2024 年 08 月 30 日

利润受折旧年限变更影响、产教融合是未来新方向

建桥教育(1525.HK)

评级：	买入	股票代码：	1525
上次评级：	买入	52 周最高价/最低价(港元)：	4.36/2.89
目标价格(港元)：		总市值(亿港元)	12.20
最新收盘价(港元)：	2.94	自由流通市值(亿港元)	12.20
		自由流通股数(百万)	415.00

事件概述

2024H1 公司收入/净利分别为 5.35/1.80 亿元、同比增长 8.3%/-2.0%。收入增长而利润下降主要由于折旧年限变更导致毛利下降。

2024H1 末期派发股息每股 0.1 港元，分红率为 20%，股息率为 6.8%。截止到 2024 年上半年，公司于公开市场累计购买股份 1959.85 万股，均价每股 4.67 港元，合计 9157.9 万港元。

郑祥展先生因年龄原因辞任公司行政总裁，周天明先生获委任为公司行政总裁，周天明于 2021 年 8 月重新加入公司担任常务副总裁，并为建桥集团（公司联属实体）的股东之一，并负责集团整体营运。

分析判断：

24/25 学年新招生有所下降，专升本学费提升。（1）2024H1 学费/住宿费收入为 4.55/0.71 亿元、同比增长 7.7%/9.9%。量价拆分来看，2023/24 学年公司在校生总人数为 25013 名、同比增长 2.2%，主要来自专升本贡献（本科/专科/专升本占比分别为 73%/10%/17%，学生人数较上一学年增长 0%/0%/13%）。2024H1 平均半年学费为 18181 元、同比增长 5.3%，主要来自专升本学费从 23000-38000 元提高到 30000-39800 元。（2）合约负债为 0.85 亿元，同比减少 26.6%。（3）公司深入发展国际化教育，与英国伯明翰城市大学、日本京都情报大学院大学、美国沃恩航空科技大学等合作，学位合作项目 13 个，合作协议 76 个。

把握临港新片区政策红利，持续加强校企合作，推进产教融合进程，全面转型产教融合大学。公司获临港新片区首批产教融合基地授牌、上海市首批 14 家“市域产教联合体”之一，具有 159 个校企合作项目，合作企业包括安永、科大讯飞、星巴克、希尔顿等知名企业。

折旧年限变更导致毛利率下降，净利率降幅低于毛利率主要由于管理费用率下降、其他收入占比提升、所得税占比下降。（1）2024H1 毛利率为 61.8%、同比下降 6.7PCT，主要由于职工薪资（同比增长 21%）以及折旧摊销增加（23 年 7 月开始物业、厂房等折旧年限由 50 年变为 30 年）。（2）归母净利率为 33.6%、同比下降 3.5PCT。（3）2024H1 销售费用率/管理费用率/财务费用率增加 0.1/-1.3/0.2PCT 至 0.50%/16.21%/2.57%，管理费用率下降主要由于公司将保安、保洁及物业等后勤服务外包给专业团队，行政人员薪酬下降；其他收入/收入同比增长 1.0PCT 至 3.1%，主要由于政府补助及租赁收入增加；金融资产减值损失占比提升 0.4PCT 至 0.41%；其他开支/收入占比减少 0.3PCT 至 0.05%；所得税/收入占比下降 1PCT 至 11.5%。资本开支 1.17 亿元、同比下降 36.7%，主要用于第四期校园设施建设。加权平均银行贷款利率为 3.79%，同比下降 0.06PCT，且公司披露根据《中国（上海）自由贸易试验区临港新片区重点企业贷款贴息的实施意见》，公司还可以享受额外的贷款贴息补贴，融资成本有望进一步降低。

就业率维持高水平。截至 2023 年 8 月 31 日，上海建桥学院 2023 届毕业生就业率达到 99.1%（22 年 98.9%），其中 58.9%的毕业生留在上海地区就业。

投资建议

我们分析，未来成长驱动：1）2024/25 学年公司计划招生 7724 人，同比增长 4.6%，其中本科/专科/专升本分别招生 4886/850/1988 人，同比增长 6%/7.9%/0.3%。考虑疫情专升本扩招期间的学生到了毕业时间，我们预计今年收入持平；2）公司是已完成营利性转设的上市公司，学费仍有提升空间，24/25 学年专升本学费将提高到 32,000－39,800 元、本科/专科学费维持 32000-39800 元/20000 元不变；同时，公司对校舍建设计划第二期的两幢宿舍进行了智能化楼宇改造，将新生住宿费由 5800 元提升至 7800 元。3）中长期来看，第四期校舍建设计划已于 2022 年 12 月开始，总建筑面积约为 86400 平方米，包括教学培训大楼、3 幢人才公寓楼和 1 幢多功能研发中心，预计将于 2024/25 学年投入使用。结合临港地区产业集群优势及政府支持，公司产教融合方面的优势值得关注，四期校舍投入后也有望拓展新的商业模式。4）成人继续教育、非学历职业教育也是新的增长点。考虑新学年学额下滑但学费仍有提升，下调 24-26 年收入预测 10.69/12.08/13.59 亿元至 9.33/9.88/10.52 亿元；下调 24-26 年归母净利润为 3.2/3.7/4.33 亿元至 2.85/3.08/3.36 亿元；对应下调 24/25/26 年 EPS 0.76/0.90/1.04 元至 0.69/0.74/0.81 元，2024 年 8 月 29 日收盘价 2.94 港元对应 24/25/26 年 PE 为 3.94/3.64/3.34 倍（1 港元=0.92 人民币），维持“买入”评级。

