宇华教育（06169.HK）

并购湖南涉外经济学院剩余股权，确定性增长强劲

事件：以总对价 7.21 亿元收购湖南猎鹰（湖南涉外经济学院举办者公司）剩余 30%股权。公司公告（1）于 2020 年 9 月 25 日通过司法拍卖程序以 1.43 亿元收购陈正仙女士持有的湖南猎鹰 7.2%股权，以及（2）于同日与广东南博签订协议，以 5.78 亿元收购其持有的湖南猎鹰 22.8%的股权。两笔交易完成后，湖南猎鹰将成为公司的全资附属公司。

并购对价亮眼，并购完成后公司拥有旗下 4 所高校 100%举办者权益。根据公司公开电话会议披露，湖南涉外经济学院预计 FY2020（截至 2020 年 8 月 31 日）实现净利润约 3 亿元，则 30%股权对应净利润 9000 万元。本次并购交易总对价为 7.21 亿元，对应 2020 财年仅 8 倍 PE，交易对价较低。此外，公司已于 2020 年 8 月以 1.6 亿元交易对价完成山东英才学院剩余 10%的股权并购。至此，公司已拥有旗下四所高校 100%的举办者权益。

并购湖南涉外经济学院带来高确定性增长。公司早在 2017 年 12 月完成对湖南涉外经济学院 70%的股权并购，经过高效整合，湖南涉外经济学院 2017-2018 学年到 2019-2020 学年在校生人数/本科学费/专科学费分别实现 8.9%/21.1%/12.8%的复合增长。2019-2020 学年，湖南涉外经济学院拥有在读学生 3.3 万名，本次公司并购其举办者公司剩余 30%股权，相当于并购一所在校生人数达 1 万人规模的本科高校，且相较于新增并购标的，湖南涉外经济学院的整合效果已验证，未来增长确定性更高。

2020-2021 学年旗下高校学额及学费提升显著，内生增长强劲。在 2020 年一系列扩招政策推动下，公司旗下三所国内学校学额均有所增长。根据公司公开电话会议披露，2020-2021 学年，郑州工商学院/湖南涉外经济学院/山东英才学院学额同增 1200/1400/1750 名。学费方面，湖南涉外经济学院和山东英才学院本专科及专升本学费均同增 3000 元+，而郑州工商学院专科/专升本学费同增约 2000/3000 元。量价双升带动下，公司 2021 财年有望实现强劲的内生增长。

投资建议。公司提供从幼儿园到大学的民办教育服务，高等教育作为公司上市后发展重点，通过高效外延并购持续扩大在校生人数规模。根据公司 2020-2021 学年学额及学费增长，并考虑完成湖南涉外经济学院和山东英才学院的剩余股权并购，我们维持 FY2020 年归母净利润预测 9.52 亿元，并上调 FY2021/2022 归母净利润预测至 14.12/16.83 亿元（原 13.04/15.73 亿元）同增 96.3%/48.4%/19.1%、对应 EPS 0.29/0.42/0.50 元，现价对应 PE 20X/14X/11X，维持“买入”评级。

风险提示：《民促法实施条例》终稿尚未落地，存在政策不确定风险；公司经营及盈利能力不达预期；外延并购规划不达预期。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1198	1,716	2,383	2,921	3,326
增长率 yoy（%）	41.3	43.3	38.9	22.6	13.9
归母净利润（百万元）	530.8	485	952	1,412	1,683
增长率 yoy（%）	69.2	-8.6	96.3	48.4	19.1
EPS 最新摊薄（元/股）	0.16	0.15	0.29	0.42	0.50
净资产收益率（%）	15.6	13.4	22.1	26.2	26.9
P/E（倍）	36.1	39.5	20.1	13.6	11.4
P/B（倍）	5.1	4.6	4.1	3.5	3.1

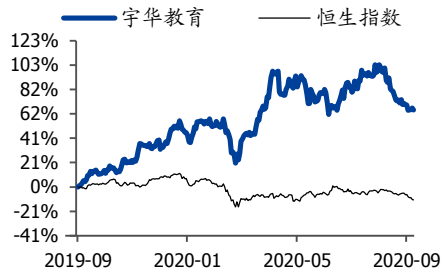
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	教育
前次评级	买入
最新收盘价	6.51
总市值(百万元)	21,741.06
总股本(百万股)	3,339.64
其中自由流通股(%)	100%
30 日日均成交量(百万股)	8.66

