

湖南涉外并表贡献收入弹性，控费能力出众 利润超预期增长

买入（维持）

2018年11月28日

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003

021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1195.11	1548.57	1658.46	1767.37
同比（%）	41.23%	29.58%	7.10%	6.57%
归母净利润（百万元）	530.81	767.53	839.77	902.70
同比（%）	69.16%	44.59%	9.41%	7.49%
每股收益（元/股）	0.16	0.24	0.26	0.28
P/E（倍）	17.10	11.82	10.81	10.05

投资要点

■ **事件：**宇华教育公布FY18年报，公司收入同增41%至11.95亿，归母净利同增69%至5.31亿。新并购的湖南涉外并表本财年合并收入2.49亿元，合并净利润2.01亿元。

■ **收入端：内生稳健增长，外延并购湖南涉外贡献收入弹性。**公司18FY全年实现营业收入11.95亿同比增长41.23%，其中原26所学校合计贡献收入9.46亿同比增长11.83%，内生增长稳健；湖南涉外自18年1月并表，合计并表收入2.49亿元贡献收入弹性。分年级来看，**大学分部**实现收入6.07亿同比增长89.6%，其中郑州工商学院收入3.58亿同比增长11.91%，在学生人数高基数基础上仍保持双位数增长；**湖南涉外**并表8个月贡献收入2.49亿元；**小学-高中阶段**实现收入5.26亿元同比增长12.17%，截至18/8/31公司旗下共拥有4所高中、7所初中及6所小学，其中许昌宇华实验高中17年9月开始运营贡献收入；**幼儿园分部**实现收入0.62亿元同比增长8.64%较为稳健。

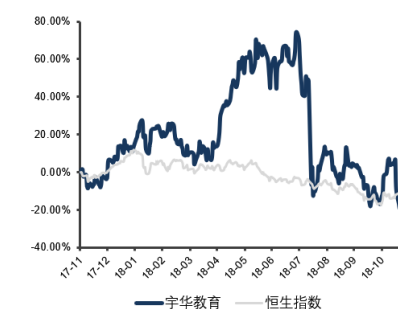
■ **利润端：成本及费用控制能力出色，整体毛利率净利率双升，各学段均表现良好。**18FY毛利率同比上升4.6pct至56.1%，各项成本控制能力凸显。营业成本中占比最大的教职人员工资2.73亿元同比增长38.07%慢于收入增长，主要原因为新并表的湖南涉外生师比较高。费用端，上市开支、购股权开支等一次性费用降低，期间费用率收窄，诉讼赔偿1.35亿与1.08亿豁免股东应付款亏损抵消。18FY公司实现归母净利5.31亿元同比大增69.16%，对应净利率44.42%，其中湖南涉外剔除诉讼赔偿后净利润0.66亿对应净利率26.6%。18FY经调整核心净利润6.09亿同比增长49%，剔除湖南涉外贡献利润后内生经调整净利5.63亿同比增长38%增速亮眼。

■ **办学质量持续提升，湖南涉外净利率提升带来的业绩增长成为未来主要看点。**18FY公司旗下高中顶尖大学录取率、大学毕业生就业率均显著提升，办学能力得到验证。我们认为，湖南涉外相比公司旗下发展成熟的郑州工商学院17FY 55.6%的净利率仍具备大幅提升空间，成为公司未来业绩增长的最主要看点。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2019-2021FY营业总收入为15.49、16.58、17.67亿元，同比增长29.6%、7.1%、6.6%；归母净利润7.68、8.40、9.03亿元，同比增长44.6%、9.4%、7.5%，当前市值对应PE 12X、11X、10X；考虑公司19财年湖南涉外全年并表贡献业绩，内生各校增长稳健，当前时点维持“买入”评级。

■ **风险提示：**并购整合不及预期，学费提升不及预期，政策风险，港股波动性较大

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	3.11
一年最低/最高价	2.67/6.34
市净率(倍)	2.6
港股流通市值(百万港元)	10,153.96

基础数据

每股净资产(元)	1.06
资产负债率(%)	38.70
总股本(百万股)	3264.94
流通H股(百万股)	3264.94

相关研究

- 1、《宇华教育：外延再下一城，高速成长可期》2018-04-20
- 2、《宇华教育：华中地区民办教育龙头，内生外延成长破茧成蝶》2018-03-21

事件：宇华教育公布 FY18 年报，公司收入同增 41% 至 11.95 亿，归母净利同增 69% 至 5.31 亿，经调整纯利同增 49% 至 6.09 亿。新并购的湖南涉外并表本财年合并收入 2.49 亿元，合并净利润 2.01 亿元，其中 1.35 亿为获得赔偿的其他收益，剔除其他收益湖南涉外全年合并利润 0.66 亿，对应净利率 26.6%。

