

文化传媒

业绩处于恢复期，看好长期发展

2021年05月06日

——中公教育（002607）2020及2021Q1财报点评

公司评级：增持（维持）

分析师：顾静

执业证书：S1030510120007

电话：0755-83199599

邮箱：gujing@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

相关报告

《中公教育（002607）深度研究报告-职业教育培训龙头，业绩增长可期》2019.10.16

核心观点：

- 1) 公司2020年归母净利润增长28%，符合业绩预告下限。2020年，公司实现营业收入112.02亿元，同比增长22.1%；归母净利润为23.04亿元，同比增长27.7%，符合公司业绩预告下限；扣非归母净利润为18.7亿元，同比增长9.8%。
- 2) 2021.Q1公司业绩处于恢复期，费用增加拖累净利润增速。2021.Q1公司实现营业收入20.52亿元，同比增长66.8%，主要是收入延迟确认，相比疫情前2019.Q1增长56.4%；归母净利润为1.41亿元，同比增长21%，相比2019.Q1增长32.5%。净利润较收入增速低的原因主要系疫情结束后，公司加大市场推广、恢复日常经营活动、扩大研发规模，导致三项期间费用同比增长77.4%，预计后期将恢复至正常水平；另外公司财务费用同比增长97.4%，主要系根据新租赁准则，未确认融资费用摊销至财务费用所致。
- 3) 公司短期将受益2021年国考扩招，其他序列招录回暖；长期将受益招录扩招中长期趋势。短期来看，2021年，国考同比扩招6.6%，157.6万人报名，同比增长9.7%，招录比为61:1，公司作为公考龙头，仍将继续受益；其次由于去年公务员联考延期至三季度，挤占了其他序列的招录和招生备考时间窗口，导致了教师和医疗等其他序列缩招，公司事业单位及教师资格培训业务收入同比分别下降9.1%、7.2%，今年有望回暖；另外，公司2021.Q1销售商品、提供劳务收到的现金同比下降47%，主要受多事业单位省联考提前一个月影响，高峰收费期减少近一个月，下半年不排除一些省份二招的可能性，公司现金流将逐步恢复正常水平。长期来看，2021年高校毕业生人数将达909万，新增35万人，同比增长4%，加之国外疫情蔓延，就业形式仍严峻。为减缓就业压力，国家仍将加大公务员、教师等岗位的扩招，整个招录板块扩招趋势明确，预计行业未来5—10年仍将处于中高速发展期，公司凭借垂直一体化竞争优势将继续受益。
- 4) 盈利预测与投资评级。2021—2023年，我们预计公司EPS分别为0.47元、0.61元、0.77元，对应PE为54.2/41.6/33.1倍，与国内外可比教育上市公司比较，公司估值相对较高。我们认为，国内职业教育培训市场需求稳健，政策监管相对较宽松，中公教育作为职业教育培训龙头，未来将充分享受职业教育行业发展红利，随着其竞争优势逐步放大，预计将保持稳健的业绩增速，可享有一定估值溢价，维持“增持”评级。
- 5) 风险提示：招录政策风险；经营管理风险；市场竞争风险等。

中公教育（002607）与沪深300对比表现

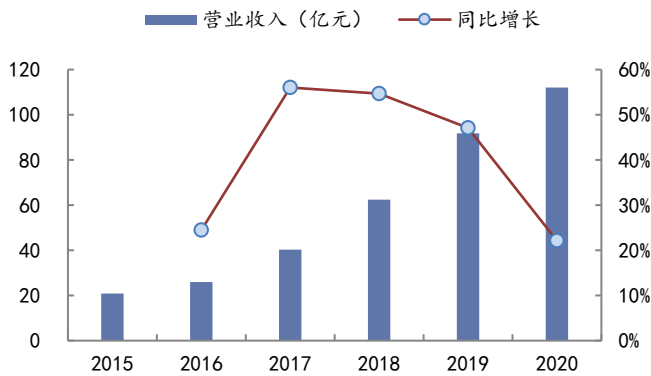


公司数据	Wind 资讯
总市值（百万）	157,700.40
流通市值（百万）	40,970.26
总股本（百万股）	6,167.40
流通股本（百万股）	1,602.28
日成交额（百万）	290.40
当日换手率（%）	0.71
第一大股东	鲁忠芳

