

# 宇华教育 (06169.HK)

## FY2020 业绩超预期，内外双驱增长可期

**事件：FY2020 营收同增 40.5%，经调整净利润同增 31.3%，拟派发末期股息每股 0.092 港元。**公司 FY2020 营收同增 40.5% 至 24.09 亿元，归母净利润同增 58.0% 至 2.04 亿元，经调整归母净利润同增 31.3% 至 10.41 亿元，业绩超预期，主要调整项目为可转债公允价值变动。FY2020 公司毛利率同增 2.6PCTs 至 61.0%，主要系大学业务占比提升以及公司实施成本控制；销售费用率同增 0.7PCTs 至 2.0%，主要系招生营销开支增加；管理费用率同降 1.7PCTs 至 9.9%。FY2020 公司经调整归母净利率同降 3.0PCTs 至 43.2%。公司拟派发末期股息每股 0.092 港元，全年分红比率 50%。

**大学业务营收占比持续提升，并购标的整合效果卓越。**FY2020 公司大学业务营收同增 65.5% 至 17.61 亿元，营收占比同增 11.0PCTs 至 73.1%；毛利率/净利率同增 2.8/1.3PCTs 至 64.3%/53.0%，盈利能力进一步提升。FY2020 公司并购高校的整合效果显著，湖南涉外经济学院实现净利润 2.8 亿元，相较 FY2017 并购时的 6300 万元增至 344%；山东英才学院营收/调整后净利润同增 11%/89% 至 5.0/2.0 亿元；泰国斯坦福国际大学调整后净利润相较 FY2019 收购时的亏损 380 万美元增至盈利 198 万美元。

**2020-21 学年量价双升势头持续，内生增长确定性高。**2020-21 学年，公司旗下湖南涉外经济学院/郑州工商学院在校生人数同增约 4.6%/8.6% 至 3.45/3.8 万人，山东英才学院在校生人数 3.42 万人，同比基本持平。学费方面，2020-21 学年湖南涉外经济学院本科/专科学费同增约 9.1%/14.3%；山东英才学院本科/专科学费同增约 11.8%/15.4%，郑州工商学院因河南省学费定价尚未放开保持本科 1.8 万元学费上限。在量价双升以及公司运营效率提升的推动下，公司 FY2021 仍有望维持稳健的内生增长。此外，郑州工商学院兰考校区已于 2020 年 9 月投入使用，目前在校生 4000+。兰考校区占地 1200 亩，目前第一期已使用约 500 亩，后续校区逐步建设并投入使用有望带来长期内生增长空间。

**收购剩余股权，坚定推进高等教育战略布局。**公司于 2020 年 8 月以 1.66 亿元收购山东英才学院剩余 10% 股权，于 2020 年 9 月以 7.21 亿元收购湖南涉外经济学院剩余 30% 股权，强化高等教育战略布局，公司目前已拥有旗下 4 所大学全部 100% 股权。后续发展方面，预计公司继续围绕“大城市、大本科、规模大、增长潜力大”的并购计划，通过外延并购和并购后整合进一步扩大高教板块业务规模。

**投资建议。**公司提供从幼儿园到大学的民办教育服务，高等教育作为公司上市后发展重点，通过外延并购持续扩大在校生人数规模，并通过高效投后整合实现学校盈利能力提升。根据公司 2020 财年年报，我们维持 FY2021-2022 归母净利润预测至 14.12/16.83 亿元，并预计 FY2023 归母净利润 18.60 亿元，同增 592.9%/19.2%/10.5%，对应 EPS 0.42/0.50/0.56 元，现价对应 PE 14X/12X/11X，维持“买入”评级。

**风险提示：**《民办教育促进法实施条例》终稿尚未落地，存在政策不确定风险；公司经营及盈利能力不达预期；外延并购规划不达预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1716	2,416	2,862	3,265	3,544
增长率 yoy (%)	41.3	43.3	18.4	14.1	8.6
归母净利润 (百万元)	485.0	204	1,412	1,683	1,860
增长率 yoy (%)	-8.6	-58.0	592.9	19.2	10.5
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.15	0.06	0.42	0.50	0.56
净资产收益率 (%)	13.4	7.9	29.6	29.8	28.3
P/E (倍)	41.8	99.4	14.4	12.0	10.9
P/B (倍)	4.9	5.0	4.2	3.6	3.1

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入 (维持)

#### 股票信息

行业	教育
前次评级	买入
最新收盘价	7.41
总市值(百万港元)	3,192.38
总股本(百万股)	3,339.64
其中自由流通股(%)	100%
30 日日均成交量(百万股)	9.33

