



## 港股高教 FY2018 业绩梳理：“提价+扩建+收购+升级” 打造高增长潜力

2019.05.15

	黄莞 (分析师)	田鹏 (研究助理)
电话:	020-88832319	020-88836115
邮箱:	huangguan@gzgzhs.com.cn	tian.peng@gzgzhs.com.cn
执业编号:	A1310517050001	A1310117080001

### 摘要:

截至目前, 港股 7 家民办高等教育机构 FY2018 的业绩均已披露。我们将港股高教板块(中教控股、希望教育、民生教育、新高教集团、中国新华教育、中教科培和中国春来)的业绩进行了盘点, 为投资者更新板块基本面情况。

#### ● 看财务: 营收净利稳步增长, 并表整合效应显著

(1) 拆收入: 港股高教板块营收平均增速达 21.07%, 学费收入占比约为 90%。FY2018 港股高教板块合计营收达 41.09 亿元, 中教控股 (9.33 亿元, +58.6%)、希望教育 (10.30 亿元, +36.83%)、民生教育 (6.23 亿元, +30.42%) 和新高教集团 (5.61 亿元, +35.5%) 均由于并表使得收入明显抬升, 收购整合效应初显; (2) 拆费用: 销售费用率多在 3% 以内; 管理费用约 17%; 财务费用率存在个体差异性, FY2018 财务费用率最高的希望教育为 19.54%, 最低的中国新华教育仅为 0.02%, 由于高教行业重资产性和长投资回收期, 前期需要大量的资金支持, 部分民办高教为扩容和并购致财务费用率高企; (3) 观盈利: 板块 FY2018 净利规模合计达 18.72 亿元 (+22.59%), 主要系板块内部分公司收购学校并表影响, 整体净利率约 44%。

#### ● 看运营: 内生外延驱动学生人数高增长

FY2018 港股高教板块合计有 39 所高等院校, 在校生成人数达 49.15 万人, 同比增长 36.86%; 其中, 并表新并购校增长部分 9.94 万人, 老校内生增长部分 3.30 万人, 分别贡献 27.68pct、9.18pct。具体来看, 中教控股受郑州学院和西安铁道技师学院并表的影响使得中教控股最新人数同比大增 59.20%; 新高教集团 2018/2019 学年学生人数达 9.35 万人 (+72.3%), 增长主要来自于旗下学校人数的增长及并表新学校; 希望教育学生人数达 8.60 万人 (+13.66%); 民生教育学生人数为 6.55 万人 (+59.28%), 主要系报告期内集团成功并表 5 所新学校新增学生 2.26 万人; 中国科培扩容计划持续推进, 2018/2019 学年在校生成人数达 4.51 万人 (+25.6%); 中国新华教育学生人数小幅增长 3.18% 达到 3.48 万人; 中国春来学生人数达 4.52 万人 (+7.15%)。

#### ● 看未来: “提价+扩建+收购+升级” 多维度打造高增长潜力

目前港股高教板块中的企业均有相应地持续增长计划, 主要围绕“提价+扩建+收购+升级”多维度打造未来持续增长的动力源。目前已上市的 7 家公司均具备一定的议价能力, 抬价空间仍存; 送审稿后高教板块核心逻辑不变, 并购依然是高教板块实现快速增长最重要的方式。各企业均有相应的新建扩建计划, 希望教育旗下四川天一学院、文化传媒学院及专升本的升级计划也在推进中; 新高教集团较大面积的土地储备也为扩容提供了先决条件; 民生教育与中金资本运营有限公司签订战略合作协议, 拟成立总规模为 100 亿元人民币的教育产业并购基金; 中教控股广东白云学院新校区的建设工程正按计划进行。而民办高教板块各公司平均超 10 亿的账上现金也为后续并购提供了资金保障。

当前时点下, 我们建议关注具有较强体系输出能力及并购经验、账上资金较为充裕的民办高教标的。重点推荐: 中教控股、中国科培、希望教育。

#### ● 风险提示: 政策推进的不确定性、扩张不达预期

### 相关报告

1. 民办学校收入端要素拆分: 看好并购和轻资产扩张模式-20180516
2. 广证恒生 2018 年教育行业中期策略: 民办学校, 寻求确定性, 推荐“教育皇冠上的明珠”-20180610
3. 广证恒生教育行业专题报告: 庖丁解牛之民办学校支出端要素全面拆解-20180613
4. 【深度报告汇编】后修法时代, 我们怎么看民办学校板块?-20181004
5. 【广证恒生教育】中国科培 (1890.HK): 内生稳健, “升级+扩容”打造华南 No.1 民办高校-20190226
6. 2019 年教育政策推演: 洞悉政策风向, 拥抱确定性赛道-20190301
7. 【广证恒生教育】希望教育 (1765.HK): “自建+并购”稳步推进, 西部高教龙头蓄势待发-20190311



## 目录

目录.....	2
图表目录.....	3
<b>1.看财务：营收净利稳步增长，并表整合效应显著.....</b>	<b>4</b>
1.1 拆收入：港股高教营收同比增长 19.45%，学费收入占比 90%以上.....	4
1.2 拆成本：教师薪酬为主，整体费用管控能力有所优化.....	7
1.3 观盈利：整体净利增速达 11.04%，盈利能力持续优化.....	11
<b>2.看运营：内生外延驱动学生人数高增长.....</b>	<b>16</b>
<b>3.看未来：“提价+扩建+收购+升级”多维度打造高增长潜力.....</b>	<b>18</b>
<b>4.风险提示.....</b>	<b>20</b>



## 图表目录

图表 1 港股高教板块 FY2018 并表情况 .....	4
图表 2 港股高教板块 FY2018 实现主营业务收入合计 45.96 亿元（单位：亿元） .....	5
图表 3 高教板块 FY2018 整体营收增速为 19.45%（%） .....	5
图表 4 港股高教板块学费占比为 90%左右（%） .....	6
图表 5 政府补助占营收的比例最高的为中国新华教育达 2.95% .....	7
图表 6 港股高教板块平均毛利率达 56.68%（%） .....	8
图表 7 港股高教公司员工成本占营收比平均约为 30%（%） .....	8
图表 8 港股高教公司中中国春来折旧及摊销占营收比最高达 16.61%（%） .....	9
图表 9 FY2018 港股高教销售费用率均在 3%以内（%） .....	9
图表 10 港股高教板块管理费用率平均约 17%（%） .....	10
图表 11 财务费用率板块内公司个体差异较大（%） .....	11
图表 12 净利润规模港股高教板块合计达 18.72 亿元，中教控股以 4.01 亿元位居首位（单位：亿元） .....	12
图表 13 整体港股高教板块净利增速为 11.04%，中教控股增速高达 65.87%（%） .....	12
图表 14 FY2018 港股高教板块平均净利率约 44%（%） .....	13
图表 16 各民办高校实际税率 .....	15
图表 17 并表因素驱动高教集团学生人数大幅增长（人） .....	16
图表 18 新高教集团 FY2018 学生人数同比增长达 72.31% .....	17
图表 19 高教集团学校数量分化明显，民生教育数量最多达 10 所 .....	17
图表 20 港股高教板块旗下学校布局范围 .....	18
图表 22 港股高教集团在手现金充足（亿元） .....	20



## 1.看财务：营收净利稳步增长，并表整合效应显著

### 1.1 拆收入：港股高教营收同比增长 19.45%，学费收入占比 90%以上

FY2018 港股高教板块合计营收达 45.96 亿元，同比增长 19.45%，中教控股、希望教育、民生教育和新高教集团均受并表影响明显，营收明显抬升，收购整合效应显现。具体来看，（1）希望教育以 10.30 亿元的营收排名第一，营收同比增长 36.83%，增长主要来自于学费收入同比增长 37.63% 至 8.54 亿元，学费增长主要系集团旗下原有院校的学生人数增长，及 2017 年 12 月并购四川托普信息技术职业学院的收入。

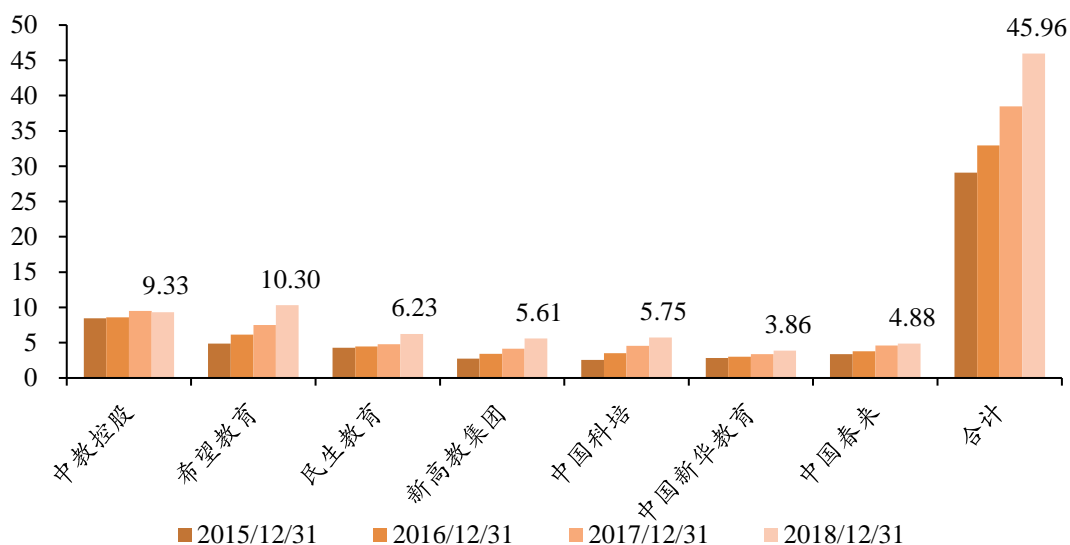
（2）中教控股以 9.33 亿元的营收位列第二，较上一财年轻微下降，主要系公司于 2018 年 8 月 3 日将财年结算日由 12 月 31 日转为 8 月 31 日，FY2018 仅包含八个月业绩。与备考期（2017 年 1 月 1 日至 2017 年 8 月 31 日）相比增长 58.6%。收入大幅增加主要归因于并入三所职业学校，即白云技师学院、郑州城轨学校及西安铁道学院。白云技师学院收购于 2017 年 8 月 14 日完成，而郑州城轨学校及西安铁道学院收购于 2018 年 3 月 23 日完成。（3）民生教育营收为 6.23 亿元，同比增长 30.42%，主要系集团旗下新增五所学校，学生人数大幅提升 59.28% 带来学费收入的上升，FY2018 公司实现学费收入 5.71 亿元，同比增长 29.58%。

