

# 中公教育 (002607.SZ)

## 业绩短期承压, 新业务板块产能逐步释放

### 核心观点:

- 省考联考提前影响收款节奏, 业绩短期有所承压。**中公教育发布 21 年中报。21 年上半年实现营收 48.6 亿元, 同比增长 72.9%, 较 19 年同期增长 33.5%; 毛利率 44.7%, 同比下降 3.6pct; 扣非后净亏损 1.7 亿元。其中 Q2 收入同比 19 年增长 20.6% (Q1 为 56.4%), 扣非后净亏损 2.6 亿元低于此前市场预期。主要是今年公务员省考提前导致公司收款高峰期缩短, 对 Q2 收入确认和上半年现金流产生一定影响。从合同负债来看, 截止 21H1, 合同负债为 42.3 亿元, 较 20 年末下降 14.2%。提供商品、劳务收到的现金 42.7 亿元, 同比下降 44.5%。同时公司战略性投入加大和 20 年以来行业薪酬普涨导致成本端有所承压。
- 事业单位、教师、医疗招录有望复苏, 新业务板块产能逐步释放。**截止 21H1 全国直营分支机构共有 1859 个, 培训人次 279.2 万人, 同比增长 13.9%。分序列来看, 公务员/事业单位/教师/综合序列分别实现营收 23.2 亿元、6.2 亿元、5.4 亿元、13.6 亿元, 同比 19 年分别增长 12.3%、137.9%、2.7%、76.5%。公务员序列受省考提前影响, 但事业单位、教师和医疗招录时间窗口更为充裕, 上半年事业单位增长强劲, 考研、学历提升、医疗等新业务所在的综合序列也有较好表现。公司今年以来加大内部成本费用控制, 新招教师明显收缩。同时随着产品结构优化、下半年退费压力减少, 经营层面压力有望逐步释放。同时继续坚定推动新业务板块布局, 学历提升、职业技能等领域产能有望持续释放。
- 盈利预测和投资建议。**整体来看在行业景气下降的环境下, 公司经营韧性最强, 多板块布局优势更明显。短期经营压力或仍存在, 但中长期品牌、研发、网点等核心优势不变。下调 21 年收入和业绩预期, 预计 21-23 年 EPS 分别为 0.35、0.50 和 0.62 元/股。参考可比公司, 给予 22 年 30X P/E 估值, 合理价值为 14.99 元/股, 维持“买入”评级。
- 风险提示。**疫情存在不确定性影响面授课程; 市场竞争加剧风险。

### 盈利预测:

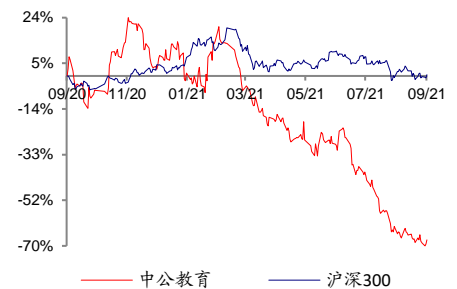
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	9,176	11,202	14,010	17,939	22,192
增长率 (%)	47.1	22.1	25.1	28.1	23.7
EBITDA (百万元)	2,190	2,644	2,858	3,977	4,979
归母净利润 (百万元)	525	2,304	2,128	3,082	3,837
增长率 (%)	-54.5	339.1	-7.7	44.8	24.5
EPS (元/股)	0.09	0.37	0.35	0.50	0.62
市盈率 (P/E)	210.11	94.02	29.71	20.51	16.47
ROE (%)	15.3	53.9	46.5	54.5	54.9
EV/EBITDA	50.42	81.21	21.93	15.52	12.01

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级	买入
当前价格	11.10 元
合理价值	14.99 元
前次评级	买入
报告日期	2021-09-01

### 相对市场表现



### 分析师:

安鹏



SAC 执证号: S0260512030008

SFC CE No. BNW176



021-38003693



anpeng@gf.com.cn

### 分析师:

沈涛



SAC 执证号: S0260512030003

SFC CE No. AUS961



010-59136693



shentao@gf.com.cn

### 相关研究:

- 中公教育 (002607.SZ): 招 2021-04-30  
考节奏扰动影响短期增速, 中长期增长逻辑不变
- 中公教育 (002607.SZ): 发 2020-11-24  
布非公开发行预案, 自建学习基地稳步推进
- 中公教育 (002607.SZ): Q3 2020-10-31  
业绩增长强劲, 预计 21 年招录延续景气扩张

