

2023年9月1日

人数和价格增长贡献各半，规模效应显现

建桥教育 (1525.HK)

评级:	买入	股票代码:	1525
上次评级:	买入	52周最高价/最低价(港元):	4.26/2.47
目标价格(港元):		总市值(亿港元)	15.98
最新收盘价(港元):	3.85	自由流通市值(亿港元)	15.98
		自由流通股数(百万)	415

事件概述:

23H1 建桥教育实现收入/归母净利 4.94/1.83 亿元，同比增长 22.2%/37.8%，归母净利润增速高于收入增速主要由于管理及财务费用降低。公司派发中期股息每股 0.1 港元，年化股息率 5.2%。

分析判断:

定价提升及学生人数增长。 (1) 分业务来看，23H1 学费/住宿费/教育相关服务收入分别为 4.22/0.64/0.07 亿元，同比增长 18.6%/41.6%/148.5%，住宿费收入取得较大增幅主要由于疫情结束、住宿恢复。(2) 从招生人数来看，2022/23 学年在校学生总数达 24467 人，同比增长 9%，分学历来看，专升本占比有所提升，其中本科/专科/专升本学生人数为 17945/2327/4195 名，分别同比增长 1.71%/-4.12%/75.96%。

(3) 从学费来看，我们推算 23H1 平均学费为 17261 元，同比增长 9%，主要由于 2022/23 学年新生学费涨价、本科新生学费从 3.0-3.98 万元提升至 3.2-3.98 万元，专科学费从 1.5-2 万元提升 2 万元，专升本学费由 2.3-3 万元提升至 2.3-3.8 万元。从住宿费来看，由于二期宿舍进行了智能化改造，新生住宿费由 5800 元提升至 7800 元，同比增长 34.5%。

受益于规模增长效益，管理费用率下降促进净利率提升。 2023H1 公司毛利率为 68.51%、同比提升 0.44PCT，达历史新高，销售成本同比增加 0.26 亿元，其中薪酬成本增加 0.17 亿元。公司归母净利率为 37.12%、同比提升 4.21PCT，归母净利率增幅高于毛利率主要由于:1) 销售/管理/其他/财务费用率下降-0.34/3.47/-0.30/0.73PCT，其中管理费用率下降主要由于在营收规模增长效益下单位管理费用降低; 财务费用率下降受计息借款规模减少 5.7%、年平均实际利率下降 0.35PCT 及政府优惠利息政策影响; 销售费用率增长主要由于加强学院品牌广告费用; 2) 其他收入及收益占比提升 0.60PCT，增长受益于疫后校园正常开放，经营租赁收入同比增长 107.8%及政府补助增加(主要为地方政府退税); 3) 所得税率提升 0.39PCT。

投资建议:

未来成长驱动: 1) 公司是已完成营利性转设的上市公司，学费仍有提升空间; 2) 第三期校舍已于 2022 年 9 月投入使用，第四期校舍建设计划已于 2022 年 12 月开始，总建筑面积约为 86,400 平方米，包括教学培训大楼、3 幢人才公寓楼和 1 幢多功能研发中心，预计将于 2024/25 学年投入使用。3) 结合临港地区产业集群优势及政府支持，公司产教融合方面的优势值得关注，未来四期校舍投入后也有望拓展新的商业模式。

维持 23/24/25 年收入预测 9.43/10.69/12.08 亿元，预计 23/24/25 年归母净利润为 2.7/3.2/3.7 亿元，对应 23/24/25 年 EPS 0.65/0.76/0.90 元，2023 年 8 月 31 日收盘价 3.85 港元对应 23/24/25 年 PE 为 5.5/4.7/4.0 倍(1 港元=0.93 人民币)，维持“买入”评级。

风险提示

招生情况低于预期、系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	683.58	790.11	943.00	1069.00	1207.97
YoY (%)	23.19%	15.58%	19.35%	13.36%	13.00%
归母净利润(百万元)	179.01	224.93	269.87	316.92	371.60
YoY (%)	-7.27%	25.65%	19.98%	17.43%	17.25%
毛利率 (%)	61.69%	63.91%	63.00%	63.20%	63.30%
每股收益 (元)	0.43	0.54	0.65	0.76	0.90
ROE	9.79%	11.47%	12.10%	12.44%	12.73%
市盈率	10.54	6.62	5.51	4.69	4.00

资料来源: Wind 华西证券研究所

分析师: 唐爽爽

邮箱: tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	798.26	943.00	1069.00	1207.97	净利润	224.93	269.87	316.92	371.60
YoY (%)	15.58%	19.35%	13.36%	13.00%	折旧和摊销	71.47	98.72	99.04	97.32
营业成本	285.13	348.91	393.39	443.32	营运资金变动	140.47	90.94	71.39	87.51
营业税金及附加					经营活动现金流	435.26	494.63	521.20	589.03
销售费用	2.93	3.50	3.96	4.48	资本开支	-168.74	-151.11	-50.00	-50.00
管理费用	197.86	189.15	218.78	241.00	投资	-8.03	0.00	0.00	0.00
财务费用	17.78	31.76	30.30	26.98	投资活动现金流	-174.42	-133.56	-50.00	-50.00
资产减值损失					股权募资	-33.55	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	债务募资	-9.88	0.00	-50.00	0.00
营业利润	310.89	401.45	452.86	519.16	筹资活动现金流	-141.83	-35.10	-83.85	-32.60
营业外收支	12.20	0.00	0.00	0.00	现金净流量	128.79	325.98	387.35	506.43
利润总额	305.31	369.68	422.56	492.18	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	80.37	99.81	105.64	120.58	成长能力				
净利润	224.93	269.87	316.92	371.60	营业收入增长率	15.58%	19.35%	13.36%	13.00%
归属于母公司净利润	224.93	269.87	316.92	371.60	净利润增长率	25.65%	19.98%	17.43%	17.25%
YoY (%)	25.65%	19.98%	17.43%	17.25%	盈利能力				
每股收益	0.54	0.65	0.76	0.90	毛利率	63.91%	63.00%	63.20%	63.30%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	净利润率	28.47%	28.62%	29.65%	30.76%
货币资金	617.52	312.17	699.52	1205.96	总资产收益率 ROA	6.47%	7.00%	7.52%	7.91%
预付款项					净资产收益率 ROE	11.47%	12.10%	12.44%	12.73%
存货	0.11	0.00	0.00	0.00	偿债能力				
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	0.96	0.53	0.94	1.34
流动资产合计	754.89	471.96	879.83	1408.90	速动比率	0.96	0.53	0.94	1.34
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	0.79	0.35	0.74	1.15
固定资产	2083.06	2147.83	2110.91	2075.48	资产负债率	43.56%	42.17%	39.58%	37.87%
无形资产	618.93	606.55	594.42	582.53	经营效率				
非流动资产合计	2719.54	3385.70	3336.65	3289.33	总资产周转率	0.23	0.24	0.25	0.26
资产合计	3474.44	3857.66	4216.49	4698.23	每股指标 (元)				
短期借款	50.00	50.00	0.00	0.00	每股收益	0.54	0.65	0.76	0.90
应付账款及票据	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	4.72	5.38	6.14	7.03
其他流动负债	656.22	754.40	833.82	930.14	每股经营现金流	1.05	1.19	1.26	1.42
流动负债合计	784.61	897.97	939.88	1050.03	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	724.40	724.40	724.40	724.40	估值分析				
其他长期负债	4.58	4.58	4.58	4.58	PE	6.62	5.51	4.69	4.00
非流动负债合计	728.98	728.98	728.98	728.98	PB	0.76	0.67	0.58	0.51
负债合计	1513.59	1626.95	1668.86	1779.01					
股本	3.68	3.68	3.68	3.68					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
股东权益合计	1960.84	2230.71	2547.63	2919.22					
负债和股东权益合计	3474.43	3857.66	4216.49	4698.23					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015 年 水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街 见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。