

香港股市 | 教育行业 | 高等教育

# 新高教集团 (2001 HK)

## 专注内生增长，适度外延扩张

### FY20 经调整净利润同比增加 127%

截止 2020 年 8 月底的财年，新高教实现收入 12.9 亿人民币，同比增长 77.8%，其中学费和住宿费分别同比增长 87.4% 和 5.6%。由于受到疫情影响，期内公司退还住宿费 3,719 万人民币。受益于成本控制能力，公司 FY20 毛利率 47.7%，在 FY19 基础上扩张 4.7 个百分点，优于预期。期内公司实现经调整净利润 43.3 亿人民币，比 2019 年增加 24.3 亿人民币，增速 127.3%。

### 内生增长稳健

人数方面，2020/21 学年在读人数为 12.6 万人，同比增长 10.7%，其中广西学校人数增长 30.3%、华中学校人数增长 18.9%。从 2017/18 至今，在校人数平均年复合增长 32.3%，显示学校在纳入新高教网络后招生能力进一步提升。收入方面，过去三年，集团内生收购增速稳定在 20% 左右。成立时间最久的云南学院，主营收入和净利润增速依然分别高达 48% 和 49%。2015 年收购的华中学校主营收入和净利润增速为 53% 和 169%。管理层相信本科学校华中、甘肃学校学费仍有 10%-30% 的增长空间。公司将继续专注在发挥集团化办学优势、快速整合新收购学校、提升运营效率和盈利能力、保持内生增长处于行业领先地位。管理层预期未来三年内内生增长将推动净利润年复合增长 25% 以上。

### 适度稳健式外延扩张

新高教将围绕“京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设及成渝地区双城经济圈建设”的国家战略，未来集团将加快以上重点区域布局，配套教育以服务地方经济，同时推进自建和并购，公司已计划将在大湾区自建学校，预计在 2021 年启动筹建，2022 年投入使用。公司计划未来每年自建或并购学校 1-2 所学校。

### 财务预测与估值

我们最新预测公司 FY21E 收入 15 亿人民币，净利润 6.5 亿人民币。甘肃学校将于 FY21 并入集团报表，以及华中和甘肃学校转设进程正待教育部审核，预期 2021 上半年转设完成。现时公司估值对应 9.9 倍市盈率。我们维持前瞻市盈率 15 倍估值，维持目标价 7.10 港元、“买入”评级。

图表 1：主要财务数据 (人民币百万元)

年结:8 月 31 日	2019 年实际	2020 年实际	2021 年预测	2022 年预测	2023 年预测
收入	1,089	1,292	1,501	1,725	1,922
增长率 (%)	94.0	77.8	16.2	14.9	11.5
核心净利润	386	433	646	795	926
增长率 (%)	59.3	12.0	49.3	23.0	16.6
摊薄后每股盈利 (人民币)	0.256	0.281	0.419	0.516	0.601
净资产回报率 (%)	17.3	15.6	19.3	20.4	20.7
市盈率 (倍)	16.3	14.9	10.0	8.1	7.0
市净率 (倍)	2.5	2.1	1.8	1.5	1.3
股息率 (%)	1.4	0.9	3.0	3.7	4.3
每股股息 (港币)	0.077	0.047	0.161	0.197	0.230

来源：公司资料、中泰国际研究部预测；2019 年为年结 12 月，2020 年以及之后年份年结 8 月

更新报告

## 评级：买入

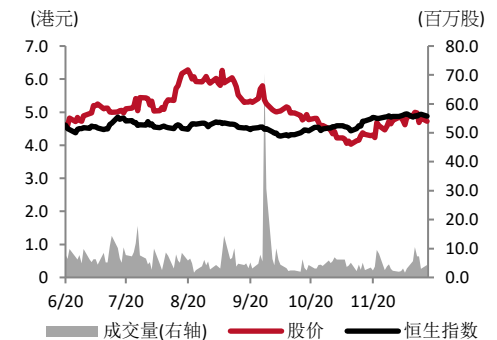
## 目标价：7.10 港元

### 股票资料

现价	4.72	港元
总市值	7,241	百万港元
流通股比例	48.7	%
已发行总股本	1,585	百万
52 周价格区间	1.89 - 6.48	港元
3 个月日均成交额	29.6	百万港元
主要股东	李孝轩	占 51.8%

