

# 民生教育：西部地区民办高等教育龙头，外延发展加速扩张

买入（首次）

2018年05月23日

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002  
010-66573632

[mal@dwzq.com.cn](mailto:mal@dwzq.com.cn)

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001  
[zhanglw@dwzq.com.cn](mailto:zhanglw@dwzq.com.cn)

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003  
[linjich@dwzq.com.cn](mailto:linjich@dwzq.com.cn)

研究助理 林瑶

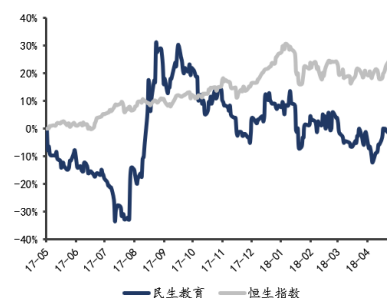
[liny@dwzq.com.cn](mailto:liny@dwzq.com.cn)

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	477.78	565.06	631.62	700.56
同比(%)	7.37%	18.27%	11.78%	10.92%
净利润(百万元)	259.95	344.64	397.29	452.64
同比(%)	6.79%	32.58%	15.28%	13.93%
每股收益(元/股)	0.06	0.09	0.10	0.11
P/E(倍)	24	18	15	14

## 投资要点

- **西部地区民办高等教育龙头，盈利能力卓越：**民生教育成立于2003年至今办学已有15年历史，17年公司运营5所学校，2018年公告外延并购安徽文达、寿光渤海高中，新建一间中专学校和一间高中学校，以及委管一间中专学校，外延发展加速落地，2017年实现收入4.78亿同比增长7.37%，调整后核心纯利3.1亿同比增长31.9%，经调整净利率64.96%，盈利能力卓越。公司实际控制人持股75%，是H股上市教育标的中稀有的红筹架构。
- **我们如何看民生教育的护城河？**第一，公司身处供给稀缺、格局分散、加速整合的优秀高等教育行业赛道，16年940万高考考生中仅43%可以就读本科，伴随出生人口增加供给缺口仍在扩大；民办高等教育进入具有明显的壁垒，非常分散的1000多亿市场规模是一个存量博弈市场；17年开始H股教育标的相继上市后行业龙头借助资本市场力量跑马圈地，我们认为在如此分散的行业加速整合的过程中，会出现较大体量的教育集团公司，其凭借优秀的管理模式、较强的规模效应有望成为行业龙头，这也是投资者享受行业红利的过程。第二，从民生教育本身运营多年的重庆学校来看，其雄厚的师资、广泛灵活的学科及专业、各种校企合作保障了其90%以上的初次就业率，成熟学校50%以上的净利率非常优秀，从业务和管理的角度上均有望成为行业整合者。
- **我们如何看民生教育的成长性？**对于成熟学校的内生增长，我们预计学额增加+人均学费提升维持稳定的中单位数增长；外延方面公司17年年报公司现金+理财规模超过20亿，明显高于可比公司，并购持续落地将驱动公司进入加速成长期，其中包括占据核心地位的高等教育并购重庆电信和安徽文达，居于补充地位的中专和高中包括渤海实验、乐陵三校以及香港、新加坡和澳洲相关的海外少数股权投资，外延并购持续落地潜在收入复合增速有望超过20%。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司2018-2020FY营业总收入为5.65、6.32、7.01亿元，同比增长18.27%、11.78%、10.92%，归母净利润为3.45、3.97、4.53亿元，同比增长32.6%、15.3%、13.9%；当前市值对应PE18X、15X、14X。假设安徽文达信息学院18年并表3个月，19、20年全年并表情况下公司2018-2020FY营业总收入为5.97、7.89、8.92亿元，同比增长25.0%、32.2%、13.0%，归母净利润为3.50、4.25、4.96亿元，同比增长34.5%、21.7%、16.7%；当前市值对应PE18X、14X、12X。处于可比公司估值最低水平，考虑到公司接下来并购项目新贡献业绩，当前时点给予“买入”评级。
- **风险提示：**学生人数、学费增长不及预期；外延并购落地低于预期

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(港元)	1.88
一年最低/最高价	1.01/2.15
市净率(倍)	2.03
港股流通市值(百万港元)	7553.31

## 基础数据

每股净资产(元)	0.75
资产负债率(%)	25.47
总股本(百万股)	4017.72
流通股本(百万股)	4017.72

## 内容目录

1. 民生教育：中国西部地区民办高等教育领军者.....	4
1.1. 西部地区民办高等教育龙头，由高等教育向中等教育发展.....	4
1.2. 实际控制人股权结构集中，H股上市教育标的中稀有的红筹架构.....	5
1.3. 管理层深耕教育行业，购股权计划绑定核心员工利益.....	5
2. 我们如何看民生教育的护城河？.....	7
2.1. 身处供给稀缺、格局分散、加速整合的优秀高等教育行业赛道.....	7
2.2. 雄厚的师资力量、广泛的学科设置、专业的校企合作保障民生高就业率.....	11
2.2.1. 民生教育就业率水平优异，录取分数线显著高于省控线和重庆其他高校...	11
2.2.2. 高标准把控教师教学质量，生师比下降提升办学效率.....	13
2.2.3. 学科设置广泛实用，特色项目形成有效补充.....	13
2.2.4. 校企合作使学生提前掌握工作技能，提供广泛就业前景.....	15
3. 我们如何看民生教育的成长性？.....	16
3.1. 收入端：保持稳健的中个位数内生增长.....	16
3.2. 利润端：高毛利高净利，盈利能力卓越.....	18
3.3. 资产结构清晰稳定，账上现金充足为外延发展奠定充分基础.....	20
4. 外延发展加速，高等教育为主，高中+海外投资思路清晰.....	23
5. 盈利预测与投资建议.....	26
6. 风险提示.....	27

## 图表目录

图 1: 公司发展大事记.....	4
图 2: 公司股权结构 (示意图, 包括拟收购标的) .....	5
图 3: 1994-2016 我国高考参考人数及录取率 (单位: 万人) .....	7
图 4: 2010-2020E 中国民办高等教育行业总收益 (单位: 十亿元) .....	8
图 5: 我国民办高等教育学校数量 (单位: 所) .....	8
图 6: 高等教育上市及拟上市公司标的学校分布情况.....	10
表 1: 公司管理层简历.....	6
表 2: 公司首次购股权计划.....	6
表 3: 普通本科、专科学校设置标准.....	7
表 4: 中国民办大学 TOP20 创办时间 .....	8
表 5: 已上市公司旗下成熟学校收入及增速 (单位: 百万元) .....	9
表 6: 高等教育上市公司收购情况.....	10
表 7: 民生教育毕业生初次就业率.....	11
表 8: 重庆部分民办高校历年录取情况.....	11
表 9: 民生教育生师比情况.....	13
表 10: 民生教育五所高校院系及新专业设置情况.....	14
表 11: 民生教育海外学校情况.....	14
表 12: 民生教育营业收入拆分 (单位: 百万元) .....	16
表 13: 民生教育四所学校可容纳学生人数及利用率.....	17
表 14: 民生教育四所学校学费情况 (单位: 元) .....	17
表 15: 民生教育营业成本及毛利率情况 (单位: 百万元) .....	18
表 16: 公司期间费用明细 (单位: 百万元) .....	19
表 17: 公司利润情况 (单位: 百万元) .....	19
表 18: 公司资产情况 (单位: 百万元) .....	20
表 19: 公司负债情况 (单位: 百万元) .....	21
表 20: 公司现金流情况 (单位: 百万元) .....	22
表 21: 可比公司净资产收益率情况.....	22
表 22: 可比公司账上现金储备 (单位: 百万元) .....	23
表 23: 安徽文达、重庆电信收购概况 (单位: 百万元) .....	24
表 24: 安徽文达、重庆电信财务数据 (单位: 百万元) .....	24
表 25: 公司中等教育收购情况 (单位: 百万元) .....	25
表 26: 公司收入拆分预测 (单位: 百万元) .....	26
表 27: 安徽文达信息工程学院盈利预测 (单位: 百万元) .....	27
表 28: 可比公司估值表 (单位: 亿元) .....	27

