

中国春来 (01969)

华中优质高教龙头，良好声誉推动规模扩张

投资要点：

公司是华中地区优质高等教育提供商龙头，我们预计公司成长性较为稳定。随着公司旗下学校转营利性稳步推进，我们认为公司政策风险估值折价有望缩窄，公司估值有望持续修复。

公司是华中地区优质高等教育提供商龙头

公司学校分部在河南、湖北和江苏，是华中地区规模最大高等教育提供商。截至2023年2月末，公司在河南经营4所学校、湖北经营两所学校，且正在收购位于江苏一所学校的举办者权益。截至2023年2月末，公司在校学生人数为11.39万人，连续3年报到率超过96%，2021/2022年就业率91.4%，高于全国平均水平。

高等教育政策利好不断，转制为营利性稳步推进

《民促法》及《民促法实施条例》明确表示国家支持民办高等教育，并要求在税收、土地等相关政策上对于教育提供商给予优惠政策。公司旗下学校转制为营利性正在稳步推进中。

知名企业共建校企合作，高就业率推动学生人数和收入齐升

公司与700多个知名龙头企业共建校企合作，推动实践落地，帮助学生更好找到工作。公司高度重视师资队伍建设，提供匹配社会需要的课程，在宏观经济出现波动的背景下，公司旗下学校仍能维持较高就业率水平，得到了学生和企业的广泛认可，获得了良好声誉。公司在校人数6年复合增长率超过15%。

盈利预测、估值与评级

我们预测公司2023-2025年营业收入分别为14.97/17.30/20.69亿元，同比增速为14.38%/15.50%/19.60%，3年CAGR为16.47%，归母净利润分别为6.71/8.04/9.59亿元，同比增速分别为21.58%/19.74%/19.26%，EPS分别为0.56/0.67/0.80元/股，3年CAGR为20.19%。DCF绝对估值法测得公司每股价值8.54HKD，参考公司的成长性、区位优势以及港股通预期，我们给予公司2024年0.6倍PEG，对应12倍PE，目标价8.73HKD，对应港币汇率0.9204，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：1、转营利性学校推进不及预期；2、宏观经济波动；3、竞争格局恶化风险；4、教学质量下降风险；5、收购学校权益不及预期风险

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1,042	1,309	1,497	1,730	2,069
增长率（%）	48.33%	25.64%	14.38%	15.50%	19.60%
EBITDA（百万元）	866	908	849	996	1,170
归母净利润（百万元）	607	552	671	804	959
增长率（%）	329.43%	-9.01%	21.58%	19.74%	19.26%
EPS（元/股）	0.51	0.46	0.56	0.67	0.80
市盈率（P/E）	12.61	13.86	11.40	9.52	7.99
市净率（P/B）	3.72	2.93	2.33	1.87	1.52
EV/EBITDA	2.73	2.64	2.47	1.84	1.28

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为2023年08月25日收盘价

行业：社会服务/教育
 投资评级：买入（首次）
 当前价格：6.38 港元
 目标价格：8.73 港元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	1,200.00/1,200.00
流通市值（百万港元）	6,936.00
每股净资产（元）	2.18
资产负债率（%）	55.44
一年内最高/最低（港元）	6.08/2.43

股价相对走势



作者

分析师：刘峤
 执业证书编号：S0590523040001
 邮箱：liuqiao@glsc.com.cn

联系人：周砾灵
 邮箱：zhoull@glsc.com.cn

相关报告

投资聚焦

公司是华中地区优质高等教育龙头，我们预计公司成长性较为稳定。目前国家政策支持高等教育，公司旗下学校转营利性正在稳步推进。我们认为当前市场价格相比于公司稳健成长性被低估。

核心逻辑

中国春来是华中地区规模最大的优质高等教育提供商，通过提供优质有竞争力的课程，有望维持在校学生数量和生均收入的稳健提升，从而推动业绩稳健增长。

不同于市场的观点

我们认为市场担心公司所面临的政策风险被高估，国家政策一直是支持职业教育。我们认为随着公司旗下学校转制为营利性的持续推进，市场关注要点或将转向公司成长属性，政策风险估值折价有望缩小，从而推动公司估值提升。

核心假设

我们认为公司可以凭借优质的课程服务，持续在职业教育行业获取稳定生源，未来3年在校生人数以及生均收入均会稳步提升。

盈利预测、估值与评级

我们预测公司2023-2025年营业收入分别为14.97/17.30/20.69亿元，同比增速为14.38%/15.50%/19.60%，3年CAGR为16.47%，归母净利润分别为6.71/8.04/9.59亿元，同比增速分别为21.58%/19.74%/19.26%，EPS分别为0.56/0.67/0.80元每股，3年CAGR为20.19%。DCF绝对估值法测得公司每股价值8.54HKD，参考公司的成长性、区位优势以及港股通预期，我们给予公司2024年0.6倍PEG，对应12倍PE，目标价8.73HKD，对应港币汇率0.9204，首次覆盖给予“买入”评级。

投资看点

短期：港股市场回暖

中期：公司旗下学校转制为营利性持续推进

长期：公司通过在校生人数以及生均收入的提升推动业绩增长

正文目录

1. 华中民办高等教育龙头，股权结构稳定	4
1.1 公司是华中地区办学规模最大的高等教育提供商	4
1.2 公司股权结构稳定，管理层经验丰富	5
2. 高等教育发展顺应时代潮流，政策利好不断	7
2.1 国家鼓励支持民办教育	7
2.2 行业发展增速稳健	7
3. 立足华中区位优势，以优质教育促成良好声誉	9
3.1 办学质量优异推动学生人数和收入齐升	9
3.2 转制营利性稳步推进	11
4. 财务分析	12
5. 盈利预测、估值与投资建议	16
5.1 盈利预测	16
5.2 估值与投资建议	17
6. 风险提示	21

