

睿见教育 (6068 HK)

内生增长及主要扩张路径维持稳定

我们认为睿见教育将凭借内生增长及以自建及扩充容量为主的扩张模式，将维持其稳定增长。近期的增长动力包括：1) 2018/19 学年大部分学校的学费及住宿费上涨；2) 2018/19 学年招生人数超出预期；3) 收购东莞新校园扩充了东莞学校的容量，将对未来发展做出重大贡献。送审稿为集团化办学的非营利性民办教育公司带来不确定性。我们对其基本面持乐观态度，但考虑到未来收购路径的不确定性，我们提高到了 DCF 中的折让率。目标价调整为 4.80 港元，相当于 26.3 倍 2018 年预测市盈率及 20.4 倍 2019 年预测市盈率，隐含 15.4% 的上行空间。

- 👉 2018/19 学年保持强劲的内生增长。** 1) 公司提高大部分学校各个年级的学费及住宿费，适用于 2018/19 学年的新入学学生。预计将为未来收入做出可观的贡献。2) 据公司称，2018/19 学年招生人数超出预期。
- 👉 将新收购的东莞校园用于扩充东莞学校容量。** 公司 7 月收购了东莞市光明学校附近的校园，以补充东莞市光明学校容量，新学年额外招收约 1,000 名学生。由于学费及住宿费增加约 20%，预计新校园未来将做出较大贡献。
- 👉 自建及扩容仍是主要扩张路径。** 公司专注在大湾区自建学校并对现有学校扩容，重视稳定及长期回报。收购被视为两条主要路径的额外补充。
- 👉 送审稿对扩张带来不确定性，但主要路径维持不变。** 送审稿中有关通过并购非营利性民办教育集团扩张的条例一旦落实，或会减缓未来增长。而以自建为主的模式为公司带来更稳定的长期回报，或减少送审稿对扩张的负面影响。
- 👉 维持买入评级。** 我们对睿见的基本面及近期增长持积极态度。然而考虑到政策的不确定性，我们提高了 NAV 的折让率，以反映风险。我们将目标价调整为 4.80 港元，相当于 26.3 倍 2018 年预测市盈率及 20.3 倍 2019 年预测市盈率，隐含 15.4% 的上行空间。

投资总结

年结于 8 月	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营收 (人民币百万元)	701	979	1,278	1,629	2,169
变化 (%)	23	40	31	27	33
净利润 (人民币百万元)	154	200	302	389	526
变化 (%)	(15)	30	51	29	35
每股盈利 (人民币)	-	0.110	0.148	0.191	0.258
变化 (%)	-	0	35	29	35
市盈率 (倍)	-	55.4	41.1	31.9	23.6
市净率 (倍)	10.5	6.3	6.2	5.7	5.0
价格/经营活动现金流 (倍)	-	28.0	22.6	18.7	12.0
企业价值/息税折摊前利润 (倍)	-	50.1	34.3	25.5	20.0
每股股息 (人民币)	-	0.056	0.059	0.076	0.103
股息回报率 (%)	-	0.9	1.0	1.3	1.7

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

买入

目前股价

HK\$4.16

目标股价

HK\$4.80

中国 / 消费者服务 / 教育

2018 年 9 月 18 日

许珊 (SFC CE: BHW900)

(852) 3519 1055

elaine.xu@dfzq.com.hk

最新主要数据

已发行股份总数 (百万股)	2,043
市值 (百万港元)	8,499
企业价值 (百万港元)	8,779
12 个月内日成交额 (百万港元)	32.2
12 个月波动率 (%)	66.7%
FY18-20 预测市盈增长率 (倍)	0.8
FY18-20 预测平均净资产收益率 (%)	18
FY18 预测市净率 (倍)	3.8
FY18 预测净负债/股东权益比 (%)	27%

股价表现 (%)

	1M	YTD	12M
绝对值	1	(12)	(5)
相对恒指	2	(2)	(1)

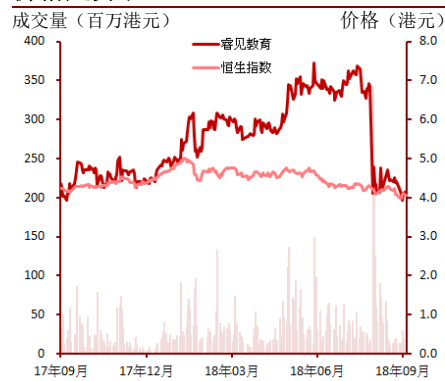
主要股东持股 (%)