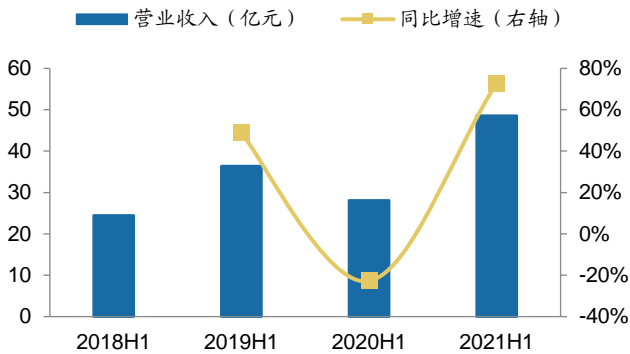
### 联系人:

高鸿 021-38003690

gfgaohong@gf.com.cn

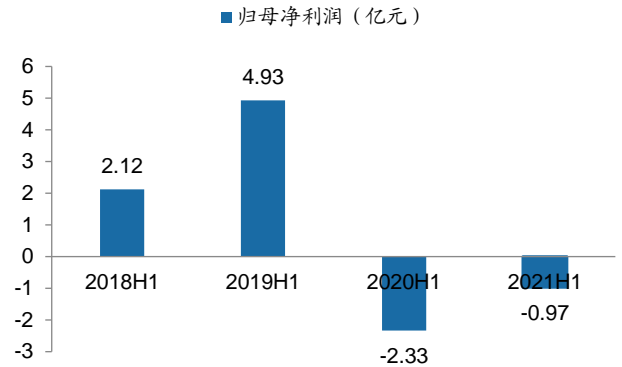
请务必阅读末页的免责声明

图1: 中公教育21年上半年实现营收48.6亿元, 同比增长72.9%



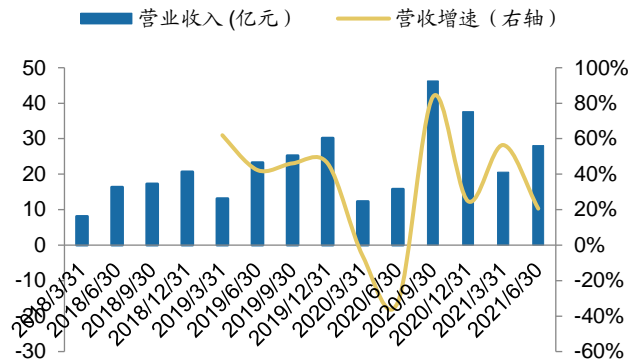
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图2: 中公教育21年上半年归母净亏损9716万元



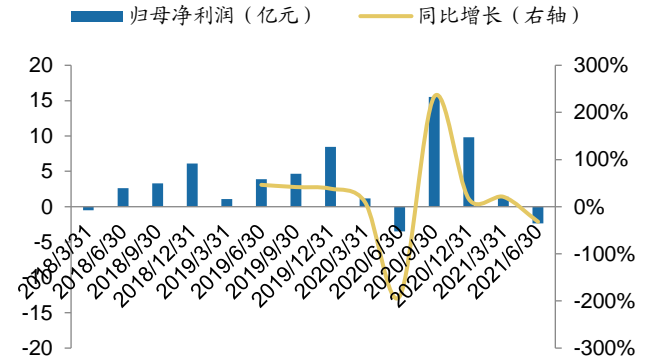
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图3: 中公教育21年Q2实现营收28.0亿元, 同比增长77.7%



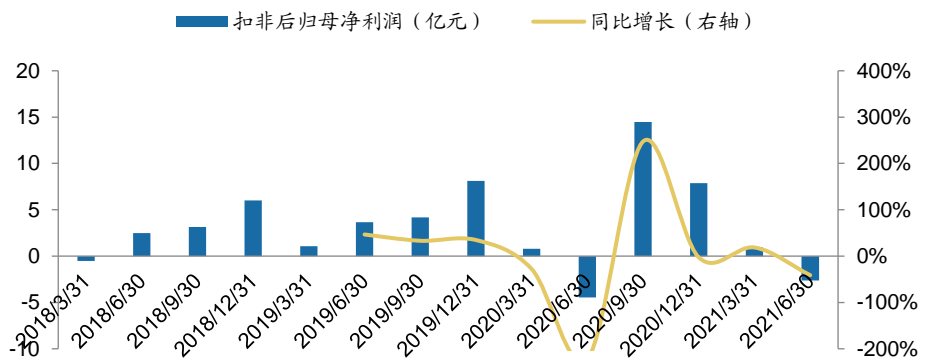
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图4: 中公教育21年Q2归母净亏损2.4亿元