（4）中国科培 FY2018 营收为 5.75 亿元，同比增长 26.37%。公司营收保持较快增长主要系扩大本科招生规模以及学费调增。本科课程学费收入达 3.31 亿元，同比大增 53.69%，主要系本科课程人数大幅增加及调增学费所致；占营收比重达 57.44% (+10.21pct)，大幅提升，本科课程收入的上涨带动了整体营收的稳定增长。（5）新高教集团 2018 年营收 5.61 亿元，在港股高教板块中排名第五，同比增长 35.5%，主要系云南及贵州学校在校生人数增长 13.7%，生均住宿费涨幅 9.9%，以及河南及东北学校收购完成后并表的影响。（6）中国新华教育营收为 3.86 亿元，同比增长 14.25%，主要系新华学院和新华学校相应调整 2018-2019 学年新生学费标准所致。（7）中国春来 FY2018 营收为 4.61 亿元 (+5.8%)，主要系在校人数及平均学费增加所致，学生人数增长 7.15% 达到 45210 人。

图表1 港股高教板块 FY2018 并表情况

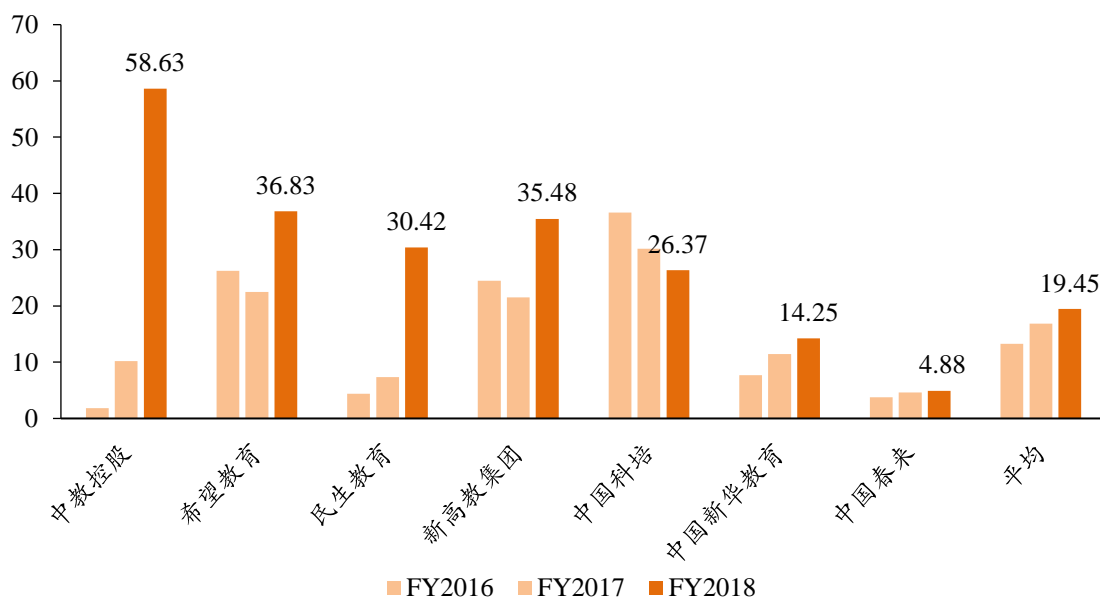
公司	收入并表	学生人数并表	待并表
中教控股	白云技师学院、郑州城轨学院、西安铁道技师学院	郑州城轨学院、西安铁道技师学院	松田大学、松田学院
希望教育	托普学院	托普学院	
民生教育	渤海实验学校、乐陵市职业中等专业学校、乐陵民生职业中等专业学校、民生乐陵高中、滇池学院	渤海实验学校、乐陵市职业中等专业学校、乐陵民生职业中等专业学校、民生乐陵高中、滇池学院	安徽文达信息工程学院
新高教集团	河南学校、东北学校	河南学校、广西学院	华中学校、甘肃学院
中国新华教育	临床医学院	临床医学院	红山学院

资料来源：公司公告，广证恒生

**图表2 港股高教板块 FY2018 实现主营业务收入合计 45.96 亿元（单位：亿元）**


资料来源：wind，广证恒生

注：由于财报期调整，中教控股最新 FY2018 财报为 2018 年前 8 个月业绩。

**图表3 高教板块 FY2018 整体营收增速为 19.45%（单位：%）**


资料来源：wind，广证恒生

注：由于财报期调整，中教控股最新 FY2018 财报为 2018 年前 8 个月业绩。

从营收结构来看，港股高教板块学费收入占比在 90% 左右，营收结构维持稳定。

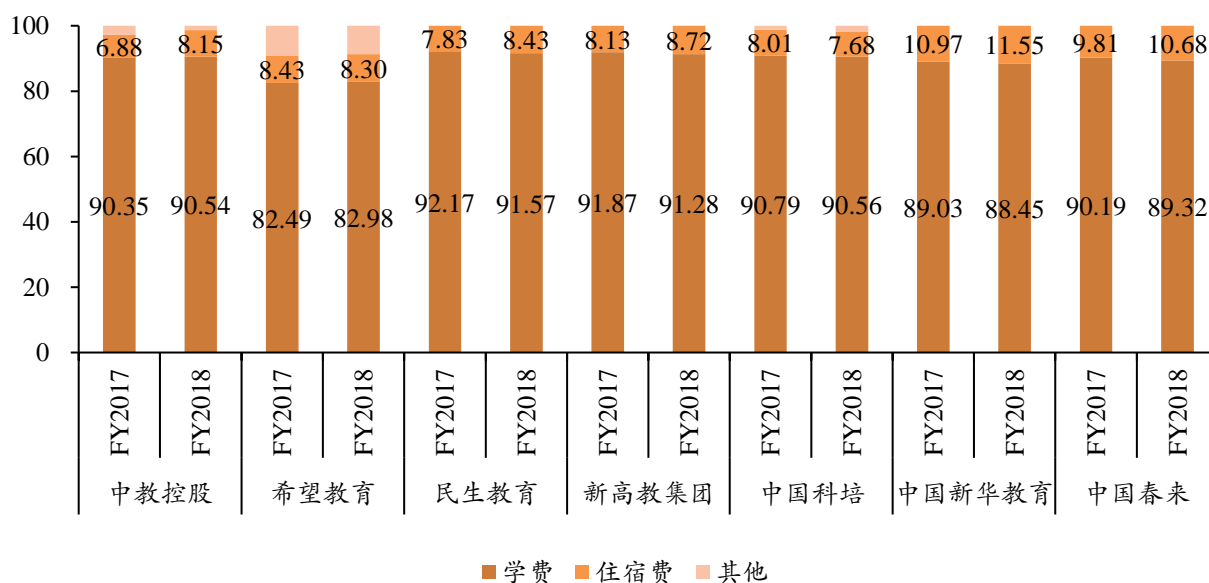
(1) 从收入结构来看：中教控股 FY2018 八个月学费收入 8.45 亿元，占比达 90.54%，住宿费收入 0.76 亿元，占比为 8.15%；希望教育 FY2018 学费收入 8.54 亿元 (+37.63%)，占比达 82.98%，住宿费 0.85 亿元 (+40.94%)，占比达 8.30%；民生教育学费 5.71 亿元 (+29.58%)，占比达 91.57%；新高教学费 5.12 亿元 (+34.61%)，占比高达 91.28%；中国科培学费 5.21 亿元 (+26.05%)，占比达 90.56%；中国新华教育学费 3.42 亿元 (+13.51%)，占比达 88.45%，而中国春来 FY2018 学费收入 4.36 亿元 (+4.81%)，占比为 89.32%，



学费收入均为港股高教最主要最集中的收入来源。

(2) **从学费的涨幅来看**：中教控股旗下大部分学校每年将不同课程的学费提升 0%-10%；最近学年希望教育学费单价未涨；民生教育于 2018 年度调升了各个学校部分专业的学费；新高教集团调整了学校学费结构，除甘肃学校外，其余六所学校学费同比增加 5%；中国科培近年来学费增长稳定，本科及大专课程客单价增长率分别为 5.11%和 9.03%；中国新华教育旗下新华学院和新华学校也相应调整 2018-2019 学年新生学费标准；中国春来提高了旗下商丘学院应用科技学院和安阳学院 2017/2018 学年新录取学生的平均学费费率。

**图表4 港股高教板块学费占比为 90%左右 (单位：%)**



资料来源：wind，广证恒生

注：由于财报期调整，中教控股最新 FY2018 财报为 2018 年前 8 个月业绩

**FY2018 其他收入及收益占比约-5%-30%，大部分学校政府补助占收入比重较低。**其他收入及收益主要可分为业务类收入和非业务类收入两种类型，其中业务类包括服务学生项目、学院营运收入、咨询收入等。该部分具有较强的确定性，与各集团整体办学规模直接相关。随着各教育集团的并购推进以及服务项目种类的增加，有一定的增长空间；非业务类收入主要有租金收益、政府补助、投资收益、利息收益、可供出售投资的股息收益等，该部分收入具有较高波动性。除占比最大的民生教育达 12.57%外，其余教育集团政府补助占比均在 0.3%-3%。考虑到民促法送审稿第十二条新增“实施集团化办学的，不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校”这一规定，预计民办高教为进一步合法合规地通过收购的方式扩大规模而选择营利性办学的可能性更高。在极端条件假设下，即使后续政府补助降为零，对收入及利润水平的影响也较为可控。