刘学斌	46
-----	----

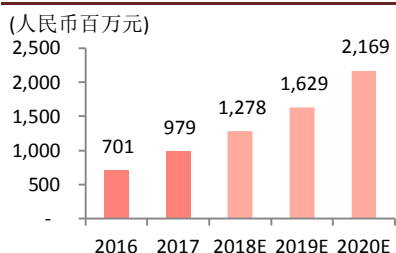
审计师

德勤·关黄陈方会计师行

价格走势图



主要扩张路径支持稳定增长

图 1: 收入预测


资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

2018/19 学年大部分学校的学费及住宿费上涨

2018/19 学年, 各个教育类别的大部分学校学费及住宿费上涨幅度在 10%-30% 之间, 适用于新入学学生。加之主要由校服带来的 2018 年下半年配套服务收入的增加, 预计 2018 年下半年收入将较上半年实现更快的增长。我们预计 2018/19 年的总收入及毛利率分别达人民币 12.78 亿元/人民币 16.29 亿元, 46.1% 和 46.4%。

新收购的东莞校园作为现有学校的容量补充

收购的新校园邻近睿见最大的学校东莞市光明学校, 主要为扩充东莞市光明学校的容量。据公司称, 2018/19 学年利用新校园额外招收约 1,000 名学生。由于 2018/19 学年学费及住宿费上涨, 新入学学生将为收入带来可观的贡献。此外, 集团旗下现有的所有学校将在下一学年进行扩容。

送审稿在过渡期仍存在不确定性

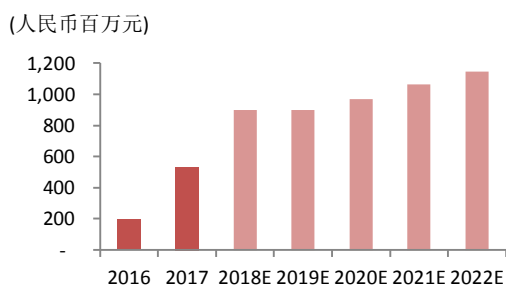
由中国司法部 8 月 10 日发布的《民促法实施条例(送审稿)(送审稿)》确实为民办教育行业带来若干不确定性。对于睿见教育而言, 主要与第 12 条相关, 即“实施集团化办学的, 不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校”。由于送审稿未明确其定义, 公司在过渡期内(通常为 5 年, 因省而异)不受影响。

以自建及扩容为主要扩张路径

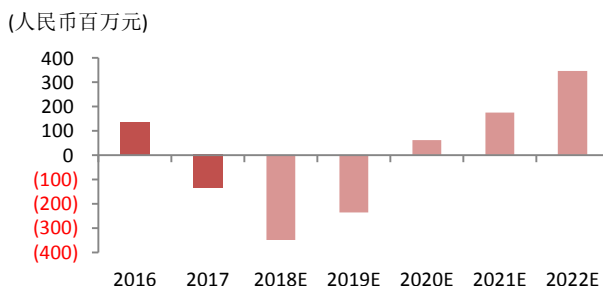
睿见教育主要通过自建及对扩充现有学校容量来实现扩张, 并将收购作为对两条主要途径的补充。此外, 由于目前正在审议送审稿, 潜在收购事项在过渡期内依然可行。“2+2+2”策略在短期内继续推进。即使更糟糕的情况出现, 公司未来不得收购任何学校, 其主要扩张路径仍可维持其稳定及长期增长, 并有明显的回报。

考虑到收购可行性的未知因素, 小幅修订资本支出

由于潜在收购事项通常伴随着多种不确定因素, 包括整个流程、交割时间等, 我们在预测时并未假设潜在收购学校会带来较大贡献。考虑到未来政策对收购的潜在影响, 我们下修过渡期结束后的资本支出, 届时民办教育集团应已选择成为营利性或非营利性机构。

图 2: 资本开支


资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

图 3: 自由现金流




模型修订；目标价下修至 4.80 港元

图 4：DCF 模型的主要假设

加权平均资本成本率	8.68%
永续增长率	2%
终值现值(百万港元)	7,545
自由现金流总现值(百万港元)	11,637
净现金/负债(百万港元)	(1,495)
目标价(港元)	4.80
上升空间	15.4%

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

我们对睿见教育维持买入评级，并将目标价下修至 4.80 港元，主要考虑到公司强劲的基本面，以及送审稿可能带来的不确定影响。我们根据 DCF 模型估值，加权平均资本成本率为 8.68%，无风险利率为 5%，市场风险溢价为 11.0%，Beta 系数为 0.9，而永续增长率维持 2%。我们的目标价相当于 26.3 倍 2018 年预测市盈率及 20.3 倍 2019 年预测市盈率，隐含 15.4% 的上行空间。

