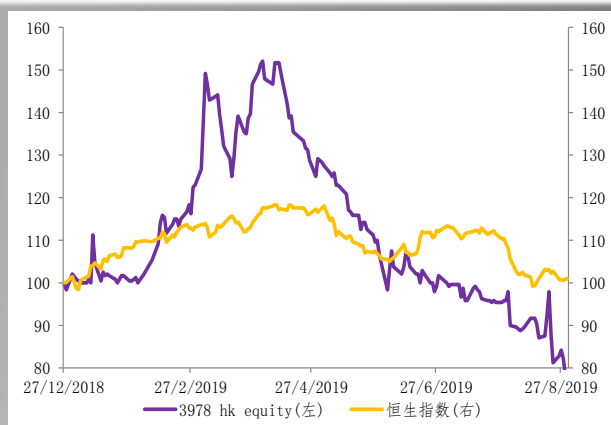


公司研究 | 业绩报告总结

(买入, 目标价 2.6 元)

卓越教育(3978 HK)

上半年盈利减少 9.1%



主要数据

19E 平均市盈率 (x)	10.9
19E 平均市净率 (x)	1.8
19E 平均股息收益率 (%)	1.8

资料来源: 彭博

股价表现 (%)

1 个月	-17.1
3 个月	-28.7
今年以来	-26.9

资料来源: 彭博

光銀國際研究部

陈惠杰

Dominic.chan@cebi.com.hk

(852)-2916-9631

上半年盈利同比减少 9.1%。卓越教育 2019 年上半年收益为 8.67 亿元人民币, 同比增长 20%, 纯利 7520 万元, 同比下跌 9.1%, 上半年盈利相当于我们全年预测的 56%。期内盈利下跌, 主要因为, 1) 今年起采纳新的国际财务报告准则第 16 号租赁, 导致额外确认使用权资产折旧及租赁负债利息, 减少纯利 750 万元, 2) 拓展在线网校业务带来初期税后净开支 2580 万元, 3) 非上市股权投资的公允价值少 570 万元。

培训中心开设进度略逊预期。截至 2019 年 6 月底, 卓越教育共有 260 间培训中心, 较 2018 年底净增加 18 间。较预期开设净 50 间的目标为低。期内集团招生人次为 34.3 万人, 同比增长 18.7%, 总辅导课时数目 673.7 万课时, 同比增长 12.2%。

毛利率略降至 41.4%。今年上半年整体毛利率为 41.4%, 同比下降 0.9 个百分点。虽然旧校毛利在持续改善, 但新开校区装修增加成本, 拖低毛利率。

整体经营指标保持平稳。集团学生保有率持续上升, 达 80.4%, 同比提高 5.9 个百分点。不过, 满班率受开设新校区影响, 减少至 62.5%, 同比下降 4.5 个百分点。

剥离现有的网上教育业务。由于拓展网上教育倚赖大量的投入以获取客户流量, 增加经营成本。因此, 集团将剥离现有的网上教育业务, 未来或将以参股形式进入在线教育业务, 避免对经营利润再带来压力。

今明两年盈利预测下调 6.9%/15.4%。按照目前培训中心开设进度, 我们下调卓越教育 2019/2020 年收入预测 5.3%/7.5%, 分别为 17.8 亿元及 21.6 亿元人民币, 2019/2020 盈利预测下调 6.9%/15.4%, 分别为 1.26 亿元及 1.54 亿元。

目标价降至 2.6 元; 维持买入评级。虽然内地 K12 课外教育市场竞争加剧, 但 K12 课外教育需求仍大。根据最新的盈利预测, 预测 2019 年每股盈利 0.16 元人民币, 我们将目标价由 3.86 元下调至 2.6 元, 相当于 2019 年预测市盈率 15 倍, 维持买入评级。