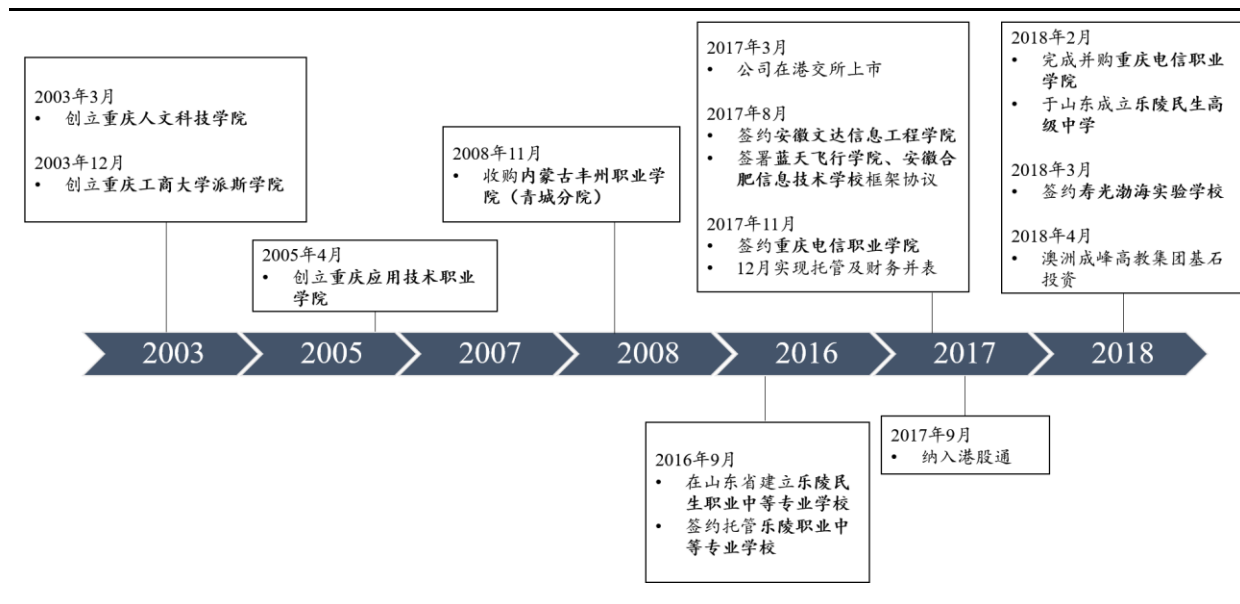
## 1. 民生教育：中国西部地区民办高等教育领军者

### 1.1. 西部地区民办高等教育龙头，由高等教育向中等教育发展

十五年办学历史，优质应用型高等学历教育领军者。民生教育是中国最大民办教育供应商之一，致力于提供高等教育及职业教育、培养应用型人才。2003年公司第一批学校重庆人文科技学院及重庆工商大学派斯学院成立距今已有逾十五年办学历史，17年3月民生教育实现港交所上市。

公司在传统高等教育基础上将业务扩展至中等教育市场。2017年公司在国内运营5所学校：重庆人文科技学院、重庆工商大学派斯学院、重庆应用技术职业学院、内蒙古丰州职业学院（青城分院）、重庆电信职业学院（17年12月并表）；在国外投资2所学校：新加坡培根国际学院及香港能仁专上学院。18年1所收购高中学校寿光渤海实验学校并表，2所自建学校乐陵民生职业中专及乐陵民生高中预计于18年9月开学，并托管1所学校乐陵职业中专，另有安徽文达信息工程学院已经签好SPA，目前正在举办者变更手续过程中。截至2017FY入学学生总人数41,120人，教师人数1,446人，17FY公司营业收入4.78亿元，同比增长7.37%；经调整核心净利润3.10亿元，同比增长31.9%，经调整净利率64.96%，盈利能力卓越。

图 1：公司发展大事记



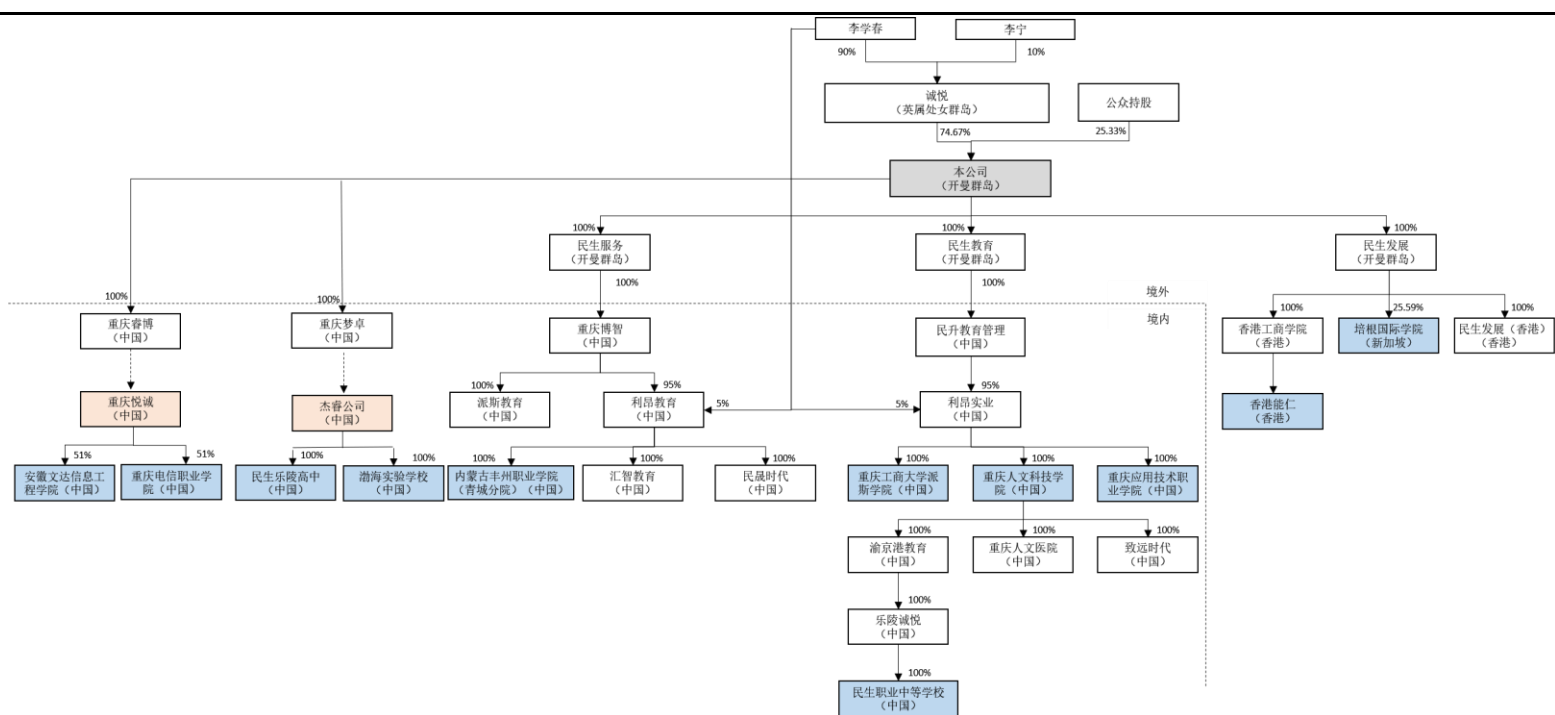
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 1.2. 实际控制人股权结构集中，H 股上市教育标的中稀有的红筹架构

创始人李学春及其女李宁合计持有公司 74.67% 股权。公司控股股东诚悦投资有限公司由民生教育创始人李学春先生持股 90%，李学春之女李宁持股 10%，李学春、李宁通过诚悦分别持股公司 67.20%、7.47% 股份，二人合计持有公司 74.67% 股份，为公司实际控制人，持股集中有利于公司发展步伐、战略一以贯之。

直接持股（红筹架构）与结构性合约控制（VIE 架构）并存。公司以直接以股权架构经营旗下五所学校：重庆人文科技学院、重庆工商大学派斯学院、重庆应用技术职业学院、内蒙古丰州职业学院（青城分院）及民生职业中等学校，是 H 股上市的教育公司中稀有的红筹架构；另外采用结构性合约（VIE 协议架构），由全资子公司重庆睿博、重庆梦卓以收取服务费的形式控制其后并购学校并收取其经济利益。

图 2：公司股权结构（示意图，包括拟收购标的）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 1.3. 管理层深耕教育行业，购股权计划绑定核心员工利益

民办高等教育行业先驱李学春先生治学背景深厚。民生教育创办人李学春先生现任公司执行董事、董事会主席，曾任中国民办教育协会副会长，重庆民办教育协会执行会长，第十一届、十二届中国人民政治协商会议全国委员会委员，并担任第十二届中国人民政治协商会议教科文卫体委员会委员，曾被教育部评为全国优秀教育工作者。李学春先生深耕教育行业逾十年，励精图治将民生教育打造为我国民办高等教育行业领导者，在我国西部地区树立起了良好的品牌口碑。