来源：彭博、中泰国际研究部

### 股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

### 相关报告

- 20190403 - 更新报告：拨备风险增加，下调目标价
- 20200325 - 更新报告：专注内生，夯实业绩
- 20200423 - 更新报告：诉讼风险消除，基本面向好
- 20200803 - 更新报告：收购少数股权，优化股东结构
- 20200831 - 更新报告：半年报符合预期；新增专修学校丰富办学层次

### 分析师

陈怡 (Vivien Chan)  
+ 852 2359 2941  
vivien.chan@ztsc.com.hk

图表 2: 财务摘要 (年结: 8 月 31 日; 人民币百万元)

利润表						资产负债表					
	2019 实际	2020 实际	2021 预测	2022 预测	2023 预测		2019 实际	2020 实际	2021 预测	2022 预测	2023 预测
营业收入	1,089	1,292	1,501	1,725	1,922	固定资产	3,300	3,532	3,807	4,125	4,287
同比%	94	78	16	15	11	无形资产及商誉	247	249	250	250	250
成本	(547)	(676)	(745)	(811)	(882)	联营公司及合营	0	0	0	0	0
<b>毛利润</b>	<b>543</b>	<b>617</b>	<b>756</b>	<b>914</b>	<b>1,040</b>	长期投资	0	0	0	0	0
毛利率	49.8%	47.7%	50.4%	53.0%	54.1%	其他非流动资产	1,303	800	800	800	800
其他收益	163	165	301	347	403	<b>非流动资产</b>	<b>4,850</b>	<b>4,581</b>	<b>4,856</b>	<b>5,174</b>	<b>5,337</b>
销售及分销成本	(14)	(16)	(24)	(28)	(31)	库存	0	0	0	0	0
行政成本	(85)	(89)	(98)	(110)	(123)	应收帐款	104	123	143	165	184
研发成本	0	0	0	0	0	预付款项及存款	0	0	0	0	0
其他运营开支	(27)	(17)	(30)	(34)	(38)	其他流动资产	0	0	0	0	0
<b>总运营开支</b>	<b>(126)</b>	<b>(122)</b>	<b>(152)</b>	<b>(172)</b>	<b>(192)</b>	现金	1,047	2,275	2,852	3,357	4,184
<b>营运利润 (EBIT)</b>	<b>580</b>	<b>660</b>	<b>905</b>	<b>1,088</b>	<b>1,251</b>	<b>流动资产</b>	<b>1,152</b>	<b>2,399</b>	<b>2,996</b>	<b>3,522</b>	<b>4,368</b>
营运利润率	53.2%	51.0%	60.3%	63.1%	65.1%	应付帐款	0	0	0	0	0
拨备	0	0	0	0	0	税项	44	64	96	118	138
财务成本	(94)	(113)	(92)	(87)	(84)	预提费用及其他应付款	645	766	890	1,022	1,139
融资后利润	486	546	814	1,001	1,167	银行贷款和租赁	699	750	800	800	800
联营及合营公司	0	0	0	0	0	可转债和其他债	725	858	1,017	1,167	1,302
税前利润	486	546	814	1,001	1,167	其他流动负债	11	11	11	11	11
所得税	(56)	(64)	(96)	(118)	(138)	<b>流动负债</b>	<b>2,125</b>	<b>2,449</b>	<b>2,813</b>	<b>3,118</b>	<b>3,389</b>
少数股东权益	(44)	(49)	(72)	(88)	(103)	银行贷款和租赁	788	800	700	600	600
<b>净利润</b>	<b>386</b>	<b>433</b>	<b>646</b>	<b>795</b>	<b>926</b>	可转债和其他债	0	0	0	0	0
同比%	59.3	12.0	49.3	23.0	16.6	递延所得税及其他	137	137	137	137	137
<b>净利润率</b>	<b>35.5%</b>	<b>33.5%</b>	<b>43.0%</b>	<b>46.1%</b>	<b>48.2%</b>	少数股东权益	466	516	587	676	779
<b>EBITDA</b>	<b>688</b>	<b>803</b>	<b>1,049</b>	<b>1,248</b>	<b>1,422</b>	<b>非流动负债</b>	<b>1,391</b>	<b>1,453</b>	<b>1,425</b>	<b>1,413</b>	<b>1,516</b>
EBITDA 利润率	63.2%	62.1%	69.9%	72.3%	74.0%	<b>总净资产</b>	<b>2,486</b>	<b>3,078</b>	<b>3,615</b>	<b>4,165</b>	<b>4,800</b>
<b>每股盈利 (人民币)</b>	<b>0.256</b>	<b>0.281</b>	<b>0.419</b>	<b>0.516</b>	<b>0.601</b>	<b>股东权益</b>	<b>2,486</b>	<b>3,078</b>	<b>3,615</b>	<b>4,165</b>	<b>4,800</b>
增长率%	42.3	9.6	49.3	23.0	16.6	股本	1	1	1	1	1
每股股息 (人民币)	0.068	0.042	0.142	0.175	0.204	储备	2,484	3,077	3,614	4,164	4,799