1. 收入端：内生稳健增长，外延并购湖南涉外贡献收入弹性

内生收入同增 11.8% 保持稳健，湖南涉外并表贡献收入 2.49 亿元。公司 18FY 全年实现营业收入 11.95 亿同比增长 41.23%，其中原 26 所学校合计贡献收入 9.46 亿同比增长 11.83%，内生增长稳健；湖南涉外自 18 年 1 月并表，合计并表收入 2.49 亿元贡献收入弹性。

表 1：公司营业收入拆分（单位：百万元）

	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入	599.34	697.71	781.33	846.22	1195.11
yoy		16.41%	11.98%	8.31%	41.23%
学生人数 (人)	35,431	43,579	48,220	51,186	-
yoy		23.00%	10.65%	6.15%	-
人均学费 (元/人)	16,916	16,010	16,203	16,532	-
yoy		-5.35%	1.21%	2.03%	-
学校数量 (个)	18	25	25	26	27
增减		7	0	1	1

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

分年级来看，大学分部实现收入 6.07 亿同比增长 89.6%，其中郑州工商学院收入 3.58 亿同比增长 11.91%，在学生人数高基数基础上仍保持双位数增长；湖南涉外并表 8 个月贡献收入 2.49 亿元，假设湖南涉外全年并表，预计可贡献收入 3.95 亿元。

表 2：公司大学分部收入拆分（单位：百万元）

	2014	2015	2016	2017	2018
收入	235.93	280.20	294.55	320.22	607.13
yoy		18.76%	5.12%	8.71%	89.60%
占比总收入	39.36%	40.16%	37.70%	37.84%	50.80%
学生人数 (人)	19,568	23,692	25,063	26,767	
yoy		21.08%	5.79%	6.80%	
人均学费 (元/人)	12,057	11,827	11,752	11,963	
yoy		-1.91%	-0.63%	1.79%	
其中：郑州工商学院	235.93	280.20	294.55	320.22	358.36
yoy		18.76%	5.12%	8.71%	11.91%

占比总收入	39.36%	40.16%	37.70%	37.84%	29.98%
学生人数 (人)	19,568	23,692	25,063	26,767	
yoy		21.08%	5.79%	6.80%	
人均学费 (元/人)	12,057	11,827	11,752	11,963	
yoy		-1.91%	-0.63%	1.79%	
湖南涉外学院					248.77
占比总收入					20.82%
学生人数 (人)					约 29,000
人均学费 (元/人)					约 13,615

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

小学-高中阶段实现收入 5.26 亿元同比增长 12.17%，截至 18/8/31 公司旗下共拥有 4 所高中、7 所初中及 6 所小学，其中许昌宇华实验高中 17 年 9 月开始运营贡献收入。幼儿园分部实现收入 0.62 亿元同比增长 8.64% 较为稳健。

表 4：公司小学-高中及幼儿园分部收入拆分（单位：百万元）

	2014	2015	2016	2017	2018
小学-高中收入	331.13	374.98	435.77	468.63	525.65
yoy		13.24%	16.21%	7.54%	12.17%
占比总收入	55.25%	53.74%	55.77%	55.38%	43.98%
学校数量	11	16	16	17*	17
新增		5	0	1	0
学生人数 (人)	13,948	17,491	20,400	21,783	
yoy		25.40%	16.63%	6.78%	
人均学费 (元/人)	23,740	21,438	21,361	21,513	
yoy		-9.70%	-0.36%	0.71%	
幼儿园收入	32.28	42.52	51.01	57.37	62.33
yoy		31.72%	19.97%	12.47%	8.64%
占比总收入	5.39%	6.09%	6.53%	6.78%	5.22%
学校数量	6	8	8	8	8
新增		2	0	0	0
学生人数 (人)	1,915	2,396	2,757	2,636	
yoy		25.12%	15.07%	-4.39%	
人均学费 (元/人)	16,856	17,746	18,502	21,764	
yoy		5.28%	4.26%	17.63%	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所（*：许昌宇华实验高中计入 17FY 学校数，实际于 17 年 9 月开始营运）

