

## 新华教育 (2779 HK)

### 内生外延齐头并进 估值吸引

#### 2018 净利润同比增长 48.9%

公司 2018 收入 3.9 亿元人民币，同比增长 14.3%，公司旗下主力增长引擎新华学院以及新华学校分别占收入 90% 和 10%。净利润 2.6 亿人民币，同比增长 48.9%，超出市场预期。受益于利用率提升以及管理水平优化，毛利率上升 2.7 个百分点至 59.7%。其他收入同比增长 70.6%，收益于服务费和金融资产的公允价值变化的影响。在校生人数 34756 人，增加 1071 人。净利润率 66.3%，是上市的高教公司中最高的。截止 2018 年底，公司账上净现金 18 亿人民币，没有银行贷款。

#### 安徽医科大学临床医学院第一批学生 600 人

2017 年公司与安徽医科大学订立协议，共同运营临床医学院。医学院已于 2018 年 9 月招收第一批学生 600 人，平均学费每年 14000 人民币，预计 2019 年学额 1200 人。医学院现时租用校舍，公司需另建新校舍，预计总投资 5-6 亿人民币（包括土地成本），分期建设，新校区于 2020 年投入使用，最终可容纳 10000 名学生。医学院将于 4 年后专设成独立民办学院后并入新华教育报表。由于初期规模较小以及摊销成本，医学院 2018 年净亏损 270 万人民币。

#### 短期内敲定收购红山学院细节

2019 年 2 月 3 日，公司宣布成功中标收购南京财经大学红山学院。红山学院主要专业包括国家贸易、会计学、财务管理、金融等 15 个本科专业，在校生 8600 多人，平均每年学费 14000 元人民币。红山学院的地理位置优越，能与新华学院和新华学校形成极强的协同效应。预期收购细节和条款将在上半年内订立。公司已付 3 亿人民币初期资金。

#### 未来增长引擎

1. 预计医学院增加 1500 名学生；保守估计 2019 年收入 3000 万人民币。
2. 红山学院的学额及收费均有较大提升空间。学院最快于下半年并表，我们估计 2019 年收入 6000 万人民币。
3. 新华学院和新华学校的整体利用为 87%，仍有提升空间。
4. 公司会着力于国内扩张，目标 2019 年再收购 2 所学校。管理层认为近 2-3 年为收购独立学院的窗口期，公司比较看好财经类，医学类和艺术类学校，并能与现有学校形成协同效应。
5. 管理层指引 2019 年内生收入和利润分别增长约 10%，不包括红山学院贡献。

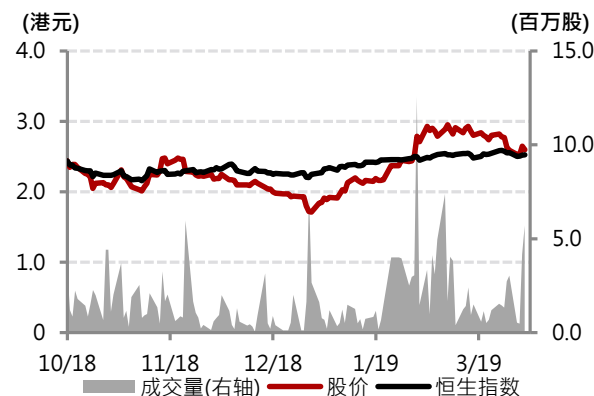
评级：未评级

#### 公司基本资料 (更新至 2019 年 3 月 29 日)

最新价	2.57	(港元)
市值	41.3	(百万港元)
流通股比例	24.8	(%)
已发行总股本	1,609	(百万股)
52周价较高目前格区间	1.65-4.47	(港元)
3个月平每日成交	5.3	(百万港元)
主要股东	吴俊保	占 71.5%

资料来源：彭博

#### 价格及成交量走势(更新至 2019 年 3 月 29 日)



资料来源：彭博

#### 分析师

陈怡 ( Vivien Chan )

[vivien.chan@ztsc.com.hk](mailto:vivien.chan@ztsc.com.hk)

+852 3979 2941

## 估值

我们再次强调市场对于民办教育的需求旺盛；政府对于高等教育将维持扶持鼓励；上市公司具备先发优势整合市场趋势不变；即将落地的《民促法实施条例》最终稿对高教行业影响有限的看法。市场预测公司 2019/2020 收入分别同比增长 18.3%/17.8%；2019/2020 净利润同比增长 13.6%/17.7%。股价相对 2019/2020 年应市盈率 11.7 倍/10.3 倍，较行业龙头中教控股(839HK, 增持·TP HKD13.10)有 50%市盈率折让；较高教行业平均市盈率有 15-20%折让，我们认为目前新华教育的估值吸引。

**图表 1. 2018 年业绩概要**

(人民币百万)	2017	2018	同比%
学费	301	342	13.5
住宿费	37	45	20.3
<b>营业收入</b>	<b>338</b>	<b>386</b>	<b>14.3</b>
成本	(145)	(156)	7.0
<b>毛利润</b>	<b>192</b>	<b>230</b>	<b>19.7</b>
毛利率	57.0%	59.7%	2.7 百分点
其他收益	54	92	70.6
销售及分销成本	(5)	(6)	15.3
行政成本	(67)	(58)	(13.4)
<b>总运营开支</b>	<b>(72)</b>	<b>(64)</b>	<b>(11.3)</b>
<b>营业利润</b>	<b>174</b>	<b>258</b>	<b>48.3</b>
营业利润率	51.5%	66.8%	15.3 百分点
财务成本		(0.1)	
融资后利润	174	258	48.2
税前利润	174	258	48.2
所得税	(2)	(2)	(5)
<b>净利润</b>	<b>172</b>	<b>256</b>	<b>48.9</b>
净利润率	50.9%	66.3%	15.4 百分点

