

公司报告

招商證券(香港)有限公司
證券研究部

希望教育 (1765 HK)

学生人数增长强劲，再度彰显乐观前景

■ 希望教育发布2020/21学年学生人数数据，同比增长39%，再度印证强劲增长

■ 得益于政策利好和招生执行力，希望教育内生学生人数增长稳健，同比增长29%

■ 维持买入评级：近期股价过度回调，建议逢低买入；目标价略微上调至4.2港元

明年增长强劲

希望教育发布了2020/21学年的学生人数数据。总学生人数达194,554人，同比增长39%，现有学校（不包括新收购的马来西亚英迪国际大学）总学生人数达180,076人，内生同比增长29%。政策利好推动希望的学额增长，从而推动学生人数的增长，同时也彰显了希望的教育质量、声誉和招生能力，以招满扩大后的学额。总新入学人数达71,746人，同比增长47%（现有学校内生新入学人数同比增长36%）。

多个增长引擎驱动未来前景

1) 我们预计，受益于政策利好带来强劲的学生人数增长，20-22财年预测收入复合增速将达35%。2) 得益于管理效率的提高，20-22财年预测核心净利润复合增速将达40%；3) 三所新的自建学校将在2021/22学年投入运营；4) 融资成本将有所降低；5) 希望有足够的在手资金，可以期待潜在收购；6) 鼎立学院扩张执行；7) 三所有待转设的独立学院转设后可以进一步提高利润率。由于学生人数增长强劲，我们将21财年的核心盈利上调3.9%。

市场对收购世纪鼎利反应过度，重申买入评级

最新的学生人数再次印证了乐观的21财年前景。希望的总学生人数达194,554人，仅次于中教控股(839 HK, 买入)的约24.7万人。我们认为在收购世纪鼎利之后，希望的股价回调是过度的，因为我们认为收购世纪鼎利对希望21财年预测盈利增长前景的影响有限。我们将目标价从4.1港元略微上调至4.2港元，目标倍数为29倍未来12个月前瞻市盈率保持不变。希望当前估值为18倍的21财年前瞻市盈率，PEG为0.51倍（20-22财年预测核心每股盈利年复合增速为36%），而行业平均PEG为0.58倍（行业第一梯队平均为0.67倍），在我们看来希望教育的估值依然具有吸引力。

盈利预测及估值

百万人民币	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年结	12.31	12.31	8.31	8.31	8.31
收入	1,030	1,331	1,569	2,359	2,842
毛利润	467	675	804	1,222	1,498
净利润	168	490	584	856	1,077
核心净利润	290	437	551	856	1,077
核心每股盈利(人民币)	0.05	0.06	0.08	0.12	0.15
核心市盈率(x)	53.5	35.5	28.2	18.1	14.4
市净率(x)	3.7	3.4	2.5	2.2	1.9
股利收益率	0.6%	0.8%	1.5%	1.9%	2.3%
ROE	7%	11%	11%	13%	14%
净现金/股东权益	22%	3%	8%	19%	32%

资料来源：公司资料、彭博、招商證券(香港)预测；股价截至2020年10月15日

王腾杰 李怡珊
+852 3189 6634 +852 3189 6122
tommywong@cmschina.com.hk crystalli@cmschina.com.hk

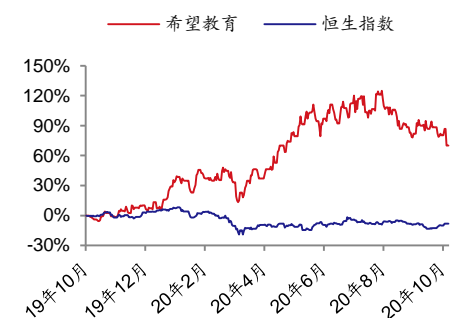
最新变动

发布2020/21学生人数数据，盈利/目标价调整

买入

前次评级	买入
股价	2.2港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	4.2港元(+94%)
前次目标价:	4.1港元

股价表现



资料来源：彭博；股价截止至2020年10月15日

%	1m	6m	12m
1765 HK	(13.0)	16.2	70.1
恒生指数	(0.3)	2.6	(8.2)

