

# 卓越教育 (3978 HK)

## 投资者日纪要

我们于1月6日出席了卓越教育的投资者日。我们对公司前景感到乐观，因公司为未来扩展（内生增长及并购）备好了员工培训及激励计划，以及具备IT系统等配套支持。考试改革亦促使中文课外辅导需求上升。我们调高19-21财年净利润预测5-16%及目标市盈率至18.7倍，并上调目标价至5.16港元。

- **业务策略。**卓越教育规划出三个主要业务策略：（1）进一步渗透大湾区并扩大区域网络覆盖。（2）优化产品组合以保持其中文辅导课程的领先优势。（3）建立生态系统，提供一站式儿童发展服务，并发展素质教育业务（自营及投资）。卓越教育设立了教师和管理人员培训课程，并建设IT系统（易、智、云大平台：销售及营运系统、电子教育系统、后台系统）来扩展业务。
- **改善深圳业务表现。**自2019年下半年以来，公司任命其市场总监为深圳分校负责人，并于授予员工股票激励，招生人次有所增加。除广州（约占收入的80%）外，管理层将深圳（约占收入4-5%）视为大湾区的另一个关键市场（两个城市均在2018年拥有200万K12学生）。公司计划在未来2-3年内于深圳每年增设6-10个新的培训中心，深圳市场有望成为增长动力。
- **加速并购。**公司正从华南、华东和西南地区物色具有良好协同作用的目标，以加速扩展。过去公司通过收购成功在上海、江苏和珠海建立据点，并于这些城市录得翻倍的收入。
- **考试改革影响正面。**教育部表示将取消中考（2021年初）及高考（2022年或之前）的考试大纲。学生需要温习整个课程内容而不仅是大纲，变相增加考试难度。卓越教育在中文辅导课程方面知名度甚高，我们相信公司将受益于中文课外辅导需求的增长（约占总收入的30%）。
- **税率下降。**其下一家子公司已获批确定为高科技企业，税率从25%降至15%。因此我们下调19-21财年的有效税率估算，从17%减至15%。
- **维持买入。**我们上调19/20/21财年净利润16%/5%/6%，以反映招生情况较预期理想，以及有效税率下降。我们将目标价从3.41港元上调至5.16港元，相当于18.7倍20财年预测市盈率（之前为13倍），因我们将估值基准由教育板块改为K12课外辅导同业（较同业平均的31.2倍20财年预测市盈率有40%折让）。与19至21财年预测每股盈利复合年增长率32%相比，目前估值偏低。**催化剂：**（1）招生率好于预期；（2）并购。**风险：**（1）竞争激烈；（2）教师成本压力；（3）政府政策。

### 财务资料

| (截至12月31日)    | FY17A | FY18A | FY19E | FY20E | FY21E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万人民币)   | 1,142 | 1,474 | 1,820 | 2,264 | 2,762 |
| 同比增长(%)       | 22    | 37    | 23    | 24    | 22    |
| 调整后净利润(百万人民币) | 90    | 102   | 151   | 210   | 263   |
| 调整后每股盈利(人民币)  | 不适用   | 0.15  | 0.18  | 0.25  | 0.31  |
| 同比增长(%)       | 不适用   | 不适用   | 17    | 39    | 25    |
| 调整后市盈率(倍)     | 不适用   | 23.4  | 21.3  | 15.3  | 12.3  |
| 股息率(%)        | 不适用   | 0.0   | 1.4   | 1.8   | 2.4   |
| 市帐率(%)        | 不适用   | 4.9   | 3.9   | 3.3   | 2.7   |
| 净现金(百万人民币)    | 162   | 470   | 725   | 1,060 | 1,449 |

资料来源：公司及招银国际证券预测

## 买入（维持）

|         |           |
|---------|-----------|
| 目标价     | HK\$5.16  |
| (此前目标价) | HK\$3.41) |
| 潜在升幅    | +22%      |
| 当前股价    | HK\$4.23  |

### 中国教育行业

#### 叶建中, CFA

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

#### 公司数据

|               |           |
|---------------|-----------|
| 市值(百万港元)      | 3,594     |
| 3月平均流通量(百万港元) | 5.06      |
| 52周内股价高/低(港元) | 4.33/1.70 |
| 总股本(百万)       | 848.0     |

资料来源：彭博

#### 股东结构

|       |       |
|-------|-------|
| 唐俊京先生 | 20.1% |
| 唐俊膺先生 | 16.9% |
| 周贵先生  | 16.7% |

