

买入
办学优势明显，内外兼修持续增长可期
中国科培 (1890.HK)

2020-06-02 星期二

投资要点

目标价: **7.8 港元**
 现价: 6.38 港元
 预计升幅: 22.3%

重要数据

日期	2020.06.01
收盘价 (港元)	6.38
总股本 (百万股)	2,001
总市值 (百万港元)	12,765
净资产 (百万元)	2,790
总资产 (百万元)	3,423
52 周高低 (港元)	6.46/3.21
每股净资产 (元)	1.42

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

叶念乔 (33.74%)
 舒丽萍 (18.74%)
 叶浔 (14.99%)

相关报告

研究部

姓名: 段静娴
 SFC: BLO863
 电话: 0755-21519166
 Email: duanjx@gzq.com.hk

国内领先的民办高等教育集团:

中国科培是国内领先的民办高等教育集团，专注于专业型教育，其自建的广东理工学院、肇庆学校分别是华南地区最大的民办高校和广东省最大的民办中职学校，2019/20 学年这两所学校的在校人数分别达 50,315/7,609 人。集团办学成绩优异，旗下广东理工学院近年初次就业率持续处于省内民办高校首位，其中 2019 年就业率达 97.8%，高出全省平均约 4.3 个百分点。

内生增长动力十足:

未来广东理工学院有望持续享受广东省提高毛入学率的政策红利，其中本科人数仍有较大增长空间，预计未来高考统招本科生及专插本本科生在校人数将升至 36,000 人，较 2019 年全年约 24,000 人仍有 50% 的提升空间。广东理工学院鼎湖校区预计于 2020 年下半年新增 3,000 个床位，高要校区预计于 2021 年下半年新增 7,000 个床位，未来 2 年合计增加 1 万个床位，以满足未来内生增长的需求。

2020 年 1 月收购哈尔滨石油学院，开启外延并购序幕:

2020 年 1 月公司以 14.5 亿元收购哈尔滨石油学院 100% 股权，实现上市以来首单并购。哈石油 2019 学年在校人数为 9,366 人，100% 均为本科生。学校教学质量高，2019 年报到率 97.1% 居黑龙江省民办学校第一，就业率 96.2% 排全省民办高校第二，公司 3 月完成学校接管并确定学校控制权，可净利润并表，预计哈石油 2020 年净利润同比增速或达 30% 以上。

首次覆盖给予买入评级，目标价 7.8 港元

近期频繁出台的稳就业高校扩招政策直接利好民办高校未来学额的增长。受益于此，我们预计公司旗下 3 所学校未来将保持较强的内生增长动力，在不考虑新的外延并购的情况下，未来 3 年净利润 CAGR 也有望保持 20% 以上，结合行业估值情况，我们给予公司 2021 年 20 倍目标 PE，对应目标价为 7.8 港元，较现价有 22.3% 的涨幅空间，首次覆盖给予“买入”评级。

人民币百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	575.5	714.2	1,002.2	1,195.4	1,362.7
同比增长	26.4%	24.1%	40.3%	19.3%	14.0%
毛利率	67.7%	67.5%	67.3%	67.2%	67.2%
净利润	342.0	456.3	605.1	716.4	807.9
同比增长	48.1%	33.4%	32.6%	18.4%	12.8%
净利润率	59.4%	63.9%	60.4%	59.9%	59.3%
每股盈利	0.22	0.23	0.30	0.36	0.40
PE@6.38HKD	26.7	25.5	19.4	16.4	14.5

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

目录

1. 公司基本概况	5
1.1 公司简介.....	5
1.2 发展历程.....	6
1.3 股权结构和管理团队介绍.....	6
1.4 经营业绩.....	8
2. 中国民办高等教育行业分析	9
2.1 民办高教行业的政策演进路径、当前发展阶段及竞争格局.....	9
2.2 民办高等教育的未来趋势：分类管理、专升本扩招、应用型高校以及资本化扩张.....	14
2.3 广东民办高教市场区位优势显著.....	17
3. 公司亮点	19
3.1 高就业率凸显办学质量优势，重视实践培训与产教融合.....	19
3.2 校区扩建和宿舍扩容驱动学生人数增长，学费存改善空间.....	20
3.3 现金流充足，外延并购带来持续增长动力.....	23
4. 财务分析	25
5. 盈利预测与投资建议	26
5.1 盈利预测.....	26
5.2 行业估值及目标价.....	27
风险提示	28
财务报表摘要	29
投资评级定义与免责条款	30

图目录

图 1: 广东理工院校园俯瞰图.....	5
图 2: 广东理工学院和肇庆学校专业设置.....	5
图 3: 中国科培发展历程.....	6
图 4: 中国科培股权结构.....	7
图 5: 2015 年以来中国科培收入及增速.....	8
图 6: 2015 年以来中国科培毛利率、净利率和净利润.....	8
图 7: 2015 年以来中国科培旗下学校在校人数变动.....	8
图 8: 2019/20 学年在校学生人数结构及 19 年收入结构.....	8
图 9: 1978 年以来民办高等教育的四个发展阶段.....	9
图 10: 高等教育民办本科和专科学校数及占全国之比.....	13
图 11: 中国民办高等教育行业的经费总收入.....	13
图 12: 公办和民办高教招生数及同比变动（本科阶段）.....	14
图 13: 公办和民办高教招生数及同比变动（专科阶段）.....	14
图 14: 世界各国高等教育毛入学率对比.....	14
图 15: 预计 2022 年我国民办高等教育渗透率接近 25%.....	14
图 16: 2010 年以来全国大专院校招生总数及专升本招生规模.....	15
图 17: 2018 年各省高等教育毛入学率及高考人数.....	18
图 18: 全国各地地区人均可支配收入.....	18
图 19: 广东常住人口及流入情况.....	18
图 20: 粤港澳大湾区吸纳就业的能力不断增强.....	19
图 21: 广东省高校毕业生初次就业率远高于全国平均.....	19
图 22: 广东理工学院长期合作企业.....	20
图 23: 各学年广东理工学院本科招生人数及同比增长.....	21
图 24: 广东理工学院与肇庆学校可容纳量&学校利用率.....	21
图 25: 2014/15 学年至 2019/20 学年广东理工学院和肇庆学校各项目在读人数及变动情况.....	21
图 26: 2014/15 学年至 2019/20 学年中国科培旗下两所学校在读学生结构变动.....	21
图 27: 2015-2019 财年公司各课程项目学费收入及增速.....	22
图 28: 2015-2019 财年中国科培学费结构.....	22
图 29: 哈尔滨石油学院办学信息.....	23

表目录

表 1: 广东理工学院和肇庆学校概况.....	5
表 2: 中国科培管理层介绍.....	7
表 3: 1978-1991 年: 民办高教行业处于恢复探索期.....	10
表 4: 1992-2002 年: 民办高教行业进入稳步增长期.....	11
表 5: 2003-2010 年: 民办高教行业步入规范发展期.....	12
表 6: 2010 年-至今: 民办高教行业处于内涵式发展期.....	12
表 7: 2018 年 8 月 10 日送审稿提出后, 上市民办高教集团高等教育并购公告.....	16
表 8: 对比省内其他民办本科院校, 广东理工学院初次就业率持续领先.....	19
表 9: 各学年新招生收费信息.....	23
表 10: 哈尔滨石油学院学生人数、就业率、收入和利润水平.....	24
表 11: 民办高教上市公司 2017-2019 财年毛利率与净利率.....	25
表 12: 民办高教上市公司 2017-2019 财年资产负债率与 ROE.....	26
表 13: 广东理工学院和肇庆学校收入预测.....	26
表 14: 民办高教行业估值.....	27

1. 公司基本概况

1.1 公司简介

中国科培是国内领先的民办高等教育服务提供商，集团自建的广东理工学院、肇庆学校（肇庆市科技中等职业学校）分别是华南地区最大的民办高校和广东省最大的民办中职学校。校园总占地面积达 1520.62 亩，校舍总建筑面积 63.08 万平方米。旗下学校专注于发展应用型教学和理工科专业，形成了以工科为特色，工、经、管、文、艺术多学科协调发展的办学布局。2020 年 1 月公司宣布收购哈尔滨石油学院，3 月完成学校接管并取得控制权，目前正处于举办者变更申请中。2019/20 学年广东理工学院在校人数达到 50,315 人，肇庆学校在校人数为 7,609 人。2019 年公司营业收入为 7.14 亿元，同比增加 24.1%；净利润为 4.56 亿元，同比增加 33.4%。

