

买入

疫情下积极进取，区域扩张值得期待

卓越教育集团 (3978.HK)

2020-08-17 星期一

投资要点

目标价: **4.8 港元**
 现价: 3.29 港元
 预计升幅: 45.9%

► 受疫情影响,公司 2020 年上半年招生人次和营收分别为 26.0 万人和 7.7 亿元,同比分别 8.2%和 11.3%:

2020H1 公司实现收入约 7.7 亿元人民币,同比减少 11.3%;毛利 2.7 亿元人民币,同比减少 23.7%;毛利率较 2019H1 的 41.4%下降 5.8 个百分点至 35.6%;实现净利润 5.3 亿元人民币,同比减少 29.6%。公司营收和净利润的下滑主要受疫情影响所致。2020H1 公司常规班招生人数为 26.0 万人,较去年同期同口径招生人数 28.4 万人下降 8.2%。常规班总辅导课时数下降 12.9%,培训中心数与 19 年末持平,达到 265 家。

重要数据

日期	2020-08-14
收盘价(港元)	3.29
总股本(百万股)	849.7
总市值(亿港元)	28.6
净资产(亿元)	7.9
总资产(亿元)	27.3
52 周高低(港元)	4.96/1.67
每股净资产(元)	0.93

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

► 疫情下卓越教育逆势增加销售费用投放,引进超过 600 名优秀教师,印证其区域扩张决心。公司低价班引流效果佳。

2020H1 公司销售费用较去年同期约 6,000 万元增长至接近 9,000 万元,同比提升 50%。低价班策略成效显著,2020 上半年短期班科数比去年同期增加 123.6%,深圳地区班辅收入同比增加 14.7%。7 月复课以来,广州外区域市场招生人次同比增长 52.4%。截至目前,暑期低价班转化率 30%,预计暑期结束后转化率有望恢复疫情前接近 50%的水平。

主要股东

唐俊京、唐俊膺和周贵先生
 (一致行动人,持股占比 53.92%)

► 维持买入评级,维持目标价 4.8 港元:

我们对公司区域扩张保持乐观,原因是在区域性课培机构中,卓越教育的教学质量较高(80%以上续读率、接近 50%转化率),“大语文”特色显著,过往在广州直面双巨头竞争也并未展现疲态。并且,公司通过合伙人机制等措施增强激励,增加销售费用投放,重点进攻深圳市场。目前公司区域扩张已取得初步成效,期待在深圳形成口碑后加速扩张。

相关报告

深度报告-聚焦强语文战略,发力大湾区拓展-20200729

我们下调了公司盈利预期,预计 2020/21/22 年营收分别为 17.7/24.5/29.9 亿元,归母净利润分别为 0.88/1.90/2.60 亿元,对应 EPS 0.112/0.242/0.331 元。目前公司现价 3.29 港元对应 2021 年 PE 12.2 倍, PB 2.6 倍,估值较低。维持目标价 4.8 港元,对应 2021E 每股收益 17.8 倍,维持买入评级。

人民币百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	1,474	1,832	1,765	2,451	2,985
同比增长(%)	29.1%	24.3%	-3.6%	38.9%	21.8%
净利润	73	135	88	190	260
同比增长(%)	12.4%	82.3%	-34.8%	116.1%	36.8%
毛利率(%)	40.6%	41.9%	38.9%	42.5%	42.7%
净利润率(%)	5.0%	7.4%	5.0%	7.8%	8.7%
每股盈利(元)	0.087	0.173	0.112	0.242	0.331
PE@3.29HKD	33.9	17.1	26.4	12.2	8.9