请务必阅读文末重要声明及免责条款

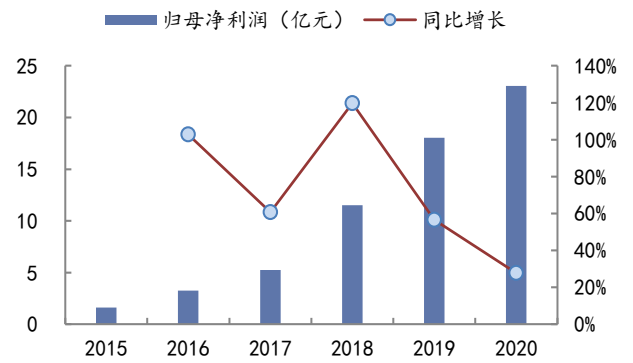
预测指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	11202.49	14644.20	19089.70	24068.37
收入同比	22.08%	30.72%	30.36%	26.08%
净利润（百万元）	2304.36	2900.25	3782.25	4754.36
净利润同比	27.7%	25.9%	30.4%	25.7%
毛利率	59.23%	59.50%	59.40%	59.30%
净利率	20.57%	19.80%	19.81%	19.75%
EPS（元）	0.37	0.47	0.61	0.77
PE（倍）	68.2	54.2	41.6	33.1

