

证券研究报告—动态报告

社会服务

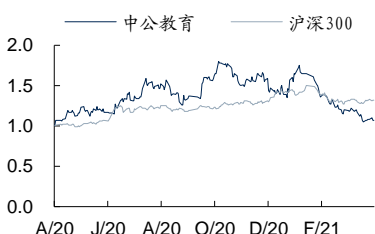
教育

中公教育(002607)
买入

2020 年报及 2021 年一季报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 29 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	6,167/1,602
总市值/流通(百万元)	157,700/40,970
上证综指/深圳成指	3,457/14,398
12 个月最高/最低(元)	43.58/23.55

相关研究报告:

《中公教育-002607-2020 年业绩预告点评: 疫情扰动 20 年部分招录节奏, 后续关注各赛道中线趋势》——2021-03-26

《中公教育-002607-深度报告: 六问六答探究公司的投资成色》——2021-01-26

《中公教育-002607-系列之八: 拟定增加基地建设, 看好产品供给及新品类拓展》——2020-11-24

《中公教育-002607-2020 年三季报点评: 三季报表现靓丽, 期待平台孵化能力持续验证》——2020-11-01

《中公教育-002607-系列之七: Q3 业绩超预期, 国考继续扩招, 龙头成长可期》——2020-10-15

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809

E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

证券分析师: 钟潇

电话: 0755-82132098

E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100003

证券分析师: 姜甜

电话: 0755-81981367

E-MAIL: jiangtian@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080005

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
招录扰动影响短期业绩, 关注各赛道复苏及拓展
● 2020 年扣业绩同增 10%符合预期, 疫情影响下增长放缓

2020 年, 公司营收 112.02 亿/+22%, 业绩 23 亿/+28% (增值税减免 3.14 亿、理财收益 1.80 亿), 扣非业绩 18.67 亿/+10%, 位于业绩预告区间的下限; EPS 为 0.37 元。Q4 收入/扣非业绩各增 25%/3%。

● 国考逆势高增长, 事业单位、教师受招录影响承压

具体来看, 国考培训收入 63 亿/+51%, 高基数上高增长超市场预期, 人次增长超 5 成。事业单位因疫情及国考延期影响被动缩招, 公司实现收入 13 亿/-9%, 低于市场预期。教师序列同样被动大幅缩招, 收入 18 亿/-7%, 低于市场预期。综合序列收入增 10%, 预计主要系医疗序列较大幅度缩招拖累增速。2020 年线上培训收入 29 亿元/+181%, 线下收入增 2%, 疫情影响。毛利率+0.78pct, 研发费率+1.77pct。

● 2021Q1 业绩同增 21%, 合同负债、经营现金流承压

2021Q1, 公司营收 20.52 亿/+67%, 收入确认推迟及国考支撑; 业绩 1.41 亿/+21%, 扣非后+19%; EPS 0.02 元。季末合同负债 51 亿元, 较 20 年同期下滑 7%。Q1 公司销售商品、提供劳务收到的现金为 22.58 亿元, 同比下滑 47%, 主要系多省联考提前影响, 逊于预期。

● 短期关注招录及培训节奏, 中线关注跨赛道布局

21 年国考扩招 7%, 但省考缩招约 4%, 预计主要与考试时间间隔较短有关, 不排除部分省份下半年二招的可能; 而且短期招录人数小幅变动对公司的影响相对可控, 重点关注长期趋势。21Q1 省考提前 1 个月影响省考培训, 但也有望使后续考试备考更充分。整体来看, 公司短期业绩有波动, 预计主要受招录节奏影响, 建议持续跟踪。中线来看, 扩招及参培率有望继续提升, 推动行业扩容, 公司有望凭借教研、渠道等优势进一步提高市占率, 基地建设不断推进, 期待其跨赛道复制。

