

买入

内生增长路径清晰，并购整合值得期待

中汇集团 (382.HK)

2021-04-23 星期五

投资要点

目标价: **12.0 港元**
 现价: 8.46 港元
 预计升幅: 41.8%

➤ **FY2021H1 公司内生增长强劲，上半年四川学校并表 2 个月：**

于 FY2021H1，公司实现营收约 5.54 亿元人民币，同比+32.5%；实现毛利约 2.77 亿元，同比+35.8%，毛利率同比+1.2 个百分点至 50%；销售/管理/财务费用率同比+0.11/-0.39/-0.94 个百分点至 1.1%/13.8%/1.9%。实现经调整净利润约 2.00 亿元，同比+32.5%。保持 30%的分红率。

重要数据

日期	2021/4/22
收盘价 (港元)	8.46
总股本 (亿股)	10.72
总市值 (亿港元)	90.7
净资产 (亿元)	28.0
总资产 (亿元)	53.9
52 周高低 (港元)	10.68/4.42
每股净资产 (元)	2.17

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ **看好转设后统招学额提升，新校区持续建设打下内生增长基础：**

2020/21 学年秋季华商学院在校生 2.49 万人，预计未来三年，华商学院在校生年增约 3,000 人，到 2023/24 学年有望达到 3.5 万全日制在校生。2020/21 学年华商职院报到约 6000 人，于 2022/23 学年在校生可达 1.8 万人，肇庆和江门校区建设完成后，华商学院和职院最大容量可达 8 万人。预计华商学院生均学费年增 8%至 9%，华商职院学费年增 5%。广东毛入学率较低(2020 全国 54.4%，广东约 52%，十四五目标 60%)，预计未来 5 年高教毛入学率及专升本比率提升将持续支撑广东民办高校学额提升。

➤ **四川学校高品质办学，在校人数、学费放开及职培业务将驱动未来增长：**

FY21H1 四川学校并表贡献学费收入约 4200 万元，职培收入 400 万元。未来增长潜力在于 1)在校生 2 万人，总容量 3.5 万人，利用率提升空间大；2)四川放开民办高校收费，学校专科最新收费达 1.68 万元/年，较 1.34 万/年的生均学费显著提升；3)四川学校以往年度职培收入达 6000 万以上，未来全年职培收入有望占学校总收入 30%，体现学校社会影响力。

➤ **维持买入评级，给予目标价 12.0 港元：**

我们预计公司旗下 3 所国内学校将保持强劲的内生增长，未来 2 年内生净利润 CAGR 有望保持 30%以上。公司授信空间储备充足，资本开支可控，外延并购值得期待。预计 21 财年至 23 财年归母净利润将达 4.3 亿元、6.1 亿元以及 7.7 亿元，同比增 47%、43%和 25%。我们给予公司 12.0 港元的目标价，维持买入评级，对应 2021 和 22 财年 PE 约 24 倍和 17 倍。

主要股东

廖榕就先生及廖太太
 持股占比 70.04%

相关报告

深度报告-大湾区民办商科高教明珠
 -20201229

研究部

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

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	704	800	1,220	1,706	2,054
同比增长(%)	10.7%	13.6%	52.5%	39.8%	20.4%
毛利率(%)	48.6%	49.5%	51.6%	54.5%	56.5%
净利润	223	291	458	689	872
归母净利润	217	291	429	612	766
同比增长(%)	34.1%	34.5%	47.0%	42.8%	25.2%
净利润率(%)	31.6%	36.4%	37.5%	40.4%	42.5%
每股收益(元)	0.277	0.287	0.421	0.602	0.754
PE@8.64HKD	26.0	25.1	17.1	12.0	9.5

