

十年深耕日益壮大，高教航母扬帆起航 买入（首次）

2018年10月08日

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001
021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003

linjch@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	752.4	1049.5	1240.8	1440.7
同比（%）	22.47%	39.48%	18.23%	16.12%
归母净利润（百万元）	211.7	360.2	530.9	688.0
同比（%）	36.60%	70.14%	47.40%	29.58%
每股收益（元/股）	-	0.05	0.08	0.10
P/E（倍）	31.98	18.80	12.75	9.84

投资要点

■ **深耕民办高等教育十余载，国内第二大民办高等教育龙头：**希望教育 07 年成立，截至 17FY 拥有 3 所本科、5 所专科、1 所技师学院，按截至 17FY 在校学生人数计算，公司为中国第二大民办高等教育集团，在校学生总数 86,498 人，其中全日制学历教育学生 75,694 人。17FY 公司实现营业收入 7.5 亿元同增 22.5%；实现归母净利润 2.1 亿元同增 36.6%，净利率 28.1%。

■ **我们如何看公司的成长性？** 1) **本科：**西南希望 09 年成立，目前发展成熟，贵州商务 17/18 学年四个年级已铺满，我们预计以上两校未来保持 10% 左右稳健增长；山西晋祠 17/18 学年新校区投入使用，预计未来学生人数驱动收入端快速增长，整体看 3 所本科未来三年保持 15% 左右稳健增长预期。2) **专科&技师：**从学生人数来看，公司 16 年新建贵州应用、希望技师两校，随年级铺满未来两年人数保持高速增长；天一学校正在进行升本申请，升本后学生规模有望进一步扩大；从学费来看，16、17 年公司对部分学校进行提费，且专升本带来的结构优化也将提升生均收入，整体看我们预计 5 所专科&1 所技师学校 18 年收入端增速超 100%（17 年四川托普未并表收入，故 18 年增速较高），19、20 年保持复合 20% 以上快速增长。

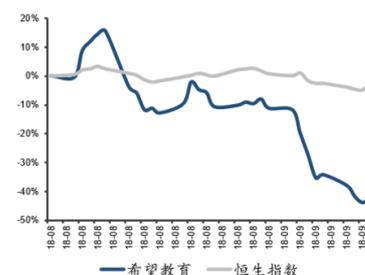
■ **我们如何看公司的护城河？** 1) 高等教育行业进入壁垒较高，行业进入存量市场，公司战略性地在我国高等教育适龄人口数量多、高等教育需求服务不足的地区实现扩张，发展潜力较大。2) 公司旗下各校初次就业率行业领先，铸造良好品牌声誉，吸引优质生源形成口碑良性循环。3) 专业团队并购&自建经验丰富：7 年间完成 5 校并购，并购后学生人数与收入双增长，投后管理能力突出；自建学校一般 7 个月内完成创办审批流程，一年内完成首期校区建设。4) 集团化管理降低运营成本：各校专业品牌化，集中投资降低成本。5) 实训项目与校企合作双剑合璧，护航毕业生出色就业率。

■ **财务分析：利润端：**近两年雇员成本大增是拉低毛利率的主要原因，我们预计受雇员成本影响公司 18 年毛利率或出现同比小幅下降，19 年回升，中长期来看预计毛利率保持 50% 左右稳定水平。费用率方面，销售、管理费用规模效应初现，IPO 后预计财务费用大幅降低。我们预计随未来公司收入规模持续扩大，收入快速增长叠加费用可控，公司净利率持续提升可期。**现金&有息负债：**18H1 公司账面现金余额 2.9 亿元，叠加 IPO 募资净额 27.9 亿元，目前在手资金较为充足；18H1 公司账面长短期借款合计 28.6 亿，考虑公司计划将 IPO 募资部分用于偿还借款，以及 18 年 9 月开学即将收到 18/19 学年学费现金流入，预计资产负债率将得到有效缓解。

■ **盈利预测与投资评级：**预计公司 2018-2020FY 营业收入为 10.49、12.41、14.41 亿元，同比增长 39.48%、18.23%、16.12%；归母净利润为 3.60、5.31、6.88 亿元，同比增长 70.14%、47.40%、29.58%，当前市值对应 PE 19X、13X、10X，处于可比公司较低水平。考虑公司为全国第二大民办高等教育集团，品牌优势、规模优势较为显著，当前时点给予“买入”评级。

■ **风险提示：**政策风险，提费不及预期的风险，港股波动性较大

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	1.15
一年最低/最高价	1.03/2.22
市净率(倍)	5.1
港股流通市值(百万港元)	7666.67

基础数据

每股净资产(元)	0.2
资产负债率(%)	77.90
总股本(百万股)	6666.67
流通股本(百万股)	6666.67

内容目录

1. 希望教育：十年深耕日益壮大，高教航母扬帆起航	4
1.1. 深耕民办高等教育十余载，国内第二大民办高等教育龙头	4
1.2. 股权结构稳定，VIE 架构港股上市	5
1.2. 高管团队十年深耕孜孜不倦，购股权计划绑定优质人才	6
1.4. 3 所本科发展相对成熟，5 所专科&1 所技师学院专业特色明显	8
2. 我们如何看公司的成长性？	11
2.1. 收入端：本科学校 15% 左右稳健增长预期，专科学校增长弹性较大	11
2.1.1. 3 所本科学校目前发展相对成熟，未来保持稳健增长预期	11
2.1.2. 自建/收购 3 所新校陆续贡献业绩，专科&技师学校将成为未来主要的收入增长点	13
3. 我们如何看公司的护城河？	15
3.1. 行业进入存量市场，公司现有布局省份发展空间较为广阔	15
3.2. 领先就业率构筑品牌护城河，卓越并购整合能力推动公司不断向前发展	18
3.2.1. 行业领先就业率铸造良好品牌声誉，吸引优质生源形成口碑良性循环	18
3.2.2. 丰富的并购&自建扩张经验，投后整合管理能力突出	19
3.2.3. 集团化管理模式充分发挥规模效应，降低运营成本	21
3.2.4. 实训项目与校企合作双剑合璧，提升毕业生求职能力	22
4. 财务分析	23
4.1. 规模扩张叠加费用端规模经济优势，盈利能力提升可期	23
4.2. IPO 融资及新学年收取学费贡献充沛现金流，资产负债率将得到有效缓解	25
5. 盈利预测与投资建议	25
5.1. 盈利预测	25
5.2. 投资建议	26
6. 风险提示	27

图表目录

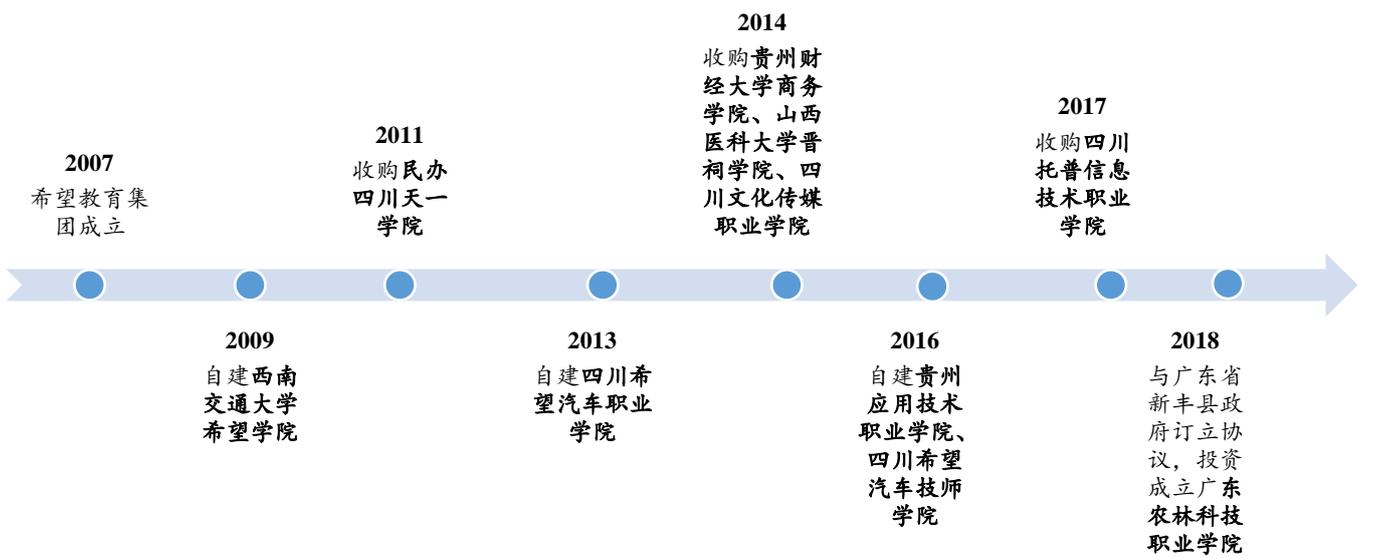
图 1: 公司发展大事记	4
图 2: 公司股权结构图	6
图 3: 我国高等教育适龄人口测算 (万人)	15
图 4: 2004-2016 年我国民办本/专科学校数量	17
图 5: 2020 年各省份高等教育适龄人口数 (单位: 万人)	17
图 6: 公司 11 年至今并购成果卓著	20
图 7: 公司高效的并购流程 (示意图)	20
图 8: 集团化管理模式充分发挥规模效应	21
图 9: 西南交通大学希望学院轨道交通实训基地	22
图 10: 四川天一学院护理实训基地	22
表 1: 2015-2018H1 公司经营情况概览 (单位: 百万元)	5
表 2: 公司管理层简历	7
表 3: 公司 18 年首次购股权计划	7
表 4: 公司 3 所本科院校情况一览	9
表 5: 公司 5 所专科院校及 1 所技师学院情况一览	10
表 6: 2015-2017 公司收入拆分 (单位: 百万元)	11
表 7: 公司旗下 3 所本科院校收入拆分 (单位: 百万元)	12
表 8: 各院校学费情况 (单位: 元)	12
表 9: 专科院校收入拆分 (单位: 百万元)	13
表 10: 各院校学费情况 (单位: 元)	14
表 11: 2008-2017 我国高等教育学校数及学生人数情况 (单位: 万人)	15
表 12: 普通本科校设置标准 (部分)	16
表 13: 2016 年各省市每百万人高校数量 (单位: 所)	17
表 14: 希望教育旗下学校初次就业率	18
表 15: 希望教育旗下部分高校历年录取情况	19
表 16: 公司部分并购学校并购后业绩表现 (单位: 百万元)	20
表 17: 公司营业成本拆分 (单位: 百万元)	23
表 18: 公司其他收益及增益拆分 (单位: 百万元)	24
表 19: 公司期间费用拆分 (单位: 百万元)	24
表 20: 公司利润端情况 (单位: 百万元)	24
表 21: 公司收入拆分预测 (单位: 百万元)	25
表 22: 可比公司估值表 (单位: 亿元)	26