图表目录

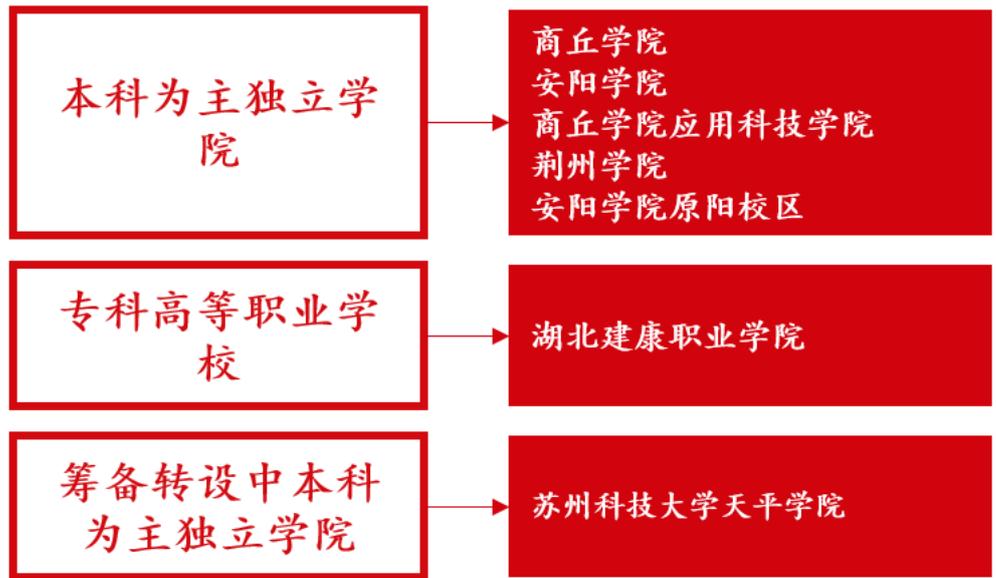
图表 1: 中国春来学校矩阵	4
图表 2: 中国春来发展历程	4
图表 3: 中国春来股权结构 (截至 2023 年 8 月 25 日)	5
图表 4: 职业教育相关政策	7
图表 5: 中国民办教育招生人数 (万人)	7
图表 6: 中国民办教育学校数量 (所)	7
图表 7: 职业教育全国公共财政支出 (亿元)	8
图表 8: 中国春来校企合作	9
图表 9: 中国春来高等教育课程年终就业率	10
图表 10: 在校生人数 (人) 及 YoY (%)	10
图表 11: 中国春来收入 (千元) 和 YoY (%)	10
图表 12: 中国春来 2022/2023 学生结构	11
图表 13: 中国春来收入结构 (千元) 以及住宿费占比 (%)	11
图表 14: 中国春来收入 (千元) 和 YoY (%)	12
图表 15: 中国春来毛利 (千元) 和 YoY (%)	12
图表 16: 中国春来 2022/2023 收入结构 (%)	13
图表 17: 公司经调整净利润 (千元) 和 YoY (%)	13
图表 18: 公司毛利率和经调整净利率 (%)	13
图表 19: 中国春来期间费用率	14
图表 20: 中国春来有效税率 (%)	14
图表 21: 中国春来 ROE (%)	14
图表 22: 中国春来经营活动产生的现金流量净额/营业收入 (%)	15
图表 23: 中国春来盈利预测假设	16
图表 24: 中国春来期间费用预测假设 (%)	16
图表 25: 中国春来盈利预测结果 (千元人民币)	17
图表 26: DCF 模型假设	17
图表 27: DCF 模型结果 (百万元人民币)	18
图表 28: DCF 模型结果敏感性分析 (元/每股)	18
图表 29: 中国春来流通市值	19
图表 30: 主要高教职教股港股通持股比例 (%)	19
图表 31: 可比公司估值对比	20

1. 华中民办高等教育龙头，股权结构稳定

1.1 公司是华中地区办学规模最大的高等教育提供商

公司是中国民办普通高等教育的领先提供商之一。公司的学校主要位于华中，在河南省经营 4 所学校，并在湖北省经营 2 所学校，同时公司还参与经营天平学院（公司正在收购天平学院的举办者权益）。

