

宇华教育 (06169)

证券研究报告

2018年12月06日

涉外并表带动业绩增长，加码高教板块布局

FY18 宇华教育营收 11.95 亿人民币 (下同)，同比增长 41.2%。

分学校阶段看，FY18 K12 教育收入 5.88 亿 (占总营业收入比重为 49.2%，下同)，同比增长 11.78%；大学 6.07 亿 (占比 50.8%)，同比增长 89.60%。

主营业务成本 5.24 亿元 (占总营收比重为 43.85%)，同比增长 27.80%。经调整主营业务成本为 4.95 亿元 (占总营收比重为 41.41%)，同比增长 28.6%。

主要系教师人数及部分教师薪酬增加，以及自 2018 年 1 月 1 日开始将湖南涉外经济学院学校合并入账所致。

其中教职人员成本 3.26 亿元 (占主营业务收入比重为 62.13%，下同)，同比增加 40.14%，折旧及摊销 1.05 亿元 (占比 19.95%)，同比增加 49.03%，其他成本 1.67 亿元 (占比 31.77%)，同比增加 0.19%。教职人员成本中，工资、薪金及分红为 2.72 亿，退休金计划供款为 0.27 亿，福利及其他开支为 0.28 亿。

FY18 毛利 6.71 亿元，同比增加 53.9%；经调整毛利为 7 亿，同比增加 51.8%；毛利率由 51.5% 增加到 56.1%，经调整毛利率则由 54.5% 增至 58.6%，

主要系多间学校的招生人数及学费增加，以及自 2018 年 1 月 1 日开始将湖南涉外经济学院学校合并入账所致。

FY18 销售费用为 0.065 亿元，同比增加 73.4%，当年销售及市场推广活动并无重大变动。

管理费用同比减少 10% 至 1.32 亿，主要系以股份为基础的薪酬所相关的行政开支减少。经调整管理费用同比增加 53% 至 0.87 亿元，其增加主要系自 2018 年 1 月 1 日开始将湖南涉外经济学院学校合并入账所致。

财务费用同比增加 6.7% 至 0.11 亿，主要系银行借款增加所致。

FY18 净利润为 5.3 亿，同比增长 69%；经调整净利润为 6.09 亿，同比增长 49%。FY18 经调整净利率为 51%，较去年增加 2pct。

截至 2018 年 8 月底，宇华于河南省及湖南省分别有 26 所及一所学校。从学校类别看，宇华幼儿园、小学、初中、高中学校数量基本无变化，大学新增 1 所，即湖南涉外经济学院学校。宇华雇员总数 6063，按职能划分可分为教师、行政人员、其他人员。其中，教师人数为 3966，占比 65.41%。

上调盈利预测，给予买入评级。宇华于河南省营运民办学校逾 17 年，按招生人数计算，宇华是中国最大的民办学校营运商之一。宇华 K12 学校提供从幼儿园到高中的教育，可吸纳幼年学生入读，建立稳定和可持续的学生来源。宇华注重学生的全面发展，课程安排在确保提供优质教育的同时，还启发和鼓励发掘学生个人兴趣。此前盈利预测未考虑湖南涉外学院，湖南涉外学院已于 18 年 1 月 1 日并表，我们预计公司 FY19 EPS 由 0.21 港币上调至 0.25 港币，预计 FY20 年 EPS 为 0.29 港币，对应 PE 分别为 14x、12x。

注释：本文未特别注明情况下货币单位默认为人民币

风险提示：民促法实施条例尚未落地，对 VIE 及并购态度不明确；招生情况不及预期；核心人才流失。

投资评级

行业 消费者服务业/支援服务

6 个月评级 买入 (维持评级)

当前价格 3.42 港元

目标价格 港元

基本数据

港股总股本(百万股) 3,264.94

港股总市值(百万港元) 11,166.09

每股净资产(港元) 1.02

资产负债率(%) 34.53

一年内最高/最低(港元) 6.34/2.82

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《宇华教育-公司深度研究:坐拥优质完备教育资源,尽享教育大省人口红利》
2018-04-16

