

买入

2021年3月31日

疫情影响令业绩承压，后疫情时代值得期待

- 疫情令业绩承压，全年实现营收 18.3 亿元：**公司 FY2020 招生人次同比-3.7%至 53.1 万人次；课时数同比-10.5%至 1226 万人次；全年留存率为 87.5%，较上一年同比提升 4.5%；公司 FY2020 收入同比-7.9%至 18.3 亿元，受收入下降、线上课程造成费用增加、疫情防控投入及额外的折旧开支等影响导致公司的毛利率同比减少 5.3 个百分点至 36.4%；净利润同比-5.3%至 1.27 亿元，如果撇除以权益结算的股份薪酬成本影响，则公司调整后归母净利润同比-12.9%至 1.44 亿元。
- 各分部业务受影响不同，积极调整后再起航：**分业务来看：小班辅导/个性化辅导/全日制/素质教育全年实现营收 8.29 亿/6.44 亿/1.61 亿/0.52 亿，全年同比-9.7%/-7.8%/+3.3%/-8.1%，其中个性化辅导/素质教育因疫情缓解下半年情况有明显好转，营收由上半年同比-20.8%/-28.4%恢复至下半年的+5.6%/+7.2%，小班辅导/全日制则受中小學生暑期缩短及广东省新中高考改革影响明显，营收由上半年同比-9.5%/+31%下滑至下半年的-10.0%/-20.5%。暑期采取的 1 计划效果显著，对暑秋招生带来拉动作用，FY2020 深圳+17.1%至 12,229 人次，广深外+64.4%至 21,466 人次。公司全年学习中心净增加 6 家（新开 18 家，关闭或调整 12 家），预计随着疫情的平复，公司仍维持每年 40-50 家的开店速度。
- 未来发展战略：**公司未来维持区域扩张（提升大湾区渗透率）、强语文的战略，并将首次将数字化转型提升至集团战略水平。持续投入 OMO，以线下实体+在线教育加快区域扩张，加快占领华南迈向全国的步伐。“卓越语文+卓越大语文”双语文体系将并驾齐驱发展，从课程体系研发、强化激励机制方面提升公司影响力。数字化转型方面，在 2020-2022 年实现数字化基建、数字化赋能、数字化服务用户的三步走，使数字化深入公司的经营管理之中。
- 目标价 5.0 港元，维持买入评级：**我们对于后疫情时代公司发展充满信心，维持其目标价至 5.0 港元，对应前日收市价有 81.8% 的涨幅，相当于 20 和 21 年的利润的 15.6 和 11.4 倍 PE。

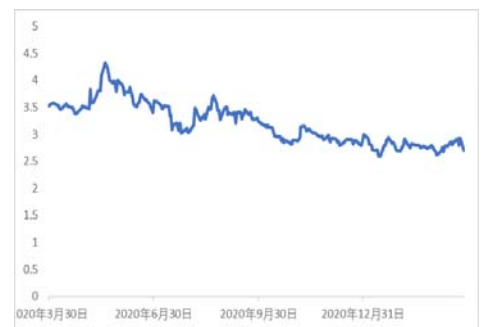
但玉翠

+852-25321539
Tracy.dan@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	教育
股价	2.75 港元
目标价	5.00 港元 (+81.8%)
股票代码	3978
已发行股本	8.50 亿股
市值	22.9 亿港元
52 周高/低	4.42/2.53 港元
每股净资产	1.10 港元
主要股东	唐俊京、唐俊膺、周贵 (54.03%)

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2019实际	2020实际	2021预测	2022预测	2023预测
收入 (百万元)	1,832	1,688	2,065	2,607	3,298
变动 (%)	24.3%	-7.9%	22.4%	26.2%	26.5%
经营利润 (百万元)	205	196	293	388	506
变动 (%)	90.0%	-4.3%	49.2%	32.7%	30.3%
净利润 (百万元)	136	130	203	283	380
变动 (%)	146.9%	-4.3%	56.9%	38.9%	34.6%
每股收益 (元)	0.21	0.17	0.27	0.37	0.50
市盈率 2.75 港元 (倍)	11.0	13.2	8.6	6.2	4.7
每股派息 (港仙)	6.6	5.6	8.0	11.1	14.9
息率 (%)	2.4%	2.0%	2.9%	4.0%	5.4%