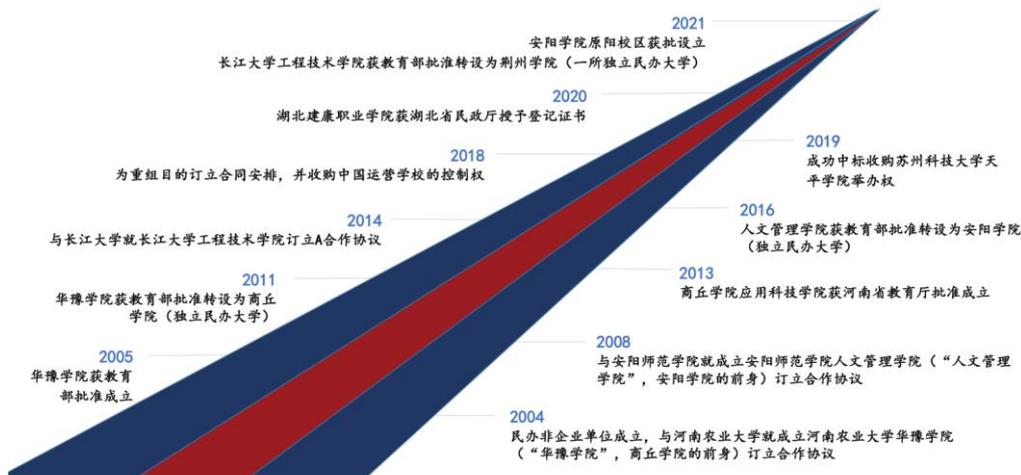
图表1：中国春来学校矩阵



资料来源：Wind，公司公告、国联证券研究所

公司于河南起家，逐步扩张到湖北和江苏，是华中地区办学规模最大的民办教育集团。6 所学校在校人数为 11.39 万人，6 年复合增长率 15%。

图表2：中国春来发展历程

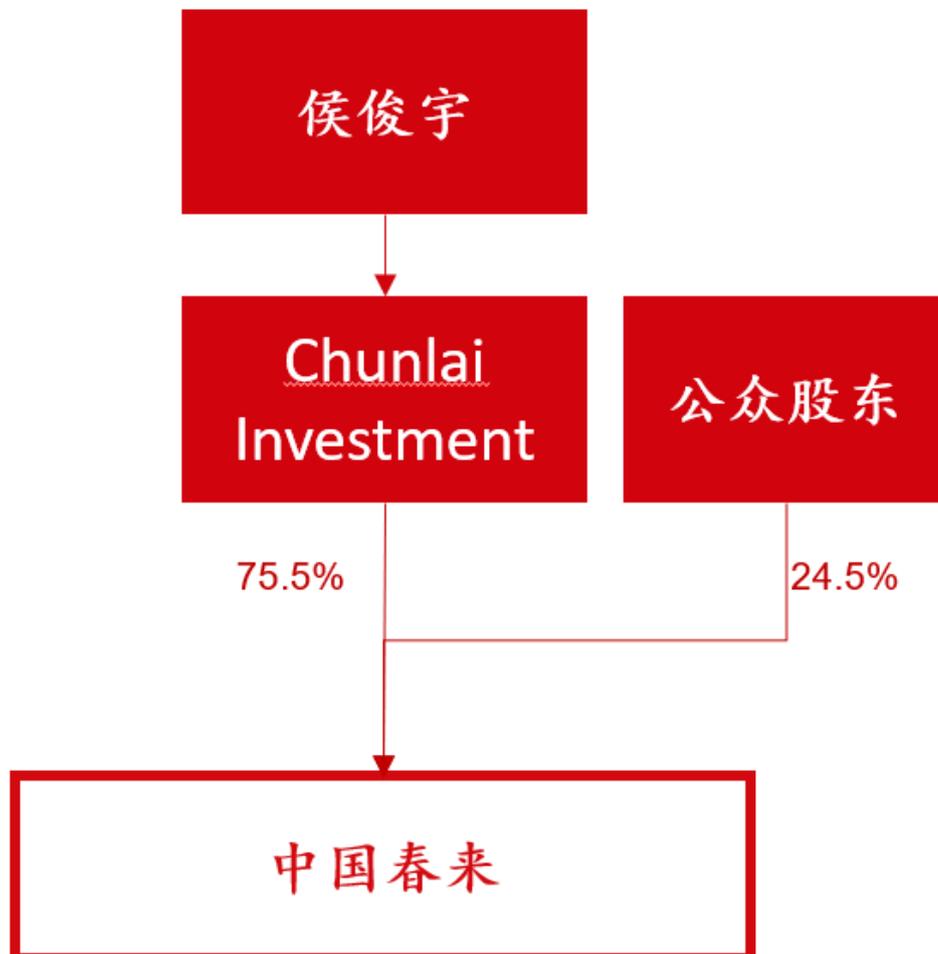


资料来源：wind，公司推介文件，国联证券研究所

1.2 公司股权结构稳定，管理层经验丰富

公司上市前由创始人侯春来之子侯俊宇先生全资拥有，股权结构较为稳定。

图表3：中国春来股权结构（截至 2023 年 8 月 25 日）



资料来源：Wind，港交所披露易、国联证券研究所

公司管理层团队由经验丰富的资深教育从业者构成。

董事长、非执行董事侯春来先生为本集团创办人。侯春来先生于 2018 年 2 月 12 日获委任为非执行董事兼董事长。其负责监督本集团企业发展及战略规划。侯先生亦担任以下职位：中国民办教育协会的常务理事（自 2011 年 11 月起）、中国民办教育协会高等教育委员会的理事（2010 年 1 月至 2015 年 1 月）。侯春来先生于 2016 年 10 月获河南省教育厅评为“河南省民办教育先进个人”。侯春来先生于 2006 年 12 月毕业于南开大学，获得工商管理硕士学位，并于 2013 年 11 月获得商丘学院副教授资格。

执行董事侯俊宇先生自 2014 年 2 月起，侯俊宇先生一直担任学校举办者的副董事长兼行政总裁，主管本集团的日常运营并作出公司的重要决策。自 2012 年 8 月起，侯俊宇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

2 月起，侯俊宇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。

执行董事蒋淑琴女士自中国运营学校成立之日起一直担任各中国运营学校的财务总监。蒋女士主要负责公司的战略发展、日常管理及监管财务运营。蒋女士在教育行业及财务管理方面拥有逾 13 年经验。

执行董事张洁女士，自 2020 年 9 月 25 日获委任为公司执行董事及行政总裁前，自 2019 年 4 月 30 日曾任公司副行政总裁。自 2018 年 10 月至 2019 年 4 月 30 日，张女士曾任河南商丘春来教育集团副董事长。本科毕业于武汉理工大学(原武汉汽车工业大学)，后获得西安交通大学高级工商管理硕士学位。1993 年 11 月，入职郑州大学升达经贸管理学院(现郑州升达经贸管理学院)，自 1994 年 11 月至 1998 年 7 月任会计科长及自 1998 年 8 月至 2004 年 1 月任会计室主任。自 2004 年 2 月，任职河南财经政法大学成功学院(现郑州商学院)，担任筹备处主任，全面主持负责学校的筹建工作。2007 年 2 月，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。2010 年，全面负责郑州大学升达经贸管理学院与郑州大学脱钩独立转设事宜并顺利完成；2016 年 3 月，负责郑州升达经贸管理学院迎接教育部教学评估之教学条件建设工作并圆满完成。从事民办高等教育工作 28 年，具有丰富的民办高等教育管理经验。

2. 高等教育发展顺应时代潮流，政策利好不断

2.1 国家鼓励支持民办教育

国家一直鼓励和支持企业和其他社会力量举办高等教育和职业教育，要求各级政府将发展职业教育纳入国民经济与社会发展规划，并要求金融机构在融资端提供必要的支持。

《民促法》和《民促法实施条例》明确规定对于社会力量办学要给与一定层面的支持政策。

图表4：职业教育相关政策

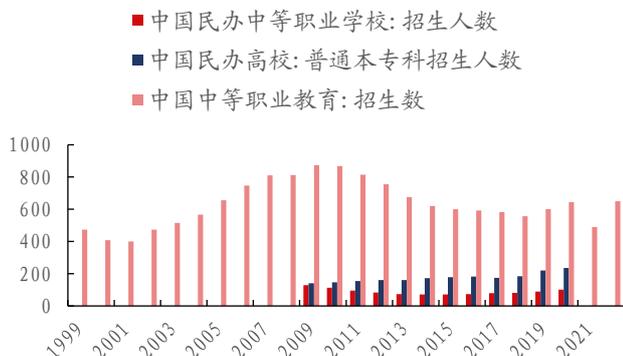
年份	政策文件	相关要点
2022	《扩大内需战略规划纲要(2022-2035年)》	完善职业技术教育和培训体系，增强职业技术教育适应性。鼓励社会力量提供多样化教育服务，支持和规范民办教育发展，全面规范校外教育培训行为，稳步推进民办教育分类管理改革，开展高水平中外合作办学。
2021	《民办教育促进法实施条例》	实施职业教育的公办学校可以吸引企业的资本、技术、管理等要素，举办或者参与举办实施职业教育的营利性民办学校。国家鼓励企业以独资、合资、合作等方式依法举办或者参与举办实施职业教育的民办学校。
2017	《民办教育促进法》	举办实施以职业技能为主的职业资格培训、职业技能培训的民办学校，由县级以上人民政府人力资源社会保障行政部门按照国家规定的权限审批，并抄送同级教育行政部门备案。

资料来源：Wind，中国政府网、国联证券研究所

2.2 行业发展增速稳健

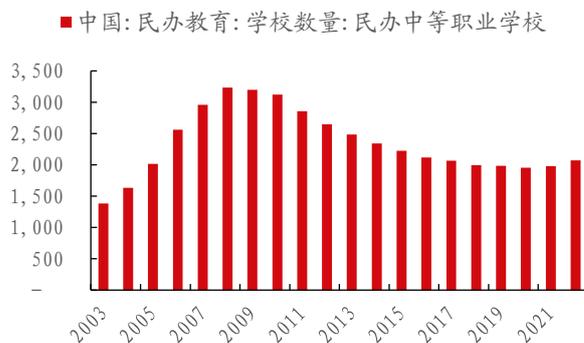
中国教育行业招生人数呈现和人口周期共振的趋势，但民办教育的成长性略好于行业整体，说明民办教育的渗透率在持续提升。另一方面，国家公共财政支出方面，对职业教育的支出持续增加。

