

2018年9月6日

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
8437 TT 大地-KY	買進 目標價 287	大地-KY的投資評等維持買進，目標價由280元上修至287元(改以未來四季評價)，潛在空間33.5%，主因：2018年獲利持續創新高，客戶家數持續增加且顧問費持續調漲，成長動能無虞；大地提供幼兒園品牌顧問服務，非以併購方式成長，近期《民促法》修正草案對其較無實質影響，但股價仍受中國教育類股下跌拖累，目前評價偏低。

研究員 侯相印

jameshou@jsun.com

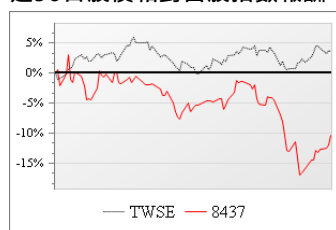
近期投資評等

09/06/2018	買進
04/30/2018	買進
01/12/2018	買進

公司基本資料

收盤價(元)(09/05/2018)	215.00
股本(百萬元)	379
總市值(億元)	81.5
每股淨值(元)	57.89
外資持股比(%)	45.76
投信持股比(%)	2.16
近 20 日均量(張)	85
融資餘額(09/05/2018)	209

近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

重點摘要

- ◆ **1H18 符合預期：**大地 1H18 營收 4.4 億元(YoY+25.1%)，稅後淨利 2.3 億元(YoY+32.4%)，符合日盛預估 2.2 億元，產品組合部分，1H18 顧問諮詢 62%、用品銷售 23%、資訊產品 15%，在幼兒園家數方面，截至 08/2018 止，一共 350 家，其中裝修客戶 157 家、不含裝修 168 家、其他 25 家，合計幼兒園淨增加數 32 家，預估 2018 年新增家數將達 50 家；而在客戶解約數部分，01-08/2018 共解約 2 家，預計 09/2018 會再解約 2 家，預估 2018 年總解約家數約 5 家。
- ◆ **《民辦教育促進法》修訂草案對大地較不具實質影響：**中國司法部於 08/10 發布《民辦教育促進法》修訂草案(送審稿)，造成中國相關教育類股如睿見教育(6068 HK)、楓葉教育(1317 HK)等均大幅下跌，其中影響較大之法案為第七條及第十二條，第七條內容為公辦學校不得參與或舉辦營利性民辦學校，亦不得以品牌輸出方式獲得收益，此條文對大地幾乎沒有實質影響，主要在於大地目前 350 家幼兒園中，公辦僅有 5-10 家，其餘皆為民辦，且此條文所述之公辦學校主要在針對學歷教育，與幼兒園無關；在第十二條內容為實施集團化辦學，不得通過兼併收購、加盟連鎖、協議控制等方式控制非營利民辦學校，大地目前 350 家幼兒園中，共有 100 多位業主，因此單一業主實際擁有之幼兒園家數並不多，此集團化辦學定義應不致對大地的客戶產生影響，儘管最終有業主被認定為集團化辦學，因應措施僅需將其幼兒園性質由非營利性轉為營利性即可，若轉為營利性，稅負等成本亦由業主自行承擔，大地僅提供顧問服務及品牌授權，並無直接經營補習班，對大地本身並無影響，日盛認為該草案對於大地實質影響甚微，但因整體中國教育類股下跌，大地仍受到拖累。
- ◆ **2018 年獲利將持續新高：**2018 年在客戶數方面，01-08/2018 新增家數達 32 家，然 2018 預計新增家數由原 55 家下調 50 家，在顧問費方面，由於幼兒園人數持續成長，大地每年將根據客戶獲利情形上調顧問費約 5-7%，預估 2018 年營收 10 億元(YoY+23.8%)，稅後淨利 5.2 億元(YoY+21.3%)，稅後 EPS 13.6 元(以最新股本計算)，而在幼兒園人數穩定成長之情況下，在評價方面，目前 PER 約 16 倍，處歷史區間 11 倍~22 倍中緣，考量二胎化政策持續發酵，大地獲利將創新高，且目前評價仍遠低於國際同業，給予目標價 287 元。(以未來四季 EPS*PER 20 倍)

