

**证券研究报告—动态报告**

社会服务

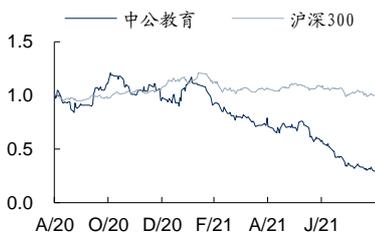
教育

**中公教育(002607)**
**增持**

2021 年半年报点评

(调低评级)

2021 年 08 月 31 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)	6,167/1,643
总市值/流通(百万元)	63,216/16,423
上证综指/深圳成指	3,528/14,423
12 个月最高/最低(元)	43.58/10.15

**相关研究报告:**

《中公教育-002607-2020 年报及 2021 年一季度报点评: 招录扰动影响短期业绩, 关注各赛道复苏及拓展》——2021-04-29

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

**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**
**短期招录及竞争扰动, 关注企稳后的中线发展**
**● 联考提前+逆势扩张, 2021H1 亏损 9716 万, 低于市场预期**

2021H1, 公司营收 48.56 亿/+73% (VS19H1+34%), 归母业绩亏损 9716 万, 位于业绩预告中值; EPS-0.02 元, 低于市场预期。Q2 收入 +78% (VS19Q2+21%), 业绩亏损 2.38 亿, 联考提前+逆势扩张拖累。

**● 多省联考提前影响公考收入, 其他业务低基数基础上快速增长**

具体来看, **1) 公考培训**收入 23.15 亿/+90% (VS19H1+12%), 公务员多省联考提前导致收款高峰期缩短。**2) 教师培训**收入 5.35 亿/+53% (VS19H1+3%)。**3) 事业单位培训** 6.19 亿/+148% (VS19H1+138%), 主要系多省联考提前为其他序列提供了更充足的时间和资源。**4) 综合序列**收入 13.60 亿元/+40% (VS19H1+77%), 主因考研、学历提升、医疗等新业务表现良好。公司培训人次增 14%; 期末合同负债同减 41%; **投资收益** 6142 万/-52%; 销售商品、提供劳务收到的现金为 42.69 亿元/-44%, **经营净现金流**为-9.39 亿元/-123%。公司**毛利率**同减 3.56pct, 较 19H1 减 12.81pct, 预计主要是为了应对行业竞争, 员工成本增加; 期间费用率减 14.49pct, 其中管理、销售、研发、财务费用率分别减 5.96、4.86、2.47、1.20pct, 主要系公司收入改善。

**● 短期多因素扰动, 关注招录、竞争正常化后的成长**

短期来看, 疫情对考试节奏的影响仍然持续。预计省考提前、竞争加剧仍会对下半年收入有影响, 但事业单位、教师及医疗招录等时间、资源更充分, 预计下半年相对支撑。成本端, 公司已进行人员优化, 预计后续效果将逐步显现。行业层面, 竞争尚未明确, 政策以鼓励、规范为主。综合来看, 我们预计公司短期经营压力仍存, 建议密切跟踪; 但公司作为行业龙头, 教研、渠道优势突出, 期待招录、竞争正常化后的持续成长, 且跨赛道扩张也有望继续验证。

**● 风险提示:**

招录波动、业务拓展放缓; 行业竞争加剧; 股东减持; 政策、疫情等。

**● 短期多因素制约, 关注各赛道中线趋势, 暂下调至“增持”评级**

下调 21-23 年 EPS 至 0.32/0.46/0.58 元 (原为 0.48/0.65/0.84), 对应 PE32/22/18x。短期多因素导致公司经营及股价承压, 建议跟踪公司经营表现, 期待招录、行业竞争重回正常后的成长。考虑到教育板块政策不确定性仍存, 暂下调至“增持”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	12170.18	16271.65	20000.92
(+/-%)	47.12%	22.08%	8.64%	33.70%	22.92%
净利润(百万元)	1804.55	2304.36	1947.05	2847.91	3594.53
(+/-%)	56.52%	27.70%	-15.51%	46.27%	26.22%
摊薄每股收益(元)	17.38	0.37	0.32	0.46	0.58
EBIT Margin	29.70%	31.52%	19.35%	21.87%	21.95%
净资产收益率(ROE)	52.59%	53.90%	40.07%	47.48%	46.11%
市盈率(PE)	0.59	27.43	32.47	22.20	17.59
EV/EBITDA	2.71	20.20	29.31	19.95	16.15
市净率(PB)	0.31	14.79	13.01	10.54	8.11

