

# 枫叶教育 (01317.HK)

## 业绩靓丽，扩张持续

**2018 财年 H1 收入/净利润分别同增 30.7%/31.9%**。截至 2 月 28 日的 2018 财年中报，公司收入同增 30.7%至 6.32 亿元，净利润同增 31.9%至 2.38 亿元。公司拟中期派息每股 0.08 港元，分红率 38%。

- 毛利率微降 0.4PCT 至 46.6%，经营成本同增 31.8%，主要由于（1）新开学校的中方教师使得教师人数增加 644 名（yoy32.2%），致教师成本同增 32.8%；（2）日常运营开支等其他成本增加约 2500 万元。
- 使用率微降 0.4PCT 至 58%，主要由于 2017 年 9 月公司新增大连、梁平等城市的学校以及 2018 年 1 月收深圳学校并表，使得容量新增 1.35 万至 4.88 万，新学校仍在培育阶段，在校人数增速略低于容量增长。
- 费用率：销售/管理费用率分别同降 0.1/2.4PCTs 至 2%/11.15%，集团化运营效应进一步体现，综合使得净利润率提升 1PCT 至 36%。

**在校人数增长是收入高增长的核心驱动，小初人数比例提升。**收入量价拆开来，期末在校人数共 2.83 万名、同增 37.2%，主要由于公司较去年同期新增 21 所学校至 77 所(18H1 增 14 所)；生均学费同减 4.8%至 1.97 万元，主要由于学费水平相对低的小学和初中学生比例提升 4PCTs 至 59%。分业务看，学宿费同增 29.66%至 5.36 亿元(占收入的 85%)，其中高中收入延续稳定增长(+17.5%)，小学和初中人数持续快速增长(+36%/51%)。

**轻资产模式助力中长期持续成长性，品牌效应奠定基础。**当前站在公司五五计划的中期，公司入学人数目标符合预期（计划 2020 年人数超 4.5 万）。中长期看，公司扩张计划有望有序推进：**（1）收购：**深圳伊思顿学校收购已于 2018 年 1 月完成，公司成功进军珠三角市场；2018 年 1 月公司拟全资收购海口 5 所学校，学生人数超 3000 人；**（2）轻资产：**计划 2018/19 学年在江苏盐城新增高中和初中，2019/20 学年开拓山东济南和呼和浩特市场。**（3）扩建**重庆、天津、武汉等校区，其中重庆、天津已完工。综上，2018/19 学年有望新增容量约 4400 名（盐城 1400+海口 3000），2019/20 学年有望新增 6900 名（济南 2700+呼和浩特 2700+武汉 1500）。此外，公司 2016 年开始布局海外市场，探索将枫叶品牌向加拿大、东南亚、以及一带一路沿线国家输出，公司已在加拿大和澳大利亚开设合作学校。

**投资策略：**公司是国内 K12 国际学校的龙头品牌，通过践行轻资产模式成功实现异地扩张，品牌化和集团化运作下公司龙头优势有望继续演绎。维持 2018/2019/2020 年净利润预测 5.11/6.65/8.19 亿元，同增 24.4%/30.2%/23.2%，对应 EPS 0.34/0.45/0.55 元。目标价为 12.76 港元，对应 2018 年 30 倍 PE，维持“买入”评级。

**风险提示：**政策风险，地方民促法政策落地不确定性；学校拓展速度不达预期；招生不达预期风险；外汇风险。

财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	833	1,101	1,359	1,726	2,095
增长率 yoy%	26.6	32.2	23.4	27.0	21.4
净利润(百万元)	307.6	410	511	665	819
增长率 yoy%	49.6	33.5	24.4	30.2	23.2
EPS(摊薄/元)	0.21	0.28	0.34	0.45	0.55
净资产收益率(%)	15.2	16.5	18.4	20.6	21.4
P/E(倍)	43.4	32.5	26.1	20.1	16.3
P/B(倍)	6.6	5.3	4.8	4.1	3.5

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

### 股票信息

行业	
前次评级	买入
最新收盘价(港元)	11.16
总市值(百万港元)	16564
总股本(百万)	1490
其中自由流通股(%)	100
30 日日均成交量(百万股)	6.80

