

卓越教育 (3978 HK)

香港上市 K12 课外培训第一股

卓越教育登陆港交所成为香港市场上市的第一支纯正 K12 课外培训股，行业的龙头新东方 EDU、好未来 TAL 均在美国上市。卓越教育是华南地区 K12 课外培训龙头，按 2017 年收益和招生人次计算，公司在全国 K12 培训机构中排第五。与同行相比，卓越教育虽然营收规模和市值尚小，胜在估值便宜，集团计划未来三年新增 150 个教学网点，扩张进入加速期。

K12 课外培训机构市场空间

2005 年国家统计局公布数据显示中国课外培训市场规模约 3000 亿人民币，至今没有进一步披露。据弗若斯特沙利文的报告，2017 年中国 K12 课外教育服务市场规模约 4653 亿人民币，未来 5 年维持 10.6% 的年复合增速，到 2022 年预计达到 7689 亿人民币的规模。

行业高度分散，政策促使整合

整个行业目前是双巨头+地域性龙头的竞争格局，前 5 大 K12 培训机构市场份额不足 5%。

全国性的 K12 课外培训龙头是新东方 EDU、好未来 TAL，2018 财年新东方营收规模 123.5 亿人民币，好未来营收 108.55 亿人民币，行业排名第三的紫光学大 000526.SZ 最近 12 个月（截至 2018-09-30）营收规模 28.7 亿人民币，双巨头与第三、四的竞争者距离越来越大。卓越教育是华南地区最大的 K12 课外教育服务提供商，按收益和总招生人次计是全国排名第五的 K12 课外教育服务提供商（2017 年数据）。但前五大行业参与者的市场份额只有 4.7%，市场高度分散。

2018 年政策密集出台，课外培训专项治理行动淘汰大量不合资质的地方性小型培训机构

2018 年 2 月，教育部等四部门联合印发校外培训机构专项治理工作通知，此后开展了针对校外培训机构的为期一年半的专项治理工作。整治的重点是存消防安全隐患、无照无证的课外培训机构，并对课外培训机构提供的人均面积做出要求，严格限制超纲教学、应试竞赛等行为，切实为中小学生减负；对进行学科课外培训的老师要求有教师资格证。据教育部官网公布，全国校外培训机构专项治理行动整改工作进展情况：截至 2018 年 11 月 30 日，全国共摸排校外培训机构 401050 所，存在问题机构 272842 所，现已完成整改 211225 所，完成整改率 77.42%。其中存安全隐患、无证无照、有营业执照无办学许可证的情况最为突出。

在严监管下，大批不合资质的培训机构关闭。虽然对于行业来讲，短期的经营成本会增加，利润受压，但是经过整顿，合规经营，具备完备课程体系及课程开发能力的行业龙头有望趁机加速下沉到三四线城市，提高市场份额。

香港	教育行业 K12 课外培训机构
2019 年 01 月 24 日	买入
目标价	HKD3.1
收盘价 (15 Jan 19)	HKD2.46
上升/下降空间	26%
恒生指数	26830.29
总市值 (HKD 亿)	20.86
52 周最高/最低 (HKD)	2.92/2.16

资料来源: Wind, 国信证券 (香港) 研究部

主要财务比率

	2016	2017	2018H1
毛利率	41.99%	42.28%	42.30%
净利率	6.44%	5.74%	11.43%
ROA	4.90%	4.87%	5.76%
ROE	11.90%	19.24%	18.44%
资产负债率	53.41%	67.49%	68.46%

资料来源: Wind, 国信证券 (香港) 研究部

杨晓琴

SFC CE No.: BBR309

+852 2899 8300

Vivian.yang@guosen.com.hk

卓越教育：以广州为中心，向大湾区其他城市辐射

卓越教育 3987.HK 起家于广州，目前广州也是公司最重要收入来源，占总收入的 81%。截至 2018 年 6 月 30 日，公司的运营网络涵盖中国 10 个城市，共有 213 间教育中心。地理网络战略性覆盖了华南地区的主要城市，包括广州、深圳及珠海以及北京及上海等其他一线城市。未来三年，公司计划于广东省数个主要城市以及华南及全国的若干主要城市建立约 150 间新教育中心，但主要的扩张仍在广东省。

盈利预测及估值

截至 2018 年 12 月，卓越教育集团全年新建教学中心 51 间，根据管理层指引，2019-2020 年每年预计新建 50 间教学中心，相当于 2020 年集团教学中心数量比现在的 213 间增加约 110 间或 52%。我们预计 2018-2020 财年收入同比增速为 26.7%、25%、23%，净利润同比增长 153%、23%及 18.6%，每股盈利分别为 0.146、0.15、0.178 元人民币，目前股价对应 2018-2020 年预测业绩市盈率分别为 14.6 和 14.3 和 12 倍（按 1 港币=0.87 人民币汇率换算）。我们认为集团在大湾区的扩张有潜力，给予 18 倍 19 年预测市盈率，对应目标价为 3.1 港币。

风险提示

课外教育行业出台更严格管控政策

公司扩张速度不及预期

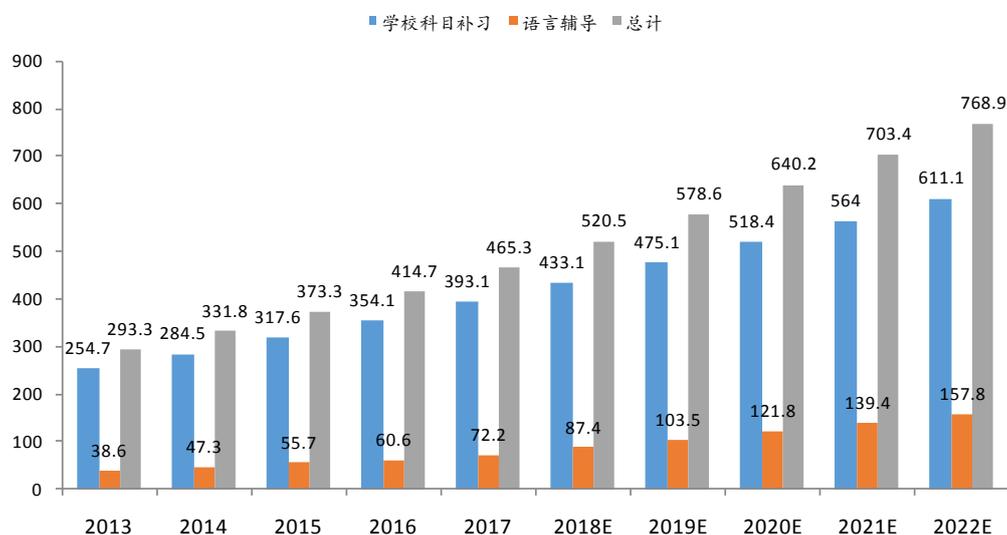
公司市值较小，流通性不足，股价较为波动

报告正文

K12 课外培训机构市场空间

2005 年国家统计局公布数据显示中国课外培训市场规模约 3000 亿人民币，至今没有进一步披露。据弗若斯特沙利文的报告，2017 年中国 K12 课外教育服务市场规模约 4653 亿人民币，未来 5 年维持 10.6% 的年复合增速，到 2022 年预计达到 7689 亿人民币的规模。而搜狐教育研究员则认为 2017 年中国课外辅导规模已经达到 6500 亿人民币。其中学校科目补习仍是课外教育服务的最大组成部分。

图 1 中国 K12 课外教育服务市场规模 (单位：十亿人民币)



数据来源：弗若斯特沙利文，国信证券（香港）研究部

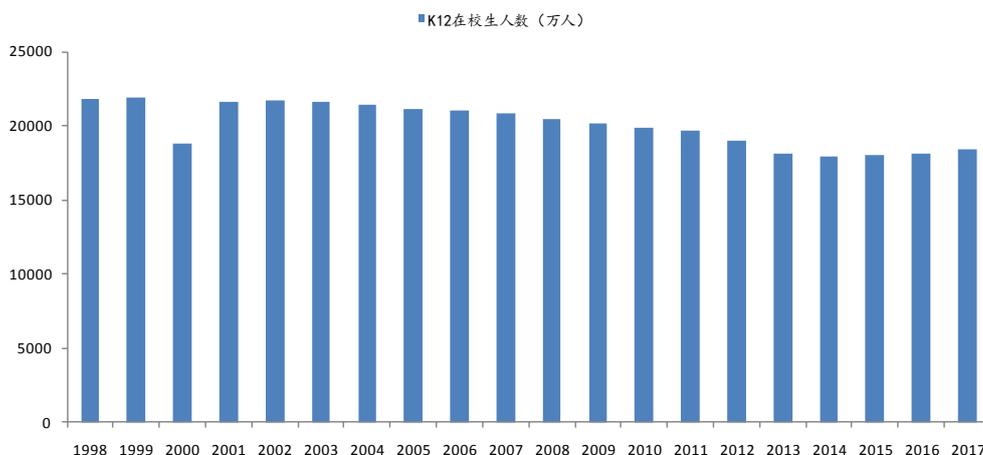
其中语言辅导类课外培训市场规模 2017 年达 722 亿人民币，预计 2017-2022 年以 17.5% 的年复合增速增长，学校科目类课外培训则预计以 9.7% 的年复合增速增长。

课外培训市场规模的估算主要与以下几个要素有关：K12 在校生人数（主要为 6-18 岁适龄人口）、参培率和客单价。要估算未来 5 年 K12 课外培训市场规模，关注 2012-2017 年新生儿数量，而这段时间我国新生儿数量相对稳定。2016 年全面二胎政策开始正式实施，当年新生儿中二胎数量超过 800 万，预计二胎政策对新生儿数量增加的促进效应将会持续，则 2021-2022 年这批增量人口开始进入 K12 阶段，为行业的增长再添动力。渗透率是需求驱动的因素，随着消费升级、教育资源竞争激烈、家长因焦虑而产生的支付意愿增强，K12 教培的渗透率将逐步提高。根据弗若斯特沙利文报告，2017 年中国一线城市 K12 课外培训渗透率 65%，非一线城市 K12 课外培训的平均渗透率为 25.3%。客单价则由一个学生所选课程数量（拓班率可以作为衡量指标）、所选课程单价、续班率等决定。课程单价本质上由供需决定，而拓班率和续班率本质上则由机构的教学质量决定。

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。

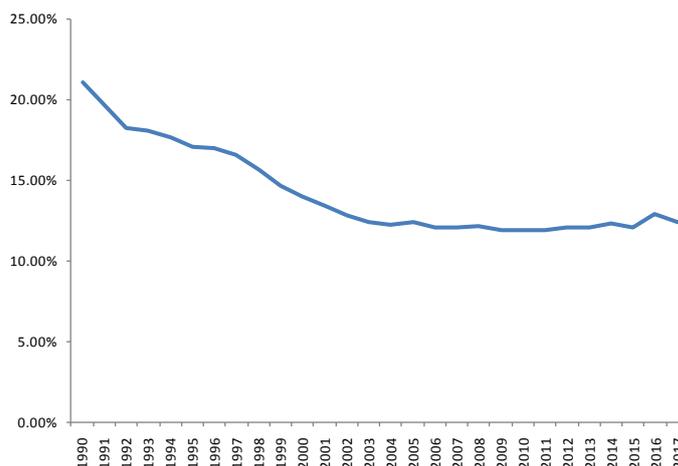
注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券（香港）研究部整理

图2 中国 K12 阶段在校生人数 (单位：万人)



数据来源：Wind，国信证券（香港）研究部

图3 中国人口出生率



数据来源：Wind，国信证券（香港）研究部

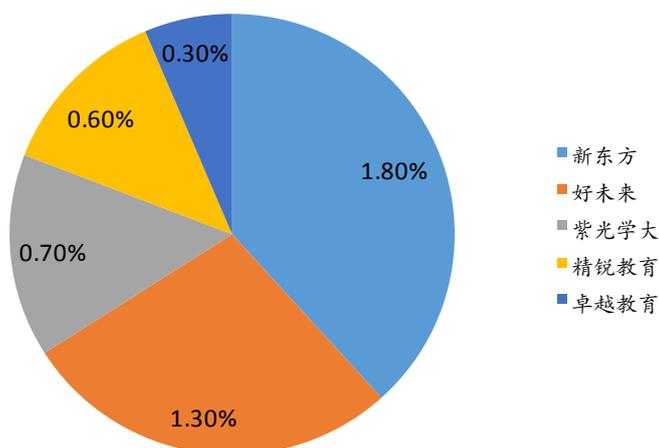
根据弗若斯特沙利文报告，2017 年有 940 万学生参加高考，大学录取人数仅为 3.7 百万人，而一本大学录取人数为 120 万人，录取率 12.6%，仅 20 万名学生被 985 项目大学录取。于 2017 年，中国四年制大学及前 50 所大学的录取率分别仅为 39.6% 及 2.5%，远低于美国的 55.8% 及 23.5%。由于中国优质本科教育竞争激烈，故学生做足准备应对中考，以考入好的高中，借此增加就读重点大学的机会。于中考前，学生亦通常基于其所在小学的学习成绩来竞争进入最好的中学。因此，为增加最终入读重点大学的机会，许多学生从小开始勤奋学习，有望在小升初及中考中取得优异成绩，以成为他们选择学校时的一个亮点。中国的环境决定了 K12 课外培训需求的旺盛。

行业高度分散，政策促使整合

整个行业目前是双巨头+地域性龙头的竞争格局，前 5 大 K12 培训机构市场份额不足 5%。

全国性的 K12 课外培训龙头是新东方 EDU、好未来 TAL，2018 财年新东方营收规模 123.5 亿人民币，好未来营收 108.55 亿人民币，行业排名第三的紫光学大 000526.SZ 最近 12 个月（截至 2018-09-30）营收规模 28.7 亿人民币，双巨头与第三、四的竞争者距离越来越大。卓越教育是华南地区最大的 K12 课外教育服务提供商，按收益和总招生人次计是全国排名第五的 K12 课外教育服务提供商（2017 年数据）。但前五大行业参与者的市场份额只有 4.7%，市场高度分散。

图 4 中国前五大 K12 课外教育服务提供商市场份额

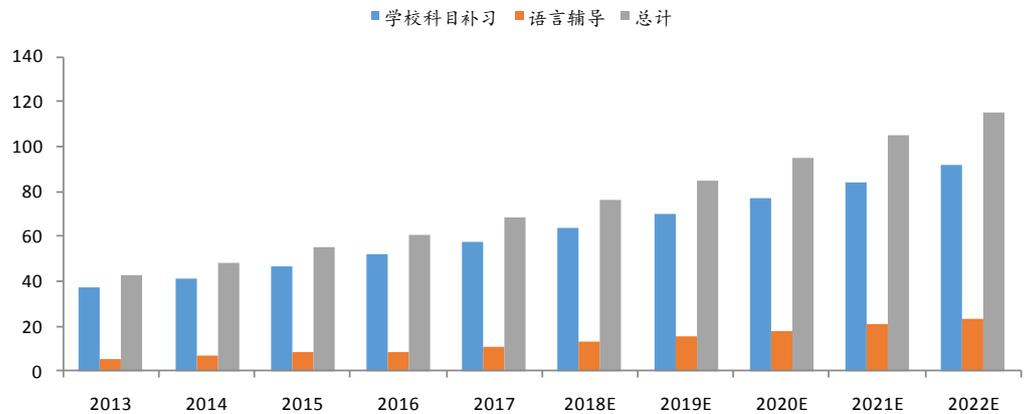


数据来源：弗若斯特沙利文，国信证券（香港）研究部

华南地区 K12 课外市场

根据弗若斯特沙利文的报告，华南地区 K12 教育服务招生人次从 2013 年的 7.3 百万增加至 2017 年的 8.3 百万，并预计将于 2022 年大致 10 百万。华南地区 K12 课外教育服务的平均辅导费自 2013 年的每小时 38.7 元增加至 2017 年的每小时 46.7 元人民币，并预计于 2022 年达到每小时 57.2 元人民币。因此，华南地区 K12 课外教育服务市场收益总额快速增长，由 2013 年的 427 亿人民币增至 2017 年的 682 亿人民币，年复合增长率为 12.4%，且预期将于 2022 年达致 1154 亿人民币，自 2017-2022 年的年复合增长率为 11.1%。

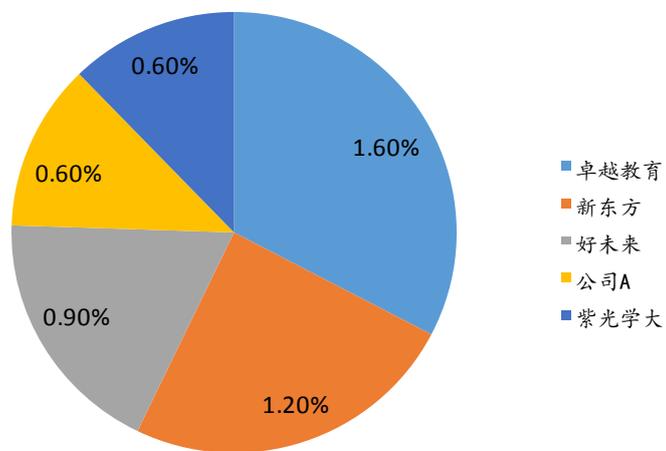
图 5 华南地区 K12 课外教育服务市场规模 (单位：十亿人民币)



数据来源：弗若斯特沙利文，国信证券（香港）研究部

按 2017 年收益计算，排名前五的企业占华南地区 K12 课外教育市场的 4.9%，其中卓越教育是华南地区最大的 K12 课外教育服务提供商，市场份额为 1.6%。

图 6 华南地区前五大 K12 课外教育服务市场份额 (单位：十亿人民币)



数据来源：弗若斯特沙利文，国信证券（香港）研究部

2018 年政策密集出台，课外培训专项治理行动淘汰大量不合资质的地方性小型培训机构

2018 年 2 月，教育部等四部门联合印发校外培训机构专项治理工作通知，此后开展了针对校外培训机构的为期一年半的专项治理工作。整治的重点是存消防安全隐患、无证无证的课外培训机构，并对课外培训机构提供的人均面积做出要求，严格限制超纲教学、应试竞赛等行为，切实为中小学生减负；对进行学科课外培训的老师要求有教师资格证。据教育部官网公布，全国校外培训机构专项治理行动整改工作进展情况：截至 2018 年 11 月 30 日，全国共

摸排校外培训机构 401050 所，存在问题机构 272842 所，现已完成整改 211225 所，完成整改率 77.42%。其中存安全隐患、无证无照、有营业执照无办学许可证的情况最为突出。在严监管下，大批不合资质的培训机构关闭。

虽然对于行业来讲，短期的经营成本会增加，利润受压，但是经过整顿，合规经营，具备完备课程体系及课程开发能力的行业龙头有望趁机加速下沉到三四线城市，提高市场份额。

表 1 2018 年针对课外培训机构的监管政策

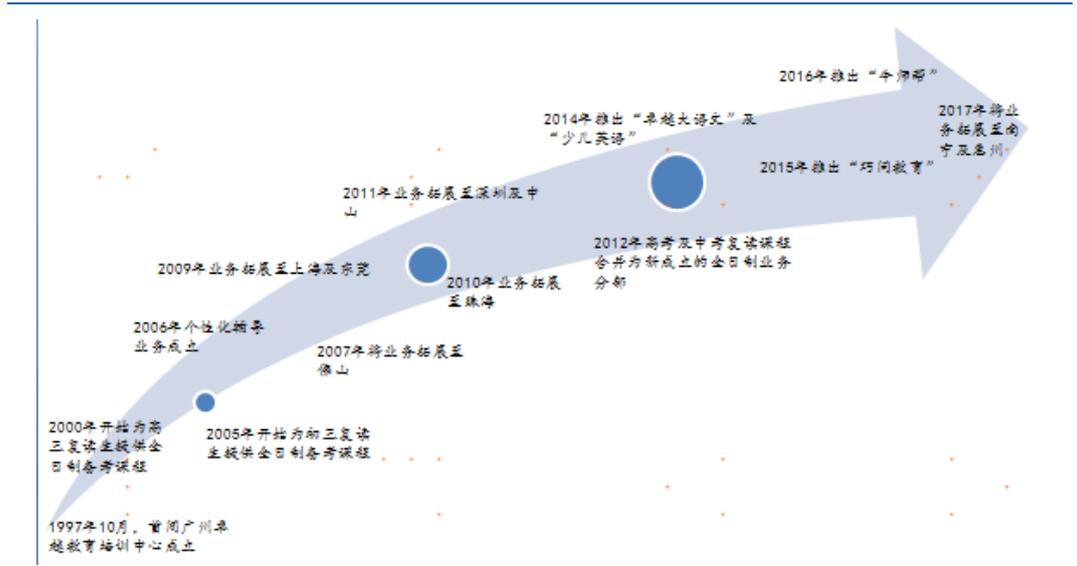
时间	行政政策	重点内容
2018年2月	教育部等四部门联合印发校外培训机构专项治理工作通知	切实减轻中小学生课外负担，对于以应试为导向、超纲教学、无证无照K12培训机构展开清理
2018年8月	国务院办公厅发布《关于规范校外培训机构发展的意见》	鼓励发展以培养中小学生兴趣爱好、创新精神和实践能力为目标的培训，重点规范语文、数学、英语及物理、化学、生物等学科知识培训，坚决禁止应试、超标、超前培训及与招生入学挂钩的行为。具体规范措施：不得一次性收取时间跨度超过3个月的费用；校外培训机构培训时间不得与当地中小学教学实践相冲突，培训结束时间不得晚于20:30，不得留作业等；师资条件方面，校外培训机构必须有相对稳定的师资队伍，不得聘用中小学在职教师，从事语文、数学、英语及物理、化学、生物等学科知识培训的教师应具有相应的教师资格
2018年9月	教育部办公厅发布《关于切实做好校外培训机构专项治理整改工作的通知》	按照《意见》规定，从事语文、数学、英语及物理、化学、生物等学科知识类培训的教师应具有相应教师资格。培训机构应将教师的姓名、照片、任教班次及教师资格证号在其网站及培训场所显著位置予以公示。未取得相应教师资格的学科类教师应于2018年下半年报名参加教师资格考试；经过教师资格考试未能取得教师资格的，培训机构不得继续聘用其从事学科类培训工作。
2018年11月	教育部办公厅发布《关于健全校外培训机构专项治理整改若干工作机制的通知》	对无证开展培训、非学科类培训机构开展学科培训及其他违规开展培训的机构，教育部门要会同有关部门予以取缔；按照线下培训机构管理政策，同步规范线上教育培训机构。线上培训机构所办学科类培训班的名称、培训内容、招生对象、进度安排、上课时间等必须在机构住所地省级教育行政部门备案，必须将教师的姓名、照片、教师班次及教师资格证号在其网站显著位置予以公示。

数据来源：教育部、国务院官网，国信证券（香港）研究部整理

卓越教育：以广州为中心，向大湾区其他城市辐射

卓越教育 3987.HK 起家于广州，目前广州也是公司最重要收入来源，占总收入的 81%。截至 2018 年 6 月 30 日，公司的运营网络涵盖中国 10 个城市，共有 213 间教育中心。地理网络战略性覆盖了华南地区的主要城市，包括广州、深圳及珠海以及北京及上海等其他一线城市。未来三年，公司计划于广东省数个主要城市以及华南及全国的若干主要城市建立约 150 间新教育中心，扩张的重心仍在广东省。

图 7 卓越教育发展历程



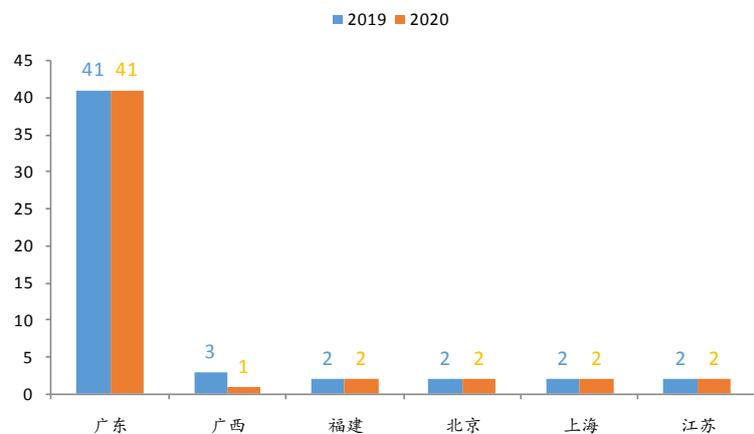
数据来源：卓越教育招股书，国信证券（香港）研究部整理

表 2 卓越教育学习中心区域分布情况

地域分布	2015	2016	2017	2018H1
华南				
广州	71	79	97	115
深圳	18	20	22	27
中山	11	13	17	19
珠海	12	12	13	15
佛山	10	9	12	13
东莞	5	7	6	7
惠州	0	0	2	2
南宁	0	0	1	4
北京	1	1	1	2
上海	8	8	9	9
总计	136	149	180	213

数据来源：卓越教育招股书，国信证券（香港）研究部

图 8 卓越教育未来两年学习中心扩张计划

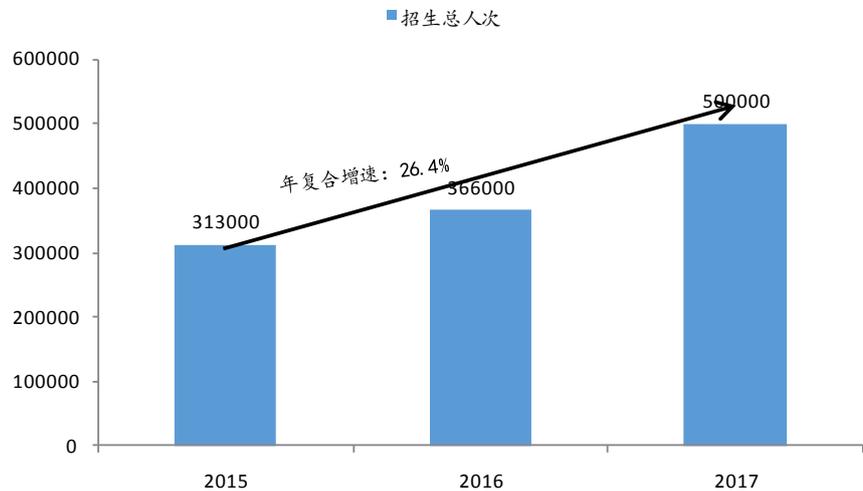


数据来源：卓越教育招股书，国信证券（香港）研究部

集团招生总人次过去三年以 26.4% 的年复合增速增长，分别超过中国及华南 K12 课外教育服务市场 6.6% 及 6.8% 的同期行业平均增长率。截至 2018 年 6 月 30 日，卓越教育总招生人次

289000，比 2017 年同期同比增长 15.6%，增速有所放缓，但总辅导课时则同比增加 24.7%至 600 余万小时。

图 9 卓越教育招生人次



数据来源：卓越教育招股书，国信证券（香港）研究部

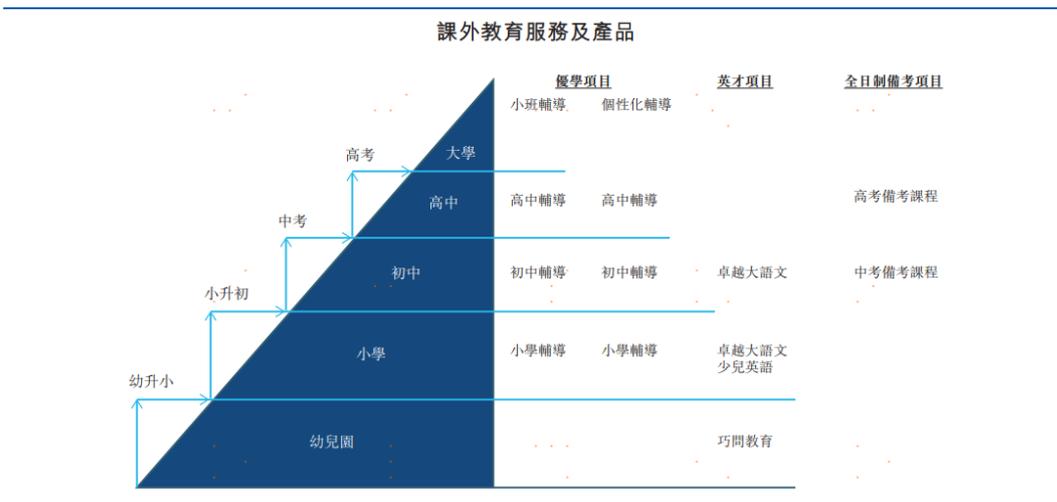
表 3 卓越教育招生人次、总辅导课时年复合增速

	2015	2016	2017	CAGR	2018H1	2017H1	YOY
教育中心数量	136	149	180	15%	213	NA	NA
招生总人次	313000	366000	500000	26.40%	289000	250000	15.6%
总辅导课时/小时	7472292	8823428	11179556	22.30%	6003000	4,814,000	24.7%

数据来源：卓越教育招股书，国信证券（香港）研究部

公司主要提供三种课程：1) 优学项目：旨在提高在校学生的学业成绩，涵盖中国小学、初中及高中阶段的所有核心学业课程。2) 英才项目：旨在促进学生的全面发展以及使学习过程参与度更高及更有趣。3) 全日制备考项目：旨在帮助中考及高考复读考生，使其通过中考及高考考入其首选的学校。

