

## 公司报告

招商證券(香港)有限公司  
証券研究部

## 宇华教育 (6169 HK)

## 利润率表现亮眼

■ 20财年业绩: 调整后经营利润率好于预期, 推动核心盈利超出一致预测3%。20财年下半年毛利率达64%, 相比于20财年上半年显著提升

■ 并购有序推进, 同时因经营效率提升带来的内生增长机会仍存

■ 重申买入评级: 毛利率好于预期将是近期股价回升趋势的又一催化剂。上调盈利预测和目标价

## 20财年业绩整体符合预期, 毛利率好于预期

20财年业绩整体符合预期, 核心净利润达10.4亿元人民币, 同比增长31.3%, 好于彭博一致预测3%。收入达24.1亿元人民币, 同比增长40.5%, 低于一致预测2%。毛利率为61%, 好于一致预测3个百分点, 20年上半年毛利率为59%, 下半年则为64%, 主要受到经营效率提升/成本节约和部分季节性因素的推动。报告经营利润低于预期, 主要因可转债/贷款非现金净费用达7.9亿元人民币导致, 而19财年这一项目为2.5亿元人民币, 费用增加主要是由于宇华股价的上升。宇华宣告将派发每股0.092港元的期末股利, 20财年全年每股股利为0.17港元, 派息率为49%, 股息收益率为2.3%。

## 收购驱动的增长仍为核心策略

管理层强调收购仍然是核心增长策略, 与之相伴的还有对所并购学校整改所带来的增长(见图8)。在收购标的方面, 相比于海外学校, 宇华更偏好于收购国内学校, 因为管理层在调查了海外学校之后, 认为海外学校风险更高、估值性价比更低、并且规模都比较小。管理层表示收购标的的考察一直在进行, 但由于诸多不确定性, 没有一个确切的数量和时间目标。宇华指引在没有新增收购的假设下, 21财年收入将同比增长10%, 核心盈利将同比增长15%。我们相信这一目标偏于保守并且容易达到。

## 调升盈利预测, 维持买入评级

受到近期支持性民办教育政策(详见我们11月12日的报告)的推动, 宇华的股价随行业有所反弹。我们预期宇华强劲的业绩表现和潜在收购令其拥有良好的21财年前景, 从而进一步推升股价。我们预计21财年核心盈利将同比增长32%, 受到现有学校内生增长、郑州学校校园扩建、湖南和山东学校的少数股权收购等因素的推动。我们将20/21财年核心盈利分别上调4.0%和3.3%, 将目标价从9.5港元上调至10.1港元, 基于分部加总估值: 给予高教业务24倍未来12个月市盈率(不变), 给予K-12业务8倍市盈率(基于增速放缓, 从先前10倍下调)。我们的目标价对应21倍/19倍的21/22财年预测市盈率。

## 盈利预测及估值

年结8月31日(百万元人民币)	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
收入	1,714	2,409	2,778	3,013	3,275
毛利	1,000	1,469	1,728	1,893	2,080
营业利润	567	412	1,448	1,598	1,776
报告应占净利润	485	204	1,368	1,531	1,729
调整净利润	793	1,041	1,377	1,538	1,732
调整每股盈利(人民币)	0.24	0.30	0.40	0.44	0.50
市盈率(x)	26.5	20.2	15.2	13.7	12.1
净资产回报率	12%	5%	28%	27%	26%
净负债率	-28%	-30%	-28%	-42%	-53%

资料来源: 公司资料、招商證券(香港)预测; 股价截至2020年11月24日。

王腾杰

+852 3189 6634

tommywong@cmschina.com.hk

李怡珊

+852 3189 6122

crystalli@cmschina.com.hk

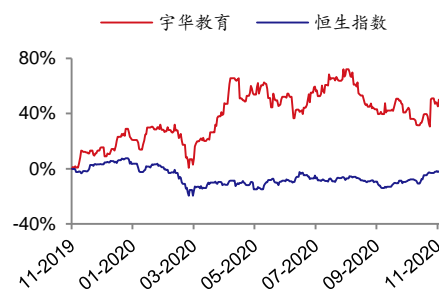
## 最新变动

20财年业绩; 盈利预测/目标价上调

## 买入

前次评级	买入
股价	7.4港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	10.1港元 (+36%)
前次目标价	9.5港元