1. 希望教育：十年深耕日益壮大，高教航母扬帆起航

1.1. 深耕民办高等教育十余载，国内第二大民办高等教育龙头

旗下 3 所本科+5 所专科+1 所技师学院，17FY 全日制学生人数达 75,694 人，为我国第二大民办高等教育集团。希望教育 07 年成立，截至 17FY 拥有 3 所本科、5 所专科以及 1 所技师学院，校网覆盖四川、贵州、山西三个省份。按截至 17FY 在校学生人数计算，希望教育为中国第二大民办高等教育集团，在校学生总数 86,498 人，其中全日制学历教育学生 75,694 人。17FY 公司实现营业收入 7.52 亿元同增 22.47%；实现归母净利润 2.12 亿元同增 36.60%，净利率 28.14%。18 年 5 月公司与广东省政府订立协议拟自建广州农林科技职业学院，将校网扩张至广州，并计划在 18、19 两年内收购三至四所高校以进一步扩充校网。

图 1：公司发展大事记



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 1：2015-2018H1 公司经营情况概览（单位：百万元）

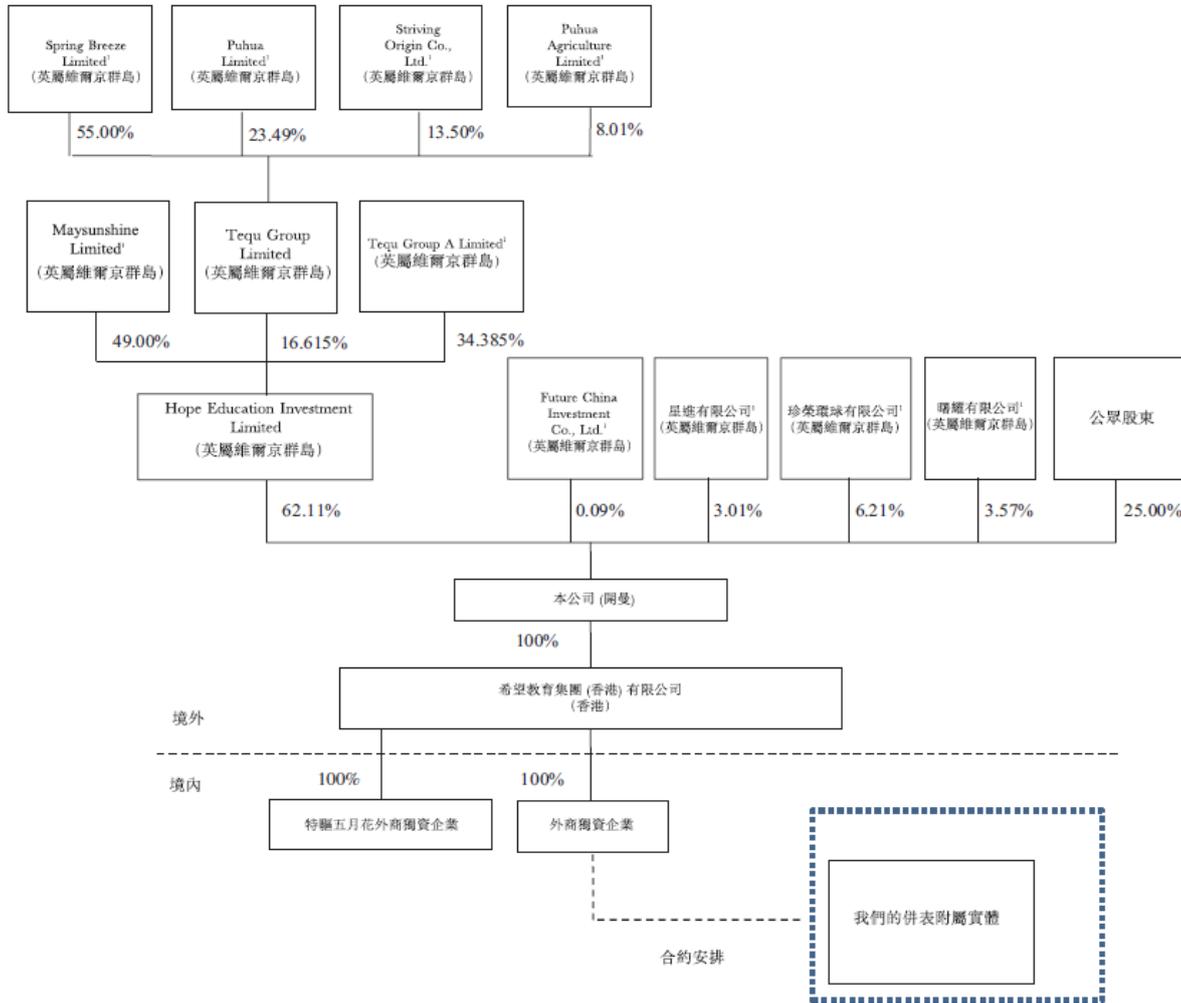
	2015	2016	2017	2018H1
账面现金	92.35	142.62	181.33	290.75
有息负债	1,562.01	1,629.00	1,879.45	2,866.79
营业收入	486.71	614.40	752.43	528.00
全日制学生人数 (人)	40,047	51,672	75,694	-
生均收入 (元/人)	12,154	11,890	11,917	-
教师人数 (人)	4,050	4,457	5,527	5,535
人均薪酬 (元/人)	22,021	25,834	28,960	21,924
<i>毛利率</i>	<i>50.65%</i>	<i>50.41%</i>	<i>47.85%</i>	<i>49.28%</i>
销售费用	34.77	32.51	29.14	9.18
管理费用	56.31	70.10	88.93	112.34
财务费用	107.77	76.82	144.51	107.33
其他收入及收益	50.09	55.37	136.38	106.04
<i>其中：政府补助</i>	<i>7.23</i>	<i>10.44</i>	<i>16.67</i>	<i>15.73</i>
除税前溢利	69.09	159.28	229.43	134.96
所得税	3.69	4.54	19.77	2.05
归母净利润	65.19	154.99	211.71	133.52
<i>净利率</i>	<i>13.39%</i>	<i>25.23%</i>	<i>28.14%</i>	<i>25.29%</i>
固定资产	1,660.65	2,219.10	3,195.36	3,450.73
预付土地租赁款	421.01	444.90	594.87	587.83
商誉	53.18	53.18	481.14	481.14
净资产	247.71	462.99	649.46	1,345.52
总资产	3,791.81	4,601.82	5,594.77	6,100.79
ROE		43.62%	38.07%	-
<i>净利率</i>	<i>13.39%</i>	<i>25.23%</i>	<i>28.14%</i>	-
<i>总资产周转率</i>		<i>0.15</i>	<i>0.15</i>	-
<i>权益乘数</i>		<i>11.81</i>	<i>9.17</i>	-

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 股权结构稳定，VIE 架构港股上市

总裁汪辉武先生合计持有公司 29.22% 股份，股权结构稳定。公司为注册在开曼群岛的豁免有限公司，通过全资子公司霍尔果斯特区五月花信息科技有限公司（WOFE）与旗下各学校签订的结构性合约控制各学校营运。各国内营运学校（VIE）将所获经济利益以服务费的形式支付至 WOFE，进而转移至公司。公司 CEO 兼总裁汪辉武先生持有 Maysunshine Limited 96% 股权，从而间接持有公司 29.22% 股份，四川特驱投资（华西希望持股 55% 的附属公司）合计持有公司 31.68% 股权，公司股权结构稳定。

图 2：公司股权结构图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 高管团队十年深耕孜孜不倦，购股权计划绑定优质人才

