

审慎增持 (维持)

02001.HK 新高教集团

港股通 (深)

目标价: 6.50 港元

现价: 4.82 港元

内生维持高增速, 培训业务启航

2020年12月25日

预期升幅: 35%

主要财务指标

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	722	1,509	1,735	1,974
同比增长(%)	-33.7	109.2	15.0	13.7
净利润(百万元)	197	591	694	860
同比增长(%)	-54.2	199.9	17.4	24.0
毛利率(%)	40.0	48.6	49.0	49.5
净利润率(%)	27.3	39.2	40.0	43.6
净资产收益率(%)	7.5	20.8	20.9	22.0
EPS(元)	0.11	0.37	0.43	0.54
每股股息(分)	4.2	11.0	12.9	16.1

数据来源: 公司财报、兴业证券经济与金融研究院; 注: 2020年为截止2020.8.31八个月的数据

市场数据

日期	2020.12.24
收盘价(港元)	4.82
总股本(亿股)	15.9
总市值(亿港元)	76.4
净资产(亿元)	25
总资产(亿元)	65
每股净资产(元)	1.57

数据来源: Wind

相关报告

《经营状况改善, 估值吸引力大》20200512
《释放内生潜力, 估值已处低位》20200330
《降负债、调结构、保增长》20190827
《增长核心动能不改, 静待政策落地企稳》20190402
《内生增长动力仍足, 终止收购影响有限》20181028
《内生增长强劲, 学生人数大幅提升》20180904
《独立学院的整合抢跑者, 目标清晰脚踏实地》20180710
《高速扩张的应用型高等教育集团》20180416
《三家教育公司今日正式进入深港通》20180305

海外教育研究

分析师:

宋健

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

联系人:

周灵珮

zhoulingpei@xyzq.com.cn

SAC: S0190119070056

投资要点

- **维持“审慎增持”, 维持目标价 6.5 港元:** 公司的收购布局早, 截至 20/21 学年学生人数已超 12.5 万人, 学费低提升空间大, 职教政策扶持学额增速快, 公司期内对内进一步收购河南及广西学校少数股权, 对外收购培训机构“云专修”, 预计未来三年仍将保持约 25% 的行业领先的内生增速。不考虑公司未来每年自建或并购 1-2 所的学校, 我们预计 2021-2023 年收入为 15.1/17.35/19.74 亿元, 归母净利达 5.65/6.6/8.3 亿元。维持“审慎增持”评级, 维持目标价 6.5 港元, 对应 2021/2022 年 PE 为 16/14 倍。
- **公司调整至 8/31 财年, 调整后 FY20 收入+77.8%。** 公司调整财年结算日至 8 月 31 日。得益于 2019 年下半年收购湖北学校, 以及公司集团化运营效率凸显、学生人数及学费标准持续上升, 公司截至 2020 年 8 月 31 日止 12 个月的收入达 12.9 亿元, 同比+77.8%; 毛利率同比+4.7pct 至 47.7%; 净利润达 4.8 亿元, 同比+124.3%, 表现亮眼。若不考虑疫情影响的退费, 公司主营收入达 13.3 亿元, 同比+82.9%; 其中学费同比增 87.4% 至 12 亿元。
- **在校学生人数稳步增长, 生均学费水平提升空间大; 考培业务启航。** 2020/21 学年公司旗下在校学生人数达 12.57 万人, 同比+10.7%。2020/21 学年公司旗下学校平均学费达 1.15 万元/年, 同比+4.4%, 但较同业偏低, 未来预计将稳步提升。此外, 公司期内辅业多点开花, 考培收入+68.3% 至三千万。公司新收购的“云专修”将于 FY21 放量。届时, 公司培训规模有望进一步扩大, 实现协同发展。
- **独立学院转设稳步推进, 平稳过渡分类登记影响:** 2018-2020 年公司有效税率为 8.1%、11.4%、11.9%, 稳步提升以应对分类登记后税率影响。公司 FY20 (调整) 销售/行政/融资费用率分别-0.1pct/-1.5pct/-3.2pct, 净利率达到 37.3%, 在集团化办学效率提升情况下, 费用率端不断改善。由于公司重视教学质量, 预计毛利率将维持, 但甘肃及湖北独立学院转设预计于 21H1 完成, 届时独立学院利润率仍有提升空间。

风险提示: 1)、举办者权益变更不及预期; 2)、聘用及留任的合格教师数不及预期; 3)、招收数量少于预期; 4)、中国教育政策变动; 5)、VIE 架构政策风险。

