

卓越教育 (3978 HK)

K12 課輔剛需不減，區域龍頭估值待重塑

- ❖ **華南最大的 K12 課輔機構。**根據弗若斯特沙利文報告，卓越分別是全國第五大及華南地區最大的 K12 課外教育服務提供商，2017 年市場份額分別為 0.3%/ 1.6%（按收入計算）。憑藉豐富的課程組合和地理優勢，我們預測公司將在 2017-20 財年期間實現 27%/ 30% 的收入/淨利潤複合年增長率，主要受益於學生中心網絡擴張和課程延展下，學生及平均課單價的強勁增長。
- ❖ **捕捉 K12 課輔剛需風口。**弗若斯特沙利文報告指出，中國的 K12 課輔市場規模或在 2017-22 財年複合年增長率達到 11%，並且在 2022 財年達到 7,690 億元人民幣。由於重點大學有限，學生之間競爭激烈，輔之可支配收入增加及二胎政策推出，我們認為 K12 課輔在中國剛需性不減。市場依舊高度分散，城市間差異化大、各自面臨地區內競爭，我們預計卓越能憑藉其先發優勢和知名品牌，受益於穩健增長的課輔市場。
- ❖ **根植大灣區，學校網絡拓展持續推進。**我們看好卓越於大灣區享有的獨特地理優勢（經濟增長強勁、學生基礎龐大和華南地區學生競爭激烈）。借助其品牌效應和高度可複製的商業模式，卓越有望進一步滲透華南地區，并輻射至國內其他地區。得益於網點擴展（每年新開約 50 個培訓中心）及利用率的提升，我們估計，卓越的招生人次/輔導時長將在 2017-20 財年以 23%/ 20% 的複合年增長率增加。
- ❖ **課程延展釋放提價空間。**我們認為，卓越憑藉其“大語文”旗艦課程，將受益於近期的中/高考改革（加強語文學科的比重及難度）。基於強大的內部研發及課程內容的延展，我們預計公司將在 2017-20 財年實現約 6% 的平均課單價複合年增長率。我們預計其優學項目將在 2017-20 財年帶來 27% 的收入複合年增長率，佔 2020 財年收入的 90%。此外，我們預計公司的英才項目將受益於全面/素質發展的需求提升，預計該項目在 2017-20 財年將錄得 61% 的收入複合年增長率，佔 2020 財年收入總額的 5%。
- ❖ **首次覆蓋，給予「買入」評級。**基於可比公司估值，我們將目標價定為 3.7 港元，相當於 16.0/13.6 倍 2019/2020 財年預測市盈率，較同業平均 20.2x 低 20%。目前股票對應 12.0 倍 2019 財年市盈率，估值較為吸引。未來課輔政策的明朗化將有助於板塊估值重塑。

財務資料

(年結：12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬人民幣)	896	1,142	1,457	1,847	2,314
淨利潤 (百萬人民幣)	59	107	116	173	232
EPS (人民幣)	NA	NA	0.17	0.20	0.27
EPS 變動 (%)	NA	NA	NA	17	34
市盈率 (x)	NA	NA	14.0	12.0	8.9
市帳率 (x)	NA	NA	2.6	2.3	1.8
股息率 (%)	NA	NA	0.0	0.0	0.0
權益收益率 (%)	14.4	16.6	14.9	21.1	22.7
淨財務杠杆 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司，招銀國際研究預測

買入 (首次覆蓋)

目標價	HK\$3.70
潛在升幅	+36%
當前股價	HK\$2.73

黃群

電話：(852) 3900 0889

郵件：sophiehuang@cmbi.com.hk

龐碩

電話：(852) 3900 0882

郵件：garypang@cmbi.com.hk

教育行業

市值(百萬港元)	2,362
3月平均流通量(百萬港元)	NA
52周內股價高/低(港元)	2.92/2.16
總股本(百萬)	849.7

資料來源：彭博

股東結構

唐俊京	20.1%
唐俊騰	16.9%
周貴全	16.7%

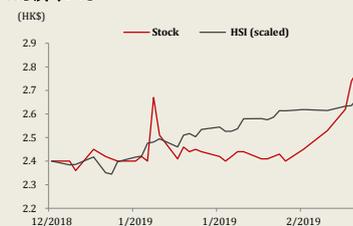
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	9.2%	3.3%
3-月	NA	NA
6-月	NA	NA

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：安永

公司網址：<http://www.zy.com>

利潤表

年結:12月31日(百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	760	896	1,142	1,457	1,847	2,314
优学项目	661	785	1,013	1,299	1,654	2,074
英才项目	6	14	27	46	73	112
全日制备考	92	97	100	111	119	126
其他	-	0	2	2	2	2
销售成本	(444)	(520)	(659)	(841)	(1,056)	(1,318)
毛利	316	376	483	616	791	996
销售费用	(64)	(79)	(95)	(120)	(151)	(190)
管理费用	(99)	(123)	(178)	(225)	(248)	(303)
研发费用	(64)	(84)	(140)	(168)	(209)	(255)
其他营运收入(支出)	11	8	14	(11)	9	13
经营利润	99	98	83	93	192	261
应占联营公司亏损	(7)	(14)	(4)	(2)	-	-
财务费用	-	-	-	-	-	-
其他收入	17	2	33	32	35	39
税前利润	109	86	113	123	227	301
所得税	(38)	(28)	(37)	(37)	(55)	(69)
非控制股东权益	11	12	17	24	-	-
归属股东净利润	59	46	49	56	173	232
调整后净利润	60	59	107	116	173	232

