

枫叶教育 (01317)

证券研究报告

2018年10月17日

枫叶 18/19 在校生+30.1%YoY，招生运营顺利推进

枫叶教育 18/19 在校生同比增长 30.1%。10月15日，公司公告，截至 2018/10/15 (18/19 上学期)，枫叶在校生 3.66 万人，同比增长 30.1%，较 18/3/31 (17/18 下学期) 增长 21.9%。我们认为，本期人数增长一方面系开校招生工作顺利进行；另一方面系此前收购海口学校 (1 初中+3 小学+1 幼儿园+1 青少服务中心，约 3260 人)、襄阳 7 所幼儿园并表所致 (约 1380 人)。

回顾枫叶历史招生情况，16/17 上学期至 17/18 下学期 4 个学期人数分别同比增长 14.8%、34.9%、36.2%、14.96%。

收购襄阳幼儿园巩固金字塔状生源结构，实现体系内深度协同。2018 年 8 月 29 日，公司公告合计以 1.3 亿人民币收购襄阳 7 所幼儿园，幼儿园可确保为枫叶小学提供稳定生源；此外有利于巩固金字塔状生源结构，一方面为初高学段筛选输送优质学苗，另一方面可以提升学员留存周期。

赴美留学签或收紧，对枫叶影响较小，或激发赴加澳英等传统留学热门地区需求，2018 年 10 月 2 日，据金融时报报道，美国重提禁发中国学生签证留学签提案。我国出国留学学生以及在美留学生中占比稳步增长，存量市场地位牢固 (美国国际教育协会发布《2017 美国门户开放 (Open Door) 报告》显示，我国赴美留学人数在所有留美生源国中连续第八年位居榜首，占在美国国际学生总数 32.5%)，人数增长背后是留学开销特别是出国后市场所带来的经济效益；此外切断中国学生赴美签证将对部分院校 (特别是小规模院校) 造成直接影响。

因此，该提案或将搁置，但考虑到外部贸易争端，未来不排除在中国赴美留学某些专业上加以限制或扩大一年期签证适用专业范围。若美持续施加限制，其他留学热门地区，譬如英国、加拿大、澳洲等国留学需求或释放。枫叶目前赴美留学人数较少，其毕业生大多前往加拿大、澳洲以及英国等地 (FY17 年报显示加澳英留学占比 82.9%)，未来或受益加澳英留学需求增长。

维持盈利预测，给予买入评级。我们看好枫叶轻资产开校及招生竞争力，其背后逻辑在于优质品牌、成熟管运以及中产定位所覆盖的广泛客群。关于市场需求：中产国际教育定位一方面迎合消费升级背景下对优质教育资源的追求，另一方面有效覆盖三四线城市广泛受众，大众型国际教育需求或集中释放。关于学校扩张：①国际教育赛道由于学生出路及教研内容一致性较传统 K12 学校更易异地复制；②品牌管运成熟后，与当地政府合作 (“不邀请不办学”) 轻资产加快异地项目推进，保证学员增速进而推进内生增长；③BC 课程体系成熟，小初阶段有效衔接海外与国内课程，保证教学基础上加快异地复制。我们预计枫叶 FY18-19 年 EPS 分别为 0.19/0.25 元人民币，对应 PE 分别为 15x/11x (公司此前拆股，总股本由 14.9 亿股变为 29.8 亿股，故 EPS 及目标价有相应调整)。

风险提示：民促法实施条例尚未完全发布，司法部送审稿中第 12 条或对公司未来集团化办学造成影响，此外若高中选择营利学校可能面临税收土地成本上升。

投资评级

行业	消费者服务业/
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	3.23 港元
目标价格	7.1 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	2,979.18
港股总市值(百万港元)	9,622.77
每股净资产(港元)	2.44
资产负债率(%)	27.94
一年内最高/最低(港元)	15.26/3.01

作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516060001 liuzhangming@tfzq.com	
张璐芳	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517020001 zhanglufang@tfzq.com	
孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004 sunhaiyang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《枫叶教育-公司点评:FY18H1 经调净利+33%YoY，民促法意见稿多重利好国际教育白马》2018-04-29
- 《枫叶教育-公司点评:17/18 学年学生 3.3 万人 (含收购)，其中纯内生人数同比增速 32%，充分夯实业绩增长基础!》2018-04-04
- 《枫叶教育-公司点评:继续推进海外高中建设，深度对接海外高校资源》2018-03-28



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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com