

成实外教育 (1565 HK)

立足成都，深耕四川

成实外教育集团于四川省经营民办教育超过 18 年，从 1999 年有第一届高中毕业生以来，共培养出 7 位四川省高考状元，3 位成都市高考状元，办学成果斐然。集团 2017 年开始扩张至四川省除成都市以外地区，并尝试轻资产模式扩张，截至 2018 年 12 月，集团共有 16 间运营中学校。

立足成都深耕四川，进入校网快速扩张期

成实外集团于 2000 年以内部资金投资进军教育产业，2000 年以联合学校出资人的身份成立成都外国语学校，2002 年以唯一学校出资人的身份成立成都实验外国语学校，2016 年登陆港股主板上市，彼时集团共有 6 所运营中学校。2017 年 9 月，集团有 8 所新学校投入运营，将校网扩展到四川省除成都市以外的城市——攀枝花、自贡。2018 年 9 月，集团有 2 所位于四川省渠县的学校投入运营，截至 2018 年 12 月 6 日，集团共有 16 所运营中学校。在 2017 年扩展校网之前，集团旗下 6 所学校利用率接近 100%，2017 年 8 所新校投入后，由于首年运营学校只招收各个学段的第一年学生，故集团整体利用率降到 65%，未来利用率会逐步上升。

状元的摇篮

集团旗下学校自从有高中毕业生以来培养出 7 位高考省状元，3 位高考成都市状元，每年都有 100 多名高中毕业生被保送至北京大学、清华大学、北京外国语大学、上海外国语大学等中国名校，近五年有 200 多名高中毕业生被世界顶尖大学，包括哈佛、斯坦福、布朗大学、加州大学伯克利分校等录取。2018 年高考，集团旗下高中毕业生（截至 2017 年 6 月 30 日集团共有 6151 名高中生，据推测 2018 年高中毕业生约 2000 名）有 37 名获北京大学、清华大学录取。

2018 年 9 月新学期招生情况良好

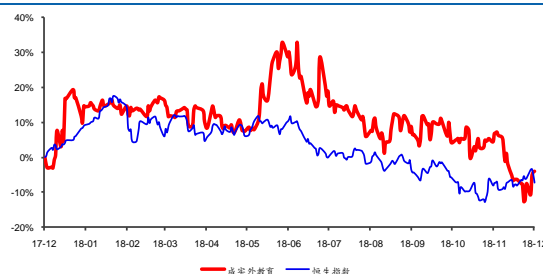
截至 2018 年 9 月 1 日，成实外集团旗下学校在校人数 45779 人，同比增长 18.3%。其中高中学生同比增长 30.5% 至 10292 人，轻资产学校在校人数同比大增 49.5% 至 11140 人。截至 9 月 1 日，集团与第三方业务伙伴（如地方政府、中国知名房地产上市公司及地方城市著名的民营企业）合作运营的轻资产学校共 11 间，包括高新西区校区，该学校出资人由本集团拥有 20% 权益。而 2019-2020 年集团与地方政府、地产公司合作以轻资产模式开设的学校将提供 27000 余名学生容量，这支持未来几年集团在校人数将维持较高增速。

盈利预测及估值

香港	教育行业 民办高等教育
2018 年 12 月 17 日	中性
目标价	HKD4.26
收盘价 (6 Dec. 18)	HKD4.10
上升/下降空间	4%
恒生指数	26156.38
总市值 (HKD 亿)	129
52 周最高/最低 (HKD)	5.81/3.65

资料来源：Wind，国信证券香港研究部

近一年股价涨跌幅



资料来源：Wind（截至 2018-12-06 收盘），国信证券（香港）研究部

主要财务比率

	2016	2017	2018H1
毛利率	47.29%	47.66%	48.53%
净利率	36.26%	32.83%	37.06%
ROA	8.87%	7.13%	4.74%
ROE (摊薄)	11.87%	11.5%	7.66%
资产负债率	39.39%	38.96%	38.87%