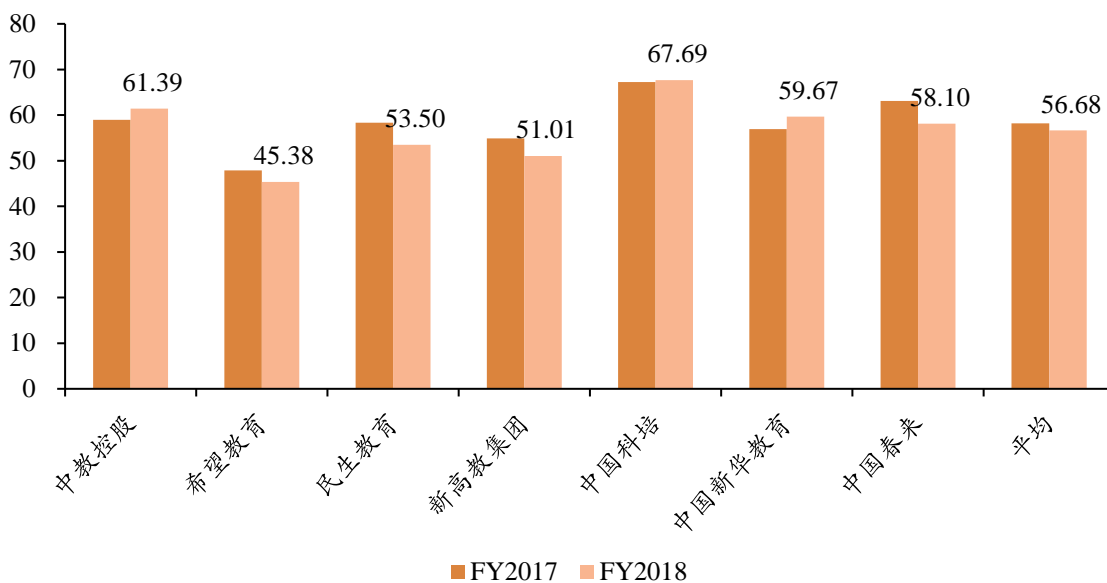
**图表5 政府补助占营收的比例最高的为中国新华教育达 2.95%**

	中教控股	希望教育	民生教育	新高教集团	中国科培	中国新华教育	中国春来
其他收益 (万元)	-4,361.60	21,151.00	18,988.40	16,604.40	5,798.80	9,175.80	-12.60
收入 (亿元)	9.33	10.30	6.23	5.61	5.75	3.86	4.88
其他收益占收入比重(%)	-4.68	20.54	30.47	29.57	10.08	23.76	-0.03
政府补助(万元)	-	2651.8	7835.8	1251.5	875.7	726.2	189.6
<b>政府补助占营收比重 (%)</b>	-	<b>2.58</b>	<b>12.57</b>	<b>2.23</b>	<b>1.52</b>	<b>1.88</b>	<b>0.39</b>

资料来源: wind, 各公司年报, 广证恒生

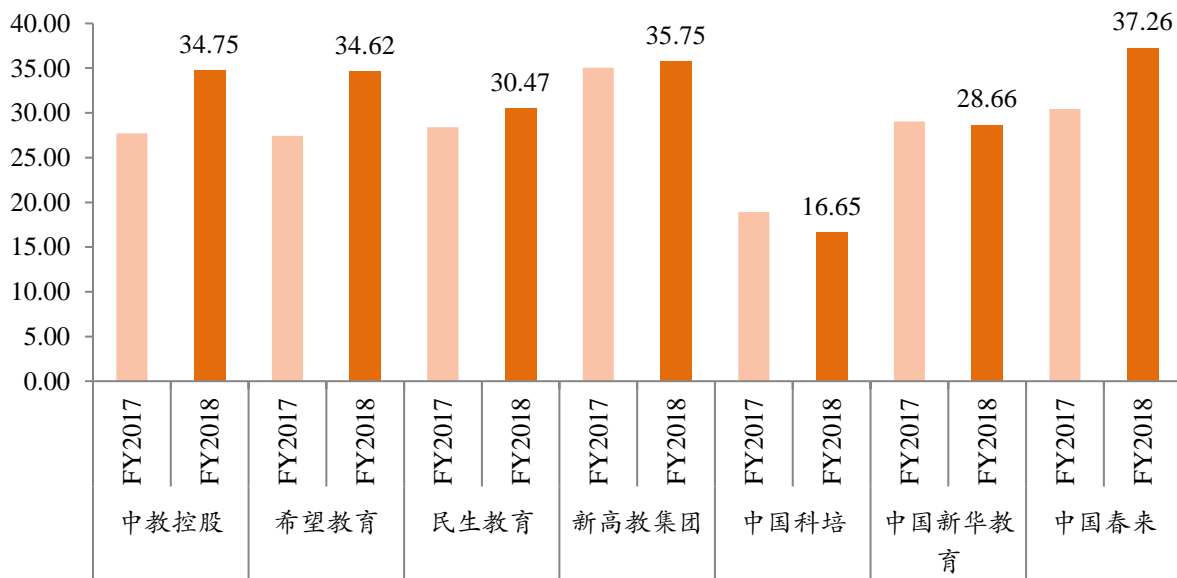
## 1.2 拆成本：教师薪酬为主，整体费用管控能力有所优化

**港股高教板块毛利率在 45%-70%之间，整体板块毛利率水平高企。**具体来看：(1) FY2018 中国科培毛利率达 67.69% (+0.44pct)，毛利率小幅上升主要是由于营收的稳定增长及良好的成本控制，近三年来毛利率均高于 67%，领先于其他港股高教企业，公司规模化运营效率提升使毛利率保持高位；(2) 中教控股 2018 年前八个月的毛利率为 61.39%，同比增加 4.4pct，其中，两所大学的毛利率为 62.59%，三所职业学校的毛利率为 56.93%。不考虑新并表的三所职业院校的影响，原体系内的两所大学的毛利率明显有所提升，公司的直接成本管控能力有所优化；(3) 中国新华教育的毛利率为 59.67%，同比增长 2.72pct，主要系成本管控能力的优化及学费提升带来的规模效应；(4) 中国春来毛利率为 58.10% (-5pct)，主要系增加了各学校的教师人数以持续提升教学质量及配合增加的入学学生人数而致营业成本增加；(5) 民生教育的毛利率为 53.50% (-4.83pct)，主要系员工成本相比去年同期增加了 36.78% 至 1.46 亿元以及新并入本集团学校导致折旧费用较去年同期增加了 51.49% 至 0.72 亿元。公司旗下乐陵民生高中和乐陵民生中专于 2018 年 9 月开始招生，目前学校人数较少，尚未形成规模效应，提高了集团生均摊销折旧费用，使毛利率有所下滑；(6) 新高教集团 FY2018 毛利率降低了 3.88pct 至 51.01%，主要系集团加大对云南学校、贵州学校教学投入及新并表的河南和东北学校影响（经测算，FY2018 东北学校净利水平约 24%，河南学校净利率水平约 17%；对应若 FY2018 全年并表进集团中，则公司整体净利率分别为 41.6% 及 39.6%）；(7) 希望教育毛利率为 45.38% (-2.46pct)，下降主要系为民办四川天一学院升级为本科院校进行准备，增强其师资及固定资产配备，致使人力成本及折旧费用增幅大于收入增幅，以及调整薪酬体系。员工成本相比去年同期增加了 72.66% 至 3.56 亿元。

**图表6 港股高教板块平均毛利率达 56.68% (单位: %)**


资料来源: wind, 公司年报, 广证恒生

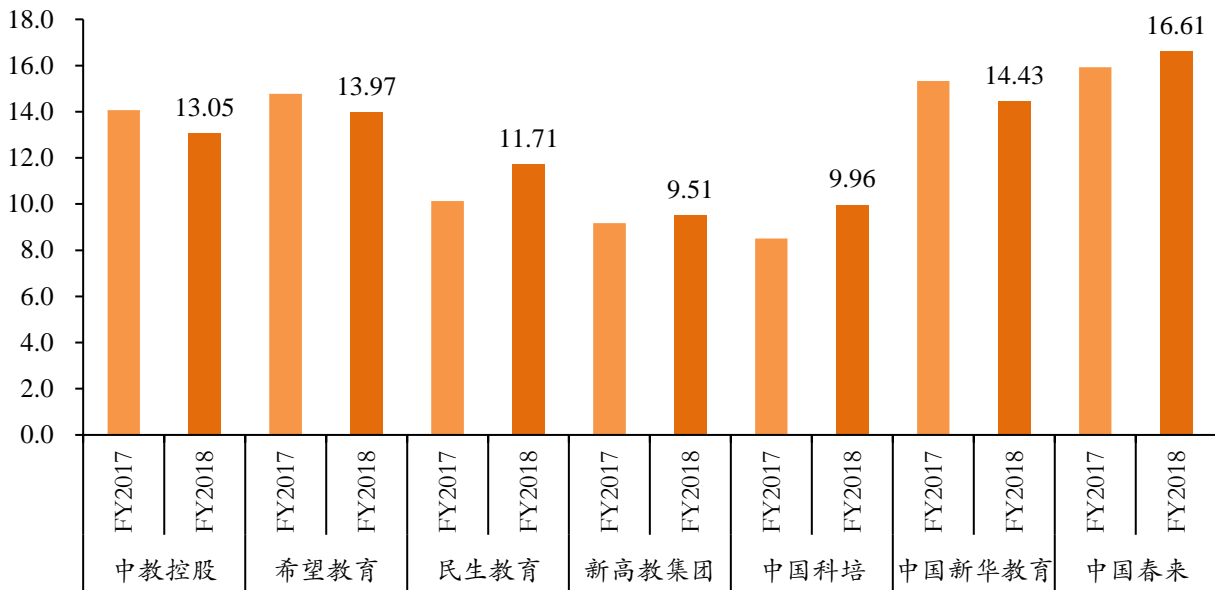
注: 由于财报期调整, 中教控股最新 FY2018 财报为 2018 年前 8 个月业绩