行业：教育	
恒生指数(2020年10月15日)	24,159
国企指数(2020年10月15日)	9,762
重要数据	
52周股价区间(港元)	1.2-2.9
港股市值(百万港元)	16,059
日均成交量(百万股)	11.0
每股净资产(人民币)	0.98
主要股东	
希望教育投资有限公司	57.2%
其他股东	0.2%
总股数(百万股)	7,234
自由流通量	42.6%

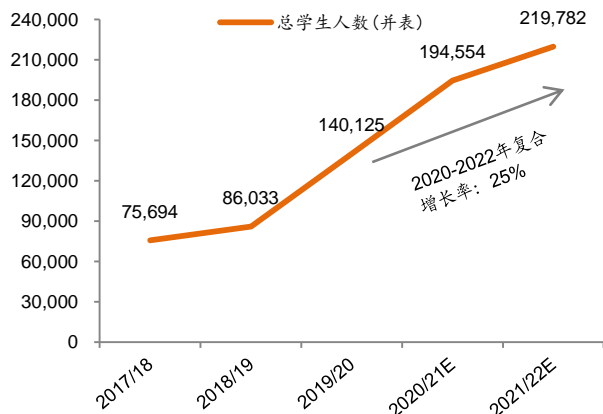
资料来源：彭博

相关报告

- 希望教育(1765 HK) - 开疆拓土，扬帆远航(买入)(2020/10/13)
- 希望教育(1765 HK) - 配售新股，有备无患(买入)(2020/8/6)
- 希望教育(1765 HK) - 扩张正加速，前路更广阔(买入)(2020/5/3)

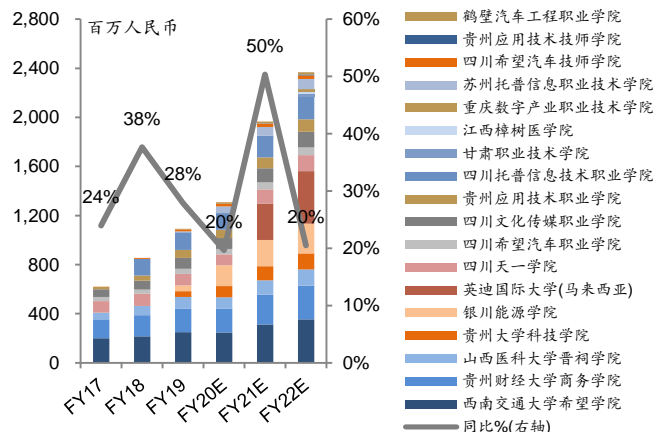
重点图表: 希望教育 (1765 HK)

图1: 2020-22财年预计学生人数年复合增长率为25%



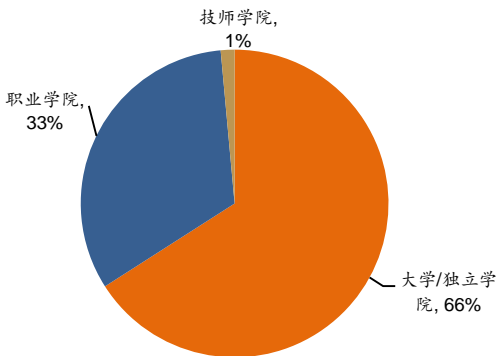
资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图2: 学费收入分部预测



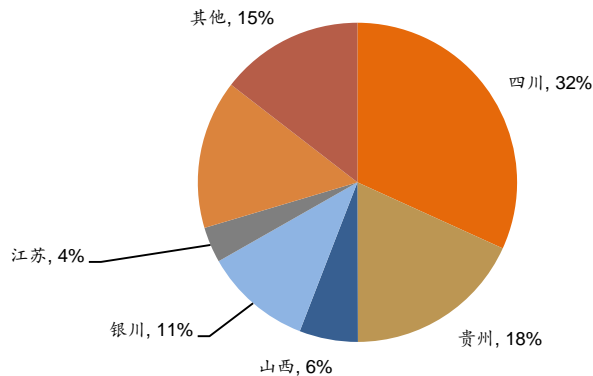
资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图3: 21财年按学校类型分布的预测学费收入



