

博通股份 (600455.SH) 首次覆盖报告：

## 华丽蜕变“高教第一股”，城市学院未来可期

2025年09月25日

➤ **华丽蜕变“高校第一股”。**上市之初，博通股份主要从事应用软件、行业解决方案的研发、销售等业务，2005年11月公司联合西安交大合作创办城市学院，城市学院发展迅速，目前在校生约11800人，高教业务快速成为公司核心主业，公司华丽蜕变为“高教第一股”。2022-2025年1-6月公司高教业务收入分别为2.34亿元、2.60亿元、2.83亿元和1.47亿元，业务占比分别为98.76%、99.05%、98.78%和99.09%。同时，公司积极推进城市学院二期项目建设，建成后将扩大学位供给，增加招生指标，并为学院转设创造条件。

➤ **独立学院转设开启，学费较高招生良好。**独立学院是在高校扩招、增加优质学位供给的背景下快速发展起来的民办高校，具有独立办学、民办机制、新的体制三大特征，最高峰时全国有360多所独立学院，40多万在校生。2008年2月教育部印发《独立学院设置与管理办法》，拉开了独立学院转设的序幕。独立学院转设主要有转为民办、转为公办和终止办学三种路径，其中转为民办高校是主流。2020-2025年全国共有106所独立学院完成转设，其中转为民办的占72.6%。近几年高考报名人数维持高位，独立学院招生良好，学费较高，发展态势良好。

➤ **战略聚焦高教业务，城市学院未来可期。**公司是依托西安交大发展起来的上市公司，2005年战略布局高教业务，出资举办了城市学院。城市学院背靠西安交大，发展迅速，已经成为以工科类专业为支撑，以经管、艺术、文学、医学类专业相配合协调的多学科结构，下设9个二级学院、32个本科招生专业、4个省级科研平台和3个省级实验教学示范中心。目前，公司正在积极推进城市学院二期项目建设，建成后对扩招、提价和转设将产生积极意义，城市学院未来可期。

➤ **现金流整体较好，盈利能力持续增强。**公司以高教为核心资产，资产负债率高。2023-2025年6月公司资产负债率60.86%、63.94%和61.23%，剔除预收款后资产负债率分别为52.05%、57.13%和59.55%。公司收现比较高，现金流较好。2022-2024年公司收现比分别为105.48%、106.69%和102.75%，经营净现金流分别为0.85亿元、1.04亿元和0.98亿元。公司盈利能力持续增强，2023-2025年6月公司毛利率分别为52.94%、51.86%和48.60%，净利率分别为15.54%、15.88%和12.19%，ROE分别为11.14%、11.30%和4.32%。

➤ **盈利预测与投资建议。**预计2025-2027年公司营收分别为3.13亿元、3.38亿元和3.61亿元，EPS分别为0.54元、0.63元和0.69元，动态PE分别为48倍、42倍和38倍，PB分别为4.9倍、4.4倍和3.9倍。公司依托西安交大，战略布局高等教育，华丽蜕变成为“高教第一股”，高教业务成为公司稳定现金流和利润来源。同时，公司积极寻找转型机会，培育第二增长曲线，有助于公司实现双轮驱动。看好公司未来成长性，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：**政策、营利性选择、转设、招生与第二增长曲线不及预期等风险。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	287	313	338	361
增长率（%）	9.2	9.0	8.0	7.0
归属母公司股东净利润（百万元）	33	34	39	43
增长率（%）	15.7	3.6	14.9	10.8
每股收益（元）	0.53	0.54	0.63	0.69
PE	50	48	42	38
PB	5.4	4.9	4.4	3.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2025年9月24日收盘价)

**谨慎推荐**

**首次评级**

**当前价格：**

**26.33元**



**分析师 苏多永**

执业证书：S0100524120001

邮箱：suduoyong@glms.com.cn

# 目录

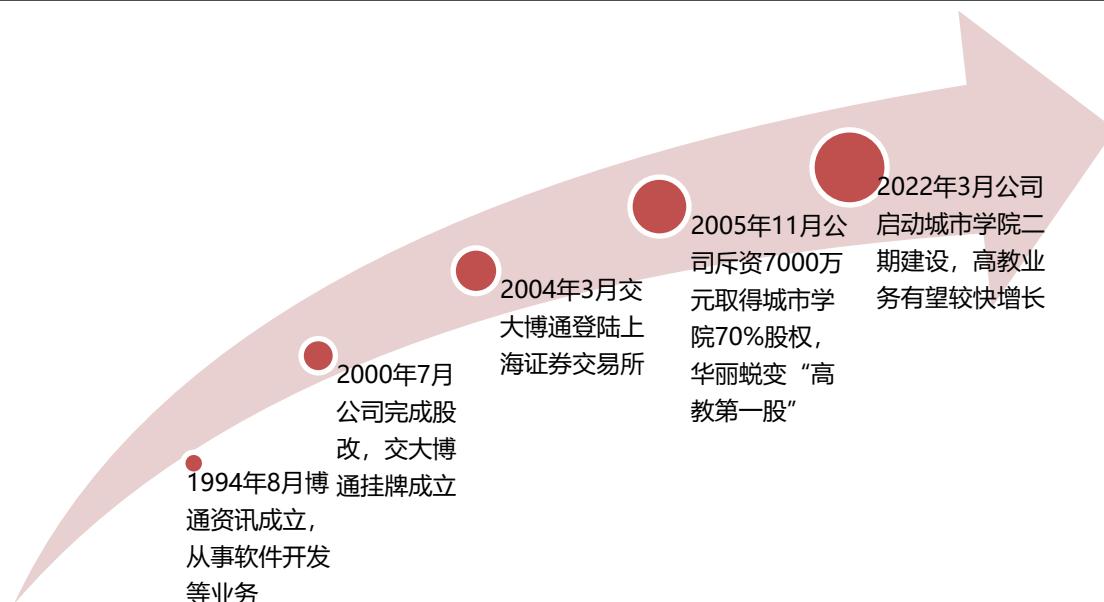
<b>1 公司概况：华丽蜕变“高校第一股”</b> .....	<b>3</b>
1.1 从应用软件服务商到“高教第一股” .....	3
1.2 国资持股比例较低，机构持股相对较少 .....	4
1.3 高教业务持续发力，业绩增长有望提速 .....	4
1.4 毛利率整体较高，盈利能力相对较强 .....	5
<b>2 行业分析：独立学院转设开启，学费较高招生良好</b> .....	<b>7</b>
2.1 独立学院：基本内涵及主要特征 .....	7
2.2 政策导向：从鼓励到规范，转设已成趋势 .....	7
2.3 路径选择：转设三大路径，民办成为主流 .....	8
2.4 市场情况：高考人数维持高位，学费较高招生良好 .....	10
<b>3 公司分析：战略聚焦高教业务，城市学院未来可期</b> .....	<b>12</b>
3.1 战略布局高教业务，华丽蜕变“高教第一股” .....	12
3.2 学院二期建设提速，创造条件积极转设 .....	12
3.3 城市学院办学良好，招生学费上涨生源增长 .....	13
3.4 积极寻找转型机会，寻找成长第二曲线 .....	15
<b>4 财务分析：现金流整体较好，盈利能力持续增强</b> .....	<b>16</b>
4.1 校园资产占比较高，负债率相对较高 .....	16
4.2 收现比相对较高，现金流整体较高 .....	16
4.3 盈利能力相对较高，合同负债助力成长 .....	17
<b>5 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>18</b>
5.1 盈利预测假设与业务拆分 .....	18
5.2 估值分析 .....	19
5.3 投资建议 .....	20
<b>6 风险提示</b> .....	<b>21</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>23</b>
<b>表格目录</b> .....	<b>23</b>

## 1 公司概况：华丽蜕变“高校第一股”

### 1.1 从应用软件服务商到“高教第一股”

西安博通资讯股份有限公司（以下简称“博通股份”或者公司）的前身为成立于1994年8月的西安博通资讯有限责任公司（以下简称“博通资讯”），2000年7月博通资讯经陕西省人民政府陕政函[2000]136号文批准，整体变更为股份有限公司——西安交大博通资讯股份有限公司（以下简称“交大博通”），2004年3月交大博通成功挂牌上海证券交易所。上市之初，公司主要从事应用软件、行业解决方案的研发、销售等业务，2005年11月公司斥资7000万元与西安交通大学（以下简称“西安交大”）合作建设西安交通大学城市学院（以下简称“城市学院”），公司持有城市学院70%的股权，公司华丽蜕变为“高教第一股”。城市学院是全日制普通本科高校，下设9个二级学院、3个教学部、19个研究所和28个本科招生专业，形成了以工科类专业为支撑，以经管、艺术、文学、医学类专业相配合协调的多学科结构，占地面积425.292亩，目前在校生约11800余名。2022年3月公司启动城市学院二期建设，二期校园占地面积70.516亩，新增一栋图书馆和一栋宿舍楼，合计建筑面积约9.61万平方米，总投资约7.16亿元。目前，城市学院二期建设正在积极推进中，截至2025年6月末，公司在建工程余额3.82亿元，二期的建成及投入运营对城市学院转设、招生、提价等将会产生积极影响。

