

2024年08月02日

# 立足中部，学费和利润率提升均具备空间

## 中国春来 (1969.HK)

### 推荐逻辑：低估值，学费及净利率提升空间大

公司旗下院校主要位于河南、湖北、江苏省，相较同业来看，未来学费仍具备较大提升空间，且上市后通过债务置换、财务费用率有下降空间，带来净利率提升。预计公司 FY24-26 年收入为 16.29/18.41/21.40 亿元，对应增速为 8.8%/13.0%/16.2%；预计 FY24-26 归母净利润为 7.63/8.78/10.33 亿元，对应增速为 11.5%/15.1%/17.7%；对应 24-26 年 EPS 为 0.64/0.73/0.86 元，2024 年 8 月 2 日收盘价 4.6 港元，对应 24-26 年 6.73/5.85/4.97X PE，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 竞争优势：卡位生源大省，承接独立学院转设能力强

(1) 区位与品牌优势：卡位生源大省，区域内强品牌口碑；(2) 教学与就业优势：集团具备庞大稳定的师资与生源供给，及全面丰富的课程质量，集团旗下学校具备出色的就业率，且两所院校硕士学位获批，证明教学水平；(3) 承接独立学院转设：推动被承接院校招生及业绩改善。

### 成长驱动：人数+提价+净利率提升

(1) 人数增长：受益新校区落地、转设学院在校生快速增长，安阳学院原阳校区、荆州学院于 21 年开始进行招生，我们预计未来在校生有望从目前 10 万人提升至 15 万人。26 年在校生增量主要来自于健康学院、荆州学院、安阳学院原阳校区、天平学院，我们预计在校生分别由 FY23 的 3699/13718/8118/- 增长至 FY26 的 12000/26133/17466/14300 人，这四所院校容量在 12000/30000/25000/25000 人左右，且公司在持续拿地扩建，有望带动招生规模持续提升。(2) 学费提升：目前公司生均收费仅为 1.3-1.5 万元，相较同业所在省份学校仍有较大提升空间。(3) 未来公司通过债务置换，财务费用率有下降空间。

### 风险提示

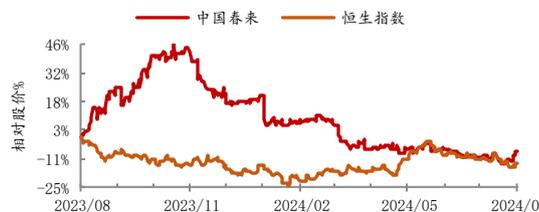
国家法规及政策调整风险；转设进度不及预期风险；市场竞争加剧风险；系统性风险

### 盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1309.20	1497.96	1629.09	1841.40	2140.44
YoY (%)	25.64%	14.42%	8.75%	13.03%	16.24%
归母净利润(百万元)	552.26	684.39	763.04	877.90	1033.04
YoY (%)	-9.01%	23.93%	11.49%	15.05%	17.67%
毛利率 (%)	63.15%	59.42%	60.70%	60.80%	60.90%
每股收益 (元)	0.46	0.57	0.64	0.73	0.86

### 评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格(港元):	
最新收盘价(港元):	4.6
股票代码:	1969
52 周最高价/最低价(港元):	7.6/4.34
总市值(亿港元)	55.20
自由流通市值(亿港元)	55.20
自由流通股数(百万)	1,200.00



分析师：唐爽爽  
邮箱：tangss@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519090002  
联系电话：

### 相关研究

ROE	0.21	0.21	0.19	0.18	0.17
市盈率	5.58	10.52	6.73	5.85	4.97

资料来源：公司公告，华西证券研究所（1港元=0.93元人民币）

## 正文目录

1. 公司概况：华中民办高教龙头，院校加速扩张	4
1.1. 历史回顾：主力学校稳健增长，新设和并购院校高增	4
1.2. 公司创始人持股比例高，二代已接班	7
1.3. 资本市场回顾：历史最高 12X PE	9
2. 行业分析：民办高教持续扩容，行业增长空间广阔	10
2.1. 行业：高教毛入学率有望持续提升，政策整体持鼓励态度	10
2.2. 同业对比：春来 ROE 较高、财务费用率仍有较大下降空间	15
3. 公司优势：卡位生源大省，承接独立学院转设能力强	16
3.1. 区位与品牌优势：卡位生源大省，区域内强办学口碑	16
3.2. 教学与就业优势：硕士以上教师占比高，实现高就业率	19
3.3. 承接独立学院转设：推动被承接院校招生及业绩改善	20
4. 成长驱动：价格和利润率提升空间均较大	21
4.1. 人数增长：荆州学院、安阳学院原阳校区在校生快速增长，天平学院并表带来新增量	21
4.2. 学费提升：自主定价逐渐放开、硕士学位获批有望带动学费提升	22
4.3. 未来公司通过债务置换，财务费用率有下降空间带动利润率提升	24
5. 盈利预测、估值及投资建议	24
5.1. 盈利预测	24
5.2. 相对估值及投资建议	26
6. 风险提示	26

## 图表目录

图 1 公司总在校人数及同比	5
图 2 公司营业收入及同比增速	6
图 3 公司经调整净利润及同比增速	6
图 4 公司分课程学生人数	6
图 5 公司分学院收入增速	6
图 6 公司毛利率、经调整净利率	7
图 7 公司期间费用率	7
图 8 公司资产负债率	7
图 9 公司现金及现金等价物、资本开支（亿元）	7
图 10 公司股权结构	9
图 11 公司股价复盘（前复权）	10
图 12 公司 PE band	10
图 13 中国民办高校在校生人数及同比增长	11
图 14 中国民办高校规模及同比增长	11
图 15 中国高等教育毛入学率	12
图 16 中国 2006-2017 年出生人口数	12
图 17 中国民办高等教育渗透率	12
图 18 中国/美国 2022 年民办高等教育渗透率	12
图 19 中国民办高等教育平均学费	13

图 20 美国大学收费情况 (2023)	13
图 21 2021 年全国各省高等教育毛入学率	17
图 22 2023 年全国各省高教学院数量排名	17
图 23 2014-2018 集团旗下学校教师数量	19
图 24 上市高教 2023 年人均薪酬、硕士及以上学位教师占比	19
图 25 2023 年集团旗下学校初次就业率	20
图 26 集团各学校在校生人数	22
表 1 集团发展历程	4
表 2 集团旗下学校网络布局	6
表 3 公司管理层介绍	8
表 4 我国民办高教相关政策	13
表 5 民办高教集团经营数据对比	15
表 6 民办高教集团财务数据对比 (2023)	16
表 7 集团旗下学校荣誉和地位	17
表 8 集团旗下学校文理科录取线与省控线差额	18
表 9 集团旗下重点校企合作项目	18
表 10 集团旗下各院校转设情况	20
表 11 江苏省调整后民办高校收费标准	23
表 12 2024 民办上市高教集团湖北/河南院校收费情况	24
表 15 收入拆分	25
表 14 可比公司估值	26

## 1. 公司概况：华中民办高教龙头，院校加速扩张

### 1.1. 历史回顾：主力学校稳健增长，新设和并购院校高增

公司是华中地区的民办普通高等教育龙头，根据弗若斯特沙利文资料，按2017/2018学年的在校生总数计，在民办高等教育提供商中，公司于华中地区排名第一及全国排名第四。自上市以来集团开始加速扩张，目前已有商丘学院、安阳学院、商丘学院应用科技学院、健康学院、荆州学院、安阳学院原阳校区等六所高校，苏州科技大学天平学院暂未并表，根据公司公告，正在收购举办者权益，其中天平学院南京高淳校区一期已建设完成，未来计划招生规模25000人。

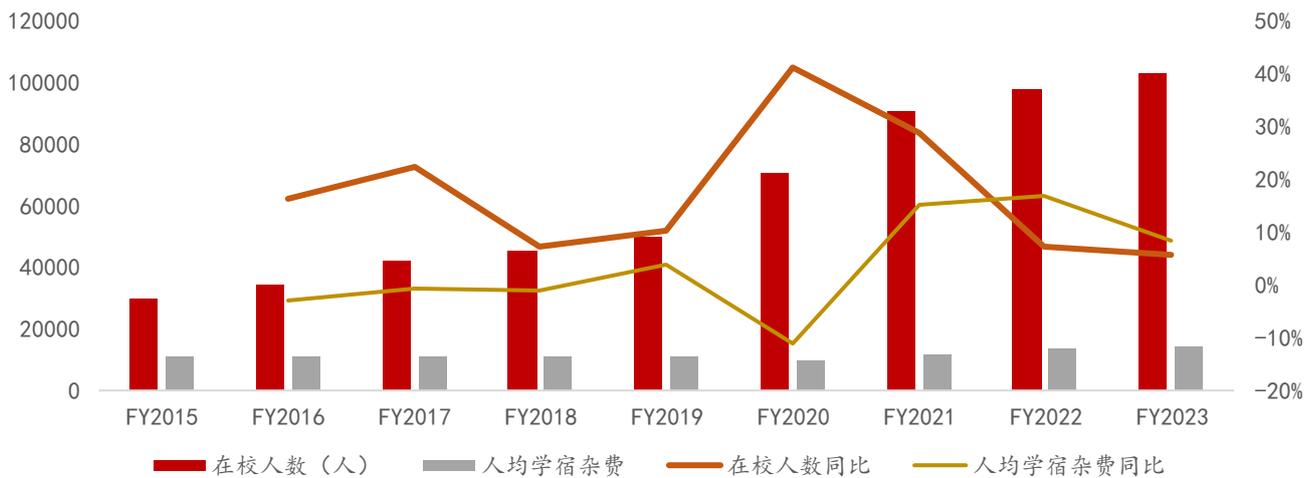
FY2023 公司收入/净利/经调净利为 14.98/6.84/6.73 亿元，同比增长 14%/24%/25%。从核心运营指标学生人数来看，FY2023 学生人数为 103,277 人，同比增长 5.7%；其中商丘学院/商丘应用科技学院/湖北荆州学院/湖北健康职业学院/安阳学院/安阳原阳校区 FY2023 在校生人数分别为 2.93/1.80/1.30/0.37/3.03/0.81 万人，同比增长 -3%/12%/12%/181%/-10%/100%；ASP 分别为 1.37/1.50/1.71/1.41/1.34/1.62 万元，同比增长 7%/2%/8%/-1%/10%/1%。我们预计未来 3 年在校生人数有望达到 15 万人。

