

# 中教控股 (0839 HK)

## 21 财年业绩符合预期, 未来增长有保障

中教控股 0839.HK 公布截至 2021 年 8 月 31 日止的 21 财年业绩: 集团营收同比增长 37.5% 至 36.82 亿元人民币 (下同), 较我们的预期略低 4.5%; 毛利同比增长 35.9% 至 21.75 亿元, 毛利率 59.1%, 同比下滑 0.7 个百分点; 归母净利润 14.44 亿元, 符合我们的预期。撇除汇兑损失、CB 公允价值变动、独立学院转设一次性费用等因素后经调整归母净利润同比增长 57% 至 15.5 亿元。截至 11 月底, 集团共运营 14 所学校 (较 8-31 多一所, 四川锦城学院), 在校生规模近 28 万人。21/22 学年统招新生人数同比增长 34%, 截至 8 月底, 集团银行结余及现金共 50.5 亿元人民币, 并购资金充足。我们的目标价 17.6-22HKD, 对应 25x2021 财年预测 PE, 维持买入评级。

### 2021 财年业绩符合预期

收入同比增长 37.5% 至 36.82 亿: 其中高等职业教育部分收入 17.44 亿, 同比 +58.2%, 主要由于内生增长及期内并入海口经济学院; 中等职业教育分部收入 7.03 亿, 同比下滑 4.5%, 主要由于招生期河南省新冠疫情反弹, 影响了招生工作; 国际教育分部收入 2.2 亿元, 同比 +11.4%, 主要由于澳洲国王学院学费增长。截至 2021 年 8 月 31 日, 集团运营 13 所学校 (包括海外 2 所), 在校生人数 24 万, 同比增长 33.2%。公司近五年收入、净利润、学生人数年复合增速分别为 40%、34%、34%。

### 2021 财年运营亮点

并购全国排名第一独立学院: 中教控股 0839.HK 于 7 月 26 日公告以 24.46 亿元人民币 (下同) 收购隆兴投资有限公司 100% 权益, 隆兴投资有限公司持有四川大学锦城学院 51% 的权益。四川大学锦城学院是全国排名第三的独立学院 (前二均为公办), 位于四川成都市高新西区, 是为数不多的 985 高校合作举办独立学院。目前在校生规模约 2.6 万人, 其中 77% 为本科生。占地 1900 亩。锦城学院 2020 年收入为 4.3 亿人民币, 过去两年 EBITDA 率分别为 2019/2020 年税后净利润分别为 1.6、1.71 亿元人民币。学校没有负债, 在手现金约 3.3 亿。该笔并购对应 2020 年 PE28x, PB2.4x, 及 12.7xEBITDA (同业过往收购倍数约 12-18x), 处于同行本科院校收购的较低水平。2020 年锦城学院文理科录取分数线均在四川省独立学院中排名第一, 审计学专业为第一批本科招生。

三所独立学院完成转设: 广州松田学院、山东泉城学院、重庆翻译学院完成转设, 分别更名为广州应用科技学院、烟台科技学院、重庆外语外事学院, 转设完成后三所学校 21/22 学年新生入学人数同比大幅提升超过 50% (平均)。

销售费用率、行政费用率下降: 销售费用率从去年的 5% 下降至 4.6%; 行政开支费用率从去年的 13.9% 下滑至 12.9%。显示集团的协同效应增强, 管理效率提升。

### 22 财年业绩增长已经奠定良好基础

21/22 学年统招新生人数同比增长了 34%, 部分学校上调了学费标准, 集团并购的四川锦城学院 (2021 年 8 月底在校生人数 2.6 万人) 将于期内并表。

广东白云学院新校区二期工程及广州应用科技学院一期工程 2021 年秋季投入使用, 分别可容纳 1.8 万和 1.4 万名学生。广州应用科技大学肇庆学院二期、三期工程预计在 2023/2024 学年投入使用, 将进一步提供 1.6 万名学生容量。这两校新校区完全落成后, 预计集团大湾区学校的学生容量将达 10 万人。

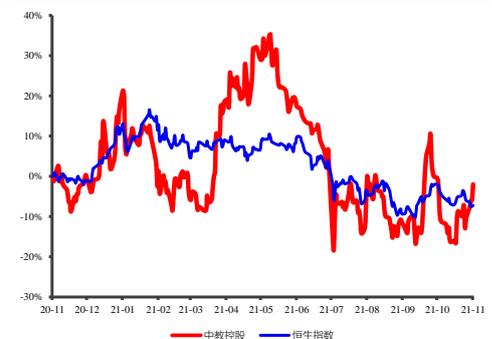
中国 教育行业  
民办高等教育

2021 年 11 月 25 日 买入(维持)