表 1: 公司管理层简历

姓名	职务	性别	学历	出生年份	个人简历
李学春	董事会主席, 执行董事	男	-	1954	毕业于中共中央党校, 透过函授课程取得经济管理学位, 为集团创办人, 负责集团的策略发展。李先生在教育界拥有逾 10 年经验, 曾任中国民办教育协会副会长, 2014 年起任重庆民办教育协会执行会长, 第十一届、十二届中国人民政治协商会议全国委员会委员、第十二届中国人民政治协商会议教科文卫体委员会委员, 于 2014 年 9 月获教育部评为全国优秀教育工作者。
张卫平	执行董事, 行政总裁	女	硕士	1965	西南大学(前称西南师范学院)法学学士、法律硕士。曾任西南师范大学育才学院(重庆人文科技学院前身)教授, 现为该校执行院长兼党委书记。张女士于教育界拥有逾 15 年经验, 负责集团整体管理及营运。2007 年至 2012 年任重庆市人民代表大会代表, 2011 年起, 任中国民办教育协会高等教育专业委员会副会长, 2014 年起担任重庆市民办教育协会监事长, 2018 年起任重庆市政协委员。张女士 2007 年 9 月获重庆市教育委员会评为重庆先进教育工作者。
左熠晨	执行董事, 副总裁	男	本科	1980	北京外国语大学文学学士, 主修法语。左先生于银行实务方面拥有逾 14 年经验。曾任中国银行总行高级经理, 曾获中国国际商会认证的保函专家, 于 2014 年 6 月取得金融专业人士协会的国际财务管理师证书, 自 2015 年 9 月起为国际公认反洗钱师。
林毅龙	部门总经理, 执行董事, 财务总监	男	硕士	1977	香港科技大学理学学士, 香港城市大学专业会计研究生, 自 2016 年起出任集团财务总监。林先生于会计及财务方面拥有逾 15 年经验, 曾执业马炎璋会计师行审计助理、罗兵威永道会计师事务所高级审计员、毕马威会计师事务所顾问经理。林先生自 2004 年起为香港会计师公会会员, 并自 2005 年起为特许金融分析师持证人。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**购股权计划绑定员工切身利益, 利于公司长期稳定发展。**2017 年 3 月公司发布首次购股权计划, 同年 8 月向 3 名执行董事张卫平、左熠晨、林毅龙及若干雇员授出购股权合计 3500 万份, 以认购公司面值 0.00001 美元的普通股, 购股权将于授出日起分 5 年归属至各承授人, 归属后 5 年内可行权。公司通过购股权计划绑定核心管理层与核心员工, 有利于公司长期稳定发展。

表 2: 公司首次购股权计划

承授人	授出数量(万份)	授出日期	行使价格	行使期
张卫平	2000	2017/8/31	1.39 港元/股	授出日起 5 年内分别归属购股权总数的 20%, 归属后 5 年内可行权。
左熠晨	500			
林毅龙	500			
合资格雇员	500			

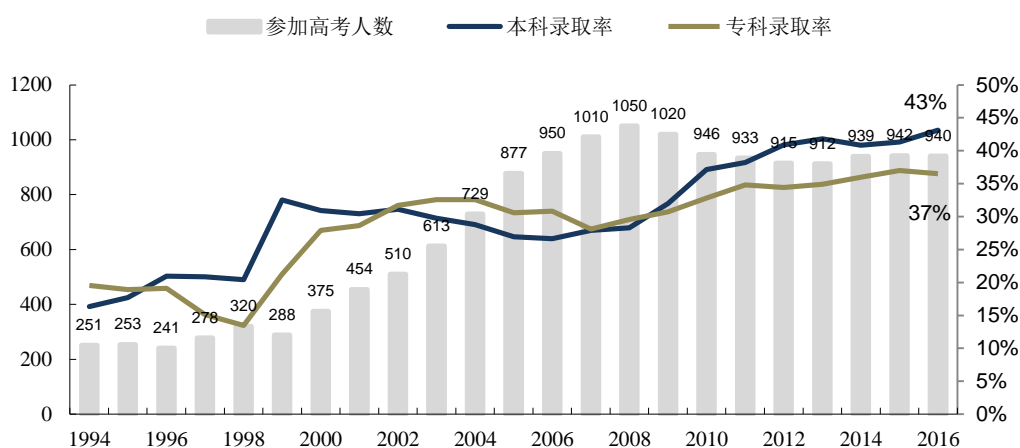
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 2. 我们如何看民生教育的护城河？

### 2.1. 身处供给稀缺、格局分散、加速整合的优秀高等教育行业赛道

高等教育尤其是本科教育仍然紧俏，供给非常稀缺。伴随社会经济快速发展我国就业市场对高学历人才的需求不断增加，从高考参考人数来看，13年起高考参考人数筑底回升，近年来稳定在每年940万人左右水平，但高等教育招生人数却无法匹配大体量参考学生对高等教育的需求，2016年我国参加高考的人数中只有43%能就读本科，37%能就读大专，我们认为单从本科来看仍然是参加高考学生最希望得到的文凭，供给缺口仍然较大。

图3：1994-2016 我国高考参考人数及录取率（单位：万人）



数据来源：Wind，中国教育在线，东吴证券研究所

高等教育行业是一个存量博弈市场，行业难有新进入者。我们认为相比 K12 教育，民办高等教育院校具有更深的行业进入壁垒，主要体现在政策准入审批、资本投入壁垒、人才壁垒（详见下表）。除此之外，民办高校口碑形成须长时间积累与沉淀。中国民办大学 TOP20 的成立时间最早可溯至 1984 年，成立时间最短的学校也有长达 13 年的办学历史，表明民办高校教学实力与口碑积累绝非一朝一夕，早期进入民办高等教育行业的学校具有先发优势。1000 多亿的市场规模下，2016 年学校数量为 742 家，我们能够明显观察到近年来学校数量增速的放缓，行业基本上处于存量博弈阶段。

表 3：普通本科、专科学校设置标准

	普通本科学校	普通专科学校
准入壁垒	1.审批：分为 <b>审批筹建</b> 和 <b>审批正式建校招生</b> 两个阶段。 2.筹建期限：从批准之日起不少于 1 年，最长不超过 5 年，在其正式批准的筹建期满后提出正式设立申请。 3.经教育部形式审查、全国高校设置评议委员会考察、评议，通过后可正式批准设立，未通过的学校需重新提出申请。	

**资本壁垒**

- 1.土地：生均占地面积应达到 60 平方米以上，学院建校初期的校园占地面积应达 500 亩以上。
- 2.仪器设备：生均教学科研仪器设备值，理工农医类和师范院校不低于 5000 元，人文社科类院校不低于 3000 元，体育艺术类院校不低于 4000 元。
- 3.图书：生均适用图书，理工农医类应不低于 80 册，人文社科类和师范院校应不低于 100 册，体育艺术类应不低于 80 册。

- 1.建校初期，生均教学、实验、行政用房建筑面积不得低于 20 平方米，校园占地面积一般在 150 亩左右(此为参考标准)。
- 2.必须配备与专业设置相适应的必要的实习实训场所、教学仪器设备和图书资料。适用的教学仪器设备的总值，在建校初期不能少于 600 万元；图书不能少于 8 万册。

**人才壁垒**

- 1.专任教师生师比不高于 18：1
- 2.称为学院的，在建校初期专任教师总数不少于 280 人，其中研究生学历比例不低于 30%。称为大学的，专任教师中研究生学位比例应达 50%以上，有博士学位的专任教师比例应达 20%以上。

- 1.在建校初期，具有大学本科以上学历的专任教师一般不能少于 70 人，其中副高级专业技术职务以上的专任教师人数不应低于本校专任教师总数的 20%。

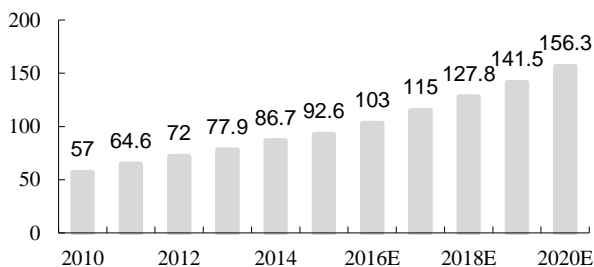
数据来源：《普通本科学校设置暂行规定》，《高等职业学校设置标准（暂行）》，东吴证券研究所

**表 4：中国民办大学 TOP20 创办时间**

排名	学校	创办时间	排名	学校	创办时间
1	武昌首义学院	2000 年	12	江西科技学院	1994 年
2	文华学院	2003 年	13	上海建桥学院	2000 年
3	山东英才学院	1998 年	14	仰恩大学	1987 年
4	西安欧亚学院	1995 年	15	武汉工商学院	2002 年
5	三亚学院	2005 年	16	黄河科技学院	1984 年
6	山东协和学院	1993 年	17	西京学院	1994 年
6	吉林华桥外国语学院	1995 年	18	西安翻译学院	1987 年
8	郑州工商学院	2002 年	19	安徽新华学院	2000 年
9	西安外事学院	1992 年	20	宁波大红鹰学院	2001 年
10	北京城市学院	1984 年	20	河北传媒学院	2000 年
11	湖南涉外经济学院	1997 年			

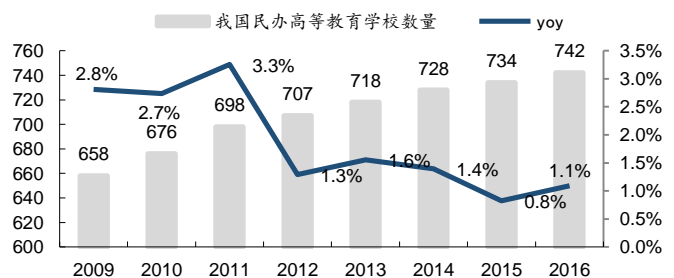
数据来源：人民网，东吴证券研究所

**图 4：2010-2020E 中国民办高等教育行业总收益（单位：十亿元）**



数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

**图 5：我国民办高等教育学校数量（单位：所）**



数据来源：Wind，东吴证券研究所



成熟期学校增长缓慢，上市公司运用资本力量推动行业进入加速整合期。已上市公司旗下部分成熟学校近年收入增速放缓趋势明显，部分学校收入增长率 17 年已降至单个位数，主要原因系民办高校招生人数受政府部门学额限制，故民办高校未来人数增长驱动主要在于新并购。已上市公司占据先发优势，行业加速整合，相比上市公司，民办高等教育行业的很多学校由于其资产不能用于抵押等原因承担着较高的融资成本，单一运营一个学校规模效应较低创办者承担较大的经营风险，所以上市公司借助资本市场融资优势承担着加速行业整合的重要角色。早期完成上市的公司在新并购上具备明显资金优势可实现快速扩张，民生教育、中教控股、新高教集团等公司上市后均加速跑马圈地抢占市场份额。此外春来教育、21 世纪教育、希望教育、中国科培教育等民办高等教育集团也正在港股排队等待上市，未来资本化进程将推动民办高等教育行业加速整合，集中度进一步提升。

