

中汇集团 (382 HK)

高增长一如既往，唯市场情绪低迷

FY21 净利润 4.1 亿人民币

中汇集团公布 FY21 业绩，FY21 收入 12.5 亿人民币（下同），同比增长 56.4%，符合预期。受到收购四川城市职业学院和四川城市技师学院带动（今年 1 月以 7.5 亿元人民币对价收购 51% 股权），集团在校生人数为 6.2 万人，同比增长 76.8%。毛利率提升 0.9 个百分点至 50.4%。销售及行政费用 1.8 亿，占收入 14.1%，去年同期 14.7%。净利润 4.1 亿，同比增长 41.9%，净利润率 33.1%。剔除非现金开支，调整后净利润 4.6 亿元。期内公司有息负债从 7.5 亿增加至 13.4 亿，财务开支仅增加 14.5%，低于预期。公司维持 30% 派息率，派发期末股息 0.084 港元。2021/22 学年新生报到人数 2.6 万，总在校生增至 7.2 万人。

未来关注点

民办教育正进入选择成为“营利性”或“非营利性”时期，中汇的管理层表示，选择营利性学校没有实际障碍，但现在也未有进展，预计在十四五期间将会出台更多相关细节。民办高教选择成为“营利性”学校的概率较大，但同时也面临增加税务开支和弱化盈利增长的可能。中汇计划收购四川学校少数股权，有利于增厚净利润。

市场投资气氛低迷，调整目标市盈率

我们维持公司 FY22E 收入 16.0 亿的预测，下调毛利率至 51.6%，最新预测 FY22E 净利润为 5.4 亿，同比增长 30.7%。虽然近期出台的《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》，鼓励上市公司开展职业教育；鼓励开展产教融合、校企合作等项目，为职业教育扫除政策风险，但鉴于市场对教育板块的风险胃纳缩小，我们同时将目标市盈率从 18 倍下调至 15 倍。新目标价 8.70 港元。

我们将于 18 日组织线下/线上（腾讯会议号：134 034 350）与管理层交流会，欢迎联络索取参会密码。

投资风险

选择成为“营利性”学校的不确定性；政府给予民办应用型学校学额数量的不确定性。

图表 1：中汇集团 - 主要财务数据（人民币百万元）

年结: 8 月 31 日	FY20 年实际	FY21 年实际	FY22 年预测	FY23 年预测	FY24 年预测
收入	800	1,252	1,603	1,875	2,124
增长率 (%)	13.6	56.4	28.1	17.0	13.3
净利润	291	414	541	648	749
增长率 (%)	34.7	41.9	30.7	19.7	15.7
摊薄后每股盈利(人民币)	0.286	0.392	0.505	0.604	0.699
净资产回报率 (%)	16.9	18.5	19.8	20.5	20.4
市盈率 (倍)	16.3	11.9	9.3	7.7	6.7
市净率 (倍)	2.6	1.9	1.7	1.4	1.2
股息率 (%)	1.8	2.5	3.2	3.9	4.5
每股股息 (港币)	0.099	0.135	0.174	0.208	0.241

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

评级：买入

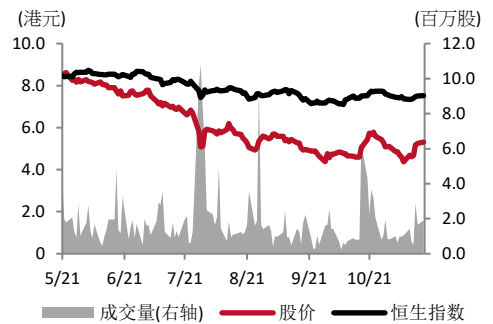
目标价：8.70 港元

股票资料

现价	5.35	港元
总市值	5,734	百万港元
流通股比例	29.8	%
已发行总股本	1,072	百万
52 周价格区间	4.30 – 10.68	港元
3 个月日均成交额	8.2	百万港元
主要股东	廖榕就	74.1%

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

20200911 - 更新报告：FY20 盈利惊喜；FY21E 新校区打开内生空间

20201111 - 更新报告：增长稳健，预计 FY20-FY23E 净利润复合增长 24%

20201210 - 更新报告：布局西南，落子成渝

20210421 - 更新报告：内生增长稳健，维持“买入”评级

分析师

陈怡 (Vivien Chan)

+852 2359 2941

vivien.chan@ztsc.com.hk

图2: 财务摘要 (年结: 8月31日; 人民币百万元)