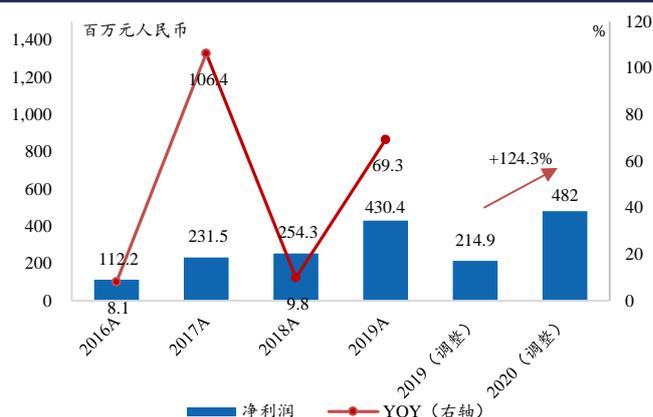
报告正文

- **公司调整至 8/31 财年，调整后 FY20 收入+77.8%**。公司调整财年结算日至 8 月 31 日。得益于 2019 年内下半年完成收购湖北学校，以及公司集团化运营效率凸显、学生人数及学费标准持续上升，公司截至 2020 年 8 月 31 日止 12 个月的收入达 12.9 亿元，同比+77.8%；毛利率同比+4.7pct 至 47.7%；净利润达 4.8 亿元，同比+124.3%，表现亮眼。若不考虑疫情影响的退费，公司主营收入达 13.3 亿元，同比+82.9%；其中学费同比增 87.4% 至 12 亿元。
- **在校学生人数稳步增长，生均学费水平提升空间大；考培业务启航**。2020/21 学年公司旗下在校学生人数达到 12.57 万人，同比提升 10.7%。2020/21 学年公司旗下学校平均学费达 1.15 万元/年，同比+4.4%，但较同业偏低，未来预计将稳步提升。此外，公司期内辅业多点开花，考培收入+68.3% 至三千万。公司新收购的培训机构“云专修”将有 FY21 放量。届时，公司培训规模有望进一步扩大，实现协同发展。
- **独立学院转设稳步推进，平稳过渡分类登记影响**：2018-2020 年公司有效税率分别为 8.1%、11.4%、11.9%，稳步提升以应对分类登记后税率提升影响。公司 FY20（调整）销售费用率/行政费用率/融资费用率分别 -0.1pct/-1.5pct/-3.2pct，净利率达到 37.3%，在集团化办学效率提升情况下，费用率端不断改善。由于公司重视教学质量，预计公司毛利率将维持，但甘肃及湖北独立学院转设预计于 21H1 完成，届时独立学院利润率仍有提升空间。
- **维持“审慎增持”，维持目标价 6.5 港元**：公司的收购布局早，截至 20/21 学年学生人数已超过 12.5 万人，学费低提升空间广，职教政策扶持学额增速快，公司期内对内进一步收购河南及广西学校少数股权，对外收购培训机构“云专修”股权，预计未来三年仍将保持约 25% 的行业领先的内生增速。不考虑公司未来每年自建或并购 1-2 所的学校，我们预计 2021-2023 年收入为 15.1/17.35/19.74 亿元，归母净利达 5.65/6.6/8.3 亿元。维持“审慎增持”评级，维持目标价 6.5 港元，对应 2021/2022 年 PE 为 16/14 倍。

图 1、公司营业收入及同比增长



图 2、公司净利润及同比增长



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理；注：由于公司修改财年结算日，FY20 财报经审核数据为截止 2020 年 8 月 31 日止 8 个月的经营数据，调整数据为截止 8.31 止 12 个月的经营数据

