

# 中國春來 (1969. HK)

## 政策東風正當時，產融結合迎來收成期

投資評級

**推薦**

基本資料

|      |            |
|------|------------|
| 公司名稱 | 中國春來       |
| 所屬行業 | 教育服務       |
| 成立日期 | 2017-11-15 |
| 註冊資本 | 500,000    |
| 註冊地址 | 開曼群島       |
| 員工人數 | 4,750      |
| 董事長  | 侯春來        |

主要股東

股東名稱

|     |     |
|-----|-----|
| 侯俊宇 | 75% |
|-----|-----|

交易資料

|              |           |
|--------------|-----------|
| 收盤價(港元)      | 5.12      |
| 5日漲跌幅(%)     | 7.34      |
| 10日漲跌幅(%)    | 15.06     |
| 5日移動平均(元)    | 4.87      |
| 10日移動平均(元)   | 4.72      |
| 10日日均成交量(千股) | 2,360     |
| 報告日期         | 2023-6-29 |

連絡人：余石麟

joe.yu@valuable.com.hk

請務必閱讀最後特別聲明與免責條款

### 核心觀點

多省份規定營利性高校可以自主制定學費標準，河南省也啟動書面問詢，預期下半年營利性高教（試運營）有望落地，春來教育已經申報營利性的選擇，我們認為民辦教育卻與公辦教育一樣具有公益性，判斷其也將獲得政府的支持，營利性的選擇落地將推動公司持續推進優質教育資源的革新。

一連串的利好職業/高等教育的政策發佈，特別是《職業教育產教融合賦能提升行動實施方案(2023—2025年)》，提出5方面19條政策措施。春來教育這產融結合方面早有沉澱，具備產教融合能力，疊加公司下屬學院之學生就業率遠高於全國平均水準（於2013年至2017年介乎77.4%至78.4%），有望是產教融合政策下業績增量的得益者。

### 成長邏輯

中國春來之中期業績保持收入及盈利增長的趨勢，生源區域人口密集而且發展快速的地区，2022/2023學年本科課程的總報到率高达96.7%，連續3年高於96%，預期2024/2025年之在校學生人數分別為143,292/160,650，學費維持穩定，對應總學費之收入為19.7/23.7億人民幣。

公司將進一步加大下屬三間學院擴容，包括：安陽學院原陽校區容量擴大至25,000人。完成南京高淳校區的建設，預計未來學生容量達到25,000人；完進一步完善荊州學院的建設，將其容量擴大至20,000人。伴隨著南京高淳校區和安陽學院原陽校區的竣工啟用，未來3年內集團學生人數有望突破14萬人。

### 盈利預測

預期2023/2024年公司總收入21.5/25.7億元，同比增長分別為42.3%/19.5%，對應毛利13.5/16億，毛利率維持62-63%水平，預期經整利潤9.85/13.9億，同比增速分別47%/41%，對應每股盈利0.81/1.15人民幣。考慮到中國春來經營往績穩定增長，具備產教融合能力，有望是產教融合政策下業績增量的得益者，對其未來兩年利潤之樂觀預期下疊加分紅增長預期，給予中國春來8倍PE，對應2024年每股盈利0.89港元，目標價7.12。

**風險提示：**校區擴建不及預期；學生人數、學費增長不及預期等

目錄

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 1 中期業績增長穩定 .....               | 4  |
| 2 中國春來堅定走職/高教盈利性的道路 .....      | 6  |
| 3 2035 擴大內需，利好職業教育 .....       | 6  |
| 4 產教融合再有進展 .....               | 7  |
| 4.1 行業規劃方面 .....               | 7  |
| 4.2 支持力度方面 .....               | 7  |
| 4.3 產教融合-激發資本效率方面 .....        | 7  |
| 4.4 未來方向方面 .....               | 8  |
| 5 納入 ETF 指數及啟動分紅將提高市場關注度 ..... | 9  |
| 6 寬鬆環境下長期貸款助力負債率及成本雙降 .....    | 9  |
| 7 穩步推進校區擴容，海外項目盤活存量需求 .....    | 9  |
| 8 盈利預測及投資建議 .....              | 10 |
| 8.1 盈利預測 .....                 | 10 |
| 8.2 投資建議 .....                 | 12 |