图表5：中国民办教育招生人数（万人）



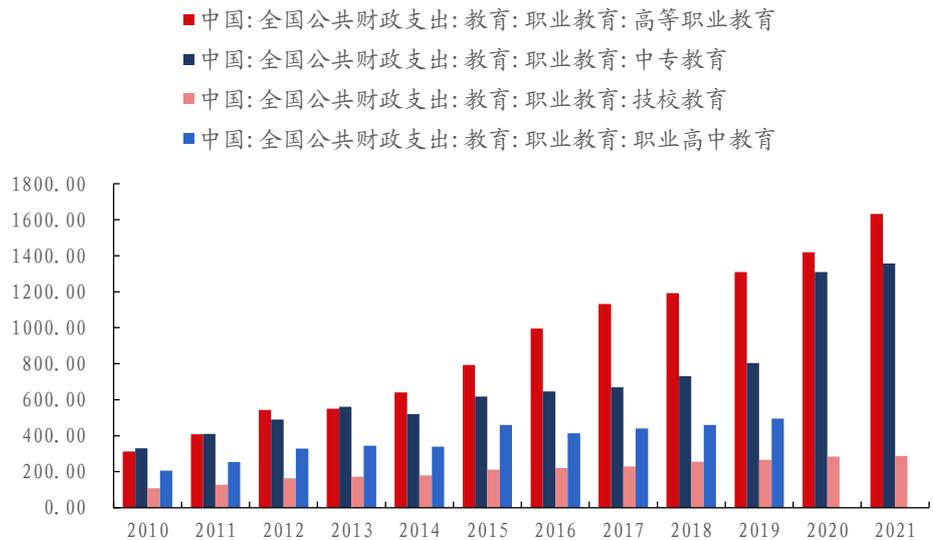
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表6：中国民办教育学校数量（所）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表7：职业教育全国公共财政支出（亿元）



资料来源：Wind，国联证券研究所

3. 立足华中区位优势，以优质教育促成良好声誉

3.1 办学质量优异推动学生人数和收入齐升

公司立足华中区位优势，以雄厚师资力量保证教学质量形成良好的口碑和声誉。公司学校所在的河南、湖北和江苏省均是 GDP 和人口位列中国前十的省份，以河南省为例，2023 年高考考生人数达到 131 万人。此三省人口密集，生源丰富，且经济发展产生的用人需求也较为强劲，具有较高的区位投资价值。

公司雇佣教师总数超过 6000 人，其中具有中高级职称的教师占比超过 60%，具有研究生以上学历的教师占比超过 70%，具有“双师型”教师资格者 1399 人，入选全国万名优秀导师人才库 10 人，省级优秀教师 53 人，省级文明教师 60 人。

公司与 700 多家龙头企业共建校企合作，推动实践落地，丰富学习体验。截至 2023 年 2 月末，公司校外实习基地总计 720 个，提供就业岗位总计超过 7500 个。

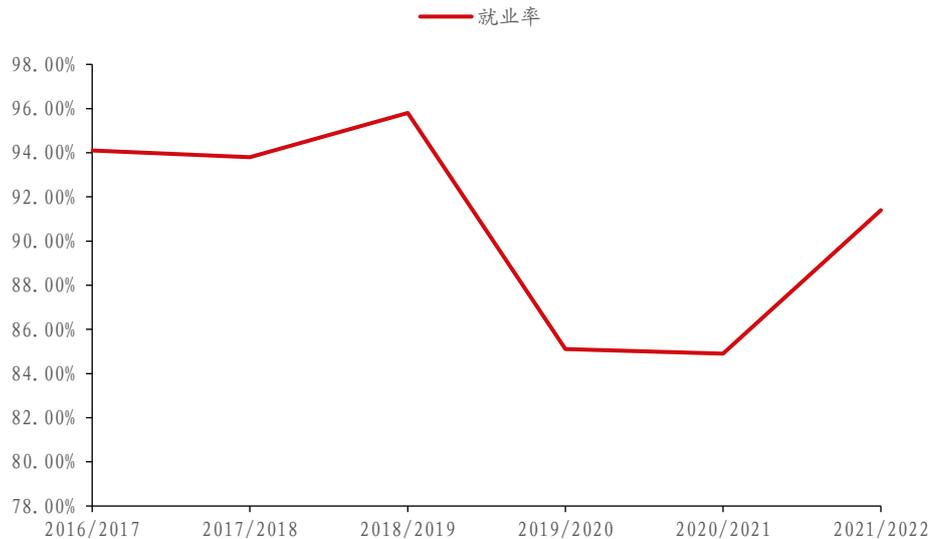
图表8：中国春来校企合作



资料来源：公司推介文件，国联证券研究所

公司提供与市场需求贴合的课程，学生受到就业市场的欢迎，公司旗下学校就业率维持在较高水平。

图表9：中国春来高等教育课程年终就业率



资料来源：wind，国联证券研究所

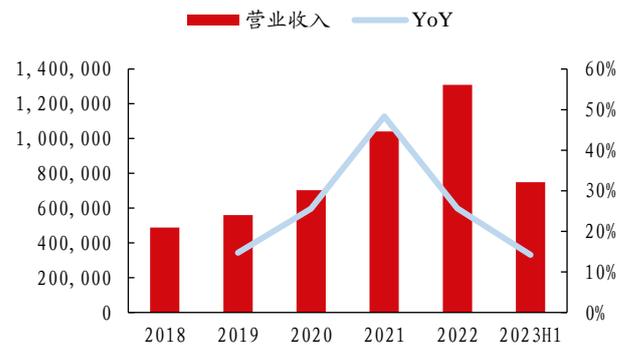
良好的就业率和成熟的校友网络推动公司的口碑持续提升，在校生人数和收入持续新高。公司 2022/2023 学年 6 所学校在校生人数 10.39 万人，6 年复合增长率 15%。连续 3 年报到人数超过 96%。公司收入亦由 2018 财年的 4.87 亿提升至 2022 财年的 13.09 亿元，4 年复合增长率 27.99%。

图表10：在校生人数(人)及 YoY (%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

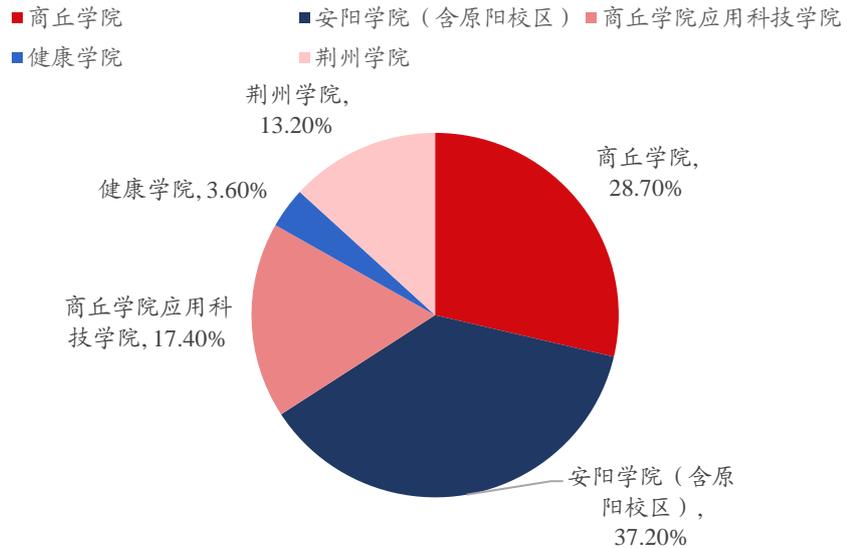
图表11：中国春来收入(千元)和 YoY (%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

