

證券業務部每周證券評論

睿見教育國際控股有限公司 (股份代號: 06068)

Wisdom Education International Holdings Co., Ltd.

12 MAR 2018

公司簡介

目標價 \$7.01

重點財務數據

(截至31/08/2017止)

每股基本盈利	人民幣0.11元
全年每股股息	人民幣0.05元
市盈率 (x)	25.05
市帳率 (x)	3.22
派息比率	45.455%

資料來源:

彭博、睿見教育國際控股有限公司

Kathy Wong(證券業務部分析員)

kathy.wong@icbcasia.com

睿見教育國際控股有限公司(簡稱“睿見教育”或“集團”)，集團於2017年1月26日在香港聯合交易所主板掛牌上市。睿見教育為華南地區最大的經營高端中、小寄宿學校的民辦教育集團之一。於2017年9月1日，集團在六個校園經營七所高端民辦學校，總招生人數為41,180名。該等學校中其中五所位於廣東省，一所位於遼寧省，一所則位於山東省。而學校以來自中國中產或以上階級家庭的學生為主要對象。其小學及初中學校分別向1至6年級的學生及7至9年級的學生提供中國課程教育。而高中學校主要向10至12年級的學生提供中國課程教育。另外，集團亦在為有意接受海外高等教育的若干學生開辦國際課程。例如，東莞市光正實驗學校的國際課程經倫敦考試委員會授權，向高中學生提供取得國際普通中等教育證書(「IGCSE」)及英國普通教育A級(「A級」)證書所需考試的課程。現時學校均為設有學生宿舍的寄宿制學校。為了促進學生的全面發展，集團亦提供一系列校本選修課程，包括體育、藝術、音樂及中國文化課程。為學生在籃球、田徑、武術、音樂、舞蹈及中國書法藝術等領域已取得長足的進步。

業績回顧 (截至31/08/2017止)

截至2017年8月31日止的十二個月，集團的收入同比增長39.7%至9.79億元(人民幣•下同)；整體毛利同比增長36.2%至4.5億元；毛利率較去年同期的47.1%下跌了1.2個百分點至45.9%；股東應佔溢利較去年同期增長29.7%至2.0億元。期內每股基本及攤薄盈利為人民幣0.11元，較去年同期的人民幣0.1元增長10%。

財務方面，截至2017年8月31日止，集團的總資產較2016年8月31日的24.58億元增長35.5%至33.32億元；而總負債則較2016年8月31日的16.28億元下跌2.5%至15.86億元；集團持有現金及現金等價物為3.78億元，較2016年8月31日的118.62億元增加2.65倍；銀行借款總額較2016年8月31日的1.04億元增長2.65倍至3.78億元；流動比率為0.55倍，較2016年8月31日的0.6倍下跌了0.05x；集團的淨資本負債比率(即計息及其他借款總額除以總權益)為淨現金。

圖表一

業績	截至08月31日止12個月		
	2017	2016	變動%
港幣千元			
收入	979,140	700,741	39.7%
毛利	449,851	330,389	36.2%
毛利率	45.9%	47.1%	-1.2%
股東應佔利潤	200,233	154,367	29.7%
人民幣千元			
總資產	3,332,227	2,458,375	35.5%
總負債	1,586,375	1,627,600	-2.5%
流動比率(x)	0.55	0.60	(0.05)
現金及現金等價物	378,051	103,705	264.5%
淨資本負債比率(%)	60.7%	淨現金	N/A

資料來源：睿見教育國際控股有限公司

投資要點及利好因素

圖表二

分部收入 (人民幣千元)	截至8月31日止12個月				
	2017		2016		變動%
	佔比%	金額	佔比%	金額	
學費	60.9%	596,000	69.9%	489,561	21.7%
住宿費	7.7%	75,170	8.6%	60,555	24.1%
配套服務	31.5%	307,970	21.5%	150,625	104.5%
總計	100.0%	979,140	100.0%	700,741	39.7%

按學校劃分的收入 (人民幣千元)	截至8月31日止12個月				
	2017		2016		變動%
	佔比%	金額	佔比%	金額	
東莞市光明中學及小學	54.2%	531,055	61.1%	428,000	24.1%
東莞市光正實驗學校	29.2%	285,607	27.8%	194,691	46.7%
惠州市光正實驗學校	11.4%	111,318	8.5%	59,742	86.3%
盤錦光正實驗學校	3.7%	35,780	2.6%	18,308	95.4%
濰坊光正實驗學校	1.6%	15,380	0.0%	-	N/A
總計	100.0%	979,140	100.0%	700,741	39.7%