目标价	<b>HKD17.6-22</b>
上次评级/目标价	<b>买入/22.3</b>
收盘价 (25 Nov 21)	<b>HKD14.78</b>
上行/下行空间 (%)	19-49
恒生指数	24740.16
总市值 (亿 HKD)	353
52 周最高 (HKD)	20.8
52 周最低 (HKD)	11.3
3 个月平均成交量 (万股)	7521.7

资料来源: Wind, 国信证券 (香港) 研究部

### 股价表现



资料来源: Wind (截至 2021-11-25), 国信证券 (香港) 研究部

股票数据	1M	3M	12M
绝对回报	-1.99%	-23.97%	-1.99%
相对 HSI 回报	1.72%	-9.55%	5.25%

资料来源: Wind (截至 2021-11-25 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末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

## 盈利预测及投资建议

截至 2021 年 8 月 31 日, 集团账上现金及现金等价物共 50.5 亿, 未来并购的资金充足。集团上市以来进行了 11 笔并购共收购了 10 所学校 (平均每年 2.5 个项目), 公司过往业绩证实中教控股内生、外延均能高质量发展。我们维持买入评级, 2021 年 11 月 25 日收盘价 14.78 港币, 对应 17x2022 财年预测 PE。考虑到公司稳健的增长纪录及在高等教育中的龙头地位, 我们倾向于给予其一定的估值溢价。我们的目标价 17.6-22HKD, 对应 20-25x2022 财年 PE, 较目前股价有 19-49% 上行空间。

(注: 按 1 元人民币=1.2 元港币兑换)

表 1: 盈利预测

截至 08-31 (百万 RMB)	FY20A	FY21A	FY22F	FY23F	FY24F
营业额	2,810	3,875	4,917	5,546	6,105
经营利润	1,191	1,484	2,067	2,293	2,515
净利润 (调整后)	1,047	1,444	1,765	1,967	2,199
经调整每股 (摊薄后) 盈利 (RMB)	0.51	0.60	0.73	0.82	0.91
每股股息 (RMB)	0.20	0.26	0.33	0.37	0.41
市盈率 (x)	24.00	20.51	16.78	15.05	12.93
股息率 (%)	1.64	2.15	2.68	2.99	3.48
市净率 (x)	2.93	2.71	2.49	2.28	2.01
每股盈利(摊薄后) 增长 (%)	42	17	22	11	12

资料来源: 上市公司公告, 国信证券 (香港) 研究部

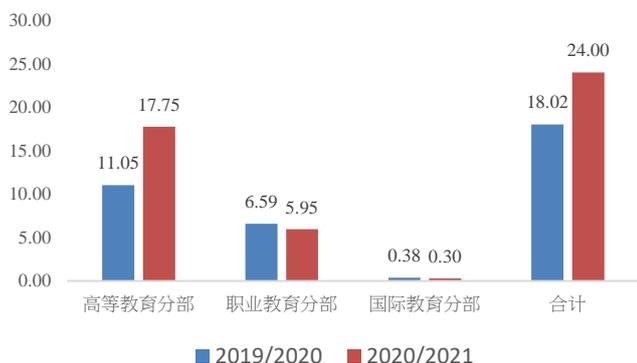
表 2: 中教控股上市以来的并购

时间	并购标的	对价/亿人民币	收购份额	对并购标的整体估值/亿人民币	标的在校生人数 (并购时)	收购时最新财年年度税后净利润 (亏损) / 万人民币	并购时标的净资产/亿人民币	收购对价对应 PE	收购对价对应 PB
2018.3	西安铁道技师学院	5.76	66%	8.73	20000	-1323.4	仅公布总资产为 2.49 亿	-65.9	>3.5
2018.3	郑州城轨交通中等专业学校	8.55	80%	10.69	23690	2348.8	仅公布总资产为 5 亿	45.5	>2.14
2018.6	广州松田学院	5.38	100%	5.38	8718	5900	5.8	9.1	0.9
	松田职业学院		100%		3332	1500			
2019.1	山东泉城大学	2.52	51%	4.96	8529	40.4	3.8	1227.2	1.3
2019.3	山东泉城大学	2.23	49%	4.54	8529	40.4	3.8	1125.0	1.2
2019.6	四川外国语大学重庆南方翻译学院	10.10	100%	10.10	13000	-400.5	5.4	NA	1.9
2019.9	澳洲国王学院	6.19	100%	6.19	2400	4274.70	0.6	14.5	11.0
2020.01	郑州城轨交通中等专业学校	2.38	20%	11.90					
2020.08	海口经济学院	13.56	60%	22.60	42000	24213.2	3.6	9.3	6.3
2020.12	西安铁道技师学院	3.08	28%	11.00		18700.7	5.6	5.9	2.0
2021.7	四川大学锦城学院	24.46	51%	47.96	26316	17083.5	19.7	28.1	2.4

