



## 中国科培 (1890.HK): 内生稳健, “升级+扩容” 打造 华南 No.1 民办高校

2019.2.26

强烈推荐

(首次覆盖)

黄莞 (分析师)	田鹏 (研究助理)
电话: 020-88832319	020-88836115
邮箱: huangguan@gzgzhs.com.cn	tian.peng@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310517050001	A1310117080001

现价:	3.20 港元
目标价:	3.99 港元
股价空间:	25%

### 摘要:

#### ● “自建升级+扩容” 助力内生增长, 外延扩张后续可期

(1) 华南地区领先的民办高教集团。截至 2019 年 2 月, 中国科培旗下共有两所位于广东省的院校, 分别提供民办高等教育 (广东理工学院) 和中职教育 (肇庆学院)。2018/2019 学年, 集团学生总数为 45118 人, 其中广东理工学院 36860 人。根据弗若斯特沙利文报告, 按 2017/2018 学年的在校生总数计, 广东理工学院是华南地区第一大民办高教院校, 市场占有率达 2.6%。

(2) “自建升级+扩容” 双管齐下, 办学层次不断优化。公司通过 “升级+扩容” 实现学生人数的快速增加, 本科课程人数占比不断提高, 旗下广东理工学院扩容计划正在进行中。本次融资净额约 7.88 亿港元, 主要用于收购其他学校 (44.9%), 扩充现有学校 (37.6%), 偿还部分贷款 (7.5%), 以及作为营运资金 (10%)。

#### ● 对比同行看未来: 营收增速位居首位, 盈利能力出众, 内生稳健

我们挑选了港股上市的民办高等教育标的 (中教控股、希望教育、新高教集团、民生教育、中国新华教育、中国春来) 与中国科培进行横向比较。

(1) 财务方面: 中国科培 2016/2017 及 2018 年 1-8 月营收分别为 3.50/4.55/2.84 亿元, 营收体量在可比标的的中位居第五; 营收增速为 36.62%/30.15%/24.66%, 领先可比标的; 对应净利润 1.79/2.31/1.66 亿元, 在可比标的的中位居中游。盈利能力方面, 2017 年公司毛利率为 67.25%, 近三年均稳居港股民办高教标的之首; 净利率为 50.70%, 处于高教行业高位。三费管控能力较强, 可比期间均处于行业低位。

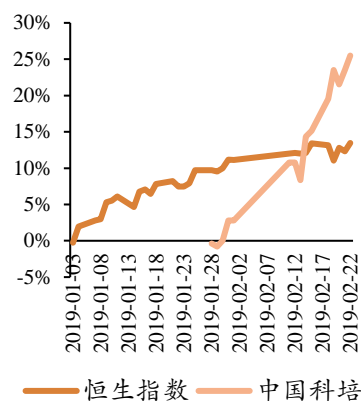
(2) 运营层面: 集团运营 2 所学校, 17/18 学年学生人数约 3.59 万人位居第六, 18/19 学年学生人数为 4.51 万人, 同比增长 25.58%。公司受益于 2014 年 5 月成功专升本, 整体办学层次明显抬升。从内生潜力来看, 18/19 学年公司整体的利用率为 89.9%, 有进一步提升的空间, 同时广东理工大学扩容计划正在推进中。在此次送审稿出台的大背景下, 我们认为高教外延并购实现规模快速扩张的大逻辑不变, 预计后续公司登陆资本市场后将加速推进并购进程。

● 盈利预测及估值: 我们认为, 民促法送审稿支持民办教育发展宗旨未变, 且公司扩建计划正在进行, 办学层次不断优化, 内生增长潜力明确, 同时公司也在积极寻求标的的推进外延并购。不考虑潜在的并购对业绩的影响及其余非经常性损益, 我们预计中国科培 2018-2020 年公司营业收入分别为 5.71/6.98/8.36 亿, 同比增长 25.45%/22.24%/19.74%; 净利润分别为 3.15/4.00/4.86 亿元, 同比增长 36.54%/26.97%/21.43%; 我们给予中国科培 2019 年 17 倍 PE, 对应目标价 3.99 港元, 相对当前股价有 25% 的股价空间, 首次覆盖, 给予 “强烈推荐” 评级。

主要财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营收 (亿元)	3.50	4.55	5.71	6.98	8.36
同比 (%)	-	30.15%	25.45%	22.24%	19.74%
净利润 (亿元)	1.79	2.31	3.15	4.00	4.86
同比 (%)	-	28.78%	36.54%	26.97%	21.43%

● 风险提示: 政策推进的不确定性、扩张不达预期

### 股价走势



### 股价表现

涨跌 (%)	1M	3M	6M
中国科培	27.49	-	-
恒生指数	6.78	11.69	4.56

### 基本资料

市值 (亿港元)	64.03
总股本 (亿股)	20.1
流通股比例	100%
资产负债率	41.81%
大股东	叶念乔
大股东持股比例	33.74%

### 相关报告

1. 后修法时代, 我们怎么看民办学校板块? -20181004
2. 广证恒生教育行业专题报告: 庖丁解牛之民办学校支出端要素全面拆解-20180613
3. 广证恒生 2018 年教育行业中期策略: 民办学校, 寻求确定性, 推荐 “教育皇冠上的明珠” -20180610
4. 民办学校收入端要素拆分: 看好并购和轻资产扩张模式-20180516



## 目录

1.公司概况：华南地区领先的民办高等教育集团 .....	4
1.1 专注专业型教育，扎根制造业中心，需求强劲 .....	4
1.2 创始人办学经验丰富，基石机构明星荟萃 .....	4
2.政策支持宗旨未变，民办高教千亿蓝海待掘金 .....	7
2.1 华南地区民办高教市场蓝海已至，卡位区域先发优势凸显 .....	7
2.2 送审稿促分类管理加强，高教并购逻辑未变，净利率水平或有回调 .....	9
3.业务概况：专注本科，多元化课程成就华南民办高教龙头 .....	11
3.1 办学层次优化，本科课程成收入增长主引擎 .....	12
3.2 特色计划叠加中等职业教育，合力打造多元化教学课程体系 .....	13
3.3 业务模式：“自建升级+扩容”助高增长，外延并购后续可期 .....	14
4.对比同行：营收增速位居前列，内生稳健 .....	15
4.1 看财务：规模性初显，营收增速遥遥领先，成长势头强劲 .....	15
4.2 看运营：内生扩容在即，外延亟待推进 .....	19
5.盈利预测 .....	21
5.1 关键假设和盈利预测 .....	21
5.2 公司估值 .....	23
6.风险提示 .....	24



## 图表目录

图表 1 发展历程 .....	4
图表 2 所得款项用途 .....	4
图表 3 2018 年企业重组后发行前公司的股权结构图 .....	5
图表 4 核心管理层深耕于教育行业多年 .....	6
图表 5 公司优质基石投资者背书效应突出 .....	6
图表 6 预计中国民办高教市场总收入将以年复合增长率 7.6% 增至 2022 年的 1496 亿元 .....	7
图表 7 预计华南地区民办高教市场总收入将以年复合增长率 8.4% 增至 2022 年的 212 亿元 .....	8
图表 8 华南地区民办高教在校生人数 2018E-2022E 年年复合增长率为 5.6% .....	9
图表 9 后修法时代高教并购逻辑未变 .....	10
图表 10 1 所学校提供高等教育服务, 1 所学校提供中等职业教育服务 .....	11
图表 11 广东理工学院为收入主力军 .....	12
图表 12 近四年在校生人数稳步增加, 本科学生占比显著提升 .....	12
图表 13 近四年各课程学费稳步提升 (元) .....	13
图表 14 成人教育中成人大学最新学年在校生人数达 9273 人 .....	13
图表 15 中国科培拟扩容至 3.7 万人 .....	14
图表 16 中国科培市值处于可比公司第五位 .....	15
图表 17 FY2017 中国科培在港股民办高教中营收规模排名第五 (亿元) .....	16
图表 18 近两年中国科培营收增幅在港股民办高教集团中遥遥领先 (%) .....	16
图表 19 中国科培净利润规模逐年增加, FY2017 在港股民办高教中位居第四 (亿元) .....	17
图表 20 FY2017 中国科培净利润增速有所放缓 (%) .....	17
图表 21 中国科培毛利率领先于其他可比公司 (%) .....	18
图表 22 中国科培净利率保持稳定, 处于高教行业高位 (%) .....	18
图表 23 2015-2017 年销售费用率持续下降, 在港股高教中位居中游 (%) .....	19
图表 24 中国科培连续三年管理费用率处于可比公司最低位 (%) .....	19
图表 25 中国科培财务费用率连续三年均处于可比公司低位 (%) .....	19
图表 26 2017/2018 学年中国科培学生人数在可比公司中排第六位 (万人) .....	20
图表 27 17/18 学年中国科培学生人数增速达 15.42% (%) .....	20
图表 28 中国科培学校数量位于可比公司下游 .....	21
图表 29 中国科培学校利用率有所上升 (%) .....	21
图表 30 三所学校近年均持续扩容 .....	21
图表 31 中国科培核心财务指标预测 .....	22
图表 32 主要民办高教标的估值情况 .....	23



# 1. 公司概况：华南地区领先的民办高等教育集团

## 1.1 专注专业型教育，扎根制造业中心，需求强劲

中国科培教育集团有限公司是华南地区领先的民办高等教育集团。公司始于 2000 年成立肇庆市科培教育投资开发有限公司，创办人叶念乔。目前公司旗下拥有并运营广东理工学院、肇庆学校两所位于广东省的学校，2018/201 学年，集团旗下学校的在读学生总数为 45118 人，其中广东理工学院 36860 人、肇庆学校 8258 人。根据弗若斯特沙利文报告，按 2017/2018 学年的在校生总数计，公司旗下的广东理工学院是华南地区合共 61 间民办高等教育机构（独立学院除外）中排名第一，在华南地区市场占有率为 2.6%（华南地区前五大民办高等院校合计市场占有率为 11.5%）。

图表1 发展历程

年份	事件
2000 年	肇庆科培成立。
	成立肇庆科技学校，为集团首间提供中等职业教育及颁授学位证书的民办机构。
2005 年	成立肇庆科技职业技术学院，为集团首间提供高等职业教育及颁授大专学历的民办机构。
	肇庆学校由肇庆科技学校更名为肇庆市科技中等职业学校，系广东省教育厅备案的全日制中等职业学校。
2011 年	肇庆学校自 2005 年至 2011 年连续七年获授“广东高等职业教育（民办院校）竞争力 10 强”称号
2014 年	肇庆科技职业技术学院更名为广东理工学院，并成功升格为本科，系经国家教育部批准的全日制普通本科高等学校。
2017 年	在开曼群岛注册成立为有限公司
2018 年	为重组目的订立合同安排，并收购中国运营学校的控制权

资料来源：招股说明书、广证恒生

公司于今年 1 月 25 日正式在港交所挂牌上市。本次发行 3.53 亿股，每股发行价为 2.48 港元，融资净额约 7.88 亿港元，募集资金将主要用于收购其他学校（44.9%），扩充现有学校（37.6%），偿还部分贷款（7.5%），以及作为营运资金及作一般企业用途等（10%）。

图表2 所得款项用途

所得款项用途	预计百分比	预计金额（亿港元）
收购其他学校	44.9%	3.54
扩充现有学校	37.6%	2.96
偿还公司的部分贷款	7.5%	0.59
营运资金及作一般企业用途	10%	0.79

