



增持（维持）

所属行业：休闲服务
当前价格(港币)：0.25 元

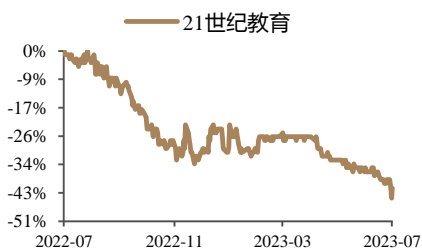
证券分析师

郑澄怀

资格编号：S0120521050001

邮箱：dengch@tebon.com.cn

市场表现



对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-7.78	-12.63	-20.95
相对涨幅(%)	-7.78	-12.63	-20.95

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1. 《21 世纪教育：产教融合御风而行，职教业务区域领跑》，2022.12.30

高邑校区投运在即，政行企校合作加强品牌力进一步提升

投资要点

- 石家庄理工职业学院高邑校区 23 年 9 月有望迎来首批学生入驻，看好公司办学规模&质量双升。**公司于 22 年 3-8 月成功竞得四宗高邑县土地使用权，并开启石家庄理工职业学院新校区的综合教学楼、食堂、宿舍楼宇等相关配套设施的建设施工，22 年 3 月，高邑新校区项目奠基仪式成功举办，预计 23 年 9 月新校区将完成第一批学生入驻，整体大一期建成后预计将可容纳学生人数 1.5 万人，相比之前在校人数有望实现较好的提升、为公司收入带来进一步的增长。
- 就读人数增加&新增高中业务带动收入提升，毛利率同比+5.8pct。**公司 22 年实现营业收入 3.12 亿元，其中石家庄理工职业学院就读人数增加带来的收入增长 0.38 亿元，新增加普通高中业务收入约 0.22 亿元，由于业务结构调整并关闭部分 K12 教育导致收入减少约 0.55 亿元，22 年营收整体同比增长 1%。22 年公司实现毛利率 46.9%/+5.8pct，净利润 0.27 亿元/-6.4%。
- 22 年全日制学生入读人数持续提升，生均收入增长明显。**2022 年，公司共拥有 23888 名全日制学生，同比增加 5096 名学生(+27.1%)，其中职业教育（石家庄理工职业学院）拥有 19809 名学生，同比提升 2733 名(+16%)；石家庄育英实验中学拥有 2361 名学生，新天际幼儿园 1718 名学生。此外，公司为四方学院西校区提供托管运营服务，为 3888 名学生提供服务。2022 年，公司职业教育平均收入 8398 元/+9.6%，普通高中生均收入达到 9119 元，幼儿园生均收入 18378 元/+1.9%。
- 政行企校合作加强，产教融合认可度持续提升。**公司完成教学等任务的同时，不断拓展与当地政府、行业协会及重点企业的合作，形成产教融合发展格局；截至 22 年末，公司已成立智能制造、互联网+数字经济等新兴产业相关的 12 个产业学院，石家庄理工职业学院的 20 个专业与 13 家企业开展特色专业共建，占总体专业的 25%；此外，公司与河北省政府紧密合作，将获得高邑县 200 亩产业园区商业用地，同时于 22 年在高邑县成立了 3 所产业学院，多元合作。在公司业务稳步发展的同时，通过政行企校多元合作，有望进一步提升公司品牌竞争力。
- 投资建议：**公司作为河北地区头部职业院校，随 23 年高邑新校区建成、产能的扩张，公司职业教育业务未来有望带动业绩继续实现稳健增长。考虑到 2021 年由于业务调整所产生的商誉减值、部分校区一次性关停费用以及疫情趋缓下全面复课使得成本增加从而导致公司毛利率、净利率短期下滑，22 年毛利率显著修复，但由于财务费用(汇兑损益以及融资成本上升)等因素影响，净利率尚未恢复至 2020 年较好的水平，但后续随着公司高邑校区招生、理工职业学院收入增加，有望带动公司净利率不断修复，建议继续关注。
- 风险提示：**项目建设不及预期，人才流失风险，行业竞争加剧

