

【广发海外】睿见教育 (06068.HK)

经营数据符合预期，政策仍存不确定性

核心观点:

- 公司发布 FY2019H1(截至 2019 年 2 月 28 日止六个月)业绩 (货币为人民币)，经营数据符合我们预期

FY2019H1 学生人数同比增长 32.2%至 54420 人，收入同比增长 41.1%至 835.6 百万元人民币，毛利率由 2018H1 的 44.2%提升至 45.3%。经过年化调整后的全部学校平均学费上涨 5.0%。归母净利润由去年同期 145.0 百万元提升至 2019H1 的 193.0 百万元，同比增长约 33.1%。净利润增速不及收入增速的主要原因为：1.公司 VIE 架构设计产生了比去年同期更多的应纳税收入导致所得税有效税率由去年同期 8.0%提升至 14.8%；2.公司用于发展新建学校及学校扩容的银行借款增加使账面财务费用净额提升。

- 短期公司业绩确定性较强，但政策不确定性仍然存在

公司的入学人数在上一财季的年报披露，且历史上转学等入学人数变化影响极小。且公司经营方面的成本和费用率变化主要受到新开设学校影响，因此公司的确定性较强。目前新《民办教育促进法实施条例》仍未经过审议并发布，其中第十二条“不得协议控制非营利性学校”中协议控制是否等同于 VIE 架构仍存在不确定性。

- 调整 2019-2021 年 CNY 业绩预测分别为 0.19 元/股、0.24 元/股和 0.27 元/股，考虑到估值空间，评级调整为增持

我们根据中期业绩情况调整学费价格、所得税率和财务费用，预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.19、0.24 和 0.27 人民币元/股，当前价格对应 2019-2021 年 PE 分别为 19.11、15.61 和 13.54 倍。我们认为合理估值为 18 倍 2020 年 EPS，对应每股合理价值为 5.02HKD，考虑到目前估值已经接近合理估值，评级调整为增持。

- 风险提示：民办学校分类管理的政策风险；无法提升学费风险。

盈利预测:

财年 (02/28): CNY	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	979	1,247	1,707	2,146	2,560
增长率 (%)	40%	27%	37%	26%	19%
EBITDA(百万元)	347	454	552	666	783
净利润(百万元)	200	310	398	487	561
增长率 (%)	30%	55%	28%	22%	15%
EPS (元/股)	0.10	0.15	0.19	0.24	0.27
市盈率 (P/E)	37.91	24.50	19.11	15.61	13.54
市净率 (P/B)	4.35	0.31	3.54	3.11	2.74
EV/EBITDA	22.56	19.41	16.71	14.37	12.63

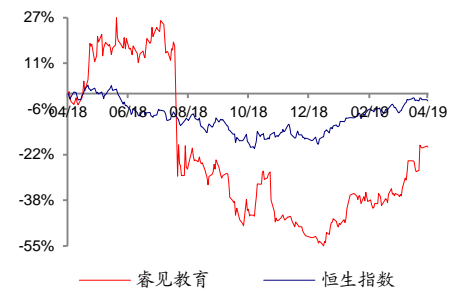
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

汇率：港元/人民币：0.86

公司评级

当前价格	4.35 港元
合理价值	5.02 港元
前次评级	买入
报告日期	2019-04-26

相对市场表现



分析师:

欧亚菲



SAC 执证号: S0260511020002



SFC CE No. BFN410



020-66335066



oyf@gf.com.cn

分析师:

刘峤



SAC 执证号: S0260519010006



SFC CE No. BLO687



020-66335146



liuqiao@gf.com.cn

相关研究:

一、盈利预测假设

我们的盈利预测主要参照以下假设：根据公司计划的新开设学校及对应的容量和5-6年成熟的进度和平均2-3年调整一次学费水平计算公司的收入。我们假设毛利率和销售费用率随着新开设学校而提升，管理费用率维持稳定。

表1：盈利预测-平均学费和住宿费（每6个月每学生）（元）

平均学费和住宿费-按学校	2018	2019E	2020E	2021E
东莞光明中小学	22,930	26,796	28,136	30,668
东莞光正实验学校	22,716	25,904	27,199	27,798
惠州光正实验学校	19,459	19,756	21,040	21,882
盘锦光正实验学校	15,065	17,920	18,906	19,662
潍坊光正实验学校	14,504	16,008	16,008	16,008
广安光正实验学校		14,666	15,399	16,015
揭阳学校-2017年9月合并报表	10,212	11,558	12,136	12,621
潍坊潍州学校-2018年6月合并报表	3,046	10,520	11,046	11,488
漳浦龙成学校-2018年11月合并报表		7,006	13,650	14,060
云浮市光明中学			12,000	12,360
佛山			14,000	14,420
潮州				10,000
江门				11,000