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

我们预计成实外集团 2019/2020、2020/2021 学年在校生人数按 14.2%、14.8%增速同比增长，我们预计集团 2018、2019、2020CY 营收分别按年增长 32.7%、30.5%、26.5%；净利润同比增长 28.9%、17.1%、31.3%；EPS 分别为人民币 0.128、0.150、0.197 元；根据成实外教育集团未来几年扩张预期，我们给予公司 25 倍 2019CY 市盈率，对应股价 4.26 港币。（按照 1 港币=0.88 人民币换算）

风险提示

政策性风险

新校招生不及预期

集团股权相对集中，成交不活跃

报告正文

立足成都深耕四川，进入校网快速扩张期

成实外集团于 2000 年以内部资金投资进军教育产业，2000 年以联合学校出资人的身份成立成都外国语学校，2002 年以唯一学校出资人的身份成立成都实验外国语学校，2016 年登陆港股主板上市，彼时集团共有 6 所运营中学校。2017 年 9 月，集团有 8 所新学校投入运营，将校网扩展到四川省除成都市以外的城市——攀枝花、自贡。2018 年 9 月，集团有 2 所位于四川省渠县的学校投入运营，截至 2018 年 12 月 6 日，集团共有 16 所运营中学校。在 2017 年扩展校网之前，集团旗下 6 所学校利用率接近 100%，2017 年 8 所新校投入后，由于首年运营学校只招收各个学段的第一年学生，故集团整体利用率降到 65%，未来利用率会逐步上升。

表 1 集团旗下运营学校

学段	成立时间
学前教育	
成都金牛区成外附小幼稚园	2007
自贡成外附小幼稚园	2017
小学	
成都外国语学校附属小学	2003
成都实外新都五龙山学校	2017
成都市实验外国语学校附属小学	2017
自贡成都外国语学校（小学）	2017
成都外国语学校附属小学（高新美年校区）	2017
中学	
成都外国语学校	2000
成都市实验外国语学校	2002
成都市实验外国语学校（西区）	2003
成都外国语学校高新校区	2017
成都市实验外国语学校五龙山校区	2017
成都实外新都五龙山学校	2017
攀枝花市成都外国语学校	2017
自贡成都外国语学校（初中）	2017
自贡成都外国语学校高级中学	2017
渠县成都市实验外国语学校	2018
渠县成实外高级中学	2018
高等教育	
四川外国语大学成都学院	2004

数据来源：公司公告，国信证券（香港）研究部

集团还以轻资产模式与地方政府、房地产公司合作办学，合作模式多为政府/地产公司提供学校用地，负责兴建设施、土地及楼宇并提供有关校舍及设施，成实外集团则负责学校的运营。

表 2 成实外集团建设中学校

与地方政府合作			
预计启用时间	校区	学段	容纳学生人数
2018.09	渠县校区	初、高	4000
2019/09	雅安校区	初、高	2700
与房地产公司合作			
预计启用时间	校区	学段	容纳学生人数
2019.09	德阳	学前+K12	7480
2019.9	龙湖西宸原著校区	小学	1890
2020.9	泸州校区	学前+K12	5700
2020.9	新津	学前+K12	5280
合计容纳学生人数			27050

数据来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

海外合作

集团与排名第 59 位（根据 2019 年 QS 世界大学排名）及澳大利亚八所主要大学之一的莫纳什大学的附属公司于 2018 年 4 月日签订教育合作协议，据此，双方同意于中国西南部设立专属合作教育课程。课程主要涵盖透过一项课程独家权限证协议而开设，主要涵盖大学前教育课程，并为莫纳什大学的课程毕业生提供有保障的升学途径。本集团预期该项目将于 2019 年 1 月开始招收学生。

