定增建设学习基地，进一步巩固龙头优势

中公教育（002607）重大事项点评 | 2020.11.24

中信证券研究部

姜娅
首席消费产业分析师
S1010510120056

冯重光
教育行业分析师
S1010519040006

核心观点

公司拟通过非公开发行募资不超过 60 亿元，主要用于建设怀柔学习基地（42 亿元）和补充流动资金（18 亿元）。我们认为学习基地的建设有望在降低成本的同时，进一步扩大公司优势，强化龙头地位。维持 2020-2022 年全面摊薄 EPS 预测为 0.40/0.53/0.66 元，维持“买入”评级。

- **事件：拟非公开发行不超过 60 亿元。**11 月 23 日，公司公告称拟针对不超过 35 名投资者非公开发行不超过 60 亿元，对应股票数量不超过 12 亿股（小于发行前总股本 20%）。本次募集资金将主要用于怀柔学习基地建设（42 亿元），剩余用于补充流动资金。
- **怀柔学习基地投资额达 42 亿元，可同时容纳 2 万名学生。**根据公司公告，怀柔学习基地投资总额达 42.14 亿元，其中场地购置费 34.23 亿元，室内装修费 7.91 亿元，预计建设周期达 3 年，预计 IRR16.38%，投资回报期 7.38 年。怀柔学习基地集授课、培训、食宿、后勤保障于一体，建筑面积达 32.6 万平米，可同时容纳 2 万名学生。
- **学习基地建成后，有望降低成本、提升学习体验、强化品牌形象。**学习基地主要用于公司封闭式学习营的使用，过去公司采取的模式为与协议酒店长期合作，以协议价租入酒店客房和会议室进行教学，一定程度上受制于酒店本身的客房情况，稳定性较差，而建立学习基地后，**我们认为主要改变在于，1）有效降低成本：**假设学习基地按照 40 年摊销，每年折旧成本约 1 亿元。假设学习基地全部为 3 天/7 天集训营，满负荷使用下每年可容纳 243/104 万学员，生均成本在 41-96 元/人。因此，在产能利用率充分使用的情况下，学习基地可有效降低成本，提升利润水平。**2）提升学习体验：**学习基地能够按照不同功能分区设计（教学区、餐饮区、住宿区），相对原有酒店设施更加专业，大幅改善学习环境，有望提升学习效率和服务体验。**3）强化品牌形象：**公司由过去较轻的资产扩张模式改变成较重的学习基地模式，相对业内其他对手具备更大的差异性和更深的壁垒，从而有望进一步强化品牌形象，扩大优势。
- **补充流动资金，有望降低负债水平和利息费用。**截至三季度末，公司资产负债率为 78.5%/+5.7pcts，剔除预收账款后资产负债率为 58.5%/+5.4pcts，整体负债率较高。账面资金 50.7 亿元，交易性金融资产 41.2 亿元，合计 91.9 亿元。短期负债 32.3 亿元，合同负债 74.1 亿元，合计 106.4 亿元。1-3Q20 公司产生利息费用 1.28 亿元/+73%。若按照发行草案补充流动资金达 18 亿元，有望降低负债水平和利息费用，从而提升利润率。
- **风险因素：**定增及募投项目进展低于预期；公务员招录考试、事业单位招录考试、教师招录考试等政策变化的风险；公务员、事业单位、教师人才需求减弱的风险；行业竞争加剧的风险；新型冠状病毒疫情影响公司短期教学活动正常开展超预期的风险。
- **投资建议：**公司拟通过非公开发行募资不超过 60 亿元，主要用于建设怀柔学习基地（42 亿元）和补充流动资金（18 亿元）。我们认为学习基地的建设在降低成本的同时，进一步扩大了公司优势，强化龙头地位。维持 2020-2022 年全面摊薄 EPS 预测为 0.40/0.53/0.66 元，维持“买入”评级。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6237	9176	12842	17187	22579
增长率 YoY%	-6.4	47.1	39.9	33.8	31.4
净利润(百万元)	1153	1805	2457	3261	4048
增长率 YoY%	1469.4	56.5	36.2	32.7	24.1
每股收益 EPS(基本)(元)	0.19	0.29	0.40	0.53	0.66
毛利率%	59.1	58.5	58.7	57.9	57.0
净资产收益率 ROE%	39.0	52.6	55.7	60.5	61.3
PE	204	133	97	73	59

