

战略性投入导致业绩短期承压，优势显著无惧竞争

中公教育（002607.SZ）21H1 业绩点评

证券研究报告

2021 年 08 月 31 日

● 核心结论

事件：公司发布2021年上半年业绩报告，21H1实现营业收入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%，公司前瞻性布局网点、研发等方面以稳固竞争优势，导致短期战略性亏损。

新业务板块逐步放量，OMO布局带动在线业务增长。21H1公司公务员序列显著回升，实现收入23.15亿元，YoY+90.02%；事业单位/教师序列收入分别同比增长148.27%/52.82%；考研、学历提升、医疗等新业务所属的综合序列逐步放量，实现收入13.60亿元（占总营收28.01%）。公司积极推动OMO布局并且成果显著，在线业务收入同比提升46.48%至17.08亿元，占公司培训业务比重35.37%，较2020年底提升9.29pct。

持续推进网点布局，费用管控优化。21H1公司培训人次同比增长13.86%至279.21万人，合同负债较2020年末下滑4.32%，主要由于上半年多省联考提前导致高峰收费期减少。公司加速渠道下沉与扩张，21H1期末，全国直营分支机构数量同比提升39.25%至1859个，合计净增190个网点。受线下开班逐步恢复和部分产品折扣力度增大影响，21H1公司毛利率同比下滑3.66pct至44.38%。在数字化高效运营下，公司销售费用率和管理费用率分别同比收窄4.86pct/5.96pct至20.10%/12.52%。

职业教育培训需求强劲，公司护城河深厚。在“稳就业”的大背景下，我们认为招录板块扩招趋势较为明确，公务员、事业单位教师等职位吸引力进一步加强，职业教育培训需求强劲，看好全年盈利修复。受行业政策影响，预计行业竞争有所加剧，公司作为职业教育培训的龙头，在产品、教研、营销等方面具备较强的竞争优势，市场地位较难撼动。

投资建议：预计公司21-23年营业收入分别为142.53/172.24/199.04亿元，YoY+27.2%/20.8%/15.6%，归母净利润分别为23.94/35.09/43.25亿元，YoY+3.9%/46.6%/23.3%，维持“买入”评级。

风险提示：政策风险，招生人次不及预期，行业竞争加剧

公司评级

买入

股票代码

002607

前次评级

买入

评级变动

维持

当前价格

10.25

近一年股价走势



分析师



李艳丽 S0800518050001



021-38584239



liyanli@research.xbmail.com.cn

相关研究

中公教育：公务员序列显著恢复，预计全年招录维持高景气——中公教育（002607.SZ）2020年&2021Q1业绩点评 2021-04-29

中公教育：公职扩招业绩释放，职教龙头成长可期——中公教育（002607.SZ）三季报点评 2020-11-01

中公教育：Q3业绩拐点显著，预计全年业绩高速增长——中公教育（002607.SZ）三季度业绩预告点评 2020-10-14

● 核心数据

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	9,176	11,202	14,253	17,224	19,904
增长率	47.1%	22.1%	27.2%	20.8%	15.6%
归母净利润（百万元）	1,805	2,304	2,394	3,509	4,325
增长率	56.5%	27.7%	3.9%	46.6%	23.3%
每股收益（EPS）	0.29	0.37	0.39	0.57	0.70
市盈率（P/E）	35.0	27.4	26.4	18.0	14.6
市净率（P/B）	18.4	14.8	9.5	6.2	4.4

