

睿见教育(6068 HK)

深耕 K12，地域龙头积极拥抱变化

华南地区最大的高端民办 K12 教育机构。经过近 14 年发展，公司以广东为大本营，迅速辐射至辽宁、山东等地区，在 4 个城市经营 6 所寄宿式学校，截至 2016 年 9 月，共有 31,788 名学生。根据 Frost & Sullivan 报告，公司以 2.8% 的市场份额成为华南地区最大的高端民办 K12 教育机构（以 2015/2016 学年学生人数计）。

行业春风：“三高”构筑壁垒、穿越周期。1) 高需求：二胎政策、新兴中产阶级的崛起将带动民办基础教育的增长，预计未来年复合增长率达 12.1%，而华南地区是民办中小学教育高度发达并广受认可的区域（华南地区以 14% 的 GDP 占比贡献全国 18% 的基础民办教育收入）；2) 高分散：华南前五大高端民办中小学运营商于 2015/2016 学年的总招生人数仅占 9.1% 的市场份额，在高度分散的竞争格局中公司龙头优势凸显，可扩张空间巨大；3) 高壁垒：民办学校的设立需要一系列监管批准、品牌建立、资本要求、土地批准等要求和程序，潜在进入者机会匮乏。鉴于学费收入于学期前预付，收入增长可预见性强，且周期性较弱。

优质教育：优异成绩反哺良好声誉，个性化选课驱动全面发展。公司连续 3 个学年约 95% 的高中毕业生进入中国本科院校（相对于 2016 年广东省为 40%），2015/2016 学年一本录取率达 23.2%（相对于 2016 年广东省为 11%）；2016 年高考东莞光明中学（公司旗下学校之一）10 人进入清北，高于东莞市任何一家公办高中；国际部学子亦取得耶鲁、LSE 等名校录取。此外，高素质专业教师、个性化选修课程及先进生活设备保证学生全面发展，使得学生流失率低于 1%。

高商业能见度：可期的定价优化幅度+学校“2+2+2”网络的扩张。公司 70% 收入来自于学费收入，鉴于公司清晰稳健的扩张模式：1) 两年一提的学费（5%-10% 提升幅度）；2) 学校利用率提升空间待释放：考虑现有在建学校建筑及未来新开学校的最大容量，目前学校利用率为 46.3%；3) 新建学校：公司 2017 年将有 3 所新学校开始投入运营，最大招生容量高达 19,880，未来预计每年至少新建 2 所学校。在“口碑效应+稳健扩张”的正向循环下，我们预计未来三年学生人数来年年复合增长率达 22%；受益于学费提价及上市开支等费用的减少，FY17 收入将明显增长，盈利能力显著增强，预计 FY17 净利率提升至 29%。

首次覆盖，「买入」评级。基于公司“质”与“量”的齐头并进、以及 1 月初《民办学校分类登记细则》及《意见》出台后《民促法》政策风险的明朗化，我们认为公司作为教育行业稀缺标的，估值有待重塑。预计公司 FY17/18/19 收入年复合增长率为 24%，FY18 调整后净利润达 2.7 亿元。根据 DCF 估值法，给予目标价 2.56 港元，相当于 FY18 17.4x PE，远低于同业平均值，首次评级「买入」。

财务资料

（截至 8 月 31 日）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额（百万元人民币）	568.7	700.7	877.3	1,011.2	1,238.7
调整后净利润（百万元人民币）	182.3	154.4	250.2	266.3	327.7
调整后 EPS（元人民币）	-	-	0.12	0.13	0.16
EPS 变动 (%)	-	-	-	6.4	23.0
市盈率 (x)	-	-	13.7	12.9	10.5
市帐率 (x)	-	-	1.9	1.8	1.6
股息率 (%)	-	-	1.9	2.0	2.5
权益收益率 (%)	27.0	18.6	14.1	13.6	15.0
净财务杠杆率 (%)	187.1	60.7	净现金	净现金	净现金

来源：公司及招银国际研究

买入(首次覆盖)

目标价	HK\$2.56
潜在升幅	+30.6%
当前股价	HK\$1.96

黄群
(852) 3761 0889
sophiehuang@cmbi.com.hk

教育行业

市值(百万港元)	3,993
1 月平均流通量 (百万港元)	8.0
5 周内股价高/低 (港元)	2.12/1.61
总股本 (百万)	2037.2

资料来源：彭博

股东结构

刘学斌	45.7%
李素文	28.0%

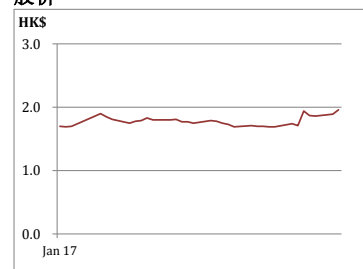
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	5.0%	3.9%
3-月	-	-
6-月	-	-

资料来源：彭博

股价



资料来源：彭博

审计师：德勤

公司网站：
www.wisdomeducationintl.com

公司分析：地域龙头，深耕 K12

地域龙头，深耕 K12。公司于 2003 年创办第一所学校东莞市光明中学，随后以广东为大本营，迅速辐射至辽宁、山东等地区，在东莞、惠州、盘锦、潍坊 4 个城市经营 6 所高端民办学校，专注于国内 K12 优质中小学课程体系（包括小学、初中、高中），并于两所学校设置国际部。截至 2016 年 9 月，共有 31,788 名学生。根据 Frost & Sullivan 报告，公司以 2.8% 的市场份额成为华南地区最大的高端民办 K12 教育机构（以 2015/2016 年在校学生人数计）。

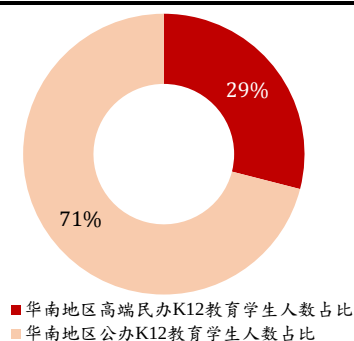
图 1: 学校概览



资料来源：公司，招银国际研究

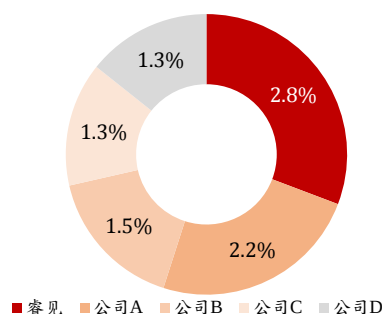
备注：以上所有学生及教师人数均为于 2016 年 9 月 1 日的在校人数

图 2: 华南地区高端民办 K12 学生人数占比



资料来源：Frost & Sullivan

图 3: 华南地区 TOP5 高端民办中小学运营商市场份额



资料来源：Frost & Sullivan，以 2015/2016 年招生人数计

图 4: 2016/2017 学年旗下学校学费及住宿费定价（千元人民币）

学校	成立年份	小学	初中	高中
1 东莞市光明中学	2003	--	23.6 - 27.6	25.6 - 38.6
2 东莞市光明小学	2004	18.2 - 24.4	--	--
3 东莞市光正实验学校	2013	16.6 - 21.2	19.8 - 23.0	22.8 - 33.8
4 惠州光正实验学校	2014	18.2 - 20.8	18.0 - 20.6	23.0 - 25.6
5 盘锦光正实验学校	2014	13.0 - 14.2	18	--
6 潍坊光正实验学校	2016	11	13	--
2015 年广东省民办学校人均学年学杂费		2.5	3.2	8.3
2015 年广东省高端民办学校人均学年学杂费标准		7.7	9.3	9.0

资料来源：公司，Frost & Sullivan

备注：学费下限为正常学杂费，上限为特殊需求学生所付学费（如插班生）

优质教育：优异成绩反哺良好声誉，个性化选课驱动全面发展。公司连续 3 个学年约 95% 的高中毕业生进入中国本科院校（相较于 2016 年广东省 40%），2015/2016 学年一本录取率达 23.2%（相较于 2016 年广东省 11%）；2016 年高考东莞光明中学（公司旗下学校之一）10 人进入清北，高于东莞市任何一家公办高中；国际部学子亦取得耶鲁、LSE 等名校录取。此外，高素质专业教师、个性化选修课程及先进生活设备保证学生全面发展，使得学生流失率低于 1%。

