

中公教育 (002607)

证券研究报告

2019年11月29日

《增值税法（征求意见稿）》或大幅增厚利润

《增值税法（征求意见稿）》提出学校及其他教育机构提供的教育服务免征增值税。据我国财政部11月27日官网信息，为了完善税收法律制度，提高立法公众参与度，广泛凝聚社会共识，推进科学立法、民主立法、开门立法，财政部起草《中华人民共和国增值税法（征求意见稿）》，现向社会公开征求意见。

据《中华人民共和国增值税法（征求意见稿）》，第六章税收优惠第二十九条免征增值税项目列示：学校和其他教育机构提供的教育服务。

免征增值税将有效减轻教育机构税负直接增厚业绩。未来学校及其他教育资产或免征增值税，直接利好以中公教育、中国东方教育为代表的职教机构以及港股学历资产减轻税负压力。以中公为例，此前需定缴3%的增值税，未来减免增值税后将直接带动盈利能力提升。

据测算，我们可以看到增值税减免后，中公教育2019-20年营收同比增速均将提升4-5个百分点；净利同比增速将提升20个百分点左右。

近期中公市值出现较大波动，我们认为公司当前基本面积积极向好，公司已在全国招录市场奠定极具优势的竞争地位及产业格局，未来伴随教师医疗招警考研国企等赛道发力，整体规模仍将在快速增长通道，尽享知识型人群职教培训成长红利。

维持盈利预测，给予买入评级

中公教育具有全国范围的垂直一体化快速响应能力。中公教育一直置身于公职类招录考试培训市场创造的最前沿，率先采用自主研发，率先培养专职师资，率先进行全国渠道布局并不断下沉渠道，率先完成全国网点全直营，率先采用互联网内容营销及IT自主开发，用科技力量持续提升营销、管控及协同服务水平。目前已基本形成了重研发、强渠道、快响应的垂直一体化快速响应能力。在公务员、事业单位、教师等公职类招录领域成为学员首选机构，在其他职业就业新领域取得了强劲增长，并在各类资格证考试培训领域进行了全面的覆盖。暂不考虑本次增值税影响，我们预计公司19-20年净利分别为17.5亿、23.9亿，PE分别为64x、47x。

风险提示：该方案为征求意见稿，最终版及执行时间不确定；学校和其他教育机构提供的教育服务是否包含职业培训不确定；上下游税收政策情况及变动或对利润有其他影响；中公招生不及预期；本报告仅为粗略测算，与实际情况有差异。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,664.37	6,236.99	9,835.12	13,014.42	16,918.75
增长率(%)	1.58	(6.41)	57.69	32.33	30.00
EBITDA(百万元)	233.22	1,844.99	2,100.82	2,659.76	3,777.58
净利润(百万元)	73.45	1,152.89	1,749.19	2,386.00	3,201.22
增长率(%)	11.51	1,469.55	51.72	36.41	34.17
EPS(元/股)	0.01	0.19	0.28	0.39	0.52
市盈率(P/E)	1,514.70	96.51	63.61	46.63	34.76
市净率(P/B)	58.19	37.66	11.64	11.11	11.12
市销率(P/S)	16.69	17.84	11.31	8.55	6.58
EV/EBITDA	12.42	(0.72)	49.06	38.11	27.12

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/文化传媒
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	18.28元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	6,167.40
流通A股股本(百万股)	667.24
A股总市值(百万元)	112,740.06
流通A股市值(百万元)	12,197.22
每股净资产(元)	0.41
资产负债率(%)	72.79
一年内最高/最低(元)	21.26/6.94

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中公教育-季报点评:19Q1-3 净利+77.2%靠近预告上限，预收账款39亿+105%奠定后续成长》2019-10-29
- 《中公教育-公司点评:19Q1-3 净利同比增71~80%，国考招录或进入反弹通道》2019-10-16
- 《中公教育-公司点评:19H1 收入+49%，净利+132%至4.9亿，职教白马再现强劲成长力》2019-08-20

《**增值税法（征求意见稿）**》提出学校及其他教育机构提供的教育服务免征增值税，据我国财政部 11 月 27 日官网信息，为了完善税收法律制度，提高立法公众参与度，广泛凝聚社会共识，推进科学立法、民主立法、开门立法，财政部起草《**中华人民共和国增值税法（征求意见稿）**》，现向社会公开征求意见。

