

拟定增募集资金 60 亿， 加码一体化学习基地建设

事件

公司发布公告，拟进行非公开发行 A 股股票募集资金总额不超过 60.0 亿元，其中 42.0 亿元用于怀柔学习基地建设项目，18.0 亿元用于补充流动资金，发行对象为不超过 35 名特定投资者。

简评

一体化学习基地项是公司线下经营模式的再一次升级，有助于强化公司职业教育龙头地位。面授培训占公司收入比重超过 75%，是公司主要收入和利润来源，基于体制内招录考试学员长尾化分布的特征，渠道下沉到县级城市是公司近几年的核心战略，逐渐形成销售网点下沉招生+省级一体化学习中心封闭式学习的领先业态。相比于走读式培训，封闭式培训可以提高学员的学习效果、节约面授课开班成本、延长培训时长、提高公司的盈利能力，前期公司已在山东、江苏、辽宁、陕西等多地建设省级吃住学一体化基地，此次怀柔学习基地建设项目最高可容纳 2 万名学员，将极大地改善当地员工的工作环境，以北京为中心辐射华北，以点带面，深耕华北区域市场，强化属地经营能力。

补充流动资金，强化公司抗风险能力。截止 2020 年 9 月底，公司资产负债率为 78.5%，相比 2019 年增加了 12.96 个百分点，公司产品中协议班占比超过 70%，学员考试未能通过时需要给其退还部分学费，需占用较大资金，本次非公开发行中 18.0 亿元用于补充流动资金，有助于公司优化资本结构、降低资产负债率，增强抗风险能力，尤其是疫情等突发事件带来的不利影响。

国考报名人数继续增长，疫情下体制内工作吸引力进一步增强。根据公司统计，2021 年国考公务员报名最终过审人数为 157.6 万，同比增长约 9.6%；招录人数为 2.57 万人，同比增长 6.6%，2021 年国考平均报录比约 61:1，竞争激烈度继续攀升。考虑到 2021 年国考招录对 2021 年省考及事业单位招聘具有风向标作用，而新冠疫情下稳就业成为政策托底需求，我们对 2021 年体制内招录名额持乐观态度，参培率也有望进一步提升，公司作为行业龙头将持续受益。

盈利预测：预计 2020、2021 年公司收入 133.2、174.1 亿元，分别同增 45.2%、30.7%；归母净利润 26.7、35.2 亿元，分别同增 47.7%、31.9%；对应 PE 分别为 89.5、67.9 倍，维持“买入”评级。

风险提示：新冠疫情反复、线上竞争加剧。

中公教育 (002607)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 执证编号：S1440519030001

SFC 中央编号：BOT812

发布日期：2020 年 11 月 24 日

当前股价：38.7 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	3.01/-0.36	8.4/10.03	107.48/66.83
12 月最高/最低价 (元)			43.58/14.42
总股本 (万股)			616,739.94
流通 A 股 (万股)			78,399.1
总市值 (亿元)			2,386.78
流通市值 (亿元)			303.4
近 3 月日均成交量 (万股)			976.2
主要股东			
鲁忠芳			41.36%

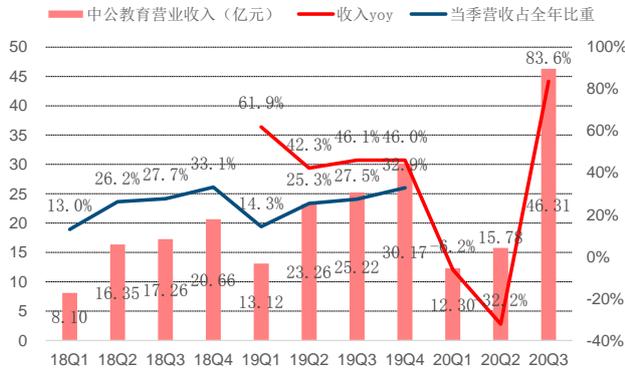
股价表现



相关研究报告

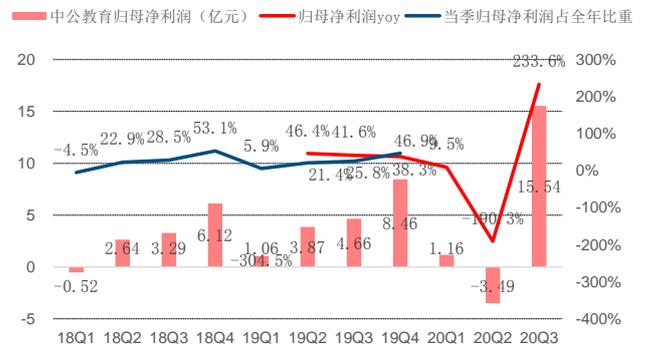
- 20.11.01 【中信建投教育】中公教育(002607):三季度业绩同增 234%，四季度高增长可期
- 20.10.14 【中信建投教育】中公教育(002607):前三季度业绩同增 34%-43%，全年高增长可期
- 20.08.30 【中信建投教育】中公教育(002607):公考推迟延缓收入确认，合约负债同增 30%+

