

香港股市 | 教育行业

## 春来教育 (1969 HK)

### 冬去“春来”，进入价值释放期

#### 华中地区职业教育需求强劲

春来教育总部位于河南郑州，运营六所民办职业教育学校，其中四所在河南省，两所位于湖北省。截止 2023 年 2 月，总在校生为 10.4 万人，是华中地区最大的民办高等教育机构。华中地区为中国制造业重地，省政府计划加快打造先进制造业高地，提高创新能力，向高端制造业转型。河南省目标到 2025 年高等教育毛入学率上上升至 60%，以及深化产教融合校企合作，这大部分需要有民办职业教育来承担，民办职业教育在华中市场有望持续增长。

#### 公司内生增长稳定，预计未来三年收入高速增长

旗下学校接近饱和，加上区域内学校的资源共享，支撑公司毛利率稳定在 60% 以上。公司致力于扩张校园满足人数增长：1) 安阳学院扩建 40 万平方米，未来容量将提升至 4 万人；原阳校区容量将增至 2.5 万人；荆州学院建设新校区，容量从 2 万人扩至 3 万人；商丘学院扩建校园设施等。扩建计划可支撑未来三年学生人数 10%-15% 增长。

#### 天平学院并表带来盈利催化剂

天平学院 2022/23 学年在校生约 1 万人，提供 31 个本科专业、7 个专升本专业，学费约 1.4 万-1.6 万/年/人，住宿费 800-1,500 元/年/人。预计在 2024 年完成独立学院专设以及举办人变更后并入报表。我们保守预计 2024/25 学年天平学院的在校生为 1.3 万人，以及年均学费为 1.4 万元/人，学院年收入为 2.1 亿，并表后将提升公司 FY25E 整体收入 10.3%，以及净利润将增厚 9.1% 至 10 亿元。根据江苏省通知，天平学院平均学校仍有 60%-70% 的上调空间，为公司往后的收入带来拉动效应。

#### 预测 FY22E- FY25E 净利润复合增长 22.8%

我们预计 2023/24、2024/25 学生数量为 11.1 万、14.5 万人；FY22-FY25E 收入复合增长 20.3%，净利润复合增长 22.8%，公司开支比例低于同业大部分公司。当前对应 FY23E、FY24E、FY25E 市盈率分别为 9.1 倍、7.9 倍、5.7 倍。公司 FY22 派发期末股息每股 0.1 元，派息率 20%，FY23E 往后有望提升至 30%，对应 FY23E/FY24E 的股息率分别为 3.3%/3.8%。公司有望于 2023 年底纳入港股通，提升交易活跃度。

**风险提示：** 1) 政策风险：各地对于“选营选非”的时间表和相关规定均不一至，为民办学校带来不确定性； 2) 学生人数不及预期； 3) 天平学院并表风险。

图表 1：主要财务数据（人民币百万元）

年结:8月31日	FY21 实际	FY22 实际	FY23 预测	FY24 预测	FY25 预测
收入	1,042	1,309	1,510	1,659	2,278
增长率 (%)	48.3	25.6	15.3	9.9	37.3
净利润	607	552	655	739	1,021
增长率 (%)	329.4	(9.0)	18.7	12.8	38.1
摊薄后每股盈利 (人民币)	0.499	0.451	0.536	0.616	0.851
净资产回报率 (%)	34.7	23.6	22.6	21.6	24.9
市盈率 (倍)	10.1	11.2	9.4	8.2	5.9
市净率 (倍)	2.9	2.3	1.9	1.6	1.3
股息率 (%)	0.0	2.0	3.2	3.7	5.1
每股股息 (人民币)	0.000	0.115	0.185	0.213	0.294

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

公司点评

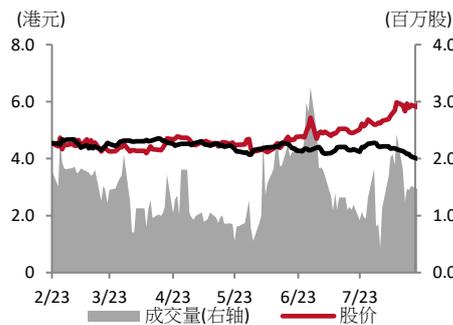
未评级

#### 股票资料

现价	6.25	港元
总市值	7,320	百万港元
流通股比例	24.9	%
已发行总股本	1,200	百万
52 周价格区间	2.43 - 6.25	港元
3 个月日均成交额	7.7	百万港元
主要股东	侯俊宇	75.1%

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

#### 分析师

陈怡 (Vivien Chan)

+852 3979 2941

vivien.chan@ztsc.com.hk

目录

**投资亮点** ..... 3

- 华中生源广阔，职业教育需求强劲 ..... 3
- 内生增长稳定，预计未来三年收入高速增长 ..... 4
- 天平学院并表增厚利润 ..... 4
- 资源协同共享，区位及产教融合优势显著 ..... 5

**财务分析** ..... 6

- FY22-25E 营业收入复合增长 32.8% ..... 6
- 毛利率维持 60%以上 ..... 6
- 资本开支投入稳定；净利润保持 45%左右 ..... 8

