光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

业绩符合市场预期，大湾区学校稳步扩张

——睿见教育（6068.HK）2019 年中报点评

海外公司简报

◆**业绩符合市场预期，在校生快速增长致使收入同比增长 41%。**

1H19 公司收入 8.36 亿元人民币，同比增长 41%，业绩符合市场预期，但超我们预期。学费住宿费收入 5.79 亿元，占比 69%，同比增长 39%；配套服务收入 2.57 亿元，占比 31%，同比增长 47%。收入增长主要由于招生人数增加、学费及某些服务项目的平均单价增加。毛利 3.79 亿元，同比增长 45%；核心净利润 2.16 亿元，同比增长 33%。核心净利率为 26%，较上年同期下降 1.5 pct.，主要由于新建学校初期拖累利润率所致。

◆**在校生人数快速增长，生均学费稳步提升。**

1H19 公司在校生人数同比增长 32%至 54,420 人。高中生 11,555 人，占比 21%；初中部 23,680 人，占比 44%；小学部 18,943 人，占比 35%；国际课程部 242 人，占比 0.4%。总学生容量增加约 27%至 63,000 名学生，学校利用率约 86%。剔除新收购漳浦龙成学校影响，集团平均学费增加 9%至 11,042 元。17/18 学年超过 90%的高中毕业生进入大学，超过 20%的高中毕业生被一类本科大学录取，学生升学质量稳步提升。

◆**大湾区学校稳步扩张，学校总数达到 11 所。**

公司于 2018 年 10 月以 2.76 亿元收购佛山 148 亩土地用于自建学校，该校规划总容量不少于 4,400 名学生；2019 年 3 月再次获批 286 亩土地，学校的最大容量增至 9,210 名学生。2018 年 11 月公司以 1.83 亿元人民币的价格收购漳浦龙成学校，进一步扩大了在福建省的影响力。1H19 公司共运营 11 所高端民办学校：东莞 3 所、惠州 1 所、揭阳 1 所、辽宁 1 所、山东 2 所、四川 1 所、福建 2 所。

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 1）建设更多新学校；2）扩张现有学校容量。目前集团在云浮、佛山、潮州、广州、肇庆、江门等 6 个地市正在筹建新学校，其中云浮市光明中学预计 19/20 学年开始招生，最大能够容纳 10,680 人；佛山学校预计 19/20 学年开始招生，最大能够容纳 5000 人；潮州、江门学校最大能够容纳 8000、7500 人。

◆**维持 “增持”评级。**

公司新增学生人数超过我们此前预期，我们上调 19/20 年归母净利润预测分别为 4.22/5.34 亿元，同比增长 37%/27%；新增 21 年收入预测为 23.71 亿元；归母净利润预测为 6.53 亿元。考虑到公司招生人数的超预期、以及新增学校的顺利推进，未来业绩增长确定性强，维持“增持”评级。

◆**风险提示：**教学质量下滑、教育政策变动、外延扩张策略不达预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万人民币）	979	1247	1645	1989	2371
营业收入增长率	39.73%	27.35%	31.93%	20.89%	0.00%
归母净利润（百万人民币）	249	309	422	534	653
归母净利润增长率	33.79%	24.28%	36.56%	26.57%	22.27%
EPS（港元）	0.14	0.18	0.24	0.30	0.37
PE	33	27	19	15	13
ROE	15.54%	15.80%	20.03%	22.55%	24.81%

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 4 月 24 日，财年截止时间为 8 月 31 日。

增持（维持）

当前价：4.66 港元

分析师

刘凯 (执业证书编号：S0930517100002)
021-52523849
kailiu@ebscn.com

曹天宇 (执业证书编号：S0930517110001)
021-52523693
caoty@ebscn.com

联系人

贾昌浩
021-52523835
jiachanghao@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)：20.46

总市值(亿港元)：95.35

利润表（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**979**	**1,247**	**1,645**	**1,989**	**2,371**
营业成本	-529	-702	-876	-1,050	-1,264
其他收入	11	54	18	22	26
销售费用	-17	-19	-30	-36	-40
管理费用	-126	-221	-237	-278	-308
其他经营净收益	-26	-2	-16	-20	-19
财务收入	7	46	0	0	0
上市开支	-10	0	0	0	0
营业利润	**289**	**403**	**504**	**627**	**766**
财务费用	-18	-57	-25	-20	-24
税前收入	**270**	**346**	**479**	**607**	**742**
税收支出	-70	-38	-58	-73	-89
归属母公司净利润	**200**	**307**	**422**	**534**	**653**

资产负债表（百万）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	**3,332**	**5,472**	**5,910**	**6,728**	**7,427**
货币资金	378	911	980	1,394	1,639
存货	9	5	12	14	17
应收账款与票据	26	162	41	44	45
其他应收预付款项	14	12	16	18	20
已抵押银行存款	178	377	377	377	377
固定资产	1,779	2,492	2,848	3,152	3,507
预付租赁款项	299	502	630	721	813
其他长期资产	650	1,009	1,009	1,009	1,009
总负债	**1,586**	**3,494**	**3,687**	**4,185**	**4,492**
短期借款	155	282	197	199	142
递延收入-流动负债	423	617	658	795	949
应计负债及其他应付款项	516	744	845	991	1,136
长期借款	467	1,847	1,974	2,187	2,253
其他长期负债	26	4	12	12	12
股东权益	**1,746**	**1,977**	**2,234**	**2,555**	**2,946**
股本与资本公积	18	18	18	18	18
留存收益	1,728	1,893	2,146	2,466	2,858

现金流量表（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	**396**	**623**	**782**	**916**	**1,086**
净利润	200	310	422	534	653
折旧、摊销	66	98	106	107	142
其他非现金调整	113	25	41	137	153
非现金营运资本变动	17	191	214	138	139
投资活动产生现金流	**-503**	**-1,349**	**-589**	**-503**	**-589**
固定及无形资产变动	-531	-740	-461	-411	-497
其他投资活动	28	-610	-127	-92	-91
融资活动现金流	**397**	**1,248**	**-115**	**1**	**-252**
债务变动	14	1,493	50	215	9
股本变动	776	（35）	（0）	-	-
支付的股利合计	-49	-122	-169	-214	-261
其他筹资活动产生的现金流量	-343	-89	4	0	0
净现金流	**290**	**522**	**79**	**414**	**245**

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

万得资讯

关键指标	FY2017	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
成长能力（%YoY）					
收入增长率	39.73%	27.35%	31.93%	20.89%	19.24%
净利润增长率	29.69%	53.44%	37.32%	26.57%	22.27%
EBITDA 增长率	12.94%	41.37%	21.86%	20.22%	23.68%
EBIT 增长率	9.22%	39.68%	25.06%	24.32%	22.17%
估值指标					
PE	41	27	19	15	13
调整后 PE	33	25	19	15	13
PB	4.70	4.29	3.79	3.30	2.85
EV/EBITDA	8.34	8.98	7.98	7.19	6.31
EV/EBIT	10.24	11.15	9.67	8.42	7.48
盈利能力（%）					
毛利率	45.94%	43.70%	46.74%	47.21%	46.68%
EBITDA 率	36.17%	40.15%	37.09%	36.89%	38.26%
EBIT 率	29.47%	32.32%	30.64%	31.51%	32.28%
税前净利润率	27.61%	27.71%	29.14%	30.51%	31.28%
税后净利润率（归属母公司）	20.45%	24.64%	25.64%	26.85%	27.53%
ROA	6.91%	6.98%	7.41%	8.45%	9.22%
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.54%	16.50%	20.03%	22.30%	23.74%
偿债能力					
流动比率	0.6	0.9	0.8	0.9	0.9
速动比率	0.37	0.65	0.60	0.72	0.76
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS(人民币元)	0.10	0.15	0.21	0.26	0.32
EPS(港元)	0.11	0.17	0.24	0.30	0.37
调整后 EPS(人民币元)	0.12	0.16	0.21	0.26	0.32
调整后 EPS(港元)	0.14	0.18	0.24	0.30	0.37
每股红利(人民币元)	0.02	0.06	0.08	0.10	0.13

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