## 圖表目錄

|                           |    |
|---------------------------|----|
| 圖表 1: 同期收入同比增長 .....      | 4  |
| 圖表 2: 歷年同期毛利及毛利率 .....    | 5  |
| 圖表 3: 歷年經調整淨利潤及同比增速 ..... | 5  |
| 圖表 4: 歷年收入成本及佔收比 .....    | 5  |
| 圖表 5: 中國春來之學生就業率 .....    | 8  |
| 圖表 6: 總校生人數 .....         | 10 |
| 圖表 7: 中國春來教育之收入預測 .....   | 11 |
| 圖表 8: 中國春來教育之財務預測一 .....  | 12 |
| 圖表 9: 中國春來教育之財務預測二 .....  | 13 |
| 圖表 10: 中國春來教育之財務預測三 ..... | 13 |

### 1 中期業績增長穩定

公司總部設在鄭州，辦學規模華中第一，全國領先先后在河南、湖北、江蘇舉辦高校。2023 財年上半年收入同比增長 14.2% 至 7.49 億元（人民幣，下同），是由於擴大招生所致。其中學費收入 6.79 億，佔收入比 90.8%，同比增加 14.2%，住宿費收入 6.93 億，佔收入比 9.3%，同比增加 13.8%。公司收入同比穩定增長，1H2018-2023 年之年復合增長為 25.2%。其中：商丘學院收入 2 億，同比+4.3%，得益於年度平均學費提升。安陽學院收入 2.02 億，同比-1.9%，下降是由縮減招生所致。商丘學院應用科技學院收入 1.36 億，同比+14.9%，安陽學院原陽校區收入 0.66 億，同比+102.5%，荊州學院收入 1.17 億，同比+21.9%，湖北健康職業學院收入 0.26 億，同比+175.8%，其受益於期間擴大招生所致。

圖表 1：同期收入同比增長



資料來源：公司年報數據、華盛證券整理

上半年毛利方面為 4.71 億，同比增加 14.9%，高毛利率略有上漲至 62.9%（去年同期 62.5%）水準，上漲主要是由於集團學費及住宿費收入分別增加 14.2% 及 13.9%。得益於收入增速（14.2%）大於成本增速（13%），整體成本有效控制，公司同期歷年毛利穩步增長，1H2020-2023 年毛利之復合增長為 40.29%。行政開支由於還需引進更多的優質教師，提高教師待遇而增加至 1.13 億，同比增加 13.9%。銷售開支由於招生宣傳的廣告費用增加至 3.5 百萬元，同比增加 43.4%。平均貸款減少導致融資成本同比減少 7.7% 至 0.66 億。扣除以股份為基礎的補償及外匯虧損下經調整利潤為 3.32 億，同比增加 26%，經調整利潤率為 44.3%，1H2020-2022 年之經調整淨利潤之復合增長為 55.12%。

圖表 2：歷年同期毛利及毛利率



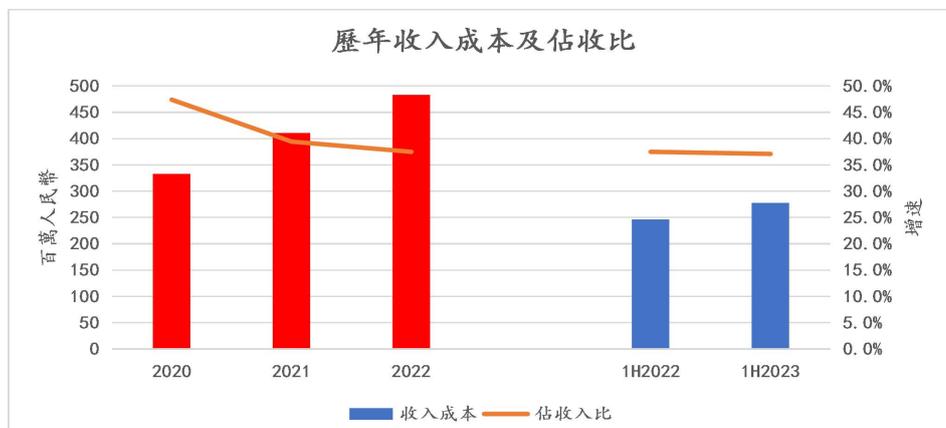
資料來源：公司年報數據、華盛證券整理

圖表 3：歷年經調整淨利潤及同比增速



資料來源：公司年報數據、華盛證券整理

圖表 4：歷年收入成本及佔收比



資料來源：公司年報數據、華盛證券整理

截止2023年2月28日，有息負債餘額19.9億元，相較上年同期餘額下降4.1億，資本負債率降至68.3%，較2022年8月31日資本負債率91.4%減少23.1個百分點。公司還未使用的各類金融機構授信額度約38億，足夠充分覆蓋，保障集團短期健康運營，長期發展無虞。目前公司的平均融資成本控制在6.5%以內，相較上年略有下降，下階段集團會考慮用境外低息貸款來替換境內短期借款，進一步控制和降低有息負債。