高管团队深耕民办教育事业经验丰富、过往成绩卓著，带领公司不断发展壮大。公司总裁汪辉武先生深耕中国民办教育行业 19 年，于 1999 年创办成都五月花计算机专业学校，后将电脑培训学校拓展至中等职业学校，而后于 2008 年迈入高等教育领域。在此发展过程中，公司逐渐培养出一代具有丰富行业经验、透彻了解我国民办教育行业的核心管理团队，过往业绩卓著，在不到十年时间内完成了 9 所高等教育学校的自建和并购，将希望教育打造为国内第二大民办教育集团，并培养出众多优秀毕业生。

表 2：公司管理层简历

姓名	年龄	学历	职位	个人简历
徐昌俊	61	硕士	董事长、执行董事	西南财经大学统计学专业硕士，曾任西华大学（前称成都师范高等专科学校）财务处长、四川省高校会计学会副会长，曾任东方希望集团有限公司财务部长、审计监察部长及投资部长、华西希望总裁助理兼副总裁并担任四川特驱投资董事及希望教育集团监事会主席、希望教育董事
汪辉武	45	本科	执行董事、 首席执行官兼总裁	四川师范大学教育学专业本科。曾任四川五月花专修学院董事长、希望教育董事兼首席执行官、西南交通大学希望学院董事、资阳五月阳光教育投资有限公司董事、四川希望汽车职业学院理事长、贵州财经大学商务学院董事、山西医科大学晋祠学院董事、四川希望汽车技师学院理事长等职位
李涛	48	硕士	执行董事、 首席战略官	天津大学土木工程专业本科，中欧国际工商学院高级工商管理专业硕士。自 2017 年 3 月 13 日担任本公司执行董事，自 2018 年 2 月 2 日起担任本公司首席战略官，同时任四川天一学院董事、贵州财经大学商务学院董事、希望教育高级副总裁、山西医科大学晋祠学院董事
蒋林	51	硕士	首席运营官、 常务副总裁	中共中央党校经济管理专业学士学位，于中国社会科学院研修企业管理，获高级经济师资格。曾任四川资阳市副市长、四川资阳市常务委员会委员
陈厚义	62	博士	高级副总裁、 教育管理委员会主任	武汉理工大学经济学博士。曾于贵州工业大学（前称贵州工学院）管理系任教，先后担任系教研室副主任、主任及系副主任等职；曾任贵州工业大学管理系党总支书记兼系副主任（主持系党政工作）、贵州工业大学党委组织部部长、贵州工业大学党委委员兼副书记；曾任贵州经济管理干部学院院长、贵州财经大学（前贵州财经学院）院长、校长及党委副书记；曾任二级教授及硕士生导师

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

18 年启动首次公开发售前购股权计划，通过股权绑定核心管理层及优秀教师。18 年 3 月 18 日，公司首次公开发售前购股权计划获批，拟向集团董事、高管、雇员、供应商等合格人士分 A、B、C 三批发行共计 470.92 百万股购股权，通过股权将承授人的个人利益与公司股东利益相绑定，利在公司长期发展。

表 3：公司 18 年首次购股权计划

承授人	购股权数目 (百万股)	授出日期	行使价格 (元/股)	行使期
对集团成功有所贡献的高级管理层、中级雇员等，A/B/C 批分别 8/222/135 人，合计 365 人	A/B/C 批分别 3.55/342.86/124.51 百万股，合计 470.92 百万股	2018/3/18	A 批 0.5911 元； B 批 0.9311 元； C 批 1.1311 元；	A 批购股权、B 批购股权-1 及 C 批购股权-1 的行使期将于归属期后开始，并于 2038 年 3 月 18 日结束；B 批购股权-2 及 C 批购股权-2 的行使期将于归属期后开始，并于 6 个月后当 B 批购股权-2 及 C 批购股权-2 归属时结束

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.4.3 所本科发展相对成熟，5 所专科&1 所技师学院专业特色明显

希望教育旗下共拥有三所本科独立学院，均已发展相对成熟。

(1) 西南交通大学希望学院为公司于 2009 年创立的第一所本科院校，被教育部门指定为应用型本科高校试点院校之一，是四川省首批三所试点院校中唯一的民办高等教育院校。该校 17/18 学年在校学生 15,129 人，其中本科 10,855 人、专科 4,274 人，本专科比例约为 7:3，17FY 实现收入 2.28 亿元，占比公司总收入约 30%。

(2) 贵州财经大学商务学院为 14 年收购，收购时并未接收原校学生和教师，而是建立新校区并于 14/15 学年开始招收新生，截至 17/18 学年该校四个年级已铺满，在校学生达 14,356 人。

(3) 山西医科大学晋祠学院为 13 年收购，是全国仅有的 12 所民办医科本科院校之一，也是当地极具有稀缺性的教育资源，该校学生人数近 3 年保持 30% 以上高速增长，17/18 学年在校人数达 4,801 人。

5 所专科学校及 1 所技师学院专业设置各具特色，多所学校尚处发展起步期。

(1) 民办四川天一学院为公司 11 年收购，该校为全国首批、西南地区第一所经教育部批准纳入国家普通高等学校的民办高校。17/18 学年在校生 11,785 人，教师 1011 名，生师比约 12:1。专业设置方面，该校前五大专业（护理、会计、工程造价管理、营销、汽车运用与维修技术）学生人数占比在校生总数超 90%，其中护理为特色专业。目前该校升本申请已被纳入四川省教育事业发展“十三五”规划，预计升本后学生数量与学费方面均有较大提升空间。

(2) 四川希望汽车职业学院为 13 年公司自建，现有在校生 4,571 人，教师 284 名，生师比约为 16:1，主要为汽车相关专业，此外该校还与清华大学、亚洲汽车大学开设合作课程，聘请外校汽车专业教师为该校提供教学培训。

(3) 四川文化传媒职业学院为 14 年收购，现有在校生 7,379 人，教师 505 名，生师比约 15:1，学前教育、建筑室内设计、音乐表现等专业为该校强势专业。

(4) 贵州应用技术职业学院为公司 16 年自建，于 16/17 学年开始招生，现有在校生 2,996 人，教师人数近 287 名，生师比约为 10:1，该校前五大专业（会计、护理、汽车测试与维修技术、电子商务、城市轨道交通运营管理）在读人数占比该校总人数的 96.4%，首批毕业生将于 18/19 学年毕业。

(5) 四川托普信息技术职业学院为公司于 17 年 12 月收购，截至 17FY 拥有在校学生 12,556 人，教师 713 名，生师比约 18:1，特色专业为软件技术、计算机网络技术等，公司于 17 年 12 月开始营运该校，17 年并无并表收入，首届毕业班将于 17/18 学年

毕业。

(6) 四川希望汽车技师学院为公司 16 年自建, 依托四川希望汽车职业学院的场地和教学资源, 现有学生 2,121 人, 教职员工 198 名, 生师比 11:1。该校目前开设技师教育课程, 学生通过国家职业资格考试后可获发技师证书, 特色专业为汽车维修、新能源汽车测试维护、汽车装饰、汽车制造等, 预计于 18/19 学年迎来首批毕业生。

表 4: 公司 3 所本科院校情况一览

学校名称	西南交通大学希望学院	贵州财经大学商务学院	山西医科大学晋祠学院
自建/收购	自建	收购	收购
自建/收购时间	2009/04	2014/04	2014/04
学校性质	本科/专科	本科	本科
学生人数 (17/18 学年)	15,129 人 (本科 10,855 人、 专科 4,274 人)	14,356 人	4,801 人
教师数量	1000 人	1038 人	491 人
生师比	15:1	14:1	10:1
学费标准 (17/18 学年)	本科 13,000-15,000 元; 专科 12,000-15,000 元	12,000 元	15,120-16,080 元
17FY 营业收入 (百万元)	228	162	64
土地面积	800 余亩	800 余亩	约 700 亩
收购价格	-	1 亿	0.5 亿
持股占比	100%	100%	100%
总作价	-	1 亿	0.5 亿
生均收购成本	-	未接收原校学生和老 师	10,414 元
最新财年收购 PS	-	0.62	0.78
所在省份高等教育毛入学率	34.34% (2017)	31.1% (2016)	43.1% (2017)
学院设置 (截至 18/3/31)	城市轨道交通运营管理、土木工程、商务及外语、工程管理等本 专科专业共 44 个, 其中特色专 业为土木工程轨道交通	经济学、会计学、管理学、 等 13 个专业, 其中特色专 业为会计、金融	开设临床医学、预防医学、牙 医学、制药学、法医学等 10 个专业, 医学为其主要特色
是否要求取得合理回报	是	是	是
其他	自开始招生的第四年, 每年向西 南交通大学支付其学费收益的 15% 及科研收费的 5%	自惠水校区 14/15 学年招 生开始, 每年向贵州财经 大学支付学费的 30%	自 14/15 学年开始, 每年向山 西医科大学支付学费的 20%
校园景观示例			