資料來源：公司及招銀國際研究部

資產負債表

年結:12月31日(百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	83	141	171	248	331	405
物业、厂房及设备	20	29	56	118	168	206
于联营合营公司的投资	31	71	21	20	20	20
递延税项资产	20	17	5	5	5	5
无形资产	10	10	11	8	6	4
按公允价值计入损益之股本投资	-	9	65	97	132	171
预付款	2	5	14	14	14	14
流动资产	837	834	868	1,264	1,509	1,858
现金及现金等价物	512	525	162	608	847	1,185
按摊销成本计量的短期投资	16	10	10	10	10	10
预付款,存款和其他应收	208	95	77	83	90	101
按公允价值计入损益的短期投资	100	151	562	562	562	562
其他流动资产	0	52	57	1	1	1
流动负债	561	509	686	764	919	1,111
合同负债	338	402	517	608	770	962
其他应付账款	76	91	128	128	128	128
应付税项	21	16	15	21	21	21
其他流动负债	126	-	26	6	0	0
非流动负债	7	12	15	15	15	15
政府补助	1	1	-	-	-	-
应付租金	6	11	15	15	15	15
少数股东权益	52	64	83	107	-	-
股东权益	300	390	255	625	905	1,137
净资产总值	353	454	338	733	905	1,137

資料來源：公司及招銀國際研究部

現金流量表

年結:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
稅前利潤	109	86	113	123	227	301
折旧和摊销	23	18	26	40	52	65
营运资金变动	96	77	138	86	155	181
其他	(38)	(11)	(38)	(55)	(90)	(108)
经营活动所得现金净额	190	170	238	194	344	438
购置固定资产、无形资产及土地	(12)	(28)	(74)	(100)	(100)	(100)
其他	(30)	(163)	(327)	30	(6)	-
投资活动所得现金净额	(42)	(191)	(401)	(70)	(106)	(100)
资本变化	-	-	-	315	-	-
已付股息	(31)	(1)	(220)	-	-	-
其他	(125)	38	28	-	-	-
融资活动所得现金净额	(156)	37	(192)	315	-	-
現金增加净额	(8)	16	(354)	439	238	338
年初現金及現金等价物	519	512	526	170	608	847
年末現金及現金等价物	512	526	170	608	847	1,185

資料來源：公司及招銀國際研究部

主要比率

年結:12月31日	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)						
优学项目	87.0%	87.7%	88.8%	89.2%	89.5%	89.6%
英才项目	0.8%	1.5%	2.3%	3.1%	4.0%	4.9%
全日制备考	12.2%	10.8%	8.8%	7.6%	6.4%	5.4%
其他	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
總額	100%	100%	100%	100%	100%	100%
增長 (%)						
收入	NA	17.9	27.4	27.6	26.7	25.3
毛利	NA	19.2	28.3	27.7	28.3	25.9
經營利潤	NA	(1.7)	(14.7)	11.2	107.1	36.1
調整后淨利潤	NA	(0.8)	79.8	8.8	48.9	34.1
盈利能力比率 (%)						
毛利率	41.5	42.0	42.3	42.3	42.8	43.0
稅前利率	14.3	9.6	9.9	8.4	12.3	13.0
有效稅率	35.3	32.3	33.1	30.0	24.0	23.0
調整后淨利潤率	7.9	6.6	9.3	8.0	9.3	10.0
資產負債比率						
流動比率 (x)	1.5	1.6	1.3	1.7	1.6	1.7
平均應收賬款周轉天數	-	61.8	27.6	20.0	17.0	15.0
平均應付賬款周轉天數	-	58.6	60.6	55.5	44.2	35.4
平均存貨周轉天數	-	-	-	-	-	-
淨負債/總權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)						
資本回報率	21.8	14.4	16.6	14.9	21.1	22.7
資產回報率	8.2	6.1	6.5	6.3	10.3	11.3
每股數據						
每股盈利(人民币)	-	-	-	0.17	0.20	0.27
每股股息(人民币)	-	-	-	-	-	-
每股賬面值(人民币)	-	-	-	0.93	1.07	1.34

資料來源：公司及招銀國際研究部

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并無直接或間接關係。

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	: 招銀國際并未給予投資評級

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，并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，并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责任。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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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。

注釋：招銀國際證券（或相關實體）在過去 12 個月之內為卓越教育(3978 HK)提供過上市服務，煩請知悉。