

稳定分红，马鞍山学院并表带来收入增量

中国科培(1890.HK)

评级:	买入	股票代码:	1890
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价(港元):	1.64/1.22
目标价格(港元):		总市值(亿港元)	29.01
最新收盘价(港元):	1.44	自由流通市值(亿港元)	29.01
		自由流通股数(百万)	2,014.25

事件概述

FY2025 公司收入/净利润/经调整净利分别为 18.72/7.48/7.62 亿元、同比增长 10.6%/-9.6%/-8.2%，收入增长我们判断和马鞍山学校并表有关，净利润下滑主要由于加大办学投入、毛利率下降，归母净利的调整项为：（1）已收购可识别资产公允价值调整导致额外的折旧及摊销，FY2025 为 0.07 亿元，FY2024 为-0.03 亿元；（2）汇兑亏损，FY2025 亏损 0.04 亿元，FY2024 亏损为 0.02 亿元；（3）捐款开支，FY2025 为 0.03 亿元，FY2024 为 0.03 亿元。

FY2025 公司派发中期股息 0.07 港元、末期股息 0.06 港元，派息比例为 30%，股息率为 9.03%。

分析判断:

收入增长包含并表因素，人数增长 5%。分拆来看，FY2025 集团学费/住宿费/其他教育服务费收入分别为 17.57/1.07/0.08 亿元，同比增长 10.7%/10.0%/1.7%，学费及住宿费上涨我们分析主要由于马鞍山学院并表以及人数增长。（1）FY2025 集团全日制人数 7.7 万人，其中本科生人数为 6.9 万人，同比增长 5.4%。从过往来看，公司哈尔滨学校从 20 年 8000 多人增至近 14000 人、安徽学校从 21 年不到 10000 人增至近 13000 人，淮北学校从 0 增至 1 万人。（2）分学费类型来看，高等教育学费收入占比持续提升，同比增加 1.0PCT 至 95.6%，高等教育/中等职业教育收入为 16.79/0.78 亿元，同比增加 11.9%/-9.9%。

持续加大投入导致毛利率同比下降，净利率降幅低于毛利率主要由于其他开支占比下降、财务费用占比下降、所得税占比下降。FY2025 毛利率/归母净利率/经调整归母净利率为 45.7%/40.0%/40.7%，同比下降 10.3/8.9/8.3PCT。毛利率下降主要由于加大投入，成本增加主要由于公司大力发展高质量教育团队培训高端人才以及改善学科福利、持续投资不同专业科技培训场所及设备以改善教育素质及学生学业体验、增加实习费及培训开支提升学生就业率。净利率降幅低于毛利率主要由于其他开支占比下降 0.3PCT、财务费用占比下降 1.5PCT，所得税占比下降 1.2PCT。

集团现金较为充裕。FY2025 集团现金及现金等价物为 11.64 亿元，同比提升 4.8%，较为充裕；合约负债为 6.31 亿元，同比下降 18.3%；FY2025 资本开支为 4.43 亿元，同比提升 21.0%，主要用于建立新校区、维护及升级现有校舍以及购置教育设施设备。

投资建议

我们认为公司成长空间在于：（1）预计在校生成人数规模有望维持稳定增长，在校生结构持续优化，本科生占全日制学生人数比例达 90%，录取分数线及入学率持续提升，25/26 学年本科总新招生人数为 21000 人，同比增长 5%。（2）预计明后年公司资本开支在 4.5/3.5 亿元。（3）肇庆学院获批肇庆市首批综合高中实验学校，将在 25/26 学年开始首批招生，学校综合实力不断提高，招生生源有望不断扩大。（4）淮北学校二期工程投入使用，为学生提供了现代化及高标准的教学设施，也为学校未来的学生增长提供了空间。马鞍山学院并表提供新增量。首个民办职业本科合作项目落地，与湖南职校签订合作管理协议，轻资产运营拓展策略有望成为新的业务增长点。基于马鞍山学院并表，调整盈利预测，上调 FY26-27 收入预测 18.88/19.99 亿元至 20.18/21.38 亿元，新增 FY28 收入预测 22.64 亿元；但考虑公司仍在加大投入，下调 FY26-27 经调净利预测 9.02/9.61 亿元至 7.74/8.25 亿元，新增 FY28 经调净利 8.81 亿元，对应下调 FY26-27EPS 预测 0.45/0.48 元至

0.38/0.41 元，新增 FY28EPS0.44 元。2025 年 12 月 2 日收盘价 1.44 港元对应 PE 分别为 3.4/3.2/3.0X（1 港元=0.91 元），维持“买入”评级。