## 2 中國春來堅定走職/高教盈利性的道路

營利性選擇是市場對民辦高教分類登記管理的痛點，需要各地政府明確分類登記細則，理順差異化扶持政策來推動營利性民辦高校的公益性及盈利性並存。《民辦教育促進法》2016年修訂後，開始實行營利性學校和非營利性學校分類管理，對高等教育階段學校沒有過多限制，意味著高等教育學校選擇營利性沒有政策障礙。分類管理取消營利限制目的在於通過產權激勵，調動社會資本對高等教育投入的積極性，2021年修訂的《民辦教育促進法實施條例》作出更具體的闡釋，同年首批分類登記的民辦高校在上海落地，多省份規定營利性高校可以自主制定學費標準。

大部分省份在2022年前完成營利性登記，規定營利性高校可以自主制定學費標準，河南省也啟動書面問詢，預期下半年營利性高教（試運營）有望落地，春來教育已經申報營利性的選擇。我們認為民辦教育卻與公辦教育一樣具有公益性，判斷其也將獲得政府的支持，各地普遍提出差別化扶持政策，例如政府購買服務、土地劃撥、稅費減免等，結合上年12月至今年6月一系列支持職業及高等教育的政策，隨著行業標準明朗化，營利性的選擇落地將推動公司持續推進優質教育資源的革新。

## 3 2035 擴大內需，利好職業教育

2022年12月國務院出台的《擴大內需戰略規劃綱要（2022—2035年）》提出，下一步將完善職業技術教育和培訓體系，增強職業技術教育適應性，鼓勵社會力量提供多樣化教育服務，支持和規範民辦教育發展。同月中央辦公廳及國務院辦院發佈《關於深化現代職業教育體系建設改革的意見》，提出探索地方政府和社會力量支持職業教育發展投入新機制，吸引社會資本、產業資金投入，按照公益性原則，支持職業教育重大建設和改革項目。鼓勵金融機構提供金融服務支持發展職業教育；擴大應用型本科學校在職教高考中的招生規模，以及制定支持職業教育的金融、財政、土地、信用、就業和收入分配等激勵政策的具體舉措，將符合條件的職業教育項目納入地方政府專項債券、預算內投資等的支持範圍；支持龍頭企業和高水準高等學校、職業學校牽頭組建跨區域產教融合共同體。

一連串的政策發佈的意義在於：1) 上層管理者對職教行業表達明確的支持態度，有利於化解資本市場對職業教育、高等教育領域政策風險的顧慮。2) 職業教育供給側結構性改革的深化，市場一直擔憂的外延併購模式得到肯定，允許組建跨區域產教融合共同體，有利於龍頭高教集團內生增長和外延擴張的加速。3) 為鼓勵社會資本進入發展職業教育行業，營造出良好的政策和社會環境，將符合條件的職業教育項目納入地方政府專項債券、預算內投資等的支持範圍，對選擇營利性模式的企業更為有利。

## 4 產教融合再有進展

國家發改委、教育部等八部門聯合印發《職業教育產教融合賦能提升行動實施方案(2023—2025年)》，提出5方面19條政策措施，內容可分為四個維度概述：

### 4.1 行業規劃方面

到2025年國家產教融合試點城市達到50個左右，試點城市的突破和引領帶動作用充分發揮，在全國建設培育1萬家以上產教融合型企業。將於今年下半年啟動遴選第二批30個左右國家產教融合試點城市，推動產教融合試點城市出台扎實有效的改革舉措。支持符合條件的產教融合型企業上市融資。政策肯定了職業教育的合理性和可行性，有望解除長期以來市場對職業/高等教育行業的擔憂，也向產業展示出一個新的投資方向，後續關注政策落地的速度及效果，並連動市場對目前整個教育板塊低迷的估值出現重估的可能，特別是在產融結合有一定沉澱及就業率較好的教育企業。

