

中公教育 (002607.SZ)

前三季度毛利率恢复超 2019 年，关注业务旺季招生表现

买入

核心观点

2023Q3 归母净利润同增 135%，经营性现金流净额由负转正。2023Q1-3，公司实现营收 26.66 亿元/-31.54%；归母净利润为 2.42 亿元/扭亏增 +129.42%；扣非归母净利润为 2.42 亿元/+128.78%；2023Q3，公司营收为 9.38 亿元/-43.77%，归母净利润为 1.60 亿元/+134.55%，扣非归母净利润为 1.59 亿元/+153.31%。公司收入下滑系公司降低高退费班占比以及校区人数减少收款下滑综合影响，而利润改善系公司降本增效成果的显现。前三季度销售商品、提供劳务收到的现金为 19.28 亿元/-66.35%，报告期末合同负债金额为 31.59 亿元/-33.29%。同时公司 **2023Q3 单季实现经营性现金流净额 1.4 亿元，3 季度以来首次转正。**

毛利率恢复超 2019 年水平，降本增效助力期间费率持续优化。利润方面，前三季度中公教育毛利率为 57.9%/+20pcts，超 19 年同期水平 0.3pct；归母净利率为 9.1%/+30.2pct，扣非归母净利率为 9.1%/+30.7pct。期间费用率为 45.7%/-17.1pct，其中销售/管理/研发/财务费率分别同比 -7.5/-3.3/-4.2/-2.2pct，销售/管理/研发费用下降主要系公司降本增效，缩减销售/管理/非核心业务研发人员所致，财务费用下降系本期银行贷款利息及金融机构手续费减少所致。

招录赛道维持高景气，借款融资缓解资金压力。2024 年国考计划招录 3.96 万人/+6.7%。截至 10 月 24 日，新京报数据显示 2024 国考报名总人数达 291 万人再创历史新高。平均竞争比为 66:1，高于去年的 60:1，考试通过竞争更为激烈，我们分析线下公考培训机构将持续受益。报告期内公司向财信信托借款不超过 18 亿元（年利率 9.5%），用于补充公司流动资金及解决存量退费问题，后续借款到位有望进一步缓解公司资金压力。

风险提示：股东减持；招录波动、业务拓展放缓；行业竞争加剧；政策趋严

投资建议：考虑到高退班型推出以及关闭部分亏损网点，我们下调公司 2023-2024 年收入至 40.87/53.70 亿元（原预测为 68.45/85.96 亿元），新增 2025 年收入预测 67.43 亿元，同比-15%/31%/26%，下调 2023-24 年净利润至 5.47/10.68（原预测为 5.47/13.70 亿元，下调 2024 年预期系财务费用增加），新增 2025 年利润预测 14.68 亿元，EPS 为 0.09/0.17/0.24 元，对应 PE 估值为 46/23/17x。公司降本增效成效显著，经营数据已经进入环比改善通道。叠加 2024 年国考报名人数再创新高，当前就业形势背景下公司培训业务预计有望直接受益。但公司短期仍面临一定资金压力，公司业务的增长中枢仍需时间去重新确认，我们维持公司中线“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,912	4,825	4,087	5,370	6,743
(+/-%)	-38.3%	-30.2%	-15.3%	31.4%	25.6%
净利润(百万元)	-2370	-1102	547	1068	1468
(+/-%)	-202.8%	-53.5%	-149.6%	95.4%	37.4%
每股收益(元)	-0.38	-0.18	0.09	0.17	0.24
EBIT Margin	-35.3%	-22.3%	22.2%	25.1%	25.9%
净资产收益率 (ROE)	-125.4%	-141.3%	41.2%	44.6%	38.0%
市盈率 (PE)	-10.5	-22.6	45.5	23.3	16.9
EV/EBITDA	-14.5	-34.5	29.3	20.3	16.1
市净率 (PB)	13.16	31.87	18.74	10.38	6.44