状元的摇篮

集团的办学可谓成果斐然。集团旗下学校中考、高考成绩一直名列成都市前茅，中考重点率达 82% 以上，2018 年高考本科上线率达到 100%，重点率达 97%。学校自 1999 年有首届高中毕业生以来，一共获得过七届四川省高考第一名（1999 年、2000 年、2003 年、2004 年、2009 年、2010 年、2017 年），三届成都市高考第一名（2006 年、2011 年、2014 年）。学校在 2014 年清华大学对全国中学排名中入围前二十，是北京大学博雅人才计划、清华大学领军人才计划、香港大学拔萃人才计划等名校在川招生的优质生源基地，近年来有近 200 位学子考入以上名校。

注：成都外国语学校于 2000 年成为集团旗下民办学校，但这所学校实际建立于 1989 年，是教育部批准的具有保送资格的外国语学校、国家拔尖创新人才培养试点学校、全国安全教育先进单位。2000 年 9 月，在中共成都市委、成都市人民政府支持下，四川德瑞企业发展有限公司完成投资建设新址，成都外国语学校改为民办公助学校，并与四川国际学校合署办公，实行“一套班子、两块牌子”模式。同年，被成都市教育局批准为“成都市重点中学”。

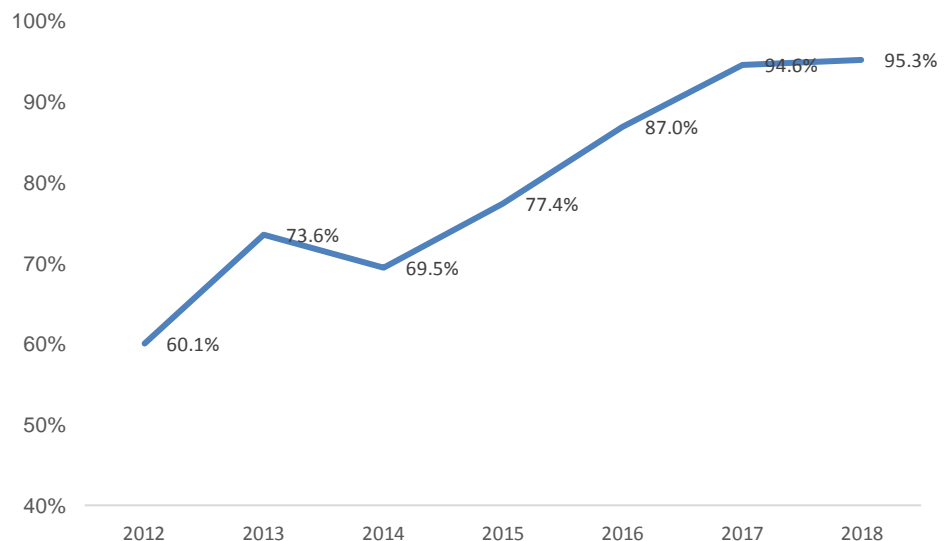
2012 年 9 月 1 日，四川德瑞企业发展有限公司收购所有国有股份，成都外国语学校改为成都

市教育局直属自收自支民办完全中学，设有初中部、高中部、国际部，设有英语、日语、法语、德语4个外语语种。

成实外学子不仅遍及国内名校，还遍布于包括哈佛、耶鲁、牛津、普林斯顿、洪堡等国外知名学府。近五年学校共有200余名学生被海外名校录取，其中，2013年范韵秋同学凭借自己优异的德语成绩获得了德国政府授予的DAAD奖学金。当年中国仅有6名学生获得，范韵秋是西南片区第一次获得此奖学金的同学。2017年高2014级学生廖拂晓同学再次获此殊荣。2015年全世界竞争最激烈之一、素有“本科生的诺贝尔奖学金”的罗德奖学金首次登陆中国大陆，2012年毕业于我校就读于北大法学院的张婉愉同学成为中国四位奖学金得主中得一位，每年享受48万元人民币的奖学金到英国牛津大学深造。2018年张婉愉再次在20个国家的49名学生中脱颖而出，获得斯坦福大学-亨尼斯学者奖学金，全中国仅有一位获奖者。

(以上数据来自公司官网)