表 5：已上市公司旗下成熟学校收入及增速（单位：百万元）

	2014	2015	2016	2017
<b>宇华教育：郑州工商学院</b>				
收入	235.93	280.20	294.55	320.22
yoy		18.76%	5.12%	8.71%
<b>新华教育：新华学院</b>				
收入	225.58	253.35	271.75	304.24
yoy		12.31%	7.26%	11.96%
<b>新高教集团：云南学校</b>				
收入	148.23	177.92	217.12	249.40
yoy		20.03%	22.03%	14.87%
<b>新高教集团：贵州学校</b>				
收入	58.26	96.07	123.87	131.30
yoy		64.89%	28.94%	6.00%
<b>中教控股：江西科技学院</b>				
收入	506.08	497.29	487.63	-
yoy		-1.74%	-1.94%	-
<b>中教控股：广东白云学院</b>				
收入	315.85	348.73	373.66	-
yoy		10.41%	7.15%	-
<b>民生教育：重庆人文科技学院</b>				
学费收入	243.79	253.23	259.08	267.47
yoy	4.05%	3.87%	2.31%	3.24%
<b>民生教育：重庆工商大学派斯学院</b>				
学费收入	109.70	121.83	128.91	134.93
yoy	13.44%	11.06%	5.82%	4.67%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 6：高等教育上市公司收购情况

收购情况	收购时间	收购价格 (百万元)	总作价 (百万元)	学生人数 (17/18学年)	单个学生投资 成本(元)	教学层次	学校性质
<b>新高教集团</b>							
哈尔滨华德学院	收购73.91%股权	16/4/20	381.9	516.7	9,355	55,234	本科/专科 全日制民办本科高校
新疆财经大学商务学院	收购56%股权	17/12/27	183	326.8	3,746	87,236	本科 全日制普通本科院校
洛阳科技职业学院	收购55%股权	18/1/8	101.5	184.5	18,243	10,116	专科 全日制普通高等职业院校
<b>中教控股</b>							
白云技师学院	收购100%股权	17/8/14	750	750.0	13,420	55,887	专科 民办技工学校
西安铁道技师学院	收购62%股权	18/3/13	576.6	930.0	20000+	46,500	专科 技工技师学院
郑州城轨交通中等专业学校	收购80%股权	18/3/13	855	1068.8	23,690	45,114	专科 民办中等职业学校
<b>宇华教育</b>							
湖南涉外经济学院	收购70%股权	17/12/28	1430	2042.9	29,000	70,443	本科/专科 省属普通本科院校
<b>民生教育</b>							
安徽文达信息工程学院	收购51%股权	17/8/30	500	980.4	11,030 (2016FY)	88,884	本科/专科 民办高等院校
重庆电信职业学院	收购51%股权	17/11/6	125	245.1	5,948 (2017FY)	41,207	大专 全日制普通高等院校
寿光渤海实验学校	收购100%股权	18/3/12	151.73	151.73	2,500 (18/03)	60,692	高中 高级中学

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：高等教育上市及拟上市公司标的学校分布情况



数据来源：东吴证券研究所整理

我们认为在如此分散的行业加速整合的过程中，会出现较大体量的教育集团公司，其凭借优秀的管理模式、较强的规模效应有望成为行业龙头，这也是投资者享受行业红利的过程。随民办高等教育公司集中密集上市推动行业整合，行业向头部集中过程中具备优秀管理能力的公司可复制其成功办学经验并充分发挥各学校之间的协同效应，进而

孕育出行业龙头。我们认为民生教育在行业加速整合的过程当中有望成为行业领头羊，主要原因在于：第一，成熟学校优秀的就业率指标，业务层面反映出公司较高的教学质量控制；第二，成熟学校优秀的盈利指标，财务层面反映出公司较强的管理能力，这也是其外延扩张后可以成功运营标的学校的基础。

## 2.2. 雄厚的师资力量、广泛的学科设置、专业的校企合作保障民生高就业率

### 2.2.1. 民生教育就业率水平优异，录取分数线显著高于省控线和重庆其他高校

深耕民办高等教育，毕业生初次就业率远高于行业平均。毕业生初次就业率是衡量高校教学质量的关键指标，民生教育 2015/16 学年毕业生初次就业率 88.9% 远高于行业平均水平 77.7%（不考虑内蒙古丰州职业学院（青城分院）当年毕业数据不全影响，民生当年实际就业率或更高），反向印证公司教学实力的同时为民生打响品牌，为吸引更多优质生源保驾护航。

表 7：民生教育毕业生初次就业率

	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017
民生教育	90.2%	91.1%	88.9%	-
其中：重庆人文科技学院	90.3%	92.5%	90.3%	92.2%
重庆工商大学派斯学院	88.9%	86.8%	89.5%	93.1%
重庆应用技术职业学院	92.0%	94.9%	97.7%	97.7%
内蒙古丰州职业学院（青城分院）	91.6%	92.4%	35.9%*	-
行业平均	77.4%	77.5%	77.7%	77.9%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

摘掉“三本”帽子，民办与公办同台竞技下民生教育录取分数线高于重庆省控线和其他可比学校，显示出优秀的招生能力和教学口碑。2014 年国务院《关于深化考试招生制度改革的实施意见》提出“创造条件逐步取消高校招生录取批次”，截至目前已有北京、河北、湖北、重庆等多地取消三本录取，将原二本、三本合并录取。该政策一改以往民办高校招生劣势地位，民办学校可录得更优质的生源，部分用人单位对毕业生毕业学校批次的限制问题也迎刃而解。从民生教育旗下运营成熟的学校来看，重庆人文科技学院 2016 年本、专科录取分数线高于省控线 39 分、96 分，重庆工商大学派斯学院 2016 年本、专科录取分数线高于省控线 28 分、111 分，其招生分数高于重庆城市科技学院、重庆邮电大学移动学院等可比学校，显示出较强的学生吸纳能力和优秀的教学口碑。

表 8：重庆部分民办高校历年录取情况

重庆人文科技学院	2011	2012	2013	2014	2015	2016
本科二批	平均分					455
	省控线					416

	高于分数线						39
本科三批	平均分	462	446	444	478	513	
	省控线	446	429	430	422	485	
	高于分数线	16	17	14	56	28	
专科一批	平均分	401		394			236
	省控线	305		155			140
	高于分数线	96		239			96
<b>重庆工商大学派斯学院</b>		<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
本科二批	平均分						444
	省控线						416
	高于分数线						28
本科三批	平均分	458	449	443	439	509	
	省控线	446	429	430	422	485	
	高于分数线	12	20	13	17	24	
专科一批	平均分	403	423	405			251
	省控线	305	275	155			140
	高于分数线	98	148	250			111
<b>重庆应用技术职业学院</b>		<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
专科一批	平均分	346	323	254		294	207
	省控线	305	275	155			140
	高于分数线	41	48	99			67
<b>重庆大学城市科技学院</b>		<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
本科二批	平均分						448
	省控线						416
	高于分数线						32
本科三批	平均分	462	447	446	443	516	
	省控线	446	429	430	422	485	
	高于分数线	16	18	16	21	31	
专科一批	平均分	407	402	393			244
	省控线	305	275	155			140
	高于分数线	102	127	238			104
<b>重庆邮电大学移动学院</b>		<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
本科二批	平均分						438
	省控线						416
	高于分数线						22
本科三批	平均分	455	447	447	443	517	
	省控线	446	429	430	422	485	
	高于分数线	9	18	17	21	32	
专科一批	平均分	366	401	375			236
	省控线	305	275	155			140
	高于分数线	61	126	220			96
	高于分数线	56	113	211			97

数据来源：高考派，东吴证券研究所

### 2.2.2. 高标准把控教师教学质量，生师比下降提升办学效率

公司严格的教师培养及考核制度保障教师团队教学质量。(1) 教师素质方面，公司招聘时会对新教师进行专业知识及业界工作经验等多方面考察，入职后持续提供培训提高教师教学能力；(2) 教师考核方面，公司一方面重视学生对教师的教学成果反馈，另一方面由校长定期走入课堂听课并评估教师教学效果，双向检验并激励教师不断提升教学质量。

教师队伍不断壮大，生师比下降提升教师团队办学效率。公司持续加大教师队伍建设以保证教学质量，近年来教师人数增速提升明显，17年教师人数达1446人同增24.66%，生师比从13年的32.88下降至17年的28.44。同时公司因为在重庆有多所学校，各校之间签订教师共享协议可提高教师利用率，对控制教师成本有益。2017年学校开始推行网络课程也对教师成本起到降低作用。

