

建桥教育 (1525 HK)

业绩稳健，量价提升空间大

内生增长稳健，毛利率创新高

建桥教育 1H22 实现收入 4.0 亿元（人民币，下同），同比增长 16.4%，其中学费收入同比增长 22.0%，因为上海疫情管控措施，部分学生未有住校，因此 1H22 住宿费同比下跌 3.5%。期内毛利率同比提升 3.3 个百分点至 68.1%，创历史新高。运营费用同比大幅增加 60%，占收入比例提升至 21.1%，主因公司调整行政人员薪资以增加同类人员的竞争力，以及上海疫情期间，学校增加了防护检测设备和相关人员的开支。1H22 公司净利润 1.3 亿，同比增长 19.0%，净利润率 32.9%。公司财务结构持续优化，有息负债从 1H21 的 13.1 亿元下降 38.6%至 8.1 亿元，因此财务开支同比下降 52.3%至 1,300 万元。公司中期每股派息 0.1 港元，派息率为 25%。

学生人数持续增长，量价提升空间大

目前公司学生总数 2.2 万人，2018 年至今，年均复合增长率 8%，内生增长显著。2022/23 学年本科和专科招生计划共 5,700 人，与去年持平，专升本计划增加 96%至 2,800 人。预计新学年在校生人数增加至 2.4 万人。2022/23 学年本科最低学费从 3.0 万提升至 3.2 万；专科最低学费从 1.5 万提升至 2.0 万，提升后学校学费水平仍处于上海民办学校的低水平。学校的三期工程基本竣工，将于 9 月投入使用，将学校容量增加至 2.6 万人。为了提升资金的使用效率，公司宣布将上市时募集资金的 35%原本用于收购兼并的款项更改为校园建设使用。公司已经开始计划四期工程校园扩建，持续为内生增长添砖加瓦。

目标价调升至 5.60 港元

我们分别提升公司 FY22E/23E 收入 2.9%/6.2%；提升毛利率 0.6/0.9 个百分点至 63.6%/64.2%；上调运营开支预测 6.7%/18.0%；并上调净利润预测 7.3%/7.3%至 2.3 亿/2.7 亿元。我们认为公司业务稳健，可预测性高。建桥学院已经转设为营利性民办学校，并且已经计提 25%所得税，未来优惠税收政策出台，有望获得税费返还。目前股息率 5.4%。提升目标价至 5.60 港元，对应 8 倍 FY22E 市盈率。

图表 1: 建桥教育 - 主要财务数据 (人民币百万元)

年结:12月31日	2020年实际	2021年实际	2022年预测	2023年预测	2024年预测
收入	555	684	784	924	1,061
增长率(%)	10.7	23.2	14.7	17.9	14.7
净利润	193	179	232	273	323
增长率(%)	53.9	(7.3)	29.8	17.3	18.5
摊薄后每股盈利(人民币)	0.472	0.433	0.560	0.658	0.779
净资产回报率(%)	13.9	10.0	12.2	13.1	14.2
市盈率(倍)	6.4	7.0	5.4	4.6	3.9
市净率(倍)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
股息率(%)	4.7	4.7	5.9	6.9	8.2
每股股息(港币)	0.180	0.180	0.210	0.247	0.292

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

评级: 买入

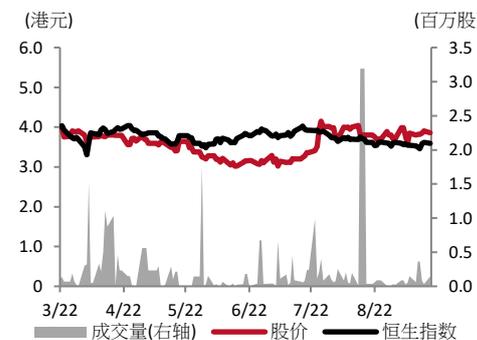
目标价: 5.60 港元

股票资料

现价	3.86	港元
总市值	1,602	百万港元
流通股比例	23.6	%
已发行总股本	415	百万
52 周价格区间	2.92 - 5.23	港元
3 个月日均成交额	0.6	百万港元
主要股东	赵东辉	(占 45.1%)

