证券研究报告

教育行业

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

买入 （维持）

目标价： 3.8 港元
现价： 2.3 港元

预期升幅： 65%

市场数据

日期	2019.11.20
收盘价（港元）	2.3
总股本（亿股）	30.0
总市值（亿港元）	68.9
净资产（亿元）	38.6
总资产（亿元）	52.3
每股净资产（元）	1.29

数据来源：Wind

相关报告

《低龄学段表现佳，羊年波动难重演》20190430
《中期业绩预览：招生情况向好，政策影响淡化》20190406
《全年业绩符合预期，低 ASP 区域快速成长》20181202
《2018H1 高速增长持续，未来稳定向好》20180502
《高速扩张的 K-12 国际教育集团》海外深度报告 20180310
《教育行业大有可为》海外行业深度研究报告 20171129

海外教育研究

分析师：
宋健
songjian@xyzq.com.cn
SFC：BMV912
SAC：S0190518010002

联系人：
宋婧茹
songjingru@xyzq.com.cn
SAC：S0190118010135

1317.HK 枫叶教育 港股通（深）

FY19 年度业绩预览：升学率继续提升，内生外延齐发力

2019 年 11 月 20 日

主要财务指标

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元人民币）	1,341	1,585	1,806	2,112
同比增长（%）	23.8	18.2	13.9	16.9
调整后净利润（百万元）	600	689	783	882
同比增长（%）	40.2	14.8	13.6	12.6
毛利率（%）	46.5	42.5	43.3	44.4
归母净利润率（%）	41.1	39.6	39.9	38.8
净资产收益率（%）	17.4	16.3	17.2	17.8
每股收益（元）	0.19	0.22	0.25	0.29
每股股息（港仙）	9	10	11	13

数据来源：公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **2019 年升学率继续提升，枫叶全球百强学校录取率达到 71.3%：**截至 2019 年 9 月，枫叶 2019 届高中毕业生中已有 122 名学生被世界十强大学录取，超过 2018 届整体 99 名记录再创新高。回顾近年来，枫叶高中毕业生考取全球百强名校的比例从 2012 届的 38%上升至 2018 届的 68%再到 2019 届的 71.3%，彰显了公司不断提升的优质办学实力。
- **内生外延齐发力：**2019 财年公司完成了两单收购，分别为收购襄阳 7 所幼儿园（并表全年）及四川泸州七中佳德中小学校（并表 7 个月）。自建方面，2018/19 年度公司规划偏向老校扩建，释放了天津、重庆两所利用率高的老校区学位及自建了盐城学校。2018/19 学年公司旗下学生人数达到 41380 人，同比增长 38%，扣除外延 1380 名襄阳幼儿园学生及 3200 名四川泸州七中学生，内生同比增长达到 22.7%，维持高增速。2019/20 学年公司截至 10 月 15 日在校学生人数为 41508 人，同比增长 13.5%，扣除收购外的学生内生增速为 5%，仍在朝着金字塔型生源结构改善。
- **制定六五规划，预计五年内人数提升至 9 万人：**展望六五，公司计划截止六五规划末期要成立十个大区，生源自给 90%-95%左右，外部招生会越来越少。五五规划末公司计划达到在校生 4.5 万人，六五规划末计划再增加一倍预计达到 9 万人左右，并预计在两年内进入北京。根据公司已签订天津生态城新校与呼和浩特新校区建设规划，预计未来仍可提供稳健内生增长。
- **维持“买入”评级，下调目标价至 3.8 港元，生源结构调整仍在进行时：**基于生源结构原因带动学生内生增速放缓影响，我们下调盈利预测，预计公司 2019-2021 财年收入分别为 15.9、18.1 和 21.1 亿元人民币（下同），分别同比增长 18.2%、13.9%和 16.9%；调整后净利润分别为 6.9、7.8 和 8.8 亿元，分别同比增长 14.8%、13.6%和 12.6%。维持公司“买入”评级，下调目标价至 3.8 港元，对应 2019-2021 财年 PE 分别为 15、13、12 倍，当前价格仅对应 2019 财年 8.8 倍 PE，已被低估。