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

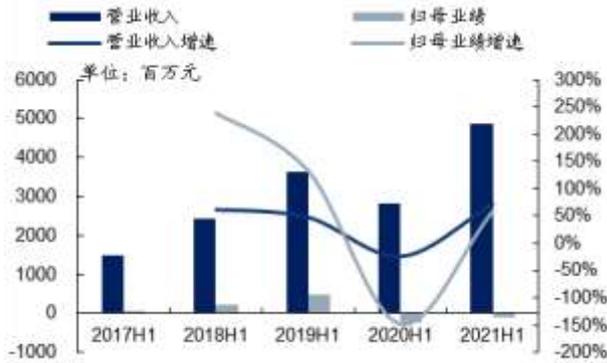
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

**联考提前+逆势扩张，2021H1 业绩亏损 9716 万，低于市场预期**

2021H1，公司实现营业收入 48.56 亿元，低基数基础上同增 73%，相比 19H1 增加 34%；归母业绩亏损 9716 万元，同比减亏 1.4 亿（扣非业绩减亏 2.0 亿），位于业绩预告区间中值附近（亏损 0.5-1.5 亿）；EPS 为-0.02 元，低于业绩预告前的市场预期。

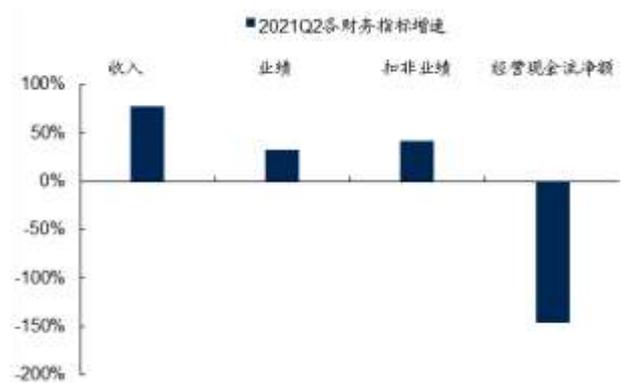
Q2 公司实现营业收入 28.04 亿元，同增 78%，相比 19Q2 增加 21%；归母业绩亏损 2.38 亿元，同比减亏 32%；扣非业绩亏损 2.62 亿元，同比减亏 41%。Q2 公司经营承压主要系两方面原因：1）上半年多省联考提前导致高峰收费期缩短，2）公司逆势扩张导致成本上升。

图 1：公司 2020H1 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 2021Q2 各指标增长情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

**多省联考提前影响公考收入，其他业务低基数基础上快速增长**

具体来看，1）公考培训收入 23.15 亿/+90%（相比 19H1+12%），主要系公务员多省联考提前导致收款高峰期缩短。2）教师培训收入 5.35 亿元/+53%（相比 19H1+3%）。3）事业单位培训收入 6.19 亿/+148%（相比 19H1+138%），主要系公务员多省联考提前，为事业单位、教师等其他序列的招录复苏提供了更加充足的时间和资源支持。4）综合序列实现收入 13.60 亿元/+40%（相比 19H1+77%），主因考研、学历提升、医疗等新业务保持着较高的活跃度。

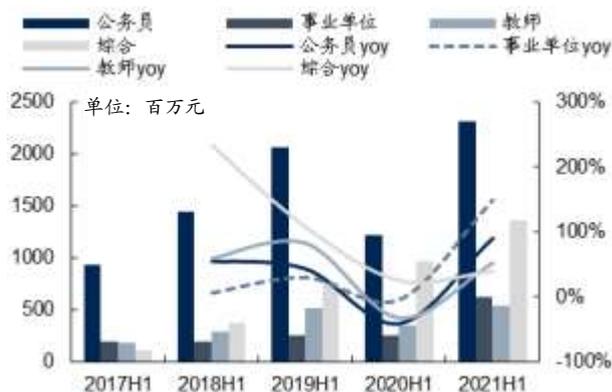
整体来看，公司培训人次增 14%。线上线下方面，由于疫情持续反复，数字化经营的空间进一步扩容，公司持续大力推广线上线下融合产品，线上培训收入为 17.08 亿元，同增 46%；面授培训收入 31.20 亿元，同增 92%，面授收入与 19H1 收入体量基本相当。

表 1：各类考试成绩公布时点（不考虑疫情等不可抗力影响）

	Q1	Q2	Q3	Q4
国家公务员初试	1 月中旬公布			
国家公务员复试	少量单位公布	大量单位公布		
地方公务员初试	非联考省份公布（19Q1 仅上海）	联考省份公布		
地方公务员复试			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	
教师招聘考试			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		

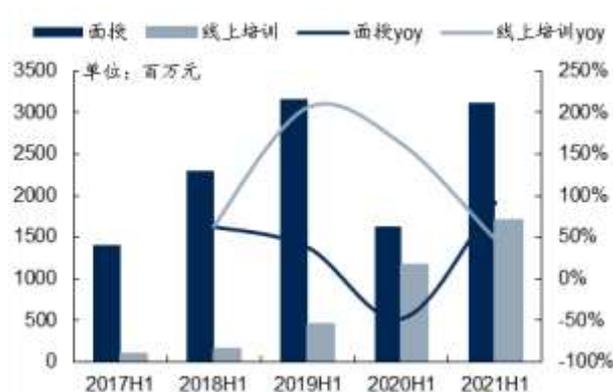
资料来源：公开信息，中公教育官网，国信证券经济研究所整理

图 3: 公司分业务具体表现



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 2019H1 为线上+面授的收入及增速, 此前均为面授收入及增速

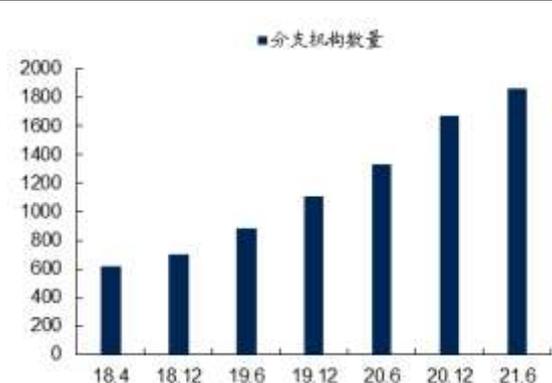
图 4: 公司面授培训及线上培训业务表现



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

**垂直一体化管理，进一步巩固渠道及研发优势。**截至 2021 年上半年，公司直营分支机构共 1859 家，较期初 1669 家同增约 11.38%。公司共有员工数 4.53 万人，较期初同增 0.53%。

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

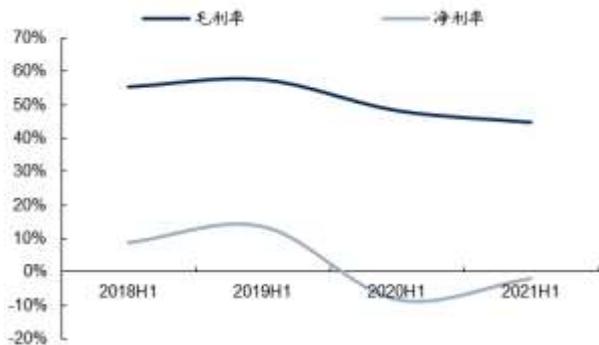


资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

合同负债（即预收款）方面，截至 2021 年上半年，公司合同负债为 42.29 亿元，较年初减少 6.97 亿元，降幅 14%；较去年同期减少 29.93 亿元，降幅 41%，预计主要系主上半年多省联考提前导致高峰收费期减少所致。上半年实现投资收益 6142 万元，同比减少 52%。公司销售商品、提供劳务收到的现金为 42.69 亿元/-44%，经营活动产生的现金流量净额为-9.39 亿元/-123%，主要因战略性投入带来的成本上升（主要为员工薪酬增加）以及多省联考提前导致高峰收费期减少。

