

中公教育 (002607.SZ)

发布非公开发行预案，自建学习基地稳步推进

核心观点：

- **发布非公开发行预案，拟募集资金不超过 60 亿元。**中公教育近日发布《非公开发行 A 股股票预案》，拟发行不超过 12 亿股（含），不超过发行前公司总股本的 20%；拟募集资金总额不超过 60 亿元。发行对象为不超过 35 名特定投资者，锁定期为 6 个月。本次非公开发行后实控人和控股股东均不会发生变化。
- **怀柔学习基地有望辐射周边省市，自建学习基地稳步推进。**本次定增主要资金投向为建设怀柔学习基地，项目投资额 42.1 亿元，使用募集资金 42 亿元。包括新建教学、办公、宿舍等建筑，建筑面积 32.6 万平方米，最高可同时容纳 2 万名学员。公司培训班主要采用与协议酒店租入会议室和课堂的方式，在培训旺季时会面临场地不足的风险。今后或将逐步形成核心城市自建基地+中小城市租酒店相结合的模式。学习基地可以提供学习、住宿、餐饮一揽子服务，在学习环境和配套设施等方面均优于酒店，有助于帮助学生更好备考。此外学习基地在课程设置、场地使用等方面自由度更强，有助于降低开班成本，提升毛利率。从区位来看，怀柔基地立足北京，辐射华北市场，有望巩固在当地的竞争优势，提升市占率。此外拟投入 18 亿元补充流动资金，为人才引进、提升运营水平等方面提供持续支持，提高抗风险能力。
- **未来三年分红不低于可分配利润 20%，看好公司长期成长空间。**根据预案，公司未来三年计划每年分配不低于可分配利润的 20%，连续三年以现金方式累计分配的利润不少于该三年年均可分配利润的 30%，分红稳定。我们认为今明两年“稳就业”政策下招录考试景气扩张，公司从品牌、师资体系、标准化研发、全国网点布局等维度已经形成较强竞争壁垒。预计 20-22 年 EPS 分别为 0.41 元/股、0.56 元/股、0.73 元/股，DCF 法下对应合理价值 43.3 元/股，维持“增持”评级。
- **风险提示。**募投项目进展不及预期；疫情存在不确定性影响线下培训。

盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6,237	9,176	12,672	17,188	21,983
增长率（%）	54.7	47.1	38.1	35.6	27.9
EBITDA（百万元）	1,365	2,190	3,105	4,476	5,712
归母净利润（百万元）	525	1,805	2,515	3,461	4,494
增长率（%）	0.0	243.8	39.4	37.6	29.8
EPS（元/股）	0.09	0.29	0.41	0.56	0.73
市盈率（P/E）	84.61	61.11	91.41	66.43	51.16
ROE（%）	17.8	52.6	61.2	62.1	59.4
EV/EBITDA	33.23	50.42	73.72	50.75	39.30

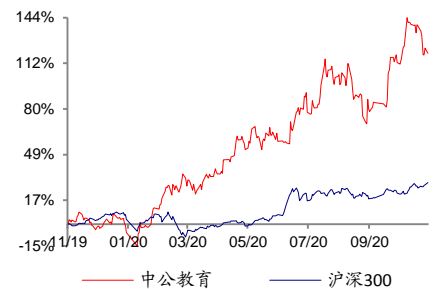
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

