

买入 (维持)

06169.HK 宇华教育

港股通(深)

目标价: 6.60 港元

现价: 3.27 港元

FY2018 业绩超预期, 未来增长动力仍足

2018年12月3日

预期升幅: 102%

主要财务指标

市场数据

日期	2018.11.30
收盘价(港元)	3.27
总股本(亿股)	32.00
总市值(亿港元)	107
净资产(亿元)	37.6
总资产(亿元)	61.3
每股净资产(元)	1.15

数据来源: Wind

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,195	1,543	1,722	1,867
同比增长(%)	41.2	29.1	11.6	8.4
调整后净利润(百万元)	609.1	770.2	873.8	979.7
同比增长(%)	41.7	26.4	13.5	12.1
毛利率(%)	56.1	56.1	56.2	57.3
净利润率(%)	49.2	49.2	51.8	53.6
净资产收益率(%)	15.6	18.3	19.3	19.4
调整后EPS(元)	0.19	0.24	0.27	0.30
每股股息(港仙)	11.1	12.4	14.6	16.4

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

相关报告

《新学期招生超预期, 优秀教学质量保障业绩》20181001

《湖南学校整合进度超预期》20180504

《收购湖南本科独立学院, 异地扩张拉开序幕》20180105

《收入稳健增长, 办学质量再上新台阶》20171128

《学生数量稳健增长, 学费全面上调》20170918 海外跟踪报告

《稳健成长的综合民办教育集团》20170817 海外深度研究报告

海外教育研究

分析师:

宋健

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

联系人:

宋婧茹

songjingru@xyzq.com.cn

SAC: S0190118010135

● **维持“买入”评级:** 宇华教育的 2018 财年年度业绩好于预期, 公司保持强劲内生增长, 主要学校运营情况稳定。公司现金流充足, 截至 8 月 31 日的 16 亿现金在账加上 9 月开学收入目前现金预计达到 30 亿元, 外延并购实力强劲; 大学、K-12 双轮驱动, 对业绩的稳健持续增长有保障。公司办学质量优质, 2018 年旗下 8 名学生考取清华北大仍旧彰显办学实力。我们预计公司 2019/2020 财年收入分别为 15.4 和 17.2 亿元, 分别同比增长 29.1% 和 11.6%; 归属上市股东经调整后净利润分别为 7.7 和 8.7 亿元, 分别同比增长 26.4% 和 13.5%。我们维持公司“买入”评级, 维持目标价 6.60 港元, 相当于 2019/2020 财年经调整归母净利润的 25/22 倍 PE。

● **FY2018 年度业绩好于预期:** 截至 2018 年 8 月 31 日的 2018 财年末, 宇华教育的营业收入为 12.0 亿元人民币(下同), 同比增长 41.2%。目前集团高等教育板块的在校生人数超过整体的 2/3。FY2018 公司录得净利润 5.88 亿元, 同比增长 87.5%, 高于我们预期的 8.7%。经调整归母净利润 6.09 亿元, 同比增长 41.7%, 高于我们预期的 4.6%。目前公司对湖南学校做了多方面的改善措施, 净利润预计在 2019 财年达到 1.6 亿元。

● **湖南学校仍有带动业绩提升空间:** 由于湖南学校开始贡献营业收入, 公司的营业收入增速同比大幅提升 3290bps。按照学校类型划分, 幼儿园收入占比 5.2%、小初高占比 44.0%、大学占比 50.8%。湖南学校至今已并表整合 9 个月, 2019 财年的全年并表将继续为公司带来业绩增长贡献。

● **协同效率提升, 管理费用率大幅下降, 净利率实现改善:** 公司三费率保持稳中有降趋势, 销售费用率上升 10bps 至 0.5%, 管理费用率下降 630bps 至 11.1%。财务费用率下降 30bps 至 0.6%。2018 财年公司净利率达到 49.2%, 同比提升 1210bps; 经调整净利率达到 51%, 同比实现稳健增长, 提升 20bps。河南省的营利性登记截止至 2022 年, 湖南省的《实施意见》尚未颁布, 因此目前来看公司所得税率预计在 2022 年前将保持低位。

