民生教育（01569.HK）

并购都学网络，深化在线教育布局

事件：公司并购都学网络 60%股权。公司公告于 2020 年 10 月 14 日达成股权转让协议，并购都学网络 60%股权，交易对价为都学网络 2020 年及 2021 年归母净利润平均值的 12 倍确定的估值乘以 60%，预计为 2.48 亿元（可予以调整，最高不超过 2.88 亿元）。都学网络原控股股东向公司承诺 2021-2023 年累计完成归母扣非净利润 1.56 亿元，若实际达成业绩低于目标净利润的 90%，则公司有权要求承诺方进行股权或现金补偿。

都学网络：MBA 类在线教育龙头，合作多所名校商学院。都学网络提供管理类联考、国际项目、选校咨询、考前培训等全方位 MBA 类在线培训服务，并提供教育信息化服务业务。2019 年都学网络营收同增 42.0%至 4607 万元，净利润同增 95.3%至 1446 万元。目前都学网络旗下运营都学课堂（MBA 类在线教育平台）以及 MBACHINA（MBA 信息门户网站）。截至 2020 年 7 月 31 日，都学网络与累计 200 多家商学院开展合作，包括北京大学汇丰商学院、清华大学五道口金融学院等等众多知名商学院；都学课堂与 MBACHINA 累计注册用户约 190 万人，2020 年新增用户约 15.9 万人，新增付费用户 9.8 万人。

进军 MBA 类教育培训市场，进一步深化在线教育布局。2020 年 9 月教育部发布《专业学位研究生教育发展方案（2020-2025）》，提出到 2025 年“将硕士专业学位研究生招生规模扩大到硕士研究生招生总规模的三分之二左右”，而就职机会多、毕业后薪资较高的 MBA 具备较强市场需求，公司本次并购都学网络进军 MBA 类教育培训市场。公司此前托管民生在线（在线学历教育+职业资格证培训）以及通过并购 TCL 教育网从而间接持有奥鹏教育（在线学历教育+IT 类慕课教育+教师继续教育）50%股权，通过本次并购，公司进一步深化及丰富其在线教育领域布局。

投资建议。公司自身在校园高等教育拥有扎实的办学能力和积淀，并 2019 年开启在线教育布局，本次并购都学网络 60%股权进一步强化校园教育与在线教育双轮驱动、协同发展之势。考虑本次并购都学网络 60%股权增厚业绩以及 2020 年一次性计提 2.8 亿元的滇池学院转设补偿款，我们下调 2020 年公司归母净利润预测至 1.81 亿元（对应经调整后净利润上调至 4.61 亿元），并上调 2021/2022 年归母净利润预测至 5.25/6.01 亿元（原 4.22/4.87/5.52 亿元），同增-40.4%/149.8%/11.6%，现价对应 PE 23/8/7 倍，维持“买入”评级。

风险提示：《民促法实施条例》终稿及分地方民促法尚未落地，存政策不确定性风险；收购整合进度不达预期。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	687	1,026	1,243	1,390	1,528
增长率 yoy（%）	40.7	49.4	21.1	11.9	9.9
归母净利润（百万元）	332.8	342	181	525	601
增长率 yoy（%）	30.1	13.9	-40.4	149.8	11.6
EPS 最新摊薄（元/股）	0.08	0.08	0.04	0.12	0.14
净资产收益率（%）	9.4	8.6	4.5	11.5	11.6
P/E（倍）	12.6	12.3	23.2	8.0	7.0
P/B（倍）	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8

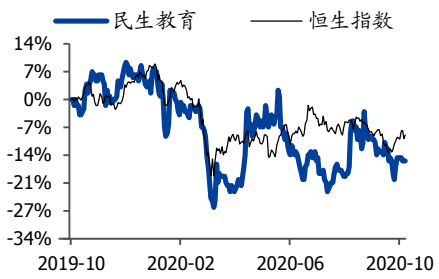
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	教育
前次评级	买入
最新收盘价	1.15
总市值(百万元)	4,850.38
总股本(百万股)	4,217.72
其中自由流通股(%)	100%
30 日日均成交量(百万股)	1.82

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　孟鑫
执业证书编号：S0680520090003
邮箱：mengxin@gszq.com
研究助理　李宣霖
邮箱：lixuanlin@gszq.com

