

睿见教育 (6068 HK)

1H17 业绩靓丽，加速网络扩张

- ❖ **1H17 收入超预期，受益于收入组合优化。**公司 1H FY17 收入 5.0 亿元（人民币·下同），同比增长 40.6%，高于预期 13.8%；主要受益于收入组合的优化（1H FY17 配套服务占收入比重从 1H FY16 的 22.4% 提升至 32.6%，其中校车、校服、夏令营等为主要增量服务）。调整后净利润为 1.2 亿元，同比增长 30.3%，基本符合预期。拟派付中期股息每股 0.024 元，派息比例 40.5%，公司预计未来将尽量保持该派息比率。
- ❖ **学校网络加速扩张，“大湾区”联动效应可期。**根据管理层指引，预计 FY18 学生数量有望近 4 万人，主要受益于：1) 现有学校的内生增长及广安光正实验学校的初始运营预计共带来 5,000 名净增学生；2) 潜在收购项目预计贡献 3,200 名学生，且未来有望提升至 5,000 名。结合公司近期新签多个合作项目（包括广东省肇庆市、广州市、云浮市、四川省资阳市），我们认为公司在学校网络扩张规划中紧扣“2+2+2”策略，且有望加速扩张步伐。此外，鉴于公司以广东省为大本营，旗下 6 所学校及潜在项目位于粤港澳大湾区（广州、肇庆、东莞、惠州），有望受益于未来“大湾区”联动下市民迁移带来的教育需求增长：1) 港澳地区人才引进及外省净流入人口增长下子女的教育需求增长；2) 港澳名牌高校的合作办学及入驻有望吸引临省学生增量。
- ❖ **“新法+新策”下后期税率改善，驱动净利润率提升。**1H FY17 利润率略微下调至 24%，归因于公司旗下学校要求合理回报，须正常缴纳 25% 的企业所得税。考虑公司在西藏设置的外商独资企业于 2H FY17 开始生效（享受 15% 高新技术企业税率的同时有 40% 的返还），预计 FY17 有效税率有望回归至 20%；此外，随着《民促法》于今年 9 月开始实施，公司 K9 学校将全部登记为非营利性学校，按公办学校享有同等的企业所得税豁免，故而 FY18 有效税率预计下调至 15-16%。辅之学期间插班生的补充（例如，潍坊学校新收插班生近 100 人）及东莞市以外地区学校学费的逐年提价空间，预计净利率有望持续改善。
- ❖ **关联交易显著减少。**此前市场关注的关联交易得以明显改善：集团财务收入由 1H FY16 的 5,180 万元减少至 1H FY17 的 310 万元，主要由于给予关连方的垫款减少引致给予富盈集团及关连方的估算利息收入减少所致。且公司相关垫款已全部收回，承诺不再提供相关借款。我们认为公司系列举措体现出管理层对教育业务实体的专注，后续布局经营值得期待。
- ❖ **维持「买入」评级。**对比同业，我们认为公司优势凸显：1) 估值偏低；2) 学校网络快速扩张，且现有储备合作项目已达 4 个；3) 股息吸引；4) 地理位置受益“大湾区”发展。结合新建学校的招生计划扩张、配套服务收入的丰富及未来税率的改善，我们上调 FY18/19 调整后 EPS 7%/9%，目标价从 2.56 港元调高至 2.79 港元，相当于 FY18 17.6x PE，重申「买入」评级。

财务资料

(截至 8 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万人民币)	568.7	700.7	912.2	1,055.1	1,291.1
调整后净利润(百万人民币)	182.3	154.4	247.7	285.4	357.6
调整后 EPS (人民币)	-	-	0.12	0.14	0.18
EPS 变动 (%)	-	-	-	15.2	25.3
市盈率(x)	-	-	17.3	15.0	12.0
市帐率(x)	-	-	2.5	2.3	2.0
股息率 (%)	-	-	1.9	2.4	3.0
权益收益率 (%)	27.0	18.6	12.9	15.0	16.9
净财务杠杆率(%)	187.1	60.7	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入（维持）

目标价	HK\$2.79
(此前目标价)	HK\$2.56)
潜在升幅	+17.7%
当前股价	HK\$2.37

黄群

电话：(852) 3761 0889

邮件：sophiehuang@cmbi.com.hk

教育行业

市值(百万港元)	4,833
3 月平均流通量(百万港元)	12.2
5 周内股价高/低(港元)	2.42/1.61
总股本(百万)	2,039.2

资料来源：彭博

股东结构

刘学斌	45.6%
李素文	28.0%

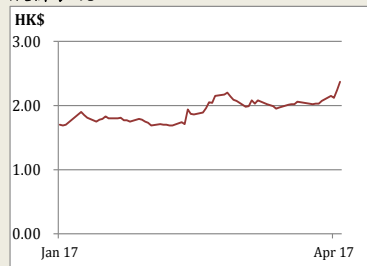
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	13.1%	11.4%
3-月	32.5%	26.1%
6-月	-	-

