

综合行业

送审稿对高教收购影响有限，估值合理基本面稳健维持推荐 增持（维持）

2019年07月30日

投资要点

■ 近2周高教板块动作不断，释放外延发展的积极信号，带动市场情绪持续向好。19年以来职教政策利好频出，充分表明国家对职教改革的持续重视，而近2周高教板块，包括中国新华教育、宇华教育、希望教育相继发布收购计划，自新华7月15日首个公布收购后这三家高教公司均大幅跑赢大盘。我们认为高教政策风险相对较低，低估值+稳健成长的核心逻辑仍在。

■ 外延增长：终稿对高教并购影响预计较小，各家公司外延并购依旧有条不紊进行。18年8月送审稿发布之后，新高教集团收购了1所学校，民生教育收购3所学校，希望教育收购2所学校，中教控股收购2所学校，新华教育更是在19年连续宣布两起收购，说明终稿落地对高教并购影响较小。

行业依旧拥有足够的外延并购空间：2019年我国民办高等教育共拥有756家民办高等教育学校，其中民办本科434家（其中独立学院265家），民办专科322家，而目前上市公司仅拥有34家学校。同时，相较于全国近700万的民办高等教育在校生人数，目前上市公司拥有的30万+学生范围依旧较小。

外延并购盈利能力较为合理：根据目前收购价格，高教公司并购的ROI在10%左右（考虑未来所得税影响在8%，考虑到杠杆因素未来ROE预计在10%-15%）。考虑到目前国家从政策层面对于民办资本进入高等教育的支持，我们认为在当前的回报率下，民办资本在高等教育中的并购整合不太可能受到很大的政策影响。同时，各上市公司当前账面现金净额较可预见支出相对充裕，依旧有能力持续进行外延并购。

■ 内生增长：学费增长和高职扩招人数增加，保证内生增长稳定。逐步转型非营利后学费的逐步市场化、高职招生的增长、以及毛入学率的持续提升，保证了高教公司依旧可以保持相对平稳的内生增长势头。

■ 目前市场担忧的风险：仅所得税会带来实质影响，但考虑所得税后估值依旧较低。目前中国新华教育/科培/民生/希望教育/新高教对应19年的估值13/16/12/16/11X，处于估值低位，考虑15%所得税后，估值小幅提高至16/18/13/19/13X，依旧具备估值吸引力。

■ 中报披露在即，高教板块在当前市场中业绩确定性高。由于高教公司在18年9月完成招生和学费确定，因此19财年中报业绩变化不大。同时，在高职扩招100万人的政策利好下，专科院校学额双位数增长，19年9月专科招生规模有望达到历史高点，将带动19财年全年业绩增长。

■ 投资建议：考虑到各家公司稳定的高单位数至双位数内生增长、持续的外延预期以及高教板块健康的现金流，我们认为高教公司的估值依旧拥有估值上的吸引力，继续推荐中国新华教育、中国科培、民生教育、希望教育、新高教集团。

■ 风险提示：政策落地尚有不不确定性；各学校招生规模不及预期

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
证券分析师 陈腾曦
执业证号：S0600517070001
021-60199793
chentx@dwzq.com.cn
研究助理 金舍
执业证号：S0600119070033
jinh@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

- 1、《综合行业：培训机构龙头对比：中公教育享受龙头红利，好未来空间广阔持续投入》2019-06-18
- 2、《综合行业：《职业技能提升行动方案》印发，长期看好职业教育赛道》2019-05-26
- 3、《教育行业双周报：维持重点看好职业教育，短期关注业绩催化》2019-04-20

内容目录

1. 近期并购持续进行，低估值+稳健成长依旧具备吸引力	4
2. 外延增长：终稿对高教并购影响预计较小，各家公司外延并购依旧有条不紊进行	4
2.1. 外延增长空间：行业依旧拥有足够的外延并购空间	5
2.2. 外延并购盈利能力较为合理，受政策影响可能性较小	5
2.3. 各家学校外延并购的进度和可使用资金	6
3. 内生增长：学费增长和高职扩招人数增加，保证内生增长稳定	8
3.1. 学费增长：自主定价逐步放开，学费增长有望稳步提升	8
3.2. 百万高职扩招，有望带动内生人数增长达到新台阶	8
4. 目前市场担忧的风险：仅所得税会带来实质影响，但考虑所得税后估值依旧较低	8
5. 中报披露在即，高教板块在当前市场中业绩确定性高	12
6. 投资建议	12
风险提示	12

图表目录

图 1: 2019.7.15 以来公布最新收购的高教公司股价跑赢大盘	4
图 2: 各高教集团收购时间线	5
图 3: 高教集团收购本科学校单生收费测算	6
图 4: 各公司截至 2018 年账面现金及预计未来支出 (亿元)	6
图 5: 各公司最新持股比例	7
图 6: 考虑 15% 所得税率下各上市公司估值情况	9
图 7: 中国新华教育在不同所得税率水平下估值变化	10
图 8: 新高教集团在不同所得税率水平下估值变化	10
图 9: 中国科培在不同所得税率水平下估值变化	11
图 10: 民生教育在不同所得税率水平下估值变化	11
图 11: 希望教育在不同所得税率水平下估值变化	11

1. 近期并购持续进行，低估值+稳健成长依旧具备吸引力

近2周高教板块动作不断，中国新华教育、宇华教育、希望教育相继发布收购计划：

1) 7月15日中国新华教育公告：9.18亿收购海源学院（本专）及昆明市卫生学校（中职）60%股权，18/19学年海源学院在校生12,026人，学费1.7-2.5万元，昆明市卫生学校在校生6,247人，学费6000元，19/20学年提高至8000元，单生收购价8.4万元。

2) 7月22日宇华教育公告：14.92亿收购山东英才学院（本专）90%权益，现有学生31500人（21000本+10000专+500职业技能培训），本科占比67%，学费15000元，收入规模4.7亿，单生收购价5.3万。

3) 7月29日希望教育公告：1.6亿收购鹤壁汽车工程职业学院（专）95%权益，在校生4504人，学费5200元，收入规模2370万，单生收购价3.6万。

19年以来职教政策利好频出，充分表明国家对职教改革的持续重视，而民办高教公司的收购密集发布不断释放外延发展的积极信号，带动市场情绪持续向好，自新华7月15日首个公布收购后这三家高教公司均大幅跑赢大盘。

图1：2019.7.15以来公布最新收购的高教公司股价跑赢大盘

	恒生指数	中国新华教育	宇华教育	希望教育	民生教育	中国科培	新高教
2019.7.15至今涨跌幅	-1.28%	12.78%	20.06%	11.50%	0.00%	8.70%	12.64%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

目前看，我们认为虽然终稿迟迟没有落地，但是高教整体投资逻辑仍在：1) 各家的外延并购依旧在稳步推进，终稿对高教的并购影响较小。2) 逐步转型非营利后学费的逐步市场化、高职招生的增长、以及毛入学率的持续提升，保证了高教公司依旧可以保持相对平稳的内生增长势头。3) 在市场对高教的几个担心点来看，我们认为仅有所得税会对上市公司利润带来实质性影响，但考虑所得税后估值依旧较低。4) 中报披露在即，高教板块在当前市场中业绩确定性高。

2. 外延增长：终稿对高教并购影响预计较小，各家公司外延并购依旧有条不紊进行

目前各家高校依旧有条不紊进行收购，我们预期终稿落地并不会对高教并购产生实质影响。18年8月送审稿发布之后，新高教集团收购了1所学校，民生教育收购3所学校，希望教育收购2所学校，中教控股收购2所学校，新华教育更是在19年连续宣布两起收购。

图 2：各高教集团收购时间线

收购主体	收购事件	收购时间（协议时间）
中国新华教育	并购昆明医科大学海源学院、昆明市卫生学校	2019.7.12
	收购土地使用权（南京市高淳区）	2019.7.6
	收购南京财经大学红山学院	2019.4.29
新高教集团	收购广西英华国际职业学院	2018.9.14
	合作举办兰州大学甘肃学院	2018.7.6
	收购东北学校	2018.6.13
	收购洛阳科技职业学院	2018.1.8
	收购土地使用权（兰州新区）	2018.1.4
	收购新疆民办本科教育	2017.12.27（后终止收购）
民生教育	收购南昌职业学院（本科）	2019.3.15
	收购曲阜远东职业技术学院	2018.11.23
	收购云南大学滇池学院	2018.8.20
	收购寿光渤海实验学校	2018.3.12
	合作举办河北工业大学城市学院	2018.8.22
	收购重庆电信职业学院	2017.11.6
	收购安徽文达信息工程学院	2017.8.30
希望教育	收购鹤壁汽车工程职业学院	2019.7.29
	收购贵州大学科技学院	2019.3.8
	收购四川托普职业技术学院	2017.12
	收购山西医科大学晋祠学院	2014.4
	收购贵州财经大学商务学院	2014.4
	收购四川文化传媒职业学院	2014.3
	收购民办四川天一学院	2011.9 收购 70%，2016 年收购剩下 30%
中教控股	收购四川外国语大学重庆南方翻译学院	2019.6.25
	收购山东省泉城大学	2019.3.20
	收购松田大学及松田学院	2018.6.14
	收购西安铁道技师学院	2018.3.13
	收购郑州城规交通中等专业学校	2018.3.13

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.1. 外延增长空间：行业依旧拥有足够的外延并购空间

2019 年我国民办高等教育共拥有 756 家民办高等教育学校，其中民办本科 434 家（其中独立学院 265 家），民办专科 322 家。目前上市公司共拥有 34 家学校。相较于全国近 700 万的民办高等教育在校生人数，目前上市公司拥有的 30 万+学生范围依旧较小。

我们预计民办高教在校生人数随着毛入学率的提升依旧能保持中高单位数的增长趋势。同时，虽然可供实质性收购的学校数量相较 756 家民办学校较小（预计数量级在百家），但是独立学院转设进程的加快也为上市公司提供了更多的收购机会。

2.2. 外延并购盈利能力较为合理，受政策影响可能性较小

目前的高教收购平均单生价格在 8 万左右。从目前上市公司的并购价格来看，目前高教收购的本科单生收费价格大约在 8 万左右。

图 3：高教集团收购本科学校单生收费测算

收购主体	收购事件	办学层次	收购时间	交易对价 (万元)	获得股权	标的学生人数	单生价 (万元/人)
中国新华教育	并购昆明医科大学海源学院、昆明市卫生学校	本科+中专	2019.7.12	91800	60%	18273	8.37
	收购南京财经大学红山学院	本科	2019.4.29	61000	100%	9000	6.78
民生教育	收购南昌职业学院	本科	2019.3.15	51000	51%	9500	10.53
	收购云南大学滇池学院	本科	2018.8.20	58250	51%	18470	8.47
	收购安徽文达信息工程学院	本科+专科	2017.8.30	50000	51%	11030	8.89
中教控股	收购四川外国语大学重庆南方翻译学院	本科	2019.6.25	101000	100%	13000	7.77
	收购山济南大学泉城学院	本科	2019.1.14 收购 50.91%， 2019.3.20 收购 余下 49.09%	47552.7	100%	8529	5.58
	收购松田大学、松田学院	本科+专科	2018.6.14	141920	100%	12000	11.83
宇华教育	收购湖南涉外经济学院	本科+专科	2017.12	143000	70%	29000	7.04
希望教育	收购鹤壁汽车工程职业学院	专科	2019.7.29	16000	95%	4504	3.55
平均单生价							7.88

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

我们估算在收购学校运营完善之后，目前的收购价格大概能对应 10% 左右的 ROI（考虑到未来的所得税，可能 ROI 下降到 8% 左右），我们认为高教行业的资本回报率与其他行业对比依旧属于合理水平。考虑到目前国家从政策层面对于民办资本进入高等教育的支持，我们认为在当前的回报率下，民办资本在高等教育中的并购整合不太可能受到很大的政策影响。

从上市公司盈利的角度来说，若考虑上市公司可能运用的杠杆，教育上市公司收购带来的 ROE 也均能够达到 10% 以上，参考教育公司非常稳定的现金流和基本面我们认为这样的 ROE 水平也已经可以接受。

2.3. 各家学校外延并购的进度和可使用资金

各上市公司当前账面现金净额较可预见支出相对充裕，能够满足公司未来的扩张需求。具体来看：

图 4：各公司截至 2018 年账面现金及预计未来支出（亿元）

	货币资金	理财	有息负债	现金净额	已披露未完成并购所需
中国新华教育	18.62	0.6	0	19.2	14.67
新高教集团	3.5	—	12.87	-9.37	1.6
中国科培	4.33	2.46	1.1	5.69	—
民生教育	15.06	—	4.59	10.47	12.1；同时售出近 10 亿认沽期权及 1.4 亿股份

希望教育	30.39	—	21.32	9.07	57.3 (主要源自未来几年的自建, 年内投资预计 5 亿)
------	-------	---	-------	------	--------------------------------

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1) 中国新华教育: 截至 18FY 公司账面现金+理财 19.2 亿, 无任何有息负债。尚未完成收购/在建的标的包括: 1) 临床医学院新校区预计产生总投资额 7.46 亿, 其中 1.96 亿预付款已支付; 2) 19 年 2 月中标南京财经大学红山学院, 总作价 6.1 亿元, 已支付 3.05 亿初期资金, 17 年在校生 8600 多人; 3) 19 年 7 月并购昆明医科大学海源学院、昆明市卫生学校, 交易对价共 9.18 亿元, 其中 6.12 亿使用现金分三期支付, 剩余 3.06 亿以股份支付。

2) 新高教集团: 截至 18 年公司账面现金 3.5 亿, 有息负债 12.9 亿, 已并购尚未支付收购尾款包括河南学校 1.1 亿和东北学校 0.5 亿, 尚未并表/新建的项目包括华中学校、甘肃学院, 两校正稳步推进, 预计 19/20 年并表释放业绩增量。

3) 中国科培: 截至 18FY 公司账面现金+理财 6.8 亿, IPO 及超额配售合计共获得上市所得款净额超 6.7 亿, 有息负债 1.1 亿。

4) 民生教育: 截至 18 年公司账面净现金 10.5 亿, 各校预计仍需投资 12.1 亿左右 (安徽文达 5 亿+张家口 2 亿+南昌职业学院 5.1 亿, 同时滇池后续已售出近 10 亿认沽期权, 南昌职业需要拟售出 1.4 亿股份), 此外公司已获工商银行 100 亿基准利率低息授信, 未来扩张资金实力较为充足。

5) 希望教育: 截至 18FY 公司账面现金 30.4 亿, 有息负债 21.3 亿; 尚未完成收购/在建的标的包括 1) 贵州大学科技学院 (收购价 7000 万, 已完成并表尚未体现在资产负债表), 2) 新建的甘肃、广东、重庆学校分别计划投资 13/12/15 亿, 其中甘肃学校已获批复文件, 预计年内一期投入 2 亿, 20 年 9 月新生入学; 3) 四川文化传媒职业学院兴建新校区, 预计项目总投资 15 亿元, 分多期投资完成; 4) 新收鹤壁汽车工程职业学院对价 1.6 亿, 一期支付 1400 万, 其余后续分期支付。年内贵州大学科技学院和甘肃学校合计支付 3 亿不到, 仍有充足的资金筹备新的并购标的。

此外, 5 家上市高教集团股权结构均较为集中, 对于后续的并购也较为有利。

图 5: 各公司最新持股比例

	大股东	持股比例
中国新华教育	吴俊保有限公司	71.50%
新高教	Aspire Education Management Co.,Ltd.	32.58%
	Aspire Education Technology Co.,Ltd.	12.72%
	Aspire Education Consulting Co.,Ltd.	3.63%
	Aspire Education International Limited	2.46%
	合计	51.39%
中国科培	Qiaoge Company Limited	33.74%
	Shuye Company Limited	18.74%

	Chenye Company Limited	14.99%
	合计	74.80%
民生教育	民生集团有限公司	74.67%
希望教育	Hope Education Investment Limited	62.11%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 内生增长：学费增长和高职扩招人数增加，保证内生增长稳定

3.1. 学费增长：自主定价逐步放开，学费增长有望稳步提升

部分省份已放开自主定价，随着民办高教向非营利转型，未来学费预计将逐步接近市场化。例如，重庆市、云南省、甘肃省、河南省政府均在相关政策文件中指出对于民办学校收费制度政府应依法监管，而贵州省、广东省、安徽省则实行完全自主定价，民办学校办学政策相对宽松。未来随着民办高等教育持续向非营利性靠拢，我们预计民办高等教育学费逐渐离开政府监管，会保持每年稳定的提升势头。我们预计目前各家上市公司的学费每年均有望保持中低个位数以上的稳健内生增长。

3.2. 百万高职扩招，有望带动内生人数增长达到新台阶

2019年3月5日，《政府工作报告》中提出，“改革完善高职院校考试招生办法，鼓励更多应届高中毕业生和退役军人、下岗职工、农民工等报考，今年高职院校大规模扩招100万人。”

2018年全国普通本专科共招生790.99万人，其中普通专科招生368.83万人，比上年增长5.16%，占普通本专科人数的46.63%。全国普通本专科共有在校生2831.03万人，其中普通专科在校生1133.70万人，占普通本专科人数的40.05%。100万的扩招人数，对于全国整体本专科在校生有超过3%的提升，对于专科在校生有接近10%的提升空间。

随着各省逐步落实高职院校扩招100万的政策，我们看到各学校目前专科学额均有较为明显的提升，提升幅度大多在20%以上。因此，高职招生人数的增长叠加原有本科人数每年的逐步提升，有望带动各公司学生人数保持稳定的内生增长。

4. 目前市场担忧的风险：仅所得税会带来实质影响，但考虑所得税后估值依旧较低

市场对于高教公司基本面的担忧主要来自于三个方面：（1）所得税征收；（2）土地款补偿；（3）补贴的取消。由于民办高教大多将会选择营利性学校，因此其未来会有所得税、土地款补偿、以及补贴的取消。

从税收角度，目前的各家上市公司均将学校利润留存在学校之中，并未向母公司分红，因此由于各学校目前均不用缴税，各家上市公司目前基本都没有所得税支出。在改为营利性之后，各学校本身需要缴税，税率则取决于各地不同的标准，从 15%-25% 不等，我们认为所得税对利润的影响不可避免。

土地款补偿方面，各家上市公司可能存在一部分学校土地在此前由无偿划拨获得，需要补缴土地转让费用。但是一方面由于土地的摊销基本为 50 年维度，因此对当年利润影响较小。同时各家公司由无偿划拨获得的土地比例均不大，我们预计即便需要补缴的公司，其土地补偿款补缴大约在每年几百万的区间，不会对利润造成太大影响。

补贴方面，部分高教公司如民生，存在较大的政府补贴款项，市场对这些补贴的持续性存在担忧。我们认为，这些补贴的来源基本来自对民办高学费有所限制的地区（如民生的重庆地区），若未来地方政府取消对民办高校按学生人数进行的补贴，则其同样也有望对学费放开限制采用市场化定价，我们认为补贴对这些公司的影响也基本会被抵消。

因此总计来看，目前市场对高教公司的担忧中，所得税的确会对利润产生影响，此外外的两个部分均不太会对上市公司产生较大影响。

考虑所得税后，各公司净利润一定程度上下滑，对应 PE 估值有所上升。在考虑 15% 所得税率下，中国新华教育 19-21 年 PE 由 13/12/10X 上升至 16/13/12X，中国科培由 16/13/11X 增至 18/15/13X，民生教育由 12/10/9X 增至 13/12/11X，希望教育由 16/14/12X 增至 19/16/14X，新高教由 11/9/8X 增至 13/10/9X。

图 6：考虑 15% 所得税率下各上市公司估值情况

		2019FY	2020FY	2021FY
中国新华教育	P/E	13.42	11.66	10.15
	P/E (考虑 15% 所得税率)	15.52	13.49	11.74
	净利润增长率	23.6%	15.1%	14.9%
	净利润增长率(考虑 15% 所得税率)	7%	15%	15%
新高教	P/E	11.26	8.86	7.56
	P/E (考虑 15% 所得税率)	12.92	10.14	8.65
	净利润增长率	54.9%	27.2%	17.2%
	净利润增长率(考虑 15% 所得税率)	35%	27%	17%
中国科培	P/E	15.70	13.08	11.22
	P/E (考虑 15% 所得税率)	17.92	14.93	12.87
	净利润增长率	23.0%	20.0%	16.6%
	净利润增长率(考虑 15% 所得税率)	8%	20%	16%
民生	P/E	11.66	10.24	9.21
	P/E (考虑 15% 所得税率)	13.47	11.84	10.66
	净利润增长率	33.0%	13.9%	11.2%
	净利润增长率(考虑 15% 所得税率)	15%	14%	11%

希望	P/E	16.38	14.11	12.46
	P/E (考虑 15% 所得税率)	18.59	16.02	14.14
	净利润增长率	168.9%	16.1%	13.3%
	净利润增长率(考虑 15% 所得税率)	109%	16%	13%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

敏感性分析:

由于各地所得税征收政策尚未确定, 本文针对所得税率水平在 15% (乐观情境)、20% (中性情境)、25% (悲观情境) 分别进行测算。从结果来看, 在 25% 所得税率情况下各公司 PE 明显抬高, 但仍保持在 10-20X 区间内。中国新华教育 19-21 年 PE 提升至 18/15/13X, 新高教集团提升至 15/12/10X, 中国科培提升至 20/17/15X, 民生教育提升至 15/13/12X, 希望教育提升至 21/18/16X。

图 7: 中国新华教育在不同所得税率水平下估值变化

中国新华教育 (百万元)		2019FY	2020FY	2021FY
	除税前溢利	321.99	370.56	425.76
所得税率 15%	净利润	273.69	314.97	361.9
	净利润增长率(%)	7%	15%	15%
	P/E	15.52	13.49	11.74
所得税率 20%	净利润	257.59	296.45	340.61
	净利润增长率(%)	1%	15%	15%
	P/E	16.49	14.33	12.47
所得税率 25%	净利润	241.49	277.92	319.32
	净利润增长率(%)	-6%	15%	15%
	P/E	17.59	15.29	13.30

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: 新高教集团在不同所得税率水平下估值变化

新高教 (百万元)		2019FY	2020FY	2021FY
	除税前溢利	459	576.49	676.14
所得税率 15%	归母净利润	327.56	417.46	489.17
	净利润增长率(%)	35%	27%	17%
	P/E	12.92	10.14	8.65
所得税率 20%	归母净利润	304.61	388.64	455.37
	净利润增长率(%)	26%	28%	17%
	P/E	13.90	10.89	9.30
所得税率 25%	归母净利润	281.66	359.81	421.56
	净利润增长率(%)	16%	28%	17%
	P/E	15.03	11.76	10.04

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 9：中国科培在不同所得税率水平下估值变化

中国科培 (百万元)		2019FY	2020FY	2021FY
	除税前溢利	433.69	520.48	603.56
所得税率 15%	归母净利润	368.64	442.41	513.03
	净利润增长率(%)	8%	20%	16%
	P/E	17.92	14.93	12.87
所得税率 20%	归母净利润	346.96	416.39	482.85
	净利润增长率(%)	1%	20%	16%
	P/E	19.04	15.86	13.68
所得税率 25%	归母净利润	325.27	390.36	452.67
	净利润增长率(%)	-5%	20%	16%
	P/E	20.31	16.92	14.59

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10：民生教育在不同所得税率水平下估值变化

民生 (百万元)		2019FY	2020FY	2021FY
	除税前溢利	462.96	529.09	590.62
所得税率 15%	归母净利润	383.29	436.2	484.51
	净利润增长率(%)	15%	14%	11%
	P/E	13.47	11.84	10.66
所得税率 20%	归母净利润	360.15	409.75	454.97
	净利润增长率(%)	8%	14%	11%
	P/E	14.34	12.60	11.35
所得税率 25%	归母净利润	337	383.29	425.44
	净利润增长率(%)	1%	14%	11%
	P/E	15.32	13.47	12.14

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 11：希望教育在不同所得税率水平下估值变化

希望 (百万元)		2019FY	2020FY	2021FY
	除税前溢利	466.89	541.87	614.5
所得税率 15%	归母净利润	397.82	461.67	522.92
	净利润增长率(%)	137%	16%	13%
	P/E	18.59	16.02	14.14
所得税率 20%	归母净利润	374.47	434.58	492.19
	净利润增长率(%)	123%	16%	13%
	P/E	19.75	17.02	15.02
所得税率 25%	归母净利润	351.13	407.49	461.47
	净利润增长率(%)	109%	16%	13%
	P/E	21.06	18.15	16.02

数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 中报披露在即，高教板块在当前市场中业绩确定性高

由于高教公司在 18 年 9 月完成招生和学费确定，因此 19 财年中报业绩变化不大。中国新华教育、中国科培、希望教育在此期间并未有新的标的并表，将保持原有院校强劲的增长趋势。民生由于 18 年 12 月并表云南大学滇池学院，新高教由于 18 年 10 月并表河南学校、12 月并表东北学校、19 年 1 月并表广西学校，中报将实现外延业绩增量。

此外，在高职扩招 100 万人的政策利好下，专科院校学额双位数增长，19 年 9 月专科招生规模有望达到历史高点，将带动 19 财年全年业绩增长。同时，19 年 9 月中国新华教育有望实现红山学院收益并表、海源学院及昆明市卫生学校全部并表，希望教育有望实现鹤壁汽车工程职业学院并表，贡献业绩弹性。

6. 投资建议

总结来说，我们认为目前已上市高教公司整体基本面依旧延续此前走势，同时国家对于高教的政策预计不会有太大改变，各家公司外延增长正在逐步落地便是一大证明。同时随着国家对职业教育的大力扶持，各公司内生增长也有望在高职扩招下有所加快。

考虑 15% 所得税之后，目前新华教育/科培/民生/希望/新高教对应 19 年的的估值大约为 16/18/13/19/13X。考虑到各家公司稳定的高单位数至双位数内生增长、持续的外延预期以及高教板块健康的现金流，我们认为高教公司的估值依旧拥有估值上的吸引力，继续推荐中国新华教育、中国科培、民生教育、希望教育、新高教集团。

风险提示

政策落地尚有不不确定性；各学校招生规模不及预期

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>