按學校劃分的招生人數 (人數)	截至8月31日止12個月				
	2017		2016		變動%
	佔比%	人數	佔比%	人數	
東莞市光明中學	33.1%	10,510	37.7%	10,417	0.9%
東莞市光明小學	18.8%	5,973	21.6%	5,959	0.2%
東莞市光正實驗學校	28.6%	9,094	28.1%	7,768	17.1%
惠州市光正實驗學校	12.3%	3,903	9.0%	2,500	56.1%
盤錦光正實驗學校	5.0%	1,590	3.6%	1,000	59.0%
濰坊光正實驗學校	2.3%	718	0.0%	-	N/A
總計	100.0%	31,788	100.0%	27,644	15.0%

按學校劃分的學費及住宿費 (人民幣千元)	截至8月31日止12個月					平均每學生變動%
	2017		2016		學費及住宿費變動%	
	學費及住宿費	平均每學生	學費及住宿費	平均每學生		
東莞市光明中學	245,392	23,348	217,807	20,909	12.7%	11.7%
東莞市光明小學	120,375	20,153	115,616	19,402	4.1%	3.9%
東莞市光正實驗學校	198,335	21,809	155,593	20,030	27.5%	8.9%
惠州市光正實驗學校	75,174	19,261	47,117	18,847	59.5%	2.2%
盤錦光正實驗學校	22,726	14,293	13,983	13,983	62.5%	2.2%
濰坊光正實驗學校	9,168	12,769	-	-	N/A	N/A
總計	671,170	21,114	550,116	19,900	22.0%	6.1%

資料來源：

睿見教育國際控股有限公司

宿費所致；

配套服務：佔集團整體收入31.5%的配套服務收入，其2016/17年度的收入同比大幅增長1.05倍至3.08億元。配套服務收入增加主要由於集團開始向學生提供額外配套服務，包括安排校車及提供校服及遊學團，再者集團旗下學校光顧有關服務的學生人數增加。

按學校劃分的收入，分別佔集團整體收入29.2%及11.4%的東莞及惠州市光正實驗學校的收入大幅增長，其2016/17年度的收入分別同比增長46.7%至2.86億元及86.3%至1.11億元。這兩所學校的收入增長主要由於招生人數大幅增加所致。而濰坊光正實驗學校於2016年9月才開始運營仍錄得1538萬元的收入。

從招生人數看，招生人數最佳的有東莞市、惠州市及盤錦光正實驗學校於2016/17年度的招生人數分別同比增長17.1%至9094人、增長56.1%至3903人及增長59.0%至1590人。

從每名學生的平均學費及住宿費看，亦以莞市、惠州市及盤錦光正實驗學校於2016/17年度的學費及住宿費的增長最為顯著。

- 2. 利好教育行業發展因素：**就教育行業的市場發展空間而言，根據弗若斯特沙利文報告指，中國公辦及民辦中小學學生整體人數預期由2016年的166.0百萬人增至2020年的171.8百萬人，而中國民辦中小學學生總人數預期由2016年的15.3百萬人增至2020年的18.5百萬人。而華南民辦中小學的學生總人數預期由2016年的3.4百萬人增至2020年的4.0百萬人。睿見教育為華南地區最大經營高端小學及中學的民辦教育集團，截至2017年8月31日止集團於區內的市場佔有率約為2.8%。

1. **分部表現及營運數據。**2016/17年年度，集團的收入同比增長39.7%至9.79億元(人民幣·下同)。收入增長主要由佔比較大的學費及配套服務收入增加所致；毛利同比增長36.2%至4.5億元；毛利率較2016年同期的47.1%下跌了1.2個百分點至45.9%。毛利率較去年同期下跌主要幅於收入組合變動，而其中來自配套服務收入的佔比有所增加；股東應佔溢利同比增長29.7%至2億元。而睿見教育旗下的三大業務分別為學費、住宿費及配套服務於2016/17年年度的表現如下：

學費：佔集團整體收入60.9%的學費收入，其2016/17年度的收入同比增長21.7%至5.96億元。學費收入增加主要由於集團整體招生人數增加而提升了學費收入的增長，加上從2016/17學年起，新入學的學生須按上調的費率繳交學費；

住宿費：佔集團整體收入7.7%的住宿費收入，其2016/17年度的收入同比增長24.1%至7,517萬元。而住宿費收入增加主要由於集團整體招生人數增加而提升了住宿費收入的增長，加上從2016/17學年起，新入學的學生須按上調的費率繳交住

