

证券研究报告—动态报告

港股

教育

中汇集团(00382)

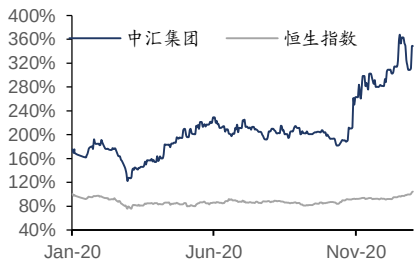
2021 首季报点评

买入

维持评级

2021 年 01 月 21 日

一年该股与恒生指数走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1072/1072
总市值/流通(百万元)	8855/8855
上证综指/深圳成指	3,583/15,223
12 个月最高/最低(港元)	10.44/3.48

相关研究报告:

《国信证券-轻工行业 1 月投资策略: 把握两地市场优质龙头配置机遇》——2021-01-19

《国信证券-思摩尔国际-06969.HK-重大事件快评: 核心客户拟上市, 国内电子烟渗透率或加速提升》——2021-01-14

《国信证券-中教控股-00839.HK-财报点评: 内生外延并进, 蓄力海内外协同》——2020-12-05

《国信证券-希望教育-01765.HK-财报点评: 内外扩张并行, 成长速度空间可期》——2020-12-04

《2021 年港股投资策略: 全面牛市的下半场》——2020-11-25

证券分析师: 荣泽宇

电话: 010-88005307

E-MAIL: rongzeyu@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519060003

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

海外公司财报点评

并购转设落地, 内生外延并进

● 业绩稳步增长超预期

2021Q1 实现营收 2.44 亿元 (+15.6%), 毛利率 49.9% (+0.4%)。收入增长一方面来自学生人数增加, 公司四所学校在校生人数共 38784 人 (+10.1%); 另一方面, 公司两所国内学校平均学费均有提升。本科学校华商学院平均学费 26603 元 (+7.8%), 专科学校华商职业学院平均学费 16355 元 (+4.7%)。

● 内生增长稳健, 新校区建设顺利推进

华商学院和华商职业学院于 2020/2021 学年的在校学生人数、报到率、分数线及平均学费均创下历史新高。海外学校 GBCA 和 EIS 均处于在线上课状态, 授课进程顺利。EIA 已于 2020 年 9 月成功注册招收留学生资质并于 2020 年 11 月底开授本科课程, 海内外学校形成良好的协同效应。新建的肇庆四会校区和江门新会校区分别于本学年和下一学年投入使用, 与老校区增城校区合计可容纳 8 万名以上学生。

● 并购、转设落地, 业绩增厚可期

公司于 2020 年 12 月连续公告两则喜讯。一是完成上市后的首个并购, 以 7.50 亿元人民币收购四川城市职业学院和四川技师学院, 将大幅增厚公司未来业绩。二是旗下华商学院成功转设, FY2022-2025 年预计公司分别节省管理费 0.35/0.74/1.00/1.50 亿元, 利润率将进一步提升。

● 上调盈利预测和合理估值区间, 维持“买入”评级

考虑并购对业绩的增厚, 上调对公司的盈利预测。预计 FY2021-2022 的收入分别为 11.75 和 14.46 亿元(前值为 9.40 和 10.50 亿元), FY2023 的收入为 16.85 亿元; 调整后核心净利润分别为 5.30 和 6.65 亿元(前值为 3.02、3.29 亿元), FY2023 的调整后核心净利润 7.93 亿元。公司 1 月 20 日的收盘价 9.90 港元对应 2021-2023 年预测 PE 分别为 16.69、13.31 和 11.16 倍。维持对公司的“买入”评级并上调合理估值区间至 11.14~11.86 港元(前值 6.71~7.13 港元)。