资料来源：招股说明书、广证恒生

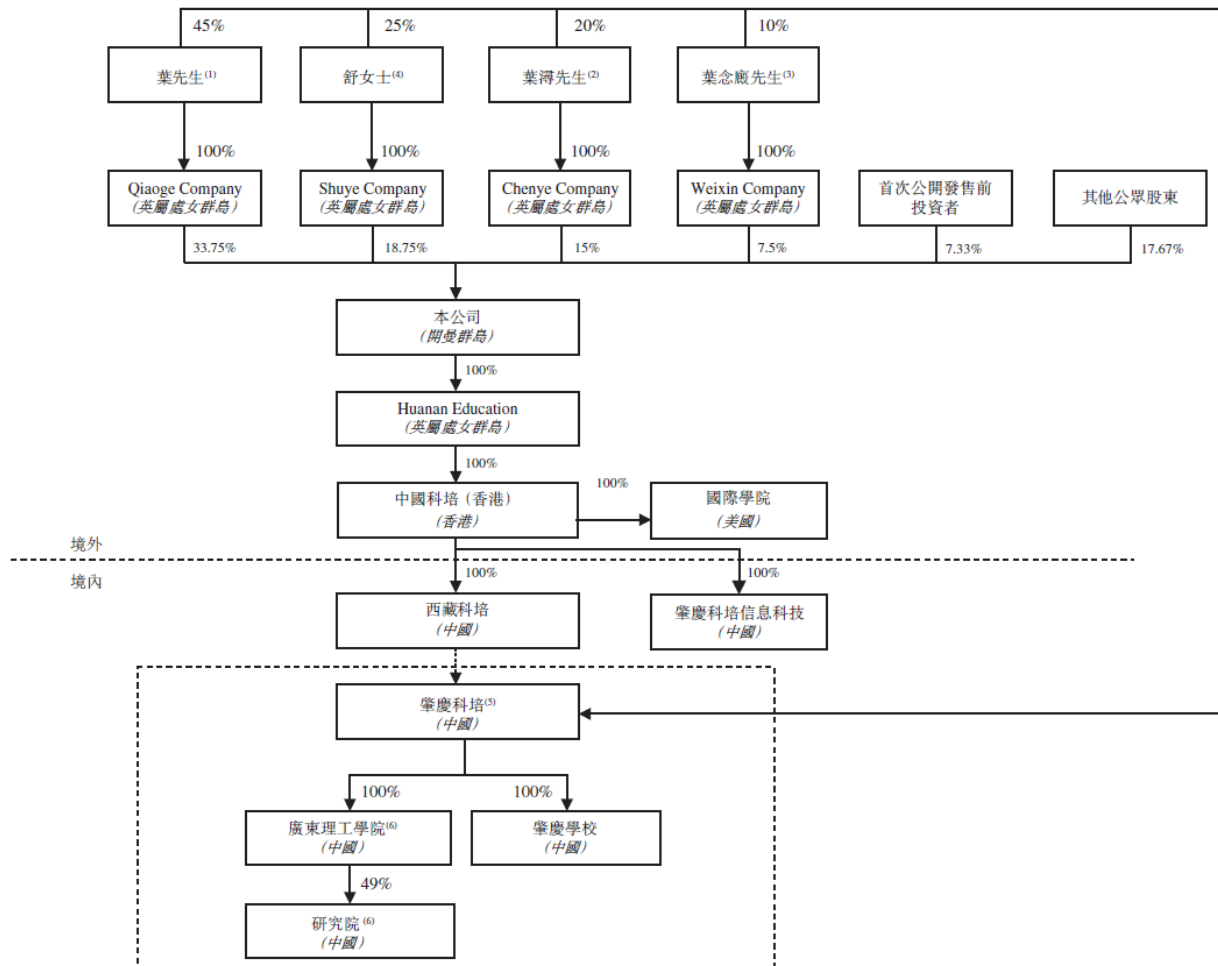
## 1.2 创始人办学经验丰富，基石机构明星荟萃

公司的股权结构清晰，控股股东合计持股 70%。肇庆市科培教育投资开发有限公司成立于 2000 年，为执行合同安排公司于 2018 年 1 月成立中国控股公司——肇庆科培信息科技有限公司。2017 年 8 月 24 日于开曼群岛注册成立中国科培教育集团有限公司（即文中所指的“公司”），注册为有限责任制免税企业。

公司重组后及全球首发前，创始人叶念乔通过持有 Qiaoge Company Limited（英属处女群岛）100%的股权间接持有公司 45%的股权，叶念乔的配偶舒丽萍通过持有 Shuye Company Limited（英属处女群岛）100%的股权间接持有公司 25%的股权，两人合计间接持有公司 70%股份

根据《外商投资产业指导目录（2017 修订）》和《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2018 年版）》，外商不得投资于义务教育机构，并且只能通过中外合作办学的形式（中方主导）投资于学前、普通高中和高等教育机构，所以公司通过合同安排来控制中国境内的附属并表实体，以规避外商投资教育领域的限制并从中获得经济利益。具体操作是：公司通过持有 Huanan Education（英属处女群岛）100%股权间接全资控股了中国科培（香港），而中国科培（香港）持有西藏科培及肇庆科培信息科技有限公司 100%的股权。集团旗下学校及相关业务产生的所有经济利益以学校及学校出资人向西藏科培支付服务费的形式转至西藏科培公司。

图表3 2018 年企业重组后发行前公司的股权结构图



数据来源：招股说明书、广证恒生

公司核心管理层深耕于教育行业多年，行业经验丰富。集团创始人叶念乔在教育行业拥有 34 年的从业经验，任广东省政协委员、广东省民办教育协会副会长。1995 年 7 月至 2010 年 7 月担任肇庆学校董事会主席；自 2004 年 5 月起创办广东理工学院并担任董事会主席；自 2016 年 9 月起担任肇庆科培的董事会主席。

**图表4 核心管理层深耕于教育行业多年**

姓名	职位
叶念乔	<b>董事会主席、执行董事、总经理兼首席执行官，集团创办人。</b> 负责监督集团企业发展、整体运营管理及重大决策，在教育行业拥有34年的从业经验。中山大学商务管理硕士。广东省政协委员、广东省民办教育协会副会长。1995年7月至2010年7月担任肇庆学校董事会主席；自2004年5月起创办广东理工学院并担任董事会主席；自2016年9月起担任肇庆科培的董事会主席。
张湘伟	<b>执行董事兼首席营运官。</b> 负责本集团的日常管理及整体运营，于教育行业有超过31年经验。东京大学工学博士。1997年2月至2010年11月历任汕头大学和广东工业大学校长；自2016年9月起担任董事会副董事长。
查东辉	<b>执行董事兼副总经理。</b> 负责集团楼宇及基础设施的设计、规划、开发及建设，于教育行业有超过21年的经验。广东工业大学计算机科学硕士。1996年9月至2016年9月担任历任肇庆学校副校长、董事。自2004年9月起，担任广东理工学院董事及副院长。
李艳	<b>执行董事、副总经理兼首席财务官。</b> 主要负责集团财务管理及预算，于教育行业有超过13年的经验。中山大学会计学硕士。2004年9月起于广东理工学院担任多个职位，自2016年9月起担任肇庆科培的董事兼财务经理。
叶浔	<b>执行董事兼副总经理。</b> 负责本集团的日常采购兼后勤服务及营运。西北理工大学工商管理硕士。2011年9月至2012年7月，于广东理工学院担任院长助理；2016年10月起担任广东理工学院董事及后勤采购负责人。叶浔为叶念乔之子。

资料来源：公司招股说明书、广证恒生

招商局、东方资产旗下基金认购公司基石份额，兰馨亚洲参与公司 Pre-IPO 融资。公司基石投资者为国调招商并购基金及 COMSMF，基石投资者共认购公司股份 9423.2 万股，对应资金约 2.34 亿港元，占首发募集比例约 26.7% 及公司总股本 4.7%（超额配售权行使前）。2018 年 4 月 30 日，公司与 Skyline Miracle Limited（兰馨亚洲）签订了可转债认购协议，兰馨亚洲认购公司对应金额 3.3 亿人民币的可转债，上市前可转债全部金额将强制转化为公司股份，对应占发行后股比约 7.33%（超额配售权未行使前）。

**图表5 公司优质基石投资者背书效应突出**

机构	轮次	首发认购金额及比例
国调招商并购基金 (招商局资本)	基石	8000 万股，约 1.98 亿港元，占首发约 22.6%
COMSMF (中国东方资产管理股份有限公司)	基石	1423.2 万股，约 3529.5 万港币，占首发约 4.2%
Skyline Miracle Limited (兰馨亚洲)	Pre-IPO(2018 年 4 月 30 日)	3.3 亿人民币（可转换债券）

