

中教控股 (0839 HK)

22 财年中期业绩点评

2022 财年中期业绩：学生人数、营收、利润稳健增长

中教控股公布截至 2 月 28 日止中期业绩：收入同比增长 28.9% 至 23.5 亿元人民币（下同）：其中高等职业教育部分收入 13.5 亿，同比+44.2%，主要由于内生学生人数及学费增长，及锦城学院并表；中等职业教育分部收入 3.3 亿，同比下滑 7.9%，主要由于新冠疫情爆发的防疫措施及社交限制导致部分地区招生工作受影响；国际教育分部收入 0.74 亿元，同比-35.7%，主要由于新冠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。澳洲入境限制已于 2022 年 2 月取消，预期下个报告期新生人数将大幅增加。2022 财年中期净利润同比增长 41.5% 至 12.06 亿元，归母净利润同比增 20.1% 至 11.68 亿元，股东应占经调整净利润同比增 20% 至 9.1 亿（调整项目为汇兑损益、以股份为基础的付款、可转债公允价值变动、独立学院转设的一次性及其他当期费用等）。截至 2022 年 2 月 28 日，集团在校生人数为 30.9 万名（高等职业教育/中等职业教育/国际教育在校生人数分别为，同比上升 23.4%。中期毛利率 59.27%，与上年同期的 59.09% 基本持平。销售费用开支占比 3.1%，较上年同期 4.7% 有所下降；行政开支占比 15.85%，较上年同期 11.42% 显著上升，主要由于学生人数增加、新增一所学校及确认购股权计划下以股份为基础的付款开支等因素影响。

现有学校校区扩建提供内生增长空间

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已于 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、三期工程预计将在 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。澳大利亚国王学院随着澳大利亚第四个校区投入使用，容量是 5000 学生（目前已经用的是 3000，从容量上来看学生人数有 60% 的提升空间）

现金充裕，以股票回购替代分红

截至 2 月 28 日，公司现金储备为人民币 50 亿元。新建校区工程已经接近尾声，未来资本开支料将减少，集团现金流稳健。考虑到公司股价处于低位，分红除权恐不利股东利益，公司计划用不超过 5 亿人民币于公开市场进行股票回购，以取代分红。

盈利预测及投资建议

尽管政策对职业教育支持力度大，但市场仍担忧政策对高校并购的限制。我们认为优质的民办高校为稀缺资源，现金流非常稳健。即使只考虑集团内生增长，未来三年学生人数、学费的提升仍可维持 10-15% 的业绩增长。目前股价对应 22 财年预测 PE 仅 8.4x，估值处于吸引水平，我们维持买入评级，目标价下调至 9.7hkd，对应 12x2022 财年预测 PE。（按 1 元人民币=1.2 元港币兑换）

风险提示

政策风险；招生不及预期；商誉减值风险等

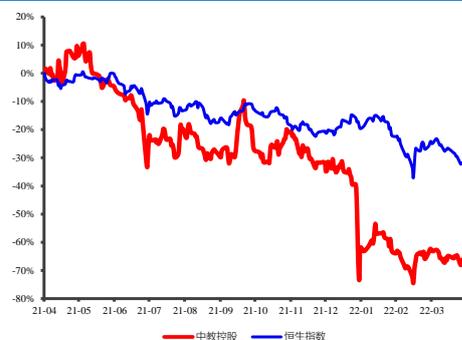
中国 教育行业
民办高等教育

2022 年 05 月 03 日 买入(维持)

目标价	HKD9.7 (下调)
上次评级/目标价	买入/17.6
收盘价 (29 Apr 22)	HKD6.81
上行/下行空间 (%)	42.5
恒生指数	2180.39
总市值 (亿 HKD)	163
52 周最高 (HKD)	20.8
52 周最低 (HKD)	4.62
3 个月平均成交量 (万股)	1286.6