Figure1 公司营业收入及同比增速



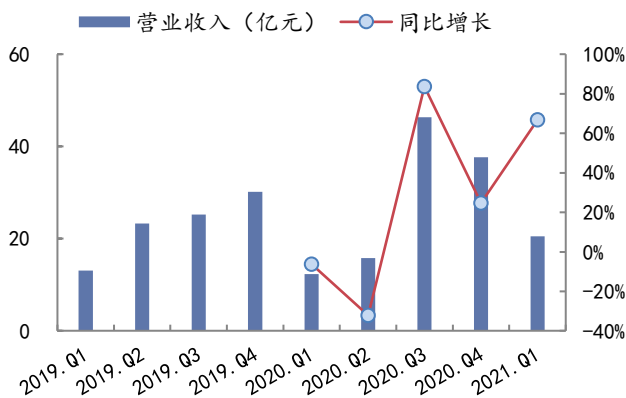
资料来源：公司公告，世纪证券研究所

Figure2 公司归母净利润及同比增速



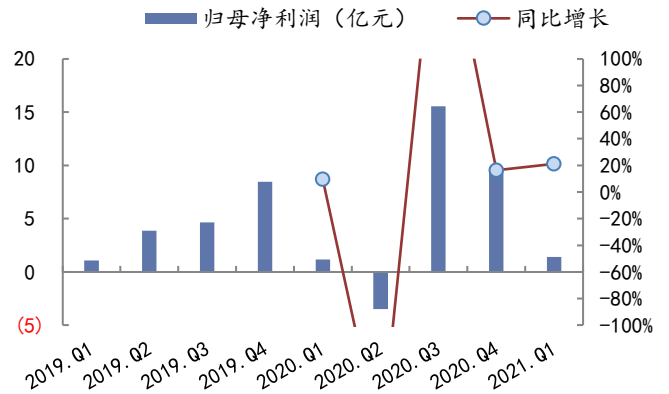
资料来源：公司公告，世纪证券研究所

Figure3 公司单季度营业收入及同比增速



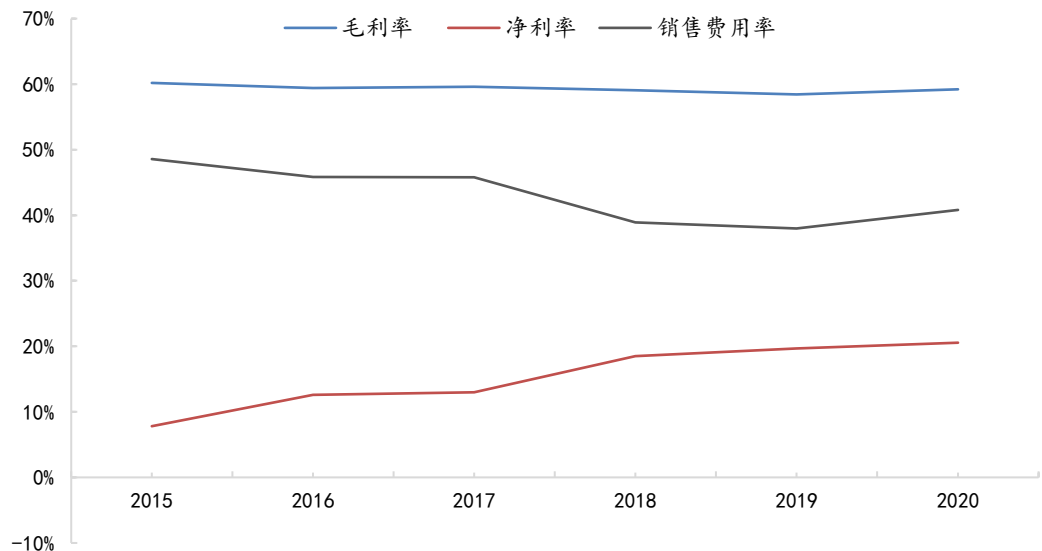
资料来源：公司公告，世纪证券研究所

Figure4 公司单季度归母净利润及增速



资料来源：公司公告，世纪证券研究所

Figure5 公司毛利率、净利率及期间费用率指标



资料来源：wind、世纪证券研究所

盈利预测及投资评级

1、关键假设&盈利预测

(1) 关键假设

1) 收入

2021-2023 年, 我们预计公司营业收入分别为 146.4 亿元、190.9 亿元、240.7 亿元、同比增速分别为 30.7%/30.4%/26.1%。

a. 公务员序列培训

2021-2023 年, 我们预计公司公务员招录培训人次同比增速分别为 35%/25%/20%; 客单价同比增长 2%/2.5%/2.5%; 实现收入分别为 86.6 亿元、115.4 亿元、147.9 亿元, 同比增速分别为 37.7%/33.3%/28.1%。

b. 事业单位序列培训

2021-2023 年, 预计公司事业单位招考培训学员人次同比增速分别为 5%/20%/15%。公司客单价年均上涨 3%左右; 实现收入分别为 13.8 亿元、17 亿元、20.2 亿元, 同比增速分别为 8.2%、23.6%、18.5%。

c. 教师序列培训

2021-2023 年, 预计公司教师类培训人次同比增速分别为 30%/25%/20%。教师预计客单价同比增长 3%左右。实现收入分别为 23.8 亿元、30.6 亿元、37.9 亿元, 同比增速分别为 32.6%、28.8%、23.6%。

d. 综合序列培训

公司综合序列业务受益军队改革、大规模扶贫和医疗提升等政策, 还包括考研、IT 培训。2021-2023 年, 预计公司综合序列培训业务实现收入分别为 22.3 亿元、27.8 亿元、34.8 亿元, 同比增速为 25%左右。

2) 毛利率

参考近期历史数据：2020年，公司综合毛利率为59.2%，2021.Q1为59.81%，同比提升2.2pct。2021-2023年，预计公司综合毛利率分别为59.4%、59.5%、59.5%。