● 风险提示: 业务拓展放缓; 行业竞争加剧、股东减持; 政策、疫情等。
● 短期业绩有扰动, 关注各赛道中线趋势, 维持中线“买入”评级

给予 21-23 年 EPS 至 0.48/0.65/0.84 元, PE 53/39/30x。短期疫情影响部分招录节奏, 不确定性扰动仍存, 但赛道需求刚性+龙头格局优化将构成业绩基本盘支撑, 后续关注疫情企稳后存量优势业务的中线趋势和新赛道孵化效果, 短期疫情扰动和限售股解禁带来股价回调, 估值回归合理区间后提供增配机会, 维持中线“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9176.13	11202.49	15453.92	20510.64	26020.05
(+/-%)	47.12%	22.08%	37.95%	32.72%	26.86%
净利润(百万元)	1804.55	2304.36	2983.55	3998.22	5178.12
(+/-%)	56.52%	27.70%	29.47%	34.01%	29.51%
摊薄每股收益(元)	17.38	0.37	0.48	0.65	0.84
EBIT Margin	29.70%	31.52%	22.69%	23.26%	23.50%
净资产收益率(ROE)	52.59%	53.90%	57.71%	59.06%	55.33%
市盈率(PE)	1.47	68.44	52.86	39.44	30.46
EV/EBITDA	3.27	46.21	45.49	33.57	26.44
市净率(PB)	0.77	36.89	30.50	23.30	16.85

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

2020 年扣业绩同增 10%符合预期，疫情影响下增长放缓

2020 年，公司实现营收 112.02 亿元，同比增长 22.08%；实现归母净利润 23.04 亿元，同比增长 27.70%，其中增值税减免贡献约 3.14 亿、理财收益 1.80 亿；扣非净利润为 18.67 亿，同增 9.82%，位于业绩预告区间的下限，但相对低于业绩预告前的市场预期，疫情影响下增速放缓；EPS 为 0.37 元。

Q4，公司实现营业收入 37.64 亿元，同比增长 24.74%；实现归母净利润 9.83 亿元，同比增长 16.29%；实现扣非业绩 7.89 亿元，同比下降 2.81%，低于前三季度扣非业绩增速（21.4%），主要系受疫情及考试节奏扰动影响。

图 1：公司 2020 年收入业绩、增长情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：公司 Q4 年业绩收入、增长情况



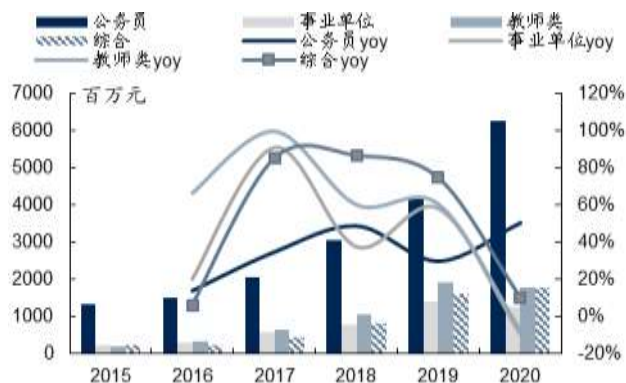
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

公考逆势高增长，事业单位、教师受招录影响承压

2020 年，受新冠疫情影响，上半年招录及线下培训基本停滞，下半年逐步恢复，但培训集中在三季度导致学员备考冲突及产品供给压力。具体来看，1) **公考培训**，在 2020 年国考扩招 66%、省考扩招约 30% 的背景下，虽有疫情扰动，但公司依托提前销售+线上线下发力等，实现了 63 亿的收入，同比增长 51%，超出市场预期。预计在公考与事业单位、教师招录等考试相冲突时，学员更重视公考，公司在公考方面优势也更大，预计公司集中主要精力继续拓展公考业务，培训人次增长超 5 成。2) **事业单位**，因疫情及公考延期影响，事业单位被动缩招，导致最终实现收入 13 亿元，同比下滑 9%，低于市场预期。3) **教师序列**，同事业单位类似，被动大幅缩招，公司实现收入 18 亿，同比下滑 7%，低于市场预期。4) **综合序列**收入增 10%，预计主要系医疗序列较大幅度缩招拖累增速。

分线上线下来看，2020 年线上培训业务实现营收 29 亿元，同增 181%，线上培训营收在整体营收的占比也大幅提升，从去年同期的 11.29% 上升到 25.94%。线上培训人次也接近 300 万，增长超过六成。线下收入仅微增 2%。主要系疫情期间线下课程阶段暂停，线上课迎来了较快增长。

图 3: 公司面授培训细分业务增长情况



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理
备注: 其中 2015-2018 年为细分业务面授培训的收入及增速, 2019 年及以后为面授+线上的收入及增速, 口径略有不同