数据来源：公司2018年年报、广发证券发展研究中心

表2：盈利预测-招生人数（人）

招生人数-按学校	2018	2019E	2020E	2021E
东莞光明中小学	16,477	17,358	17,879	17,879
东莞光正实验学校	10,620	12,645	15,000	16,800
惠州光正实验学校	6,011	8,413	10,000	12,000
盘锦光正实验学校	2,170	3,119	4,900	6,300
潍坊光正实验学校	1,401	2,133	3,000	3,800
广安光正实验学校		159	1,200	2,300
揭阳学校-2017年9月合并报表	4,501	5,375	6,700	8,000
潍坊潍州学校-2018年6月合并报表	2,050	2,318	2,600	2,600
漳浦龙成学校-2018年11月合并报表		2,900	2,900	2,900
云浮市光明中学			700	1,500
佛山			700	1,500
潮州				700
江门				700

数据来源：公司2018年年报、广发证券发展研究中心

表 3: 盈利预测-毛利率、期间费用率和所得税率 (%)

	2018	2019H1	2019E	2020E	2021E
毛利率	43.70%	45.33%	44.01%	43.91%	43.91%
销售费用率	-1.56%	-2.99%	-1.56%	-1.76%	-1.80%
管理费用率	-17.72%	-15.69%	-17.00%	-17.40%	-17.60%
所得税率	-11.11%	-14.81%	-14%	-14%	-14%

数据来源: 广发证券发展研究中心

二、估值分析和投资建议

公司经历前期上涨后估值已经超过K12学校平均水平。我们仍维持到下一财年18倍的合理估值假设：公司估值历史平均水平约为下一财年20倍，考虑到政策的不确定性和公司的自建模式，公司补足土地出让款的风险比轻资产模式要大，给予其一定的估值折让到18倍。对应公司每股合理价值为5.02HKD。

中期业绩发布后，市场定价估值将逐步切换到2020年，目前公司2020年PE超出可比同行平均水平且接近其历史平均水平。在政策仍未明朗的背景下，我们认为公司估值扩张的空间有限。调整其评级到增持。

表 4: 睿见教育可比公司估值表 (P/E、P/B 和 EV/EBITDA 单位为倍)

代码	简称	市值 (百万港币)	P/E TTM (倍)	P/E: 2019	P/E: 2020	P/B LYR	P/B: 2019	P/B: 2020	EV/当年 EBITDA	EV/下年 EBITDA
06068 HK	睿见教育	8,901	21.90	19.11	15.61	3.75	3.54	3.11	16.71	14.37
	平均	10,432	23.45	18.82	14.69	2.93	2.62	2.33	12.43	9.95
01317 HK	枫叶教育	12,700	18.90	15.96	13.16	2.97	2.71	2.45	12.27	10.19
01565 HK	成实外教育	10,471	25.00	17.41	12.68	3.20	2.75	2.44	13.40	10.45
06169 HK	宇华教育	11,694	18.00	14.33	12.63	2.84	2.49	2.25	10.36	9.18
01773 HK	天立教育	5,769	21.73	19.52	13.10	2.20	1.94	1.71	11.74	7.88
BEDU N	博实乐	11,528	33.60	26.90	21.87	3.43	3.20	2.81	14.38	12.06

数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

时间为 2019 年 4 月 25 日，睿见教育使用盈利预测数据为广发预测，其他为 Bloomberg 一致预期

风险提示:

1、民办学校分类管理的政策风险

2018年8月10日发布的《民办教育促进法实施条例（修订草案）（送审稿）》中要求“集团化办学的，不得通过协议控制等方式控制非营利性民办学校。”由于该表述中的协议控制是否指代VIE架构存在不确定性，公司全部学校均为非营利性且为VIE架构，且K9学校不得设立为营利性。公司未来存在无法开设K9学校且无法开设非营利性高中的风险。

2、无法提升学费风险

如果公司不能提升学费，可能面临利润率下降的风险。

资产负债表

单位: 人民币百万元

至2月28日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	604	1,468	1,668	1,718	1,764
货币资金	378	911	1,101	1,102	1,102
应收及预付	40	175	181	227	271
存货	9	5	10	12	15
其他流动资产	178	377	377	377	377
非流动资产	2,728	4,003	4,745	5,570	6,377
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,779	2,492	3,235	4,060	4,867
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	0	104	104	104	104
其他长期资产	949	1,407	1,407	1,407	1,407
资产总计	3,332	5,472	6,414	7,288	8,141
流动负债	1,094	1,643	2,347	2,929	3,446
短期借款	155	282	867	1,226	1,534
应付及预收	516	744	862	1,086	1,295
其他流动负债	423	617	617	617	617
非流动负债	493	1,851	1,851	1,851	1,851
长期借款	467	1,425	1,425	1,425	1,425
其他非流动负债	26	4	4	4	4
负债合计	1,586	3,494	4,198	4,780	5,297
股本	18.03	18.06	18.06	18.06	18.06
资本公积	1,728	1,893	1,893	1,893	1,893
留存收益	0	0	0	239	531
归属母公司股东权益	1,746	1,911	2,150	2,442	2,778
少数股东权益	0	66	66	66	66
负债和股东权益	3,332	5,472	6,414	7,288	8,141

现金流量表

单位: 人民币百万元

至2月28日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	396	623	457	749	877
净利润	263	311	398	487	560
折旧摊销	66	98	63	80	98
营运资金变动	24	199	-51	139	163
其它	42	15	47	43	55
投资活动现金流	-503	-1,349	-806	-906	-905
资本支出	-531	-740	-805	-905	-905
投资变动	-149	-690	0	0	0
其他	177	81	-1	-1	0
筹资活动现金流	381	1,259	539	158	28
银行借款	566	2,042	585	359	308
股权融资	776	-43	0	0	0
其他	-408	-191	-46	-201	-280
现金净增加额	274	533	190	1	0
期初现金余额	104	378	911	1,101	1,102
期末现金余额	378	911	1,101	1,102	1,102

主要财务比率

至2月28日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	39.7%	27.3%	36.9%	25.7%	19.3%
归属母公司净利润增长	29.7%	55.0%	28.2%	22.4%	15.2%
获利能力(%)					
毛利率	45.9%	43.7%	44.0%	43.9%	43.9%
净利率	20.4%	24.6%	23.3%	22.7%	21.9%
ROE	11.5%	16.2%	18.5%	20.0%	20.2%
偿债能力					
资产负债率(%)	47.6%	63.9%	65.4%	65.6%	65.1%
净负债比率	14.0%	61.6%	72.8%	78.6%	80.1%
流动比率	0.55	0.89	0.71	0.59	0.51
速动比率	0.54	0.88	0.70	0.58	0.50
营运能力					
总资产周转率	0.34	0.28	0.29	0.31	0.33
应收账款周转率	3.51	361.37	18.25	18.25	18.25
存货周转率	79.37	98.16	98.16	98.16	98.16
每股指标(元)					
每股收益	0.10	0.15	0.19	0.24	0.27
每股经营现金流	0.19	0.31	0.22	0.37	0.43
每股净资产	0.86	12.05	1.05	1.20	1.36
估值比率					
P/E	37.9	24.5	19.1	15.6	13.5
P/B	4.3	0.3	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA	22.6	19.4	16.7	14.4	12.6

利润表

单位: 人民币百万元

至2月28日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	979	1,247	1,707	2,146	2,560
营业成本	529	702	956	1,204	1,436
其他收入及收益	-8	99	74	77	79
销售费用	17	19	27	38	46
管理费用	126	221	290	373	451
财务费用	18	57	46	42	55
其他费用及亏损	10	-	-	-	-
投资净收益	-	-	-	-	-
利润总额	270	346	463	567	652
所得税	70	38	65	79	91
净利润	200	307	398	487	561
少数股东损益	-0	-3	-	-	-
归属母公司净利润	200	310	398	487	561
EBITDA	347	454	552	666	783
EPS(元)	0.10	0.15	0.19	0.24	0.27

广发海外研究小组

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名、第二名、第二名和第三名，2015年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。
- 廖凌：海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。6年策略及中小市值研究经验。
- 韩玲：海外公用事业和新能源首席分析师，获2010-2014年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获2015-2017年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。
- 胡翔宇：博彩旅游行业首席分析师，2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。2018年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012~2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名（团队）、第4名（团队）、第2名（团队）。
- 武煜：广发海外医药行业首席分析师，上海交通大学硕士，2017年Asia Money评选，获得H股医药研究团队第二、个人第三，香港本地股团队第三。
- 邓崇静：海外汽车行业高级分析师，2017年《亚洲货币》(Asiamoney)香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》(Asiamoney)中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 王雯：分析师，美国乔治华盛顿大学（George Washington University）金融硕士，从事港股金融板块研究。
- 刘峤：海外必须消费品研究助理，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 张晓飞：海外电子行业研究助理，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外博彩休闲行业研究助理，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 罗捷：海外必须消费品研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。