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

财务报表摘要

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,695	1,336	1,500	2,459	2,971
货币资金	1,352	1,186	1,340	2,285	2,781
已抵押银行存款	50	-	-	-	-
按金、预付款及其他应付款	32	58	69	83	100
按公允价值列账的资产	253	88	88	88	88
其他流动资产	8	4	4	4	4
非流动资产	1,432	2,193	4,320	4,514	4,749
固定资产	1,180	1,660	3,170	3,314	3,499
预付租金与使用权资产	199	459	825	875	925
商誉及无形资产	-	9	182	182	182
投资性房地产	45	46	77	77	77
按金、预付款及其他应付款	2	14	59	59	59
其他非流动资产	5	5	6	6	6
资产总计	3,127	3,528	5,820	6,973	7,720
流动负债	1,019	1,092	1,393	1,525	1,613
合约负债	682	623	686	754	830
应付账款及其他应付款项	6	13	15	15	15
短期借款	166	290	509	560	560
应计负债及其他应付款项	106	105	105	110	116
其他流动负债	58	60	79	86	93
非流动负债	502	601	1,434	1,950	1,967
长期借款	390	457	1,257	1,757	1,757
递延税项负债	113	119	155	170	187
租赁负债	-	26	23	23	23
负债合计	1,521	1,693	2,828	3,475	3,580
股本	70	70	70	70	70
储备	1,536	1,765	2,455	2,883	3,420
少数股东权益	-	-	468	545	651
所有者权益合计	1,606	1,835	2,992	3,498	4,140
负债及权益合计	3,127	3,528	5,820	6,973	7,720

现金流量表

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
净利润	223	291	458	689	872
所得税费用	28	16	51	77	97
折旧和摊销	60	58	99	156	165
财务费用	28	16	24	34	41
营运资金的变动	130	-83	109	-10	-27
已付所得税	-11	-1	-15	-19	-22
经营活动产生现金流量净额	423	305	832	928	1,126
投资活动产生现金流量净额	433	-541	-1,568	-350	-400
融资活动产生现金流量净额	332	78	890	367	-230
现金净变动	1,188	-158	154	945	496
现金的期初余额	149	1,352	1,186	1,340	2,285
现金的期末余额	1,352	1,186	1,340	2,285	2,781

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	704	800	1,220	1,706	2,054
营业成本	-362	-404	-591	-776	-893
毛利	342	396	630	930	1,160
其他收入等	22	29	26	26	26
销售费用	-7	-8	-9	-10	-12
管理费用	-82	-110	-139	-171	-189
财务费用	-28	-16	-24	-34	-41
除税前溢利	243	308	509	766	969
所得税	-28	-16	-51	-77	-97
净利润	223	291	458	689	872
少数股东损益	6	-	29	77	106
归母净利润	217	291	429	612	766
EPS(元)	0.277	0.287	0.421	0.602	0.754

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长性(%)					
营业收入增长率	10.7%	13.6%	52.5%	39.8%	20.4%
毛利增长率	17.9%	15.7%	58.9%	47.7%	24.8%
净利润增长率	26.8%	31.0%	57.0%	50.6%	26.5%
归母净利润增长率	34.1%	34.5%	47.0%	42.8%	25.2%
盈利能力(%)					
毛利率	48.6%	49.5%	51.6%	54.5%	56.5%
有效税率	11.6%	5.4%	10.0%	10.0%	10.0%
净利率	31.6%	36.4%	37.5%	40.4%	42.5%
归母净利润率	30.8%	36.4%	35.1%	35.9%	37.3%
ROE	16.9%	17.8%	18.9%	20.1%	
ROA	8.8%	9.2%	9.6%	10.4%	
偿债能力(%)					
资产负债率	48.6%	48.0%	48.6%	49.8%	46.4%
流动比率	1.66	1.22	1.08	1.61	1.84
经营现金流/流动负债	41.5%	27.9%	59.7%	60.8%	69.8%
营运能力(次)					
固定资产周转率	0.60	0.48	0.38	0.51	0.59
每股资料(元)					
每股收益	0.277	0.287	0.421	0.602	0.754
每股经营现金流净额	0.54	0.30	0.82	0.91	1.11
每股净资产	2.05	1.80	2.94	3.44	4.07
估值比率(倍)					
PE	26.0	25.1	17.1	12.0	9.5
PB	4.1	4.7	2.9	2.5	2.1

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>