Figure6 2021-2023年公司营业收入及综合毛利率关键假设条件

		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
公务员招录培训	培训人次 (万人次)	61	92	124	161	201
	yoy	27.09%	50.50%	35.00%	30.00%	25.00%
	客单价 (元)	6837.5	6850.6	6987.7	7162.3	7341.4
	yoy	2.40%	0.19%	2.00%	2.50%	2.50%
	收入 (亿元)	41.7	62.9	86.6	115.4	147.9
	Y0Y	30.1%	50.8%	37.7%	33.3%	28.1%
	收入占比	45.5%	56.1%	59.1%	60.5%	61.4%
事业单位招考培训	培训人次 (万人次)	25	23	24	29	33
	yoy	43.63%	-10.02%	5.00%	20.00%	15.00%
	客单价 (元)	5542.1	5597.5	5765.4	5938.4	6116.5
	yoy	10.31%	1.00%	3.00%	3.00%	3.00%
	收入 (亿元)	14.0	12.7	13.8	17.0	20.2
	yoy	58.4%	-9.1%	8.2%	23.6%	18.5%
	收入占比	15.3%	11.4%	9.4%	8.9%	8.4%
教师序列培训	培训人次 (万人次)	55.9	51	67	83	100
	yoy	52.89%	-8.07%	30.00%	25.00%	20.00%
	客单价 (元)	3457.8	3492.4	3562.2	3669.1	3779.1
	yoy	5.21%	1.00%	2.00%	3.00%	3.00%
	收入 (亿元)	19.3	17.9	23.8	30.6	37.9
	yoy	60.9%	-7.2%	32.6%	28.8%	23.6%
	收入占比	21.1%	16.0%	16.2%	16.0%	15.7%
综合面授培训	收入 (亿元)	16.1	17.8	22.3	27.8	34.8
	Y0Y	93.98%	10.8%	25.0%	25.0%	25.0%
合计	收入 (亿元)	91.8	112.0	146.4	190.9	240.7
	Y0Y	49.4%	22.1%	30.7%	30.4%	26.1%
	综合毛利率	58.5%	59.2%	59.4%	59.5%	59.5%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

3) 期间费用率

我们认为随着公司运营效率的提升，销售费用率、管理费用率将持续下降；2020年受疫情影响，公司加大在线教学研究及平台建设，研发费用同比增长

50.5%，预计后期将恢复至正常水平。2021-2023年，预计公司销售费用率分别为16.1%、16.05%、16%；管理费用率分别为11.37%、11.35%、11.33%；研发费用率分别为8.5%、8.2%、7.8%。

Figure7 2021-2023年公司期间费用率关键假设条件

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	17.67%	16.16%	16.17%	16.10%	16.05%	16.00%
管理费用率	14.00%	11.97%	11.42%	11.37%	11.35%	11.33%
研发费用率	7.29%	7.61%	9.38%	8.50%	8.2%	7.80%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

(2) 盈利预测

2021-2023年，我们预测公司归属于母公司净利润分别为25.77亿元、36.98亿元、50.28亿元，分别同比增长43.19%、43.50%、35.99%。

2、估值与评级

2021-2023年，我们预计公司EPS分别为0.47元、0.61元、0.77元，对应PE为54.2/41.6/33.1倍，与国内外可比教育上市公司比较，公司估值相对较高。我们认为，国内职业教育培训市场需求稳健，政策监管相对较宽松，中公教育作为职业教育培训龙头，未来将充分享受职业教育行业发展红利，随着其竞争优势逐步放大，预计将保持稳健的业绩增速，可享有一定估值溢价，维持“增持”评级。