数据来源: 公司公告, 公司官网, 东吴证券研究所整理

表 5：公司 5 所专科院校及 1 所技师学院情况一览

学校名称	四川天一学院	四川希望汽车职业学院	四川文化传媒职业学院	贵州应用技术职业学院	四川托普信息技术职业学院	四川希望汽车技师学院
自建/收购	收购	自建	收购	自建	收购	自建
自建/收购时间	2011/09	2013/06	2014/03	2016/06	2017/12	2016/07
学校性质	专科	专科	专科	专科	专科	技师学院
学生人数 (17/18 学年)	11,785	4,571	7,379	2,996	12,556	2,121
教师数量	1011 名	284 名	505 名	近 287 名	713 名	198 名
生师比	12:1	16:1	15: 1	10:1	18:1	11:1
学费标准 (17/18 学年)	8,000-12,000 元	8,500 元	7,000-12,000 元	6,800-9,800 元	9,300-12,300 元	3,000-3,400 元
17FY 营业收入 (百万元)	140	41	80	27	-	10
土地情况	1200 余亩	400 余亩	约 450 亩	规划建设用地 600 余亩	606 亩	400 余亩
收购价格	1.1 亿	-	1.5 亿	-	10 亿	-
持股占比	100%	100%	100%	100%	100%	100%
总作价	1.1 亿	-	1.5 亿	-	10 亿	-
生均收购成本	9,334	-	20,327	-	79,643	-
收购 PS (对应 17FY)	1.1	-	1.9	-	-	-
学院设置	开设旅游管理、语言文学、艺术设计、土木工程等 21 个专业，其中特色专业为护理	开设汽车工程、汽车高新技术、机电工程、管理工程等 19 个专业，均为汽车相关专业	开设艺术表演、电影电视、艺术设计等 27 个专业，其中特色专业为幼儿教育	开设汽车检测与维修技术、会计、市场营销、学前教育、护理、幼儿发展与健康管理等 10 多个专业	开设软件技术、大数据技术与应用、移动应用开发等 35 个专业，大多与软件开发相关	开设数控应用技术、汽车维修、汽车整车与配件营销等 18 个专业，大多为汽车相关专业
是否取得合理回报	是	是	是	是	否	否
其他	-	-	-	-	-	每年支付学费的 30% 给希望汽车职业学院作为场地及设施共享费用
校园景观示例						

数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所整理

2. 我们如何看公司的成长性？

2.1. 收入端：本科学校 15%左右稳健增长预期，专科学校增长弹性较大

15-17 年收入端复合 24%快速增长，主要来自学生人数增长驱动。公司 16 年新建 2 所学校，17 年收购 1 所学校，规模扩张下学生人数从 15FY 的 40,047 人增至 17FY 的 75,694 人，对应 CAGR 37%（不考虑 17/12/28 并表的四川托普职业学院 12,556 人，15-17 学生人数 CAGR 26%），学生人数的高速增长成为驱动公司近 3 年收入实现复合 24%快速增长的主要因素。

表 6：2015-2017 公司收入拆分（单位：百万元）

	2015	2016	2017	2018H1
营业收入	486.71	614.40	752.43	528.00
yoy		26.23%	22.47%	37.62%
其中：学费	400.11	502.27	620.69	452.15
yoy		25.53%	23.58%	42.44%
全日制学生人数	40,047	51,672	75,694	-
yoy	19.00%	29.03%	46.49%	-
其中：学历教育学生人数	40,047	50,307	73,573	73,512
yoy	19.00%	25.62%	46.25%	-
技师学院人数		1,365	2,121	-
yoy			55.38%	-
人均学费（元/人）	9,991	9,720	8,200	-
yoy		-2.71%	-15.64%	-
住宿费	40.83	50.36	63.41	42.02
yoy		23.34%	25.92%	40.94%
其他	45.78	61.78	68.33	33.83
yoy		34.95%	10.61%	-7.08%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所（注：四川托普信息技术职业学院 17FY 未并表收入，故人均学费当年下滑较多）

2.1.1. 3 所本科学校目前发展相对成熟，未来保持稳健增长预期

3 所本科学校目前各年级均已铺满，未来收入端 15%左右增长预期。西南交通大学希望学院于 09 年成立，目前已发展成熟，利用率达 90%以上；贵州财经大学商务学院 14 年收购时未接受原学校已有学生，而是自 14/15 学年开始在新校区新招生，学生人数 14 年起每年增加 3000+人，截至 17/18 学年该校四个年级已铺满，我们预计西南希望&贵州财经两校未来 3 年收入端将保持 10%左右稳健增长。山西医科大学晋祠学院过去 3 年学生人数均实现 30%以上增长，17/18 学年祁县校区投入使用大幅扩充学校容量，预计未来学生人数增长还将继续带动收入端实现快速增长，此外该校于 16/17 学年进行提

费，提费幅度在 15%-22%之间，同样贡献收入弹性。整体看公司 3 所本科学校目前均已发展较为成熟，未来 3 年我们预计本科学校收入约可保持 15%左右稳健增长。

表 7：公司旗下 3 所本科院校收入拆分（单位：百万元）

	2015	2016	2017
3 所本科学校学费收入	270.11	335.60	408.57
	yoy	24.25%	21.74%
在校生人数	23,272	28,813	34,286
	yoy	23.81%	18.99%
生均收入（元/人）	11,607	11,648	11,916
	yoy	0.35%	2.31%
西南交通大学希望学院			
学费收入	175.99	188.40	201.08
	yoy	7.05%	6.73%
在校生人数	13,820	14,550	15,129
	yoy	5.28%	3.98%
	新增	730	579
人均学费（元/人）	12,735	12,949	13,291
	yoy	1.68%	2.64%
学校容量	19,184	16,344	16,344
	利用率	72%	89%
贵州财经大学商务学院			
学费收入	63.06	103.51	146.69
	yoy	64.15%	41.71%
在校生人数	6,817	10,642	14,356
	yoy	56.11%	34.90%
	新增	3,339	3,714
人均学费（元/人）	9,250	9,727	10,218
	yoy	5.15%	5.05%
学校容量	8,924	11,794	16,646
	利用率	76%	90%
山西医科大学晋祠学院			
学费收入	31.06	43.69	60.80
	yoy	40.67%	39.17%
在校生人数	2,635	3,621	4,801
	yoy	37.42%	32.59%
	新增	986	1,180
人均学费（元/人）	11,786	12,065	12,664
	yoy	2.37%	4.96%
学校容量	3,206	3,206	7,614
	利用率	82%	63%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 8：各院校学费情况（单位：元）

	14/15 学年	15/16 学年	16/17 学年	17/18 学年
西南交通大学希望学院				
其中：学士学位课程	13,000-15,000	15,000	13,000-15,000	13,000-15,000

大专课程	11,000-12,000	12,000	11,000-15,000	12,000-15,000
贵州财经大学商务学院	12,000	12,000	12,000	12,000
山西医科大学晋祠学院	13,200	13,200	15,120-16,080	15,120-16,080

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.1.2. 自建/收购 3 所新校陆续贡献业绩，专科&技师学校将成为未来主要的收入增长点

从人数角度看，贵州应用技术职业学院及四川希望汽车技师学院 16/17 学年开始招生，预计未来两年学生人数仍将实现高速增长。四川托普信息技术职业学院为 17 年 12 月并购，当年未并表收入，该校 17 年学生人数 12,556 人，占比 17 年学生总人数 16.6%，18 年收入并表将大幅贡献业绩。民办四川天一学院 17/18 学年利用率已达 99%，目前正在扩建，且该校正在进行升本申请，预计未来学生规模将进一步扩大。从学费角度看，公司 16 年对天一学院、希望汽车职业学院进行提费，17 年对贵州应用技术、希望汽车技师学院进行提费；同时由于本科生收费高于专科，例如民办天一学院的专升本结构优化也将驱动整体生均收入的提升。整体来看 5 所大专&1 所技师学校未来弹性较大，我们预计 18 年受四川托普并表影响，专科&技师部分收入增速将超过 100%，19、20 年该部分可保持年化 20% 以上快速增长。

表 9：专科院校收入拆分（单位：百万元）

	2015	2016	2017
5 所专科学院&1 所技师学院收入	130.00	166.66	212.13
	yoy	28.20%	27.28%
在校生人数	16,775	22,859	41,408
	yoy	36.27%	81.15%
人均学费（元/人）	7,750	7,291	5,123
	yoy	-5.92%	-29.74%
民办四川天一学院			
学费收入	78.45	83.76	95.24
	yoy	6.77%	13.70%
在校生人数（人）	9,563	10,716	11,785
	yoy	12.06%	9.98%
人均学费（元/人）	8,203	7,816	8,081
	yoy	-4.72%	3.39%
学校容量（人）	17,275	16,349	17,521
	利用率	55%	67%
四川希望汽车职业学院			
学费收入	21.94	33.99	32.36
	yoy	54.92%	-4.78%
在校生人数（人）	3,303	3,642	4,571
	yoy	10.26%	25.51%
人均学费（元/人）	6,642	9,331	7,079
	yoy	40.50%	-24.13%
学校容量（人）	3,449	12,480	11,222
	利用率	96%	41%

四川文化传媒职业学院			
学费收入		29.62	44.06
	yoy		48.77%
在校生人数 (人)		3,909	5,959
	yoy		52.44%
人均学费 (元/人)		7,576	7,394
	yoy		-2.41%
学校容量 (人)		5,728	5,000
	利用率	68%	119%
贵州应用技术职业学院			
学费收入			3.30
	yoy		459.18%
在校生人数 (人)			1,177
	yoy		154.55%
人均学费 (元/人)			2,804
	yoy		119.68%
学校容量 (人)			4,720
	利用率		25%
四川托普信息技术职业学院			
学费收入			-*
在校生人数 (人)			12,556
学校容量 (人)			12,557
	利用率		100%
四川希望汽车技师学院			
学费收入			1.56
	yoy		187.88%
在校生人数 (人)			1,365
	yoy		55.38%
人均学费 (元/人)			1,142
	yoy		85.27%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所（注：四川希望汽车技师学院与四川希望汽车职业学院共用校园及配套设置，学校容量及利用率共同计算）

