



华南领先民办教育集团，内生稳定&政策加持

2020.02.18

	肖明亮(分析师)	叶锐(分析师)
电话:	020-88832290	020-88836101
邮箱:	xiaoml@gzgzhs.com.cn	yek@gzgzhs.com.cn
执业编号:	A1310517070001	A1310519040001

强烈推荐 (首次覆盖)

现价:	3.46
目标价:	5.61
股价空间:	62%

核心要点:

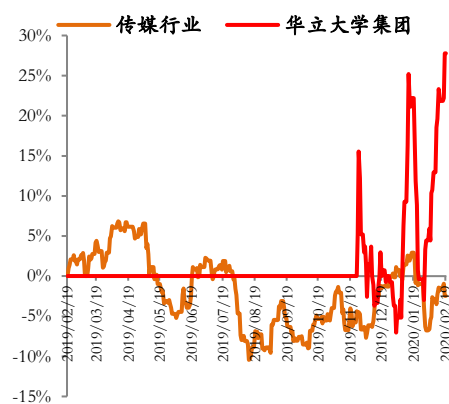
- **华南地区领先的民办教育集团，运营3所学校超4万名学生。**公司目前运营华立学院（本科独立学院）、华立职业学院（大专）以及华立技师学院（高级技工）3所不同层次的学校，合计在校生人数超过4万人，2018年在校人数与华南地区民办职业教育服务机构排名第二，民办学历高等教育服务机构排名第四。集团目前公司开设90个本、专、职业培训专业，以职场实用性为导向，保障集团学生就业率在95%左右；集团采用集中式的管理，保障多校区运营稳定以及后续扩张的可行性。
- **内生扩建稳定能见度高，转设+升本+并购预期贡献弹性。**内生扩建方面，集团3个校区远期规划合计学生容量为8万人，目前在校生仅为4万仍有较大提升空间。①**华立学院：**预计中期校园容量将达到2.5万人，目前在校生1.7万人，预计未来年均保持2-3000人增长，且每两年新生学费涨幅10%，此外每年交纳17%的品牌管理费，考虑政策驱使独立学院加速脱钩，有望贡献业绩弹性。②**华立职业学院：**目前在校1.4万人，绝大多数学生在增城校区，受益于目前云浮校区完成建设，未来两年江门校区落地，预计明年和后年新增人数为1000和3000人左右；此外，目前公司已经完成部分专业专升本（约1400人），长期有望实现更多专业及学生数量升本，延长就读时间保障业绩成长。③**华立技师学院：**目前在校8600人，后续在云浮和江门校区落地后，明年起预计新增2000人，且江门校区开始申请大专牌照。外延方面，考虑独立学院加速脱钩有望增厚潜在并购标的池，外延布局值得期待。
- **天时地利：广东省高等教育毛入学率进入快车道，大湾区人才需求充分。**2018年广东省高等教育毛入学率为42.4%，低于全国平均的48.1%，2019年加速发展高教行业，毛入学率同增4pct，2020年目前实现50%。此外，大湾区产业聚集，高校有望提供针对性、实用性专业设置保障学生就业质量。区域高等教育入学率提升奠定招生规模增长的基础，扩容学生入口，湾区产业集聚奠定旗下学校产融结合优势，解决学生出口。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司2020-2022年归母净利润为2.99/3.83/4.79亿元，对应PE为12.3/9.6/7.6倍，结合行业平均估值以及考虑公司成长性预期，给予公司2020年20倍PE，对应还有62%的股价空间，首次覆盖，给予强烈推荐评级。

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	674.80	813.81	973.07	1143.46
同比(%)	10.99%	20.60%	19.57%	17.51%
归母净利润	223.06	298.40	383.44	479.56
同比(%)	15.38%	33.78%	28.50%	25.07%
毛利率(%)	54.50%	55.11%	56.65%	57.47%
ROE(%)	14.11%	10.82%	12.20%	13.24%
每股收益(元)	0.19	0.25	0.32	0.40
P/E	16.46	12.31	9.58	7.66
P/B	2.32	1.33	1.17	1.01

- **风险提示：政策风险，招生人数不达预期，校区扩张不达预期、专升本进度缓慢风险。**

传媒行业

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
华立大学集团	4.55	27.78	27.78
恒生指数	-4.00	5.33	9.59

基本资料

总市值(亿元)	41.52
总股本(亿股)	12
资产负债率	63%
大股东	华立教育控股集团
大股东持股比例	75%



目录

目 录.....	2
图表目录.....	3
1.华南领先的大型民办教育集团	5
1.1 品牌扩大+荣誉沉淀，奠定市场领先地位.....	5
1.2 生源扩大+盈利优化，彰显优异办学能力.....	7
1.2.1 学生数量增加，收益持续提升.....	7
1.2.2 业务持续优化，盈利能力显著.....	10
2.民办教育行业盛行，华立大学未来可期	13
2.1 民办教育服务市场广阔，国家政策支持民办教育发展	13
2.2 高教与职教并肩前行，行业前景广阔	17
2.3 华南地区市场发展强劲，竞争环境利于规模扩张	21
3.业务亮点保障成长活力，内增外延助力版图扩张	23
3.1 公司亮点：实用课程设置+全面就业服务+高效管理体制+充足师资力量，铸就公司竞争优势.....	23
3.1.1 课程设置：实用导向+特色课程，成就学生高素养	23
3.1.2 就业培育：校企联系+就业服务，达成毕业高就业	25
3.1.3 管理优势：集中管理+优质团队，实现管理高效率	27
3.1.4 师资力量：数量扩充+能力培养，保障教学高质量	28
3.2 看成长：内生扩建稳定能见度高，转设+升本+并购预期贡献弹性.....	29
3.2.1 扩容计划：内部扩建与海外拓展，壮大规模.....	29
3.2.2 转设升本：独立学院转设+学校专升本预期，拓展成长弹性	31
3.2.3 收购战略：利用政策红利，寻求外延机会.....	33
3.2.4 量价齐驱：增加在读人数，有序提升学费.....	33
3.3 同业对比：同行表现优异，公司仍具发展潜力	34
4.盈利预测与估值.....	36
5.风险提示.....	36



图表目录

图表 1	公司发展大事记	5
图表 2	华立学院、华立职业学院和华立技师学院校园图	5
图表 3	公司 2016-2018 年所获奖项/认可	6
图表 4	2018 年华南民办高等教育市场领先参与者的市场份额	6
图表 5	2018 年华南民办职业教育市场领先参与者的市场份额	6
图表 6	公司办学情况及扩张计划	7
图表 7	近年来各学校就读学生总人数 (人)	7
图表 8	华立学院与华立职业学院可收取最高人数 (人)	7
图表 9	各学校及校区近年新生人数、毕业人数与就读学生总人数 (人)	8
图表 10	各学校每名学生平均学费 (元)	8
图表 11	各学校学费收益 (千万元)	8
图表 12	华立学院、华立职业学院、华立技师学院学费收取情况 (元)	9
图表 13	广东省内五所民办本科院校学费水平	9
图表 14	公司营收与净利润 (百万元) 及增速	10
图表 15	公司主营业务收入构成 (万元)	10
图表 16	公司毛利润 (百万元) 及增速	11
图表 17	2017-2019 年各学校毛利率	11
图表 18	2017-2019 年各学校营收 (万元)	11
图表 19	2017、2019 年各学校营收占比情况对比	11
图表 20	2017-2019 年三费支出 (万元)	12
图表 21	2017-2019 年三费占营收比情况	12
图表 22	2017 与 2019 年公司自最大供应商、五大供应商采购情况	12
图表 23	华立集团全球发售及资本化发行完成后股权结构	13
图表 24	我国民办高等院校数量及在校生数量	13
图表 25	中国民办高等教育在校总人数 (百万人)	14
图表 26	中国民办职业教育招生人数 (千人)	14
图表 27	中国民办教育、高等教育与职业教育相关政策	14
图表 28	我国民办学校办学经费 (万元)	17
图表 29	我国教育服务行业营业总收入 (千万元)	17
图表 30	中国人口年龄结构变化 (%)	18
图表 31	中国劳动市场人才需求-供给比率	18
图表 32	2018 年中国高等教育需求分析	18
图表 33	高等教育毕业生失业占比	18
图表 34	民办高等教育渗透率	19
图表 35	民办高等教育行业总收益 (十亿元) 及增长率	19
图表 36	民办职业教育行业总收益 (十亿元) 及增长率	20
图表 37	2013-2022 年中国职业技能教育总收入 (亿元)	20
图表 38	热门行业培训市场规模 (亿元) 及增长情况	21
图表 39	华南地区高等教育与职业教育现状	22
图表 40	全国人均教育支出情况	22
图表 41	大湾区人均教育支出占比情况	22
图表 42	华立学院、华立职业学院、华立技师学院专业设置具体内容	23
图表 43	华立学院、华立职业学院、华立技师学院特色课程一览	24
图表 44	与华立学院国际学院开展合作的部分海外院校	25
图表 45	华立学院与深圳特发服务股份有限公司进行校企合作签约	25



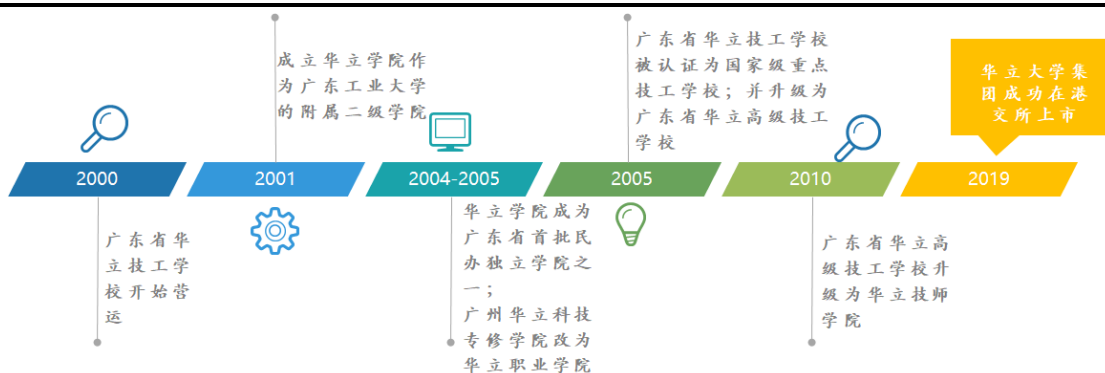
图表 46	华立学院与中石化广东石油推进校企合作协同育人项目	25
图表 47	2017/2018 学年各学校初次就业率	26
图表 48	2019 年广东省内部分民办高校就业率情况	26
图表 49	广东省民办高校薪酬榜	27
图表 50	集中管理制度具体内容	27
图表 51	学校教师数量、兼职教师比例和全职教师留任率	28
图表 52	学校三大扩建计划详细内容	29
图表 53	建立加州学校的关键时间节点	30
图表 54	广东理工学院可容纳人数和本科课程在读人数情况	31
图表 55	广东理工学院本科课程平均学费 (元/学年)	31
图表 56	广东理工学院本科课程和专科课程学费情况	32
图表 57	华立学院目前不达《普通本科学校设置标准》的具体内容	32
图表 58	各学校生师比例	32
图表 59	学校占地面积与学生人数比率	32
图表 60	中教控股、中国科培、中汇集团公司简介	34
图表 61	同行企业营业收入对比(百万元)	35
图表 62	同行企业净利润对比(百万元)	35
图表 63	同行企业毛利率对比	35
图表 64	同行企业期间费用率对比	35
图表 65	部分民办院校及教育集团生师比情况	35
图表 66	可比公司估值表	36

1. 华南领先的大型民办教育集团

1.1 品牌扩大+荣誉沉淀，奠定市场领先地位

华南领先的大型民办高等教育及职业教育集团，于2019年11月25日在香港上市。华立大学集团有限公司成立于2016年，其前身为1999年成立的华立投资有限责任公司，提供以应用科学为重点、实践为导向的课程。历时二十年，品牌持续扩大。2000年5月，广东省华立技工学校开始运营，成为华立技师学院的前身。此后，华立大学集团经营学校数增至三所，即华立学院、华立职业学院和华立技师学院，品牌逐渐扩大。

图表1 公司发展大事记



资料来源：公司官网、公司招股书、广证恒生

华立大学集团旗下目前拥有三所学校，核心业务包括民办高等教育和民办职业教育。三所学校分别为：本科院校——华立学院（与广东工业大学合作创办的独立学院，提供四至五年本科课程，颁发教育部认可的学士学位），位于广州市增城区；大专院校——华立职业学院（提供三年职业课程，授出教育部认可的大专文凭）；高级技工类院校——华立技师学院（主要提供三年全职职业课程，授出广东省人力资源和社会保障厅认可的华立技师学院技师文凭，亦提供短期强化职业课程），分别拥有广州增城校区与云浮校区。

图表2 华立学院、华立职业学院和华立技师学院校园图



资料来源：公司官网、广证恒生

自成立以来，荣誉沉淀丰富。2005年，华立技师学院被中国人力资源和社会保障部评选为国家级重点技工学校。2010年，华立学院被教育部中国教师发展基金会评选为全国民办教育先进集体。2014年，华立职业学院被评选为2014最具竞争力民办高校。自华立大学集团有限公司于2016年成立以来，连续获得广东省职业能力建设协会、全国美育成果展评组委会、广东省职业技术教育学会、广东省学生联合会等多个

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告



部门及组织颁发的荣誉奖项。受益于多年公司荣誉沉淀，华立大学品牌知名度不断提升，成为民办教育行业的优质先行者。

图表3 公司 2016-2018 年所获奖项/认可

年份	奖项、认可	颁奖机构	获奖实体
2018	2018 首席实习生评选活动突出贡献单位	广东省学生联合会	华立学院
2018	先进集体	广东省职业技术教育学会	华立职业学院
2018	2018 年度中国校企合作好案例	中国产学研合作促进会集中国校企协同产学研联盟	华立职业学院
2018	2017 年度广东职业教育十佳先进单位	广东省职业能力建设协会	华立技师学院
2017	2017 年广东省大学生实践教育基地	广东省教育厅	华立学院
2017	全国高校美育工作先进单位	全国美育成果展评组委会	华立职业学院
2017	全国美育成果展评艺术美育教育成果二等奖	全国美育成果展评组委会	华立职业学院
2016	大学生 KAB 创业教育基地	国际劳工组织、中华全国青年联合会及中华全国学生联合会	华立学院
2016	创新创业教育文化建设奖	中国民办教育协会高等教育专业委员会	华立职业学院
2016	2015 年度广东省职业教育十佳先进单位	广东省职业能力建设协会	华立技师学院

资料来源：公司招股书、广证恒生

华立大学深耕华南市场，民办教育行业地位凸显。根据弗若斯特沙利文报告，中国华南地区民办高等教育市场和职业教育市场都相对分散。截止 2018 年底，华南地区民办高教市场上的前五大企业所占市场份额仅为 16.4%，民办职业教育市场的前五大企业所占市场份额仅为 13.0%，市场集中度仍待进一步提升。按就读人数计，华立大学集团在华南所有民办高教服务商中排名第四，占市场份额约 3.0%；在华南所有民办职业教育服务商中排名第二，占市场份额约 2.8%。

