

希望教育 (01765.HK)

收购马来西亚英迪，海外收购首单落地

事件：1.4亿美元收购马来西亚英迪 6校 100%股权，海外首单收购落地。本次收购协议标的为英迪旗下 1 所大学+5 所大学学院，总对价 1.4 亿美元（约 9.8 亿人民币）。其中第一期对价于签订协议当日支付 500 万美元，第二期剩余 1.35 亿美元及调整净额于收购事项完成时支付。收购价格对应 2019 年 EV/EBITDA 8.88 倍，标的学校 2019 年营收 4.80 亿元人民币，净利润 3256 万人民币经调整 EBITDA 9568 万元。

标的学校：马来西亚最大的私立高等院校，在校生增长空间大。英迪为马来西亚最大私立高教供应商，旗下 1 所英迪国际大学+5 所学院，具备预科/大专/本科/硕士/博士招生资格，开设财会金融/中医/电商等特色专业，符合中马学历互认条件。目前在校生 16557 人，学费每年约 3 万元/人。2013-2018 年在校生 CAGR 达 7%，不增加投入的前提下尚有 26.8% 的提升空间。学校土地及建筑面积 35.68 万平方米，全部为自持物业，资产质地清晰。

国内外生源和学科协同亟待挖掘，整合有望改善标的学校盈利能力。与英迪学校的协同效应体现在：①与公司体系内现有学校形成互补，承接境内学生的学历提升通道（本科/硕士/博士）。②生源方面，马来西亚留学政策开放，2019 年赴马留学人数 18 万，马来西亚政府设定 2025 年目标为 25 万。同时留学综合费用仅为欧美国家 1/4。收购后，公司将进一步发挥自身整合优势，通过生源导入、费用管控、人员调整等方式进一步提升英迪的盈利能力。

投资建议。希望教育是国内规模领先的高教集团，上市以来公司外延步伐提速，2019 年完成 4 项收购和并表，并获得三个新建学校项目。本次收购海外标的进一步扩张高教版图，公司上市前已经具备收购和整合经验，目前收购学校整合提效的成果值得期待。同时，公司内生经营稳定，2019-2020 学年内生招生同增 23.3%。考虑到公司此前收购的银川、拓普等学校均完成并表，本次收购尚未并表，调整 2020/21 年净利润预测至 6.20/6.98 亿，维持 2019 年净利润预测 4.25 亿，对应 EPS0.06/0.09/0.10 元/股。公司现价对应 2020 年 18PE 倍，公司收购能力和整合效率已充分体现，内生增长稳健，上调至“买入”评级。

风险提示：《民促法实施条例》终稿政策不确定性风险；扩张速度不达预期；公司经营及盈利能力不达预期。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	804	1,030	1,384	1,887	2,106
增长率 yoy (%)	23.3	28.1	34.4	36.4	11.6
归母净利润(百万元)	211.7	168	425	620	698
增长率 yoy (%)	36.6	-20.7	153.3	45.9	12.6
EPS 最新摊薄(元/股)	0.03	0.03	0.06	0.09	0.10
净资产收益率(%)	30.9	3.6	9.4	12.0	11.9
P/E(倍)	51.9	65.4	25.8	17.7	15.7
P/B(倍)	16.2	2.6	2.4	2.1	1.9

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(调高)

股票信息

行业	教育
前次评级	增持
最新收盘价	1.84
总市值(百万港元)	12266.67
总股本(百万股)	6666.67
其中自由流通股(%)	100%
30 日日均成交量(百万股)	11.95

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 邵璟璐

执业证书编号：S0680518030006

邮箱：shaojinglu@gszq.com

相关研究

- 《希望教育(01765.HK)：内生稳步外延提速，收购银川学校包》2019-08-31
- 《希望教育(1765.HK)：激励费用影响业绩，内生增长稳健》2019-03-24



