

中教控股 (00839.HK) - 2023 财年年报点评

内生收入增长强劲，办学投入增加致利润率短期下行

买入

核心观点

2023 财年归母净利润同降 25%。2023 财年，公司实现营收 56.16 亿元/+18.1%；毛利润 31.64 亿元/+14.9%，毛利率 56.34%/-1.57pct；归母净利润 13.80 亿元/-25.2%，系期内郑州中职确认一次性商誉减值（4.58 亿元）及汇兑损益、校舍应付建设成本公允价值变动等非经常性因素（1.33 亿）扰动；若剔除上述因素，公司经调整归母净利润 19.08 亿元/+6.0%，利润增速逊于收入增速系办学成本及外币融资利率上升综合所致。

国内&国际分部收入维持高速增长。2023 财年，国内市场分部实现收入 53.96 亿元，同比+18.2%，系在校生人数及生均学费提升综合带动；国际教育分部收入 2.20 万元/+16.4%，系新入学人数增长带动。学生人数方面，高职+中职新生增速合计约 17%，整体在校生人数增速约 10%。

管理费率优化明显，融资费率上升。2023 财年，毛利率 56.34%/-1.57pct，高质量办学宗旨下生均投入及新校区建设带来的人工成本及折旧费用的增加，致毛利率走低；期间费率 25.39%/+0.12pct，其中行政费率 13.80%/-1.42pct，收入规模增长带动的摊薄效应明显；销售费率 3.24%/-0.33pct，控制相对良好；财务费率 8.35%/+1.88pct，系公司美元贷款（约 2 亿元）基准利率上升导致了财务费用的增加。经调归母净利润率 33.97%/-3.87pct，毛利率下滑及融资费用上升致净利润率走低。

存量学校提质扩容持续推进，维持高分红率。本财年公司资本开支 26.37 亿元/+6.5%，期内推进肇庆校区三期、烟台科技学院新校区建设。此外，公司拟于 2024 年派发末期股息 13.53 分人民币/股，连同公司中期股息 16.38 分/股，2023 财年现金分红率约 40%，目前对应股息约 6.7%。

风险提示：政策趋严、办学成本上升、招生不及预期、商誉减值等。

投资建议：本财年公司利润虽受到一次性商誉减值影响，但考虑到中教控股历史收购标的质地较为优质，我们分析未来资产减值风险相对可控；此外，在强调高质量办学的大环境下，高教集团收入规模提升带来的费用杠杆效应部分被办学成本增加所导致的毛利率下滑所抵消，综合以上判断我们下调 24-25 年经调归母净利润至 21.28/24.11 亿元（原预测为 24.12/27.15 亿元），同时新增 2025 年预测为 27.15 亿元，EPS0.83/0.94//1.06 元，对应 PE 为 5.5/4.9/4.3x。从收入利润规模看公司依旧是民办高教板块的绝对龙头，期内在校生人数&学费稳定提升的内生增长逻辑再次得到验证，且公司维持高比例现金分红稳定股东回报，未来伴随高校营利性选择推进落地，板块情绪回暖&流动性有望带来估值回升行情，维持公司中线买入评级。

盈利预测和财务指标

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 4,756 | 5,616 | 6,604 | 7,694 | 8,910 |
| (+/-%) | 29.2% | 18.1% | 17.6% | 16.5% | 15.8% |
| 净利润(百万元) | 1845 | 1380 | 2128 | 2411 | 2715 |
| (+/-%) | 27.8% | -25.2% | 54.2% | 13.3% | 12.6% |
| 每股收益(元) | 0.72 | 0.54 | 0.83 | 0.94 | 1.06 |
| EBIT Margin | -3.5% | -2.1% | -28.5% | -21.0% | -14.7% |
| 净资产收益率 (ROE) | 13.2% | 8.9% | 12.0% | 12.0% | 11.9% |
| 市盈率 (PE) | 6.4 | 8.5 | 5.5 | 4.9 | 4.3 |
| EV/EBITDA | 167.4 | 80.5 | 10.5 | 9.9 | 9.3 |
| 市净率 (PB) | 0.84 | 0.76 | 0.67 | 0.59 | 0.52 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