图 10 卓越教育提供的服务及产品



数据来源：卓越教育招股书，国信证券（香港）研究部

收入占比最高的是科目课外培训的优学项目，以小班和个性化辅导为主，占总体收入的 87% 左右。而英才项目的收入提升很快，从 2015 年占总收入比重不足 1% 快速提升到 2018 年中期的 2.5%。

表 4 卓越教育收入结构

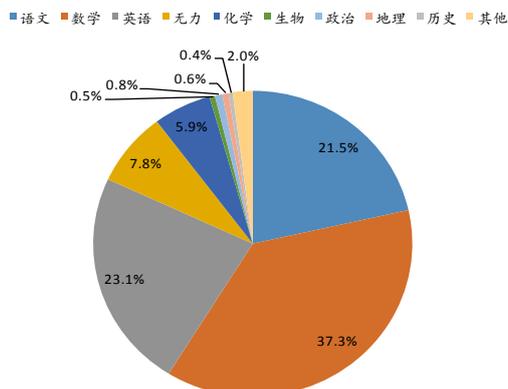
单位：千人民币	2015	占比	2016	占比	2017	占比	2017H1	占比	2018H1	占比
优学项目										
小班辅导	341665	45%	417254	46.60%	554769	48.60%	246379	43.90%	339718	47%
个性化辅导	319767	42%	368208	41.10%	458694	40.20%	243176	43.30%	295817	40.90%
英才项目	6137	0.80%	13719	1.50%	26695	2.30%	9935	1.80%	17848	2.50%
全日制备考项目	92422	12.20%	96850	10.80%	99981	8.80%	61295	10.90%	67421	9.30%
其他	0		100		1562	0.10%	513	0.10%	2312	0.30%
总计	759991		896131		1141701		561298		723116	

数据来源：卓越教育招股书，国信证券（香港）研究部

注：其他收入主要是指蜂背应用程序所产生的收益

卓越教育提供的课外培训主要以学科教育为主，按其科目教师占比推测，语文数学外语科目培训的收入占比超一半。

图 11 卓越教育教师结构



数据来源：卓越教育招股书，国信证券（香港）研究部

注：其他包括专门从事体育、注意力训练、学习能力培训的教师及托管教师

公司的成本结构较为稳定，员工成本（主要是教师成本）占销售成本比重稳定在 70%左右，其次是租金成本，占比在 19-20%中左右。

表 5 卓越教育销售成本结构

	2015	2016	2017	2017H1	2018H1
员工成本占总销售成本比重	69.90%	71.70%	69.90%	72.20%	69.60%
租金成本占总销售成本比重	18.70%	19.20%	18.80%	18.40%	20.30%
教材成本	5.40%	4%	4.40%	4.30%	4.20%
折旧及摊销	3.20%	2%	2.80%	2.40%	3.20%
电力、公用事业及物业管理费	1.60%	1.70%	2.10%	1.30%	1.50%
其他	1.20%	1.40%	2%	1.40%	1.20%

数据来源：卓越教育招股书，国信证券（香港）研究部

公司的毛利率维持稳定，净利率则在过去三年呈现下滑，主要由于 2016、2017 年新开的教学中心数量明显上升，新的教学中心盈亏平衡需要时间。考虑到未来三年公司会加速扩张，净利率或维持在 5-8%附近的水平。

表 6 卓越教育主要财务比率

主要财务比率	2015	2016	2017	2018H1
毛利率	41.50%	42%	42.30%	42.30%
纯利率	9.30%	6.50%	5.80%	11.50%
经调整纯利率	7.90%	6.60%	9.30%	13.80%
股本回报率	21.80%	14.40%	16.60%	24.90%
资产回报率	8.20%	6.10%	6.50%	7.90%
流动比率	1.49	1.64	1.26	1.17

数据来源：卓越教育招股书，国信证券（香港）研究部

公司非常注重课程研发和信息技术平台投入

公司拥有一支由 501 名员工组成的内部开发团队（截至 2018 年 6 月 30 日），有关课程及教材开发的研发活动主要包括建立教学培训系统、改进教学方法、建立教学资源数据库以及规范我们的课程及教材。于 2015 年、2016 年及 2017 年以及截至 2017 年及 2018 年 6 月 30 日止 6 个月，集团就教学方法的课程设计及研发产生的研发开支为 54.7 百万元人民币（后同）、72.8 百万元、111.3 百万元、47.9 百万元及 61.2 百万元，分别占营收比重的 7.2%，8.1%，9.7%，6.6%和 4.2%。

卓越教育设计并开发了一对一互动教学服务平台“牛师帮”，供教师、学生及家长用于实时跟踪进度及互动、调整学习计划及管理班级。学生及其家长可以查看每位教师的评级及课程安排，并选择符合其特定需求的教师，家长可以通过平台向教师作出反馈以促进教师与学生

家长之间的沟通。在课程中，牛师帮帮助学生跟踪学习进度及日常作业状况。牛师帮收集并跟踪每位学生的学习成绩，教师通过该等学习成绩评估学生的整体学习进度。牛师帮也为教师提供大量教学笔记及教案。

