

# 新高教集团 (02001.HK)

## 关注边际改善，内外兼修谋增长

**公司概况：内生增长优异，完成7省布局的民办高教先驱。**新高教集团2005年在云南省成立，2017年上市前创办云南（本科+专科）和贵州学校（专科），上市后成功完成河南（高职）、东北（本科）、广西（专科）、华中（本科+专科）学校的并购，甘肃学院（本科）的并购尚待完成，目前形成“7省区办学+集团总部”的布局。公司2018/2019H1 主营收入5.61/5.01亿元，同增35.5%/101.4%；归母净利润2.43/2.01亿元，同增3.9%/34.0%。2019-2020学年在校生人数11.35万人。

**经营亮点：内生增长强劲，新疆学校收购案获胜判决解除预付款收回风险。**①内生增长强劲，公司创办的云南和贵州学校2014-2017年收入CAGR达到26.8%，且自2016-17学年起保持每年5000人的在校生人数增长；②单校人数增速较快，华中/河南学校在校生近3年CAGR高达57.1%/26.2%；云南/贵州/广西学校同样呈现较快速增长，近3年在校生CAGR19.3%/9.7%/11.4%。③公司2018年终止收购新疆学校，对1.48亿首期付款计提3098万元减值拨备，2019年12月公司获得收购案胜诉，预付款收回风险解除。

**民办高教行业：路径明晰，期待估值修复。**伴随“职教20条”等相关政策不断演进，民办高教的发展方向和路径逐渐清晰。未来产教融合依然是重中之重，职业培训和职业教育的融合度将越来越高。2019年高教公司收购小步快跑，截至2019年12月累计收购40所学校，其中14所独立学院、7所本科学校。由于收购标的盈利能力较弱，并表后短期对公司报表利润贡献较小，长期对公司利润增厚效应仍需考验公司的整合能力。

**协同管理能力强，重视产教融合强就业。**①区位优势：公司聚焦生源多、毛入学率低的省份，旗下学校所处的河南/云南/广西/贵州/甘肃2018年高等教育毛入学率均低于全国总体水平（48.1%）。②产教融合：以市场为导向进行专业设置，合作企业超10000家，云南/贵州学校2018年毕业生就业率98.2%/97.3%，远高于2018年全国本/专科毕业生就业率（92.0%/91.0%）。③集团化管理：教学研发体系、集中管控体系、就业服务体系标准化程度高，可将成功的办学模式复制到投资并购的新校。

**投资建议。**公司在区位优势、产教融合、集团化运营方面具备竞争优势，毕业生高就业率打造品牌。考虑到公司内生增长稳健且并购学校并表增厚，预计公司2019-2021年归母净利润3.68/4.83/5.88亿元，同增51.7%/31.3%/21.8%，对应EPS 0.24/0.31/0.38元。综合绝对估值和相对估值法，给予公司目标价5.12港元，对应2020年15倍PE，首次覆盖给予公司“买入”评级。

**风险提示：**政策风险（《民办法实施条例》终稿尚未落地）、收购进度不达预期、公司经营及盈利能力不达预期。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	511	707	1,055	1,246	1,434
增长率 yoy (%)	29.7	38.3	49.2	18.1	15.1
归母净利润(百万元)	233.4	243	368	483	588
增长率 yoy (%)	108.8	3.9	51.7	31.3	21.8
EPS 最新摊薄(元/股)	0.15	0.16	0.24	0.31	0.38
净资产收益率 (%)	13.5	11.2	13.8	15.5	16.4
P/E (倍)	17.3	16.6	10.9	8.3	6.8
P/B (倍)	2.3	1.8	1.4	1.2	1.1

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	
最新收盘价(港元)	2.80
总市值(百万港元)	4315.08
总股本(百万股)	1541.10
其中自由流通股(%)	100
30日日均成交量(百万股)	7.04

#### 股价走势



#### 作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 邵璟璐

执业证书编号：S0680518030006

邮箱：shaojinglu@gszq.com



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	243	550	1111	534	429
现金	119	350	838	286	88
应收账款及票据	0	0	0	0	0
其他应收款	89	131	220	195	283
衍生金融工具及短投	0	0	0	0	0
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	36	69	54	53	58
<b>非流动资产</b>	2327	4104	4627	5389	5680
权益性投资	47	161	201	241	281
固定投资	985	2116	2670	3162	3397
无形资产	11	215	394	492	493
其他非流动资产	1283	1612	1362	1493	1509
<b>资产总计</b>	2570	4654	5739	5923	6109
<b>流动负债</b>	668	1632	1994	2016	2071
短期借款	208	625	600	500	450
应付账款及票据	0	0	0	0	0
其他流动负债	460	1007	1394	1516	1621
<b>非流动负债</b>	177	742	828	627	327
长期借款	144	662	708	487	167
其他非流动负债	33	80	120	140	160
<b>负债合计</b>	845	2374	2822	2643	2397
股本	1	1	111	111	111
股本溢价	669	669	905	905	905
留存收益	1054	1187	1444	1782	2194
归属母公司股东收益	1725	1857	2460	2798	3210
少数股东权益	0	422	457	482	502
<b>负债和股东权益</b>	2570	4654	5739	5923	6109

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动净现金流</b>	287	457	505	728	701
净利润	233	243	403	508	608
折旧摊销	31	41	67	84	94
财务费用	0	0	79	58	40
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-33	29	-41	81	-38
其他经营现金流	56	144	-3	-3	-3
<b>投资活动净现金流</b>	-697	-1081	-588	-843	-383
资本支出	-281	-350	-693	-571	-216
长期投资	0	0	-107	-124	-134
其他投资现金流	-416	-730	213	-148	-33
<b>筹资活动净现金流</b>	350	854	570	-437	-516
短期借款	0	0	-104	-158	-90
长期借款	-244	888	46	-221	-321
股本增加	651	0	110	0	0
支付股利	-30	-74	-110	-145	-176
其他筹资现金流	-27	41	629	87	70
<b>现金净增加额</b>	-60	231	488	-551	-198

**利润表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	511	707	1055	1246	1434
营业成本	187	275	431	511	596
研发费用等其他	5	39	32	30	28
销售费用	4	5	11	14	16
管理费用	58	54	76	90	102
财务费用	37	70	79	58	40
利息收入	3	8	9	8	3
其他非经营性损益	22	0	3	3	3
投资净收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	243	264	428	546	655
其他收益及亏损	7	13	10	6	6
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	250	277	438	552	661
所得税	17	23	35	44	53
<b>净利润</b>	233	254	403	508	608
少数股东收益	-0	12	35	25	20
<b>归属母公司净利润</b>	233	243	368	483	588
EBITDA	318	387	584	695	794
EPS (元/股)	0.15	0.16	0.24	0.31	0.38

**主要财务比率**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	29.7	38.3	49.2	18.1	15.1
营业利润 (%)	122.8	8.6	61.9	27.6	19.9
归属母公司净利润 (%)	108.8	3.9	51.7	31.3	21.8
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	63.4	61.1	59.1	59.0	58.5
净利率 (%)	45.7	34.3	34.9	38.8	41.0
ROE (%)	13.5	11.2	13.8	15.5	16.4
ROIC (%)	12.7	9.9	11.2	12.9	14.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	32.9	51.02	49.2	44.6	39.2
净负债比率 (%)	42.1	88.8	68.0	71.8	62.2
流动比率	0.4	0.3	0.6	0.3	0.2
速动比率	0.4	0.3	0.6	0.3	0.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>每股指标 (元/股)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.15	0.16	0.24	0.31	0.38
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.19	0.30	0.33	0.47	0.45
每股净资产 (最新摊薄)	1.12	1.48	1.89	2.13	2.41
<b>估值指标 (倍)</b>					
P/E	17.3	16.6	10.9	8.3	6.8
P/B	2.3	1.8	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	13.5	14.1	9.3	8.3	7.2

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

内生增长优异、完成7省布局的民办高教先驱.....	5
公司概况：全国领先的民办高等教育集团.....	5
经营情况：内生增长强劲，新疆收购胜诉判决风险解除.....	8
股权结构：李孝轩持股51.48%，辉煌公司协议控制境内实体.....	10
民办高教行业：路径明晰，期待估值修复.....	13
政策不断演进，职教修法，迈入新时代.....	13
2019年收购高效落地，2020年展望内生增长.....	14
公司亮点：协同管理能力强，重视产教融合强就业.....	16
区位优势：聚焦生源多、毛入学率低的重点区域.....	16
产教融合：合作企业超万家，就业率领先行业.....	17
运营能力：集团化管理突出，提高办学质量.....	18
盈利预测及估值.....	19
盈利预测.....	19
估值和投资建议.....	20
附录一：新高教集团学校介绍及并购路径梳理.....	22
附录二：2019年职教改革相关政策和要点汇总.....	24
风险提示.....	26

## 图表目录

图表 1: 新高教集团学校布局.....	5
图表 2: 新高教集团创办及并购学校时间轴.....	6
图表 3: 新高教集团旗下学校运营情况.....	6
图表 4: 新高教集团发展历程.....	7
图表 5: 新高教集团旗下学校风光.....	8
图表 6: 新高教集团营业收入及同比增速（单位：亿元；%）.....	8
图表 7: 公司创办云南学校及贵州学校在校学生人数（左轴：万人；右轴：%）.....	8
图表 8: 公司旗下在校学生人数及增速（左轴：万人；右轴：%）.....	9
图表 9: 新高教集团归母净利润及同比增速（单位：亿元；%）.....	9
图表 10: 公司各项收入（单位：亿元）.....	9
图表 11: 公司 2019H1 各项收入及占比（单位：亿元，%）.....	9
图表 12: 公司旗下学校各学年在校生人数（单位：万人）.....	10
图表 13: 公司旗下学校学费情况（单位：元）.....	10
图表 14: 新高教集团股权结构（2019年6月30日）.....	11
图表 15: 公司董事会及高级管理层.....	12
图表 16: 2019年职教改革相关政策.....	13
图表 17: 2017年国内高等学校结构拆分（单位：所）.....	14
图表 18: 高教公司收购案例总结（单位：亿元，截至2019年12月）.....	15
图表 19: 2018年全国各省市高等教育毛入学率（单位：%）.....	16
图表 20: 2018年全国各省市高考报名人数（单位：万人）.....	17
图表 21: 云南学校及贵州学校的毕业生就业率（单位：%）.....	17
图表 22: 新高教集团部分合作企业.....	18
图表 23: 公司集团化管理内容.....	18

