

# 中公教育 (002607)

## 2023 年三季报点评: 毛利率达近两年新高, 经营性现金流环比转正

买入 (维持)

2023 年 10 月 30 日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001  
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书: S0600517110002  
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006  
wujc@dwzq.com.cn

研究助理 张文雨

执业证书: S0600123070071  
zhangwy@dwzq.com.cn

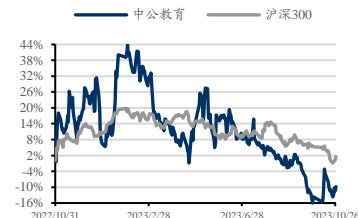
| 盈利预测与估值           | 2022A  | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|--------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 (百万元)       | 4,825  | 3,808 | 5,315 | 6,381 |
| 同比                | -30%   | -21%  | 40%   | 20%   |
| 归属母公司净利润 (百万元)    | -1,102 | 507   | 731   | 885   |
| 同比                | 53%    | 146%  | 44%   | 21%   |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | -0.18  | 0.08  | 0.12  | 0.14  |
| P/E (现价&最新股本摊薄)   | -      | 49.03 | 34.00 | 28.10 |

关键词: #成本下降 #新产品、新技术、新客户

### 投资要点

- **事件:** 公司 2023Q3 营收 9.4 亿元, yoy-43.8%; 归母净利润 1.6 亿元, yoy+134.6%; 扣非归母净利润 1.6 亿元, yoy+153.3%。2023 年前三季度营收 26.7 亿元, yoy-31.5%; 归母净利润 2.4 亿元 (去年同期为-8.2 亿元); 扣非归母净利润 2.4 亿元 (去年同期为-8.4 亿元)。第三季度营收下滑主要系产品结构调整, 而降本增效下公司毛利率同比提升 9.6pct, 毛利率达到近两年的新高, 经营性现金流达 1.4 亿元、环比由负转正。
- **高退费班占比大幅降低, 退费计划积极推进, 利润增长较好。**截至 10 月 10 日, 公司从湖南财信信托处取得的 18 亿元借款已有部分资金到账, 剩余借款将陆续到位, 有助于解决存量退费问题。公司调整产品结构, 高退费班占比大幅降低, 且分支机构数及员工人数也有所减少, 导致收入下滑。而由于人效提升、线上及线下业务加速融合, 公司营收成本和费用得到良好控制。2023 年前三季度公司营业成本同比降低 53.6%, 销售/管理/研发/财务分别同比减少 50.1%/44.2%/54.5%/60.4%, 实现了毛利率同比提升, 归母净利润扭亏为盈。
- **与创业黑马达成战略合作, 共同探索人工智能职业教育。**公司密切关注 AI 技术, 今年成立人工智能与教育研究院, 积极探索数字人、生成式大预言模型在就业服务领域的应用。10 月 12 日, 公司与创业黑马签署战略合作, 基于人工智能领域的职业教育服务、算力服务以及模型开发训练等方面开展深度合作。公司已开始布局职业教育行业相关的垂类行业模型的开发和训练, 需要大量的算力, 基于战略合作关系, 创业黑马计划将其采购的约 500P 算力优先提供给公司使用, 并将黑马天启行业垂类模型开发业务新拓展至培训教育行业赛道。
- **四季度将迎来招考高峰期, 新一轮就业服务周期正在开启。**每年四季度为国考、省考及教师等事业单位考试招考的相对高峰期。公开数据显示, 2024 年国考招录 3.96 万人, 共有 303.3 万人通过了用人单位的资格审查, 相比 2021 年翻了一番, 再创历史新高, 同时平均竞争比也有所提升。此外, 2024 年研究生考试也在近期报名结束, 2020-2024 五年来, 报考人数翻了一番, 考研教培市场也在逐步扩容。公司作为国内领先的就业培训平台, 拥有 1000+直营网点, 覆盖 300+地级市, 有望受益于就业培训需求提升趋势。
- **盈利预测与投资评级:** 产品结构调整导致公司前三季度营收下滑, 且信托贷款利息费用预计对利润造成压制, 我们将公司 2023-2025 年归母净利润从 6.4/10.1/11.4 亿元下调至 5.1/7.3/8.9 亿元, 当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 49/34/28X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 竞争恶化、盈利改善慢于预期, 消费市场不及预期等。

