招銀国际 CMB INTERNATIONAL
招 商 银 行 全 资 附 属 机 构
A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

希望教育（1765 HK）

內生增長前景強勁

買入（維持）

目標價	**HK$3.41**
(此前目標價	HK$3.05)
潛在升幅	**+53%**
當前股價	**HK$2.23**

調整後淨利潤同比增長 61%至 5.76 億元人民幣，符合我們預期，並在 5.5-6.0 億元的指引區間內，較市場一致預期低 5%。2021 財年，39%的學生總數增長和強勁的海外升學招生人數再次顯示出公司在提高收購目標績效方面的強大執行能力。我們預計公司在 2021-23 財年的每股收益複合年增長率為 25.4%，高於同行 22%的平均水準。我們預計四所獨立學院的轉設可進一步將 2023 財年淨利潤提升 19%。維持買入評級，目標價提升至 3.41 港元。

- **業績符合預期。**收入增長 45%至 15.68 億元，學生人數增長 63%至 140,125 人，符合我們預期，但較市場一致預期低 5%。調整後毛利率擴大 5.4 個百分點至 52.4%，得益於較好的規模效應和成本控制。銷售及管理費用佔比下降 3.3 個百分點至 16.4%。公司宣佈 2020 年 1-8 月期間派發 0.8 分人民幣股息。未來派息率將維持在 30%。
- **強勁的海外留學需求推動英迪增長。**公司海外升學招生（包括英迪和其他專案）人數由 2019 財年的 1,964 人飆升至 2020 財年的 17,315 人。這些學生將在 2-3 年後逐漸成為海外學生。管理層目標 2018-2024 年英迪淨利潤實現 40%的複合年增長率。
- **四所獨立學院轉設將提高收入。**2020 財年獨立學院管理費用總額為 1.7 億元，佔調整後淨利潤的 29%。管理層預計將在 2021 年底前對兩所獨立學院進行轉設，並在 2022 年底前對剩餘兩所進行轉設。我們預計這些轉設可進一步將 2023 財年淨利潤提升 19%。
- **內生增長和併購增長動力強勁。**2021 財年，學生總數增長 39%至 194,554 人。今年 10 月，公司收購了南昌的一所職業學院（2,753 名學生），並計畫在 2022 財年和 2023 財年分別開設兩所職業學院。內生增長方面，管理層計畫 3-5 年內收入實現 15-20%的複合年增長率，淨利潤實現更高的複合年增長率。截至 8 月 31 日，公司坐擁 31 億元人民幣現金，並將尋求收購。
- **維持買入評級。**我們將 2021/22 財年調整後淨利潤分別提高 2%/4%，以反映強勁的學生入學人數，但部分被較高的財務成本和有效稅率所抵消。目標價由 3.05 港元上調至 3.41 港元，相當於 25.4 倍 2021 財年預測市盈率，維持 1 倍 PEG。**催化劑：**（1）併購；（2）解除政策風險；（3）獨立學院轉設。**風險：**教師成本飆升。

財務資料

(截至 12 月 31 日/8 月 31 日)	FY19A-D	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營業收入 (百萬元人民幣)	1,331	1,568	2,468	3,095	3,590
同比增長 (%)	29	NA	57	25	16
淨利潤(百萬元人民幣)	490	456	785	1,053	1,278
經調整淨利潤(百萬元人民幣)	474	576	859	1,127	1,352
每股盈利 (元人民幣)	0.071	0.086	0.119	0.156	0.187
每股盈利變動 (%)	26	NA	39	31	20
市場預測每股盈利 (元人民幣)	NA	NA	0.115	0.150	0.185
市盈率 (倍)	27.7	23.6	16.6	12.7	10.5
股息率 (%)	1.1	0.4	1.9	2.5	3.0
權益收益率 (%)	10.9	11.5	14.2	16.6	17.7
淨現金(百萬元人民幣)	255	329	759	947	1,561

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

中國教育行業

葉建中， CFA
(852) 3900 0838
albertyip@cmbi.com.hk

公司資料

市值(百萬港元)	16,131
3 月平均流通量 (百萬港元)	49.52
52 周內股價高/低 (港元)	2.93/ 1.30
總股本 (百萬)	6,736.4

資料來源：彭博

股東結構

Credit Suisse Trust	57.86%

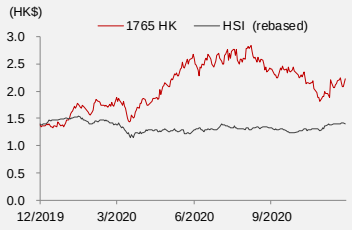
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	11.2%	1.6%
3-月	-11.1%	-15.9%
6-月	-19.0%	-30.8%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：EY

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 ：招銀國際證券並未給予投資評級

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("招銀國際證券")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。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際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。而過去的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。招銀國際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。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊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資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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。本公司可發佈其它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。招銀國際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資訊，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)不時修訂之英國 2000 年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，未經招銀國際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

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監管局（" FINRA"）註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關 FINRA 規則的限制。本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法 (經修訂) 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。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

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，並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篇制的報告。 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，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。