

2021年09月02日

**2021年中报点评：省考提前及竞争加剧影响收款及利润率，但赛道红利及公司竞争优势依然明显买入（维持）**

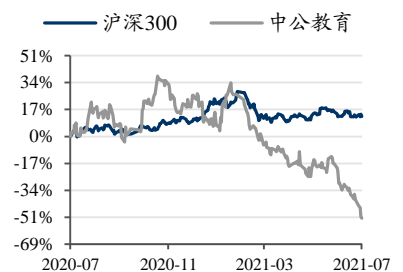
证券分析师 张良卫  
 执业证号：S0600516070001  
 021-60199793  
 zhanglw@dwzq.com.cn  
 证券分析师 周良玖  
 执业证号：S0600517110002  
 021-60199793  
 zhoulj@dwzq.com.cn  
 证券分析师 吴劲草  
 执业证号：S0600520090006  
 wujc@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,202	14,084	17,147	20,318
同比(%)	22.1%	25.7%	21.7%	18.5%
归母净利润(百万元)	2,304	2,034	2,587	3,051
同比(%)	27.7%	-11.7%	27.2%	17.9%
每股收益(元/股)	0.37	0.33	0.42	0.49
P/E(倍)	29.71	33.65	26.46	22.44

**投资要点**

- **事件：**公司公告，2021H1 实现营收 48.56 亿元，同比增长 72.94%，归属于上市公司股东的净利润-9,716.25 万元，同比减亏 58.30%；扣除非经常性损益归属于上市公司股东的净利润-16,990.50 万元，同比减亏 53.77%。公司业绩落在业绩预告中枢位置，符合我们预期。
- **2020 年扩大投入导致成本高增长，上半年扩张已放缓。**2020 年疫情期间公司不断加大研发、教学、市场以及 OMO 平台投入，导致成本同比高增长。截至 2021H1 期末，公司直营分支机构数量达到 1,859 个，同比 2020H1 期末增长 39%，员工人数达到 45,304 人，同比增长 8%，研发人员人数达到 3,065 人，同比增长 13%。2021H1 的网点和人员扩张已经明显放缓，截至 2021H1 期末，直营分支机构数量相比 2020 年底增长 11%，员工人数、研发人员数、授课教师数相比 2020 年底基本持平，我们预计成本端的增长压力有望逐渐得到缓解。
- **上半年省考超预期提前及市场竞争加剧，放大 2021H1 利润率周期波动。**上半年多省联考提前导致高峰收费期减少一个月，公务员序列实现营收 23.15 亿元，同比增长 90.02% (2020H1 疫情因素影响低基数)，比 2019 年同期增长 12.31%，此外，2021H1 事业单位序列实现营收 6.19 亿元，同比增长 148.37%，教师序列实现营收 5.35 亿元，同比增长 52.82%；综合序列实现营收 13.60 亿元，同比增长 40.10%。正常情况下，受考试周期影响，公司 H1 利润率一般低于全年平均，此前 2019H1 净利率为 13.55%，2020H1 受疫情影响出现亏损，在今年特殊经营环境及扩张节奏下，公司净利率波动进一步放大。同时我们判断，利润率的波动也受到了市场竞争加剧的影响，包括产品折扣提升及高退协议产品的推广，但若后续竞争趋缓，我们预计利润率有望逐步恢复。
- **公司竞争优势依然明显，关注新招录周期。**疫情后行业竞争加剧，随着“双减”新政实施，市场竞争面临新的不确定因素，但我们认为公司在研发、渠道领域的竞争优势依然显著，长期积累的竞争能力竞争对手短期仍难以追赶。维持看好非学历职业教育赛道的长期成长潜力，建议关注公司新战略在后续新招录周期中的执行效果。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到 2021H1 考试政策变化、成本端增长及竞争格局对利润率的影响，我们谨慎考虑将 2021-2023 年的 EPS 从 0.46/0.58/0.68 元下调至 0.33/0.42/0.49 元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 为 34/26/22 倍。公司前期疫情影响的压力正逐步释放，且估值已经得到明显消化，坚定看好赛道红利及公司竞争力，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策风险，市场竞争加剧的风险，核心人才流失风险。

