

中汇集团 (00382.HK)

商科民办高教龙头，尽享大湾区发展红利

大湾区最大民办商科高等教育集团，高教政策+大湾区发展红利：按2017/2018学年商务专业的总入学人数，公司是大湾区最大民办商科高等教育集团。2019/2020年H1，公司分别实现营收7.0亿元/4.2亿元，分别同比增长10.7%/18.9%，经调整净利润2.4亿元/1.5亿元，分别同比增长30.9%/35.4%。稳就业导向下民办高教政策持续加码支持行业发展，大湾区作为中国最重要的制造业和商业中心之一，预计2022年第三产业从业人员比例或提升至42.2%，推动专业人才培养需求增长。

国内+海外协同，自建+外延并举，学校资产质地优异。公司旗下共三所自建学校、一所收购学校，国内外良好协同，资产质地优异办学质量高。

- **华商学院：**广东财经大学下属独立学院，全国排名第29位，截至2020H1共37个本科专业，在校生24110人，近三年CAGR为5.2%。
- **华商职业学院：**截至2020H1共44个专科专业，在校生10661人。其中旅游专业及酒店管理专业为广东省“重点建设学科”。
- **澳洲国际商学院：**ASQA认可的职业教育及培训注册培训机构，提供提供高级文凭、文凭或其他职业教育培训认可的证书以及其他非学历教育课程。截至2020H1，学校在校学生人数为506人。
- **新加坡NYU Language School：**收购于2019年12月，获得新加坡教育部门EduTrust的权威认证，提供长短期语言培训课程及各类新加坡学校入学预备课程，截至2020H1在校学生人数为23人。

扩建推动办学资源优化，支撑中长期可持续发展。校区扩建稳步推进，四会一期预计2020年9月投入使用，可增加6000学生容量支撑内生增长；增城校区扩建华商科技中心与华商国际会议中心，以升级教学场地；实训平台持续优化，截止目前超过20000人参与实训课程。

校企合作广泛，产教融合助力学生就业。公司旗下学校已与100+优质企业建立合作关系，通过产教融合的教学培养模式提高学生就业竞争力，旗下国内高等院校就业率95%+显著优于行业水平，2019年华商会计学院毕业生108人进入2019年中注协国内前50大会计师事务所工作。

投资建议。公司为大湾区民办商科龙头，内生+外延成长确定性强，预计公司2020-2022年归母净利润分别为2.90/3.54/4.18亿元，同增34%/21.8%/18.1%，对应EPS0.29/0.35/0.41元。我们给予公司目标价2020年22倍估值，对应目标价6.95港元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：新校区建设或不及预期的风险、宏观经济持续低迷的风险、《民促法》未来落地或存政策性风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	652	725	848	994	1,135
增长率 yoy (%)	6.7	11.2	17.0	17.2	14.1
归母净利润(百万元)	161.6	217	290	354	418
增长率 yoy (%)	23.2	34.1	34.0	21.8	18.1
EPS 最新摊薄(元/股)	0.16	0.21	0.29	0.35	0.41
净资产收益率(%)	25.3	13.4	15.7	16.0	15.9
P/E(倍)	33.0	24.6	18.3	15.1	12.8
P/B(倍)	7.6	3.3	2.8	2.4	2.0

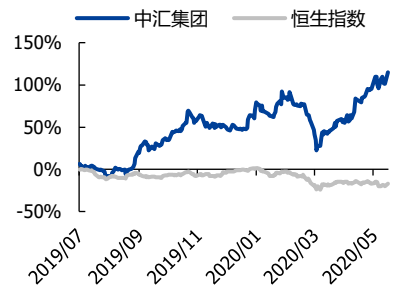
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (首次)

股票信息

行业	教育
最新收盘价	6.10
总市值(百万港元)	6,212.01
总股本(百万股)	1018.36
其中自由流通股(%)	100%
30日日均成交量(百万股)	3.27

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1158	1695	2002	2579	3148	营业收入	652	725	848	994	1135
现金	149	1352	1321	2038	2548	营业成本	346	362	424	487	545
应收票据及应收账款	2	3	2	4	3	研发费用等其他	0	0	0	0	0
其他应收款	138	37	67	80	61	销售费用	9	7	8	10	11
预付账款	0	0	0	0	0	管理费用	67	82	102	119	131
存货	0	0	1	1	1	财务费用	17	23	22	15	11
其他流动资产	869	303	611	457	534	利息收入	1	5	20	25	34
非流动资产	1238	1432	1497	1558	1617	其他非经营性损益	2	22	27	30	33
长期投资	0	45	45	45	45	投资净收益	0	0	0	0	0
固定资产	1176	1180	1245	1306	1365	营业利润	215	273	319	393	470
无形资产	0	0	0	0	0	其他收益及亏损	10	-30	6	6	7
其他非流动资产	63	207	207	207	207	利润总额	225	243	324	399	477
资产总计	2396	3127	3499	4137	4765	所得税	48	28	26	36	48
流动负债	1024	1019	1183	1370	1526	净利润	177	215	298	363	429
短期借款	214	166	100	100	100	少数股东损益	14	6	8	10	12
应付票据及应付账款	11	10	15	13	18	归属母公司净利润	162	217	290	354	418
其他流动负债	799	843	1068	1257	1408	EBITDA	306	331	392	463	539
非流动负债	673	502	412	500	542	EPS (元)	0.16	0.21	0.29	0.35	0.41
长期借款	568	390	312	394	436						
其他非流动负债	106	113	100	106	106						
负债合计	1697	1521	1595	1870	2068						
少数股东权益	0	70	70	70	70						
股本	0	556	556	556	556						
资本公积	626	980	1270	1624	2041						
留存收益	626	1606	1896	2250	2668						
归属母公司股东权益	73	0	8	18	29						
负债和股东权益	4093	4648	3499	4137	4765						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	338	423	461	530	594
净利润	162	217	298	363	429
折旧摊销	64	64	46	49	52
财务费用	0	0	22	15	11
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	62	130	122	133	135
其他经营现金流	50	12	-27	-30	-33
投资活动现金流	-839	433	-392	74	-155
资本支出	-133	-255	-77	-56	-59
长期投资	-604	616	-46	-49	-52
其他投资现金流	-102	72	-269	178	-44
筹资活动现金流	432	332	-101	114	71
短期借款	0	0	-89	-15	-11
长期借款	488	-227	-78	82	42
普通股增加	0	629	0	0	0
资本公积增加	0	-9	0	0	0
其他筹资现金流	-56	-61	65	46	40
现金净增加额	-69	1188	-31	717	511

主要财务比率					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力	6.7	11.2	17.0	17.2	14.1
营业收入(%)	10.8	27.1	16.6	23.3	19.6
营业利润(%)	23.2	34.1	34.0	21.8	18.1
归属于母公司净利润(%)					
获利能力	46.9	50.1	50.0	51.0	52.0
毛利率(%)	24.8	29.9	34.2	35.6	36.8
净利率(%)	25.3	13.4	15.7	16.0	15.9
ROE(%)	12.6	10.4	12.8	12.7	12.7
ROIC(%)					
偿债能力	70.8	48.6	45.6	45.2	43.4
资产负债率(%)	221.5	10.5	14.4	-7.4	-17.8
净负债比率(%)	1.1	1.7	1.7	1.9	2.1
流动比率	1.1	1.7	1.7	1.9	2.1
速动比率					
营运能力	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
总资产周转率	509.6	337.1	337.1	337.1	337.1
应收账款周转率	22.9	34.9	34.9	34.9	34.9
应付账款周转率					
每股指标 (元)	0.16	0.21	0.29	0.35	0.41
每股收益(最新摊薄)	0.33	0.42	0.45	0.52	0.58
每股经营现金流(最新摊薄)	0.69	1.58	1.87	2.23	2.65
每股净资产(最新摊薄)					
估值比率	33.0	24.6	18.3	15.1	12.8
P/E	7.6	3.3	2.8	2.4	2.0
P/B	17.2	13.3	10.3	7.8	5.8
EV/EBITDA	6.7	11.2	17.0	17.2	14.1

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

公司概况：大湾区领先的民办高等教育提供商	5
发展历程：稳扎稳打实现跨越式发展	5
管理层与股权结构：深耕教育行业，股权集中度高	6
管理层：经验丰富，涉足教育行业多年	6
股权架构：实控人为廖氏夫妇，股权相对集中	6
核心业务：立足优质高教资产，细琢课程设置	7
财务分析：财务表现健康稳健，充裕现金支撑长期发展	8
行业分析：区位优势与政策齐飞，尽享行业成长红利	9
行业概况：高教行业方兴未艾，民办教育空间可期	9
区位优势：聚焦大湾区人才缺口，瞄准区域增长潜力	11
行业政策：政策利好频出，扩招推动增量市场	12
公司分析：大湾区民办商科龙头，内外兼修前景广阔	13
华商学院：优质商科民办高校，办学质量卓越	13
华商职业学院：优质应用型专科院校，增长保持稳健	15
课程设计紧跟市场，顺应大湾区第三产业需求	15
办学资源持续优化，支撑内生可持续增长	16
校企合作广泛，产学研结合能力助力学生就业	17
现代化运营管理，教学体验佳	18
海外：国际市场先行者，中长期增长可期	19
澳洲国际商学院：自建模式拓展国际市场，轻资产模式盈利可期	19
新加坡 NYU Language School	20
盈利预测和估值	21
盈利预测	21
估值建议	22
风险提示	23

