

香港股市 | 教育行业 | 高等教育

民生教育集团 (1569 HK)

扩大线上教育布局；线下招生稳定增长

收购都学网 60%权益

民生教育公布收购都学网络 60%权益，对应代价为都学网络 2020 和 2021 财年平均核心净利润的 12 倍估值的 60%。根据管理层对于净利润的预期值，此次收购的代购为人民币 2.5 亿元（可调整，最高不超过人民币 2.9 亿）。都学网络旗下运营都学课堂网和 MBACHINA 网。都学课堂提供管理类联考线上培训辅导服务，包括研究生统一考试、会计类考试、MBA 考试等备考培训，以及出版备考书籍材料等。MBACHINA 提供全国各大院校的 MBA 课程申请、面试培训、考试题库，选校咨询等服务。都学网络与 200 多所知名商学院合作，包括清华大学五道口金融学院和长江商学院，等等。MBACHINA 是全国工商管理类研究生教育行业中活跃度最高的在线平台，2019 年平台新增注册用户约 20 万人，MBACHINA 发布的商学院排名已被行业、高校广泛认可，成为最具影响力的排名。都学网向民生教育做出未来业绩承诺，若未达到业绩承诺将向民生做出补偿。

充实线上教育产品线 补充高阶教育板块

民生近年积极布局线上学历/非学历培训等教育服务。早期民生教育已托管民世在线以及收购奥鹏教育，在在线教育领域提供学历教育，职业培训、IT 慕课课程、教师职业培训等服务。通过这次收购都学网络，民生教育的在线教育板块充实了高阶 MBA 教育服务，更加完善和深化了在线教育布局，形成校园教育+在线教育双线发展的策略。民生将打通校园教育的资源与在线教育板块做对接，为学生提供全套教育服务。预期都学网将在今年完成并表。

新预期在校人数增长 11%

预期 2020/21 学年在校生增长 11%至 9.4 万人，以及平均学费提升 3%。预期 FY20E/21E 收入增长 14.1%/13.6%，至人民币 11.5 亿/13.0 亿元。由于今年民生将需支付滇池学院的转设补偿费约人民币 2.5 亿元，FY20E 利润将受到一次性影响。

多重盈利提升因素 维持“买入”评级

1) 预计 2021 年滇池学院以及派斯学院将完成转设，以及从 2021 学年开始将无需向云南大学支付管理费；2) 预计南昌今年并表，有助于提升 FY21E 收入及利润；3) 线上教育板块 FY21E 开始发力。我们调低 FY20E 净利润至人民币 2.1 亿，以反映一次性开支；并维持 FY21E 净利润人民币 5.1 亿不变。维持 15 倍前瞻市盈率估值不变，目标价港元 2.05。

图表 1：主要财务数据（人民币百万元）

年结:12月31日	2018年实际	2019年实际	2020年预测	2021年预测	2022年预测
收入	623	1,005	1,147	1,303	1,449
增长率(%)	30.4	61.3	14.1	13.6	11.2
净利润	333	342	206	510	567
增长率(%)	28.0	2.6	(39.6)	147.2	11.3
摊薄后每股盈利(人民币)	0.083	0.085	0.049	0.121	0.134
增长率(%)	20.7	2.7	(42.5)	147.2	11.3
净资产回报率(%)	10.3	9.5	5.3	12.5	12.6
市盈率(倍)	12.1	11.8	20.5	8.3	7.4
市净率(倍)	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9
股息率(%)	0.0	2.5	1.4	3.6	4.0
每股股息(人民币)	N/A	0.028	0.016	0.040	0.045

来源：公司资料、中泰国际研究部

请阅读最后一页的重要声明

更新报告

评级：买入

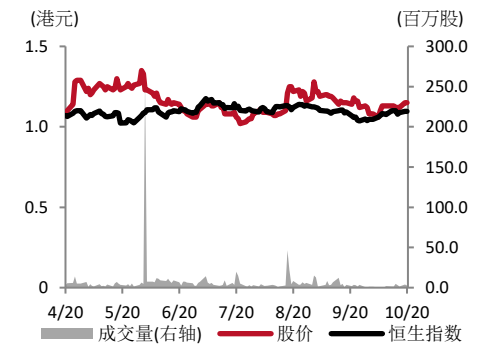
目标价：2.05 港元

股票资料

现价	1.13	港元
总市值	4,766	百万港元
流通股比例	21.0	%
已发行总股本	4,218	百万
52 周价格区间	0.94-1.45	港元
3 个月日均成交额	5.6	百万港元
主要股东	李学春	(占 71.1%)

来源：彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

相关报告

- 20190611 - 更新报告：多渠道扩张享受行业整合
- 20190808 - 更新报告：基本面坚挺，增长强劲
- 20190819 - 更新报告：上半年学院运营核心利润增长 44%
- 20200320 - 更新报告：校园教育、在线教育双轮驱动
- 20200820 - 更新报告：内生增长超预期，进入稳定增长期

分析师

陈怡 (Vivien Chan)
+852 3979 2941
vivien.chan@ztsc.com.hk

图表 2: 民生教育 – 都学网的业绩承诺

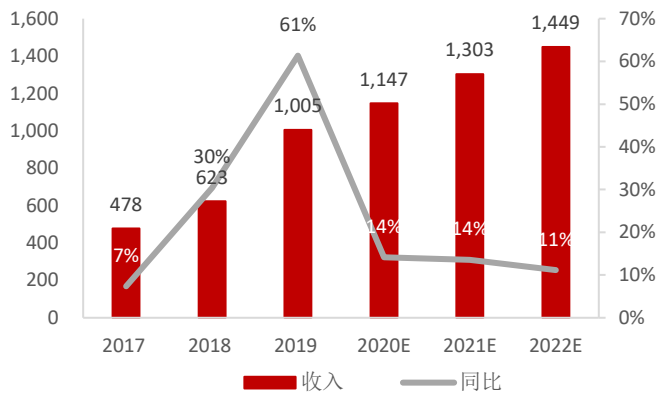
	2019 实际	2020 年首 7 个月实际	2021E	2022E	2023E
税后净利润 (人民币/万元)	1,446	959			
目标核心净利润 (人民币/万元)			>=3,900	>=5,070	>=6,591

都学网络承诺 2021-2023 三个财政年度，核心净利润总和为人民币 1.56 亿元。
如果都学网络未来净利润为目标核心净利润 90% 以下，都学网络将按差额以股权或现金方式赔偿给民生教育。

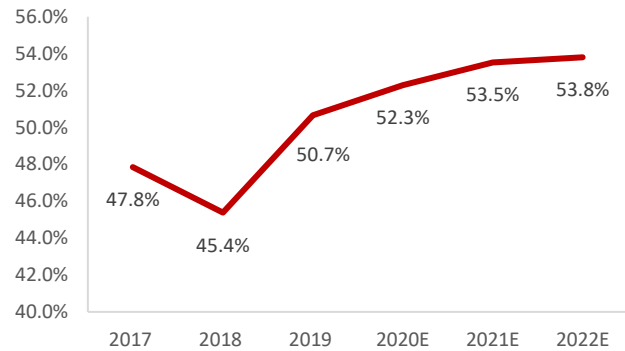
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 3: 民生教育 – 收入增长

(人民币百万)



图表 4: 民生教育 – 毛利率走势



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 5: 民生教育 – 都学课堂

The screenshot displays the '都学课堂' website with a navigation bar for various courses like MBA, MEM, MPACC, and EMBA. Below the navigation, there are sections for '热门直播' (Popular Live Streams) featuring speakers like 陈叫兽 and 陈鹏, and '限时团购' (Limited Time Group Buy) with various course offers like '2021年MBA招生宣讲会' and '清华MEM面试'.

