

# 上市后首次分红，布局在线教育再下一城

## 民生教育 (1569. KH)

评级:	买入	股票代码:	1569. HK
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价 (港元):	1.93/0.94
目标价格 (港元):	1.71	总市值(亿)	42.19
最新收盘价 (港元):	1.05	自由流通市值(亿)	7.2
		自由流通股数(百万)	686

### 事件概述

公司发布 2019 财年年报以及收购 TCL 教育网的公告：2019 财年，公司实现收入 10.05 亿元，同比增长 61.4%；净利润 3.34 亿元，同比增长 0.3%；调整后净利润 3.86 亿元，同比增长 14.2%；期末派息 2.59 分，分红率约 30%，股息率为 2.7%。

公司公告旗下全资子公司民生教育与 TCL Technology 订立股份购买协议，以 4.2 亿元收购 TCL 教育网 100% 股权，对应收购 PE 为 18 倍；交割完成后，民生教育科技将间接持有奥鹏教育 50%、丝绸之路 80% 股权。

### 分析判断：

收入拆分：1) 2019 财年实现学费收入 9.27 亿元、同比增长 62.5%，学费大幅增长主要来自滇池学院并表；剔除滇池学院并表影响，估计学费收入个位数增长。截至 2019 年底，在校学生数达到 85,765 人，同比增长 31%，除去 2019 年 2 月并表的远东职业技术学院，学生人数同比增长 15%；平均学费为 10,814 元，同比增长 24%，主要来自远东、滇池学院并表，剔除后平均学费仅增长 4%；2019 年 10 月，集团托管了华南地区在线教育平台明世在线，截至 2019 年底，在线教育学生人数达 11.28 万人（其中学历教育/职业资格培训分别为 9.8/1.48 万人）；2) 住宿费为 0.78 亿元，同比增长 48.8%；3) 其他收入及收益（政府补助、利息收入和租金收入）为 1.39 亿元，同比下降 26.8%，主要由于滇池学院并表、管理费收入转为并表收入，以及银行利息收入减少。

毛利率为 51.4%，同比下降 2.1PCT，主要由于重庆人文科技学院和派斯学院增加教师数量、教职员工平均薪金及津贴增加、以及滇池学院并表带来的折旧增加。我们分析，未来重庆学校的学费仍有提升空间、有望带动未来毛利率提升。

行政开支为 1.85 亿元，同比增长 29%，主要由于云南滇池实现全年并表，但行政开支/收入为 18.4%，同比下降 4.6PCT；销售及分销开支为 0.16 亿元，同比下降 4.5%，销售及分销开支/收入为 1.6%，同比下降 1.1PCT，主要由于对招生相关广告和营销成本实行严格控制；融资成本为 0.8 亿元，同比增长 503%，融资成本/收入为 7.9%，同比上升 5.8PCT，主要由于贷款增长以及收购励德集团产生的认沽期权负债利息（占比约 48%）。调整后核心净利润和净利润的差异包括未变现汇兑亏损 177.6 万元、购股权开支 1244.7 万元以及收购励德集团产生的认沽期权负债利息 3793.2 万元，调整后核心净利率为 38.4% 同比下降 15.9PCT，主要由于其他收入减少、以及融资成本上涨。

2019 财年，TCL 教育网收入 1376.85 万元，同比增长 83%；净利润 2324 万元，同比增长 30%；其中净利高于收入主要由于奥鹏科技未实现并表、其净利的 50% 计入 TCL 教育网的投资收益；奥鹏科技主营业务包括在线学历教育、慕课网、教师继续培训以及职业教育培训，完成收购后能与公司主业形成良好的线下线上协同；丝绸之路主营业务是汉语水平考试 (HSK)，截至 2019 年底，丝绸之路在中国/国外拥有 80/9 个网考考点；2019 年服务 HSK 考试人数约 3.6 万人。我们分析，目前高教学龄教育行业在线渗透率仍较低，国内主要平台包括奥鹏教育、弘成教育、知音教育，奥鹏是唯一一家全国性、也是最大的远程教育公共服务平台。

### 投资建议

假设：1) 重庆人文科技学院、重庆工商大学派斯学院和重庆应用技术大学、云南滇池学院等已有学校学生人数稳健增长，带动学费收入稳健增长；2) CAPEX 预计每年保持在 4-5 亿左右，其中滇池学院扩建开支估计

在 3-4 亿。暂不考虑南昌职业大学、文达学院、TCL 教育网等并表，维持 20/21 调整后 EPS0.12/0.15 元，对应增速为 25%/23%，目前 20/21PE 为 8/6 倍；新增 22EPS 为 0.17 元，维持“买入”评级、目标价 1.71HKD（对应 20 年 13 倍）。

### 风险提示

教育政策变动；自建、并购进程不及预期；招收学生数量少于预期；系统性风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	623.14	1005.44	1191.28	1438.14	1684.92
YoY (%)	40.72	46.33	18.48	20.72	17.16
调整后净利润(百万元)	338.20	386.14	484.48	595.91	690.82
YoY (%)	8.97	14.17	25.47	23.00	15.93
毛利率 (%)	53.50	51.40	51.70	52.14	52.59
每股收益 (元)	0.08	0.10	0.12	0.15	0.17
市盈率	11.37	9.96	7.94	6.45	5.57

资料来源：公司公告，华西证券研究所。注：PE 采用 2020 年 3 月 26 日收盘价，所用汇率为 1 港元=0.91 元人民币；调整后净利润为加回未变现汇兑亏损、购股权开支、收购事项产生的认沽期权负债的利息后的业绩衡量指标。

**分析师：唐爽爽**

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：010-5166 5330

### 分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，9年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券等，曾获得2014-2015年纺织服装行业新财富第1名团队。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。