**盈利与估值** ..... 9

**公司背景** ..... 10

- 深耕河南，辐射华中华东 内生增长优质标的 ..... 10
- 创始人家族为控股股东，股权架构集中 ..... 11

**投资风险** ..... 11

- 政策风险 ..... 11
- 学生人数不及预期 ..... 11
- 天平学院并表风险 ..... 11

图表目录

图表 1: 主要财务数据 (人民币百万元) ..... 1

图表 2: 华中三省出生人口 ..... 3

图表 3: 学生人数增长预测 ..... 4

图表 4: 天平学院并表提升盈利 ..... 5

图表 5: 销售和行政费用占收入比例 ..... 5

图表 6: 经营利润率 ..... 5

图表 7: 校区合作企业 ..... 6

图表 8: 收入按学校分布 ..... 7

图表 9: 毛利率走势 ..... 7

图表 10: 毛利率同业对比 ..... 7

图表 11: 净利润率同业对比 ..... 7

图表 12: 销售费用占收入比例 ..... 7

图表 13: 行政费用占收入比例 ..... 7

图表 14: 总运营费用占收入比例 ..... 8

图表 15: 资本开支对比 ..... 8

图表 16: 核心净利润及净利润率 ..... 8

图表 17: 资本开支占收入比重 ..... 8

图表 18: 利润表预测 ..... 9

图表 19: 春来教育里程碑 ..... 10

图表 20: 春来教育旗下高职院校 ..... 10

图表 21: 春来教育董事及高级管理层 ..... 11

图表 22: 高等教育同业比较 ..... 12

图表 23: 财务摘要 (年结: 8 月 31 日; 人民币百万元) ..... 13

## 投资亮点

### 华中生源广阔，职业教育需求强劲

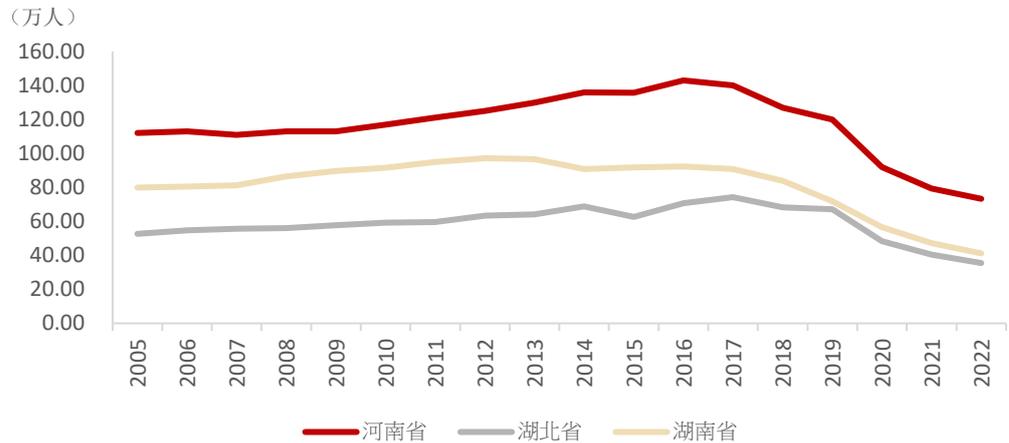
春来教育总部位于河南，旗下学校辐射华中（河南、湖北、湖南）三省。2022 年河南省常住人口全国第三，是以现代农业、矿产资源和机械加工为支柱行业的省份。2022 年华中三省的总常住人口超过 2 亿人，占全国总人口 15.8%，当中河南省常住人口超过 9,800 万人，占全国总人口的 7%。2022 年华中三省 GDP 总量占全国 13.5%。2016-2022 年间，华中地区的 GDP 年均复合增长 7.7%，当中湖北省 GDP 年均复合增长率为 8.6%，高于全国平均增长率。2022 年湖北省人均生产总值达 9.2 万元，高于全国 8.6 万元的平均水平。华中三省均针对各个支柱产业提出产业升级计划，提高科技创新能力，向高端制造转型。

2023 年河南省本科招生人数达 32.9 万人，同比增长 1.1%；专科招生人数达 30.4 万人，同比增长 16.4%。其中民办本科和专科的招生计划同比分别增长 3.0% 和 30.2%，均高于公办的 0.06% 和 11.4%。2023 年湖南省本科招生 19 万，比去年同比增加 3.8%；湖北省本科招生 15 万人，较上年增加 0.8% 招生名额。

尽管河南省高等教育招生人数呈增长趋势，但经过多年的发展后，河南省的优质高教资源仍相对匮乏，2022 年全省高等教育毛入学率为 55.5%，低于全国 59.6% 的水平。湖北省高等教育毛入学率为华中地区最高，2021 年达 71.9%；湖南地区 2021 年高等教育毛入学率为 57.3%，与全国平均水平相若。

根据《河南省“十四五”教育事业发展规划》（“规划”），河南省 2025 年高等教育毛入学率须达到 60%，因此，未来 3 年河南省高等教育毛入学率平均每年将提高 1-2 个百分点。规划还提出，河南省将坚持职业教育的类型教育基本定位，深化产教融合校企合作，支持郑州市建设国家产教融合型试点城市，重点培育 5 个左右省级产教融合型城市，等。2021 年河南省职业本科招生仅占总规模的 0.83%，距离目标 10% 还有相当大的差距。这大部分需要有民办职业教育来承担，民办职业教育市场有望持续增长。从三省的出生人数看，未来一段时间高等教育适龄人口数量仍保持稳定增长。

图表 2：华中三省出生人口



来源：公司资料，中泰国际研究部

### 内生增长稳定，预计未来三年收入高速增长

公司近年来内生增长强劲，FY22 实现收入 13.1 亿元，同比增长 25.6%，FY19-FY22 收入 CAGR32.8%。学生人数从 2019/20 学年的 6.1 万人上升至 2022/23 学年的 10.4 万人。

从收入驱动因素来看，近年驱动收入增长的主要因素为：1) 2020 年商丘学院收益于教育部的高职和专升本扩张政策的利好，2020/21 学年人数净增加 6,300 人，突破 3 万人；2) 荆州学院于 2021 年 5 月完成举办人变更程序，并入公司财报。FY22 荆州学院贡献全年收入 1.9 亿元；以及 3) 健康学院和安阳学院于 2020 年和 2021 年分别开始招生，拉动公司学生人数增长。

公司旗下学校已经接近饱和，校园利用率接近 100%。高利用率支撑公司毛利率由 FY19 的 52.5% 提升至 FY22 的 63.1%。未来公司致力于现有校园扩张来满足学生人数增长。1) 安阳学院计划扩大校区约 40 万平方米，容量将由现在的 3 万人扩张至 4 万人；2) 计划进一步完善安阳学院原阳校区的基础设施，将容量从现在 1 万人扩张至 2.5 万人；3) 荆州学院也有扩张计划，未来还将建设一个 66 万平方米的新校区，容量从现在的 2 万人逐步扩张至 3 万人。4) 公司还将为商丘学院新建一座图书馆、体育馆、实验室和学生宿舍。5) 将商丘学院应用科技学院的校区扩展约 20 万平方米，同时另建学生宿舍。随着新建/扩建计划落地，将有望支撑未来三年学校人数保持 10% - 15% 的内生增长。我们预计 2025/26 学期六所学校的学生人数将上升至 15.0 万人，2022/23 - 2025/26 学年间的复合增长率为 13.2%。

