

卓越教育 (3978 HK)

K12 课辅刚需不减，区域龙头估值待重塑

- ❖ **华南最大的 K12 课辅机构。**根据弗若斯特沙利文报告，卓越分别是全国第五大及华南地区最大的 K12 课外教育服务提供商，2017 年市场份额分别为 0.3%/ 1.6%（按收入计算）。凭借丰富的课程组合和地理优势，我们预测公司将在 2017-20 财年期间实现 27%/ 30% 的收入/净利润复合年增长率，主要受益于学生中心网络扩张和课程延展下，学生及平均课单价的强劲增长。
- ❖ **捕捉 K12 课辅刚需风口。**弗若斯特沙利文报告指出，中国的 K12 课辅市场规模或在 2017-22 财年复合年增长率达到 11%，并且在 2022 财年达到 7,690 亿元人民币。由于重点大学有限，学生之间竞争激烈，辅之可支配收入增加及二胎政策推出，我们认为 K12 课辅在中国刚需性不减。市场依旧高度分散，城市间差异化大、各自面临地区内竞争，我们预计卓越能凭借其先发优势和知名品牌，受益于稳健增长的课辅市场。
- ❖ **根植大湾区，学校网络拓展持续推进。**我们看好卓越于大湾区享有的独特地理优势（经济增长强劲、学生基础庞大和华南地区学生竞争激烈）。借助其品牌效应和高度可复制的商业模式，卓越有望进一步渗透华南地区，并辐射至国内其他地区。得益于网点扩展（每年新开约 50 个培训中心）及利用率的提升，我们估计，卓越的招生人次/辅导时长将在 2017-20 财年以 23%/ 20% 的复合年增长率增加。
- ❖ **课程延展释放提价空间。**我们认为，卓越凭借其“大语文”旗舰课程，将受益于近期的中/高考改革（加强语文学科的比重及难度）。基于强大的内部研发及课程内容的延展，我们预计公司将在 2017-20 财年实现约 6% 的平均课单价复合年增长率。我们预计其优学项目将在 2017-20 财年带来 27% 的收入复合年增长率，占 2020 财年收入的 90%。此外，我们预计公司的英才项目将受益于全面/素质发展的需求提升，预计该项目在 2017-20 财年将录得 61% 的收入复合年增长率，占 2020 财年收入总额的 5%。
- ❖ **首次覆盖，给予「买入」评级。**基于可比公司估值，我们将目标价定为 3.7 港元，相当于 16.0/13.6 倍 2019/2020 财年预测市盈率，较同业平均 20.2x 低 20%。目前股票对应 12.0 倍 2019 财年市盈率，估值较为吸引。未来课辅政策的明朗化将有助于板块估值重塑。

财务资料

(年结：12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	896	1,142	1,457	1,847	2,314
净利润(百万人民币)	59	107	116	173	232
EPS(人民币)	NA	NA	0.17	0.20	0.27
EPS变动(%)	NA	NA	NA	17	34
市盈率(x)	NA	NA	14.0	12.0	8.9
市帐率(x)	NA	NA	2.6	2.3	1.8
股息率(%)	NA	NA	0.0	0.0	0.0
权益收益率(%)	14.4	16.6	14.9	21.1	22.7
净财务杠杆(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司，招银国际研究预测

买入（首次覆盖）

目标价	HK\$3.70
潜在升幅	+36%
当前股价	HK\$2.73

黄群

电话：(852) 3900 0889

邮件：sophiehuang@cmbi.com.hk

庞硕

电话：(852) 3900 0882

邮件：garypang@cmbi.com.hk

教育行业

市值(百万港元)	2,362
3月平均流通量(百万港元)	NA
52周内股价高/低(港元)	2.92/2.16
总股本(百万)	849.7

资料来源：彭博

股东结构

唐俊京	20.1%
唐俊膺	16.9%
周贵全	16.7%

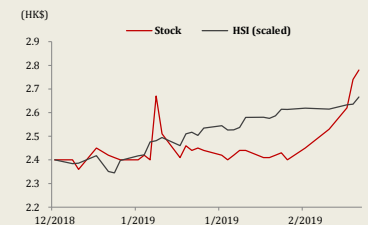
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	9.2%	3.3%
3-月	NA	NA
6-月	NA	NA

