

收入增长强劲，积极布局在线教育

投资要点

- **业绩概要:** 公司2019年实现营收10.1亿元，同比增长61.4%，实现归母净利润3.4亿元，同比增长2.6%，经调整净利润3.9亿元同比增长14.2%，上市后首次派息，每股2.59港仙，分红率约30%。
- **内生增长稳健，外延贡献收入增量，教师成本增加导致毛利率有所下降。** 1) 收入增长亮眼，毛利率略有下滑: 截止2019年末公司旗下学校已增至11所，在校学生人数8.6万人，同比增长31%。收入大幅增长主要受益于滇池学院并表以及现有学校内生人数增加。报告期内毛利率从53.5%下降至51.4%，主要受教职员工薪酬及福利上涨以及新并表学校高均摊的折旧费用影响，预计随着新并表学校在校人数增长以及平均学费增长，毛利率有望持续改善。2) 费用率受认沽期权负债利息拖累: 销售费用率、管理费用率在规模效应下分别下降至1.6% (yoy-1.1 ppt)、18.4% (yoy-4.6 ppt)，而受到贷款利息增加以及认沽期权负债利息3790万影响导致融资成本同比大幅增长。
- **内生外延共同扩张，积极布局在线教育。** 1) 内生方面云南大学滇池学院的阳宗海新校区项目正式启动，预计2021年一期完成，2023年全部完工，预计可贡献43000学生容量；外延方面，2019年3月公司公告收购南昌职业大学51%的股权，同时在2019年2月起并对曲阜远东职业技术学院实现了全面管理，其余外延项目继续推进，目前公司旗下已有7所高校、2所专科学校以及2所高中，校园网络及在校生规模可持续扩张；2) 公司为国内率先布局在线教育的民办高教集团: 2020年3月25日公告收购TCL教育网以及相应渠道奥鹏教育和丝绸之路的50%以及80%股权，在线业务布局逐步完善，其中奥鹏教育主要覆盖学历教育及继续教育、慕课网为国内龙头IT技能学习平台、华南地区头部在线学历教育平台民生在线以及汉语水平考试的最大的网考考点业务。奥鹏教育的在线学生达到了115万人，慕课网注册用户达到716万，付费用户达到20万，民生在线托管学生数约11万，成长趋势可观。
- **政策利好频发，西南民办高校龙头成长可期。** 1) 政策利好频发: 2019年2月13日国务院发布《国家职业教育改革实施方案》强调职业教育战略地位、2019年3月5日“两会”政府工作报告明确提出2019年高职院校计划扩招100万人、2020年全国专升本规模拟扩招184%，政策利好持续释放，国家稳就业导向明确，公司作为国内应用型民办高教集团领军者，本科生占比60%+，办学质量优异，随着校园网络逐渐扩张，在线教育领域逐步发力，业绩有望实现长期可持续增长。
- **盈利预测与评级:** 公司为西部地区高等教育领跑者，内生增长稳定，外延并购持续落地，随着平均学费逐年增长规模效应逐渐增强，盈利能力处于持续提升轨道。我们预计公司2020-2022年EPS分别为0.11元，0.13元，0.16元，对应PE分别为9X、7X、6X，我们认为目前估值仍明显低估，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产业政策变动的风险，学校招生或不及预期的风险，外延并购或不及预期的风险，业务整合或不及预期的风险，规模扩张带来的管理风险。

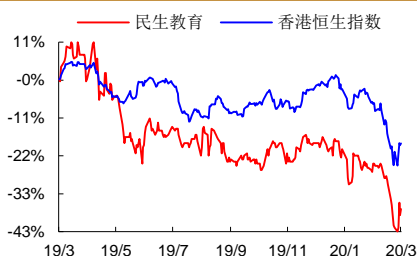
指标/年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元人民币)	623.1	1005.4	1171.1	1291.8	1419.7
增长率	30.4%	61.4%	16.5%	10.3%	9.9%
归属母公司净利润(百万元人民币)	332.8	341.6	455.2	534.3	624.5
增长率	28.0%	2.6%	33.3%	17.4%	16.9%
每股收益 EPS	0.08	0.09	0.11	0.13	0.16
净资产收益率 (%)	9.4	8.8	9.0	11.8	21.4
PE	11.9	11.6	8.7	7.4	6.3

数据来源: 公司资料, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸
执业证号: S1250517070001
电话: 010-57758600
邮箱: zhuz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

52周区间(港元)	0.97-1.89
3个月平均成交量(百万)	3.35
流通股数(亿)	40.18
市值(亿)	43.39

相关研究

1. 民生教育 (1569.HK): 业绩符合预期, 内生增长+外延落地有序推进 (2019-08-19)
2. 民生教育 (1569.HK): 业绩符合预期, 外延并购本科学校落地 (2019-04-04)

