中公教育业绩变脸背后:五大谜团待解

(上接A1版)

2018年,中公教育营收62.37亿元,销售回款66.54亿元,超额4.17亿元;2019年营收91.76亿元,销售回款101.5亿元,超额9.74亿元;2020年营收112.02亿元,销售回款138.88亿元,超额26.86亿元(表1)。

连续三年,公司销售回款超出营收的金额都是逐年增加,因而也使得每年末的预收款余额逐年增加,到2020年末已达49.25亿元。

2021年,情况逆转。今年前三季度,公司销售收入大幅下滑至63.01亿元的同时,销售回款也仅有37.64亿元,二者有着超过25亿元的差额,预收款余额下滑至23.13亿元。

具体来看分季度的数据(表2)。

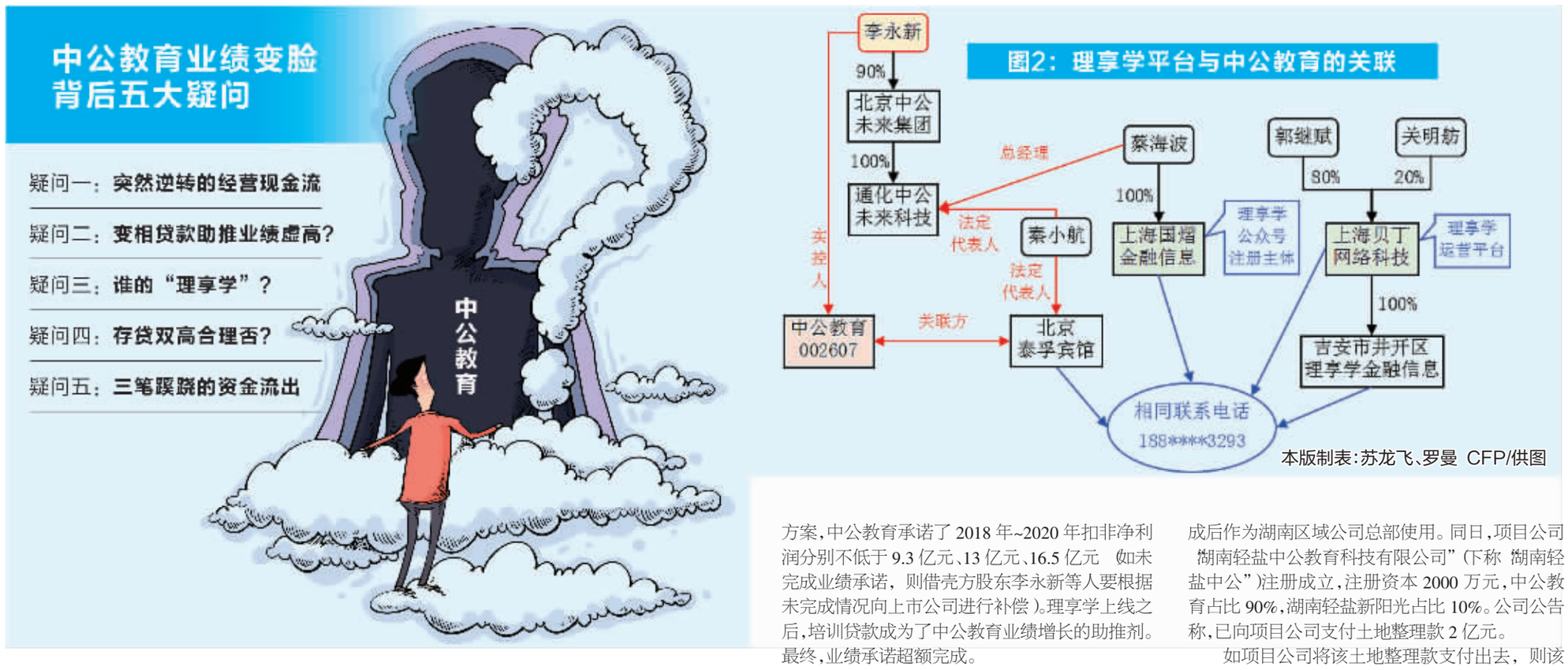
第一季度,公司实现营收20.52亿元,销售所得现金为22.58亿元,微超收入2.06亿元,尚符合正常状态;

第二季度,公司实现营收28.04亿元,销售所得现金为20.11亿元,低于收入7.93亿元,说明销售回款状况在恶化;

第三季度,公司实现营收仅为14.45亿元,而销售所得现金更是-5.05亿元,销售回款较营业收入的差额进一步扩大至19.5亿元。

值得注意的是,中公教育第三季度销售所得现金为-5.05亿元,说明销售回款发生了5.05亿元的资金净流出。翻译得直白一点就是,当季既有收款也有退款,但是退款的金额大于收款的金额,所以导致现金净流出。这种情况在中公教育此前各季度中从未出现过。

曾从事上市公司审计的注册会计师陈星(化名)分析,"第三季度净退款达到了5亿,考虑到第三季度仍有新学员预收款进账,则实际的退款远超过5亿"。他同时就单季度净退款5亿元的合理性提出疑问,"这些退款都是之前收取的预收款,那么预收款是否存在虚增"?