**图表7 港股高教公司员工成本占营收比平均约为 30% (单位: %)**


数据来源: 各公司年报、广证恒生

注: 由于财报期调整, 中教控股最新 FY2018 财报为 2018 年前 8 个月业绩

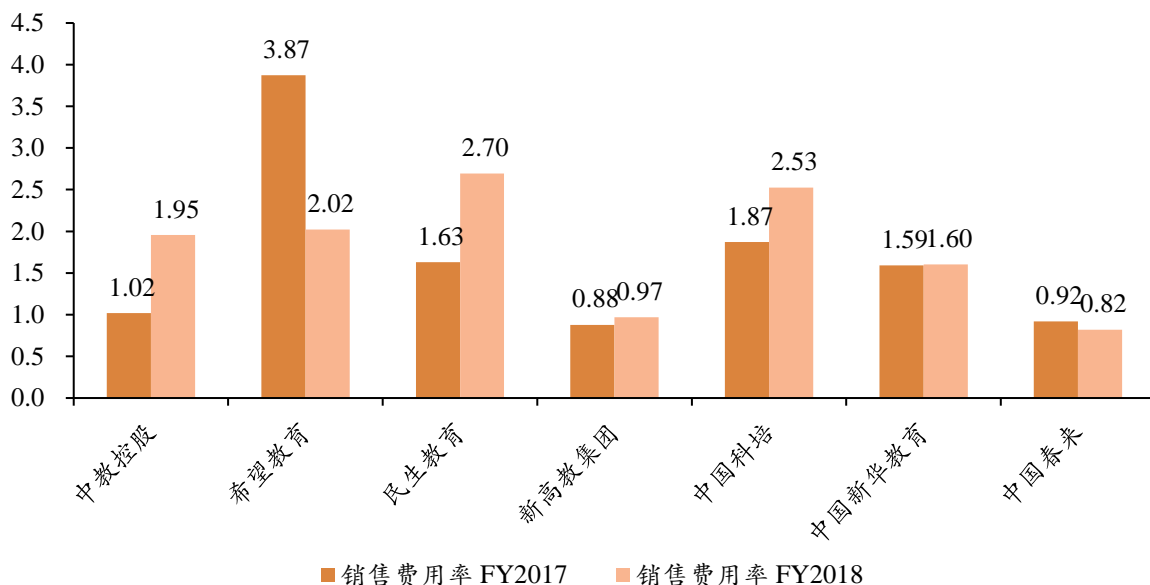


**图表8 港股高教公司中中国春来折旧及摊销占营收比最高达 16.61% (单位: %)**


数据来源: 各公司年报、广证恒生

注: 由于财报期调整, 中教控股最新 FY2018 财报为 2018 年前 8 个月业绩

整体高等教育资源供不应求、民办学校生源稳定和低招生频次使得民办高教的销售费用率多保持在 3% 以内的较低位。销售费用主要包括营销及广告开支、包括宣传和广告材料的开支以及营销人员薪资、差旅费、招生奖金等。FY2018 港股高教板块销售费用率均在 3% 以下, 民生教育因加大了推广及招生力度使得销售费用率较上期增加了 1.07pct 至 2.70%; 希望教育由于办学声誉的提升导致广告及营销开支降低 1.85pct 至 2.02%; 本期销售费用率最低的中国春来仅为 0.82% (-0.1pct), 主要系公司与固定广告商建立长期合作享有折扣。

**图表9 FY2018 港股高教销售费用率均在 3% 以内 (单位: %)**


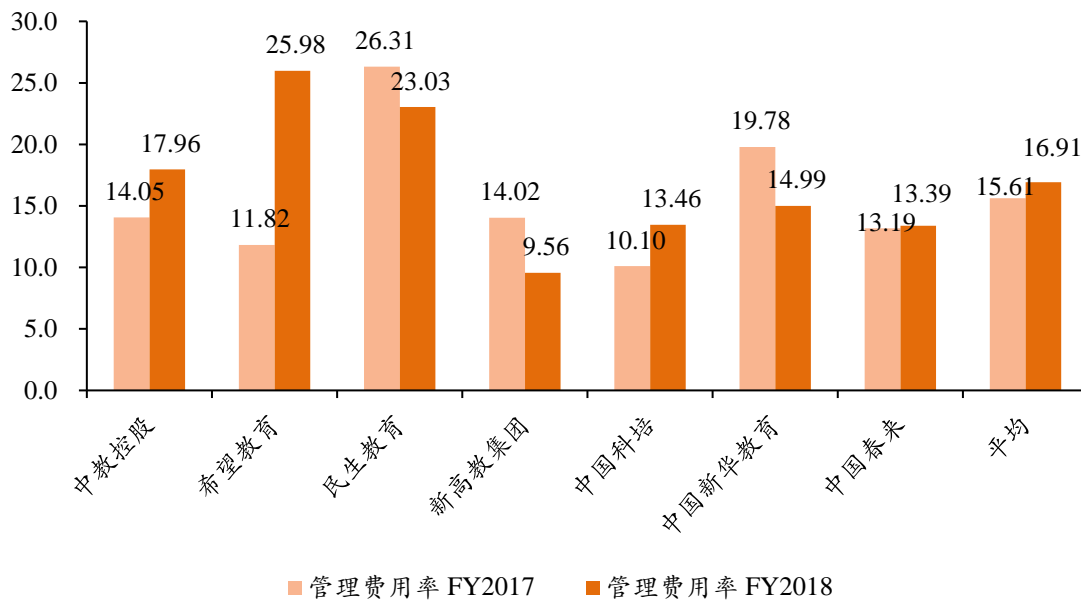
资料来源: wind, 年报, 广证恒生

注: 由于财报期调整, 中教控股最新 FY2018 财报为 2018 年前 8 个月业绩

**管理费用率是民办高教主要的费用项目, FY2018 平均费用率 16.91% (+1.3pct), 上市开支致部分学**

校当期费率上涨，后续具备一定的下调空间。管理费用主要为行政人员薪金、差旅、权益结算的购股权开支、招待费、办公楼及办公设备的折旧和上市开支等。民办学校的管理费用率一般在 10%-20% 之间，平均费用率大概在 14%。具体来看，FY2018 管理费用率最高的为希望教育 25.98%，较上期明显上升了 14.16pct，管理费用达 2.67 亿元 (+200.75%)，主要是由于上市开支较去年同期上升了 242.28% 至 3368 万元，以及新增了 2018 年首次公开发售前购股权计划费用 1.22 亿元。新高教集团 FY2018 管理费用率下降明显至至板块中的最低位，管理费用率仅为 9.56% (-4.46pct)，主要系在 2017 年 4 月份新上市导致当期上市开支较多，本期由于这一费用明显下降使得管理费用也下降较多。综合考虑这一影响，后续新上市的高教集团如希望教育等管理费用率下降通道较为明显。

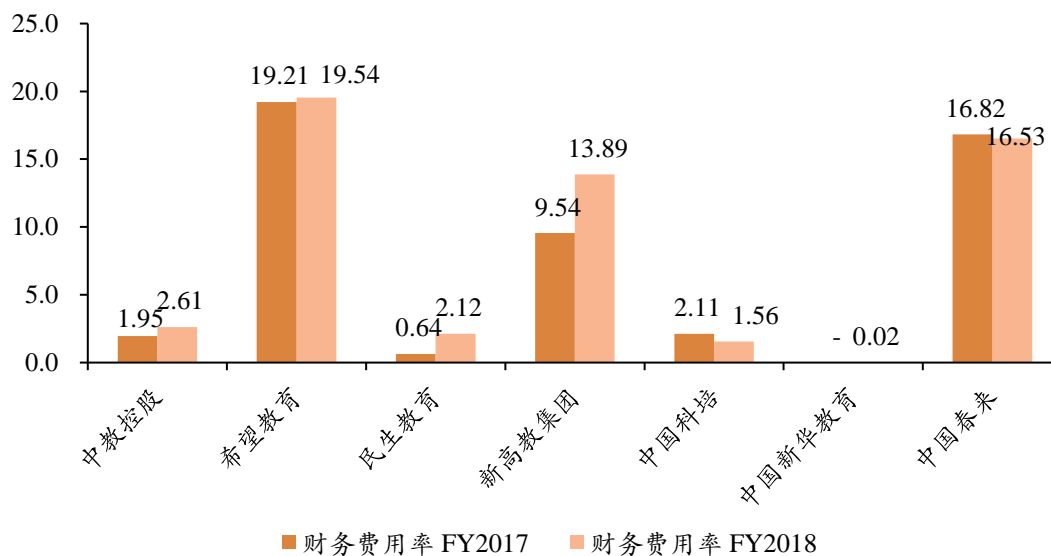
**图表10 港股高教板块管理费用率平均约 17% (单位：%)**



资料来源：wind，年报，广证恒生

注：由于财报期调整，中教控股最新 FY2018 财报为 2018 年前 8 个月业绩

整体民办学校行业平均财务费用率平均约在 3%，但不同企业之间差距较大。已上市的七大高教集团中，FY2018 财务费用率最高的希望教育为 19.54%，最低的中国新华教育仅为 0.02%，财务费用率的高低主要视企业的贷款情况而定。由于高教行业属于重资产属性较强，投资回收期也在 5-7 年之间，前期需要大量的资金支持，部分民办高教为扩容和并购导致财务费用率高企。希望教育 2018 年财务费用率达 19.54%，处于板块内最高水平，主要是由于公司向银行等的借款以开展兴建新学校使得借款利息支出较多，后续财务费用率下降空间较大。新高教集团的财务费用率本期较上期增加了 2.67pct 至 9.94%，主要系公司 2018 年 2 月新增贷款人民币 3 亿元及港币 5 亿元以开展收购新学校使得借款利息支出较多，FY2018 计息负债达 6.25 亿元 (+200.9%)。据公司披露，新高教于近期达成一笔五年期 3 亿的贷款并获得 2 亿美元发债额度的批文，整体有息负债总额持续上升，预计后续财务费用率将持续承压。而民生教育和中国科培由于公司资金较为充分，对外还款压力较低，因此财务费用支出占比保持低位。

