中国科培（01890）

全年内生增长强劲，在手资金充裕外延扩张可期

买入（维持）

2019 年 03 月 31 日

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	575.45	703.39	841.95	969.70
同比（%）	26.37%	22.23%	19.70%	15.17%
归母净利润（百万元）	341.96	420.46	503.71	582.69
同比（%）	48.11%	22.96%	19.80%	15.68%
每股收益（元/股）	0.17	0.21	0.25	0.29
P/E（倍）	15.91	12.94	10.80	9.34

投资要点

- **事件：**公司公布年报，18FY 实现营业收入 5.75 亿元同增 26.37%，学生人数由 17FY 的 35,927 人增至 18FY 的 45,118 人同增 25.58%；归母净利润 3.42 亿元同增 48.11%，净利率 59.42%。

- **学生人数大幅增长 25.58%及学生结构改善驱动内生增速 24.40%。**

  公司旗下经营 2 所学校，即广东理工学院（本科）和肇庆学校（中职），18FY 实现营业收入 5.75 亿元同增 26.37%，其中学费收入 5.21 亿元同增 24.40%，住宿费 0.44 亿元同增 21.14%。18 年学生人数由 17FY 的 35,927 人增至 18FY 的 45,118 人同增 25.58%。

  广东理工学院：升本带来学生规模快速扩大，18FY 学生人数 36,860 人同增 28.99%，包括全日制本本科 19,977 人同增 34.07%，占总人数比重 44%同比提高 2.80pct；学费方面，本专科学费均有提高，提费幅度在 10%以上。**肇庆学校：**学生人数 8,258 人同增 12.32%，学费保持不变。随着广东理工学院升本后结构性改善提费及学生结构逐步优化将带动收入保持稳健增长，预计未来生均学费实现每年 8%左右快速增长，同时未来 2 年依旧处于升本红利释放期，学生规模将继续保持双位数增长。

  为满足学生规模大幅扩大的需求，公司 17 年新建鼎湖校区，第三期工程将于 19 年下半年竣工，预计可扩容 3000 名学生；改建高要校区，预计容纳 7000 名学生的宿舍将于 20Q2 竣工。18/19 学年本科利用率达 90.8%，随着扩建计划落地，将有力支撑学生人数保持高速增长。

- **归母净利 3.42 亿元同增 48.11%，盈利能力显著提升。**由于内生增长强劲、18 年存在上市开支 2700 万、汇兑收益 2600 万，归母净利大幅增加 48.11%，核心纯利 3.45 亿同增 43.66%。进一步剔除利息收支、短期投资、政府补贴等影响还原后的利润约 3.37 亿同增 33.32%，主要系旗下 2 校强劲的内生增长。此外，公司地处广东，把握制造业中心的转型升级对人才的强劲需求，加强校企合作及实训基地建设，从而加强学生的市场竞争力。

- **在手资金充裕，支撑未来外延扩张。**公司 19 年 IPO 及超额配售合计共获得上市所得款净额超 6.7 亿人民币（IPO 募资净额 7.88 亿港元+超额配售募资净额 0.02 亿港元），截至 18FY 公司账面现金 6.79 亿，银行长短期借款共计 1.1 亿，公司在手现金十分充足，为未来外延并购扩张提供支撑。

- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2019-2021FY 营业收入为 7.03、8.42、9.70 亿元，同比增长 22.23%、19.70%、15.17%；归母净利润为 4.20、5.04、5.83 亿元，同比增长 22.96%、19.80%、15.68%，当前市值对应 PE 13X、11X、9X。考虑广东理工学院升本红利持续释放，肇庆学校较为成熟稳定，当前时点维持“买入”评级。

- **风险提示：**政策风险，学生人数不及预期的风险，港股波动性较大

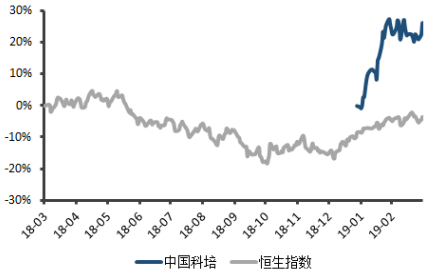
证券分析师 马莉
执业证号：S0600517050002
010-66573632
mal@dwzq.com.cn