本版制表:苏龙飞、罗曼 CFP/供图

疑问二:变相贷款助推业绩虚高?

如前所述,中公教育的预收款项来自于学员预先缴纳的培训费。如果预收款的收款速度快于培训完成(即收入确认)的速度,则预收款的余额会不断积累。前述数据显示,过去几年,中公教育在营业收入连年增长的同时,年末的预收款余额也不断增长,2018年-2020年分别为19.2亿元、26.34亿元、49.25亿元。

中公教育的预收款余额往年何以大幅增长,而今年第三季度又何以大规模退款?

这或与中公教育推出的培训贷款产品"理享学"不无关系。

公开信息显示,中公教育将培训项目分成"普通班"与"协议班"两大类,普通班属于常规缴纳费用参加培训的模式,协议班则是双方签署协议,如若学员考试未通过或公务员招考未被录取,培训费可以部分或全额退还。

由于协议班有"考不过退费"的有利因素,培训价格也明显高于普通班。证券时报记者电话咨询获悉,中公教育省级公务员考试线下授课类培训,协议班价格为3万元至5万元,普通班价格为2万元左右。从中公教育披露的数据来看,历年协议班的收入贡献都超过75%,说明多数学员都选择了性价比更高的协议班。

2019年,中公教育在协议班的基础上推出了"0元入学"、"1元占座"等产品,并广为宣传。该等产品名义上不用花钱或者只花1元就能享受培训服务,实际上却是培训贷款产品——理享学。

理享学的核心模式是:学员不用预先支付现金缴纳培训费,但可以通过申请贷款的方式缴纳,所贷得款项由资金方直接支付给中公教育;如若招考通过,则贷款到期由学员自行还款给资金方;如果招考不通过,则贷款到期由中公教育替学员还款(相当于退费给学员);无论考试通过与否,贷款存续期间的利息都由中公教育承担。

原先协议班的"不过包退"已经令学员觉得颇具性价比了,之后又叠加具有"无息贷款"性质的理享学,自然进一步强化了对学员的吸引力。

在广泛的营销攻势之下,理享学成为了拉动中公教育业绩与现金流增长的利器。

那么,如何评估理享学对中公教育业绩与现金流的拉动作用?

中公教育财务费用中连年增长的"手续费"提供了佐证。该项费用从2018年的3555万元跃升至2020年的2.92亿元,今年上半年该项支出仍有1.56亿元。

对于手续费的用途及增长原因,公司解释称,一方面"随着公司的业务规模扩张,公司的刷卡及线上支付的手续费有所增加",另一方面"公司加大了与金融机构的合作力度,学员可以向金融机构贷款支付培训费用,中公教育承担相应的利息成本,导致该部分手续增长较多"。

翻译得直白一点,中公教育的手续费主要由两部分组成:一是学员刷卡或在线支付培训费时,公司承担的交易手续费;二是学员通过贷款支付培训费时,公司承担的利息成本。

中公教育支付的手续费当中,有多少是交易手续费,多少是学员贷款的利息成本?陈星分析,通过中公教育手续费与培训收入的比值可以间接推算。

计算显示,中公教育近年手续费与培训收入的比率持续上升,从2018年的0.57%提高至今年上半年的3.22%(表3)。

2018年,中公教育支付的手续费为3555万元,由于该年度还未推出理享学贷款产品,应全部是刷卡或线上支付产生的交易手续费,该金额对应62.14亿元培训收入的比值为0.57%。考虑到学员基本上通过刷卡或者线上支付培训费,鲜少通过现金的方式付款,因而,手续费与教育培训收入的比值0.57%,与刷卡、微信支付等的0.6%手续费率基本吻合。

自2019年起,因中公教育推出了理享学贷款产品,其手续费支出与培训收入的比率逐步提升。那么,2019年之后,假如仍按照0.57%的比率计算学员支付培训费时产生的交易手续费,则超出部分可视作中公教育因学员贷款而支付的利息。按此计算,2019年、2020年、2021年上半年,中公教育为学员贷款而支付的利息大约分别为4674万元、2.28亿元、1.28亿元。

