b>109</b>	<b>109</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,304</b>	<b>3,194</b>	<b>4,121</b>	<b>5,113</b>
长期借款	0	4	4	4	EBIT	2,724	3,659	4,626	5,638
其他非流动负债	105	105	105	105	EBITDA	2,887	3,884	4,906	5,977
<b>负债合计</b>	<b>10,144</b>	<b>13,751</b>	<b>11,083</b>	<b>14,808</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	-0	-0	-0	-0	每股收益(元)	0.37	0.52	0.67	0.83
归属母公司股东权益	4,275	7,469	11,590	16,704	每股净资产(元)	0.69	1.21	1.88	2.71
<b>负债和股东权益</b>	<b>14,419</b>	<b>21,220</b>	<b>22,674</b>	<b>31,512</b>	发行在外股份(百万股)	6167	6167	6167	6167
					ROIC(%)	34.9%	27.7%	25.7%	23.6%
					ROE(%)	53.9%	42.8%	35.6%	30.6%
					毛利率(%)	59.2%	59.9%	60.8%	60.8%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	销售净利率(%)	20.6%	22.0%	22.6%	23.1%
经营活动现金流	4,882	7,160	1,851	9,218	资产负债率(%)	70.4%	64.8%	48.9%	47.0%
投资活动现金流	-1,109	-472	-483	-441	收入增长率(%)	22.1%	29.3%	26.0%	21.2%
筹资活动现金流	-548	-545	-596	-617	净利润增长率(%)	27.7%	38.6%	29.0%	24.1%
现金净增加额	3,226	6,143	772	8,160	P/E	68.44	49.37	38.26	30.84
折旧和摊销	164	225	280	340	P/B	36.89	21.11	13.61	9.44
资本开支	1,325	554	589	568	EV/EBITDA	53.60	38.26	30.13	23.37
营运资本变动	2,492	3,498	-2,762	3,615					

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>