图 12 “牛师帮”学生和家长用户界面



数据来源:卓越教育招股书, 国信证券(香港)研究部

图 13 “牛师帮”教师用户界面



数据来源:卓越教育招股书, 国信证券(香港)研究部

除了开发平台，公司也建立了海量数据库。这些系统化的开发投入，对于培训机构的标准化扩张非常重要。

图 14 卓越教育自建数据库



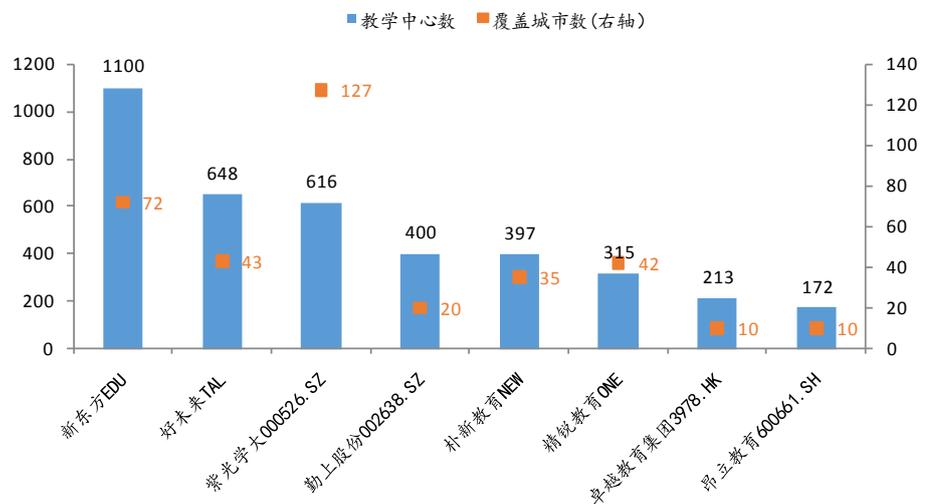
图示：题库功能：通用版题库+各校区、学科、学段的个性化题库

数据来源：卓越教育招股书，国信证券（香港）研究部

与同行对比，卓越教育营收规模小，但估值便宜

与同行比较，新东方和好未来在覆盖城市数量及教学中心数量方面领先同行，除了紫光学大覆盖城市数达到 127 个，其他几家以 K12 培训为主业的上市公司覆盖城市数目都在 10-30 个左右，离全国性扩张还有一段距离。而新东方和好未来公布的最新季报数据显示，两家机构的招生人次分别为 1735300 人/季和 3457140 人/季，精锐教育 2018 财年年报披露招生人次为 112000 人/月，收购了环球雅思和啄木鸟教育的朴新教育 NEW.N2018 财年披露的招生人次为 1275723 人/年。卓越教育 2017 年的招生人次为 50 万，和龙头差距不小。

图 15 各培训机构教学中心数和覆盖城市数

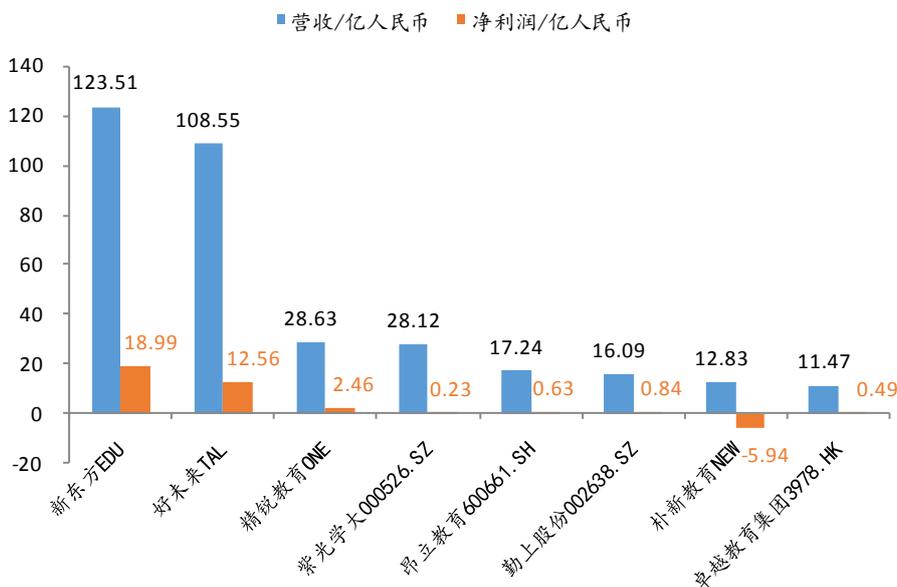


数据来源：各上市公司公告，国信证券（香港）研究部

注：数据采用各上市公司最新财年年报，其中新东方、好未来、精锐教育为 2018 财年年报数据，其他为 2017 年数据

新东方和好未来的营收及净利润规模遥遥领先，2018 财年新东方的营收 123.5 亿人民币，净利润达 18.99 亿人民币；好未来 2018 财年营收 108.55 亿人民币，净利润 12.56 亿人民币。然后是主打精英教育的精锐教育，2018 财年营收 28.63 亿人民币，净利润 2.46 亿人民币。剩下的几家净利润都没有过亿。

图 16 同行营收及净利润对比

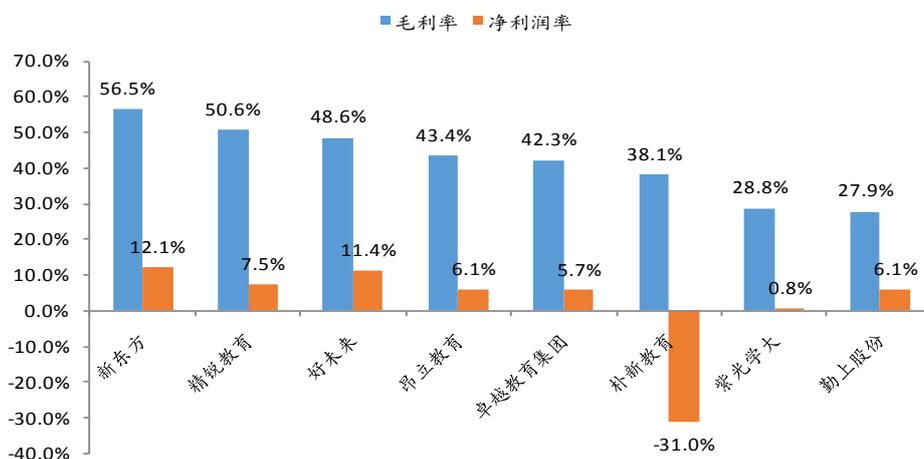


数据来源：Wind，国信证券（香港）研究部

注：数据采用各上市公司最新财年年报，其中新东方、好未来、精锐教育为 2018 财年年报数据，其他为 2017 年数据

卓越教育的毛利率及净利润率在同行中处于中等偏低水平。未来几年集团还处于快速扩张期间，资本开支较大，净利润率很难有大幅提升，行业龙头新东方、好未来的净利润水平都在 10% 以上，相信这也是集团未来的目标。主打高端精品课外培训的精锐教育主要布局于上海及长三角经济发达地区；学大教育曾是规模可以和新东方、好未来分庭抗礼的全国性课外培训龙头之一，但是从美国退市后没有踩准资本市场节奏，错过了过去几年的黄金发展期。美股上市的朴新教育则是通过快速并购发展起来的 K12 培训机构，它吞下了曾和新东方在出国留学培训业务上形成双寡头竞争的环球雅思等培训机构，但太快速的并购也造成了经营上的压力，暂时没有盈利。

图 17 同行毛利率及净利率对比



数据来源：Wind，国信证券（香港）研究部

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。

注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券（香港）研究部整理

注：数据采用各上市公司最新财年年报，其中新东方、好未来、精锐教育为 2018 财年年报数据，其他为 2017 年数据

和其他几家主业同为 K12 课外培训的同行比，卓越教育营收规模和市值都小很多，估值也明显较同行折让，价值被低估。

表 7 同业估值对比

代码	名称	市值/亿港币	PE/TTM	预测 PE
EDU.N	新东方	781.29	33.01	26.83
ONE.N	精锐教育	109.90	568.09	21.68
TAL.N	好未来	1345.52	69.13	56.35
000526.SZ	紫光学大	20.80	61.69	NA
600661.SH	昂立教育	67.65	58.23	45.58
002638.SZ	勤上股份	49.38	73.61	NA
3978.HK	卓越教育集团	20.86	20.13	14.30

数据来源：Bloomberg，国信证券（香港）研究部

盈利预测及估值

截至 2018 年 12 月，卓越教育集团全年新建教学中心 51 间，根据管理层指引，2019-2020 年每年预计新建 50 间教学中心，相当于 2020 年集团教学中心数量比现在的 213 间增加约 110 间或 52%。考虑到集团未来扩张加速，我们预计 2018-2020 财年收入同比增速为 26.7%、25%、23%，净利润同比增长 153%、23%及 18.6%，每股盈利分别为 0.146、0.15、0.178 元人民币，目前股价对应 2018-2020 年预测业绩市盈率分别为 14.6 和 14.3 和 12 倍（按 1 港币 = 0.87 人民币汇率换算）。我们认为集团在大湾区的扩张有潜力，给予 18 倍 19 年预测市盈率，对应目标价为 3.1 港币。

表 8 损益表预测

	ccy	u	2015A FY	2016A FY	2017A FY	2018E FY	2019E FY	2020E FY
Revenues	CNY	thd	759991	896131	1141701	1446232	1807790	2223582
COGS	CNY	thd	-444377	-519812	-658951	-838815	-1048518	-1289677
SG&A	CNY	thd	-230352	-287046	-420385	-462794	-578493	-711546
Other operating income (expense)	CNY	thd	3243	4231	5387	7096	7000	7000
Subtotal	CNY	thd	88505	93504	67752	151719	187779	229358
EBIT	CNY	thd	88505	93504	67752	151719	187779	229358
Equity earnings (losses)	CNY	thd	-7143	-14019	-3895	-2078	-2000	-2000
Interest & investment income	CNY	thd	8407	5055	7655	1234	2000	2000
Interest expense	CNY	thd	0	0	0	0	0	0
Other non-operating income (expense)	CNY	thd	-1282	-1341	2364	-264	0	0
Earnings before extra-ordinary items	CNY	thd	88487	83199	73876	150611	187779	229358
NON-recurring profit and loss items			20497	2724	38906	34787	20000	20000
Earnings before taxes	CNY	thd	108984	85923	112782	185398	207779	249358
Income taxes	CNY	thd	-38467	-27753	-37374	-39337	-51945	-62340
Minority interest	CNY	thd	-11276	-11630	-16827	-22769	-28780	-36378
Net profit from discontinued operation			0	-152	-9599	914	0	0
Net income (loss)	CNY	thd	59241	46388	48982	124206	127054	150641
EPS - Split Adjusted	CNY	units	0.070	0.055	0.058	0.146	0.150	0.178
Shares outstanding - Weighted Average - Split Adjusted		thd	848040	848040	848040	848040	848040	848040

资料来源：公司公告，国信证券（香港）研究部

风险提示

课外教育行业出台更严格管控政策

公司扩张速度不及预期

公司市值较小，流通性不足，股价较为波动

Information Disclosures

Stock ratings, sector ratings and related definitions

Stock Ratings:

Buy: A return potential of 10 % or more relative to overall market within 6 – 12 months.

Neutral: A return potential ranging from -10% to 10% relative to overall market within 6 – 12 months.

Sell: A negative return of 10% or more relative to overall market within 6 –12 months.

Sector Ratings:

Overweight: The sector will outperform the overall market by 10% or higher within 6 –12 months.

Neutral: The sector performance will range from -10% to 10% relative to overall market within 6 –12 months.

Underweight: The sector will underperform the overall market by 10% or lower within 6 – 12 months.

Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively “Guosen Securities (HK)”) has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

Disclaimers

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。
注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券（香港）研究部整理

wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

信息披露

公司评级、行业评级及相关定义

公司评级

买入：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对大盘涨幅在 10%以上；

中性：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对大盘涨幅介于-10%与 10%之间；

减持：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对大盘跌幅大于 10%。

行业评级

超配：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 10%以上；

中性：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-10%与 10%之间；

低配：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 10%以上。

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士，分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

本报告中，国信证券（香港）经纪有限公司及其所属关联机构（合称国信证券（香港））并无持有该公司须作出披露的财务权益（包括持股），在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系，亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

免责声明

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

本研究报告内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息，我们力求准确可靠，但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传送，未经国信证券香港书面授权许可，任何人不得引用、转载以及向第三方传播，否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见，如有任何更改，本司将不作另行通知。在一些管辖区域内，针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券（香港）受制于任何注册或领牌规定，则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。