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

社会服务·教育

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：钟潇

0755-82132098

zhongxiaoyao@guosen.com.cn

S0980513100003

证券分析师：张鲁

010-88005377

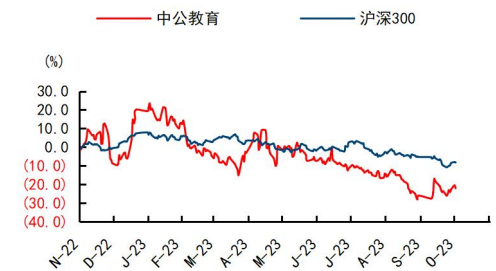
zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	3.95 元
总市值/流通市值	24361/19226 百万元
52 周最高价/最低价	6.38/3.64 元
近 3 个月日均成交额	408.30 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

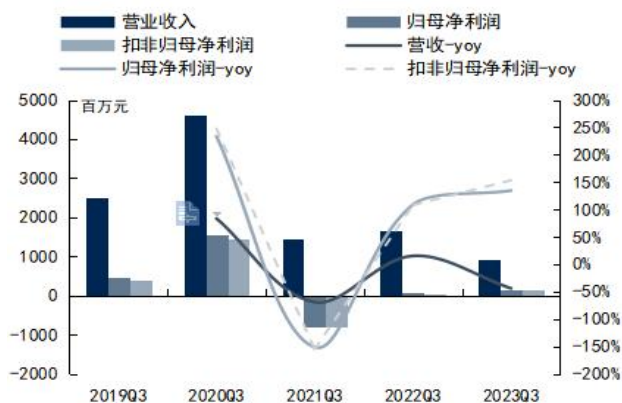
相关研究报告

《中公教育 (002607.SZ) 一深度跟踪报告-职教龙头的昨天、今天与明天》——2023-02-06

《中公教育-002607-2021 年三季报点评：内外部不利因素共振，期待寻找新的增长中枢》——2021-11-02

2023Q3 归母净利润同增 135%。2023Q1-3，公司实现营收 26.66 亿元/-31.54%；归母净利润为 2.42 亿元/扭亏增+129.42%；扣非归母净利润为 2.42 亿元/+128.78%；**2023Q3**，公司营收为 9.38 亿元/-43.77%，归母净利润为 1.60 亿元/+134.55%，扣非归母净利润为 1.59 亿元/+153.31%。公司收入下滑系公司降低高退费班占比以及校区人数减少收款下滑综合影响，而利润改善系公司降本增效成果的显现。前三季度销售商品、提供劳务收到的现金为 19.28 亿元/-66.35%，报告期末合同负债金额为 31.59 亿元/-33.29%。同时，公司 2023Q3 单季经营性现金流净额转正，系 3 季度来首次。

图1: 2019Q3-2023Q3 中公教育营收、业绩及增速



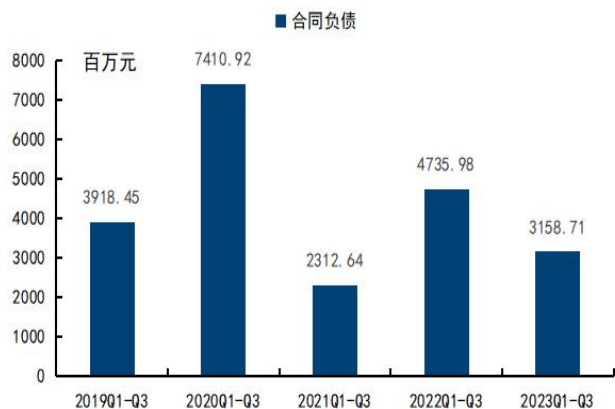
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 前三季度公司销售商品及提供劳务收到的现金



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 三季度期末公司合同负债情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司过往季度经营活动的现金流量净额



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率恢复超 2019 年水平，降本增效助力期间费率持续优化。利润方面，前三季度中公教育毛利率为 57.9%/+20pcts，超 19 年同期水平 0.3pcts；归母净利率为 9.1%/+30.2pcts，扣非归母净利率为 9.1%/+30.7pcts。期间费用率为 45.7%/-17.1pcts，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别同比 -7.5pcts/-3.3pcts/-4.2pcts/-2.2pcts，销售/管理/研发费用下降主要系公司降本增效，缩减销售/管理/非核心业务研发人员所致，财务费用下降系本期银行贷款利息及