图 1：广东理工院校园俯瞰图

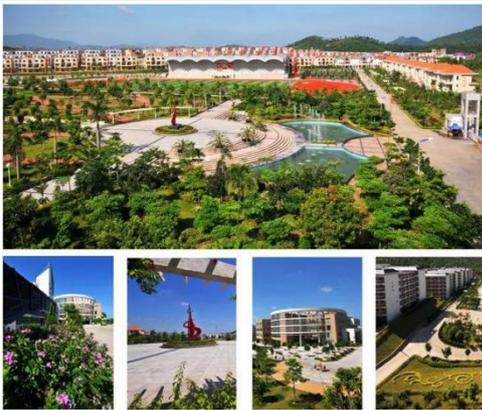


图 2：广东理工学院和肇庆学校专业设置

广东理工学院	专业数：本科33+专科20 以教学质量为重点，注重工科专业设置
	<ul style="list-style-type: none"> 机器设计制造及自动化 电气工程及其自动化 计算机科学与技术 电子信息工程 通信工程 网络工程
肇庆学校	专业数：12个 以应用型专业为重点，从事专业技术工作
	<ul style="list-style-type: none"> 机电技术应用 数控技术应用 汽车运用与维修 模具制造技术

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

表 1：广东理工学院和肇庆学校概况

学校概况	广东理工学院	肇庆学校
成立时间	2005 年	2000 年
办学定位	本科层次应用技术类型民办普通高等学校 目前仍保留部分专科专业	中职专科
专业设置	根据 2020 年招生简章，共设有 33 个本科专业和 20 个大专专业。以工科类专业为主，如软件工程、电子信息工程等。	开设了 12 个专业，含汽车服务、电商、机电技术应用等
办学项目及在校人数 (19/20 学年)	共 50,315 人，包括本科(23,823 人)、专科(6,833 人)、校内本专科成人教育(4,783 人)、校外本专科成人教育(14,876 人)。	中职教育(共 7,609 人)
可容纳学生 (19/20 学年)	29,148 人	7,288 人
校园利用率	91.1%	92.7%

就业率	2019 届本科初次就业率 97.8% 居全省第一	多年达 100%
学费 (元/年)	19/20 学年：本科(23,800 元)，专科(17,800 元)、校内成人教育 (5900 - 13,300 元)	19/20 学年：7,200 - 11,100 元
校区	三个校区——玃东、高要和鼎湖新校区。鼎湖校区于 2017 年开始建设，第一期和第二期分别于 2017 和 2018 年建成，第三期预计 2020 年完成，高要校区扩建预计 2021 年完成。	无校区扩建计划

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

1.2 发展历程

2000 年 3 月，创始人叶念乔先生出资成立肇庆市科培教育投资开发有限公司，开始投资办学，同年创办肇庆科技学校，后改名为肇庆市科技中等职业学校（肇庆学校）。2004 年 3 月设立肇庆科技职业技术学院（“学院”），办学层次是全日制普通高等专科学校，玃东校区投入使用。2007 年 9 月，学院新增高要 900 亩校区开始投入使用。2014 年 5 月，学院成功升格为本科，正式更名为广东理工学院。2017 年 9 月，新增鼎湖 500 亩校区一期校园开始投入使用，可容纳学生人数增加 6,000 人，达到 2.5 万人。2018 年 9 月鼎湖 500 亩校区二期校园投入使用，可容纳学生人数增加 4000 人，达 2.9 万人。2020 年公司订立协议收购哈尔滨石油学院，实现首次并购。

图 3：中国科培发展历程

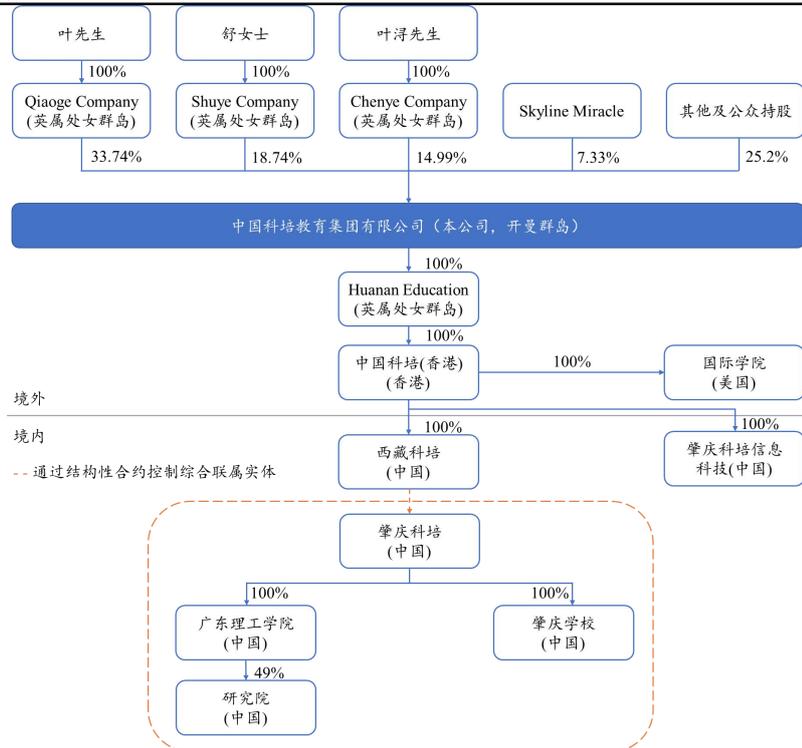


资料来源：招股书、公司公告、国元证券经纪（香港）整理

1.3 股权结构和管理团队介绍

公司股权结构集中，主要股东为叶念乔先生及其家族成员。叶念乔先生为大股东，持股比例达 33.74%，舒女士和叶浔先生分别为第二大和第三大股东，持股比例为 18.74%和 14.99%。其中舒女士是叶先生的配偶，叶浔与叶念乔先生是父子关系。

图 4：中国科培股权结构



资料来源：招股书、公司公告、国元证券经纪（香港）整理

公司管理层团队有丰富的高等教育行业经验，核心管理层已为集团持续服务逾十年。创始人叶念乔先生在教育行业有超过 35 年的经验，现担任广东省民办教育协会副会长等职务。校长张湘伟博士是重庆大学机械工程教授出身，曾任重庆大学副校长、汕头大学校长和广东工业大学校长，是理工科院校办学管理的资深人士。其他管理层人员查东辉、李艳和叶浔等亦为集团持续服务超过十年，核心管理层稳定。

表 2：中国科培管理层介绍

管理层	职位及职务	行业经验
叶念乔	集团创始人、担任董事会主席和首席执行官，统筹集团整体管理、策略、业务发展和合作。	在教育行业有超过 35 年经验，在 80-90 年代曾于江西九江和广东肇庆市担任中学教师，95 年创办肇庆科技培训学院。现担任广东省民办教育协会副会长。
张湘伟	担任执行董事和首席营运官，负责集团日常管理及整体运营。	东京大学工学博士，拥有超过 32 年经验，在 80-90 年代曾于重庆大学担任机械工程专业教授和副校长，后担任汕头大学校长和广东工业大学校长，2010 年加入中国科培。
查东辉	担任执行董事和副总经理，主要负责楼宇设施规划、开发及建设	曾担任肇庆科技培训学院副院长（广东理工学院前身），2004 年起担任广东理工学院副院长。
李艳	担任执行董事、副总经理及首席财务官，负责财务管理及预算	在教育行业拥有超过 13 年经验，2004 年-2014 年曾担任广东理工学院会计师教师和系副主任。
叶浔	执行董事和副总经理，负责采购及后勤	西北理工大学工商管理硕士，与叶念乔先生是父子关系。

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

1.4 经营业绩

本科学生人数增长驱动公司收入稳步增长。近三年集团毛利率稳定在 67% 以上，净利率水平显著提升。2019 年公司收入总额达到 7.14 亿，同比增长幅度达到 24.1%。其中广东理工学院学费是集团收入的主要来源，贡献了 6.09 亿元的营业收入，其余收入由肇庆学院学费和住宿费等其他教育服务费组成，分别贡献 0.47 亿元和 0.59 亿元的营业收入。公司净利润增速高于收入增速，主要原因是销售及管理费用占收入的比例较少，收入快速增长覆盖了费用的提升。2019 年销售费用和管理费用分别为 0.24 亿元和 0.77 亿元，财务费用为 1,894 万元。

图 5：2015 年以来中国科培收入及增速

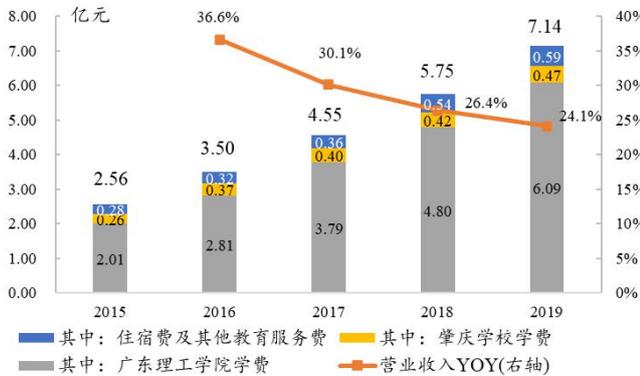
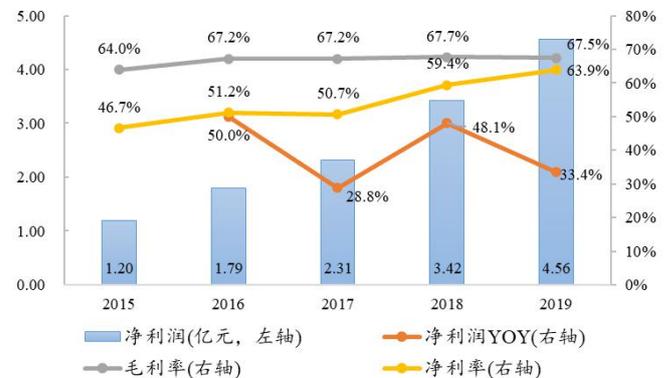