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

索引

内容目录

公司前瞻性布局导致业绩短期承压	3
持续推进网点布局，费用管控优化	3
职业教育培训需求强劲，公司护城河深厚.....	5

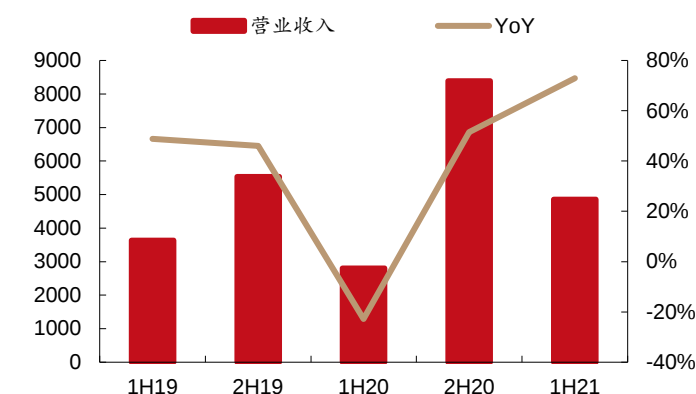
图表目录

图 1：公司 21H1 营业收入同比增长 72.94%至 48.56 亿元（单位：百万元）	3
图 2：公司 21H1 归母净亏损同比减亏 58.30%至 0.97 亿元（单位：百万元）	3
图 3：分序列收入结构	3
图 4：线上线下收入结构	3
图 5：培训人次同比提升 13.86%至 279.21 万人（单位：万人）	4
图 6：受多省联考提前影响，合同负债同比下滑.....	4
图 7：公司持续推进线下网点布局（个）	4
图 8：教师研发人员数量	4
图 9：毛利率同比下滑 3.66pct	5
图 10：费用管控优化	5

公司前瞻性布局导致业绩短期承压

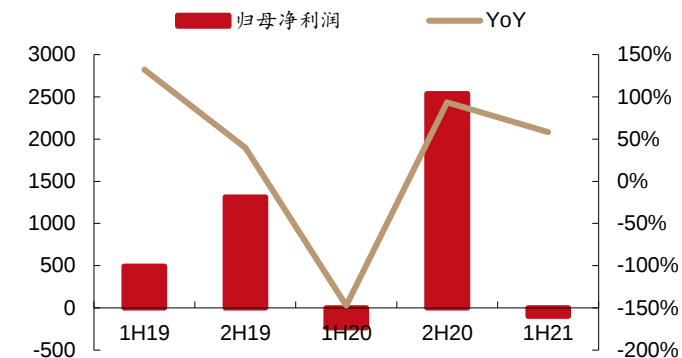
公司发布 2021 年上半年业绩报告，21H1 实现营业收入 48.56 亿元，同比增长 72.94%，归母净亏损 0.97 亿元，同比减亏 58.30%。今年上半年公务员多省联考时间由以往的 4 月下旬提前到 3 月下旬，导致公司收费高峰期较往年减少一个月左右，对公务员序列产生一定影响；同时公司考虑到当下竞争格局的变化，前瞻性布局网点、研发、教学等方面以稳固竞争优势，导致运营成本增加，公司出现战略性亏损。

图 1：公司 21H1 营业收入同比增长 72.94%至 48.56 亿元（单位：百万元）



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 2：公司 21H1 归母净亏损同比减亏 58.30%至 0.97 亿元（单位：百万元）

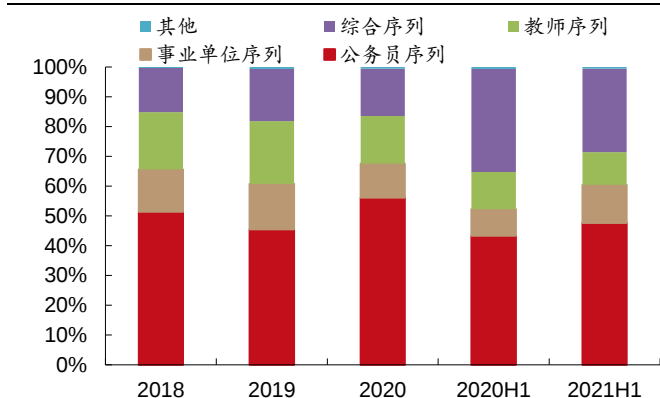


资料来源：公司公告，西部证券研发中心

持续推进网点布局，费用管控优化

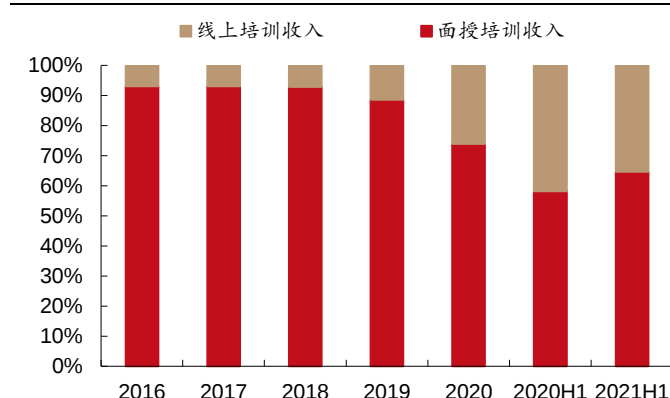
新业务板块逐步放量，OMO 布局带动在线业务增长。分业务看，公司 21H1 公务员序列收入 23.15 亿元（yoy+90.02%），占比 47.66%；事业单位序列收入 6.19 亿元（yoy+148.27%），占比 12.74%；教师序列收入 5.35 亿元（yoy+52.82%），占比 11.02%；考研、学历提升、医疗等新业务所属的综合序列，实现收入 13.60 亿元（yoy+40.10%），占比 28.01%。分授课形式看，在疫情的促进下，公司持续加大技术研发，积极推动 OMO 布局并且成果显著，在线业务收入同比提升 46.48%至 17.08 亿元，占公司培训业务比重较 2020 年底提升 9.29pct 至 35.37%。

