

买入

招生学额大幅提升，内生增长具备可持续性

中教控股 (839.HK)

2022-08-09 星期二

投资要点

目标价: **8.7 港元**
 现价: 6.35 港元
 预计升幅: 37%

➤ 2022/23 学年招生学额大幅提升，内生增长具备可持续性：

2022 年 6-7 月中教控股陆续发布招生学额公告，2022/23 学年招生学额超预期。高等教育分部总学额为 78,157 名，同比+32%；其中高考统招本科学额同比+46%至 36,523 名，而专升本学额同比+70%至 24,555 名。

我们认为：(1)受益于稳就业政策，高等职业教育作为就业蓄水池，具备增强劳动人口素质及延长受教育年限的功能，中教控股强劲的学额增长印证了其以就业为导向的高质量办学能力。(2)高考统招本科学额提升主要由于：集团旗下学校布局经济实力强且人口流入的区位(如大湾区、成渝经济圈)，并具备充足的办学容量。以 21 年获批转设的广州应用科技学院为例，22/23 学年获批学额约 1 万名(其中高考统招学额超 5000 名，专升本学额接近 5000 名)，同增 51%。据测算，当前中教旗下学校的总体使用率约为 75%，未来随着大湾区学校肇庆校区的投用及部分学校新建宿舍，预计未来几年整体使用率有望维持稳定，具备足够容量支撑内生增长。(3)专升本学额强劲增长来源于：2020 年以来高职大幅扩招后生源基数提升、稳就业政策。

➤ 随职教高考推进及营利性选择落地，行业具备估值修复空间：

21 年《民促法实施条例》公布，民办高教/职教行业监管政策明朗。21 年 10 月《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》及 22 年新修订的《职业教育法》颁布，进一步明确了政策的鼓励态度。职教高考对于高等教育中职业教育体系(高职专科、应用型本科及职业本科)建设的要求提升，中职-高职-本科升学体系打通带来中期学额增长机会。关注各地民办高校营利性选择陆续落地，民办高教上市公司有望进一步获市场认可，行业具备估值修复空间。

➤ 维持买入评级，目标价 8.7 港元：

我们的观点：强劲的学额增长印证公司以就业为导向的高质量办学能力，预计中期内生增长具备可持续性。行业政策明朗，具备估值修复空间。预计 FY22 至 FY24 营收分别为 46.7/ 54.3/ 62.4 亿元，同比+27%/ +16%/ +15%，预计 FY22 至 FY24 归母净利润分别为 18.3/ 21.6/ 24.7 亿元，同比+27%/ +18%/+15%。维持买入评级，目标价 8.7 港元，对应 FY22 动态 PE 约 10 倍。

重要数据

日期	2022/8/8
收盘价 (港元)	6.35
总股本 (亿股)	23.89
总市值 (亿港元)	151.7
净资产 (亿港元)	195.9
总资产 (亿港元)	397.6
52 周高低 (港元)	18.30/4.62
每股净资产 (港元)	6.90

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

于果和谢可滔先生，一致行动人，持股占比约 62.8%

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
 中教控股(839.HK)更新报告-高质量成长,保持既有扩张步伐-20211207

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	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
营业收入	2,678	3,682	4,668	5,426	6,243
同比增长(%)	37.0%	37.5%	26.8%	16.3%	15.1%
毛利率(%)	59.8%	59.1%	59.5%	59.6%	59.8%
归母净利润	633	1,444	1,829	2,157	2,474
同比增长(%)	6.8%	128.0%	26.7%	17.9%	14.7%
归母净利率(%)	23.6%	39.2%	39.2%	39.8%	39.6%
每股收益(元)	0.31	0.65	0.77	0.90	1.04
PE@6.35HKD	17.5	8.4	7.1	6.0	5.3

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

2022/23 学年招生学额大幅提升，内生增长具备可持续性：

2022年6-7月中教控股陆续发布招生学额公告，2022/23学年招生学额超预期。高等教育分部总学额为78,157名，同比+32%；其中高考统招本科学额（不含专升本）同比+46%至36,523名，而专升本学额同比+70%至24,555名。分学校看，江科/白云/广应科/重外/烟台科技/锦城学院的招生学额增长了15%至51%不等。