表 1 集团发展历程

时间	事件
2004	民办非企业单位成立，与河南农业大学就成立河南农业大学华豫学院（“华豫学院”，商丘学院的前身）订立合作协议
2005	华豫学院获教育部批准成立
2008	与安阳师范学院就成立安阳师范学院人文管理学院（“人文管理学院”，安阳学院的前身）订立合作协议
2011	华豫学院获教育部批准转设为商丘学院（独立民办大学）
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，对价为 1.2 亿元，FY2017 年长江大学工程技术学院收入为 9540 万元，净利润为 2750 万元，对应 PE4.4X。
2016	人文管理学院获教育部批准转设为安阳学院（独立民办大学）
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，完成港股 IPO
2019	成功中标收购苏州科技大学天平学院举办权
2020	湖北健康职业学院获湖北省民政厅授予登记证书
2021	安阳学院原阳校区获批设立长江大学工程技术学院获教育部批准转设为荆州学院（一所独立民办大学）
2023	天平学院南京新校区（一期）竣工验收
2024	公司获准纳入港股通名单

资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 1 公司总在校人数及同比



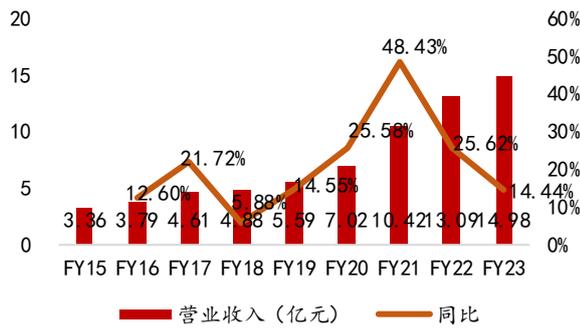
资料来源：公司公告，华西证券研究所

历史回顾来看，FY2015-2023 公司营收/经调整净利润 CAGR 分别为 21%/31%，其中在校生人数/人均学宿杂费复合增长 17%/3%。进一步拆分来看，人数增长主要来自专升本和中职：FY2015-2023 本科/专升本/专科/中职在校生人数 CAGR 分别为 9%/36%/22%/37%，2023 年在校生人数分别达到 4.07/1.46/3.51/1.28 万人。价方面，FY2015-2023 生均学费/住宿费 CAGR 分别为 3.3%/1.7%，2023 年生均学费/住宿费为 1.3 万/0.14 万元，价格提升主要由于新收购标的并表及老校区提价。

从收入增速来看，FY21 年收入增速最高 (47%)，主要由于健康学院、荆州学院并表以及商丘学院、商丘学院应用科技学院专科人数大幅提升。FY16-17 收入增速较快，主要由于安阳学院自 FY17 终止与安阳师范学院的合作后，不再分配其录取名额给安阳师范学院管理的校区（共计 5000 人）、带动人数增加；且 2016 年为安阳学院职业教育课程及五年一贯制大专课程开始的第一年。而 FY18 收入增速放缓至 6%，主要由于商丘学院人数下滑、安阳学院人数增速放缓，因为公司将安阳学院、商丘学院的部分录取名额分配予商丘学院应用科技学院。FY22 年收入提升主要来自于安阳学院原阳学院开始招生及荆州学院、健康学院招生规模的提升。

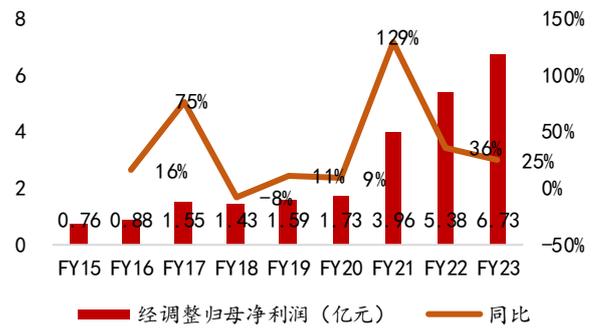
分校区情况看，主要学校商丘学院/安阳学院在校生增速 15-23 年 CAGR 为 7%/13%，其他商丘应用科技学院/荆州学院/健康职业学院/安阳原阳校区在校生数 CAGR 分别为 42%/13%/180%/100%，荆州学院为长江大学工程技术学院转设，健康学院及安阳学院原阳校区为新成立。商丘学院/商丘应用科技学院/湖北荆州学院/湖北健康职业学院/安阳学院/安阳原阳校区人均学宿杂费 CAGR 分别为 3.2%/1.6%/121%/1.3%/1.3%/1.5%（其中荆州学院/湖北健康职业学院/安阳原阳校区分别采用并表后的 2/2/1 年的增速数据），荆州学院增速快主要由于 21 年 5 月并表、非全年数据，22 年人均学宿杂费 yoy 为 8%。商丘学院 20、21 年收入增速较高主要来自专科贡献，我们分析主要受益于 20 年高职院校扩招 200 万人政策。

图2 公司营业收入及同比增速



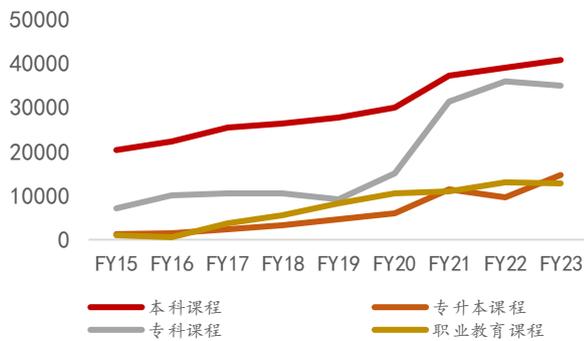
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图3 公司经调整净利润及同比增速



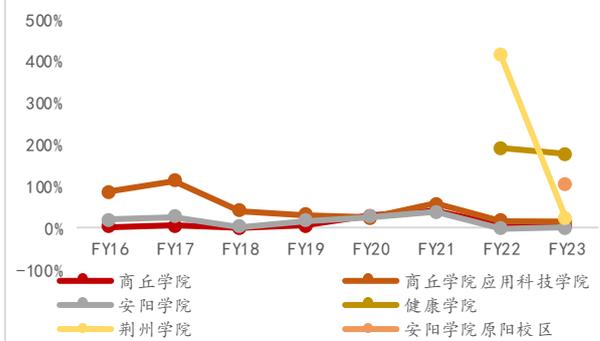
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图4 公司分课程学生人数



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图5 公司分学院收入增速



资料来源：公司公告，华西证券研究所

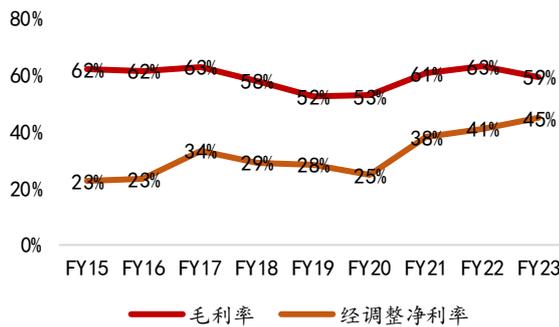
表2 集团旗下学校网络布局

学校名称	成立时间	并表时间	学历层次	占地面积 (亩)	在校生数-FY2023	在校生数-FY2021	收入 -FY23 (亿元)	2015-23 收入 CAGR
商丘学院	2002	2011	本科-专升本-专科-中职	2829	29,358	30,353	4.01	10.30%
商丘学院应用科技学院 (商丘学院开封校区)	2010	2010	本科-专升本-专科-中职	1049	18,054	14,594	2.71	43.80%
荆州学院	2004	2021-05-27	本科-专升本-专科	968	13,718	10,759	2.34	14.40%
湖北健康职业学院	2020	2021-12-29	专科	1350	3,699	472	5.23	183.70%
安阳学院	2003	2016-04-29	本科-专升本-专科-中职	3000+	30,330	34,724	4.08	149.60%
安阳学院原阳校区	2021.04	2022-05-27	本科-专科-中职	1500+	8,118	-	1.32	102.90%

资料来源：公司公告 华西证券研究所 注：独立学院转设完成后，长江大学工程技术学院更名为荆州学院，河南农业大学华豫学院更名为商丘学院；安阳师范学院人文管理学院更名为安阳学院，苏州科技大学天平学院 FY2023 未并表

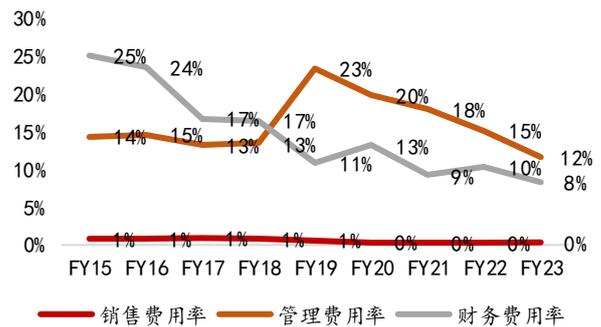
经调整净利率自 FY20 后持续提升，主要受益于财务费用率下降。公司毛利率、净利率历史范围在 52%-63%及 23%-45%，毛利率主要影响因素为产能利用率、生均收费、教职人员成本、折旧及摊销开支。(1) FY2015-2018 年公司整体学院利用率分别为 82.1%/84.3%/90%/90%；(2) 教职人员数量：FY18-19 毛利率下降主要由于为提升教学质量导致各学院教师数量及成本提升；(3) 生均收费：FY 21、22 年并表的荆州学院、安阳学院原阳校区的生均收费高于公司其他学院，带动公司毛利率有所提升。费用率方面，(1) 管理费用率：FY15-18 管理费用在 14%左右，FY19 由于折旧及摊销、员工成本、差旅开支提升导致管理费用率提升 (23.37%)，FY19-23 年管理费用率均逐年递减 (23.37%下降至 11.64%)；(2) 财务费用率：从 FY15 的 23%降至 FY23 的 8%，主要由于借款利率下降。

图 6 公司毛利率、经调整净利率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

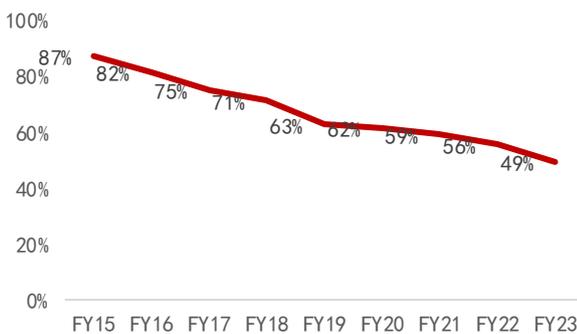
图 7 公司期间费用率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

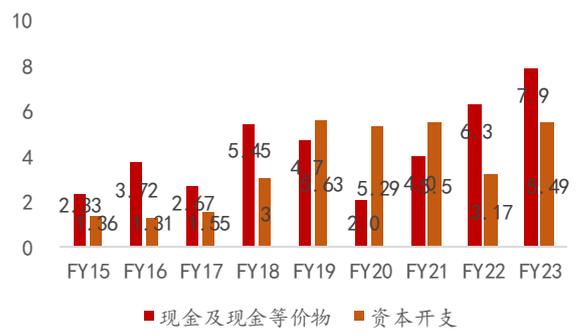
公司资产负债从 FY15 的 87%降至 FY23 的 49%，2023 年有息负债为 21.7 亿元，借款利率为 5.8%。公司资本开支基本保持不变，主要与建设安阳学院原阳校区、天平学院新楼宇相关。