社会服务·教育

证券分析师：曾光
0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn
S0980511040003

证券分析师：张鲁
010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn
S0980521120002

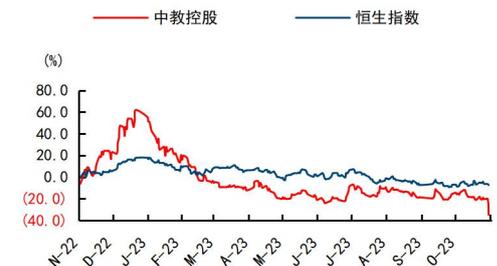
证券分析师：钟潇
0755-82132098

zhongxiaoyao@guosen.com.cn
S0980513100003

基础数据

| | |
|-------------|------------------|
| 投资评级 | 买入(维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 5.03 港元 |
| 总市值/流通市值 | 12834/12834 百万港元 |
| 52 周最高价/最低价 | 13.04/4.90 港元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 35.02 百万港元 |

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

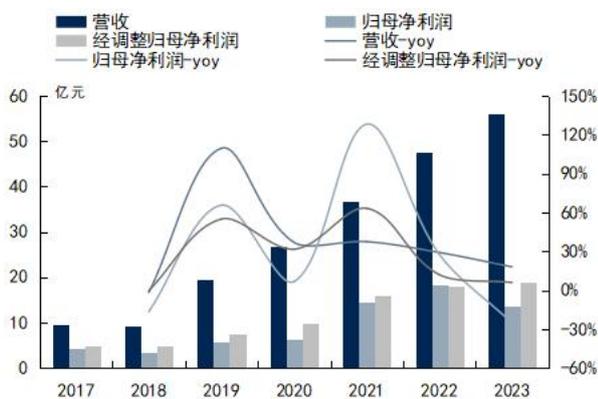
相关研究报告

- 《中教控股 (00839.HK) —— FY2023H1 业绩点评-经调归母净利润同增 15%，“配售+发债”助力内生长》——2023-04-28
- 《中教控股 (00839.HK) ——拟配售募集约 16 亿港元，中线增长逻辑持续强化》——2023-01-12
- 《中教控股 (00839.HK) ——2022 财年年报点评-经调归母净利润同增 12%，持续高分红率彰显吸引力》——2022-11-29
- 《中教控股 (00839.HK) ——系列跟踪之二-招生学额利好接踵而来，内生增长信心持续强化》——2022-07-03
- 《中教控股 (00839.HK) ——三十载磨一剑，高教龙头御风而行》——2022-06-20

2023 财年归母净利润同降 25%。2023 财年，公司实现营收 56.16 亿元/+18.1%；毛利润 31.64 亿元/+14.9%，毛利率 56.34%/同比-1.57pct；归母净利润 13.80 亿元/-25.2%，系期内郑州中职确认一次性商誉减值（4.58 亿元）及汇兑损益、校舍应付建设成本公允价值变动等因素（1.33 亿）扰动；若剔除上述因素，公司经调整归母净利润 19.08 亿元/+6.0%，利润增速逊于收入增速系办学成本及外币融资利率上升综合所致。

国内&国际分部收入维持高速增长。2023 财年，国内市场分部实现收入 53.96 亿元，同比+18.2%，系在校生人数及生均学费提升综合带动；国际教育分部收入 2.20 万元/+16.4%，系新入学人数增长带动。学生人数方面，高职+中职新生增速合计约 17%，整体在校生人数增速约 10%。

图1：2017-2023 年公司收入、业绩、经调业绩及同比增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：2017-2023 年公司各业务分布收入情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