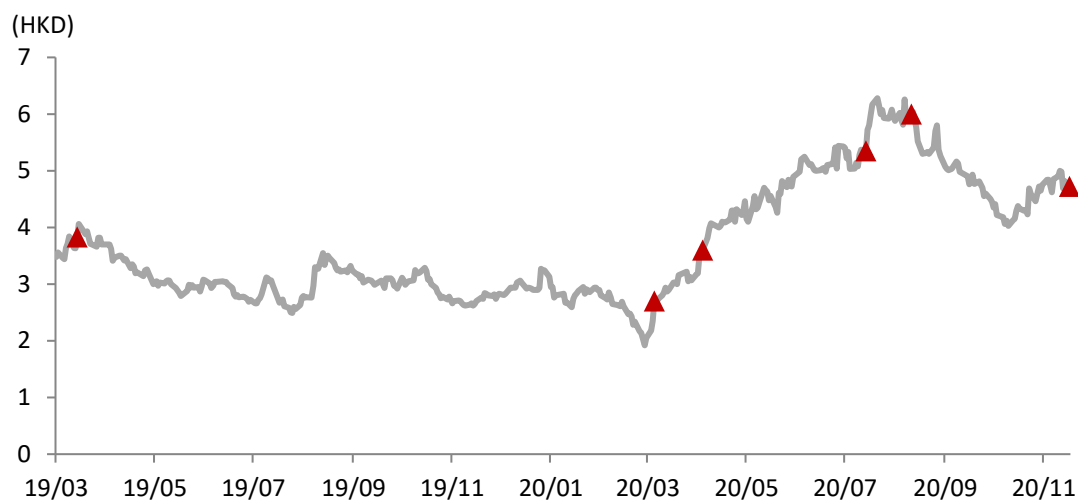
  

现金流量表						主要财务比率					
	2019 实际	2020 实际	2021 预测	2022 预测	2023 预测		2019 实际	2020 实际	2021 预测	2022 预测	2023 预测
EBITDA	688	803	1,049	1,248	1,422	毛利率 (%)	49.8	47.7	50.4	53.0	54.1
营运资金变动	126	736	263	262	232	营业利润率 (%)	53.2	51.0	60.3	63.1	65.1
其他	5	115	0	0	0	净利率 (%)	35.5	33.5	43.0	46.1	48.2
<b>经营活动现金流</b>	<b>820</b>	<b>1,654</b>	<b>1,312</b>	<b>1,509</b>	<b>1,655</b>	销售及分销成本	1.3	1.3	1.6	1.6	1.6
已付利息	(72)	(91)	(92)	(87)	(84)	行政成本占收入	7.8	6.5	6.5	6.4	6.4
所得税	(2)	(44)	(64)	(96)	(118)	派息率	23.5	13.2	30.0	30.0	30.0
<b>经营活动净现金</b>	<b>746</b>	<b>1,518</b>	<b>1,156</b>	<b>1,326</b>	<b>1,453</b>	有效税率 (%)	11.4	11.8	11.8	11.8	11.8
资本支出	(634)	(388)	(450)	(517)	(384)	总负债比率 (%)	59.8	50.4	41.5	33.6	29.2
投资	(9)	(9)	(9)	(9)	(9)	净负债比率 (%)	17.7	净现金	净现金	净现金	净现金
已收股息	0	0	0	0	0	流动比率 (x)	0.5	1.0	1.1	1.1	1.3
资产出售	1	0	0	0	0	速动比率 (x)	0.5	1.0	1.1	1.1	1.3
已收利息	14	20	40	49	59	库存周转率 (天)	0	0	0	0	0
其他	38	0	0	0	0	应收账款周转率	35	35	35	35	35
<b>投资活动现金流</b>	<b>(590)</b>	<b>(377)</b>	<b>(419)</b>	<b>(477)</b>	<b>(334)</b>	应付账款周转率	0	0	0	0	0
<b>自由现金流</b>	<b>155</b>	<b>1,141</b>	<b>737</b>	<b>849</b>	<b>1,119</b>	现金周转率 (天)	35	35	35	35	35
发行股份	333	137	0	0	0	资产周转率 (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
股份回购	0	0	0	0	0	财务杠杆 (x)	2.4	2.3	2.2	2.1	2.1
少数股东权益	0	0	0	0	0	EBIT 利润率 (%)	53.2	51.0	60.3	63.1	65.1
已付股息	(83)	(114)	(109)	(244)	(292)	利息开支 (x)	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
