

卓越教育 (3978 HK)

路演紀要

我們與卓越教育管理層合辦投資者會議，投資者關注行業整合機會，公司營運表現及學校復課時間。雖然短期內教育業務受到疫情影響，但我們預期或加快行業整合。公司將可提高市場份額，並通過收購來加速擴張，未來發展重點在大灣區擴充業務，並邁向線上線下融合模式發展。維持買入評級。

- **學校復課時間表尚未確定。**根據廣東省的政策，中小學將在5月逐步復課，而幼兒園復課時間則尚未確定。K12校外培訓班將與幼兒園同步重開。今年暑假開始時間不晚於8月1日，比去年延後2-3周。不過，我們認為公司可以在7月份開設短期課程，以彌補因暑假縮短而失去的輔導課時。
- **加快行業整合。**首先，許多沒有在線教育能力的小型教育機構因現金流問題被迫關閉。廣東省的K12課外教育行業市場比較分散，2018年排名前五的教育機構佔總市場份額7.6%，領先的教育機構有搶佔市場份額的空間。其次，卓越教育正物色廣東省內外的收購標的（如年收入高達1億元人民幣的公司）。卓越教育擁有強勁的資產負債表（截至19財年末的現金和投資額達到13億元人民幣），目標是尋找具有協同效應的標的，例如在其尚未覆蓋地區的公司。另外，疫情期間租金下跌，部份教育機構削減教師薪酬開支，或要求教師停薪留職。我們認為卓越教育可藉此機會，選擇具優勢的地點擴展其教育中心覆蓋網絡，並以較低成本聘請具備質素的教師。
- **20財年前景預測。**小班輔導寒假線上轉換率及春季課程轉換率理想，分別達到85%及82%，但學校暫時關閉影響招募新生。我們預計公司今年上半年收入將下跌高單位數字，並於下半年回升20%以上。
- **維持買入評級。**我們的目標價為5.14港元，對應18.7倍20財年和21財年預測平均每股盈利。催化劑：(1)招生率好於預期；(2)併購。風險：(1)疫情不明朗因素；(2)下半年復蘇差於預期；(3)政府政策。

財務資料

(截至12月31日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入(百萬人民幣)	1,474	1,832	2,049	2,667	3,252
同比增長(%)	29	24	12	30	22
調整後淨利潤(百萬人民幣)	102	166	158	261	324
調整後每股盈利(人民幣)	0.15	0.20	0.19	0.31	0.38
同比增長(%)	不適用	28	(4)	65	24
市場每股盈利預測(人民幣)	不適用	不適用	0.23	0.30	0.38
調整後市盈率(倍)	21.0	17.2	18.3	11.1	8.9
股息率(%)	不適用	1.8	1.6	2.7	3.4
市帳率(%)	4.4	3.6	3.2	2.6	2.1

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入（維持）

目標價	HK\$5.14
(此前目標價)	HK\$5.14)
潛在升幅	+35%
當前股價	HK\$3.80

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)	3,229
3月平均流通量(百萬港元)	3.76
52周內股價高/低(港元)	5.05/ 1.70
總股本(百萬)	849.7

資料來源：彭博

股東結構

唐俊京先生	20.1%
唐俊膺先生	16.9%
周貴先生	16.7%

資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	10.4%	11.0%
3-月	-7.5%	6.1%
6-月	30.4%	43.3%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：安永

