

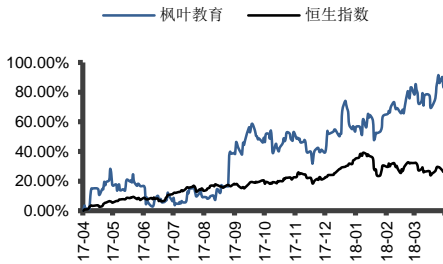
研究所

证券分析师：张蕾 S0350516070002
021-58980267 zhangl06@ghzq.com.cn

快速发展中的 K12 民办国际学校领头羊

——枫叶教育（01317.HK）调研简报

最近一年走势



相对恒生指数表现

表现	1M	3M	12M
枫叶教育	9.85	26.33	99.58
恒生指数	-2.56	-4.79	28.89

市场数据

2018/04/20

当前价格（港元）	11.60
52周价格区间（港元）	5.81-11.66
总市值（百万港元）	17279.25
流通市值（百万港元）	17279.25
总股本（万股）	148959.01
流通股（万股）	148959.01
日均成交额（百万港元）	59.23
近一月换手（%）	8.10

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

- 快速发展中的 K12 国际学校龙头。**枫叶教育集团成立于 1995 年，拥有超过 20 年办学经验，为目前中国就读学生人数规模最大的国际学校办学团体。公司面向有意向接受优质国际教育的中产阶级家庭，提供以双课程+双文凭（中国高中文凭+BC 省高中文凭）高中教育为特色的双语 K12 学历教育服务。截止 2018 年 3 月底，枫叶教育集团已在包括中国大连、上海、深圳、天津、温哥华等国内外 21 个城市，共开办枫叶国际学校 83 所，已形成了由幼儿园至高中全年龄段的多层次教学资源供给，在校学生规模突破 33000 人。
- 消费升级需求推动优质民办教育/国际教育进入蓬勃发展期。**《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020 年）》提出到 2020 年实现教育财政性经费支出占 GDP4% 的目标于 2012 年已经达成，仅依靠财政教育经费支持的公立教育供给与庞大的人口基数所带来的教育需求之间存在缺口，民办教育前景广阔。据中国产业信息网报告，2016 年中国 K12 民办教育市场规模达到 2173 亿元人民币，2011-2016 年 CAGR 17%。同时，消费升级、留学低龄化带来对优质教育、国际教育资源的需求旺盛，据 IEduChina 研究数据，2010-2016 年中国国际学校市场规模 CAGR49%，2016 年市场规模 287 亿元，2020 年市场规模将超过 400 亿元。
- 定位面向中产阶级家庭的高端教育服务，重点布局二三线城市。**目前枫叶学校中的大部分布局在当地经济发展和居民收入水平情况较好、消费升级需求较为强烈的二三线城市地区，避开教育资源丰富的一线城市激烈竞争，以有意愿接受优质国际教育的中产阶级家庭为目标客户人群，市场定位高端。根据公司官网公布，中国籍学生高中学宿费大部分地区学校约 5-8 万元/人*学年、初中约 2-5 万元/人*学年、小学约 1.5-4 万元/人*学年、幼儿园约 1-3 万元/人*学年。公司 2017 年综合毛利率水平为 49.8%，在可比港股、美股主营 K12 阶段民办学校上市公司中处于较高水平（睿见教育 45.9%/成实外教育 47.7%/宇华教育 51.5%/博实乐 35.2%/海亮教育 24.3%）。
- 细分市场龙头地位稳固，规模增长态势良好。**按学校数量、在校人口口径看，枫叶教育在国内的国际学校中市场份额分别达到 12%、7%，为民办国际学校细分领域龙头；按增速看，近五年在读学生数量 CAGR 达到 20%、学费收入 CAGR 达 19%，其中 2017 年在读学生数量和学费收入同比增速分别高达 35%、26%。截止 2017 年报，枫

叶学校可容纳学生数为 38660 万人,过去 5 年枫叶学校可容纳学生数 CAGR20.5%, 学校使用率由 2014 年的 59.8%提升至 2017 年的 67.5%。未来随着校舍数量增加与扩建, 学校招生能力将继续增强, 预计良好的规模增长态势仍可维持。

- **品牌效应已形成, 轻资产扩张模式践行效果良好。**枫叶为国内最早切入国际学校领域的机构, 具备明显的先发优势, 同时拥有超过 20 年的办学经验和品牌积累, 在社会中已形成良好的口碑。1) 品牌效应使得公司在学费上具备议价能力。2017 年枫叶学校人均学费为人民币 38642 元/学年, 性价比较高, 未来仍有一定的提价空间。2) 得益于品牌效应积累, 公司销售费用率近年来呈现下降趋势, 2013-2017 年分别为 4.4%/4.0%/3.4%/3.1%/2.7%。3) 品牌影响力提升有助于升级公司扩张模式, 推动轻资产扩张模式践行效果。例如, 集团与地方政府进行合作办学, 由地方政府负责建设提供校舍, 获取学校许可与牌照, 协助枫叶获得民办学校优惠待遇等事项, 枫叶负责提供学校的组织运营与管理。
- **规模效应形成, 运营效率优势显现。**集团化办学的成本优势已经显现, 纵向来看, 公司近两年营业成本和经营相关费用的增速均低于收入增速, 2015-2017 年销售净利率分别为 31.2%/36.9%/37.6%; 横向来看, 与可比港股和美股从事 K12 阶段民办学校主营业务的上市公司相比, 盈利能力上优势较为明显, 2017 年公司销售净利率 37.6% (睿见教育 20.3%/成实外教育 32.8%/宇华教育 37.0%/博实乐 14.4%/海亮教育 19.7%)。
- **盈利预测和投资评级: 首次覆盖给予买入评级** 预计 2018/2019/2020 年公司归母净利润分别为人民币 4.96 亿元/6.26 亿元/7.94 亿元, EPS 分别为人民币 0.33 元/0.42 元/0.53 元, 对应动态 PE 分别为 27.9 倍/22.1 倍/17.4 倍。在消费升级和政策推动双重利好下, 预计未来民办教育仍旧保持高景气度, 公司作为民办国际学校龙头, 在品牌、教学体系与成果、规模及运营效率上具备优势, 看好公司未来业绩持续增长的前景。首次覆盖给予买入评级。
- **风险提示:** 1) 学校扩张及招生不达预期; 2) 民办教育行业竞争加剧; 3) 政策风险; 4) 市场波动风险。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入 (百万元)	1,101	1,361	1,729	2,201
增长率 (%)	32.2%	23.6%	27.0%	27.3%
归母净利润 (百万元)	410	496	626	794
增长率 (%)	34.5%	19.9%	26.1%	26.9%
摊薄每股收益 (元)	0.31	0.33	0.42	0.53
ROE (%)	16.5%	16.5%	17.3%	18.0%

