

睿见教育研究报告

作者：耿氏

日期：2020年7月24日

报告分为 10 部分：

- 1.公司介绍
- 2.公司治理和企业文化
- 3.学校和雇员现况
- 4.财务分析
- 5.行业特点
- 6.竞争力分析
- 7.K12 业务展望
- 8.未来高校业务介绍
- 9.风险
- 10.盈利预测和结论

第一部分：

公司介绍

於本報告日期
我們於中國的校園網絡



公司创立于2002年，是华南最大的民办K12教育集团，正在筹划3所专科高校。公司的实体是光正教育集团，早期学校叫光明，后来发现光明同名名字太多，改名光正。目前大多学校都以光正实验学校命名。

公司发展历史

2002年	刘先生和李女士创立广东光正教育
2003年	东莞光明中学成立
2004年	东莞光明小学成立
2013年	收购东莞市华南师大嘉玛学校，更名为东莞市光正实验学校
2014年	广东惠州光正学校和辽宁盘锦光正学校成立
2016年	山东潍坊光正学校成立
2017年1月26日	港交所上市
2017年9月	2017年9月1日以2.24亿收购揭阳学校65%股权
2018年10月	购买2.76亿元土地建设顺德均安学校
2018年4月	2018年5月31日以1.11亿收购并表潍坊潍州学校
2018年9月	四川广安光正学校成立
2018年11月	收购漳浦龙成学校
2019年3月	和广州市政府旗下基金成立教育产业基金，远期25亿元，首期10亿（公司7亿基金3亿），用于收购大湾区学校。
2019年5月	购得江门开平土地，建设开平光正学校
2019年9月	四川巴中光正学校和广东云浮光明学校启用，广东顺德光正试运营

管理层简介

姓名	职位	年龄	履历	学历	2019 年度 薪酬/人 民币元
李素文女士	主席	47	2002 年创立公司	於 2004 年 3 月完成北京大學經濟學院項目管理研究生課程	194 万
刘学斌先生	执董	48	2002 年创立公司	於 2004 年 3 月完成北京大學經濟學院項目管理研究生課程	258 万
李久常先生	首席营运官	41	2003 年加入公司任老师, 2012 年升任副总, 2016 任执董	陝西師範大學的歷史學學士學位 教育部規劃課題研究組的核心成員 教育部課題研究先進工作者稱號	224 万含 股票奖励
王永春先生	执董 兼东莞光明总校长	39	2003 年加入公司 曾擔任東莞市光正實驗學校副校長。德育主任及行政人員、年級領導	陝西師範大學旅遊與環境學院的科學學士 受聘華南師範大學及陝西師範大學碩士研究生導師 中學地理一級教師	181 万含 股票奖励
譚競正先生	審核委員會之主席及提名委員會之成員	71	2017 年委任	香港華人會計師公會前任會長	
杜双喜	東莞市光明小學校長	50	2006 年 8 月加入公司	華中師範大學公共事業管理學士學位 湖南省小學語文骨幹教師 湖南省現代教育技術(十五) 課題研究先進個人/全國中小學百佳學術研究帶頭人	
劉志雄先生	副總裁兼投資者關係主管	50	2017 年 3 月加入公司	香港理工大學授予的會計學士學位及工商管理碩士學位 曾任中國楓葉教育集團有限公司的副總裁兼投資者關係主管	

陳曦女士	揭阳光正学校 校长	54	曾為 2012 東莞光明中學及 2015 東莞光正實驗學校初 中部校長	廣東第二師範學院的教育 管理文學學士 華南師範大學教育學學 位 中國教育學會舉辦的論 文比賽一等獎	
章競峰 先生	惠州市光正實驗 學校校長	41	2006 年 3 月加入 曾任光明中学教师指導辦 公室的負責人及副校長等	湖北大學的漢語言文學 專業文學學士學位 廣東省教育創新成果獎 一等獎	
何山 先生	盤錦光正實驗學 校校長	41	2003 年 7 月加入公司 曾在東莞市光明中學擔任 多個職人力資源主管及校 長助理、年級領導、包括 班主任等	廣西師範大學漢語言文 學專業的文學學士 一級教師資格 廣東省中小學教育創新 成果獎三等獎	

