

# 中教控股 (00839)

证券研究报告

2022年05月03日

## 新校区建成扩容，湾区发展红利显著

FY22H1 收入 23.51 亿元，同比增长 28.9%

FY22H1 公司收入 23.51 亿元，同比增长 28.9%，增长反映了学生对公司提供的优质教育的强劲需求，且公司扩张策略行之有效。

公司拥高等教育分部、职业教育分部、国际教育分部三个主要业务分部，具体来看：

**高等教育分部**收入 19.46 亿元（占总 82.8%，+8.8pct），同比增长 44.2%。高等职业教育机构的收入大幅增长主要系现有高等教育机构的在校生人数及学费的内生增长，以及新增一所高等职业教育机构（即成都锦城学院，于 2021 年 9 月 1 日成为公司并表附属实体）所带动。

**职业教育分部**收入 3.30 亿元（占总 14.1%，-5.6pct），同比减少 7.9%。中等职业教育分部的收入减少主要系新冠肺炎爆发的预防措施及社交限制导致部分地区的招生工作暂时受到影响。伴随相关地区的限制逐步解除，中等职业教育分部的招生工作有望恢复正常。

**国际教育分部**收入 0.74 亿元（占总 3.1%，-3.2pct），同比减少 35.7%。国际教育分部的收入减少主要系新冠肺炎疫情导致澳大利亚入境限制，进而导致新招生人数减少以及澳元兑人民币贬值所致。由于入境限制已于 2022 年 2 月取消，预期 FY22H2 新生人数将有大幅增长。

FY22H1 公司毛利 10.8 亿元，同比增长 29.3%；毛利率 59.3%，同比+0.2pct，若以相同基准比较，调整后毛利率为 60.0%，同比+0.3pct，反映运营效率进一步提升。FY22H1 销售费率 3.1%，同比减少 1.6pct；行政费率 15.9%，同比+4.4pct。具体来看：行政开支 3.73 亿元，同比增长 78.9%，主要系学生人数增长、新增一所学校及确认购股权计划下以股份为基础的付款所致。

FY22H1 经调整净利润为 9.09 亿元，同比增长 20.1%；经调整 EBITDA 为 14.07 亿元，同比增长 27.8%；经调整净资产收益率（ROE）为 15%。

截至 2022 年 2 月 28 日，公司现金储备为 50.47 亿元，较期初基本持平，现金充裕。2022 年 4 月 28 日，公司董事会决定启动股份回购授权，拟以最高总金额 5 亿元人民币在公开市场回购不超过公司于 2022 年 2 月 22 日已发行股份总数 10% 的股份。

截至 2022 年 2 月 28 日，公司学校数目为 14 所，较 FY21 末增加 1 所。目前在校生总人数约为 30.90 万人，较 21 年同期增长 23.4%。具体来看，高等教育分部在校生人数 25.04 万人，同比增长 36.5%，主要系现有学校及新学区的学生人数内生增长和新加入公司学校学生数导致；职业教育分部在校生人数 5.59 万人，同比减少 12.3%；国际教育分部在校生人数 2782 人，同比减少 14.2%。

**维持买入评级。**我们预计公司 FY22-24 年收入分别为 44.0、58.0、68.5 亿人民币，经调整归母净利分别 19.4、24.2、29.5 亿人民币，对应 EPS 分别为 0.81、1.01、1.24 元人民币/股，PE 分别为 7.07、5.67、4.65x。

**风险提示：**招生不及预期；并购不及预期；局部地区疫情反复等风险。

### 投资评级

行业 非必需性消费/支援服务

6 个月评级 买入（维持评级）

当前价格 6.81 港元

目标价格 港元

### 基本数据

港股总股本(百万股)	2,389.26
港股总市值(百万港元)	16,270.87
每股净资产(港元)	6.90
资产负债率(%)	50.73
一年内最高/最低(港元)	20.80/4.62

