

## 中教控股 (839 HK)

### 高教龙头 2021 年多重利好，提升目标价

#### FY20 经调整净利润同比增长 31.9%

得益于期内并表两所新收购的学校，中教 FY20 在校生人数增加至 18 万人。按教育板块分布，高等教育和职业教育分别占其在校生人数的 61% 和 37%。FY20 收入 26.8 亿人民币，同比增长 37.0%。期内毛利率 59.8%，提升 2.4 个百分点，优于我们预期。报告净利润 6.3 亿人民币，剔除非运营开支后，经调整净利润 9.8 亿人民币，同比增加 31.9%；经调整净利润率 36.7%，符合预期。公司宣布派发每股 0.09 港元的期末股息，全年股息 0.224 港币，对应股息率 1.5%。

#### 2021 年多重利好，利润更上一层楼

为持续推动内生增长，中教正积极进行现有校园扩容计划。旗下广东白云学院和松田学院正在建设新校区，第一期将分别于 2021 年及 2024 年投入使用。新校区全部竣工后将分别额外提升学校容量 70% 和 186%，至 5.6 万和 5.0 万人。公司将继续扩大在广东省的市场份额。11 月 11 日，教育部公示已批准 21 所独立学院转设名单，其中中教旗下的四川大学重庆南方翻译学院和广州大学松田学院即将完成转设。完成后，两所学校可逐年减少管理费开支，直接增厚利润。南方翻译学院的管理费为学费收入的 8%，松田学院为学费收入的 18%。另外，2020 年 8 月中教宣布收购海口经济学院及其附属艺术学校（海口学校），海口学校的举办人变更于 9 月完成，学校的利润将体现在 2021 财年的报告中。管理层预期海口学校收入为 7.0 亿人民币，占集团总收入约 25%。海口学校并入报表后将大幅度提升集团的营收和利润。集团现金流强劲，截止 8 月底账上现金 35 亿人民币，预测集团将持续有收购项目落地。

#### 提升目标价至 22.20 港币

在反映了旗下学校的内生增长以及海口学校的并表后，我们预测 FY21E 学生人数约为 24.4 万人；调整 FY21E 收入至 38.6 亿人民币，同比上升 44.3%。预测 FY21E 核心利润 13.3 亿人民币（剔除因转设扣除的一次性补偿费）。我们维持中教估值为 25 倍 FY22E 前瞻市盈率，上调目标价至 22.20 港币。当前股价分别对应 20.3 倍/16.7 倍 FY21E/FY22E 市盈率。

#### 投资风险

1. 学校整合操作风险；2. 招生低于预期；3. 民办教育政策风险。

#### 中教控股 - 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	1,955	2,678	3,864	4,393	4,996
增长率 (%)	50.9	37.0	44.3	13.7	13.7
核心净利润	593	633	1,326	1,608	2,153
增长率 (%)	16.2	6.9	109.5	21.2	33.8
摊薄后每股盈利 (人民币)	0.292	0.310	0.650	0.789	1.055
净资产回报率 (%)	9.3	9.5	18.3	19.4	22.4
市盈率 (倍)	45.2	42.5	20.3	16.7	12.5
市净率 (倍)	4.0	3.9	3.5	3.0	2.6
股息率 (%)	0.7	1.5	1.5	1.8	2.4
每股股息 (港币)	0.109	0.224	0.220	0.267	0.358

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

评级: 买入

目标价: 22.20 港元

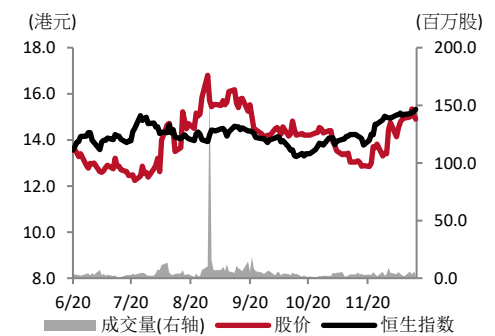
#### 股票资料

现价	14.90	港元
总市值	32,038	百万港元
流通股比例	30.2	%
已发行总股本	2,150	百万
52 周价格区间	8.90 - 17.32	港元

主要股东 Blue Sky Edu. Int'l (占 70.5%)

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

- 20190430 - 更新报告: 核心利润增长强劲
- 20190627 - 更新报告: 新增西南地区独立学院
- 20191129 - 更新报告: 整合学校正待收成时
- 20200427 - 更新报告: 未来持续增长可期

#### 分析师

陈怡 (Vivien Chan)

+852 2359 2941

vivien.chan@ztsc.com.hk

图表 1: 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	1,955	2,678	3,864	4,393	4,996	固定资产	5,851	6,553	7,350	7,912	8,553
同比%	51	37	44	14	14	无形资产及商誉	3,274	3,127	2,973	2,816	2,654
成本	(833)	(1,077)	(1,539)	(1,682)	(1,790)	联营及合营公司	0	0	0	0	0
<b>毛利润</b>	<b>1,121</b>	<b>1,601</b>	<b>2,325</b>	<b>2,711</b>	<b>3,207</b>	长期投资	1,182	1,182	1,182	1,182	1,182
毛利率	57.4%	59.8%	60.2%	61.7%	64.2%	其他非流动资产	126	126	126	126	126
其他收益	114	132	129	153	160	<b>非流动资产</b>	<b>10,433</b>	<b>10,988</b>	<b>11,632</b>	<b>12,035</b>	<b>12,515</b>
销售及分销成本	(53)	(135)	(193)	(228)	(260)	库存	1	1	1	1	1
行政成本	(353)	(372)	(437)	(500)	(549)	应收帐款	571	734	1,059	1,204	1,369
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	(58)	(403)	(200)	(200)	0	其他流动资产	738	738	738	738	738
<b>总运营开支</b>	<b>(463)</b>	<b>(910)</b>	<b>(830)</b>	<b>(929)</b>	<b>(809)</b>	现金	3,597	3,201	4,229	5,822	7,989
<b>营运利润 (EBIT)</b>	<b>772</b>	<b>822</b>	<b>1,625</b>	<b>1,935</b>	<b>2,558</b>	<b>流动资产</b>	<b>4,906</b>	<b>4,674</b>	<b>6,027</b>	<b>7,765</b>	<b>10,097</b>
营运利润率	39.5%	30.7%	42.0%	44.1%	51.2%	应付帐款	23	30	43	47	50
拨备	0	0	0	0	0	税项	21	19	40	37	49
财务成本	(104)	(93)	(97)	(94)	(94)	预提费用及其他	1,506	2,064	2,977	3,385	3,850
融资后利润	668	730	1,528	1,841	2,464	银行贷款和租赁	1,902	1,524	1,690	2,111	2,659
联营及合营公司	0	0	0	0	0	可转债/其他债务	0	0	0	0	0
税前利润	668	730	1,528	1,841	2,464	其他流动负债	277	277	277	277	277
所得税	19	(19)	(40)	(37)	(49)	<b>流动负债</b>	<b>3,729</b>	<b>3,913</b>	<b>5,027</b>	<b>5,857</b>	<b>6,886</b>
少数股东权益	(95)	(77)	(162)	(196)	(262)	银行贷款和租赁	1,870	1,732	1,532	1,532	1,532
<b>净利润</b>	<b>593</b>	<b>633</b>	<b>1,326</b>	<b>1,608</b>	<b>2,153</b>	可转债/其他债务	2,144	2,144	2,144	2,144	2,144
增长率%	16.2	6.9	109.5	21.2	33.8	递延所得税及其他	588	588	588	588	588
<b>净利润率</b>	<b>30.3%</b>	<b>23.6%</b>	<b>34.3%</b>	<b>36.6%</b>	<b>43.1%</b>	少数股东权益	414	491	652	848	1,111
<b>EBITDA</b>	<b>985</b>	<b>1,196</b>	<b>2,053</b>	<b>2,397</b>	<b>3,060</b>	<b>非流动负债</b>	<b>5,016</b>	<b>4,955</b>	<b>4,916</b>	<b>5,112</b>	<b>5,374</b>
EBITDA 利润率	50.4%	44.7%	53.1%	54.6%	61.2%	<b>总净资产</b>	<b>6,595</b>	<b>6,793</b>	<b>7,715</b>	<b>8,831</b>	<b>10,352</b>
<b>每股盈利 (人民币)</b>	<b>0.292</b>	<b>0.310</b>	<b>0.650</b>	<b>0.789</b>	<b>1.055</b>	<b>股东权益</b>	<b>6,595</b>	<b>6,793</b>	<b>7,715</b>	<b>8,831</b>	<b>10,352</b>
增长率%	15.9	6.5	109.5	21.2	33.8	股本	0	0	0	0	0
每股股息 (港币)	0.109	0.224	0.220	0.267	0.358	储备	6,595	6,793	7,715	8,831	10,352

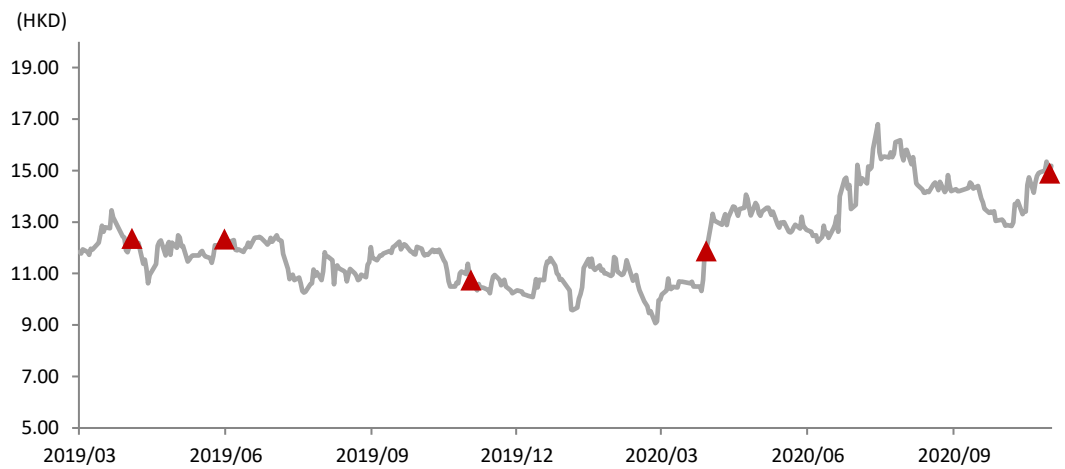
  

现金流量表						主要财务比率					
	2019 实际	2020 实际	2021 预测	2022 预测	2023 预测		2019 实际	2020 实际	2021 预测	2022 预测	2023 预测
EBITDA	985	1,196	2,053	2,397	3,060	毛利率 (%)	57.4	59.8	60.2	61.7	64.2
营运资金变动	44	23	768	688	851	营业利润率 (%)	39.5	30.7	42.0	44.1	51.2
其他	147	26	0	0	0	净利率 (%)	30.3	23.6	34.3	36.6	43.1
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,176</b>	<b>1,245</b>	<b>2,821</b>	<b>3,085</b>	<b>3,910</b>	销售及分销成本	2.7	5.0	5.0	5.2	5.2
已付利息	(32)	(119)	(97)	(94)	(94)	行政成本占收入	18.1	13.9	11.3	11.4	11.0
所得税	(1)	(21)	(19)	(40)	(37)	派息率	33.1	63.8	30.0	30.0	30.0
<b>经营活动净现金</b>	<b>1,143</b>	<b>1,105</b>	<b>2,705</b>	<b>2,951</b>	<b>3,779</b>	有效税率 (%)	(2.8)	2.6	2.6	2.0	2.0
资本支出	(593)	(937)	(1,082)	(879)	(999)	总负债比率 (%)	64.7	60.8	50.9	44.5	37.9
投资	(1,880)	0	0	0	0	净负债比率 (%)	10.2	13.6	净现金	净现金	净现金
已收股息	0	0	0	0	0	流动比率 (x)	1.3	1.2	1.2	1.3	1.5
资产出售	1	0	0	0	0	速动比率 (x)	1.3	1.2	1.2	1.3	1.5
已收利息	34	9	10	13	18	库存周转率 (天)	0	0	0	0	0
其他	204	0	0	0	0	应收账款周转率	107	100	100	100	100
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,234)</b>	<b>(929)</b>	<b>(1,072)</b>	<b>(866)</b>	<b>(981)</b>	应付账款周转率	10	10	10	10	10
<b>自由现金流</b>	<b>(1,091)</b>	<b>177</b>	<b>1,632</b>	<b>2,086</b>	<b>2,798</b>	现金周转率 (天)	97	90	90	90	90
发行股份	2,007	0	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)	1.8	2.3	2.3	2.3	2.2
少数股东权益	0	0	0	0	0	EBIT 利润率 (%)	39.5	30.7	42.0	44.1	51.2
已付股息	(190)	(434)	(405)	(493)	(631)	利息开支 (x)	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
银行贷款变动净	1,074	(138)	(200)	0	0	税务开支 (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
其他	(49)	0	0	0	0	<b>股本回报率 (%)</b>	<b>9.3</b>	<b>9.5</b>	<b>18.3</b>	<b>19.4</b>	<b>22.4</b>
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,842</b>	<b>(573)</b>	<b>(605)</b>	<b>(493)</b>	<b>(631)</b>	<b>ROIC (%)</b>	<b>13.1</b>	<b>10.1</b>	<b>19.4</b>	<b>23.9</b>	<b>33.0</b>
<b>现金变动净额</b>	<b>1,751</b>	<b>(396)</b>	<b>1,028</b>	<b>1,593</b>	<b>2,166</b>						

来源: 公司资料, 中泰国际研究部

## 历史建议和目标价

中教控股 (839 HK) 股价表现及评级时间表



来源：公司资料，中泰国际研究部

	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	30/4/2019	HK\$12.36	「增持」	HK\$13.50
2	27/6/2019	HK\$12.34	「增持」	HK\$12.20
3	29/11/2019	HK\$10.74	「增持」	HK\$13.13
4	27/04/2020	HK\$11.88	「买入」	HK\$14.30
5	27/11/2020	HK\$14.90	「买入」	HK\$22.20

来源：公司资料，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