2. 利润端：成本及费用控制能力出色，毛利率净利率双升

毛利率同比上升 4.6pct 至 56.1%，各项成本控制能力凸显。18FY 公司营业成本中占比最大的教职人员工资 2.73 亿元同比增长 38.07% 慢于收入增长，主要原因为新并表的湖南涉外作为高等教育学校，其生师比相较于 K12 阶段更高（18FY 宇华整体生师比 21.09 VS 17FY 19.41），教师人均薪酬同比下降 8.2% 或受湖南涉外并表时间影响；其他包括餐饮服务、学校消耗品等开支在收入大幅增长的情况下绝对值均有所下降，同样贡献毛利弹性。

表 5：公司营业成本拆分（单位：百万元）

	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入	599.34	697.71	781.33	846.22	1195.11
yoy		16.41%	11.98%	8.31%	41.23%
营业成本	332.50	379.40	375.13	410.46	524.39
yoy		14.11%	-1.13%	9.42%	27.75%
其中：教职人员成本	115.89	148.49	181.20	197.43	272.60
yoy		28.13%	22.03%	8.96%	38.07%
/占比	34.85%	39.14%	48.30%	48.10%	51.98%
教师人数			2,455	2,637	3,966
人均薪酬			73,809	74,869	68,734
yoy				1.44%	-8.19%
生师比			19.64	19.41	21.09
折旧及摊销	53.41	61.62	69.01	63.51	92.96
/占比	16.06%	16.24%	18.40%	15.47%	17.73%
餐饮服务开支	42.85	32.78	27.10	26.10	23.10
/占比	12.89%	8.64%	7.22%	6.36%	4.40%
学校消耗品	18.71	22.82	26.90	28.28	25.33
/占比	5.63%	6.01%	7.17%	6.89%	4.83%
毛利	254.62	296.35	391.19	454.06	670.72
毛利率	44.52%	45.62%	51.99%	51.49%	56.12%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

上市开支、购股权开支等一次性费用降低，期间费用率收窄，财务收有效对冲财务费用实现盈利，诉讼赔偿 1.35 亿与 1.08 亿豁免应付款亏损抵消。18FY 公司期间费用率同比降低 6.7pct 至 10.5%，控费能力强大。其中销售费用率保持基本稳定；18FY 上市开支消除，购股权开支降低，管理费用率同比降低 6.3pct 至 11.1%；18FY 公司财务收入 2381 万元主要来自 IPO 所得款的存款利息，有效对冲当期财务费用 1122 万元，实现盈利。此外公司 18FY 实现其他收入及其他收益合计 0.48 亿元增厚利润，主要来自于湖南涉外的 1.35 亿诉讼赔偿收入以及豁免公司股东的 1.08 亿应付款项亏损构成。

表 6：公司期间费用及其他收入/支出情况（单位：百万元）

	2014	2015	2016	2017	2018
销售费用	4.01	4.39	4.20	3.75	6.52
销售费用率	0.67%	0.63%	0.54%	0.44%	0.50%
管理费用	46.26	54.28	70.42	147.20	132.63
管理费用率	7.72%	7.78%	9.01%	17.40%	11.10%
其中：上市开支			10.38	24.53	0.00
以股份为基础的薪酬				65.92	45.72
财务收入（费用）净额	(17.49)	(24.31)	(26.01)	5.07	12.60
财务费用率	2.92%	3.48%	3.33%	-0.60%	-1.05%
其中：财务收入	2.82	3.61	1.33	15.53	23.81
财务费用	20.31	27.93	27.34	10.46	11.22
其他收入	7.86	9.53	6.44	22.87	16.08
yoy		21.25%	-32.42%	255.12%	-29.69%
其中：政府补贴	7.35	9.00	5.78	21.23	13.44
其他收益及亏损	0.87	(153.65)	(0.34)	1.06	31.71
其中：变现担保权益的补偿					134.80
售股股东豁免应付款项					(108.28)

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

湖南涉外净利率 26.6%，内生经调整净利润同比增长 38% 增速亮眼。在毛利率大幅提升、期间费用率下降、其他收入的增厚作用下，18FY 公司实现归母净利润 5.31 亿元同比大幅增长 69.16%，对应净利率 44.42%，其中湖南涉外并表利润 2.01 亿元（含诉讼赔偿 1.35 亿），剔除诉讼赔偿后净利润 0.66 亿对应净利率 26.6%。18FY 经调整核心净利润（净利润剔除上市开支、购股权支出、政府补助、赔偿收入及股东应付款项豁免等一次性费用）6.09 亿同比增长 49%，剔除湖南涉外贡献利润后内生经调整净利 5.63 亿同比增长 38% 增速亮眼。