图 5:全面优质的素质教育



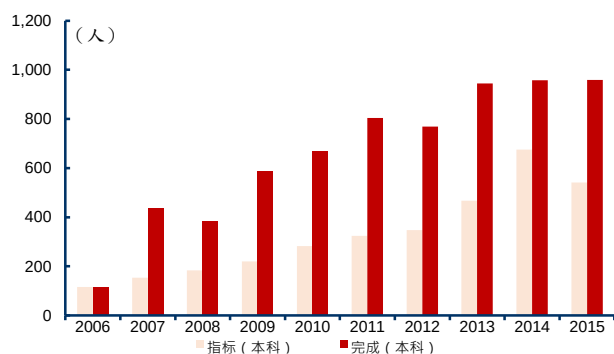
资料来源：公司

图 6:公司荣获各类奖项荣誉



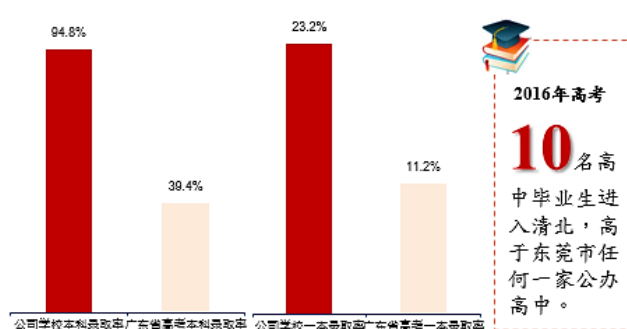
资料来源：公司调研，招银国际研究

图 7: 高考本科上线指标人数及达标情况



资料来源：公司调研，招银国际研究

图 8:公司高考本科及一本录取率



资料来源：公司（连续3年数据），广东省考试院（2016年高考数据）

图 9: 华南地区 TOP18 中学 (按 2016 年考入清北人数计)

地区	排名	学校	考入人数
华南	1	华南师范大学附属中学	34
	2	柳州铁路第一中学	24
	3	广东省中山纪念中学	24
	4	东莞市东华高级中学	22
	5	深圳中学	21
	6	汕头市潮阳实验中学	16
	7	广西师范大学附属外国语学校	16
	8	深圳外国语学校	15
	9	广西南宁二中	15
	10	广东省执信中学	14
	11	柳州高级中学	14
	12	广东省珠海一中	12
	13	广西南宁三中	12
	14	东莞市光明中学	10
	15	广西玉林高中	10
	16	佛山市石门中学	7
	17	汕头市金山中学	6
	18	广东省实验中学	5

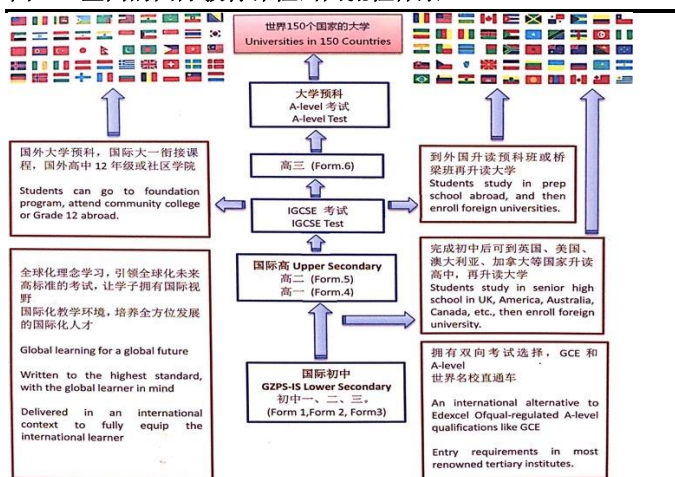
资料来源: 各省考试院, 新东方在线高考网

图 10: 国际教育课程: 精英式外语环境



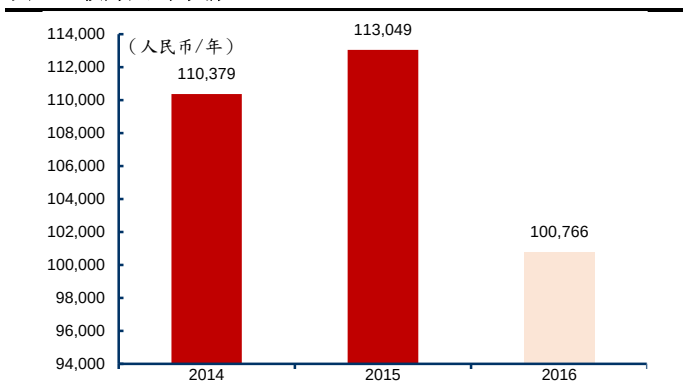
资料来源: 公司调研, 招银国际研究

图 11: 全面的国际教育课程出国流程体系



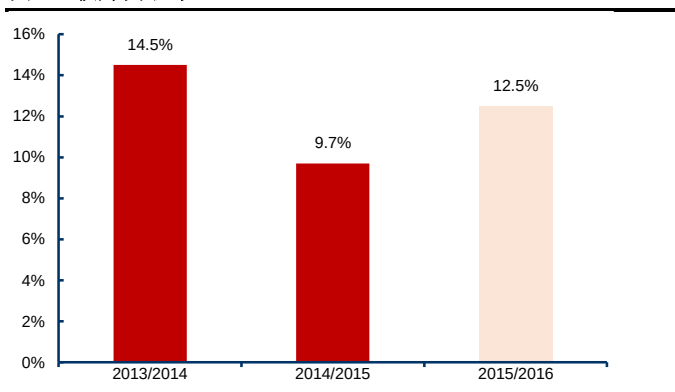
资料来源: 公司调研, 招银国际研究

图 12: 教师人均年薪



资料来源: 公司

图 13: 教师离职率



资料来源: 公司

贯穿“学习+生活”的学生管家。学校实施寄宿式管理，为学生提供优质教育的同时，亦配有个性化选修课程、灵活的课外活动（例如，书法、篮球、合唱等）和先进的教育及生活设备（例如，钢琴房、创意塑像室、医务室、洗衣房等），一体化教育服务保证学生的全面发展。其中，东莞市光明中学于 2009 年被指定为清华大学体育特长生培养基地，并于 2011 年被指定为广东省青少年篮球训练基地；学生在中国书法、合唱和舞蹈比赛中亦获得各种国家、省级和市级奖项。

图 14: “高素质专业教师+个性化选修课程+先进生活设备”保证学生全面发展

高素质教师队伍
1960名教师*。
1名教师拥有特级教师资格。
97名拥有高级教师资格。
8名教师为省级学科带头人。
47名教师为市级学科带头人。
截至2016年9月1日，超过79%的中国教师持有本科或更高学位。

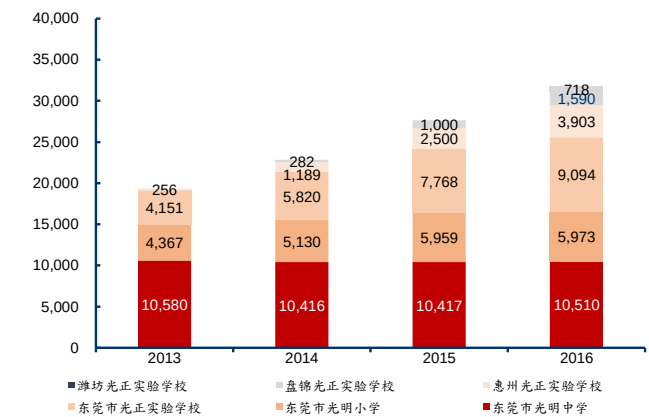
个性化的选修课程
根据学生的学习模式和兴趣制定个性化的校本课程，包括五大类：
(i) 核心科目的拓展学习；
(ii) 学习习惯和日常生活技能；
(iii) 个人发现及道德品行；
(iv) 音乐、运动及艺术；
(v) 批判性思维及技术创新。

灵活 的 课 外 活 动
东莞市光明中学于2009年被指定为清华大学体育特长生培养基地，并于2011年被指定为广东省青少年篮球训练基地；
2015年9月，东莞市光明中学高中生男子篮球队，受邀参加于夏威夷檀香山举办的久负盛名的伊奥拉尼篮球传统邀请赛；
学生在中国书法、合唱和舞蹈比赛中亦获得各种国家、省级和市级奖项

先 进 的 教 育 及 生 活 设 施
先进的教育及生活设施包括教室、实验室、图书馆、行政楼、餐厅、洗衣房
设施包括多媒体教室、体育馆、户外活动场地、体育场（如篮球场、羽毛球场或足球场）、乒乓球中心、艺术室以方便学生开展多种校内课外活动；
此外，配置多个医务室、安排上下学接送服务，食堂配置ID卡等。