学费方面，河南学校的平均学费 1.3 万 - 1.5 万元，湖北学校的平均学费为 1.4 万 - 1.5 万元，预计学费平均每年提升 3% - 5%。此外，商丘学院和安阳学院自 2021 年起进入河南省硕士学位授予单位的立项建设名单，历经三年考察期，如果顺利通过考察，学校将在 2024 年起开设电子信息、风景园林和翻译等三个专业的硕士课程。这是河南省第一批民办高教允许开始硕士课程，显示学校的师资水平和办学质量得到认可。预期开设硕士课程将有助于带动本科学费收入。

图表 3: 学生人数增长预测

	2020/21	2021/22	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25
商丘学院	30,353	30,111	29,779	29,323	34,485	39,494
商丘学院应用科技学院	14,594	16,112	18,054	18,374	21,311	24,272
安阳学院	34,724	33,851	30,525	28,102	29,263	35,811
安阳学院原阳校区	-	4,059	8,149	10,474	13,864	12,160
荆州学院	10,759	12,234	13,710	17,044	21,034	25,037
湖北健康职业学院	472	1,318	3,714	7,277	10,956	13,884
<b>总在校生人数</b>	<b>90,902</b>	<b>97,685</b>	<b>103,931</b>	<b>110,593</b>	<b>130,912</b>	<b>150,657</b>

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

### 天平学院并表增厚利润

公司在 2019 年成功中标苏州科技大学天平学院的举办权。天平学院 2000 年开始招生，当时是苏州科技大学及基金会共同举办、组织及出资以培养全日制本科生的独立学院。2020 年起公司致力于将天平学院转设成为独立民办普通高等学校并进行举办人变更程序。过往公司成功将独立学院转设成为独立民办学院（华豫学院转设成为商丘学院、安阳师范学院人文管理学院转设成为安阳学院，以及长江大学工程技术学院转设成为荆州学院）的经验，相信有助于天平学院的转设和举办人变更顺利进行。管理层预计转设程序将于 2024 年完成；我们预计天平学院将于 2024/2025 学年并表。

天平学院 2022/23 学年在校生约 1 万人，提供风景园林、环境工程、土木工程、财务管理、英语等 31 个本科专业；计算机科学与技术、汉语言文学、酒店管理、市场营销、物流管理等 7 个专转本专业，形成了以工为主，工、理、文、管、艺等多学科协调发展、特色鲜明的专业格局。2023/24 学年学费范围 1.4 万 - 1.6 万/年，住宿费 800 - 1,500 元/年。根据 2023 年 6 月江苏省发改委、省教育厅发布的《[关于优化民办高校收费管理有关事项的通知](#)》，为促进江苏省民办高等教育健康发展，省政府将独立设置的民办本科高校的基准学费按科目分类设置为每生每年 2.3 万 - 2.9 万元；民办专科的基准学费设置为 1.6 万（文科类） - 2.0 万元（医学艺术类）。文件为天平学院提供了上调学费的基础，我们相信在天平学院完成转设和举办人变更后，学校的文科类和理工科类课程学费分别有最高 60% - 70% 的上调空间，为公司往后的收入带来拉动效应。

我们保守假设 2024/25 学年天平学院的在校生为 1.3 万人，以及年均学费为 1.4 万元/人，天平学院的收入为 2.1 亿，并表后将提升公司 FY25E 整体收入 10.3%，以及净利润将增厚 9.1% 至 10 亿元。另外，公司已经完成对天平学院南京高淳校区的建设，预计未来学生容量将提升至 2.5 万人。

图表 4: 天平学院并表提升盈利

(人民币, 百万)	FY24E	FY25E (并表前)	同比 %	FY25E (并表后)	并表带来的业绩提升
学生人数	110,593	130,912	18.4%	144,732	10.6%
总收入	1,659	2,068	24.6%	2,278	10.2%
毛利率 (%)	63.1%	63.5%	0.4	62.7%	(0.8)
净利润	740	945	27.7%	1,022	8.2%

来源: 公司资料, 中泰国际研究部

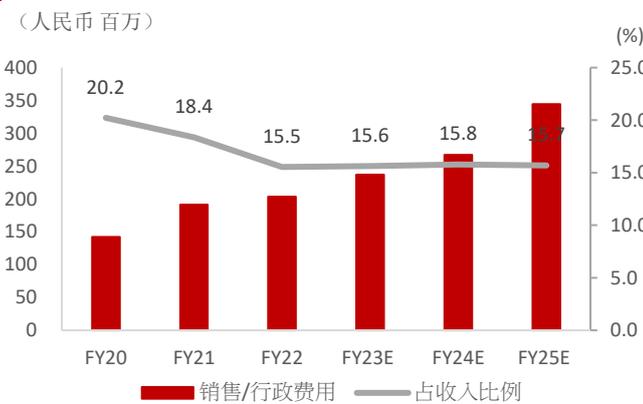
资源协同共享, 区位及产教融合优势显著

公司现在在华中地区运营 6 所学院, 其中 4 所位于河南省, 2 所位于湖北省, 在校生人数超过 10 万人。公司旗下学校长期以来在教务、招生、采购、财务及就业资源方面进行学校合作及共享安排, 得益于公司的集中管理运营方式, 公司销售和行政费用占总收入的比重近年呈下降趋势, 从 FY19 的 24% 下降至 FY22 的 15.5%, 经营利润率从 41.1% 提升至 52.8%。

同时公司旗下学校于大量知名企业建立合作关系, 创立培训中心, 为学生提供有价值的学期实习机会, 从而帮助学生在校企培训中心获得第一手经验。根据记录表面, 公司旗下学校已与来自不同行业的超过 700 家企业建立合作关系, 为学生提供多种实习及培训机会。

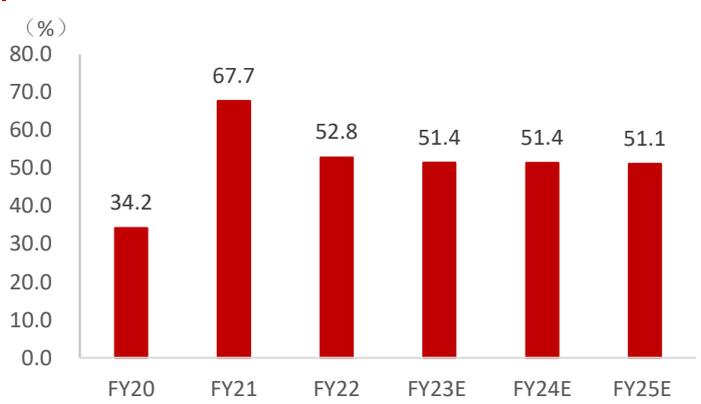
公司与企业紧密合作联动, 开设各种订单班, 订单班课程设计已考虑雇主需求, 而雇主继而会为课程提供教学支持和实习机会。为进一步促进就业, 公司与企业在校外设立实习基地总数超过 700 个, 提供就业岗位超过 7500 个。凭借完善的校企合作机制, 春来教育的就业率高于全国平均水平, 虽然三年疫情为学校就业带来不利影响, 全国就业率整体出现下降情况, 公司的就业率维持在 85.1% - 91.4%, 远高于全国水平。

