2024 年 11 月 26 日

收入稳健增长，归母净利受减值及税率影响

中教控股(0839.HK)

评级：	买入	股票代码：	0839
上次评级：	买入	52 周最高价/最低价(港元)：	6.17/3.76
目标价格(港元)：		总市值(亿港元)	105.30
最新收盘价(港元)：	3.88	自由流通市值(亿港元)	105.30
		自由流通股数(百万)	2,713.79

事件概述

FY2024 公司收入/归母净利/经调整归母净利分别为 65.79/5.02/19.71 亿元、同比增长 17.1%/-67.4%/3.3%，收入好于预期主要由于高教人数增长好于预期，经调净利略低于预期主要由于所得税率影响、但长期利于盈利质量提升，剔除影响后经调净利增长接近 10%；归母净利大幅下降主要由于公司四川、陕西、澳大利亚学校就商誉及无形资产确认的非现金减值亏损 17.18 亿元，调整项合计为 17.40 亿元（无形资产减值 17.18 亿元、汇兑收益 0.26 亿元、独立学院转设费用 0.09 亿元、校舍应付建设成本的公允价值变动 0.39 亿元），但不影响经调净利。目前账上商誉为 24.94 亿元。

公司拟派发末期股息人民币 10.28 分，中期派息为 18.77 分，分红率约为 40%，年化股息率为 8%。

分析判断：

收入增长主要来自高教贡献，中职人数下滑。FY2024 集团收入达到 65.79 亿元、同比增长 17.1%，全日制在校生为 27 万人、同比增长 9%，其中全日制高等职业教育在校生分别为 22.4 万人，同比增长 12.5%；中等职业教育学生人数为 4.6 万人，同比下降 6.1%。

毛利率下降主要由于加大办学投入，经调归母净利率降幅高于毛利率主要由于管理费用率提升及所得税率提升。FY2024 公司毛利率为 55.4%，同比下降 1.0PCT。净利率/经调整归母净利率为 7.6%/30.0%，同比下降 19.8/4.0PCT。成本细分来看：（1）物业、校舍及设备折旧/收入为 12.1%，同比上升 0.3PCT。（2）员工成本/收入为 31.3%，同比增加 0.7PCT，其中薪酬及其他津贴/收入同比增加 0.6PCT 至 26.8%，FY2024 员工人数为 1.87 万人，同比增加 13.4%。费用细分来看：（1）销售费用率为 2.9%，同比下降 0.4PCT；（2）管理费用率为 14.7%，同比增加 0.9PCT，主要由于学生人数增加及新校区及楼宇投入使用开始确认折旧；（3）财务费用率为 7.2%，同比下降 1.2PCT。（4）其他收益及亏损占比为 30%，同比增长 20.4PCT，主要由于商誉及无形资产减值亏损。（5）所得税项收入占比同比提升 0.9PCT，主要由于关联交易提升、也意味着公司盈利质量提升。

资本开支处于高峰期。FY2024 公司资本开支为 48.57 亿元，同比增长 84.2%，主要与兴建现有校区新楼宇以及山东省及广东省扩建容量相关。

投资建议

我们分析，（1）短期来看，2024/25 学年全日制在校生同比增长 5.2%，其中高教在校生同比增长 9.5%，在校生稳健增长。（2）中期来看，公司广东省及山东省扩建项目推进顺利，肇庆学校新校区三期已经部分投入使用，山东学校新校区一期正式启用，通过新建与扩建，公司新增可容纳学生容量近 4 万人，为未来内生增长提供动力，我们判断 24 年资本开支为高点，后续随着项目建设逐渐落地，资本开支将持续下降。（3）净利率方面：公司收购的学校仍存在净利率改善空间；公司财务费用增加主要由于公司美元计值浮息借款利率上升，美元降息后财务费用已逐步改善。（4）公司 2024 财年净利润受商誉及无形资产减值损失影响，四川及陕西学校此次减值后无形资产余额所剩不多，再次减值概率低。目前账上商誉为 24.94 亿元。

调整 25/26 财年收入预测 73.63/84.47 亿元至 73.63/82.12 亿元，新增 27 财年收入预测 91.23 亿元；下调 25/26 年经调归母净利预测由 25.52/30.05 亿元至 21.78/23.81 亿元，新增 27 年预测 27.42 亿元，对应 25/26/27 财年经调 EPS0.77/0.84/1.08 元。2024 年 11 月 26 日收盘价 3.88 港元对应 PE 分别为 4.7/4.3/3.4X（注：1 港元=0.93 元人民币），维持“买入”评级。

