

中教控股 (00839)

证券研究报告

2020年11月25日

FY20 调后归母 9.8 亿超预期，并购效率优势持续凸显

FY2020 收入 26.78 亿元，同比增长 37.0%

11月24日，公司发布年度业绩公告，FY20 中教控股收入 26.78 亿元，同比增长 37.0%，该增长反映了学生对公司提供的优质高等及职业教育的强劲需求，且公司的扩张策略行之有效。

中教控股拥有三个主要业务分部，分别是：高等教育分部、职业教育分部、国际教育分部。具体来看：

高等教育收入 17.44 亿元（占总 65.1%，同比-0.2pct），同比增长 36.5%。高等教育机构的收入大幅增加主要归因于现有高等教育机构的在校学生人数及学费的内生增长，以及公司成功新增两所学校，即山东泉城学院及重庆翻译学院（分别于 2019 年 3 月及 2019 年 7 月成为公司并表附属实体）所带动。

职业教育收入 7.36 亿元（占 27.5%，-7.1pct），同比增长 8.7%。职业教育机构的收入大幅增加主要受三间职业教育机构的在校学生人数及学费出现内生增长所带动。

国际教育收入 1.97 亿元（占 7.4%，+7.4pct），去年同期为零。

FY20 公司调后归母净利 9.84 亿元，同比增长 28.7%；正常化 EBITDA 为 15.42 亿元，同比增长 37.5%。归母正常化净利 10.5 亿元，同比增长 36.9%，正常化利润调整项目主要有股东应占一次性退还住宿费 0.62 亿元。

截至 2020 年 8 月 31 日，公司经营 3 个业务分部，其学校网络包括位于中国的九所大学及专业院校、一所位于澳大利亚悉尼的获认证高等教育学府以及一所位于英国伦敦颁授英美双学位的大学。

维持盈利预测，给予买入评级。

中教为一家全球领先的高等及职业教育集团，业务遍布中国，澳大利亚与英国。公司专注于通过创新提供优质教育，校网络包括中国 9 所大学及职业教育学府（其中包括全国顶尖且最大型的民办大学及位于粤港澳大湾区的 4 所教育学府）以及 1 所位于澳大利亚悉尼的获认可高等教育学府，以及 1 所位于英国伦敦的美国及英国双学位颁授授予大学。截至 2020 年 8 月 31 日，公司有约 18.02 万名学生。公司提供范围广泛的课程。我们预计公司 FY21-22 年归母净利分别为 13.6 亿、17 亿；PE 分别为 21x，16x。

风险提示：民促法实施条例尚未落地，整合效果不及预期，核心高管流失等

投资评级

行业 非必需性消费/支援服务

6 个月评级 买入（维持评级）

当前价格 15.34 港元

目标价格 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	2,150.22
港股总市值(百万港元)	32,984.41
每股净资产(港元)	3.37
资产负债率(%)	53.97
一年内最高/最低(港元)	17.32/8.90

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中教控股-公司点评:大手笔收购海经院，或开启新一轮并购整合》 2020-08-10
- 《中教控股-公司点评:20H1 调后净利 4.91 亿+32%，整合高效推进国际化进程》 2020-04-23
- 《中教控股-公司点评:FY19 收入 +51%，调后 EBITDA+32%至 11.2 亿，整合效果明显在手现金充裕》 2019-11-27



1. FY2020 收入 26.78 亿元，同比增长 37.0%

11月24日，公司发布年度业绩公告，FY20 中教控股收入 26.78 亿元，同比增长 37.0%，该增长反映了学生对公司提供的优质高等及职业教育的强劲需求，且公司的扩张策略行之有效。

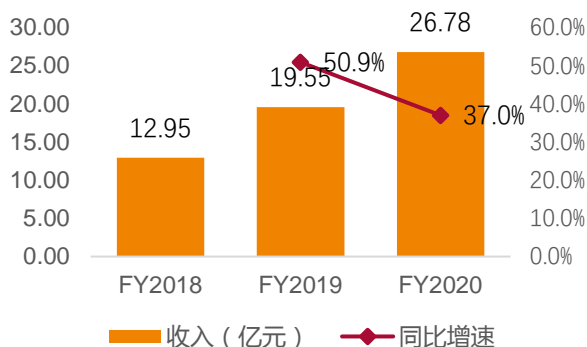
中教控股拥有三个主要业务分部，分别是：高等教育分部、职业教育分部、国际教育分部。具体来看：