图 6：2015 年以来中国科培毛利率、净利率和净利润



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

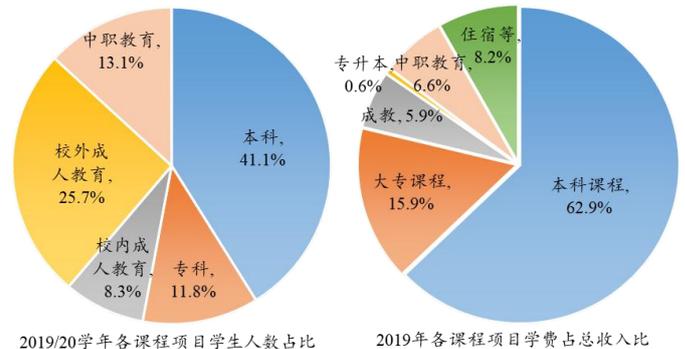
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

广东理工学院学生人数快速增长，肇庆学校学生人数保持稳定，广东理工学院的本科课程服务是核心收入来源。分学生人数及学费构成来看，2019/20 学年本科学生人数占比为 41.1%，贡献的学费占收入比达到 62.9%；而学生人数占比较高的成人教育项目（校内 25.7% 和校外 8.3%）及中职教育项目（13.1%）贡献的收入比例相对较少，成人教育和中职教育分别仅贡献 5.9% 和 6.6% 的收入。目前广东理工学院仍有部分大专层次招生，2019/20 学年大专课程贡献 15.9% 的营业收入。

图 7：2015 年以来中国科培旗下学校在校人数变动



图 8：2019/20 学年在校学生人数结构及 19 年收入结构



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

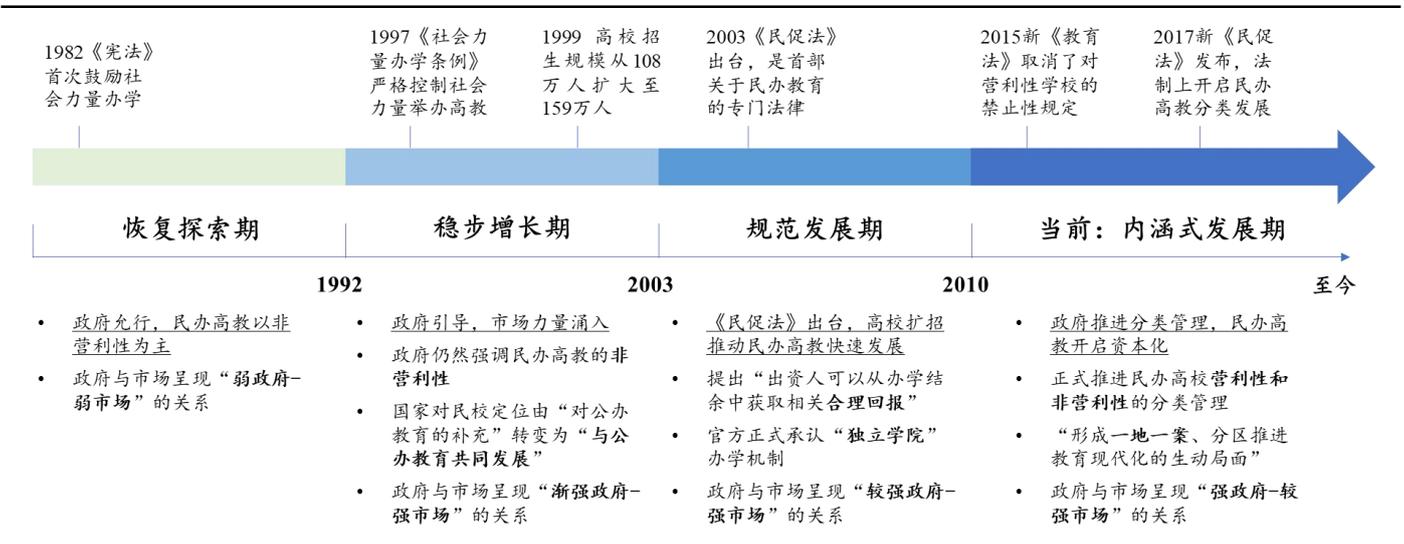
2. 中国民办高等教育行业分析

2.1 民办高教行业的政策演进路径、当前发展阶段及竞争格局

2.1.1 民办高教的政策演进路径

回顾四十余年中国民办高教行业的发展，可分为四个阶段：政府允许及非营利性办学为主的恢复期（1978-1991）、政策引导及市场力量涌入的稳步发展期（1992-2002）、受《民促法》出台和高校持续扩招推动的规范发展期（2003-2010），以及开启分类管理和资本化的内涵式发展期（2010-至今）。

图 9：1978 年以来民办高等教育的四个发展阶段



资料来源：方晓田. 中国民办高等教育七十年发展历程——基于政府与市场关系演进的视角[J]. 高等教育研究, 2019(9)、国元证券经纪（香港）整理

以下是对四十余年以来民办高教行业政策及市场演进路径的总结：

第一，可以明确的是，1982年《宪法》中首次鼓励社会力量办学以来，政策上持续呈现出扶持和支持民办高教的导向。期间几次对于民办高教监管政策的收紧均源于政府对于民办高教质量和规范性的担忧（例如1990年国家教委发布《关于不得擅自颁发毕业证书的通知》、2007年《民办高等学校办学管理若干规定》）。

第二，民办教育的地位从有益补充转变为与公办共同发展，侧面上也佐证了政策呈现出持续扶持和支持民办高教的导向。标志性事件是98年教育部决定将民办教育的地位从“对公办教育的补充”转变为“与公办教育共同发展”和99年高校扩招。

第三，民办高教政策经历了营利性逐步放开的过程。标志性事件是1995年《教育法》明确指出民办教育的非营利性、2003版《民促法》规定“民办教育事业属于公益性事业”的同时首次提出“出资人可以从办学结余中获取相关合理回报”，

以及 2017 版《民促法》明确提出对营利性和非营利性民校分类管理。

第四，四十年民办高教行业发展的四个阶段中，政府和市场的关系经历了“弱政府-弱市场”、“渐强政府-强市场”、“较强政府-强市场”和“强政府-较强市场”的演变。民办高教行业中政府与市场关系的转变与当时的宏观政策背景紧密相关。

以下是对四个发展阶段政策演进的回顾：

(1) 恢复探索期 (1978-1991)：政府允行，民办高教办学以非营利性为主

宏观政策背景：1978 年十一届三中全会确立了实事求是的思想路线以及经济建设为中心、进行改革开放的基本国策，市场化成为改革开放的基本方向。但该时期的主流还是认为市场起辅助性作用，计划经济不可动摇。

此阶段的发展特点：这一阶段政府开始向市场放开民办高教办学，但并未主动对民办教育作出太多方向性引导和监管。民办高校的举办也是以非营利性为主（如黄河科技大学和西安翻译学院），政府与市场呈现“弱政府-弱市场”的关系。

表 3：1978-1991 年：民办高教行业处于恢复探索期

时间	标志性事件/政策	政策意义
1981	《高等教育自学考试试行办法》	正式允许私人或团体举办自学助考性质的补习学校(班),这是政府首次“允行”这种新型教育形式。
1982	《宪法》	明确了“国家鼓励集体经济组织、国家企业事业组织和其他社会力量依照法律规定举办各种教育事业”,这是宪法首次鼓励社会力量办学。
1984	北京海淀走读大学成立	全国第一所国家承认学历的民办公助体制大学成立,示范效应巨大。
1985	《中共中央关于教育体制改革的决定》	第二条明确提出“地方要鼓励和指导国营企业、社会团体和个人办学”,1984-1986 年新办的民办高教机构多达 250 所,如浙江树人大学、西安培华大学(1984)等。
1987	国家教委《关于社会力量办学的若干暂行规定》	是改革开放后国家主管部门首次为民办教育定规立章,标志着国家正式将民办教育纳入教育管理体系。
1990	国家教委《关于不得擅自颁发毕业证书的通知》等	在政策放开以来,由于法律法规的滞后性,民办高教领域一度出现文凭滥发和乱办学的混乱现象,政府和教育部门开始整顿民办高教。

资料来源：国元证券经纪（香港）整理

(2) 稳步发展期 (1992-2002)：政府引导，市场力量涌入

宏观政策背景：1992 年，邓小平南巡时提出不再争论“社”姓和“资”姓的问题，强调“发展就是硬道理”，重申了深化改革、加快开放的决心。同年党十四大明确提出“发挥市场在资源配置中的基础性作用”，改革导向由单项改革转为系统全面的制度安排和设计。

