2021 年 1 月 15 日 (星期五)

行业报告

招商证券（香港）有限公司
证券研究部

王腾杰
+852 3189 6634
tommywong@cmschina.com.hk

李怡珊
+852 3189 6122
crystalli@cmschina.com.hk

中国教育行业

独立学院转设获里程碑式进展

■ **2020年共有68所独立学院完成转设，与往年相比转设数量大幅增长，预计2021/22年的转设加快趋势仍将继续**

■ **转设后利润率攀升、扩招、并购和民促法最终稿的潜在落地是2021年高教行业的主要驱动力**

■ **买入首选：希望教育（1765 HK）、中国科培（1890 HK）和新高教（2001 HK）**

独立学院继续加快转设

教育部最近宣布批准33所独立学院的转设，其中包括中教（839 HK）的松田学院和重庆学院，新高教的甘肃学院和湖北学院，中汇（382 HK）的华商学院，以及民生（1569 HK）的云南学院。2020年共有68所独立学院（占截止至2019年全部257所独立学院的25%）获得了教育部的转设批准，其中9所属于香港上市教育集团。我们预计转设将持续加快到2021年和2022年，因为仍有189所独立学院等待转设/终止办学（如果假设在2023年底之前全部完成转设，则每年平均转设63所），其中12所属于上市集团（例如希望和新华（2779 HK））。我们预计公司在转设完成后的3-4年内可以实现管理费的节省，进而使经营利润率提升。高教公司将需要为转设支付分手费（例如，民生的云南大学支付了2.8亿元人民币分手费，相当于19财年学费收入的85%，华夏视听教育（1981 HK）支付了9,500万元人民币分手费，相当于19财年学费收入的约30%）。

预期利好性政策基调不变，高教板块强劲增长不变

高教行业的股价已从10月的底部开始逐渐回升。我们相信行业基本面表现维持稳固，进而驱动亮眼的2021年业绩表现。主要驱动因素有：1）支持性扩招政策（例如职业教育和专升本）趋势不变；2）并购活动在2020年有所放缓，将于2021年加速；3）独立学院转设将抬升利润率；4）可能出台的民促法最终稿将缓解对于政策不确定性的剩余担忧。我们认为由于高教板块公司选择"营利性"，最终稿的出台对高教板块不会产生影响。2021年盈利驱动因素有：1）内生学生人数/学费增长继续受到政策利好的推动；2）新自建学校（例如希望教育）和校园扩张（例如中教的白云、松田校园扩建以及科培的高要、哈尔滨校园扩建）。预计我们所覆盖的高教公司21财年平均收入将同比增长41%，核心盈利将同比增长44%。

推荐教育行业

基于对近期转设进展的更新和对澳大利亚学校前景更为保守的预期，我们略微调整了中教的盈利预测，将其目标价从22港元上调至23港元，基于未来12个月28倍目标市盈率不变。高教行业一年前瞻市盈率从10月的底部已经回升15%至目前13倍的水平，我们所覆盖公司的市盈率亦回升16%至目前的17倍（接近过去18个月的均值）。我们重申对所覆盖公司的买入评级，更加偏好希望、科培、新高教。

最新变动

行业及公司更新;
中教控股盈利预测及目标价调整

推荐

前次评级	推荐
恒生指数（2021/1/14）	28,497
国企指数（2021/1/14）	11,299

行业表现



资料来源：彭博；股价截至2021年1月14日

%	1m	6m	12m
绝对表现	(3.2)	(2.5)	4.7
相对表现	(9.9)	(15.5)	6.9

相关报告

1. 中国教育行业 - 2021 年展望：看好高增长，盈利性估值重要性提升（推荐）（2020/12/8）
2. 中国教育行业 - 政策鼓励支持，行业触底反弹（推荐）（2020/11/12）
3. 中国教育行业 - 两家大湾区高教公司业绩印证行业良好增长前景（推荐）（2020/11/11）
4. 中国教育行业 - 基本面坚若磐石，估值或将触底反弹（推荐）（2020/11/2）

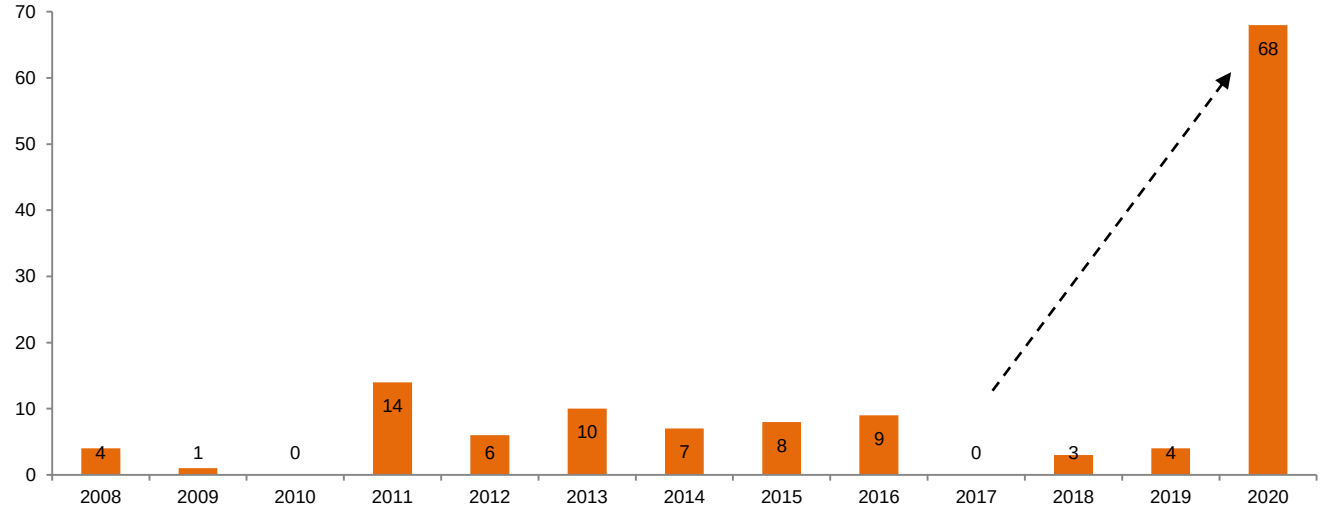
重点公司主要财务指标

公司	股票代码	评级	股价（本币）	目标价（本币）	上涨空间（%）	市值（百万美元）	每股盈利（本币）		市盈率（x）		市净率（x）	净资本回报率（%）
							FY21E	FY22E	FY21E	FY22E	FY21E	FY21E
中教控股	839 HK	买入	15.4	23.0	49.7	4,315	0.64	0.78	20.7	17.0	2.6	11.9
宇华教育	6169 HK	买入	7.1	10.1	41.5	3,032	0.40	0.44	14.5	13.0	4.1	28.1
希望教育	1765 HK	买入	2.4	4.3	79.2	2,250	0.12	0.15	17.2	13.6	2.4	14.4
华夏视听教育	1981 HK	审视中	8.3	审视中	n.a.	1,785	0.31	0.38	22.9	18.8	3.5	17.3
中国科培	1890 HK	买入	5.1	8.1	57.6	1,331	0.38	0.44	11.6	9.9	2.4	21.1
新高教	2001 HK	买入	5.4	7.2	34.6	1,061	0.38	0.48	10.7	8.4	2.2	22.8

资料来源：彭博、招商证券（香港）预测；股价截止至2021年1月14日

重点图表

图1：过往每年完成转设的独立学院数量：2020年独立学院转设速度明显加快



资料来源：教育部、公司数据、招商证券（香港）

图2：所覆盖公司管理费预测

独立学院	管理费用占学校收入比率	管理费用预测（百万人民币） FY19 2019/20	FY20 2020/21	FY21 2021/22
中教（839 HK）				
广州大学松田学院	18%	35.0	43.5	48.0
济南大学泉城学院	20%	6.8	16.4	18.8
四川外国语大学重庆南方翻译学院	8%	1.0	13.1	14.1
合共		**42.7**	**72.9**	**80.9**
占经营利润比率		**5.6%**	**6.9%**	**5.9%**
希望（1765 HK）				
西南交通大学希望学院	15%	38.3	45.6	46.6
贵州财经大学商务学院	30%	59.4	64.3	65.6
山西医科大学晋祠学院	25%	23.9	28.8	29.4
贵州大学科技学院	35%	29.2	31.0	33.2
合共		**150.9**	**169.7**	**174.7**
占经营利润比率		**37.0%**	**25.2%**	**16.6%**
新高教（2001 HK）				
湖北民族大学科技学院	5%	1.9	8.4	10.4
兰州理工大学技术工程学院	12%			8.4
合共		**1.9**	**8.4**	**18.9**
占经营利润比率		**0.8%**	**2.0%**	**2.9%**