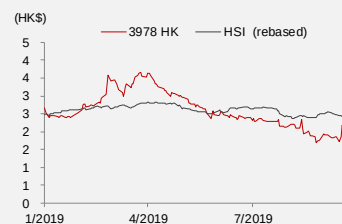
资料来源：港交所

#### 股价表现

|     | 绝对回报  | 相对回报  |
|-----|-------|-------|
| 1-月 | 16.3% | 8.8%  |
| 3-月 | 98.6% | 81.0% |
| 6-月 | 72.8% | 75.6% |

资料来源：彭博

#### 股份表现



资料来源：彭博

#### 审计师：安永

#### 近期报告

1. “最坏情况已过去，预期2H19E强劲复苏”-2019年10月2日
2. “K12课辅刚需不减，区域龙头估值待重塑”-2019年2月19日

## 财务分析

### 利润表

| 年结:12月底(百万人民币) | FY17A | FY18A | FY19E   | FY20E   | FY21E   |
|----------------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 销售收入           | 1,142 | 1,474 | 1,798   | 2,209   | 2,762   |
| 优学项目           | 1,013 | 1,302 | 1,602   | 1,991   | 2,518   |
| 英才项目           | 27    | 40    | 53      | 64      | 77      |
| 全日制备考          | 100   | 130   | 139     | 151     | 163     |
| 其他             | 2     | 3     | 3       | 3       | 3       |
| 销售成本           | (659) | (876) | (1,068) | (1,314) | (1,638) |
| 毛利             | 483   | 598   | 730     | 895     | 1,124   |
| 其他营运收入(支出)     | 20    | 7     | 16      | 14      | 18      |
| 销售费用           | (95)  | (130) | (144)   | (192)   | (260)   |
| 管理费用           | (178) | (186) | (209)   | (250)   | (301)   |
| 研发费用           | (140) | (171) | (180)   | (203)   | (235)   |
| 其他费用           | (6)   | (44)  | (44)    | (6)     | (6)     |
| 经营利润           | 83    | 74    | 170     | 258     | 341     |
| 公允价值变动         | 33    | 35    | 39      | 39      | 34      |
| 财务费用           | -     | -     | (48)    | (50)    | (51)    |
| 合资及联营企业        | (4)   | (1)   | (5)     | (10)    | (16)    |
| 税前利润           | 113   | 108   | 156     | 237     | 309     |
| 所得税            | (37)  | (35)  | (26)    | (37)    | (45)    |
| 减:非控制股东权益      | 17    | 19    | (1)     | (1)     | 1       |
| 净利润            | 49    | 55    | 126     | 182     | 253     |
| 调整后净利润         | 90    | 102   | 131     | 200     | 263     |

### 现金流量表

| 年结:12月底(百万人民币) | FY17A | FY18A | FY19E | FY20E | FY21E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 息税前收益          | 103   | 109   | 171   | 226   | 299   |
| 折旧和摊销          | 26    | 44    | 69    | 78    | 82    |
| 运营资金变动         | 138   | 119   | 122   | 129   | 139   |
| 其他             | (29)  | (70)  | 195   | 202   | 175   |
| 经营活动所得现金流      | 238   | 202   | 557   | 636   | 695   |
| 资本开支           | (74)  | (152) | (100) | (100) | (100) |
| 投资金额变动         | (377) | 52    | (12)  | 29    | 29    |
| 其他             | 51    | 39    | (34)  | (0)   | (0)   |
| 投资活动所得现金净额     | (401) | (61)  | (146) | (71)  | (71)  |
| 股份发行           | -     | 258   | 44    | -     | -     |
| 股息             | (220) | (100) | -     | (44)  | (58)  |
| 其他             | 28    | (1)   | (200) | (186) | (178) |
| 融资活动所得现金净额     | (192) | 158   | (157) | (230) | (235) |
| 现金增加净额         | (354) | 298   | 255   | 335   | 389   |
| 年初现金及现金等价物     | 526   | 170   | 468   | 723   | 1,058 |
| 汇兑             | (3)   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 年末现金及现金等价物     | 170   | 468   | 723   | 1,058 | 1,447 |
| 资产负债表现金        | 162   | 468   | 723   | 1,058 | 1,447 |
| 已终止业务现金        | 8     | 不适用   | 171   | 226   | 299   |

### 资产负债表

| 年结:12月底(百万人民币) | FY17A | FY18A | FY19E | FY20E | FY21E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 非流动资产          | 171   | 302   | 1,272 | 1,237 | 1,206 |
| 固定资产           | 56    | 161   | 194   | 218   | 238   |
| 使用权资产          | -     | -     | 910   | 869   | 836   |
| 合资及联营公司投资      | 22    | 21    | 49    | 34    | 18    |
| 其他非流动资产        | 94    | 121   | 119   | 116   | 114   |
| 流动资产           | 868   | 1,137 | 1,413 | 1,765 | 2,172 |
| 现金及现金等价物       | 162   | 468   | 723   | 1,058 | 1,447 |
| 短期投资           | 572   | 518   | 569   | 574   | 579   |
| 预付款            | 77    | 148   | 118   | 130   | 143   |
| 其他流动资产         | 57    | 4     | 4     | 4     | 4     |
| 流动负债           | 686   | 776   | 1,092 | 1,235 | 1,391 |
| 合同负债           | 517   | 563   | 673   | 791   | 918   |
| 其他应付           | 128   | 192   | 191   | 214   | 240   |
| 应付税款           | 15    | 21    | 21    | 21    | 21    |
| 其他流动负债         | 26    | -     | 207   | 209   | 212   |
| 非流动负债          | 15    | 41    | 777   | 785   | 799   |
| 租赁负债           | -     | -     | 777   | 785   | 799   |
| 应付租金           | 15    | 41    | -     | -     | -     |
| 净资产总额          | 338   | 622   | 816   | 982   | 1,188 |
| 股东权益           | 255   | 623   | 818   | 984   | 1,190 |
| 少数股东权益         | 83    | (1)   | (2)   | (2)   | (2)   |

### 主要比率

| 年结:12月底     | FY17A | FY18A | FY19E | FY20E | FY21E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售组合(%)     |       |       |       |       |       |
| 优学项目        | 88.8  | 88.3  | 89.2  | 90.3  | 91.2  |
| 英才项目        | 2.3   | 2.7   | 3.0   | 2.9   | 2.8   |
| 全日制备考       | 8.8   | 8.8   | 7.7   | 6.7   | 5.9   |
| 其他          | 0.1   | 0.2   | 0.2   | 0.1   | 0.1   |
| 盈利能力比率      |       |       |       |       |       |
| 毛利率         | 42.3  | 40.6  | 41.1  | 40.8  | 40.7  |
| 经营利润率       | 7.3   | 5.0   | 10.5  | 12.2  | 12.3  |
| 有效税率        | 33.1  | 32.2  | 15.0  | 15.0  | 15.0  |
| 调整后净利润率     | 7.9   | 6.9   | 8.3   | 9.3   | 9.5   |
| 分红率         | 不适用   | 不适用   | 30.0  | 30.0  | 30.0  |
| 资产负债比率      |       |       |       |       |       |
| 流动比率(x)     | 1.3   | 1.5   | 1.3   | 1.4   | 1.6   |
| 资产周转率(x)    | 1.1   | 1.0   | 0.7   | 0.8   | 0.8   |
| 净现金(百万人民币)  | 162   | 470   | 725   | 1,060 | 1,449 |
| 回报率(%)      |       |       |       |       |       |
| 调整后资本回报率    | 27.9  | 23.3  | 21.0  | 23.3  | 24.2  |
| 调整后资产回报率    | 8.9   | 8.2   | 7.3   | 7.4   | 8.3   |
| 每股数据(人民币)   |       |       |       |       |       |
| 每股盈利(人民币)   | 不适用   | 0.15  | 0.18  | 0.25  | 0.31  |
| 每股股息(人民币)   | 不适用   | 不适用   | 0.05  | 0.07  | 0.09  |
| 每股账面价值(人民币) | 不适用   | 0.73  | 0.96  | 1.16  | 1.40  |

资料来源:公司及招银国际证券预测

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银国际证券投资评级

|     |                              |
|-----|------------------------------|
| 买入  | : 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%        |
| 持有  | : 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间 |
| 卖出  | : 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%        |
| 未评级 | : 招银国际并未给予投资评级               |

### 招银国际证券行业投资评级

|      |                          |
|------|--------------------------|
| 优于大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标  |
| 同步大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若 |
| 落后大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标  |

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其他与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。

招银国际证券或其关联机构现在或曾在过去12个月内与上文所提及发行人有投资银行业务的关系。