

睿見教育 (6068 HK)

1H18 預覽：憧憬 FY19 提價及潛在并購

❖ **預計 1H18 收入及淨利潤未反應 FY18 全年水平。**我們預計 FY18 收入同比增長 24%至 12 億元，調整後淨利潤同比增長 25%至 3.1 億。但考慮部分配套設施收入將於 2H18 體現，我們預計 1H18 收入及淨利潤或將低於 2H18。此外，有關市場較為關注的稅率問題，我們預計 1H18 有效稅率將下滑至~18% (vs. FY17 22%)，全年有效稅率仍有改善空間。目前廣東省《民促法》細則尚未出臺，且過渡期尚未確定，但我們認為 K9 階段登記為非營利性實體將有助於長期有效稅率的改善。

❖ **學校網絡加速擴張，憧憬潛在并購。**基于公司此前計劃，廣東雲浮及四川廣安兩所學校將於 2018 年開始招生，基于學生最大容量 (7,000~8,000 人，不含高中)，預計新校 2018 年第一年招生人數達 600~800 人。此外，潮州、江門項目預計將於 2019 年開始運營，最大學生容量約 7,500~8,000 人 (包含小初高)。目前公司尚有廣州、肇慶等多個新建項目儲備，我們預計公司擴張進度或將快于此前“2+2+2”計劃。此外，我們預計今年仍存在潛在并購項目 (洽談項目不僅僅局限于廣東省)，以補充此前 2017 年擴張進程；其中并購項目資金將優先考慮銀行貸款。故而，我們預計今年 CAPEX 或高于此前公司指引 5~6 億元，且將出現淨負債。

❖ **看好 FY19 提價空間。**我們看好 FY19 學費提價幅度，歸因于東莞、惠州學校 (3 所) 將於今年提價 (“兩年一提”政策)，且提升幅度或將超過 10%。考慮提價主要針對新生，舊生學費“三年一變”，故而家長對學費提價敏感度較低。而東莞、惠州學校為收入主力，此次提價將對 FY19/20 收入帶來顯著增長。其次，我們預計 2018 年新開學校學費將介于濰坊及盤錦收費水平。學生內生增長層面，東莞市光正實驗學校及惠州市光正實驗學校學生容量及利用率均有較大擴張空間，其中兩者利用率均介于 75%~80%。

❖ **維持「買入」評級，上調目標價至 6.4 港元。**我們認為公司在積極擴張之餘，將受益于《民促法》積極風向、大灣區政策利好，而潛在收購項目及提價或帶來持續催化劑。考慮 FY19 學費提價空間，我們上調 FY19/20 調整後淨利潤 2%/2%，對應 FY18-20 調整後淨利潤 CAGR 為 28%。同時考慮匯率變化，目標價從 5.4 港元調高至 6.4 港元，相當于的 25.7x FY19 PE。重申「買入」評級。

財務資料

(截至 8 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬元人民幣)	700.7	979.1	1,215.7	1,542.0	1,857.2
調整後淨利潤 (百萬元人民幣)	185.8	248.5	312.8	411.9	511.7
調整後 EPS (人民幣)	0.0	0.12	0.15	0.20	0.25
EPS 變動 (%)			25.6%	31.7%	24.2%
市盈率 (x)		36.6	29.1	22.1	17.8
市帳率 (x)		5.2	4.7	4.2	3.6
股息率 (%)	0.0	0.7	1.1	1.5	1.8
權益收益率 (%)	18.6	11.5	16.2	18.9	20.6
淨財務杠杆率 (%)	60.7	3.8	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入 (維持)

目標價	HK\$6.4
(此前目標價)	HK\$5.4)
潛在升幅	+15.0%
當前股價	HK\$5.6

黃群

電話：(852) 3900 0889

郵件：sophiehuang@cmbi.com.hk

伍力恒

電話：(852) 3900 0881

郵件：alexng@cmbi.com.hk

教育行業

市值 (百萬元港元)	11,379
3 月平均流通量 (百萬元港元)	31.23
5 周內股價高/低 (港元)	6.37/1.9
總股本 (百萬)	2,043.0

資料來源：彭博

股東結構

劉學斌	45.5%
李素文	27.9%
JP Morgan	1.7%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-10.7%	-9.3%
3-月	13.9%	15.5%
6-月	31.0%	19.9%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：德勤

公司網站：

www.wisdomeeducationintl.com

圖 1: 新建學校項目規劃

	省份	预计开办学年	目标总容量
云浮市光正实验学校	广东	2018/19*	7000
广安市光正实验学校	四川	2018/19*	7860
潮州	广东	2019/20*	8000
江门	广东	2019/20*	7500
广州	广东	待定	待定
肇庆	广东	待定	待定

資料來源：招銀國際研究

圖 2: CMBI 預測 vs.一致預測

百万人民币 (年结: 8月31日)	CMBI预测			彭博一致预测			差异 (%)		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
收入	1,216	1,542	1,857	1,229	1,555	1,899	-1.1%	-0.8%	-2.2%
毛利润	556	721	879	566	726	895	-1.9%	-0.8%	-1.8%
经营利润	381	503	623	390	514	640	-2.5%	-2.0%	-2.7%
调整后净利润	313	412	512	315	416	513	-0.7%	-0.9%	-0.2%
调整后EPS(人民币)	0.15	0.20	0.25	0.16	0.21	0.26	-4.9%	-4.4%	-4.8%
毛利率	45.7%	46.7%	47.3%	46.1%	46.7%	47.1%	-0.4ppt	+0.0ppts	+0.2ppts
经营利润率	31.3%	32.6%	33.5%	31.8%	33.0%	33.7%	-0.4ppts	-0.4ppts	-0.2ppts
调整后净利润率	25.7%	26.7%	27.6%	25.6%	26.7%	27.0%	+0.1ppts	+0.0ppts	+0.5ppts

資料來源：彭博，招銀國際預測

圖 3: 盈利預測變動

百万人民币 (年结: 8月31日)	最新预测			此前预测			差异 (%)		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
收入	1,216	1,542	1,857	1,229	1,555	1,899	-1.1%	-0.8%	-2.2%
毛利润	556	721	879	566	726	895	-1.3%	-0.3%	-1.2%
经营利润	381	503	623	390	514	640	-1.6%	-1.2%	-2.0%
调整后净利润	313	412	512	315	416	513	0.4%	-0.1%	0.5%
调整后EPS(人民币)	0.15	0.20	0.25	0.16	0.21	0.26	-3.8%	-3.7%	-4.0%
毛利率	45.7%	46.7%	47.3%	46.1%	46.7%	47.1%	-0.1ppt	+0.3ppts	+0.5ppts
经营利润率	31.3%	32.6%	33.5%	31.8%	33.0%	33.7%	-0.2ppts	-0.1ppts	+0.1ppts
调整后净利润率	25.7%	26.7%	27.6%	25.6%	26.7%	27.0%	+0.4ppts	+0.2ppts	+0.8ppts

資料來源：公司，招銀國際預測

圖 4: DCF 估值

DCF估值模型 (Rmb mn)

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
現金流量預測										
息稅前利潤	381	503	623	756	902	1,059	1,224	1,386	1,543	1,691
實際稅項	-65	-89	-110	-133	-159	-186	-216	-244	-272	-298
折舊與攤銷	123	143	160	176	191	207	221	234	246	256
營運資本	180	241	228	230	233	235	237	240	242	244
資本開支	-600	-500	-500	-500	-500	-500	-500	-500	-500	-500
自由現金流量	18	299	401	529	667	814	967	1,116	1,259	1,393
自有現金流同比增速	-116%	1542%	34%	32%	26%	22%	19%	15%	13%	11%
折合至2017年的現金流量	17	247	301	362	415	460	497	521	535	7,416
永續期折現值										17,808

基本參數

WACC	10.0%
稅率	15.0%
無風險利率	2.0%
債務成本	1.2%
Beta	1.10
風險溢價	9.3%
權益成本	10.0%
目標債務/(權益+債務)	0.0%
長期增長率	2.0%
債券價值	0

公司價值計算

現金流折現	10,770
減：淨金融負債	173
減：少數股東權益	5
股本價值	10,593
股本數量（預期）	2,043
DCF法之每股價值（港元）	6.40

資料來源：公司，彭博，招銀國際預測

WACC						
	~	8%	9%	10%	11%	12%
长期增长率	0.5%	7.77	6.59	5.69	4.95	4.35
	1.0%	8.17	6.88	5.90	5.10	4.47
	1.5%	8.63	7.20	6.14	5.27	4.60
	2.0%	9.17	7.57	6.40	5.47	4.75
	2.5%	9.81	8.00	6.70	5.68	4.91
	3.0%	10.58	8.49	7.04	5.92	5.08
	3.5%	11.51	9.08	7.44	6.20	5.28

圖 5: 同業可比

公司名稱	市值					EPS			PE		
	股票代碼	(百萬美元)	貨幣	股價	會計年度	FY0	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2
香港同業											
成實外教育集團	1565 HK	1,904.4	HKD	4.8	12/2017	0.14	0.19	NA	27.1	20.4	NA
楓葉教育	1317 HK	1,996.2	HKD	10.5	08/2017	0.37	0.45	0.54	22.8	18.7	15.7
睿見教育	6068 HK	1,449.6	HKD	5.6	08/2017	0.16	0.21	0.26	27.7	21.1	17.0
宇華教育	6169 HK	1,667.8	HKD	4.0	08/2017	0.16	0.20	0.23	19.8	16.3	14.1
新高教教育	2001 HK	957.1	HKD	5.3	12/2017	0.23	0.29	0.35	18.6	14.6	11.9
民生教育	1569 HK	752.4	HKD	1.5	12/2017	0.09	0.10	0.10	13.5	11.8	11.5
平均									21.6	17.2	14.1
海外同業											
新东方教育集團	EDU US	13,603.1	USD	86.0	05/2017	2.21	3.01	4.08	39.0	28.6	21.1
好未來	XRS US	20,237.6	USD	35.5	02/2017	0.38	0.62	0.96	93.0	57.8	37.1
大峽谷教育公司 (Grand Canyon Education, Inc)	LOPE US	5,020.9	USD	104.0	12/2017	4.03	4.70	5.13	25.4	21.9	20.0
斯特雷耶教育 (Strayer Education, Inc)	STRA US	1,103.5	USD	98.9	12/2017	3.94	4.43	5.10	25.1	22.3	19.4
達內科技	TEDU US	622.3	USD	11.1	12/2017	4.80	6.84	7.80	14.5	10.2	8.9
平均									39.4	28.1	21.3
整體平均									29.7	22.1	17.7

資料來源：彭博，招銀國際預測

利潤表

年結:8月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	701	979	1,216	1,542	1,857
学费	490	596	746	945	1,133
住宿费	61	75	92	117	140
配套服务	151	308	377	481	584
销售成本	(370)	(529)	(660)	(821)	(978)
毛利	330	450	556	721	879
销售费用	(13)	(17)	(21)	(25)	(28)
管理费用	(94)	(126)	(151)	(188)	(223)
其他营运收入(支出)	(6)	(26)	(4)	(5)	(6)
经营利润	217	281	381	503	623
财务收入	64	7	5	5	5
财务费用	(70)	(18)	(15)	(15)	(15)
上市费用	(24)	(10)	-	-	-
其他收入	7	11	12	13	14
税前利润	195	270	382	506	627
所得税	(40)	(70)	(65)	(89)	(110)
非控制股东权益	0	0	(5)	(5)	(5)
归属股东净利润	154	200	313	412	512
调整后净利润	186	249	313	412	512

