

## 买入

## 夯实基础，稳中有进

卓越教育集团 (3978.HK)

2021-04-09 星期五

## 投资要点

目标价: **3.6 港元**  
 现价: 2.73 港元  
 预计升幅: 31.4%

➤ 受疫情影响，公司 2020 年招生人次和营收分别为 53.1 万人和 16.9 亿元，同比减少-3.7%和-7.9%：

2020 财年，公司实现收益人民币 16.88 亿元，同比减少 7.9%；毛利 6.15 亿元，同比减少 19.9%；母公司拥有人应占溢利 1.3 亿元，同比减少 4.3%。归母净利润率为 7.6%，去年同期为 7.4%。培训中心数达到 268 家，其中新开 18 家、原 12 家进行合并管理、原 3 家转为全日制业务。复盘 2020 上半年和下半年，上半年受疫情影响最大的业务是个性化辅导，其次班辅；而下半年个辅已恢复正增长。2020H1 班辅收入同比减少 9.5%，个辅收入同比减少 20.8%；2020H2 班辅收入同比减少 10%，个辅收入恢复正增长至 5.6%。

## 重要数据

日期	2021-04-08
收盘价 (港元)	2.73
总股本 (亿股)	8.47
总市值 (亿港元)	23.2
净资产 (亿元)	8.0
总资产 (亿元)	31.8
52 周高低 (港元)	4.48/2.53
每股净资产 (元)	0.94

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ 2020 年公司夯实基础，保留率持续提升，深圳区域拓张稳步推行：

2020 年卓越教育全年保留率 87.5%，较 2019 年同比提升 4.5%。新开的 18 个校区里，深圳新开校区达到 9 个，疫情下深圳地区 2020 年营收同比提升 9.6%。深圳地区制定了“663 计划”，规划在未来 3 年每年实现 60% 增长，3 年后校区达 60 所，营收达到 3 亿。战略上，集团首次把“数字化转型”提上战略高度，与区域拓张、强语文战略并驾齐驱。

## 主要股东

唐俊京、唐俊膺和周贵先生  
 (一致行动人，持股占比 53.8%)

➤ 维持买入评级，维持目标价 3.6 港元：

2021 上半年，公司实现 35%-40% 的增速，原计划每年新开约 50 个培训中心，但由于教培行业政策具有一定不确定性，2021 年新开店计划将根据具体政策执行情况而调整。考虑到 2021 年教育部大力度整治校外培训行业，校外培训行业区域扩张与招生存在一定不确定性，我们预计 2021/22/23 年营收分别为 21.0/25.8/31.1 亿元，净利润分别为 1.64/2.14/2.86 亿元，对应 EPS 0.21/0.27/0.36 元。目前公司现价 2.73 港元，对应 2021 年 PE 约 11.2 倍。给予目标价 3.6 港元，对应 2021E 15 倍 PE，维持买入评级。

## 相关报告

深度报告-聚焦强语文战略，发力大湾区拓展-20200729  
 更新报告-疫情下积极进取，区域扩张值得期待-20200817

## 研究部

姓名: 李承儒  
 SFC: BLN914  
 电话: 0755-21519182  
 Email: licr@gyzq.com.hk

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	1,832	1,688	2,101	2,582	3,107
同比增长(%)	24.3%	-7.9%	24.5%	22.9%	20.3%
净利润	135	128	164	214	286
同比增长(%)	82.3%	-5.3%	28.6%	30.4%	33.3%
毛利率(%)	41.9%	36.4%	40.5%	40.7%	40.8%
净利润率(%)	7.4%	7.6%	7.8%	8.3%	9.2%
每股盈利 (元)	0.173	0.164	0.208	0.271	0.361
PE@2.73HKD	13.5	14.2	11.2	8.6	6.4