注: 表中预测数据币种为人民币。资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：枫叶教育盈利预测表

证券代码:	1317.HK				11.60	投资评级:	买入			
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2017	2018E	2019E	2020E	
盈利指标					每股指标					
ROE	17%	17%	17%	18%	EPS	0.31	0.33	0.42	0.53	
毛利率	51%	52%	52%	53%	BVPS	1.76	1.96	2.38	2.92	
期间费率	18%	18%	17%	17%	估值					
销售净利率	38%	36%	36%	36%	P/E	30.0	27.9	22.1	17.4	
成长能力					P/B	5.3	4.7	3.9	3.2	
收入增长率	32%	24%	27%	27%	P/S	11.2	10.2	8.0	6.3	
利润增长率	35%	20%	26%	27%						
营运能力					利润表 (万元)	2017	2018E	2019E	2020E	
总资产周转率	0.29	0.28	0.30	0.31	营业收入	110,116	136,103	172,862	220,065	
应收账款周转率	19.30	15.86	16.06	16.07	营业成本	54,333	66,010	82,974	104,531	
存货周转率	39.33	38.24	45.05	45.09	营业税金及附加	0	0	0	0	
偿债能力					销售费用	2,955	3,403	4,322	5,502	
资产负债率	43%	43%	43%	42%	管理费用	15,539	18,782	23,855	30,369	
流动比	1.11	1.30	1.46	1.58	财务费用	796	1,997	1,997	1,997	
速动比	1.10	1.29	1.45	1.57	其他费用/(-收入)	0	0	0	0	
资产负债表 (万元)	2017	2018E	2019E	2020E	营业利润	37,289	45,911	59,715	77,666	
现金及现金等价物	164,930	232,883	325,079	441,776	营业外净收支	0	0	0	0	
应收款项	7,674	9,485	12,046	15,336	利润总额	44,066	52,822	66,626	84,577	
存货净额	1,821	1,632	2,052	2,585	所得税费用	2,694	3,229	4,073	5,170	
其他流动资产	0	0	0	0	净利润	41,372	49,593	62,553	79,407	
流动资产合计	174,424	244,000	339,177	459,696	少数股东损益	325	0	0	0	
固定资产	181,444	176,254	171,212	166,315	归属于母公司净利润	41,048	49,593	62,553	79,407	
在建工程	0	0	0	0	现金流量表 (万元)	2017	2018E	2019E	2020E	
无形资产及其他	85,724	101,516	119,622	141,623	经营活动现金流	69,868	86,588	113,037	141,343	
长期股权投资	100	100	100	100	净利润	41,372	49,593	62,553	79,407	
资产总计	441,692	521,871	630,111	767,734	少数股东权益	0	0	0	0	
短期借款	11,698	11,698	11,698	11,698	折旧摊销	5,917	6,035	5,781	5,545	
应付款项	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	22,579	30,960	44,703	56,391	
其他流动负债	144,943	175,529	221,216	279,432	投资活动现金流	(56,389)	(10,602)	(13,064)	(17,104)	
流动负债合计	156,641	187,227	232,914	291,130	资本支出	(30,859)	5,190	5,042	4,897	
长期借款及应付债券	30,717	30,717	30,717	30,717	长期投资	(100)	0	0	0	
其他长期负债	4,182	4,182	4,182	4,182	其他	(25,430)	(15,792)	(18,105)	(22,001)	
长期负债合计	34,899	34,899	34,899	34,899	筹资活动现金流	28,205	(8,032)	(7,778)	(7,542)	
负债合计	191,540	222,126	267,813	326,029	债务融资	42,415	0	0	0	
普通股股本	855	855	855	855	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	250,152	299,746	362,299	441,705	其它	(14,210)	(8,032)	(7,778)	(7,542)	
负债和股东权益总计	441,692	521,871	630,111	767,734	现金净增加额	41,684	67,954	92,195	116,697	

注：用于计算 EPS、BPS 的加权平均总股本数为 148959 万股，表中除港股标的的股价外其余币种均为人民币，汇率按 1 港元=0.8005 元人民币换算。资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【分析师介绍】

张蕾，复旦大学金融学硕士，南京理工大学经济学学士，5年券商研究所行业研究从业经历，聚焦消费升级相关的现代服务领域研究。

【分析师承诺】

张蕾，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。