

买入

高质量成长，保持既有扩张步伐

中教控股 (839.HK)

2021-12-7 星期二

投资要点

目标价: **18.6 港元**
 现价: 13.20 港元
 预计升幅: 41%

重要数据

日期	2021/12/6
收盘价 (港元)	13.20
总股本 (亿股)	23.89
总市值 (亿港元)	315.4
净资产 (亿港元)	141.5
总资产 (亿港元)	321.9
52 周高低 (港元)	20.80/11.30
每股净资产 (港元)	5.78

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

于果和谢可滔先生，一致行动人，
 持股占比约 62.8%

相关报告

中教控股(839.HK)深度报告-民办高教龙头,行业的出色整合者-20210224
 中教控股(839.HK)更新报告-整合能力再度验证,新一轮并购蓄势待发-20210429

研究部

姓名: 李承儒
 SFC: BLN914
 电话: 0755-21519182
 Email: licr@gyzq.com.hk

21 财年业绩超预期，收入和经调整净利润分别+37.5%和 57%:

于 FY21, 受益于内生增长及海经院并表, 期内公司实现收入约 36.8 亿元, 较去年同期的 26.8 亿元同比+37.5%;毛利 21.8 亿元, 同比+35.9%, 毛利率为 59.1%, 去年同期为 59.8%。剔除汇兑开支、一次性转设分手费 (2.6 亿元) 等影响后, 经调整归母净利润约 15.5 亿元, 同比+57%, 经调整归母净利率为 42%, 同比+5.3pcts; 经调整 EBITDA 约 21.9 亿元, 同比+48%, EBITDA 率同比提升 4.2pcts 至 59.3%; 派息比率 50%。费用上, 期内公司销售/管理费用率分别同比-0.4/-1.0pct 至 4.6%/12.9%。

高品质办学，运营整合实力保持高水准，学生人数显著增加:

以相同学校基准, 公司基准毛利率同比提升 1.0pct 至 60.8%, 体现整合能力。拆分内生及外延增长, 据测算海经院的并表于 FY21 约带来 6.5 亿收入及约 1.4 亿归母净利, 较并表前 7000-8000 万的年净利润大幅提升。若剔除海经院并表的外延贡献, 内生收入同比+13%, 经调整内生净利同比+40%。FY21 在校生为 24 万人, 同比+33%, 剔除海经院 4.5 万在校生并表贡献, 内生增长约 8%。期内公司三所独立学院 100%完成转设, 转设后新生入学数较转设前提升超 50%。大湾区 2 个新校区投用, 大湾区学校最大容量可达 10 万人。于 FY22 新财年, 21 年 10 月在校生人数为 27.96 万, 较去年同期的 24 万同比+34%。新入学人数 5.53 万人, 同比+34%。截至 FY21 末, 公司在手现金约 50 亿元, 资产负债率 28%。现金充足, 新一轮并购箭在弦上。

维持买入评级，目标价 18.6 港元:

我们的观点: 中教作为高教行业龙头和出色整合者, 高品质办学, 将显著受益于现代化职教政策东风。公司大湾区学校容量充足、已并购学校持续整合、已转设的独立学院学额及学费提升构成内生增长动力, 外延并购保持既有步伐。预计 FY22 至 FY24 营收分别为 47.1/54.5/63.4 亿元, 同比+27.8%/+15.7%/+16.4%, 归母净利润 18.2/21.4/25.6 亿元, 同比增长+25.9%/+17.9%/+19.2%。维持买入评级, 目标价 18.6 港元, 对应 FY22 财年 PE 约 20 倍。

人民币百万元	FY20A	FY22A	FY22E	FY23E	FY24E
营业收入	2,678	3,682	4,707	5,447	6,338
同比增长(%)	37.0%	37.5%	27.8%	15.7%	16.4%
毛利率(%)	59.8%	59.1%	61.2%	61.4%	61.7%
归母净利润	633	1,444	1,818	2,143	2,556
同比增长(%)	6.8%	128.0%	25.9%	17.9%	19.2%
归母净利率(%)	23.6%	39.2%	38.6%	39.3%	40.3%
每股收益(元)	0.313	0.650	0.761	0.897	1.070
PE@13.20HKD	34.6	16.6	14.2	12.1	10.1

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理

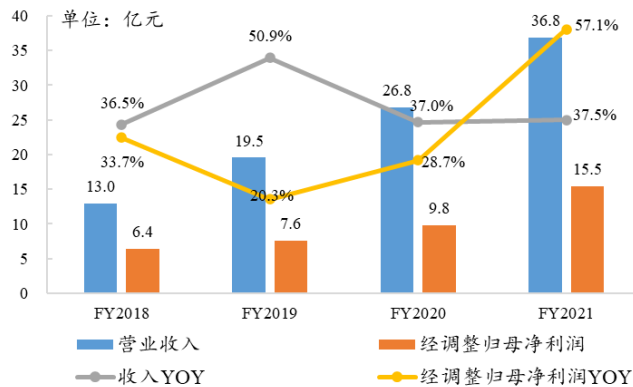
报告正文

21 财年业绩超预期，收入和经调整净利润分别+37.5%和 57%：

于 FY21，受益于内生增长及海经院并表，期内公司实现收入约 36.8 亿元，较去年同期的 26.8 亿元同比+37.5%；毛利 21.8 亿元，同比+35.9%，毛利率为 59.1%，去年同期为 59.8%。剔除汇兑开支、一次性转设分手费（2.6 亿元）等影响后，经调整归母净利润约 15.5 亿元，同比+57%，经调整归母净利率为 42%，同比+5.3pcts；经调整 EBITDA 约 21.9 亿元，同比+48%，EBITDA 率同比提升 4.2pcts 至 59.3%；派息比率 50%。费用上，期内公司销售/管理费用率分别同比-0.4/-1.0pct 至 4.6%/12.9%，在外延扩张延续的前提下，销售费用下降体现旗下学校较强的办学口碑，管理费用率下降主要是由于规模效应及降本增效。

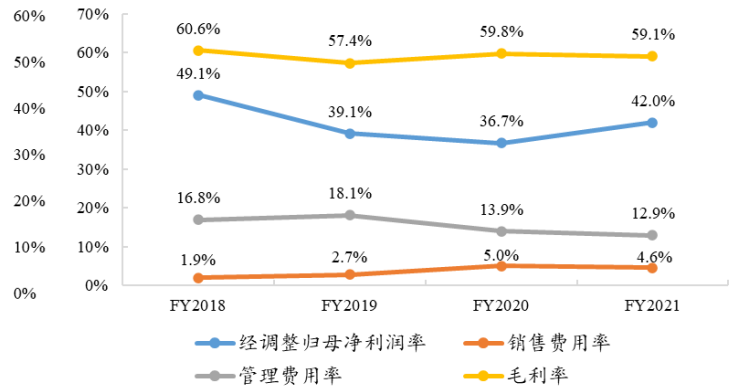
从各业务分部看，高等教育营收为 27.6 亿元，同比+58%，贡献营业利润 13.6 亿元，同比+65.3%。职业教育营收为 7.0 亿元，同比-4.5%，贡献营业利润 3.4 亿元同比-12.7%。国际教育营收为 2.2 亿元，同比+11.5%，贡献营业利润 7,498 万元，同比+14.7%。职业教育板块出现下滑的主要原因是郑州学校所在地区疫情反复，疫情管控影响线下招生。

图 1：中教控股收入及利润率水平



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 2：中教控股费用率及利润率水平



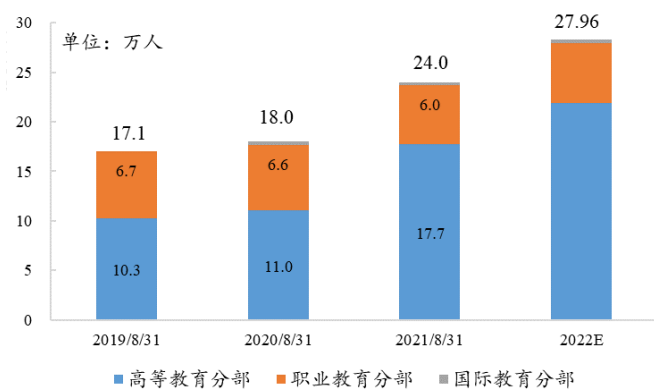
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