### 股价走势



### 作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 邵璟璐

执业证书编号：S0680518030006

邮箱：shaojinglu@gszq.com

### 相关研究

1、《枫叶教育 (01317.HK)：领跑国际学校》2018-04-15



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元人民币)**

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	1285	1744	2130	2678	3199
现金	1238	1649	2084	2550	3112
应收账款及票据	0	0	0	0	0
其他应收款	37	77	46	112	86
衍生金融工具及短投	0	0	0	0	0
存货	9	18	0	15	1
其他流动资产	0	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	1942	2673	2777	3049	3529
权益性投资	12	339	339	339	339
固定资产投资	1506	1814	1984	2184	2653
无形资产	13	68	79	93	110
其他非流动资产	411	452	375	433	428
<b>资产总计</b>	<b>3226</b>	<b>4417</b>	<b>4907</b>	<b>5727</b>	<b>6729</b>
<b>流动负债</b>	1184	1566	1809	2158	2515
短期借款	0	117	0	0	0
应付账款及票据	0	0	0	0	0
其他流动负债	1184	1449	1809	2158	2515
<b>非流动负债</b>	21	349	300	318	356
长期借款	0	307	258	276	315
其他非流动负债	21	42	42	42	42
<b>负债合计</b>	1205	1915	2109	2476	2871
少数股东权益	8	9	9	9	9
股本	771	748	748	748	748
股本溢价	1242	1673	1966	2414	3016
留存收益	2021	2429	2722	3170	3772
归属母公司股东收益	0	72	76	81	86
<b>负债和股东权益</b>	<b>3226</b>	<b>4417</b>	<b>4907</b>	<b>5727</b>	<b>6729</b>

**现金流量表 (百万元人民币)**

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	<b>533</b>	<b>699</b>	<b>889</b>	<b>942</b>	<b>1224</b>
净利润	308	410	515	670	824
折旧摊销	46	59	57	64	76
财务费用	0	0	-19	-28	-35
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	165	194	344	246	366
其他经营现金流	14	35	-9	-10	-7
<b>投资活动现金流</b>	<b>33</b>	<b>-564</b>	<b>-153</b>	<b>-326</b>	<b>-550</b>
资本支出	-147	-230	-187	-218	-489
长期投资	179	2	-57	-64	-76
其他投资现金流	1	-336	91	-44	16
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-366</b>	<b>282</b>	<b>-301</b>	<b>-150</b>	<b>-113</b>
短期借款	0	0	-98	28	35
长期借款	0	433	-49	18	38
股本增加	1	0	0	0	0
支付股利	-125	-140	-217	-217	-217
其他筹资现金流	-242	-11	64	21	31
<b>现金净增加额</b>	<b>200</b>	<b>417</b>	<b>435</b>	<b>466</b>	<b>561</b>

**利润表 (百万元人民币)**

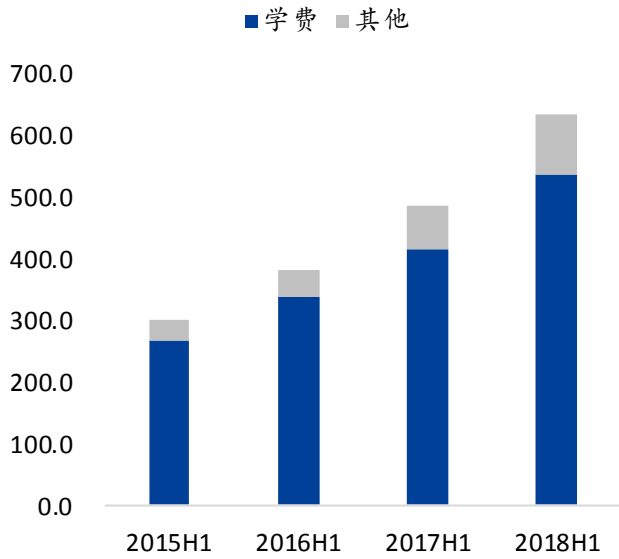
会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	833	1101	1359	1726	2095
营业成本	428	543	664	830	992
营业税金及附加	1	0	1	1	1
营业费用	26	30	34	38	41
管理费用	122	155	190	233	275
财务费用	-18	-16	-19	-28	-35
资产减值损失	18	24	28	35	42
其他非经营性损益	19	3	9	10	7
投资净收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	293	392	498	663	827
其他收益及亏损	33	49	49	49	49
<b>利润总额</b>	326	441	547	712	876
所得税	18	27	32	43	52
<b>净利润</b>	308	414	515	670	824
少数股东收益	0	3	4	5	5
<b>归属母公司净利润</b>	308	410	511	665	819
EBITDA	354	484	585	748	917
EPS (元)	0.21	0.28	0.34	0.45	0.55

**主要财务比率 (百万元人民币)**

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	26.6	32.2	23.4	27.0	21.4
营业利润 (%)	62.1	33.7	27.1	33.2	24.7
归属母公司净利润 (%)	49.6	33.5	24.4	30.2	23.2
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	48.6	50.7	51.1	51.9	52.6
净利率 (%)	36.9	37.3	37.6	38.5	39.1
ROE (%)	15.2	16.5	18.4	20.6	21.4
ROIC	14.2	13.8	16.1	18.0	18.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	37.3	43.4	43.0	43.2	42.7
净负债比率 (%)	-1.6	10.6	0.9	-2.3	-6.2
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3
速动比率	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.21	0.28	0.34	0.45	0.55
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.36	0.47	0.60	0.63	0.82
每股净资产 (最新摊薄)	1.36	1.68	1.88	2.18	2.59
<b>估值比率</b>					
P/E	43.4	32.5	26.1	20.1	16.3
P/B	6.6	5.3	4.8	4.1	3.5
EV/EBITDA	34.3	25.3	20.0	15.1	11.8

