

# 中教控股 (00839.HK)

## 商誉减值致归母净利下滑, 2024 财年现金分红比例 40%

优于大市

### 核心观点

**受学校减值影响, 2024 财年公司归母净利润下滑 70%。**2024 财年, 公司实现收入 65.79 亿元/+17.2%, 接近我们此前预期的营收 66.04 亿元; 归母净利润 4.18 亿元/-69.7%, 经调整归母净利润 19.71 亿元/+3.3%, 差值主要来源于本财年集团三所学校发生商誉及无形资产减值。**分市场看**, 本财年公司国内市场取得营收 63.35 亿元/+17.4%。截至 2024 年 8 月, 集团全日制在校学生人数约 27.0 万/+9%, 其中高教在校生 22.4 万人/+12.5%, 中职人数 4.6 万人/-6.1%。国际市场分部营收 2.44 亿元/+10.9%。

**商誉及无形资产减值主要系四川、西安、澳大利亚经营不及预期。**三校分别计提 11.6/5.6/1.9 亿元, 扣除递延所得税后合计减值亏损 17.2 亿元。四川校系学费未如预期上涨, 西安校与澳大利亚校系招生低于预期, 目前四川以及陕西校无形资产较低, 再次减值概率较低。期末公司账上有商誉 24.9 亿元及其他无形资产 40.8 亿元。

**高质量办学要求指引下毛利率下行, 财务费率改善明显。**2024 财年公司经调归母净利率为 30.0%/-4.0pct。毛利率 55.4%/-1.0pct, 系新建校舍的折旧摊销及教师薪酬增加。期间费率为 24.7%/-0.7pct, 其中管理费率为 14.7%/+0.9pct, 系学生数增加及新校区楼宇开始确认折旧; 销售费率为 2.9%/-0.3pct, 财务费率为 7.2%/-1.2pct 改善明显。此外, 商誉及无形资产相关的递延税项负债, 受减值影响有 1.93 亿金额终止确认。该项金额计入损益且未经调整, 约占收入 3%。

**资本开支阶段性走高, 全年现金分红比例约 40%。**2024 财年公司资本开支 48.57 亿元/+84.2%, 系为满足《职业学校办学条件达标工程实施方案》中职职业学校办学条件 2025 年底考核要求, 加大办学投入。期末公司宣布每股派发现金股息 10.28 分, 连同中期股息每股派发 18.77 分, 合计共派发约 7.88 亿元现金股息, 约占经调归母净利润的 40%, 截至最新收盘价股息率约 8.3%。

**风险提示:** 分红不及预期, 招生不及预期, 办学能力下滑, 政策风险

**投资建议:** 综合考虑高质量办学指引下投入增加对利润的影响, 下调 2025/26 年经调归母净利润预测至 21.61/23.45 亿元 (调整幅度-11%/-14%), 新增 2027 年预测 25.15 亿元, 对应 PE 分别为 4.3/4.0/3.7x。整体而言, 期内高等教育招生仍稳步推进, 公司收入维持稳健增长, 展望未来伴随广东以及山东扩张项目推进, 内生增长有望延续, 且在资本开支高峰期度过以及财务费率逐渐改善带动下, 利润率也有望改善, 维持“优于大市”评级, 建议关注利润率改善节奏以及选营进展的推进。

### 盈利预测和财务指标

	2019	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,616	6,579	7,283	7,997	8,692
(+/-%)	18.1%	17.1%	10.7%	9.8%	8.7%
归母净利润(百万元)	1380	418	2161	2345	2515
(+/-%)	-25.2%	-69.7%	417.0%	8.5%	7.2%
每股收益(元)	0.51	0.15	0.80	0.86	0.93
EBIT Margin	4.3%	5.5%	-22.6%	-18.8%	-15.6%
净资产收益率 (ROE)	8.9%	2.6%	12.0%	11.5%	11.0%
市盈率 (PE)	6.8	22.5	4.3	4.0	3.7
EV/EBITDA	46.8	35.5	9.4	9.1	8.9
市净率 (PB)	0.60	0.59	0.52	0.46	0.41

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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

### 公司研究 · 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	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	3.71 港元
总市值/流通市值	10068/10068 百万港元
52 周最高价/最低价	5.91/3.35 港元
近 3 个月日均成交额	52.31 百万港元