资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

中教2所独立学院完成转设

- 本周，中教宣布旗下2所独立学院已获教育部批准并完成了转设：广州大学松田学院（新名称为广州应用科技学院）和四川外国语大学重庆南方翻译学院（新名称为重庆外语外事学院）。
- 分手费方面，中教需要为四川外国语大学重庆南方翻译学院支付人民币8,600万元的分手费（包括未来三年将支付的管理费）。对于松田学院，中教需要支付5,000万元人民币（不包括剩余的管理费）。中教将在21财年将分手费计提为一次性项目，但现金支出将在未来5-7年内平稳产生。
- 我们预计中教21/22财年核心盈利将同比增长29%/22%，主要驱动因素有：1）海口学校并表将贡献近64%的21财年收入增量，以及2）广州白云新校区的扩建。对于22财年，我们预计驱动力来源于松田新校区的投入运营和3所独立学院的转设。中教维持每年进行超过2项收购的承诺，并且表示在最近几年对超过150所学校进行了调查之后，已有10多个并购目标。中教重点介绍了旗下澳大利亚学校和伦敦学校结合国内学校推出的国际硕士学位课程（例如3+硕士学位课程），这一项目增强了中教一流的教育声誉。
- 我们对中教的盈利预测进行了小幅修改，主要是对澳大利亚国王学院的增长预测更加保守，假设增速为0。另外更新了关于独立学院转设的预测。我们将未来12个月的目标价从先前的22港元上调至23港元，目标市盈率维持在28倍不变，目标价对应21/22财年30/25倍的市盈率。

图3：中教盈利预测调整

	FY21E			FY22E		
百万人民币	调整前	调整后	变动	调整前	调整后	变动
主要假设变化						
学生人数	240,881	240,881	0.0%	269,857	268,948	-0.3%
生均收入（人民币）	15,217	15,178	-0.3%	16,001	15,694	-1.9%
收入	3,665	3,656	-0.3%	4,318	4,221	-2.2%
毛利润	2,090	2,070	-0.9%	2,508	2,405	-4.1%
经营利润	1,555	1,537	-1.2%	1,905	1,819	-4.5%
核心净利润	1,382	1,374	-0.6%	1,730	1,672	-3.4%
核心每股盈利（人民币）	0.64	0.64	-0.6%	0.80	0.78	-3.4%
毛利率	57.0%	56.6%	-0.4 ppt	58.1%	57.0%	-1.1 ppt
经营利润率	42.4%	42.0%	-0.4 ppt	44.1%	43.1%	-1 ppt
核心净利润率	37.7%	37.6%	-0.1 ppt	40.1%	39.6%	-0.5 ppt

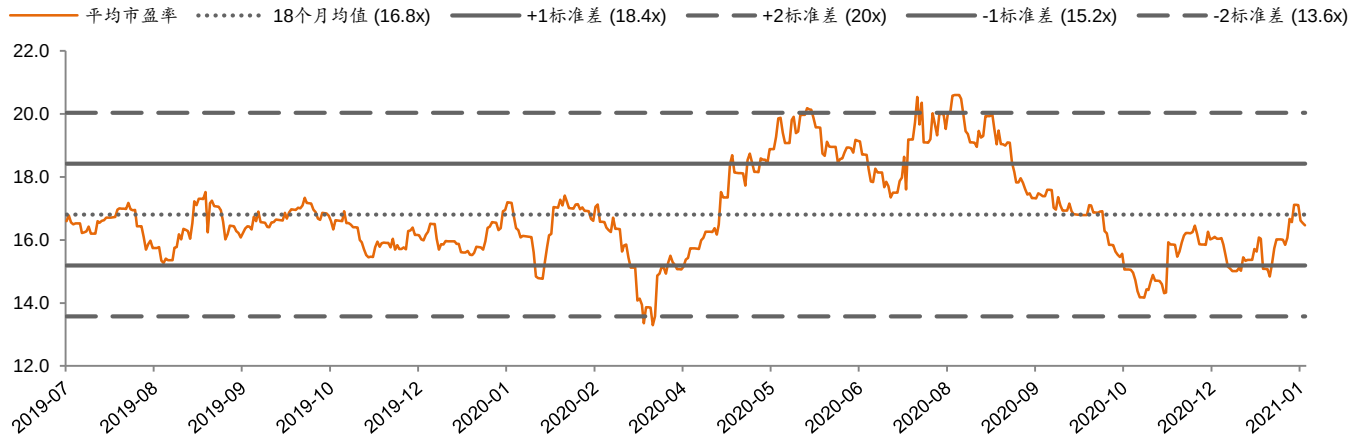
资料来源：公司数据、彭博、招商证券（香港）预测

图4：上市高教公司所有的现存独立学院列表：大部分独立学院的转设预计将于2021年完成

独立学院	省份	城市	转设进度
中教控股（839 HK）			
广州大学松田学院	广东	广州	已获得教育部批准
济南大学泉城学院	山东	蓬莱	正在申请地方政府审批
四川外国语大学重庆南方翻译学院	重庆	重庆	已获得教育部批准
希望教育（1765 HK）			
西南交通大学希望学院	四川	成都	正在申请地方政府审批
贵州财经大学商务学院	贵州	惠水	正在申请地方政府审批
山西医科大学晋祠学院	山西	太原	正在申请地方政府审批
贵州大学科技学院	贵州	贵阳	正在申请地方政府审批
新高教（2001 HK）			
兰州理工大学技术工程学院	甘肃	兰州	已获得教育部批准
湖北民族大学科技学院	湖北	恩施	已获得教育部批准
民生教育（1569 HK）			
重庆工商大学派斯学院	重庆	重庆	正在申请教育部审批
云南大学滇池学院	云南	昆明	已获得教育部批准
新华教育（2779 HK）			
安徽医科大学临床医学院	安徽	合肥	正在申请地方政府审批
南京财经大学红山学院	江苏	南京	正在申请地方政府审批
昆明医科大学海源学院	云南	昆明	正在申请地方政府审批
中汇教育（382 HK）			
广东财经大学华商学院	广东	广州	已获得教育部批准
华立大学（1756 HK）			
广东工业大学华立学院	广东	广州	正在申请教育部审批
中国春来（1969 HK）			
长江大学工程技术学院	湖北	荆州	正在申请地方政府审批
苏州科技大学天平学院	江苏	苏州	正在申请地方政府审批

