

# 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.

17 JUNE 2019

## 公司簡介

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2019年2月28日，集團在九個校園經營十一所高端民辦學校，總招生人數為54,420名。集團有三所學校位於廣東省東莞市的兩個校園，一所學校位於廣東省惠州市，一所學校位於廣東省揭陽市，另有一所學校位於遼寧省盤錦市，以及兩所學校位於山東省濰坊市，還有一所學校位於四川省廣安市及兩所學校位於福建省漳州市。而學校的主要對象是來自中國中產或以上階級家庭的學生。集團的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28/02/2019止)

截至2019年2月28日止的六個月，集團的收入同比增長41.1%至8.36億元(人民幣•下同)；整體毛利同比增長44.7%至3.79億元；毛利率較去年同期的44.2%提升了1.1個百分點至45.3%；股東應佔溢利較去年同期增長33.1%至1.93億元。期內每股基本及攤薄盈利為人民幣0.09元，較去年同期的人民幣0.07元增長28.6%。

財務方面，截至2019年2月28日止，集團的總資產較2018年8月31日的54.72億元增長9.8%至60.08億元；而總負債則較2018年8月31日的34.94億元增長11.7%至39.04億元；集團持有現金及現金等價物(包括已抵押銀行存款)為9.66億元，較2018年8月31日的11.93億元減少19%；銀行借款總額較2018年8月31日的17.07億元增加了2.41億元至19.48億元；流動比率為0.64倍，較2018年8月31日的0.89倍下跌了0.26x；集團2019年2月28日的資本負債比率淨額(即有關年末/期末的總銀行借款及其他借款減已抵押銀行存款、銀行結餘及現金除以總權益而計算)為67.6%，較2018年8月31日的47.4%提升了20.2個百分點。

圖表一

| 業績                  | 截至02月28日止6個月 |            |        |
|---------------------|--------------|------------|--------|
| 港幣千元                | 2019         | 2018       | 變動%    |
| 收入                  | 835,553      | 591,995    | 41.1%  |
| 毛利                  | 378,747      | 261,785    | 44.7%  |
| 毛利率                 | 45.3%        | 44.2%      | 1.1%   |
| 股東應佔利潤              | 192,971      | 145,017    | 33.1%  |
| 人民幣千元               | 2019年2月28日   | 2018年8月31日 | 變動%    |
| 總資產                 | 6,008,085    | 5,471,663  | 9.8%   |
| 總負債                 | 3,904,285    | 3,494,322  | 11.7%  |
| 流動比率(x)             | 0.64         | 0.89       | (0.26) |
| 現金及現金等價物(包括已抵押銀行存款) | 966,390      | 1,192,987  | -19.0% |
| 資本負債比率淨值(%)         | 67.6%        | 47.4%      | 20.2%  |

資料來源：睿見教育國際控股有限公司

|                       |        |
|-----------------------|--------|
| 前日收市價<br>(14/06/2019) | \$3.97 |
| 目標價                   | \$4.42 |

### 股份資料 (截止 14/06/2019)

|        |                     |
|--------|---------------------|
| 52周高位: | HK\$7.48            |
| 52周低位: | HK\$2.65            |
| 市值:    | HK\$8,270.5<br>(百萬) |
| 已發行股數: | 2,042.0(百萬<br>股)    |
| 買賣單位:  | 2000股               |

### 重點財務數據

(截至31/08/2018止)

|        |           |
|--------|-----------|
| 每股基本盈利 | 人民幣0.15元  |
| 全年每股股息 | 人民幣0.068元 |
| 市盈率(x) | 25.91     |
| 市帳率(x) | 4.15      |
| 派息比率   | 45.333%   |

資料來源:  
彭博、AASock、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

## 投資要點及利好因素

1. 分部表現及營運數據。2019/20 年上半年度，集團的收入同比增長 41.1%至 8.36 億元(人民幣•下同)。收入增長主要由於學費及住宿費收入增加，以及配套服務收入增加所致；毛利同比增長 44.7%至 3.79 億元；毛利率較去年同期的 44.2%提升了 1.1 個百分點至 45.3%。毛利率較去年同期增長主要由於東莞市光明小學及東莞市光正實驗學校新學生的學費及住宿費增加所致。而睿見教育旗下的兩大業務分別為學費及住宿費和配套服務於 2019/20 年度上半年的表現如下：