图表4 2018 年华南民办高等教育市场领先参与者的市场份额

排名	参与者	就读人数 (千人)	市场份额 (%)
1	A 公司	35.1	3.8%
2	B 公司	32.2	3.4%
3	C 公司	31.2	3.3%
4	华立集团	28.2	3.0%
5	D 公司	27.4	2.9%
	前五大	154.1	16.4%
	总计	934.9	100.0%

资料来源：弗若斯特沙利文、广证恒生

图表5 2018 年华南民办职业教育市场领先参与者的市场份额

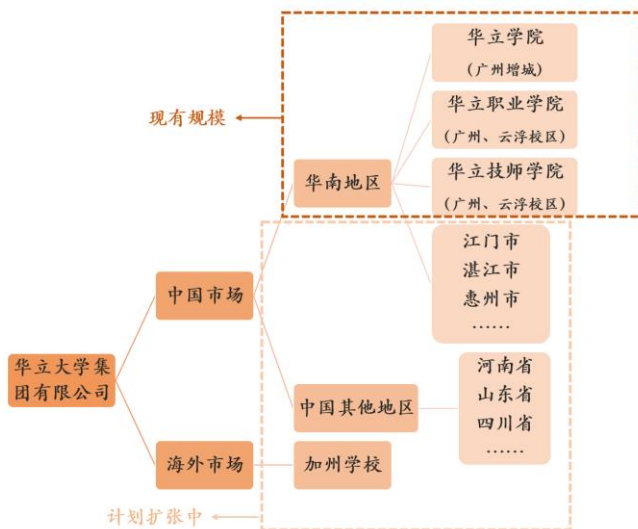
排名	参与者	就读人数 (千人)	市场份额 (%)
1	E 公司	25.6	3.2%
2	华立集团	22.2	2.8%
3	A 公司	19.8	2.5%
4	F 公司	18.6	2.3%
5	D 公司	17.2	2.2%
	前五大	103.4	13.0%
	总计	799.2	100.0%

资料来源：弗若斯特沙利文、广证恒生

公司办学业务积极扩张，计划从扩大华南地区覆盖面走向海外市场。为实现华南地区的覆盖，公司计划于广东省江门市、湛江市及惠州市等城市建立新的学校或校区。为开辟海外市场，华立大学计划于美国加利福尼亚州成立高等教育机构——加州学校。除设立新学校外，华立集团还计划收购位于中国国内其他

城市、省份（例如广东省、河南省、四川省、山东省等）以及东南亚、北美洲的其他国家的新学校。

图表6 公司办学情况及扩张计划



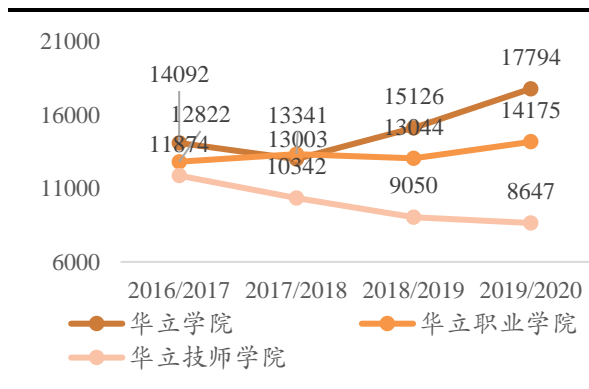
资料来源：公司招股书、广证恒生

1.2 生源扩大+盈利优化，彰显优异办学能力

1.2.1 学生数量增加，收益持续提升

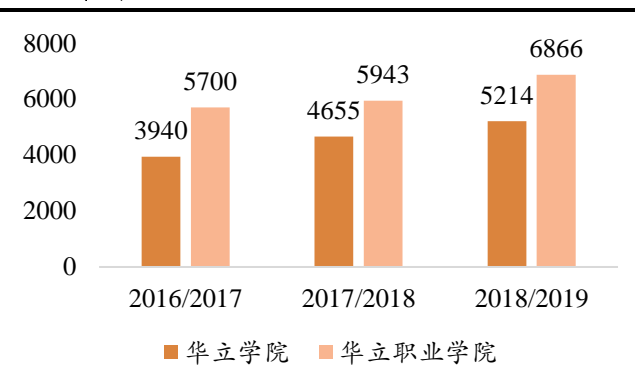
办学规模扩大，新生逐年增长。一方面，近三年来相关部门规定的华立学院可收取的最高人数由2016/2017的3940人增至2018/2019的5214人，规定的华立职业学院可收取的最高人数由2016/2017的5700人增至2018/2019的6866人。另一方面，学校整体的新生入学数量持续上升。截至2019年10月31日，华立大学的三所学校在校总学生数量为40,627人，其中就读于华立学院学生人数为17,794人，居三所学校就读人数首位且近年来规模增长显著。预计未来2-3年，华立学院学生规模会扩大到至少25,000人，本科学院每年会有2,000至3,000的人数增幅。华立技师学院近年来就读学生人数略有减少。

图表7 近年来各学校就读学生总人数（人）



资料来源：公司招股书、广证恒生

图表8 华立学院与华立职业学院可收取最高人数（人）



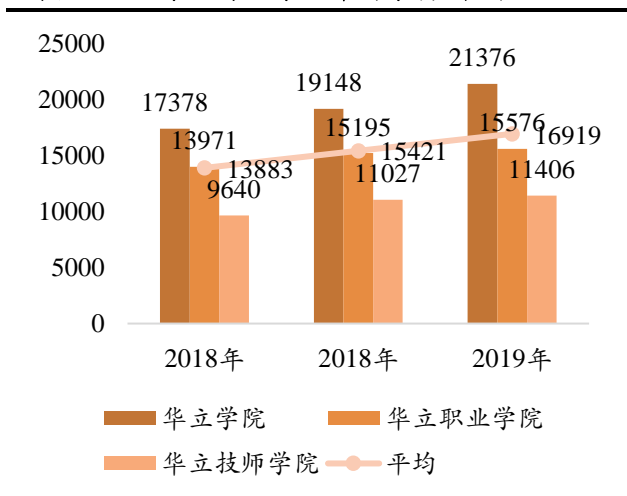
资料来源：公司招股书、广证恒生

图表9 各学校及校区近年新生人数、毕业人数与就读学生总人数 (人)

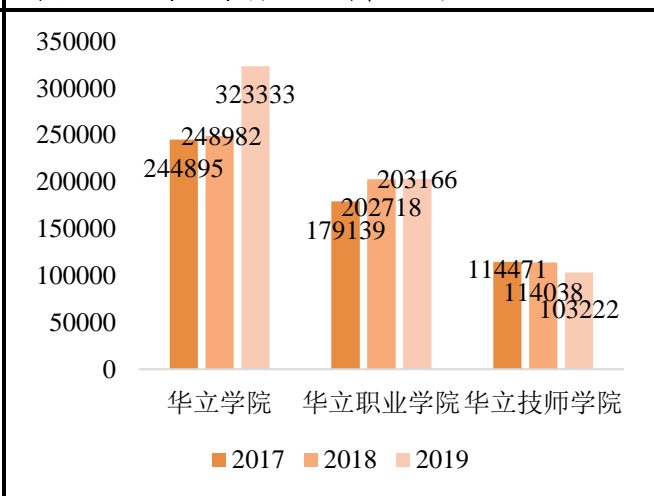
	学年					
	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020
华立学院						
—新生人数	2357	2872	3645	4153	4462	5501
—前一学年毕业学生人数	3924	4397	4474	5199	2427	2617
—就读学生总人数	16982	15120	14092	13003	15126	17794
华立职业学院						
—新生人数	3324	4517	4223	4701	4258	5314
—前一学年毕业学生人数	2573	3151	3415	3919	4274	3929
—就读学生总人数	11062	12187	12822	13341	13044	14175
——增城校区			12822	13341	12404	13119
——云浮校区			0	0	640	1056
华立技师学院						
—新生人数	4019	3908	3437	3158	2684	2996
—前一学年毕业学生人数	1431	1315	2988	4014	3847	3220
—就读学生总人数	8297	10890	11874	10342	9050	8658
——增城校区			10149	9503	8304	7475
——云浮校区			1725	839	746	1172

资料来源：公司招股书、广证恒生

在职业学院专升本、技师学院改进招生策略与整体布局持续扩张计划下，学生规模有望迎来较大增长。华立职业学院在广东省的十三五规划中已经被纳入五所要升级为本科的院校之一，其中会计专业已率先升级为本科类专业，预计在十四五规划中能够完成学校整体的专升本工作，吸引更多学生就读。华立技师学院为吸引更多学生，主动调整招生策略，2018/2019 学年开始扩招初中的毕业生，稳定学校生源，保证理想的学生规模。在华立大学集团整体布局的扩张计划下，新学校、新校区的建立与并购，都将带来总体学生规模的大幅增长。

图表10 各学校每名生平均学费 (元)


资料来源：公司招股书、广证恒生

图表11 各学校学费收益 (千万元)


资料来源：公司招股书、广证恒生

学费收益持续调整，公司收入逐年增长。截至2019年10月31日，华立大学的三所学校总学费收益



约为 6.29 亿元，学费收益约为 3.23 亿元，2019 年每名学生平均学费为 16919 元/学年。三所学校中，华立学院学费收入占比最大，且近几年来增幅最大。2018/2019 学年公司主动调整本科学费，新生的学费为 26000 元/年，并保持每两年有 10% 的提速，促进学费收入的持续增长。通过与广东省内部分民办高校学费水平进行对比可以看出，华立大学三所院校的收费水平在华南地区内处于正常区间。学校收取的学费是公司盈利能力最主要的因素之一，合理范围内的学费上涨利于学校在不损害声誉与吸引力的前提下保证较好的盈利水平。

图表12 华立学院、华立职业学院、华立技师学院学费收取情况 (元)

课程	2016/2017 学年	2017/2018 学年	2018/2019 学年	2019/2020 学年
华立学院				
本科课程	19000-22000	19000-22000	23000-29000	25500-29500
国际课程	25000	28000	32000	33500
双语课程	21000-22000	22000-23000	26000-27000	27500
华立职业学院				
三年制大专课程	13800-16800	13800-16800	12800-16800	14800-17800
国际课程	25000	28000	28000	23000-28000
双语课程	15800-16800	15800-16800	15800-16800	15800-16800
华立技师学院				
三年制职业课程	6300-10600	5700-11500	6000-12800	6000-12800

资料来源：公司招股书、广证恒生

图表13 广东省内五所民办本科院校学费水平

学校	大致学费区间 (元/学年)
广州商学院	26000-33000
广东白云学院	24000-30000
广东科技学院	19000-25000
广东外语外贸大学南国商学院	28000-30000
广东理工学院	17800-27800
华立学院	25500-29500
华商学院	27000-30000

资料来源：公开资料整理、广证恒生

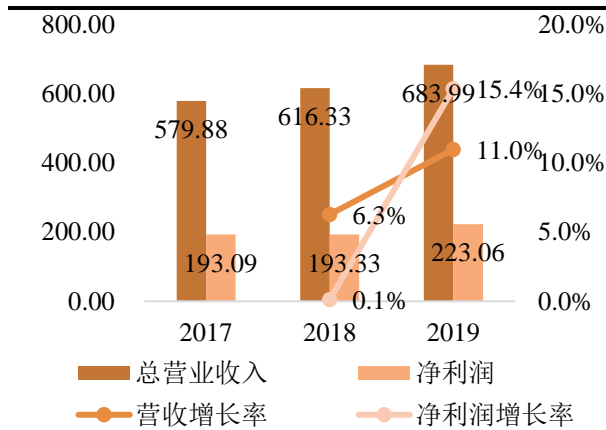
优化定价政策，发挥协同效应。集团有一套基于各专业的受欢迎程度和就业前景制定的学费政策。例如，华立学院的视觉传达设计、环境设计和电气工程及其自动化专业，华立职业学院的环境艺术设计、财务管理及工程造价专业享有良好声誉，故收取的学费较其他专业高约 2000-3000 元。此外，集团也在尝试更

好地发挥三所学校的业务协同效应。例如，华立技师学院的学生在通过相关考试后，可报读双文凭课程，同时修读华立职业学院的大专课程；也可参加 3+2 专本套读课程，在考试后转至华立学院或其他目标大学完成本科课程。这些课程在提高学生综合素养的同时，也将扩大学校的收入来源。

1.2.2 业务持续优化，盈利能力显著

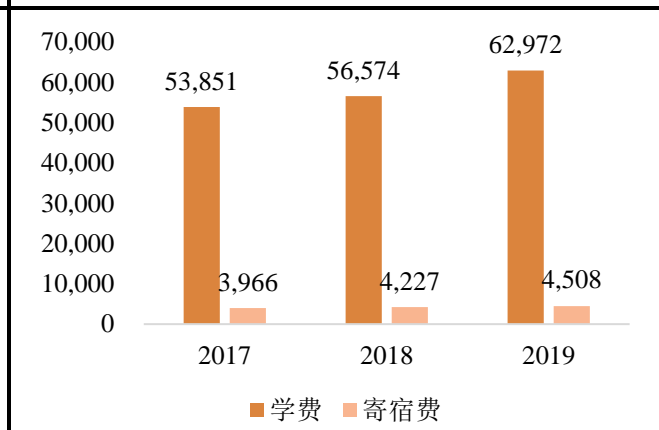
营业纪录期间，公司总收益及利润稳步增长。公司收益主要来源于配套教育服务及产品（学校学费与寄宿费用），其中学费占主营业务收入九成以上。公司年度总营收由 2017 年的 579.88 百万元增至 2019 年的 683.99 百万元，上升约 17.98 个百分点。公司净利润由 2017 年的 193.09 百万元增至 2019 年的 223.06 百万元，上升约 15.52 个百分点。从 2017 年至 2019 年，公司总营收和净利润增长率均处于上升趋势。

