

# 希望教育 (01765.HK)

## 内生强劲，规模稳增，上市及激励费用影响业绩

**内生增长强劲+新增拓普带动收入和扣非后净利润较快增长。**公司 2018H1 主营收入 5.28 亿元、同增 38%，其中学费收入 4.52 亿元、同增 42%；其他收入 1.06 亿元，同增 73%，其中政府补贴同比增加 800 万元、关联方贷款利息收入增加 2560 万。归母净利润 1.33 亿元、同降 2%，调整净利润 1.92 亿元（剔除一次性上市费用 1153 万及以权益结算的购股权开支 4719 万元）、同增 37.8%。从量价来看，期末八所学校在校人数同增 46%至 7.35 万（不考虑拓普并表增加 1.25 人，内生增长 21.3%）；学费较去年同期基本稳定。

**师资本增加+折旧增加致毛利率下滑，上市及股权激励费用影响业绩。**2018H1 毛利率 49.3%，同降 5.4 Pcts，主要由于员工成本增长 75%（收购拓普+增加师资致老师数量增长 24%，以及薪酬支付方式变化致人均薪酬上升）、折旧摊销增长 49%（新增四川托普建筑投资以及天一和晋祠等建筑物完工增加折旧）、管理费增长 27%（独立学院学费收入增加）。费用率方面，销售费用率同降 1.1PCT 至 1.7%，主要得益于广告和营销开支降低；管理费用率同增 9.9PCTS 至 21.3%，主要由于新增 1153 万元上市开支及 471 万元购股权开支；融资成本率增加 4.4PCTS 至 20.3%，主要由于短期贷款增加 3.2 亿，非流动贷款增加 6.7 亿。实际税率同降 10PCTS 至 1.5%，主要由于去年同期有一次性土地增值税。综合来看，中期业绩表现受上市及股权激励费用影响较大，其中上市为一次性支出，购股权开支影响共计 1.5 亿。公司上市后已开始偿还部分贷款，预计下半年融资成本有望下降。

**招生理想+扩张有序，在校人数有望保持较快增长。**截至目前 2018 学年新生数创历史新高，不考虑尚未报到的学生，招生人数已超去年总和。公司正在扩建天一学院和贵州应用技术学院，并计划扩建山西晋祠学院、西南交大希望学院和四川文化传媒职业学院。同时，天一学院专升本顺利推进进入评估阶段，公司已完成必要硬件投入。外延方面，公司已并表四川托普，该校已被列入四川省“十二五”升本计划，计划在未来 5 年内完成专升本工作；2018 年 5 月公司与地方政府签订合作建设广东现代农业职业学院，预期将于 2020 年取得有关批准。该校预期分四期建设，首三期将于取得批准后三年内完成，第四期则将应“专升本”课程要求完工，预期将于第一期完工后招募学生，三年内累计招收 1 万名学生。

**投资策略。**希望教育作为国内第二大民办高教龙头，伴随《民促法实施条例》的落地与执行，高校分类管理及收购过程（特别是独立学院）有望加速，中长期看公司有望在此过程中凭借卓越并购整合能力和融资能力扩大份额，上市募集资金进一步强化公司资金实力。综合考虑待摊销的购股权成本，下调公司 2018/19 年净利润至 2.43/4.82 亿人民币（原为 3.42/5.10 亿）、维持 2020 年盈利预测 6.09 亿人民币，对应 EPS0.04/0.07/0.09 元人民币（原 0.05/0.08/0.09 元）。基于此得到 DCF 合理估值 1.94 港元。目前送审稿尚未落地，我们根据政策落地后的压力测试，基于最悲观情景假设得到 DCF 估值结果为 1.61 港元（收购进度/土地等、未考虑独立学院管理费停止），现价 1.66 港元，已充分反映了送审稿可能带来的负面影响，而实际执行有望好于悲观情景假设，形成中长期向上趋势，因此维持买入评级。

**风险提示：**《民促法实施条例》终稿及分地方民促法尚未落地，存政策不确定性风险；扩张速度不达预期；行业竞争加剧，致盈利能力下降风险。

财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	652	804	1,083	1,453	1,682
增长率 yoy%	26.7	23.3	34.7	34.2	15.7
净利润 (百万元)	155.0	212	243	482	609
增长率 yoy%	137.7	36.6	15.0	97.8	26.6
EPS (摊薄/元)	0.02	0.03	0.04	0.07	0.09
净资产收益率 (%)	31.3	30.9	6.6	11.6	12.8
P/E (倍)	62.0	45.4	39.4	19.9	15.8
P/B (倍)	19.4	14.1	2.6	2.3	2.0

