

# 中公教育 (002607)

证券研究报告

2021年07月15日

上半年人力投入较大短暂拖累利润，下半年降本增效带动业绩增长

**事件：**2021年7月15日，中公教育发布21H1业绩预告。公司预计21H1收入增长70%以上，其中21Q1收入21亿元，同比增长67%；预计Q2收入27亿+，同比增长72%+，较21Q1收入增速67%继续增长；21H1归母净利润亏5000万-1.5亿，去年同期亏损2.3亿。

**我们预计本期亏损主要系：**①战略性投入带来人力成本上升，人才作为重要发展元素，一方面提升教研能力输出优质内容，另一方面提升教师待遇更好服务学生；短期投入增长为今后竞争力巩固提供坚实基础；②上半年多省联考提前导致高峰收费期减少一个月，带动相关收入确认减少，该影响为非经常因素，预计后续招录回归正常周期后收入利润正常释放；③公司根据年度经营目标，不断加大研发、教学、市场以及OMO投入，开拓市场提高市占率，同期收入保持高增。

**我们认为，职业教育为国家大力发展方向，中公作为赛道白马成长稀缺性溢价显著。中公教育的核心竞争力在于形成了垂直一体化快速响应能力驱动的高增长企业平台。**①卓越执行力造就高增长文化，团队在一个极度分散的和高度区域阻隔的市场实现规模经济，竭力靠近最佳产出水平，捕捉机遇，对抗波动。②集群式专业研发输出源源不断的成长创新动能，公司率先开展专职专业的研发，目前已形成超过3,000人的专职研发团队，公司的专业研发不仅实现了规模效应下的分工持续细化，更不断产生品类间不断协同的研发集群效应，大大提升了研发的效率，尤其是提升了存量研发资源对新品类新业务发展的嫁接效率。③垂直一体化快速响应能力是持续高增长的架构和效率支撑，“网点—总部指挥中枢—教学现场”三者都在每一天进行高频的响应反馈，从而实现远超平均水平的经营和学习效果。近年来，公司也在大型吃住学一站式基地建设上持续投资，推动教学现场实现大工厂式作业。

**下调盈利预测，维持买入评级。**根据公司最新业绩预告，受战略性投入带来的成本上升以及上半年多省联考提前导致高峰收费期减少一个月的双重影响，公司业绩出现阶段性亏损，因此我们下调公司盈利预测，21-22年收入从169.2亿元/230.1亿元下调至144.3亿元/187.6亿元，21-22年净利润从35.5亿元/49.1亿元下调至28.1亿元/38.2亿元，对应PE分别为37.3x/27.4x。在收入端稳健增长前提下，公司业务运营持续向上；公司发展模式、专注研发、系统师训、广泛渠道、全面融合及管理优势确保长期持续增长，坚定看好，维持买入评级。

**风险提示：**招生不及预期；行业招录人数低于预期；核心人员流失；业绩预告是初步测算结果，具体财务数据以公司披露公告为准

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,176.13	11,202.49	14,428.81	18,757.46	23,446.82
增长率(%)	47.12	22.08	28.80	30.00	25.00
EBITDA(百万元)	3,065.15	3,909.36	3,252.05	4,434.78	5,989.85
净利润(百万元)	1,804.55	2,304.36	2,811.18	3,822.05	5,161.28
增长率(%)	56.52	27.70	21.99	35.96	35.04
EPS(元/股)	0.29	0.37	0.46	0.62	0.84
市盈率(P/E)	58.10	45.50	37.30	27.43	20.31
市净率(P/B)	30.55	24.52	9.59	8.24	6.70
市销率(P/S)	11.43	9.36	7.27	5.59	4.47
EV/EBITDA	(1.06)	(1.01)	27.54	20.29	13.53

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	17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)	1,602.28
A股总市值(百万元)	104,845.79
流通A股市值(百万元)	27,238.73
每股净资产(元)	0.72
资产负债率(%)	72.39
一年内最高/最低(元)	43.58/16.90

