

卓越教育集团 (3978 HK)

China Beststudy Education Group

公司简介：

卓越教育是华南地区最大及全国第五大K12课外教育服务提供商(按2017年的招生总人次及收益计算)。主要提供多元化的K12课外教育服务及产品，包括优学项目、英才项目及全日制备考项目。截至2018年6月30日，公司分别拥有内部研发团队501名员工和2,750名全职教师教师，并成立「卓越大学」，为教师制定及提供培训计划。

中泰观点：

提高市场渗透率，开设新教育中心 根据弗若斯特沙利文报告，华南地区K12课外教育服务市场收益总额快速增长，由2013年的人民币427亿元增至2017年的人民币682亿元，复合年增长率为12.4%，且预期将于2022年达致人民币1,154亿元，自2017年至2022年的复合年增长率为11.1%。预计未来五年K12课外教育招生总人次将由2017年的32.4百万名，大幅增至2022年的322.7百万名，公司计划未来三年内在广东省及华南开设约150间新教育中心，以提升市场份额。另外，在过去三年间新开设教育中心利用率亦较行业平均的高，于2015年开设的新教育中心利用率分别为44.9%、65.0%和79.6%，对比行业平均的40%、45%和50%，显示公司的营运效率较同业高。我们对公司前景感到乐观，未来的增长动力主要来自：(1) 学生基数庞大；(2) 考试竞争激烈；(3) K12课外教育的开支增加。

经营业绩方面，2015-2017年公司营收稳健增长，分别为7.6亿元、9.0亿元和11.4亿元人民币，主要受益于总辅导费和总辅导课时上升。小班辅导和个性化辅导的平均每小时辅导费分别从2015年的59元/202元人民币增至2017年的64元/226元人民币；总辅导课时则从2015年的约7,472千小时增加至2017年的约11,180千小时，复合年增长率为22.3%。过去三年，行政开支持续上涨，分别为99.2百万、123.3百万和177.9百万元人民币，主要因行政人员的薪金及股份薪酬上升所致。期内溢利分别为7.1亿元、5.8亿元和7.5亿元，净利润率分别为9.28%、6.47%和5.76%。

估值方面，按全球公开发售后的8.5亿股本计算，对应市值为18.7-24.6亿港元，对应17年市盈率为22.0-28.9之间，发售后市净率为2.72至3.09，总体而言估值低于同行。盈利能力方面，17年的ROE为16.6%，处于同行公司平均水平；ROA为6.5%，低于行业平均水平。综合公司的行业地位，业绩情况与估值水平，我们给予其70分，评级为「申购」。

风险提示：(1) 教育政策变动；(2) 教育行业竞争激烈；(3) 人员成本上涨；(4) 地域集中风险

收入分部明细：



来源：公司资料，中泰国际研究部

同业比较：

股票名称	已知财年	市值 (亿港元)	收入 (亿港元)	净利润 (亿港元)	净利率 (%)	总资产回报率 (%)	权益回报率 (%)	历史市盈率 (倍)	历史市净率 (倍)
卓越教育 (3978 HK)	12/2017	18.7-24.5	11.4	27.4%	14.4%	5.76%	6.5%	16.6%	22.0-28.9
好未来教育集团 (TAL US)	02/2018	152.03	133.82	64.4%	69.8%	11.6%	9.0%	18.6%	61.23
新东方教育科技集团 (EDU US)	05/2018	86.5	191.4	36.0%	7.9%	12.1%	7.3%	13.7%	28.60
精英汇集团 (1775 HK)	07/2018	3.3	4.1	8.4%	-24.8%	6.3%	13.9%	19.8%	9.73

来源：公司资料，彭博，中泰国际研究部；附注：1) 回报率及负债比率并未考虑上市后集资所得等因素；2) 市盈率及市净率已考虑上市后集资所得等因素

中泰国际研究部

2/F, 8/F and 9/F, No.238 Des Voeux Road Central, Central, Hong Kong

香港中环德辅道中 238 号 2 楼, 8 楼及 9 楼

Tel: (852) 3979-2985 Fax: (852) 2769-5966

申购意见： 申购

中泰评分：

单一项目评分：(20 分为满)	综合得分：(100 分为满)
公司成长性：14	70
估值水平：14	
市场稀缺性：15	
保荐人往绩：15	
市场氛围：12	

注：详细定义请参考正文之后的声明

招股概要：

公开发售价：HK\$ 2.20-2.90	总发行数股：151,400,000 股
每股股数：1,000 股	公开发售：15,140,000 股
每手费用：约 HK\$2,929	国际发售：136,260,000 股
公司市值：HK\$18.7-24.6 亿	截止认购日：12 月 17 日
保荐人：招商证券 (香港)	分配结果日：12 月 24 日
发售后主要股东：Elite BVI、Texcellence BVI 和 Jameson Ying BVI (合共占 53.88% 控股权)	正式上市日：12 月 27 日

集资用途：

以发行价 HK\$2.55 计算，集资净额约 365.2 百万港元	
用于拓展业务网络	50%
用于寻求战略联盟及收购	30%
用于提高教学质量	20%

主要财务及估值摘要：

(千人民币元)	2015 年	2016 年	2017 年	2017 年 6 月 30 日止 六個月	2018 年 6 月 30 日止 六個月
营业收入	759,991	896,131	1,141,701	561,298	723,116
毛利	315,614	376,319	482,750	244,868	305,901
除税前溢利	108,984	85,923	112,782	51,051	113,300
期内溢利	70,517	58,018	65,809	27,685	82,823
毛利率	41.53%	41.99%	42.28%	43.63%	42.30%
税前利润率	14.34%	9.59%	9.88%	9.10%	15.67%
净利润率	9.28%	6.47%	5.76%	4.93%	11.45%

经调整每股盈利 (2017 年) 0.09 港元

发售后经调整每股有形资产净值 0.81-0.94 港元

来源：公司资料，中泰国际研究部

(年结日为 12 月 31 日)

分析师：

许汉豪 (Norman Hui)

电邮：norman.hui@ztsc.com.hk

新股申购评级

以新股综合评分总得分为基准，从五方面来评估股份的投资价值：

- 1· 公司成长性评分： 1-20 分，20 分为最高分
- 2· 估值水平评分： 1-20 分，20 分为最高分
- 3· 市场稀缺性评分： 1-20 分，20 分为最高分
- 4· 保荐人往绩评分： 1-20 分，20 分为最高分
- 5· 市场氛围评分： 1-20 分，20 分为最高分

综合评分总得分 = (市场氛围评分 + 公司成长性评分 + 估值水平评分 + 市场稀缺性评分 + 保荐人往绩评分) 之总和

积极申购： 综合评分总得分 \geq 85 分

申购： 70 分 \leq 综合评分总得分 $<$ 85 分

中性： 50 分 \leq 综合评分总得分 $<$ 70 分

回避： 综合评分总得分 $<$ 50 分

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司 - “中泰国际” 分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要作出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。