我们对睿见教育的成长前景仍持乐观态度，其内生增长动力包括每两年定期上涨学费及住宿费，自建学校及对现有学校扩容，以及大湾区的发展机遇。虑及送审稿对非营利性机构带来不确定性，我们在估值中对资产净值采用 25% 折让率，从而反映政策风险。

图 5：睿见教育的 DCF 模型预测

人民币百万元	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
税前利润	359	463	627	813	1,004	1,222	1,438	1,639	1,798	1,955
已付所得税	(57)	(74)	(100)	(130)	(161)	(195)	(230)	(262)	(288)	(313)
折旧及摊销	89	114	156	198	244	299	346	388	427	469
营运资本变动	155	243	391	425	454	436	453	413	374	403
其他	3	(82)	(42)	(66)	(45)	(70)	(76)	(28)	(6)	(19)
经营活动现金流	(900)	(900)	(969)	(1,064)	(1,148)	(1,278)	(1,254)	(1,296)	(1,318)	(1,361)
资本支出	(351)	(235)	62	176	348	413	676	854	987	1,135
自由现金流	(403)	(270)	71	203	399	474	777	982	1,135	1,304

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

图 6：同业估值比较

股票代码	公司名称	交易货币 (交易货币)	股价	市值 (百万美元)	市盈率 (倍)				市净率 (倍)	市净率 (倍)	股息收益率 (%)		企业价值/息税折 摊前利润(倍)			
					17	18E	19E	20E			17-19E	17	18E	17	18E	19E
香港上市教育公司																
6068 HK	睿见教育	港元	4.16	1,083	33.1	24.6	19.1	14.1	0.9	3.8	3.7	0.7	1.6	32.2	13.2	10.4
1317 HK	枫叶教育	港元	3.61	1,370	20.6	16.1	13.1	13.1	0.8	2.8	2.8	2.0	2.6	15.4	12.8	10.1
6169 HK	宇华教育	港元	3.48	1,448	25.4	19.2	14.8	14.8	0.8	3.7	3.1	2.6	2.5	23.8	15.3	11.1
1565 HK	成实外教育	港元	4.67	1,838	40.9	31.4	24.3	24.3	1.4	4.6	4.4	1.0	1.3	26.3	20.9	16.7
1569 HK	民生教育	港元	1.64	840	20.9	16.5	13.2	13.2	0.8	1.9	1.7	0.0	0.7	10.9	9.0	6.4
2001 HK	新高教集团	港元	4.94	901	25.4	20.1	15.1	15.1	0.8	3.6	3.1	0.0	1.5	17.8	13.5	9.9
839 HK	中教控股	港元	9.74	2,507	30.8	25.8	19.2	19.2	1.2	3.0	2.7	0.0	0.9	24.6	16.7	12.5
2779 HK	中国新华教育	港元	2.31	474	13.4	11.3	9.3	9.3	0.7	1.4	1.3	0.0	-	9.2	7.9	6.4
行业平均值					32.0	25.2	19.4	18.9	1.1	3.7	3.4	1.0	1.6	24.6	16.8	12.9
美国上市教育公司																
TAL US	好未来	美元	25.47	14,449	67.4	46.8	29.7	20.4	1.3	6.0	7.6	0.0	0.0	48.4	33.8	21.3
EDU US	新东方	美元	69.51	10,991	37.2	23.8	17.9	14.4	0.8	5.5	4.3	0.0	1.0	29.1	18.7	13.2
BEDU US	博实乐教育	美元	11.85	1,508	49.6	34.3	23.3	19.6	1.1	6.2	-	0.0	0.0	28.9	22.5	15.5
REDU US	瑞思教育	美元	10.63	642	-	23.5	17.2	13.2	-	10.1	8.6	0.0	-	-	11.8	8.9
TEDU US	达内时代科技	美元	8.71	481	18.4	-18.7	20.2	10.0	-4.1	2.6	2.4	0.3	0.9	9.7	-	23.2
RYB US	红黄蓝	美元	21.07	616	72.7	94.5	30.2	22.7	1.3	5.6	6.0	0.0	-	29.7	48.3	13.5
FEDU US	四季教育	美元	4.20	210	26.8	19.6	16.0	13.1	0.9	2.1	1.9	0.0	0.0	17.9	15.3	11.0
行业平均值					52.5	36.6	24.3	17.7	1.0	5.9	5.8	0.0	0.4	37.7	26.6	17.4

资料来源：彭博资讯、东方证券（香港）



财务报表及预测

损益表(合并报表)