Figure8 中公教育与国内外可比教育上市公司估值比较（2021/4/30） 单位：元

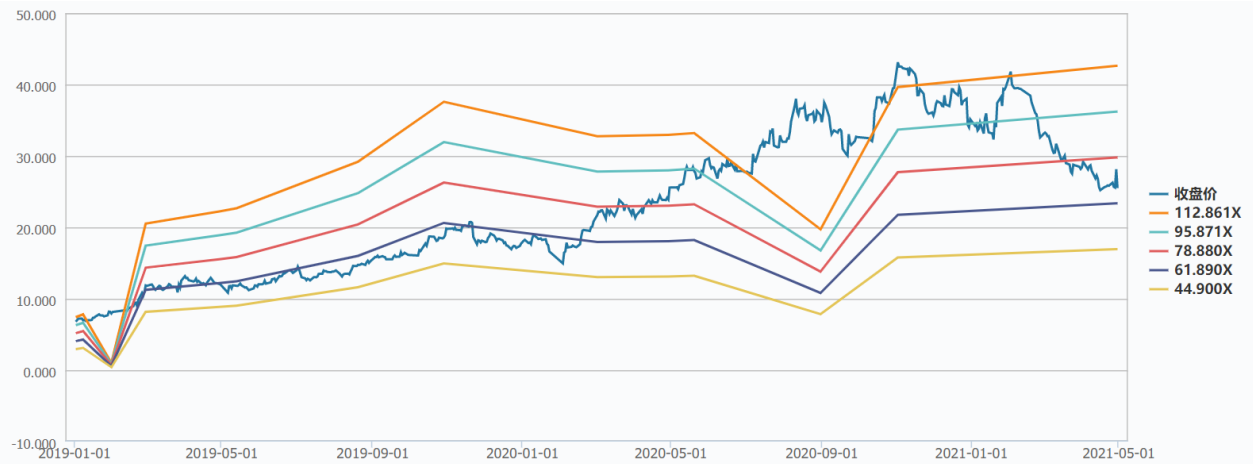
证券代码	证券简称	收盘价	EPS			PE		
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
0667.HK	中国东方教育	18.14	0.12	0.49	0.59	154.73	37.39	30.82
EDU.N	新东方	15.26	0.25	0.38	0.53	62.13	39.85	28.85
TAL.N	好未来	56.95	(0.58)	0.95	2.90	(98.12)	60.23	19.62
均值						108.43	45.82	26.43
002607.SZ	中公教育	25.50	0.37	0.47	0.61	68.25	54.23	41.58

资料来源：Wind、世纪证券研究所

注1：新东方、好未来股价、每股收益为USD，中国东方教育为HKD

注：2020年PE均值剔除负值

Figure 9 中公教育 PE/PB-Band



资料来源：Wind、世纪证券研究所

风险提示

1、政策风险

从近几年的招录政策来看，公职岗位每年招录政策和人数波动对报考和参培率有影响，如招录条件增加硬性限制或招录人数下降，可能会对公司业绩产生影响。此外，公司分部众多，培训场所分布广，不排除未来各省、自治区及直辖市相关监管部门出台针对当地教育培训行业更加严格的规定，从而可能影响公司在该地区的经营。

2、市场竞争风险

教育培训行业的准入门槛相对较低，且初期投资规模相对较小，因此行业内企业数量较多，特别是在教育资源相对集中、培训对象基数较大、居民收入水平相对较高的一线城市，竞争更为激烈。同时，随着未来家庭收入的上升，公众对优质教育资源的重视程度不断提升，行业将继续保持高景气度，这势必引起产业投资力度的加大，从而进一步加剧市场竞争。虽然中公教育在行业内拥有较高的知名度和美誉度，仍需继续保持较强的市场竞争力。