图表14 公司营收与净利润（百万元）及增速



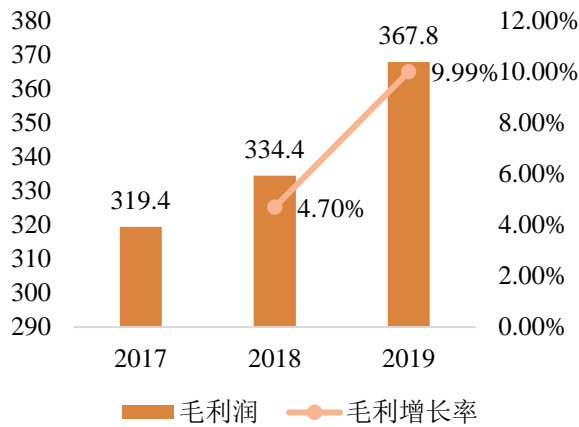
资料来源：Wind、公司招股书、广证恒生

图表15 公司主营业务收入构成（万元）

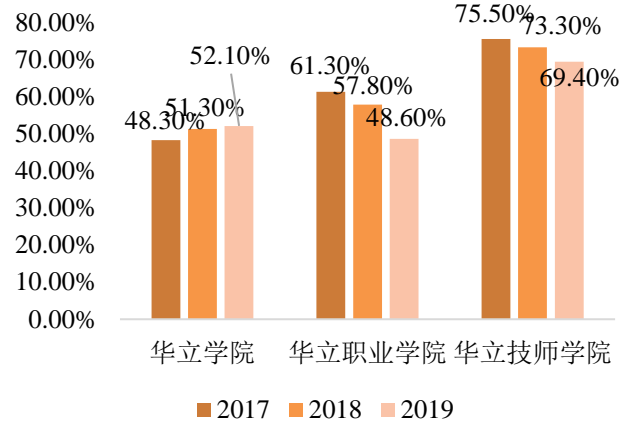


资料来源：Wind、公司招股书、广证恒生

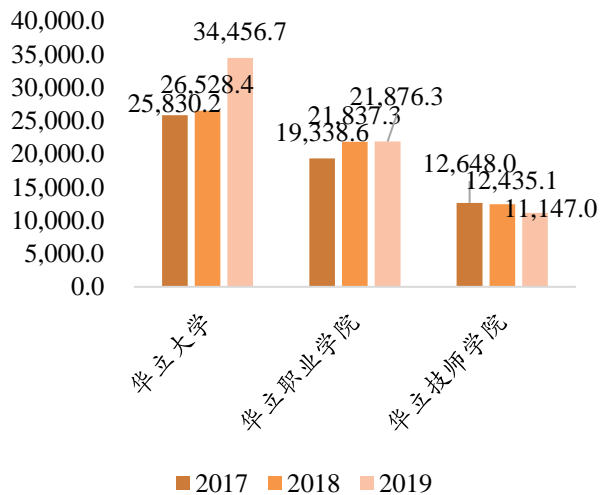
职业导向教学助力职业教育获利，华立职业学院与华立技师学院盈利能力强，华立学院营收能力也在逐年增强。职业导向型教学课程与良好的就业前景为公司带来良好的口碑；同时战略的集中与规模效应为职业教育带来极强的盈利能力，公司毛利由 2017 年的 319.4 百万元增至 2019 年的 367.8 百万元，上升约 15.15 个百分点。2017 至 2019 年度，公司的毛利率分别为 55.2%、55.0%及 54.5%。其中，2017 年华立职业学院与华立技师学院毛利率分别高达 61.3%和 75.5%。2018 至 2019 年华立职业学院由于专升本工作的硬件与师资投入，毛利率稍有下降；华立技师学院由于推广费用的增加与江门校区的规划建设支出，毛利率稍有下降。在高等教育也逐渐注重实用性教学和就业率的趋势下，华立学院毛利率逐年增长，从 2017 年的 48.3%增长至 2019 年的 52.1%。

图表16 公司毛利润 (百万元) 及增速


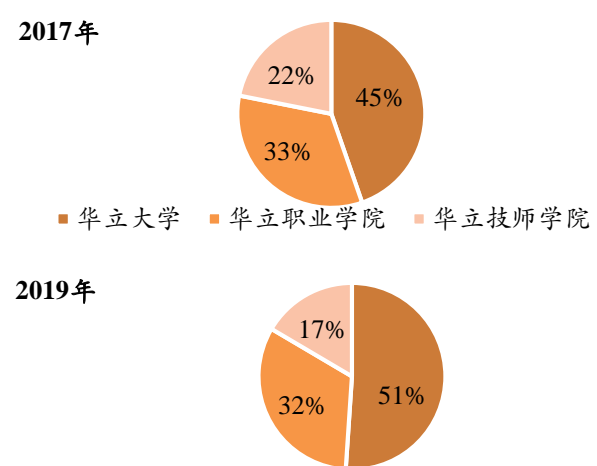
资料来源：公司招股书、广证恒生

图表17 2017-2019 年各学校毛利率


资料来源：公司招股书、广证恒生

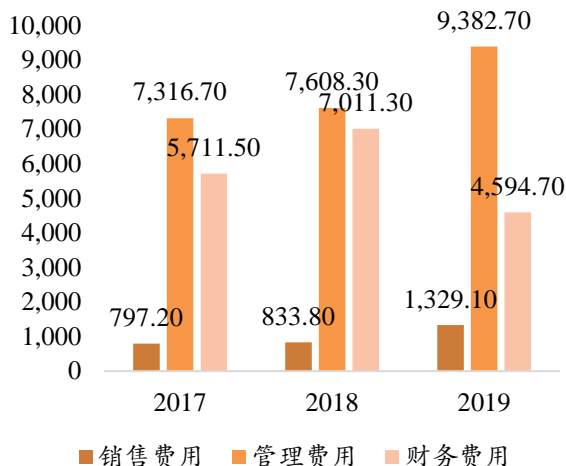
图表18 2017-2019 年各学校营收 (万元)


资料来源：同花顺 iFind、广证恒生

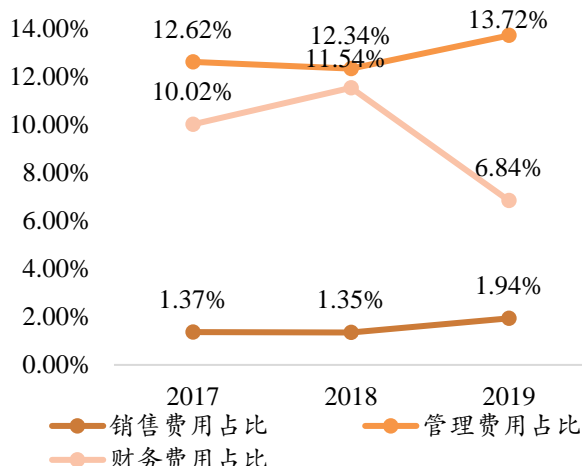
图表19 2017、2019 年各学校营收占比情况对比


资料来源：同花顺 iFind、广证恒生

近年来华立大学业务快速扩张，销售费用与管理费用占比提升。广告宣传及品牌推广活动所支出的费用，均属于销售费用，有助于公司形象、公众认可度的提升；教工与管理人员薪酬及福利费用、公司经费等，均属于管理费用，有助于提升公司的管理运营效率，更大程度上优化产业链结构，提供更优质的教学课程与教育服务。2017至2019年间，公司的销售费用分别为797.2万元、833.8万元、1329.1万元，尽管占总营收的比例不大，但在以较快的速度逐年增长；管理费用分别为7316.7万元、7608.3万元、9382.7万元，占总营收比例也在快速提升；在业务快速扩张、营收快速增长的趋势下，公司财务费用在2019年下降幅度较大，财务压力减轻。

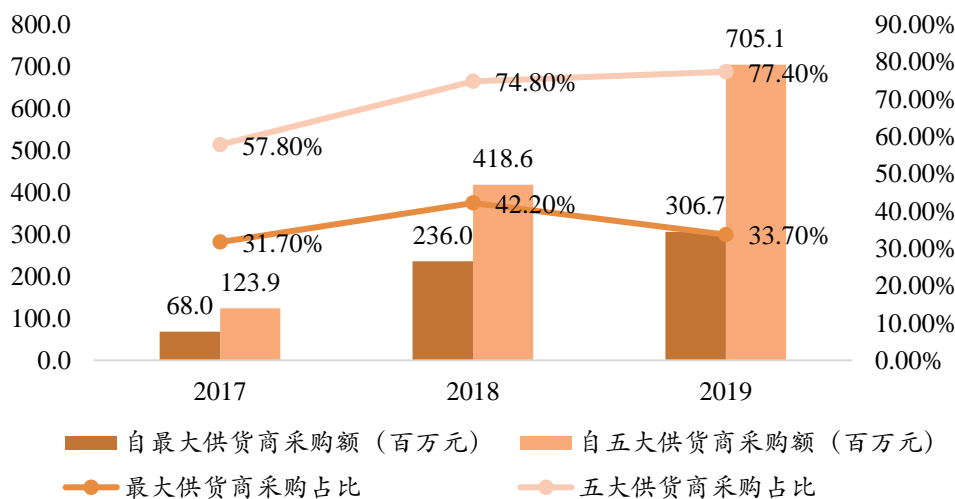
图表20 2017-2019 年三费支出 (万元)


资料来源: 同花顺 iFind、广证恒生

图表21 2017-2019 年三费占营收比情况


资料来源: Wind、广证恒生

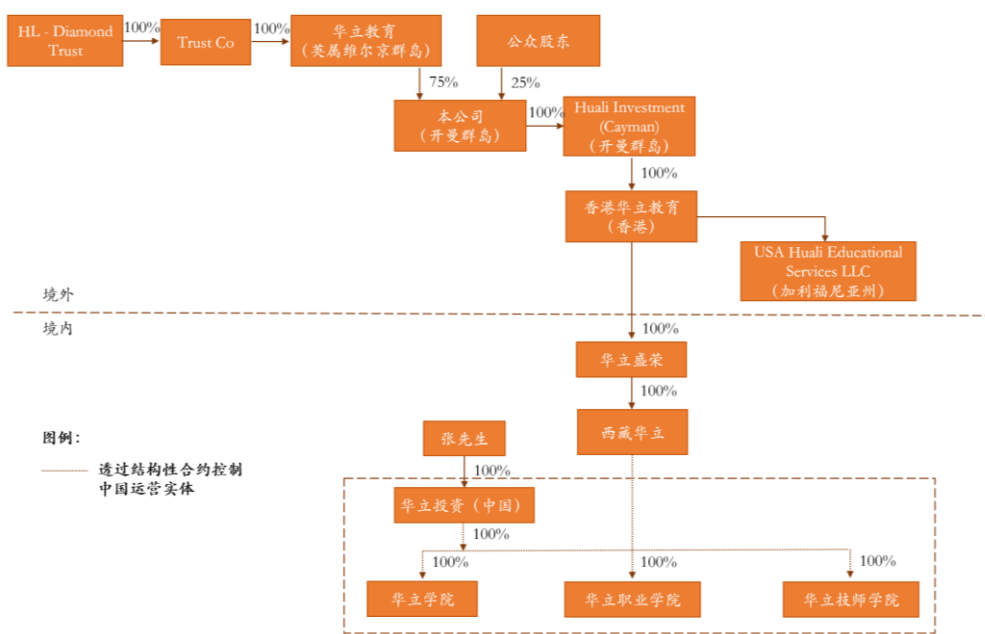
公司注重教学资源与办学环境的优化, 教学设备与书籍等采购金额大。华立大学的供货商有许多。主要包括提供教学资源和设备的广东工业大学、书籍供货商、教学及办公设备供货商, 还有提供校园环境改善的建筑及装修公司、景观公司、和家具供货商等。2017 至 2019 年度, 公司自最大供货商的采购额增长显著, 分别占有期间总采购额的 31.7%、42.2% 及 33.7%; 自五大供货商的采购额增幅更为明显, 由 2017 年的 123.9 百万元增至 2019 年的 705.1 百万元, 三年的采购额分别占有期间总采购额 57.8%、74.8% 及 77.4%。

图表22 2017 与 2019 年公司自最大供应商、五大供应商采购情况


资料来源: 公司招股书、广证恒生

股权结构相对集中, 管理团队优势大。在主要股东中, 香港华立教育投资有限公司持股占 75%, 实际控制人为公司董事长张智峰先生; 51job.Inc 占 6%。在管理团队中, 公司融合了多元化的专家顾问以及高层次投资精英, 严谨高效的工作作风和持之以恒的创新精神, 管理体系完善, 董事长张先生是华立投资的创始人, 1966 年至今一直担任公司董事会主席兼总经理, 负责华立投资及中国营运实体的整体管理及策略发展, 拥有丰富的管理经验和行业资源。

图表23 华立集团全球发售及资本化发行完成后股权结构



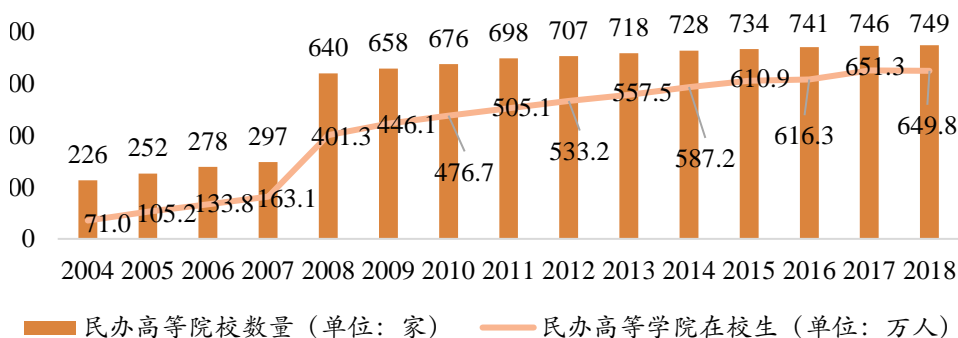
资料来源：公司招股书、广证恒生

2. 民办教育行业盛行，华立大学未来可期

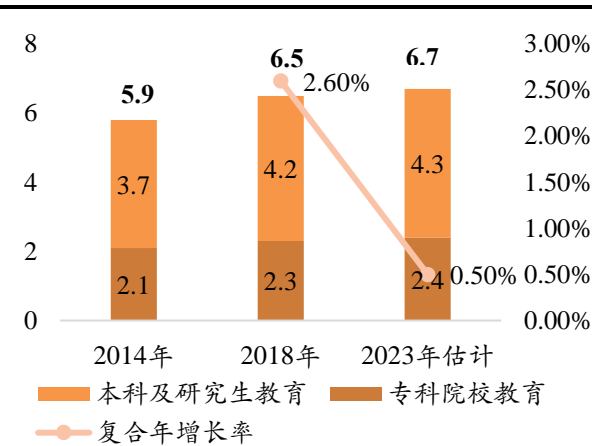
2.1 民办教育服务市场广阔，国家政策支持民办教育发展

2008 年以来，我国民办教育蓬勃发展，市场规模稳步增长。伴随 1978—2018 年改革开放 40 年的进程，我国民办教育在摸索中进步，办学规模于管理规范都在不断前进。大部分类别学校数量在过去十年间没有明显变化，但民办高等院校的数量显著增长。2008 年全国民办高等院校数量与在校生数量激增，近十年来，在社会经济基本面改善以及重视科教兴国的大背景下，民办教育市场规模稳步增长，截至 2018 年我国民办高等院校有 749 家，在校生数量多达 649.75 万人。在民办高等教育和民办职业教育行业，市场规模也在显著增长，预期至 2023 年招生规模分别达到 6.7 百万人和 854.5 千人，增速逐渐放缓。

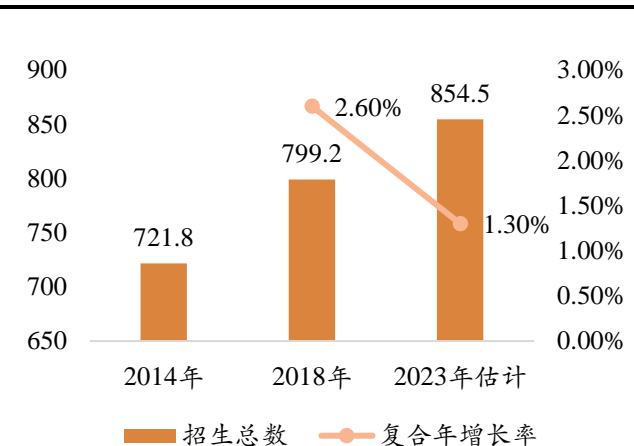
图表24 我国民办高等院校数量及在校生数量



来源：Wind、广证恒生

图表25 中国民办高等教育在校总人数(百万人)


