

华南地区民办教育龙头，内生增长优质标的 买入（首次）

2019年03月04日

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	455.38	571.09	692.60	828.51
同比（%）	30.15%	25.41%	21.28%	19.62%
归母净利润（百万元）	230.88	328.41	412.40	492.52
同比（%）	28.78%	42.24%	25.58%	19.43%
每股收益（元/股）	-	-	0.21	0.25
P/E（倍）	22.77	16.01	12.75	10.67

投资要点

■ **中国科培：华南地区民办教育龙头，内生增长优质标的。**中国科培成立于2000年，地处华南，专注于应用型教育，旗下2校，18/19学年学生规模45,118人：1) 广东理工学院14年升本后享受升本红利快速发展，学生人数36,860人，已成为华南地区最大的民办高教机构（不包括独立学院）；2) 肇庆学校发展成熟，学生人数8,258人，为广东省最大的民办中专学校。17FY公司实现营业收入4.6亿元同增30.2%，实现归母净利润2.3亿元同增28.8%，对应净利率50.7%，盈利能力卓越。

■ **我们如何看公司的成长性？**过去两年公司营收保持30%以上的快速增长，主要受益于广东理工学院14年成功专升本后学生规模扩大和学费结构性改善。未来3年，**学生规模方面**，广东理工学院升本红利释放下学生规模继续扩大，新建扩建计划落地后校区利用率有提升的潜力；肇庆学校将保持现有办学规模，我们预计公司未来三年学生人数保持20%左右高速增长。**学费方面**，广东理工学院升本后结构性改善提费，目前学校收费处于广东省中游水平，未来仍有较大提升空间，预计实现每年8%左右快速增长；肇庆学校收费水平较低，未来学费基本保持稳定。**总体来看**，公司处于升本红利释放期，收入端3年可保持20%左右的强劲内生增长；同时，在手现金充足，超13亿，为未来外延并购扩张提供充足的现金支持。

■ **我们如何看公司的护城河？**1) **深耕珠三角，积聚三重地区优势：**广东高等教育的毛入学率39.2%，远低于全国平均水平44.1%，需求侧潜力大；区域经济发展水平位居中国前列，学生具备支付高额费用的能力；位于制造业中心，产业转型升级对人才需求强劲，同时粤港澳大湾区的进一步整合发展也利好当地高教龙头。2) **产教融合、校企合作，**致力于培养具备实践技能的专业人才，17年初次就业率96.8%，行业领先。3) **高资质教师团队护航优质教学质量，**拥有硕士学位的全职教师占比已超50%。

■ **盈利预测与投资评级：**预计公司2018-2020FY营业收入为5.71、6.93、8.29亿元，同比增长25.41%、21.28%、19.62%；归母净利润为3.28、4.12、4.93亿元，同比增长42.24%、25.58%、19.43%，当前市值对应PE 16X、13X、11X，处于可比公司较低水平。考虑广东理工学院升本红利持续释放，肇庆学校较为成熟稳定，当前时点给予“买入”评级。

■ **风险提示：**政策风险、学生人数不及预期的风险、港股波动性较大

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003
021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001
021-60199793

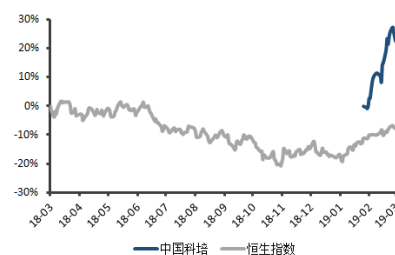
tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证号：S0600517070001
021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	3.08
一年最低/最高价	2.48/3.30
市净率(倍)	2.39
港股流通市值(百万港元)	6162.46

基础数据

每股净资产(元)	1.10
资产负债率(%)	41.81
总股本(百万股)	2000.80
流通股本(百万股)	2000.80

内容目录

1. 中国科培：华南地区民办教育龙头，内生增长优质标的	4
1.1. 品牌历史悠久，华南地区优质民办高教龙头	4
1.2. 创始人为公司控股股东，股权结构集中，VIE 架构港股上市	5
1.3. 泰斗级别领头人深耕教育行业，购股权等措施充分激励员工	6
1.4. 内生两校业务衔接充分协同，升本后规模不断壮大	7
2. 我们如何看公司的成长性？	8
2.1. 收入端：内生增长优质标的，预计未来三年收入端 20% 高速增长	8
2.2. IPO 融资大幅提供现金储备，在手现金超 13 亿十分充足	10
3. 我们如何看公司的护城河？	10
3.1. 深耕珠三角，三重地区优势明显	10
3.2. 产教融合、校企合作，实现行业领先的初次就业率	12
3.3. 高资质教师团队护航优质教学质量	14
4. 财务分析	15
5. 盈利预测与投资建议	16
5.1. 盈利预测	16
5.2. 投资建议	17
6. 风险提示	17

图表目录

图 1: 公司发展历程	4
图 2: 公司股权结构图 (截至 2019/2/14)	6
图 3: 广东省毛入学率低于全国现状与目标水平	11
图 4: 公司与众多知名企业展开校企合作	12
图 5: 广东理工学院初次就业率高于地区与全国	14
表 1: 2015-2017 年公司经营情况概览 (单位: 百万元)	5
表 2: 公司管理层简历	6
表 3: 广东理工学院及肇庆学校基本情况一览	7
表 4: 公司营业收入拆分 (单位: 百万元)	9
表 5: 中国科培两所学校可容纳学生人数及利用率	9
表 6: 公司两所学校学费标准 (单位: 元)	10
表 7: 制造业十大重点领域人才需求预测 (万人)	12
表 8: 广东理工学院实训基地建设	13
表 9: 公司全职教师教育资格 (单位: 人)	14
表 10: 公司营业成本及毛利率情况 (单位: 百万元)	15
表 11: 公司期间费用明细 (单位: 百万元)	15
表 12: 公司利润情况 (单位: 百万元)	16
表 13: 公司收入拆分预测 (单位: 百万元)	16
表 14: 可比公司估值表 (单位: 亿元)	17

1. 中国科培：华南地区民办教育龙头，内生增长优质标的

1.1. 品牌历史悠久，华南地区优质民办高教龙头

中国科培成立于 2000 年，地处华南，专注于应用型教育，旗下 2 校，18/19 学年学生规模 45,118 人：1) 广东理工学院成立于 2005 年，14 年升本后享受升本红利快速发展，学生人数 36,860 人，已成为华南地区最大的民办高等教育机构（不包括独立学院）；2) 肇庆学校成立于 2000 年，已发展成熟，学生人数 8,258 人，为广东省最大的民办中专学校。17FY 公司实现营业收入 4.6 亿元同增 30.2%，实现归母净利润 2.3 亿元同增 28.8%，对应净利率 50.7%，盈利能力卓越。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 1：2015-2017 年公司经营情况概览（单位：百万元）

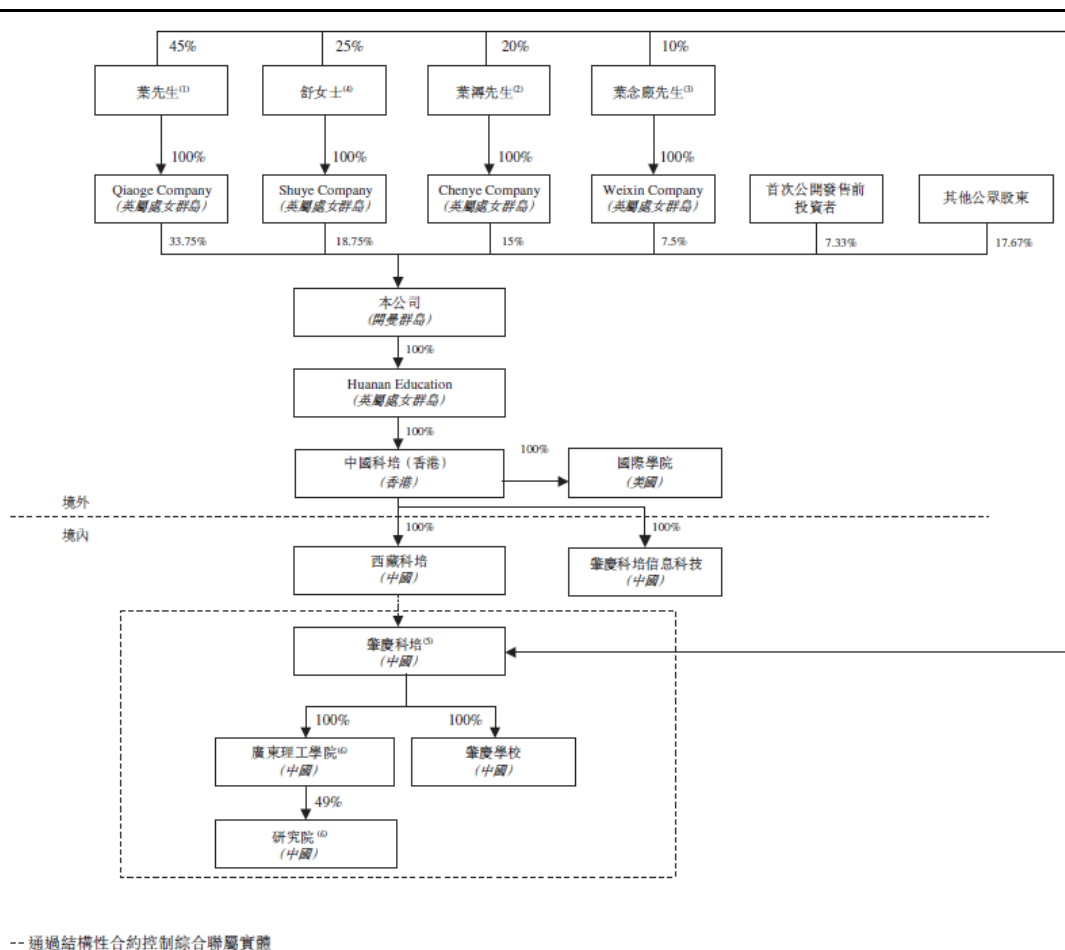
	2015	2016	2017
账面现金	82.95	116.28	369.56
有息负债	170.00	282.30	355.00
学生人数（人）	24,036.09	31,127.19	35,927.58
生均收入（元/人）	10,654.69	11,240.56	12,675.00
营业收入	256.10	349.89	455.38
<i>毛利率</i>	<i>63.99%</i>	<i>67.24%</i>	<i>67.25%</i>
销售费用	11.21	13.07	8.52
管理费用	25.15	32.74	46.00
财务费用	7.90	7.35	9.60
其他收入及收益	7.74	7.28	8.68
<i>其中：政府补助</i>	<i>2.39</i>	<i>3.39</i>	<i>3.08</i>
除税前溢利	119.50	179.27	230.88
所得税	-	-	-
归母净利润	119.50	179.27	230.88
<i>净利率</i>	<i>46.66%</i>	<i>51.24%</i>	<i>50.70%</i>
固定资产	505.88	639.23	1,001.52
预付土地租赁款	122.76	158.50	154.92
净资产	818.33	997.60	1,168.61
总资产	1,231.96	1,661.22	2,008.15
ROE	14.60%	17.97%	19.76%
<i>净利率</i>	<i>46.66%</i>	<i>51.24%</i>	<i>50.70%</i>
<i>总资产周转率</i>	<i>20.79%</i>	<i>21.06%</i>	<i>22.68%</i>
<i>权益乘数</i>	<i>1.51</i>	<i>1.67</i>	<i>1.72</i>

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 创始人为公司控股股东，股权结构集中，VIE 架构港股上市

公司创始人叶念乔持有公司 33.74% 股份，叶氏家族持有 74.97% 股份，股权稳定集中。公司为注册在开曼群岛的豁免有限公司，通过全资子公司西藏科培（WFOE）与旗下两所学校签订的结构性合约控制旗下学校营运，两所学校（VIE）将所获经济利益以服务费的形式支付至 WFOE，进而转移至公司。紧接公司上市后，创始人叶念乔先生通过其全资公司持股公司 33.75% 股权，为公司控股股东，叶氏家族持股共计 75% 股权，19 年 2 月 15 日公司部分超额配发股份发行后，叶念乔先生股权稀释至 33.74%，叶氏家族股权稀释至 74.97%，公司股权结构稳定集中。

图 2：公司股权结构图（截至 2019/2/14）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 泰斗级别领头人深耕教育行业，购股权等措施充分激励员工

公司创始人叶念乔与院长张湘伟均为行业内泰斗级别人物。公司创始人叶念乔先生深耕中国教育行业逾 34 年，先后创办了肇庆学校与广东理工学院并担任董事会主席，公司成立后担任本公司执行董事、董事会主席兼总经理，2017 年 11 月起担任首席执行官，主要负责本集团整体管理、策略规划、业务发展及合作等职务。院长张湘伟为东京大学工学博士，97 年出任李嘉诚捐资的汕头大学第一任校长，01 年任广东工业大学校长，拥有超过 31 年教育行业经验。公司管理层都拥有教育实业从业经历，多年深耕教育行业，打造中国科培品牌实力。

表 2：公司管理层简历

姓名	年龄	学历	职位	个人简历
叶念乔	55	硕士	首席执行官兼总经理	集团创办人，中山大学工商管理硕士，中国人民政治协商会议肇庆市第十一届委员会委员。在教育行业拥有超过 34 年经验，2016 年 9 月起担任肇庆科培董事会主席。

张湘伟	68	博士	首席运营官	东京大学工学博士，拥有超过 31 年教育行业经验。1997 -2001 年，担任汕头大学校长。2001-2010 年担任广东工业大学校长。
李艳	38	硕士	首席财务官兼副总经理	中山大学会计学硕士，拥有超过 13 年教育行业经验。2004 -2014 年，在广东理工学院担任会计系教师等多个职位。
叶浔	29	硕士	副总经理	西北理工大学工商管理硕士，2011 -2012 年，于广东理工学院担任院长助理，2016 年 10 月起，担任广东理工学院的董事及采购及后勤服务负责人。
查东辉	50	硕士	副总经理	广东工业大学计算机科学硕士，拥有超过 21 年教育行业经验。2004 年 9 月起，担任广东理工学院董事及副院长。2005-2016 年，查先生担任肇庆学校董事。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

购股权绑定优秀人才，教师团队激励充分。公司于 2019 年 1 月 10 日有条件采纳购股权计划，拟向董事、高管、核心教职员工及其他雇员等合资格人员发行购股权，奖励其对公司做出的贡献，绑定优秀人才。除购股权外，公司对教职员工的激励也十分充分，包括提供具有竞争力的薪酬待遇，其中含根据教学表现计算的花红。由于激励措施充分，公司 2014-2018 年全职教师保留率始终维持在 96% 以上，教师团队稳定，护航科培优质办学质量。

1.4. 内生两校业务衔接充分协同，升本后规模不断壮大

(1) 广东理工学院成立于 2005 年，14 年升为全日制普通本科院校迅速发展。该校提供本科教育、大专教育及成人教育。截至 18 年 9 月底该校学生共计 36,860 人，其中本科 19,977 人（占比 54%），专科 7,610 人（占比 21%），成人教育 9,273 人，另有教师 1,483 名，对应全日制生师比约 18.6，17FY 该校实现学费收入 3.78 亿元，占比总学费收入 90%。此外，该校与多家知名企业建立长期合作，为企业制定定向培养计划，同时设有考证中心、海外院校“2+2”等诸多特色项目。

(2) 肇庆学校成立于 2000 年，中职院校注重实践培训，特色项目与广东理工业务协同。截至 18 年 9 月底该校学生共计 8,258 人，教师 541 名，对应生师比 15.3，17FY 实现学费收入 0.40 亿元，占比总学费收入 10%。肇庆学校重视实践培训基地建设，配有数控车床、训练机器人、教练车、汽车引擎等多种装备，为学生搭建良好的职场模拟培训平台。此外，还设有特色“3+2”项目（肇庆 3 年中职+广东理工 2 年大专），与广东理工学院协同，截至 2018 年 9 月底，肇庆学校共 2,762 名学生就读“3+2”项目，占比肇庆学校在校生人数的 33%。

表 3：广东理工学院及肇庆学校基本情况一览

学校名称	广东理工学院	肇庆学校
成立方式	自建	自建
成立时间	2005 年	2000 年
办学层次	本科&专科&成人教育	中专
学生人数 (截至 18 年 9 月)	36,860 人 (本科 19,977 人, 专科 7,610 人, 成人教育 9,273 人)	8,258 人
教师数量 (截至 18 年 9 月)	1,483 名	541 名
生师比	18.6:1	15.3:1
学费标准 (18/19 学年; 元)	本科 21,800-30,000; 专科 15,800-28,500; 在校成人大学课程 5,900-10,700; 校外成人大学课程 2,400	6,100-9,300
17FY 学费收入 (百万元)	378.74	40.16
毛利率 (16FY)	67.96%	61.00%
土地情况	918,617.0 平方米	61,302.6 平方米
专业设置	学校开设 46 个专业 (27 个本科专业及 19 个大专专业), 其中 22 个工科专业在广东省民办高等教育机构中处于领先地位	学校开设 12 个专业, 包括汽车服务、电子商务及机电技术应用, 特色项目为以升大为导向的“3+2”项目
是否取得合理回报	否	是

校园景观示例



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 我们如何看公司的成长性?

2.1. 收入端: 内生增长优质标的, 预计未来三年收入端 20%高速增长

公司近年来内生增长强劲, 17 年实现收入 4.55 亿元同增 30.15%, 其中学费收入 4.19 亿元同增 31.86%, 占比营业收入 90% 以上, 住宿费收入 0.36 亿元。从收入驱动因素来看, 近年驱动收入增长的主要因素为广东理工学院 14 年成功专升本的红利释放。一方面, 升本后广东理工学院招生人数飞速增长, 17/18 学年本科在校人数达到 14,900 人, 合计学生规模 28,575 人, 相比 15 年扩大了 1 万多人。另一方面, 升本后学费迎来结构性改善, 本科学费比专科高出 6000 多元, 17/18 学年本/专科学费分别为 1.83/1.26 万元。

表 4: 公司营业收入拆分 (单位: 百万元)

	2015	2016	2017
营业收入	256.10	349.89	455.38
yoy		36.62%	30.15%
学生人数(人)	24,033	31,126	35,927
yoy		29.50%	15.42%
生均收入(元/人)	10,655	11,241	12,675
yoy		5.50%	12.76%
其中: 学费	227.86	317.70	418.90
yoy		39.43%	31.86%
其中: 广东理工学院	201.48	280.83	378.74
yoy		39.38%	34.87%
学生人数(人)	18,053	23,485	28,575
yoy		30.07%	21.67%
人均学费(元/人)	11,159	11,957	13,254
yoy		7.15%	10.85%
肇庆学校	31.74	43.47	46.49
yoy		36.99%	6.93%
在校生人数(人)	5,980	7,641	7,352
yoy		27.78%	-3.78%
人均学费(元/人)	4,410	4,826	5,463
yoy		9.42%	13.20%
住宿费	28.24	32.19	36.49
yoy		13.98%	13.33%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

我们预计学生人数未来三年保持 20%左右高速增长。(1) 广东理工学院方面, 升本带来学生规模快速扩大, 为满足需求, 公司 17 年新建鼎湖校区, 第三期工程涉及规划建筑面积 68,000 平方米, 预计于 19 年动工并在年底前后竣工, 并改建高要校区教学楼、宿舍, 可容纳人数将有所增加。18/19 学年利用率达 90.8%, 随着新建/扩建计划落地, 将有力支撑未来三年学生人数保持 20-25% 的高速增长。(2) 肇庆学校方面, 18/19 学年利用率为 86%, 未来将保持现有办学规模。总体来看我们预计公司未来三年学生人数保持 20%左右高速增长。

表 5: 中国科培两所学校可容纳学生人数及利用率

	广东理工学院		肇庆学校		集团	
	可容纳学生人数	学校利用率	可容纳学生人数	学校利用率	可容纳学生人数	学校利用率
2015/2016	19,152	94.3%	6,829	87.6%	25,981	92.5%
2016/2017	19,152	90.1%	6,829	91.6%	25,981	90.5%
2017/2018	25,148	86.3%	6,829	81.3%	31,977	85.2%
2018/2019	29,148	90.8%	6,829	86.0%	35,977	89.9%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

学费方面，广东理工学院升本后结构性改善提费，预计未来生均学费实现每年8%左右快速增长。18/19 学年广东理工学院本科学费 2.18-3 万，专科学费 1.58-2.85 万，均较上年有所提高，考虑到目前学校收费处于广东省中游水平，未来仍有较大提升空间。肇庆学校由于是中职院校，收费水平较低，未来学费基本保持稳定。

表 6：公司两所学校学费标准（单位：元）

学校	2014/2015 学年	2015/2016 学年	2016/2017 学年	2017/2018 学年	2018/2019 学年
广东理工学院					
学士学位课程	17,500-18,000	17,500-18,000	18,000-19,500	18,800-30,000	21,800-30,000
大专课程	11,600-12,800	11,600-28,000	12,100-28,500	14,100-28,500	15,800-28,500
校内成人教育	6,400-9,200	6,400-9,200	6,400-9,200	5,900-10,700	5,900-10,700
校外成人教育	n/a	n/a	2,400	2,400	2,400
肇庆学校					
中职教育	5,300-6,800	5,300-6,800	5,300-7,300	6,100-9,300	6,100-9,300

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. IPO 融资大幅提供现金储备，在手现金超 13 亿十分充足

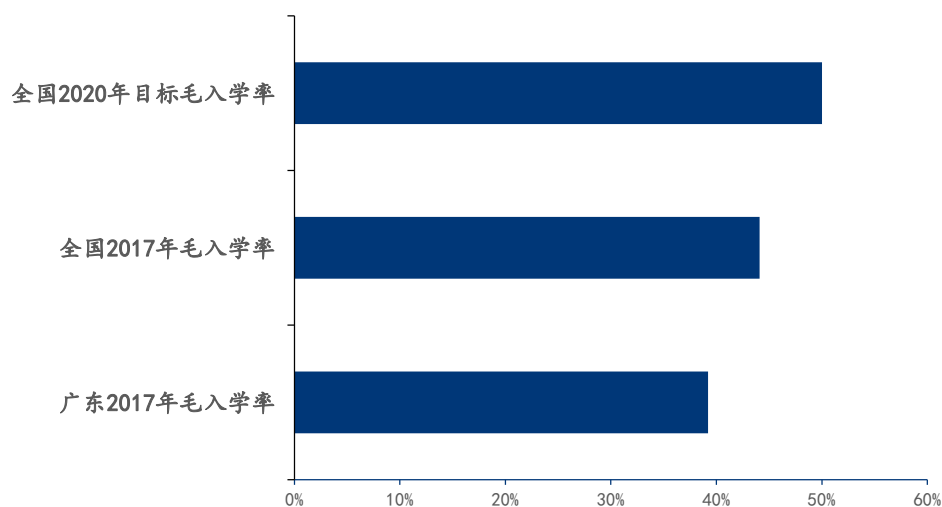
公司 19 年 IPO 及超额配售合计共获得上市所得款净额超 6.7 亿人民币 (IPO 募资净额 7.88 亿港元+超额配售募资净额 0.02 亿港元)，截至 18 年 8 月底公司账面现金 6.31 亿，银行长短期借款共计 3.51 亿，公司在手现金余额超 13 亿十分充足，为未来外延并购扩张提供充足的现金支持。

3. 我们如何看公司的护城河？

3.1. 深耕珠三角，三重地区优势明显

地区优势 1：广东高等教育的毛入学率远低于全国平均水平，需求侧潜力大。《国家教育事业发展“十三五”规划》提出到 2020 年全国高等教育毛入学率要提高到 50% 水平，毛入学率刚性提升将驱动行业就读人数保持高个位数增长。而广东省高等教育资源相对匮乏，17 年高等教育的毛入学率仅为 39.2%，远低于同期全国平均水平 44.1%，离 2020 年政策目标差距较大，需求端存在较大增长空间。公司作为应用型民办高等教育的领导者，随着未来需求侧潜力的持续释放，将进一步受益于先发优势地位。

图 3：广东省毛入学率低于全国现状与目标水平



数据来源：《国家教育事业发展“十三五”规划》，公司公告，东吴证券研究所

地区优势 2：广东省经济发展水平位居中国前列，学生具备支付高额费用的能力。广东省是中国最发达的省份之一，17 年国内生产总值达 9 万亿元，占全国 10.9%；人均 GDP 达 81,089 元，远高于全国平均水平。公司的学生主要来自广东省，受益于其较高的经济发展水平，学生具备支付高额学费及住宿费的能力。此外，广东省民办高教、中职学费的收费政策均完全放开，只需自行公示，无需审核备案，为公司提高学费提供很大便利。

地区优势 3：制造业中心的转型升级带来对人才的强劲需求。根据“中国制造 2025”战略，中国制造业正经历转型升级阶段，而珠江三角洲作为中国制造业中心之一，将在十三五规划期间成为合作、创新、转型及升级的新高地，有望由劳动密集型经济转型为高质量工程密集型经济。同时，叠加粤港澳大湾区的进一步整合及发展，珠三角地区对掌握先进技术的专业型人才的需求将大幅增加。根据《制造业人才发展规划指南》，到 2020 年新一代信息技术产业、电力装备、新材料、高档数控机床和机器人等制造细分领域的人才缺口规模相当可观。受益于完善的制造业环境与地区对人才的强烈需求，公司学生的就业机会将大量增加，创业环境将有所改善。

表 7：制造业十大重点领域人才需求预测（万人）

十大重点领域	2015年	2020年		2025年	
	人才总量	人才总量 预测	人才缺口 预测	人才总量 预测	人才缺口 预测
新一代信息技术产业	1050	1800	750	2000	950
高档数控机床和机器人	450	750	300	900	450
航空航天装备	49.1	68.9	19.8	96.6	47.5
海洋工程装备及高技术船舶	102.2	118.6	16.4	128.8	26.6
先进轨道交通装备	32.4	38.4	6	43	10.6
节能与新能源汽车	17	85	68	120	103
电力装备	822	1233	411	1731	909
农机装备	28.3	45.2	16.9	72.3	44
新材料	600	900	300	1000	400
生物医药及高性能医疗器械	55	80	25	100	45

数据来源：《制造业人才发展规划指南》，东吴证券研究所

3.2. 产教融合、校企合作，实现行业领先的初次就业率

公司贯彻产教融合的教育理念，致力于培养具备实践技能的专业人才。(1) 专业设置方面，以教学质量为重点，着重工科专业设置。广东理工学院共 41 个专业中，22 个工科专业包括电子信息工程、电气工程、机械工程等，与当地制造业人才需求缺口相一致。(2) 实践培训方面，公司重视产学研相结合，强调实践培训。广东理工学院拥有应用型人才的国家级培训基地、国家级众创空间，建立超过 180 个校园实验室包括智能机器人创新实验室、移动计算机处理技术实验室、3D 打印机实验室等，为电子商务、工业机器人、数控机床设备、时尚设计等专业设立校内实践培训基地，工科专业学生的实践培训课程占总学时的 40% 以上。

公司通过采取校企合作、就业指导、考证中心、创业创新教育等全方位举措，扩大学生就业机会。(1) 校企合作方面，已经与多家知名企业建立有效合作关系，包括比亚迪、广汽、美的等，设立超过 100 个实训基地，使学生可以亲身体验真实的职场环境。

(2) 就业指导方面，已建立全面的职业规划及提升系统，提供职业规划指导、就业信息更新及招聘会组织等服务。(3) 考证中心方面，广东理工学院成立考证中心，为各种资格考试提供备考课程，帮助学生提升就业竞争力。(4) 创业创新教育方面，15 年成立学生创新创业学院，作为指导及鼓励创业及向学生提供必要知识、技能及动力的培训基地。

图 4：公司与众多知名企业展开校企合作



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 8：广东理工学院实训基地建设

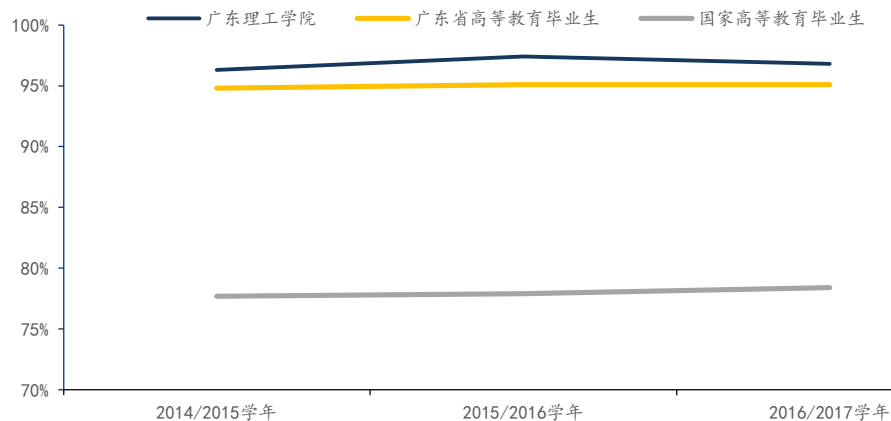
实训基地一览					
佛山市南海区合亿金属制品有限公司	广东精英纺织有限公司	江门敬记塑胶厂有限公司	广东雪莱特光电科技股份有限公司	肇庆市高要碧桂园凤凰酒店有限公司	联盛(番禺)塑料五金模具有限公司
广东浔品味装饰集团佛山有限公司	广东天龙油墨集团股份有限公司	东莞市昌发模具有限公司	仁狮(珠海)工业有限公司	肇庆市华俊装饰设计有限公司	广州海鸥卫浴用品股份有限公司
肇庆日德阀门制造有限公司	亚洲铝业(中国)有限公司	深圳市安联南方汽车销售服务有限公司	深圳市鑫减源电子科技实业有限公司	东莞市天下行丰田汽车销售服务有限公司	中山宝迪斯照明有限公司
广东顺力智能物流装备股份有限公司	珠海市珠光汽车有限公司	东莞艾尔发自动化机械有限公司	中山市伟琪电器有限公司	中山市高威电器制造有限公司	中山国泰染整有限公司
广州奇思动漫制作有限公司	东莞市讯联电讯发展有限公司	肇庆新一佳商业投资有限公司	鹤山市万顺电器制造有限公司	东莞市海洋科技网络有限公司	东莞康佳模具塑胶有限公司
中国大地财产保险股份有限公司	佛山市高星数字电子有限公司	佛山市毅佳实业有限公司	中山市巨光电器有限公司	佛山市南海日东工具制造有限公司	南海中南机械有限公司
中山巨光电器有限公司	广东文一集团	佛山粤海空调机有限公司	佛山市三水花园酒店有限公司	广东星联精密机械有限公司	TCL 王牌电器(惠州)有限公司
广东风华高科技股份有限公司	东莞市鑫宇五金制品有限公司	广东鸿图科技股份有限公司	佛山市顺德哥顿酒店	博罗精汇电子科技有限公司	广东科达机电股份有限公司
广东新的科技集团有限公司	东莞市润迅通信有限公司	广东丰凯机械股份有限公司	广州诚伯信息技术有限公司	东莞德永佳纺织制衣有限公司	

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

受益于产教融合、校企合作，公司实现了高于国家和地方平均水平的初次就业率。

专科方面，14/15 学年、15/16 学年、16/17 学年，广东理工学院的初次就业率达到 96.3%/97.4%/96.8%，而整个广东省的初次就业率为 94.8%/95.1%/95.1%，全国整体初次就业率为 77.7%/77.9%/78.4%。15-17 年间，广东理工学院大专课程的初次就业率始终高于广东省平均水平，远高于全国平均水平。**本科方面**，17/18 学年迎来首批 1,023 名本科课程毕业生，初次就业率为 96.8%，处于较高水平。

图 5：广东理工学院初次就业率高于地区与全国



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.3. 高素质教师团队护航优质教学质量

从公司全职教师的资质来看，拥有硕士学位的全职教师数量及占比近年来均有所提升，18/19 学年占比已超 50%，教师团队整体学历水平不断提高，护航公司优质办学质量。此外，公司教师招聘沿用高标准，物色具有相关教学及行业经验、多种专业资格及开展专业项目方面记录良好的候选人，经历层层筛选，严格保证师资团队的资质过关。

表 9：公司全职教师教育资格（单位：人）

	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019
硕士学位	146	252	294	507	941
占比	17.76%	23.75%	21.88%	34.07%	52.63%
学士学位	637	733	934	865	670
占比	77.49%	69.09%	69.49%	58.13%	37.47%
大专或以下	39	76	116	116	177
占比	4.74%	7.16%	8.63%	7.80%	9.90%
合计	822	1,061	1,344	1,488	1,788

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 财务分析

毛利率自 15 年起保持 60% 以上稳定高水平，预计 18 年变动不大，未来三年稳定在 67% 左右水平。公司旗下两所学校发展历史悠久较为成熟，营业成本中占比维持在 60% 左右的雇员成本、折旧摊销近几年基本稳定，毛利率自 16FY 起稳定在 67% 以上，未来三年有望继续稳定在 67% 左右。相较于同行更高的毛利率主要由于部分教师同为管理人员，其薪金福利计入了管理费用，因此考虑了费用后的净利率基本与同行一致。

表 10：公司营业成本及毛利率情况（单位：百万元）

	2015	2016	2017
营业收入	256.10	349.89	455.38
yoy		36.62%	30.15%
营业成本	92.23	114.62	149.15
yoy		24.27%	30.13%
雇员成本	37.24	50.08	62.87
占比	40.38%	43.69%	42.15%
yoy		34.46%	25.56%
折旧及摊销	16.96	22.22	31.33
占比	18.39%	19.38%	21.00%
yoy		30.97%	41.01%
毛利	163.86	235.27	306.23
毛利率	63.99%	67.24%	67.25%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

费用端：费用管控成效显著，销售费用率规模效应明显，上市开支影响 17 年管理费用小幅提升。受益于强大的品牌口碑，公司由招生带来的销售费用支出规模效应持续凸显，17 年销售费用率同比改善 1.86pcts 至 1.87%。17 年管理费用率小幅提升至 10.10%，主要系当年进行上市相关工作产生 0.10 亿顾问服务费计入管理费用，扣除后管理费用率仅为 8%，同比下降 1.36pcts，规模效应进一步强化。17 年公司财务费用率比较稳定，维持在 2% 左右。整体来看，公司期间费用率持续下降，17 年期间费用率 14.08%，费用管控成效显著。我们预计未来伴随上市开支消除、规模效应显现，期间费用将维持稳中有降。

表 11：公司期间费用明细（单位：百万元）

	2015	2016	2017
销售费用	11.21	13.072	8.524
销售费用率	4.38%	3.74%	1.87%
管理费用	25.15	32.74	46.00

管理费用率	9.82%	9.36%	10.10%
扣除上市开支后 管理费用率			8.00%
财务费用	7.90	7.35	9.60
财务费用率	3.09%	2.10%	2.11%
期间费用率	17.29%	15.19%	14.08%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

盈利端：净利率维持在 50% 以上，长期来看可保持 55% 以上水平。 受益于高毛利率，公司净利率自 16 年起保持在 50% 以上的高水平。随着公司升本红利持续释放，我们预计 18 年净利率将有进一步提升的空间，未来三年有望保持在 55% 以上稳定水平。

表 12：公司利润情况（单位：百万元）

	2015	2016	2017
除税前溢利	119.50	179.27	230.88
yoy		50.02%	28.78%
所得税	-	-	-
年度溢利	119.50	179.27	230.88
yoy		50.02%	28.78%
归母净利润	119.50	179.27	230.88
yoy		50.02%	28.78%
净利率	46.66%	51.24%	50.70%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

我们预计 2018-2020FY 公司营业收入 5.71、6.93、8.29 亿元同增 25.41%、21.28%、19.62%，其中学费收入 5.19、6.38、7.72 亿元同增 23.98%、22.91%、20.90%，住宿费 0.52、0.54、0.57 亿同增 41.84%、4.86%、4.58%。

表 13：公司收入拆分预测（单位：百万元）

中国科培	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	455.38	571.09	692.60	828.51
yoy	30.15%	25.41%	21.28%	19.62%
学费	418.90	519.35	638.34	771.77
yoy	31.86%	23.98%	22.91%	20.90%

其中：广东理工学院	408.90	518.99	636.36	770.88
yoy	33.45%	26.93%	22.61%	21.14%
肇庆学校	46.49	52.10	56.23	57.64
yoy	6.93%	12.07%	7.94%	2.50%
住宿费	36.48	51.74	54.26	56.74
yoy	13.33%	41.84%	4.86%	4.58%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5.2. 投资建议

预计公司2018-2020FY营业收入为5.71、6.93、8.29亿元，同比增长25.41%、21.28%、19.62%；归母净利润为3.28、4.12、4.93亿元，同比增长42.24%、25.58%、19.43%，当前市值对应PE 16X、13X、11X，处于可比公司较低水平。考虑广东理工学院升本红利持续释放，肇庆学校较为成熟稳定，当前时点给予“买入”评级。

表 14：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	55.79	2.69	3.95	4.72	20.75	14.13	11.81
1765.HK	希望教育	68.24	3.21	4.51	5.20	21.28	15.12	13.12
1569.HK	民生教育	64.77	3.40	4.42	4.95	19.03	14.66	13.08
0839.HK	中教控股	203.33	6.74	8.70	9.91	30.17	23.37	20.52
2779.HK	中国新华教育	39.93	2.43	2.93	3.31	16.41	13.62	12.07

数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：可比公司盈利预测均来自东吴证券研究所预测）

6. 风险提示

1) **政策风险**。18年8月《民促法实施条例（送审稿）》出台后教育板块出现较大波动，至今实施条例尚未落地，政策存在不确定性风险。

2) **学生人数不及预期的风险**。由于我国高等教育学校本科生招生学额须经教育部审批，专科招生须经省级教育行政部门审批，如若政府收紧学额审批，则或出现学生人数不及预期的风险。

3) **港股波动性较大**。由于港股存在T+0、做空、无涨跌停限制等交易制度，造成其股价波动较大，存在一定投资风险。

中国科培三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY		2017FY	2018FY	2019FY	2020FY
流动资产:	844.74	739.48	1,241.97	1,168.84	营业总收入	455.38	571.09	692.60	828.51
货币资金	369.06	707.39	1,205.05	1,127.57	营业成本	149.15	188.33	238.34	279.07
应收款项	18.13	14.95	16.15	16.41	毛利润	306.23	382.76	454.26	549.44
按金、预付款项及其它	56.38	17.13	20.78	24.86	销售费用	8.52	8.57	6.93	16.57
应收款项-流动资产					管理费用	46.00	76.43	55.41	68.77
存货	-	-	-	-	其他收入及收益	8.68	37.10	37.75	45.05
其他	401.18	(0.00)	(0.00)	0.00	其他支出净额	13.12	0.75	0.87	0.87
非流动资产:					财务费用	9.60	4.86	1.45	0.53
	1,163.41	1,555.67	1,856.45	2,173.02	应占联营公司损益	(6.79)	(0.85)	0.00	0.00
物业、厂房及设备					除税前溢利	230.88	328.41	427.35	507.75
	1,001.52	1,349.31	1,678.97	1,991.44	所得税	0.00	0.00	14.96	15.23
商誉及无形资产	-	-	-	-	净利润(含少数股东权益)	230.88	328.41	412.40	492.52
预付土地租赁款项	154.92	201.40	171.61	175.98	归母净利润	230.88	328.41	412.40	492.52
其他	6.97	4.97	5.87	5.60	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计					EBIT	240.48	333.26	413.85	493.05
	2,008.15	2,295.15	3,098.42	3,341.86	EBITDA	282.82	387.48	487.20	582.33
流动负债:	509.76	734.16	768.98	800.28	重要财务与估值指标	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY
递延收益-流动负债	258.40	230.00	253.00	278.30	每股收益(元)	-	-	0.21	0.25
应计负债及其他应付款项	220.16	154.51	178.33	184.33	每股净资产(元)	-	-	1.14	1.26
其他	31.21	349.65	337.65	337.65	发行在外股份(百万股)	-	-	2001	2001
非流动负债合计	329.78	162.50	48.75	14.63	ROIC(%)	18.56%	24.56%	20.87%	22.87%
递延收入-非流动负债	4.78	-	-	-	ROE(%)	21.32%	25.59%	22.42%	20.49%
其他	325.00	162.50	48.75	14.63	毛利率(%)	67.25%	67.02%	65.59%	66.32%
负债总计	839.54	896.66	817.73	814.91	EBIT Margin(%)	52.81%	58.36%	59.75%	59.51%
少数股东权益	-	-	-	-	销售净利率(%)	50.70%	57.51%	59.54%	59.45%
归属母公司股东权益	1,168.61	1,398.49	2,280.69	2,526.95	资产负债率(%)	41.81%	39.07%	26.39%	24.38%
					收入增长率(%)	30.15%	25.41%	21.28%	19.62%
负债和所有者权益合计	2,008.15	2,295.15	3,098.42	3,341.86	净利润增长率(%)	28.78%	42.24%	25.58%	19.43%
					P/E	22.77	16.01	12.75	10.67
现金流量表 (百万元)	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY	P/B	4.50	3.76	2.30	2.08
经营活动现金流	398.50	412.52	555.44	657.85	EV/EBITDA	20.25	14.05	9.99	8.49
投资活动现金流	(170.96)	(124.61)	(350.00)	(381.16)					
筹资活动现金流	55.24	50.43	292.22	(354.16)					
汇率变动的的影响	-	-	-	-					
现金净增加额	282.78	338.34	497.65	(77.47)					
折旧与摊销	42.34	54.22	73.35	89.28					
资本开支	(350.47)	(446.48)	(370.21)	(404.37)					
营运资本变动	(308.06)	(680.99)	(41.98)	(26.96)					
企业自由现金流	(114.47)	(147.71)	151.10	238.86					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所 (2019/3/3 人民币兑港币汇率 1.1724)

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>

