

业绩持续靓丽

中教控股 (0839. HK)

评级:	买入	股票代码:	0839
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价(港元):	20.4/12.9
目标价格(港元):		总市值(亿港元)	339.28
最新收盘价(港元):	14.2	自由流通市值(亿港元)	339.28
		自由流通股数(百万)	2,389.26

事件概述

2020/21 财年，公司实现收入/归母净利/经调整归母净利分别为 36.82/14.44/15.46 亿元、同比增长 37.5%/128%/57%，符合预期。归母净利的调整项为：(1) 汇兑损益，2020/21 财年亏损 0.33 亿元，2019/20 财年亏损 0.43 亿元；(2) 以股份为基础的付款，2020/21 财年为-0.25 亿元，2019/20 财年为 0.06 亿元；(3) 递延现金代价的推算利息，2020/21 财年为 0.12 亿元，2019/20 财年为 0.18 亿元；(4) 可换股债券的公平值变动，2020/21 财年为-1.45 亿元，2019/20 财年为 3.69 亿元；(5) 有关独立学院转设的一次性及其他当期费用，2020/21 财年为 2.6 亿元；(6) 校舍的应付建设成本的公平值变动，2020/21 财年为 0.35 亿元。公司派发末期股息 20.2 港仙，分红率为 50%，股息率为 2.7%。

分析判断:

2020/21 财年，集团学费/住宿费/配套服务费收入分别为 33.75/2.64/0.43 亿元、同比增长 38%/47%/-4%，总在校生人数 24 万人、同比增长 33.2%，其中拆分来看：

(1) 高等职业教育学生人数/平均学费分别增长 61%/-2%，经营利润率为 49%、同比提高 2PCT：2020/21 财年实现收入 27.6 亿元、同比增长 58.2%，其中学费/住宿费/配套服务费收入分别为 25.23/2.10/0.27 亿元、同比增长 58%/75%/14%，收入增长主要来自内生及海口经济学院附属艺术学校（2020 年 9 月并入）。截至 21 年 8 月底，高等职业教育学生人数为 177,455 人、同比增长 61%，推算平均学费下降 2%。其中新并入的海口经济学院及海口经济学院附属艺术学校在校生人数分别为 43,000/2,400 名，**剔除并购影响，高等职业教育学生人数增长 19.5%**。

(2) 中等职业教育学生人数/平均学费分别增长-10%/7%，经营利润率为 49%、同比下降 5PCT：2020/21 财年实现收入为 7.03 亿元、同比下降 4.5%，其中学费/住宿费/配套服务费收入分别为 6.33/0.54/0.16 亿元、同比下降 3%/10%/25%，**收入下降主要由于疫情影响河南省招生**，目前河南省社交限制已解除，预期 2021/22 学年新招生人数将得到恢复。截至 21 年 8 月底，中等职业教育学生人数为 59,533 人、同比下降 10%，推算平均学费提升 7%。

(3) 国际教育学生人数/平均学费分别增长-20%/40%，经营利润率为 34%、同比提高 1PCT：2020/21 财年实现学费收入 2.2 亿元、同比增长 11.4%，主要来自国王学院并入贡献（2019 年 10 月并入）以及平均学费增长。截至 21 年 8 月底，国际教育学生人数为 3,016 人、同比下降 20%，推算平均学费提升 40%。

2020/21 财年毛利率为 59.1%、同比下降 0.7PCT，剔除新并入学校以及转设费用影响后的毛利率为 60.8%、同比提高 1PCT。归母净利率为 39%、同比提高 16%，经调整归母净利率为 42%、同比提高 5PCT，剔除并购学校影响后，经调整归母净利率为 47.1%、同比提高 3.8PCT。细分来看：(1) 其他收入为 1.92 亿元、同比增长 70%，其他收入/收入为 5.2%、同比提高 1PCT，主要来自管理费收入、教务管理收入及政府拨款增长。(2) 销售费用率为 4.6%、同比下降 0.5PCT；管理费用率为 12.9%、同比下降 1PCT。(3) 投资收入/收入为 1.2%、同比提高 0.5PCT。(4) 财务支出（融资成本）/收入为 4.4%、同比增加 0.9PCT，主要为向银行及其他金融机构的借款利息开支以及递延现金代价的推算利息。

投资建议

我们认为公司成长空间在于：(1) 2021 年 9 月，成都锦城学院并表（2021 年 8 月末在校学生约 26,000

名)，叠加 2021/22 学年统招新生人数同比增长 34%，目前在校学生人数已接近 28 万人。(2) 位于广东、山东、重庆的 3 所独立学院全部顺利完成转设，3 所学校在 2021/22 年的新生入学人数较转设前提升平均超过 50%。同时 3 所独立学院已完成转设，我们估计从 21/22 财年开始、每届学生将带来管理费减少接近 2000 万元。(3) 澳大利亚国王学院正筹备于成立以来首次跨出悉尼，计划于 2021/22 年内在澳大利亚第七大城市纽卡斯尔市开设新校区，将把国王学院的学生容量增加 35%。(4) 位于粤港澳大湾区的两个应用型本科教学需求的智能型新校园投入使用，可满足当地超过 10 万名学生的需求，每年可为当地培养近 3 万名应用型人才。考虑到成都锦城学院并表，将 22/23 财年收入预测从 42.65/48.79 亿元上调至 47.54/54.22 亿元，将归母净利预测从 16.47/19.09 亿元上调至 17.91/20.63 亿元，新增 24 财年收入为 61.46 亿元、归母净利 23.52 亿元，对应 22/23/24 财年 EPS 分别为 0.75/0.86/0.98 元，2021 年 11 月 24 日收盘价 14.2 港元对应 PE 分别为 16/13/12X (注：1 港元=0.82 元人民币)，维持“买入”评级。

风险提示

外延扩张的不确定性、政策因素的不利影响、现有业务质量管控风险、系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2758.07	3874.66	4754.28	5421.56	6145.94
YoY (%)	12.67%	18.18%	22.70%	14.04%	13.36%
归母净利润(百万元)	633.20	1443.80	1790.69	2063.33	2351.54
YoY (%)	6.85%	128.02%	24.03%	15.23%	13.97%
毛利率 (%)	59.78%	59.07%	60.15%	60.67%	61.01%
每股收益 (元)	0.27	0.60	0.75	0.86	0.98
ROE (%)	7.96%	13.97%	14.46%	15.03%	15.39%
市盈率	43.96	19.28	15.54	13.49	11.84

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，11年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015 年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。