

香港股市 | 教育行业 | 高等教育

中国春来教育 (1969 HK)

降本增效成效显著，派息率提升

上半年净利润同比增长 16.0%

春来教育 2024 财年上半年实现收入 8.1 亿元（人民币，下同），同比增长 8.7%，略低于预期，收入增长主要来自于学费提升，其中学费和住宿费分别同比增长 9.1% 和 4.7%。上半年毛利率 60.7%，同比下降 2.2 个百分点。公司去年开始严格控制费用开支，在降本增效措施下，上半年运营费用开支与去年同期持平，费用率从 15.6% 下降至 14.7%，运营费用低于预期。上半年公司净利润 3.8 亿，同比增长 16.0%，净利润率 47.2%，盈利能力符合预期。公司并宣布派发每股中期股息 0.0907 人民币，派息率提升至 30%，高于预期。

未来展望：学生人数上升，资本结构优化

2023/24 学年在校生共 10.4 万人，同比持平，略低于预期，主要因为部分学校在监管部门进行评估期间，主动降低招生人数。我们预测在校生人数将于 2024/25 学年恢复上升至约 12 万人，同比增加 14.7%。截止 2 月底，公司有息贷款共 18.8 亿元，公司计划减低负债，用较低利息贷款置换高息贷款，减低利息开支。预测 FY24E 利息开支 9,300 万，同比下降 25.4%。净负债/股本率从 FY23 的 42.2% 下降至 28.6%。上半年资本开支约 2.3 亿，预计全年共投入 4 亿元，主要用于天平学院的建设以及其他学校的设施升级和维护。在多重作用下，我们预计 FY24E 净利润 7.5 亿元，同比提升 10.0%。

FY24E-FY26E 净利润 CAGR 20.7%

在天平学院未并表的前提下，预计净利润从 FY24E 的 7.5 亿，增长至 FY26E 的 11.0 亿，CAGR 20.7%。公司预计天平学院将于 2025/26 学年内完成并表。公司内生盈利增长保持稳健，未来江苏学校并表后助力进一步增厚净利润，并保持至少 30% 派息率。当前公司估值为 7.1 倍/5.8 倍 FY24E/25E 市盈率。公司已于 3 月起调入港股通名单，有助推升流动性和交易量。

投资风险

1：选择成为“营利性”学校的不确定性；2：学额数量 / 招生数量低于预期；3：天平学院并表的不确定性。

公司点评

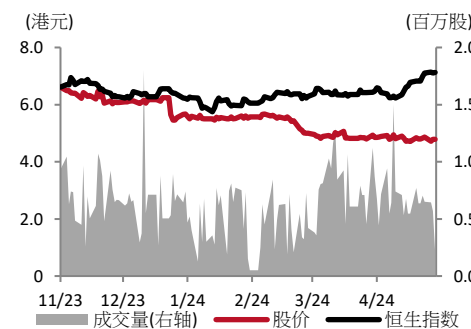
未评级

股票资料

现价	4.78	港元
总市值	5,748	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	4.13 - 7.60	港元
3 个月日均成交额	3.2	百万港元
主要股东	候俊宇	75.0%

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

20230824 - 未评级：冬去“春来”，进入价值释放区

图表 1：春来教育 - 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	1,309	1,498	1,597	1,922	2,296
增长率 (%)	25.6	14.4	6.6	20.3	19.5
净利润	552	684	753	917	1,099
增长率 (%)	(9.0)	23.9	10.0	21.8	19.8
摊薄后每股盈利 (人民币)	0.451	0.556	0.612	0.746	0.893
净资产回报率 (%)	23.6	23.3	21.1	22.0	22.5
市盈率 (倍)	9.6	7.8	7.1	5.8	4.9
市净率 (倍)	2.0	1.6	1.4	1.2	1.0
股息率 (%)	2.1	1.1	4.2	5.1	6.2
每股股息 (人民币)	0.100	0.053	0.202	0.246	0.295