风险提示

商誉减值风险，招生不及预期风险，政策因素的不确定性，系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5616.00	6579.00	7363.41	8211.61	9122.80
YoY（%）	18.08%	17.15%	11.92%	11.52%	11.10%
经调净利润(百万元)	1908.00	1971.00	2178.07	2380.76	2741.89
YoY（%）	6.00%	3.30%	10.51%	9.31%	15.17%
毛利率（%）	56.34%	55.39%	55.40%	55.40%	56.00%
每股收益（元）	0.75	0.39	0.77	0.84	1.08
ROE（%）	0.12	0.07	0.12	0.12	0.15
市盈率	8.21	10.56	4.68	4.28	3.35

资料来源：公司公告，华西证券研究所（1港元=0.93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）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6579.00	7363.41	8211.61	9122.80
YoY(%)	17.15%	11.92%	11.52%	11.10%
营业成本	2935.00	2934.30	3284.08	3613.11
营业税金及附加				
销售费用	190.00	272.83	257.32	272.83
管理费用	247.00	1102.16	1241.95	1511.95
财务费用	472.00	284.62	281.79	292.48
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	1218.00	2198.37	2467.20	2730.74
所得税	-2.00	54.96	61.68	68.27
净利润	1220.00	2178.07	2380.76	3046.55
归属于母公司净利润	2178.07	2380.76	2741.89	2178.07
YoY(%)	3.30%	10.51%	9.31%	15.17%
每股收益(元)	0.39	0.77	0.84	1.08

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	6238.00	7930.85	8308.51	13011.06
预付款项				
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	139.00	164.48	184.09	205.29
流动资产合计	7764.00	8961.53	11821.60	14972.34
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	21706.00	22906.62	23056.67	22660.47
无形资产	9054.00	9082.86	9141.28	9248.87
非流动资产合计	31059.00	32288.48	32496.95	32208.34
资产合计	38823.00	41250.01	44318.55	47180.68
短期借款	2497.00	2497.00	2497.00	2497.00
应付账款及票据	41.00	89.41	56.55	104.04
其他流动负债	7771.00	7566.03	8467.92	9443.35
流动负债合计	10388.00	10349.82	11242.37	12290.73
长期借款	7740.00	8740.00	9440.00	9740.00
其他长期负债	2162.00	2162.00	2162.00	2162.00
非流动负债合计	9902.00	10902.00	11602.00	11902.00
负债合计	20290.00	21251.82	22844.37	24192.73
股本	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东权益	2685.00	2772.12	2867.35	2989.22
股东权益合计	18533.00	19998.19	21474.19	22987.94
负债和股东权益合计	38823.00	41250.01	44318.55	47180.68

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1380.00	2178.07	2380.76	2741.89
折旧和摊销	732.00	770.52	791.53	788.61
营运资金变动	719.00	607.13	-1359.85	2900.18
经营活动现金流	3846.00	3739.23	2035.07	6698.20
资本开支	-1000.00	-2000.00	-1000.00	-500.00
投资	-338.00	-150.00	-230.00	-300.00
投资活动现金流	-2703.00	-1837.00	-917.00	-487.00
股权募资	1386.00	0.00	0.00	0.00
债务募资	1631.00	1000.00	700.00	300.00
筹资活动现金流	-764.00	-209.38	-740.40	-1508.65
现金净流量	384.00	1692.85	377.67	4702.55

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	17.15%	0.00%	11.92%	11.52%
净利润增长率	236.80%	98.76%	9.31%	27.97%
盈利能力				
毛利率	55.39%	55.40%	55.40%	56.00%
净利润率	15.99%	31.78%	31.04%	35.62%
总资产收益率 ROA	2.71%	5.07%	5.16%	6.20%
净资产收益率 ROE	6.64%	12.14%	12.28%	14.62%
偿债能力				
流动比率	0.75	0.87	1.05	1.22
速动比率	0.73	0.85	1.04	1.20
现金比率	0.60	0.77	0.74	1.06
资产负债率	52.26%	51.52%	51.55%	51.28%
经营效率				
总资产周转率	0.18	0.16	0.17	0.18
每股指标（元）				
每股收益	0.39	0.77	0.84	1.08
每股净资产	5.84	6.35	6.86	7.37
每股经营现金流	1.41	1.38	0.75	2.47
每股股利	0.29	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	10.56	4.68	4.28	3.35
PB	0.70	0.57	0.53	0.49

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。