### 作者

**刘章明** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

**孙海洋** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518070004  
sunhaiyang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《中教控股-公司点评:顺应职教趋势，学历龙头再起》 2021-11-25
- 《中教控股-公司点评:大手笔收购锦城学院，龙头加速整合领先效应凸显》 2021-07-27
- 《中教控股-公司点评:收购效率高，融资优势显著；政策落地+湾区红利带动估值+业绩戴维斯双击》 2021-05-22

## 1. FY22H1 收入 23.51 亿元，同比增长 28.9%

4月28日，公司发布中期业绩，FY22H1 公司收入 23.51 亿元，同比增长 28.9%，增长反映了学生对公司提供的优质教育的强劲需求，且公司扩张策略行之有效。

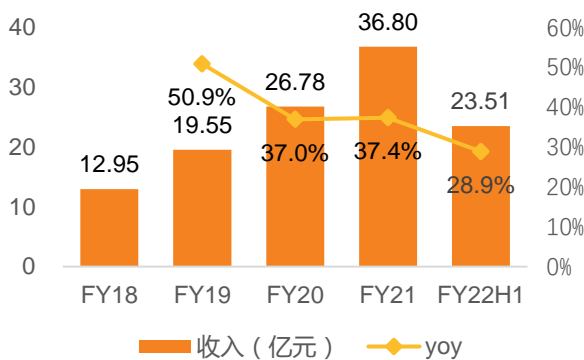
中教控股拥有三个主要的业务分部，分别是：高等教育分部、职业教育分部、国际教育分部。具体来看：

**高等教育分部收入 19.46 亿元（占总 82.8%，+8.8pct），同比增长 44.2%。**高等职业教育机构的收入大幅增长主要系现有高等教育机构的在校生人数及学费的内生增长，以及新增一所高等职业教育机构（即成都锦城学院，于 2021 年 9 月 1 日成为公司并表附属实体）所带动。

**职业教育分部收入 3.30 亿元（占总 14.1%，-5.6pct），同比减少 7.9%。**中等职业教育分部的收入减少主要系新冠肺炎爆发的预防措施及社交限制导致部分地区的招生工作暂时受到影响。伴随相关地区的限制逐步解除，中等职业教育分部的招生工作有望恢复正常。

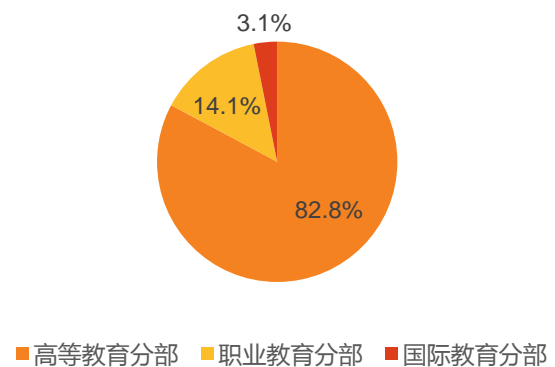
**国际教育分部收入 0.74 亿元（占总 3.1%，-3.2pct），同比减少 35.7%。**国际教育分部的收入减少主要系新冠肺炎疫情导致澳大利亚入境限制，进而导致新招生人数减少以及澳元兑人民币贬值所致。由于入境限制已于 2022 年 2 月取消，预期 FY22H2 新生人数将有大幅增长。

图 1：FY22H1 公司收入 23.51 亿元，同比增长 28.9%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：高等教育分部收入 19.46 亿元，同比增长 44.2%，占总+8.8pct

