

买入

内生增长确定性及持续性兼备，外延如期推进

中国科培 (1890.HK)

2021-04-07 星期三

投资要点

目标价: **7.0 港元**
 现价: 5.35 港元
 预计升幅: 30.8%

➤ 公司 21 年内生增长符合预期，未来计划拿地扩建广东理工学院：

2020 财年，公司收入同比+21.4%至 8.67 亿元，毛利同比+25%至 6.06 亿元，毛利率达到 69.9%；净利润同比+23.8%至 5.64 亿元，净利率 65.1%；剔除汇兑收益和股权支付后，核心净利润为 6.08 亿元，同比+35.3%。哈尔滨学校及淮北理工容量充足，其中淮北学校可容纳 1 万学生，哈尔滨学校最大容量可达 2 万人。

重要数据

| 日期 | 2021/4/1 |
|-------------|-----------|
| 收盘价 (港元) | 5.35 |
| 总股本 (亿股) | 20.2 |
| 总市值 (亿港元) | 107.8 |
| 净资产 (亿元) | 31.7 |
| 总资产 (亿元) | 44.2 |
| 52 周高低 (港元) | 7.32/3.79 |
| 每股净资产 (元) | 1.59 |

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ 哈尔滨学校预计 4 月并表，淮北理工学院转设及全面并表进度顺利：

3 月 29 日，公司宣布以 1.97 亿为代价收购淮北理工 55% 股权。此前的 2019 年 9 月，科培和合营公司 (淮北科培) 投资 1.4 亿元占 45% 股权，2020 年 3 月动工建设新校区。该学校资本开支共投入了 9 亿元，资金来源上，科培通过初始股权投资及往来借款共投入了 5 亿元，其余 4 亿通过 JV 淮北科培贷款投入。目前，安徽省教育厅已批准淮北理工转设，正等待监管最终批准。科培收购淮北理工股权共支出约 3.4 亿元，从股权收购对价的角度而言性价比高。2021 年为首年招生，专升本名额达 1500 人，为安徽省民办学校第一，体现科培办学实力。收购完成后，淮北学校将全面并表科培，2021 年 9 月后入学新产生收入利润将归属于科培。

➤ 维持买入评级，维持目标价 7.0 港元：

我们认为未来 5 年高教行业将持续受益于毛入学率提升，21 年广东专升本比例由 15% 提升至 25%，也印证了我们于年度策略中提出的十四五职教高考改革将为民办高教带来高景气度。我们预计公司旗下 3 所本科未来将保持较强的内生增长动力，在不考虑新的外延并购的情况下，未来 3 年净利润 CAGR 有望达到 20%-25%。公司授信空间储备充足，今明两年资本开支可控。淮北项目如期并表体现公司并购能力及执行力，外延并购值得期待。结合行业估值情况，我们给予公司 2021 年 16 倍目标 PE，目标价 7.0 港元，较现价有 30.8% 的涨幅空间，维持“买入”评级。

主要股东

叶念乔 (33.74%)
 舒丽萍 (18.74%)
 叶浔 (14.99%)

相关报告

深度报告-办学优势明显，内外兼修
 持续增长可期-20200602
 更新报告-学额大幅增长，外延并购
 贡献利润增量-20200831

研究部

姓名: 李承儒
 SFC: BLN914
 电话: 0755-21519182
 Email: licr@gyzq.com.hk

| 人民币百万元 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业额 | 714 | 867 | 1,266 | 1,574 | 1,844 |
| 同比增长 | 24.1% | 21.4% | 46.0% | 24.3% | 17.1% |
| 毛利率 | 67.5% | 69.9% | 68.5% | 67.5% | 66.8% |
| 净利润 | 456 | 565 | 739 | 922 | 1080 |
| 同比增长 | 33.4% | 23.8% | 30.9% | 24.7% | 17.1% |
| 净利润率 | 63.9% | 65.1% | 58.4% | 58.6% | 58.5% |
| 每股盈利 | 0.230 | 0.282 | 0.369 | 0.461 | 0.540 |
| PE@5.35HKD | 19.8 | 16.1 | 12.3 | 9.9 | 8.4 |

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

2020 年公司分别实现营收和净利润 8.7 亿和 12.7 亿元，同比+21%和+24%：

2020 财年，公司收入同比+21.4%至 8.67 亿元，毛利同比+25%至 6.06 亿元，毛利率达到 69.9%；净利润同比+23.8%至 5.64 亿元，净利率 65.1%；剔除汇兑收益和股权支付后，核心净利润为 6.08 亿元，同比+35.3%。

