

睿見教育 (6068 HK)

學生人數低於預期，但內生增長依然強勁

截止9月1日學生人數同比增長17%至60,116，較我們預測低4%。集團目標於下學期爭取更多插班生及增加配套業務收入以提升集團收入增速。我們將FY20/21E淨利潤預測下調6%/4%，並把目標價從5.40港元下調至4.60港元。

- **學生人數低於預期。**集團公佈截止2019年9月1日的學生人數為60,116，較截止2018年9月1日的51,520人增長17%，低於集團的目標人數62,000-63,000，也低於我們預測的62,516人4%。
- **低於預期的原因。**我們認為低於預期的原因有二：(1)揭陽及濰坊學校分別於新學年上調了學費約30%(從小學到高中)及22-24%(初中及高中)，使學生人數保持平淡。(2)受到部份建築工程延誤影響，東莞光明分校人數持平。另一方面，雖然東莞光正學校高中學費增加了42%，但學生人數較我們預期好。集團於四川巴中多了一所新學校，並招收了500-600名學生，表現不俗。
- **提高收入增速的舉措。**集團計劃於下學期爭取招收更多插班生，特別是在三所新學校(佛山、雲浮、巴中)。此外，集團計劃提供更多服務(如課外活動)及提價以增加配套服務收入。
- **估值。**我們將FY20/21E的淨利潤下調6%/4%，以反映FY20/21E學生人數預測下調了4%，並將目標價從5.40港元下調至4.60港元，基於18倍FY20E市盈率(以前是19倍)。我們仍然認為集團具有強勁的內生增長潛力，原因是廣東省為主的擴張策略，及現有學校及新學校的目標最大容量(129,370人)相當於現時學生人數的115%。**催化劑：**(1)學生人數及學費增長優於預期；**風險：**(1)政策；(2)學生人數及學費增長低於預期；(3)教師成本大幅上升。

財務資料

(截至8月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入(百萬人民幣)	979	1,247	1,746	2,068	2,546
同比增長(%)	40	27	40	18	23
淨利潤(百萬人民幣)	200	310	418	477	645
同比增長(%)	30	55	33	14	33
每股盈利(人民幣)	0.110	0.152	0.202	0.229	0.306
同比增長(%)	NA	38	33	14	33
市盈率(倍)	27.8	19.1	15.5	13.7	10.2
股息率(%)	1.6	2.3	2.8	3.1	4.2
股本回報率(%)	3.6	3.1	2.9	2.4	2.1
淨負債率(%)	淨現金	47	44	24	15

資料來源：公司及招銀國際證券預測

買入 (維持)

目標價	HK\$4.60
(此前目標價)	HK\$5.40)
潛在升幅	+32%
當前股價	HK\$3.49

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)	7,145
3月平均流通量(百萬港元)	9.06
52周內股價高/低(港元)	7.48/2.65
總股本(百萬)	2,043.0

資料來源：彭博

股東結構

Mr. Liu Xuebin	45.5%
Ms. Li Suwen	27.9%

資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	6.2%	4.8%
3-月	-7.9%	-6.6%
6-月	-3.0%	6.0%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：德勤

近期報告

“2019/20 學年學費符預期；維持買入” – 2019年7月9日

財務分析

利潤表

截止8月底(百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售收入	979	1,247	1,746	2,068	2,546
學宿費	671	841	1,165	1,362	1,702
配套服務	308	406	582	707	844
銷售成本	(529)	(702)	(952)	(1,133)	(1,361)
毛利	450	545	795	935	1,186
其他收入	11	54	39	21	23
其他收益及虧損	(27)	2	24	1	0
銷售費用	(17)	(19)	(30)	(31)	(36)
管理費用	(126)	(221)	(278)	(317)	(371)
息稅前收益	291	360	550	609	802
淨財務費用	(11)	(11)	(68)	(61)	(50)
上市費用	(10)	0	0	0	0
投資物業公平值變動	0	(3)	0	0	0
稅前利潤	270	346	482	548	752
所得稅	(70)	(38)	(70)	(80)	(109)
非控制股東權益	(0)	(3)	(6)	(8)	(2)
淨利潤	200	310	418	477	645

現金流量表

截止8月底(百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息稅前收益	270	346	482	548	752
折舊和攤銷	73	106	141	173	191
運營資金變動	17	191	300	303	271
其它	36	(19)	56	19	(1)
經營活動所得現金流	396	623	978	1,043	1,212
資本開支	(531)	(743)	(1,035)	(750)	(750)
收購	0	(267)	(183)	0	0
其它	29	(338)	181	49	19
投資活動所得現金淨額	(503)	(1,349)	(1,037)	(701)	(731)
股份發行	808	3	0	0	0
淨借貸	(363)	1,485	0	(176)	100
股息	(49)	(122)	(159)	(193)	(242)
其它	1	(118)	(88)	(80)	(69)
融資活動所得現金淨額	397	1,248	(247)	(449)	(211)
現金增加淨額	290	522	(306)	(107)	270
年初現金及現金等價物	104	378	911	605	499
匯兌	(16)	11	0	0	0
年末現金及現金等價物	378	911	605	499	769

資產負債表

截止8月底(百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	2,728	4,003	4,662	5,239	5,798
固定資產	1,779	2,492	3,125	3,728	4,311
土地租賃預付款	299	502	769	751	733
預付款	163	520	578	578	578
其它非流動資產	486	489	189	181	176
流動資產	604	1,468	1,438	1,345	1,679
現金及現金等價物	378	911	605	499	769
已抵押存款	178	282	550	550	550
預付款	26	162	227	269	331
其它流動資產	23	113	56	27	29
流動負債	1,094	1,643	2,433	2,375	2,764
借貸	155	282	704	282	282
合約負債	423	617	764	951	1,086
應付款	393	616	835	994	1,194
其它	122	128	129	147	202
非流動負債	493	1,851	1,429	1,429	1,529
借貸	467	1,847	1,425	1,425	1,525
遞延收入	14	0	0	0	0
其它	12	4	4	4	4
淨資產總額	1,746	1,977	2,238	2,780	3,184
股東權益	1,746	1,911	2,178	2,728	3,134
少數股東權益	(0)	66	60	52	50

主要比率

截止8月底	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合(%)					
學宿費	68.5	67.5	66.7	65.8	66.9
配套服務	31.5	32.5	33.3	34.2	33.1
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	45.9	43.7	45.5	45.2	46.6
息稅前利潤率	29.8	28.9	31.5	29.4	31.5
有效稅率	25.9	11.1	14.5	14.5	14.5
淨利潤率	20.4	24.9	23.9	23.1	25.3
派息比率	41.0	43.5	43.5	43.5	43.5
資產負債比率					
流動比率(x)	0.6	0.9	0.6	0.6	0.6
資產周轉率(x)	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
淨負債比率(%)	(8)	47	44	24	15
回報率(%)					
資本回報率	15.5	17.0	20.5	19.4	22.0
資產回報率	6.9	7.0	7.1	7.4	9.1
每股數據(人民幣)					
每股盈利(人民幣)	0.11	0.15	0.20	0.23	0.31
每股股息(港幣)	0.06	0.08	0.10	0.11	0.15
每股淨資產(人民幣)	0.86	0.94	1.06	1.29	1.49

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。而過去的表现亦不代表未來的表现，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)2000年英國不時修訂之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

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則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。