表 10：各院校学费情况（单位：元）

	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018
民办四川天一学院	5,800-11,000	5,800-12,000	8,000-12,000	8,000-12,000
四川希望汽车职业学院	5,900-7,900	5,900-7,900	8,500	8,500
四川文化传媒职业学院	7,000-12,000	7,000-12,000	7,000-12,000	7,000-12,000
贵州应用技术职业学院	-	-	6,800	6,800-9,800
四川托普信息技术职业学院	-	-	-	9,300-12,300
四川希望汽车技师学院	-	-	2,775-4,750	3,000-3,400

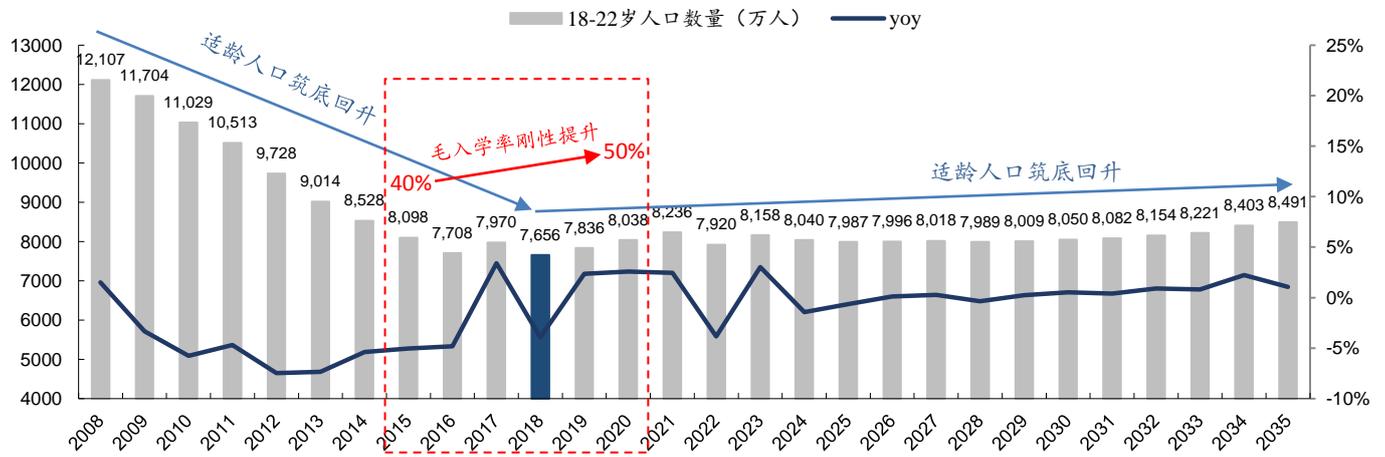
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 我们如何看公司的护城河？

3.1. 行业进入存量市场，公司现有布局省份发展空间较为广阔

高等教育适龄人口 18 年筑底，未来维持 8000 万左右稳定规模，毛入学率刚性提升目标带来需求弹性。从人口结构来看，2000 年左右我国出生人口筑底回升，这部分人口目前已达高等教育入学年龄，预计未来高等教育适龄人口将保持 8000 万左右基本稳定。从毛入学率来看，15 年我国高等教育毛入学率为 40%，《国家教育事业发展“十三五”规划》提出到 2020 年这一指标要提高到 50% 水平，根据我们的测算，若 2020 年高等教育毛入学率升至 50%，则 2020 年相对 2015 年将新增 780 万高等教育在读学生（年化每年新增 156 万人），毛入学率刚性提升目标为高等教育行业带来需求弹性。

图 3：我国高等教育适龄人口测算（万人）



数据来源：Wind，东吴证券研究所测算（注：每年高等教育适龄人口测算方法为向前推移 18-22 年内出生人口之和）

国家政策鼓励社会力量参与合作办学，民办本、专科渗透率逐步提升。由于高等教育招生学额采用政府审批制，国家政策对民办高校的支持力度充分反映在民办高校学生人数的快速增长，09 年至 15 年民办高校实现快速发展，民办本/专科学生人数增速远超同时期公办本/专科学生人数增速，以学生人数计算的民办本科渗透率由 08 年的 20.2% 提升至 17 年的 24.4%，民办专科渗透率由 08 年的 19.4% 提升至 17 年的 20.5%，政策支持下民办高等教育迎来良好发展时机。

表 11：2008-2017 我国高等教育学校数及学生人数情况（单位：万人）

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
本科学校数量	1,079	1,090	1,112	1,129	1,145	1,170	1,202	1,219	-	-
本科总学生人数	1,104	1,180	1,266	1,350	1,427	1,494	1,541	1,577	1,613	1,649
yoy	8%	7%	7%	7%	6%	5%	3%	2%	2%	2%
公办本科学校数量	710	720	741	741	755	778	782	787	-	-
公办本科人数	881	927	985	1,038	1,086	1,133	1,166	1,193	1,223	1,247
yoy	-12%	5%	6%	5%	5%	4%	3%	2%	3%	2%

民办本科学校数量	369	370	371	388	390	392	420	423	-	-
民办本科人数	223	252	281	312	341	362	375	383	390	402
yoy	-	13%	11%	11%	9%	6%	4%	2%	2%	3%
其中：独立学院人数	57	62	69	69	70	64	61	60	-	-
yoy	11%	8%	11%	0%	2%	-9%	-6%	-2%	-	-
民办本科渗透率	20.2%	21.4%	22.2%	23.1%	23.9%	24.2%	24.3%	24.3%	24.2%	24.4%
专科学校数量	1,184	1,215	1,246	1,280	1,297	1,321	1,327	1,341	-	-
专科总学生人数	917	965	966	959	964	974	1,007	1,049	1,083	1,105
yoy	7%	5%	0%	-1%	1%	1%	3%	4%	3%	2%
公办专科学校数量	915	929	943	972	981	996	1,020	1,031	-	-
公办专科人数	739	771	770	766	772	778	794	821	856	878
yoy	3%	4%	0%	-1%	1%	1%	2%	3%	4%	3%
民办专科学校数量	269	286	303	308	316	325	307	310	-	-
民办专科人数	178	194	196	193	192	196	212	228	227	227
yoy	25%	9%	1%	-1%	-1%	2%	8%	7%	0%	0%
民办专科渗透率	19.4%	20.1%	20.3%	20.2%	19.9%	20.1%	21.1%	21.7%	20.9%	20.5%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

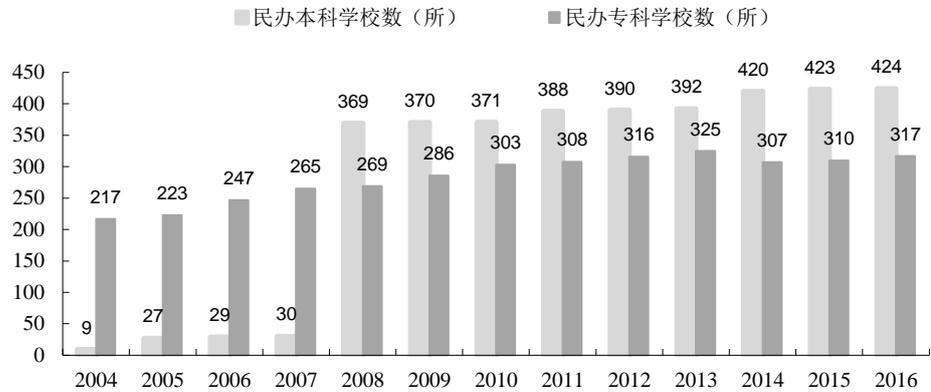
准入、资本、人才等多重壁垒下民办高校进入存量博弈市场。民办高等教育行业对进入者资金实力要求极高，典型如新高教集团前拟花费6亿元自建一所1.5万人的专科学校。具体来看，新建高校在政府准入、资本支持、人才储备方面均形成相应壁垒（详见下表）。且由于国家政策要求民办高校土地、校舍和其他资产必须足额过户到学校名下，且学校教育设施（如教学楼等）均不得抵押，造成民办学校向外扩张融资方式有限。新建学校高壁垒叠加融资方式掣肘，民办高校数量近年来增长显著放缓，行业进入存量博弈。

