

中信证券研究部



**姜娅**  
首席消费产业  
分析师  
S1010510120056



**冯重光**  
教育行业分析师  
S1010519040006

### 核心观点

公司于 2019 年 10 月 12 日发布公告，公司旗下子公司重庆梦卓获得明世在线、民生在线、目标学校（标的主体）的委托管理权，若 2020-2022 年民生在线业绩增长达到目标，公司有权收购民生在线最多 100% 的股权。此次托管计划标志着公司高职和本科教育正式在线教育领域布局，从传统线下教育、重资产、稳健增长向线上教育、轻资产、高速增长业态进行布局。

■ 公司与明世教育成立民生在线教育平台，致力于将民生在线做大做强。若 2022 年民生在线业绩达到目标公司有权收购民生在线最多 100% 的股权。1) 委托管理安排：委托管理期间（2019 年 10 月 12 日至 2022 年业绩完成），重庆梦卓享有标的主体 51% 的表决权，参与标的主体的经营决策，并提供专业管理意见。标的主体每年度净利润的 51% 将作为管理费支付给重庆梦卓，但若委托管理期间标的主体亏损，重庆梦卓不承担亏损也不再收取当年度管理费。2) 托管期间重组安排：将明世在线、标的主体全部资产和权益转移至民生在线，目标是将民生在线做大做强。3) 计划投资安排：若民生在线的净利润从 2020 年到 2022 年逐年增加，且 2020-2022 年合计净利润不低于人民币 6,000 万元，2022 年净利润不低于人民币 3,000 万元，重庆梦卓或其关联主体有权通过股权转让及增资方式取得民生在线 51% 的股权，目前这部分股权估值人民币 1.53 亿元，民生在线整体的估值对应 3 亿元左右，若 2022 年实现净利润 3000 万，对应 PE10 倍。4) 进一步投资安排：若重庆梦卓已行使其收购民生在线 51% 股权的权利，且民生在线 2020-2022 年净利润增长每年都超过 20%，则在交割日后 24 个月内重庆梦卓有权继续收购民生在线剩余 49% 股权，对应估值 12 倍 PE。收购将分两期进行，第一期收购将于交割日后 12 个月内进行，收购民生在线 20% 股权；第二期收购将于交割日后 24 个月内进行，收购民生在线 29% 股权。5) 借款协议条款：民生教育会向民生在线提供资金支持，提供最多不超过 7000 万贷款用于日常经营，借款期间该笔贷款将有 51% 民生在线股权质押的安排及民生在线原股东的房产抵押安排，借款期限为从借款实际放款之日起 42 个月。

■ 标的主体主要在中国内地提供在线成人教育。1) 学历教育：学生人数占比约 80%。以本科和专科层次为主，包括学历开放（60%）、学历成考（10%）、学历自考（4-5%）、学历远程等方式（较少）。2) 职业资格证培训：学生人数占比 20%。标的主体目前已经开展了 20 多种职业资格证书相关的培训。3) 标的主体业务规模：截至 2019 年 9 月 30 日，标的主体的在线学生人数超过 11 万人，其中专科学历及以上人数近 9 万人。

■ 民生在线业务模式 To B 端包括与中职/高职学校联合办学、与机构联盟或面向企业客户提供在线教育服务，To C 端指通过投放线上广告、搜索引擎等方式获客。To B 端：1) 民生在线与学校（中职、高职）联合办学。通过这种方式，在民生在线与民生教育之间实现了较为明显的协同作用。民生教育拥有十几所大学，包括中职、高职、本科不同层次，料可以完全向民生在线开放。2) 与机构联盟。标的主体拥有完整系统的线上 APP 和网站，可以向分散的学习中心提供服务，包括使用教育产品、APP 直播录播课程、教育系统管理平台等。3) 面向企业用户。企业大学模式下向企业员工提供服务，包括学历提升服务和资格证书提升服务。4) To C 端：主要通过投放线上广告、搜索引擎等方式获客。民生教育目前拥有 400-500 人的营销团队，较为成熟，预计 To C 端在继续教育招生方面可带来协同作用。

民生教育	01569.HK
评级	买入（维持）
当前价	1.35 港元
总股本	4,018 百万股
港股流通股本	4,018 百万股
52 周最高/最低价	2.0/1.28 港元
近 1 月绝对涨幅	-4.93%
近 6 月绝对涨幅	-25.41%
近 12 月绝对涨幅	-1.46%

- **公司线上教育业务拓展符合国家教育政策引导和发展方向，与高教业务协同效应明显。**1) 日前教育部等十一部门联合发布《促进在线教育健康发展的指导意见》，明确提出到 2020 年大幅提升在线教育基础设施建设水平，鼓励社会力量举办在线教育机构。2) K12 及其他教育板块在线教育技术和业态发展较为迅速和成熟，而中国高等教育目前绝大部分以线下教育为主，高教板块在线教育发展潜力和空间较大。3) 中国在线教育市场规模从 2016 年的 1.17 亿元增长到 2019 年 6 月的 2.3 亿元，增势强劲。**公司在线教育模式和高教业务深度融合、互相促进。**
- **通过托管协议的方式，用 3-5 年时间逐步完成对民生在线的整合，进展有序，风险可控。**公司计划通过 3 年的托管安排实现业务的稳健发展，当资产重组逐渐完成并达到业绩目标后再将民生在线合并到上市公司体系内。在 3 年的托管期间内，上市公司将通过托管费的方式得到平台 51% 的净利润；将在 2~3 年的交割时间内，收购民生在线剩余 49% 股权，其中包含对核心团队的股权激励安排，整体涵盖 5~6 年的稳定区间，预计将避免收购完成后原股东变现退出以及核心团队员工离开的风险。
- **风险因素：**新学校招生人数不及预期的风险，外延进展不及预期的风险，国家职教发展推进不及预期的风险。
- **投资建议：**维持公司 2019-20 年净利预测 4.0 亿/4.4 亿元，对应 2019-20 EPS 预测 0.10/0.11 元。当前股价对应 2019-20 年 PE 为 12/11 倍。维持“买入”评级，估值优势明显，建议配置。