资料来源：弗若斯特沙利文、广证恒生

图表26 中国民办职业教育招生人数(千人)


资料来源：弗若斯特沙利文、广证恒生

国家陆续出台相关政策以支持民办教育事业的发展。近年来，我国政府颁布了一系列的激励政策与相关法规，以促进民办教育改革与增长，旨在提高民办教育教学质量与教学规模以满足市场需求，其中在高等教育和职业教育方面也颁布了相关政策法规，分别促进了民办高等教育与职业教育的发展。其中独立学院转设规划为我国现有独立学院的发展提供指导，促进民办高等教育的资源整合与快速发展，其转设过程也在一定程度上释放了潜在并购标的，加大民办教育集团的外延机会；2019年高职“百万扩招计划”为全国各省市职业学校带来较大幅度上的规模扩张，技工院校也纳入职业教育统一招生平台启动扩招计划，鼓励职业学校更大规模进行招生与办学，我国民办职业教育行业前景利好。

图表27 中国民办教育、高等教育与职业教育相关政策

类别	时间	部门	政策	主要内容
民办教育	2016年12月29日	国务院	《国务院关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的若干意见》	鼓励社会力量兴办教育，在制度上保障和促进民办教育健康发展。以实行分类管理为突破口，从创新体制机制、完善扶持政策、加强规范管理、提高办学质量四个方面加大对民办教育的支持力度和管理力度，推动民办教育改革以适应新的发展机遇，进一步调动社会力量兴办教育的积极性，培养德智体美全面发展的社会主义建设者和接班人。
	2017年1月5日	教育部	《民办学校分类登记实施细则》	对民办学校实行非营利性和营利性分类管理，深化教育领域综合改革。着力建立健全民办学校分类管理分类登记机制，重点解决两类学校“到哪里登记”、“如何登记”的问题，规定了民办学校设立审批、分类登记、变更注销登记、现有民办学校分类登记等方面

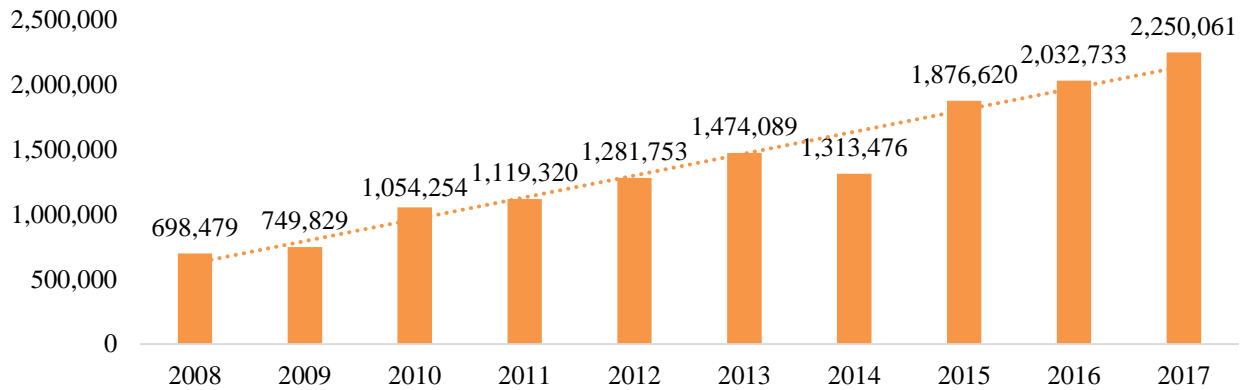
				的内容，规范民办学校审批登记流程，促进民办学校规范化、体系化发展。
	2017年1月5日	人社部、工商总局	《营利性民办学校监督管理实施细则》	细致化营利性民办学校的监督管理各项工作，明确任务，细化要求，落实责任。在学校设立、组织机构、教育教学、财务资产、信息公开、变更与终止、监督与处罚方面分别制定规范化细则，监督营利性民办学校的合法合规经营，进一步促进民办教育的健康发展和切实保障就读学生利益。
	2018年6月12日	教育部	《民办教育工作部际联席会议2018年工作要点》	加快构建民办教育配套制度体系，推动分类管理改革平稳有序推进。落实和完善各项扶持政策，督促各地加快研究制定现有民办学校平稳分类的具体办法，制定独立学院规范发展的举措；加强民办学校党建工作，健全民办高校法人治理结构，强化质量评价的引导作用；推进民办教育领域社会信用体系建设、专项整治和分类管理，规范办学行为，提升行政管理服务能力。
高等教育	2008年3月28日	国务院	《国务院办公厅关于加强民办高校规范管理、引导民办高等教育健康发展的通知》	依法规范民办高校办学行为和内部管理，全面落实《中华人民共和国民办教育促进法》及其实施条例。健全教学管理机构，改进教学方式方法，不断提高教育教学质量；加强教师队伍建设，保障教师的工资、福利待遇；招生简章和广告必须经审批机关备案后方可发布，发布的招生简章和广告必须与备案内容相一致；加强对学生的服务、管理和思想政治教育，依法维护学生合法权益。税收优惠政策与专项资金等定向帮扶我国民办高校。
	2006-2008年	教育部	《教育部关于“十一五”期间普通高等学校设置工作的意见》、《独立学院设置与管理办法》	独立学院视需要和条件按普通高等学校设置程序可以逐步转设为独立建制的民办普通高等学校。教育部对独立学院转设给予规范发展路径：第一，转设为民办普通本科高校；第二，合并继续举办独立学院；第三，并入公办高校，或引入新的出资方迁址规范发展；第四，由当地政府支持转为公办高校，转设后继续与政府合作；第五，转为其他层次的民办学校或终

				止办学等。
	2015年10月23日	教育部、国家发展改革委、财政部	《关于引导部分地方普通本科高校向应用型转变的指导意见》	引导部分地方普通本科高校向应用型转变。推动转型发展高校，把办学思路真正转到服务地方经济社会发展上来，转到产教融合校企合作上来，转到培养应用型人才上来，转到增强学生就业创业能力上来，全面提高学校服务区域经济社会发展和创新驱动发展的能力。
职业教育	2019年2月13日	国务院	《国家职业教育改革实施方案》	国家鼓励发展股份制、混合所有制等职业院校和各类职业培训机构。教育经费向职业教育倾斜，鼓励社会力量投资职教领域。完善教学标准：“双师”、“双元”、“1+X证书”多重新型教学制度保障培养体系。到2022年，建设50所高水平高等职业学校和150个骨干专业（群），推动建设300个具有辐射引领作用的高水平专业化产教融合实训基地，建成覆盖大部分行业领域、具有国际先进水平的中国职业教育标准体系。
	2019年4月30日	教育部	《高职扩招专项工作实施方案》	2019年高职院校扩招100万人，针对各类群体提供入学方式。分省确定高职院校招生计划，改革考试办法，取消高职招收中职毕业生比例限制，允许符合报名条件的往届中职毕业生参加高职院校单独考试扩招计划向中西部倾斜。对于符合免试条件的技能拔尖人才，由高职院校予以免试录取。
	2019年11月7日	人社部、教育部	《关于做好技工院校招生工作的通知》	技工院校启动扩招，将被纳入职业教育统一招生平台。推进各省份技师学院、技工学校纳入职业教育统一招生平台，支持按照高校设置程序进入高等学校序列的技师学院纳入高职（专科）统一招生平台，支持技工院校招收更多应届毕业生和社会人员接受职业教育和培训。推动职业院校（含技工院校）扩大职业培训规模，按规定享受培训补贴政策。

资料来源：公开资料整理、广证恒生

民办教育行业的发展，离不开国家调拨经费的支持。近年来，我国政府将科教兴国战略落到实处，2008年以来对于民办教育的经费调拨逐年上涨，由2008年的698,479万元增至2017年的2,250,061万元，涨幅超三倍，加大了对民办教育行业的资金支持力度。

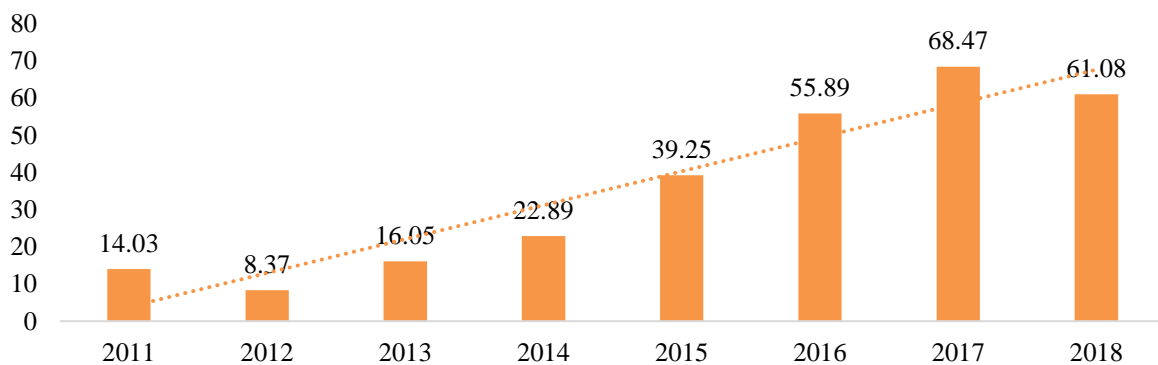
图表28 我国民办学校办学经费（万元）



资料来源：Wind、广证恒生

教育服务行业受到众多学子青睐，近年来行业收益呈上涨趋势。教育服务是指针对教育活动所提供的包含课程开发、师资培训、教材供应、教具供应、场地供应甚至招生服务等的支持性工作，由于教育资源的广泛性和专业设置的灵活性，能够较好地匹配不同学生学习需求，因而市场前景广阔。近年来，我国教育服务行业的营业总收入整体呈上涨趋势，2018年收益稍有下滑，为人民币61.08千万元，教育服务行业面临新的机遇和挑战，灵活性更强、实用性更高的教育服务企业方能在市场中获得更大收益。

图表29 我国教育服务行业营业总收入（千万元）

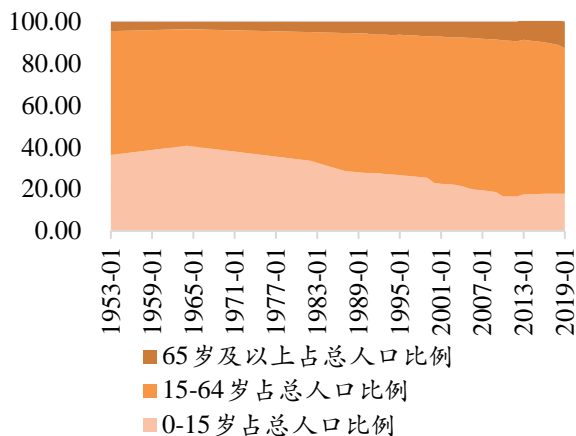


资料来源：Wind、广证恒生

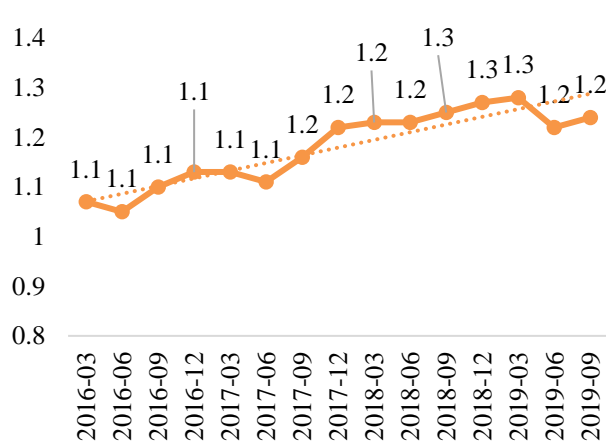
2.2 高教与职教并肩前行，行业前景广阔

高等教育与职业教育直接对接学历教育阶段与社会人才需求，发展前景宽广。人口老龄化步伐加快，劳动力人口占比下降，与此同时在科技的进步与时代的发展潮流下社会对各行业人才需求总体上涨，对人才的专业能力与实践能力要求也逐步提升，我国劳动力市场人才需求与供给比例呈上升趋势且

近年来均维持在大于1的水平，即劳动力市场人才供不应求，在一定程度上激发了适龄人口对于高等教育与职业教育的就读需求，以加强其自身知识储备与职业技能，缓解结构性失业现状。

图表30 中国人口年龄结构变化 (%)


资料来源：Wind、广证恒生

图表31 中国劳动力市场人才需求-供给比率


资料来源：国家统计局、人社部、广证恒生

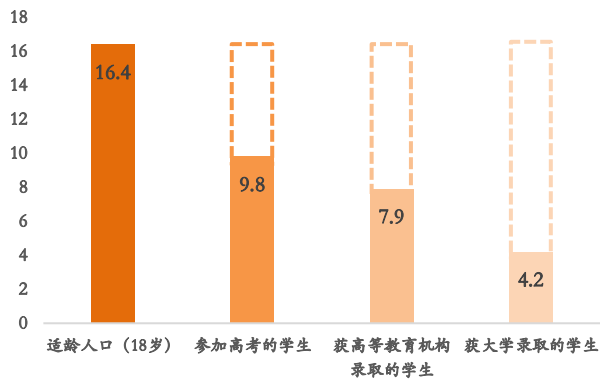
2.2.1 民办高等教育市场潜力巨大，行业收益可观

大学入学率总体较低，民办高等教育潜在市场空间巨大。尽管近年来高等教育的规模在不断增加，高校数量、参加高考的人数以及高校的招生人数都在增长，但大学的入学率仍较低，未被大学录取的适龄人口比例较高，超过七成。根据弗若斯特沙利文报告，在16.4百万的适龄人口中，参加高考的仅有59.8%，仅48.1%被高等教育机构录取，而被大学录取的仅占25.7%。这对于民办高等教育机构来说是巨大的市场空间，但2017年我国民办高等教育渗透率仅为22.8%。因此，中国民办高等教育市场的空间仍是巨大的。

在高等教育毕业生找工作日渐困难的现状下，高等教育尤其是专注应用技术的大学市场增长潜力巨大。根据弗若斯特沙利文报告，在全体年轻的失业者中，高等教育毕业新生的比例由2005年的约35%增至了2017年的约46%，高等院校毕业生找工作越来越困难。严酷的就业市场更青睐具备专业技能、工作能力强的毕业生，对此类型人才的需求不断上升。然而，如今中国多数公立大学更专注学术研究氛围的培养而非对学生将理论应用至实践的技能培训。因此，为适应就业市场的需求变化，我国高等院校将会开始专注应用技术，此类大学数量或将不断增加，这对于注重实践与应用的民办高等教育机构来说是潜在的发展机会。