此阶段的发展特点：在 1999 年高校扩招 48%之前，政府仍然严格控制社会力量

举办高等教育（1997年《社会力量办学条例》），高校扩招后市场力量涌入，民办教育蓬勃发展。此阶段政府仍然强调民办高教的非营利性。政府和市场的力量有所增强，呈现“渐强政府-强市场”的关系。国家对民办教育的定位由“对公办教育的补充”转变为“与公办教育共同发展”。

表 4：1992-2002 年：民办高教行业进入稳步增长期

时间	标志性事件/政策	政策意义
1992	党十四大	提出“鼓励多渠道、多形式社会集资办学和民间办学”。
1992	《中国教育改革和发展纲要》、《民办高等院校设置暂行规定》	《发展纲要》针对民办教育提出了“积极鼓励、大力支持、正确引导、加强管理”的发展方针；以及“改变政府包揽办学的格局，逐步建立以政府办学为主体、社会各界共同办学的体制”。
1995	《教育法》	明确提出“国家鼓励企业事业组织、社会团体、其他社会组织及公民个人依法举办学校及其他教育机构”；以及强调民办教育的非营利性（“任何组织和个人不得以营利为目的举办学校及其他教育机构”）。
1997	国务院《社会力量办学条例》	提出“社会力量以举办职业教育、成人教育、高级中等教育和学前教育的教育机构为重点……国家严格控制社会力量举办高等教育”；条例指出“教育机构清算后的剩余财产，返还或折价返还举办者的投入后，其余部分由审批机关统筹安排，用于发展社会力量办学事业”，一定程度上保障了举办者的利益，激发办学积极性。
1998	教育部颁布《面向 21 世纪教育振兴行动计划》	教育部正式宣布将民办教育的地位从“对公办教育的补充”转变为“与公办教育共同发展”。
1999	高校扩招	全国普通高校招生规模从 108 万人扩大到 159 万人，幅度达 48%。当时正值亚洲金融危机，此政策某种程度上是解决了就业困境，极大鼓舞了社会办学。

资料来源：国元证券经纪（香港）整理

(3) 规范发展期 (2003-2010)：民促法出台，高校持续扩招促民办高教快速发展

宏观政策背景：市场在资源配置中的基础性作用和主导地位逐步确立，但政府也意识到市场在资源配置中的局限性，党的十八届三中全会在《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》定调“使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用”，强调了政府和市场的关系在于“努力形成市场和政府作用有机统一、相互补充、相互协调、相互促进”的格局。

此阶段发展特点：由于高校持续扩招及财政资金受限，此阶段出现了独立学院这一重要的制度创新，民办高教快速发展。此阶段政府放松了过往对民办高教的非营利性要求，明确提出出资人可以从办学结余中获取相关合理回报。但过快的扩张速度及滞后的行政监管，部分民办教育在招生、办学和财务等方面存在着混乱现象，这一时期政府在促进中加强了对民办高教的监管，政府与市场呈现“较强政府-强市场”的关系。

表 5：2003-2010 年：民办高教行业步入规范发展期

时间	标志性事件/政策	政策意义
2003-2004	《民办教育促进法》、《民办教育促进法实施条例》	《民促法》是新中国第一部关于民办教育的专门法，提出了政府“积极鼓励、大力支持、正确引导、依法管理”的方针，延续了 92 年《发展纲要》的方针，标志民办高教正式迈入规范发展阶段；明确规定“民办教育事业属于公益性事业”；与 95 年的教育法不同，《民促法》首次提出“出资人可以从办学结余中获取相关合理回报”；《条例》还指出“以是否要求合理回报为标准把民办教育分为两类”，分类管理的思想开始展现，激发了民办高教投资；
2003	教育部《关于规范并加强普通高校以新的机制和模式试办独立学院管理的若干意见》	采用母体大学品牌的国有民营二级学院被正式赋予“独立学院”的名称，标志着官方对这一办学机制的承认，在财政经费有限的背景下，当时普通高校以民办机制创立二级学院是高校扩招的普遍做法。
2007	教育部出台《民办高等学校办学管理若干规定》	2006 年江西等地民办学校发生群体性治安事件，政府加强规范民办高等教育办学行为和规范管理。

资料来源：国元证券经纪（香港）整理

(4) 当前：内涵式发展期 (2010-至今)：政府推进分类管理，民办高教开启资本化

宏观经济背景：2008 年金融危机后国家加强了对经济的干预，2017 年党的十九大提出构建“市场机制有效、微观主体有活力、宏观调控有效”的经济体制。这一阶段政府和市场的格局呈现双强，即政府坚守公共调节职能并为强化社会宏观管理，市场方面则在营利性领域强化竞争机制和减少垄断。

此阶段发展特点：此阶段政府着力推进民办高校营利性和非营利性的分类管理。2017 版新《民促法》公布后，进一步厘清了 2003 版《民促法》中提到的“合理回报”，为民办高教领域清除了部分资本化障碍。2020 年教育部进一步加快独立学院转设，提出到 2020 年末各独立学院全部制定转设工作方案。民办高教领域政府和市场的关系方面，则呈现“强政府-较强市场”的格局，市场的主导地位受限。

表 6：2010 年-至今：民办高教行业处于内涵式发展期

时间	标志性事件/政策	政策意义
2010	《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020 年）》	纲要提出依法落实民办与公办学校教师、学生的平等法律地位，保障民办学校办学自主权，清理并纠正对民办学校的各项歧视政策；首次在国家层面提出“积极探索营利性和非营利性民办学校分类管理”。
2012	党的十八大	进一步提出要“鼓励引导社会力量兴办教育”，这充分彰显政府进一步支持和鼓励民办高等教育发展的意志和决心。
2015	新《教育法》、《高等教育法》	取消了对举办营利性学校的禁止性规定。
2017	新《民促法》	新《民促法》标志着我国在法制上开启民办高教分类发展，是对 95 年《教

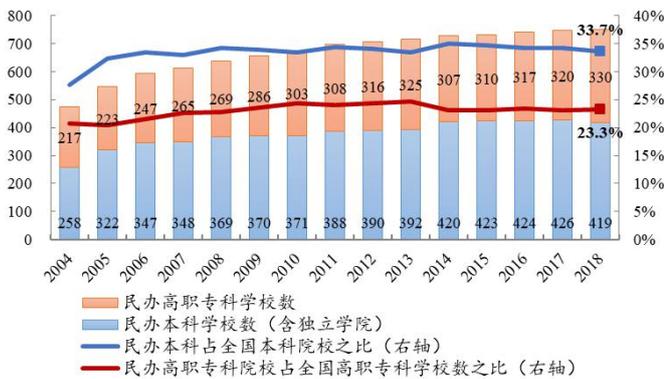
		育法》中“教育不得以营利为目的”的重大突破。
2018	司法部《民促法(修订草案)送审稿》	《送审稿》从办学规范管理、监管关联交易、保障民校办学自主权、维护举办者利益等方面作出规定；提出公办学校不能举办或参与举办营利性民校，集团化办学不得并购、加盟和协议控制非营利性民校。
2019	国务院《中国教育现代化2035》	提出“在国家教育现代化总体规划框架下，推动各地从实际出发，制定本地区教育现代化规划，形成一地一案、分区推进教育现代化的生动局面”，表明各地方对于具体政策实施具备一定自主权。
2020	教育部《关于加快推进独立学院转设工作的实施方案》	提出“到2020年末，各独立学院全部制定转设工作方案，同时推动一批独立学院实现转设。转设路径为：转为民办、转为公办、终止办学。”

资料来源：国元证券经纪（香港）整理

➤ 2.1.2 当前阶段民办高教行业规模及竞争格局

2018年民办本科占全国普通本科学校数之比达到33.7%，民办高职专科占全国普通高职专科学校数之比为23.3%。根据教育部数据，2018年我国高等教育民办本专科院校共749所，其中本科院校和专科院校数量分别为419所（含独立学院265所）和330所。另外，截至2019年全国独立学院数量为257所，较2010年的323所减少了66所，意味着将近1/5的民办独立学院在近年进行了转设。得益于民办高等教育行业招生规模的扩张和学费的提升，2013-2017年间民办高教经费收入的复合增速达到5.9%。

图 10：高等教育民办本科和专科学校数及占全国之比



资料来源：教育部、国元证券经纪（香港）整理

图 11：中国民办高等教育行业的经费总收入



资料来源：Frost & Sullivan、国元证券经纪（香港）整理

民办高等教育招生数方面，2018年民办本科招生数占全国普通本科招生数24.9%，民办专科占比23.2%。2013-2018年民办本科招生数复合增速为2.7%，稍高于公办本科的1.8%；同时期民办高职专科招生数CAGR为3.0%，与公办持平。2019年高职院校招生数的增长是由于当年《政府工作报告》中提出高职专科扩招100万人，实际完成116万人，其中民办专科招生数增加33万，公办专科增加81万，民办专科招生增加数占2019年高职扩招实际完成额的28.4%。