来源: 公司网站, 中泰国际研究部

图表 6: 民生教育 – MBACHINA 门户

来源: 公司网站, 中泰国际研究部

图表 7: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 人民币百万元)

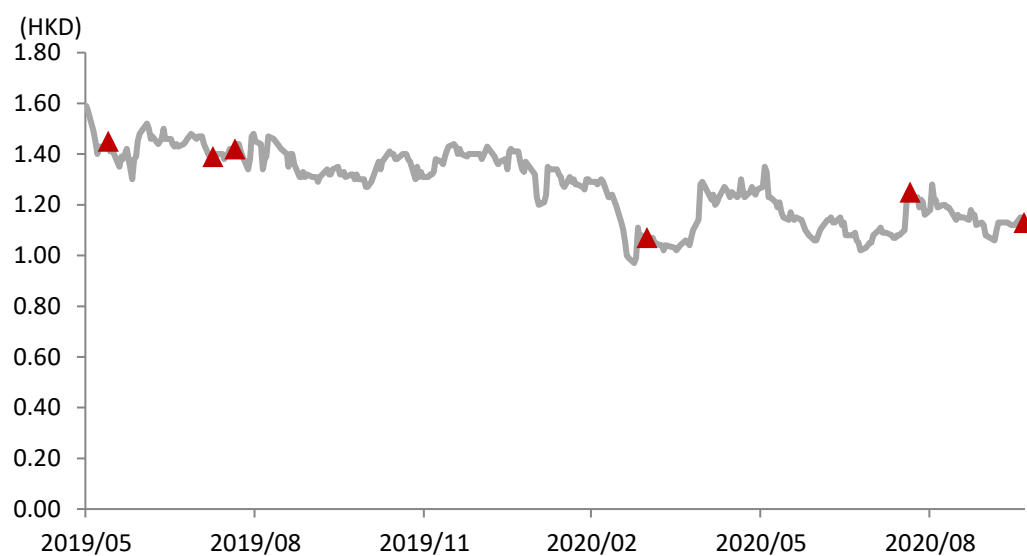
利润表						资产负债表					
	2018 实际	2019 实际	2020 预测	2021 预测	2022 预测		2018 实际	2019 实际	2020 预测	2021 预测	2022 预测
营业收入	623	1,005	1,147	1,303	1,449	固定资产	2,158	2,317	2,533	2,692	2,871
同比%	30	61	14	14	11	无形资产及商誉	1,691	1,691	1,690	1,688	1,687
成本	(290)	(489)	(505)	(564)	(617)	联营公司及合营	2	2	2	2	1
毛利润	333	516	642	740	832	长期投资	450	827	827	827	827
毛利率	53.5%	51.4%	55.9%	56.7%	57.4%	其他非流动资产	745	746	746	746	746
其他收益	190	139	127	122	125	非流动资产	5,046	5,583	5,798	5,955	6,132
销售及分销成本	(17)	(16)	(16)	(18)	(20)	库存	1	1	1	2	2
行政成本	(144)	(185)	(192)	(206)	(238)	应收帐款	6	10	11	13	14
研发成本	0	0	0	0	0	预付款项及存款	63	74	85	96	107
其他运营开支	(1)	(28)	(250)	0	0	其他流动资产	0	101	101	101	101
总运营开支	(161)	(229)	(458)	(224)	(259)	现金	1,508	1,308	1,195	1,459	1,902
营运利润 (EBIT)	362	426	311	637	698	流动资产	1,578	1,495	1,393	1,670	2,125
营运利润率	58.1%	42.4%	27.1%	48.9%	48.2%	应付帐款	0	0	0	0	0
拨备	0	0	0	0	0	税项	11	16	10	25	27
财务成本	(13)	(80)	(91)	(92)	(92)	预提费用及其他	697	536	459	391	435
融资后利润	349	346	220	545	606	银行贷款和租赁	779	908	901	880	937
联营及合营公司	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)	可转债和其他债	0	0	0	0	0
税前利润	348	346	220	545	606	其他流动负债	20	23	23	23	23
所得税	(15)	(12)	(10)	(25)	(27)	流动负债	1,507	1,482	1,393	1,318	1,422
少数股东权益	0	8	(4)	(10)	(12)	银行贷款和租赁	496	604	700	750	850
净利润	333	342	206	510	567	可转债和其他债	0	0	0	0	0
同比 (%)	28.0	2.6	(39.6)	147.2	11.3	递延所得税及其	1,092	1,121	1,121	1,121	1,121
净利润率	53.4%	34.0%	18.0%	39.1%	39.2%	少数股东权益	121	113	118	128	140
EBITDA	412	532	429	768	839	非流动负债	1,709	1,838	1,938	1,999	2,110
EBITDA 利润率	66.1%	52.9%	37.4%	58.9%	57.9%	总净资产	3,408	3,757	3,860	4,308	4,725
摊薄每股盈利 (人民币)	0.083	0.085	0.049	0.121	0.134	股东权益	3,408	3,757	3,860	4,308	4,725
增长率%	20.7	2.7	(42.5)	147.2	11.3	股本	0	0	0	0	0
每股股息 (人民币)	N/A	0.028	0.016	0.040	0.045	储备	3,408	3,757	3,859	4,308	4,725