### 4.2 支持力度方面

新增200所左右高職院校和應用型本科院校，對納入儲備項目庫且符合條件的職業教育產教融合項目通過中央預算內投資予以重點支持。安排中央預算內投資支援符合條件的產教融合實訓基地建設，高職院校和應用型本科院校每所支援額度不超過8000萬元，中職院校每所支持額度不超過3000萬元。對職業教育提供落地方案和資金支援，且單個項目支援力度大，能減輕符合條件學校的財務壓力。

### 4.3 產教融合—激發資本效率方面

支援和規範社會力量興辦職業教育，通過企業資本投入、社會資本投入等多種方式推進職業院校股份制、混合所有制改革。允許企業以資本、技術、管理等要素依法參與辦學並享有相應權利。金融政策方面，鼓勵銀行機構按照“風險可控、商業可持續性”原則支援產教融合項目和產教融合型企業發展；財稅政策方面，對產教融合型企業興辦職業教育的投資符合規定的，可按投資額30%的比例抵免

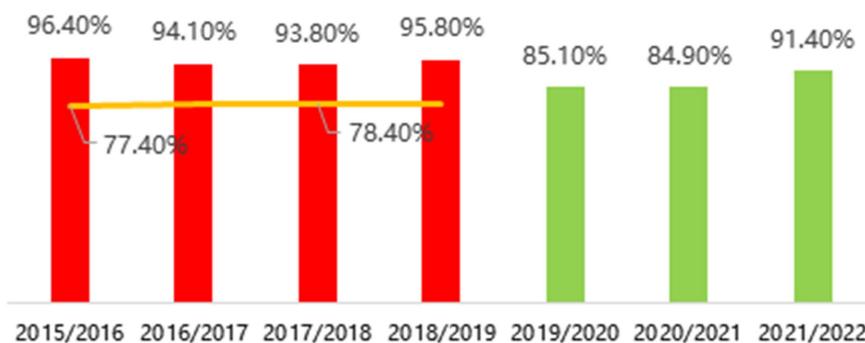
當年應繳教育費附加和地方教育附加；土地政策方面，企業投資或與政府合作建設職業院校、高等學校的建設用地，按規定符合規定的，可通過劃撥方式供地，鼓勵企業自願以出讓、租賃方式取得土地。

#### 4.4 未來方向方面

重點行業為新一代資訊技術、積體電路、人工智慧、工業互聯網、儲能、智慧製造、生物醫藥、新材料等戰略性新興產業，以及養老、托育、家政等生活服務業等行業。同時鼓勵引導職業院校以產業需求為導向，改造傳統專業，開設更多新興產業所需專業緊密對接產業鏈、創新鏈。從教育企業的角度出發，課程及教育資源必須支持產教融合發展，並有效導入實際應用中，驅動優質企業與職教企業合作將利好職教企業的課程品質及就業率得以提升，從而吸引學員報名，實現良性產學循環。

中國春來這產融結合方面早有沉澱，1) 與 700 多家企業密切合作，提供實習和培訓，包括阿裡，騰訊，寧德時代等新興產業龍頭。2) 面向就業市場的課程，設計具有定制的實訓課程，從而滿足企業的特定需求，並持續更新課程，以更好地為學生做好準備，例如對應近期放寬的一孩政策，商丘學院新增學前教育專業；安陽學院建立航空工程學院，以捕捉當地航空產業的人才需求，與行業未來及國家戰略一致。3) 以就業為導向的教學資源，邀請企業的技術專家到學院授課。此外下屬學院進行全方位的職業培訓，其中商丘學院，在奧托立夫（中國）汽車方向盤有限公司設立培訓中心蘇州高博應諾資訊科技有限公司共同開發實訓課程與多家企業合作建立 106 個實訓中心。安陽學院，與浙江衡信教育科技有限公司訂立合作協定與達內科技設立聯合實訓計畫在培訓中心提供職場模擬培訓課程。得益於產融結合的有效實踐，公司下屬學院之學生就業率遠高於全國平均水準（於 2013 年至 2017 年介乎 77.4%至 78.4%），近三年由於疫情原因，導致就業率有所下降，但仍然非常優秀。

