

中教控股 (0839 HK)

20 年业绩超预期，21 年料有更优表现

中教控股 0839.HK 公布截至 2020 年 8 月 31 日止的 20 财年业绩：集团收入同比增长 37% 至 26.78 亿元人民币（下同），比我们的预期低 2.8%；毛利同比增长 42.8% 至 16 亿元，毛利率 58.6%，同比提升 1.2 个百分点；撇除汇兑损失及因疫情退还部分住宿费等因素后归属股东的经调整核心净利润同比增长 36.9% 至 10.47 亿元，较我们的预期高 13%，较市场一致预期高 11%。展望 21 财年：集团于 9 月完成收购海口经济学院，该校在校生成人数逾 4 万人；旗下两所独立学院已完成转设，另一所独立学院转设工作也顺利进展中。相信未来一年，在内生及外延双轮驱动下，业绩会有更优表现。截至 11 月底，集团在校生成人数超 22 万人，是目前港股上市公司中在校生成规模最大的高等教育集团。我们看好集团未来业绩增长潜力，维持买入评级。

20 财年业绩超市场预期

20 财年以为疫情关系，集团旗下学校共产生 6239 万元住宿费退费，这是一次性非正常因素，撇除退费及汇兑损益、以股份为基础的付款、可换股债券的公平值变动等非经营性因素，公司拥有应占正常化净利润 10.47 亿元，同比增长 36.9%，较我们的预期高 13%，也较市场一致预期高 11.1%。收入 26.78 亿元，同比增 37%，其中高等教育分部的收入 17.44 亿（+36.5%yoy）、职业教育分部收入 7.36 亿元（+8.7%yoy）、国际教育分部收入 1.97 亿元。

21 财年业绩料有更优表现

今年 8 月，集团公告收购海口经济学院 60% 股权，并于 9 月并表。海口经济学院在校生成人数超 4 万人，尤其是 20/21 学年本科专科新生学额大幅增长。该校预计 21 财年贡献收入超 7 亿元。目前该校利润率较集团旗下成熟运营的本科院校尚有差距，偿还高贷款后未来利润改善可期。除了外延式并购带来的推动力，截至 11 月底集团 20/21 财年普通高等教育新生入学人数 4.4 万人，同比大增 57%。

旗下三所独立学院已有两所完成转设

集团旗下三所独立学院，松田学院和重庆南方翻译学院已经于 11 月由教育部公示完成转设，山东泉城学院转设也已经由山东省教育厅批准，进展顺利。转设完成后，三所独立学院将不再需要向合作方院校缴纳管理费（松田学院、重庆南方翻译学院、山东泉城学院向合作方院校缴纳的管理费分别是当年学费的 18%、8%、20%）。虽然转设或涉及一次性“分手费”，但长远来看完成转设的独立学院经营利润率将大幅提升。

国际教育 20 财年贡献近 2 亿收入，和国内大学形成协调效应

澳大利亚国王学院于 2019 年 10 月成为集团全资子公司，20 财年国王学院贡献收入 1.97 亿元人民币。今年 3 月底，集团公告与伦敦里士满美国国际大学订立合作协议，为一所同时获认证授予英国及美国学位的大学，提供学士学位及硕士学位课程，目前共有约 1500 名在校生。根据协议，中教控股独家向里士满提供全球招生等服务，中教控股收取运营服务费。布局发达国际及地区，料将与集团旗下国内学校形成协同效应。

盈利预测及估值

截至 2020 年 8 月 31 日，集团拥有现金及现金等价物 34 亿元人民币，未来并购的资金充足。考虑到集团非常优秀的并购纪录，我们有理由相信中教控股的成长空间巨大。维持买入评级，目前股价对应 20.4x2021 财年 PE，处于公司历史估值水平下轨，我们的目标价 20.8HKD，对应 25 倍 2022 财年 PE，较目前股价有 38.1% 上行空间。

（注：按 1 元人民币=1.14 港币兑换）

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。

注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券（香港）研究部整理

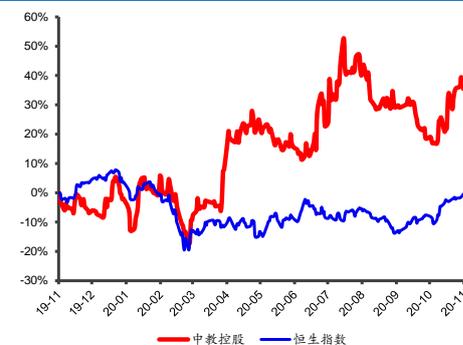
中国 教育行业
民办高等教育

2020 年 11 月 30 日 买入(维持)

