

今日焦點:

► 中國民辦高等教育行業：逆風猶存。

四家港股高教龍頭（中教控股、中滙、春來、中國科培）發佈了FY25業績，收入維持穩健增長，但盈利端普遍承壓。其中，春來教育（1969.HK，股價4.32港元，50億港元市值）延續穩健節奏，利潤保持正增長。中教（839.HK，股價2.99港元，80億港元市值）和中滙（382.HK，股價1.41港元，17億港元市值）因大額減值損失面臨壓力。同時，中教與春來在2025財年暫停派發股息，反映了現金流壓力。

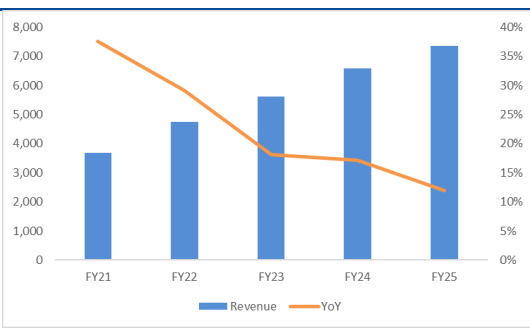
圖 1：高教龍頭 2025 財年業績

RMB mn	China Education	Edvantage	CHUNLAI	Kepei
Revenue	7,363	2,489	1,791	1,872
YoY	12%	8%	10%	11%
Gross profit	3,926	1,012	971	856
YoY	8%	-10%	2%	-10%
GPM	53%	41%	54%	46%
Net profit	977	514	836	748
YoY	134%	-28%	7%	-10%
NPM	13%	21%	47%	40%
Number of students	282,000	99,800	109,952	77,000
YoY	4%	4%	6%	1%
Dividend	N/A	14 HK cents	N/A	13 HK cents
payout ratio	N/A	32%	N/A	32%
yield	N/A	9.90%	N/A	9.30%

資料來源：公司數據，新華滙富研究

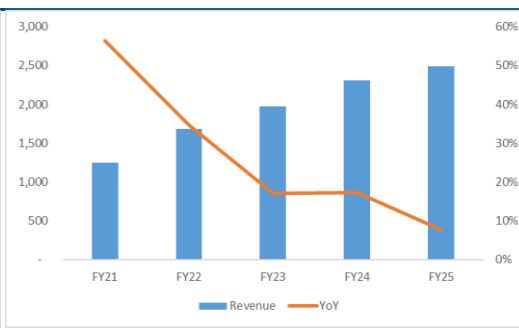
收入增長放緩。四家企業在2025財年均錄得高單位數至低雙位數的同比收入增長，主要受益於學生人數與學費的穩步提升。其中，中教收入增幅最大（+11.9%）。其次為中國科培（+10.6%），主要由於馬鞍山新學校的併表。然而，相較2020-2023財年中雙位數的增長，2025財年收入與學生人數增速均有所放緩。中教2025/26學年於中國的全日制新生人數甚至同比下滑10%，反映出民辦高教需求疲軟。

圖 2：收入及同比變化（中教）



資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 3：收入及同比變化（中滙）



資料來源：公司數據，新華滙富研究

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	25,540	0.4%	27.3%
中資企業指數	8,954	0.2%	22.8%
紅籌指數	4,118	-0.3%	8.9%
滬深300指數	4,591	-0.1%	16.7%
上海A股	4,090	-0.2%	-6.9%
上海B股	248	0.1%	-6.9%
深圳A股	2,607	0.3%	27.4%
深圳B股	1,276	-0.6%	5.3%

