

香港股市 | 教育行业 | 高等教育

希望教育 (1765 HK)

开启新盈利模式，打造全方位职业教育服务机构

收购鼎力学院，开启轻资产新盈利模式

希望教育宣布以现金收购 A 股上市公司世纪鼎利 (300050 CH) 8.75% 股权，以及获得额外 8% 股份委托投票表决权。此外，希望教育还通过定增认购世纪鼎利 1.7 亿股份。交易完成后，希望教育以总代价人民币 12.9 亿元持有世纪鼎利 29.8% 股权。对应收购价每股人民币 5.85 元。世纪鼎利的业务包括鼎力学院以及通信和物联网业务，分别占收入 25%/75%。鼎力学院的收入模式为与高校共建二级学院，托管运营校内的课程，提供师资、设备和实训等服务。鼎力学院还与国外高校合作，形成了国际课程体系并且互认学分，为学生提供 2+2 或 3+1 留学服务。学院并借助本身行业领域的专长，为合作院校的学生和在职人士提供职业培训课程。截止 2019 年底，世纪鼎利与 37 所大学合作开设 31 所鼎力学院，服务近 2 万名学生。鼎力学院主要成本为教师工资，毛利率为 50-60%。

强强联合，提升职业教育服务宽度

此次交易有助于希望教育加深并扩宽在职业教育方面的服务模式，从高等教育学历服务扩宽至人力资源，留学服务等，可对现有旗下学院做二次开发，形成协同效应，提升现有学校的知名度和教研实力。鼎力学院的模式有利于实现快速扩张，而且不受政策影响，打通公办（非营利性）和民办间（营利性）的壁垒。希望教育从运营重资产学校，开启轻资产输出教育服务模式，全方位布局职业教育服务领域。希望教育入驻鼎力学院后，预期在 2-3 年内开拓 100 所鼎力学院。鼎力会与学校签订 15-18 年托管期，之后有机会成为希望教育的并购资源。至此，希望教育将以外延收购，自建，以及轻资产三重模式开展高教业务。此次收购长期为希望教育注入高速可持续盈利来源；短期来说可能存在执行风险，交易还需两地交易所批复。收购完成后，希望将逐步剥离世纪鼎利的非教育业务，也存在不确定性。

新学期招生超预期，突出强招生能力

希望教育同时公布集团（包括英迪大学）2020/21 学年新招生人数同比增加 47.1%，集团在在校生增至 19.4 万人，同比增加 38.8%，高于预期。证明希望教育的招生能力以及整合管理能力，在集团校园内提供全学历差异化服务。我们预期 2021/22 在校生 22.8 万人，同比增加 17%。

图表 1：希望教育 - 主要财务数据（人民币百万元）

| 年结：8 月 31 日 | FY18 年实际 | FY19 年实际 | FY20 年预测 | FY21 年预测 | FY22 年预测 |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 收入 | 1,030 | 1,331 | 1,797 | 2,502 | 3,007 |
| 增长率 (%) | 36.8 | 29.3 | 35.0 | 39.2 | 20.2 |
| 净利润 | 168 | 490 | 630 | 924 | 1,128 |
| 增长率 (%) | (20.7) | 191.7 | 28.7 | 46.6 | 22.0 |
| 摊薄后每股盈利*(人民币) | 0.028 | 0.072 | 0.096 | 0.137 | 0.167 |
| 净资产回报率 (%) | 8.2 | 11.3 | 13.1 | 17.1 | 18.3 |
| 市盈率 (倍) | 67.6 | 26.4 | 20.0 | 14.0 | 11.5 |
| 市净率 (倍) | 2.6 | 2.8 | 2.5 | 2.2 | 1.9 |
| 股息率 (%) | 0.8 | 1.2 | 1.5 | 2.2 | 2.7 |
| 每股股息 (港币) | 0.018 | 0.025 | 0.033 | 0.047 | 0.058 |

来源：公司资料、中泰国际研究部

*FY18-FY19 年结 12 月；FY20E 以后年份年结 8 月

更新报告

评级：， 买入

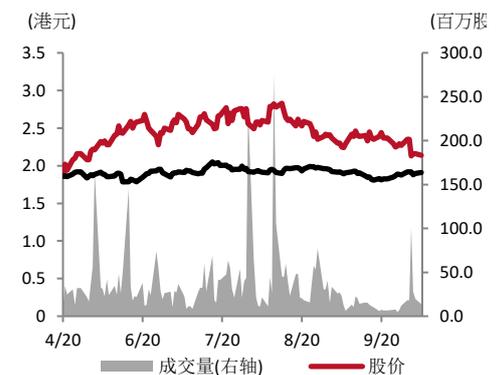
目标价：3.10 港元

股票资料

| | | |
|-----------|----------------------|-------|
| 现价 | 2.16 | 港元 |
| 总市值 | 15,625 | 百万港元 |
| 流通股比例 | 42.6 | % |
| 已发行总股本 | 7,234 | 百万 |
| 52 周价格区间 | 1.19-2.93 | 港元 |
| 3 个月日均成交额 | 90.1 | 百万港元 |
| 主要股东 | Hope Edu. Investment | 62.1% |

来源：彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

相关报告

- 20190109 - 首次覆盖：蜀贵高教龙头再创高峰
- 20190328 - 更新报告：动力十足，前景向好
- 20191028 - 更新报告：新学校整合提升盈利；上调目标价
- 20200401 - 更新报告：亮眼业绩突显整合能力

分析师

陈怡 (Vivien Chan)

+852 3979 2941

vivien.chan@ztsc.com.hk

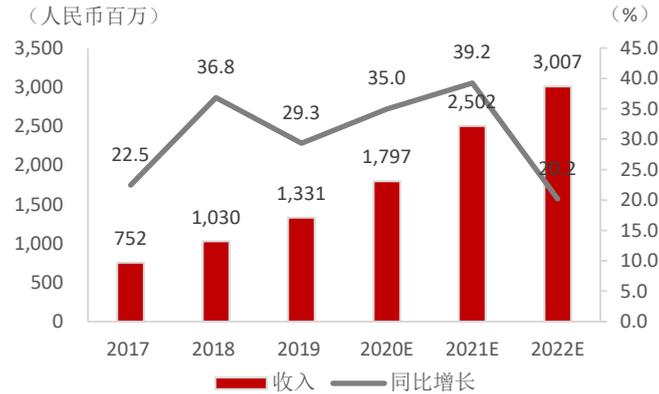
上调目标价至港币 3.10

由于招生人数高于预期，我们上调 FY21E 收入 20% 至人民币 25.0 亿；净利润上调 13.0% 至人民币 9.2 亿。维持 20 倍前瞻市盈率估值不变，目标价提升至港币 3.10。希望教育公布此次收购后，市场对于收购估值（世纪鼎利 FY19 为亏损）以及业务分部不清晰所产生了过度负面情绪，我们认为非教育业务对于集团的影响是暂时性的，世纪鼎利的财务指标在希望教育的帮助下得到改善。

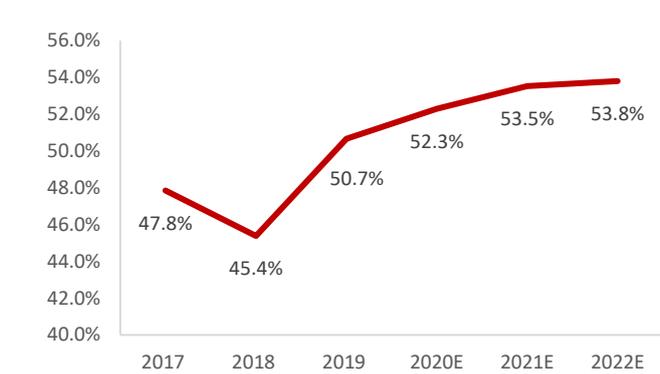
投资风险

1) 并购学校执行风险；2) 民办教育政策风险；3) 招生人数低于预期

图表 2: 希望教育 - 收入增长



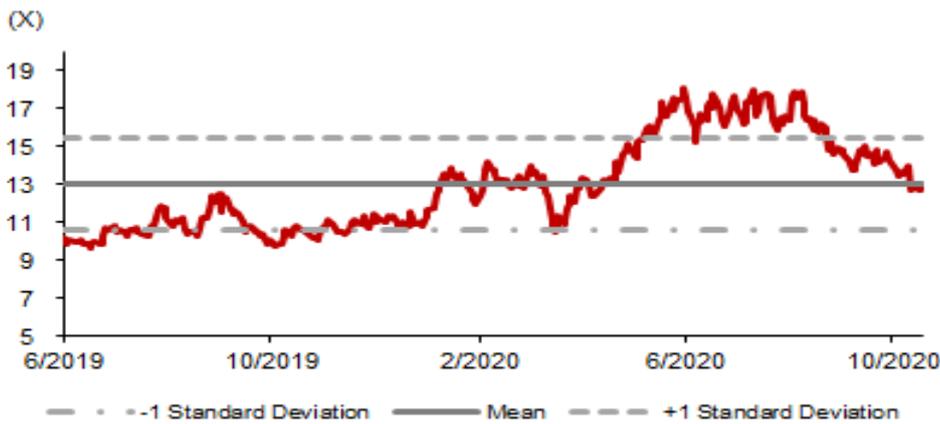
图表 3: 希望教育 - 毛利率走势



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 4: 希望教育 - 市盈率走势



来源: 公司资料, 彭博, 中泰国际研究部

图表 5: 财务摘要 (年结: 8 月 31 日; 人民币百万元)

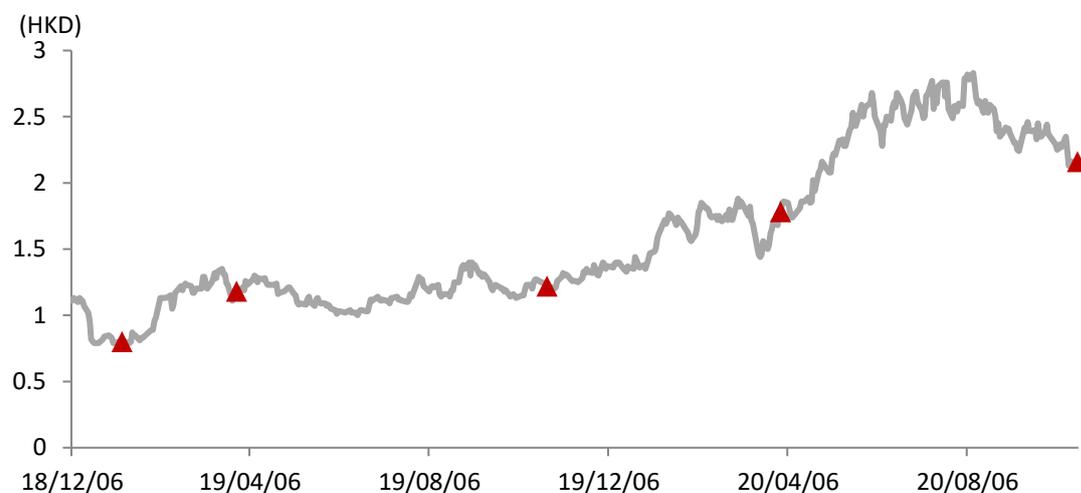
| 利润表 | | | | | | 资产负债表 | | | | | |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | FY18 实际 | FY19 实际 | FY20 预测 | FY21 预测 | FY22 预测 | | FY18 实际 | FY19 实际 | FY20 预测 | FY21 预测 | FY22 预测 |
| 营业收入 | 1,030 | 1,331 | 1,797 | 2,502 | 3,007 | 固定资产 | 3,448 | 4,564 | 5,163 | 5,793 | 6,410 |
| 同比% | 37 | 29 | 35 | 39 | 20 | 无形资产及商誉 | 615 | 815 | 800 | 785 | 770 |
| 成本 | (562) | (657) | (857) | (1,163) | (1,389) | 联营公司及合营 | 0 | 196 | 201 | 207 | 212 |
| 毛利润 | 467 | 675 | 940 | 1,340 | 1,618 | 长期投资 | 590 | 1,163 | 1,163 | 1,163 | 1,163 |
| 毛利率 | 45.4% | 50.7% | 52.3% | 53.5% | 53.8% | 其他非流动资产 | 466 | 610 | 610 | 610 | 610 |
| 其他收益 | 212 | 281 | 269 | 288 | 317 | 非流动资产 | 5,119 | 7,348 | 7,938 | 8,558 | 9,165 |
| 销售及分销成本 | (21) | (45) | (63) | (84) | (100) | 库存 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 行政成本 | (267) | (172) | (228) | (292) | (342) | 应收帐款 | 0 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 研发成本 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 预付款项及存款 | 129 | 721 | 973 | 1,355 | 1,628 |
| 其他运营开支 | (28) | (16) | (27) | (38) | (45) | 其他流动资产 | 4 | 40 | 40 | 40 | 40 |
| 总运营开支 | (316) | (234) | (318) | (413) | (487) | 现金 | 3,039 | 2,743 | 2,699 | 3,642 | 4,362 |
| 营运利润 (EBIT) | 363 | 721 | 891 | 1,214 | 1,448 | 流动资产 | 3,172 | 3,508 | 3,712 | 5,037 | 6,030 |
| 营运利润率 | 35.2% | 54.2% | 49.6% | 48.5% | 48.1% | 应付帐款 | 0 | 34 | 0 | 0 | 0 |
| 拨备 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 税项 | 34 | 65 | 86 | 127 | 155 |
| 财务成本 | (201) | (171) | (173) | (159) | (159) | 预提费用及其他 | 637 | 1,143 | 1,543 | 2,148 | 2,582 |
| 融资后利润 | 161 | 551 | 718 | 1,055 | 1,289 | 银行贷款和租赁 | 1,117 | 1,810 | 2,123 | 2,709 | 3,022 |
| 联营及合营公司 | (2) | 5 | 5 | 5 | 5 | 可转债和其他债 | 62 | 63 | 63 | 63 | 63 |
| 税前利润 | 159 | 556 | 723 | 1,060 | 1,294 | 其他流动负债 | 0 | 28 | 28 | 28 | 28 |
| 所得税 | 8 | (66) | (86) | (127) | (155) | 流动负债 | 1,851 | 3,143 | 3,843 | 5,074 | 5,850 |
| 少数股东权益 | 1 | (0) | (6) | (9) | (11) | 银行贷款和租赁 | 2,263 | 2,666 | 2,273 | 2,273 | 2,273 |
| 净利润 | 168 | 490 | 630 | 924 | 1,128 | 可转债和其他债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润率 | (20.7) | 191.7 | 28.7 | 46.6 | 22.0 | 递延所得税及其 | 17 | 482 | 482 | 482 | 482 |
| 核心净利润 | 16.3% | 36.8% | 35.1% | 36.9% | 37.5% | 少数股东权益 | 3 | 3 | 9 | 19 | 30 |
| EBITDA | 480 | 839 | 1,062 | 1,412 | 1,669 | 非流动负债 | 2,283 | 3,152 | 2,764 | 2,774 | 2,785 |
| EBITDA 利润率 | 46.7% | 63.0% | 59.1% | 56.4% | 55.5% | 总净资产 | 4,157 | 4,562 | 5,042 | 5,747 | 6,560 |
| 每股盈利 (人民币) | 0.028 | 0.072 | 0.096 | 0.137 | 0.167 | 股东权益 | 4,157 | 4,562 | 5,042 | 5,747 | 6,560 |
| 增长率% | (33.0) | 156.3 | 32.0 | 42.9 | 22.0 | 股本 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 每股股息 (港元) | 0.018 | 0.025 | 0.033 | 0.047 | 0.058 | 储备 | 4,157 | 4,562 | 5,042 | 5,746 | 6,560 |

