

枫叶教育 (1317.HK)

业绩符合预期，新学年量价齐升

评级：买入(维持)

分析师：范欣悦

执业证书编号：S0740517080004

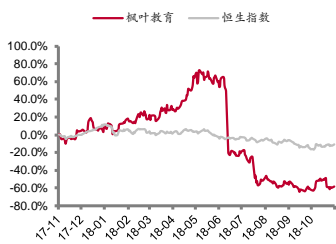
Email: fanxy@r.qizq.com.cn

研究助理：吴张爽

Email: wuzs@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2979
流通股本(百万股)	2979
市价(港元)	3.52
市值(百万港元)	10486
流通市值(百万港元)	10486

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1.FY18 半年报：业绩稳定，加速扩张
- 2.轻资产+收购多点开花，战略布局新市场

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1083	1341	1744	2250	2891
增长率 yoy%	31	24	30	29	29
净利润	410	543	676	866	1100
增长率 yoy%	33	32	25	28	27
每股收益(元)	0.14	0.18	0.23	0.29	0.37
每股现金流量	0.07	0.14	0.18	0.11	0.16
净资产收益率	16	15	17	18	20
P/E	21	16	13	10	8
PEG	0.6	0.5	0.5	0.4	0.3
P/B	3	2	2	2	2

备注：股价使用 2018 年 11 月 27 日收盘价。

投资要点

- **事件：** FY18 公司实现收入 13.41 亿元、同增 23.8%，净利润 5.38 亿元、同增 30.1%，经调整净利润 6 亿元、同增 40.2%，每股收益 0.19 元，符合预期。拟派息每股 5.1 港仙。
- **点评：**
- **学费收入中小学和初中占比提升。** FY18 公司收入 13.41 亿元，其中学费收入 11.09 亿元、同增 26.3%，收入占比进一步提升至 82.7%。学费收入中，高中学校占比下降，小学和初中占比提升，主要是 FY18 新开 6 所初中及 9 所小学所致。
- **加速扩张致毛利率下滑，管理费用控制良好。** 毛利率下降 3.3pct 至 46.5%，主要是 FY18 加速扩张（2017/18 学年开始时新增 22 所学校）导致使用率下滑所致。管理费用率降低 2.7pct 至 11.6%，销售费用率提高 0.3pct 至 3.0%。
- **汇兑收益增厚利润，净利率有所提升。** FY18 公司实现汇兑收益净额约 3175 万元，显著增厚利润。实现净利润 5.38 亿元，净利率 40.1% (+1.9pct)。经调整净利润 6.0 亿元，经调整净利率 44.74% (+5.23pct)。
- **旗下学校网络继续扩大。** 截至 FY18 末，集团在中国及加拿大的 21 个城市，合计拥有 82 所学校，较去年同期新增 22 所，其中高中 13 所、初中 22 所、小学 24 所、幼儿园 20 所、外籍人员子女学校 3 所。截至 2018 年 9 月 30 日，又新增襄阳、武汉、盐城的 10 所学校，集团旗下学校总数实际达到 92 所。
- **学生规模进一步提升。** 2017/18 学年，集团旗下学校在读学生人数 3.35 万人、同增 28.3%，在读学生增量中约 62.2% 来自新开学校，其他来自存量学校。在读学生中小学占比明显提升，高中占比下滑。2018/19 上半学年（截至 2018 年 10 月 15 日）在读学生人数达 3.66 万人，同增 30.1%，一般下半学年会有插班生，预计学生人数将进一步增加。
- **投资建议：** FY18 是公司的加速扩张期，业绩符合预期。轻资产+并购双轮驱动，扩张按部就班，为后续内生增长创造条件。2018/19 上半学年招生情况良好，下半学年插班生将进一步提升学生规模，23 个校区提价将带动平均学费提升。预计 2019/20/21 财年每股收益为 0.23/0.29/0.37 元人民币，或 0.27/0.34/0.43 港元，对应估值 13/10/8 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：** K12 民办学校、幼儿园的政策风险；招生人数及学费提价不达预期。

内容目录

事件	- 3 -
点评	- 3 -
展望	- 8 -
投资建议	- 8 -
风险提示	- 8 -

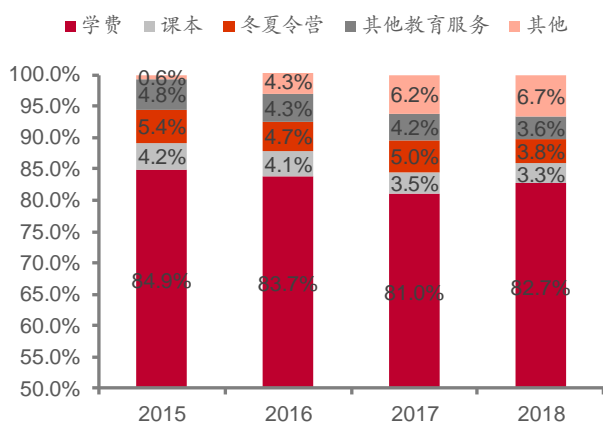
事件

- FY18 公司实现收入 13.41 亿元、同增 23.8%，净利润 5.38 亿元、同增 30.1%，经调整净利润 6 亿元、同增 40.2%，每股收益 0.19 元，符合预期。拟派息每股 5.1 港仙。

