

## 中教控股 (839 HK)

## 盈利稳健增长；派息超预期

## 毛利率微跌，净利润符合预期

中教控股 2024 财年上半年实现收入共 32.8 亿元（人民币，下同），同比增加 18.3%。收入增长的驱动力为平均学费增长 9% 和学生人数增长 9%。期内全日制学生人数为 27.1 万人，同比增长 8.5%，非全日制人数为 7.4 万人。国内市场收入 31.8 亿元，同比增长 19.2%；国际市场收入为 1.1 亿元，同比下跌 1.9%。受到师资和教学投入的增加，以及新校区和楼宇投入使用导致折旧费用增高的影响，上半年公司毛利率 56.0%，同比下跌 1.4 个百分点，略低于预期。期内销售费用控制得力，占收入比从 3.3% 下降至 2.7%。行政费用占收入比略有提高至 14.5%。财务开支增长 18.4% 至 2.3 亿元。上半年净利润 10.7 亿，同比增加 9.6%；经调整净利润 10.9 亿元。公司提高派息比率至 45.0%，超出市场预期。另外，去年公司计提减值的郑州城轨交通中职学院，在改善课程结构后，招生人数显著回升。

## 积极扩容，提升国际课程占比

公司计划从 2023-2025 年共投入 50 亿元用以校园容量扩张：广州应用科技学院的容量提升 40%；烟台科技学院的容量在新校园启用后容量翻倍，还计划为江西科技学院新增 6500 个容量，以及为烟台科技学院新增 4300 个容量和 400 个教职员宿舍。公司宣布计划未来 2 年将额外投资 30 亿元，主要用以扩张广州松田学院新校舍及升级学校设施。预计未来 2-3 年，每年资本开支约 23.0-25.0 亿元。由于国际课程学费平均高出普通课程约 60%，公司计划将在每所学校引入国际课程，以提升国际课程渗透率，优化课程结构，实现生均收入提升。

## 预测 FY24E 净利润 19.9 亿；调升目标价至 6.85 港元

我们下调毛利率预测 0.9 个百分点至 55.1%，并同时下调总运营开支 3.7%；由于上半年有效所得税率高于预期，下调 FY24E 净利润预测 3.7% 至 19.9 亿元，同比增长 43.8%。预测 FY25E 净利润同比增长 14.0% 至 22.6 亿元。公司账上现金约 45 亿，运营现金流约 35 亿元，现金充裕以应付未来校园扩张资本开支。派息率提升至 45%，当前股息率约 9% - 10%。我们调升目标价至 6.85 港元，对应 8 倍 FY24E 市盈率。

## 投资风险

1. “选营选非”政策风险；2. 招生低于预期；3. 办学投入加大拖累毛利率。

图表 1：中教控股 - 主要财务数据（人民币百万元）

年结：8 月 31 日	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测	2025 年预测	2026 年预测
收入	4,756	5,616	6,535	7,547	8,684
增长率 (%)	29.2	18.1	16.4	15.5	15.1
核心净利润	1,845	1,380	1,985	2,263	2,622
增长率 (%)	27.8	(25.2)	43.8	14.0	15.8
摊薄后每股盈利 (人民币)	0.618	0.552	0.778	0.887	1.027
净资产回报率 (%)	14.5	9.2	12.3	13.1	14.1
市盈率 (倍)	6.5	7.3	5.2	4.5	3.9
市净率 (倍)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
股息率 (%)	8.4	7.4	9.6	10.9	12.7
每股股息 (人民币)	0.369	0.329	0.423	0.483	0.559

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

## 更新报告

评级：买入

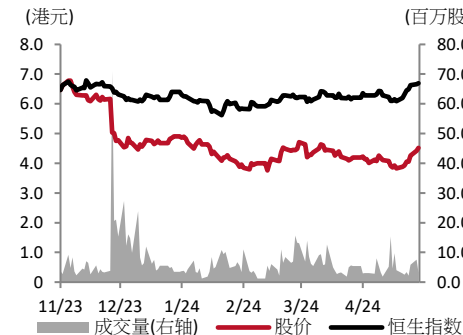
目标价：6.85 港元

## 股票资料

现价	4.42	港元
总市值	11,830	百万港元
流通股比例	39.9	%
已发行总股本	2,618	百万
52 周价格区间	3.51 - 8.50	港元
3 个月价格区间	25.3	百万港元
主要股东	Blue Sky Edu. Int'l	(占 59.4%)

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

- 20230503 - 更新报告：业绩平稳增长；加快校园扩容
- 20231129 - 更新报告：业绩受一次性费用拖累

## 分析师

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

图表 2: 财务摘要 (年结: 8 月 31 日; 人民币百万元)

利润表						资产负债表					
	2022 实际	2023 实际	2024 预测	2025 预测	2026 预测		2022 实际	2023 实际	2024 预测	2025 预测	2026 预测
营业收入	4,756	5,616	6,535	7,547	8,684	固定资产	17,801	20,002	21,796	23,062	24,135
同比%	29	18	16	15	15	无形资产及商誉	8,935	8,467	8,241	8,008	7,769
成本	(2,002)	(2,452)	(2,935)	(3,414)	(3,951)	联营及合营公司	0	0	0	0	0
毛利润	2,754	3,164	3,600	4,133	4,733	长期投资	71	188	188	188	188
毛利率	57.9%	56.3%	55.1%	54.8%	54.5%	其他非流动资产	594	124	124	124	124
其他收益	315	363	473	530	605	非流动资产	27,401	28,781	30,349	31,382	32,216
销售及分销成本	(170)	(182)	(183)	(234)	(278)	库存	0	0	3	4	4
行政成本	(724)	(775)	(990)	(1,203)	(1,388)	应收帐款	1,058	1,123	1,334	1,541	1,773
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	102	(540)	(98)	(113)	(139)	其他流动资产	283	629	629	629	629
总运营开支	(792)	(1,497)	(1,271)	(1,550)	(1,805)	现金	4,834	5,221	4,786	6,389	8,213
营运利润 (EBIT)	2,277	2,030	2,802	3,113	3,533	流动资产	6,175	6,973	6,752	8,563	10,619
营运利润率	47.9%	36.1%	42.9%	41.2%	40.7%	应付帐款	56	52	62	72	84
拨备	0	0	0	0	0	税项	98	96	177	202	234
财务成本	(308)	(469)	(409)	(383)	(373)	预提费用及其他应	1,992	2,269	2,640	3,049	3,509
融资后利润	1,969	1,561	2,393	2,729	3,160	银行贷款和租赁	5,009	5,402	5,416	5,838	6,307
联营及合营公司	0	0	0	0	0	可转债/其他债务	0	0	0	0	0
税前利润	1,969	1,561	2,393	2,729	3,160	其他流动负债	458	413	413	413	413
所得税	(33)	(20)	(177)	(202)	(234)	流动负债	7,613	8,232	8,709	9,575	10,546
少数股东权益	(91)	(161)	(232)	(264)	(304)	银行贷款和租赁	7,072	7,086	6,564	7,064	7,264
净利润	1,845	1,380	1,985	2,263	2,622	可转债/其他债务	3	0	0	0	0
增长率%	27.8	(25.2)	43.8	14.0	15.8	递延所得税及其他	2,311	2,132	2,132	2,132	2,132
净利润率	38.8%	24.6%	30.4%	30.0%	30.2%	少数股东权益	2,569	2,730	2,962	3,226	3,530
EBITDA	2,788	2,889	3,924	4,358	4,877	非流动负债	11,955	11,948	11,658	12,422	12,926
EBITDA 利润率	58.6%	51.4%	60.0%	57.7%	56.2%	总净资产	14,008	15,574	16,735	17,948	19,363
每股盈利 (人民币)	0.618	0.552	0.778	0.887	1.027	股东权益	14,008	15,574	16,735	17,948	19,363
增长率%	14.3	(10.6)	40.8	14.0	15.8	股本	0	0	0	0	0
每股股息 (人民币)	0.336	0.299	0.385	0.439	0.509	储备	14,008	15,574	16,735	17,948	19,363

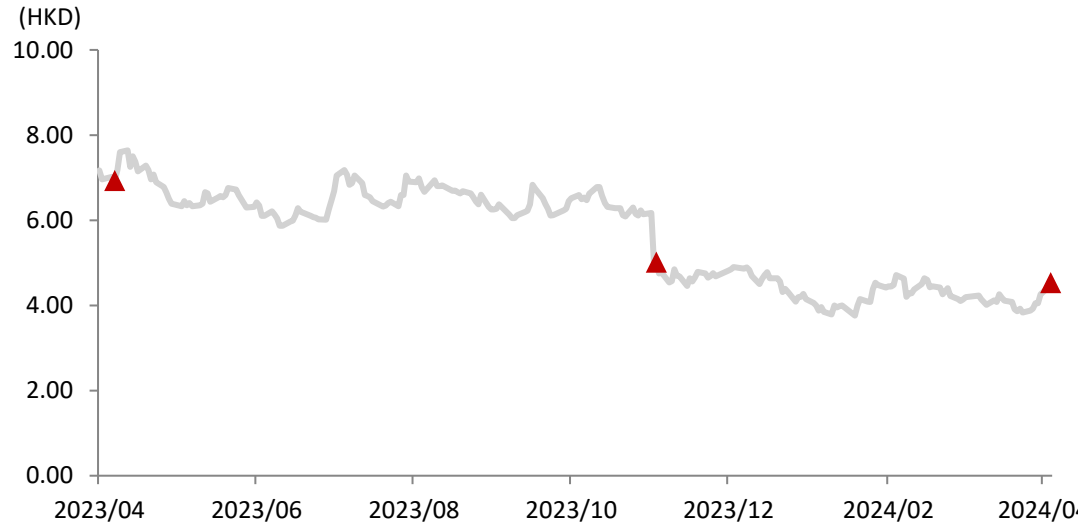
  

现金流量表						主要财务比率					
	2022 实际	2023 实际	2024 预测	2025 预测	2026 预测		2022 实际	2023 实际	2024 预测	2025 预测	2026 预测
EBITDA	2,788	2,889	3,924	4,358	4,877	毛利率 (%)	57.9	56.3	55.1	54.8	54.5
营运资金变动	39	719	181	634	706	营业利润率 (%)	47.9	36.1	42.9	41.2	40.7
其他	(55)	333	0	0	0	净利率 (%)	38.8	24.6	30.4	30.0	30.2
经营活动现金流	2,772	3,941	4,105	4,992	5,584	销售分销成本/收入%	3.6	3.2	2.8	3.1	3.2
已付利息	(412)	(504)	(409)	(383)	(373)	行政成本/收入%	15.2	13.8	15.1	15.9	16.0
所得税	(19)	(95)	(96)	(177)	(202)	派息率	44.8	39.8	45.0	45.0	45.0
经营活动净现金	2,341	3,342	3,601	4,432	5,008	有效税率 (%)	1.7	1.3	7.4	7.4	7.4
资本支出	(3,073)	(2,818)	(2,745)	(2,340)	(2,258)	总负债比率 (%)	63.5	55.2	48.3	47.8	45.3
投资	(12,869)	(3,288)	0	0	0	净负债比率 (%)	29.0	21.7	19.7	12.2	2.9
已收股息	0	0	0	0	0	流动比率 (x)	0.8	0.8	0.8	0.9	1.0
资产出售	2	5	0	0	0	速动比率 (x)	0.8	0.8	0.8	0.9	1.0
已收利息	48	55	55	61	80	库存周转率 (天)	0	0	0	0	0
其他	14,148	3,343	0	0	0	应收账款周转率	75	75	75	75	75
投资活动现金流	(1,744)	(2,703)	(2,690)	(2,278)	(2,178)	应付账款周转率	10	8	8	8	8
自由现金流	597	639	911	2,153	2,830	现金周转率 (天)	65	67	67	67	67
发行股份	981	1,406	0	0	0	资产周转率 (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
股份回购	(10)	(20)	0	0	0	财务杠杆 (x)	2.4	2.3	2.3	2.2	2.2
少数股东权益	0	0	0	0	0	EBIT 利润率 (%)	47.9	36.1	42.9	41.2	40.7
已付股息	(395)	(1,217)	(824)	(1,050)	(1,207)	利息开支 (x)	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
银行贷款变动	2,129	(851)	(522)	500	200	税务开支 (x)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
其他	(1,834)	422	0	0	0	股本回报率 (%)	14.5	9.2	12.3	13.1	14.1
筹资活动现金流	871	(260)	(1,346)	(550)	(1,007)	ROIC (%)	11.7	9.2	12.5	13.4	15.1
现金变动净额	1,468	379	(435)	1,603	1,824						

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

## 历史建议和目标价

中教控股 (839 HK) 股价表现及评级时间表



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	03/05/2023	HK\$7.02	买入	HK\$9.20
2	29/11/2023	HK\$5.03	增持	HK\$5.70
3	30/04/2024	HK\$4.42	买入	HK\$6.85

来源: 公司资料, 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