风险因素。1) 业务地域集中风险, 2) 中国 K12 教育行业竞争激烈, 3) 中国教育行业政策风险, 4) 人工成本增加或教师流失。

图 1：卓越教育关键盈利预测

主要假设	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业额增长假设(%)					
小班辅导	33%	35%	20%	22%	17%
个性化辅导	25%	20%	23%	23%	22%
英才项目	95%	48%	35%	31%	25%
全日制备考项目	3%	30%	13%	8%	8%
其他	1462%	77%	-10%	21%	18%
毛利率					
小班辅导	49.0%	46.7%	45.5%	45.0%	44.5%
个性化辅导	35.1%	34.3%	35.5%	35.5%	36.0%
全日制备考项目	16.5%	6.3%	5.0%	5.0%	5.0%
英才项目	44.5%	46.8%	45.0%	45.0%	45.0%
综合毛利率	42.3%	40.6%	40.4%	40.0%	39.8%
其他成本对收入比率					
销售成本对营业额比率	8.3%	8.9%	7.8%	7.6%	7.5%
行政成本对营业额比率	15.6%	12.6%	11.0%	11.0%	11.0%
研究开支对营业额比率	12.3%	11.6%	9.5%	9.0%	8.0%
有效税率	33.1%	32.2%	18.0%	25.0%	25.0%

资料来源：公司资料，光银国际预测

图 2：卓越教育盈利预测变动

	最新预测		旧有预测		变动(%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
收益(百万人民币)	1,780	2,163	1,879	2,338	-5.3%	-7.5%
纯利(百万人民币)	126	154	135	183	-6.9%	-15.4%
每股盈利(人民币)	0.16	0.19	0.17	0.23	-6.9%	-15.4%

资料来源：公司资料，光银国际预测

我们下调卓越教育 2019/2020 年收入预测 5.3%/7.5%，分别为 17.8 亿元人民币及 21.6 亿元人民币，2019/2020 盈利预测下调 6.9%/15.4%，分别为 1.26 亿元及 1.54 亿元，每股盈利分别为 0.16/0.19 元人民币。

虽然内地 K12 课外教育市场竞争加剧，但 K12 课外教育需求仍大。根据最新的盈利预测，预测 2019 年每股盈利 0.16 元人民币，我们将目标价由 3.86 元下调至 2.6 元，相当于 2019 年预测市盈率 15 倍，维持买入评级。

图表 3: 重点教育企业估值表 (截至 2019 年 8 月 30 日)

代码	名称	股价 (当地货币)	每股盈利			市盈率			市账率			市值 (百万港元)
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
香港上市同業												
839 hk equity	中教控股	11.66	0.33	0.41	0.51	-	28.17	22.83	3.37	3.09	2.79	23434.34
6169 hk equity	宇华教育	4.33	0.20	0.23	0.29	23.53	18.78	15.38	3.71	3.17	2.82	14387.24
1317 hk equity	枫叶教育	2.40	0.23	0.24	0.28	11.56	11.01	9.28	1.84	1.74	1.58	7727.93
1565 hk equity	成实外教育	2.37	0.14	0.17	0.23	16.67	13.61	10.04	2.44	2.11	1.85	7135.04
1797 hk equity	新东方在线	12.60	-	-	0.04	-	-	358.40	-	4.52	4.50	11760.38
6068 hk equity	睿见教育	3.78	0.18	0.22	0.27	20.16	17.39	13.99	3.45	3.21	2.73	7717.77
1765 hk equity	希望教育	1.35	0.04	0.08	0.10	42.31	18.39	14.10	2.04	1.89	1.75	9266.67
1890 hk equity	中国科培教育集团有限公	3.97	0.27	0.24	0.28	16.52	17.59	14.90	-	2.82	2.49	8323.32
1569 hk equity	民生教育	1.45	0.10	0.11	0.14	16.51	12.98	10.68	1.56	1.31	1.17	5825.69
1773 hk equity	天立教育	3.40	0.13	0.14	0.18	29.22	25.71	19.48	0.30	2.61	2.30	7304.00
2001 hk equity	新高教集团	3.27	0.20	0.28	0.36	15.84	12.71	10.00	2.50	2.17	1.88	5470.91
2779 hk equity	中国新华教育	2.70	0.20	0.21	0.25	14.95	13.45	11.00	1.71	1.55	1.41	4455.77
1969 hk equity	中国春来教育集团有限公	1.63	0.17	0.14	0.21	12.81	12.56	8.37	1.54	1.51	1.37	1980.00
1328 hk equity	金涌投资	0.12	0.01	-	-	-	-	-	1.63	-	-	1361.58
1758 hk equity	博骏教育	0.79	0.04	-	-	31.34	-	-	0.62	-	-	642.34
1851 hk equity	银杏教育	1.75	0.08	-	-	22.70	-	-	2.44	-	-	870.00
平均数						21.08	16.86	39.88	2.08	2.44	2.20	7353.94
美國上市同業												
TAL US EQUITY	好未来教育集团	35.63	5.04	5.50	8.49	58.22	50.83	32.90	8.30	7.29	5.92	165339.85
EDU US EQUITY	新东方教育科技集团	113.4	11.76	26.50	34.96	53.28	33.57	25.44	7.62	6.40	5.24	141122.72
ONE US EQUITY	精锐国际教育集团	7.52	-	2.62	3.52	-	23.18	17.24	342.50	7.06	5.33	9467.20
平均数						55.75	35.86	25.20	119.47	6.91	5.50	105309.93