风险提示

政策因素的不确定性，商誉减值风险，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)	1692.84	1872.18	2018.16	2137.72	2264.38
YoY (%)	11.56%	10.59%	7.80%	5.92%	5.93%
归母净利润(百万元)	827.85	748.09	773.88	825.17	881.23
YoY (%)	11.38%	-9.63%	3.45%	6.63%	6.79%
毛利率 (%)	56.03%	45.71%	45.91%	46.21%	46.61%
每股收益 (元)	0.41	0.37	0.38	0.41	0.44
ROE (%)	0.16	0.13	0.12	0.11	0.11
市盈率	2.92	3.82	3.41	3.20	3.00

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	1872.18	2018.16	2137.72	2264.38	净利润	0.00	773.88	825.17	881.23
YoY (%)	10.59%	7.80%	5.92%	5.93%	折旧和摊销	0.00	308.27	311.66	311.61
营业成本	1016.33	1091.54	1149.79	1208.86	营运资金变动	0.00	385.38	174.88	43.16
营业税金及附加					经营活动现金流	0.00	1412.43	1254.08	1176.56
销售费用	13.81	14.13	14.96	15.85	资本开支	0.00	-450.00	-350.00	-350.00
管理费用	171.25	161.45	171.02	181.15	投资	0.00	-200.00	-350.00	-650.00
财务费用	30.77	35.70	33.15	31.30	投资活动现金流	0.00	-558.83	-608.83	-908.83
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	-100.00	-60.00	-60.00
营业利润					筹资活动现金流	0.00	-135.70	-93.15	-91.30
营业外收支					现金净流量	0.00	717.89	552.10	176.42
利润总额	778.77	806.50	859.96	918.38	主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
所得税	30.32	32.26	34.40	36.74	成长能力 (%)				
净利润	748.45	774.24	825.56	881.65	营业收入增长率	10.59%	7.80%	5.92%	5.93%
归属于母公司净利润	748.09	773.88	825.17	881.23	净利润增长率	-9.63%	3.45%	6.63%	6.79%
YoY (%)	-9.63%	3.45%	6.63%	6.79%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.37	0.38	0.41	0.44	毛利率	45.71%	45.91%	46.21%	46.61%
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	净利率	39.96%	38.35%	38.60%	38.92%
货币资金	1163.74	1881.64	2433.73	2610.15	总资产收益率 ROA	8.81%	8.06%	7.87%	7.71%
预付款项					净资产收益率 ROE	13.22%	12.03%	11.37%	10.82%
存货	0.00	0.73	0.04	0.77	偿债能力 (%)				
其他流动资产	75.77	0.00	0.00	0.00	流动比率	0.65	0.89	1.12	1.30
流动资产合计	1425.35	2287.54	2986.70	3649.16	速动比率	0.62	0.89	1.12	1.30
长期股权投资	0.00	50.00	150.00	350.00	现金比率	0.53	0.73	0.91	0.93
固定资产	4500.46	4597.18	4562.32	4480.46	资产负债率	33.32%	32.92%	30.73%	28.78%
无形资产	2440.03	2485.03	2558.23	2678.48	经营效率 (%)				
非流动资产合计	7067.80	7309.53	7497.87	7786.26	总资产周转率	0.23	0.22	0.21	0.21
资产合计	8493.15	9597.06	10484.57	11435.41	每股指标 (元)				
短期借款	556.88	506.88	496.88	486.88	每股收益	0.37	0.38	0.41	0.44
应付账款及票据	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	2.81	3.19	3.60	4.04
其他流动负债	1593.51	2018.16	2137.72	2264.38	每股经营现金流	0.00	0.70	0.62	0.58
流动负债合计	2185.74	2565.41	2677.35	2796.55	每股股利	0.12	0.00	0.00	0.00
长期借款	594.58	544.58	494.58	444.58	估值分析				
其他长期负债	49.76	49.76	49.76	49.76	PE	3.82	3.41	3.20	3.00
非流动负债合计	644.34	594.34	544.34	494.34	PB	0.51	0.41	0.36	0.32
负债合计	2830.07	3159.74	3221.69	3290.89					
股本	0.14	0.14	0.14	0.14					
少数股东权益	2.30	2.67	3.06	3.47					
股东权益合计	5663.08	6437.32	7262.88	8144.53					
负债和股东权益合计	8493.15	9597.06	10484.57	11435.41					

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。