目前公司位于河南的 4 所学校仍然贡献了主要的在校学生人数。

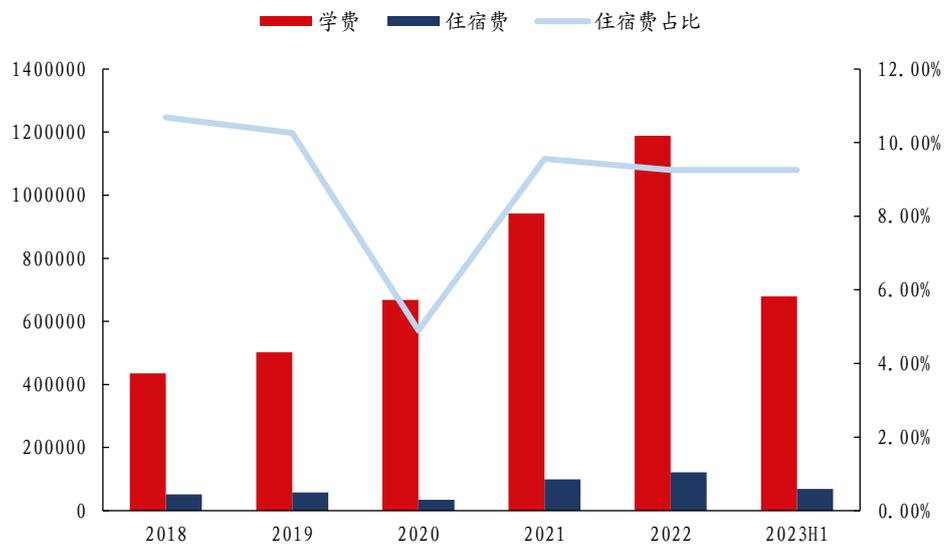
图表12：中国春来 2022/2023 学生结构



资料来源：wind，国联证券研究所

公司住宿费占比维持在 9%左右

图表13：中国春来收入结构（千元）以及住宿费占比（%）



资料来源：wind，国联证券研究所

3.2 转制营利性稳步推进

于 2016 年 11 月 7 日，全国人民代表大会常务委员会通过 2016 年决定（即《关于修改民办教育促进法的决定》），并于 2017 年 9 月 1 日生效。2016 年决定对《民办教育促进法》进行了若干修订。根据 2016 年决定，民办学校之举办者可选择将学校设立为非营利性或营利性实体，但提供义务教育的学校只能设立为非营利性实体。但

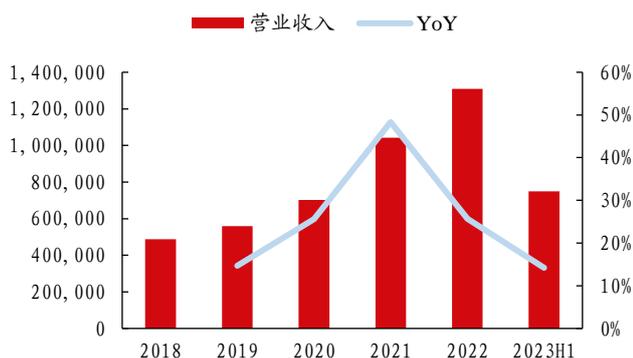
各省份出台相关管理实施办法进度不一致。目前河南、湖北和江苏三个省份的相关民办高校转制营利性仍处于推进进程中，公司的税收、财务结算程序等仍然按照原方式。

4. 财务分析

通过收购学校、学校规模扩张暨招生学额提升、学费提升等手段，公司收入利润规模稳步提升。在 2018-2023 财年 H1 阶段，收入、毛利和经调整规模净利润连续增长。在规模提升的同时，公司通过提供以就业为导向的优质教育受到了市场的认可，学费提升推动了公司的毛利率和经调整归母净利率维持稳定。

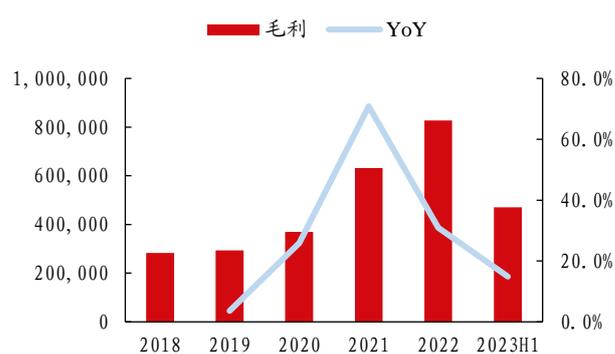
公司收入由 2018 年 4.88 亿提升至 2022 年 13.09 亿元。公司毛利由 2018 年 2.83 亿元提升至 2022 年的 8.27 亿元。

图表14：中国春来收入（千元）和 YoY（%）



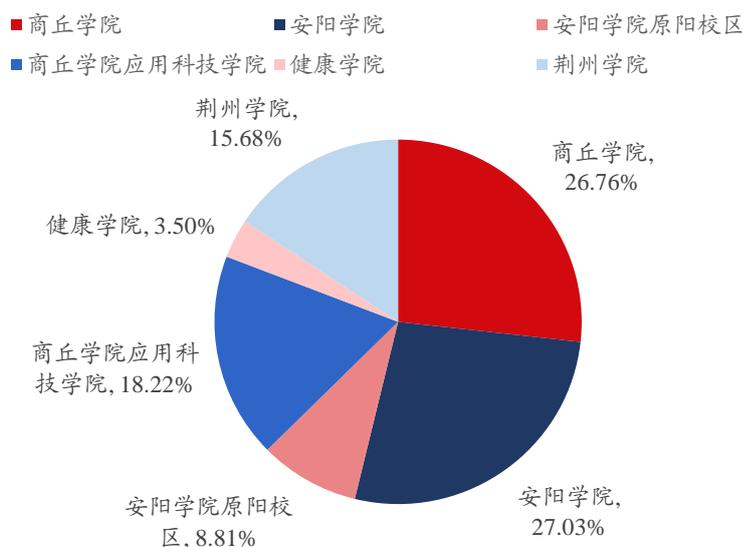
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表15：中国春来毛利（千元）和 YoY（%）



资料来源：Wind，国联证券研究所

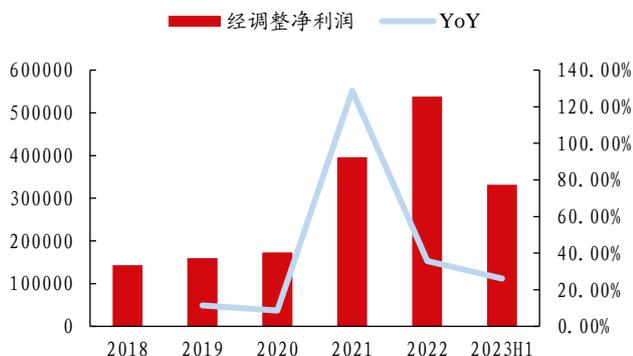
图表16: 中国春来 2022/2023 收入结构 (%)