图 8 公司资产负债率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 9 公司现金及现金等价物、资本开支 (亿元)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 1.2. 公司创始人持股比例高，二代已接班

公司董事会主席侯春来先生曾获得南开大学工商管理硕士学位，在教育行业拥有多年经验，担任中国民办教育协会常务理事、曾担任河南省第十二届人大代表等，其子侯俊宇先生为公司执行董事、提名委员会成员及多家公司旗下学院副院长，侯俊宇

先生目前已接手主管的日常运营并作出公司的重要决策。杨新忠先生担任公司总经理，他自 2005 年加入公司，同样有着丰富的教育行业经验，公司高管团队稳定。

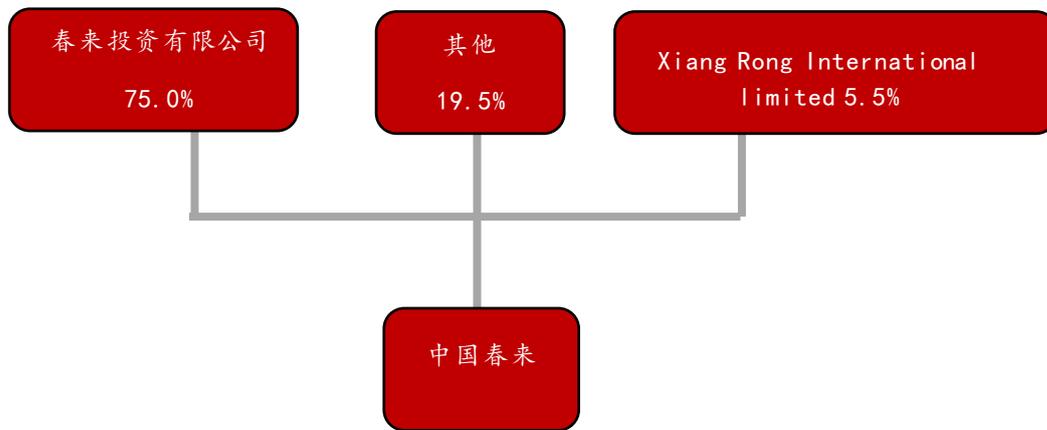
表 3 公司管理层介绍

姓名	职位	年龄	工作经历
侯春来	董事会主席 非执行董事	55	侯春来先生为公司创办人，侯董事长于 2018 年 2 月 12 日获委任为非执行董事兼董事长。侯董事长亦担任以下职位：自 2011 年 11 月起担任中国民办教育协会的常务理事；2010 年 1 月至 2015 年 1 月担任中国民办教育协会高等教育委员会的理事。侯董事长于 2012 年 12 月至 2017 年 12 月期间担任河南省第十二届人民代表大会代表，于 2016 年 10 月获河南省教育厅评为「河南省民办教育先进个人」。侯董事长于 2006 年 12 月毕业于南开大学，获得工商管理硕士学位，并于 2013 年 11 月获得商丘学院副教授资格。
侯俊宇	执行董事	33	侯俊宇先生，于 2017 年 11 月 15 日获委任为执行董事，并自 2023 年 11 月 30 日起为提名委员会成员。侯先生自 2018 年 2 月起担任本公司行政总裁，直至 2020 年 9 月 25 日辞任其职务。自 2014 年 2 月起，侯先生担任学校举办者的副董事长兼行政总裁。自 2012 年 8 月起，侯先生担任商丘学院副院长。自 2013 年 2 月起，侯先生亦担任安阳学院副院长。侯先生自 2008 年就读于萨塞克斯大学工商管理及经济学本科课程。
蒋淑琴	执行董事	58	蒋淑琴女士，于 2018 年 2 月 12 日获委任为公司的执行董事及薪酬委员会委员。自本集团成立之日起，蒋女士一直担任学校举办者的执行董事及各运营学校的财务总监。
杨新忠	总经理	55	杨新忠先生，于 2018 年 2 月 12 日获委任为公司总经理，并自 2013 年 9 月起一直担任学校举办者的副董事长，于 2005 年 9 月至 2009 年 9 月期间，杨先生在商丘学院担任副校长一职。自 2010 年 3 月至 2013 年 8 月，杨先生担任商丘学院应用科技学院筹建负责人。自 2013 年 9 月至 2014 年 9 月，杨先生担任商丘学院应用科技学院党委书记。杨先生于 1993 年 7 月毕业于河南师范大学，获得汉语言文学专业的文学学士学位。
张洁	执行董事 行政总监	55	张洁女士，自 2020 年 9 月 25 日获委任为公司执行董事及行政总裁。自 2018 年 10 月至 2019 年 4 月日，张女士曾任河南商丘春来教育集团副董事长。本科毕业于武汉理工大学，后获得西安交通大学高级工商管理硕士学位。1993 年 11 月，入职郑州大学升达经贸管理学院(现郑州升达经贸管理学院)。
盛一名	财务总监	34	盛一名先生，于 2020 年 9 月 25 日获委任为公司财务总监。盛先生主要负责监督本公司财务部及内部合规部的日常营运。盛先生亦自 2019 年 9 月起担任苏州科技大学天平学院总会计师。2012 年 9 月至 2018 年 6 月，担任德勤会计师事务所审计经理并积累了丰富的年度审计及上市相关经验。自 2015 年 6 月至 2016 年 2 月，盛先生担任光大证券股份有限公司投资银行部高级经理。盛先生于 2018 年获上海高级金融学院及上海交通大学金融与商业管理研究生学位。

资料来源：公司公告，华西证券研究所

截至 2024 年 2 月 29 日，公司两大股东分别为侯俊宇先生全资拥有的春来投资有限公司及 Xiang Rong International，占比分别为 75%及 5.5%，上市后大股东春来投资从未减持，Xiang Rong International 为 2018 年 9 月公司上市时买入公司股份，且并未减持，其他管理层未持股。

图 10 公司股权结构



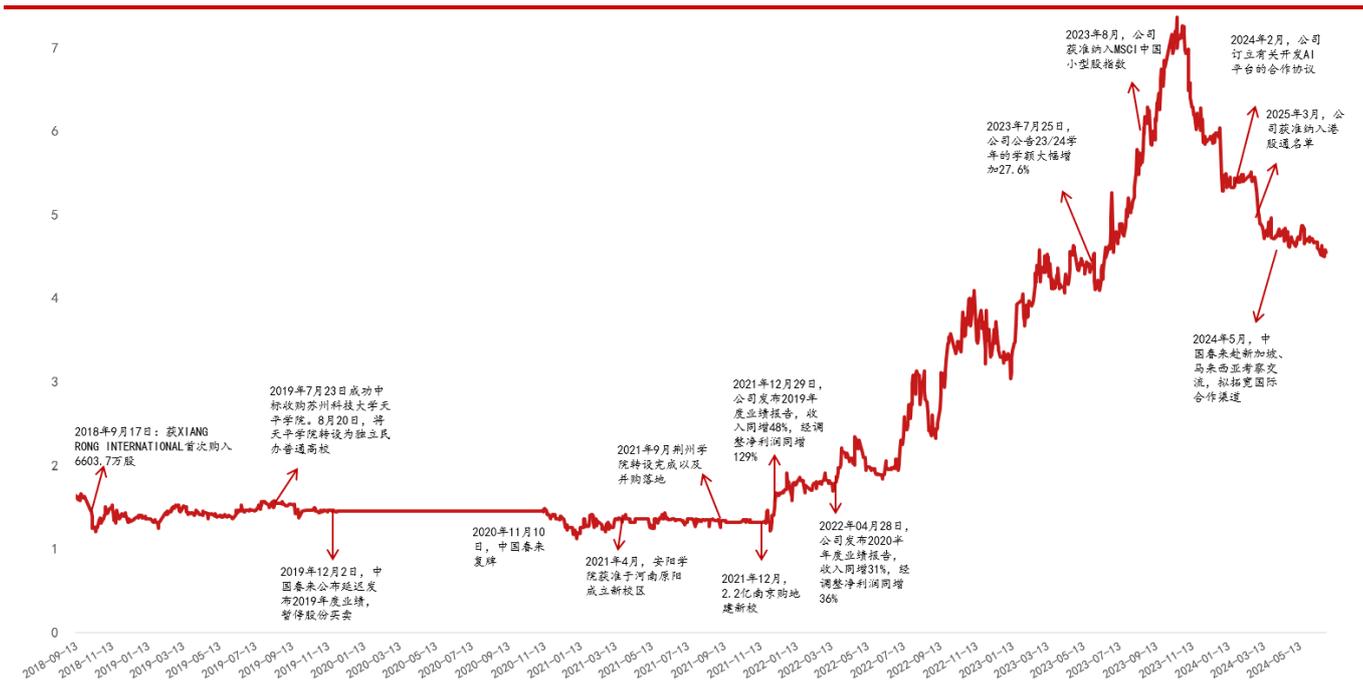
资料来源：Wind，公司公告、华西证券研究所

### 1.3. 资本市场回顾：历史最高 12X PE

2018 年上市至今（截至 2024 年 8 月 2 日），公司股价上涨 121%，2024 年 8 月 2 日公司市值为 55 亿港元。公司 IPO 募集资金总金额 6.24 亿、净额 5.53 亿，公司累计现金分红金额为 3.21 亿港元，共计分红三次，分别为 2022 年（2022 首次分红，大股东放弃了此次分红，金额共 9855 万港元）、2023 年、2024 年中报，分红率分别为 20.6/9.25%/28.43%。

回顾公司 2018 年 9 月以来股价表现：公司在上市后积极拓展版图，于 2019 年 7 月成功收购苏州科技大学天平学院。2019 年 12 月公司因延迟发布公司业绩而停牌，并于 2020 年 11 月复牌，2021 年 9 月荆州学院转设完成以及并购落地，之后公司股价持续上涨，叠加 2023 年 8 月，公司获准纳入 MSCI 中国小型股指数、且预期 23 年年报业绩维持较快增长，公司股价涨至最高 7.362 港元/股（2023/10/18），对应市值 82.2 亿元（港币：人民币汇率为 0.93:1），12X PE。此后因民办高校转营利性政策不明朗，公司股价出现下跌，最低跌至 4.34 港元（2024/7/19），对应市值 48.4 亿元，对应 24 年 PE 为 5.9X（港币：人民币汇率为 0.93:1）。

图 11 公司股价复盘（前复权）



资料来源：Wind、公司公告，华西证券研究所

图 12 公司 PE band



资料来源：Wind，华西证券研究所

## 2.行业分析：民办高教持续扩容，行业增长空间广阔

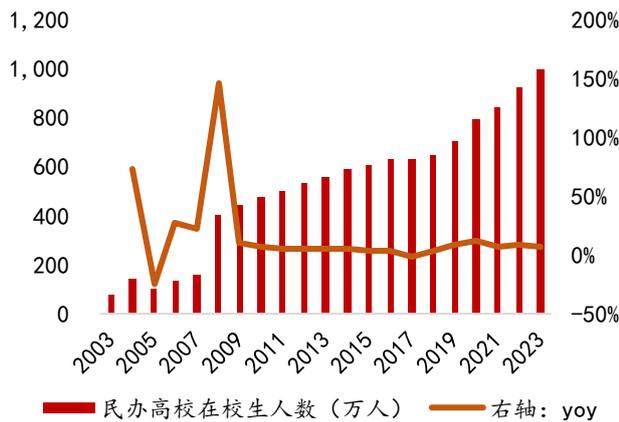
### 2.1.行业：高教毛入学率有望持续提升，政策整体持鼓励态度

我们分析，民办高教行业优势在于：（1）牌照优势限定了供给门槛；（2）预收一年学费保障了现金流；（3）价格不敏感、具备长期提价空间；（4）固定成本高、规模效应较强；（5）政策持鼓励态度。但行业痛点在于：（1）受学额限制，公司内生增长

有限；(2) 外延并购需要公司具备较高的整合能力，且并购估值水涨船高；(3) 学校转换营利性进度慢。

我国民办高教在校生人数持续提升，2023 年达 994.38 万人，市场规模持续提升，2024 年有望增长至 1984 亿元。(1) 我国在校生人数自 2015 年的 611 万人增长至 2023 年的 994 万人，CAGR 为 6.3% (2) 民办本科市场规模 2015-19CAGR 为 10.0%，根据弗若斯特沙利文估算，2020-2024 年有望从 1472 亿元复合增长 7.9%至 1984 亿元，我们认为未来有望保持 5-8%的复合增速，基于三点增长驱动因素。

图 13 中国民办高校在校生人数及同比增长



资料来源：教育部，华西证券研究所

图 14 中国民办高校规模及同比增长



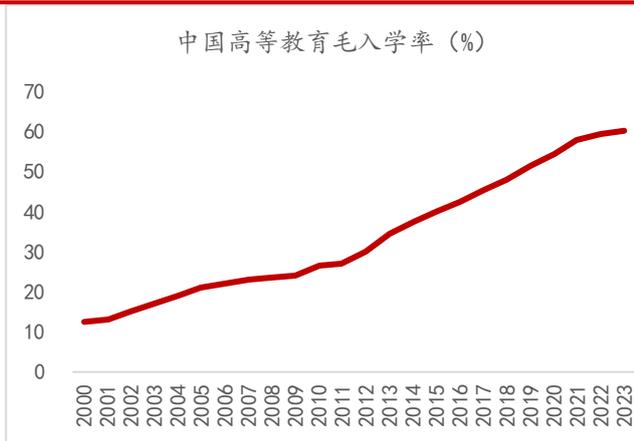
资料来源：中国通才教育招股书，若弗若斯特沙利文，华西证券研究所

**增长驱动力：量上看高等教育升学率及民办教育渗透率提升，价上看学费提价能力：**

**增长驱动力之一：我国高等教育毛入学率不断提升，但相较欧美发达国家仍有提升空间。**我国高等教育毛入学率不断提高，从 2020 年的 12.5%提升至 2023 年的 60.2%，提前完成“十四五”规划的 2025 年高等教育毛入学率达到 60%，实现了从大众化阶段向普及化的跨越，高等教育逐渐成为应届生就业市场的敲门砖。我国高等教育毛入学率仍有提升空间，基于：(1) 《中国教育现代化 2035》提出，规划到 2035 年我国高等教育毛入学率达到 65%；(2) 2022 年美国高等教育毛入学率为 62%，英国 2023 年高等教育毛入学率为 73%。

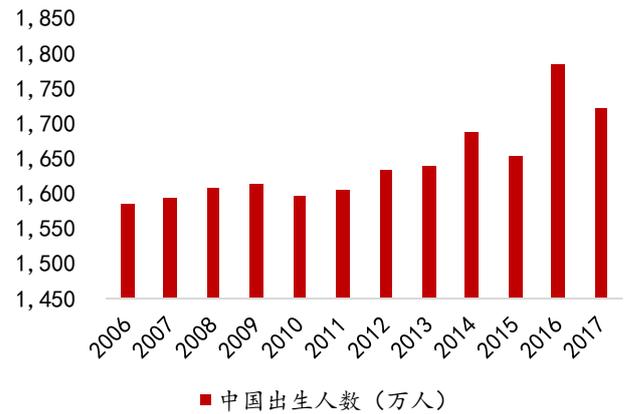
假设平均 18 岁开始接受高等教育，根据时间推算从 2024 年开始到 2035 年之前接受高等教育的人群出生于 2006-2017 年，该段时间内出生人口均超过 1500 万人，且略有增长，可见 2035 年前接受高等教育的人口基数并未受到生育率下行影响，我们认为，高等教育毛入学率的提升，将带来高校学额的提升，驱动民办高校的内生增长。

图 15 中国高等教育毛入学率



资料来源: wind, 教育部, 华西证券研究所

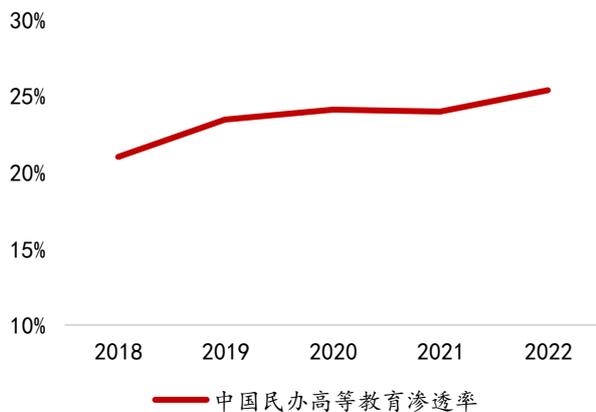
图 16 中国 2006-2017 出生人口数



资料来源: wind, 华西证券研究所

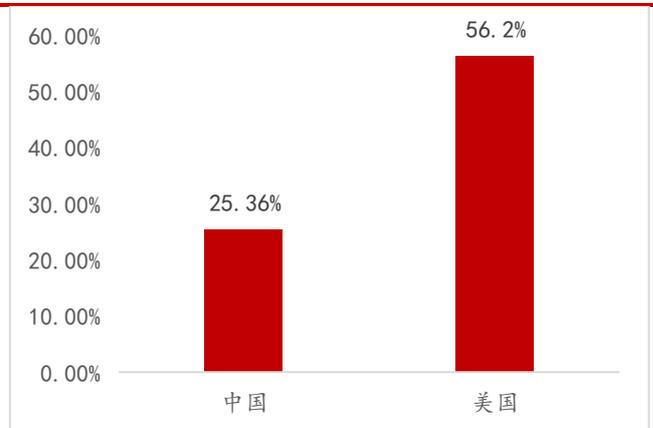
**增长驱动力之二：民办高教渗透率提升空间大（中国/美国分别 25%/56%）。**国内民办高教市场较为发达，而且考虑中国高教市场需求基数大、大学辍学率低，因此中国是全球最好的民办高教市场之一，且中国民办高等教育渗透率相较美国提升空间大。从供给侧看未来将受益公办供不应求及民办供给扩张（民办较公办的发展更加灵活），供需有望共振推动国内民办高教渗透率进一步提升。

图 17 中国民办高等教育渗透率



资料来源: wind, 教育部, 华西证券研究所

图 18 中国/美国 2022 年民办高等教育渗透率



资料来源: 教育部, 中国教育信息化网, 华西证券研究所

**增长驱动力之三：民办高等教育学费有望持续提升。**根据《中共中央国务院关于推进价格机制改革的若干意见》，营利性民办学校收费实行自主定价，非营利性民办学校收费政策由省级政府按照市场化方向根据当地实际情况确定，民办高校在费用制定方面更有自由度。

2019 年我国民办高教平均学费达为 1.4 万元，2015-2019 年 CAGR 达 5.9%，预计 2024 年将提升至 1.8 万元，2019-2024 年 CAGR 达 5.4%。对比发达国家，美国 2023 年公立大学学费为 1.13 万美元，私立大学学费为 4.15 万美元。我国民办高等学费有望继续保持增长。

图 19 中国民办高等教育平均学费

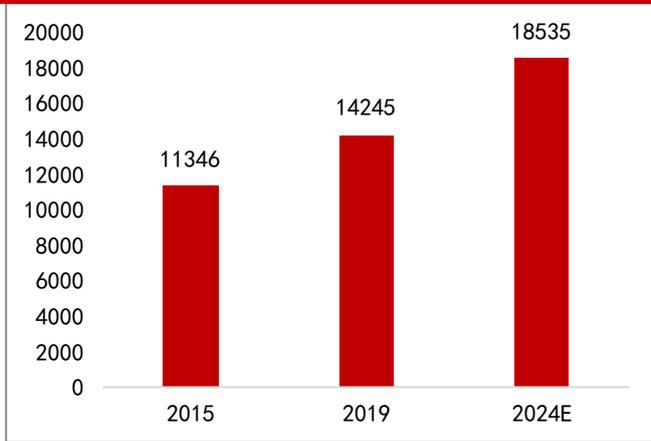


图 20 美国大学收费情况 (2023)



资料来源：中国通才教育招股书，若弗若斯特沙利文，华西证券研究所；资料来源：教育部，中国教育信息化网，华西证券研究所

**增长驱动力之四：政策对民办高教发展整体持鼓励态度，独立学院转设加速、职教高考政策是重大利好。**与民办高教相关的主要法规及条例等整体上均鼓励民办高教发展，尽管民促法实施条例送审稿引发民办高教股价震荡，但“集团化办学机构不得控制非营利性学校”实际上主要是令集团化办学下的学校实现风险隔离，及“关联交易”虽从严审查但后续反馈标明监管机构对合法合规的关联交易持开放态度。此外，政策支持下近年来高职和专升本扩招、独立院校转设加速，有利于民办高教集团招生增长及盈利改善。从独立学院转设来看，截至 2024 年，共有 28 所独立学院成功转设为公办本科院校，其中合并转设为职业本科的共 9 所，转设为公办普通本科的有 18 所。共有 142 所独立学院成功转设为民办本科院校，其中有一所是两校合并转设，一所是独立学院直接转设为民办职业本科。

目前国内推出鼓励民办高教建设政策，我们认为对于民办高教行业是重大利好，有望带动招生提升。(1) 政策未出台前，相较公办院校来说，民办院校教育资源少，学校声誉较差；(2) 现在政策鼓励民办高教建设，有助于激发民办高教的独立性与灵活性，推动产教融合，促进毕业生高质量就业。

表 4 我国民办高教相关政策

时间	法规/政策来源	主要内容/核心观点
2015 年 12 月 27 日	《教育法》	政府制定教育发展规划及开办学校及其他教育机构，原则上亦鼓励企业、社会组织及个人根据中国法律及法规开办及营运学校及其他类型的教育机构。

2016年 12月29日	《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》	对民办学校（含其他民办教育机构）实行非营利性和营利性分类管理。非营利性民办学校举办者不取得办学收益，办学结余全部用于办学。营利性民办学校举办者可以取得办学收益，办学结余依据国家有关规定进行分配。
2018年 8月10日	《民办教育促进法实施条例（修订草案）（送审稿）》	对民办学校的设立、组织活动与活动、教师和资产财务管理等做出了规定，其中第十二条明确说明实施集团化办学的，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，此外送审稿强调了关联交易的事前审查。
2018年 12月19日	《高等教育法》	设立本科及以上高等学校，须经国务院教育行政部门审批；设立专科高等学校，由省、自治区、直辖市人民政府审批，报国务院教育行政部门备案。
2019年 1月24日	《国家职业教育改革实施方案》	支持和规范社会力量兴办职业教育培训，鼓励发展股份制、混合所有制等职业院校和各类职业培训机构。启动1+X证书制度试点工作，推动校企合作，多措并举打造“双师型”教师队伍。
2019年 3月5日	《政府工作报告》	改革完善高职院校考试招生办法，鼓励更多应届高中毕业生和退役军人、下岗职工、农民工等报考，今年大规模扩招100万人。
2019年 3月29日	《关于实施中国特色高水平高职学校和专业建设计划的意见》	围绕国家重大战略和区域支柱产业，首轮立项建设50所左右高水平高职学校和150个左右高水平专业群，重点布局在现代农业、先进制造业、现代服务业、战略性新兴产业等技术技能人才紧缺领域。
2020年 2月28日	教育部，人社部关于就业和高校毕业生相关工作发布会	计划今年硕士研究生/专升本扩招18.9/32.2万人；加大基础教育，基层医疗，社区服务等领域的招录；鼓励更多高校毕业生面对基层就业。
2020年 5月6日	“百日冲刺”行动	今年将招收40多万毕业生补充中小学和幼儿园教师队伍，并计划增加招募“特岗教师”5000人至10.5万人。
2020年 5月15日	《关于加快推进独立学院转设工作的实施方案》	到2020年末，各独立学院全部制定转设工作方案，同时推动一批独立学院实现转设。原则上，中央部门所属高校、部省合建高校举办的独立学院要率先完成转设，其他独立学院要尽早完成转设。
2020年 5月22日	《政府工作报告》	国务院总理李克强指出要加强对重点行业、重点群体就业支持，今明两年职业技能培训3500万人次以上、高职院校扩招200万人，要使更多劳动者长技能、好就业。
2020年 11月10日	《关于政协十三届全国委员会第三次会议第4842号（教育类379号）提案答复的函（摘要）》	教育部对合法合规的关联交易持开放态度；非营利性民办学校与公办学校享有同等待遇。
2020年 12月8日	教育部新闻发布会	1、“十四五”期间将建立职教高考制度，衔接职教各阶段（（中职、专科、本科））；2、健全普职融通制度，在课程共享、学生流动两个层面进行；3、健全国家资历框架制度，规定职业教育的学生和普通教育的学生学习成果等级互换关系。

2021年 1月22日	《本科层次职业教育专业设置管理办法（试行）》	本科层次职业教育专业设置应牢固树立新发展理念，坚持需求导向、服务发展，顺应新一轮科技革命和产业变革，主动服务产业基础高级化、产业链现代化，服务建设现代化经济体系和实现更高质量更充分就业需要，遵循职业教育规律和人才成长规律，适应学生全面可持续发展的需要。
2021年 10月12日	《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》	职业教育是国民教育体系和人力资源开发的重要组成部分，肩负着培养多样化人才、传承技术技能、促进就业创业的重要职责。在全面建设社会主义现代化国家新征程中，职业教育前途广阔、大有可为。为贯彻落实全国职业教育大会精神，推动现代职业教育高质量发展。
2021年 11月17日	《交叉学科设置与管理办法（试行）》	促进学科交叉融合，加快知识生产方式变革和人才培养模式创新。
2023年 7月7日	教育部办公厅关于加快推进现代职业教育体系建设改革重点任务的通知	加快构建央地互动、区域联动、政行企校协同的职业教育高质量发展新机制，有序有效推进现代职业教育体系建设改革

资料来源:教育部、国务院, 华西证券研究所

## 2.2. 同业对比：春来 ROE 较高、财务费用率仍有较大下降空间

根据弗若斯特沙利文，按 2017/2018 学年的在校生总数计，在民办高等教育提供商中，公司于华中地区排名第一。按 2023 年在校生人数看，中国春来全国排名第五。中国春来 FY2023 高教板块营收 14.98 亿元，高教板块在校生人数约 10.3 万人，同时在 FY2023 员工人数 4750 人情况下，经调整归母净利润同比增 24%至 6.84 亿元，因此人均年利润同比增达 6.84 万元。

而同业中中教控股在校高教学生规模最大，宇华教育注重以高质量收购整合大学尤其本科，希望教育虽整体在校生人数多，但陷入债务危机，利润大幅度下跌，中国科培实现了最高的人均产出，而中汇集团实现了最高的学费水平。中国春来未来在财务费用率下降、学费提升后利润率仍有较大提升空间。

表 5 民办高教集团经营数据对比

股票简称	中国春来	宇华教育	希望教育	中国科培	中汇集团	中教控股
成立/上市时间	2004/2018	2001/2017	2005/2018	2000/2019	2003/2019	1999/2017
总市值（亿元）	48	14	15	25	23	100
营收（亿元）	15.0	23.8	35.8	15.2	19.7	56.2
归母净利（亿元）	6.84/+23.9%	11.35/+0.8%	2.10/-52.7%	7.43/+5.5%	6.18/+9.0%	13.80/-25.2%
学校数量（至最新）	5（4 高教+1 职教）	18（5 高教+8 基础教育+5 幼儿教育）	25（3 海外+7 本科+13 专科+2 技校）	4（3 高教+1 职教）	9（4 高教+1 职教+1 技校+3 海外院校）	14（8 高教+4 职教+2 国际）
业务结构（营收占比）	教育业务占 100%	教育业务占 100%	国内/国际占比 89.9%/10.1%	教育业务占 100%	国内/国际占比 98.7%/1.3%	国内/国际占比 96.1%/3.9%

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

在校生人数 (万)	10.3/+6%	11/-12%	29/+3.7%	12/+0.8%	8.61/+11%	24.8/+7%
人均学杂费	14,543	21,639	12,350	12,646	22,915	22,645
员工人数	4,750	8,386	15,582	3,871	7,800	16,468
人均年利润 (万元)	14.4	13.5	1.3	19.2	7.9	8.4

资料来源：公司公告，华西证券研究所。（港币：人民币汇率 0.93:1）（截至 2024.7.28）

对比上市同业，春来教育 ROE 排名第 1，主要系归母净利率与资产周转率较高。春来教育 FY2023 经调整归母净利率 44.05%，毛利率较同业最高，主要系公司教职人员成本较低，人均薪酬仅 69,642 元，而同业其他高教公司人均薪酬多数位于 75,000-90,000 元；春来教育销售费用率最低，但因新并购/自建学校多使行政费用率较高；同时资产周转率为 0.54 系最高水平；以及权益乘数为 2.09 系中间水平。因此，春来教育 ROE 为 23.23%，而同业宇华和科培分别通过高归母净利率与资产周转率使 ROE 围绕在 18%左右，中汇也以较高权益乘数实现接近 30%的 ROE，希望教育因归母净利下滑严重导致 ROE 偏低，科培则处于中等水平。中教控股 2023 净利率仅为 26.37%主要系计提无形资产减值 3.9 亿元影响公司净利润，去掉一次性损益后，公司经调整净利率为 34%。

表 6 民办高教集团财务数据对比 (2023)

股票简称	中国春来	宇华教育	希望教育	中国科培	中汇集团	中教控股
净资产收益率	23.23%	17.81%	2.55%	18.25%	18.98%	9.33%
净利率	44.05%	47.74%	5.70%	45.44%	38.85%	26.37%
毛利率	59.42%	48.22%	46.91%	57.64%	51.62%	56.34%
销售费用率	0.33%	1.04%	7.78%	0.43%	2.72%	3.11%
行政费用率	11.22%	8.40%	14.8%	8.49%	14.28%	13.26%
财务费用率	6.19%	-0.37%	7.65%	4.35%	0.62	6.71%
资产周转率	0.54	0.50	0.35	0.50	0.45	0.35
固定资产周转率	0.25	0.20	0.17	0.22	0.26	0.17
权益乘数	2.09	1.84	2.71	1.82	2.41	2.34
PE	6.56	1.79	261	3.23	3.48	6.70
PS	2.95	0.54	0.38	1.46	1.01	1.55
PB	1.34	0.19	0.17	0.52	0.61	0.61

资料来源：公司公告，华西证券研究所

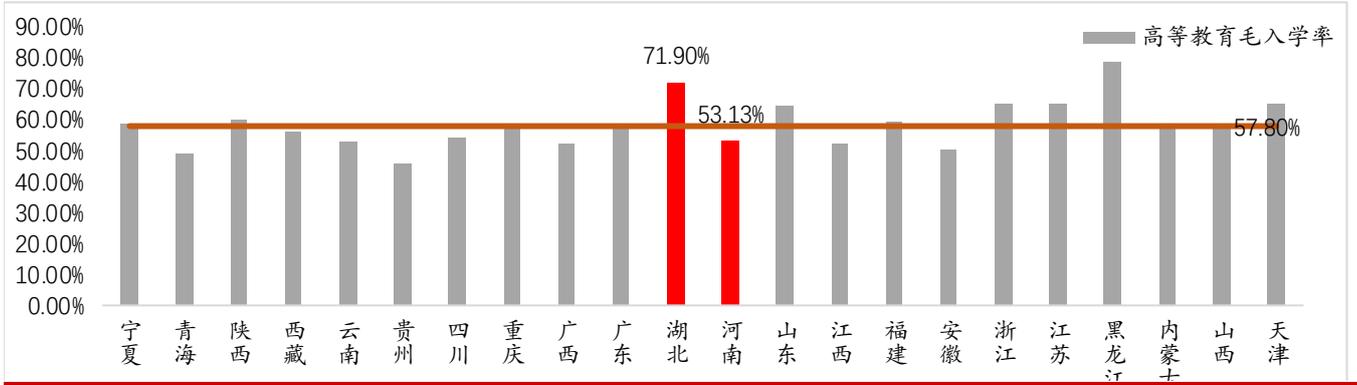
### 3. 公司优势：卡位生源大省，承接独立学院转设能力强

#### 3.1. 区位与品牌优势：卡位生源大省，区域内强办学口碑

公司毛入学率低、高教资源供不应求的生源大省，区位优势明显：（1）高教毛入学率看，集团旗下学校集中分布于河南、湖北两省，其中河南四所，湖北两所。2021 年河南毛入学率低于全国平均水平 57.8%、为 53.13%，高教渗透率提升空间大；（2）根据网易新闻，高考报名人数看，2024 年集团所在省河南为 136 万人、排在全国第 1，高教升学人口基数大，对高教院校需求大；（3）高教学校数量看，2023 年河

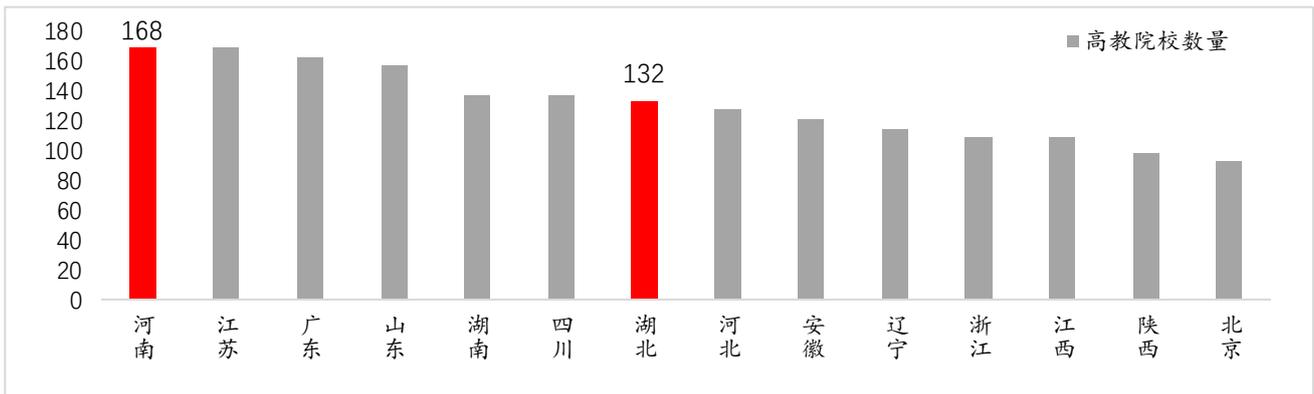
南高教学校数量为 168 所、排在全国第 1 位，其中专科院校数量 110 所，位列全国第一，本科院校 58 所，位列全国第 9，可见江南省本科学校资源较为稀缺，对本科院校需求较大。

图 21 2021 年全国各省高等教育毛入学率



资料来源：教育部，华西证券研究所

图 22 2023 年全国各省高教院校数量排名



资料来源：方略研究院，华西证券研究所

集团旗下学校规模大声誉强，录取分数线、报到率均高，区域内品牌优势显著。集团旗下学校在本地区规模较大、多排名同类院校前几位，且声誉较强、屡获高等级评比奖项。因此录取分数线较高且有提升趋势，如 2023 年安阳学院/荆州学院/健康学院/商丘学院应用科技学院/商丘学院文科专科分数线超省控线 93/36/13/97/222 分、理科专科分数线超省控线 87/76/74/103/32 分，且近年来超省控线分值在提升；FY2023 本科总入学率为 96.8%。

表 7 集团旗下学校荣誉和地位

学校	荣誉/地位
----	-------

商丘学院	近年来，学校先后荣获“中国最具影响力民办学校”、“科研先进单位”、“河南省文明学校”、“河南省平安校园”及“河南省民办学校先进办学单位”等荣誉
安阳学院	先后荣获“河南省优秀民办学校”、“河南省先进办学单位”、“河南省民办教育先进科研单位”、“河南省平安校园”及“河南省首届‘金烛奖’高质量就业示范高校”、“河南高校 2022-2023 年度宣传先进单位”等荣誉称号
商丘学院应用科技学院	获得“2022 年年度征兵工作先进单位”、“科研先进单位”等奖项等荣誉称号
荆州学院	荣获“湖北省大中小学思政课一体化共同体建设综合改革示范学校”、“2022 年度高招宣传卓越之星”等称号

资料来源：公司官网 华西证券研究所

表 8 集团旗下学校文理科录取线与省控线差额

学校		2023	2022	2021
商丘学院	文科	407	406	413
	超省控线	222	216	213
	理科	217	404	390
	超省控线	32	214	190
安阳学院	文科	278	304	-
	超省控线	93	114	-
	理科	272	297	-
	超省控线	87	107	-
商丘学院应用科技学院	文科	282	240	248
	超省控线	97	50	48
	理科	288	192	271
	超省控线	103	2	71
荆州学院	文科	236	259	150
	超省控线	74	59	0
	理科	276	250	169
	超省控线	126	50	19
湖北健康职业学院	文科	213	240	150
	超省控线	13	30	0
	理科	186	238	274
	超省控线	36	38	124

资料来源：公司官网，华西证券研究所

表 9 集团旗下重点校企合作项目

学校	合作项目
商丘学院	商丘学院与河南瀚斯作物保护有限公司签订校企合作，与海尔集团成立海尔智家订单班，与永易享电商共建“现代流通产业学院”
荆州学院	与湖北赛奥生物制药有限公司签约校企合作，与色如丹（湖北）影像色素有限公司校企合作订单班，与湖南华象口腔医疗技术发展签约有限公司校企合作
安阳学院	与江苏山水江南酒店管理公司校企合作成立订单班，成立衡信财税工商订单班
湖北健康职业学院	与武汉富乔义齿有限公司签约校企合作，与湖北科技学院附属第二医院签署实习基地协议。
商丘学院应用科技学院	与河南立哲科技有限公司筹备建立行业学院

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

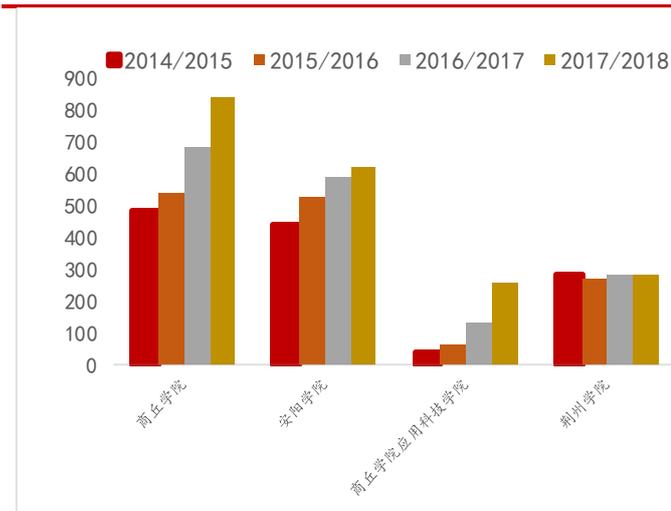
资料来源：公司官网，华西证券研究所

### 3.2.教学与就业优势：硕士以上教师占比高，实现高就业率

集团具备庞大稳定的师资与生源供给，及全面丰富的课程质量。截至 FY2024H1，集团雇员人数 4,840 人、同比增加 18.9%，103,277 名学生，同比增长 0.1%。截至 FY2023 旗下学校提供 495 个课程，其中普通本科/专升本/普通专科/职业教育/五年制大专课程分别 175/90/117/51/62 个。根据公司官网，湖北健康学院紧扣国家老龄事业和产业战略发展需要，以医护专业为主；荆州学院及商丘学院的计算机科学与技术专业分别为河南省及湖北省省一流学科，安阳学院信息管理与信息系统等多专业获批省级一流本科专业，商丘学院应用科技学院以工科为主。

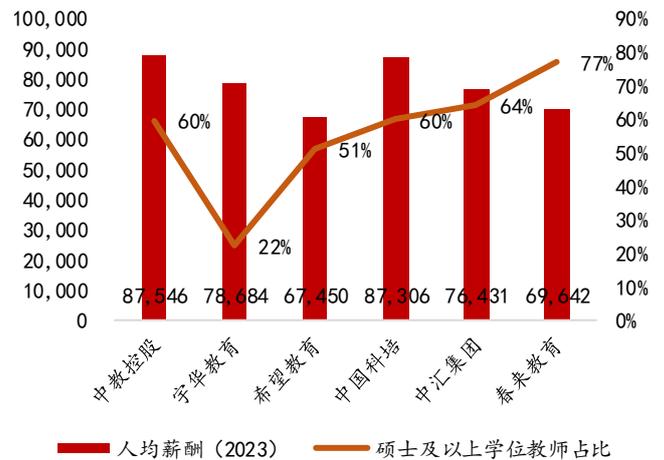
中国春来人均薪酬处于高教行业较低水平，但公司硕士及以上学位教师占比处于行业内最高水平，说明公司具有用较低薪酬吸引优质教师的能力，所以公司具有行业内较高毛利率水平。

图 23 2014-2018 集团旗下学校教师数量



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 24 上市高教 2023 年人均薪酬、硕士及以上学位教师占比



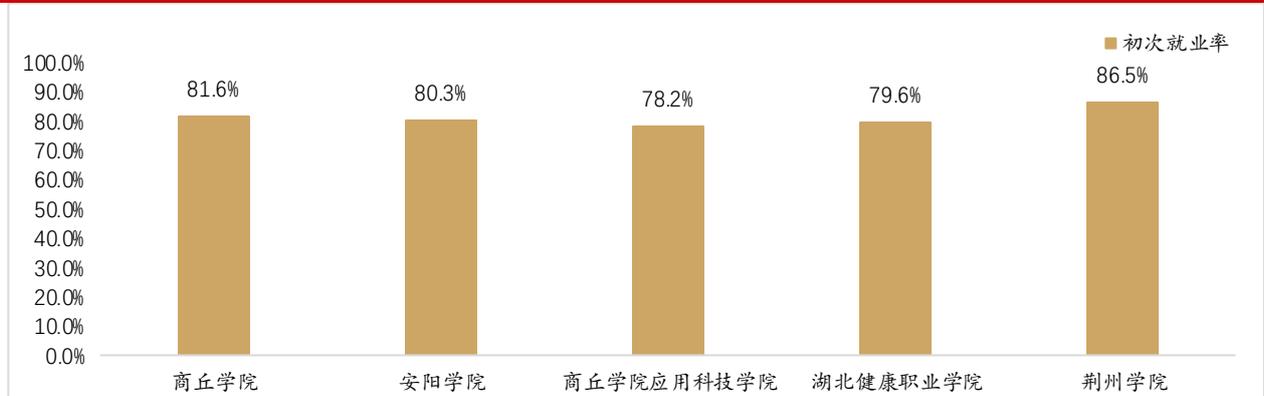
资料来源：公司公告，华西证券研究所 注：中教控股教师学历数据截止时间为 2017 年 8 月 31 日，宇华教育教师学历数据截止时间为 2016 年 8 月 31 日，希望教育教师学历数据截止时间为 2018 年 8 月 31 日，中国科培教师学历数据截止时间为 2018 年 9 月 30 日，中汇集团教师学历数据截止时间为 2019 年 2 月 28 日，春来教育教师学历数据截止时间为 2018 年 2 月 28 日

集团旗下学校具备出色的就业率，且提供校企合作如订单班等支持。集团旗下学校凭借其所在区域活跃的就业市场、自身过硬的师资及课程质量，大多实现高于平均水平的高就业率，根据公司年报，学校毕业生平均初次就业率 75% 以上。且集团旗下各院校和超 700 余家企业建立校企合作关系，开设校企合作订单班等支持就业，

如荆州学院打造了如色如丹订单班，设立荆州学院大学生就业基地，商丘学院与河南瀚斯作物保护有限公司签订校企合作协议书等。

两所院校硕士学位获批，证明教学水平。此外，集团旗下两所院校商丘学院和安阳学院于 2021 年获批为硕士学位授予立项建设单位，标志着集团向研究生教育迈开的重要一步，也体现集团的办学水平受到认可。

图 25 2023 年集团旗下学校初次就业率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 3.3.承接独立学院转设：推动被承接院校招生及业绩改善

集团具备突出的承接独立学院转设能力，一方面集团成立以来已成功转设3所本科院校，1所为集团投资合办，2所为集团承接转设、成功率100%，且目前已以8亿金额中标苏州科技大学天平学院转设项目，正在转设中，另一方面有效整合被承接院校并推动其招生及业绩显著改善。

从公司历史来看，公司院校转设可分为两类：最主要的一类是公司承接转设：(1) 安阳学院原由安阳师范学院和安阳钢铁集团有限责任公司共同发起创办，后于2016年由公司承接转设；荆州学院原由长江大学建立，后于2021年由公司承接转设，(2) 还有一类是公司与其他院校合办后转设，商丘学院原由河南农业大学与春来教育集团合作创办，后于2011年由集团转设为商丘学院。

表 10 集团旗下各院校转设情况

学校	商丘学院	安阳学院	荆州学院	学校
完成转设时间	2011. 04. 07	2016. 04. 29	2021. 09. 08	完成转设时间
收购价 (亿元)	-	-	1.2	收购价 (亿元)
并表当年集团净利 (万元)	-	15,470	60,995	并表当年集团净利 (万元)
并表当年集团 EBIT (万元)	-	151,60 (FY2017)	60,693 (FY2021)	并表当年集团 EBIT (万元)
并表当年在校生人数	-	42,194	97,685	并表当年在校生人数

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

生均收购成本 (万元)	-	-	1.54	生均收购成本 (万元)
-------------	---	---	------	-------------

资料来源：公司官网，华西证券研究所

从集团转设能力来看，作为华中规模最大的上市高教集团，集团首先能接触业内所有并购机会；其次将筛选符合其生源、区位等标准要求的学校，集团位于高教资源供不应求地区（高考人数多但高教毛入学率低）中潜在量价整合增长空间大的标的（学额及学费提升空间大、专业及资源可利用性强、有转设预期、有专升本潜力等），最后依靠专业并购团队进行接洽合作，该团队有丰富的承接经验且在战略、财务和法务等方面专业性强。集团历史上的成功转设既是其转设能力的证明，也为其未来的潜在转设提供了背书。

从集团对转设标的整合效果来看，集团旗下转设学校并表后均较快实现 20%左右的在校生人数增长。

(1) 提升招生：招生上发挥集团品牌获客和学额获取优势，课研及师训上设集中统一的开发与培训机制、提高课程及校园质量，就业上旗下院校可共享信息和资源，力求扩大在校生规模。比如公司转设荆州学院后，2 年时间将在校人数从 10,759 人提升到 13,718 人。

(2) 提升录取分数线：荆州学院 23 年比 21 年文科分数线增加 86 分。

(3) 提升集团利润率，转设荆州学院后，集团毛利润率由 2021 年的 52.6% 提升至 2022 年的 60.6%，净利率由 2021 年的 24.7% 提升至 2022 年的 38%。

## 4. 成长驱动：价格和利润率提升空间均较大

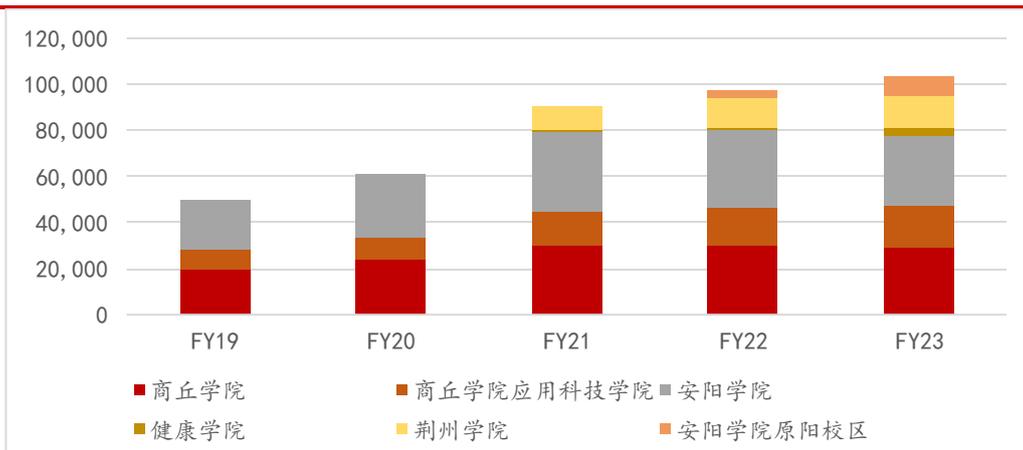
### 4.1. 人数增长：荆州学院、安阳学院原阳校区在校生快速增长，天平学院并表带来新增量

整体分学校来看，我们分析：(1) 商丘学院、商丘学院应用科技学院、安阳学院校区接近满员，在校生未来预计保持在 3/1.8/3 万人左右；(2) 荆州学院 2021 年由公司承接转设，成长性较强，未来有望保持 30% 增长，在校生有望达到 3 万人；(3) 健康学院紧扣国家老龄事业和产业战略发展需要，课程设置均为健康管理相关专业，未来在校生有望达到 7000 人；(4) 安阳学院原阳校区于 2021 年成立，正处于成长期，FY2024H1 在校生为 1 万人，三年内有望达到 1.5 万人；(5) 天平学院一期已建设完成，有望为公司在校生提供增量。

根据公司公告，公司截至 2023 年 8 月 31 日，在校生人数增长为 10.3 万人，其中旗下院校河南商丘学院/河南商丘应用科技学院/湖北荆州学院/湖北健康职业学院/河南安阳学院/河南安阳原阳校区 FY2023 在校生人数分别为 2.93/1.80/1.30/0.37/3.03/0.81 万，同比增长-3%/12%/12%/181%/-10%/100%。

- (1) **新校区招生：**安阳学院原阳校区是安阳学院的下属学院，于 21 年经教育主管部门批准开始招生。目前，设有 19 个本科专业，11 个专科专业，14 个五年一贯制大专专业，截至 FY24H1，学校在校生为 10748 人，学院于 21 年 10 月开始进行招生，目前学院利用率不高，未来几年在校生人数有望持续提升。
- (2) **新转设学院招生提升：**荆州学院原由长江大学建立，后于 2021 年由公司承接转设，截至 FY24 H1，学校在校生为 16,752，随着校区利用率提升，招生有望持续提升。天平学院为 2019 年集团与苏州科技大学正式签订合作办学协议，合作举办苏州科技大学天平学院，该学院目前拥有本科生 6000 人，并于南京市高淳区建设学校新校区，根据公司官网，新校区一期已余 2023 年建设完成，有望快速实现招生，公司目前正积极收购天平学院的举办者权益，完成后公司整体在校生数量将有所提升。
- (3) **我们预计公司 3 年后在校生人数达到 15 万人：**FY23 年公司在校生 10 万人，26 年在校生增量主要来自于健康学院、荆州学院、安阳学院原阳校区、天平学院，我们预计在校生分别由 FY23 的 3699/13718/8118/- 增长至 FY26 的 12000/26133/17466/14300 人，这四所院校容量在 12000/30000/25000/25000 人左右，且公司在持续拿地扩建，有望带动招生规模持续提升。

图 26 集团各学校在校生人数



资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 4.2. 学费提升：自主定价逐渐放开、硕士学位获批有望带动学费提升

我们分析，公司此前在学费提升上并不激进，基本平均每年在 7% 左右，公司老学院收费偏低，未来学费提升空间大。

- (1) **定价政策趋于灵活，自主定价权陆续放开：**目前对营利性民办校收费实行市场调节价，对非营利性民办校收费也试点实行市场调节价且具体由各省份确定。湖北、江苏等省份自主定价权已先后放开，河南省非营利性民办学校收费实行政府指导价，逐步实行市场调节价。根据河南省发改

委，河南省非营利性民办高校文科/理科/医学/艺术生均收费最高定价分别为 15000/16000/17000/18000 元/年，公司位于河南的商丘学院、商丘学院应用科技学院、安阳学院 FY23 生均学宿杂费为 1.37/1.5/1.4 万元/年，其中住宿费用占比在 10%左右，可见三所学院学费距河南省最高收费有较大差距，学费提升空间大，且根据几所学校最新官网招生学费来看，生均学费均有所提升。

- (2) **独立学院转设后整合经营，助力新并校提质提价：**集团新并校因软硬件质量不足、招生能力不足等难提升学费，对此集团通过提供资金及管理支持助力其提升教学质量、改善校园环境等从而推动其提质提价，预计荆州学院、天平学院等学校仍有提价空间。
- (3) **江苏提高学费标准，天平学院新校区迎来政策春风。**2023 年江苏省发布《关于优化民办高校收费管理有关事项的通知》，规定在文科类、理工科类、医学艺术类专业上，独立设置的民办本科高校每生每学年分别 2.3 万元、2.6 万元、2.9 万元，独立学院分别 1.8 万元、2.0 万元、2.2 万元，民办专科高校分别 1.6 万元、1.8 万元、2.0 万元。独立设置的民办本科高校收费标准调整自 2023 年秋季新学年起执行，其他民办高校自 2024 年秋季新学年起执行。在此之前，江苏省试点 53 所民办高校学历教育自主设置收费标准，试点开始后三江学院、无锡太湖学院等学费涨幅在 3000-5000 元/生/学年左右。春来教育旗下的天平学院迎来政策春风，收购投资者权益后有望带动集团收入和利润率提升。
- (4) **两所院校硕士学位获批，有助于公司学院提价：**集团旗下两所院校商丘学院和安阳学院于 2021 年获批为硕士学位授予立项建设单位，根据江苏省发布的民办高校收费标准，获批硕士学位授予立项建设单位的民办高校学费可在标准上提高不超过 10%、获得硕士学位授予权的民办高校学费可在标准上提高不超过 20%，参考此规定，我们认为在集团硕士教育稳步开展下，公司的教育水平将得到更高认可度，同时华中地区如推出类似收费标准，公司业绩将迎来进一步的内生增长动力。

表 11 江苏省调整后民办高校收费标准

单位：元/生/学年	独立设置的民办本科高校	独立学院	民办专科高校
文科类	23000	18000	16000
理工科类	26000	20000	18000
医学艺术类	29000	22000	20000

资料来源：江苏省发改委，华西证券研究所

表 12 2024 民办上市高教集团湖北/河南院校收费情况

学校名称	学费 (元/人/年)	住宿费 (元/人/年)
郑州城轨交通中等专业学校 (中教控股)	11,000/4,200 (中专/大专)	2,000
郑州工商学院 (宇华教育)	15,000-18,000	1,500
郑州软件职业技术学院 (宇华教育)	9,800-26,800	1,500
湖北恩施学院 (新高教)	14,800-17,000	2,520
洛阳科技职业学院 (新高教)	14,800-17,000	1,500
郑州城市职业学院 (新高教)	12,900-16,000	1,400-1,500
郑州经贸学院 (嘉宏教育)	15,000-18,000	1,200-1,500
商丘学院	15,000-18,000	1,400-1,500
安阳学院	14,500-18,000	1,400-1,500
荆州学院	12,500-22,800	1,600-1,700
湖北健康职业学院	11,900-15,900	1,600-1,700

资料来源：公司官网 华西证券研究所

注：商丘学院应用科技学院与商丘学院共用同一套收费标准

### 4.3.未来公司通过债务置换，财务费用率有下降空间带动利润率提升

公司老学院收费较低，但从 2024 年各学院学费情况来看，公司针对新入学新生的学费进行了提价，而教师等成本不变的情况下，学院提价有望带动公司毛利率提升。公司管理费用率及财务费用率均处于行业内相对较高的水平，近年来公司持续进行降本增效，贷款利率从 FY15 年的 9.9% 下降至 FY23 的 5.8%，未来公司通过债务置换，财务费用率有下降空间。管理费用率从最高 FY19 的 23.37% 下降至 FY23 的 11.64%，未来费用率的持续优化有望带动公司净利率提升。

## 5.盈利预测、估值及投资建议

### 5.1.盈利预测

我们将公司业务按照商丘学院、商丘学院应用科技学院、安阳学院、健康学院、荆州学院、安阳学院原阳校区进行拆分，整体来看，荆州学院、安阳学院原阳校区、健康学院将支撑公司整体业绩高速增长，预计公司 FY24-26 年收入为 16.29/18.41/21.40 亿元，对应增速为 8.8%/13.0%/16.2%；预计 FY24-26 归母净利润为 7.63/8.78/10.33 亿元，对应增速为 11.5%/15.1%/17.7%；对应 24-26 年 EPS 为 0.64/0.73/0.86 元，2024 年 8 月 2 日收盘价 4.6 港元，对应 24-26 年 6.73/5.85/4.97X PE。具体假设如下：

**商丘学院：**商丘学院作为成熟校区，利用率高，受到 23 年毕业生较多影响，我们假设 FY24 在校人数略有下降，FY25-26 在校生提升，FY24-26 商丘学院收入分别为 3.89/3.99/4.48 亿元，对应增速为 -3.1%/2.48%/12.35%。

**商丘学院应用科技学院：**假设在校生人数 FY24 略有下降，FY25-26 略有提升，FY24-26 学费稳中有升，FY24-26 商丘学院应用科技学院收入分别为 2.48/2.59/2.97 亿元，对应增速为-8.3%/4.45%/14.46%。

**安阳学院：**安阳学院 FY24 在校人数略有下降，FY25-26 小幅回升，FY24-26 安阳学院收入分别为 4.27/4.38/4.92 亿元，对应增速为 4.8%/2.48%/12.35%。

**健康学院：**健康学院作为新院校，在校生人数提升空间大，FY24-26 健康学院收入分别为 0.97/1.52/1.66 亿元，对应增速为 84.7%/57.17%/9.09%

**荆州学院：**假设荆州学院在校生人数每年提升 20-30%，学费基本持平，FY24-26 荆州学院收入分别为 2.92/3.70/4.53 亿元，对应增速为 24.6%/26.88%/22.40%

**安阳学院原阳校区：**原阳校区作为新校区，在校生人数提升空间大，校生人数每年提升 25-35%，学费基本持平，FY24-26 安阳学院原阳校区收入分别为 1.76/2.24/2.85 亿元，对应增速为 33.7%/26.88%/27.50%。

表 13 收入拆分

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (亿元)	14.98	16.29	18.41	21.40
YOY (%)	14.0%	8.8%	13.0%	16.2%
一：商丘学院 (亿元)	4.014	3.89	3.99	4.48
YOY (%)	5.0%	-3.1%	2.48%	12.35%
二：商丘学院应用科技学院 (亿元)	2.71	2.48	2.59	2.97
YOY (%)	14.0%	-8.3%	4.45%	14.46%
三、安阳学院 (亿元)	4.08	4.27	4.38	4.92
YOY (%)	-1.0%	4.8%	2.48%	12.35%
四、健康学院 (亿元)	0.52	0.97	1.52	1.66
YOY (%)	176.7%	84.7%	57.17%	9.09%
五、荆州学院 (亿元)	2.34	2.92	3.70	4.53
YOY (%)	21.4%	24.6%	26.88%	22.40%
六、安阳学院原阳校区 (亿元)	1.32	1.76	2.24	2.85
YOY (%)	102.9%	33.7%	26.88%	27.50%
归母净利 (亿元)	6.84	7.63	8.78	10.33

YOY (%)	24.0%	11%	15%	18%
归母净利率	46.0%	47%	48%	48%

资料来源：华西证券研究所

## 5.2. 相对估值及投资建议

公司旗下院校主要位于河南、湖北、江苏省，相较同业来看，未来学费仍具备较大提升空间，且上市后通过债务置换、财务费用率有下降空间，带来净利率提升。预计公司 FY24-26 年收入为 16.29/18.41/21.40 亿元，对应增速为 8.8%/13.0%/16.2%；预计 FY24-26 归母净利为 7.63/8.78/10.33 亿元，对应增速为 11.5%/15.1%/17.7%；对应 24-26 年 EPS 为 0.64/0.73/0.86 元，2024 年 8 月 2 日收盘价 4.6 港元，对应 24-26 年 6.73/5.85/4.97X PE，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 14 可比公司估值

公司名称	市值 (亿元)	2024E EPS	2025E EPS	2026E EPS	2024E PE	2025E PE	2026E PE	2024E 净利增速	2024E PEG
中国春来	56.04	0.68	0.80	0.92	6.35	5.45	4.71		
中教控股	109.64	0.78	0.89	1.00	4.70	4.16	3.70	54.35	0.09
中国科培	29.01	0.40	0.42	0.44	3.33	3.16	3.01	7.18	0.46
中汇集团	25.47	0.62	0.65	0.73	3.30	3.13	2.81	14.07	0.23
新高教集团	30.79	0.49	0.55	0.60	3.67	3.30	3.01	9.11	0.40
平均值					3.75	3.44	3.13		

资料来源：wind，华西证券研究所。注：收盘价和 PE 数据截至 2024 年 8 月 1 日，对应汇率 1 美元=7.26 元，1 港元=0.93 元

## 6. 风险提示

- 1、国家法规及政策调整风险
- 2、转设进度不及预期风险
- 3、市场竞争加剧风险
- 4、系统性风险

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1553.57	1691.21	1903.52	2202.56	净利润	684.39	763.04	877.90	1033.04
YoY (%)	15.54%	8.86%	12.55%	15.71%	折旧和摊销	224.71	158.78	150.84	143.30
营业成本	607.91	640.23	721.83	836.91	营运资金变动	77.67	67.96	110.04	154.98
营业税金及附加					经营活动现金流	1074.23	1066.25	1227.59	1437.51
销售费用	5.11	4.51	4.92	5.50	资本开支	-548.94	0.00	0.00	0.00
管理费用	174.38	219.07	245.78	283.56	投资	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	96.19	74.92	62.51	51.42	投资活动现金流	-531.69	18.19	18.19	18.19
研发费用					股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	债务募资	-221.02	0.00	0.00	0.00
投资收益					筹资活动现金流	-383.75	-94.66	-107.00	-124.37
营业利润					现金净流量	158.79	989.78	1138.78	1331.32
营业外收支									
利润总额	688.18	770.66	886.67	1043.36	<b>主要财务指标</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
所得税	3.78	7.62	8.77	10.32	<b>成长能力</b>				
净利润	684.39	763.04	877.90	1033.04	营业收入增长率	14.42%	8.75%	13.03%	16.24%
归属于母公司净利润	684.39	763.04	877.90	1033.04	净利润增长率	23.93%	11.49%	15.05%	17.67%
YoY (%)	23.93%	11.49%	15.05%	17.67%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.57	0.64	0.73	0.86	毛利率	59.42%	60.70%	60.80%	60.90%
					净利率	45.69%	46.84%	47.68%	48.26%
					总资产收益率 ROA	10.60%	10.44%	10.54%	10.80%
					净资产收益率 ROE	20.89%	18.89%	17.86%	17.36%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>偿债能力</b>				
货币资金	789.72	1779.50	2918.28	4249.6	流动比率	0.60	0.97	1.36	1.74
预付款项					速动比率	0.57	0.94	1.33	1.71
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	0.32	0.70	1.09	1.48
其他流动资产	69.11	75.16	84.95	98.75	资产负债率	49.28%	44.74%	40.98%	37.79%
流动资产合计	1460.72	2470.83	3642.54	5020.24	<b>经营效率</b>				
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.24	0.24	0.24	0.24
固定资产	2987.66	2838.28	2696.37	2561.55	<b>每股指标 (元)</b>				
无形资产	188.00	178.60	169.67	161.19	每股收益	0.57	0.64	0.73	0.86
非流动资产合计	4997.09	4838.30	4687.46	4544.16	每股净资产	2.73	3.37	4.10	4.96
资产合计	6457.80	7309.13	8330.00	9564.40	每股经营现金流	0.90	0.89	1.02	1.20
短期借款	1439.46	1439.46	1439.46	1439.46	每股股利	0.05	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>估值分析</b>				
其他流动负债	970.95	1055.94	1193.56	1387.39	PE	10.52	6.73	5.85	4.97
流动负债合计	2448.15	2536.45	2679.41	2880.78	PB	2.20	1.27	1.04	0.86
长期借款	732.16	732.16	732.16	732.16					
其他长期负债	1.83	1.83	1.83	1.83					
非流动负债合计	733.99	733.99	733.99	733.99					
负债合计	3182.14	3270.44	3413.41	3614.77					
股本	0.01	0.01	0.01	0.01					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
股东权益合计	3275.66	4038.70	4916.59	5949.63					
负债和股东权益合计	6457.80	7309.13	8330.00	9564.40					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

## 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或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6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。