图表目录

图表 1：公司发展历程	5
图表 2：学校概况	5
图表 3：学校区间学费	6
图表 4：公司创始人及核心管理层介绍	6
图表 5：股权结构	7
图表 6：公司 2016 年以来营业收入及增速	7
图表 7：公司 2016 年以来归属母公司净利润及增速	7
图表 8：入读学生人次	8
图表 9：分学校学生占比	8
图表 10：主营业务成本结构（百万元）	8
图表 11：费用率水平	8
图表 12：调整后净利润（百万元）	9
图表 13：费用率水平	9
图表 14：资产负债率	9
图表 15：账面现金（百万元）	9
图表 16：我国学历教育板块划分	10

图表 17: 历年民办高校数及渗透率 (家)	10
图表 18: 民办高等教育在校生数及渗透率 (万人)	10
图表 19: 高等教育入学人数及毛入学率 (万)	11
图表 20: 中国高等教育行业总收入 (十亿元)	11
图表 21: 广东省 GDP 及增速	11
图表 22: 广东省人均 GDP 及增速	11
图表 23: 大湾区民办高等教育总入学人数 (千人)	12
图表 24: 大湾区民办高等教育高等教育行业总收入 (十亿元)	12
图表 25: 广东省人才缺口情况 (千人)	12
图表 26: 高教行业政策分析	13
图表 27: 华商学院初次就业率	14
图表 28: 各学年分数线	14
图表 29: 华商学院教师数量 (人)	14
图表 30: 各学年平均学费及增速 (元)	14
图表 31: 华商学院学生人数	15
图表 32: 华商学院专插本招生人数	15
图表 33: 华商职业学院在校生人数及增速	15
图表 34: 华商职业学院平均学费及增速	15
图表 35: 大湾区 (除香港、澳门外) 第三产业从业人员比例	16
图表 36: 广东省第三产业 GDP 占比	16
图表 37: 公司实训平台架构	17
图表 38: 实训基地实验室	17
图表 39: 华商云会计产业学院校企合作项目签约仪式	17
图表 40: 华商云会计产业学院校企合作项目签约仪式	17
图表 41: 华商学院与华商职业学院部分合作企业	18
图表 42: 澳洲国际商学院部分合作企业	18
图表 43: 华商 E 家 APP	18
图表 44: 澳洲国际商学院部分合作企业	18
图表 45: 线上授课情况	19
图表 45: 公司海内外收入结构	19
图表 46: 澳洲国际商学院	20
图表 47: 澳洲国际商学院学生人数	20
图表 48: NYU Language School	20
图表 49: NYU Language School 课堂	20
图表 50: 公司营业收入预测	21
图表 51: 中汇集团主要财务指标预测 (单位: 百万元, %)	22
图表 52: 可比公司估值表	22

公司概况：大湾区领先的民办高等教育提供商

发展历程：稳扎稳打实现跨越式发展

中汇集团是大湾区领先的民办高等教育提供商，在中国和海外提供民办教育服务。公司拥有庞大的学生基础并以规模经济方式经营，在中国运营两家民办高等教育机构，于澳大利亚墨尔本运营一家民办职业教育机构。就 2017/2018 年所有专业的在校人数而言，是大湾区第二大民办高等教育集团，截止 2020 年 2 月 29 日，共有 35300 名学生入读。

公司于 2003 年开始运营，2006 年在中国广州市成立了首所学校华商学院，2009 年在广州建立华商职业学院，2015 年投资海外并在墨尔本开办了其首所国际学校澳洲国际商学院，2019 年 7 月 16 日于香港联合交易所有限公司（港交所）主板成功上市。

图表 1: 公司发展历程

年份	里程碑事件
2003 年	通过太阳城发展开始运营
2006 年	华商学院开课
2009 年	华商职业学院开课
2010 年	中国运营学校总入学人数达到 10000 人
2012 年	中国运营学校总入学人数达到 20000 人
2014 年	中国运营学校总入学人数达到 30000 人
2016 年	澳洲国际商学院开课
2017 年	在中国管理科学研究院发布的武书连 2017 中国独立学院民办大学综合实力排行榜中，华商学院名列广东省第 13 位。
2019 年	7 月 16 日于香港联合交易所有限公司（港交所）主板成功上市

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

目前公司旗下共四所院校，包括三所自建的华商学院（本科/专升本）、华商职业学院（专科）、澳洲国际商学院（职业教育/非学历教育），以及 2019 年 12 月并购新加坡 NYU Language School。

图表 2: 学校概况

学校名称	类型	自建/收购	成立/并购时间	所在城市	校园容量
广东财经大学华商学院	本科/专升本	自建	2006	广州	60000 人
广州华商职业学院	专科	自建	2009	广州	
澳洲国际商学院	职业教育/非学历教育	自建	2016	墨尔本	-
NYU language school	本科/专科/语言预科/创业与培训项目	收购	2019	新加坡	-

资料来源：招股书，调研资料，国盛证券研究所

公司旗下学校学费始终位于广东省同类型高校较高水平，且始终保持稳步上涨趋势。

图表 3: 学校区间学费

		2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020
华商学院	本科课程 (元)	18300-28000	19300-28000	22000-35000	25000-36000	27000-39800
	专插本课程 (元)	16600-17500	17300-18500	18300-19800	22000-23500	25000-29800
华商职业学院	专科学历课程 (元)	13500-26000	14500-26000	14500-26000	15000-26000	15500-27000
澳洲国际商学院	职教培训课程 (澳元)	3500 -7500	3500-9000	5000-15000	4700-15000	3500 -13000
	非学历教育课程 (澳元)	1260 澳元-7340 澳元	2500 澳元-4820 澳元	320 澳元-4177 澳元	2450 澳元	-

资料来源: 招股书, 业绩发布会资料, 国盛证券研究所

管理层与股权结构: 深耕教育行业, 股权集中度高

管理层: 经验丰富, 涉足教育行业多年

公司创始人廖榕就先生于 2004 年, 以广州太阳城集团为投资主体, 斥资数亿元与广东商学院合作兴办广东商学院华商学院, 并得到国家教育部的批准。

廖先生在民办教育领域多有建树, 自 2009 年 6 月起担任广东省民办教育协会副会长, 自 2014 年 12 月起担任中华职业教育社理事, 于 2015 年 9 月荣获广东当代民办教育举办人突出贡献奖。

图表 4: 公司创始人及核心管理层介绍

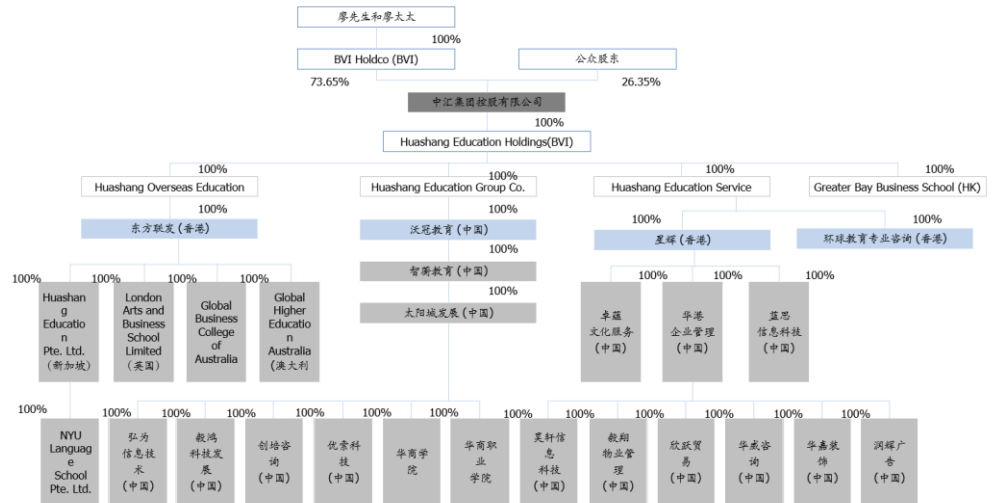
姓名	年龄	职位	职务和职责	与其他董事及高级管理人员的关系
廖榕就先生	65 岁	执行董事兼董事会主席	监督企业发展及战略规划	陈女士的配偶 廖伊曼女士的父亲 廖榕根先生的哥哥
练瑛女士	64 岁	执行董事	监督本集团整体管理与战略规划	廖先生的配偶 廖伊曼女士的母亲 廖榕根先生的嫂子
廖伊曼女士	39 岁	执行董事兼首席执行官	战略发展、整体运营管理及重大决策	廖先生及陈女士的女儿 廖榕根先生的侄女
廖榕根先生	58 岁	非执行董事	就企业发展及业务运营提供建议	廖先生的弟弟 陈女士的小叔弟 廖伊曼女士的叔叔
徐刚先生	64 岁	独立非执行董事	监督董事会及为董事会提供独立判断	无
卢志超先生	45 岁	独立非执行董事	监督董事会及为董事会提供独立判断	无
李加彤先生	46 岁	独立非执行董事	监督董事会及为董事会提供独立判断	无

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

股权架构: 实控人为廖氏夫妇, 股权相对集中

实际控制人持股比例相对集中。公司控股股东为廖氏夫妇, 两人合计持股比例 73.65%, 持股比例集中。廖氏夫妇均为太阳城集团的董事, 该集团及其附属公司所从事业务领域广泛, 包括酒店及旅游、纺织及服装、房地产以及金融投资。