### 股价走势



### 市场数据

|               |           |
|---------------|-----------|
| 收盘价(元)        | 4.03      |
| 一年最低/最高价      | 3.64/6.38 |
| 市净率(倍)        | 24.32     |
| 流通 A 股市值(百万元) | 19,615.46 |
| 总市值(百万元)      | 24,854.62 |

### 基础数据

|              |          |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF)  | 0.17     |
| 资产负债率(% ,LF) | 87.79    |
| 总股本(百万股)     | 6,167.40 |
| 流通 A 股(百万股)  | 4,867.36 |

### 相关研究

《中公教育(002607): 23H1 中报点评: 协议班占比大幅降低, 上半年实现扭亏为盈》

2023-09-01

《中公教育(002607): 2023 上半年业绩预告点评: 教培行业整体复苏, 公司实现扭亏为盈》

2023-07-17

中公教育三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)      |              |              |               |               | 利润表 (百万元)       |                |              |              |              |
|------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|-----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|
|                  | 2022A        | 2023E        | 2024E         | 2025E         |                 | 2022A          | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
| <b>流动资产</b>      | <b>621</b>   | <b>1,455</b> | <b>4,046</b>  | <b>5,349</b>  | <b>营业总收入</b>    | <b>4,825</b>   | <b>3,808</b> | <b>5,315</b> | <b>6,381</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 385          | 1,427        | 3,709         | 5,250         | 营业成本(含金融类)      | 2,980          | 1,420        | 2,059        | 2,492        |
| 经营性应收款项          | 38           | 5            | 55            | 18            | 税金及附加           | 33             | 31           | 43           | 51           |
| 存货               | 0            | 0            | 0             | 0             | 销售费用            | 1,359          | 766          | 1,070        | 1,284        |
| 合同资产             | 0            | 0            | 0             | 0             | 管理费用            | 936            | 548          | 765          | 918          |
| 其他流动资产           | 198          | 22           | 282           | 82            | 研发费用            | 592            | 313          | 438          | 525          |
| <b>非流动资产</b>     | <b>7,406</b> | <b>7,396</b> | <b>7,326</b>  | <b>7,187</b>  | 财务费用            | 239            | 124          | 69           | 54           |
| 长期股权投资           | 47           | 47           | 47            | 47            | 加:其他收益          | 52             | 15           | 21           | 25           |
| 固定资产及使用权资产       | 3,083        | 2,683        | 2,223         | 1,694         | 投资净收益           | 10             | 2            | 3            | 4            |
| 在建工程             | 323          | 333          | 343           | 353           | 公允价值变动          | (6)            | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产             | 1,162        | 1,542        | 1,922         | 2,302         | 减值损失            | (10)           | 0            | 0            | 0            |
| 商誉               | 100          | 100          | 100           | 100           | 资产处置收益          | (10)           | (4)          | (5)          | (6)          |
| 长期待摊费用           | 285          | 285          | 285           | 285           | <b>营业利润</b>     | <b>(1,277)</b> | <b>618</b>   | <b>892</b>   | <b>1,079</b> |
| 其他非流动资产          | 2,406        | 2,406        | 2,406         | 2,406         | 营业外净收支          | (5)            | (1)          | (1)          | (1)          |
| <b>资产总计</b>      | <b>8,027</b> | <b>8,851</b> | <b>11,372</b> | <b>12,536</b> | <b>利润总额</b>     | <b>(1,282)</b> | <b>618</b>   | <b>891</b>   | <b>1,078</b> |
| <b>流动负债</b>      | <b>6,650</b> | <b>4,967</b> | <b>6,757</b>  | <b>7,036</b>  | 减:所得税           | (180)          | 111          | 160          | 194          |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 579          | 2,579        | 3,079         | 3,579         | <b>净利润</b>      | <b>(1,102)</b> | <b>507</b>   | <b>731</b>   | <b>885</b>   |
| 经营性应付款项          | 287          | 29           | 429           | 125           | 减:少数股东损益        | 0              | 0            | 0            | 0            |
| 合同负债             | 3,950        | 1,420        | 2,677         | 2,741         | <b>归属母公司净利润</b> | <b>(1,102)</b> | <b>507</b>   | <b>731</b>   | <b>885</b>   |
| 其他流动负债           | 1,835        | 939          | 572           | 592           | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | (0.18)         | 0.08         | 0.12         | 0.14         |
| 非流动负债            | 597          | 2,597        | 2,597         | 2,597         | EBIT            | (1,033)        | 744          | 962          | 1,135        |
| 长期借款             | 0            | 2,000        | 2,000         | 2,000         | EBITDA          | (296)          | 1,164        | 1,442        | 1,684        |
| 应付债券             | 0            | 0            | 0             | 0             | 毛利率(%)          | 38.24          | 62.70        | 61.26        | 60.95        |
| 租赁负债             | 509          | 509          | 509           | 509           | 归母净利率(%)        | (22.84)        | 13.31        | 13.75        | 13.86        |
| 其他非流动负债          | 88           | 88           | 88            | 88            | 收入增长率(%)        | (30.19)        | (21.08)      | 39.60        | 20.05        |
| <b>负债合计</b>      | <b>7,248</b> | <b>7,564</b> | <b>9,354</b>  | <b>9,634</b>  | 归母净利润增长率(%)     | 53.49          | 146.00       | 44.20        | 21.02        |
| 归属母公司股东权益        | 780          | 1,287        | 2,018         | 2,902         |                 |                |              |              |              |
| 少数股东权益           | 0            | 0            | 0             | 0             |                 |                |              |              |              |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>780</b>   | <b>1,287</b> | <b>2,018</b>  | <b>2,902</b>  |                 |                |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>8,027</b> | <b>8,851</b> | <b>11,372</b> | <b>12,536</b> |                 |                |              |              |              |

