

## 买入

## 大湾区稳扎稳打，三年计划积极进取

睿见教育 (6068.HK)

2020-11-27 星期五

## 投资要点

目标价: **4.7 港元**  
 现价: 3.71 港元  
 预计升幅: 26.7%

➤ **2020 财年收入同比+6.6%，毛利率提升带动净利润同比+42.4%：**

2020 财年，公司实现收入 17.9 亿元，同比+6.6%；毛利率 48.4%，同比+4.3 个百分点；归母净利润约 5.1 亿元，同比+42.4%。分部收入中，住宿费同比+12.8%至 12.9 亿元，符合此前预期；配套服务收入受疫情影响，同比-6.7%至 5.0 亿元。同时，疫情下配套服务成本的减少也提升了毛利率，成本费用得到有效控制（销管费用率同比降 1 个百分点至 15.5%、财务费用率维持在 5.4%）。

## 重要数据

日期	2020/11/26
收盘价 (港元)	3.71
总股本 (亿股)	21.77
总市值 (亿港元)	80.8
净资产 (亿元)	29.6
总资产 (亿元)	79.2
52 周高低 (港元)	4.80/ 2.10
每股净资产 (元)	1.42

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ **大湾区 K12 学校持续布局叠加提费，内生增长路径明确：**

20 年秋季学期，公司在校生成数占比较高的大湾区东莞、惠州和揭阳学校新生学费升幅近 20%；已有学校招生人数为 67,126 人，同比+11.7%；21 年公司计划在潮州、江门和中山开设 K12 学校。目前公司已有学校最大容量 12.9 万人，计划开设的三所学校最大容量 2.65 万人，公司 K12 容量规模可达 15.6 万人。

➤ **业务触角延伸至高等教育、第三方学校管理服务及在线教育：**

公司拟设立四川巴中院校和东莞院校，为珠三角等地企业输送高技能人才。未来院校有望与企业进行人才定向培养，获取人才培训服务收入。管理层表示，希望未来 3 年达 15 万在校生（含 K12 学校、高等教育、并购、管理服务），期待公司筹备项目的达成。

➤ **维持买入评级，上调目标价至 4.7 港元：**

1、我们认可管理层扎根大湾区，在一二三线城市办 K12 学校的战略。重申其大湾区学校出色的办学质量和异地复制能力是公司核心竞争力的观点；  
 2、预计公司 2021/22/23 财年总收入分别为 22.3/ 26.3/ 30.8 亿元，同比增 24.7%/ 17.5%/ 17.5%；归母净利润为 5.9/ 6.9/ 8.3 亿元，同比增 15.1%/ 16.9%/ 21.1%；公司当前估值水平较低，三年计划积极进取。我们对 K9 和高中给予分部估值，考虑到潜在政策风险有释缓迹象，目标价由 4.1 港元上升至 4.7 港元，对应 2021 财年预测 EPS 15 倍 PE。

## 主要股东

刘学斌、李素文  
 (一致行动人，持股占比 69.14%)

## 相关报告

睿见教育 (6068.HK) 深度报告-大湾区教育领头羊-20200915

## 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
营业收入	1,682	1,793	2,235	2,625	3,084
同比增长(%)	34.9%	6.6%	24.7%	17.5%	17.5%
毛利率(%)	44.1%	48.4%	47.5%	47.1%	46.8%
归母净利润	359	512	589	689	834
同比增长(%)	15.8%	42.4%	15.1%	16.9%	21.1%
净利润率(%)	21.4%	28.6%	26.4%	26.2%	27.1%
每股收益(元)	0.172	0.251	0.271	0.316	0.383
PE@3.71HKD	18.4	12.6	11.6	10.0	8.2