图 12：公办和民办高教招生数及同比变动（本科阶段）



图 13：公办和民办高教招生数及同比变动（专科阶段）



资料来源：教育部、《2019 年全国教育事业统计公报》、国元证券经纪（香港）整理注：2019 年民办本科招生数为估算值

资料来源：教育部、《2019 年全国教育事业统计公报》、国元证券经纪（香港）整理注：2019 年民办高职专科招生数为估算值

竞争格局方面，我国民办高等教育行业高度分散，地域性特征显著，办学资源和生源主要来源于所在省份。2017 年以来我国民办高教集团陆续上市，民办高教行业开启资本化。本阶段行业整体处于并购整合浪潮中，推动集中度提升。

2.2 民办高等教育的未来趋势：分类管理、专升本扩招、应用型高校以及资本化扩张

2.2.1 我国高教毛入学率与发达国家差距大，民办高教渗透率提升空间较大

根据《2019 年全国教育事业统计公报》，我国 2019 年高等教育的毛入学率为 51.6%，根据联合国教科文组织，2015-2019 年我国高等教育毛入学率从 40% 提升至 51.6%，与同为中高收入国家的均值类似（53%），但距离日本（64%）、韩国（94.3%）、北美（86.3%）、北美（86.3%）仍差距较大。此外，目前我国民办高教渗透率超过 23%。在全球经济形势严峻的背景下，高校扩招政策是缓解就业压力的重要举措，扩招的主要导向是以培养应用型人才为主，预计民办高教渗透率将持续稳步提升。

图 14：世界各国高等教育毛入学率对比

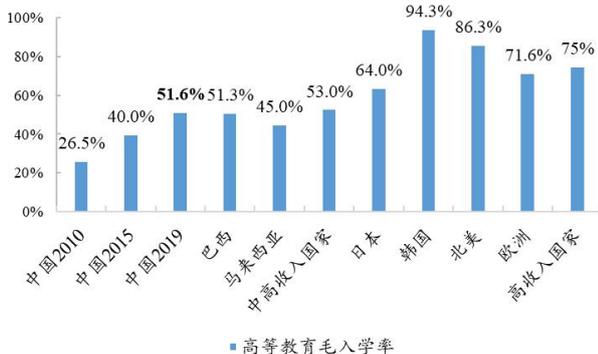


图 15：预计 2022 年我国民办高等教育渗透率接近 25%



资料来源：教育部、联合国教科文组织、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：Frost & Sullivan、国元证券经纪（香港）整理

➤ **2.2.2 中期政策导向在于分类管理、专升本、高职院校扩招和应用型高校建设**

分类管理和加强办学质量管控：前文分析民办高教的政策演进路径后得出结论，民办高教监管政策的收紧均源于政府对于民办高教质量和规范性的担忧。目前我国民办高教进入内涵式发展阶段，政府《民促法(送审稿)》的提出主要目的仍是规范民办学校管理。目前政府对本科牌照及专科升格本科的严控便是例证。2020年以来广东省教育厅加速推进转设，民办高校转设的风险点在补交土地出让金以及税率可能提高至15%-25%的区间。

专升本和高职业院校扩招带动学额增长：2020年2月教育部明确表示专升本招生同比增加32.2万人，并研究推进第二学士学位扩招工作。按照06年以来教育部规定的专升本招生规模占高职招生数5%的比例计算，19年专升本规模约为24.7万人，2020年扩招后专升本招生规模达到56.9万人，同比增长达130%以上。2020年广东省的专升本学额从2019年的2万增长至3万余，同比增长50%。

高职院校扩招方面，2019年《政府工作报告》中提出高职院校扩招100万，实际完成情况是116.45万人。**2020年5月22日《政府工作报告》再次提出高职院校全年扩招200万，招生数同比增加41%（19年高职专科招生数为483万人），民办高职专科院校将显著受益。**值得注意的是，目前我国高职教育包括专科和本科两个层次，现阶段仍然以专科为主。以广东省为例，2019年高职院校以本科高校协同育人试点项目总招生人数仅1,340人，同年高等教育专科招生规模约18.1万人。回顾过往，90年代末年亚洲金融危机触发1999年高校扩招，2020年新冠疫情蔓延全球以来经济形势严峻，预计政策将持续支持高校扩招，缓解就业压力。

图 16：2010 年以来全国大专院校招生总数及专升本招生规模



资料来源：国家统计局、Wind、国元证券经纪（香港）整理
注：2010-2019 专升本招生规模按照占高职招生数5%的比例估算

应用型高校建设：2015年《政府工作报告》首次提出“引导部分地方本科高校向应用型转变”后，2019年2月国务院印发《国家职业教育改革实施方案》，提出2022年职业院校教学条件基本达标、一大批普通本科高等学校向应用型转变的具体指标，以及“经过5-10年左右时间，职业教育基本完成由政府举办为主向政府统筹管理、社会多元办学的格局转变，由追求规模扩张向提高质量转变”的总体目标。值得注意的是，独立学院及民办高校也是应用型高校建设政策的主要受益者。以2016年广东省普通本科转型试点高校为例，14所普通本科中包含6所民办高校及独立学院（如中山大学南方学院和广东白云学院等）。

➤ **2.2.3 送审稿发布后,高教集团并购节奏如常,独立学院转设加速丰富并购标的**

2018年8月司法部《民促法(送审稿)》提出“实施集团化办学的，不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校”，但从送审稿发布以来上市民办高教集团并购的情况来看，并购节奏无阻。民办高教集团的并购标的主要为独立学院以及民办本科。2020年教育部正大力推进独立学院转设，以及民办高校对于进行营利性和非营利性的登记。民办高教集团的实践表明，在过渡期阶段，外部收购独立学院及民办高校无需让高校进行转设或登记，过渡期结束前受新《民促法(送审稿)》约束的较少。

独立学院转设加速将丰富并购标的，上市民办高教集团具有资金成本优势。2020年5月教育部印发《关于加快推进独立学院转设工作的实施方案》，提出“到2020年末，各独立学院全部制定转设工作方案，同时推动一批独立学院实现转设。转设路径为：转为民办、转为公办、终止办学。”另外，上市民办高教集团的资金成本约为5%，2020年疫情发生以来资金成本更有所降低，部分上市企业资金成本降至5%以下，对比其他社会资金具有明显优势。

表 7：2018 年 8 月 10 日送审稿提出后，上市民办高教集团高等教育并购公告

上市公司	公告时间	标的	办学层次和类型	在校生规模	学费	并购方式
	2018/8/20	云南大学滇池学院	本科 独立学院	19,200 (18/19年)	16,000-2 4,500	收购励德集团 51% 股权，现金 5.8 亿 RMB 等值美元，签订托管协议
民生教育	2018/11/25	曲阜远东职业学院	专科 民办	5,147 (18/19年)	4,300-96 80	收购曲阜昌永 51% 股权，现金代价 0.92 亿，签订委托管理协议
	2019/3/15	南昌职业学院(大学)	本科 民办	9,500 (18/19年)	7,300-8, 000	收购南昌合至同 51% 股权，现金代价 5.1 亿。