注：2023 年高职与中职收入合并计算

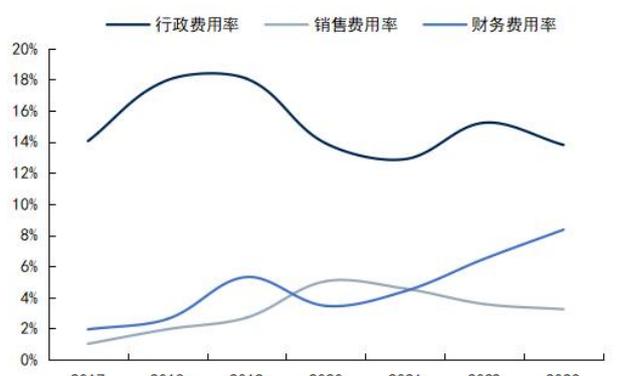
管理费率优化明显，融资费率上升。2023 财年，毛利率 56.34% /-1.57pct，高质量办学宗旨下生均投入及新校区建设带来的人工成本及折旧费用的增加，致毛利率走低；期间费率 25.39%/+0.12pct，其中行政费率 13.80%/-1.42pct，收入规模增长带来的摊薄效应明显；销售费率 3.24%/-0.33pct，控制相对良好；财务费率 8.35%/+1.88pct，系公司美元贷款（约 2 亿元）基准利率上升导致了财务费用的增加。经调归母净利润率 33.97%/-3.87pct，毛利率下滑及融资费用上升致净利润率走低。

图3：公司毛利率、归母净利润率及经调归母净利润率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司期间费用率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

存量学校提质扩容持续推进，维持高分红率。本财年公司资本开支 26.37 亿元，，期

内公司持续推进肇庆校区三期、烟台科技学院新校区建设。此外，公司拟于 2024 年派发末期股息 13.53 分人民币/股，连同公司中期股息 16.38 分/股，2023 财年现金分红率约 40%，目前对应股息约 6.7%。

投资建议：本财年公司利润虽受到一次性商誉减值影响，但考虑到中教控股历史收购标的质地较为优质，我们分析未来资产减值风险相对可控；此外，在强调高质量办学的大环境下，高教集团收入规模提升带来的费用杠杆效应部分被办学成本增加所导致的毛利率下滑所抵消，综合以上判断我们下调 24-25 年经调归母净利润至 21.28/24.11 亿元（原预测为 24.12/27.15 亿元），同时新增 2025 年预测为 27.15 亿元，EPS0.83/0.94//1.06 元，对应 PE 为 5.5/4.9/4.3x。从收入利润规模看公司依旧是民办高教板块的绝对龙头，期内在生人数&学费稳定提升的内生增长逻辑再次得到验证，且公司维持高比例现金分红稳定股东回报，未来伴随高校营利性选择推进落地，板块情绪回暖&流动性有望带来估值回升行情，维持公司中线买入评级。

表1: 同类可比公司估值比较

| 公司名称 | 股票代码 | 股价 (港元) | 市值 (亿港元) | EPS (元/股) | | | | PE | | | | 投资评级 |
|------|---------|------------|-------------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| | | | | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 中教控股 | 0839.HK | 7.76 | 175.6 | 0.62 | 0.89 | 1.01 | 1.14 | 11.51 | 8.02 | 7.07 | 6.26 | 买入 |

资料来源：数据来源：Wind、Bloomberg 一致预期，国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

