

宇华教育 (06169)

证券研究报告

2020 年 11 月 24 日

FY20 调后净利+31%达 10.4 亿，整合优势凸显内生空间确定

1、大学收入占比七成，分红率约 26%

2020 年 11 月 23 日，宇华教育发布 2020 财年业绩(2019.09.01-2020.8.31)；FY20 营收 24.09 亿人民币(下同)，同比增长 40.5%。

具体来看：幼儿园收入 0.40 亿元(占比 1.7%)，同比减少 30.5%；K12 收入 6.09 亿元(占比 25.3%)，同比增长 2.6%；大学收入 17.61 亿元(占比 73.1%)，同比增长 65.5%。

主要由于(i)学校招生人数及学费增加；(ii)收购济南双胜教育咨询公司及其附属公司(包括山东英才学院)于 2019 年 8 月并表，(iii)收购 TEDCO 及其附属公司(包括斯坦福国际大学)于 2019 年 2 月并表。

截至 2020 年 8 月 31 日，公司资产负债表中现金及现金等价物为 21.75 亿人民币。

2、调后归母净利 10.41 亿，同比增长 31.3%；其中大学净利 9.33 亿元，同比增长 69.7%

2020 年经调整毛利 15.22 亿元，同比增长 45.1%；经调整毛利率 63.2%，同比+2.0pct。毛利率改善主要是由于实施成本控制措施，及大学业务比例上升。

具体来看：幼儿园毛利 0.17 亿元，同比减少 43.5%，毛利率 42.7%，同比减少 9.8pct；K12 毛利 3.19 亿元，同比增长 1.4%，毛利率 52.4%，同比减少 0.7pct；大学毛利 11.33 亿元，同比增长 72.9%，毛利率 64.3%，同比增长 2.8%。

维持盈利预测，给予买入评级。

宇华基本教育目标为“培养具有领导才能和自主学习能力的现代化人才，为中华民族的伟大复兴贡献力量”。作为一家教育服务供应商，宇华致力提供符合本集团价值观及态度的教育服务。集团大学及 K12 学校课程不仅帮助学生取得优异学业成绩，强调全面发展。公司上市三年先后并购湖南涉外学院、斯坦福国际大学以及山东英才学院，整合效果显著，展现出较强的并购能力，展望未来我们相信公司仍能兑现优质并购有效增厚业绩。我们预计 FY21-22 年净利分别为 12.5 亿、15 亿，PE 分别为 16xPE、14xPE。

风险提示：民促法实施条例尚未落地，招生不及预期，核心高管流失

投资评级

行业 非必需性消费/支援服务

6 个月评级 买入(维持评级)

当前价格 7.15 港元

目标价格 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	3,339.64
港股总市值(百万港元)	23,878.43
每股净资产(港元)	1.09
资产负债率(%)	53.63
一年内最高/最低(港元)	8.25/4.56

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《宇华教育-公司点评:FY20H1 调后归母 +45%，并购突出经营稳健》 2020-04-28
- 2 《宇华教育-公司点评:宇华教育(06169)——调后净利+30%至 7.9 亿超预期，并购实力稳准狠》 2019-12-01
- 3 《宇华教育-公司点评:涉外并表带动业绩增长，加码高教板块布局》 2018-12-06

1、大学收入占比七成，分红率约 26%

2020 年 11 月 23 日，宇华教育发布 2020 财年业绩（2019.09.01-2020.8.31）；FY20 营收 24.09 亿人民币（下同），同比增长 40.5%。

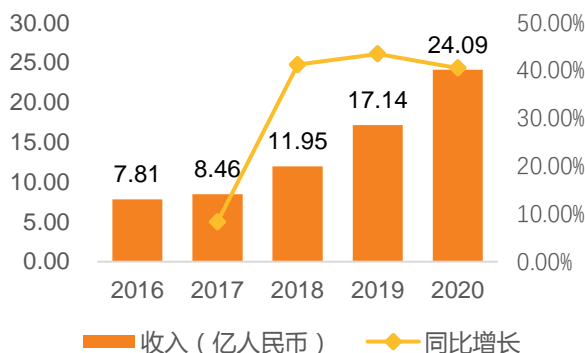
具体来看：幼儿园收入 0.40 亿元（占比 1.7%），同比减少 30.5%；K12 收入 6.09 亿元（占比 25.3%），同比增长 2.6%；大学收入 17.61 亿元（占比 73.1%），同比增长 65.5%。

