

希望教育 (01765.HK)

院校整合效果亮眼，外延并购持续发力

事件：FY2020 营收同增 45.3%，经调整净利润同增 60.8%，拟派发末期股息每股 0.98 港仙。公司 FY2020（截至 2020 年 8 月 31 日年度）营收同增 45.3%至 15.68 亿元，净利润同增 33.5%至 4.56 亿元，经调整净利润同增 60.8%至 5.76 亿元，主要调整购股权开支、收购导致的额外折旧摊销以及汇兑损益。FY2020 公司毛利率同增 2.9PCTs 至 49.6%；销售费用率同增 1.5PCTs 至 3.9%，主要系招生市场推广开支增加所致；管理费用率同降 4.8PCTs 至 12.5%，主要系购股权开支降低以及新并购院校并表整合抵减所致。综上，公司 FY2020 经调整净利率同增 3.5PCTs 至 36.7%。公司拟派发末期股息每股 0.98 港仙，分红比率 30%。

在校生人数持续高速增长，为公司增长核心驱动力。2019-20 学年公司旗下学校在校生人数共 14.01 万人，同比大幅增长 62.9%。其中，原有院校在校生人数内生同比增长 21.1%至 10.42 万人；外延并购层面，公司于 FY2020 完成 4 所国内学校并购，贡献 3.60 万人学生增量。受益于公司自身强劲的内生增长以及 2020 年 9 月完成马来西亚英迪大学 100%股权并购，公司 2020-2021 学年招生/在校生人数分别同增 47.1%/38.8%至 7.17/19.46 万人，其中原有院校内生增长 35.6%/28.5%至 6.62/18.01 万人，整体利用率同增 5PCTs 至 86.9%。

并购院校实现高效整合，新建项目稳步推进。公司实现对 2019 年并购的鹤壁汽车工程职业学院/苏州托普信息职业技术学院/银川能源学院的高效整合，三所学校 2020-2021 学年招生人数分别同增 137.2%/166.9%/52.4%，强大的集团化管理能力得到充分体现。新建院校方面，公司 4 所自建高职院校均已取得一期教育用地，目前校园建设均在进行中，邢台应用技术职业学院和江西樟树中医药职业学院部分专业已完成产学研签约工作。

外延并购持续发力，积极布局职业教育。公司于 10 月 7 日达成南昌影视传播职业学院收购协议，目前该学院已实现并表，未来有望与公司自建的江西樟树中医药职业学院在师资储备等方面形成区域化协同，深化在江西省的产业布局。此外，公司 2020 年 10 月与世纪鼎利达成股份转让协议，拟通过并购及参与定增的方式获取世纪鼎利 29.8%股权，世纪鼎利通过运营鼎利学院与国内高校合作进行专业共建，公司未来有望采用轻资产输出模式在职业教育领域取得突破。

投资建议。希望教育是国内规模领先的高教集团，上市以来公司外延步伐提速，2019 年公司的收购整合充分体现，收购英迪大学有望加速国际教育布局，并带动 2021 财年的高增长。根据公司 FY2020 财报，并考虑财年截止日调整，我们上调 FY2021/2022 归母净利润预测至 8.04/9.95 亿元（原 6.92/7.90 亿元），并预计 2023 财年归母净利润 11.96 亿元，FY2022/2023 同增 23.8%/20.1%，对应 EPS 0.11/0.14/0.17 元，现价对应 PE 17/14/12 倍，维持“买入”评级。

风险提示：《民促法实施条例》终稿政策不确定性风险；收购整合效果不佳，标的招生情况低于预期；公司经营及盈利能力不达预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1391	911	2,652	3,130	3,600
增长率 yoy (%)	26.3	/	/	18.0	15.0
归母净利润（百万元）	490	119	804	995	1,196
增长率 yoy (%)	191.7	/	/	23.8	20.1
EPS 最新摊薄（元/股）	0.07	0.02	0.11	0.14	0.17
净资产收益率 (%)	10.7	2.1	12.4	13.3	13.8
P/E (倍)	27.9	114.8	17.0	13.8	11.5
P/B (倍)	3.0	2.4	2.1	1.8	1.6

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所注：2020 财年报告期为 2020.1.1-2020.8.31

买入（维持）

股票信息

行业	教育
前次评级	买入
最新收盘价	2.23
总市值(百万元)	2,081.13
总股本(百万股)	7,233.75
其中自由流通股(%)	100%
30 日日均成交量(百万股)	23.19