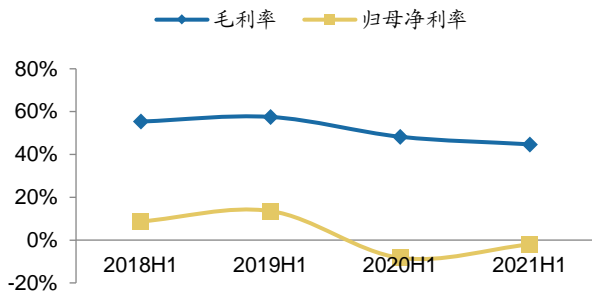
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图5: 中公教育21年Q2扣非后净亏损2.6亿元



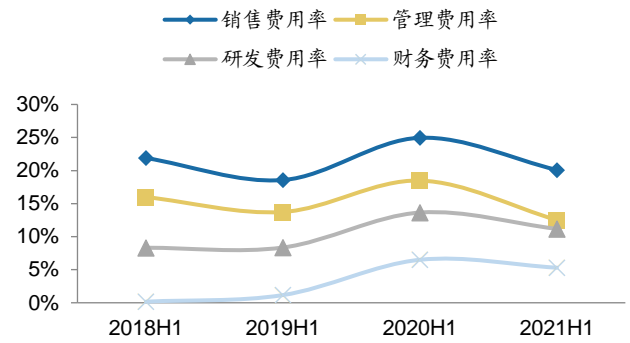
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图6: 中公教育毛利率和归母净利率水平, 21H1毛利率下降3.6pct



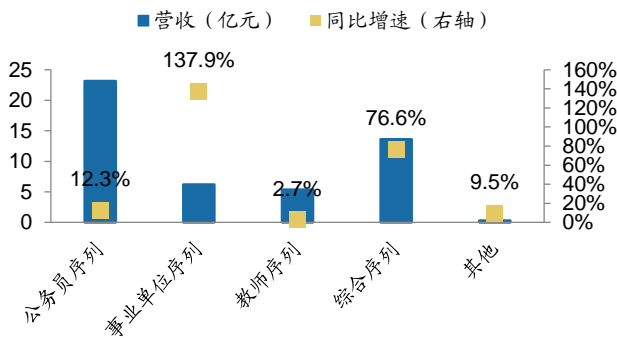
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图7: 中公教育中报期间费用率



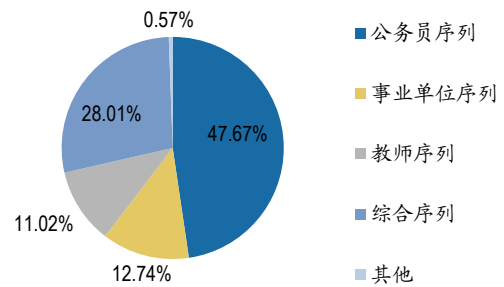
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图8: 中公教育各培训序列2021H1营收和同比增速



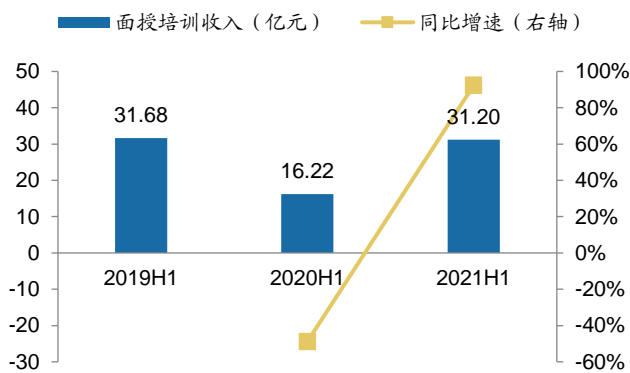
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图9: 中公教育2021H1各培训序列营收占比