风险提示：1）国家教育政策变动；2）公司收购、自建等扩张进程不达预期；3）学生、家长对教学质量满意度下降；4）VIE 架构政策风险。

报告正文

- **2019 年升学率继续提升，枫叶全球百强学校录取率达到 71.3%：**截至 2019 年 9 月，枫叶 2019 届高中毕业生中已有 122 名学生被世界十强大学录取，超过 2018 届整体 99 名记录再创新高。回顾近年来，枫叶高中毕业生考取全球百强名校的比例从 2012 届的 38%上升至 2018 届的 68%再到 2019 届的 71.3%，彰显了公司不断提升的优质办学实力。
- **内生外延齐发力：**2019 财年公司完成了两单收购，分别为收购襄阳 7 所幼儿园(并表全年)及四川泸州七中佳德中小学校(并表 7 个月)。自建方面，2018/19 年度公司规划偏向老校扩建，释放了天津、重庆两所利用率高的老校区学位及自建了盐城学校。2018/19 学年公司旗下学生人数达到 41380 人，同比增长 38%，扣除外延 1380 名襄阳幼儿园学生及 3200 名四川泸州七中学生，内生同比增长达到 22.7%，维持高增速。2019/20 学年公司截至 10 月 15 日在校学生人数为 41508 人，同比增长 13.5%，扣除收购外的学生内生增速为 5%，仍在朝着金字塔型生源结构改善。
- **制定六五规划，预计五年内人数提升至 9 万人：**展望六五，公司计划截止六五规划末期要成立十个大区，生源自给 90%-95%左右，外部招生会越来越少。五五规划末公司计划达到在校生 4.5 万人，六五规划末计划再增加一倍预计达到 9 万人左右，并预计在两年内进入北京。根据公司已签订天津生态城新校与呼和浩特新校区建设规划，预计未来仍可提供稳健内生增长。
- **维持“买入”评级，下调目标价至 3.8 港元，生源结构调整仍在进行时：**基于生源结构原因带动学生内生增速放缓影响，我们下调盈利预测，预计公司 2019-2021 财年收入分别为 15.9、18.1 和 21.1 亿元人民币（下同），分别同比增长 18.2%、13.9%和 16.9%；调整后净利润分别为 6.9、7.8 和 8.8 亿元，分别同比增长 14.8%、13.6%和 12.6%。维持公司“买入”评级，下调目标价至 3.8 港元，对应 2019-2021 财年 PE 分别为 15、13、12 倍，当前价格仅对应 2019 财年 8.8 倍 PE，已被低估。