我们认为：（1）受益于稳就业政策，高等职业教育作为就业蓄水池，具备增强劳动人口素质及延长劳动人口受教育年限的功能，中教控股强劲的学额增长印证了集团以就业为导向的高质量办学能力。（2）高考统招本科学额提升主要由于：集团旗下学校布局经济实力强且人口流入的区位（如大湾区、成渝经济圈），并具备充足的办学容量。以21年获批转设的广州应用科技学院为例，22/23学年获批学额约1万名（其中高考统招学额超5000名，专升本学额接近5000名），同比增长51%。据测算，当前中教旗下学校的总体使用率约为75%，未来随着大湾区学校肇庆校区的投用及部分学校新建宿舍，预计未来几年整体使用率有望维持稳定，具备足够容量支撑内生增长。（3）专升本学额强劲增长来源于：2020年以来高职大幅扩招后生源基数提升、稳就业政策助力。

随职教高考的推进及营利性选择落地，民办高教/职教行业具备估值修复空间：

21年《民促法实施条例》公布后，民办高教/职教行业监管政策明朗。21年10月《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》及22年4月新修订的《职业教育法》的颁布，进一步明确了职教行业的鼓励态度。随着职教高考推进，对于高等教育中职业教育体系（高职专科、应用型本科及职业本科）建设的要求提升，中职-高职-本科升学体系的打通带来中期学额增长机会。未来关注各地民办高校营利性选择陆续落地，民办高教上市公司有望进一步获市场认可，行业具备估值修复空间。

图 1：中教控股在校生人数（截至中报）

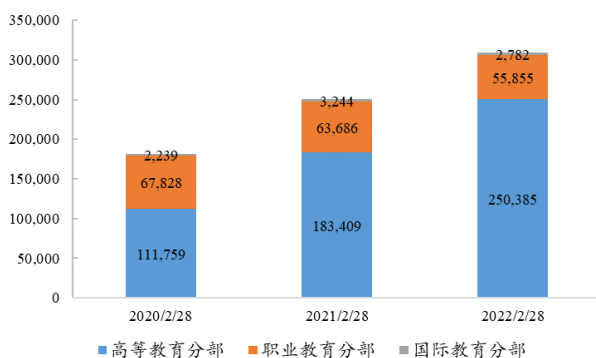
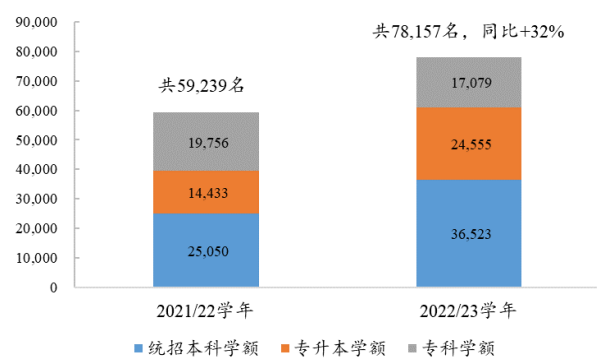


图 2：中教控股招生学额变动



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

维持买入评级，目标价 8.7 港元：

我们的观点：强劲的学额增长印证公司以就业为导向的高质量办学能力，预计中期内生增长具备可持续性。行业政策明朗，具备估值修复空间。预计 FY22 至 FY24 营收分别为 46.7/ 54.3/ 62.4 亿元，同比+27%/ +16%/ +15%，预计 FY22 至 FY24 归母净利润分别为 18.3/ 21.6/ 24.7 亿元，同比+27%/ +18%/+15%。维持买入评级，目标价 8.7 港元，对应 FY22 动态 PE 约 10 倍。