| 现金流量表 (百万元) |         |         |       |       | 重要财务与估值指标       |          |       |       |       |
|-------------|---------|---------|-------|-------|-----------------|----------|-------|-------|-------|
|             | 2022A   | 2023E   | 2024E | 2025E |                 | 2022A    | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流     | 787     | (2,416) | 2,284 | 1,563 | 每股净资产(元)        | 0.13     | 0.21  | 0.33  | 0.47  |
| 投资活动现金流     | 253     | (412)   | (412) | (413) | 最新发行在外股份(百万股)   | 6,167    | 6,167 | 6,167 | 6,167 |
| 筹资活动现金流     | (2,629) | 3,870   | 410   | 390   | ROIC(%)         | (21.99)  | 14.81 | 11.29 | 11.22 |
| 现金净增加额      | (1,589) | 1,042   | 2,282 | 1,541 | ROE-摊薄(%)       | (141.30) | 39.39 | 36.23 | 30.48 |
| 折旧和摊销       | 737     | 420     | 480   | 549   | 资产负债率(%)        | 90.28    | 85.46 | 82.26 | 76.85 |
| 资本开支        | (107)   | (414)   | (416) | (417) | P/E (现价&最新股本摊薄) | -        | 49.03 | 34.00 | 28.10 |
| 营运资本变动      | 1,235   | (3,475) | 981   | 17    | P/B (现价)        | 31.87    | 19.31 | 12.32 | 8.56  |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>