圖表二

|                          | 截至2月28日止6個月 |         |        |         |          |
|--------------------------|-------------|---------|--------|---------|----------|
|                          | 2019        |         | 2018   |         |          |
| 分部收入(人民幣千元)              | 佔比%         | 金額      | 佔比%    | 金額      | 變動%      |
| 學費及住宿費                   | 69.3%       | 579,037 | 70.5%  | 417,409 | 38.7%    |
| 配套服務                     | 30.7%       | 256,516 | 29.5%  | 174,586 | 46.9%    |
| 總計                       | 100.0%      | 835,553 | 100.0% | 591,995 | 41.1%    |
|                          | 截至2月28日止6個月 |         |        |         |          |
|                          | 2019        |         | 2018   |         |          |
| 按學校劃分的招生人數(人數)           | 佔比%         | 人數      | 佔比%    | 人數      | 變動%      |
| 東莞市光明中小學                 | 31.9%       | 17,358  | 40.0%  | 16,477  | 5.3%     |
| 東莞市光正實驗學校                | 23.2%       | 12,645  | 25.8%  | 10,620  | 19.1%    |
| 惠州市光正實驗學校                | 15.5%       | 8,413   | 14.6%  | 6,011   | 40.0%    |
| 盤錦光正實驗學校                 | 5.7%        | 3,119   | 5.3%   | 2,170   | 43.7%    |
| 濰坊光正實驗學校                 | 3.9%        | 2,133   | 3.4%   | 1,401   | 52.2%    |
| 揭陽學校                     | 9.9%        | 5,375   | 10.9%  | 4,501   | 19.4%    |
| 濰坊濰州-自2018年6月起合併入賬       | 4.3%        | 2,318   | N/A    | N/A     | N/A      |
| 廣安市光正實驗學校-於2018年8月開辦     | 0.3%        | 159     | N/A    | N/A     | N/A      |
| 漳浦龍成學校-自2018年11月起合併入賬    | 5.3%        | 2,900   | N/A    | N/A     | N/A      |
| 總計                       | 100.0%      | 54,420  | 100.0% | 41,180  | 32.2%    |
|                          | 截至2月28日止6個月 |         |        |         |          |
|                          | 2019        |         | 2018   |         |          |
| 按學校劃分每名學生的平均學費及住宿費(人民幣元) | 平均每學生       |         | 平均每學生  |         | 平均每學生變動% |
| 東莞市光明中小學                 | 13,398      |         | 11,397 |         | 17.6%    |
| 東莞市光正實驗學校                | 12,952      |         | 11,388 |         | 13.7%    |
| 惠州市光正實驗學校                | 9,878       |         | 9,838  |         | 0.4%     |
| 盤錦光正實驗學校                 | 8,960       |         | 7,555  |         | 18.6%    |
| 濰坊光正實驗學校                 | 8,004       |         | 7,093  |         | 12.8%    |
| 揭陽學校                     | 5,779       |         | 5,156  |         | 12.1%    |
| 濰坊濰州-自2018年6月起合併入賬       | 5,260       |         | N/A    |         | N/A      |
| 廣安市光正實驗學校-於2018年8月開辦     | 7,333       |         | N/A    |         | N/A      |
| 漳浦龍成學校-自2018年11月起合併入賬    | 3,503       |         | N/A    |         | N/A      |
| 總計                       | 10,640      |         | 10,136 |         | 5.0%     |

資料來源：睿見教育國際控股有限公司

從招生人數看，招生人數最佳的有惠州市、盤錦及濰坊光正實驗學校於 2019/20 年上半年度的招生人數分別同比增長 40%至 8413 人、增長 43.7%至 3119 人及增長 52.2%至 2133 人。

從每名學生的平均學費及住宿費看，截至 2019 年 2 月 28 日止六個月，集團每名學生的總體平均學費及住宿費增加 5.0%至人民幣 10,640 元，主要由於漳浦龍成學校合併入賬及其每名學生的平均學費及住宿費低於集團其他學校的平均水平所致。當中又以東莞市光明小學增長 17%至人民幣 13,398 元，東莞市光正實驗學校增長 13.7%至人民幣 12,952 元，以及盤錦光正實驗學校增長 18.6%至人民幣 8,960 元的平均每學生的學費及住宿費的增長較快。