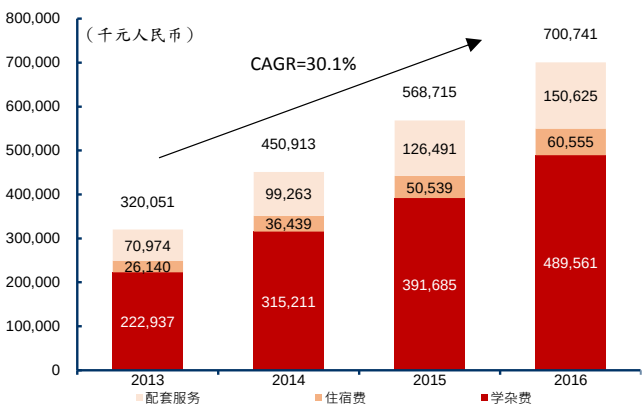
资料来源：公司招股书，公司调研，招银国际
备注：教师人数截止于2016年9月1日

图 15: 学生人数细分（按学校分类）



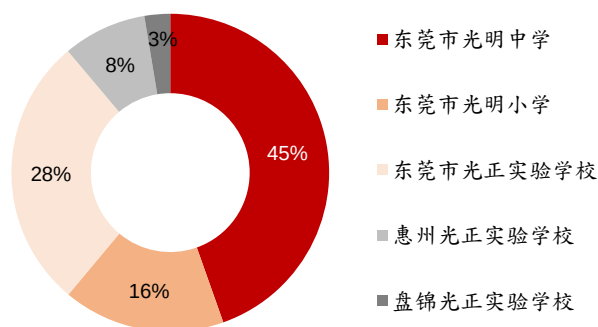
资料来源：公司

图 16: 收入细分：70%来自于学费收入



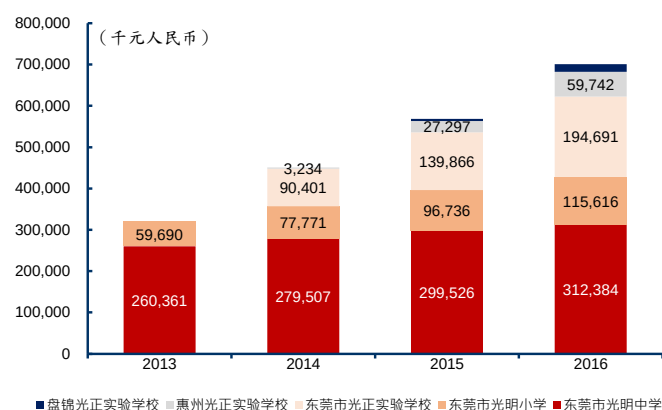
资料来源：公司

图 17: FY16 各个学校收入贡献比例



资料来源: 公司

图 18: 收入具体细分 (按学校分类)



资料来源: 公司

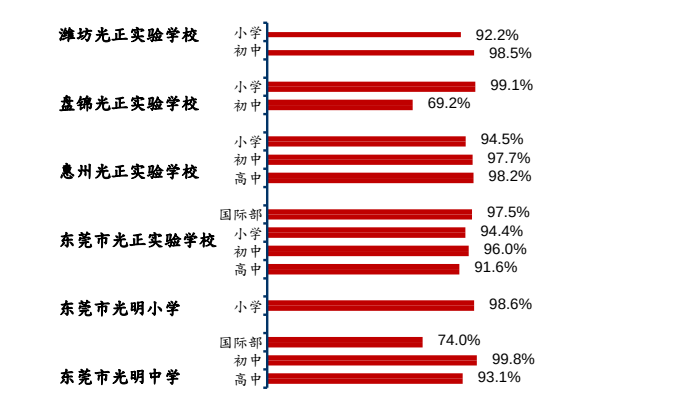
高商业能见度: 可期的定价优化幅度+学校“2+2+2”网络的扩张。公司 70%收入来自于学费收入, 鉴于公司清晰稳健的扩张模式: 1) 两年一提的学费 (5%-10%提升幅度); 2) 学校利用率提升空间待释放: 考虑现有在建学校建筑及未来新开学校的最大容量, 目前学校利用率为 46.3%; 3) 新建学校: 公司 2017 年将有 3 所新学校开始投入运营, 最大招生容量高达 19,880, 未来预计每年至少新建 2 所学校。在“口碑效应+稳健扩张”的正向循环下, 我们预计未来三年学生人数来复合增长率达 22%; 受益于学费提价及上市开支等费用的减少, FY17 收入将明显增长, 盈利能力显著增强, 预计 FY17 净利率提升至 29%。

图 19: 可期的定价优化策略-2 年一提 (5%-10%)

每学年学杂费 (人民币)		2013/14	2014/15	2015/16	2016/17
东莞市光明中学					
高中		18,700-21,200	18,700-21,200	23,000-25,200	↑ 25,600-38,600
初中		17,100-19,800	21,000-23,200	21,000-2,3200	↑ 23,600-27,600
国际部		92,600	92,600	92,600	92,600
东莞市光明小学					
小学		14,200-18,600	15,040-21,000	15,040-21,000	↑ 18,180-24,400
东莞市光正实验学校					
高中		20,000	20,400-22,400	20,400-22,400	↑ 22,800-33,800
初中		18,000	18,000-19,400	18,000-19,400	↑ 19,800-23,000
小学		16,000	16,400-18,000	16,400-18,000	↑ 16,600-21,200
国际部		36,200-52,000	50,600-88,600	50,600-88,600	50,600-88,600
惠州光正实验学校					
高中		-	23,000	23,000	↑ 23,000-25,600
初中		18,000	18,000	18,000	↑ 18,000-20,600
小学		18,200	18,200	18,200	↑ 18,200-20,800
盘锦光正实验学校					
初中		-	18,000	18,000	18,000
小学		-	13,000-14,200	13,000-14,200	13,000-14,200
潍坊光正实验学校					
初中		-	-	-	13,000
小学		-	-	-	11,000

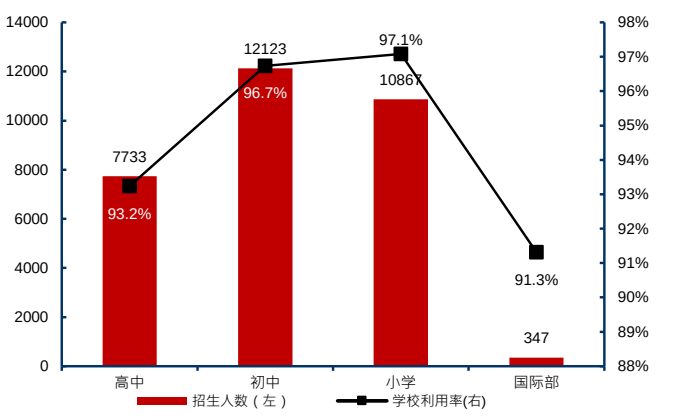
资料来源: 公司

图 20: FY16 学校利用率细分



资料来源: 公司

图 21: FY16 学校利用率细分 (小初高)



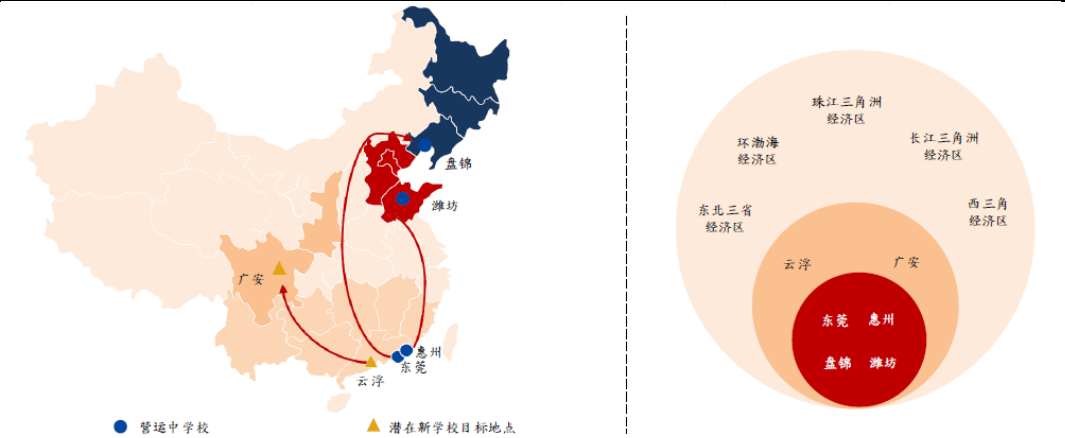
资料来源: 公司

图 22: 考虑现有在建学校建筑及未来新开学校的最大容量, 目前学校利用率仅为 46.3%

	预期最大学生容量	最大学生容量 (截止 2016 年 9 月 1 日)	招生人数 (截止 2016 年 9 月 1 日)	学校利用率 (考虑预期最大学生容量)	学校利用率 (截止 2016 年 9 月 1 日)
东莞市光明中学	10,744	10,744	10,510	97.8%	97.8%
东莞市光明小学	6,060	6,060	5,973	98.6%	98.6%
东莞市光正实验学校	15,226	9,706	9,094	59.7%	93.7%
惠州光正实验学校	9,464	4,024	3,903	41.2%	97.0%
盘锦光正实验学校	5,100	1,866	1,590	31.2%	85.2%
潍坊光正实验学校	7,200	752	718	10.0%	95.5%
广安光正实验学校	7,860				
云浮光正实验学校	7,000				
合计	68,654	33,152	31,788	46.3%	95.9%