广东理工学院学生本科生稳健增长，2020/21 学年本科统招及专升本学额超过 1.1 万人，而 2017 和 2018 入学的本科生约 5000-6000 人，预计未来两年广东理工学院本科在校生人数仍将稳健提升。学生人数上，于 2020/2021 学年，三所学校在校学生总数达 92,624 名，较去年同期增加 60%。自有的广东理工学院在校学生总数为 73,482 名，其中全日制本科生较去年同期的 2.38 万人增长 23%至 2.9 万人，大专在校生 6,325 名，成人教育 37,895 名。肇庆中专在校生 8,468 名。哈尔滨学校本科生同比增长 370 人至 9736 人，原因是容量限制。

广东理工学院持续扩建并计划拿地建新校园，哈尔滨学校及淮北理工容量充足。利用率与容量方面，2020/21 学年广东理工学院、肇庆中专和哈尔滨学校利用率分别为 96.9%、94.7%、99.4%。广东理工学院 2021 下半年将完成扩建工程，高要校区宿舍建设工程的完工将增加 3,000 人的容量，有新拿地扩建校园可能性。哈尔滨学校 3,000 人容量的扩建工程也在进行中，该学校具有 1000 亩的充足土地，最大容量可达 2 万人。即将于 21 年 9 月开学的淮北理工大学容量达 1 万人。

公司授信空间充足，未来两年资本开支可控。截至 2020 年 12 月 31 日，公司有息负债水平仅约 5.3 亿元，有息资产负债率约 12%。淮北学校全面并表后，将并入 4 亿元有息负债。仍有充足授信空间。未来两年公司主要资本开支为淮北及哈尔滨学校扩建，每年约 1.5 亿元。

图 1：2016-2020 年中国科培收入和净利润

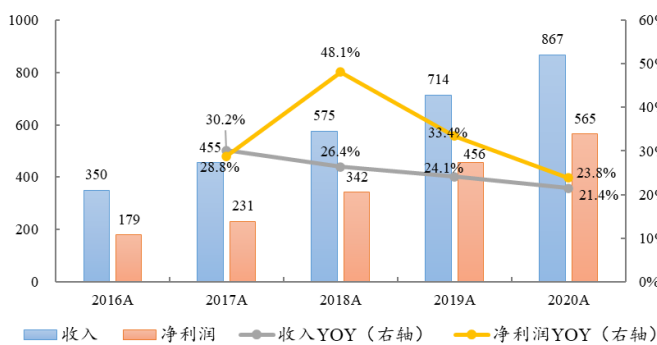
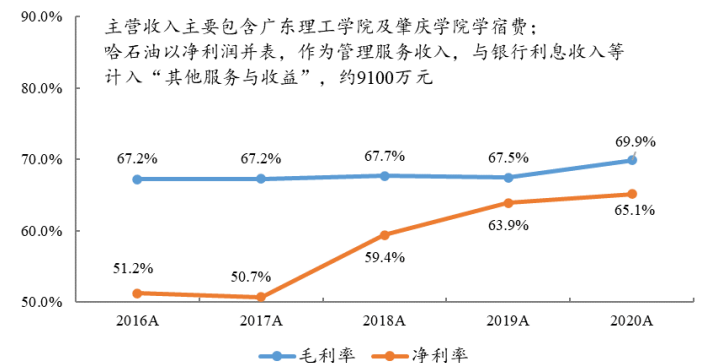


