

# 睿见教育 (06068)

证券研究报告

2018年12月03日

## 核心净利 3.22 亿, +29.6%; 扎实布局稳步成长

**FY18 睿见教育营业收入 12.47 亿人民币 (下同), 同比增长 27.4%。**

FY18 全年学费及住宿费收入 8.41 亿元 (占比 67.5%), 同比增长 25.34%, 其中 17.5% 的增长来自现有学校内生增长, 7.8% 来自新增立学校; 配套服务收入 4.06 亿元 (占比 32.5%), 同比增长 31.82%, 主要系招生人数增加所致。预期 FY19 学费及住宿费收入同比增长超过 25.1%。

不考虑新并表揭阳学校 (2017 年 9 月起并表) 和潍坊潍州学校 (2018 年 6 月起并表), 集团生均学费及住宿费 2.15 万元, 同比增长 1.9%, 主要系盘锦光正及潍坊光正新入学学生的学费及住宿费增加所致; 考虑新并表学校后, FY18 生均学费和住宿费 1.95 万元, 同比减少 7.8%, 主要系收购的揭阳学校及潍坊潍州学校学均学费及住宿费低于集团其他学校所致。

**FY18 主营业务成本 7.02 亿元 (占总营收比重为 56.3%), 同比增长 32.7%。**

主要系员工成本同比增加 27.02%、提供配套服务成本同比增加 28.99%、以及收购揭阳学校和潍坊潍州学校产生的无形资产折旧及摊销增加所致。其中员工成本 3.15 亿元 (占主营业务成本 44.87%, 下同), 同比增加 27.0%, 主要系教师人数因集团扩展东莞光正、惠州光正、盘锦光正及潍坊光正实验学校以及收购揭阳学校、潍坊潍州学校所致由 16/17 学年约 1960 名增加至 17/18 学年约 2670 名所致。

**FY18 毛利 5.45 亿元, 同比增长 21.1%; 净利润 3.07 亿, 同比增长 53.4%; 核心净利润 3.22 亿, 同比增长 29.6%。**

FY18 毛利率 43.7%, 同比减少 2.26 个百分点, 主要系收购毛利率较其他部分学校低的揭阳学校和潍坊潍州学校、收购学校产生无形资产摊销所致当调整无形资产的摊销人民币 1170 万元后, 毛利率为 44.6%; 净利润率 24.38%, 同比增加 4.12 个百分点; 核心净利润率 25.82%, 同比增加 0.39 个百分点。

17/18 学年集团容量 51924 人, 较 16/17 学年 33152 人同比增长 56.62%; 同期利用率 83.3%, 同比减少 12.6%, 容量大幅增加主要系东莞光正、惠州光正、潍坊光正容量扩大及收购揭阳学校和潍坊潍州学校所致。

2018 年 11 月 21 日, 集团收购漳浦龙成学校开始并表, 该学校预计能够在 18/19 学年提供 3000 人的容量; 集团收购的另一家学校广安光正于 18 年 9 月份开学, 预计能够在 18/19 学年提供 1000 人的容量。此外集团正在新建云浮市光明学校、顺德寄宿制学校, 预计在 18/19 学年分别提供 10680 人、5000 人的容量。

### 维持盈利预测

睿见教育成立于 2003 年, 主要向 1 至 12 年级的学生提供高端国内课程体系, 以广东为中心, 迅速拓展学校网络至其他地区。我们预计公司 FY19-20 年 EPS 分别为 0.24 元港币、0.31 元港币, FY19 财年预测较此前没有变动, 当前股价对应 PE 分别为 13x、10x。

**风险提示: 民促法实施条例尚未落地, VIE 架构仍存不确定性; 学校招生情况不及预期**

### 投资评级

行业 消费者服务业/支援服务

6 个月评级 持有 (维持评级)

当前价格 3.20 港元

目标价格 港元

### 基本数据

港股总股本(百万股) 2,042.95

港股总市值(百万港元) 6,537.45

每股净资产(港元) 0.89

资产负债率(%) 58.09

一年内最高/最低(港元) 7.50/3.10

### 作者

刘章明 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

孙海洋 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518070004  
sunhaiyang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 《睿见教育-公司点评:新增漳浦龙成中学及其附属小学, 输出优质管理模式》 2018-11-23
- 《睿见教育-公司点评:收入稳健增长 18.8%YoY, 减税带动业绩 +35.7%》 2018-04-27
- 《睿见教育-公司点评:1.11 亿元收购潍州外国语学校, 储备输送优质生源协同效应明显》 2018-04-17