风险提示

政策变化的潜在风险、招生不及预期风险、市场竞争激烈及新进入者威胁、系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	790.11	929.89	933.01	987.97	1052.19
YoY（%）	15.58%	17.69%	0.34%	5.89%	6.50%
归母净利润(百万元)	224.93	283.37	284.88	308.47	336.36
YoY（%）	25.65%	25.98%	0.53%	8.28%	9.04%
毛利率（%）	63.91%	61.77%	63.00%	63.20%	63.30%
每股收益（元）	0.54	0.68	0.69	0.74	0.81
ROE（%）	11.47%	0.13	0.12	0.11	0.11
市盈率	6.62	5.13	3.94	3.64	3.34

资料来源：公司公告，华西证券研究所（1 港元=0.92 元人民币）

分析师：唐爽爽
邮箱：tangss@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519090002
联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	941.62	933.01	987.97	1052.19
YoY(%)	17.96%	-0.91%	5.89%	6.50%
营业成本	355.51	345.21	363.57	386.15
营业税金及附加				
销售费用	3.64	3.65	3.86	4.11
管理费用	199.34	191.27	197.59	194.65
财务费用	16.79	0.00	0.00	0.00
资产减值损失				
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润				
营业外收支				
利润总额	379.33	405.87	435.92	480.25
所得税	95.97	120.99	127.45	143.89
净利润	283.37	284.88	308.47	336.36
归属于母公司净利润	283.37	284.88	308.47	336.36
YoY(%)	25.98%	0.53%	8.28%	9.04%
每股收益(元)	0.68	0.69	0.74	0.81

资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	506.11	54.93	253.54	589.90
预付款项				
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产合计	871.15	291.78	600.26	936.62
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2318.47	2318.47	2318.47	2318.47
无形资产	7.34	7.34	7.34	7.34
非流动资产合计	2931.35	2931.35	2931.35	2931.35
资产合计	3802.50	3223.14	3531.61	3867.97
短期借款	72.65	72.65	72.65	72.65
应付账款及票据	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	766.05	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	936.89	72.65	72.65	72.65
长期借款	686.77	686.77	686.77	686.77
其他长期负债	9.01	9.01	9.01	9.01
非流动负债合计	695.78	695.78	695.78	695.78
负债合计	1632.67	768.43	768.43	768.43
股本	3.68	3.68	3.68	3.68
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	2169.83	2454.71	2763.18	3099.54
负债和股东权益合计	3802.50	3223.14	3531.61	3867.97

现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	283.37	284.88	308.47	336.36
折旧和摊销	96.30	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	99.95	-845.92	0.00	0.00
经营活动现金流	467.75	-585.32	284.20	312.08
资本开支	255.47	0.00	0.00	0.00
投资	336.09	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	464.19	24.28	24.28	24.28
股权募资	1.85	0.00	0.00	0.00
债务募资	14.98	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	114.49	0.00	0.00	0.00
现金净流量	111.41	-561.04	308.47	336.36

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	17.69%	0.34%	5.89%	6.50%
净利润增长率	25.98%	0.53%	8.28%	9.04%
盈利能力				
毛利率	61.77%	63.00%	63.20%	63.30%
净利润率	30.47%	30.53%	31.22%	31.97%
总资产收益率 ROA	7.45%	8.84%	8.73%	8.70%
净资产收益率 ROE	13.06%	11.61%	11.16%	10.85%
偿债能力				
流动比率	0.93	4.02	8.26	12.89
速动比率	0.93	4.02	8.26	12.89
现金比率	0.54	-0.76	3.49	8.12
资产负债率	42.94%	23.84%	21.76%	19.87%
经营效率				
总资产周转率	0.26	0.27	0.29	0.28
每股指标（元）				
每股收益	0.68	0.69	0.74	0.81
每股净资产	5.23	5.91	6.66	7.47
每股经营现金流	1.13	-1.41	0.68	0.75
每股股利	0.09	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	5.08	3.94	3.64	3.34
PB	0.66	0.46	0.41	0.36

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。