## 股价表现



数据来源: 彭博、股价截至2020年11月24日

%	1m	6m	12m
6169 HK	12.8	(3.6)	53.4
恒生指数	6.3	15.4	(1.9)

## 行业: 教育

恒生指数(2020/11/24)	26,588
国企指数(2020/11/24)	10,613

## 重要数据

52周股价区间(港元)	4.6-8.3
港股市值(百万港元)	24,747
日均成交量(百万股)	21.5
每股净资产(人民币)	1.42

## 主要股东

光宇投资	57.4%
其他股东	0.8%
总股数(百万股)	3,339
自由流通量	41.8%

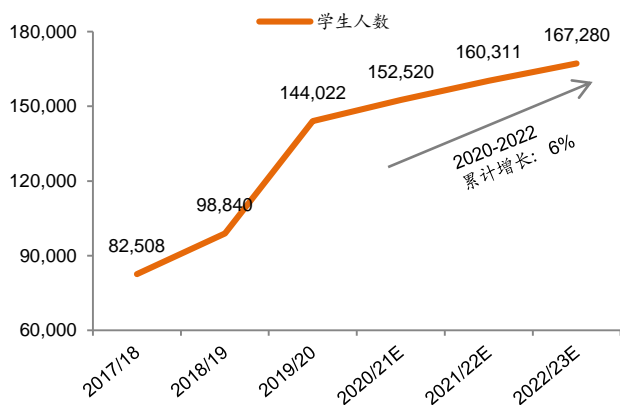
资料来源: 公司资料、彭博

## 相关报告

1. 宇华教育(6169 HK) - 新增股权并购, 点亮增长前景(买入)(2020/09/29)
2. Yuhua Education(6169 HK) - Solid 1H results reaffirm management execution (BUY) (Apr 28, 2020)
3. 宇华教育(6169 HK) - 股价已反映20财年正面因素, 静待入市良机(中性)(2020/01/20)

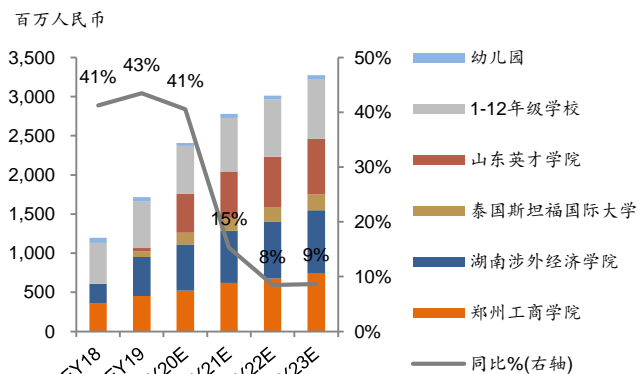
## 重点图表

图1: 预测宇华20-22财年学生人数年复合增长率将达6%



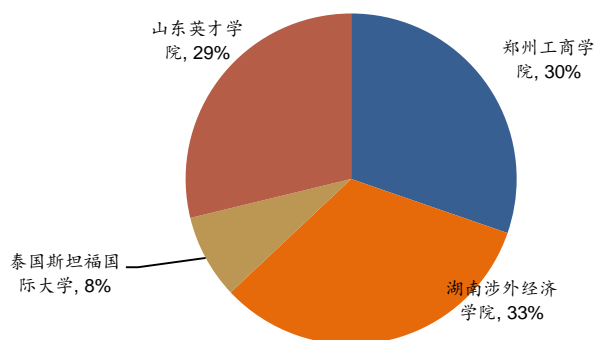
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图2: 完成几次并购之后, 预计大学板块21财年的营收占比将达74%



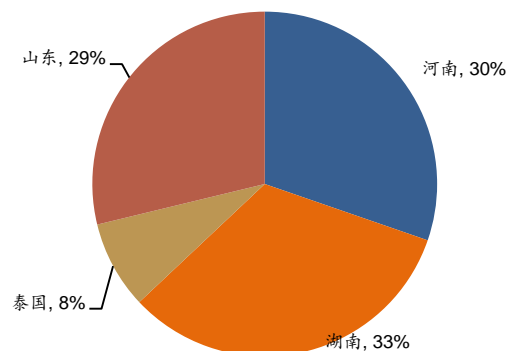
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图3: 21财年预测大学板块分学校营业收入