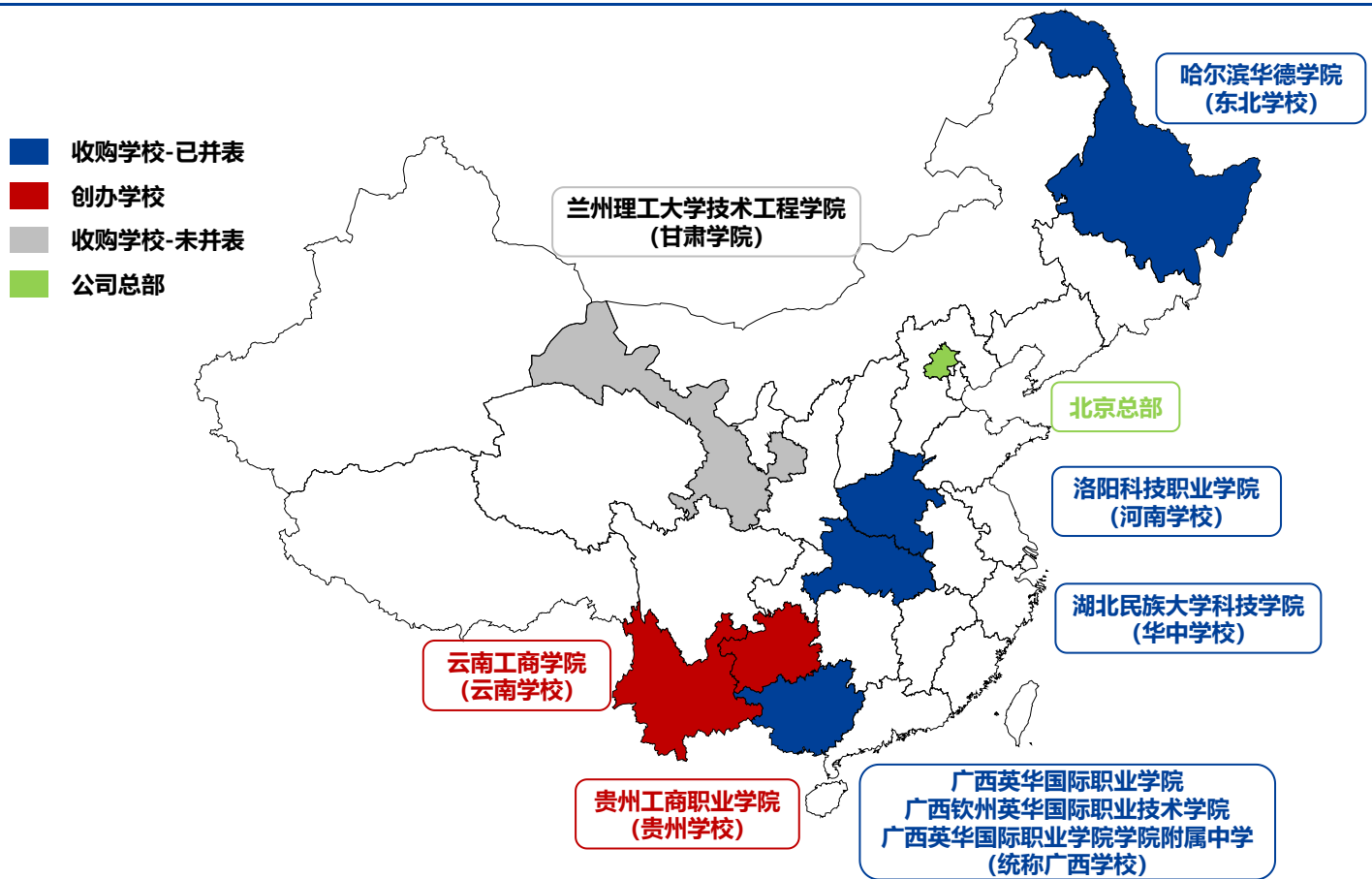
图表 24: 港股民办高教上市公司高等教育学校布局 .....	19
图表 25: 新高教集团营业收入预测 (单位: 百万元, %) .....	20
图表 26: 新高教集团主要财务指标预测 (单位: 百万元, %) .....	20
图表 27: WACC 假设和计算 .....	21
图表 28: 敏感性分析 (单位: 港元) .....	21
图表 29: 可比公司估值表 .....	21
图表 30: 公司收购东北学校进程 .....	22
图表 31: 公司收购华中学校进程 .....	23
图表 32: 公司收购河南学校进程 .....	23
图表 33: 公司收购广西学校进程 .....	24
图表 34: 公司收购甘肃学院进程 .....	24
图表 35: 2019 年职教改革相关政策和要点 .....	24

## 内生增长优异、完成7省布局的民办高教先驱

### 公司概况：全国领先的民办高等教育集团

新高教集团为我国领先的民办高等教育集团，2017年4月19日于港交所上市。公司上市前创办云南工商学校和贵州工商职业学校，上市后成功完成4所学校的并购，甘肃学院的并购尚待完成，目前形成“7省区办学+集团总部”的布局。2019-2020学年，公司在校学生合计人数（包括甘肃学院）达11.35万人。

图表1：新高教集团学校布局



资料来源：公司财报，国盛证券研究所

从运营学校的学历类型来看，主要包括：

- **本科学历课程：**云南工商学院（云南学校）、哈尔滨华德学院（东北学校）、湖北民族大学科技学院（华中学校）以及甘肃兰州理工大学技术工程学院（甘肃学院）4所学校提供学士学位课程。截至2018年12月31日，集团学生共就读于84个普通本科专业。
- **大专学历课程：**云南学校、贵州工商职业学院（贵州学校）、华中学校、广西英华国际职业学院4所学校开展大专文凭课程。截至2018年12月31日，集团学生共就读于76个普通专科专业。

- **其他课程：**除本科及大专学历课程外，洛阳科技职业学院（河南学校）提供高等职业学历教育、广西钦州英华国际职业技术学校提供中等职业学历教育，广西英华国际职业学院附属中学提供普通高中学学历教育。

图表 2: 新高教集团创办及并购学校时间轴



资料来源: 招股说明书、公司财报, 国盛证券研究所

图表 3: 新高教集团旗下学校运营情况

学校名称	成立时间	方式	收购学校并表时间	教育类型	股权比例	学院及专业数	2018/19 在校生人数
云南学校	2005年	创办	/	本科+专科	100%	本科: 11个学院 32个专业 专科: 10个学院 24个专业	25957
贵州学校	2012年	创办	/	专科	100%	7个学院 37个专业	16828
东北学校	2004年	收购	2018.12	本科	73.91%	9个学院 38个专业	9261
华中学校	2015年	收购	2019.8	本科+专科	100%	本科: 7个学院 40个专业 专科: 4个学院 11个专业	8584
河南学校	2013年	收购	2018.10	高职	55%	10个学院 40个专业	21167
广西学校	专科 2005年 中职 2008年 高中 2006年	收购	2019.1	专科+中职+高中	51%	专科: 6个学院 40个专业	9953
甘肃学院	2004年	收购	未并表	本科	合作班学	9个学院 37个专业	8218
新疆学校	2003年	终止收购	2018.10 终止收购	本科	/	/	/

资料来源: 公司公告、各学校官网, 国盛证券研究所 注: 在校学生人数为 2018-2019 学年数据

**公司成立后的发展可简要分为三个阶段:** (1) 筹备期 (2005-2010年): 公司发展可追溯至 1999 年, 李孝轩先生于 1999 年通过创立云南爱因森计算机职业培训站 (培训站) 进入教育领域。2005 年公司正式成立, 并创办集团第一所学校——爱因森软件学院, 培训站为其举办者。公司成立后运营软件学院, 并筹划建设贵州学校; (2) 内生发展期 (2011-2014 年): 该阶段内, 公司完成了软件学院向云南学校的成功转型以及贵州学校的成功创立, 且 2010 年深圳平安向公司投资 1 亿元; (3) 外延扩张期 (2015-至今): 基于云南学校和贵州学校的成功运营, 公司进一步通过外延并购的方式扩大业务规模, 于 2015/2016 年先后投资华中/东北学校, 伴随 2017 年公司上市, 完成了对东北/华中/河南/广西四所学校的收购。

从资本化路径来看, 公司共进行两次股票发行。首次公开发行人于 2017 年, 以 2.78 港元/股的发行价全球发售 2.86 亿股, 募资净额 7.43 亿港元。2019 年 4 月 17 日, 公司以



3.57 港元/股的配售价格向不少于 6 名承配人（均为独立第三方）配售 1.1 亿股，募集款项净额 3.89 亿港元。

图表 4: 新高教集团发展历程

年份	发展历程
1999	成立云南爱因森计算机职业培训站，从事计算机基础知识培训教育，开始进入民办教育行业
2005	软件学院成立
2009	扩张至贵州省并开始准备建设贵州学校
2010	平安参股
2011	软件学院转型为云南学校（为一家高等教育机构），并为云南省首批成立的民办大学之一
2012	贵州学校成立
2014	云南学校获认可为全国毕业生就业典型经验高校
2015	投资华中学校，并于 2016 年建成新校园，扩张至华中
2016	投资东北学校扩张至中国东北；建银国际参股
2017	成功港股上市；首次获纳入恒生综合小型股指数及恒生消费品制造、服务业指数成份股及 MSCI 明晟中国小型指数成份股
2018	收购洛阳科技学院；甘肃学院新校园正式兴建；收购广西英华国际职业学院；纳入恒生港股通指数成份股，于 2018 年 3 月 5 日生效
2019	完成 3.89 亿港元配售；甘肃学院新校园兴建完成

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司从 2015 起通过外延并购的方式进一步扩大经营范围，目前已成功完成东北、华中、河南和广西学校的收购并通过订立结构性合约的方式，由辉煌公司协议控制，甘肃学院的并购尚未完成。

- **东北学校：**于 2016 年 1 月 6 日，集团与东北学校的举办者订立合作协议，集团应出资人民币 3.81 亿元作为合作的合作对价。根据东北学校与辉煌公司的结构性合约，东北学校并表前将其净利润的 73.91% 以支付服务费的形式转拨至辉煌公司。东北学校于 2018 年 12 月正式并表。
- **华中学校：**华中学校举办者为恩常公司及民族学院，新高教集团通过 2015 年至 2017 年的一系列增资以及股权转让收购恩常公司 100% 的股权。公司于 2019 年 8 月 26 日完成收购华中学校。
- **河南学校：**河南学校举办者为河南荣豫，公司于 2018 年 1 月 8 日以 1.02 亿元的交易对价收购其 55% 的股权，就河南学校二期建设前期建设费用向河南荣豫注资人民币 2.23 亿元。在开始河南学校二期建设后，北京大爱咨询将进一步向河南学校注资人民币 7,100 万元，以供其进一步建设及发展。于 2019 年 1 月 14 日，公司完成收购河南学校。
- **广西学校：**广西学校举办者为嵩明新巨，2018 年 9 月 4 日，公司收购其 51% 的股权，并于 2018 年 10 月 8 日完成广西学校的收购。
- **甘肃学院（收购尚待完成）：**目前甘肃学院举办者为兰州理工大学，目前新校园已建成，仍有待教育部门批准变更学校举办者。