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理

## 报告正文

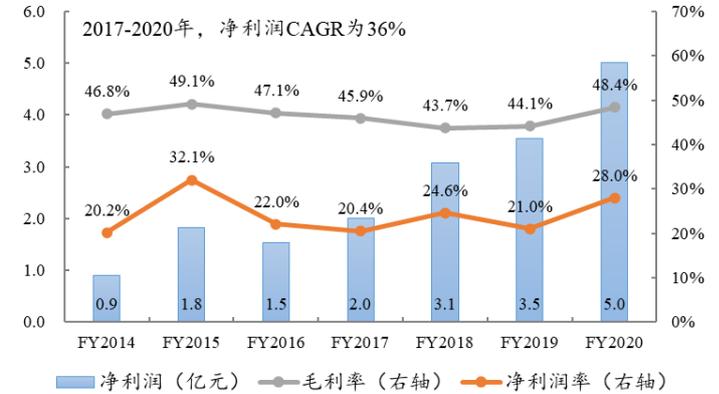
### 2020 财年收入同比+6.6%，毛利率提升带动净利润同比+42.4%：

2020 财年，公司实现收入 17.9 亿元，同比+6.6%；毛利约 8.7 亿元，同比+17%；毛利率 48.4%，同比+4.3 个百分点；归母净利润约 5.1 亿元，同比+42.4%。分部收入中，住宿费同比+12.8%至 12.9 亿元，符合此前预期；配套服务收入受疫情影响，同比-6.7%至 5.0 亿元。同时，疫情下配套服务成本的减少也提升了毛利率，且期间费用得到有效控制（销管费用率同比降 1 个百分点至 15.5%、财务费用率维持在 5.4%）。

图 1：睿见教育 2014-2020 财年收入



图 2：睿见教育 2014-2020 财年毛利率与净利润



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：睿见教育 2014-2020 财年生均住宿费及服务费

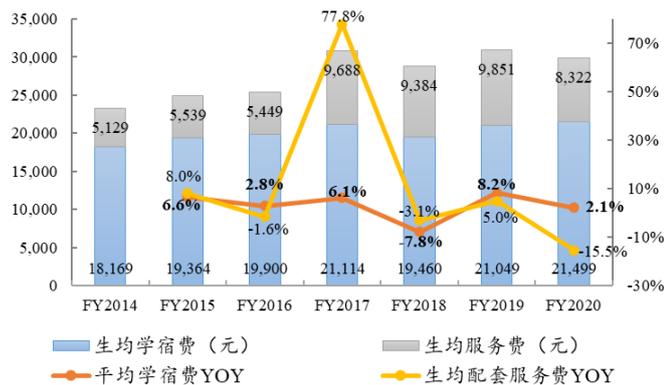
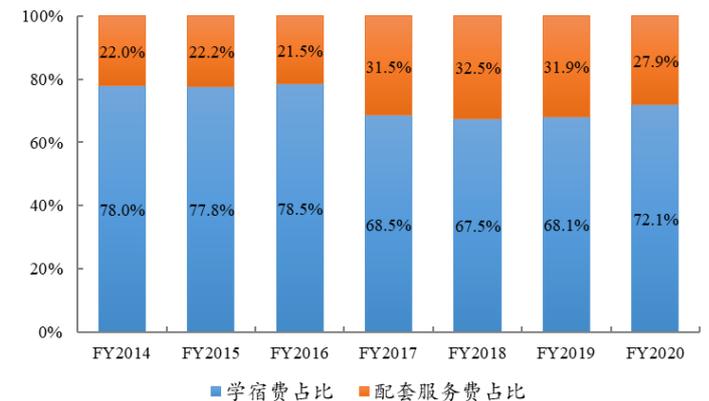


图 4：睿见教育 2020 财年住宿费与配套服务费占比



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

**提费叠加大湾区 K12 学校持续布局，内生增长路径明确：**

20 年秋季学期，公司顺利完成提费工作，在校生人数占比较高的大湾区东莞、惠州和揭阳学校新生学费提升幅度接近 20%；已有学校招生人数为 67,126 人，同比 +11.7%。预计 21 财年学宿费和配套服务收入能取得超 20% 的同比增长。19 年秋季开学的顺德与云浮学校生均学费较高，分别达 3.2 万与 4.2 万。

2021 年公司乘势而上，计划在潮州、江门和中山开设 K12 学校。目前公司在校生约 6.7 万人，已有学校最大容量 12.9 万人，计划开设的三所学校最大容量 2.65 万人，公司 K12 容量规模可达 15.6 万人。