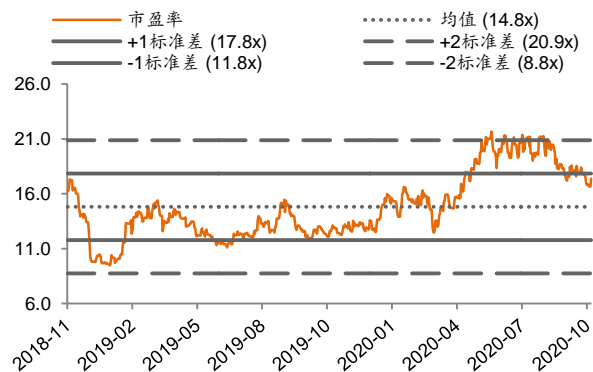
资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测; 注: 仅包含并表学校

图4: 21财年按地区分布的预测学费收入



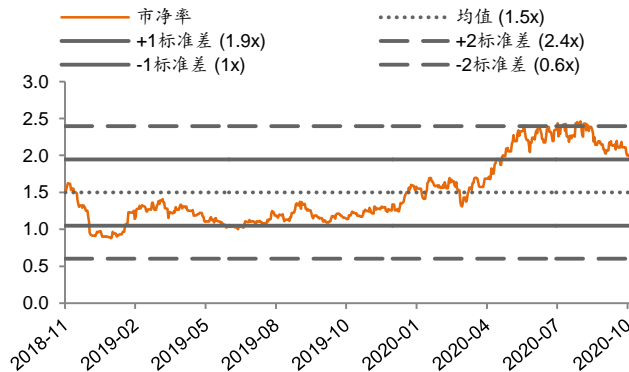
资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测; 注: 仅包含并表学校

图5: 市盈率区间



资料来源: 公司数据、彭博、招商证券(香港)预测

图6: 市净率区间



资料来源: 公司数据、彭博、招商证券(香港)预测

图7: 教育行业同业对比

公司名称	股票代码	股价 (当地货币)	评级	招商证券		市值(百 万美元)	3个月平均 交易量 (百万美 元)	P/E (x)			PEG* (%)	P/B (x)			EV/EBITDA (X)	每股盈利年 复合增长率 (%)
				目标价 (当地货 币)	上涨空间 (%)			FY20E	FY21E	FY22E		FY21E	FY20E	FY21E		
恒生指数		24,159						n.a.	12.8	10.6	n.a.	1.0	1.0	1.0	11.4	n.a.
国企指数		9,762						n.a.	9.5	8.3	n.a.	1.1	1.0	0.9	9.8	n.a.
高教行业-第一梯队																
中教	839 HK	13.8	买入	22.0	59.9	3,818	15.8	28.0	20.6	16.9	72.3	3.1	2.6	2.1	15.6	28.5
宇华	6169 HK	6.8	买入	9.5	38.9	2,947	8.3	20.6	15.8	14.0	77.6	4.8	4.1	3.5	11.9	20.3
希望	1765 HK	2.2	买入	4.2	94.4	2,016	11.9	28.2	18.1	14.4	51.0	2.5	2.2	1.9	11.1	35.6
高教行业-第二梯队																
科培	1890 HK	5.8	买入	8.7	50.0	1,508	2.5	18.4	13.5	11.3	48.8	3.4	2.9	2.5	11.4	27.7
华夏视听	1981 HK	4.7	买入	6.4	35.6	1,011	1.0	20.4	13.8	11.4	40.5	2.4	2.1	1.8	12.3	34.2
新高教	2001 HK	4.6	买入	7.1	56.0	931	4.9	11.3	8.6	7.6	39.0	1.8	1.3	1.2	8.0	22.1
中汇	382 HK	5.9	未评级	n.a.	n.a.	773	1.6	18.1	14.1	11.3	53.6	2.7	2.3	2.0	9.4	26.3
嘉宏	1935 HK	3.3	未评级	n.a.	s	690	0.2	21.5	17.4	15.5	100.7	2.1	1.8	1.6	10.5	17.3
建侨	1525 HK	6.0	未评级	n.a.	n.a.	321	0.4	11.5	8.6	7.6	35.8	1.2	1.1	0.9	7.8	24.0
辰林	1593 HK	2.1	未评级	n.a.	n.a.	270	0.5	10.5	6.8	5.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5.1	n.a.
银杏	1851 HK	2.2	未评级	n.a.	n.a.	145	0.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
K-12 及学前																
天立	1773 HK	7.1	未评级	n.a.	n.a.	1,909	10.6	36.6	26.9	20.0	79.4	4.6	4.0	3.4	17.8	33.9
枫叶	1317 HK	2.3	未评级	n.a.	n.a.	897	4.3	10.5	8.6	7.4	48.3	1.3	1.2	1.1	5.6	17.8
成实外	1565 HK	2.2	未评级	n.a.	n.a.	869	2.6	16.5	11.8	9.2	34.4	2.1	1.9	1.7	9.7	34.5
睿见	6068 HK	2.8	未评级	n.a.	n.a.	792	4.0	11.4	9.2	7.8	47.6	1.9	1.7	1.5	8.1	19.4
博实乐	BEDU US	6.5	未评级	n.a.	n.a.	777	0.4	17.1	12.2	9.9	42.4	n.a.	n.a.	n.a.	7.9	28.8
21世纪教育	1598 HK	0.6	未评级	n.a.	n.a.	96	0.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
教育培训																
新东方	EDU US	165.0	买入	209.0	26.7	26,250	139.1	53.2	46.8	33.5	171.7	9.1	7.8	6.5	37.0	27.3
好未来	TAL US	80.0	中性	78.0	-2.5	48,032	194.0	167.9	151.7	54.3	212.3	18.9	16.8	13.5	97.7	71.5
新东方在线	1797 HK	32.2	中性	34.0	5.8	3,899	24.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	14.8	10.5	13.1	(28.6)	32.6
跟谁学	GSX US	107.9	未评级	n.a.	n.a.	25,755	400.4	342.0	85.6	49.5	78.1	90.7	59.3	37.2	167.8	109.7
东方	667 HK	15.6	未评级	n.a.	n.a.	4,404	7.0	35.5	25.6	21.0	88.4	4.3	3.8	3.3	13.8	28.9
有道	DAO US	31.0	未评级	n.a.	n.a.	3,466	15.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	(20.8)	n.a.
思考乐	1769 HK	22.5	未评级	n.a.	n.a.	1,613	4.1	71.4	50.5	35.2	130.7	13.4	11.0	8.4	32.9	38.6
均值-高教行业第一梯队								25.6	18.2	15.1	67.0	3.5	3.0	2.5	12.9	28.1
均值-高教行业第二梯队								16.0	11.8	10.0	53.1	2.3	1.9	1.7	9.2	25.3
均值-高教行业总体								18.8	13.7	11.5	57.7	2.7	2.3	1.9	10.3	26.2
均值-K-12 及学前								18.4	13.8	10.9	50.4	2.5	2.2	1.9	9.8	26.9
均值-教育培训								149.7	77.4	39.6	137.6	27.6	19.6	14.7	57.5	54.0
均值(所有)								46.3	27.1	17.3	73.4	9.5	7.1	5.5	22.0	33.7

资料来源: 公司数据、彭博、招商证券(香港)预测; 股价截至2020年10月15日。注: 所有未评级股价信息源于彭博。*PEG计算: 基于21财年预测市盈率及20-22财年预测每股盈利年复合增速

财务预测表

资产负债表

(人民币百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年结	12.31	12.31	8.31	8.31	8.31
物业、厂房及设备	3,448	4,564	5,756	6,576	7,067
预付土地租赁款项	590	1,163	1,163	1,163	1,163
无形资产	615	815	802	790	779
其他预付款项	466	225	347	313	281
其他	0	582	548	915	892
非流动资产	5,119	7,348	8,617	9,757	10,183
其他预付款项	129	721	128	173	200
结构性存款	0	1,053	1,053	1,053	1,053
银行结余及现金	3,039	1,690	2,068	2,664	3,920
其他	4	44	32	26	21
流动资产	3,172	3,508	3,281	3,916	5,193
总资产	8,291	10,857	11,898	13,673	15,376
递延收入	591	806	950	1,429	1,722
其他应付及应计费用	637	1,176	394	682	807
应付税金	34	65	62	59	56
银行借款	527	1,003	1,003	926	926
其他	62	91	63	66	69
流动负债	1,851	3,143	2,473	3,162	3,580
递延收入	658	1,073	1,147	1,243	1,339
银行借款	1,605	1,594	1,594	1,471	1,471
其他	17	482	482	739	851
非流动负债	2,280	3,149	3,223	3,453	3,661
总负债	4,131	6,291	5,696	6,615	7,240
总净资产	4,160	4,565	6,202	7,058	8,136
股本	0	0	0	0	0
股票发行	0	0	1,059	1,059	1,059
储备	4,157	4,562	5,139	5,995	7,072
股东权益	4,157	4,562	6,199	7,054	8,132
非控股权益	3	3	3	4	4
总权益	4,160	4,565	6,202	7,058	8,136
总债务	2,132	2,597	2,597	2,397	2,397
净现金(债务)	907	146	524	1,321	2,576
每股净资产(人民币)	0.73	0.68	0.91	0.98	1.12