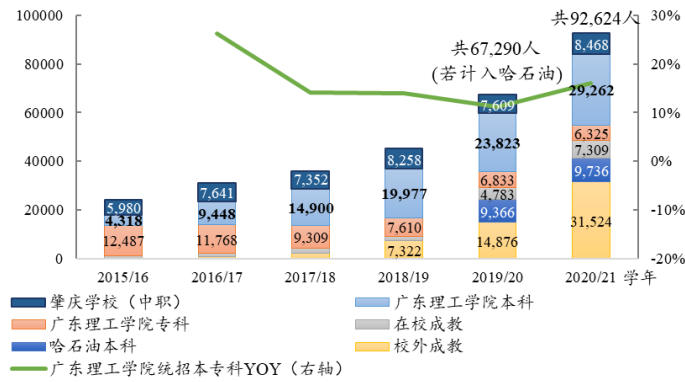
图 2：2017-2020 年中国科培毛利率与净利率



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

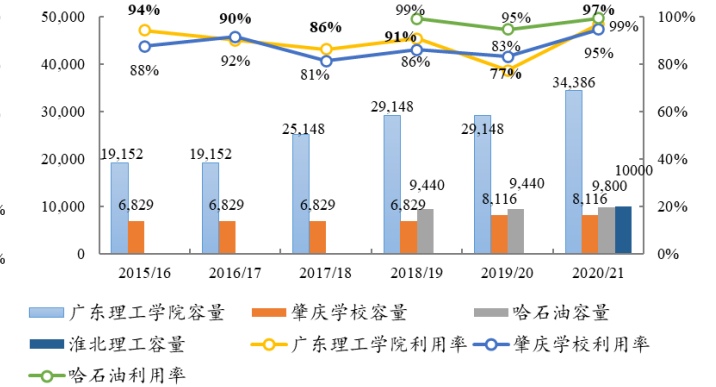
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 3：中国科培在校人数



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 4：中国科培旗下学校利用率与容量



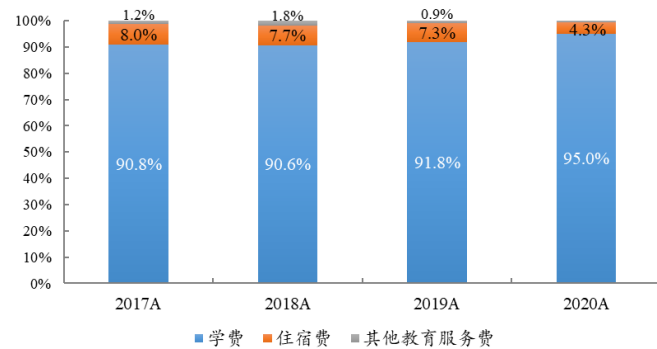
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

表 1：广东理工学院与肇庆学校新入学学生学费

| 新入学学生学费 | 2015/16 | 2016/17 | 2017/18 | 2018/19 | 2019/20 | 2020/21 |
|---------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| 广东理工学院 | | | | | | |
| 本科课程 | 17,500–18,000 | 18,000–19,500 | 18,800–19,800 | 21,800–22,800 | 23,800 | 26,800 |
| 大专课程 | 11,600–18,000 | 12,100–18,300 | 14,100–18,800 | 15,800–18,800 | 17,800 | 18,800 |
| 在校成教课程 | 6,400–9,200 | 6,400–9,200 | 5,900–10,700 | 5,900–10,700 | 5,900–13,300 | 7,400–16,800 |
| 校外成教课程 | - | 680–980 | 2,400 | 2,400 | 680–980 | 680–980 |
| 肇庆学校 | | | | | | |
| 中等职业教育 | 5,300–6,800 | 5,300–7,300 | 6,100–9,300 | 6,100–9,300 | 7,200–11,100 | 8000–12,400 |

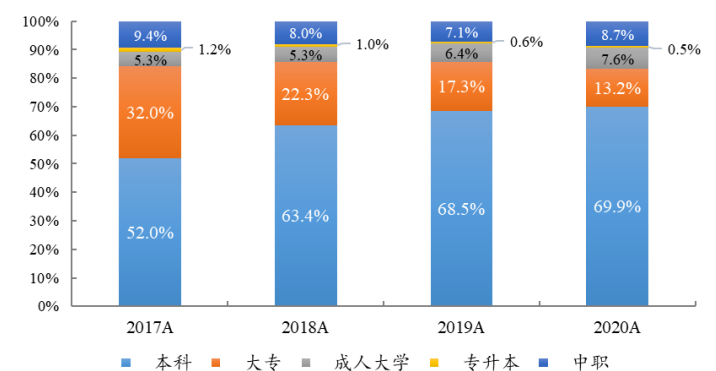
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 5：2017-2020 年中国科培收入构成



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 6：2017-2020 年中国科培学费构成



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

哈尔滨学校预计 4 月并表，淮北理工学院转设及全面并表进度顺利：

3 月 29 日，公司宣布以 1.97 亿为代价收购淮北理工 55% 股权。淮北学校为无独立办学用地的校中校项目，此前的 2019 年 9 月，科培和合营公司（淮北科培）投资 1.4 亿元占 **45%** 股权，2020 年 3 月动工建设新校区。该学校资本开支共投入了 9 亿元，其中 2.5 亿元用于购买牌照，1.3 亿元土地购买，其余为校舍及设备投入；资金来源上，中国科培通过初始股权投资及往来借款形式共投入了 5 亿元，其余 4 亿通过 JV 淮北科培贷款投入。