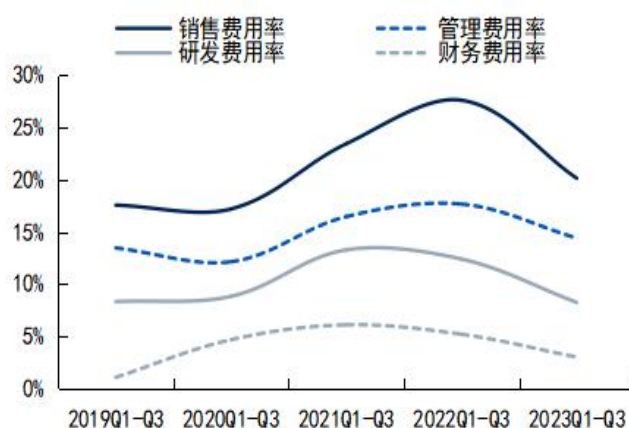
金融机构手续费减少所致。

图5: 2019Q1-3 到 2023Q1-3 公司利润率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 2019Q1-3 到 2023Q1-3 公司期间费用率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

招录赛道维持高景气, 借款融资缓解资金压力。2024 年国考计划招录 3.96 万人/+6.7%。截至 10 月 24 日, 新京报数据显示 2024 国考报名总人数达 291 万人再创历史新高。平均竞争比为 66:1, 高于去年的 60:1, 考试通过竞争更为激烈, 我们分析线下公考培训机构将持续受益。报告期内公司向财信信托借款不超过 18 亿元(年利率 9.5%), 用于补充公司流动资金及解决存量退费问题, 后续借款到位有望进一步缓解公司资金压力。

投资建议: 考虑到课程结构调整, 下调公司 2023-2024 年收入至 40.87/53.70 亿元(原预测为 68.45/85.96 亿元), 新增 2025 年收入预测 67.43 亿元, 同比-15%/31%/26%, 下调 2023-24 年净利润至 5.47/10.68(原预测为 5.47/13.70 亿元, 下调 2024 年预测系财务费用增加), 新增 2025 年预测 14.68 亿元, EPS 为 0.09/0.17/0.24 元, 对应 PE 估值为 46/23/17x。公司降本增效成效显著, 经营数据已经进入环比改善通道。叠加 2024 年国考报名人数再创新高, 当前就业形势背景下公司培训业务预计有望直接受益。但公司短期仍面临一定资金压力, 公司业务的增长中枢仍需时间去重新确认, 我们维持公司中线“买入”评级, 后续我们继续保持密切跟踪。

表1: 2023-2025 年中公教育收入预测

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	62.37	91.76	112.02	69.12	48.25	40.85	53.68	67.40
yoy		47.12%	22.08%	-38.30%	-30.19%	-15.33%	31.41%	25.55%
公务员招录面授培训	30.82	41.71	62.90	33.69	19.24	16.08	21.18	27.38
yoy		35.33%	50.80%	-46.44%	-42.89%	-16.40%	31.70%	29.25%
综合面授培训	8.28	16.14	17.81	16.70	13.22	11.58	15.94	19.98
yoy		94.93%	10.35%	-6.23%	-20.84%	-12.40%	37.60%	25.40%
事业单位招聘面授培训	7.85	14.01	12.74	10.19	8.80	7.33	9.80	12.38
yoy		78.47%	-9.06%	-20.02%	-13.64%	-16.70%	33.70%	26.30%
教师招录及教师资格面授培训	10.75	19.33	17.94	8.02	6.77	5.86	6.76	7.66
yoy		79.81%	-7.19%	-55.30%	-15.59%	-13.50%	15.50%	13.20%
毛利率(%)	59.08%	58.45%	59.23%	27.75%	38.24%	57.88%	58.10%	58.50%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (元)	总市值		EPS (元)				PE				ROE (22A)	PEG (23E)	投资 评级
			亿元	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E				
003032.SZ	传智教育	12.75	51.31	0.45	0.52	0.62	0.73	28.38	24.54	20.60	17.37	13.51	0.92	增持	
605098.SH	行动教育	40.09	47.34	0.94	1.90	2.42	3.03	42.70	21.10	16.58	13.23	13.17	0.50	增持	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