图3 成实外集团旗下高中毕业生高考成绩达到中国顶尖大学录取分数线率一路提高



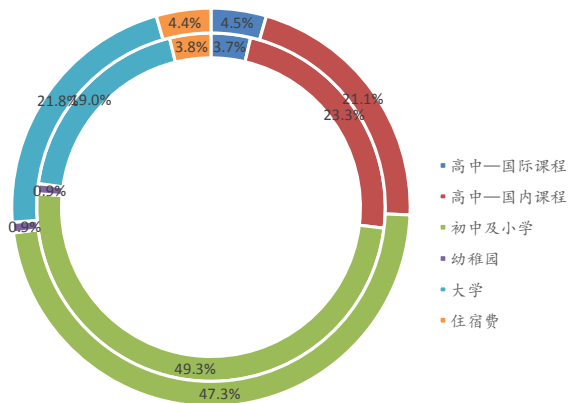
数据来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

注：中国顶尖大学主要包括北京大学、清华大学、复旦大学、浙江大学及上海交通大学等学校

核心运营数据

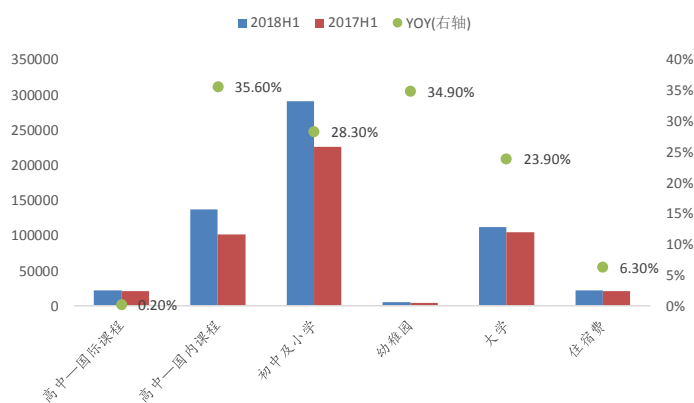
集团目前收入以小学和初中阶段为主，占比接近一半，而随着未来高中学校的开设，高中占比将逐步提升。集团运营状况良好，毛利率、核心纯利率持续上升。

图4 收入结构 (内圈为 2018H1 数据, 外圈为 2017H1 数据)