表 12：普通本科校设置标准（部分）

准入壁垒	1.设置普通本科学校，应当由学校的主管部门委托其教育行政部门邀请规划、人才、劳动人事、财政、基本建设等有关部门和专家共同进行考察、论证，并提出 论证报告
	2.凡经过论证，确需设置普通本科学校的，按学校隶属关系，由省、自治区、直辖市人民政府或国务院有关部门向教育部 提出申请 ，并附交论证报告及拟设学校的章程。国务院有关部门申请设立普通本科学校的，还应当附交学校所在地的省、自治区、直辖市人民政府的意见书
	3.凡提出设置普通本科学校的申请，在经由教育部形式 审查 通过后，由教育部委托全国高校设置评议委员会进行考察、评议；通过考察、评议的学校，由教育部正式 批准设立
资本壁垒	1.土地： 生均占地面积应达到 60 平方米以上，学院建校初期的校园占地面积应达 500 亩以上
	2.仪器设备：生均教学科研仪器设备值，理工农医类和师范院校不低于 5000 元，人文社科类院校不低于 3000 元，体育艺术类院校不低于 4000 元
	3.图书：生均适用图书，理工农医类应不低于 80 册，人文社科类和师范院校应不低于 100 册，体育艺术类应不低于 80 册
人才壁垒	1. 专任教师师生比不高于 18：1
	2.称为学院的，在建校初期 专任教师总数不少于 280 人，其中研究生学历比例不低于 30% 。称为大学的， 专任教师中研究生学位比例应达 50%以上，有博士学位的专任教师比例应达 20%以上

数据来源：教育部《普通本科学校设置暂行规定》，东吴证券研究所

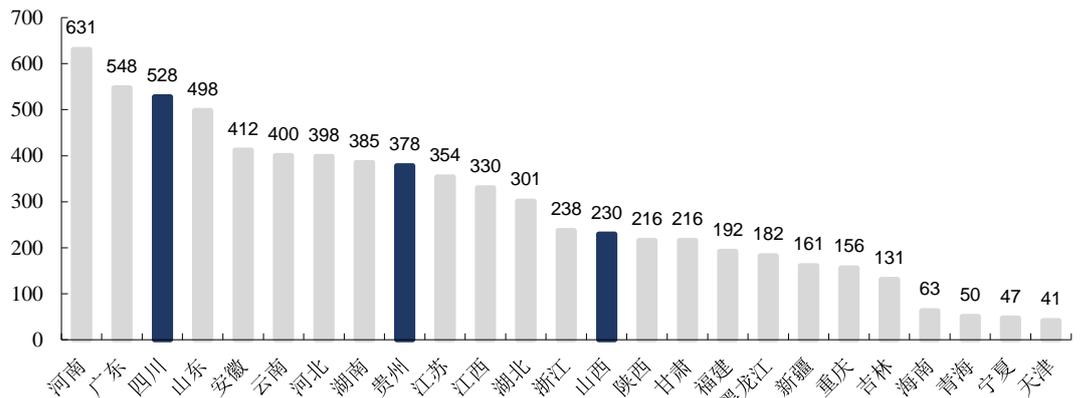
图 4：2004-2016 年我国民办本/专科学校数量



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司善于捕捉高等教育行业发展机遇，战略性地在我国高等教育适龄人口数量多、高等教育需求服务不足的地区实现扩张。从各省份高等教育适龄人口来看，公司现有布局的四川、贵州及山西省均为高等教育生源充足大省；从各省市每百万人高校数量来看，山西、贵州两省位列第 11、19 位，四川省排名 31 位垫底，属于高等教育供给十分紧缺的地区。公司战略性布局适龄人口充足及高等教育供给稀缺地区，未来发展空间广阔。

图 5：2020 年各省份高等教育适龄人口数（单位：万人）



数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

表 13：2016 年各省市每百万人高校数量（单位：所）

排位	省市	普通高校学	总人口	每百万人高	排位	省市	普通高校学	总人口	每百万人高

	校数	(万人)	校数		校数	(万人)	校数		
1	北京	92	2,173	4.23	17	海南	19	917	2.07
2	天津	57	1,562	3.65	18	宁夏	12	593	2.02
3	青海	19	675	2.81	19	贵州	70	3,555	1.97
4	上海	64	2,420	2.64	20	新疆	47	2,398	1.96
5	辽宁	115	4,378	2.63	21	安徽	119	6,196	1.92
6	陕西	93	3,813	2.44	22	浙江	107	5,590	1.91
7	福建	89	3,874	2.30	23	甘肃	49	2,610	1.88
8	吉林	62	2,733	2.27	24	湖南	124	6,822	1.82
9	湖北	129	5,885	2.19	25	河北	121	7,470	1.62
10	江西	100	4,592	2.18	26	云南	77	4,771	1.61
11	山西	80	3,682	2.17	27	广西	74	4,838	1.53
12	重庆	65	3,048	2.13	28	山东	145	9,947	1.46
13	黑龙江	81	3,799	2.13	29	河南	134	9,532	1.41
14	西藏	7	331	2.11	30	广东	151	10,999	1.37
15	内蒙古	53	2,520	2.10	31	四川	109	8,262	1.32
16	江苏	167	7,999	2.09					

数据来源：《2017 中国统计年鉴》，教育部，东吴证券研究所整理

3.2. 领先就业率构筑品牌护城河，卓越并购整合能力推动公司不断向前发展

3.2.1. 行业领先就业率铸造良好品牌声誉，吸引优质生源形成口碑良性循环

作为评价高校办学质量的重要指标，希望教育旗下各学校初次就业率表现出色，其中西安希望 16/17 学年本/专科初次就业率已达 98.7%/93.6%，专科学校天一学院初次就业率达 96.8%，均远超同期行业平均 77.9% 水平。基于希望教育卓越的品牌知名度，旗下各校在高考招生中占据优势，12-16 年旗下本、专科批次录取分数高于省控线 14~39 分、71~117 分不等，优质生源入读与出色毕业生就业率形成良性循环，打响公司办学口碑。

表 14：希望教育旗下学校初次就业率

学校	14/15	15/16	16/17
西安交通大学希望学院	95.3%	95.9%	96.2%
其中：本科	97.5%	98.5%	98.7%
大专	91.2%	89.4%	93.6%
山西医科大学晋祠学院	77.9%	81.9%	79.6%
民办四川天一学院	93.9%	94.8%	96.8%
四川希望汽车职业学院	-	95.6%	87.1%
四川文化传媒职业学院	90.2%	94.7%	94.0%
行业平均	77.5%	77.7%	77.9%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 15：希望教育旗下部分高校历年录取情况

		2012	2013	2014	2015	2016
西安交通大学希望学院						
本科二批	平均分				466	475
	省控线				445	453
	高于省控线				21	22
本科三批	平均分	430	481	461		
	省控线	416	460	446		
	高于省控线	14	21	15		
专科一批	平均分	297	328	305	337	
	省控线	180	215	-	-	
	高于省控线	117	113	-	-	
贵州财经大学商务学院						
本科三批	平均分	349	328	356	349	
	省控线	310	305			
	高于省控线	39	23			
山西医科大学晋祠学院						
本科三批	平均分	429	391			
	省控线	350	320			
	高于省控线	79	71			
民办四川天一学院						
专科一批	平均分	287	296	282	263	
	省控线	180	215	-	-	
	高于省控线	107	81	-	-	
四川文化传媒职业学院						
专科一批	平均分	289	294	279	278	
	省控线	180	215	-	-	
	高于省控线	109	79	-	-	

数据来源：高考派，东吴证券研究所整理

3.2.2. 丰富的并购&自建扩张经验，投后整合管理能力突出

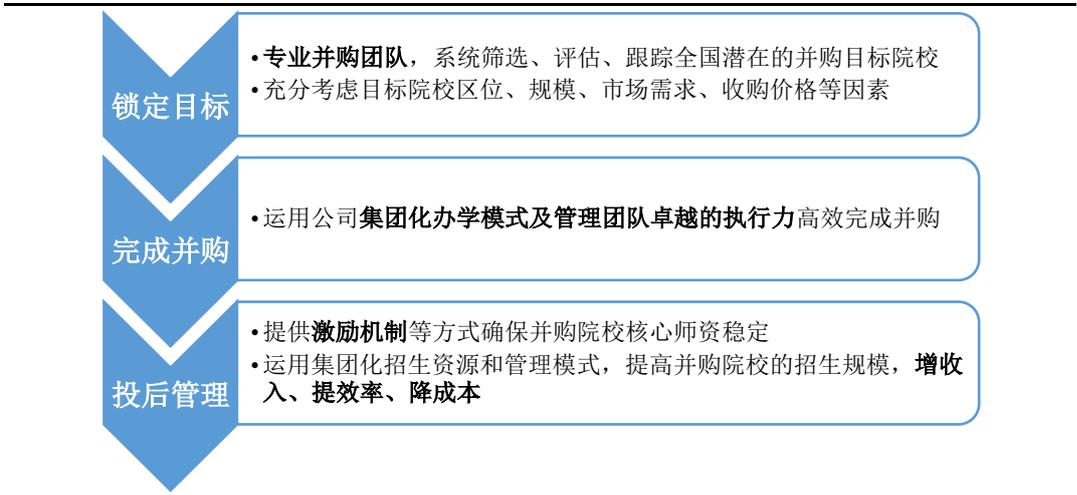
并购经验丰富，专业并购团队 7 年间已完成 5 所学校并购。公司拥有一支专业并购团队对全国潜在并购目标进行系统性筛选，在充分考虑院校规模、收购价格等方面的基础上，锁定合适的并购目标，并借助公司管理团队卓越的执行力高效完成并购，而后运用公司集团化招生资源和成熟的管理模式对并购院校进行投后管理，力求增收入、提效率、降成本。公司自 11 年收购民办四川天一学院至今 7 年间已成功完成 5 所学校并购，借助外延并购公司规模得以快速扩张。

图 6：公司 11 年至今并购成果卓著



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 7：公司高效的并购流程（示意图）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