相关研究

1、《民生教育（01569.HK）：内生增长稳健，关注学额增加及转设加速》2020-08-19
2、《民生教育（01569.HK）：内生扩建持续推进，加速布局在线业务》2020-03-26
3、《民生教育（01569.HK）：学生增长良好，收购相关费用影响利润》2019-08-17

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1578	1495	1573	1885	2185
现金	1506	0	1055	1210	1319
应收账款及票据	6	10	0	13	1
其他应收款	63	74	70	75	80
衍生金融工具及短投	0	97	0	0	0
存货	1	1	3	1	3
其他流动资产	2	1312	445	587	781
非流动资产	5046	5583	5802	5968	6124
权益性投资	70	58	58	58	58
固定资产	2158	2317	2542	2750	2944
无形资产	1691	1691	1676	1661	1646
其他非流动资产	1127	1517	1526	1499	1476
资产总计	6624	7078	7375	7853	8309
流动负债	1507	1482	1652	1747	1880
短期借款	245	321	200	200	200
应付账款及票据	0	0	0	0	0
其他流动负债	1262	1161	1452	1547	1680
非流动负债	1588	1724	1670	1526	1245
长期借款	214	330	353	277	67
其他非流动负债	1374	1394	1317	1250	1179
负债合计	3095	3207	3322	3273	3126
股本	0	0	0	0	0
股本溢价	0	0	0	0	0
留存收益	3408	5884	6065	6590	7191
归属母公司股东权益	3408	3757	3938	4463	5063
少数股东权益	121	113	115	117	119
负债和股东权益	6624	7078	7375	7853	8309

利润表（百万元）

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	687	1026	1243	1390	1528
营业成本	290	489	559	609	653
研发费用等其他	1	28	10	10	10
销售费用	17	16	25	28	31
管理费用	144	185	236	264	283
财务费用	-10	52	77	84	92
利息收入	23	27	20	18	15
其他非经营性损益	24	5	10	10	10
投资净收益	-1	0	0	0	0
营业利润	270	260	346	406	470
其他收益及亏损	79	86	-157	140	155
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	348	346	189	546	625
所得税	15	12	7	19	22
净利润	333	334	183	527	603
少数股东损益	0	-8	2	2	2
归母净利润	333	342	181	525	601
EBITDA	411	518	379	762	861
EPS（元）	0.08	0.08	0.04	0.12	0.14

现金流量表（百万元）

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	161	390	1453	671	739
净利润	333	342	183	527	603
折旧摊销	73	119	113	132	145
财务费用	0	0	77	84	92
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-195	-104	1090	-62	-90
其他经营现金流	-49	33	-10	-10	-10
投资活动现金流	-461	-634	-322	-289	-290
资本支出	-275	-247	-367	-245	-236
长期投资	-820	-1267	-113	-132	-145
其他投资现金流	634	880	158	88	91
筹资活动现金流	-165	139	-76	-228	-340
短期借款	0	0	-198	-84	-92
长期借款	-132	180	23	-77	-210
股本增加	0	0	0	0	0
支付股利	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-34	-41	99	-67	-38
现金净增加额	-465	-106	1055	154	110

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	40.7	49.4	21.1	11.9	9.9
营业利润(%)	68.5	-3.4	32.8	17.3	15.7
归属于母公司净利润(%)	30.1	13.9	-40.4	149.8	11.6
获利能力					
毛利率(%)	57.8	52.4	55.0	56.2	57.3
净利率(%)	48.4	33.3	14.5	37.7	39.3
ROE(%)	9.4	8.6	4.5	11.5	11.6
ROIC(%)	6.2	6.6	4.9	10.9	11.6
偿债能力					
资产负债率(%)	46.7	45.3	45.0	41.7	37.6
净负债比率(%)	45.0	82.8	55.9	45.1	34.9
流动比率	1.0	1.0	1.0	1.1	1.2
速动比率	1.0	1.0	1.0	1.1	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	217.5	134.1	311.0	220.9	222.0
应付账款周转率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.08	0.08	0.04	0.12	0.14
每股经营现金流(最新摊薄)	0.04	0.09	0.34	0.16	0.18
每股净资产(最新摊薄)	0.84	0.92	0.96	1.09	1.23
估值比率					
P/E	12.6	12.3	23.2	8.0	7.0
P/B	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	11.3	12.3	11.9	5.5	4.5

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

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中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
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	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

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

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

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