图表 5: 股权结构

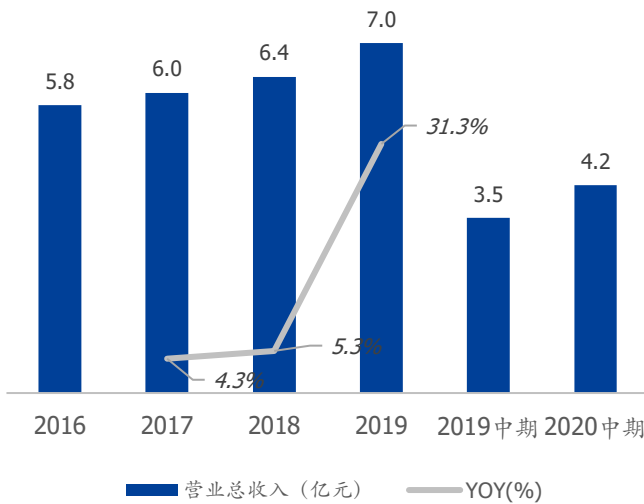


资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

核心业务: 立足优质高教资产, 细琢课程设置

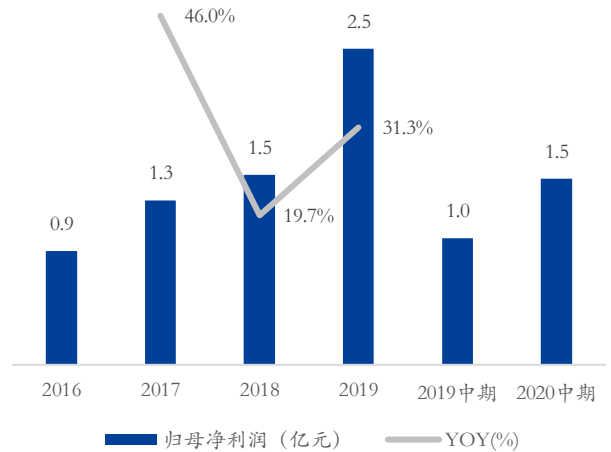
内生增长支撑整体业绩实现较快增长。受益于华商学院及华商职业学院学生数的快速上升和平均学费的上涨, 公司近四年营业收入、归母净利润 CAGR 分别达 10.49%、30.5%。2019、2020H1 分别实现营收 7.0 亿元、4.2 亿元, 同比增长 31.3%、18.8%, 对应归母净利润分别为 2.5 亿元、1.5 亿元, 同比增长 31.3%、51.0%。

图表 6: 公司 2016 年以来营业收入及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

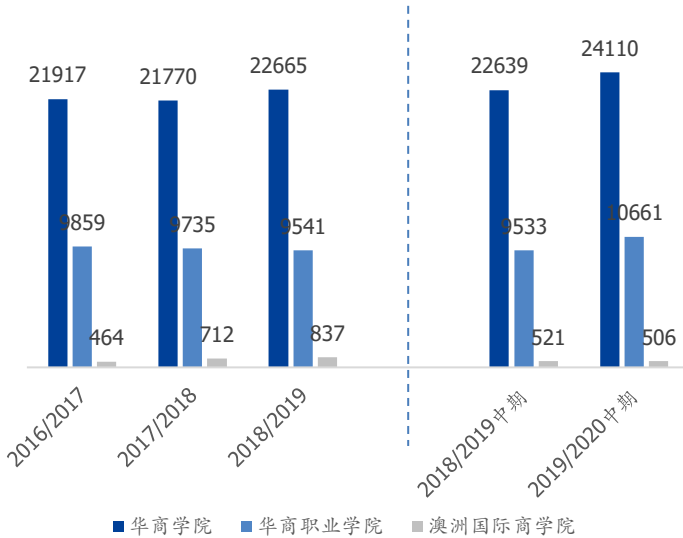
图表 7: 公司 2016 年以来归母公司净利润及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

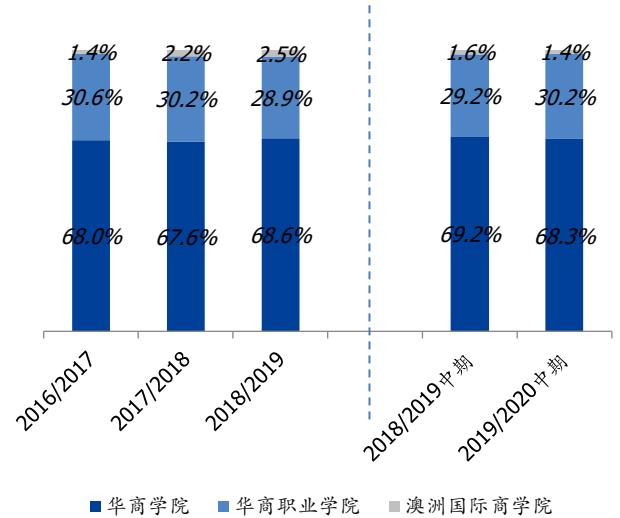
截止 2020H1 集团下属学校共计 35300 名在校生, 整体呈现稳步增长趋势。其中华商学院、华商职业学院、澳洲国际商学院占比分别为 68.3%、30.2%、1.4%。

图表 8: 入读学生人次



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 9: 分学校学生占比

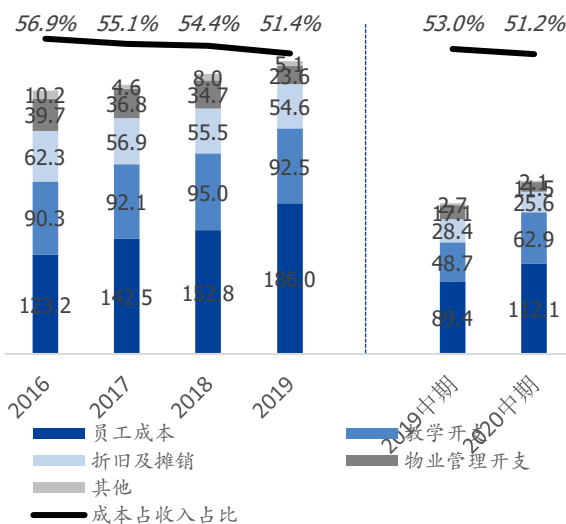


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

财务分析: 财务表现健康稳健, 充裕现金支撑长期发展

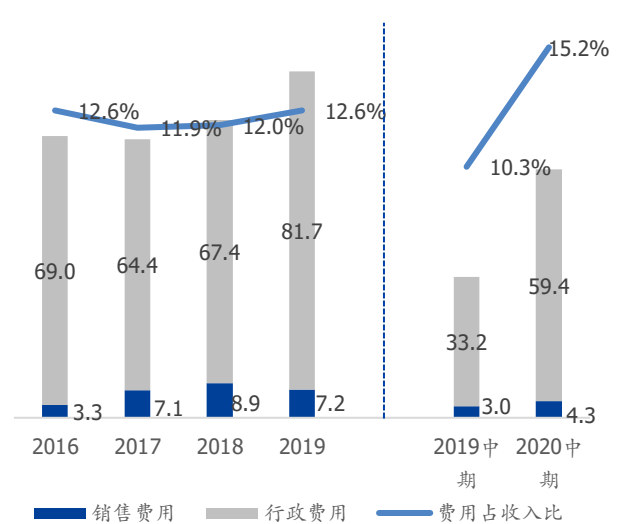
成本逐步优化, 费用端有望改善。现有学校规模效应持续显现, 支撑成本率呈现稳中下降趋势。费用端销售费用始终保持较低且稳定水平, 2020H1 成本率降至 51.2% (yoy-1.8pp), 充分体现公司行业品牌力, 由于集团业务布局及培训业务的前期准备阶段影响, 行政费用增长较为明显, 导致费用率有所提升, 2020H1 费用率提升至 15.2% (yoy+4.9pp), 预计随着培训业务的开展费用端边际改善或凸显。

图表 10: 主营业务成本结构 (百万元)



资料来源: 公司公告, 业绩交流会资料, 国盛证券研究所

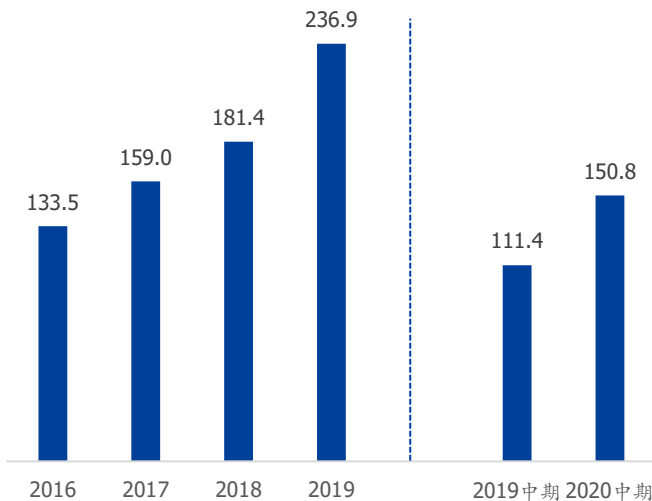
图表 11: 费用率水平



资料来源: 公司公告, 业绩交流会资料, 国盛证券研究所

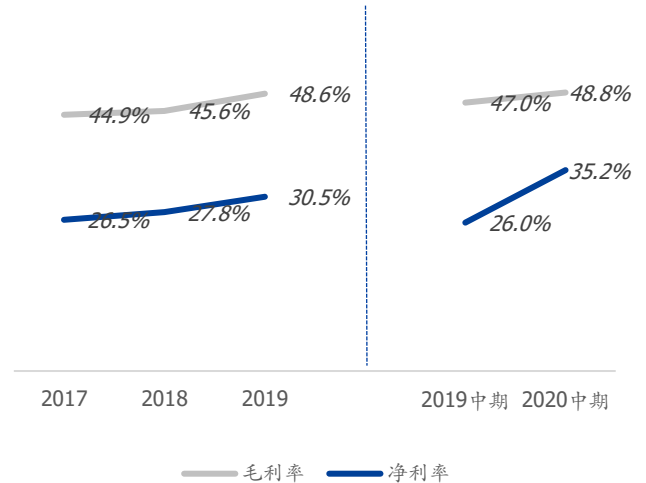
调整后净利润增长亮眼, 毛利率净利率双双提升。剔除上市费用等非经常性损益后的调整后净利润增长亮眼, 2020H1 实现调后净利润 1.5 亿元, 同比增长 35.4%, 盈利水平实现持续提升, 2020H1 毛利率、净利率分别提升至 48.8% (yoy+1.8pp)、35.2% (yoy+9.2pp)。