图表1： 20Q3 中公教育营收 46.31 亿元，yoy 83.6%



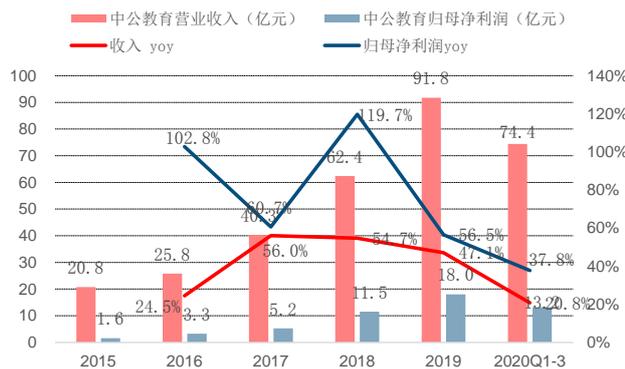
资料来源：公司公告，中信建投

图表2： 20Q3 中公教育归母净利润 15.54 亿元，yoy 233.6%



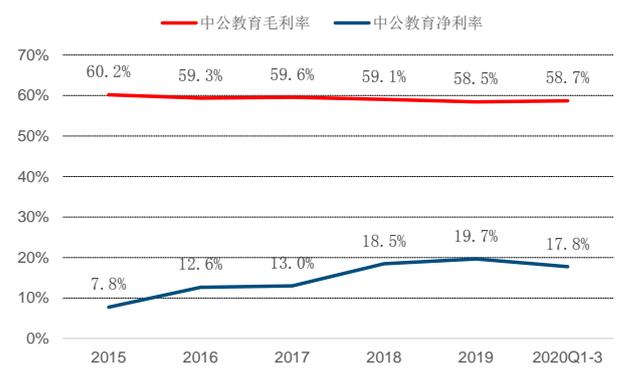
资料来源：公司公告，中信建投

图表3： 2020Q1-3 中公教育营收 74.4 亿元，同增 20.8%



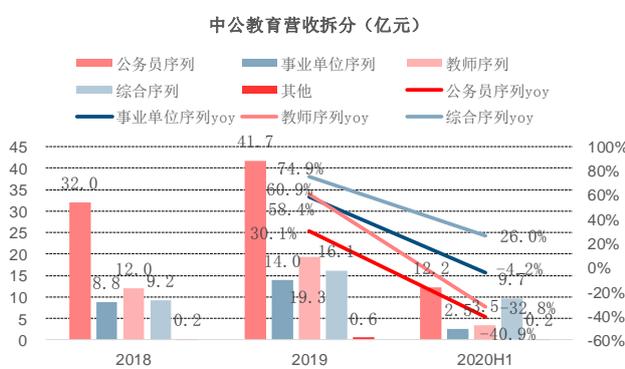
资料来源：公司公告，中信建投

图表4： 2020Q1-3 中公教育毛利率 58.7%，净利率 17.8%



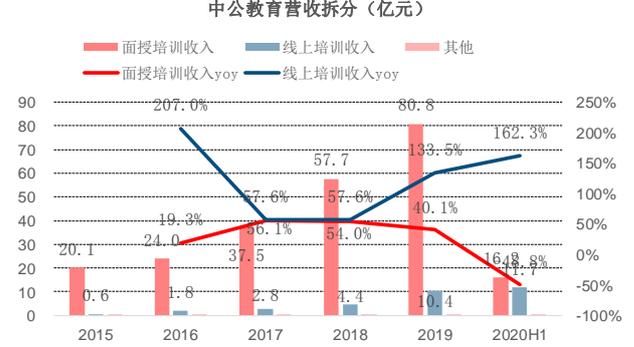
资料来源：公司公告，中信建投

图表5： 2020H1 公务员序列收入 12.18 亿元，同降 40.9%



资料来源：公司公告，中信建投

图表6： 2020H1 中公教育面授培训收入 16.2 亿元,yoy -48.8%



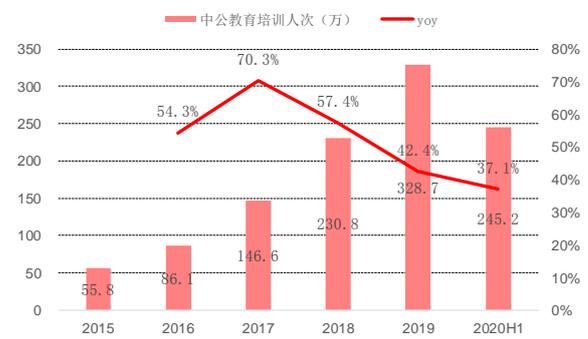
资料来源：公司公告，中信建投

图表7: 截至 2020.6, 直营分支机构 1335 家, yoy51.7%



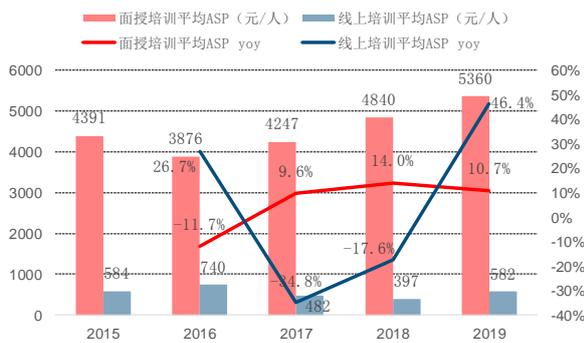
资料来源: 公司公告, 中信建投

图表8: 2020H1 公司培训 245.2 万人次, yoy37.1%



资料来源: 公司公告, 中信建投

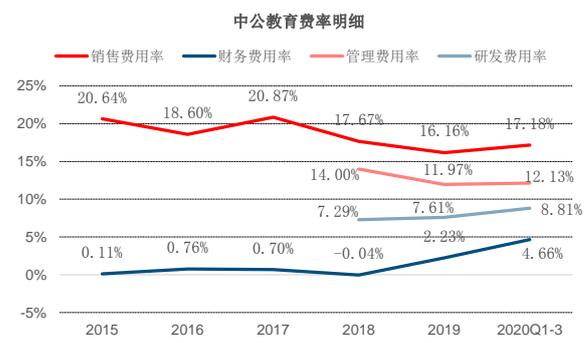
图表9: 2019 年中公教育面授平均 ASP 5360 元, yoy 10.7%



资料来源: 公司公告, 中信建投

ASP=收入/培训人次