风险提示: 1) 国家教育政策变动; 2) 公司收购、自建等扩张进程不达预期; 3) 学生、家长对教学质量满意度下降; 4) VIE 架构政策风险。



报告正文

- **FY2018 年度业绩好于预期:** 截至 2018 年 8 月 31 日的 2018 财年末, 宇华教育的营业收入为 12.0 亿元人民币(下同), 同比增长 41.2%。目前集团高等教育板块的在校生人数超过整体的 2/3。FY2018 公司录得净利润 5.88 亿元, 同比增长 87.5%, 高于我们预期的 8.7%。经调整归母净利润 6.09 亿元, 同比增长 41.7%, 高于我们预期的 4.6%。目前公司对湖南学校做了多方面的改善措施, 净利润预计在 2019 财年达到 1.6 亿元。
- **湖南学校带动收入大幅增长:** 由于湖南学校开始贡献营业收入, 公司的营业收入增速同比大幅提升 3290bps。按照学校类型划分, 幼儿园收入占比 5.2%、小初高占比 44.0%、大学占比 50.8%。

图 1、公司收入增速进一步提升

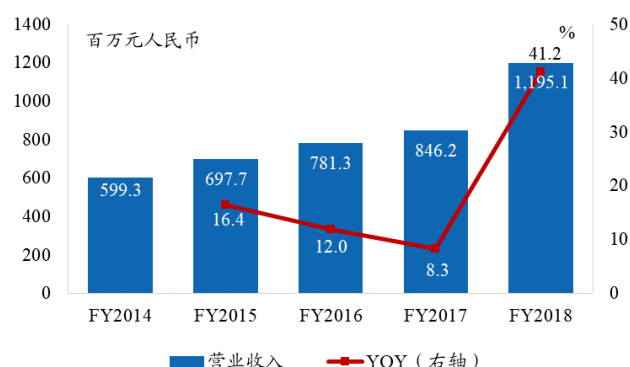
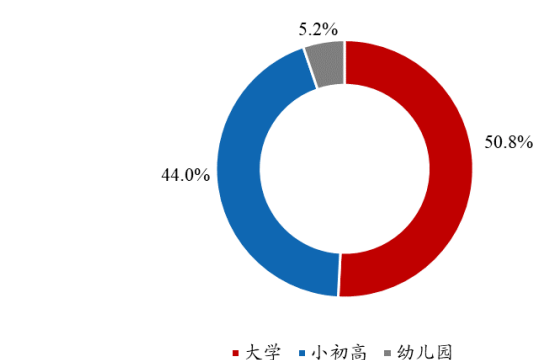


图 2、K-12+大学双轮驱动



资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **毛利率稳步提升, 教师工资占据主要成本:** 成本构成来看, FY2018 教师工资占总成本百分比达到 63.8%, 同比提升 720bps, 其中提升主要来自于并表的湖南涉外经济学院教师成本; 折旧及摊销占比达到 20%, 2018 财年折旧摊销费用同比增长 62.4%, 主要原因是湖南涉外经济学院并表影响, 湖南涉外经济学院拥有 1100 亩的核心地段土地。公司 2018 财年成本控制得当, 毛利率达到 56.1%, 实现同比 460bps 的稳步提升。

图 3、各项成本占总成本百分比

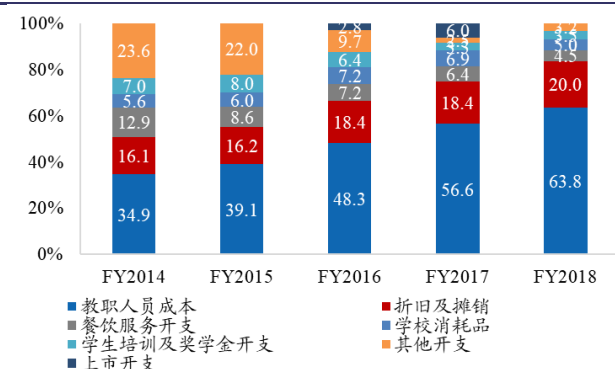
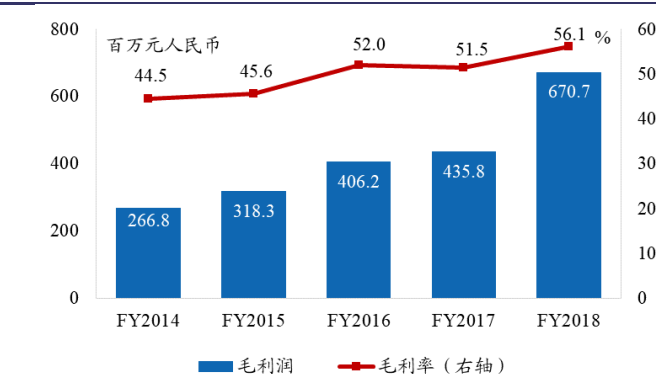


图 4、毛利率稳步提升



资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

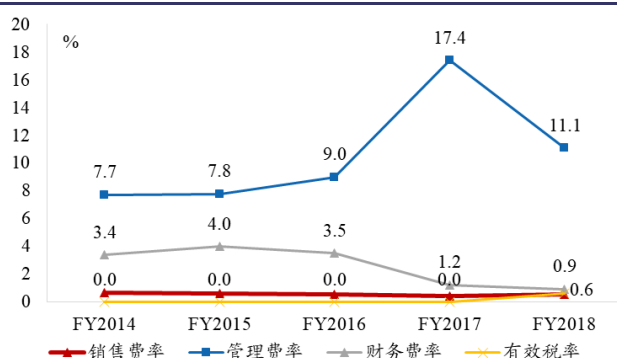
资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **协同效率提升, 管理费用率大幅下降:** 公司三费率保持整体稳中有降趋势, 销售费用率上升 10bps 至 0.5%, 管理费用率下降 630bps 至 11.1%。财务费用率下降 30bps 至 0.6%。公司所得税主要由于核销收购的湖南学校的递延所得税资产。河南省的营利性登记截止至 2022 年, 湖南省的《实施意见》尚未颁布, 因此目前来看公司所得税率预计在 2022 年前将保持低位。
- **公司净利润率实现改善:** 2018 财年公司净利率达到 49.2%, 同比提升 1210bps;

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

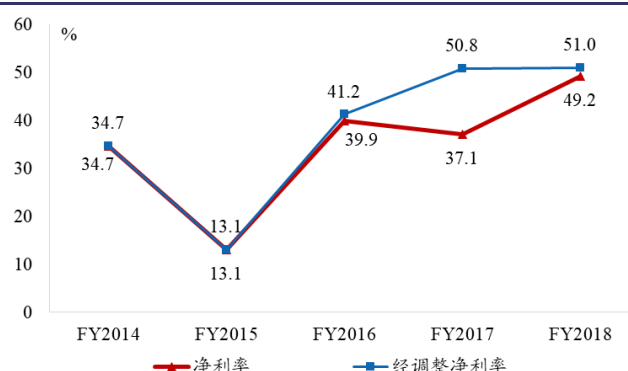
经调整净利率达到 51%，同比实现稳健增长，提升 20bps。

图 5、公司的费用率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

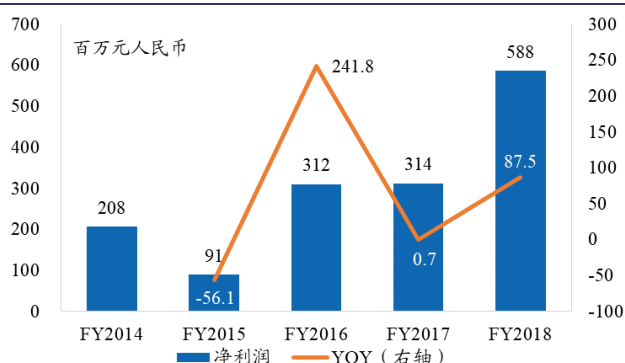
图 6、公司净利率大幅改善



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

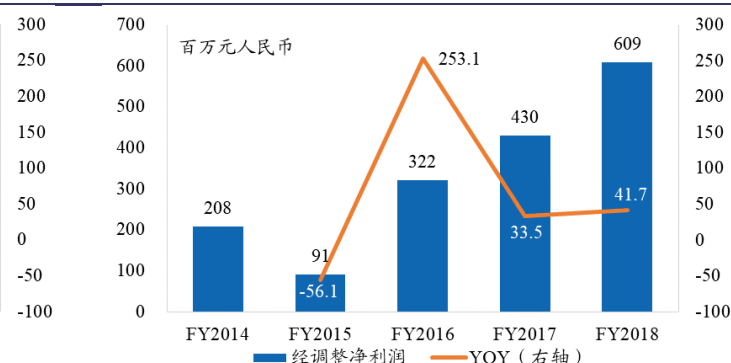
- **净利润保持高增长：** FY2018 公司录得净利润 5.88 亿元，同比增长 87.5%。经调整归母净利润为加上以股份付款支出及上市开支再减去政府补贴得来，经调整归母净利润 6.09 亿元，同比增长 41.7%。目前公司对湖南学校做了多方面的改善措施，净利润预计在 2019 财年达到 1.6 亿元。

图 7、公司净利润实现高增长



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

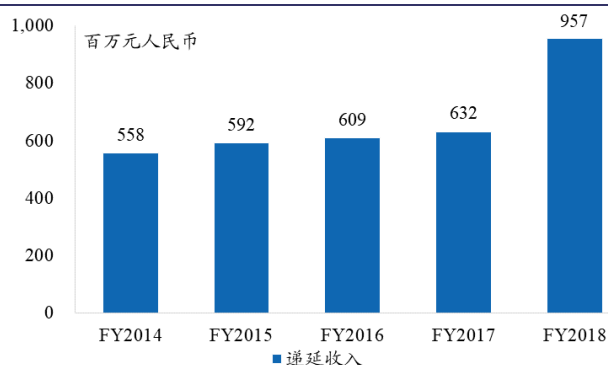
图 8、公司经调整归母净利润保持较高增速



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

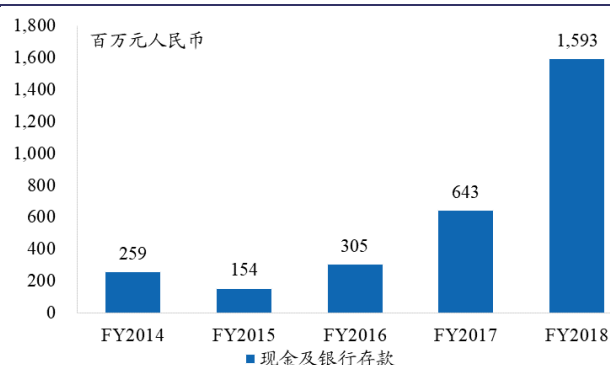
- **递延收入稳健增长，现金流充足：** FY2018 公司账面递延收入达到 9.6 亿元，同比增长 51.5%。公司现金流充足，目前有 15.9 亿元现金及银行存款在账，为后续收购提供保障。

图 9、公司递延收入增速提升



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、公司现金流储备充足

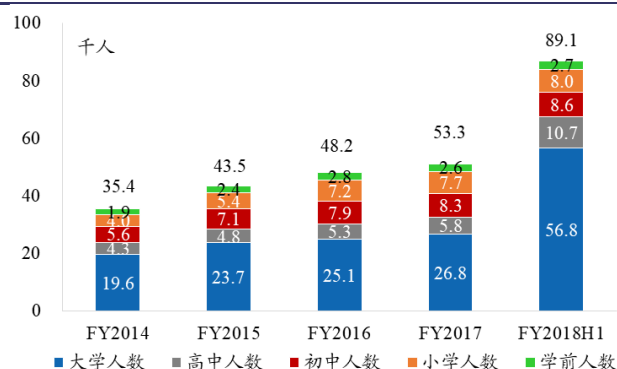


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

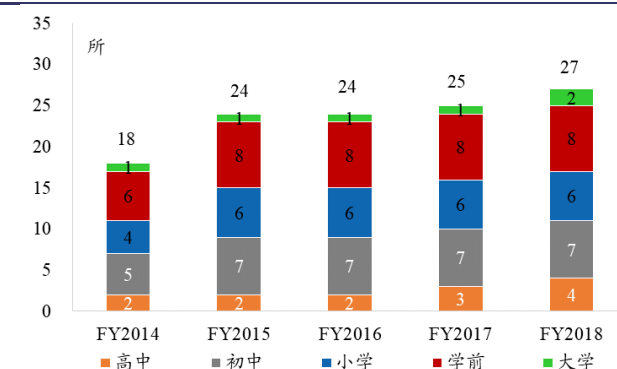
- **并购、自建带来学生人数高速增长:** FY2018 公司录得学生人数超过 9 万人, 其中郑州工商学院学生数超过 3 万人, 湖南涉外经济学院学生人数达到 2.9 万人。截至 2018 年 8 月 31 日, 公司已并表学校达到 27 所, 同比增长 2 所(湖南涉外、许昌高中)。截至 2018 年 11 月, 公司旗下学校数量再增加 2 所至 29 所。对湖南学校的成功并购和整合使公司拥有了异地扩张的经验, 公司将继续保持稳健的外延扩张政策, 积极寻找优质并购标的, 加速成长为全国布局的综合的教育集团。

图 11、公司学生人数实现高速增长



资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、公司已并表学校达到 27 所



资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **维持“买入”评级:** 宇华教育的 2018 财年年度业绩好于预期, 公司保持强劲内生增长, 主要学校运营情况稳定。公司现金流充足, 截至 8 月 31 日的 16 亿现金在账加上 9 月开学收入目前现金预计达到 30 亿元, 外延并购实力强劲; 大学、K-12 双轮驱动, 对业绩的稳健持续增长有保障。公司办学质量优质, 2018 年旗下 8 名学生考取清华北大仍旧彰显办学实力。我们预计公司 2019/2020 财年收入分别为 15.4 和 17.2 亿元, 分别同比增长 29.1% 和 11.6%; 归属上市股东经调整后净利润分别为 7.7 和 8.7 亿元, 分别同比增长 26.4% 和 13.5%。我们维持公司“买入”评级, 维持目标价 6.60 港元, 相当于 2019/2020 财年经调整归母净利润的 25/22 倍 PE。
- **风险提示:** 1) 国家教育政策变动; 2) 公司收购、自建等扩张进程不达预期; 3) 学生、家长对教学质量满意度下降; 4) VIE 架构政策风险。

附表

资产负债表		单位: 百万人民币			
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	
流动资产	2,306	2,401	3,049	3,712	
现金及现金等价物	1,593	1,690	2,335	2,996	
贸易及其他应收款项	27	25	28	31	
非流动资产	3,826	3,821	3,816	3,812	
预付土地租金	793	793	793	793	
物业、厂房及设备	2,240	2,235	2,230	2,226	
无形资产	756	756	756	756	
其他非流动资产	37	37	37	37	
资产总计	6,132	6,222	6,865	7,525	
流动负债	2,035	1,723	1,897	2,031	
应计费用及其他应付款项	633	278	310	328	
递延收入	957	1,234	1,377	1,493	
借款	438	203	203	203	
非流动负债					
借款	91	91	91	91	
其他非流动负债	0	0	0	0	
递延收入	0	0	0	0	
负债合计	2,373	2,061	2,235	2,369	
股份溢价	2,130	2,130	2,130	2,130	
储备	583	583	583	583	
保留盈利	284	642	1,064	1,539	
股东权益合计	3,759	4,161	4,630	5,155	
负债及权益合计	6,132	6,222	6,865	7,525	

现金流量表		单位: 百万人民币			
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	
净利润	592	788	923	1,040	
折旧和摊销	102	155	155	154	
营运资金的变动	768	839	1,218	1,286	
财务开支净额	(13)	0	0	0	
递延收入	325	278	143	116	
经营活动产生现金流量	750	826	1,213	1,281	
已收利息	21	0	0	0	
资本性支出	(58)	(150)	(150)	(150)	
投资活动产生现金流量	(562)	(150)	(150)	(150)	
派息	(239)	(358)	(422)	(475)	
融资活动产生现金流量	764	(580)	(417)	(470)	
现金净变动	951	96	645	661	
现金的期初余额	643	1,593	1,690	2,335	
现金的期末余额	1,593	1,690	2,335	2,996	

利润表		单位: 百万人民币			
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	
营业收入	1,195	1,543	1,722	1,867	
营业成本	524	678	754	798	
毛利	671	866	968	1,069	
销售费用	7	8	9	10	
管理费用	133	110	95	94	
其他收入	48	21	24	26	
营业利润	579	768	888	992	
财务费用	(13)	(20)	(35)	(48)	
利润总额	592	788	923	1,040	
所得税	4	29	31	40	
净利润	588	760	892	1,000	
少数股东损益	57	44	47	50	
归母公司净利润	531	716	845	951	
调整后 EPS(元)	0.19	0.24	0.27	0.30	

主要财务比率					
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	
成长性(%)					
营业收入	41.2	29.1	11.6	8.4	
调整后净利润	41.7	26.4	13.5	12.1	
盈利能力(%)					
毛利率	56.1	56.1	56.2	57.3	
净利率	49.2	49.2	51.8	53.6	
偿债能力(%)					
流动比率	113.3	139.3	160.7	182.8	
速动比率	78.3	98.1	123.1	147.5	
营运能力(次)					
应付账款周转率	0.8	2.4	2.4	2.4	
应收账款周转率	44.1	60.8	60.8	60.8	
每股指标(元)					
每股经营现金	0.23	0.25	0.37	0.39	
每股净资产	1.14	1.28	1.42	1.58	
估值比率(倍)					
PE	15	12	11	10	
PB	2.4	2.1	1.9	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.xyzq.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/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、众诚能源控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永生生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司和中原银行股份有限公司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。