年结于 8 月(人民币百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	701	979	1,278	1,629	2,169
学费及住宿费	550	671	909	1,167	1,559
配套服务费	151	308	370	462	610
收入成本	(370)	(529)	(689)	(873)	(1,159)
毛利	330	450	589	756	1,010
销售开支	(13)	(17)	(24)	(34)	(48)
行政开支	(94)	(126)	(166)	(215)	(291)
上市开支	(24)	(10)	0	0	0
经营收入	199	297	399	507	671
其他收入	7	11	0	0	0
其他收益及亏损	(6)	(26)	0	0	0
财务收入	64	7	9	4	4
财务成本	(70)	(18)	(48)	(48)	(48)
除税前利润	195	270	359	463	627
税项	(40)	(70)	(57)	(74)	(100)
年内利润	154	200	302	389	526
非控股权益	(0)	(0)	0	0	0
净利润	154	200	302	389	526
调整后净利润	186	249	302	389	526
息税折摊前利润	248	362	488	621	827
息税前利润	199	297	399	507	671
每股盈利(人民币)	-	0.110	0.148	0.191	0.258
每股股息(人民币)	-	0.056	0.059	0.076	0.103

现金流量表(合并报表)

年结于 8 月(人民币百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
除税前利润	195	270	359	463	627
已付所得税	(42)	(7)	(57)	(74)	(100)
折旧及摊销	49	66	89	114	156
营运资本变动	118	17	155	243	391
其他	13	50	3	(82)	(42)
经营活动现金流	333	396	550	665	1,031
资本支出	(197)	(531)	(900)	(900)	(969)
出售	(0)	0	0	0	0
投资	353	563	(545)	461	4
银行存款	0	(383)	(28)	83	50
其他按金	95	(151)	(130)	(25)	(14)
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金流	251	(503)	(1,603)	(381)	(929)
借贷变动	(668)	14	1,042	3	2
所得款项	0	808	0	0	0
已付股息	0	(49)	(118)	(141)	(186)
已付利息	(88)	(26)	(48)	(48)	(48)
发行新股份	(8)	(33)	(4)	(4)	(4)
偿还款项	271	(317)	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
融资活动现金流	(493)	397	844	(107)	(186)
自由现金流	136	(136)	(351)	(235)	62
净现金流	91	290	(209)	177	(84)
年末现金	104	378	170	347	262

半年度明细

年结于 8 月(人民币百万元)	1H16	2H16	1H17	2H17	1H18
收入	354	346	498	481	592
毛利	166	164	231	219	262
除税前利润	105	89	148	122	158
税项	19	21	41	17	13
净利润	86	69	107	93	145
调整后净利润	93	93	121	128	163
毛利率(%)	46.9	47.4	46.3	45.5	44.2
实际税率(%)	18.5	23.2	27.4	13.9	8.0
净利润率(%)	24.2	19.8	21.5	19.3	24.5
调整后净利润率(%)	26.1	26.9	24.2	26.6	27.5
每股盈利(人民币)	-	-	0.070	0.040	0.070
每股股息(人民币)	-	-	0.024	0.026	0.032

资产负债表(合并报表)

年结于 8 月(人民币百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	695	604	537	662	577
存货 — 待售货品	5	9	12	15	20
按金、预付款项及其他应收款项	30	26	35	46	61
应收关连方款项	551	7	7	-	-
预付租赁款项	6	7	10	10	10
已抵押银行存款	0	178	200	140	120
可供出售投资	0	0	104	104	104
银行结余及现金	104	378	170	347	262
非流动资产	1,763	2,728	4,243	4,542	5,355
物业、厂房及设备	1,344	1,779	2,469	3,214	4,042
预付租赁款项	226	299	476	476	476
投资物业	20	20	21	22	24
商誉	0	0	62	62	62
递延税项资产	3	6	6	6	6
按金、预付款项及其他应收款项	170	425	555	580	594
可供出售投资	0	0	450	-	-
已抵押银行存款	0	198	203	180	150
总资产	2,458	3,332	4,780	5,203	5,932
流动负债	1,153	1,094	1,433	1,693	2,106
递延收入	365	423	470	587	781
贸易及其他应付款项	247	393	513	654	871
应付关连方款项	340	0	-	-	-
应付所得税	58	122	122	122	122
借贷	142	155	327	330	332
非流动负债	475	493	1,349	1,349	1,350
借贷	465	467	1,337	1,337	1,338
递延收入	0	14	-	-	-
递延税项负债	9	12	12	12	12
总负债	1,628	1,586	2,782	3,043	3,456
股本及储备	831	1,746	1,927	2,160	2,476
非控股权益	(0)	(0)	71	-	-
总权益	831	1,746	1,998	2,160	2,476
总负债及权益	2,458	3,332	4,780	5,203	5,932
净现金/(负债)	(504)	132	(537)	(897)	(1,033)
营运资本	(917)	(782)	(937)	(1,180)	(1,571)
已动用资本总额	1,306	2,238	3,347	3,510	3,826
净负债率(%)	61	净现金	27	42	42
每股账面价值(人民币)	0.554	0.960	0.983	1.060	1.215