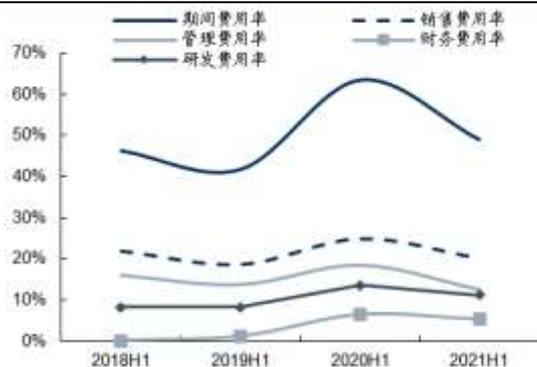
综合来看，公司毛利率同减 3.56pct，较 19H1 减 12.81pct，预计主要是为了应对行业竞争，员工成本增加；净利率同增 6.30pct，但较 19H1 下滑 15.56pct。期间费用率同减 14.49pct，其中管理、销售、研发、财务费用率分别减 5.96、4.86、2.47、1.20pct，主要系公司收入改善。

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



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 短期多因素扰动, 关注招录、竞争正常化后的成长

短期来看, 疫情对考试节奏的影响仍然持续。收入端, 上半年多省联考提前导致公司收款高峰期缩短, 影响了上半年省考业务收款以及下半年的收入确认; 同时由于省考缩招、报考人数增多, 预计退费率会有提升, 也将在下半年体现, 即下半年公司公考收入端预计仍会有一定压力。但省考提前也为事业单位、教师及医疗招录等提供了时间和资源支持, 预计下半年此业务仍有一定支撑。成本端, 结合我们的持续跟踪, 公司在上半年末已进行了人员管理优化, 改善员工成本, 预计后续人效提升会逐步显现。行业层面, 部分竞争对手在今年上半年明显承压, 但随着 K12 政策收紧, 也不排除新机构加入。而且 K12 政策的收紧, 也部分引发了市场对职教监管的担忧。我们认为国家鼓励社会力量参与职教的态度明确, 但对于资金监管、办学许可等未来可能会更加规范。

综合来看, 我们预计公司短期经营压力仍存; 但公司作为职教培训龙头, 教研、渠道优势突出, 短期虽有招录、竞对压力扰动, 但中长线看, 公司仍具竞争实力, 且跨赛道扩张也有望继续验证, 进一步打开公司中长线成长空间。建议密切跟踪短期经营表现, 期待招录、竞争正常化后的持续成长。

### 短期多因素制约, 关注各赛道中线趋势, 暂下调至“增持”评级

考虑到疫情对招录节奏的影响、公司快速扩张带来的短期成本压力以及竞争对手的扰动等, 下调公司 21-23 年 EPS 至 0.32/0.46/0.58 元(原为 0.48/0.65/0.84 元), 对应 PE32/22/18x。今年以来, 解禁、经营承压、教育政策影响、市场风格切换等多因素影响下, 公司股价明显承压。短期建议跟踪公司经营表现, 待招录、行业竞争重回正常化后, 公司有望凭借其教研、渠道等优势, 进一步扩张成长。综上, 考虑到教育板块不确定性犹存, 暂下调至“增持”评级。

表 2: 公司分业务收入拆分预测 (亿元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
公务员	32.05	41.71	62.90	47.17	63.68	73.23
yoy		30%	51%	-25%	35%	15%
事业单位	8.84	14.01	12.74	22.92	30.95	40.23
yoy		58%	-9%	80%	35%	30%
教师	12.02	19.33	17.94	23.33	31.49	40.94
yoy		61%	-7%	30%	35%	30%
综合	9.23	16.14	17.81	27.61	35.89	44.87
yoy		75%	10%	55%	30%	25%
其他	0.23	0.57	0.64	0.67	0.70	0.74
合计	62.37	91.76	112.02	121.70	162.72	200.01
yoy		47%	22%	9%	34%	23%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理测算

