

希望教育(1765 HK)

评级：增持；目标价：HK\$1.36

动力十足 前景向好

2018 核心净利润上升 43%

希望教育 2018 年收入 10 亿人民币，同比上升 36.8%，其中学费收入同比上升 37.6%，住宿费及其他收入同比上升 33%，复合市场预期。撇除上市开支 3400 万人民币以及购股权开支 1.2 亿人民币，公司 2018 核心净利润为 3.1 亿人民币，同比上升 43%。2018 毛利率 45.4%，同比下跌 2.4 个百分点，低于预期。主要由于公司正在为四川天一学院升格成为本科院校进行准备，增加生均固定资产配备以及增加师资队伍；以及公司调整整体师资薪酬。2018 年师资和折旧开支为 2.5 亿人民币，同比上升 55%。2018/2019 学年新招 31000 人，总在校生 86000 人，比上一个学年上升 43% 以及 14%。

于贵州拓展版图

3 月 8 日，公司宣布以 7000 万人民币收购贵州大学科技学院 100% 权益。学校现有在校生超过 9000 人。根据网上资料，科技学院每年学费约 12000 元，住宿费每年 900-1100 元。学校 2018 年底净利润 1534 万。这是希望教育在贵州省内的第三所学校，进一步巩固龙头地位。预计新学校将在 2019 年下半年并表，我们预计科技学院 2019 年为集团贡献收入 4000 万人民币。

盈利预测及估值

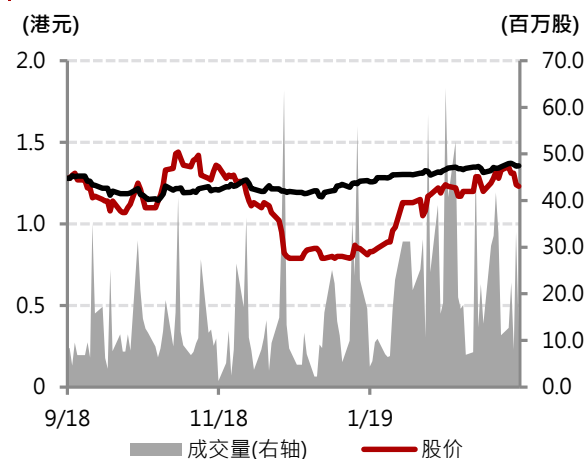
我们相信在政策鼓励下，希望教育的 2019 学生人数增加到 96937 人。预计公司 2019E 收入 11.4 亿人民币，同比上升 10.3%。净利润 4.2 亿人民币（包括员工期权摊销费用），核心净利润 4.3 亿人民币，同比上升 38%。我们上调目标价至 1.36 港币，相等于 2019E15 倍市盈率（核心净利润）。评级“增持”。

公司基本资料 (更新至 2019 年 3 月 27 日)

最新价	1.17	(港元)
市值	78.7	(百万港元)
流通股比例 (%)	28.2	(%)
已发行总股本 (百万)	6,667	(百万股)
52周价格区间	0.75-2.22	(港元)
3个月平均每日成交	22.8	(百万港元)
主要股东	Hope Education Investment Ltd.	(占62.1%)

资料来源：彭博

价格及成交量走势 (更新至 2019 年 3 月 27 日)



资料来源：彭博

主要财务数据					
年结12月31日 (人民币百万)	2017年实际	2018年实际	2019年预测	2020年预测	2021年预测
收入	752	1,030	1,136	1,424	1,622
增长率(%)	22.5	36.8	10.3	25.4	13.9
净利润	212	168	419	551	675
增长率(%)	36.8	(20.7)	149.8	31.3	22.6
摊薄后每股盈利(人民币)	0.042	0.028	0.076	0.096	0.118
增长率(%)	34.9	(33.0)	169.7	26.5	22.0
对比前每股盈利 (%)			42.5	28.9	47.3
市场共识每股盈利			0.070	0.086	0.105
净资产收益率 (%)	38.1	8.2	9.7	11.7	13.0
市盈率 (倍)	22.9	34.2	12.7	10.0	8.2
市账率 (倍)	7.4	1.3	1.2	1.1	1.0
股息率 (%)	0.0	0.6	1.6	2.0	2.4
每股股息 (港元)	0.000	0.007	0.018	0.023	0.028

资料来源：公司资料；中泰国际研究部预测

相关报告

蜀贵高教龙头再创高峰 - 20190109

分析师

陈怡 (Vivien Chan)