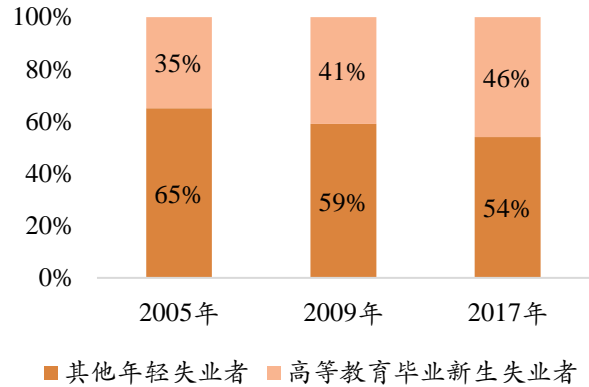
图表32 2018年中国高等教育需求分析
图表33 高等教育毕业生失业占比

单位：百万人



资料来源：弗若斯特沙利文、广证恒生

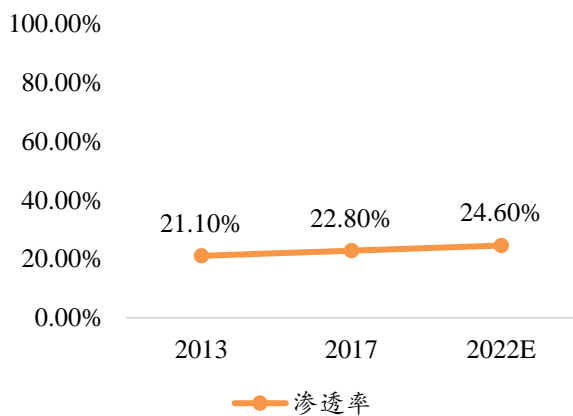
附注：参加普通高等学校招生全国统一考试（即高考）的学生及获高等教育机构录取的学生统计数据包括18岁以上的小部分人数。



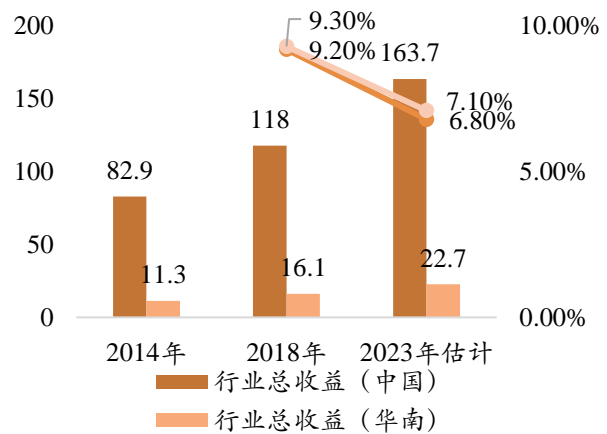
资料来源：弗若斯特沙利文、广证恒生

附注：年轻失业者指已登记寻找就业机会的待业人士，包括中学、高中、中等职业教育、院校及大学的毕业生且从未参军、进修或受聘者。

在市场规模持续增长的趋势下，民办高等教育行业预期收益水平持续提高。根据弗若斯特沙利文报告，中国民办高等教育行业总收益由2014年的829亿元增至2018年的1,180亿元，复合年增长率为9.2%，并预计2023年总收益将增至1,637亿元，复合年增长率为6.8%；其中华南地区的收益由2014年的113亿元增至2018年的161亿元，复合年增长率为9.3%。

图表34 民办高等教育渗透率


资料来源：弗若斯特沙利文、广证恒生

图表35 民办高等教育行业总收益（十亿元）及增长率


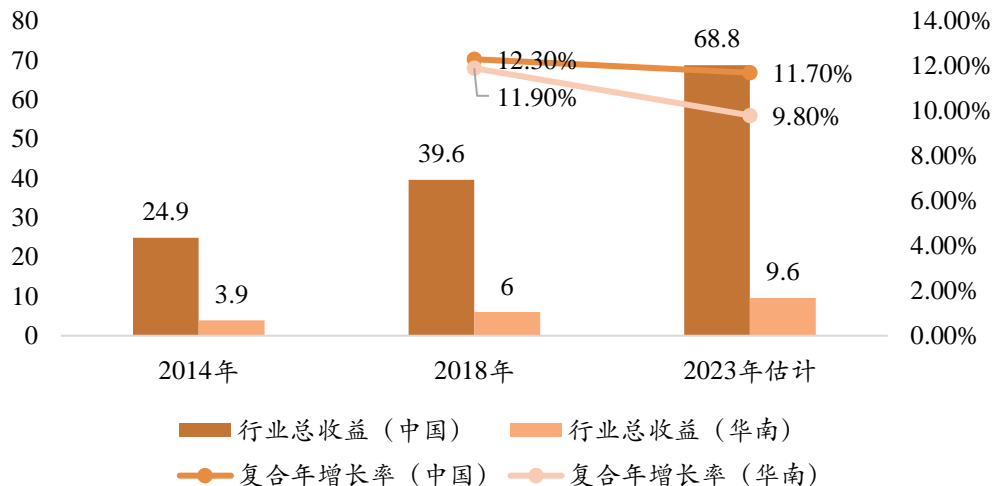
资料来源：弗若斯特沙利文、广证恒生

民办高等教育行业盈利高，主要得益于较高的学费水平。根据弗若斯特沙利文报告，随着人均GDP的增长与人均愿意对教育服务的投入增长，高等教育每年的平均人均学费逐年上涨，由2014年的每学年7,557元增至2018年的每学年8,005元。在中国经济持续发展、人均GDP继续增长趋势下，高等教育学费水平预计会持续上升，因而高等教育机构营业收入也会持续上升。其中，2018年我国民办高等教育机构的平均学费水平约为每学年13,530元，远高于公办高等教育机构的平均水平，体现出民办高等教育较高的盈利能力与收益水平。

2.2.2 社会职业导向显著，利好民办职业教育

职业教育相对于高等教育更注重职业技能的培训，吸引众多就读学生，行业收益逐年提升。职业教育机构多为民办企业，我国民办职业教育行业总收益由2014年的249亿元上升至2018年的396亿元，复合年增长率12.3%，并预计2023年总收益将达到688亿元，复合年增长率11.7%，其目前收益规模不及民办高等教育行业，但增长幅度大于后者，有强大的发展潜力与活力。

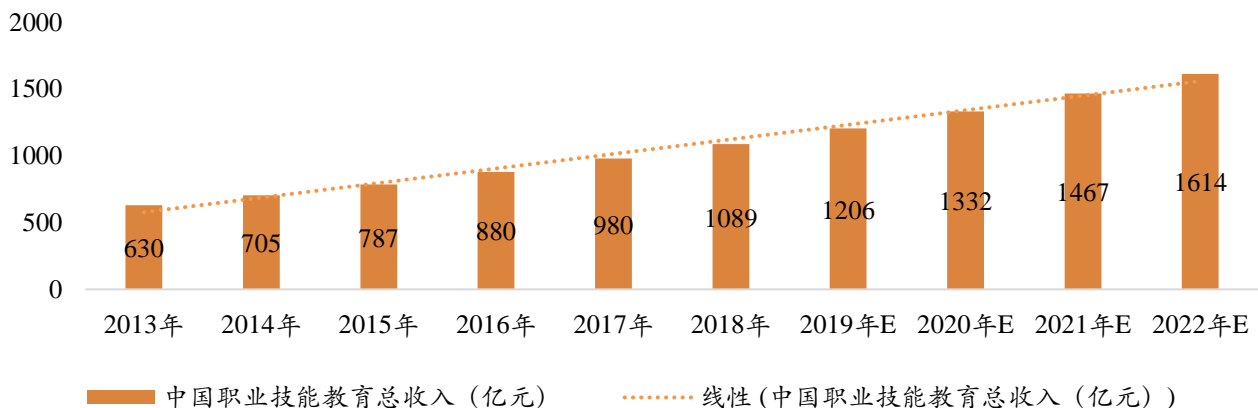
图表36 民办职业教育行业总收益（十亿元）及增长率



资料来源：弗若斯特沙利文、广证恒生

中国职业教育市场规模庞大，收入可观，在未来仍有较大的成长空间。职业教育涵盖多层次、多方面的专业领域，受众人群广，相比起高等教育来说形式更为灵活和多元，不仅限于学校教育，还包括短期职业技能培训、定制职业培训课程等，收益来源丰富。据弗若斯特沙利文数据显示，中国职业技能教育市场的总收入从2013年630亿元增至2017年980亿元，年复合增长率为11.7%，预计2022年将增至人民币1,614亿元，年复合增长率为10.5%。

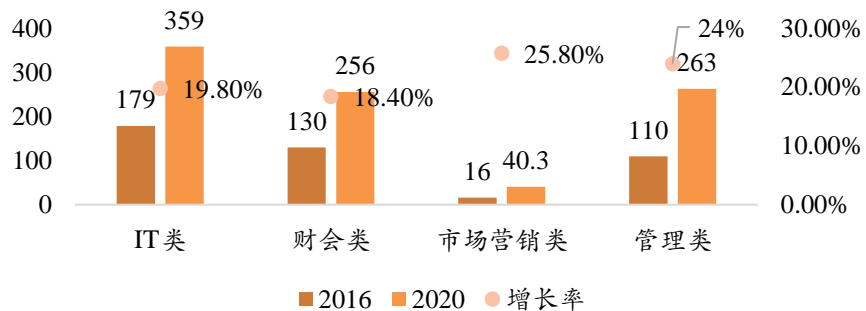
图表37 2013-2022年中国职业技能教育总收入（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文、广证恒生

职教热门专业对口行业前景可观，IT类、财会类等行业培训市场规模预期高速增长。职业教育行业中较为热门、报读学生群体较大的专业大致有IT类、财会类、市场营销类以及管理类等。根据中国产业信息网的测算，IT类职业技能培训行业有望在2020年增至359亿元；财会类培训市场的预计行业规模将在2020年增至256亿元；市场营销类培训市场规模将在2020年增至40.3亿元；管理类培训市场规模则有望于2020年增至263亿元。除此之外，其他应用科学类热门专业的就业前景均因其市场规模的增长而逐渐广阔。

图38 热门行业培训市场规模（亿元）及增长情况



资料来源：中国产业信息网、广证恒生

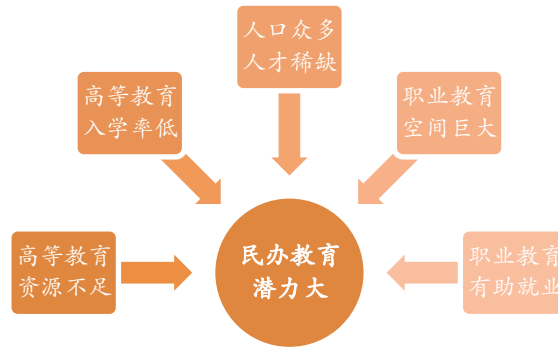
职教行业龙头效应明显，示范作用带动行业内企业向课程多样化、管理标准化前进。我国职业技能教育市场高度分散，东方教育是中国国内最大的职业技能教育提供商，龙头效应明显，在烹饪技术、信息技术及互联网、汽车服务三大领域内排名居首位，其培训课程多样化和有针对性、管理体系标准化成为职教行业课程设置与教学管理的典范，业务模式高度可复制，为我国职教行业内企业起到了很好的示范作用。

2.3 华南地区市场发展强劲，竞争环境利于规模扩张

华南地区人口众多，受教育需求巨大但公办教育资源有限，民办高等教育受欢迎程度持续提高。华南地区主要包括两广地区、海南省和港澳等地。广东省高等教育机构数量已居全国前列，但省内的高等教育资源仍不足以满足庞大的人口需求，入学率低于全国水平。此外，广西和海南的高等教育水平也因资源不足和地方政府财政支持有限而受限，高等教育入学率也均低于全国水平。因此，在人口基数大、外来务工人员及其子女人数众多的华南地区，发展民办高等教育机构潜力巨大。

基于较低的高等教育入学率，民办职业教育在华南地区也同样备受欢迎。适龄学子在高中毕业后接受的教育主要分为高等教育和职业教育，由于华南地区高等教育机构的入学率偏低，许多未被高等教育机构录取的学生则会选择进入职业教育机构，且职业教育的学习内容也相对更注重职业技能和实践能力的培养，对于就业有一定的帮助。因此，华南地区的民办职业机构也广受学生欢迎。

图表39 华南地区高等教育与职业教育现状



资料来源：公司招股书、广证恒生

广东制造业发达，科学技术人才供不应求，推动实用性民办教育企业的发展。国务院于 2015 年采纳国家战略「中国制造 2025」，提倡未来数年发展中国制造业。广东是制造业大省，制造企业众多，存在大量的就业机会，国家战略的实施使广东制造业市场面临巨大的机遇，推动华南民办职业教育行业发展。此外，随着科技的发展和时代的变革，应用科学技术人才需求越来越大，广东科学技术人才供不应求。因此，预计华南地区民办高等教育机构将提供专注于应用科学的课程趋势明显，培养技术人才及专家，对于华南地区注重实用性教学的企业来说是极佳的发展机遇。

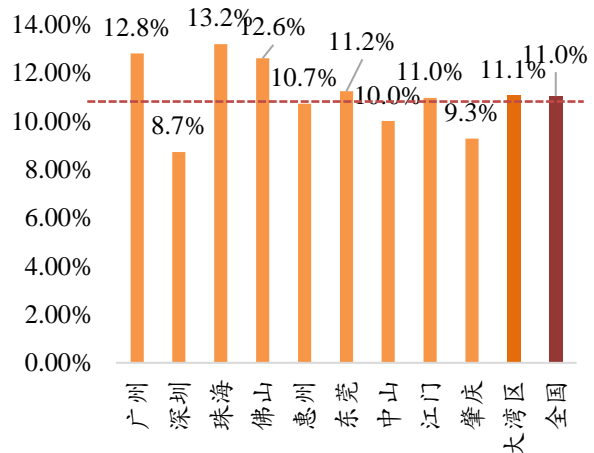
粤港澳大湾区的建设为华南地区尤其是广东与港澳地区带来历史性发展机遇，民办教育企业发展潜力仍巨大。大湾区适龄人口增长态势良好，经济活力强、人均收入高，教育支出大，在全国居民愈发重视教育投入的趋势下，大湾区广东九市人均教育支出远高于全国平均水平。除此之外，大湾区广东九市整体政策导向鼓励社会力量依法举办民办教育，引导社会资本进入教育领域。在这历史性机遇下，华南地区无疑是民办教育顺势兴办与积极扩张的首选腹地。

图表40 全国人均教育支出情况



资料来源：国家统计局、广证恒生

图表41 大湾区人均教育支出占比情况



资料来源：国家统计局、广证恒生

除华南地区外，适龄人口众多的国内省份以及教育普及度高的国外市场，均是民办教育未来扩张与发展的不错选择。在除广东外的人口大省和高考考生规模大省，如河南省、四川省、山东省，民办高等教育与职业教育均有可观的行业市场空间；在国际资源日益丰富的时代，开辟海外市场，将中国民办教育

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告



育带出国外，无疑是企业实施国际化战略、走出国门的关键一步。

3.业务亮点保障成长活力，内增外延助力版图扩张

3.1 公司亮点：实用课程设置+全面就业服务+高效管理体制+充足师资力量，铸就公司竞争优势

3.1.1 课程设置：实用导向+特色课程，成就学生高素养

以就业为导向，提供高度实用课程。为帮助学生获取特定职业及事业发展必要的知识基础、专业技能和职业认证，华立大学集团下设的三所学校专注于应用科学领域教育，针对珠江三角洲地区潜在雇主需求设计了面向工作的实用性专业和课程。此外，学校对各大企业进行持续调查并不断研究行业需求，以不断完善专业设置和课程安排。具体而言，华立学院下设 8 个系，33 个专业；华立职业学院下设 8 各系，31 个专业；华立技师学院下设 11 个系，26 专业。通过以职场为重点的专业组合、面向工作的实用性课程及学校的实践培训，华立大学培养了一批批备受雇主青睐的学生。