项目/年度	2016	2017	2018	2019E	2020E
营业收入(百万元)	445	478	623	960	1086
营业收入增长率	6.5	7.4	30.4	54.0	13.2
净利润(百万元)	243	260	333	395	444
净利润增长率	8.8	6.8	28.0	18.8	12.3
每股收益 EPS(基本)(元)	0.05	0.06	0.09	0.10	0.11
毛利率%	58.1	58.3	53.5	50.1	50.0
净资产收益率 ROE%	15.9	8.3	9.4	11.4	11.5
PE	24	20	14	12	11

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 10 月 14 日收盘价

**利润表 (百万元)**

指标名称	2016	2017	2018	2019E	2020E
营业收入	445	478	623	960	1,086
营业成本	186	199	290	478	543
毛利率	58.11%	58.33%	53.50%	50.15%	50.01%
其他收益及亏损	97	146	189	100	98
销售费用	12	8	17	12	12
销售费用率	2.63%	1.63%	2.70%	1.20%	1.11%
管理费用	86	126	144	102	105
管理费用率	19.39%	26.31%	23.03%	10.58%	9.65%
财务费用	3	3	1	0	0
财务费用率	0.58%	0.64%	0.13%	0.00%	0.00%
其他费用	4	25	1	0	0
营业利润	251	263	348	466	528
营业利润率	56.49%	55.04%	55.89%	48.52%	48.59%
利润总额	251	263	348	466	528
所得税	2	2	15	14	16
所得税率	0.64%	0.80%	4.44%	3.00%	3.00%
净利润	250	261	333	452	512
母公司拥有	243	260	333	395	444
非控股權	6	1	0	56	68
净利率	56.12%	54.60%	53.41%	47.06%	47.13%
每股收益(元)(摊薄)	0.05	0.06	0.09	0.10	0.11

**现金流量表 (百万元)**

指标名称	2016	2017	2018	2019E	2020E
净利润	250	261	333	452	512
全面收益总额	250	261	333	452	512
折旧和摊销	40	48	73	67	72
营运资金变动	43	-29	-252	-725	461
其他	-286	-280	-325	-452	-512
经营现金流	296	261	161	-206	1,044
资本支出	-54	-44	-245	1,003	-96
银行受限制资金	399	-298	15	0	0
其他	-71	37	-232	369	-9
投资现金流	274	-305	-461	1,372	-105
债权变化	9	-175	-134	0	0
股权变化	-62	1,223	0	0	0
股息支出	0	0	0	0	0
其他	0	0	-32	0	0
融资现金流	-53	1,048	-165	0	0

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

**资产负债表 (百万元)**

指标名称	2016	2017	2018	2019E	2020E
现金及銀行結餘	602	1,696	1,506	2,672	3,612
可供出售投資	143	466	0	0	0
贸易应收款项、按金、预付款项及其他应收款项	47	33	68	96	109
其他流动资产	365	265	4	5	5
流动资产	1,157	2,460	1,578	2,773	3,725
物業、廠房及設備	612	1,066	2,158	1,088	1,113
預付土地租賃款	106	331	745	375	384
商譽	304	304	1,685	1,685	1,685
其他长期资产	45	61	459	439	439
非流动资产	1,067	1,762	5,046	3,587	3,620
资产总计	2,224	4,222	6,624	6,360	7,345
递延收益	271	339	20	31	434
其他應付款項及應計費用	111	434	942	239	271
其他流动负债	140	1	545	535	535
流动负债	521	774	1,507	805	1,241
递延收入	132	271	282	288	326
来自关联方及控股股东贷款	0	30	1,306	1,306	1,306
非流动性负债	132	301	1,588	1,594	1,632
负债合计	653	1,075	3,095	2,399	2,872
股本	0	0	0	0	0
儲備	1,571	3,025	3,408	3,860	4,372
资本公积	0	0	0	0	0
股东权益总计	1,571	3,147	3,529	3,961	4,473
负债股东权益总计	2,224	4,222	6,624	6,360	7,345

**主要财务指标**

指标名称	2016	2017	2018	2019E	2020E
营业收入增长率	6.5	7.4	30.4	54.0	13.2
营业利润增长率	9.1	4.6	32.4	33.7	13.3
净利润增长率	8.8	4.4	27.6	35.7	13.3
毛利率	58.1	58.3	53.5	50.1	50.0
EBITDA Margin	21.8	4.0	8.8	35.0	36.8
净利率	56.1	54.6	53.4	47.1	47.1
净资产收益率	15.9	8.3	9.4	11.4	11.4
总资产收益率	11.2	6.2	5.0	7.1	7.0
资产负债率	29.4	25.5	46.7	37.7	39.1
所得税率	0.6	0.8	4.4	3.0	3.0
股利支付率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA (UK)分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH00001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK)发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。