表 9：民生教育生师比情况

	2014	2015	2016	2017
学生人数	29,626	30,616	32,635	41,120
yoy		3.34%	6.59%	26.00%
教师人数	883	947	1,160	1,446
yoy		7.25%	22.49%	24.66%
生师比	33.55	32.33	28.13	28.44

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 2.2.3. 学科设置广泛实用，特色项目形成有效补充

广泛实用的专业课程设置，培养高端应用型人才。公司旗下五所高校专业课程设置各有千秋，如重庆人文科技学院侧重文学与社科教育、重庆工商大学派斯学院则为传统商科学学校，不同学校间课程设置相互区别真正做到因材施教。此外公司通过市场调查不断优化专业及课程设置，诸如网络与新媒体、互联网金融、大数据应用等新申报专业将于18年开始招生，持续推进应用型人才培养模式。

表 10：民生教育五所高校院系及新专业设置情况

	院系设置	新申报专业（18 年招生）
重庆人文科技学院	文学与新闻传播学院、政治与法律学院、外国语学院、中兴通讯信息学院、学前教育学院、艺术学院等 13 个学院	金融工程，车辆工程
重庆工商大学派斯学院	会计学院、管理学院、金融学院、文学与传媒学院、软件工程学院、外国语学院六大学院	网络与新媒体，保险学
重庆应用技术职业学院	建筑工程系、教育艺术系、财经旅游系、汽车与电子工程系四大教学机构	社区康复，老年服务与管理，互联网金融，物流信息技术
内蒙古丰州职业学院 (青城分院)	学前教育系、建工系、财经系、信息系、中专部及护理系六大院系	大数据应用，铁路信号自动控制，空中乘务，医学检验技术
安徽文达信息工程学院	计算机工程学院、电子工程学院、会计学院、机电工程学院、新媒体艺术学院、商贸学院、汽车工程学院、影视传媒学院、建筑工程学院共九大学院	铁道车辆，铁道供电技术，铁道运营管理

数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

与香港能仁学院设立 ACCA 特色项目共享教学资源，对日常学习形成有效补充。以重庆人文科技学院和重庆工商大学派斯学院与香港能仁专上学院设立的英国特许公认会计师（ACCA）项目为例，两所学校学生在国内就读三年后可赴香港能仁学院完成第四年的学习，其后可获香港能仁学院学位证书并有资格参加 ACCA 考试；此外，两所学校从香港能仁学院聘请外教教授 ACCA 相关课程。此类特色项目通过整合国内外教师资源可实现公司旗下各学校之间的协同互补，使毕业生在就业市场上更具竞争优势。

表 11：民生教育海外学校情况

学校	成立方式	所有权	学校简介	专业课程设置
新加坡培根国际学院		持有 25.6% 股权	培根国际学院提供由英国最大的考试认证机构 Pearson Education 教育机构认证的 BTECHND 英国国家高等教育课程，此课程的文凭受到国际认可，凭此文凭可申请到西方国家的大学深造以获得本科学士学位，或留在本校继续修读英国本科	本科荣誉学士学位课程、英国高级大专文凭课程、高级大专文凭课程、大专文凭课程、学术课程及短期课程，目前设置约 13 个专业，包括英语专业及跨文化交流、资讯科技、酒店管理、工商管理、商业互动媒体、三维设计及平面设计等。

香港能仁专上学院

该学院两名  
股东之一

位于香港且具备学位授予权的民办高等教育机构，向本地及国际学生提供中文、艺术、会计、营销及商业协作的高等教育学士及副学士课程。

设置六个本科专业，包括中文、英文、会计、营销、银行与金融服务及人力资源管理及两个专业副学士课程，包括中文及工商管理，以及一个文凭课程专业。

数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

#### 2.2.4. 校企合作使学生提前掌握工作技能，提供广泛就业前景

**校企合作业务模式使学生毕业前积累充分工作经验。**民生已与旅游、通讯、医疗等多行业的企业与机构建立合作关系以协助毕业生顺利就业。例如重庆人文科技学院下设中兴通讯信息学院，开设通信工程、计算机科学与技术、软件工程三个本科专业。以通信工程专业为例，该专业以校企共建的“ICT 产教融合创新基地”为依托，学生入校即签订《就业推荐服务协议》，毕业时满足协议要求即可由学院推荐至 ICT 产业链相关企业就业，直至推荐就业成功。此外，学校将企业职业素质课程贯穿整个大学四年，结合企业 KPI 绩效考核制度，提供 ICT 行业普遍认可的职业资格证书认证考试，提升就业成功率。

### 3. 我们如何看民生教育的成长性？

#### 3.1. 收入端：保持稳健的个位数内生增长

2013-2017 公司营业总收入 CAGR 5.61%保持稳健增长，17 年实现营收 4.78 亿元同增 7.37%为近 4 年来最快增长，其中学费收入 4.40 亿同增 6.7%，住宿费收入 0.37 亿元同增 15.2%。收入增长主要来源于在读学生人数由 16 年的 32635 人增至 41120 人同增 26%（剔除重庆电信并表，国内原四所学校 17 年学生人数 35172 人同比增长 7.77%）。由于重庆电信职业学院仅并表 17 年 12 月的单月收入，故公司营收增速低于学生人数增速，剔除重庆电信职业学院并表收入后公司 17 年实现营业收入 4.72 亿元，同增 6.16%实现快速增长。

表 12：民生教育营业收入拆分（单位：百万元）

	2013	2014	2015	2016	2017
营业收入	384.08	402.51	426.32	445.00	477.78
yoy		4.80%	5.92%	4.38%	7.37%
其中：学费	354.79	372.87	395.14	412.53	440.37
重庆人文科技学院	234.31	243.79	253.23	259.08	267.47
yoy		4.05%	3.87%	2.31%	3.24%
在校生人数(人)	17,912	18,062	18,427	18,727	19,529
yoy		0.84%	2.02%	1.63%	4.28%
新增人数		150	365	300	802
人均学费（元/人）	13,081	13,497	13,742	13,834	13,696
yoy		3.18%	1.82%	0.67%	-1.00%
重庆工商大学派斯学院	96.70	109.70	121.83	128.91	134.93
yoy		13.44%	11.06%	5.82%	4.67%
在校生人数（人）	8,533	9,361	9,895	9,920	10,471
yoy		9.70%	5.70%	0.25%	5.55%
新增人数		828	534	25	551
人均学费（元/人）	11,333	11,718	12,312	12,995	12,886
yoy		3.40%	5.06%	5.55%	-0.84%
重庆应用技术职业学院	14.87	13.47	12.10	13.84	17.65
yoy		-9.43%	-10.11%	14.38%	27.51%
在校生人数（人）	1,823	1,559	1,355	2,370	2,884
yoy		-14.48%	-13.09%	74.91%	21.69%
人均学费（元/人）	8,155	8,637	8,933	5,841	6,121
yoy		5.91%	3.43%	-34.61%	4.79%
内蒙古丰州职业学院 （青城分院）	8.92	5.92	7.98	10.69	14.96
yoy		-33.65%	34.84%	33.98%	39.96%
在校生人数（人）	764	644	939	1,618	2,288
yoy		-15.71%	45.81%	72.31%	41.41%
人均学费（元/人）	11,674	9,189	8,498	6,608	6,540



	yoy	-21.28%	-7.52%	-22.24%	-1.03%
重庆电信职业学院					5.4
在校生人数 (人)					5,948
住宿费	29.29	29.65	31.18	32.47	37.41
	yoy	1.23%	5.15%	4.15%	15.22%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

成熟学校的内生增长：我们预计学额增加+人均学费提升维持稳定的中单位数增长。

学生人数方面，公司通过增加学额与开设新专业的方式增加学生数量。例如重庆人文科技学院 17 年专升本增加新学额；重庆工商大学派斯学院 17 年获批举办高等学历继续教育并于 17/18 学年开始招生；重庆应用技术职业学院及内蒙古丰州职业学院（青城分院）16 年初获批开设新专业后两学校学生人数出现显著增长。我们预计每年的学额增速维持中低个位数。

表 13：民生教育四所学校可容纳学生人数及利用率

	可容纳学生人数 (人)					学校利用率 (%)				
	12/13	13/14	14/15	15/16	2016.10	12/13	13/14	14/15	15/16	2016.10
重庆人文科技学院	21,877	21,877	21,877	21,877	21,877	83.0	81.9	82.6	84.2	85.7
重庆工商大学派斯学院	8,104	9,600	9,600	11,160	11,160	97.0	88.9	97.5	88.7	89.0
重庆应用技术职业学院	2,748	2,748	2,748	2,748	2,748	71.8	66.3	56.7	49.3	86.5
内蒙古丰州职业学院 (青城分院)	1,986	1,986	1,986	1,986	1,986	72.7	38.5	32.4	47.3	81.5
总计	34,715	36,211	36,211	37,771	37,771	84.8	80.2	81.8	81.1	86.5

