

# 人次收入增长强劲，自建并购轻资产多路径持续成长

——希望教育 20 财年年报点评

【事件】11月29日希望教育发布2020年财报（20200101-20200831），截至20年8月31日止12个月实现收入15.68亿元，同比增长45.3%；税后净利润为4.56亿元（yoy+33.5%）；调整净利润5.76亿元（yoy+60.8%）。

## 核心观点

- 学生规模持续提升，收入增长强劲。2019/2020 学生人数为 140125，yoy+62.9%，剔除四所新并购学校，原有学校学生人数达到 104151 人，内生增长 yoy+21.1%。在人次增长的带动下，公司收入达到 15.68 亿元，同比增长 45.3%。产能利用率的提升达到 86.9%（yoy+5%），推升经调整毛利率为 52.4%（yoy+5.4%）。
- 集团化运营效果持续改善，费用端表现优异。20 财年管理费用率为 12.5%，同比下降 4.8%，规模效应逐步显现。销售费用率为 3.9%，同比提升 1.5%，增长主要由于公司加大力度支持新校区招生。融资成本进一步降低，从 14.4% 下降到 13.3%。公司在所得税的处理上，按照预提 15% 的所得税，净利润为 4.56 亿元（yoy+33.5%）。
- 受益政策和扎实的招生能力，在校生人次持续提升。20/21 学年在校生达 194554（yoy+38.8%，不含南昌影视），剔除英迪大学为 180076（yoy+28.5%）。受益于集团的管理输出，新收购的河南鹤壁、苏州托普和银川能源新招生人数平均增长率为 91.6%，最高为 166.9%，整合效果显著。
- 自建+并购+轻资产输出，21 财年保持高增长。甘肃白银、河北威县、江西樟树和重庆忠县已完成土地拨付，建设工作稳步推进。首单海外并购英迪大学、南昌影视传播职业学院于 21 财年成功并表。同时 10 月 12 日公告拟与 A 股世纪鼎利签署股权转让及定增协议，有望快速构建轻资产输出模式。

## 财务预测与投资建议

- 公司内生增长强劲，新院校并表后，我们上调学生人次规模，在新的财报口径下 21-23 年收入为 23.2/28.3/34.2 亿元，归母净利润为 7.18/9.61/12.70（原预测 21/22E 为 8.26/9.22 亿元），21 年可比公司调整后平均 PE 为 17.6x，公司龙头地位稳固同时预期增速高于行业维持 10% 溢价，对应市值 165 亿港元，目标价 2.28 港元。维持“买入”评级。

## 风险提示

- 招生进程不及预期、新并购院校整合效果不及预期

### 公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,079	1,568	2,324	2,826	3,418
同比增长	4.8%	45.3%	48.2%	21.6%	21%
营业利润（百万元）	362	537	845	1,131	1,494
同比增长	127%	49%	57%	34%	32%
调整后净利润（百万元）	358	576	838	1,081	1,389
同比增长	14%	61%	45%	29%	29%
每股收益（元）	0.07	0.07	0.10	0.13	0.18
毛利率	46.7%	49.6%	51.0%	56.0%	60.8%
净利率	31.7%	29.1%	30.9%	34.0%	37.2%
净资产收益率	7.5%	8.0%	11.2%	13.0%	14.7%
市盈率（倍）	36.6	27.4	17.4	13.0	9.9
市净率（倍）	2.7	2.2	2.0	1.7	1.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

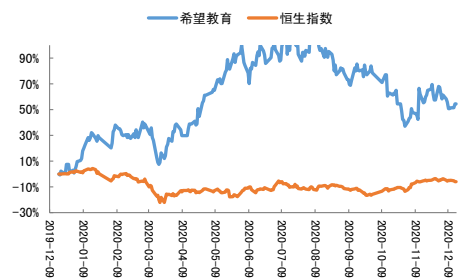


东方证券  
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持(维持)