單位:百萬元	2018F	2019F	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F
營業收入淨額	1,004	1,171	235	203	311	255	275	234
營業毛利	840	987	200	181	237	221	235	203
營業利益	668	787	160	138	191	179	188	154
稅後純益	518	604	128	104	146	138	140	120
稅後 EPS(元)	13.62	15.89	3.38	2.75	3.85	3.64	3.69	3.17
毛利率(%)	83.66	84.32	85.3	89.2	76.16	86.89	85.27	86.53
營業利益率(%)	66.57	67.25	68.18	68.13	61.39	70.16	68.41	65.56
稅後純益率(%)	51.56	51.55	54.65	51.42	47.01	54.38	50.88	51.32
營業收入 YoY/QoQ(%)	23.8	16.63	15.9	-13.58	53.45	-18.24	8.1	-14.83
營業利益 YoY/QoQ(%)	27	17.83	11.93	-13.63	38.26	-6.56	5.4	-18.38
稅後純益 YoY/QoQ(%)	21.32	16.62	7.09	-18.69	40.29	-5.42	1.14	-14.08

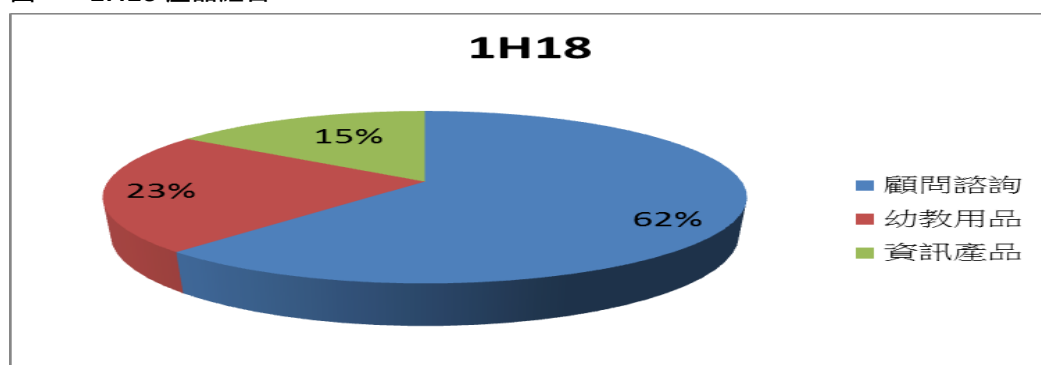
資料來源:CMoney·JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

2018年9月6日

◆ 公司簡介：

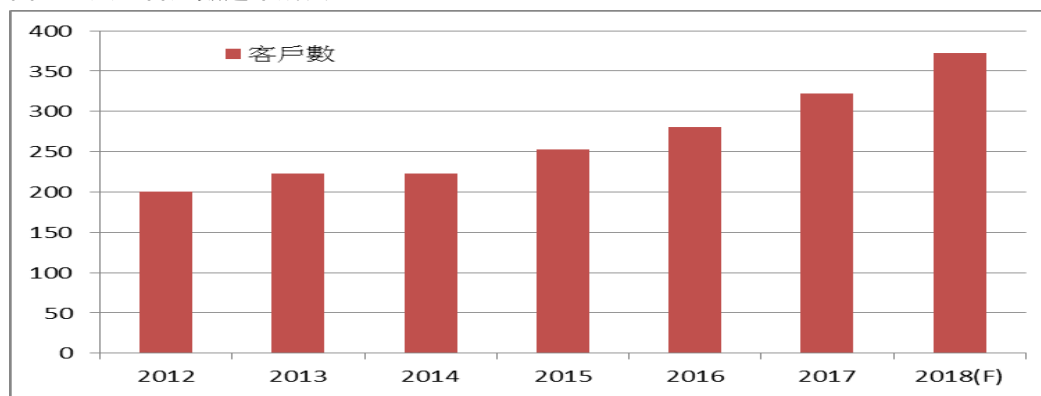
大地成立於2008年，為中國「小區配套」幼兒園領導者，以顧問服務為主軸之業務模式，以「大地」品牌提供開發校園、工程裝修、課程設計、教材教具、幼教用品、校園軟體等，提供一條龍服務，目前營收區分為三部分：1.以「小區配套」為主的顧問諮詢，包含顧問費收入與商標收入，2.幼教用品銷售，主要配合大地相關課程，販賣教材、文具等產品，3.資訊產品，主要是幼兒園營運管理與教學軟體系統；1H18產品組合顧問諮詢62%、用品銷售23%、資訊產品15%。