图表5: 新高教集团旗下学校风光

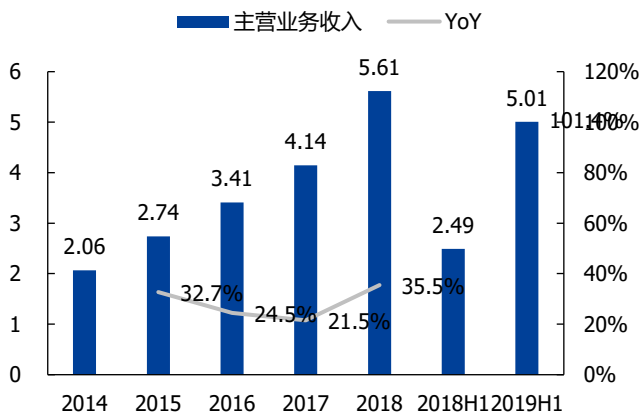


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

### 经营情况: 内生增长强劲, 新疆收购胜诉判决风险解除

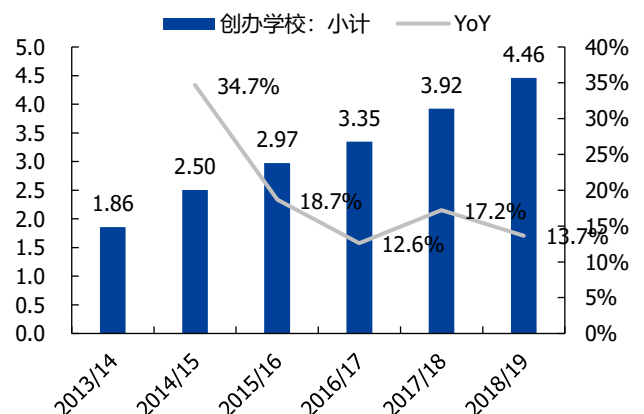
集团内生增长强劲, 创办学校收入和在校学人数稳步增长。集团于内生发展期即取得稳定增长, 从收入来看, 2014-2017年主营业务收入(仅包括创办的云南和贵州学校的学费及住宿费收入) CAGR 达 26.8%, 2017年达到 4.14 亿元。从在校学生人数来看, 集团创办的云南学校及贵州学校在校生人数稳步提升, 自 2016/17 学年以来每年保持 5000+ 的增长, 2018/19 学年达到 4.46 万人, 同增 13.7%。

图表6: 新高教集团营业收入及同比增速(单位: 亿元; %)



资料来源: 招股说明书, 公司财报, 国盛证券研究所

图表7: 公司创办云南学校及贵州学校在校学生人数(左轴: 万人; 右轴: %)



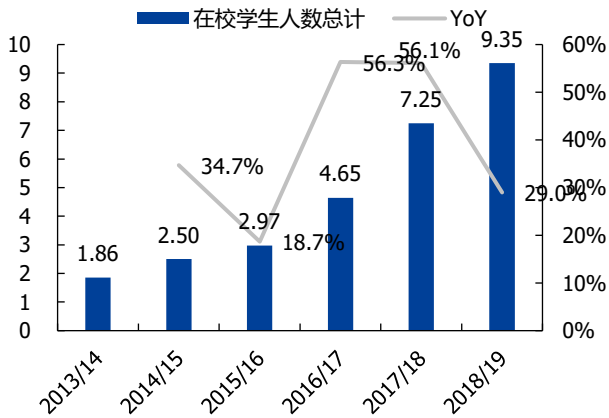
资料来源: 招股说明书, 公司财报, 国盛证券研究所

并购学校 2018 年起陆续并表, 进一步助力增长。伴随 2018 年河南/东北学校并表以及 2019H1 广西学校并表, 公司收入增速进一步提升, 2018/2019H1 同增 35.5%/101.4% 至 5.61/5.01 亿元。从在校生总人数看, 公司于 2016-17 学年将东北和华中学校纳入总在校生人数, 2017-18 学年及 2018-19 学年分别将河南及广西学校纳入在校生人数, 总体在校生人数在 2016-2017 和 2017-2018 学年增长迅速, 分别达到 56.3% 和 56.1%。



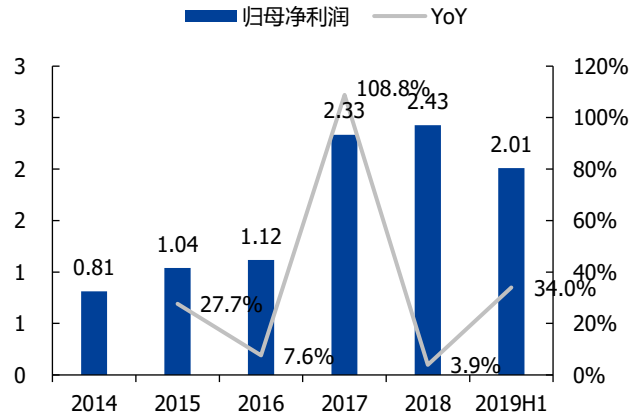
2018/2019 学年新高教集团旗下学校在校生（不包括甘肃学院）达到 9.35 万人，同增 29.0%。

图表 8: 公司旗下在校学生人数及增速 (左轴: 万人; 右轴: %)



资料来源: 招股说明书、公司财报, 国盛证券研究所注: 2013/14-2015/16 学年计入云南及贵州学校, 2016/17 学年加入东北和华中学校, 2017/18 学年加入河南学校, 2018/19 学年加入广西学校

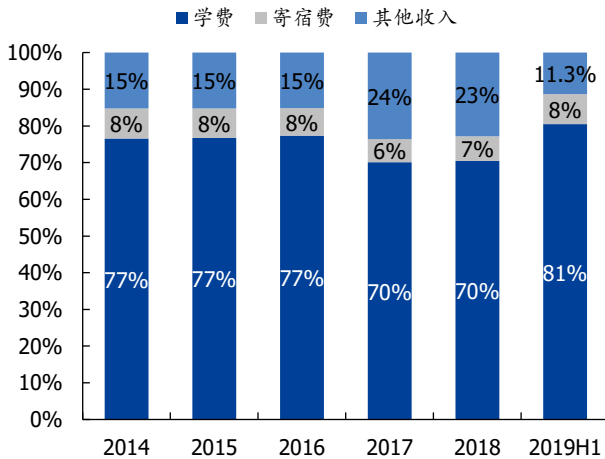
图表 9: 新高教集团归母净利润及同比增速 (单位: 亿元; %)



资料来源: 招股说明书, 公司财报, 国盛证券研究所

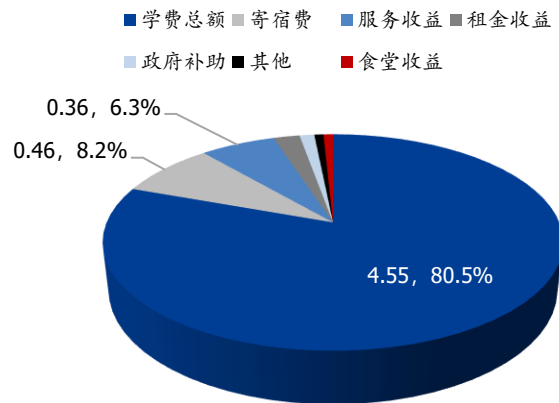
利润端, 2017 和 2018 年增速出现较大波动, 2017 年收取管理服务费增厚利润。公司于 2015/2016 年分别投资华中/东北学校, 且在并表前的 2016/2017 年通过订立结构性合约, 向两校收取业绩 73.91%/100% 的管理服务费, 计入其他收益及增益。2017 年, 华中和东北学校共确认服务费收入 4390 万元, 同增 225.2%, 带来 2017 年公司归母净利润 108.8% 的高速增长。

图表 10: 公司各项收入 (单位: 亿元)



资料来源: 招股说明书、公司财报, 国盛证券研究所

图表 11: 公司 2019H1 各项收入及占比 (单位: 亿元, %)



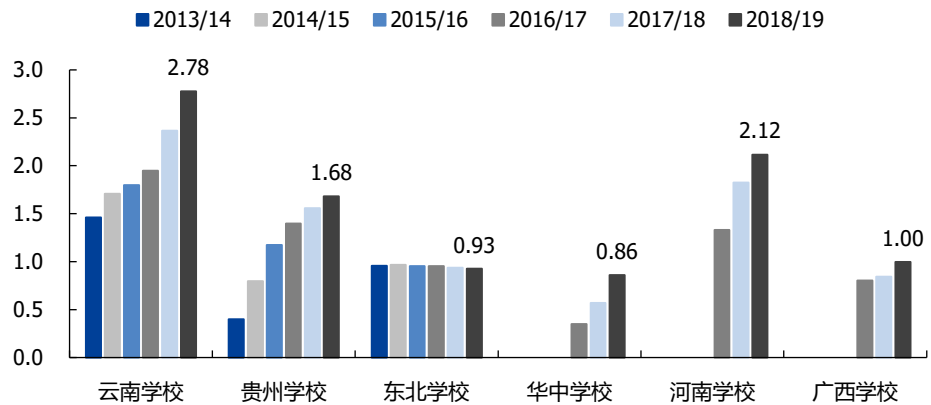
资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

新疆学校收购案获胜诉判决, 预付款收回风险解除。2017 年 12 月, 公司以 1.83 亿元的交易对价收购新疆财经大学商务学院 (新疆学校), 首期付款 1.48 亿元。由于交易对手方未满足股权转让协议的若干先决条件及持续要求, 2018 年 10 月, 公司决定终止收购新疆学校, 并对交易对手方提出民事诉讼, 且于 2018 年计提 3098 万元的预付款减值拨备, 计入其他开支, 导致 2018 年归母净利增速大幅下滑至 3.9%。2019 年 12 月 30 日, 公司就新疆学校并购一案获得了新疆高院的胜诉判决, 预付款收回风险解除。

单校角度看, 云南/河南学校规模超 2 万人, 东北学校在校生人数下降。2018-2019 学年云南/河南学校在校生 2.78/2.12 万人, 贵州学校在校生 1.68 万人, 其他 3 所学校在校生人数小于 1 万人。从单校在校生人数增速来看, 华中/河南学校近 3 年 CAGR57.1%/26.2%, 呈现人数快速增长; 云南/贵州/广西学校同样呈现较快速增长, 近

3年CAGR19.3%/9.7%/11.4%；而东北学校在校生人数呈现负增长，2018/19学年为9261人，近3个学年CAGR为-1.4%，东北学校的收入提升主要为价格驱动。

图表 12: 公司旗下学校各学年在校生人数 (单位: 万人)