资料来源: 公司

图 23: 学校扩张战略 - 以广东省为大本营, 辐射至环渤海、西三角等经济区



资料来源: 公司, 招银国际研究

图 24: 2017 年将有 3 所新学校投入运营

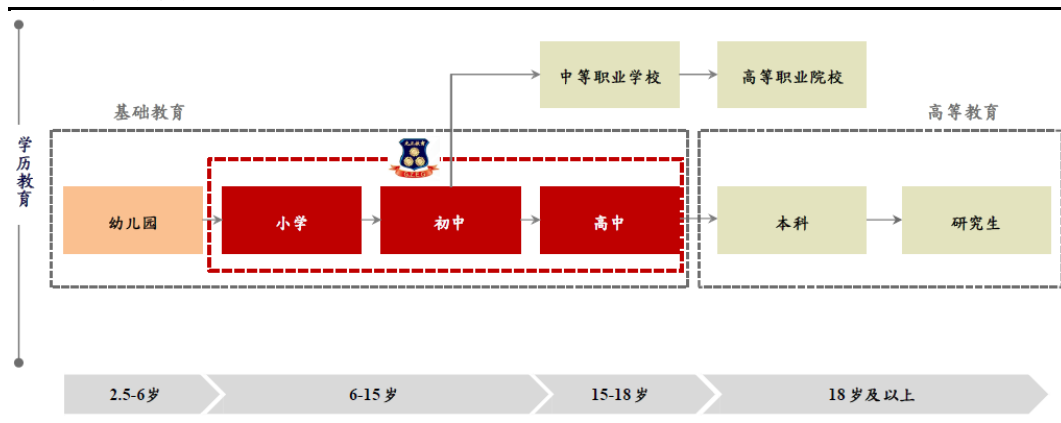
中国新学校	状态	学校计划运营日期	估计最大招生容量	估计资本开支总额 (千人民币)
广安光正实验学校	2016年5月与当地政府签订合作协议	2017/9/1	9,280	439,800
云浮光正实验学校	2016年7月与当地政府签订合作协议	2017/9/1	10,000	522,000
加拿大新学校	状态	学校计划运营日期	估计最大招生容量	估计资本开支总额 (千加元)
杜威学院(中学)	已提出商业建议	2017/9/1	500-600	2,000

资料来源: 公司

行业春风：“三高”构筑壁垒、穿越周期

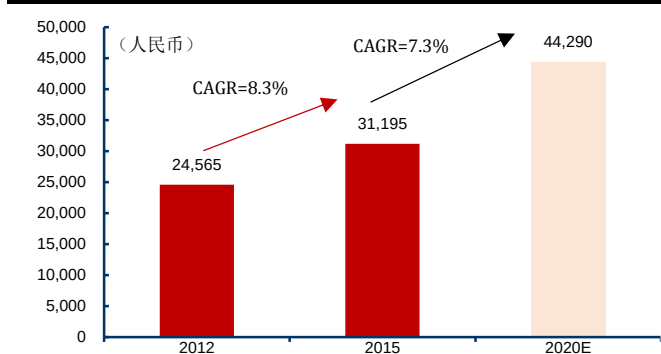
行业春风：“三高”构筑壁垒、穿越周期。1) 高需求：二胎政策、新兴中产阶级的崛起将带动民办基础教育的增长，料未来年复合增长率达 12.1%，而华南地区是民办中小学教育高度发达并广受认可的区域（华南地区以 14% 的 GDP 占比贡献全国 18% 的基础民办教育收入）；2) 高分散：华南前五大高端民办中小学运营商于 2015/2016 学年的总招生人数仅占 9.1% 的市场份额，在高度分散的竞争格局中公司龙头优势凸显，可扩张空间巨大；3) 高壁垒：民办学校的设立需要一系列监管批准、品牌建立、资本要求、土地批准等要求和程序，潜在进入者机会匮乏。鉴于学费收入于学期前预付，收入增长可预见性强，且周期性较弱。