表 1、教育行业估值表（2019.11.20）

代码	公司	股价	市值	净利润			PE			PEG		EV/EBITDA	
				FY2018A	FY2019E	FY2020E	FY2018A	FY2019E	FY2020E	FY2019E	FY2020E	FY2019E	FY2020E
港股		港元	亿港元		亿元人民币								
0839.HK	**中教控股**	**10.64**	**214.9**	**N.A.**	**7.8**	**11.4**	**N.A.**	**23.9**	**16.2**	**0.7**	**0.5**	**16.4**	**13.7**
1769.HK	**思考乐教育**	**10.50**	**58.3**	**0.8**	**1.3**	**1.7**	**60.5**	**37.7**	**28.8**	**0.5**	**0.4**	**33.5**	**25.1**
6169.HK	**宇华教育**	**4.87**	**160.1**	**6.0**	**7.5**	**10.4**	**23.0**	**18.4**	**13.2**	**0.7**	**0.5**	**13.7**	**12.4**
1317.HK	**枫叶教育**	**2.36**	**70.7**	**6.0**	**6.9**	**7.8**	**10.1**	**8.8**	**7.8**	**0.4**	**0.3**	**8.5**	**7.1**
6068.HK	**睿见教育**	**3.44**	**70.4**	**3.2**	**4.2**	**5.3**	**18.9**	**14.3**	**11.4**	**0.5**	**0.4**	**10.1**	**8.3**
1569.HK	**民生教育**	**1.40**	**56.2**	**3.4**	**4.5**	**5.6**	**14.3**	**10.7**	**8.6**	**0.6**	**0.5**	**12.9**	**9.3**
2779.HK	**中国新华教育**	**2.84**	**45.7**	**2.6**	**3.2**	**4.2**	**15.3**	**12.3**	**9.4**	**0.6**	**0.4**	**13.5**	**11.5**
2001.HK	**新高教集团**	**2.78**	**42.8**	**2.9**	**4.5**	**5.7**	**12.9**	**8.2**	**6.5**	**0.2**	**0.2**	**9.1**	**6.5**
1890.HK	中国科培	3.83	76.6	3.5	4.1	5.0	19.1	16.1	13.3	0.6	0.5	14.6	12.4
1765.HK	希望教育	1.33	88.7	3.1	4.8	6.2	24.3	15.9	12.3	0.4	0.3	**13.8**	**10.6**
1565.HK	成实外教育	2.26	69.8	3.1	4.0	5.4	19.6	15.0	11.1	0.4	0.3	**10.7**	**8.5**
1773.HK	天立教育	3.14	65.2	2.2	2.9	3.8	25.2	19.4	14.9	0.6	0.5	**21.6**	**16.0**
3978.HK	卓越教育	2.71	23.0	1.2	1.5	1.9	16.4	13.2	10.4	0.5	0.4	**9.9**	**8.3**
1969.HK	中国春来	1.55	18.6	1.2	N.A.	N.A.	13.4	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
1598.HK	21 世纪教育	0.82	10.0	0.7	N.A.	N.A.	12.4	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.

1851.HK	银杏教育	1.86	9.3	0.2	N.A.	N.A.	33.3	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
	平均						**21.3**	**15.8**	**12.3**	**0.5**	**0.4**	**14.3**	**11.3**
美股				**FY2018A**	**FY2019E(A)**	**FY2020E**	**FY2018A**	**FY2019E**	**FY2020E**	**FY2019E**	**FY2020E**	**FY2018A**	**FY2019E**
		美元	**亿美元**		**亿美元**								
TAL.N	**好未来**	**44.38**	**262.6**	**2.0**	**3.6**	**4.1**	**132.6**	**73.0**	**64.1**	**1.4**	**1.2**	**71.6**	**48.7**
EDU.N	**新东方**	**121.97**	**192.5**	**3.0**	**2.3**	**3.6**	**64.8**	**84.8**	**53.5**	**3.7**	**2.3**	**48.7**	**34.6**
					亿元人民币								
BEDU.N	博实乐	9.3	11.8	2.5	3.5	4.2	32.3	23.0	19.2	0.8	0.6	14.8	12.5
ONE.N	精锐教育	7.1	11.4	2.5	3.0	3.8	31.1	25.9	20.5	0.6	0.5	-	-
TEDU.O	达内科技	0.87	0.5	-6.0	-4.0	2.0	-0.5	-0.8	1.6	-0.1	0.1	1.0	0.8
		美元	**亿美元**		**亿元人民币**								
NEW.N	朴新教育	9.87	8.6	-4.0	-	-	-14.7	-	-	-	-	-	-
REDU.O	瑞思学科英语	7.11	4.0	-0.5	1.9	2.6	-58.4	14.8	10.7	-0.1	0.0	-	-
FEDU.N	四季教育	2.15	1.0	0.4	0.9	1.1	19.2	8.1	6.7	0.2	0.1	-	-
STG.N	尚德机构	2.57	4.4	-9.2	-4.9	6.2	-3.2	-6.1	4.8	0.0	0.0	-	-
		美元	**亿美元**		**亿美元**								
LAUR.O	劳瑞德教育	16.62	36.3	10.6	9.6	14.1	23.3	25.8	17.6	1.5	1.0	-	-
APEI.O	美国公共教育	26.56	4.1	2.4	1.9	2.1	11.5	14.6	13.0	2.4	2.2	-	-
LOPE.O	大峡谷教育	88.01	42.4	13.3	15.7	17.1	21.7	18.4	16.9	1.5	1.3	-	-
	平均						**21.6**	**25.6**	**20.8**	**1.1**	**0.9**	**34.0**	**24.2**

