

# 再看港股教育，掘金民办高教板块

## — 高教行业深度报告

深度研究报告/教育行业

2019年2月11日

### 报告摘要：

#### ● 前言：再看港股教育板块，布局高教正当时

一看政策：2018年，民办教育促进法（送审稿）公布，其中明确指出“集团化办学不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校。”港股教育公司以学校为主，收购并购逻辑遭受政策打压。但高等教育学校并不涉及义务教育，可自主选择为盈利性办学，因此并不受此政策影响。我们判断，未来政策端对高教领域收紧的预期较小，叠加独立学院改制政策逐步执行，友好的政策环境利于高教学校扩张。收并购逻辑犹存，错杀行情有待修复。二看估值：以Wind统计为口径，港股高教板块PE（TTM）平均为19倍，PE（2019）平均为13倍。高教板块估值已较去年高位大幅回落，已处在较为底部的水平。三看位置：港股高教板块标的股价较去年高点大幅回调，平均回撤幅度高达44%。其中三支个股已跌破发行价，分别是希望教育（-50%）、中国新华教育（-34%）、中国春来（-33%）。高教标的股价底部位置明显。布局港股高教板块正当时，建议关注：民生教育、中教控股。

#### ● 我国教育市场格局：民办作为重要补充，学历市场中，高教板块净利润最高

我国教育体系以公办为主，民办补充。民办教育已渗透进教育市场所有层次，其中在学历市场中，民办中小学行业的新建学校数量，学生人数都相对增速较快，行业收入规模更大；但从财务指标看，民办高等学历教育的财务指标相对更优秀，净利润也是最高的。

#### ● 民办高校市场：市场需求稳步增加，新增学校速度放缓

需求端：需求增速稳定，拥有较大增长空间。我国的高校资源分布不均，欠发达地区高等教育资源有限，导致高校毛入学率相对较低。2017年我国高等教育毛入学率为45.7%。根据2017年教育部颁布的国家教育“十三五规划”中明确提出，我国高等教育毛入学率在2020年要达到50%，完成高等教育基本普及工作。供给端：新增学校数量放缓，渗透率仍有提升空间，招生占比逐年提升。2008年后我国每年新增高校数量多以个位数计，2016年民办高校渗透率为28.6%，相比日本（63%）及美国（86%）等发达国家的民办高校占比仍有较大差距，未来民办高校渗透率上涨空间仍存在。2016年高校共计招生748.6万人，民办高校招生数占比达24.2%，逐年上升。

#### ● 民办高教集团从现有学校情况，当地政策，创始人，运营，财务等多维度对比

我们认为各高教都将实行外延并购计划，创始人均具有丰富的教育管理经验，多数集团学生人数年增速超过30%，学生人均学费破万，均或多或少的享受税收优惠政策，已出台的地方民促法实施细则均支持营利性民办高校实行自主学费。从财务细节看，目前中教控股的营收增速相对较快，民生教育的净利率属同行最高。

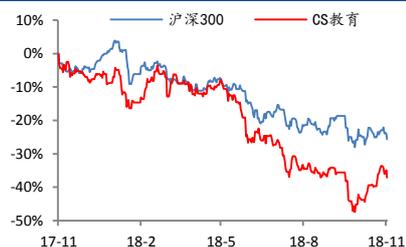
#### ● 风险提示

行业政策变动；外延布局不及预期。

### 推荐

维持评级

#### 行业与沪深300走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

#### 分析师：钟奇

执业证号：S0100518110001

电话：021-60876718

邮箱：zhongqi@mszq.com

#### 相关研究

## 目 录

前言：再看港股教育板块，布局高校正当时.....	5
一、我国教育市场格局：民办作为重要补充，学历市场中，高教板块净利润最高.....	6
(一) 我国教育体系：公办为主，民办补充.....	6
(二) 民办学校发展趋势：行业规模持续扩大，民办学校数量逐年上升.....	7
(三) 民办学校对比：高教板块净利润高，政策更加友好.....	10
二、民办高校市场：市场需求稳步增加，新增学校速度放缓.....	11
(一) 需求端：目标高等毛入学率达 50%，需求提升空间巨大.....	11
(二) 供给端：新增学校数量放缓，渗透率仍有提升空间，招生占比逐年提升.....	13
(三) 民促法对民办高等教育市场影响：独立学院转设与分类注册管理.....	14
三、民办高等教育集团对比.....	18
(一) 民办高教集团 5 维度对比：现有情况，创始人，资金，员工激励计划及当地政策.....	18
(二) 民办高教集团业绩与运营数据对比.....	21
1. 扩张速度：多数集团学生人数存在 30%以上增速，扩张计划明晰.....	21
2. 收入对比：学费均价为万元，均较去年存在上浮.....	22
3. 成本对比：员工薪酬占成本均值达 50%.....	22
4. 财务对比：中教控股营收增速最快，民生教育净利率最高.....	22
5. 其他对比：均享受所得税减免优惠，所得税税率均低于 7%.....	23
四、港股高等民办教育集团概况.....	24
(一) 中国新华教育.....	24
1. 公司介绍.....	24
(1) 公司简介：长三角地区最大的民办高校集团.....	24
(2) 股权关系：股权结构明晰，大股东持股比例高达 71.4%.....	24
(3) 管理层：拥有丰富的教育领域运营及管理经验.....	25
(4) 下属学校情况（含已公告未并表学校）.....	25
2. 财务分析.....	26
(1) 营收及利润：营收及净利润稳步增长.....	26
(2) 主营业务成本及三费变化：薪酬开支为成本最大占比，三费比重稳定.....	27
(3) 其他关键性财务指标：毛利润高于 55%，政府补贴占比低.....	28
3. 成长性分析.....	29
(1) 内生增长：价格上涨，待开发容量充足.....	29
(2) 外延性成长：资金充足且资本负债率较低，外延扩张计划明确.....	30
4. 竞争力：实用型专业设置，体外优质资源众多.....	31
5. 学校所在地的情况：经济增速快，高考竞争激烈.....	32
(二) 中教控股.....	33
1. 公司介绍.....	33
(1) 公司简介：中国目前市值最高的民办高等教育集团.....	33
(2) 股权关系：两位持有相同股份的实控人，VIE 架构上市.....	34
(3) 管理层及员工激励情况：管理层教育管理经验丰富，股权激励计划绑定核心员工.....	34
(4) 各下属学院信息（含已公告未并表学校）.....	35
2. 财务分析.....	37
(1) 收入变化：营收与净利稳步上升.....	37
(2) 成本端：内控改善降低成本，管理费用受扩张影响有所上升.....	38

(3) 利润端：盈利能力稳中有升，ROE 受扩张影响出现下滑 .....	38
3. 成长性分析 .....	39
(1) 内生增长：学费逐年增长，新建校区扩充容量提高学额 .....	39
(2) 外延性成长：现金重组且可加杠杆空间充足，经验丰富的并购整合团队 .....	42
4. 竞争力：毕业生就业率高，管理团队并购整合能力充足 .....	43
5. 学校所在地情况：处于经济发达或经济高速发展区域，民办高校发展空间大 .....	44
(三) 新高教集团 .....	46
1. 公司介绍 .....	46
(1) 公司简介：区域覆盖增速最快的民办高教集团 .....	46
(2) 股权关系：创始人为实控人，股权清晰，VIE 架构上市 .....	47
(3) 管理层及员工激励情况：丰富的教育管理经历，股权激励计划绑定优质人才 .....	47
(4) 各下属学院信息（含已公告未并表学校） .....	48
2. 财务分析 .....	49
(1) 收入变化：净利润翻倍增长，营收增速稳定 .....	49
(2) 主营成本及三费分析：多方面降低成本，内控效率上升 .....	50
(3) 其他关键性财务指标：资产负债比下降明显，受上市影响现金充沛 .....	51
3. 成长性分析 .....	53
(1) 内生增长：学额与学费有望双重上升，学校容量充足 .....	53
(2) 外延性成长：资本负债率下降，偿债能力增强，并购计划明确 .....	54
4. 竞争力：学校资源丰富，学生就业竞争力强 .....	55
5. 学校所在地的高考情况 .....	57
(四) 希望教育 .....	57
1. 公司介绍 .....	57
(1) 公司简介：中国第二大民办高等教育集团 .....	57
(2) 股权关系：股权结构稳定，VIE 架构上市 .....	58
(3) 管理层及员工激励情况：团队内生外延经验充足，股权激励计划捆绑核心人员 .....	59
(4) 各下属学院信息（含已公告未并表的学校） .....	60
2. 财务分析 .....	61
(1) 收入变化：营收上涨明显，调整后利润稳定上涨 .....	61
(2) 主营成本及三费变化：除上市费用，销售/管理费用率均属下降趋势 .....	61
3. 成长性分析 .....	62
(1) 内生增长：学额与学费双升，驱动业绩上涨 .....	62
(2) 外延性成长：上市募集资金充足，为公司外延扩张计划做准备 .....	63
4. 竞争力：并购整合经验丰富，专注应用型人才培养 .....	63
5. 学校所在地情况：集中于低高等教育毛入学率区域，学额上升空间大 .....	65
(五) 中国春来 .....	65
1. 公司介绍 .....	65
(1) 公司简介：华中地区民办教育领导者 .....	65
(2) 股权关系：股权结构清晰，侯春来家族为实控人 .....	66
(3) 管理层及员工激励情况：教育行业经验充足，实施股权激励计划 .....	66
(4) 下属学院信息（含已公告未并表的学校情况） .....	67
2. 财务分析 .....	68
(1) 收入变化：营收与净利润均稳定增长 .....	68
(2) 主营成本及三费变化：主营成本上升，管理费用受上市影响较大 .....	68
(3) 其他重要财务指标分析：净/毛利率略有下滑，现金流充沛，资本负债率下降 .....	69
3. 成长性分析 .....	69
(1) 内生增长：人均学费较高，学额未来有望提升 .....	69
(2) 外延性成长：上市融资为公司提供现金，并购标的明细 .....	70

4. 竞争力：校址所在区域经济发展强劲，学生就业率高.....	70
5. 学校所在地情况：市场规模增长较快，内生增长机遇较多.....	71
(六) 民生教育.....	71
1. 公司介绍.....	71
(1) 公司简介：专注提供优质高等学历教育的教育集团.....	71
(2) 股权关系：红筹架构以学春家族为实控人.....	71
(3) 管理层和员工激励情况：管理层教育经验丰富，股权激励计划奖励核心员工.....	72
(4) 各下属学校信息（含已公告未并表的学校）.....	73
2. 财务分析.....	74
(1) 收入变化：并表范围扩大，收入稳步增长.....	74
(2) 主营成本及三费变化：主营成本略有上涨，费用控制得到改善.....	74
(3) 其他核心财务指标分析：偿债能力增强，现金流扩增.....	75
3. 成长性分析.....	76
(1) 内生生长：数量与学额双重上涨.....	76
(2) 外延生长：资本负债率低，与政府合作扩张版图.....	77
4. 竞争力：学生就业率高，打通高中资源，发挥协同作用.....	78
5. 学校所在地情况：多属于低毛入学率区域，学额上涨空间大.....	79
<b>五、风险提示</b> .....	<b>79</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>80</b>
<b>表格目录</b> .....	<b>83</b>

## 前言：再看港股教育板块，布局高校正当时

一看政策：2018年，民办教育促进法（送审稿）公布，其中明确指出“集团化办学不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校。”港股教育公司以学校为主，收购并购逻辑遭受政策打压。但高等教育学校并不涉及义务教育，可自主选择为盈利性办学，因此并不受此政策影响。我们判断，未来政策端对高教领域收紧的预期较小，叠加独立学院改制政策逐步执行，友好的政策环境利于高教学校扩张。收并购逻辑犹存，错杀行情有待修复。

二看估值：以Wind统计为口径，港股高教板块PE（TTM）平均为19倍，PE（2019）平均为13倍。高教板块估值已较去年高位大幅回落，已处在较为底部的水平。

三看位置：港股高教板块标的股价较去年高点大幅回调，平均回撤幅度高达44%。其中三支个股已跌破发行价，分别是希望教育（-50%）、中国新华教育（-34%）、中国春来（-33%）。高教标的股价底部位置明显。

布局港股高教板块正当时，建议关注：民生教育、中教控股。

表 1：港股高校公司估值等情况

代码	公司	PE(TTM, 倍)	PE (2019, 倍)	预测 2019 净利润增速 (%)	ROE (2018 中报, %)	2018 年 1 月至今最新价较最高价回撤幅度 (%)	相对发行价涨跌幅 (%)
0839.HK	中教控股	34	23	19.78	5.88	-33.37	71.47
2779.HK	中国新华教育	14	11	17.90	8.53	-51.68	-33.74
1569.HK	民生教育	16	12	24.99	6.93	-38.49	6.52
1765.HK	希望教育	26	11	79.04	13.39	-56.76	-50.00
2001.HK	新高教集团	17	11	31.34	8.46	-54.05	39.93
1969.HK	中国春来	12	-	-	11.99	-31.71	-32.69

资料来源：wind，民生证券研究院

注：2019PE 及 2019 年净利润增速预测均来自于 Wind 一致预期

## 一、我国教育市场格局：民办作为重要补充，学历市场中，高教板块净利润最高

### （一）我国教育体系：公办为主，民办补充

我国教育格局是公办为主，民办补充。根据我国教育举办者分类，分为民办教育与公办教育。民办教育是指国家机构以外的社会组织或者个人，利用非国家财政性经费，面向社会举办学校及其他教育机构的的活动。公办教育则是指国家机构以国家财性经费面向社会举办学校及其他教育机构的的活动。

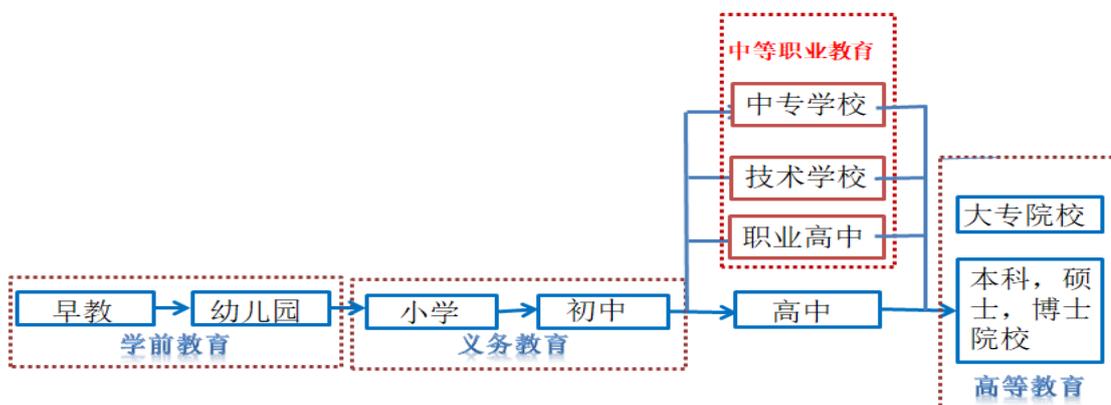
民办教育作为对我国公办教育体系的重要补充，其在我国教育体系中涉及范围更大，发展速度更快。改革开放以来，从无到有，从小到大的民办教育取得了显著发展，其在提供教育多样化，推动教育改革，弥补国家教育经费不足等方面发挥了重要作用。我国在2018年出台了多部法律法规用以促进民办教育的发展，意在提高民办教育的地位，进一步规范民办教育管理，促进民办教育发展。

表 2：2018 年下半年中国民办教育行业部分政策汇总

发布时间	发布部门	政策名称	主要内容
2018.08	司法部	《民办教育促进法实施条例(送审稿)》	一方面明确了民办学校的分类管理,外商不得实际控制义务教育阶段学校,实施集团化办学的机构不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校,禁止公办学校举办或参与举办营利性民办学校,同时不得以品牌输出方式获益,民办学校不得收取赞助费等;另一方面,也看到了一些积极的调整,包括放开对小初高学校的自主/国际课程的前置审批,非营利性学校享受和公办校平权优惠政策等。
2018.08	国务院办公厅	《国务院办公厅关于进一步调整优化结构提高教育经费使用效益的意见》	一方面提出继续保障财政投入、并鼓励扩大社会投入,支持社会力量兴办教育,逐步提高教育经费总投入中社会投入所占比重。另一方面,强调要优化教育经费使用结构,并科学管理使用教育经费,全面落实管理责任。
2018.8	国务院办公厅	《规范校外培训机构发展的意见》	一方面对场所条件,师资以及教师资格提出要求。另一方面对教授内容和收费时段提出要求。
2018.11	国务院办公厅	《国务院关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》	民办园一律不准单独或作为一部分资产打包上市。上市公司不得通过股票市场融资投资营利性幼儿园,不得通过发行股份或支付现金等方式购买营利性幼儿园资产。
2018.11	教育部办公厅	《关于健全校外培训机构专项治理整改若干工作机制通知》	强调对在线培训机构的监督,加强对在线教育的监管。

资料来源：司法部、国务院、教育部网站，民生证券研究院

图 1：我国教育学历体系



资料来源：民生证券研究院

在我国教育体系中，民办教育做到全覆盖。其中民办教育集团主要分成两类，一类为专注基础教育（K12 教育为主，学生人数多在 18 岁以下，阶段包括幼儿园，小学，初中，高中）。另一类则注重中等职业教育与高等教育阶段（学生人数多在 18 岁以上，中专，大专，本科及研究生）。其中，基础教育阶段中的小学、初中为义务教育，是由国家统一实施的且所有适龄适龄儿童、少年必须参与的。因此，义务教育阶段是受国家监管最严格的阶段。

图 2：2017 年民办教育行业学生在校规模结构



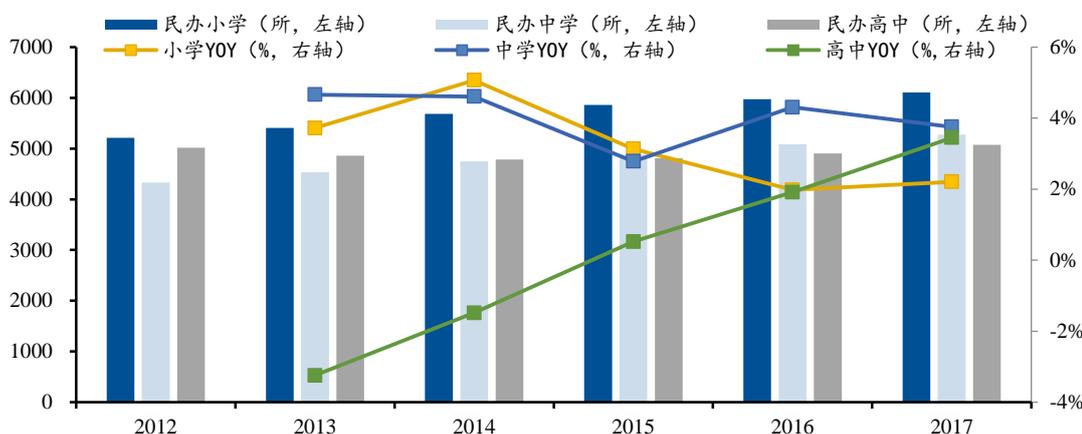
资料来源：教育部网站，民生证券研究院

## （二）民办学校发展趋势：行业规模持续扩大，民办学校数量逐年上升

目前港股上市的民办教育集团多以 K12 和高教学校为营运主体。聚焦于民办中小学及民办高校市场。在 2012-2017 年，民办普通中小学数量呈逐年增长状态。普通小学数量由 2012 年的 5213 所增加到 2017 年的 6107 所，5 年内净增加 894 所，CAGR 为 3.22%；普通初中数量由 2012 年的 4333 所增加到 2017 年的 5277 所，5 年内净增加 944 所，CAGR 为 4.02%；普通高中数量从 2012 年的 5020 所增加到 2017 年的 5071 所，5 年内净增加

51 所，CAGR 为 0.20%；由于普通高中学校数量在 2013, 14 年出现一个下滑，因此导致其符合增速相对较少。而普通中小学近 2 年来增速相对稳定，分别是 2%（民办小学）和 4%（民办中学）。

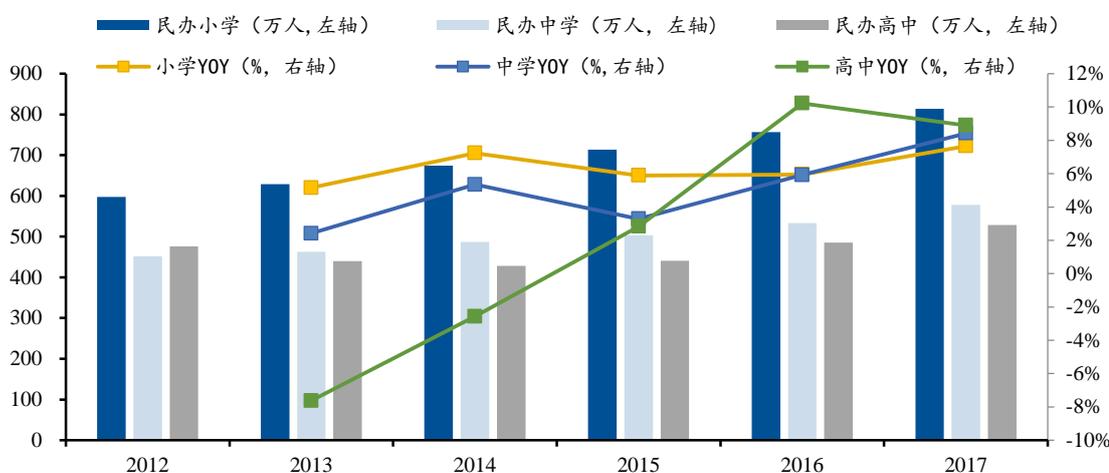
图 3：2012-2017 年民办 K12 学校数量变化



资料来源：wind, 民生证券研究院

2012-2017 年，基础教育阶段民办普通中小学在校生数亦与学校数量变化趋势大体相同。普通小学在校生数由 2012 年的 598 万人增加到 2017 年的 814 万人，5 年内净增加 216 万人，CAGR 为 6.37%；普通初中在校生数由 2012 年的 451 万人增加到 2017 年的 578 万人，4 年内净增加 127 万人，CAGR 为 5.06%；普通高中在校生数由 2012 年的 476 万人增到 2017 年的 529 万人，4 年内净增 53 万人，CAGR 为 2.12%。普通民办小学在校学生人数增速最快，初中次之，高中则因 2013, 14 年学校数量的减少导致复合增速放缓。

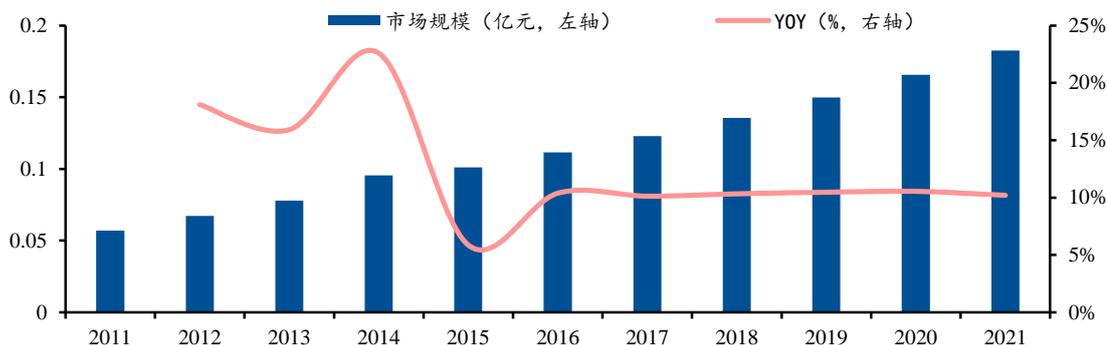
图 4：2013-2017 年民办中小学学生人数变化



资料来源：wind, 民生证券研究院

**民办中小学市场已突破千亿级。**根据智研咨询的统计民办中小学市场规模从2011年的569亿增长到2018年的1229亿，6年内净增660亿。其预测2021年我国民办中小学市场规模将达到1825亿元，18-21年的年均增速将达到10.3%。此外，除去入读民办中小学学生数量的增加外，考虑到民办中小学对需求人群消费升级趋势的满足，智研咨询预计民办中小学人均学费将从2016年的10283元增长至2021年的14920元。

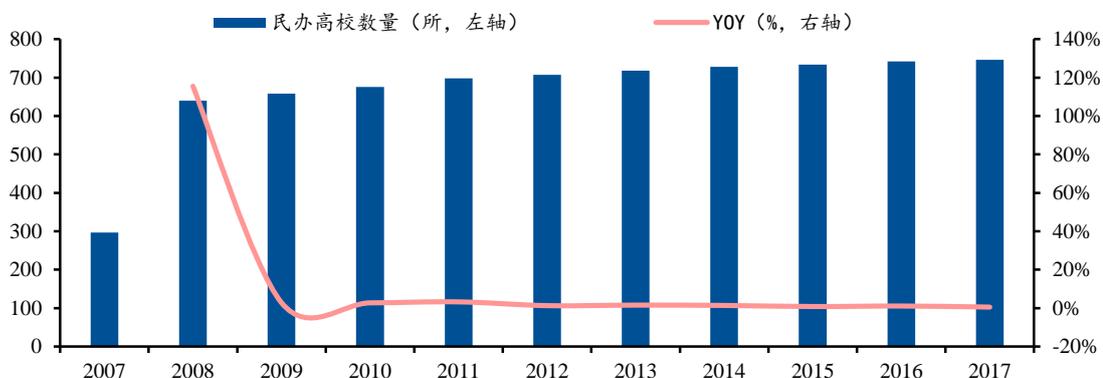
图5：2011-2021年我国民办中小学的市场规模



资料来源：智研咨询，民生证券研究院

**民办高教市场自2007-2008出现翻倍式增长后，在之后的9年间维持一个稳定状态。**从2007年的276座增加到2017年的746座，10年内增加470座。其中2007-2008年，年增343座，增长率高达115%，主要原因是2008年04月教育颁布《独立学院设置于管理办法》将考入独立学院2008级学生的招生与学历证颁发均与“母体高校”分离，导致在2008年分离出的独立学院数达322所，导致2008年民办高校数量出现翻倍增长。之后2008-2017年新增高校和独立学院数量均放缓，CAGR为1.72%。

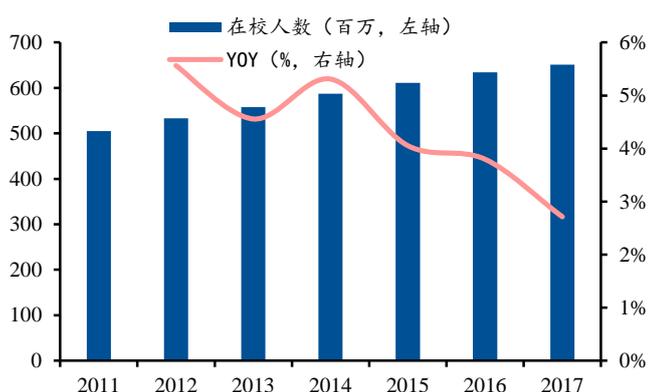
图6：2007-2017年民办高等院校数量变化



资料来源：产业信息网，民生证券研究院

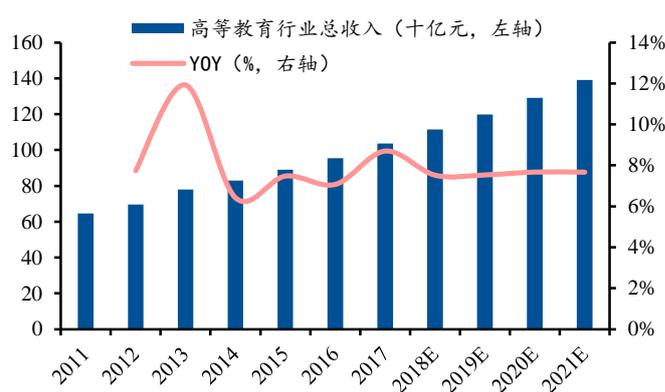
民办高教机构在读人数和行业总规模稳步上升。自 2011 年至 2017 年，中国民办高等教育学生在校总人数从 5005 万人增至 6500 万人，年复合增长率为 3.7%。根据弗若斯特沙利文预计民办高教在读人数将在 2021 年增长至 8000 万，2016-2021 年的年均复合增长率为 3.9%。其统计整个民办高等教育行业收入从 2011 年的人民币 646 亿元持续稳定增长至 2017 年的人民币 1037 亿元，年复合增长率为 8.2%。预计自 2017-2021 年间，年复合增长率达 7.6%。

图 7：2011-2017 年中国民办高教机构在读人数



资料来源：wind, 民生证券研究院

图 8：2011-2021E 中国民办高等教育行业总收入



资料来源：弗若斯特沙利文, 民生证券研究院

### （三）民办学校对比：高教板块净利润高，政策更加友好

对比民办中小学和民办高教市场，我们发现：从新增学校速度，学生人数增长，行业收入增速情况看，民办中小学市场相对增速较快，行业收入规模更大；从民办教育类上市公司的 PE 与 PEG 看，高校类的平均 PE 与 PEG 相较中小学类低；从财务指标看，民办高等学历教育的财务指标相对优秀，净利润也是最高的。

表 3：K12 民办上市公司与民办高校类上市公司 PE

中小学	PE	预测 PEG	高校	PE	预测 PEG
	(2019. 1. 20)	(2019. 1. 20)		(2019. 1. 20)	(2019. 1. 20)
枫叶教育	17.08	0.63	中教控股	43.23	0.44
成实外教育	33.04	1.07	民生教育	18.60	0.46
博骏教育	63.54	-1.92	希望教育	21.32	0.48
天立教育	21.28	0.35	新高教集团	19.94	0.38
睿见教育	17.91	0.46	中国新华教育	17.20	0.33
宇华教育	16.68	0.31	中国春来	12.28	-
平均	28.26	0.15	平均	22.10	0.42

资料来源：wind, 民生证券研究院

**表 4：2018 年中报各教育板块财务指标对比**

指标	K12 课外辅导	民办高教集团	民办中小学集团
毛利率	50%	58%	51%
销售费用率	13%	0.6%	0.4%
管理费用率	23%	15%	17%
财务费用率	1%	0.8%	1%
净利率	11%	47%	37%

资料来源：wind，民生证券研究院

**相对其他版块，教育公司向来拥有很高的毛利率**，其成本主要是由租金，折旧摊销与雇员薪酬组成。其中，对于毛利率影响最大的两个指标是租金或折旧摊销比率和及师生比。由于不涉及其他的支出项，毛利率通常能在高位保持稳定。由于我国普遍重视学历文凭，招生人数也多由国家统一计划，因此高等学历教育及 K12 学历教育在招生费用上的支出相对较低。低费用率使得学历教育的净利率较高，其中高教板块排在首位，净利率高达 47%，盈利能力强。

**从国家政策上看**，2016 年修订的《民办教育促进法》明确规定了不得设立实施义务教育的营利性民办学校。2017 年 4 月颁布的《高中阶段教育普及攻坚计划》明确提出要积极扶持民办高中教育，促进公办民办共同发展。因此，**民办高中，高校类市场受消极政策影响相对较小，也更为看好。**

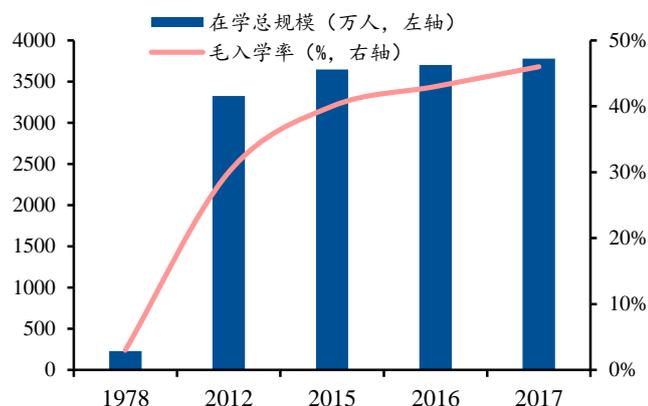
大多数涉及民办高中的教育上市公司多涉及民办小学，初中，因此从以上多方面综合考虑，民办中高等教育市场仍将有稳定增速，估值相对较低，民办高校类上市公司受教育部门相对监管放松，未来并购操作也相对容易。**故本文也将重点分析民办高等教育市场和民办高校类上市企业。**

## 二、民办高校市场：市场需求稳步增加，新增学校速度放缓

### （一）需求端：目标高等毛入学率达 50%，需求提升空间巨大

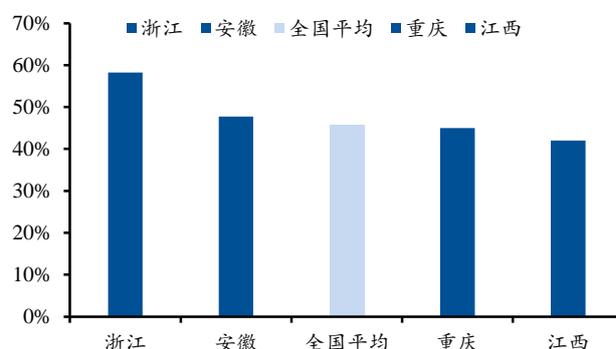
我国的高校资源分布不均，欠发达地区高等教育资源有限，导致高校毛入学率相对较低。2017 年我国高等教育毛入学率为 45.7%。根据 2017 年教育部颁布的国家教育“十三五规划”中明确提出，我国高等教育毛入学率在 2020 年要达到 50%，完成高等教育基本普及工作。尽管近些年，我国大学的国际排名有所上升，但国内高校教育资源分布明显不均。公办“双一流”高校多分布在北京，上海，南京，武汉，西安等少数城市，而部分教育欠发达省份和地区的优质高等学院资源相对较少，导致部分地区的高等教育毛入学率仍处于较低水平。如 2017 年江西省高等教育毛入学率仅为 42%，重庆为 45%。而一些经济欠发达地区如云南 2016 年的高等教育毛入学率仅为 32.6%，新疆仅为 35.3%。这些毛入学率低于 40%，甚至低于 45% 的省份及地区未来在高等教育学额方面有较大的上升空间。

图 9：1978-2017 年我国高等教育在学人数和毛入学率变化



资料来源：教育部网站，民生证券研究院

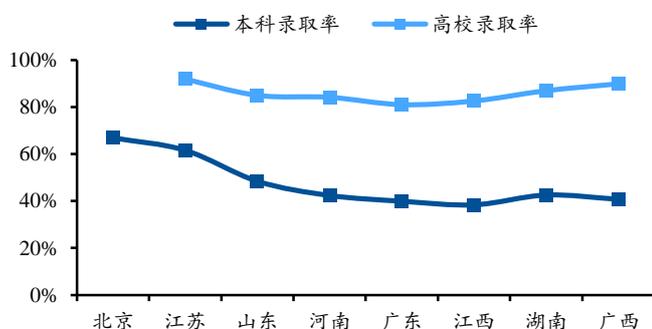
图 10：2017 年部分省份的高等教育毛入学率 (%)