来源: 彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源: 彭博、中泰国际研究部

相关报告

- 20210122 - 首次覆盖: 乘临港发展东风 建优质高等教育
- 20210329 - 更新报告: 业绩稳健 前景明朗
- 20210830 - 更新报告: 税务计提不影响未来核心利润增长
- 20220404 - 更新报告: 把握政策红利, 未来平稳增长

分析师

陈怡 (Vivien Chan)
+852 3979 2941
vivien.chan@ztsc.com.hk

图表 2: 建桥教育 - 财务摘要 (年结: 12月31日; 人民币百万元)

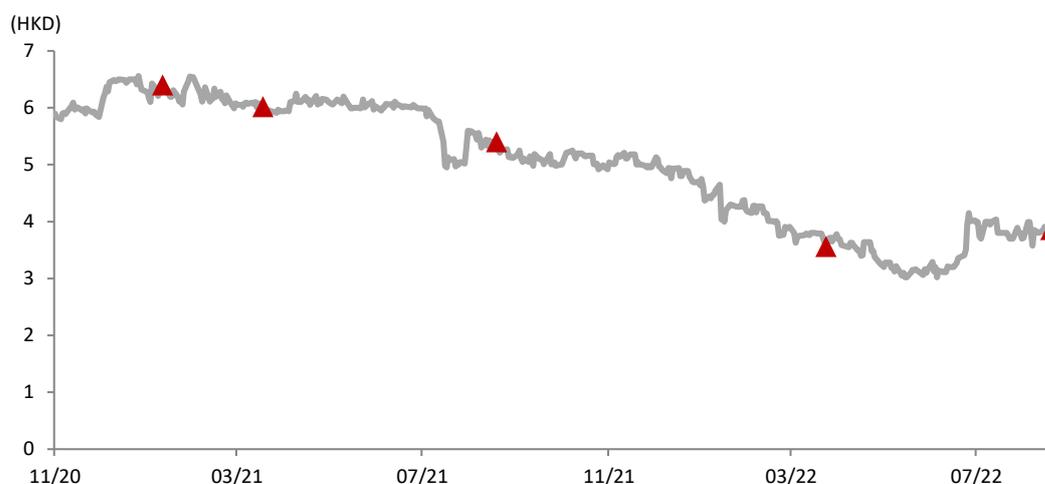
利润表						资产负债表					
	2020 实际	2021 实际	2022 预测	2023 预测	2024 预测		2020 实际	2021 实际	2022 预测	2023 预测	2024 预测
营业收入	555	684	784	924	1,061	固定资产	2,519	2,682	2,803	2,924	3,065
同比%	11	23	15	18	15	无形资产及商誉	1	1	1	0	0
成本	(219)	(262)	(285)	(331)	(375)	联营及合营公司	0	0	0	0	0
毛利润	335	422	499	593	685	长期投资	142	58	58	58	58
毛利率	60.4%	61.7%	63.6%	64.2%	64.6%	其他非流动资产	0	0	0	0	0
其他收益	28	15	14	15	15	非流动资产	2,662	2,741	2,862	2,983	3,124
销售及分销成本	(2)	(4)	(3)	(4)	(4)	库存	0	0	0	0	0
行政成本	(108)	(143)	(174)	(215)	(239)	应收帐款	4	5	6	7	8
研发成本	0	0	0	0	0	预付款项及存款	4	8	9	10	12
其他运营开支	0	(1)	(2)	(2)	(2)	其他流动资产	0	0	0	0	0
总运营开支	(110)	(148)	(179)	(220)	(245)	现金	715	489	627	810	1,010
营运利润 (EBIT)	254	289	334	388	455	流动资产	722	502	642	828	1,031
营运利润率	45.7%	42.3%	42.6%	42.0%	42.9%	应付帐款	116	150	164	190	215
拨备	0	0	0	0	0	税项	5	64	77	91	108
财务成本	(56)	(46)	(24)	(24)	(25)	预提费用/其他应付款	0	0	0	0	0
融资后利润	198	243	310	363	431	银行贷款和租赁	412	42	46	50	60
联营及合营公司	0	0	0	0	0	可转债/其他债务	347	395	453	534	613
税前利润	198	243	310	363	431	其他流动负债	3	7	7	7	7
所得税	(5)	(64)	(77)	(91)	(108)	流动负债	883	659	747	872	1,003
少数股东权益	0	0	0	0	0	银行贷款和租赁	713	742	750	750	750
净利润	193	179	232	273	323	可转债/其他债务	26	14	14	14	14
同比 (%)	53.9	(7.3)	29.8	17.3	18.6	递延所得税/其他	0	0	0	0	0
净利润率	34.8%	26.2%	29.6%	29.5%	30.5%	少数股东权益	0	0	0	0	0
EBITDA	307	340	392	451	524	非流动负债	739	756	764	764	764
EBITDA 利润率	55.3%	49.7%	50.0%	48.7%	49.4%	总净资产	1,762	1,828	1,993	2,175	2,388
摊薄每股盈利 (人民币)	0.472	0.433	0.560	0.658	0.779	股东权益	1,762	1,828	1,993	2,175	2,388
增长率%	12.8	(8.1)	29.3	17.3	18.6	股本	4	4	4	4	4
每股股息 (港币)	0.180	0.180	0.210	0.247	0.292	储备	1,759	1,825	1,989	2,171	2,384