第二部分

公司治理和企业文化

股权结构		
第一大股东刘学斌先生	45.43%	总计 73.38%
第二大股东李素文女士	27.95%	

大股东持股比例高，优点是利益和小股东高度一致，缺点在于缺乏有效制约和监督。

回购增持派息历史

派息记录							(单位 HKD 港币)
2017H	2017 年	2018H	2018 年	2019H	2019 年	2020H	
0.027	0.03	0.04	0.04	0.049	0.049	0.062	

公司上市后一直在自建学校和收购学校，虽然持续巨资投入，但仍然稳定派发股息，舍得回馈小股东。

增持记录		(单位 HKD 港币)
2018 年		2020H
8 月 13 日李素文以 4.97 购入 50 万股		李素文 1 月 23 日以 3.07 增持 152000 股
8 月 14 日李素文以 4.7 增持 50 万股		
8 月 13 日和 14 日吴卓谦以 4.88 增持 48 万股		李素文 1 月 20 日以 3.20 增持 200000 股

公司高管在股价大跌时增持股票，重视资本市场表现。

公司有重大事宜会主动发公告，公司 CEO 和投资者关系总监积极参加路演，并详细耐心回应投资者关切。投资者关系总监持续和投资者保持沟通互动，资本市场透明度很好。

企业文化

1. 集团使命：教育成就未来。

是使命感在驱动集团不断前进。光正教育通过不断的拓展办学，为越来越多的人提供优质学位，是更多的孩子能够通过学习改变命运，成就一个美好的未来。

2. 办学宗旨：以诚心服务社会，以爱心培育人才

对合作伙伴要讲“诚信”，对社会要有“诚心”。

光正教育不忘初心，以终为始，诚心诚意地服务社会，并将之渗透到集团的每一项工作中去。

教育的 DNA 是“爱”，光正教育从办学的第一天起就将“爱心”贯彻到教育教学的每一个细节中，让课堂、操场、功能室、饭堂、宿舍等校园的每一个角落都滋润在爱的语境中，让师生每时每刻都徜徉在爱的海洋里，这种“浸泡式”的爱心教育是光正教育的常态。

3. 教育理念：立德树人，贤良方正

为人民服务，把立德树人作为教育的根本任务，培养德智体美全面发展的社会主义建设者和接班人。

贤良，意为有才，能力强；方正：正直，德行好。“贤良方正”为中国汉代选拔人才的科目之一，“唐宋科举设“贤良方正科”，光正教育将“贤良方正”作为教育理念，一是传承我国古代优良的教育传统，二是契合光正教育的字面内涵。

4. 核心价值观：一个中心，五个基本点



光正教育的核心价值观是“一个中心，五个基本点”，即以人为中心，安全、健康、优质、服务与尊重。“以人为中心”包括：学生至上、教学相长、家校合力。“学生至上”的意思是一切为了学生、为了学生一切，时时想着学生，处处帮助学生，所有工作都围绕着学生的学习和成长进行。“教学相长”的意思是师生之间在教与学的过程中相互交流、相互沟通、相互启发、相互补充，从而达到共识、共享、共进，共同发展。“家校合力”的意思是加强家校沟通，充分发挥学校在家庭教育中的重要作用，营造良好家校关系和共同育人氛围。

