

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

中公教育(002607)

投资评级 增持

上次评级 买入

范欣悦 社服零售行业首席分析师

执业编号: S1500521080001

联系电话: 15201927096

邮箱: fanxinyue@cindasc.com

汲肖飞 纺织服装行业首席分析师

执业编号: S1500520080003

联系电话: 13798225863

邮箱: jixiaofei@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 多因素致 Q3 亏损，国考计划招录人数高增

2021 年 10 月 30 日

**事件:** 2021Q3, 公司实现收入 14.5 亿元、同减 69%, 归母净利润-7.9 亿元、同减 151%, 扣非后净利润-8.0 亿元、同减 155%。2021 年前三季度, 公司实现收入 63.0 亿元、同减 15%, 归母净利润-8.9 亿元、同减 167%, 扣非后净利润-9.7 亿元、同减 190%。

**点评:**

- **省考 20 年推迟、21 年提前造成 Q3 公务员序列收入下滑。**20 年受疫情影响, 通常 4 月进行的省考笔试推迟至 7、8 月, 笔试成绩主要在 9 月公布, 造成省考大部分收入确认在 Q3。而 21 年省考提前至 3 月, 导致收款金额减少 25~35 亿元, (1) 学员备考时间大幅缩短, 部分学生放弃考试, (2) 令公司培训时间缩短, 长线班学员锐减; 同时由于笔试成绩在 4 月公布, 面试时间提前到 5 月, 因此省考大部分收入确认在 Q2, 与 20 年出现收入确认时间的错配。21Q3 公务员序列培训人次同减 64%, 收入同减 70%。
- **教师招聘报名门槛提高, 影响教师序列收入。**教师招考条件从 20 年的不需要教师资格证书、大专学历以上提升至 21 年取得教师资格证、大学本科及研究生以上学历, 叠加招录人数的减少, 报名人数大幅下滑。从前三季度来看, 招录、报名人数分别下滑 21%/37%; 从 Q3 来看, 招录、报名人数分别下滑 59%/68%。21Q3 教师序列培训人次同减 74%, 收入同减 79%。
- **事业单位、综合序列培训人次减少。**21Q3 事业单位序列培训人次同减 60%, 收入同减 70%。21 年特别是 Q3, 综合序列中国企招录、农信社招录等公告相较其他年度有较多推迟或取消, 导致 21Q3 综合序列培训人次同减 33%, 收入同减 38%。
- **职工薪酬占收入比重显著提升, 毛利率下滑明显。**行业竞争加剧, 为避免人才流失, 上半年公司提升教师薪酬。21Q3, 公司毛利率 37.5%, 同减 27.6pct, 较 19 年减少 20.3pct。从各类成本占收入比重来看, 职工薪酬显著提升 18.5pct, 开班费提升 5.1pct, 其他类成本占收入比重均有小幅提升, 可见职工薪酬是导致毛利率下滑的主要原因。
- **期间费用率大幅提升。**收入下滑带来期间费用率的大幅提升。21Q3, 公司销售费用率同增 22.1pct 至 34.6%; 办公场所折旧摊销、办公费用增加, 管理费用率同增 21.3pct 至 29.6%; 研发人员费用增加, 研发费用率同增 14.4pct 至 20.3%; 财务费用率同增 5.2pct 至 8.7%。
- **合同负债大幅下滑, 业务依旧承压。**9 月 30 日, 公司合同负债 23.1 亿元、同减 69%, 较 19 年同期减少 41%。
- **Q4 有望边际改善。**从政策层面, 10 月 12 日中共中央办公厅国务院办公厅印发了《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》, 明确了职业

教育的鼓励态度。从省考时间来看，21 年省考提前已为考生和公司做好铺垫，未来年份若省考稳定在 3 月，考生会提前备考，公司也会调整培训产品。从招考项目来看，公司预计 Q4 招考人数将同比增加。