图表42 华立学院、华立职业学院、华立技师学院专业设置具体内容

学校	服务	学制与文凭	专业设置
华立学院	高等教育	四至五年本科课程，颁发教育部认可的学士学位	计算机与信息工程系（三个专业）； 城建系（七个专业）； 传媒与艺术设计系（六个专业）； 管理系（五个专业）； 会计系（两个专业）； 经济与外语系（五个专业）； 机电工程系（五个专业）； 国际研究系
华立职业学院	高等教育与职业教育	三年职业课程，颁发教育部认可的大专文凭	传媒艺术系（七个专业）； 城建系（四个专业）； 电力与智能制造系（五个专业）； 管理系（四个专业）； 计算机与信息工程系（三个专业）； 健康系（两个专业）； 国际经济与外语系（四个专业）； 会计系（两个专业）

华立技师学院	职业教育	三年全职职业课程，颁发广东省人力资源和社会保障厅认可的华立技师学院奖技师文凭	艺术设计系（六个专业）； 计算机（两个专业）； 会计系（两个专业）； 建筑管理系（两个专业）； 国际贸易系（一个专业）； 管理系（一个专业）； 商务系（三个专业）； 烹饪系（两个专业）； 汽车系（两个专业）； 机电系（两个专业）； 智能制造系（三个专业）
---------------	------	--	---

资料来源：公司招股书、广证恒生

加强对外联系，开设系列精品课程。各学校为进一步满足学生学习和就业需求，与外校、企业展开合作，学校内部也不断加强业务协同，共同开设一系列特色课程。例如，三所学校都与特定雇主合作开设就业导向型联合培训课程，为学生提供实践和就业机会；华立学院和华立职业学院与海外部分大学和学院展开合作，学生可参与国际课程；华立职业学院开办 3+2 专本套读课程，学生有机会获得本科学士文凭等。这些特色课程旨在不断强化学生的知识储备和职业技能，丰富学生的能力储备，增强就业竞争力。

图表43 华立学院、华立职业学院、华立技师学院特色课程一览

特色课程	学校	简介
国际课程	华立学校、华立职业学院	华立学院、华立职业学院与海外若干大学与学院建立学术伙伴关系，提供双学位课程包括加拿大的圣玛丽大学、英国的北安普顿大学及美国的中西州立大学等。该等学生科获取华立学院与海外大学扳手的学士学位。
双语课程	华立学校、华立职业学院	华立学院、华立职业学校面向部分专业开设双语课程，其核心课程使用中英双语教学。
就业导向型联合培训课程	华立学校、华立职业学院、华立职业学院	三所学校都与一些企业展开合作，根据合作协议，学院内特定专业的学生科参加就业导向培训课程。成功取得课程结业证书并通过面试的参与者可获得该公司实习的机会，合格学生有机会于该公司就职。
专本套读课程	华立职业学院	华立职业学院开设 3+2 专本套读课程，学生完成职业学院三年制学习后，可参加广东省教育考试院举办的统一考试及由目标大学举办的专业考试。通过考试后，学生将进入华立学院或其他目标大学修读本科课程，顺利完成后，可授予学士学位。

<p>双文凭课程</p>	<p>华立技师学院</p>	<p>华立技师学院与华立职业学院合作，提供双文凭课程，学生科于华立职业学院学习大专课程，通过成人高等学校全国统一考试并取得相关要求后，可授予华立职业学院颁发的大专文凭。</p>
---------------------	---------------	--

资料来源：公司招股书、广证恒生

图表44 与华立学院国际学院开展合作的部分海外院校



资料来源：公司官网、广证恒生

3.1.2 就业培育：校企联系+就业服务，达成毕业高就业

校企联系紧密，打造雇主网络。为使得学校的毕业生在具备充足的知识之余，拥有必备的实践技能和更高的职场竞争力，学校非常看重校方与企业间的合作。截止2019年8月31日，学校已与珠江三角洲地区超过800家企业签订合作协议，在企业设立实习基地。未来，学校计划与更多有增长潜力的雇主展开深入合作，协助学生取得更多实习和就业机会。此外，学校通过与企业开展就业导向性联合培训课程，不断输出职业人才，提高学生初次就业率。

图表45 华立学院与深圳特发服务股份有限公司进行校企合作签约



资料来源：公司官网、广证恒生

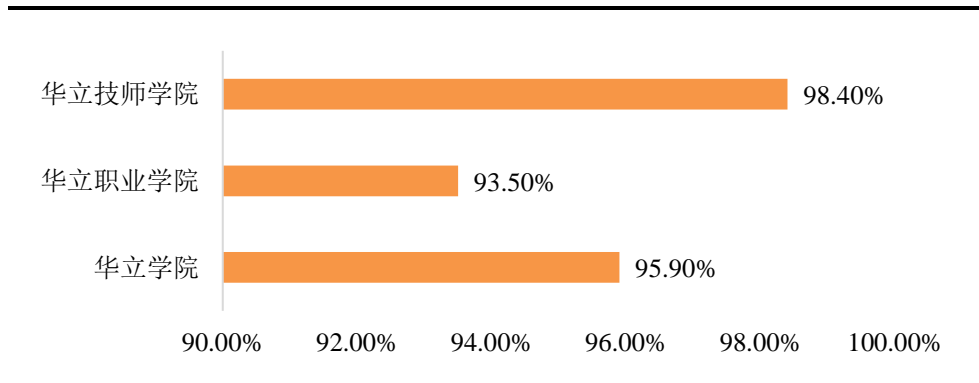
图表46 华立学院与中石化广东石油推进校企合作协同育人项目



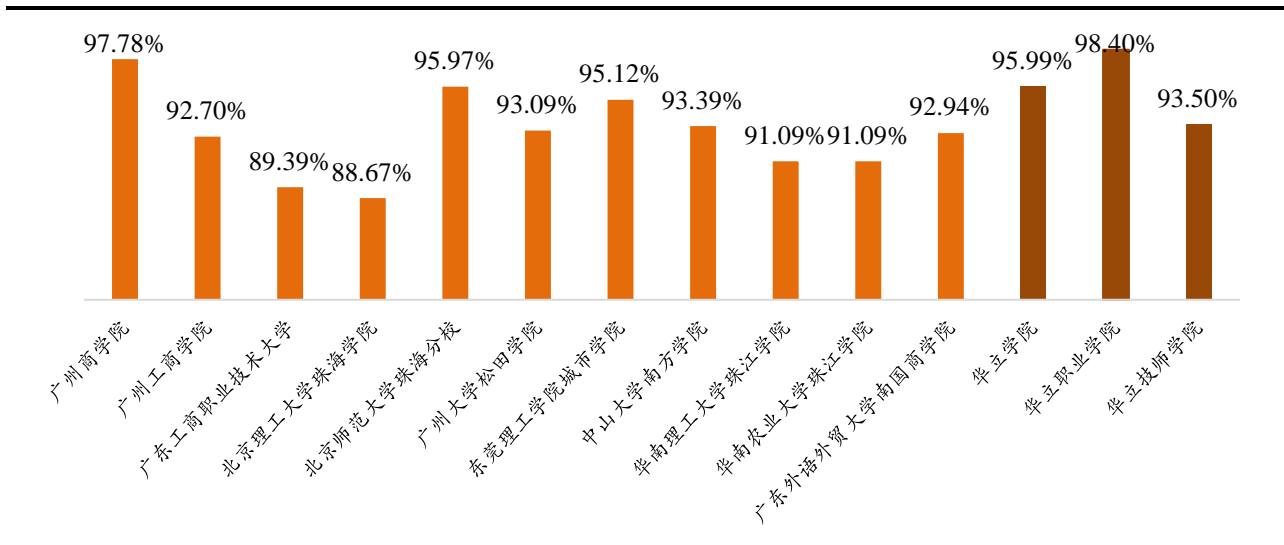
资料来源：公司官网、广证恒生

重视就业指导，鼓励创新创业。华立大学的每所学校都设有毕业生就业办公室，主要负责事务有：第一，制定、整合、核实及报告毕业生就业指导策略；第二，向就业指导人员提供培训；第三，为学生安排就业指导讲习；第四，为毕业生探寻及开发相关就业市场；第五，组织岫岩招聘事务；第六，记录毕业生就业情况。专业的就业指导，促进了就业信息的交流和沟通，利于毕业生准确定位、顺利就业。此外，华立大学重视培养学生的创新创业精神，设有学生创新创业指导综合系统，协助学生参与各项创新创业项目。为鼓励学生通过创业磨炼实践技能，学校为学生提供免费的租金场地、打造真实的商业环境，学生可使用自行筹备的资金成立企业并享有经营所得收入。截止2019年8月31日，集团内三所学校共有约200名学生参与超50个创新创业项目，成绩显著。

实现高就业率，排名行业前列。凭借以职场为导向的课程设置，专业的就业安置服务和密切的校企合作机制，各学校实现高初次就业率。以2017/2018学年为例，华立学院、华立职业学院及华立技师学院的初次就业率分别高达95.9%，93.5%，98.4%，在同类学校中名列前茅。从2019年广东教育厅公布的高校初次就业率数据看，华立学院就业率为95.99%，显著高于多数同类民办院校。同时，学校也得因良好的就业成绩，得以继续吸引更多学子，形成良性循环。

图表47 2017/2018 学年各学校初次就业率


资料来源：公司招股书、广证恒生

图表48 2019 年广东省内部分民办高校就业率情况


资料来源：公司官网、广证恒生

图表49 广东省民办高校薪酬榜

排名	民办本科、独立学院、中外合作大学名称	2018 届月均收入 (元)	与 2017 届排名对比	与 2016 届排名对比
1	香港中文大学 (深圳)	11458.33	—	—
2	北师大-香港浸会学院	6378	↓ 1	↓ 1
3	华南理工大学广州学院	5571.58	—	—
4	北京师范大学珠海分校	5483	—	↓ 2
5	吉林大学珠海学院	5061.84	—	—
6	北京理工大学珠海学院	5003	↓ 4	↓ 2
7	电子科技大学中山学院	4805.68	↓ 4	↑ 1
8	东莞理工学院城市学院	4549.85	—	↑ 1
9	广东东软学院	4528.12	—	↑ 4
10	广东工业大学华立学院	4527	0	↑ 4
11	中山大学新华学院	4434	↓ 5	↓ 1
12	广东培正学院	4233	↓ 7	—
13	广东科技学院	4087	↓ 6	↑ 3
14	广州商学院	4040	↓ 2	↓ 8
15	广东海洋大学寸金学院	3961	↓ 1	—
16	广东财经大学华商学院	3888	↓ 5	↓ 1
17	中山大学南方学院	3727	↓ 13	↓ 10
18	华南农业大学珠江学院	3652	↓ 10	↓ 6
19	广东白云学院	3625	↓ 10	↓ 16

资料来源：南方教育智库、广证恒生

3.1.3 管理优势：集中管理+优质团队，实现管理高效率

遵循集中管理制度，复制成功模式。集团遵循统一的教学理念经营旗下三所学校，基于每位学生的教育程度和个人需求提供注重实践的教育方式。为保持教育服务的质量，学校建立集中管理制度，统一管理学校的各个方面，包括集中管理架构、财务预算、市场推广、招生及人才储备等。集中管理制度有利于三所学校整合资源，实现规模经济，优化协同效应，降低运营成本，在满足不断增多的学生要求之余，依然保持一贯的教学质量和实施一致的教学策略。在未来，当集团不断扩张，收购或建立新校时，该套成功制度也可加以复制。

图表50 集中管理制度具体内容

方面	具体措施
集中管理架构	所有学校采用一套统一的业务标准及流程，各校长根据统一的业务标准主持日常管理事务。各校校长由多名副校长协助，每名副校长负责学校运营的一个或多个方面，包括教学、学生入学、实习与就业服务、学生事务、人力资源及总务。

集中财务及预算管理	集团财务部负责根据预算管理制度管理整体财务及预算，派遣财务职员到各个学校管理财务事宜。同时，各学校成立预算管理组，直接向本集团财务办公室汇报。各校校长及负责财务事务的副校长，在集团财务办公室批准的预算范围内，有权批准日产各业务过程产生的支出。非业务过程产生的特殊事项须经过本集团财务办公室批准。
集中市场营销及招生	集团营销部负责制定所有学校的营销策略，提升学校的市场知名度。并建立各学校间的市场营销及招生联盟，进行统一的市场营销及招生活动以强化三所学校的业务协同效应。例如，华立技师学院的学生通过成人高等学校招生全国统一考试，可报读双文凭课程，同时修读华立职业学院的大专课程并考取华立职业学院的大专文凭。
集中的人才储备及统一的企业文化	集团建立一套统一的人才储备政策。制定各学校的组织架构，并采取一套统一的政策选拔人才担任各学校组织架构内的各个管理职位。同时，采用一套统一的业绩评估标准，评估学校营运各方面的表现，定期检查以确保学校保持一致的高质量教学。

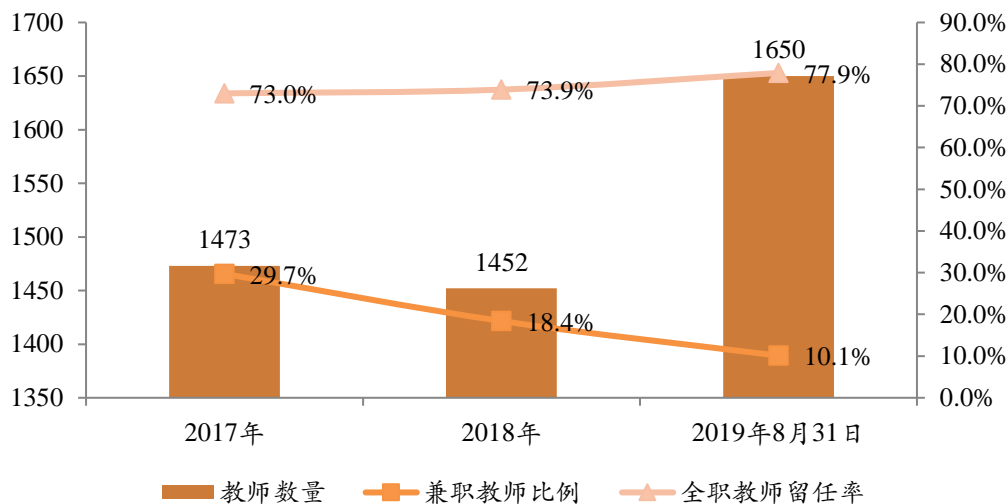
资料来源：公司招股书、广证恒生

组建高级管理团队，从业经验丰富。华立大学的高级管理团队办学经验丰富，充分了解中国民办高等教育行业。集团董事会负责本集团的整体管理及战略发展，创办人兼董事长张智峰先生有超过 18 年管理民办大学和职业学校的经验，十分熟悉中国民教市场。张智峰先生也曾获得多个表彰其对教育作出的贡献的奖项，包括广东省教育促进会民办教育委员会颁授的民办学校董事长突出贡献奖及中国管理科学研究院、中国未来研究会及北京大学教育学院联合颁发的 2005 全国杰出教育创新人物等。此外，集团董事长兼副总裁董小麟先生也在民办大学从事学术与管理工 作逾 20 年，经验丰富。管理团队深耕教育行业多年，具备较高的行业素养和丰富的从业经验，是集团未来良性发展的重要支持之一。