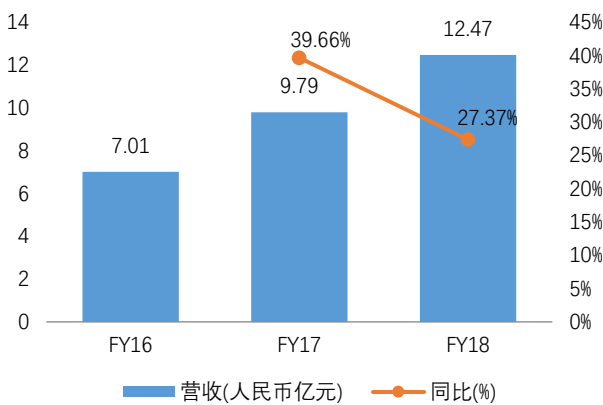


2018年11月27日，睿见教育发布2018财年年度报告（2017.09.01-2018.08.31）

**FY18 睿见教育营业收入 12.47 亿人民币（下同），同比增长 27.4%。**

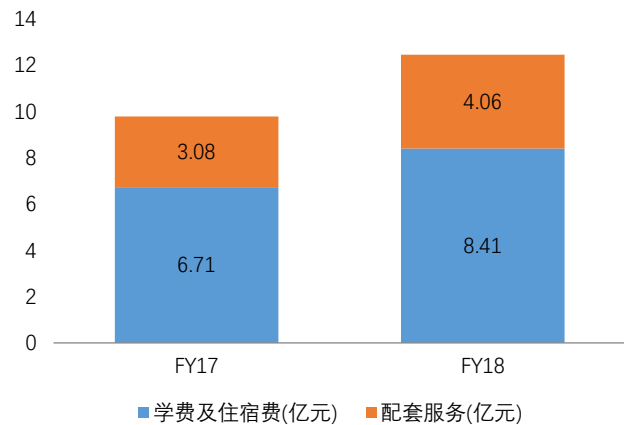
FY18 全年学费及住宿费收入 8.41 亿元（占比 67.5%），同比增长 25.34%，其中 17.5% 的增长来自现有学校内生增长，7.8% 来自新增立学校；配套服务收入 4.06 亿元（占比 32.5%），同比增长 31.82%，主要系招生人数增加所致。预期 FY19 学费及住宿费收入同比增长超过 25.1%。

图 1: FY18 睿见教育实现营收 12.47 亿人民币，同比增长 27.4%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2: FY18 睿见教育学费及住宿费收入 8.41 亿元，同比增长 25.34%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

不考虑新并表揭阳学校(2017年9月起并表)和潍坊潍州学校(2018年6月起并表)，集团生均学费及住宿费 2.15 万元，同比增长 1.9%，主要系盘锦光正及潍坊光正新入学学生的学费及住宿费增加所致；考虑新并表学校后，FY18 生均学费和住宿费 1.95 万元，同比减少 7.8%，主要系收购的揭阳学校及潍坊潍州学校学校均学费及住宿费低于集团其他学校所致。

分学校看，FY18 潍坊光正生均学费及住宿费同比增速在集团旗下所有学校内最快，达到 13.59%。

考虑到潍坊潍州学校从 2018 年 6 月才开始并表，截止 FY18 只有 2018 年 6 至 8 月的学费及住宿费计入集团学费及住宿费收入，而潍坊潍州学校的在校生全数并入集团在校生人数，导致潍坊潍州学校生均学费和住宿费出现异常。正常情况下该学校生均学费及住宿费为 12184 元。调整该学校后集团 FY18 生均学费变为 19893 元，同比减少 5.8%。

图 3: 不考虑新学校并表，FY18 集团生均学费和住宿费为 21512 元，同比增长 1.9%

	FY17	FY18	YOY
东莞市光明中小学	22199	22930	3.29%
东莞市光正实验学校	21809	22716	4.16%
惠州市光正实验学校	19261	19459	1.03%
盘锦光正实验学校	14293	15065	5.40%
潍坊光正实验学校	12769	14504	13.59%
揭阳学校	0	10212	N/A
潍坊潍州学校(调整前)	0	3046	N/A
生均(调整前)	21114	19460	-7.83%
潍坊潍州学校(调整后)	0	12184	N/A
生均(调整后)	21114	19893	-5.78%

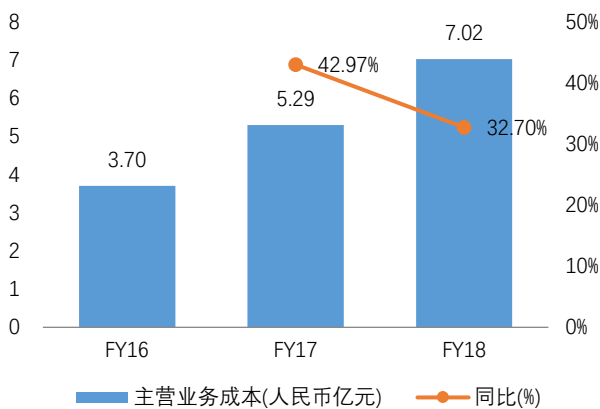
资料来源：公司公告，天风证券研究所

**FY18 主营业务成本 7.02 亿元（占总营收比重为 56.3%），同比增长 32.7%，主要系员工成本同比增加 27.02%、提供配套服务成本同比增加 28.99%、以及收购揭阳学校和潍坊潍州学校产生的无形资产折旧及摊销增加所致。**

其中员工成本 3.15 亿元（占主营业务成本比重为 44.87%，下同），同比增加 27.02%，主要系教师人数因集团扩展东莞光正、惠州光正、盘锦光正及潍坊光正实验学校以及收购揭阳学校、潍坊潍州学校所致由 16/17 学年约 1960 名增加至 17/18 学年约 2670 名所致。

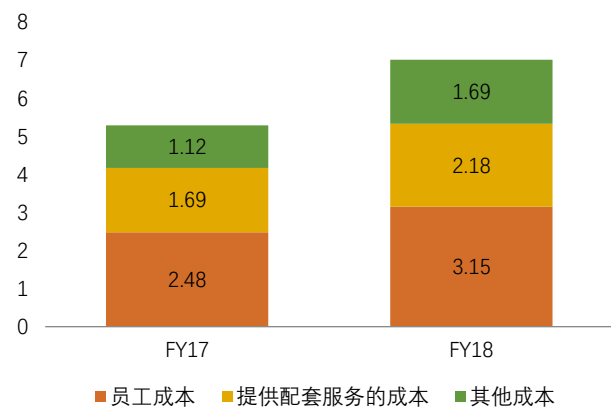
提供配套服务的成本 2.18 亿元（占比 31.05%），同比增加 28.99%，配套服务成本的增幅与配套服务收入增速几乎一致。其他成本 1.69 亿元（占比 24.07%），同比增长 50.89%。

图 4：FY18 睿见教育主营业务成本 7.02 亿元，同比增长 32.7%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：FY18 睿见教育员工成本 3.15 亿元，同比增长 27.02%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**FY18 毛利 5.45 亿元，同比增长 21.1%；净利润 3.07 亿，同比增长 53.4%；核心净利润 3.22 亿，同比增长 29.6%。** FY18 毛利率 43.7%，同比减少 2.26 个百分点，主要系收购毛利率较其他部分学校低的揭阳学校和潍坊潍州学校、收购学校产生无形资产摊销所致当调整无形资产的摊销人民币 1170 万元后，毛利率为 44.6%；净利润率 24.38%，同比增加 4.12 个百分点；核心净利润率 25.82%，同比增加 0.39 个百分点。

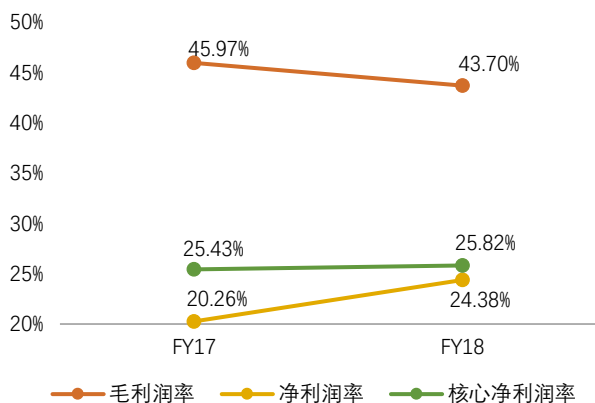
销售费用 0.2 亿元，较去年同期 0.17 亿同比增加 14%；销售费用率 1.6%，同比减少 0.1 个百分点，主要系盘锦光正、潍坊光正实验学校的营销和促销有关的广告开支增加以及收购揭阳学校与潍坊潍州学校所致；