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1044	3172	4150	4421	4925
现金	181	3039	3946	4069	4422
应收账款	0	0	0	0	0
其他应收款	854	133	200	350	500
预付账款	0	0	0	0	0
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	8	0	4	2	3
非流动资产	4551	5119	5110	5467	5824
长期投资	143	0	0	0	0
固定投资	3195	3448	3645	3832	4011
无形资产	600	615	723	853	975
其他非流动资产	613	1056	742	781	838
资产总计	5595	8291	9260	9887	10750
流动负债	2098	1851	2336	2326	2492
短期借款	690	644	600	600	600
应付账款	49	0	55	21	64
其他流动负债	1360	1208	1682	1705	1828
非流动负债	2817	2280	2334	2345	2336
长期借款	1265	1605	1445	1464	1464
其他非流动负债	1552	675	889	881	873
负债合计	4915	4131	4670	4671	4828
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	0	3734	3734	3734	3734
资本公积	649	423	848	1469	2167
留存收益	649	4157	4583	5203	5901
归属母公司股东收益	30	3	7	13	20
负债和股东权益	10510	12422	9260	9887	10750

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	501	802	1031	745	1011
净利润	212	168	430	627	705
折旧摊销	111	146	129	140	152
财务费用	0	0	170	159	159
投资损失	0	0	2	0	0
营运资金变动	80	249	301	-181	-4
其他经营现金流	98	240	0	0	0
投资活动净现金流	-965	-769	-125	-495	-510
资本支出	-935	-660	-90	-326	-310
长期投资	497	-889	-129	-140	-152
其他投资现金流	-527	780	94	-29	-49
筹资活动净现金流	503	2369	1	-128	-147
短期借款	0	0	-213	-159	-159
长期借款	665	-141	-161	19	-1
普通股增加	0	2705	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-162	-195	375	12	12
现金净增加额	39	2402	907	123	354

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	804	1030	1384	1887	2106
营业成本	392	562	633	880	981
研发费用等其他	0	0	0	0	8
营业费用	29	21	33	43	48
管理费用	102	295	127	183	207
财务费用	125	201	170	159	159
利息收入	19	8	17	20	21
其他非经营性损益	0	0	0	0	0
投资净收益	-2	-2	-2	0	0
营业利润	164	107	419	622	704
其他收益及亏损	66	52	28	30	31
利润总额	229	159	447	653	735
所得税	20	8	18	26	29
净利润	210	152	430	627	705
少数股东收益	-2	0	4	6	7
归属母公司净利润	212	168	425	620	698
EBITDA	466	506	746	952	1045
EPS (元/股)	0.03	0.03	0.06	0.09	0.10

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	23.3	28.1	34.4	36.4	11.6
营业利润 (%)	13.3	-34.4	290.3	48.5	13.0
归属母公司净利润 (%)	36.6	-20.7	153.3	45.9	12.6
盈利能力					
毛利率 (%)	51.2	45.4	54.3	53.4	53.4
净利率 (%)	26.3	16.3	30.7	32.9	33.2
ROE (%)	30.9	3.6	9.4	12.0	11.9
ROIC (%)	7.8	4.8	7.7	9.4	9.5
偿债能力					
资产负债率 (%)	87.9	49.8	50.4	47.2	44.9
净负债比率 (%)	696.8	26.3	15.8	11.5	6.8
流动比率	0.5	1.7	1.8	1.9	2.0
速动比率	0.5	1.7	1.8	1.9	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	9081.7	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	11.4	23.1	23.1	23.1	23.1
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	0.03	0.03	0.06	0.09	0.10
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.08	0.12	0.15	0.11	0.15
每股净资产 (最新摊薄)	0.10	0.62	0.69	0.78	0.89
估值指标 (倍)					
P/E	51.9	65.4	25.8	17.7	15.7
P/B	16.2	2.6	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	30.8	21.5	13.6	10.6	9.3

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

收购高效落地，内生增长稳健	4
期待整合提效，并表增厚业绩	4
内生增长稳健，经营表现优异	5
收购马来西亚英迪，海外收购首单落地.....	6
投资建议	7
风险提示	7