图 5：睿见教育 2014 财年以来招生人数

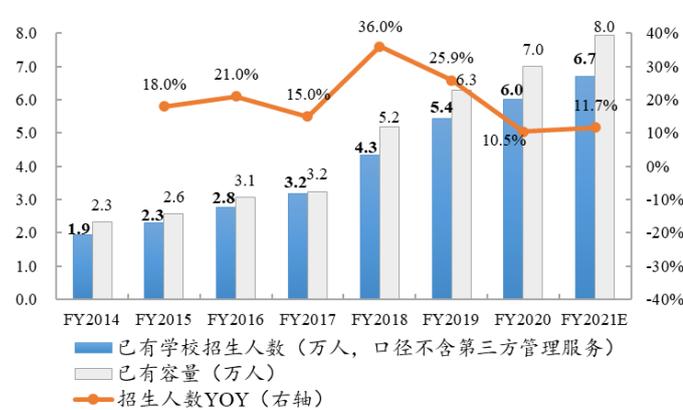
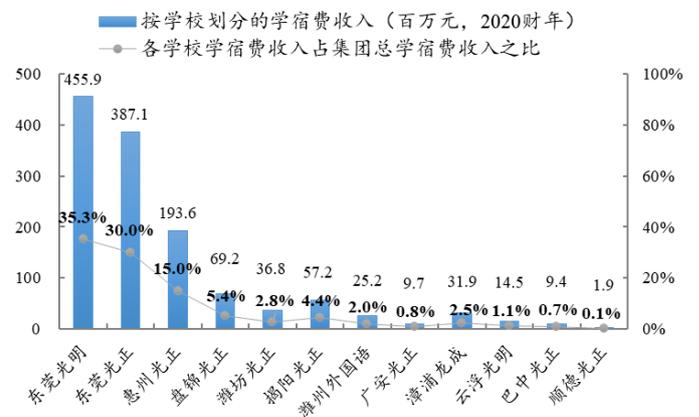


图 6：2020 财年睿见教育各学校学宿费占总学宿费之比



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

表 1：睿见教育旗下学校整体容量和利用率

学生容量汇总	2017/18 学年	2018/19 学年	2019/20 学年	2020/21 学年	最大容量
其中：17 年及此前设立的学校	49,804	56,800	60,800	64,300	84,500
其中：18 年及此后设立的学校	2,120	6,200	9,200	15,200	44,870
<b>小计：当前已开办学校容量</b>					<b>129,370</b>
尚未开办：潮州学校（预计 2021/22 学年开办）					8,000
尚未开办：江门学校（预计 2021/22 学年开办）					7,500
尚未开办：中山学校（预计 2021/22 学年开办）					11,000
<b>总计</b>	<b>51,924</b>	<b>63,000</b>	<b>70,000</b>	<b>79,500</b>	<b>155,870</b>
<b>整体利用率</b>	<b>98.1%</b>	<b>83.3%</b>	<b>86.4%</b>	<b>84.4%</b>	/

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**业务触角延伸至高等教育、第三方学校管理服务及在线教育：**

管理层表示，希望未来 3 年达 15 万在校生（含 K12 学校、高等教育、第三方管理服务），我们期待公司潜在新项目的达成。未来公司计划扎实做好 K12 业务，并向高等教育、第三方学校管理服务及在线教育迈进。

高等教育方面，公司拟设立四川巴中院校和东莞院校，与哈工大和中科大等知名机

构展开合作，为珠三角等地的企业输送高技能人才。未来除学费收入外，院校也有望与企业采取人才定向培养的模式，获取人才培训服务收入；

在线教育方面，公司通过校内学习数据，为学生提供个性化教学解决方案和强化训练。公司旗下已有学校在校生人数基数大，在线教育轻资产且能较好契合学生需求，未来有望成为新业务增长点。

**维持买入评级，上调目标价至 4.7 港元：**

1、我们认可管理层扎根大湾区，在一二三线城市办 K12 学校的核心战略。重申其大湾区学校出色的办学质量和异地复制能力是公司核心竞争力的观点。我们曾测算得，大湾区民办 K12 容量可观，公办难以高比例覆盖人口流入带来的增量入读需求。人口流入较多的二线城市如东莞佛山等公办对新增学位需求覆盖度仅能达约 50%。公司三年计划值得期待，静待在高等教育、在线教育等业务持续发力。