高品质办学，运营整合实力保持高水准，学生人数显著增加：

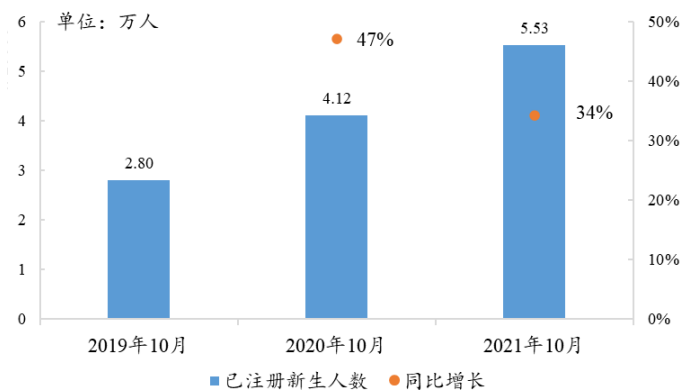
以相同学校基准，公司基准毛利率同比提升 1.0pct 至 60.8%，体现整合能力。拆分内生及外延增长，据测算海经院的并表于 FY21 约带来 6.5 亿收入及约 1.4 亿归母净利润，较并表时 7000-8000 万的年净利润大幅提升。若剔除海经院并表的外延贡献，内生收入同比+13%，经调整内生净利同比+40%。公司整合实力出色，以并表一年的海经院为例，今年新设 4 个行业学院，最新一届的新入学生超过 70% 入读行业学院等高端课程及专业，较去年 50% 的水平进一步提升。期内公司三所独立

学院 100% 完成转设，转设后新生入学数较转设前提升超 50%。大湾区 2 个新校区投用，大湾区学校最大容量可达 10 万人。

在校生人数稳健增长，新一轮并购值得期待。 FY21 在校生为 24 万人，同比+33%，剔除海经院 4.5 万在校生并表贡献，内生增长约 8%。于 FY22 新财年，21 年 10 月在校生人数为 27.96 万，较去年同期的 24 万同比+34%。新入学人数 5.53 万人，同比+34%。截至 FY21 末，公司在手现金约 50 亿元，资产负债率 28%。现金充足，新一轮并购箭在弦上。

图 3：中教控股各分部在校生人数


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 4：中教控股新学年已注册新生人数


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

维持买入评级，目标价 18.6 港元：

我们的观点：中教作为高教行业龙头和出色整合者，高品质办学，将显著受益于现代化职教政策东风。公司大湾区学校容量充足、已并购学校持续整合、已转设的独立学院学额及学费提升构成内生增长动力，外延并购保持既有步伐。预计 FY22 至 FY24 营收分别为 47.1/ 54.5/ 63.4 亿元，同比+27.8%/ +15.7%/ +16.4%，归母净利润 18.2/ 21.4/ 25.6 亿元，同比增长+25.9%/+17.9%/+19.2%。维持买入评级，目标价 18.6 港元，对应 2022 财年动态 PE 约 20 倍。