学员向金融机构申请培训贷款的利率是多少呢?证券时报记者获得的一份某学员的贷款协议显示,其贷款金额为4.18万元,放款银行为浦发银行,贷款期限自2021年9月6日至2022年8月15日,利率7.1%,折算年化利率约为7.5%。而此前济南时报等媒体从中公教育学员处获悉,培训贷款年化利率为6.6%,放款方为信托机构。

假设按照年化利率均值7%计算,根据前述计算的利息支出,则中公教育2019年、2020年、2021年上半年借助学员贷款获得的资金,可能分别超过6.6亿元、32亿元、18亿元,对应相应区间培训收入的比值分别为7.3%、29%、37%。至于这其中有多少金额转化成了收入,多少金额因学员未通过招考而退还给了金融机构,则不得而知。

可以确认的是,该等几亿乃至几十亿元的资金,本质上是中公教育以学员的名义获得的变相贷款,利息也由中公教育承担。

理享学贷款产品的推出,相当程度上既助推了中公教育业绩的提升,也促进了预收款项的大幅增长。

证券时报记者近期分别电话咨询了北京、武汉、深圳等地的中公教育分支机构,获悉公司降低了推广理享学产品的强度,如要申请培训贷款,须预先支付2000元至3000元的额外费用,以获得贷款资格(且不予退还),而不再是往年的"0元入学"、"1元占座"。

是否因为往年推理享学贷款产品过于激进,才导致了今年的业绩变脸,甚至于第三季度发生超过5亿元的净退款?

陈星表示:"这种特殊的商业模式对投资者做判断)有重要意义。通常预收款(合同负债)都被认为是会结转为收入的,现在由于变相贷款及退款的存在,就干扰了投资者的判断。中公教育应该披露预计的退款率,投资者才能判断对后期收入的实际影响。"

疑问三:谁的"理享学"?

理享学在中公教育业务模式中承担了重要角色,但公司对此一直"隐而不表",从未在上市公司公告中做过正式披露,甚至年报中都不见"理享学"的字眼及模式说明。

据了解,理享学是一个在线助贷平台,中公教育的学员通过在线的方式提交贷款申请,所需提交的材料包括学员与中公教育签署的培训协议、学员的贷款申请书等,理享学平台再提交至相关信托、银行等金融机构审核放款。

中公教育在向学员介绍时,均称理享学系第三方平台,公司与其仅仅是业务上的合作关系。证券时报记者拨打理享学客服电话,客服人员也回复称他们是独立平台,与中公教育只是合作关系。

记者电话咨询获悉,中公教育与理享学在培训贷款上是互为唯一的合作伙伴。即,中公教育的学员如果要办理公司贴息的培训贷款,只能通过理享学平台申请;而理享学平台也只接收中公教育学员提交的贷款申请。

那么,中公教育与理享学果真互为独立,仅仅是商业合作关系吗?

理享学的官网显示,其运营公司为上海贝丁网络科技有限公司(下称"上海贝丁"),该公司全资持有吉安市井开区理享学金融信息服务有限公司(下称"理享学金融")。上海贝丁的上层股东为两位自然人——郭继斌、关明舫,持股比例分别为80%、20%。从上海贝丁的股权结构来看,确实与中公教育不存在关联。

不过,证券时报记者发现,理享学微信公众号的注册主体为上海国熠金融信息服务有限公司(下称"上海国熠"),该公司的全资股东为自然人蔡海波。经查询,蔡海波同时担任了通化中公未来科技发展有限公司(下称"通化中公未来")的总经理,而通化中公未来的大股东,正是中公教育的实控人李永新。并且,通化中公未来的法定代表人秦小航,同时也是北京泰孚宾馆中公教育公开披露的关联方。

此外,北京泰孚宾馆、上海国熠、上海贝丁、理享学金融四家公司的工商登记信息里,有一个共同的联系电话188****3293。记者数次拨打该号码,皆处于无人接听状态。

根据前述追踪,证券时报记者绘制出了理享学与中公教育的关联图(图2)。

由此可见,中公教育宣称为独立第三方的理享学,实际与中公教育有着隐秘的关联。这也解释了为何二者在培训贷款上紧密捆绑,互为唯一合作方。

如此,一个在中公教育的业务中有着重要角色的贷款模式,在上市公司的公告中未见任何披露。

而中公教育又为何要在2019年推出理享学培训贷款?根据理享学官网信息,2019年1月,理享学团队起航,这个时间点正好是中公教育借壳亚夏汽车完成交割的时间点。根据借壳方案,中公教育承诺了2018年-2020年扣非净利润分别不低于9.3亿元、13亿元、16.5亿元(如未完成业绩承诺,则借壳方股东李永新等人要根据未完成情况向上市公司进行补偿)。理享学上线之后,培训贷款成为了中公教育业绩增长的助推剂。最终,业绩承诺超额完成。

疑问四:存贷双高合理否?