圖表 5：中國春來之學生就業率



資料來源：公司中期演示材料、華盛證券整理

## 5 納入 ETF 指數及啟動分紅將提高市場關注度

6 月 15 日公司正式被納入中國教育指數 ETF (513360)，全稱博時中證全球中國教育主題交易型開放式指數證券投資基金(QDII)，是緊密跟蹤中證全球中國教育主題指數(人民幣)的指數基金，獲納入教育指數意味著該股將有機會獲更多資金青睞。此外公司 2022 年首次分紅，派息 0.11 港幣/股，我們預期隨著公司的資本開支下降，現金流持續改善及淨利潤穩定增長下 2023 年將持續進行股息分派，並大概率加分紅大力度。

## 6 寬鬆環境下長期貸款助力負債率及成本雙降

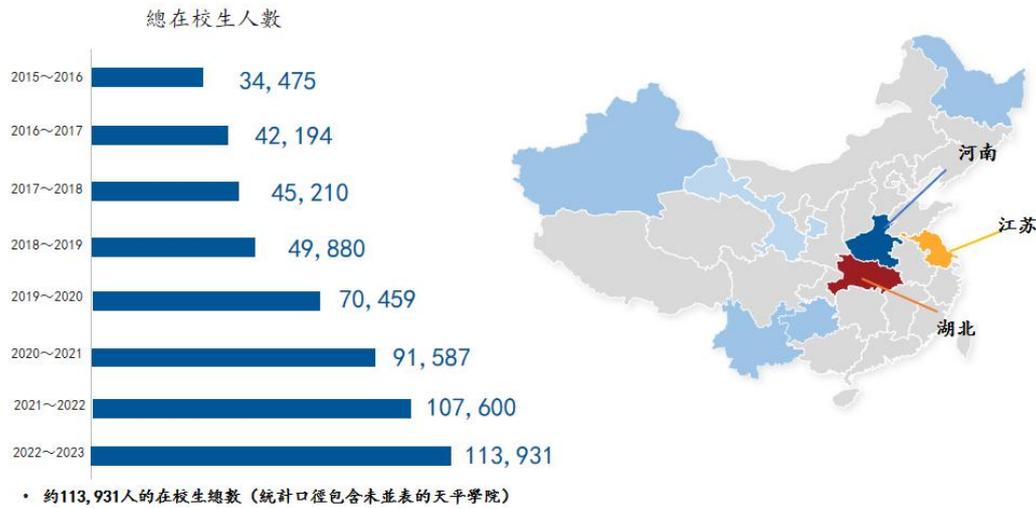
以往國有四大行較少向民營教育企業放貸，自三紅先後對房地產融資的替換效應，銀行認為教育行業是優質現金流資產，所主動找到中國春來，並成功首次獲得中國銀行南京分行 7 個億的人民幣的貸款授信，後續工行等大型銀行也相繼接觸，從四大行得到的授信成本相較於地方銀行及融資租賃大幅降低，有利於改善公司的融資結構及降低中長期融資成本。

## 7 穩步推進校區擴容，海外項目盤活存量需求

2023 年 2 月 28 日止在校生總數 103,931 人（未並表的天平學院人數），同比增長 5.6%，5 年復合增長 15%，若包含未並表的天平學院，總在校生人數約為 113,931 人。未來將進一步加大下屬三間學院擴容，包括：進一步完善安陽學院原陽校區的基礎設施，擴大約 400,000 平方米，將其容量擴大至 25,000 人。完成南京高淳校區的建設，預計未來學生容量達到 25,000 人；完成收購荊州學院的行政程式後，建設一個約 660,000 平方米的新校區，進一步完善荊州學院的建設，將其容量擴大至 20,000 人。伴隨著南京高淳校區和安陽學院原陽校區的竣工啟用，未來 3 年內集團學生人數有望突破 14 萬人。

公司積極關注海外教育的投資機會，目標是盤活存量在校生對海外教育項目的需求，為擴大海外教育營運的業務計劃公司正在以各種潛在合作形式與若干經驗豐富及聲譽卓著的海外教育服務供應商溝通或磋商，包括與外國教育機構合作組織國際班或課程的合作；適時投資或收購海外教育業務；持有海外知識產權，並許可國際合夥人使用該等知識產權等。