数据来源：公司公告，东吴证券研究所（注：重庆应用技术职业学院及内蒙古丰州职业学院（青城分院）13/14 学年起利用率降低主要系公司申请开设新专业未能及时获得审批，导致无法按计划开设新专业，对当年入学人数造成影响）

学费方面，公司通过上调学费与增加培训项目提升单生收入。公司每两至三年进行一次学费提价，16/17 学年提升重庆人文科技学院、重庆工商大学派斯学院学费 1000 元，仅针对当年入学新生，随学生年级升级学费提价将逐年体现在公司收入中。此外公司对现有学生增开新的培训项目提升单生收入，如重庆人文科技学院开设教师资格证培训班，17 年报名人数超千人将显著驱动整体收入增长。我们预计每年人均学费增速维持中低个位数增长。

表 14：民生教育四所学校学费情况（单位：元）

	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017
重庆人文科技学院					
学士学位课程	13000~17000	13000~17000	13000~17000	13000~17000	14000~18000
大专课程		10000	10000	10000	11000
预科教育	13500	13500	9500~13500	9500~13500	10000~14000
重庆工商大学派斯学院					
学士学位课程	12000~13000	12000~13000	12500~14000	12500~15000	13500~15000
大专课程	8500	8500	10000	10000~11000	11000

重庆应用技术职业学院						
大专课程	7000~10000	7000~10000	7500~10000	7500~9800	8000~8800	
内蒙古丰州职业学院 (青城分院)						
大专课程	5800~6000	6000	6000~6300	6500~7000	6500~7000	
[3+2]项目前三年	2500	2500	2500	2500	4500	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.2. 利润端：高毛利高净利，盈利能力卓越

**毛利率：2013年起公司毛利率均处于58%以上较高水平。**2015年起毛利率出现下滑主要原因为**(1) 员工成本持续提升**，2013-2017员工成本CAGR 8.98%主要原因为伴随招生人数上升学校需配备相应比例教职人员，且公司提升薪金福利以通过有竞争力的薪酬方案吸引、保留人才；**(2) 折旧摊销费用提升**，2013-2017折摊费用CAGR 8.05%系近年来公司加快对校舍进行装修及购买新设备以支持学校发展。2017年随学校招生人数增加学校利用率提升，公司毛利率小幅回升至58.33%水平，随公司教职人员及学校设备配备陆续完成未来毛利率持续回升值得期待。

表 15：民生教育营业成本及毛利率情况（单位：百万元）

	2013	2014	2015	2016	2017
营业总收入	384.08	402.51	426.32	445.00	477.78
yoy		4.80%	5.92%	4.38%	7.37%
营业成本	142.89	146.81	164.65	186.39	199.09
yoy		2.74%	12.15%	13.20%	6.81%
其中：雇员成本	75.58	78.17	85.72	100.00	106.60
yoy		3.44%	9.65%	16.66%	6.60%
占比	52.89%	53.25%	52.06%	53.65%	53.54%
折旧及摊销	24.58	27.04	28.86	-	33.50
占比	17.20%	18.42%	17.53%	-	16.83%
办公开支	4.39	4.67	6.14		
租金	2.27	1.62	1.62		
学生学习及实习费用	3.11	4.49	5.95		
学生辅助	3.82	3.56	4.28		
水电费	7.17	6.79	6.60		
差旅及交通费	1.24	1.48	1.12		
维修费用	5.39	2.19	5.69		
合办教育成本	11.32	12.48	13.95		
占比	7.92%	8.50%	8.47%		
其他成本	4.03	4.33	4.74		
毛利率	62.80%	63.53%	61.38%	58.11%	58.33%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所（注：2016、2017年年报披露口径较招股书披露口径发生变化，故仅有雇员成本、折旧及摊销数据）

**费用端：销售费用率规模效应凸显，上市开支大幅增加管理费用，财务费用率稳定。**作为优质高等教育供应商，民生良好的品牌口碑及出色的就业率使得学校无需进行大规模招生宣传推广，17年公司销售费用率1.63%同比下降1pct规模效应凸显。17年管理费用1.26亿同比增长45.7%，管理费用率升至26.31%主要原因为：第一，16年起公司IPO产生大量上市开支且17年新增购股权费用；第二，公司董事增加、重庆人文科技学院、重庆工商大学派斯学院及香港办事处行政人员员工成本增加，未来我们预计管理费用率将伴随上市开支消除、规模效应显现维持稳中有降。16年起公司财务费用增加系15年公司借款回购部分普通股以及16年借款提供给香港能仁专上学院导致利息费用增加。未来随公司上市开支支出完毕及IPO融资带来充分现金流可用于归还借款，公司财务费用率有望保持稳中有降。

表 16：公司期间费用明细（单位：百万元）

	2013	2014	2015	2016	2017
销售费用	6.71	8.89	8.30	11.69	7.78
销售费用率	1.75%	2.21%	1.95%	2.63%	1.63%
管理费用	59.73	60.17	61.68	86.30	125.70
管理费用率	15.55%	14.95%	14.47%	19.39%	26.31%
扣除上市开支、购股权开支后管理费用率	15.55%	14.95%	14.47%	16.56%	20.23%
财务费用	-	-	0.30	2.60	3.04
财务费用率	0.00%	0.00%	0.07%	0.58%	0.64%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**盈利端：经调整净利率逐年攀升至 2017 年 64.96% 水平，IPO 摊薄后 ROE 降至 11.31%。**17 年公司经调整净利润（调整上市开支、未变现汇兑亏损、购股权开支等）3.10 亿元同比增长 31.9%，经调整净利率 65% 盈利能力卓越。2014 年起公司净资产收益率稳步提升，16 年达 16.77% 水平，17 年公司上市后大量资金在账降低总资产周转率引起 ROE 下降至 11.31%。

表 17：公司利润情况（单位：百万元）

	2013	2014	2015	2016	2017
除税前溢利	204.03	222.27	246.68	251.36	262.96
所得税	18.08	25.94	33.22	1.61	2.12
所得税税率	4.71%	6.44%	7.79%	0.36%	0.44%
归母净利润	176.72	186.79	203.21	243.43	259.95
yoy		5.70%	8.79%	19.79%	6.79%
净利率	46.01%	46.41%	47.67%	54.70%	54.41%
经调整净利润	185.95	196.33	213.46	235.25	310.35
yoy		5.58%	8.73%	10.21%	31.92%
经调整净利率	48.41%	48.78%	50.07%	52.87%	64.96%

ROE	-	10.70%	12.81%	16.77%	11.31%
销售净利率	46.01%	46.41%	47.67%	54.70%	54.41%
资产周转率	-	0.18	0.20	0.21	0.15
权益乘数	-	1.25	1.36	1.46	1.40

数据来源：公司公告，东吴证券研究所（注：ROE 为归母净利润收益率）

### 3.3. 资产结构清晰稳定，账上现金充足为外延发展奠定充分基础

货币资金及理财占比总资产超过 50%，现金充沛。17 年公司 IPO 后账上现金充沛，2017 年年报现金+理财总规模超过 20 亿。非流动资产中主要是固定资产和土地，二者占比总资产 35% 左右，近几年由于并购导致其每年折旧有所增加。由于民办高校具有重资产属性，土地等资产须过户至学校名下，公司未来大规模并购新学校预计固定资产及预付土地租赁款项将持续上升，折摊费用预计持续增长。

表 18：公司资产情况（单位：百万元）

	2013	2014	2015	2016	2017
资产合计	2,059.98	2,300.83	2,009.47	2,223.87	4,221.84
其中：流动资产	1,128.76	1,357.31	1,038.76	1,156.72	2,459.91
其中：现金及银行结余	391.76	375.02	352.22	602.32	1,696.28
占比总资产	19%	16%	18%	27%	40%
可供出售投资	498.31	733.26	522.10	143.18	466.32
占比总资产	24%	32%	26%	6%	11%
非流动资产合计	931.22	943.52	970.71	1,067.15	1,761.93
物业,厂房及设备	566.44	571.94	583.57	611.72	1,066.14
占比总资产	27%	25%	29%	28%	25%
每年折旧	38.11	41.21	39.05	38.86	47.34
预付土地租赁款项	37.44	40.08	56.00	106.43	330.96
占比总资产	2%	2%	3%	5%	8%
每年摊销	0.85	0.93	0.96	1.58	2.72

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

应付款周转率持续下降，政府补助增厚公司业绩。公司负债中递延收益占比最大，主要为学生每年 9 月开学前所交学费及住宿费，递延收益持续增长为公司提供充沛现金流并为未来收入增长提供指引，2017 年递延收益增加 22% 至 3.2 亿为收入增长提供较强安全边际。其他应付款项及应计费用 17 年翻倍增长主要系公司 17 年应付重庆电信职业学院非控股股东款项 0.72 亿元计入其他应付款。从周转率来看，其他应付款项周转率自 16 年起逐年降低，应付款项周转天数升至 362 天反映公司信用状态良好，现金使用效率得到提升。公司非流动负债中递延收入全部为政府补助，近年来政府补助充足且主要是与经营相关。