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：安永

公司网址：<http://www.zy.com>

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	760	896	1,142	1,457	1,847	2,314
优学项目	661	785	1,013	1,299	1,654	2,074
英才项目	6	14	27	46	73	112
全日制备考	92	97	100	111	119	126
其他	-	0	2	2	2	2
销售成本	(444)	(520)	(659)	(841)	(1,056)	(1,318)
毛利	316	376	483	616	791	996
销售费用	(64)	(79)	(95)	(120)	(151)	(190)
管理费用	(99)	(123)	(178)	(225)	(248)	(303)
研发费用	(64)	(84)	(140)	(168)	(209)	(255)
其他营运收入(支出)	11	8	14	(11)	9	13
经营利润	99	98	83	93	192	261
应占联营公司亏损	(7)	(14)	(4)	(2)	-	-
财务费用	-	-	-	-	-	-
其他收入	17	2	33	32	35	39
税前利润	109	86	113	123	227	301
所得税	(38)	(28)	(37)	(37)	(55)	(69)
非控制股东权益	11	12	17	24	-	-
归属股东净利润	59	46	49	56	173	232
调整后净利润	60	59	107	116	173	232

资料来源：公司及招银国际研究部

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	83	141	171	248	331	405
物业、厂房及设备	20	29	56	118	168	206
于联营合营公司的投资	31	71	21	20	20	20
递延税项资产	20	17	5	5	5	5
无形资产	10	10	11	8	6	4
按公允价值计入损益之股本投资	-	9	65	97	132	171
预付款	2	5	14	14	14	14
流动资产	837	834	868	1,264	1,509	1,858
现金及现金等价物	512	525	162	608	847	1,185
按摊销成本计量的短期投资	16	10	10	10	10	10
预付款,存款和其他应收	208	95	77	83	90	101
按公允价值计入损益的短期投资	100	151	562	562	562	562
其他流动资产	0	52	57	1	1	1
流动负债	561	509	686	764	919	1,111
合同负债	338	402	517	608	770	962
其他应付账款	76	91	128	128	128	128
应付税项	21	16	15	21	21	21
其他流动负债	126	-	26	6	0	0
非流动负债	7	12	15	15	15	15
政府补助	1	1	-	-	-	-
应付租金	6	11	15	15	15	15
少数股东权益	52	64	83	107	-	-
股东权益	300	390	255	625	905	1,137
净资产总值	353	454	338	733	905	1,137

资料来源：公司及招银国际研究部

现金流量表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
税前利润	109	86	113	123	227	301
折旧和摊销	23	18	26	40	52	65
营运资金变动	96	77	138	86	155	181
其他	(38)	(11)	(38)	(55)	(90)	(108)
经营活动所得现金净额	190	170	238	194	344	438
购置固定资产、无形资产及土地	(12)	(28)	(74)	(100)	(100)	(100)
其他	(30)	(163)	(327)	30	(6)	-
投资活动所得现金净额	(42)	(191)	(401)	(70)	(106)	(100)
资本变化	-	-	-	315	-	-
已付股息	(31)	(1)	(220)	-	-	-
其他	(125)	38	28	-	-	-
融资活动所得现金净额	(156)	37	(192)	315	-	-
现金增加净额	(8)	16	(354)	439	238	338
年初现金及现金等价物	519	512	526	170	608	847
年末现金及现金等价物	512	526	170	608	847	1,185

资料来源：公司及招银国际研究部

主要比率

年结:12月31日	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)						
优学项目	87.0%	87.7%	88.8%	89.2%	89.5%	89.6%
英才项目	0.8%	1.5%	2.3%	3.1%	4.0%	4.9%
全日制备考	12.2%	10.8%	8.8%	7.6%	6.4%	5.4%
其他	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
总额	100%	100%	100%	100%	100%	100%
增长 (%)						
收入	NA	17.9	27.4	27.6	26.7	25.3
毛利	NA	19.2	28.3	27.7	28.3	25.9
经营利润	NA	(1.7)	(14.7)	11.2	107.1	36.1
调整后净利润	NA	(0.8)	79.8	8.8	48.9	34.1
盈利能力比率 (%)						
毛利率	41.5	42.0	42.3	42.3	42.8	43.0
税前利率	14.3	9.6	9.9	8.4	12.3	13.0
有效税率	35.3	32.3	33.1	30.0	24.0	23.0
调整后净利润率	7.9	6.6	9.3	8.0	9.3	10.0
资产负债比率						
流动比率 (x)	1.5	1.6	1.3	1.7	1.6	1.7
平均应收账款周转天数	-	61.8	27.6	20.0	17.0	15.0
平均应付账款周转天数	-	58.6	60.6	55.5	44.2	35.4
平均存货周转天数	-	-	-	-	-	-
净负债/总权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)						
资本回报率	21.8	14.4	16.6	14.9	21.1	22.7
资产回报率	8.2	6.1	6.5	6.3	10.3	11.3
每股数据						
每股盈利(人民币)	-	-	-	0.17	0.20	0.27
每股股息(人民币)	-	-	-	-	-	-
每股账面值(人民币)	-	-	-	0.93	1.07	1.34

资料来源：公司及招银国际研究部

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上责任。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士。

注释：招银国际证券（或相关实体）在过去 12 个月之内为卓越教育(3978 HK)提供过上市服务，烦请知悉。