## 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

**陆嘉敏** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110520080001  
lujiamin@tfzq.com

**张一帆** 联系人  
zhangyifana@tfzq.com

## 股价走势



资料来源：贝格数据

## 相关报告

- 《中公教育-年报点评报告:全业务高速增长，大比例现金分红展现白马龙头投资价值》2021-04-29
- 《中公教育-公司点评:归母净利润同增27.5%-35.8%，逆势储备充足教育资源巩固竞争壁垒》2021-03-26
- 《中公教育-公司点评:国考笔试发榜，2021省考联考提前，产业景气趋势继续》2021-01-12

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,724.34	5,950.40	10,699.49	9,791.26	18,866.07
应收票据及应收账款	2.72	21.49	58.07	180.00	252.00
预付账款	2.46	2.20	441.10	99.21	203.61
存货	221.00	325.00	553.06	240.62	483.09
其他	2,106.75	1,462.70	1,984.17	2,154.54	1,936.77
<b>流动资产合计</b>	<b>5,057.26</b>	<b>7,761.80</b>	<b>13,735.88</b>	<b>12,465.63</b>	<b>21,741.54</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	672.43	1,612.79	1,683.39	1,737.21	1,767.97
在建工程	653.58	214.25	164.55	146.73	118.04
无形资产	197.51	426.35	409.00	391.65	374.30
其他	3,600.92	2,742.79	3,112.08	3,077.21	2,815.72
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,124.44</b>	<b>4,996.18</b>	<b>5,369.02</b>	<b>5,352.79</b>	<b>5,076.02</b>
<b>资产总计</b>	<b>9,960.71</b>	<b>14,418.85</b>	<b>19,766.86</b>	<b>18,027.23</b>	<b>27,125.12</b>
短期借款	2,867.00	3,976.02	2,000.00	2,300.00	2,900.00
应付票据及应付账款	236.48	211.82	1,131.83	559.94	855.02
其他	3,318.75	5,851.23	7,593.99	4,635.93	10,528.77
<b>流动负债合计</b>	<b>6,422.23</b>	<b>10,039.08</b>	<b>10,725.82</b>	<b>7,495.87</b>	<b>14,283.79</b>
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	106.93	104.68	102.79	104.80	104.09
<b>非流动负债合计</b>	<b>106.93</b>	<b>104.68</b>	<b>102.79</b>	<b>104.80</b>	<b>104.09</b>
<b>负债合计</b>	<b>6,529.17</b>	<b>10,143.75</b>	<b>8,828.61</b>	<b>5,300.67</b>	<b>11,487.88</b>
少数股东权益	(0.01)	(0.03)	(0.05)	(0.07)	(0.11)
股本	103.81	103.81	6,167.40	6,167.40	6,167.40
资本公积	1,198.58	1,225.48	1,225.48	1,225.48	1,225.48
留存收益	3,290.24	4,141.32	4,770.89	6,559.23	9,469.95
其他	(1,161.08)	(1,195.48)	(1,225.48)	(1,225.48)	(1,225.48)
<b>股东权益合计</b>	<b>3,431.54</b>	<b>4,275.10</b>	<b>10,938.25</b>	<b>12,726.56</b>	<b>15,637.24</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9,960.71</b>	<b>14,418.85</b>	<b>19,766.86</b>	<b>18,027.23</b>	<b>27,125.12</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,804.54	2,304.33	2,811.18	3,822.05	5,161.28
折旧摊销	162.34	163.52	56.46	61.35	65.28
财务费用	107.85	172.45	0.00	0.00	0.00
投资损失	(259.22)	(256.54)	(330.00)	(284.00)	(500.00)
营运资金变动	2,302.30	8,695.66	670.92	(2,153.06)	6,263.82
其它	(1,643.82)	(6,196.94)	(70.69)	304.15	(179.27)
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,473.99</b>	<b>4,882.47</b>	<b>3,137.87</b>	<b>1,750.48</b>	<b>10,811.12</b>
资本支出	597.28	833.19	61.89	77.99	50.71
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(728.39)	(1,941.83)	1,673.37	(703.00)	463.54
<b>投资活动现金流</b>	<b>(131.11)</b>	<b>(1,108.64)</b>	<b>1,735.26</b>	<b>(625.01)</b>	<b>514.25</b>
债权融资	2,867.00	3,976.02	0.00	0.00	0.00
股权融资	(113.01)	(411.15)	6,033.59	0.00	0.00
其他	(3,021.25)	(4,113.00)	(6,157.62)	(2,033.70)	(2,250.57)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(267.26)</b>	<b>(548.13)</b>	<b>(124.03)</b>	<b>(2,033.70)</b>	<b>(2,250.57)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>2,075.62</b>	<b>3,225.70</b>	<b>4,749.10</b>	<b>(908.23)</b>	<b>9,074.80</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>9,176.13</b>	<b>11,202.49</b>	<b>14,428.81</b>	<b>18,757.46</b>	<b>23,446.82</b>
营业成本	3,812.59	4,567.33	6,211.60	8,106.97	9,378.73
营业税金及附加	56.69	12.74	14.43	18.76	23.45
营业费用	1,482.98	1,811.79	2,308.61	3,001.19	3,517.02
管理费用	1,098.47	1,279.87	1,587.17	2,063.32	2,344.68
研发费用	697.94	1,050.70	1,370.74	1,100.00	1,210.00
财务费用	204.31	430.55	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	2.50	20.98	153.00	131.00	112.00
投资净收益	259.22	256.54	330.00	210.00	290.00
其他	(529.25)	(889.76)	(742.33)	(247.22)	646.38
<b>营业利润</b>	<b>2,090.67</b>	<b>2,661.75</b>	<b>3,195.59</b>	<b>4,373.43</b>	<b>5,924.56</b>
营业外收入	0.00	0.07	36.83	20.80	9.00
营业外支出	1.34	0.67	1.20	1.10	1.10
<b>利润总额</b>	<b>2,089.33</b>	<b>2,661.14</b>	<b>3,231.22</b>	<b>4,393.13</b>	<b>5,932.46</b>
所得税	284.78	356.81	420.06	571.11	771.22
<b>净利润</b>	<b>1,804.54</b>	<b>2,304.33</b>	<b>2,811.16</b>	<b>3,822.02</b>	<b>5,161.24</b>
少数股东损益	(0.01)	(0.03)	(0.01)	(0.02)	(0.04)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,804.55</b>	<b>2,304.36</b>	<b>2,811.18</b>	<b>3,822.05</b>	<b>5,161.28</b>
每股收益(元)	0.29	0.37	0.46	0.62	0.84