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　注：股价为 2020 年 11 月 23 日收盘价

中公教育	002607
评级	买入（维持）
当前价	38.70 元
总股本	6,167 百万股
流通股本	784 百万股
52 周最高/最低价	40.66/14.30 元
近 12 月绝对涨幅	113.61%

利润表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	6,237	9,176	12,842	17,187	22,579
营业成本	2,552	3,813	5,303	7,241	9,707
毛利率	59.08%	58.45%	58.70%	57.87%	57.01%
营业税金及附加	27	57	0	0	0
销售费用	1,102	1,483	2,119	2,836	3,726
营业费用率	17.67%	16.16%	16.50%	16.50%	16.50%
管理费用	1,328	1,796	2,633	3,523	4,742
管理费用率	21.30%	19.58%	20.50%	20.50%	21.00%
财务费用	-3	204	108	42	35
财务费用率	-0.04%	2.23%	0.84%	0.24%	0.15%
投资收益	110	259	218	292	384
营业利润	1,340	2,091	2,898	3,837	4,754
营业利润率	21.48%	22.78%	22.56%	22.32%	21.05%
营业外收入	1	0	8	11	13
营业外支出	1	1	14	12	5
利润总额	1,339	2,089	2,891	3,836	4,762
所得税	187	285	434	575	714
所得税率	13.94%	13.63%	15.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	1,153	1,805	2,457	3,261	4,048
净利率	18.48%	19.67%	19.14%	18.97%	17.93%

资产负债表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	649	2,724	3,577	3,734	5,793
存货	0	0	0	0	0
应收账款	7	3	12	16	21
其他流动资产	2,414	2,109	980	1,024	1,078
流动资产	3,070	4,836	4,569	4,774	6,892
固定资产	699	672	1,194	1,696	2,177
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	204	198	198	198	198
其他长期资产	3,229	4,255	4,264	4,272	4,279
非流动资产	4,132	5,124	5,655	6,165	6,653
资产总计	7,202	9,961	10,225	10,938	13,544
短期借款	1,607	2,867	1,500	0	0
应付账款	0	236	0	0	0
其他流动负债	2,544	3,319	4,209	5,444	6,836
流动负债	4,151	6,422	5,709	5,444	6,836
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	97	107	107	107	107
非流动性负债	97	107	107	107	107
负债合计	4,248	6,529	5,816	5,551	6,943
股本	104	104	104	104	104
资本公积	1,145	1,199	1,199	1,199	1,199
股东权益合计	2,954	3,432	4,409	5,387	6,601
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	7,202	9,961	10,225	10,938	13,544

现金流量表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,153	1,805	2,457	3,261	4,048
少数股东损益	0	0	0	0	0
折旧和摊销	84	162	79	101	122
营运资金变动	-169	620	773	1,187	1,332
其他	340	-113	-210	-270	-384
经营现金流	1,408	2,474	3,100	4,279	5,119
资本支出	-871	-720	-610	-610	-610
投资收益	4	259	218	292	384
资产变卖	601	0	0	0	0
其他	-2,094	330	1,000	0	0
投资现金流	-2,360	-131	608	-318	-226
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	0	1,260	-1,367	-1,500	0
股息支出	0	-1,526	-1,480	-2,283	-2,834
其他	1,412	-2	-8	-22	0
融资现金流	1,412	-267	-2,855	-3,805	-2,834
现金净增加额	460	2,076	853	157	2,059

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
增长率（%）					
营业收入	-6.4	47.1	39.9	33.8	31.4
营业利润	1247.1	56.0	38.6	32.4	23.9
净利润	1469.4	56.5	36.2	32.7	24.1
利润率（%）					
毛利率	59.1	58.5	58.7	57.9	57.0
EBIT Margin	19.7	22.1	21.7	20.9	19.5
EBITDA Margin	21.0	23.9	22.3	21.5	20.0
净利率	18.5	19.7	19.1	19.0	17.9
回报率（%）					
净资产收益率	39.0	52.6	55.7	60.5	61.3
总资产收益率	16.0	18.1	24.0	29.8	29.9
其他（%）					
资产负债率	59.0	65.5	56.9	50.8	51.3
所得税率	13.9	13.6	15.0	15.0	15.0
股利支付率	0.0	0.0	60.2	70.0	70.0

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA （UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA （UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA （UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA （UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd (“CAPL”) (商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159) 受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。