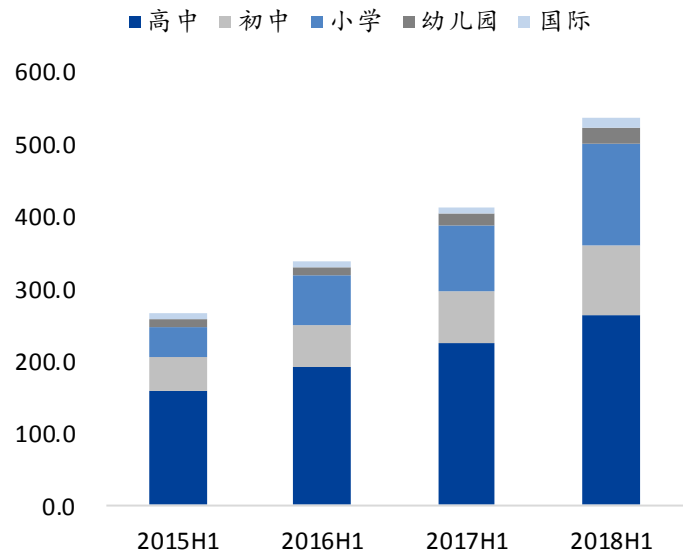
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

图表 1: 公司学费收入和其他收入 (单位: 百万元)



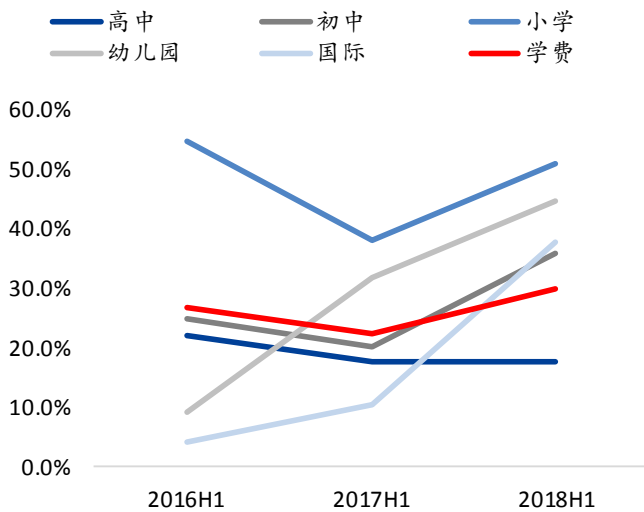
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 公司学费收入拆分 (单位: 百万元)



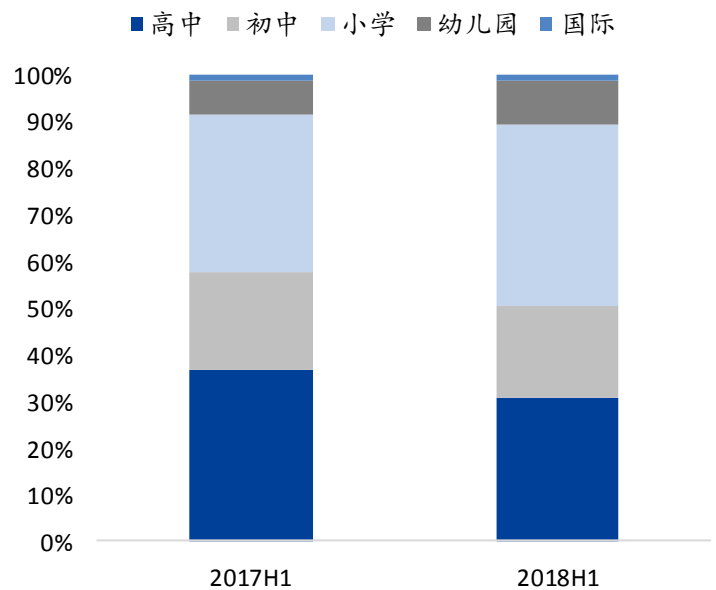
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 公司学费收入和各学段收入增速 (单位: %)