资料来源：公司招股说明书、广证恒生

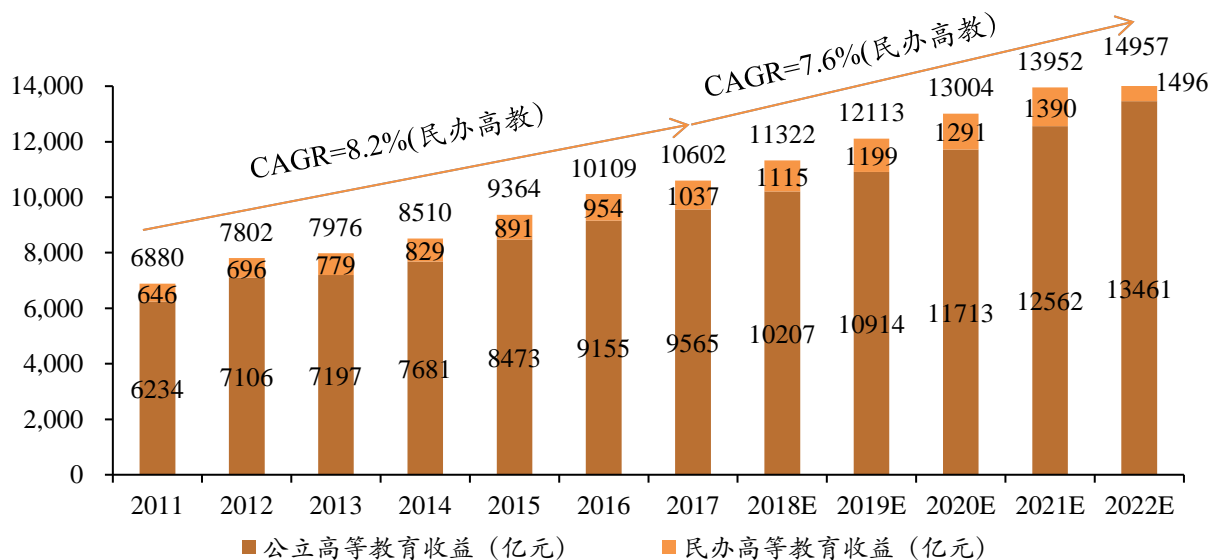
注：基石首发认购比例为超额配售权未行使前

## 2.政策支持宗旨未变，民办高教千亿蓝海待掘金

### 2.1 华南地区民办高教市场蓝海已至，卡位区域先发优势凸显

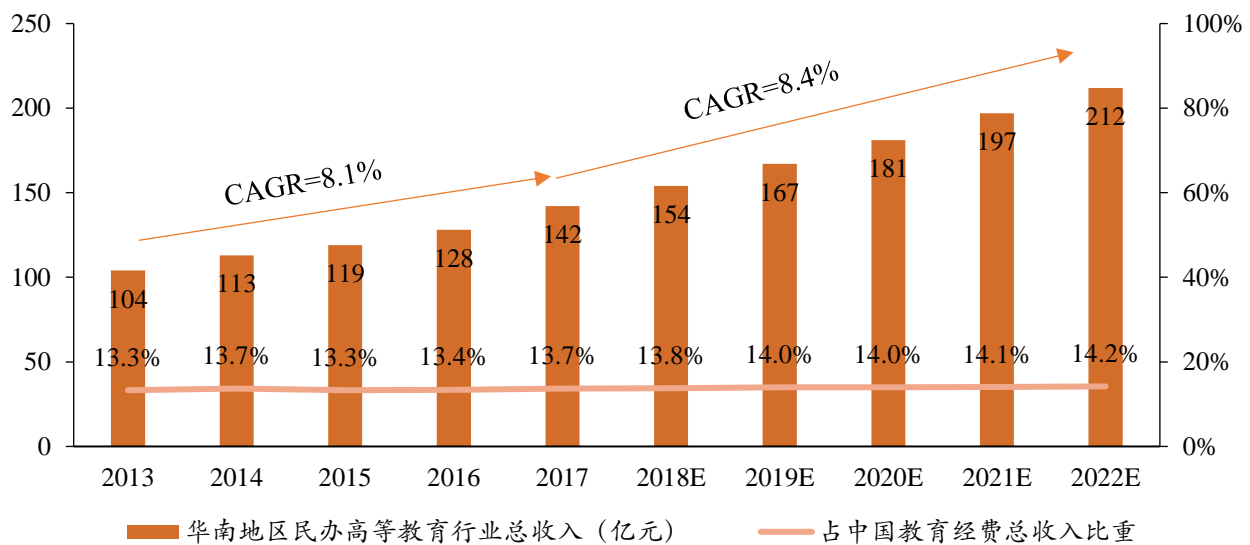
民办高教市场千亿蓝海已至,2017年市场空间达1037亿元,对应2017-2022年均复合增长率约7.6%。根据中国国家统计局及教育部资料,中国民办高等教育行业总收益由2011年的646亿元人民币稳定增加至2017年的1037亿元,复合年增长率8.2%。根据弗若斯特沙利文预测,2017至2022年的复合年增长率为7.6%,2022年民办高等教育市场收益总额将增至1496亿元。民办高等教育市场近六年8.2%的年复合增长率快于公办高教7.4%的年复合增长率,其快速增长主要受益于其在相关政府机关致力于完成民办高等教育的规范框架时进入了规范发展阶段,以及民促法修改带来的政策利好等。

图表6 预计中国民办高教市场总收入将以年复合增长率7.6%增至2022年的1496亿元



数据来源:国家统计局、教育部、弗若斯特沙利文报告、广证恒生

公司所在的华南地区民办高等教育市场空间广阔,预计2022年华南地区高教市场收入总额将达到212亿元。华南地区指包含广东省、广西省及海南省在内的地理区域。根据弗若斯特沙利文报告,2017年中国共有746所民办高等教育机构,其中华南地区拥有61所,占比为8.18%,从民办高等教育机构的绝对数量上看,华南地区民办高等教育市场空间广阔。根据弗若斯特沙利文报告,2013年至2017年,华南地区民办高等教育的教育经费总收入增长迅速,由2013年的人民币104亿元增加至2017年的人民币142亿元,占中国民办高等教育的教育经费的13.7%,年复合增长率为8.1%。预计于2017年至2022年,华南地区民办高等教育的教育经费总收入将由2017年的人民币142亿元增加至2022年的人民币212亿元,年复合增长率为8.4%。

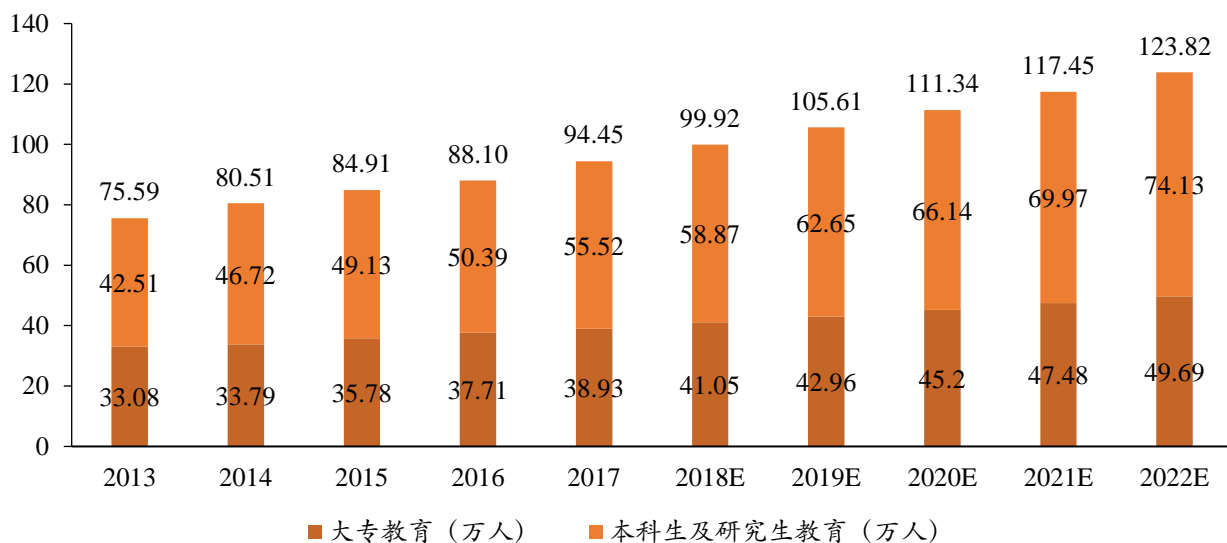
**图表7 预计华南地区民办高教市场总收入将以年复合增长率 8.4% 增至 2022 年的 212 亿元**


数据来源：招股说明书、弗若斯特沙利文报告、广证恒生

预计未来五年华南地区民办高教招生人数年复合增长率达 5.6%。根据弗若斯特沙利文报告，于 2013 年至 2017 年，华南地区民办高等教育的招生人数由 75.6 万人增加至 94.5 万人，年复合增长率 5.7%。于 2017 年至 2022 年的未来几年，预计华南地区民办高等教育的招生人数将由 94.5 万人增加至 123.8 万人，年复合增长率 5.6%。

华南地区民办高教市场总收入的预期增长主要来自于学生人数的增长和学费的提升。(1) 从在校生人数来看，华南地区从 2013 年的 75.6 万人以 5.7% 的年复合增长率增至 2017 年的 94.5 万人，预计未来五年华南地区民办高教招生人数将以 5.6% 的年复合增长率到 2022 年的 123.8 万人。(2) 从学费提升来看，根据弗若斯特沙利文报告，中国高等教育每所学校每名学生的平均学费由 2013 年的人民币 7554 元增加至 2017 年的人民币 8031 元。2017 年，民办高等教育机构的年均学费为人民币 11,533 元，远高于公立高等教育机构于 2017 年的年均学费人民币 6996 元。根据弗若斯特沙利文报告，未来华南地区民办高等教育的平均学费预计将进一步上涨。



**图表8 华南地区民办高教在校生人数 2018E-2022E 年年复合增长率为 5.6%**


数据来源：招股说明书、弗若斯特沙利文报告、广证恒生

民办高等教育市场竞争格局高度分散，前五大民办高等教育集团的市场份额合计仅占 5.8%，广东理工学院以 2.6% 的市场份额在华南地区民排第一。根据弗若斯特沙利文报告，按 2017 年入读学生人数计，中国前五大民办高等教育集团的市场份额分别为 2.7%、1.1%、0.8%、0.6% 和 0.6%，合计仅占市场份额约 5.8%，五大集团的市场份额均未超过 3%，民办高等教育市场的竞争格局高度分散。中国科培旗下的广东理工学院在华南地区民办高等教育机构中排名第一，在华南地区市场占有率为 2.6%。当前，民办高校规范化发展的政策引领使得新设学校标准趋严，行业进入门槛的提高减缓了供给增速，加速行业整合，头部企业有望凭借牌照红利、规模效应和品牌效应进一步抢占市场份额，未来市场集中度有望进一步提升。

## 2.2 送审稿促分类管理加强，高教并购逻辑未变，净利率水平或有回调

民促法送审稿支持民办教育发展宗旨未变，民办学校分类管理措施开展势在必行。2018 年 8 月 10 日《民促法实施条例（送审稿）》发布，港股学校类资产板块普遍下跌 30%-50%。我们认为，民办学校板块的集体重挫，除了送审稿中关键的第十二条可能直接带来的后续影响外，更核心的是在于后续政策走向的担忧。从最本源的立法的初衷出发，《民促法》的核心宗旨为“促进民办教育发展”和“分类管理”。因此，我们可以基于此做出基本的政策风向判断：民办教育行业目前处于上位法逐步完善下的大背景下，行业由野蛮生长向规范化发展的阶段。而在这个阶段下，符合“民办教育的核心定位为公立教育的补充”宗旨的行为是受到鼓励支持的，而类似“以非营利性之名，行营利性之实”的行为是受到政策限制的。我们判断，后续在民办教育的发展中，分类管理的措施将愈发明晰。

后修法时代高教并购逻辑未变，选择营利性办学或致净利回调。综合考虑送审稿最终落地将会对民办高教产生一定的影响，主要体现在第十二条新增“实施集团化办学的，不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校”这一规定，预计将对上市公司的获利能力产生一定的影响。此前外延并购因具备可利用原学校的生源、土地、校舍和办学资质从而能在短时间快速实现规模扩张等优点而被民办学校上市集团广泛采用。结合近期民生教育、新高教、中教控股和新华教育公布的并购案例，我们可以判断，并购这一核心逻辑在后修法时代的高教板块仍可行。

**图表9 后修法时代高教并购逻辑未变**

公司	事件
民生教育	2018年8月，以5.825亿元收购励德集团51%股权，控股滇池学院，其是一所位于昆明市提供本科课程的独立学院。2017/2018学年拥有在校生1.85万人
	2018年11月，以9180万收购曲阜昌永51%股权，控股远东学院，其是一所位于山东省曲阜市的全日制普通高等院校，2017/2018学年拥有在校生5271人。
新高教集团	2018年9月，拟以1.17亿元增资嵩明新巨45%股权，合计持有51%股权，控股广西英华国际职业学院、广西钦州英华国际职业技术学校和广西英华国际职业学校附属中学。
	2018年12月，完成收购东北学校（即哈尔滨华德学院），实现并表。
中教控股	2019年1月，以2.52亿元收购山东大众文化51%股权，控股泉城大学，其是一所位于山东省蓬莱市的独立学院，2018/2019学年拥有在校生8529人。
新华教育	2019年2月，公司中标南京财经大学红山学院收购项目，并已支付3.05亿元人民币作为待商定的最终对价的一部分。

资料来源：公司公告、广证恒生

我们预计后续民办高教为进一步合法合规地通过收购的方式扩大规模而更倾向选择营利性办学。而民办学校转设为营利性后可能会因税率上升、土地出让金补缴、政府补助等方面政策影响其盈利水平。

(1) 税收方面：

①所得税：VIE架构下征税客体主要为均位于境内的民办学校和外商投资企业WFOE，具体由净利润的流向而定，同一利润不重复征税。中国科培两所学校均未作出任何利润分派，享受所得税免税待遇，FY2015-FY2017并未产生相关所得税开支。公司的WFOE成立于2018年1月17日，注册地为西藏（享受15%税收优惠，且有6%的退税，及真实税率在9%左右），我们假设转营利性学校后中国科培会选择利润最大化的方式从而尽可能采取措施使其适用的税率为9%，粗略估计以收入的50%（中国科培近两年净利率稳定在50%左右）作为应纳税所得额，则选择提取利润预计对净利率的影响幅度大概是4.5pct左右。

