

内生外延有序推进，办学质量持续提升

——宇华教育 (6169.HK) 2018 年度业绩点评

海外公司简报

◆收入基本符合预期、调整后净利润超预期

2018 年公司营收 11.95 亿元人民币，同比增长 41%，基本符合市场预期。其中，幼儿园、1-12 年级、及高等教育收入占比分别为 5.2%、44%、50.8%。调整后归母净利润为 6 亿元，同比增长 48%，超市场预期。收入和利润的增长主要是由于多所学校的招生人数及学费增加，以及湖南涉外经济学院学校合并入账，且整合成效显著所致。

◆K-12 内生增长稳定，办学质量持续提升

公司旗下的许昌宇华实验学校高中部于 2017 年 9 月如期投入运营，在许昌市实现从幼儿园到高中阶段的学历教育全覆盖；公司于 2018 年 4 月收购开封市博望高中 70% 股权，在开封市实现从小学到高中阶段的学历教育全覆盖。公司已于郑州、焦作、漯河及许昌 4 个城市实现 K12 学历教育全覆盖，凭借在河南省优质的品牌形象，实现 K-12 办学的稳健扩张。公司 16/17/18 学年 985/211 高考录取率分别 11.4%、14.2%、21.7%，呈现稳定提升的态势，我们认为公司拥有优质的办学质量，旗下学校的升学率不断提升将逐步强化公司品牌形象，吸引更多优秀学生，从而形成正反馈，重申公司办学模式具有较强可复制性的观点。

◆湖南涉外经济学院整合顺利，并购能力崭露头角

公司于 17 年 12 月 27 日以总代价 14.3 亿元人民币收购湖南涉外经济学院 70% 的股权。该校由于运营不善，16 年净利率仅为 14.6%，随着公司管理团队介入后，对学校费用及管理方式进行改善后，运营状况持续好转，18 财年涉外学院为公司贡献扣非后利润 5600 万元人民币，预计 19 年利润将达到 1.6 亿元，随着学费及运营效率的进一步改善，利润贡献有望持续提升。

◆下调目标价至 6.23 港元，维持“买入”评级

基于公司目前的扩张进度，我们下调公司 19/20/21 年收入分别为 14.5、15.8、17.2 亿元人民币，同比分别增长 21%、9%、9%；略微下调期权及上市费用等调整后归母净利润分别为 7.2、8.9、9.6 亿元人民币，同比分别增长 18%、23%、8%。调整后 EPS 分别为 0.26、0.32、0.34 港元。基于绝对估值，下调目标价至 6.23 港元，对应 19/20/21 年调整后 PE 分别为 24x、19x、18x，仍看好公司长期发展，维持“买入”评级。

◆风险提示：教育政策变动、教学质量下滑、收购整合不达预期

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万人民币)	846	1195	1446	1576	1724
营业收入增长率	8.31%	41.23%	20.97%	9.00%	9.39%
调整后归母净利润 (百万元)	409	609	720	887	959
调整后净利润增长率	26.89%	49.12%	18.13%	23.19%	8.12%
调整后 EPS (港元)	0.18	0.22	0.26	0.32	0.34
调整后 P/E	17	14	12	10	9
ROE	18.53%	18.19%	17.17%	18.85%	17.93%

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所预测，财年截止 8/31，股价日期 11/29

买入 (维持)

当前价/目标价：3.13/6.23 港元

分析师

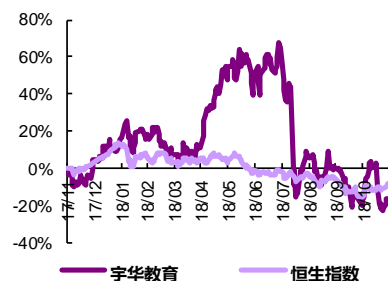
曹天宇 (执业证书编号：S0930517110001)
021-52523693
caoty@ebsec.com

秦波 (执业证书编号：S0930514060003)
021-52523839
qinbo@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)：32.65
总市值(亿港元)：102.19
一年最低/最高(港元)：2.67-6.34
近 3 月换手率：32.9%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-6.3	-14.7	-3.9
绝对	1.3	-20.8	-14.6

资料来源：Wind

利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	846	1,195	1,446	1,576	1,724
营业成本	-410	-524	-632	-633	-703
其他收入	23	16	30	37	41
销售费用	-4	-7	-8	-8	-9
管理费用	-147	-133	-111	-83	-108
其他经营净收益	1	32	0	0	0
营业利润	309	579	725	889	945
财务费用	5	15	22	45	68
税前收入	314	592	747	934	1,013
税收支出	0	-4	-16	-19	-20
净利润	314	588	731	915	993
调整后归母净利润	409	609	720	887	959

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
总资产	3,375	5,367	6,147	6,938	7,804
现金及等价物	643	590	1,357	2,142	3,003
短期投资	153	116	116	116	116
应收账款与票据	0	0	0	0	0
其他短期资产	846	968	968	968	968
财产、厂房及设备	1,714	2,914	2,927	2,933	2,937
长期投资与应收账款	0	0	0	0	0
其他长期资产	19	778	778	778	778
总负债	897	1,376	1,626	1,755	1,903
短期借款	0	63	63	63	63
应付及应计款项	266	299	361	394	431
长期借款	0	101	101	101	101
其他长期负债	0	21	21	21	21
股东权益	2,477	3,991	4,521	5,183	5,901
股本与资本公积	1,318	2,130	2,130	2,130	2,130
留存收益	976	1,351	1,830	2,435	3,094
其他股东权益	182	182	182	182	182
少数股东权益	0	328	378	435	494

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	516	1,001	1,097	1,164	1,223
净利润	314	531	680	858	935
折旧、摊销	75	120	117	120	82
其他非现金调整	78	57	51	57	59
非现金营运资本变动	49	293	250	130	147
投资活动产生现金流	-1,076	-1,894	-130	-126	-86
固定及无形资产变动	-56	-120	-130	-126	-86
长期投资净变动	0	0	0	0	0
收购与剥离净现金	0	-930	0	0	0
其他投资活动	-1,021	-845	0	0	0
融资活动现金流	913	840	-200	-253	-276
债务变动	-315	185	0	0	0
股本变动					
支付的股利合计	-97	-157	-200	-253	-276
其他筹资活动产生的现金流量	0	0	0	0	0
净现金流	338	-52	767	785	861

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	8.31%	41.23%	20.97%	9.00%	9.39%
净利润增长率	0.68%	87.45%	24.20%	25.21%	8.61%
EBITDA 增长率	-6.70%	81.32%	20.90%	19.81%	1.81%
EBIT 增长率	-8.58%	86.89%	25.65%	22.64%	6.31%
估值指标					
PE	22	16	13	10	9
调整后 PE	17	14	12	10	9
PB	2.81	2.39	2.11	1.84	1.62
EV/EBITDA	24.25	13.38	11.06	9.23	9.07
EV/EBIT	30.18	16.15	12.85	10.48	9.86
盈利能力 (%)					
毛利率	51.49%	56.12%	56.30%	59.84%	59.21%
EBITDA 率	45.39%	58.28%	58.24%	64.02%	59.58%
EBIT 率	36.48%	48.28%	50.14%	56.42%	54.83%
税前净利润率	37.08%	49.53%	51.67%	59.26%	58.78%
税后净利润率	37.08%	49.22%	50.53%	58.05%	57.63%
ROA	11.62%	13.46%	12.69%	13.98%	13.48%
ROE	18.53%	18.19%	17.17%	18.85%	17.93%
偿债能力					
流动比率	1.8	1.3	1.6	2.0	2.3
速动比率	0.72	0.47	0.90	1.31	1.69
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS(人民币元)	0.12	0.16	0.21	0.26	0.29
EPS(港元)	0.14	0.19	0.24	0.30	0.33
调整后 EPS(人民币元)	0.16	0.19	0.22	0.27	0.29
调整后 EPS(港元)	0.18	0.22	0.26	0.32	0.34
每股红利(人民币元)	0.04	0.05	0.06	0.08	0.08

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因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, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 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。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机: 021-22169999 传真: 021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebsecn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebsecn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebsecn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebsecn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebsecn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebsecn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebsecn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebsecn.com
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com
张亦潇		0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com
	苏一耘		13828709460	suyy@ebsecn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebsecn.com
	国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebsecn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebsecn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebsecn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebsecn.com
	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebsecn.com
私募业务部	戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebsecn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebsecn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebsecn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebsecn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebsecn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebsecn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebsecn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebsecn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebsecn.com
		王涵洲		18601076781