证券分析师 张良卫
执业证号：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川
执业证号：S0600517050003
021-60199793
linjch@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦
执业证号：S0600517070001
021-60199793
chentx@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	3.17
一年最低/最高价	2.48/3.30
市净率(倍)	3.80
港股流通市值(百万港元)	6342.53

基础数据

每股净资产(元)	0.72
资产负债率(%)	38.52
总股本(百万股)	2000.80
流通股本(百万股)	2000.80

相关研究

1、《中国科培（01890）：华南地区民办教育龙头，内生增长优质标的》2019-03-04

请务必阅读正文之后的免责声明部分

中国科培公布年报，18FY 实现营业收入 5.75 亿元同增 26.37%，学生人数由 17FY 的 35,927 人增至 18FY 的 45,118 人同增 25.58%；归母净利润 3.42 亿元同增 48.11%，净利率 59.42%。

1. 学生人数大幅增长 25.58%及学生结构改善驱动内生增速 24.40%

公司旗下经营 2 所学校，即广东理工学院（本科）和肇庆学校（中职），18FY 实现营业收入 5.75 亿元同增 26.37%，其中学费收入 5.21 亿元同增 24.40%，住宿费 0.44 亿元同增 21.14%。18 年学生人数由 17FY 的 35,927 人增至 18FY 的 45,118 人同增 25.58%。

表 1：公司营业收入拆分（单位：百万元）

	2015	2016	2017	2018
营业收入	**256.10**	**349.89**	**455.38**	**575.45**
yoy		*36.62%*	*30.15%*	*26.37%*
学生人数(人)	24,033	31,126	35,927	45,118
yoy		*29.51%*	*15.42%*	*25.58%*
其中：学费	**227.86**	**317.70**	**418.90**	**521.11**
yoy		*39.43%*	*31.86%*	*24.40%*
人均学费（元/人）	9,481	10,207	11,660	11,550
yoy		*7.66%*	*14.24%*	*-0.94%*
住宿费	28.24	32.19	36.48	44.19
yoy		*13.98%*	*13.33%*	*21.14%*

数据来源：公司公告，东吴证券研究所（注：18 年人均学费降低是由于校外成人大学学生人数大幅增长摊薄所致）

学生人数大幅增长 25.58%及学生结构改善驱动内生增速 24.40%。广东理工学院：升本带来学生规模快速扩大，18FY 学生人数 36,860 人同增 28.99%，包括全日制本本科 19,977 人同增 34.07%，占总人数比重 44%同比提高 2.80pct；学费方面，本专科学费均有提高，提费幅度在 10%以上。**肇庆学校：**学生人数 8,258 人同增 12.32%，学费保持不变。随着广东理工学院升本后结构性改善提费及学生结构逐步优化将带动收入保持稳健增长，预计未来生均学费实现每年 8%左右快速增长，同时未来 2 年依旧处于升本红利释放期，学生规模将继续保持双位数增长。

为满足学生规模大幅扩大的需求，公司 17 年新建鼎湖校区，第三期工程将于 19 年

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下半年竣工，预计可扩容 3000 名学生；改建高要校区，预计容纳 7000 名学生的宿舍将于 20Q2 竣工。18/19 学年本科利用率达 90.8%，随着扩建计划落地，将有力支撑学生人数保持高速增长。

表 2：科培旗下学校人数及学费标准（单位：元）

	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019
广东理工学院				
学生人数	**18,056**	**23,486**	**28,576**	**36,860**
yoy		*30.07%*	*21.67%*	*28.99%*
本科	4,318	9,448	14,900	19,977
占总人数比重	*18%*	*30%*	*41%*	*44%*
学费				
本科	17,500 – 18,000	18,000 – 19,500	18,800 – 19,800	21,800-22,800
大专	11,600 – 18,000	12,100 – 18,800	14,100 – 18,800	15800-18,800
在校成人大学	6,400 – 9,200	6,400 – 9,200	5,900 – 10,700	5,900-10,700
校外成人大学		2,400	2,400	2,400
肇庆学校				
学生人数	5,980	7,641	7,352	8,258
yoy		*27.78%*	*-3.78%*	*12.32%*
普通中专	5,300 – 6,800	5,300 – 7,300	6,100 – 9,300	6100-9300