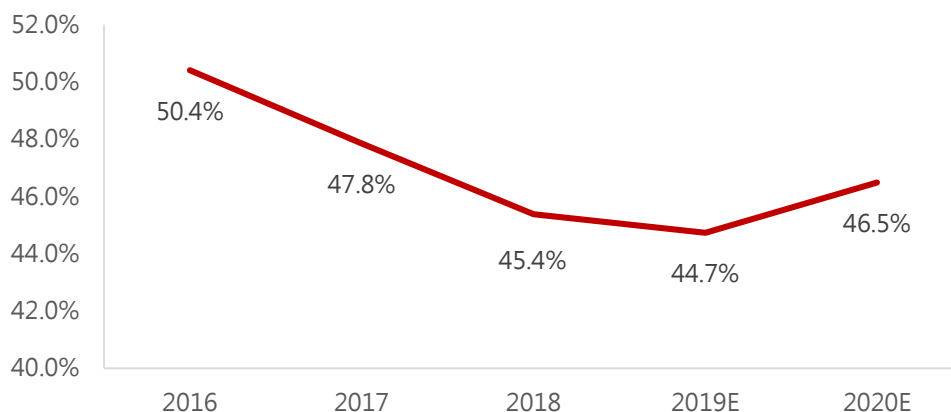
vivien.chan@ztsc.com.hk

+852 3979 2941

现金充足 国内扩张加快步伐

截止 2018 年底，公司账上现金 30 亿人民币，有息负债 21 亿人民币，足够收购国内 2-3 所本科学校。公司对于在海外直接收购学校较为谨慎，认为应先探索及熟悉市场环境和办学模式。希望教育今年将开始探讨与海外学校合作办学的模式，帮助旗下的专科学生取得海外本科学历，公司向海外学生收取留学费用。今年的收购扩张主力依然聚焦国内高校。我们预期公司今年将再有 1-2 个新项目落地。

图表 1：希望教育毛利率预测



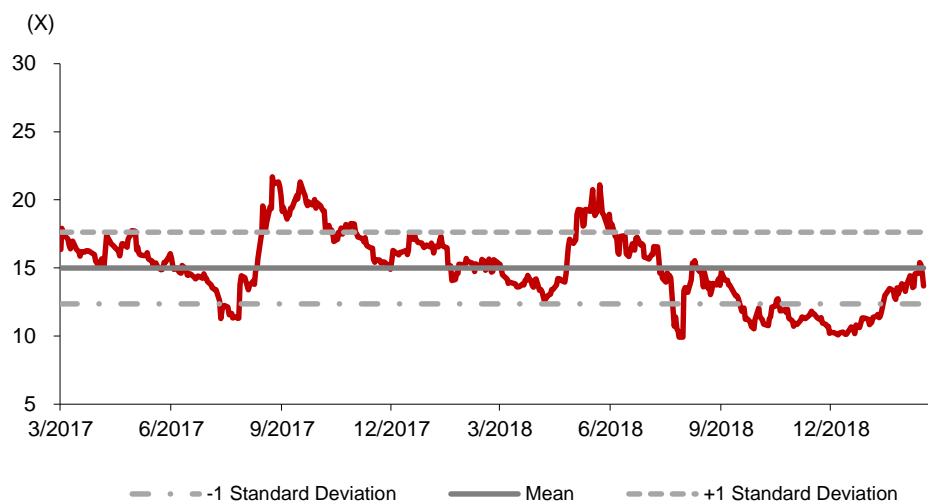
资料来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 2：盈利调整变化

(人民币百万)	2019 预测			2020 年预测			2021 年预测		
	新	旧	变化 (%)	新	旧	变化 (%)	新	旧	变化 (%)
学费	1,136	1,134	0.2	1,424	1,285	10.8	1,622	1,416	14.5
住宿费	508	574	(11.5)	662	650	1.9	745	700	6.5
配套服务	44.7%	50.6%	(0.1)	46.5%	50.6%	(0.0)	45.9%	49.4%	(0.0)
收入	(223)	(157)	41.7	(240)	(174)	38.4	(224)	(193)	16.4
毛利	532	601	(11.6)	684	670	2.1	812	714	13.7
毛利率	415	428	(3.1)	546	499	9.5	671	533	26.0
营运开支	433	428	1.2	549	499	10.0	671	533	26.0
营运利润	1,136	1,134	0.2	1,424	1,285	10.8	1,622	1,416	14.5
净利润	508	574	(11.5)	662	650	1.9	745	700	6.5
核心净利润	44.7%	50.6%	(0.1)	46.5%	50.6%	(0.0)	45.9%	49.4%	(0.0)