图表 5: 销售和行政费用占收入比例



来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

图表 6: 经营利润率



来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

图表 7：校区合作企业



来源：公司资料，中泰国际研究部预测

## 财务分析

### FY22-25E 营业收入复合增长 32.8%

2022/23 学年公司在读生人数共 10.4 万人，净增加 6,200 人。FY22 公司学费收入为 11.9 亿元，学费收入占公司总收入比重 90.7%。当中商丘学院、安阳学院以及安阳学院原阳校区的收入为 7.1 亿，占总收入比达 65.7%。FY22 住宿费 1.2 亿，占比 9.3%。FY19-FY22 年公司收入复合增长率高达 32.8%，主要归功于人数持续增长，2019/200、2020/21、2021/22 学年在读生分别为 6.1 万、9.1 万和 9.8 万人。公司上市以来，除了收购苏州天平学院外（未并表），全部增长均来自于内生。2022/23 学年本科课程的总报到率高达 96.7%，连续三年高于全国平均水平 96%。2021/2022 年总就业率为 91.4%，高于全国水平。

我们预测在天平学院并表后，FY24/25 学年在校生规模将达至 14.4 万人，在保守假设年均学费增长 5%左右的情况下，公司 FY23E-FY25E 收入分别为 15.1 亿、16.6 亿、22.8 亿元；FY22-FY25E 复合增长 32.8%。

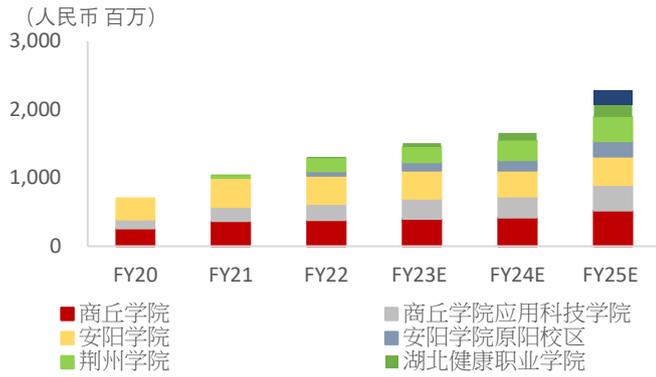
### 毛利率维持 60%以上

相较于公司收入在 FY19-FY22 年间 CAGR 32.8% 的增长，期间营业成本 CAGR 仅为 22.0%。因此公司毛利率从 FY19 的 52.5% 提升至 FY22 的 63.1%，创上市以来新高。虽然学生人数和运营收入连续阶梯式增长，员工成本在 FY21/FY22 仅分别同比增加 2.7%/19.1%，主要得益于河南省的教师和员工成本较低。FY22 师资工资和折旧摊销分别占成本约 40%和 38%。商丘学院、商丘应用科技学院、安阳学院和荆州学院的校园利用率较高，也有利于固定成本的分摊，稳定毛利率。

我们预计 FY23E-FY25E 年变动不大，主要归功于校园利用率较高，以及华中地区师资薪酬相对较低。公司旗下学校发展历史较为成熟，营业成本中占比维持在 75%左右的雇员成本和折旧摊销近几年基本稳定。

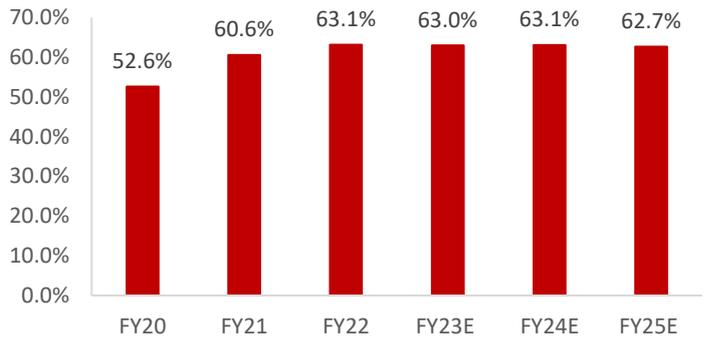
费用端，收益于强大的品牌口碑，公司由招生带来的销售费用支出在规模效应下持续凸显，FY19-FY22 销售费用率降至 0.4%。剔除 2019 年公司因上市相关工作产生的 570 万上市费用后，公司行政费用率从 22.3%下降至 FY22 的 15.2%，费用管控成效显著。我们预计未来规模效应持续显现，期间费用将维持稳中有降趋势。由于部分同业将行政管理人员的薪金福利计入营业成本，造成毛利率较低的情况，因此我们将运营总成本（营业成本 + 销售成本 + 行政开支）占收入比例做同业比较，春来的总运营成本占收入比例也低于大部分同业公司。

图表 8: 收入按学校分布



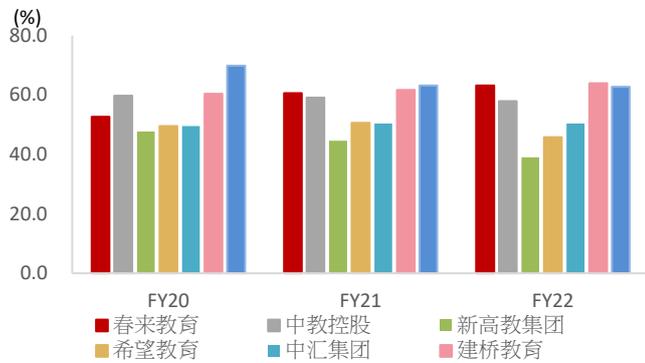
来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