目标价	HKD20.8(上调)
上次评级/目标价	买入/18.7
收盘价 (27 Nov 20)	HKD15.06
上行/下行空间 (%)	38
恒生指数	26894.68
总市值(亿 HKD)	324
52 周最高 (HKD)	17.32
52 周最低 (HKD)	8.9
3 个月平均成交量 (千股)	4132.5

资料来源: Wind, 国信证券（香港）研究部

股价表现



资料来源: Wind, 国信证券（香港）研究部

股票数据	1M	3M	12M
绝对回报	14.96%	-4.56%	25.08%
相对 HSI 回报	6.46%	-10.95%	24.23%

资料来源: 彭博 (截至 2020-11-27 收盘), 国信证券（香港）研究部

公司简介

中教控股是一家中国领先大型民办高等教育集团，运营数所最顶尖及久享盛誉的民办高等教育机构。公司专注于通过创新提供优质教育。公司的创始人于先生及谢先生在中国民办教育界备受认可。于先生是二十世纪九十年代唯一来自中国民办教育界的第九届全国人民代表大会代表，并推动了《中华人民共和国民办教育促进法》的出台，为中国民办教育行业的快速发展奠定了基石。公司的创始人同时各自获委任为中国民办教育协会副会长，均在民办教育领域经验丰富并对民办高校的发展有着深刻洞见。

资料来源: 公司资料, 国信证券（香港）研究部

杨晓琴

证监会中央编号: BBR309

+852 2899 6772

Vivian.yang@guosen.com.hk

表 1: 盈利预测

截至 Aug31 (人民币百万)	FY19A	FY20A	FY21F	FY22F	FY23F
营业额	2,069	2,810	3,814	4,303	4,828
经营利润	772	1,191	1,510	1,721	1,965
净利润 (调整后)	734	1,047	1,391	1,583	1,832
经调整每股摊薄后盈利 (RMB)	0.36	0.51	0.64	0.73	0.84
每股股息 (RMB)	0.09	0.14	0.22	0.26	0.30
市盈率 (x)	36.59	25.75	20.60	18.10	15.64
股息率 (%)	0.68	1.06	1.70	1.93	2.24
市净率 (x)	4.07	3.14	3.02	2.73	2.45
经调整每股盈利增长 (%)	9.4	42.1	25.0	13.8	15.8

资料来源: Wind(行情截至 2020-11-27), 公司公告, 国信证券 (香港) 研究部

风险提示

- 政策风险:** 民办教育促进法实施条例迟迟未落地, 可能有超乎市场预期的严格监管条例。
- 成本上升风险:** 民促法实施条例 (送审稿) 确定了营利性、非营利性学校分类管理的方向, 未来营利性学校土地成本、有效税率预期上升。
- 竞争风险:** 行业高度分散且正处于结构性调整阶段, 领先者继续以通过并购寻求增长的主要策略发展, 预期此行业成熟参与者的竞争将持续加剧。
- 人才风险:** 集团的业务很大程度上依赖教师为学生提供教育服务, 如果无法有效管理教师或提供有竞争力的薪酬及福利以吸引及挽留合格教师, 服务质量可能恶化而累及声誉、业务。
- 安全事故风险:** 学校运营须就学生或其他人士在学校发生意外或受伤或其他伤害承担责任。

表 2 分部收入及增速(2020CY)

	收入/百万人民币	同比增速	在校生人数/人
高等教育分部	1744	36.5%	110467
职业教育分部	736	8.7%	65924
国际教育分部	197	NA	3788

数据源: 公司公告, 国信证券(香港) 研究部整理

表 3 中教控股旗下学校学费及住宿费

		2018/2019	2019/2020	2018/2019	2019/2020
		学费		住宿费	
高等教育分部 (单位: 元人民币)	江西科技学院				
	普通本科	16000-23000	19000-26000	1600-2300	1800-2500
	普通专科	13500-16000	14500-17000	1600-2300	1800-2500
	继续教育课程	2500-5000	2500-6000	不适用	不适用
	广东白云学院				
	普通本科	19000-30000	20000-30000	1,500.0	1500-3000
	普通专科	30000	30000	1500.00	1500-3000
	继续教育课程	3000-6000	2500-6000	不适用	不适用
	重庆翻译学院				
	普通本科	12000-18000	13000-17000	900-1300	900-1300
	广州松田学院				
	普通本科	23000-25000	26000-28000	1500	1500
山东泉城学院					
普通本科	11000-14800	11000-17000	800-1200	800-1200	
普通专科	8000	8000-12000	800-1200	800-1200	
松田职业学院					
普通专科	13500-16500	13500-16500	1500	1500	
职业教育分部 (单位: 元人民币)	西安铁道学院				
	技师文凭课程	9800-10800	9800-11000	1500	1500
	郑州城轨学校				
	中等职业教育文凭课程	7900-8600	7900-8600	1200	1200
	白云技师学院				
	技师文凭课程	13500-15500	13500-15500	1500	1500
高等职业教育文凭课程	12500-15000	12500-15000	1500	1500	
中等职业教育文凭课程	12000-14500	12000-14500	1500	1500	
国际教育分部 (单位: 澳币)	澳大利亚国王学院				
	硕士课程	7250-8000	7500-8500		
	研究生证书课程	7250-8000	7500-8500		
	研究生文凭课程	7250-8000	7500-8500		
	本科课程	6250-7000	6500-7250		
本科文凭课程	6250-6500	6500-6750			