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

公司网站：

www.wisdomeducationintl.com

利潤表

年結:8月31日(百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	569	701	912	1,055	1,291
学费	392	490	622	709	881
住宿费	51	61	77	88	109
配套服务	126	151	214	258	301
销售成本	(289)	(370)	(483)	(557)	(671)
毛利	280	330	429	499	620
销售费用	(8)	(13)	(25)	(26)	(39)
管理费用	(76)	(94)	(124)	(144)	(176)
其他营运收入(支出)	(1)	(6)	1	1	0
经营利润	195	217	280	329	407
财务收入	118	64	7	6	5
财务费用	(107)	(70)	(12)	(8)	-
上市费用	-	(24)	(7)	-	-
其他收入	7	7	8	9	10
税前利润	212	195	276	336	421
所得税	(30)	(40)	(52)	(50)	(63)
非控制股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
归属股东净利润	182	154	224	285	358
调整后净利润	173	186	248	285	358

来源: 公司及招银国际研究部预测

资产负债表

年結:8月31日(百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	1,433	1,763	2,129	2,471	2,794
物业、厂房及设备	1,007	1,344	1,626	1,884	2,122
土地租赁费用	213	226	311	395	479
投资物业	18	20	20	20	20
关联方应收账款	99	-	-	-	-
其他	96	173	173	173	173
流动资产	1,532	695	987	805	894
现金及现金等价物	12	104	384	201	270
应收贸易款项	26	30	43	42	62
存货	2	5	4	6	6
关连款项	1,486	551	551	551	551
其他	5	6	6	6	6
流动负债	1,546	1,153	1,229	1,267	1,565
借债	538	142	-	-	-
应付贸易账款	229	247	375	342	521
应付税项	61	58	58	58	58
关连款项	433	340	340	340	340
递延收益	285	365	456	528	646
非流动负债	744	475	159	109	9
长期负债	738	465	150	100	-
递延税项	6	9	9	9	9
少数股东权益	(0)	-	(0)	(0)	(0)
股东权益	675	831	1,728	1,899	2,114
净资产总值	675	831	1,728	1,899	2,114

来源: 公司及招银国际研究部预测

现金流量表

年结:8月31日(百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
税前利润	212	195	276	336	421
折旧和摊销	46	53	84	108	127
营运资金变动	72	57	154	(13)	214
其他	(11)	33	12	2	(5)
经营活动所得现金净额	319	338	527	433	758
购置固定资产、无形资产及土地	(194)	(197)	(450)	(450)	(450)
其他	(115)	448	7	6	5
投资活动所得现金净额	(309)	251	(444)	(445)	(446)
资本变化	-	-	763	-	-
净银行借贷	6	(668)	(458)	(50)	(100)
其他	(17)	171	655	(122)	(143)
融资活动所得现金净额	(11)	(497)	197	(172)	(243)
现金增加净额	(1)	91	280	(183)	69
年初现金及现金等价物	13	12	104	384	201
汇兑					
年末现金及现金等价物	12	104	384	201	270
资产负债表中的现金	12	104	384	201	270

来源: 公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结:8月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合(%)					
学费	68.9	69.9	68.2	67.2	68.3
住宿费	8.9	8.6	8.4	8.3	8.4
配套服务	22.2	21.5	23.4	24.5	23.3
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长(%)					
收入	26.1	23.2	30.2	15.7	22.4
毛利	32.4	18.2	29.8	16.2	24.5
经营利润	46.4	11.5	29.2	17.4	23.5
净利润	100.5	(15.3)	44.9	27.6	25.3
盈利能力比率(%)					
毛利率	49.1	47.1	47.0	47.2	48.1
税前利率	37.3	27.8	30.3	31.8	32.6
有效税率	14.1	20.7	19.0	15.0	15.0
净利润率	32.1	22.0	24.5	27.0	27.7
资产负债比率					
流动比率(x)	1.0	0.6	0.8	0.6	0.6
平均应收账款周转天数	24.9	14.6	14.6	14.6	14.6
平均应付账款周转天数	334.5	234.9	234.9	234.9	234.9
平均存货周转天数	2.3	3.2	3.2	3.2	3.2
净负债/总权益比率(%)	187.1	60.7	净现金	净现金	净现金
回报率(%)					
资本回报率	27.0	18.6	12.9	15.0	16.9
资产回报率	6.1	6.3	7.2	8.7	9.7
每股数据					
每股盈利(人民币)	-	-	0.122	0.140	0.176
每股股息(人民币)	-	-	0.044	0.056	0.070
每股账面值(人民币)	-	-	0.848	0.932	1.038

来源: 公司及招银国际研究部预测

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之分析员，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

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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。本公司可发布其它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 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。

注释：招银国际证券（或相关实体）在过去 12 个月之内为睿见教育(6068 HK)提供过上市服务，烦请知悉。