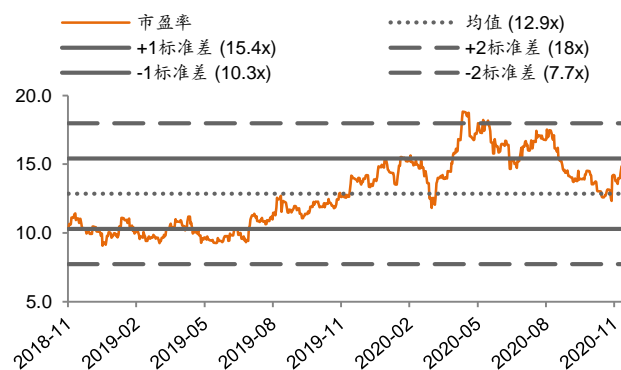
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测; 注: 仅包含并表学校

图4: 21财年预测大学板块分地区营业收入



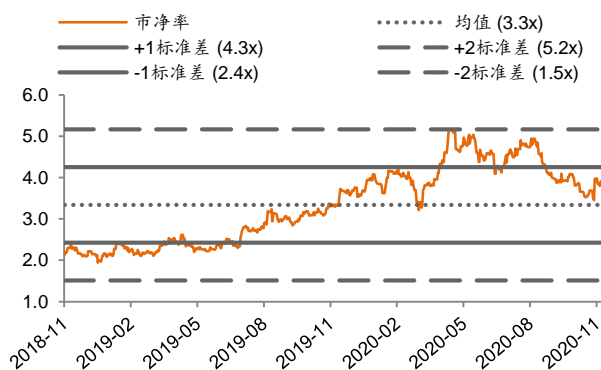
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测; 注: 仅包含并表学校

图5: 市盈率区间



资料来源: 彭博、公司资料、招商证券(香港)预测

图6: 市净率区间



资料来源: 彭博、公司资料、招商证券(香港)预测

2020 年 11 月 24 日 (星期二)

图7：宇华20财年业绩与招商证券预测、彭博一致预测对比

百万人民币	宇华业绩			招商证券预测		彭博一致预测	
	FY19	FY20	同比	FY20	差异	FY20	差异
期间	8.31	8.31		8.31		8.31	
收入	1,714	2,409	40.5%	2,446	-1.5%	2,460	-2.1%
毛利	1,000	1,469	46.9%	1,381	6.4%	1,428	2.8%
经营利润	567	412	-27.3%	654	-37.0%	859	-52.0%
归母净利润	485	204	-58.0%	509	-59.9%	519	-60.7%
调整后毛利润	1,049	1,520	45.0%	1,441	5.5%		
调整后经营利润	872	1,254	43.8%	1,167	7.5%	935	34.1%
调整后净利润	793	1,041	31.3%	1,015	2.6%	1,013	2.7%
全面摊薄每股盈利(人民币)	0.15	0.06	-58.9%	0.15	-60.1%	0.21	-71.7%
调整全面摊薄每股盈利(人民币)	0.24	0.30	28.4%	0.30	2.1%	0.22	41.8%
每股股利(港元)	0.13	0.17	29.9%	0.16	6.1%	0.11	62.6%
派息率	48%	49%					
毛利率	58.3%	61.0%	2.6 ppt	56.4%	4.5 ppt	58.1%	2.9 ppt
经营利润率	33.1%	17.1%	-16 ppt	26.7%	-9.6 ppt	34.9%	-17.8 ppt
净利率	28.3%	8.5%	-19.8 ppt	20.8%	-12.3 ppt	21.1%	-12.6 ppt
调整后毛利率	61.2%	63.1%	1.9 ppt	58.9%	4.2 ppt		
调整后经营利润率	50.9%	52.1%	1.2 ppt	47.7%	4.3 ppt	38.0%	14.1 ppt
调整后净利率	46.2%	43.2%	-3 ppt	41.5%	1.7 ppt	41.2%	2 ppt
净现金	1,178	1,237	5.0%	666	85.9%	1,071	15.5%
净现金/权益比率	28%	30%	1.8 ppt	15%	15 ppt		

