

睿见教育 (6068 HK)

学生人数低于预期，但内生增长依然强劲

截止9月1日学生人数同比增长17%至60,116，较我们预测低4%。集团目标于下学期争取更多插班生及增加配套业务收入以提升集团收入增速。我们将FY20/21E净利润预测下调6%/4%，并把目标价从5.40港元下调至4.60港元。

- **学生人数低于预期。**集团公布截止2019年9月1日的学生人数为60,116，较截止2018年9月1日的51,520人增长17%，低于集团的目标人数62,000-63,000，也低于我们预测的62,516人4%。
- **低于预期的原因。**我们认为低于预期的原因有二：(1)揭阳及潍坊学校分别于新学年上调了学费约30%(从小学到高中)及22-24%(初中及高中)，使学生人数保持平淡。(2)受到部份建筑工程延误影响，东莞光明分校人数持平。另一方面，虽然东莞光正学校高中学费增加了42%，但学生人数较我们预期好。集团于四川巴中多了一所新学校，并招收了500-600名学生，表现不俗。
- **提高收入增速的举措。**集团计划于下学期争取招收更多插班生，特别是在三所新学校(佛山、云浮、巴中)。此外，集团计划提供更多服务(如课外活动)及提价以增加配套服务收入。
- **估值。**我们将FY20/21E的净利润下调6%/4%，以反映FY20/21E学生人数预测下调了4%，并将目标价从5.40港元下调至4.60港元，基于18倍FY20E市盈率(以前是19倍)。我们仍然认为集团具有强劲的内生增长潜力，原因是广东省为主的扩张策略，及现有学校及新学校的目标最大容量(129,370人)相当于现时学生人数的115%。**催化剂：**(1)学生人数及学费增长优于预期；**风险：**(1)政策；(2)学生人数及学费增长低于预期；(3)教师成本大幅上升。

财务资料

(截至8月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万人民币)	979	1,247	1,746	2,068	2,546
同比增长(%)	40	27	40	18	23
净利润(百万人民币)	200	310	418	477	645
同比增长(%)	30	55	33	14	33
每股盈利(人民币)	0.110	0.152	0.202	0.229	0.306
同比增长(%)	NA	38	33	14	33
市盈率(倍)	27.8	19.1	15.5	13.7	10.2
股息率(%)	1.6	2.3	2.8	3.1	4.2
股本回报率(%)	3.6	3.1	2.9	2.4	2.1
净负债率(%)	净现金	47	44	24	15

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$4.60
(此前目标价)	HK\$5.40)
潜在升幅	+32%
当前股价	HK\$3.49

中国教育行业

叶建中, CFA

(852) 3900 0838
albertyp@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	7,145
3月平均流通量(百万港元)	9.06
52周内股价高/低(港元)	7.48/2.65
总股本(百万)	2,043.0

资料来源：彭博

股东结构

Mr. Liu Xuebin	45.5%
Ms. Li Suwen	27.9%

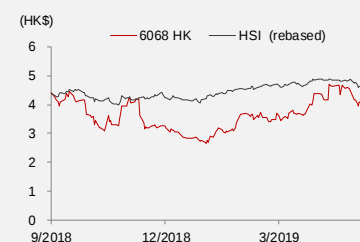
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	6.2%	4.8%
3-月	-7.9%	-6.6%
6-月	-3.0%	6.0%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

近期报告

“2019/20 学年学费符预期；维持买入” - 2019年7月9日

财务分析

利润表

截止8月底(百万元人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售收入	979	1,247	1,746	2,068	2,546
学宿费	671	841	1,165	1,362	1,702
配套服务	308	406	582	707	844
销售成本	(529)	(702)	(952)	(1,133)	(1,361)
毛利	450	545	795	935	1,186
其他收入	11	54	39	21	23
其他收益及亏损	(27)	2	24	1	0
销售费用	(17)	(19)	(30)	(31)	(36)
管理费用	(126)	(221)	(278)	(317)	(371)
息税前收益	291	360	550	609	802
净财务费用	(11)	(11)	(68)	(61)	(50)
上市费用	(10)	0	0	0	0
投资物业公允价值变动	0	(3)	0	0	0
税前利润	270	346	482	548	752
所得税	(70)	(38)	(70)	(80)	(109)
非控制股东权益	(0)	(3)	(6)	(8)	(2)
净利润	200	310	418	477	645

