

枫叶教育(01317.HK) 买入 (维持评级)

港股公司点评

市场数据(港币)

收盘价(元)	3.610
流通股(百万股)	2,979.18
总市值(百万元)	10,754.86
年内股价最高最低(元)	15.000/3.090
香港恒生指数	26376.18



股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	-20.13	-74.65	-58.41
相对香港恒生	-13.43	-60.88	-47.26

相关报告

1.《国际学校龙头,需求持续渗透,匠心经营,愈久愈醇-国际学校龙头...》, 2018.11.14

吴劲草 分析师 SAC 执业编号: S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

郑慧琳 联系人
zhenghui@gjzq.com.cn

枫叶教育 FY18 业绩点评: 盈利状况保持良好态势, 扩张进程持续推进中

主要财务指标

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业额(百万)	1341	1680	2057	2481
同比增长	23.8%	25.2%	22.5%	20.6%
母公司股东溢利(百万)	543	694	884	1072
同比增长	30.1%	27.8%	27.4%	21.3%
毛利率	46.5%	48.3%	49.1%	49.6%
净利润率	40.1%	41.0%	42.6%	42.8%
每股收益	0.18	0.23	0.30	0.36
每股经营现金流	0.00	0.37	0.50	0.52
市盈率(倍)	17.2	13.4	10.5	8.7
市净率(倍)	2.6	2.2	1.9	1.6

来源: 公司年报、国金证券研究所注: 货币单位是人民币

事件

- 枫叶教育发布 FY18 业绩, FY18 公司实现营业收入 13.41 亿元, 同比增加 23.8%; 归母净利润 5.43 亿元, 同比增加 32.2%; 经调整净利润为 6.00 亿元, 同比增加 40.2% (调整了政府补贴、持作买卖投资亏损的综合影响、来自持作买卖投资的股息收入及以股份付款), FY18 股息率达 41%。

评论

- 营收同增 23.8%, 归母净利及经调整净利均实现 30%+ 增长。①学费占比 83%, 非学费收入比重下降 1.6pct, 或受到下半年海口 5 校并表因素影响, 预计未来随着近两年新开学校的逐渐成熟, 非学费收入比例有望持续提升。②高中学费收入占总收入比最大为 40%, 初中小学占比合计 37%, 提升 5pct, 幼儿园仅占 3.8%, 变动不大。③公司盈利状况保持良好增长态势, 净利率水平有所提升。毛利率变动与学校利用率变动关系紧密, FY18 扩张提速, 学校容量利用率下降 2.8pct, 同期毛利率下降 3.3pct, 是扩张进程加速的合理表现。FY18 归母净利率为 40.5%, 同比提升 2.6pct, 主要受益于管理费率同比下降 3pct。我们认为在枫叶教育 2017/2018 年高速扩张的同时, 仍然保持着较强的盈利能力, 体现其公司管理运营能力稳定。
- 轻资产模式加快扩张进程, 金字塔结构打造见成效, 初中小学人数占比提高 8pct。枫叶教育自 2012 年实行轻资产模式以来学校扩张速度加快, 截至 2018 年 8 月 31 日, 共有学校 82 所 (高中/初中/小学/幼儿园/外籍子女学校分别 12/22/24/20/3 所)。截止 2018 年 8 月 31 日, 入读学生总数为 3.35 万人, 同比增长 28.3%, 高中占比 27%, 同比下降 7pct, 初中小学合计占比 62%, 同比上升 8pct。公司通过对小学和初中学校的布局, 打造金字塔的学生结构, 形成优质生源输送, 利于提高学校系统效率和公司长远发展。
- 投资建议: ①我们认为送审稿精神在于规范, 而非限制或禁止, 多地政府表示出积极合作态度, 虽然 K9 部分仍存不确定性, 但总体来说国际教育市场仍是需求导向; ②1115《意见》是针对幼儿园行业, 枫叶幼儿园收入占比不到 4%, 受到影响较小; ③枫叶多地新校扩张正在进行中, 体现实际经营并未受到巨大冲击。我们预计公司 FY19-21 归母净利润为 6.9/8.8/10.7 亿元人民币, 对应 PE 为 13/11/9x, 维持买入评级, 目标价 7 港元。
- 风险提示: 政策环境变化带来的风险; 扩张中遇到的不确定性等风险。

事件

- 2018年11月27日，枫叶教育发布截止2018年8月31日的FY2018的年度业绩报告。FY2018公司实现营业收入13.41亿元人民币，同比增加23.8%；归母净利润5.43亿元，同比增加32.2%；经调整净利润为6.00亿元，同比增加40.2%（调整了政府补贴、持作买卖投资亏损的综合影响、来自持作买卖投资的股息收入及以股份付款），FY2018（中期+末期）股息率达41%。