现金流量表						主要财务比率					
	2020 实际	2021 实际	2022 预测	2023 预测	2024 预测		2020 实际	2021 实际	2022 预测	2023 预测	2024 预测
EBITDA	307	340	392	451	524	毛利率 (%)	60.4	61.7	63.6	64.2	64.6
营运资金变动	82	101	70	105	102	营业利润率 (%)	45.7	42.3	42.6	42.0	42.9
其他	(37)	(28)	0	0	0	净利率 (%)	34.8	26.2	29.6	29.5	30.5
经营活动现金流	351	412	462	555	626	销售及分销成本占	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
已付利息	(58)	(49)	(24)	(24)	(25)	行政成本占收入百	19.4	20.9	22.2	23.2	22.5
所得税	(148)	(5)	(64)	(77)	(91)	派息率	32.2	34.0	30.0	30.0	30.0
经营活动净现金	145	359	373	453	511	有效税率 (%)	2.5	26.4	25.0	25.0	25.0
资本支出	(345)	(139)	(180)	(185)	(212)	总负债比率 (%)	65.3	43.6	40.6	37.4	34.5
投资	0	(0)	0	0	0	净负债比率 (%)	24.7	16.9	9.2	0.2	净现金
已收股息	0	0	0	0	0	流动比率 (x)	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0
资产出售	0	0	0	0	0	速动比率 (x)	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0
已收利息	3	5	1	2	2	库存周转率 (天)	0	0	0	0	0
其他	(144)	172	0	0	0	应收账款周转率	2	3	3	3	3
投资活动现金流	(485)	37	(179)	(183)	(210)	应付账款周转率	194	209	209	209	209
自由现金流	(340)	396	194	270	300	现金周转率 (天)	(191)	(207)	(207)	(207)	(207)
发行股份	592	0	0	0	0	资产周转率 (x)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
股份回购	0	0	0	0	0	财务杠杆 (x)	2.2	1.8	1.8	1.8	1.7
少数股东权益	0	0	0	0	0	EBIT 利润率 (%)	45.7	42.3	42.6	42.0	42.9
已付股息	(34)	(62)	(68)	(91)	(110)	利息开支 (x)	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
银行贷款变动净	(7)	(340)	12	4	10	税务开支 (x)	1.0	0.7	0.8	0.8	0.8
其他	0	(47)	0	0	0	股本回报率 (%)	13.9	10.0	12.2	13.1	14.2
筹资活动现金流	551	(449)	(56)	(87)	(100)	ROIC (%)	12.3	9.3	10.9	13.4	15.6
现金变动净额	211	(53)	138	183	200						

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

历史建议和目标价

建桥教育 (1525 HK) 股价表现及评级时间表



来源：彭博，中泰国际研究部

	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	2021/01/22	HK\$6.39	买入	HK\$8.80
2	2021/03/29	HK\$6.08	买入	HK\$8.30
3	2021/08/30	HK\$5.40	买入	HK\$8.00
4	2022/04/04	HK\$3.79	买入	HK\$5.30
5	2022/08/30	HK\$3.86	买入	HK\$5.60

来源：彭博，中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级:

以报告发布日后的 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（“中泰国际”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港上环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805