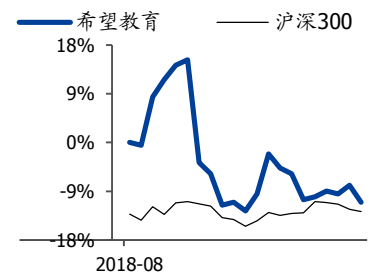
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

### 股票信息

行业	教育
前次评级	买入
最新收盘价	1.66
总市值(百万)	11,066.67
总股本(百万)	6,666.67
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	

### 股价走势



### 作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 邵璟璐

执业证书编号：S0680518030006

邮箱：shaojinglu@gszq.com

联系人 赵雅楠

邮箱：zyn@gszq.com

### 相关研究

1、《希望教育 (01765.HK)：高教巨擘，资本新贵》

2018-08-03



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	1651	1044	3654	3376	3896
现金	143	181	2690	2265	2633
应收账款及票据	0	0	0	0	0
其他应收款	1331	854	950	1100	1250
衍生金融工具及短投	0	0	0	0	0
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	177	8	14	11	13
<b>非流动资产</b>	2951	4551	4839	5447	5766
权益性投资	0	143	143	143	143
固定资产	2219	3195	3399	3890	4067
无形资产	269	600	705	832	984
其他非流动资产	463	613	591	582	571
<b>资产总计</b>	4602	5595	8493	8823	9662
<b>流动负债</b>	2455	2098	2168	2296	2435
短期借款	910	690	600	600	600
应付账款及票据	0	0	0	0	0
其他流动负债	1545	1408	1568	1696	1835
<b>非流动负债</b>	1652	2817	2616	2331	2417
长期借款	810	1265	1319	1442	1536
其他非流动负债	842	1552	1297	889	881
<b>负债合计</b>	4107	4915	4784	4628	4851
股本	0	0	1667	1667	1667
股本溢价	0	0	1117	1117	1117
存收益	463	649	893	1374	1984
<b>归属母公司股东权益</b>	463	649	3676	4158	4767
少数股东权益	32	30	32	37	43
<b>负债和股东权益</b>	4602	5595	8493	8823	9662

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	446	501	375	646	808
净利润	155	212	246	486	616
折旧摊销	89	111	121	137	153
财务费用	0	0	88	75	81
投资损失	0	0	2	0	0
营运资金变动	118	80	-82	-52	-42
其他经营现金流	84	98	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-382	-965	-417	-742	-474
资本支出	-385	-935	-564	-1025	-338
长期投资	119	497	-121	-137	-153
其他投资现金流	-116	-527	269	420	17
<b>筹资活动现金流</b>	-14	503	2550	-329	34
短期借款	0	0	-178	-75	-81
长期借款	-207	665	53	123	93
普通股增加	0	0	1667	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	193	-162	1008	-378	22
<b>现金净增加额</b>	50	39	2508	-425	369

**利润表 (百万元)**

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	652	804	1083	1453	1682
营业成本	305	392	544	699	790
营业税金及附加	3	3	4	6	7
营业费用	33	29	32	40	45
管理费用	70	89	206	161	153
财务费用	74	125	88	75	81
利息税入	3	19	22	37	37
其他非经营性损益	-23	0	0	0	0
投资净收益	0	-2	-2	0	0
<b>营业利润</b>	144	164	207	472	605
其他收益及亏损	15	66	43	34	36
<b>利润总额</b>	159	229	251	507	641
所得税	5	20	5	20	26
<b>净利润</b>	155	210	246	486	616
少数股东收益	-0	-2	2	5	6
<b>归属母公司净利润</b>	155	212	243	482	609
EBITDA	323	466	460	718	876
EPS (元)	0.02	0.03	0.04	0.07	0.09

**主要财务比率**

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	26.7	23.3	34.7	34.2	15.7
营业利润 (%)	69.2	13.3	26.7	127.7	28.1
归属母公司净利润 (%)	137.7	36.6	15.0	97.8	26.6
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	53.3	51.2	49.8	51.9	53.0
净利率 (%)	23.8	26.3	22.5	33.1	36.2
ROE (%)	31.3	30.9	6.6	11.6	12.8
ROIC	7.5	7.8	4.7	7.7	8.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	89.2	87.9	56.3	52.5	50.2
净负债比率 (%)	800.9	696.8	56.5	56.3	46.1
流动比率	0.7	0.5	1.7	1.5	1.6
速动比率	0.7	0.5	1.7	1.5	1.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	130.0	9081.7	9081.7	9081.7	9081.7
应付账款周转率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.02	0.03	0.04	0.07	0.09
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.07	0.08	0.06	0.10	0.12
每股净资产 (最新摊薄)	0.07	0.10	0.56	0.63	0.72
<b>估值比率</b>					
P/E	62.0	45.4	39.4	19.9	15.8
P/B	19.4	14.1	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	37.3	27.8	22.4	14.6	11.7

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com