图 3：分序列收入结构



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

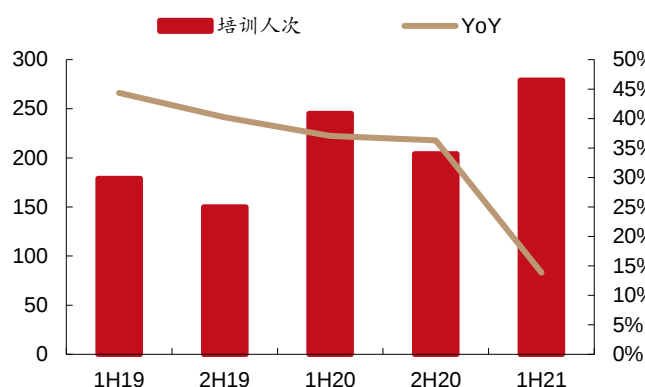
图 4：线上线下收入结构



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

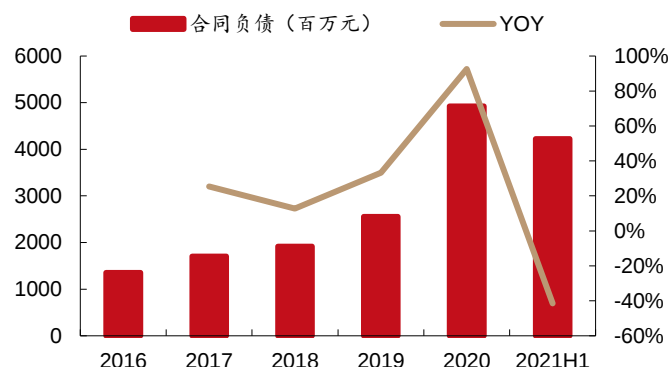
培训人次稳健增长，合同负债同比下滑。21H1 公司培训人次同比增长 13.86%至 279.21 万人，公司积极进行产品创新拓展，培训人次稳健增长。21H1 期末公司合同负债同比下滑 41.45%至 42.29 亿元，较 2020 年末下滑 4.32%，合同负债绝大部分为预收学费，其下滑主要由于上半年多省联考提前导致高峰收费期减少，同时去年同期受疫情影响，各项招录考试有所延期，收入确认延迟导致基数较高所致。