投資要點及利好因素

中上及高入息階層家庭增加。華南區內又以廣東省的收入最佳，廣東省2017年GDP增長7.5%，為全國最高的增長，高於全國的水平，並已連續29年為全國GDP增長排名第一。可見廣東省區的經濟水平甚高，中高收入階層家庭較多，同時可帶動消費能力。有研究顯示，預期於2030年，約35%的中國人口將為中上及高入息階層。在中國人望子成龍的心態下，中高收入家庭能支配收入的上升將會推動高端民辦基礎教育的消費，增加入讀高端民辦教育的機會，這有望提升集團的收入。

二孩政策的推行。根據中國國家統計局的數據顯示，中國於2016年的出生嬰兒總數為約17.9百萬人，較2015年增加超過1百萬人。特別是廣東省於同年的新生嬰兒數目約為1.3百萬人，出生率約為11.9%。即在二孩政策的推行下，能入學就讀的人數增加，有利集團增加入讀的人數。

粵港澳大灣區的發展。由中央政府於“十三五規劃”中提出並牽頭啟動的粵港澳大灣區發展規劃。「粵港澳大灣區」即是由香港和澳門兩個特別行政區，以及廣東省內9個市，當中包括廣州、深圳、珠海、東莞、惠州、中山、佛山、肇慶及江門。此大灣區內的9大廣東省城市總佔地約56,500平方公里，區內人口有66.7百萬，而根據國家統計局的數據2016年大灣區的綜合的GDP已高達1.36萬億美元。為支持粵港澳聯手打造世界級大灣區，最新於全國政協十三屆一次會議第二次全體會議上廣東省委委員於會上提出六點建議，當中包括了推進公共服務配套銜接，建設粵港澳青年創業區，提供港澳模式公共服務，加強在建校辦學、環境保護、衛生防疫和治安管理等合作；並要深化體制機制改革，以改革開放40周年為契機，支持大灣區先行先試，在區域內進一步實現人流、物流、資金流、資訊流等要素暢通流動；以及推動協同創新打造全球創新高地，支持粵港澳聯手打造大灣區國際科技創新中心，在大灣區佈局建設一批重大科技基礎設施和創新平臺。相信未來會有更多的人才流向此區域發展，但由於國內公辦教育在學生戶口上有限制，以家庭為單位的人才流動將會限制其他省份及國家的學生進入大灣區內的優質公辦學校，而民辦學校將會成為此類學生的首選。睿見教育食正此優勢，集團的執行董事兼首席營運官李久常透露，現時集團已在粵港澳大灣區、珠三角進一步擴張，目前粵東地區初步完成了部署。其中，在揭陽有了學校，在潮州市已經確定了選址，正在進行開工前的準備工作；粵西地區正在佈局，同時亦正在廣東省雲浮市開工建設學校。於大灣區內9個城市裡，集團現時已進駐東莞及惠州兩大據點，另有兩個城市的項目即將落地，而其他城市亦正在洽談當中，相信隨著大灣區內的人口紅利、經濟擴張的利好因素下，集團的收入會隨著於區內的市場佔有率將會提升而增加。

2. **擴展計劃**。在粵港澳大灣區發展的支持下，集團未來將主要集中於廣東省擴展，但亦會在考慮經濟發展、人口、平均家庭收入、學齡兒童數目、出生率、社會及文化環境、政府扶持、競爭及於當地營運民辦學校的相關開支與利益，不排除發展廣東省以外地區的機會。集團會透過三大方式擴展業務，一是透過收購當地民辦學校擴大其學校網絡；二是設立更多新建學校；三是提高集團現有學校的容量。

在收購方面，集團於2017年6月19日，與一獨立第三方訂立協議，以收購華南師大粵東實驗學校（「揭陽學校」）的70%學校出資人權益，代價為人民幣91百萬元。揭陽學校位於廣東省揭陽市，為一間提供小學、初中及高中教育的民辦學校，於2016/2017學年擁有約3,200名學生。同日，集團亦與同一名獨立第三方及另一名獨立第三方訂立另外一份協議，從而收購目前由揭陽學校所佔用的土地及其上的樓宇及設施的70%權益，代價為人民幣133百萬元。該項收購已於2017年9月完成。

在設立更多新建學校上，集團多與當地的政府合作。於2017年3月28日，集團與廣州市增城區人民政府訂立框架合作協議，內容有關彼等於廣州增城區建立教育文化產業園的建議合作，其中包括集團擬於廣州增城區建立一座校園，提供包括高中、初中及小學教育等服務。

另外，集團與當地政府設立並在建中的新學校預計於2018年9月開學的有：

投資要點及利好因素

廣東省雲浮市

於2016年7月19日，集團與廣東省雲浮市地方政府訂立一項合作協議，擬於雲浮市建立一所提供（其中包括）小學、初中及高中教育的學校，目標最高容量為10,680名學生。