据《**中华人民共和国增值税法（征求意见稿）**》，第六章税收优惠第二十九条免征增值税项目列示：学校和其他教育机构提供的教育服务。

免征增值税将有效减轻教育机构税负直接增厚业绩。未来学校及其他教育资产或免征增值税，直接利好以中公教育、中国东方教育为代表的职教机构以及港股学历资产减轻税负压力。以中公为例，此前需定额缴纳 3% 的增值税，未来减免增值税后将直接带动盈利能力提升。

表 1：新增增值税法对收入利润弹性测算

		免增前	免增后	绝对变动
2019 年	收入（亿元）	98	100.94	2.94
	YOY	57.13%	61.84%	4.7pct
	净利（亿元）	17.48	19.83	2.35
	YoY	52.00%	72.45%	20.5pct
2020 年	收入（亿元）	130.10	134.00	3.90
	YOY	32.76%	36.74%	4pct
	净利（亿元）	23.9	27.02	3.12
	YoY	36.73%	54.59%	17.9pct
2021 年	收入（亿元）	169.00	174.07	5.07
	YOY	29.90%	33.80%	3.9pct
	净利（亿元）	32.3	36.36	4.06
	YoY	35.15%	52.12%	17pct

资料来源：wind，天风证券研究所

以上，我们可以看到增值税减免后，中公教育 2019-20 年营收同比增速均将提升 4-5 个百分点；净利同比增速将提升 20 个百分点左右。

近期中公市值出现较大波动，我们认为公司当前基本面积积极向好，公司已在全国招录市场奠定极具优势的竞争地位及产业格局，未来伴随教师医疗招警考研国企等赛道发力，整体规模仍将在快速增长通道，尽享知识型人群职教培训成长红利。

维持盈利预测，给予买入评级

中公教育具有全国范围的垂直一体化快速响应能力。中公教育一直置身于公职类招录考试培训市场创造的最前沿，率先采用自主研发，率先培养专职师资，率先进行全国渠道布局并不断下沉渠道，率先完成全国网点全直营，率先采用互联网内容营销及 IT 自主开发，用科技力量持续提升营销、管控及协同服务水平。目前已基本形成了重研发、强渠道、快响应的垂直一体化快速响应能力。在公务员、事业单位、教师等公职类招录领域成为学员首选机构，在其他职业就业新领域取得了强劲增长，并在各类资格证考试培训领域进行了全面的覆盖。

中公研发、渠道管理能力优势持续凸显，中公重视研发投入，研发费占比高，研发人员薪酬高，不但在教研投入，IT 系统、课程系统等同样行业领先；渠道方面，中公网点遍布全国大部分地区，深挖底层招录培训需求，未来计划覆盖全国 2000+县市。我们预计公司 19-20 年净利分别为 17.5 亿、23.9 亿，PE 分别为 64x、47x。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	822.32	648.71	6,236.39	7,775.48	6,486.42
应收票据及应收账款	76.41	6.80	128.63	(263.42)	(342.45)
预付账款	539.73	1.48	640.78	280.10	965.57
存货	681.72	0.02	960.31	315.99	1,337.45
其他	105.43	2,412.99	896.36	1,208.70	1,559.51
流动资产合计	2,225.62	3,070.01	8,862.47	9,316.85	10,006.50
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	821.75	699.10	715.53	736.33	746.75
在建工程	77.27	91.37	90.82	102.49	91.50
无形资产	590.19	204.42	201.08	197.73	194.38
其他	775.06	3,137.16	1,965.44	2,075.44	2,276.93
非流动资产合计	2,264.27	4,132.06	2,972.87	3,112.00	3,309.55
资产总计	4,627.84	7,202.07	11,900.55	12,496.57	13,360.35
短期借款	1,291.53	1,607.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,006.14	144.56	1,348.57	665.94	2,080.22
其他	281.00	2,399.79	920.04	1,797.83	1,299.15
流动负债合计	2,578.67	4,151.35	2,268.61	2,463.77	3,379.37
长期借款	11.70	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	13.26	4.42	5.89
其他	99.18	96.77	99.29	98.41	98.16
非流动负债合计	110.88	96.77	112.55	102.83	104.05
负债合计	2,689.55	4,248.12	2,381.16	2,566.60	3,483.42
少数股东权益	26.22	0.00	(36.22)	(84.04)	(128.36)
股本	820.34	103.81	6,167.40	6,167.40	6,167.40
资本公积	712.97	1,144.78	1,144.78	1,144.78	1,144.78
留存收益	1,091.73	2,850.14	3,388.21	3,846.60	3,837.88
其他	(712.97)	(1,144.78)	(1,144.78)	(1,144.78)	(1,144.78)
股东权益合计	1,938.29	2,953.95	9,519.39	9,929.96	9,876.93
负债和股东权益总	4,627.84	7,202.07	11,900.55	12,496.57	13,360.35