资料来源：Wind（截至 2022-04-29 收盘），国信证券（香港）研究部

股价表现



资料来源：Wind（截至 2022-04-29），国信证券（香港）研究部

股票数据	1M	3M	12M
绝对回报	-0.73%	-2.99%	-63.11%
相对 HSI 回报	3.09%	7.46%	-35.08%

资料来源：Wind（截至 2022-04-29 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

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	1,619	1,804	2,017
经调整每股 (摊薄后) 盈利 (RMB)	0.51	0.60	0.67	0.75	0.84
每股股息 (RMB)	0.20	0.26	0.30	0.34	0.38
市盈率 (x)	11.06	9.45	8.43	7.56	6.76
股息率 (%)	3.55	4.67	5.34	5.95	6.65
市净率 (x)	1.35	1.25	1.16	1.07	0.98
每股盈利(摊薄后) 增长 (%)	42	17	12	11	12

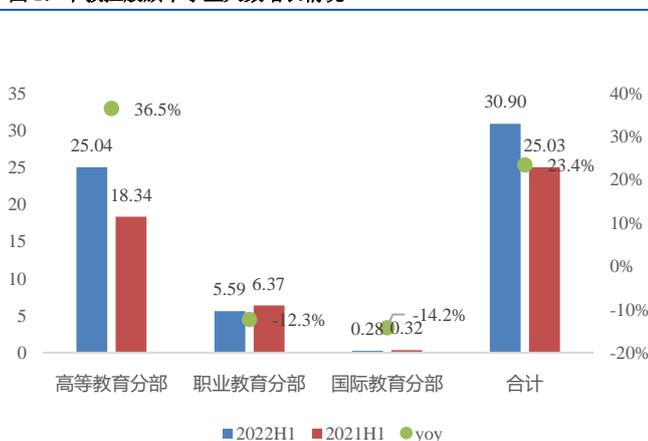
资料来源: 上市公司公告, 国信证券 (香港) 研究部

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

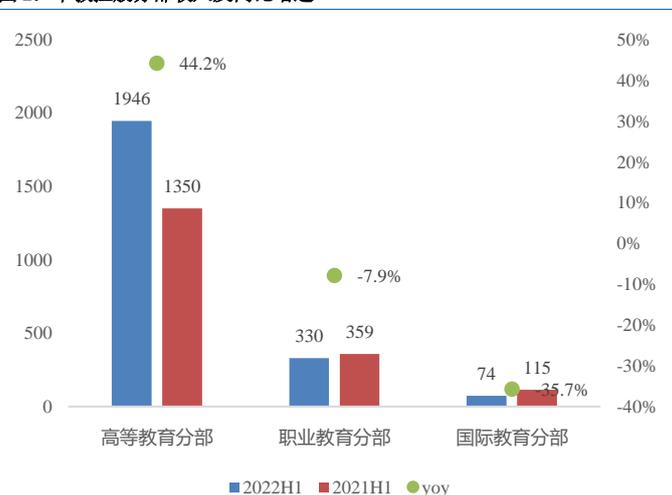
资料来源: 上市公司公告, 国信证券 (香港) 研究部

图 1: 中教控股旗下学生人数增长情况



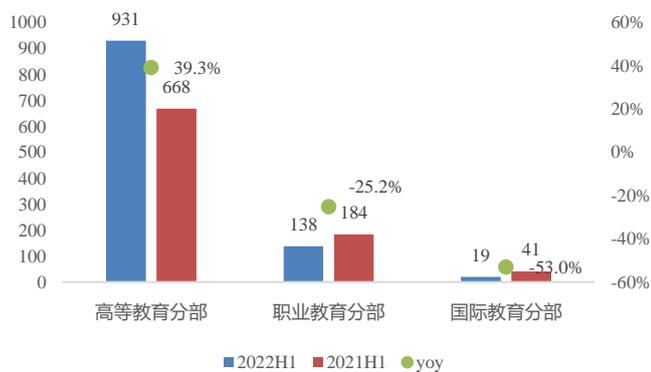
资料来源: 上市公司公告, 国信证券 (香港) 研究部

图 2: 中教控股分部收入及同比增速



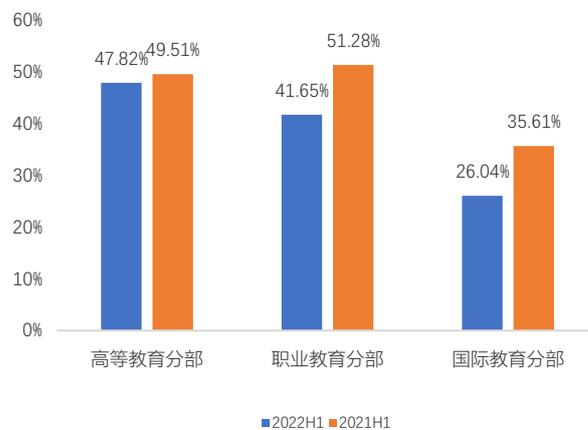
资料来源: 上市公司公告, 国信证券 (香港) 研究部

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

财务报表摘要 (截至每财年 12 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	26.0	5.8	7.2
其他营业外收入/(支出)	0	43	0	0	0
财务收入	0	0	66	53	74
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	1,965	2,177	2,418
所得税	(19)	(39)	(197)	(218)	(242)
少数股东损益	(77)	(28)	(150)	(155)	(159)
净利润	1,002	1,299	1,619	1,804	2,017
其他调整	44	145	0	0	0
实际利润	1,047	1,444	1,619	1,804	2,017
实际利润增速 (%)	42.7	38.0	12.1	11.5	11.8
每股收益(人民币元)	0.313	0.650	0.727	0.811	0.906
实际每股收益(人民币元)	0.513	0.601	0.674	0.751	0.839
实际每股收益增速 (%)	42.1	17.1	12.1	11.5	11.8
每股股息(人民币元)	0.20	0.26	0.30	0.34	0.38
每股股息增速 (%)	123.8	31.5	14.4	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	6,992	10,478	9,813	10,062	10,283
非流动资产	13,838	22,604	22,277	22,971	23,726
存货	1	1	1	2	2
应收款及预付款项	302	301	1,048	1,186	1,309
银行存款及现金	3,391	3,315	2,673	3,716	4,765
其他	442	525	283	321	354
流动资产	4,136	4,143	4,005	5,224	6,429