现金流量表

截止8月底(百万元人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息税前收益	270	346	482	548	752
折旧和摊销	73	106	141	173	191
运营资金变动	17	191	300	303	271
其它	36	(19)	56	19	(1)
经营活动所得现金流	396	623	978	1,043	1,212
资本开支	(531)	(743)	(1,035)	(750)	(750)
收购	0	(267)	(183)	0	0
其它	29	(338)	181	49	19
投资活动所得现金净额	(503)	(1,349)	(1,037)	(701)	(731)
股份发行	808	3	0	0	0
净借贷	(363)	1,485	0	(176)	100
股息	(49)	(122)	(159)	(193)	(242)
其它	1	(118)	(88)	(80)	(69)
融资活动所得现金净额	397	1,248	(247)	(449)	(211)
现金增加净额	290	522	(306)	(107)	270
年初现金及现金等价物	104	378	911	605	499
汇兑	(16)	11	0	0	0
年末现金及现金等价物	378	911	605	499	769

资产负债表

截止8月底(百万元人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	2,728	4,003	4,662	5,239	5,798
固定资产	1,779	2,492	3,125	3,728	4,311
土地租赁预付款	299	502	769	751	733
预付款	163	520	578	578	578
其它非流动资产	486	489	189	181	176
流动资产	604	1,468	1,438	1,345	1,679
现金及现金等价物	378	911	605	499	769
已抵押存款	178	282	550	550	550
预付款	26	162	227	269	331
其它流动资产	23	113	56	27	29
流动负债	1,094	1,643	2,433	2,375	2,764
借贷	155	282	704	282	282
合约负债	423	617	764	951	1,086
应付款	393	616	835	994	1,194
其它	122	128	129	147	202
非流动负债	493	1,851	1,429	1,429	1,529
借贷	467	1,847	1,425	1,425	1,525
递延收入	14	0	0	0	0
其它	12	4	4	4	4
净资产总额	1,746	1,977	2,238	2,780	3,184
股东权益	1,746	1,911	2,178	2,728	3,134
少数股东权益	(0)	66	60	52	50

主要比率

截止8月底	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合(%)					
学宿费	68.5	67.5	66.7	65.8	66.9
配套服务	31.5	32.5	33.3	34.2	33.1
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	45.9	43.7	45.5	45.2	46.6
息税前利润率	29.8	28.9	31.5	29.4	31.5
有效税率	25.9	11.1	14.5	14.5	14.5
净利润率	20.4	24.9	23.9	23.1	25.3
派息比率	41.0	43.5	43.5	43.5	43.5
资产负债比率					
流动比率(x)	0.6	0.9	0.6	0.6	0.6
资产周转率(x)	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
净负债比率(%)	(8)	47	44	24	15
回报率(%)					
资本回报率	15.5	17.0	20.5	19.4	22.0
资产回报率	6.9	7.0	7.1	7.4	9.1
每股数据(人民币)					
每股盈利(人民币)	0.11	0.15	0.20	0.23	0.31
每股股息(港币)	0.06	0.08	0.10	0.11	0.15
每股净资产(人民币)	0.86	0.94	1.06	1.29	1.49

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。

招銀國際證券投資評級

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	: 招銀國際并未给予投资评级

招銀國際證券行業投資評級

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

招銀國際證券有限公司

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

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)为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为招商銀行之全資附屬公司)

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。招銀證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。招銀證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銀證券编写，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。招銀證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)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，未经招銀證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。