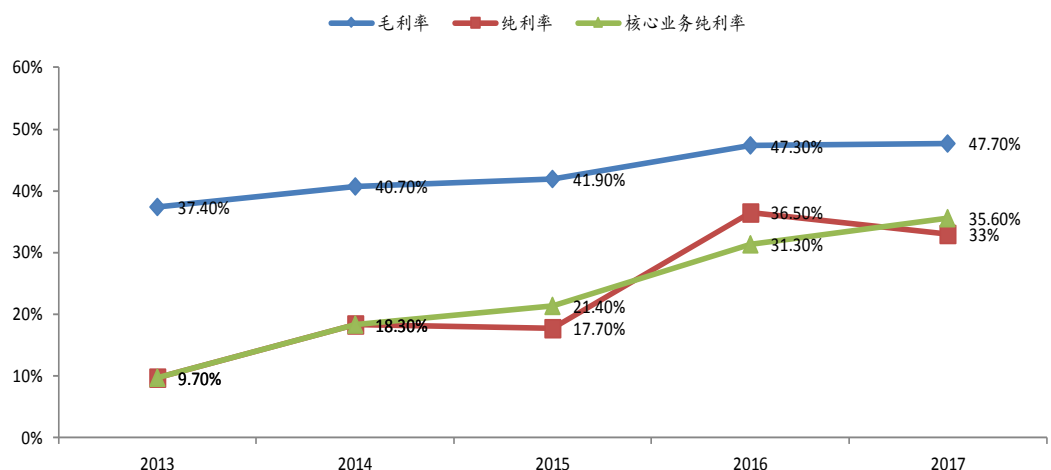
数据来源:上市公司公告, 国信证券(香港)研究部

图5 高中国内课程及学前教育阶段收入增速最高



数据来源:上市公司公告, 国信证券(香港)研究部

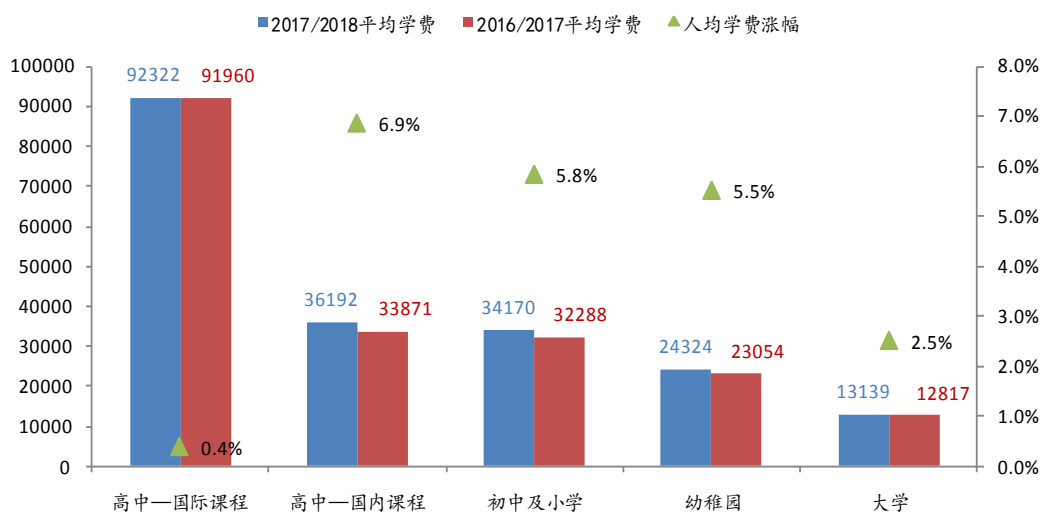
图6 成实外集团毛利率、纯利率持续提升



数据来源:上市公司公告, 国信证券(香港)研究部

注:核心业务纯利乃按年内溢利及就并不反映本集团经营业绩的汇兑收益或亏损及就上市开支作出调整后计算得出

图7 成实外集团各学段人均学费及同比涨幅

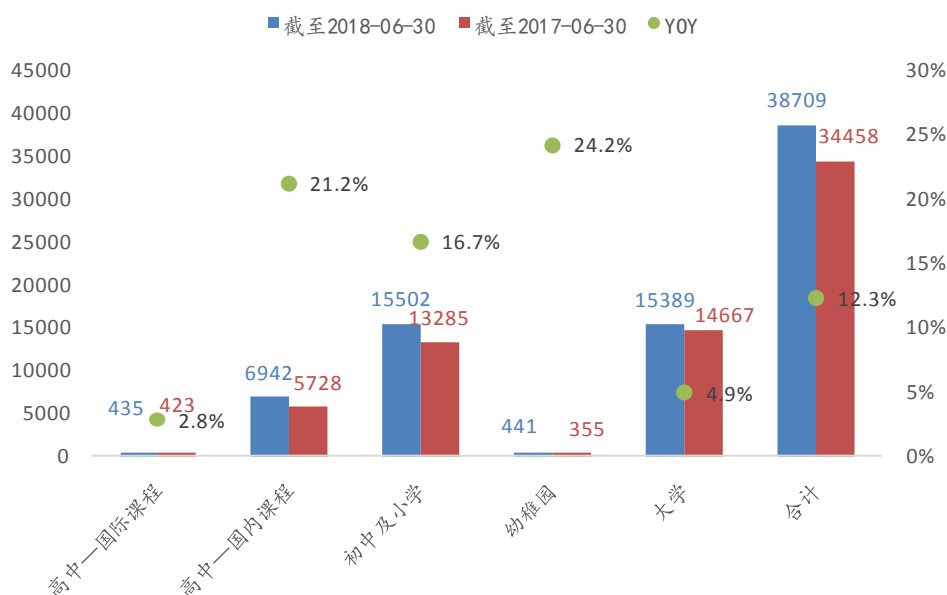


数据来源:上市公司公告, 国信证券(香港)研究部

2018年9月新学期招生情况良好

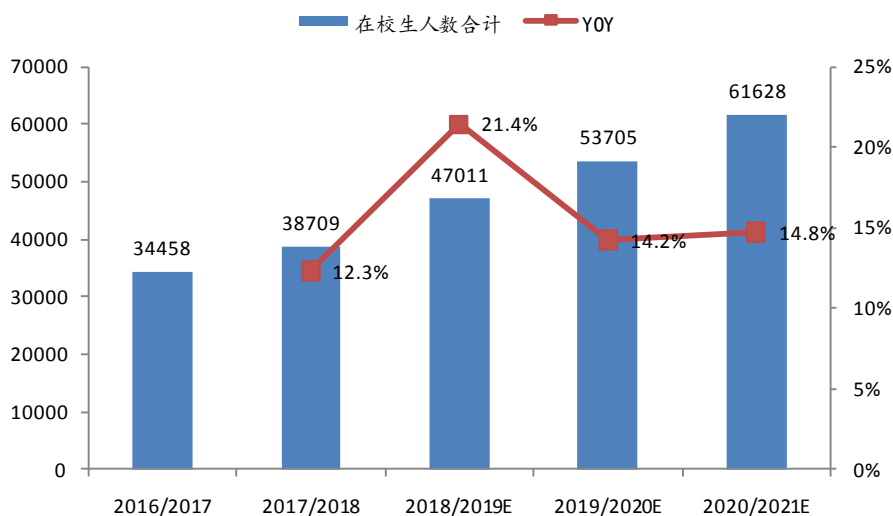
截至2018年9月1日，成实外集团旗下学校在校生人数45779人，同比增长18.3%。其中高中学生同比增长30.5%至10292人，轻资产学校在校生人数同比大增49.5%至11140人。而截至2018年6月30日，集团共有38709名在读学生，包括23320名学前教育至12年级学生及15389名大学生。截至2018年9月1日，集团与第三方业务伙伴（如地方政府、中国知名房地产上市公司及地方城市著名的民营企业）合作运营的轻资产学校共15间，包括高新西区校区，该学校出资人由本集团拥有20%权益。而2019-2020年集团与地方政府、地产公司合作以轻资产模式开设的学校将提供27000余名学生容量，这支持未来几年集团在校生人数将维持较高增速。

图8 各阶段学生人数及同比增长率



数据来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

图9 成实外教育在校生人数预测



数据来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

成实外教育股东情况

成实外控股股东为严玉德及其家人，严玉德、王小英夫妇通过 Virscend Holdings 持有成实外 41.84% 股权，而他们的女儿通过 Happy Venus 拥有成实外集团 5.78% 权益，即严氏家族合共持有集团 47.62% 股权。第三大股东中国首控集团是公司上市后通过二级市场进入，上市时的基础投资者东方资产管理和中国中车旗下控股的中车香港，已全部退出。

表 3 成实外大股东（截至 2018 年 6 月 30 日）

姓名/名稱	身份/權益性質	股份數目	好倉/淡倉	所持本公司 股權概約百分比 (%)
Virscend Holdings ⁽¹⁾	實益擁有人	1,292,456,045	好倉	41.84
中國銀行有限公司	證券權益	458,876,100	好倉	14.86
中國首控集團有限公司 ⁽²⁾	實益擁有人 於受控制法團的權益	407,673,000	好倉	13.20
Happy Venus Limited ⁽³⁾	實益擁有人	178,572,129	好倉	5.78
嚴弘佳女士 ⁽³⁾	於受控制法團的權益	178,572,129	好倉	5.78