#### 市场走势



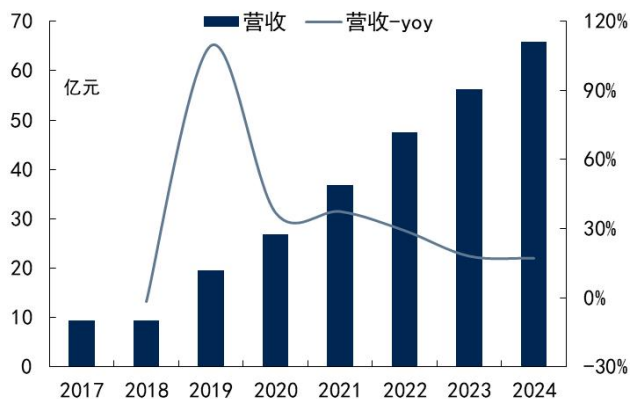
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《中教控股(00839.HK)-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》——2023-11-29
- 《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”助力内生增长》——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

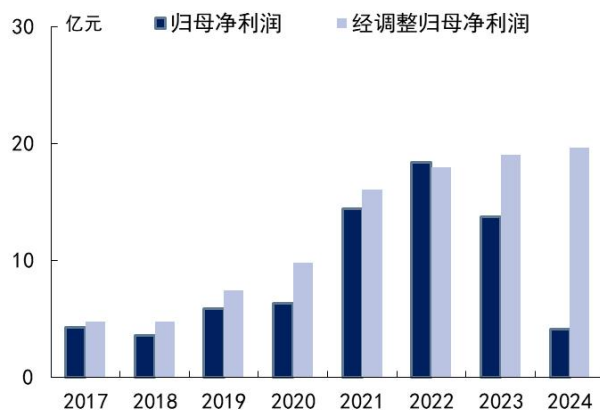
受商誉及无形资产减值影响，2024 财年公司归母净利润下滑 70%。2024 财年，公司实现收入 65.79 亿元/+17.2%，接近我们此前预期的营收 66.04 亿元（实际实现收入为预期的 99.6%）。2024 财年公司归母净利润 4.18 亿元/-69.7%，经调整的归母净利润 19.71 亿元/+3.3%，二者差值主要系本财年集团内三所并购学校发生商誉及无形资产减值。

图1：2017-2024 财年公司营收及对应增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：2017-2024 财年公司经调整前后归母净利润



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

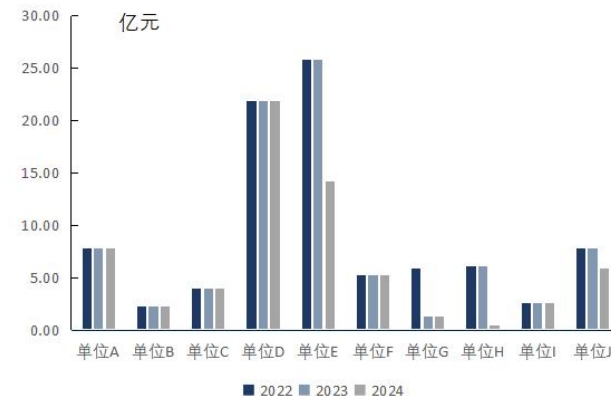
分市场看，2024 财年公司国内市场分部取得营收 63.35 亿元/+17.4%。截至 2024 年 8 月，集团全日制在校学生人数约 27 万人，同比增长约 9%，其中高等教育在校生 22.4 万人，同比增长约 12.5%。国际市场分部取得营收 2.44 亿元/+10.9%。