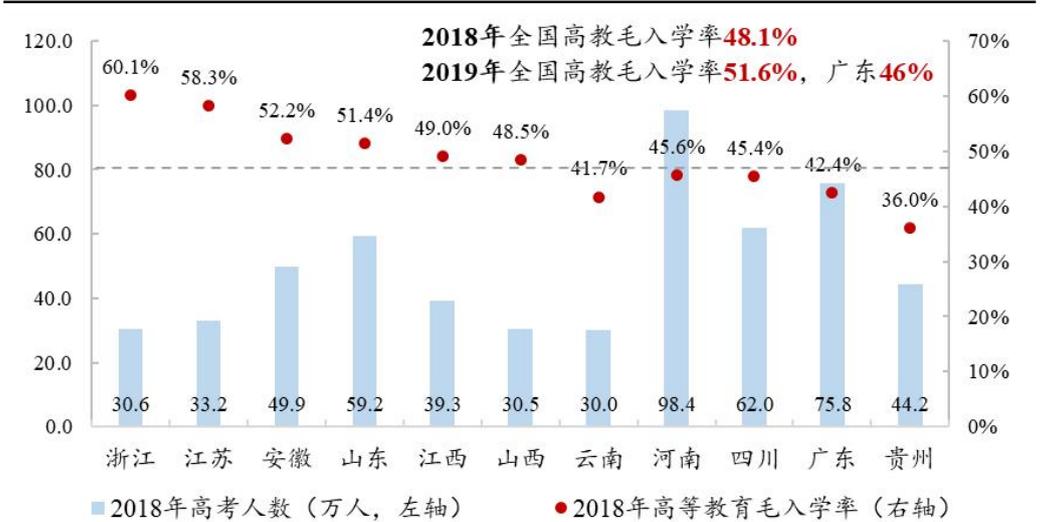
新高教集团	2018/9/14	广西英华国际职业学院及附中、广西钦州樱花国际职业学院	民办 专科、高中、中职	8434 (17/18年)	/	增持崇明新巨至51%股权，签订结构性合约
	2020/5/8	洛阳科技职业学院	专科 民办	27,008 (19/20年)	/	2018/10/8 收购河南荣豫55%股权，2020/5/8 进一步收购河南学校45%的权益，签订结构性合约
中教控股	2019/1/15	济南大学 泉城学院	本科 独立学院	8,529 (18/19年)	8,500-17,000	4.5亿元收购联席举办人100%股权，其中51.9%股权代价2.5亿(现金2.3亿、贷款0.2亿)。
	2019/6/25	川外重庆 南方翻译学院	本科 独立学院	13,000 (18/19年)	13,000-17,000	收购重庆南方集团100%举办人权益，现金代价约10亿元
希望教育	2019/3/8	贵州大学 科技学院	本科 独立学院	9,000 (18/19年)	12,000	通过收购成都五月阳光100%权益取得捷星慧旅70%权益；同年7/22 收购捷星慧旅余下30%权益，总现金代价14.8亿元
	2019/7/29	鹤壁汽车工程 职业学院	专科 民办	4,504 (19/7/29)	5,200-7,800	收购目标院校95%权益，现金代价1.6亿元
	2019/8/25	苏州托普学院及 昆山技工学校	专科 民办	5,500 (19/8/25)	12,000-20,000	收购上海普梦和昆山欣伟100%权益，现金代价为4亿元
中国新华教育	2019/8/29	银川能源学院等 若干学校	本科 民办	15,569 (19/8/29)	15,000-19,800	收购银大控股95%的权益，总代价5.5-14.5亿元
	2019/4/29	南京财经大学 红山学院	本科； 独立学院	44,701 (19/4/29)	14,000	与南京财经大学及基金会订立协议，同意成为新进举办者，现金代价6.1亿元
	2019/7/25	昆明医科大学 海 洋学院	本科； 独立学院	12,026 (18/19年)	17,000-25,000	通过收购富达公司60%股权取得两所学校举办者60%权益，现金代价6.1亿元及发行股份支付3亿元
	2019/7/25	昆明市 卫生学校	中职	6,247 (18/19年)	6,000	

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

2.3 广东民办高教市场区位优势显著

广东民办高教市场区位优势显著，体现在高等教育服务的供给无法完全匹配需求。供给方面，广东高等教育毛入学率显著低于全国水平，高教资源匮乏，民办高教释放供给的空间显著。《国家中长期教育改革和发展规划纲要(2010-2020)》提出2020年我国高等教育毛入学率要达到50%，而2019年广东省毛入学率为46%，尽管同比提升3.6个百分点，但离同期全国51.6%的平均毛入学率仍有5.6个百分点的提升空间。

图 17：2018 年各省高等教育毛入学率及高考人数



资料来源：各省市教育厅、国元证券经纪（香港）整理

需求方面，不断的人口流入、庞大的高考生源规模将持续拉动民办高教需求，粤港澳大湾区良好的就业环境和繁荣的经济支撑家庭对民办高教的支付意愿和支付能力。2018 年广东省高考人数达到 75.8 万人，是全国第二大高考大省，高考报名人数仅次于河南省。同时，2019 年广东人均可支配收入达到 3.9 万元，远高于全国平均的 3.1 万元；广东人口增量规模可观，2019 年常住人口增加规模达到 175 万，其中包括自然增长 92.4 万人和人口净流入 82.6 万人。根据广东省教育厅《2019 年广东省高校毕业生就业质量年度报告》，广东已就业毕业生流向粤港澳大湾区之比逐年提升，2019 年达到 83%，同年广东省高校毕业生初次就业率达到 94.6%，显著高于全国均值。

图 18：全国各地区人均可支配收入



资料来源：国家统计局、Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 19：广东常住人口及流入情况



资料来源：国家统计局、国元证券经纪（香港）整理

图 20：粤港澳大湾区吸纳就业的能力不断增强



资料来源：国家统计局、Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 21：广东省高校毕业生初次就业率高高于全国平均



资料来源：国家统计局、国元证券经纪（香港）整理

3. 公司亮点

3.1 高就业率凸显办学质量优势，重视实践培训与产教融合

中国科培办学成绩优异，体现在近年广东理工学院初次就业率持续处于省内民办高校首位，其中 2019 年就业率高出全省平均约 4.3 个百分点。近年来，广东理工学院获得了多个办学表彰，例如连续十年被授予“广东高等教育院校（民办）竞争力 10 强单位”称号、全国应用型人才培养工程培养基地，国家级众创空间试点单位，广东省高校电子商务人才孵化基地等称号。

表 8：对比省内其他民办本科院校，广东理工学院初次就业率持续领先

	2018	2019
广东理工学院	96.70%	97.80%
广东白云学院	91.17%	95.66%
广东培正学院	94.57%	93.60%
广东东软学院	94.19%	92.65%
广州工商学院	85.67%	93.59%
广州商学院	95.84%	97.78%
广东科技学院	95.90%	97.43%
全省本科初次就业率平均	93.84%	93.44%

资料来源：省教育厅、各高校就业质量报告、国元证券经纪（香港）整理

广东理工学院坚持以应用技术型大学为定位，重视实践培训与产教融合。目前学校与 260 多家大型集团公司建立了推荐就业关系，与 200 多家企业签订了基地合作协议。合作企业包括美的、比亚迪、广汽集团、格力、TCL 和联想等知名企业。学院现有省级工程技术研究中心 1 个，省级新型研发机构 1 个，国家级众创空间 1 个，肇庆市工程技术研究中心 2 个。其中 2017 年建立的肇庆（高要）智能制造研究院与机器视觉与智能检测工程技术研究中心被评为国家级众创空间和广东

省工程技术研究中心。

图 22：广东理工学院长期合作企业



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

学校设立考证中心，为学生提供土建施工员、数控技术工程师和机械设计工程师等考证培训项目，提高学生就业竞争力。学院还设立多个 2+2、3+1+1 海外合作项目，与加拿大西三一大学(Trinity Western University)、美国德克萨斯卫斯理大学 (Texas Wesleyan University)（美国）、英国哈德斯菲尔德大学(University of Huddersfield)联合培养，提升办学质量，丰富学生就读选择。2+2 国内项目就读期间，学生每年需缴纳 3 万元的学费，国外就读期间仍需向广东理工学院缴纳 2 万元的学费，学成后除国内文凭外，学生还可取得国外合作院校大学本科文凭。

3.2 校区扩建和宿舍扩容驱动学生人数增长，学费存改善空间

学生人数方面，受益于广东省毛入学率提升的政策红利，学生对就读本科院校有着较强的需求，广东理工学院将通过校区扩建和扩容提升在读人数。截至 2019 年 12 月，广东理工学院约有 29,000 张床位，肇庆学校（中职）约有 7,000 张床位。2017-2019 年间，广东理工学院有序推进新校区的建设，2017 年 9 月和 2018 年第三季度分别完成了鼎湖新校区一期和二期工程建设，分别带来 6,000 人和 4,000 人的可容纳人数增量，16-19 年广东理工学院可容纳人数从 1.9 万人提升至 2.9 万人。

未来两年广东理工学院总容纳量将从 2.9 万人提升到 3.9 万人。预计 2020 年鼎湖新校区第三期的竣工将带来 3,000 人容量的提升，2021 年高要校区扩建完工将带来 7,000 张床位的增量。目前在校学生最后一个学年均被安排外出实习，由合作企业提供住宿，因此在校学生人数的提升将高于可容纳量的提升。本科项目新招生人数从 2016/17 学年的 5,000 余人提升至 2019 年的 7,000 余人。目前广东理工学院本科在读学生人数为 2.38 万人，预计未来高考统招本科生及专插本本科生在校人数可升至 3.6 万人，较目前仍有 50% 的提升空间。

图 23: 各学年广东理工学院本科招生人数及同比增长



注: 根据各学年本科在读人数测算得出;
资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

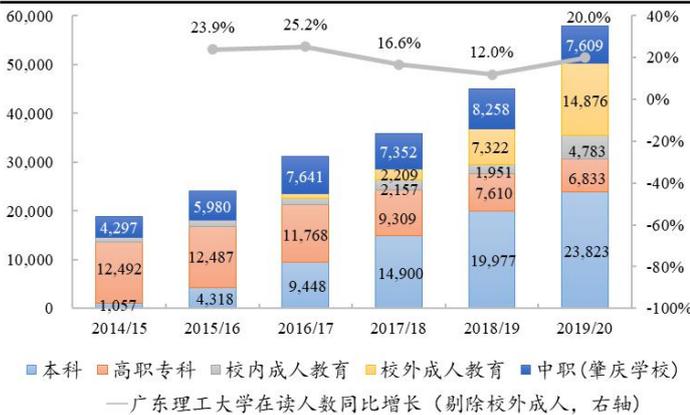
图 24: 广东理工学院与肇庆学校可容纳量&学校利用率



资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

短期而言, 公司有望受益于专升本及高职扩招带来的政策红利。2019 年广东理工学院首次取得专插本资格, 为响应扩招政策, 2020 年广东理工学院统招专升本 (专插本) 学额从 2,000 个提升至 3,600 个, 学费区间为 21,800-22,800 元/年。2020 年 1,600 个专插本学额的提升将带来约 3,500 万收入的提升, 占 2019 年本科学费收入之比约为 8%。另外, 2020 年两会宣布高职专科扩招 200 万, 招生数同比增加 40% 以上, 而广东理工学院利用率为 91.1%, 20 年高职专科招生数具有提升空间。