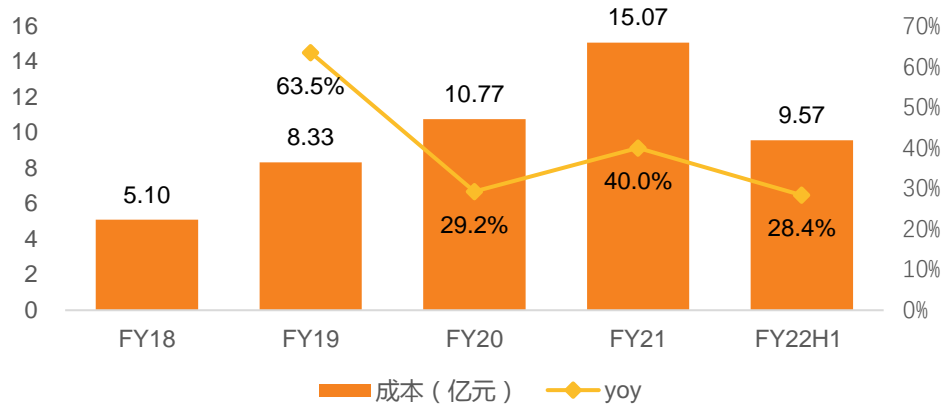


资料来源：公司公告，天风证券研究所

FY22H1 公司成本 9.57 亿元，同比增长 28.4%，增长主要系公司扩张及学生人数增长所致。

公司在广东省、山东省及重庆市的独立学院已成功完成转设，向其他公立学校联席举办人支付的合作费用为 0.17 亿元已确认为 FY22H1 成本。相关独立学院转设为全民办高等学校后或独立学院之前录取的在校学生全部毕业后，预期有关合作成本将不再存在。

图 3：FY22H1 成本 9.57 亿元，同比增长 28.4%

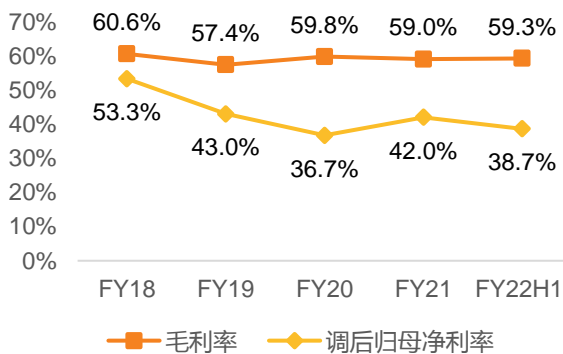


资料来源：公司公告，天风证券研究所

FY22H1 公司毛利 10.8 亿元，同比增长 29.3%；毛利率 59.3%，同比+0.2pct，若以相同基准比较，即排除比较期后新加入公司的学校，FY22H1 就有关独立学院转设的当期费用作出调整后毛利率为 60.0%，同比+0.3pct，反映运营效率进一步提升。

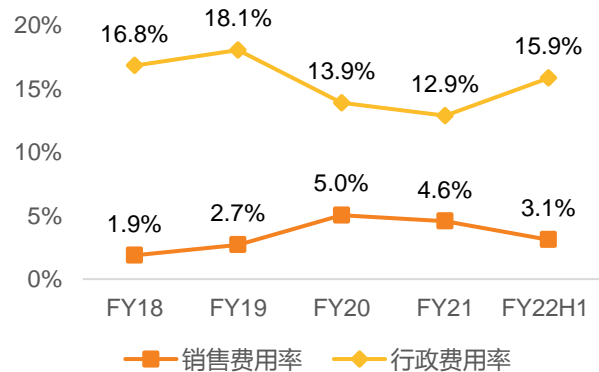
FY22H1 销售费率 3.1%，同比减少 1.6pct；行政费率 15.9%，同比+4.4pct。具体来看：行政开支 3.73 亿元，同比增长 78.9%，主要系学生人数增长、新增一所学校及确认购股权计划下以股份为基础的付款所致。FY22H1 公司确认以股份为基础的付款开支为 0.18 亿元，而 FY21H1 则为拨回 0.31 亿元。

图 4：FY22H1 公司毛利率 59.3%，调后归母净利润率 38.7%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：FY22H1 公司销售、行政费率分别为 3.1%、15.9%