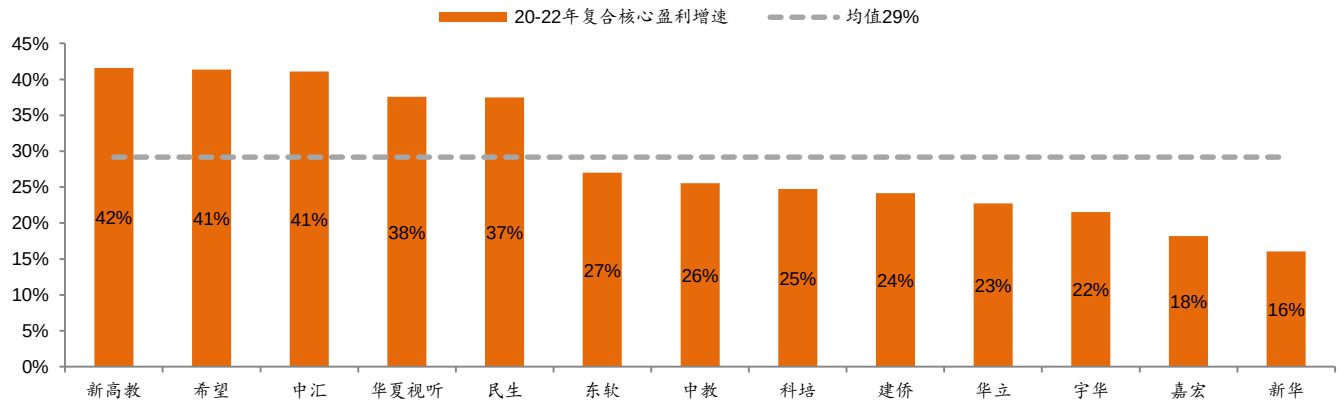
资料来源：教育部、公司数据、招商证券（香港）

图5：所覆盖高教公司1年前瞻市盈率目前反弹至17倍，接近18个月平均市盈率



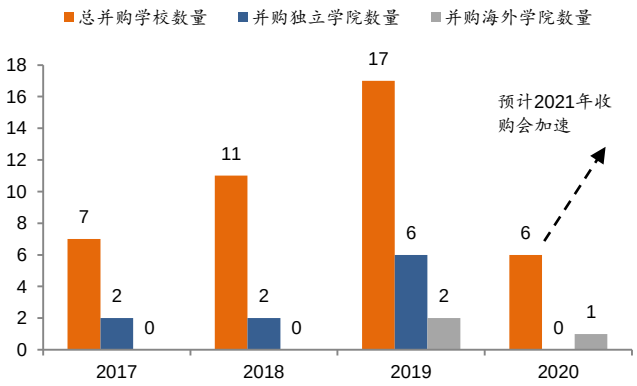
资料来源：公司数据、彭博、招商证券（香港）

图6：高教行业平均20-22财年预测核心盈利年复合增速达29%，我们所覆盖公司的平均增速达32%



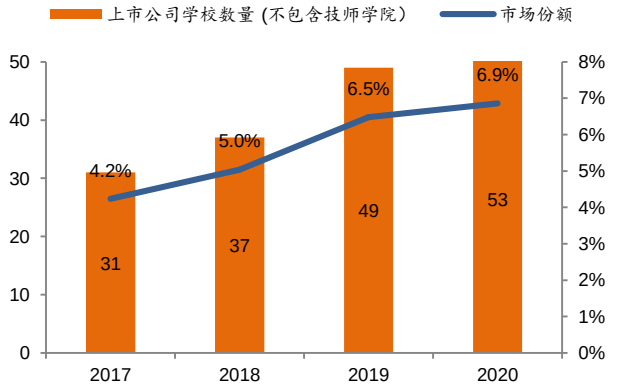
资料来源：公司数据、彭博、招商证券（香港）预测；注：未评级股票信息来自彭博

图7：受到疫情影响，2020年仅有6个并购，显著低于2019年并购数量



资料来源：公司数据、招商证券（香港）

图8：高等教育行业上市公司基于学校*数量的民办高校市场份额



*资料来源：公司数据、招商证券（香港）；*学校指民办大学、独立学院和职业学院*

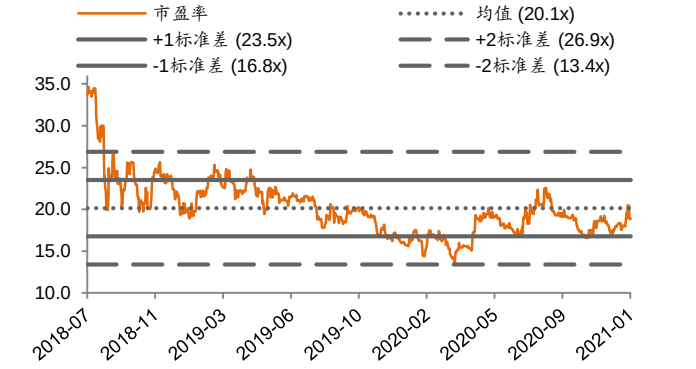
图9：中国教育行业同业对比

公司名称	股票代码	股价（当地货币）	招商证券 评级	招商证券 目标价（当地货币）	招商证券 上涨空间（%）	市值（百万美元）	3个月平均交易量（百万美元）	P/E (x) FY20	P/E (x) FY21E	P/E (x) FY22E	PEG* (%) FY21E	P/B (x) FY20	P/B (x) FY21E	P/B (x) FY22E	EV/EBITDA (X) FY21E	每股盈利年复合增长率 (%) 2020-2022 CAGR
恒生指数		28,497						n.a.	12.8	11.2	n.a.	1.2	1.2	1.1	9.7	n.a.
国企指数		11,299						n.a.	10.0	8.9	n.a.	1.3	1.2	1.1	8.7	n.a.
高教行业-第一梯队																
中教	839 HK	15.4	买入	23.0	49.7	4,315	8.0	26.8	20.7	17.0	0.9	4.4	2.6	2.2	15.9	22.3
宇华	6169 HK	7.1	买入	10.1	41.5	3,032	7.8	19.2	14.5	13.0	0.7	4.8	4.1	3.5	11.6	20.8
希望	1765 HK	2.4	买入	4.3	79.2	2,250	7.4	27.2	17.2	13.6	0.5	2.6	2.4	2.1	9.5	38.1
高教行业-第二梯队																
华夏视听	1981 HK	8.3	审视中	审视中	n.a.	1,785	3.7	35.6	22.9	18.8	0.6	8.5	3.5	3.1	14.7	37.6
科培	1890 HK	5.1	买入	8.1	57.6	1,331	1.6	15.3	11.6	9.9	0.5	2.8	2.4	2.1	9.1	24.7
新高教	2001 HK	5.4	买入	7.2	34.6	1,061	3.0	16.9	10.7	8.4	0.3	2.8	2.2	1.5	10.3	34.5
中汇	382 HK	9.0	未评级	n.a.	n.a.	1,145	4.5	25.9	17.9	13.0	0.4	4.0	3.3	2.7	12.4	41.5
嘉宏	1935 HK	3.7	未评级	n.a.	n.a.	754	0.6	20.5	16.5	14.7	0.9	2.5	2.2	1.8	10.5	18.3
民生	1569 HK	1.3	未评级	n.a.	n.a.	674	0.5	13.0	8.0	6.9	0.2	1.0	0.9	0.8	5.0	42.8
新华	2779 HK	2.4	未评级	n.a.	n.a.	492	0.2	10.0	8.5	7.4	0.5	1.1	0.9	0.8	5.3	16.2
K-12 及学前																
天立	1773 HK	9.2	未评级	n.a.	n.a.	2,500	10.3	44.3	31.7	22.5	0.8	5.7	4.9	4.2	22.3	39.3
睿见	6068 HK	4.2	未评级	n.a.	n.a.	1,179	2.7	15.2	12.3	10.5	0.7	2.6	2.2	2.0	10.0	17.0
成实外	1565 HK	2.4	未评级	n.a.	n.a.	924	1.2	16.2	11.6	9.1	0.3	2.1	1.9	1.7	9.9	35.4
枫叶	1317 HK	1.8	未评级	n.a.	n.a.	707	3.7	7.3	6.3	5.8	0.5	0.9	0.8	0.7	7.9	11.8
博实乐	BEDU US	5.7	未评级	n.a.	n.a.	676	0.1	27.6	12.1	9.3	0.4	1.6	n.a.	n.a.	8.3	31.5
教育培训																
新东方	EDU US	176.1	买入	217.0	23.2	29,745	175.5	60.2	52.6	35.3	1.6	11.8	8.9	7.3	43.2	32.0
新东方	9901 HK	1,358.0	买入	1,673.2	23.2		21.9									
好未来	TAL US	65.1	中性	71.0	9.1	39,081	206.0	136.6	277.9	60.4	7.0	15.4	7.6	7.1	183.0	39.8
跟谁学	GSX US	58.2	中性	63.0	8.2	13,899	276.2	n.a.	n.a.	n.m.	n.a.	163.0	n.a.	n.a.	(82.4)	n.a.
新东方在线	1797 HK	25.4	审视中	审视中	n.a.	3,146	20.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	8.7	10.1	16.6	(18.5)	n.a.
东方	667 HK	14.5	未评级	n.a.	n.a.	4,122	9.6	39.6	23.8	19.3	0.6	4.1	3.6	3.2	13.0	42.5
有道	DAO US	27.7	未评级	n.a.	n.a.	3,100	13.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	(11.8)	n.a.
思考乐	1769 HK	12.8	未评级	n.a.	n.a.	873	2.8	34.9	24.5	16.8	0.6	7.0	5.7	4.4	17.3	41.8
均值-高教行业第一梯队								**24.4**	**17.5**	**14.5**	**0.7**	**3.9**	**3.0**	**2.6**	**12.3**	**27.1**
均值-高教行业第二梯队								**17.3**	**12.4**	**10.2**	**0.5**	**2.7**	**1.9**	**1.6**	**9.0**	**28.9**
均值-高教行业总体								**19.0**	**13.6**	**11.2**	**0.5**	**3.0**	**2.2**	**1.8**	**9.7**	**28.5**
均值-K-12 及学前								**22.1**	**14.8**	**11.4**	**0.6**	**2.6**	**2.5**	**2.1**	**11.7**	**27.0**
均值-教育培训								**78.8**	**75.7**	**26.4**	**2.0**	**30.0**	**6.0**	**6.4**	**18.0**	**31.2**
均值（所有）								**28.3**	**27.4**	**14.5**	**0.8**	**10.5**	**3.2**	**3.1**	**12.6**	**28.8**

*资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测；股价截至2021年1月14日。注：所有未评级股票信息来源于彭博。*PEG计算：基于21财年预测市盈率以及20-22财年预测每股盈利年复合增速*