图表 12: 调整后净利润 (百万元)



资料来源: 公司公告, 业绩交流会资料, 国盛证券研究所

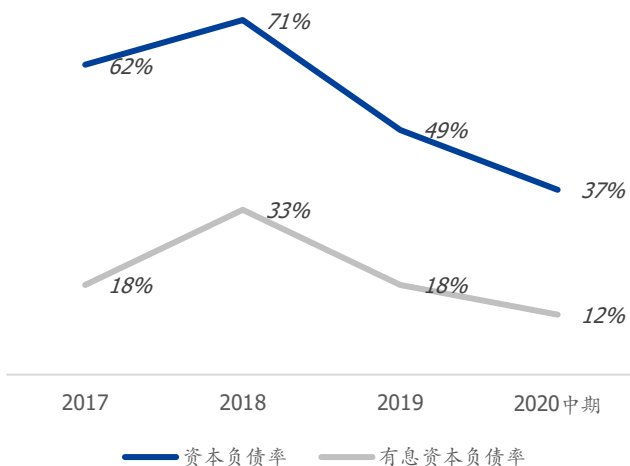
图表 13: 费用率水平



资料来源: 公司公告, 业绩交流会资料, 国盛证券研究所

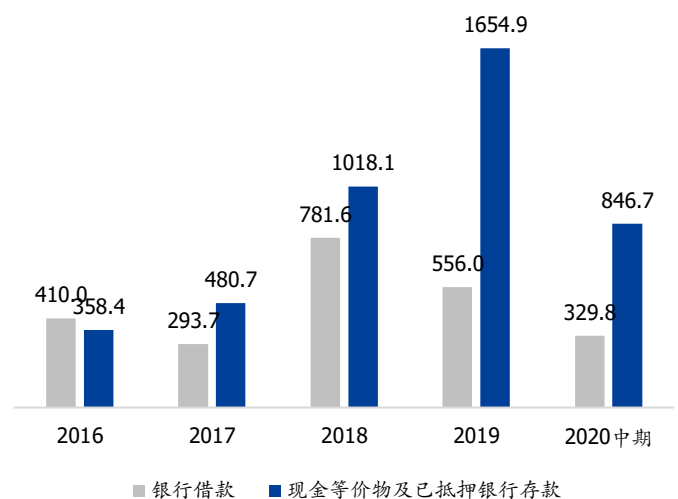
资产负债结构健康, 在手现金充裕。资产负债结构逐渐优化, 2020H1 资产负债率、有息资产负债率分别降至 37%、12%, 同比分别大幅改善 12pp、6pp。截止 2020H1 现金及等价物约 11.8 亿, 充裕的现金为后续内生外延扩张提供保障。

图表 14: 资产负债率



资料来源: 公司公告, 业绩交流会资料, 国盛证券研究所

图表 15: 账面现金 (百万元)



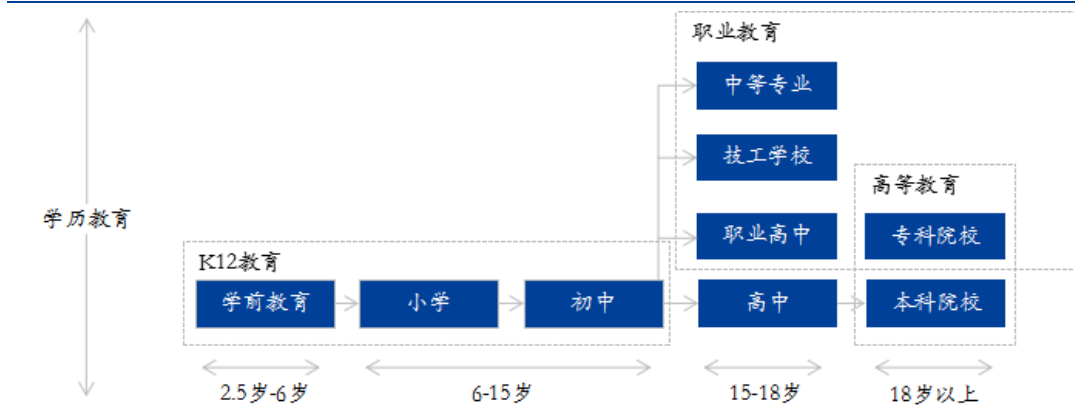
资料来源: 公司公告, 业绩交流会资料, 国盛证券研究所

行业分析: 区位优势与政策齐飞, 尽享行业成长红利

行业概况: 高教行业方兴未艾, 民办教育空间可期

学历教育包括基础教育(学前教育至高中)、职业教育(中等和高等职业教育)及高等教育(专科、本科、研究生院)。根据举办者划分, 可分为国家机构举办的公办教育和其他社会组织及个人举办的民办教育。现阶段, 我国以公办为主, 民办为辅。

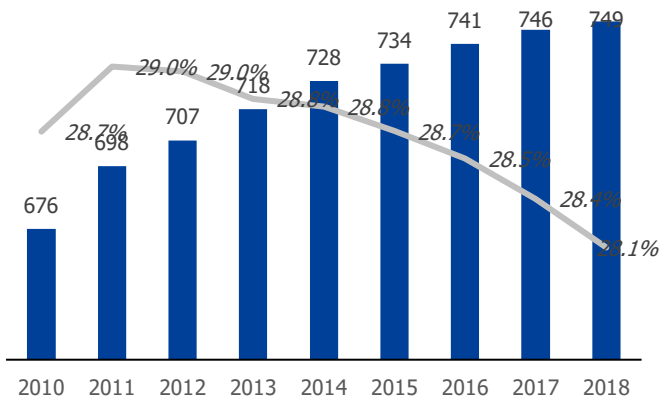
图表 16: 我国学历教育板块划分



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国盛证券研究所

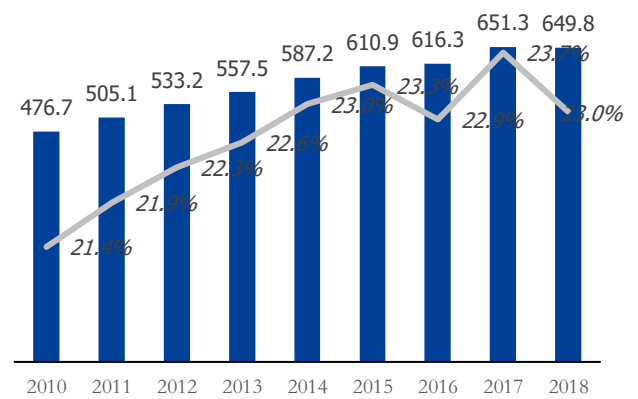
民办教育是公办高教资源的有效补充, 有效承接行业增量需求。截至 2018 年底, 全国普通高等学校 2663 所, 其中民办高等教育学校 749 所, 对应占比 28.1%, 占比相较前期略有下降, 而民办高等教育学校在校生数达到 650 万人, 对应占比 23%, 可见随着民办高校办学规模日益壮大、以及办学质量的逐步提升, 民办教育有效承接了扩招背景下的增量行业需求。

图表 17: 历年民办高校数及渗透率 (家)



资料来源: 教育部, 国盛证券研究所

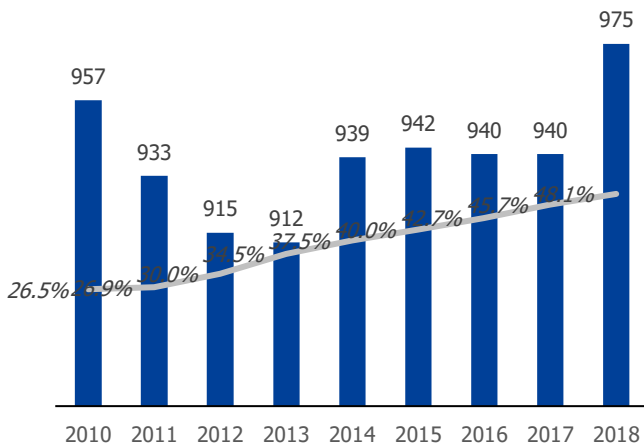
图表 18: 民办高等教育在校生数及渗透率 (万人)



资料来源: 教育部, 国盛证券研究所

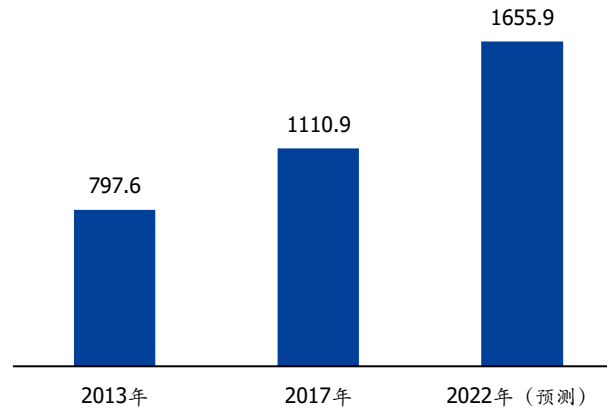
毛入学率仍存提升空间, 民办高校招生空间大。高等教育行业入学人数从 2010 年的 957 万人增至 2018 年的 975 万人, 毛入学率从 2010 年的 26.5% 发展至 2018 年的 48.1%, 入学人数有所增加, 但相较发达国家高等教育毛入学率仍处于相对低位。