资料来源：公司资料、彭博、招商证券（香港）预测

图8：宇华并购学校经营整改表现

截至 20 财年	项目	收购前	收购后(2020/21 学年)	同比增长
<b>湖南涉外经济学院</b>				
2017 年 12 月收购	学费 (人民币)			
	本科项目	15,000	24,000	60%
	专科项目	11,000	16,000	45%
	学生人数	27,830	34,512	24%
	营销费用 (百万人民币)	10	2	-80%
	调整后净利润 (百万人民币)	63	280	344%
	报到率	89%	96%	8 个百分点
	民办大学排名	#31	#10	上升 21 位
<b>泰国斯坦福国际大学</b>				
2019 年 2 月收购	生均收入 (人民币)	30,750	32,609	6%
	学生人数	4,000	4,600	15%
	收入 (百万人民币)	123	150	22%
	调整后净利润 (百万人民币)	-27	14	扭亏为盈
<b>山东英才学院</b>				
2019 年 7 月收购	学费 (人民币)			
	本科项目	16,000	19,000	19%
	专科项目	12,000	15,000	25%
	生均收入 (人民币)	14,286	14,607	2%
	学生人数	31,500	34,230	9%
	收入 (百万人民币)	450	500	11%
	调整后净利润 (百万人民币)	106	200	89%
<b>开封博望高中</b>				
2018 年 4 月收购	学费 (人民币)	9,000	11,000	22%
	学生人数	4,000	5,000	25%
	收入 (百万人民币)	36	55	53%
	调整后净利润 (百万人民币)	12	30	150%

资料来源：公司资料、招商证券（香港）

图9: 宇华盈利预测调整

百万人民币	FY21E			FY22E		
	调整前	调整后	变动	调整前	调整后	变动
<b>主要假设变动</b>						
学生人数 (按学年)	150,790	152,520	1.1%	158,800	160,311	1.0%
生均收入 (人民币)	18,421	18,216	-1.1%	19,020	18,797	-1.2%
收入	2,778	2,778	0.0%	3,020	3,013	-0.2%
调整后毛利润	1,659	1,741	4.9%	1,812	1,906	5.2%
调整后经营利润	1,339	1,457	8.8%	1,468	1,604	9.3%
调整后净利润	1,324	1,377	4.0%	1,489	1,538	3.3%
调整后每股盈利 (人民币)	0.387	0.401	3.6%	0.432	0.445	3.0%
调整后每股股利 (人民币)	0.193	0.201	3.6%	0.216	0.222	3.0%
调整后毛利率	59.7%	62.7%	2.9 ppt	60.0%	63.2%	3.2 ppt
调整后经营利润率	48.2%	52.5%	4.2 ppt	48.6%	53.2%	4.6 ppt
调整后净利率	47.7%	49.6%	1.9 ppt	49.3%	51.0%	1.7 ppt

资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

图10: 宇华高教资产一览



郑州工商学院

本科项目、专科项目

上市前的自建学校。宇华已经为其校园扩张在兰考市购买了一块新的土地，目标在 2020/21 学年增加 8,000 张床位，总容量提高到 49,000 人。



湖南涉外经济学院

本科项目、专科项目、  
技师项目

2017 年 12 月收购 70% 的股权及并表；目前的入学人数已接近容量上限，因此宇华正在建造新的宿舍，该宿舍应在 2021/22 学年使用。宇华于 2020 年 9 月收购了剩余的 30% 的股权。



泰国斯坦福国际大学

本科项目、研究生项目

2019 年 2 月收购并表



山东英才学院

本科项目、专科项目、  
技师项目

2019 年 7 月收购 90% 的股权及并表，于 2020 年 8 月收购剩余 10% 的股权。

资料来源: 公司资料、招商证券 (香港)