资料来源: 上市公司公告, 国信证券 (香港) 研究部

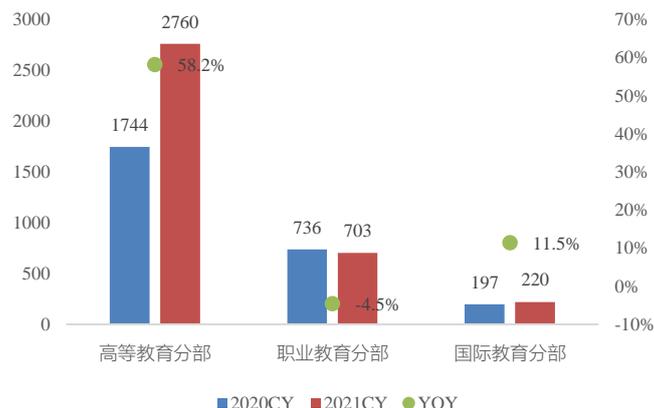
中教控股 (0839.HK) : 21 财年业绩符合预期, 未来增长有保障

图 1: 中教控股旗下学生人数增长情况



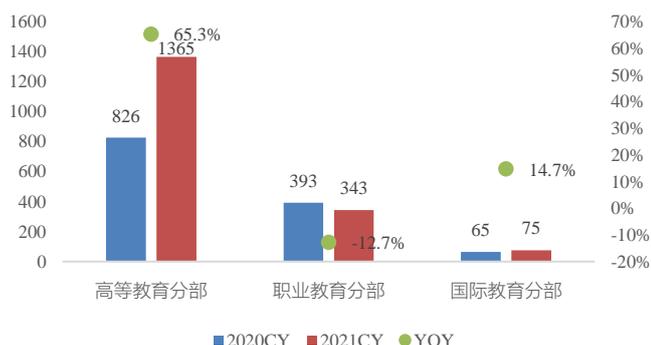
资料来源: 上市公司公告, 国信证券(香港)研究部

图 2: 中教控股分部收入及同比增速



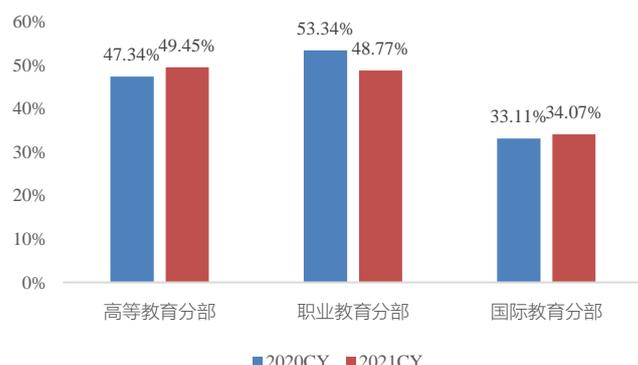
资料来源: 上市公司公告, 国信证券(香港)研究部

图 3: 中教控股分部业绩及同比增速



资料来源: 上市公司公告, 国信证券(香港)研究部

图 4: 中教控股分部经营利润率



资料来源: 上市公司公告, 国信证券(香港)研究部

表 3: 同行估值对比(收盘价截至 2021-11-25)

代码	名称	最新收盘价	市值/亿 HKD	PE		
				FY21A/F(x)	FY22F (x)	FY23F (x)
0382.HK	中汇集团	5.50	59.0	10.8	8.1	6.7
0839.HK	中教控股*	14.78	353.1	20.5	16.8	15.1
1569.HK	民生教育	1.14	48.1	6.1	4.9	4.1
1890.HK	中国科培	4.70	94.7	10.2	8.1	6.8
2001.HK	新高教集团*	4.19	66.4	8.4	7.2	6.3
2779.HK	中国新华教育	1.78	28.6	5.9	4.6	4.0
6169.HK	宇华教育*	3.83	137.7	9.0	7.9	7.1
1765.HK	希望教育	1.79	143.1	14.2	11.8	9.5
9616.HK	东软教育	5.49	36.7	10.2	7.7	6.1
1525.HK	建桥教育	5.16	21.4	7.3	6.5	4.3
1756.HK	华立大学集团	1.4	16.3	4.0	3.5	2.9
行业平均				9.7	7.9	6.6