图表 19: 高等教育入学人数及毛入学率 (万)



资料来源: 教育部, 国盛证券研究所

图表 20: 中国高等教育行业总收入 (十亿元)

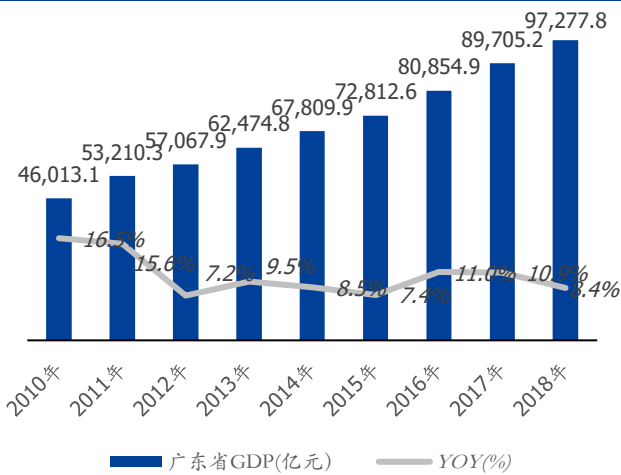


资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

区位优势: 聚焦大湾区人才缺口, 瞄准区域增长潜力

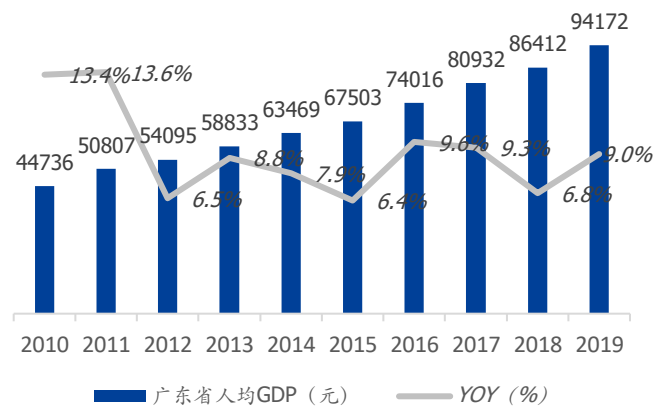
湾区经济发展红利+高教政策利好, 行业快速成长可期。大湾区是引领新一轮经济全球化格局的中坚力量, 广东省经济发达, GDP 增速近年始终高于全国平均水平, 2018 年广东省 GDP 达到 9.73 万亿元, 在全国各省中排名第一。大湾区规划利好高教行业发展, 2018 年《创新创业教育粤港澳大湾区宣言》发布, 提出建设粤港澳大湾区将打造世界级高等教育集群。2019 年, 中共中央、国务院印发《粤港澳大湾区发展规划纲要》, 提出打造粤港澳大湾区教育和人才高地。

图表 21: 广东省 GDP 及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

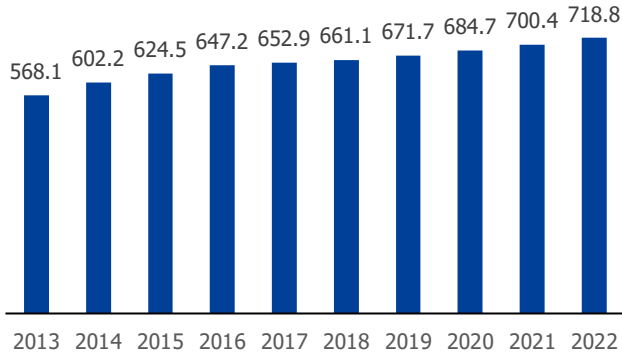
图表 22: 广东省人均 GDP 及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

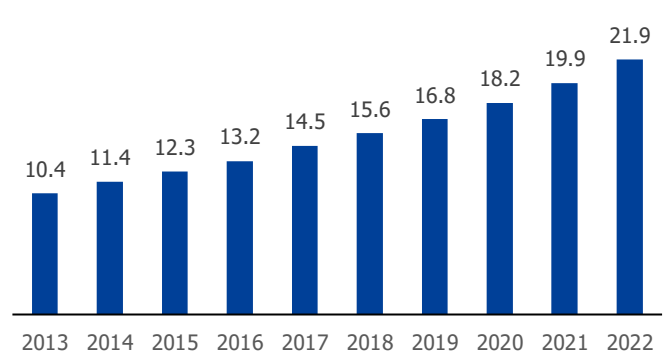
人口基数大, 教育需求强。截至 2018 年底, 广东常住人口 11346 万人, 比上年增长 177 万人, 增长 1.58%。广东省统计局发布 2018 年广东人口发展状况分析显示, 当年广东省常住人口数量继续居全国首位, 占全国人口总量的 8.13%, 人口密度为全国的 4.35 倍。2020 年 1 月, 广东省政府工作报告指明将加快推进新型城镇化, 放开放宽除广州、深圳以外的城市落户限制, 未来人口流入将增大教育需求。

图表 23: 大湾区民办高等教育总入学人数 (千人)



资料来源: 教育部, 国盛证券研究所

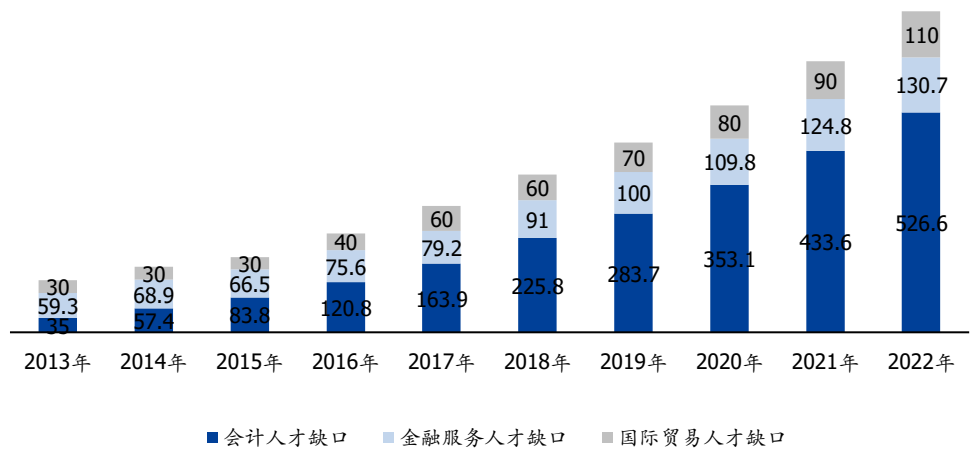
图表 24: 大湾区民办高等教育高等教育行业总收入 (十亿元)



资料来源: 教育部, 国盛证券研究所

人才结构性缺口大, 民办高等院校发展机会广阔。弗若斯特沙利文报告显示, 在广东省产业结构调整下, 第三产业发展迅速, 附加值从 2013 年的 3.1 万亿元增至 2017 年的 4.8 万亿元, 由此提供了大量就业机会, 催生了对会计、金融服务、国际贸易人才的需求, 尤其是具有熟练语言技能和国际化思维的人才。广东省现有的该等专业人员供需不平衡的局面, 为民办高等院校创造了广阔的发展空间, 日益庞大的人才需求有望在民办教育领域形成需求拉动, 民办高等院校迎来重大发展机遇。

图表 25: 广东省人才缺口情况 (千人)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国盛证券研究所

行业政策: 政策利好频出, 扩招推动增量市场

民办高等教育作为高等教育体系的重要补充, 长期以来获政策大力支持。近年来, 大量行业规范性政策出台, 推动民办高等教育的发展, 民办院校在高等教育市场渗透率仍能提升。

就业蓄水池功能凸显, 扩招政策下民办高教学额有望迎来可观增长。2020 年疫情影响下宏观就业压力增加, 2 月《国务院常务会议》与 5 月《十三届全国人大三次会议政府工作报告》分别提出专升本 2020 年扩招 32.2 万、高职院校今明两年扩招 200 万计划, 民办高校为吸纳专升本及专科生源主力军, 扩招政策支持下学额有望实现可观增长。

图表 26: 高教行业政策分析

时间	文件	主要内容
2010年6月	《国家中长期教育改革和发展规划 XII 纲要 (2010 — 2020) 》	深化办学体制改革, 大力支持民办教育, 依法管理民办教育。
2011年12月	《教育部关于推进中等和高等职业教育协调发展的指导意见》	加强保障, 营造中等和高等职业教育协调发展的政策环境。
2012年6月	《关于鼓励和引导民间资金进入教育领域促进民办教育健康发展的实施意见》	拓宽民间资金参与教育事业发展的渠道, 制定完善促进民办教育发展的政策, 健全民办教育管理与服务体系。
2015年11月	《 高等职业教育创新发展行动计 111 (2015 — 2018 年) 》	优化高等教育结构, 鼓励社会资本进入。
2016年11月	《 民办教育促进法 》修正案	民办学校的举办者可以自主选择设立非营利性或者营利性民办学校。但是, 不得设立实施义务教育的营利性民办学校。
2017年1月	《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的若干意见》	民办学校实行非营利性和营利性分类管理, 建立差别化扶持制度; 健全退出机制, 强化民办教育督导, 建立违规失信惩戒机制。
2018年8月	《民办教育促进法实施条例(修订草案) 》(送审稿)	完善民办学校设立与审批制度, 规范集团化办学行为, 保障民办学校办学自主权等。
2019年2月	《中国教育现代化 2035》	2035 年目标建成服务全民终身学习的现代教育体系, 建成一批中国特色高水平职业院校和专业, 强化职业学校和高等学校的继续教育与社会培训服务功能。
2019年2月	《加快推进教育现代化实施方案 (2018 — 2022 年) 》	强化职业学校和高等学校的继续教育与社会培训服务功能。
2020年2月	国务院常务会议	扩大硕士研究生招生和专升本规模, 增加基层医疗、社会服务等岗位招募。
2020年5月	十三届全国人大三次会议政府工作报告	今明两年职业技能培训 3500 万人次以上, 高职院校扩招 200 万人。