圖表 6: 總校生人數



資料來源：公司中期演示材料、華盛證券整理

## 8 盈利預測及投資建議

### 8.1 盈利預測

中國春來之中期業績保持收入及盈利增長的趨勢，生源區域人口密集而且發展快速的地區，2022/2023 學年本科課程的總報到率高達 96.7%，連續 3 年高於 96%，2021/2022 學年年終就業率為 91.4%，新生進入及人才輸出效率均遠高於全國平均水平。預期 2024/2025 年之在校生人數分別為 143,292/160,650，學費維持穩定，對應總學費之收入為 19.7/23.7 億人民幣（下同），住宿費方面基本保持穩定，對應收入為 1.82/2.07 億，預期 2023/2024 年公司總收入 21.5/25.7 億元，同比增長分別為 42.3%/19.5%，對應毛利 13.5/16 億，毛利率維持 62-63% 水平。運營開支方面，銷售開支分別為 0.08/0.12 億，佔收入比分別為 0.39%/0.49%，行政開支因擴張優質教師團隊加速分別為 2.87/3.7 億，佔收入分別為 13.3/14.5%，財務費用分別為 1.16/1.29 億，佔收入比分別為 5.4%/5%，預期經調整利潤 9.85/13.9 億，同比增速分別 47%/41%，對應每股盈利 0.81/1.15 人民幣。

圖表 7: 中國春來教育之收入預測

|                      | 2024E            | 2025E            |
|----------------------|------------------|------------------|
| <b>在校人數總計 (人)</b>    |                  |                  |
| 商丘學院                 | 32,300           | 37,050           |
| 安陽學院                 | 30,830           | 32,300           |
| 安陽學院原陽校區             | 12,000           | 13,045           |
| 商丘學院應用科技學院           | 20,150           | 20,800           |
| 湖北健康職業學院             | 12,012           | 14,600           |
| 荊州學院                 | 22,000           | 26,355           |
| 天平學院                 | 14,000           | 16,500           |
| 公司總在校生人數             | 143,292          | 160,650          |
| <b>生均學費收入 (元)</b>    |                  |                  |
| 商丘學院                 | 12,500           | 13,100           |
| 安陽學院                 | 15,400           | 16,100           |
| 安陽學院原陽校區             | 5,800            | 10,600           |
| 商丘學院應用科技學院           | 15,000           | 15,200           |
| 湖北健康職業學院             | 13,200           | 14,000           |
| 荊州學院                 | 16,000           | 17,200           |
| 天平學院                 | 15,000           | 15,000           |
| <b>學費總收入 (元)</b>     |                  |                  |
| 商丘學院                 | 403,750,000      | 485,355,000      |
| 安陽學院                 | 474,782,000      | 520,030,000      |
| 安陽學院原陽校區             | 69,600,000       | 138,277,000      |
| 商丘學院應用科技學院           | 302,250,000      | 316,160,000      |
| 湖北健康職業學院             | 158,558,400      | 204,400,000      |
| 荊州學院                 | 352,000,000      | 453,306,000      |
| 天平學院                 | 210,000,000      | 247,500,000      |
| 學費總收入                | 1,970,940,400    | 2,365,028,000    |
| <b>生均住宿費收入 (元)</b>   |                  |                  |
| 商丘學院                 | 1,100            | 1,100            |
| 安陽學院                 | 1,250            | 1,250            |
| 安陽學院原陽校區             | 1,400            | 1,450            |
| 商丘學院應用科技學院           | 1,300            | 1,300            |
| 湖北健康職業學院             | 1,500            | 1,550            |
| 荊州學院                 | 1,500            | 1,550            |
| 天平學院                 | 1,000            | 1,000            |
| <b>住宿費總收入 (元)</b>    |                  |                  |
| 商丘學院                 | 35,530,000       | 40,755,000       |
| 安陽學院                 | 38,537,500       | 40,375,000       |
| 安陽學院原陽校區             | 16,800,000       | 18,915,250       |
| 商丘學院應用科技學院           | 26,195,000       | 27,040,000       |
| 湖北健康職業學院             | 18,018,000       | 22,630,000       |
| 荊州學院                 | 33,000,000       | 40,850,250       |
| 天平學院                 | 14,000,000       | 16,500,000       |
| 住宿費總收入 (元)           | 182,080,500      | 207,065,500      |
| <b>學院總收入 (千元人民幣)</b> | <b>2,153,021</b> | <b>2,572,094</b> |