| 资产负债表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 利润表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物 | 4793 | 5177 | 10435 | 18372 | 26274 | 营业收入 | 4756 | 5616 | 6604 | 7694 | 8910 |
| 应收款项 | 516 | 1123 | 597 | 696 | 806 | 营业成本 | 2002 | 2452 | 2893 | 3378 | 3911 |
| 存货净额 | 0 | 0 | 12 | 19 | 26 | 营业税金及附加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 452 | 103 | 991 | 1154 | 1336 | 销售费用 | 1644 | 1425 | 1486 | 1616 | 1782 |
| 流动资产合计 | 6175 | 6973 | 12605 | 20925 | 29263 | 管理费用 | 1277 | 1855 | 4107 | 4316 | 4527 |
| 固定资产 | 15700 | 17668 | 15734 | 13767 | 11781 | 财务费用 | (14) | 36 | 376 | 345 | 306 |
| 无形资产及其他 | 9015 | 10801 | 8501 | 6240 | 4024 | 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资性房地产 | 2686 | 312 | 312 | 312 | 312 | 资产减值及公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 50 | 100 | 其他收入 | 1835 | 1713 | 4684 | 4719 | 4741 |
| 资产总计 | 33576 | 35754 | 37151 | 41294 | 45480 | 营业利润 | 1682 | 1561 | 2427 | 2759 | 3125 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 1831 | 1584 | 1629 | 1681 | 1632 | 营业外净收支 | 287 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 175 | 148 | 174 | 242 | 307 | 利润总额 | 1969 | 1561 | 2427 | 2759 | 3125 |
| 其他流动负债 | 5607 | 6500 | 4715 | 5694 | 6796 | 所得税费用 | 33 | 20 | 49 | 63 | 88 |
| 流动负债合计 | 7613 | 8232 | 6519 | 7618 | 8735 | 少数股东损益 | 91 | 161 | 250 | 285 | 322 |
| 长期借款及应付债券 | 7060 | 7022 | 7022 | 7022 | 7022 | 归属于母公司净利润 | 1845 | 1380 | 2128 | 2411 | 2715 |
| 其他长期负债 | 2326 | 2196 | 2928 | 3277 | 3307 | | | | | | |
| 长期负债合计 | 9386 | 9218 | 9950 | 10299 | 10329 | 现金流量表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 负债合计 | 16999 | 17450 | 16469 | 17917 | 19065 | 净利润 | 1845 | 1380 | 2128 | 2411 | 2715 |
| 少数股东权益 | 2569 | 2730 | 2980 | 3265 | 3587 | 资产减值准备 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 14008 | 15574 | 17702 | 20113 | 22828 | 折旧摊销 | 346 | 492 | 4684 | 4719 | 4741 |
| 负债和股东权益总计 | 33576 | 35754 | 37151 | 41294 | 45480 | 公允价值变动损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | | 财务费用 | (14) | 36 | 376 | 345 | 306 |
| 关键财务与估值指标 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 营运资本变动 | (554) | 2852 | (1401) | 1128 | 899 |
| 每股收益 | 0.72 | 0.54 | 0.83 | 0.94 | 1.06 | 其它 | 91 | 161 | 250 | 285 | 322 |
| 每股红利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流 | 1728 | 4885 | 5662 | 8542 | 8678 |
| 每股净资产 | 5.49 | 6.10 | 6.94 | 7.88 | 8.95 | 资本开支 | 0 | (2003) | (450) | (492) | (539) |
| ROIC | 1% | 1% | 3% | 7% | 12% | 其它投资现金流 | 1319 | (156) | 0 | (114) | (137) |
| ROE | 13% | 9% | 12% | 12% | 12% | 投资活动现金流 | 1319 | (2159) | (450) | (656) | (726) |
| 毛利率 | 58% | 56% | 56% | 56% | 56% | 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | -4% | -2% | -28% | -21% | -15% | 负债净变化 | 198 | (38) | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 4% | 7% | 42% | 40% | 39% | 支付股利、利息 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 收入增长 | 29% | 18% | 18% | 16% | 16% | 其它融资现金流 | (1966) | (2266) | 45 | 52 | (50) |
| 净利润增长率 | 28% | -25% | 54% | 13% | 13% | 融资活动现金流 | (1569) | (2342) | 45 | 52 | (50) |
| 资产负债率 | 58% | 56% | 52% | 51% | 50% | 现金净变动 | 1478 | 384 | 5258 | 7938 | 7902 |
| 息率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 货币资金的期初余额 | 3315 | 4793 | 5177 | 10435 | 18372 |
| P/E | 6.4 | 8.5 | 5.5 | 4.9 | 4.3 | 货币资金的期末余额 | 4793 | 5177 | 10435 | 18372 | 26274 |
| P/B | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.6 | 0.5 | 企业自由现金流 | 0 | 1227 | 990 | 3776 | 3827 |
| EV/EBITDA | 167 | 81 | 10 | 10 | 9 | 权益自由现金流 | 0 | (1113) | 667 | 3491 | 3480 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|---|------------|----|------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场代表性指数20%以上 |
| | | 增持 | 股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 卖出 | 股价表现弱于市场代表性指数10%以上 |
| | 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场代表性指数10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 低配 | 行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032