

卓越教育 (3978 HK)

最壞情況已過去，預期 2H19E 強勁復甦

我們預期下半年公司表現會較好，同比收入/經調整後淨利潤將達至 24%/117%，主要由於 (1) 小班輔導的收入增長正在回升，以及 (2) 公司剝離虧損在線網校業務。

- **2H19E 的招生情況令人滿意。**受到政府加強監管 K12 課後培訓行業的影響，小班輔導的收入同比增長速度從 2H18 的 33% 下降至 1H19 的 22%。不過，隨着政策影響減弱，我們預計公司收入同比增速將從 1H19 的 20% 回升至 2H19E 的 24%，而 2H19E 的滿班率將較 1H19 的 62.5% 有所提高。
- **剝離虧損在線網校業務。**公司一直投放資源於在線小班輔導的研發及廣告宣傳，1H19 的開支達到 3,400 萬元人民幣，侵蝕經營利潤比率 4.0 個百分點。該業務依賴大量投資來獲得在線用戶流量，短期內為公司的財務帶來壓力。公司在 8 月引入外部投資，其持股比例由 60% 降至 30%，藉此平衡盈利能力。我們估計 2H19E 的整體經營利潤比率將顯著改善。
- **培訓中心擴展計劃不變。**儘管 1H19 的淨新設培訓中心只有 18 間（主要在大灣區的主要城市），但管理層仍維持在 FY19E 增加 40-50 間培訓中心，以及在 2018-2020E 合共增加 150 間中心的目標。根據弗若斯特沙利文 (Frost & Sullivan) 的數據，2018 年廣東省參加 K12 課外輔導的學生人數為 550 萬，僅佔廣東省接受 K12 常規教育學生人數的 28%，普及率低於 2017 年一線城市的 62.9%。我們認為公司仍有很大空間提高市場滲透率。
- **1H19 稅後利潤下跌 9%。**2019 年上半年輔導課時及輔導費用分別增長 12% 和 7%，帶動收入增長 20% 至 8.67 億元人民幣。擴展興建新培訓中心、裝修及翻修舊中心導致毛利率下降 0.9 個百分點至 41.4%。稅後利潤下降 9% 至 7,500 萬元人民幣，主要歸因於在線小班輔導帶來 2,600 萬元的稅後損失、投資公允價值收益減少 1,000 萬元人民幣，以及自採納新訂國際財務報告準則第 16 號租賃後衍生的 800 萬元人民幣費用。
- **維持買入評級，但下調目標價。**我們下調 FY19 / 20 / 21E 經調整後淨利潤 21% / 5% / 3%，以反映學生人數減少、新訂國際財務報告準則第 16 號租賃的影響，以及在線網校業務的虧損。我們將目標價從 3.72 港元下調至 3.41 港元，對應 FY20E 市盈率 13.0 倍，維持估值於較行業平均值折讓 20%。公司估值偏低，截至 2019 年 6 月 30 日的淨現金和投資金額共 11.5 億元人民幣，相當於其市值 74%。**催化劑：**(1) 招生率好於預期；(2) 併購機會。**風險：**(1) 競爭激烈；(2) 教師成本壓力；(3) 政府政策。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入 (百萬人民幣)	1,142	1,474	1,798	2,209	2,672
同比增長 (%)	22	37	29	34	15
調整後淨利潤 (百萬人民幣)	90	102	131	200	249
同比增長 (%)	88	14	28	53	25
調整後每股盈利 (人民幣)	不適用	0.15	0.15	0.24	0.29
同比增長 (%)	不適用	不適用	1	53	25
調整後市盈率 (倍)	不適用	11.3	12.0	7.8	6.3
股息率 (%)	不適用	0.0	4.0	5.8	7.6
市帳率 (%)	不適用	2.4	2.0	1.7	1.4
淨現金 (百萬人民幣)	162	470	697	986	1,314

資料來源：公司及招銀國際證券預測

買入 (維持)

目標價	HK\$3.41
(此前目標價)	HK\$3.72)
潛在升幅	+66%
當前股價	HK\$2.05

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)	9,000
3 月平均流通量 (百萬港元)	9.38
52 周內股價高/低 (港元)	1.75/0.75
總股本 (百萬)	6,666.7

資料來源：彭博

股東結構

唐俊京先生	20.1%
唐俊膺先生	16.9%
周責先生	16.7%

資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	9.5%	19.8%
3-月	27.8%	35.4%
6-月	15.0%	28.1%

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

1. "Beststudy Education – FY18 beat with network expansion accelerated" – 15 Mar 2019
2. "K12 課輔剛需不減，區域龍頭估值待重塑" – 2019 年 2 月 19 日