**图表11 财务费用率板块内公司个体差异较大 (单位: %)**


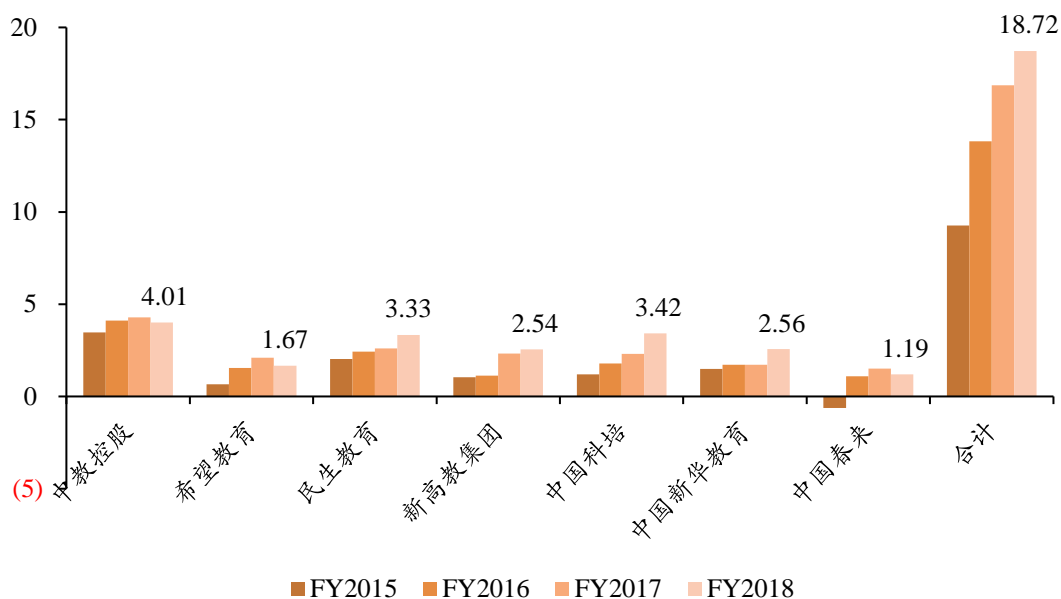
资料来源: wind, 年报, 广证恒生

注: 由于财报期调整, 中教控股最新 FY2018 财报为 2018 年前 8 个月业绩

### 1.3 观盈利: 整体净利增速达 11.04%, 盈利能力持续优化

港股高教板块 FY2018 净利规模合计达 18.72 亿元, 增速为 11.04%, 净利增加主要受板块内部分公司收购学校并表的影响。排名第一的中教控股净利规模达 4.01 亿元, 增速达 65.87%。具体来看, (1) 中教控股归属于母公司的净利规模为 4.01 亿元, 同比增长 65.87%; 经调整纯利为 4.82 亿元, 增长主要来自并表的影响和原先两所高校学生人数的增加。(3) 中国科培归属于母公司的净利为 3.42 亿元, 同比增加 48.11%, 主要系营收保持较快增长, 增长率达 26.37%, 以及学校物业租金收入及汇兑收益提升, 带来其他收益的大幅上涨。报告期内公司实现其他收益 5899 万元, 同比大增 568%, 占营收比重达 10.08% (+8.17pct)。(3) 民生教育归属于母公司的净利为 3.33 亿元, 同比增加 28.04%, 增长主要来自集团新增五所学校, 学生人数大幅提升 59.28% 带来学费收入的增长。(4) 中国新华教育净利规模为 2.56 亿元, 同比增长 48.88%。(5) 新高教集团归母净利规模为 2.54 亿元, 同比增长 8.98%, 主要系云南及贵州学校在校生人数增长 13.7%, 及生均住宿费涨幅 9.9%。(6) 希望教育归母净利规模为 1.67 亿元, 同比明显下降 20.18%, 主要系 FY2018 公司管理费用明显增加所致。管理费用达 2.67 亿元 (+200.75%), 主要是由于上市开支较去年同期上升了 242.28% 至 3368 万元, 以及新增了 2018 年首次公开发售前购股权计划费用 1.22 亿元。(7) 中国春来归母净利为 1.19 亿元, 同比明显下降 21.56%, 主要是由于增加了各学校的教师人数以持续提升教学质量及配合增加的入学学生人数, 教职人员成本增加所致。

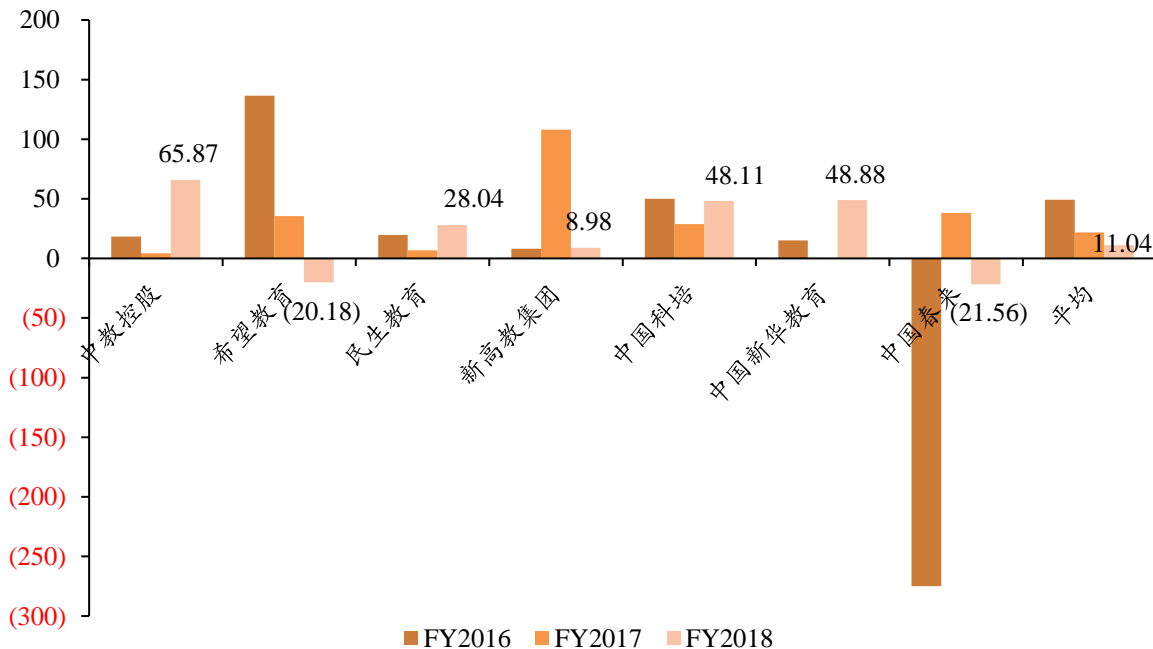
图表12 净利润规模港股高教板块合计达 18.72 亿元，中教控股以 4.01 亿元位居首位（单位：亿元）



资料来源：wind，广证恒生

注：由于财报期调整，中教控股最新 FY2018 财报为 2018 年前 8 个月业绩

图表13 整体港股高教板块净利增速为 11.04%，中教控股增速高达 65.87%（单位：%）



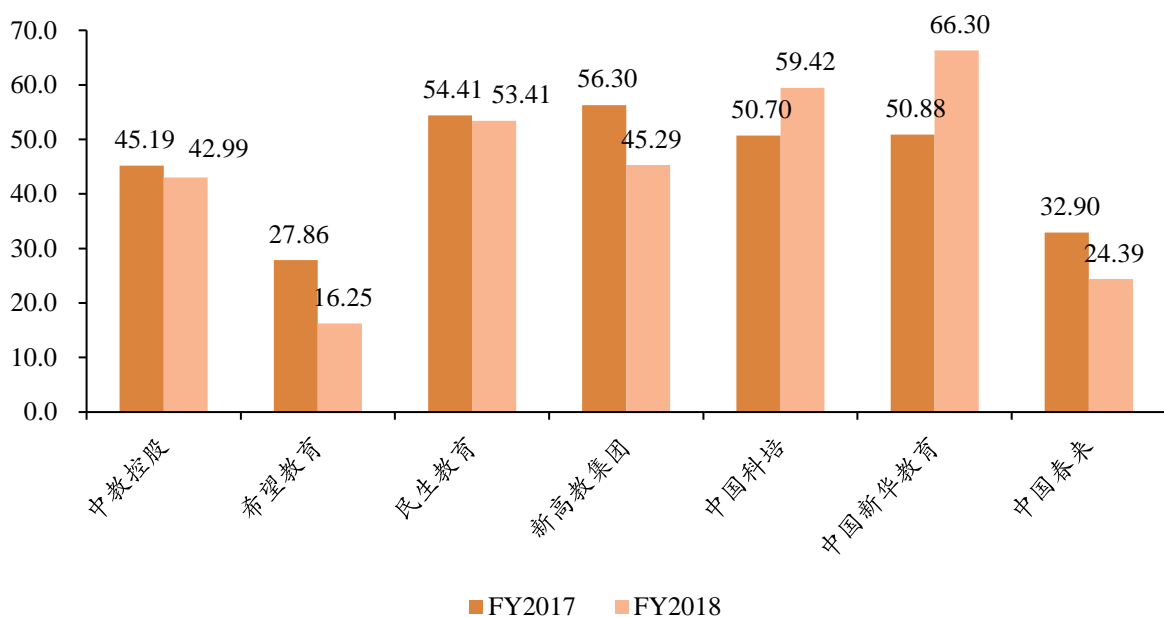
资料来源：wind，广证恒生

注：由于财报期调整，中教控股最新 FY2018 财报为 2018 年前 8 个月业绩

港股高教板块整体净利率约 44%，盈利能力较强。由于民办高教具有重资产属性，随着公司规模的逐渐扩大，经营杠杆效应凸显，叠加摊销时间周期长的特质，使得年均和生均折旧摊销额均较小，对利润的影响较为有限，结合高教资源稀缺属性使得销售费用率较低，使得整体的利润率较高，最高的中国新华教

育利润率达 66.30%。具体来看，(1) FY2018 中国新华教育净利率明显增长至 66.30% (+15.52pct)，主要系利息收益及按公允价值计入损益计量的金融资产的已变现及未变现收益净额增加而导致其他收益占营收比增加 7.85pct 至 23.76%，及由于上市开支减少而使管理费用率下降 4.79pct 至 14.99%；(2) 中国科培净利率较上期增加了 8.72pct 至 59.42%，主要系学校物业租金收入及汇兑收益提升，带来其他收益的大幅上涨。报告期内公司其他收益占营收比重达 10.08% (+8.17pct)；(3) 民生教育 FY2018 的净利率为 53.41%，受毛利率下滑 4.83pct 影响，净利率小幅下降 1pct；(4) 新高教集团净利率较上期下滑 11.01pct 至 45.29%，主要系公司毛利率下降 (-3.94pct)，及因终止收购新疆学校而计入其他非流动资产的预付款项计提减值拨备（占营收比例约 5.52%）所致；(5) FY2018 中教控股净利率为 42.99%，较备考期上涨 1.88pct，主要系公司的成本管控能力有所优化所致；(6) 希望教育净利率同比下降了 11.61pct 至 16.25%，远低于行业水平 31.08%，主要系上市费用及股权激励费用的大幅增加等原因使得管理费用率较上期大增 14.16pct 所致。经调整后净利率达 30.58%。(7) FY2018 中国春来净利率为 24.39%，同比增加 8.52pct，主要系公司的营业成本占比增加 5pct 至 41.9%，及上市开支增加。