### 风险提示

宏观、政策、疫情等系统性风险；招录不及预期；股东减持；新业务拓展不及预期；市场竞争加剧；人才流失等。

## 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	7527	7904	营业收入	11202	12170	16272	20001
应收款项	326	3	4	5	营业成本	4567	6182	7309	9058
存货净额	0	0	0	0	营业税金及附加	13	73	98	120
其他流动资产	177	487	651	800	销售费用	1812	1604	2613	3216
<b>流动资产合计</b>	<b>9423</b>	<b>11787</b>	<b>13527</b>	<b>14588</b>	管理费用	1280	1956	2694	3217
固定资产	1827	2636	4110	5588	财务费用	431	406	545	536
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
<b>资产总计</b>	<b>14419</b>	<b>17575</b>	<b>20772</b>	<b>23294</b>	营业利润	2662	2253	3314	4182
短期借款及交易性金融负债	3976	7297	7848	7043	营业外净收支	(1)	(2)	(2)	(3)
应付款项	212	331	388	477	<b>利润总额</b>	<b>2661</b>	<b>2251</b>	<b>3311</b>	<b>4180</b>
其他流动负债	5851	4981	6428	7867	所得税费用	357	304	464	585
<b>流动负债合计</b>	<b>10039</b>	<b>12609</b>	<b>14664</b>	<b>15387</b>	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2304</b>	<b>1947</b>	<b>2848</b>	<b>3595</b>
其他长期负债	105	107	110	111					
<b>长期负债合计</b>	<b>105</b>	<b>107</b>	<b>110</b>	<b>111</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>10144</b>	<b>12716</b>	<b>14774</b>	<b>15498</b>	净利润	2304	1947	2848	3595
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	4859	5998	7796	折旧摊销	101	235	351	483
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>14419</b>	<b>17575</b>	<b>20772</b>	<b>23294</b>	公允价值变动损失	(21)	(21)	(21)	(21)
					财务费用	431	406	545	536
关键财务与估值指标					营运资本变动	3218	46	1701	1818
每股收益	0.37	0.32	0.46	0.58	其它	0	(783)	(360)	(439)
每股红利	0.27	0.22	0.28	0.29	<b>经营活动现金流</b>	<b>5602</b>	<b>2208</b>	<b>4879</b>	<b>5875</b>
每股净资产	0.69	0.79	0.97	1.26	资本开支	(610)	(1789)	(2147)	(2361)
ROIC	62%	32%	38%	43%	其它投资现金流	(1215)	(1485)	(891)	(534)
ROE	54%	40%	47%	46%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1825)</b>	<b>(3273)</b>	<b>(3037)</b>	<b>(2896)</b>
毛利率	59%	49%	55%	55%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	32%	19%	22%	22%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	32%	21%	24%	24%	支付股利、利息	(1650)	(1363)	(1709)	(1797)
收入增长	22%	9%	34%	23%	其它融资现金流	2748	3321	551	(805)
净利润增长率	28%	-16%	46%	26%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(551)</b>	<b>1958</b>	<b>(1158)</b>	<b>(2603)</b>
资产负债率	70%	72%	71%	67%	<b>现金净变动</b>	<b>3226</b>	<b>893</b>	<b>684</b>	<b>376</b>
息率	2.6%	2.2%	2.7%	2.8%	货币资金的期初余额	2724	5950	6843	7527
P/E	27.4	32.5	22.2	17.6	货币资金的期末余额	5950	6843	7527	7904
P/B	14.8	13.0	10.5	8.1	企业自由现金流	5766	530	2966	3715
EV/EBITDA	20.2	29.3	19.9	16.2	权益自由现金流	8514	3500	3048	2449

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。

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