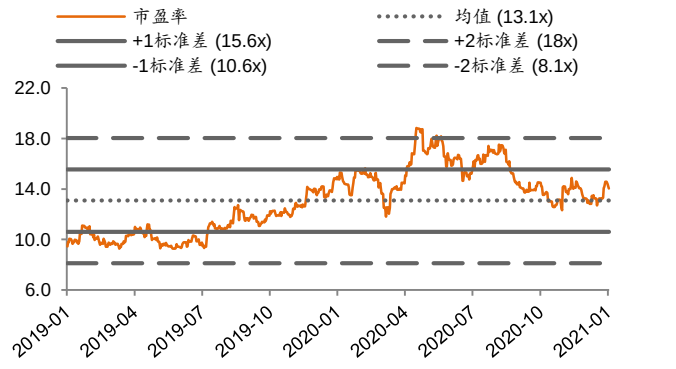
附录1：高教行业公司市盈率区间

图10：中教控股市盈率区间



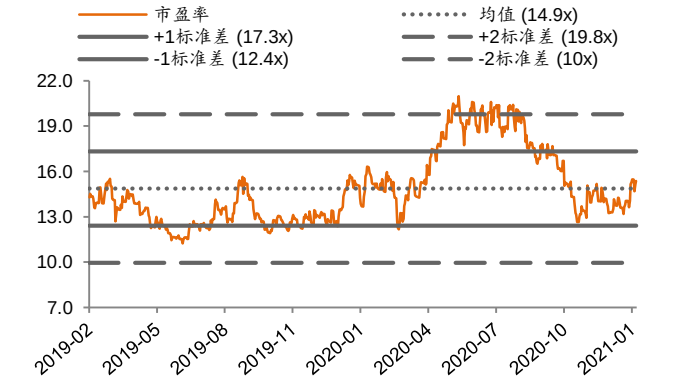
资料来源：公司数据、彭博、招商证券（香港）预测

图11：宇华教育市盈率区间



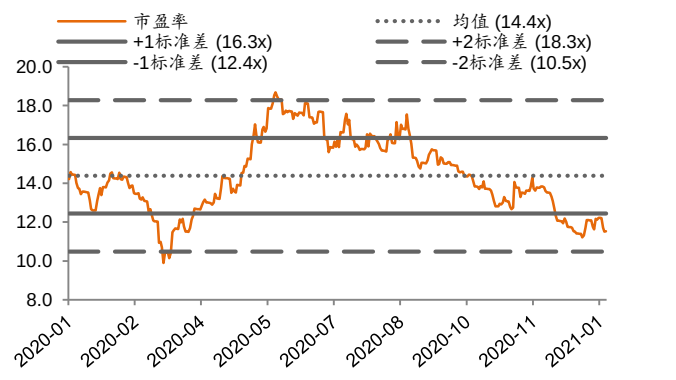
资料来源：公司数据、彭博、招商证券（香港）预测

图12：希望教育市盈率区间



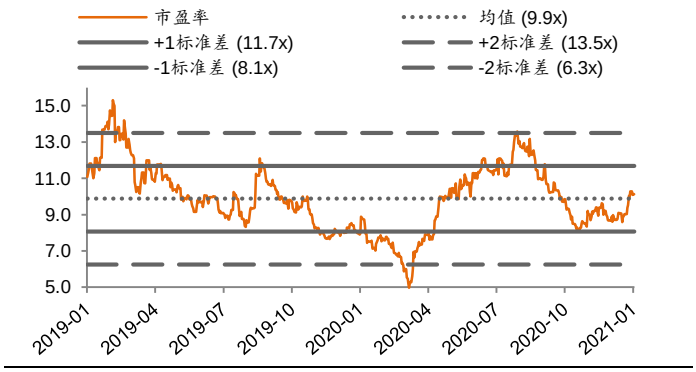
资料来源：公司数据、彭博、招商证券（香港）预测

图13：中国科培市盈率区间



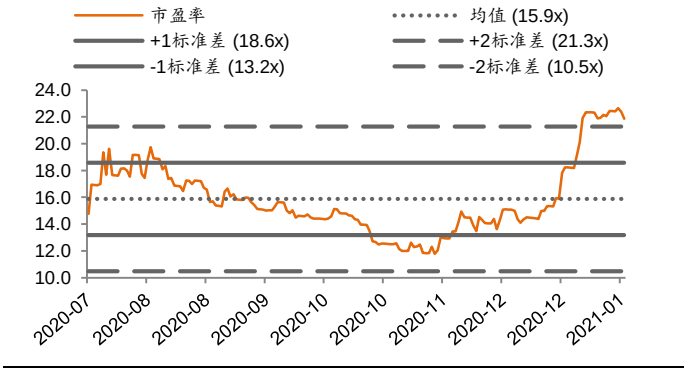
资料来源：公司数据、彭博、招商证券（香港）预测

图14：新高教市盈率区间



资料来源：公司数据、彭博、招商证券（香港）预测

图15：华夏视听教育市盈率区间



资料来源：公司数据、彭博、招商证券（香港）预测

附录2：所覆盖高教行业公司学校列表

图16：所覆盖高教行业公司学校列表

公司名称	年份	类型	学校名称	学校种类	省份/国家	城市	控股比例
中教 (839 HK)	2017	自建	江西科技学院	大学	江西	南昌	100%
	2017	自建	广东白云学院	大学	广东	广州	100%
	2017	自建	广州白云工商高级技工学校	技师学院	广东	广州	100%
	2018	收购	郑州城轨交通中等专业学校	中职	河南	郑州	100%
	2018	收购	西安铁道技师学院	技师学院	陕西	西安	90%
	2018	收购	广州大学松田学院	独立学院	广东	广州	100%
	2018	收购	广州松田职业学院	职业学院	广东	广州	100%
	2019	收购	济南大学泉城学院	独立学院	山东	蓬莱	100%
	2019	收购	四川外国语大学重庆南方翻译学院	独立学院	重庆	重庆	100%
	2019	收购	澳洲国王学院	大学	澳大利亚	悉尼	100%
	2020	合作	伦敦里士满大学	大学	英国	伦敦	合作项目
	2020	收购	海口经济学院	大学	海南	海口	60%
宇华 (6169 HK)	2017	自建	郑州工商学院	大学	河南	郑州	100%
	2017	收购	湖南涉外经济学院	大学	湖南	长沙	100%
	2019	收购	泰国斯坦福国际大学	大学	泰国	曼谷	100%
		收购	山东英才学院	大学	山东	济南	100%
希望 (1765 HK)	2018	自建	西南交通大学希望学院	独立学院	四川	成都	100%
	2018	自建	贵州财经大学商务学院	独立学院	贵州	惠水	100%
	2018	自建	山西医科大学晋祠学院	独立学院	山西	太原	100%
	2018	自建	四川天一学院	职业学院	四川	绵阳	100%
	2018	自建	四川希望汽车职业学院	职业学院	四川	资阳	100%
	2018	自建	四川文化传媒职业学院	职业学院	四川	成都	100%
	2018	自建	贵州应用技术职业学院	职业学院	贵州	福泉	100%
	2017	收购	四川托普信息技术职业学院	职业学院	四川	成都	100%
	2018	自建	四川希望汽车技师学院	技师学院	四川	资阳	100%
	2018	自建	重庆数字产业职业技术学院	职业学院	重庆	忠县	100%
	2018	自建	甘肃职业技术学院	职业学院	甘肃	白银	100%
	2019	收购	贵州大学科技学院	独立学院	贵州	贵阳	70%
	2019	收购	鹤壁汽车工程职业学院	职业学院	河南	鹤壁	95%
	2019	收购	苏州托普信息职业技术学院	职业学院	江苏	昆山	100%
	2019	收购	昆山技工学院	技师学院	江苏	昆山	100%
	2019	自建	樟树中医药学院	职业学院	江西	樟树	100%
	2019	收购	银川能源学院	大学	宁夏	银川	100%
	2020	收购	英迪国际大学	大学	马来西亚	Seremban	100%
	2020	自建	贵州应用技术技师学院	技师学院	贵州	福泉	100%
	2020	自建	邢台应用职业技术学院	职业学院	河北	邢台	100%
	2020	收购	南昌影视传播职业学院	职业学院	江西	南昌	100%
	2018	自建	广东新丰职业学院	职业学院	广东	新丰	100%
科培 (1890 HK)	2019	自建	广东理工学院	大学	广东	肇庆	100%
	2019	自建	肇庆市科技中等职业学校(肇庆学校)	中职	广东	肇庆	100%
	2020	收购	哈尔滨石油学院	大学	黑龙江	哈尔滨	100%
新高教 (2001 HK)	2017	自建	云南工商学院	大学	云南	昆明	100%
	2017	自建	贵州工商职业学院	职业学院	贵州	贵阳	100%
	2017	收购	兰州理工大学技术工程学院	独立学院	甘肃	兰州	100%
	2017	收购	哈尔滨华德学院	大学	黑龙江	哈尔滨	74%
	2017	收购	湖北民族大学科技学院	独立学院	湖北	恩施	89%
	2018	收购	河南洛阳科技职业学院	职业学院	河南	洛阳	100%
	2018	收购	广西英华国际职业学院	职业学院	广西	钦州	100%
	2018	收购	广西钦州英华国际职业技术学校	中职	广西	钦州	100%
	2018	收购	广西英华国际职业学校附属中学	高中	广西	钦州	100%
华夏视听教育 (1981 HK)	2020	自建	南京传媒学院	大学	江苏	南京	100%

资料来源：公司数据、招商证券（香港）

附录3：财务摘要

中教控股（839 HK）

资产负债表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
年结	8.31	8.31	8.31	8.31	8.31
物业、厂房及设备	5,851	6,847	7,616	7,719	7,523
使用权资产	1,051	1,511	2,063	2,381	2,620
商誉	1,566	1,792	1,792	1,792	1,792
无形资产	1,708	2,299	2,274	2,254	2,232
其他非流动资产	257	485	485	485	485
非流动资产	**10,433**	**12,934**	**14,231**	**14,632**	**14,653**
银行结余及现金	3,497	3,443	4,064	7,038	10,151
金融资产	660	823	741	667	667
限制性银行存款	100	100	100	100	100
其他流动资产	649	674	758	726	799
流动资产	**4,906**	**5,041**	**5,664**	**8,531**	**11,717**
总资产	**15,339**	**17,975**	**19,894**	**23,162**	**26,370**
银行借款	285	292	100	100	100
合同义务	1,617	1,239	1,691	1,953	2,149
应付账款	23	33	49	56	59
其他应付及应计费用	1,506	1,447	1,736	2,084	2,292
其他流动资产	297	368	392	409	416
流动负债	**3,729**	**3,379**	**3,969**	**4,601**	**5,015**
银行借款	1,838	2,387	2,023	2,023	2,023
可转换债券	2,144	2,428	2,144	2,144	2,144
递延税项负债	565	740	888	1,065	976
其他非流动负债	55	134	144	155	149
非流动负债	**4,602**	**5,689**	**5,198**	**5,387**	**5,292**
总负债	**8,331**	**9,067**	**9,167**	**9,988**	**10,307**
总净资产	**7,008**	**8,907**	**10,727**	**13,174**	**16,063**
股本	0	0	0	0	0
储备	6,595	8,573	10,287	12,623	15,392
股东权益	**6,595**	**8,573**	**10,287**	**12,623**	**15,392**
非控股权益	414	334	440	551	670
总权益	**7,008**	**8,907**	**10,727**	**13,174**	**16,063**
总债务	2,123	2,679	2,123	2,123	2,272
净现金/(债务)*	**2,134**	**1,688**	**2,782**	**5,682**	**8,646**
净现金/(债务)* -包含可转债	**-9**	**-740**	**639**	**3,538**	**6,502**

现金流量表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
年结	8.31	8.31	8.31	8.31	38.31
经营利润	593	633	1,164	1,668	1,978
折旧及摊销	220	273	316	326	331
营运资金变化	285	-391	723	677	356
其他	44	416	-387	-96	-295
运营现金	1,142	931	1,816	2,574	2,370
已付税项	-1	-20	-33	-46	-54
经营活动净现金	**1,141**	**911**	**1,784**	**2,528**	**2,316**
资本开支	-1,731	-2,220	-1,061	-408	-114
结构性存款变动	-580	-148	82	74	0
其他	44	-222	0	0	0
投资活动净现金	**-2,268**	**-2,591**	**-979**	**-334**	**-114**
股票发行收益	0	0	0	0	0
债务变动净额	4,030	840	-840	0	0
其他	-1,220	790	656	779	910
融资活动净现金	**2,810**	**1,630**	**-184**	**779**	**910**
现金净变动	**1,684**	**-49**	**621**	**2,974**	**3,113**
调整	74	-4	0	0	0
期初现金	1,738	3,497	3,443	4,064	7,038
期末现金	**3,497**	**3,443**	**4,064**	**7,038**	**10,151**

利润表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
年结	8.31	8.31	38.31	8.31	8.31
收入	**1,955**	**2,678**	**3,656**	**4,221**	**4,645**
销售成本	-833	-1,077	-1,586	-1,815	-1,892
毛利	**1,121**	**1,601**	**2,070**	**2,405**	**2,753**
其他收入	81	113	125	131	137
销售费用	-53	-135	-183	-190	-200
行政费用	-353	-372	-475	-528	-604
总营运开支	**-325**	**-394**	**-534**	**-587**	**-666**
经营利润	**796**	**1,207**	**1,537**	**1,819**	**2,087**
利息收入	34	18	95	133	192
融资成本	-86	-93	-128	-128	-128
可转债公允价值变动	-17	-369	0	0	0
上市费用	0	0	0	0	0
其他收益与损失	-59	-34	-201	0	0
税前利润	**668**	**730**	**1,303**	**1,824**	**2,151**
税项	19	-19	-33	-46	-54
税后利润	**687**	**710**	**1,270**	**1,778**	**2,097**
年度非持续性经营损益	0	0	0	0	0
非控股权益	-95	-77	-107	-111	-119
净利润	**593**	**633**	**1,164**	**1,668**	**1,978**
非核心项目调整	-165	-428	-210	-5	0
核心利润	**758**	**1,061**	**1,374**	**1,672**	**1,978**
EBITDA	1,017	1,480	1,853	2,144	2,418
核心每股盈利(人民币)	0.37	0.52	0.64	0.78	0.92
核心每股股利(人民币)	0.09	0.20	0.26	0.31	0.37

财务比率

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
年结	8.31	8.31	8.31	8.31	8.31
同比增长率变化					
营业额	109.5	37.0	36.5	15.4	10.0
EBITDA	88.0	45.6	25.2	15.7	12.8
经营利润	88.2	51.6	27.3	18.4	14.7
核心利润	97.7	40.0	29.5	21.7	18.3
利润率 (%)					
毛利率	57.4	59.8	56.6	57.0	59.3
EBITDA 利润率	52.0	55.3	50.7	50.8	52.1
EBIT 利润率	40.7	45.1	42.0	43.1	44.9
核心净利润率	38.8	39.6	37.6	39.6	42.6
总经营开支占收入百分比	-16.6	-14.7	-14.6	-13.9	-14.3
实际税率	-2.8	2.6	2.5	2.5	2.5
利息覆盖率 (x)	9.3	13.0	12.0	14.2	16.3
净债务/权益	-30.5	-19.0	-25.9	-43.1	-53.8
净债务/总资本	-43.8	-23.4	-35.0	-75.8	-116.6
流动比率 (x)	1.3	1.5	1.4	1.9	2.3
回报(%)					
资产周转率 (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
财务杠杆比率 (x)	1.8	2.1	1.9	1.8	1.7
EBIT 利润率(%)	40.7	45.1	42.0	43.1	44.9
利息负担(x)	0.8	0.6	0.8	1.0	1.0
税项负担(x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
ROE (%)	**8.8**	**8.0**	**11.9**	**14.0**	**13.5**
ROIC (%)	**12.3**	**10.5**	**15.4**	**21.6**	**26.5**
核心市盈率(x)	**37.5**	**26.8**	**20.7**	**17.0**	**14.4**
市净率(x)	**4.1**	**3.2**	**2.6**	**2.2**	**1.8**
ROA (%)	**4.9**	**3.8**	**6.1**	**7.7**	**8.0**

*资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测；*净现金包括银行存款、短期投资和限制性存款*

宇华教育（6169 HK）

资产负债表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
年结	8.31	8.31	8.31	8.31	8.31
预付土地租赁	1,651	1,928	2,065	2,006	1,945
物业、厂房及设备	3,706	3,792	3,773	3,686	3,615
无形资产	1,570	1,551	1,630	1,708	1,786
其他非流动资产	21	11	11	11	11
非流动资产	**6,948**	**7,282**	**7,478**	**7,411**	**7,358**
应收账款及其他应收款	81	57	102	71	117
现金及现金等价物	2,126	2,175	2,174	3,132	4,191
限制性现金	292	154	154	154	154
超过三个月的定存	333	50	60	72	86
其他流动资产	3	0	0	0	0
流动资产	**2,835**	**2,437**	**2,491**	**3,429**	**4,549**
总资产	**9,783**	**9,719**	**9,969**	**10,840**	**11,906**
银行借款	507	633	633	633	633
金融负债	149	2,301	2,301	2,301	2,301
递延所得税负债	521	511	516	513	515
其他非流动负债	6	129	83	106	94
非流动负债合计	**1,183**	**3,574**	**3,533**	**3,554**	**3,543**
应计项目及其他应付	963	616	102	71	117
递延收入	1,301	925	1,066	1,156	1,257
银行借款	1,065	509	407	326	261
金融负债	1,127	0	0	0	0
其他非流动负债	0	6	0	0	0
非流动负债	**4,457**	**2,056**	**1,576**	**1,553**	**1,635**
总负债	**5,640**	**5,630**	**5,109**	**5,107**	**5,178**
总负债及总权益	**9,783**	**9,719**	**9,969**	**10,840**	**11,906**
股本	1,804	1,546	1,546	1,546	1,546
储备	777	974	974	974	974
留存收益	1,080	1,109	1,789	2,551	3,414
股东权益	**3,661**	**3,630**	**4,309**	**5,072**	**5,935**
非控股权益	483	459	551	661	793
总权益	**4,144**	**4,089**	**4,860**	**5,733**	**6,728**
总债务	1,572	1,142	1,041	959	894
净负债/(现金)*	**-1,178**	**-1,237**	**-1,348**	**-2,399**	**-3,537**
净负债/(现金)* - 包括可转债	**98**	**1,064**	**953**	**-98**	**-1,236**

现金流量表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
年结	8.31	8.31	8.31	8.31	8.31
税前利润	542	311	1,334	1,494	1,686
折旧及摊销	170	247	254	218	193
营运资金变化	294	-356	-463	113	89
其他	243	807	33	35	43
经营活动现金流	**1,250**	**1,009**	**1,158**	**1,860**	**2,012**
预付土地租赁	0	-274	-200	0	0
资本开支	-178	-357	-150	-50	-40
无形资产	-3	-4	-100	-100	-100
收购	-1,569	2	0	0	0
其他	21	256	-10	-12	-14
投资性现金流	**-1,728**	**-376**	**-460**	**-162**	**-154**
股票发行收益	0	-258	0	0	0
债务变动净额	1,380	595	-102	-81	-65
股利	-364	-465	-689	-769	-866
其他	-3	-436	92	110	132
融资活动净现金	**1,013**	**-564**	**-699**	**-740**	**-799**
现金净变动	**535**	**69**	**-1**	**957**	**1,059**
期初现金	1,593	2,126	2,175	2,174	3,132
汇兑损益	-2	-19	0	0	0
期末现金	**2,126**	**2,175**	**2,174**	**3,132**	**4,191**

利润表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
年结	8.31	8.31	8.31	8.31	8.31
收入	**1,714**	**2,409**	**2,778**	**3,013**	**3,275**
销售成本	**-715**	**-941**	**-1,050**	**-1,120**	**-1,195**
毛利	**1,000**	**1,469**	**1,728**	**1,893**	**2,080**
销售费用	-22	-47	-50	-51	-52
行政费用	-200	-239	-250	-265	-275
其他收益	-211	-770	19	21	24
经营利润	**567**	**412**	**1,448**	**1,598**	**1,776**
利息净收入	-25	-101	-113	-104	-90
税前利润	**542**	**311**	**1,334**	**1,494**	**1,686**
税项	14	10	33	37	42
税后利润	**555**	**321**	**1,368**	**1,531**	**1,729**
归母净利润	**485**	**204**	**1,368**	**1,531**	**1,729**
非控股权益	70	117	0	0	0
EBITDA	**737**	**659**	**1,702**	**1,816**	**1,969**
调整后毛利润	**1,049**	**1,520**	**1,741**	**1,906**	**2,092**
调整后经营利润	**872**	**1,254**	**1,457**	**1,604**	**1,779**
调整后净利润	**793**	**1,041**	**1,377**	**1,538**	**1,732**
全面摊薄每股盈利(人民币)	**0.15**	**0.06**	**0.40**	**0.44**	**0.50**
调整全面摊薄每股盈利(人民币)	**0.24**	**0.30**	**0.40**	**0.44**	**0.50**
每股股利(港元)	**0.13**	**0.17**	**0.23**	**0.26**	**0.29**

财务比率

	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
年结	8.31	8.31	8.31	8.31	8.31
同比增长率变化					
营业额	43.5	40.5	15.3	8.5	8.7
EBITDA	5.1	-10.6	158.2	6.7	8.5
经营利润	-2.2	-27.3	251.3	10.4	11.1
应占净利润	-8.6	-58.0	571.0	12.0	12.9
调整后毛利润	49.7	45.0	14.5	9.5	9.8
调整后经营利润	41.9	43.8	16.2	10.1	10.9
调整后净利润	30.1	31.3	32.4	11.6	12.6
利润率 (%)					
毛利率	58.3	61.0	62.2	62.8	63.5
EBITDA 利润率	43.0	27.4	61.3	60.3	60.1
经营利润率	33.1	17.1	52.1	53.0	54.2
净利润率	32.4	13.3	49.2	50.8	52.8
除少数股东后净利润率	28.3	8.5	49.2	50.8	52.8
调整后毛利率	61.2	63.1	62.7	63.2	63.9
调整后经营利率	50.9	52.1	52.5	53.2	54.3
调整后净利率	46.2	43.2	49.6	51.0	52.9
有效税率(%)	2.5	3.3	2.5	2.5	2.5
净负债率(%)	-28.4	-30.3	-27.7	-41.8	-52.6
流动比率(x)	63.6	118.5	158.1	220.8	278.2
回报(%)					
资产周转率(x)	17.5	24.8	27.9	27.8	27.5
财务杠杆比率(x)	236.1	237.7	205.1	189.1	177.0
EBIT 利润率(%)	33.1	17.1	52.1	53.0	54.2
利息负担(x)	95.5	75.4	92.2	93.5	94.9
税项负担(x)	89.6	65.6	102.5	102.5	102.5
ROE (%)	**11.7**	**5.0**	**28.1**	**26.7**	**25.7**
市盈率(x)	**25.2**	**19.2**	**14.5**	**13.0**	**11.5**
市净率(x)	**4.8**	**4.9**	**4.1**	**3.5**	**3.0**

*资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测；*净现金包括银行结余、限制性现金和定期存款*

希望教育（1765 HK）

资产负债表

（人民币百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
年结	12.31	8.31	8.31	8.31	8.31
物业、厂房及设备	4,564	5,065	6,033	6,480	6,436
预付土地租赁款项	1,163	1,319	1,278	1,234	1,188
无形资产	219	212	204	196	189
其他预付款项	225	336	319	303	288
其他	1,172	1,525	1,884	1,855	1,831
非流动资产	**7,343**	**8,458**	**9,718**	**10,069**	**9,931**
其他预付款项	721	909	864	820	779
结构性存款	1,003	0	0	0	0
短期投资	9	5	5	5	5
限制性存款	50	50	50	50	50
抵押存款	0	16	16	16	16
银行结余及现金	1,690	2,894	3,086	3,955	5,357
其他	35	84	87	86	86
流动资产	**3,508**	**3,958**	**4,108**	**4,932**	**6,294**
总资产	**10,851**	**12,416**	**13,826**	**15,001**	**16,225**
递延收入	806	404	615	725	829
其他应付及应计费用	1,138	1,308	1,887	2,181	2,327
银行借款	1,003	1,443	1,443	1,443	1,443
其他	190	214	230	239	243
流动负债	**3,137**	**3,368**	**4,176**	**4,589**	**4,842**
递延收入	1,073	1,253	1,253	1,253	1,253
银行借款	1,594	1,670	1,670	1,670	1,670
其他	482	439	439	439	439
非流动负债	**3,149**	**3,361**	**3,361**	**3,361**	**3,361**
总负债	**6,286**	**6,730**	**7,538**	**7,950**	**8,204**
总净资产	**4,565**	**5,686**	**6,288**	**7,050**	**8,021**
股本	0	0	0	0	0
股票发行	0	1,059	1,059	1,059	1,059
储备	4,562	4,624	5,226	5,988	6,959
股东权益	**4,562**	**5,683**	**6,285**	**7,047**	**8,018**
非控股权益	3	3	3	3	3
总权益	**4,565**	**5,686**	**6,288**	**7,050**	**8,021**
总债务	2,597	3,113	3,113	3,113	3,113
净现金/(债务)*	**156**	**(148)**	**44**	**912**	**2,315**
每股净资产（人民币）	**0.68**	**0.82**	**0.87**	**0.98**	**1.11**

现金流量表

（人民币百万元）	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
年结	12.31	8.31	8.31	8.31	8.31
税前利润	556	537	1,012	1,280	1,632
折旧及摊销	218	178	186	214	228
营运资金变化	-29	-348	856	464	302
其他	-40	-291	91	34	-14
利息收入	33	5	89	142	185
已付税项	-41	-23	-152	-192	-245
经营活动净现金	**697**	**59**	**2,082**	**1,942**	**2,088**
资本开支	-279	-537	-1,105	-610	-130
并购子公司	-377	0	0	0	0
其他	-1,209	596	-387	3	0
投资活动净现金	**-1,865**	**60**	**-1,492**	**-607**	**-130**
债务变动净额	189	432	-140	-140	-140
权益变动净额	-105	902	-258	-326	-416
其他	-148	81	0	0	0
融资活动净现金	**-65**	**1,415**	**-398**	**-467**	**-556**
现金净变动	**-1,232**	**1,533**	**192**	**868**	**1,403**
调整	334	-33	0	0	0
期初现金	2,589	1,394	2,894	3,086	3,955
期末现金	**1,690**	**2,894**	**3,086**	**3,955**	**5,357**
自由现金流	**418**	**-478**	**977**	**1,332**	**1,958**

利润表

（人民币百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
年结	8.31	8.31	8.31	8.31	8.31
收入	**1,079**	**1,568**	**2,389**	**2,818**	**3,221**
销售成本	-575	-791	-1,141	-1,319	-1,407
毛利	**504**	**777**	**1,248**	**1,499**	**1,814**
其他收入	75	142	143	155	161
销售费用	-26	-61	-96	-113	-129
行政费用	-110	-133	-167	-183	-193
其他费用	-35	-52	-79	-93	-81
总营运开支	**-96**	**-105**	**-198**	**-234**	**-242**
经营利润	**408**	**673**	**1,050**	**1,265**	**1,573**
利息收入	94	152	89	142	185
财务成本	-155	-209	-140	-140	-140
联营公司份额	-4	10	13	14	14
一次性项目	19	-88	0	0	0
税前利润	**362**	**537**	**1,012**	**1,280**	**1,632**
税项	-20	-81	-152	-192	-245
税后利润	**342**	**456**	**860**	**1,088**	**1,387**
非控股权益	0	0	0	0	0
净利润	**342**	**456**	**860**	**1,088**	**1,387**
核心利润	**323**	**544**	**860**	**1,088**	**1,387**
EBITDA	**625**	**850**	**1,236**	**1,480**	**1,801**
基本每股盈利(人民币)	**0.05**	**0.07**	**0.12**	**0.15**	**0.19**
全面摊薄每股盈利(人民币)	**0.05**	**0.08**	**0.12**	**0.15**	**0.19**
每股股利（人民币）	**0.02**	**0.01**	**0.04**	**0.05**	**0.06**

财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
年结	8.31	8.31	8.31	8.31	8.31
同比增长率变化					
收入	n.a.	45.3	52.4	17.9	14.3
EBITDA	n.a.	36.0	45.4	19.7	21.7
经营利润	n.a.	64.9	56.1	20.5	24.3
核心利润	n.a.	68.6	57.9	26.5	27.4
利润率 (%)					
毛利率	46.7	49.6	52.2	53.2	56.3
EBITDA 利润率	57.9	54.2	51.7	52.5	55.9
EBIT 利润率	37.8	42.9	43.9	44.9	48.8
净利润率（核心利润）	29.9	34.7	36.0	38.6	43.0
有效税率	5.5	15.1	15.0	15.0	15.0
总经营开支占收入百分比	8.9	6.7	8.3	8.3	7.5
利息覆盖率 (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净债务/权益（%）	**-3.4**	**2.6**	**-0.7**	**-12.9**	**-28.9**
净债务/总资本（%）	-3.5	2.5	-0.7	-14.9	-40.6
流动比率(x)	1.1	1.2	1.0	1.1	1.3
回报					
资产周转率 (x)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
财务杠杆比率 (x)	2.2	2.3	2.2	2.2	2.1
EBIT 利润率(%)	37.8	42.9	43.9	44.9	48.8
利息负担(x)	0.9	0.8	1.0	1.0	1.0
税项负担(x)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
ROE (%)	**7.8**	**8.9**	**14.4**	**16.3**	**18.4**
ROIC (%)	**8.9**	**8.9**	**14.2**	**17.6**	**23.4**
市盈率(x)	**36.1**	**27.2**	**17.2**	**13.6**	**10.7**
市净率(x)	**3.2**	**2.6**	**2.4**	**2.1**	**1.8**

*资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测；*净现金包括结构性存款、短期投资、抵押存款和银行存款*

中国科培（1890 HK）

资产负债表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
物业、厂房及设备	1,274	1,423	1,982	3,038	2,899
使用权资产	198	208	202	196	190
权益法投资	0	142	141	141	141
其他非流动资产	131	208	321	242	286
非流动资产	**1,603**	**1,980**	**2,646**	**3,617**	**3,516**
应收账款	23	30	30	31	31
预付款项	25	29	76	53	65
金融资产	246	272	56	56	56
现金及现金等价物	433	1,112	1,573	1,197	1,958
其他流动资产	0	0	152	152	152
流动资产	**727**	**1,443**	**1,888**	**1,489**	**2,262**
总资产	**2,330**	**3,423**	**4,534**	**5,106**	**5,778**
合同负债	335	412	495	749	873
银行借款	10	0	151	0	0
租赁负债	0	2	2	2	2
可转债	333	0	0	0	0
递延收入	1	1	1	1	1
其他流动资产	116	107	332	347	362
流动负债	**794**	**521**	**981**	**1,098**	**1,237**
银行借款	100	100	400	400	400
租赁负债	0	9	8	8	8
递延收入	4	3	13	13	13
其他非流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	**104**	**112**	**421**	**421**	**421**
总负债	**898**	**633**	**1,401**	**1,519**	**1,658**
总净资产	**1,433**	**2,790**	**3,132**	**3,587**	**4,120**
股本	0	0	0	0	0
储备	1,433	2,790	3,132	3,587	4,119
总权益	**1,433**	**2,790**	**3,132**	**3,587**	**4,120**
总债务	443	111	561	410	410
净现金/(债务)*	**236**	**1,273**	**1,068**	**843**	**1,604**

现金流量表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
经营利润	342	458	588	781	915
折旧及摊销	62	73	97	139	165
营运资金变化	96	42	74	292	127
其他	-16	-34	211	-42	-51
经营活动净现金	**484**	**539**	**970**	**1,170**	**1,157**
资本开支	-420	-210	-650	-1,190	-20
投资活动净现金	0	-142	1	0	0
其他	-94	-61	-99	80	-44
投资活动净现金	**-514**	**-414**	**-749**	**-1,110**	**-64**
股权融资	0	740	0	0	0
债权融资	68	-21	468	-133	23
已付股利	0	-176	-228	-303	-355
其他	0	0	0	0	0
融资活动净现金	**68**	**543**	**240**	**-436**	**-332**
现金净变动	**37**	**668**	**461**	**-376**	**761**
调整	26	11	0	0	0
期初现金	369	433	1,112	1,573	1,197
期末现金	**433**	**1,112**	**1,573**	**1,197**	**1,958**

利润表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
收入	**575**	**714**	**858**	**1,299**	**1,513**
销售成本	-186	-232	-262	-425	-494
毛利	**390**	**482**	**596**	**874**	**1,019**
经营性其他收入	26	22	106	26	30
销售费用	-15	-24	-27	-26	-27
行政费用	-77	-77	-103	-110	-129
经营利润	**323**	**402**	**573**	**763**	**894**
其他费用	-5	-1	-2	-1	-2
利息收入	5	22	23	26	29
融资成本	-9	-2	-5	-7	-6
报告税前利润	**342**	**458**	**588**	**781**	**915**
核心税前利润	**314**	**421**	**588**	**781**	**915**
税项	0	-2	-18	-23	-27
报告税后利润	**342**	**456**	**571**	**757**	**888**
非控股权益	0	0	0	0	0
归母净利润	**342**	**456**	**571**	**757**	**888**
非核心项目调整	28	37	0	0	0
核心利润	**314**	**419**	**571**	**757**	**888**
EBITDA	385	475	669	903	1,059
核心每股盈利(人民币)	0.20	0.21	0.28	0.38	0.44
每股股利(人民币)	0.00	0.09	0.11	0.15	0.18

财务比率

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
同比增长率变化					
营业额	26.4	24.1	20.1	51.4	16.5
毛利润	27.2	23.7	23.6	46.7	16.6
EBITDA	27.5	23.5	40.8	34.9	17.3
经营利润	24.6	24.6	42.3	33.3	17.0
归母净利润	48.1	33.4	25.1	32.7	17.2
核心利润	29.3	33.5	36.1	32.7	17.2
利润率 (%)					
毛利率	67.7	67.5	69.4	67.3	67.3
EBITDA 利润率	66.8	66.5	78.0	69.5	70.0
EBIT 利润率	56.1	56.4	66.7	58.8	59.0
归母净利率	59.4	63.9	66.5	58.3	58.7
核心净利润率	54.6	58.7	66.5	58.3	58.7
实际税率 (%)	0.0	-0.5	-3.0	-3.0	-3.0
净债务/权益	16.5	45.6	34.1	23.5	38.9
流动比率 (x)	0.9	2.8	1.9	1.4	1.8
回报 (%)					
财务杠杆比率 (x)	162.7	122.7	144.7	142.3	140.3
资产周转率 (x)	24.7	20.9	18.9	25.4	26.2
EBIT 利润率(%)	56.1	56.4	66.7	58.8	59.0
利息负担(x)	105.8	113.8	102.8	102.3	102.4
税项负担(x)	100.0	99.6	97.0	97.0	97.0
ROE (%)	**23.9**	**16.4**	**18.2**	**21.1**	**21.6**
ROIC (%)	**17.2**	**20.3**	**62.0**	**76.4**	**78.9**
核心市盈率(x)	**27.9**	**20.9**	**15.3**	**11.6**	**9.9**
市净率(x)	**6.1**	**3.1**	**2.8**	**2.4**	**2.1**
ROA (%)	**14.7**	**13.3**	**12.6**	**14.8**	**15.4**

*资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测；*净现金包括银行结余和短期投资*

新高教（2001 HK）

资产负债表

(人民币百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
年結	12.31	8.31	8.31	8.31	8.31
物业、厂房及设备	3,090	3,101	3,589	3,886	3,973
投资物业	210	214	210	207	203
使用权资产	477	468	449	431	413
其他非流动资产	1,072	937	935	934	933
非流动资产	**4,850**	**4,719**	**5,183**	**5,457**	**5,522**
抵押银行存款	381	272	272	272	272
定期存款	108	0	0	0	0
现金及现金等价物	559	608	1,744	2,336	3,159
预付款、按金及其他应收款	0	118	118	118	118
其他流动资产	104	140	170	200	220
流动资产	**1,152**	**1,138**	**2,304**	**2,926**	**3,770**
总资产	**6,001**	**5,857**	**7,487**	**8,383**	**9,292**
递延收入	725	274	334	393	433
应付账款及应计款项	645	1,020	1,128	1,281	1,407
短期债务	699	728	728	728	728
可转债	0	0	680	0	0
其他流动负债	55	36	46	57	65
流动负债	**2,125**	**2,058**	**2,916**	**2,459**	**2,633**
长期债务	788	1,168	1,168	1,168	1,168
递延收入	36	33	40	47	51
其他非流动负债	102	96	133	168	193
非流动负债	**925**	**1,296**	**1,341**	**1,383**	**1,412**
总负债	**3,050**	**3,354**	**4,257**	**3,841**	**4,045**
总净资产	**2,952**	**2,503**	**3,230**	**4,542**	**5,247**
股本	1	1	1	1	1
股份发行	0	0	197	877	877
储备	2,484	2,319	2,849	3,481	4,186
股东权益	**2,486**	**2,320**	**3,048**	**4,359**	**5,064**
非控股权益	466	183	183	183	183
总权益	**2,952**	**2,503**	**3,230**	**4,542**	**5,247**
总债务	1,487	1,896	2,576	1,896	1,896
净现金 / (债务)*	**-439**	**-898**	**-442**	**830**	**1,653**
净现金 / (债务)*-包括可转债	**-439**	**-898**	**-1,122**	**830**	**1,653**

现金流量表

(人民币百万元)	2019	2,020	2021E	2022E	2023E
年結	12.31	8.31	8.31	8.31	8.31
税前利润	486	546	762	961	1,103
折旧及摊销	137	193	216	231	240
营运资金变化	126	-329	137	182	146
其他	82	-365	61	30	-6
经营活动净现金	**831**	**46**	**1,176**	**1,403**	**1,482**
资本开支	-338	-131	-674	-500	-300
其他	-265	93	-5	-5	-5
投资活动净现金	**-604**	**-38**	**-679**	**-505**	**-305**
债务变动净额	200	409	0	0	0
股票发行收益	333	0	197	680	0
股利发放	-83	-114	-124	-196	-248
其他	-468	-254	566	-790	-106
融资活动净现金	**-18**	**41**	**640**	**-306**	**-354**
现金净变动	**209**	**49**	**1,136**	**592**	**823**
调整	0	0	0	0	0
期初现金	350	559	608	1,744	2,336
期末现金	**559**	**608**	**1,744**	**2,336**	**3,159**
自由现金流	**492**	**-85**	**501**	**903**	**1,182**

利润表

(人民币百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
年結	8.31	8.31	8.31	8.31	8.31
收入	**727**	**1,292**	**1,575**	**1,852**	**2,042**
销售成本	-415	-676	-747	-849	-932
毛利	**312**	**617**	**827**	**1,003**	**1,110**
其他收入 – 经常性	128	125	156	183	207
销售费用	-10	-16	-17	-20	-22
行政费用	-60	-89	-102	-120	-123
其他费用	-15	-17	-17	-20	-22
总营运开支	**43**	**4**	**19**	**22**	**39**
核心经营利润	**355**	**620**	**846**	**1,025**	**1,149**
利息收入	4	20	30	46	60
融资成本	-88	-113	-114	-110	-106
一次性项目	-31	20	0	0	0
税前利润	**240**	**546**	**762**	**961**	**1,103**
税项	-25	-64	-84	-106	-121
税后利润	**215**	**482**	**678**	**855**	**982**
年度非持续性经营损益	0	0	0	0	0
非控股权益	-25	-49	-24	-28	-28
除少数股东权益后净利润	**190**	**433**	**654**	**828**	**953**
非核心项目调整	-31	20	0	0	0
核心净利润	**221**	**413**	**654**	**828**	**953**
EBITDA	**492**	**813**	**1,062**	**1,256**	**1,389**
每股盈利（人民币）	**0.13**	**0.28**	**0.38**	**0.48**	**0.56**
核心每股盈利（人民币）	**0.15**	**0.27**	**0.38**	**0.48**	**0.56**
每股股利（人民币）	**0.03**	**0.04**	**0.07**	**0.11**	**0.15**

财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
年結	8.31	8.31	8.31	8.31	8.31
同比增长率变化					
营业额	n.a.	77.8	21.8	17.6	10.3
EBITDA	n.a.	65.2	30.5	18.3	10.6
经营利润	n.a.	74.6	36.4	21.1	12.2
净利润	n.a.	127.3	51.2	26.6	15.1
核心利润	n.a.	86.5	58.4	26.6	15.1
利润率 (%)					
毛利率	43.0	47.7	52.5	54.2	54.4
EBITDA 利润率	67.7	62.9	67.4	67.8	68.0
EBIT 利润率	48.9	48.0	53.7	55.3	56.3
核心净利润率	30.5	31.9	41.5	44.7	46.7
有效税率 (%)	10.6	11.8	11.0	11.0	11.0
总经营开支占收入百分比	5.9	0.3	1.2	1.2	1.9
利息覆盖率 (x)	4.2	6.6	10.1	16.1	24.7
净债务（现金）/权益(%)	**14.9**	**35.9**	**13.7**	**-18.3**	**-31.5**
净债务/总资本(%)	13.0	26.4	12.0	-22.4	-46.0
流动比率 (x)	0.5	0.6	0.8	1.2	1.4
回报 (%)					
资产周转率 (x)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
财务杠杆比率 (x)	2.0	2.2	2.3	2.0	1.8
EBIT 利润率(%)	48.9	48.0	53.7	55.3	56.3
利息负担(x)	0.7	0.9	0.9	0.9	1.0
税项负担(x)	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
ROE (%)	7.3	15.9	22.8	21.3	19.5
ROIC (%)	9.7	16.1	21.3	24.7	28.0
核心市盈率(x)	**31.5**	**16.9**	**10.7**	**8.4**	**7.3**
市净率(x)	**2.4**	**2.8**	**2.2**	**1.5**	**1.4**

*资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测；*净现金包括定期存款、短期投资和银行存款*

华夏视听教育（1981 HK）

资产负债表

（百万人民币）	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
使用权资产	119	113	107	103	99
物业、厂房及设备	481	540	730	953	970
其他非流动资产	163	28	22	16	12
非流动资产总额	**763**	**680**	**859**	**1,072**	**1,080**
电视剧及电影版权	289	72	389	348	436
贸易应收款项	83	70	81	139	154
按公平值计入损益的金融资产	656	800	850	1,275	1,530
定期存款	15	0	0	0	0
现金及现金等价物	58	120	1,600	1,624	2,001
其他流动资产	29	26	22	22	21
流动资产总额	**1,131**	**1,088**	**2,942**	**3,408**	**4,143**
总资产	**1,893**	**1,769**	**3,801**	**4,479**	**5,223**
长期借款	0	32	0	0	0
其他非流动负债	2	2	1	1	1
非流动负债总额	**2**	**34**	**1**	**1**	**1**
贸易应付款项	149	141	182	229	214
短期借款	0	0	0	0	0
合同负债	353	192	686	906	1,170
其他流动负债	26	26	27	27	28
流动负债总额	**528**	**358**	**895**	**1,162**	**1,411**
总负债	**530**	**392**	**896**	**1,164**	**1,412**
汇兑资本	248	0	0	0	0
股票发行	0	0	1,296	1,296	1,296
其他储备	237	549	549	549	549
留存利润	755	704	936	1,346	1,841
应占权益总额	**1,240**	**1,253**	**2,781**	**3,192**	**3,687**
非控股权益	123	124	124	124	124
权益总额	**1,363**	**1,377**	**2,905**	**3,316**	**3,811**
权益及负债总额	**1,893**	**1,769**	**3,801**	**4,479**	**5,223**
债务总额	0	32	0	0	0
现金 / （债务）净额	**729**	**888**	**2,450**	**2,899**	**3,531**

现金流量表

（百万人民币）	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
所得税前利润	**153**	**240**	**353**	**615**	**726**
折旧及摊销总额	33	41	41	49	60
营运资金变动	57	60	212	251	145
已付所得税	-29	-37	-38	-76	-75
其他	-7	-28	0	-1	-4
经营所得现金流量	**207**	**275**	**567**	**838**	**853**
资本支出	-70	-122	-220	-265	-70
其他	-279	63	-49	-419	-249
投资所得现金流量	**-349**	**-60**	**-270**	**-685**	**-319**
股份发行	-53	-166	1,214	-128	-156
债务发行	0	32	-32	0	0
其他	-4	-20	0	0	0
融资所得现金流量	**-57**	**-154**	**1,181**	**-128**	**-156**
现金净（减少）/增加	**-198**	**62**	**1,479**	**25**	**377**
年初现金	256	58	120	1,600	1,624
汇兑损益	0	1	0	0	0
年末现金	**58**	**120**	**1,600**	**1,624**	**2,001**

利润表

（百万人民币）	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
收益	**368**	**747**	**792**	**1,355**	**1,504**
收益成本	-163	-374	-372	-614	-640
毛利	**205**	**373**	**420**	**742**	**864**
销售开支	-8	-9	-23	-51	-52
行政开支	-62	-74	-66	-110	-121
其他收入	12	18	12	5	5
其他收益/（亏损） - 净额	-1	-73	9	25	25
报告经营利润	**146**	**234**	**351**	**611**	**721**
财务收入	8	7	3	4	6
财务成本	-1	-1	0	0	0
财务收入—净额	7	6	2	4	6
所得税前利润	**153**	**240**	**353**	**615**	**726**
所得税开支	-4	-46	-38	-76	-75
净利润	**149**	**195**	**315**	**539**	**652**
少数股东权益	13	17	15	25	26
归母净利润	**136**	**177**	**299**	**514**	**625**
一次性项目	-22	-131	-31	0	0
核心经营收入	**168**	**365**	**382**	**611**	**721**
核心净利润	**158**	**308**	**330**	**514**	**625**
EBITDA	**201**	**406**	**422**	**660**	**781**
核心每股盈利(人民币)	**n.a.**	**0.26**	**0.20**	**0.31**	**0.38**
每股股利(人民币)	**0.00**	**0.14**	**0.05**	**0.08**	**0.09**

财务比率

	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
同比增长率 (%)					
营业额	-33.9	102.9	6.0	71.2	10.9
毛利	-27.1	81.9	12.6	76.8	16.5
报告经营利润	-26.6	60.2	49.7	74.2	18.0
净利润	-17.6	30.7	61.8	71.3	20.9
归母净利润	-17.2	30.4	68.8	71.7	21.7
核心经营收入	-29.8	116.8	4.6	60.1	18.0
核心净利润	-22.8	94.8	7.3	55.6	21.7
利润率(%)					
毛利率	55.6	49.9	53.0	54.7	57.5
报告经营利润率	39.7	31.4	44.3	45.1	47.9
净利润率	40.4	26.0	39.7	39.8	43.3
归母净利润率	36.9	23.7	37.8	37.9	41.6
核心经营利润率	45.7	48.8	48.2	45.1	47.9
核心净利润率	42.9	41.2	41.7	37.9	41.6
实际税率 (%)	2.9	19.1	10.9	12.3	10.3
流动比率（倍）	2.1	3.0	3.3	2.9	2.9
现金净额 / 权益 (%)	53.5	64.5	84.3	87.4	92.7
回报(%)					
课税负担（倍）	1.0	0.8	0.9	0.9	0.9
利息负担（倍）	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
息税前利润率（%）	39.7	31.4	44.3	45.1	47.9
资产周转率（倍）	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3
财务杠杆（倍）	1.4	1.3	1.3	1.3	1.4
权益回报率	**11.5**	**14.2**	**14.7**	**17.3**	**18.3**
总资产回报率	**8.4**	**17.4**	**8.7**	**11.5**	**12.0**

*资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测；*净现金包括银行结余、金融资产和定存*

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法; (ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项，请参阅本公司网站之「披露」网页 http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html 或 http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure。

免责条款

本报告由招商证券（香港）有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料，但招商证券（香港）有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工（统称"招商证券"）对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失，概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券，工具或策略，可能并不适合所有投资者，某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制，不能在全球范围内不受限制地提供，和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外，招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计，可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析，基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准，此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时，并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息，并承担风险。投资者须按照自己的判断，决定是否使用本报告所载的内容和信息，并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及 / 或税务专业意见，并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险，而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港
招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828