表 19：公司负债情况（单位：百万元）

	2013	2014	2015	2016	2017
<b>负债合计</b>	340.99	383.12	590.53	652.95	1,075.16
<b>其中：流动负债</b>	<b>309.27</b>	<b>320.35</b>	<b>354.16</b>	<b>520.94</b>	<b>773.75</b>
其中：递延收益	216.57	231.15	246.47	263.16	321.83
yoy		6.73%	6.63%	6.77%	22.29%
占比总负债	64%	60%	42%	40%	30%
其中：学费	198.18	211.72	225.52	237.07	291.71
yoy		6.83%	6.52%	5.12%	23.05%
住宿费	18.38	19.44	20.95	26.09	30.13
yoy		5.72%	7.78%	24.55%	15.46%
其他应付款项及应计费用	86.67	84.95	85.44	110.73	289.81
yoy		-1.98%	0.58%	29.60%	161.73%
占比总负债	25%	22%	14%	17%	27%
周转率		1.71	1.93	1.90	0.99
周转天数		210	186	189	362
应计花红及其他雇员福利	6.66	10.19	12.04	19.52	24.61
应付餐饮服务款项	3.30	3.27	2.93	2.22	6.97
购买物业、厂房、设备应付款	30.37	21.82	14.42	30.32	65.06
管理费应付款项	10.52	11.59	12.21	12.25	32.36
收取学生的杂项开支	21.32	21.98	20.30	22.28	25.12
其他应付税项	0.78	1.34	7.09	2.77	2.61
上市开支应付款项	-	-	-	6.14	-
审计费用应付款项	-	-	-	-	2.25
应付利息	-	-	-	-	32.31
其他应付款项	13.73	14.76	16.46	15.24	98.52
<b>非流动负债</b>	<b>31.72</b>	<b>62.77</b>	<b>236.37</b>	<b>132.01</b>	<b>301.41</b>
递延收入-政府补助	31.72	62.77	116.72	132.01	271.41
yoy		97.89%	85.95%	13.10%	105.60%
占比总负债	9%	16%	20%	20%	25%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

高质量经营性现金流，受制于账上商誉影响下周转率较低+杠杆水平较低，ROE 上市前处于可比公司低位，但近年来逐步提升趋势明确。公司经营性现金流近年保持稳定且与净利润之比保持在 1 以上表明公司盈利质量高。投资活动现金流波动较大主要由公司持续调整投资存款及可供出售投资头寸造成，此外公司持续投入资金购买固定资产表明公司仍处扩张期，未来公司持续并购扩张下此项支出预计将保持增长。从可比公司 ROE 来看，公司具有稳定及出色的净利润率，IPO 前资产周转率稍低主要是由于公司账上 3 个多亿商誉（可比公司中教控股、新高教为 0），低负债水平造成权益乘数稍低，净资产收益率近年来逐步提升。

表 20：公司现金流情况（单位：百万元）

	2013	2014	2015	2016	2017
经营活动产生的现金流量净额	222.88	254.62	313.12	296.12	261.29
/净利润	1.20	1.30	1.47	1.19	1.00
投资活动产生的现金流量净额	-93.51	-303.15	251.93	274.34	-305.25
其中：赎回投资存款及可供出售投资	1185.63	1736.32	2139.89	2196.99	1998.79
购买投资存款及可供出售投资	-1227.43	-2010.44	-1820.59	-1823.32	-2321.79
购买物业、厂房及设备	-74.36	-57.02	-58.42	-53.54	-43.63
筹资活动产生的现金流量净额	0	0	-619.5	-52.92	1,047.84

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 21：可比公司净资产收益率情况

公司名称	2014	2015	2016	2017
<b>民生教育</b>				
净利润率	46.41%	47.67%	54.70%	54.41%
资产周转率	0.18	0.20	0.21	0.15
权益乘数	1.25	1.36	1.46	1.40
<b>ROE</b>	<b>10.70%</b>	<b>12.81%</b>	<b>16.77%</b>	<b>11.31%</b>
<b>中教控股</b>				
净利润率	35.89%	38.44%	44.11%	43.26%
资产周转率		0.29	0.26	0.19
权益乘数		1.62	1.57	1.29
<b>ROE</b>		<b>17.82%</b>	<b>17.72%</b>	<b>10.51%</b>
<b>新高教</b>				
净利润率	34.17%	33.13%	28.37%	45.66%
资产周转率		0.27	0.24	0.22
权益乘数		3.21	2.62	1.75
<b>ROE</b>		<b>28.57%</b>	<b>18.11%</b>	<b>17.86%</b>

数据来源：Wind，东吴证券研究所

#### 4. 外延发展加速，高等教育为主，高中+海外投资思路清晰

公司账上现金十分充沛处于可比上市公司中高位，外延并购粮草充足。17 年年报公司现金+理财规模超过 20 亿，明显高于可比公司，我们认为在行业加速整合阶段现金重要性更加凸显，充沛的现金流也是成为行业整合者的重要因素。

表 22：可比公司账上现金储备（单位：百万元）

公司名称	货币资金	理财产品投资
民生教育	1,696.28	466.32
宇华教育	977.69	116.03
中国新华教育	293.02	235.52
新高教集团	118.65	-

数据来源：公司公告，东吴证券研究所（注：除宇华教育为 2018H 数据外其余学校均为 2017A 数据）

我们系统性梳理公司 IPO 后的并购及投资，认为公司目前的外延路径有如下三个方面：第一，本身高等教育学额具备稀缺性，外延仍然以高等教育为主；第二，中专及高中由于其本身招生灵活性作为补充；第三，扩大集团国际背景，以少数股权形式投资海外标的。

以高等教育为核心，重庆电信&安徽文达加速落地，收购标的质地优秀。我们认为高等教育模块仍然是公司外延发展的重中之重，2017 年 12 月并表的重庆电信(5948 人)是其西南地区第四所学校，我们认为历史上（15、16 年之前）由于其本身的债务、资本开支、租金等因素影响其利润表现，根据 17 年并表收入我们预计 18 年贡献收入 5000 万+，利润端预计未来债务结构有所优化后利润率将进入持续改进通道。安徽文达收购包括安徽文达信息工程学院（16FY 11030 人）、安徽蓝天国际飞行学院和安徽合肥信息技术学院，其中安徽文达成立于 2001 年运营经验丰富，2017 年初次就业率接近 95%，从增长潜力上我们认为 2017 年后可以自主确定学费&学额提升将带动标的学校收入取得较快增长，其历史上较低利润率将伴随并购落地逐步改进，目前该收购尚未结束。未来公司潜在收购目标在：独立设置的本科大学、初步具备转设为独立设置本科大学条件的独立学院、初步具备可升为独立设置本科大学条件的高职（专科）学校。

表 23：安徽文达、重庆电信收购概况（单位：百万元）

	股权比例	收购时间	收购价格(百万元)	总作价(百万元)	学生人数	生均投资成本(元)	生均净利润	教学层次	学校性质	土地面积	备注
安徽文达信息工程学院(框架协议收购旗下安徽蓝天国际飞行学院及安徽合肥信息技术学校)	51%	17/08	500	980.4	11,030 (16FY)	88,884	2781	本科/专科	全日制民办高等院校	约 700 亩	正在履行举办者变更手续, 尚未并表
重庆电信职业学院	51%	17/11	125	245.1	5,948 (17FY)	41,207	1231	大专	全日制普通高等院校	约 680 亩	2017 年 12 月并表

数据来源：公司公告，东吴证券研究所（生均净利润均为 2016 年数字）

表 24：安徽文达、重庆电信财务数据（单位：百万元）

安徽文达信息工程学院	2015	2016	2017
收入	113.00	110.33	
yoy		-2.37%	
毛利率	55.20%	45.08%	
期间溢利	44.09	30.68	
yoy		-30.42%	
净利率	39.01%	27.80%	
yoy		-28.73%	
学生人数	11,963	11,030	
yoy		-7.80%	
初次就业率	91.73%	92.03%	94.61%
重庆电信职业学院	2015	2016	2017
收入	45.21	48.37	
yoy		7.00%	
期间溢利	10.01	6.79	
yoy		-32.14%	
净利率	22.14%	14.04%	
yoy		-36.58%	
学生人数(人)	4,734	5,512	5,948
yoy		16.43%	
初次就业率	98.30%	98.60%	98.73%

数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所



中专及高中作为弹性补充，渤海实验已经并表，乐陵三所学校预计今年9月开始招生。中专及中学其招生、收费具备相当灵活性，公司在此处也有涉及。寿光渤海实验学校又名中科院大学基础教育研究院附属实验中学，学生规模2500人左右，该校采取的是民办公助模式，80%教师和管理人员由教育部门解决编制，工资社保由教育部门承担，未来新增教师及管理人员公办解决50%，同时该校西校区前四年政府免租，该校升学率情况优异，学生容量5000人以上，未来增长可期。乐陵三校由乐陵民生中专、乐陵民生高中(也为民办公助模式)和乐陵职业中专组成，其中乐陵民生中专预计学生容量6000人(投资2亿)、乐陵民生高中3000人(投资2亿)，目前两校都已经启动学校基本建设，预计2018年9月开始招生；另外乐陵职业中专为公司委管，目前乐陵三校共享一个校区以提高现有学校利用率。