资料来源：各省市教育厅网站，民生证券研究院

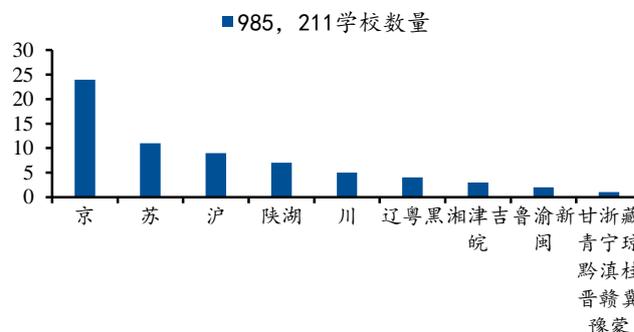
本科及具有办学特色的专科对学生仍具有较强的吸引力。2018 年我国高考报名人数 975 万人，同比增加 35 万人。同年，广东、江西、广西、河南等省份本科录取率在 40% 附近，考虑到我国普通高中录取率仅 59.8%，因此一位初中生顺利升至本科院校需要超过 3/4 的同龄人。

图 11：2017 年部分省份本科录取率与高校入学率



资料来源：各省教育厅网站，民生证券研究院

图 12：我国 985, 211 学校分布



资料来源：教育部网站，民生证券研究院

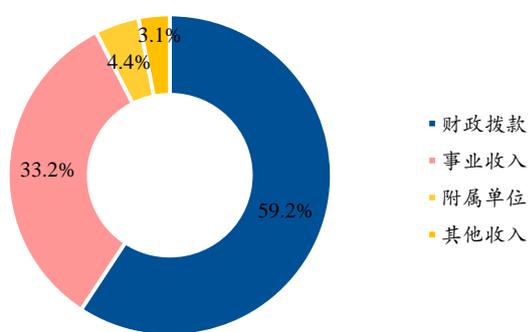
发展民办高校有助于缓解财政紧张，减轻负担。从国家层面看，2017 年我国高等教育总经费为 1109 亿元，比上年增长 9.72%，占教育经费整体投入的 26.10%，仅次于义务教育阶段的经费投入。公办高校在我国承担着高等教育普及作用。因此，学费及住宿费的收费相对较低，导致来自中央和各地区的财政补款是公办高校的主要资金来源。以一所普通省级高校——安徽大学为例，2016 年总收入 10.6 亿元，财政拨款收入为 5.97 亿元，占比高达 59.23%，而其事业收入仅 3.3 亿元，占 33.24%。因此，对于一所普通公办大学如果降低财政拨款比例，仅依靠学杂费维持学校正常运转相对困难。

表 5：2010-2015 年我国各类投入占高等教育年增长率 (%)

年份	2010	2011	2012	2013	2014	2015	平均
政府投入	23.34	31.06	19.26	-4.07	4.59	11.11	14.22
非政府投入	5.02	4.17	0.07	5.34	3.63	3.15	3.56
社会投入	5.54	7.30	-0.13	7.17	15.01	7.46	7.06
家庭投入	4.74	2.46	0.18	4.29	-3.01	0.17	1.47
高等教育政府投入占财政支出比例 (%)	3.30	3.75	3.98	3.52	3.47	3.37	3.66

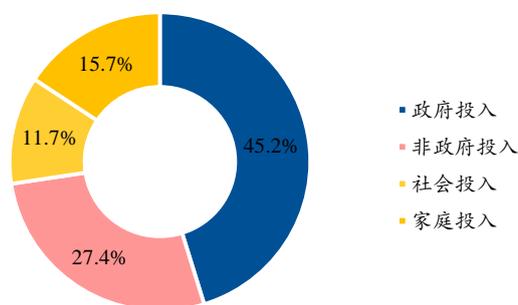
资料来源：中国高教研究，民生证券研究所

图 13：2016 年安徽大学收入来源占比



资料来源：安徽大学网站，民生证券研究院

图 14：2015 年国家高等教育总经费来源占比



资料来源：中国高教研究，民生证券研究院

学生学杂费收入为民办高校的主要资金来源，政府补贴占比低。根据已上市民办高校来看，其学费一般在 1.5-2.5 万之间，是普通公办高校的 2-5 倍，净利率水平普遍维持在 20-60% 之间。因此，如果政府放开对民办高校收取学生学费的审核规定，有助于民办高校根据自身招生情况确定学费，帮助其提高收入，完成自身独立运作与发展，降低政府在高等教育经费的支出负担。

表 6：2018 年 H1 港交所民办高校集团的毛利率和净利率

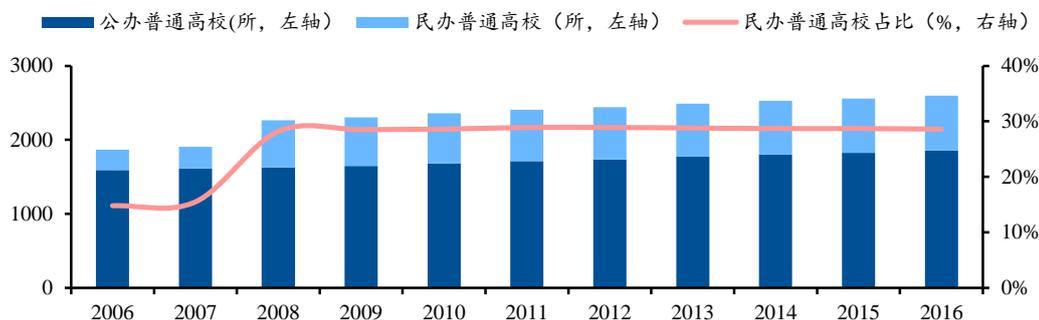
	中教控股	民生教育	希望教育	中国春来	新高教集团	中国新华教育
毛利率 (%)	60.79	59.62	49.28	58.50	56.21	65.16
净利率 (%)	53.28	69.32	23.70	23.90	46.39	61.97

资料来源：安徽大学网站，民生证券研究院

## （二）供给端：新增学校数量放缓，渗透率仍有提升空间，招生占比逐年提升

民办高校新增数量放缓，渗透率较 06 年明显上升，但仍有增长空间。自 2008 年迅速增加一批独立学院后，我国民办高校每年增速回归稳定，新增高校数多以个位数计。2016 年我国共有高等院校 2596 所，其中民办高等院校 742 所，占比 28.6%，较 2006 年的 14.8% 占比有显著提高。但相比日本 (63%) 及美国 (86%) 等发达国家的民办高校占比仍有较大差距，未来民办高校渗透率上涨空间仍存在。

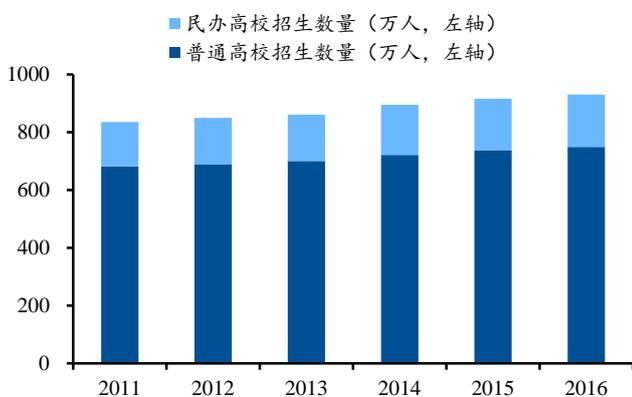
图 15: 2011-2016 年民办高校占比情况



资料来源: 教育部网站, 民生证券研究院

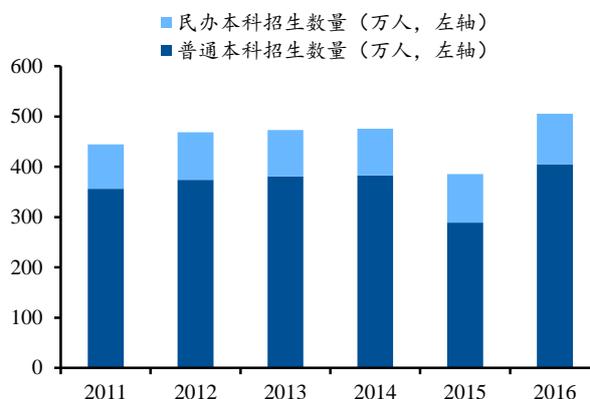
民办高校作为学历教育的重要组成部分, 招生占比逐年上升。2016 年高校共计招生 748.6 万人, 民办高校招生数为 181.26 万人, 占比达 24.2%。纵观 2016 年本科仅招生 405 万人, 本科招生率 (普通高校+民办高校) 仅为 30.48%, 其中民办高校本科招生率为 7.58%, 是相对重要的贡献主体。随着 2017 年新《民促法》修正案过审, 民办学校与公办学校在法律上拥有了同等地位, 以“十三五”要求的 2020 年 50% 的高等毛入学率计算, 目前稳定适龄人口在 1500-1600 万, 预计至 2020 年仍有 100-200 万的新增高等教育生源, 因此我们预判未来对民办教育的学额开放有望继续上升。

图 16: 2011-2016 我国高校招生结构



资料来源: 教育部网站, 民生证券研究院

图 17: 2011-2016 年我国民办本科招生占比情况



资料来源: 教育部网站, 民生证券研究院

### (三) 民促法对民办高等教育市场影响: 独立学院转设与分类注册管理

我国的民办教育相关法律法规经历了 2 个相对重要的阶段, 核心均是对民办学校实行分类管理: (1) 2004 年正式实施了首部《民促法》及实施条例, 将民办学校分为要求合理回报与不要求合理回报两种, 但民办学校的定位仍是公益性的, 只是通过合理回报的方式鼓励民间资本进入民办教育领域, 促进民办教育发展; (2) 2016 年修订的《民促法》则进一步明确将民办学校分为营利性与非营利性两类, 给予学校自主选择的权利, 其中义务教育阶段不允许营利性民办学校注册。

### 民促法对民办高校重大影响集中在独立学院改制和营利与非营利划分：

1. 独立学院的改制，为民办高校集团提供并购标的。2018年8月，司法部发布的新《民促法》送审稿中明确指出“禁止公办学校举办或者参与举办营利性学校，且公办学校不得以品牌输出方式获得收益”，该项要求会加快公办高校下属独立学院的剥离速度，从而给上市公司提供新的并购标的，利于上市公司的扩张与增速。

教育部在2008年出台的《独立学院设置和管理办法》作为独立学院发展的依据文件，明确了独立学院在办学性质、设置标准、管理规范等方面的要求，其中特别要求独立学院是举办者和经费来源均属于普通高校与国家机构以外的社会组织和个人，明确了独立需要各办学主体应承担的义务和责任；独立出资人可以从独立学院的办学结余中取得合理回报；要求独立学院视需要和条件按普通高等学校设置程序逐步转设为独立建制的民办普通高校。随后在2013年教育部对独立学院的发展前景明确了6条发展出路：继续举办独立学院、转设为民办普通本科高校、其他层次民办高校、并入公办高校、进行资产融合、终止办学。

截至2017年我国独立学院数量仅剩260所，较2008年的322所独立学院，62所独立学院完成了转设工作，占总数的20%。根据2018年教育部公布《2017年度申报设置列入专家考察的高等学校名单》，其中有6所独立学院将转设为民办高校。2018年仍有招生计划的独立学院数量仅剩100所。

我们判断未来政策趋严的环境下，将有更多独立学院转设。脱离名校光环后，办学、招生、资金等压力巨大，为实现学校继续健康运营，独立学院转设后与高教办学集团合作是最优选择之一。届时市场上将出现更多估值合理，质地优良的待收购独立学院。高教收并购逻辑将持续演绎。

2. 划清营利与非营利的界限，为上市扫清障碍。按8月送审稿的内容看，未来非营利性民办学校的政策优惠将参考公办学校：（1）教学用地将与公办学校实施同等原则，将以划拨等方式给予用地优惠；（2）税收方面，将与公立学校同享优惠税务待遇，其所收取的学费及住宿费实行所得税豁免，其余税收优惠将后续制定。（3）民办学校用电、用水、用气、用热，执行与公办学校相同的价格政策。但对于办学收益，送审稿规定非营利性民办学校举办者不得取得办学收益，学校的办学结余全部用于办学。而营利性民办学校在税收优惠力度上将低于非营利性民办学校（成本预计可能有20%-30%增长），但可获得办学收益。

因此，选择营利性民办高校来说，可以为以后上市扫清障碍；而民促法继续推动的独立学院转设，则有利于民办教育集团扩张。

表 7：民促法发展历史汇总

时间	事件
2002	第九届全国人大常委会第三十一次会议通过并发布《民促法》，于2003年9月1日起施行
2004	国务院通过并发布《民促法实施条例》，于2004年4月1日起施行
2010	《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020年）》出台，明确要求各地大力支持民办教育

2013	第十二届全国人民代表大会常务委员会第三次会议对《民促法》进行第一次修改
2016. 11	第十二届全国人民代表大会常务委员会第二十四次会议对《民促法》进行第二次修改
2016. 12	教育部联合其他部门联合印发《民办学校分类登记实施细则》和《营利性民办学校监督管理实施细则》
2016. 12	国务院印发《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的若干意见》
2018. 04	教育部发布《中华人民共和国民办教育促进法实施条例（修订草案）（征求意见稿）》
2018. 08	司法部发布《中华人民共和国民办教育促进法实施条例（修订草案）（送审稿）》

资料来源：人民网，民生证券研究院

图 18：2008-2018 年民办高校独立学院与非独立学院数量



资料来源：教育部网站，民生证券研究院

表 8：各地具体民促法实施细则

地区	时间	内容			
		过渡期	收费（营利性）	税收	土地政策
辽宁省	2017.09	-	中小学政府定价，其他自主定价	非营利民办职业教育学校接受捐赠收入，免征企业所得税；技术转让收入免征增值税且有所得税优惠	非营利学校校舍及附属建设在报建立项、规费减免、水电气供给、环境保护等方面享受公办学校同等政策；出资人过户土地到学校名下只收取工本费和登记费
安徽省	2017.10	2022.12.31	非营利省物价局定价，其他自主定价	免除不动产过户手续费	各级人民政府将民办学校建设用地纳入土地利用总体规划
浙江省	2017.11	2022.12.31	非营利中小学政府定价，其他市场调节定价或自主定价	非营利免征所得税	-
甘肃省	2017.11	-	市场调节定价	-	-
天津市	2017.11	-	市场调节定价	-	-
云南省	2017.12	2021.11.7	自主定价	-	非营利学校校舍及附属建设在报建立项、规费减免、水电气供给、环境保护等方面享受公办学校

同等政策；民办学校迁建、扩建可依法进行土地置换

鼓励采用租赁方式供应教育用地，支持长期租赁、先租后让、租让结合的供应方式

湖北省	2017.12	非营利：2019.12.31 营利：2020.12.31 营利高等学校：2021.12.31	市场调节定价	-	
上海市	2017.12	非营利：2019.12.31 营利：2020.12.31 营利高等学校：2021.12.31	市场调节定价	-	-
河北省	2017.12	2022.9.1	本科以下实行审批制，其他市场调节定价	营利学校免征增值税、房产税、土地使用税	营利学校免征增值税、房产税、土地使用税
陕西省	2018.01	2022.9.1	非营利中小学政府定价，其他市场调节定价	免除相关不动产过户手续费	免除相关不动产过户手续费
河南省	2018.02	2022.12.31	非营利政府指导价，其他市场调节价	-	-
海南省	2018.02	2022.8.31	试点非营利市场调节价，非试点政府审批	科研项目财政拨款免征所得税；免征增值税	民办学校建设用地纳入总体规划和年度用地计划；非营利学校校舍及附属建设在报建立项、规费减免等方面享受公办学校同等政策
江苏省	2018.02	2022.12.31	有序放开自主定价	免征契税；免征增值税；免征印花税	民办学校建设用地纳入总体规划和年度用地计划；出资人过户土地到学校名下只收取工本费和登记费
青海省	2018.02	-	非营利政府定价，营利市场调节定价	-	-
宁夏省	2018.05	2022.12.31	非营利政府指导价	-	-
广东省	2018.06	-	非营利中小学政府定价，其他市场调节定价	-	-
重庆市	2018.06	2022.9.1	非营利学历教育政府指导价	符合西部大开发政策的营利企业，按15%税收优惠	符合西部大开发政策的营利企业，按15%税收优惠
山东省	2018.06	2022.9.1	非营利政府指导价	-	-
江西省	2018.06	2022.9.1	市场调节定价	通过高薪技术企业认定的营利企业，按15%税收优惠	通过高薪技术企业认定的营利企业，按15%税收优惠
广西省	2018.07	2022.12.31	市场调节定价	对企业支持教育视野的公益性捐赠支出，在年度利润总额12%以内的部分准予扣除	非营利学校校舍及附属建设在报建立项、规费减免、水电气供给、环境保护等方面享受公办学校同等政策
四川省	2018.09	2020.9.1	非营利学历教育政府	符合西部大开发政	符合西部大开发政策的

		指导定价，其他市场调节定价	策的营利企业，按15%税收优惠	营利企业，按15%税收优惠
北京市	2018.11 学前及非学历：2019.9.1 普高及中职：2020.9.1 高等学历：2021.9.1	市场调节定价	-	营利性机构经政府批准，可采取协议出让方式供应土地

资料来源：各省市教育厅网站，政府网站，民生证券研究院

注：土地政策中的“-”表示与其他省份无特别差异，全部省份民办学校建设用地按科教用地管理；非营利性民办学校享受公办学校同等政策，按划拨等方式供应土地；营利性民办学校按国家相应的政策供应土地。税收政策中的“-”表示与其他省份无特别差异，全部省份均对非营利民办企业免征所得税，各类学校免征房产税和城镇土地使用税。

### 三、民办高等教育集团对比

#### (一) 民办高教集团5维度对比：现有情况，创始人，资金，员工激励计划及当地政策

民办高等教育集团的发展逻辑大致相投，均是以外延扩张为主，内生增长为辅的发展战略。因此，基于现在的这个时点，从5个角度来横向比较港股5家民办高等教育集团的情况：

1. 现有学校情况，对于集团化办学将更容易带来的品牌效应，不论是招生，或是享受国家优惠政策都相对容易；
2. 创始人，创始人的经历，背景将会影响集团未来的扩张速度，外延及内生增长情况；
3. 账面现金及融资情况，无论是自建或是并购一所民办高校，所需资金都相对较多，回本周期相对较长，因此账面资金及融资成本将直接影响集团的扩张速度；
4. 员工激励与福利计划，教育归根到底离不开人才的支持，不管是对教职工的福利支持，还是对管理层的股权激励，都将影响团队的稳定与发展；
5. 学校所在地政策，政策是影响内生发展的重要因素，因此政策差异将影响内生增速。

图 19：高校横向对比五维度



资料来源：民生证券研究院

表 9：港交所上市的高校教育集团学校数量（数据更新到 2018 财年中报）

简称	集团定位	校园位置	学校		合计
			高中（中 专，技校）	高等 教育	
中教控股	国内领先的民办高等职业教育机构	江西 1 所，广东 2 所，河南 1 所，陕西 1 所		5	5
民生教育	提供优质民办高等学历教育，专注于培养专业人才	重庆 4 所，内蒙古 1 所，山东，新加坡，香港各 1 所	1	5	6
希望教育	全国第二大民办教育集团	四川 6 所、贵州 2 所、山西 1 所	1	8	9
中国春来	中国民办普通高等教育领先提供商	河南 3 所		3	3
新高教集团	专注于提供各个领域内应用型教育的民办高等教育集团	云南 1 所，贵州 1 所，黑龙江 1 所，湖北 1 所，新疆 1 所，河南 1 所，甘肃 1 所（在建）		6	6
中国新华教育	长三角最大的民办高等学历教育院校、安徽省最大的民办中专院校	安徽 3 所，其中安徽医科临床学院暂与安徽医科大学合营	1	2	3

资料来源：各集团 2018 年中报，民生证券研究院

民办高等教育集团的创始人或董事年纪都在 40 岁以上，都拥有超过 10 年以上的教育行业从业经验。

表 10：各教育集团创始人背景

简介	创始人/董事长	年龄	简介
中教控股	于果	55 岁	毕业于中国社会科学院研究生院，获得商业经济专业硕士学位，拥有 24 年教育行业经验，自 2017 年 8 月起担任执行董事，是中国民办教育协会副会长席。
民生教育	李学春	64 岁	集团创办人，毕业于中共中央党校，取得经济管理学位，在教育界拥有逾 10 年经验，负责集团的策略发展，自 2006 年起出任董事会主席。
希望教育	汪辉武	45 岁	毕业于四川师范大学（成人高等教育）经济管理专业，并获得四川师范大学教育学本科学位，从事教育 10 多年，自 2018 年 2 月起担任集团首席执行官兼总裁。
中国春来	侯春来	49 岁	集团创办人，毕业于南开大学，任南开大学副教授，中国民办教育协会常务理事。2018 年 2 月 12 日获委任为本公司的非执行董事兼董事长，负责监督本集团企业发展及战略规划。
新高教集团	李孝轩	43 岁	集团的创办人，现为本公司董事会主席。在教育领域拥有逾 18 年经验，负责本集团的整体管理及策略发展

中国新华教育

吴俊保

52 岁

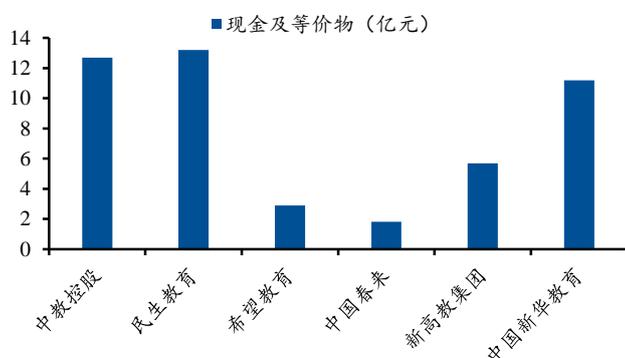
集团的创办人，毕业于安徽工商管理学院，于教育领域拥有逾 18 年经验。2017 年 10 月 27 日获委任为本公司主席兼非执行董事。

资料来源：各集团 2018 年中报，民生证券研究院

民办学校属重资产运营项目，未来扩张并购计划对资金的需求相对较高。从目前账上情况看，中教控股，民生教育，中国新华教育都有超过 10 亿以上的现金及现金等价物的准备。

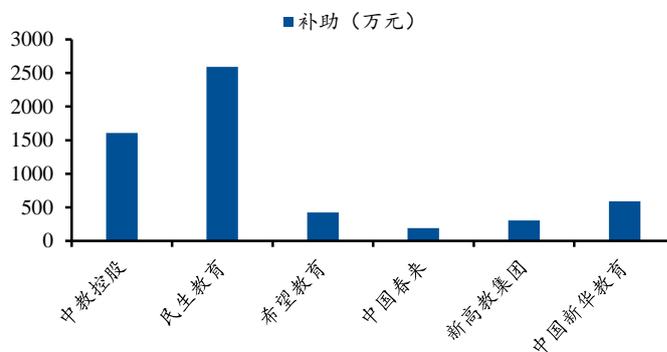
集团化办学，在树立品牌的同时也通过其民办教育的影响力，获得一定的政府补助。从各公司报表看，中教控股和民生教育获得的政府补助相对较高。

图 20：2018 年 H1 各集团账面资金储备情况



资料来源：各集团 2018 年中报，民生证券研究院

图 21：2018 年 H1 各集团获政府补助情况



资料来源：各集团 2018 年中报，民生证券研究院

注：中国春来的数据来自于 2017 年年报

除 2018 年 9 月 4 日正式上市的中国春来暂未公布员工股权激励计划外，其余 5 家教育集团都有公布，且多数都限制在 10% 左右。

表 11：各教育集团对管理层的激励措施

公司	是否公布股权激励、期权计划
中教控股	公司于 2018 年 3 月 8 日发布购股权计划，股份不超过上市日已发行股本的 10%
民生教育	公司于 2017 年 3 月 2 日有条件采纳购股权计划，股份不超过上市时已发行股本的 10%
希望教育	公司于 2018 年发布购股权计划，股份占发售后公司已发行股本的 6.97%
中国春来	暂无
新高教集团	公司于 2017 年 3 月 20 日有条件采纳购股权计划，股份不超过上市日已发行股本的 10%
中国新华教育	公司于 2018 年 3 月 8 日发布购股权计划，股份不超过上市日已发行股本的 10%

资料来源：各集团 2018 年中报，民生证券研究院

除内蒙古，新疆，贵州，黑龙江，山西尚未公布《民促法》实施细则外，上述教育集团学校所在省均出台细则，对选择营利性民办高校的学费实行市场化定价方式。其中，

广东和陕西对非营利性民办高校的学费也实行市场化定价方式,这对在上述两省持有并表学校 3 所的中教控股集团来说,无论是否选择营利性还是非营利性都可享受学费自主定价。

根据上述 5 个维度的对比,我们发现希望教育旗下拥有并表学校数量最多;民生教育和中教控股持有现金最为充沛且政府补贴数额最高;各大高教集团创始人年纪多在 42 岁以上,拥有丰富的教育领域管理运营经验;多数都公布的股权激励计划利在捆绑核心人才,促进公司长远发展;已出台的各地民促法细则对各地民办高教的学费制定并无重大变化,多数选择营利性后均可自主定价。因此,我们认为未来民生教育和中教控股的并购速度或将领先其他集团,希望、新高教的跨区域管理和运营能力不容小觑,春来和新华教育在稳扎稳打之后的异地收购扩张值得期待。

## (二) 民办高教集团业绩与运营数据对比

### 1. 扩张速度: 多数集团学生人数存在 30% 以上增速, 扩张计划明晰

根据 2018 年中报数据,除中国新华教育和中国春来以外,其他民办高校集团都有超过 30% 以上的学生人数增长。师生比以希望教育 7.6/100 位列首位,新高教集团与中国新华教育的师生比则相对较低。(注:中国春来和中国新华教育的教职工数量为 2017 年年底数据。)

表 12: 2018 年学生人数与师生比

公司	学生数	YOY (%)	师生比	教师数
中教控股	121000	61.20%	5.2/100	6275
民生教育	43344	33.30%	3.8/100	1639
希望教育	72512	46.10%	7.6/100	5535
中国春来	45210	7.12%	3.1/100	1406
新高教集团	84497	81.90%	2.22/100	1885
中国新华教育	34889	0.60%	2.27/100	945

资料来源:各集团 2018 年中报,民生证券研究院

注:中国春来和中国新华教育数据来源于 2017 年年报,其余均来自 2018 年中报

扩张是民办高等教育集团的集体选择,都有披露正在并购进行中的学校与计划。

表 13: 2015-至今各集团公告的并购学校数量(所)

公司	2015	2016	2017	2018-2019 拟新增
中教控股	3	3	3	4
民生教育	5	5	5	2
希望教育	6	8	9	2
中国春来	3	3	3	1
新高教集团	3	4	5	1
中国新华教育	2	2	3	1

资料来源：各集团 2017 年年报，民生证券研究院

## 2. 收入对比：学费均价为万元，均较去年存在上浮

从 2017 年学费情况看，高等教育学费多数在 1 万元左右，且都较去年有上浮，其中中教控股集团人均学费最高。根据各公司 18 年中报数据，未来学费将继续在国家允许范围内上调。

表 14：2017 年各集团学费对比

公司	平均学费（元/学年）	其他	17 年学费总收入（亿元）	较 16 年增长
中教控股	11253		8.58	9.10%
民生教育	10709		8.46	8.30%
希望教育	8376	职业教育：5284	6.21	23.60%
中国春来	10194		4.61	21.70%
新高教集团	云南：10549 贵州：8425		3.81	22.60%
中国新华教育	10777	中专 5419	3.76	13.40%

资料来源：各集团 2017 年年报，民生证券研究院

## 3. 成本对比：员工薪酬占成本均值达 50%

新高教的员工薪资占营收及营业成本比重最高。仅从教职工薪酬看，中国新华教育的平均员工薪资最高。其中中教控股及新高教集团的平均薪酬是以 2017 财年雇员总数为测算标准，其余 4 所的 2017 财年平均薪酬均以当年教师数量为测算标准。

表 15：2017 年各集团员工薪资对比

公司	员工薪资（元/年）	营收比重	营业成本比重
中教控股	47756	22.40%	57.10%
民生教育	73721	22.30%	53.50%
希望教育	28960	21.30%	40.80%
中国春来	48307	14.74%	39.94%
新高教集团	62861	31.40%	69.60%
中国新华教育	120156	21.90%	51.00%

资料来源：各集团 2017 年年报，民生证券研究院

## 4. 财务对比：中教控股营收增速最快，民生教育净利率最高

根据 2018 年 H1 数据，各家亮点不同。中教控股的营收增速最快，其销售毛利也最高。民生教育因 2018 年并购的 2 家学校完成并表，导致其净利润的增速较快，净利率最高。从 ROIC 看新华教育的投入资本回报率最高。

表 16: 2018 年中报各集团财务信息对比

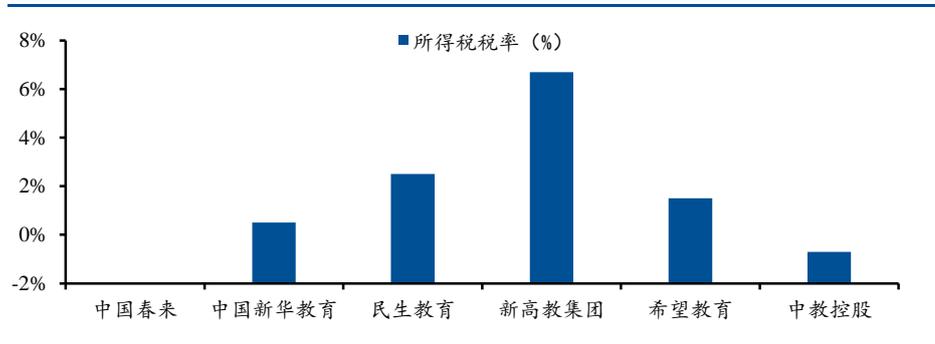
公司	收入 亿元	净利润 亿元	营收增速 %	净利润增速 %	净利率 %	毛利率 %	ROIC %	ROE(摊薄) %
中教控股	7.00	3.46	62.72	72.41	53.28	60.79	5.81	5.65
民生教育	3.19	2.18	23.77	35.30	69.32	59.62	6.68	6.68
希望教育	5.61	1.34	39.80	-1.96	23.70	49.28	3.87	9.92
中国春来	2.45	0.59	6.03	-21.34	23.90	58.50	3.88	10.99
新高教集团	3.23	1.50	24.10	36.04	46.39	56.21	5.49	8.23
中国新华教育	2.22	1.37	17.37	34.22	61.97	65.16	8.53	6.18

资料来源: 各集团 2018 年中报, 民生证券研究院

### 5. 其他对比: 均享受所得税减免优惠, 所得税税率均低于 7%

中国新华教育所得税最低, 仅 0.5%, 新高教集团所得税最高。根据 2018H1 的数据, 港股上市的 6 家民办高等教育集团都不同程度的享有所得税豁免情况, 因此这些公司税率均低于 7%, 其中新高教集团税率最高达 6.7%。享受豁免的原因主要有以下 2 点: 1) 教育集团下属部分学校, 尚未注册成营利性或非营利性学校, 因此尚未向政府交税; 2) 缴税主体通过 WOFE 设立在免税或税收减免地区。

图 22: 2018 年中报各高教集团所得税对比



资料来源: 各高教集团 2018 年中报, 民生证券研究院

通过以上业绩与运营数据对比, 我们发现多数教育集团学生人数增速达 30%, 拥有明确的扩张计划; 人力为最大的成本支出; 均或多或少的享受税收优惠。此外, 从具体数据上看, 中教控股的营收增速更快, 新华教育的 ROIC 较高, 民生教育的净利润最高。

## 四、港股高等民办教育集团概况

### (一) 中国新华教育

#### 1. 公司介绍

##### (1) 公司简介：长三角地区最大的民办高校集团

长三角地区规模最大且拥有顶尖安徽省民办学校的高校教育集团。公司作为长三角地区规模最大的民办高教集团。于2000年成立安徽职业学院，提供专科层次的学历教育，随后在2005年完成了专升本的申请，开始提供本科及专科层次学历教育；2002年，建立安徽新华学校，提供专科及继续教育。2017年，公司与安徽医科大学签订收购安徽医科大学临床学院协议，将在2020年独立运营临床学院。因此，公司目前拥有3所民办学校，办学经验达18年，专注于提供应用型高等教育及中等职业教育。截止2018年5月在校大学生人数达到33635人。

表 17：新华教育发展历程

时间	事件
2000年	安徽新华职业学院获批成立
2002年	安徽新华学院获批成立
2005年	安徽新华职业职业学院更名为安徽新华学院，并升为普通本科高校
2009年	安徽新华学院成为安徽省首位获得学士学位授予权的民办本科高校
2015年	安徽新华学院获批为安徽省地方应用型高水平大学立项建设单位
2017年	收购安徽医科大学临床学院

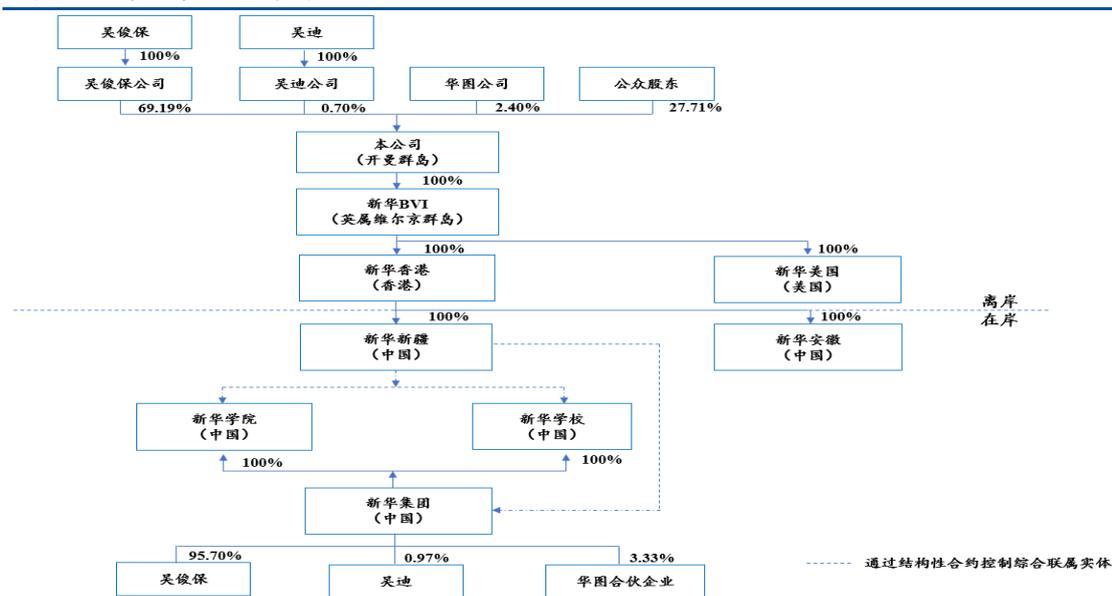
资料来源：新华教育官网，民生证券研究院

##### (2) 股权关系：股权结构明晰，大股东持股比例高达71.4%

公司创始人吴俊保先生为公司实际控制人，持股比例为71.4%；吴迪先生（吴俊宝先生的儿子）与华园公司通过增资和股权转让的方式分别持股比例为0.72%和2.48%，其余股份由公众持有。

公司通过VIE架构完成上市，并在新疆霍尔果斯成立注册新华新疆(WOFE)作为新华香港的全资公司。公司综合联属实体与新华新疆签订结构性合约协议，主要包含业务合作，独家技术服务和管理咨询协议，即新华新疆提供民办教育业务所需的技术，管理和顾问支持服务，而国内运营学校及其举办者则支付相应费用，及将国内所运营学校的全部经济利益均转予新华新疆。

图 23: 新华教育股权关系图



资料来源：新华教育 2018 年中报，民生证券研究院

### (3) 管理层：拥有丰富的教育领域运营及管理经验

公司管理团队均为教育行业资深人士。公司创始人兼董事会主席，非执行董事吴俊保深耕教育行业 18 年，另外 4 位董事及高管平均从事教育行业工作超过 10 年。其中，公司执行董事王丽主要负责集团行政及人力方面事务，拥有超过 17 年内的教育领域从业经验。负责公司日常管理及相关教育业务运营的董事陆真拥有 8 年教育领域工作经验。

表 18: 新华教育管理层信息

姓名	职位	工作经历
吴俊保	董事会主席	在教育行业深耕 18 年，2000 年开始在新华学院担任董事会主席兼董事
陆真	常务副主席	拥有 8 年教育行业工作经历，2009 年获得南京大学 MBA 学位，2015 年开始担任董事
黄源	副总裁	在教育行业深耕 15 年，2008 年获得中国人民大学 MBA 学位，2015 年 1 月其担任新华学院监事会主席
王永凯	执行总裁	在教育行业深耕 14 年，2008 年获得高级经济师资格

资料来源：新华教育 2018 年中报，民生证券研究院

### (4) 下属学校情况（含已公告未并表学校）

1) 新华学院。成立于 2000 年，是安徽省首个获得本科学位授予权的民办高校，也是长三角地区学生数量最多的民办高校。提供本科，专科和继续教育的课程，设有 82 个专业，截止至 2018 年 6 月，在校生成人数达 29539 人次。

2) 新华学校。成立于 2002 年，是安徽省首个获得教育部认可的国家级重点中等职业学校，主要提供中专教育。共计设有 16 个专业，截止至 2018 年 6 月，在校生成人数达 5350

人次。

3) **安徽医科大学临床学院**。成立于 2003 年，是由省属重点大学—安徽医科大学举办，安徽医科大学第一附属医院投资合作办学的，一所经由国家教育部和安徽省人民政府批准设立的独立学院。2017 年，新华教育集团与安徽医科大学签署协议，将在未来三年共同经营安徽医科大学临床学院，并在三年后由新华教育集团独立运营。目前，公司正在申请临床学院新校区土地使用权，并将分批建设新校区。预计最终可容纳人数为 10000 名学生。

表 19：新华教育旗下学校对比信息

学校名称	新华学院	新华学校	安徽医科大学临床学院
建校方式	自建	自建	租赁
收购公告日	-	-	2017.11.20
成立时间	2000 年	2002 年	2003 年
学校性质	民办本科	民办中专	民办本科
学生人数	截止 2018/6/30，在校生 29539 人	截止 2018/6/30，在校生 5350 人	5000 余人
学费标准	四年制本科 15,100-25,000 元， 三年制专科 10,700-21,000 元， 继续教育 1,200-8,900 元	普通中专 5,200-7,600 元， 升本科、大专为导向的中专 8000 元	五年制本科 15900 元 四年制本科 13200-15900 元
土地情况	占地面积 1500 余亩，建筑面积 750 余亩		378.5 亩
对应收购/投资成本			已预付 1.96 亿元
总作价			预计总投资额共 7.46 亿元
生均收购成本			3.3 万元
最新财年收购 PE			13.2
所在省份高等教育毛入学率	47.7%	47.7%	47.7%
教师数量	专任教师 1300 余人		近 4000 人

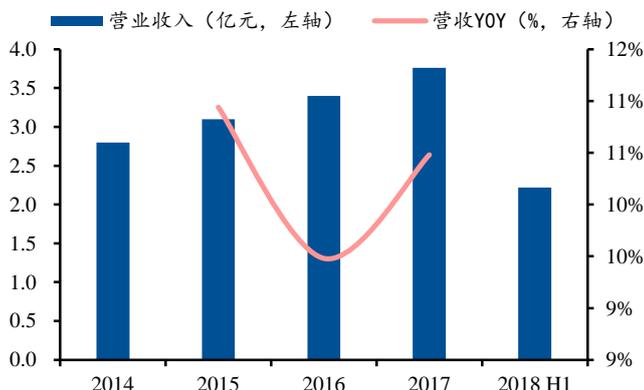
资料来源：民生证券研究院公开资料整理

## 2. 财务分析

### (1) 营收及利润：营收及净利润稳步增长

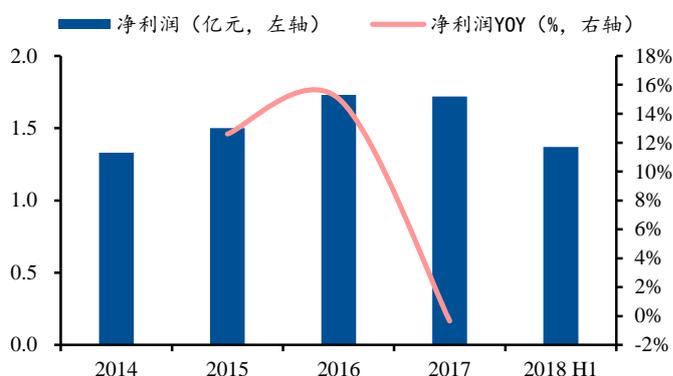
**营收及净利润增速稳定。**公司 2018H1 实现营收 2.22 亿，同比增长 17.37%；净利润为 1.37 亿，同比增长 34.22%。2017 年实现营收 3.8 亿，其中主营业务收入 2.4 亿；由于公司上市产生 2620 万元费用支出导致当年净利为 1.7 亿元，同比下降 0.3%；若剔除上市费用支出，17 年净利润为 1.98 亿，同比增长 14.8%。

图 24：2014-2018 H1 新华教育营业收入及同比



资料来源：新华教育 2017 年年报、2018 年中报，民生证券研究院

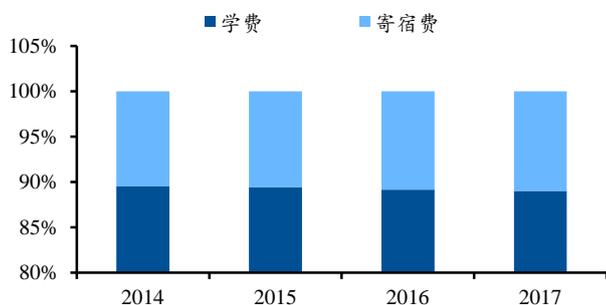
图 25：2014-2018 H1 新华教育净利润及同比



资料来源：新华教育 2017 年年报、2018 年中报，民生证券研究院

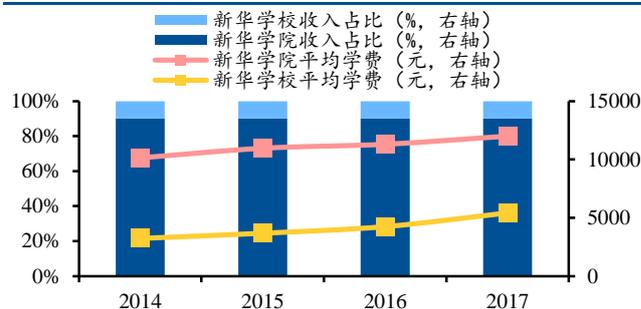
**学费为主营收入占比近 90%，新华学院贡献近 80%的营收占比。**根据 2017 年年报，集团对学生收取的学费为公司主要收入，占年度总收入的 89%。拆分新华学院与新华学校的收入情况，17 年新华学院学费收入为 2.71 亿，是新华学校学费收入的 9.36 倍，占主营业务收入的 80.7%。其中，17 年新华学院平均学费是 1.2 万元每人，而新华学校为 5419 元每人。

图 26：2014-2017 新华教育主营收入占比



资料来源：新华教育 2017 年年报，民生证券研究院

图 27：2014-2017 新华学院和新华学校收入占比



资料来源：新华教育 2017 年年报，民生证券研究院

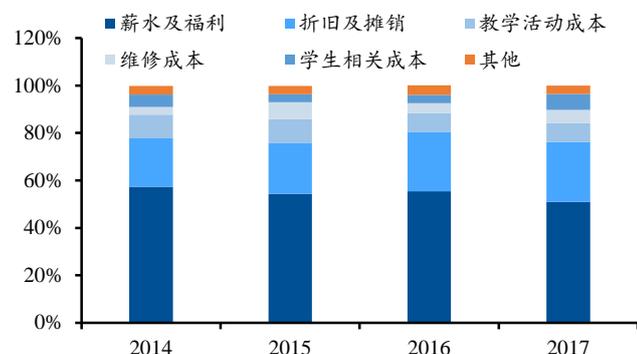
## (2) 主营业务成本及三费变化：薪酬开支为成本最大占比，三费比重稳定

**人工成本为最主要的营业成本，占比均高过 50%；**上市导致公司 17 年营业总成本同增 26.1%。公司 2018H1，营业总支出为 0.99 亿，同比增长 3.49%；2017 年营业总支出为 2.18 亿，同比增长 26.10%；其中，营业成本 1.45 亿，同增 17.29%；营业开支 0.72 亿，同增 48.57%；2017 年营业成本中薪水及福利占比达 51.0%，达 7414 万，主要是上市前提升了员工福利开支，造成了营业总成本的上涨。

**三费比重相对稳定，17 年受上市影响提高了管理费用比例。**公司三费主要以销售费用和管理费用为主。其中，销售费用主要是用于新华学校的招生费用。由于公司品牌已树立，地区影响力相对较大，导致销售费用的占比相对稳定，在 1.6% 左右；管理费用在 2017 年有相对明显的提升，主要是由于上市产生的 2620 万费用，新投入使用的教学楼运营成

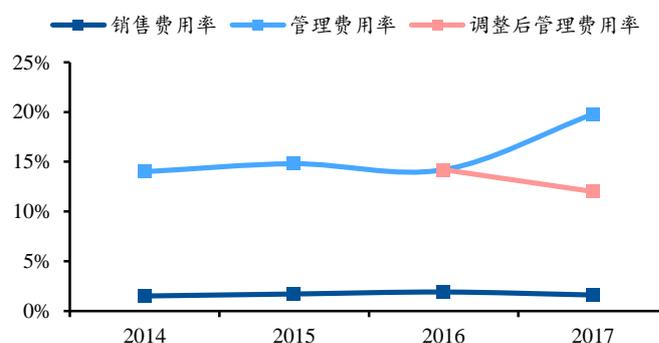
本，以及上市导致管理人员工资上涨；因此管理费用在 2017 年上调至 19.8%。若去除上市相关开支后，2017 年调整后的管理费用占比在 12.0%，同比下降 2.1pct。因此整体看，公司费用控制相对较好，销售占比并不大。

图 28：2014-2017 新华教育主营业务成本占比



资料来源：新华教育 2017 年年报，民生证券研究院

图 29：2014-2017 新华教育三费变化情况

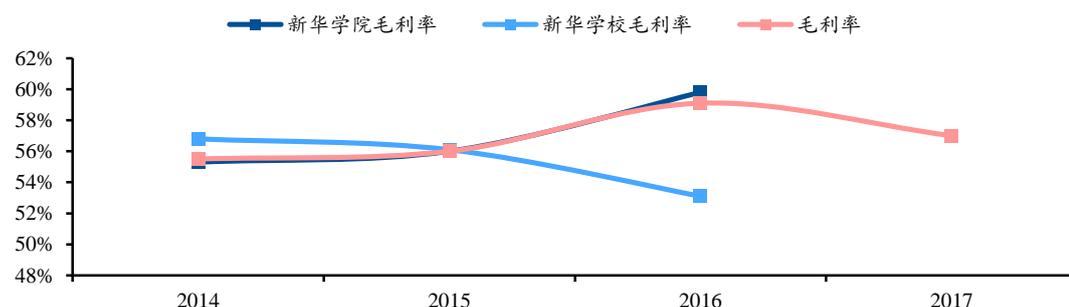


资料来源：新华教育 2017 年年报，民生证券研究院

### (3) 其他关键性财务指标：毛利润高于 55%，政府补贴占比低

**平均毛利润高于 55%。**公司 18H1 实现毛利 1.3 亿元，毛利率达 65.16。自 14 年以来，公司毛利率均超过 55%，14-17 年平均每年毛利增长在 2000 万左右，其增速符合公司业务扩张增速。此外除 17 年外，14-16 年期间公司毛利率均呈上态势，其原因是公司我们管理水平持续优化及提升学费所带来的规模效应。

图 30：2014-2017 新华教育毛利率变化

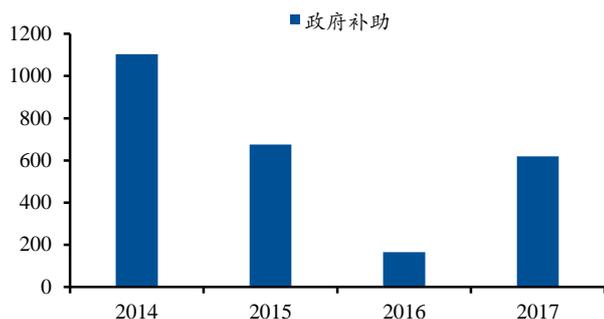


资料来源：新华教育 2017 年年报，民生证券研究院

**补贴占比较低，净利润受政府影响小。**公司作为一家提供专科及本科学历教育的民办高教集团每年都将收到一定金额的政府补助。2015 年至 2017 年政府补助分别为 675.9, 165.7 和 619.3 万，占净利润分别比重为 4.51%，0.96%和 3.59%；若将净利润中去除补助金额，净利润分别下降 2.40pct, 0.55pct 以及 1.83pct，因此补助金额对公司净利润影响相对较小。

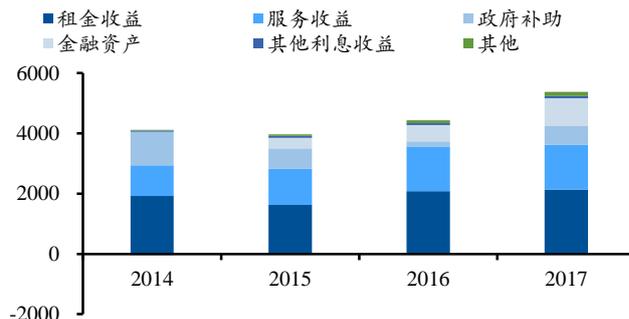
**房租及服务收益构成其他收入主要来源。**公司其他收入主要包含租金收益,服务收益,政府补贴和金融资产等。其中租金收入占比最高,17年租金收入为2131万元,占其他收入40%;服务收益为1492万,占比27.6%。租金收入主要包括校园餐厅,商店等向第三方出租获得的收益。服务收益则指公司为学生提供额外服务,如购买教材,床上用品等获得的收入。

图 31: 2014-2017 新华教育政府补助情况 (万元)



资料来源:新华教育 2017 年年报,民生证券研究院

图 32: 2014-2017 新华教育其他收益来源占比情况 (万元)



资料来源:新华教育 2017 年年报,民生证券研究院

### 3. 成长性分析

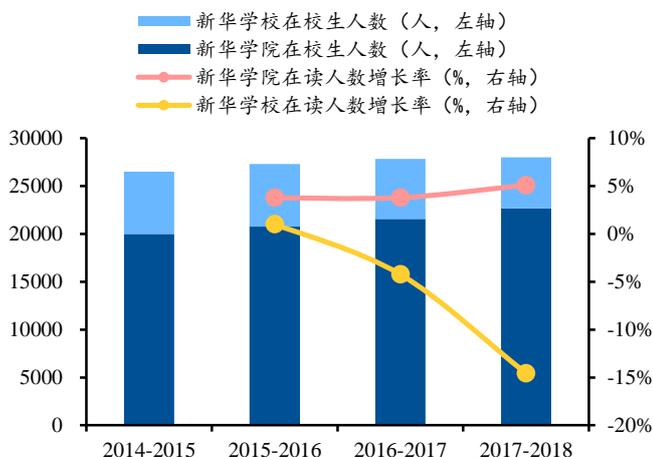
#### (1) 内生增长: 价格上涨, 待开发容量充足

**高单价的本科学额占比逐步上升驱动营收及利润上涨。**受教育主管部门批准招生名额限制影响,及公司内部对学额分配的策略性调整。公司提高了收费相对较高的新华学院入学人数,使就读本科课程人数逐年增加。新华学院本科生人数从2017年6月的17096名增长至2018年6月的17921名,增长825名,占比提升至60.7%。

**学费实行备案制,未来将继续上浮8-10%。**经安徽省物价局批准,安徽新华学校和新华学院成为安徽省放开营利性民办学校收费和非营利性民办学校非学历教育收费的试点学校,即从2018年秋季起,公司将对新华学院及新华学校新生实行学费、住宿费实行自主定价,只需在执行前进行教育或人社部门备案即可。2016-2017年四年制本科课程学费情况为12100-20000元,而2017-2018年四年制本科课程学费情况为151000-25000,平均年涨幅约24.8%。考虑到周边地区的民办高校学费情况,公司未来学费增长幅度约在8-10%左右。

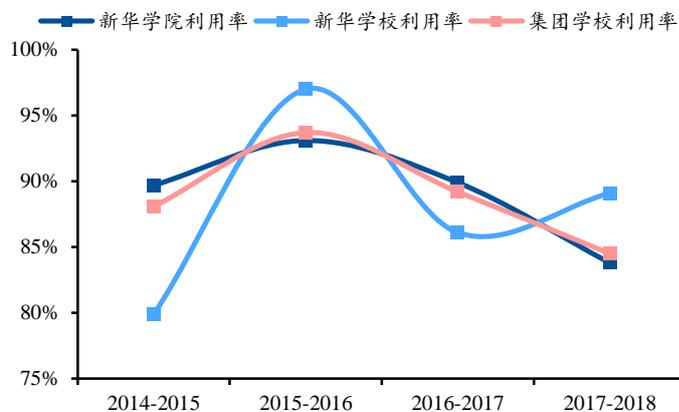
**学校分期建设,仍有容量提升空间。**公司为扩大学校容纳情况,于2017年9月投入运营新建教学楼和宿舍,可容纳学生数增加2612人,使新华学院及新华学校可容纳总人数增至31502名。此外,由于新华学院与新华学校所在校园为分期建设,规划教育用地共计约1300亩,目前仍有30%左右的空间尚未开发,因此从中长期看,学校容量仍有提升空间。

图 33: 2014-2018 新华教育在校学生人数



资料来源: 新华教育 2017 年年报, 民生证券研究院

图 34: 2014-2018 新华学校/学院利用率



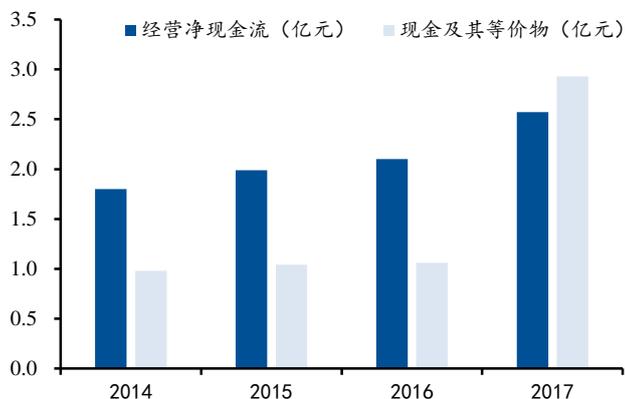
资料来源: 新华教育 2017 年年报, 民生证券研究院

## (2) 外延性成长: 资金充足且资本负债率较低, 外延扩张计划明确

公司账上资金充足, 偿债能力强。公司目前有账上现金及等价物 11.2 亿元, 2017 年负债率为 25%, 较 2015 年大幅减少 12pp。而公司的流动比率稳中有升, 从 2015 年 1.16% 增加到 2017 年的 1.66%, 原因主要是预付账款的大幅减少而递延收入增加所导致的。从公司整体现金及运营情况看, 公司资金充足, 负债率低, 偿债能力相对较强。

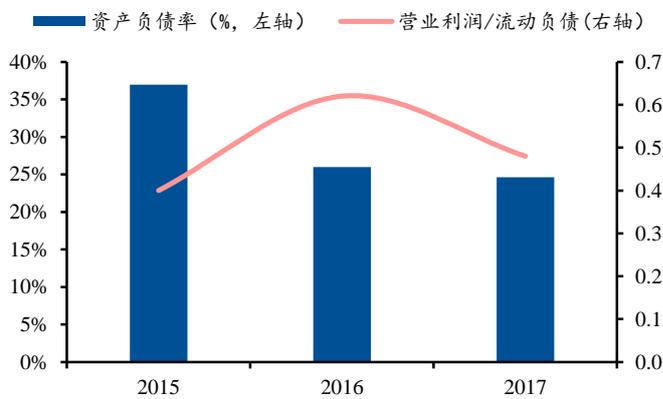
优质本科学校为公司并购首选标的, 计划每年至少并购一所。公司主打民办高等教育, 因此标的选择以优质民办本科为主, 要求教育用地为非划拨用地, 以营利性民办本科为先。公司目前计划每年至少并购一所学校, 驱动公司在校学生人数与营收稳步增长。

图 35: 2014-2017 新华教育账上现金情况



资料来源: 新华教育 2017 年年报, 民生证券研究院

图 36: 2015-2017 新华教育短期负债和资本负债率情况



资料来源: 新华教育 2017 年年报, 民生证券研究院

#### 4. 竞争力：实用型专业设置，体外优质资源众多

学校生源及师资较为优质，实用性学科设计。公司旗下的新华学院，新华学校录取分数普遍高于省控线 10-40 分，剩余相对优秀。截止至 2017 年 9 月，学校 66.1% 的教师为全职教师，其中 78% 已取得硕士及以上学位，53.4% 的教师获得中级职称，16.2% 获得高级职称。学校重视对老师的招募，通过为老师提供系统的培训与有竞争力的薪资，促进学校，学生，老师三方共同受益与成长。新华学院一共 82 个专业，58 个本科专业。其中省级重点专业 6 个；省级振兴计划划新专业发展项目 5 个。而新华学校目前开设 16 个专业，其中财经类，信息技术，电子通信为其优质王牌专业。

表 20：2017 新华学院部分省份录取情况

省份	考生类别	平均分	省控线	分差	录取批次
安徽	文科	474	440	34	本科二批
安徽	理科	446	413	33	本科二批
江苏	文科	296	281	15	本科二批
江苏	理科	294	269	25	本科二批
湖南	文科	486	485	1	本科二批
湖南	理科	500	492	8	本科二批
四川	文科	487	470	17	本科二批
广东	理科	406	360	46	本科二批

资料来源：腾讯高考，民生证券研究院

表 21：新华学院和新华学校课程设置

新华学院特色专业	新华学校特色专业
土木工程	城市轨道交通运营管理
计算机网络技术专业	计算机动漫与游戏设计
建筑工程管理	汽车运用与维修
测控技术与仪器	机电技术应用

资料来源：新华学院、新华学校官网，民生证券研究院

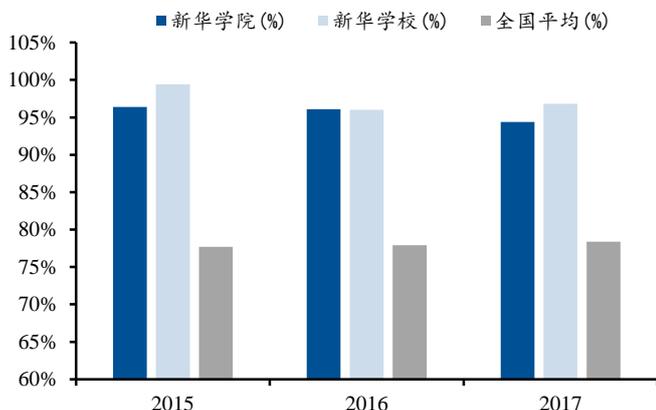
所处地区好，校企合作提高学生实践能力。公司旗下所有学校均位于长三角地区，其作为我国综合实力最强的经济中心，2017 年长三角地区 GDP 占全国的 23.61%，安徽省 GDP 增速达 8.5% 超国家平均水平，列全国第六。所处地区经济总量高，发展迅速，为学校学生实习与就业方面提供便利。

选择市场指导专业设置，毕业生就业率连续 3 年超过 94%。公司坚持以就业市场变化为导向，设置多样化，极具实用性的课程，并通过与企业合作为学校学生提供实训，实习机会，让学生真正做到学以致用。以新华学院为例，其设置 82 个专业，拥有 4 个省级实验室，1 个国家级实验室，与多家知名企业如华为，大唐移动通信等进行校企合作；同时学校还与合作企业进行定向班培养，设立合作课程，打造学院集教学与实践于一体的教学环境。2017 届新华学院和新华学校的毕业生初次就业率分别为 94.4% 和 96.8%，远超全国 78.4% 的平均就业水平；平均就业月薪资超过 5000 元，超过安徽省平均私营单位月工资水

平 3500 元。

体外优质资源众多，竞争优势明显。集团旗下还有新华电脑，新东方烹饪学校等知名非学历教育品牌，集团具有较强的跨区域，跨行业管理能力，竞争优势明显。

图 37：2015-2017 新华学院和新华学校毕业生就业率



资料来源：新华教育 2017 年年报，民生证券研究院

图 38：新华教育表外优质职业教育资源

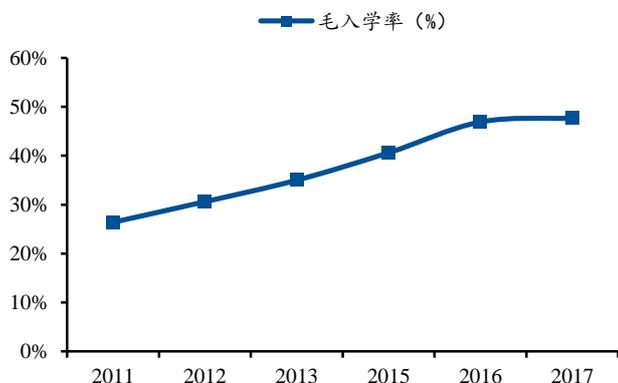


资料来源：新华集团官网，民生证券研究院

### 5. 学校所在地的情况：经济增速快，高考竞争激烈

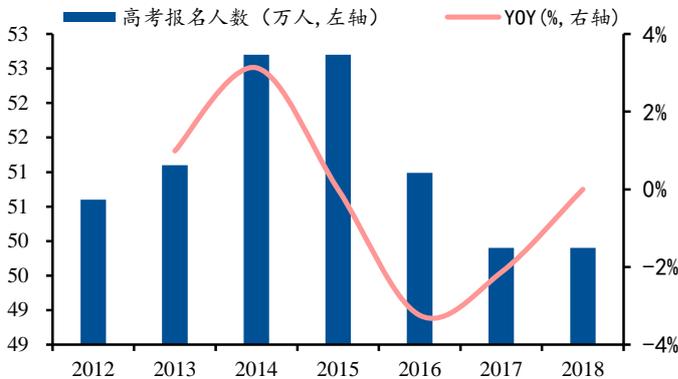
人口基数大，竞争激烈，录取率低。截至 2016 年底，安徽省的高等学校数为 119 所，位列 31 个省第 8 名，但由于安徽省人口数较大，安徽省每百万人的高校拥有量为 1.7 所，列 31 个省的倒数第 10 位。随着入学率的提升，入学人数将会进一步增加，对新学校的需求也将更强。安徽省 2015/2016/2017 高等教育毛入学率分别为 40.6%、46.9%、47.7%，2015-2017 提升 7.1pct，提升速度大幅高于全国水平，由于公立学校的供给增长相对有限，未来将为民办高校提供发展机遇。

图 39：2011-2017 安徽省高等教育毛入学率



资料来源：安徽省教育厅网站，民生证券研究院

图 40：2012-2018 安徽省高考报名人数

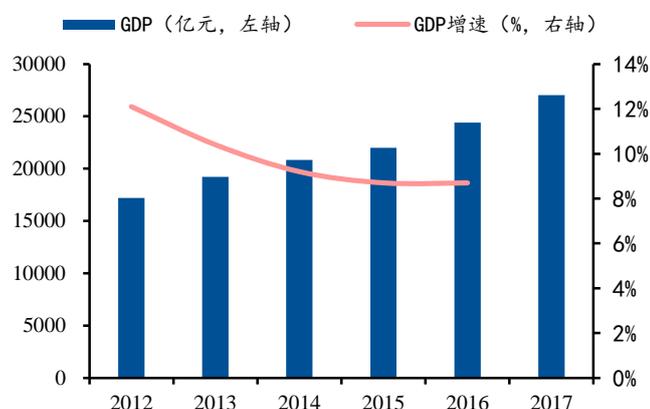


资料来源：安徽省教育厅网站，民生证券研究院

经济发展迅速，对人才需求大。2017 年，安徽省 GDP 总量在全国处于第 13 位，处于中等水平；但 GDP 增速位列全国第 6 位，增速处于全国领先水平。地方经济的发展，一方

面为地区教育财政投入、家庭教育支出投入的增大提供了基础；另一方面，也提升了当地对人才的需求。因而，上述两者的直接结果是带动地区高等教育需求的提升。

图 41：2012-2017 安徽 GDP 增速



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 42：2012-2017 安徽 GDP 和 GDP 增速排名



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

## （二）中教控股

### 1. 公司介绍

#### （1）公司简介：中国目前市值最高的民办高等教育集团

由江西及广东两所民办高校创始人联合创立的中国领先大型民办高教集团。公司目前运营 5 所民办高等学校（江西科技学院，广东白云学院，白云技师学院，郑州铁城规学校和西安铁道学院），提供普通专科及本科层次的学历教育，继续教育以及职业教育，目前共开设普通本科课程 86 个，普通专科课程 43 个以及 128 个职业教育课程，覆盖 97.7% 本科生及 91.9% 专科生的选择。截止至 2018H1，五所学校共计学生人数达 121000 人，是目前港股民办高等学校中人数最多的一个。公司在 2017 年香港上市，2018 年即被纳入恒生综合指数和港股通。

表 22：中教控股发展历程

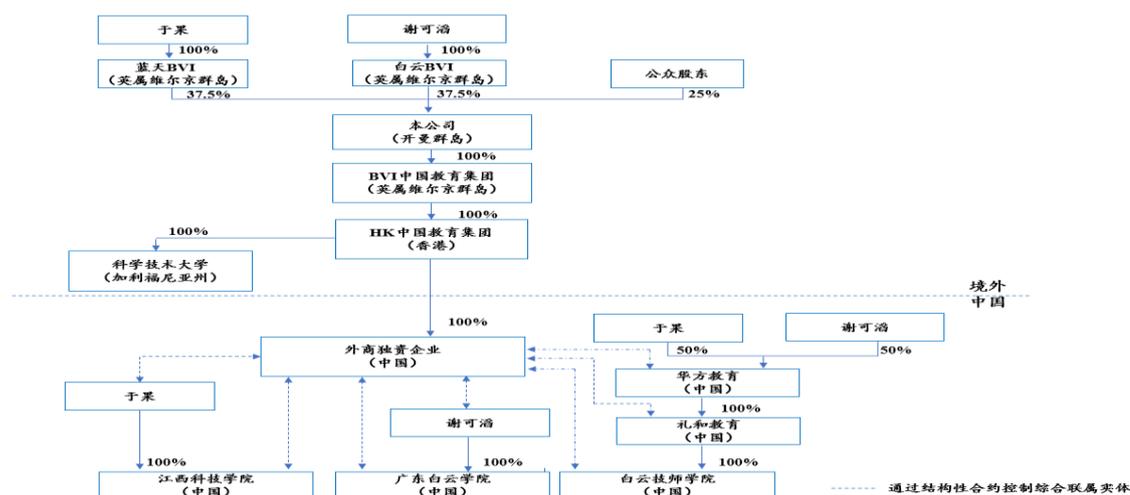
时间	事件
1999	江西科技学院及广东白云学院获批建立
2003	广东白云学院首次获评广东省民办院校竞争力第一名
2005	江西科技学院和广东白云学院获批，将办学层次从高等职业教育提升至本科，专科，高等职业教育
2007	江西科技学院与广东白云学院签订初始合作协议，创始人同意对两校进行共同管理和运营
2009	江西科技学院首次获评中国民办院校综合竞争力第一名
2017	公司重组并购江西科技学院，广东白云学院和白云技师学校；12 月港股 IPO 上市
2018	收购西安和郑州的两所中等教育学校

资料来源：中教控股官网，民生证券研究院

## (2) 股权关系：两位持有相同股份的实控人，VIE 架构上市

公司股权结构清晰明了，VIE 架构上市。公司创始人于果和谢可滔先生为公司实际控制人，分别持有公司 37.5% 的股份，共计 75% 股份，剩余 25% 股份由公众持有。公司通过 VIE 架构完成上市，通过合同实际控制运营学校。

图 43：中教控股股权结构架构



资料来源：中教控股 2018 年中报，民生证券研究院

## (3) 管理层及员工激励情况：管理层教育管理经验丰富，股权激励计划绑定核心员工

管理层教育行业经验丰富，市场认可度高。公司管理层共 9 人：包括 4 名执行董事，3 名独立董事以及 2 位高管组成。其中公司创始人于果和谢可滔先生平均拥有 26 年教育行业从业经验。此外，公司管理层中 6 位深耕教育行业，拥有充足的行业经验或相关的学术背景。考虑到公司未来外延扩展性业务，管理层中剩余 3 人则具有公司金融，战略投资等行业资深背景或相关学术背景。

表 23：中教控股管理层人员介绍

姓名	职务	任职日期	年龄	简介
谢可滔	联席主席 执行董事	2017-11-30	54	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 28 年教育行业经验</li> <li>• 广东白云学院及白云技师学院的创办者</li> <li>• 广东白云学院及白云技师学院的董事会主席</li> </ul>
于果	联席主席 执行董事	2017-11-30	56%	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 24 年教育行业经验</li> <li>• 江西科技学院的创办者</li> <li>• 江西科技学院的董事会主席</li> </ul>
谢少华	执行董事	2017-08-31	55	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 20 年的教育行业经验</li> <li>• 广东白云学院（自 2004 年起）及白云技师学院（自 2014 年 4 月起）的董事会副主席</li> <li>• 广东白云学院的副校长</li> </ul>
喻恺	执行董事 首席执行官	2017-08-31	33	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 逾七年的教育行业经验</li> <li>• 江西科技学院董事</li> </ul>

Gerard A. Postiglione	独立董事	2017-08-31	67	<ul style="list-style-type: none"> <li>上海交通大学教育经济与管理领域博士后导师</li> <li>曾担任上海交通大学高等教育研究院研究生教育研究中心执行主任、世界银行教育顾问。</li> </ul>
				<ul style="list-style-type: none"> <li>香港大学教育学院的名誉教授</li> <li>曾历任香港大学教育学院高等教育教授及讲座教授、教育学院研究副院长、华正中国教育研究中心主任</li> <li>曾担任亚洲开发银行高等教育顾问。</li> </ul>

资料来源：中教控股 2018 年中报，民生证券研究院

**股权激励计划于上市前设定，10 年内逐步行权。**公司于 2017 年 11 月 27 日采纳及生效首次公开发售前购股权计划。购股权可由承授人自上市日期起 10 年内随时全部或部分行使。购股权乃于紧接上市日期前当日 2017 年 12 月 14 日授出，而购股权的行使价由董事会定为每股相关股份 6.45 港元，相等于公司于 2017 年 12 月首次提呈发售以作公开认购每股股份最终价。

**表 24：中教控股激励计划购股权变动**

承授人	授出数量 (万份)	期间授出	期间行使、失效或注销	于 2018. 8. 31 的结余
谢可滔	1000	-	-	1000
于果	1000	-	-	1000
谢少华	1000	-	-	1000
喻恺	1000	-	-	1000
雇员 (总计)	550	-	-	550
总数	4550	-	-	4550

资料来源：中教控股 2018 年中报，民生证券研究院

#### (4) 各下属学院信息 (含已公告未并表学校)

**1) 江西科技学院：**成立于 1994 年，是江西省首批获准成立的民办本科院校之一，也是我国最大的，竞争力排名第一的民办学院。坐落在江西省南昌市，占比面积约 130 万亩，目前拥有学生在校生约 3.6 万人。学院共开设 35 个本科课程及 21 个普通专科课程，涉及如国际贸易与经济，计算机等多方向内容。此外，学校共计设有 12 个学院及 15 个相关科研机构。

**2) 广东白云学院：**成立于 1999 年，位于广东省广州市，占地面积约 1290 亩，于 2003 年首次获得广东省民办院校竞争力第一。目前，学校共开设 16 个学院并拥有 6 个科研机构，提供 45 个普通本科课程及 1 个普通专科课程。2017/2018 在校生人数约为 2.6 万人，同比增长 2.6%。

**3) 广东白云技师学院：**成立于 1996 年，位于广东省广州市，占地面积约 150 亩，在 2008-2014 年间蝉联广东省技工学校教学竞争力评比第一名。学校拥有学生人数约 1.3 万人，提供 108 个职业教育课程，坚持“以市场为导向”的教学理念，以高就业率为学校树

立了市场声望。

**4) 郑州城规交通中等专业学校：**位于河南省郑州市，占地面积 732 亩，被河南省教育厅评为省级职业教育示范学院及特色学校。2017 年招生 8357 人，毕业生 4068 人，其生源均为初中应届毕业生。学校核心专业为轨道交通类专业，重点是培养在交轨领域内的设备检修，施工，操作等多个低，中级应用型人才。

**5) 西安铁道技师学院：**位于陕西省西安市，占地面积约 500 亩，是陕西唯一一家民办铁道类专业技术学院。根据 2018 年秋季招生计划，拟招收 9028 名学生。主要开设如城市轨道交通运营，电气化道路供电，铁道信号灯专业，为各大铁路局及相关部门输送应用型人才。

#### 收购待完成的学校：

**6) 松田大学：**成立于 2000 年，位于中国广东省广州市，是由教育部批准并由松田公司与广州大学合作经营的独立学院。该学院面向全国统一招生，设有 8 系 3 部，提供全日制本科课程。在 2017/2018 学院，拥有在校生人数 8700 多名；2017 年，松田大学毕业生初次就业率为 95.6%。

**7) 松田学院：**位于广东省广州市，学校前身可追溯到 1998 年成立的解放军体育学院增城教学点；1999 年改为广州大学增城教学点；2000 年 9 月成为广州大学的二级学院；2004 年经教育部批准转设为独立学院；2005 年 1 月通过了教育部专项检查；2011 年 11 月获得学士学位授予权。

表 25：中教控股旗下学校信息

学校名称	江西科技学院	广东白云学院	白云技师学院	郑州城轨学校	西安轨道学院
建校方式	收购	收购	收购	收购	收购
收购公告日	2007/12	2007/12	2017/8/14	2018/3/23	2018/3/23
成立时间	1993 年	1989 年	1989 年	2010 年	2006 年
学校性质	民办本科高校	民办本科高校	民办职业学院	民办中职院校	民办技工学校
学生人数	17/18 学年在校学生 36,368 人	17/18 学年在校学生 26,416 人	17/18 学年在校学生 13,420 人	17/18 学年在校学生 24,476 人	17/18 学年在校学生 20,635 人
学费标准	17/18 年 本科 15000-20000 元 专科 12500-14000 元 继续教育 5000 元	17/18 年 本科 19000-28000 元， 专科 30000 元， 继续教育 3000-6000 元	17/18 年 高职 11500-14000 元， 中职 11000-13500 元， 技师 12500 元	17/18 年 中职 7300 元	17/18 年 技师 9800-16000 元
财务数据	17 年上半年净利润达 0.7 亿元		17 年收入 675 万元	17 年净利润 0.2349 亿元	17 年净亏损 0.1323 亿元
土地情况	占地面积约 2980.5 亩	占地面积 1300 多亩，其中 750 亩新校区建设中	占地面积 265.8 亩	占地面积约 634.5 亩，建筑面积超过 450 亩	占地面积约 400 亩

对应收购/投资成本	-	-	7.5 亿	8.55 亿	5.77 亿
总作价	-	-			
生均收购成本	-	-	55,887	34,932	27,943
最新财年收购 PE	-	-	-	14.9	14.5
所在省份高等教育毛入学率	42% (2017)	35.10% (2016)	35.10% (2016)	38.80% (2016)	47.15% (2015)
教师数量	教师 836 名, 其中全职 650 名, 兼职 186 名	教职工 1000 余人, 其中专任教师 800 余人	专任教师 700 余名	专任教师 308 名	教职工 200 余人, 其中专任教师 200 余人

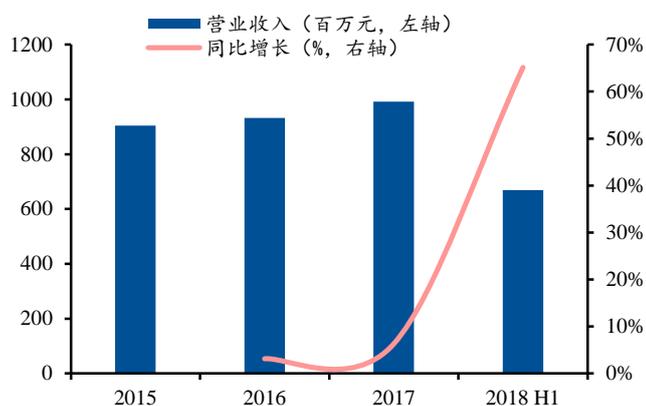
资料来源：民生证券研究院公开资料整理

## 2. 财务分析

### (1) 收入变化：营收与净利稳步上升

**营收和净利润增速稳定。**2018 年上半年实现营业收入约 6.69 亿元, 同比增长 65.1%。江西科技学院和广东白云学院贡献收入约为 4.56 亿元, 较去年同期增加 12.4%。2018H1 的净利润约 3.73 亿元, 同比增长 86.2%; 净利率由 49.4% 增长至 55.7%。两所大学的净利率上升至 56.3%, 三所职业学校的净利率达到 48.0%。2017 年实现营业总收入 9.92 亿, 同比增长 6.31%; 净利润为 4.29 亿, 同比增长 4.26%。

图 44: 2015-2018 H1 中教控股营业收入及同比



资料来源：中教控股 2017 年年报、2018 年中报，民生证券研究院

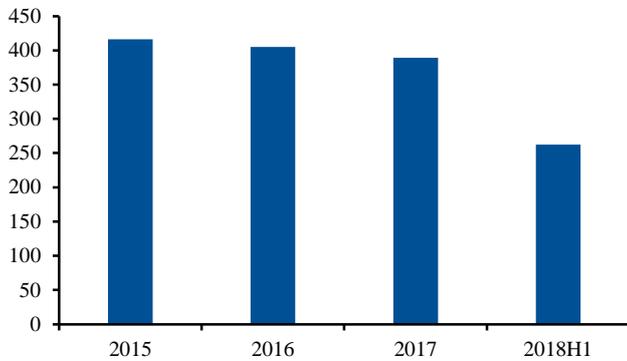
图 45: 2015-2018 H1 中教控股净利润及同比



资料来源：中教控股 2017 年年报、2018 年中报，民生证券研究院

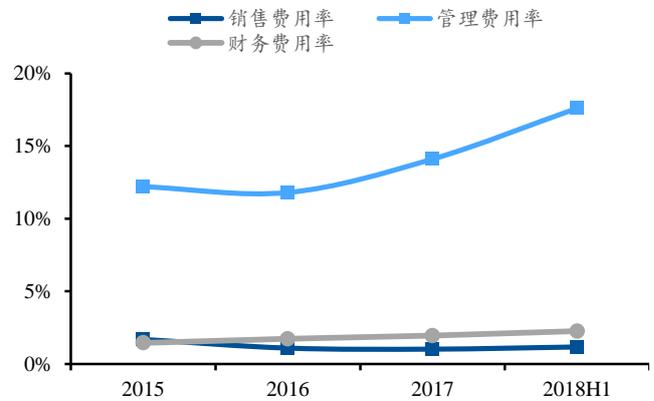
## (2) 成本端：内控改善降低成本，管理费用受扩张影响有所上升

图 46：2015-2018 H1 中教控股营业成本



资料来源：中教控股 2017 年年报、2018 年中报，民生证券研究院

图 47：2015-2018 H1 中教控股三费变化



资料来源：中教控股 2017 年年报、2018 年中报，民生证券研究院

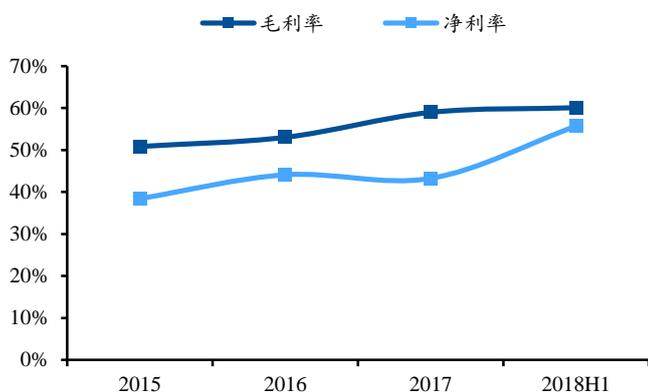
**成本控制改善，营业成本稳步降低。**2015/2016/2017 的营业成本分别为 4.16/4.05/3.89 亿元，2016 和 2017 年同比分别下降了 2.6% 和 4.0%。主要原因是公司结构优化，增加了高毛利率专业的占比，教育维护和经营成本降低。2018H1 公司营业成本为 2.62 亿元，同比上升 59.0%，主要系公司新收购学校，并表范围扩大所致。

**期间费用趋于稳定，管理费用随公司上市及规模扩张有所上升。**公司销售费用率及财务费用率 2015-2017 年均维持在 1%-2%。2018H1，公司财务费用率上升至 2.26%，主要构成是郑州城轨学校借款产生的利息开支，预计 18 年年末清偿其全部债务。管理费用率自 2016 年的 11.8% 提升至 18 年 H1 的 17.6%，主要系公司收购新学校和设立新办公室，行政开支增加所致。

## (3) 利润端：盈利能力稳中有升，ROE 受扩张影响出现下滑

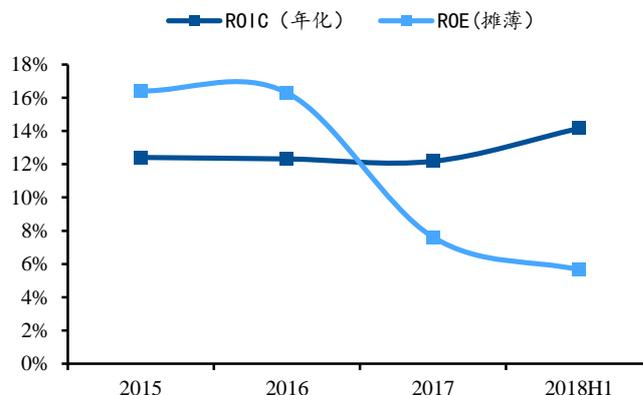
**公司盈利能力稳中有增，ROIC 保持稳定，ROE 随公司资产规模扩大有所下滑，毛/净利率稳步上升。**公司毛利率由 2015 年的 50.84% 增至 2017 年的 58.97%，2018 年上半年毛利率为 60.8%，主要与公司专业结构优化，高毛利率专业占比上升有关。公司净利率由于毛利率增长及期间费用控制得当也稳步上升，2015-2018H1 净利率分别为 38.44%/44.11%/43.26%/55.70%。

图 48: 2015-2018 H1 中教控股毛利率、净利率



资料来源: 中教控股 2017 年年报、2018 年中报, 民生证券研究院

图 49: 2015-2018 H1 中教控股 ROIC (年化)、ROE (摊薄)



资料来源: 中教控股 2017 年年报、2018 年中报, 民生证券研究院

### 3. 成长性分析

#### (1) 内生增长: 学费逐年增长, 新建校区扩充容量提高学额

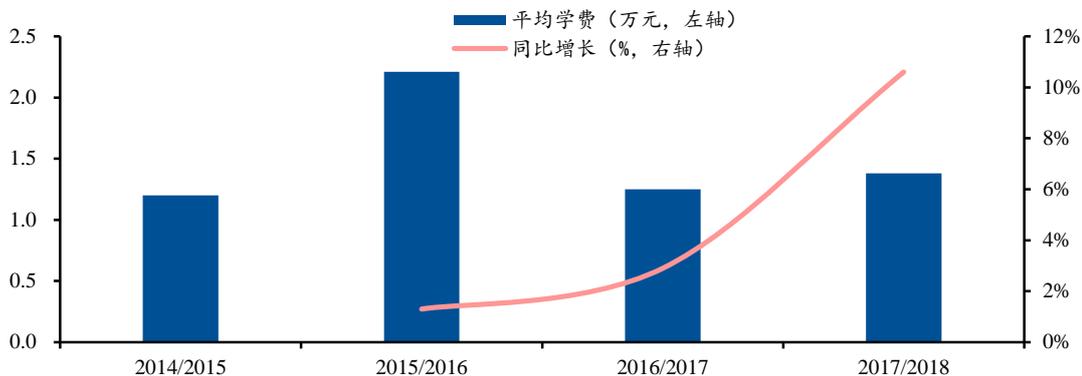
公司下属学校平均学费近 3 年的 CAGR 为 +4.9%, 集团计划每年各专业学费涨幅在 0-10% 之间。目前, 17/18 学年学费均值为 1.38 万, 住宿费为 1500 元。江西科技学院自 14 年开始, 每年学费均有小幅上调; 广东白云学院和白云科技学院过去 5 年上调 2-3 次。目前, 广东白云学院学费高于其他两校。

表 26: 2014-218 中教控股旗下学校学费标准

	14/15	15/16	16/17	17/18
<b>江西科技学院</b>				
普通本科	11000-15000	11000-16000	14000-18000	15000-20000
普通专科	7300-7800	7300-8500	11300-12500	12500-14000
继续教育	7300-7800	7300-7800	7300-7800	5000
<b>广东白云学院</b>				
普通本科	18000-25000	18000-25000	19000-26000	19000-28000
普通专科	30000	30000	30000	30000
继续教育	3000-4000	3000-6000	3000-6000	3000-6000
<b>白云技师学院</b>				
高等职业教育	11500-12000	11500-12000	11500-12000	11500-14000
中等职业教育	11000-11500	11000-11500	11000-11500	11000-13500
技师	12500	12500	12500	12500
短期培训	200-15960	200-16240	200-18000	

资料来源: 中教控股 2017 年年报, 民生证券研究院

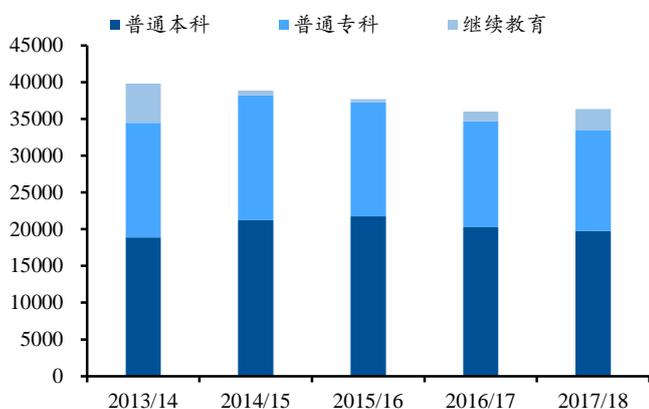
图 50: 2014-2018 中教控股平均学费增长率



资料来源：中教控股 2017 年年报，民生证券研究院

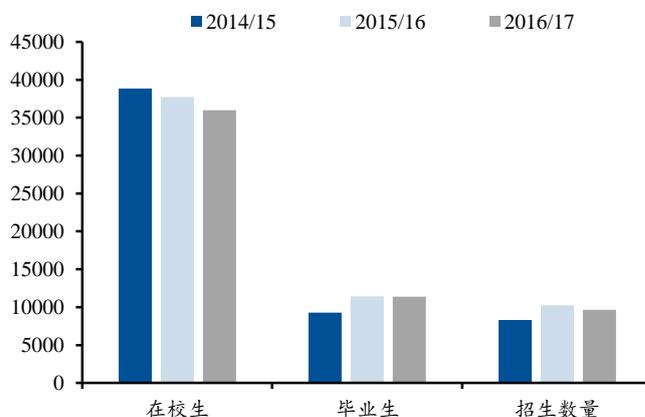
集团的办学层次包括普通本科，普通专科以及继续教育三类。江西科技学校由于在申请开办硕士资格授予，提高了入学门槛，使得入学人数从 13/14 年的 39822 人减少到 17/18 年的 36368 人，四年学生人数 CAGR -2.5%。从该校囊括的 3 个层次来看，13/14 — 17/18 学年，普通本科在校人数 CAGR+1.10%，普通专科在校人数 CAGR-3.24%，继续教育在线人数 CAGR-13.73%。其中继续教育在校人数下降比例最大，是由于 2013 年该校发生了成人高考集体作弊事件，导致该校在 14 年被取消了成人高等教育招生资格。

图 51: 2013-2018 江西科技学院各科人数比例



资料来源：江西科技学院官网，民生证券研究院

图 52: 2014-2017 江西科技学院在校生，毕业生，招生数 (人)



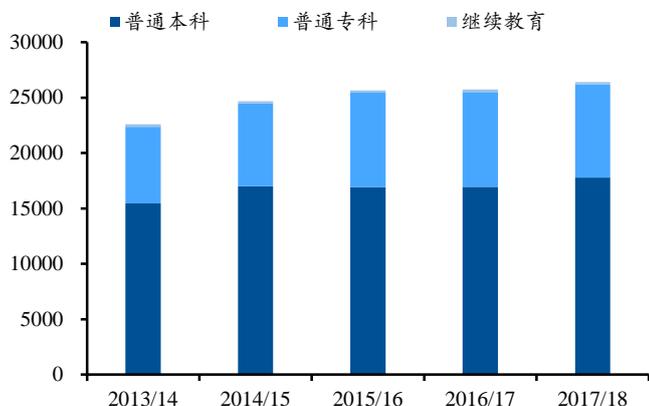
资料来源：中教控股 2017 年年报，民生证券研究院

广东白云学院目前涉及 3 个层次办学，在校学生人数从 13/14 的 22159 人上涨至 17/18 年的 26416 人，CAGR 达到+4.5%。其中本科在校生 CAGR+3.2%，专科在校生 CAGR +0.3%，继续教育在校生 CAGR+9.6%；17/18 年本科人数占比 67.38%，专科人数占比 31.84%，继续教育人数占比 0.04%。

白云技师学校主要涉及高职，中专以及技师专业。目前在校学生人数从 13/14 的 12944 人增加至 17/18 的 13420 人，CAGR+0.9%；高职在校生 CAGR+3.2%，中职 CAGR -2.7%，技师 CAGR -6.6%；17/18 学年，高职人数占比 76.13%，中职人数占比 21.04%，技师人数占比

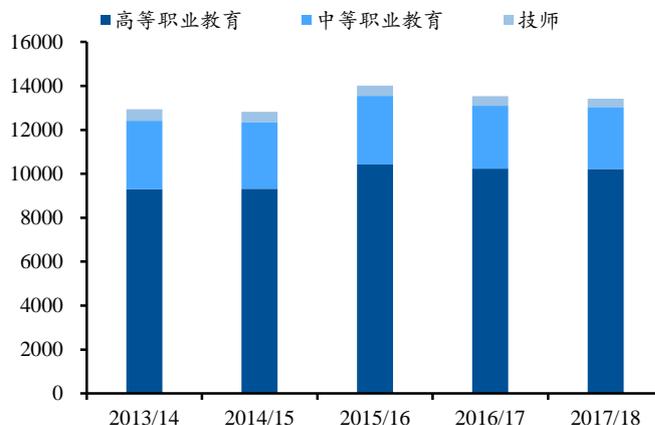
0.03%。

图 53: 2013-2018 广东白云学院各科学生比例



资料来源: 中教控股 2017 年年报, 民生证券研究院

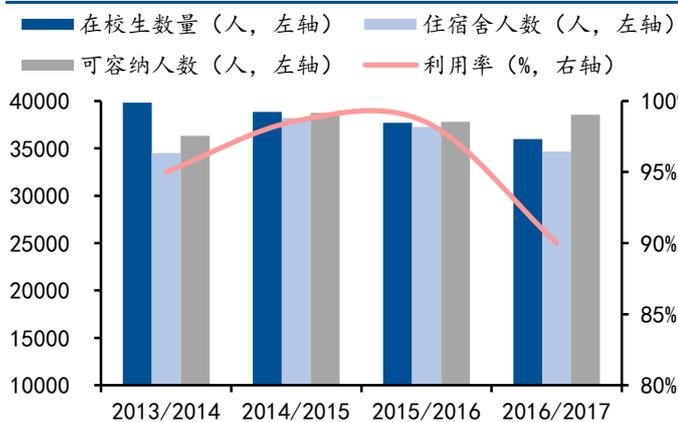
图 54: 2013-2018 白云技师学院各科学生比例



资料来源: 中教控股 2017 年年报, 民生证券研究院

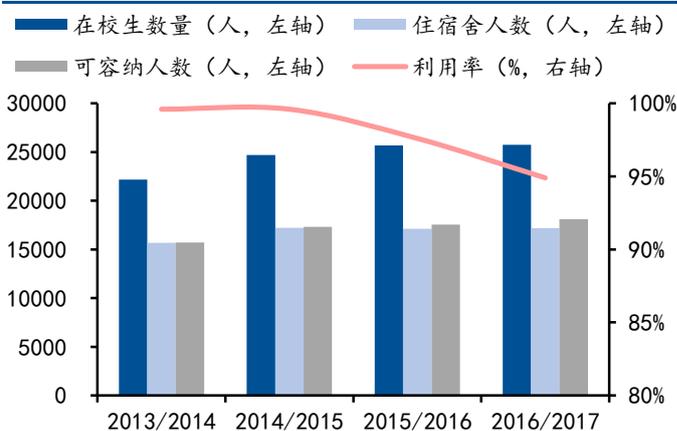
学校现有校区整体容量增速有限, 正通过建设新校区的方式扩展容量。目前集团旗下学校的平均利用率(住宿人数/可容纳人数)达到了 92%。广东白云学院的利用率最高, 但其容量扩充有限, 因此公司正在兴建广东白云学院的校区。江西科技学院利用率在 90% 以上, 后续校区容量上升也相对有限。

图 55: 江西科技学院在校, 住宿, 可容纳人数和利用率



资料来源: 中教控股 2017 年年报, 民生证券研究院

图 56: 广东白云学院在校, 住宿, 可容纳人数和利用率



资料来源: 中教控股 2017 年年报, 民生证券研究院

广东白云学院扩建校区, 学额提升同时有望提高住宿费收入。新校区将于 2021 年建成, 预计占地面积 49.8 万平方米, 可容纳 2.6 万名学生。一期校园将在 18/19 学年投入使用, 可容纳学生 1 万名。此外, 部分新校区将由广东白云学院和白云技师学院共享, 提高校园利用率的同时也提高两所学校的住宿费水平。

图 57：广东白云学院新校区规划设计图



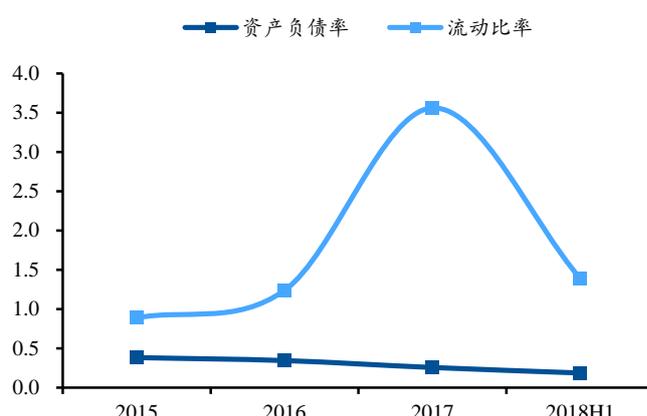
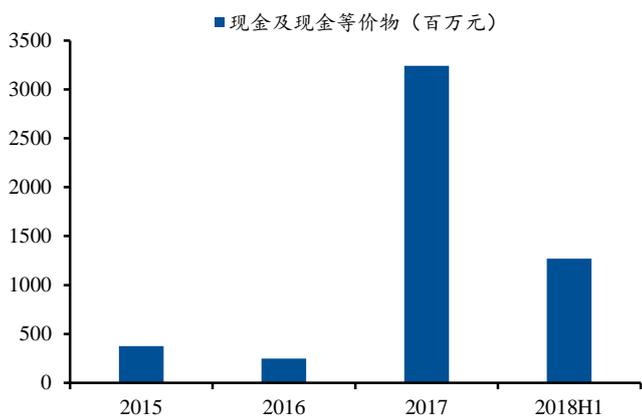
资料来源：中教控股 2018 年中报，民生证券研究院

(2) 外延性成长：现金重组且可加杠杆空间充足，经验丰富的并购整合团队

现金充足，资产负债率低。公司 2018H1 拥有现金及等价物 12.69 亿元；资本负债率为 18.81%，有充足的杠杆空间，提高投资回报率。

图 58：2015-2018 H1 中教控股现金及等价物情况

图 59：2015-2018 H1 中教控股资本负债率与短期负债变化



资料来源：中教控股 2017 年年报、2018 年中报，民生证券研究院

资料来源：中教控股 2017 年年报、2018 年中报，民生证券研究院

竞争力排前的民办高等学校及国外应用型人才培养学校为首选并购标的。公司已组建拥有丰富经验的并购团队，计划在国内外的高教行业寻找优质标的。其中，国内是计划收购综合竞争力排名靠前的民办高等学校，海外标的则以时尚，工程，酒店和工商管理 etc 特定领域且学校是位于为西欧，北美，澳洲等发达国家为选择标准。

2018 年公告学校并购后，校园网将覆盖从泛长三角和珠三角地区，扩展至中西部地区，集团学校在校生人数接近 13 万人。2018 年学校公告收购了 4 所学校，分别是郑州城轨学校，西安铁道技师学院，松田大学及松田学院。其中收购的专科及技师类学校有望为江西科技学院，广东白云学院和松田大学提供继续教育专业生源。

图 60：中教控股并购后学校网络

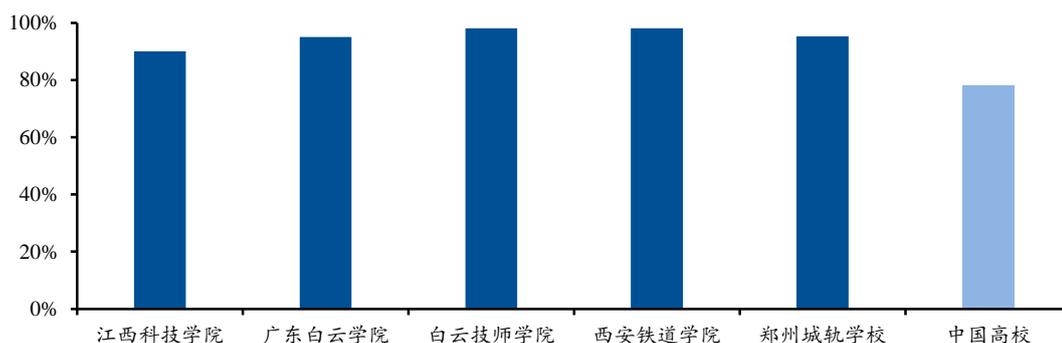


资料来源：中教控股 2018 年中报，民生证券研究院

#### 4. 竞争力：毕业生就业率高，管理团队并购整合能力充足

**市场化专业设置，领先行业的 93% 就业率。**学校专业设置坚定“市场导向”原则，学校学生平均就业率超过中国高等教育毕业生平均 78% 就业率。2017 年江西科技学院毕业生中 4187 名，占毕业总人数的 40.92% 选择在江西省就业，其次分别去往了浙江，上海，广东，江苏等经济发达地区。广东白云学院及白云技师学院的毕业生，多数集中留在广东省就业。

图 61：2017 年中教控股旗下各学校及中国高等教育毕业生平均初次就业率



资料来源：中教控股 2017 年年报，民生证券研究院

**管理团队深耕教育行业多年，管理及并购整合能力优秀。**公司管理层将利用 30 年的学校运营经验，帮助新学校提高办学质量、扩大招生规模。此外公司与数百家企业保持着长期稳定的校区合作关系，通过资源共享为旗下学生们提供实习，实践机会。

表 27: 民办高校竞争力排名 (江西科技学院排名第一)

排名	学校名称	总得分	省市	类型	等级
1	江西科技学院	100.00	江西	理工	5星
2	浙江树人学院	74.99	浙江	理工	5星
3	黄河科技学院	71.31	河南	理工	5星
4	北京城市学院	70.02	北京	综合	5星
5	吉林华侨外国语学院	68.60	吉林	文法	5星
6	烟台南山学院	68.47	山东	综合	5星
7	西京学院	66.78	陕西	综合	5星
8	西安外事学院	58.32	陕西	财经	5星
9	黑龙江东方学院	53.38	黑龙江	综合	4星
10	湖南涉外经济学院	53.32	湖南	财经	4星

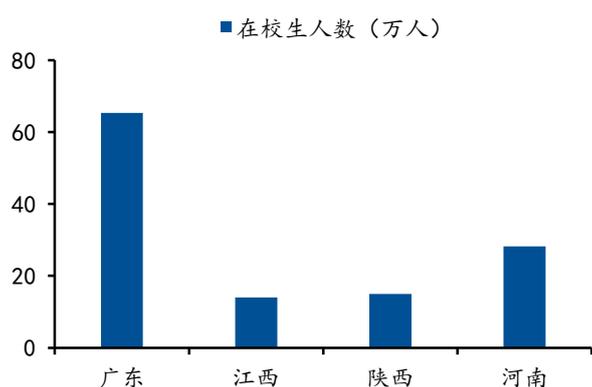
资料来源: 中国科教评价网, 民生证券研究院

优质的师资储备, 集团化运营发挥协同作用。公司拥有大量优质教师资源, 其中 59.6% 的全职教师拥有硕士以上学位, 9.3% 拥有博士学位。其中授课教师中 94% 为全职教师。对于新学校来说, 公司可将优质教师及先进的管理, 教学, 行政经验应用于新学校中, 提高集团整体的管理效益, 降低运营成本。

#### 5. 学校所在地情况: 处于经济发达或经济高速发展区域, 民办高校发展空间大

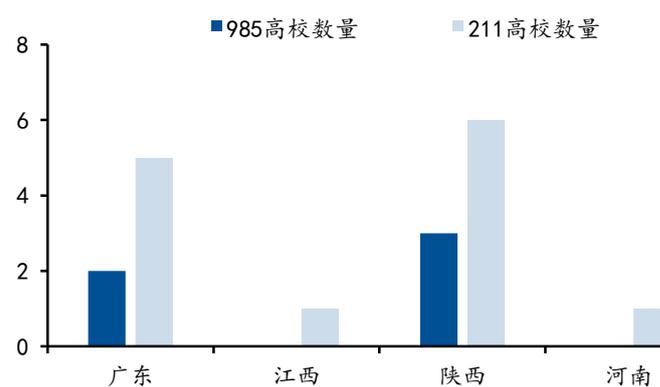
公司校园网覆盖泛长三角, 珠江三角洲以及中西部省会城市, 所在地经济发展较好, 位置优势明显: 1) 省内民办教育市场高速发展, 公办高校资源有限。2) 经济发展水平相对较高, 可以支撑民办教育相对较高的学杂费。3) 毛入学率处于全国中低位, 仍有相对较大提升空间。

图 62: 2017 广东, 江西, 陕西, 河南成人高等教育在校人数



资料来源: 中教控股 2017 年年报, 民生证券研究院

图 63: 广东, 江西, 陕西, 河南公办高校资源情况



资料来源: 各省教育厅网站, 民生证券研究院

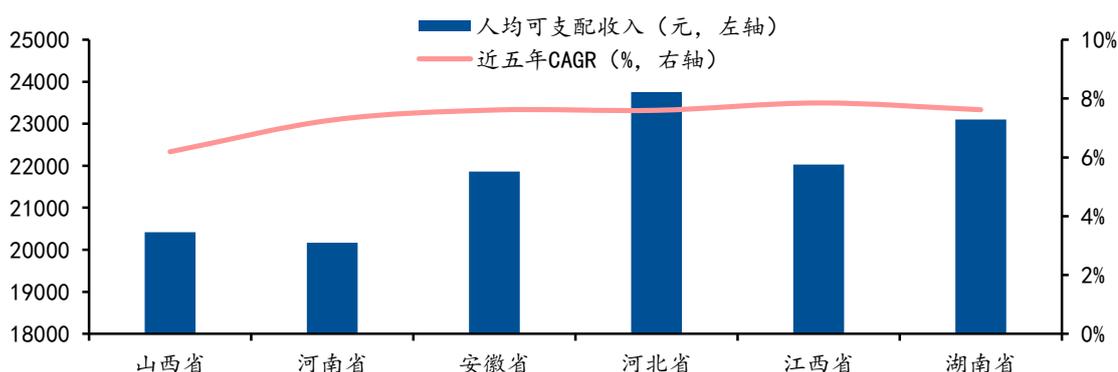
江西省的 GDP 属全国中等水平, 但经济增速则较快。2017 同比增长 8.9%, 高于全国 2 个百分点。2017 年人均可支配收入为 22031.45 元, 其中, 城镇居民人均可支配收入为 31198 元, 增幅居全国第 4 位; 农村居民人均可支配收入为 13242 元, 增幅居全国第 8 位。而南昌市作为江西省省会, 是全省的经济及政治中心, 2017 年城镇居民可支配收入位于

全省第一。

广东省为全国 GDP 排名第一，人均可支配收入为 33003.29 元，排全国第 6。此外，广州市是广东省经济最发达城市之一，其城市规模，人均消费水平都在全国前列。

郑州市和西安市作为省会城市，其人均 GDP 和城镇居民可支配收入均为所在省的第 1；近 3 年的 GDP 的 CAGR 均值在 8% 左右。

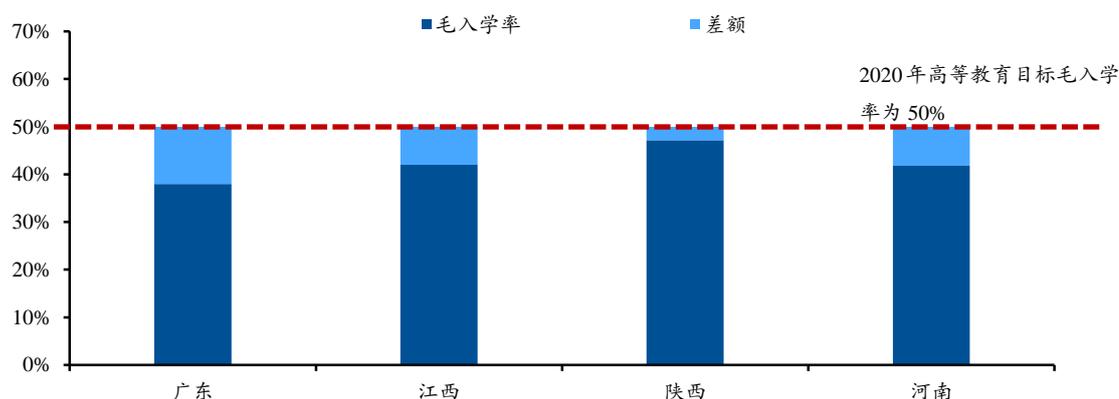
图 64：2017 内陆各省市人均可支配收入及 2014-2017CAGR 情况。



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

校园网覆盖高等教育毛入学率位于全国中位，未来具有较大的上升空间。江西省 2017 年高等教育毛入学率是 42%，2020 年计划是达到 50%；广东省 2017 年高等教育毛入学率是 38%，2020 年计划达到 50%；陕西省 2017 年高等教学毛入学率是 47.15%，2020 年计划是达到 60.82%；河南省 2017 年高等教学毛入学率是 41.78%，2020 年计划达到 50%。

图 65：2017 高等毛入学率情况及目标（2020 年为十三五规划目标）



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

### (三) 新高教集团

#### 1. 公司介绍

##### (1) 公司简介：区域覆盖增速最快的民办高教集团

中国领先的民办高教集团，专注于应用型大学教育。集团在 1999 年成立，截至 2018 年 H1 拥有 2 所自建校和 5 所投资或合办校，旗下云南工商学院是云南第一批成立的民办大学之一；截止至 2017 年，集团旗下学校共计拥有学生人数 76279 人，同比增长 64.18%；成为近三年进入区域最多，在校生人数增速最快，就业率领先的上市民办高等教育集团。目前，公司校园网已覆盖云南，贵州，黑龙江，河南，湖北以及甘肃，共计七个省份。

表 28：新高教发展历程

时间	事件
1999	创始人李孝先创立培训站，以个人资金在中国提供计算机培训课程
2005	在培训站基础上成立软件学院
2011	软件学院转型为 <b>云南学校</b> ，为云南省首批成立的民办大学之一
2012	<b>贵州学校</b> 成立；集团总部由云南迁至北京
2015	投资湖北民族学院科技学院（ <b>华中学校</b> ）
2017	<b>香港联交所主板上市</b> ；收购新疆财经大学商务学院（ <b>新疆学校</b> ）；纳入恒生综合小型股指数、恒生消费品制造及服务指数
2018	收购洛阳科技职业学院（ <b>河南学校</b> ）；投资兰州理工大学甘肃学院并设立新校区；纳入恒生港股通指数

资料来源：新高教 2017 年年报，民生证券研究院

图 66：新高教学校分布

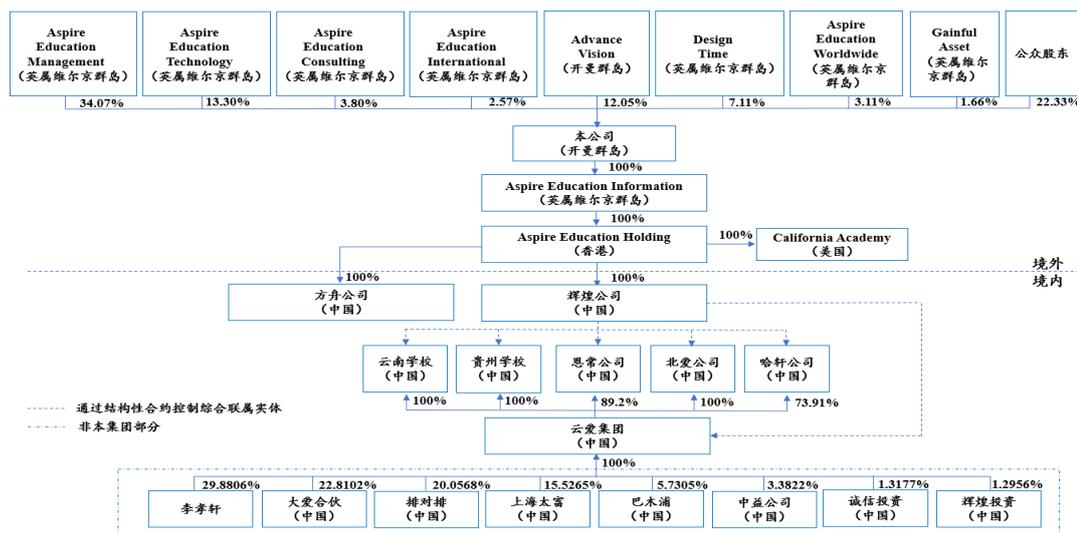


资料来源：新高教 2017 年年报，民生证券研究院

## (2) 股权关系：创始人为实控人，股权清晰，VIE 架构上市

公司通过 VIE 架构上市，实控人间接持股。公司创始人及实际控制人李孝轩先生直接及间接公持股公司 55.34% 股权。公司通过 VIE 架构上市，通过子公司（WOFE）与国内运营学校签订协议，控制学校运营并获得实质办学利润。

图 67：新高教股权结构



资料来源：新高教 2017 年年报，民生证券研究院

## (3) 管理层及员工激励情况：丰富的教育管理经验，股权激励计划绑定优质人才

公司核心管理层人员均深耕教育行业多年，拥有丰富教育管理经验。公司创始人兼董事会主席李孝轩在教育领域拥有 19 年的办学经验，获得“云南教育功勋奖”。2012 年 8 月出任中国高等教育学会第六届理事会理事。其余公司高管也都拥有平均超过 10 年教育行业相关经验。

表 29：新高教管理层信息

姓名	职位	个人经历
李孝轩	集团创办人 董事会主席	中国人民解放军炮兵学院行政管理本科，南开大学工商管理硕士，取得高级经济师资格。为集团创始人，1999 年创办培训站，在教育领域拥有超过 19 年经验。曾担任全国人大代表、云南省政协常委、民进云南省委副主委、中国教育发展战略学会副会长、中国民办教育协会首任副主席、中华全国青年联合会常委等职务；曾获云南教育功勋奖、黄炎培杰出校长奖、中国民办高等教育先进个人等荣誉称号。
赵帅	首席执行官 执行董事	昆明理工大学机械工程专业自动化本科，目前正在吉林大学攻读软件工程硕士学位，取得高级经济师资格。曾在集团内担任学生主任、云南学校副院长、行政部总经理、贵州学校执行院长。拥有逾 14 年的教育经验；现兼任云爱集团高级总裁。
丁瑜	首席财务官 执行董事	华东师范大学国际金融系国际会计本科，澳大利亚堪培拉大学工商管理硕士。拥有超过 20 年的商业及金融市场经验，尤其在资金管理领域具有卓越能力，并具有跨领域的丰富从业经历及敏锐的商业触觉，曾任广汇宝信汽车集团有限公司及广汇汽车服务股份公司资金管理总经理，上海国际集团下属国盛典当公司、美好控股集团有限公司、金光纸业（中国）投资有限公司的财务主管及企业高管。

资料来源：新高教 2017 年年报，民生证券研究院

公司先后授出 879 万份股权的运动激励计划，用于吸引，激励，优质人才。公司为绑定公司核心管理层及优秀员工，于 2017 年启动股权激励计划，先后于 2018 年 3 月和 6 月先后授出 711.20 万份和 167.45 万份，共计 878.65 万份股权。

**表 30：新高教购股权计划**

承授人	授出数量（万份）	授出日期	行使价格（港元/股）	行使期
赵帅等公司董事及其他符合资格人士	711.2	2018/3/1	5.55	所授出购股权将分别于 2019/2020/2021 年 3 月 1 日归属于承授人购股权总数的 50%/30%/20%；行使期自有关归属日起至授出日期后 5 年止
李孝轩、陈烁及其符合资格人士	167.5	2018/6/8	7.65	所授出购股权将分别于 2019/2020/2021 年 6 月 8 日归属于承授人购股权总数的 50%/30%/20%；行使期自有关归属日起至授出日期后 5 年止

资料来源：新高教 2018 年中报，民生证券研究院

#### (4) 各下属学院信息（含已公告未并表学校）

**1) 云南工商学院：**成立于 2005 年，位于云南昆明市，提供普通本科及专科的高等学历教育机构；学校占地约 53.58 万平米，截止至 17/18 学年在校学生人数共 2.36 万人，是云南第一批民办本科院校之一，是云南办学层次最高，学科最全，规模最大的民办高校。学校目前共有 11 个学院，开设包括以工学和商学为优势特色的 50 多个专业。

**2) 贵州工商职业学院：**成立于 2012 年，位于贵州省贵阳市，是一所提供专科学历教育机构。学校占地约 28.48 万平米，截止 17/18 学年在校学生人数为 1.55 万名。目前，学校拥有 6 所学院，30 个专业的三年制专本套读课程。

**3) 哈尔滨华德学院（东北学校）：**成立于 1992 年，位于黑龙江省哈尔滨市，是一所提供普通本科及专科教育的高等学历教育。学校占地约 62.3 万平方米，截止 17/18 学年在校学生人数共 0.93 万人，拥有 10 所学院提供 30 个本科和专科专业课程。该校于 2016 年 4 月被新高教控股子公司收购 100% 股权。

**4) 湖北民族学院科技学院：**成立于 2003 年，位于湖北省恩施市，是一所提供普通本科及专科及预科教育的独立学院。2015 年 8 月，民族学院与新高教全资子公司签订协议成为学院联合举办者，并投资成立新校园。新校园规划占地 88.1 万平，17/18 学年在校生 5700 人，15 个学院提供 35 个本科和 9 个专科专业。

**5) 新疆财经大学商务学院：**成立于 2014 年，是一所提供本科教育的由新疆财经大学与民资联合举办的独立学院。2017 年 12 月，公司与新疆思源教育投资有限公司达成协议，以 1.83 亿元收购 56% 的股权，同时向思源教育提供 4072 万元贷款用以偿还股东贷款。此外，新疆财经大学每年收取 19% 的学费作为提供品牌和教育资源的对价。目前，学校占地约 1600 亩，在校生 3700 人，拥有财经类 11 个专业课程。

6) **洛阳科技职业学院**：成立于 2013 年，是一所提供专科学历教育的高等学校。2018 年 1 月，公司拟收购该学校举办者 55% 的股权。目前，学校占地 1210 亩，在校生共 1.82 万人，拥有 21 个专业。

#### 筹建学校：

7) **西北工商职业学院**：2014 年，公司子公司北爱公司与甘肃省皋兰县政府签订协议，将建立一所民办高等职业学校。2017 年正式筹备，于 18 年 1 月收购一块占地 39 万平的土地，计划将于 19 年投入使用，可容纳学生人数 1.5 万人。

表 31：新高教旗下学校分析

学校	成立时间	所在地区	学校性质	学生人数 (万人)	占地面积 (万平方米)
云南工商学院	2005	云南省昆明市	本科、专科	2.36	53.58
贵州工商职业学校	2012	贵州省贵阳市	专科	1.55	28.48
哈尔滨华德学院	1992	黑龙江省哈尔滨市	本科、专科	0.99	62.3
湖北民族学院科技学院	2003	湖北省恩施市	本科、专科	0.57	88.1
新疆财经大学商务学院	2014	新疆	独立学院	0.37	106.67
洛阳科技职业学院	2013	河南省洛阳市	专科	1.82	80.67
西北工商职业学院	2014	甘肃省兰州市	职业学校	1.5	39

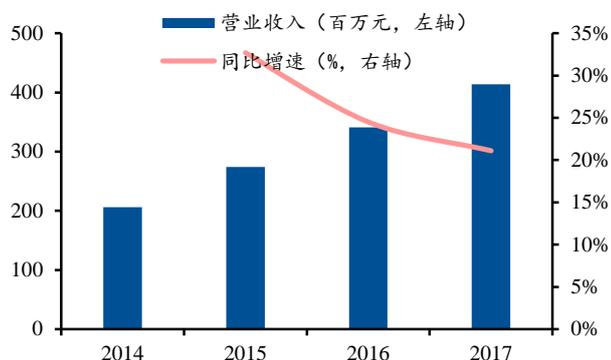
资料来源：新高教 2017 年年报，民生证券研究院

## 2. 财务分析

### (1) 收入变化：净利润翻倍增长，营收增速稳定

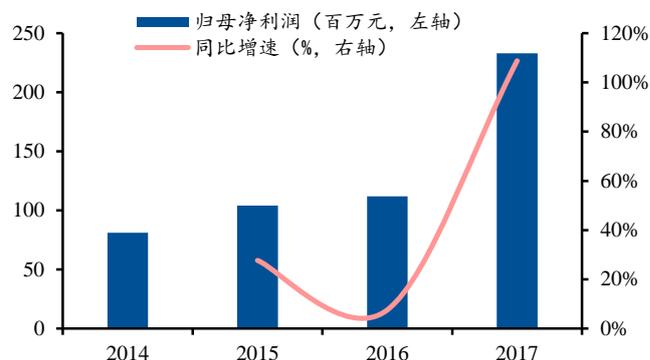
公司收入增速稳定，2014-2017 年收入增速 CAGR 约 26%；净利润高速增长，17 年净利润同比增长 109%。2017 年公司实现营收 4.1 亿元，同比增长 21.5%。公司收入主要由学费和住宿费构成，2017 年学费占比约达 90%。其中，云南工商学院和贵州工商学院在 2017 年分别贡献营收 64% 和 36%。哈尔滨华德学院和湖北民族学院科技学院尚未完成举办人变更，学校盈余暂时计入其他综合收益。公司 2017 年净利润达 2.3 亿，同比上升 109%，其主要原因系 1) 毛利率比上至 54.9%，同比增加 14.4%；2) 东北和华中学校两所新并购学校分别贡献了 3030 万和 1360 万净利润。

图 68：2014-2017 新高教营业收入及同比



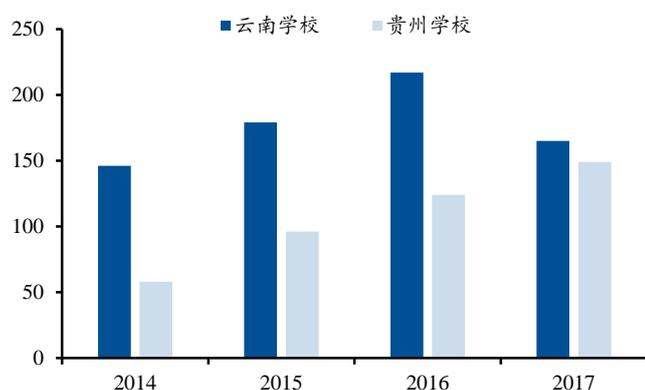
资料来源：新高教 2017 年年报，民生证券研究院

图 69：2014-2017 新高教净利润及同比



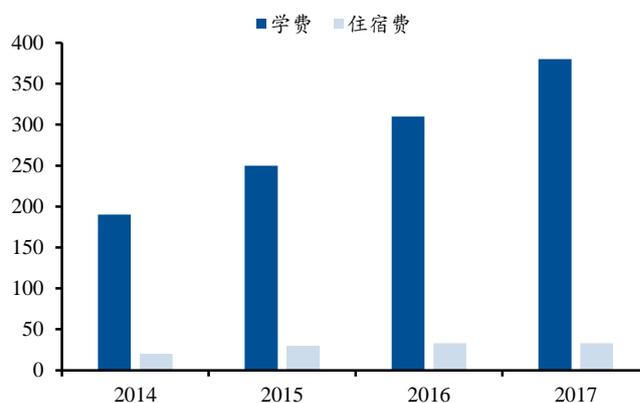
资料来源：新高教 2017 年年报，民生证券研究院

图 70：2014-2017 云南学校和贵州学校营业收入（百万元）



资料来源：新高教 2017 年年报，民生证券研究院

图 71：2014-2017 新高教学费及住宿费（百万元）

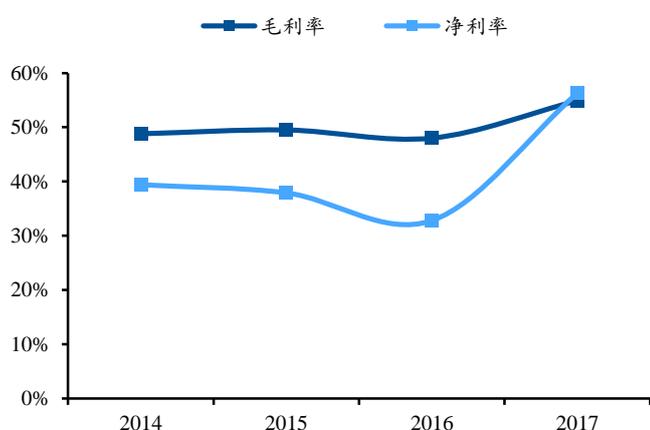


资料来源：新高教 2017 年年报，民生证券研究院

## (2) 主营成本及三费分析：多方面降低成本，内控效率上升

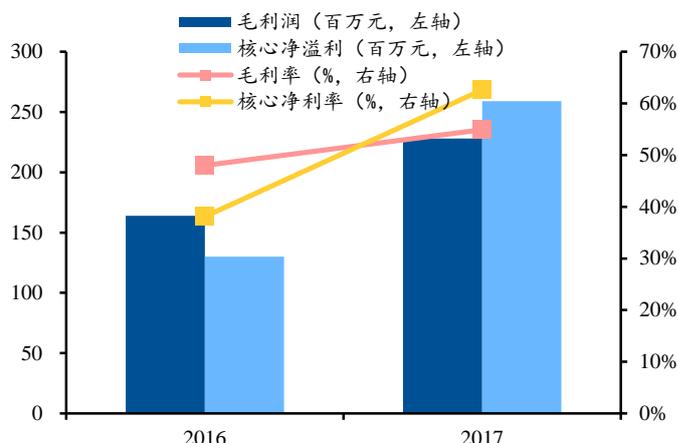
主营业务成本占比下降，剔除上市开支后销售费用率、管理费用率均逐年下降。公司 17 年营收成本 1.87 亿元，同比上升 5.64%，占收入比重下降至 45.1%，毛利率上升至 54%。公司主要从 3 个方面控制成本，1) 公司调整薪酬，折旧和摊销开支的增速小于收入增速，导致了毛利与净利的增加。2) 公司品牌已经树立，销售费用占比逐年下降，17 年销售费用占比仅为 0.9%。3) 14-17 年管理费用占比波动较大，其原因是公司的上市费用计入了管理费用中，剔除该部分影响，公司实际管理费用属下降状态。

图 72: 2014-2017 新高教毛利率和净利率变化情况 (%)



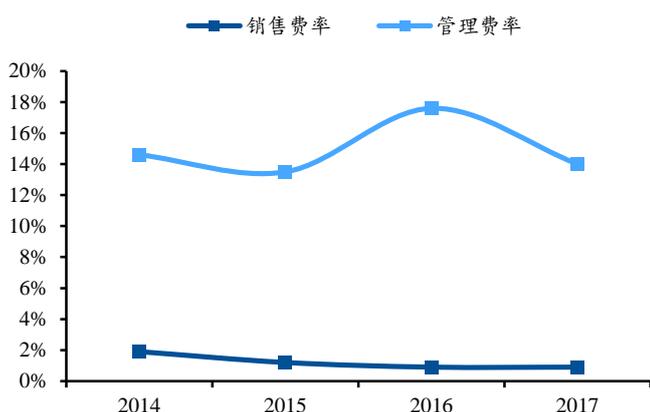
资料来源: 新高教 2017 年年报, 民生证券研究院

图 73: 2016-2017 新高教利润及利润率情况



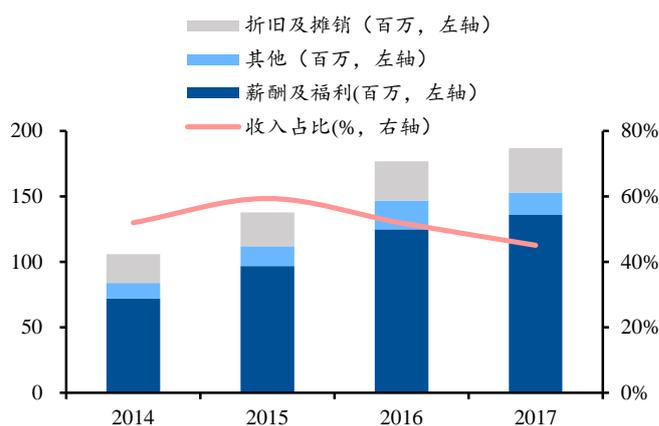
资料来源: 新高教 2017 年年报, 民生证券研究院

图 74: 2014-2017 新高教销售费率及管理费率变化情况 (%)



资料来源: 新高教 2017 年年报, 民生证券研究院

图 75: 2014-2017 新高教营业成本及营收占比

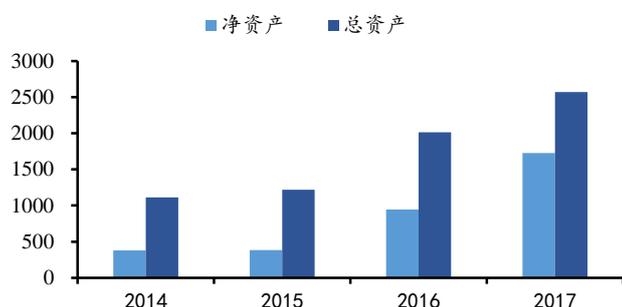


资料来源: 新高教 2017 年年报, 民生证券研究院

### (3) 其他关键性财务指标: 资产负债比下降明显, 受上市影响现金充沛

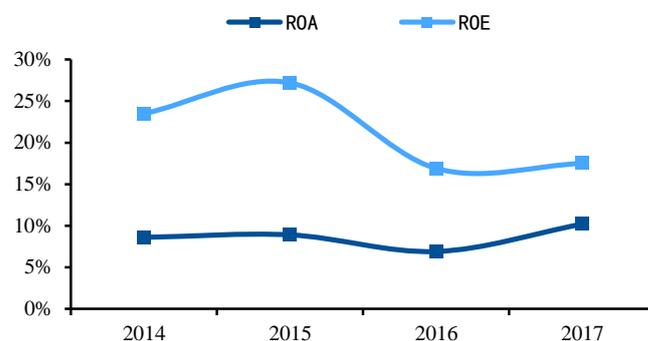
**IPO 助力公司资产规模增长, 现金流充裕。**公司因 16 年净资产和资产总额增长幅度较大 (新并学校造成), 导致 ROE 和 ROA 大幅下降。但随着 17 年净利润的上升, ROE 和 ROA 有所回升。公司计息总债务明显下降, 同时受公司资产规模增大影响, 资产负债率也逐年下降, 2017 年净债务/净资产比为 13.6%。2017 年公司的现金及等价物为 118.6 亿, 现金充足。且 17 年经营净现金流为 2.67 亿, 同比增长 18.6%, 现金流整体较好, 有利于后续继续扩张。

图 76: 2014-2017 新高教净资产及总资产规模 (百万元)



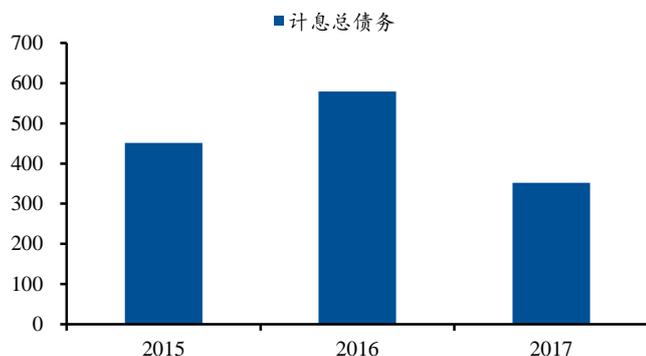
资料来源: 新高教 2017 年年报, 民生证券研究院

图 77: 2014-2017 新高教 ROA 及 ROE (%)



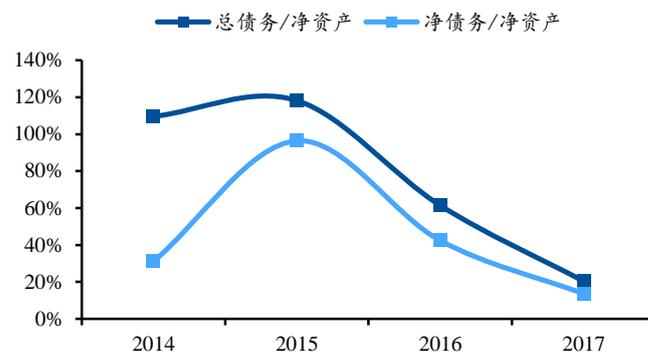
资料来源: 新高教 2017 年年报, 民生证券研究院

图 78: 2015-2017 新高教计息总债务 (百万元)



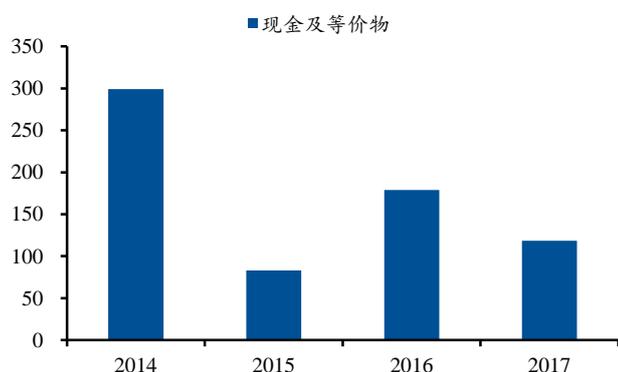
资料来源: 新高教 2017 年年报, 民生证券研究院

图 79: 2014-2017 新高教总债务/净资产及净债务/净资产 (%)



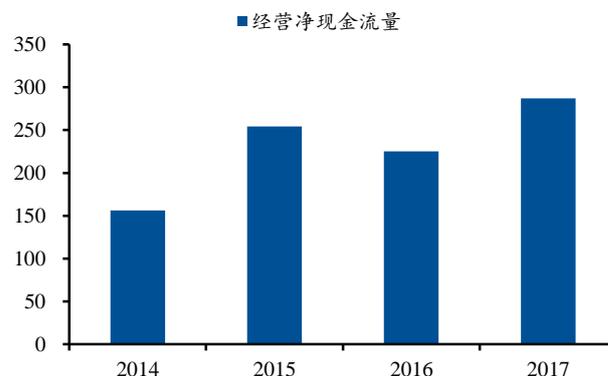
资料来源: 新高教 2017 年年报, 民生证券研究院

图 80: 2014-2017 新高教现金及现金等价物 (百万元)



资料来源: 新高教 2017 年年报, 民生证券研究院

图 81: 2014-2017 新高教经营净现金流量 (百万元)



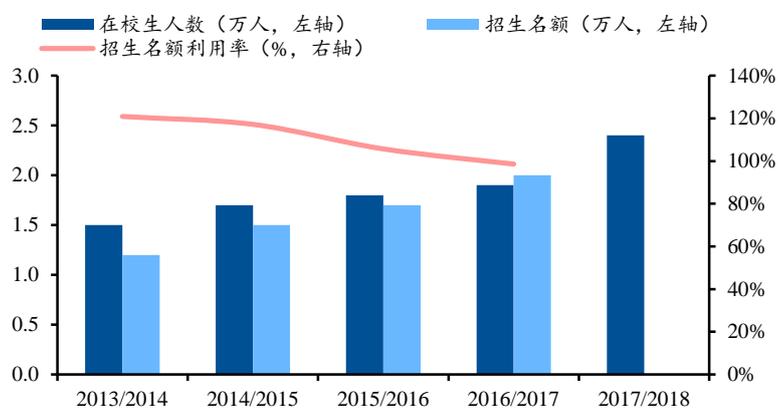
资料来源: 新高教 2017 年年报, 民生证券研究院

### 3. 成长性分析

#### (1) 内生增长：学额与学费有望双重上升，学校容量充足

公司土地储备充足，学额增长获批后学生人数有望继续增长。截至 2017 年，公司拥有 6 所学校，共计土地 419.73 万平方米，学生人数共计 7.61 万。而同比学生人数相近的中教控股，占地 171.29 万平方米，仅是新高教的 40%。从学校容量上看，云南、东北和新疆等学校均拥有大量未使用土地，充足的土地可以支撑学校学生人数的增加。从学额看，2017 年云南学校学额获批增长，达 4.4 万人规模。新疆和华中学校仅有两届在校学生，2017/2018 学年分别为 0.35 万和 0.57 万人，同比增长 120% 和 64%。在不增加学额的情况下，2018/2019 和 2019/2020 学年的在校人数都将因新生入学而自然增加。

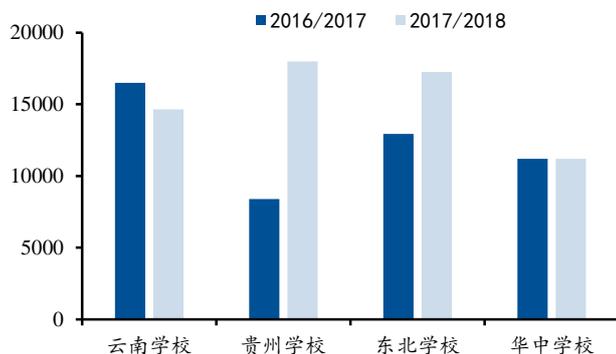
图 82：2013-2018 新高教在校生人数及招生情况



资料来源：新高教 2017 年年报，民生证券研究院

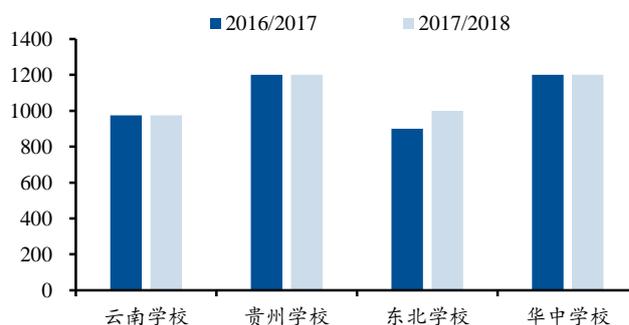
**集团学费低于行业均值，营收有望继续增加。**公司旗下的云南和贵州学校拥有学费的自主定价权，可根据市场情况自主定价。自 14/15 至 17/18 学年，公司旗下学校学费都有不同情况的提高，其中云南学校的学费增长幅度相对较大，其他学校因建校时间短或刚被收购等原因，短期内不会有大幅上升。截至 17/18 学年，集团学校平均学费（11548）仍低于全国平均水平（13068），而公司在民办高等教育行业处于领先地位，因此有继续上涨空间。

图 83：2016—2018 新高教旗下学校平均学费（元/人）



资料来源：新高教 2017 年年报，各学校网站，民生证券研究院

图 84：2016—2018 新高教旗下学校平均住宿费（元/人）



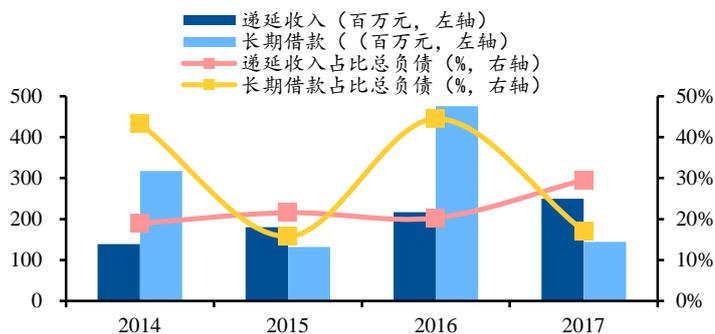
资料来源：新高教 2017 年年报，各学校网站，民生证券研究院

**为学生提供增值服务，拓宽收费源头。**目前公司其他收入来源包括服务费，学生服务及活动费用，考试培训费及物业管理费。此外，学校提供专业资格证考试培训课程收取培训费，以及因学生人数的增加，针对部分经营性收入如校内餐厅，商店租金和物业管理等收入将有增长。未来，公司将积极与第三合作，如引入校园广告等。通过积极挖掘潜在增长点，为公司营收做出贡献。

**(2) 外延性成长：资本负债率下降，偿债能力增强，并购计划明确**

**长期借款比下降，上市融资带来公司偿债能力增强。**公司负债主要是由递延收入及长短期借款构成，其中递延收入是按照上课时间分时段确认收入。2014-2017 年，旗下学生人数稳健上涨带动公司递延收入逐年上升。公司长短期借款的增长则是因为近年来陆续投资和收购学校需要大笔资金。17 年上市融资完成后，公司借款从 4.76 亿大幅下降到 1.44 亿，负债压力骤减，偿债能力上升。

图 85：2014—2017 新高教负债情况

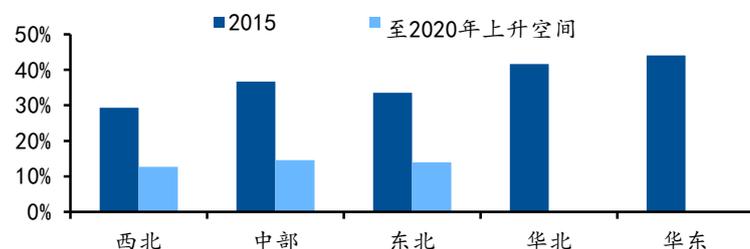


资料来源：新高教 2017 年年报，民生证券研究院

**公司未来关注可提供优质本科课程或高质量专科课程并有一定校内人数的民办大学或独立学院。**目前中国中西部和东北部的高等教育毛入学率相对较低，具有相对较多的增长空间，因此公司重点将在这些地区寻找潜在标的。根据弗若斯特沙利文的研究，2015 年中国西北、中部及东北地区的入学率分别为 37.1%、41.6%和 44.1%，而华北和华东地区

分别为 41.6% 和 44.1%。预计到 2020，上述地区入学率分别为将升至 42.0%、51.3% 和 47.4%。

图 86: 中国主要地区高等教育入学率 (%)

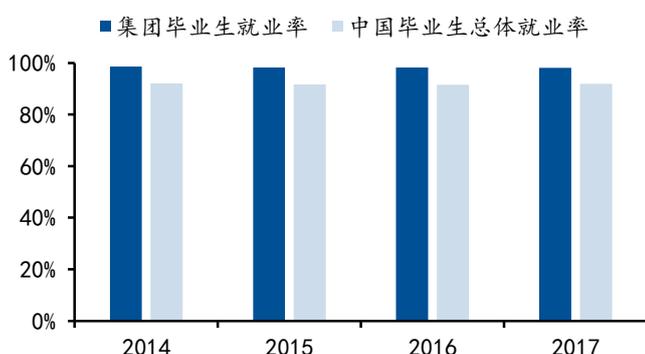


资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院

#### 4. 竞争力：学校资源丰富，学生就业竞争力强

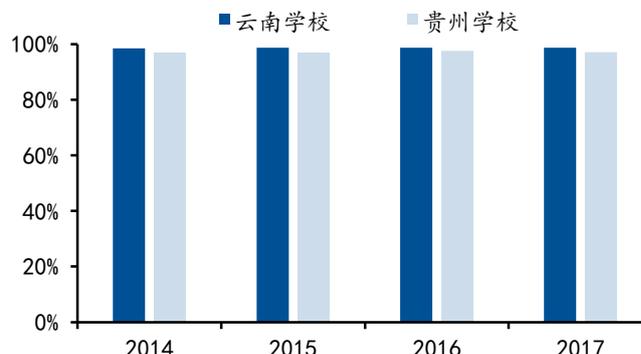
以应用型专业设置为主，学生就业率高。自 13 年至今，集团旗下学校毕业生就业率高达 98% 以上，远超全国平均学校就业率。公司旗下学校除为学生提供实用型专业外，还给学生提供多方位就业支持。例如：1. 邀请企业进入校园，举办招聘会。云南和贵州学校多次举办校园招聘会，帮助学生解决就业问题。2. 进行校企合作，让学生可以将学习与实践相结合，提高学生求职能力。3. 设立众创空间，为想创业的学生提供帮助。云南学校的“众创空间”在 2017 年被云南省评为 5A 级社会组织。

图 87: 2014-2017 新高教及中国毕业生就业率 (%)



资料来源：新高教 2017 年年报，民生证券研究院

图 88: 2014-2017 新高教旗下学校毕业生就业率 (%)



资料来源：新高教 2017 年年报，民生证券研究院

提供与海外大学建立关系，为学生提供海外交流途径。公司旗下云南学校已与众多海外大学建立了学术合作关系，如英国北安普度大学，台湾南华大学等。云南学校和上述学校达成学分互认制度，学生根据培养计划修满一段时间后，即可获得海外学校的学位。

表 32: 云南工商学院对外交流项目

合作学校	合作方式
英国伍斯特大学、英国北安普顿大学、泰国博仁大学	认可云南学校学分，学生于外柜大学修毕制定学期（通常为一年）后，可获得该外国大学学位
台湾南华大学、台湾侨光科技大学	学生交换项目、期限 5 年
泰国正大管理学院	泰国正大管理学院研究生办公室落户云南学校，拓宽学生出国深造的途径

资料来源：云南工商学院官网，民生证券研究院

**高录取线保障高质量生源，优质师资提升教育质量。**集团旗下云南工商学院是云南省唯一一所具有本科第二批招生资质的民办高校。其本科专业在过去 4 年的录取分数线均高于省控线 20 分以上。此外，贵州工商职业学院的专科录取分数线也远高于省控线，优质的生源提升了学校品牌影响力。从公司学校教师的学历和工作背景看，拥有硕士学历的教师占比逐渐上升，云贵两校拥有 5 年以上教研经验的教师占比分别为 19%和 12%。优质的师资是公司办学能力的保证。

图 89: 2014-2017 云南工商学院本省录取线

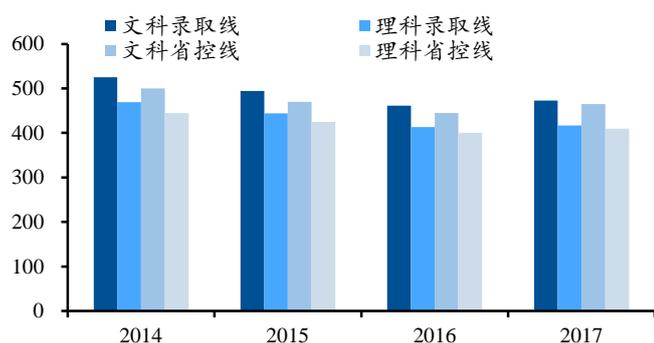


图 90: 2014-2017 贵州工商职业学院本省录取线

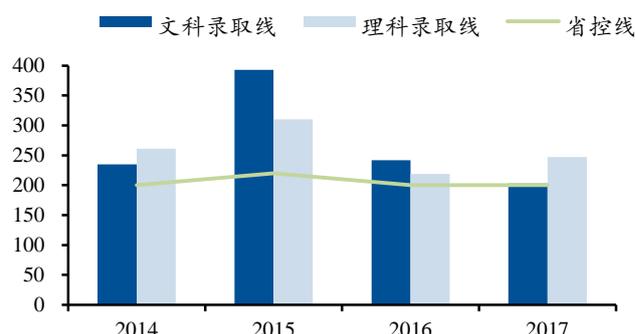
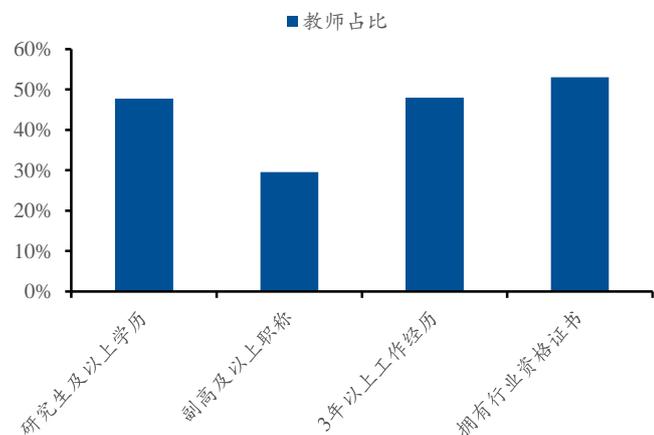
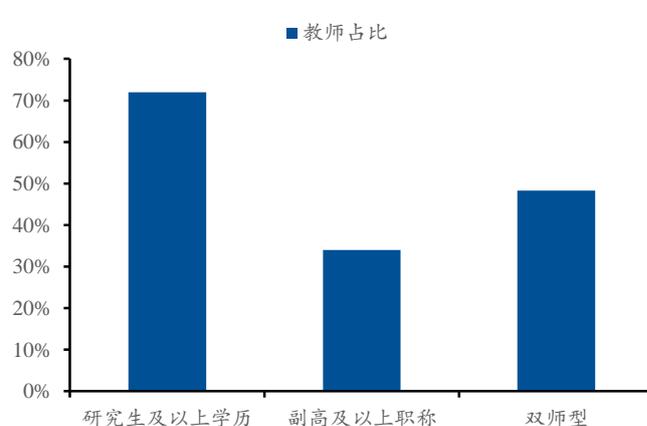


图 91: 云南工商学院教师情况 (%)



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图 92: 贵州工商职业学院教师情况 (%)



资料来源：公司官网，民生证券研究院

表 33: 2017 年新高教专职教师招聘计划

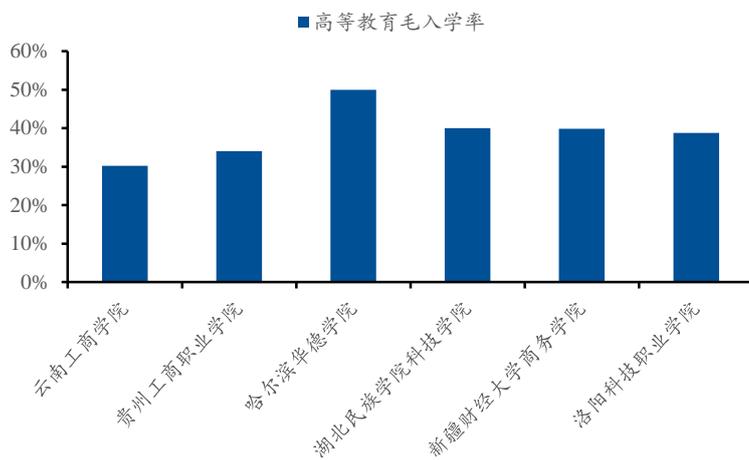
学校	招聘人数	要求
云南工商学院	35	硕士/博士研究生；相关专业职称；3 年/5 年以上工作年限
贵州工商职业学院	31	本科及以上；3 年/5 年以上工作年限

资料来源：学校官网, 民生证券研究院

## 5. 学校所在地的高考情况

公司旗下学校多数处于中西部及东北地区，高等教育毛入学率相对较低。2017 年全国高等教育毛入学率仅为 43%，而目前公司部分覆盖区域的省份毛入学率低于全国平均水平如河南，新疆，贵州和云南。针对国家在“十三五”提出的高等教育毛入学率要求，低毛入学率政府将有望在学额数量，政策上对当地优质民办高校提供支持。

图 93: 新高教旗下学校所在省份毛入学率 (%)



资料来源：各省教育厅网站，民生证券研究院

## (四) 希望教育

### 1. 公司介绍

#### (1) 公司简介：中国第二大民办高等教育集团

希望教育集团有限公司成立于 2007 年，同年，希望教育产业集团暨预备役高炮师第四团教导队成立。2009 年，西南交大希望学校正式成立，之后希望教育采取创办+并购的双通道进行业务扩张。截止今日，公司总共拥有 9 所学校：3 家本科学校（其中一家提供专科课程），5 家专科学校，1 家技师学院。其中 4 所（西南交通大学希望学院、四川希望汽车职业学院、贵州应用技术职业学院、四川希望汽车技师学院）由公司自行创办并经营、5 所由公司收购并经营。9 所学校中有 6 所位于四川省，2 所位于贵州省，1 所位于山西省。2017/2018 学年集团全日制在校生规模达 7.57 万人。

表 34: 希望教育发展历程

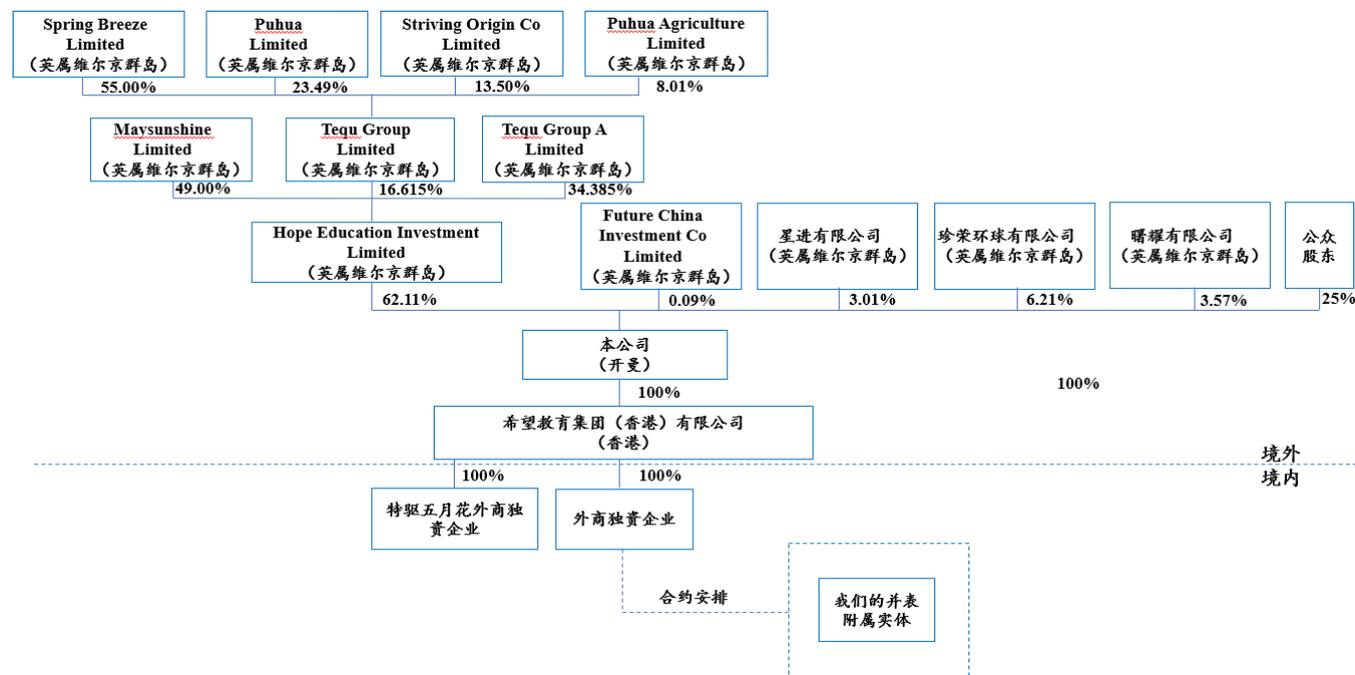
时间	事件
2007	成立希望教育集团有限公司、希望教育产业集团暨预备役高炮师第四团教导队
2009	成立西南交大希望学校
2011	收购四川天一学院的 70%权益
2013	四川希望汽车职业学院正式成立
2014	贵州财经商务学院开始运营; 收购四川文化传媒职业学院的全部权益; 收购山西医科大学晋祠学院的全部权益
2016	收购四川天一学院的鱼虾 30%权益; 贵州应用技术职业学院成立; 四川汽车技师学院成立
2017	并购四川托普信息技术职业学院;
2018	希望教育集团在香港联交所成功上市

资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

## (2) 股权关系: 股权结构稳定, VIE 架构上市

总裁汪辉武先生合计持有公司 29.22%股份, 股权结构稳定。公司为注册在开曼群岛的豁免有限公司, 通过全资子公司霍尔果斯特区五月花信息科技有限公司 (WOFE) 与旗下各学校签订的结构性合约控制各学校营运。各国内营运学校 (VIE) 将所获经济利益以服务费的形式支付至 WOFE, 进而转移至公司。公司 CEO 兼总裁汪辉武先生持有 Maysunshine Limited 96%股权, 从而间接持有公司 29.22%股份, 四川特驱投资 (华西希望持股 55%的附属公司) 合计持有公司 31.68%股权, 公司股权结构稳定。

图 94: 希望教育股权结构



资料来源: wind, 民生证券研究院

### (3) 管理层及员工激励情况：团队内生外延经验充足，股权激励计划捆绑核心人员

公司总裁汪辉武先生深耕中国民办教育行业 19 年，于 1999 年创办成都五月花计算机专业学校，后将电脑培训学校拓展至中等职业学校，而后于 2008 年迈入高等教育领域。在此发展过程中，公司逐渐培养出一代具有丰富行业经验、透彻了解我国民办教育行业的核心管理团队，过往业绩卓著，在不到十年时间内完成了 9 所高等教育学校的自建和并购，将希望教育打造为国内第二大民办教育集团，并培养出众多优秀毕业生。

表 35：希望教育管理层信息

姓名	职位	个人简历
汪辉武	执行董事 首席执行官兼总裁	四川师范大学教育学专业本科，曾任四川五月花专修学院董事长、希望教育董事兼首席执行官、西南交通大学希望学院董事、资阳五月阳光教育投资有限公司董事、四川希望汽车职业学院理事长、贵州财经大学商务学院董事、山西医科大学晋祠学院董事、四川希望汽车技师学院理事长等职位
徐昌俊	董事长 执行董事	西南财经大学统计学专业硕士，曾任西华大学财务处长、四川省高校会计学会副会长、东方希望集团有限公司财务部长、审计检查部长及投资部长、华西希望总裁助理兼副总裁并担任四川特驱投资董事及希望教育集团董事会主席、希望教育董事
李涛	执行董事 首席战略官	天津大学土木工程专业本科，中欧国际工商学院高级工商管理专业硕士。自 2017 年 3 月 13 日担任公司执行董事，自 2018 年 2 月 2 日起担任公司首席战略官，同时任四川天一学院董事、贵州财经大学商务学院董事、希望教育高级副总裁、山西医科大学晋祠学院董事
蒋林	首席运营官 常务副总裁	中共中央党校经济管理专业学士学位，于中国社会科学院研修企业管理，获高级经济师资格。曾任四川资阳市副市长、四川资阳市常务委员会委员
陈厚义	高级副总裁 教育管理委员会主任	武汉理工大学经济学博士，曾于贵州工业大学管理系任教，先后担任系教研室副主任、主任及系副主任等职；曾任贵州工业大学管理系党总支书记兼系副主任、贵州工业大学党委组织部部长、贵州工业大学党委委员会兼副书记；曾任贵州经济管理干部学院院长、贵州财经大学院长、校长及党委副书记；曾任二级教授级硕士生导师

资料来源：公司官网，民生证券研究院

18 年启动首次公开发售前购股权计划，通过股权绑定核心管理层及优秀教师。18 年 3 月 18 日，公司首次公开发售前购股权计划获批，拟向集团董事、高管、雇员、供应商等合格人士分 A、B、C 三批发行共计 470.92 百万股购股权，通过股权将承授人的个人利益与公司股东利益相绑定，利在公司长期发展。

表 36：希望教育股权激励情况

承授人	购股权数（百万股）	授出日期	行使价格（元/股）	行使期
对集团成功有所贡献的高级管理层、中级雇员等，A/B/C 批分别 8/22/135 人，合计 365	A/B/C 批分别 3.55/342.86/124.51， 合计 470.92	2018/3/18	A 批 0.5911 B 批 0.9311 C 批 1.1311	A 批购股权、B 批购股权—1 及 C 批购股权—1 的行使期将于归属期后开始，并于 2038 年 3 月 18 日结束；B 批购股权—2 及 C 批购股权—2 的行使期将于归属期后开始，并于

人

6 个月后当 B 批购股权—2 及 C 批购股权—2  
归属时结束

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

#### (4) 各下属学院信息（含已公告未并表的学校）

1) **西南交通大学希望学院**：成立于 2009 年，位于四川省成都市。学校提供普通本科及专科层次学历教育。设有 5 大教学院，20 个本科专业和 15 个专科专业。该校 17/18 学年的在校学生总计为 15129 人，其中本科人数 10855 人，专科 4274 人。

2) **贵州财经大学商务学院**：成立于 2001 年，位于贵州省惠水县。公司于 2014 年收购该校，仅收购该校的牌子而未接收原校学生，老师及办学用地。并购完成后，选择新建校区并于 14/15 学年开始正式招收新生，截至 17/18 学年该校四个年级学段学生均招满，在校学生共计 14356 人。

3) **山西医科大学晋祠学院**：成立于 2002 年，位于山西省太原市，2004 年经教育部批准成为一所医学类独立学院，是全国仅有的 12 所民办医科本科院校之一。公司于 13 年完成对该校收购，因其学校品牌影响力，入读人数在近 3 年保持 30% 以上的增速，截止至 17/18 学年在校人数共计 4801 人。

4) **民办四川天一学院**：成立于 1991 年，位于四川省绵竹市，是全国最早，西南第一所民办普通高校。目前学校提供专科层次的学历教育和与澳大利亚，美国，马来西亚等国合作的国际教育，设有 39 个专业，覆盖工学，管理，文学和艺术 4 个学科门类。17/18 学年在校人数合计 11785 人。

5) **四川希望汽车职业学院**：成立于 2013 年，位于四川资阳市。目前学校提供专科层次的学历教育，设有“四系一部两中心（汽车工程系、汽车高新技术系、机电工程系、管理工程系、思政与基础教学部、职业技能鉴定与培训中心、汽车综合实训中心）”，形成“以汽车专业为龙头，机电专业为支撑”的专业体系。17/18 学年在校人数合计 4571 人。

6) **四川文化传媒职业学院**：成立于 2005 年，位于四川成都。目前提供专科层次的学历教育，是主打培养文化传媒应用型，技能型专业人才的学校。公司于 14 年收购该校，17/18 学年，学校在读人数共计 7379 人。

7) **贵州应用技术职业学院**：成立于 2016 年，位于贵州省福泉市。目前提供专科层次学历教育。该校设有化工系，汽车系，经贸系等 6 个系部。学校于 2016 年开始招生，17/18 学年在校人数合计 2996 人。

8) **四川托普信息技术职业学院**：成立于 2000 年，位于四川省成都市，是一所提供专科学历层次的高等教育机构，公司于 17 年 12 月收购该校，截至 2017 年末，在校就读学生人数为 2556 人。

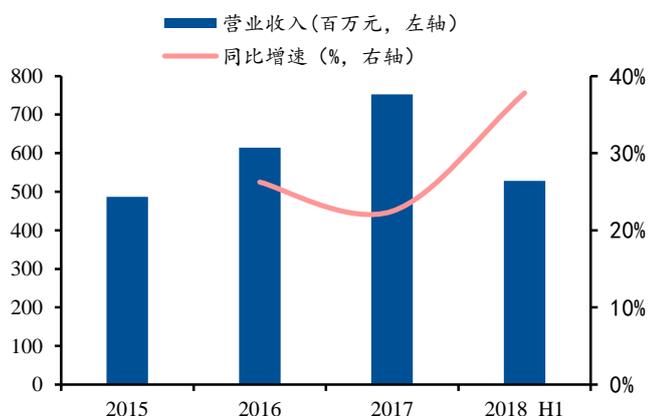
9) **四川希望汽车技师学院**：前身是四川希望汽车职业学院，于 2016 年经四川省政府批准增挂四川希望汽车技师学院。学校分为大专部和大专部拥有占地 3.4 万余平方米的实训基地，可容纳 3000 余民学生同时进行实训操作。截止 17/18 年，在校入读人数为 2121 人，预计将于 18/19 年迎来首批毕业生。

## 2. 财务分析

### (1) 收入变化：营收上涨明显，调整后利润稳定上涨

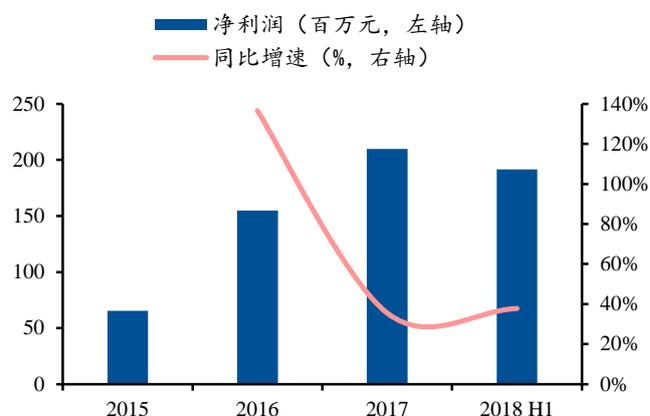
学生人数快速上涨，营收和调整后利润增长稳定。2018年H1公司实现营业总收入为5.28亿元，同比上涨37.62%，净利润为1.3亿元，同比下滑2%，主要是由于上市费用和股权激励开支所致。2017年实现营收7.5亿元，同比增长22%。净利润为2.1亿元，同比增长34%。主要增长因素是公司旗下学校在读人数从6.4万人增长到8.6万人，学生人数的上涨带动公司营收的快速上涨。

图 95：2015-2018 H1 希望教育营业收入及同比



资料来源：希望教育 2018 年中报，民生证券研究院

图 96：2015-2018 H1 希望教育净利润及同比

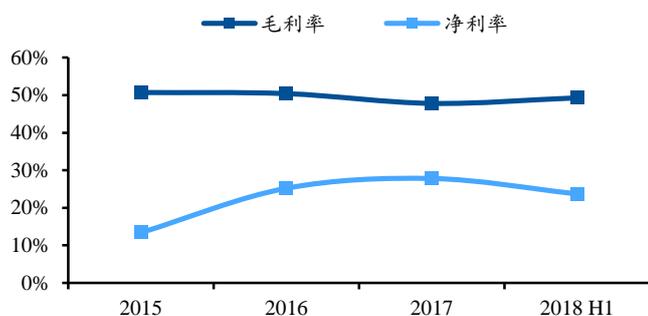


资料来源：希望教育 2018 年中报，民生证券研究院

### (2) 主营成本及三费变化：除上市费用，销售/管理费用率均属下降趋势

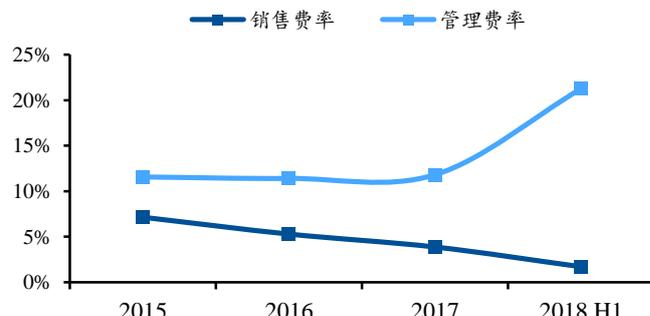
净/毛利率略有下滑，销售费用率稳定下降，管理费用率受上市费用影响浮动较大。2018年H1公司营业总支出为3.9亿元，毛利率和净利率分别是49.28%和23.7%。相较17年同期略有下滑。2017年公司毛利率为47.8%，同比下降5.07%，主要是由于员工成本增加。自2015年开始公司销售费率连续下降，2018年H1销售费率为1.7%；管理费用上升主要系股权激励开支较大，去除股权激励影响后，管理费率也属下降趋势。

图 97：2015-2018 H1 希望教育毛利率和净利率 (%)



资料来源：希望教育 2018 年中报，民生证券研究院

图 98：2015-2018 H1 希望教育销售费率和管理费率 (%)

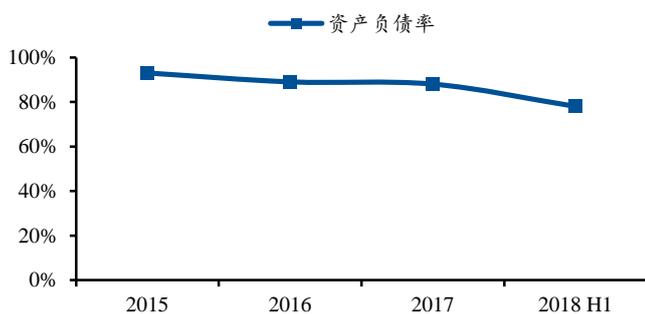


资料来源：希望教育 2018 年中报，民生证券研究院

### (3) 其他重要财务指标分析：上市融资后现金充足，资产负债率下降

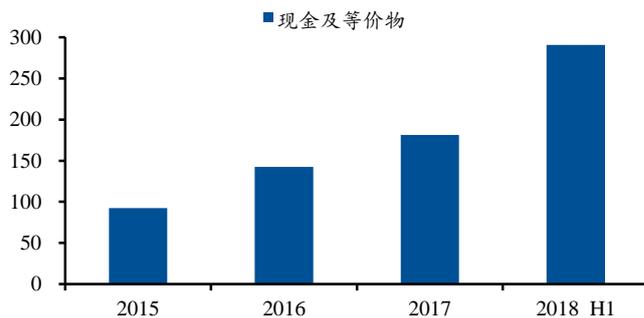
受并购影响，公司资产负债率相对较高；上市后资金需求得到满足。2018 年 H1 资产负债率为 78%，因公司过去 5 年快速扩张政策收购 5 所民办高校，导致对资金需求较大，杠杆增加较多，且因为 2018 年 H1 尚未获得 IPO 融资，导致现金数量相对较少。公司于香港成功上市后，募资资金约合 24.5 亿人民币，将可降低有息负债比例，在完成快速扩张的同时，降低财务成本。

图 99：2015-2018 H1 希望教育资本负债率 (%)



资料来源：希望教育 2018 年中报，民生证券研究院

图 100：2015-2018 H1 希望教育现金及现金等价物 (百万元)



资料来源：希望教育 2018 年中报，民生证券研究院

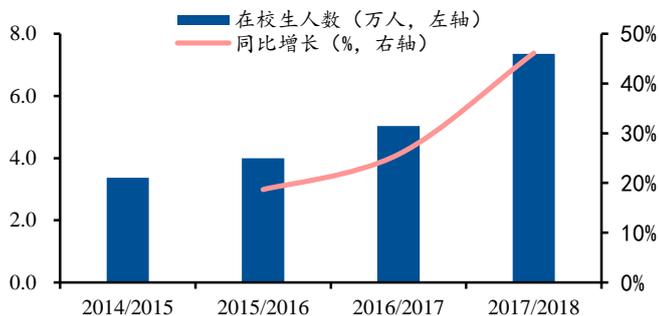
## 3. 成长性分析

### (1) 内生增长：学额与学费双升，驱动业绩上涨

学额内生增长迅速，未来拟通过提高办学等级获得更多学员。2017/2018 学年，在公司旗下学校在校学生数已达 7.35 万人，同比增长 46.1%，主要是收购的四川拓普信息技术职业学院自 2018 年起开始并表。剔除新并表的学生数，公司旗下在校学生数已达 5.8 万人，同比增长 18%。未来公司拟通过提升部分院校的办学等级来获得更多学额，进一步扩大招生人数。

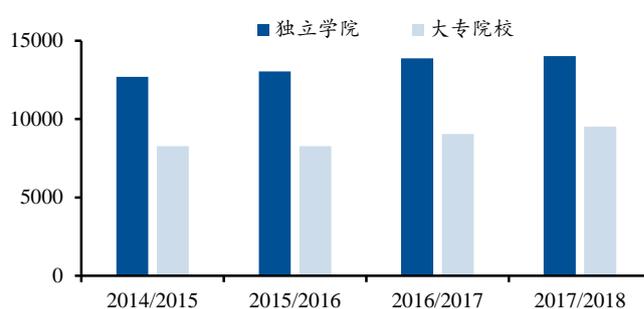
学费因办学层次不同，上涨幅度不等，大专学费增长较快。公司旗下学校在 2017/2018 学年，本科学费为 1.2-1.6 万/学年，大专学费为 0.7-1.2 万/学年，技师学校学费为 3000-3400 元。对比公司前几年的学费标准，本科学费略有上浮，大专学费则增长较快，其中民办四川天一学院、四川希望汽车职业学院的学费上涨比例约 30%。技师学院学费也有近 10% 的涨幅。

图 101: 2014-2018 希望教育学生人数变化



资料来源: 希望教育 2018 年中报, 民生证券研究院

图 102: 2014-2018 希望教育学费变化 (元/人)



资料来源: 希望教育 2018 年中报, 民生证券研究院

## (2) 外延性成长: 上市募集资金充足, 为公司外延扩张计划做准备

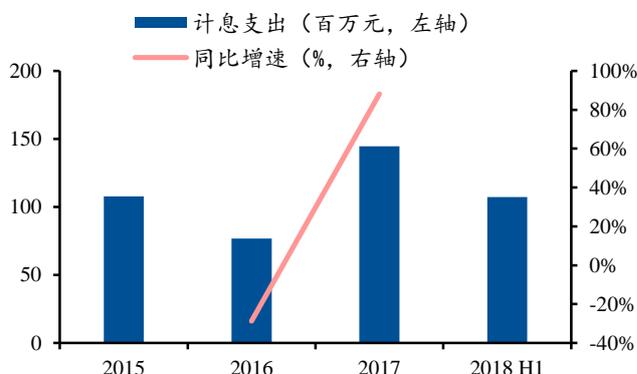
**上市募资支撑公司扩张计划。**2017 年公司利息费率由 12.5% 上升至 19.2%，主要是借款数量的增多和利率上升所导致。而公司自 2018 年在香港成功上市后，募集资金净额 24.5 亿元，有息负债 32.6 亿，加上 2018 年 H1 披露的 2.91 亿现金及其等价物，公司在手现金约 27.4 亿元，有息负债/资产约为 38.1%。因此，手上现金相对充足，募资现金可在降低财务费用支出同时支持公司扩张计划。

图 103: 2015-2018 H1 希望教育计息总债务



资料来源: 希望教育 2018 年中报, 民生证券研究院

图 104: 2015-2018 H1 希望教育计息支出



资料来源: 希望教育 2018 年中报, 民生证券研究院

## 4. 竞争力: 并购整合经验丰富, 专注应用型人才培养

**并购经验丰富, 整合能力强。**公司已并购 5 所高校, 扩张速度居行业首位。因此, 公司在挑选并购标的, 完成重组的经验上相对丰富。目前, 收购学校获得学生数量的增长, 是民办高校营收迅速增长的主要驱动力。因此, 公司通过快人一步的并购策略, 在我国西部地区迅速抢占市场, 竖立品牌, 成为西部民办高教集团领导者。在公司收购完成后, 收购学校的学生在校数量均有不同程度上涨。

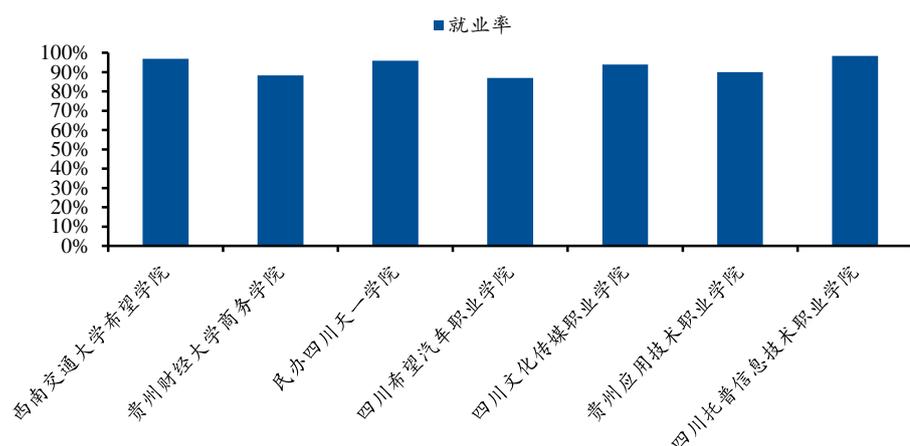
表 37: 希望教育收购学校的在读学生增长情况

学校	收购日期	在读学生增长情况
民办四川天一学院	2011 年 9 月	由 2011 年 6 月 30 日的 7450 人增长 42.8% 至 2013/2014 学年的 10635 人
四川文化传媒职业学院	2014 年 3 月	由 2014 年 6 月 30 日的 3060 人增长 94.7% 至 2016/2017 学年的 5959 人
山西医科大学晋祠学院	2014 年 4 月	由 2014 年 6 月 30 日的 2438 人增长 48.5% 至 3621 人

资料来源: 希望教育 2018 年中报, 民生证券研究院

以市场化为导向的专业设置, 专注应用型人才培养。公司旗下多所学校已转型为专业化特定领域的特定人才培养高校, 如山西医科大学晋祠学院的专业设置围绕医学展开; 四川希望汽车职业学院专业则围绕汽车修理开设。通过设立特色课程, 强调应用化人才培养, 在竖立品牌的同时, 提高毕业生就业率。

图 105: 2017 希望教育旗下各学校毕业生就业率 (%)



资料来源: 各学校网站, 民生证券研究院

表 38: 希望教育旗下各学校特色专业

学校	特色专业
西南交通大学希望学院	以轨道交通为特色学科, 土木工程为支撑学科, 以商科类专业为延伸学科
贵州财经大学商务学院	以经济学、管理学学科为主体, 兼有理学、工学、文学、法学等学科
民办四川天一学院	开设电子商务、物流管理、烹调工艺与营养三大特色专业
四川希望汽车职业学院	以汽车专业为核心专业群, 机电专业为支撑专业群, 经管专业为延伸专业群
四川文化传媒职业学院	开设计算机应用技术 (速录书记官方向)、计算机应用技术 (速录讲师方向)、计算机应用技术 (行政速录方向)、电子商务 (网络运营方向) 等特色专业
贵州应用技术职业学院	开设汽车技术服务与营销、汽车检测与维修技术、城市轨道交通运营管理、高速铁路客运乘务、药品生产技术、精细化工技术、幼儿发展与健康管理等特色专业

四川托普信息技术职业学院

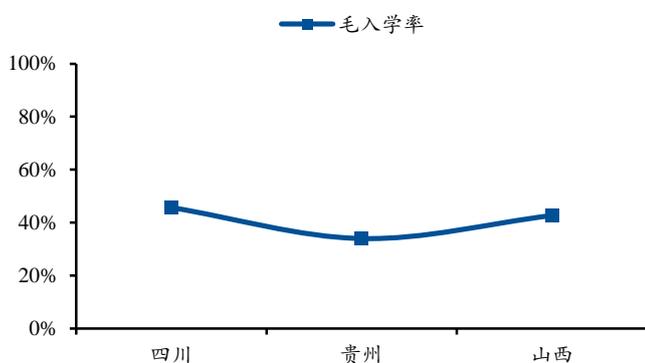
以“信息技术”为特色，开设计算机系、汽车工程系、经济管理系、建筑工程系、数字艺术系、外国语系、体育系和继续教育部、中专部等7系2部

资料来源：各学校网站，民生证券研究院

### 5. 学校所在地情况：集中位于低高等教育毛入学率区域，学额上升空间大

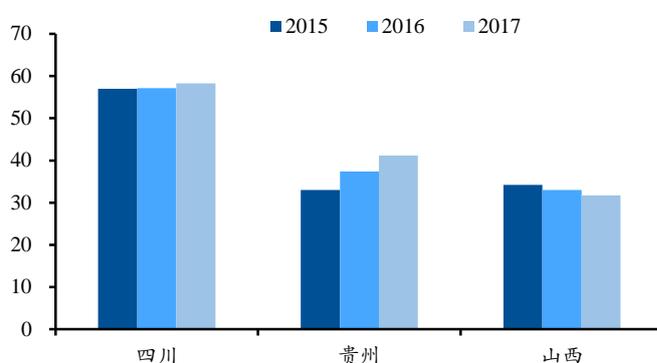
西部地区教育资源不均衡，潜在提升空间大。公司学校位于四川，山西和贵州省，而这三省的高考教育毛入学率均低于全国水平，因此上升空间相对较大。为提高当地的毛入学率，政府将可能会对当地优质民办高教企业在学额分配，政策补助上有所偏向。

图 106：2017 希望教育学校所在省份高等教育毛入学率 (%)



资料来源：各省教育厅网站，民生证券研究院

图 107：2015-17 希望教育学校所在省份高考报名人数 (万人)



资料来源：各省教育厅网站，民生证券研究院

## (五) 中国春来

### 1. 公司介绍

#### (1) 公司简介：华中地区民办教育领导者

中国民办高等教育领先者，华中地区第一大民办高教集团。目前公司自建及涉及运营的一共有4所学校，其中三所自建（商丘学院，安阳学院和商丘学院应用科技学院）校均位于河南省，参与运营的学校位于湖北省（长江大学工程技术学院），于2018年9月在港交所上市。2017/2018学年，自建学校在校生人数共计45210人，长江大学工程技术学院在校人数为7789人。

表 39：中国春来发展历程

时间	事件
2004	河南商丘春来教育集团成立
2005	华豫学院获教育部批准成立
2008	与安阳师范学院就安阳师范学院人文管理学院订立合作协议
2011	华豫学院获教育部批准转设为商丘学院
2013	商丘学院应用科技学院获河南省教育厅批准成立

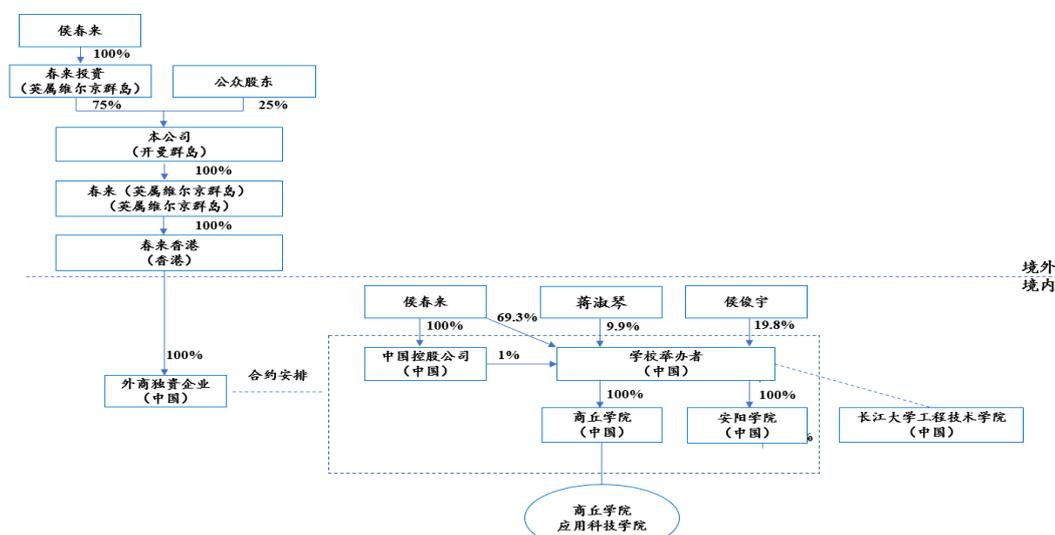
2014	与长江大学就长江大学工程技术学院订立合作协议
2016	安阳师范学院人文管理学院获教育部批准转设为安阳学院
2017	在开曼群岛注册成立为有限公司
2018	为重组目的订立合同安排，并收购中国运营学校的控制权

资料来源：中国春来官网，民生证券研究院

## (2) 股权关系：股权结构清晰，侯春来家族为实控人

公司创始人侯春来之子侯俊宇通过春来投资有限公司控制中国春来 75% 的股份，为第一大股东。公司通过 VIE 结构赴港上市。

图 108：中国春来股权结构



资料来源：中国春来 2018 年中报，民生证券研究院

## (3) 管理层及员工激励情况：教育行业经验充足，实施股权激励计划

管理层架构清晰，核心管理层均具有丰富的教育管理经验。学校创始人兼董事长侯春来拥有管理民办大学的丰富知识和经验，并透彻了解中国的民办教育行业，带领团队拓展学校网络。执行董事兼行政总裁侯俊宇曾在学校管理的不同领域工作，对中国民办教育的政策及格局有深入了解。其他高管为公司服务的平均时间均逾 10 年。

表 40：中国春来管理层信息

姓名	职位	个人简历
侯春来	非执行董事兼董事长	南开大学工商管理硕士，2013 年 11 月获得商丘学院副教授资格，2018 年 2 月 12 日担任公司的非执行董事兼董事长
侯俊宇	执行董事兼行政总裁	萨塞克斯大学工商管理与经济学本科，自 2012 年 8 月起担任商丘学院副院长，2013 年 2 月起担任安阳学院副院长，2014 年 2 月起担任集团的副董事长兼行政总裁，于 2017 年 11 月 15 日担任公司执行董事，于 2018 年 2 月 12 日担任公司行政总裁
蒋淑琴	执行董事	自集团成立之日起担任执行董事和中国运营学校的财务总监，负责集团的战略发展、

金晓斌	独立非执行董事	日常管理及监管财务运营，在教育行业及财务管理方面拥有逾 13 年经验 复旦大学经济学博士，曾担任上海时代经济发展研究院院长、复旦大学/同济大学/上海财经大学兼职导师、中国科学技术大学课程教授、北京大学及中国社会科学院的特邀研究院、宾夕法尼亚大学沃顿商学院访问学者；在证券行业拥有逾 20 年的运营及管理经验，于 1998 年加入海通证券股份有限公司，自 1998 年 12 月至 2015 年 8 月于海通及其附属公司担任多个职位，于 2018 年 4 月担任上海爱建（香港）有限公司的董事
霍珮鸣	独立非执行董事	哥伦比亚大学科学学士，清华大学公共管理硕士，在业务发展及招聘规划方面有逾 13 年经验，2018 年 2 月 12 日单位公司独立非执行董事兼董事会的薪酬委员会主席、审核委员会委员及提名委员会委员
刘子文	独立非执行董事	香港城市大学市场营销学工商管理学士，在会计与财务方面有逾 11 年经验，自 2018 年 2 月 12 日担任独立非执行董事兼董事会的审核委员会主席及薪酬委员会委员

资料来源：中国春来 2018 年中报，民生证券研究院

**公司 IPO 前启动股权计划，意在捆绑核心人员。**公司自 2018 年 8 月 9 日启动首次公开发售前购股权计划，旨在激励为公司及其股东的整体利益做出努力的个人和集体，提升公司及股份价值。

表 41：中国春来股权激励情况

承授人	购股权数（百万股）	授出日期	行使价格（元/股）	行使期
已为或将为集团做出贡献的任何人士	35.95	2018/8/9	1.00	根据首次公开发售前购股权计划的条款随时行使，该期间可于建议授出购股权日期翌日开始，但在任何情况下须于授出购股日期起计 20 年内结束

资料来源：中国春来 2018 年中报，民生证券研究院

#### （4）下属学院信息（含已公告未并表的学校情况）

**1) 商丘学院：**成立于 2004 年，位于河南省商丘市。学校提供本科及专科学历教育，设有本科课程 46 门，专升本课程 20 门，专科课程 32 门，五年一贯制大专课程 14 门和职业教育课程 32 门。

**2) 安阳学院：**成立于 2003 年，位于河南省安阳市。学校提供本科及专科层次的学历教育。设有本科课程 38 门，专升本课程 25 门，专科课程 25 门，五年一贯制大专课程 18 门以及职业教育课程 5 门。

**3) 商丘学院应用科技学院：**成立于 2013 年，位于河南省开封市。是属于商丘学院下属学院，目前提供 17 门本科课程，6 门专升本课程以及 8 门专科课程。

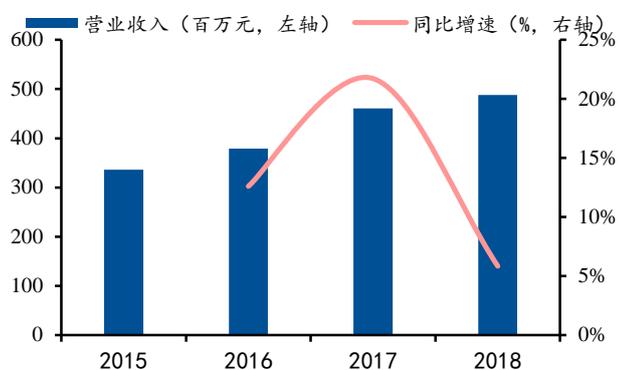
**4) 长江大学工程科技学院：**成立于 2004 年，位于湖北省荆州市。学校提供本科和专科层次的学历教育，设有 29 个本科专业和 13 个专科专业。预计等教育部批准学校举办者更换后，将完成对长江大学工程科技学院的收购。

## 2. 财务分析

### (1) 收入变化：营收与净利润均稳定增长

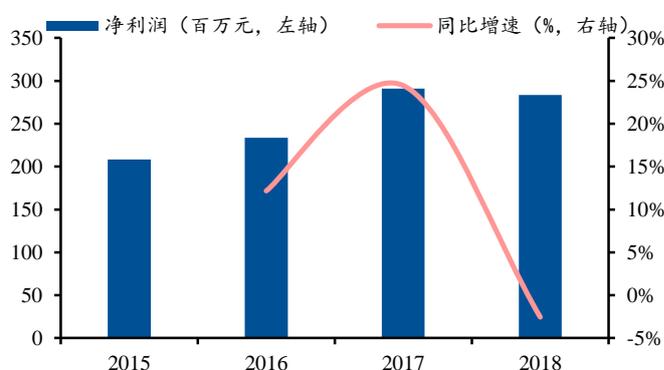
营收与净利润增速放缓，仍保持稳定增长态势。2018 年公司营业总收入 4.92 亿元，同比增长 6.32%；净利润 1.19 亿元，同比下降 21.56%。其中商丘学院和安阳学院为主要收入贡献主体，2018 财年收入贡献占比分别达 40%和 42.7%。安阳学院 2018 财年收入为 2.1 亿元，同比增长 2.3%，原因是学额数量的增加和平均学费的上涨。而商丘学院 2018 财年收入贡献较去年同期下降 0.6%，其原因是将部分录取学额分配至商丘学院应用科技学院，导致新入学人数下降。

图 109：2015—2018 中国春来营业收入及同比



资料来源：中国春来 2018 年中报，民生证券研究院

图 110：2015—2018 中国春来净利润及同比

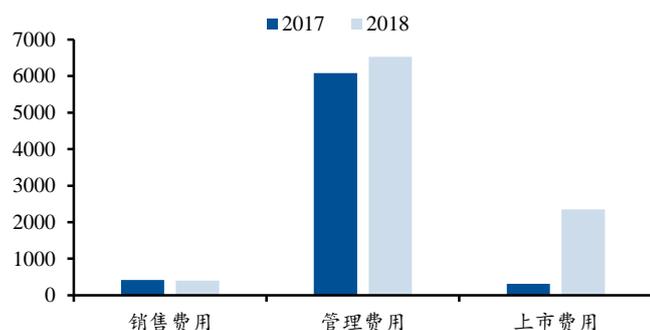


资料来源：中国春来 2018 年中报，民生证券研究院

### (2) 主营成本及三费变化：主营成本上升，管理费用受上市影响较大

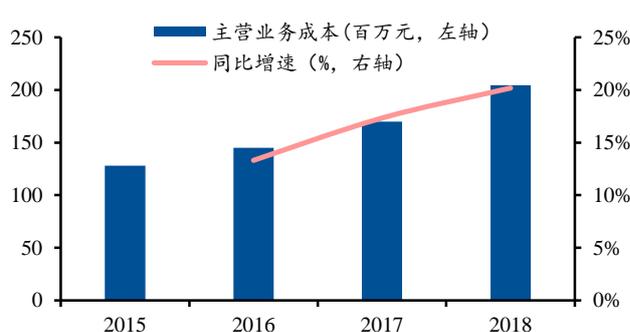
因并购影响，主营业务成本存在上浮，上市导致非经常性开支上升。2018 年主营业务成本为 2.04 亿元，同比增加 20.2%，主营业务成本占收入的比重上升至 41.9%。主要原因是学校教师数量的增加，人工薪酬支出总额上涨；此外公司上市开支 2350 万，此项非经常性开支导致公司净利润下降，行政开支也因上市导致在 2018 财年有 7.5%的上涨。随着公司品牌的竖立和与广告商的长期合作，销售开支得到有效控制，2018 财年公司销售开支下降 5.0%。

图 111：2017—2018 中国春来三费支出（万元）



资料来源：中国春来 2018 年中报，民生证券研究院

图 112：2015—2018 中国春来主营业务成本

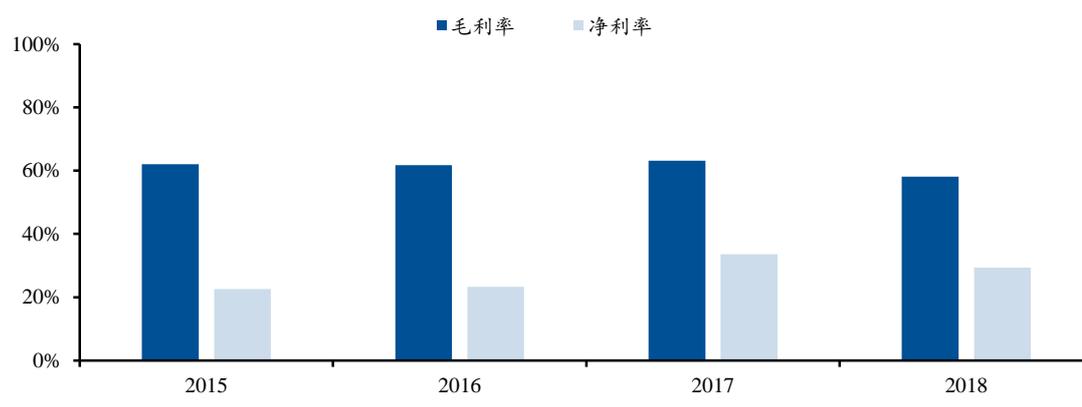


资料来源：中国春来 2018 年中报，民生证券研究院

### (3) 其他重要财务指标分析：净/毛利率略有下滑，现金流充沛，资本负债率下降

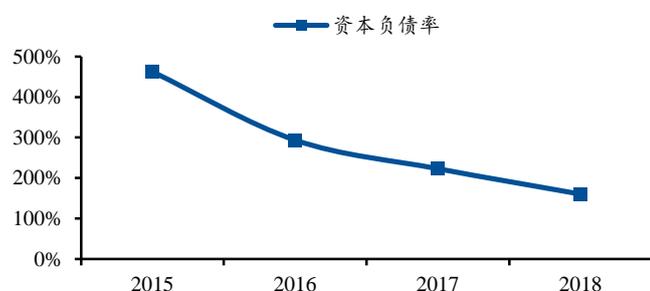
公司上市后毛利率略有下降，偿债能力上升。2018 年年报公司毛利率下降至 58.1%，净利率为 24.19%，同比下降 8.6%。2018 年公司资本负债率约为 160.1%，同比下降 62.8%。主要是公司于 2018 财年还清部分有息贷款并满足盈利增加所致。目前公司账上有现金及其等价物 5.4 亿，现金充足，主要来源于公司自身经营及外部借款，为 2019 年外延并购做好充分准备。

图 113：2015-2018 中国春来毛利率和净利率 (%)



资料来源：中国春来 2018 年中报，民生证券研究

图 114：2015-2018 中国春来资本负债率 (%)



资料来源：中国春来 2018 年中报，民生证券研究院

图 115：2015-2018 中国春来现金及现金等价物 (百万元)



资料来源：中国春来 2018 年中报，民生证券研究院

## 3. 成长性分析

### (1) 内生增长：人均学费较高，学额未来有望提升

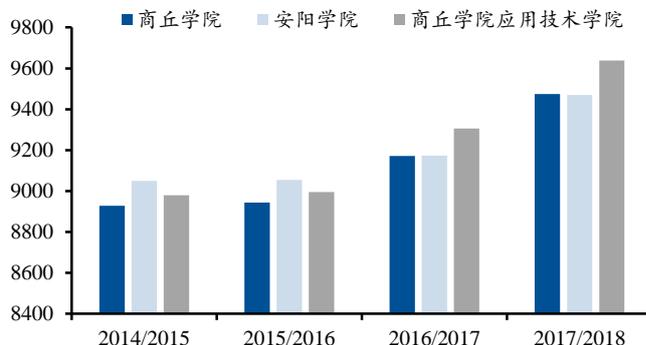
本科学额占比较大，人均客单价相对较高，学费持续上涨。目前三所自建校都以本科教育为主，从本科在校生人数看，商丘学院为 70.3%，安阳学院为 81.92%，应用科技学院为 83.75%。未来有望在完成学校扩容扩建计划后，提高学额。公司旗下各学校的学费相近，本科课程在 1.3-1.5 万/学年，专升本在 7000-8000 元/学年，大专课程在 5800-7800/学年以及职业课程在 2800-3000 元/年。目前，公司通常会在 2-3 年进行一次费用调整，17/18 年的本科学费相较 16/17 有 1000-1900 元/年的上浮，而专科课程则有近 1000 元上浮。

图 116: 2014-2018 中国春来各校在校人数比较 (人)



资料来源: 中国春来 2018 年中报, 民生证券研究院

图 117: 2014-2018 中国春来各校平均学费比较 (元/人)

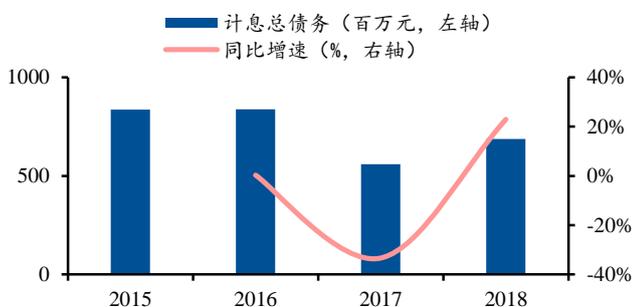


资料来源: 中国春来 2018 年中报, 民生证券研究院

## (2) 外延性成长: 上市融资为公司提供现金, 并购标的明细

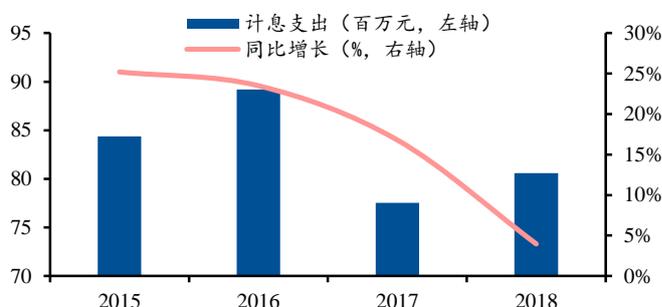
上市融资为公司提供现金, 计息支出增速放缓, 并购事项推进。公司本次上市融资净额约 5.53 亿, 其中 50% 的资金将用于收购土地使用权和院校修建设, 30% 的资金用于收购与国内其他大学合作。目前公司自 2014 年成为长江大学工程技术学院举办人之一, 一直在积极运作收购事宜。待教育部批准公司成为长江大学工程技术学院唯一举办者后, 公司支付剩余对价 2 千万将完成对长江大学工程学院的收购。

图 118: 2014-2018 中国春来计息总债务



资料来源: 中国春来 2018 年中报, 民生证券研究院

图 119: 2014-2018 中国春来计息支出



资料来源: 中国春来 2018 年中报, 民生证券研究院

## 4. 竞争力: 校址所在区域经济发展强劲, 学生就业率高

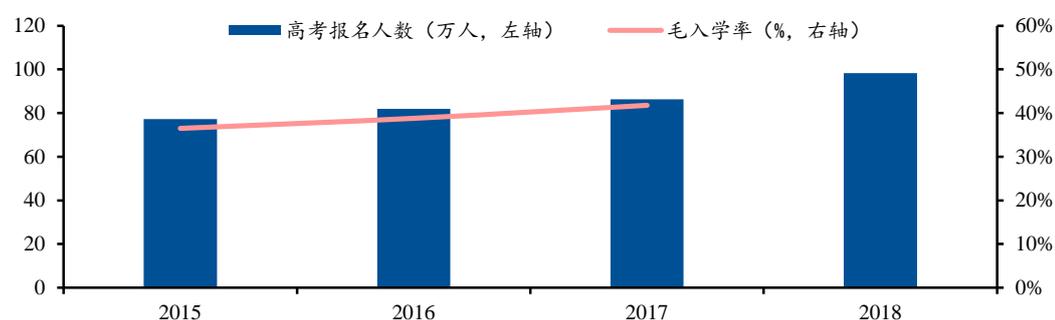
布局华中地区, 地区发展强劲, 地区高等教育毛入学率有待提高。公司旗下三所学校所在地均在河南省, 河南省是全国人口数量排名第一, GDP 为全国前五, 高等教育毛入学率为 41.78%, 低于全国高等教育毛入学率 (45.7%)。公司旗下的三所自建校的扩容计划有序开展, 未来所有在校学生人数有望达到 66000 人, 完成对长江大学工程技术学院的合并后, 集团旗下在校学生人数有望达到 78000 人。

理论结合实操, 学生就业率高。学校坚持理论和实操并行的教育模式, 注重学生实践机会, 与多家企业建立校企合作。学校毕业生就业率在过去 3 年分别为 96.1%, 96.4% 和 94.1%, 远高于国家平均水平 (77.4%-78.4%)。

## 5. 学校所在地情况：市场规模增长较快，内生增长机遇较多

高等教育毛入学率低，上涨空间大。根据弗若斯特沙利文报告，2017年华中地区拥有110所民办高等教育机构，占比达14.75%，预计到2022年，华中地区高教市场有望达到233亿的规模而河南单省将达到85亿元规模。河南2017年高考报名人数为86.3万人，相较去年增加4.3万人，而高等教育毛入学率仅为41.78%，低于全国平均值42.7%。为完成2020年的50%的高等毛入学率，将会给予民办高等教育机构更多的学额。因此，未来2-3年是河南民办高教行业一个内生性增长的好机遇。

图 120：2015-2018 年河南省高考报名人数和高等教育毛入学率



资料来源：河南省教育厅网站，民生证券研究院

## （六）民生教育

### 1. 公司介绍

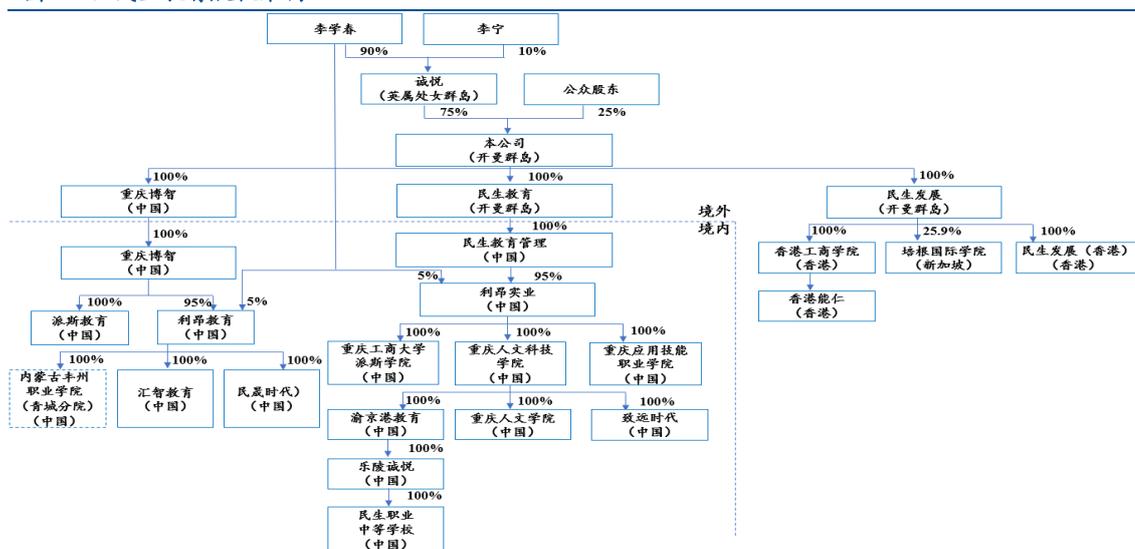
#### （1）公司简介：专注提供优质高等学历教育的教育集团

布局海内外，中国最大的民办高教集团之一。公司是我国内地第一家登陆港交所主板上市的民办高等教育集团，前十大民办高等教育提供商。目前拥自建，投资和拟投资学校共计15所，截止2017年12月31日，公司旗下学校在校生人数达41120名，教师人数1446名。公司校园覆盖网，以重庆为中心，逐渐覆盖安徽，山东，云南，新加坡，香港等地，积极布局海内外高教市场。

#### （2）股权关系：红筹架构以学春家族为实控人

未采用VIE架构，以外商投资方式直接管理运营。公司创始人兼董事会主席李学春及其女儿李宁通过程悦投资有限公司分别持有公司67.5%和7.5%的股份，李学春家族为公司实际控制人。公司成立较早且享受1998年的国家对外资投资高等教育的鼓励政策，故公司并未采用港股上市教育集团常用的VIE架构，而是通过外商投资的方式直接设立，管理并运用旗下公司。

图 121: 民生教育股权架构



资料来源：民生教育 2018 年中报，民生证券研究院

### (3) 管理层和员工激励情况：管理层教育经验丰富，股权激励计划奖励核心员工

创始人深耕教育行业多年，管理层教育经验丰富。民生教育创始人李学春先生，在教育行业工作数十年，是西南地区的民办教育行业领头人。曾任中国民办教育协会副会长，重庆民办教育协会执行会长，曾被教育部评为全国优秀教育工作者。行政总裁张卫平先生，有超过 15 年的教育行业经验，曾任中国民办教育协会高等教育专业委员会副会长。财务总监林毅龙先生，专业知识和技能过硬，财会领域经验丰富，曾在联交所、TOM 集团、毕马威会计师事务所任职。

表 42: 民生教育管理层人员介绍

姓名	职务	任职日期	简介
李学春	董事会主席 执行董事	2006-01-17	<ul style="list-style-type: none"> <li>逾 10 年教育行业经验</li> <li>民生教育集团创办者</li> <li>中国人民政治协商会议全国委员会委员、教科文卫体委员会委员</li> <li>曾历任中国民办教育协会副会长</li> </ul>
张卫平	行政总裁 执行董事	2008-07-27	<ul style="list-style-type: none"> <li>逾 15 年教育行业经验</li> <li>中国民办教育协会高等教育专业委员会副会长</li> <li>重庆人文科技学院执行院长兼党委书记</li> <li>曾历任民生教育首席运营官</li> </ul>
林毅龙	执行董事 财务总监 投资部总经理	2016-08-23	<ul style="list-style-type: none"> <li>逾 15 年财会领域工作经验</li> <li>曾历任联交所上市 TOM 集团有限公司副经理、毕马威会计师事务所顾问经理</li> <li>香港会计师公会会员、特许金融分析师持证人</li> </ul>
左熠晨	执行董事 副总裁	2016-08-23	<ul style="list-style-type: none"> <li>逾 14 年的银行业经验</li> <li>中国国际商会认证的保函专家、国际财资管理师、国际公认反洗钱师</li> <li>曾担任上中国银行总行高级经理。</li> </ul>
吴咏珊	公司秘书	2016-09-21	<ul style="list-style-type: none"> <li>香港特许秘书公会及英国特许秘书及行政人员公会之会士</li> </ul>

· 信永方圆企业服务集团有限公司副总监

资料来源：民生教育 2018 年中报，民生证券研究院

**实施股权激励计划，奖励员工促团队发展。**公司于 2017 年 3 月公布首次股权激励计划，并在同年 8 月向 3 名执行董事和雇员授出股权合计共 3500 份，并在 5 年内分别归属购权总数的 20%，归属 5 年后可以行权。公司计划通过股权激励计划，绑定管理层与核心员工，旨在促进公司长久发展。

**表 43：民生教育激励计划购股权变动**

承授人	授出数量（万份）	期间授出	期间行使、失效或注销	于 2018.6.30 的结余	行使价（港元）
张卫平	2000	-	-	2000	1.39
左熠晨	500	-	-	500	1.39
林毅龙	500	-	-	500	1.39
雇员（总计）	500	-	-	500	1.39
总数	3500	-	-	3500	1.39

资料来源：民生教育 2018 年中报，民生证券研究院

#### (4) 各下属学校信息（含已公告未并表的学校）

**1) 重庆人文科技学院：**位于重庆，提供本科及专科层次的学历教育，并向符合标准的学生提供本科预科教育。于 2013 年获教育部批准转为独立设置的民办本科院校。

**2) 重庆工商大学派斯学院：**位于重庆，提供本科及专科层次的学历教育。于 2003 年 12 月获批成为独立学院，设置 22 个本科及 3 个专科项目。

**3) 重庆应用技术职业学院：**位于重庆，提供专科层次的学历教育，提供 18 个专业的课程，优势课程包含汽车电子技术，建筑设计，计算机等。

**4) 内蒙古丰州职业学院（青城分院）：**位于内蒙古呼和浩特，提供专科层次的学历教育，提供 14 个专业课程。公司于 2008 年成为该校投资人之一并享有全部办学收益。

**5) 重庆电信职业学院：**位于重庆，提供专科层次学历教育。公司与 17 年收购学校 51% 的股权，并在同年 12 月并表。

**6) 安徽文达信息工程学院：**位于安徽合肥，是提供本科及专科层次的学历教育，学校设有 9 个学院，49 个本、专科专业。世界诺贝尔物理学奖获得者杨振宁教授曾两次亲临学院指导工作，并亲笔题写校名。公司旗下子公司重庆悦诚于 17 年 8 月以 5 亿元收购该校 51% 的股权。同时，公司拟出资 5 亿元收购安徽蓝天飞行学校和安徽信息学院各 51% 的股权，收购合约框架已签订。

**7) 寿光渤海实验学校：**位于山东寿光，提供高中课程教育，占地约 400 亩，拥有在校学生人数约 2500 人，教师约 260 人。公司于 18 年 3 月公告，拟通过收购世纪宽高 100% 股权的方式，获得该校 100% 举办者权益。

**8) 滇池学院：**位于云南滇池，是由云南大学经教育部批准的独立学院，提供本科层次的学历教育。拥有 11 个学院，共计 50 个本科专业，在校生共约 19000 人。公司于 18 年 8 月公告，通过收购励德集团 51% 的股权获得滇池学院 51% 的举办人权益。

**9) 曲阜远东职业学院：**位于山东曲阜，目前提供专科层次学历教育。设有 21 个专科及高职专业，在职教师 238 人，占地约 18.59 万方。公司于 18 年 11 月公告，通过收购阜

曲阜永 51% 股权，获得该校 51% 的举办者权益，后续将在交割日后的 6 个月内，继续购买曲阜永 14% 的股权，完成所有股权交易后，将共计拥有曲阜永 65% 的股权。并在转让协议期满后 4-5 年，收购曲阜永剩余的 35% 股权。

10) **乐陵民生职业中等专业学校**：位于山东乐陵，公司于 16 年 9 月拟投资 2.34 亿建立该校。预计学校占地 400 亩，计划容纳学生 6000 名。

11) **乐陵职业中等专业学校（托管公办学校）**：位于山东乐陵，将于乐陵民生职业中等学校共享校区，提供专科层次学历教育。民生教育通过授权管理该校，与民生职业中等专业学校共同运营。

12) **民生乐陵高中**：位于山东乐陵，将提供高中学历教育。于 18 年 2 月和乐陵人民政府签订办学协议，计划投资 2 亿元共同建立该校。该校预计占地 200 亩，容纳学生人数 3000 人，于 18 年 9 月招生。

13) **新加坡培根国际学校**：位于新加坡，是一所私立教育机构。生源主要来自于亚洲地区，设有 13 个专业，提供本科及专科文凭。其中有 8 个专业与英国卡迪夫城市大学合作，学生完成课业计划后将获得卡迪夫城市大学学位。公司于 14 年 6 月投资该校并获得办学权益。

14) **香港能仁转上学院**：位于香港，是一所提供本科学历教育学校，目前设有 6 个专业，包括会计，营销等。另外该校还与英国西伦敦大学达成合作，学生可在该校攻读西伦敦大学对应课程并获得该校授予学位。

## 2. 财务分析

### (1) 收入变化：并表范围扩大，收入稳步增长

**营收增速稳定，净利润稳步上升。**截止至 2018H1，公司实现营业总收入达 3.19 亿元，同比增长 23.77%；净利润为 2.18 亿，同比增长 35.30%。2013-2017 公司营业总收入 CAGR 达 5.61%，17 年总营收为 4.88 亿，同比上涨 8.81% 为 4 年来增长最多的一年。营收增速的原因主要是学生人数增多带来的学费收入增长，2017 年学生人数达 35172 人，同比增长 7.77%。导致学费收入同比上涨 6.7%，达 4.40 亿；住宿费收入同比上涨 15.2%，达 0.37 亿元。

图 122：2013-2018 H1 民生教育营业收入及同比



资料来源：民生教育 2017 年年报、2018 年中报，民生证券研究院

图 123：2013-2018 H1 民生教育净利润及同比



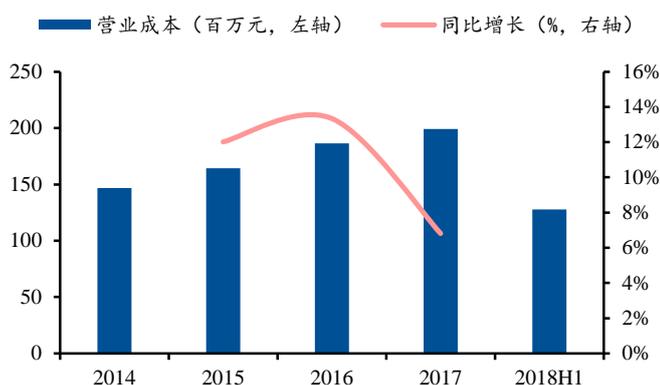
资料来源：民生教育 2017 年年报、2018 年中报，民生证券研究院

### (2) 主营成本及三费变化：主营成本略有上涨，费用控制得到改善

**主营业务成本占比有所上浮，折旧及摊销小幅增加。**2017 年，公司主营业务成本为 1.99 亿，同比增长 6.76%。其主要原因是人工成本即教师薪酬及福利因教师人数增加，导

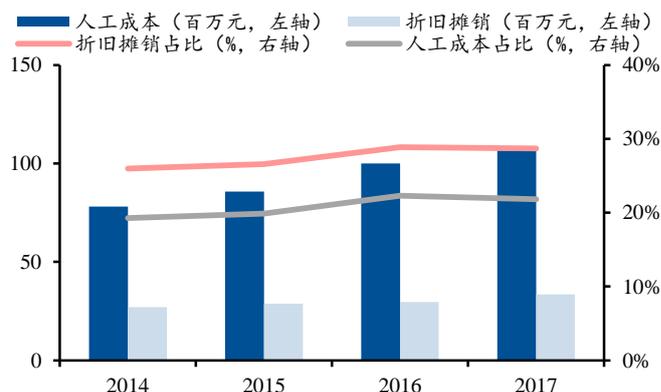
致成本上涨。教师人数增加 286 名，人工成本增加 0.18 亿。过去 3 年，人工成本占营收的比重分别是 18.6%，19.9% 以及 22.3%。公司由于外延扩张需求，需要增加教师人数和福利待遇，用于稳定团队和吸引优质师资来提供优质教育服务。此外，17 年公司的折旧与摊销增加了 900 万元，同比增加 22.5%。其主要原因是旗下重庆工商大学派斯学院及重庆应用技术职业学院的学生公寓翻新，以及对新收购学校的环境整顿。

图 124: 2013-2018 H1 民生教育营业成本及同比



资料来源：民生教育 2017 年年报、2018 年中报，民生证券研究院

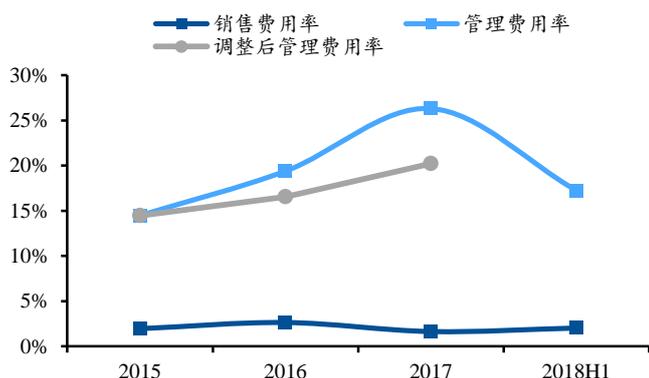
图 125: 2013-2018 H1 民生教育人工成本，折旧摊销及占比



资料来源：民生教育 2017 年年报、2018 年中报，民生证券研究院

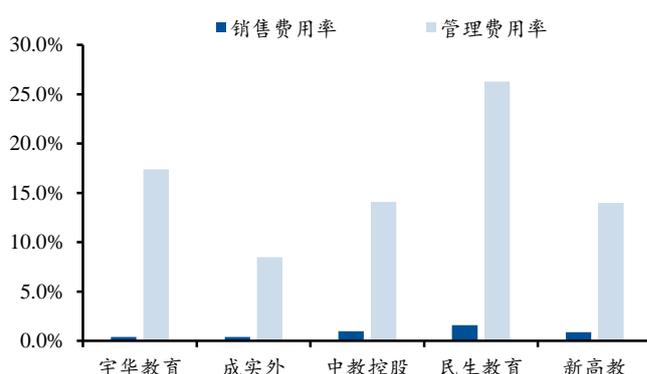
**毛净利润上涨，管理费用上涨但销售费用下降。** 2017 年毛利 2.79 亿元，同比上涨 7.8%，毛利率上涨至 58.3%，净利率上涨至 53.4%，均较同期有明显上浮。从费用支出看，公司销售费用和管理费用均处于行业相对偏低的位置。由于公司上市和收购安徽文达信息工程学院事件导致公司 2016 和 2017 年的管理费率出现增长，为 19.4% 和 26.3%。如果剔除上市费用后，公司 2017 年管理费率将下降至 20.9%。公司因品牌的竖立，2017 年销售费用率为 1.6%，同比下降 39.1%。

图 126: 2015-2018 H1 民生教育销售费用率，管理费用率



资料来源：民生教育 2017 年年报、2018 年中报，民生证券研究院

图 127: 2017 港股教育公司管理费用率和销售费用率

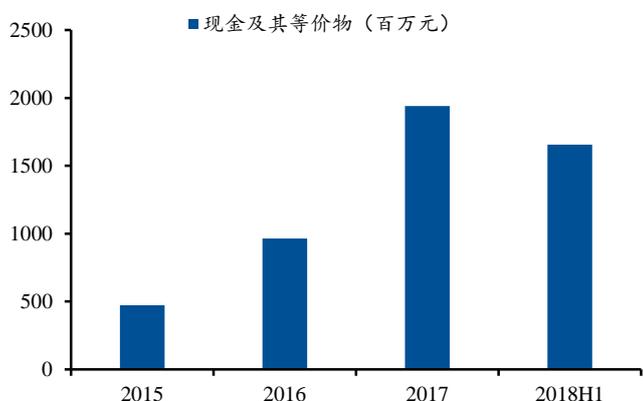


资料来源：各公司 2017 年年报，民生证券研究院

### (3) 其他核心财务指标分析：偿债能力增强，现金流扩增

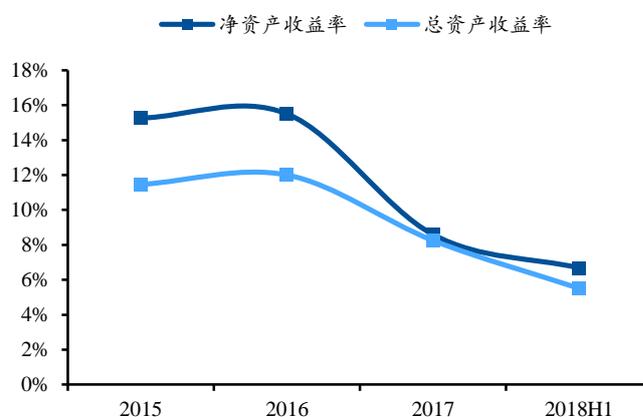
**上市导致现金增加，负债率降低。** 公司于 2017 年完成赴港上市，导致公司手上现金充足，现金及其等价物在 2017 年及 2018H1 分别是 19.4 亿元和 16.56 亿元，较同期有明显增长。资产负债率从 2016 年的 29.4% 下降至 2017 年的 25.5%，下降 3.9 个百分点。同时由于净资产的增加，导致公司净资产收益率和资产收益率的下降。

图 128: 2015-2018 H1 民生教育现金及其等价物



资料来源: 民生教育 2017 年年报、2018 年中报, 民生证券研究院

图 129: 2015-2018 H1 民生教育净资产收益率和总资产收益率



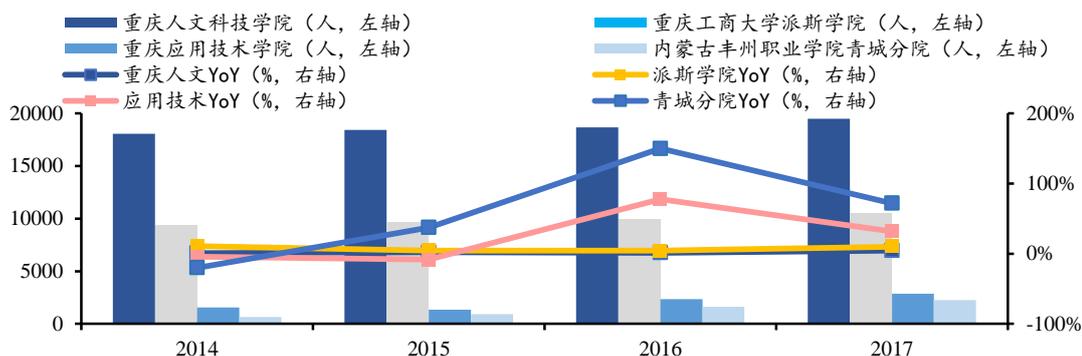
资料来源: 民生教育 2017 年年报、2018 年中报, 民生证券研究院

### 3. 成长性分析

#### (1) 内生生长: 数量与学额双重上涨

内生增长稳健, 规模化效应显现。公司在校学生人数截止在 2017 年末总计为 41120 人, 同比增长 26%。主要是于 12 月并入了重庆电信职业学院的 5948 名学生。在不考虑新并表学校的影响下, 公司原先运营四所高校的在校学生数量于 2017 年底总计约 35172 人, 同比增长 7.6%。该四校近 5 年内年均增长率为 3.62%, 其中在校学生数量相对较少的重庆应用技术职业学院和内蒙丰州职业技术学院增速相对较快, 在 17/18 学年的增速分别为 20.8%和 43.8%。

图 130: 2014-2017 民生教育旗下四所高校在校人数及增长率



资料来源: 民生教育 2017 年年报, 民生证券研究院

公司学费逐渐上涨, 年均上调 1000 元。公司旗下学校 2016/2017 学年, 本科学费在 11000-18000 元/学年, 大专课程在 6500-12000 元/学年, 预科课程在 10000-14000 元/学年。相较 2015/2016 学年, 均有部分上调。公司通常 2-3 年会提高部分专业的学费情况。针对 2017 年刚收购的安徽文达信息工程学院, 预计交易完成后, 将学费调升至与其他本科学院收费类似。

表 44: 民生教育各校课程收费情况

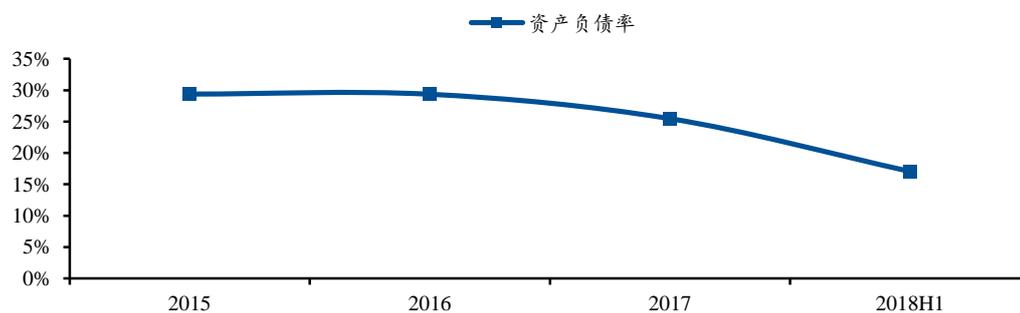
	14/15	15/16	16/17	17/18
<b>重庆人文科技学院</b>				
普通本科	13000-19000	13000-20000	14000-18000	15000-18000
普通专科	10000	10000	11000	12000
预科课程	9500-13500	9500-13500	10000-14000	15000
<b>重庆大学派斯学院</b>				
普通本科	12500-14000	12500-15000	13500-15000	15000-16000
普通专科	10000	10000-11000	11000	12000
<b>重庆应用技术职业学院</b>				
普通专科	7500-10000	7500-9800	8000-8800	9000-9800
<b>内蒙古丰州职业学院 (青城分院)</b>				
普通专科	6000-6300	6500-7000	6500-7000	6500-7000
3+2 项目	2500	2500	4500	4500

资料来源: 民生教育 2017 年年报, 民生证券研究院

## (2) 外延升长: 资本负债率低, 与政府合作扩张版图

现金充足, 资本负债率低, 外延并购准备充分。自赴港上市完成后, 公司在手现金充足, 2018H1 资本负债率仅为 17.06%, 杠杆空间相对较大。未来公司将继续实行外延扩张政策, 将重点关注提供本科学历教育的高等学校, 或具有优势专业的专科学校, 并将继续关注高中及海外市场, 构建自高中到大学覆盖海内外的全局校园网。

图 131: 2015-2018H1 民生教育资本负债率 (%)



资料来源: 民生教育 2017 年年报、2018 年中报, 民生证券研究院

**与当地政府合作, 共建学校扩张版图。**公司通过和乐陵政府合作建立乐陵民生职业中等学校和民生乐陵高中 2 所学校, 并于 2018 年 9 月开始第一批新生入学。通过与政府合作办学, 获得政府划拨的教育用地, 达到合作双赢。

表 45: 民生教育合作办学学校情况

学校	类型	建校时间	预计开学时间	投资金额 (亿元)	目标学生容量	占地面积 (万平方米)
乐陵民生职业中等学校	中专	2016.09	2018.09	2.34	6000	10
民生乐陵高中	高中	2018.02	2018.09	2	3000	13.3

资料来源: 民生教育 2018 年年报, 民生证券研究院

#### 4. 竞争力: 学生就业率高, 打通高中资源, 发挥协同作用

以市场化为导向设置专业, 重视校企合作, 实现高就业率。公司通过优化各学校优势学科, 建立办学特色, 竖立公司品牌。如重庆人文科技学院的计算机科学与技术专业, 通过和西南大学联合培养计算机工程硕士。而在校企合作方面, 旗下学校与中兴、惠普、CISCO 等知名跨国企业建立长期合作关系, 为学生实训提供条件。因此, 近三年来, 公司旗下学校毕业生平均就业率超过 90%。公司于 2018 年通过自建和收购的方式将办学版图延伸至高中学历市场。目前高教市场的竞争主要集中在学额和生源的获得上, 通过运营高中业务, 我们认为有望为公司旗下高校储备生源并发挥协调作用。

表 46: 民生教育旗下学校优势学科

学校名称	专业数量	优势学科
重庆人文科技学院	35	新闻学、汉语言文学、旅游管理、酒店管理、人力资源管理、计算机、软件工程、汽车服务工程等
重庆工商大学派斯学院	25	会计学、金融学、投资学、税收学、金融工程、工商管理、市场营销、审计学、财务管理、房地产开发与管理
重庆应用技术职业学院	18	旅游管理、酒店管理、财务管理、会计、电子商务、汽车电子技术、汽车营销与服务、汽车检测与维修服务等
内蒙古丰州职业学院 (青城分院)	14	会计、设计、学前教育、护理、建筑工程技术、计算机应用技术、道路桥梁工程
重庆电信职业学院	24	电子信息、通信技术、软件工程、计算机网络技术、系统维护、电信服务管理、微电子、工业机器人技术、汽车电子技术
云南大学滇池学院	50	经济、法律、教育、文学、理学等学科

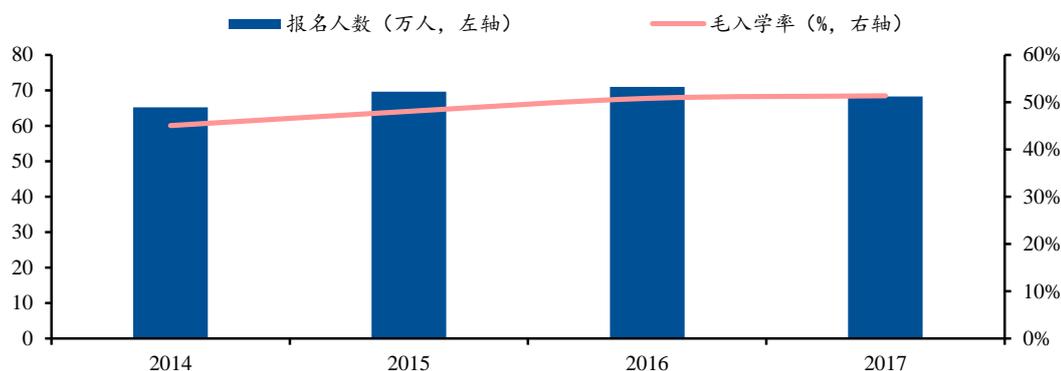
资料来源: 各学校网站, 民生证券研究院

图 132: 2014-2017 民生教育平均毕业生就业率



资料来源: 民生教育 2018 年年报, 教育部网站, 民生证券研究院

图 133：2014-2017 山东省高考报名人数和高等教育毛入学率

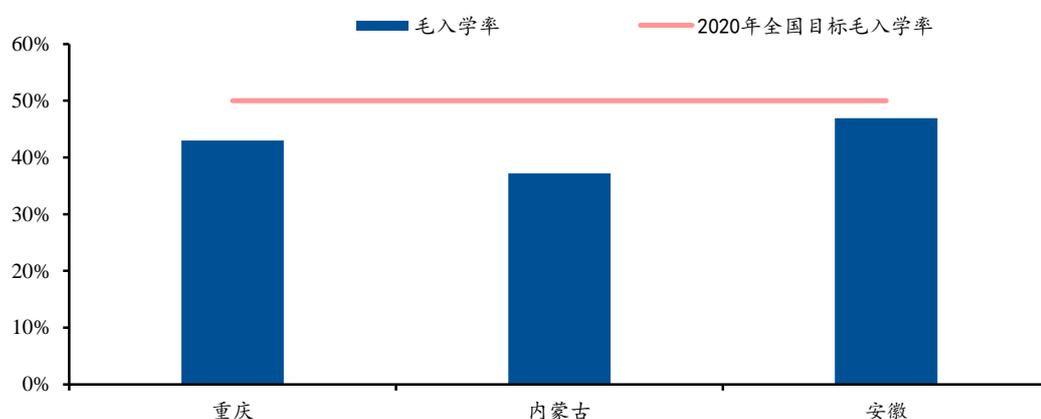


资料来源：wind，民生证券研究院

### 5. 学校所在地情况：多属于低毛入学率区域，学额上涨空间大

地区经济发展迅速，未来民办学校学额上升空间大。公司运营高校主要位于重庆（4 所），并分别有一所专科学校位于内蒙古和安徽。除安徽高等教育毛入学率高于全国平均之外，重庆与内蒙古毛入学率均低于全国均值，未来有较大的上升空间。而安徽因近年来经济的快速发展，临近长三角的优越地理位置，对应用型人才的渴望和徽商重视教育的风俗，导致对人才需求的持续增加。

图 134：重庆，内蒙，安徽 16 年毛入学率与 20 年间的差距



资料来源：各省市教育厅网站，民生证券研究院

## 五、风险提示

行业政策变动；外延布局不及预期。

## 插图目录

图 1: 我国教育学历体系 .....	7
图 2: 2017 年民办教育行业学生在校规模结构 .....	7
图 3: 2012-2017 年民办 K12 学校数量变化 .....	8
图 4: 2013-2017 年民办中小学学生人数变化 .....	8
图 5: 2011-2021 年我国民办中小学的市场规模 .....	9
图 6: 2007-2017 年民办高等院校数量变化 .....	9
图 7: 2011-2017 年中国民办高教机构在读人数 .....	10
图 8: 2011-2021E 中国民办高等教育行业总收入 .....	10
图 9: 1978-2017 年我国高等教育在学人数和毛入学率变化 .....	12
图 10: 2017 年部分省份的高等教育毛入学率 (%) .....	12
图 11: 2017 年部分省份本科录取率与高校入学率 .....	12
图 12: 我国 985, 211 学校分布 .....	12
图 13: 2016 年安徽大学收入来源占比 .....	13
图 14: 2015 年国家高等教育总经费来源占比 .....	13
图 15: 2011-2016 年民办高校占比情况 .....	14
图 16: 2011-2016 我国高校招生结构 .....	14
图 17: 2011-2016 年我国民办本科招生占比情况 .....	14
图 18: 2008-2018 年民办高校独立学院与非独立学院数量 .....	16
图 19: 高校横向对比五维度 .....	18
图 20: 2018 年 H1 各集团账面资金储备情况 .....	20
图 21: 2018 年 H1 各集团获政府补助情况 .....	20
图 22: 2018 年中报各高教集团所得税对比 .....	23
图 23: 新华教育股权关系图 .....	25
图 24: 2014-2018 H1 新华教育营业收入及同比 .....	27
图 25: 2014-2018 H1 新华教育净利润及同比 .....	27
图 26: 2014-2017 新华教育主营收入占比 .....	27
图 27: 2014-2017 新华学院和新华学校收入占比 .....	27
图 28: 2014-2017 新华教育主营业务成本占比 .....	28
图 29: 2014-2017 新华教育三费变化情况 .....	28
图 30: 2014-2017 新华教育毛利率变化 .....	28
图 31: 2014-2017 新华教育政府补助情况 (万元) .....	29
图 32: 2014-2017 新华教育其他收益来源占比情况 (万元) .....	29
图 33: 2014-2018 新华教育在校学生人数 .....	30
图 34: 2014-2018 新华学校/学院利用率 .....	30
图 35: 2014-2017 新华教育账上现金情况 .....	30
图 36: 2015-2017 新华教育短期负债和资本负债率情况 .....	30
图 37: 2015-2017 新华学院和新华学校毕业生就业率 .....	32
图 38: 新华教育表外优质职业教育资源 .....	32
图 39: 2011-2017 安徽省高等教育毛入学率 .....	32
图 40: 2012-2018 安徽省高考报名人数 .....	32
图 41: 2012-2017 安徽 GDP 增速 .....	33
图 42: 2012-2017 安徽 GDP 和 GDP 增速排名 .....	33
图 43: 中教控股股权架构 .....	34
图 44: 2015-2018 H1 中教控股营业收入及同比 .....	37
图 45: 2015-2018 H1 中教控股净利润及同比 .....	37
图 46: 2015-2018 H1 中教控股营业成本 .....	38

图 47: 2015-2018 H1 中教控股三费变化.....	38
图 48: 2015-2018 H1 中教控股毛利率、净利率.....	39
图 49: 2015-2018 H1 中教控股 ROIC (年化)、ROE (摊薄).....	39
图 50: 2014-2018 中教控股平均学费增长率.....	40
图 51: 2013-2018 江西科技学院各科人数比例.....	40
图 52: 2014-2017 江西科技学院在校生, 毕业生, 招生数 (人).....	40
图 53: 2013-2018 广东白云学院各科学生比例.....	41
图 54: 2013-2018 白云技师学院各科学生比例.....	41
图 55: 江西科技学院在校, 住宿, 可容纳人数和利用率.....	41
图 56: 广东白云学院在校, 住宿, 可容纳人数和利用率.....	41
图 57: 广东白云学院新校区规划设计图.....	42
图 58: 2015-2018 H1 中教控股现金及等价物情况.....	42
图 59: 2015-2018 H1 中教控股资产负债率与短期负债变化.....	42
图 60: 中教控股并购后学校网络.....	43
图 61: 2017 年中教控股旗下各学校及中国高等教育毕业生平均初次就业率.....	43
图 62: 2017 广东, 江西, 陕西, 河南成人高等教育在校人数.....	44
图 63: 广东, 江西, 陕西, 河南公办高校资源情况.....	44
图 64: 2017 内陆各省市人均可支配收入及 2014-2017CAGR 情况.....	45
图 65: 2017 高等毛入学率情况及目标 (2020 年为十三五规划目标).....	45
图 66: 新高教学校分布.....	46
图 67: 新高教股权结构.....	47
图 68: 2014-2017 新高教营业收入及同比.....	50
图 69: 2014-2017 新高教净利润及同比.....	50
图 70: 2014-2017 云南学校和贵州学校营业收入 (百万元).....	50
图 71: 2014-2017 新高教学费及住宿费 (百万元).....	50
图 72: 2014-2017 新高教毛利率和净利率变化情况 (%).....	51
图 73: 2016-2017 新高教利润及利润率情况.....	51
图 74: 2014-2017 新高教销售费率及管理费率变化情况 (%).....	51
图 75: 2014-2017 新高教营业成本及营收占比.....	51
图 76: 2014-2017 新高教净资产及总资产规模 (百万元).....	52
图 77: 2014-2017 新高教 ROA 及 ROE (%).....	52
图 78: 2015-2017 新高教计息总债务 (百万元).....	52
图 79: 2014-2017 新高教总债务/净资产及净债务/净资产 (%).....	52
图 80: 2014-2017 新高教现金及现金等价物 (百万元).....	52
图 81: 2014-2017 新高教经营净现金流量 (百万元).....	52
图 82: 2013-2018 新高教在校生人数及招生情况.....	53
图 83: 2016-2018 新高教旗下学校平均学费 (元/人).....	54
图 84: 2016-2018 新高教旗下学校平均住宿费 (元/人).....	54
图 85: 2014-2017 新高教负债情况.....	54
图 86: 中国主要地区高等教育入学率 (%).....	55
图 87: 2014-2017 新高教及中国毕业生就业率 (%).....	55
图 88: 2014-2017 新高教旗下学校毕业生就业率 (%).....	55
图 89: 2014-2017 云南工商学院本省录取线.....	56
图 90: 2014-2017 贵州工商职业学院本省录取线.....	56
图 91: 云南工商学院教师情况 (%).....	56
图 92: 贵州工商职业学院教师情况 (%).....	56
图 93: 新高教旗下学校所在省份毛入学率 (%).....	57
图 94: 希望教育股权结构.....	58

图 95: 2015-2018 H1 希望教育营业收入及同比 .....	61
图 96: 2015-2018 H1 希望教育净利润及同比 .....	61
图 97: 2015-2018 H1 希望教育毛利率和净利率 (%) .....	61
图 98: 2015-2018 H1 希望教育销售费率和管理费率 (%) .....	61
图 99: 2015-2018 H1 希望教育资本负债率 (%) .....	62
图 100: 2015-2018 H1 希望教育现金及现金等价物 (百万元) .....	62
图 101: 2014-2018 希望教育学生人数变化 .....	63
图 102: 2014-2018 希望教育学费变化 (元/人) .....	63
图 103: 2015-2018 H1 希望教育计息总债务 .....	63
图 104: 2015-2018 H1 希望教育计息支出 .....	63
图 105: 2017 希望教育旗下各学校毕业生就业率 (%) .....	64
图 106: 2017 希望教育学校所在省份高等教育毛入学率 (%) .....	65
图 107: 2015-17 希望教育学校所在省份高考报名人数 (万人) .....	65
图 108: 中国春来股权结构 .....	66
图 109: 2015-2018 中国春来营业收入及同比 .....	68
图 110: 2015-2018 中国春来净利润及同比 .....	68
图 111: 2017-2018 中国春来三费支出 (万元) .....	68
图 112: 2015-2018 中国春来主营业务成本 .....	68
图 113: 2015-2018 中国春来毛利率和净利率 (%) .....	69
图 114: 2015-2018 中国春来资本负债率 (%) .....	69
图 115: 2015-2018 中国春来现金及现金等价物 (百万元) .....	69
图 116: 2014-2018 中国春来各校在校人数比较 (人) .....	70
图 117: 2014-2018 中国春来各校平均学费比较 (元/人) .....	70
图 118: 2014-2018 中国春来计息总债务 .....	70
图 119: 2014-2018 中国春来计息支出 .....	70
图 120: 2015-2018 年河南省高考报名人数和高等教育毛入学率 .....	71
图 121: 民生教育股权架构 .....	72
图 122: 2013-2018 H1 民生教育营业收入及同比 .....	74
图 123: 2013-2018 H1 民生教育净利润及同比 .....	74
图 124: 2013-2018 H1 民生教育营业成本及同比 .....	75
图 125: 2013-2018 H1 民生教育人工成本, 折旧摊销及占比 .....	75
图 126: 2015-2018 H1 民生教育销售费用率, 管理费用率 .....	75
图 127: 2017 港股教育公司管理费用率和销售费用率 .....	75
图 128: 2015-2018 H1 民生教育现金及其等价物 .....	76
图 129: 2015-2018 H1 民生教育净资产收益率和总资产收益率 .....	76
图 130: 2014-2017 民生教育旗下四所高校在校人数及增长率 .....	76
图 131: 2015-2018H1 民生教育资本负债率 (%) .....	77
图 132: 2014-2017 民生教育平均毕业生就业率 .....	78
图 133: 2014-2017 山东省高考报名人数和高等教育毛入学率 .....	79
图 134: 重庆, 内蒙, 安徽 16 年毛入学率与 20 年间的差距 .....	79

## 表格目录

表 1: 港股高校公司估值等情况.....	5
表 2: 2018 年下半年中国民办教育行业部分政策汇总.....	6
表 3: K12 民办上市公司与民办高校类上市公司 PE.....	10
表 4: 2018 年中报各教育板块财务指标对比.....	11
表 5: 2010-2015 年我国各类投入占高等教育年增长率 (%).....	13
表 6: 2018 年 H1 港交所民办高校集团的毛利率和净利率.....	13
表 7: 民促法发展历史汇总.....	15
表 8: 各地具体民促法实施细则.....	16
表 9: 港交所上市的各高校教育集团学校数量 (数据更新到 2018 财年中报).....	19
表 10: 各教育集团创始人背景.....	19
表 11: 各教育集团对管理层的激励措施.....	20
表 12: 2018 年学生人数与师生比.....	21
表 13: 2015-至今各集团公告的并购学校数量 (所).....	21
表 14: 2017 年各集团学费对比.....	22
表 15: 2017 年各集团员工薪资对比.....	22
表 16: 2018 年中报各集团财务信息对比.....	23
表 17: 新华教育发展历程.....	24
表 18: 新华教育管理层信息.....	25
表 19: 新华教育旗下学校对比信息.....	26
表 20: 2017 新华学院部分省份录取情况.....	31
表 21: 新华学院和新华学校课程设置.....	31
表 22: 中教控股发展历程.....	33
表 23: 中教控股管理层人员介绍.....	34
表 24: 中教控股激励计划购股权变动.....	35
表 25: 中教控股旗下学校信息.....	36
表 26: 2014-218 中教控股旗下学校学费标准.....	39
表 27: 民办高校竞争力排名 (江西科技学院排名第一).....	44
表 28: 新高教发展历程.....	46
表 29: 新高教管理层信息.....	47
表 30: 新高教购股权计划.....	48
表 31: 新高教旗下学校分析.....	49
表 32: 云南工商学院对外交流项目.....	56
表 33: 2017 年新高教专职教师招聘计划.....	57
表 34: 希望教育发展历程.....	58
表 35: 希望教育管理层信息.....	59
表 36: 希望教育股权激励情况.....	59
表 37: 希望教育收购学校的在读学生增长情况.....	64
表 38: 希望教育旗下各学校特色专业.....	64
表 39: 中国春来发展历程.....	65
表 40: 中国春来管理层信息.....	66
表 41: 中国春来股权激励情况.....	67
表 42: 民生教育管理层人员介绍.....	72
表 43: 民生教育激励计划购股权变动.....	73
表 44: 民生教育各校课程收费情况.....	77
表 45: 民生教育合作办学学校情况.....	78
表 46: 民生教育旗下学校优势学科.....	78

## 分析师简介

钟奇，民生研究院院长，范德比尔特大学金融数学博士后，约翰霍普金斯大学博士，复旦大学学士，上海期货交易所博士后导师。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 17 层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道 1239 号世纪大都会 1201A-C 单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。