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

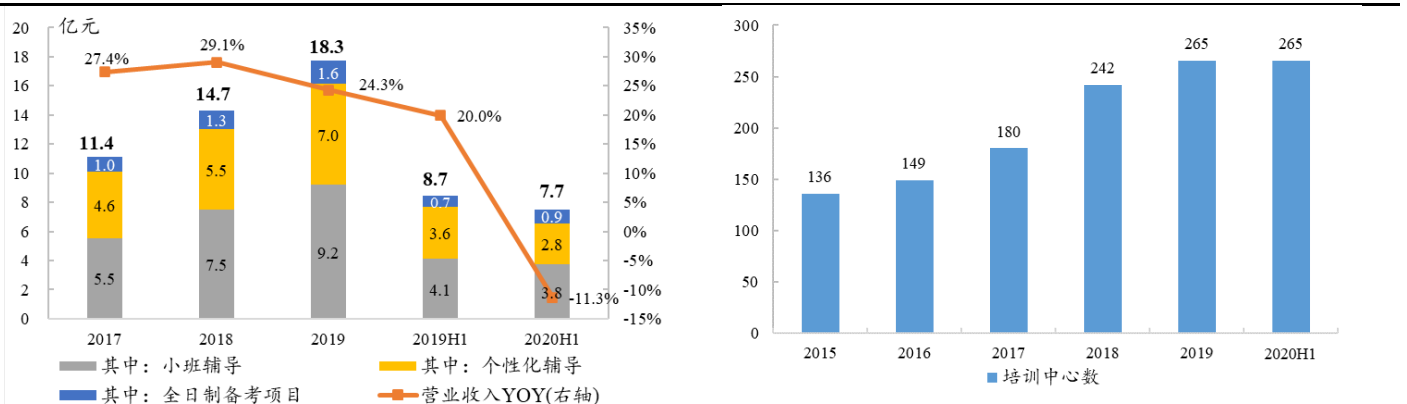
报告正文

受疫情影响，公司 2020 年上半年招生人次和营收分别为 26.0 万人和 7.7 亿元，同比分别 8.2% 和 11.3%：

截至 2020 年 6 月 30 日止六个月，公司实现收入约 7.7 亿元人民币，同比减少 11.3%；毛利 2.7 亿元人民币，同比减少 23.7%；毛利率较 2019H1 的 41.4% 下降 5.8 个百分点至 35.6%；实现净利润 5.3 亿元人民币，同比下降 29.6%。公司营收和净利润的下滑主要受疫情影响所致。2020 年上半年公司常规班招生人数为 26.0 万人，较去年上半年同口径招生人数 28.4 万人下降 8.2%。常规班总辅导课时数下降 12.9%，培训中心数与 19 年末持平，达到 265 家。

上半年受疫情影响最大的业务是个性化辅导，其次班辅，全日制培训维持逆势增长。2020H1 小班辅导实现 17.6 万招生人次和 3.75 亿元收入，同比分别减少 5.7% 和 9.5%，毛利率由去年同期的 45.2% 下滑至 37.1%；个辅业务实现 7.5 万招生人次和 2.8 亿元收入，同比分别减少 14.6% 和 20.8%，毛利率较去年同期的 37.6% 下滑至 29.3%；全日制备考实现收入超过 9,400 万元，同比增 31%，毛利率提升 4 个百分点至 55.8%。

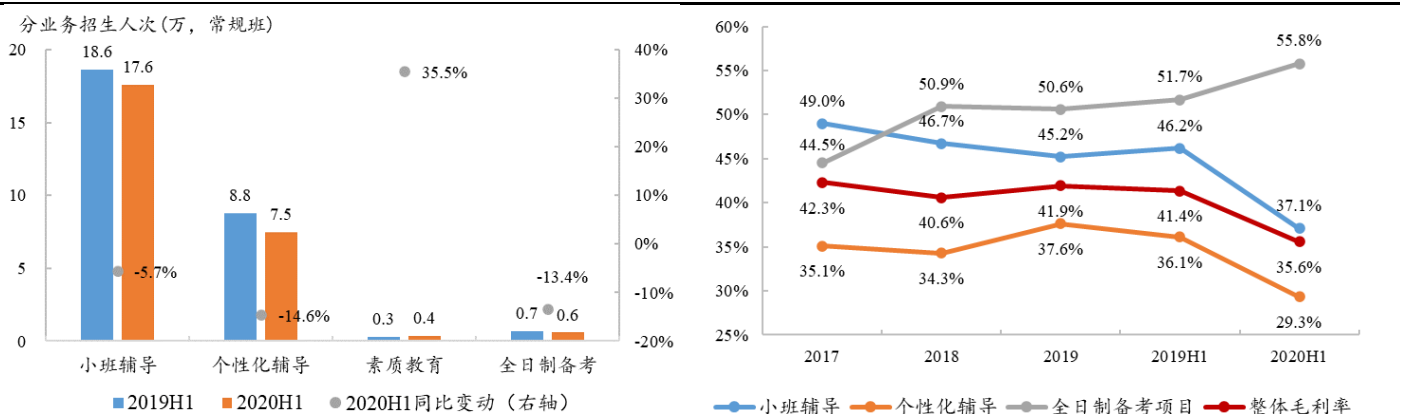
图 1：2017-2020H1 卓越教育分部收入及营收同比增速 图 2：2020 上半年培训中心数与 19 年底持平



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 3：2020H1 卓越教育分业务招生人次变动（常规班） 图 4：2017-2020H1 卓越教育各业务毛利率变动