②增值税：根据《财政部、国家税务总局关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》，从事学历教育的学校提供教育服务，取得符合免征增值税条件的收入，免征增值税。中国科培主要提供的是符合免征增值税条件的学历教育服务，因此若“送审稿”此条例落地，中国科培选择将办学收入留在学校体系内则无须交增值税；而若中国科培旗下学校以支付服务费的形式提取办学结余，提取的服务费则须按规定缴纳增值税。③股息预扣税：根据内地及香港政府于2006年8月21日订立的《内地和香港特别行政区关于对所得税避免双重征税和防止偷漏税的安排》规定，如有支付股息分红，香港公司需缴纳预扣税，持股25%以上为5%，持股25%以下税率为10%。

综上，若“送审稿”落地，公司最优税率由WFOE与民办高校孰低决定，VIE架构下上市公司可以自由选择利润留存在学校体系内或是WFOE。随着上位法和各地政策细则的落地，营利性与非营利性税收优惠将进一步细化明晰，营利性民办高校的税收管理也将趋于规范化。基于利益最大化原则，企业或倾向于选择获得最优税率的措施，即在权衡两种抉择下实际税率（主要是所得税和增值税）的高低而选择利润的流向。

(2) 土地方面：目前港股上市教育公司获得划拨用地以成本价计入“预付土地租赁款”，一般按50年的使用年限摊销；改为营利性学校后，根据部分省份民促法实施条例中所做出的规定，划拨土地转为出让土地需缴纳土地使用权出让金。根据《协议出让国有土地使用权规范》，应缴纳的土地使用权出让金额



(差价) 等于拟出让时的出让土地使用权市场价格减去拟出让时的划拨土地使用权权益价格或承租土地使用权市场价格，具体金额须经有资质的评估机构进行价值评估确定，以差价增记“预付土地租赁款”，增加每年计入损益表的摊销额。截止 2017 年 12 月 31 日，中国科培拥有合计 97.99 万平方米土地，全部为出让性质，即使公司后续选择成为营利性学校，也不会涉及任何土地出让金补缴问题。

(3) 政府补助：为政府给予公司用于支持学校发展及教育活动的经费。截至 FY2015 -FY2017，中国科培的政府补助分别为 239 万元、339 万元及 308 万元人民币，分别占主营业务收入的比重为 0.93%、0.97%、0.68%，占比处于高教板块低位（高教板块近三年政府补助合计占总营收比为 2.45%），悲观预测转为营利性学校后不再享有政府补助对净利的的影响不超过 1%。

整体而言，我们认为“送审稿”相较于修订稿的变化对于高教板块的净利率影响较为有限，高教并购仍为收入增长主逻辑。由于民办高校可以自由决定申办为营利性或非营利性办学主体，政策落地后会加速推进办学性质的明晰化，但同时营利性办学性质的确定将使得其不能再享受税收优惠以及相关政府补助预计将明显减少，其盈利能力将有一定的回调，但整体可控。具体的影响还应持续关注上位法落地情况及地方配套政策的推进情况。具体对于中国科培而言：(1) 公司境内 WFOE 公司设立于西藏，即使后续通过其计提利润，则享受真实税率约为 9%，对应影响净利率水平约 4.5pct；(2) 公司土地性质全部为出让性质，后续不会涉及土地出让金补缴问题；(3) 公司政府补助较少，约占营收比例不到 1%，即使悲观预测下转为营利性学校后不再享受政府补助，影响也较小。

### 3.业务概况：专注本科，多元化课程成就华南民办

#### 高教龙头

中国科培的主营业务为提供高等教育服务，包括本科、专升本、专科、成人大学和职业课程，业务体系涵盖了学历教育和非学历教育，是华南地区高教领域的集大成者。截至 2018 年 10 月，中国科培拥有广东理工学院和肇庆市科技中等职业学校（肇庆学校）两所院校，其中广东理工学院提供高等教育服务，肇庆学校提供中等职业教育服务，均位于广东省。近三年公司的收入主要来源于广东理工学院，2015 年、2016 年、2017 年占比分别达到了 87.61%、87.57%、89.79%。

图表10 1 所学校提供高等教育服务，1 所学校提供中等职业教育服务

院校	政府批准成立年份	地点	提供的课程	专业设置
广东理工学院	2005 年	广东省肇庆市	本科课程 专升本课程 专科课程 成人大学	22 门本科专业及 19 门大专专业，核心专业：标准化管理、电气工程与自动化、电子信息工程及机械设计
肇庆学校	2000 年	广东省肇庆市	中等职业教育课程	汽车服务、电子商务及机电技术应用

资料来源：招股说明书、广证恒生

**图表11 广东理工学院为收入主力军**

院校	2016		2017		2018年前8个月	
	收入(亿元)	占比(%)	收入(亿元)	占比(%)	收入(亿元)	占比(%)
广东理工学院	3.06	87.57%	4.09	89.79%	2.58	90.86%
肇庆学校	0.43	12.43%	0.46	10.21%	0.26	9.14%
<b>合计</b>	<b>3.50</b>	<b>100%</b>	<b>4.55</b>	<b>100%</b>	<b>2.84</b>	<b>100%</b>

资料来源：招股说明书、广证恒生

### 3.1 办学层次优化，本科课程成收入增长主引擎

本科课程和大专课程是公司相对成熟的两大课程业务，持续不断地为公司创造稳定的收入和业绩。集团旗下广东理工学院提供本科课程、大专课程和成人教育，肇庆学校提供中职课程。从各课程的收入占比来看，自办学以来，从本科课程及专科课程收取的学费合计占学费总额的85%以上。

(1) 具体量价拆分上看学生人数：内部结构不断优化，优质本科办学层次占比明显提升。广东理工学院自2014年成功升格为本科以来，本科课程学生人数迅速增加，本科课程学生人数占学校各课程总人数比重从2015/2016学年的17.97%增加至2018/2019学年的44.28%，最新学年本科课程就读人数达到19,977人，近四年年均复合增长率高达66.63%；集团专注拓宽本科专业种类，同时减少大专专业课程，近四年大专课程学生人数占比由51.96%降低至16.87%，整体办学层次明显优化。

**图表12 近四年在校人数稳步增加，本科学生占比显著提升**

课程类型	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019
	学生人数				各课程人数占比			
<b>广东理工学院</b>								
本科课程	4318	9448	14900	19977	17.97%	30.35%	41.47%	44.28%
大专课程	12487	11768	9309	7610	51.96%	37.81%	25.91%	16.87%
在校成人大学	1248	1389	2157	1951	5.19%	4.46%	6.00%	4.32%
校外成人大学	-	880	2209	7322	-	2.83%	6.15%	16.23%
<b>学校小计</b>	<b>18053</b>	<b>23485</b>	<b>28575</b>	<b>36860</b>	<b>75.12%</b>	<b>75.45%</b>	<b>79.54%</b>	<b>81.70%</b>
<b>肇庆学校</b>								
中职课程	5980	7641	7352	8258	24.88%	24.55%	20.46%	18.30%
<b>集团合计</b>								
合计	24033	31126	35927	45118	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：招股说明书、广证恒生

(2) 具体量价拆分上看各课程学费：本科课程和大专课程学费处于高位，18/19学年本科课程学费在2.18-3万之间，大专课程学费在1.58-2.85万之间，生均收费水平明显高于公办学校。公司根据营运成本、设施提升、课程设置调整和市场价格的变动对学费和住宿费进行了一定的上调，由于学校办学层次不断优化，往届学生高就业率形成了一定的口碑效应，生源获得性也有所提高，使得公司的议价能力较强。收费的提升也保障了更优质的教育服务、就业机会及生活水平，形成了良好的服务优化闭环。

(3) 整体上，相对于学费的增加，集团学生人数增加带来的营收贡献更大。从学费平均年单价来看，2016和2017学年的增速分别为8.55%和7.77%；从集团学生人数增长来看，2016和2017学年增速分别为



29.51%和15.42%，高于学费年单价的增速。单看本科课程，2016和2017学年学费平均年单价增速为0.19%和2.98%，远低于学生人数118.81%和57.71%的增速。

图表13 近四年各课程学费稳步提升（元）

课程类型	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019
<b>广东理工学院</b>				
本科课程	17500-18000	18000-19500	18800-30000	21800-30000
大专课程	11600-28000	12100-28500	14100-28500	15800-28500
在校成人大学	6400-9200	6400-9200	5,900-10700	5,900-10700
校外成人大学	-	-	2400	2400
<b>肇庆学校</b>				
中职课程	5300-6800	5300-7300	6100-9300	6100-9300

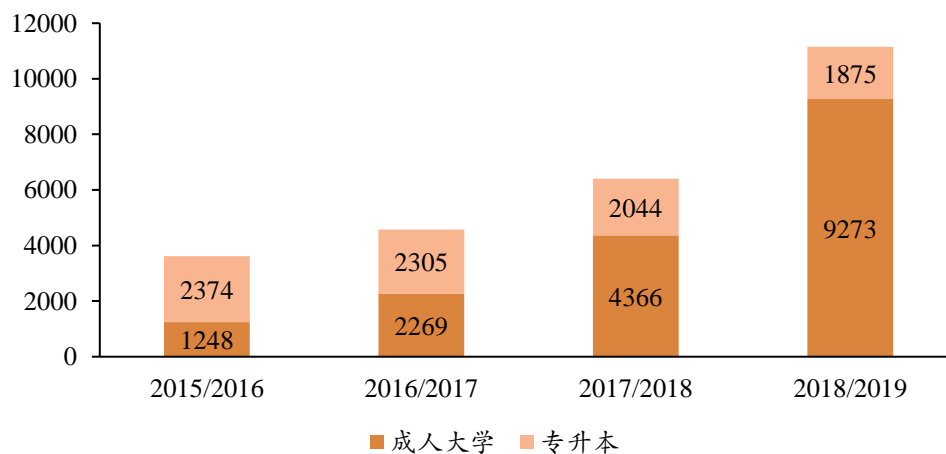
资料来源：招股说明书、广证恒生

### 3.2 特色计划叠加中等职业教育，合力打造多元化教学课程体系

除本科课程和专科课程外，广东理工学院还提供成人教育课程和专升本课程，肇庆学校亦提供中等职业教育。作为对常规高等教育的补充，与本科课程和专科课程一起打造多元化教学服务课程体系，建设多学科多课程体系的综合性民办高等教育机构。

(1) 特色计划一——成人教育：包括成人大学和专升本项目。(i) 成人大学项目进一步分为全职在校计划及兼职校外计划。广东理工学院向通过全国成人高等教育入学考试录取的学生提供成人高等教育课程。完成三年成人大学课程的学生将于毕业后获得大专学历或本科学位，视乎其被录取的项目类型而定。2018/2019学年，广东理工学院成人大学学生人数达9273人，同比大增112.39%，占集团学生总人数的比例为20.55% (+8.40pct)；在校成人课程生均学费在5,900-10,700元/年之间，校外成人大学课程以合作办学模式开展，生均学费为2,400元/年。(ii) 专升本项目主要合作院校有华南农业大学、华南师范大学、广东工业大学、深圳大学及广州大学等知名高等教育机构，主要向大专生提供专升本考试的预备课程及考试服务，最新学年在校生人数为1875人，占集团学生总人数的比例为4.16%，学费为4500-6000元/年。