图表 9: 毛利率走势



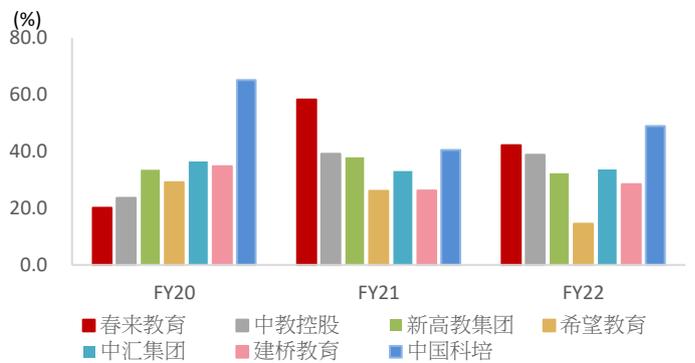
来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

图表 10: 毛利率同业对比



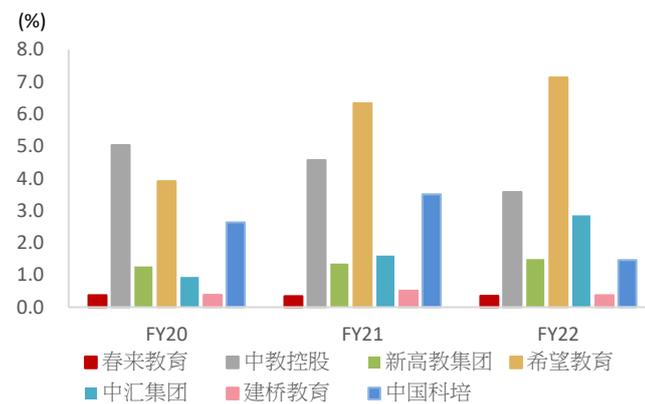
来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

图表 11: 净利润率同业对比



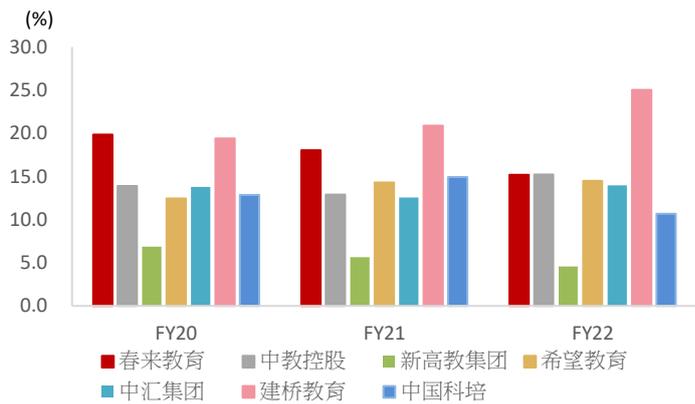
来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

图表 12: 销售费用占收入比例



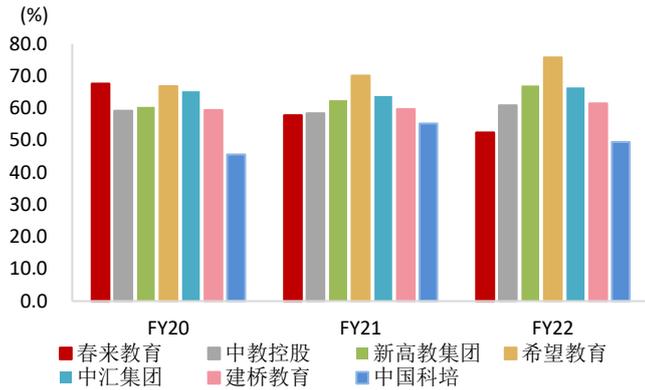
来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

图表 13: 行政费用占收入比例



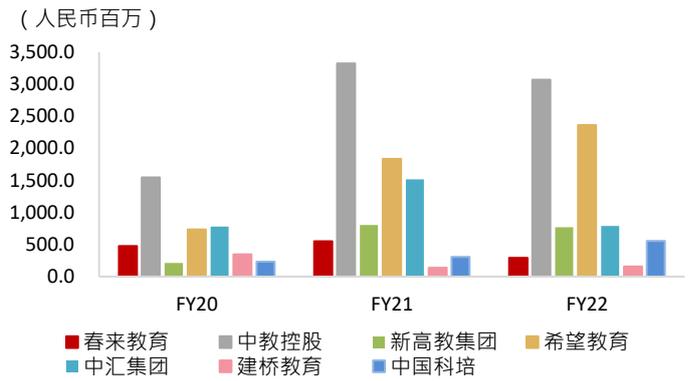
来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

图表 14: 总运营费用占收入比例



来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

图表 15: 资本开支对比



来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

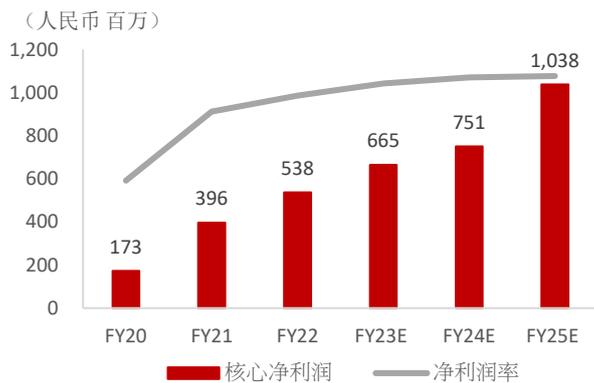
资本开支投入稳定; 净利润保持 45%左右

过往由于校园扩张计划增加的银行贷款增加导致财务开支上升。FY19-FY22 财务费用从 6100 万上升至 1.4 亿元, FY22 费用率为 10.4%。经过 FY20-FY21 年的新学校投入和建设, 资本开支在 FY21 达到 5.5 亿元的高峰, 我们预计未来 2-3 年资本开支将稳定在每年 3-4 亿元, 主要用于校园扩张和设备更新等。

盈利端, FY19-FY22 年间的净利润为 1.7 亿、1.4 亿、6.1 亿、5.5 亿元复合增长率 49.7%。剔除期间的非运营开支和一次性收入后, 核心净利润为 1.6 亿、1.7 亿、4.0 亿、5.4 亿元。净利润快速增长主要归功于收入强劲增长以及平稳的运营开支。核心净利润率从 28.5% 攀升至 41.1%。

