

中公教育 (002607): 短期业绩受制于招录节奏, 经营效率持续提升

2021年04月29日

强烈推荐/维持

中公教育 公司报告

事件: 中公教育 2020 年实现营业收入 112 亿元/+22%, 归母净利 23 亿元/+28%, 扣非归母净利 18.7 亿元/+10%, 处于业绩预告区间下限。2021Q1 实现营收 20.5 亿元/+66.8%, 归母净利 1.4 亿元/+21%。

招录节奏影响短期业绩, 长期看公共服务加强与就业优先政策将保障行业需求。 2020 年公司公务员/事业单位/教师/综合序列营业收入分别同比 +50.79%/-9.12%/-7.15%/+10.35%, 公务员仍为支撑公司业务扩张的重要板块。此外, 2021Q1 高速合同负债同比减少 7.3%, **短期经营承压**。今年一季度由于多省省考提前, 而 2020 年省考因为疫情延后, 两次考试间隔较短, 影响招录人数。同时, 今年省考与教师考试时间相近, 使考生不得不进行二选一备考, 一定程度上影响了教师招录培训。但**长期来看, “十四五”规划持续强化就业优先政策**, 而当前每年 1500 余万新增就业需求中, 大学毕业生占比已经超过半数, 成为就业重点目标群体。此外, “十四五”规划持续**强调公共服务投入, 将推动尤其是教师、医疗、社区基层服务等方面的招录与培训需求**。中公的业务发展迎合社会人才发展需求, 作为职业培训龙头, 将持续受益于就业优先政策带动的行业扩容。

渠道高速扩张, 高研发投入构筑护城河。疫情加速行业供给端出清, 公司逆势高速拓店。 截至 2020 年底, 公司在全国经营 1669 个直营网点, 同比增长 51.2%, 深度覆盖 300 多个地级市, 未来仍将持续高速布局县城和高校周边, 依托**高速拓展与持续下沉不断扩大对市场的渗透**。此外, 当前职业培训市场持续存在供给不足抑制需求的问题, 同时存在大量同质化供给。**中公依靠持续高研发投入, 不断提升自身课程供给能力与独特性, 构筑发展护城河**。目前中公教育拥有超过 3000 人的规模化专职研发团队, 同比增长 47.5%, 研发人员占比达 6.7%, 研发费用率提升至 9.4%。

垂直一体化架构下实现高效管理, 推进经营数字化转型。 公司“网点—总部指挥中枢—教学现场”三者能够实现每天高频反馈, 及时调整教学与经营, 同时垂直一体化架构更能有效兼容高增长和品类快速扩张带来管理冲击。公司内部通过高频考核不断进行动态管理与调整, 从而实现快速的反馈机制与很高的执行力度。以结果为导向的超强执行能力使公司经营效率不断提升, 管理费用率由 2018 年的 14% 下降至 2020 年的 11%。5 年间, 公司净利率提升近 13 个百分点, 高效管理与规模效应凸显。

盈利预测与投资评级: 看好公司依靠广泛的渠道覆盖、高效运营、研发投入构筑护城河, 不断推进公司职教全品类的平台化发展; 作为行业龙头, 逆势拓店提升市占率, 享受就业优先政策背景下行业持续扩容红利。我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 30、41、53 亿元, 对应 EPS 为 0.49、0.66、0.86 元, 对应 PE 分别为 58、43、33 倍, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 赛道扩张不及预期, 超预期政策, 教育恶性事件发生。

公司简介:

中公教育是国内第一批专业公务员考试培训机构, 作为公考龙头, 公司向职业教育平台化发展。目前公司业务涉及以公考辅导为核心的招录考试培训板块, 以考研为核心的学历提升板块, 以及以涉及 IT、财务培训等的职业提升培训板块。

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

未来 3-6 个月重大事项提示:

2021-06-15 召开股东大会

交易数据

52 周股价区间 (元)	43.1-23.9
总市值 (亿元)	1,734.89
流通市值 (亿元)	450.72
总股本/流通 A 股 (万股)	616,740/160,228
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	1.41

