

香港股市 | 教育行业 | 高等教育

# 中汇集团 (382 HK)

## 高投入奠基高质量办学

### FY23 收入同比增加 17.0%

中汇集团公布 FY22/23 业绩, 全年收入 19.7 亿元 (人民币, 下同), 同比增长 17.0%。期内在校生 8.6 万人, 比上一学年净增加 8,500 人。高等职业教育/中等职业教育/非学历教育的收入占比分别为 83.9%/12.8%/3.3%。其中中等职业教育收入同比大幅增长 34.7%, 但非学历教育收入轻微同比下跌 5.5%。中汇下半年毛利率环比 2 个百分点为 52.6%, 全年毛利率 51.6%, 稍高于我们预期。

### 非现金项目导致净利润低于预期

全年销售开支 5,600 万, 占收入比例 2.8%, 符合预期; 但行政费用 2.9 亿, 占收入 14.9%, 高于去年的 14.0%, 也高于我们预期。同时公司于期内录得预期之外的投资物业公允价值亏损以及预期信贷亏损共 3,800 万, 此为非现金项目以及不影响核心业务运营; 以及高于预期的财务费用 2,600 万, 导致全年净利润 6.2 亿元, 同比增长 9.0%, 稍低于我们预期。剔除所有非现金项目后, 经调整净利润 6.7 亿, 同比增长 15.3%。公司宣布派息率维持 30%。

### 高质量办学投入增加, 新目标价 5.17 港元, 维持“买入”评级

公司招生人数每年稳定增长, 2023/24 新学年新报到人数 3.8 万, 比上一学年增加 7,000 人; 总在校生人数增加至 9.5 万, 同比增长 15.9%; 广东学校和四川学校的人数分别为 6.2 万和 3.3 万人。内生增长人数保持合理和健康的水平。公司预期未来两年年均人数增长 9% 左右。FY22/23 资本开支 6.5 亿, 考虑到公司将继续投入高质量办学、江门和眉山校区的扩张、深化产教融合、保持毕业生高质量出口等举措, 未来的资本开支预计维持每年 6 亿元。我们上调 FY23/24E、FY24/25E 运营费用 5.7%、5.6%; 并下调净利润 2.9%、3.4% 至 7.1 亿、7.9 亿元。新目标价 5.17 港元, 对应 7 倍 FY23/24E 市盈率, 维持“买入”评级。

### 投资风险

1: 选择成为“营利性”学校的不确定性; 2: 政府给予民办职业高等学院学额数量的不确定性。

图表 1: 中汇集团 - 主要财务数据 (人民币百万元)

年结: 8 月 31 日	FY22 年实际	FY23 年实际	FY24 年预测	FY25 年预测	FY26 年预测
收入	1,686	1,973	2,131	2,435	2,917
增长率 (%)	34.7	17.0	8.0	14.3	19.8
净利润	567	618	707	791	985
增长率 (%)	37.2	9.0	14.4	11.9	24.5
摊薄后每股盈利 (人民币)	0.532	0.561	0.642	0.719	0.894
净资产回报率 (%)	20.7	19.0	18.6	18.2	19.6
市盈率 (倍)	4.2	3.9	3.4	3.1	2.5
市净率 (倍)	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5
股息率 (%)	7.7	7.1	8.1	9.1	11.3
每股股息 (港币)	0.196	0.180	0.206	0.230	0.287

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

评级: 买入

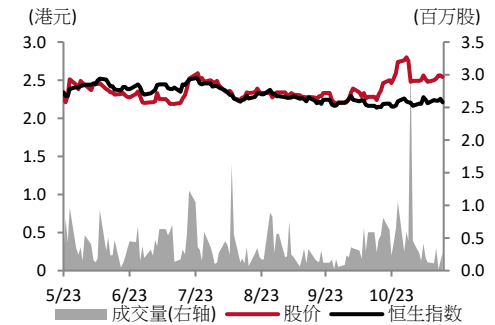
目标价: 5.17 港元

### 股票资料

现价	2.55	港元
总市值	2,911	百万港元
流通股比例	29.3	%
已发行总股本	1,141	百万
52 周价格区间	1.77 - 4.28	港元
3 个月日均成交额	0.9	百万港元
主要股东	廖榕就	70.3%