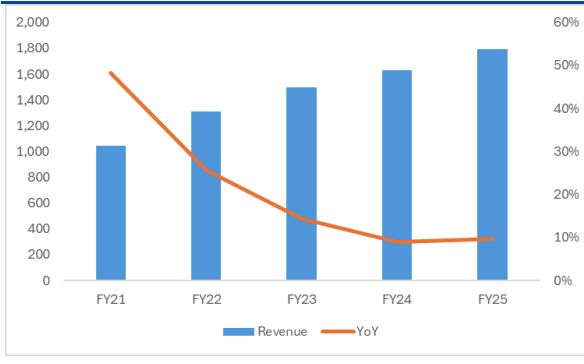
主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	48,057	1.0%	13.0%
標普500	6,886	0.7%	17.1%
美國納斯達克指數	23,654	0.3%	22.5%
日經平均指數	50,682	0.2%	27.0%
英國富時指數	9,655	0.1%	18.1%
法國證券公會指數	8,022	-0.4%	8.7%
德國法蘭克福指數	24,130	-0.1%	21.2%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	4,228	0.5%	61.7%
銅價 (美元/盎司)	2,511	2.9%	40.6%
銀價 (美元/盎司)	61	1.9%	115.5%
原油 (美元/桶)	58	0.4%	-18.0%
銅價 (美元/盎司)	11,556	-0.7%	31.8%
鋁價 (美元/盎司)	2,867	-0.7%	12.4%
鎳價 (美元/盎司)	1,657	-2.1%	83.2%
鎘價 (美元/盎司)	3,082	-1.2%	3.5%
小麥 (美分/蒲式耳)	531	-0.9%	-3.7%
玉米 (美分/蒲式耳)	444	0.1%	-2.4%
糖 (美分/磅)	N/A	N/A	N/A
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,101	-0.4%	6.5%
PVC (美元/噸)	N/A	N/A	-18.9%
CRB 指數	301	-0.0%	3.0%
BDI			156.5%

匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	156.0	0.8	7.1
港元	0.1		0.1	20.0	10.3	0.9
歐羅	1.2	9.1		182.4	1.1	8.2
日元	0.0	5.0	0.5		0.5	0.0
瑞郎	1.3	9.7	1.1	195.0		8.8
人民幣	0.1	1.1	0.1	22.1	0.1	

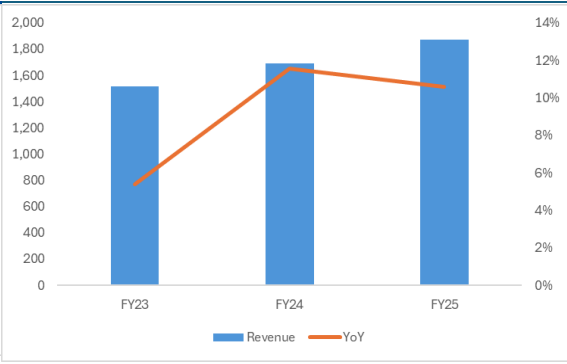
市場情緒	目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期		
希臘	N/A	N/A
愛爾蘭	83	-2.4%
義大利	139	-0.6%
葡萄牙	207	-0.0%
西班牙	108	0.3%
波動率指數	15	-1.9%

圖 4：收入及同比變化（春來）



資料來源：公司數據，新華滙富研究

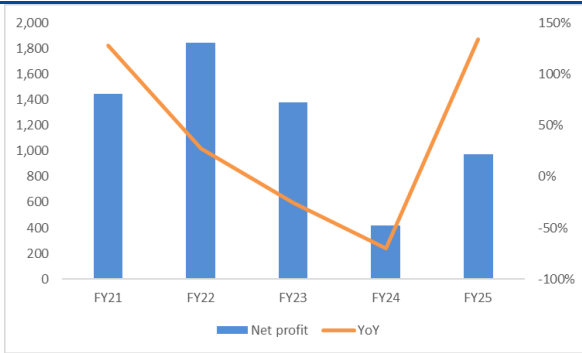
圖 5：收入及同比變化（中國科培）



資料來源：公司數據，新華滙富研究

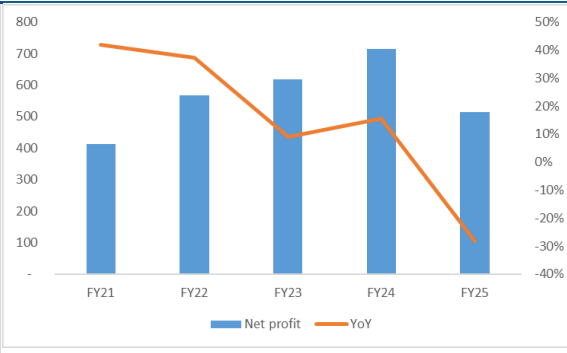
盈利能力承壓。儘管收入穩定，這些公司在2025財年的盈利能力出現波動。四家公司的毛利率下降了2至10個百分點，主要由於教學資源投入增加。除春來外，其餘公司均面臨淨利潤下滑壓力。春來教育憑藉較低的行政及財務成本實現淨利潤增長7%。中國教育集團雖然同比有所恢復，但仍低於2020-2023財年的正常水平，主要受17億元減值損失拖累。中滙也因為減值損失導致淨利潤下降28%。