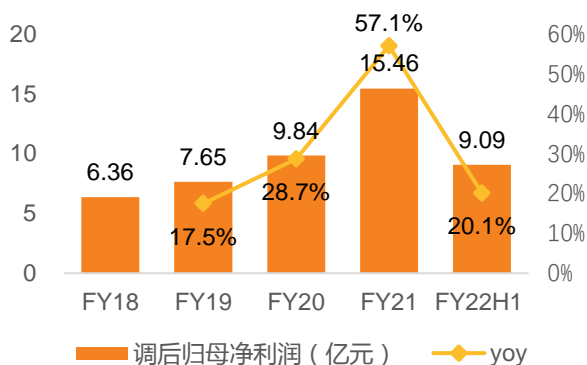


资料来源：公司公告，天风证券研究所

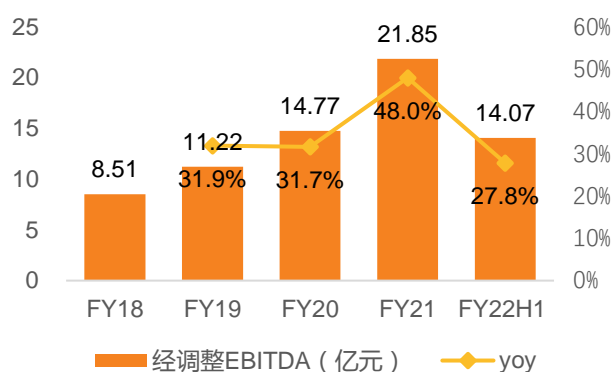
FY22H1 经调整净利润为 9.09 亿元，同比增长 20.1%；经调整 EBITDA 为 14.07 亿元，同比增长 27.8%；经调整净资产收益率 (ROE) 为 15%。

图 6：FY22H1 公司调后归母净利润 9.09 亿元，同增 20.1%

图 7：FY22H1 公司经调整 EBITDA 14.07 亿元，同增 27.8%



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

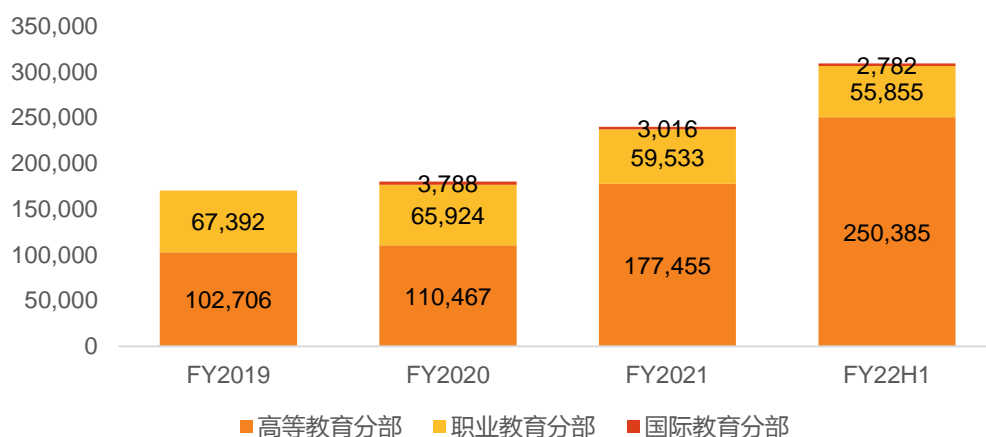
截至 2022 年 2 月 28 日，公司现金储备为 50.47 亿元，较期初基本持平，现金充裕。2022 年 4 月 28 日，公司董事会决定启动股份购回授权，以最高总金额 5 亿元人民币在公开市场回购不超过公司于 2022 年 2 月 22 日已发行股份总数 10% 的股份。

## 2. 学校总数达 14 家，在校生人数 30.90 万人同增 23.4%

截至 2022 年 2 月 28 日，公司学校数目为 14 所，较 FY21 末增加 1 所。公司经营三个业务分部，学校网络包括位于中国的 12 所学校，1 所位于澳大利亚悉尼的获认证高等教育学府以及一所位于英国伦敦颁授英美双学位的大学。

目前在校生总人数约为 30.90 万人，较 21 年同期增长 23.4%。具体来看，高等教育分部在校生人数 25.04 万人，同比增长 36.5%，主要系现有学校及新学区的学生人数内生增长和新加入公司学校学生数导致；职业教育分部在校生人数 5.59 万人，同比减少 12.3%；国际教育分部在校生人数 2782 人，同比减少 14.2%。

图 8：FY22H1 在校生人数达 30.90 万人，同比增长 23.4%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 3. 战略及展望

