

# 睿见教育 (6068 HK)

## 价值吸引，重申买入

2020/21 学年自营学校总入学人数增加 12% 至大约 67,162 人。数字符合预期，但学生结构略低于预期。碍于现有容量所限，东莞市光正实验学校学生人数仅轻微上升，其学费为公司旗下所有学校中第二高。睿见教育现估值为 2021 年度预测市盈率 9.7 倍，低于 K12 教育同业平均的 15.6 倍；公司 PEG 为 0.4 倍，远低于同业平均的 0.7 倍。我们认为公司当前不合理的低估值具有吸引力。公司最近股价波动，主要因市场忧虑近期政策重申民办义务教育乃非营利性本质，以及对 VIE 结构的影响，由于相关忧虑已于 2018 年 11 月公布的《民办教育促进法实施条例》（修订草案）（征求意见稿）内提及，我们相信公司股价已反映市场忧虑。重申买入。

- **总入学人数符合预期。**公司于 2020/21 年度开学时录得总入学人数 71,362 人。撇除由公司提供管理服务的独立第三方学校的 4,200 名新招学生，公司旗下私立学校总入学人数增加 12% 或 7,046 人至 67,162 人，符合我们预期。
- **学生结构略低于预期。**总入学人数增长主要受益于惠州学校强劲的人数增长，因惠州学校的学生人数接近饱和至 14,000 人。碍于现有容量所限，东莞市光正实验学校仅录得轻微增长。公司尚未收到其新建校园大楼的防火批文，因而未能扩充宿舍。由于东莞学校的学费为公司旗下所有学校中第二高，学生分布低于预期下，我们将生均学费收入轻微下降 2%。我们亦下调 2022 年度预测总入学人数 2%。
- **学校管理服务。**公司（透过外商独资企业）与大约 10 家东莞幼儿园和小学达成管理服务协议。公司将每年向管理学校收取约每位学生 1,000 元人民币的固定费用，作为提供教师培训、学生入学培训，以及学校装潢意见咨询的管理费。公司目标 2022 年度学生人数增长 30%。
- **维持买入。**我们下调 2021/22 年度收入预测 1%/3%，以及下调净利润预测 3%/7%。考虑到盈利预测更新以及公司配股后的摊薄效应，我们将 2019-22 年度每股盈利年均复合增长率预测由 28% 下调至 25%。目标价由 6.38 港元下调至 5.61 港元，对应 2021 年度预测市盈率 17.4 倍，或 0.7 倍 PEG。**催化剂：**（1）政府批准职业培训学校项目；（2）政策忧虑消除。**风险：**（1）政策风险；（2）教师成本增加。

### 财务资料

(截至 8 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入(百万人民币)	1,247	1,682	1,799	2,358	2,749
同比增长 (%)	27	35	7	31	17
净利润(百万人民币)	310	359	465	616	728
每股盈利(人民币)	0.152	0.172	0.227	0.283	0.334
同比增长 (%)	38	13	32	25	18
市场每股盈利预测(人民币)	不适用	不适用	0.237	0.289	0.341
市盈率(倍)	17.2	16.4	12.4	9.7	8.2
股息率 (%)	2.5	3.1	3.0	4.1	4.9
市账率(倍)	2.8	2.7	2.1	1.8	1.6
净负债率 (%)	47	66	34	29	26

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

### 买入（维持）

目标价	HK\$5.61
(此前目标价)	HK\$6.38)
潜在升幅	+79%
当前股价	HK\$3.14

### 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)	6,836
3 月平均流通量(百万港元)	33.03
52 周内股价高/低(港元)	4.80/ 2.10
总股本(百万)	2,047.2

资料来源：彭博

#### 股东结构

Mr. Liu Xuebin	42.85%
Ms. Li Suwen	26.29%

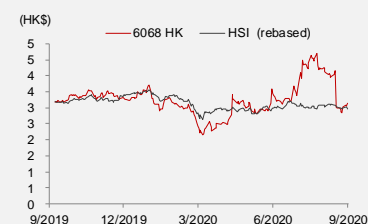
资料来源：港交所

#### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-27.0%	-25.6%
3-月	-14.2%	-15.5%
6-月	23.1%	14.8%

资料来源：彭博

#### 股份表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

## 财务分析

### 利润表

截止8月底(百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
<b>销售收入</b>	<b>1,247</b>	<b>1,682</b>	<b>1,799</b>	<b>2,358</b>	<b>2,749</b>
学宿费	841	1,145	1,308	1,668	1,969
配套服务	406	536	492	690	780
销售成本	(702)	(940)	(992)	(1,249)	(1,451)
<b>毛利</b>	<b>545</b>	<b>742</b>	<b>807</b>	<b>1,109</b>	<b>1,298</b>
其他收入	54	33	60	30	30
其他收益及亏损	2	(1)	52	10	15
销售费用	(19)	(26)	(22)	(26)	(30)
管理费用	(221)	(253)	(266)	(332)	(388)
<b>息税前收益</b>	<b>360</b>	<b>496</b>	<b>631</b>	<b>792</b>	<b>924</b>
净财务费用	(11)	(87)	(95)	(98)	(104)
上市费用	0	0	0	0	0
投资物业公允价值变动	(3)	1	0	0	0
税前利润	346	409	536	693	821
所得税	(38)	(56)	(86)	(97)	(115)
非控制股东权益	(3)	(6)	(15)	(20)	(22)
<b>净利润</b>	<b>310</b>	<b>359</b>	<b>466</b>	<b>616</b>	<b>728</b>