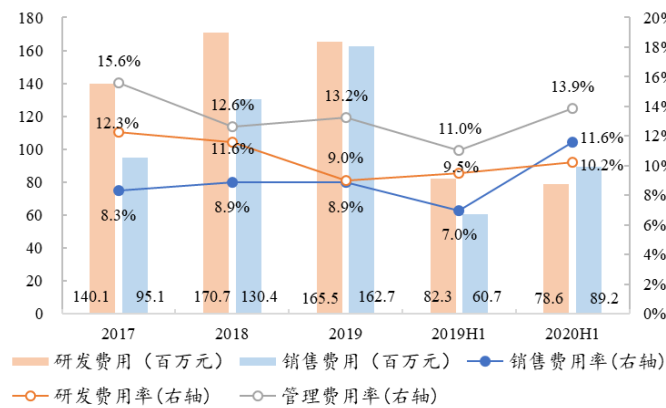


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

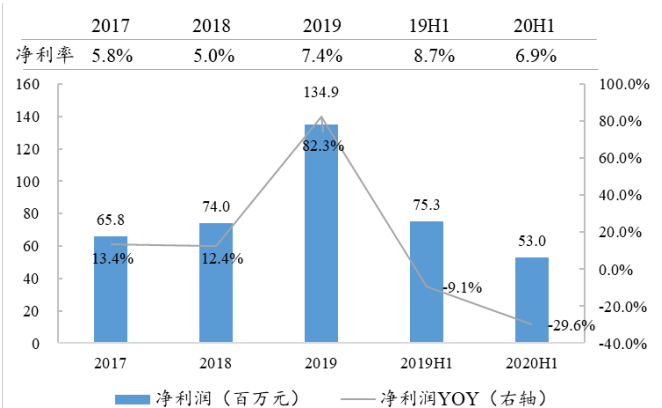
疫情下卓越教育销售费用投放增加，引进超过 600 名优秀教师，侧面印证其区域扩张决心。2020 上半年卓越教育的销售费用从去年同期约 6,000 万元增长至接近 9,000 万元，同比提升 50%。卓越教育低价班引流效率佳。2020 上半年短期班科数较去年同期增加 123.6%，深圳地区班辅收入同比增加 14.7%。7 月复课以来，广州外区域市场招生人次同比增长 52.4%。截至目前，暑期低价班转化率 30%，预计暑期结束后最终的低价班转化率有望恢复疫情前水平。

图 5：疫情下卓越教育销售费用投放增加



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 6：卓越教育净利率、净利润及同比变动



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

维持买入评级，维持目标价 4.8 港元：

我们对公司的区域扩张保持乐观，原因是在同类型区域性课培机构中，卓越教育的教学质量较高（80%以上续读率），“大语文”特色显著，定位清晰，过往在广州区域直面双巨头竞争也未显疲态。并且，公司通过组织架构调整、分校校长调整和合伙人机制等措施提升组织效率，增加销售费用投放，重点进攻深圳市场。目前卓越教育的区域扩张已取得初步成效，期待公司在深圳形成口碑效应后加速扩张。

我们下调了公司的盈利预期，预计 2020/21/22 年营收分别为 17.7/24.5/29.9 亿元，归母净利润分别为 0.88/1.90/2.60 亿元，对应 EPS 0.112/0.242/0.331 元。目前公司现价 3.29 港元对应 2021 年 PE 约 12.2 倍，PB 约 2.6 倍，估值较低。维持目标价 4.8 港元，对应 2021E 每股收益 17.8 倍，维持买入评级。

风险提示：

华南地区 K12 课外教培行业竞争加剧：存在着全国龙头新东方、学而思及区域性龙头思考乐等机构在华南地区加大竞争，影响公司业绩的风险。

K12 课培行业监管收严风险。

异地拓展不及预期：公司的培训中心是否能在大湾区持续扩张存在风险，店效能否达到预期也存在着不确定性。

表1：K12课外教培行业估值表

代码	公司名称	股价 当地货币	市值(亿)	PE				PB (MRQ)
				2019A	2020E	2021E	2022E	
3978.HK	卓越教育集团	3.29	28.0	17.1	26.4	12.2	8.9	3.2
1769.HK	思考乐教育	20.00	111.1	94.4	63.1	48.5	38.1	18.0
TAL.N	好未来	73.58	462.3	-131.4	126.6	67.8	46.7	17.9
EDU.N	新东方	135.63	222.9	90.4	38.7	27.9	NA	8.1
ONE.N	精锐教育	3.91	5.8	737.7	-35.9	15.7	10.8	4.1
600661.SH	昂立教育	16.69	47.8	85.9	41.0	23.1	18.8	5.3
	平均值			72.0	42.3	36.3	28.4	10.5

