

睿見教育 (6068 HK)

價值吸引，重申買入

2020/21 學年自營學校總入學人數增加 12% 至大約 67,162 人。數字符合預期，但學生結構略低於預期。礙於現有容量所限，東莞市光正實驗學校學生人數僅輕微上升，其學費為公司旗下所有學校中第二高。睿見教育現估值為 2021 年度預測市盈率 9.7 倍，低於 K12 教育同業平均的 15.6 倍；公司 PEG 為 0.4 倍，遠低於同業平均的 0.7 倍。我們認為公司當前不合理的低估值具有吸引力。公司最近股價波動，主要因市場憂慮近期政策重申民辦義務教育乃非營利性本質，以及對 VIE 結構的影響，由於相關憂慮已早於 2018 年 11 月公佈的《民辦教育促進法實施條例》（修訂草案）（徵求意見稿）內提及，我們相信公司股價已反映市場憂慮。重申買入。

- **總入學人數符合預期。**公司於 2020/21 年度開學時錄得總入學人數 71,362 人。撇除由公司提供管理服務的獨立第三方學校的 4,200 名新招學生，公司旗下私立學校總入學人數增加 12% 或 7,046 人至 67,162 人，符合我們預期。
- **學生結構略低於預期。**總入學人數增長主要受益於惠州學校強勁的人數增長，因惠州學校的學生人數接近飽和至 14,000 人。礙於現有容量所限，東莞市光正實驗學校僅錄得輕微增長。公司尚未收到其新建校園大樓的防火批文，因而未能擴充宿舍。由於東莞學校的學費為公司旗下所有學校中第二高，學生分佈低於預期下，我們將生均學費收入輕微下降 2%。我們亦下調 2022 年度預測總入學人數 2%。
- **學校管理服務。**公司（透過外商獨資企業）與大約 10 家東莞幼稚園和小學達成管理服務協議。公司將每年向管理學校收取約每位學生 1,000 元人民幣的固定費用，作為提供教師培訓、學生入學培訓，以及學校裝潢意見諮詢的管理費。公司目標 2022 年度學生人數增長 30%。
- **維持買入。**我們下調 2021/22 年度收入預測 1%/3%，以及下調淨利潤預測 3%/7%。考慮到盈利預測更新以及公司配股後的攤薄效應，我們將 2019-22 年度每股盈利年均複合增長率預測由 28% 下調至 25%。目標價由 6.38 港元下調至 5.61 港元，對應 2021 年度預測市盈率 17.4 倍，或 0.7 倍 PEG。**催化劑：**（1）政府批准職業培訓學校項目；（2）政策憂慮消除。**風險：**（1）政策風險；（2）教師成本增加。

財務資料

(截至 8 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入(百萬人民幣)	1,247	1,682	1,799	2,358	2,749
同比增長 (%)	27	35	7	31	17
淨利潤(百萬人民幣)	310	359	465	616	728
每股盈利(人民幣)	0.152	0.172	0.227	0.283	0.334
同比增長 (%)	38	13	32	25	18
市場每股盈利預測(人民幣)	不適用	不適用	0.237	0.289	0.341
市盈率(倍)	17.2	16.4	12.4	9.7	8.2
股息率 (%)	2.5	3.1	3.0	4.1	4.9
市賬率(倍)	2.8	2.7	2.1	1.8	1.6
淨負債率 (%)	47	66	34	29	26

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入（維持）

目標價	HK\$5.61
(此前目標價)	HK\$6.38)
潛在升幅	+79%
當前股價	HK\$3.14

中國教育行業

葉建中, CFA

(852) 3900 0838
albertyip@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬港元)	6,836
3月平均流通量(百萬港元)	33.03
52周內股價高/低(港元)	4.80/ 2.10
總股本(百萬)	2,047.2

資料來源：彭博

股東結構

Mr. Liu Xuebin	42.85%
Ms. Li Suwen	26.29%

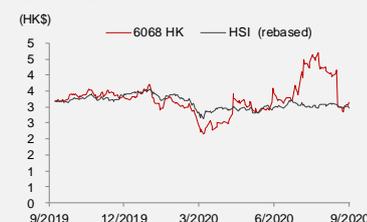
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-27.0%	-25.6%
3-月	-14.2%	-15.5%
6-月	23.1%	14.8%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：德勤