表 7：公司利润情况（单位：百万元）

	2014	2015	2016	2017	2018
除税前溢利	207.83	91.20	311.68	313.80	591.96
yoy		-56.12%	241.75%	0.68%	88.64%
所得税	0.00	0.00	0.00	0.00	3.73
所得税率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.63%
年度溢利	207.83	91.20	311.68	313.80	588.23
yoy		-56.12%	241.75%	0.68%	87.46%
归母净利润	207.83	91.20	311.68	313.80	530.81
yoy		-56.12%	241.75%	0.68%	69.16%
净利率	34.68%	13.07%	39.89%	37.08%	44.42%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

各学段毛利率、净利率均表现良好。分年级来看，18FY 公司幼儿园/小学-高中/大学阶段毛利率分别为 51.6%/57.6%/55.3%，净利率分别为 41.0%/55.3%/68.7%。除大学分部外各年级毛利率、净利率均有所提升，盈利能力优秀；大学分部由于新收购的湖南涉外并表毛利率较低拉低大学阶段毛利率，净利率同比提升幅度较大主要系湖南涉外赔偿收入增厚利润率。

表 8：公司分部利润率情况（单位：百万元）

	2014	2015	2016	2017	2018
幼儿园					
毛利率	40.0%	42.2%	42.7%	46.2%	51.6%
净利率	28.7%	29.9%	30.9%	31.9%	41.0%
小学-高中					
毛利率	44.4%	43.4%	45.4%	45.8%	57.6%
净利率	33.8%	36.8%	37.3%	42.2%	55.3%
大学					
毛利率	45.3%	49.2%	63.3%	60.8%	55.3%
净利率	41.3%	-15.6%	53.5%	55.6%	68.7%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

经营性现金流 7.50 亿及配售新股筹资 7.9 亿大幅贡献现金储备，账面 15.93 亿现金后续发展动力充足。18FY 公司经营性现金流流入 7.50 亿，与净利润之比例保持 1 以上，现金回款质量较高，此外公司 17 年末以每股 3.7 港元配售 2.53 亿股股份，筹资人民币 7.95 亿元大幅增加现金储备，截至 18FY 公司账面现金 15.93 亿，有息负债 5.29 亿，预计净现金可持续支持公司未来发展并贡献利息收入。

3. 办学质量持续提升，湖南涉外净利率提升带来的业绩增长为未来主要看点

顶尖大学录取率、毕业生就业率再创新高，办学质量持续提升。18 学年宇华旗下高中 985/211 大学录取率接近 27%，同比上年 21.7% 水平有较大提升，反向促进 K12 阶段学校招生。高等教育方面，18FY 郑州工商学院毕业生就业率达 92.96% 继续保持较高水平，毕业生考研率 14% 远超可比公办学校 7-10% 水平，办学质量突出；湖南涉外 18 学年报到率达 97%，相比往年 90% 水平有显著提升，公司优秀的并购整合能力初现。

截至 18/8/31，公司旗下学校合计 27 所，18 年 4 月公司外延 1.07 亿收购开封市祥符区博望高中 70% 股权，博望高中为开封市祥符区最大的民办高中之一，拥有超过 4000 名学生，17 年度该校实现收入约 3800 万元，净利润 1200 万元，将于 18/9 月并表贡献

收入。

湖南涉外为公司于 17 年 12 月收购，18FY 并表 8 个月实现净利率 26.6%，我们认为相比公司旗下发展成熟的郑州工商学院 17FY 55.6%的净利率水平，湖南涉外净利率仍具备大幅提升空间，为公司未来业绩增长的最主要看点。除湖南涉外学院外，公司目前旗下其他学校发展均较为成熟，我们预计未来保持稳健增长预期。

4. 盈利预测及投资建议

我们预计公司 2019-2021FY 营业总收入为 15.49、16.58、17.67 亿元，同比增长 29.6%、7.1%、6.6%；归母净利润 7.68、8.40、9.03 亿元，同比增长 44.6%、9.4%、7.5%，当前市值对应 PE 12X、11X、10X；考虑公司 19 财年湖南涉外全年并表贡献业绩，内生各校增长稳健，维持“买入”评级。

5. 风险提示

1) **并购整合不及预期的风险。**公司新收购的湖南涉外学院当前净利率较低，未来公司输出管理整合可能存在不及预期的风险。

2) **学费提升不及预期风险。**学费一般需由政府机构批准，且受需求、成本、地域、市场竞争、定价策略多项因素影响，有较大不确定性。学费是影响学校盈利的关键因素，若学费提价幅度不及预期，可能会对收入产生不利影响。