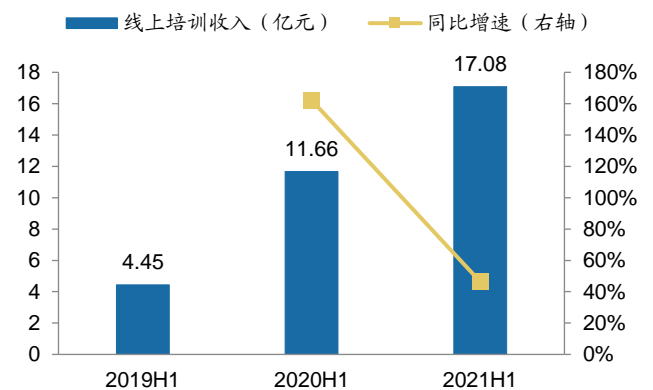
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图10: 中公教育中报面授培训收入和同比增速



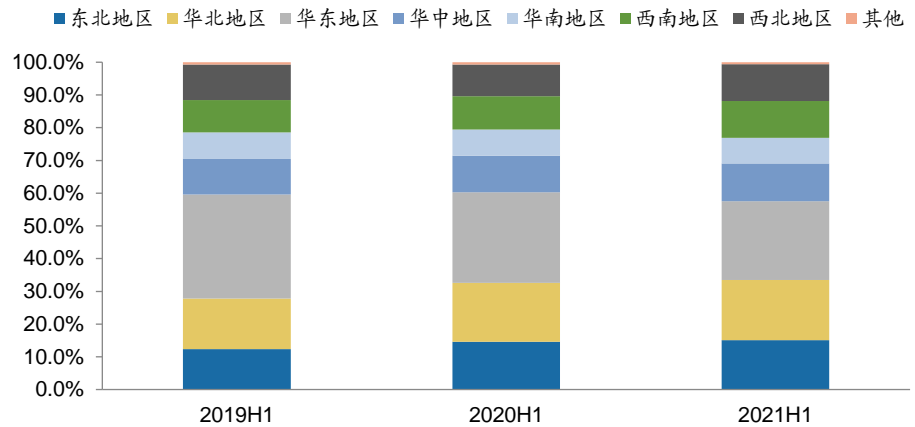
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图11: 中公教育中报线上培训收入和同比增速



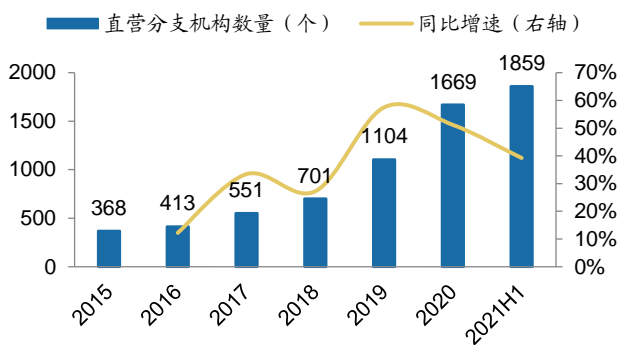
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图12: 中公教育中报各地区营收占比



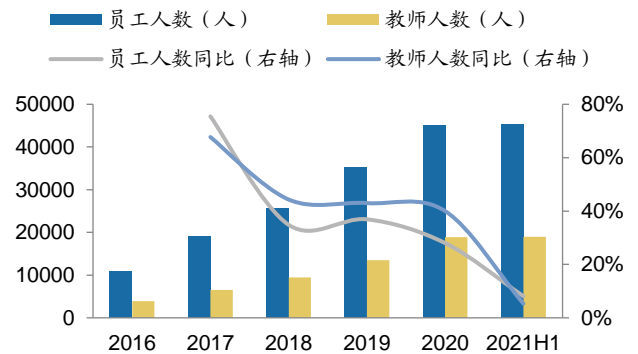
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图13: 截止21年H1, 中公教育全国直营分支机构达1859个



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图14: 中公教育员工人数、教师人数及同比增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