**图表14 FY2018 港股高教板块平均净利率约 44%（单位：%）**



资料来源：wind，公司年报，广证恒生

注：由于财报期调整，中教控股最新 FY2018 财报为 2018 年前 8 个月业绩

综合考虑 2018 年 8 月 10 日发布的《中华人民共和国民办教育促进法实施条例（修订草案）（送审稿）》（以下简称“送审稿”）最终落地，将会对民办高教产生一定的影响。主要体现在第十二条新增“实施集团化办学的，不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校”这一规定，预计将对上市公司的获利能力产生一定的影响。送审稿中强调进一步强化分类管理，禁止企业以“非营利性”之名，行“营利性”之实，后续民办高教为进一步合法合规地通过收购的方式扩大规模而选择营利性办学的可能性更高。而学校明确营利性后可能会因税率、土地、补贴等方面政策影响其盈利水平。

(1) 税收方面：

① 所得税是最主要的税收类别，VIE 架构下征税客体主要为均位于境内的民办学校和外商投资企业



WFOE，具体由净利润的流向而定，同一利润不重复征税，若选择提取利润预计对净利的影 响大概是 7.5% 左右。民办学校适用的税率具体由当地政策而定，WFOE 适用的税率视注册地而定，现行适用的税率一般有 15%（高新技术企业优惠税率）和 25% 两种税率，我们假设转营利性学校后教育集团会选择利润最大化的方式从而尽可能采取措施使其适用的税率为 15%，粗略估计以收入的 50%（港股高教整体利润率在 40%-50% 之间）作为应纳税所得额，则实际对此前几乎为缴税的企业的净利的影 响幅度大概在 7.5% 左右。

**图表15 港股高教 WFOE 所在地**

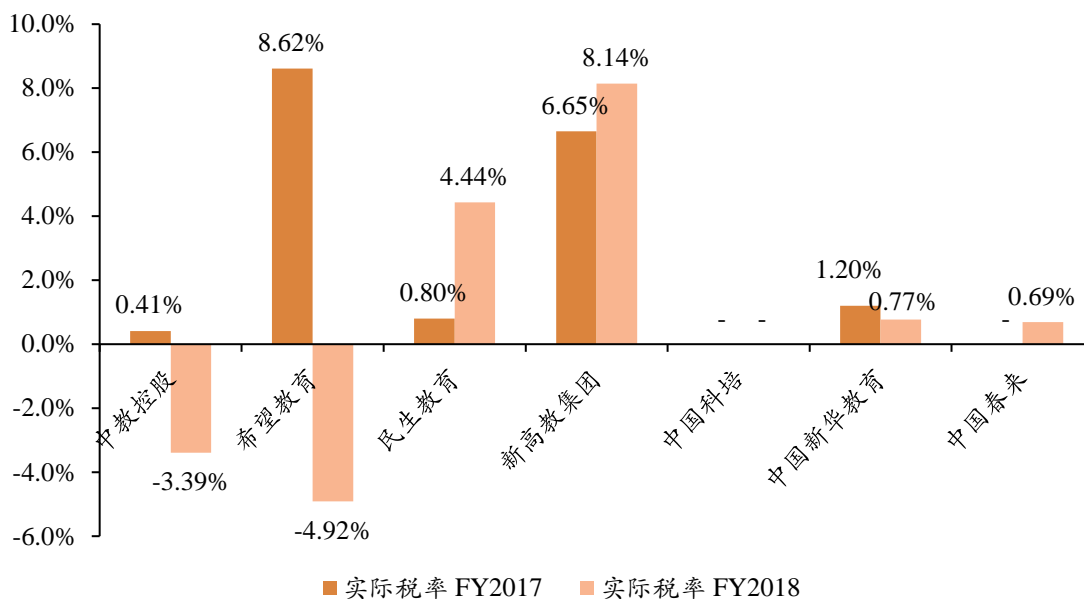
公司	WFOE 所处地区	税收优惠政策
中教控股	江西	15%
民生教育	重庆	西部开发税项奖励计划的 15%
希望教育	四川	25%
新高教集团	西藏	15%（2015 年至 2017 年西藏初步适用 9%，自 2018 年三年免税 优惠期届满后增至 15%）
中国新华教育	新疆	前 5 年免征所得税
中国科培	西藏	享受 15% 税收优惠，且有 6% 的退税
中国春来	河南	25%

资料来源：wind，广证恒生

②**增值税**：高教集团若选择将办学收入留在学校体系内则无虚缴纳增值税，若将办学结余以服务费的形式提取则须按规定缴纳增值税。根据《财政部、国家税务总局关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》（财税[2016]36 号规定），从事学历教育的学校提供教育服务，取得符合免征增值税条件的收入，免征增值税。民办高校主要提供的是符合免征增值税条件的学历教育服务，因此若“送审稿”此条例落地，高教集团选择将办学收入留在学校体系内则无须交增值税；若民办高教集团旗下学校以支付服务费的形式提取办学结余，提取的服务费则须按规定缴纳增值税。

③**股息预扣税**：香港公司持股 25% 以上为 5%，持股 25% 以下税率为 10%。根据内地及香港政府于 2006 年 8 月 21 日订立的《内地和香港特别行政区关于对所得税避免双重征税和防止偷漏税的安排》规定，如有支付股息分红，香港公司需缴纳预扣税，持股 25% 以上为 5%，持股 25% 以下税率为 10%。

综上，若“送审稿”落地，公司最优税率由 WFOE 与民办高校孰低决定，VIE 架构下上市公司可以自由选择利润留存在学校体系内或是 WFOE。随着上位法和各地政策细则的落地，营利与非营利性税收优惠将进一步细化明晰，营利性民办高校的税收管理也将趋于规范化。基于利益最大化原则，企业或倾向于选择获得最优税率的措施，即在权衡两种抉择下实际税率（主要是所得税和增值税）的高低而选择利润的流向。而若企业选择提取办学结余，高教集团转为营利性学校后 WFOE 注册地若不是在极低税率区或将承担约 7.5% 左右的税率。

**图表16 各民办高校实际税率**


资料来源: wind, 公司年报, 广证恒生

注: 由于财报期调整, 中教控股最新 FY2018 财报为 2018 年前 8 个月业绩

(2) 土地方面: 由于已通过“预付土地租赁款”进行部分费用的计提, 且一般具有 50 年的摊销年限, 转营利性后原先划拨土地转出土地需支付的差价的年均变化量对净利润的影响较小。目前港股上市教育公司获得划拨用地以成本价计入“预付土地租赁款”, 一般按 50 年的使用年限摊销; 改为营利性学校后, 截止目前, 部分省份做出明确规定, 划拨土地转为出让土地需缴纳土地使用权出让金, 根据《协议出让国有土地使用权规范》, 应缴纳的土地使用权出让金额(差价)等于拟出让时的出让土地使用权市场价格减去拟出让时的划拨土地使用权权益价格或承租土地使用权市场价格, 具体金额须经有资质的评估机构进行价值评估确定, 以差价增记“预付土地租赁款”, 增加每年计入损益表的摊销额。考虑到摊销年限较长(估计可使用年限为 50 年), 且目前大多数港股已上市公司已通过“预付土地租赁款”对土地的价值进行摊销, 预计差价的年均变化量对净利润影响较小。

(3) 政府补助: 高教体系内最新一期的政府补助占收入比重比例较小, 对利润水平的影响较为可控。政府补助为政府给予公司用于支持学校发展及教育活动的经费。除中教控股外, FY2018 其余港股高教均存在一定的政府补助, 整体占收入的比重较小, 除占比最大的民生教育达 12.57% 外, 其余教育集团政府补助占比均不超过 3%。

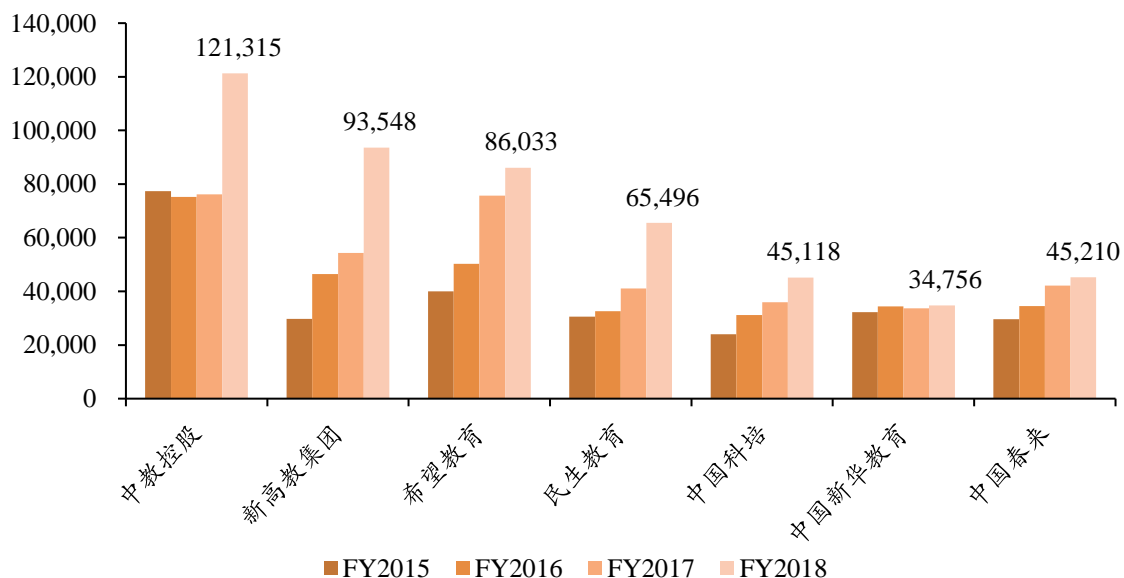
整体而言, 我们认为“送审稿”相较于修订稿的变化对于高教板块的净利率影响较为有限, 高教并购仍为收入增长主逻辑。由于民办高校可以自由决定申办为营利性或非营利性办学主体, 政策落地后会加速推进办学性质的明晰化, 但同时营利性办学性质的确定将使得其不能再享受税收优惠以及相关政府补助预计将明显减少, 其盈利能力将有一定的回调, 但整体可控。具体的影响还应持续关注上位法落地情况及地方配套政策的推进情况。