高等教育收入 17.44 亿元（占总 65.1%，同比-0.2pct），同比增长 36.5%。高等教育机构的收入大幅增加主要归因于现有高等教育机构的在校学生人数及学费的内生增长，以及公司成功新增两所学校，即山东泉城学院及重庆翻译学院（分别于 2019 年 3 月及 2019 年 7 月成为公司并表附属实体）所带动。

职业教育收入 7.36 亿元（占 27.5%，-7.1pct），同比增长 8.7%。职业教育机构的收入大幅增加主要受三间职业教育机构的在校学生人数及学费出现内生增长所带动。

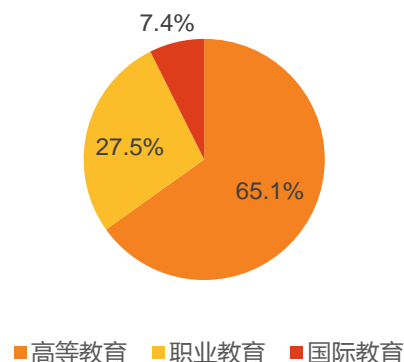
国际教育收入 1.97 亿元（占 7.4%，+7.4pct），去年同期为零。

图 1：FY20 公司收入 26.78 亿元，同比增长 37.0%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

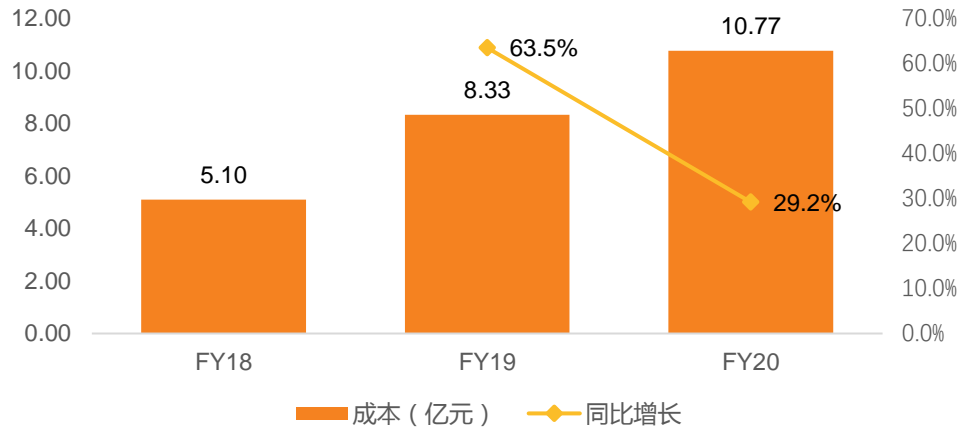
图 2：高等教育分部收入 17.44 亿元，同比增长 36.5%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

FY2020 成本 10.77 亿元，同比增长 29.2%，增加是由于公司扩张、学生人数增加及新增加的独立学院（即山东泉城学院及重庆翻译学院（分别于 2019 年 3 月及 2019 年 7 月成为公司并表附属实体））的成本结构（向公立学校联席举办人支付合作费用）所致。于独立学院转设为全民办高等教育学校后，该等独立学院的合作费用预期将不再存在，将会带动利润率增加。