图1：公司发展历程及重要的节点性事件

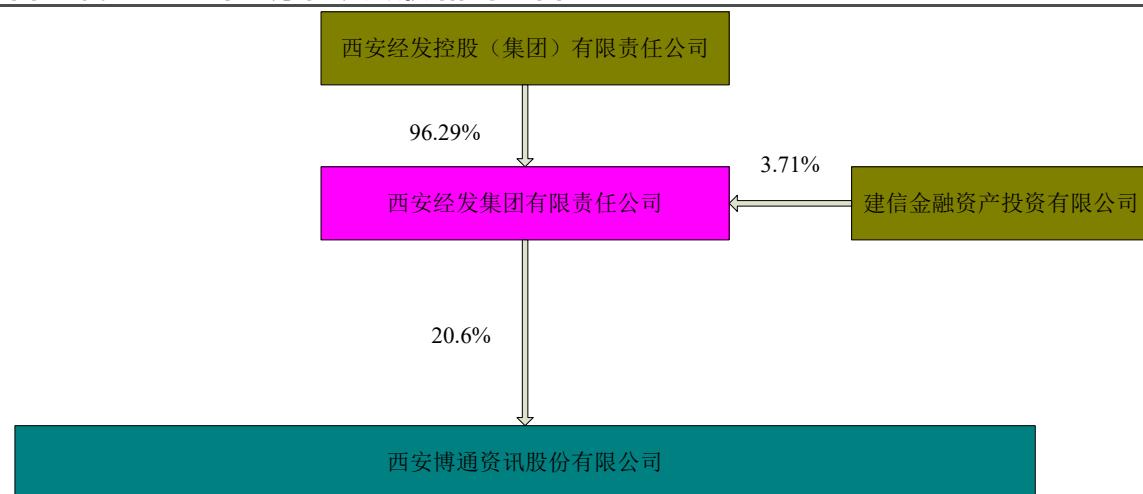


资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 1.2 国资持股比例较低，机构持股相对较少

西安经发集团有限责任公司（以下简称“西安经发”）是公司第一大股东和控股股东，截至 2025 年 6 月末，西安经发持股比例为 20.60%，持股比例相对较低。西安经发成立于 2001 年 9 月，是经西安市政府批准，由西安经开区管委会出资组建的国有控股公司，股东为西安经发控股（集团）有限责任公司和建信金融资产投资有限公司，注册资本 107.87 亿元，主要从事工程施工、房地产开发、商贸物流、公共服务等业务，2024 年实现营业收入 66.35 亿元，净利润 4.03 亿元。截至 2024 年末，西安经发总资产 531.8 亿元，净资产 181.72 亿元，股东实力整体较强。除西安经发外，公司前十大股东以自然人为主，端木潇漪、周宇光、余建华等投资者分别位列第二、第三和第四大股东，截至 2025 年 6 月末，持股比例分别为 4.27%、3.64% 和 2.23%。公司机构持股比例相对较少，截至 2025 年 6 月末，前十大股东仅有两家机构投资者，持股比例仅 1.06% 和 0.84%。

图2：截至 2025 年 6 月末公司股权结构示意图



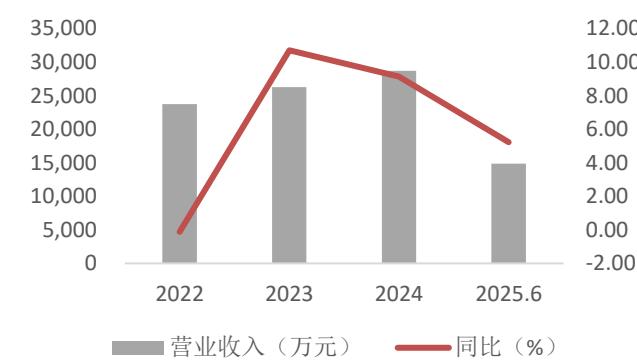
资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 1.3 高教业务持续发力，业绩增长有望提速

公司主要从事高等教育业务，辅以少量计算机技术服务。公司旗下的城市学院是独立学院，是实施本科以上学历教育的普通高等学校与国家机构以外的社会组织或者个人合作，利用非国家财政性经费举办的实施本科学历教育的高等学校，属于民办教育。随着城市学院在校生规模的扩大，公司高教业务持续增长，带动公司营业收入的增长。2022-2025 年 1-6 月公司营业收入分别为 2.37 亿元、2.63 亿元、2.87 亿元和 1.49 亿元，分别同比增长-0.12%、10.71%、9.15% 和 5.23%；其中高教业务收入分别为 2.34 亿元、2.60 亿元、2.83 亿元和 1.47 亿元，分别同比增长 5.35%、11.06%、8.86% 和 5.7%，业务占比分别为 98.76%、99.05%、

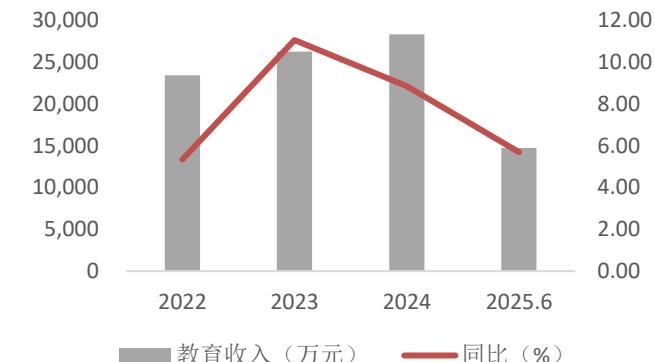
98.78%和 99.09%。目前，公司正在积极推进城市学院二期项目建设，建成后将扩大学位供给，增加招生指标，在校生规模扩大将助力业绩增长提速。

**图3：22-25 年 6 月公司营业收入（万元）及增速（%）**



资料来源：WIND，民生证券研究院

**图4：22-25 年 6 月公司教育收入（万元）及增速（%）**

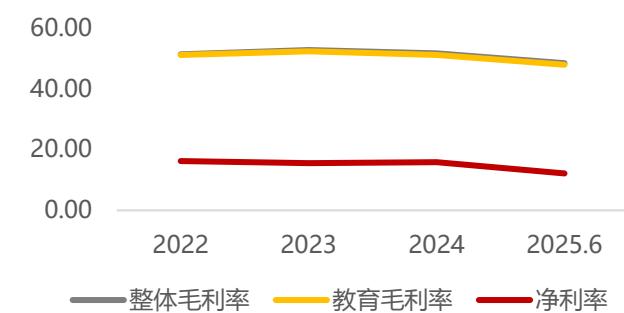


资料来源：WIND，民生证券研究院

## 1.4 毛利率整体较高，盈利能力相对较强

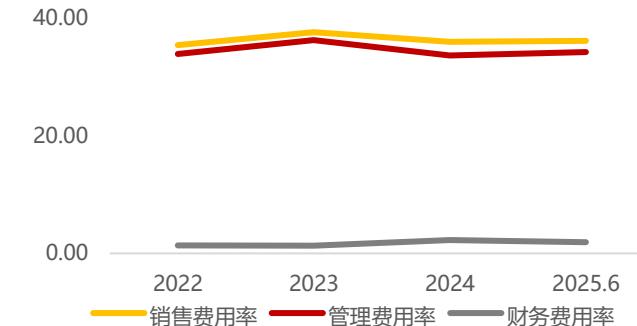
公司毛利率整体较高，2022-2025 年 1-6 月公司整体毛利率分别为 51.55%、52.94%、51.86% 和 48.60%，其中高教业务毛利率分别为 51.31%、52.52%、51.34% 和 48.08%。公司期间费用控制整体较好，销售费用很低，管理费用相对较高。2022-2025 年 1-6 月公司期间费用率分别为 35.43%、37.63%、35.97% 和 36.18%，其中销售费用率分别为 0.20%、0.03%、0.02% 和 0.01%，管理费用率分别为 33.90%、36.28%、33.67% 和 34.27%。受毛利率较高影响，公司盈利能力相对较强，2022-2025 年 1-6 月公司净利率分别为 16.28%、15.84%、15.88% 和 12.19；ROE（加权）分别为 11.16%、10.55%、10.88% 和 4.32%；ROA 分别为 4.63%、4.61%、4.75% 和 1.77%。目前，公司正在推进城市学院二期项目建设，建成转固后总资产将显著增加，折旧、摊销、财务费用等固定成本将上升，在生源爬坡阶段，将影响公司盈利水平，但长期（满员后）看有助于盈利能力提高。