近期報告

- “投資者日記要”– 2020年1月10日
- “最壞情況已過去，預期2H19E強勁復甦”– 2019年10月2日

財務分析

利潤表

年結:12月底(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售收入	1,474	1,832	2,049	2,667	3,252
優學項目	1,302	1,617	1,806	2,386	2,934
英才項目	40	56	62	79	92
全日制備考	130	157	179	201	224
其他	3	2	2	2	2
銷售成本	(876)	(1,064)	(1,213)	(1,560)	(1,896)
毛利	598	768	836	1,107	1,356
其他營運收入(支出)	7	19	14	19	25
銷售費用	(130)	(163)	(213)	(296)	(390)
管理費用	(186)	(212)	(246)	(307)	(377)
研發費用	(171)	(165)	(180)	(200)	(221)
其他費用	(44)	(45)	0	0	0
經營利潤	74	201	211	323	393
公允值變動	35	37	31	31	31
財務費用	0	(48)	(46)	(39)	(35)
合資及聯營企業	(1)	(3)	(10)	(10)	(10)
稅前利潤	108	187	185	305	379
所得稅	(35)	(22)	(26)	(43)	(53)
減: 非控制股東權益	19	(1)	1	2	2
淨利潤	55	136	158	261	324
調整後淨利潤	102	166	158	261	324

現金流量表

年結:12月底(百萬人民幣)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
息稅前收益	109	157	185	305	379
折舊和攤銷	44	271	80	77	72
運營資金變動	119	177	190	210	224
其他	(70)	23	183	136	112
經營活動所得現金流	202	628	638	728	787
資本開支	(152)	(99)	(60)	(80)	(80)
投資金額變動	52	(552)	31	31	31
其他	39	(86)	0	0	0
投資活動所得現金淨額	(61)	(737)	(29)	(49)	(49)
股份發行	258	44	0	0	0
股息	(100)	-	(57)	(48)	(78)
其他	(1)	(212)	(211)	(184)	(171)
融資活動所得現金淨額	158	(168)	(268)	(231)	(249)
現金增加淨額	298	(277)	341	448	489
年初現金及現金等價物	170	468	884	1,225	1,672
匯兌	0	5	0	0	0
年末現金及現金等價物	468	196	1,225	1,672	2,161
資產負債表現金	468	196	1,225	1,672	2,161
已終止業務現金	0	0	0	0	0

資產負債表

年結:12月底(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流動資產	302	1,476	1,319	1,233	1,162
固定資產	161	202	185	190	200
使用權資產	0	894	766	688	619
合資及聯營公司投資	21	76	66	56	46
其他非流動資產	121	305	302	300	298
流動資產	1,137	1,289	1,636	2,091	2,588
現金及現金等價物	468	196	537	985	1,473
短期投資	518	880	880	880	880
預付款	148	140	147	154	162
其他流動資產	4	72	72	72	72
流動負債	776	1,235	1,447	1,670	1,906
合同負債	563	775	986	1,191	1,406
其他應付	192	200	224	262	302
應付稅款	21	34	34	34	34
其他流動負債	0	226	203	183	165
非流動負債	41	733	608	540	483
租賃負債	0	733	608	540	483
應付租金	41	0	0	0	0
淨資產總額	622	797	900	1,114	1,362
股東權益	623	797	899	1,112	1,358
少數股東權益	(1)	(1)	0	2	4

主要比率

年結:12月底 銷售組合 (%)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
優學項目	88.3	88.3	88.2	89.4	90.2
英才項目	2.7	3.1	3.0	3.0	2.8
全日制備考	8.8	8.5	8.7	7.5	6.9
其他	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
盈利能力比率					
毛利率	40.6	41.9	40.8	41.5	41.7
經營利潤率	5.0	11.0	10.3	12.1	12.1
有效稅率	32.2	14.0	14.0	14.0	14.0
調整後淨利潤率	6.9	9.0	7.7	9.8	10.0
分紅率	不適用	41.8	30.0	30.0	30.0
資產負債比率					
流動比率(x)	1.5	1.0	1.1	1.3	1.4
資產周轉率(x)	1.0	0.7	0.7	0.8	0.9
淨現金(百萬人民幣)	470	252	592	1,040	1,529
回報率 (%)					
調整後資本回報率	23.3	23.3	18.7	25.9	26.2
調整後資產回報率	8.2	7.9	5.5	8.3	9.2
每股數據(人民幣)					
每股盈利(人民幣)	0.15	0.20	0.19	0.31	0.38
每股股息(人民幣)	不適用	0.06	0.06	0.09	0.11
每股帳面價值(人民幣)	0.73	0.94	1.06	1.31	1.60

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，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。本公司可發佈其他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集團等)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。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編制的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。