图 3：FY29 成本 10.77 亿元，同比增长 29.2%



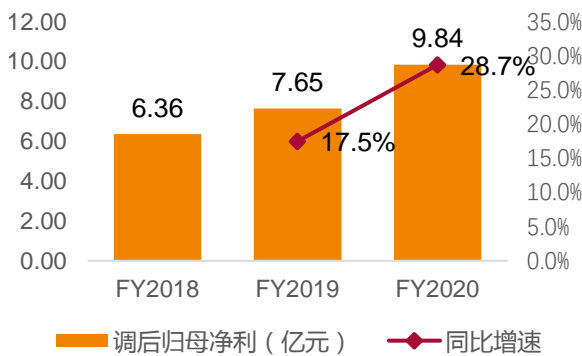
资料来源：公司公告，天风证券研究所

毛利 16.01 亿元，同比增长 42.8%；毛利率 59.78%，同比+2.38pct，反映在集团管理下，学校运营效率进一步提升，管理层计划通过集团运营专长进一步将新收购学校的运营提升至与集团现有且发展成熟的学校相若的水平，从而提高新收购学校的毛利率。

销售费率 5.04%，同比+2.34pct；管理费 13.90%，同比-4.16pct。具体来看：销售开支 1.35 亿，同比增长 155.55%，销售开支上升的主要原因为新增一所海外学校，其销售开支占成本的比例较高。行政开支 3.72 亿，同比增长 5.46%，管理费用率下降的主要原因为实施节省成本措施、收购成本协同效益及购买股权计划下回拨以股份为基础的开支减少。

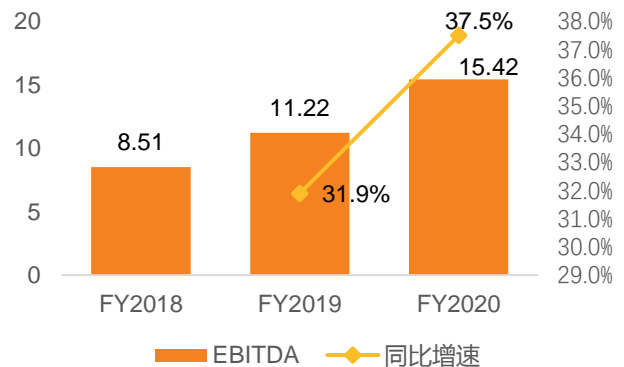
FY20 公司调后归母净利 9.84 亿元，同比增长 28.7%；正常化 EBITDA 为 15.42 亿元，同比增长 37.5%。归母正常化净利 10.5 亿元，同比增长 36.9%，正常化利润调整项目主要有股东应占一次性退还住宿费 0.62 亿元。

图 4：FY20 调后归母净利 9.84 亿元，同比增长 28.7%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：FY20 正常化 EBITDA 为 15.42 亿元，同比增长 37.5%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 1：归母正常化净利 10.5 亿元，同比增长 36.9%，调整项目主要有股东应占一次性退还住宿费 0.62 亿元。

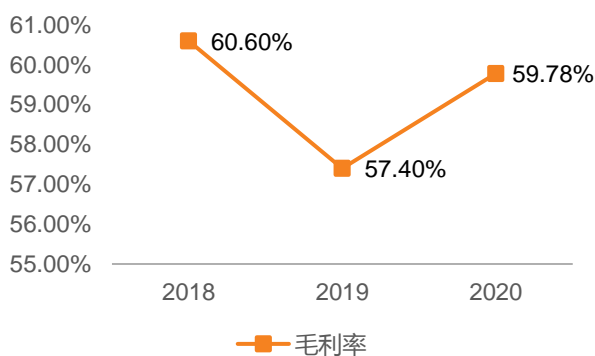
	FY20	FY19
归母净利 (千元)	633,202	592,617
调整项目：汇兑收益/亏损 (千元)	-42,964	65,887
以股份为基础的付款 (千元)	6,320	48,863
递延现金代价的推算利息 (千元)	18,309	40,619

可转换债券的公允价值变动 (千元)	369,260	16,525
调整后归母净利润 (千元)	984,127	764,511
调整项目: 股东应占一次性退还住宿费 (千元)	62,390	—
正常化归母净利润 (千元)	1,046,517	764,511