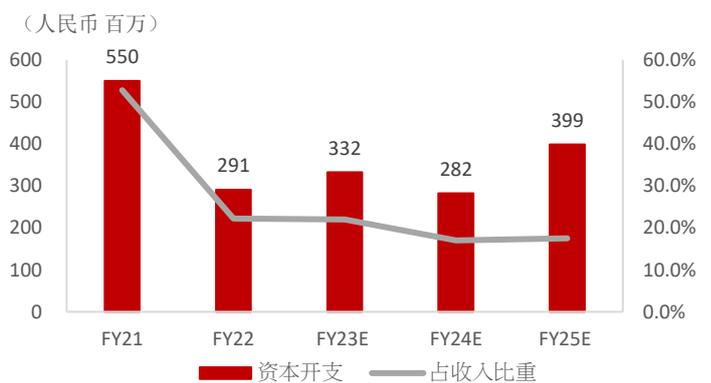
预测天平学院并表后 FY23E-FY25E 的净利润为 6.6 亿、7.4 亿、10.2 亿, FY22-25E 复合增长 22.7%。收益于高毛利和低资本开支, 公司的核心净利润率自 FY20 年起稳步提升至 FY22 的 41.1%。随着公司天平学院并表, 规模提升, 以及降本增效的措施效果显现, 净利润率水平有望保持在 45% 左右水平。

图表 16: 核心净利润及净利润率



来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

图表 17: 资本开支占收入比重



来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

## 盈利与估值

我们预计 FY23E、FY24E 公司收入分别为 15.1 亿、16.6 亿元，同比增长 15.3%、9.9%；学生人数分别为 10.3 万人和 11 万人。天平学院于 2024 年并表后，公司旗下的总学生人数预计将增加至 14.4 万人；收入预计将提升至 22.8 亿元，同比增长 37.3%；净利润将增长至 10.2 亿元。我们预测 FY22-FY25E 收入复合增长 20.3%，净利润复合增长 22.8%。当前对应 FY23E、FY24E、FY25E 市盈率分别为 10.1 倍、8.8 倍、6.4 倍。公司 FY22 派发期末股息每股 0.1 元，派息率 20%，FY23E 往后有望提升至 30%，对应 FY23E/FY24E 的股息率分别为 3.0%/3.4%。公司股价近期跑赢同业，我们认为在基本面利好，以及天平学院并表的催化剂下，有利于估值进一步提升。预计公司在 2023 年底将被纳入港股通名单，有助于进一步提升流通性。

图表 18: 利润表预测

(人民币 百万)	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
在校生人数	90,902	97,685	103,931	110,593	144,732
学费收入	942	1,188	1,371	1,509	2,075
住宿费收入	100	121	139	150	203
<b>总收入</b>	<b>1,042</b>	<b>1,309</b>	<b>1,510</b>	<b>1,659</b>	<b>2,278</b>
<b>同比%</b>	<b>48.3</b>	<b>25.6</b>	<b>15.3</b>	<b>9.9</b>	<b>37.3</b>
毛利润	631	827	952	1,047	1,427
毛利率%	60.6%	63.1%	63.0%	63.1%	62.6%
其他收入	265	68	62	73	90
销售费用	(4)	(5)	(8)	(10)	(16)
行政费用	(188)	(199)	(230)	(257)	(360)
财务开支	(95)	(136)	(112)	(102)	(105)
所得税	(3)	(3)	(9)	(11)	(16)
<b>净利润</b>	<b>607</b>	<b>552</b>	<b>655</b>	<b>739</b>	<b>1,021</b>
<b>同比%</b>	<b>329.4</b>	<b>(9.0)</b>	<b>18.7</b>	<b>12.8</b>	<b>38.1</b>
净利润率	58.2%	42.2%	43.4%	44.6%	44.8%

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

## 公司背景

### 深耕河南，辐射中华华东 内生增长优质标的

春来教育（公司）是华中地区领先的民办高等教育集团。集团总部设于河南省郑州市，成立于 2004 年，专注于高等职业教育。现在旗下运营 6 所民办高等教育机构，其中四所学校位于河南省（商丘学院、商丘学院应用科技学院、安阳学院以及安阳学院原阳校区），两所位于湖北省（健康学院及荆州学院）。当中健康学院为高职院校，其余均为本科院校。公司并于 2019 年收购苏州科技大学天平学院，将学校网络扩张至华东地区，现正值天平学院转设为普通高校及举办人变更的过程中，尚未并表。

截止 2023 年 2 月，集团总在读人数达 10.4 万人。按办学规模统计，公司是华中地区最大的民办高等教育机构。

图表 19：春来教育里程碑

年份	重要事件
2004	公司成立；与河南农业大学合作成立河南农业大学华豫学院
2008	与安阳师范学院合作成立安阳师范学院人文管理学院
2011	华豫学院获批转设成为独立民办大学，更名为商丘学院
2013	商丘学院应用科技学院获河南省教育厅批准成立
2014	向长江大学收购长江大学工程技术学院
2016	安阳师范学院人文管理学院获批转设成为独立民办大学，更名为安阳学院
2018	春来集团于港交所主板上市
2019	成功中标收购苏州科技大学天平学院举办权
2020	湖北健康学院获批准成立
2021	长江大学工程技术学院获批转设成为独立民办大学，更名为荆州学院 安阳学院原阳校区获批转成立

来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 20：春来教育旗下高职院校

学校	位置	办学层次	主要课程	2022/23 学年在校生人数
商丘学院	河南省商丘市	本科、专升本、专科	提供 49 门本科、23 门专升本、39 门专科以及大专和职业教育课程。教学单位包括计算机工程学院、电子信息工程学院、商学院、人文学院、传媒与艺术学院等	30,111
商丘学院应用科技学院	河南省开封市	本科、专升本、专科	提供 28 门本科、21 门专升本及 22 门专科课程。学校开设会计学、财务管理、土木管理、机械设计制造以及自动化等本科专业；专科专业有物流管理、电子商务等	16,112
安阳学院	河南省安阳市	本科、专升本、专科、大专、中专	提供 44 门本科、37 门专科、23 门大专和 14 门中专课程。学校设有航空工程学院、建筑工程学院、计算机科学与数学学院、外国语学院、财会学院、经济与管理学院等	33,851
安阳学院原阳校区	河南省原阳县	本科、专升本、专科、大专	提供 19 门本科、15 门专科及 20 门大专课程。	4,059
健康学院	湖北省咸宁市	大专	设置三系两部，护理系、健康智能工程系、公共卫生系，基础医学部和公共教学部。开设护理、助产、康复治疗技术、口腔医学技术等 19 个专业	1,318
荆州学院	湖北省荆州市	本科、专升本、专科	提供 35 门本科和 19 门专科课程；开设的专业有计算机与技术、资源勘查工程、物联网工程、商务英语、机械设计制造及其自动化、车辆工程等	12,234

