

# 分红稳健，投入加大拖累业绩

## 中汇集团 (0382.HK)

评级:	买入	股票代码:	0382
上次评级:	买入	52周最高价/最低价(港元):	2.18/1.37
目标价格(港元):		总市值(亿港元)	17.39
最新收盘价(港元):	1.45	自由流通市值(亿港元)	17.39
		自由流通股数(百万)	1,199.07

### 事件概述

FY2025 集团总收入/归母净利/经调归母净利分别为 24,89/5.14/5.92 亿元、同比增长 7.7%/-28.1%/-20.7%。归母净利下滑主要由于投入加大导致毛利率下降以及商誉减值 0.42 亿元。公司拟派末期股息每股 7.4 港仙，中期每股派息 6.60 港仙，分红率 30%，对应股息率 9.66%。

### 分析判断:

**在校人数稳健增长。**1) 集团学费/住宿费/非学历职业教育服务费收入分别为 21.56/2.05/1.28 亿元，同比增长 6.3%/4.9%/46.3%。分地区来看，中国/海外收入分别为 24.65/0.24 亿元，同比增长 8.6%/-43.1%，我们分析海外下滑主要由于澳洲政府对外国学生签证政策变化导致招生暂停，目前已恢复正常招生。2) 截至 FY2025 末集团在校学生总人数为 99,800 人，同比增长 4.4%，其中商学院/华商职业学院/城市职业学院/境外学院/城市技师学院/华商技工学校在校人数分别为 3.12/2.55/2.59/0.12/1.00/0.61 万，同比增长-2.4%/16.8%/18.7%/-29.5%/-10.8%/-14.8%，华商职业学院高增我们分析主要由于学校所在大湾区生源基础好，叠加良好办学口碑，在校生规模提升。

**购买土地及升级校舍导致资本开支增加，合约负债有所下降。**FY25 资本开支 8.65 亿元，同比增长 122%，主要用于 1) 华商职业学院收购江门市新会区土地使用权 1.43 亿元、兴建新会新校区和新教学设施 3.439 亿元；2) 收购土地使用权及兴建广东省增城校区及四会校区新教学设施 2.366 亿元；3) 兴建城市职业学院眉山校区的新教学设施及升级在眉山和成都校区的现有教学设施 1.414 亿元。FY2025 合约负债为 14.41 亿元、同比下降 9%。

**净利率降幅高于毛利率主要由于财务费用率提升、其他亏损占比提升、行政及营销费用率占比提升。**FY25 毛利率为 40.7%、同比降低 8.0PCT，成本中薪金及津贴/退休福利/以股份为基础的付款/物业厂房设备折旧/使用权资产折旧分别为 8.62/0.94/0.08/2.32/0.22 亿元，分别同比增加 18.9%/24.7%/118.2%/13.0%/-14.8%。归母净利率/经调归母净利率为 20.6%/23.8%，同比下降 10.3/8.5PCT，净利率降幅高于毛利率主要由于财务费用率提升 1.2PCT、其他亏损占比提升 1.8PCT、行政及营销费用率占比提升 1.0PCT，其他亏损占比提升主要由于增加商誉减值 0.42 亿元。

### 投资建议

我们分析，(1) 短期来看，我们预计 FY26 在校人数有所下滑，主要由于公司为进行专业升级和高质量发展，主动下调专升本招生计划数；但 FY27 则有望恢复平稳增长。(2) 未来产教融合、社会培训有望成为公司下一个增长点。(3) 国际化办学取得进展，今年迎来第一批外国留学生，积极筹备中国香港教学中心以及海外教学中心，海外业务有望恢复增长。调整盈利预测，下调 FY26 收入预测为 29.09 亿元至 25.41 亿元，新增 FY27-28 收入预测 26.52/28.15 亿元；下调 FY26 净利预测 8.90 亿元至 6.05 亿元，新增 FY27-28 净利预测 6.37/6.81 亿元；对应下调 FY26EPS 0.78 元至 0.50 元，新增 FY27-28EPS 预测 0.53/0.57 元。2025 年 12 月 2 日收盘价 1.45 港元对应 PE 分别为 2.6/2.5/2.3X (注：1 港元=0.91 元人民币)，维持买入评级。

**风险提示:** 国际化办学不及预期，招生情况低于预期，现有业务质量管控风险，系统性风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
------	-------	-------	-------	-------	-------