- **22 年国考招录人数大幅增加，长期逻辑不变。**根据 10 月发布的《中央机关及其直属机构 2022 年度考试录用公务员公告》，计划招录 3.12 万人、同增 21%，通过资格审查 212.3 万人、同增 35%，通过资格审查与录用计划比例 68:1，较 21 年 61:1 竞争进一步加剧，参培意愿有望提升。考虑到高校毕业生数量持续增长，以及公职类岗位对大学生的吸引力以及对于“稳就业”的贡献，我们认为公司的长期逻辑没有变化。
- **投资建议：**受到公务员省考收入确认时间错配、教师招聘门槛提高、其他招录公告减少等综合影响，Q3 收入大幅下滑，叠加教师薪酬提升对盈利能力的影响，Q3 亏损。从合同负债来看，业务依旧承压，但 Q4 有望边际改善，且长期逻辑不变。下调 2021/22/23 年归母净利润预测至 0.04/12.28/21.97 亿元，当前股价对应 22/23 年估值 52x/29x，下调至“增持”评级。
- **风险提示：**教育行业的潜在政策风险；招录公告推迟导致招生不达预期，进而导致业绩低预期；市场竞争加剧导致成本、费用增加。

| 重要财务指标            | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元)        | 9176  | 11202 | 10134 | 13959 | 17649 |
| 增长率 YoY %         | 47    | 22    | (10)  | 38    | 26    |
| 归属母公司净利润<br>(百万元) | 1805  | 2304  | 4     | 1228  | 2197  |
| 增长率 YoY%          | 57    | 28    | (100) | 27323 | 79    |
| 毛利率%              | 58    | 59    | 45    | 50    | 52    |
| 净资产收益率ROE%        | 53    | 60    | 0     | 26    | 37    |
| EPS(摊薄)(元)        | 0.29  | 0.37  | 0.00  | 0.20  | 0.36  |
| 市盈率 P/E(倍)        | 36    | 28    | 14373 | 52    | 29    |
| 市净率 P/B(倍)        | 0.3   | 0.3   | 0.3   | 0.2   | 0.2   |

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 10 月 29 日收盘价

| 资产负债表          |       | 单位:百万元 |       |       |       |  |
|----------------|-------|--------|-------|-------|-------|--|
| 会计年度           | 2017A | 2018A  | 2019E | 2020E | 2021E |  |
| <b>流动资产</b>    | 4836  | 9423   | 9522  | 13325 | 16016 |  |
| 货币资金           | 2724  | 5950   | 6080  | 9771  | 12354 |  |
| 应收票据           | 0     | 0      | 0     | 0     | 0     |  |
| 应收账款           | 3     | 21     | 19    | 27    | 34    |  |
| 预付账款           | 2     | 2      | 3     | 3     | 4     |  |
| 存货             | 0     | 0      | 0     | 0     | 0     |  |
| 其他             | 2107  | 3449   | 3420  | 3523  | 3624  |  |
| <b>非流动资产</b>   | 5124  | 4996   | 4889  | 4817  | 4744  |  |
| 长期股权投资         | 0     | 0      | 0     | 0     | 0     |  |
| 固定资产           | 672   | 1613   | 1506  | 1433  | 1361  |  |
| 无形资产           | 198   | 426    | 426   | 426   | 426   |  |
| 其他             | 4255  | 2957   | 2957  | 2957  | 2957  |  |
| <b>资产总计</b>    | 9961  | 14419  | 14412 | 18142 | 20760 |  |
| <b>流动负债</b>    | 6422  | 10039  | 10006 | 12866 | 13937 |  |
| 短期借款           | 2867  | 3976   | 5474  | 6430  | 5335  |  |
| 应付票据           | 0     | 0      | 0     | 0     | 0     |  |
| 应付账款           | 236   | 212    | 303   | 352   | 444   |  |
| 其他             | 3319  | 5851   | 4229  | 6084  | 8158  |  |
| <b>非流动负债</b>   | 107   | 105    | 126   | 136   | 146   |  |
| 长期借款           | 0     | 0      | 0     | 0     | 0     |  |
| 其他             | 107   | 105    | 126   | 136   | 146   |  |
| <b>负债合计</b>    | 6529  | 10144  | 10132 | 13002 | 14083 |  |
| 少数股东权益         | (0)   | (0)    | (0)   | (0)   | (0)   |  |
| 归属母公司          | 3432  | 4275   | 4280  | 5140  | 6678  |  |
| <b>负债和股东权益</b> | 9961  | 14419  | 14412 | 18142 | 20760 |  |