来源：公司资料，中泰国际研究部

### 创始人家族为控股股东，股权架构集中

与大部分教育机构一样，公司为注册再开曼群岛的豁免有限公司，通过全资外商独资企业（WFOE）与旗下学校签订的结构合约控制旗下学校运营（VIE 架构），学校将所获经济利益以服务费的形式支付至 WFOE，进而转移至公司。创始人候春来先生的儿子通过其全资公司持股 52.7%，为公司控股股东，候氏家族持股共计 75% 股权，公司股权结构稳定集中。

图表 21：春来教育董事及高级管理层

姓名	年龄	职务	履历
候俊宇	32 岁	执行董事	自 2014 年起候先生担任学院举办者的副董事长兼行政总裁，主管集团的日常运营并作出集团的重要决策。自 2012 年起，候先生一直担任商丘学院副院长，负责人事、财务和学生管理工作。自 2013 年起，候先生亦担任安阳学院副院长，负责招生就业、人事和学院财务工作。
蒋淑琴	57 岁	执行董事兼行政总裁	蒋女士在教育行业及财务管理方面拥有逾 13 年经验，还担任各学校的财务总监。蒋女士主要负责本集团的战略发展、日常管理以及监管财务运营。
张洁	53 岁	执行董事及行政总裁	从事民办高等教育工作 29 年，具有丰富的民办高等教育管理经验。张女士曾任职春来教育集团副董事长；曾担任郑州大学升达经贸管理学院（现郑州升达经贸管理学院）副校长，分管财务、招生、就业、现代教育技术中心、实验室建设及设备管理处及相关行政职能。张女士曾负责升达经贸管理学院迎接教育部教学评估之教育条件建设工作并圆满完成。
候春来	54 岁	非执行董事/集团创办人	候先生负责监督集团企业发展及战略规划。候先生亦担任中国民办教育协会的常务理事。候先生曾任中国民办教育协会高等教育委员会的理事。候先生亦积极参与中国民政事务，曾担任河南省第十二界人民代表大会代表。
盛一名	33 岁	财务总监	盛先生负责监督公司财务部及内部合规部的日常运营，以及苏州科技大学天平学院总会计师。盛先生曾担任德勤会计师事务所审计经理并累计丰富的审计及上市相关经验。盛先生还曾担任光大证券股份有限公司投资银行部高级经理。

来源：公司资料，中泰国际研究部

## 投资风险

### 政策风险

虽然我们认为民办高等教育的社会地位、关联交易和 VIE 架构等风险已经基本清除，政府还出台扶持校企合作和产教融合的政策和文件，但现在民办高校正处在选择“营利性”或“非营利性”的时期，各地教育厅对当“选营选非”的时间表、程序和条件规定等不一致。因此一旦地区性的政策出现变化（所得税率、划拨地补地价等），将对当地高校的转设程序产生不确定性。但我们不认为“选营选非”会对高教公司的运营产生负面影响。

### 学生人数不及预期

由于高等教育学校本科的招生学额须经教育部审批，专科招生须经省级教育厅审批，如果政府收紧学额，学校或出现招生人数低于预期的情况。

### 天平学院并表风险

我们的盈利预测基于天平学院将在 2024 年并表，并对公司 FY25E 的业绩产生增厚作用。如果公司延迟天平学院的并表进程，收入和盈利将有下调风险。

图表 22: 高等教育同业比较

公司	代码	股价(港币)	市值 (百万美元)	3 个月平均			每股盈利增 长 Y1(%)	每股盈利 增长 Y2(%)	历史股息 率 (%)	市帐率 FY0 (x)	市帐率 FY1 (x)	EV/EBITDA FY1	ROE FY0 (%)	ROE FY1 (%)	
				成交量 (百万美元)	市盈率 FY0 (x)	市盈率 FY1 (x)									市盈率 FY2 (x)
<b>春来教育</b>	<b>1969 HK</b>	<b>6.25</b>	<b>935</b>	<b>1.0</b>	<b>12.0</b>	<b>10.1</b>	<b>8.8</b>	<b>18.7</b>	<b>15.0</b>	<b>2.0</b>	<b>2.3</b>	<b>1.9</b>	<b>9.4</b>	<b>23.6</b>	<b>22.6</b>
中教集团	839 HK	7.02	2,285	8.1	7.7	7.2	6.3	7.1	12.7	5.9	0.9	0.9	6.9	11.4	13.0
东方教育	667 HK	3.38	939	1.8	15.0	10.6	7.2	40.1	46.2	7.4	1.0	0.9	4.0	6.0	8.4
宇华教育	6169 HK	0.82	377	1.6	2.3	2.7	3.3	(15.6)	(16.7)	N/A	0.4	0.4	0.2	20.2	19.5
希望教育	1765 HK	0.52	546	1.7	8.4	4.8	4.4	76.6	9.2	N/A	0.4	0.4	5.9	5.3	9.7
中国科培	1890 HK	2.22	571	0.3	5.6	4.4	4.2	27.0	5.4	2.8	1.0	0.9	4.9	19.7	20.5
民生教育	1569 HK	0.27	143	0.1	2.0	1.8	1.5	11.9	17.7	17.4	0.2	0.2	0.9	10.4	11.1
新高教	2001 HK	2.44	484	0.3	5.5	4.7	4.3	17.4	11.4	4.6	0.9	0.9	5.3	19.7	21.1
中汇集团	382 HK	2.34	341	0.1	4.1	3.6	3.2	14.4	11.4	4.7	0.8	0.7	3.9	20.6	19.3
新华教育	2779 HK	0.65	133	0.0	4.4	2.9	2.7	50.3	9.1	9.5	0.3	0.3	3.9	7.5	10.0
华立大学	1756 HK	0.76	116	0.0	3.1	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.3	N/A	5.1	11.3	N/A
建桥教育	1525 HK	3.55	188	0.1	6.1	5.3	4.5	16.1	16.9	5.5	0.7	N/A	3.7	11.9	13.1
华夏视听	1981 HK	0.92	194	0.1	15.6	6.3	5.2	148.3	20.4	6.1	0.6	0.5	4.2	3.9	9.3
东软教育	9616 HK	2.74	226	0.0	4.6	3.8	3.2	21.4	18.0	5.6	1.1	0.8	3.4	23.9	21.5