资料来源: 上市公司公告, 国信证券(香港) 研究部

注: 澳大利亚国王学院学费为一学期学费(包含住宿费), 通常一个学年包含三个学期

公司研究

中教控股 (0839.HK) : 20 年业绩超预期, 21 年料有更佳表现

财务报表摘要 (截至每财年 8 月 31 日)

损益表(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21F	FY22F	FY23F
收益	1,955	2,678	3,814	4,303	4,828
收益增长率 (%)	28.6	37.0	42.4	12.8	12.2
销售成本	(833)	(1,077)	(1,533)	(1,730)	(1,931)
毛利	1,121	1,601	2,281	2,573	2,897
其他收入	114	132	0	0	0
经营费用	(463)	(541)	(770)	(852)	(932)
经营溢利	772	1,191	1,510	1,721	1,965
经营溢利增长率 (%)	0.0	0.0	18.4	8.9	11.8
其他营业外收入/(支出)	0	0	0	0	0
财务收入	0	0	69	64	84
财务费用	(104)	(93)	(103)	(105)	(107)
联营公司及合营公司	0	0	0	0	0
税前利润	668	1,099	1,476	1,680	1,941
所得税	19	(19)	(40)	(47)	(54)
少数股东损益	(95)	(77)	(45)	(50)	(54)
净利润	593	1,002	1,391	1,583	1,832
其他调整	141	44	0	0	0
经调整核心净利润	734	1,047	1,391	1,583	1,832
经调整核心净利润增速 (%)	9.5	42.7	32.9	13.8	15.8
每股摊薄收益(人民币元)	0.292	0.310	0.641	0.730	0.845
经调整摊薄后每股收益(人民币元)	0.361	0.513	0.641	0.730	0.845
每股收益增速 (%)	9.4	42.1	25.0	13.8	15.8
每股股息(人民币元)	0.09	0.14	0.22	0.26	0.30
每股股息增速 (%)	22.1	55.2	60.6	13.8	15.8

资料来源: 公司数据, 国信证券 (香港) 研究部

资产负债表(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21F	FY22F	FY23F
固定资产	6,902	6,847	7,648	8,127	8,686
联营公司及合营公司	0	0	0	0	0
其他	4,191	6,911	7,128	7,323	7,533
非流动资产	11,093	13,757	14,776	15,450	16,219
存货	1	1	1	1	1
应收款及预付款项	596	594	847	955	1,072
银行存款及现金	3,497	3,443	3,177	4,182	5,171
其他	153	180	229	258	290
流动资产	4,246	4,217	4,254	5,396	6,534
银行及其他借款	285	292	292	292	292
应付贸易账款及其他应付款项	23	33	38	43	48
应付税项	21	19	0	129	145
其他	3,400	3,035	3,738	4,217	4,731
流动负债	3,729	3,379	4,067	4,681	5,216
银行及其他借款	3,982	4,815	4,915	5,015	5,115
其他	620	874	191	215	241
非流动负债	4,602	5,689	5,106	5,230	5,356
净资产	7,008	8,907	9,857	10,935	12,181
股本	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
溢价及储备	6,341	6,341	6,341	6,341	6,341
股东应占权益	6,181	8,240	9,099	10,078	11,215
少数股东权益	414	334	379	428	483
总权益	6,595	8,573	9,478	10,507	11,698
每股净资产(人民币元)	3.2	4.2	4.4	4.8	5.4