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

- 20220722 - 更新报告: 各业务齐头并进, 助推高质量办学
- 20230223 - 更新报告: 运营稳健发展, 聚焦产教融合
- 20230502 - 更新报告: 内生增长持续亮眼
- 20230731 - 更新报告: 扩大产业学院, 提升就业率

### 分析师

陈怡 (Vivien Chan)  
+ 852 2359 2941  
vivien.chan@ztsc.com.hk

图 2: 财务摘要 (年结: 8 月 31 日; 人民币百万元)

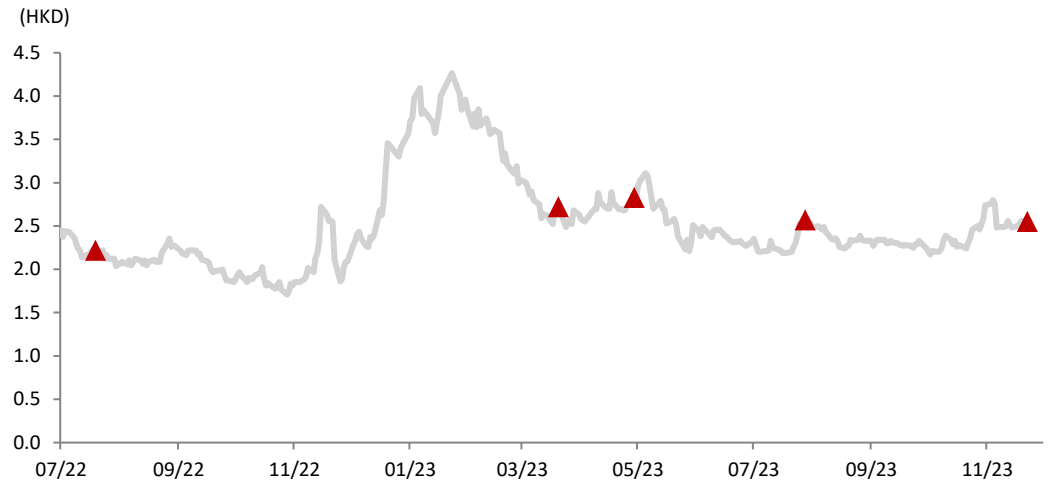
利润表	FY22 实际	FY23 实际	FY24 预测	FY25 预测	FY26 预测	资产负债表	FY22 实际	FY23 实际	FY24 预测	FY25 预测	FY26 预测
营业收入	1,686	1,973	2,131	2,435	2,917	固定资产	4,314	5,075	5,394	5,693	5,853
同比%	35	17	8	14	20	无形资产及商誉	331	332	332	332	332
成本	(836)	(955)	(1,063)	(1,243)	(1,444)	联营公司/合营公	0	0	0	0	0
毛利润	850	1,018	1,068	1,192	1,473	长期投资	787	774	531	531	531
毛利率	50.4%	51.6%	50.1%	49.0%	50.5%	其他非流动资产	211	190	190	190	190
其他收益	93	79	156	183	214	非流动资产	5,643	6,371	6,447	6,747	6,906
销售及分销成本	(48)	(56)	(64)	(75)	(96)	库存	9	10	1	2	2
行政成本	(236)	(294)	(320)	(363)	(429)	应收帐款	108	99	107	122	147
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	140	12	12	12	12
总运营开支	(284)	(351)	(384)	(438)	(526)	现金	1,318	2,003	2,797	3,520	4,740
营运利润 (EBIT)	659	746	840	937	1,161	流动资产	1,575	2,124	2,918	3,656	4,901
营运利润率	39.1%	37.8%	39.4%	38.5%	39.8%	应付帐款	26	53	59	69	81
拨备	0	0	0	0	0	税项	89	98	10	11	14
财务成本	(6)	(26)	(8)	(8)	(12)	预提费用/其他应	268	375	405	462	554
融资后利润	653	720	832	929	1,149	银行贷款和租赁	492	478	478	478	478
联营及合营公司	0	0	0	0	0	可转债和其他债务	1,259	1,529	1,814	2,073	2,482
税前利润	653	720	832	929	1,149	其他流动负债	37	39	39	39	39
所得税	(8)	(1)	(10)	(11)	(14)	流动负债	2,171	2,572	2,805	3,133	3,648
少数股东权益	(78)	(100)	(115)	(128)	(159)	银行贷款和租赁	1,171	1,337	1,337	1,337	1,337
净利润	567	618	707	790	977	可转债和其他债务	0	0	0	0	0
增长率%	37.2	9.0	14.4	11.7	23.7	递延所得税及其他	309	350	350	350	350
净利润率	33.7%	31.3%	33.2%	32.4%	33.5%	少数股东权益	592	693	808	936	1,095
EBITDA	793	958	1,071	1,192	1,421	非流动负债	2,072	2,380	2,495	2,624	2,782
EBITDA 利润率	47.0%	48.5%	50.3%	48.9%	48.7%	总净资产	2,975	3,542	4,065	4,646	5,377
每股盈利 (人民)	0.532	0.561	0.642	0.717	0.887	股东权益	2,975	3,542	4,065	4,646	5,377
增长率%	35.7	5.5	14.4	11.7	23.7	股本	74	78	78	78	78
每股股息 (港元)	0.196	0.180	0.206	0.230	0.284	储备	2,901	3,464	3,987	4,568	5,299

