

业绩符合预期，持续推进收入多元化发展

——中国科培 (1890.HK) 2019 年报点评

海外公司简报

买入 (维持)

当前价: 3.92 元

分析师

刘凯 (执业证书编号: S0930517100002)

021-52523849

kailiu@ebsecn.com

联系人

贾昌浩

021-52523835

jiachanghao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股): 20.01

总市值(亿港元): 78.43

◆收入增长 24.1%，归母净利润增长 33.4%，业绩符合预期。2019 年公司总收入 7.14 亿元 (+24%)，调整后净利润 4.50 亿元 (+30%)。分业务来看，中国科培收入来源为学费、住宿费及其他教育服务费。学费收入为 6.56 亿元 (+25.8%)，其中包括本科课程学费 4.49 亿元 (+35.8%)、大专课程学费 1.13 亿元 (-2.5%)，成人大学课程学费 0.42 亿元 (+53.2%)，专升本课程学费 0.04 亿元 (-19.7%)，中等职业教育学费 0.47 亿元 (+12.9%)；住宿费 0.52 亿元 (+25.8%)，其他教育服务费 0.06 亿元 (-38.5%)。学费收入仍然为主要收益，占公司 2019 年总收益约 91.8%。

公司计划进一步扩展服务种类来实现收益来源多元化: 1) 上调 20/21 学年的学费及住宿费; 2) 扩展服务种类, 通过专升本项目在 20/21 学年招收更多学生; 3) 扩展成人大学课程和广东理工学院考证中心的课程范围。

◆目前中国科培教育集团拥有两所学校，分别为广东理工学院和肇庆学校。广东理工学院提供本科课程、大专课程、在校成人大学课程和校外成人大学课程。肇庆学校提供中等职业教育课程。19/20 学年，集团的在校学生总人数为 57924 名 (+28.4%)。学校可容纳人数总计 36436 名，学校利用率达到 91.4%。其中广东理工学院学校利用率为 91.1%，肇庆学校利用率为 92.7%。其中成人大学课程校内/校外的学生人数分别为 4783 名 (+145%)、14876 名 (+103%)。成为集团 19/20 学年学生人数增长的主要来源，为成人课程学费收入带来了 53% 的增长。本科课程的学生人数为 23823 名 (+19%)，为本科课程学费收入带来了 36% 的增长。

◆盈利能力稳定，净利润率持续提升。2019 年毛利率 67.51% (+1.33pcts)，净利率 63.87% (+6.10pcts)。销售成本为 2.32 亿元 (+25%)，主要是员工成本、折旧与摊销增加。员工成本为 1.03 亿元 (+30.6%)，主要是教师人数增加以及应付教师薪酬福利增加。资产负债率由 2018 年的 7.7% 下降到 2019 年的 3.6%。公司控费效果明显，公司盈利能力稳定，净利润率持续提升。

◆广东理工学院未来 2 年将新增容量约 10000 人次。预期广东理工学院新鼎湖校区的第三期工程将于 2020 年下半年竣工，并进一步将广东理工学院的容纳人数扩大约 3,000 名学生。除新鼎湖校区外，公司计划进一步改造广东理工学院的高要校区，重点扩张及改造宿舍及配套设施。预期可容纳约 7,000 名学生的宿舍将于 2021 年下半年竣工。

◆维持“买入”评级。

考虑到公司在手现金充沛、财务结构持续改善，以及哈尔滨石油学院办学收益的并表影响，我们上调公司 20-21 年的调整后净利润预测为 6.00/7.21 亿元，新增 22 年调整后净利润预测为 8.14 亿元。20-22 年净利润增速分别为 33.57%/20.19%/12.93%。对应 20 年 EV/EBITDA 为 10x。由于石油学院举办者变更需要的时间周期，我们暂不考虑收入端的影响。我们认为公司内生外延增长可期，维持“买入”评级。

◆风险提示：教学质量下滑、教育政策变动、外延扩张策略不达预期。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万人民币)	575	714	868	1,005	1,112
营业收入增长率	26.37%	24.08%	21.50%	15.84%	10.70%
调整后净利润 (百万人民币)	345	449	600	721	814
调整后净利润增长率	43.62%	30.00%	33.57%	20.19%	12.93%
调整后 EPS (港元)	0.25	0.24	0.33	0.39	0.44
调整后 PE	16	16	12	10	9
ROE	26.29%	21.60%	20.19%	21.41%	21.27%

资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2020 年 3 月 27 日 汇率 100RMB=109HKD

利润表 (百万元人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	575	714	868	1,005	1,112
营业成本	-186	-232	-282	-346	-389
毛利	390	482	585	659	723
其他经营净收益	53	79	110	160	200
销售费用	-15	-24	-17	-18	-20
管理费用	-77	-77	-78	-80	-89
上市开支	-27	18	0	0	0
财务费用	-9	-2	0	0	0
税前利润	342	458	600	721	814
税收支出	0	-2	0	0	0
净利润	342	456	600	721	814
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母公司净利润	342	456	600	721	814

资产负债表 (百万元人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	2,330	3,423	3,753	4,268	4,820
货币资金	433	1,112	1,867	2,321	2,806
应收账款与票据	48	59	95	55	30
其他短期资产	-	0	87	100	111
固定资产	1,274	1,423	1,441	1,490	1,540
无形资产	198	0	226	251	267
商誉	0	0	0	0	0
其他长期资产	131	557	50	43	45
总负债	898	633	603	685	749
短期借款及应付应计款项	460	520	499	581	645
递延收入	1	1	2	2	2
长期负债	100	100	100	100	100
股东权益	1,433	2,790	3,150	3,582	4,071
股本	0	0	0	0	0
储备	1,433	2,790	3,150	3,582	4,071

现金流量表 (百万元人民币)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	631	790	738	866	937
净利润	342	456	600	721	814
折旧、摊销	57	54	60	61	61
其他非现金调整	-167	-20	112	-24	-16
非现金营运资本变动	399	300	-34	108	78
投资活动产生现金流	-576	-84	269	-125	-126
固定及无形资产变动	0	0	0	0	0
长期投资净变动	-246	-234	399	-14	-15
其他投资活动	0	300	0	0	0
融资活动现金流	364	-515	-252	-289	-326
债务变动	-245	-341	-2	0	0
股本变动	746	0	0	0	0
支付的股利合计	136	182	240	288	326
其他筹资活动	-1	8	-10	0	0
净现金流	419	191	755	452	485

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