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 李宜霖

邮箱：lixuanlin@gszq.com

相关研究

- 1、《希望教育 (01765.HK)：经营效率持续提升，国际教育布局提速》2020-05-05
- 2、《希望教育 (01765.HK)：高效整合推动增长，盈利能力提升显著》2020-03-30
- 3、《希望教育 (01765.HK)：收购马来西亚英迪，海外收购首单落地》2020-03-02



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
流动资产	3508	3958	4001	4150	4782	营业收入	1391	911	2652	3130	3600
现金	1394	2894	2919	2938	3384	营业成本	657	494	1186	1402	1602
应收账款及票据	4	28	64	45	81	研发费用等其他	16	43	119	141	155
其他应收款	213	220	200	350	500	销售费用	45	41	103	122	137
衍生金融工具及短投	1768	708	708	708	708	管理费用	172	114	321	379	428
存货	0	0	0	0	0	财务费用	76	86	130	76	42
其他流动资产	129	108	110	109	110	利息收入	94	58	95	96	101
非流动资产	7348	8458	8618	9313	9767	其他非经营性损益	53	10	0	0	0
权益性投资	196	196	196	196	196	投资净收益	5	-0	9	9	9
固定资产	4564	5065	5215	5356	5489	营业利润	482	143	801	1019	1246
无形资产	1978	2122	2462	2851	3255	其他收益及亏损	73	23	145	153	161
其他非流动资产	610	1075	745	910	827	利润总额	556	166	947	1172	1407
资产总计	10857	12416	12619	13463	14548	所得税	66	46	142	176	211
流动负债	3143	3368	3387	3423	3540	净利润	490	119	805	996	1196
短期借款	1003	1443	800	700	500	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付账款及票据	34	38	133	69	162	归属母公司净利润	490	119	804	995	1196
其他流动负债	2106	1887	2453	2654	2878	EBITDA	806	390	1288	1476	1695
非流动负债	3149	3361	2741	2553	2325	EPS (元)	0.07	0.02	0.11	0.14	0.17
长期借款	1594	1670	1336	1162	948						
其他非流动负债	1555	1691	1405	1391	1377						
负债合计	6291	6730	6128	5976	5866						
股本	0	0	0	0	0						
股本溢价	2596	3622	3622	3622	3622						
留存收益	1966	2060	2865	3860	5056						
归属母公司股东权益	4562	5683	6488	7483	8679						
少数股东权益	3	3	3	4	4						
负债和股东权益	17148	19146	12619	13463	14548						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	697	59	1448	1258	1566
净利润	490	119	805	996	1196
折旧摊销	175	138	211	228	246
财务费用	0	0	130	76	42
投资损失	0	0	-9	-9	-9
营运资金变动	-47	-358	311	-34	91
其他经营现金流	80	159	0	0	0
投资活动现金流	-1865	60	-364	-914	-692
资本支出	-576	-736	-776	-545	-550
长期投资	-879	962	-211	-228	-246
其他投资现金流	-410	-166	623	-141	105
筹资活动现金流	-65	1415	-1060	-325	-429
短期借款	0	0	-774	-176	-242
长期借款	225	494	-334	-174	-214
股本增加	0	1153	0	0	0
支付股利	-105	-152	0	0	0
其他筹资现金流	-184	-80	48	26	26
现金净增加额	-1232	1533	25	19	445

主要财务比率					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	26.3	/	/	18.0	15.0
营业利润(%)	349.0	/	/	27.2	22.2
归属于母公司净利润(%)	191.7	/	/	23.8	20.1
获利能力					
毛利率(%)	52.8	45.7	55.3	55.2	55.5
净利率(%)	35.2	13.1	30.3	31.8	33.2
ROE(%)	10.7	2.1	12.4	13.3	13.8
ROIC(%)	6.4	1.7	8.8	9.5	10.3
偿债能力					
资产负债率(%)	57.9	54.2	48.6	44.4	40.3
净负债比率(%)	107.3	67.4	49.4	40.6	28.6
流动比率	1.1	1.2	1.2	1.2	1.4
速动比率	1.1	1.2	1.2	1.2	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.1	0.2	0.2	0.3
应收账款周转率	749.0	57.5	57.5	57.5	57.5
应付账款周转率	39.1	13.9	13.9	13.9	13.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.07	0.02	0.11	0.14	0.17
每股经营现金流(最新摊薄)	0.10	0.01	0.20	0.17	0.22
每股净资产(最新摊薄)	0.63	0.79	0.90	1.03	1.20
估值比率					
P/E	27.9	114.8	17.0	13.8	11.5
P/B	3.0	2.4	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	20.4	40.0	11.4	9.7	8.0

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 2019 财年报告期为 2019.1.1-2019.12.31, 2020 财年报告期为 2020.1.1-2020.8.31, 2021-2023 财截止日均为 8 月 31 日

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