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

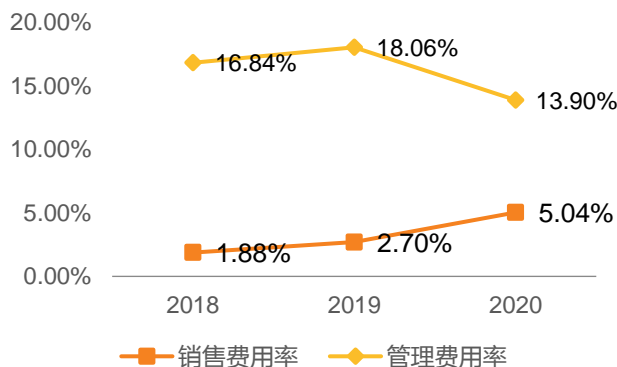
截至 2020 年 8 月 31 日总银行结余及现金为人民币 43.67 亿元, 较 2019 年 8 月 31 日的 42.54 亿元有所增加, 现金主要用于学校收购与兴建校区。

图 6: 毛利率 59.78%, 同比+2.38pct



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 7: 销售费率 5.04%, 同比+2.34pct; 管理费率 13.90%, 同比-4.16pct



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2. 学校总数 13 所, 校学生总人数为 18.02 万名, 同比增长 6%

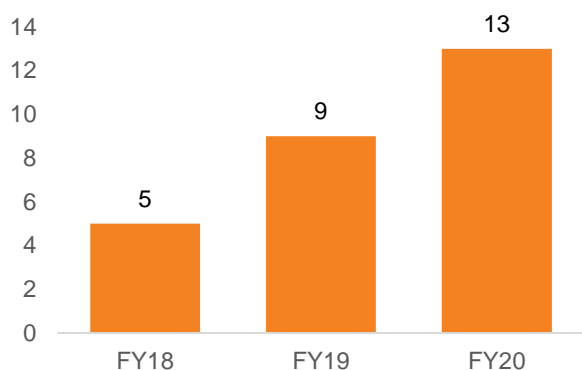
截至 2020 年 8 月 31 日, 公司经营 3 个业务分部, 其学校网络包括位于中国的九所大学及专业院校、一所位于澳大利亚悉尼的获认证高等教育学府以及一所位于英国伦敦颁授英美双学位的大学。

2020 年在校学生总人数为 18.02 万名, 同比增长 6%, 系现有学校学生人数内生增长以及来自新加入的三所学校的学生所致。其中: 高等教育分部在校生人数 11.05 万, 同比增长 7.56%; 职业教育分部在校生人数 6.59 万人, 同比减少 2.18%; 国际教育分部在校生人数 3788 人, 同比增长 12.60%。

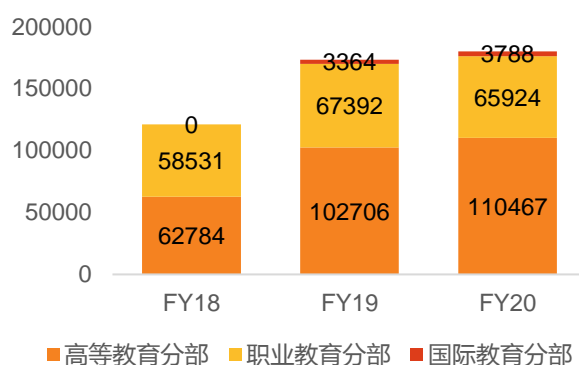
截至 2020 年 11 月 24 日公司学校网络包括 13 所学校, 其在校学生人数已增长至约 23.80 万名学生。报告期后, 公司进一步扩展其业务至中国海南省。

图 8: 截至 FY20 中教控股学校数目为 13 所, 较 FY19 年增加 4 所

图 9: 三分部合计共 18.18 万名在校生, 较 19H1 的在校生人数上升 5.93%



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 并购整合推进国际化，向中国教育基金出资 0.31 亿元

目前，中国有逾 700 所民办高等教育院校（包括民办大学、民办专科学校和独立学院），以及数千所民办职业学校。等院校及学校的拥有权及经营权较为分散，故而显现出大量潜在合并及收购机会以及提升学校教育质量的空间。