| 重要财务指标     |       | 单位:百万元 |        |         |        |  |
|------------|-------|--------|--------|---------|--------|--|
| 会计年度       | 2017A | 2018A  | 2019E  | 2020E   | 2021E  |  |
| 营业总收入      | 9,176 | 11,202 | 10,134 | 13,959  | 17,649 |  |
| 同比         | -38.6 | 22.1   | -9.5   | 37.7    | 26.4   |  |
| 归属母公司净利润   | 1,805 | 2,304  | 4      | 1,228   | 2,197  |  |
| 同比         | 696.7 | 27.7   | -99.8  | 27322.8 | 78.9   |  |
| 毛利率(%)     | 58.5  | 59.2   | 44.8   | 49.8    | 51.8   |  |
| ROE%       | 52.6  | 59.8   | 0.1    | 26.1    | 37.2   |  |
| EPS(摊薄)(元) | 0.29  | 0.37   | 0.00   | 0.20    | 0.36   |  |
| P/E        | 36    | 28     | 14373  | 52      | 29     |  |
| P/B        | 0.3   | 0.3    | 0.3    | 0.2     | 0.2    |  |
| EV/EBITDA  | 31    | 25     | (474)  | 44      | 22     |  |

| 利润表          |       | 单位:百万元 |       |       |       |  |
|--------------|-------|--------|-------|-------|-------|--|
| 会计年度         | 2017A | 2018A  | 2019E | 2020E | 2021E |  |
| <b>营业总收入</b> | 9176  | 11202  | 10134 | 13959 | 17649 |  |
| 营业成本         | 3813  | 4567   | 5593  | 7006  | 8501  |  |
| 营业税金及        | 57    | 13     | 12    | 16    | 20    |  |
| 销售费用         | 1483  | 1812   | 2128  | 2513  | 3000  |  |
| 管理费用         | 1098  | 1280   | 1317  | 1675  | 2016  |  |
| 研发费用         | 698   | 1051   | 1216  | 1396  | 1588  |  |
| 财务费用         | 204   | 431    | 119   | 164   | 193   |  |
| 减值损失合        | 0     | 1      | (0)   | 0     | 1     |  |
| 投资净收益        | 259   | 257    | 258   | 257   | 257   |  |
| 其他           | 9     | 357    | 0     | 0     | 0     |  |
| <b>营业利润</b>  | 2091  | 2662   | 6     | 1446  | 2586  |  |
| 营业外收支        | (1)   | (1)    | (1)   | (1)   | (1)   |  |
| <b>利润总额</b>  | 2089  | 2661   | 5     | 1445  | 2585  |  |
| 所得税          | 285   | 357    | 1     | 217   | 388   |  |
| <b>净利润</b>   | 1805  | 2304   | 4     | 1228  | 2197  |  |
| 少数股东损        | (0)   | (0)    | 0     | 0     | 0     |  |
| <b>归属母公司</b> | 1805  | 2304   | 4     | 1228  | 2197  |  |
| EBITDA       | 2027  | 2480   | (133) | 1354  | 2523  |  |
| EPS(当年)(元)   | 0.29  | 0.37   | 0.00  | 0.20  | 0.36  |  |