利润表	FY20 实际	FY21 实际	FY22 预测	FY23 预测	FY24 预测	资产负债表	FY20 实际	FY21 实际	FY22 预测	FY23 预测	FY24 预测
营业收入	800	1,252	1,603	1,875	2,124	固定资产	1,706	3,672	4,014	4,228	4,411
同比%	14	56	28	17	13	无形资产及商誉	9	182	182	182	182
成本	(404)	(621)	(775)	(891)	(993)	联营公司/合营公司	0	0	0	0	0
毛利润	396	631	828	984	1,132	长期投资	459	808	639	470	300
毛利率	49.5%	50.4%	51.6%	52.5%	53.3%	其他非流动资产	19	197	197	197	197
其他收益	46	49	49	55	62	非流动资产	2,193	4,859	5,032	5,077	5,091
销售及分销成本	(8)	(20)	(27)	(34)	(40)	库存	1	3	1	1	1
行政成本	(110)	(157)	(192)	(224)	(254)	应收帐款	58	141	72	85	96
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	0	0	0	0	0	其他流动资产	91	368	368	368	368
总运营开支	(118)	(177)	(220)	(258)	(295)	现金	1,186	795	1,299	2,071	2,937
营运利润 (EBIT)	324	502	657	781	899	流动资产	1,336	1,307	1,740	2,524	3,402
营运利润率	40.5%	40.1%	41.0%	41.6%	42.3%	应付帐款	5	11	14	16	18
拨备	0	0	0	0	0	税项	48	76	19	22	26
财务成本	(16)	(18)	(27)	(27)	(27)	预提费用/其他应付款	105	228	210	246	278
融资后利润	308	484	630	754	872	银行贷款和租赁	290	282	282	282	282
联营及合营公司	0	0	0	0	0	可转债和其他债务	624	1,142	1,364	1,595	1,807
税前利润	308	484	630	754	872	其他流动负债	20	32	32	32	32
所得税	(16)	(14)	(19)	(22)	(26)	流动负债	1,092	1,770	1,920	2,193	2,443
少数股东权益	0	(56)	(70)	(84)	(97)	银行贷款和租赁	457	1,062	1,062	1,062	1,062
净利润	291	414	541	648	749	可转债和其他债务	0	0	0	0	0
增长率%	34.7	41.9	30.7	19.7	15.7	递延所得税及其他	145	288	288	288	288
净利润率	36.4%	33.1%	33.7%	34.5%	35.3%	少数股东权益	0	513	583	667	764
EBITDA	382	591	764	904	1,035	非流动负债	601	1,863	1,933	2,017	2,115
EBITDA 利润率	47.8%	47.2%	47.6%	48.2%	48.7%	总净资产	1,835	2,533	2,918	3,391	3,935
每股盈利 (人民币)	0.286	0.392	0.505	0.604	0.699	股东权益	1,835	2,533	2,918	3,391	3,935
增长率%	3.6	37.0	28.7	19.7	15.7	股本	70	73	73	73	73
每股股息 (港元)	0.099	0.135	0.174	0.208	0.241	储备	1,765	2,460	2,845	3,318	3,862

现金流量表	FY20 实际	FY21 实际	FY22 预测	FY23 预测	FY24 预测	主要财务比率%	FY20 实际	FY21 实际	FY22 预测	FY23 预测	FY24 预测
EBITDA	382	591	764	904	1,035	毛利率	49.5	50.4	51.6	52.5	53.3
营运资金变动	(83)	573	278	257	235	营业利润率	40.5	40.1	41.0	41.6	42.3
其他	6	0	0	0	0	净利率	36.4	33.1	33.7	34.5	35.3
经营活动现金流	306	1,164	1,042	1,160	1,270	销售及分销成本占	0.9	1.6	1.7	1.8	1.9
已付利息	(25)	(18)	(27)	(27)	(27)	行政成本占收入百	13.8	12.5	12.0	12.0	12.0
所得税	(1)	(48)	(76)	(19)	(22)	派息率	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
经营活动净现金	280	1,097	939	1,115	1,221	有效税率	5.4	2.9	2.9	2.9	2.9
资本支出	(449)	(501)	(449)	(338)	(319)	总负债比率	40.8	53.1	46.1	39.7	34.2
投资	169	169	169	169	169	净负债比率	净现金	21.7	1.6	净现金	净现金
已收股息	0	0	0	0	0	流动比率 (x)	1.2	0.7	0.9	1.2	1.4
资产出售	1	0	0	0	0	速动比率 (x)	1.2	0.7	0.9	1.2	1.4
已收利息	20	0	0	0	0	库存周转率 (天)	0	0	0	0	0
其他	(282)	0	0	0	0	应收账款周转率	16	16	16	16	16
投资活动现金流	(541)	(331)	(280)	(168)	(149)	应付账款周转率	7	7	7	7	7
自由现金流	(261)	766	660	946	1,071	现金周转率 (天)	10	10	10	10	10
发行股份	0	420	0	0	0	资产周转率 (x)	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
股份回购	0	0	0	0	0	财务杠杆 (x)	1.8	2.3	2.4	2.3	2.2
少数股东权益	0	0	0	0	0	EBIT 利润率	40.5	40.1	41.0	41.6	42.3
已付股息	(63)	(95)	(156)	(175)	(205)	利息开支 (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
银行贷款变动净	191	597	0	0	0	税务开支 (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
其他	(25)	144	0	0	0	股本回报率	16.9	18.5	19.8	20.5	20.4
筹资活动现金流	103	1,066	(156)	(175)	(205)	ROIC	26.4	16.8	17.8	22.0	27.1
现金变动净额	(158)	1,832	503	772	866						

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

历史建议和目标价

中汇集团 (382 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	11/9/2020	HK\$5.80	买入 (维持)	HK\$7.70
2	11/11/2020	HK\$5.42	买入 (维持)	HK\$7.60
3	11/12/2020	HK\$8.10	买入 (维持)	HK\$12.00
4	21/04/2021	HK\$8.63	买入 (维持)	HK\$12.10
5	16/11/2021	HK\$5.35	买入 (维持)	HK\$8.70

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 10% 以上至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 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