图 4: 公司面授培训及线上培训业务表现



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

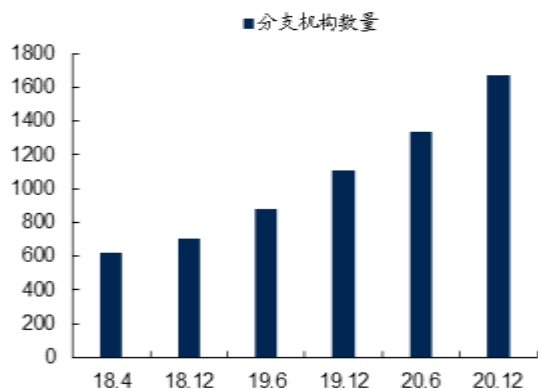
表 1: 正常情况下各类考试成绩公布时点 (疫情影响下部分考试节奏有变)

	Q1	Q2	Q3	Q4
国家公务员考试初试	1 月中旬公布			
国家公务员考试复试	少量单位公布	大量单位公布		
地方公务员考试初试	非联考省份公布 (19Q1 仅上海)	联考省份公布		
地方公务员考试复试			联考省份公布	
事业单位考试成绩		相对平均分布在 4 个季度, Q1 较少		
教师资格考试笔试		上半年笔试成绩公布		下半年笔试成绩公布
教师资格考试面试	下半年面试成绩公布		上半年面试成绩公布	
教师招录考试			相对集中在 7-8 月	
考研初试	2 月中旬公布			
考研复试	大多院校在 3 月底完成招录	调剂在 4-5 月完成		

资料来源: 公开信息, 中公教育官网, 国信证券经济研究所整理

逆势扩张, 进一步巩固渠道及研发优势。截至 2020 年底, 公司直营分支机构共 1669 家, 较期初 1104 家同增约 51.18%, 渠道拓展快速推进。公司渠道深度覆盖 319 个地级市, 并仍在快速地向数千个县城和高校扩张。公司共有员工数 4.51 万人, 较期初同增 28.00%, 其中研发人员及教师增长较快, 分别同增 47.49%/39.99%, 为业务的快速拓展打下了坚实的基础。

图 5: 公司分支机构开拓迅速



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 公司分支机构具体布局



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

综合来看, 公司毛利率为 59.23%, 同比上升 0.78pct, 预计与毛利率较低的教

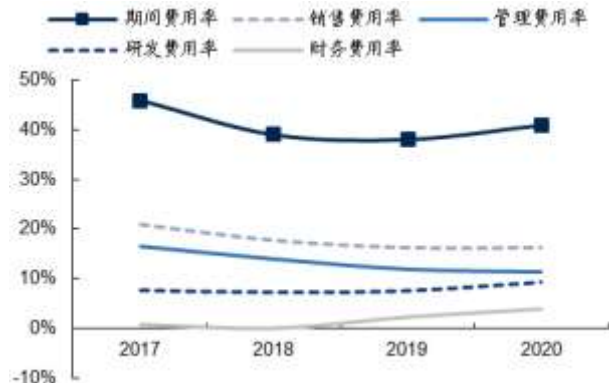
师、综合类培训占比下降有关；期间费用率为 40.82%，同比上升 2.86pct，其中管理费用率同减 0.55pct；销售费用率同增 0.01pct；财务费用率同增 1.62pct，主要系短期借款利息支出及收款手续费增加；研发费用率 9.40%，同增 1.77pct，与近几年 7%-8%左右的水平相比有所上升，主要系课程研发及技术研发投入增加，预计系在为考研、职业技能培训等新赛道做准备。

图 7：公司毛利率和净利率变化



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 8：公司期间费用率变化趋势



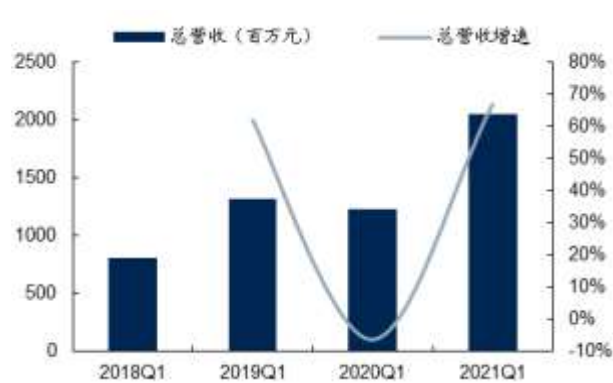
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

2021Q1 业绩同增 21%，省考提前至合同负债、经营现金流承压

2021Q1，公司实现营收 20.52 亿元，同比增长 66.79%，预计得益于 20 年部分考试收入的推迟确认以及 21 年国考培训的相对支撑；实现归母业绩 1.41 亿元，同比增长 21.00%；扣非后业绩为 0.92 亿元，同比增长 18.7%；EPS 0.02 元。2021Q1 末合同负债 50.71 亿元，与期初相比增加 3%，较 2020 年 Q1 末下滑 7%。Q1 公司销售商品、提供劳务收到的现金为 22.58 亿元，同比下滑 47%。虽有季节性扰动，但前两项指标仍一定程度反映了业务压力，主要系多省联考提前一个月，导致高峰收费期减少近一个月，逊于预期。但也有望与后续教师等考试错开时间，使后续备考更充分。