银行贷款变动净	128	63	(50)	(100)	0	税务开支 (x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
其他	(325)	0	0	0	0	<b>股本回报率 (%)</b>	<b>17.3</b>	<b>15.6</b>	<b>19.3</b>	<b>20.4</b>	<b>20.7</b>
<b>筹资活动现金流</b>	<b>54</b>	<b>86</b>	<b>(159)</b>	<b>(344)</b>	<b>(292)</b>	<b>ROIC (%)</b>	<b>14.8</b>	<b>18.6</b>	<b>27.9</b>	<b>33.5</b>	<b>38.9</b>
<b>现金变动净额</b>	<b>209</b>	<b>1,227</b>	<b>577</b>	<b>505</b>	<b>827</b>						

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测; 2019 年为年结 12 月, 2020 年以及之后年份年结 8 月

## 历史建议和目标价

新高教 (2001 HK) 股价表现及评级时间表



来源：彭博，中泰国际研究部

	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	03/04/2019	HK\$3.63	「增持」	HK\$4.40
2	25/03/2020	HK\$2.35	「买入」	HK\$3.80
3	24/04/2020	HK\$3.52	「买入」	HK\$4.80
4	03/08/2020	HK\$5.37	「买入」	HK\$6.80
5	31/08/2020	HK\$5.89	「买入」	HK\$7.10
6	08/12/2020	HK\$4.72	「买入」	HK\$7.10

来源：彭博，中泰国际研究部

## 公司及行业评级定义

### 公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 5% 至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 5% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

### 行业投资评级:

以报告发布日后的 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

## 重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（“中泰国际”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

### 权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港上环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805