资料来源: 彭博、光银国际

图4：财务报表

损益表						资产负债表					
截至12月31日止年度 (百万元人民币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	截至12月31日止年度 (百万元人民币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业额	1,142	1,474	1,780	2,163	2,559	预付款项、按金及其他应收款项	77	148	146	178	210
同比增长(%)	27.4%	29.1%	20.8%	21.5%	18.3%	贷款予第三方	0	0	0	0	0
销售成本	(659)	(876)	(1,061)	(1,298)	(1,541)	按摊销成本计量的短期投资	10	0	0	0	0
毛利	483	598	719	865	1,018	按公允价值计入损益的短期债务投资	562	0	0	0	0
毛利率(%)	42.3	40.6	40.4	40.0	39.8	其他流动资产	1	1	1	1	1
销售及分销开支	(95)	(130)	(139)	(164)	(192)	按公允价值计入损益的短期股权投资	0	518	518	518	518
行政开支	(178)	(186)	(196)	(238)	(282)	持作出售之出售组别资产	56	0	4	4	5
其他收入	19	7	10	12	14	现金及现金等价物	162	468	456	435	433
其他开支	(6)	(44)	(89)	(87)	(102)	流动资产总额	868	1,137	1,127	1,139	1,170
经营利润	113	108	164	221	276	物业、厂房及设备	56	161	272	384	507
经营利润率(%)	9.9	7.3	9.2	10.2	10.8	购买物业、厂房及设备的预付款项	14	29	29	29	29
分占联营及合营公司收益	(3.9)	(1.1)	(1.1)	(1.1)	(1.1)	于联营及合营公司的投资	22	21	21	21	21
除税前利润	113	108	164	221	276	无形资产	11	10	10	10	10
财务开支	(37)	(35)	(29)	(55)	(69)	按公允价值计入损益的股权投资	65	71	71	71	71
有效税率(%)	33.1	32.2	18.0	25.0	25.0	递延税项资产	5	11	89	108	128
非控股权益	16.8	19.1	8.2	11.0	13.8	非流动资产总额	171	302	492	623	766
纯利	49	55	126	154	193	资产总额	1,039	1,440	1,619	1,762	1,936
同比	5.6%	12.1%	129.5%	22.6%	25.0%	其他应付款项及应计费用	128	192	233	284	338
						合约负债	517	563	563	563	563
						应付税项	15	21	15	28	34
						可转换可赎回优先股	0	0	0	0	0
						总流动负债	686	776	810	875	935
						非流动负债总额	15	41	41	41	41
						权益	255	623	749	904	1,097
						非控股权益	83	(1)	(1)	(1)	(1)
						总权益	338	622	768	846	959
						总权益及负债	1,039	1,440	1,619	1,762	1,936
现金流量表						财务比率					
截至12月31日止年度 (百万元人民币)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	截至12月31日止年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	113	108	164	221	276	EBITDA 率(%)	12.1	10.3	12.9	15.0	16.0
折旧及摊销	26	44	67	105	132	EBIT 率(%)	9.9	7.3	9.2	10.2	10.8
其他非现金调整	100	50	69	18	7	纯利率(%)	4.3	3.7	7.1	7.1	7.5
经营现金流	238	202	300	343	415	资产回报率(%)	4.9	4.4	8.2	9.1	10.4
资本开支	(74)	(152)	(178)	(216)	(256)	股本回报率(%)	19.2	8.8	16.8	17.1	17.6
其他投资活动	(327)	91	(124)	(124)	(124)	负债比率(%)	(48.0)	(75.2)	(59.3)	(51.5)	(45.1)
投资现金流	(401)	(61)	(302)	(340)	(380)						
股息	(220)	(100)	(25)	(31)	(39)						
负债变动	0	0	0	0	0						
资本增加	0	280	0	0	0						
其他融资变动	28	(22)	15	7	(0)						
融资现金流	(192)	158	(11)	(24)	(39)						
现金变动	(356)	298	(12)	(20)	(3)						
期初现金	526	170	468	456	435						
期末现金	170	468	456	435	433						

