

中公教育(002607)

点评报告

行业公司研究—教育行业

证券研究报告

成本投入加大, 短期业绩承压

——中公教育半年报点评

✍ : 徐晴 执业证书编号: S1230521010001
✉ : xuqing@stocke.com.cn

事件

公司发布 2021 年半年度报告, 2021H1 公司实现收入 48.56 亿元, 同比增长 72.94%, 归母净亏损 0.97 亿元, 同比减亏 58.30%。Q2 单季度实现收入 28.04 亿元, 同比增长 78%, 与 2019 年相比同比增长 20.57%, 归母净亏损 2.38 亿元, 2020 年与 2019 年同期归母净利润分别为 -3.49 亿元、3.87 亿元。

投资要点

□ **研发、教学、渠道建设投入加大导致人员、场地等成本大幅上涨, 21H1 毛利率同比下滑 3.66pct。**

近来公职招录赛道竞争加剧, 同业在资本加持下扩张迅速, 公司为巩固市场占有率, 进行了多项前瞻性投入, 前置成本加大导致 21H1 毛利率同比下降 3.66pct 至 44.38% (与 2019H1 相比下滑 12.81pct)。分解来看: 1) **网点数量同比增长 39% 至 1859 个, 叠加去年同期有房租减免政策的影响, 预计房租成本大幅上升;** 2) 随着疫情恢复, 上半年开班费预计与去年相比大幅提升; 3) 人员方面, 教师同比增长 5%, 较为稳定, 但在竞争加剧的市场环境下, 为巩固教师稳定性与教学质量, 教师薪资待遇有所提升, **根据支付职工的现金与应付职工薪酬推算, 员工薪酬同比增长 41%, 扣减三费中的人工费用后, 21H1 成本端人工费用预计同比上升 60%+;** 4) 受备考期缩短以及部分品类价格战影响, 客单价有所降低。根据公司交流情况, 预计下半年价格战有所缓解, 但成本刚性下毛利率依然有一定压力。

□ **受考情影响, 公务员、教师业务业务增长较缓, 事业单位业务表现亮丽。**

受疫情扰动影响, 公考的考期一直处于调整中, 2021 年公务员省考多集中在 3 月下旬, 2020 年和 2019 年的公务员省考分别集中在当年的 7 月和 4 月。2021H1 公务员/事业单位/教师/综合/其他序列分别实现收入 23.15/6.19/5.35/13.60/0.27 亿元, 同比 20 年分别增长 90.0%/148.4%/52.8%/40.1%/38.8%, 同比 19 年分别增长 12.3%/137.9%/2.7%/76.6%/9.5%。省考招录缩减以及考期提前的影响下, 公务员业务增长放缓, 同时留给考生更充足的时间备考事业单位, 事业单位业务增长表现亮眼。综合序列继续保持较快增长, **下半年考研备考旺季来临 (暑期集训、考前冲刺等), 有望贡献更多收入增长。**

□ **上半年网点基本完成全年铺排计划, Q2 费用率环比下降, 下半年利润端有望企稳回升**

公司过去两年进行了大量的线下渠道建设, 网点数量由 2018 年的 701 个增长至目前的 1859 个, 预计后续网点铺设速度将有所放缓, 教学网点将逐渐完成爬坡期, 教学产能不断释放。网点扩张逐渐稳健之后, 销售人员增长预计也将趋于稳定, 销售费用率未来有望一定程度的下降。Q2 销售费用率 19%, 环比下降 2pct, 同比下降 8pct。Q2 管理费用率仅 10%, 环比下降 2pct, 与 2019 年 Q2 相比下降 2pct。预计下半年利润率有望回升。

□ **行业竞争加剧, 短期业绩有压力, 但仍然看好公司研发、服务、管理上的核心优势。**

评级

买入

上次评级	买入
当前价格	¥ 11.10

单季度业绩

元/股

2Q/2021	-0.04
1Q/2021	0.02
4Q/2020	0.16
3Q/2020	0.25



公司简介

公司是职业教育龙头公司, 在公职招录不断奠定竞争优势的基础上较早的开启学历提升赛道的布局, 目前在考研、IT 取得靓丽增长, 垂直一体化管理+多品类驱动增长为长期成长提供充足动力。

相关报告

1 《中公教育 2020 三季报点评: 招+学+考全面恢复, Q3 高增全年可期》
2020.11.02

报告撰写人: 徐晴

21H1 公司销售商品、提供劳务得到的现金为 42.69 亿元，同比下降 44%，合同负债 42.29 亿元，与年初相比下滑 14%，省考提前以及竞争加剧的影响下全年的业绩增长仍面临一定压力。但长期依然看好公司垂直一体化管理+多元化发展构筑的核心竞争优势，公司多元化品类研发起步早，布局赛道广度远高于竞争对手，随着各品类协同效应不断体现，多品类飞轮增长效应有望在长期不断凸显。