资料来源：Wind，Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

- **风险提示：**1）国家教育政策变动；2）公司收购、自建等扩张进程不达预期；3）学生、家长对教学质量满意度下降；4）VIE 架构政策风险。

附表

资产负债表 单位:百万元人民币

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	**2,790**	**2,957**	**3,130**	**3,473**
货币资金	2,221	2,655	2,770	3,142
预付租赁款项	208	208	208	208
应收账款	77	54	95	79
银行结余及现金	2,221	2,655	2,770	3,142
存货	17	3	19	6
非流动资产	**3,006**	**3,388**	**3,739**	**4,144**
物业、校舍及设备	2,106	2,415	2,770	3,178
无形资产	39	38	34	31
租赁用书本	3	3	3	3
投资物业	343	304	303	303
资产总计	**5,796**	**6,346**	**6,869**	**7,617**
流动负债	**1,867**	**2,098**	**2,225**	**2,522**
短期借款	225	87	0	0
应付账款	399	399	399	399
非流动负债	**238**	**251**	**251**	**251**
长期借款	207	220	220	220
递延税项负债	31	31	31	31
负债合计	**2,104**	**2,349**	**2,476**	**2,773**
股本	9	9	9	9
储备	3,642	3,987	4,384	4,835
股东权益合计	**3,692**	**3,997**	**4,393**	**4,844**
负债及权益合计	**5,796**	**6,346**	**6,869**	**7,617**

现金流量表 单位: 百万元人民币

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
除税前溢利	548	637	732	832
折旧和摊销	61	75	78	88
经营业务产生的现金	628	718	814	925
已付所得税	-5	-10	-11	-12
经营活动产生现金流量	**801**	**1,114**	**959**	**1,239**
投资活动产生现金流量	**-4**	**-373**	**-429**	**-493**
融资活动产生现金流量	**-268**	**-412**	**-415**	**-373**
现金净变动	676	329	115	373
现金的期初余额	1,649	2,326	2,655	2,770
现金的期末余额	**2,326**	**2,655**	**2,770**	**3,142**

利润表 单位:百万元人民币

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	**1,341**	**1,585**	**1,806**	**2,112**
营业成本	-717	-911	-1,024	-1,175
销售费用	-40	-29	-33	-38
管理费用	-156	-179	-204	-239
投资及其他收入	54	50	64	71
财务费用	-11	-6	-4	-4
其他收益及亏损	76	127	126	106
其他开支	0	0	0	0
除税前溢利	**548**	**637**	**732**	**832**
所得税	-9	-10	-11	-12
净利润	538	627	721	820
核心净利润	**600**	**689**	**783**	**882**
归属股东净利润	551	627	721	820
基本 EPS(元)	**0.19**	**0.22**	**0.25**	**0.29**

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长性(%)				
营业收入增长率	23.8	18.2	13.9	16.9
毛利增长率	15.6	8.0	16.1	19.8
净利润增长率	34.3	13.8	14.9	13.7
盈利能力(%)				
毛利率	46.5	42.5	43.3	44.4
净利率	40.8	39.6	39.9	38.8
ROE	18.3	17.4	16.3	17.2
偿债能力(%)				
流动比率	1.1	1.5	1.4	1.4
速动比率	1.1	1.5	1.4	1.4
营运能力(次)				
资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
应收帐款周转率	19.0	17.5	24.3	24.3
每股资料(元)				
每股收益	0.2	0.2	0.3	0.3
每股净资产	1.9	1.3	1.4	1.5
估值比率(倍)				
PE	11	9	8	7
PB	1.1	1.6	1.5	1.3

分析师声明

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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、天美(控股)有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司和四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。