经营情况点评

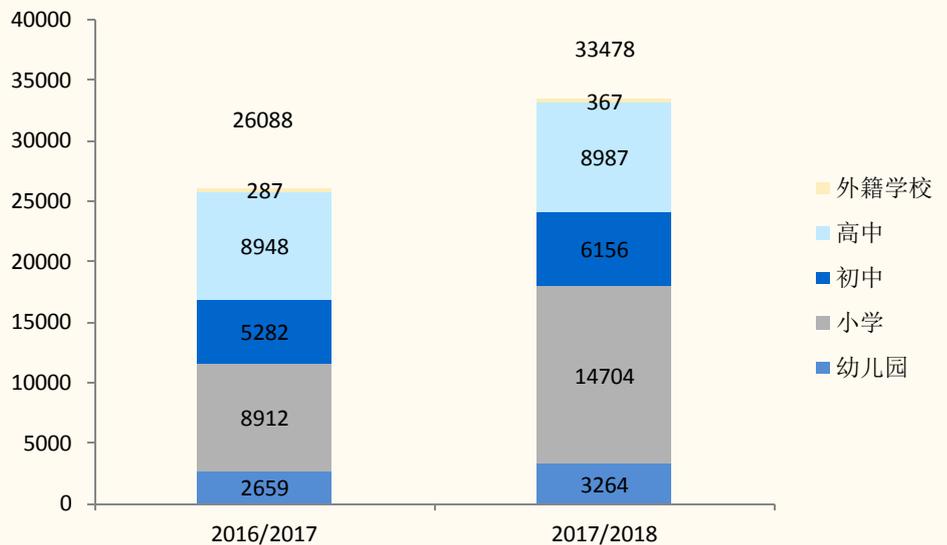
- **营收同增23.8%，归母净利及经调整净利均实现30%+增长。**
 - ①**学费是主要收益来源，FY2018占比83%，非学费收入比重下降1.6pct，或受到下半年海口5校并表因素影响。**FY2014-FY2017非学费收入比重提高5pct，FY2018H1非学费收入提高1pct，非学费收入占比提升趋势，反映出公司在基于在校学生持续增长的基础上，提供了更多增值服务（课本，冬夏令营，其他教育服务，超市，餐厅等），丰富了公司的收入和利润来源，FY2018全年非学费收入比重有所下降或受到2018年5月开始并表的海口5校的短期影响，预计未来随着近两年新开学校的逐渐成熟，非学费收入比例有望持续提升。
 - ②**高中学费收入占比最大为40%，幼儿园占比仅为3.8%，由于学生结构调整，初中小学学费收入占比提升5pct。**FY2018高中学费收入仍为收入的主要部分，占比40%，下降4pct；初中和小学学费收入占总收入比重合计37%，提升5pct，主要由于2017/2018学年新开的6所初中及9所小学贡献收益所致；幼儿园和外籍人员子女学校学费收入占总收入比重仅为3.8%和2%，变动不大。
 - ③**公司盈利状况保持良好增长态势，归母净利及经调整净利增速均超过营收增速，净利率水平有所提升。**毛利率变动与学校利用率变动关系紧密，扩张进程中利用率的下滑通常会在短期内对毛利率水平有一定影响，FY2014-FY2017学校容量利用率呈现上升趋势，提高了7.4pct，同期毛利率提升了6.3pct，而FY2018扩张提速，学校容量利用率较同期下降了2.8pct，同期毛利率为46.5%，下降了3.3pct，是学校扩张进程加速中的合理表现。FY2018公司归母净利率为40.5%，同比提升2.6pct，主要受益于管理费率同比下降3pct，经调整净利率为45%，同比提升5.2pct，和归母净利率的主要差异来自于以股份付款科目，FY2018较FY2017以股份付款科目增加较多。我们认为，在枫叶教育2017/2018年高速扩张的同时，仍然保持着较强的盈利能力，体现其公司管理运营能力稳定。
- **轻资产模式加快扩张进程，金字塔结构打造见成效，初中小学人数占比提高8pct。**枫叶教育自2012年实行轻资产模式以来学校扩张速度加快，截至2018年8月31日，共有学校82所（高中/初中/小学/幼儿园/外籍子女学校分别12/22/24/20/3所）。在FY2018新增的22所学校中（高中/初中/小学/幼儿园分别3/6/9/4所），12所属于租赁或分成的轻资产模式，8所学校属于收购自有，2所属于自建自有。截止2018年8月31日，入读学生总数为3.35万人，同比增长28.3%，其中62.2%来自于2017/2018学年新开学校，而余下增长来自现有学校。分阶段来看，高中占比27%，同比下降7pct，初中小学合计占比62%，同比上升8pct，幼儿园占比10%，基本保持不变。公司通过对小学和初中学校的布局，增加高中直属中学可容纳人数，提升高中入读预备以及降低向枫叶教育系统外招生需求的战略目标，打造金字塔的学生结构，形成优质生源输送，利于提高学校系统效率和公司长远发展。截至2018年9月30日，枫叶集团新增10所学校，学校总数为92所。截止2018年10月15日，2018/2019学年第一学期的入读学生人数为3.66万人，同比增长30.1%，预计2018/2019学年的入读人数会进一步增加。

图表 1: 枫叶教育 FY2018 新增学校汇总

城市	城市等级	模式	高中	初中	小学	学前	总计
大连	二线(新一线)	自有		1	1		2
陕西西安	二线(新一线)	分成	1				1
浙江湖州	三线	分成		1	1	1	3
山东潍坊	三线	分成		1	1	1	3
重庆梁平	二线(新一线)	租赁		1	1	1	3
江苏盐城	三线	分成			1		1
列治文(加拿大 BC 省)	-	租赁	1				1
深圳(收购)	一线	自有	1	1	1		3
海口并购项目(收购)	二线	自有		1	3	1	5
总计			3	6	9	4	22

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 2: 枫叶教育学生人数变化



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **看未来之公司增长点: 量价齐升, 收入多元化。**①轻资产模式持续扩张, 公司未来两年至少每年增加 10 所学校, 同时通过扩容, 低于 70%的利用率仍有较大提升空间。②学生结构呈金字塔形变化, 小学初中人数和收入占比持续提高, 扩大低年级招生, 将不断为高年级输送优质生源。③枫叶教育定价主要面向中产阶级, 作为国际学校, 目前整体的学费水平不高, 仍然存在着一定的提价空间。2018 年 9 月开学, 9 个校区学费有 11-38%不等幅度的提价(平均约 22%), 共计覆盖到 24 所学校, 新生新收费, 本轮大规模提价对未来三年整体客单价提升有一定保障。④非学费收入 FY18 占比 17%, 未来有望进一步提高至 30%。

投资建议

- ①我们认为民促法送审稿的精神在于规范, 而非限制或禁止, 多地政府表示出积极合作态度, 虽然未来 K9 部分仍有一定不确定性, 但总体来说国际教育市场仍是需求导向, 我们看好枫叶教育未来的发展; ②1115《意见》是针对幼儿园行业, 其他阶段的学校并未在《意见》涉及范围之内, 枫叶教育幼儿园收入占比不到 4%, 受到的影响较小; ③政策频发背景下, 枫叶 1120 公告拟于天津建设生态城枫叶学校, 以及多地新校扩张正在进行中,

体现其实际经营并未受到巨大冲击，仍然持续推进。我们预计公司 FY19-21 实现收入为 16.8/20.6/24.8 亿元人民币，归母净利润为 6.9/8.8/10.7 亿元，对应 PE 为 13/11/9x，维持买入评级，目标价 7 港元。

风险提示

■ 政策环境变化带来的风险：

- ①2018 年 11 月 15 日，国务院发布《关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》，对幼儿园行业做出严格限制，或对相关上市公司幼儿园业务发展产生负面影响，未来不得通过股票市场融资投资营利性幼儿园，不得通过发行股份或支付现金等方式购买营利性幼儿园资产。其他阶段的学校并未在《意见》涉及范围之内，而总体来说，小学初中部分仍存在一定政策不确定性，而高中及高校部分相对而言政策稳定性更强。
- ②2018 年 8 月 10 日发布的民促法送审稿引发了资本市场情绪上巨大的波动。我们认为《送审稿》精神本身主要目的在规范，而不在禁止，本意并非限制民办学校的发展。对于可以选择为营利性的学校而言，主要对税率和土地有影响——税率方面，这部分未来所得税率有可能会提升 10%左右，土地方面，若转为营利性学校需补交土地出让金，考虑多年折旧对公司利润影响较小。K9 义务教育阶段（小学和初中）只能选择非营利性，预计可以通过方案设计，进行管理服务相关的合作，利润以管理费的方式输出。但由于民促法送审稿之后的最终版本尚未落地，K9 部分可能会受到更强的监管，对相关 K9 公司造成一定影响，利润未来能否完全导出仍存不确定性，具体影响力度尚不明确。
- **扩张进程中遇到的不确定性风险：**①轻资产模式扩张速度或不及预期。②新开学校招生或不及预期。③扩张过程中优秀的教师、校长等人才或存在短缺风险。
- **留学签证政策收紧带来的风险：**如果未来美国对中国留学生政策的签证政策进一步收紧，存在影响到公司主要留学国家加拿大、澳洲、英国等国家针对中国留学生的相关政策的可能性，不排除会对公司产生一定负面影响。
- **递延收益相关风险：**幼儿园学费于每月月初预先交付，签署服务合同并提供服务后，收益会确认入账，一般情况下，外籍人员子女学校、小学、初中及高中于每学年或学期开始前预收学费及住宿费，初始入账为递延收益，学费及住宿费于试用课程的相关期内按比例确认入账，已向学生收取但尚未赚取的学费及住宿费部分会计入递延收益，并以流动负债表示，其他教育服务的收益于提供服务时确认入账。枫叶教育 FY2016-FY2018 营收增速略高于递延收益同期增速，通过观察港股其他教育公司，希望教育和新高教近年营收增速也高于同期递延收益增速，我们认为枫叶教育有可能是受到并表因素影响。