3.1.4 师资力量：数量扩充+能力培养，保障教学高质量

教师规模逐年扩大，全职比率增加。学校主要招聘在理论与实践上均有经验和造诣并持有必要学历证书和专业资质的教师，及在相关行业有工作经验的教师。学校除了在各学年初招募新教师，也会邀请行业专家担任学校的客座教员或教授。学历认证上，目前，学校的教师约有 85.9% 的教师持有学士或以上学位，30.8% 的教师持有硕士或以上学位，良好的教师素养一定程度上保障了学校的教育质量。教师数量上，一方面，随着学校知名度的提升和学生数量的扩大，师资力量也在持续扩充。截止到 2019 年 8 月 31 日，集团总共已有 1650 名教师，相较 2017 年新增 177 名；另一方面，学校教师的兼职率在不断减少，从 2017 年的 29.7% 下降至 2019 年的 10.1%，而全职教师的留任率在逐年上升，目前已达 77.9%，反映出学校对教师的吸引力和留住人才的能力在稳步提高。

图表51 学校教师数量、兼职教师比例和全职教师留任率



资料来源：公司招股书、广证恒生

重视教师培训与评估，保障教育质量。集团一直以来都非常重视提升教师的教育素养和能力，努力使教师具备更多必要的行业专业知识和实践经验，改善教学方法，为此，学校定期开展教师培训项目。要求新聘教师必须参加强化的培训项目，以熟悉学校管理规章和磨砺教学技能；现任教师也需持续参加培训，以了解市场需求的变化，学习先进的教学理论和教学标准等。此外，通过在暑假期间向企业派遣教师进行培训、借调和其他在职培训、海外游学，教师有更多机会接触教育行业的新理念和新方法，提高自己的专业水准。另外，学校于每学期末对教师表现进行考核和评估，评估方面包括教师的道德品质、教学能力、学科专业知识、工作态度、多个个性化目标等。评估结果会纳入教师总薪酬待遇的考量，以此形成激励效应。总体上，通过规范化的教师培训和评估活动，学校教师得以不断优化自身的教育方法，以良好的工作态度更好的帮助学生实现目标。

3.2 看成长：内生扩建稳定能见度高，转设+升本+并购预期贡献弹性

3.2.1 扩容计划：内部扩建与海外拓展，壮大规模

扩建原有院校，壮大经营规模。集团计划通过内部扩容的方式，增加学校规模，以扩大招生人数。具体计划为：第一，扩建华立学院；第二，于增城与云浮市增建楼宇扩建华立职业学院；第三，于江门市新建一所专科院校，实施江门专科院校项目，以提供高等教育及职业教育并可颁授教育部认可的大专文凭。通过这三项扩张计划，学校可增加容纳能力以匹配未来增加招生人数的增长策略，并平衡各所学校间的招生人数和使用率，增强集团在华南民办高教与职教市场的竞争力，实现快速发展。

图表52 学校三大扩建计划详细内容

建设项目	预计建设时间	预计扩建规模	预计投资额
华立学院扩建项目			
第一期：宿舍楼及活动保障楼	2018年4月至2020年第一季度	预计学院总建筑面积将增加约95122平方米，可额外容纳2200名学生。	约3.959亿元
第二期：教学楼及文体楼	2018年12月至2020年第一季度		
华立职业学院扩建项目			
增城：实验楼及宿舍楼	2017年5月至2020年第二季度	预计增城校区总面积将增加58,971平方米，可额外容纳约3900名学生。	约2.377亿元
云浮：教学楼、实验楼、文体中心、门楼及研发大楼	2017年9月至2019年第四季度	预计云浮校区总面积将增加122106平方米。	约2.325亿元
江门专科院校项目			
第一期：教学楼、现代工业生产技术中心、宿舍楼及配套设施	2020年第二季度完成	第一期建设后学校可容纳约2500名学生	约5.95亿元
第二期：教学楼、现代工业生产技术中心、宿舍楼	2021年第一季度完成	第二期建设后学校可容纳5600名学生	

资料来源：公司招股书、广证恒生

进驻海外市场，成立加州学校。为拓展海外网络，进一步扩大办学规模和提高学校声誉度，集团计划在美国加利福尼亚州成立高等教育机构。2017年6月，集团已于美国加利福尼亚州成立USA Huali Education Services LLC 作为华立大学集团的间接全资附属公司并负责加州学校的日常运营管理。预计将在加州学校开设国际会计学学士及国际商务学学士的专业/学位课程，最初就读人数约20人。预计加州学校将在2021年9月左右投入运营。加州学校若能顺利开办，将助力华立大学集团占据海外市场，并发挥与中国学校的协同效应，是集团扩张计划的重大战略之一。

图表53 建立加州学校的关键时间节点



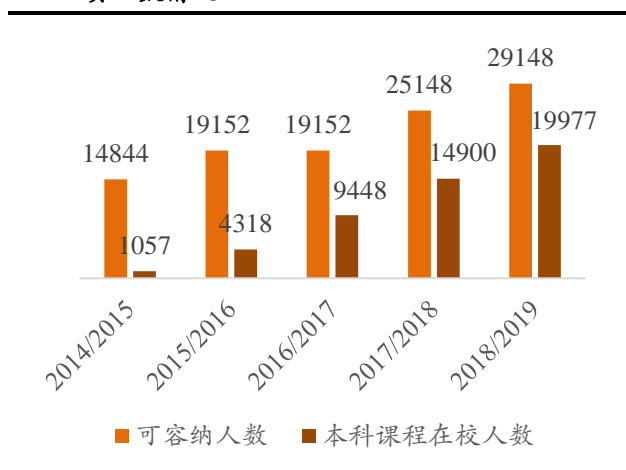
资料来源：公司招股书、广证恒生

3.2.2 转设升本：独立学院转设+学校专升本预期，拓展成长弹性

集团计划将华立职业学院升级为本科院校。根据公司招股书，集团将把华立职业学院，包括增城校区和云浮校区，从提供三年专科教育的学校转设为提供四年本科教育的学校。“专升本”计划由来已久。2017年1月，教育部发布《关于十三五时期高等教育设置工作的意见》，要求对高等教育机构进行科学规划；同年3月，广东省教育厅发布《关于编制省高等学校设置十三五规划有关问题的通知》。华立职业学院在广东省十三五规划中，已被纳入广东省五所要升级为本科的专科院校之一。但由于在2019年，根据《国家职业教育政策改革方案》，广东省部分院校将原定于十三五规划期间完成的升本工作推迟至十四五规划期间，即2022年。目前，依照广东省出台的相关规定，华立技师学院的优质专业会计专业已经率先升级为本科专业，集团预计在十四五规划期间，根据有关法律法规及政府部门的最新要求，有序地完成整个院校的升本工作。

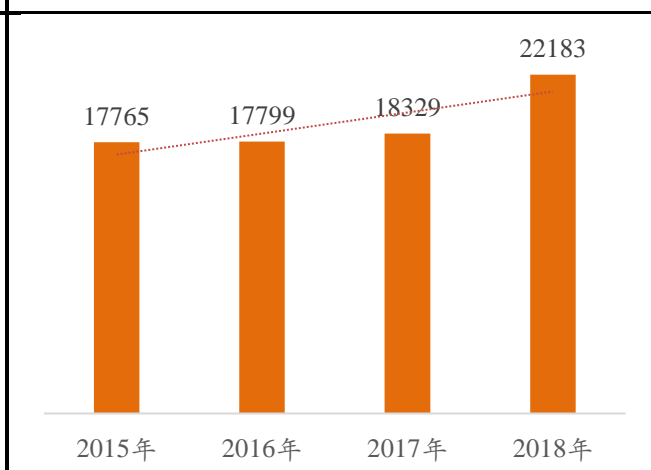
专升本的顺利完成将利于优化办学层次，实现学费与生源双线增长。专科升级为本科的具体影响可参考中国科培旗下的广东理工学院。受益于2014年学校成功升格为全日制普通本科高等院校，广东理工学院近年来表现亮眼。2017年，广东理工学院在华南民办高教市场排名第一，市场份额为2.6%。从学生人数上看，第一，可容纳人数由2014/2015学年的14844人增长到2018/2019学年的29148人，增多14303人；第二，本科课程人数逐年增加，到2018/2019学年，学院的本科课程在读人数已将近20000人，同比增幅达到34.1%。从学费情况看，本科部分收取的学费逐年增长，到2018学年大约我22183元。对比学院内其他课程，如大专课程和成人教育课程，本科课程学费最高且保持明显增长趋势。从集团盈利看，自广东理工学院成功转设为本科专业后，集团的营收和净利润都实现较快增长，毛利率更是持续保持高位，由2015年的64%增长到目前的逾70%。总的来说，待云浮校区的建设与学院的转设落地后，华立大学集团将拥有两个本科院校，一个专科院校和一个技师院校，集团的办学层次将进一步优化。此外，集团也有望从转设中获益，壮大办学规模，扩大学费收入和整体利润，进一步巩固集团在华南民办高教市场的优势地位。

图表54 广东理工学院可容纳人数和本科课程在读人数情况



资料来源：中国科培招股书、广证恒生

图表55 广东理工学院本科课程平均学费(元/学年)



资料来源：中国科培招股书、公司公告、广证恒生

图表56 广东理工学院本科课程和专科课程学费情况

项目	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019
本科课程	17500-18000	17500-18000	18000-19500	18800-30000	21800-30000
大专课程	11600-12800	11600-28000	12100-28500	14100-28500	15800-28500
在校成人大学课程	6400-9200	6400-9200	6400-9200	5900-10700	5900-10700
校外成人大学课程	--	--	2400	2400	2400

资料来源：中国科培招股书、广证恒生

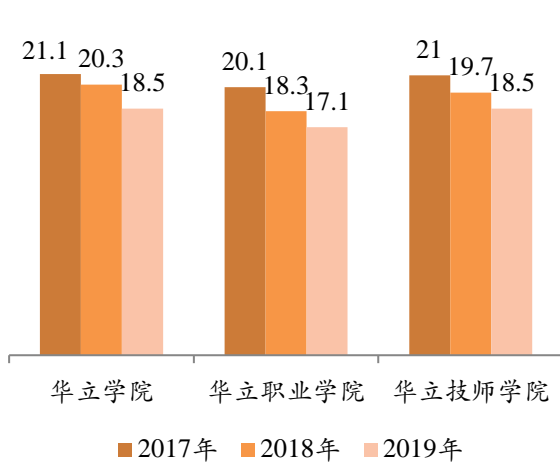
此外，集团也计划将下属学校申请注册为营利性民办学校。自 2018 年以来，集团已与广东工业大学就是否将华立学院注册为民办学校进行沟通，并已以书面形式确认。由于目前广东省并无专门关于独立学院转设为独立民办大学的专门改制标准，集团将主要根据教育部颁布的《普通本科学校设置暂行规定》进行相关改革，以达到转制要求。就目前华立学校的情况而言，仍存在一定的合规风险，例如全日制师生比过高，每名学生的占地面积过少等，需采取针对性的调整措施。根据公司招股书，集团计划在 2025 年 4 月前备案将华立学院注册为营利性民办学校的申请，12 月前获得教育部批准。**总体而言，就目前华立学院仍有部分条件未达到转设标准，我们认为集团有望通过扩建&扩张方式，保持学校在学生人数、教学面积达标，进而实现内生发展以及顺利完成转设。**

图表57 华立学院目前不达《普通本科学校设置标准》的具体内容

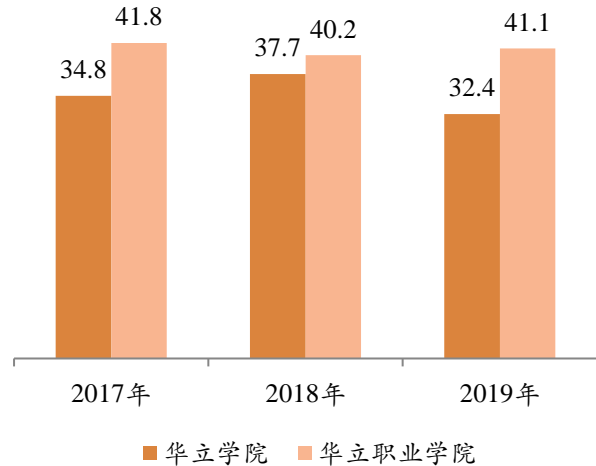
主要标准	目前情况	未来计划
全日制学生人数与教师人数之比不超过 18:1。	截止 2019 年 8 月 31 日，华立学院的全日制学生师生比为 18.5:1。	计划自 2021/2022 学年起至 2024/2025 学年，策略性减少华立学院的就读学生人数至 12000 人。
每名学生的占地面积不少于 60 平方米。	截止 2019 年 8 月 31 日，华立学院的每名学生占地面积约 32.4 平方米。	计划于 2021 年 9 月前增购占地面积约 230000 平方米的土地使用权
每名学生所占教学及行政建筑面积不少于 20 平方米。	截止 2019 年 8 月 31 日，华立学院每名学生所占教学及行政建筑面积约 6.2 平方米。	计划通过华立学院扩建计划，扩大华立学院。计划在 2024 年 9 月前，增建教学及行政楼，总建筑面积约 74350 平方米。
每名学生所占建筑面积不少于 30 平方米。	截止 2019 年 8 月 31 日，华立学院每名学生所占建筑面积约 15.5 平方米。	

资料来源：公司招股书、广证恒生

图表58 各学校师生比例
图表59 学校占地面积与学生人数比率



资料来源：公司招股书、广证恒生



资料来源：公司招股书、广证恒生

3.2.3 收购战略：利用政策红利，寻求外延机会

除了内增与转设，集团还计划实施收购策略，以进一步扩大学校规模。根据集团战略，计划收购的院校大致可分为两个大类，一是独立学院，二是未来有升级为本科院校资质的大专院校。根据国家政策，未来全国将有大批独立学院需要脱钩和转设，这意味着一些潜在的收购标的或将释放，为集团带来外延机会。目前，集团的收购团队已经前往各个省份的高校进行考察和调研。在地区选取方面，集团不仅关注广东省，也会考虑中国其他省份，例如河南省、四川省、山东省、江苏省等，及东南亚和北美洲的新学校。在选择新校址及潜在的收购目标时，集团将充分研究人口分布、潜在需求、收入趋势、地区经济、地区政府支持度等多个方面，力求寻找到最合适的扩张机会。

3.2.4 量价齐驱：增加在读人数，有序提升学费

根据最新招生规划，学校新招学生将稳步增大。第一，本科院校方面，华立学院2020学年新招学生预计为6300人，2021/2022学年预计招收7000新生，大约增多700人。就学生总额而言，2021学年的毕业生是4800人左右，学院整体上将多增近2200人。第二，专科院校方面，由于江门校区将在2021/2022学年投入使用，学生人数将会大幅增加。预计该学年新增招生人数在7400人左右。第三，技师学院方面，预计2020/2021学年新招学生4200人，2021/2022学年新招4600人，该年毕业学生2700人，因此也将会有近2000的新增在校学生。总体上，今明两学年，三个学校的新生人数和在校人数都会有不同程度的增长，学校成长性明显。