图表目录

图表 1: 希望教育旗下学校梳理 (在校人数单位: 人)	4
图表 2: 并购后学生增长情况 (单位: 人)	5
图表 3: 希望教育营收及净利润 (单位: 亿元)	6
图表 4: 希望教育在校生人数 (单位: 万人)	6
图表 5: 英迪大学校园风光.....	7
图表 6: 英迪大学校园风光.....	7
图表 7: 可比公司估值表.....	7

收购高效落地，内生增长稳健

期待整合提效，并表增厚业绩

上市后收购进展提速，2019年完成4次收购。公司上市后加速外延并购历程，于2019年7月至8月期间集中完成了4次收购，至2019年末，公司旗下运营学校达到14所，包括5所本科学校、7所高职学校以及2所技师学校。2019年并购的学校全部完成并表。

- **贵州大学科技学院：**2019年3月，公司以7000万元对价收购五月阳光，五月阳光持有捷星慧旅70%权益，7月进一步以7800万元对价收购捷星慧旅剩余30%股权，捷星慧旅与贵州大学合作举办贵州大学科技学院。贵州大学科技学院为全日制本科独立学院，2018-2019学年在校生超9000人。
- **鹤壁汽车工程职业学院：**2019年7月29日公司以1.6亿元收购鹤壁汽车工程职业学院95%权益。鹤壁汽车工程职业学院提供普通高等专科教育，开设汽车/电子/机械/经济/管理类等40多个专业和方向，2018-2019学年在校生数4504名，可容纳超7000名，鹤壁市政府计划将其打造为该市第一所民办本科院校。
- **苏州托普信息职业技术学院及昆山技工学校：**2019年8月23日，公司以4亿元现金收购苏州托普信息职业技术学院及昆山技工学校100%权益。苏州托普信息职业技术学院提供普通高等专科教育，截至2019年8月25日在校生超过5000名。昆山技工学校主要从事技工教育、培训业务，截至2019年8月25日在校生500人。
- **银川能源学院及银川科技职业学校：**2019年8月29日，公司以5.5亿元收购银川能源学院及银川科技职业学校100%权益。银川能源学院提供高等本科及专科教育，截至2019年8月29日在校生11300人（6800名本科生+4500名专科生）。银川科技职业学校办学层次为中等职业学校，截至2019年8月29日在校生3700名。

图表 1: 希望教育旗下学校梳理 (在校人数单位: 人)

名称	省份	成立时间	方式	类型	在校人数 2017-18	在校人数 2018-19
本科院校(5所)						
西南交通大学希望学院	四川	2009年	2009.4 创办	独立学院	15,123	17,268
贵州财经大学商务学院	贵州	2001年	2014.4 收购	独立学院	14,356	15,548
贵州大学科技学院	贵州	2001年	2019.7 收购	独立学院		9,053
山西医科大学晋祠学院	山西	2002年	2014.4 收购	独立学院	4,801	5,953
银川能源学院	宁夏	1999年	2019.8 收购	民办本科院校		11,300
专科院校(7所)						
四川天一学院	四川	1991年	2011.9 收购	大专	11,765	10,971
四川希望汽车职业学院	四川	2013年	2013.6 创办	大专	4,559	4,373
四川文化传媒职业学院	四川	2005年	2014.3 收购	大专	7,371	8,920
贵州应用技术职业学院	贵州	2016年	2016.6 创办	大专	2,989	5,903
四川托普信息技术职业学院	四川	2000年	2017.12 收购	大专	12,548	12,869
鹤壁汽车工程职业学院	河南	2011年	2019.7 收购	大专		4,504
苏州托普信息职业技术学院	江苏	2003年	2019.8 收购			5,000
技师院校(2所)						
四川希望汽车技师学院	四川	2016年	2016.7 创办	中专	2,121	4,193
银川科技职业学校	宁夏	2017年	2019.8 收购	中专		3,700

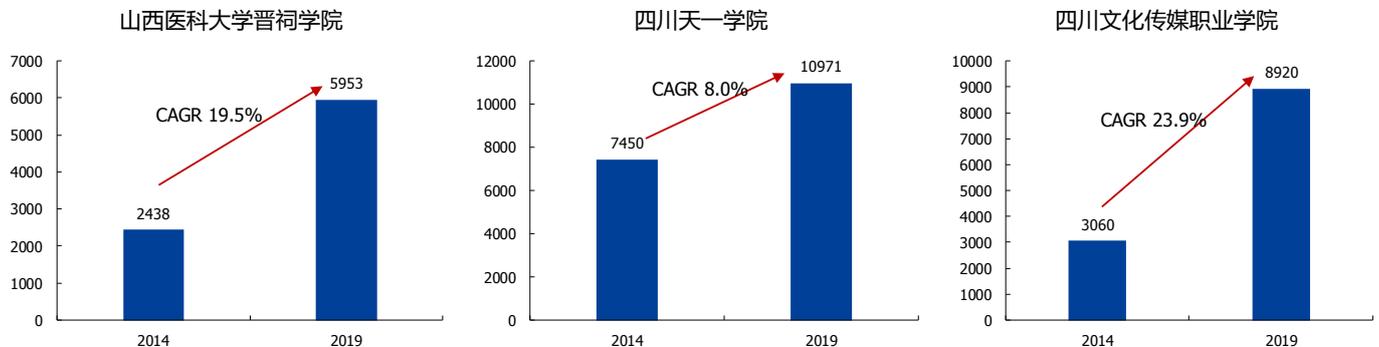
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

除并购外，公司同样重视新建学校。2018年启动重庆学校和甘肃学校项目，2019年进一步江西樟树项目的新建。

- 2018年11月15日，公司与重庆忠县人民政府签订关于重庆学校的项目投资协议，重庆学校以培养电竞产业人才为特色，计划容纳在校生1万名以上。项目总投资预计为15亿元，包括新校园的土地使用权（503亩教育用地、277亩二类居住用地以及113亩公园绿地），并将负责学校的新校园建设及进一步营运。
- 2018年11月21日，公司于白银市白银区人民政府及白银市经济合作局签订关于甘肃学校的项目投资协议。甘肃学校将成为一所致力培养各类专业技能人才的高等院校，计划容纳在校生1.2万名以上。项目投资总额为13亿元，第一期投资为8亿元，包括收购土地使用权、校舍建设、实训基地以及软硬件配置；第二期投资5亿元。建设期为3年。
- 2019年8月23日，公司以2055万元完成江西省樟树市201亩土地使用权收购，计划在医药之都樟树市新建一所中医药职业技术学院，筹设药学、康养、医护等大健康专业。

公司上市前已经具备收购和整合经验，对新收购的整合工作带来参考意义。公司2014年之前并购的4所院校中3所在并购后的三年内，均已实现就读普通高等教育的学生数量增长超过40%；其中山西医科大学晋祠学院/四川文化传媒职业学院截至2019年6月30日在校生人数5953/8920人，对应2015-2019CAGR 19.5%/23.9%。公司通过学校品牌定位重塑、集团化招生资源和管理模式、更具吸引力的激励机制，顺利完成了并购学校的投后整合，稳定核心师资团队，提升教学质量，在并购后大幅度提高并购院校的招生规模并增加收入。

图表 2: 并购后学生增长情况 (单位: 人)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算整理 注: 截至6月30日数据

内生增长稳健，经营表现优异

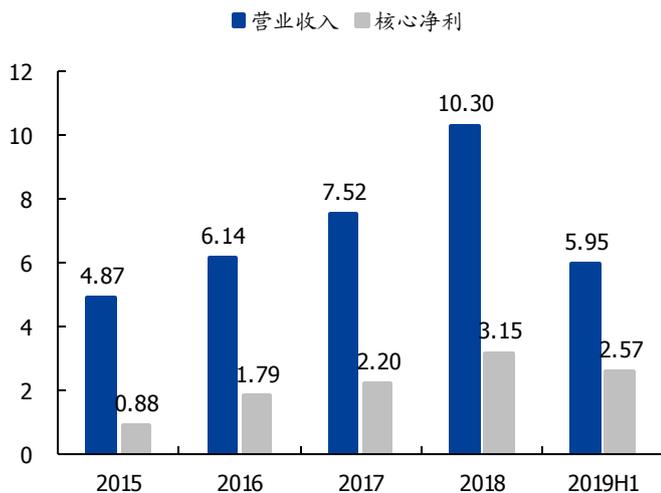
2019H1 营收/核心净利同增 13%/34%。2019H1 实现收入 5.95 亿元 (+12.6%)，净利润 2.43 亿元 (+82.2%)，经调整的核心净利润 2.56 亿元 (+33.9%)，调整项包括上市费用、购股权开支及汇兑收益。2019H1 毛利率同增 3.8PCTs 至 53.1%，销售费用率同增 0.3PCTs 至 2.0%，管理/融资费用率同降 9.7/7.8PCTs 至 11.6%/12.5%，分别由于上市开支和购股权开支减少 4200 万左右，金融负债减少 3700 万使得利息开支减少。

内生经营稳健，**2019-2020 学年招生情况亮眼**。截至 2019 年 9 月 20 日，公司旗下并表学校 2019-2020 学年招生人数 48789 人，相较 2018-2019 学年的 31025 人同增 57.3%。

剔除于 2019 年新收购的贵州大学科技学院、鹤壁汽车工程职业学院、苏州托普信息技术职业学院和银川能源学院招生人数 10527 人后，内生口径下，公司 2019-2020 学年新招生 38262 人，同增 23.3%。

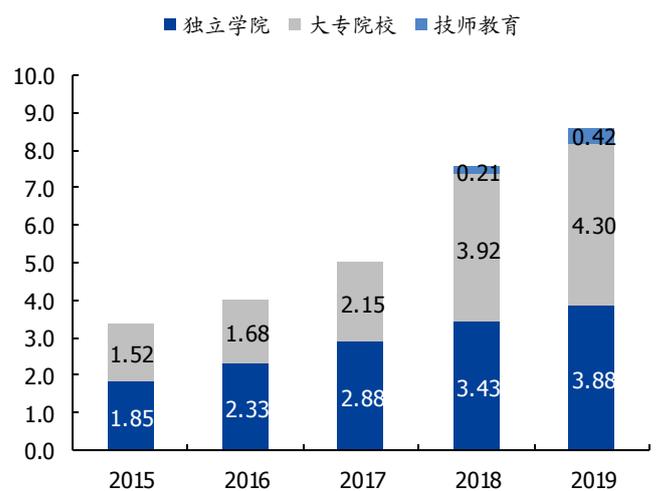
2018-2019 学年在校总人数同增 13.7%，校舍利用率提升 3.11PCTs。2018-2019 学年，在校总人数同增 13.7%至 85998 人，2019H1 生均学费下降 2.0%至 5860 元，校舍利用率同增 3.11PCTs 至 82.08%。其中：1) 西南交通大学希望学院、贵州财经大学商务学院、山西医科大学晋祠学院 3 所独立学院在校总人数同增 13.1%至 38769 人；2) 5 所大专院校在校总人数同增 9.7%至 43036 人；3) 四川希望汽车技师学院在校人数同增 97.7%至 4193 人。

图表 3: 希望教育营收及净利润 (单位: 亿元)



资料来源: 招股说明书、公司财报, 国盛证券研究所

图表 4: 希望教育在校生人数 (单位: 万人)