资料来源：公司资料；中泰国际研究部

图表 3: 希望教育市盈率走势



资料来源：公司资料；中泰国际研究部

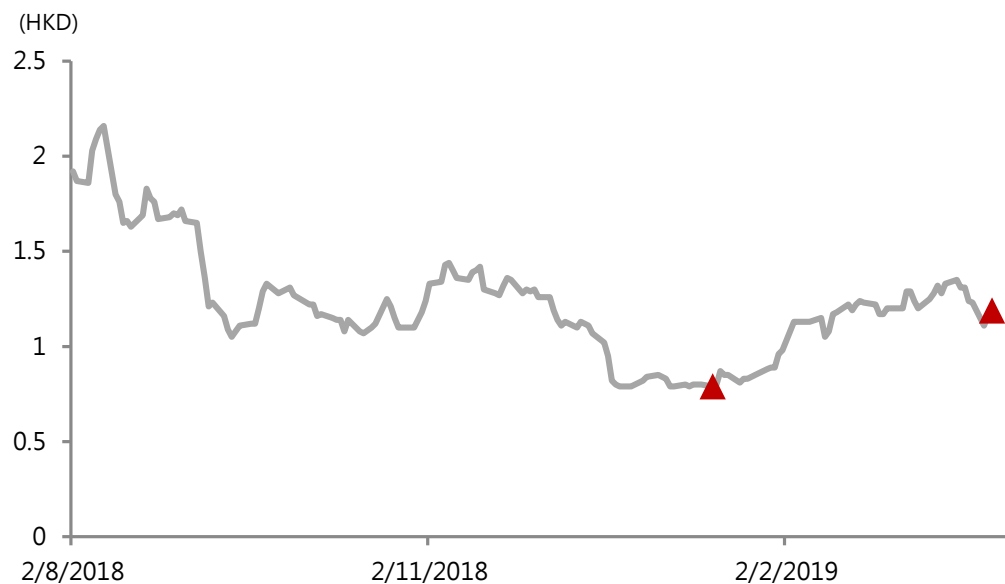
图表 4. 财务报表 (年结: 12 月 31 日; 人民币百万元)

利润表						资产负债表					
单位: 百万人民币	2017	2018	2019E	2020E	2021E	单位: 百万人民币	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	752	1,030	1,136	1,424	1,622	固定资产	3,195	3,448	3,872	4,414	5,021
同比%	22	37	10	25	14	无形资产及商誉	600	615	583	577	571
成本	(392)	(562)	(628)	(762)	(877)	联营公司及合营公司	143	0	(2)	(4)	(6)
毛利润	360	467	508	662	745	长期投资	595	590	590	590	590
毛利率	47.8%	45.4%	44.7%	46.5%	45.9%	其他非流动资产	18	466	466	466	466
其他收益	136	212	247	263	291	非流动资产	4,551	5,119	5,510	6,043	6,643
销售及分销成本	(29)	(21)	(21)	(24)	(27)	库存	0	0	0	0	0
行政成本	(89)	(267)	(168)	(184)	(160)	应收帐款	0	0	0	0	0
研发成本	0	0	0	0	0	预付款项及存款	121	129	142	178	203
其他运营开支	(3)	(28)	(34)	(33)	(37)	其他流动资产	741	4	4	4	4
总运营开支	(121)	(316)	(223)	(240)	(224)	现金	181	3,039	2,285	2,438	2,589
营业利润 (EBIT)	376	363	532	685	812	流动资产	1,044	3,172	2,431	2,620	2,796
营业利润率	49.9%	35.2%	46.8%	48.1%	50.1%	应付帐款	0	0	0	0	0
拨备	0	0	0	0	0	税项	54	34	(19)	35	43
财务成本	(145)	(201)	(138)	(107)	(103)	预提费用及其他应付	732	637	703	882	1,004
融资后利润	231	161	394	578	709	银行贷款和租赁	1,149	1,117	1,051	1,303	1,413
联营及合营公司	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	可转债和其他债务	163	62	62	62	62
税前利润	229	159	392	576	707	其他流动负债	0	0	0	0	0
所得税	(20)	8	19	(35)	(43)	流动负债	2,098	1,851	1,797	2,281	2,522
少数股东权益	2	1	4	5	6	银行贷款和租赁	1,895	2,263	1,558	1,458	1,458
净利润	212	168	415	547	671	可转债和其他债务	629	0	100	0	0
年成长率%	37	(21)	147	32	23	递延所得税及其他	293	17	17	17	17
净利润率	28.1%	16.3%	36.6%	38.4%	41.4%	少数股东权益	30	3	(1)	(6)	(13)
EBITDA	484	467	638	821	978	非流动负债	2,847	2,283	1,674	1,468	1,462
EBITDA 利润率	64.4%	45.4%	56.1%	57.6%	60.3%	总资产	649	4,157	4,470	4,914	5,455
EPS (人民币)	0.042	0.028	0.076	0.096	0.117	股东权益	649	4,157	4,470	4,914	5,455
年成长率%	35	(33)	167	27	22	股本	0	0	0	0	0
每股股息 (人民币)	0.000	0.007	0.018	0.023	0.028	储备	649	4,157	4,470	4,914	5,455
现金流量表						主要财务比率					
单位: 百万人民币	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
EBITDA	484	467	638	821	978	毛利率 (%)	47.8	45.4	44.7	46.5	45.9
营运资金变动	80	(38)	137	294	208	营业利润率 (%)	49.9	35.2	46.8	48.1	50.1
其他	(63)	0	0	0	0	净利率 (%)	28.1	16.3	36.6	38.4	41.4
经营活动现金流	501	430	774	1,115	1,187	销售及分销成本占收入百分比	3.9	2.0	1.9	1.7	1.6
已付利息	(162)	(201)	(138)	(107)	(103)	行政成本占收入百分比	11.8	26.0	14.7	12.9	9.9
所得税	(3)	(54)	(34)	19	(35)	派息率	0.0	20.0	20.0	20.0	20.0
经营活动净现金	336	175	602	1,027	1,049	有效税率 (%)	8.6	(4.9)	(4.9)	6.0	6.0
资本支出	(925)	(515)	(568)	(712)	(811)	总负债比率 (%)	410.1	52.6	32.5	27.5	24.8
投资	(777)	0	0	0	0	净负债比率 (%)	382.2	净现金	净现金	净现金	净现金
已收股息	0	0	0	0	0	流动比率 (x)	0.5	1.7	1.4	1.1	1.1
资产出售	36	0	0	0	0	速动比率 (x)	0.5	1.7	1.4	1.1	1.1
已收利息	2	28	46	41	43	库存周转率 (天)	0	0	0	0	0
其他	701	0	0	0	0	应收账款周转率 (天)	0	0	0	0	0
投资活动现金流	(963)	(487)	(522)	(671)	(768)	应付账款周转率 (天)	0	0	0	0	0
自由现金流	(626)	(312)	80	356	281	现金周转率 (天)	0	0	0	0	0
发行股份	0	2,700	0	0	0	资产周转率 (x)	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2
股份回购	0	0	0	0	0	财务杠杆 (x)	9.2	3.2	1.9	1.8	1.7
少数股东权益	0	0	0	0	0	EBIT 利润率 (%)	49.9	35.2	46.8	48.1	50.1
已付股息	0	0	(102)	(103)	(130)	利息开支 (x)	0.6	0.4	0.7	0.8	0.9
银行贷款变动净额	207	(479)	(732)	(100)	0	税务开支 (x)	0.9	1.1	1.1	0.9	0.9
其他	458	(277)	0	0	0	股本回报率 (%)	38.1	8.2	9.6	11.7	12.9
筹资活动现金流	665	1,944	(834)	(203)	(130)	ROIC (%)	12.3	10.5	16.1	17.3	19.0
现金变动净额	39	1,632	(754)	153	151						

资料来源: 公司资料; 中泰国际研究部预测

历史建议和目标价

股价表现及中泰国际给予的评级和目标价



	日期	收市价	评级变动	目标价
1	9/1/2019	HK\$0.8	「买入」(首次覆盖)	HK\$1.16
2	27/3/2019	HK\$1.17	「增持」	HK\$1.36

资料来源：彭博；中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布日后的 6 个月内公司的投资收益率相对同期恒生指数的涨跌幅为基准；

买入：投资收益率领先同期恒生指数 20%以上

增持：投资收益率领先同期恒生指数介于 5%至 20%之间

中性：投资收益率与同期恒生指数的变动幅度相差介于-10%至 5%之间

卖出：投资收益率落后同期恒生指数 10%以上

行业投资评级：

以报告发布日后的 6 个月内的行业的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准。

推荐：行业基本面向好，行业指数将领先恒生指数

中性：行业基本面稳定，行业指数将跟随恒生指数

谨慎：行业基本面向淡，行业指数将落后恒生指数

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司 - “中泰国际” 分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们并不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要作出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。