主要由于(i)学校招生人数及学费增加；(ii)收购济南双胜教育咨询公司及其附属公司（包括山东英才学院）于 2019 年 8 月并表，(iii)收购 TEDCO 及其附属公司（包括斯坦福国际大学）于 2019 年 2 月并表。

截至 2020 年 8 月 31 日，公司资产负债表中现金及现金等价物为 21.75 亿人民币。

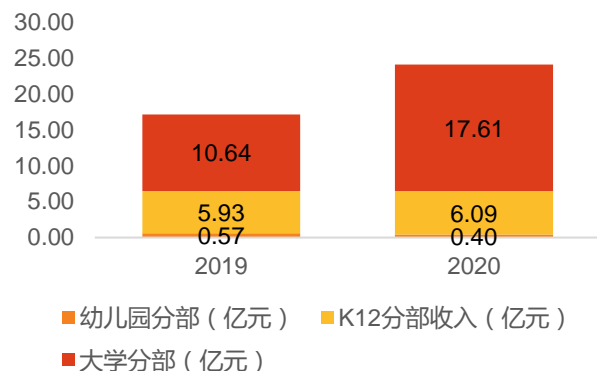
本期公司拟派息 0.092 港元，合计 3.08 亿港币，约合 2.73 亿人民币，分红率约 26%。

图 1：FY20 营收 24.09 亿人民币，同比增长 40.5%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

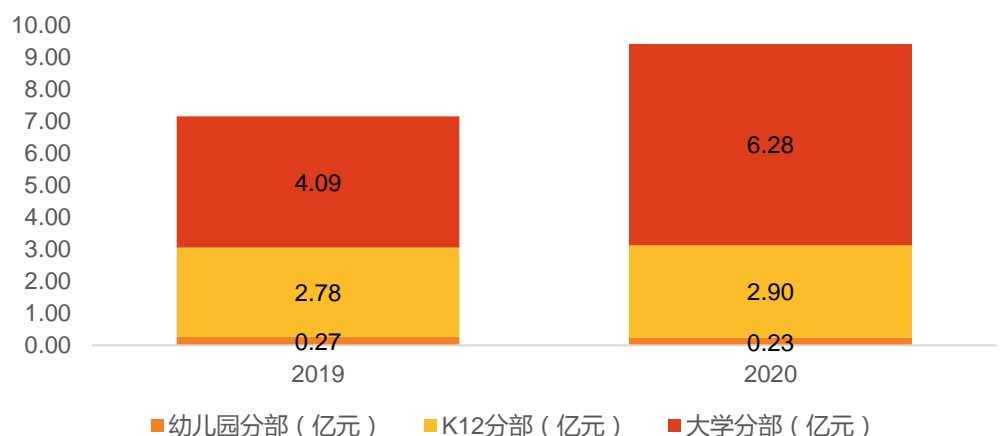
图 2：各分部收入情况（亿人民币）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

FY20 主营业务成本 9.41 亿元，同比增长 31.6%，经调整后主营业务成本 8.87 亿元，同比增长 33.3%，具体来看：幼儿园主营业务成本 0.23 亿元，同比减少 16.1%；K12 主营业务成本 2.90 亿元，同比增长 4.1%；大学主营业务成本 6.28 亿元，同比增长 53.6%。

图 3：各部分主营业务成本情况（亿人民币）



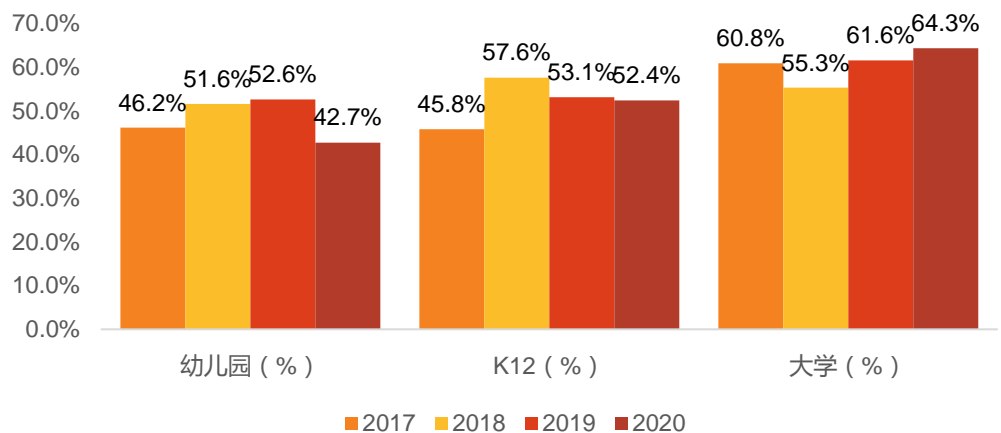
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2、调后归母净利 10.41 亿，同比增长 31.3%；其中大学净利 9.33 亿元，同比增长 69.7%

2020 年经调整毛利 15.22 亿元，同比增长 45.1%；经调整毛利率 63.2%，同比+2.0pct。毛利率改善主要是由于实施成本控制措施，及大学业务比例上升。

具体来看：幼儿园毛利 0.17 亿元，同比减少 43.5%；毛利率 42.7%，同比减少 9.8pct。K12 毛利 3.19 亿元，同比增长 1.4%；毛利率 52.4%，同比减少 0.7pct。大学毛利 11.33 亿元，同比增长 72.9%；毛利率 64.3%，同比增长 2.8%。

图 4：宇华教育毛利率明细



资料来源：公司公告，天风证券研究所

其他收入同比增长 25.6%至 0.29 亿元，主要是由于政府服务费退款增加。其他收益及亏损为-7.92 亿元（去年同期-2.33 亿元），其主要原因是公司可转债债券的公平值亏损。

管理费用 2.39 亿元，同比增长 19.6%，管理费用率 9.93%，同比减少 1.73 pct。经调整管理费用为 2.23 亿元，同比增长 29.3%。管理费的增长与集团扩大业务规模相一致。

销售费用 0.47 亿元，同比增长 110.8%，销售费用率 1.96%，同比增长 0.65pct。销售费用增长主要由于招生的市场推广开支增长所致。

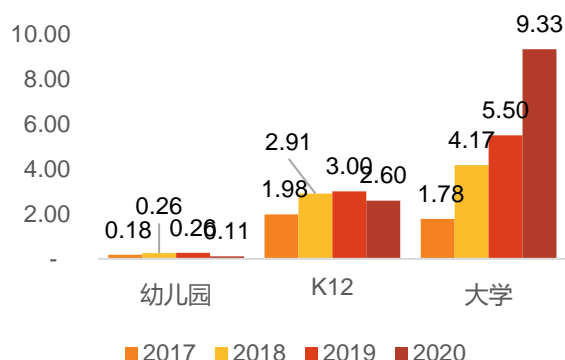
财务收入 0.29 亿元，同比减少 45.5%。主要由于现金及现金等价物及初始期限超过三个月的定期存款减少和外汇收益减少。

FY20 调后归母净利 10.41 亿，同比增长 31.3%；调后归母净利率为 43.2%，同比减少 3.0pct。

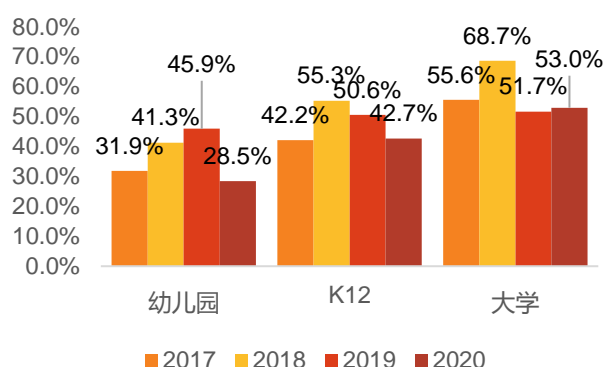
具体来看：幼儿园净利 0.11 亿元，同比减少 56.9%；净利率 28.5%，同比减少 17.4pct。K12 净利 2.60 亿元，同比减少 13.3%；净利率 42.7%，同比减少 7.9pct。大学净利 9.33 亿元，同比增长 69.7%；净利率 53.0%，同比增长 1.3pct。

图 5：大学净利 9.33 亿元，同比增长 69.7%

图 6：大学净利率 53.0%，同比增长 1.3pct

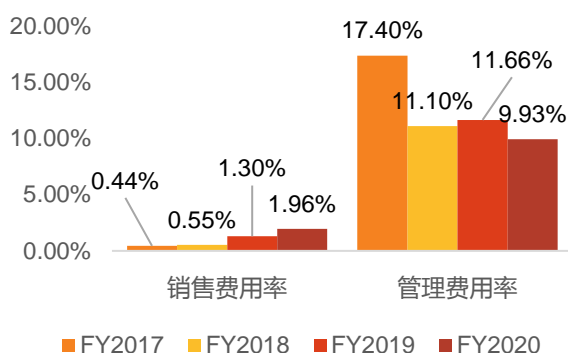


资料来源：公司公告，天风证券研究所



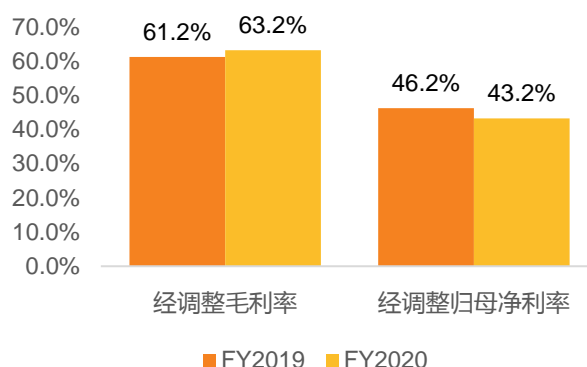
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：管理费用率 9.93%，同比减少 1.73 pct



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：经调整毛利率和归母净利润率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 1：业绩调整项目（人民币亿元）

	FY2020	FY2019
归母净利润	2.04	4.85
加：100% 以股份为基础的薪酬开支（计入收入成本）	0.12	0.12
加：100% 以股份为基础的薪酬开支（计入行政成本）	0.17	0.28
因收购可识别资产的公允价值调整引致的额外折旧及摊销		
加：70% - 湖南涉外经济学院	0.10	0.17
加：70% - 博望高中	0.08	0.16
加：90% - 山东英才学院（收购少数权益前）	0.17	0.02
加：100% - 山东英才学院（收购少数权益后）	0.02	
加：100% - 斯坦福国际大学	0.04	0.03
加：100% 可转股债券已计提但尚未支付的利息		0.12
加：100% 可转股债券及可转股贷款公允价值变动	7.90	2.50
减：100% 政府补助	-0.16	-0.22
经调整本公司股权持有人应占纯利	10.41	7.93

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 合计拥有 27 所学校，其中 3 所大学

公司在中国营运民办学校超过 19 年，按招生人数计算，公司是中国领先的民办学校营运

商之一。截至 2020 年 8 月 31 日，公司在中国有 26 所学校，在泰国有一所学校。

表 2：截至 2020 年 8 月 31 日，公司在中国有 26 所学校，在泰国有一所学校

	FY20	FY19
公司在中国的学校数量		
大学	3	3
高中	5	5
初中	7	7
小学	6	6
幼儿园	5	7
公司在海外的学校		
大学	1	1
总计	27	29

资料来源：公司公告，天风证券研究所

维持盈利预测，给予买入评级。宇华基本教育目标为“培养具有领导才能和自主学习能力的现代化人才，为中华民族的伟大复兴贡献力量”。作为一家教育服务供应商，宇华致力提供符合本集团价值观及态度的教育服务。集团大学及 K-12 学校的课程不仅帮助学生取得优异学业成绩，亦强调全面发展。公司上市三年先后并购湖南涉外学院、斯坦福国际大学以及山东英才学院，整合效果显著，展现出较强的并购能力，展望未来我们相信公司仍能兑现优质并购有效增厚业绩。我们预计 FY21-22 年净利分别为 12.5 亿、15 亿，PE 分别为 16xPE、14xPE。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com