资料来源：公司资料，光银国际预测

重要披露及免责声明

本报告由光银国际资本有限公司(“光银国际资本”)撰写生产和分发,并由香港证监会监管。本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息,光银国际资本及其附属公司(统称为“光银国际”)力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。

本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要,并不构成个人投资建议,客户据此投资,责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。光银国际及其各自的公司董事、员工及代理,都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。

本报告的内容不代表光银国际的建议,也不构成与上述有关证券的任何买卖/交易协议。本报告不拟作为买入或卖出要约,也不打算招揽购买或出售上述证券。证券价格可能上下波动。可能变得毫无价值。购买和出售证券可能会产生损失,而不是利润。

研究报告所载的资料及意见,如有任何更改,本司将不作另行通知。此外,光银国际的销售人员,交易员或其他持牌人员可能提供口头或书面市场评论或交易想法,这些意见可能与本报告中提出的建议和意见不一致,并得出不同的结论。光银国际可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本报告仅向特定客户传送,未经光银国际书面授权许可,任何人不得引用、转载以及向第三方传播,否则可能将承担法律责任。在一些司法管辖区域内,针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取管道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令光银国际受制于任何注册或领牌规定,则本研究报告不适用于该等司法管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。

本报告仅提供给香港客户,不会提供给美国客户。编制本报告的分析师未在美国注册或获得美国金融业监管局的分析师资格。

特殊披露

分析师，陈惠杰(香港证监会中央编号:APP609)作为香港证监会持牌人及本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析师之个人意见。分析师亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析师并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析师及分析师之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

评级定义

买入	未来十二个月预期回报高于 10%
持有	未来十二个月预期回报在-10%和 10%之间
卖出	未来十二个月预期回报低于-10%

股票评级的解释：(i) 买入：股票投资回报在未来 12 个月的潜在涨幅超过 10%；(ii) 持有：股票投资回报在未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+10%之间及(iii) 卖出：股票投资回报在未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%

行业评级的解释 (i) 超配：行业投资回报在未来 12 个月的潜在涨幅超过 10%；(ii) 中性：行业投资回报在未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+10%之间；(iii) 低配：行业投资回报在未来 12 个月的潜在跌幅超过 10% 及(iv)未评级：光银国际并未给予行业投资评级

光银国际可能在过去 12 个月内与报告中公司有投资银行业务或其他业务关系（如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或自营买卖证券），同时亦有可能持有财务权益及/或证券/或衍生工具。投资者务请注意光银国际或会存在利益冲突，可能影响本报告的客观性。

版权所有光银国际。未经光银国际书面许可，禁止任何形式的发布，转载，发行，引用。