主要比率

年结于 8 月	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增长率(%)					
收入	23	40	31	27	33
息税折摊前利润	5	46	35	7	33
息税前利润	1	49	34	27	32
净利润	(15)	30	51	29	35
调整后净利润	8	34	21	29	35
利润率(%)					
毛利	47	46	46	46	47
息税折摊前利润	35	37	38	38	38
息税前利润	1	49	34	27	32
净利润	22	20	24	24	24
调整后净利润	27	25	24	24	24
其他(%)					
派息率	-	51	40	40	40
净资产收益率	19	11	15	18	21
资产收益率	6	6	6	7	9
实际税率	21	26	16	16	16

主要假设

年结于 8 月	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增长率(%)					
招生人数	21	15	30	25	31
平均学费及住宿费	3	6	5	3	2

资料来源: 公司资料、东方证券(香港)



分析员核证

分析员，许珊，主要负责拟备本报告并谨此声明—

- (1) 本报告所表达之意见均准确反映分析员对所述公司(等)/证券之个人见解；
- (2) 分析员之补偿与本报告的推荐或意见或投资银行部并没有直接或间接的关系；
- (3) 分析员不是直接或间接地受投资银行部监管或隶属于投资银行部；
- (4) 分析员就报告中论述的公司(等)/证券，根据证监会操守准则第16.5(g)段，并没有违反安静期限制；
- (5) 分析员及其有联系者没有曾在发表本报告之前的30天内进行交易或买卖涉及本报告所论述的公司(等)/证券；
- (6) 分析员及其有联系者并没有在任何与报告中论述的公司(等)中担任高级人员；
- (7) 分析员及其有联系者并没有拥有研究报告内所论述股份的任何财务权益。

东方证券评级含义

买入—描述了我们预期在未来12个月内将提供>10%的总回报的股票。

增持—描述了我们预期在未来12个月内将提供>0%的总回报的股票。

持有—描述了我们预期在未来12个月内将提供-20%至20%的总回报的股票。

卖出—描述了我们预期在未来12个月内将提供<0%的总回报的股票。

披露及免责声明

东方证券(香港)有限公司可能与报告中论述的公司(等)拥有或正寻求业务关系。因此投资者应留意报告的客观性可能受潜在的利益冲突所影响。在进行投资决定时，投资者应视本报告为其中一个参考因素。

东方证券(香港)有限公司及其附属公司、要员、董事及雇员在任何时间可能持有本报告所提及之任何证券、认股证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具的长仓或短仓。

东方证券(香港)有限公司或东方证券(香港)有限公司任何其他成员在任何情况下，均不会就由於任何第三方在依赖本报告内容时之作为或不作为而导致任何类型之损失（无论是直接、间接、随之而来或附带者），负上法律责任或具有任何责任。

本报告内容或意见仅供参考之用途，并不构成任何买入或沽出证券或其他金融产品之要约。本报告并无顾虑任何特定投资者之特定投资目标、财务状况、或风险承受程度，投资者在进行任何投资前，必须对其投资进行独立判断或在需要时寻求独立专业意见。东方证券(香港)有限公司不保证执行此报告提及的投资产品或金融工具的交易。

虽然本报告资料来自或编写自东方证券(香港)有限公司相信是可靠之来源，惟东方证券(香港)有限公司并不明示或暗示地声明或保证任何该等资料之准确性、完整性或可靠性。本报告内所提及之价格仅供参考之用途，投资产品之价值及收入可能会浮动，包括受汇率、市场指数、有关公司相关数据或其他因素而变动。本报告内容或意见可随时更改，东方证券(香港)有限公司并不承诺提供任何有关变更之通知。证券过去的表现不可作为未来表现的指标，同时未来回报是不能保证的，你可能蒙受所有最初存入资金的损失。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

任何在香港以外的国家或地区进行/执行之投资产品或金融工具的交易，将受有关当局/当地之相关法律/法规及监管机构的管辖，本报告的发表单位及分析员并不受有关当局/当地的所有披露要求或法规管辖。

未经东方证券(香港)有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、分发、转发、发表此报告，东方证券(香港)有限公司保留一切权利。