目前，安徽省教育厅已批准淮北理工转设，正等待监管最终批准。**科培收购淮北理工股权共支出约 3.4 亿元，从股权收购对价的角度而言性价比高。2021 为第一年招生，专升本名额达 1500 人，为安徽省民办学校第一，体现科培办学实力。收购完成后，淮北学校将全面并表科培，2021 年 9 月后入学新生产生收入利润将归属于科培。**2020 学年，该学校共有 5,683 名本科生，20 财年学校净利润为 -395 亿元。

维持买入评级，目标价 7.0 港元：

我们认为未来 5 年高教行业将持续受益于毛入学率提升，2021 年广东省专升本比例由 15% 提升至 25%，也印证了我们于年度策略中提出的十四五职教高考改革将为民办高教带来高景气度。我们预计公司旗下 3 所本科未来将保持较强的内生增长动力，在不考虑新的外延并购的情况下，未来 3 年净利润 CAGR 有望达到 20%-25%。公司授信空间储备充足，今明两年资本开支可控。淮北项目如期并表体现公司并购能力及执行力，外延并购值得期待。结合行业估值情况，我们给予公司 2021 年 16 倍目标 PE，目标价 7.0 港元，较现价有 30.8% 的涨幅空间，维持“买入”评级。

风险提示：

政策风险：《民促法》实施条例尚未最终落地，且各地实施政策和细则存在不确定性，行业监管政策存在收紧风险。

学生人数增长不及预期：校区扩容和宿舍扩建能否如期完成存在风险；而校区扩容和宿舍改建完成后，本科学额和本科专业设置需要教育部门审批，存在不确定性。

学费增长不及预期：学费水平取决于办学品牌和同行业收费水平等，学生就业率和就业质量影响办学品牌，学费提价存在不确定性。

并购整合风险：外延并购是公司实现增长策略之一，已有的收购项目能否顺利如期推进存在不确定性，公司能否顺利整合并购标的学校也存在风险。

表1: 民办高教行业估值表

| 代码 | 公司名称 | 股价 | 市值 (亿港币) | PE | | | | PB (MRQ) |
|-------------|--------|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------------|
| | | | | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | |
| 0839.HK | 中教控股 | 13.94 | 316.8 | 48.3 | 44.3 | 21.0 | 16.6 | 3.3 |
| 6169.HK | 宇华教育 | 5.98 | 200.6 | 37.4 | 87.1 | 13.1 | 11.3 | 4.9 |
| 1765.HK | 希望教育 | 2.60 | 207.3 | 37.9 | 153.9 | 21.2 | 16.8 | 3.2 |
| 0382.HK | 中汇集团 | 7.67 | 82.2 | 34.3 | 25.0 | 16.6 | 11.9 | 4.0 |
| 1756.HK | 华立大学集团 | 2.53 | 30.4 | 12.3 | 8.8 | 7.3 | 5.7 | 1.0 |
| 1525.HK | 建桥教育 | 5.96 | 24.7 | 17.7 | 10.8 | 8.2 | 6.7 | 1.2 |
| 2001.HK | 新高教集团 | 4.50 | 71.4 | 16.5 | 14.6 | 10.3 | 8.6 | 2.7 |
| 1569.HK | 民生教育 | 1.43 | 60.3 | 15.8 | 38.6 | 8.5 | 7.2 | 1.3 |
| 1593.HK | 辰林教育 | 2.69 | 26.9 | 28.8 | 29.2 | / | / | 2.6 |
| 2779.HK | 中国新华教育 | 2.32 | 37.3 | 12.4 | 9.7 | / | / | 1.1 |
| 行业平均 | | | | 26.1 | 42.2 | 10.6 | 8.5 | 2.5 |
| 1890.HK | 中国科培 | 5.35 | 107.8 | 19.7 | 16.0 | 12.4 | 10.1 | 2.9 |