資料來源: 公司公告、華盛證券整理

## 8.2 投資建議

職業/高等教育服務屬剛性需求，在連翻出出台的行業新政加持下，從資本、人才、產業等領域進一步為職教發展提供支持，進一步強化市場對於職業教育板塊的投資信心，特別是產教融合的指引下，行業未來的發展路徑清晰，造就盈利的可見性，板塊估值有望繼續迎來修復。

由於擴招集中於地方舉辦的院校，在政府減稅降費的背景下，地方政府的辦學經費相對緊張，政府層面在經濟下行的環境下也希望民辦學校能吸收更多的生源或專升本教育，既延緩失業率也緩解地方辦學經費。我們預期民辦學校將成為新增高等教育需求的主要承接方，隨著政策對營利性教育的定位清晰並提供支援政策，具有規模增長潛力，及商業模型可複製下民辦高校持續擴張。

我們認為開設新校及校內擴容是中國春來擅長的增長路徑，模式具有可複製性，隨著2023公司外延布局进一步确认：南京高淳校区的建设一期已完成，计划9月启用集团安阳学院原阳校区正式启用进一步确认在华中、华东及中部区域战略布局，我們預期公司在華中地區的優勢更為鞏固。此外，其早著先機佈局產教合一的辦學模式，並擁有持續高於全國平均水平的就業率。考慮到中國春來經營往績穩定增長，具備產教融合能力，有望是產教融合政策下業績增量的得益者，對其未來兩年利潤之樂觀預期下疊加分紅增長預期，給予中國春來8倍PE，對應2024年每股盈利0.89港元，目標價7.12。

圖表 8：中國春來教育之財務預測一

| 損益表（百萬/人民幣） | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入          | 1,042 | 1,309 | 1,513 | 2,153 | 2,572 |
| 增速yoy       | 48%   | 26%   | 16%   | 42%   | 19%   |
| 銷售成本        | -411  | -482  | -560  | -797  | -965  |
| 毛利          | 631   | 827   | 953   | 1,356 | 1,608 |
| 增速yoy       | 70.9% | 30.9% | 15.3% | 42.3% | 0.0%  |
| 毛利率         | 60.6% | 63.1% | 63.0% | 63.0% | 62.5% |
| 其他收入        | 43    | 52    | 61    | 40    | 40    |
| 其他收益及虧損淨額   | 222   | 16    | 5     | 0     | 0     |
| 銷售開支        | -6.4  | -8.4  | 0.0   | -2.3  | -0.3  |
| 行政開支        | -188  | -199  | -213  | -287  | -373  |
| 融資成本        | -95   | -136  | -129  | -116  | 129   |
| 除稅前利潤       | 610   | 555   | 670   | 985   | 1,391 |
| 所得稅開支       | -3    | -3    | -3    | -7    | -13   |
| 歸母淨利潤       | 607   | 552   | 667   | 978   | 1,378 |
| 經調整利潤率      | 396   | 538   | 664   | 978   | 1,378 |
| 經調整利潤同比增速   | 129%  | 36%   | 24%   | 47%   | 41%   |
| EPS         | 0.33  | 0.46  | 0.56  | 0.81  | 1.15  |

資料來源：公司招公告、華盛證券整理

圖表 9: 中國春來教育之財務預測二

| 現金流量表 (百萬/人民幣) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 淨利潤            | 607   | 552   | 667   | 978   | 1378  |
| 折舊攤銷           | 161   | 217   | 292   | 321   | 336   |
| 營運資金           | -1654 | -1768 | -1155 | -597  | 0     |
| 經營活動現金流        | 742   | 1160  | 1417  | 1787  | 2005  |
| 投資活動現金流        | -898  | -814  | -611  | -550  | -632  |
| 融資活動現金流        | 352   | -114  | -614  | -464  | -177  |
| 現金淨流量          | 196   | 231   | 193   | 773   | 1197  |
| 期末淨現金餘額        | 400   | 631   | 824   | 1596  | 1836  |