52 周股价走势图



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

分析师: 王紫

010-66554104 wangzi@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480520050002

分析师: 赵莹

010-66555446 zhaoying_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480520070001

研究助理: 刘雪晴

010-66554026 liuxq@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480120080007

研究助理: 魏宇萌

weiyu@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480120070031

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,176.1	11,202.5	15,570.5	20,745.5	27,288.7
增长率(%)	127.6%	22.1%	39.0%	33.2%	31.5%
归母净利润(百万元)	1,804.5	2,304.3	2,994.6	4,078.2	5,326.8
增长率(%)	243.8%	27.7%	30.0%	36.2%	30.6%
净资产收益率(%)	52.6%	53.9%	47.3%	44.4%	41.3%
每股收益(元)	0.29	0.37	0.49	0.66	0.86
PE	97.00	76.03	57.93	42.54	32.57
PB	0.9	0.7	0.5	0.3	0.2

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表		单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		
流动资产合计	4,836	9,423	8,342	12,114	17,421	营业收入	9,176	11,202	15,571	20,745	27,289		
货币资金	2,724	5,950	6,432	9,692	14,371	营业成本	3,813	4,567	6,384	8,506	11,188		
应收账款	3	21	9	11	15	营业税金及附加	57	13	18	24	31		
其他应收款	254	304	423	564	741	营业费用	1,483	1,812	2,569	3,423	4,503		
预付款项	2	2	3	4	6	管理费用	1,098	1,280	1,868	2,489	3,275		
存货	-	-	-	-	-	财务费用	204	431	436	412	520		
其他流动资产	97	175	394	652	979	研发费用	698	1,051	1,168	1,556	2,047		
非流动资产合计	5,124	4,996	5,660	6,574	7,362	资产减值损失	-	-	-	-	-		
长期股权投资	-	-	-	-	-	公允价值变动收益	-	-	-	-	-		
固定资产	672	1,613	2,060	3,803	4,618	投资净收益	259	257	282	310	341		
无形资产	198	426	401	377	354	加:其他收益	7	336	114	152	201		
其他非流动资产	326	1,151	-	-	-	营业利润	2,091	2,662	3,524	4,799	6,267		
资产总计	9,961	14,419	14,002	18,688	24,783	营业外收入	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1		
流动负债合计	6,422	10,039	7,534	9,372	11,746	营业外支出	1.3	0.7	0.7	0.7	0.7		
短期借款	2,867	3,976	-	-	-	利润总额	2,089	2,661	3,523	4,798	6,267		
应付账款	236	212	367	489	644	所得税	285	357	528	720	940		
预收款项	2,634	-	1,246	2,905	5,088	净利润	1,805	2,304	2,995	4,078	5,327		
一年内到期的非流动负债	-	-	-	-	-	少数股东损益	(0)	(0)	-	-	-		
非流动负债合计	107	105	105	105	105	归属母公司净利润	1,805	2,304	2,995	4,078	5,327		
长期借款	-	-	-	-	-	主要财务比率							
应付债券	-	-	-	-	-		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		
负债合计	6,529	10,144	7,638	9,477	11,851	成长能力							
少数股东权益	-	-	-	-	-	营业收入增长	128%	22%	39%	33%	32%		
实收资本(或股本)	104	104	104	104	104	营业利润增长	235%	27%	32%	36%	31%		
资本公积	1,199	1,225	1,225	1,225	1,225	归属于母公司净利润增长	30%	36%	30%	36%	31%		
未分配利润	2,047	2,871	4,668	7,115	10,311	获利能力							
归属母公司股东权益合计	3,432	4,275	6,334	9,181	12,902	毛利率(%)	58%	59%	59%	59%	59%		
负债和所有者权益	9,961	14,419	14,002	18,688	24,783	净利率(%)	20%	21%	19%	20%	20%		
现金流量表						单位:百万元							
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产净利润(%)	18%	16%	21%	22%	21%		
经营活动现金流	2,474	4,882	4,539	5,962	7,842	ROE(%)	53%	54%	47%	44%	41%		
净利润	1,805	2,304	2,995	4,078	5,327	偿债能力							
折旧摊销	269	515	153	257	385	资产负债率(%)	66%	70%	55%	51%	48%		
财务费用	204	431	436	412	520	流动比率	0.75	0.94	1.11	1.29	1.48		
应收账款减少		(19)	13	(3)	(4)	速动比率	0.75	0.94	1.11	1.29	1.48		
预收账款增加		(2,634)	1,246	1,660	2,183	营运能力							
投资活动现金流	(131)	(1,109)	1,253	(1,065)	(1,045)	总资产周转率	1.39	0.92	1.10	1.27	1.26		
公允价值变动收益	-	-	-	-	-	应收账款周转率	6,743.	925.24	1,037.1	2,085.0	2,073.6		
长期投资减少	-	-	1,986	-	-	应付账款周转率	67.65	49.98	53.77	48.43	48.17		
投资收益	259	257	282	310	341	每股指标(元)							
筹资活动现金流	(267)	(548)	(5,311)	(1,636)	(2,118)	每股收益(最新摊薄)	0.29	0.37	0.49	0.66	0.86		
应付债券增加	-	-	-	-	-	每股净现金流(最新摊薄)	19.99	31.07	4.64	31.41	45.07		
长期借款增加	-	-	-	-	-	每股净资产(最新摊薄)	33.06	41.18	61.02	88.44	124.29		
普通股增加	14	-	-	-	-	估值比率							
资本公积增加	841	27	-	-	-	P/E	97.00	76.03	57.93	42.54	32.57		
现金净增加额	2,076	3,226	481	3,261	4,679	P/B	0.85	0.68	0.46	0.32	0.23		
						EV/EBITDA	1.19	0.26	40.36	(1.23)	(1.59)		

