

2018年04月26日

睿见教育 (06068.HK)

公司快报

证券研究报告

# 内生量价稳健增长，外延扩张有力推进

■业绩简述：2017/2018 学年上半年实现营收 5.92 亿元/+18.8%，毛利 2.62 亿元/+13.4%，核心净利润 1.63 亿元/+34.8%。

■招生人数增长带来的学费及住宿费收入增加导致总收入增长 18.8%。总收入的增加主要由于学费及住宿费收入增加 8140 万/+24.3%和配套服务收入增加 1250 万元/+7.5%。学费及住宿费增加主要由于招生人数增加 29.5%，其中招生人数的自然增长为 15.4%，收购揭阳学校后人数增加 14.1%。学校收入主要来自于广东地区学校，占比为 87.5%，其中东莞光明中小学占比最高为 46.1%。

■毛利率有所下降，核心净利率有所提升。①毛利率 44.22%，同降 2.12pct。毛利率的下降主要由于收购揭阳学校毛利率低于原有学校所致②由于收购揭阳学校及银行借款等事项，三费比率总体上升：销售费用率 3.10%，同增 0.44pct，主要系盘锦光正实验学校、潍坊光正实验学校的营销及宣传有关广告开支增加以及收购揭阳学校所致；管理费用率 12.72%，同增 3.81pct，由于公司扩张计划一致的薪金及其他业务开支和慈善捐款增加，以及收购揭阳学校所致；财务费用率 1.8%，同降 0.52pct，主要由于本中报期间银行借款增加。③核心净利润率 27.5%，同增 0.9pct。

■收购扩张带来学校容量及在校生人数稳步提升。①公司收购揭阳学校，使学校容量由 2016/2017 学年的 33152 人增长到 2017/2018 年的 49804 人。2018 年又收购潍坊潍州外国语学校，学校容量将再增加 2000 多。②学校利用率从 2016/2017 年的 95.9%降为 2017/2018 学年的 82.7%，主要由于现有学校扩建和收购揭阳学校所致。③截至 2017 年 9 月招生总人数达到 41180 人，同比增长 29.5%，其中初中占比 44%，小学 33%，高中 23%。

■公司所处区域人均收入较高，学费仍具备较大上涨空间。①2017/2018 年学年上半年，不计收购揭阳学校，每名学生的平均学费及住宿费增加 1.7%至 10747 元，主要由于盘锦光正实验学校及潍坊光正实验学校新入学学生的学费及住宿费增加所致，加入揭阳学校后生均学费为 10546 元。②学校根据地方政策上调学费，中小学每 2 年上调一次，幅度 10%左右，预计东莞及惠州学校 19 年提价 10%左右，将进一步提高公司收入。③公司大部分学校布局于大亚湾地区，经济较发达，中产阶级教育投入较大，对高学费不敏感，同时东莞市放宽户口政策，政府还对 8 类人才放宽户口限制，鼓励高收入高学历人员落户，利好民办学校。

■金字塔式升学结构，高内部升学比例。2017 学年，公司学校超过 90%

投资评级 **买入-A**  
首次评级6 个月目标价：**6.82 港币**  
股价 (2018-04-23)：**5.82 港币**

## 交易数据

总市值 (百万港币)	11890
流通市值 (百万港币)	11890
总股本 (百万股)	2043
流通股本 (百万股)	2043
12 个月价格区间	2.09-6.37 港币

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020024  
huangsh@essence.com.cn  
021-35082092

杜一帆

报告联系人

duyif1@essence.com.cn  
021-35082088

## 相关报告

的高中毕业生考上大学，一本录取率达 20%，10 名高中毕业生被北大清华录取。基于优质的教学质量，学校大部分学生毕业后仍继续选择在原校初/高中就读，为学校提供了稳定生源供给。学生人数由小学驱动，内部升学比例较高。2016/2017 学年，小学部毕业生 90% 内部升学进入本公司初中部，初中部约 60% 毕业生进入高中部就读。

■ **多重扩张战略：自建新校与收购相结合，扩大办学规模。**公司以“每年新增两所学校”为扩展目标，基于可复制的商业模式，采取多重扩张策略，包括建设更多新学校、扩张现有学校容量、收购民办学校等。公司 2017 年收购揭阳学校，2018 年收购潍坊市顶尖民办小学潍州外国语学校。公司也在规划及筹办新的学校，大湾区尚有 3 所学校筹办，2 所规划；预计 18、19 年，云浮（目标容量 7000）开平（目标学生容量 8500）潮州（目标容量 8000）将开始招生，并计划在广州、肇庆规划新学校。

■ **投资建议：**预计 2018/2019/2020 年归母净利 3.20/3.87/4.67 亿元人民币，考虑到公司项目储备丰富、扩张路径清晰，给予 2018 年 PEx35，6 个月目标价 6.82 港币。

■ **风险提示：**重大教学事故风险；项目落地不及预期；学费受到政策限制；学生人数增长不及预期；公司业务整合不及预期等。

178

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	700.74	979.14	1214.45	1469.02	1772.83
净利润	154.37	200.23	319.75	386.80	467.38
每股收益(元)	0.08	0.10	0.16	0.19	0.23
每股净资产(元)	0.41	0.85	1.01	1.20	1.43

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	61.89	47.71	29.88	24.70	20.44
市净率(倍)	11.50	5.47	4.63	3.90	3.28
净利润率	22.03%	20.45%	26.33%	26.33%	26.36%
净资产收益率	18.58%	11.47%	15.49%	15.78%	16.02%
股息收益率	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01
ROIC	11.99%	11.56%	35.30%	74.32%	498.46%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测



## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先恒生指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先恒生指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与恒生指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后恒生指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后恒生指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于恒生指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于恒生指数波动；

## ■ 分析师声明

黄守宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
张莹		010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
高思雨		021-35082350	gaosy@essence.com.cn	
深圳联系人	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn	
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034