## 2.看运营：内生外延驱动学生人数高增长

并表外延扩张和内生增长驱动高教板块学生人数快速增长。FY2018 港股高教板块合计有 39 所高等院校，在校生人数达 49.15 万人，同比增长 36.86%；其中，并表新并购的学校致增加学生人数 9.94 万人，老校内生增长 3.30 万人，分别贡献 27.68pct、9.18pct。根据弗若斯特沙利文报告，按 2017 年入读学生人数计，中国前五大民办高等教育集团合计仅占市场份额约 5.8%，占比最大的教育集团也仅为 2.7%，整体的竞争格局高度分散。民办高校规范化发展的政策引领使得新设学校标准趋严，行业进入门槛的提高减缓了供给增速，加速行业整合，头部企业有望凭借牌照红利、规模效应和品牌效应进一步抢占市场份额，未来市场集中度有望提升。

具体来看：(1) 中教控股受郑州学院 (2.45 万人) 和西安铁道技师学院 (2.06 万人) 并表的影响合计增加了 4.51 万人，同比增长 59.20%。(2) 新高教集团 2018/2019 学年学生人数达 9.35 万人，同比增加 72.3%，增长主要来自于华中学校同比增长了 50.36%至 8584 人，云南学校增加 17.40%至 2.78 万人，贵州学校增加 7.98%至 1.68 万人，以及加入的广西学院 (9953 人) 和河南学校 (2.12 万人)。(3) 希望教育 2018/2019 学年人数达 8.60 万人，同比增长 13.66%，内生增长稳健。(4) 民生教育学生人数规模为 6.55 万人，同比增长 59.28%，其中高等教育阶段人数达 6.19 万人，同比增长 50.42%。主要系报告期内集团成功并表 5 所新学校新增学生 2.26 万人。(5) 中国科培扩容计划持续推进，2018/2019 学年在校生人数达 4.51 万人，同比增长 25.6%，为港股高教板块之中内生增速最快的办学集团。(6) 中国新华教育学生人数小幅增长 3.18%达到 3.48 万人，新并表临床医学院 (575 人) 预计完成新校区建设后可容纳 5,000 名学生。(7) 中国春来学生人数增长 7.15%达到 4.52 万人，增长主要来自于安阳学院同比增长了 6.4%至 1.95 万人，商丘学院应用科技学院增加 44.7%至 6,437 人。

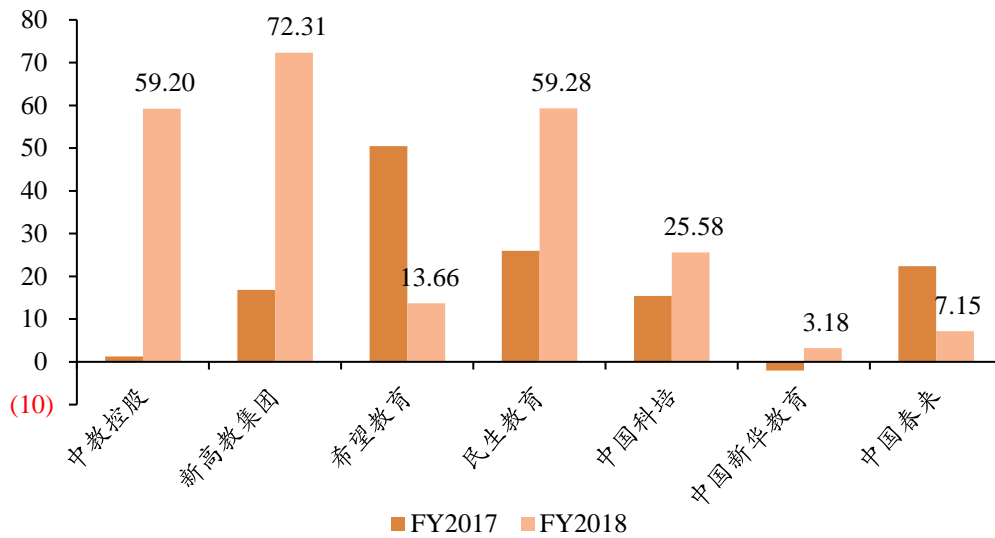
图表17 并表因素驱动高教集团学生人数大幅增长 (人)



资料来源：wind，公司招股书，公司年报，广证恒生

注：由于财报期调整，中教控股最新 FY2018 财报为 2018 年前 8 个月业绩

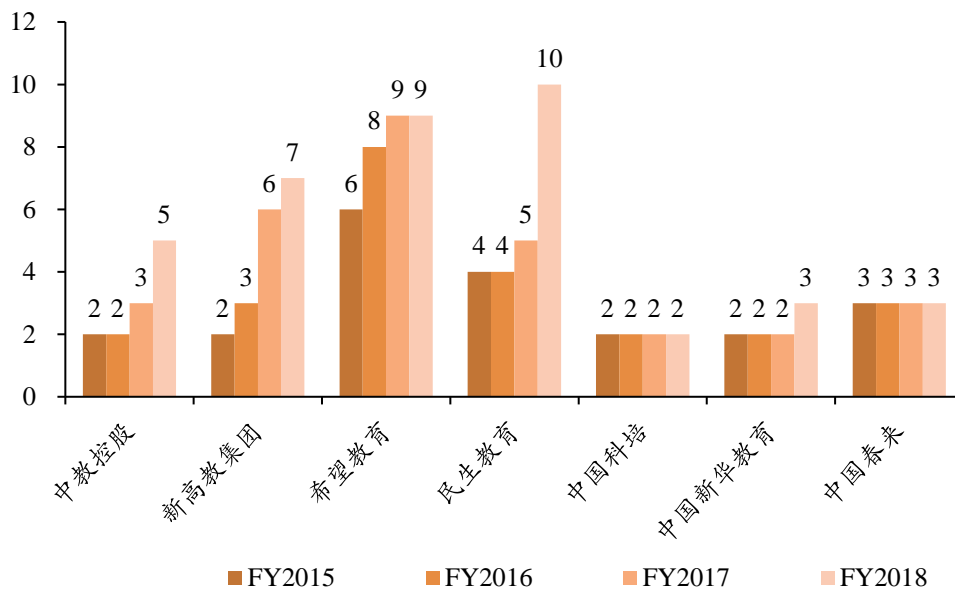
图表18 新高教集团 FY2018 学生人数同比增长达 72.31% (单位: %)



资料来源: wind, 公司招股书, 年报, 广证恒生

注: 由于财报期调整, 中教控股最新 FY2018 财报为 2018 年前 8 个月业绩

图表19 高教集团学校数量分化明显, 民生教育数量最多达 10 所



资料来源: wind, 公司公告, 年报, 广证恒生

注: 由于财报期调整, 中教控股最新 FY2018 财报为 2018 年前 8 个月业绩

从地域分布来看, 布局最广的新高教集团已在全国七省份均有校区, 多数学校已实现跨省份布局。目前民办高等教育上市公司中新高教集团布局最广, 旗下七所学校广泛分布在云南、贵州、湖北、哈尔滨、甘肃、河南和广西七省; 中教控股则重点聚焦江西、广东、陕西及河南四省; FY2018 民生教育迅速完成收购五所学校, 布局涉及重庆、云南、内蒙古和山东省; 希望教育的布局则已涉及四川、贵州和山西, 预计下一步扩张至重庆、甘肃及广东省; 中国新华教育目前三所学校均位于安徽, 2019 年 2 月 2 日成功中标

收购南京财经大学红山学院，经营范围扩大至江苏省；中国科培和中国春来分别布局广东省和河南省，目前均未进行跨省经营。各港股民办高教的业务地理布局直接影响到学校每年的生源，同时受学院转设提供优质并购标的的影响，预计后续已上市的高教集团为进一步扩大规模将持续向全国其他省份进军。

**图表20 港股高教板块旗下学校布局范围**

公司	布局范围
中教控股	江西、广东、陕西、河南
新高教集团	云南、贵州、湖北、哈尔滨、甘肃、河南、广西
希望教育	四川、贵州、山西
民生教育	重庆、内蒙古、山东、云南
中国科培	广东
中国新华教育	安徽、南京
中国春来	河南

资料来源：公司公告，广证恒生

## 3.看未来：“提价+扩建+收购+升级”多维度打造高增长潜力

目前港股高教板块中的企业均有相应地持续增长计划，主要围绕“提价+扩建+收购+升级”多维度打造未来持续增长的动力源。目前已上市的7家公司均具备一定的议价能力，抬价空间仍存，均在积极寻求并购机会，并购依然是高教板块实现快速增长最重要的逻辑。外延并购因具备可利用原学校的生源、土地、校舍和办学资质从而能在短时间快速实现规模扩张等优点而被民办学校上市集团广泛采用。具体看各高教集团目前已在推进的未来增长计划：

**图表21 港股高教未来“扩建+收购”增长计划**

公司	扩建计划	收购事宜
中教控股	广东白云学院新校区（48.9万平方米）建设分为两期，第一期将在2019年完成，学生容量高达8,000名。第二期计划于2021年完成，其学生容量高达18,000名。	2018年6月14日，签订收购松田学校（松田大学和松田学院）100%的所有者权益的协议。于2017/2018学年，松田大学在校学生为8,700多名，松田学院全日制在校生为约3,300人
民生教育	-	(1) 与中金资本运营有限公司签订战略合作协议，拟成立总规模为100亿元人民币的教育产业并购基金。 (2) 公司于2017年8月对安徽文达信息工程学院发起并购，目前转让学校举办者权益的申请正经政府部门审批。 (3) 2018年11月，公司拟以9180万元收购曲阜昌永持有的曲阜远东职业技术学院51%股权。 (4) 2019年3月，公司拟以5.1亿元收购