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	12,797	13,944	15,213
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	10,822	11,660	12,610
少数股东权益	334	837	987	1,142	1,301
总权益	8,573	10,919	11,810	12,802	13,911
每股净资产(人民币元)	4.2	4.5	4.9	5.3	5.8

资料来源: 上市公司公告, 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

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	34.3	33.8	34.2
净债务/权益 (%)	0.6	0.8	0.7	0.7	0.6
净债务/总资产	20.0	46.0	48.8	37.6	27.8
流动比率	1.5	1.0	0.9	1.0	1.1
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	6.0	12.2	7.0	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	51.9	22.9	45.4	68.2	69.0
杜邦分析	FY20A	FY21F	FY22F	FY23F	FY24F
税负率 (%)	(2.6)	(2.6)	(10.0)	(10.0)	(10.0)
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	2.2
资产收益率 (%)	4.1	8.0	6.1	6.9	7.2
净资产收益率 (%)	8.3	14.8	14.2	14.7	15.1

资料来源: 上市公司公告, 国信证券(香港) 研究部

现金流量表 (百万人民币)	FY20A	FY21A	FY22F	FY23F	FY24F
息税前利润	1,191	1,484	2,067	2,293	2,515
折旧与摊销	322	421	606	623	645
利息费用	-93	-162	-101	-116	-97
营运资本变动	-549	709	-520	441	391
已交税金	-19	-39	-197	-218	-242
其他经营性现金流	58	117	-97	-136	-143
经营活动	911	2,530	1,759	2,887	3,070
资本支出	-154	-120	-944	-1,068	-1,179
自由现金流	757	2,411	815	1,819	1,891
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	1,054	7,467	317	-187	-166
投资增加	0	0	0	0	0
其他投资性现金流	-3,491	-12,295	347	-62	-55
投资活动	-2,591	-4,947	-279	-1,318	-1,400
新增贷款	577	1,923	100	100	100
偿还贷款	0	0	0	0	0
已付股息	-411	-637	-728	-812	-908
其他融资性现金流	1,464	1,074	-1,494	186	187
融资活动	1,630	2,360	-2,122	-526	-621
现金增加/(减少)	-49	-57	-643	1,043	1,049
年初现金	3,497	3,391	3,315	2,673	3,716
外汇汇率影响	-56	-19	0	0	0
年末现金	3,391	3,315	2,673	3,716	4,765

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

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.

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