资料来源: 教育部及政府部门网站, 国盛证券研究所

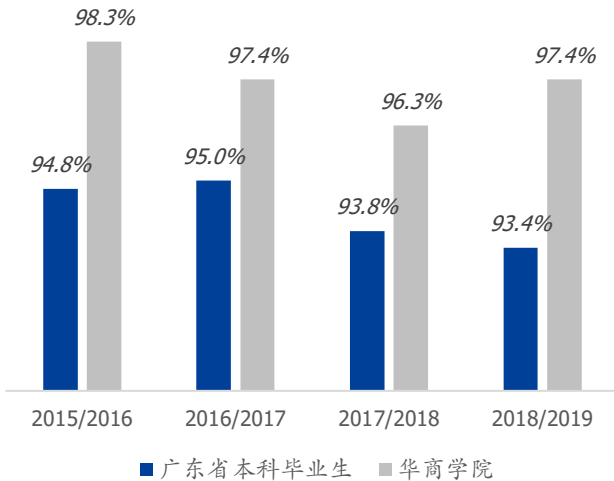
公司分析: 大湾区民办商科龙头, 内外兼修前景广阔

华商学院: 优质商科民办高校, 办学质量卓越

民办商科高校领军者, 专业设置不断优化。目前, 学校有 4 个学院 (系), 共 37 个本科专业, 其中 5 个中外联合培养双学位国际班、2 个海外创新班、1 个双语班。专业设置紧跟市场需求, 2019/2020 年新增税收学、化妆品科学与技术、中药学专业, 拥有多个省级特色、重点学科和省级本科建设站。

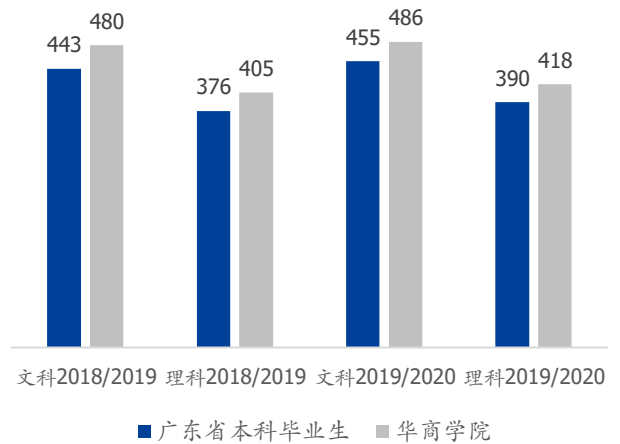
就业水平行业领先, 录取分数居高位。华商学院毕业生就业率始终显著高于全省平均水平, 2019 年华商会计学院毕业生有 108 位同学进入 2019 年中注协公布的国内前 50 大会计师事务所工作, 27 位同学进入德勤、安永、毕马威等“国际四大”工作。

图表 27: 华商学院初次就业率



资料来源: 招股书, 业绩交流会资料, 国盛证券研究所

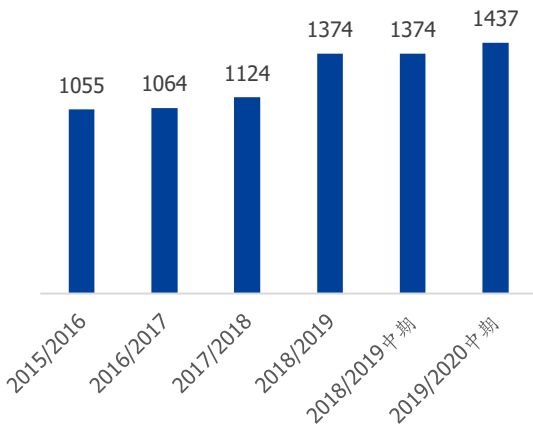
图表 28: 各学年分数线



资料来源: 招股书, 业绩交流会资料, 国盛证券研究所

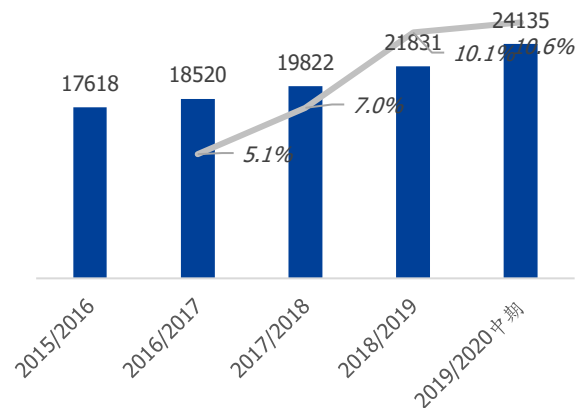
优质师资保障教学质量, 平均学费稳步提升。公司通常率先根据教学计划扩充师资团队, 近年来学校师资力量不断壮大, 生师比由 17/18 学年的 19:1 降至 19/20 学年的 17:1, 有效保障教学质量。同时平均学费实现稳步提升, 2019/2020 学年中期平均学费提升至 24135 元, yoy+10.6%。

图表 29: 华商学院教师数量 (人)



资料来源: 招股书, 业绩交流会资料, 国盛证券研究所

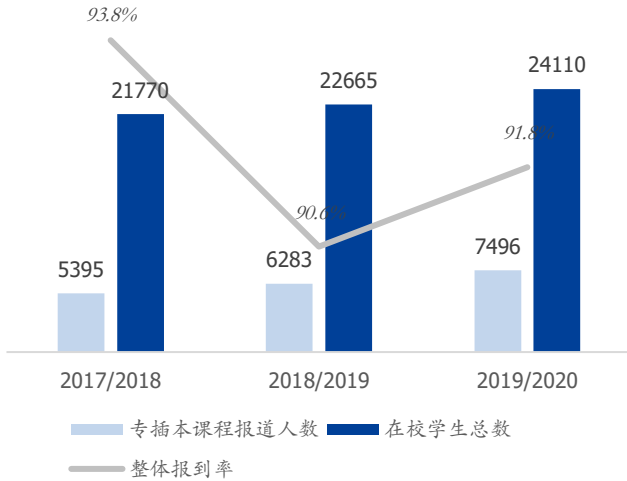
图表 30: 各学年平均学费及增速 (元)



资料来源: 招股书, 业绩交流会资料, 国盛证券研究所

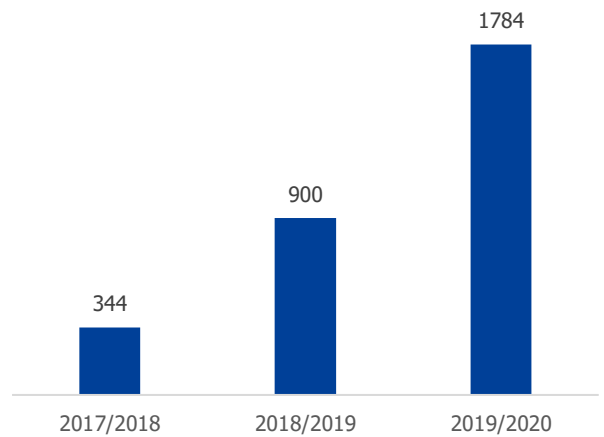
录取人数+在校生人数规模稳步扩张, 专插本人数增长亮眼。办学规模逐步提升, 招生人数逐年增加, 2019/2020 学年新招 7496 人, 对应报到率高达 91.8%, 在校生人数进一步增长至 24110 人, 其中专插本连续两年实现翻倍以上增长, 2019/2020 学年新招 1784 人, 同比实现翻倍式增长。

图表 31: 华商学院学生人数



资料来源: 招股书, 业绩交流会资料, 国盛证券研究所

图表 32: 华商学院专插本招生人数



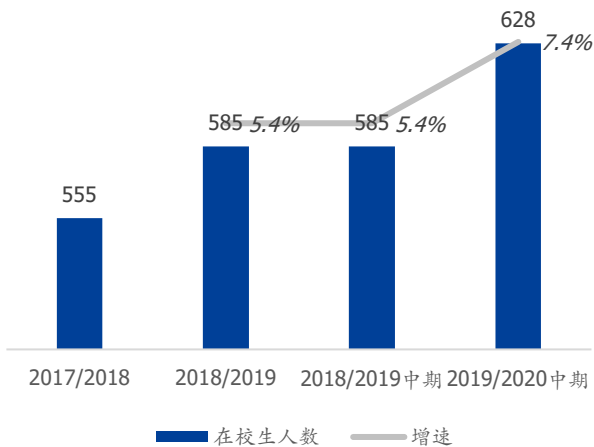
资料来源: 招股书, 业绩交流会资料, 国盛证券研究所

华商职业学院: 优质应用型专科院校, 增长保持稳健

华商职业学院为全日制高等专科院校, 现设有 12 个教学二级院(系), 共有 44 个招生专业, 其中 2019/2020 学年新增医学美容技术、健康管理、室内艺术设计、汽车电子技术等 10 个专业, 学校旅游专业与酒店管理专业被广东省教育厅评为重点的建设学科之一。