圖 6：淨利潤及同比變化（中教）



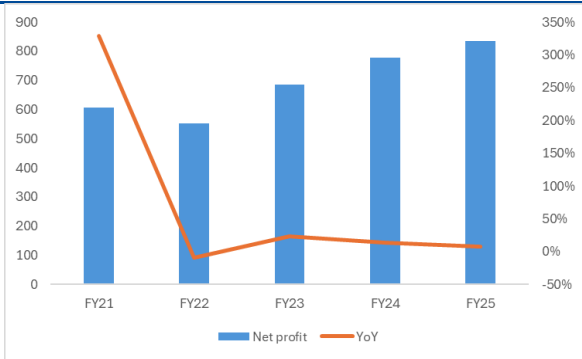
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 7：淨利潤及同比變化（中滙）



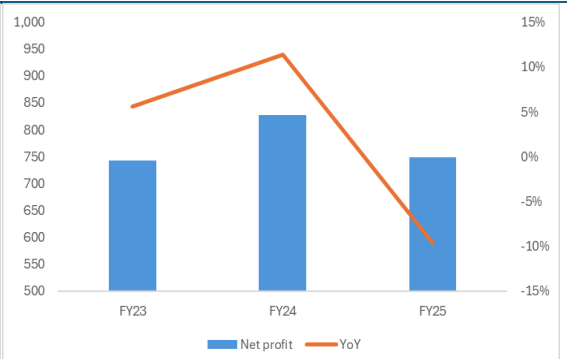
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 8：淨利潤及同比變化（春來）