图表14 成人教育中成人大学最新学年在校生人数达9273人



数据来源：招股书、广证恒生

(2) 特色计划二——考证中心：于2015年成立，自2017/2018学年开始就备考课程收取学费，生均



学费在 410-1350 元之间，目前为国家部委、研究机构及行业委员会认可的逾 100 种资格证书提供“课堂指导+实战培训+备考资料”一站式备考课程。

(3) **特色计划三——“2+2”项目**：为在校本科及大专生提供的前两年在广东理工学院，后两年在海外合作院校学习的项目，合作单位包括西三一大学(Trinity Western University (加拿大))、德克萨斯韦斯利大学(Texas Wesleyan University (美国))、哈德斯菲尔德大学(University of Huddersfield (英国))及中西州立大学(Midwestern State University (美国))等著名海外院校。生均学费在 15,000 元-30,000 元/学年之间，完成“2+2”项目将获得海外院校及广东理工学院颁发的学位。

(4) **中等职业教育**：肇庆学校开设汽车服务、电子商务及机电技术应用等 11 个专业，并设立实践培训基地，提供职场仿真培训。2017/2018 学年，肇庆学校中等职业教育课程学生人数达 8258 人，占集团学生总人数的比例为 18.30%，生均学费在 6100-9300 元/年之间。

### 3.3 业务模式：“自建升级+扩容”助高增长，外延并购后续可期

目前集团拥有的两所学校均通过自建而成，其中广东理工学院实现了专科到本科的升级，且扩容扩建计划正在推行中，“自建升级+扩容”的内生增长模式持续助力集团近几年实现业绩高增长。集团计划通过收购华南地区具有升级为本科可能性的大专院校进一步拓展学校网络，实现“自建升级+扩容+收购”的多重扩张模式，后续看好公司通过并购的外延扩张模式进一步加快公司学校网络的扩张步伐。

**自建升级上**：(1) 广东理工学院前身为公司于 2005 年成立的肇庆科技职业技术学院，为提供高等教育及颁授大专学历的民办教育机构，肇庆科培为唯一出资人。2014 年正式更名为广东理工学院，并经国家教育部批准升级为全日制普通本科院校。(2) 肇庆学校前身为公司于 2000 年成立的肇庆科技学校，为提供中等职业教育及颁授学位证书的民办教育机构，肇庆科培为唯一出资人。2005 年更名为肇庆市科技中等职业学校，系广东省教育厅备案的全日制中等职业学校。

**扩容上**：高质量的办学资源和学校基础设施对集团的持续稳健运营尤为重要。公司计划加大办学投入，统筹建设项目，在教学、办公、生活用房方面满足院校未来发展的需求，广东理工学院已于肇庆市鼎湖区成立鼎湖校区。建设第一阶段已于 2017 年 9 月竣工，建筑面积超过 12.5 万平方米的部分校区已投入使用及将广东理工学院的容纳人数扩大约 6,000 名学生。建筑面积逾 6.4 万平方米的第二阶段建设已于 2018 年第三季度竣工，可容纳人数进一步增加 4,000 多名学生。规划建筑面积 6.8 万平方米的建设第三阶段预期于 2019 年动工，并进一步将广东理工学院的容纳人数扩大逾 1,000 名学生。扩容计划完成后集团旗下学校拟扩容至 3.7 万人。

图表15 中国科培拟扩容至 3.7 万人

扩建学校	时间	扩充面积 (万平方米)	扩充容量 (人)
广东理工学院	已于 2017 年 9 月竣工	12.5	6,000
	2018 年 Q3 竣工	6.4	4,000
	预计 2019 年动工，年底竣工	6.8	1,000

资料来源：招股说明书、广证恒生

**收购上**：对于民办高校单体而言，由于在校生新增名额受限，自建模式投入大、周期长，外延扩张往往成为了民办高校集团进一步增加收入的重要方式。未来集团计划通过收购现有学校或与其他学校出资人

合作进一步扩展学校网络。集团已进行全国范围的研究以寻找合适的目标学校，考虑教育水平、地理位置、本地政府扶持、潜在市场需求及现有市场竞争等多项因素。集团主要目标为具有可能升格为本科院校的大专院校，华南地区为重点潜在市场。截止 2019 年 2 月，集团尚未公告任何潜在收购目标或发起任何并购的协商。

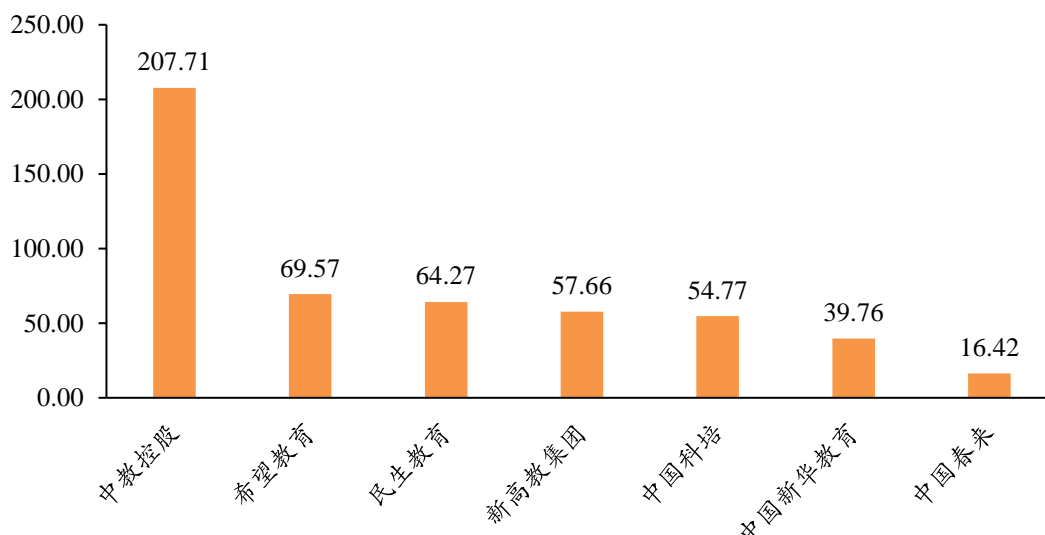
## 4.对比同行：营收增速位居前列，内生稳健

我们将中国科培的核心财务数据及运营数据与港股上市的民办高等教育学校标的（民生教育、新高教育集团、中教控股、中国新华教育、希望教育、中国春来）进行横向比较。整体而言，中国科培（1）从绝对体量来看，包括市值水平、营收规模、学生人数规模，均位于可比公司中下游；（2）从成长性指标来看，包括营收增速位居第一、净利增速和学生人数增速位列中游，整体发展较为迅猛；（3）从盈利能力来看，毛利率近三财年均领先于可比公司中，2017 年高达 67.25%；净利率处于高教行业的高位，2017 年达 50.70%。（4）从内生潜力来看，目前公司整体的利用率在 90%左右，旗下广东理工学院前两阶段扩容已经完成，后续扩容计划正在推进中，具备一定增长空间；同时广东理工学院 ARPU 值更高的本科课程人数占比不断提高，办学层次明显提升，整体内生潜力值得关注；（5）从外延扩张潜力来看，公司正在全国范围内寻找合适的目标学校，计划收购具有可能升格为本科院校的大专院校。

### 4.1 看财务：规模性初显，营收增速遥遥领先，成长势头强劲

高教板块排名第五，规模性初显。中国科培目前市值约 54.77 亿人民币（对应港币约 64 亿），基本符合港股通入选标准，在可比公司在约排在第五位。

图表16 中国科培市值处于可比公司第五位



资料来源：wind，广证恒生

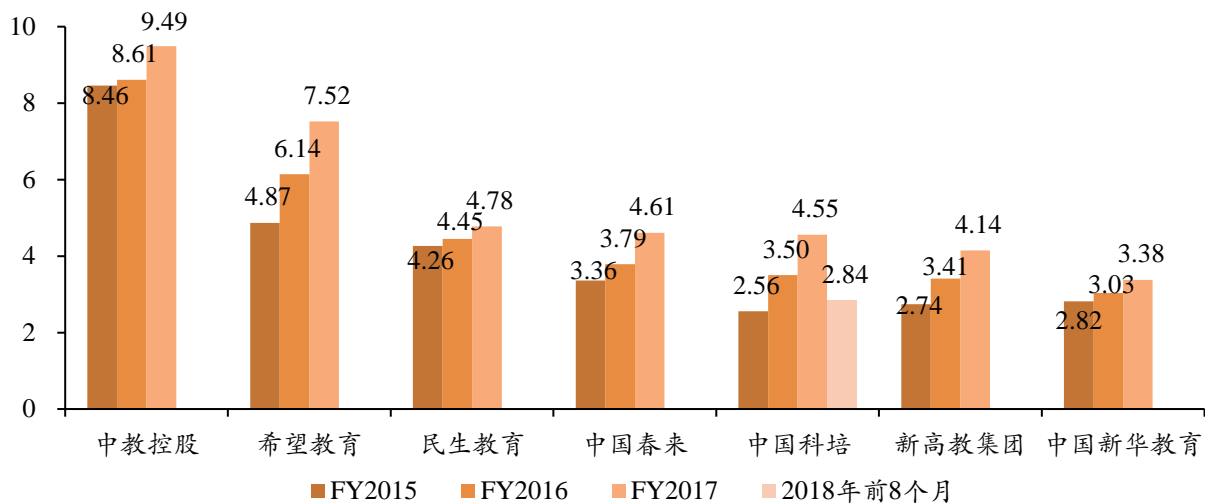
注：市值为 2019 年 2 月 24 日数据

近两年营收绝对体量在可比公司中位居第五，营收增速领先于可比公司，营收的快速增长主要系广东理工学院专升本后，本科课程学生人数的明显抬升带来收入的高增长所致。中国科培营收从 FY2015 的 2.56

亿元增加到FY2017的4.55亿元，复合年增长率达到33.32%，增速居七大公司之首，营收规模明显扩大。2018年前8个月公司实现营收2.84亿元，同比增长24.66%。

综合对比港股已上市的主要民办高等教育集团的数据来看，FY2016和FY2017营收的绝对体量上在可比公司中排第五，且逼近排名第三、四的民生教育和中国春来；从营收增速上看，以FY2016达36.62%和FY2017达30.15%的增稳居第一，显著高于其他6家港股高等教育上市集团，近三年营收的快速增长主要原因一是广东理工学院扩容扩建使学生人数逐年增加；二是广东理工学院2014年5月专升本后学费更高、办学层次更优的本科学生人数显著上升由2015/2016学年的4,318人增加到2018/2019学年的19977人，年复合增长率达66.63%；三是提高了部分专业的学费及新开设了部分收费更高的本科专业。

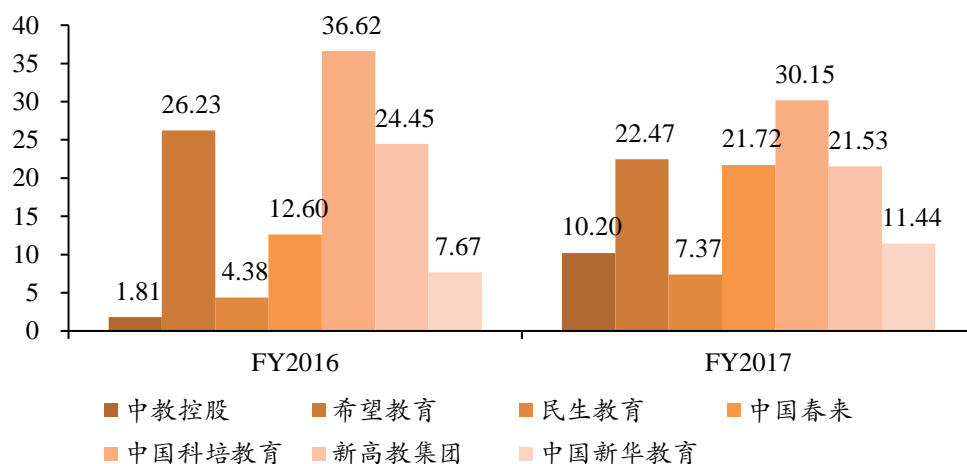
**图表17 FY2017 中国科培在港股民办高教中营收规模排名第五 (亿元)**



资料来源：wind，公司招股书，广证恒生

注：此处营收指主营业务收入；中国春来的财年为截止到每年的8月31日，其他均为每年的12月31日

**图表18 近两年中国科培营收增幅在港股民办高教集团中遥遥领先 (%)**



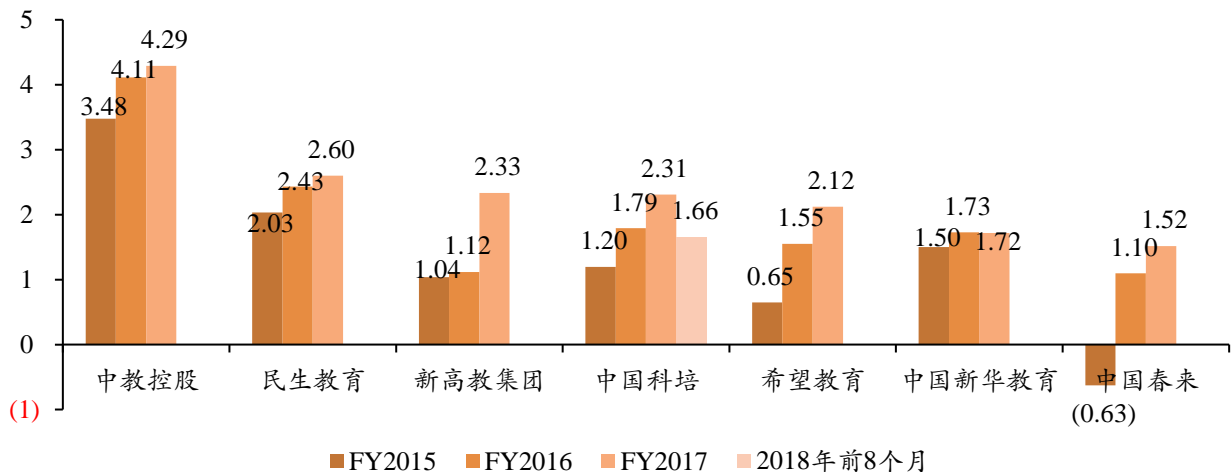
资料来源：wind，公司招股书，广证恒生

**净利润规模逐年增加，最新财年净利润增速为 28.78%，位于行业中游。** FY2015-FY2017 净利润分别



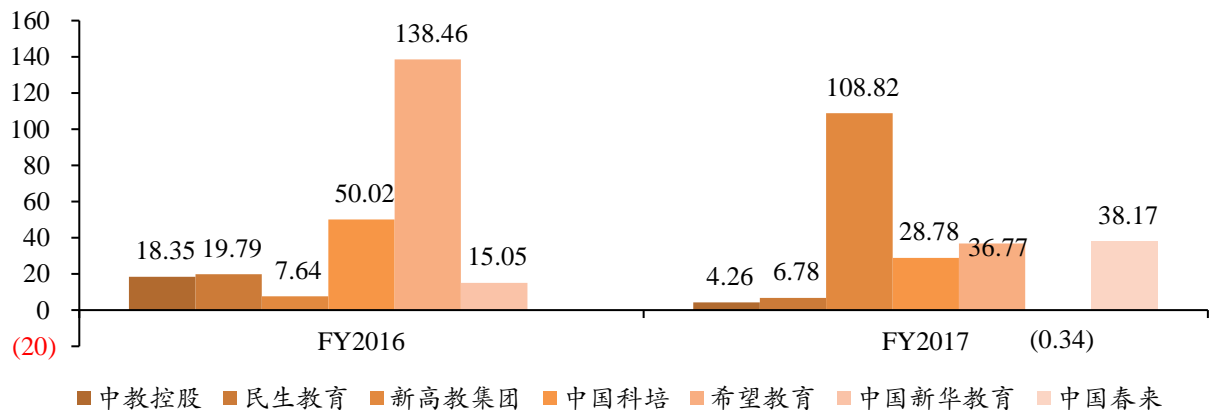
为 1.20 亿元, 1.79 亿元, 2.31 亿元, 净利润规模近三年处于可比行业中各高教集团中游, 2017 财年 1.55 亿元的净利规模在可比公司中位居第四。2018 年前 8 个月公司实现净利 1.66 亿元, 同比增长 70.36%, 主要系营收增长加快及汇兑收益增加所致。从净利润增速来看, 中国科培 FY2015-FY2017 净利润年复合增长率达 38.74%, 2016、2017 年净利润同比增长率分别为 50.02%、28.78%, FY2017 增速在可比公司中排名第四, 位于行业中游, 主要源于其本科课程招生人数增加及学费上涨带来的高营收。

**图表19 中国科培净利润规模逐年增加, FY2017 在港股民办高教中位居第四 (亿元)**



资料来源: wind, 公司招股书, 广证恒生

**图表20 FY2017 中国科培净利润增速有所放缓 (%)**



资料来源: wind, 公司招股书, 广证恒生

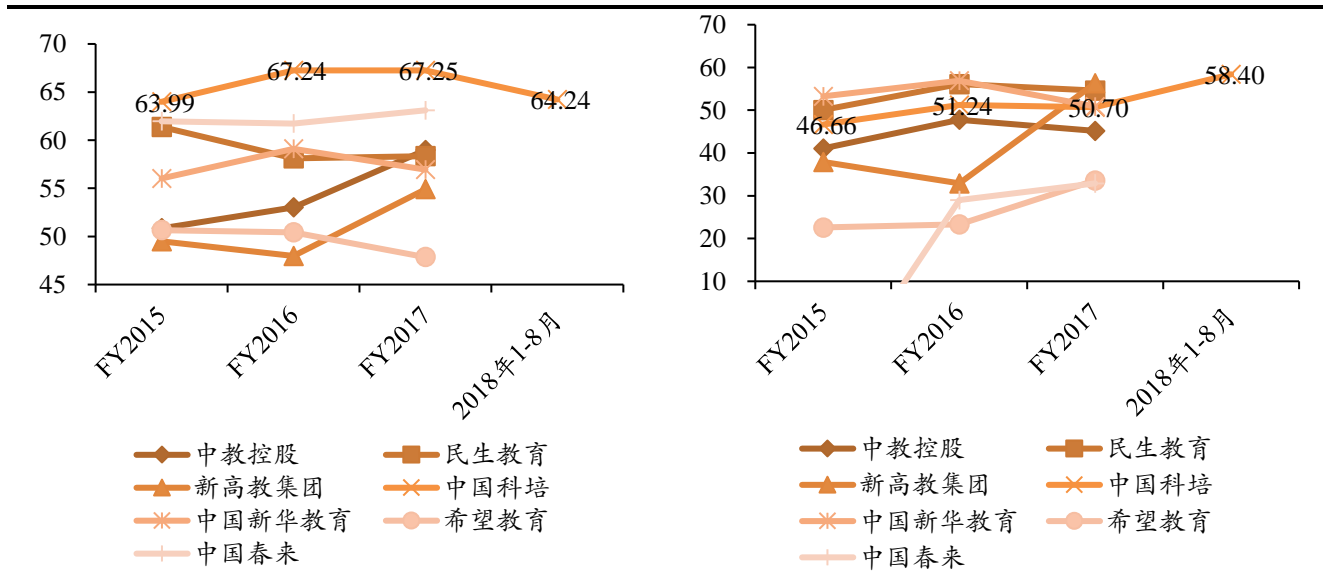
**毛利率近三财年在可比公司中遥遥领先, 最新财年高达 67.25%。**公司 FY2015-FY2017 毛利率分别为 63.99%、67.24%、67.25%, 近三年财年始终高于港股高教板块中其他可比公司。公司毛利率较高主要是由于教师薪酬支出和折旧费用占营收的比例低于行业平均, 近三财年这两个比率分别为 14.54%/6.62%、14.31%/6.35%、13.81%/6.88%, 而民办高校行业教师薪酬和折旧费用占营收比例则多在 20%和 12%左右, 相差比例均超过 5pct。而从生师比的角度间接衡量, 近三年 20.6、21.0、21.0 的比例基本满足教育部 22 的生师比要求, 预计未来生师比对毛利率影响较小。2018 年 1-8 月公司毛利率为 64.24%。

**净利率保持稳定, FY2017 达到 50.70%。**从净利率来看, 公司 FY2017 净利率为 50.70%, 较 FY2016

略微下降 0.54pct, 较为稳定, 处于高教行业的高位, 在可比公司中排名第四, 差距较小。FY2016 较 FY2015 净利率提升了 3.26pct, 最近三年净利率明显抬升且趋于高位稳定主要是专升本后公司的办学层次不断优化。预计后续随着民促法送审稿的落地, 中国科培大概率会选择变更为营利性学校, 由此引起税率上升、土地出让金补缴、政府补助减少等净利率或将有所回调。2018 年前八个月公司净利率为 58.40%, 显著高于 2017 年, 主要系汇兑收益导致其他收益明显上升所致。

图表21 中国科培毛利率领先于其他可比公司 (%)

图表22 中国科培净利率保持稳定, 处于高教行业高位 (%)

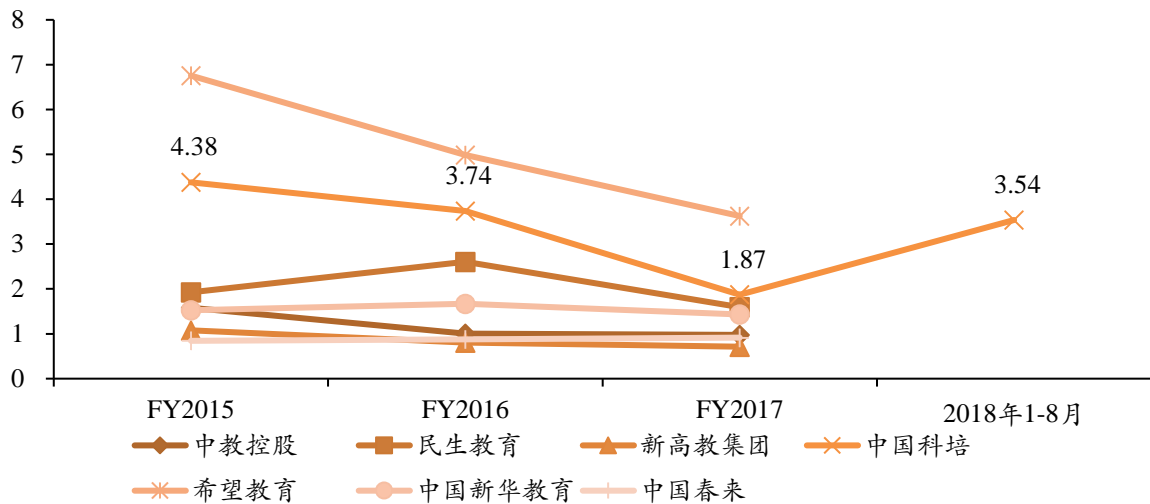


数据来源: 招股说明书、广证恒生

数据来源: 招股说明书、广证恒生

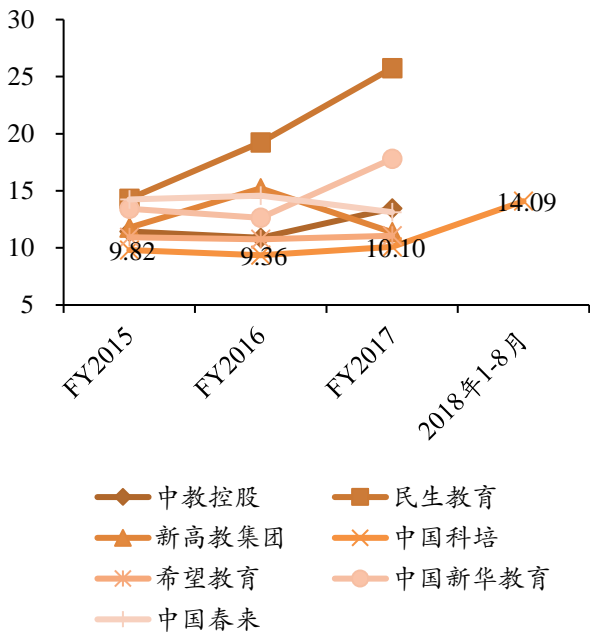
**销售费用率持续下降, 管理费用率和财务费用率处于可比公司低位, 整体费用管控能力较强。**(1) 公司销售费用率近三年持续下降, FY2017 年由 FY2016 的 3.74% 下降至 1.87%, 在可比公司中处于中游, 主要系销售费用较高的肇庆学校学生人数减少使宣传及招生开支相应减少所致。2018 年前 8 个月销售费用率为 3.54%。(2) 公司管理费用率连续三年处于可比公司最低位, 主要系公司在行政开支上的成本管控能力较强; 2018 年前 8 个月管理费用率上升主要系公司拟上市导致费用增加。(3) 公司财务费用率近三年均处于可比公司下游, 2018 年末公司贷款大幅下滑 68.67%, 预计后续财务费用率将保持低位。

图表23 2015-2017年销售费用率持续下降，在港股高教中位居中游（%）



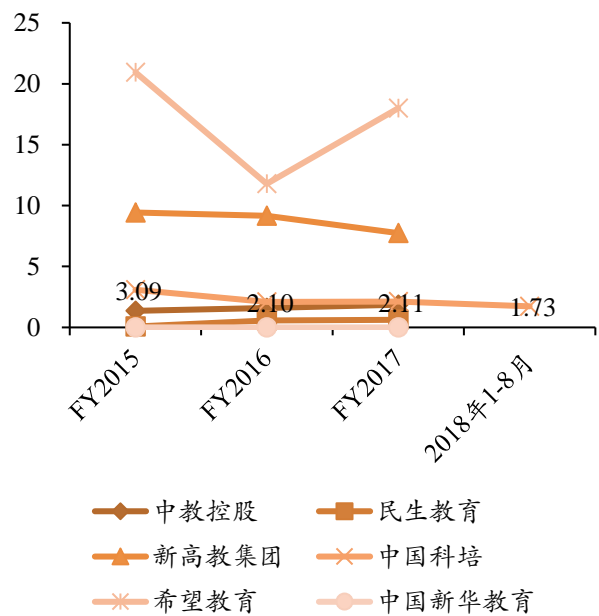
资料来源：wind，公司招股书，广证恒生

图表24 中国科培连续三年管理费用率处于可比公司最低位（%）



数据来源：wind，招股说明书，广证恒生

图表25 中国科培财务费用率连续三年均处于可比公司低位（%）



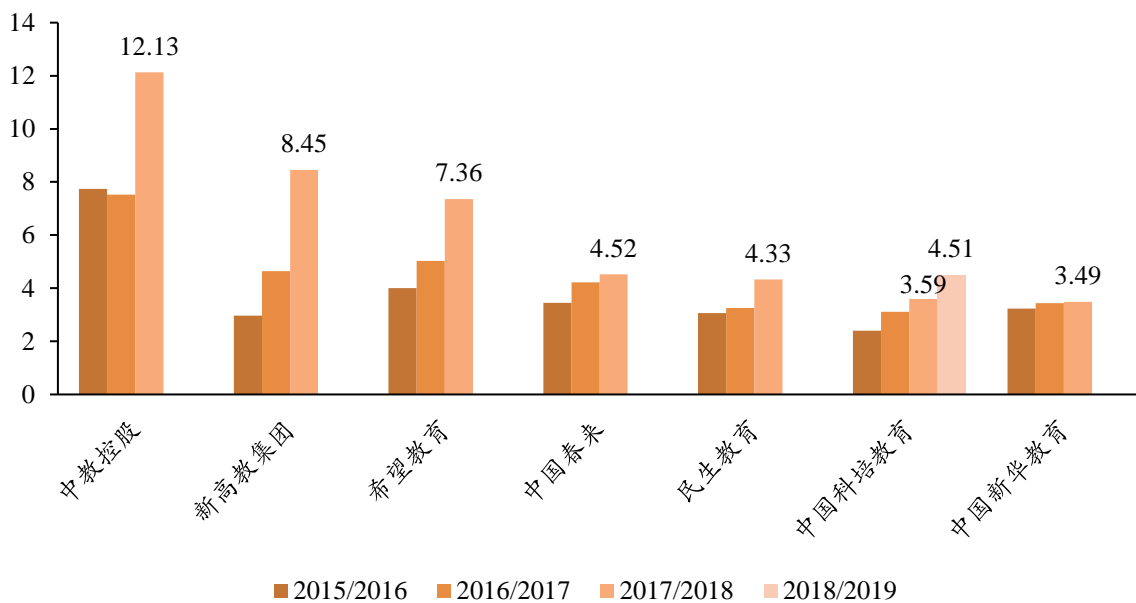
数据来源：wind，招股说明书，广证恒生

综合分析中国科培的财务数据，其营收净利的绝对体量处于港股高教行业中下位，但最新财年营收增速在可比公司中遥遥领先，净利润也稳定增加。从盈利能力来看，公司毛利率高居行业首位，FY2017 达到 67.25%，主要系公司教师薪酬及折旧占比较低所致；净利率处于行业上游，FY2017 达到 50.70%；销售费用率近年来持续下降，管理费用率和财务费用率均处于行业低位。

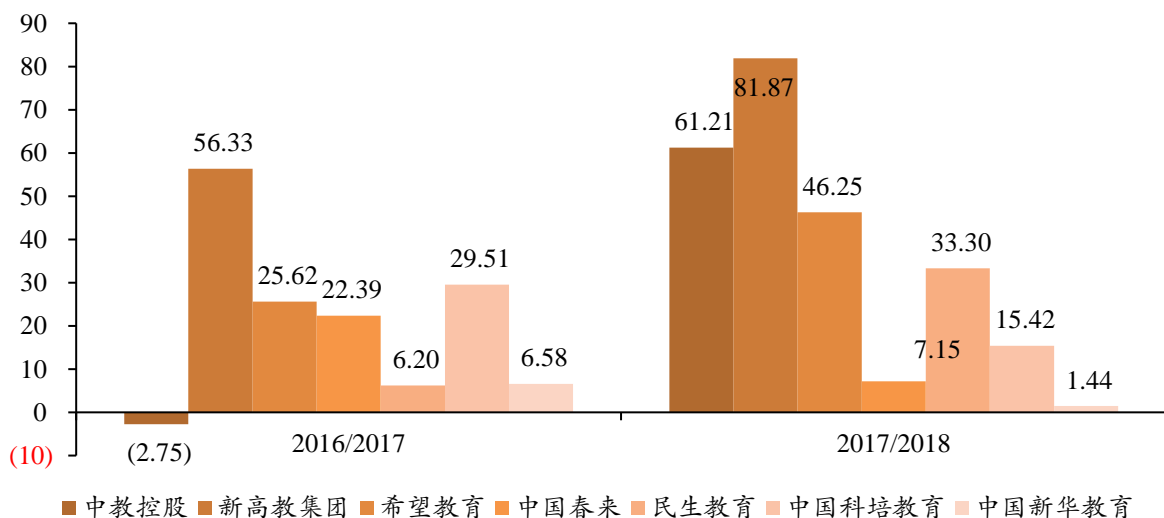
## 4.2 看运营：内生扩容在即，外延亟待推进

目前集团旗下仅有一所优质高校和一所中专学校，均为集团自建，广东理工学院近几年均有所扩容，

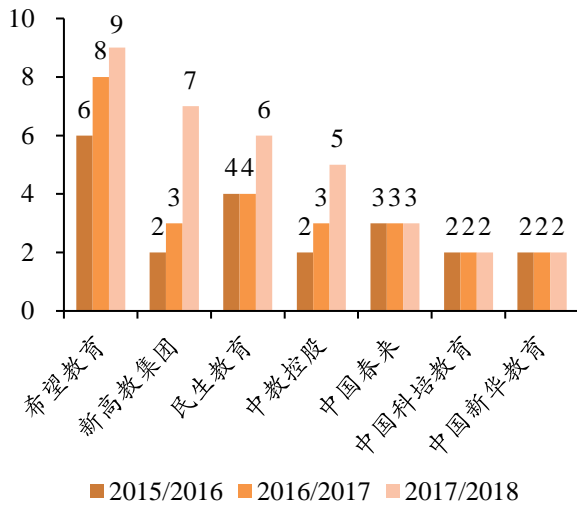
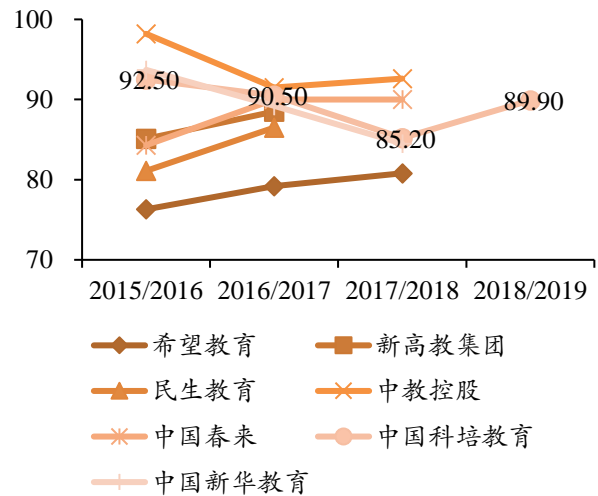
学生人数增长位居中下游，公司拟通过收购现有学校扩展业务网络，但目前尚未有具体的并购计划。2018/2019 学年中国科培在读学生人数为 45118 人，近两学年增速分别为 15.42% 和 25.58%，学生数量的增加主要由于广东理工学院鼎湖校区的建成使学校可容纳人数显著提升。近三年公司无新增院校，未来集团计划通过收购现有学校或与其他学校出资人合作进一步扩展学校网络。截止 2019 年 1 月，集团尚未公告任何潜在收购目标或发起任何并购的协商。参考其余民办高校集团登陆资本市场后普遍加强其并购其余学校类资产的力度，我们预期未来公司学校数量将进一步增加，并随之推动学生人数的增加从而带来收入规模的扩大。