● 并购与整合

公司已制定并购策略以达致增长目标。至此，公司的并购团队自公司上市起已审视逾 500 个潜在并购目标，其中部分正进行尽职审查程序。公司计划寻求更多具有可观增长潜力的收购机会，并预期未来将有更多学校加入公司。公司拥有将新收购学校顺利整合进入公司的良好往绩。在校学生人数的增加及新收购学校具备素质持续提升的潜力，印证公司整合及物色具潜在增长前景新学校的能力。中国民办高等及职业教育行业的增长势头强劲，拥有可观发掘潜力及机会。

● 独立学院转设

中国的教育监管部门已明确独立学院转设为民办大学是高等教育院校设置工作的重点。独立学院转设将为扩大独立学院的学生人数以及提高其教学质量和效率带来机会。公司已战略性收购三所优质的独立学院（即重庆翻译学院、广州松田学院和山东泉城学院）。受益于监管部门的利好政策支持，正在积极推动其三所独立学院的转设。于 2020 年 11 月 24 日，三所独立学院全部均已就转设向其各自的省级或市级机关取得相关批准。

● 建设新校区

根据国家《粤港澳大湾区发展规划纲要》，大湾区将被发展为“教育和人才高地”，而广东省也是全国人口规模最大和增长最快的省份，凭借经济和人口增长带来的对优质教育的强劲需求，广东省的高等教育具有广阔的发展空间。公司计划于大湾区进一步发展，包括进行并购以及扩建校园。

● 广东白云学院新校区

广东白云学院新校区位于中国广东省广州市，地盘面积约达 750 亩。校区建设分为两期，第一期可容纳学生 8000 名并已于 2019 年 9 月投入使用。第二期可容纳学生 1.8 万名，正按计划施工，预期将于 2021 年夏季完工。

● 广州松田学院新校区

为满足日益增长的学生入学需求，公司已与肇庆新区政府签订协议，其将提供最多总计 1500 亩的用地，以建立一个可容纳约 3 万名学生的新大学校区。

● 国际教育

随著全球化进程不断加快，中国已成为世界最大的留学生输出国和重要的留学目的国。公司于 2019 年 10 月并购了国王学院(澳大利亚)，并于 2020 年 3 月与里士满大学(英国)订立合作协议，为学生提供优质的全球教育资源，例如商科、艺术、信息技术及英语教学(TESOL)等学士与硕士学位课程。上述两所大学分别位于澳大利亚悉尼市和英国伦敦市，均是中国留学生青睐的留学目的地，市场前景广阔。

公司在国际教育课程运营方面经验丰富，包括涉及 12 门语言，共与 36 个国家的 129 家海外机构合作的交换课程及联合教育课程(于 2019 年 8 月 31 日：11 门语言、69 家海外机构、17 个国家)。公司在其业务核心地区的广东省(中国最大的留学生输出省份之一)的省会城市广州拥有四所学校。此外，在重庆市运营 1 所专注于国际教育及外国语的学校。公司、国王学院及里士满大学拥有良好增长往绩。

公司目前正为有意在国王学院及里士满大学留学的中国学生定制国际衔接课程。收购国王学院及与里士满大学建立合作关系将进一步提升公司的国际教育能力，以及提升公司为学生做好准备应对全球化趋势的能力。澳大利亚及英国均以其一流高等教育享誉全球，是全球最受欢迎的留学目的地之一。收购及建立合作关系亦让国王学院及里士满大学有机会招收更多优秀中国留学生，从而赋予公司在蓬勃发展的国际高等教育市场增长的潜力，以扩阔收入来源及增加收入。

维持盈利预测，给予买入评级。中教为一家全球领先的高等及职业教育集团，业务遍布中国，澳大利亚与英国。公司专注于通过创新提供优质教育，校网络包括中国 9 所大学及职业教育学府(其中包括全国顶尖且最大型的民办大学及位于粤港澳大湾区的 4 所教育学府)以及 1 所位于澳大利亚悉尼的获认可高等教育学府，以及 1 所位于英国伦敦的美国及英国双学位颁授授予大学。截至 2020 年 8 月 31 日，公司有约 18.02 万名学生。公司提供范围广泛的课程。我们预计公司 FY21-22 年归母净利分别为 13.6 亿、17 亿；PE 分别为 21x，16x。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com