数据来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

表 4 首控集团主要增持成实外股份情况

时间	股份数量	每股对价/hkd	总价/亿港元	收购类型
2016.6	1.06亿股	3.8	4.028	公告收购
2017.5	1.8亿股	5.09	9.18	公告收购
2017.12	1484.6万股	4.4513	0.661	二级市场增持
2017.12	634.2万股	4.984	0.316	二级市场增持

数据来源：公司公告，国信证券（香港）研究部

成实外上市募集资金 19.32 亿港元（扣除报销费用及相关开支），这笔资金已经用完，其中 49.1% 用于开设及收购新学校，21.3% 用于偿还短期银行借款，20.4% 用于成立教师及员工培训与发展中心，9.2% 用于营运资金及一般企业用途拨付。

盈利预测及估值

成实外上市以来一直享受高估值，民促法实施细则送审稿出台后对整个板块估值造成显著压力，但成实外的估值水平依然高于同行。

图9 成实外教育上市以来PE



数据来源：Wind，国信证券（香港）研究部

表5 行业估值对比

代码	名称	总市值/亿港币	PE/TTM	PE/2018E	年初至今涨跌幅%
1317.HK	枫叶教育	102.8	16.5	17.1	-23.4
1565.HK	成实外教育	126.6	31.2	28.9	-16.6
6068.HK	睿见教育	66.6	18.7	18.5	-29.9
6169.HK	宇华教育	106.4	17.4	19.0	-15.1
1773.HK	天立教育	28.4	15.1	12.9	-57.1
平均			19.8	19.3	-28.4

数据来源：Wind（截至2018-12-06收盘），国信证券（香港）研究部

我们预计成实外集团 2019/2020、2020/2021 学年在校生人数按 14.2%、14.8%同比增速增长，预计集团 2018、2019、2020CY 营收分别按年增长 32.7%、30.5%、26.5%；净利润同比增长 28.9%、17.1%、31.3%；EPS 分别为人民币 0.128、0.150、0.197 元；根据成实外教育集团未来几年扩张预期，我们给予公司 25 倍 2019CY 市盈率，对应股价 4.26 港币。（按照 1 港币 = 0.88 人民币换算）

表 5 利润表预测

			2016	2017	2018E	2019E	2020E
	ccy	u	FY	FY	FY	FY	FY
Revenues	CNY	thd	827205	952767	1264285	1649569	2087139
COGS	CNY	thd	-436015	-498702	-663750	-866024	-1095748
SG&A	CNY	thd	-71871	-110552	-151714	-197948	-250457
Other operating income (expense)	CNY	thd	6037	6418	81128	7500	8000
Subtotal	CNY	thd	325356	349931	529949	593097	748935
EBIT	CNY	thd	325356	349931	529949	593097	748935
Equity earnings (losses)	CNY	thd	0	645	-1054	-1054	-1054
Interest & investment income	CNY	thd	3465	3380	4412	7500	7500
Interest expense	CNY	thd	-54291	-38311	-77490	-90647	-90647
Other non-operating income (expense)	CNY	thd	42927	0	-40000	3000	3000
Earnings before extra-ordinary items	CNY	thd	317457	315645	415817	511895	667733
NON-recurring profit and loss items			4567	6432	0	0	0
Earnings before taxes	CNY	thd	322024	322077	415817	511895	667733
Income taxes	CNY	thd	-19863	-7212	-29107	-35833	-46741
Minority interest	CNY	thd	145	-8491	-13720	-13720	-13720
Net profit from discontinued operation			0	0	0	0	0
Net income (loss)	CNY	thd	302306	306374	394885	462343	607272
EPS - Split Adjusted	CNY	units	0.099	0.099	0.128	0.150	0.197
EPS - As Reported	CNY	units	0	0	0	0	0
Shares outstanding - Weighted Average - Split Adjusted		thd	3046900	3088761	3088761	3088761	3088761

数据来源：公司公告，国信证券（香港）研究部

风险提示

政策性风险

新校招生不及预期

集团股权相对集中，成交不活跃

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

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

investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are 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。