□ 盈利预测及估值

公司所处公职招录和学历提升赛道，就业压力剧增的环境下预计需求景气度长期不减，虽然面临疫情以及主要竞争对手融资完成带来的行业竞争加剧的影响，我们认为 1) 公司在渠道端的优势依然明显；2) 多元化课程研发实力强劲，新品类孵化需要较长的周期，难以短期内被竞争对手赶超，核心竞争优势依然突出。我们下调 21 年的盈利预测，预计 2021-2023 年公司实现营业收入 127/169/221 亿元，同比增长 12.98%/33.50%/30.90%，实现归母净利润 21.57/29.55/41.11 亿元，预计 2021-2023 年公司 EPS 为 0.35、0.48、0.67 元/股，维持“买入”评级。

□ 风险提示

行业监管风险、行业竞争加剧、公职招录人数不及预期。

财务摘要

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	11202	12657	16898	22119
(+/-)	22.08%	12.98%	33.50%	30.90%
净利润	2304	2157	2955	4111
(+/-)	27.65%	-6.41%	37.01%	39.13%
每股收益(元)	0.37	0.35	0.48	0.67
P/E	29.71	31.74	23.17	16.65

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	9423	10877	15446	21399
现金	5950	7348	11802	17601
交易性金融资产	983	983	983	983
应收账款	21	24	32	42
其它应收款	304	344	459	601
预付账款	2	3	3	4
存货	0	0	0	0
其他	2161	2175	2166	2167
非流动资产	4996	5882	6510	6922
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1613	1818	2130	2518
无形资产	426	646	866	1084
在建工程	214	208	211	79
其他	2743	3209	3303	3240
资产总计	14419	16759	21956	28320
流动负债	10039	10241	12494	14759
短期借款	3976	3422	3699	3560
应付款项	212	306	375	460
预收账款	4925	5569	7266	9290
其他	926	944	1155	1449
非流动负债	105	103	105	104
长期借款	0	0	0	0
其他	105	103	105	104
负债合计	10144	10344	12599	14863
少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)
归属母公司股东权	4275	6415	9357	13458
负债和股东权益	14419	16759	21956	28320
现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	4882	2639	4914	6923
净利润	2304	2157	2955	4111
折旧摊销	164	196	217	245
财务费用	431	302	302	254
投资损失	(257)	(300)	(300)	0
营运资金变动	2366	711	1852	2251
其它	(125)	(427)	(112)	62
投资活动现金流	(1109)	(371)	(421)	(721)
资本支出	(501)	(309)	(449)	(420)
长期投资	20	(42)	21	(0)
其他	(628)	(20)	6	(302)
筹资活动现金流	(548)	(870)	(38)	(403)
短期借款	1109	(555)	277	(139)
长期借款	0	0	0	0
其他	(1657)	(315)	(316)	(264)
现金净增加额	3226	1398	4454	5799

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	11202	12657	16898	22119
营业成本	4567	5561	6876	8845
营业税金及附加	13	14	104	137
营业费用	1812	2068	2948	3855
管理费用	1280	1502	1859	2411
研发费用	1051	1370	1744	2125
财务费用	431	302	302	254
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动损益	21	0	0	0
投资净收益	257	300	300	0
其他经营收益	336	336	0	0
营业利润	2662	2476	3365	4493
营业外收支	(1)	21	56	75
利润总额	2661	2497	3421	4568
所得税	357	340	466	457
净利润	2304	2157	2955	4111
少数股东损益	(0)	0	0	0
归属母公司净利润	2304	2157	2955	4111
EBITDA	2934	2800	3697	4847
EPS (最新摊薄)	0.37	0.35	0.48	0.67
主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	22.08%	12.98%	33.50%	30.90%
营业利润	27.27%	-6.98%	35.91%	33.51%
归属母公司净利润	27.65%	-6.41%	37.01%	39.13%
获利能力				
毛利率	59.23%	56.06%	59.31%	60.01%
净利率	20.57%	17.04%	17.49%	18.59%
ROE	59.80%	40.35%	37.47%	36.04%
ROIC	29.08%	22.86%	23.02%	24.34%
偿债能力				
资产负债率	70.35%	61.72%	57.38%	52.48%
净负债比率	39.20%	33.08%	29.36%	23.95%
流动比率	0.94	1.06	1.24	1.45
速动比率	0.94	1.06	1.24	1.45
营运能力				
总资产周转率	0.92	0.81	0.87	0.88
应收帐款周转率	925.24	552.97	595.98	590.95
应付帐款周转率	20.38	21.48	20.21	21.21
每股指标(元)				
每股收益	0.37	0.35	0.48	0.67
每股经营现金	0.43	0.80	1.12	0.47
每股净资产	0.69	1.04	1.52	2.18
估值比率				
P/E	29.71	31.74	23.17	16.65
P/B	16.01	10.67	7.32	5.09
EV/EBITDA	26.79	28.15	21.93	17.19

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>