资料来源: 彭博, 上市公司公告, 国信证券(香港)研究部

注: 带\* 采用国信证券(香港)研究部预测, 其他为彭博一致预期

## 财务报表摘要 (2018 年后截至每财年 8 月 31 日)

损益表 (百万人民币)	FY20A	FY21A	FY22F	FY23F	FY24F
收益	2,678	3,682	4,719	5,342	5,895
收益增长率 (%)	37.0	37.5	28.2	13.2	10.4
销售成本	(1,077)	(1,507)	(1,930)	(2,185)	(2,411)
毛利	1,601	2,175	2,789	3,157	3,484
其他收入	132	192	198	204	210
经营费用	(541)	(883)	(920)	(1,068)	(1,179)
经营溢利	1,191	1,484	2,067	2,293	2,515
经营溢利增长率 (%)	0.0	0.0	26.1	6.0	7.5
其他营业外收入/(支出)	0	43	0	0	0
财务收入	0	0	67	55	78
财务费用	(93)	(162)	(168)	(170)	(172)
联营公司及合营公司	0	0	0	0	0
税前利润	1,099	1,366	1,966	2,178	2,421
所得税	(19)	(39)	(51)	(57)	(63)
少数股东损益	(77)	(28)	(150)	(155)	(159)
净利润	1,002	1,299	1,765	1,967	2,199
其他调整	44	145	0	0	0
实际利润	1,047	1,444	1,765	1,967	2,199
实际利润增速 (%)	42.7	38.0	22.2	11.5	11.8
每股摊薄收益(人民币元)	0.313	0.650	0.793	0.884	0.988
每股收益(人民币元)	0.513	0.601	0.734	0.818	0.915
每股收益增速 (%)	42.1	17.1	22.2	11.5	11.8
每股股息(人民币元)	0.20	0.26	0.33	0.37	0.41
每股股息增速 (%)	123.8	31.5	24.7	11.5	11.8

资料来源: 上市公司公告, 国信证券(香港)研究部

资产负债表 (百万人民币)	FY20A	FY21A	FY22F	FY23F	FY24F
固定资产	6,847	12,126	12,464	12,909	13,443
联营公司及合营公司	0	0	0	0	0
其他	6,911	10,365	9,813	10,062	10,283
非流动资产	13,757	22,491	22,277	22,971	23,726
存货	1	1	1	2	2
应收款及预付款项	594	752	1,048	1,186	1,309
银行存款及现金	3,443	3,327	2,753	3,885	5,035
其他	180	175	283	321	354
流动资产	4,217	4,256	4,085	5,393	6,699
银行及其他借款	292	1,473	1,473	1,473	1,473
应付贸易账款及其他应付款项	33	27	47	53	59
应付税项	19	89	142	160	177
其他	3,035	4,660	4,625	5,235	5,777
流动负债	3,379	6,249	6,287	6,922	7,486
银行及其他借款	4,815	6,862	6,962	7,062	7,162
其他	874	1,880	236	267	295
非流动负债	5,689	8,741	7,198	7,329	7,456
净资产	8,907	11,757	12,877	14,114	15,482
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	8,240	10,082	10,902	11,830	12,880
少数股东权益	334	837	987	1,142	1,301
总权益	8,573	10,919	11,890	12,972	14,181
每股净资产(人民币元)	4.2	4.5	4.9	5.4	5.9

资料来源: 上市公司公告, 国信证券(香港)研究部

财务比率	FY20A	FY21A	FY22F	FY23F	FY24F
毛利率 (%)	59.8	59.1	59.1	59.1	59.1
经营利润率 (%)	44.5	40.3	43.8	42.9	42.7
实际利润率 (%)	23.6	39.2	37.4	36.8	37.3
净债务/权益	0.6	0.8	0.7	0.7	0.6
净债务/总资产	19.4	45.9	47.8	35.8	25.4
流动比率	1.5	1.0	0.9	1.0	1.2
股息支付率	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5
利息覆盖率 (倍)	16.3	11.8	15.9	17.2	18.4
股息覆盖率 (倍)	1.5	2.3	2.2	2.2	2.2
应收账款周转天数	4.5	5.5	5.2	4.8	4.7
应付账款周转天数	9.6	7.3	7.0	8.4	8.5
存货周转天数	1,250.3	1,184.6	1,389.7	1,447.7	1,430.4
现金循环天数	71.7	59.7	62.8	68.2	69.0
杜邦分析	FY20A	FY21A	FY22F	FY23F	FY24F
税负率 (%)	(2.6)	(2.6)	(2.6)	(2.6)	(2.6)
利息负担率 (%)	(3.5)	(4.4)	(3.6)	(3.2)	(2.9)
经营利润率 (%)	44.5	40.3	43.8	42.9	42.7
资产周转率 (倍)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
杠杆率 (倍)	2.1	2.4	2.2	2.2	2.1
资产收益率 (%)	4.1	8.0	6.6	7.5	7.8
净资产收益率 (%)	8.3	14.8	15.5	15.8	16.2

资料来源: 上市公司公告, 国信证券(香港)研究部

## Information Disclosures

### Stock ratings, sector ratings and related definitions

#### Stock Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

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

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

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

## 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表国信证券(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