

# 中公教育 (002607)

证券研究报告

2020年11月24日

## 定增募资 60 亿加码学习基地建设，全方位提升教学体验巩固产品力

拟向不超过 35 名特定投资者定增募资不超过 60 亿元。

11 月 5 日，公司公告，非公开发行 A 股股票预案，本次非公开发行对象为不超过 35 名特定投资者，发行股票数量按照募集资金总额除以发行价格确定，不超过 12 亿股（含）；本次非公开发行不会导致公司实控人变化。

最终发行价格将在本次发行申请获得中国证监会的核准批复后，遵照价格优先等原则，根据发行对象申购报价情况协商确定；

本次非公开发行完成后，发行对象认购的股份自本次发行结束之日起 6 个月内不得转让或上市交易。

投向怀柔学习基地建设项目和补充流动资金。本次发行募集资金总额不超过 60 亿元，扣除发行费用后将用于：①怀柔学习基地建设项目（42 亿元）；②补充流动资金（18 亿元）；具体来看，

本次募集资金投资项目的实施，一方面有利于进一步提升教学质量，打造安静、方便、优美的一体化教学、学习、生活环境，改善学员体验，形成高质量的协议班教学能力，提升知识型就业人群的招录通过率和专业能力。另一方面，有利于公司深耕区域市场，为学员提供属地化的教学服务、强化属地经营能力、推动渠道下沉、提升品牌形象、优化资源配置及提升运营效率，通过良好的基础设施和教学效果将品牌口碑扩散，从而提升公司核心竞争力，增强公司盈利能力，进一步巩固公司在职业教育行业的领先地位；同时，对上市公司而言，本次募集资金投资项目的实施有利于增厚公司资金规模，降低上市公司财务风险，增强公司财务稳健性和持续经营能力，保障上市公司持续健康发展。

### 维持盈利预测，给予买入评级

中公教育是国内领先的全品类职业教育培训机构，也是招录考试培训领域的开创者和领导者。公司主要服务于 18-45 岁的大学生、大学毕业生和各类职业专才等知识型人群，提供超过 100 个品类的综合职业教育培训服务。目前，公司拥有超过 2000 人的规模化专职研发团队，超过 13,000 人的大规模教师团队，在全国超过 1000 个直营网点展开经营，深度覆盖 300 多个地级市。依托卓越的团队执行力和全国范围的垂直一体化快速响应能力，公司已发展为一家创新驱动的高增长企业平台。暂不考虑本次定增，我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 0.41 元、0.58 元、0.8 元，PE 分别为 95x、67x、49x。

**风险提示：**未拿到定增批文，市场竞争激烈，核心高管流失，招生不及预期。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,236.99	9,176.13	13,014.40	16,918.70	23,009.43
增长率(%)	(6.41)	47.12	41.83	30.00	36.00
EBITDA(百万元)	1,844.99	3,065.15	2,869.51	4,146.38	5,715.18
净利润(百万元)	1,152.89	1,804.55	2,513.79	3,553.75	4,912.90
增长率(%)	1,469.55	56.52	39.30	41.37	38.25
EPS(元/股)	0.19	0.29	0.41	0.58	0.80
市盈率(P/E)	207.03	132.26	94.95	67.16	48.58
市净率(P/B)	80.80	69.55	24.27	24.81	23.72
市销率(P/S)	38.27	26.01	18.34	14.11	10.37
EV/EBITDA	(0.72)	(1.06)	80.17	54.37	40.01

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	38.7 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)	783.99
A 股总市值(百万元)	238,678.36
流通 A 股市值(百万元)	30,340.45
每股净资产(元)	0.53
资产负债率(%)	78.51
一年内最高/最低(元)	43.58/14.42

### 作者

<b>刘章明</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
<b>孙海洋</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
<b>邓学</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518010001	
dengxue@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《中公教育-公司点评:拟参与竞拍土地使用权，建设研发中心等巩固一体化响应能力》 2020-11-11
- 《中公教育-季报点评:20Q1-3 归母净利润 13.21 亿同比增 37.8%，收款强劲储备新一轮增长》 2020-11-01
- 《中公教育-公司点评:Q3 归母净利润 15.2-16 亿元超预期！Q1-3 同比增 34%-43%，经营财务全面复苏延续高速增长》 2020-10-14

拟向不超过 35 名特定投资者定增募资不超过 60 亿元。11 月 5 日，公司公告，非公开发行 A 股股票预案，本次非公开发行对象为不超过 35 名特定投资者，发行股票数量按照募集资金总额除以发行价格确定，不超过 12 亿股（含）；本次非公开发行不会导致公司实控人变化。