**图表26 2017/2018 学年中国科培学生人数在可比公司中排第六位（万人）**


资料来源：公司公告，公司招股书，广证恒生

**图表27 17/18 学年中国科培学生人数增速达 15.42% (%)**


资料来源：公司公告，公司招股书，广证恒生

**图表28 中国科培学校数量位于可比公司下游**

**图表29 中国科培学校利用率有所上升 (%)**


数据来源：招股说明书、广证恒生

数据来源：招股说明书、广证恒生

学校利用率为 89.9%，后续内生增长空间仍可期。中国科培 2015/2016-2018/2019 学年的学校整体利用率分别为 92.5%、90.5%、85.2%和 89.9%，在可比公司中排第三。公司旗下广东理工学院第一阶段扩容已经完成，后续扩容计划正在推进中，近三年来院校容量均逐年增加，同时公司的招生人数也稳步增加，学校利用率有进一步提升的空间。2018/2019 学年广东理工学院利用率提升至 90.8%。随着公司的资源优化和日益成熟的办学管理能力，以及目前已在开展的进一步扩容计划，未来新建或收购的学校招生人数将持续增加，且学校利用率终将进一步提升，后续增长潜力值得期待。

**图表30 三所学校近年均持续扩容**

院校	各学年容量 (人)				各学年利用率 (%)			
	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019
广东理工学院	19,152	19,152	25,148	29,148	94.3	90.1	86.3	90.8
肇庆学校	6,829	6,829	6,829	6,829	87.6	91.6	81.3	86.0
合计	25,981	25,981	31,977	35,977	92.5	90.5	85.2	89.9

资料来源：招股说明书、广证恒生

综合分析公司的运营数据：从内生潜力来看，公司旗下广东理工学院扩容计划正在开展中，现有学校容量具备一定增长空间，内生潜力值得关注。从外延扩张潜力来看，公司正在全国范围内寻找合适的目标学校，计划收购具有可能升格为本科院校的大专院校。我们判断其后续登陆资本市场后将进一步加快推进并购计划，后续增长潜力较足。

## 5. 盈利预测

### 5.1 关键假设和盈利预测

针对民办高教行业外部环境及中国科培未来几年的发展情况，我们做出如下关键假设：

(1) 营业收入：一方面，民促法送审稿支持民办教育发展宗旨未变，高教板块是民办教育中政策较



为宽松的领域，我们预计民促法送审稿后续落地只是加强分类管理而非限制民办高教的发展。另外一方面，中国科培未来2-3年增长点主要在于现有学校的扩容及利用率的提高带来学生人数的增加、办学结构优化以及学费的稳定上涨，风险较小。具体来看，公司整体办学水平优化，其中广东理工学院从2014/2015学年开始提供本科课程，本科人数占比不断提升，对应拉升的客单价将带来营收的增长；两所学校整体利用率为90%，且广东理工学院扩容计划正在实施中，学生人数有进一步提升的空间。综合来看，我们预计2018-2020年中国科培的整体营收增速为25.45%、22.24%、19.74%。

(2) 毛利率：公司拥有19年办学经验，各主营业务均较为成熟，预计毛利率保持稳定。综合来看，我们预计2018-2020年中国科培毛利率为67.25%、68.19%、69.15%。

(3) 费用率：销售费用率方面基本保持稳定，处于低位；管理费用率方面，2018年主要由于上市支出有所上升，后续预计回归正常水平，基本保持稳定；财务费用率方面，2018年公司已偿还大部分贷款，后续预计有所下降，基本保持稳定。

(4) 不考虑潜在的并购带来的业绩变化及其他非经常性损益带来的影响。

基于以上假设，我们预计2018-2020年公司营业收入分别为5.71/6.98/8.36亿，同比增长25.45%/22.24%/19.74%；净利润分别为3.15/4.00/4.86亿元，同比增长36.54%/26.97%/21.43%。

图表31 中国科培核心财务指标预测

项目 (万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	45,538	57,128	69,836	83,619
营收同比增长率(%)	30.15%	25.45%	22.24%	19.74%
——本科课程	23,527	35,703	48,889	63,900
——大专课程	14,797	12,379	10,380	8,232
——成人大学	2,565	3,786	4,479	4,727
——中职课程	4,649	5,261	6,088	6,761
营业成本	14,915	18,710	22,217	25,796
毛利	30,623	38,418	47,619	57,823
其他收入及收益	868	4,924	2,378	2,671
销售费用	852	1,349	1,661	1,988
管理费用	4,600	8,766	5,936	6,857
财务费用	960	1,389	559	585
其他开支	1,991	313	363	435
税前利润	23,088	31,524	41,478	50,629
净利润	23,088	31,524	40,026	48,603
净利润同比增长率(%)	28.78%	36.54%	26.97%	21.43%
毛利率(%)	67.25%	67.25%	68.19%	69.15%
净利率(%)	50.70%	55.18%	57.31%	58.12%
销售费用率(%)	1.87%	2.36%	2.38%	2.38%
管理费用率(%)	10.10%	15.34%	8.50%	8.20%
财务费用率(%)	2.11%	2.43%	0.80%	0.70%

资料来源：广证恒生

## 5.2 公司估值

目前国内民办高教企业均在港股上市，我们选取了6家港股民办高教企业作为对标参考，包括中教控股、民生教育、希望教育、新高教集团、中国新华教育和中国春来。板块平均PE (TTM) (算术平均) 约23.9倍，FY2019-FY2020PE (算术平均) 约16.2/13.6倍。

我们认为：(1) 民促法送审稿支持民办教育发展宗旨未变，高教板块是民办教育中政策较为宽松的领域；(2) 公司扩建计划正在推进中，利用率也有待提升，学生人数又进一步提升的空间，且本科课程人数占比不断提高，办学层次不断优化，内生增长稳健；(3) 在手现金充沛，外延并购预期较强。

综合来看，公司未来业绩确定性较强。我们预计中国科培2018-2020年净利润为3.15/4.00/4.86亿，对应EPS为0.16/0.20/0.23元，对应目前股价(3.15港元=2.68人民币)17.3、13.7、11.3倍PE。参考港股民办高教板块估值情况，2019E板块平均PE(算术平均)为16.2倍。我们给予中国科培2019年17倍PE，按照当前港元汇率(1港元=0.8519人民币)换算，对应目标价3.99港元，对应当前股价3.20港元有25%的股价空间，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

图表32 主要民办高教标的估值情况

证券代码	证券简称	最新市值 (亿元)	最新财年 年营收 (亿元)	最新财年 净利润 (亿元)	市盈率 PE(TTM)	FY2018 PE	FY2019 PE	FY2020 PE
0839.HK	中教控股	207.71	9.92	4.29	36.78	30.80	23.51	20.10
1569.HK	民生教育	64.27	4.88	2.60	19.99	19.09	15.28	13.13
1765.HK	希望教育	69.57	8.04	2.12	32.80	25.64	14.03	11.29
2001.HK	新高教集团	57.66	5.11	2.33	20.81	18.68	13.93	11.31
2779.HK	中国新华教育	39.76	3.76	1.72	18.93	16.67	14.14	12.18
<b>平均 PE (算术平均)</b>					<b>25.86</b>	<b>22.18</b>	<b>16.18</b>	<b>13.60</b>

数据来源：wind 一致预期，广证恒生

注：相关数据截至日期为2019年2月25日



## 6. 风险提示

**(1) 政策推进的不确定性。**当前民促法实施意见送审稿尚未完全落地，具体的政策规定是否如期通过具有较大的不确定性，尤其是对高教板块影响较大的第七条及第十二条。从政策实施的实操角度出发，即使当前中央层面的民促法实施意见通过落地，具体到各个省市中仍需要按照各地方政府出台对应的具体实施条例实行，最终在民办学校并购、协议控制、VIE架构、税收优惠、土地出让金补缴等具体规定的的不确定性较大。

**(2) 扩张不达预期。**一方面，当前民办高校集团主要通过并购来进行外延扩张。从并购整合的角度出发，由于高校单体学校体量较大，且各个学校之间独立性较强，新校通过并购纳入整体高校集团体系后整合难度较大，是否能如期产生优化及协同效应的不确定性较大。另外一方面，当前民办高校主要为应用型高等教育，大部分学校普遍品牌效应不强，随着市场竞争加剧的背景下，学校内生的招生是否能保持稳定增长同样具有较大的不确定性。

数据支持：郭颖聪





### 新三板团队介绍:

在财富管理和创新创业的两大时代背景下，广证恒生新三板构建“研究极客+BANKER”双重属性的投研团队，以研究力为基础，为企业量身打造资本运营计划，对接资本市场，提供跨行业、跨地域、上下游延伸等一系列的金融全产业链研究服务，发挥桥梁和杠杆作用，为中小微、成长企业及金融机构提供闭环式持续金融服务。

### 团队成员:

**袁季（广证恒生总经理兼首席研究官）：**长期从事证券研究，曾获“世界金融实验室年度大奖—最具声望的100位证券分析师”称号、2015及2016年度广州市高层次金融人才、中国证券业协会课题研究奖项一等奖和广州市金融业重要研究成果奖，携研究团队获得2013年中国证券报“金牛分析师”六项大奖。2014年组建业内首个新三板研究团队，创建知名研究品牌“新三板研究极客”。

**赵巧敏（新三板研究总监、副首席分析师）：**英国南安普顿大学国际金融市场硕士，8年证券研究经验。具有跨行业及海外研究复合背景，曾获08及09年证券业协会课题二等奖。具有多年A股及新三板研究经验，熟悉一二级市场运作，专注机器人、无人机等领域研究，担任广州市开发区服务机器人政策咨询顾问。

**温朝会（新三板副团队长）：**南京大学硕士，理工科和经管类复合专业背景，七年运营商工作经验，四年市场分析经验，擅长通信、互联网、信息化等相关方面研究。

**黄莞（新三板副团队长）：**英国杜伦大学金融硕士，具有跨行业及海外研究复合背景，负责教育领域研究，擅长数据挖掘和案例分析。

**司伟（新三板高端装备行业负责人）：**中国人民大学管理学硕士，理工与经管复合专业背景，多年公募基金从业经验，在新三板和A股制造业研究上有丰富积累，对企业经营管理有深刻理解。

**魏也娜（新三板TMT行业高级研究员）：**金融硕士，中山大学遥感与地理信息系统学士，3年软件行业从业经验，擅长云计算、信息安全等领域的研究。

**刘锐（新三板医药行业高级研究员）：**中国科学技术大学有机化学硕士，具有丰富的国内医疗器械龙头企业产品开发与管理经验，对医疗器械行业的现状与发展方向有深刻的认识，重点关注新三板医疗器械、医药的流通及服务行业。

**胡家嘉（新三板医药行业研究员）：**香港中文大学生物医学工程硕士，华中科技大学生物信息技术学士，拥有海外知名实业工作经历，对产业发展有独到理解。重点研究中药、生物药、化药等细分领域。

**田鹏（新三板教育行业研究员）：**新加坡国立大学应用经济学硕士，曾于国家级重点经济期刊发表多篇论文，具备海外投资机构及国内券商新财富团队丰富研究经历，目前重点关注教育领域。

**于栋（新三板高端装备行业高级研究员）：**华南理工大学物理学硕士，厦门大学材料学学士，具有丰富的二三级研究经验，重点关注电力设备及新能源、新材料方向。

**史玲林（新三板大消费&教育行业研究员）：**暨南大学资产评估硕士、经济学学士，重点关注素质教育、早教、母婴、玩具等消费领域。

**李嘉文（新三板主题策略研究员）：**暨南大学金融学硕士，具有金融学与软件工程复合背景，目前重点关注新三板投资策略，企业资本规划两大方向。

### 联系我们:

邮箱：[huangguan@gzgzhs.com.cn](mailto:huangguan@gzgzhs.com.cn)

电话：020-88832319



#### 广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

#### 股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

#### 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

#### 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。