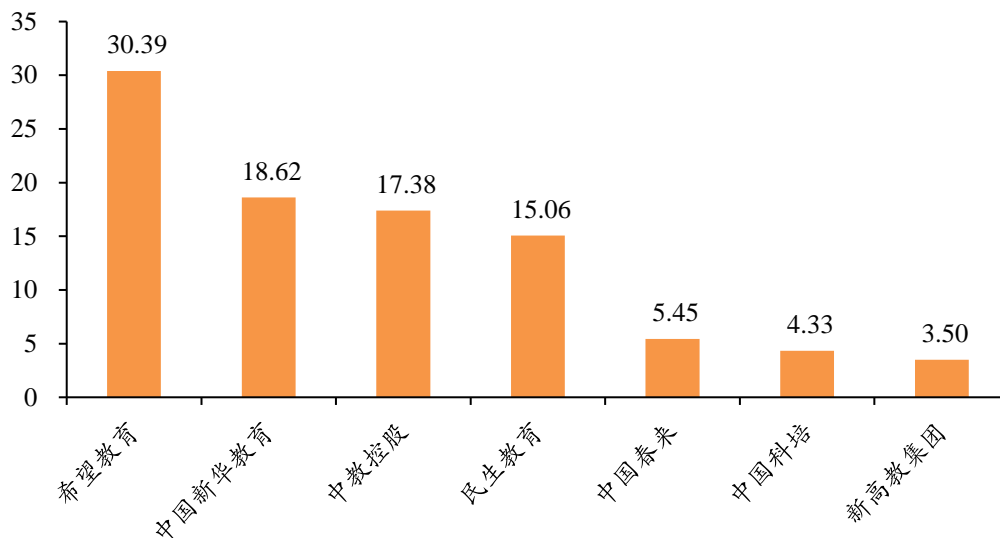




		南昌职业学院 51%的股权，且公司有权以 1.4 亿元收购额外 14%的股权，学校计划更名为南昌职业大学。
希望教育	<p>(1) 2019 年 3 月 8 日与特驱教育订立收购成都五月阳光教育管理有限公司全部股权协议，计划建设贵州学校；</p> <p>(2) 2018 年 11 月，白银市白银区人民政府、白银市经济合作局签订关于甘肃学校的项目投资协议；</p> <p>(3) 2018 年 11 月，与重庆忠县人民政府签订新建学校的项目投资协议；</p> <p>(4) 2018 年 5 月与广东省新丰县人民政府订立协议设立广东现代农业职业学院；</p> <p>(5) 2019 年 5 月，旗下四川文化传媒职业学院整体迁建（筹建升本）。</p>	-
新高教集团	2018 年 7 月 6 日，集团与兰州理工大学订立合作协议，成为甘肃学院的联合学校举办者，甘肃学院具有颁发本科学士学位证书资格，目前已有学生 8218 人，预计 2019 年投入使用。	<p>(1) 旗下的云南学校、贵州学校、东北学校和即将完成收购的华中学校均拥有大面积的储备土地，均为后续的进一步开发提供了先决条件；</p> <p>(2) 河南学校正新建智慧园校区，该项目总建筑面积约 68 万平方米，预计 3 至 5 年分阶段完成。</p>
中国新华教育	计划分期建设临床医学院新校区。校园一期工程预计将于 2020 年完工并投入使用，届时可容纳 5,000 名学生。	2019 年 2 月 2 日成功中标收购南京财经大学红山学院,2019 月 4 月 29 日达成正式协议，后续举办者变更仍需相关部门批准。
中国科培	广东理工学院建立新鼎湖校区规划总建筑面积 68,000 平方米的第三期工程预计于 2019 年下半年前后竣工，并进一步将广东理工学院的容纳人数扩大逾 3,000 名学生。同时，公司计划扩建广东理工学院高要校区，预计于 2020 年第二季度完工，扩容约 7,000 人。	目前集团旗下仅有一所优质高校和一所中专学校，公司拟通过收购现有学校扩展业务网络，但目前尚未有具体的并购计划。
中国春来	增加容量对今后扩大招生的发展战略至关重要，计划获取更多的土地使用权并建造新的教育及生活设施。	于 2004 年起参与长江大学工程技术学院的运营，且正在收购其举办者权益

资料来源：wind，广证恒生

充足的现金是公司开展并购进行开疆拓土的基本保障，从 FY2018 末在手现金来看，希望教育、中国新华教育、中教控股、民生教育的账面现金均超过 10 亿元，而中国科培成功 IPO 募资 7.8 亿港元（对应 6.5 亿人民币左右），预计在手现金约 11 亿人民币，高教教育板块整体的资金储备较为雄厚，有利于后续并购的进一步开展。

**图表22 港股高教集团在手现金充足 (亿元)**


资料来源: wind, 公司招股书, 年报, 广证恒生

注: 由于财报期调整, 中教控股最新FY2018财报为2018年前8个月业绩

## 4. 风险提示

(1) **政策推进具有较大不确定性。**当前民促法实施意见送审稿尚未完全落地, 具体的政策规定是否如期通过具有较大的不确定性, 尤其是对高教板块影响较大的第七条及第十二条。从政策实施的实操角度出发, 即使当前中央层面的民促法实施意见通过落地, 具体到各个省市中仍需要按照各地方政府出台对应的具体实施条例实行, 最终在民办学校并购、协议控制、VIE架构、税收优惠、土地出让金补缴等具体规定的确定性较大。

(2) **扩张不达预期。**一方面, 当前民办高校集团主要通过并购来进行外延扩张。从并购整合的角度出发, 由于高校单体学校体量较大, 且各个学校之间独立性较强, 新校通过并购纳入整体高校集团体系后整合难度较大, 是否能如期产生优化及协同效应的不确定性较大。另外一方面, 当前民办高校主要为应用型高等教育, 大部分学校普遍品牌效应不强, 随着市场竞争加剧的背景下, 学校内生的招生是否能保持稳定增长同样具有较大的不确定性。同时, 并购等外延扩张方式需要较大的资金支持, 当公司采取借贷等提高有息负债的方式来满足并购资金需求时, 后续的整体财务费用将显著承压。

数据支持: 田圣金



### 新三板团队介绍:

在财富管理和创新创业的两大时代背景下，广证恒生新三板构建“研究极客+BANKER”双重属性的投研团队，以研究力为基础，为企业量身打造资本运营计划，对接资本市场，提供跨行业、跨地域、上下游延伸等一系列的金融全产业链研究服务，发挥桥梁和杠杆作用，为中小微、成长企业及金融机构提供闭环式持续金融服务。

### 团队成员:

**袁季（广证恒生总经理兼首席研究官）：**长期从事证券研究，曾获“世界金融实验室年度大奖—最具声望的100位证券分析师”称号、2015及2016年度广州市高层次金融人才、中国证券业协会课题研究奖项一等奖和广州市金融业重要研究成果奖，携研究团队获得2013年中国证券报“金牛分析师”六项大奖。2014年组建业内首个新三板研究团队，创建知名研究品牌“新三板研究极客”。

**赵巧敏（新三板研究总监、副首席分析师）：**英国南安普顿大学国际金融市场硕士，8年证券研究经验。具有跨行业及海外研究复合背景，曾获08及09年证券业协会课题二等奖。具有多年A股及新三板研究经验，熟悉一二级市场运作，专注机器人、无人机等领域研究，担任广州市开发区服务机器人政策咨询顾问。

**温朝会（新三板副团队长）：**南京大学硕士，理工科和经管类复合专业背景，七年运营商工作经验，四年市场分析经验，擅长通信、互联网、信息化等相关方面研究。

**黄莞（新三板副团队长）：**英国杜伦大学金融硕士，具有跨行业及海外研究复合背景，负责教育领域研究，擅长数据挖掘和案例分析。

**司伟（新三板高端装备行业负责人）：**中国人民大学管理学硕士，理工与经管复合专业背景，多年公募基金从业经验，在新三板和A股制造业研究上有丰富积累，对企业经营管理有深刻理解。

**陆彬彬（新三板主题策略分析师）：**美国约翰霍普金斯大学金融硕士，负责新三板市场政策、私募机构、投后管理等领域研究，擅长数据挖掘和政策分析。

**魏也娜（新三板TMT行业高级研究员）：**金融硕士，中山大学遥感与地理信息系统学士，3年软件行业从业经验，擅长云计算、信息安全等领域的研究。

**刘锐（新三板医药行业高级研究员）：**中国科学技术大学有机化学硕士，具有丰富的国内医疗器械龙头企业产品开发与管理经验，对医疗器械行业的现状与发展方向有深刻的认识，重点关注新三板医疗器械、医药的流通及服务行业。

**胡家嘉（新三板医药行业研究员）：**香港中文大学生物医学工程硕士，华中科技大学生物信息技术学士，拥有海外知名实业工作经历，对产业发展有独到理解。重点研究中药、生物药、化药等细分领域。

**田鹏（新三板教育行业研究员）：**新加坡国立大学应用经济学硕士，曾于国家级重点经济期刊发表多篇论文，具备海外投资机构及国内券商新财富团队丰富研究经历，目前重点关注教育领域。

**于栋（新三板高端装备行业高级研究员）：**华南理工大学物理学硕士，厦门大学材料学学士，具有丰富的二三级研究经验，重点关注电力设备及新能源、新材料方向。

**史玲林（新三板大消费&教育行业研究员）：**暨南大学资产评估硕士、经济学学士，重点关注素质教育、早幼教、母婴、玩具等消费领域。

**李嘉文（新三板主题策略研究员）：**暨南大学金融学硕士，具有金融学与软件工程复合背景，目前重点关注新三板投资策略，企业资本规划两大方向。

### 联系我们:

邮箱: [huangguan@gzgzhs.com.cn](mailto:huangguan@gzgzhs.com.cn)

电话: 020-88832319



**广证恒生：**

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

**股票评级标准：**

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

**分析师承诺：**

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

**重要声明及风险提示：**

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。