现金流量表	FY22 实际	FY23 实际	FY24 预测	FY25 预测	FY26 预测	主要财务比率%	FY22 实际	FY23 实际	FY24 预测	FY25 预测	FY26 预测
EBITDA	793	958	1,071	1,192	1,421	毛利率	50.4	51.6	50.1	49.0	50.5
营运资金变动	143	415	321	311	488	营业利润率	39.1	37.8	39.4	38.5	39.8
其他	10	0	0	0	0	净利率	33.7	31.3	33.2	32.4	33.5
经营活动现金流	946	1,373	1,393	1,503	1,908	销售及分销成本占	2.9	2.8	3.0	3.1	3.3
已付利息	(83)	(26)	(27)	(27)	(27)	行政成本占收入百	14.0	14.9	15.0	14.9	14.7
所得税	(2)	(89)	(98)	(10)	(11)	派息率	32.0	27.9	27.9	27.9	27.9
经营活动净现金	861	1,257	1,267	1,465	1,870	有效税率	1.2	0.2	1.2	1.2	1.2
资本支出	(789)	(691)	(554)	(560)	(438)	总负债比率	56.0	51.3	44.7	39.1	33.8
投资	243	243	243	0	0	净负债比率	11.7	净现金	净现金	净现金	净现金
已收股息	0	0	0	0	0	流动比率 (x)	0.7	0.8	1.0	1.2	1.3
资产出售	0	0	0	0	0	速动比率 (x)	0.7	0.8	1.0	1.2	1.3
已收利息	5	14	23	26	34	库存周转率 (天)	0	0	0	0	0
其他	25	0	0	0	0	应收账款周转率	23	18	18	18	18
投资活动现金流	(516)	(434)	(288)	(534)	(404)	应付账款周转率	11	20	20	20	20
自由现金流	346	823	979	931	1,466	现金周转率 (天)	12	(2)	(2)	(2)	(2)
发行股份	0	0	0	0	0	资产周转率 (x)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3
股份回购	0	0	0	0	0	财务杠杆 (x)	2.4	2.3	2.3	2.3	2.2
少数股东权益	2	0	0	0	0	EBIT 利润率	39.1	37.8	39.4	38.5	39.8
已付股息	(128)	(103)	(185)	(209)	(246)	利息开支 (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
银行贷款变动净	313	152	0	0	0	税务开支 (x)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
其他	(9)	41	0	0	0	股本回报率	20.7	19.0	18.6	18.1	19.5
筹资活动现金流	177	91	(185)	(209)	(246)	ROIC	16.5	17.5	20.9	23.8	31.3
现金变动净额	523	914	794	723	1,220						

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

## 历史建议和目标价

中汇集团 (382 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	22/07/2022	HK\$2.32	买入 (维持)	HK\$3.80
2	23/02/2023	HK\$3.25	买入 (维持)	HK\$4.85
3	02/05/2023	Hk\$2.72	买入 (维持)	HK\$4.73
4	31/07/2023	HK\$2.52	买入 (维持)	HK\$5.44
5	28/11/2023	HK\$2.55	买入 (维持)	HK\$5.17

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（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 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805