图5：2022年以来公司毛利率、净利率等走势图 (%)



资料来源：WIND，民生证券研究院

图6：2022年以来公司期间费用率(%)等走势图



资料来源：WIND，民生证券研究院

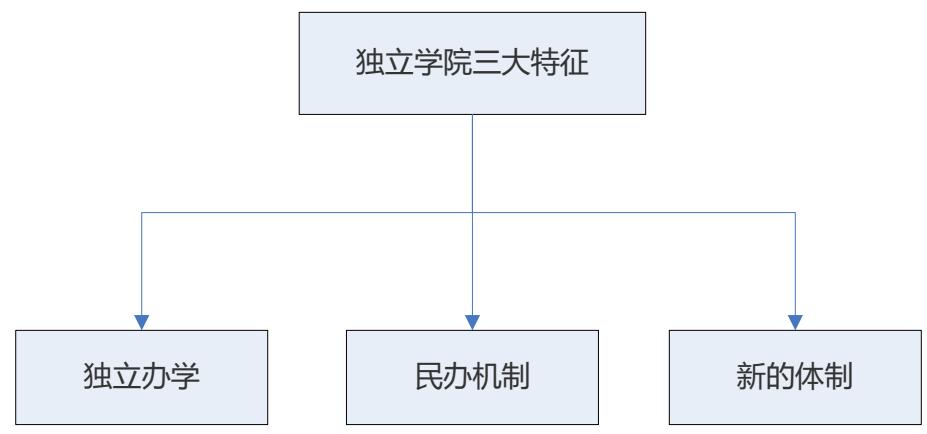
## 2 行业分析：独立学院转设开启，学费较高招生良好

### 2.1 独立学院：基本内涵及主要特征

独立学院 (Independent College) 是实施本科以上学历教育的普通高等学校与国家机构以外的社会组织或者个人合作，利用非国家财政性经费举办的实施本科学历教育的高等学校。独立学院具有以下特征：(1) 独立办学。独立学院应具有独立的校园和基本办学设施，实施相对独立的教学组织和管理，独立招生，独立颁发学历证书，独立进行财务核算，应具有独立法人资格，能够独立承担民事责任。

(2) 民办机制。独立学院是民办高等教育的重要组成部分，一律采取民办机制，所需经费投入及其他相关支持，均由合作方承担或以民办机制共同筹措，学生收费标准也按国家有关民办高校招生收费政策制定。(3) 新的体制。独立学院是新形势下高等教育办学机制与模式的一项探索与创新，是更好更快扩大优质高等教育资源的一种有效途径，既充分利用了公办大学的品牌、师资、招生等优势，又充分利用了社会资本的机制与效率，办学宗旨、理念，培养人才的思路、方向，优秀老师引进、培养，专业设置、打造等等均由申请者（公办大学）与合作者（社会资本）共同商议确定。

图7：独立学院的三大特征：独立办学+民办机制+新的体制



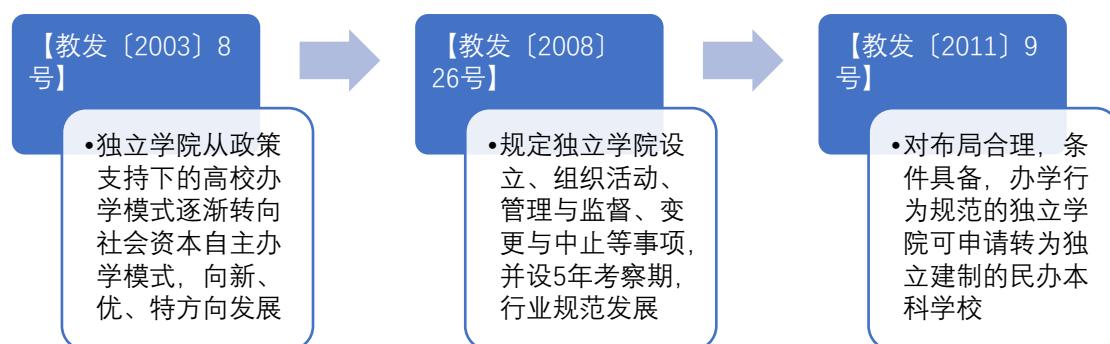
资料来源：教育部，民生证券研究院

### 2.2 政策导向：从鼓励到规范，转设已成趋势

20世纪90年代末，为扩大高等教育资源，国家鼓励公办本科院校与社会资本合作举办独立学院，独立学院在短短五年时间内增加到360多所，在校生达到40多万人。为了规范独立学院发展，2003年4月教育部印发《关于规范并加强普通高校以新的机制和模式试办独立学院管理的若干意见》【教发〔2003〕8号】，标志着独立学院从政策支持下的高校办学模式逐渐转向社会资本自主办学模式，

独立学院向“新”、“优”、“独”等方向发展。2008年2月教育部印发《独立学院设置与管理办法》【教发〔2008〕26号】，规定了独立学院的设立、组织活动、管理与监督、变更与中止等事项，明确了社会资本方的总资产不低于3亿元，净资产不低于1.2亿元，负债率不超过60%，且符合条件的普通高校只能举办1所独立学院。5年内，独立学院基本符合【教发〔2008〕26号】条件的，可以提出考察验收申请，考察验收合格的，核发办学许可证，独立学院迎来了整顿规范发展阶段，拉开了独立学院转设的序幕。2011年12月教育部印发《关于“十二五”期间高等学校设置工作的意见》【教发〔2011〕9号】，明确对布局合理，条件具备，办学行为规范，并列入省级人民政府“十二五”高等学校设置规划的独立学院，可按照普通高校设置程序，申请转为独立建制的民办本科学校。

**图8：独立学院的转设的主要政策文件**



资料来源：教育部等，民生证券研究院

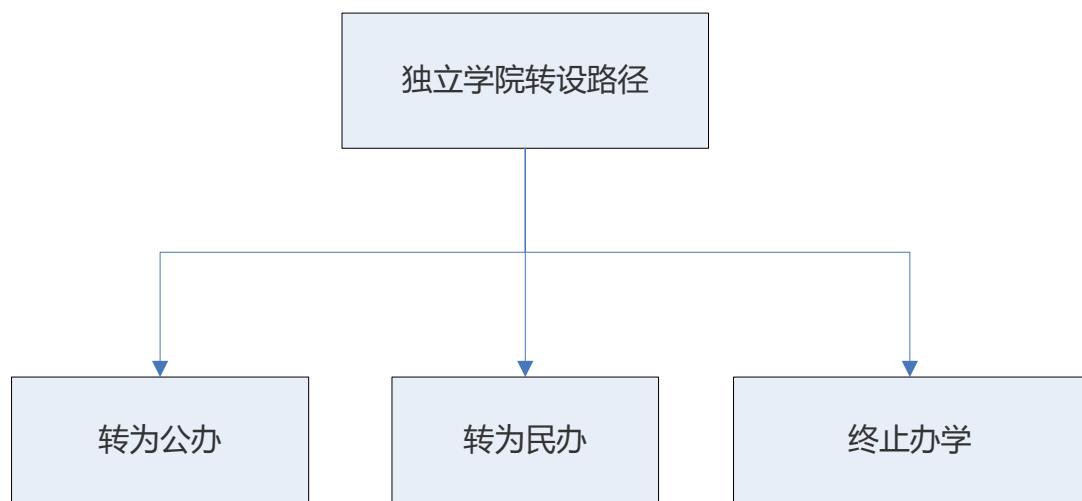
## 2.3 路径选择：转设三大路径，民办成为主流

独立学院转设并非易事，需要协调、解决公办大学、社会资本、家长学生的多方利益等问题，甚至转设过程中出现了社会舆情，多种因素造成转设进度较慢，2008-2013年仅30所独立学院完成转设，到2019年末转设的独立学院仍有257所。为了加快独立学院转设，2020年5月教育部印发《关于加快推进独立学院转设工作的实施方案》【教发厅〔2020〕2号】，明确提出把独立学院转设作为高校设置工作的重中之重，积极创造条件推动完成转设，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。