资料来源: Wind、Wind一致预期、国元证券经纪(香港)整理

财务报表摘要

损益表 (人民币百万元, 财务年度截至12月)

| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|
| 收入 | 714 | 867 | 1,266 | 1,574 | 1,844 |
| 营业成本 | -232 | -261 | -399 | -512 | -612 |
| 毛利 | 482 | 606 | 867 | 1063 | 1232 |
| 销售及分销成本 | -24 | -23 | -27 | -31 | -35 |
| 其他收益 | 81 | 129 | 42 | 42 | 42 |
| 管理费用 | -77 | -111 | -120 | -124 | -129 |
| 其他经营支出 | -1 | -24 | 0 | 0 | 0 |
| 税前盈利 | 458 | 562 | 747 | 931 | 1091 |
| 所得税 | -2 | 3 | -7 | -9 | -11 |
| 净利润 | 456 | 565 | 739 | 922 | 1080 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 归母净利润 | 456 | 565 | 739 | 922 | 1080 |
| EPS | 0.23 | 0.28 | 0.37 | 0.46 | 0.54 |
| DPS | 0.09 | 0.09 | 0.14 | 0.18 | 0.00 |

财务分析

| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 盈利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 67.5% | 69.9% | 68.5% | 67.5% | 66.8% |
| 净利率 (%) | 63.9% | 65.1% | 58.4% | 58.6% | 58.5% |
| 营运表现 | | | | | |
| SG&A/收入 (%) | 10.8% | 12.9% | 9.5% | 7.9% | 7.0% |
| 实际税率 (%) | 0.4% | -0.5% | 1.0% | 1.0% | 1.0% |
| 股息支付率 | 38.5% | 38.5% | 38.5% | 38.5% | 0.0% |
| 应收账款天数 | 15.2 | 15.2 | 15.2 | 15.2 | 15.2 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 18.5% | 28.1% | 28.0% | 26.8% | 25.8% |
| 流动比率 | 2.8 | 1.9 | 2.6 | 3.4 | 4.2 |
| 速动比率 | 2.7 | 1.7 | 2.5 | 3.3 | 4.1 |

资产负债表

| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金 | 1,112 | 1,294 | 2,171 | 3,237 | 4,581 |
| 应收账款及票据 | 30 | 34 | 53 | 65 | 77 |
| 其他流动资产 | 301 | 530 | 181 | 157 | 108 |
| 总流动资产 | 1,443 | 1,859 | 2,404 | 3,459 | 4,766 |
| 固定资产 | 1,423 | 1,712 | 3,459 | 3,568 | 3,619 |
| 非流动资产的预付款项 | 93 | 455 | 98 | 103 | 108 |
| 其他非流动资产 | 174 | 229 | 231 | 230 | 231 |
| 总资产 | 3,423 | 4,416 | 6,619 | 7,790 | 9,155 |
| 其他应付款 | 106 | 170 | 176 | 177 | 179 |
| 合约负债 | 412 | 524 | 629 | 755 | 906 |
| 其他流动负债 | 3 | 270 | 119 | 80 | 54 |
| 总流动负债 | 521 | 965 | 924 | 1,012 | 1,139 |
| 长期贷款 | 100 | 262 | 912 | 1062 | 1212 |
| 其他非流动负债 | 12 | 15 | 15 | 15 | 15 |
| 总负债 | 633 | 1,243 | 1,852 | 2,089 | 2,366 |
| 股东权益 | 2,790 | 3,174 | 4,767 | 5,700 | 6,789 |

现金流量表

| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 除税前利润 | 458 | 562 | 747 | 931 | 1091 |
| 折旧 | 67 | 80 | 133 | 142 | 148 |
| 其他营运活动 | 14 | 6 | 198 | 156 | 209 |
| 营运性现金流 | 539 | 648 | 1,078 | 1,229 | 1,448 |
| 资本开支 | -210 | -350 | -200 | -250 | -200 |
| 其他投资活动 | -203 | -550 | -195 | 0 | 0 |
| 投资性现金流 | -414 | -900 | -395 | -250 | -200 |
| 已付利息 | -11 | -12 | -17 | -23 | -28 |
| 其他融资活动 | 554 | 427.27 | 210.12 | 110.12 | 124.07491 |
| 融资性现金流 | 543 | 416 | 193 | 88 | 96 |
| 现金变化 | 668 | 164 | 876 | 1067 | 1344 |
| 期初持有现金 | 433 | 1,112 | 1,294 | 2,171 | 3,237 |
| 期末持有现金 | 1,112 | 1,294 | 2,171 | 3,237 | 4,581 |

投资评级定义和免责条款

投资评级

| | |
|-----|-----------------------------|
| 买入 | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20% |
| 持有 | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间 |
| 卖出 | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20% |
| 未评级 | 对未来 12 个月内目标价不做判断 |

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>