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	70.62	1,152.89	1,749.19	2,386.00	3,201.22
折旧摊销	87.42	137.93	47.46	50.88	53.93
财务费用	46.63	12.91	(231.51)	(485.65)	(494.32)
投资损失	(1.04)	(110.35)	(7.82)	(16.00)	(11.53)
营运资金变动	(494.41)	(3,155.98)	693.72	1,168.99	(1,264.84)
其它	164.33	3,370.55	(38.12)	(48.63)	(45.33)
经营活动现金流	(126.46)	1,407.95	2,212.92	3,055.59	1,439.13
资本支出	76.09	(376.03)	57.48	80.88	50.26
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(161.74)	(1,984.19)	(174.86)	(147.39)	(65.32)
投资活动现金流	(85.64)	(2,360.22)	(117.39)	(66.51)	(15.06)
债权融资	1,303.23	1,607.00	13.26	4.42	5.89
股权融资	(52.60)	(282.19)	6,295.10	485.65	494.32
其他	(1,117.04)	87.13	(2,816.22)	(1,940.06)	(3,213.35)
筹资活动现金流	133.59	1,411.94	3,492.14	(1,449.99)	(2,713.14)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(78.52)	459.67	5,587.68	1,539.09	(1,289.06)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,664.37	6,236.99	9,835.12	13,014.42	16,918.75
营业成本	6,239.75	2,552.35	3,934.05	5,205.77	6,767.50
营业税金及附加	32.65	27.29	98.35	130.14	338.37
营业费用	165.63	1,101.84	1,681.81	1,952.16	2,537.81
管理费用	64.69	873.42	1,278.57	1,952.16	2,199.44
研发费用	0.00	454.78	786.81	1,171.30	1,353.50
财务费用	52.60	(2.53)	(231.51)	(485.65)	(494.32)
资产减值损失	16.21	0.30	10.00	10.00	10.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.04	110.35	7.82	16.00	11.53
其他	(12.13)	(220.84)	(15.64)	(32.00)	(23.06)
营业利润	103.94	1,340.03	2,284.87	3,094.54	4,217.97
营业外收入	2.62	0.76	15.90	31.30	9.89
营业外支出	1.58	1.25	19.35	9.34	20.00
利润总额	104.98	1,339.54	2,281.42	3,116.50	4,207.86
所得税	34.36	186.65	570.36	779.12	1,051.97
净利润	70.62	1,152.89	1,711.07	2,337.37	3,155.90
少数股东损益	(2.83)	0.00	(38.12)	(48.63)	(45.33)
归属于母公司净利润	73.45	1,152.89	1,749.19	2,386.00	3,201.22
每股收益(元)	0.01	0.19	0.28	0.39	0.52

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	1.58%	-6.41%	57.69%	32.33%	30.00%
营业利润	103.12%	1189.23%	70.51%	35.44%	36.30%
归属于母公司净利润	11.51%	1469.55%	51.72%	36.41%	34.17%
获利能力					
毛利率	6.37%	59.08%	60.00%	60.00%	60.00%
净利率	1.10%	18.48%	17.79%	18.33%	18.92%
ROE	3.84%	39.03%	18.31%	23.83%	32.00%
ROIC	7.11%	74.60%	176.01%	143.29%	2415.74%
偿债能力					
资产负债率	58.12%	58.98%	20.01%	20.54%	26.07%
净负债率	24.81%	32.44%	-65.37%	-78.26%	-65.61%
流动比率	0.92	0.74	3.94	3.81	2.97
速动比率	0.65	0.74	3.51	3.68	2.58
营运能力					
应收账款周转率	110.44	149.90	145.24	-193.11	-55.85
存货周转率	9.52	18.30	20.48	20.39	20.46
总资产周转率	1.50	1.05	1.03	1.07	1.31
每股指标(元)					
每股收益	0.01	0.19	0.28	0.39	0.52
每股经营现金流	-0.02	0.23	0.36	0.50	0.23
每股净资产	0.31	0.48	1.55	1.62	1.62
估值比率					
市盈率	1,514.70	96.51	63.61	46.63	34.76
市净率	58.19	37.66	11.64	11.11	11.12
EV/EBITDA	12.42	-0.72	49.06	38.11	27.12
EV/EBIT	19.77	-0.74	50.20	38.85	27.51

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com