資料來源: 公司公告、華盛證券整理

圖表 10: 中國春來教育之財務預測三

| 資產負債表 (百萬/人民幣) | 2021A  | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 貨幣資金           | 400    | 631   | 824   | 1,596 | 1,836 |
| 應收賬款           | 162    | 485   | 558   | 642   | 738   |
| 流動資產合計         | 561    | 1,116 | 1,382 | 2,238 | 2,574 |
| 物業、廠房及設備       | 2,781  | 2,798 | 3,036 | 3,295 | 3,575 |
| 使用權資產          | 542    | 555   | 568   | 582   | 595   |
| 無形資產           | 188    | 188   | 188   | 188   | 188   |
| 合作協議預付款        | 640    | 800   | 800   | 800   | 800   |
| 其他非流動資產        | 343    | 413   | 353   | 353   | 420   |
| 非流動資產合計        | 4,493  | 4,754 | 4,946 | 5,218 | 5,579 |
| 資產總計           | 5,054  | 5,870 | 6,327 | 7,455 | 8,152 |
| 已收預付款及其他應付款項   | 384    | 304   | 290   | 290   | 290   |
| 合約負債           | 219    | 533   | 717   | 860   | 946   |
| 借款             | 1,594  | 2,026 | 1,504 | 1,655 | 1,489 |
| 流動負債合計         | 2,215  | 2,884 | 2,536 | 2,835 | 2,760 |
| 遞延收入           | 5      | 3     | 5     | 5     | 6     |
| 借款             | 775    | 492   | 443   | 399   | 359   |
| 非流動負債合計        | 780    | 495   | 448   | 404   | 365   |
| 負債總計           | 2,995  | 3,379 | 2,984 | 3,239 | 3,125 |
| 權益總額           | 2,059  | 2,492 | 3,343 | 4,217 | 5,027 |
| 負債和所有者權益合計     | 5,054  | 5,870 | 6,327 | 7,455 | 8,152 |
| 借款總額           | 2,368  | 2,518 | 1,947 | 2,053 | 1,848 |
| 資本負債           | 115.0% | 91.4% | 58.2% | 48.7% | 36.8% |

資料來源: 公司公告、華盛證券整理

**【分析员声明】**

分析员声明：本研究报告由华盛证券有限公司分析员撰写。

本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了分析员个人对目标证券及发行人的观点；

该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系；

对于提述之证券，该分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息；

分析员确认并没有在发表报告之前30日内交易或买卖该等证券；

分析员及其有联系者并不是任职该等上市公司之高级职员；

分析员及其有联系者确认於发表报告时未持有该等证券

分析员确认不会於发表报告後3个营业日内交易或買賣该等证券

分析员及其有联系者并没有持有本报告覆盖之证券之任何权益。

**【华盛证券投资评级】**

分析员估测未来6~12个月绝对收益在20%以上的个股为“推荐”、在-10%~20%之间的为“中性”、在-10%以下的为“回避”。

**免责声明**

本研究报告由华盛资本证券有限公司(以下称“华盛证券”，持有香港证券及期货事务监察委员会(「香港证监会」)第1(证券交易)、2(期货合约交易)、4(就证券提供意见)、9(提供资产管理)类受规管活动牌照)备发。接收并阅读本研究报告，则意味着收件人同意及接纳以下的条款及声明内容：

一、此报告及资料受到版权、商标权全面保护。本报告中的资料和内容，使用的商标、服务标志均为华盛证券所有，除非获得华盛证券的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。

二、报告中的信息或所表达的意见，皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，华盛证券及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

三、此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以华盛证券认为可靠且已经公开的信息和数据为基础，华盛证券力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。同时，此报告所载的观点、意见及推测均基于华盛证券于最初发此报告日期当日的判断，过去的表现不应作为日后表现的预示和担保，不同时期，华盛证券及其雇员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。华盛证券不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

四、本报告仅供华盛证券的客户使用，华盛证券不因收件人收到本报告而视其为华盛证券的客户。此外，若本报告内容在接收人所在国家或地区受法律法规限制，接收人请勿使用。本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制，因此所提述的证券不一定适合所有收件人。投资者不应仅依靠此报告，而应根据自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华盛证券均不承担任何法律责任。

五、华盛证券及其集团、董事、高级职员及雇员(撰写全部或部分本报告的研究员除外)，将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人，进行该等证券之买卖。此外，华盛证券及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务，或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时，应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

六、华盛证券的销售人员、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。华盛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。华盛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作出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

©2019 华盛资本证券有限公司版权所有。保留一切权利。

|       |                                     |
|-------|-------------------------------------|
| 法团：   | Valuable Capital Limited 華盛資本證券有限公司 |
| 营业地址： | 香港干諾道中168-200號信德中心招商局大廈28樓2808室     |
| 电邮地址： | enquiry@valuable.com.hk             |
| 网站地址： | www.valuable.com.hk                 |