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

## 报告正文

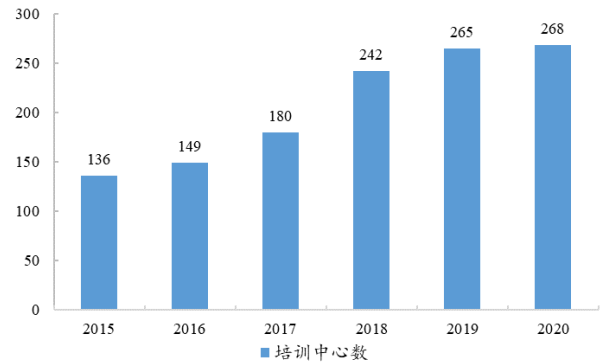
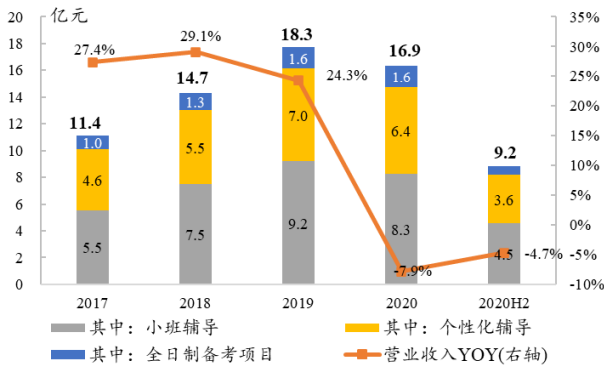
受疫情影响，公司 2020 年招生人次和营收分别为 53.1 万人和 16.9 亿元，同比减少 -3.7%和-7.9%：

2020 财年，公司实现收益人民币 16.88 亿元，同比减少 7.9%；毛利 6.15 亿元，同比减少 19.9%；经调整净利润 1.44 亿元，同比减少 12.9%；母公司拥有人应占溢利 1.3 亿元，同比减少 4.3%。归母净利润率为 7.6%，去年同期为 7.4%。培训中心数达到 268 家，其中新开 18 家、原 12 家进行合并管理、3 家转为全日制业务用途。

于报告期内，公司的招生人次为 53.08 万，同比减少 3.7%；总辅导课时为 1225.71 万小时，与 2019 年相比减少约 10.5%。值得注意的是，2020 下半年业务有所恢复，下半年实现营收 9.2 亿元，同比减少 4.7%。复盘 2020 上半年和下半年，上半年受疫情影响较大的业务是个性化辅导，其次班辅；而下半年个辅已恢复正增长。2020H1 班辅收入同比减少 9.5%，个辅收入同比减少 20.8%；2020H2 班辅收入同比减少 10%，个辅收入恢复正增长至 5.6%。

图 1：2017-2020 卓越教育分部收入及营收同比增速

图 2：卓越教育培训中心数

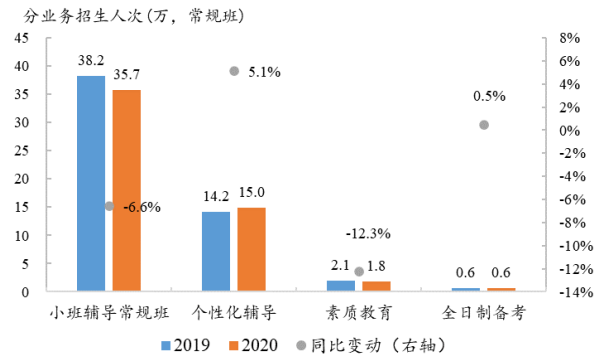
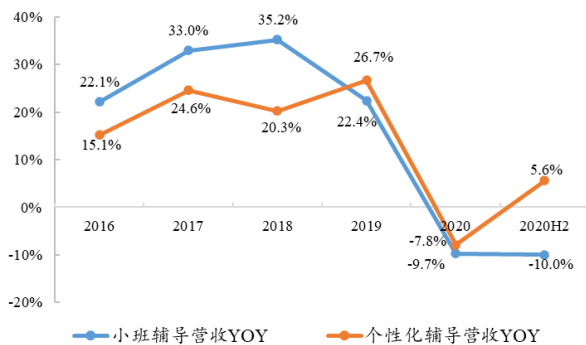