圖一、1H18 產品組合



資料來源：日盛彙整

圖二、大地客戶數逐年成長



資料來源：大地、日盛彙整

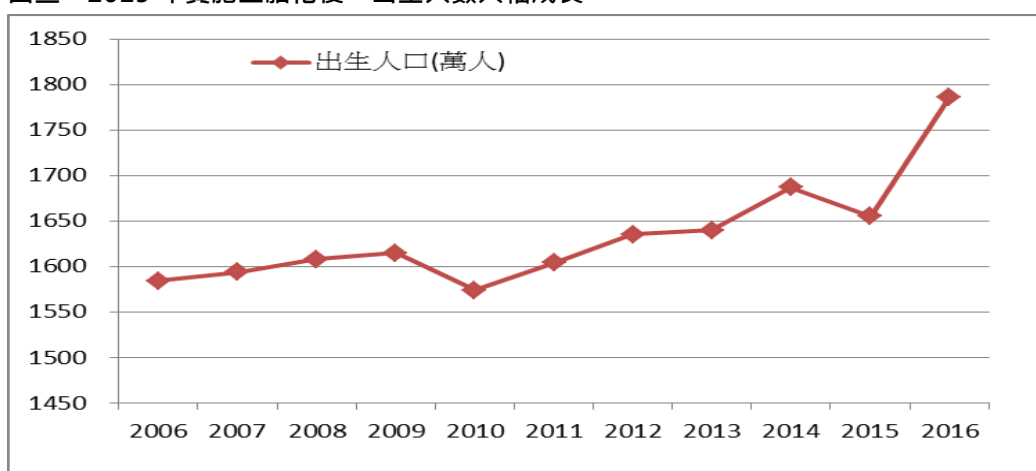
◆ 1H18 符合預期：

大地1H18營收4.4億元(YoY+25.1%)，稅後淨利2.3億元(YoY+32.4%)，符合日盛預估2.2億元，在幼兒園家數方面，截至08/2018止，一共350家，其中裝修客戶157家、不含裝修168家、其他25家，裝修淨增加數17家、不含裝修淨增加數13家、其他淨增加數2家，合計幼兒園淨增加數32家，預估2018年新增家數將達50家；而在客戶解約數部分，01-08/2018共解約2家，預計09/2018會再解約2家，預估2018年總解約家數約5家。

◆ 二胎化政策將持續發酵：

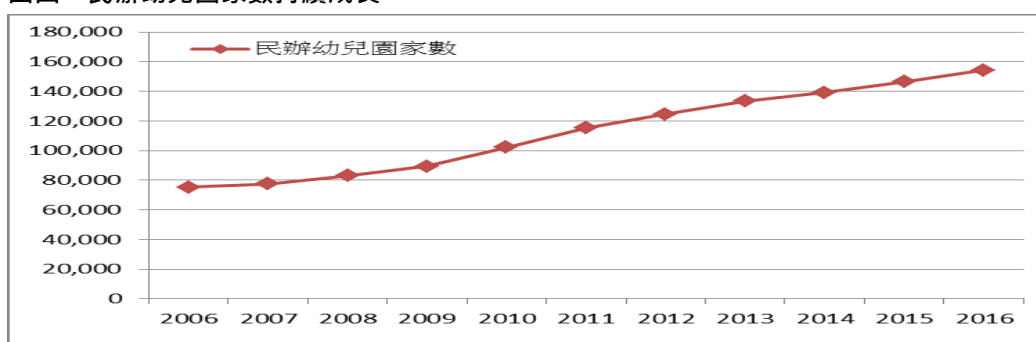
中國 2015 年出生人數為 1,655 萬人，在 2015 年實施二胎化政策後，2016 年出生人數為 1,786 萬人(YoY+7.9%)，根據幼兒園孩童之平均年齡為 3~6 歲推算，人口紅利將於 2018~2019 年開始發酵；在民辦幼兒園部分，2016 年民辦幼兒園數量為 15.4 萬間(YoY+5.3%)，目前幼兒園數量持續供不應求，而大地目前在「小區配套」中市占率第一(約 0.1)，且具備與 150 家地產商合作之經驗，在產業供需結構持續吃緊之狀況下，將為「二胎化」政策之主要受惠者，預計大地顧問費與客戶數將可逐年成長。