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	中公教育（002607）：Q3 迎业绩集中兑现，招生预收款增长亮眼	2020-11-02
公司普通报告	中公教育（002607）：复考助力业绩释放，Q3 净利润同比预增超 200%	2020-10-13
公司普通报告	中公教育（002607）：产能持续扩张、预收款健康增长，持续看好公司长期成长能力	2020-08-31
公司普通报告	中公教育（002607）：上半年预亏，省考扩招强化全年确定性	2020-07-15
公司普通报告	中公教育（002607）：考试延期致收入季节错配，全年确定性持续强化	2020-04-29
公司普通报告	中公教育（002607）：高效管理与平台化发展，奠定持续增长基础	2020-03-10
公司普通报告	中公教育（002607）：品牌+管理+渠道助推业绩同增 57%，多赛道扩招再迎行业机遇	2020-03-02
公司普通报告	中公教育（002607）：三大板块平台化发展，兼具市场空间与增长潜力	2020-01-23
公司普通报告	中公教育（002607）：考研市场规模有望再拓宽，跨赛道模式持续验证	2019-12-20
公司深度报告	中公教育（002607）：垂直一体化发展，打造职教全品类平台	2019-11-21
公司深度报告	中公教育（002607）：领军行业二十载，教师、考研再添双引擎	2019-11-14

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王紫

对外经济贸易大学管理学学士，法国诺欧高等商学院管理学硕士。2018年5月加入东兴证券研究所，一年港股消费及策略研究经验，目前从事社会服务行业研究，重点覆盖教育培训、人力资源服务、餐饮酒店、旅游免税等领域。2020年度Wind金牌分析师“餐饮旅游行业第三名”、《财经》研究今榜“最佳选股分析师”。

赵莹

澳大利亚国立大学会计学硕士，曾任职于德勤华永会计师事务所。2018年加入东兴证券研究所，从事商贸零售行业研究。

研究助理简介

刘雪晴

中央财经大学经济学硕士。2020年8月加入东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，主要负责旅游酒店、教育培训等研究方向。

魏宇萌

中国人民大学经济学学士，金融硕士。2020年7月加入东兴证券研究所，主要负责免税、百货、超市、化妆品等研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526