## 盈利预测和投资建议

整体来看在行业景气下降的环境下, 公司经营韧性最强, 多板块布局优势更明显。短期来看经营压力或仍会存在, 但中长期来看品牌、研发、网点等核心优势不变。下调21年教师、公务员收入预期, 考虑到公司成本端投入加大, 且员工和教师数量多、20年薪酬有所上调, 下调21年整体毛利率水平至57.3%, 预计22年和23年有所回升。预计21-23年归母净利润分别为21.28亿元、30.82亿元和38.37亿元, 对应EPS分别为0.35、0.50和0.62元/股。

考虑到今年以来行业政策监管趋严, 教育板块上市公司估值整体下调, 当前相对估值法更具备参考价值。我们选取A股成人教育相关标的作为可比公司。可比公司2022年平均P/E估值为28.1X, 参考可比公司, 给予22年30X P/E估值, 合理价值为14.99元/股, 维持“买入”评级。

表1: 中公教育收入成本拆分

单位: 人民币亿元	2019A	2020A	2021H1	2021E	2022E	2023E
营业收入	91.8	112.0	48.6	140.1	179.4	221.9
同比增速	47%	22%	73%	25%	28%	24%
公务员序列	41.7	62.9	23.1	74.2	89.1	106.9
增速	30%	51%	90%	18%	20%	20%
占比	45%	56%	48%	53%	50%	48%
事业单位序列	14.0	12.7	6.2	17.8	22.3	26.7
增速	58%	-9%	148%	40%	25%	20%
占比	15%	11%	13%	13%	12%	12%
教师序列	19.3	17.9	5.3	19.7	28.6	37.2
增速	61%	-7%	53%	10%	45%	30%
占比	21%	16%	11%	14%	16%	17%
综合序列	16.1	17.8	13.6	27.6	38.7	50.3
增速	75%	10%	40%	55%	40%	30%
占比	18%	16%	28%	20%	22%	23%
其他	0.6	0.6	0.3	0.7	0.8	0.8
增速	144%	12%	39%	10%	10%	10%
营业成本	38.1	45.7	26.8	59.8	75.8	93.7
毛利率	58.5%	59.2%	44.7%	57.3%	57.8%	57.8%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表2: 中公教育可比公司估值 (2021/9/1)

股票代码	公司名称	市值 (亿元人民币)	PE	PE	PE	EV/EBITDA	EV/EBITDA	EV/EBITDA
			(2021E)	(2022E)	(2023E)	(2021E)	(2022E)	(2023E)
003032.SZ	传智教育	100.2	71.6	47.6	39.0	66.5	44.4	36.4
603377.SH	东方时尚	59.6	23.8	19.0	14.0	—	—	—
605098.SH	行动教育	36.0	22.3	17.7	14.2	13.8	11.1	8.9
	平均		39.2	28.1	22.4	40.1	27.8	22.7

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>4,836</b>	<b>9,423</b>	<b>8,950</b>	<b>10,856</b>	<b>14,311</b>
货币资金	2,724	5,950	5,217	6,959	10,417
应收及预付	5	24	13	16	20
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	2,107	3,449	3,720	3,881	3,874
<b>非流动资产</b>	<b>3,201</b>	<b>4,996</b>	<b>5,098</b>	<b>5,483</b>	<b>5,968</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	672	1,613	2,145	2,750	3,475
在建工程	654	214	214	214	214
无形资产	198	426	426	426	426
其他长期资产	1,677	2,743	2,313	2,093	1,853
<b>资产总计</b>	<b>8,037</b>	<b>14,419</b>	<b>14,048</b>	<b>16,339</b>	<b>20,279</b>
<b>流动负债</b>	<b>6,422</b>	<b>10,039</b>	<b>9,370</b>	<b>10,580</b>	<b>13,182</b>
短期借款	2,867	3,976	4,676	5,476	6,976
应付及预收	2,871	212	295	373	462
其他流动负债	684	5,851	4,399	4,730	5,745
<b>非流动负债</b>	<b>107</b>	<b>105</b>	<b>104</b>	<b>104</b>	<b>104</b>
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	107	105	104	104	104
<b>负债合计</b>	<b>6,529</b>	<b>10,144</b>	<b>9,475</b>	<b>10,684</b>	<b>13,287</b>
股本	104	104	104	104	104
资本公积	1,199	1,225	1,225	1,225	1,225
留存收益	2,092	2,916	3,244	4,326	5,663
归属母公司股东权益	3,432	4,275	4,573	5,655	6,993
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>负债和股东权益</b>	<b>9,961</b>	<b>14,419</b>	<b>14,048</b>	<b>16,339</b>	<b>20,279</b>