● 风险提示

学校业绩增长情况不及预期; 法律政策落地情况不及预期。

盈利预测和财务指标

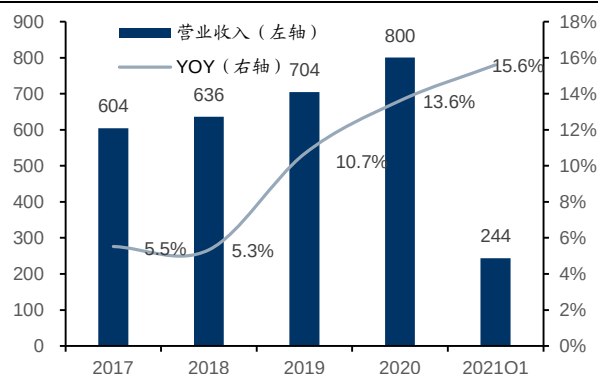
	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	800.09	1175.48	1445.68	1685.45
(+/-%)	77.80%	46.92%	22.99%	16.59%
调整后净利润(百万元)	309.07	530.43	665.41	793.32
(+/-%)	30.45%	71.62%	25.45%	19.22%
每股收益(元)	0.29	0.49	0.62	0.74
EBIT Margin	38.06%	50.12%	52.53%	53.57%
净资产收益率(ROE)	16.94%	26.47%	27.86%	27.72%
市盈率(PE)	28.65	16.69	13.31	11.16
EV/EBITDA	9.86	10.43	8.13	6.71
市净率(PB)	2.51	1.72	1.46	1.26

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

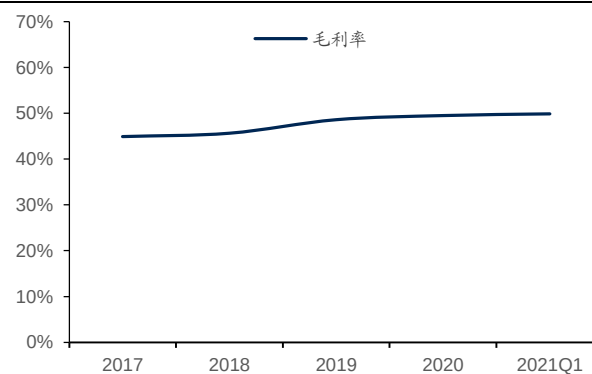
业绩稳步增长超预期

图 1: 公司营收和同比增速 (百万元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 公司毛利率稳中有升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

在校生人数和生均学费均有提升

表 1: 各学校学生人数

学校名称	2018FY	2019FY	2020FY	2021Q1
华商学院	21770	22665	24127	24116
华商职业学院	9735	9541	10656	10661
海外学校	712	837	670	450
四川城市职业学院+技师				24200
合计	32217	33043	35453	35227
YOY	-0.1%	2.6%	7.3%	10.1%

资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

注: 四川城市职业学院和技师学院暂未并表, 未计入到总人数中

表 2: 在校学生平均学费 (元)

学校名称	2018FY	2019FY	2020FY	2021Q1
华商学院	19822	21831	24315	1932
YOY	7.0%	10.1%	11.4%	7.8%
华商职业学院	14392	15057	15597	738
YOY	4.4%	4.6%	3.6%	4.7%

资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

表 3: 新录取学生适用学费 (元)

学校名称	2017/18 学年	2018/19 学年	2019/20 学年	2020/21 学年
华商学院				
本科课程	22000-35000	25000-36000	27000-39800	28000-43800
专插本课程	18300-19800	22000-23500	25000-29800	27000-33000
华商职业学院				
专科学历课程	14500-26000	15000-26000	15500-27000	16500-28000

资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

上调合理估值区间，维持“买入”评级

公司的发展策略稳健且积极，内生与外延并进，同时强化海内外一体办学优势，学生数与学费有持续增长的空间；未来业绩确定性和成长性兼备。考虑新的并购落地对业绩增厚，上调对公司的盈利预测。预计 FY2021-2022 的收入分别为 11.75 和 14.46 亿元（前值分别为 9.40 和 10.50 亿元），FY2023 的收入为 16.85 亿元；调整后核心净利润分别为 5.30 和 6.65 亿元（前值分别为 3.02、3.29 亿元），FY2023 的调整后核心净利润为 7.93 亿元。公司 1 月 20 日的收盘价 9.90 港元对应的 2021-2023 年预测 PE 分别为 16.69、13.31 和 11.16 倍。我们维持对公司的“买入”评级并上调合理估值区间至 11.14~11.86 港元（前值 6.71~7.13 港元）。