表 25：公司中等教育收购情况（单位：百万元）

	股权比例	收购/成立时间	收购/投资价格 (百万元)	学生人数	生均投资成本(元)	教学层次	学校性质	备注
寿光渤海实验学校	100%，以民办公助方式办学	18/03	152	2,500 (18/03)	60,800	高中	全日制高级中学	2018年5月并表
乐陵民生高级中学	100%，以民办公助方式办学	18/02	200	计划 3000名 学生	66,667	高中	全日制高级中学	学校正在施工建设中，预计2018年9月前招生
乐陵民生职业中等专业学校	100%，委托管理运营乐陵市职业中等专业学校	16/09	200	计划 6000名 学生	33,333	中等职业教育	中等职业学校	已启动学校基本建设，预计2018年9月招生
乐陵市职业中等专业学校	公立学校，以委托管理方式办学	-	-	-	-	中等职业教育	中等职业学校	-

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

加速海外投资成为成峰教育基石投资，扩大集团国际背景。同时公司在海外投资方面也有相关进展，除前文所述新加坡、香港投资外，公司今年认购澳洲成峰高教2.09亿股(占比8.01%)成为其基石投资者，该校于2001年进入澳洲国际教育行业，目前有副学士、学士、研究生资质，与民生学士、大专学历形成互补，专业上对方以法学、商科等专业为主与民生有所协同，未来公司海外投资预计形式以少数股权为主，积极布局海外有利于公司扩大海外背景，为体系内学生提供全学历教育。

## 5. 盈利预测与投资建议

**盈利预测：**我们预计（不考虑渤海实验、安徽文达并表影响）公司学费收入 2018 年增长 18.73%，其中重庆人文科技学院、重庆工商大学派斯学院、重庆应用职业技术学院、内蒙古丰州职业学院、重庆电信职业学院增速学费增速分别为 5.04%、5.83%、26.00%、32.60%、882.4%（全年并表影响）；住宿费增速 12.85%，在二者带动下总收入增速 18.27%。

表 26：公司收入拆分预测（单位：百万元）

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	477.78	565.06	631.62	700.56
yoy	7.37%	18.27%	11.78%	10.92%
其中：学费	440.37	522.84	584.04	647.03
yoy	6.75%	18.73%	11.70%	10.79%
<b>重庆人文科技学院(本&amp;专)</b>				
学费	267.47	280.95	294.54	308.49
yoy	3.24%	5.04%	4.84%	4.74%
<b>重庆工商大学派斯学院(本&amp;专)</b>				
学费	134.93	142.80	150.69	158.71
yoy	4.67%	5.83%	5.53%	5.32%
<b>重庆应用技术职业学院(专科)</b>				
学费	17.65	22.24	27.89	34.81
yoy	27.51%	26.00%	25.40%	24.80%
<b>内蒙古丰州职业学院（青城分院）（专科）</b>				
学费	14.96	19.84	25.30	30.97
yoy	39.96%	32.60%	27.50%	22.40%
<b>重庆电信职业学院（专科）</b>				
学费	5.4	53.05	58.17	63.49
<b>乐陵民生高中（高中）</b>				
学费		1.76	11.70	23.00
		(假设确认 4 个月)		
<b>乐陵民生职业中专&amp;乐陵职业中专（中专）</b>				
学费		2.2	15.75	27.56
		(假设确认 4 个月)		
住宿费	37.41	42.22	47.58	53.54
yoy	15.22%	12.85%	12.70%	12.51%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 27：安徽文达信息工程学院盈利预测（单位：百万元）

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
收入	113.00	110.33	102.43	128.17	157.72	191.08
yoy		-2%	-7%	25%	23%	21%
净利润	44.09	30.68	28.48	38.45	55.20	85.98
yoy		-30%	-7%	35%	44%	56%
净利率		28%	28%	30%	35%	45%
持股比例				51%	51%	51%
合并比例				25%	100%	100%
合并收入				32.04	157.72	191.08
合并归母净利润				4.9	28.2	43.9

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**投资建议：**预计公司 2018-2020FY 营业总收入为 5.65、6.32、7.01 亿元，同比增长 18.27%、11.78%、10.92%，归母净利润为 3.45、3.97、4.53 亿元，同比增长 32.6%、15.3%、13.9%；当前市值对应 PE18X、15X、14X。假设安徽文达信息学院 18 年并表 3 个月，19、20 年全年并表情况下公司 2018-2020FY 营业总收入为 5.97、7.89、8.92 亿元，同比增长 25.0%、32.2%、13.0%，归母净利润为 3.50、4.25、4.96 亿元，同比增长 34.5%、21.7%、16.7%；当前市值对应 PE18X、14X、12X。处于可比公司估值最低水平，考虑到公司接下来并购项目新贡献业绩，当前时点给予“买入”评级。

表 288：可比公司估值表（单位：亿元）

证券代码	证券简称	总市值	净利润			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
2001.HK	新高教集团	84.9	3.1	3.9	4.9	27.7	21.8	17.5
0839.HK	中教控股	224.2	6.0	7.4	8.8	37.4	30.2	25.6
2779.HK	中国新华教育	53.7	1.9	2.5	3.8	28.2	21.1	14.2

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

## 6. 风险提示

- 1) **学费提价幅度不及预期的风险。**学费一般需由政府机构批准，且受需求、成本、地域、市场竞争、定价策略多项因素影响，有较大不确定性。学费是影响学校盈利的关键因素，若学费提价幅度不及预期，可能会对收入产生不利影响。
- 2) **外延并购整合情况不及预期。**公司在高等教育、中等教育方面 18 年外延项目落地较多，如整个情况不及预计将拖累业绩增长。

民生教育三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY	利润表 (百万元)	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY
<b>流动资产:</b>	<b>2,460</b>	<b>2,581</b>	<b>2,648</b>	<b>2,803</b>	营业收入	477.78	565.06	631.62	700.56
货币资金	1,696	1,809	1,871	2,021	减: 营业成本	199	233	252	274
应收款项	1	1	1	1	销售费用	8	8	9	11
按金,预付款项及其它	32	40	44	49	管理费用	126	107	114	119
应收款项-流动资产					财务费用	3	3	3	3
存货	1	2	2	2	其他支出净额	25	25	25	25
其他	730	730	730	730	加: 其他收入及收益	146	165	180	197
<b>非流动资产:</b>	<b>1,762</b>	<b>1,747</b>	<b>1,743</b>	<b>1,738</b>	应占联营公司损益	-0	-1	-1	-1
物业、厂房及设备	1,066	1,069	1,071	1,073	<b>除税前溢利</b>	263	353	408	466
商誉及无形资产	307	306	306	306	减: 所得税	2	2	3	3
预付土地租赁款项	331	331	319	311	少数股东损益	1	6	9	11
其他	58	42	47	49	<b>归母净利润</b>	259.95	344.64	397.29	452.64
<b>资产总计</b>	<b>4,222</b>	<b>4,328</b>	<b>4,391</b>	<b>4,541</b>	EBIT	263	347	400	455
<b>流动负债:</b>	<b>774</b>	<b>915</b>	<b>983</b>	<b>1,137</b>	EBITDA	314	395	447	503
递延收益-流动负债	322	380	425	472					
应计负债及其他应付	290	375	401	511					
款项									
其他	162	160	157	154					
<b>非流动负债合计</b>	<b>301</b>	<b>230</b>	<b>184</b>	<b>133</b>					
递延收入-非流动负债	271	230	184	133					
其他	30	-	-	-					
<b>负债总计</b>	<b>1,075</b>	<b>1,145</b>	<b>1,167</b>	<b>1,270</b>					
少数股东权益	121	122	124	126					
归属母公司股东权益	3,026	3,060	3,100	3,145					
<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>4,222</b>	<b>4,328</b>	<b>4,391</b>	<b>4,541</b>					
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2017FY</b>	<b>2018FY</b>	<b>2019FY</b>	<b>2020FY</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2017FY</b>	<b>2018FY</b>	<b>2019FY</b>	<b>2020FY</b>
<b>经营活动现金流</b>	261	353	316	442	每股收益(元)	0.06	0.09	0.10	0.11
<b>投资活动现金流</b>	-305	-50	-50	-50	每股净资产(元)	0.75	0.76	0.77	0.78
<b>筹资活动现金流</b>	1,048	-191	-204	-242	发行在外股份(百万股)	4018	4018	4018	4018
现金净增加额	1,004	113	62	150	ROIC(%)	9.5%	11.9%	13.3%	14.7%
折旧与摊销	51	47	48	48	ROE(%)	11.3%	11.3%	12.9%	14.5%
资本开支	-45	-50	-50	-50	毛利率(%)	58.3%	58.8%	60.1%	60.9%
营运资本变动	101	-133	-63	-149	销售净利率(%)	54.4%	61.0%	62.9%	64.6%
					资产负债率(%)	25.5%	26.5%	26.6%	28.0%
					收入增长率(%)	7.4%	18.3%	11.8%	10.9%
					净利润增长率(%)	6.8%	32.6%	15.3%	13.9%
					P/E	23.61	17.81	15.45	13.56
					P/B	2.03	2.01	1.98	1.95
					EV/EBITDA	17.56	13.87	12.14	10.71

数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所 (2018/5/23 港币兑人民币汇率 0.8124)

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

