

## 买入

## 基本面表现稳健，延续高派息政策

**中教控股 (839.HK)**

2022-12-30 星期五

### 投资要点

目标价: **13.2 港元**  
 现价: 9.59 港元  
 预计升幅: 37%

### 重要数据

日期	2022/12/29
收盘价 (港元)	9.59
总股本 (亿股)	23.83
总市值 (亿港元)	228.5
净资产 (亿港元)	188.8
总资产 (亿港元)	382.4
52 周高低 (港元)	13.08/4.50
每股净资产 (港元)	6.68

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 62.9%

### 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-招生学额大幅提升,内生增长具备可持续性-20220809

### 研究部

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

#### ➤ 22 财年业绩符合预期，收入和经调净利润分别+29.2%和 12.1%：

于 FY22，受益于内生增长及四川锦城学校并表，期内公司收入同比+29%至约 47.6 亿元。利润方面，毛利同比+26.6%至 27.5 亿元，毛利率为 57.9%（去年同期 59.1%），毛利率下滑原因是新学校并表及新校区投用导致折旧增加。剔除可转债公允价值浮动及汇兑等影响后，经调整归母净利润同比+12%至 18.0 亿元，经调整归母净利率为 37.8%，同比-5.8pp；经调整 EBITDA 同比+27%至 28.6 亿元，EBITDA 率同比-1pp 至 60%。派息方面，公司派发每股股息 0.34 人民币元，派息比例达 44%。费用上，期内公司销售/管理费用率分别同比-1.0pp/+2.3 至 3.6%/15.2%。现金及负债方面，截至 8/31 期末公司在手现金 55.2 亿元，未来每年资本开支约 10 亿元（肇庆新校区+日常基础设施质量提升投入）。期末有息负债约 88.9 亿元，有息资产负债率为 26.5%（去年同期 31.2%），期内经营现金流 27.5 亿元，可转债已基本还清。

#### ➤ 高教业务稳健增长，新入学人数显著增加，选营在多地取得进展：

分板块看，高教贡献主要业绩，高等教育分部营收同比+42%至 39.3 亿元（+42.5%），贡献净利润 17.1 亿元，同比+36%；中职板块收入-10%至 6.4 亿元，原因是中职受到疫情及外部环境的影响较大；国际教育 FY23H2 收入环比+55%，原因是澳洲边境开放。在校生方面，截至 2022/8/31 公司在校同生同比+27%至 30.4 万人，高等教育 24.6 万人，剔除了 7.4 名继续教育后的高等教育在校生为 17.2 万人，同比+36%。新招生方面，公司 2022/23 学年高等教育全日制新注册入学数达到 7.1 万人，同比+48%，其中本科/专升本/专科分别为 3.3/2.4/1.4 万人，分别同比+50%/64%/24%。选营利性进展方面，22 财年公司在江西、四川、海南等多个地区取得实质性进展，以江科为例，22 年 3 月启动选营，5 月获当地教育厅批复，后续完成土地/工商/税收等登记后将获正式执照，23 年有望最终落地。

#### ➤ 维持买入评级，目标价 13.2 港元：

我们的观点：政策鼓励社会多元力量投入职教建设，未来选营利性分类登记落地有利于板块估值修复。我们预计 FY23 在校生人数将增至 33-34 万人，FY23 至 FY25 营收分别为 55.1/63.2/71.4 亿元，同比+15.9%/+14.6%/13.0%，归母净利润 21.3/23.9/26.9 亿元，同比+15.3%/+12.4%/12.5%。维持买入评级，目标价 13.2 港元，对应 FY23 PE 约 13 倍。

人民币百万元	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
营业收入	3,682	4,756	5,512	6,316	7,139
同比增长(%)	37.5%	29.2%	15.9%	14.6%	13.0%
归母净利润	1,444	1,845	2,127	2,390	2,690
同比增长(%)	128.0%	27.8%	15.3%	12.4%	12.5%
归母净利润率(%)	39.2%	38.8%	38.6%	37.8%	37.7%
每股收益(元)	0.65	0.77	0.89	1.00	1.12
PE@9.59HKD	13.1	11.1	9.6	8.6	7.6