敬請參閱尾頁之免責聲明

招銀國際研究報告之彭博搜索代碼：**CMBR**

本報告摘要自英文版本，如欲進一步瞭解，敬請參閱英文報告。

財務分析

利潤表

年結:12月底(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售收入	1,142	1,474	1,798	2,209	2,672
優學項目	1,013	1,302	1,602	1,991	2,432
英才項目	27	40	53	64	74
全日制備考	100	130	139	151	163
其他	2	3	3	3	3
銷售成本	(659)	(876)	(1,068)	(1,314)	(1,592)
毛利	483	598	730	895	1,079
其他營運收入(支出)	20	7	16	14	18
銷售費用	(95)	(130)	(144)	(192)	(248)
管理費用	(178)	(186)	(209)	(250)	(294)
研發費用	(140)	(171)	(180)	(203)	(230)
其他費用	(6)	(44)	(44)	(6)	(6)
經營利潤	83	74	170	258	319
公允值變動	33	35	39	39	39
財務費用	-	-	(48)	(50)	(51)
合資及聯營企業	(4)	(1)	(5)	(10)	(10)
稅前利潤	113	108	156	237	297
所得稅	(37)	(35)	(26)	(37)	(49)
減:非控制股東權益	17	19	(1)	(1)	(1)
淨利潤	49	55	126	182	239
調整後淨利潤	90	102	131	200	249

現金流量表

年結:12月底(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息稅前收益	103	109	151	219	287
折舊和攤銷	26	44	69	78	82
運營資金變動	138	119	115	123	137
其他	(29)	(70)	195	189	161
經營活動所得現金流	238	202	529	609	668
資本開支	(74)	(152)	(100)	(100)	(100)
投資金額變動	(377)	52	(12)	29	29
其他	51	39	(34)	(0)	(0)
投資活動所得現金淨額	(401)	(61)	(146)	(71)	(71)
股份發行	-	258	44	-	-
股息	(220)	(100)	-	(63)	(91)
其他	28	(1)	(200)	(186)	(178)
融資活動所得現金淨額	(192)	158	(157)	(249)	(269)
現金增加淨額		298	227	289	328
年初現金及現金等價物	526	170	468	695	984
匯兌	(3)	0	-	-	-
年末現金及現金等價物	170	468	695	984	1,312
資產負債表現金	162	468	695	984	1,312
已終止業務現金	8	N/A	N/A	N/A	N/A

資產負債表

年結:12月底(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	171	302	1,272	1,242	1,217
固定資產	56	161	194	218	238
使用權資產	-	-	910	869	836
合資及聯營公司投資	22	21	49	39	29
其他非流動資產	94	121	119	116	114
流動資產	868	1,137	1,386	1,696	2,047
現金及現金等價物	162	468	695	984	1,312
短期投資	572	518	569	579	589
預付款	77	148	118	130	143
其他流動資產	57	4	4	4	4
流動負債	686	776	1,085	1,222	1,375
合同負債	517	563	666	777	902
其他應付	128	192	191	214	240
應付稅款	15	21	21	21	21
其他流動負債	26	-	207	209	212
非流動負債	15	41	777	785	799
租賃負債	-	-	777	785	799
應付租金	15	41	-	-	-
淨資產總額	338	622	796	932	1,090
股東權益	255	623	797	935	1,093
少數股東權益	83	(1)	(2)	(2)	(3)

主要比率

年結:12月底	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合(%)					
優學項目	88.8	88.3	89.1	90.1	91.0
英才項目	2.3	2.7	2.9	2.9	2.8
全日制備考	8.8	8.8	7.8	6.8	6.1
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	40.6	40.5	40.4
經營利潤率	7.3	5.0	9.4	11.7	12.0
有效稅率	33.1	32.2	17.0	17.0	17.0
調整後淨利潤率	7.9	6.9	7.3	9.1	9.3
分紅率	N/A	N/A	50.0	50.0	50.0
資產負債比率					
流動比率(x)	1.3	1.5	1.3	1.4	1.5
資產周轉率(x)	1.1	1.0	0.7	0.8	0.8
淨現金(百萬人民幣)	162	470	697	986	1,314
回報率(%)					
調整後資本回報率	27.9	23.3	18.4	23.1	24.6
調整後資產回報率	8.9	8.2	6.4	7.1	8.0
每股數據(人民幣)					
每股盈利(人民幣)	N/A	0.15	0.15	0.24	0.29
每股股息(人民幣)	N/A	N/A	0.07	0.11	0.14
每股賬面價值(人民幣)	N/A	0.73	0.94	1.10	1.29

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士。