来源: 彭博, 中泰国际研究部

图 23: 财务摘要 (年结: 8月31日; 人民币百万元)

利润表	FY21 实际	FY22 实际	FY23 预测	FY24 预测	FY25 预测	资产负债表	FY21 实际	FY22 实际	FY23 预测	FY24 预测	FY25 预测
营业收入	1,042	1,309	1,510	1,659	2,278	固定资产	2,781	2,798	2,934	3,041	3,245
同比%	48	26	15	10	37	无形资产及商誉	188	188	188	188	188
成本	(411)	(482)	(558)	(613)	(851)	联营公司及合营	0	0	0	0	0
毛利润	631	827	952	1,047	1,427	长期投资	542	555	542	530	517
毛利率	60.6%	63.1%	63.0%	63.1%	62.6%	其他非流动资产	983	1,214	1,214	1,214	1,214
其他收益	265	68	62	73	90	非流动资产	4,493	4,754	4,878	4,972	5,164
销售及分销成本	(4)	(5)	(8)	(10)	(16)	库存	0	0	0	0	0
行政成本	(188)	(199)	(230)	(257)	(360)	应收帐款	162	485	560	615	844
研发成本	0	0	0	0	0	预付款项及存款	0	0	0	0	0
其他运营开支	0	0	0	0	0	其他流动资产	0	0	0	0	0
总运营开支	(191)	(203)	(237)	(267)	(376)	现金	400	631	1,085	1,354	2,480
营运利润 (EBIT)	705	691	777	852	1,141	流动资产	561	1,116	1,645	1,969	3,324
营运利润率	67.7%	52.8%	51.4%	51.4%	50.1%	应付帐款	0	0	0	0	0
拨备	0	0	0	0	0	税项	0	0	9	11	16
财务成本	(95)	(136)	(112)	(102)	(105)	预提费用/其他应付款	384	304	347	382	524
融资后利润	610	555	665	751	1,037	银行贷款和租赁	1,594	2,026	2,026	1,800	1,600
联营及合营公司	0	0	0	0	0	可转债和其他债务	219	533	615	676	928
税前利润	610	555	665	751	1,037	其他流动负债	19	21	21	21	21
所得税	(3)	(3)	(9)	(11)	(16)	流动负债	2,215	2,884	3,018	2,890	3,088
少数股东权益	0	0	0	0	0	银行贷款和租赁	775	367	350	350	900
净利润	607	552	655	739	1,021	可转债和其他债务	0	0	0	0	0
同比%	329	(9)	19	13	38	递延所得税及其他	5	4	4	4	4
核心净利润率	58.2%	42.2%	43.4%	44.6%	44.8%	少数股东权益	0	0	0	0	0
EBITDA	861	904	976	1,047	1,331	非流动负债	780	371	354	354	904
EBITDA 利润率	82.6%	69.0%	64.7%	63.1%	58.5%	总净资产	2,059	2,616	3,151	3,698	4,497
每股盈利 (人民币)	0.499	0.451	0.536	0.616	0.851	股东权益	2,059	2,616	3,151	3,698	4,497
增长率%	327	(10)	19	15	38	股本	0	0	0	0	0
每股股息 (人民币)	0.000	0.100	0.161	0.185	0.255	储备	2,059	2,616	3,151	3,698	4,497

现金流量表	FY21 实际	FY22 实际	FY23 预测	FY24 预测	FY25 预测	主要财务比率	FY21 实际	FY22 实际	FY23 预测	FY24 预测	FY25 预测
EBITDA	861	904	976	1,047	1,331	毛利率 (%)	60.6	63.1	63.0	63.1	62.6
营运资金变动	116	278	51	40	165	营业利润率 (%)	67.7	52.8	51.4	51.4	50.1
其他	(235)	(21)	0	0	0	净利率 (%)	58.2	42.2	43.4	44.6	44.8
经营活动现金流	742	1,160	1,027	1,087	1,496	销售/分销成本占收入百分比	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7
已付利息	(74)	(81)	(112)	(102)	(105)	行政成本占收入	18.0	15.2	15.2	15.5	15.8
所得税	0	0	0	(9)	(11)	派息率	0.0	19.3	30.0	30.0	30.0
经营活动净现金	668	1,079	915	976	1,381	有效税率 (%)	0.5	0.6	1.4	1.5	1.5
资本支出	(550)	(291)	(332)	(299)	(399)	总负债比率 (%)	115.0	91.5	75.4	58.1	55.6
投资	0	(26)	0	0	0	净负债比率 (%)	95.6	67.4	40.9	21.5	0.4
已收股息	0	0	0	0	0	流动比率 (x)	0.3	0.4	0.5	0.7	1.1
资产出售	0	0	0	0	0	速动比率 (x)	0.3	0.4	0.5	0.7	1.1
已收利息	2	4	9	10	16	库存周转率 (天)	0	0	0	0	0
其他	(351)	(502)	0	0	0	应收账款周转率	57	135	135	135	135
投资活动现金流	(898)	(814)	(323)	(289)	(383)	应付账款周转率	0	0	0	0	0
自由现金流	(230)	265	592	687	998	现金周转率 (天)	57	135	135	135	135
发行股份	0	0	0	0	0	资产周转率 (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
股份回购	0	0	0	0	0	财务杠杆 (x)	2.5	2.3	2.1	2.0	1.9
少数股东权益	0	0	0	0	0	EBIT 利润率 (%)	67.7	52.8	51.4	51.4	50.1
已付股息	0	0	(120)	(193)	(222)	利息开支 (x)	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
银行贷款变动净	426	(34)	(17)	(226)	350	税务开支 (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
其他	(0)	0	0	0	0	股本回报率 (%)	34.7	23.6	22.6	21.6	24.9
筹资活动现金流	425	(34)	(137)	(418)	128	ROIC (%)	26.4	20.1	17.3	18.8	25.0
现金变动净额	196	231	455	269	1,126						

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

# 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:

以报告发布后 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（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。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。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，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直接或间接责任，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。中泰国际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、财务状况、风险偏好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 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805