在过去几年,中公教育的日常经营都有着良好的现金流,账上资金非常充沛。在此情况下,中公教育又进行了大额的借款,且借款规模逐年增长。于是,中公教育形成了外界所疑虑的"存贷双高"现象。

数据显示,2018年-2020年,中公教育货币资金+理财产品的期末余额分别为47亿元、64亿元、89.2亿元,同期的银行借款余额分别为16.1亿元、28.7亿元、39.8亿元(表4)。

监管问询函曾问及中公教育,为什么在资金充裕的情况下还要进行大额借款?中公教育给出的主要解释是,公司需要充足的资金以应对可能的退费。陈星认为,这个解释牵强。

从数据来看,中公教育2017年-2020年每年的经营性净现金流都远高于净利润,盈利质量较高(表5)。所谓经营性净现金流,就是每年经营结束后到手现金的净增加额。这主要是因为每年有大量预收款(学员通过理享学贷款支付的培训费也计入预收款),因而在资金层面能够保持极好的流动性。

经营性净现金流扣除年内购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金之后,便是企业的自由现金流,这是企业在满足日常经营及资本性支出之后的余额。2017年-2020年,中公教育的自由现金流分别达到8.4亿元、11.45亿元、17.54亿元、35.57亿元。

陈星说:"中公教育每年的经营性净现金流,在用于资本性支出以及支付年度股利后,仍有富余。因此,即使没有借款,公司的现金流仍然充沛,并足以应付退费所需资金,那公司2018年开始大幅举债的合理性存疑。"

特别是,2018年-2020年,中公教育都存在通过质押存款的方式获得短期借款的情况。2018年,中公教育有13.97亿元短期借款,通过质押18亿元的定期存款获得;2019年,同样有13.97亿元短期借款,通过质押15亿元定期存款获得;2020年,有4.8亿元的短期借款通过质押5亿元定期存款获得。

这个操作让人费解。为了取得一定金额的贷款,反而质押了金额更高的存款。既然有那么多存款,直接取用即可,何需多此一举再去贷款?

市场之所以对不能合理解释的"存贷双高"存有疑虑,主要是因为以"两康"为代表的出现过"存贷双高"的上市公司,不少被爆出现金存款虚增。

疑问五:三笔蹊跷的资金流出

在现金流充沛的情况下进行大额借款不合常理的同时,中公教育还有几笔大额资金流出显得蹊跷。

举例一:2019年6月,中公教育与湖南轻盐新阳光产业发展投资有限公司(下称"湖南轻盐新阳光")签署"南湖巷项目"合作开发协议,项目建成后作为湖南区域公司总部使用。同日,项目公司"湖南轻盐中公教育科技有限公司"(下称"湖南轻盐中公")注册成立,注册资本2000万元,中公教育占比90%,湖南轻盐新阳光占比10%。公司公告称,已向项目公司支付土地整理款2亿元。

如项目公司将该土地整理款支付出去,则该笔款项会计入"在建工程"科目,但在2019年和2020年年报在建工程科目明细中均未见该项目,意味着该笔款项未实际投入项目建设。

而中公教育2019年年报前五大其他应收款对象中,出现了一家名为长沙市南湖新城建设开发有限责任公司,应收款金额恰好是2亿元,占该年其他应收款总额的比例为78%。该笔款项的性质为,中公教育向该公司支付的"押金及保证金"。

中公教育2020年现金流量表显示,该笔款项已经收回,该公司也从前五大其他应收款对象中消失。如此看来,该笔款项的性质和用途存疑。

举例二:中公教育2020年前五大其他应收款对象中,出现了一家新面孔——辽宁瀚辉实业有限公司(下称"辽宁瀚辉实业"),金额同样是2亿元,占年末其他应收款总额的比例为66%,性质同样是"押金及保证金"。

中公教育在2020年年报中称:2020年1月13日,北京中公与辽宁瀚辉实业有限公司签订《未来学习城项目合作协议》,双方合作开发未来学习城项目;北京中公投入2亿元项目保证金。