最终发行价格将在本次发行申请获得中国证监会的核准批复后，遵照价格优先等原则，根据发行对象申购报价情况协商确定；

本次非公开发行完成后，发行对象认购的股份自本次发行结束之日起 6 个月内不得转让或上市交易。

投向怀柔学习基地建设项目和补充流动资金。本次发行募集资金总额不超过 60 亿元，扣除发行费用后将用于：①怀柔学习基地建设项目（42 亿元）；②补充流动资金（18 亿元）；具体来看，

#### ● 怀柔学习基地建设项目

本项目投资总额 42.14 亿元（其中场地购置费 34.23 亿元，室内装修工程 7.91 亿元，拟投入募集资金 42 亿元），预计建设周期 3 年，本项目新建教学、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。通过该项目建设，能够为学员打造全服务链的学习环境，提高学员的学习效率，提高学员的体验满意度，提升公司的服务品质和整体品牌形象，争取更大的市场份额。

#### （1）有利于推动公司产品升级、提高营业收入

面授培训业务是公司收入和利润的主要来源。在面授培训产品体系中，封闭班以其针对性强、体验性好、时间效率高、培训效果显著以及多层次的未通过退费机制受到广大学员的青睐和好评。相对于走读班较为灵活的授课条件，封闭班对教学场地的软硬件设施提出了更高的要求。培训机构除需为学员提供稳定安静的授课场地外，还需在住宿、饮食、自习等其他配套设施方面为学员提供良好的服务。因此，稳定适宜的教学环境、完备的配套设施、全产业链的服务是保障封闭班课程得以顺利完成并取得良好效果的前提。

考虑到封闭班显著的培训效果和良好的市场反应，以及较高的学费水平及利润率，公司将进一步推广具有较强针对性的封闭班，增强学员的培训效果，扩大公司的经营规模，提高利润水平。

本项目建成后，公司在课程设置、场地使用等方面具有更强的灵活性和自由度。其次，本项目建造的学习基地专用性强，主要针对封闭班的培训需要按照不同功能分区设计，除设计拥有良好学习环境的教学区外，教学基地还设计了餐饮区和住宿区等配套设施，使得学员可以在相对安静、封闭、不受外界打扰的学习环境和浓烈的学习气氛中集中精力学习，从而提升学员的学习效率和考试通过率。此外，良好的学习效果又将在很大程度上提升公司产品和学习基地教学方式的吸引力，从而进一步提高知名度和市场占有率。

#### （2）有利于降低主营成本、提高利润水平

教学场地的租金是公司主营业务成本的主要构成部分之一。当前公司通过与协议酒店开展长期合作，以约定的协议价格租入酒店的会议室和客房以开展封闭班。但是，随着公司经营规模的不断扩大，协议酒店的客房资源可能无法满足公司的教学需求，尤其在培训旺季酒店场地可能出现饱和或者不足，而新开发合适的协议酒店资源需要一定的时间，使

得公司在短期内将面临一定的经营风险。

本项目拟建设的学习基地均为自有房产，相较于租赁方式，公司将在很大程度上提高对物业管理和经营活动的稳定性，降低现金支出和营业成本，有利于提高公司毛利率。

### （3）有利于形成示范效应、提升品牌形象

在职业教育培训行业发展初期，众多培训机构以“粗放扩张”的方式抢占市场，使得同质竞争严重，学员体验度和培训效果低下。随着市场竞争格局的初步确立，行业竞争已逐渐回归到以教学质量、品牌形象等为主的核心要素的竞争。能否为学员提供卓有成效的差异化培训服务，满足学员不同的职业需求，成为未来职业教育培训机构发展的方向。

本项目建设的**学习基地**，能够为学员提供包括学习、餐饮、住宿等在内的一揽子**综合服务**，让学员在热烈的学习氛围、健康的生活环境和良好的学习秩序中专心学习。同时，解决学员与传统教学场地之间的交通、通讯等问题，使学员充分利用教学资源，提高学习效率。

再次，公司以学习基地为纽带，系统地整合服务链，将公司的研发、师资、客服、后勤等各个职能部门有机结合，为学员提供包括课前咨询、课中讲解、课后互动、学业监督等一系列针对性、定制化服务，使学员切身感受并认同公司的服务价值，提升公司的品牌影响力。

### ● 补充流动资金

公司拟将本次非公开募集资金中的 18 亿元用于补充流动资金。通过本次非公开募集资金补充流动资金，将满足公司主营业务持续发展的资金需求，并有助于公司提高风险抵御能力。