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 3：中国科培两所学校可容纳学生人数及利用率

	广东理工学院		肇庆学校		集团	
	可容纳学生人数	学校利用率	可容纳学生人数	学校利用率	可容纳学生人数	学校利用率
2015/2016	19,152	94.3%	6,829	87.6%	25,981	92.5%
2016/2017	19,152	90.1%	6,829	91.6%	25,981	90.5%
2017/2018	25,148	86.3%	6,829	81.3%	31,977	85.2%
2018/2019	29,148	90.8%	6,829	86.0%	35,977	89.9%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

归母净利 3.42 亿元同增 48.11%，盈利能力显著提升。由于内生增长强劲、18 年存在上市开支 2700 万、汇兑收益 2600 万，归母净利大幅增加 48.11%，核心纯利 3.45 亿同增 43.66%。进一步剔除利息收支、短期投资、政府补贴等影响还原后的利润约 3.37 亿同增 33.32%，主要系旗下 2 校强劲的内生增长。此外，公司地处广东，把握制造业中心的转型升级对人才的强劲需求，加强校企合作及实训基地建设，从而加强学生的市场竞争力。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 4：公司利润情况（单位：百万元）

	2015	2016	2017	2018
除税前溢利	119.50	179.27	230.88	341.96
yoy		*50.02%*	*28.78%*	*48.11%*
所得税	-	-	-	-
所得税率	*0.00%*	*0.00%*	*0.00%*	*0.00%*
期间溢利	119.50	179.27	230.88	341.96
yoy		*50.02%*	*28.78%*	*48.11%*
归母净利润	119.50	179.27	230.88	341.96
yoy		*50.02%*	*28.78%*	*48.11%*
净利率	46.66%	51.24%	50.70%	59.42%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 在手资金充裕，支撑未来外延扩张

公司 19 年 IPO 及超额配售合计共获得上市所得款净额超 6.7 亿人民币（IPO 募资净额 7.88 亿港元+超额配售募资净额 0.02 亿港元），截至 18FY 公司账面现金 6.79 亿，银行长短期借款共计 1.1 亿，公司在手现金十分充足，为未来外延并购扩张提供支撑。

3. 旗下学校一览

1） **广东理工学院：**05 年成立，14 年升为全日制普通本科院校，提供应用型本科、专科及成人教育，17FY 收入 4.09 亿，截止 18FY 学生人数 36,860 人（全日制本专科 19,977+大专 7,610+成人教育 9,273）。按新收学生及在校人数计，广东理工学院在华南地区 61 所民办高等教育机构（独立学院除外）中排名第一，华南地区市场份额 2.6%。

2） **肇庆学校：**00 年成立的中等职业学校，17FY 收入 0.46 亿，截止 18FY 学生人数 8,258 人。按招生人数计，肇庆学校在广东省 70 所民办中专学校中排名第一，市场份额 8.5%。

图 1：科培旗下学校概况

请务必阅读正文之后的免责声明部分

学校名称	广东理工学院	肇庆学校
成立方式	自建	自建
成立时间	2005年	2000年
办学层次	本科&专科&成人教育	中专
学生人数	36,860	8,258
学费标准（18/19学年）	本科 21,800-22,800	6,100-9,300
	专科15,800-18,800	
	在校成人大学课程5,900-10,700	
	校外成人大学课程2,400	
17FY学费收入（百万元）	378.74	40.16
土地情况	918,617.0平方米	61,302.6平方米

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

预计公司2019-2021FY营业收入为7.03、8.42、9.70亿元，同比增长22.23%、19.70%、15.17%；归母净利润为4.20、5.04、5.83亿元，同比增长22.96%、19.80%、15.68%，当前市值对应PE 13X、11X、9X。考虑广东理工学院升本红利持续释放，肇庆学校较为成熟稳定，当前时点维持“买入”评级。

5. 风险提示

1）政策风险。18年8月《民促法实施条例（送审稿）》出台后教育板块出现较大波动，至今实施条例尚未落地，政策存在不确定性风险。

2）学生人数不及预期的风险。由于我国高等教育学校本科生招生学额须经教育部审批，专科招生须经省级教育行政部门审批，如若政府收紧学额审批，则或出现学生人数不及预期的风险。