集团将不断扩大学费收入，优化学费来源。目前，广东省已经放款了有关学费的审批和备案的各项规定，因此，学费的制定越来越倾向于市场行为。集团下属三所学校的学费仍有优化空间，增长确定性较强。第一，本科院校方面，集团已经确定每两年将对学费进行10%的增长。根据这一策略，2021学年，华立学院本科平均学费将达到29000元左右，高于目前的26000元。第二，专科院校方面，预计下一学年将有3%-5%的调整，学费水平有所提升；第三，技师学院方面，鉴于该细分市场激烈竞争，为保证学院对广大学生的吸引力，下一学年的学费将保持不变。整体上，集团已经建立一套灵活的定价政策，可不断优化学费来

源, 扩大公司收入和盈利水平。特别是, 在未来华立技师学院升级为本科后, 学校在扩大招生规模的同时, 也能进一步提升学院学费, 增加公司收入。

3.3 同业对比: 同行表现优异, 公司仍具发展潜力

为更好得分析华立大学集团在华南民办高等教育和职业教育市场的运营情况和行业地位, 本文选取华南地区三个已上市的民办高教集团: 中教控股、中国科培、中汇集团, 与华立大学进行对比研究。

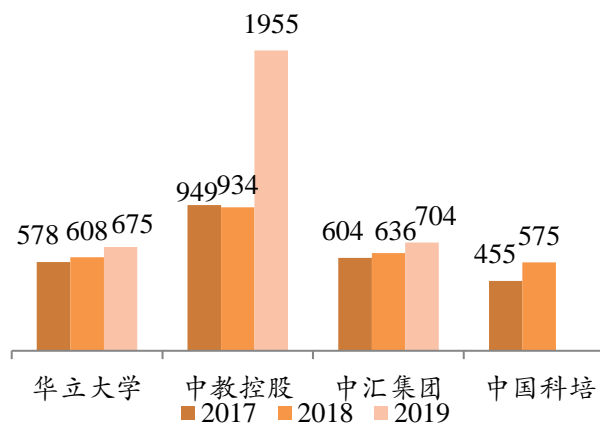
图表60 中教控股、中国科培、中汇集团公司简介

公司	简介
中教控股	中教控股是一家中国领先大型民办高等教育集团, 运营数所最顶尖及久享盛誉的民办高等教育机构, 专注于通过创新提供优质教育。集团目前在中国和澳大利亚运营十所学校, 其中在中国六个省份/直辖市(江西, 广东, 河南, 陕西, 山东和重庆)运营六所高等教育学校(江西科技学院, 广东白云学院, 重庆翻译学院, 广州松田学院, 山东泉城学院和松田职业学院)以及三所职业教育学校(西安铁道学院, 郑州城轨学校及白云技师学院), 和在澳大利亚悉尼运营一所高等教育学校(国王学院)。
中国科培	公司为华南地区一家领先的民办高等教育营办商, 专注于专业型教育。公司的历史可追溯至2000年, 自此公司在教育行业累积多年经验。公司在广东省肇庆开办了两所学校: 1、广东理工学院——一所具备学位授予权的本科院校, 提供本科、大专及成人教育课程; 2、肇庆学校——一所提供涵盖11个专业的中等职业教育的职业学校, 该等专业包括汽车服务、电子商务及机电技术应用。
中汇集团	按2017/2018学年商务专业总入学人数计, 公司是大湾区最大的民办商科高等教育集团, 及拓展国际市场的早期先行者。公司于中国运营两家民办高等教育机构及于澳大利亚墨尔本运营一家民办职业教育机构。公司位于中国的所有高等教育机构均深深扎根于广州(属于大湾区的一部分), 公司以培养专业人才为使命, 向学生提供国际化的学习交流机会, 培养学生的实践技能, 助力学生未来的职业发展

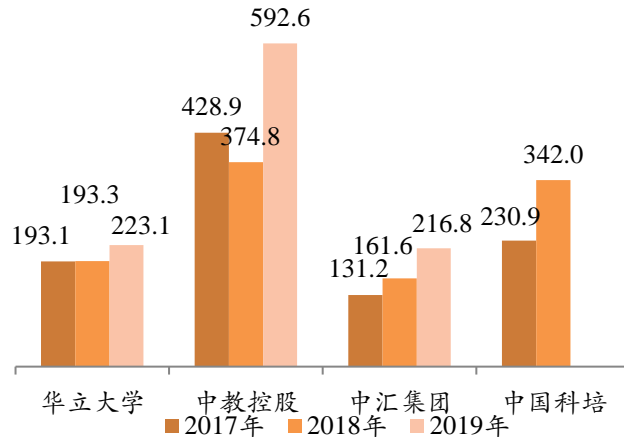
资料来源: 公司官网、Wind、广证恒生

财务方面, 从收入端看,2017-2019年, 得益于华南地区整体教育行业的发展, 本文选取的四家民办高校集团的营业收入整体上都呈持续上升态势。其中, 中教控股保持明显龙头优势, 2019年实现营业收入高达19.55亿元, 较2018年同比增长109.31%, 其余三家集团的收入情况差距相对较小, 华立大学排名第三。**从利润端看,**中教控股同样处于领先地位, 2017/2018/2019三年的公司净利润分别为4.29/3.74/5.93亿元, 显著高于其他集团。以毛利率比较, 中国科培的毛利率最高, 接近68%; 华立大学的毛利率三年来保持稳定在55%左右; 中汇集团实现的毛利率在这四所集团中处于最低, 但有逐年上升趋势。**从费用端看,**华立大学的期间费用率较高, 但2019年有明显下降, 目前期间费用率在22.81%左右, 相较其他企业仍有下降空间。总体而言, 华南地区的这四家民办高校企业近年都有较好的发展态势, 其中, 中教控股具有领先优势。从收入和利润看, 华立大学整体上排位第三, 但基于其逐年增长的利润情况和有下降空间的费用情况,

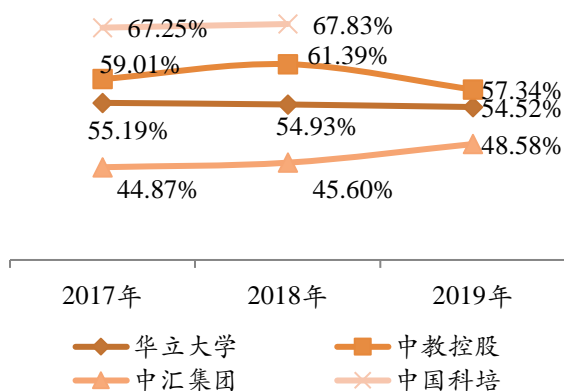
相信其未来有较好的发展潜力。另外，比较部分民办高校和教育集团的生师比情况，除民生教育的生师比显著大于平均水平之外（32.1: 1），大部分同类院校的生师比在 17-21 左右。

图表61 同行企业营业收入对比(百万元)


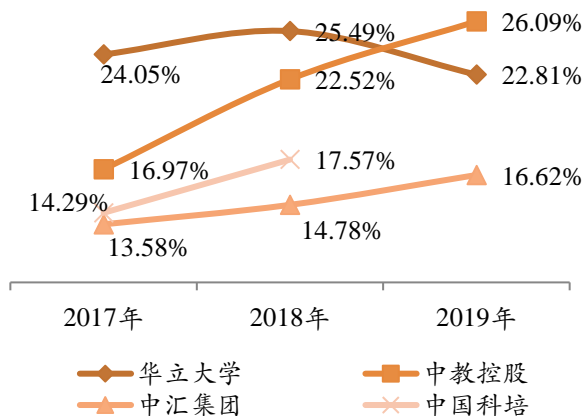
资料来源：Wind、公司年报、广证恒生

图表62 同行企业净利润对比(百万元)


资料来源：Wind、公司年报、广证恒生

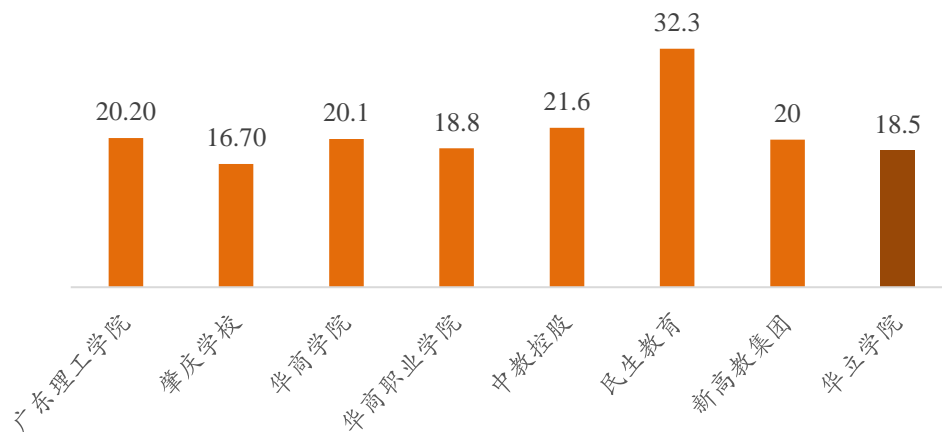
图表63 同行企业毛利率对比


资料来源：Wind、公司年报、广证恒生

图表64 同行企业期间费用率对比


资料来源：Wind、公司年报、广证恒生

图表65 部分民办院校及教育集团生师比情况



资料来源：公司官网、Wind、广证恒生

4. 盈利预测与估值

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 2.99/3.83/4.79 亿元，对应 PE 为 12.3/9.6/7.6 倍，结合行业平均估值以及考虑公司成长性预期，给予公司 2020 年 20 倍 PE，对应还有 62% 的股价空间，首次覆盖，给予强烈推荐评级。

图表66 可比公司估值表

证券代码	证券简称	总市值	PE-TTM	PE-2020	PE-2021
0839.HK	中教控股	228.69	34.86	25.67	21.41
1890.HK	中国科培	94.04	20.26	17.34	14.46
1765.HK	希望教育	116.67	36.96	19.21	15.97
0382.HK	中汇集团	53.97	22.49	18.20	14.71
平均值			28.6	20.1	16.6

资料来源：Wind、广证恒生

5. 风险提示

- (1) 政策风险
- (2) 招生人数不达预期风险
- (3) 校区扩张不达预期风险
- (4) 专升本进度缓慢风险



盈利预测与估值模型:

财务报表预测及比率分析

资产负债表						利润表							
会计年度	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	648.34	623.66	453.58	1563.99	2249.08	3334.51	营业额	578.17	608.01	674.80	813.81	964.69	1123.67
应收账款	4.88	2.77	1.32	4.06	4.81	5.60	销售成本	258.80	273.63	307.01	365.36	418.19	481.32
预付款项、按金及其他	84.31	15.25	24.66	25.07	32.49	36.23	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	7.97	8.34	13.29	12.42	14.72	17.15
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	73.17	76.08	93.83	102.81	121.87	141.96
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	57.12	70.11	45.95	48.80	45.65	42.56
流动资产总计	737.53	641.68	479.56	1593.12	2286.38	3376.34	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1495.06	1866.31	2598.50	2402.24	2377.64	2190.37	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	250.00	250.00	150.00	营业利润	181.12	179.84	214.72	284.41	364.25	440.68
无形资产	1004.34	975.35	1102.49	1002.07	968.32	901.24	其他非经营损益	13.57	20.27	12.29	15.38	15.38	15.38
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	税前利润	194.69	200.11	227.01	299.79	379.62	456.06
其他非流动资产	136.66	139.40	146.29	228.72	211.16	193.60	所得税	1.60	6.79	3.95	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2636.06	2981.07	3847.28	3883.03	3807.12	3435.21	税后利润	193.09	193.33	223.06	299.79	379.62	456.06
资产总计	3373.58	3622.75	4326.83	5476.15	6093.50	6811.56	归属于非控制股东	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	143.80	89.80	0.40	0.00	0.00	0.00	归属于母公司股东	193.09	193.33	223.06	299.79	379.62	456.06
应付账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	343.28	364.55	371.56	1012.84	1201.19	1370.53
其他流动负债	1021.41	803.40	1435.29	1406.22	1643.94	1905.94	NOPLAT	236.64	243.17	256.72	333.22	409.90	483.24
流动负债合计	1165.21	893.20	1435.69	1406.22	1643.94	1905.94	EPS(元)	0.16	0.16	0.19	0.25	0.32	0.38
长期借款	856.00	766.00	1078.91	1078.91	1078.91	1078.91							
其他非流动负债	487.87	605.71	231.33	231.33	231.33	231.33							
非流动负债合计	1343.87	1371.71	1310.24	1310.24	1310.24	1310.24	主要财务比率						
负债合计	2509.07	2264.91	2745.93	2716.46	2954.18	3216.18	会计年度	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
股本	0.33	0.33	0.33	300.33	300.33	300.33	成长能力						
储备	864.18	1357.51	1580.57	2159.57	2159.57	2159.57	营收增长率	0.07	0.05	0.11	0.21	0.19	0.16
留存收益	0.00	0.00	0.00	299.79	679.41	1135.48	EBIT增长率	-0.08	0.07	0.01	0.28	0.22	0.17
归属于母公司股东权益	864.51	1357.84	1580.90	2759.69	3139.31	3595.38	EBITDA增长率	-0.06	0.06	0.02	1.73	0.19	0.14
归属于非控制股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	税后利润增长率	-0.05	0.00	0.15	0.34	0.27	0.20
权益合计	864.51	1357.84	1580.90	2759.69	3139.31	3595.38	盈利能力						
负债和权益合计	3373.58	3622.75	4326.83	5476.15	6093.50	6811.56	毛利率	0.55	0.55	0.55	0.55	0.57	0.57
							净利率	0.33	0.32	0.33	0.37	0.39	0.41
							ROE	0.22	0.14	0.14	0.11	0.12	0.13
							ROA	0.06	0.05	0.05	0.05	0.06	0.07
							ROIC	0.14	0.19	0.16	0.15	0.17	0.23
							估值倍数						
							P/E	18.46	18.44	15.98	11.89	9.39	7.81
							P/S	6.16	5.86	5.28	4.38	3.69	3.17
							P/B	4.12	2.62	2.25	1.29	1.14	0.99
							股息率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
							EV/EBIT	1.63	1.09	2.54	1.40	-0.43	-2.51
							EV/EBITDA	1.20	0.81	1.87	0.48	-0.15	-0.91
							EV/NOPLAT	1.73	1.21	2.70	1.47	-0.44	-2.59

数据来源: 同花顺iFIND

团队成员介绍:

肖明亮: 江西高安人, 武汉大学会计学硕士, 目前担任 TMT 负责人, 传媒和教育行业负责人, 5 年传媒行业研究经验。持续跟踪覆盖文化传媒和教育领域, 在文娱、教育、营销服务、出版发行等细分领域积累了较丰富的研究经验, 重视产业链研究分析。

叶锐: 广东梅州人, 华东师范大学法学硕士, 具有新财富团队实习及大型泛娱乐上市公司投资部工作经验, 3 年产业和行业研究经验, 主要研究教育及泛娱乐方向。



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

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。