| 现金流量表 | | | | | | 主要财务比率 | | | | | |
|----------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | FY18 实际 | FY19 实际 | FY20 预测 | FY21 预测 | FY22 预测 | | FY18 实际 | FY19 实际 | FY20 预测 | FY21 预测 | FY22 预测 |
| EBITDA | 480 | 839 | 1,062 | 1,412 | 1,669 | 毛利率 (%) | 45.4 | 50.7 | 52.3 | 53.5 | 53.8 |
| 营运资金变动 | 249 | (47) | 434 | 809 | 474 | 营业利润率 (%) | 35.2 | 54.2 | 49.6 | 48.5 | 48.1 |
| 其他 | 71 | (87) | 0 | 0 | 0 | 净利率 (%) | 16.3 | 36.8 | 35.1 | 36.9 | 37.5 |
| 经营活动现金流 | 800 | 705 | 1,496 | 2,222 | 2,143 | 销售及分销成本 | 2.0 | 3.4 | 3.5 | 3.3 | 3.3 |
| 已付利息 | (195) | (124) | (173) | (159) | (159) | 行政成本占收入 | 26.0 | 12.9 | 12.7 | 11.7 | 11.4 |
| 所得税 | (19) | (41) | (65) | (86) | (127) | 派息率 | 56.3 | 30.5 | 30.5 | 30.5 | 30.5 |
| 经营活动净现金 | 586 | 540 | 1,258 | 1,977 | 1,858 | 有效税率 (%) | (4.9) | 11.9 | 12.0 | 12.0 | 12.0 |
| 资本支出 | (624) | (573) | (809) | (876) | (902) | 总负债比率 (%) | 51.3 | 56.9 | 43.6 | 38.3 | 33.5 |
| 投资 | (28) | (1,375) | 0 | 0 | 0 | 净负债比率 (%) | 净现金 | 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) | 1.7 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| 资产出售 | 27 | 26 | 0 | 0 | 0 | 速动比率 (x) | 1.7 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| 已收利息 | 22 | 33 | 54 | 62 | 79 | 库存周转率 (天) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | (144) | 56 | 0 | 0 | 0 | 应收账款周转率 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (747) | (1,832) | (755) | (813) | (823) | 应付账款周转率 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 自由现金流 | (162) | (1,292) | 502 | 1,163 | 1,034 | 现金周转率 (天) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 发行股份 | 2,786 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产周转率 (x) | 0.2 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 股份回购 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 财务杠杆 (x) | 3.2 | 2.1 | 2.3 | 2.3 | 2.3 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBIT 利润率 (%) | 35.2 | 54.2 | 49.6 | 48.5 | 48.1 |
| 已付股息 | 0 | (105) | (150) | (220) | (314) | 利息开支 (x) | 0.4 | 0.8 | 0.8 | 0.9 | 0.9 |
| 银行贷款变动净 | 259 | 313 | (397) | 0 | 0 | 税务开支 (x) | 1.1 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| 其他 | (481) | (148) | 0 | 0 | 0 | 股本回报率 (%) | 8.2 | 11.3 | 13.1 | 17.1 | 18.3 |
| 筹资活动现金流 | 2,564 | 59 | (547) | (220) | (314) | ROIC (%) | 10.8 | 16.6 | 17.5 | 24.1 | 29.1 |
| 现金变动净额 | 2,402 | (1,232) | (45) | 943 | 720 | | | | | | |

来源: 公司资料, 中泰国际研究部 *FY18-FY19 年结 12 月; FY20E 以后年份年结 8 月

历史建议和目标价

希望教育 (1765 HK) 股价表现及评级时间表



来源: 彭博, 中泰国际研究部

| | 日期 | 前收市价 | 评级变动 | 目标价 |
|---|------------|----------|----------|----------|
| 1 | 9/1/2019 | HK\$0.79 | 买入(首次覆盖) | HK\$1.16 |
| 2 | 28/3/2019 | HK\$1.19 | 买入(维持) | HK\$1.36 |
| 3 | 28/10/2019 | HK\$1.23 | 买入(维持) | HK\$1.70 |
| 4 | 01/04/2020 | HK\$1.78 | 买入(维持) | HK\$2.12 |
| 5 | 21/10/2020 | HK\$2.16 | 买入(维持) | HK\$3.10 |

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:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 5% 至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 5% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级:

以报告发布日后的 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

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、状况及独特需要做出各种证券、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建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。

中泰国际研究部
香港上环德辅道中 189-195 号 6 楼
电话： (852) 3979 2886
传真： (852) 3979 2805