## 投資要點及利好因素

截止2019年2月28日按學校劃分的學生容量及利用率：

圖表三

| 按學校劃分的學生容量及利用率        | 截至2月28日止6個月   |              |               |              |             |
|-----------------------|---------------|--------------|---------------|--------------|-------------|
|                       | 2019          |              | 2018          |              | 學費及住宿費變動%   |
|                       | 學生容量          | 利用率          | 學生容量          | 利用率          |             |
| 東莞市光明中小學              | 18,300        | 94.9%        | 16,804        | 98.1%        | -3.2%       |
| 東莞市光正實驗學校             | 15,000        | 84.3%        | 13,500        | 78.7%        | 5.6%        |
| 惠州市光正實驗學校             | 8,500         | 99.0%        | 8,000         | 75.1%        | 23.9%       |
| 盤錦光正實驗學校              | 4,000         | 78.0%        | 2,500         | 86.8%        | -8.8%       |
| 濰坊光正實驗學校              | 4,000         | 53.3%        | 4,000         | 35.0%        | 18.3%       |
| 揭陽學校                  | 7,000         | 76.8%        | 5,000         | 90.0%        | -13.2%      |
| 濰坊濰州-自2018年6月起合併入賬    | 2,200         | 105.4%       | N/A           | 105.4%       | N/A         |
| 廣安市光正實驗學校-於2018年8月開辦  | 1,000         | 15.9%        | N/A           | 15.9%        | N/A         |
| 漳浦龍成學校-自2018年11月起合併入賬 | 3,000         | 96.7%        | N/A           | 96.7%        | N/A         |
| <b>總計</b>             | <b>63,000</b> | <b>86.4%</b> | <b>49,804</b> | <b>82.7%</b> | <b>3.7%</b> |

資料來源：睿見教育國際控股有限公司

學生總容量由截至2018年2月28日止六個月的49,804名增加至截至2019年2月28日止六個月的63,000名，主要由於東莞市光明中小學（收購鄰近校園後）及東莞市光正實驗學校容量擴大、於2018年9月開辦廣安市光正實驗學校以及濰坊濰州學校及漳浦龍成學校合併所致。

2. **集團的擴展策略。** 集團透過與地方政府就分配土地使用權作教育用途進行更多合作或競投更多土地使用權作教育用途，集團將會興建更多新建學校以維持未來增長。

圖表四

| 形式         | 內容                                                                                                                                                                                                                                                         | 學生容量    |
|------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------|
| 收購         | 2018年8月20日從第三方購入位於中國福建省漳州市的漳浦龍成中學及漳浦龍成中學附屬小學，以及漳浦龍成學校所在一幅佔地面積約100畝的土地的全部權益                                                                                                                                                                                 | 2,900名  |
| 建設中        | 於2018年10月，集團以人民幣276百萬元成功投得位於廣東省佛山市順德區約98,800平方米（相當於約148畝）的土地的土地使用權作教育用途，年期為50年。於2019年3月，集團獲得佛山市順德區教育部批准，計畫設立總佔地面積約191,000平方米（相當於約286畝）的非營利性民辦中小學，為一年級至十二年級學生提供教育。除了於2018年10月通過招標收購的約98,800平方米的原有土地外，集團已獲准租賃額外約92,200平方米的土地作教育用途，而學校的最大總容量經批准後，將增至9,210名學生。 | 9,210名  |
| 建設中        | 於廣東省雲浮市的一幅佔地355畝或237,000平方米土地建設小學、中學及高中。                                                                                                                                                                                                                   | 10,680名 |
| 規劃中的建議新學校  | 根據集團與廣東省潮州市地方政府訂立的合作協議，地方政府同意向集團於各城市分配一幅土地，用於建議建立一所配備（其中包括）小學、初中及高中部的寄宿制學校。該分配得土地佔地200畝或133,000平方米。                                                                                                                                                        | 8,000名  |
| 規劃中的建議新學校  | 根據集團與廣東省江門市地方政府訂立的合作協議，地方政府同意向集團於各城市分配一幅土地，用於建議建立一所配備（其中包括）小學、初中及高中部的寄宿制學校。該分配得土地佔地200畝或133,000平方米。                                                                                                                                                        | 7,500名  |
| 正在磋商建議的新學校 | 集團已分別與廣東省廣州市及肇慶市地方政府簽訂框架協議，內容有關建議合作於各城市發展寄宿制學校。                                                                                                                                                                                                            |         |

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

未計福建省已入賬的漳浦龍成學校的2,910名學生，若上述已列出的收購及建設的項目完全落成並收生，集團將在數年內逐漸額外增加35,390名學生人數，當中未計及現有已落成可收生的擴建數目，集團已計劃擴大現有學校容量，預計在旗下的8間學校中(圖表五)增加26,980名學生人數。即擴建及收購合共可為集團帶來62,370名新增的學生容量。假設以2018年8月31日的每位平均學費及住宿費為人民幣19,460元計算，集團在上述多個項目落成後將會為集團帶來額外12億元人民幣的收入。

圖表四

| 計劃擴大現有學校容量的計劃         | 2019/2020學年的估計學生容量 | 估計最高學生容量      | 變動%          |
|-----------------------|--------------------|---------------|--------------|
| 東莞市光明中小學              | 18,300             | 18,300        | 0.0%         |
| 東莞市光正實驗學校             | 15,000             | 18,000        | 20.0%        |
| 惠州市光正實驗學校             | 10,500             | 10,500        | 0.0%         |
| 盤錦光正實驗學校              | 4,500              | 6,200         | 37.8%        |
| 濰坊光正實驗學校              | 4,000              | 8,000         | 100.0%       |
| 揭陽學校                  | 7,000              | 18,000        | 157.1%       |
| 濰坊濰州-自2018年6月起合併入賬    | 2,200              | 2,200         | 0.0%         |
| 廣安市光正實驗學校-於2018年8月開辦  | 2,000              | 9,280         | 364.0%       |
| 漳浦龍成學校-自2018年11月起合併入賬 | 3,500              | 3,500         | 0.0%         |
| <b>總計</b>             | <b>67,000</b>      | <b>93,980</b> | <b>40.3%</b> |

資料來源：睿見教育國際控股有限公司

3. **進軍大灣區的計劃。**於2019年2月18日，中國中央政府發佈了大灣區發展規劃綱要。規劃當中提及的路線圖是要將大灣區進一步蛻變成技術及創新的世界級城市群及國際樞紐。尤其是，發展規劃綱要中的第8章旨在於大灣區建立一個教育及人才中心，其中更會推行一些（其中包括）促進大灣區基礎教育的舉措，當中包括提到要加強基礎教育的交流與合作；鼓勵廣東、香港及澳門的中小學連接成「姐妹學校」；在廣東設立學校或提供附設寄宿服務的課程，以錄取港澳兒童；加強學校建設，擴大學位供應；進一步改善陪伴跨地區工作父母兒童的學校教育政策；確保陪伴父母到其工作地點居住的合資格兒童能在其居住地順利參加大學入學考試；及考慮允許於珠江三角洲九個城市工作及生活港澳居民的合資格子女享有與內地居民相同義務教育及高中教育的權利。而在大灣區的發展之下，未來區內將會吸引更多中國各地的人材到大灣區內工作，有些將會有家人伴隨到來，亦會為9+2區內帶動更多教育的需求。

現時集團已有多個自建學校項目在手，而發展是需要資金的。於2019年3月，集團與廣東匯垠海德股權投資基金管理有限公司（「匯垠海德」）開展合作，簽署策略合作協議，成立教育產業基金，主要投資粵港澳大灣區學校，目標投資規模約為人民幣2,500百萬元，將按項目基準分階段籌集。其中人民幣1,000百萬元將由集團注資人民幣700百萬元及匯垠海德注資人民幣300百萬元。匯垠海德是廣州產業投資基金管理有限公司旗下的全資附屬公司，今次合作所成立的教育基金有國資背景撐腰，有助集團在大灣區內大展拳腳。



## 股價走勢 (圖表五)



資料來源: AASstock

集團於6月14日的收市價為\$3.97，股價按年下跌42.88%。集團的股價下跌主要是受到去年今年8月10日，內地司法部公佈的《中華人民共和國民辦教育促進法實施條例修訂草案（送審稿）》，此送審稿一度被解讀不利民辦教育公司的併購、上市的消息。當時此消息拖累了全線上市教育股的股價受壓，集團的股價由去年8月開始一路向下至跌至今年初的低位2.6元的水平。現時14天相對強弱指數已由低位回升至49.073的水平，股價已跌至20天、50天及250天移動平均線之下，MACD線及訊號線於利淡的區間內，短期集團的股價在大市氣氛不穩的情況下，集團的股價或會繼續受壓。雖然現時國家的經濟增長受著多個不明朗的因素所影響，但長遠而言，教育是一個國家發展及成長的重要元素，集團重點佈局擴展大灣區的市場，相信可為集團的收入帶來可觀的增長。投資者可考慮於3.7元以下水平增持或吸納。

## 估值預測

以6月14日的收市價\$3.97計算，其市盈率及市帳率分別為20.57及5.68倍的位置，其市盈率及市帳率維持在同行及行業中偏高的水平。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，並全面佈局大灣區之內，同時逐漸向全國其他優質經濟帶延伸。去年8月一眾內地的教育股受到《中華人民共和國民辦教育促進法實施條例修訂草案（送審稿）》的影響而集體下跌。而所謂《民辦教育促進法》即“民促法”於2016年11月通過修改，並於2017年9月1日實施，修改後的民促法，容許民辦的學校可自行選擇非營利或營利的型式辦學。而集團在去年收購的福建漳浦龍成學校正是在送審稿公開諮詢後完成的，集團表示未來會加大自建學校的投資力度，所以相信送審稿修改未有對集團的業務構成重大影響。到於2019年2月，中國中央政府發佈了《中國教育現代化2035》及《加快推進教育現代化實施方案（2018至2022年）》，當中包括促進達成有質素及均衡的義務教育及普

## 估值預測

實施計劃中有十項關鍵任務，其中若干目標對小學及中學教育有正面的影響。例如，第二項任務的重點包括發展優質及特色的普通高中，並支持在中小學推出課後服務。除其他外，最後的任務是實施民辦教育促進法，修改其實施條例，積極鼓勵以社會資源建立學校，以便可持續及健康的方式發展民辦教育。現時集團在東莞、惠州、揭陽、濰坊、盤錦、漳州及廣安7個地區擁有9所學校。截至2019年2月28日集團學校容量達到63000名，利用率達到86.4%，仍有提升空間。到今年9月有3個項目開學，集團分別位於廣東雲浮、佛山及四川廣安，預料每間學校首年可招生500至600人。加上現有的濰坊、惠州、東莞等地區的學校亦會進行擴充，預料每間學校可新增600至1000人左右。除收購及擴建增加收生的人數之外，集團亦計劃加學費，因去年廣東省已全面開放高中學校學費限制，計劃於廣東省內兩家高中學校加學費，平均加幅介乎15%至20%，會進一步提升集團的收入。另外，集團積極進軍大灣區，於今年3月集團宣佈與廣東產業旗下的廣東匯垠海德成立產業基金，共同合力挖掘大灣區教育投資機會。現時集團在大灣區內已覆蓋了九個大灣區主要城市中的六個。教育產業基金的成為，有助集團積極進軍大灣區之餘，亦有助集團擴大融資途徑及降低融資成本，在擁有優先購買權下，於大灣區內或中國其他潛在的城市物色及成立學校擴展業務的規模，擴大睿見教育的收入基礎。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\$4.42即相當於19.5415市盈率的位，目標價與現價相比預計會有11.39%的潛在升幅。

## 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，學生的成績下跌，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：

本文的作者為香港證監會持牌人，分析員本人及其聯繫人仕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，而在編製的過程中分析員會根據預先訂立的程序及政策，去避免因研究工作可能會引起利益衝突情況。

### 免責聲明：

本文的預測及意見只作為一般的市場或個別股份的評論，僅供參考之用，在未經中國工商銀行(亞洲)有限公司(“本行”)同意前，不得以任何形式複製、分發或本文的全部或部分的內容，本行不會對利用本文內的資料而構成直接或間接的任何損失負責。

文中所刊載的資料是根據本行認為可靠的資料來源編製而成，惟該等資料的來源未有經獨立核證，本行並無就文中所載的任何資料、預測及/或意見的公平性、準確性、完整性、時限性或正確性，以及文中該等預測及/或意見所採用的基準作出任何明文或暗示的保證、陳述、擔保或承諾，本行亦不會就使用及/或依賴文中所載任何該等資料、預測及/或意見所引致之損失負上或承擔任何責任。而文中的預測及意見乃本行分析員於本文刊發時的意見，可作修改而毋須另行通知。若派發或使用本文所刊載的資料違反任何司法管轄區或國家的法律或規例，則本文所刊載的資料不得為任何人或實體在該司法管轄區或國家派發或使用。

投資涉及風險。證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。過往的表現不一定可以預示日後的表現。投資者應細閱及了解有關證券或投資的所有發售文件，以及其中所載的風險披露聲明及風險警告。

本文不構成任何要約，招攬或邀請購買，出售或持有任何證券。在本文所載資料沒有考慮到任何人的投資目標，財務狀況和風險偏好及投資者的任何個人資料，因此不應依賴作出任何投資決定。訂立任何投資交易前，你應該參照自己的財務狀況及投資目標考慮這種買賣是否適合你，並尋求諮詢意見的獨立法律、財務、稅務或其他專業顧問。

本文件由中國工商銀行（亞洲）有限公司刊發，內容未經證券及期貨事務監察委員會審閱。