资料来源: 招股说明书、公司财报, 国盛证券研究所注: 截至 6 月 30 日

收购马来西亚英迪，海外收购首单落地

公司以 **1.4 亿美元收购马来西亚英迪 6 校 100% 股权，海外首单收购落地。**本次收购协议标的为英迪旗下 1 所大学+5 所大学学院，总对价 1.4 亿美元 (约 9.8 亿人民币)。其中第一期对价于签订协议当日支付 500 万美元，第二期剩余 1.35 亿美元及调整净额于收购事项完成时支付。收购价格对应 2019 年 EV/EBITDA 8.88 倍，标的学校 2019 年营收 4.80 亿元人民币，净利润 3256 万人民币，经调整 EBITDA 9568 万元。

马来西亚最大的私立高等院校，在校生增长空间大。英迪大学成立于 1986 年，为马来西亚最大私立高等院校，旗下 1 所英迪国际大学+5 所学院，具备预科/大专/本科/硕士/博士招生资格，开设财会金融/中医/电商等特色专业，符合中马学历互认条件。目前在校生 16557 人，学费每年约 3 万元/人。2013-2018 年在校生 CAGR 达 7%，不增加投入的前提下尚有 26.8% 的提升空间。学校土地及建筑面积 35.68 万平方米，全部为自持物业，资产质地清晰。

国内外生源和学科协同亟待挖掘，整合有望改善标的学校盈利能力。与英迪学校的协同效应体现在：① 与公司体系内现有学校形成互补，承接境内学生的学历提升通道 (本科/硕士/博士)。② 生源方面，马来西亚留学政策开放，2019 年赴马留学人数 18 万，马来西亚政府设定 2025 年目标为 25 万。同时留学综合费用仅为欧美国家 1/4。收购后，公司将进一步发挥自身整合优势，通过生源导入、费用管控、人员调整等方式进一步提升英迪的盈利能力。

图表 5: 英迪大学校园风光



资料来源: 英迪大学官网, 国盛证券研究所

图表 6: 英迪大学校园风光



资料来源: 英迪大学官网, 国盛证券研究所

投资建议

希望教育是国内规模领先的高教集团, 上市以来公司外延步伐提速, 2019 年完成 4 项收购并表, 并获得三个新建学校项目。本次收购海外标的进一步扩张高教版图, 公司上市前已经具备收购和整合经验, 目前收购学校整合提效的成果值得期待。同时, 公司内生经营稳定, 内生口径下, 公司 2019-2020 学年新招生 38262 人, 同增 23.3%。

考虑到公司此前收购的银川、拓普等学校均完成并表, 本次收购尚未并表, 调整 2020/21 年净利润预测至 6.20/6.98 亿, 维持 2019 年净利润预测 4.25 亿, 对应 EPS0.06/0.09/0.10 元/股。公司现价对应 2020 年 18PE 倍, 公司收购能力和整合效率已充分体现, 内生增长稳健, 上调至“买入”评级。

图表 7: 可比公司估值表

		股价 港元	EPS (元人民币)			PE			总市值 亿港元
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
0839.HK	中教控股	10.94	0.29	0.37	0.44	34	27	22	221
1569.HK	民生教育	1.29	0.08	0.10	0.11	14	11	10	52
2779.HK	中国新华教育	2.15	0.16	0.18	0.21	12	11	9	35
1890.HK	中国科培	4.54	0.17	0.22	0.31	24	18	13	91
2001.HK	新高教集团	2.63	0.16	0.24	0.31	15	10	8	41
6169.HK	宇华教育	5.96	0.16	0.15	0.28	34	37	19	199
1765.HK	希望教育	1.84	0.05	0.06	0.09	34	26	18	123
						23	20	14	

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2020 年 3 月 2 日收盘价, 港币兑人民币汇率采用 2020 年 3 月 2 日汇率 0.8955。宇华教育盈利预测为 wind 一致预期, 其余为国盛教育预测。

风险提示

政策风险:《民促法实施条例》终稿尚未落地, 存在政策不确定风险。

收购进度不达预期: 收购整合过程复杂且耗时较长, 并表时间不确定; 不妥善的规划和

实施可能导致收购整合效果不达预期。

公司经营及盈利能力不达预期：新校学生招生情况不理想、老校学生增速放缓、利用率下降，成本端投入较高影响当期业绩。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com