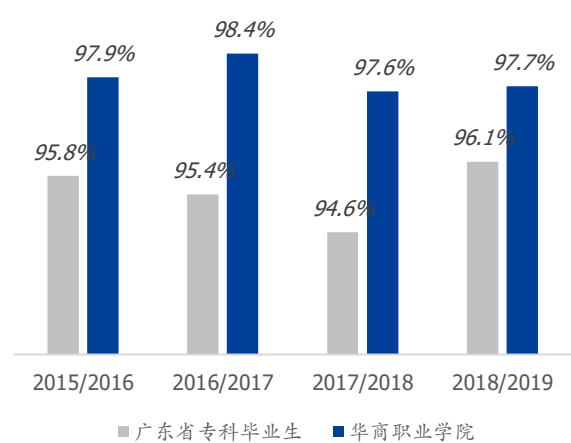
办学质量佳, 就业率保持高位。 受益于学校应用型办学主线与优秀的师资队伍配置, 始终保持较佳的办学质量, 生师比水平维持在 17: 1 左右, 初次就业率始终保持在 97% 以上, 位列广东省同类院校第四名。

图表 33: 华商职业学院在校生人数及增速



资料来源: 招股书, 业绩交流会资料, 国盛证券研究所

图表 34: 华商职业学院平均学费及增速

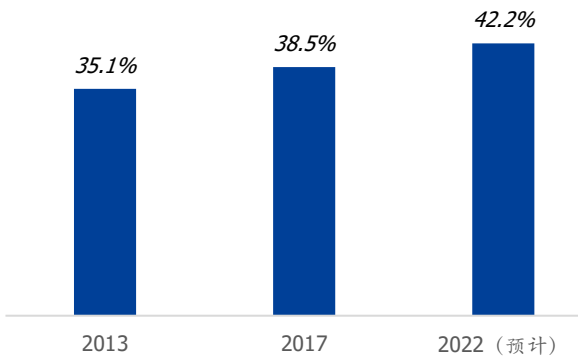


资料来源: 招股书, 业绩交流会资料, 国盛证券研究所

课程设计紧跟市场, 顺应大湾区第三产业需求

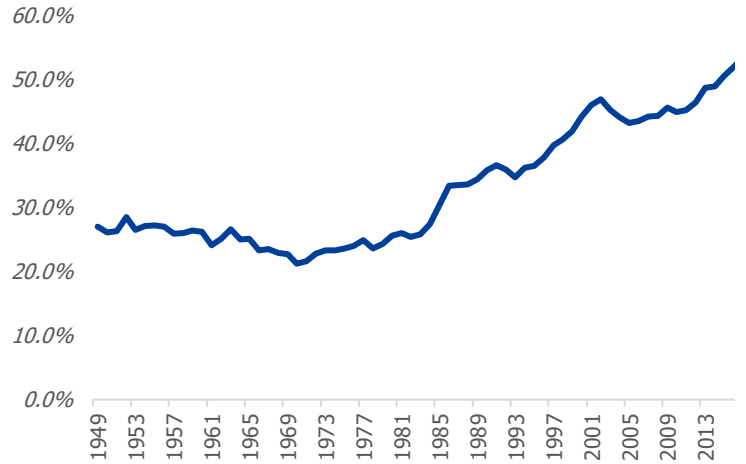
广东省第三产业岗位需求持续扩张。 广东第三产业的发展提供了大量的就业机会及对劳动力的需求。2017 年至 2022 年, 广东第三产业的就业人数占比预计将增至 42.2%, 对相应人才的需求亦持续增长。

图表 35: 大湾区(除香港、澳门外)第三产业从业人员比例



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国盛证券研究所

图表 36: 广东省第三产业 GDP 占比



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

课程设计顺应市场就业需求。课程设置始终作为公司的战略重点之一。在课程设置方面公司旗下学校充分结合大湾区产业发展需求, 通过收集毕业生反馈、参加行业论坛以及开展市场调研等方式及时获取市场需求信息, 并密切关注可能会潜在影响就业前景和课程发展的任何政府政策和法规, 因此整体课程设置具备前瞻性与实用性。

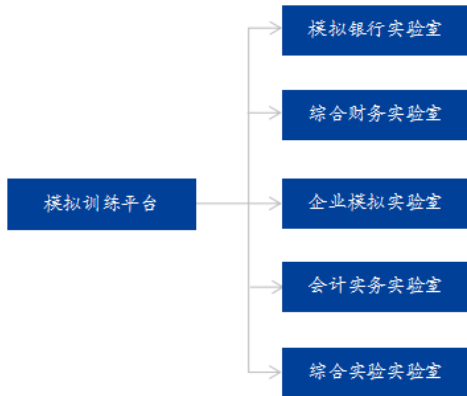
办学资源持续优化, 支撑内生可持续增长

新增四会校区贡献学生容量, 满足内生增长需求。四会校区为华商学院新校区, 位于广东省肇庆市四会市, 占地面积约 53.33 万平方米, 设计总容量可容纳 1.6 万名学生, 充分满足学校内生增长需求。该校区预计于 2020 年 9 月投入运营, 首期新增学生容量约 6000, 投入运营后在校学生总数预计每年可增加 3000+。

增城校区丰富教学场地, 有望进一步提升教学质量。为进一步提升办学条件与教学质量, 公司正在扩建增城校区华商科技中心与华商国际会议中心。华商科技中心主要用于教学活动, 华商国际中心总主要用于举行行业或校企会议、举办学术活动和实践培训, 以及为教师和行政人员提供办公空间。

实训设备深耕优势专业, 实践培养助力学生就业。集团投入大量资金, 建立多间专门为不同课程和学科而设的实践培训设施, 包括 25 个模拟培训平台, 通过仿真实训课程培养学生的自我学习能力、沟通技能以满足学生的职业发展需求。截至目前累计超 20000 名学生参加了实训平台课程。实践类教学质量的提升, 助力毕业生取得高就业率, 在教学及实践培训设施方面形成有效竞争壁垒, 有助保持作为大湾区领先的民办教育集团的地位。

图表 37: 公司实训平台架构



资料来源: 招股书, 国盛证券研究所

图表 38: 实训基地实验室



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

职业教育深入发展, 丰富教学布点。职业教育培训业务是公司高速增长与高毛利率业务, 预计将成为公司新的收入增长点。因此, 公司积极落实国家教育部有关 1+X 证书制度的开展, 深入发展职业教育, 与行业领先机构/学校合作展国内外高端职业教育培训课程, 预计于 2020 年第二季度开始与商汤科技合作开发人工智能相关课程并与金蝶集团合作开发企业数字化管理人才相关课程, 预计于 2020/21 学年开始与西南政法大学合作结合海外教育资源开展法学类职业培训项目。为丰富多元化教学服务, 公司新增深圳新布点。深圳新布点投入约 100 万人民币, 预计于 2020 年第二季度投入运营, 用于高端职业证书培训及考试、高端商务活动和学术沙龙、创新创业基地/孵化器、课外实践基地及就业实习技能培训基地。

校企合作广泛, 产学结合能力助力学生就业

产教结合推进。公司已与大量知名企业建立合作关系并创立培训中心, 为在校学生提供有价值的学期实习机会, 注重实践技能培训, 致力于加深与企业的合作和学生实操能力的培养。

图表 39: 华商云会计产业学院校企合作项目签约仪式



资料来源: 广东财经大学华商学院官网, 国盛证券研究所

图表 40: 华商云会计产业学院校企合作项目签约仪式



资料来源: 广东财经大学华商学院官网, 国盛证券研究所

合作企业成为就业通道之一。华商学院与华商职业学院已与超过 100 家来自不同行业的企业与集团建立校企合作关系, 有超过 580 家企业和机构参加了 2017 年与 2018 年在增城区校区举办的校园招聘活动。澳洲国际商学院与包括华为、中国银行等世界 500 强企业在内的集团建立了合作关系。

图表 41: 华商学院与华商职业学院部分合作企业



资料来源: 广东财经大学华商学院官网, 国盛证券研究所

图表 42: 澳洲国际商学院部分合作企业



资料来源: 广东财经大学华商学院官网, 国盛证券研究所

现代化运营管理, 教学体验佳

华商 E 家 APP 打造校园管理新模式。学校华商 E 家平台提供相关辅助培训、考证服务以及职业发展规划, 同时, 学校教师也可以在平台上自建课程体系; 在教职工及学生管理服务方面, APP 提供各项学生管理和服务内容, 可办理考试报名、学籍注册等; 在教职工及学生生活方面, APP 为教职工及学生提供衣食住行医全方位的保障与服务, 尤其针对如疫情等特殊时期下的生活保障提供支撑。

图表 43: 华商 E 家 APP



资料来源: 广东财经大学华商学院官网, 国盛证券研究所

图表 44: 澳洲国际商学院部分合作企业



资料来源: 广东财经大学华商学院官网, 国盛证券研究所

线上教学设施完备, 疫情期间顺利保障教学连贯性。华商学院以网络授课的形式于2020年3月2日开学, 华商职业学院以网络授课的形式于2020年3月9日开学, 顺利保障教学的连贯性。疫情期间, 教师与学生通过网络教学平台进行课间互动及课后监督, 通过线上教学保障教学管理不掉线及教学质量不打折。