图 11: 宇华预测一览

学年	2018/19	2019/20	2020/21E	2021/22E	2022/23
学生人数	98,840	144,022	152,520	160,311	167,280
同比	20%	46%	6%	5%	4%
<b>财年, 年结日 8 月 31 日 (人民币百万元)</b>	<b>FY19</b>	<b>FY20</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>
收入	1,714	2,409	2,778	3,013	3,275
同比	43%	41%	15%	8%	9%
经营利润	567	412	1,448	1,598	1,776
同比	-2%	-27%	251%	10%	11%
调整后经营利润	872	1,254	1,457	1,604	1,779
同比	42%	44%	16%	10%	11%
调整后净利润	793	1,041	1,377	1,538	1,732
同比	30%	31%	32%	12%	13%
<b>分学校收入 (人民币百万元)</b>	<b>FY19</b>	<b>FY20</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>
<b>大学</b>	<b>1,064</b>	<b>1,761</b>	<b>2,043</b>	<b>2,231</b>	<b>2,459</b>
郑州工商学院	452	523	619	676	745
湖南涉外经济学院	501	587	668	729	804
泰国斯坦福国际大学	74	151	168	184	203
山东英才学院	38	499	588	642	708
<b>1-12 年级学校</b>	<b>593</b>	<b>609</b>	<b>685</b>	<b>733</b>	<b>767</b>
<b>幼儿园</b>	<b>57</b>	<b>40</b>	<b>51</b>	<b>50</b>	<b>49</b>
<b>合共</b>	<b>1,714</b>	<b>2,409</b>	<b>2,778</b>	<b>3,013</b>	<b>3,275</b>
<b>按学校类型</b>					
大学	1,064	1,761	2,043	2,231	2,459
1-12 年级学校	593	609	685	733	767
幼儿园	57	40	51	50	49
<b>分学校收入占比</b>	<b>FY19</b>	<b>FY20</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>
<b>大学</b>	<b>62%</b>	<b>73%</b>	<b>74%</b>	<b>74%</b>	<b>75%</b>
郑州工商学院	26%	22%	22%	22%	23%
湖南涉外经济学院	29%	24%	24%	24%	25%
泰国斯坦福国际大学	4%	6%	6%	6%	6%
山东英才学院	2%	21%	21%	21%	22%
<b>1-12 年级学校</b>	<b>35%</b>	<b>25%</b>	<b>25%</b>	<b>24%</b>	<b>23%</b>
<b>幼儿园</b>	<b>3%</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>1%</b>
<b>合共</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>按学校类型占比</b>					
大学	62%	73%	74%	74%	75%
1-12 年级学校	35%	25%	25%	24%	23%
幼儿园	3%	2%	2%	2%	1%
<b>分地域收入 (人民币百万元)</b>	<b>FY19</b>	<b>FY20</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>
河南	452	523	619	676	745
湖南	501	587	668	729	804
泰国	74	151	168	184	203
山东	38	499	588	642	708
<b>分地域收入占比</b>	<b>FY19</b>	<b>FY20</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>
河南	42%	30%	30%	30%	30%
湖南	47%	33%	33%	33%	33%
泰国	7%	9%	8%	8%	8%
山东	4%	28%	29%	29%	29%

资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

2020年11月24日(星期二)