#### 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 孟鑫

执业证书编号：S0680520090003

邮箱：mengxin@gszq.com

研究助理 李宣霖

邮箱：lixuanlin@gszq.com

#### 相关研究

- 《宇华教育 (06169.HK)：并购湖南涉外经济学院剩余股权，确定性增长强劲》2020-09-28
- 《宇华教育 (06169.HK)：办学质量优异，高效整合优质教育资产》2020-06-21



**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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	2835	2437	1318	1981	2509	<b>营业收入</b>	1716	2416	2862	3265	3544
现金	2126	2175	527	1579	1681	营业成本	715	941	1107	1257	1373
应收账款及票据	18	12	7	25	7	研发费用等其他	1	0	0	0	0
其他应收款	63	45	527	126	583	销售费用	22	47	36	30	30
衍生金融工具及短投	333	0	0	0	0	管理费用	200	239	288	310	329
存货	0	0	0	0	0	财务费用	36	101	58	42	10
其他流动资产	295	204	257	252	238	利息收入	39	29	20	16	24
<b>非流动资产</b>	6948	7282	7329	7300	7265	其他非经营性损益	10	-7	3	2	-1
权益性投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0	0
固定资产	3706	3792	3918	4039	4157	<b>营业利润</b>	753	1081	1375	1629	1801
无形资产	1570	3479	3400	3250	3098	其他收益及亏损	-212	-770	0	0	0
其他非流动资产	1672	11	11	11	11	营业外支出	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	9783	9719	8647	9281	9775	<b>利润总额</b>	542	311	1375	1629	1801
<b>流动负债</b>	4457	2056	2688	2692	2499	所得税	-14	-10	-45	-54	-59
短期借款	1065	509	600	500	400	<b>净利润</b>	555	321	1420	1683	1860
应付账款及票据	0	0	0	0	0	少数股东损益	70	117	8	0	0
其他流动负债	3391	1547	2088	2192	2099	<b>归母净利润</b>	485	204	1412	1683	1860
<b>非流动负债</b>	1183	3574	1156	944	700	EBITDA	748	412	1687	1930	2075
长期借款	507	633	556	344	100	EPS (元)	0.15	0.06	0.42	0.50	0.56
其他非流动负债	676	2941	600	600	600						
<b>负债合计</b>	5640	5630	3843	3636	3199						
股本	0	0	0	0	0						
股本溢价	1804	1546	1546	1546	1546						
留存收益	1992	2084	2790	3632	4562						
归属母公司股东权益	3661	3630	4336	5178	6108						
少数股东权益	483	459	467	467	467						
<b>负债和股东权益</b>	9783	9719	8647	9281	9775						

  

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	1250	196	1431	2446	1591
净利润	485	204	1420	1683	1860
折旧摊销	170	0	254	259	264
财务费用	0	0	58	42	10
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	297	0	-298	465	-544
其他经营现金流	297	-7	-3	-2	1
<b>投资活动现金流</b>	-1728	-376	-265	-234	-238
资本支出	-182	-637	-2387	29	34
长期投资	97	283	-254	-259	-264
其他投资现金流	-1643	-22	2376	-4	-8
<b>筹资活动现金流</b>	1013	-564	-2814	-1161	-1251
短期借款	0	0	33	-142	-110
长期借款	1377	85	-78	-211	-244
股本增加	0	0	0	0	0
支付股利	-364	-465	-706	-842	-930
其他筹资现金流	0	-184	-2063	33	33
<b>现金净增加额</b>	535	-744	-1648	1052	103

  

主要财务比率					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	41.3	43.3	18.4	14.1	8.6
营业利润(%)	37.7	43.5	27.2	18.5	10.5
归属于母公司净利润(%)	-8.6	-58.0	592.9	19.2	10.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	58.4	61.1	61.3	61.5	61.3
净利率(%)	28.3	8.4	49.4	51.5	52.5
ROE(%)	13.4	7.9	29.6	29.8	28.3
ROIC(%)	8.4	5.5	23.2	24.9	24.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	57.6	57.92	44.4	39.2	32.7
净负债比率(%)	84.8	84.5	69.0	36.4	23.1
流动比率	0.6	1.2	0.5	0.7	1.0
速动比率	0.6	1.2	0.5	0.7	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	155.7	160.3	301.4	205.8	222.5
应付账款周转率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.15	0.06	0.42	0.50	0.56
每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.06	0.43	0.73	0.48
每股净资产(最新摊薄)	1.24	1.22	1.44	1.69	1.97
<b>估值比率</b>					
P/E	41.8	99.4	14.4	12.0	10.9
P/B	4.9	5.0	4.2	3.6	3.1
EV/EBITDA	29.4	54.8	13.2	10.8	9.9

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 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所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