股价表现


来源：公司资料，第一上海预测

来源：彭博

附录 1: 主要财务报表

损益表						财务分析				
<元> <千>, 财务年度截至<12月31日>						<元> <千>, 财务年度截至<12月31日>				
	2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测	2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测
收入	1,831,637	1,687,798	2,065,050	2,606,643	3,298,305	盈利能力				
毛利	767,623	615,186	865,510	1,115,454	1,415,762	毛利率 (%)				
其他收益及利益	18,818	66,875	27,943	35,306	45,141	41.9%	36.4%	41.9%	42.8%	42.9%
销售及分销成本	162,630	195,051	237,481	294,551	362,814	EBITDA 利率 (%)				
行政开支	242,307	214,092	262,668	320,344	403,043	15.1%	16.2%	18.7%	18.5%	18.5%
其他开支	44,678	9,736	9,766	9,736	9,766	净利率 (%)				
经营溢利	204,793	196,048	292,589	388,329	505,998	7.4%	7.7%	9.9%	10.8%	11.5%
融资成本	47,938	53,039	56,003	59,675	63,633	核心净利率 (%)				
税前盈利	156,825	143,009	236,587	328,654	442,365	9.4%	8.9%	11.2%	12.2%	12.8%
所得税	21,944	15,215	33,122	46,012	61,931	营运表现				
股东净利润	135,547	129,675	203,464	282,643	380,434	SG&A / 收入 (%)				
核心股东净利润	171,549	150,739	231,011	316,795	423,022	22.1%	24.2%	24.2%	23.8%	23.2%
折旧及摊销	70,955	76,770	92,798	93,608	104,405	实际税率 (%)				
EBITDA	275,748	272,818	385,387	481,937	610,403	股息支付率 (%)				
增长						财务状况				
总收入 (%)	24.3%	-7.9%	22.4%	26.2%	26.5%	资产负债比率				
EBITDA (%)	81.9%	-1.1%	41.3%	25.1%	26.7%	71.2%	75.0%	73.4%	71.7%	69.9%
净利润 (%)	146.9%	-4.3%	56.9%	38.9%	34.6%	流动比率				
核心净利润 (%)	48.2%	-12.1%	53.3%	37.1%	33.5%	2.24	2.09	2.04	1.99	1.95
						ROA				
						4.9%	4.1%	5.8%	7.0%	8.2%
						ROE				
						17.0%	16.3%	21.9%	24.9%	27.0%

资产负债表						现金流量表				
<元> <千>, 财务年度截至<12月31日>						<元> <千>, 财务年度截至<12月31日>				
	2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测	2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测
现金	196,406	693,733	1,033,686	1,512,458	2,143,060	税前盈利				
预付款项、按金及其他	139,838	117,277	117,277	117,277	117,277	折旧及摊销				
短期投资	880,007	797,299	797,299	797,299	797,299	预付、应收款项				
其他流动资产	1,236	692	692	692	692	其他				
总流动资产	1,288,705	1,611,632	1,951,585	2,430,357	3,060,959	营运现金流				
物业校舍及设备	202,027	206,217	234,019	261,012	277,207	资本开支				
物业厂房及设备的预付款	12,035	4,437	4,467	4,437	4,467	(125,027)				
股权投资	3,827	6,346	6,346	6,346	6,346	其他投资活动				
总资产	2,765,002	3,184,053	3,531,950	4,021,357	4,654,695	(415,061)				
合约负债	775,071	797,078	975,239	1,231,011	1,557,655	投资活动现金流				
其他应付款项及应计开支	200,095	291,535	318,846	354,631	395,022	(540,088)				
可转换可赎回优先股	0	0	0	0	0	负债变化				
应付税款	33,678	22,703	22,703	22,703	22,703	0				
总短期负债	1,234,870	1,526,832	1,732,334	2,023,891	2,390,926	已付利息				
长期银行贷款	0	0	0	0	0	36,919				
应付租金	0	0	0	0	0	92,565				
总负债	1,968,340	2,388,133	2,593,655	2,885,212	3,252,247	(56,154)				
少数股东权益	(672)	(2,473)	(2,473)	(2,473)	(2,473)	(39,272)				
股东权益	796,632	795,870	930,113	1,136,145	1,410,631	(61,039)				
						(84,793)				
						(114,130)				
						其他融资活动				
						(68,870)				
						融资活动现金流				
						(88,105)				
						现金变化				
						(271,220)				
						期初持有现金				
						468,041				
						期末持有现金				
						196,821				

数据来源: 公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关联人士不会对因使用/参考本报告的任何内容或数据而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关联人士可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关联人士可能会持有本报告期内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此文件及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。