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

相关研究

1、《宇华教育（06169.HK）：办学质量优异，高效整合优质教育资产》2020-06-21

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	2306	2835	2251	2894	3479
现金	1593	2126	1265	2116	2384
应收账款及票据	4	18	0	5	0
其他应收款	23	63	414	171	495
衍生金融工具及短投	415	333	333	333	333
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	271	295	240	269	268
非流动资产	3826	6948	7092	7160	7222
权益性投资	0	0	0	0	0
固定资产	2240	3706	3833	3956	4075
无形资产	756	1570	1587	1532	1475
其他非流动资产	830	1672	1672	1672	1672
资产总计	6132	9783	9343	10053	10702
流动负债	2035	4457	3562	3727	3737
短期借款	438	1065	600	500	400
应付账款及票据	0	0	0	0	0
其他流动负债	1596	3391	2962	3227	3337
非流动负债	338	1183	1071	902	700
长期借款	91	507	471	302	100
其他非流动负债	247	676	600	600	600
负债合计	2373	5640	4633	4630	4437
股本	0	0	0	0	0
股本溢价	2130	1804	1804	1804	1804
留存收益	1480	1992	2468	3174	4015
归属母公司股东权益	3475	3661	4137	4843	5684
少数股东权益	284	483	573	581	581
负债和股东权益	6132	9783	9343	10053	10702

现金流量表（百万元）

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	750	1250	347	2014	1610
净利润	531	485	1042	1420	1683
折旧摊销	122	170	157	162	167
财务费用	0	0	47	29	1
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	33	297	-893	408	-236
其他经营现金流	64	297	-5	-5	-5
投资活动现金流	-562	-1728	-344	-191	-231
资本支出	-100	-182	-220	-68	-63
长期投资	576	97	-157	-162	-167
其他投资现金流	-1039	-1643	32	39	-1
筹资活动现金流	764	1013	-865	-971	-1111
短期借款	0	0	-513	-129	-101
长期借款	362	1377	-36	-169	-202
股本增加	646	0	0	0	0
支付股利	-239	-364	-476	-706	-841
其他筹资现金流	-5	0	159	33	33
现金净增加额	951	535	-861	852	268

利润表（百万元）

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1198	1716	2383	2921	3326
营业成本	524	715	1038	1204	1363
研发费用等其他	0	1	0	0	0
销售费用	7	22	25	27	30
管理费用	133	200	272	290	307
财务费用	-7	36	47	29	1
利息收入	19	39	25	25	34
其他非经营性损益	5	10	5	5	5
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	547	753	1006	1376	1632
其他收益及亏损	45	-212	10	10	10
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	592	542	1016	1386	1642
所得税	4	-14	-25	-35	-41
净利润	588	555	1042	1420	1683
少数股东损益	57	70	90	8	0
归母净利润	531	485	952	1412	1683
EBITDA	707	748	1220	1577	1810
EPS（元）	0.16	0.15	0.29	0.42	0.50

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入（%）	41.3	43.3	38.9	22.6	13.9
营业利润（%）	87.6	37.7	33.6	36.7	18.6
归属母公司净利润（%）	69.2	-8.6	96.3	48.4	19.1
获利能力					
毛利率（%）	56.2	58.4	56.4	58.8	59.0
净利率（%）	44.3	28.3	39.9	48.3	50.6
ROE（%）	15.6	13.4	22.1	26.2	26.9
ROIC（%）	13.7	8.4	15.2	19.0	20.5
偿债能力					
资产负债率（%）	38.7	57.65	49.6	46.1	41.5
净负债比率（%）	20.7	84.8	71.5	46.3	32.8
流动比率	1.1	0.6	0.6	0.8	0.9
速动比率	1.1	0.6	0.6	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	588.3	155.7	2643.1	1129.0	1309.2
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）	0.16	0.15	0.29	0.42	0.50
每股经营现金流（最新摊薄）	0.22	0.37	0.10	0.60	0.48
每股净资产（最新摊薄）	1.13	1.24	1.41	1.62	1.88
估值比率					
P/E	36.1	39.5	20.1	13.6	11.4
P/B	5.1	4.6	4.1	3.5	3.1
EV/EBITDA	26.3	27.9	17.6	12.9	11.0

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