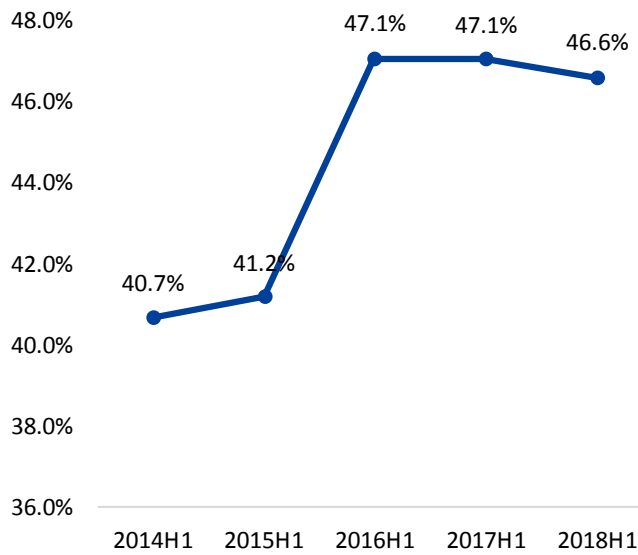
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 公司各学段在读人数结构 (单位: %)



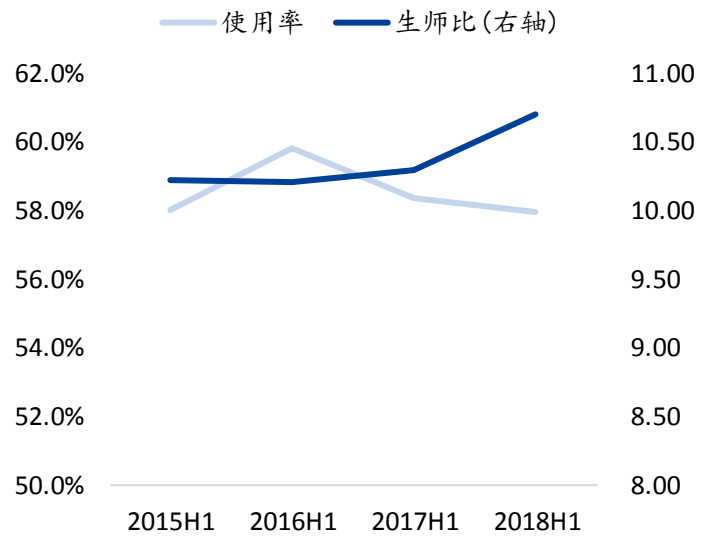
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 公司毛利率 (单位: %)



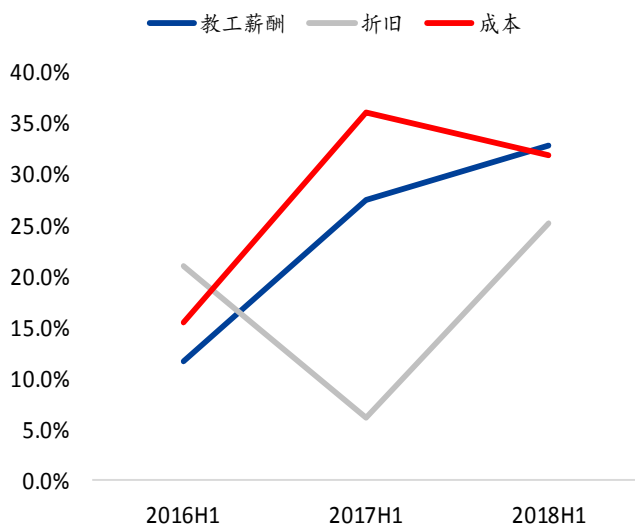
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 公司使用率和生师比 (右轴)



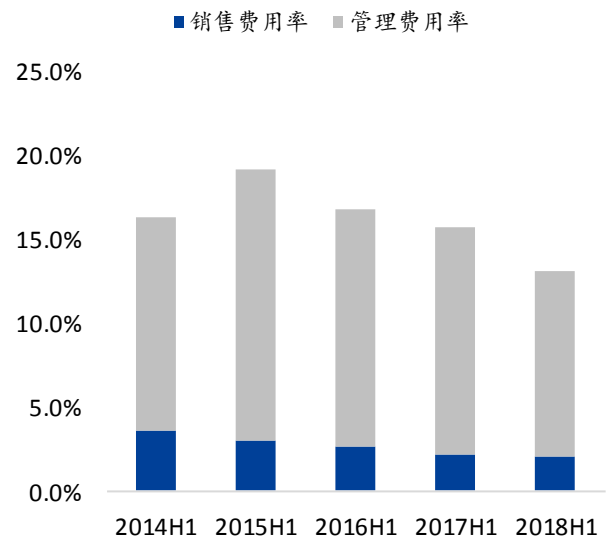
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 公司经营成本增速 (单位: %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 公司销售和管理费用率 (单位: %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市西湖区北京西路88号江信国际金融大厦

邮编：330046

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 9层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com