3）港股波动性较大。由于港股存在T+0、做空、无涨跌停限制等交易制度，造成其股价波动较大，存在一定投资风险。

中国科培三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2018A	2019FY	2020FY	2021FY
流动资产：	726.82	1,322.37	1,261.56	1,924.48
货币资金	432.92	1,282.55	1,216.47	1,874.99
应收款项	22.65	18.72	19.83	20.40
按金,预付款项及其它应收款项-流动资产	25.14	21.10	25.26	29.09
存货	-	-	-	-
其他	246.11	(0.00)	(0.00)	(0.00)
非流动资产：	1,603.43	1,897.47	2,227.63	2,548.53
物业、厂房及设备	1,274.38	1,678.97	1,991.44	2,287.62
商誉及无形资产	-	-	-	-
预付土地租赁款项	198.10	170.51	174.51	181.04
其他	130.94	47.99	61.68	79.87
资产总计	2,330.25	3,219.84	3,489.18	4,473.01
流动负债：	793.72	871.05	909.53	932.31
递延收益-流动负债	334.56	368.02	404.82	445.30
应计负债及其他应付款项	115.64	165.38	167.06	149.36
其他	343.51	337.65	337.65	337.65
非流动负债合计	103.97	30.00	9.00	2.70
递延收入-非流动负债	3.97	-	-	-
其他	100.00	30.00	9.00	2.70
负债总计	897.68	901.05	918.53	935.01
少数股东权益	-	-	-	-
归属母公司股东权益	1,432.57	2,318.79	2,570.65	3,538.00
负债和所有者权益合计	2,330.25	3,219.84	3,489.18	4,473.01

现金流量表（百万元）	2018A	2019FY	2020FY	2021FY
经营活动现金流	522.57	584.23	682.22	788.25
投资活动现金流	8.00	(438.01)	(365.16)	(357.27)
筹资活动现金流	(466.71)	703.40	(383.15)	227.55
汇率变动的影响	-	-	-	-
现金净增加额	63.86	849.63	(66.09)	658.52
折旧与摊销	54.18	73.33	89.26	106.99
资本开支	(443.18)	(372.41)	(404.00)	(406.53)
营运资本变动	(485.73)	(336.41)	(33.21)	(18.38)
企业自由现金流	9.39	190.83	271.92	379.02

利润表（百万元）	2018A	2019FY	2020FY	2021FY
营业总收入	575.45	703.39	841.95	969.70
营业成本	185.94	234.49	269.61	308.85
毛利润	389.52	468.90	572.34	660.85
销售费用	14.54	7.03	18.52	29.09
管理费用	77.46	63.31	79.99	87.27
其他收入及收益	57.99	39.90	49.18	56.89
其他支出净额	4.60	2.15	2.58	3.11
财务费用	8.98	2.86	1.14	0.63
应占联营公司损益	0.03	0.00	0.00	0.00
除税前溢利	341.96	433.46	519.29	597.63
所得税	0.00	13.00	15.58	14.94
净利润(含少数股东权益)	341.96	420.46	503.71	582.69
归母净利润	341.96	420.46	503.71	582.69
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
EBIT	350.93	423.31	504.86	583.32
EBITDA	405.11	496.64	594.12	690.31

重要财务与估值指标	2018A	2019FY	2020FY	2021FY
每股收益(元)	0.17	0.21	0.25	0.29
每股净资产(元)	0.72	1.16	1.28	1.77
发行在外股份(百万股)	-	2001	2001	2001
ROIC(%)	26.26%	21.10%	22.99%	19.47%
ROE(%)	26.29%	22.42%	20.60%	19.08%
毛利率(%)	67.69%	66.66%	67.98%	68.15%
EBIT Margin(%)	60.98%	60.18%	59.96%	60.15%
销售净利率(%)	59.42%	59.78%	59.83%	60.09%
资产负债率(%)	38.52%	27.98%	26.33%	20.90%
收入增长率(%)	26.37%	22.23%	19.70%	15.17%
净利润增长率(%)	48.11%	22.96%	19.80%	15.68%
P/E	15.91	12.94	10.80	9.34
P/B	3.80	2.35	2.12	1.54
EV/EBITDA	14.58	10.19	8.66	6.52

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所（2019/03/30 港币兑人民币汇率为 0.8578）

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn