

卓越教育 (3978 HK)

投資者日紀要

我們於1月6日出席了卓越教育的投資者日。我們對公司前景感到樂觀，因公司為未來擴展（內生增長及並購）備好了員工培訓及激勵計劃，以及具備IT系統等配套支持。考試改革亦促使中文課外輔導需求上升。我們調高19-21財年淨利潤預測5-16%及目標市盈率至18.7倍，並上調目標價至5.16港元。

- **業務策略。**卓越教育規劃出三個主要業務策略：（1）進一步滲透大灣區並擴大區域網絡覆蓋。（2）優化產品組合以保持其中文輔導課程的領先優勢。（3）建立生態系統，提供一站式兒童發展服務，並發展素質教育業務（自營及投資）。卓越教育設立了教師和管理人員培訓課程，並建設IT系統（易、智、雲大平臺：銷售及營運系統、電子教育系統、後臺系統）來擴展業務。
- **改善深圳業務表現。**自2019年下半年以來，公司任命其市場總監為深圳分校負責人，並授予員工股票激勵，招生人次有所增加。除廣州（約佔收入的80%）外，管理層將深圳（約佔收入4-5%）視為大灣區的另一個關鍵市場（兩個城市均在2018年擁有200萬K12學生）。公司計劃在未來2-3年內於深圳每年增設6-10個新的培訓中心，深圳市場有望成為增長動力。
- **加速並購。**公司正從華南、華東和西南地區物色具有良好協同作用的目標，以加速擴展。過去公司通過收購成功在上海、江蘇和珠海建立據點，並於這些城市錄得翻倍的收入。
- **考試改革影響正面。**教育部表示將取消中考（2021年初）及高考（2022年或之前）的考試大綱。學生需要溫習整個課程內容而不僅是大綱，變相增加考試難度。卓越教育在中文輔導課程方面知名度甚高，我們相信公司將受益於中文課外輔導需求的增長（約佔總收入的30%）。
- **稅率下降。**其下一家子公司已獲批確定為高科技企業，稅率從25%降至15%。因此我們下調19-21財年的有效稅率估算，從17%減至15%。
- **維持買入。**我們上調19/20/21財年淨利潤16%/5%/6%，以反映招生情況較預期理想，以及有效稅率下降。我們將目標價從3.41港元上調至5.16港元，相當於18.7倍20財年預測市盈率（之前為13倍），因我們將估值基準由教育板塊改為K12課外輔導同業（較同業平均的31.2倍20財年預測市盈率有40%折讓）。與19至21財年預測每股盈利複合年增長率32%相比，目前估值偏低。**催化劑：**（1）招生率好於預期；（2）併購。**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	1,820	2,264	2,762
同比增長(%)	22	37	23	24	22
調整後淨利潤(百萬人民幣)	90	102	151	210	263
調整後每股盈利(人民幣)	不適用	0.15	0.18	0.25	0.31
同比增長(%)	不適用	不適用	17	39	25
調整後市盈率(倍)	不適用	23.4	21.3	15.3	12.3
股息率(%)	不適用	0.0	1.4	1.8	2.4
市帳率(%)	不適用	4.9	3.9	3.3	2.7
淨現金(百萬人民幣)	162	470	725	1,060	1,449

資料來源：公司及招銀國際證券預測

買入（維持）

目標價	HK\$5.16
(此前目標價)	HK\$3.41)
潛在升幅	+22%
當前股價	HK\$4.23

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)	3,594
3月平均流通量(百萬港元)	5.06
52周內股價高/低(港元)	4.33/1.70
總股本(百萬)	848.0

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%

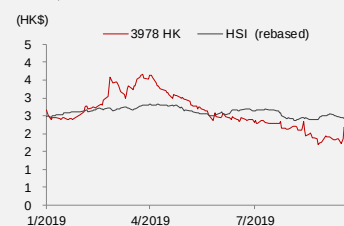
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	16.3%	8.8%
3-月	98.6%	81.0%
6-月	72.8%	75.6%

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. “最壞情況已過去，預期2H19E強勁復甦”-2019年10月2日
2. “K12課輔剛需不減，區域龍頭估值待重塑”-2019年2月19日

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	2,762
優學項目	1,013	1,302	1,602	1,991	2,518
英才項目	27	40	53	64	77
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)	(1,638)
毛利	483	598	730	895	1,124
其他營運收入(支出)	20	7	16	14	18
銷售費用	(95)	(130)	(144)	(192)	(260)
管理費用	(178)	(186)	(209)	(250)	(301)
研發費用	(140)	(171)	(180)	(203)	(235)
其他費用	(6)	(44)	(44)	(6)	(6)
經營利潤	83	74	170	258	341
公允值變動	33	35	39	39	34
財務費用	-	-	(48)	(50)	(51)
合資及聯營企業	(4)	(1)	(5)	(10)	(16)
稅前利潤	113	108	156	237	309
所得稅	(37)	(35)	(26)	(37)	(45)
減:非控制股東權益	17	19	(1)	(1)	1
淨利潤	49	55	126	182	253
調整後淨利潤	90	102	131	200	263

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	171	226	299
折舊和攤銷	26	44	69	78	82
運營資金變動	138	119	122	129	139
其他	(29)	(70)	195	202	175
經營活動所得現金流	238	202	557	636	695
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)	-	(44)	(58)
其他	28	(1)	(200)	(186)	(178)
融資活動所得現金淨額	(192)	158	(157)	(230)	(235)
現金增加淨額	(354)	298	255	335	389
年初現金及現金等價物	526	170	468	723	1,058
匯兌	(3)	0	0	0	0
年末現金及現金等價物	170	468	723	1,058	1,447
資產負債表現金	162	468	723	1,058	1,447
已終止業務現金	8	不適用	171	226	299

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	1,237	1,206
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	34	18
其他非流動資產	94	121	119	116	114
流動資產	868	1,137	1,413	1,765	2,172
現金及現金等價物	162	468	723	1,058	1,447
短期投資	572	518	569	574	579
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	1,092	1,235	1,391
合同負債	517	563	673	791	918
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	816	982	1,188
股東權益	255	623	818	984	1,190
少數股東權益	83	(1)	(2)	(2)	(2)

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	89.2	90.3	91.2
英才項目	2.3	2.7	3.0	2.9	2.8
全日制備考	8.8	8.8	7.7	6.7	5.9
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	41.1	40.8	40.7
經營利潤率	7.3	5.0	10.5	12.2	12.3
有效稅率	33.1	32.2	15.0	15.0	15.0
調整後淨利潤率	7.9	6.9	8.3	9.3	9.5
分紅率	不適用	不適用	30.0	30.0	30.0
資產負債比率					
流動比率(x)	1.3	1.5	1.3	1.4	1.6
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	725	1,060	1,449
回報率(%)					
調整後資本回報率	27.9	23.3	21.0	23.3	24.2
調整後資產回報率	8.9	8.2	7.3	7.4	8.3
每股數據(人民幣)					
每股盈利(人民幣)	不適用	0.15	0.18	0.25	0.31
每股股息(人民幣)	不適用	不適用	0.05	0.07	0.09
每股賬面價值(人民幣)	不適用	0.73	0.96	1.16	1.40

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士。

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，并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，以了解由本報告引起或與之相關的事宜。

招銀國際證券或其關聯機構現在或曾在過去12個月內與上文所提及發行人有投資銀行業務的關係。