**本次募集资金投资项目的实施**，一方面有利于进一步提升教学质量，打造安静、方便、优美的一体化教学、学习、生活环境，改善学员体验，形成高质量的协议班教学能力，提升知识型就业人群的招录通过率和专业能力。另一方面，有利于公司深耕区域市场，为学员提供属地化的教学服务、强化属地经营能力、推动渠道下沉、提升品牌形象、优化资源配置及提升运营效率，通过良好的基础设施和教学效果将品牌口碑扩散，从而提升公司核心竞争力，增强公司盈利能力，进一步巩固公司在职业教育行业的领先地位；同时，对上市公司而言，本次募集资金投资项目的实施有利于增厚公司资金规模，降低上市公司财务风险，增强公司财务稳健性和持续经营能力，保障上市公司持续健康发展。

怀柔学习基地建设项目建成后主要面向华北地区的学员提供培训，华北地区是中公教育增长最快的区域之一，每年参加培训的学员众多，为本次募投项目的实施奠定了良好的**市场基础**。公司将通过实施本次募投项目，改善办公环境、完善品牌形象，增强人才吸引力，为公司的长远发展打好基础；同时深耕区域市场，进一步完善学员服务标准和强化区域经营能力，全面提升公司市场竞争力。

**维持盈利预测，给予买入评级。**中公教育是国内领先的全品类职业教育培训机构，也是招录考试培训领域的开创者和领导者。公司主要服务于 18-45 岁的大学生、大学毕业生和各类职业专才等知识型人群，提供超过 100 个品类的综合职业教育培训服务。目前，公司拥有超过 2000 人的规模化专职研发团队，超过 13,000 人的大规模教师团队，在全国超过 1000 个直营网点展开经营，深度覆盖 300 多个地级市。依托卓越的团队执行力和全国范围的垂直一体化快速响应能力，公司已发展为一家创新驱动的高增长企业平台。暂不考虑本次定增，我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 0.41 元、0.58 元、0.8 元，PE 分别为 95x、67x、49x。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	648.71	2,724.34	5,504.62	9,617.25	6,134.62
应收票据及应收账款	6.80	2.72	138.23	180.00	252.00
预付账款	1.48	2.46	620.94	212.57	565.18
存货	221.00	325.00	831.40	237.87	1,342.90
其他	2,412.99	2,106.75	1,456.80	2,268.80	1,964.61
<b>流动资产合计</b>	<b>3,290.99</b>	<b>5,161.26</b>	<b>8,551.98</b>	<b>12,516.48</b>	<b>10,259.31</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	699.10	672.43	908.64	1,052.50	1,127.97
在建工程	91.37	653.58	428.15	304.89	212.93
无形资产	204.42	197.51	190.70	183.90	177.10
其他	3,137.16	3,600.92	2,565.46	2,878.63	2,855.57
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,132.06</b>	<b>5,124.44</b>	<b>4,092.95</b>	<b>4,419.93</b>	<b>4,373.57</b>
<b>资产总计</b>	<b>7,202.07</b>	<b>9,960.71</b>	<b>12,690.91</b>	<b>16,372.86</b>	<b>13,858.85</b>
短期借款	1,607.00	2,867.00	2,000.00	2,300.00	2,900.00
应付票据及应付账款	144.56	236.48	1,254.62	841.09	1,385.87
其他	2,399.79	3,318.75	1,533.42	5,855.45	2,381.78
<b>流动负债合计</b>	<b>4,151.35</b>	<b>6,422.23</b>	<b>4,788.04</b>	<b>8,996.53</b>	<b>6,667.65</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	96.77	106.93	100.96	101.55	103.15
<b>非流动负债合计</b>	<b>96.77</b>	<b>106.93</b>	<b>100.96</b>	<b>101.55</b>	<b>103.15</b>
<b>负债合计</b>	<b>4,248.12</b>	<b>6,529.17</b>	<b>2,889.00</b>	<b>6,798.09</b>	<b>3,870.80</b>
少数股东权益	0.00	(0.01)	(31.54)	(47.05)	(75.46)
股本	103.81	103.81	6,167.40	6,167.40	6,167.40
资本公积	1,144.78	1,198.58	1,198.58	1,198.58	1,198.58
留存收益	2,850.14	3,290.24	3,666.05	3,454.43	3,896.11
其他	(1,144.78)	(1,161.08)	(1,198.58)	(1,198.58)	(1,198.58)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,953.95</b>	<b>3,431.54</b>	<b>9,801.91</b>	<b>9,574.77</b>	<b>9,988.05</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7,202.07</b>	<b>9,960.71</b>	<b>12,690.91</b>	<b>16,372.86</b>	<b>13,858.85</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,152.89	1,804.54	2,513.79	3,553.75	4,912.90
折旧摊销	137.93	162.34	56.03	66.19	73.29
财务费用	12.91	107.85	0.00	0.00	0.00
投资损失	(110.35)	(259.22)	(300.00)	(400.00)	(550.00)
营运资金变动	(3,155.98)	2,302.30	(1,842.73)	4,517.85	(3,654.17)
其它	3,370.55	(1,643.82)	(1,202.79)	179.15	230.86
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,407.95</b>	<b>2,473.99</b>	<b>(775.70)</b>	<b>7,916.94</b>	<b>1,012.89</b>
资本支出	(376.03)	597.28	65.97	79.41	48.40
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,984.19)	(728.39)	2,467.24	(118.62)	(73.34)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,360.22)</b>	<b>(131.11)</b>	<b>2,533.21</b>	<b>(39.21)</b>	<b>(24.93)</b>
债权融资	1,607.00	2,867.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	(282.19)	(113.01)	6,026.09	0.00	0.00
其他	87.13	(3,021.25)	(5,003.32)	(3,765.10)	(4,470.58)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,411.94</b>	<b>(267.26)</b>	<b>1,022.77</b>	<b>(3,765.10)</b>	<b>(4,470.58)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>459.67</b>	<b>2,075.62</b>	<b>2,780.28</b>	<b>4,112.63</b>	<b>(3,482.62)</b>