图12: 教育行业同业对比

公司名称	股票代码	股价 (当地货币)	招商证券		市值 (百 万美元)	3个月平均 交易量 (百万美 元)	P/E (x)			PEG*		P/B (x)		EV/EBITDA (X)	每股盈利年 复合增长率 (%)	
			评级	目标价 (当地货 币)			上涨空间 (%)	FY20E	FY21E	FY22E	FY21E	FY20E	FY21E	FY22E	FY21E	2020-2022 CAGR
恒生指数		26,588					n.a.	13.6	11.4	n.a.	1.1	1.1	1.1	10.6	n.a.	
国企指数		10,613					n.a.	10.0	8.8	n.a.	1.1	1.1	1.0	9.2	n.a.	
高教行业-第一梯队																
中教	839 HK	15.3	买入	22.0	43.4	4,255	8.2	28.5	20.2	16.4	0.7	3.7	3.5	3.1	16.8	28.3
宇华	6169 HK	7.4	买入	10.1	36.3	3,192	7.2	20.2	15.2	13.7	0.7	5.1	4.3	3.7	12.6	20.8
希望	1765 HK	2.3	买入	4.2	86.7	2,100	6.8	25.1	16.1	12.8	0.4	2.3	2.1	1.9	11.2	36.0
高教行业-第二梯队																
科培	1890 HK	6.2	买入	8.7	41.5	1,599	2.2	18.4	13.5	11.3	0.5	3.4	2.9	2.5	11.1	27.7
华夏视听	1981 HK	4.7	买入	6.0	26.8	1,013	1.0	20.2	13.6	11.2	0.4	2.3	2.0	1.8	12.2	34.5
新高教	2001 HK	4.8	买入	7.1	46.7	990	4.1	11.5	8.8	7.7	0.4	1.9	1.4	1.2	8.2	22.1
中汇	382 HK	7.7	未评级	n.a.	n.a.	1,009	2.1	22.8	17.3	13.6	0.6	3.6	3.1	2.6	12.4	30.6
嘉宏	1935 HK	3.8	未评级	n.a.	s	791	0.3	21.5	17.3	15.4	0.9	2.7	2.3	2.0	11.3	18.3
新华	2779 HK	2.4	未评级	n.a.	n.a.	504	0.3	10.3	8.8	7.6	0.5	1.1	1.0	0.9	5.6	16.8
东软	9616 HK	5.4	未评级	n.a.	n.a.	461	n.a.	16.3	12.7	10.1	0.4	2.1	1.9	1.6	7.9	29.9
华立	1756 HK	2.9	未评级	n.a.	n.a.	454	0.3	9.7	7.9	6.3	0.4	1.1	1.0	0.9	7.4	19.2
建侨	1525 HK	6.1	未评级	n.a.	n.a.	326	0.4	10.8	8.1	7.2	0.3	1.2	1.0	0.9	7.7	24.0
辰林	1593 HK	2.1	未评级	n.a.	n.a.	266	0.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
K-12 及学前																
天立	1773 HK	7.6	未评级	n.a.	n.a.	2,024	11.5	35.8	25.6	18.1	0.6	4.9	4.2	3.6	18.4	40.8
睿见	6068 HK	3.8	未评级	n.a.	n.a.	1,064	3.2	13.7	11.7	9.9	0.7	2.8	2.2	1.9	9.9	16.9
枫叶	1317 HK	2.5	未评级	n.a.	n.a.	951	3.9	10.4	8.5	7.3	0.5	1.4	1.2	1.1	5.9	17.8
成实外	1565 HK	2.4	未评级	n.a.	n.a.	948	1.9	16.6	12.0	9.3	0.3	2.2	2.0	1.8	10.2	35.4
博实乐	BEDU US	6.6	未评级	n.a.	n.a.	789	0.2	32.2	12.6	9.6	0.3	1.9	n.a.	n.a.	8.2	46.8
21 世纪教育	1598 HK	0.7	未评级	n.a.	n.a.	102	0.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
教育培训																
新东方	EDU US	175.4	买入	209.0	19.2	29,615	156.2	60.0	52.6	35.5	1.7	10.3	8.8	7.3	41.3	31.3
好未来	TAL US	73.4	中性	70.0	-4.6	44,040	195.7	154.0	215.9	46.9	2.8	17.3	15.9	12.5	182.7	76.6
新东方在线	1797 HK	32.4	中性	25.0	-22.8	3,929	20.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	14.9	12.3	18.9	(26.6)	n.a
跟谁学	GSX US	63.9	未评级	n.a.	n.a.	15,249	342.4	n.a.	n.a.	n.m.	n.a.	100.0	190.7	62.5	(290.2)	n.a.
东方	667 HK	16.8	未评级	n.a.	n.a.	4,759	5.0	37.3	25.8	20.8	0.7	4.7	4.1	3.5	14.6	34.4
有道	DAO US	30.7	未评级	n.a.	n.a.	3,430	16.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	(13.5)	n.a.
思考乐	1769 HK	17.3	未评级	n.a.	n.a.	1,240	3.2	49.6	34.8	23.9	0.8	10.1	8.3	6.3	24.8	41.8
均值-高教行业第一梯队								24.6	17.2	14.3	0.6	3.7	3.3	2.9	13.5	28.3
均值-高教行业第二梯队								15.7	12.0	10.0	0.5	2.1	1.8	1.6	9.3	24.8
均值-高教行业总体								17.9	13.3	11.1	0.5	2.5	2.2	1.9	10.4	25.7
均值-K-12 及学前								21.7	14.1	10.9	0.5	2.6	2.4	2.1	10.5	31.5
均值-教育培训								83.8	98.1	34.4	1.7	29.4	46.4	20.9	(15.6)	47.4
均值 (所有)								29.8	26.6	15.0	0.7	8.7	12.6	6.5	4.6	30.9

资料来源: 公司资料、彭博、招商证券(香港)预测; 港股公司股价截至2020年11月24日, 美股公司股价截至2020年11月23日; 注: 未评级公司股价信息来源于彭博。\*PEG基于21财年预测市盈率和20-22财年每股盈利年复合增速计算。