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、公司报表及经调整 FY20 业绩

财年	FY19	FY20	2019 (经调整)	2020 (经调整)	YOY
单位: 百万元	截至 2019.12.31 止年度	截至 2020.8.31 止 8 个月	截至 2019.8.31 止年度	截至 2020.8.31 止年度	
收入	1089.221	721.644	726.9	1292.4	77.8%
成本	546.582	432.997	414.6	675.7	63.0%
毛利	542.639	288.647	312.3	616.7	97.5%
毛利%	49.8%	40.0%	43.0%	47.7%	+4.7pct
其他收益	163.09	74.678	132.1	164.6	24.6%
销售开支	13.957	10.476	10.2	16.4	60.8%
销售费用率	1.3%	1.5%	1.4%	1.3%	-0.1pct
行政开支	84.891	42.308	60.1	88.5	47.3%
行政费用率	7.8%	5.9%	8.3%	6.8%	-1.5pct
其他开支	27.208	10.512	46.2	16.8	-63.6%
融资成本	93.806	76.388	87.5	113.3	29.5%
融资费用率	8.6%	10.6%	12.0%	8.8%	-3.2pct
EBITDA	716.9	402.5	446.7	821.6	83.9%
EBITDA%	65.8%	55.8%	61.5%	63.6%	+2.1pct
除税前溢利	485.867	223.641	240.4	546.3	127.2%
税	55.513	26.546	25.5	64.3	152.2%
税率	11.4%	11.9%	10.6%	11.8%	+1.2pct
净利润	430.354	197.095	214.9	482	124.3%
净利率	39.5%	27.3%	29.6%	37.3%	+7.7pct

资料来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、公司现金及等价物与净现金

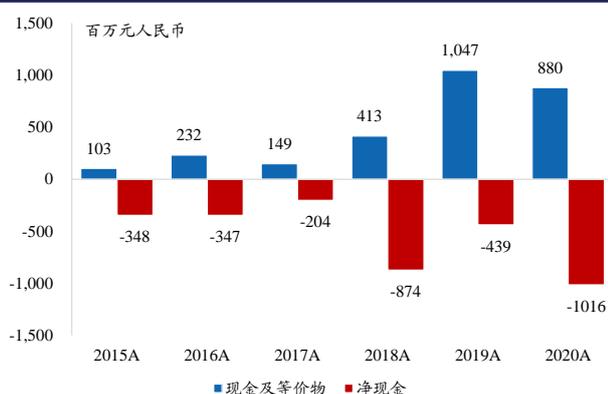
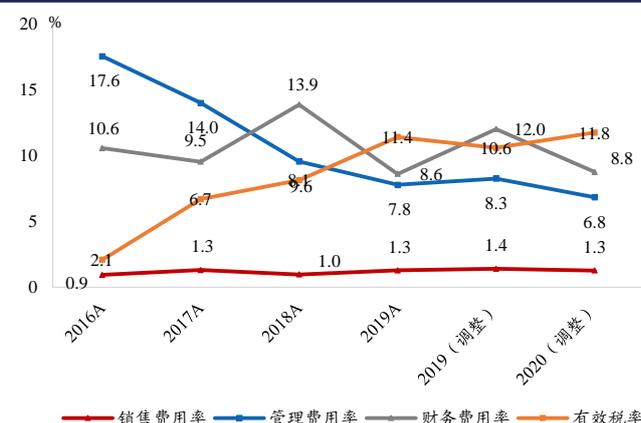


图 4、公司费用率水平



资料来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理; 注: 2020 财年为截止 8.31 数据, 其余为截止 12.31 数据

资料来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、公司在校学生人数

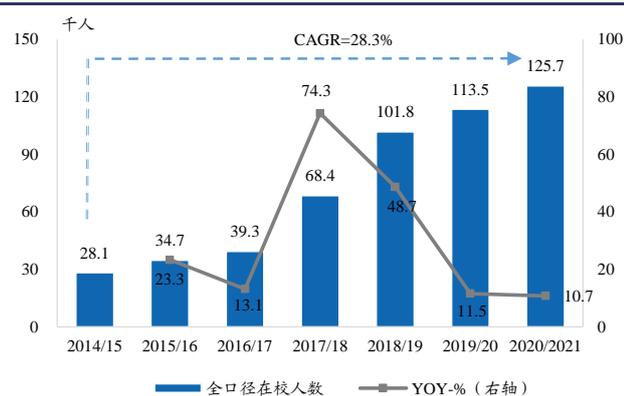
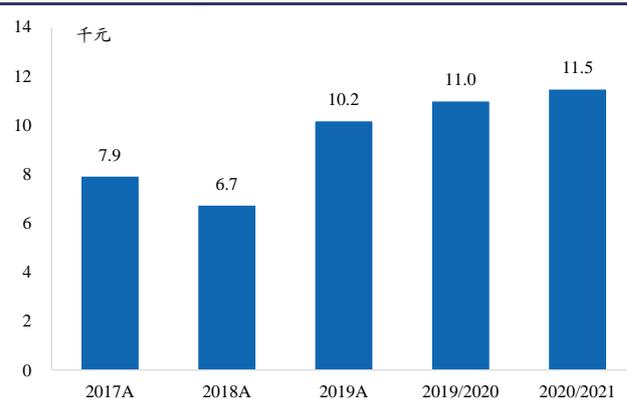