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理

## 报告正文

### 22 财年业绩符合预期，收入和经调净利润分别+29.2%和 12.1%：

于 FY22，受益于内生增长及四川锦城学校并表，期内公司收入同比+29%至约 47.6 亿元。**利润方面**，毛利同比+26.6%至 27.5 亿元，毛利率为 57.9%（去年同期 59.1%），毛利率下滑原因是新学校并表及新校区投用导致折旧增加。剔除可转债公允价值浮动及汇兑等影响后，经调整归母净利润同比+12%至 18.0 亿元，经调整归母净利率为 37.8%，同比-5.8pp；经调整 EBITDA 同比+27%至 28.6 亿元，EBITDA 率同比-1pp 至 60%。**派息方面**，公司派发每股股息 0.34 人民币元，派息比达 44%。**费用上**，期内公司销售/管理费用率分别同比-1.0pp/ +2.3 至 3.6%/ 15.2%。**现金及负债方面**，截至 8/31 期末公司在手现金 55.2 亿元，未来每年资本开支（肇庆新校区+日常基础设施质量提升投入）约在 10 亿元。期末有息负债约 88.9 亿元，有息资产负债率为 26.5%（去年同期 31.2%），期内经营现金流 27.5 亿元，可转债已基本还清，截至 2022/8/31 报表中未偿还的可转债仅余 300 万元。

图 1：中教控股在校生人数（万人）

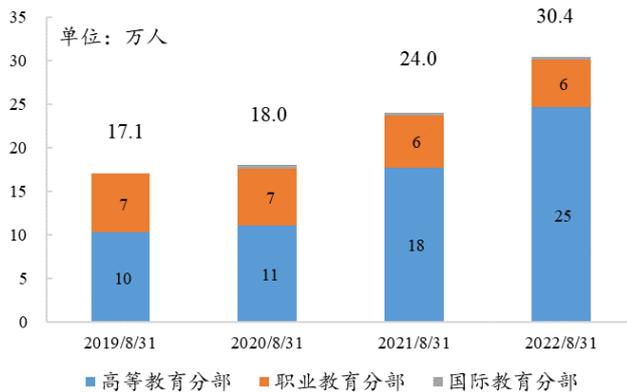
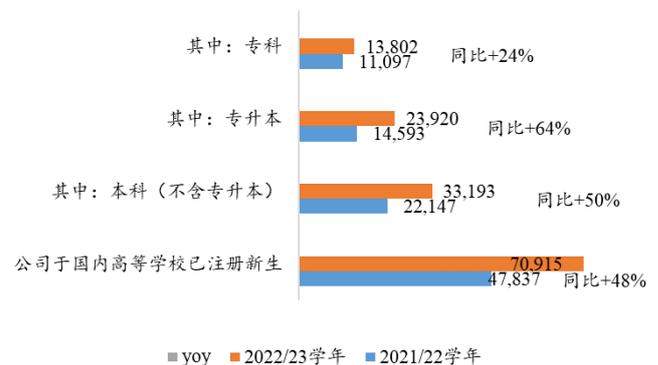


图 2：中教控股 22/23 学年国内高等学校已注册新生人数



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

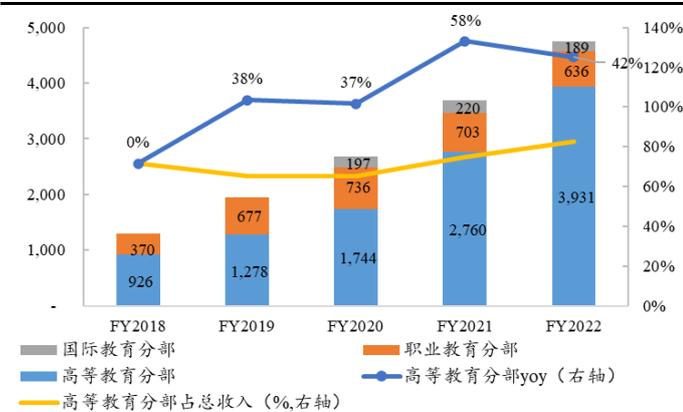
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 高教业务稳健增长，新入学人数显著增加，选营在多地区取得进展：