图 25: 2014/15 学年至 2019/20 学年广东理工学院和肇庆学校各项目在读人数及变动情况



资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

图 26: 2014/15 学年至 2019/20 学年中国科培旗下两所学校在读学生结构变动



资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

学费方面, 2015-2019 年, 总学费收入提升较快, 主要原因在于收费较高的本科课程学费收入快速提升。受大专开设专业减少的影响, 大专课程收入小幅收缩, 中职教育收入保持稳定。2019 年本科课程收入同比增长 35.8%, 超过总体学费收入的增长速度。

图 27：2015-2019 财年公司各课程项目学费收入及增速



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 28：2015-2019 财年中国科培学费结构



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

我们认为学费仍存提升空间，原因如下：

第一，本科层次开设专业不断增加，学生结构的持续改善将提高整体学费水平。根据广东理工学院历年招生简章，对比 2016 年和 2019 年的招生简章，2016 年开设的本科专业数仅为 17 个，2019 年开设的本科专业数达到 31 个，2020 年学校新增两个本科专业，分别为工程造价和服装设计，专业开设数达到 33 个。与此同时，2016 年本科学费收入占营收之比仅为 37%，2019 年该比值达到 68.5%。2019 年学院专科批次招生专业仍有 20 个，对比 2016 年的 33 个显著减少。若未来广东理工学院专科批次招生整体升为本科，学生结构仍有较大改善空间。对比省内其他民办高校，广东理工学院的专业开设数具有提升空间。以广东培正学院为例，其 2005 年升格为本科院校，目前整体为本科批次招生，无高职专科批次招生，开设专业数达 39 个。

第二，结合前文行业分析部分，广东省高校资源供需偏紧，学生对于高等教育的支付意愿和能力强，支撑学校逐年提价。2015/16 学年至 2020/21 学年期间，广东理工学院本科新招学生的学费下限从 17,500 提升至 26,800 元/年，年复合增速达到 9%；大专新招学生的学费下限从 11,600 提升至 18,800 元/年，年复合增速为 10%。

第三，学校通过开设热门专业细分方向以提高收费水平。以计算机科学与技术专业为例，2019 年该专业学费为 23,800 元/年，但其细分方向学费有显著提升——计算机科学与技术（云计算与大数据）学费 28,800 元/年，计算机科学与技术（AI 创新班）32,900 元/年。目前学校也结合物联网和智能工业等行业前沿热点开设了专业细分方向，该类有细分方向的专业学费均在 3 万元/年以上。

表 9：各学年新招生收费信息

学费	2015/16 学年	2016/17 学年	2017/18 学年	2018/19 学年	2019/20 学年	2020/21 学年
广东理工学院：						
本科课程	17,500–18,000	18,000–19,500	18,800–19,800	21,800–22,800	23,800	26,800–35,900
大专课程	11,600–18,000	12,100–18,300	14,100–18,800	15,800–18,800	17,800	18,800–19,800
校内成人教育	6,400–9,200	6,400–9,200	5,900–10,700	5,900–10,700	5,900–13,300	5,900–13,300
校外成人教育	/	680–980	680–980	680–980	680–980	/
肇庆学校：						
中职教育	5,300–6,800	5,300–7,300	6,100–9,300	6,100–9,300	7,200–11,100	/

资料来源：公司公告、招生简章及学费公示、国元证券经纪（香港）整理

3.3 现金流充足，外延并购带来持续增长动力

2020 年 1 月中国科培宣布以 14.5 亿元现金为对价收购哈尔滨石油学院 100% 股权，3 月完成学校接管并确定学校控制权，可净利润并表。目前举办者变更申请已提交，举办者变更完成后可实现全面并表。**2019 年哈尔滨石油学院净利润为 6,800 万元，预计 2020 年净利润增速或达 30% 以上。**

图 29：哈尔滨石油学院办学信息



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

收购标的哈尔滨石油学院具有以下优势：

(1) **办学质量高**，体现在其高报到率、高就业率以及高分数线。2019 年哈石油的报到率和就业率分别达 97.1% 和 96.2%，报到率为黑龙江省民办第一、就业率为省内第二，最低录取分超省控线 10-20 分。

(2) **学额和学费仍有提升空间**，收费具有自主定价权。学额方面，短期内学校有

望受益于黑龙江专升本范围的放宽；中长期而言，哈石油自有的1,000亩土地可容纳约20,000名学生，公司计划于2020年扩建宿舍，预计2021年9月投入使用，可容纳人数将增加3,000人。目前在读学生人数为9,366人，宿舍扩建后仍有7,000人的可扩容空间。学费方面，2019年哈石油的学费为1.8万元，全省平均为1.94万元，对比全省平均仍有10%的提升空间，学校良好的办学质量为提价提供有效支撑。

(3) 历史包袱小，土地储备充足，未来资本开支低。哈石油在2012年已转设为民办本科院校，学校无银行贷款及债权债务争议。教育用地占地面积为1,000亩，建筑面积为25万平方米，土地储备充足，后续无需为满足本科高校设置而大规模购置土地和建设教学用地。未来的资本开支主要为宿舍扩建，预期今明两年宿舍扩建及教学设备开支约2亿，其中宿舍扩建开支在1亿元以内。

(4) 哈石油为工科院校，与广东理工大学专业重合度仅为20%，有望与广东理工大学发挥协同效应。哈石油的优势学科为机械电子工程学科，开设专业以工科为主，例如石油工程、材料成型与控制工程、建筑环境、测绘技术与工程等，未来可与广东理工大学办学上优势互补。

表 10：哈尔滨石油学院学生人数、就业率、收入和利润水平

关键运营指标	2016/17 学年	2017/18 学年	2018/19 学年	2019/20 学年
新入学学生人数	2,171	2,290	2,467	2,534
报到率	94.70%	91.50%	94.80%	97.10%
就业率	95.40%	92.20%	95.70%	96.20%
在校总人数			8,943	9,366
新招生学费（元/年）			16,000	18,000
总收入（千元）		/	139,202	155,197
生均收入（元）			15,622	16,905
净利润（千元）			36,455	68,421

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

公司具有充足的现金流及银行贷款授信空间，为新并购项目的推进提供坚实基础，未来每年有望落地1-2个并购项目。截至2019年12月，公司持有货币资金11.1亿元人民币，有息负债仅为1亿元，银行贷款年化实际利率为5.39%，其中约9亿元为5年以上偿还期限的长期银行贷款。2020年1月公司获得浦发银行23亿元授信，因此公司可支配资金规模高达34亿以上。除哈尔滨石油并购项目外，2019年9月中国科培通过联营公司持有淮北理工学院45%的股权。淮北理工学院位于安徽省，属于校中校，在校生成人数近6,000人，设有28个本科专业，预计2021年9月开始首批招生。除以上两个并购项目，预计公司今年还将落地一所本科学校的并购。

4. 财务分析

对比其他上市民办高教企业，中国科培盈利能力强，体现为较高的毛利率与净利率。公司2019年毛利率和净利率分别达到67.5%和63.9%，比民办高教行业上市公司均值分别高出11个百分点和26.5个百分点。我们认为中国科培能维持较高的盈利能力有以下原因：

- 1) 公司旗下的民办本科院校广东理工学院并非独立学院，无需向母体学校缴纳管理费；
- 2) 广东理工学院良好的地理位置支撑学费溢价，较大的学生规模摊薄了教师教学支出和折旧成本，学院办学管理水平良好。此外，学校开设的成人教育项目规模较大，为公司带来了额外的收入；
- 3) 过往公司的主要增长动力为内生增长，无需付出额外的并购整合成本。2020年落地的哈石油并购项目历史包袱小、土地储备充足、无需付出转设成本，预计未来公司将维持良好的盈利能力。

表 11：民办高教上市公司 2017-2019 财年毛利率与净利率

财务指标	毛利率			净利率		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
中国科培	67.2%	67.7%	67.5%	50.7%	59.4%	63.9%
民生教育	58.3%	53.5%	51.4%	54.4%	53.4%	34.0%
新高教集团	54.9%	51.0%	49.8%	56.3%	43.2%	35.5%
中教控股	59.0%	-	57.4%	44.4%	-	30.3%
中国新华教育	57.0%	59.7%	59.7%	50.9%	66.3%	61.8%
华立大学集团	55.2%	55.0%	54.5%	33.4%	31.8%	33.1%
希望教育	47.8%	45.4%	50.7%	28.1%	16.3%	36.8%
中汇集团	44.9%	45.6%	48.6%	21.6%	25.7%	29.7%
宇华教育	51.5%	56.1%	58.3%	37.1%	44.4%	28.3%
建桥教育	45.8%	52.3%	55.8%	12.9%	25.6%	25.0%
辰林教育	71.1%	71.3%	68.2%	38.3%	38.7%	33.3%
平均值	55.7%	55.8%	56.5%	38.9%	40.5%	37.4%