营业收入(百万元)	2311.99	2489.04	2541.31	2651.85	2814.94
YoY (%)	17.18%	7.66%	2.10%	4.35%	6.15%
经调归母净利润(百万元)	714.75	592.07	605.21	636.61	681.26
YoY (%)	15.59%	-17.2%	2.2%	5.19%	7.01%
毛利率 (%)	48.62%	40.67%	41.07%	41.17%	41.27%
每股收益 (元)	0.63	0.43	0.50	0.53	0.57
ROE (%)	0.18	0.11	0.12	0.12	0.12
市盈率	3.21	3.35	2.61	2.49	2.32

资料来源：公司公告，华西证券研究所（注：1港元=0.91元人民币）。

**分析师：唐爽爽**

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

**分析师：李佳妮**

邮箱：lijn@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120003

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	2489.04	2541.31	2651.85	2814.94	净利润	0.00	605.21	636.61	681.26
YoY (%)	7.66%	2.10%	4.35%	6.15%	折旧和摊销	0.00	336.20	347.11	357.05
营业成本	1476.75	1497.60	1560.09	1653.22	营运资金变动	0.00	515.04	127.00	137.53
营业税金及附加					经营活动现金流	0.00	1565.18	1203.13	1259.92
销售费用	0.00	-7.62	0.00	5.63	资本开支	0.00	-600.00	-610.00	-600.00
管理费用	0.00	330.37	355.35	382.83	投资	0.00	-70.00	-90.00	-120.00
财务费用	37.76	83.29	88.29	93.29	投资活动现金流	0.00	-605.00	-609.00	-609.00
资产减值损失					股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	债务募资	0.00	120.00	120.00	120.00
营业利润					筹资活动现金流	0.00	-163.29	-188.29	-253.29
营业外收支					现金净流量	0.00	796.89	405.84	397.64
利润总额	599.24	702.67	739.13	790.97	<b>主要财务指标</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
所得税	7.79	7.03	7.39	7.91	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	591.45	695.65	731.73	783.06	营业收入增长率	7.66%	2.10%	4.35%	6.15%
归属于母公司净利润	513.87	605.21	636.61	681.26	净利润增长率	-28.10%	17.78%	5.19%	7.01%
YoY (%)	-28.10%	17.78%	5.19%	7.01%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.43	0.50	0.53	0.57	毛利率	40.67%	41.07%	41.17%	41.27%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	净利率	20.65%	23.82%	24.01%	24.20%
货币资金	2350.47	3147.36	3553.20	3950.84	总资产收益率 ROA	5.10%	5.43%	5.34%	5.37%
预付款项					净资产收益率 ROE	11.46%	12.38%	12.00%	11.94%
存货	12.09	10.83	13.05	12.26	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	153.39	0.00	0.00	0.00	流动比率	0.92	1.00	1.06	1.12
流动资产合计	2794.79	3581.01	4072.91	4584.16	速动比率	0.87	1.00	1.06	1.12
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	0.78	0.88	0.93	0.97
固定资产	5731.41	5883.58	6008.66	6098.22	资产负债率	46.94%	47.58%	46.70%	45.98%
无形资产	1204.44	1316.06	1453.88	1607.26	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	7273.21	7557.00	7839.89	8102.84	总资产周转率	0.26	0.24	0.23	0.23
资产合计	10068.00	11138.02	11912.80	12687.01	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	768.88	868.88	968.88	1068.88	每股收益	0.43	0.50	0.53	0.57
应付账款及票据	44.83	21.73	47.60	25.87	每股净资产	3.79	4.08	4.42	4.76
其他流动负债	2123.29	2541.31	2651.85	2814.94	每股经营现金流	0.00	1.31	1.00	1.05
流动负债合计	3030.03	3584.40	3827.45	4078.59	每股股利	0.13	0.00	0.00	0.00
长期借款	1456.71	1476.71	1496.71	1516.71	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	238.79	238.79	238.79	238.79	PE	3.35	2.61	2.49	2.32
非流动负债合计	1695.49	1715.49	1735.49	1755.49	PB	0.38	0.32	0.30	0.28
负债合计	4725.52	5299.90	5562.95	5834.09					
股本	81.31	81.31	81.31	81.31					
少数股东权益	859.83	950.26	1045.39	1147.18					
股东权益合计	5342.48	5838.12	6349.86	6852.92					
负债和股东权益合计	10068.00	11138.02	11912.80	12687.01					

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。