| 现金流量表          |       | 单位:百万元 |        |       |        |  |
|----------------|-------|--------|--------|-------|--------|--|
| 会计年度           | 2017A | 2018A  | 2019E  | 2020E | 2021E  |  |
| <b>经营活动现金流</b> | 2,474 | 4,882  | -1,506 | 3,011 | 4,272  |  |
| 净利润            | 1,805 | 2,304  | 4      | 1,228 | 2,197  |  |
| 折旧摊销           | 162   | 164    | 107    | 73    | 73     |  |
| 财务费用           | 108   | 172    | 119    | 164   | 193    |  |
| 投资损失           | (259) | (257)  | (258)  | (257) | (257)  |  |
| 营运资金变          | 606   | 2,492  | -1,479 | 1,802 | 2,066  |  |
| 其它             | 52    | 7      | 0      | 1     | 1      |  |
| <b>投资活动现金流</b> | -131  | -1,109 | 258    | 257   | 257    |  |
| 资本支出           | -720  | -1,325 | 0      | 0     | 0      |  |
| 长期投资           | 0     | 0.2067 | 0      | 0     | 0      |  |
| 其他             | 589   | 216    | 258    | 257   | 257    |  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -267  | -548   | 1,378  | 423   | -1,947 |  |
| 吸收投资           | 0     | 0      | 0      | 0     | 0      |  |
| 借款             | 1,258 | 1,102  | 1,498  | 956   | -1,095 |  |
| 支付利息或          | 1,480 | 0      | 0      | -369  | -659   |  |
| <b>现金流净增加额</b> | 2,076 | 3,226  | 130    | 3,691 | 2,583  |  |

## 研究团队简介

范欣悦，CFA，曾任职于中泰证券、中银国际证券，所在团队 2015 年获得新财富第三名、2016 年获得新财富第四名。硕士毕业于美国伊利诺伊大学香槟分校金融工程专业，本科毕业于复旦大学金融专业。

汲肖飞，北京大学金融学硕士，五年证券研究经验，2016 年 9 月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得 2016/17/19 年新财富纺织服装行业最佳分析师第 3 名/第 2 名/第 5 名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020 年 8 月加入信达证券，2020 年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

## 机构销售联系人

| 区域                     | 姓名  | 手机          | 邮箱                       |
|------------------------|-----|-------------|--------------------------|
| 全国销售总监                 | 韩秋月 | 13911026534 | hanqiuyue@cindasc.com    |
| 华北区销售副<br>总监(主持工<br>作) | 陈明真 | 15601850398 | chenmingzhen@cindasc.com |
| 华北区销售                  | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@cindasc.com  |
| 华北区销售                  | 刘晨旭 | 13816799047 | liuchenxu@cindasc.com    |
| 华北区销售                  | 祁丽媛 | 13051504933 | qiliyuan@cindasc.com     |
| 华北区销售                  | 陆禹舟 | 17687659919 | luyuzhou@cindasc.com     |
| 华东区销售副<br>总监(主持工作)     | 杨兴  | 13718803208 | yangxing@cindasc.com     |
| 华东区销售                  | 吴国  | 15800476582 | wuguo@cindasc.com        |
| 华东区销售                  | 国鹏程 | 15618358383 | guopengcheng@cindasc.com |
| 华东区销售                  | 李若琳 | 13122616887 | liruolin@cindasc.com     |
| 华东区销售                  | 戴剑箫 | 13524484975 | daijianxiao@cindasc.com  |
| 华南区销售总<br>监            | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com  |
| 华南区销售                  | 陈晨  | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com    |
| 华南区销售                  | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com    |
| 华南区销售                  | 王之明 | 15999555916 | wangzhiming@cindasc.com  |
| 华南区销售                  | 闫娜  | 13229465369 | yanna@cindasc.com        |

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准   | 股票投资评级                      | 行业投资评级                  |
|---|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；<br><br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上； | <b>看好</b> ：行业指数超越基准；    |
|   | <b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%； | <b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平； |
|   | <b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间； | <b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。    |
|   | <b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。  |                         |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。