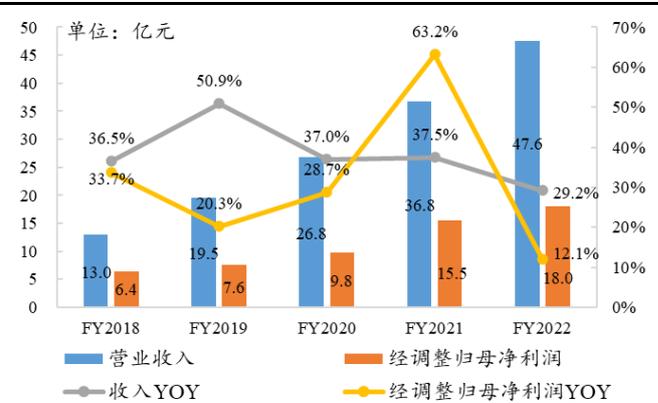
**分版块看**，高教贡献主要业绩，高等教育分部营收同比+42%至 39.3 亿元（+42.5%），贡献净利润 17.1 亿元，同比+36%；中职板块收入-10%至 6.4 亿元，原因是中职受到疫情及外部环境的影响相对较大；国际教育 FY23H2 收入环比+55%，原因是澳洲边境开放，未来将持续成长。在校生方面，截至 2022/8/31 公司在校生同比+27%至 30.4 万人，高等教育 24.6 万人，剔除了 7.4 名继续教育后的高等教育在校生为 17.2 万人，同比+36%。新招生方面，公司 2022/23 学年高等教育全日制新注册入学数达到 7.1 万人，同比+48%，其中本科/专升本/专科分别为 3.3/ 2.4/ 1.4 万人，分别同比+ 50%/ 64%/ 24%。选营利性进展方面，22 财年公司在江西、四川、海南等多个地区取得实质性进展，以江科为例，22 年 3 月启动选营，5 月

获当地教育厅批复，后续完成土地/工商/税收等登记后将获正式执照，23年有望最终落地。

**校区容量方面**，期内广应科学校肇庆新校区二期已经建成并投用。为满足快速增长的需求，一面积约 372 亩的土地已被购买并用于建设肇庆三期新校区，建成后广应科学校的容量将从 19/20 学年的 17,500 增加至 23/24 学年的 50,000 在校生。此外，公司还在江西学校/烟台学校/重庆学校/西安铁道学校扩建及翻新床位，预计 4 所学校合计共可新扩建 9,400 个及翻新 20,000 个床位。公司海外澳洲学校将在 New Castle 设新校园，预计未来随着海外业务收入贡献度有望提升。