FY22H1 国家职业教育政策红利不断释放，高等教育普及化持续深入发展，公司提供的应用型课程受学生青睐，获教育部批准新增 21 个本科专业，总在校生人数同比增长 23.4% 至

30.90 万人，规模继续创历史新高，服务技能型社会建设的能力进一步增强。未来伴随现有校区内生增长、新校区扩容及潜在优质学院的并购，公司业绩有望持续稳健增长，具体来看：

- **政策向好，红利有望逐步释放**

2021 年 10 月国务院印发《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》，明确指出将加快构建现代职业教育体系；培养更多高素质技术技能人才；鼓励上市公司等社会资本深度参与举办职业教育；鼓励本科层次职业学校吸引更多中高职毕业生报告；鼓励职业学校与企业共建共管产业学院、企业学院；鼓励职业学校与社会资本合作共建职业教育基础设施；对产教融合型企业基于“金融+财政+土地+信用”组合式激励。

2022 年 4 月，全国人大常委会表决通过新修版《职业教育法》，是近 26 年来的首次修订，明确国家鼓励、指导、支持企业和其他社会力量举办职业学校，鼓励金融机构通过提供金融服务支援发展职业教育；对深度参与产教融合、校企合作的企业给予奖励、税费优惠等激励；专科、本科及以上教育层次的普通高等学校可实施高等职业学校教育。

- **并购整合优质院校**

2021 年 9 月成都锦城学院并入公司，该学院成立于 2005 年，前身是一所由 985 大学共同举办的声誉卓著的独立学院。广州日报数据和数字化研究院应用大学（独立学院）Top 100 榜近期排名显示，成都锦城学院在中国民办独立学院中排名第一。该学校 2020 年高考本科文科、本科理科、专科文科及专科理科的录取分数线在四川省独立学院中名列前茅，且该学校部分专业于本科第一批次招生中招收学生。

- **推进新校区建设扩容**

伴随公司粤港澳大湾区的两个新校园及澳大利亚的第四校区投入使用，办学容量进一步提升：

**广州应用科技学院新校区：**位于中国广东省肇庆市的新校区将分三期发展，一期已于 2021 年 9 月全部竣工并入住师生约 6000 人；目前二期正在建设中，预计 2022 年将新增入住师生约 9000 人；为满足日益增长的学生入学需求，学校已与肇庆市自然资源局签约，收购一幅位于肇庆市、面积约 372 亩的地块的土地使用权，计划将该地块用于扩建校园，即新校区第三期。三期的落成预计将进一步扩大广州应用科技学院于大湾区的办学规模。

**国王学院新校区：**澳大利亚国王学院获监管机构批准于纽卡素（新南威尔士州仅次于悉尼的第二大城市）设立新校区。该校区获批第一期国际招生学额 1000 人，并预计于 2022 年夏季迎来第一批学生。该校区将提供会计、财务管理、信息技术等领域的硕士和学士学位课程。

- **融资渠道进一步拓展，获亚开行担保成功发行离岸人民币债券**

2022 年 3 月，公司发行于 2025 年到期的离岸人民币 500 百万元投资级别有担保债券。该债券由亚洲开发银行担保，并获得标准普尔全球 AA 评级，是中国的教育公司发行的首支投资级别离岸人民币债券。债券募集之资金将主要用于中国高等教育的发展。该债权的成功发行，一方面保障公司充足资金来源，另一方面也印证了公司所具备的融资能力。有担保债券的发行已于 2022 年 3 月 22 日完成，而有担保债券于新加坡证券交易有限公司上市，于 2022 年 3 月 23 日生效。

## 4. 盈利预测

**维持买入评级。**我们预计公司 FY22-24 年收入分别为 44.0、58.0、68.5 亿人民币，经调整归母净利分别 19.4、24.2、29.5 亿人民币，对应 EPS 为分别为 0.81、1.01、1.24 元人民币/股，PE 分别为 7.07、5.67、4.65x。

## 5. 风险提示

招生不及预期；并购不及预期；局部地区疫情反复等风险。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com