并购后新校学生人数与收入实现双增长，公司投后整合管理能力突出。公司于 14 年及之前并购的三所学校在并购后的三年内业绩均有突出表现，以山西医科大学晋祠学院为例，该校成立于 02 年，至 14 年被公司收购之际已有多年运营历史，已属成熟学校。并购后 15-17 年该校人数复合增速 35%，收入端从 15 年的 0.32 亿增至 17 年的 0.64 亿实现翻番增长，凸显公司卓越的投后整合管理能力。

表 16：公司部分并购学校并购后业绩表现（单位：百万元）

	2015	2016	2017
山西医科大学晋祠学院			
收入	32.12	45.59	64.39
yoy		41.94%	41.25%
在校生人数 (人)	2,635	3,621	4,801
yoy		37.42%	32.59%
新增		986	1,180
民办四川天一学院			

收入	128.73	139.45	139.66
yoy		8.33%	0.15%
在校生人数 (人)	9,563	10,716	11,785
yoy		12.06%	9.98%
新增		1,153	1,069
四川文化传媒职业学院			
收入	33.91	54.63	80.44
yoy		61.13%	47.25%
在校生人数 (人)	3,909	5,959	7,379
yoy		52.44%	23.83%
新增		2,050	1,420

数据来源：公司公告，东吴证券研究所（注：以上收入包含学费、住宿费及其他培训服务收入）

自建学校短平快：7个月内完成创办审批流程，一年内完成首期校区建设。公司对高等教育院校申办流程了解十分深入，已形成一套成熟的自建学校流程体系。在学校申报方面，公司专门团队负责专业申办、校区建设、师资团队组建等各项工作，旗下4所新建学校均在7个月内完成了创办所需审批；在校园建设方面，公司具备快速建设校区的能力，从获得教学用地到首期校区交付使用花费时间仅为8~11个月；同时公司在申办和校区建设的同时及先行着手组建师资队伍，多任务齐头并进大幅缩短新校筹办周期。

3.2.3. 集团化管理模式充分发挥规模效应，降低运营成本

专业品牌化提升招生能力，教学管委会担任教学智囊。经过近十年的摸索实践，公司已形成一套成熟的集团化办学方法，主要体现在：**1) 特色专业打造品牌标杆，提升招生宣传能力**，公司旗下各校均设有特色专业，如西南希望的轨道交通，天一学院的护理医学等，通过专业品牌化一方面公司可受益于在同一院校中设置同类专业而降低投资成本，另一方面也可提升各校的招生宣传能力，并避免招生时集团内部各校出现竞争；**2) 教育管理委员会担当教学智囊**，公司在集团层面成立教育管理委员会，聘请资深行业专家负责政策研究、教学经验分享、教学评估等一系列教学事务，辅助各校进行教学管理。此外公司对集团内所有院校的后勤供应、服务采购、基建方面进行统一管理和财务审核，发挥规模效应降低运营成本。

图 8：集团化管理模式充分发挥规模效应

专业设置	<ul style="list-style-type: none"> • 集团进行市场调研，指导各院校专业和课程设置 • 指导各院校确立重点建设专业，在集中专业相关资源投入的同时，避免公司内部院校间相互竞争
经验共享	<ul style="list-style-type: none"> • 集团层面成立教育管理委员会，各校共享资深专家丰富经验 • 定期进行专业建设、教学经验分享，如自其中一所学校短期聘请若干教师至另一所学校授课
招生培训	<ul style="list-style-type: none"> • 在集团层面成立招生管理部门 • 向学校提供指引，以提升彼等对国家及地方招生政策的理解 • 鼓励学校分享招生资源、数据及经验 • 向学校的招生团队提供培训以提升其招生能力
就业支持	<ul style="list-style-type: none"> • 在集团层面建立就业管理部，为各院校提供指导以加强其对就业政策的了解，推动院校之间招就业资源的分享，拓展就业资源

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2.4. 实训项目与校企合作双剑合璧，提升毕业生求职能力

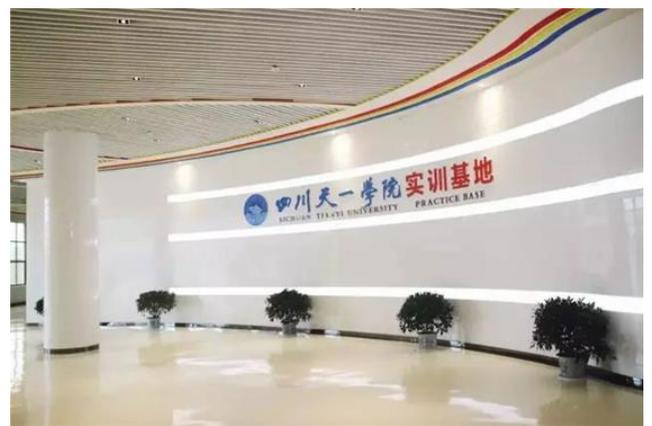
实训课程丰富、实训设施完备，校企合作为毕业生求职提供支持。实训项目方面，各院校尽量加大实践教学比例，如西南希望超过 50% 的专业相关课程为模拟实训课程。为提升各校的实训能力，集团还大力投资于实训设施，成立了西南交通大学希望学院轨道交通实训基地、四川天一学院护理实训基地等特色实训基地。**校企合作方面**，截至 18 年 3 月，集团下属院校已与超过 500 家企业及其他机构签订了校企合作协定，并从合作企业聘用了超过 80 名专家作为兼职教职员工教授最新技术及实操经验，同时与合作企业及机构建立了超过 300 个校外实习实训基地。实训项目与校企合作双剑合璧，为毕业生求职提供支持。

图 9：西南交通大学希望学院轨道交通实训基地



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 10：四川天一学院护理实训基地



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

4. 财务分析

4.1. 规模扩张叠加费用端规模经济优势，盈利能力提升可期

成本端：雇员成本、管理费、折旧摊销为最主要营业成本，近两年雇员成本大增是拉低毛利率的主要原因，预计未来将持续影响毛利率。公司营业成本主要由雇员成本、管理费及折旧摊销构成，三者合计占比营业成本超 85%，其中，1) 雇员成本近年来增长明显快于收入端增长，是导致近两年毛利率下降的主要因素，其原因为公司 17 年开始在寒暑假除支付教师基本工资外，还增加支付其他薪酬。未来公司计划继续增聘新教师，我们预计雇员成本增长还将持续影响毛利率。2) 管理费主要为向 3 所独立学院母体学校支付的年费，即向西南交通大学/贵州财经大学/山西医科大学支付每年学费的 15%/30%/20%。3) 近年折摊费用增长主要由于公司正在对部分现有学校进行扩建，未来公司扩建计划仍将持续，且 17 年 12 月并表的四川托普学院固定资产开始计提折旧，我们预计公司未来折摊费用持续增长。

表 17：公司营业成本拆分（单位：百万元）

	2015	2016	2017
营业成本	240.19	304.68	392.41
yoy		26.85%	28.79%
其中：雇员成本	89.19	115.14	160.06
yoy		29.11%	39.01%
占比	37.13%	37.79%	40.79%
管理费	60.27	72.66	92.69
yoy		20.55%	27.57%
占比	25.09%	23.85%	23.62%
折旧及摊销	62.47	74.34	86.42
yoy		19.00%	16.25%
占比	26.01%	24.40%	22.02%
毛利	246.52	309.72	360.03
毛利率	50.65%	50.41%	47.85%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

17 年其他收入及收益 1.36 亿元增厚业绩，主要来自一次性出售若干开发物业。公司 17 年其他收入及收益 1.36 亿元增厚业绩，其中政府补助 16.7 百万元保持稳定增长；租金收入 16.5 百万元主要为出租西南交通大学希望学院未使用的校园设施及校园内店铺所得；服务收入 30.1 百万元主要为外包食堂、便利店所得收入及出售教科书、宿舍床铺及考试材料所得收入；出售物业、厂房及设备所得收益 32.4 百万元主要为贵州财经大学商务学院一次性出售若干商业用途物业。我们预计其他收入部分中，除出售物业的一次性收入外其他各项均有较强可持续性，未来将为公司收入提供有效补充。

表 18：公司其他收益及增益拆分（单位：百万元）

	2015	2016	2017
其他收入及收益	50.09	55.37	136.38
yoy		10.55%	146.30%
其中：政府补助	7.23	10.44	16.67
租金收入	13.05	16.50	16.46
服务收入	13.23	18.72	30.13
出售物业、厂房及设备项目的收益	0.01	0.01	32.37

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

费用端：销售、管理费用规模效应初现，IPO 后预计财务费用大幅降低。公司销售费用率及扣除上市开支后的管理费用率均逐年下降，集团化管理带来的规模经济效益初现。财务费用方面，16 年公司将光大控股有限公司战略投资款用于偿还贷款，当年财务费用大幅降低，17 年银行借款增加，财务费用随之增加。公司拟将部分 IPO 所得款项用于偿还银行借款，我们预计未来财务费用将大幅降低，费用率规模效应可期。

表 19：公司期间费用拆分（单位：百万元）

	2015	2016	2017
销售费用	34.77	32.51	29.14
/总收入	7.14%	5.29%	3.87%
管理费用	56.31	70.10	88.93
/总收入	11.57%	11.41%	11.82%
上市开支	0.00	0.94	9.84
扣除上市开支后管理费用率	11.57%	11.26%	10.51%
财务费用	107.77	76.82	144.51
/总收入	22.14%	12.50%	19.21%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