附录：三张报表预测摘要

综合财务状况表					综合收益表				
单位:百万					单位:百万				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3008	3747	4676	5899	营业额	1341	1680	2057	2481
现金及现金等价物	2221	2900	3854	4878	销售成本	717	868	1047	1251
交易用投资	363	363	363	363	毛利	624	811	1010	1231
应收款项	-	-	-	-	销售、一般性和行政开支	196	241	284	327
其他应收款	77	90	128	136	研究发展费用	-	-	-	-
存货	17	26	26	36	其他营业收入	-	-	-	-
非流动资产	2788	2904	3016	3141	EBITDA	558	851	1033	1226
可供出售投资	-	-	-	-	折旧和摊销	-	169	186	206
联营和共同控制实体的投资	-	-	-	-	EBIT	558	682	846	1020
投资物业	343	343	343	343	融资收入净额	-11	34	56	80
固定资产	2106	2217	2341	2481	分占联营和共同控制实体的溢利	-	-	-	-
在建工程	-	-	-	-	除所得税前溢利	548	716	902	1100
土地使用权	-	-	-	-	所得税开支	9	28	25	37
无形资产	205	210	197	183	除所得税后溢利	538	688	877	1063
总资产	5796	6652	7692	9041	非控制性股东应占溢利	-4	-6	-7	-9
流动负债	1867	2307	2683	3226	股息	-	167	212	257
短期借款	225	315	235	225	母公司股东应占溢利	543	694	884	1072
应付款项	-	-	-	-	EPS	0.18	0.23	0.30	0.36
预收账款	-	-	-	-					
其他	1642	1993	2449	3002	主要财务比率				
非流动负债	238	131	131	131	单位:百万				
长期借款	207	100	100	100	会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
其他	31	31	31	31	成长性				
负债合计	2104	2438	2814	3357	营业额增长率	23.8%	25.2%	22.5%	20.6%
股本	9	9	9	9	EBIT 增长率	24.5%	22.1%	24.1%	20.5%
储备	3642	3642	3642	3642	净利润增长率	30.1%	27.8%	27.4%	21.3%
保留溢利	-	527	1199	2014	盈利能力				
非控制性股东权益	40	35	27	19	EBIT/营业额	41.6%	40.6%	41.2%	41.1%
总权益	3692	4214	4878	5684	EBITDA/营业额	41.6%	50.6%	50.2%	49.4%
总负债和总权益	5796	6652	7692	9041	毛利率	46.5%	48.3%	49.1%	49.6%
					净利率	40.1%	41.0%	42.6%	42.8%
					ROE	14.9%	16.6%	18.2%	18.9%
					偿债能力				
					资产负债率	36.3%	36.7%	36.6%	37.1%
					流动比率	1.61	1.62	1.74	1.83
					速动比率	1.54	1.61	1.73	1.82
					营运能力				
					资产周转率	0.23	0.25	0.27	0.27
					应收帐款周转率	-	-	-	-
					应付帐款周转率	-	-	-	-
					存货周转率	40.77	40.77	40.77	40.77
					每股资料				
					每股收益	0.18	0.23	0.30	0.36
					每股经营现金流	0.25	0.37	0.50	0.52
					每股净资产	1.23	1.40	1.63	1.90
					估值比率(倍)				
					PE	17.16	13.42	10.54	8.69
					PB	2.55	2.23	1.92	1.64
					EV/EBITDA	16.14	7.66	5.30	3.62

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明:

买入: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上;
增持: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%;
中性: 预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%;
减持: 预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 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, 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。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考, 不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》, 本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用; 非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903
传真: 021-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn
邮编: 201204
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979
传真: 010-66216793
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn
邮编: 100053
地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378
传真: 0755-83830558
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 518000
地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7GH