来源: 公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年結:8月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	1,763	2,728	3,017	3,374	3,715
物业、厂房及设备	1,344	1,779	2,025	2,287	2,534
土地租赁费用	226	299	435	529	624
投资物业	20	20	20	20	20
关联方应收账款	-	-	-	-	-
其他	173	630	538	538	538
流动资产	695	604	536	678	895
现金及现金等价物	104	378	294	431	631
应收贸易款项	30	26	44	44	62
存货	5	9	8	13	12
关连款项	551	7	7	7	7
其他	6	7	6	6	6
流动负债	1,153	1,094	1,136	1,383	1,627
借债	142	155	-	-	-
应付贸易账款	247	393	406	489	576
应付税项	58	122	122	122	122
关连款项	340	-	-	-	-
递延收益	365	423	608	771	929
非流动负债	475	493	479	479	479
长期负债	465	467	467	467	467
递延税项	9	12	12	12	12
少数股东权益	-	(0)	5	10	16
股东权益	831	1,746	1,934	2,181	2,488
净资产总值	831	1,746	1,938	2,191	2,503

来源: 公司及招銀國際研究部預測

現金流量表

年結:8月31日 (百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
稅前利潤	195	270	382	506	627
折旧和摊销	53	89	123	143	160
营运资金变动	57	12	115	153	118
其他	33	21	10	10	10
经营活动所得现金净额	338	393	630	812	915
购置固定资产、无形资产及土地	(197)	(500)	(600)	(500)	(500)
其他	448	33	5	5	5
投资活动所得现金净额	251	(467)	(596)	(496)	(496)
资本变化	-	763	-	-	-
净银行借贷	(668)	14	(155)	-	-
其他	171	360	36	(180)	(219)
融资活动所得现金净额	(497)	374	(119)	(180)	(219)
現金增加淨額	91	300	(84)	137	200
年初現金及現金等价物	12	104	378	294	431
汇兑					
年末現金及現金等价物	104	378	294	431	631
资产负债表中的現金	104	378	294	431	631

來源: 公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結:8月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
學費	69.9	60.9	61.4	61.3	61.0
住宿費	8.6	7.7	7.6	7.6	7.5
配套服務	21.5	31.5	31.0	31.2	31.5
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增長 (%)					
收入	23.2	39.7	24.2	26.8	20.4
毛利	18.2	36.2	23.5	29.7	22.0
經營利潤	11.5	29.4	35.5	32.2	23.8
淨利潤	(15.3)	29.7	58.6	31.5	23.9
盈利能力比率 (%)					
毛利率	47.1	45.9	45.7	46.7	47.3
稅前利率	27.8	27.6	31.5	32.8	33.8
有效稅率	20.7	25.9	17.0	17.5	17.5
淨利潤率	22.0	20.4	26.1	27.1	27.8
資產負債比率					
流動比率 (x)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
平均應收賬款周轉天數	14.6	10.4	10.4	10.4	10.4
平均應付賬款周轉天數	234.9	221.0	221.0	221.0	221.0
平均存貨周轉天數	3.2	4.6	4.6	4.6	4.6
淨負債/總權益比率 (%)	60.7	3.8	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	18.6	11.5	16.2	18.9	20.6
資產回報率	6.3	6.0	8.9	10.3	11.2
每股數據					
每股盈利(人民币)	-	0.122	0.153	0.202	0.250
每股股息(人民币)	-	0.040	0.061	0.081	0.100
每股賬面值(人民币)	-	0.856	0.949	1.072	1.225

來源: 公司及招銀國際研究部預測

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）發表于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	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 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。

本報告基于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，任何機構或個人于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。接收本報告之行爲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。