图表10: 2020Q1-3 中公教育销售费用率 17.18%



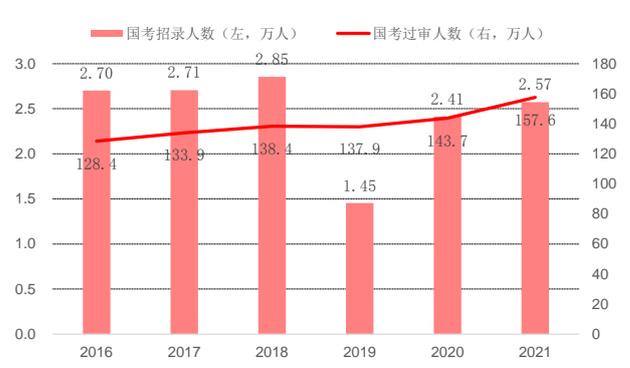
资料来源: 公司公告, 中信建投

图表11: 2021 年国考招录人数 2.57 万人, 同比增长 6.6%



资料来源: 中公教育, 国家公务员局, 中信建投

图表12: 2021 年国考过审人数 157.6 万人



资料来源: 中公教育, 国家公务员局, 中信建投

盈利预测 (百万元RMB, 截至2020/11/23)
利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E
营业收入	6,237.0	9,176.1	13,323.1	17,413.5
减: 营业成本	2,552.4	3,812.6	5,493.9	7,207.9
营业税金及附加	27.3	56.7	82.3	107.6
营业费用	1,101.8	1,483.0	2,118.4	2,751.3
管理和研发费用	1,328.2	1,796.4	2,518.1	3,273.7
财务费用	-2.5	204.3	117.6	45.6
资产减值损失	0.3	-	-	-
加: 公允价值变动收益	-	1.7	-	-
投资收益	110.4	259.2	110.0	110.0
营业利润	1,340.0	2,090.7	3,102.8	4,137.3
营业外收入	0.8	0.0	-	-
营业外支出	1.3	1.3	-	-
利润总额	1,339.5	2,089.3	3,102.8	4,137.3
减: 所得税	186.7	284.8	436.8	620.6
净利润	1,152.9	1,804.5	2,666.0	3,516.7
少数股东损益	-	-0.01	-	-
归母净利润	1,152.9	1,804.5	2,666.0	3,516.7