资料来源: wind, 国联证券研究所

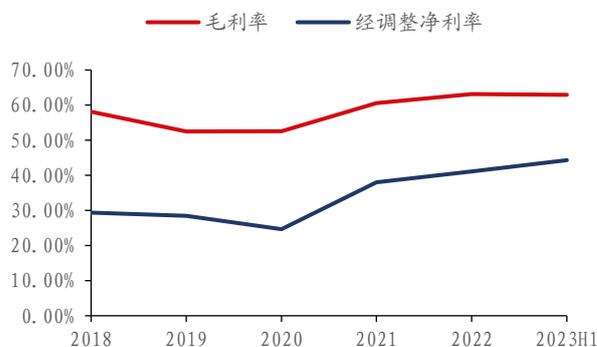
公司经调整归母净利润由 2018 年 1.43 亿元提升至 2022 年的 5.38 亿元。公司的毛利率一直维持在 60%左右, 公司的经调整归母净利润率维持在 40%附近。

图表17: 公司经调整净利润 (千元) 和 YoY (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

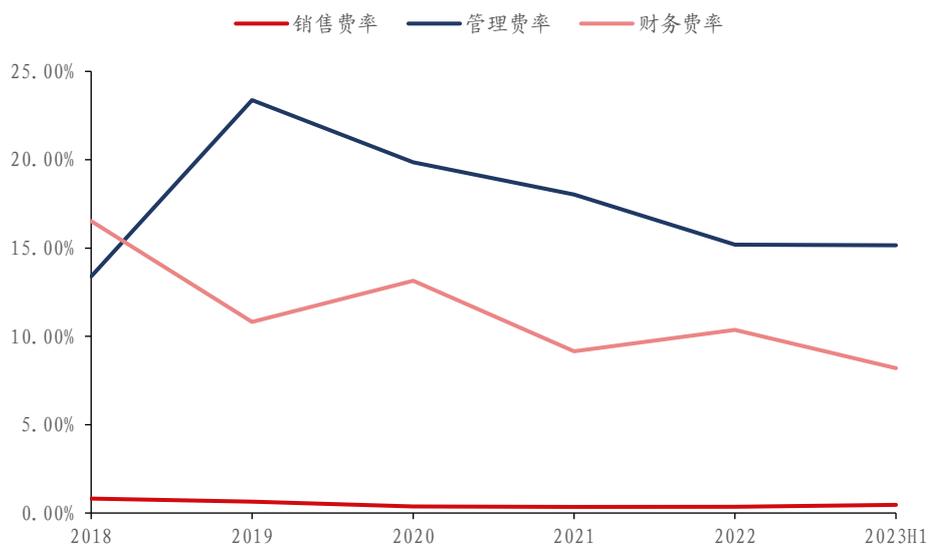
图表18: 公司毛利率和经调整净利率 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

公司期间费用率较低, 得益于公司学校的良好口碑, 公司销售费用率常年低于 1%。公司管理费用率近年维持在 15%水平。得益于公司规模扩张和市场利率降低, 公司财务费用率持续走低。

图表19: 中国春来期间费用率



资料来源: wind, 国联证券研究所

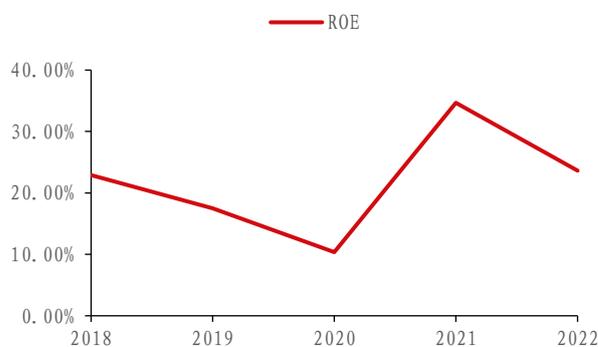
受益于开设学校的政策, 公司的有效税率很低。但考虑到公司未来会逐步申请转制为营利性, 有效税率有可能会提升。

图表20: 中国春来有效税率 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

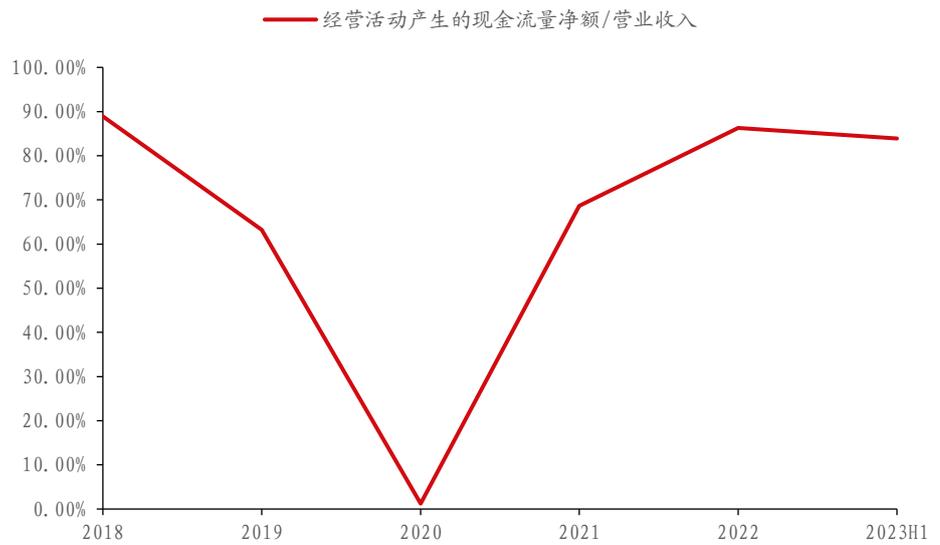
图表21: 中国春来 ROE (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

公司的现金流水平较好, 经营活动现金流/收入在 85%左右。

图表22：中国春来经营活动产生的现金流量净额/营业收入（%）



资料来源：wind，国联证券研究所

5. 盈利预测、估值与投资建议

5.1 盈利预测

我们预测公司 2023-2025 年营业收入分别为 14.97/17.30/20.69 亿元, 同比增速为 14.38%/15.50%/19.60%, 3 年 CAGR 为 16.47%, 归母净利润分别为 6.71/8.04/9.59 亿元, 同比增速分别为 21.58%/19.74%/19.26%, EPS 分别为 0.56/0.67/0.80 元每股, 3 年 CAGR 为 20.19%。

我们假设未来 3 年公司不进行并购活动, 公司凭借良好口碑开展招生活动, 公司校区扩容后顺利招生。同时假设不包含天平校区并表。假设公司学费和住宿费温和上涨。

图表23: 中国春来盈利预测假设

	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022	2023H1	2022/2023	2023/2024	2024/2025
在校生人数(人)	45,210	49,880	61,398	90,902	98,387	103,931	103,931	114,324	131,473
YoY (%)		10.33%	23.09%	48.05%	8.23%	5.63%	6%	10%	15%
学费收入(千元)	435,677	501,960	668,082	942,334	1,188,035	679,405	1,358,810	1,569,426	1,877,033
住宿费收入(千元)	52,114	57,420	34,411	99,665	121,162	69,305	138,610	160,095	191,473
住宿费占比(%)	10.68%	10.26%	4.90%	9.56%	9.25%	9.26%	9.26%	9.26%	9.26%
每学生学费(千元)	9.64	10.06	10.88	10.37	12.08	13.07	13.07	13.73	14.28
每学生住宿费(千元)	1.15	1.15	0.56	1.10	1.23	1.33	1.33	1.40	1.46
每学生学费 YoY (%)		4.43%	8.13%	-4.73%	16.48%	8.27%	8.27%	5%	4%
每学生住宿费 YoY (%)		-0.13%	-51.31%	95.63%	12.32%	8.30%	8.30%	5%	4%
总收入(千元)	487,791	559,380	702,493	1,041,999	1,309,197	748,710	1,497,420	1,729,520	2,068,506
YoY (%)		14.68%	25.58%	48.33%	25.64%		14.38%	15.50%	19.60%

