

## 买入

## 整合能力再度验证，新一轮并购蓄势待发

中教控股 (839.HK)

2021-04-29 星期四

## 投资要点

目标价: **22.8 港元**  
 现价: 18.96 港元  
 预计升幅: 20.3%

➤ **21 财年中中期业绩超预期:**

FY2021H1, 期内公司实现收入约人民币 18.2 亿元, 较去年同期的 13.2 亿元同比+38.6%;毛利 10.8 亿元, 同比+42.3%; 毛利率从去年同期的 57.6%提升至 59.1%, 同比提升 1.5pct; 以相同学校基准计算, 基准毛利率由 57.6%提升 3.5pcts 至 61.1%。剔除汇兑收益等影响后, 经调整归母净利润约 7.4 亿元, 同比+50.2%; 经调整 EBITDA 约 10.82 亿元, 同比+46.1%。

## 重要数据

日期	2021/4/28
收盘价 (港元)	18.96
总股本 (亿股)	22.73
总市值 (亿港元)	431.0
净资产 (亿元)	115.8
总资产 (亿元)	249.0
52 周高低 (港元)	19.48/11.94
每股净资产 (元)	4.73

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ **内生增速稳健, 盈利能力持续提升, 运营整合能力再度得到验证:**

拆分报告期内收入及利润增长, 主要是由于海经院并表及内生增长, 其中内生收入同比+15%, 经调整内生净利润同比+39%。报告期间公司毛利率及经营利润率稳步提升, 再度验证中教强劲的运营整合实力。除大湾区学校外, 其他学校宿舍扩建及专升本人数提升、海外与国内学校协同效应、海经院等已并表项目运营效率提升为内生增长驱动力。

➤ **资金储备充足, 新一轮外延并购蓄势待发:**

截至 2 月 28 日, 公司在手现金高达 **51 亿元**, 储备项目达到 **7 个**。储备项目的在校生规模均大于 **1 万人**, 大部分项目超过 1.5 万人的规模, 部分可达 **2 万人**以上。中教融资和履约能力具显著优势, 于世界银行获批的贷款利率低于同业。去年 9 月公司将海经院纳入麾下, 按每年 2-3 所的并购节奏, 资金储备丰富, 我们预计年内有望落地 **1-2 个**高质量并购。

➤ **维持买入评级, 提升目标价至 22.8 港元:**

我们的观点: 中教作为高教行业龙头, 将显著受益于现代化职业教育体系的构建。公司的大湾区及海南学校内生增长潜力大, 海外学校与国内学校协同效应具较大提升空间, 公司并购目标是每年 2-3 所。预计 2021 财年至 2023 财年归母净利润将达到 14.6 亿元、17.9 亿元以及 21.4 亿元, 同比增长 130%、22.9%和 19.9%。我们提升公司目标价至 22.8 港元, 维持买入评级, 对应 2021 和 22 财年的 PE 约 30 倍和 24 倍。

## 主要股东

于果和谢可滔先生, 一致行动人, 持股占比约 66%

## 相关报告

中教控股(839.HK)深度报告-民办高教龙头,行业的出色整合者-20210224

## 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
营业收入	1,955	2,678	3,719	4,363	5,030
同比增长(%)	50.9%	37.0%	38.8%	17.3%	15.3%
毛利率(%)	57.4%	59.8%	60.0%	60.6%	61.2%
净利润	687	710	1,497	1,829	2,185
归母净利润	593	633	1,455	1,788	2,144
同比增长(%)	16.2%	6.8%	129.8%	22.9%	19.9%
归母净利率(%)	30.3%	23.6%	39.1%	41.0%	42.6%
每股收益(元)	0.293	0.313	0.655	0.787	0.943
PE@18.96HKD	61.8	57.9	25.2	20.5	17.1

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

资产负债表	单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>4,906</b>	<b>5,041</b>	<b>6,389</b>	<b>7,685</b>	<b>8,983</b>
货币资金	3,497	3,443	4,728	5,954	7,176
受限制银行存款	100	100	100	100	100
应收账款及其他应收款	571	594	653	718	790
按公允价值列账的资产	660	823	823	823	823
其他流动资产	78	80	84	89	93
<b>非流动资产</b>	<b>10,433</b>	<b>12,934</b>	<b>18,003</b>	<b>18,754</b>	<b>19,425</b>
固定资产	5,851	6,847	9,805	10,606	11,327
预付租金与使用权资产	1051	1511	1461	1412	1363
商誉	1,566	1,792	3,305	3,305	3,305
无形资产	1,708	2,299	3,241	3,241	3,241
合约成本	99	109	109	109	109
其他非流动资产	158	377	81	81	81
<b>资产总计</b>	<b>15,339</b>	<b>17,975</b>	<b>24,392</b>	<b>26,439</b>	<b>28,408</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,729</b>	<b>3,379</b>	<b>5,004</b>	<b>5,349</b>	<b>5,704</b>
合约负债	1617	1239	1720	2018	2327
应付账款及其他应付款项	1,506	1,447	1,476	1,505	1,535
短期借款	285	292	306	322	338
递延收入	38	57	57	57	57
其他流动负债	282	345	1446	1447	1448
<b>非流动负债</b>	<b>4,602</b>	<b>5,689</b>	<b>7,285</b>	<b>7,482</b>	<b>7,482</b>
长期借款	1,838	2,387	2,887	3,187	3,187
递延税项负债	565	740	777	816	856
租赁负债	-	86	86	86	86
可换股债券	2,144	2,428	2,386	2,343	2,301
其他非流动负债	55	48	1,149	1,051	1,052
<b>负债合计</b>	<b>8,331</b>	<b>9,067</b>	<b>12,289</b>	<b>12,831</b>	<b>13,186</b>
股本	0	0	0	0	0
储备	6,595	8,573	11,279	12,537	14,044
少数股东权益	414	334	824	1,071	1,178
<b>所有者权益合计</b>	<b>7,008</b>	<b>8,907</b>	<b>12,103</b>	<b>13,608</b>	<b>15,222</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>15,339</b>	<b>17,975</b>	<b>24,392</b>	<b>26,439</b>	<b>28,408</b>
<b>现金流量表</b>	单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>除税前利润</b>	<b>668</b>	<b>730</b>	<b>1,543</b>	<b>1,886</b>	<b>2,253</b>
折旧	188	256	241	339	362
无形资产摊销	32	16	72	82	82
财务费用	104	93	130	144	156
营运资金的变动	44	-549	403	296	148
<b>经营活动产生现金流量净额</b>	<b>1,141</b>	<b>911</b>	<b>2,400</b>	<b>2,740</b>	<b>2,983</b>
<b>投资活动产生现金流量净额</b>	<b>-2,268</b>	<b>-2,591</b>	<b>-2,821</b>	<b>-1,108</b>	<b>-1,034</b>
<b>融资活动产生现金流量净额</b>	<b>2,810</b>	<b>1,630</b>	<b>1,759</b>	<b>-406</b>	<b>-727</b>
现金净变动	1,684	-49	1,337	1,226	1,222
现金的期初余额	1,738	3,497	3,391	4,728	5,954
现金的期末余额	3,497	3,391	4,728	5,954	7,176

利润表	单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>1,955</b>	<b>2,678</b>	<b>3,719</b>	<b>4,363</b>	<b>5,030</b>
营业成本	-833	-1,077	-1,487	-1,719	-1,950
毛利	1,121	1,601	2,231	2,644	3,080
其他收入等	114	132	18	18	18
销售费用	-53	-135	-149	-153	-161
管理费用	-353	-372	-428	-480	-528
财务费用	-104	-93	-130	-144	-156
<b>除税前溢利</b>	<b>668</b>	<b>730</b>	<b>1,543</b>	<b>1,886</b>	<b>2,253</b>
所得税	19	-19	-46	-57	-68
<b>净利润</b>	<b>687</b>	<b>710</b>	<b>1,497</b>	<b>1,829</b>	<b>2,185</b>
少数股东损益	95	77	42	42	42
<b>归母净利润</b>	<b>593</b>	<b>633</b>	<b>1,455</b>	<b>1,788</b>	<b>2,144</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>0.293</b>	<b>0.313</b>	<b>0.655</b>	<b>0.787</b>	<b>0.943</b>
<b>主要财务比率</b>	单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长性(%)</b>					
营业收入增长率	50.9%	37.0%	38.8%	17.3%	15.3%
毛利增长率	42.7%	42.8%	39.4%	18.5%	16.5%
净利润增长率	24.2%	3.4%	110.7%	22.2%	19.5%
归母净利润增长率	16.2%	6.8%	129.8%	22.9%	19.9%
<b>盈利能力(%)</b>					
毛利率	57.4%	59.8%	60.0%	60.6%	61.2%
净利率	35.2%	26.5%	40.2%	41.9%	43.5%
归母净利润率	30.3%	23.6%	39.1%	41.0%	42.6%
经调整净利率	43.9%	39.6%	-	-	-
ROE	8.8%	8.0%	13.9%	13.9%	14.9%
ROA	4.9%	3.8%	6.9%	7.0%	7.8%
<b>偿债能力(%)</b>					
资产负债率	54.3%	50.4%	50.4%	48.5%	46.4%
流动比率	1.32	1.49	1.28	1.44	1.57
经营现金流/流动负债	30.6%	27.0%	47.9%	51.2%	52.3%
<b>营运能力(次)</b>					
固定资产周转率	0.33	0.39	0.38	0.41	0.44
<b>每股资料(元)</b>					
每股收益	0.293	0.313	0.655	0.787	0.943
每股净资产	3.26	3.99	5.33	5.99	6.70
<b>估值比率(倍)</b>					
PE@18.96HKD	61.8	57.9	24.7	20.1	16.8
PB	4.9	4.0	3.0	2.6	2.4

# 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>