## 财务预测

## 资产负债表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
年结	8.31	8.31	8.31	8.31	8.31
预付土地租赁	1,651	1,928	2,065	2,006	1,945
物业、厂房及设备	3,706	3,792	3,773	3,686	3,615
无形资产	1,570	1,551	1,630	1,708	1,786
其他非流动资产	21	11	11	11	11
<b>总非流动资产</b>	<b>6,948</b>	<b>7,282</b>	<b>7,478</b>	<b>7,411</b>	<b>7,358</b>
应收账款及其他应收款	81	57	102	71	117
现金及现金等价物	2,126	2,175	2,174	3,132	4,191
限制性现金	292	154	154	154	154
超过三个月的定存	333	50	60	72	86
其他流动资产	3	0	0	0	0
<b>流动资产</b>	<b>2,835</b>	<b>2,437</b>	<b>2,491</b>	<b>3,429</b>	<b>4,549</b>
<b>总资产</b>	<b>9,783</b>	<b>9,719</b>	<b>9,969</b>	<b>10,840</b>	<b>11,906</b>
银行借款	507	633	633	633	633
递延所得税负债	521	511	516	513	515
其他非流动负债	155	2,430	2,384	2,407	2,395
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,183</b>	<b>3,574</b>	<b>3,533</b>	<b>3,554</b>	<b>3,543</b>
应计项目及应付	963	616	102	71	117
递延收入	1,301	925	1,066	1,156	1,257
银行借款	1,065	509	407	326	261
其他非流动负债	1,127	6	0	0	0
<b>非流动负债</b>	<b>4,457</b>	<b>2,056</b>	<b>1,576</b>	<b>1,553</b>	<b>1,635</b>
<b>总负债</b>	<b>5,640</b>	<b>5,630</b>	<b>5,109</b>	<b>5,107</b>	<b>5,178</b>
<b>总负债及总权益</b>	<b>9,783</b>	<b>9,719</b>	<b>9,969</b>	<b>10,840</b>	<b>11,906</b>
股本	1,804	1,546	1,546	1,546	1,546
储备	777	974	974	974	974
留存收益	1,080	1,109	1,789	2,551	3,414
<b>股东权益</b>	<b>3,661</b>	<b>3,630</b>	<b>4,309</b>	<b>5,072</b>	<b>5,935</b>
非控股权益	483	459	551	661	793
<b>总权益</b>	<b>4,144</b>	<b>4,089</b>	<b>4,860</b>	<b>5,733</b>	<b>6,728</b>
总债务	1,572	1,142	1,041	959	894
<b>净负债/(现金)*</b>	<b>-1,178</b>	<b>-1,237</b>	<b>-1,348</b>	<b>-2,399</b>	<b>-3,537</b>

## 现金流量表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
年结	8.31	8.31	8.31	8.31	8.31
税前利润	542	311	1,334	1,494	1,686
折旧及摊销	170	247	254	218	193
营运资金变化	294	-461	-463	113	89
其他	243	911	33	35	43
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,250</b>	<b>1,009</b>	<b>1,158</b>	<b>1,860</b>	<b>2,012</b>
预付土地租赁	0	-274	-200	0	0
资本开支	-178	-357	-150	-50	-40
无形资产	-3	-4	-100	-100	-100
收购	-1,569	2	0	0	0
其他	21	256	-10	-12	-14
<b>投资性现金流</b>	<b>-1,728</b>	<b>-376</b>	<b>-460</b>	<b>-162</b>	<b>-154</b>
股票发行收益	0	-258	0	0	0
债务变动净额	1,380	595	-102	-81	-65
股利	-364	-465	-689	-769	-866
其他	-3	-436	92	110	132
<b>融资活动净现金</b>	<b>1,013</b>	<b>-564</b>	<b>-699</b>	<b>-740</b>	<b>-799</b>
<b>现金净变动</b>	<b>535</b>	<b>69</b>	<b>-1</b>	<b>957</b>	<b>1,059</b>
期初现金	1,593	2,126	2,175	2,174	3,132
汇兑损益	-2	-19	0	0	0
<b>期末现金</b>	<b>2,126</b>	<b>2,175</b>	<b>2,174</b>	<b>3,132</b>	<b>4,191</b>