风险提示: 招录波动、业务拓展放缓; 行业竞争加剧; 股东减持; 政策、疫情等。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1970	385	3000	3000	4000	营业收入	6912	4825	4087	5370	6743
应收款项	260	231	156	221	286	营业成本	4994	2980	1340	1740	2178
存货净额	0	0	0	0	0	营业税金及附加	35	33	26	29	32
其他流动资产	38	5	31	25	30	销售费用	2105	1359	879	1074	1335
流动资产合计	2615	621	3187	3247	4316	管理费用	1316	936	598	761	930
固定资产	2065	2294	3009	3562	3937	研发费用	901	592	337	419	519
无形资产及其他	867	1162	1117	1071	1026	财务费用	492	239	132	219	150
投资性房地产	4711	3903	3903	3903	3903	投资收益	79	10	(10)	50	58
长期股权投资	47	47	62	83	95	资产减值及公允价值变动	(21)	(6)	15	45	100
资产总计	10305	8027	11278	11867	13277	其他收入	(814)	(559)	(373)	(269)	(369)
短期借款及交易性金融负债	3685	579	6913	5428	3943	营业利润	(2786)	(1277)	744	1374	1907
应付款项	282	287	77	110	151	营业外净收支	17	(5)	(15)	50	50
其他流动负债	3720	5784	2000	2555	3659	利润总额	(2769)	(1282)	729	1424	1957
流动负债合计	7687	6650	8991	8093	7752	所得税费用	(400)	(180)	182	356	489
长期借款及应付债券	0	0	200	400	600	少数股东损益	(0)	(0)	0	0	0
其他长期负债	729	597	761	979	1062	归属于母公司净利润	(2370)	(1102)	547	1068	1468
长期负债合计	729	597	961	1379	1662	现金流量表 (百万元)					
负债合计	8416	7248	9951	9472	9415	净利润	(2370)	(1102)	547	1068	1468
少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	1889	780	1326	2394	3862	折旧摊销	141	146	280	340	386
负债和股东权益总计	10305	8027	11278	11867	13277	公允价值变动损失	21	6	(15)	(45)	(100)
关键财务与估值指标						财务费用	492	239	132	219	150
每股收益	(0.38)	(0.18)	0.09	0.17	0.24	营运资本变动	(3200)	2807	(3781)	747	1158
每股红利	0.03	0.01	0.00	0.00	0.00	其它	(0)	(0)	0	0	0
每股净资产	0.31	0.13	0.22	0.39	0.63	经营活动现金流	(5406)	1858	(2970)	2110	2912
ROIC	-47.61%	-33.84%	13%	11%	15%	资本开支	0	(333)	(934)	(803)	(615)
ROE	-125.45%	-141.30%	41%	45%	38%	其它投资现金流	2622	347	0	0	0
毛利率	28%	38%	67%	68%	68%	投资活动现金流	2576	14	(950)	(824)	(627)
EBIT Margin	-35%	-22%	22%	25%	26%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	-33%	-19%	29%	31%	32%	负债净变化	0	0	200	200	200
收入增长	-38%	-30%	-15%	31%	26%	支付股利、利息	(196)	(52)	0	0	0
净利润增长率	-203%	-53%	-150%	95%	37%	其它融资现金流	(757)	(3352)	6334	(1486)	(1485)
资产负债率	82%	90%	88%	80%	71%	融资活动现金流	(1149)	(3456)	6534	(1286)	(1285)
股息率	0.8%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	(3980)	(1585)	2615	0	1000
P/E	(10.5)	(22.6)	45.5	23.3	16.9	货币资金的期初余额	5950	1970	385	3000	3000
P/B	13.2	31.9	18.7	10.4	6.4	货币资金的期末余额	1970	385	3000	3000	4000
EV/EBITDA	(14.5)	(34.5)	29.3	20.3	16.1	企业自由现金流	0	1696	(3756)	1294	2240
						权益自由现金流	0	(1656)	2680	(155)	843

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的6到12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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032