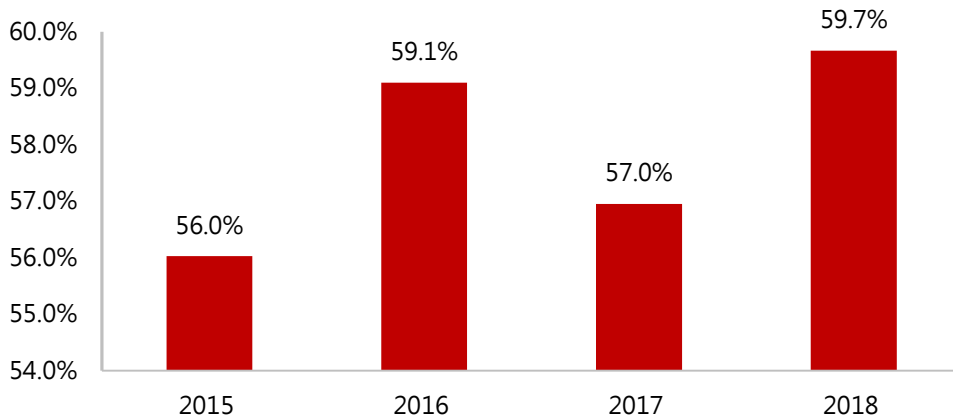
资料来源：公司资料、中泰国际研究部

**图表 2. 学生人数**

	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19
新华学院	25,724	28,123	28,327	28,911
新华学校	6,548	6,272	5,358	5,270
安徽医科大学临床医学院				600

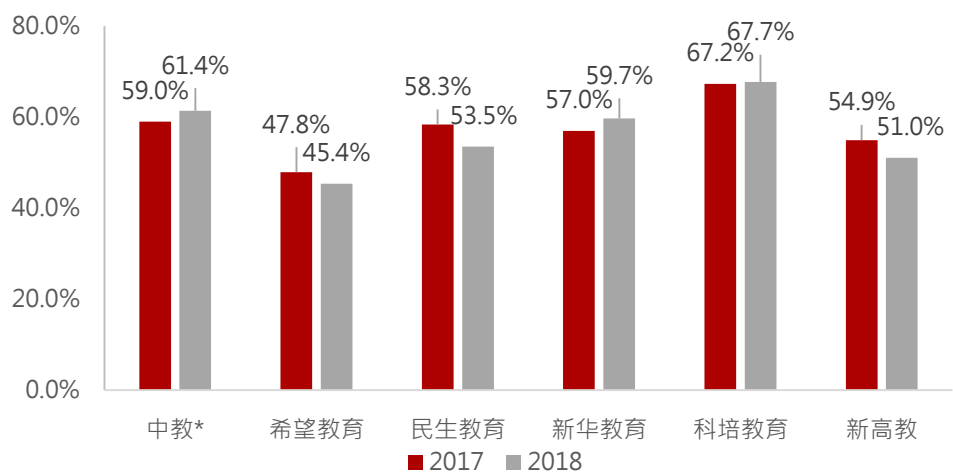
资料来源：彭博、中泰国际研究部

图表 3.新华教育毛利率走势



资料来源：公司资料、中泰国际研究部

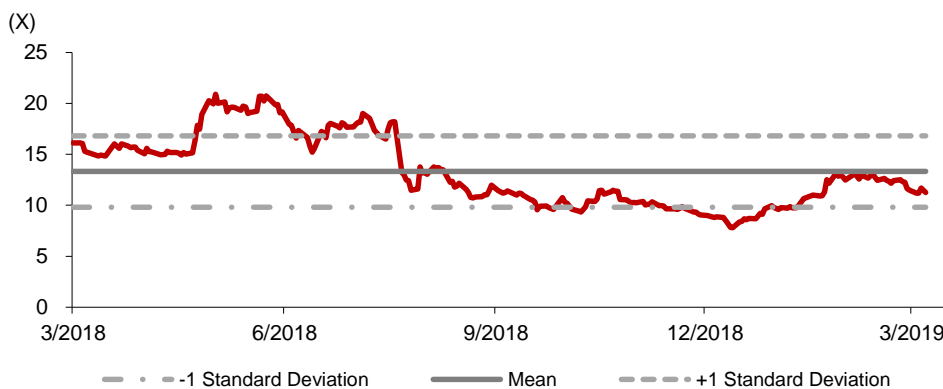
图表 4.高等教育毛利率比较



\*中教年结月为 8 月

资料来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 5.新华教育市盈率走势 (one-year forward)



资料来源：公司资料、彭博、中泰国际研究部

# 公司及行业评级定义

---

## 公司评级定义：

以报告发布日后的 6 个月内公司的投资收益率相对同期恒生指数的涨跌幅为基准；

买入：投资收益率领先同期恒生指数 20%以上

增持：投资收益率领先同期恒生指数介于 5%至 20%之间

中性：投资收益率与同期恒生指数的变动幅度相差介于-10%至 5%之间

卖出：投资收益率落后同期恒生指数 10%以上

## 行业投资评级：

以报告发布日后的 6 个月内的行业的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准。

推荐：行业基本面向好，行业指数将领先恒生指数

中性：行业基本面稳定，行业指数将跟随恒生指数

谨慎：行业基本面向淡，行业指数将落后恒生指数

## 重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司 - “中泰国际” 分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们并不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要作出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。