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

表2：K12课外教培行业估值表

代码	公司名称	EPS				ROE (%)			
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
3978.HK	卓越教育集团	0.173	0.112	0.242	0.331	19.1	10.7	20.9	24.9
1769.HK	思考乐教育	0.19	0.28	0.37	0.47	28.4	23.6	23.3	22.4
TAL.N	好未来	-0.56	1.74	3.26	4.73	-4.4	14.3	21.8	24.4
EDU.N	新东方	1.50	3.51	4.87	NA	10.9	18.7	21.7	NA
ONE.N	精锐教育	0.005	-0.02	0.04	0.06	23.2	0.0	32.5	34.9
600661.SH	昂立教育	0.19	0.41	0.72	0.89	5.0	8.0	12.5	13.5

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

注：好未来、新东方和精锐教育的市值和EPS货币单位均为美元。好未来0.56美元的EPS数据来源于好未来2020财年年报，好未来年报起止日期分别为2019年2月28日和2020年2月29日，货币为美元。

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,137	1,289	1,254	1,649	2,031
货币资金	468	196	155	543	917
交易性金融资产	518	946	946	946	946
应收账款	-	-	-	-	-
其他应收款	148	140	147	154	162
存货	-	-	-	-	-
非流动资产	302	1,476	1,617	1,739	1,851
可供出售金融资产	71	207	241	241	241
长期股权投资	21	76	76	76	76
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产净值	161	202	240	270	290
商誉及无形资产	10	16	17	19	21
土地使用权	-	894	961	1,046	1,130
其他非流动资产	40	81	81	88	93
资产总计	1,440	2,765	2,871	3,389	3,882
流动负债	776	1,235	1,232	1,567	1,835
合同负债	563	775	747	1,037	1,263
租赁负债	226	243	264	286	-
应付账款及其他应付款项	192	200	210	221	232
应交税费及其他	21	34	33	45	55
非流动负债	41	733	789	858	927
租赁负债	-	733	789	858	927
其他	41	-	-	-	-
负债合计	818	1,968	2,021	2,425	2,763
流动资产净值	361	54	22	82	196
股本	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
储备	623	797	850	964	1,120
少数股东权益	-1	-1	-1	-1	-1
股东权益合计	622	797	849	963	1,119
负债及权益合计	1,440	2,765	2,871	3,389	3,882

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
除税前溢利	108	157	102	221	302
折旧和摊销	42	71	88	108	131
营运资金的变动	119	177	-26	299	234
购买物业, 厂房及设备	-152	-99	-131	-144	-158
购买无形资产	-2	-8	-2	-2	-2
已付股利合计	-100	-	-35	-76	-104
经营活动产生现金流量	202	628	129	577	618
投资活动产生现金流量	-61	-737	-167	-145	-158
融资活动产生现金流量	158	-168	-9	-50	-92
现金净变动	298	-277	-47	383	369
现金的期初余额	170	468	196	155	543
现金的期末余额	468	196	155	543	917

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,474	1,832	1,765	2,451	2,985
营业成本	-876	-1,064	-1,078	-1,409	-1,709
毛利	598	768	687	1,043	1,276
销售费用	-130	-163	-191	-270	-328
管理费用	-186	-242	-238	-319	-388
财务费用	-	-48	-46	-64	-78
权益性投资损益	-1	-3	-4	-	-
其他支出	-44	-45	-10	-24	-24
其他收益及亏损	35	37	37	-	-
除税前溢利	108	157	102	221	302
所得税	-35	-22	-14	-31	-42
净利润	73	135	88	190	260
少数股东损益	19	-1	-	-	-
归母净利润	55	136	88	190	260
EBIT	108	109	56	157	224
EPS(元)	0.087	0.173	0.112	0.242	0.331

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长性(%)					
营业收入增长率	29.1%	24.3%	-3.6%	38.9%	21.8%
营业利润增长率	-4.4%	45.5%	-34.8%	116.1%	36.8%
净利润增长率	12.4%	82.3%	-34.8%	116.1%	36.8%
盈利能力(%)					
毛利率	40.6%	41.9%	38.9%	42.5%	42.7%
净利率	5.0%	7.4%	5.0%	7.8%	8.7%
ROE	12.5%	19.1%	10.7%	20.9%	24.9%
偿债能力(%)					
资产负债率	56.79%	71.19%	70.41%	71.57%	71.17%
流动比率	1.47	1.04	1.02	1.05	1.11
速动比率	1.47	1.04	1.02	1.05	1.11
营运能力(次)					
资产周转率	1.19	0.87	0.63	0.78	0.82
每股资料(元)					
每股收益	0.087	0.173	0.112	0.242	0.331
每股经营现金	0.32	0.80	0.16	0.74	0.79
每股净资产	0.73	0.94	1.00	1.13	1.32
估值比率(倍)					
PE	33.9	17.1	26.4	12.2	8.9
PB	4.06	3.16	2.96	2.61	2.25

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。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。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>