利润端：预计随未来规模扩张及期间费用率进一步降低，净利率持续提升可期。过去 3 年公司归母净利润实现高速增长，17 年增至 2.12 亿元，净利率逐年提升至 17 年 28.14% 水平。我们预计未来公司收入规模持续扩大，收入快速增长叠加费用可控，公司净利率持续提升可期。

表 20：公司利润端情况（单位：百万元）

	2015	2016	2017
除税前溢利	69.09	159.28	229.43
yoy		130.54%	44.04%
所得税	3.69	4.54	19.77
所得税税率	0.76%	2.85%	8.62%
年度溢利	65.4	154.74	209.66
yoy		136.61%	35.49%

归母净利润	65.19	154.99	211.71
yoy		137.75%	36.60%
净利率	13.39%	25.23%	28.14%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所（注：17年所得税税率提高系当年出售物业所致）

4.2. IPO 融资及新学年收取学费贡献充沛现金流，资产负债率将得到有效缓解

IPO 及新学年开学收取学费带来现金流流入，预计将用于大规模偿还借款。由于高等教育公司主要通过外延并购方式实现扩张，我们认为现金储备及有息负债情况为公司报表端主要关注点。从现金储备来看，18H1 公司账面现金及现金等价物余额 2.9 亿元，应收关联方款项 5.6 亿中 4.9 亿已于 18 年 7 月悉数收回，叠加公司 IPO 募集资金净额 27.9 亿元，公司目前在手资金较为充足，预计可用于偿还借款。从有息负债来看，18H1 公司账面短期借款 9.3 亿，长期借款 19.3 亿，合计 28.6 亿，当期资产负债率较高，考虑公司计划将 IPO 募资所得款部分用于偿还借款，以及 18 年 9 月开学即将收到 18/19 学年学费现金流入，预计公司资产负债率将得到有效缓解。

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

我们预计 2018 年公司营业收入 10.49 亿元同增 39.48%，其中学费收入 9.12 亿元同增 46.86%，住宿费 0.76 亿同增 20.54%，其他收入（自考、成人考试及其他培训服务）0.62 亿元同比下滑 10%。

表 21：公司收入拆分预测（单位：百万元）

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	752.43	1,049.46	1,240.79	1,440.75
yoy	22.47%	39.48%	18.23%	16.12%
其中：学费	620.69	911.53	1,088.68	1,274.53
yoy	23.58%	46.86%	19.43%	17.07%
西南交通大学希望学院				
学费收入	201.08	232.62	255.60	277.97
yoy	26.72%	15.69%	9.88%	8.75%
贵州财经大学商务学院				
学费收入	146.69	164.76	184.26	205.30
yoy	19.50%	12.31%	11.84%	11.42%
山西医科大学晋祠学院				
学费收入	60.80	83.78	112.03	142.92
yoy	39.17%	37.81%	33.71%	27.57%

民办四川天一学院					
学费收入		95.24	107.45	140.03	177.59
	yoy	13.70%	12.82%	30.31%	26.83%
四川希望汽车职业学院					
学费收入		32.36	45.36	58.85	74.58
	yoy	-4.78%	40.16%	29.75%	26.74%
四川文化传媒职业学院					
学费收入		61.59	86.11	114.91	145.92
	yoy	39.78%	39.81%	33.46%	26.98%
贵州应用技术职业学院					
学费收入		18.45	33.85	53.56	68.64
	yoy	459.18%	83.43%	58.24%	28.15%
四川托普信息技术职业学院					
学费收入		-	150.67	159.83	169.55
	yoy	-	-	6.08%	6.08%
四川希望汽车技师学院					
学费收入		4.49	6.93	9.61	12.05
	yoy	0.60%	54.50%	38.64%	25.38%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5.2. 投资建议

预计公司 2018-2020FY 营业收入为 10.49、12.41、14.41 亿元，同比增长 39.48%、18.23%、16.12%；归母净利润为 3.60、5.31、6.88 亿元，同比增长 70.14%、47.40%、29.58%，当前市值对应 PE 19X、13X、10X，处于可比公司较低水平。考虑公司为全国第二大民办高等教育集团，品牌优势、规模优势较为显著，当前时点给予“买入”评级。

表 22：可比公司估值表（单位：亿元）

证券代码	证券简称	总市值	净利润			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
1569.HK	民生教育	54.4	3.1	4.2	4.9	18	13	11
2001.HK	新高教集团	62.0	2.9	3.6	4.3	21	17	14
0839.HK	中教控股	177.8	6.7	8.7	9.9	26	20	18

数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：可比公司盈利预测均来自东吴证券研究所预测）

6. 风险提示

1) **政策风险。**18年8月《民促法实施条例（送审稿）》出台后教育板块出现较大波动，至今实施条例尚未落地，政策存在不确定性风险。

2) **提费不及预期的风险。**部分省份尚未放开高等教育自主定价权，提费仍需经政府批准，政府批准进度可能低于预期。

3) **港股波动性较大。**由于港股存在T+0、做空、无涨跌停限制等交易制度，造成其股价波动较大，存在一定投资风险。

希望教育三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY		2017FY	2018FY	2019FY	2020FY
流动资产:	1,043.9	2,671.8	2,295.0	3,244.3	营业收入	752.4	1049.5	1240.8	1440.7
货币资金	181.3	2,287.1	1,895.2	2,830.8	营业成本	392.4	551.6	634.6	704.3
应收款项	-	-	-	-	毛利润	360.0	497.9	606.2	736.5
按金,预付款项及其它	121.5	147.6	162.6	176.4	销售费用	29.1	21.0	24.8	28.8
应收款项-流动资产					管理费用	88.9	174.8	124.1	129.7
其他	741.1	237.1	237.1	237.1	其他经营收益	136.4	140.1	136.1	156.9
非流动资产:	4,550.9	5,164.5	5,508.3	5,206.7	其他支出净额	2.7	2.0	2.0	2.0
物业、厂房及设备	3,195.4	3,453.0	3,818.8	3,979.0	财务费用	144.5	67.6	42.2	21.1
商誉及无形资产	599.8	644.1	656.2	657.7	应占联营公司损益	1.8	0.0	0.0	0.0
预付土地租赁款项	594.9	594.6	571.1	540.0	除税前溢利	229.4	372.5	549.2	711.8
其他	160.8	472.8	462.1	30.0	所得税	19.8	13.0	19.2	24.9
资产总计	5,594.8	7,836.3	7,803.2	8,451.0	净利润(含少数股东权益)	209.7	359.5	530.0	686.9
流动负债:	2,098.1	2,401.3	2,486.7	3,155.5	归母净利润	211.7	360.2	530.9	688.0
递延收益-流动负债	535.3	827.6	1,103.8	1,448.8	少数股东损益	(2.1)	(0.7)	(1.0)	(1.1)
应计负债及其他应付款项	731.7	1,160.3	1,016.4	1,399.2	EBIT	376.0	440.9	592.4	734.0
其他	831.1	413.4	366.4	307.5	EBITDA	497.5	586.1	751.9	898.8
非流动负债合计	2,817.3	1,742.3	1,512.8	1,347.8					
递延收入-非流动负债	629.5	668.1	704.8	739.5					
其他	2,187.9	1,074.2	808.0	608.3	重要财务与估值指标	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY
负债总计	4,915.4	4,143.6	3,999.5	4,503.4	每股收益(元)	-	0.05	0.08	0.10
少数股东权益	29.9	162.6	167.5	173.9	每股净资产(元)	-	0.53	0.55	0.57
归属母公司股东权益	649.5	3,530.0	3,636.2	3,773.8	发行在外股份(百万股)	-	6667	6667	6667
负债和所有者权益合计	5,594.8	7,836.3	7,803.2	8,451.0	ROIC(%)	14.45%	18.62%	23.26%	50.91%
现金流量表 (百万元)	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY	ROE(%)	38.06%	17.24%	14.82%	18.57%
经营活动现金流	500.7	1,059.4	581.6	1,661.1	毛利率(%)	47.85%	47.44%	48.85%	51.12%
投资活动现金流	(965.2)	(842.1)	(484.2)	(263.2)	EBIT Margin(%)	49.97%	42.01%	47.74%	50.95%
筹资活动现金流	503.3	1,888.4	(489.3)	(462.4)	销售净利率(%)	28.14%	34.32%	42.79%	47.75%
汇率变动的影响	-	-	-	-	资产负债率(%)	87.86%	52.88%	51.25%	53.29%
现金净增加额	38.7	2,105.7	(391.8)	935.5	收入增长率(%)	22.47%	39.48%	18.23%	16.12%
折旧与摊销	121.5	145.2	159.5	164.7	净利润增长率(%)	36.60%	70.14%	47.40%	29.58%
资本开支	(934.6)	(855.0)	(540.0)	(320.0)	P/E	31.98	18.80	12.75	9.84
营运资本变动	(508.5)	(1,181.1)	(134.6)	(729.9)	P/B	10.43	1.92	1.86	1.79
企业自由现金流	(183.5)	(795.6)	(288.8)	1,066.6	EV/EBITDA	23.13	14.72	11.80	9.39

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所 (2018/10/08 港币兑人民币汇率 0.8831)

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>