“安全”包括：人身安全、饮食安全、消防安全

“健康”包括：身体健康、心理健康、交际健康

“优质”包括：优质设施、优质师资、优质教育

“服务”包括：服务意识、服务技能、服务细节

“尊重”包括：尊重师长、尊重个性、尊重意见

第三部分

现有学校和雇员现况

数据来自 2020 年半年报

省份	城市	学校名称	启用时间	学校容量/人	实际利用率	实际学生人数	半年生均学费住宿费)/元
广东	东莞	东莞市光明中小学	2003	18300	96.3%	17623	13518
		东莞市光正实验学校	2013	17000	86.9%	14773	13551
	惠州	惠州市光正实验学校	2014	10500	92.3%	9694	10219
	揭阳	揭东区光正实验学校	2017 年收购 65%股权 9 月并表	7000	68.1%	4769	6445
	云浮	云浮光明外国语学校	2019 年 9 月启用持股 75%	1500	29.7%	445	15924
	顺德	顺德光正实验学校	2019 年 9 月试运营			45	20822
四川	广安	广安光正实验学校	2018 年 9 月	1000	59.8%	598	7271
	巴中	巴中光正实验学校	2019 年 9 月	1500	32.5%	488	9092
山东	潍坊	潍坊光正实验学校	2016	4000	63.1%	2522	7737
		潍坊潍州外国语学校	2018 年 5 月收购并表	2200	99.8%	2195	4985
福建	漳浦	漳浦龙成学校	2018 年 11 月收购并表	3000	96.5%	2894	6578
辽宁	盘锦	盘锦光正实验学校	2014	4000	101.8%	4070	8930
	总计	12		70000		60116	

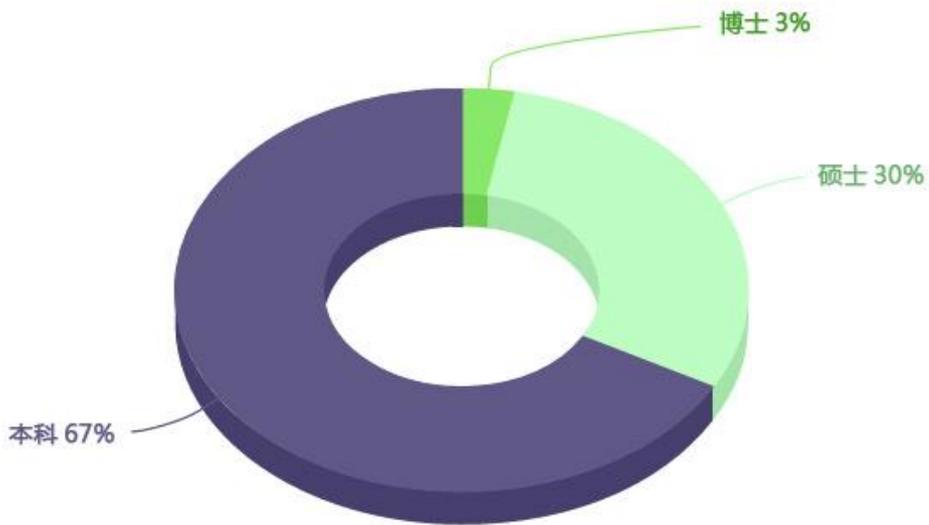
备注：半年学费和住宿费总计 6.7 亿元（截至 2020 年 2 月），2019 全年生均学费和住宿费 21146 元。半年配套费用总计（截至 2020 年 2 月）2.6 亿元，半年总收入 9.32 亿元

雇员概况

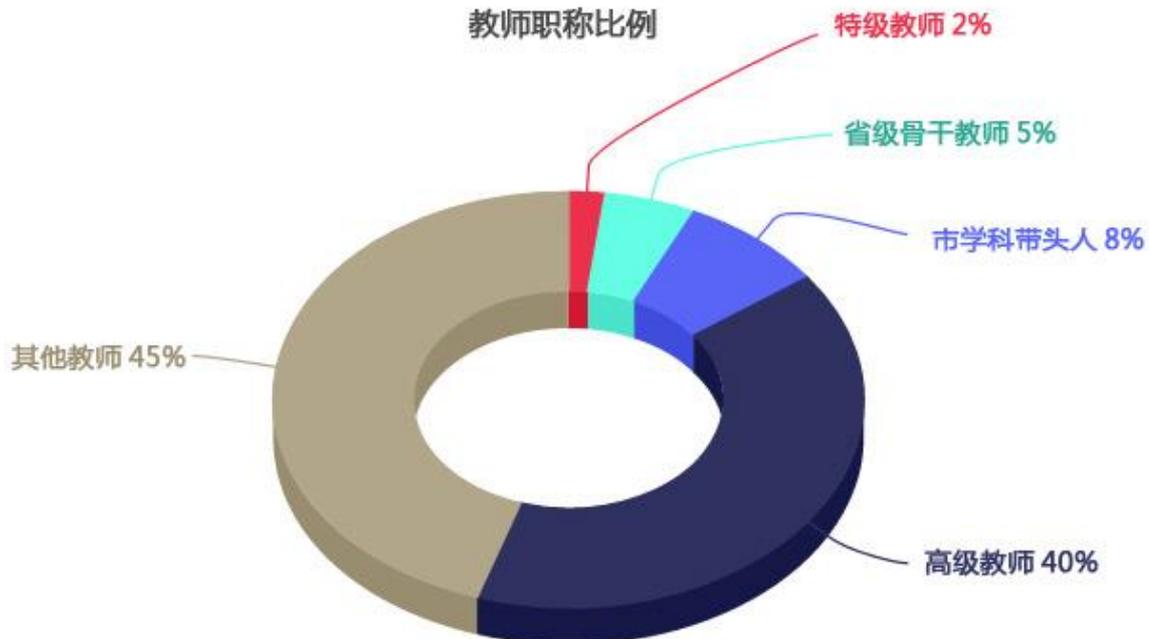
(截至 2020 年 2 月)

雇员总人数	教师数量/人	本科及以上学历比例	教师流失率 (包括辞退)
6419	3818	90%以上	8%

教师学历比例



教师职称比例



第四部分

财务分析

资产负债表

单位：亿元人民币

资产		2017	2018	2019	2020H
流动资产	现金和等价物	5.56	11.93	11.61	6.05
	金融资产		0.95	3.12	3.07
	其他流动资产	0.399	1.75	1.16	1.18
固定资产	固定资产	18	25.13	30.58	44.6
	投资		3.65	0.3	0.3
	无形资产		1.04	1.76	1.68
	其他非流动资产	9.28	11.26	15.88	10.31
	总资产	33.32	54.72	62.71	65.56
流动负债	应付账款	0.542	1.05	1.59	1.43
	短期债项	1.55	2.82	11.08	7.52
	其他短期债项	8.85	12.57	12.12	10.46
	其中合约负债（学费住宿费 和配套费用）	4.23	6.17	7.5	7
长期负债	长期债项	4.67	18.47	15.4	21.9
总负债	总负债	15.86	34.94	40.24	41.36
	经调整负债率	0	24.10%	51%	69.20%
	净资产	17.46	19.77	22.47	24.19
	股东权益	17.46	19.11	21.61	23.42

利润表		单位：亿元人民币			
		2017	2018	2019	2020H
收入	学费和住宿费	6.71	8.41	11.45	6.7
	配套费	3.08	4.06	5.36	2.6
	其他收入及收益（包含政府补贴）	0.179	1.05	0.536	1.05
成本	销售成本	5.29	7.02	9.4	4.97
	其中雇员总薪酬	3.01	3.94	6.07	3.062
毛利润	毛利润	4.5	5.45	7.42	4.36
	毛利润率	45.9%	43.7%	44.1%	46.7%
开支	销售开支	0.17	0.195	0.258	0.202
	行政开支	1.26	2.21	2.7	1.4
	减值及拨备	0.004	-0.03	0.19	0.305
	折旧和摊销	0.656	0.977	1.39	0.849
	融资成本	0.182	0.575	1.07	0.521
	税项	0.701	0.384	0.557	0.622
净利润	净利润	2	3.07	3.54	2.58
	净利润率	20.40%	24.60%	21%	27.70%
核心净利润	核心净利润	2.49	3.22	4.29	2.88
	核心净利润率	25.40%	25.80%	25.5%	30.90%

费用分析		单位：亿元人民币						
	2017		2018		2019		2020H	
	金额	占营业比例	金额	占营业比例	金额	占营业比例	金额	占营收比例
销售费用	0.17	1.7%	0.195	1.60%	0.2578	1.50%	0.202	2.20%
行政费用	1.26	12.8%	2.21	17.70%	2.7	15.00%	1.4	15.00%
融资成本	0.182	1.80%	0.575	4.30%	1.07	6.00%	0.521	5.60%

根据费用分析，毛利润率和核心净利润率极高，主要来源于学校拥有好口碑，公司的销售费用非常低，说明产品和服务有拉力，极具竞争力，不需要靠销售拉动。

由于学校容量持续供不应求，老学校持续扩大，同时外购和自建学校以满足不断成长的市场需求。公司在扩张期，连年收购造成财务费用偏高，前两年自建和收购学校支出较大，学校学生数量需要时间爬坡，待学校稳定成熟后财务费用将降少。

现金流量表		单位：亿元人民币			
		2017	2018	2019	2020H
收入	经营活动产生的现金流量净额	3.96	6.23	5.77	2.5
	折旧和摊销	0.656	0.977	1.39	0.85
	已收利息	0.017	0.302	0.207	
	已付利息	-0.262	-0.806	-1.4	
	已派股息	-0.489	-1.22	-1.55	
	购回股份奖励计划支付款	-0.037	-0.377	-0.006	
	退回或已缴税项	-0.069	-0.347	-0.653	
固定资产和投资	增添固定资产	-4.45	-6.42	-6.19	
	投资增加	0	-8.76	-5.37	
	投资减少	0	3.77	6.04	
财务活动	新增贷款	5.66	16.35	8.07	
	偿还贷款	-5.52	-5.49	-4.08	
现金变化	现金净额	2.9	5.22	-2.6	-1.97
	期初现金	1.04	3.78	9.11	6.62
	期末现金	3.78	9.11	6.62	4.64

公司经营性现金流大致和净利润相符，说明企业赚钱质量高，学校是预收费的好行业，没有啥应收款，现金流很少会出现危机。产品刚需，学校口碑好不愁客户。产品粘性强，学年周期长，读幼儿园后可以连续读小学，小学读完可以连续读初中，初中读完可有机会连续读高中，不需要频繁获客，单个客户消费周期长，未来营业收入可以稳定展望，未来利润也可以稳定展望。

第五部分

行业特点

行业门槛高：

1. 监管批准：

各种牌照，许可证，批文，规定。需要多个部门打交道，过程漫长而繁杂。

2. 品牌知名度和招生

K12 教育属于长周期的产品服务，试错成本非常高，新学校如果没有声誉很难吸引家长和学生。

3. 资金投入大

初始投资巨大，例如收购土地使用权和修建学校设施等，并且需要长期持续的投资承诺。

4. 土地面积大

学校需要大片土地，大片土地没有相关部门支持很难获得。

5. 师资团队要求高

需要校长和持有教师证的教师等资团队，新学校很难吸引优秀人才。

行业粘性强

产品粘性强，学年周期长，读幼儿园后可以连续读小学，小学读完可以连续读初中，初中读完可有机会连续读高中，不需要频繁获客，单个客户消费周期长，未来营业收入容易展望，未来利润容易展望。

行业格局

高度分散，竞争不大

民办高端学校物理距离一般较远，加上老百姓望子成龙望女成凤追求民办高端学校，行业内的高端民办学校竞争强度

本集團在華南地區的定位

華南高端民辦中小學教育市場廣大且極為分散。根據弗若斯特沙利文報告，於2015／2016學年，在華南地區及廣東省，高端民辦中小學的招生人數分別佔華南地區民辦中小學招生總數的約29%及27%。就按學生人數劃分的市場份額而言，該市場高度分散，市場前五大參與者僅佔約9.1%的市場份額。於2015/2016學年，本集團為華南地區高端民辦中小學教育的最大供應商（按招生人數計），市場份額約為2.8%。弗若斯特沙利文報告確定的其他大型市場參與者公司A、公司B、公司C及公司D的市場份額分別為約2.2%、1.5%、1.3%及1.3%。



華南地區領先高端民辦中小學運營商

公司	市場份額 (按招生人數計)
本集團	2.8%
公司A	2.2%
公司B	1.5%
公司C	1.3%
公司D	1.3%

資料來源：弗若斯特沙利文報告

小。

第六部分

竞争力分析

1.经验丰富的管理团队和人才团队

1.1 高管团队

李女士联合创立并专注于光正教育集团 18 年，专业专注的大股东。
大多数校长和高管在公司工作多年，说明大股东懂得用人，大股东对于雇员慷慨，利益共享。

1.2 教师和管理团队

集团与高等院校战略合作，建立与开通优秀教师定模式，开创基础教育与高等教育战略合作典范，保证集团可持续发展的人才需求。

集团注重年轻教师的培养，面向全国重点师范院校招聘应届毕业生，严格考核，通过带薪实习、发放特尖人才安家费等特殊政策把学科专业知识强，综合素质高的优才生吸纳到学校教师队伍中来。

集团不断建构教师专业发展培养体系，有计划开展教师培训，培养与提升行政管理团队，培育骨干教师、首席教师等学科带头人，发放特殊津贴，稳定优秀骨干教师力量。

2.口碑和声誉

口碑和声誉是学校招生利器，也是和政府合作的抓手，这是 K12 学校的门槛护城河。个体户没有能力，财团砸钱投资也未必能让学生考出好成绩。

教育产业核心在于教学质量和服务，好的学校是有口碑积累的优势，越老越值钱，集团运营 18 年积攒了良好的教学口碑，在家长和学生心中占有心智优势。

集团积攒了高质量的口碑，在对外自建学校过程中，地方政府和会优先考虑高质量口碑的投资方，有些地方为了吸引睿见去当地班学，甚至为提供免费土地或补贴，例如辽宁盘锦学校政府提供免费土地使用权，例如四川广安政府提供免费土地使用权。

3.丰富的学校运营和收并购经验

3.1 光正教育利用集团化办学优势，从集团专家资源库选派各学科教研专家指导教学，从集团骨干教师、名师资源库中抽调骨干教师到旗下学校交流任教，实现学术交流、文化融合，促进成长。

3.2 收购或者自建新校，仍能保持高质量教学服务。在扩张新校过程中，新学校在初始运营时依托集团的声誉和运营营销方法招聘新生，通过高质量的教学服务打造持续竞争力。从东莞光明输出校长和和骨干火力支援新学校，以老带新，确保异地高速扩张中保持高质量的教学服务。

在对外收购学校时，优先选择高质量教学服务的学校进行收购，被收购的学校教学质量和口碑和生源非常好，有的是因为原有股东因为其他业务遇到资金问题才出售，例如 2012 年收购原“华南师大嘉玛学校”，学校原有投资方嘉玛集团因为投资湖南房地产深陷资金危机才将学校出售给集团。

3.3 集团项目发展新学校时，争取政府优秀人才支援配套政策，通过政府搭台、政策引导、项目对接、人才交流等方式，集聚吸纳当地一批优秀专业人才和管理人员充实教师队伍。

4.多层次的激励体系

4.1.集团不断建立和完善人才培养和激励机制，通过制定有效的人才培养与开发计划，合理地挖掘、开发、培养教育专业人才和管理队伍：

4.2. 集团对现有管理人才通过股权激励(包括期权及股票)、住房配套等有效措施，稳定管理队伍。

上市前制定了高达 10%的购股权计划，慷慨大股东舍得和雇员利益共享。并于 2017 年设立股权奖励计划奖励管理层。

股权激励				
	日期	股份数量	股份数量	行权价格/HKD
2017 年 1 月 IPO 前购股权计划发出 800 万股	2017/1/3	2400000	吳卓謙先生 2017 年年报 已经行使 2000000 股	0.51
	2017/1/3	2400000	吳卓謙先生 2018 年年报 已经行使 2800000 股	0.51
	2017/1/3	3200000	2019 年年报已经行使	0.51
2017 年 3 月 IPO 后员工期权计划	2017/3/14	1000000	2018 年年报已经行使 1000000 股	1.96
	2017/3/14	1000000	2019 年年报已经行使 1000000 股	1.96
	2017/3/14	1000000	未行使	1.96
截至 2020 年 2 月 29 日累积未发行购股权		197000000		

股权奖励计划： 2017 年 7 月 6 日，十年期：	2017 年财报从二级市场购买 1588000 股用于激励	2018 年 9 月 6 日授予 CEO 李久常 1500000 股 2018 年 9 月 6 日授予执行董事王永春（兼东莞市光明中学总校长）1200000 股 2018 年 9 月 6 日授予雇员 5700000 股
	2018 年财报从二级市场购买 9946000 股用于激励	
	2019 年财报从二级市场购买 170000 股用于激励	

第七部分

睿见 K12 学校未来展望						
省份	城市	学校名称	地皮面积	启用时间	估计未来最大容量/人	2020/2021 估计学校容量/人
广东	东莞（沿海城市）	东莞市光明中小学	16 万平方米以上		18300	18300
		东莞市光正实验学校	19 万平方米		20000	18000
	惠州（沿海城市）	惠州市光正实验学校	64321 平方米		12000	12000
	揭阳（沿海城市）	揭东区光正实验学校	127000 平方米	2017 年 9 月 1 日以 2.24 亿收购 65%股权	18000	7000
	云浮	云浮市光明外国语学校	230000 平方米	2019 年 9 月	10680	3000
	顺德	顺德光正实验学校	98800 平方米	2018 年 2.76 亿购得土地，2020 年 9 月开学	9210	3000
	广州			已经和政府签署框架协议但未落地	0	
	江门 开平	开平市光正实验学校	133000 平方米	2019 年 5 月 2458 万元购土地，预计 2021/2022 启用	8000	
	潮州（沿海城市）	潮州市光正实验学校	133000 平方米	2020 年 4 月 15 日开建，预计 2021/2022 学年启用	7500	
	肇庆			已经和政府签署框架协议但未落地	0	
四川	广安	广安光正实验学校	300 亩大约 20 万平方米	2018 年 9 月	9280	2500
	巴中	巴中光正实验学校	210000 平方米	2019 年 9 月	10000	3000

山东	潍坊（沿海城市）	潍坊光正实验学校	104758 平方米		8000	4000
		潍坊潍州外国语学校	25300 平方米	2018 年 5 月 31 日 1.11 亿收购并表	2200	2200
福建	漳浦（沿海县域）	漳浦龙成学校	67000 平方米	2018 年 11 月 1.83 亿收购并表	3500	3000
辽宁	盘锦（沿海城市）	盘锦光正实验学校	206340 平方米		6200	4000
未来同时发展轻资产学校，托管和管理						
	总计				142870	77000

第八部分

未来高教业务介绍

四川巴中学校:

2020年7月11日,巴中经开区与广东光正教育集团在成都签署巴中光正科技学院建设项目投资协议。根据协议,广东光正教育集团拟投资30亿元,在巴中经开区投资建设民办高等院校巴中光正科技学院,学院规划占地1500亩,计划分三期建设,建成投入使用后可容纳在校生18000人。

四川宜宾学校:

2020年7月7日上午,广东光正教育集团与我区在市政府八楼会议室签订战略合作协议,计划投资20亿元在我区建设光正科技学院。

宜宾高职园正在建设成为中国首个“产教体景城”融合发展的高职园区,是国家产教融合新示范、川南产业发展新支撑、宜宾双城建设新引擎。目前,规划职业院校10所,人口约10万人。

东莞学校:

集团已计划于广东省东莞市建设一所民办高等教育学院(暂称“东莞市光正科技学院”),主要培训大专学生以具备该企业及相关行业所需技能。集团已分别与哈尔滨工业大学及哈工大大数据集团各自订立合作协议。根据合作协议,为支持科技学院的建设和发展,哈工大大数据集团将负责(其中包括)设计科技学院的课程、大纲及教学计划,以及组成专业的教学团队。

等待东莞市地方政府的若干批准,集团正获取一块位于东莞市的土地,该土地的总占地面积约为800亩(相当于约53.3万平方米),预期可容纳最多约1万名学生。

东莞学校将和哈工大合资,睿见用银行贷款发展,学校由睿见控股。

第九部分

风险提示

1. 政策风险
2. 学校突发事件风险
3. 大股东风险
4. 管理团队流失风险
5. 教学和考试成绩变差风险
6. 资金流断裂风险
7. 社会事件例如疫情瘟疫

第十部分

盈利预测

学生人数预测： 2020 春季学期实际学生人数为 60116 人，按照估计 2020/2021 学期预计有 77000 人，推算 2020 年新学期人数比 2019/2020 下学期增长 28.8%。

下一财年 2020/2021 收入和利润预测：

基于 2019/2020 全年生均学费和住宿费 21146 元。根据 2020 年半年报推测出半年生均配套费用为 4325 元则全年生均配套费用为 8650 元。

公司 2020 年 7 月 22 日公告新学期涨价公告，整体涨价幅度为 9%-38%，其中东莞光明中小学和东莞光正涨幅为 16%-24%。

假设（2020/2021）全年生均学费和住宿费整体增长 8%则为 22837 元。假设新学期全年学生数量 77000 人，则下一财年学费住宿费收入为 17.6 亿元，假设生均配套费用仍然是 8650 元，则下一财年配套费收入为 6.7 亿元。 $17.6 \text{ 亿元} + 6.7 \text{ 亿元} = 24.3 \text{ 亿元}$ 。

盈利预测： 假设 2020/2021 营收 24.3 亿元，2020 年 H 半年报 30.9%核心净利润率假设学费涨 8%核心净利润率上升 3 个点到 33.9%，则下一财年核心净利润为 8.24 亿元，假设财务费用 1 亿元则净利润为 7.24 亿元

下下财年 2021/2022 收入和利润预测：

假设（2021/2022）全年生均学费和住宿费在 2020/2021 的 22837 元的基础上上升 5%则为 23979 元。假设云浮/江门开平学校按计划顺利开学/潮州新学校按计划顺利开学/顺德光正/广安光正/巴中光新学都增加 1500 人，则一共增加 9000 人，则 2021/2022 学年 86000 人，下一财年学费住宿费收入为 20.6 亿元，假设生均配套费仍然是 8650 元，下一财年配套费收入为 7.4 亿元。 $20.6 \text{ 亿元} + 7.4 \text{ 亿元} = 28 \text{ 亿元}$ 。

盈利预测： 假设 2021/2022 营收 28 亿元，在学费住宿费上升 5%的基础上假设核心净利润率和 2020/2021 年的 33.9%相同，则下下财年核心净利润为 9.5 亿元。假设财务费用 1 亿元，则净利润为 8.5 亿元

结论： 由于广安巴中宜宾高校业务还在规划阶段，虽然暂时不考虑估值，但为未来持续高速增长提供业务。公司通过运营学校积攒了巨额的土地地皮和建筑房屋。这些随着时间成长为优质隐蔽资产，虽然暂时不考虑估值，但是长期投资睿见，这些资产提供了估值安全垫和潜在获益机会。

目标价格 HKD8.2 元。 按照下下财年 2021/2022（2021 年 9 月 1 日至 2022 年 8 月 31 日）K12 业务 8.5 亿元预测净利润，给予 18PE，目标市值 RMB153 亿元，折合 HKD168 亿，按照 20.47 亿股折合股价 HKD8.2 元。