**股价走势**



**市场数据**

收盘价(元)	11.10
一年最低/最高价	10.15/43.58
市净率(倍)	16.32
流通 A 股市值(百万元)	18,232.31

**基础数据**

每股净资产(元)	0.68
资产负债率(%)	70.52
总股本(百万股)	6167.40
流通 A 股(百万股)	1642.55

**相关研究**

- 1、《中公教育 (002607)：公务员序列率先完成反弹，其他序列有望陆续复苏》2021-04-29
- 2、《中公教育 (002607)：2020 年业绩预告点评：疫情影响或基本得到消化，中长期依旧前景乐观》2021-03-26
- 3、《中公教育 (002607)：定增有助缓解怀柔项目资金压力，长期提升竞争力及稳定性》2020-11-23

中公教育三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>9,423</b>	<b>7,947</b>	<b>10,913</b>	<b>14,755</b>	<b>营业收入</b>	<b>11,202</b>	<b>14,084</b>	<b>17,147</b>	<b>20,318</b>
现金	5,950	4,391	7,280	11,033	减:营业成本	4,567	6,404	7,769	9,336
应收账款	21	9	28	16	营业税金及附加	13	58	68	78
存货	0	0	0	0	营业费用	1,812	2,183	2,658	3,149
其他流动资产	3,451	3,547	3,605	3,706	管理费用	2,331	2,746	3,172	3,759
<b>非流动资产</b>	<b>4,996</b>	<b>7,781</b>	<b>8,439</b>	<b>8,992</b>	研发费用	1,051	1,268	1,372	1,625
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	431	650	752	779
固定资产	1,613	1,871	2,096	2,274	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	214	264	261	260	加:投资净收益	257	200	243	289
无形资产	426	380	292	157	其他收益	336	100	10	10
其他非流动资产	2,743	5,265	5,790	6,302	资产处置收益	0	1	0	0
<b>资产总计</b>	<b>14,419</b>	<b>15,728</b>	<b>19,352</b>	<b>23,747</b>	<b>营业利润</b>	<b>2,662</b>	<b>2,350</b>	<b>2,989</b>	<b>3,524</b>
<b>流动负债</b>	<b>10,039</b>	<b>9,294</b>	<b>10,335</b>	<b>11,683</b>	加:营业外净收支	-1	0	-1	-1
短期借款	3,976	3,976	3,976	3,976	<b>利润总额</b>	<b>2,661</b>	<b>2,349</b>	<b>2,988</b>	<b>3,523</b>
应付账款	212	417	346	571	减:所得税费用	357	315	401	472
其他流动负债	5,851	4,902	6,013	7,136	少数股东损益	0	0	0	0
<b>非流动负债</b>	<b>105</b>	<b>124</b>	<b>121</b>	<b>117</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,304</b>	<b>2,034</b>	<b>2,587</b>	<b>3,051</b>
长期借款	0	20	16	12	EBIT	2,724	2,435	3,054	3,490
其他非流动负债	105	105	105	105	EBITDA	2,887	2,926	3,673	4,241
<b>负债合计</b>	<b>10,144</b>	<b>9,419</b>	<b>10,456</b>	<b>11,799</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	0.37	0.33	0.42	0.49
归属母公司股东权益	4,275	6,309	8,897	11,948	每股净资产(元)	0.69	1.02	1.44	1.94
<b>负债和股东权益</b>	<b>14,419</b>	<b>15,728</b>	<b>19,352</b>	<b>23,747</b>	发行在外股份(百万股)	6167	6167	6167	6167
					ROIC(%)	34.9%	20.5%	20.5%	19.0%
					ROE(%)	53.9%	32.2%	29.1%	25.5%
					毛利率(%)	59.2%	54.5%	54.7%	54.1%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	销售净利率(%)	20.6%	14.4%	15.1%	15.0%
经营活动现金流	4,882	2,135	4,669	5,542	资产负债率(%)	70.4%	59.9%	54.0%	49.7%
投资活动现金流	-1,109	-3,069	-1,025	-1,006	收入增长率(%)	22.1%	25.7%	21.7%	18.5%
筹资活动现金流	-548	-625	-755	-783	净利润增长率(%)	27.7%	-11.7%	27.2%	17.9%
现金净增加额	3,226	-1,559	2,889	3,752	P/E	29.71	33.65	26.46	22.44
折旧和摊销	164	491	618	751	P/B	16.01	10.85	7.69	5.73
资本开支	1,325	297	158	53	EV/EBITDA	22.69	22.92	17.48	14.25
营运资本变动	2,492	-833	962	1,259					

数据来源: wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