现金流量表

(人民币百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年结	12.31	12.31	8.31	8.31	8.31
经营利润	406	574	695	1,005	1,214
折旧及摊销	146	175	204	251	284
营运资金变化	249	-47	-73	972	500
其他	0	3	-151	-113	404
利息收入	22	33	14	15	23
已付税项	-19	-41	-87	-128	-161
经营活动净现金	802	697	602	2,002	2,263
资本开支	-624	-279	-1,380	-1,055	-760
并购子公司	-15	-447	0	0	0
其他	-130	-1,139	329	103	101
投资活动净现金	-769	-1,865	-1,051	-952	-659
债务变动净额	-336	189	-79	-259	-49
股票发行	2,705	0	1,059	0	0
其他	0	-253	-154	-194	-300
融资活动净现金	2,369	-65	826	-453	-349
现金净变动	2,402	-1,232	377	597	1,255
调整	455	334	0	0	0
期初现金	181	2,589	1,690	2,068	2,664
期末现金	3,039	1,690	2,068	2,664	3,920
自由现金流	179	418	-778	947	1,503

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

利润表

(人民币百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年结	12.31	12.31	8.31	8.31	8.31
收入	1,030	1,331	1,569	2,359	2,842
销售成本	-562	-657	-765	-1,137	-1,345
毛利	467	675	804	1,222	1,498
其他收入	99	113	110	94	91
销售费用	-21	-45	-55	-83	-99
行政费用	-111	-152	-149	-205	-247
其他费用	-28	-16	-16	-24	-28
总营运开支	-61	-100	-109	-217	-284
经营利润	406	574	695	1,005	1,214
融资成本净额	-122	-76	-61	-30	16
联营公司股份	-2	5	5	8	9
一次性项目	-122	52	33	0	0
税前利润	159	556	672	984	1,239
税项	8	-66	-87	-128	-161
税后利润	167	490	584	856	1,078
非控股权益	1	0	0	0	0
净利润	168	490	584	856	1,077
非核心项目调整	-122	52	33	0	0
核心利润	290	437	551	856	1,077
EBITDA	567	749	899	1,256	1,497
基本每股盈利(人民币)	0.03	0.07	0.09	0.12	0.15
全面摊薄每股盈利(人民币)	0.05	0.06	0.08	0.12	0.15
每股股利(人民币)	0.02	0.02	0.03	0.04	0.05

财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年结	12.31	12.31	8.31	8.31	8.31
同比增长率变化					
收入	36.8	29.3	17.8	50.4	20.5
EBITDA	29.0	32.2	20.0	39.8	19.2
经营利润	27.7	41.5	21.0	44.7	20.7
核心利润	67.5	50.7	26.1	55.1	25.9
利润率(%)					
毛利率	45.4	50.7	51.3	51.8	52.7
EBITDA 利润率	55.0	56.3	57.3	53.3	52.7
EBIT 利润率	39.4	43.1	44.3	42.6	42.7
净利润率(核心利润)	28.2	32.9	35.2	36.3	37.9
有效税率	n.a.	11.8	13.0	13.0	13.0
总经营开支占收入百分比	6.0	7.5	7.0	9.2	10.0
利息覆盖率(x)	3.3	7.5	11.3	33.5	n.a.
净债务/权益(%)	21.8	3.2	8.4	18.7	31.7
净债务/总资本(%)	-27.9	-3.3	-9.2	-23.0	-46.3
流动比率(x)	1.7	1.1	1.3	1.2	1.5
回报(%)					
资产周转率(x)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
财务杠杆比率(x)	2.9	2.2	2.1	1.9	1.9
EBIT 利润率(%)	39.2	43.5	44.6	43.0	43.0
利息负担(x)	0.4	1.0	1.0	1.0	1.0
税项负担(x)	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
ROE(%)	6.9	11.2	10.9	12.9	14.2
ROIC(%)	10.1	16.0	14.4	18.8	19.4

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828