图 25: 中国教育体系图示



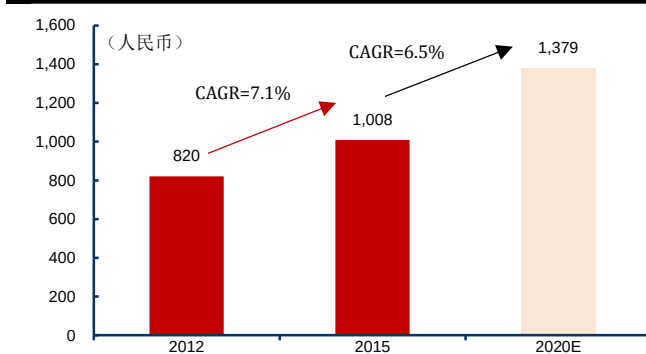
资料来源: Frost & Sullivan

图 26: 中国城镇居民人均年度可支配收入



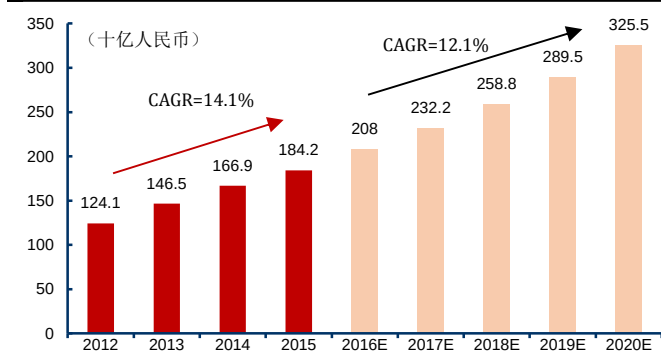
资料来源: Frost & Sullivan

图 27: 中国城镇居民人均年度教育开支



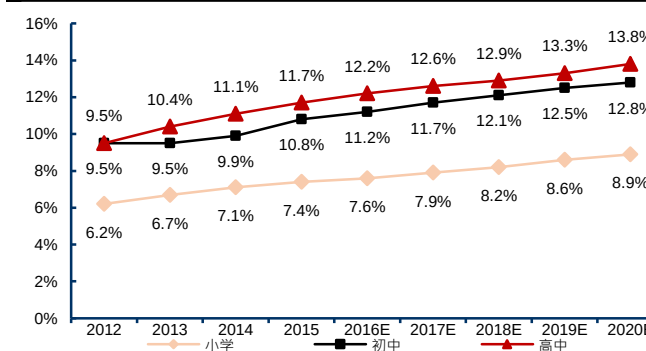
资料来源: Frost & Sullivan

图 28: 中国民办基础教育总收入



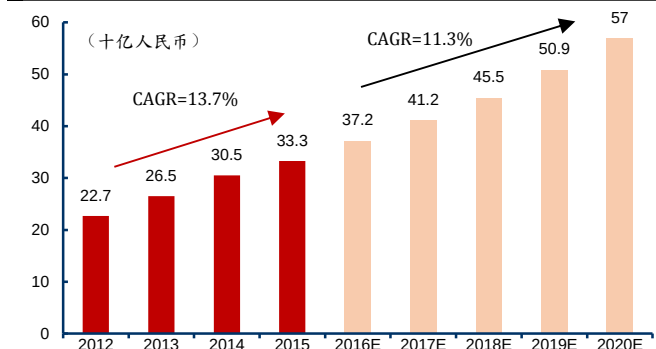
资料来源: Frost & Sullivan

图 29: 按学生人数计算中小学教育中民办学校渗透率



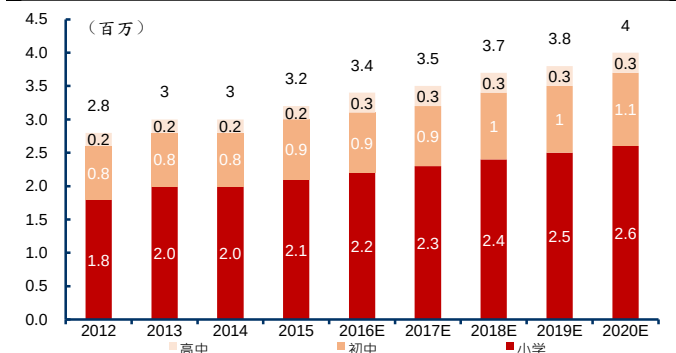
资料来源: Frost & Sullivan

图 30: 华南地区民办基础教育总收入



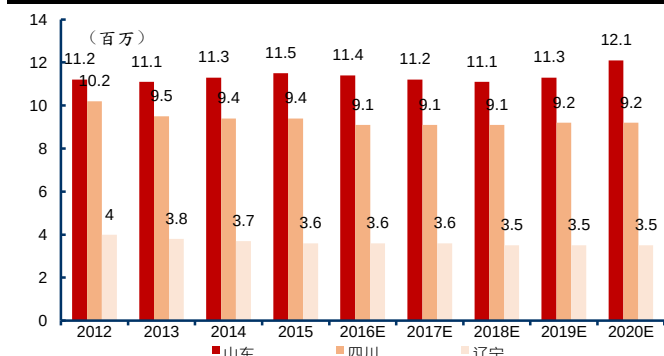
资料来源: Frost & Sullivan

图 31: 华南地区民办中小学教育招生总人数



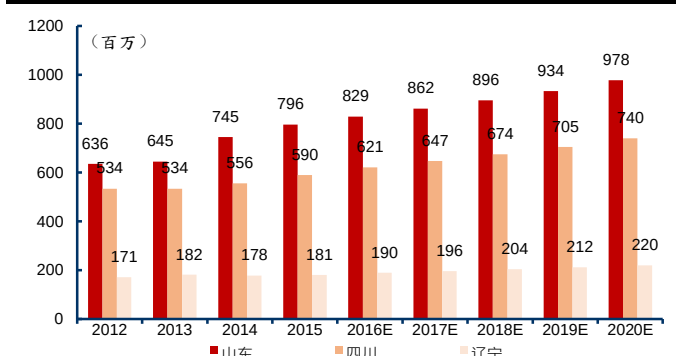
资料来源: Frost & Sullivan

图 32: 中小学教育机构招生人数 (山东、四川、辽宁省)



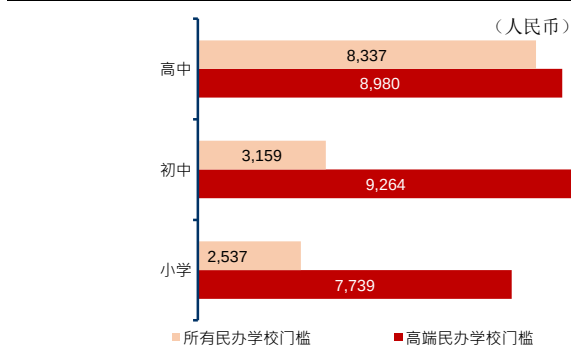
资料来源: Frost & Sullivan

图 33: 民办中小学教育机构招生人数 (山东、四川、辽宁省)



资料来源: Frost & Sullivan

图 34: 高端民办学校与非高端民办学校学费差异



资料来源: Frost & Sullivan

图 35: 中国民办中小学教育行业的准入门槛

监管批准
学校运营商需取得一系列批文、牌照和许可证，过程漫长且冗难；在中国设立民办学校取决于政府部门依法审批：中华人民共和国教育法、民办教育促进法、民办教育促进法实施条例。
品牌知名度和生源
- 对于民办学校，品牌知名度至关重要，因为这是家长和学生在选择学校时考虑的重要因素之一； - 建立品牌知名度和声誉需要时间和经验，这使得新进入者很难吸引和招到学生。
资本要求
在中国设立学校需要： 收购土地使用权及建设校园及学校设施的大量初始资金投入，持续、长期的投资承诺。
可用土地
- 中国若干城市及地区可用土地供应紧张及租金成本上升导致可用土地紧张； - 学校运营商于新地点建立新学校需要大量时间和资源。
合格师资队伍
- 对小班规模的需求及合格师资队伍的短缺使得新建学校面临吸引并留住高素质教师的压力； - 公立学校及完善的民办学校对合格教师通常更具吸引力，令新进入者在发展阶段吸引该类教师更困难。

资料来源：公司，Frost & Sullivan

《民促法》下的“转与机”。2016 年 11 月通过的《民促法》中“不得设立实施义务教育的营利性民办学校”这一规定，给享受多年政策红利的民办教育带来了盈利不确定性：1）义务教育阶段民办教育的办学结余和办学终止后剩余财产的分配受到限制；2）登记为“营利性”的民办学校的扶持政策、土地供给、收费、税收优惠政策或受负面影响。我们认为，新法的实施或将引导民办教育行业中 K12 产业链转向以学前和高中为主、小学初中收缩的“哑铃型”发展。

最新细则释放积极风向。2017 年 1 月《民办学校分类登记细则》出台，随后国务院印发了《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》。整体政策风向偏积极，具体而言我们认为有如下影响：

（1）义务教育阶段（K9）：明确登记为非营利性，办学结余必须全部用于教育事业。但考虑 VIE 架构下办学结余仍可通过 VIE 架构向上市公司支付知识产权使用费，故而新法对该模式的合理性及可持续性影响相对轻微。此外，积极影响显著：政府购买服务以及学生助学贷款和奖助学金方面，国家对于民办学校（营利+非营利）都给予扶持；学校用水、用电、用热等方面，民办学校（营利+非营利）实行与公办学校同等的价格政策；非营利学校在税收优惠（免征非营利性收入的企业所得税）和用地方面与公办学校享受同等政策，按照政府划拨的方式供应土地。而细则出台前主要关注风险（使用费交易、定价监管收紧）反而在该细则及意见中未细节提及，故而负面影响有限。

（2）高中阶段：公司高中阶段预计将登记为营利性（营利性民办学校举办者可以取得办学收益，在工商部门办理登记并按公司法运营）。根据细则及意见，明确表示：

- **收费层面：**营利性学校可自主定价，实行市场调节价，具体收费标准由民办学校自主确定。印证了之前预测的“定价更具灵活性”这一利好。
- **土地层面：**营利性学校在用地方面需要按照国家相应的政策供应土地。重点提及：“土地使用权人申请改变全部或者部分土地用途的，政府应当将申请改变用途的土地收回，按时价定价，重新依法供应”，但考虑目前公司旗下的 6 所学校所有土地剩余土地使用权时间内（35-50 年）都明确登记仅作教育用途，且新开学校在 3 年内仅开设 K9 课程，故而影响不大。

- **税收层面：**细则中并未提及要加大税率，但我们预计高中部税收依旧会有所提升。然而，考虑公司在西藏设置的外商独资企业在享受 15%高新技术企业税率的同时有 40% 的返还，整体税率预计基本平稳。

此外，从《意见》中，我们看到诸多积极信号，如：各地不得对民办学校跨区域招生设置障碍、拓宽办学筹资渠道、加大财政投入力度等。故而我们认为该政策风险对公司运营及内生增长影响有限，且已被市场所消化。

图 36: 《民促法》下的分类管理

	营利性学校	非营利性学校
申请适用性	所有民办学校（提供义务教育的学校除外）可选择成为营利性学校	所有民办学校可选择成为非营利性学校
办学结余	学校出资人可获得办学利润	学校出资人不可获得办学利润
使用费	根据成本及市场需求而厘定，由学校自行决定	根据成本及市场需求而厘定，并由相关地方政府机关规管
土地供给、税收优惠和相关扶持政策	根据适用法律享有税收优惠及土地供应待遇	根据适用法律享有税收优惠及土地供应待遇（此外，非营利性学校享有与目前可享受企业所得税豁免的公立学校同等的税收优惠及土地供应待遇） 较营利性学校享有更多的扶持措施，如政府补贴、基金奖励及捐资激励等
清盘	学校出资人可于学校债务获清算后获得学校的剩余资产	学校的剩余资产须用于其他非营利性学校的运营。在《决定》颁布前成立的学校，在其剩余资产用于经营其他非营利性学校前，学校出资人可于学校债务获清算后自学校的剩余资产中申请补偿或奖励

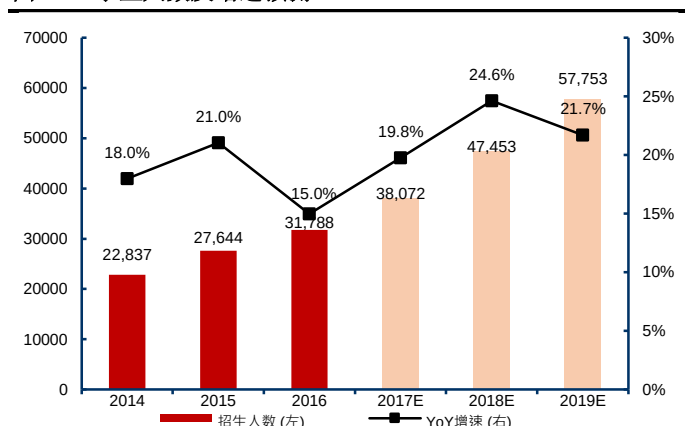
资料来源：公司，Frost & Sullivan

盈利预测

(1) 学生人数加速增长：未来三年学生人数年复合增长率达 22%

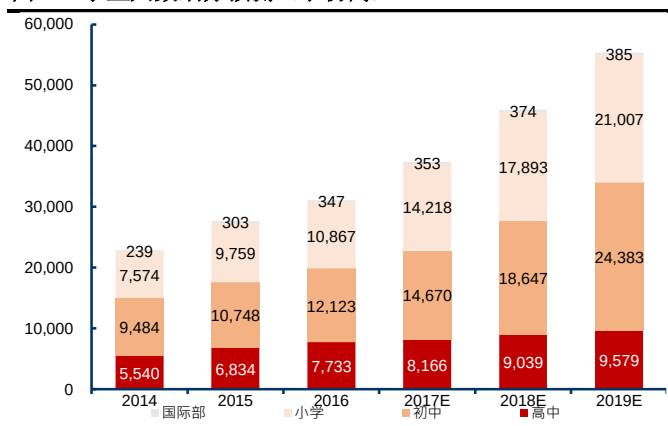
受益于现有学校扩张及新学校网络的扩张，未来三年学生人数年复合增长率预计为 22%。基于学校网络的扩张及利用率的提升，并参考各个学校的最大学生容量，我们预测未来三年学生人数年复合增长率达 22%，至 FY19 将有 57,753 名在校学生。其中东莞光明中学及东莞光明小学学生人数基本饱和，东莞光正实验中学招生人数呈现小幅提升。随着新教学楼及宿舍楼的运营，惠州市光正实验中学将有望容纳更多学生，预计 FY19 学生人数达 9,405 人，利用率逐渐接近饱和。参考新学校第一年招生人数情况，我们预计 2017 年两所国内新运营学校将于第一年招收 940 名学生，约 70% 为低年级学生；考虑原有年级的学生基数以及下一年将吸收新一届学生人数，我们预计新学校开设第二年学生人数有望突破 2000 人，于 2019 年新学校利用率达 70%-80%（基于已建成教学楼及宿舍楼容量）。

图 37：学生人数及增速预测



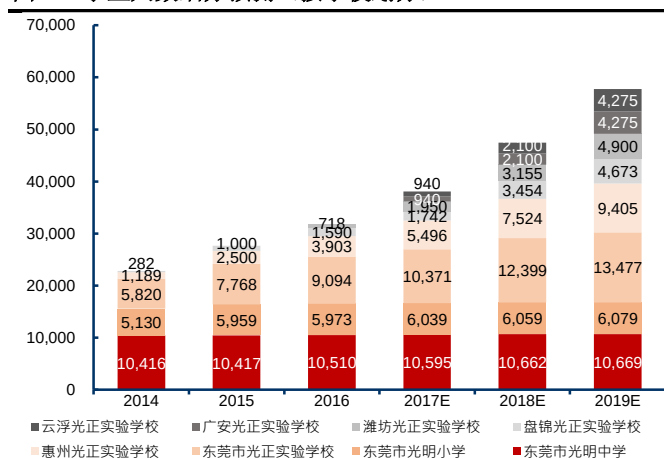
资料来源：公司，招银国际预测

图 38：学生人数细分预测（小初高）



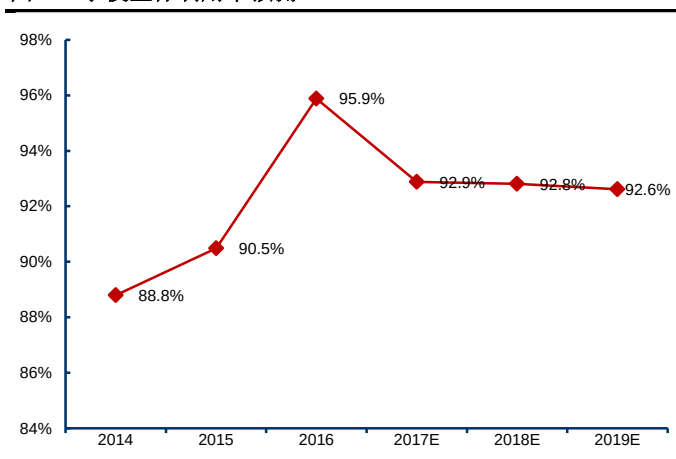
资料来源：公司，招银国际预测

图 39：学生人数细分预测（按学校划分）



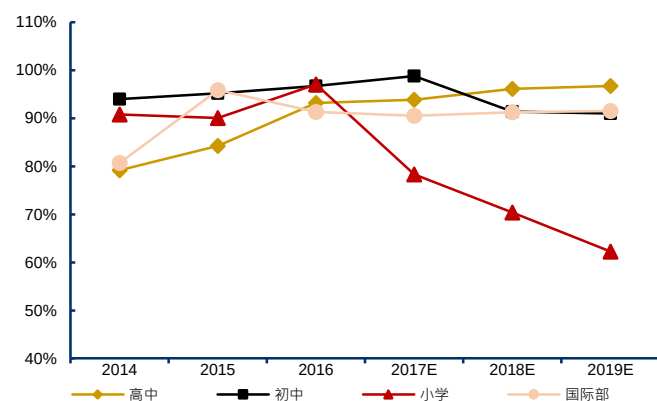
资料来源：公司，招银国际预测

图 40：学校整体利用率预测



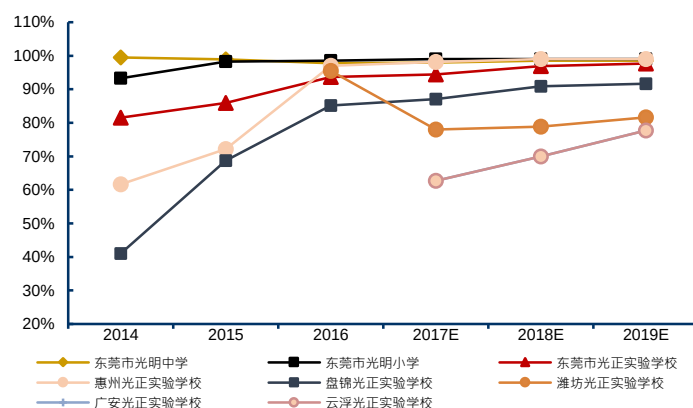
资料来源：公司，招银国际预测

图 41: 学校利用率预测 (小初高)



资料来源：公司，招银国际预测

图 42: 学校利用率预测 (按学校划分)

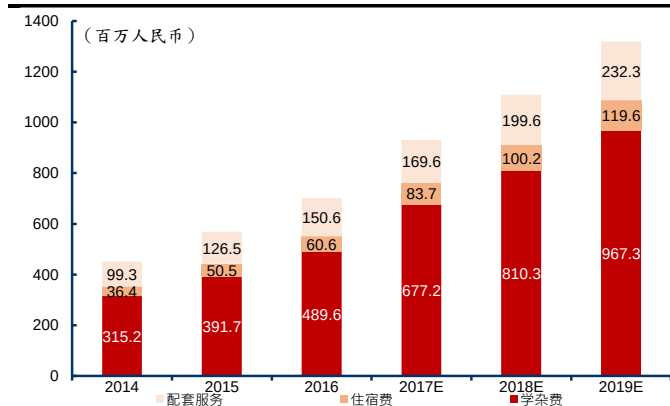


资料来源：公司，招银国际预测

(2) 收入及盈利预测

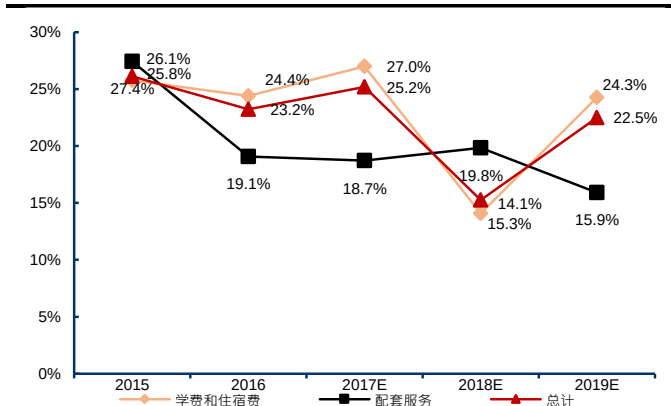
稳健的收入增长及净利润提升。基于学费及住宿费每 2 年一提且优化幅度约为 5%，我们预测未来三年收入年复合增长率为 21%。成本层面，员工成本主要为教师薪酬，人均年薪约 11 万。随着公司逐渐向山东、四川等地的扩张，考虑盘锦、潍坊等城市的教师薪酬远低于东莞市薪酬水平，故而人均平均薪酬预计会呈现小幅下滑。反应在盈利层面，预计未来三年净利率约 27%-28%。其中 FY17 收入和净利润预计增长较为明显，主要受益于：1）2016/2017 学年（即 FY17）学费 5% 的提升；2）FY17 上市开支、利息支出等费用项将大幅缩减。

图 43: 收入细分预测



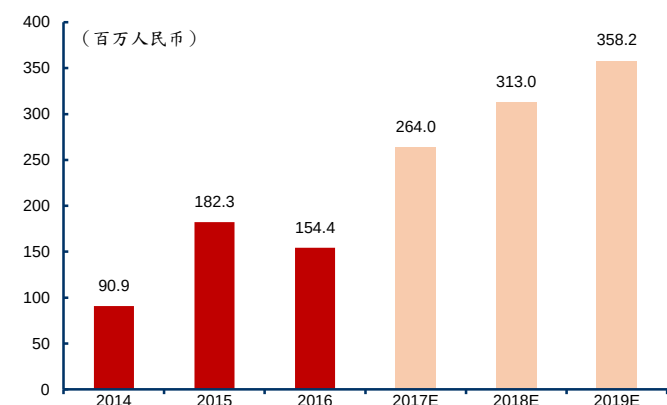
资料来源：公司，招银国际预测

图 44: 收入增速预测



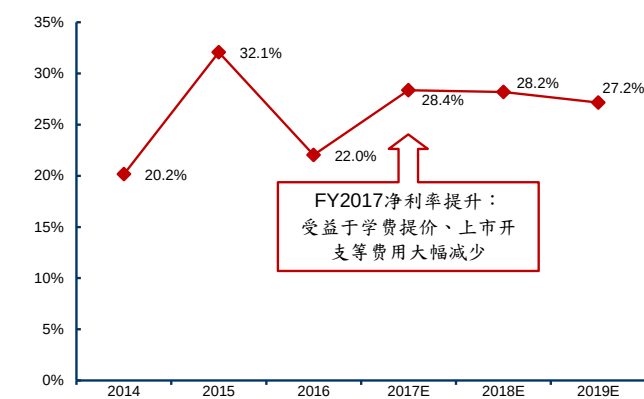
资料来源：公司，招银国际预测

图 45: 净利润预测: FY16-19E 年复合增长率=28.5%



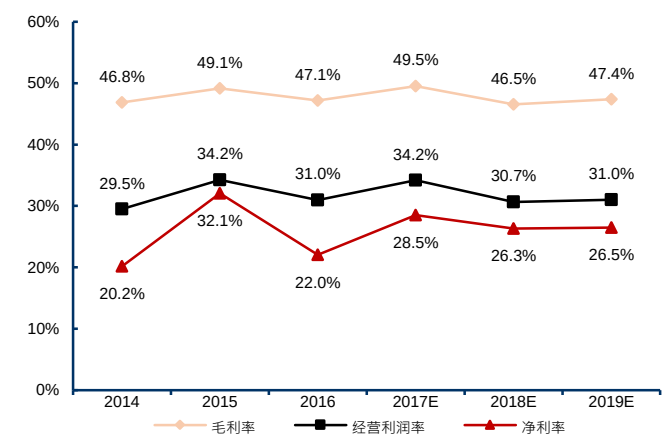
资料来源: 公司, 招银国际预测

图 46: 净利率预测: FY17 预计显著提升至 28.5%



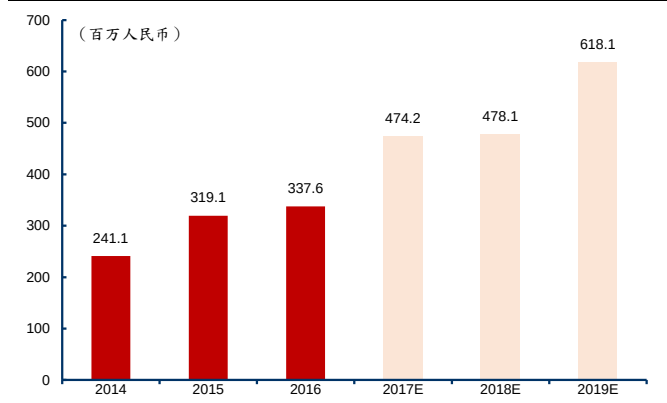
资料来源: 公司, 招银国际预测

图 47: 公司经营利润率及净利率预测



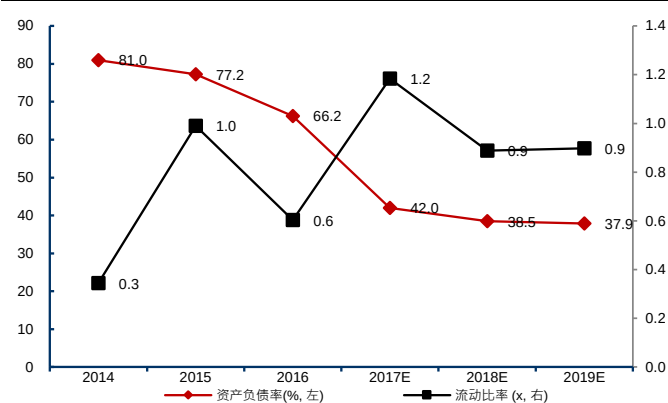
资料来源: 公司, 招银国际预测

图 48: 营运现金流预测



资料来源: 公司, 招银国际预测

图 49: 偿债能力指标预测



资料来源: 公司, 招银国际预测

利润表

年结:8月31日 (百万人民币)	FY14A	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	451	569	701	877	1,011	1,239
学费	315	392	490	622	709	881
住宿费	36	51	61	77	88	109
配套服务	99	126	151	179	214	248
销售成本	(240)	(289)	(370)	(443)	(541)	(652)
毛利	211	280	330	434	470	587
销售费用	(6)	(8)	(13)	(18)	(25)	(37)
管理费用	(72)	(76)	(94)	(118)	(136)	(166)
其他营运收入 (支出)	0	(1)	(6)	1	1	0
经营利润	133	195	217	300	310	384
财务收入	46	118	64	33	19	11
财务费用	(74)	(107)	(70)	(28)	(9)	-
上市费用	-	-	(24)	(4)	-	-
其他收入	7	7	7	8	9	10
税前利润	112	212	195	309	329	405
所得税	(21)	(30)	(40)	(59)	(62)	(77)
非控制股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
归属股东净利润	91	182	154	250	266	328

来源: 公司及招银国际研究部

资产负债表

年结:8月31日 (百万人民币)	FY14A	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	2,327	1,433	1,763	2,129	2,471	2,610
物业、厂房及设备	925	1,007	1,344	1,626	1,884	1,978
土地租赁费用	218	213	226	311	395	439
投资物业	18	18	20	20	20	20
关联方应收账款	1,075	99	-	-	-	-
其他	91	96	173	173	173	173
流动资产	359	1,532	695	1,109	871	1,067
现金及现金等价物	13	12	104	509	267	447
应收贸易款项	52	26	30	40	41	58
存货	2	2	5	3	6	5
关连款项	288	1,486	551	551	551	551
其他	5	5	6	6	6	6
流动负债	1,043	1,546	1,153	1,159	1,277	1,482
借债	141	538	142	-	-	-
应付贸易账款	301	229	247	323	373	465
应付税项	39	61	58	58	58	58
关连款项	337	433	340	340	340	340
递延收益	225	285	365	439	506	619
非流动负债	1,133	744	475	309	109	9
长期负债	1,129	738	465	300	100	-
递延税项	5	6	9	9	9	9
少数股东权益	(0)	(0)	-	(0)	(0)	(0)
上市公司股东权益	511	675	831	1,769	1,955	2,185
净资产总值	510	675	831	1,769	1,955	2,185

来源: 公司及招银国际研究部

现金流量表

年结:8月31日 (百万人民币)	FY14A	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
税前利润	112	212	195	309	329	405
折旧和摊销	34	46	53	84	108	111
营运资金变动	67	72	57	82	51	113
其他	28	(11)	33	(1)	(10)	(11)
经营活动所得现金净额	241	319	338	474	478	618
购置固定资产、无形资产及土地	(237)	(194)	(197)	(450)	(450)	(250)
其他	(673)	(115)	448	33	19	11
投资活动所得现金净额	(910)	(309)	251	(418)	(431)	(240)
资本变化	-	-	-	763	-	-
净银行借贷	735	6	(668)	(308)	(200)	(100)
其他	(87)	(17)	171	656	(89)	(98)
融资活动所得现金净额	648	(11)	(497)	349	(289)	(198)
现金增加净额	(21)	(1)	91	405	(242)	180
年初现金及现金等价物	34	13	12	104	509	267
汇兑						
年末现金及现金等价物	13	12	104	509	267	447
资产负债表中的现金	13	12	104	509	267	447

来源: 公司及招银国际研究部

主要比率

年结:8月31日	FY14A	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)						
学费	69.9	68.9	69.9	70.9	70.1	71.2
住宿费	8.1	8.9	8.6	8.8	8.7	8.8
配套服务	22.0	22.2	21.5	20.4	21.2	20.1
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)						
收入	40.9	26.1	23.2	25.2	15.3	22.5
毛利	40.8	32.4	18.2	31.5	8.3	24.8
经营利润	29.8	46.4	11.5	38.2	3.4	23.9
净利润	2.1	100.5	(15.3)	62.1	6.4	23.0
盈利能力比率 (%)						
毛利率	46.8	49.1	47.1	49.5	46.5	47.4
税前利率	24.9	37.3	27.8	35.2	32.5	32.7
有效税率	19.0	14.1	20.7	19.0	19.0	19.0
净利润率	20.2	32.1	22.0	28.5	26.3	26.5
资产负债比率						
流动比率 (x)	0.3	1.0	0.6	1.0	0.7	0.7
平均应收账款周转天数	28.6	24.9	14.6	14.6	14.6	14.6
平均应付账款周转天数	365.9	334.5	234.9	234.9	234.9	234.9
平均存货周转天数	2.1	2.3	3.2	3.2	3.2	3.2
净负债/ 总权益比率 (%)	246.3	187.1	60.7	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)						
资本回报率	17.8	27.0	18.6	14.1	13.6	15.0
资产回报率	3.4	6.1	6.3	7.7	8.0	8.9
每股数据						
每股盈利 (人民币)	-	-	-	0.123	0.131	0.161
每股股息 (人民币)	-	-	-	0.037	0.039	0.048
每股账面值 (人民币)	-	-	-	0.868	0.960	1.072

来源: 公司及招银国际研究部

估值预测

(1) DCF 估值

鉴于学校经营能够产生长期稳健的现金流，故而采用 DCF 模型作为首选估值法。根据 1.95% 的无风险利率、13.40% 的风险溢价以及结合港股行业平均 Beta1.02，推算出 WACC 为 10.4%。基于 10.4% 的 WACC 及 1% 的长期增长率假设，求得公司 DCF 估值结果为 2.56 港元，相当于公司 FY18 调整后每股盈利的 17.4 倍，首次评级买入。

图 50：DCF 估值测算及敏感度分析

年结:8月31日	FY2017E	FY2018E	FY2019E	FY2020E	FY2021E	FY2022E	FY2023E	FY2024E	FY2025E	FY2026E
百万人民币	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
经营现金流	474	478	618							
资本开支	(450)	(450)	(250)							
自由现金流量	24	28	368	423	466	489	513	539	566	577
FCF增长率	-82%	16%	1211%	15%	10%	5%	5%	5%	5%	2%
折合至2015年初的现金流量	22	23	274	285	285	271	258	245	233	2,544
永续期折现值										6,235
WACC	10.4%									
长期增长率	1.0%									
债券价值	0									
现金流折现	4,440									
加：净现金	209									
减：少数股东权益	0.01									
股本价值（百万人民币）	4,648.5									
股本价值（百万港元）	5,218.4									
股本数量（预期）	2037.2									
DCF法之每股价值（港元）	2.56									

		WACC				
长期 增长率	~	9.0%	9.5%	10.4%	10.5%	11.0%
	0.4%	2.94	2.75	2.48	2.43	2.30
	0.6%	2.98	2.79	2.50	2.46	2.32
	0.8%	3.02	2.82	2.53	2.49	2.34
	1.0%	3.07	2.86	2.56	2.52	2.37
	1.5%	3.19	2.96	2.64	2.59	2.43
	2.0%	3.33	3.08	2.73	2.68	2.51
	2.5%	3.49	3.22	2.83	2.77	2.59

资料来源：公司，招银国际预测

(2) 同业可比分析

考虑上市公司在经历市场检验后估值相对客观，采用可比公司估值法作为公司估值对比分析。我们选用教育领域中 2 家港股教育标的、9 家美股标的及 1 家新加坡教育公司，得出行业平均 FY18 PE 为 23.5，远高于公司 FY18 17.4x PE。此外，考虑公司所属细分领域为 K12 板块，而有关 K12 教育公司 PE 明显高于其他在职培训类、大学教育类公司，我们认为公司潜在增长空间可期。

图 51：同业可比分析

公司名称	股票代码	市值		货币	股价	会计年度	净利润(百万美元)				PE		
		(百万美元)					FY0	FY1	FY2	ROE(%)	FY0	FY1	FY2
香港同业													
成实外教育集团	1565 HK	1,985.1	HKD	5.0	12/2015	15.9	41.7	52.1	13.5	NA	46.3	37.0	
枫叶教育	1317 HK	1,048.1	HKD	6.0	08/2015	44.5	50.7	62.9	16.0	23.1	20.6	16.7	
海外同业													
新东方教育集团	EDU US	8,173.8	USD	51.8	05/2016	224.9	282.0	367.2	17.3	34.1	28.9	22.0	
诺德安达教育集团（Nord Anglia Education Inc）	NORD US	2,505.4	USD	24.1	08/2016	6.8	10.1	12.5	20.1	39.4	35.6	29.7	
好未来	XRS US	7,675.4	USD	93.4	02/2016	102.9	142.5	220.0	18.3	84.2	61.3	39.7	
K12学校（K12 Inc）	LRN US	738.9	USD	18.2	06/2016	9.0	15.4	18.8	2.0	43.2	48.2	38.4	
德瑞教育集团公司（DeVry Education Group Inc）	DV US	2,106.6	USD	33.5	06/2016	178.2	166.0	179.3	5.3	12.1	12.6	11.7	
大峡谷教育公司（Grand Canyon Education, Inc）	LOPE US	3,229.3	USD	67.6	12/2016	148.5	168.0	184.8	21.5	21.3	19.5	17.9	
斯特雷耶教育（Strayer Education, Inc）	STRA US	886.0	USD	79.9	12/2016	34.8	39.8	45.5	21.0	19.7	22.2	19.6	
达内科技	TEDU US	1,070.4	USD	18.5	12/2016	36.4	58.9	70.0	16.0	30.3	21.0	16.9	
正保远程教育	DL US	331.6	USD	10.1	09/2016	26.3	28.6	28.8	38.7	11.0	12.4	12.6	
海外教育公司（Overseas Education Ltd）	OEL SP	110.5	SGD	0.4	12/2015	3.6	5.5	5.5	3.4	30.4	19.3	19.3	
平均										31.7	29.0	23.5	

资料来源: 彭博

图 52：港股同业可比

香港同业 (教育行业)	睿见教育	枫叶教育	成实外教育
经营数据	FY16	FY16	1H16
学校数量	6	46	6
学生人数	31,788	19,334	32,507
每人每年平均学费 (人民币)	17,306	39,240	30,302
学校利用率	95.9%	64.4%	NA
教师人数	1,960	1,814	2,012
师生比	1:16	1:11	1:16
财务数据	FY2016	FY2016	1H16
收入 (千元人民币)	700,741	829,770	438,542
调整后净利润 (千元人民币)	185,775	303,720	162,973
毛利率	47.1%	48.4%	52.0%
调整后净利率	26.5%	36.6%	37.1%
权益收益率	18.6%	16.0%	13.5%

资料来源: 彭博, 各公司财报, 招银国际研究

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。

注释：招银国际证券（或相关实体）在过去 12 个月之内为睿见(6068 HK) 提供过上市服务，烦请知悉。