

证券研究报告—动态报告/海外公司快评

港股

宇华教育 (06169)

买入

教育 (HS)

重大事件快评

维持评级

2020年09月30日

收购湖南猎鹰少数股权，涉外整合再上台阶

证券分析师： 荣泽宇 010-88005307

rongzeyu@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519060003

事项：

9月25日，宇华教育完成对湖南涉外经济学院控股公司湖南猎鹰的少数股东权益收购，成为湖南涉外经济学院100%权益所有者。本次收购的少数股东权益有两个部分：第一部分是通过司法拍卖程序出让的陈正仙女士持有的7.2%的股份；第二部分是广东南博集团持有的22.8%的股份。公司完成上述股权收购的对价分别为1.43亿元和5.78亿元；合计共支出约7.21亿元，完成对湖南猎鹰剩余的30.0%的股份收购。

国信点评：

本次交易对于公司意义重大。首先，该30%股权所对应的湖南涉外经济学院此前少数股东权益将在未来并表到上市公司归母净利润之中，我们预计此举将对公司业绩有9000万元以上的增厚。其次，本次收购完成，标志着宇华将100%控股湖南涉外，为今后更深入的投后整合管理及利润释放打下坚实基础。湖南涉外在宇华入主后经过近三年的整合，其历史遗留问题的妥善解决、收入利润持续大幅增长，充分展示了宇华教育优秀的投后管理能力。

评论：

■ 交易介绍：收购湖南涉外经济学院学校举办者少数股权

湖南猎鹰是宇华教育的非全资附属公司，也是宇华教育持有70.0%权益的湖南涉外经济学院学校的控股公司。本次少数股权收购，意味着宇华教育实现对湖南涉外经济学院学校的100.0%控股

湖南涉外经济学院成立于1997年，有23年的办学历史，是中国教育部批准的首批民办大学之一。综合实力排湖南省民办大学第一，中国民办大学第十。单校规模大、办学品质好、区位优势强。

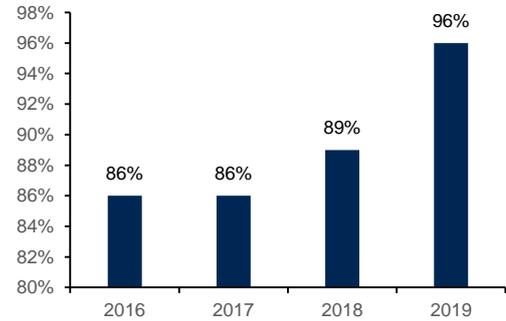
宇华教育于2018年1月收购湖南涉外经济学院；2008年3月正式接手，开始运营。收购后整合效果良好，收入方面实现了学生与学费的双增长。2019/2020学年在校生人数约3.30万人，与收购前比+18.6%；报到率+7%；本科/专科学费分别提升46.7%和27.2%。同时得益于优秀的运营管理能力，调整后净利润率从收购前的15.0%提升至2019FY的40.0%；调整后净利润从0.63亿元提升至2.40亿元。我们预计2020FY该校净利润有望达到3.00亿元。未来随招生计划和学费的进一步增长，以及利润率的持续优化，收入和利润仍具备充足的增长潜力。

图 1: 湖南涉外经济学院学生人数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 湖南涉外经济学院学生报到率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

■ **收购意义:** 一方面, 湖南涉外经济学院的收入和利润规模大、增速快, 兼具确定性和成长性, 本次少数股权的收购将进一步增厚集团利润。另一方面, 全面控制学校更有利于集团对学校的运营管理, 以及学校业绩潜力的持续挖掘; 进而学校运营能力和盈利能力提升, 为集团贡献更高的利润。

■ **投资建议:** 自宇华教育收购湖南涉外经济学院 70.0% 股权后, 学校的收入和利润持续增长。本次的收购对价低, 不到 10 倍 pe, 且学校收入利润仍具备持续增长空间。因此我们认为本次交易对于股东回报的增厚性价比极高。

因疫情原因公司退还住宿费 0.93 亿元, 调减 2020FY 收入和调整后核心净利润分别至 23.13 和 9.34 亿元 (前值分别为 24.00 和 9.57 亿元)。考虑到近期公司招生情况良好、各学校学费均有提升、以及本次收购对公司净利润的增厚, 我们上调 2021-2022FY 的收入和调整后核心净利润预测。预计 2021-2022FY 的收入分别为 27.39 和 29.90 亿元 (前值分别为 25.92 和 27.48 亿元); 调整后核心净利润分别为 13.11、14.94 亿元 (前值分别为 10.53 和 10.78 亿元)。

公司 9 月 28 日的收盘价 6.87 港元对应的 2020-2022 年预测 PE 分别为 21.63、15.42、13.52 倍。宇华教育近期股价自高点回调近 16.0-17.0%, 估值已经体现出很强的吸引力。我们认为下跌并非是基本面利空导致, 更多和资金情绪以及资产配置有关。基于对公司优秀整合管理能力的认可和对业绩增长的乐观预期, 我们维持“买入”评级和对公司的合理估值区间 8.00-9.56 港元。建议投资者重点关注资金情绪回暖及公司业绩表现所带来的潜在投资机会。

■ **风险提示:** 学校业绩增长情况不及预期; 法律政策落地情况不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	2126	2247	3270	3723	营业收入	1714	2313	2739	2990
应收款项	81	47	55	66	营业成本	715	925	1068	1136
存货净额	0	0	0	0	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	292	216	339	380	销售费用	22	15	14	15
流动资产合计	2835	2846	4001	4506	管理费用	200	310	301	329
固定资产	3706	3753	3837	3949	财务费用	36	43	19	7
无形资产及其他	0	0	0	0	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	3235	3218	3207	3186	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	7	7	7	7	其他收入	0	0	0	0
资产总计	9783	9824	11052	11649	营业利润	777	1063	1356	1510
短期借款及交易性金融负债	1065	548	822	631	营业外净收支	(201)	0	0	0
应付款项	17	5	6	9	利润总额	540	1020	1337	1504
其他流动负债	2247	2252	2494	2786	所得税费用	(14)	6	8	10
流动负债合计	4457	3933	4450	4554	少数股东损益	70	80	18	0
长期借款及应付债券	507	261	391	300	归属于母公司净利润	483	934	1311	1494
其他长期负债	676	676	676	676					
长期负债合计	1183	937	1067	977	现金流量表 (百万元)				
负债合计	5640	4870	5517	5530	净利润	483	934	1311	1494
少数股东权益	483	562	580	580	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	3661	4392	4956	5539	折旧摊销	170	246	251	247
负债和股东权益总计	9783	9824	11052	11649	公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	36	43	19	7
					营运资本变动	297	379	111	243
					其它	297	43	19	7
					经营活动现金流	1248	1602	1692	1991
					资本开支	(183)	(276)	(325)	(338)
					其它投资现金流	(1547)	0	0	0
					投资活动现金流	(1728)	(276)	(325)	(338)
					权益性融资	1377	(806)	386	(289)
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	364	472	748	911
					其它融资现金流	0	80	18	0
					融资活动现金流	1013	(1199)	(345)	(1200)
					现金净变动	531	127	1023	453
					货币资金的期初余额	1589	2120	2247	3270
					货币资金的期末余额	2120	2247	3270	3723
					企业自由现金流	1171	1130	1385	1653
					权益自由现金流	2251	410	1808	1378

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

- 《2020年下半年港股投资策略：全面牛市在路上》——2020-07-06
 《海外教育2020年中期策略：把握长期优质赛道的龙头机遇》——2020-07-03
 《教育行业快评：独立学院加速转设，影响可能差异化》——2020-05-20
 《宇华教育-06169.HK-内生和投后管理超预期，龙头溢价初显》——2020-05-07

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业 投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国境内居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不

构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险。我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032