资料来源：公司公告、Wind、国元证券经纪（香港）整理

对比同行业民办高教上市公司，2019年中国科培的负债率水平低，仅为18.5%（民办高教行业平均值为48.1%）。2019年1月上市后，公司的资产负债率显著改善，较低的资产负债率意味着较低的财务费用水平，亦可为外延并购提供支持。2019年公司的ROE水平为21.6%，领先同业。

表 12：民办高教上市公司 2017-2019 财年资产负债率与 ROE

财务指标	资产负债率			ROE		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
中国科培	41.8%	38.5%	18.5%	21.3%	26.3%	21.6%
民生教育	25.5%	46.7%	45.3%	11.3%	10.3%	9.5%
新高教集团	32.9%	51.0%	50.8%	17.9%	13.5%	17.8%
中教控股	15.5%	-	54.3%	10.5%	-	9.3%
中国新华教育	24.6%	11.8%	20.5%	19.5%	15.1%	10.8%
华立大学集团	74.4%	62.5%	63.5%	22.3%	17.4%	15.2%
希望教育	87.9%	49.8%	57.9%	38.1%	7.0%	11.2%
中汇集团	62.4%	70.8%	48.6%	29.5%	27.1%	19.4%
宇华教育	26.6%	38.7%	57.6%	18.5%	17.8%	13.6%
建桥教育	77.9%	68.2%	64.3%	6.9%	13.7%	13.2%
辰林教育	83.3%	74.5%	46.7%	68.7%	46.6%	16.5%
平均值	46.9%	43.8%	48.1%	19.6%	16.5%	14.2%

注：计算资产负债率和 ROE 平均值时不包含辰林教育的值，原因为辰林教育 2017-2018 年偏离平均值较多

资料来源：公司公告、Wind、国元证券经纪（香港）整理

5. 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

由于公司未来将重点发展本科教育，我们假设广东理工学院 20/21-22/23 学年本科在校生人数增速分别为 12%/10%/8%、本科学费每年增长 10%；预计公司未来专科和中职教育学生人数和收入将稳中有降；预计成人教育学生人数和收入未来 3 年将持续较快增长。基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年广东理工学院和肇庆学校收入如下：

表 13：广东理工学院和肇庆学校收入预测

单位：人民币百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
本科课程	331	449	571	698	838
同比增速	53.7%	35.8%	27.3%	22.2%	20.0%
大专课程	116	113	109	108	104
成人大学	27	42	64	76	82
专升本	5	4	5	6	6
中等职业教育	42	47	44	43	42
学费收入	521	656	793	931	1072
同比增速	26.0%	25.8%	21.0%	17.3%	15.1%
住宿费	44	52	36	74	82
其他教育服务费用	10	6	6	6	7
总收入	575	714	836	1,012	1,160

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

考虑到公司 1 月收购的哈尔滨石油学院将于 2020 年并表，结合该校未来学生人数及学费的增长预期，我们预计其 2020-2022 年收入分别同比增长 7%/10%/10% 至 1.66/1.83/2.02 亿元。综上，我们预计公司 2020-2022 年总收入为

10.02/11.95/13.63 亿元。基于收入预测，我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 6.05/7.16/8.08 亿元，EPS 分别为 0.30/0.36/0.40 元。

5.2 行业估值及目标价

今年以来，受新冠疫情影响，就业形势严峻，为了稳就业，2 月底教育部明确表示 2020 年专升本扩招 32.2 万人，扩招后专升本招生规模预计将达 56.9 万人，同比增长 130% 以上；5 月 22 日《政府工作报告》再次提出高职院校全年扩招 200 万，招生数同比增加 41%，近期频繁出台的稳就业高校扩招政策直接利好民办高校未来学额的增长。受益于此，我们预计公司旗下 3 所学校未来将保持较强的内生增长动力，在不考虑新的外延并购的情况下，未来 3 年净利润 CAGR 也有望保持 20% 以上，结合行业估值情况，我们给予公司 2021 年 20 倍目标 PE，对应目标价为 7.8 港元，较现价有 22.3% 的涨幅空间，首次覆盖给予“买入”评级。

表 14：民办高教行业估值

代码	公司名称	股价	市值（亿港元）	PE				PB (MRQ)
				2019A	2020E	2021E	2022E	
0839.HK	中教控股	13.56	273.9	41.8	27.5	22.4	19.7	3.7
6169.HK	宇华教育	7.66	255.8	47.7	29.1	20.9	19.6	6.5
1765.HK	希望教育	2.60	173.6	31.7	25.2	19.0	16.6	3.5
0382.HK	中汇集团	6.10	62.1	25.9	19.3	15.5	12.7	3.3
1756.HK	华立大学集团	3.35	40.2	16.3	12.3	9.3	7.4	1.4
2001.HK	新高教集团	4.70	72.4	16.8	12.8	10.6	9.2	2.7
1569.HK	民生教育	1.27	51.0	13.4	11.0	9.4	8.2	1.2
2779.HK	中国新华教育	2.64	42.5	14.1	12.0	10.5	9.6	1.5
行业平均				26.0	18.7	14.7	12.9	3.0
1890.HK	中国科培	6.38	127.7	25.5	19.4	16.4	14.5	4.2

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）整理

风险提示

政策风险：《民促法》实施条例尚未最终落地，且各地实施政策和细则存在不确定性，行业监管政策存在收紧风险。

学生人数增长不及预期：校区扩容和宿舍扩建能否如期完成存在风险；而校区扩容和宿舍改建完成后，本科学额和本科专业设置需要教育部门审批，也存在一定的不确定性。

学费增长不及预期：学费水平取决于办学品牌和同行业收费水平等，学生就业率和就业质量影响办学品牌，学费提价存在不确定性。

并购整合风险：外延并购是公司实现增长的策略之一，已有的收购项目能否顺利如期推进存在不确定性，公司能否顺利整合并购标的学校也存在风险。

财务报表摘要

损益表 (人民币百万元, 财务年度截至12月)						财务分析					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入	575	714	1,002	1,195	1,363	盈利能力					
营业成本	-186	-232	-328	-392	-447	毛利率 (%)	67.7%	67.5%	67.3%	67.2%	67.2%
毛利	390	482	674	804	915	净利率 (%)	59.4%	63.9%	60.4%	59.9%	59.3%
销售及分销成本	-15	-24	-34	-41	-46	营运表现					
其他收益	58	81	85	89	94	SG&A/收入 (%)	13.5%	10.8%	11.4%	10.8%	10.8%
管理费用	-77	-77	-114	-129	-147	实际税率 (%)	-	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
其他经营支出	-5	-1	-1	-1	-1	股息支付率	-	38.5%	38.5%	38.5%	38.5%
税前盈利	342	458	608	719	811	应收账款天数	14.4	15.2	15.2	15.2	15.2
所得税	0	-2	-3	-3	-3	偿债能力					
净利润	342	456	605	716	808	资产负债率	38.5%	18.5%	18.5%	19.2%	19.2%
少数股东损益	0	0	0	0	0	流动比率	0.9	2.8	2.2	2.8	3.5
归母净利润	342	456	605	716	808	速动比率	0.9	2.7	2.1	2.7	3.4
EPS	0.23	0.23	0.30	0.36	0.40						
DPS	-	0.09	0.12	0.14	0.16						
资产负债表						现金流量表					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
现金	433	1,112	948	1,515	2,414	除税前利润	342	458	608	719	811
应收账款及票据	23	30	42	50	57	折旧	57	67	72	84	91
其他流动资产	271	301	310	341	350	其他营运活动	84	14	71	84	117
总流动资产	727	1,443	1,300	1,906	2,822	营运性现金流	484	539	751	887	1,019
固定资产	1,274	1,423	1,500	1,716	1,825	资本开支	-420	-210	-150	-300	-200
非流动资产的预付款项	129	93	96	99	102	其他投资活动	-94	-203	-853	-3	-3
其他非流动资产	200	174	229	231	230	投资性现金流	-514	-414	-1,003	-303	-203
总资产	2,330	3,423	3,862	4,233	4,967	已付利息	-17	-11	-12	-17	-17
其他应付款	116	106	107	97	98	其他融资活动	85	554	100	0	100
合约负债	335	412	494	593	712	融资性现金流	68	543	88	-17	83
其他流动负债	344	3	1	1	1	现金变化	37	668	-164	567	899
总流动负债	794	521	602	691	810	期初持有现金	369	433	1,112	948	1,515
长期贷款	100	100	110	120	140	期末持有现金	433	1,112	948	1,515	2,414
其他非流动负债	4	12	3	2	2						
总负债	898	633	715	813	952						
股东权益	1,433	2,790	3,147	3,420	4,015						

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>