资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测; \*净现金包括银行存款、限制性现金和定期存款

## 利润表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
年结	8.31	8.31	8.31	8.31	8.31
<b>收入</b>	<b>1,714</b>	<b>2,409</b>	<b>2,778</b>	<b>3,013</b>	<b>3,275</b>
销售成本	-715	-941	-1,050	-1,120	-1,195
<b>毛利</b>	<b>1,000</b>	<b>1,469</b>	<b>1,728</b>	<b>1,893</b>	<b>2,080</b>
销售费用	-22	-47	-50	-51	-52
行政费用	-200	-239	-250	-265	-275
其他收益	-211	-770	19	21	24
<b>经营利润</b>	<b>567</b>	<b>412</b>	<b>1,448</b>	<b>1,598</b>	<b>1,776</b>
利息净收入	-25	-101	-113	-104	-90
<b>税前利润</b>	<b>542</b>	<b>311</b>	<b>1,334</b>	<b>1,494</b>	<b>1,686</b>
税项	14	10	33	37	42
<b>税后利润</b>	<b>555</b>	<b>321</b>	<b>1,368</b>	<b>1,531</b>	<b>1,729</b>
<b>归母净利润</b>	<b>485</b>	<b>204</b>	<b>1,368</b>	<b>1,531</b>	<b>1,729</b>
非控股权益	70	117	0	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>737</b>	<b>659</b>	<b>1,702</b>	<b>1,816</b>	<b>1,969</b>
<b>调整后毛利润</b>	<b>1,049</b>	<b>1,520</b>	<b>1,741</b>	<b>1,906</b>	<b>2,092</b>
<b>调整后经营利润</b>	<b>872</b>	<b>1,254</b>	<b>1,457</b>	<b>1,604</b>	<b>1,779</b>
<b>调整后净利润</b>	<b>793</b>	<b>1,041</b>	<b>1,377</b>	<b>1,538</b>	<b>1,732</b>
<b>全面摊薄每股盈利(人民币)</b>	<b>0.15</b>	<b>0.06</b>	<b>0.40</b>	<b>0.44</b>	<b>0.50</b>
<b>调整全面摊薄每股盈利(人民币)</b>	<b>0.24</b>	<b>0.30</b>	<b>0.40</b>	<b>0.44</b>	<b>0.50</b>
<b>每股股利(港元)</b>	<b>0.13</b>	<b>0.17</b>	<b>0.23</b>	<b>0.26</b>	<b>0.29</b>

## 财务比率

	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
年结	8.31	8.31	8.31	8.31	8.31
<b>同比增长率变化</b>					
营业额	43.5	40.5	15.3	8.5	8.7
EBITDA	5.1	-10.6	158.2	6.7	8.5
经营利润	-2.2	-27.3	251.3	10.4	11.1
应占净利润	-8.6	-58.0	571.0	12.0	12.9
调整后毛利润	49.7	45.0	14.5	9.5	9.8
调整后经营利润	41.9	43.8	16.2	10.1	10.9
调整后净利润	30.1	31.3	32.4	11.6	12.6
<b>利润率 (%)</b>					
毛利率	58.3	61.0	62.2	62.8	63.5
EBITDA 利润率	43.0	27.4	61.3	60.3	60.1
经营利润率	33.1	17.1	52.1	53.0	54.2
净利润率	32.4	13.3	49.2	50.8	52.8
除少数股东后净利润率	28.3	8.5	49.2	50.8	52.8
调整后毛利率	61.2	63.1	62.7	63.2	63.9
调整后经营利率	50.9	52.1	52.5	53.2	54.3
调整后净利率	46.2	43.2	49.6	51.0	52.9
有效税率(%)	2.5	3.3	2.5	2.5	2.5
净负债率(%)	-28.4	-30.3	-27.7	-41.8	-52.6
流动比率(x)	63.6	118.5	158.1	220.8	278.2
<b>回报(%)</b>					
资产周转率(x)	17.5	24.8	27.9	27.8	27.5
财务杠杆比率(x)	236.1	237.7	205.1	189.1	177.0
EBIT 利润率(%)	33.1	17.1	52.1	53.0	54.2
利息负担(x)	95.5	75.4	92.2	93.5	94.9
税项负担(x)	89.6	65.6	102.5	102.5	102.5
<b>ROE (%)</b>	<b>11.7</b>	<b>5.0</b>	<b>28.1</b>	<b>26.7</b>	<b>25.7</b>
<b>市盈率(x)</b>	<b>26.5</b>	<b>20.2</b>	<b>15.2</b>	<b>13.7</b>	<b>12.1</b>
<b>市净率(x)</b>	<b>5.1</b>	<b>5.1</b>	<b>4.3</b>	<b>3.7</b>	<b>4.5</b>



## 投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

## 监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

## 免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分

发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司  
香港中环交易广场一期 48 楼  
电话：+852 3189 6888  
传真：+852 3101 0828