3、经营管理风险

公司必须面对业务不断扩张与经营管理能力不匹配的风险。一是存在场地租赁及人力等成本不断增加，谋求快速发展，导致当期利润水平及利润率下

降的风险；二是教育培训行业始终面临人才流动的风险。尤其是核心管理及研发团队、骨干师资流失，可能对公司长期稳定发展带来不利影响。

附：财务预测摘要

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业总收入	11202	14644	19090	24068
每股收益	0.37	0.47	0.61	0.77	营业成本	4567	5931	7750	9796
每股净资产	0.69	1.17	1.79	2.57	毛利率%	59.2%	59.5%	59.4%	59.3%
每股经营现金流	0.79	0.68	0.91	1.13	营业税金及附加	13	17	22	27
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
价值评估 (倍)					营业费用	1812	2350	3054	3851
P/E	75.29	59.82	45.87	36.49	营业费用率%	16.2%	16.1%	16.0%	16.0%
P/B	40.58	24.03	15.71	10.95	管理费用	1280	1662	2157	2708
P/S	0.26	0.20	0.15	0.12	管理费用率%	11.4%	11.4%	11.3%	11.3%
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	研发费用	1051	1245	1527	1877
					研发费用率%	9.4%	8.5%	8.0%	7.8%
盈利能力指标 (%)					财务费用	431	571	725	915
毛利率	59.2%	59.5%	59.4%	59.3%	财务费用率%	3.8%	3.9%	3.8%	3.8%
净利润率	20.6%	19.8%	19.8%	19.8%	资产减值损失	0	0	0	0
净资产收益率	53.9%	53.5%	53.8%	54.5%	投资收益	257	335	437	551
					营业利润	2662	3354	4371	5496
盈利增长 (%)					营业外收支	-1	0	0	0
营业收入增长率	22.1%	30.7%	30.4%	26.1%	利润总额	2661	3354	4371	5496
EBIT 增长率	22.3%	38.7%	33.1%	26.9%	所得税	357	453	588	741
净利润增长率	27.7%	25.9%	30.4%	25.7%	有效所得税率%	13.4%	13.5%	13.5%	13.5%
偿债能力指标					少数股东损益	0	0	0	0
资产负债率	70.4%	66.6%	59.4%	53.0%	归属母公司所有者净利润	2304	2900	3782	4754
流动比率	0.94	1.12	1.31	1.51					
速动比率	0.94	1.12	1.31	1.51	资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
					货币资金	5950	9654	11081	12047
经营效率指标 (%)					应收款项	21	28	37	46
应收帐款周转天数	0.70	0.70	0.70	0.70	存货	0	0	0	0
存货周转天数	0.00	0.00	0.00	0.00	其它流动资产	3451	4486	5832	7581
总资产周转率	0.78	0.68	0.70	0.71	流动资产合计	9423	14168	16949	19675
固定资产周转率	6.95	6.56	6.89	6.91	长期股权投资	0	0	0	0
					固定资产	1613	2233	2769	3482
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	在建工程	214	214	214	214
净利润	2304	2900	3782	4754	无形资产	426	417	405	395
少数股东损益	0	0	0	0	非流动资产合计	4996	5669	6224	6928
非现金支出	165	95	98	96	资产总计	14419	19837	23174	26603
非经营收益	-105	-127	-176	-303	短期借款	3976	6467	6591	5832
营运资金变动	2519	1673	1476	2352	应付账款	212	275	359	454
经营活动现金流	4882	4542	5180	6900	预收账款	0	0	0	0
资产	-1325	-644	-560	-737	其它流动负债	5851	7567	9087	11493
投资	221	0	0	0	流动负债合计	10039	14309	16038	17779
其他	-5	255	387	531	长期借款	0	0	0	0
投资活动现金流	-1109	-389	-173	-206	其它长期负债	105	105	105	105
债权募资	5269	2491	125	-759	非流动负债合计	105	105	105	105
股权募资	0	0	0	0	负债总计	10144	14414	16143	17884
其他	-5817	-2991	-625	159	实收资本	104	104	104	104
融资活动现金流	-548	-500	-500	-600	归属于母公司所有者权益	4275	5423	7031	8719
现金净流量	3226	3653	4507	5686	少数股东权益	0	0	0	0
					负债和所有者权益合计	14419	19837	23174	26603

数据来源: wind、世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
增 持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；	中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；	弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。
卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	

免责声明

世纪证券有限责任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。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（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。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。