风险提示：

行业政策变动、学额和学费增长不及预期、外延并购不及预期。

财务报表摘要
资产负债表

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	5,041	5,876	8,507	10,207	12,222
货币资金	3,443	3,327	5,880	7,493	9,413
受限银行存款	100	101	101	101	101
应收账款及其他应收款	594	752	827	910	1,001
按公允价值列账的资产	823	1,620	1,620	1,620	1,620
其他流动资产	80	75	79	83	87
非流动资产	12,934	20,871	20,382	20,840	21,298
固定资产	6,847	12,126	12,655	13,185	13,715
预付租金与使用权资产	1,511	1,493	1,444	1,394	1,345
商誉	1,792	3,211	3,211	3,211	3,211
无形资产	2,299	3,221	2,253	2,231	2,208
合约成本	109	95	95	95	95
其他非流动资产	377	725	724	724	724
资产总计	17,975	26,747	28,889	31,047	33,520
流动负债	3,379	6,249	6,996	7,573	8,248
合约负债	1,239	2,266	2,896	3,352	3,900
应付账款及其他应付款项	1,447	1,935	1,974	2,013	2,054
短期借款	292	1,473	1,547	1,624	1,705
递延收入	57	57	57	57	57
其他流动负债	345	517	522	527	531
非流动负债	5,689	8,741	9,048	9,357	9,669
长期借款	2,387	4,618	4,918	5,218	5,518
递延税项负债	740	967	1,016	1,067	1,120
租赁负债	86	83	83	83	83
可换股债券	2,428	2,244	2,201	2,159	2,116
其他非流动负债	48	829	830	831	832
负债合计	9,067	14,990	16,044	16,930	17,917
股本	0	0	0	0	0
储备	8,573	10,919	11,828	12,900	14,178
少数股东权益	334	837	1,017	1,217	1,426
所有者权益合计	8,907	11,757	12,846	14,117	15,604
负债及权益合计	17,975	26,747	28,889	31,047	33,520

现金流量表

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
除税前利润	730	1,511	2,051	2,405	2,838
折旧	256	274	508	528	547
无形资产摊销	16	23	72	72	72
财务费用	93	162	207	240	279
营运资金的变动	-549	1,652	548	369	457
经营活动产生现金流量净额	911	3,583	3,334	3,551	4,119
投资活动产生现金流量净额	-2,591	-3,696	-988	-1,008	-1,028
融资活动产生现金流量净额	1,630	229	207	-930	-1,172
现金净变动	-49	116	2,553	1,613	1,920
现金的期初余额	3,497	3,443	3,327	5,880	7,493
现金的期末余额	3,391	3,327	5,880	7,493	9,413

利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,678	3,682	4,707	5,447	6,338
营业成本	-1,077	-1,507	-1,826	-2,103	-2,428
毛利	1,601	2,175	2,880	3,344	3,911
其他收入等	132	236	145	145	145
销售费用	-135	-168	-202	-218	-241
管理费用	-372	-474	-565	-626	-697
财务费用	-93	-162	-207	-240	-279
除税前溢利	730	1,511	2,051	2,405	2,838
所得税	-19	-39	-53	-62	-74
净利润	710	1,472	1,998	2,343	2,765
少数股东损益	77	28	180	199	209
归母净利润	633	1,444	1,818	2,143	2,556
EPS(元)	0.313	0.650	0.761	0.897	1.070

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性(%)					
营业收入增长率	37.0%	37.5%	27.8%	15.7%	16.4%
毛利增长率	42.8%	35.9%	32.4%	16.1%	16.9%
净利润增长率	3.4%	107.2%	35.7%	17.3%	18.0%
归母净利润增长率	6.8%	128.0%	25.9%	17.9%	19.2%
盈利能力(%)					
毛利率	59.8%	59.1%	61.2%	61.4%	61.7%
净利率	26.5%	40.0%	42.4%	43.0%	43.6%
归母净利润率	23.6%	39.2%	38.6%	39.3%	40.3%
经调整净利率	36.7%	-	-	-	-
ROE	8.0%	14.0%	14.8%	15.9%	17.2%
ROA	3.8%	6.5%	6.5%	7.2%	7.9%
偿债能力(%)					
资产负债率	50.4%	56.0%	55.5%	54.5%	53.5%
流动比率	1.49	0.94	1.22	1.35	1.48
经营现金流/流动负债	27.0%	57.3%	47.7%	46.9%	49.9%
营运能力(次)					
固定资产周转率	0.39	0.30	0.37	0.41	0.46
每股资料(元)					
每股收益	0.313	0.650	0.761	0.897	1.070
每股净资产	3.99	5.17	5.38	5.91	6.53
估值比率(倍)					
PE@13.2HKD	34.6	16.6	14.2	12.1	10.1
PB	2.7	2.1	2.0	1.8	1.7

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。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。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>