表 4：重点覆盖公司数据比较（经营数据为最新财报）

代码	简称	总市值 (亿港元)	收盘价 (港元)	PE (TTM)	年涨跌幅 (%)	营收同比 (%)	毛利率 (%)	净利率 (%)	资产负债 率 (%)	有息资产负 债率 (%)	现金余额 (亿元)
0382.HK	中汇集团	59.06	5.80	19.59	37.96	18.59	48.79	34.17	37.3%	11.9%	7.42
6169.HK	宇华教育	230.44	6.90	120.54	33.99	55.82	58.11	6.67	53.6%	3.3%	15.78
0839.HK	中教控股	254.95	12.62	28.98	25.99	38.94	57.58	39.72	54.0%	41.3%	13.20
6068.HK	睿见教育	69.19	3.38	14.36	6.11	12.42	46.73	27.39	63.1%	47.2%	4.64
1765.HK	希望教育	175.56	2.60	27.19	94.43	47.79	52.53	36.70	56.6%	23.7%	8.81
2779.HK	新华教育	35.55	2.21	11.77	-15.80	13.15	59.68	54.42	20.5%	10.0%	13.83
1569.HK	民生教育	45.55	1.08	11.94	-19.70	49.39	51.37	32.54	45.3%	9.2%	13.08
2001.HK	新高教集团	77.67	5.04	18.00	67.66	72.91	49.82	35.21	50.8%	24.8%	5.59
1773.HK	天立教育	124.09	5.98	41.95	94.68	43.40	41.02	29.17	47.5%	9.7%	4.51
0667.HK	中国东方教育	369.60	16.86	39.05	4.77	19.71	58.38	21.69	36.8%	0.0%	38.83
1890.HK	中国科培	118.25	5.91	23.21	59.72	23.48	67.46	62.39	18.5%	2.9%	11.12

资料来源:wind, 国信证券经济研究所预测和整理（2020 年带*预测 PE 为我们的预测值）

注：加粗数据是 2020 数值，其余为 2020H1 数值

风险提示

学校业绩增长情况不及预期；法律政策落地情况不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E	利润表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2175	3836	3876	4309	营业收入	2409	2782	2997	3226
应收款项	57	62	75	87	营业成本	941	1085	1139	1194
存货净额	0	0	0	0	营业税金及附加	0	0	0	1
其他流动资产	154	343	380	369	销售费用	47	49	51	31
流动资产合计	2437	4292	4380	4814	管理费用	239	306	330	355
固定资产	3792	4073	4409	4798	财务费用	73	41	19	7
无形资产及其他	0	0	0	0	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	3485	3574	3690	3876	资产减值及公允价值变动	(28)	0	0	0
长期股权投资	5	5	5	5	其他收入	0	0	0	0
资产总计	9719	11943	12483	13492	营业利润	1175	1342	1478	1647
短期借款及交易性金融负债	509	647	445	481	营业外净收支	(798)	0	0	0
应付款项	17	10	13	17	利润总额	304	1301	1459	1640
其他流动负债	1530	2501	2736	2813	所得税费用	(10)	(44)	(49)	(55)
流动负债合计	2056	3157	3194	3311	少数股东损益	117	18	0	0
长期借款及应付债券	633	805	554	598	调整后归母净利润	1040	1327	1508	1695
其他长期负债	2941	2941	2941	2941					
长期负债合计	3574	3745	3494	3539					
负债合计	5630	6903	6689	6850					
少数股东权益	459	477	477	477					
股东权益	3630	4563	5317	6165					
负债和股东权益总计	9719	11943	12483	13492					

现金流量表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	204	1327	1508	1695
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	0	187	163	145
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	73	41	19	7
营运资本变动	(356)	1286	190	80
其它	914	41	19	7
经营活动现金流	762	2842	1880	1927
资本开支	(637)	(556)	(615)	(720)
其它投资现金流	258	0	0	0
投资活动现金流	(376)	(556)	(615)	(720)
权益性融资	85	268	(472)	74
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	465	663	754	848
其它融资现金流	(184)	18	0	0
融资活动现金流	(564)	(378)	(1226)	(774)
现金净变动	(198)	1908	40	433
货币资金的期初余额	2126	1928	3836	3876
货币资金的期末余额	1928	3836	3876	4309
企业自由现金流	1788	1266	1207	1293
权益自由现金流	2140	832	1295	1217

资料来源：公司资料和国信证券预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险。我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032