当前价格	37.28 元
合理价值	43.3 元
前次评级	增持
报告日期	2020-11-24

相对市场表现



分析师：



安鹏

SAC 执证号：S0260512030008

SFC CE No. BNW176



021-38003693



anpeng@gf.com.cn

分析师：



沈涛

SAC 执证号：S0260512030003

SFC CE No. AUS961



010-59136693



shentao@gf.com.cn

相关研究：

中公教育 (002607.SZ) :Q3 2020-10-31

业绩增长强劲，预计 21 年招录延续景气扩张

中公教育 (002607.SZ) :Q3 2020-10-14

业绩同比大幅增长，继续看好长期成长空间

中公教育 (002607.SZ) :培训 2020-08-31

人次增长良好，下半年收入有望集中确认

联系人：

高鸿 021-38003690

gfgaohong@gf.com.cn

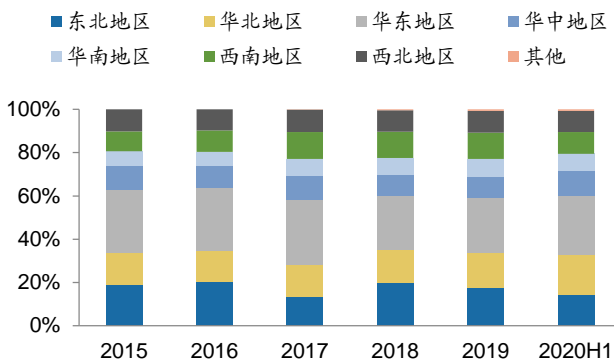
请务必阅读末页的免责声明

表1: 中公教育非公开发行募集资金投向 (单位: 人民币万元)

项目名称	项目总投资额	使用募集资金额
怀柔学习基地建设项目	421440	420000
补充流动资金	180000	180000
合计	601440	600000

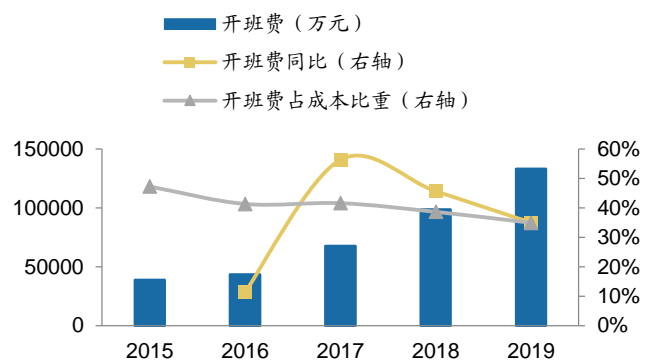
数据来源: 《中公教育: 非公开发行 A 股股票预案》, 广发证券发展研究中心

图1: 2020年上半年中公教育华北地区收入占18%



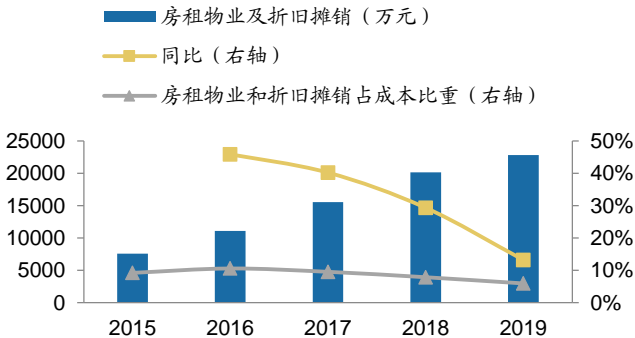
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图2: 中公教育开班费和占成本比重



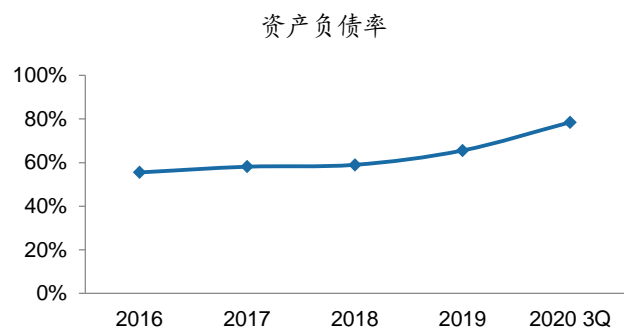
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图3: 中公教育物业房租及折旧摊销和占成本比重



