

卓越教育 (3978 HK)

最坏情况已过去，预期 2H19E 强劲复苏

我们预期下半年公司表现会较好，同比收入/经调整后净利润将达至 24%/117%，主要由于 (1) 小班辅导的收入增长正在回升，以及 (2) 公司剥离亏损在线网校业务。

- **2H19E 的招生情况令人满意。**受到政府加强监管 K12 课后培训行业的影响，小班辅导的收入同比增长速度从 2H18 的 33% 下降至 1H19 的 22%。不过，随着政策影响减弱，我们预计公司收入同比增速将从 1H19 的 20% 回升至 2H19E 的 24%，而 2H19E 的满班率将较 1H19 的 62.5% 有所提高。
- **剥离亏损在线网校业务。**公司一直投放资源于在线小班辅导的研发及广告宣传，1H19 的开支达到 3,400 万元人民币，侵蚀经营利润率 4.0 个百分点。该业务依赖大量投资来获得在线用户流量，短期内为公司的财务带来压力。公司在 8 月引入外部投资，其持股比例由 60% 降至 30%，藉此平衡盈利能力。我们估计 2H19E 的整体经营利润率将显著改善。
- **培训中心扩展计划不变。**尽管 1H19 的净新设培训中心只有 18 间（主要在大湾区的主要城市），但管理层仍维持在 FY19E 增加 40-50 间培训中心，以及在 2018-2020E 合共增加 150 间中心的目标。根据弗若斯特沙利文 (Frost & Sullivan) 的数据，2018 年广东省参加 K12 课外辅导的学生人数为 550 万，仅占广东省接受 K12 常规教育学生人数的 28%，普及率低于 2017 年一线城市的 62.9%。我们认为公司仍有很大空间提高市场渗透率。
- **1H19 税后利润下跌 9%。**2019 年上半年辅导课时及辅导费用分别增长 12% 和 7%，带动收入增长 20% 至 8.67 亿元人民币。扩展兴建新培训中心、装修及翻修旧中心导致毛利率下降 0.9 个百分点至 41.4%。税后利润下降 9% 至 7,500 万元人民币，主要归因于在线小班辅导带来 2,600 万元的税后损失、投资公允价值收益减少 1,000 万元人民币，以及自采纳新订国际财务报告准则第 16 号租赁后衍生的 800 万元人民币费用。
- **维持买入评级，但下调目标价。**我们下调 FY19 / 20 / 21E 经调整后净利润 21%/ 5%/ 3%，以反映学生人数减少、新订国际财务报告准则第 16 号租赁的影响，以及在线网校业务的亏损。我们将目标价从 3.72 港元下调至 3.41 港元，对应 FY20E 市盈率 13.0 倍，维持估值于较行业平均值折让 20%。公司估值偏低，截至 2019 年 6 月 30 日的净现金和投资金额共 11.5 亿元人民币，相当于其市值 74%。**催化剂：** (1) 招生率好于预期； (2) 并购机会。**风险：** (1) 竞争激烈； (2) 教师成本压力； (3) 政府政策。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入 (百万人民币)	1,142	1,474	1,798	2,209	2,672
同比增长 (%)	22	37	29	34	15
调整后净利润 (百万人民币)	90	102	131	200	249
同比增长 (%)	88	14	28	53	25
调整后每股盈利 (人民币)	不适用	0.15	0.15	0.24	0.29
同比增长 (%)	不适用	不适用	1	53	25
调整后市盈率 (倍)	不适用	11.3	12.0	7.8	6.3
股息率 (%)	不适用	0.0	4.0	5.8	7.6
市帐率 (%)	不适用	2.4	2.0	1.7	1.4
净现金 (百万人民币)	162	470	697	986	1,314

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$3.41
(此前目标价)	HK\$3.72)
潜在升幅	+66%
当前股价	HK\$2.05

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)	9,000
3 月平均流通量 (百万港元)	9.38
52 周内股价高/低 (港元)	1.75/0.75
总股本 (百万)	6,666.7

资料来源：彭博

股东结构

唐俊京先生	20.1%
唐俊膺先生	16.9%
周贵先生	16.7%

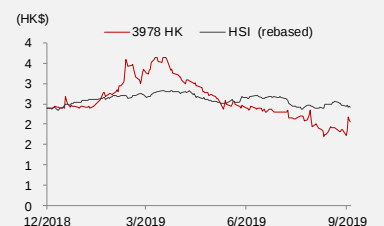
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	9.5%	19.8%
3-月	27.8%	35.4%
6-月	15.0%	28.1%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：安永

近期报告

1. "Beststudy Education – FY18 beat with network expansion accelerated" – 15 Mar 2019
2. "K12 课辅刚需不减，区域龙头估值待重塑" – 2019 年 2 月 19 日

财务分析

利润表

年结:12月底(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售收入	1,142	1,474	1,798	2,209	2,672
优学项目	1,013	1,302	1,602	1,991	2,432
英才项目	27	40	53	64	74
全日制备考	100	130	139	151	163
其他	2	3	3	3	3
销售成本	(659)	(876)	(1,068)	(1,314)	(1,592)
毛利	483	598	730	895	1,079
其他营运收入(支出)	20	7	16	14	18
销售费用	(95)	(130)	(144)	(192)	(248)
管理费用	(178)	(186)	(209)	(250)	(294)
研发费用	(140)	(171)	(180)	(203)	(230)
其他费用	(6)	(44)	(44)	(6)	(6)
经营利润	83	74	170	258	319
公允价值变动	33	35	39	39	39
财务费用	-	-	(48)	(50)	(51)
合资及联营企业	(4)	(1)	(5)	(10)	(10)
税前利润	113	108	156	237	297
所得税	(37)	(35)	(26)	(37)	(49)
减:非控制股东权益	17	19	(1)	(1)	(1)
净利润	49	55	126	182	239
调整后净利润	90	102	131	200	249

现金流量表

年结:12月底(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息税前收益	103	109	151	219	287
折旧和摊销	26	44	69	78	82
运营资金变动	138	119	115	123	137
其他	(29)	(70)	195	189	161
经营活动所得现金流	238	202	529	609	668
资本开支	(74)	(152)	(100)	(100)	(100)
投资金额变动	(377)	52	(12)	29	29
其他	51	39	(34)	(0)	(0)
投资活动所得现金净额	(401)	(61)	(146)	(71)	(71)
股份发行	-	258	44	-	-
股息	(220)	(100)	-	(63)	(91)
其他	28	(1)	(200)	(186)	(178)
融资活动所得现金净额	(192)	158	(157)	(249)	(269)
现金增加净额		298	227	289	328
年初现金及现金等价物	526	170	468	695	984
汇兑	(3)	0	-	-	-
年末现金及现金等价物	170	468	695	984	1,312
资产负债表现金	162	468	695	984	1,312
已终止业务现金	8	N/A	N/A	N/A	N/A

资产负债表

年结:12月底(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	171	302	1,272	1,242	1,217
固定资产	56	161	194	218	238
使用权资产	-	-	910	869	836
合资及联营公司投资	22	21	49	39	29
其他非流动资产	94	121	119	116	114
流动资产	868	1,137	1,386	1,696	2,047
现金及现金等价物	162	468	695	984	1,312
短期投资	572	518	569	579	589
预付款	77	148	118	130	143
其他流动资产	57	4	4	4	4
流动负债	686	776	1,085	1,222	1,375
合同负债	517	563	666	777	902
其他应付	128	192	191	214	240
应付税款	15	21	21	21	21
其他流动负债	26	-	207	209	212
非流动负债	15	41	777	785	799
租赁负债	-	-	777	785	799
应付租金	15	41	-	-	-
净资产总额	338	622	796	932	1,090
股东权益	255	623	797	935	1,093
少数股东权益	83	(1)	(2)	(2)	(3)

主要比率

年结:12月底	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合(%)					
优学项目	88.8	88.3	89.1	90.1	91.0
英才项目	2.3	2.7	2.9	2.9	2.8
全日制备考	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
经营利润率	7.3	5.0	9.4	11.7	12.0
有效税率	33.1	32.2	17.0	17.0	17.0
调整后净利润率	7.9	6.9	7.3	9.1	9.3
分红率	N/A	N/A	50.0	50.0	50.0
资产负债比率					
流动比率(x)	1.3	1.5	1.3	1.4	1.5
资产周转率(x)	1.1	1.0	0.7	0.8	0.8
净现金(百万人民币)	162	470	697	986	1,314
回报率(%)					
调整后资本回报率	27.9	23.3	18.4	23.1	24.6
调整后资产回报率	8.9	8.2	6.4	7.1	8.0
每股数据(人民币)					
每股盈利(人民币)	N/A	0.15	0.15	0.24	0.29
每股股息(人民币)	N/A	N/A	0.07	0.11	0.14
每股账面价值(人民币)	N/A	0.73	0.94	1.10	1.29

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	: 招银国际并未给予投资评级

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风险。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。本公司可发布其他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，请与我们联络。

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，未经招银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。