资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E
流动资产	3,070.0	4,836.3	4,516.8	6,074.0
货币资金	648.7	2,724.3	2,926.5	4,030.9
应收账款	6.8	2.7	12.1	7.3
应收票据	-	-	-	-
预付账款	1.5	2.5	3.2	4.2
存货	0.02	-	0.03	0.01
非流动资产	4,132.1	5,124.4	5,068.6	5,919.2
长期股权投资	-	-	-	-
固定资产	699.1	672.4	1,676.2	2,337.4
无形资产	204.4	197.5	188.3	178.8
资产总计	7,202.1	9,960.7	9,585.5	11,993.2
流动负债	4,151.4	6,422.2	4,792.2	5,224.0
短期借款	1,607.0	2,867.0	-	-
应付账款	144.6	236.5	312.6	407.8
非流动负债	96.8	106.9	101.0	101.6
长期借款	-	-	-	-
负债合计	4,248.1	6,529.2	4,893.2	5,325.6
少数股东权益	-	-0.01	-0.01	-0.01
归母股东权益	2,954.0	3,431.5	4,692.3	6,667.6
负债和股东权益	7,202.1	9,960.7	9,585.5	11,993.2

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E
经营活动现金流	1,407.9	2,474.0	4,687.6	3,821.9
净利润	1,152.9	1,804.5	2,666.0	3,516.7
折旧摊销	137.9	162.3	287.2	541.7
财务费用	12.9	107.8	117.6	45.6
投资损失	-110.4	-259.2	-110.0	-110.0
营运资金变动	-3,189.5	2,086.7	1,726.7	-172.2
其它	3,404.1	-1,428.2	-	-
投资活动现金流	-2,360.2	-131.1	-95.6	-1,130.4
可供出售金融资产	50.0	162.8	-125.2	29.2
长期股权投资	-63.0	-	-	-
筹资活动现金流	1,411.9	-267.3	-4,389.9	-1,587.0
短期借款	315.5	1,260.0	-2,867.0	-
长期借款	-11.7	-	-	-
现金净增加额	459.7	2,075.6	202.1	1,104.4

关键指标

业绩表现	2018	2019	2020E	2021E
营业收入增长率	54.7%	47.1%	45.2%	30.7%
归母净利润增长率	119.7%	56.5%	47.7%	31.9%
毛利率	59.1%	58.5%	58.8%	58.6%
净利率	18.5%	19.7%	20.0%	20.2%
EBITDA Margin (%)	22.3%	25.8%	26.3%	27.1%
ROE	39.0%	52.6%	56.8%	52.7%
价值评估				
PE	207.0	132.3	89.5	67.9
PB	80.8	69.6	50.9	35.8
PS	38.3	26.0	17.9	13.7
分红比率	123.0%	82.0%	56.0%	43.0%
每股指标				
EPS(最新股本)	0.19	0.29	0.43	0.57
BVPS	0.48	0.56	0.76	1.08
流动性				
净负债 / 权益	143.8%	190.3%	104.3%	79.9%
总负债 / 总资产	59.0%	65.5%	51.0%	44.4%
流动比率	0.74	0.75	0.94	1.16
速动比率	0.74	0.75	0.94	1.16

分析师介绍

叶乐：中信建投教育行业首席分析师、中小市值首席分析师，硕士毕业于复旦大学金融专业，2016年加入中信建投证券研究发展部，2017年《新财富》中小市值最佳分析师第3名团队核心成员，2019年带领团队获“水晶球”中小市值入围，目前专注于教育行业及中小市值新消费服务（医美化妆品、宠物、人力资源、母婴等）产业研究，对于教育行业政策变化及体制内外教育有深刻理解。联系方式：18521081258，yele@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。本报告由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层
 电话：(8610) 8513-0588
 联系人：杨洁
 邮箱：yangjie@csc.com.cn

上海
 浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室
 电话：(8621) 6882-1612
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层
 电话：(86755) 8252-1369
 联系人：陈培楷
 邮箱：chenpeikai@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：(852) 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk