



中国春来教育-IPO点评

报告摘要

公司概况

- ▶ 春来教育是中国河南省的民办教育服务集团，成立于 2004 年，在河南省经营三所院校（即商丘学院、安阳学院及商丘学院应用科技学院）并参与湖北省一所院校（即长江大学工程技术学院）的运营。集团整体入学人数稳定增长，在校生总数从 2014/2015 学年的 29,673 人增至 2017/2018 学年的 45,210 人。公司本科学生平均学费为 1.28 万，专科学生平均学费为 6200 元。
- ▶ 2015-2017 财务年度，春来教育营收稳步上涨，营收分别为 3.03 亿元、3.78 亿元、4.6 亿元。经调整净利润亦持续增加，分别为 0.76 亿、0.88 亿和 1.54 亿。集团利润率方面略有波动，毛利率分别为 62%、61.7% 和 63.1%，净利率分别为 22.6%、23.3% 和 33.6%。

行业状况及前景

- ▶ 中国高等教育行业规模在不断增长，从 2011 年的 6880 亿增长到 2017 年 10602 亿，复合年增长率 7.5%。预计到 2021 年会进一步增长至 13952 亿，2017 至 2021 年复合年增长率 7.1%。中国民办高等教育行业规模由 2011 年的 646 亿稳定增长至 2017 年的 1037 亿，复合年增长率 8.2%，预计到 2021 年可以增长至 1390 亿，2017 至 2021 年复合年增长率 7.6%。
- ▶ 中国民办高等教育招生总数从 2011 年的 510 多万人增长至 2017 年的 680 多万人，复合年增长率 5%，预计到 2021 年人数可以达到 800 多万人，2017 至 2021 年复合年增长率 4.3%

优势与机遇

- ▶ 公司是中国民办普通高等教育的领先提供商，按照 2017/2018 学生规模计算，春来教育在华中地区排名第一及全国排名第四。学生就业率高远高于中国高等教育的整体平均水平。
- ▶ 统一及高效的管理制度使公司业务具有复制性，预计于不久的将来完成对长江大学的收购。

弱项与风险

- ▶ 需要面对 2016 年决定及 2018 年司法部《征求意见稿》所带来的政策不确定性。
- ▶ 可能无法将长江大学工程技术学院登记为营利性民办学校，或根据当前形式的司法部《征求意见稿》办理相关程序或取得政府登记，完成收购

投资估值

- ▶ 根据招股定价 (2.08-2.98 港元) 和 2017 净利润人民币 1.5 亿计算，发行后市值 24.9-35.7 亿港元，对应公司 2017 年全面摊薄 PE 为 14.5-20.8 倍，与行业平均估值相近。
- ▶ 春来教育经营三所大学，均可提供本科、大专教育，资质优越。但是《征求意见稿》对行业及公司发展有很大不确定性影响，导致教育行业投资情绪下降，给予 IPO 专用评级“6”。

IPO 专用评级: 6

-- 评级分为 0 至 10, 10 为最高

-- 评级基于以下标准:

1. 公司营运 (0-3): 2
2. 行业前景 (0-3): 2
3. 招股估值 (0-2): 1
4. 市场情绪 (0-2): 1

报告日期: 2018-09-4

主要发售统计数字

上市日期	9 月 13 日
发行股数 (百万股)	300
-- 当中旧股数目及占比	0.0%
发行后总股本 (百万股)	1200
发行价范围 (港元)	2.08-2.98
发行后市值 (百万港元)	2496-3576
备考预测盈利 (百万港元)	
备考预测全市盈率 (倍)	
备考每股净资产 (港元)	0.99-1.2
备考市净率 (倍)	2.1-2.48

保荐人: 中信里昂證券有限公司
 账簿管理人: 中信里昂證券有限公司、尚乘環球市場有限公司、原銀證券有限公司及首控證券有限公司
 会计师: 德勤

资料来源: 公司招股书

王强 行业分析师
 +852 2213 1422 jimmywang@eif.com.hk

客户服务热线

香港：2213 1888 国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司（安信国际）编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及 / 或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1% 或完全不拥有该上市公司的财务权益。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010