圖三、2015 年實施二胎化後，出生人數大幅成長



資料來源：Wind、日盛彙整

圖四、民辦幼兒園家數持續成長



資料來源：Wind、日盛彙整

◆ 《民辦教育促進法》修訂草案對大地較不具實質影響：

中國司法部於 08/10 發布《民辦教育促進法》修訂草案(送審稿)，造成中國相關教育類股如睿見教育(6068 HK)、楓葉教育(1317 HK)等均大幅下跌，其中影響較大之法案為第七條及第十二條，第七條內容為公辦學校不得參與或舉辦營利性民辦學校，亦不得以品牌輸出方式獲得收益，此條文對大地幾乎沒有實質影響，主要在於，大地目前 350 家幼兒園中，公辦僅有 5-10 家，其餘皆為民辦，且此條文所述之公辦學校主要在針對學歷教育，與幼兒園無關；而在第十二條內容為實施集團化辦學，不得通過兼併收購、加盟連鎖、協議控制等方式控制非營利民辦學校，此條文造成多數中國教育

2018年9月6日

類股下跌係因大部分中國教育類股主要成長動能有部分是來自於併購相關學校，而此法案主要是針對非營利性之民辦學校，而在 2017 年實施之《民辦教育促進法》裡已經有規定，學校可自行選擇營利型或非營利型，日盛認為，在此草案之規定下，將使較多非營利型學校轉變為營利型學校，而兩者差別在於非營利型不須繳稅，而營利型則需繳交 15%-25% 稅負不等，但在學費上則不需經過審批，可由學費調漲進行反映，對於大地而言，儘管最終草案通過實施，大地旗下業主必須有達集團化辦學的標準，才需進行轉換，雖在法案中並無清楚界定集團化辦學之定義，但大地目前 350 家幼兒園中，共有 100 多位業主，因此單一業主實際擁有之幼兒園家數並不多，此集團化辦學定義應不致對大地的客戶產生影響，儘管最終有業主被認定為集團化辦學，因應措施僅需將其幼兒園性質由非營利性轉為營利性即可，且若轉為營利性，稅收等成本亦由業主自行承擔，大地僅提供顧問服務及品牌授權，並無直接經營補習班，對大地本身並無影響，且在幼兒園持續短缺的情況下，營利型幼兒園要調漲學費難度亦不高，大地仍可持續調漲其顧問費，日盛認為該草案對於大地實質影響甚微，但因整體中國教育類股下跌，大地仍受到拖累，相對其同業而言，大地股利配發率 3.2% 高於同業平均之 1.7%，且在 ROE 達 26%，亦高於同業平均之 17%、評價方面則遠低於同業，日盛認為大地目前評價偏低。

圖五、此次《民辦教育促進法》修訂草案對資本市場影響較嚴重的條文

	內容
第七條	公辦學校不得舉辦或者參與舉辦營利性民辦學校，不得以品牌輸出方式獲得收益。
對大地影響	法案主要針對學歷教育為主，與幼兒園較無關，且大地業主99%均為民辦幼兒園，非公辦學校。
第十二條	實施集團化辦學的，不得通過兼併收購、加盟連鎖、協議控制等方式控制非營利性民辦學校。
對大地影響	大地350家幼兒園分散於100多位業主，每位業主所擁有幼兒園數量不高，應未達集團化辦學之標準。

資料來源：日盛彙整

圖六、大地相對其他中國教育類股評價偏低

	代碼	市值(百萬元)	1M報酬率變動%	本益比	ROE	稀釋後EPS(近十二個月)	股利率
大地-KY	8437 TT	8,017	-7%	16	26%	12.5	3.2%
新東方科技教育集團	EDU US	382,230	-8%	42	16%	56.0	0.6%
成實外教育	1565 HK	57,486	5%	37	13%	0.5	0.8%
楓葉教育	1317 HK	48,093	-34%	21	17%	0.8	2.0%
睿見教育	6068 HK	36,181	-33%	34	14%	0.5	1.7%
宇華教育	6169 HK	50,915	-22%	29	19%	0.5	2.3%
好未來教育集團	TAL US	516,429	-9%	71	20%	11.9	N/A
新高教集團	2001 HK	31,401	-18%	29	18%	0.8	1.0%
民生教育	1569 HK	28,021	8%	23	11%	0.3	N/A
紅黃藍教育機構	RYB US	17,664	-5%	155	N/A	3.9	N/A
平均			-12%	46	17%	8.8	1.7%