不同区域、不同类型、不同模式的独立学院，坚持实事求是，探索适合的转设路径：

(1) 转为公办。办学协议完善，办学主体间权利义务划分清晰，办学条件达到本科高校设置标准的独立学院，可转设为独立设置的民办普通本科高校。(2) 转为公办。无社会举办方或社会举办方拟退出举办、地方政府有条件承接举办的，鼓励转设为独立设置的公办普通本科高校。(3) 终止办学。已停止招生，或由于各种原因无法完成转设，或举办者主动提出且条件具备的，终止办学，撤销建制。

**图9：独立学院转设的主要路径：转为公办+转为民办+终止办学**

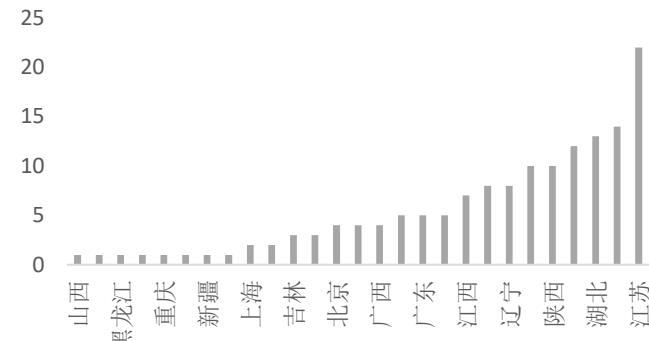


资料来源：教育部等，民生证券研究院

根据国家政策导向，独立学院要应转尽转。2021年6月教育部再次发文《关于独立学院转设有关问题的说明》，明确指出“合并转设”是指独立学院整合优质的高职学校或高等专科学校成为本科层次职业学校，学校的名称一般为“XXXX职业大学”或“职业技术大学”，在类型上属于职业教育，在层次上属于本科层次教育。在独立学院转设过程中，本着“老人老办法，新人新办法”的原则，对转设前以独立学院名义招收的学生，使用该独立学院的名称注册学籍、颁发学历证书并注册学历；对于转设后以新学校名义招收的学生，按照转设后的校名注册学籍、颁发学历证书，从而推动了转设进度加快。根据2020年至2025年的《全国普通高等学校名单》，五年间257所独立学院中有106所完成了转设，转设比例超过40%。其中，10所与高职高专合并转设为公办职业技术大学，占比9.4%；19所直接转为公办，占比17.9%；77所转为民办，占比72.6%，民办高校成为转设的主要选择。截止2025年6月20日，全国共有149所独立学院尚未完成转设，江苏未转设学院最多，江苏共有29所独立学院，其中4所完成转设，1所终止办学，1所停止招生，23所未转设；陕西完成转设比例最低，陕西共有12所独立学院，仅2所完成转设，2所停止招生，8所未转设。

**图10：2020-2025年独立学院转设情况（所）**


资料来源：教育部，民生证券研究院，数据截止 2025 年 6 月 20 日

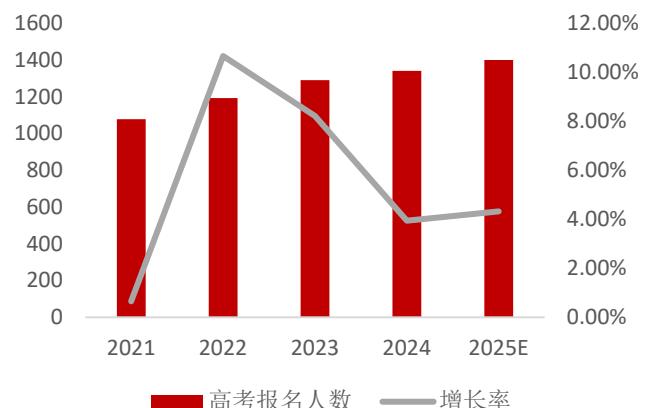
**图11：截至 2025 年 6 月 20 日未转设学院分布图（所）**


资料来源：教育部，民生证券研究院

## 2.4 市场情况：高考人数维持高位，学费较高招生良好

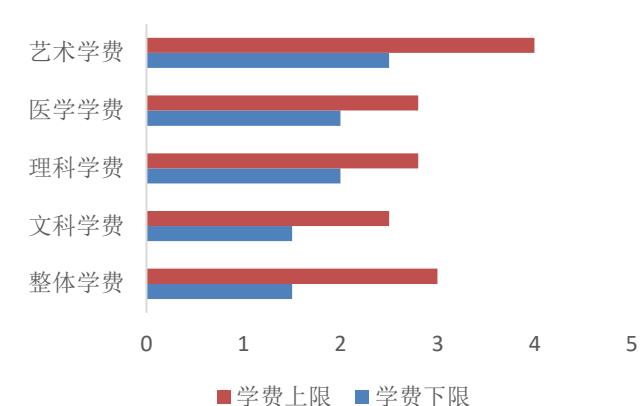
近几年，高考报名人数呈现上升态势。2021-2025 年我国高考报名人数分别为 1078 万人、1193 万人、1291 万人、1342 万人和 1335 万人，高考报名人数稳定高位。从中小学在校生趋势来看，预计未来几年高考报名人数仍有进一步上升的可能性，高考有望迎来“黄金十年”。独立学院崛起就是迎合高考扩招、优质学位提供的初衷，独立学院开始之初依附于一所知名公办大学，但招生批次属于民办二本，对考生而言具有吸引力，尤其是名校的独立学院不愁招生。随着独立学院转设的完成，独立学院已经转设为民办本科高校或公办本科高校，不同学校的招生批次不同，大多数转设的独立学院属于第二批次，部分是第一批次。独立学院的学费相对较高，学费普遍在 1.5-3 万元/年之间，其中普通文理科专业学费 1.5-2.5 万元/年，理工科专业学费 2-2.8 万元/年，医学类专业学费 2-2.8 万元/年，艺术类专业学费 2.5-4 万元/年，中外合作项目学费 4-26 万元/年。同时，独立学院学费还有区域差异，比如湖南独立学院学费 1.25-1.8 万元/年，江苏独立学院基准学费：文科 1.8 万/年、理工科 2 万/年、医学艺术类 2.2 万/年。独立学院有名校品牌加持，同时学费相对于纯民办大学有优势，因此独立学院招生整体良好，部分独立学院分数线超过了公办本科分数线。

图12：近年来我国高考报名人数(万人)及增长率(%)



资料来源：教育部，民生证券研究院

图13：独立学院学费的大致情况(万元/学年)



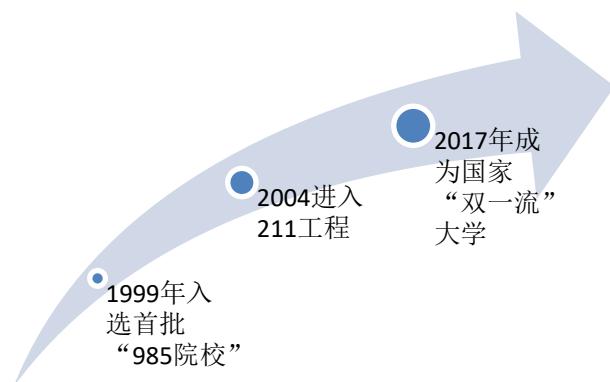
资料来源：教育部，民生证券研究院

### 3 公司分析: 战略聚焦高教业务, 城市学院未来可期

#### 3.1 战略布局高教业务, 华丽蜕变“高教第一股”

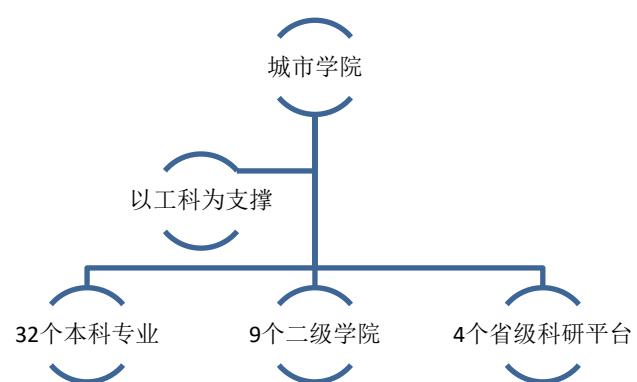
上市之初, 公司主要从事应用软件、行业解决方案的研发、销售等业务, 曾是国家重点支持的一流软件企业, 专家级信息化建设整体解决方案提供商, 集计算机应用软件开发、自主版权软件推广应用、计算机系统集成于一体的高新技术企业。受软件行业竞争加剧、独立学院蓬勃发展和控股股东(2005年公司控股股东仍是西安交通大学产业(集团)总公司))的战略考虑, 2005年11月公司斥资7000万元与西安交大合作创建城市学院, 公司持有城市学院70%的股权, 西安交大持有城市学院30%的股权, 公司华丽蜕变“高教第一股”。西安交大是中国、乃至世界知名高校, 1999年成功入选首批“985工程”建设高校, 2004年进入“211工程”, 2017年又成为国家“双一流”建设高校(A类), 其机械工程、动力工程等8个学科入选一流学科。同时, 西安交大国际排名也很靠前, ESI国际排名全球第108名, 工程与技术学科进入全球前50; U.S.News世界排名全球第179名, 电气工程学科全球第13名。城市学院是西安交大和公司联合举办, 2004年5月经教育部批准设立的全日制本科层次的独立学院, 2015年秋季新增普通高校专升本招生。城市学院背靠西安交大, 发展迅速, 已经成长为以工科类专业为支撑, 以经管、艺术、文学、医学类专业相配合协调的多学科结构, 下设9个二级学院、32个本科招生专业、4个省级科研平台和3个省级实验教学示范中心, 面向全国招生, 目前在校生11800多名。

图14: 西安交大的重要节点性事件



资料来源: 西安交大官网 ([西安交通大学](#)), 民生证券研究院

图15: 城市学院的主要架构示意图



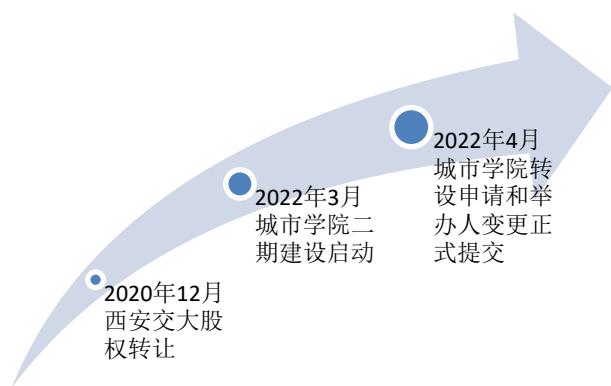
资料来源: 城市学院官网 ([西安交通大学-城市学院](#)), 民生证券研究院

#### 3.2 学院二期建设提速, 创造条件积极转设

为了推进城市学院转设, 2020年12月西安交大与西安市人民政府签订《西安交通大学城市学院转设协议书》, 西安交大将所持有的城市学院30%出资举办权

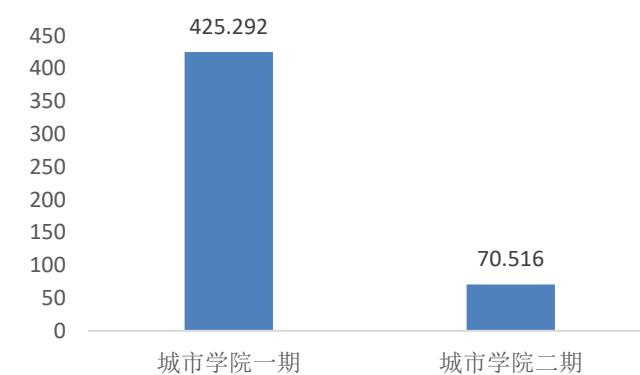
移交西安市人民政府，同意城市学院转设为独立设置的民办普通高等学校。2022年4月城市学院将转设申请文件和举办者变更申请文件报陕西省教育厅，目前正处于审核期间，后期待陕西省教育厅审核通过后，还需要报教育部审核。对照教育部、陕西省教育厅关于独立学院转设的标准要求（占地面积需达到500亩，生均建筑面积需达到60平方米），城市学院现有土地（425.292亩）和建筑物的面积尚存在差距，城市学院需要投资购买土地和进行校园建设。2022年3月公司启动城市学院二期建设，二期校园占地面积70.516亩，新增一栋图书馆和一栋宿舍楼，合计建筑面积约9.61万平方米，总投资约7.16亿元。目前，城市学院二期建设正在积极推进中，截至2025年6月末，公司在建工程余额3.82亿元。二期工程完工后，城市学院占地面积达到495.808亩，基本达到校园整体规划土地面积，达到了城市学院转设的所需土地面积最低标准，为转设创造条件。

**图16：城市学院转设的重要节点事件**



资料来源：公司公告，民生证券研究院

**图17：城市学院一期、二期土地面积（亩）**



资料来源：公司公告，民生证券研究院

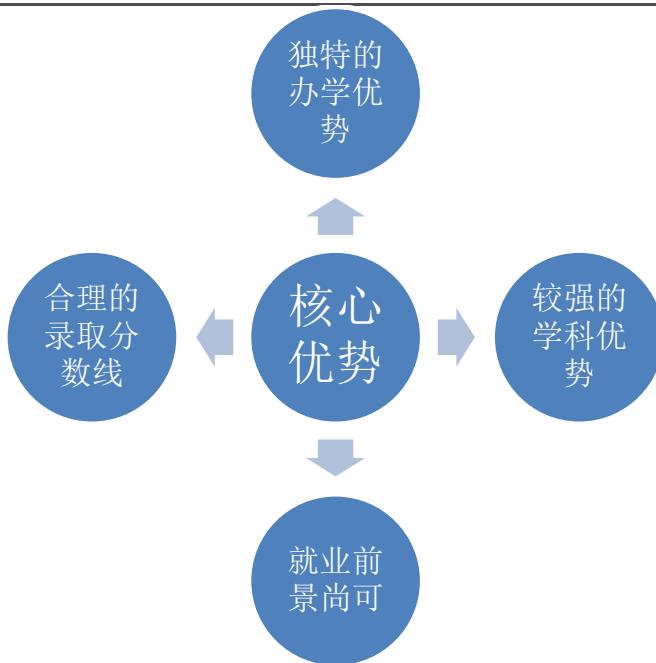
### 3.3 城市学院办学良好，招生学费上涨生源增长

城市学院办学良好，优势显著。(1)独特的办学优势，城市学院背靠西安交大，嫁接了母体高校的优质基因，融合创新，快速成长；师资力量较强，骨干老师大多来自西安交大，不仅学术造诣较高，承接诸多国家级、省部级科研项目，发表过高质量学术论文，而且还能将前沿知识与实践教学紧密结合，注重培养学生的创新思维和实践能力。(2)较强的学科优势，电气工程与自动化专业是城市的王牌专业，在电力系统运行、电气设备控制、新能源电力技术等领域积累了深厚的学术积淀与卓越的科研成果；会计学专业是学校的优势学科之一，在财务会计、管理会计、审计等领域成果斐然；机械设计制造及其自动化专业同样实力强劲，在机械制造工艺、数控技术、工业机器人应用等领域拥有一支优秀的师资队伍和浓厚的学术氛围。

(3)就业前景方面，城市学院优势专业的往年毕业生就业可选方向多样，如电气工程及其自动化专业毕业生就业方向可考虑国家电网、南方电网、电力设计院、新能源企业等单位。(4)合理的录取分数线，城市学院在本科二批招生，不同省份、

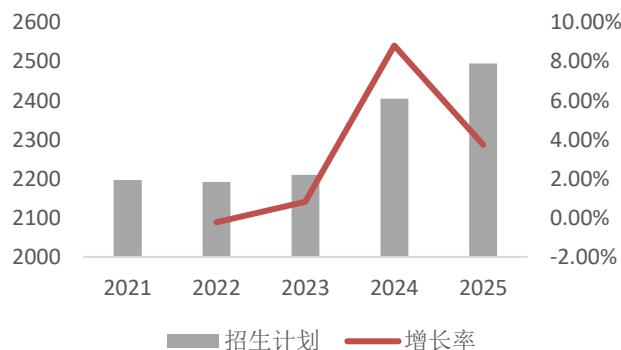
不同专业、不同年份录取分数线可能存在变化。2024 年城市学院在陕西省招生 1289 人，最低录取分数线是 430 分，位次 92909 名，批次线差 58 分。

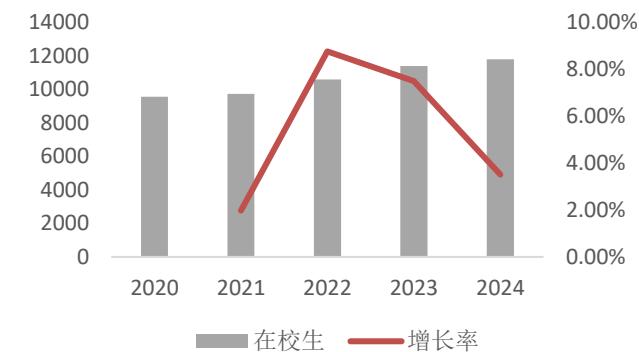
图18：城市学院的核心优势：办学、学科、就业和分数线



资料来源：教育部等，民生证券研究院

凭借着显著办学优势，城市学院得到了家长、学生的认可和支持，招生规模持续扩大，在校生也随之增长，学费稳步增长。2021-2025 年城市学院招生人数分别为 2197 人、2192 人、2210 人、2405 人和 2495 人，分别同比增长-0.23%、0.82%、8.82% 和 3.74%；2020-2024 年城市学院在校生分别为 9560 人、9749 人、10604 人、11400 人和 11800 人，分别同比增长 1.98%、8.77%、7.51% 和 3.51%。同时，城市学院的学费也稳中有升。2021-2025 年城市学院理科、文科专业的学费分别为 2.1 万元/学年、2.1 万元/学年、2.3 万元/学年、2.3 万元/学年和 2.53 万元/学年，住宿费分别为 1600 元/学年、1600 元/学年、1600 元/学年、2600 元/学年和 2600 元/学年，学费及住宿费整体保持增长态势。预计随着独立学院二期项目的投入使用，学费及住宿费有望继续保持增长。

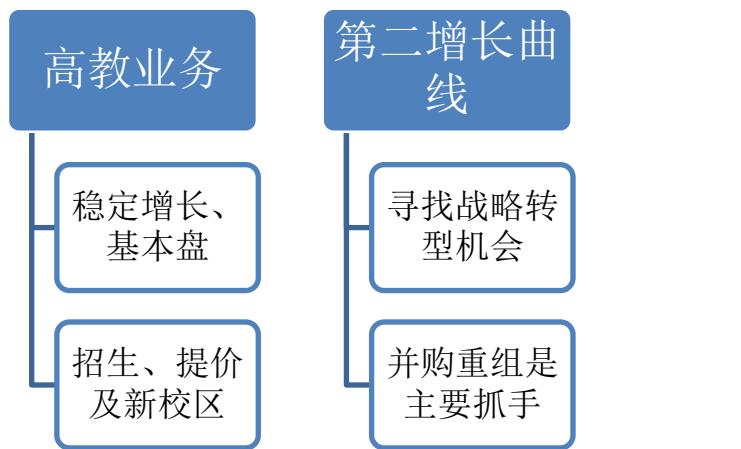
**图19：城市学院招生计划（人）及增长率（%）**

资料来源：城市学院官网 ([城市学院-招生网](#))，民生证券研究院

**图20：城市学院在校生（人）及增长率（%）**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

### 3.4 积极寻找转型机会，寻找成长第二曲线

高教业务整体相对稳定，成长主要取决于扩招、提价和拓展新的校区。近几年，受城市学院扩招和提价双重影响，公司业绩呈现稳步上升的态势，预计随着二期项目建成投入运营，公司仍有进一步扩招的可能性，这意味着未来几年公司高教业务稳步增长概率较高。但业务体量、业绩水平仍处于较低位置，而新建或者收购一所民办大学也非易事，公司高教业务发展空间相对有限。在此背景下，公司积极寻找转型机会，培养成长第二曲线。为了拓宽业务范围，2023年4月公司启动了发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金的管理交易事项，即收购陕西驭腾能源环保科技股份有限公司55%的股份，同时向不超过35名特定投资者发行股份募集配套资金。虽然2024年2月公司终止了本次资产收购事项，但仍能说明公司正在积极寻找转型机会，增加业务范围，寻找第二成长曲线。

**图21：公司未来增长的主要驱动因素**


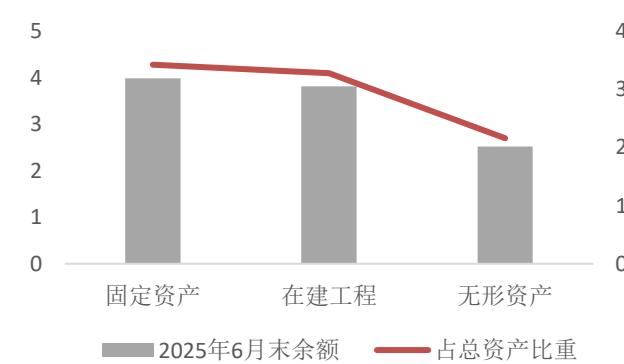
资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 4 财务分析：现金流整体较好，盈利能力持续增强

### 4.1 校园资产占比较高，负债率相对较高

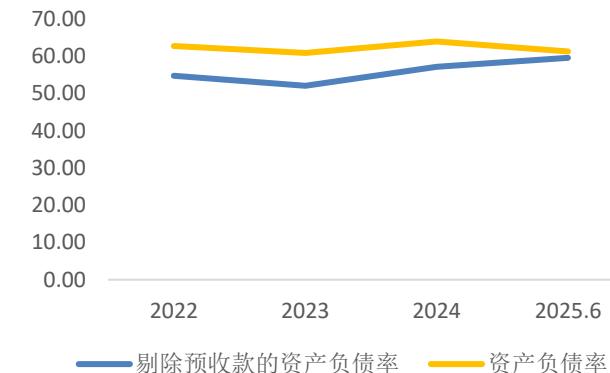
公司以高校为核心资产，持有城市学院 70%的股权。高校一般资产较重，主要资产是房屋建筑物、土地使用权等。同时，公司积极推进建设城市学院二期建设，在建工程相对较多。截止 2025 年 6 月末，公司总资产 11.65 亿元，其中固定资产 3.99 亿元，占比 34.26%；无形资产 2.52 亿元，占比 21.60%；在建工程 3.82 亿元，占比 32.82%。受城市学院建设影响，公司形成了较多的股东借款、应付账款和应付账款等。同时，城市学院采取预收费模式，合同负债相对较高。截止 2025 年 6 月末，公司其他应付款 4.21 亿元，占比 59.05%；应付账款 1.44 亿元，占比 19.97%；长期借款 0.96 亿元，占比 13.00%；合同负债 0.48 亿元，占比 6.78%。受重资产模式影响，公司资产负债率相对较高，2022-2025 年 6 月公司资产负债率 62.72%、60.86%、63.94% 和 61.23%，剔除预收款后的资产负债率分别为 54.69%、52.05%、57.13% 和 59.55%。

**图22：25年6月末公司主要资产（亿元）及占比（%）**



资料来源：WIND，民生证券研究院，其中右轴为占比

**图23：2022年以来公司资产负债率走势图（%）**

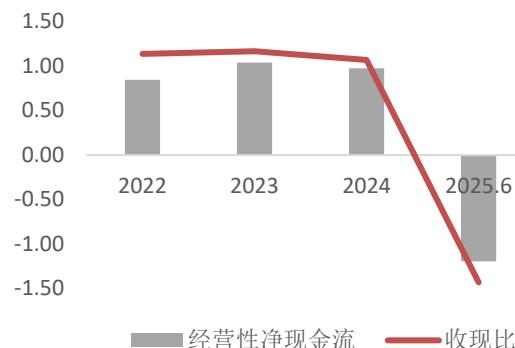


资料来源：WIND，民生证券研究院

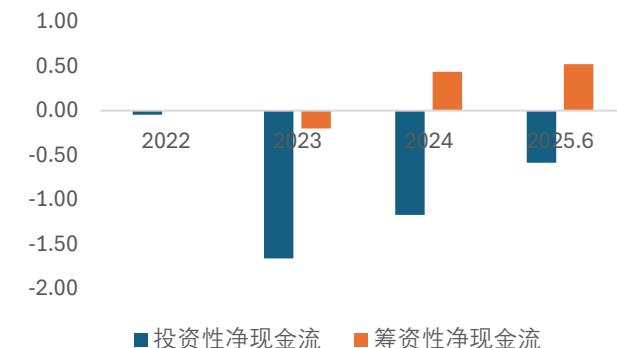
### 4.2 收现比相对较高，现金流整体较好

高校采取预收学费的模式，9月是预缴学费的主要月份，因此公司收款主要集中在三季度，其他季度收款较少。2022-2025 年 6 月公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 2.50 亿元、2.80 亿元、2.95 亿元和 0.04 亿元，公司经营性收款呈现持续增长的态势。同时，公司收现比（销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入）相对较高，2022-2025 年 6 月公司收现比分别为 105.48%、106.69%、102.75% 和 2.74%。另外，公司现金流整体较好，经营性现金流持续流入；受城市学院二期建设影响，公司投资性现金流流出较多，筹资性现金流连续两年净流入。2022-2025 年 6 月公司经营性净现金流分别为 0.85 亿元、1.04 亿元、0.98 亿元

和-1.19亿元，投资性净现金流分别为-0.05亿元、-1.66亿元、-1.17亿元和-0.59亿元，筹资性净现金流分别为0.00亿元、-0.20亿元、0.44亿元和0.52亿元。

**图24：公司经营性净现金流（亿元）及收现比（%）**


资料来源：WIND，民生证券研究院，其中右轴为收现比

**图25：公司投资性净现金流和筹资性净现金流（亿元）**


资料来源：WIND，民生证券研究院

### 4.3 盈利能力相对较高，合同负债助力成长

高教业务整体盈利能力较强，毛利率、净利率、ROE、ROA 相对较高。2022-2025 年 6 月公司毛利率分别为 51.55%、52.94%、51.86% 和 48.60%，净利率分别为 16.28%、15.54%、15.88% 和 12.19%，ROE（加权）分别为 11.82%、11.14%、11.30% 和 4.32%，ROA 分别为 4.63%、4.61%、4.75% 和 1.77%。同时，公司合同负债相对较高。2022-2025 年 6 月公司合同负债分别为 1.65 亿元、1.81 亿元、1.91 亿元 和 0.48 亿元，分别同比增长 9.47%、9.83%、5.04% 和 4.77%。同时，城市学院正在推进二期项目建设，建成投入运营后，公司招生有望增加，学费有望提高，合同负债有望持续增长，助力公司收入增长和业绩释放。

**图26：2022 年以来公司主要盈利财务指标（%）**


资料来源：WIND，民生证券研究院

**图27：2022 年以来公司合同负债（亿元）和增长率（%）**


资料来源：WIND，民生证券研究院，其中右轴为增长率

## 5 盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测假设与业务拆分

#### 关键假设：

**教育业务：**公司是A股市场“高教第一股”，旗下主要拥有城市学院，学院的增长主要来自于扩招、提价和新拓展校区，在城市学院二期投入使用前，预计城市学院增长主要取决于扩招和提价，增长相对稳健，毛利率也相对稳定。2023-2024年公司教育业务分别实现营业收入2.60亿元和2.83亿元，分别同比增长11.06%和8.86%，毛利率分别为52.52%和51.34%。我们预计2025-2027年公司教育业务收入分别为3.08亿元、3.33亿元和3.57亿元，分别同比增长8.9%、8.1%和7.2%，毛利率分别为51.5%、52.2%和52.1%。

**软件及其他业务：**虽然公司以软件开发业务作为上市资产，但经过了多年业务演变，软件开发业务已经降至极低，2023-2024年公司软件开发及其他业务合计仅250万元和349万元，对公司业绩影响微乎其微。我们预计2025-2027年公司软件开发及其他业务收入分别为409万元、411万元和373万元，分别同比增长17.11%、0.46%和-9.23%，毛利率分别为62.2%、61.2%和93.7%。

**综上所述**，我们预计2025-2027年公司营业收入分别为3.12亿元、3.37亿元和3.61亿元，分别同比增长9%、8%和7%，毛利率分别为51.6%、52.3%和52.5%。

**表1：公司营业收入、业务构成、增速及毛利率等财务指标预测（单位：百万元、%）**

主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入合计	收入 (百万元)	263	286	312	337
	YoY	10.71%	9.15%	9.00%	8.00%
	毛利率	52.94%	51.86%	51.64%	52.31%
教育	收入 (百万元)	260	283	308	333
	YoY	11.06%	8.86%	8.90%	8.10%
	毛利率	52.52%	51.34%	51.50%	52.20%
软件及其他	收入 (百万元)	3	3	4	4
	YoY	-17.70%	39.78%	17.11%	0.46%
	毛利率	96.69%	94.03%	62.20%	61.24%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

公司以高校为核心资产，当前城市学院整体处于成熟发展阶段，因此费用有望保持平稳发展状态。目前，公司正在积极推进城市学院二期建设，投资总额较大，二期项目转固预计将增加固定资产折旧、无形资产摊销和财务费用。考虑到二期项

目投入使用后，城市学院有望提价，并有扩招的能力，因此对期间费用的影响整体可控。我们预计 2025-2027 年公司销售费用率分别为 0.63%、0.68% 和 0.72%，管理费用分别为 34.0%、33.2% 和 33.1%，研发费用率分别为 0.1%、0.1% 和 0.1%，财务费用率分别为 2.09%、3.24% 和 2.96%。

**表2：公司期间费用率预测**

主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.10%	0.08%	0.63%	0.68%	0.72%
管理费用率	36.28%	33.67%	34.00%	33.20%	33.10%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.10%	0.10%	0.10%
财务费用率	1.31%	2.27%	2.09%	3.24%	2.96%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

## 5.2 估值分析

我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 3.13 亿元、3.38 亿元和 3.61 亿元，分别同比增长 9.0%、8.0% 和 7.0%；归母净利润分别为 0.34 亿元、0.39 亿元和 0.43 亿元，分别同比增长 3.6%、14.9% 和 10.8%；每股收益分别为 0.54 元、0.63 元和 0.69 元，动态 PE 分别为 48 倍、42 倍和 38 倍，PB 分别为 4.9 倍、4.4 倍和 3.9 倍。公司是以高等教育服务为主业，A 股市场可比公司主要有凯文教育（产业学院、产教融合）、学大教育（收购中职学校并购等）、昂立教育（投资嘉兴南洋职业学院）和科德教育（收购中职学校）。根据我们此前预测及 2025 年 9 月 23 日收盘价计算，2025-2027 年四家可比公司预测 PE 均值分别为 58 倍、32 倍和 26 倍，2025 年公司预测估值与可比公司预测估值均值略低，2026-2027 年公司预测 PE 高于可比公司均值，主要是因为公司资产是以高教业务为核心业务，这块业务稳健，整体缺乏业绩爆发弹性，但可预测性很强，并拥有稳定的现金流。

**表3：博通股份与可比公司估值对比（以 9 月 24 日收盘价为基准）**

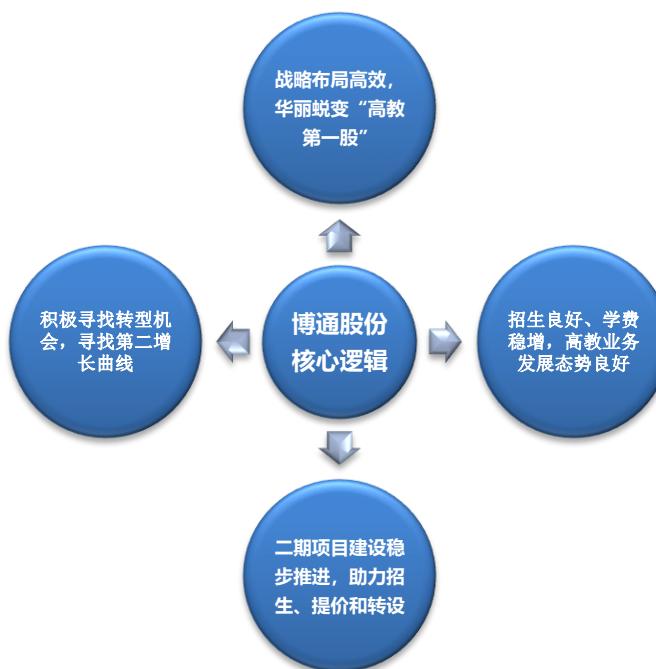
证券简称	收盘价 (元)	最新市值 (亿元)	预测 EPS (元/股)			预测 PE (倍)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
凯文教育	6.18	36.97	0.07	0.16	0.20	87	39	30
昂立教育	10.31	29.5	0.13	0.34	0.45	80	31	23
科德教育	19.79	65.14	0.48	0.51	0.54	41	39	36
学大教育	46.88	57.1	2.07	2.53	2.92	23	19	16
<b>四家可比公司均值</b>			<b>0.69</b>	<b>0.88</b>	<b>1.03</b>	<b>58</b>	<b>32</b>	<b>26</b>
博通股份	26.33	16.45	0.54	0.63	0.69	48	42	38

资料来源：WIND，民生证券研究院预测，其中四家可比公司为我们此前报告预测

## 5.3 投资建议

公司依托西安交大，战略布局高等教育，华丽蜕变成为“高教第一股”，旗下的城市学院招生良好，在校生稳步增长，学费稳中有升。公司正在积极推进城市学院二期项目建设，对城市学院未来招生、提价和专设具有积极意义，有利于公司未来成长。同时，公司现金流好、盈利能力较强，高教业务相对稳定，在此基础上，公司积极寻找转型机会，寻找第二增长曲线，有助于公司实现双轮驱动，协同发展的成长路径。我们看好城市学院的发展前景和战略转型对公司积极意义，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

图28：博通股份核心投资逻辑



资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 6 风险提示

**1) 政策风险：**教育行业是强监管行业，教育政策变动对教育行业影响较大，存在政策和运营风险，比如招生指标、专业设置、学费标准等均需行政主管部门审批，一旦政策收紧，将影响公司运营；

**2) 营利性选择风险：**《民办教育促进法实施条例》和陕西省地方教育政策文件均规定了民办学校可以选择营利性或非营利性，但到目前为止未出台实施细则，城市学院选择何种登记均有影响，需要关注营利性选择风险；

**3) 招生人数不及预期风险：**城市学院近几年在校生稳步上升，但考虑到社会发展太快，社会所需的人才结构将发展显著变化，若不能及时调整招生策略及专业设置，城市学院存在招生不及预期的可能性；

**4) 城市学院转设风险：**城市学院积极创造条件进行转设，为此启动了二期工程建设项目建设，但陕西省转设相对严格，转设成功率相对较低，存在城市学院转设不及预期的可能性；

**5) 第二增长曲线不及预期风险：**公司积极寻找战略转型机会，寻找第二增长曲线，但转型并非图一时之快，也并非一蹴而就，既要考虑到新的产业与现有业务的协同效应，又要考虑新产业的发展前景，因此转型存在不及预期的风险。

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>287</b>	<b>313</b>	<b>338</b>	<b>361</b>
营业成本	138	151	160	171
营业税金及附加	0	0	1	1
销售费用	0	1	1	1
管理费用	97	105	112	120
研发费用	0	0	0	0
EBIT	53	56	65	71
财务费用	7	7	8	8
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>46</b>	<b>49</b>	<b>57</b>	<b>62</b>
营业外收支	0	0	-1	0
<b>利润总额</b>	<b>46</b>	<b>49</b>	<b>56</b>	<b>62</b>
所得税	0	0	0	0
净利润	46	49	56	62
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>33</b>	<b>34</b>	<b>39</b>	<b>43</b>
EBITDA	76	82	96	108

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	241	355	286	208
应收账款及票据	0	3	3	3
预付款项	0	1	1	1
存货	0	1	1	1
其他流动资产	2	3	3	3
<b>流动资产合计</b>	<b>244</b>	<b>361</b>	<b>293</b>	<b>216</b>
长期股权投资	5	5	5	5
固定资产	404	533	668	814
无形资产	254	254	254	254
<b>非流动资产合计</b>	<b>959</b>	<b>1,055</b>	<b>1,205</b>	<b>1,371</b>
<b>资产合计</b>	<b>1,202</b>	<b>1,416</b>	<b>1,497</b>	<b>1,587</b>
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	105	158	165	172
其他流动负债	621	632	650	671
<b>流动负债合计</b>	<b>725</b>	<b>790</b>	<b>815</b>	<b>843</b>
长期借款	43	143	143	143
其他长期负债	0	0	0	0
<b>非流动负债合计</b>	<b>43</b>	<b>143</b>	<b>143</b>	<b>143</b>
<b>负债合计</b>	<b>769</b>	<b>933</b>	<b>958</b>	<b>986</b>
股本	62	62	62	62
少数股东权益	132	147	164	183
<b>股东权益合计</b>	<b>433</b>	<b>483</b>	<b>539</b>	<b>601</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>1,202</b>	<b>1,416</b>	<b>1,497</b>	<b>1,587</b>

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	9.15	9.00	8.00	7.00
EBIT 增长率	19.77	6.38	15.00	9.57
净利润增长率	15.68	3.64	14.86	10.78
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	51.86	51.86	52.53	52.75
净利润率	11.44	10.88	11.57	11.97
总资产收益率 ROA	2.73	2.40	2.61	2.73
净资产收益率 ROE	10.88	10.13	10.42	10.35
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.34	0.46	0.36	0.26
速动比率	0.33	0.45	0.36	0.25
现金比率	0.33	0.45	0.35	0.25
资产负债率 (%)	63.94	65.91	64.02	62.14
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	0.86	1.67	2.98	3.21
存货周转天数	0.61	0.85	1.38	1.39
总资产周转率	0.26	0.24	0.23	0.23
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.53	0.54	0.63	0.69
每股净资产	4.83	5.38	6.00	6.70
每股经营现金流	1.56	2.23	1.90	2.12
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值分析</b>				
PE	50	48	42	38
PB	5.4	4.9	4.4	3.9
EV/EBITDA	21.32	19.78	16.96	15.10
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
净利润	46	49	56	62
折旧和摊销	23	26	31	37
营运资金变动	20	60	25	27
<b>经营活动现金流</b>	<b>98</b>	<b>139</b>	<b>119</b>	<b>132</b>
资本开支	-117	-126	-182	-203
投资	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-117</b>	<b>-122</b>	<b>-182</b>	<b>-203</b>
股权募资	0	0	0	0
债务募资	44	101	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>44</b>	<b>97</b>	<b>-6</b>	<b>-6</b>
<b>现金净流量</b>	<b>24</b>	<b>114</b>	<b>-69</b>	<b>-77</b>

## 插图目录

图 1: 公司发展历程及重要的节点性事件 .....	3
图 2: 截至 2025 年 6 月末公司股权结构示意图 .....	4
图 3: 22-25 年 6 月公司营业收入 (万元) 及增速 (%) .....	5
图 4: 22-25 年 6 月公司教育收入 (万元) 及增速 (%) .....	5
图 5: 2022 年以来公司毛利率、净利率等走势图 (%) .....	6
图 6: 2022 年以来公司期间费用率 (%) 等走势图 .....	6
图 7: 独立学院的三大特征：独立办学+民办机制+新的体制 .....	7
图 8: 独立学院的转设的主要政策文件 .....	8
图 9: 独立学院转设的主要路径：转为公办+转为民办+终止办学 .....	9
图 10: 2020-2025 年独立学院转设情况 (所) .....	10
图 11: 截止 2025 年 6 月 20 日未转设学院分布图 (所) .....	10
图 12: 近年来我国高考报名人数 (万人) 及增长率 (%) .....	11
图 13: 独立学院学费的大致情况 (万元/学年) .....	11
图 14: 西安交大的重要节点性事件 .....	12
图 15: 城市学院的主要架构示意图 .....	12
图 16: 城市学院转设的重要节点事件 .....	13
图 17: 城市学院一期、二期土地面积 (亩) .....	13
图 18: 城市学院的核心优势：办学、学科、就业和分数线 .....	14
图 19: 城市学院招生计划 (人) 及增长率 (%) .....	15
图 20: 城市学院在校生 (人) 及增长率 (%) .....	15
图 21: 公司未来增长的主要驱动因素 .....	15
图 22: 25 年 6 月末公司主要资产 (亿元) 及占比 (%) .....	16
图 23: 2022 年以来公司资产负债率走势图 (%) .....	16
图 24: 公司经营性净现金流 (亿元) 及收现比 (%) .....	17
图 25: 公司投资性净现金流和筹资性净现金流 (亿元) .....	17
图 26: 2022 年以来公司主要盈利财务指标 (%) .....	17
图 27: 2022 年以来公司合同负债 (亿元) 和增长率 (%) .....	17
图 28: 博通股份核心投资逻辑 .....	20

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1: 公司营业收入、业务构成、增速及毛利率等财务指标预测 (单位: 百万元、%) .....	18
表 2: 公司期间费用率预测 .....	19
表 3: 博通股份与可比公司估值对比 (以 9 月 24 日收盘价为基准) .....	19
公司财务报表数据预测汇总 .....	22

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	行业评级	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
		推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048