2、我们预计公司 2021/22/23 财年总收入分别为 22.3/ 26.3/ 30.8 亿元，同比增长 24.7%/ 17.5%/ 17.5%；预计 2021/22/23 财年的归母净利润为 5.9/ 6.9/ 8.3 亿元，同比增长 15.1%/ 16.9%/ 21.1%；预测 EPS 0.271/ 0.316/ 0.383 元。公司当前估值水平较低，三年计划积极进取。我们对 K9 和高中给予分部估值，考虑到潜在政策风险有释缓迹象，目标价由 4.1 港元上升至 4.7 港元，对应 2021 财年预测 EPS 15 倍 PE。

**表 2：港股 K12 学历教育行业估值表（截至 2020 年 11 月 26 日）**

代码	公司名称	股价 HKD	市值(亿)		PE				PB (MRQ)
			2019A	2020E	2021E	2022E			
6068.HK	睿见教育	3.71	80.8	20.3	15.5	11.7	9.9	2.3	
1773.HK	天立教育	7.20	149.4	50.5	34.8	26.2	20.6	4.9	
1565.HK	成实外教育	2.27	70.1	15.8	14.4	10.6	8.0	2.1	
1317.HK	枫叶教育	2.41	72.2	9.9	9.8	7.6	6.4	1.4	
	平均值			24.1	18.6	14.0	11.2	2.7	

资料来源：Wind 一致预测、国元证券经纪（香港）整理

**表 3：港股 K12 学历教育行业估值表（截至 2020 年 11 月 26 日）**

代码	公司名称	EPS				ROE (%)			
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
6068.HK	睿见教育	0.170	0.250	0.271	0.316	17.7	17.9	20.3	21.6
1773.HK	天立教育	0.129	0.175	0.233	0.296	11.3	13.3	15.1	17.4
1565.HK	成实外教育	0.130	0.134	0.181	0.240	14.3	15.0	19.0	22.0
1317.HK	枫叶教育	0.222	0.210	0.269	0.319	16.8	13.7	15.5	16.3

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**风险提示：**

民促法尚未落地；

民办义务教育监管趋严；

学校新建进度和招生人数增长不及预期。

财务报表摘要

		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>资产负债表</b>						
<b>流动资产</b>	1,595	1,609	1,533	1,448	1,458	
货币资金	662	1,123	1,034	943	948	
已抵押银行存款	499	3	3	3	3	
按金、预付款及其他应付款	97	100	112	117	123	
预付租金	19	-	-	-	-	
存货	6	8	8	8	8	
其他流动资产	312	376	376	376	376	
<b>非流动资产</b>	4,676	6,309	7,357	8,524	9,728	
固定资产	3,036	4,005	4,913	5,885	6,878	
使用权资产	781	1,569	1,648	1,813	1,994	
商誉及无形资产	176	159	159	159	159	
投资性房地产	22	22	22	22	22	
按金、预付款及其他应付款	631	523	585	615	645	
其他非流动资产	30	30	30	30	30	
<b>资产总计</b>	<b>6,271</b>	<b>7,918</b>	<b>8,890</b>	<b>9,971</b>	<b>11,186</b>	
<b>流动负债</b>	2,480	1,672	1,974	2,224	2,522	
递延收入	751	858	1,070	1,257	1,477	
应付账款及其他应付款项	503	505	566	594	624	
短期借款	629	123	137	144	151	
应交税费及其他	118	134	155	181	219	
其他流动负债	479	52	46	48	50	
<b>非流动负债</b>	1,545	3,156	3,481	3,906	4,333	
长期借款	1,540	2,663	2,963	3,363	3,763	
租赁负债	-	489	514	539	566	
<b>负债合计</b>	<b>4,024</b>	<b>4,829</b>	<b>5,454</b>	<b>6,131</b>	<b>6,855</b>	
股本	18	19	19	19	19	
储备	2,143	2,941	3,288	3,693	4,183	
少数股东权益	86	129	129	129	129	
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,247</b>	<b>3,089</b>	<b>3,436</b>	<b>3,841</b>	<b>4,331</b>	
<b>负债及权益合计</b>	<b>6,271</b>	<b>7,918</b>	<b>8,890</b>	<b>9,971</b>	<b>11,186</b>	