单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>9,176</b>	<b>11,202</b>	<b>14,010</b>	<b>17,939</b>	<b>22,192</b>
营业成本	3,813	4,567	5,983	7,579	9,368
营业税金及附加	57	13	55	67	65
销售费用	1,483	1,812	2,382	2,870	3,551
管理费用	1,098	1,280	1,611	2,063	2,552
研发费用	698	1,051	1,289	1,579	1,953
财务费用	204	431	495	484	533
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	2	21	2	2	0
投资净收益	259	257	260	260	260
<b>营业利润</b>	<b>2,091</b>	<b>2,662</b>	<b>2,458</b>	<b>3,560</b>	<b>4,431</b>
营业外收支	-1	-1	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>2,089</b>	<b>2,661</b>	<b>2,458</b>	<b>3,560</b>	<b>4,431</b>
所得税	285	357	330	477	594
<b>净利润</b>	<b>525</b>	<b>2,304</b>	<b>2,128</b>	<b>3,082</b>	<b>3,837</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>525</b>	<b>2,304</b>	<b>2,128</b>	<b>3,082</b>	<b>3,837</b>
EBITDA	2,190	2,644	2,858	3,977	4,979
EPS (元)	0.09	0.37	0.35	0.50	0.62

单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,474</b>	<b>4,882</b>	<b>924</b>	<b>3,747</b>	<b>5,496</b>
净利润	1,805	2,304	2,128	3,082	3,837
折旧摊销	162	164	168	195	275
营运资金变动	674	2,519	-1,629	244	1,106
其它	-167	-104	257	225	278
<b>投资活动现金流</b>	<b>-131</b>	<b>-1,109</b>	<b>-30</b>	<b>-318</b>	<b>-500</b>
资本支出	-720	-1,325	-700	-800	-1,000
投资变动	392	221	200	220	240
其他	197	-5	470	262	260
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-267</b>	<b>-548</b>	<b>-1,628</b>	<b>-1,687</b>	<b>-1,538</b>
银行借款	1,260	1,102	700	800	1,500
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-1,527	-1,650	-2,328	-2,487	-3,038
<b>现金净增加额</b>	<b>2,076</b>	<b>3,226</b>	<b>-733</b>	<b>1,742</b>	<b>3,458</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>649</b>	<b>2,724</b>	<b>5,950</b>	<b>5,217</b>	<b>6,959</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>2,724</b>	<b>5,950</b>	<b>5,217</b>	<b>6,959</b>	<b>10,417</b>

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	47.1%	22.1%	25.1%	28.1%	23.7%
营业利润增长	56.0%	27.3%	-7.7%	44.8%	24.5%
归母净利润增长	-54.5%	339.1%	-7.7%	44.8%	24.5%
<b>获利能力</b>					
毛利率	58.5%	59.2%	57.3%	57.8%	57.8%
净利率	19.7%	20.6%	15.2%	17.2%	17.3%
ROE	15.3%	53.9%	46.5%	54.5%	54.9%
ROIC	96.2%	163.0%	76.4%	102.7%	158.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	65.5%	70.4%	67.4%	65.4%	65.5%
净负债比率	28.8%	27.6%	33.3%	33.5%	34.4%
流动比率	0.75	0.94	0.96	1.03	1.09
速动比率	0.75	0.94	0.95	1.03	1.09
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.20	1.00	0.98	1.18	1.21
应收账款周转率	1,926.55	925.24	1,460.00	1,460.00	1,460.00
存货周转率	380,072.	—	—	—	—
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.09	0.37	0.35	0.50	0.62
每股经营现金流	23.83	47.03	8.91	36.10	52.95
每股净资产	0.56	0.69	0.74	0.92	1.13
<b>估值比率</b>					
P/E	210.11	94.02	29.71	20.51	16.47
P/B	32.14	50.68	13.82	11.18	9.04
EV/EBITDA	50.42	81.21	21.93	15.52	12.01

## 广发社会服务行业研究小组

- 沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士。  
安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士。  
张雨露：资深分析师，美国杜兰大学金融学硕士。  
宋炜：资深分析师，上海交通大学金融学硕士。  
高鸿：研究助理，南加州大学硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。  
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。  
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。  
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。  
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。  
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。