四川省廣安市

於2016年5月4日，集團與四川省廣安市地方政府及廣安市棗山物流商貿園區管理委員會訂立一項合作協議，於廣安市建立提供（其中包括）小學、初中及高中教育以及國際課程的新學校，目標最高容納量約為9,280名學生。

在擴大學校的容量上，集團計劃將現有五間學校，當中包括東莞市光正實驗學校、惠州市光正實驗學校、盤錦光正實驗學校、濰坊光正實驗學校及新收購的揭陽學校，合共增加23,890個，將總學生容量由現時的49,804個提升至2020/2021學年的73,694個，增長幅度達47.9%。再加上正在建設中的兩所於2018年9月1日開學的新學校合共14,860個學生容量，若上述提到的學生容量於2020/2021學年能全數招生，屆時集團旗下9間學校的總學生容量將提升77.8%至88,554個。

去年11月30日集團公佈，與潮州市人民政府訂立合作協議，有關設立、營運及管理在廣東省潮州市一所寄宿學校。根據合作協議，集團將分多個階段建設建議中的學校，目標容量約8,000名學生，提供（其中包括）高中、初中及小學教育。而潮州政府則負責提供總地盤面積約200畝（相等於約133,000平方米）的一幅土地予集團以作教育用途，以及提供若干優惠待遇及協助便利予營運建議中的學校。待獲得潮州政府的協助取得必要批准及完成籌備過程後，建議中的學校預期於2019年開始營運。

最新，集團於今年1月22日公佈，為配合粵港澳大灣區發展，與江門市開平政府已訂立合作協定，有關設立、經營及管理江門市開平寄宿制學校。集團將負責興建建議中的寄宿制學校，預期將配備小學、初中及高中部，總目標容量約為7,500名學生。而江門市開平政府則將分階段向集團提供一塊總地盤面積約為200畝（相當於約133,000平方米）的土地，租賃期為50年，以作教育用途；江門市開平政府將根據中國支援民辦教育相關政策為集團提供若干優惠待遇；及江門市開平政府將為集團提供協助，其中包括取得設立建議中的學校所需的政府批文、招聘教師及收生。集團再進駐多一個大灣區城市，將進一步加強集團於中國廣東省的學校網絡，亦受惠於粵港澳大灣區的經濟發展及港珠澳大橋的竣工。

股價走勢

集團於3月9日的收市價為\$6.02，股價按年升2.19倍。因於3月2日恒生指數有限公司公佈了季檢結果，其中睿見教育獲批納入“恒生港股通指數”，並將在隨後的一周開始生效。加上憧憬集團可列入深港通下港股通中可交易的股份，集團股價因此於今年3月2日創出52周6.37元的新高，現時股價已於高位回落至上周五收市6.02元的水平。集團的股價於今年開始由4.38元的水平起動，於2月初亦曾於高位6.28元的位置回落至4.86元。而於3月5日深交所發佈了關於深港通下的港股通股票調整名單正式生效的公告，睿見教育成為深港通標的並正式交易，隨後其股價再次起動重上6元以上的水平。現時14天相對強弱指數已由低位回升至58.335的水平，股價已回升至10天、20天及50天移動平均線以上，MACD線及訊號線於利好的區間內，短期集團的股價在大市氣氛向好及利好的政策出臺下而有望繼續於高位整固後再上。投資者可考慮於5.6元以下水平增持或吸納，以憧憬集團可受惠於國家及區域的發展，出生人口的增加，加上中高等收入的家庭增長之下，提升集團的收入。

資料來源: 彭博

估值預測

以3月9日的收市價\$6.02計算，其市盈率及市帳率分別為44.24及5.68倍的位置，其市盈率及市帳率維持在同行及行業中甚高的水平。睿見教育主要從事高端民辦中小學教育，提供小學、初中和高中三個階段的十二年一體化教育。而集團專注於經濟和人口排名全國第一的廣東省，並全面佈局粵港澳大灣區，同時逐漸向全國其他優質經濟帶延伸。現時集團在東莞、惠州、揭陽、濰坊、盤錦的6個校區擁有7所寄宿學校。並現正於雲浮市及廣安市建設兩所實驗學校，學校落成後目標學生的容量分別為7,000個及7,860個，再加上集團現時正在7所學校中擴容，所有計劃完成後集團9所學校的總學生容量將會達到88,554個較2017年9月1日的49,804個增長77.8%。而集團堅持“2+2+2”策略，即未來每年開學2所學校，建設中的學校2所，簽約準備建設優質新學校2所。集團並正全面部署於大灣區內發展，最新於今年1月與江門市政府簽署設立新學校，未來集團亦會繼續擴大於珠江三角區域內辦學的範圍，加快粵東、粵西的戰略部署，同時繼續提升在山東、四川等地的滲透率，進而向全國主要經濟帶逐步延伸。在政策層面上，於2017年9月1日實施的《民辦教育促進法》，集團的有效稅率有望從2016/17財政年度的25.9%降至15%，加上此政策令民辦教育加學費不再受到政策的限制，而集團透露已計劃將於2018/19學年上調廣東區域學校的學費，估計會有雙位數的增長。另外，集團公佈2017/18學年的最新收生數字，新學年的入學人數按年增長29.5%至41,180個。集團估計在不包括收購項目的情況下，2018/19學年的入學人數將會增長至5萬個，增長超過20%。而睿見教育亦具品牌效應的優勢，於2016/2017學年，集團旗下的學校超過90%的高中畢業生被中國大學錄取，且有超過20%的高中畢業生被廣東省教育考試局發行的「廣東省大學申請及入學指引」認定的中國的一類本科大學錄取。而2017年中國普通高等學校招生全國統一考試中，10名高中畢業生分別被北京大學及清華大學錄取。加上集團已收緊收生收生比例由5、6年前的10:1提升至現時的20:1，即20個學生中選1個，校內學生的水平進一步提升，有助提升集團旗下學校的質素，相信會得到虎爸虎媽爭相報讀，這有助提升集團旗下學校的利用率。睿見育國際學校教育業務正好食正多個國策，在國內對教育需求高速增長下，預期會推動集團未來的收入及盈利會得到進一步上升。所以會將睿見教育的目標價定在\$7.01即相當於35.392市盈率的位置，目標價與現價相比預計會有16.4%的潛在升幅。

資料來源: 彭博

風險因素

- 中國教育政策變動
- 集團新校自建或收購進度不及預期
- 品牌效應下滑，學生成績下跌，入讀大學率下跌，會影響招生情況不及預期，集團收入減少
- 教育業界的競爭可造成價格壓力、減低經營利潤、失去市場份額、重要員工流失及資本開支增加
- 集團業務、營運及集團架構可能受中國的監管變化影響

利益披露及免責聲明

利益披露：本報告的作者為香港證監會持牌人，分析員本人及其聯繫人並未涉及任何與該報告中所評論的上市公司的金錢利益或擔任該上市公司的任何職務。

免責聲明：本研究報告由工銀亞洲的分析員所編制。閣下在收取及閱讀本研究報告時，即表示同意以下所述的條款及限制所約束。

本研究報告只提供與工銀亞洲的客戶，在未經工銀亞洲事先以書面同意前，本報告所載的資料不得以任何形式、任何理由複製、分發或公佈本研究報告的全部或部分的內容。工銀亞洲不會對任何經由利用本刊物所載的資料所構成直接或間接的損失而負責。

工銀亞洲、其有關聯及附屬公司，可能持有本研究報告內所述或有關公司之證券、並可能不時進行買賣、或對其有興趣。並且，工銀亞洲、其有關聯及附屬公司可能與本研究報告內所述或有關公司不時會進行業務往來，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽出其證券，或可能為其擔當或爭取擔當並提供銀行投資銀行、顧問、包銷、融資或其他的服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本研究報告時，應該要留意任何或上述的情況，因有可能導致真正或潛在的利益衝突。

本研究報告的內容及所載的資料均由公開的渠道所獲得，並相信為正確及可靠的來源，報告內所覆蓋的內容、分析、預期及意見是基於該等資料而作出的，只屬個人的意見分析。工銀亞洲不會作出明示或暗示地保證或表示任何該等數據或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。本報告所載的任何意見、預測、假設、估值及價格，全屬指定的日期，而在無提前通知的情況下，或可能會隨時變更。本研究報告所載的任何資料或研究會隨時變更，工銀亞洲並無任何責任更改公開的資料或研究，或提供任何更正、更新，或有關的公佈。在以上所提及的情況下，工銀亞洲並不會對任何使用經公開的資料或研究而帶來直接或間接的損失所負責。

本研究報告只為提供一般數據之性質及提供給客戶作閱覽之用，並沒有考慮及照顧任何某特定人士的指定投資目標、財務狀況或個別需要。本研究報告所提及的產品並非適合所有的投資者，投資者不應依賴本研究報告作出任何投資決定，並應尋求獨立的財務、法律及稅務專業意見。本研究報告內的任何資料或意見均不構成或被視為邀請或招攬證券買賣。任何有關購買本研究所論述的證券的決定，均應考慮當時公開的市場資料。