資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 9：淨利潤及同比變化（中國科培）

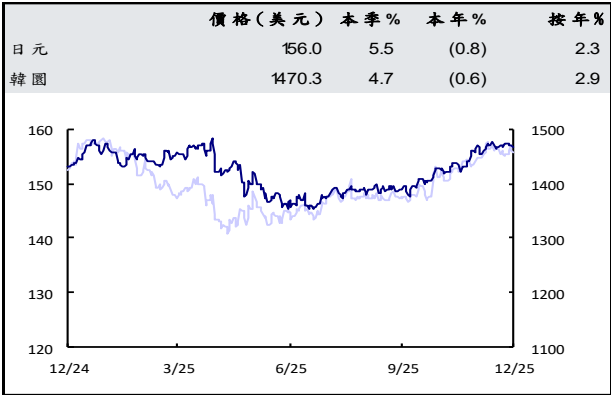
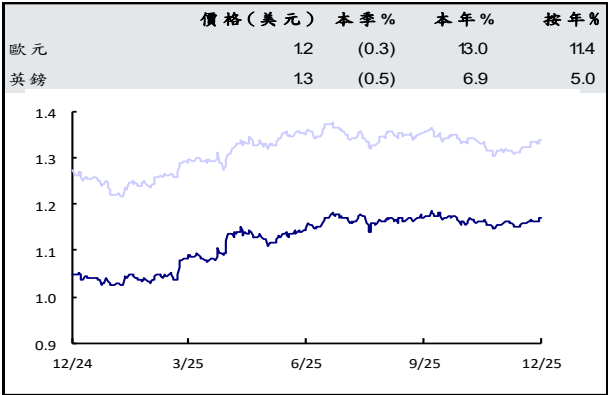
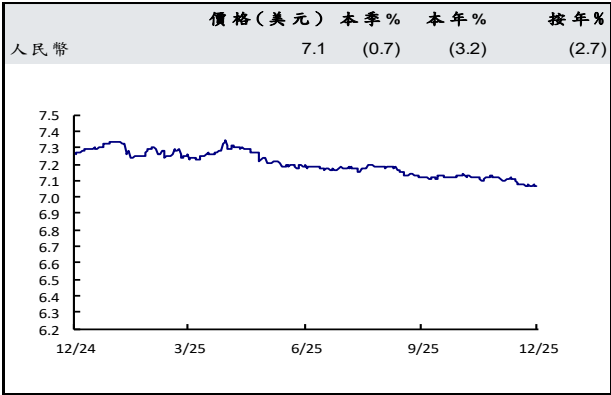
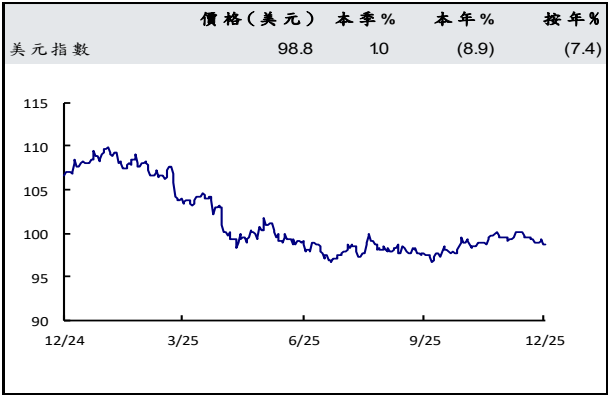
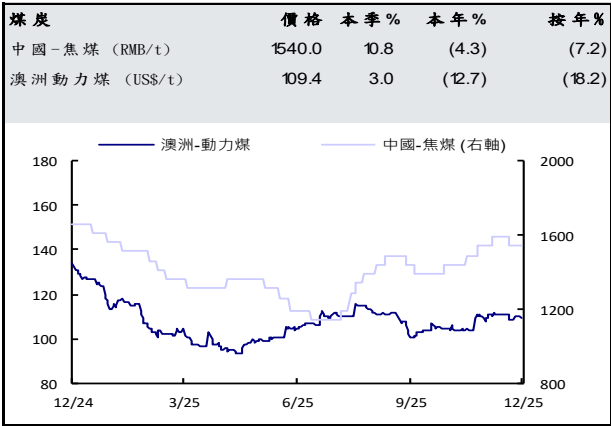
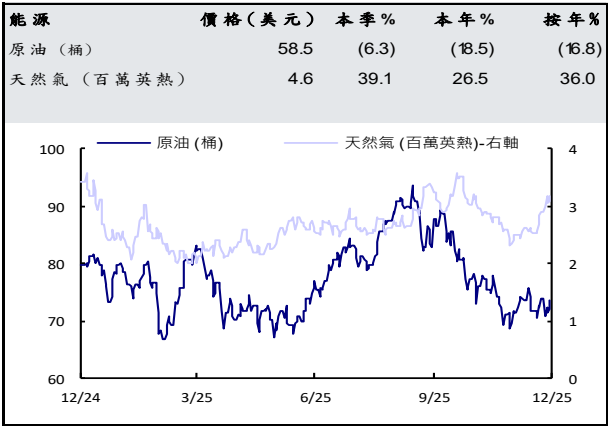
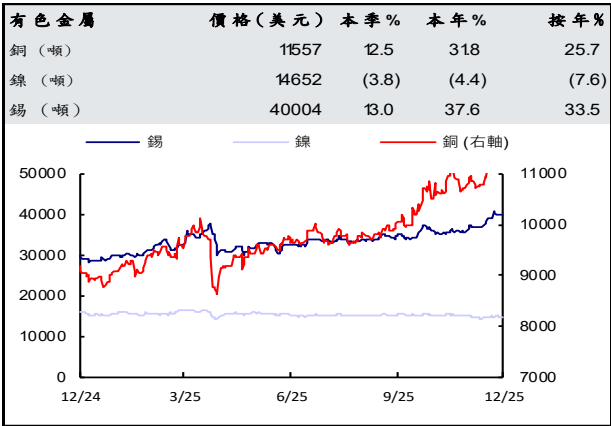
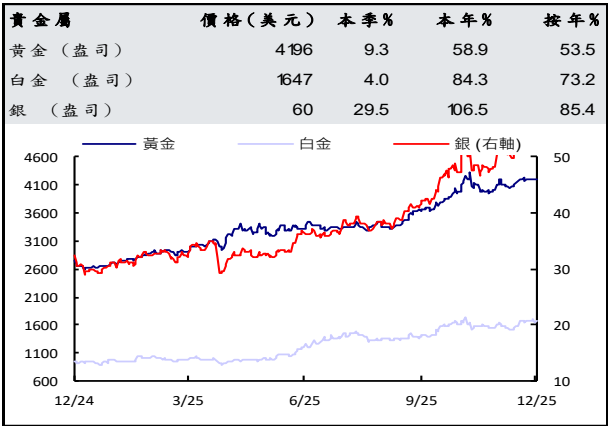