图 5：培训人次同比提升 13.86%至 279.21 万人（单位：万人）



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

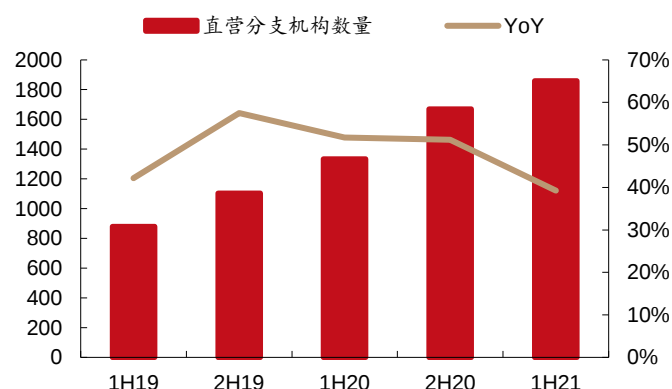
图 6：受多省联考提前影响，合同负债同比下滑



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

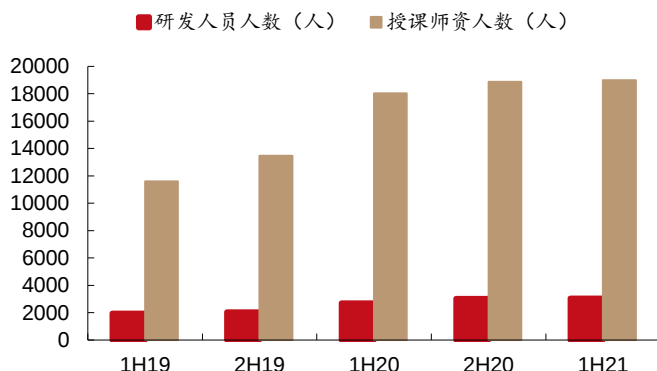
持续推进线下网点布局，师资研发力量稳固。受 K12 教培政策影响，职业教育培训赛道玩家增多，考虑到未来竞争格局的影响，公司上半年前瞻性加速线下网点的铺设。21H1 期末，公司在全国直营分支机构数量同比提升 39.25%至 1859 个，合计半年内净增 190 个网点，并快速向数千个县城和高校扩张，加速渠道下沉与扩张，巩固自身渠道优势。21H1 公司研发人员和授课师资人数分别同比提升 13.43%/5.31%，团队规模较 2020 年底基本持平，随着 OMO 等数字化工作的推进，上半年公司人力结构得到调整与优化。

图 7：公司持续推进线下网点布局（个）



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

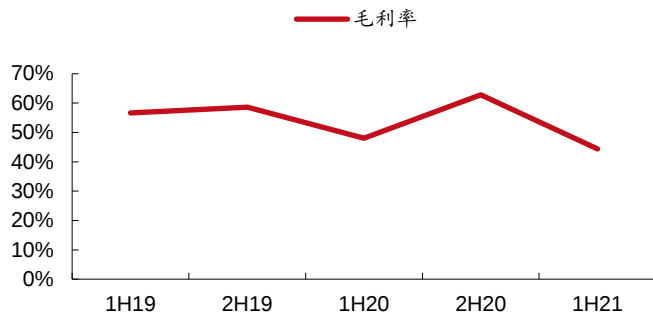
图 8：教师研发人员数量



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

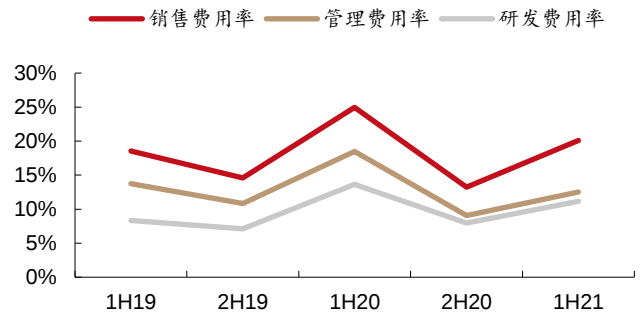
毛利率同比下滑，费用管控优化。线下面授课程随着疫情好转逐渐常态化，开班逐步恢复，同时公司为应对行业竞争推出了一些折扣力度较大的产品，导致公司 21H1 毛利率同比下滑 3.66pct 至 44.38%。公司加大研发投入，持续推进数字化经营与垂直一体化快速响应体系，增强公司课程教研实力与经营效率，研发费用同比提升 41.14%至 5.43 亿元。在数字化高效运营下，公司销售费用率和管理费用率分别同比收窄 4.86pct/5.96pct 至 20.10%/12.52%。

图 9：毛利率同比下滑 3.66pct



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 10：费用管控优化



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

职业教育培训需求强劲，公司护城河深厚

“稳就业”大背景下，职业教育培训需求强劲。据国家人力资源和社会保障部统计，今年高校毕业生将达 909 万人，创历史新高，毕业生人数的逐年增长使得就业竞争日益加大。在“稳就业”的大背景下，我们认为招录板块扩招趋势较为明确，公务员、事业单位教师等职位吸引力进一步加强，职业教育培训需求强劲。下半年将迎来国家公务员招录、研究生入学考试、教师招录与事业单位招聘等考试旺季，看好公司全年盈利修复。

行业政策导致竞争格局产生变化。今年以来，《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》、《职业教育法修订草案》、《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》等文件相继出台，国家在严格治理监管 K12 教培机构的同时，大力推动职业教育的发展，原先 K12 教培机构纷纷转型进入职业教育培训领域，预计未来行业竞争程度将有所提升。

公司护城河深厚，竞争优势显著。我们认为中公教育作为职业教育培训的龙头，在产品、教研、营销等方面具备较强的竞争优势，市场地位较难撼动。中公目前已基本实现县市级城市高度覆盖，线下网点超千家，未来将深挖高校资源；线下授课为职业教育最重要的培训方式，后续基地的投入将助力公司持续释放成本优势；职业教育更看重培训效果与口碑，公司通过近二十年的积累构建了强大的中后台研发团队和标准化的师训体系，保障教学质量。公司将继续受益研究生、公考和事业单位等学位/岗位扩招，在渠道和产品的优势下，未来有望在规模效应下继续享成本优势，不断释放利润空间，市占率和利润率均得以提升。