### 现金流量表

截止8月底(百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
<b>息税前收益</b>	<b>346</b>	<b>409</b>	<b>536</b>	<b>719</b>	<b>886</b>
折旧和摊销	106	149	171	176	193
运营资金变动	191	(1)	267	245	282
其它	(19)	19	(49)	3	(41)
<b>经营活动所得现金流</b>	<b>623</b>	<b>577</b>	<b>926</b>	<b>1,143</b>	<b>1,320</b>
资本开支	(743)	(904)	(750)	(750)	(750)
收购	(267)	(70)	0	0	0
其它	(338)	(32)	160	19	(81)
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(1,349)</b>	<b>(1,006)</b>	<b>(590)</b>	<b>(731)</b>	<b>(831)</b>
股份发行	3	3	481	0	0
净借贷	1,485	462	(305)	100	100
股息	(122)	(155)	(174)	(219)	(283)
其它	(118)	(141)	(128)	(133)	(138)
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>1,248</b>	<b>169</b>	<b>(125)</b>	<b>(251)</b>	<b>(321)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>522</b>	<b>(260)</b>	<b>210</b>	<b>161</b>	<b>168</b>
年初现金及现金等价物	378	911	662	873	1,033
汇兑	11	11	0	0	0
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>911</b>	<b>662</b>	<b>873</b>	<b>1,033</b>	<b>1,201</b>

### 资产负债表

截止12月底(百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
<b>非流动资产</b>	<b>4,003</b>	<b>4,676</b>	<b>5,648</b>	<b>6,222</b>	<b>6,779</b>
固定资产	2,492	3,036	3,658	4,266	4,853
土地租赁预付款	502	781	0	0	0
预付款	520	631	631	631	631
其它非流动资产	489	228	182	176	172
<b>流动资产</b>	<b>1,468</b>	<b>1,595</b>	<b>1,217</b>	<b>1,412</b>	<b>1,708</b>
现金及现金等价物	911	662	391	551	718
已抵押存款	282	499	499	499	499
预付款	162	97	104	137	164
其它流动资产	113	337	224	225	327
<b>流动负债</b>	<b>1,643</b>	<b>2,480</b>	<b>2,300</b>	<b>2,592</b>	<b>2,891</b>
借贷	282	1,108	629	629	629
合约负债	617	751	982	1,182	1,411
应付款	616	503	546	627	709
其它	128	118	118	129	118
<b>非流动负债</b>	<b>1,851</b>	<b>1,545</b>	<b>2,035</b>	<b>2,110</b>	<b>2,186</b>
借贷	1,847	1,540	1,740	1,840	1,940
递延收入	0	0	0	0	0
其它	4	4	4	4	4
<b>净资产总额</b>	<b>1,977</b>	<b>2,247</b>	<b>2,530</b>	<b>2,932</b>	<b>3,410</b>
<b>股东权益</b>	<b>1,911</b>	<b>2,161</b>	<b>2,460</b>	<b>2,882</b>	<b>3,382</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>66</b>	<b>86</b>	<b>71</b>	<b>51</b>	<b>29</b>

### 主要比率

截止12月底	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
<b>销售组合(%)</b>					
学宿费	67.5	68.1	72.7	71.3	72.1
配套服务	32.5	31.9	27.3	28.7	27.9
<b>合计</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>盈利能力比率</b>					
毛利率	43.7	44.1	44.8	47.7	47.9
息税前利润率	28.9	29.5	35.1	34.3	34.8
有效税率	11.1	13.6	16.0	14.0	14.0
净利润率	24.9	21.4	25.9	26.8	27.5
派息比率	43.5	39.4	40.0	40.0	40.0
<b>资产负债比率</b>					
流动比率(x)	0.9	0.6	0.7	0.7	0.8
资产周转率(x)	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3
净负债比率(%)	47	66	39	32	25
<b>回报率(%)</b>					
资本回报率	17.0	17.7	20.2	23.9	25.0
资产回报率	7.0	6.0	6.6	8.0	8.9
<b>每股数据(人民币)</b>					
每股盈利(人民币)	0.15	0.17	0.23	0.29	0.36
每股股息(港币)	0.08	0.10	0.10	0.13	0.16
每股净资产(人民币)	0.94	1.06	1.13	1.32	1.55

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于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个月的潜在涨幅在-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	: 招银国际证券并未给予投资评级

### 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(“招银国际证券”)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。招银国际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。招银国际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国际证券编写，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责任。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。招银国际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)不时修订之英国2000年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，未经招银国际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商投资者

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)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。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

#### 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属制的报告。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。