管理费用 2.2 亿元，较去年同期 1.26 亿元同比增长 75.6%；管理费用率 17.7%，同比增加 4.9 个百分点，主要系集团扩张计划导致薪金及其他福利、租金开支、专业费用、办公室开支及慈善捐款增加以及揭阳学校与潍坊潍州学校并表所致；

财务费用 0.57 亿元，较去年同期 0.18 亿元同比增长 216.67%；财务费用率 4.56%，同比增加 2.72 个百分点，主要系银行借款增加所致。

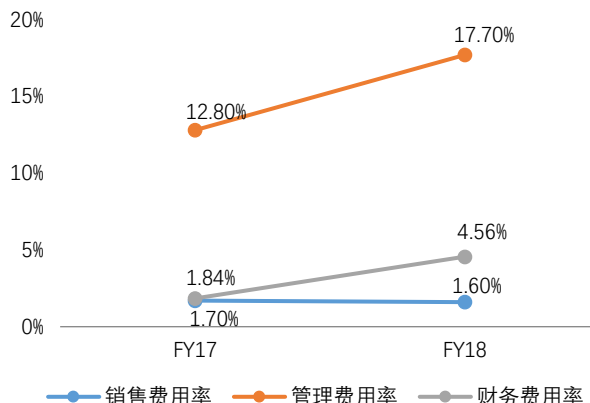
递延收益达到 6.17 亿元，较 FY17 同比增长 41.3%。其中学费及住宿费部分为 5.53 亿元，占比 89.63%；配套服务部分为 0.64 亿元，占比 10.37%，目前递延收入板块已无政府补贴。

图 6：FY18 睿见教育毛利率 43.7%，净利润率 24.38%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：FY18 睿见销售费用率 1.6%，管理费用率 17.7%，财务费用率 4.56%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

截至 2018 年 8 月 31 日，集团旗下拥有八所学校，其中三所学校位于广东东莞，一所位于广东惠州，一所位于广东揭阳，一所位于辽宁盘锦，两所位于山东潍坊。

18/19、17/18、16/17 学年集团招生人数分别为 54420、43230、36679 人。18/19 学年招生人数较 17/18 学年同比增长 25.9%，主要系原有学校招生人数增加以及广安光正、漳浦龙成学校分别于 2018 年 9 月、2018 年 11 月起开始并表所致；17/18 学年招生人数较 16/17 学年同比增长 36%，主要系东莞光正、惠州光正招生人数增加以及揭阳学校和潍坊潍州学校分别于 2017 年 9 月、2018 年 6 月开始并表所致。

**分学校看**，18/19 学年东莞光明招生 17358 人，同比增长 5.3%；东莞光正招生 12645 人，同比增长 19.1%；惠州光正招生 8413 人，同比增长 40%；盘锦光正招生 3119 人，同比增长 43.7%；潍坊光正招生 2133 人，同比增长 52.2%；揭阳学校招生 5375 人，同比增长 19.4%；潍坊潍州学校招生 2318 人，同比增长 13.1%。同时从 2018 年 9 月起并表的广安光正招生 159 人，从 2018 年 11 月起并表的漳浦龙成学校招生 2900 人。