資料來源：Bloomberg、日盛彙整

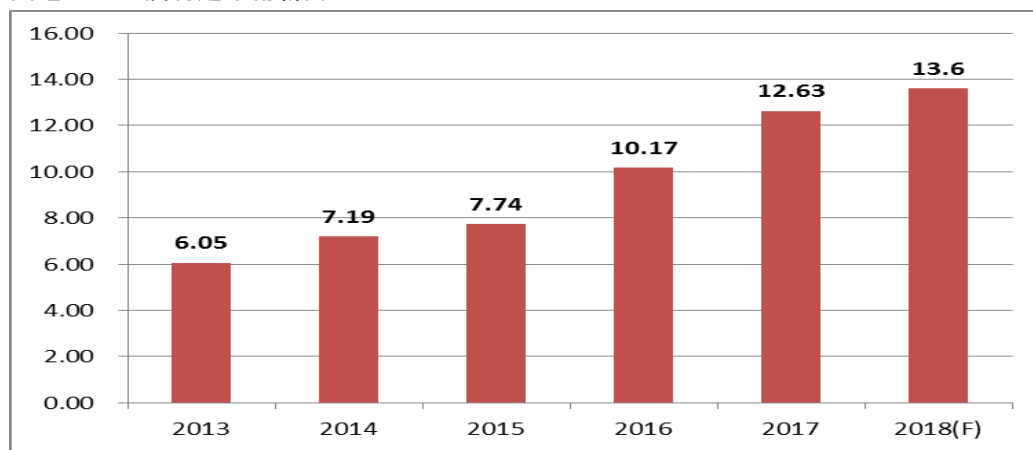
◆ **2018-2019 年獲利將持續新高：**

2018 年在客戶數方面，01-08/2018 新增家數達 32 家，然 2018 預計新增家數由原 55 家下調 50 家，在顧問費方面，由於幼兒園人數持續成長，大地每年將根據客戶獲利情形上調顧問費約 5-7%，預估 2018 年營收 10 億元(YoY+23.8%)，稅後淨利 5.2 億元(YoY+21.3%)，稅後 EPS 13.6 元(以最新股本計算)，而在幼兒園人數穩定成長之情況下，預估 2019 年營收 11.7 億元(YoY+17%)，稅後淨利 6 億元(YoY+16%)，稅

2018年9月6日

後 EPS 15.9 元，獲利將持續創新高，在評價方面，目前 PER 約 16 倍，處歷史區間 11 倍~22 倍中緣，考量二胎化政策持續發酵，大地獲利將創新高，且目前評價仍遠低於國際同業，給予目標價 287 元。(以未來四季 EPS*PER 20 倍)

圖七、大地獲利逐年創新高



資料來源：日盛彙整

PE Band



資料來源：CMoney · JS 預估彙整

投資評等與股價走勢圖



近期投資評等

推薦日期	投資評等	目標價
20180906	買進	287.0
20180430	買進	280.0
20180305	中立	284.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

損益表

單位：百萬元	2017	2018F	2019F	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F
營業收入淨額	811	1,004	1,171	157	258	203	235	203	311	255	275	234
營業毛利	666	840	987	140	198	172	200	181	237	221	235	203
營業費用	140	172	200	35	39	29	40	43	46	43	46	49
營業利益	526	668	787	105	159	143	160	138	191	179	188	154
營業外收支	44	30	33	9	18	14	11	-1	4	15	3	10
稅前純益	571	698	820	114	177	157	172	138	195	194	191	164
稅後純益	427	518	604	86	130	120	128	104	146	138	140	120
最新股本	380	380	380	380	380	380	380	380	380	380	380	380
稅後 EPS(元)	11.23	13.62	15.89	2.27	3.43	3.15	3.38	2.75	3.85	3.64	3.69	3.17
經營效率(%)												
毛利率	82.14	83.66	84.32	89.54	76.81	84.99	85.3	89.2	76.16	86.89	85.27	86.53
營業利益率	64.89	66.57	67.25	66.88	61.49	70.59	68.18	68.13	61.39	70.16	68.41	65.56
稅前純益率	70.37	69.52	70.07	72.82	68.52	77.44	73.04	67.76	62.68	76.05	69.5	69.82
稅後純益率	52.61	51.56	51.55	55.08	50.57	59.14	54.65	51.42	47.01	54.38	50.88	51.32
YoY(%)												
營收	11.21	23.8	16.63	4.62	13.71	15.64	21.17	29.57	20.81	25.67	17.21	15.51
營業利益	17.64	27	17.83	11.38	17.49	28.3	33.59	31.99	20.61	24.9	17.61	11.14
稅前純益	23.52	22.32	17.55	12.38	31.42	30.11	39.5	20.57	10.51	23.41	11.52	19.02
稅後純益	27.07	21.32	16.62	21.66	36.91	25.8	42.4	20.95	12.3	15.54	9.12	15.3
QoQ(%)												
營收				-19.18	64.58	-21.4	15.9	-13.58	53.45	-18.24	8.1	-14.83
營業利益				-12.58	51.32	-9.77	11.93	-13.63	38.26	-6.56	5.4	-18.38
稅前純益				-7.24	54.85	-11.16	9.32	-19.82	41.93	-0.79	-1.21	-14.43
稅後純益				-4.27	51.1	-8.08	7.09	-18.69	40.29	-5.42	1.14	-14.08