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>6,236.99</b>	<b>9,176.13</b>	<b>13,014.40</b>	<b>16,918.70</b>	<b>23,009.43</b>
营业成本	2,552.35	3,812.59	5,075.62	7,444.23	9,894.06
营业税金及附加	27.29	56.69	65.07	84.59	115.05
营业费用	1,101.84	1,482.98	1,952.16	2,706.99	3,681.51
管理费用	873.42	1,098.47	1,301.44	1,776.46	2,531.04
研发费用	454.78	697.94	937.04	1,100.00	1,210.00
财务费用	(2.53)	204.31	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.30	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	2.50	1.71	153.00	131.00	112.00
投资净收益	110.35	259.22	300.00	210.00	290.00
其他	(223.34)	(528.47)	416.60	(614.76)	(466.11)
<b>营业利润</b>	<b>1,340.03</b>	<b>2,090.67</b>	<b>2,813.48</b>	<b>4,080.19</b>	<b>5,641.89</b>
营业外收入	0.76	0.00	38.99	40.00	39.01
营业外支出	1.25	1.34	1.20	6.27	2.00
<b>利润总额</b>	<b>1,339.54</b>	<b>2,089.33</b>	<b>2,851.27</b>	<b>4,113.92</b>	<b>5,678.90</b>
所得税	186.65	284.78	370.66	575.95	795.05
<b>净利润</b>	<b>1,152.89</b>	<b>1,804.54</b>	<b>2,480.60</b>	<b>3,537.97</b>	<b>4,883.86</b>
少数股东损益	0.00	(0.01)	(33.19)	(15.78)	(29.05)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,152.89</b>	<b>1,804.55</b>	<b>2,513.79</b>	<b>3,553.75</b>	<b>4,912.90</b>
每股收益(元)	0.19	0.29	0.41	0.58	0.80

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-6.41%	47.12%	41.83%	30.00%	36.00%
营业利润	1189.23%	56.02%	34.57%	45.02%	38.28%
归属于母公司净利润	1469.55%	56.52%	39.30%	41.37%	38.25%
<b>获利能力</b>					
毛利率	59.08%	58.45%	61.00%	56.00%	57.00%
净利率	18.48%	19.67%	19.32%	21.00%	21.35%
ROE	39.03%	52.59%	25.56%	36.93%	48.82%
ROIC	74.60%	226.55%	-145.59%	292.19%	-134.17%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	58.98%	65.55%	22.76%	41.52%	27.93%
净负债率	32.44%	4.16%	-56.16%	-100.44%	-61.42%
流动比率	0.74	0.75	3.08	1.78	2.52
速动比率	0.74	0.75	2.79	1.75	2.16
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	149.90	1,926.55	184.67	-129.82	-48.89
存货周转率	18.30	914,756.22	31.31	31.65	29.11
总资产周转率	1.05	1.07	1.15	1.16	1.52
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.19	0.29	0.41	0.58	0.80
每股经营现金流	0.23	0.40	-0.13	1.28	0.16
每股净资产	0.48	0.56	1.59	1.56	1.63
<b>估值比率</b>					
市盈率	207.03	132.26	94.95	67.16	48.58
市净率	80.80	69.55	24.27	24.81	23.72
EV/EBITDA	-0.72	-1.06	80.17	54.37	40.01
EV/EBIT	-0.74	-1.09	81.77	55.25	40.53

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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