3) **政策风险。**当前《中华人民共和国民办教育促进法（实施条例）》终稿尚未完全落地，未来实施条例出台对税收等调整可能对公司经营产生不利影响。

4) **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。

宇华教育三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2018FY	2019FY	2020FY	2021FY	利润表 (百万元)	2018FY	2019FY	2020FY	2021FY
流动资产:	2,305.92	1,622.92	1,855.28	1,844.56	营业收入	1195.11	1548.57	1658.46	1767.37
现金	1,593.18	908.06	1,138.80	1,125.28	营业成本	524.39	635.33	669.20	706.27
应收款项	27.10	29.22	30.85	33.63	销售费用	6.52	7.74	8.29	8.84
存货	-	-	-	-	管理费用	132.63	152.26	148.00	152.43
其他	685.64	685.64	685.64	685.64	其他经营收益	47.80	52.57	57.83	63.62
非流动资产:	3,826.14	4,688.48	4,975.90	5,269.28	营业利润	579.37	805.82	890.79	963.45
长期股权投资	-	-	-	-	财务收入/(费用)净额	12.60	6.61	11.01	12.45
固定资产净值	2,239.85	2,964.71	3,245.23	3,532.44	除税前溢利	591.96	812.43	901.80	975.91
商誉及无形资产	756.00	755.30	754.60	753.90	所得税	3.73	6.50	7.21	7.81
土地使用权	793.18	933.30	942.85	951.67	净利润(含少数股东权益)	588.23	805.93	894.59	968.10
其他	37.11	35.16	33.22	31.27	归母净利润	530.81	767.53	839.77	902.70
资产总计	6,132.06	6,311.41	6,831.18	7,113.84	少数股东损益	57.42	38.40	54.82	65.40
流动负债:	2,034.64	1,930.64	2,124.56	2,048.38	EBIT	543.41	774.14	850.78	915.15
短期借款	438.46	394.61	355.15	319.64	EBITDA	665.86	961.23	1054.12	1124.90
应付款项	633.05	522.09	694.64	589.49					
其他	1,401.59	1,408.55	1,429.92	1,458.89					
非流动负债合计	338.23	329.14	320.95	313.58					
长期借贷	90.99	81.89	73.70	66.33					
其他	247.24	247.25	247.25	247.25					
负债总计	2,372.87	2,259.78	2,445.51	2,361.96	重要财务与估值指标	2018FY	2019FY	2020FY	2021FY
少数股东权益	283.78	322.18	377.00	442.41	每股收益(元)	0.16	0.24	0.26	0.28
归属母公司股东权益	3,475.40	3,729.44	4,008.67	4,309.47	每股净资产(元)	1.06	1.14	1.23	1.32
负债和所有者权益合计	6,132.06	6,311.41	6,831.18	7,113.84	发行在外股份(百万股)	3,265	3,265	3,265	3,265
					ROIC(%)	15.53%	21.23%	21.89%	21.89%
现金流量表	2018FY	2019FY	2020FY	2021FY	ROE(%)	15.27%	20.58%	20.95%	20.95%
(百万元)					毛利率(%)	56.12%	58.97%	59.65%	60.04%
经营活动现金流	749.78	1,011.21	1,393.71	1,194.85	EBIT Margin(%)	45.47%	49.99%	51.30%	51.78%
投资活动现金流	(562.26)	(797.17)	(223.48)	(224.64)	销售净利率(%)	49.22%	52.04%	53.94%	54.78%
筹资活动现金流	763.57	(899.17)	(939.49)	(983.73)	资产负债率(%)	38.70%	35.80%	35.80%	33.20%
汇率变动的影	(0.42)	-	1.00	2.00	收入增长率(%)	41.23%	29.58%	7.10%	6.57%
现金净增加额	951.09	(685.12)	230.74	(13.52)	净利润增长率(%)	69.16%	44.59%	9.41%	7.49%
折旧与摊销	122.45	187.10	203.33	209.75	P/E	17.10	11.82	10.81	10.05
资本开支	(99.86)	(801.66)	(231.66)	(232.66)	P/B	2.61	2.43	2.26	2.11
营运资本变动	301.52	(579.00)	38.44	65.45	EV/EBITDA	14.80	10.85	9.85	9.17
企业自由现金流	1,179.37	686.06	1,426.89	818.71					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所 (2018/11/28 港币兑人民币汇率 0.8880)

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>