关键假设：

假设 1：假设各学校学生人数 2020-2022 年增速在 5%-7%；

假设 2：假设各学校平均学费 2020-2022 年增速在 2%-4%；

假设 3：随着学生人数规模以及平均学费增长，预计教师薪酬成本规模效应逐渐显现，毛利率稳步提升。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元人民币		2019A	2020E	2021E	2022E
学费	收入	927.5	1089.3	1205.2	1328.2
	增速	62.5%	17.5%	10.6%	10.2%
住宿费	收入	77.9	81.8	86.6	91.6
	增速	48.4%	4.9%	5.9%	5.8%
合计	收入	1005.4	1171.1	1291.8	1419.7
	增速	61.3%	16.5%	10.3%	9.9%
	毛利率	51.4%	54.0%	54.5%	55.0%

数据来源：公司公告，西南证券

附：财务报表

损益表						现金流量表					
12月31年结(百万CNY)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	12月31年结(百万CNY)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收入	623	1,005	1,171	1,292	1,420	税前利润	348	346	469	550	642
毛利	333	516	632	704	781	税项	-11	41	-27	18	-42
EBIT	278	426	549	619	701	营运资本变动	-76	-94	38	-104	-21
财务收入(费用)	10	-80	-81	-71	-63	经营现金流量	334	178	508	489	604
联营公司	0	-0	1	2	3	资本开支	-6	-10	-12	-13	-14
非经常性项目	79	0	0	1	2	自由现金流量	328	168	496	476	590
税前利润	367	346	469	551	644	股息	0	0	0	-534	-1,249
税项	-3	-12	-5	-6	-6	其他非流动资产变动	-5	-0	0	0	0
非控股权益	32	-8	9	11	13	股本变动	0	0	0	0	0
净利润(归属母公司)	333	342	455	534	624	其他	82	-8	9	-523	-702
资产负债表						净现金流量	404	160	505	-581	-1,361
12月31年结(百万CNY)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	期初净现金(负债)	1,522	1,047	1,207	1,712	1,131
现金及现金等价物	1,506	1,308	501	485	-744	期末净现金(负债)	1,926	1,207	1,712	1,131	-230
应收账款	68	84	102	121	125	财务比率					
存货	1	1	3	2	3	12月31年结	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
其他流动资产	2	101	340	226	237	增长(%)					
物业、厂房及设备	2,158	2,317	2,142	2,128	2,114	收入	30.4	61.4	16.5	10.3	9.9
无形资产	2,436	2,437	2,437	2,437	2,437	EBITDA	96.4	(11.6)	85.8	12.1	12.8
其他非流动资产	452	829	830	832	835	EBIT	113.3	53.1	28.9	12.7	13.3
总资产	6,625	7,078	6,355	6,231	5,007	净利润	28.0	2.6	11.6	18.1	23.0
应付账款	1,231	1,123	127	140	154	每股盈利	(17.5)	2.6	11.6	18.1	23.0
短期借款	245	321	351	388	426	利润率(%)					
其他流动负债	31	39	11	39	12	毛利	53.5	51.4	54.0	54.5	55.0
长期借款	214	330	600	601	602	EBITDA	56.4	30.9	49.3	50.0	51.3
递延税项负债	1,375	1,394	1,014	1,261	1,223	EBIT	44.7	42.4	46.9	47.9	49.4
其他非流动负债	0	0	0	0	0	净利润	53.4	34.0	32.6	34.9	39.0
总负债	3,096	3,207	2,103	2,429	2,417	其他比率					
股本	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	ROE(%)	9.4	8.8	9.0	11.8	21.4
储备	3,408	3,757	4,138	3,688	2,476	ROA(%)	5.0	4.8	6.0	7.2	11.1
股东权益	3,408	3,757	4,139	3,688	2,476	净负债率	6.3	(20.7)	10.6	13.2	68.4
非控股权益	121	113	113	113	113	利息覆盖率(倍)	21.1	5.4	3.5	3.9	5.2
总权益	3,529	3,871	4,252	3,802	2,590	应收账款周转天数	40.1	30.5	31.8	34.2	32.2
净现金(负债)	1,047	657	-450	-503	-1,772	应付账款周转天数	1551.0	838.2	86.0	87.0	88.0
						存货周转天数	1.7	1.1	1.8	1.5	1.4
						有效税率(%)	0.8	(1.2)	(1.0)	(1.0)	(1.0)

数据来源：公司资料，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn