

教育

民办高教 FY21 年报总结：稳健增长延续，政策趋向明朗

业绩概览：稳健增长延续，成长性及确定性成分体现。 FY2021，6 家民办高教公司收入及业绩持续增长，宇华教育、新高教集团取得 11%-16% 的收入内生增长，利润端同增 31-38%；其他四家公司在内生+外延逻辑下取得收入端 38%-56%、利润端 32%-57% 的高速同比增长。各民办高教公司近 5 年利润端 CAGR 在 27%-38%，近 3 个财年 ROE 普遍稳中有升，成长性及确定性得到了充分体现。

积极布局职业本科，分类登记有望推进。 职教鼓励政策下，职业本科可以带来 50 万以上的增量学额。目前，各民办高教公司已开始通过现有/自建专科学校升格成为职业本科、现有本科学校开设职业本科专业等方式积极布局职业本科相关业务。营利性/非营利性民办学校分类登记方面，当前上海市已完成民办学校分类登记工作，全国 17 地区要求 2022 年完成，分类登记有望加速推进。选择营利性学校后，民办高教公司面临政策风险有望进一步解除，且根据政策要求有望享受优惠税率、土地出让金可按 50 年分摊，对公司利润端影响有限。

内生维度量价双升，集团化办学优势突显。 近 3 个学年各民办高教公司在校人数复合增速在 11.1%-51.2%。2021-22 新学年有 6 家公司披露最新在校人数，增速在 14.4%-40.3%。学费方面，市场化定价驱使下，民办高校整体平均学费年均 5%-8% 的增速可维持，量价双升可带来 20%+ 的收入增长。集团化办学成本费用管控严格，叠加独立学院转设，民办高教公司盈利能力稳步提升。此外，高教集团通过布局新一代信息技术、新能源、大健康等国家重点发展、用人需求较强的新兴产业，有利于更好地扩大学校招生，并且在就业端为学校和公司带来更好的品牌口碑。

外延维度并购事件短期放缓，长期仍为重要的拓展方式。 一二级市场估值倒挂导致 2021 年民办高教行业外延并购放缓，2022 年 1-11 月各上市公司外延并购仅 6 起。相对不利的市场环境下，部分上市公司（如东软教育、中国科培）通过轻资产管理输出模式实现业务扩张。长期来看，截至 2021 年 9 月 30 日，我国拥有 758 所民办学校（346 所专科+163 所独立学院+249 所本科），外延并购空间仍充足，依旧是扩大办学规模的重要方式。

投资建议：政策趋向明朗，民办高教公司基本面具备高成长性+确定性，把握低估值投资机会。 当前民办高教估值板块处于历史地位，但行业政策以及公司基本面已趋向明朗。政策对民办高教的鼓励导向已明确，且 2022 年分类登记有望加速推进，行业不确定性有望进一步解除。基本面，各民办高教公司 2021-22 学年量价双增的发展逻辑延续。我们推荐办学实力优异、内生长空间大、资金和融资实力强的民办高教公司，重点推荐**中教控股、希望教育、宇华教育、新高教集团、中国科培、东软教育、中汇集团**。

风险提示：行业政策风险；并购/自建进度不达预期；公司业绩低于预期。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 孟鑫

执业证书编号：S0680520090003

邮箱：mengxin@gszq.com

研究助理 李宣霖

邮箱：lixuanlin@gszq.com

相关研究

- 《教育：政策导向明晰，高教/职教前途明朗》 2021-11-18
- 《教育：政策分析：职教再出政策利好，首推民办高教板块》 2021-10-13
- 《教育：“双减”地方政策落实及头部 K12 课培机构转型梳理》 2021-08-27

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
00839.HK	中教控股	买入	0.27	0.60	0.75	0.86	40.0	17.5	14.2	12.3
01765.HK	希望教育	买入	0.01	0.08	0.13	0.16	83.8	16.5	9.8	7.9
06169.HK	宇华教育	买入	0.06	0.23	0.43	0.49	45.6	11.3	6.0	5.3
02001.HK	新高教集团	买入	0.11	0.36	0.44	0.51	23.8	7.3	6.0	5.1
01890.HK	中国科培	买入	0.28	0.14	0.41	0.49	10.5	21.8	7.3	6.0
00382.HK	中汇集团	买入	0.27	0.39	0.51	0.66	14.0	9.8	7.4	5.7

资料来源：Wind，国盛证券研究所

内容目录

业绩概览：稳健增长延续，成长性及确定性成分体现.....	3
政策：积极布局职业本科，分类登记有望推进.....	4
职业本科：升格/自建/增设专业并行，争取分享行业红利.....	4
分类登记：2022年有望加速推进，行业政策有望进一步明晰.....	7
内生：量价双升，集团化办学优势突显.....	10
外延：并购事件短期放缓，长期仍为重要的拓展方式.....	14
投资建议.....	15
风险提示.....	16
附录：民办高教公司历次业绩发布后市场行情.....	16

图表目录

图表 1: 民办高教公司 FY2021 收入及业绩增长情况 (单位: 百万元; %)	3
图表 2: 民办高教公司 FY2021 财务数据	3
图表 3: 民办高教公司 ROE (单位: %)	4
图表 4: 我国专科学校和职业本科学校的建设标准	5
图表 5: 民办高教公司旗下专科学校情况	6
图表 6: 民办高教公司旗下带专科招生的本科学校情况	7
图表 7: 全国各省 (自治区、直辖市) 对民办学校分类登记过渡期的描述	8
图表 8: 上海市 6 所营利性民办高校	9
图表 9: 2019-2021 年新设民办学校名单	9
图表 10: 民办高教公司 FY2016-FY2021 有效税率 (单位: %)	10
图表 11: 民办高教公司在校生人数增长情况 (单位: 万人; %)	11
图表 12: 民办高教集团旗下各本科学校 2021/2022 学年学费情况	11
图表 13: 民办高教公司毛利率 (单位: %)	12
图表 14: 民办高教公司管理费用率 (单位: %)	12
图表 15: 民办高教公司经调整净利率 (单位: %)	13
图表 16: 各民办高教公司旗下独立学院转设情况	13
图表 17: FY2021 民办高教公司重点学科布局	14
图表 18: 2021 年高教公司收购案例总结 (单位: 亿元, 截至 2021 年 11 月)	14
图表 19: 我国民办学校数量 (单位: 所)	15
图表 20: 覆盖教育公司盈利预测和估值	15
图表 21: 中教控股历次财报后市场行情	16
图表 22: 希望教育历次财报后市场行情	17
图表 23: 宇华教育历次财报后市场行情	17
图表 24: 新高教集团历次财报后市场行情	18
图表 25: 中国科培历次财报后市场行情	18
图表 26: 中汇集团历次财报后市场行情	18

近日，中教控股、希望教育、宇华教育等 6 家港股高教公司发布 FY2021 年报，整体收入业绩延续稳健增长，内外双驱的增长逻辑得到进一步验证。本篇报告我们对港股高教公司 FY2021 业绩表现进行总结。

业绩概览：稳健增长延续，成长性及确定性成分体现

内生外延双轮驱动，FY2021 民办高教公司业绩延续高增长趋势。FY2021（2020 年 9 月 1 日至 2021 年 8 月 31 日），6 家民办高教公司收入及业绩持续增长，具体而言：（1）中教控股、希望教育、中国科培及中汇集团在该财年内具备内生增长+外延并购的增长逻辑，取得收入端 38%-56% 的增长，利润端 32%-57% 的高速增长；（2）宇华教育、新高教集团 FY2021 由内生增长驱动，收入同增 11%-16%，利润端受并购旗下学校少数股权带动同增 31-38%。

图表 1：民办高教公司 FY2021 收入及业绩增长情况（单位：百万元；%）

	FY2020（单位：百万元）		FY2021（单位：百万元）		YoY（%）		2016-21 CAGR（%）	
	营业收入	经调整净利	营业收入	经调整净利	营业收入	经调整净利	营业收入	经调整净利
中教控股	3682.44	1546.38	2678.09	984.13	37.5%	57.1%	33.7%	30.2%
宇华教育	2031.67	1040.72	2258.58	1434.68	11.2%	37.9%	23.7%	34.8%
希望教育	1568.12	575.78	2324.27	866.36	48.2%	50.5%	30.5%	28.3%
新高教集团	1292.40	432.70	1497.50	567.89	15.9%	31.2%	34.4%	38.4%
中国科培	773.85	499.48	1119.63	657.55	44.7%	31.6%	26.2%	27.0%
中汇集团	1251.64	459.66	800.09	309.07	56.4%	48.7%	16.9%	28.0%

资料来源：公司财报，国盛证券研究所

从资产负债角度来看，民办高教作为重资本投入行业，在通过并购方式进行业务拓展的过程中对资金需求较高，故而存在较多的银行借款、可转债等负债项目。此外，合约负债（主要是为确认为收入的预收学费）同样是负债端主要项目。因此，各民办高教公司资产负债率在 50% 以上。现金流方面，根据民办高教公司的运营特点，8 月 31 日（财年截止日）为各公司现金水平较低的阶段，伴随 9-10 月新学年学费及住宿费陆续收齐，公司的现金水平将进入全年较高的水平。从负债结构来看，在民办高教公司的银行借款中，中教控股、宇华教育、新高教集团和中汇集团的短期借款占比均低于 25%，资金水平仍较为充足。

图表 2：民办高教公司 FY2021 财务数据

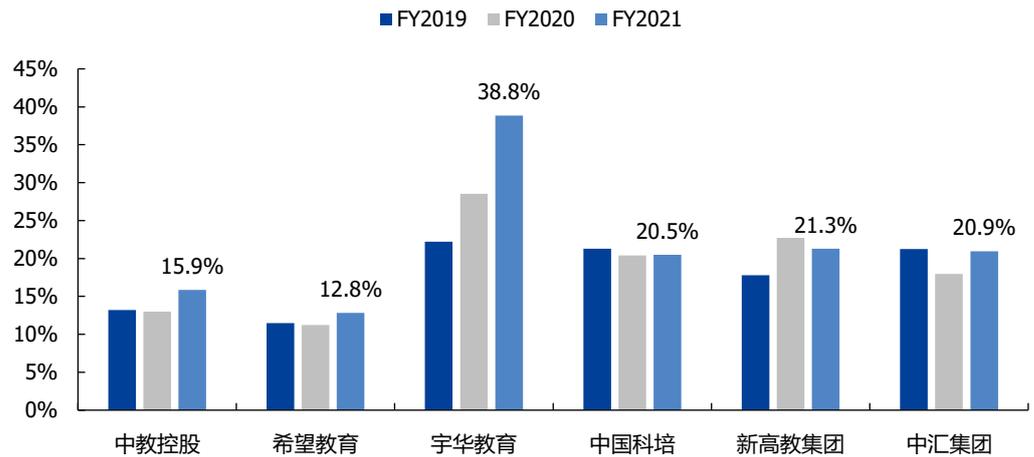
	现金 (百万元)	银行借款 (百万元)	短期借款 (百万元)	资产负债率 (%)	融资费用率 (%)	ROE (%)
中教控股	5048.4	6091.2	1473.1	56.0%	4.4%	15.9%
宇华教育	1806.4	850.35	210.4	57.6%	3.2%	34.0%
希望教育	4814.4	3110.5	2140.4	60.7%	12.8%	12.8%
新高教集团	1180.0	2362.9	568.3	59.8%	9.5%	21.3%
中国科培	1228.7	1456.1	810.8	52.0%	4.4%	20.5%
中汇集团	795.3	1344.1	281.8	50.6%	1.5%	21.0%

资料来源：公司财报、Wind，国盛证券研究所 注：1) ROE 采用经调整净利润计算；2) 中国科培由于变更财年截止日，ROE 采用截至 2021 年 8 月 31 日年度模拟报表测算

从中长期维度来看，民办高教公司成长性及确定性得到了充分体现。各民办高教公司

2016-2021 财年营收复合增速在 17%-34%，利润端复合增速在 27%-38%。作为重资本投入行业，民办高教公司 ROE 普遍在 15%-21% 的水平。希望教育由于在 2019-2021 年完成 10 起并购，新并入学校的运营情况尚不成熟，因此 FY2021 ROE 为 12.8%，低于行业平均水平。与之形成对比的是宇华教育，旗下 3 所国内本科学校运营成熟度高（郑州工商学院/湖南涉外经济学院/山东英才学院分别创办于 2002 年/1998 年/1998 年），早期土地购置及建筑成本均较低，成熟期体现较强盈利能力，因此 FY2021 ROE 达到 34.0% 显著高于行业平均。近 3 个财年，民办高教公司 ROE 普遍稳中有升成长性 & 确定性得到了充分体现，我们认为其他质地较优的民办高校在达到运营成熟阶段，其 ROE 水平相较目前仍有提升空间。

图表 3: 民办高教公司 ROE (单位: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

政策: 积极布局职业本科, 分类登记有望推进

职业本科: 升格/自建/增设专业并行, 争取分享行业红利

2021 年 10 月 12 日, 中办、国办印发《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》, 延续对学历类职业教育的鼓励方向, 提出职业本科教育招生规模不低于高等职业教育招生规模的 10% 的具体目标。根据我们在 10 月 13 日发布的报告《政策分析: 职教再出政策利好, 首推民办高教板块》的测算, 可以带来 50 万以上的增量学额。目前, 政策发布接近 2 个月, 各民办高教公司已开始积极布局职业本科相关业务, 包括专科学校争取升格成为职业本科、自建专科学校争取升格职业本科、现有本科学校开设职业本科专业等方式

办学条件达标的专科学校可申报升格为职业本科, 从而提升办学层次、享受政策红利。2021 年 1 月, 教育部发布《本科层次职业学校设置标准(试行)》, 对职业本科院校的办学标准予以规定, 具体而言, 在办学规模、土地、师资等方面要求职业本科院校拥有 8000 人上的办学规模、占地面积不小于 800 亩、专任教师总数应满足生师比不高于 18:1、总建筑面积应不低于 24 万平方米等。职业本科办学标准相较专科而言有较大服务的提升。办学条件达标的优质专科学校可以向所在省份申报, 进入教育发展五年规划。如广东省人民政府 2021 年 9 月发布的《广东省教育发展“十四五”规划》中, 要求“全省中职学校数量 350 所左右, 高职院校 90 所左右, 建设若干所本科层次职业学校”。对于希望教育(旗下 11 所专科学校)、新高教集团(旗下 4 所专科学校)、中汇集团(旗下四川城市职业学院曾于 2016 年列入四川省十三五升本计划)而言, 旗下优质专科学校有望与十四五期间争取升格为职业本科。

图表4: 我国专科学校和职业本科学校的建设标准

	专科	职业本科
办学规模	新建高等职业学校应在4年内达到全日制在校生规模不少于2000人	8000人以上
专业设置	建校后首次招生专业数应在5个左右	有3个以上专业群,原则上每个专业群含3-5个专业
师资队伍	<p>(1)建校初期:具有大学本科以上学历的专任教师一般不能少于70人,其中副高级专业技术职务以上的专任教师人数不应低于本校专任教师总数的20%;</p> <p>(2)新建高等职业学校应在4年内达到大学本科以上学历的专任教师不少于100人,其中,具有副高级专业技术职务以上的专任教师人数不低于本校专任教师总数的25%</p> <p>(2)每个专业至少配备副高级专业技术职务以上的专任教师2人,中级专业技术职务以上的本专业的“双师型”专任教师2人;</p> <p>(3)每门主要专业技能课程至少配备相关专业中级技术职务以上的专任教师2人。</p>	<p>(1)专任教师总数应满足生师比不高于18:1的标准;</p> <p>(2)来自行业企业一线的兼职教师占比不低于专任教师总数的25%</p> <p>(3)承担专业课教学任务授课课时占学校专业课总课时的20%以上</p> <p>(4)专任教师总数不少于450人</p> <p>(5)硕士及以上学位的教师数占专任教师总数的比例应不低于50%</p> <p>(6)高级专业技术职务的专任教师人数一般应不低于专任教师总数的30%,其中具有正高级专业技术职务的专任教师应不少于30人</p> <p>(7)专任专业课教师中,具有三年以上企业工作经历,或近五年累计不低于6个月到企业或生产服务一线实践经历的“双师型”教师比例不低于50%</p> <p>(8)近五年内在岗教师(教师团队)获得国家级奖励或荣誉1项以上</p>
人才培养	<p>(1)实践教学课时一般应占教学计划总课时40%左右;</p> <p>(2)教学计划中规定的实验、实训课的开出率在90%以上</p>	<p>(1)实践性教学课时占总课时的50%以上,顶岗实习时间不少于6个月</p> <p>(2)有2个及以上实质性运行的产教融合、校企合作项目</p> <p>(3)在近两届教学成果奖评选中获得过国家级二等奖以上或省级最高奖奖励</p>
科研与社会服务	/	<p>(1)近五年累计立项厅级及以上科研项目20项以上</p> <p>(2)近5年横向技术服务与培训年均到账经费1000万元以上(文科专业为主的学校500万元以上)</p> <p>(3)近5年年均非学历培训人次不低于全日制在校生数的2倍</p>
基础设施-土地	校园占地面积一般应在150亩左右	校园占地面积应不低于800亩,生均占地面积应不低于60平方米
基础设施-建筑面积	新建高等职业学校应在4年内达到校舍建筑面积不低于6万平方米 生均教学、实验、行政用房建筑面积不得低于20平方米;	学校设置时总建筑面积应不低于24万平方米,生均校舍建筑面积应不低于30平方米 生均教学科研行政用房面积,综合、理工、农林、医药和师范类院校应不低于20平方米,文科类院校应不低于15平方米; 体育、艺术类院校应不低于30平方米
基础设施-仪器设备	适用的教学仪器设备的总值,在建校初期不能少于600万元;新建高等职业学校应在4年内达到与专业设置相适应的教学仪器设备的总值不少于1000万元	生均教学科研仪器设备值,综合、理工、农林、医药和师范类院校应不低于10000元,文科类院校应不低于7000元,体育、艺术类院校应不低于8000元
基础设施-图书	适用图书不能少于8万册 新建高等职业学校应在4年内达到适用图书不少于15万册	生均图书不低于100册,可包括电子图书。

资料来源:教育部、国盛证券研究所 注:1)专科设置标准参考自教育部2000年发布的《高等职业学校设置标准(暂行)》;职业本科设置标准参考自教育部2021年发布的《本科层次职业学校设置标准(试行)》

图表5: 民办高教公司旗下专科学校情况

公司名称	学校名称	土地面积	在校生人数	专业建设	备注
中教控股	广州松田职业学院	540 亩	/	7 个教学单位, 近 30 个专科专业	该校正筹划升格为本科
希望教育	四川天一学院	1231 亩	1.32 万人 (2021-22)	43 个专业	该校正筹划升格为本科
希望教育	四川希望汽车职业学院	377 亩	/	20 个专业	/
希望教育	四川文化传媒职业学院	450 余亩	1.78 万人 (2021-22)	43 个专业	/
希望教育	贵州应用技术职业学院	600 余亩	/	20 余个专业	/
希望教育	四川托普信息技术职业学院	606 亩	1.59 万人 (2021-22)	32 个专业	/
希望教育	鹤壁汽车工程职业学院	1000 亩	0.72 万人 (2021-22)	46 个专业	/
希望教育	苏州托普信息技术职业学院	310 亩	1.06 万人 (2021-22)	34 个专业	/
希望教育	南昌影视传播职业学院	300 余亩	0.37 万人 (2021-22)	25 个专业	/
希望教育	金肯职业技术学院	755 亩	/	30 余个专业	/
希望教育	白银希望职业技术学院	650 亩	/	5 个专业	/
希望教育	邢台应用技术职业学院	500 余亩	/	5 个专业	/
新高教集团	贵州工商职业学院	近 1000 亩	1.93 万人 (2020-21)	30 余个专业	/
新高教集团	洛阳科技职业学院	2200 余亩	2.78 万人 (2020-21)	47 个专业	该校正筹划升格为本科
新高教集团	广西英华国际职业学院	1000 亩	1.34 万人 (2020-21)	31 个专业	/
新高教集团	郑州城市职业学院	800 余亩	约 1.48 万人 (2021-22)	40 余个专业	/
中汇集团	广州华商职业学院	2000 余亩	1.33 万人 (2020-21)	32 个专业	/
中汇集团	四川城市职业学院	1000 余亩	1.42 万人 (2020-21)	60 多个专业	该校正筹划升格为本科

资料来源: 公司公告、各院校官网, 国盛证券研究所

对于应用型本科而言, 可通过增设职业本科专业扩大招生。《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》中提到“鼓励应用型本科学校开展职业本科教育”。由于应用型本科具备高于职业本科的办学层次, 可以通过增设职业本科专业的方式, 使学校的师资、实训设施配备、产教融合等方面的优势得到更加充分的利用, 获得增量学额扩大招生, 从而享受到本科职业本科政策红利。

图表6: 民办高教公司旗下带专科招生的本科学校情况

公司	学校	本专科分布
中教控股	江西科技学院	2021年招生普通本科专业39个, 普通专科专业35个
中教控股	烟台科技学院	2021年招生普通本科专业25个, 普通专科专业14个
中教控股	海口经济学院	2021年招生普通本科专业62个, 普通专科专业54个
希望教育	西南交通大学希望学院	2021年招生普通本科专业22个, 普通专科专业7个
希望教育	南昌大学共青学院	2021年招生普通本科专业19个, 普通专科专业12个
宇华教育	郑州工商学院	2021年招生普通本科专业49个, 普通专科专业9个
宇华教育	湖南涉外经济学院	2021年招生普通本科专业46个, 普通专科专业8个
宇华教育	山东英才学院	2021年招生普通本科专业30个, 普通专科专业35个
新高教集团	云南工商学院	2021年招生普通本科专业31个, 普通专科专业28个
新高教集团	湖北恩施学院	2021年招生普通本科专业29个, 普通专科专业14个
中国科培	广东理工学院	2021年招生普通本科专业49个, 普通专科专业38个

资料来源: 公司财报、学校官网, 国盛证券研究所

新建专科学校, 争取升格为职业本科。除前文所述两种方式外, 民办高教公司亦可通过新建专科学校、运营成熟后升格为职业本科的方式享受政策红利。但是, 《本科层次职业学校设置标准(试行)》中存在职业本科学校应“近5年年均非学历培训人次不低于全日制在校生数的2倍”、“近5年横向技术服务与培训年均到账经费1000万元以上”、“近5年累计立项厅级及以上科研项目20项以上”等要求, 因此采用自建方式新建的专科学校, 或需运营成熟后方可获得升格成为职业本科的资格, 筹划周期较长。当前, 宇华教育通过于2021年10月配售融资9.22亿港元, 拟将位于郑州、焦作和漯河的3所K12学校转型成为专科学校, 并计划按职业本科标准筹划, 以求升格为职业本科。

分类登记: 2022年有望加速推进, 行业政策有望进一步明晰

各省选择营利性/非营利性分类登记临近, 17地区要求2022年完成分类登记。2016年《民办教育促进法》明确对民办学校实行营利性/非营利性管理, 同年国务院出台《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》, 分类登记过渡期授权各省决定。根据各省《实施意见》, 除辽宁、甘肃、天津、青海、广东、贵州6个地区外, 其余25个省(自治区、直辖市)均已明确设置过渡期, 其中17个地区明确规定在2022年底之前完成分类登记工作。

图表7: 全国各省(自治区、直辖市)对民办学校分类登记过渡期的描述

地区	分类登记过渡期描述
北京	实施高等学历教育的学校,原则上应在 2021年9月1日 前向审批机关提交关于学校法人性质选择的书面申请。
上海	2016年11月7日前设立的登记为民办非企业单位法人的现有学校,其举办者可自主选择举办非营利性民办学校或者营利性民办学校,并在 2018年12月31日 前向主管部门提交关于学校办学属性选择的书面材料,未按期提交材料的不得转设为营利性民办学校
重庆	现有民办学校应在 2022年9月1日 之前选择登记为营利性或者非营利性民办学校。
内蒙古	对2016年11月7日前经批准设立的民办学校,除实施义务教育的民办学校以外,可在 2023年8月31日 前自愿做出非营利性或营利性选择。
广西	所有在办法施行之前(即2018年10月10日)设立的民办学校在 2022年12月31日 前完成分类登记。
新疆	现有民办学校选择登记为营利性民办学校的,按照教育部等五部门《民办学校分类登记实施细则》执行,须在 2022年12月31日 前完成分类登记。
河北	我省对现有民办学校,依法设置五年过渡期,到 2022年9月1日 前,全部实现分类管理和登记。
山西	各地应在 5年之内 完成重新登记。(山西省未明确具体日期,山西省《实施意见》于2018年7月23日印发)
吉林	现有民办学校原则上须在 2022年9月1日 前完成分类登记。
黑龙江	2016年11月7日前设立的民办学校应在 2022年9月1日 前向审批机关提交关于学校法人性质选择的书面材料,并完成学校法人性质变更工作。
江苏	现有民办学校应当在 2022年12月31日 前完成分类登记。
浙江	现有民办学校(2016年11月7日前正式设立的)到 2022年底 前完成分类登记。
安徽	民办教育促进法修改前设立的民办高校,应于 2022年底 前提出分类登记申请。其他学段民办学校的分类登记时限由各市、省直管县决定,但不应迟于2022年底。
福建	2017年9月1日前设立的民办学校应当在 2022年12月31日 前办理分类登记手续。
江西	现有民办学校的举办者应在 2022年8月31日 前,向审批机关提交关于学校分类选择的书面材料,逾期未选择的学校视为非营利性民办学校。
山东	2017年9月1日前批准设立的民办学校,应在 2022年9月1日 前完成分类登记工作。
河南	民办高校须在 2022年年底 前完成分类登记。其他学段的民办学校分类登记时限由各省辖市、省直管县(市)决定。
湖北	原则上须在 2020年9月1日 前完成分类登记。
湖南	最迟不得超过 2022年8月31日 。
海南	修订后的《民办教育促进法》施行前(2017年9月1日前)设立的民办学校,须在5年过渡期内(2017年9月1日— 2022年8月31日)进行分类登记
四川	选择为营利性民办学校的,其中实施高等学历教育的民办学校,应当在2023年9月1日前完成登记手续;其他学校应当在 2022年9月1日 前完成登记手续。
云南	2017年8月31日以前(含当日)经批准设立的民办学校,设置过渡期,到 2021年11月7日 前全部实现分类登记。
甘肃	现有民办学校应在 2022年9月1日 前选择营利性或非营利性办学类型。

资料来源:各省《关于支持和规范社会力量兴办教育促进民办教育健康有序发展的若干意见》,国盛证券研究所

上海已完成民办学校分类登记工作,为其他地区工作开展提供有力参考。由于进行分类登记涉及利益相关者众多、配套政策不完善等原因,各地分类登记工作进展较为缓慢。如湖北省要求在2020年9月1日前完成登记,但目前为止只有2021年新设立的湖北孝感美珈职业学院登记为民办营利性,而省内存量的43所民办高校尚未完成分类登记工作。目前,全国仅上海市已完成民办学校分类登记工作,上海市19所民办高校中有6所选择登记为营利性,为其他地区提供可参照案例。由于2022年大量省份要求完成分类登记工作,有望在2022年加速推进。

图表 8: 上海市 6 所营利性民办高校

学校名称	企业名称	企业设立日期	办学层次
上海立达学院	上海立达学院有限公司	2021/6/24	本科
上海建桥学院	上海建桥学院有限责任公司	2020/9/28	本科
上海震旦职业学院	上海震旦职业学院有限公司	2020/2/17	专科
上海民远职业技术学院	上海民远职业技术学院有限公司	2021/8/12	专科
上海思博职业技术学院	上海思博职业技术学院有限公司	2020/1/10	专科
上海工商外国语职业学院	上海工商外国语职业学院有限公司	2019/6/26	专科

资料来源: 上海市教委, 国盛证券研究所

新设民办营利性学校不存在政策障碍, 2019-2021 年已新设立 7 所专科。2019-2021 年期间, 全国新设 43 所民办专科学校, 其中包括 36 所非营利性以及 7 所营利性。从政策角度, 新建营利性民办专科学校不存在障碍。且民办高教公司自身运营学校经验成熟, 有望在建设初期即按高标准建校, 有望对后续运营过程中的学费提升形成有利支撑, 利于学校更好的内涵建设。

图表 9: 2019-2021 年新设民办学校名单

营利性学校		非营利性学校			
学校名称	设立年份	学校名称	设立年份	学校名称	设立年份
宿州航空职业学院	2021	邢台应用技术职业学院 (希望教育旗下)	2021	林州建筑职业技术学院	2020
北海康养职业学院	2021	浙江金华科贸职业技术学院	2021	郑州电子商务职业学院	2020
湖北孝感美珈职业学院	2021	和君职业学院	2021	郑州轨道工程职业学院	2020
青岛航空科技职业学院	2020	滨州科技职业学院	2021	郑州体育职业学院	2020
贵州民用航空职业学院	2020	郑州城建职业学院	2021	湖北健康职业学院	2020
绵阳飞行职业学院	2020	郑州医药健康职业学院	2021	重庆理工职业学院	2020
云南理工职业学院	2019	广东肇庆航空职业学院	2021	重庆智能工程职业学院	2020
		自贡职业技术学院	2021	重庆健康职业学院	2020
		宝鸡中北职业学院	2021	南充电影工业职业学院	2020
		白银希望职业技术学院 (希望教育旗下)	2021	德阳农业科技职业学院	2020
		梧州医学高等专科学校	2020	泸州医疗器械职业学院	2020
		唐山海运职业学院	2020	榆林能源科技职业学院	2020
		长春早期教育职业学院	2020	南充科技职业学院	2019
		梅河口康美职业技术学院	2020	攀枝花攀西职业学院	2019
		浙江宇翔职业技术学院	2020	资阳口腔职业学院	2019
		黄山健康职业学院	2020	资阳环境科技职业学院	2019
		九江理工职业学院	2020	新疆科信职业技术学院	2019
		潍坊环境工程职业学院	2020	广元中核职业技术学院	2019

资料来源: 教育部, 国盛证券研究所

选择营利性后, 政策不确定性进一步解除, 税收以及土地出让金要求亦有望得到明确。对民办高教上市公司而言, 旗下学校登记成为营利性学校后, 在编制合并报表、利润分配等方面的政策不确定性可得到解除。此外, 营利性学校在学费设定方面或享有更高的自主权。目前各地对于选择登记为营利性学校的税收以及土地出让金补偿标准尚未确定,

学校选择营利性后，来自于税收和土地的不确定性亦有望解除，但民办高教公司的盈利能力预计略有降低。

- **税收：**根据《民促法实施条例》，“民办学校享受国家规定的税收优惠政策；其中，非营利性民办学校享受与公办学校同等的税收优惠政策。”营利性民办学校的适用税率暂未明确。目前我国企业所得税基本税率为 25%，对高新技术企业、西部地区鼓励类企业、技术先进型服务企业等情形适用 15% 的优惠税率，营利性民办学校或适用 15% 的优惠税率。目前，各民办高教公司财务报表所得税计提方式不尽相同，已披露 FY2021 年报的 6 家公司有效税率在 -0.5% 至 12.9%。若选择登记营利性按 15% 所得税率计提，公司盈利能力或略有降低。

➤

图表 10: 民办高教公司 FY2016-FY2021 有效税率 (单位: %)

	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021
中教控股	0.5%	0.4%	-3.4%	-2.8%	2.6%	2.6%
宇华教育	0.0%	0.0%	0.6%	-2.5%	-3.3%	-0.5%
希望教育	2.8%	8.6%	4.9%	11.8%	28.0%	10.0%
新高教集团	2.1%	6.7%	8.1%	11.4%	11.9%	12.7%
中国科培	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	-0.5%	12.9%
中汇集团	19.4%	19.5%	21.2%	11.6%	5.4%	2.9%
东软教育	/	11.4%	4.3%	12.0%	24.8%	/
华夏视听教育	/	11.6%	2.9%	19.1%	9.2%	/
中国新华教育	1.4%	1.2%	0.8%	1.1%	0.7%	/
民生教育	0.6%	0.8%	4.4%	3.5%	11.6%	/

资料来源：公司财报，国盛证券研究所

- **土地：**当前民办学校土地性质包括出让用地和划拨用地两种。《民促法》中对民办学校土地要求表述为“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给土地。”政策对营利性民办学校的土地形式并未明确规定，但由于营利性学校由于运行特点与企业类似，其土地或需要为出让用地。若当前学校的土地性质为划拨用地，或需通过缴纳土地出让金的方式变更土地性质用于办学。民办高教公司再实际支付层面一次性缴纳土地出让金，但在会计处理层面或采用 50 年进行摊销，对上市公司盈利能力影响有限。

内生：量价双升，集团化办学优势突显

在校生人数增长稳健，FY2022 延续增长。2020-21 学年，各民办高教公司的在校生人数延续稳健增长，近 3 个学年复合增速在 11.1%-51.2%。从 2021-22 学年情况来看，中教控股在校生人数同增 33.2% 至 24.00 万人（内生增速约 9.3%，2020 年 9 月完成并购的海口经济学院学年末在校生约 4.3 万人，贡献 23.9% 的增速）；希望教育在校生人数同增 18.0% 至 23.21 万人（包含新加入的南昌大学共青学院、内蒙古大学创业学院等 6 所院校）；新高教集团在校生人数同增 14.4% 至 14.38 万人（我们测算内生增速约 2.6%，外延维度郑州城市职业学院贡献约 11.8% 的增速）；中国科培在校生同增 17.5% 至 12.30 万人（其中内生增速 7.8%，外延维度马鞍山学院贡献 9.7% 的增速）；东软教育纯内生增长 16.6% 至 4.57 万人；华夏视听教育在校生人数同增 40.3% 至 2.47 万人（包括滨江校区）。

图表 11: 民办高教公司在生人数增长情况 (单位: 万人; %)

	2018-19	2019-20	2020-21	3 年 CAGR	2021-22	2021-22 YoY
中教控股	12.13	17.01	18.02	21.9%	24.00	33.2%
宇华教育 (非 K9)	7.33	11.89	12.47	30.4%	未披露	/
希望教育	8.60	14.01	19.67	51.2%	23.21	18.0%
新高教集团	10.18	11.35	12.57	11.1%	14.38	14.4%
中国科培	4.51	8.13	10.47	52.4%	12.30	17.5%
中汇集团	3.30	3.55	6.18	36.8%	未披露	/
东软教育	3.41	3.54	3.92	7.2%	4.57	16.6%
华夏视听教育	1.37	1.50	1.76	13.3%	2.47	40.3%
中国新华教育	4.47	4.39	4.86	4.3%	未披露	/
民生教育	7.45	8.48	9.70	14.1%	未披露	/

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

民办高校市场化定价趋势下, 学费亦增长稳健。目前除河南等少数地区外, 在民办高校实行备案制定价已在全国大多数区域施行, 各校通常根据市场情况采用每 2-3 年提升新生学费的方式, 实行自主定价。由于民办高校需采取“新生新办法, 老生老办法”的收费方式, 学校整体平均学费年均增速通常在 5%-8% 的区间之内。叠加在校生人数的增长, 我们预计各民办高教公司 FY2022 仍可实现 20%+ 的收入增速。

图表 12: 民办高教集团旗下各本科学校 2021/2022 学年学费情况

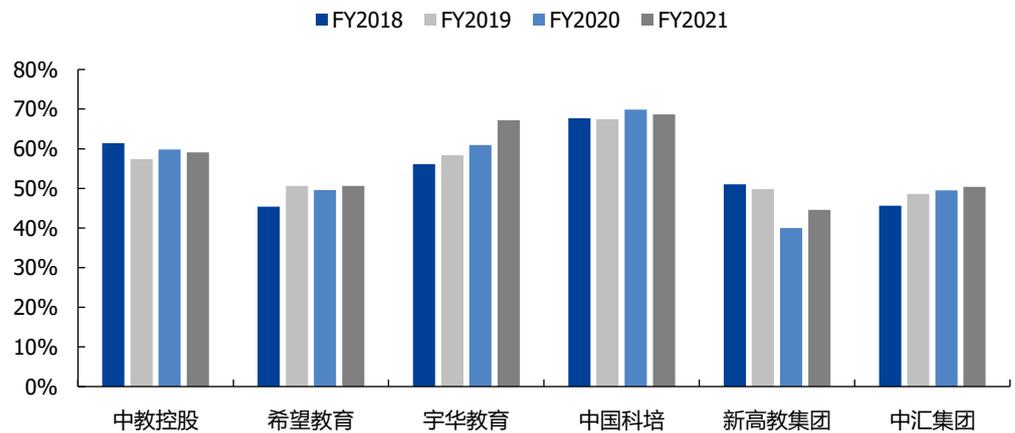
公司名称	学校名称	2020/21 学年新生 学费 (万元)	2021/22 学年新生 学费 (万元)
中教控股	江西科技学院	2.20-2.90	2.40-3.10 ↑
	广东白云学院	2.60-3.00	2.98-3.20 ↑
	重庆外语外事学院	1.30-1.80	1.30-1.80
	广州应用科技学院	2.60-3.00	2.60-3.00
宇华教育	郑州工商学院	1.50-1.80	1.50-1.80
	湖南涉外经济学院	2.52-2.68	2.78-3.38 ↑
中国新华教育	安徽新华学院	1.98-2.38	2.18-2.68 ↑
	安徽医科大学临床医学院	1.32-1.59	1.45-1.73 ↑
	南京财经大学红山学院	1.40	1.40
新高教集团	兰州信息科技学院	1.30-1.50	1.60-1.86 ↑
	贵州黔南科技学院	1.20	1.20
希望教育	银川能源学院	1.98-2.28	1.98-2.28
	南昌大学共青学院	1.50-1.85	1.50-1.85
建桥教育	上海建桥学院	2.30-3.80	2.30-3.98 ↑
华夏视听教育	南京传媒学院	1.40-1.80	1.40-1.80
	大连东软信息学院	2.40-2.80	3.80-3.40 ↑
东软教育	成都东软学院	1.80-1.90	1.80-2.00 ↑
	广东东软学院	2.80-3.20	2.80-3.20

资料来源: 公司财报, 各学校招生章程, 国盛证券研究所 注: 带“↑”代表 2021 年新招生学费有所上调

集团化办学成本费用管控严格, 盈利能力稳步提升。相较于单体学校, 民办高教公司的

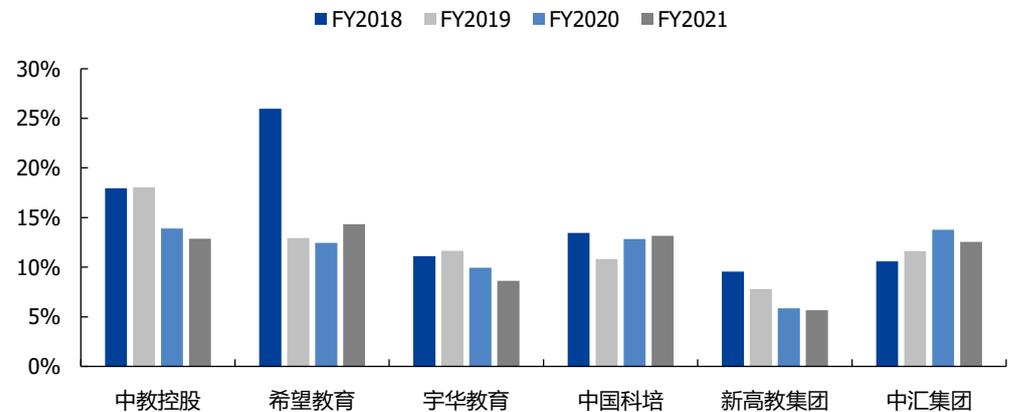
集团化办学效果体现在对成本费用的有效控制，包括集中采购、更低的融资成本以及对跑冒滴漏现象的整治，从而降低公司管理费用率，带动提升盈利能力。如内生发展为主的宇华教育近4年毛利率持续提升、管理费用率持续下降。另一方面，公司新并购的学校通常管理体系和盈利能力较弱，加入集团后需要一段时间的整合，或影响公司整体的盈利能力指标。如中教控股，若剔除新并表的海口经济学院及独立学院转设影响，其FY2021毛利率达到60.8% (yoy+1.0PCT)，但由于存在上述影响，FY2021实际毛利率为59.1 (yoy-0.7PCTs)。

图表 13: 民办高教公司毛利率 (单位: %)



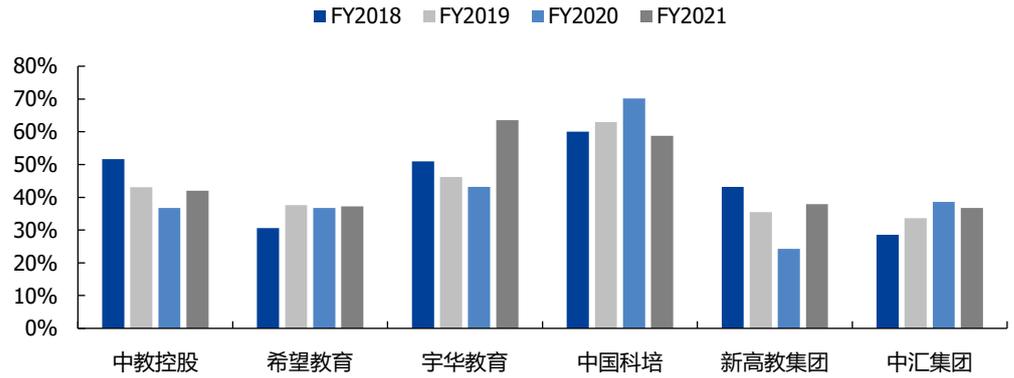
资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表 14: 民办高教公司管理费用率 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表 15: 民办高教公司经调整净利率 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

独立学院加速转设成果显著, 带动长期盈利能力提升。2019 年末, 我国独立学院数量为 257 所, 2020 年独立学院转设加速政策落地, 2020 年、2021 年 (截至 12 月 9 日) 分别有 65 所、38 所独立学院完成转设, 占 2019 年末存量的 40%。目前, 中教控股、新高教集团、中汇集团旗下独立学院已全部完成转设, 希望教育、民生教育、中国新华教育仍有独立学院尚未完成转设, 有望于 2021-2022 学年实现转设。民办高教公司对转设费的会计处理方式不尽相同, 如希望教育在 FY2021 年报中一次性计提贵州两所学校转设费和品牌使用费合计 7.55 亿元; 中教控股在 FY2021 年报中确认独立学院转设的一次性及其他当期费用 2.60 亿元; 而中汇集团则在营业成本项目中根据支付节奏逐年体现。从现金流角度, 各公司转设费的实际支付节奏取决于与公办学校达成的协议情况。转设后, 民办高教公司可减少每年的管理费支出, 进而提升集团整体盈利水平; 此外, 学校的办学自主权提升, 在学额分配、学费定价、专业设置等方面拥有更高的自由度。如中教控股 3 所独立学院转设完成后, 在 2021 年招生指标数和录取数均创新高, 新生入学人数较转设前增长平均超过 50%。

图表 16: 各民办高教公司旗下独立学院转设情况

公司	独立学院	转设进度
中教控股	四川外国语大学重庆南方翻译学院 转设为 重庆外语外事学院	已于 2021 年 1 月完成转设
	广州大学松田学院 转设为 广州应用科技学院	已于 2021 年 1 月完成转设
	济南大学泉城学院 转设为 烟台科技学院	已于 2021 年 5 月完成转设
希望教育	贵州大学科技学院 转设为 贵州黔南科技学院	已于 2021 年 9 月完成转设
	贵州财经大学商务学院 转设为 贵州黔南经济学院	已于 2021 年 9 月完成转设
	西南交通大学希望学院	转设工作有序进行中
	山西医科大学晋祠学院	转设工作有序进行中
新高教集团	内蒙古大学创业学院	转设工作有序进行中
	兰州理工大学技术工程学院 转设为 兰州信息科技学院	已于 2021 年 3 月完成转设
	湖北民族学院科技学院 转设为 湖北恩施学院	已于 2021 年 3 月完成转设
中汇集团	广东财经大学华商学院 转设为 广州华商学院	已于 2021 年 1 月完成转设
民生教育	云南大学滇池学院 转设为 滇池学院	已于 2020 年 12 月获得教育部公示
	重庆工商大学派斯学院	转设工作有序进行中
中国新华教育	安徽医科大学临床理学院	转设工作有序进行中
	南京财经大学红山学院	转设工作有序进行中

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

开设符合国家战略导向的新专业，集团化办学竞争力逐步体现。相较于单体学校，集团化办学更利于开展院校间协同与合作，在专业设置、人才培养、招生就业等领域体现集团化办学竞争力。从FY2021年报来看，各民办高教公司聚焦新一代信息技术、新能源、大健康、高端装备制造相关专业设置，在国家重点发展、用人需求较强的新兴产业重点布局，有利于更好地扩大学校招生，并且在就业端为学校和公司带来更好的品牌口碑。

图表 17: FY2021 民办高教公司重点学科布局

公司	专业布局
中教控股	新开设及升级了一批围绕新一代信息技术、高端装备制造、新材料、生物医药大健康、新能源、智能及新能源汽车、节能环保、数字创意等的专业
希望教育	帮助并购院校申办智能制造工程、新能源汽车工程、智能建造、学前教育、智能网联汽车技术、现代家政服务与管理专业等一批国控及省控类专业
新高教集团	集团对标朝阳产业构建五大优势专业群，包括信息技术、高端装备制造、大健康、数字财经与市场服务、教育与文化专业群等
中汇集团	逐渐形成以新商科为主，新工科、人工智能、大数据、数字创意、大健康及师范类等多个学科协同发展的优势专业群。

资料来源：公司财报，国盛证券研究所

外延：并购事件短期放缓，长期仍为重要的拓展方式

一二级市场估值倒挂，2021年民办高教行业外延并购放缓。2021年1-11月，民办高教上市公司外延并购仅6起，其中包括2所专科学校、1所海外高校以及3所本科层次高校并购。外延方式拓展办学网络的节奏有所放缓的主要原因在于一二级市场估值的倒挂，2021年12月6日，民办高教上市公司现价对应FY2022平均PE仅7倍，处于历史低位；而一级市场本科学校经过高教公司1年的整合，其PE仍普遍在15倍左右，估值倒挂为外延并购带来难度。

图表 18: 2021年高教公司收购案例总结 (单位: 亿元, 截至2021年11月)

公司	学校	时间	办学层次	股权	估值 (亿元)	2020 PE	在校生人数 2020/21 学年
中教控股	成都锦城学院	2021年7月	本科	51%	48.0	28	约2.6万名
	南昌大学共青学院	2021年2月	独立学院	100%	5.0	25	约7500名
希望教育	金肯职业技术学院	2021年4月	专科	100%	0.25	8.4	8188名
	泰国西那瓦大学	2021年4月	海外高校	100%	2.25	/	/
新高教集团	郑州城市职业学院	2021年4月	专科	100%	6.74	/	约1.2万名
中国科培	马鞍山学院	2021年7月	本科	100%	5.5	16	约9100名

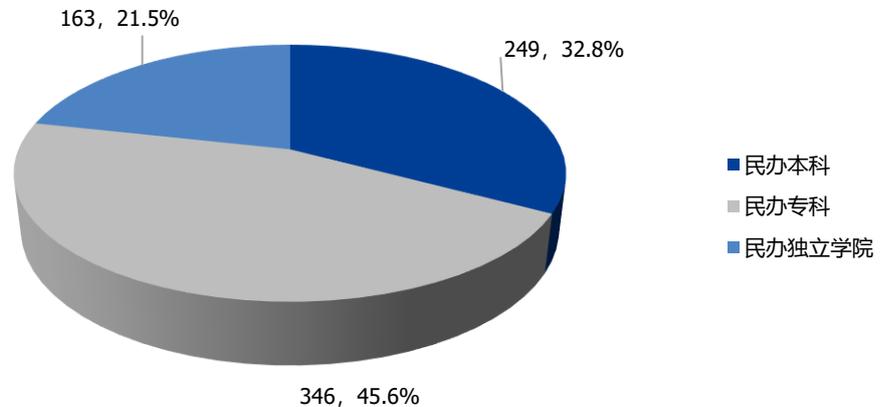
资料来源：公司公告，国盛证券研究所整理；注：1) 估值为标的整体估值，不考虑收购比例；2) 泰国西那瓦大学、郑州城市职业学校并购公告中无2020年净利润数据

并购放缓的背景下，轻资产管理输出为民办高教公司打开新的发展路径。东软教育为民办高教轻资产业务拓展领军者，背靠东软集团的IT产业资源和自身的办学实力进行教育资源输出。截至FY2021H1，东软教育已与69所院校展开了专业共建及产业学院共建合作，共建项目达到175个。此外，中国科培也正积极探索轻资产管理输出模式，凭借自身集团化办学及管理经验，帮助改善其他中职、高职以及本科学校的教学质量、人才培养系统及就业资源。

长期看可并购标的数量仍充足，外延拓展依旧是重要的发展路径之一。根据教育部发布的全国普通高等学校名单，我国截至2021年9月30日共有普通高等学校2756所，其

中包括 1998 所公办学校和 758 所民办学校。在 758 所民办学校中，包含 346 所民办专科、163 所独立学院以及 249 所民办本科。相较目前港股高教公司旗下学校数量，外延并购空间仍充足。因此短期看，受估值倒挂等因素影响，各民办高教公司或放缓外延并购步伐，但长期看外延并购依旧是扩大办学规模的重要方式。

图表 19: 我国民办学校数量 (单位: 所)



资料来源: 教育部, 国盛证券研究所 注: 截至 2021 年 9 月 30 日

投资建议

政策趋向明朗，民办高教公司基本面具备高成长性+确定性，把握低估值投资机会。当前受到 2021 年教育行业整体投资情绪影响，民办高教估值板块处于历史地位，但当前行业政策以及公司基本面已趋向明朗。政策面，伴随《民促法实施条例》、《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》的出台，政策对民办高等教育的鼓励导向已明确，且 2022 年分类登记有望加速推进，行业不确定性有望进一步解除。基本面，各民办高教公司 2021-22 学年量价双增的发展逻辑延续，具备较高成长确定性，且有望于 2022-23 学年有望获得职业本科带来的增量学额。我们推荐办学实力优异、内生成长空间大、资金和融资实力强的民办高教公司，重点推荐中教控股、希望教育、宇华教育、新高教集团、中国科培、东软教育、中汇集团。

图表 20: 覆盖教育公司盈利预测和估值

代码	公司	股价 原始货币	EPS (人民币)			PE			市值 (亿)	PEG	评级
			20A	21A/E	22E	20A	21A/E	22E			
0839.HK	中教控股	13.34	0.27	0.60	0.75	41	18	15	319	0.9	买入
1765.HK	希望教育	1.57	0.01	0.08	0.13	86	17	10	126	0.4	买入
6169.HK	宇华教育	3.16	0.06	0.23	0.43	45	11	6	114	0.2	买入
2001.HK	新高教集团	3.27	0.11	0.36	0.44	24	7	6	52	0.4	买入
1890.HK	中国科培	3.72	0.28	0.14	0.41	11	22	7	75	0.2	买入
9616.HK	东软教育	5.16	0.11	0.44	0.56	38	10	7	34	0.4	买入
0382.HK	中汇集团	4.90	0.27	0.39	0.51	15	10	8	53	0.3	买入
1569.HK	民生教育	1.10	0.03	0.17	0.21	29	5	4	46	0.3	买入
2779.HK	中国新华教育	1.59	0.20	0.25	0.34	6	5	4	26	0.2	买入
1981.HK	华夏视听教育	2.08	0.19	0.25	0.36	9	7	5	35	0.2	买入

资料来源: Wind, 国盛证券研究所整理 注: EPS 为国盛证券研究所预测; 股价和市值采用 2021 年 12 月 7 日收盘价, 货币采用公司所在市场货币, 港元兑人民币汇率采用 0.81651

风险提示

行业政策风险:《民促法实施条例》地方实施意见尚未落地,存在不确定性。

并购/自建进度不达预期:受政策不确定性、审批流程等因素影响,民办学历赛道并购及新建学校进度或不达预期。

公司业绩低于预期:招生情况、提价速度低于预期、收购和并表进度低于预期或导致公司业绩低于预期。

附录: 民办高教公司历次业绩发布后市场行情

我们认为高教板块存在一定的“定期报告行情”,其逻辑在于高教公司业绩具有增速可观、确定性较强的特点,业绩发布或正式带来估值切换,且内生成本费用运营效率提升、外延的整合效果佳等因素使得业绩超预期的情况常有发生,因此定期报告前后成为布局高教板块的机会之一,我们对民办高教公司历次业绩发布后 10 个交易日的行情进行复盘,并尝试对其中股价波动较大时的原因做出解释,希望有助于为投资者提供参考。

图表 21: 中教控股历次财报后市场行情

报告期及财报日	后 1 日行情	后 5 日行情	后 10 日行情	备注
FY2017: 2020/3/14	+1.82%	+13.28%	+0.75%	/
FY2018H1: 2018/8/24	+9.20%	+0.40%	+0.00%	业绩超预期,高教龙头整合能力初显
FY2018: 2018/11/20	+3.77%	+3.77%	+3.77%	/
FY2019H1: 2019/4/26	+4.57%	-5.41%	+2.20%	/
FY2019: 2019/11/26	-3.34%	-6.85%	-10.02%	/
FY2020H1: 2020/4/22	+9.67%	+21.38%	+27.68%	业绩超预期,分红比率从 30%提升至 50%
FY2020: 2020/11/24	-1.69%	-2.87%	-5.74%	/
FY2021H1: 2021/4/27	+7.24%	+1.70%	+1.68%	业绩超预期,经调整净利润同增 50.2%至 7.38 亿
FY2021: 2021/11/24	+4.08%	-2.57%	-9.86%	/

资料来源:公司财报、Wind,国盛证券研究所

图表 22: 希望教育历次财报后市场行情

报告期及财报日	后 1 日行情	后 5 日行情	后 10 日行情	备注
FY2018H1: 2018/8/30	-3.49%	-29.65%	-37.21%	业绩符合预期, 但受政策影响, 板块行情出现较大幅度波动
FY2018: 2019/3/22	-9.76%	-4.07^	+3.25%	天一学院升本时间待定影响招生, 毛利率同降 3PCTs, 管理费用率同增 14PCTs, 影响盈利能力
FY2019H1: 2019/8/29	-2.17%	-1.45%	-9.42%	/
FY2019: 2020/3/30	+5.95%	+7.14%	+7.74%	业绩超预期, 2019 年并购多所学校、2020 年 3 月并购英迪大学, 并购能力突显
FY2020H1: 2020/4/29	+0.00%	+7.41%	+11.11%	/
FY2020: 2020/11/27	+6.70%	+2.39%	-3.83%	业绩符合预期, 并购学校整合成果突出, 并购+自建拓展方式得到认可
FY2021H1: 2021/4/28	-11.97%	-22.98%	-21.36%	财报存在减值损失转回、费用计提等会计处理问题
FY2021: 2021/11/29	-10.47%	-21.47%	/	业绩略超预期, 但市场或对转设费用计提方式等存在质疑

资料来源: 公司财报、Wind, 国盛证券研究所

图表 23: 宇华教育历次财报后市场行情

报告期及财报日	后 1 日行情	后 5 日行情	后 10 日行情	备注
FY2017H1: 2017/4/28	-8.42%	-10.26%	-1.47%	归母净利同降 18.7%至 1.22 亿
FY2017: 2017/11/22	-2.66%	-0.53%	-10.37%	/
FY2018H1: 2018/4/30	+5.29%	+18.27%	+23.77%	业绩超预期, 湖南涉外经济学院整合效果超预期
FY2018: 2018/11/27	-0.64%	+8.63%	+5.43%	/
FY2019H1: 2019/4/30	+3.43%	-2.86%	-4.28%	/
FY2019: 2020/11/29	+2.70%	+11.23%	+12.27%	业绩超预期, 山东英才学院并入上市公司
FY2020H1: 2020/4/27	+4.40%	+7.14%	-3.71%	/
FY2020: 2020/11/23	+3.64%	+2.24%	-1.68%	/
FY2021H1: 2021/4/27	+1.53%	-0.97%	-1.81%	/
FY2021: 2021/11/30	-11.26%	-15.28%	/	业绩符合预期, 因 K9 业务剥离且无末期派息导致股价异动

资料来源: 公司财报、Wind, 国盛证券研究所

图表 24: 新高教集团历次财报后市场行情

报告期及财报日	后 1 日行情	后 5 日行情	后 10 日行情	备注
FY2017H1: 2017/8/31	+4.05%	+17.57%	+49.53%	/
FY2017: 2018/2/28	+6.53%	+14.59%	+7.87%	业绩超预期, 经调整净利润同增 99.5%至 2.59 亿
FY2018H1: 2018/8/31	-4.06%	-3.18%	-12.70%	业绩符合预期, 但受政策影响, 板块行情出现较大幅度波动
FY2018: 2019/3/29	-5.21%	+1.04%	-4.69%	存在终止收购造成的减值拨备, 业绩不及预期
FY2019H1: 2019/8/26	+7.61%	+28.62%	+22.10%	业绩超预期, 外延项目并表增厚业绩
FY2019: 2020/3/23	+7.80%	+28.44%	+38.99%	业绩符合预期, 终止收购事项得到解决, 风险解除
FY2020H1: 2020/8/28	-5.91%	-7.83%	-14.86%	/
FY2020: 2020/11/30	+2.04%	-3.67%	-4.69%	/
FY2021H1: 2021/4/26	+3.99%	+2.95%	+0.52%	/
FY2021: 2021/11/30	-4.34%	-16.58%	/	业绩符合预期, 受板块行情影响股价异动

资料来源: 公司财报、Wind、国盛证券研究所

图表 25: 中国科培历次财报后市场行情

报告期及财报日	后 1 日行情	后 5 日行情	后 10 日行情	备注
FY2018: 2019/3/29	+6.31%	+11.04%	+14.83%	内生增长超预期
FY2019H1: 2019/8/23	+0.82%	+8.77%	+13.97%	业绩符合预期, 内生增长强劲
FY2019: 2020/3/27	+4.34%	-0.77%	+10.71%	业绩符合预期, 开启外延并购
FY2020H1: 2020/8/28	+4.90%	-8.12%	-9.19%	/
FY2020: 2021/3/29	+7.09%	+5.31%	+2.17%	业绩略超预期, 哈尔滨学校并表、淮北学校将于 2021 年 9 月开始招生
FY2021H1: 2021/8/27	+1.31%	+1.09%	-0.66%	/
FY2021: 2021/11/29	-8.42%	-20.52%	/	业绩符合预期, 受板块行情影响股价异动

资料来源: 公司财报、Wind、国盛证券研究所

图表 26: 中汇集团历次财报后市场行情

报告期及财报日	后 1 日行情	后 5 日行情	后 10 日行情	备注
FY2019: 2019/11/05	+8.76%	+3.15%	+5.84%	业绩符合预期, 内生稳健增长
FY2020H1: 2020/4/22	+3.76%	+16.15%	+23.89%	/
FY2020: 2020/11/10	+0.93%	+37.80%	+43.02%	业绩符合预期, 中长期增长空间亮眼
FY2021H1: 2021/4/20	-1.39%	-1.04%	-7.16%	/
FY2021: 2021/11/15	+0.75%	-1.13%	+3.39%	/

资料来源: 公司财报、Wind、国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com