資料來源：公司數據，新華滙富研究

資本開支維持高位。中教2025財年資本開支同比大幅下降45%。隨著剩餘項目陸續完工，未來資本開支可能逐步減少。中國科培2025財年資本開支同比上升21%，主要用於新校區建設、設施升級及設備購置。中滙資本開支同比激增122%，主要用於土地收購與新設施建設。展望後續，本科教學審核評估持續進行，將推動高等教育板塊企業在未來數年維持相對高的資本支出水平。

我們的觀點：儘管收入增長穩健，高等教育企業仍持續面臨以下壓力：1）經濟疲軟與就業率下降導致民辦高教需求減弱；2）學費與學生人數提升受限；3）營運成本增加及減值損失導致盈利能力波動；4）資本支出高企導致股息暫停。中教控股、中滙、春來、中國科培2026財年預測市盈率分別為3.7倍、2.5倍、4.6倍、3.3倍。

市場洞察-主要大宗商品和貨幣



資料來源：彭博

美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
貿易收支	月		25年12月11日
首次申請失業保險金人數	週		25年12月11日
批發庫存	月		25年12月11日
新屋開工與營建許可	月		25年12月15日
新屋銷售	月		25年12月15日
個人收入與支出	月		25年12月15日
商業庫存	月		25年12月16日
零售業銷售額	月		25年12月16日
就業報告	月		25年12月16日
成屋銷售量	月		25年12月19日
工業生產指數	月		25年12月23日
耐久財訂單	月		25年12月23日
消費者信心指數	月		25年12月23日
國內生產毛額	季		25年12月23日
工廠訂單	月		26年1月1日
採購經理人指數	月		26年1月5日
消費者物價指數	月		26年1月13日
生產者物價指數	月		26年1月14日
汽車銷售	月		

中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
M2貨幣供應量	月		25年12月10日
零售業銷售額	月		25年12月15日
工業生產報告	月		25年12月15日
採購經理人指數	月		25年12月31日
外匯儲備	季		26年1月7日
貿易收支	月		26年1月14日
生產者物價指數	月		
消費者物價指數	月		
國內生產毛額	年		

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
生產價格	季		25年12月15日
工業生產報告	季		25年12月15日
失業率報告	月		25年12月16日
消費者物價指數	月		25年12月22日
貿易收支	月		25年12月29日
M2貨幣供應量	月		25年12月31日
零售業銷售額	月		26年1月2日
採購經理人指數	月		26年1月6日
外匯儲備	月		26年1月7日
國內生產毛額	季		26年1月30日
綜合利率	月		

滙富研究部		
分析員	電郵	電話
王學宏 (Howard Wong)	Howard.wong@sunwahkingsway.com	(852)22837307
劉恩妍 (Ensley Liu)	Ensley.liu@sunwahkingsway.com	(852)22837618

[illegible]

資料來源：香港交易所

免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未經滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行商之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

2025滙富集團。版權所有，不得翻印。

總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港
滙富金融服務有限公司
香港金鐘道89號
力寶中心1座7樓
電話：852-2283-7000
傳真：852-2877-2665

廣州
廣東新華滙富商業保理有限公司
廣州越秀區先烈中路69號
東山廣場2701室
郵編510095

越南
新華滙富越南服務有限公司代表處
Sunwah Tower, Mezzanine Floor
115 Nguyen Hue
District 1
Ho Chi Minh City
Vietnam