图3：2017-2024 财年公司分部收入情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

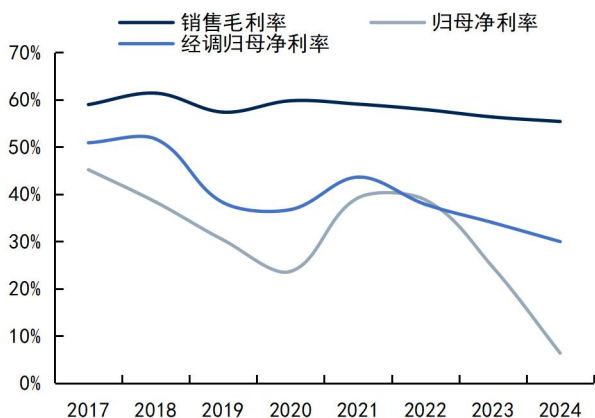
图4：近三财年公司对应现金产生单位账上商誉及无形资产



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

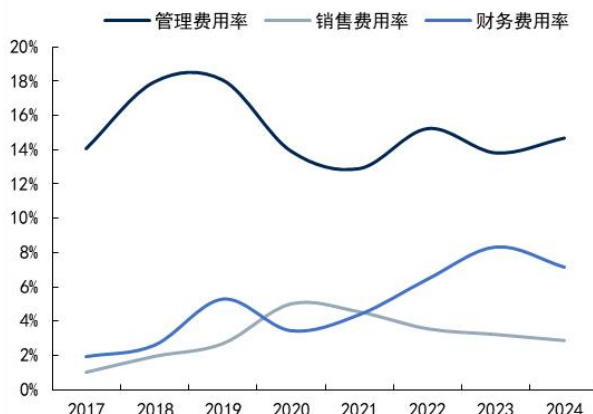
商誉及无形资产减值主要系四川、西安、澳大利亚收入增速不及预期。三校分别计提 11.59/5.61/1.91 亿元，扣除递延所得税后合计减值亏损 17.18 亿元。此次计提前，三所学校账上商誉及无形资产之和余额分别为 25.78/6.11/7.78 亿元。四川校主要系本财年当地对学费有公益性的指导定价，致使学费未达到预期上涨幅度；西安校系初中毕业生升学偏向致使招生承压；澳大利亚校系当地要求控制国际生数量导致招生受阻。报告期末公司账上商誉 24.94 亿元及其他无形资产 40.84 亿元，均来源于此前多次并购。

图5：2017-2024 财年公司销售毛利率及经调前后归母净利润率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：2017-2024 财年公司管理/销售/财务费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**教学投入增加，毛利率下行及商誉减值相关的税项拖累经调归母净利润率。**2024 财年公司经调归母净利润率为 30.0%/-4.0pct。毛利率为 55.4%/-1.0pct，系提优扩质，新建校舍折旧费用及教师薪酬增加。期间费用率为 24.7%/-0.7pct，其中管理费率为 14.7%/+0.9pct，系学生数增加及新校区楼宇开始确认折旧；销售费用率为 2.9%/-0.3pct，财务费用率为 7.2%/-1.2pct，系收入增长摊薄效应释放。此外，商誉减值导致 1.93 亿递延税项负债终止确认，计入损益且未经调整，该部分约占收入 3%。

**账上现金充沛，资本开支阶段性走高仍能维持经调归母净利润 40%的现金分红。**2024 财年公司资本开支 48.57 亿元/+84.2%，系为满足《职业学校办学条件达标工程实施方案》25 年底考核要求，加大办学投入。但期末账上现金及现金等价物同比+20.5%至 62.38 亿元，仍能支撑此前分红政策。期末公司宣布每股派发现金股息 10.28 分，连同中期股息每股派发 18.77 分，合计共派发约 7.88 亿元现金股息，约占经调归母净利润的 40%，对应 12 月 9 日收盘市值 93 亿元的 2024 财年股息率约 8.47%。

**投资建议：**综合考虑高质量办学指引下投入增加对利润的影响，下调 2025/26 年经调归母净利预测至 21.61/23.45 亿元（调整幅度-11%/-14%），新增 2027 年预测 25.15 亿元，对应 PE 分别为 4.3/4.0/3.7x。整体而言，期内高等教育招生仍稳步推进，公司收入维持稳健增长，展望未来伴随广东以及山东扩张项目推进，内生增长有望延续，且在资本开支高峰期度过以及财务费率逐渐改善带动下，利润率也有望改善，维持“优于大市”评级，建议关注利润率改善节奏以及选营进展的推进。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS			PE			投资评级
				25E	26E	27E	25E	26E	27E	
中教控股	0839.HK	3.41	92.5	0.77	0.84	0.92	4.4	4.1	3.7	优于大市
中汇集团	0382.HK	1.95	23.0	0.64	0.73	0.68	3.0	2.7	2.9	无评级
新高教集团	2001.HK	0.96	14.8	0.52	0.55	0.57	1.8	1.7	1.7	无评级
中国春来	1969.HK	4.02	48.2	0.73	0.86	-	5.5	4.7	-	无评级