我们预计公司 21-23 年营业收入分别为 142.53/172.24/199.04 亿元，YoY+27.2%/20.8%/15.6%，归母净利润分别为 23.94/35.09/43.25 亿元，YoY+3.9%/46.6%/23.3%，维持“买入”评级。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2,724	5,950	6,062	10,117	15,259	营业收入	9,176	11,202	14,253	17,224	19,904
应收款项	260	328	316	471	540	营业成本	3,813	4,567	6,129	6,803	7,663
存货净额	0	0	0	0	0	营业税金及附加	57	13	56	64	58
其他流动资产	1,852	3,144	2,443	2,480	2,689	销售费用	1,483	1,812	2,305	2,773	3,199
流动资产合计	4,836	9,423	8,820	13,067	18,488	管理费用	1,796	2,331	3,055	3,650	4,166
固定资产及在建工程	1,326	1,827	3,402	4,229	4,807	财务费用	204	431	222	207	177
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他费用/(-收入)	(268)	(612)	(330)	(403)	(448)
无形资产	198	426	418	408	398	营业利润	2,091	2,662	2,817	4,129	5,089
其他非流动资产	3,601	2,743	3,320	3,335	3,186	营业外净收支	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
非流动资产合计	5,124	4,996	7,140	7,972	8,390	利润总额	2,089	2,661	2,816	4,128	5,088
资产总计	9,961	14,419	15,960	21,038	26,879	所得税费用	285	357	422	619	763
短期借款	2,867	3,976	2,817	3,220	3,338	净利润	1,805	2,304	2,394	3,509	4,325
应付款项	3,555	5,915	6,339	7,500	8,887	少数股东损益	(0)	(0)	0	0	0
其他流动负债	0	148	49	66	88	归属于母公司净利润	1,805	2,304	2,394	3,509	4,325
流动负债合计	6,422	10,039	9,205	10,786	12,312						
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	财务指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
其他长期负债	107	105	103	105	104	盈利能力					
长期负债合计	107	105	103	105	104	ROE	56.5%	59.8%	43.8%	41.8%	35.1%
负债合计	6,529	10,144	9,308	10,891	12,416	毛利率	58.5%	59.2%	57.0%	60.5%	61.5%
股本	104	104	104	104	104	营业利润率	22.8%	23.8%	19.8%	24.0%	25.6%
股东权益	3,432	4,275	6,652	10,148	14,463	销售净利率	19.7%	20.6%	16.8%	20.4%	21.7%
负债和股东权益总计	9,961	14,419	15,960	21,038	26,879	成长能力					
						营业收入增长率	47.1%	22.1%	27.2%	20.8%	15.6%
现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	营业利润增长率	56.0%	27.3%	5.8%	46.6%	23.2%
净利润	1,805	2,304	2,394	3,509	4,325	归母净利润增长率	56.5%	27.7%	3.9%	46.6%	23.3%
折旧摊销	162	164	211	257	304	偿债能力					
营运资金变动	204	431	222	207	177	资产负债率	65.5%	70.4%	58.3%	51.8%	46.2%
其他	303	1,984	(550)	1,488	805	流动比	0.75	0.96	0.96	1.21	1.50
经营活动现金流	2,474	4,882	2,276	5,461	5,611	速动比	0.75	0.94	0.96	1.21	1.50
资本支出	(4,049)	121	(771)	(1,588)	(398)						
其他	3,918	(1,230)	0	0	0	每股指标与估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
投资活动现金流	(131)	(1,109)	(771)	(1,588)	(398)	每股指标					
债务融资	1,056	674	(1,378)	196	(60)	EPS	0.29	0.37	0.39	0.57	0.70
权益融资	29	27	(16)	(14)	(10)	BVPS	0.56	0.69	1.08	1.65	2.35
其它	(1,352)	(1,249)	0	0	0	估值					
筹资活动现金流	(267)	(548)	(1,395)	182	(70)	P/E	35.0	27.4	26.4	18.0	14.6
汇率变动						P/B	18.4	14.8	9.5	6.2	4.4
现金净增加额	2,076	3,226	111	4,055	5,143	P/S	6.9	5.6	4.4	3.7	3.2

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

西部证券—公司投资评级说明

买入：公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20% 以上
增持：公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 到 20% 之间
中性：公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差 -5% 到 5%
卖出：公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

联系我们

联系地址：上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层
北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C
联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。