		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	
<b>现金流量表</b>						
<b>除税前溢利</b>	409	613	690	804	968	
折旧和摊销	114	132	179	217	257	
财务费用	107	107	127	153	170	
财务收入	-20	-10	-22	-21	-25	
营运资金的变动	-1	214	198	180	213	
<b>经营活动产生现金流量净额</b>	<b>577</b>	<b>883</b>	<b>1,114</b>	<b>1,229</b>	<b>1,470</b>	
<b>投资活动产生现金流量净额</b>	<b>-1,006</b>	<b>-805</b>	<b>-1,165</b>	<b>-1,308</b>	<b>-1,379</b>	
<b>融资活动产生现金流量净额</b>	<b>169</b>	<b>368</b>	<b>-48</b>	<b>-22</b>	<b>-96</b>	
现金净变动	-260	446	-99	-102	-6	
现金的期初余额	911	662	1,123	1,034	943	
现金的期末余额	662	1,123	1,034	943	948	

		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>利润表</b>						
<b>营业收入</b>	1,682	1,793	2,235	2,625	3,084	
其中: 住宿费	1,145	1,292	1,550	1,821	2,139	
其中: 配套服务费	536	500	685	805	946	
营业成本	-940	925	1,173	1,389	1,641	
毛利	742	868	1,061	1,236	1,444	
其他收入等	33	120	49	49	49	
销售费用	-26	-23	-25	-29	-34	
管理费用	-253	-254	-291	-320	-345	
净财务费用	-87	-97	-105	-132	-145	
<b>除税前溢利</b>	<b>409</b>	<b>613</b>	<b>690</b>	<b>804</b>	<b>968</b>	
所得税	-56	-112	-112	-129	-150	
<b>净利润</b>	<b>354</b>	<b>502</b>	<b>577</b>	<b>675</b>	<b>818</b>	
少数股东损益	-6	-10	-12	-14	-17	
<b>归母净利润</b>	<b>359</b>	<b>512</b>	<b>589</b>	<b>689</b>	<b>834</b>	
<b>EPS(元)</b>	<b>0.172</b>	<b>0.251</b>	<b>0.271</b>	<b>0.316</b>	<b>0.383</b>	

		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>主要财务比率</b>						
<b>成长性(%)</b>						
营业收入增长率	34.9%	6.6%	24.7%	17.5%	17.5%	
毛利增长率	36.1%	17.0%	22.3%	16.5%	16.7%	
净利润增长率	15.8%	42.4%	15.1%	16.9%	21.1%	
<b>盈利能力(%)</b>						
毛利率	44.1%	48.4%	47.5%	47.1%	46.8%	
有效税率	13.6%	18.2%	16.3%	16.0%	15.5%	
净利率	21.4%	28.6%	26.4%	26.2%	27.1%	
ROE	17.0%	19.2%	18.1%	18.9%	20.4%	
ROA	6.1%	7.2%	7.0%	7.3%	7.9%	
<b>偿债能力(%)</b>						
资产负债率	64.2%	61.0%	61.4%	61.5%	61.3%	
流动比率	64.3%	96.2%	77.7%	65.1%	57.8%	
经营现金流/流动负债	23.3%	52.8%	56.5%	55.2%	58.3%	
<b>营运能力(次)</b>						
固定资产周转率	0.55	0.45	0.45	0.45	0.45	
<b>每股资料(元)</b>						
每股收益	0.172	0.251	0.271	0.316	0.383	
每股经营现金流净额	0.28	0.43	0.51	0.56	0.68	
每股净资产	1.07	1.51	1.58	1.76	1.99	
<b>估值比率(倍)</b>						
PE	18.4	12.6	11.6	10.0	8.2	
PB	2.9	2.1	2.0	1.8	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>