**图 1：中教控股分部营业收入**


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**图 2：中教控股收入及经调整净利润**


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 13.2 港元：

**我们的观点：**我们的观点：政策鼓励社会多元力量投入职教建设，未来选营利性分类登记落地有利于板块估值修复。我们预计 FY23 在校生人数将增至 33-34 万人，FY23 至 FY25 营收分别为 55.1/ 63.2/ 71.4 亿元，同比+15.9%/ +14.6%/ 13.0%，归母净利润 21.3/23.9/ 26.9 亿元，同比+15.3%/+ 12.4%/ 12.5%。维持买入评级，目标价 13.2 港元，对应 FY23 PE 约 13 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		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	<b>5,876</b>	<b>6,175</b>	<b>7,781</b>	<b>9,632</b>	<b>11,730</b>	
货币资金	3,327	4,793	6,290	8,021	9,987	
受限制银行存款	101	41	41	41	41	
应收账款及其他应收款	752	1,058	1,164	1,280	1,408	
按公允价值列账的资产	1,620	215	215	215	215	
其他流动资产	75	68	71	75	79	
<b>非流动资产</b>	<b>20,871</b>	<b>27,401</b>	<b>28,046</b>	<b>28,642</b>	<b>29,190</b>	
固定资产	12,126	15,700	16,425	17,100	17,727	
预付租金与使用权资产	1493	2101	2032	1963	1894	
商誉	3,211	3,835	3,835	3,835	3,835	
无形资产	3,221	5,100	5,090	5,080	5,069	
合约成本	95	81	81	81	81	
其他非流动资产	725	584	584	584	584	
<b>资产总计</b>	<b>26,747</b>	<b>33,576</b>	<b>35,827</b>	<b>38,274</b>	<b>40,921</b>	
<b>流动负债</b>	<b>6,249</b>	<b>7,613</b>	<b>8,255</b>	<b>8,933</b>	<b>9,631</b>	
合约负债	2266	3178	3683	4220	4770	
应计负债及其他应付款项	1,935	1,992	2,032	2,072	2,114	
短期借款	1,473	1,831	1,923	2,019	2,120	
递延收入	57	61	61	61	61	
其他流动负债	517	551	556	561	566	
<b>非流动负债</b>	<b>8,741</b>	<b>9,386</b>	<b>9,726</b>	<b>10,070</b>	<b>10,418</b>	
长期借款	4,618	7,057	7,357	7,657	7,957	
递延税项负债	967	1,631	1,713	1,798	1,888	
租赁负债	83	67	67	67	67	
可换股债券	2,244	3	-39	-82	-124	
其他非流动负债	829	628	629	630	630	
<b>负债合计</b>	<b>14,990</b>	<b>16,999</b>	<b>17,980</b>	<b>19,003</b>	<b>20,049</b>	
股本	0	0	0	0	0	
储备	10,919	14,008	15,178	16,492	17,971	
少数股东权益	837	2,569	2,669	2,779	2,900	
<b>所有者权益合计</b>	<b>11,757</b>	<b>16,577</b>	<b>17,847</b>	<b>19,271</b>	<b>20,872</b>	
<b>负债及权益合计</b>	<b>26,747</b>	<b>33,576</b>	<b>35,827</b>	<b>38,274</b>	<b>40,921</b>	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>除税前利润</b>	<b>1,511</b>	<b>1,969</b>	<b>2,296</b>	<b>2,659</b>	<b>3,055</b>	
折旧	356	550	575	599	621	
无形资产摊销	14	9	79	79	79	
财务费用	162	308	320	354	385	
营运资金的变动	709	39	518	544	550	
<b>经营活动产生现金流量净额</b>	<b>2,530</b>	<b>2,753</b>	<b>3,719</b>	<b>4,076</b>	<b>4,447</b>	
<b>投资活动产生现金流量净额</b>	<b>-4,947</b>	<b>-1,744</b>	<b>-1,300</b>	<b>-1,274</b>	<b>-1,249</b>	
<b>融资活动产生现金流量净额</b>	<b>2,360</b>	<b>459</b>	<b>-885</b>	<b>-1,033</b>	<b>-1,195</b>	
现金净变动	-57	1,468	1,534	1,769	2,003	
现金的期初余额	3,443	3,315	4,793	6,290	8,021	
现金的期末余额	3,327	4,793	6,290	8,021	9,987	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业收入</b>	<b>3,682</b>	<b>4,756</b>	<b>5,512</b>	<b>6,316</b>	<b>7,139</b>	
营业成本	-1,507	-2,002	-2,288	-2,615	-2,941	
毛利	2,175	2,754	3,225	3,701	4,198	
其他收入等	236	315	355	398	442	
销售费用	-168	-170	-193	-215	-236	
管理费用	-474	-724	-772	-872	-964	
财务费用	-162	-308	-320	-354	-385	
<b>除税前溢利</b>	<b>1,511</b>	<b>1,969</b>	<b>2,296</b>	<b>2,659</b>	<b>3,055</b>	
所得税	-39	-33	-69	-160	-244	
<b>净利润</b>	<b>1,472</b>	<b>1,936</b>	<b>2,227</b>	<b>2,500</b>	<b>2,811</b>	
少数股东损益	28	91	100	110	121	
<b>归母净利润</b>	<b>1,444</b>	<b>1,845</b>	<b>2,127</b>	<b>2,390</b>	<b>2,690</b>	
<b>EPS(元)</b>	<b>0.650</b>	<b>0.770</b>	<b>0.888</b>	<b>0.998</b>	<b>1.123</b>	

主要财务比率		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>成长性(%)</b>						
营业收入增长率	37.5%	29.2%	15.9%	14.6%	13.0%	
毛利增长率	35.9%	26.6%	17.1%	14.8%	13.4%	
净利润增长率	107.2%	31.5%	15.0%	12.3%	12.4%	
归母净利润增长率	128.0%	27.8%	15.3%	12.4%	12.5%	
<b>盈利能力(%)</b>						
毛利率	59.1%	57.9%	58.5%	58.6%	58.8%	
净利率	40.0%	40.7%	40.4%	39.6%	39.4%	
归母净利润率	39.2%	38.8%	38.6%	37.8%	37.7%	
经调整净利率	43.6%	-	-	-	-	
ROE	14.0%	13.0%	12.4%	12.9%	13.4%	
ROA	6.5%	6.1%	6.1%	6.4%	6.8%	
<b>偿债能力(%)</b>						
资产负债率	56.0%	50.6%	50.2%	49.6%	49.0%	
流动比率	0.94	0.81	0.94	1.08	1.22	
经营现金流/流动负债	40.5%	36.2%	45.1%	45.6%	46.2%	

<b>营运能力(次)</b>					
固定资产周转率	0.30	0.30	0.34	0.37	0.40
<b>每股资料(元)</b>					
每股收益	0.650	0.770	0.888	0.998	1.123
每股净资产	5.17	6.92	7.45	8.05	8.71
<b>估值比率(倍)</b>					
PE@9.59HKD	13.1	11.1	9.6	8.6	7.6
PB	1.6	1.2	1.1	1.1	1.0

# 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>