资料来源: 公司数据, 国信证券 (香港) 研究部

财务比率	FY19A	FY20A	FY21F	FY22F	FY23F
毛利率 (%)	57.4	59.8	59.8	59.8	60.0
经营利润率 (%)	39.5	44.5	39.6	40.0	40.7
实际利润率 (%)	30.3	23.6	36.5	36.8	38.0
净债务/权益 (%)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
净债务/总资产	11.7	19.4	21.4	10.7	2.0
流动比率	1.3	1.5	1.3	1.5	1.6
股息支付率	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4
利息覆盖率(倍)	9.7	16.3	18.0	20.0	22.1
股息覆盖率(倍)	3.2	2.2	2.9	2.9	2.9
应收账款周转天数	5.4	4.5	5.3	4.8	4.8
应付账款周转天数	11.9	9.6	8.5	8.6	8.6
存货周转天数	1,809.8	1,250.3	1,317.6	1,420.7	1,409.9
现金循环天数	56.2	71.7	60.7	68.1	68.3
杜邦分析	FY19A	FY20A	FY21F	FY22F	FY23F
税负率(%)	2.8	(2.6)	(2.7)	(2.8)	(2.8)
利息负担率 (%)	(5.3)	(3.5)	(2.7)	(2.4)	(2.2)
经营利润率 (%)	39.5	44.5	39.6	40.0	40.7
资产周转率(倍)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
杠杆率(倍)	2.3	2.1	2.0	2.0	1.9
资产收益率 (%)	6.8	4.1	7.7	8.3	8.8
净资产收益率 (%)	9.3	8.3	15.4	15.8	16.5

资料来源: 公司数据, 国信证券 (香港) 研究部

现金流量表(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21F	FY22F	FY23F
息税前利润	772	1,191	1,510	1,721	1,965
折旧与摊销	236	322	342	382	406
利息费用	(104)	(93)	(34)	(42)	(24)
营运资本变动	44	(381)	406	346	371
已交税金	19	(19)	(40)	(47)	(54)
其他经营性现金流	174	830	(64)	80	(39)
经营活动	1,141	1,851	2,120	2,441	2,626
资本支出	(26)	(805)	(1,144)	(861)	(966)
自由现金流	1,115	1,046	976	1,580	1,660
非流动资产处置	0	0	0	0	0
联营公司及合营公司(净值)	0	0	0	0	0
投资减少	(305)	(163)	(321)	(147)	(157)
投资增加	0	0	0	0	0
其他投资性现金流	(1,937)	(2,556)	104	(49)	(52)
投资活动	(2,268)	(3,524)	(1,361)	(1,056)	(1,175)
新增贷款	3,081	100	100	100	100
偿还贷款	0	0	0	0	0
已付股息	(190)	(285)	(487)	(554)	(641)
其他融资性现金流	(81)	1,805	(638)	74	81
融资活动	2,810	1,620	(1,025)	(380)	(461)
现金增加/(减少)	1,684	(54)	(266)	1,004	990
年初现金	1,738	3,497	3,443	3,177	4,182
外汇汇率影响	74	0	0	0	0
年末现金	3,497	3,443	3,177	4,182	5,171

资料来源: 公司数据, 国信证券 (香港) 研究部

研究报告仅代表分析员个人观点, 请务必阅读正文之后的免责声明。

注: 以上数据均来自官方披露、公司资料, 国信证券 (香港) 研究部整理

Information Disclosures

Stock ratings, sector ratings and related definitions

Stock Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

Buy	Relative Performance > 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Accumulate	Relative Performance is 5% to 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the company or sector is neutral.
Reduce	Relative Performance is -5% to -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.
Sell	Relative Performance < -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.

Sector Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

Outperform	Relative Performance > 5%; or the fundamental outlook of the sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the sector is neutral.
Underperform	Relative Performance < -5%; or the fundamental outlook of the sector is unfavorable.

Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively "Guosen Securities (HK)") has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

Disclaimers

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

公司研究

中教控股 (0839.HK) : 20 年业绩超预期, 21 年料有更佳表现

表现

信息披露

公司评级、行业评级及相关定义

公司评级

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6 至 12 个月

买入	相对表现超过 20%, 或公司、行业基本面良好。
增持	相对表现介于 5%至 20%之间, 或公司、行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间, 或公司、行业基本面中性。
减持	相对表现介于-5%至-20%之间, 或公司、行业基本面不理想。
卖出	相对表现低于-20%, 或公司、行业基本面不理想。

行业评级

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6 至 12 个月

跑赢大市	相对表现超过 5%, 或行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间, 或行业基本面中性。
跑输大市	相对表现低于-5%, 或行业基本面不理想。

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士, 分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员, 也未持有其任何财务权益。

本报告中, 国信证券(香港)经纪有限公司及其所属关联机构(合称国信证券(香港))并无持有该公司须作出披露的财务权益(包括持股), 在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系, 亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

免责条款

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌, 甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润, 反而可能会招致损失。

本研究报告内容既不代国信证券(香港)的推荐意见, 也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券(香港)或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。国信证券(香港)不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息, 我们力求准确可靠, 但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要, 并不构成个人投资建议, 客户据此投资, 责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传送, 未经国信证券香港书面授权许可, 任何人不得引用、转载以及向第三方传播, 否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见, 如有任何更改, 本司将不作另行通知。在一些管辖区域内, 针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券(香港)受制于任何注册或领牌规定, 则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体