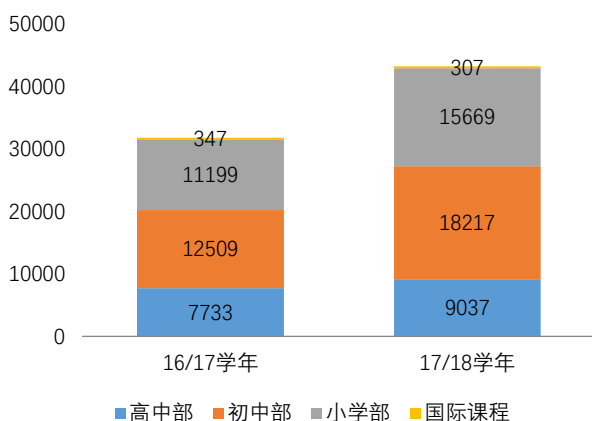
图 8：18/19 学年集团共计招生 54420 人，同比增长 25.9%

	16/17学年	17/18学年	18/19学年
东莞市光明中小学	16483	16477	17358
同比 (%)		-0.04%	5.35%
东莞市光正实验学校	9094	10620	12645
同比 (%)		16.78%	19.07%
惠州市光正实验学校	3903	6011	8413
同比 (%)		54.01%	39.96%
盘锦光正实验学校	1590	2170	3119
同比 (%)		36.48%	43.73%
潍坊光正实验学校	718	1401	2133
同比 (%)		95.13%	52.25%
揭阳学校	4501	4501	5375
同比 (%)		0.00%	19.42%
潍坊潍州学校	2050	2050	2318
同比 (%)		0.00%	13.07%
广安市光正实验学校	0	0	159
同比 (%)		N/A	N/A
漳浦龙成学校	0	0	2900
同比 (%)		N/A	N/A
合计	38339	43230	54420
同比 (%)		12.76%	25.88%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

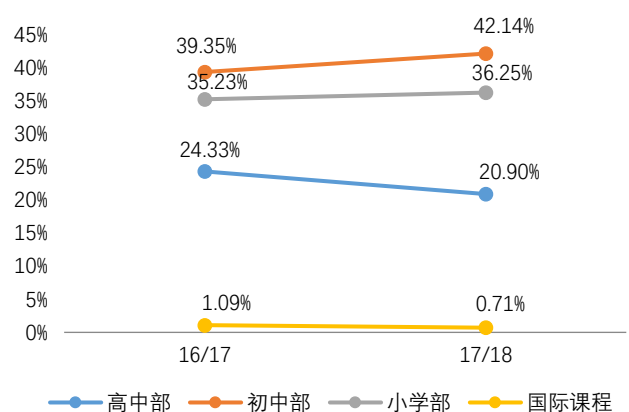
**分课程看**，17/18 学年高中部招生 9037 人（占 17/18 学年招生总数的 20.9%，下同），同比增长 16.9%；初中部招生 18217 人（占比 42.14%），同比增长 45.6%；小学部招生 15669 人（占比 36.25%），同比增长 40%；国际课程招生 307 人（占比 0.71%），同比减少 11.5%。17/18 学年初中部及小学部招生数占集团招生总数比例大幅增加，主要系收购揭阳学校大部分学生为初中学生及潍坊潍州学校为小学所致。

图 9：睿见教育招生规模分课程构成（单位：人）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：17/18 学年睿见教育初中部招生 18217 人，占比 42.14%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**容量及利用率方面**，17/18 学年集团容量 51924 人，较 16/17 学年 33152 人同比增长 56.62%；同期利用率 83.3%，同比减少 12.6%，容量大幅增加主要系东莞光正、惠州光正、潍坊光正容量扩大及收购揭阳学校和潍坊潍州学校所致。

**分学校看**，17/18 学年东莞光明容量 16804 人，和 16/17 学年持平；东莞光正容量 13500

人，同比增长 39.09%；惠州光正容量 8000 人，同比增长 98.81%；盘锦光正容量 2500 人，同比增长 33.98%；潍坊光正容量 4000 人，同比增长 431.91%。收购的揭阳学校在 17/18 学年容量为 5000 人，潍坊潍州学校容量为 2120 人。

在 2018 年 11 月 21 日，集团收购漳浦龙成学校开始并表，该学校预计能够在 18/19 学年提供 3000 人的容量；集团收购的另一家学校广安光正于 18 年 9 月份开学，预计能够在 18/19 学年提供 1000 人的容量。此外集团正在新建云浮市光明学校、顺德寄宿制学校，预计在 18/19 学年分别提供 10680 人、5000 人的容量。