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：货币单位均为人民币，除中教控股外其余为 Wind 一致预期

## 财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2019	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2019	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5177	6238	10789	18564	26443	营业收入	5616	6579	7283	7997	8692
应收款项	590	1092	658	723	786	营业成本	2452	2935	3423	3718	3999
存货净额	0	0	13	17	20	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	400	139	1092	1200	1304	销售费用	1644	1425	1566	1695	1825
<b>流动资产合计</b>	<b>6973</b>	<b>7764</b>	<b>12848</b>	<b>20857</b>	<b>28978</b>	管理费用	1277	1855	3939	4087	4228
固定资产	17668	21706	19318	16891	14439	财务费用	(14)	36	434	393	358
无形资产及其他	8526	9054	7190	5367	3588	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	2587	299	299	299	299	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	1712	172	4701	4744	4770
<b>资产总计</b>	<b>35754</b>	<b>38823</b>	<b>39656</b>	<b>43464</b>	<b>47404</b>	营业利润	1969	500	2623	2846	3053
短期借款及交易性金融负债	1584	2497	1971	2017	2162	营业外净收支	(408)	0	0	0	0
应付款项	163	120	189	221	245	<b>利润总额</b>	<b>1561</b>	<b>500</b>	<b>2623</b>	<b>2846</b>	<b>3053</b>
其他流动负债	6485	7771	5739	6459	7172	所得税费用	20	(2)	21	23	24
<b>流动负债合计</b>	<b>8232</b>	<b>10388</b>	<b>7898</b>	<b>8697</b>	<b>9579</b>	少数股东损益	161	84	441	478	513
长期借款及应付债券	7022	7740	7740	7740	7740	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1380</b>	<b>418</b>	<b>2161</b>	<b>2345</b>	<b>2515</b>
其他长期负债	2196	2162	2883	3068	3098						
<b>长期负债合计</b>	<b>9218</b>	<b>9902</b>	<b>10623</b>	<b>10808</b>	<b>10838</b>	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>17450</b>	<b>20290</b>	<b>18521</b>	<b>19505</b>	<b>20417</b>	净利润	1380	418	2161	2345	2515
少数股东权益	2730	2685	3126	3604	4117	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	15574	15848	18009	20355	22870	折旧摊销	346	492	4701	4744	4770
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>35754</b>	<b>38823</b>	<b>39656</b>	<b>43464</b>	<b>47404</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(14)	36	434	393	358
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2019</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	营运资本变动	813	3256	(1776)	763	597
每股收益	0.51	0.15	0.80	0.86	0.93	其它	161	84	441	478	513
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流</b>	<b>2700</b>	<b>4250</b>	<b>5527</b>	<b>8330</b>	<b>8395</b>
每股净资产	5.74	5.84	6.64	7.50	8.43	资本开支	0	(4073)	(450)	(492)	(539)
ROIC	2%	3%	2%	4%	7%	其它投资现金流	(392)	511	0	(59)	(71)
ROE	9%	3%	12%	12%	11%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(392)</b>	<b>(3562)</b>	<b>(450)</b>	<b>(602)</b>	<b>(660)</b>
毛利率	56%	55%	53%	54%	54%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	4%	6%	-23%	-19%	-16%	负债净变化	(38)	718	0	0	0
EBITDA Margin	10%	13%	42%	41%	39%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	18%	17%	11%	10%	9%	其它融资现金流	(1848)	(1063)	(526)	47	144
净利润增长率	-25%	-70%	417%	9%	7%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1924)</b>	<b>373</b>	<b>(526)</b>	<b>47</b>	<b>144</b>
资产负债率	56%	59%	55%	53%	52%	<b>现金净变动</b>	<b>384</b>	<b>1061</b>	<b>4551</b>	<b>7775</b>	<b>7879</b>
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	4793	5177	6238	10789	18564
P/E	6.8	22.5	4.3	4.0	3.7	货币资金的期末余额	5177	6238	10789	18564	26443
P/B	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4	企业自由现金流	0	41	844	3522	3479
EV/EBITDA	47	35	9	9	9	权益自由现金流	0	(340)	(113)	3178	3268

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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