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 3：卓越教育主要业务营收变动

图 4：2020 卓越教育分业务招生人次变动

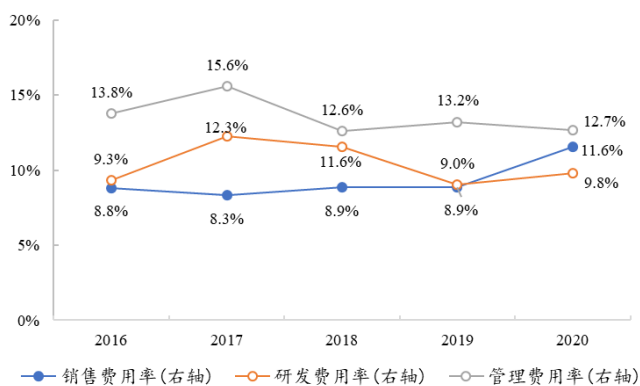


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

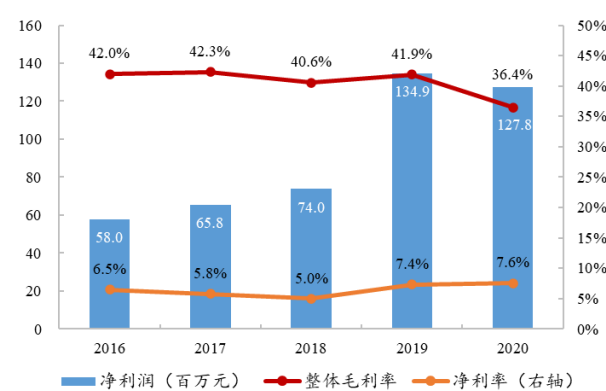
**2020 年卓越教育夯实基础，保留率持续提升，深圳区域拓张稳步推行。**2020 年卓越教育全年保留率 **87.5%**，较 2019 年同比提升 4.5%。新开的 18 个校区里，深圳新开校区达到 9 个，疫情下深圳地区 2020 年营收同比提升 9.6%，常规班科数同比提升 9.1%，个辅消耗课时同比提升 6.3%。深圳地区制定了“663 计划”，规划在未来 3 年每年实现 60% 增长，3 年后校区达 60 所，营收达到 3 亿。战略上，集团首次把“数字化转型”提上战略高度，与区域拓张、强语文战略并驾齐驱。**2021 上半年**，公司实现 **35%-40%** 的增速，原计划每年新开约 50 个培训中心，但由于教培行业政策具有一定不确定性，2021 年新开店计划将根据具体政策执行情况而调整。

图 5：卓越教育期间费用



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 6：卓越教育毛利率与净利率



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 维持买入评级，目标价 3.6 港元：

尽管在 2020 年疫情阴霾下，公司续读率仍显著提升至 87.5%，并增加销售费用投放，重点进攻深圳市场，过往 1 年深圳新增 9 个培训中心。目前卓越教育的区域扩张已取得初步成效。考虑到 2021 年教育部大力度整治校外培训行业，校外培训行业区域扩张与招生存在一定不确定性，我们预计 2021/22/23 年营收分别为 21.0/ 25.8/ 31.1 亿元，净利润分别为 1.64/ 2.14/ 2.86 亿元，对应 EPS 0.21/0.27/0.36 元。目前公司现价 2.73 港元，对应 2021 年 PE 约 11.2 倍。给予目标价 3.6 港元，对应 2021E 15 倍 PE，维持买入评级。

### 风险提示：

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	2.73	23.2	14.3	15.0	11.9	9.1	2.4
1769.HK	思考乐教育	8.90	49.5	39.7	85.9	29.1	19.2	7.7
TAL.N	好未来	58.19	348.9	/	380.0	91.3	44.8	17.9
EDU.N	新东方	14.58	249.9	9.7	56.8	36.6	27.3	8.2
ONE.N	精锐教育	2.38	3.8	449.1	/	/	/	4.1
600661.SH	昂立教育	14.95	42.8	76.9	/	/	/	5.4
<b>平均值</b>				<b>35.1</b>	<b>39.4</b>	<b>33.8</b>	<b>20.1</b>	<b>8.3</b>

资料来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

**财务报表摘要:**

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>1,289</b>	<b>1,612</b>	<b>2,000</b>	<b>2,218</b>	<b>2,470</b>
货币资金	196	694	1,107	1,319	1,564
交易性金融资产	946	767	767	767	767
其他应收款	140	117	123	129	136
<b>非流动资产</b>	<b>1,476</b>	<b>1,572</b>	<b>1,437</b>	<b>1,527</b>	<b>1,628</b>
可供出售金融资产	207	22	22	22	22
长期股权投资	76	85	85	85	85
固定资产净值	202	206	210	213	216
商誉及无形资产	16	33	37	40	44
土地使用权	894	837	906	984	1,072
其他非流动资产	81	173	178	183	188
<b>资产总计</b>	<b>2,765</b>	<b>3,184</b>	<b>3,437</b>	<b>3,746</b>	<b>4,097</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,235</b>	<b>1,527</b>	<b>1,606</b>	<b>1,743</b>	<b>1,820</b>
合同负债	775	797	893	988	1,070
租赁负债	226	212	229	249	271
应付账款及其他应付款项	200	292	306	321	337
应交税费及其他	34	23	28	35	42
<b>非流动负债</b>	<b>733</b>	<b>861</b>	<b>920</b>	<b>942</b>	<b>1,017</b>
租赁负债	733	716	775	842	917
其他	1,235	1,672	1,751	1,843	1,920
<b>负债合计</b>	<b>1,968</b>	<b>2,388</b>	<b>2,526</b>	<b>2,685</b>	<b>2,836</b>
流动资产净值	54	85	394	476	650
股本	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
储备	797	798	913	1,063	1,263
少数股东权益	-1	-2	-2	-2	-2
<b>股东权益合计</b>	<b>797</b>	<b>796</b>	<b>911</b>	<b>1,061</b>	<b>1,261</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>2,765</b>	<b>3,184</b>	<b>3,437</b>	<b>3,746</b>	<b>4,097</b>

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>除税前溢利</b>	<b>157</b>	<b>143</b>	<b>191</b>	<b>252</b>	<b>338</b>
折旧和摊销	71	74	81	93	108
营运资金的变动	177	203	106	105	93
购买物业、厂房及设备	-99	-78	-89	-103	-118
购买无形资产	-8	-	-	-	-
已付股利合计	-	-39	-49	-64	-86
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>628</b>	<b>425</b>	<b>441</b>	<b>452</b>	<b>476</b>
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-737</b>	<b>-73</b>	<b>-89</b>	<b>-102</b>	<b>-116</b>
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-168</b>	<b>145</b>	<b>62</b>	<b>-138</b>	<b>-115</b>
现金净变动	-277	496	413	212	245
现金的期初余额	468	196	694	1,107	1,319
现金的期末余额	196	694	1,107	1,319	1,564

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>1,832</b>	<b>1,688</b>	<b>2,101</b>	<b>2,582</b>	<b>3,107</b>
营业成本	-1,064	-1,073	-1,249	-1,533	-1,839
<b>毛利</b>	<b>768</b>	<b>615</b>	<b>852</b>	<b>1,050</b>	<b>1,267</b>
销售费用	-163	-195	-206	-258	-323
管理费用	-242	-214	-261	-312	-367
财务费用	-48	-53	-58	-67	-77
其他支出	-45	-10	-11	-12	-13
其他收益及亏损	37	93	-	-	-
除税前溢利	157	143	191	252	338
所得税	-22	-15	-27	-38	-52
<b>净利润</b>	<b>135</b>	<b>128</b>	<b>164</b>	<b>214</b>	<b>286</b>
少数股东损益	-1	-2	-	-	-
<b>归母净利润</b>	<b>136</b>	<b>130</b>	<b>164</b>	<b>214</b>	<b>286</b>
<b>EBIT</b>	<b>109</b>	<b>90</b>	<b>133</b>	<b>185</b>	<b>261</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>0.173</b>	<b>0.164</b>	<b>0.208</b>	<b>0.271</b>	<b>0.361</b>

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长性(%)</b>					
营业收入增长率	24.3%	-7.9%	24.5%	22.9%	20.3%
营业利润增长率	45.5%	-8.8%	33.6%	32.0%	34.1%
净利润增长率	82.3%	-5.3%	28.6%	30.4%	33.3%
<b>盈利能力(%)</b>					
毛利率	41.9%	36.4%	40.5%	40.7%	40.8%
净利率	7.4%	7.6%	7.8%	8.3%	9.2%
ROE	19.1%	16.3%	19.2%	21.7%	24.6%

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资产负债率	71.2%	75.0%	73.5%	71.7%	69.2%
流动比率	1.04	1.06	1.25	1.27	1.36
速动比率	1.04	1.06	1.25	1.27	1.36

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资产周转率	0.87	0.57	0.63	0.72	0.79

	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.173	0.164	0.208	0.271	0.361
每股经营现金	0.80	0.54	0.56	0.57	0.60
每股净资产	0.94	0.94	1.07	1.25	1.48

	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
PE	13.5	14.2	11.2	8.6	6.4
PB	2.5	2.5	2.2	1.9	1.6

# 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>