FY18 (2017.09.01-2018.08.31) 宇华营收 11.95 亿人民币 (下同), 同比增长 41.2%。

分学校阶段看, FY18 幼儿园收入 0.62 亿(占总营收 5.2%, 下同), 同比增长 8.64%; K12 阶段教育 5.26 亿(占总营收 44.0%), 同比增长 12.17%; 大学 6.07 亿(占总营收 50.8%), 同比增长 89.60%。

主营业务成本 5.24 亿元 (占总营收 43.85%), 同比增长 27.80%; 经调整主营业务成本 4.95 亿元 (占总营收 41.41%), 同比增长 28.6%。主要系教师人数及部分教师薪酬增加, 以及自 2018 年 1 月 1 日开始将湖南涉外经济学院学校合并入账所致。

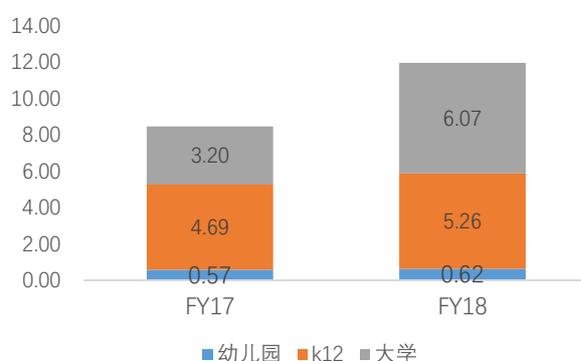
教职人员成本中, 工资、薪金及分红为 2.72 亿, 退休金计划供款为 0.27 亿, 福利及其他开支为 0.28 亿。

图 1: 公司主营业务收入 11.95 亿, 同比增长 41.2%



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 2: FY18 营业收入 11.95 亿, 大学收入 6.07 亿 (单位: 亿元)



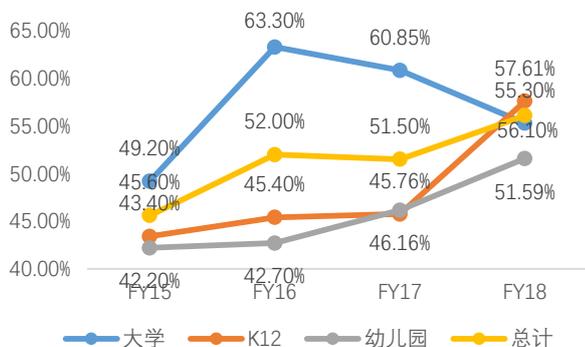
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

FY18 毛利 6.71 亿元, 同比增加 53.9%; 经调整毛利为 7 亿, 同比增加 51.8%; 毛利率由 51.5% 增加到 56.1%, 经调整毛利率则由 54.5% 增至 58.6%, 主要系多间学校的招生人数及学费增加, 以及自 2018 年 1 月 1 日开始将湖南涉外经济学院学校合并入账所致。

按学校阶段分:

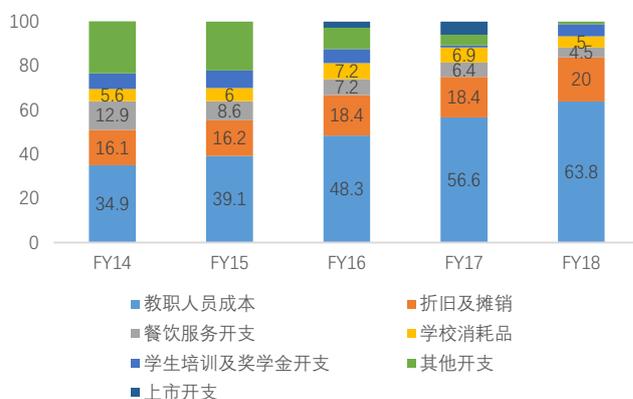
FY18 幼儿园毛利润 0.32 亿, 毛利率 51.59%, 较去年提高 5.44pct; K12 阶段教育 3.03 亿, 毛利率 57.61%, 较去年提高 11.85pct; 大学 3.36 亿, 毛利率 55.30%, 较去年下降 5.55pct。

图 3: FY14-FY18 公司各项业务毛利率水平



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 4: 各项成本占总成本百分比 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

其他收入达到 0.16 亿，较上期减少 0.07 亿，同比减少 29.7%，主要系获得的政府补助和补贴减少所致。其中，政府拨款及补贴收入为 0.13 亿，其他收入为 0.03 亿。

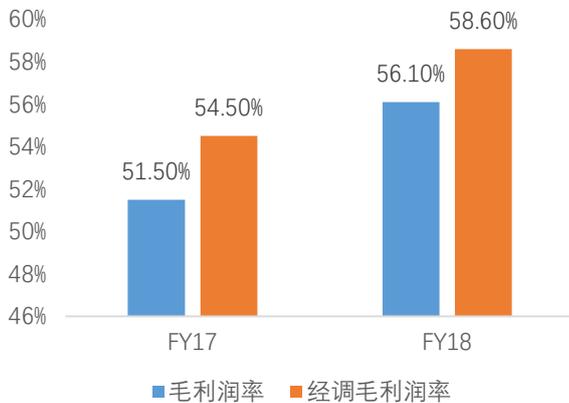
其他收益及亏损共计 0.32 亿元，而 FY17 该项仅为 0.01 亿元，主要系变现担保权益的补偿人民币 1.35 亿及售股股东豁免应付款项人民币 1.08 亿元所致。

销售费用率为 1.2%，同比增加 0.8pct，FY18 集团销售及市场推广活动并无重大变动；

经调整管理费用 0.87 亿元，同比增长 53.0%，主要系湖南涉外经济学院学校合并入账所致；管理费用 1.33 亿元，较去年下降 0.15 亿元，主要系以股份为基础的薪酬所相关的行政开支减少所致，管理费用率 25.3%，同比增加 7.9pct。

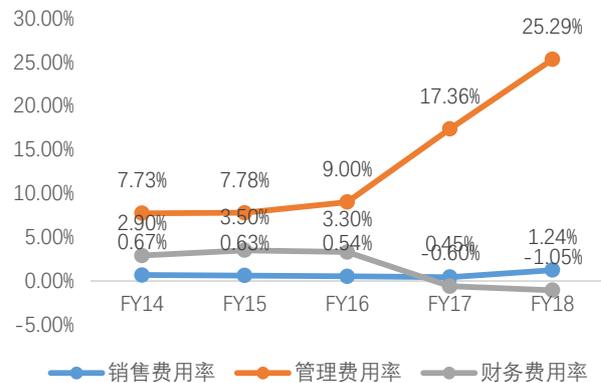
财务费用率-1.05%；财务收入同比增长 53.5%至 2018 年 2380 万元，是由于首次公开发售所得款项净额令现金存款增加；财务开支同比增长 6.7%至 2018 年 1120 万元，由于银行借款增加。

图 5: FY18 毛利率 56.10%, +4.6pct; 经调毛利率 58.60%, +4.1pct



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6: FY18 销售费用 652 万，管理费用 8690 万，财务费用 1120 万

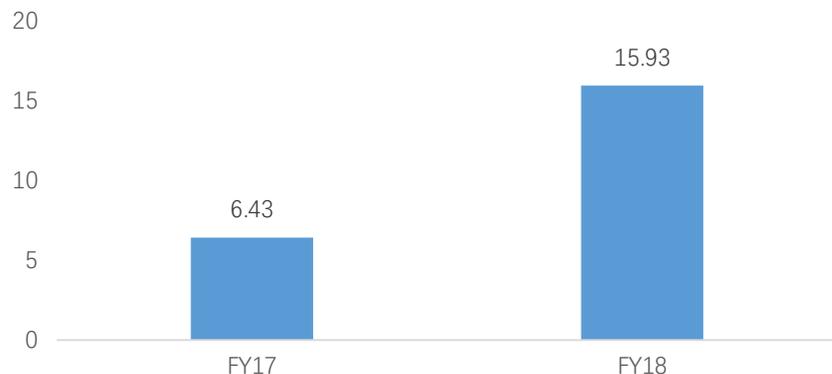


资料来源：公司公告，天风证券研究所

FY18 递延收益为 9.57 亿，同比增长 51.42%。其中，学费及住宿费为 9.54 亿，已收租金为 0.03 亿。

现金及现金等价物，由 FY17 的 6.43 亿增长到 FY18 的 15.93 亿，同比增长 148%，主要系学费收入及银行借款增加。

图 7: FY18 现金及现金等价物 15.93 亿，同比增长 148% (单位：亿元)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

税收，FY18 所得税开支为 372.6 万元，主要是由于递延所得税资产减少所致，本期所得税率为 0.63%。

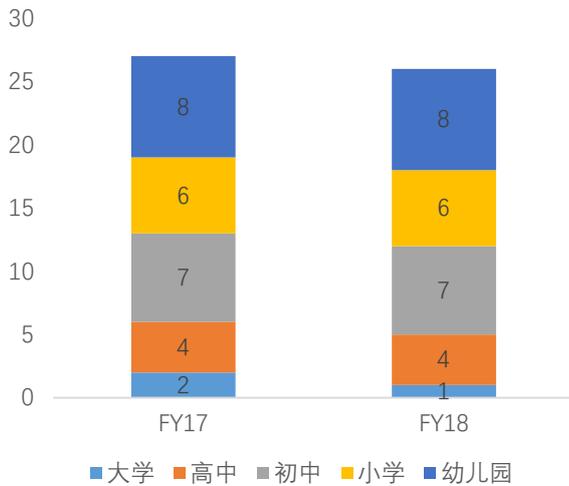
FY18 净利润 5.3 亿，同比增长 69%；经调整净利润 6.09 亿，同比增长 49%。 FY18 经调整净利率 51%，较去年增加 2pct，主要系多间学校的招生人数及学费增加，以及自 2018 年 1 月 1 日开始将湖南涉外经济学院学校合并入账所致。**我们预计涉外学院 FY18 调后净利约 1 亿元，预计 FY19 实现 1.6 亿元（宇华持股 70%）。**

经调整项目：以股份为基础的薪酬开支（计入收入成本）1682.3 万元，以股份为基础的薪酬开支（计入管理费用）4571.5 万元，因收购 LEI Lie Ying Limited 可识别资产的公平值调整引致的额外折旧及摊销 1280.3 万元，因 LEI Lie Ying Limited 自 2018 年 1 月 1 日起适用税率变动而终止确认递延税项资产 9018 万元，政府补助-1344.2 万元，变现担保权益的补偿-1.35 亿元，售股股东豁免应付款项 1082.7 万元。

截止 18 年 8 月底，公司在湖南及河南两省合计拥有 27 所学校，其中幼儿园 8 所，小学 6 所，初中 7 所，高中 4 所，大学 2 所，比 17 财年增加一所，系湖南涉外经济学院。

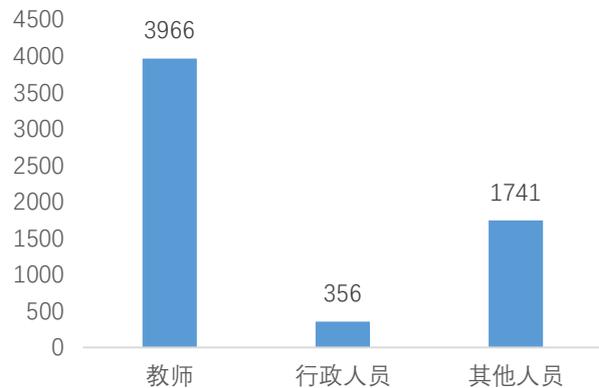
FY18 公司旗下学校学生人数为 8.91 万人，同比增长 67.2%，主要的增长来自于高中和大学学生人数的增加；共有雇员 6063 人，其中教师人数为 3966 人，占总人数的 65%。

图 8：按类别划分宇华学校数量（单位：所）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：FY18 宇华教师人数为 3966，占比 65.41%（单位：人）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

上调盈利预测，给予买入评级。宇华于河南省营运民办学校逾 17 年，按招生人数计算，宇华是中国最大的民办学校营运商之一。宇华 K12 学校提供从幼儿园到高中的教育，可吸纳幼年学生入读，建立稳定和可持续的学生来源。宇华注重学生的全面发展，课程安排在确保提供优质教育的同时，还启发和鼓励发掘学生个人兴趣。此前盈利预测未考虑湖南涉外学院，湖南涉外学院已于 18 年 1 月 1 日并表，我们预计公司 FY19 EPS 由 0.21 港币上调至 0.25 港币，预计 FY20 年 EPS 为 0.29 港币，对应 PE 分别为 14x、12x。

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com