图 6、公司生均学费水平



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理；注：2019/2020、2020/2021年数据为新财报公布，其余为推算

- **风险提示：** 1)、举办者权益变更不及预期；2)、聘用及留任的合格教师数不及预期；3)、招收数量少于预期；4)、中国教育政策变动；5)、VIE 架构政策风险。

附表

百万元人民币				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1137.6	1447.1	1988.6	2650.0
现金及等价物	608.2	825.1	1331.8	1956.5
预付款项、按金及其他应 收款项	139.5	232.2	267.0	303.6
非流动资产	4103.8	4849.6	4719.0	5047.6
物业、厂房及设备	3100.7	3429.2	3646.9	3854.2
投资物业	213.7	213.7	213.7	213.7
预付土地租赁款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他无形资产	241.7	241.7	241.7	241.7
资产总计	5856.6	6494.7	7253.8	8122.5
流动负债	2057.9	2216.5	2450.0	2670.3
递延收入	274.0	573.1	658.9	749.5
其他应付款项及应计费用	1019.9	866.2	993.3	1097.3
计息银行及其他借款	728.0	728.0	728.0	728.0
非流动负债	1296.0	1353.9	1384.8	1421.3
借款	1167.8	1167.8	1167.8	1167.8
其他非流动负债	4.0	5.0	6.0	7.0
递延收入	32.6	90.6	121.5	157.9
负债合计	3353.9	3570.4	3834.9	4091.6
股本	1056.0	1056.0	1056.0	1056.0
储备	2319.1	2714.6	3179.8	3759.0
非控股权益	182.6	208.7	238.1	270.9
股东权益合计	2502.7	2924.3	3418.9	4031.0
负债及权益合计	5856.6	6494.7	7253.8	8122.5

百万元人民币				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	197.1	591.1	694.0	860.3
折旧和摊销	155.0	171.5	182.3	192.7
预付、应收款项	-35.5	-92.7	-34.7	-36.7
财务开支净额	76.4	89.5	85.7	76.2
递延收入	-455.9	370.2	137.4	152.6
经营活动产生现金流量	311.7	975.9	1191.8	1349.2
已收利息	9.8	13.3	21.5	31.6
资本性支出	-300.0	-500.0	-400.0	-400.0
投资活动产生现金流量	-300.0	-500.0	-400.0	-400.0
派息	-64.7	-169.5	-199.4	-248.2
融资活动产生现金流量	267.9	-259.0	-285.1	-324.5
现金净变动	279.5	216.8	506.7	624.7
现金的期初余额	559.0	608.2	825.1	1331.8
现金的期末余额	608.2	825.1	1331.8	1956.5

百万元人民币				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	721.6	1509.3	1735.2	1973.7
营业成本	433.0	775.8	885.0	996.7
毛利	288.6	733.5	850.3	977.0
销售费用	10.5	21.9	25.2	28.7
管理费用	42.3	114.7	130.1	144.1
其他收入	74.7	205.1	224.8	300.0
营业利润	300.0	764.3	879.8	1062.8
融资成本	76.4	89.5	85.7	76.2
所得税	26.5	83.7	100.1	126.3
利润总额	197.1	591.1	694.0	860.3
经调整净利润	197.1	591.1	694.0	860.3
少数股东损益	22.2	26.1	29.4	32.8
归母公司净利润	174.9	565.0	664.6	827.4
调整后EPS(元)	0.13	0.38	0.45	0.56

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长性(%)				
营业收入	-33.7	109.2	15.0	13.7
净利润	-54.2	199.9	17.4	24.0
盈利能力(%)				
毛利率	40.0	48.6	49.0	49.5
净利率	27.3	39.2	40.0	43.6
偿债能力(%)				
流动比率	33.7	54.2	55.3	65.3
速动比率	21.4	26.3	29.6	37.2
营运能力(次)				
应付账款周转率	1.5	1.7	1.7	1.8
应收账款周转率	5.9	6.5	6.5	6.5
每股指标(元)				
每股经营现金	0.2	0.6	0.8	0.9
每股净资产	1.6	1.9	2.2	2.6
估值比率(倍)				
PE	38.2	11.8	10.1	8.1
PB	2.7	2.3	2.0	1.7

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、浦江中国控股有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、日照裕廊股份有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司、生兴控股(国际)有限公司、正荣服务集团有限公司、正荣地产集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。