资料来源: Wind, 国联证券研究所预测

我们假设公司毛利率和销售费率维持稳健水平。由于公司校区扩容学额增加, 规模效应助力管理费用率下降。

图表24: 中国春来期间费用预测假设 (%)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	60.60%	63.15%	62.91%	62.91%	63.00%	63.00%
销售费用率	0.35%	0.35%	0.46%	0.40%	0.40%	0.40%
管理费用率	18.02%	15.19%	15.15%	15.00%	14.00%	13.50%

资料来源: Wind, 国联证券研究所预测

图表25：中国春来盈利预测结果（千元人民币）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	1,309,197	748,710	1,497,420	1,729,520	2,068,506
毛利	826,703	471,026	942,052	1,089,598	1,303,159
归母净利润	552,260	331,172	671,432	803,949	958,782

资料来源：Wind，国联证券研究所预测

5.2 估值与投资建议

我们采取三阶段 DCF 模型计算公司的合理估值，使用 FCFF 模型。无风险利率使用 10 年期国债收益率 2.63%，市场预期回报率 R_m 为 10%，债务资本比重为 47.77%，计算得出 WACC 为 5.00%，由于公司 Beta 系数过低，导致计算出的 WACC 过低，影响了模型的合理性，出于审慎考虑，采用 7% 作为模型 WACC；假设公司 2026-2035 年增长率为 7%，2035 年后进入稳定增长期，永续增长率为 2%。根据以上假设，公司合理市值为 94.37 亿元人民币，对应目标价 8.54HKD，汇率为 0.9204。

图表26：DCF 模型假设

项目	数值
无风险利率 R_f	2.63%
市场预期回报率 R_m	10.00%
第二阶段年数（年）	10
第二阶段增长率	7.00%
永续增长率	2.00%
有效税率 T_x	1.29%
β 系数（参考值）	0.5368
税后债务资本成本 K_d	3.26%
债务资本比重 W_d	47.77%
股权资本成本 K_e	6.59%
WACC	7.00%

资料来源：Wind，国联证券研究所

图表27：DCF 模型结果（百万元人民币）

项目	数值
第一阶段	1,034
第二阶段	3,551
第三阶段（终值）	7,245
企业价值 AEV	11,830
加：非核心资产	-
减：带息债务(账面价值)	2,393
减：少数股东权益	-
股权价值	9,437
除：总股本(股)	1,200,000,000
每股价值(元)	7.86
港币汇率	0.9204
每股价值(港元)	8.54

资料来源：Wind，国联证券研究所

图表28：DCF 模型结果敏感性分析（元/每股）

WACC	永续增长率										
	1.24%	1.37%	1.50%	1.65%	1.82%	2.00%	2.20%	2.42%	2.66%	2.93%	3.22%
4.35%	16.86	17.54	18.36	19.36	20.59	22.15	24.16	26.86	30.65	36.30	45.61
4.78%	14.15	14.64	15.23	15.94	16.81	17.88	19.22	20.97	23.31	26.60	31.50
5.26%	11.86	12.22	12.65	13.16	13.78	14.52	15.44	16.61	18.12	20.14	22.97
5.79%	9.92	10.19	10.50	10.87	11.31	11.84	12.48	13.27	14.27	15.57	17.30
6.36%	8.27	8.47	8.70	8.97	9.28	9.66	10.11	10.65	11.33	12.19	13.29
7.00%	6.86	7.01	7.17	7.37	7.60	7.86	8.18	8.56	9.03	9.60	10.33
7.70%	5.65	5.76	5.88	6.02	6.19	6.38	6.60	6.87	7.20	7.59	8.07
8.47%	4.61	4.69	4.78	4.88	5.00	5.14	5.30	5.49	5.71	5.98	6.31
9.32%	3.71	3.77	3.83	3.91	3.99	4.09	4.21	4.34	4.50	4.69	4.91
10.25%	2.93	2.98	3.02	3.08	3.14	3.21	3.29	3.39	3.50	3.63	3.78
11.27%	2.26	2.29	2.33	2.37	2.41	2.46	2.52	2.59	2.66	2.76	2.86

资料来源：Wind，国联证券研究所

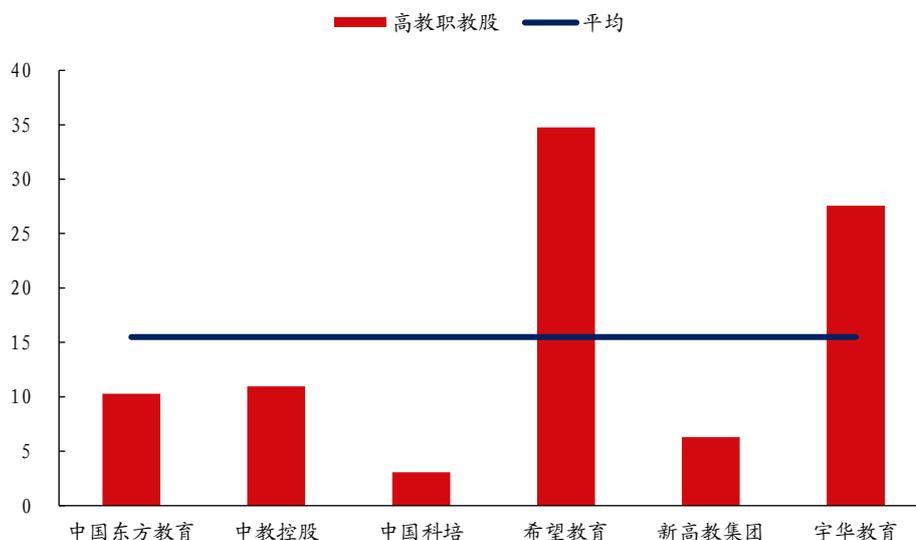
中国春来平均流通市值已经超过 50 亿港元，有望于 2024 年 3 月加入港股通。
 截至 8 月 25 日，主要高教职教股港股通平均持股约为 15%。

图表29：中国春来流通市值

中国春来流通市值		亿 HKD	
2022-07-29	39.24	2022.07-2023.06 月末平均市值	50.13
2022-08-31	33.12	2023.01 至今月末平均市值	57.58
2022-09-30	45.60		
2022-10-31	50.88		
2022-11-30	49.08		
2022-12-30	42.84		
2023-01-31	51.60		
2023-02-28	56.76		
2023-03-31	54.12		
2023-04-28	56.76		
2023-05-31	56.28		
2023-06-30	65.28		
2023-07-31	62.28		
2023-08-17	73.80		