股价（港元 20201215）	2.05
目标价格（港元）	2.28
52 周最高价/最低价（港元）	2.93/1.29
总股本（千）	7229
港股市值（亿港元）	148
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2020 年 12 月 16 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	2.5%	-0.5%	-14.2%	53.3%
相对表现	3.6%	0.2%	-20.2%	58.0%
恒生指数	-1.1%	-0.7%	6.0%	-4.7%



资料来源：WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 项雯倩  
021-63325888\*6128  
xiangwenqian@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860517020003

**证券分析师** 李雨琪  
021-63325888-3023  
liyuyi@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520050001

**证券分析师** 吴丛露  
wuconglu@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520020003

**联系人** 詹博  
021-63325888\*3209  
zhanbo@orientsec.com.cn

### 相关报告

内生外延持续成长，利润增长超预期：希望教育 2020-04-07 教育年报点评

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 投资建议

公司内生增长强劲，新院校并表后，我们上调学生人次规模，在新的财报口径下 21-23 年收入为 23.2/28.3/34.2 亿元，归母净利润为 7.18/9.61/12.70 亿元（原预测 21/22E 为 8.26/9.22 亿元）。延续首次覆盖报告的估值方法，我们选取可比公司分别为宇华教育（6169.HK）、中教控股（0839.HK）、东方教育（0667.HK）、民生教育（1569.HK）、中汇集团（0382.HK），21 年可比公司调整后平均 PE 为 17.6x，公司集团化运营能力强，产业资源积累深厚，增速高于行业，维持 10%溢价，对应市值 165 亿港元，目标价 2.28 港元。维持“买入”评级。

**表 1：可比公司估值**

公司	代码	最新股价（人民币）		市值		
		2020/12/16	百万元	2021E	PE	22/21yoy
宇华教育	6169.HK	5.62	18,358	1,273	14.4	14.9%
中教控股	0839.HK	12.06	25,634	1,272	20.1	25.1%
东方教育	0667.HK	13.66	29,850	1,216	24.6	24.4%
民生教育	1569.HK	0.93	3,912	524	7.5	14.8%
中汇集团	0382.HK	6.70	6,860	375	18.3	33.7%
平均					17.6	22.6%
希望教育						34%

数据来源：wind、东方证券研究所

## 风险提示

### ➤ 招生进程不及预期

疫情影响下，招生计划推迟，可能会对招生计划的实现产生负面影响。

### ➤ 新并购院校整合效果不及预期

新并购学校管理难度大，存在整合效果不及预期的可能。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,690	2,894	3,626	4,344	5,666	营业收入	1,079	1,568	2,324	2,826	3,418
应收账款	9	5	5	5	5	营业成本	(575)	(791)	(1,139)	(1,242)	(1,341)
预付账款	31	56	56	56	56	其他收入	264	240	240	240	240
存货	721	909	1,347	1,638	1,982	销售费用	(26)	(61)	(91)	(111)	(134)
其他						管理费用	(186)	(195)	(243)	(296)	(358)
<b>流动资产合计</b>	<b>3,508</b>	<b>3,958</b>	<b>5,127</b>	<b>6,136</b>	<b>7,803</b>	其他费用	(35)	(52)	(46)	(57)	(68)
长期股权投资	4,564	5,065	5,809	6,499	6,836	融资成本	(155)	(209)	(209)	(240)	(273)
固定资产	0	268	268	268	268	应占合营企业亏损	(4)	10	10	10	10
在建工程	596	590	590	590	590	营业利润	362	537	845	1,131	1,494
无形资产	219	212	214	207	218	汇兑损益					
其他	421	532	532	532	532	认股权证公允价值变动					
<b>非流动资产合计</b>	<b>7,348</b>	<b>8,458</b>	<b>9,034</b>	<b>9,716</b>	<b>10,064</b>	<b>税前利润</b>	<b>362</b>	<b>537</b>	<b>845</b>	<b>1,131</b>	<b>1,494</b>
<b>资产总计</b>	<b>10,857</b>	<b>12,416</b>	<b>14,161</b>	<b>15,853</b>	<b>17,867</b>	所得税	(20)	(81)	(127)	(170)	(224)
短期借款	806	404	598	727	880	<b>净利润</b>	<b>342</b>	<b>456</b>	<b>718</b>	<b>961</b>	<b>1,270</b>
应付账款	1,143	1,308	1,938	2,356	2,850	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他	1,132	1,590	1,609	1,621	1,635	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>342</b>	<b>456</b>	<b>718</b>	<b>961</b>	<b>1,270</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3,143</b>	<b>3,368</b>	<b>4,211</b>	<b>4,771</b>	<b>5,431</b>	<b>调整后净利润</b>	<b>358</b>	<b>576</b>	<b>838</b>	<b>1,081</b>	<b>1,389</b>
长期借款	1,594	1,670	1,670	1,670	1,670	每股收益	0.07	0.07	0.10	0.13	0.18
应付债券	6	6	6	6	6						
其他	1,417	1,566	1,750	1,920	2,003						
<b>非流动负债合计</b>	<b>3,149</b>	<b>3,361</b>	<b>3,545</b>	<b>3,716</b>	<b>3,799</b>						
<b>负债合计</b>	<b>6,291</b>	<b>6,730</b>	<b>7,756</b>	<b>8,487</b>	<b>9,231</b>						
<b>夹层股本</b>											
实缴资本	454	493	493	493	493						
储备	3,338	4,339	4,339	4,339	4,339						
公司拥有人应占权益	1,224	1,343	2,062	3,023	4,293						
非控制性权益	3	3	3	4	4						
<b>股东权益合计</b>	<b>4,565</b>	<b>5,686</b>	<b>6,405</b>	<b>7,366</b>	<b>8,636</b>						
<b>负债、夹层股本和股东权益</b>	<b>10,857</b>	<b>12,416</b>	<b>14,161</b>	<b>15,853</b>	<b>17,867</b>						