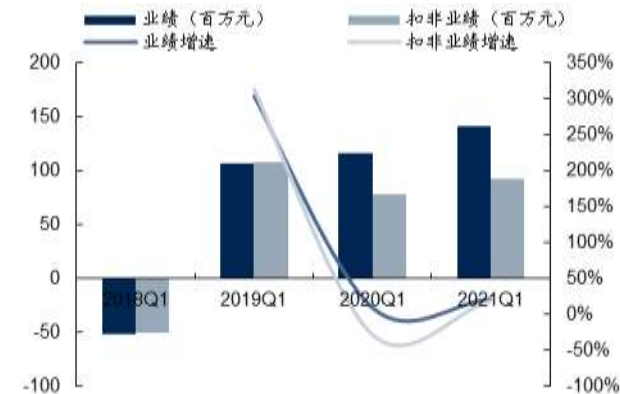
Q1 毛利率 59.81%，同增 2.15pct。期间费用率为 56.13%，同增 3.85pct，其中研发费用率同增 4.46pct，延续了 2020 年的高研发投入趋势，预计系为新业务打基础；财务费用率同增 0.82pct，主要系短期借款利息及收款手续费增加以及根据新租赁准则，未确认融资费用摊销至财务费用所致；销售费用率和管理费用率分别降 0.97pct/0.46pct。

图 9：公司 2021Q1 营收增长 66.79%



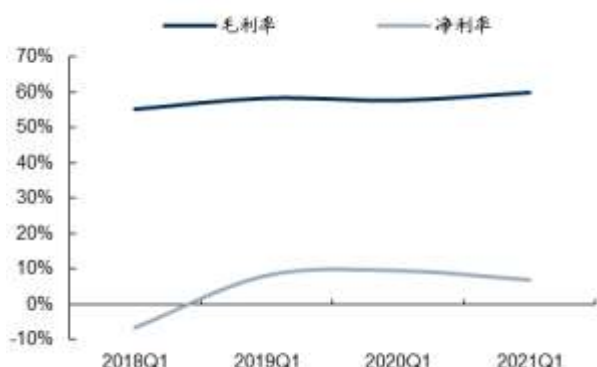
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 10：公司 2021Q1 业绩上涨 21.00%



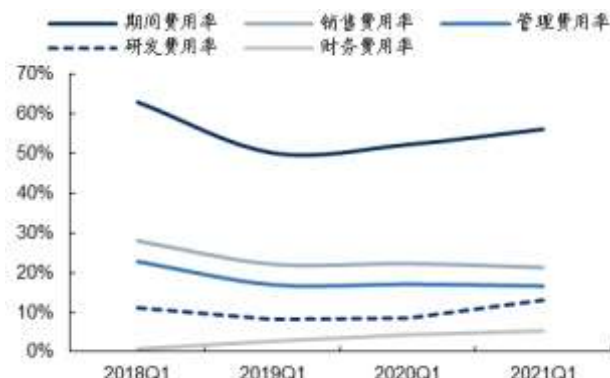
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 11: 公司一季度毛利率和净利率变化



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图 12: 公司一季度期间费用率变化



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

短期关注招录及培训节奏, 中线关注跨赛道布局

21 年国考扩招 7%, 但省考缩招约 4%, 预计主要与考试时间间隔较短有关 (20 年省考在 8 月, 21 年在 3 月), 不排除部分省份下半年二招的可能, 往年也有过二招的例子; 而且短期招录人数小幅变动对公司的影响相对有限 (市占率、参培率、退费率变化可一定程度抵消), 重点关注长期趋势。21Q1 省考提前 1 个月左右对公司课程准备及考生备考有所影响, 但也有望与后续教师等考试错开时间, 使后续备考更充分。整体来看, 公司短期业绩有波动, 预计主要受招录节奏影响, 建议关注招录趋稳后的业务表现。中线来看, 扩招及参培率有望维持提升趋势, 推动行业扩容, 公司有望凭借教研、渠道等优势进一步提高市占率, 基地建设不断推进, 期待其跨赛道复制扩张布局。

短期业绩有扰动, 关注各赛道中线趋势, 维持中线“买入”评级

给予 21-23 年 EPS 至 0.48/0.65/0.84 元 (原 21-22 年为 0.52/0.69 元, 主要考虑省考提前以及研发投入占比提升的影响), 对应动态 PE 53/39/30x。短期疫情影响部分招录节奏, 不确定性扰动仍存, 但赛道需求刚性+龙头格局优化将构成业绩基本盘支撑, 后续关注疫情企稳后存量优势业务的中线趋势和新赛道孵化效果, 短期疫情扰动和限售股解禁带来股价回调, 估值回归合理区间后提供增配机会, 维持中线“买入”评级。

风险提示:

复课、业务拓展不及预期; 行业竞争加剧、股东减持; 政策、疫情等。

附表: 重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 21-04-28	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019
002607	中公教育	买入	25.57	0.29	0.37	0.48	87.37	68.45	52.85	45.96
300010	豆神教育	买入	7.60	-2.56	0.30	0.51	-2.97	25.68	14.96	1.97
300192	科德教育	增持	12.54	0.27	0.61	0.76	45.98	20.47	16.48	4.56
000526	学大教育	增持	35.60	0.12	0.08	0.72	299.45	465.82	49.32	42.27
002621	美吉姆	增持	6.21	0.15	-0.03	0.28	42.78	-213.90	22.22	3.81

数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	5950	6843	7595	10465	营业收入	11202	15454	20511	26020
应收款项	326	4	6	7	营业成本	4567	6298	8307	10500
存货净额	0	0	0	0	营业税金及附加	13	93	123	156
其他流动资产	177	618	820	1041	销售费用	1812	2501	3302	4184
流动资产合计	9423	11919	13765	17392	管理费用	1280	3055	4006	5065
固定资产	1827	2636	4110	5588	财务费用	431	359	421	420
无形资产及其他	426	409	392	375	投资收益	257	283	280	308
投资性房地产	2743	2743	2743	2743	资产减值及公允价值变动	21	21	21	21
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(716)	0	0	0
资产总计	14419	17707	21010	26098	营业利润	2662	3451	4651	6024
短期借款及交易性金融负债	3976	6002	5686	5970	营业外净收支	(1)	(2)	(2)	(3)
应付款项	212	338	444	558	利润总额	2661	3449	4649	6021
其他流动负债	5851	6090	8002	10100	所得税费用	357	466	651	843
流动负债合计	10039	12430	14131	16628	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	2304	2984	3998	5178
其他长期负债	105	107	110	111					
长期负债合计	105	107	110	111	现金流量表 (百万元)				
负债合计	10144	12537	14241	16739	净利润	2304	2984	3998	5178
少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)	资产减值准备	(0)	783	360	439
股东权益	4275	5170	6769	9359	折旧摊销	101	235	351	483
负债和股东权益总计	14419	17707	21010	26098	公允价值变动损失	(21)	(21)	(21)	(21)
					财务费用	431	359	421	420
关键财务与估值指标					营运资本变动	3218	1030	2176	2431
每股收益	0.37	0.48	0.65	0.84	其它	0	(783)	(360)	(439)
每股红利	0.27	0.34	0.39	0.42	经营活动现金流	5602	4228	6505	8071
每股净资产	0.69	0.84	1.10	1.52	资本开支	(610)	(1789)	(2147)	(2361)
ROIC	62%	51%	60%	76%	其它投资现金流	(1215)	(1485)	(891)	(534)
ROE	54%	58%	59%	55%	投资活动现金流	(1825)	(3273)	(3037)	(2896)
毛利率	59%	59%	59%	60%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	32%	23%	23%	24%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	32%	24%	25%	25%	支付股利、利息	(1650)	(2088)	(2399)	(2589)
收入增长	22%	38%	33%	27%	其它融资现金流	2748	2026	(316)	284
净利润增长率	28%	29%	34%	30%	融资活动现金流	(551)	(62)	(2715)	(2305)
资产负债率	70%	71%	68%	64%	现金净变动	3226	893	752	2870
息率	1.0%	1.3%	1.5%	1.6%	货币资金的期初余额	2724	5950	6843	7595
P/E	68.4	52.9	39.4	30.5	货币资金的期末余额	5950	6843	7595	10465
P/B	36.9	30.5	23.3	16.9	企业自由现金流	5766	2510	4484	5811
EV/EBITDA	46.2	45.5	33.6	26.4	权益自由现金流	8514	4226	3806	5735

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032