財務分析

利潤表

截止8月底(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售收入	1,247	1,682	1,799	2,358	2,749
學宿費	841	1,145	1,308	1,668	1,969
配套服務	406	536	492	690	780
銷售成本	(702)	(940)	(992)	(1,249)	(1,451)
毛利	545	742	807	1,109	1,298
其他收入	54	33	60	30	30
其他收益及虧損	2	(1)	52	10	15
銷售費用	(19)	(26)	(22)	(26)	(30)
管理費用	(221)	(253)	(266)	(332)	(388)
息稅前收益	360	496	631	792	924
淨財務費用	(11)	(87)	(95)	(98)	(104)
上市費用	0	0	0	0	0
投資物業公平值變動	(3)	1	0	0	0
稅前利潤	346	409	536	693	821
所得稅	(38)	(56)	(86)	(97)	(115)
非控制股東權益	(3)	(6)	(15)	(20)	(22)
淨利潤	310	359	466	616	728

現金流量表

截止8月底(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
息稅前收益	346	409	536	719	886
折舊和攤銷	106	149	171	176	193
運營資金變動	191	(1)	267	245	282
其它	(19)	19	(49)	3	(41)
經營活動所得現金流	623	577	926	1,143	1,320
資本開支	(743)	(904)	(750)	(750)	(750)
收購	(267)	(70)	0	0	0
其它	(338)	(32)	160	19	(81)
投資活動所得現金淨額	(1,349)	(1,006)	(590)	(731)	(831)
股份發行	3	3	481	0	0
淨借貸	1,485	462	(305)	100	100
股息	(122)	(155)	(174)	(219)	(283)
其它	(118)	(141)	(128)	(133)	(138)
融資活動所得現金淨額	1,248	169	(125)	(251)	(321)
現金增加淨額	522	(260)	210	161	168
年初現金及現金等價物	378	911	662	873	1,033
匯兌	11	11	0	0	0
年末現金及現金等價物	911	662	873	1,033	1,201

資產負債表

截止12月底(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流動資產	4,003	4,676	5,648	6,222	6,779
固定資產	2,492	3,036	3,658	4,266	4,853
土地租賃預付款	502	781	0	0	0
預付款	520	631	631	631	631
其它非流動資產	489	228	182	176	172
流動資產	1,468	1,595	1,217	1,412	1,708
現金及現金等價物	911	662	391	551	718
已抵押存款	282	499	499	499	499
預付款	162	97	104	137	164
其它流動資產	113	337	224	225	327
流動負債	1,643	2,480	2,300	2,592	2,891
借貸	282	1,108	629	629	629
合約負債	617	751	982	1,182	1,411
應付款	616	503	546	627	709
其它	128	118	118	129	118
非流動負債	1,851	1,545	2,035	2,110	2,186
借貸	1,847	1,540	1,740	1,840	1,940
遞延收入	0	0	0	0	0
其它	4	4	4	4	4
淨資產總額	1,977	2,247	2,530	2,932	3,410
股東權益	1,911	2,161	2,460	2,882	3,382
少數股東權益	66	86	71	51	29

主要比率

截止12月底	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售組合(%)					
學宿費	67.5	68.1	72.7	71.3	72.1
配套服務	32.5	31.9	27.3	28.7	27.9
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	43.7	44.1	44.8	47.7	47.9
息稅前利潤率	28.9	29.5	35.1	34.3	34.8
有效稅率	11.1	13.6	16.0	14.0	14.0
淨利潤率	24.9	21.4	25.9	26.8	27.5
派息比率	43.5	39.4	40.0	40.0	40.0
資產負債比率					
流動比率(x)	0.9	0.6	0.7	0.7	0.8
資產周轉率(x)	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3
淨負債比率(%)	47	66	39	32	25
回報率(%)					
資本回報率	17.0	17.7	20.2	23.9	25.0
資產回報率	7.0	6.0	6.6	8.0	8.9
每股數據(人民幣)					
每股盈利(人民幣)	0.15	0.17	0.23	0.29	0.36
每股股息(港幣)	0.08	0.10	0.10	0.13	0.16
每股淨資產(人民幣)	0.94	1.06	1.13	1.32	1.55

資料來源：公司及招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監督局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的信息進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。