现金流量表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	490	456	718	961	1,270
折旧摊销	164	164	164	164	164
财务费用	171	0	0	0	0
投资损失					
营运资金变动	(51)	980	405	269	317
其它	(143)				
<b>经营活动现金流</b>	<b>631</b>	<b>1,600</b>	<b>1,287</b>	<b>1,394</b>	<b>1,751</b>
资本支出	(1,023)	(1,273)	(740)	(846)	(512)
长期投资					
其他	(842)	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,865)</b>	<b>(1,273)</b>	<b>(740)</b>	<b>(846)</b>	<b>(512)</b>
债权融资	172	213	184	171	83
股权融资	(60)	0	0	0	0
其他					
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(65)</b>	<b>1,214</b>	<b>184</b>	<b>171</b>	<b>83</b>
汇率变动影响					
<b>现金净增加额</b>	<b>(1,232)</b>	<b>1,541</b>	<b>731</b>	<b>718</b>	<b>1,323</b>

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	4.8%	45.3%	48.2%	21.6%	21.0%
营业利润	126.8%	48.6%	57.3%	33.8%	32.1%
归属于母公司净利润	13.8%	60.8%	45.5%	29.0%	28.6%
<b>获利能力</b>					
毛利率	46.7%	49.6%	51.0%	56.0%	60.8%
净利率	31.7%	29.1%	30.9%	34.0%	37.2%
ROE	7.5%	8.0%	11.2%	13.0%	14.7%
ROIC	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	57.9%	54.2%	54.8%	53.5%	51.7%
净负债率	23.8%	25.0%	22.0%	19.6%	17.4%
流动比率	1.12	1.18	1.22	1.29	1.44
速动比率	1.12	1.18	1.22	1.29	1.44
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	240.4	208.7	208.7	208.7	208.7
存货周转率					
总资产周转率	3,621.2	2,850.4	2,193.9	2,019.8	1,881.8
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.07	0.07	0.10	0.13	0.18
每股经营现金流	(0.18)	0.23	0.10	0.10	0.18
每股净资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值比率</b>					
市盈率	36.6	27.4	17.4	13.0	9.9
市净率	2.7	2.2	2.0	1.7	1.4
EV/EBITDA	17.2	16.8	11.9	9.1	7.1
EV/EBIT	13.9	13.3	9.8	7.7	6.1

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)