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

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	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	1,309	1,498	1,597	1,922	2,296	固定资产	2,798	2,988	3,173	3,393	3,687
同比%	26	14	7	20	19	无形资产及商誉	188	188	188	188	188
成本	(482)	(608)	(635)	(781)	(942)	联营公司/合营公	0	0	0	0	0
毛利润	827	890	962	1,141	1,354	长期投资	555	637	621	606	591
毛利率	63.1%	59.4%	60.3%	59.4%	59.0%	其他非流动资产	1,214	1,185	1,185	1,185	1,185
其他收益	68	102	106	126	152	非流动资产	4,754	4,997	5,167	5,372	5,651
销售及分销成本	(5)	(5)	(5)	(8)	(11)	库存	0	0	0	0	0
行政成本	(199)	(174)	(209)	(250)	(294)	应收帐款	485	671	919	1,106	1,321
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	(203)	(179)	(214)	(258)	(305)	现金	631	790	596	1,093	1,901
营运利润 (EBIT)	691	813	854	1,010	1,201	流动资产	1,116	1,461	1,514	2,199	3,222
营运利润率	52.8%	54.3%	53.5%	52.6%	52.3%	应付帐款	0	0	0	0	0
拨备	0	0	0	0	0	税项	0	0	8	10	12
财务成本	(136)	(125)	(93)	(82)	(90)	预提费用/其他应	304	306	367	442	528
融资后利润	555	688	762	928	1,111	银行贷款和租赁	2,026	1,439	1,200	1,200	1,400
联营及合营公司	0	0	0	0	0	可转债和其他债务	533	679	724	871	1,040
税前利润	555	688	762	928	1,111	其他流动负债	21	24	24	24	24
所得税	(3)	(4)	(8)	(10)	(12)	流动负债	2,884	2,448	2,323	2,547	3,005
少数股东权益	0	0	0	0	0	银行贷款和租赁	367	732	500	530	600
净利润	552	684	753	917	1,099	可转债和其他债务	0	0	0	0	0
增长率%	(9)	24	10	22	20	递延所得税及其他	4	2	2	2	2
净利润率	42.2%	45.7%	47.2%	47.7%	47.9%	少数股东权益	0	0	0	0	0
EBITDA	904	1,028	1,059	1,216	1,407	非流动负债	371	734	502	532	602
EBITDA 利润率	69.0%	68.6%	66.3%	63.3%	61.3%	总净资产	2,616	3,276	3,856	4,492	5,267
每股盈利 (人民)	0.451	0.556	0.612	0.746	0.893	股东权益	2,616	3,276	3,856	4,492	5,267
增长率%	(10)	23	10	22	20	股本	0	0	0	0	0
每股股息 (港元)	0.100	0.053	0.202	0.246	0.295	储备	2,616	3,276	3,856	4,492	5,267

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	904	1,028	1,059	1,216	1,407	毛利率	63.1	59.4	60.3	59.4	59.0
营运资金变动	278	78	(141)	35	40	营业利润率	52.8	54.3	53.5	52.6	52.3
其他	(21)	(31)	0	0	0	净利率	42.2	45.7	47.2	47.7	47.9
经营活动现金流	1,160	1,074	917	1,251	1,447	销售及分销成本占	0.4	0.3	0.3	0.4	0.5
已付利息	(81)	(75)	(93)	(82)	(90)	行政成本占收入百	15.2	11.6	13.1	13.0	12.8
所得税	0	0	0	(8)	(10)	派息率	20.1	8.7	30.0	30.0	30.0
经营活动净现金	1,079	999	824	1,160	1,347	有效税率	0.6	0.5	1.1	1.1	1.1
资本支出	(337)	(549)	(383)	(423)	(505)	总负债比率	91.5	66.3	44.1	38.5	38.0
投资	0	0	0	0	0	净负债比率	67.4	42.2	28.6	14.2	1.9
已收股息	0	0	0	0	0	流动比率 (x)	0.4	0.6	0.7	0.9	1.1
资产出售	0	0	0	0	0	速动比率 (x)	0.4	0.6	0.7	0.9	1.1
已收利息	4	3	9	11	20	库存周转率 (天)	0	0	0	0	0
其他	(482)	14	0	0	0	应收账款周转率	135	163	210	210	210
投资活动现金流	(814)	(532)	(374)	(411)	(485)	应付账款周转率	0	0	0	0	0
自由现金流	265	467	450	749	863	现金周转率 (天)	135	163	210	210	210
发行股份	0	0	0	0	0	资产周转率 (x)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
股份回购	0	0	0	0	0	财务杠杆 (x)	2.3	2.1	1.8	1.7	1.7
少数股东权益	0	0	0	0	0	EBIT 利润率	52.8	54.3	53.5	52.6	52.3
已付股息	0	(30)	(173)	(281)	(324)	利息开支 (x)	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
银行贷款变动净	(34)	(278)	(472)	30	270	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	23.6	23.3	21.1	22.0	22.5
筹资活动现金流	(34)	(308)	(644)	(251)	(54)	ROIC	20.1	18.0	17.5	19.8	22.6
现金变动净额	231	159	(194)	497	808						

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