工商信息显示,辽宁瀚辉实业成立于2019年6月19日,注册资本为500万元,实缴资本为0,股东为两位自然人刘春立(60%)、李旭亮(40%)。看上去该公司与中公教育无关联,但该公司与辽宁中公教育科技有限公司、沈阳盛世恒信互联网金融有限公司、沈阳中巨物业管理有限公司这3家公司在工商登记信息中,有共同的联系电话159****5696。记者数次拨打该号码,皆无人接听。

这3家公司中,第1家系中公教育的子公司,另外2家的法定代表人分别为秦小航、蔡海波,这2人是中公教育关联方——北京汇友致远投资中心(有限合伙)的份额持有人,同时也在前述理享学平台的关联信息中出现过。

因而,这笔2亿元款项的实际支出性质存疑,且疑似关联方交易未充分披露。

举例三:中公教育2020年年报的"其他非流动资产"明细中列示了一笔5亿元的"投资款",不过,对于该投资款的具体用途,中公教育未作说明。

证券时报记者追溯发现,2020年12月10日,中公教育公告,公司拟收购六安亚夏润南汽车文化投资有限公司(下称"亚夏润南")的全资子公司——六安亚中房产信息咨询有限公司、六安中科房产信息咨询有限公司100%股权(分别简称"六安亚中"、"六安中科"),交易总价5.61亿元。

转让方承诺,将于2021年3月31日前将转让方所有的位于六安市裕安经济开发区的建筑面积为1.31万平方米的房产(房产1)、面积为9.39万平方米的房产(房产2)的所有权划拨至目标公司六安亚中和六安中科名下,目标公司取得不动产权证书。转让方保证,目标公司股权交割至受让方时,除持有房产1及房产2外,不存在其他资产及负债。

换句话说,中公教育实际是通过收购两家公司的方式购买两处房产。中公教育未做披露的是,该房产转让方的实控人为原亚夏汽车(即中公教育的借壳对象)实控人周夏耘,卖壳之后周夏耘仍持有上市公司1.28%股权。

根据交易方案,转让款价分三期支付,其中前两期支付的金额合计正好为5亿元。协议约定,受让方向转让方支付前两期转让款后的1个月内,转让方和受让方配合递交工商变更资料。

截至目前,两家目标公司的股权仍未变更至中公教育名下。而中公教育2021年半年报显示,前述5亿元的"投资款"仍然在列。

陈星表示:"综合资产结构和现金流的分析,财务数据异常的情况还是比较多。"在此之前,交易所向中公教育发出了数份问询函、关注函。这诸多的异常,也成了中公教育股价在一年时间里重挫近八成的脚注。记者就相关问题电话及邮件联系中公教育,并发送采访提纲,截至发稿未获回应。

表1:中公教育营业收入与销售回款对比(亿元)

	2018	2019	2020	2021Q3
营业收入	62.37	91.76	112.02	63.01
销售商品、提供劳务收到的现金	66.54	101.50	138.88	37.64
现金回款较营业收入超额	4.17	9.74	26.86	-25.37
预收款项	19.20	26.34	49.25	23.13

表2:中公教育各季度收入与销售回款对比(亿元)

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	合计
营业收入	20.52	28.04	14.45	63.01
销售商品、提供劳务收到的现金	22.58	20.11	-5.05	37.64
现金回款较营业收入超额	2.06	-7.93	-19.50	-25.37
预收款项	50.71	42.29	23.13	

表3:中公教育收入与手续费对比

	2018	2019	2020	2021H
培训收入(万元)	621375.30	911932.57	1113890.17	482853.15
手续费(万元)	3555.09	9891.23	29158.20	15556.38
比率	0.57%	1.08%	2.62%	3.22%

表4:中公教育货币资金与银行借款对比(亿元)

	2018	2019	2020	2021Q3
货币资金+理财	47.01	64.02	89.19	23.52
借款	16.07	28.67	39.76	48.44

表5:中公教育自由现金流充沛(亿元)

	2017	2018	2019	2020	2021Q3
净利润	5.24	11.53	18.05	23.04	-8.91
经营活动产生的净现金流	9.99	14.08	24.74	48.82	-36.46
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1.59	2.63	7.20	13.25	28.27
差额(自由现金流)	8.40	11.45	17.54	35.57	-64.72
支付股利			14.19	14.80	

零售价:RMB 4元 HKD 5元 北京 长春 济南 西安 杭州 上海 无锡 长沙 成都 深圳 福州同时印刷 本报地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T1写字楼57-59楼 邮编:518038