风险提示：

行业政策变动、学额和学费增长不及预期。

财务报表摘要
资产负债表

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	5,041	5,876	8,385	9,990	11,810
货币资金	3,443	3,327	5,757	7,276	9,001
受限制银行存款	100	101	101	101	101
应收账款及其他应收款	594	752	827	910	1,001
按公允价值列账的资产	823	1,620	1,620	1,620	1,620
其他流动资产	80	75	79	83	87
非流动资产	12,934	20,871	20,382	20,840	21,298
固定资产	6,847	12,126	12,655	13,185	13,715
预付租金与使用权资产	1,511	1,493	1,444	1,394	1,345
商誉	1,792	3,211	3,211	3,211	3,211
无形资产	2,299	3,221	2,253	2,231	2,208
合约成本	109	95	95	95	95
其他非流动资产	377	725	724	724	724
资产总计	17,975	26,747	28,767	30,830	33,108
流动负债	3,379	6,249	6,972	7,560	8,189
合约负债	1,239	2,266	2,872	3,339	3,842
应付账款及其他应付款项	1,447	1,935	1,974	2,013	2,054
短期借款	292	1,473	1,547	1,624	1,705
递延收入	57	57	57	57	57
其他流动负债	345	517	522	527	531
非流动负债	5,689	8,741	9,048	9,357	9,669
长期借款	2,387	4,618	4,918	5,218	5,518
递延税项负债	740	967	1,016	1,067	1,120
租赁负债	86	83	83	83	83
可换股债券	2,428	2,244	2,201	2,159	2,116
其他非流动负债	48	829	830	831	832
负债合计	9,067	14,990	16,020	16,917	17,858
股本	0	0	0	0	0
储备	8,573	10,919	11,834	12,913	14,149
少数股东权益	334	837	913	1,000	1,101
所有者权益合计	8,907	11,757	12,747	13,913	15,250
负债及权益合计	17,975	26,747	28,767	30,830	33,108

现金流量表

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
除税前利润	730	1,511	1,956	2,304	2,695
折旧	256	356	508	528	547
无形资产摊销	16	14	72	72	72
财务费用	93	162	205	233	256
营运资金的变动	-549	709	524	381	412
经营活动产生现金流量净额	911	2,530	3,215	3,458	3,860
投资活动产生现金流量净额	-2,591	-3,696	-988	-1,008	-1,028
融资活动产生现金流量净额	1,630	229	203	-931	-1,108
现金净变动	-49	-937	2,430	1,519	1,724
现金的期初余额	3,497	3,443	3,327	5,757	7,276
现金的期末余额	3,391	3,327	5,757	7,276	9,001

利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,678	3,682	4,668	5,426	6,243
营业成本	-1,077	-1,507	-1,890	-2,192	-2,513
毛利	1,601	2,175	2,777	3,234	3,730
其他收入等	132	236	145	145	145
销售费用	-135	-168	-201	-217	-237
管理费用	-372	-474	-560	-624	-687
财务费用	-93	-162	-205	-233	-256
除税前溢利	730	1,511	1,956	2,304	2,695
所得税	-19	-39	-51	-60	-121
净利润	710	1,472	1,905	2,244	2,574
少数股东损益	77	28	76	87	100
归母净利润	633	1,444	1,829	2,157	2,474
EPS(元)	0.313	0.650	0.766	0.903	1.035

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性(%)					
营业收入增长率	37.0%	37.5%	26.8%	16.3%	15.1%
毛利增长率	42.8%	35.9%	27.7%	16.4%	15.4%
净利润增长率	3.4%	107.2%	29.4%	17.8%	14.7%
归母净利润增长率	6.8%	128.0%	26.7%	17.9%	14.7%
盈利能力(%)					
毛利率	59.8%	59.1%	59.5%	59.6%	59.8%
净利率	26.5%	40.0%	40.8%	41.4%	41.2%
归母净利润率	23.6%	39.2%	39.2%	39.8%	39.6%
经调整净利率	36.7%	42.0%	-	-	-
ROE	8.0%	14.0%	14.9%	16.2%	17.0%
ROA	3.8%	6.5%	6.6%	7.2%	7.7%
偿债能力(%)					
资产负债率	50.4%	56.0%	55.7%	54.9%	53.9%
流动比率	1.49	0.94	1.20	1.32	1.44
经营现金流/流动负债	27.0%	40.5%	46.1%	45.7%	47.1%
营运能力(次)					
固定资产周转率	0.39	0.30	0.37	0.41	0.46
每股资料(元)					
每股收益	0.313	0.650	0.766	0.903	1.035
每股净资产	3.99	5.17	5.34	5.82	6.38
估值比率(倍)					
PE@6.35HKD	17.5	8.4	7.1	6.0	5.3
PB	1.4	1.1	1.0	0.9	0.9

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>