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图4: 中公教育资产负债率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,070	4,836	6,491	9,100	12,559
货币资金	649	2,724	4,558	7,139	10,567
应收及预付	8	5	11	15	19
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	2,413	2,107	1,921	1,946	1,972
非流动资产	4,132	5,124	5,297	5,712	6,111
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	699	672	1,204	1,839	2,478
在建工程	91	654	654	654	654
无形资产	204	198	198	198	198
其他长期资产	3,137	3,601	3,241	3,021	2,781
资产总计	7,202	9,961	11,788	14,812	18,669
流动负债	4,151	6,422	7,572	9,135	10,998
短期借款	1,607	2,867	3,567	4,367	5,167
应付及预收	2,065	2,871	233	319	404
其他流动负债	480	684	3,772	4,449	5,428
非流动负债	97	107	106	106	106
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	97	107	106	106	106
负债合计	4,248	6,529	7,678	9,241	11,105
股本	104	104	104	104	104
资本公积	1,145	1,199	1,199	1,199	1,199
留存收益	1,705	2,092	2,807	4,268	6,262
归属母公司股东权益	2,954	3,432	4,109	5,571	7,565
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	7,202	9,961	11,788	14,812	18,669

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	6,237	9,176	12,672	17,188	21,983
营业成本	2,552	3,813	5,184	6,840	8,749
营业税金及附加	27	57	65	90	121
销售费用	1,102	1,483	2,002	2,664	3,363
管理费用	873	1,098	1,495	1,942	2,484
研发费用	455	698	988	1,341	1,715
财务费用	-3	204	369	377	406
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	2	2	2	0
投资净收益	110	259	120	72	58
营业利润	1,340	2,091	2,912	4,008	5,203
营业外收支	0	-1	0	0	0
利润总额	1,340	2,089	2,912	4,008	5,203
所得税	187	285	397	546	709
净利润	525	1,805	2,515	3,461	4,494
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	525	1,805	2,515	3,461	4,494
EBITDA	1,365	2,190	3,105	4,476	5,712
EPS (元)	0.09	0.29	0.41	0.56	0.73

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,408	2,474	3,582	4,668	6,042
净利润	1,153	1,805	2,515	3,461	4,494
折旧摊销	138	162	168	165	161
营运资金变动	225	674	629	734	1,033
其它	-108	-167	269	307	354
投资活动现金流	-2,360	-131	-240	-506	-502
资本支出	-263	-720	-700	-800	-800
投资变动	-2,202	392	200	220	240
其他	105	197	260	74	58
筹资活动现金流	1,412	-267	-1,508	-1,581	-2,112
银行借款	1,507	1,260	700	800	800
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-95	-1,527	-2,208	-2,381	-2,912
现金净增加额	460	2,076	1,834	2,581	3,428
期初现金余额	189	649	2,724	4,558	7,139
期末现金余额	649	2,724	4,558	7,139	10,567

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	54.7%	47.1%	38.1%	35.6%	27.9%
营业利润增长	112.4%	56.0%	39.3%	37.6%	29.8%
归母净利润增长	0.0%	243.8%	39.4%	37.6%	29.8%
获利能力					
毛利率	59.1%	58.5%	59.1%	60.2%	60.2%
净利率	18.5%	19.7%	19.8%	20.1%	20.4%
ROE	17.8%	52.6%	61.2%	62.1%	59.4%
ROIC	28.2%	96.2%	186.1%	356.6%	1168.1%
偿债能力					
资产负债率	59.0%	65.5%	65.1%	62.4%	59.5%
净负债比率	22.3%	28.8%	30.3%	29.5%	27.7%
流动比率	0.74	0.75	0.86	1.00	1.14
速动比率	0.74	0.75	0.86	1.00	1.14
营运能力					
总资产周转率	1.20	1.07	1.17	1.29	1.31
应收账款周转率	—	—	—	—	—
存货周转率	—	—	—	—	—
每股指标 (元)					
每股收益	0.09	0.29	0.41	0.56	0.73
每股经营现金流	13.56	23.83	34.50	44.96	58.20
每股净资产	0.48	0.56	0.67	0.90	1.23
估值比率					
P/E	84.61	61.11	91.41	66.43	51.16
P/B	15.03	32.14	55.95	41.27	30.39
EV/EBITDA	33.23	50.42	73.72	50.75	39.30

广发社会服务行业研究小组

- 沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士。
- 安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士。
- 张雨露：资深分析师，美国杜兰大学金融学硕士。
- 宋炜：资深分析师，上海交通大学金融学硕士。
- 高鸿：研究助理，南加州大学硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。