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	47.12%	22.08%	28.80%	30.00%	25.00%
营业利润	56.02%	27.32%	20.06%	36.86%	35.47%
归属于母公司净利润	56.52%	27.70%	21.99%	35.96%	35.04%
<b>获利能力</b>					
毛利率	58.45%	59.23%	56.95%	56.78%	60.00%
净利率	19.67%	20.57%	19.48%	20.38%	22.01%
ROE	52.59%	53.90%	25.70%	30.03%	33.01%
ROIC	226.55%	-159.27%	-83.96%	-87.51%	-240.71%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	65.55%	70.35%	44.66%	29.40%	42.35%
净负债率	4.16%	-46.18%	-97.82%	-76.94%	-120.65%
流动比率	0.75	0.94	1.65	2.44	1.94
速动比率	0.75	0.94	1.59	2.39	1.89
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1,926.55	925.24	362.72	-86.10	-42.21
存货周转率	914,756.22	#DIV/0!	52.18	47.27	64.80
总资产周转率	1.07	0.92	0.84	0.99	1.04
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.29	0.37	0.46	0.62	0.84
每股经营现金流	0.40	0.79	0.51	0.28	1.75
每股净资产	0.56	0.69	1.77	2.06	2.54
<b>估值比率</b>					
市盈率	58.10	45.50	37.30	27.43	20.31
市净率	30.55	24.52	9.59	8.24	6.70
EV/EBITDA	-1.06	-1.01	27.54	20.29	13.53
EV/EBIT	-1.09	-1.03	28.03	20.57	13.68

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