資料來源：CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

資產負債表

單位：百萬元	2016	2017	2Q18
流動資產	1,279	1,510	1,935
現金及約當現金	947	1,120	1,453
公允價值衡量金融資產	--	0	0
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	164	170	146
非流動資產	989	1,226	1,085
公允價值衡量金融資產	1	0	0
不動產、廠房及設備	142	91	50
無形資產	1	1	0
資產總計	2,268	2,736	3,020
流動負債	157	394	730
短期借款	2	185	219
非流動負債	471	310	96
負債總計	629	704	826
股本	330	350	380
普通股股本	330	350	362
資本公積	446	619	780
保留盈餘	1,018	1,235	1,193
庫藏股票	0	0	0
股東權益	1,639	2,032	2,194
每股淨值(元)	49.66	58.13	60.63
流動比率(%)	812.8	383.52	265
速動比率(%)	707.54	338.98	244.42
應收帳款週轉率(%)	4.79	4.3	0.91
負債比率(%)	27.73	25.73	27.35
稅後股東權益報酬率(%)	21.43	23.24	4.57

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2016	2017	2Q18
繼續營業單位稅前損益	462	571	309
折舊及攤提費用	1	1	0
利息費用	8	10	4
股利收入	--	--	--
權益法認列關聯企業損益	--	--	--
處分不動產、廠房及設備	0	0	0
處分權益法之投資損益	--	--	--
未實現外幣兌換損益	--	--	--
應收帳款增減	-13	-23	31
存貨增減	-55	-7	25
應付帳款增減	4	-2	-2
營業活動現金流量	353	522	340
公允價值衡量金融資產增減	0	0	--
攤銷成本衡量金融資產增減	0	0	93
權益法長期股權投資增減	0	0	--
取得不動產、廠房及設備	0	0	-1
處分不動產、廠房及設備	0	0	0
投資活動現金流量	-455	-318	-45
短期借款增減	-3	182	35
長期借款增減	0	0	0
公司債發行	493	0	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-151	-203	--
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	339	-21	35
淨現金流量	164	172	334

資料來源：CMoney · JS 預估

2018年9月6日

免責聲明

本研究報告僅供本公司特定客戶參考。
客戶進行投資決策時，應審慎考量本身之需求、投資風險及風險承受度，並就投資結果自行負責，本公司不作任何獲利保證，亦不就投資損害負任何法律責任。
本研究報告內容取材自本公司認可之來源，但不保證其完整性及精確性；該報告所載財務資料、預估及意見，係本公司於特定日期就現有資訊所做之專業判斷，嗣後變更時，本公司將不做預告或更新；本研究報告內容僅供參考，有未盡完善之處，本公司恕不負責。
非經本公司同意，不得將本研究報告內容複製、轉載或以其他方式提供予其他第三人。

投資評等說明

評等	定義
強力買進	六個月內潛在報酬率 40%以上
買進	六個月內潛在報酬率 15%以上~未達 40%
持有	六個月內潛在報酬率 7%以上~未達 15%
中立	六個月內潛在報酬率未達 7% 近期股價將呈持平走勢 無法由基本面給予合理評等
買進轉中立	建議降低持股