图表 45: 线上授课情况

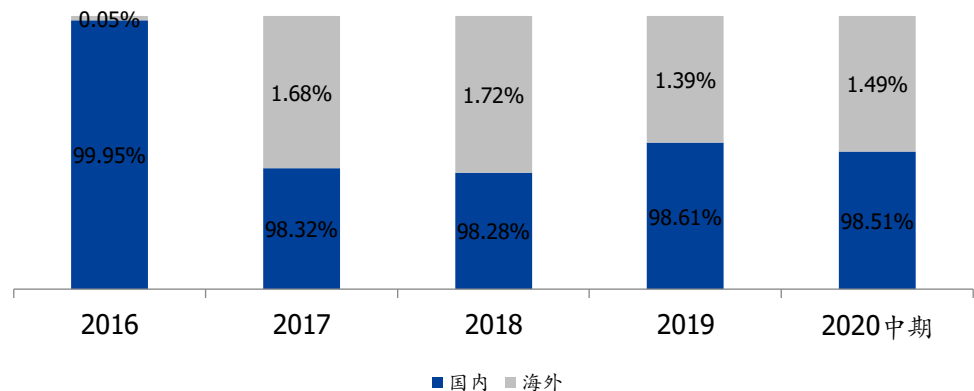


资料来源: 广东财经大学华商学院官网, 国盛证券研究所

海外: 国际市场先行者, 中长期增长可期

公司通过职业教育国际化布局率先打开高等教育国家化发展道路, 海外营收占比由 FY2016 的 0.05% 提升至 FY2020H1 的 1.49%, 随着国际化布局进一步深入, 海外营收占比有望持续提升。

图表 46: 公司海内外收入结构



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

澳洲国际商学院: 自建模式拓展国际市场, 轻资产模式盈利可期

公司自 2016 年开始运营澳洲国际商学院项目, 澳洲国际商学院是经 ASQA 认可、经澳大利亚政府批准的首所中国国际教育机构。学校坐落于“全球最宜居城市”以及世界第二大“学生城市”墨尔本。

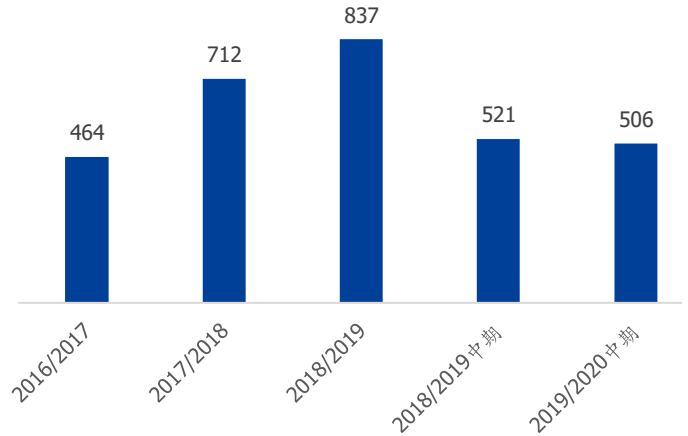
澳洲国际商学院可向本地和非本地学生提供职业教育培训及非学历教育课程, 截止 FY 2020H1 学生人数为 506 名, 教师人数为 35 名, 学生人数在中期波动的原因主要为季节性影响。

图表 47: 澳洲国际商学院



资料来源: 学校官网, 国盛证券研究所

图表 48: 澳洲国际商学院学生人数



资料来源: 公司公告, 业绩交流会资料, 国盛证券研究所

课程设置丰富, 应用性强。目前学校可提供 5 大课程范围的 22 项培训课程, 以及短期国际课程、学分互认的海外课程, 重点课程包括商务、信息技术和业务分析等, 此外可提供其他非学历教育课程, 包括短期游学课程、海外留学生英语语言清华课程, 目前已与 6 家国际企业合作, 可提供高级文凭或其他职业教育培训认可的证书。

新加坡 NYU Language School

新加坡 NYU Language School 成立于 1991 年, 获得新加坡教育部门 EduTrust1 的权威认证, 具有提供国际认可课程资质以及在新加坡招收本地学生以及海外留学生的资质, 学校学生来自世界各地, 具有国际化学习氛围, 学校可提供长短期语言培训课程及各类新加坡学校入学预备课程。

图表 49: NYU Language School



资料来源: 学校官网, 国盛证券研究所

图表 50: NYU Language School 课堂



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

积极开拓新校址, 聚焦生源优化服务。学校预计于 2020 年第二季度搬至新校址, 届时公司陆续加入新的教学内容, 例如公司全球嵌入式教学计划将持续为中国华裔学生增设海外短期课程(艺术类、园林设计类等课程), 优化学校生源服务。

公司在现有 NYU Language School 基础上开拓了新加坡新校址, 新校址位于市中心区, 地理位置优越、交通便利, 周边大学林立, 例如新加坡国立大学以及南洋艺术学院等高等院校均可短时间内到达。

盈利预测和估值

盈利预测

营业收入: FY2019/FY2020H1 公司营收同增 11.2%/18.9%至 7.25/4.18 亿元, 基于对旗下学校学生人数及平均学费的分别估计, 我们预计公司 FY2020-FY2022 总营收分别为 8.48/9.94/11.35 亿元, 同增 17.0%/17.2%/14.1%。

图表 51: 公司营业收入预测

	FY2018	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E
总收入	652.01	725.18	848.40	994.26	1134.82
总收入: YoY	6.7%	11.2%	17.0%	17.2%	14.1%
学费及服务费 (百万)	636.33	704.26	823.93	965.58	1102.09
华商学院	468.62	534.00	627.93	748.35	868.95
华商职业学院	156.81	160.46	184.80	204.61	218.98
澳洲国际商学院	10.90	9.80	11.20	12.62	14.17
学生人数 (人)	32217	33043	35943	38940	41431
华商学院	21770	22665	24110	26280	28382
华商职业学院	9735	9541	10661	11301	11527
澳洲国际商学院	712	837	1172	1359	1522
学生人数: YoY	-0.1%	2.6%	8.8%	8.3%	6.4%
平均学费 (元)					
华商学院	19822	21831	24315	26747	28886
华商职业学院	14392	15057	15573	16196	16844
澳洲国际商学院	11376	10514	11355	12036	12638

资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所测算

营业成本及毛利: 公司主要成本为员工成本及教学开支, FY2019/FY2020H1 营业成本 3.62/2.14 亿元, 对应毛利率 53.1%/51.2%。我们预计 FY2020-FY2022 公司毛利率分别为 50%/51%/52%, 对应营业成本 4.24/4.87/5.45 亿元。

期间费用: FY2019 公司销售费用率同降 0.4PCTs 至 1.0%, 我们预计 FY2020-FY2022 销售费用率保持在 1%的水平。管理费用主要包括行政人员薪资、维修、维护及物业管理开支等, FY2019 管理费用率同增 0.9PCTs 至 11.3%, 我们预计 FY2020-FY2022 管理费用率 12.0%/12.0%/11.5%, 对应管理费用 1.02/1.19/1.31 亿元。财务费用方面, FY2019 公司财务费用率 3.2%, 基于对公司有息负债的假设, 我们预计 FY2020-FY2022 财务费用率 2.6%/1.5%/1.0%。

图表 52: 中汇集团主要财务指标预测 (单位: 百万元, %)

	FY2018	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E
总收入	652.01	725.18	848.40	994.26	1134.82
总收入: YoY	6.7%	11.2%	17.0%	17.2%	14.1%
归母净利润	161.63	216.76	290.45	353.66	417.79
归母净利润: YoY	23.2%	34.1%	34.0%	21.8%	18.1%
毛利率	46.9%	50.1%	50.0%	51.0%	52.0%
销售费用率	1.4%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
行政费用率	10.3%	11.3%	12.0%	12.0%	11.5%
财务费用率	2.6%	3.2%	2.6%	1.5%	1.0%
所得税率	21.2%	11.6%	8.0%	9.0%	10.0%
归母净利率	24.8%	29.9%	34.2%	35.6%	36.8%

资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所测算

综上, 我们预计公司 FY2020-FY2022 实现归母净利润 2.90/3.54/4.18 亿元, 同增 34.0%/21.8%/18.1%, 对应归母净利率 34.2%/35.6%/36.8%。

估值建议

相对估值: 我们选取港股民办高教板块的中教控股、民生教育、中国新华教育、中国科培、希望教育、新高教集团作为可比公司。综合可比公司的平均估值, 2020 年现价平均 PE 为 19 倍, 考虑公司业绩成长性与区域龙头地位, 应享有一定估值溢价, 给予 2020 年 22 倍 PE, 对应目标价 6.95 港元。

图表 53: 可比公司估值表

		股价			EPS (元人民币)			PE			总市值 亿港元
		原始货币	19A	20E	21E	19A	20E	21E			
0839.HK	中教控股	13.40	0.37	0.45	0.52	33	28	24	271		
1569.HK	民生教育	1.26	0.09	0.11	0.13	14	10	9	51		
2779.HK	中国新华教育	2.55	0.17	0.21	0.25	14	11	9	41		
1890.HK	中国科培	6.28	0.23	0.31	0.37	25	19	16	126		
1765.HK	希望教育	2.58	0.07	0.08	0.10	32	29	23	172		
2001.HK	新高教集团	4.44	0.25	0.31	0.38	16	13	11	68		
	港股平均					24	19	16			
0382.HK	中汇集团	5.71	0.21	0.29	0.35	25	18	15	58		

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2020 年 5 月 28 日收盘价, 港股高教公司 EPS 均由国盛证券研究所预测

投资建议: 公司为大湾区民办商科龙头, 内生+外延成长确定性强, 预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.90/3.54/4.18 亿元, 同增 34.2%/21.8%/18.1%, 对应 EPS 0.29/0.35/0.41 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

新校区建设或不及预期的风险：新建校区投入运营进度或存在不及预期的风险。

宏观经济持续低迷的风险：受疫情影响宏观经济景气度或存在继续低迷的风险。

《民促法》未来落地或存政策性风险：《民促法实施条例》终稿尚未落地，存在政策不确定风险，或存在税收及土地成本变化。

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

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