图 11：17/18 学年集团容量 51924 人，同比增长 56.62%；预计 18/19 学年达到 123624 人

	16/17 学年	17/18 学年	18/19 学年预计
东莞市光明中小学	16804	16804	18300
同比 (%)		0.00%	8.90%
东莞市光正实验学校	9706	13500	15000
同比 (%)		39.09%	11.11%
惠州市光正实验学校	4024	8000	8500
同比 (%)		98.81%	6.25%
盘锦光正实验学校	1866	2500	4000
同比 (%)		33.98%	60.00%
潍坊光正实验学校	752	4000	4000
同比 (%)		431.91%	0.00%
揭阳学校	0	5000	7000
同比 (%)		N/A	40.00%
潍坊潍州学校	0	2120	2200
同比 (%)		N/A	3.77%
广安市光正实验学校	0	0	1000
同比 (%)		N/A	N/A
漳浦龙成学校	0	0	3000
同比 (%)		N/A	N/A
云浮市光明学校	0	0	10680
同比 (%)		N/A	N/A
佛山顺德一所寄宿制学校	0	0	5000
同比 (%)		N/A	N/A
潮州市一所寄宿制学校	0	0	8000
同比 (%)		N/A	N/A
江门开平一所寄宿制学校	0	0	7500
同比 (%)		N/A	N/A
学额合计	33152	51924	123624
同比 (%)		56.62%	138.09%
学额利用率	95.90%	83.30%	
在校生人数	31793	43253	

资料来源：公司公告，天风证券研究所 注：云浮市光明学校和佛山顺德的寄宿制学校于 19/20 学年开学，潮州、江门开平还处于规划中，学校开学日期未定

17/18 学年东莞光明容量利用率 98.1%，和 16/17 学年持平；东莞光正容量利用率 78.7%，同比减少 15 个百分点；惠州光正容量利用率为 75.1%，同比减少 11.9 个百分点；盘锦光正容量利用率为 86.8%，同比增加 1.6 个百分点；潍坊光正容量利用率为 35.5%，同比减少 60 个百分点。收购的揭阳学校在 17/18 学年容量利用率为 90%，潍坊潍州学校容量利用率为 96.7%。容量利用率同比减少 12.6% 主要系东莞光正、惠州光正、潍坊光正学校的容量利用率同比大幅减少所致。

图 12: 17/18 学年集团容量 51924 人, 同比增长 56.62%; 预计 18/19 学年达到 123624 人

	16/17 学年	17/18 学年	18/19 学年预计
东莞市光明中小学	16804	16804	18300
学额利用率 (%)	98.10%	98.10%	
东莞市光正实验学校	9706	13500	15000
学额利用率 (%)	93.70%	78.70%	
惠州市光正实验学校	4024	8000	8500
学额利用率 (%)	97%	75.10%	
盘锦光正实验学校	1866	2500	4000
学额利用率 (%)	85.20%	86.80%	
潍坊光正实验学校	752	4000	4000
学额利用率 (%)	95.50%	35.50%	
揭阳学校	0	5000	7000
学额利用率 (%)	N/A	90.00%	
潍坊潍州学校	0	2120	2200
学额利用率 (%)	N/A	96.70%	
广安市光正实验学校	0	0	1000
学额利用率 (%)	N/A	N/A	15.90%
漳浦龙成学校	0	0	3000
学额利用率 (%)		N/A	96.67%
云浮市光明学校	0	0	10680
学额利用率 (%)		N/A	N/A
佛山顺德一所寄宿制学校	0	0	5000
学额利用率 (%)		N/A	N/A
潮州市一所寄宿制学校	0	0	8000
学额利用率 (%)		N/A	N/A
江门开平一所寄宿制学校	0	0	7500
学额利用率 (%)		N/A	N/A
学额合计	33152	51924	123624
学额利用率	95.90%	83.30%	N/A

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所 注: 云浮市光明学校和佛山顺德的寄宿制学校于 19/20 学年开学, 潮州、江门开平学校开学日期、招生规模未定

于 17/18 学年, 集团旗下学校超过 90% 高中毕业生被中国大学录取, 且有超过 20% 高中毕业生被广东教育考试院认定的中国的一类本科大学录取。集团小学部约 88% 的毕业生被录取到集团自身的初中部, 初中部约 50% 的毕业生被录取到集团自身的高中部。

**维持盈利预测**，睿见教育成立于 2003 年，主要向 1 至 12 年级的学生提供高端国内课程体系，以广东为中心，迅速拓展学校网络至其他地区。我们预计公司 FY19-20 年 EPS 分别为 0.24 元港币、0.31 元港币，FY19 财年预测较此前没有变动，当前股价对应 PE 分别为 13x、10x。



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com