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	1,161.20		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流通港股(百万股):	1,161.20	营业收入(百万元)	309	312	396	506	612
52 周内股价区间(港元):	0.236-0.425	(+/-)YOY(%)	21.7%	1.0%	26.9%	28.0%	20.8%
总市值(百万港元):	289.14	净利润(百万元)	29	27	31	57	79
总资产(百万港元):	2,189.11	(+/-)YOY(%)	-62.2%	-6.4%	14.7%	81.2%	39.4%
每股净资产(港元):	0.70	全面摊薄 EPS(元)	0.03	0.02	0.03	0.05	0.07
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	41.1%	46.9%	44.0%	45.5%	46.0%
		净资产收益率(%)	4.3%	3.8%	4.2%	7.0%	8.9%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.02	0.03	0.05	0.07
每股净资产	0.63	0.65	0.70	0.77
每股经营现金流	0.11	-0.07	0.15	0.12
每股股利	0.01	0.01	0.01	0.01
价值评估(倍)				
P/E	10.98	8.54	4.71	3.38
P/B	0.41	0.35	0.33	0.30
P/S	0.93	0.68	0.53	0.44
EV/EBITDA	8.20	5.81	5.10	4.24
股息率%	2.1%	3.2%	4.0%	4.8%
盈利能力指标(%)				
毛利率	46.9%	44.0%	45.5%	46.0%
净利润率	8.8%	7.9%	11.2%	12.9%
净资产收益率	3.8%	4.2%	7.0%	8.9%
资产回报率	1.4%	1.5%	2.6%	3.4%
投资回报率	2.7%	4.0%	5.7%	6.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	1.0%	26.9%	28.0%	20.8%
EBIT 增长率	347.8%	56.3%	49.7%	28.2%
净利润增长率	-6.4%	14.7%	81.2%	39.4%
偿债能力指标				
资产负债率	62.9%	62.7%	62.7%	61.4%
流动比率	0.9	1.7	1.7	2.0
速动比率	0.7	1.0	0.8	1.0
现金比率	0.4	0.3	0.2	0.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	12.6	12.2	12.6	12.4
存货周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3
固定资产周转率	0.7	0.6	0.8	1.0

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	27	31	57	79
少数股东损益	-1	0	1	2
非现金支出	56	88	93	98
非经营收益	29	31	33	34
营运资金变动	16	-229	-8	-75
经营活动现金流	128	-78	176	139
资产	-588	-80	-200	-80
投资	-50	73	5	5
其他	183	0	0	0
投资活动现金流	-455	-7	-195	-75
债权募资	247	43	5	33
股权募资	-2	0	0	0
其他	-57	-31	-33	-34
融资活动现金流	187	12	-28	-1
现金净流量	-122	-73	-47	63

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 7 月 10 日
 资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所
 注: 港元兑人民币汇率取 0.92416。

利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	323	396	506	612
营业成本	166	222	276	330
毛利率%	46.9%	44.0%	45.5%	46.0%
营业税金及附加				
营业税金率%				
营业费用	16	21	26	31
营业费用率%	5.0%	5.2%	5.1%	5.0%
管理费用	71	93	114	135
管理费用率%	21.9%	23.5%	22.5%	22.0%
研发费用	0	0	0	0
研发费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBIT	39	61	91	116
财务费用	21	29	32	33
财务费用率%	6.5%	7.4%	6.2%	5.4%
资产减值损失				
投资收益	0	0	0	0
营业利润	38	61	91	116
营业外收支	-11	-29	-32	-33
利润总额	27	31	59	83
EBITDA	95	149	184	214
所得税	1	0	1	2
有效所得税率%	2.5%	0.1%	2.0%	2.0%
少数股东损益	-1	0	1	2
归属母公司所有者净利润	27	31	57	79

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	213	139	92	155
应收账款及应收票据	12	15	20	22
存货	0	0	0	0
其它流动资产	279	523	627	735
流动资产合计	503	678	739	912
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	642	606	641	596
在建工程				
无形资产	200	227	299	327
非流动资产合计	611	517	502	487
资产总计	1955	2028	2182	2322
短期借款	234	77	32	15
应付票据及应付账款	0	0	0	0
预收账款				
其它流动负债	326	325	415	440
流动负债合计	560	401	447	456
长期借款	460	660	710	760
其它长期负债	210	210	210	210
非流动负债合计	670	870	920	970
负债总计	1230	1271	1367	1426
实收资本	10	10	10	10
普通股股东权益	718	750	806	885
少数股东权益	7	7	8	11
负债和所有者权益合计	1955	2028	2182	2322

信息披露

分析师与研究助理简介

郑澄怀，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，伦敦政治经济学院金融学，杜伦大学计算机学双硕士，曾任安信证券商社团队高级分析师。2020 年新财富商社第六名&最具潜力奖核心成员，第二届新浪金麒麟新锐分析师第一名核心成员。2021 年加入德邦证券研究所。擅长消费产业趋势分析及公司和行业的深度基本面研究，核心覆盖：免税、医美、化妆品、植发、月子中心、酒店、人力资源、餐饮、茶饮、旅游、零售等多个板块。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
	2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入
增持			相对强于市场表现 5%~20%；
中性			相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
减持			相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。