资料来源：Wind，国联证券研究所

图表30：主要高教职教股港股通持股比例（%）



资料来源：wind，国联证券研究所

中国春来由于成长性良好，享受到了高于同行的估值水平。

图表31：可比公司估值对比

代码	简称	股价	市值	EPS (元/每股)			PE (倍)			CAGR (%)
		(HKD)	亿人民币	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2022-2025
0667.HK	中国东方教育	3.52	70	0.21	0.33	0.46	15.21	9.75	7.10	39.81%
0839.HK	中教控股	6.36	162	0.81	0.92	1.07	7.26	6.36	5.49	19.92%
1890.HK	中国科培	2.14	40	0.43	0.50	0.58	4.58	3.97	3.41	18.20%
1765.HK	希望教育	0.51	38	0.09	0.10	0.12	5.35	4.68	3.86	30.00%
2001.HK	新高教集团	2.42	34	0.47	0.53	0.59	4.76	4.22	3.79	14.62%
6169.HK	宇华教育	0.83	27	0.29	0.21	0.21	2.65	3.68	3.60	-11.91%
0382.HK	中汇集团	2.33	24	0.54	0.61	0.67	3.97	3.50	3.20	8.06%
	平均		57	0.40	0.46	0.53	6.25	5.17	4.35	16.96%
1969.HK	中国春来	6.38	70	0.56	0.67	0.80	10.49	8.76	7.35	20.19%

资料来源：Wind，国联证券研究所，股价为2023年8月25日收盘价，中国春来数据为国联证券研究所预测，其他为Wind一致预期

我们预测公司2023-2025年营业收入分别为14.97/17.30/20.69亿元，同比增速为14.38%/15.50%/19.60%，3年CAGR为16.47%，归母净利润分别为6.71/8.04/9.59亿元，同比增速分别为21.58%/19.74%/19.26%，EPS分别为0.56/0.67/0.80元/股，3年CAGR为20.19%。DCF绝对估值法测得公司每股价值8.54HKD，参考公司的成长性、区位优势以及港股通预期，我们给予公司2024年0.6倍PEG，对应12倍PE，目标价8.73HKD，对应港币汇率0.9204，首次覆盖给予“买入”评级。

6. 风险提示

1) 转营利性学校推进不及预期风险

公司申请将学校转为营利性如果推进进度不及预期，可能会导致公司分红无法转出等风险。

2) 宏观经济波动风险

如果宏观经济出现较大波动，可能会导致潜在学生选择跳过职业教育提前工作，使得公司招生不及预期。

3) 竞争格局恶化风险

随着新冠防疫措施优化，线下消费场景的恢复，职业教育招生可能面临市场竞争加强的风险，公司有可能因市场竞争趋于激烈而导致招生不及预期。

4) 教学质量下降风险

如果公司不能根据经济形势持续调整优化教学内容，公司可能因为教学质量下降导致对学生吸引力下降，从而导致收入不及预期。

5) 收购学校权益不及预期风险

如果公司收购天平学校进度不及市场预期，可能会导致公司收入增速下降。

财务预测摘要
资产负债表

单位:百万港元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	400	631	898	1,038	1,241
应收账款+票据	14	54	31	36	43
预付账款	148	432	492	569	663
存货	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
流动资产合计	561	1,116	1,422	1,642	1,947
长期股权投资	-	-	-	-	-
固定资产	2,781	2,798	3,165	3,615	4,138
在建工程	-	-	-	-	-
无形资产	730	743	706	669	631
其他非流动资产	983	1,214	1,214	1,214	1,214
非流动资产合计	4,493	4,754	5,084	5,497	5,983
资产总计	5,054	5,870	6,506	7,139	7,930
短期借款	1,594	2,026	1,884	1,573	1,193
应付账款+票据	-	-	-	-	-
其他	622	858	964	1,104	1,316
流动负债合计	2,215	2,884	2,848	2,677	2,509
长期带息负债	775	367	367	367	367
长期应付款	-	-	-	-	-
其他	5	4	4	4	4
非流动负债合计	780	371	371	371	371
负债合计	2,995	3,255	3,219	3,048	2,880
少数股东权益	-	-	-	-	-
股本	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
资本公积	2,059	2,616	3,287	4,091	5,050
留存收益	-	-	-	-	-
股东权益合计	2,059	2,616	3,287	4,091	5,050
负债和股东权益总计	5,054	5,870	6,506	7,139	7,930

现金流量表

单位:百万港元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	343	485	671	804	959
折旧与摊销	161	217	171	187	214
财务费用	95	136	62	51	37
其他经营资金	143	323	67	60	110
经营活动现金流净额	742	1,160	971	1,102	1,320
资本支出	548	318	500	600	700
其他	-1,446	-1,132	-1,000	-1,200	-1,400
投资活动现金流净额	352	-114	-203	-362	-417
短期借款	299	432	-142	-311	-380
长期借款	276	-408	-	-	-
其他筹资现金流	-223	-139	-62	-51	-37
筹资活动现金流净额	352	-114	-203	-362	-417
现金净增加额	196	231	268	139	203

利润表

单位:百万港元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,042	1,309	1,497	1,730	2,069
营业成本	411	482	555	640	765
税金及附加	-	-	-	-	-
其他费用	-	-	-	-	-
销售费用	4	5	6	7	8
管理费用	188	199	225	242	279
财务费用	95	136	117	121	145
其他经营损益	-	-	147	146	138
投资收益	-	-	-	-	-
公允价值变动损益	-	-	-	-	-
营业利润	345	487	680	814	971
其他非经营损益	265	68	-	-	-
税前利润	610	555	680	814	971
所得税	3	3	9	11	13
净利润	607	552	671	804	959
少数股东损益	-	-	-	-	-
归属于母公司净利润	607	552	671	804	959

财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	0.48	0.26	0.14	0.16	0.20
EBIT	1.93	-0.02	0.07	0.17	0.17
EBITDA	1.38	0.05	0.01	0.15	0.16
归母净利润	3.29	-0.09	0.22	0.20	0.19
获利能力					
毛利率	0.61	0.63	0.63	0.63	0.63
净利率	0.58	0.42	0.45	0.46	0.46
ROE	0.29	0.21	0.20	0.20	0.19
ROIC	0.14	0.14	0.15	0.15	0.17
偿债能力					
资产负债	59%	55%	49%	43%	36%
流动比率	0.25	0.39	0.50	0.61	0.78
速动比率	0.25	0.39	0.50	0.61	0.78
营运能力					
应收账款周转率	75	24	48	48	48
存货周转率	-	-	-	-	-
总资产周转率	0.21	0.22	0.23	0.24	0.26
每股指标 (港元)					
每股收益	0.51	0.46	0.56	0.67	0.80
每股经营现金流	0.62	0.97	0.81	0.92	1.10
每股净资产	1.72	2.18	2.74	3.41	4.21
估值比率					
市盈率	12.61	13.86	11.40	9.52	7.99
市净率	3.72	2.93	2.33	1.87	1.52
EV/EBITDA	2.73	2.64	2.47	1.84	1.28
EV/EBIT	3.36	3.46	3.03	2.24	1.55

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2023 年 08 月 25 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