现金流量表						主要财务比率					
	2018 实际	2019 实际	2020 预测	2021 预测	2022 预测		2018 实际	2019 实际	2020 预测	2021 预测	2022 预测
EBITDA	412	532	429	768	839	毛利率 (%)	53.5	51.4	55.9	56.7	57.4
营运资金变动	(195)	(104)	(213)	(54)	61	营业利润率 (%)	58.1	42.4	27.1	48.9	48.2
其他	(73)	(48)	0	0	0	净利率 (%)	53.4	34.0	18.0	39.1	39.2
经营活动现金流	144	380	216	714	900	销售及分销成本	2.7	1.6	1.4	1.4	1.4
已付利息	(26)	(21)	(56)	(61)	(64)	行政成本占收入	23.0	18.4	16.7	15.8	16.5
所得税	(5)	(3)	(16)	(10)	(25)	派息率	0.0	29.6	29.6	29.6	29.6
经营活动净现金	112	356	145	642	812	有效税率 (%)	4.4	3.5	4.5	4.5	4.5
资本支出	(271)	(246)	(344)	(300)	(333)	总负债比率 (%)	13.5	17.3	21.5	18.6	19.0
投资	406	(1)	0	0	0	净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
已收股息	0	0	0	0	0	流动比率 (x)	1.0	1.0	1.0	1.3	1.5
资产出售	(601)	0	0	0	0	速动比率 (x)	1.0	1.0	1.0	1.3	1.5
已收利息	23	22	11	12	15	库存周转率 (天)	2	1	1	1	1
其他	5	(396)	0	0	0	应收账款周转率	3	4	4	4	4
投资活动现金流	(438)	(621)	(333)	(288)	(318)	应付账款周转率	0	0	0	0	0
自由现金流	(326)	(265)	(188)	355	494	现金周转率 (天)	5	5	5	5	5
发行股份	0	0	0	0	0	资产周转率 (x)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
股份回购	0	0	0	0	0	财务杠杆 (x)	1.7	1.9	1.8	1.8	1.8
少数股东权益	0	0	0	0	0	EBIT 利润率 (%)	58.1	42.4	27.1	48.9	48.2
已付股息	0	0	(104)	(61)	(151)	利息开支 (x)	1.0	0.8	0.7	0.9	0.9
银行贷款变动净	(104)	284	179	(30)	100	税务开支 (x)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
其他	(36)	(124)	0	0	0	股本回报率 (%)	10.3	9.5	5.3	12.5	12.6
筹资活动现金流	(140)	159	75	(91)	(51)	ROIC (%)	16.9	13.3	8.6	16.5	17.5
现金变动净额	(465)	(106)	(113)	264	443						

来源: 公司资料, 中泰国际研究部

历史建议和目标价

民生教育(1569 HK)股价表现及评级时间表



来源：彭博，中泰国际研究部

	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	2019/06/11	HK\$1.45	「买入」(首次覆盖)	HK\$2.20
2	2019/08/07	HK\$1.39	「买入」	HK\$2.20
3	2019/08/19	HK\$1.42	「买入」	HK\$2.20
4	2020/03/30	HK\$1.07	「买入」	HK\$1.74
5	2020/08/20	HK\$1.25	「买入」	HK\$2.05
6	2020/10/22	HK\$1.13	「买入」	HK\$2.05

来源：彭博，中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 5% 至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 5% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级:

以报告发布日后的 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

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、状况及独特需要做出各种证券、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提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。

中泰国际研究部

香港上环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805