资料来源: 招股说明书、公司财报, 国盛证券研究所

学费方面, 公司根据不同专业需求, 每年对不同专业进行学费调整, 整体平均学费年化增长 3%-8%。从 2018/19 学年学费情况来看, 本科学费达到 1.7-2.2 万元, 云南学校专科学费高于 1 万元, 而贵州/华中/广西学校专科学费低于 1 万元。河南学校提供高职教育, 学费在 4600-7800 元。

图表 13: 公司旗下学校学费情况 (单位: 元)

学校	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19
云南学校					11000-20000	11000-22000
本科	5000-12,000	5000-12000	5000-20000	5000-20000		
专科	8000	8000	8000	11000-13000		
贵州学校 (专科)	7200-8000	7200-8000	8000-8800	8000-8800	8000-9380	8000-9380
东北学校						
本科	11000-14000	11000-14000	12000-15000	13500-15500	14500-16500	17000-19000
专科	7500-8400	7500-10000	7500-10000	9800		
华中学校 (专科)					7500-18000	8500-19000
河南学校 (高职)					2600-7800	4600-7800
广西学校 (专科)					6000-7500	7000-8500

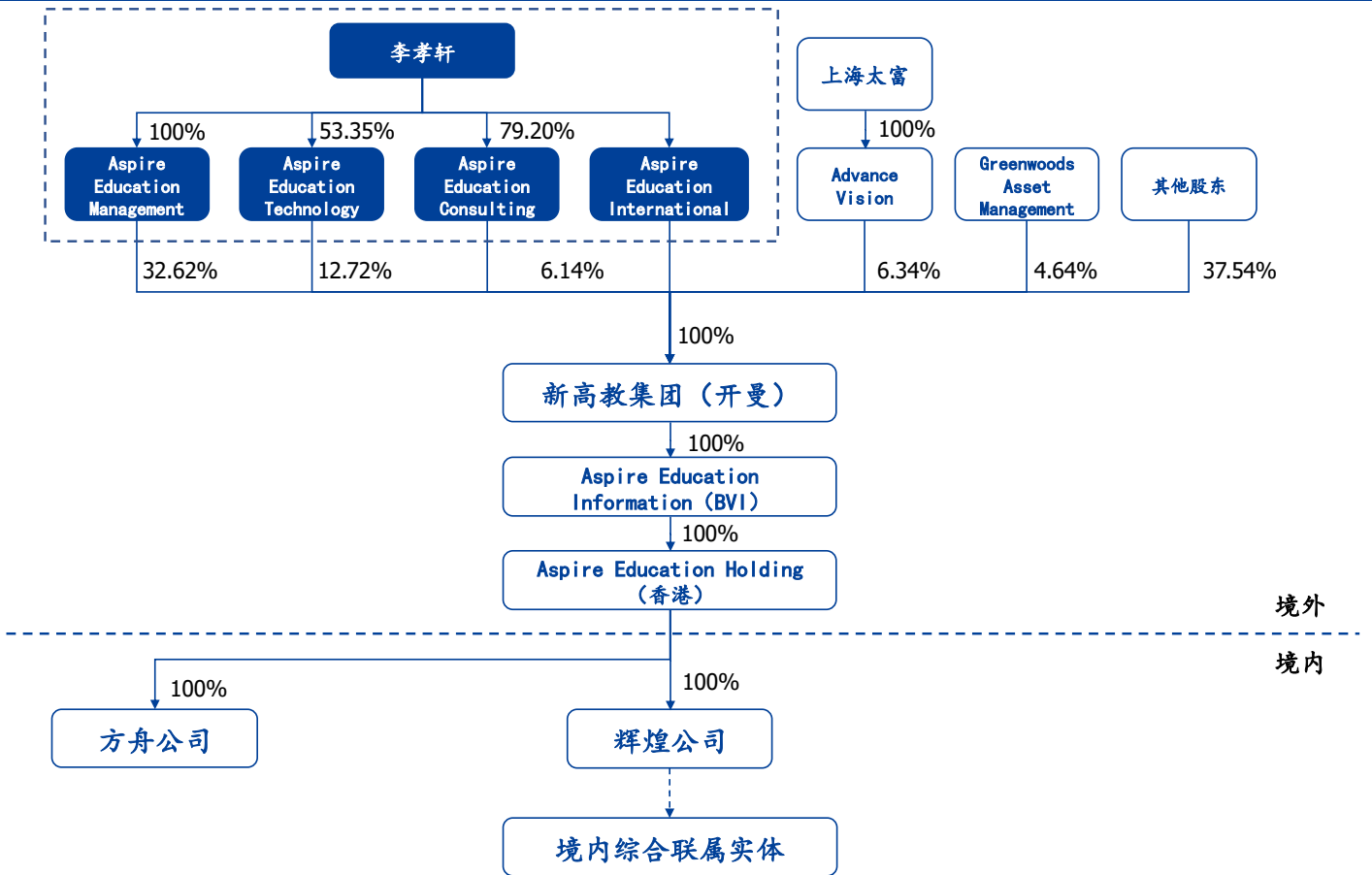
资料来源: 招股说明书、公司财报, 国盛证券研究所注: 2017/18 学年起, 云南学校学费不再区分本专科披露学费价格, 东北学校自 2017/18 学年起不再招收专科学生

### 股权结构: 李孝轩持股 51.48%, 辉煌公司协议控制境内实体

截至 2019 年 6 月 30 日, 新高教集团创始人、董事会主席李孝轩通过 Aspire Education Management、Aspire Education Technology、Aspire Education Consulting 和 Aspire Education International 共持有公司股份 51.48%, 为公司控股股东。2015 年, 上海太富投资新高教集团 2 亿元, 上市后其全资子公司 Advance Vision 为公司股东, 持股 6.34%。

新高教集团通过 VIE 架构控制旗下国内学校的运营。辉煌公司为外商独资企业, 于 2016 年 8 月成立, 为公司在国内运营的学校及其举办者提供技术及管理咨询服务, 并通过与旗下学校订立结构性合约的方式实现对各学校的控制。

图表 14: 新高教集团股权结构 (2019年6月30日)



资料来源: 国盛证券研究所 注: 虚线框内为公司控股股东

公司董事及高级管理层教育背景深厚。公司创始人、董事会主席李孝轩在教育领域拥有超过 20 年经验。执行董事、CEO 赵帅及副总裁泰宏康、刘风明均在公司尚未正式成立时加入集团，教育从业经验 15 年以上，与李孝轩共事多年。高级副总裁郑艳丽于 2014 年加入集团前曾在安博教育任职 11 年，离职前为营运中心总经理。

图表 15: 公司董事会及高级管理层

姓名	年龄	职位	履历
李孝轩先生	45	董事会主席、执行董事	于教育领域拥有逾 20 年经验； 1999-2004 年，任培训中心董事，负责培训的整体管理和战略发展、重大经营和行政事务的决策以及日常运营和管理； 2005 年-现今，任云爱集团主席； 于 2016 年 7 月 8 日获委任为本公司董事，现为董事会主席。
赵帅先生	39	执行董事、首席执行官	于 2004 年 4 月加入本集团，拥有逾 15 年的教育经验； 2004.4-2008.8，任云南学校招生主任，负责招生； 2008.9-2014.3，任云南学校副院长，负责招生、行政和后勤事务； 2014.4-2015.4，任云爱集团行政部总经理，负责采购、后勤和基础设施； 2015.5-2016.3，任贵州学校执行院长，负责管理和战略发展、员工招聘及其他行政事务； 2016.3-至今，任云爱集团高级总裁，负责负责管理和战略发展； 于 2016 年 8 月 19 日获委任为本公司的首席执行官兼执行董事。
孙璐女士	49	首席财务官	孙女士拥有超过 20 年的银行、商务及金融行业经验，过去曾在一家著名的金融机构出任不同高级管理职位。 孙女士于 1993 年 6 月毕业于天津财经大学，获颁国际金融学士学位，并于 1998 年 6 月获得天津财经大学货币银行学硕士学位。加入本集团前，孙女士任职于华夏银行（一家自 2003 年起在上海证券交易所上市之公司（股份代号：600015））。自 2018 年 5 月至 2019 年 3 月，彼为总行贸易金融部总经理。自 2014 年 12 月至 2018 年 5 月，彼为总行国际业务部副总经理以及总经理兼香港代表处首席代表。自 2009 年 5 月至 2014 年 12 月，其为总行国际化改造办公室主任及发展研究部副总经理。自 2006 年 6 月至 2009 年 5 月，亦为总行信用卡中心首席财务官兼副首席执行官，及管理委员会委员。
秦宏康先生	43	副总裁	于 2004 年 12 月加入本集团，并于 2016 年 8 月 19 日获委任为本公司副总裁； 1999.7-2004.12，担任滇池晨报社会新闻记者、重要新闻及财经新闻主任； 2004.12-2009.11，担任云南学校副院长； 2009.12-2013.12，担任贵州学校执行院长； 2013.12-至今，担任云爱集团副总裁。
刘风明女士	49	副总裁	于 2002 年 9 月加入本集团，并于 2016 年 8 月 19 日获委任为本公司副总裁。 2002.9-2003.10，于培训中心担任教师及教研室主任； 2003.10 月-2005.1，于专修学院担任教育部主任及副校长； 2005.1-2011.3，担任云南学校副院长； 2011.3-2015.9，担任专修学院院长； 2015.9-2016.7，担任北京联合总经理； 2016.7-至今，担任云爱集团副总裁。
郑艳丽女士	48	高级副总裁	于 2014 年 5 月加入本集团，并于 2016 年 8 月 19 日获委任为本公司副总裁，随后晋升为本公司高级副总裁，主责并购。 2003.4-2014.4，任职于安博教育集团有限公司，离职前为营运中心总经理； 2014.5 月起，郑女士出任云爱集团投资部副总裁及总经理。
罗媛媛女士	38	联席财务官兼财务部总经理	于 2003 年在安徽省电力公司滁州电力公司财务部任职； 于 2005 年在武汉爱尔眼科医院财务部任职； 于 2010 年调任昆明爱尔眼科医院参与筹建。 于 2013 年 6 月加入本集团，曾先后担任云南学校财务处处长、集团预算处处长及本公司财务部总经理。并于 2017 年 12 月 20 日获委任本公司联席财务官兼财务部总经理
黄慧玲女士	39	公司秘书	于 2016 年 8 月 19 日获委任为联席公司秘书。彼在香港提供公司秘书服务方面拥有逾 10 年经验。

资料来源：公司财报，国盛证券研究所

## 民办高教行业：路径明晰，期待估值修复

### 政策不断演进，职教修法，迈入新时代

伴随政策不断演进，民办高教的发展方向和路径逐渐清晰。2019年《民促法实施条例》终稿迟迟没有落地，受此影响民办高教标的在资本市场表现平淡。尽管如此，2019年2月发布的《国家职业教育改革实施方案》（下称“职教20条”）也已经指出明确的发展路径和定位。2019年4月教育部等部门相继发布配套政策和方案<sup>1</sup>，2019年12月5日教育部发布《职业教育法修订草案（征求意见稿）》，面向各级各类职业学校教育和各种形式的职业培训，未来国内职业教育体系将在“分类管理”和“产教融合”的指引下向规范化、精细化、科学化的方向发展。

图表 16: 2019年职教改革相关政策

政策发布时间	发布单位	政策名称
2019年2月13日	国务院办公厅	《国家职业教育改革实施方案》
2019年4月12日	教育部、国家发改委 财政部、市场监管总局	《关于在院校实施“学历证书+若干职业技能等级证书”制度试点方案》
2019年5月18日	国务院办公厅	《国务院办公厅发布关于印发职业技能提升行动方案（2019—2021年）的通知》
2019年6月5日	教育部	《教育部关于职业院校专业人才培养方案制订与实施工作的指导意见》
2019年10月8日	教育部	《关于开展示范性职业教育集团（联盟）建设的通知》
2019年10月9日	教育部办公厅等七部门	《关于教育支持社会服务产业发展 提高紧缺人才培养培训质量的意见》
2019年10月9日	国家发改委	《国家产教融合建设试点实施方案》
2019年10月18日	教育部、发改委 财政部、人社部	关于印发《深化新时代职业教育“双师型”教师队伍建设改革实施方案》的通知
2019年11月7日	人社部、教育部	《关于做好技工院校招生工作的通知》
2019年11月18日	教育部办公厅等十四部门	《职业院校全面开展职业培训 促进就业创业行动计划》
2019年11月14日	教育部办公厅、财政部办公厅 国家发改委办公厅	《关于推进1+X证书制度试点工作的指导意见》
2019年12月5日	教育部	《职业教育法修订草案（征求意见稿）》

资料来源：教育部、人社部、国盛证券研究所

职教在缓解结构性就业矛盾中有重要意义，是国家培优人才梯队的重要路径。以每年出生人口粗略推算，经过层层考试筛选洗礼后，近1700万出生人口中，最终仅400万人进入本科。根据教育部官网数据，每年的新增劳动力中，中职和高职在内的职业院校毕业生占到70%。而国内民办高校是职业技能型高校和应用型高校的重要组成部分，民办专科是职业技能型学校的重要部分，数量占比30%；民办本科则是应用型高校的主力，占比50%。

<sup>1</sup> 配套政策包括《建设产教融合型企业实施办法（试行）》、《关于在院校实施“学历证书+若干职业技能等级证书”制度试点方案》、《中国特色高水平高职学校和专业建设计划项目遴选管理办法（试行）》



图表 17: 2017 年国内高等学校结构拆分 (单位: 所)

	研究型	应用型	职业技能型	总计
公办专科	0	0	1072	1072
民办专科	0	0	317	317*
公办本科	433	389	0	822
民办本科	26	417(包括 265 所独立学院)	0	443*

资料来源: 教育部《2019 年度全国普通高等学校名单》, 国盛证券研究所整理 注: 筛选条件为: 研究型高校中名字以“大学”结尾命名, 应用型高校中名字以“学院”结尾命名。民办本科中另有 9 所是合作办学学校, 民办专科中有 3 所是合作办学学校。

《职业教育法修订草案(征求意见稿)》与“职教 20 条”一脉相承, 立法强调职业教育地位, 鼓励民办参与。《征求意见稿》强调“职业教育是与普通教育不同类型、具有同等重要地位的教育的定位”。国家鼓励依法举办民办职业学校和培训机构, 非营利民办职业学校可获得生均经费支持, 鼓励多元办学形式。

产教融合依然是重中之重, 鼓励企业参与其中, 并给予“金融+财政+土地+信用”的组合式激励支持, 包括对于具备职业教育的企业按投资额一定比例抵免教育附加; 符合产教融合型认定的企业给与适当补贴或政策优惠。对于企业来说, 企业可以通过定向合作培养的方式满足岗位需求, 缓解结构性劳动力短缺。产教融合要求院校以促进就业和适应产业发展需求为导向, 对于高校来说, 高校可借助自身师资、品牌、专业等优势向社会开放职业培训, 同时获得多元收入, 产教融合是解决就业的高效路径。更重要的是, 建立贯通培养的现代化职业教育体系, 包括推动学校教育和职业培训及其他学习成果互通衔接(建立“1+X”和“X+1”制度)。

## 2019 年收购高效落地, 2020 年展望内生增长

**2019 年高教公司收购小步快跑, 并未受到政策影响。**新高教集团在 2019 年完成了广西学校和华中学校的并表, 并完成了甘肃学院新校园的建设。中教控股高效地完成了两所独立学院的收购和并表, 并成功收购了澳洲悉尼国王学院。希望教育在 2019 年 3 月收购贵州科技学院后在 7-8 月收购了苏州托普学院(本科)和银川学校若干。民生教育在 2019 年 3 月收购了刚刚完成升本和更名的南昌职业大学, 并在 11 月达成了安徽文达学院收购事项的债务重组协议。新华学院 2 月收购南京红山学院并签订了转设协议, 公司于 7 月公告收购昆明海源学院和卫校, 后因转设事项的不确定性而暂缓。截至 2019 年 12 月, 高教上市公司累计收购 40 所学校, 其中 14 所独立学院、7 所独立设置本科学校、9 所专科学校。

图表 18: 高教公司收购案例总结 (单位: 亿元, 截至 2019 年 12 月)

公司	学校	时间	办学层次	股权	估值*
中教控股	白云技师学院	2017 年 8 月	技校	100%	7.5
	西安铁道技师学院	2018 年 3 月	技校	62%	9.3
	郑州城轨交通中等专业学校	2018 年 3 月	中专	80%	10.69
	松田大学/松田学院	2018 年 6 月	独立学院	100%	5.38
	济南大学泉城学院	<b>2019 年 1 月</b>	<b>独立学院</b>	<b>100%</b>	<b>4.54</b>
	重庆南方翻译学院	<b>2019 年 6 月</b>	<b>独立学院</b>	<b>100%</b>	<b>15.1</b>
	澳洲悉尼国王学院	<b>2019 年 7 月</b>	<b>私立商学院</b>	<b>100%</b>	<b>1.34 亿澳元</b>
	重庆电信职业学院	2017 年 11 月	专科	51%	2.45
民生教育	寿光渤海实验学校	2018 年 3 月	高中	100%	1.52
	河北工业大学城市学院	2018 年 7 月	独立学院	100%	2
	云南大学滇池学院	2018 年 8 月	独立学院	51%*	11.4
	曲阜远东职业技术学院	2018 年 11 月	专科	51%	1.8
	南昌职业大学	<b>2019 年 3 月</b>	<b>本科</b>	<b>51%</b>	<b>10.0</b>
	安徽文达信息工程学院	<b>2017 年 8 月/2019</b>	<b>本科</b>	<b>51%</b>	<b>9.8</b>
	合肥信息工程学校	<b>年 11 月</b>	<b>中专</b>	<b>51%</b>	<b>9.8</b>
	安徽蓝天飞行学院	<b>2019 年 11 月</b>	<b>职业培训</b>	<b>51%</b>	<b>2.0</b>
希望教育	贵州财经商务学院	2014 年 4 月	独立学院	100%	1
	山西医科大学晋祠学院	2014 年 4 月	独立学院	100%	0.5
	民办天一学院	2011 年 9 月	专科	100%*	1.1
	四川文化传媒职业学院	2014 年 3 月	专科	100%	1.5
	四川托普信息技术职业学院	2017 年 12 月	专科	100%	10
	贵州大学科技学院	<b>2019 年 3 月</b>	<b>独立学院</b>	<b>100%</b>	<b>0.7</b>
	鹤壁汽车工程职业学院	<b>2019 年 7 月</b>	<b>专科</b>	<b>95%</b>	<b>1.7</b>
	苏州托普学院	<b>2019 年 8 月</b>	<b>本科</b>	<b>100%</b>	<b>4.0</b>
	昆山技工学校		技工学校		
	银川能源学院	<b>2019 年 8 月</b>	<b>本科</b>	<b>100%</b>	<b>5.5</b>
新高教	银川科技职业学校		中职		
	哈尔滨华德学院	2016 年 4 月	本科	74%	5.17
	湖北民族学院科技学院	2017 年 10 月	独立学院	100%*	6.57
	洛阳科技职业学院	2018 年 1 月	专科	55%	1.85
	广西英华国际职业学院&附属中学		专科	51%	2.5
	广西钦州英华国际职业技术学校	2018 年 9 月			
新华教育	兰州理工大学技术工程学院	2018 年 7 月	独立学院	合作办学	/
	南京财经大学红山学院	<b>2019 年 2 月</b>	<b>独立学院</b>	<b>100%</b>	<b>6.1</b>
	安徽医科大学医学院	2017 年	合作办学		/
宇华教育	郑州工商学院	2016 年 1 月	独立学院	100%	
	湖南涉外经济学院	2017 年 12 月	本科院校	100%	
	山东英才学院	<b>2019 年 12 月</b>	<b>本科/专科</b>	<b>90%</b>	<b>16.6</b>

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所整理; 注: 标的整体估值, 不考虑收购比例; 天一学院分两次收购, 2011 年 9 月收购 70%, 2014 年收购剩下的 30%; 新高教广西学校分两次收购, 分别出资 1.16/0.15 亿元, 估值基本一致; 新高教收购华中学校 (湖北) 之前已经拥有 80% 股权, 收购后拥有 100% 股权; 民生教育的滇池学院的剩余股权采用托管形式, 获得 100% 净利润并表。

收购标的并表后增厚收入, 但大多盈利能力欠佳, 考验公司整合能力。中教控股和希望教育收购的学校都已在 2019 年年内实现并表, 有望为 2020 年报表带来规模增量, 预计增厚 4-5 亿收入; 民生教育收购的主要贡献标的预计在 2020 年中期开始贡献, 预计增厚 3 亿左右收入。然而由于收购标的大多盈利能力较弱 (或因债务利息成本, 或因升本

投入折旧，或因运营效率低费用拖累），故而并表后对公司短期报表利润贡献较小，资产周转率恐下降，收购并表对公司的利润增厚效应仍需考验公司对标的学校的整合能力。

**规模壁垒考验全方位并购和运营能力，内涵建设是滚雪球的基础。**考虑到单体学校受制于土地面积，发展空间有限，收购整合成为提升行业份额的重要方式之一，这即考验集团的全方位并购能力，包括：（1）投前：标的资源接洽和获取能力、谈判议价能力；（2）投中：资金实力和融资成本；（3）投后：品牌和内涵建设能力、产教融合解决就业能力。其中投后整合能力最为重要，在集团化管理框架下，明确各学校学科定位，通过强化内涵建设实现标准化内容输出，进而提升办学质量，打通校企合作通道，解决就业打造口碑。

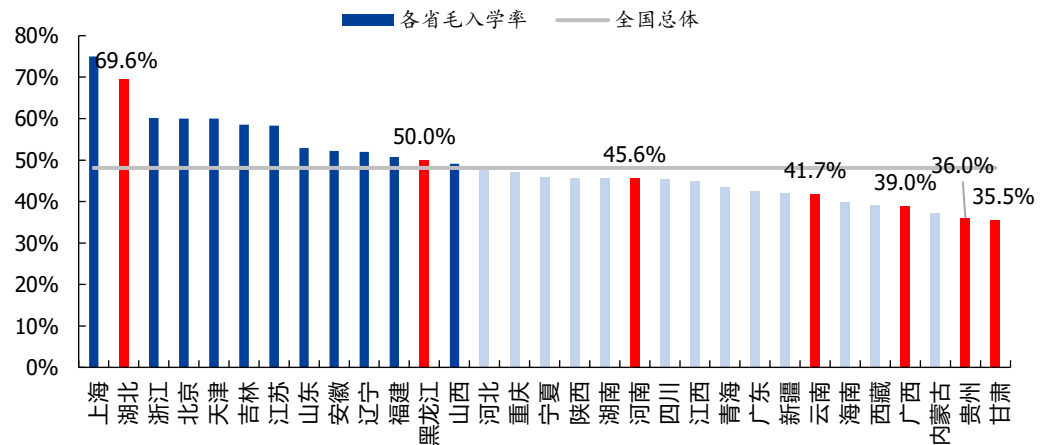
## 公司亮点：协同管理能力强，重视产教融合强就业

### 区位优势：聚焦生源多、毛入学率低的重点区域

公司旗下学校占据区位优势，紧盯生源多、毛入学率低、优质教育资源稀缺的重点区域进行投资并购。

- 从毛入学率的角度看，河南/云南/广西/贵州/甘肃学校所处省份的高等教育毛入学率均低于 2018 年全国总体水平（48.1%），省内高等教育资源相对稀缺，在“十三五”的 2020 年毛入学率达到 50% 的目标指引下，上述省份高等教育资源供给仍有较大提升空间。

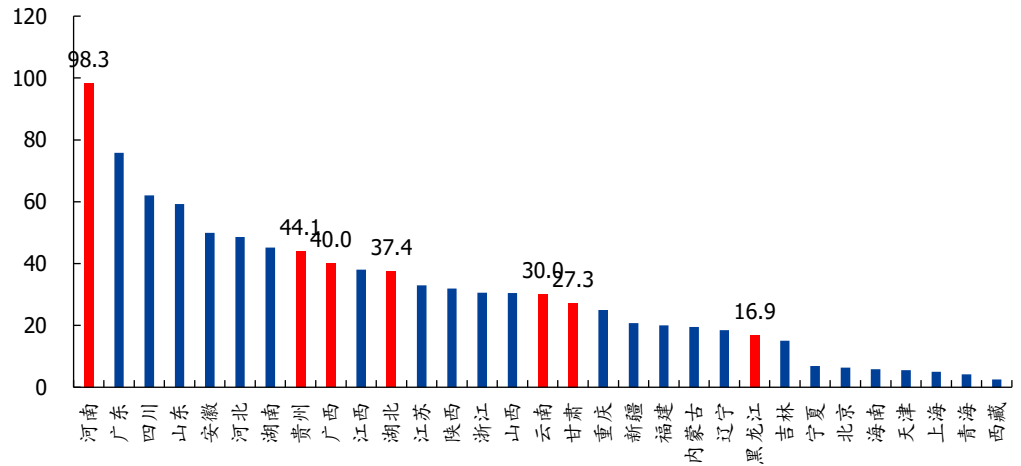
图表 19：2018 年全国各省市高等教育毛入学率（单位：%）



资料来源：各省市教育局官网，国盛证券研究所 注：标红为新高教集团旗下学校覆盖省份；北京、天津、辽宁为 2015 年数据，黑龙江、河北、陕西、湖南、海南、甘肃为 2017 年数据，其他省份均为 2018 年数据。

- 从高考报名人数来看，河南省为 2018 年高考报名人数第一大省，达到 98.3 万人；贵州/广西/湖北报名人数 44.1/40.9/37.4 万人，在全国各省份中处于较高水平；云南/甘肃报名人数 30.0/27.3 万人，处于中等水平。公司旗下学校所在省份生源多，高等教育毛入学率低，高等教育资源供求失衡可从学费和学额两个角度驱动公司未来增长。

图表 20: 2018 年全国各省市高考报名人数 (单位: 万人)

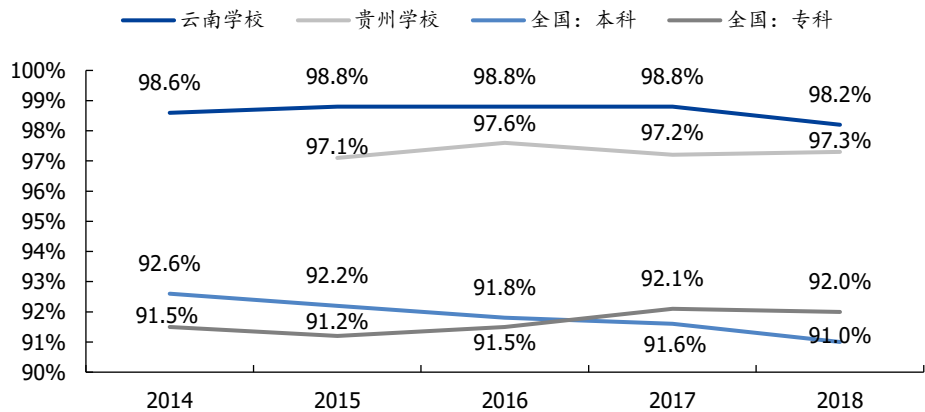


资料来源: 各省市教育局, 国盛证券研究所 注: 标红为新高教集团旗下学校覆盖省份

### 产教融合: 合作企业超万家, 就业率领先行业

集团旗下学校定位一流应用型大学, 以就业为导向, 毕业生就业率处于行业领先水平。公司创办的云南学校毕业生就业率自 2014 年起连续 5 年高于 98%, 贵州学校毕业生就业率自 2015 年起连续 4 年高于 97%, 远高于 2018 年全国 92.0%/91.0% 的本/专科毕业生就业率。此外, 并购的东北/河南学校 2018 年毕业生就业率分别为 93.5%/97.2%, 并表后伴随公司学校间的协同管理, 就业率有望进一步提升。

图表 21: 云南学校及贵州学校的毕业生就业率 (单位: %)



资料来源: 招股说明书, 公司财报, 麦可思研究院, 国盛证券研究所

集团以市场为导向进行专业设置。根据市场需求的变化进行旧专业的改造、新专业的申报以及部分专业停止招生等, 使学生所学内容符合市场的需要。公司于 2017-2018 学年, 新增物联网应用技术、互联网金融、云计算技术等新兴专业, 目前形成大财经、大数据、大智造、大人文以及大健康五大学科专业群。2018-2019 学年, 集团旗下学校根据市场需求新增 6 个本科专业和 22 个专科专业。

与众多知名企业建立深度校企合作关系, 提高学生就业能力。截至 2019H1, 公司拥有逾 10000 家就业合作单位, 包括华为、微软、阿里巴巴等知名企业, 通过师资共享、课程资源共享、实验实训室建设、专业共建、学院共建等合作方式联合开展人才培养。

图表 22: 新高教集团部分合作企业



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

集团在云南学校和贵州学校设立二级学院——卓越学院，为优秀学生在最后一学年提供全学期的现代学徒制培训。截至 2018 年底，集团共 1211 名学生（云南学校 723 名+贵州学校 488 名）参与卓越学院学徒制培训，就业率达到 100%。公司已经将卓越学院模式引入到并购学校中，河南学校的电子商务学院、艺术学院也引入了卓越学院模式。

### 运营能力：集团化管理突出，提高办学质量

公司建立业务管控型集团管理模式，将成功的办学模式复制到投资并购的新校。集团化管理具体包括教学研发体系、集中管控体系、就业服务体系以及保证实现可复制至新成立、投资或收购学校的业务标准体系。凭借集团出色的集团化经营能力和并购团队，目前运营的 7 所学校位于 7 个不同省份，占据西南/西北/华中/东北四大区域，目前成为港股高教板块中进入省份最多、跨地域最广的上市公司。

图表 23: 公司集团化管理内容

集团化模式内容	具体实施
校园设施建设	向同一供货商采购，确保旗下各所学校具备高水平的设施
教学方法	公司就同一课程采用其他各所学校已经使用及证明有实效的课程及教学方法，再加入配合该新设学校所在区域行业具体需要的教学内容，应用于新学校的教学中。
教师培训	公司于各学校成立教师专业发展中心协调及安排教师培训，确保不同学校实现相同的教学水平，并践行一致的教育理念
集中管控体系	通过集成信息系统，可以管理与协调不同学校内就业与其他学生管理事务，有助适时共享信息、经验与机会。

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

数字化平台应用进一步增强集团化办学的管理能力。集团运用四大数字平台，包括智慧教学移动平台（教学）、师生服务移动平台（服务）、阿里云+FineBI（管理）及校园安全平台。数字化平台基于阿里云及私有云混合部署，在节约成本的同时提高学校运营和管理效率。



图表 24: 港股民办高教上市公司高等教育学校布局

上市公司	运营高等教育学校	覆盖省份
新高教集团	云南工商学院 贵州工商职业学院 哈尔滨华德学院 湖北民族学院科技学院 洛阳科技职业学院 广西英华国际职业学院 甘肃兰州理工大学技术工程学院	云南/贵州/黑龙江/湖北/河南/ 广西/甘肃
中教控股	江西科技学院 广东白云学院 重庆翻译学院 广州松田学院 山东泉城学院 松田职业学院	江西/广东/重庆/山东
希望教育	西南交通大学希望学院 贵州财经大学商务学院 山西医科大学晋祠学院 银川能源学院 四川天一学院 四川希望汽车职业学院 四川文化传媒职业学院 贵州应用技术职业学院 四川托普信息技术职业学院 鹤壁汽车工程职业学院 苏州托普信息职业技术学院	四川/贵州/山西/宁夏/河南/江苏
民生教育	重庆人文科技学院 云南大学滇池学院 重庆工商大学派斯学院 安徽文达信息工程学院 重庆电信职业学院 曲阜远东职业技术学院 重庆应用技术职业学院 内蒙古丰州职业学院 (青城分院)	重庆/云南/安徽/山东/内蒙古
宇华教育	郑州工商学院 湖南涉外经济学院 山东英才学院	河南/湖南/山东
中国科培	广东理工学院 哈尔滨石油学院 商丘学院 安阳学院	广东/黑龙江
中国春来	商丘学院应用科技学院 长江大学工程技术学院	河南/湖北

资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

## 盈利预测及估值

### 盈利预测

**营业收入:** 伴随 2018 年东北/河南学校并表以及 2019 年广西/华中学校并表, 集团 2018 年实现总收入(主营收入+其他收入)7.07 亿元, 同增 38.3%, 2019 年有望进一步提速。基于对各学校的在校生人数以及生均学费的分别估计, 预计 2019-2021 年公司实现主营业务收入 9.24/11.43/13.51 亿元, 总收入 10.55/12.46/14.34 亿元, 同增 49.2%/18.1%/15.1%。

图表 25: 新高教集团营业收入预测 (单位: 百万元, %)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	341.0	414.4	561.5	924.1	1142.7	1351.3
学费小计	310.7	380.7	512.5	862.3	1073.9	1282.4
住宿费	30.3	33.7	49.0	61.8	68.8	68.9
其他收入	52.9	96.6	145.3	130.4	103.2	82.4
总收入	393.9	511.0	706.8	1054.5	1245.9	1433.8
总收入: YoY	25.7%	29.7%	38.3%	49.2%	18.1%	15.1%
在校学生人数	33462	39226	75011	105269	123240	129958

资料来源: 招股说明书、公司财报, 国盛证券研究所预测

**营业成本方面及毛利率:** 公司主要成本为雇员成本, 2018 年雇员成本 2.11 亿元, 其占营业成本比重 77.4%, 预计 2019-2021 年雇员成本 3.52/4.13/4.88 亿元。毛利率方面, 收购学校并表拖累毛利率, 2018/2019H1 年同降 2.3/7.8PCTs 至 61.1%/58.9%, 预计 2019-2021 年毛利润 6.23/7.35/8.38 亿元, 对应毛利率 59.1%/59.0%/58.5%。

**费用率方面: 销售费用率维持低位, 行政/融资费用率逐步改善。** 销售费用包括广告开支及招生开支, 销售费用率自 2015 年起保持 1% 左右的较低水平。2016/2017 年存在上市开支 1950/2610 万元抬升公司行政费用率, 对应行政费用率 15.2%/11.4%, 2018 降至 7.6%。预计 2019-2021 年行政费用 0.76/0.90/1.02 亿元, 对应行政费用率 7.2%/7.2%/7.1%。财务费用率方面, 因 2018 年公司融资总额增加 9.35 亿元, 财务费用率同增 2.7PCTs 至 9.9%, 预计 2019 年起财务费用逐步下降, 2019-2021 年融资成本 9800/6667/4233 万元, 对应财务费用率 7.5%/4.7%/2.8%。

图表 26: 新高教集团主要财务指标预测 (单位: 百万元, %)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总收入	393.9	511.0	706.8	1054.5	1245.9	1433.8
总收入: YoY	25.7%	29.7%	38.3%	49.2%	18.1%	15.1%
归母净利润	111.8	233.4	242.5	367.8	482.9	588.0
归母净利润: YoY	7.6%	108.8%	3.9%	51.7%	31.3%	21.8%
毛利率	55.0%	63.4%	61.1%	59.1%	59.0%	58.5%
销售费用率	0.8%	0.7%	0.8%	1.0%	1.1%	1.1%
行政费用率	15.2%	11.4%	7.6%	7.2%	7.2%	7.1%
财务费用率	8.8%	7.2%	9.9%	7.5%	4.7%	2.8%
所得税率	2.1%	6.7%	8.1%	8.0%	8.0%	8.0%
归母净利率	28.4%	45.7%	34.3%	34.9%	38.8%	41.0%

资料来源: 招股说明书、公司财报, 国盛证券研究所预测 注: 毛利率、费用率为毛利润、费用除以总收入

基于上述预测, 预计公司 2019-2021 年实现归母净利润 3.68/4.83/5.88 亿元, 同增 51.7%/31.3%/21.8%, 对应归母净利率 34.9%/38.8%/41.0%。

## 估值和投资建议

**绝对估值:** 按照 DCF 估值, 假设永续增长率为 2%、股票市场风险溢价为 20%, 则 WACC 为 8.9%。根据敏感性分析得出估值区间 4.79-5.51 港元, 对应 2020 年 14-16 倍 PE。

图表 27: WACC 假设和计算

WACC 计算假设		股权价值计算过程	
无风险利率	4.0%	FCFF 预测期现值	360.90
风险溢价	10.0%	FCFF 过渡期现值	1,141.36
债务成本	6.1%	FCFF 永续价值现值	5,448.50
税率	8.0%	企业价值	6,950.76
股票 beta	1.2	非核心资产	2,401.52
股权成本	11.2%	付息债务	1,781.52
债权比例	42.0%	少数股东权益	457.22
WACC	8.9%	股权价值	7,113.54
过渡期年数	3	总股数(百万)	1,541.10
永续增长率	2.0%	每股价值(港元)	5.12

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

图表 28: 敏感性分析 (单位: 港元)

	1.20%	1.40%	1.60%	1.80%	2.00%	2.20%	2.40%	2.60%	2.80%
7.51%	5.61	5.76	5.92	6.09	6.27	6.46	6.67	6.90	7.14
7.81%	5.35	5.48	5.63	5.78	5.94	6.11	6.30	6.50	6.71
8.11%	5.11	5.23	5.36	5.50	5.64	5.80	5.96	6.14	6.33
8.41%	4.89	5.00	5.12	5.24	5.37	5.51	5.66	5.81	5.98
8.71%	4.69	4.79	4.89	5.00	5.12	5.25	5.38	5.52	5.67
9.01%	4.50	4.59	4.69	4.79	4.90	5.01	5.13	5.26	5.39
9.31%	4.32	4.41	4.50	4.59	4.69	4.79	4.90	5.02	5.14
9.61%	4.16	4.24	4.32	4.41	4.50	4.59	4.69	4.80	4.91
9.91%	4.01	4.08	4.16	4.24	4.32	4.40	4.50	4.59	4.69

资料来源: 国盛证券研究所

**相对估值:** 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 15 倍。

图表 29: 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	18A	19E	20E	18A	19E	20E	
0839.HK	中教控股	11.16	0.29	0.37	0.44	34	27	22	225
1569.HK	民生教育	1.30	0.08	0.10	0.11	14	11	10	52
2779.HK	中国新华教育	2.29	0.16	0.18	0.21	13	11	10	37
1890.HK	中国科培	4.70	0.17	0.22	0.31	24	19	14	94
1765.HK	希望教育	1.75	0.05	0.07	0.08	32	23	19	117
	<b>港股平均</b>					<b>23</b>	<b>18</b>	<b>15</b>	
2001.HK	新高教集团	2.90	0.16	0.24	0.31	16	11	8	45

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2020 年 2 月 19 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:** 公司在区位优势、产教融合、集团化运营方面具备竞争优势, 毕业生高就业率打造品牌。考虑到公司内生增长稳健且并购学校并表增厚, 预计公司 2019-2021 年归母净利润 3.68/4.83/5.88 亿元, 同增 51.7%/31.3%/21.8%, 对应 EPS 0.24/0.31/0.38 元。综合绝对估值和相对估值法, 给予公司目标价 5.12 港元, 对应 2020 年 15 倍 PE,

首次覆盖给予公司“买入”评级。

## 附录一：新高教集团学校介绍及并购路径梳理

- 云南工商学院前身为爱因森软件学院，2011年转型为云南工商学院，为云南省第一所民办本科大学。学校下设11个二级学院，32个本科专业，涵盖了工学、管理学、经济学、医学、教育学、艺术学、文学等7个学科门类。2018/2019学年在校生人数25957人，同比增长18.8%。学校为云南省应用型人才培养示范院校，2018届毕业生就业率达98.2%。公司于华为、360等企业建立校企合作关系，荣获“优秀华为ICT学院”、“360网络安全学院”等称号
- 贵州工商职业学院位于湖城市清镇市，为贵州省全日制在校生规模最大的高职院校，2018-2019学年在校生16828人，同增8.0%。学校设有马克思主义学院、会计学院、工程学院、大数据学院、大健康学院、经济与管理学院、人文体育学院等七个二级分院，开设30余个专业(方向)。学校目前与吉利汽车、世纪金源集团、万科等企业展开校企合作关系。
- 哈尔滨华德学院创立于1992年，黑龙江省最早开展本科教育的民办高校。学校位于国家级哈尔滨新区，占地总面积77万平方米，设有11个二级学院，3个教研部，有38个本科专业，涵盖工学、管理学、经济学、文学、艺术学5个学科门类。2018-2019学年在校生人数为9261人，学校与吉利汽车、美的集团等企业展校企合作关系。

图表 30: 公司收购东北学校进程

时间	事件
2016/4/20	哈轩公司与东北学校原学校举办者（为独立第三方）订立协议，取得东北学校的全部举办者权益。
2016/7/29	云爱集团以2.62亿元的对价取得东北学校举办者哈轩公司73.91%股权。
2016/8/23	东北学校与辉煌公司订立协议，辉煌公司将向东北学校提供技术及管理咨询服务，而东北学校将于独家技术服务及教育咨询服务协议期内按月向辉煌公司支付其73.91%的营运所得盈余作为服务费。
2018/6/13	教育部批准将东北学校之学校举办者变更为哈轩公司，收购完成尚待省级民政主管部门登记以及东北学校与辉煌公司订立结构性合约。
2018/12/10	完成收购东北学校。东北学校与辉煌公司订立结构性合约，东北学校及哈轩公司净利润的73.91%以支付服务费的形式转拨至辉煌公司。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

- 湖北民族大学科技学院是经湖北省人民政府批准设立，国家教育部审批确认的普通本科高校。华中学校新校区创建3年，2018-2019学年在校生人数达8584人。学校下设医学院、经济与管理学院、建筑与设计学院、文化与传媒学院、音乐与体育学院、机电与信息工程学院、预科教育学院等7个二级学院和1个特色产业学院——硒茶学院，开设有40个本科、11个专科专业。

图表 31: 公司收购华中学校进程

时间	事件
2014/4/28	民族学院与恩好公司订立合作协议，共同出任华中学校的联合学校举办者。
2015/8/26	恩好公司订立转让协议，将其于华中学校合作协议项下的权利及责任转让予郭辉。
2015/8/26	恩好公司、郭辉及恩常公司签订举办者权益转让协议，恩好公司及郭辉同意将其在华中学校合作协议项下的权利及责任转让予恩常公司。 新高教集团向华中学校授出垫款，以拨付新校园建设工程，其已自 2016 年 8 月 31 日起开始使用。
2015/9/1	新高教集团与恩常公司、郭辉及蒋明学订立增资协议，以透过增资 2.04 亿元增加恩常公司的注册资本，收购恩常公司的 68% 权益。
2016/8/5	恩常公司与民族学院订立协议，规定恩常公司可获得新校园落成后获录取学生的相关财务业绩，而民族学院将仅有权获得有关新学生产生的学费 5% 的固定费用以及所有于新校园落成之前华中学校招收的学生有关的全部财务业绩。
2016/11/2	郭辉向云爱集团转让股权，云爱集团持有恩常公司股权增至 82%。
2017/1/12	云爱集团向恩常公司增资 2 亿元注册资本，云爱集团持有恩常公司股权增至 89.2%。
2018/7/25	公告于 2017 年完成恩常公司 100% 股权收购。
2019/4/23	教育部批准恩常公司成为华中学校联合学校举办者。完成并购仅待向省级民政主管部门登记以及华中学校与辉煌公司订立结构性合约。
2019/8/26	完成收购华中学校，东北学校与辉煌公司订立结构性合约。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

- **洛阳科技职业学院是经河南省人民政府批准，国家教育部备案，具有独立颁发国家高等教育学历证书资格、纳入全国统一招生计划的全日制普通高等职业院校。**目前学校下设 10 个二级专业，2018-2019 学年在校生人数 21167 人。学校为全国高职电子商务专业技能联考首批试点院校，与阿里巴巴、海尔集团、美的集团等企业展开校企合作关系。

图表 32: 公司收购河南学校进程

时间	事件
2018/1/8	北京大爱咨询以 1.02 亿元收购河南学校 55% 的学校举办权，并承诺向河南荣豫注资 2.23 亿元用于学校二期建设，以及进一步注资 0.71 亿元供其进一步建设及发展。
2018/6/25	河南省教育厅批准将河南学校举办者变更为河南荣豫，北京大爱咨询持有河南荣豫 55% 的权益，荣先生及孔女士持有河南荣豫 45% 的权益。
2019/1/14	完成收购河南学校，河南荣豫及河南学校与辉煌公司订立河南学校结构性合约。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

- **广西英华国际职业学院是经教育部批准的全日制高等职业教育院校，位于广西钦州市，处于广西北部湾经济区中心位置。**学校目前设有以学前教育、空中乘务、港口与航运管理、工艺美术品设计、应用泰语等专业为龙头的 40 个专业和方向。学校与一带一路沿线国家共 20 多家大学进行合作，与北部湾大学等 8 所公办大学共建专升本直通车。2018-2019 学年在校生 9953 人，同增 18%。



图表 33: 公司收购广西学校进程

时间	事件
2018/6/7	北京大爱咨询以 1.17 亿元认购嵩明新巨之 45% 股权
2018/9/14	北京大爱咨询通过向嵩明新巨提供 3021 万元贷款转换股本，转换后认购嵩明新巨注册资本的方式，持有之嵩明新巨股权由 45% 增加至 51%。
2018/10/8	完成收购广西学校，广西学校与辉煌公司订立结构性合约，广西学校成为新高教集团控制之实体，其经营业绩并入集团经营业绩。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

- 兰州理工大学技术工程学院成立于 2002 年，是教育部批准设立的全日制普通本科院校和甘肃省首批应用技术大学转型发展试点院校。学校开设 37 个本科专业，形成机械类、电气类、信息类、材料化工类、特色文管类学科专业群和特色专业方向。2018-2019 学年在校生人数 8218 人，2019 年学校新校园已完成建设。

图表 34: 公司收购甘肃学院进程

时间	事件
2018/1/4	公司以 1.66 亿元的代价成功竞标收购甘肃兰博与兰州新区的国有土地使用权，地块的总占地面积约为 39.06 万平方米，拟定用于建设西北学校。
2018/7/6	北爱公司与兰州理工大学订立合作协议，北爱公司将申请成为甘肃学院的联合学校举办者。本集团投资 2 亿元用于甘肃学院的新校园建设（1.66 亿元）及进一步发展。 于 2018 年 1 月 4 日收购的土地使用权将用作甘肃学院的新校园。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

## 附录二：2019 年职教改革相关政策和要点汇总

图表 35: 2019 年职教改革相关政策和要点

政策发布时间	政策名称	发布单位	政策要点
2019 年 2 月 13 日	《国家职业教育改革实施方案》	国务院办公厅	1、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，建设 50 所高水平高等职业学校和 150 个骨干专业（群）； 2、保持高中阶段教育职普比大体相当，使绝大多数城乡新增劳动力接受高中阶段教育； 3、开启“1+X”证书制度试点，推动建设 300 个具有辐射引领作用的高水平专业化产教融合实训基地； 4、“双师型”教师（同时具备理论教学和实践教学能力的教师）占专业课教师总数超过一半，分专业建设一批国家级职业教育教师教学创新团队。 5、试点企业兴办职业教育的投资符合条件的，可按投资额一定比例抵免该企业当年应缴教育费附加和地方教育附加。
2019 年 4 月 12 日	《关于在院校实施“学历证书+若干职业技能等级证书”制度试点方案》	教育部 国家发改委 财政部 市场监管总局	1、以社会化机制招募培训评价组织，开发职业技能等级标准和证书； 2、中职+高职是 1+X 证书制度试点的实施主体，本科高校可视情况选择； 3、2019 年首批启动已确定的五个培训评价组织试点，2020 年下半年研究部署下一步工作； 4、中央财政建立奖补机制，通过相关转移支付对各省 1+X 证书制度试点工

2019年 5月18日	《国务院办公厅发布关于印发职业技能提升行动方案（2019—2021年）的通知》	国务院办公厅	<p>作予以奖补，各省市在政策、资金和项目等向试点院校倾斜。</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1、总体目标：2019-2021年，开展各类补贴性职业技能培训5000万人次以上，其中2019年培训1500万人次以上；到2021年底技能劳动者占就业人员总量的比例达到25%以上，高技能人才占技能劳动者的比例达到30%以上。</li> <li>2、补贴政策：对贫困家庭子女、贫困劳动力、“两后生”在培训期间按规定通过就业补助资金同时给予生活费补贴。</li> <li>3、资金支持：从失业保险基金结余中拿出的1000亿元，统筹职业技能提升行动。</li> <li>4、民办职业培训和评价机构在政府购买服务、校企合作、实训基地建设等方面与公办同类机构享受同等待遇。</li> </ol>
2019年 6月5日	《教育部关于职业院校专业人才培养方案制订与实施工作的指导意见》	教育部	<ol style="list-style-type: none"> <li>1、从明确培养目标、规范课程设置、合理安排学时、强化实践环节、严格毕业要求、推动书证融通、加强分类指导7个方面对职业院校专业人才培养方案制订提出了具体要求。</li> <li>2、明确了实践性教学学时原则上占总学时数50%以上，学生顶岗实习时间一般为6个月。</li> </ol>
2019年 10月8日	《关于开展示范性职业教育集团（联盟）建设的通知》	教育部	<p>到2020年初步形成300个左右的示范性职业教育集团（联盟），2019年及2020年各建设150个左右。</p>
2019年 10月9日	《关于教育支持社会服务产业发展 提高紧缺人才培养培训质量的意见》	教育部办公厅等七部门	<ol style="list-style-type: none"> <li>1、鼓励引导有条件的职业院校积极增设护理、家政服务与管理、老年服务与管理</li> <li>2、鼓励院校广泛开展相关职业培训，开展1+X证书制度试点</li> <li>3、打造“双师型”教师队伍：在职业院校实行高层次、高技能人才以直接考察的方式公开招聘，建立健全职业院校自主聘任兼职教师的办法。</li> <li>4、校企深度合作：推动50家优质企业与200所有关院校组建职业教育集团等，共建产业学院、实习实训基地，实行现代学徒制、“订单培养”等培养模式。</li> </ol>
2019年 10月9日	《国家产教融合建设试点实施方案》	国家发改委	<ol style="list-style-type: none"> <li>1、总体目标：通过5年努力，试点布局建设50个左右产教融合型城市，形成一批区域特色鲜明的产教融合型行业，在全国建设培育1万家以上的产教融合型企业。</li> <li>2、启动时间及范围：2019年起试点建设首批20个左右产教融合型城市</li> <li>3、税收优惠：试点企业兴办职业教育符合条件的投资，按规定投资额30%的比例抵免当年应缴教育费附加和地方教育附加。</li> </ol>
2019年 10月18日	关于印发《深化新时代职业教育“双师型”教师队伍建设改革实施方案》的通知	教育部 发改委 财政部 人社部	<p>到2022年：1、职业院校“双师型”教师占专业课教师的比例超过50%；</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>2、建设100家校企合作“双师型”教师培养培训基地和100个国家级企业实践基地</li> <li>3、选派一大批专业带头人和骨干教师出国研修访学，建成360个国家级职业教育教师教学创新团队</li> </ol>
2019年 11月7日	《关于做好技工院校招生工作的通知》	人社部 教育部	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.支持办学规范、质量较高的技师学院尽快达到标准要求，按照高等学校设置制度规定，纳入高等学校序列。</li> <li>2.支持按照高校设置程序进入高等学校序列的技师学院纳入高职（专科）统一招生平台，参与高职扩招。</li> </ol>
2019年 11月18日	《职业院校全面开展职业培训 促进就业创业行动计划》	教育部办公厅等十四部门	<p>到2022年：1、职业院校年承担补贴性培训达到较大规模，开展各类职业培训年均达到5000万人次以上；</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>2、重点培育一批校企深度合作共建的高水平实训基地，创业孵化器和企业大学；</li> <li>3、开发遴选一大批培训资源库和典型培训项目，适应“双岗”需要的教师占</li> </ol>

2019年 11月14日	《关于推进1+X证书制度试点工作的指导意见》	教育部办公厅 国家发改委办公厅 财政部办公厅	专业课教师总数60%。 1、健全协同推进机制：健全工作机构、加强沟通对接、实行工作动态定期报送制度 2、保障有序开展有关师资培训：从2020年起，发挥国家和地方教育行政部门师资培训项目的主渠道作用，将1+X证书制度试点师资培训纳入职业院校教师相关培训规划中。
2019年 12月5日	《职业教育法修订草案（征求意见稿）》	教育部	1、鼓励依法举办民办职业学校和培训机构：（1）鼓励地方政府采取补贴、购买服务、助学贷款的方式支持，允许民办职业学校与公办职业学校相互委托管理； （2）地方人民政府可以按照当地公办职业学校标准或者一定比例，向企业举办的职业学校和其他非营利性民办职业学校拨付生均经费； （3）鼓励多元办学形式：地方各级人民政府及行业主管部门支持社会力量、民间资金参与举办股份制、混合所有制职业学校、职业培训机构。

资料来源：教育部、人社部、国盛证券研究所

## 风险提示

**政策风险：**《民促法实施条例》终稿尚未落地，存在政策不确定风险。

**收购进度不达预期：**收购整合过程复杂且耗时较长，并表时间不确定；不妥善的规划和实施可能导致收购整合效果不达预期。

**公司经营及盈利能力不达预期：**新校学生招生情况不理想、老校学生增速放缓、利用率下降，成本端投入较高影响当期业绩。

### 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