点评

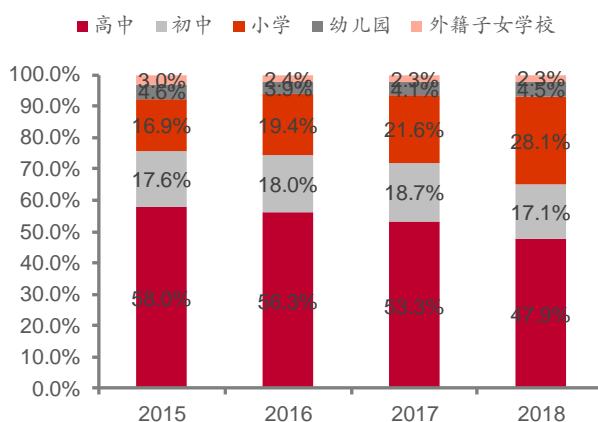
- 学费收入中小学和初中占比提升。FY18 公司收入 13.41 亿元，其中学费收入 11.09 亿元、同增 26.3%，收入占比进一步提升至 82.7%。学费收入中，高中学校占比下降，小学和初中占比提升，主要是 FY18 新开 6 所初中及 9 所小学所致。

图表 1: 集团收入结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

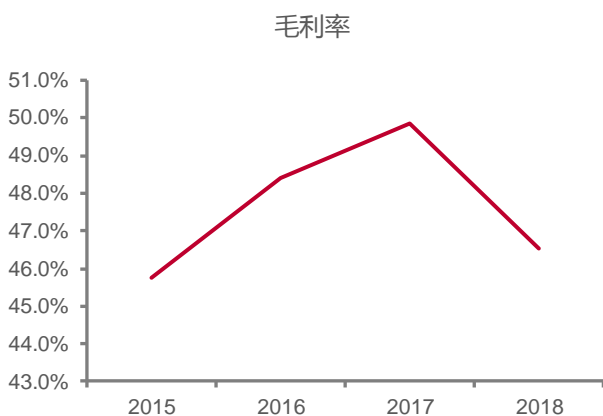
图表 2: 学费收入结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

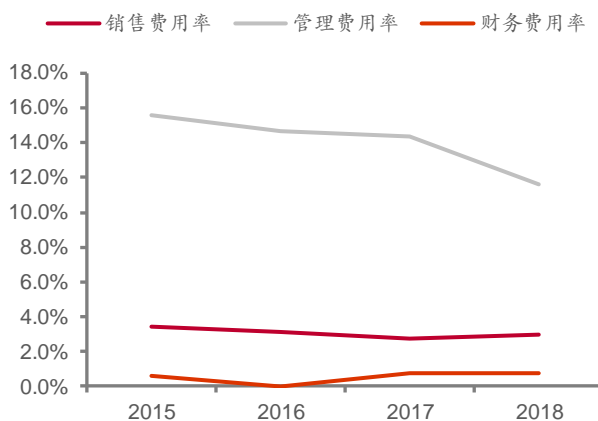
- 加速扩张致毛利率下滑，管理费用控制良好。毛利率下降 3.3pct 至 46.5%，主要是 FY18 加速扩张（2017/18 学年开始时新增 22 所学校）导致使用率下滑所致。管理费用率降低 2.7pct 至 11.6%，销售费用率提高 0.3pct 至 3.0%。

图表 3: 毛利率情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

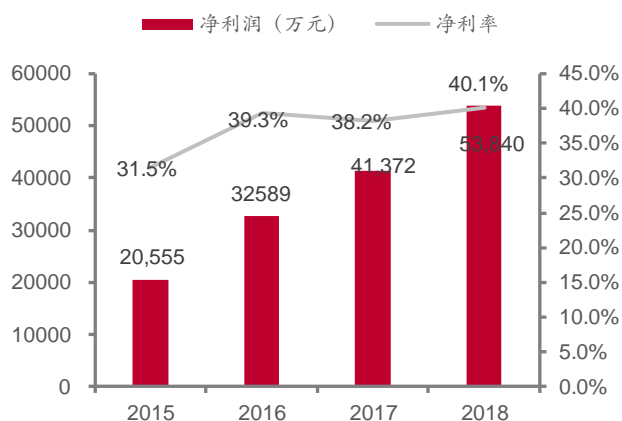
图表 4: 期间费用率情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

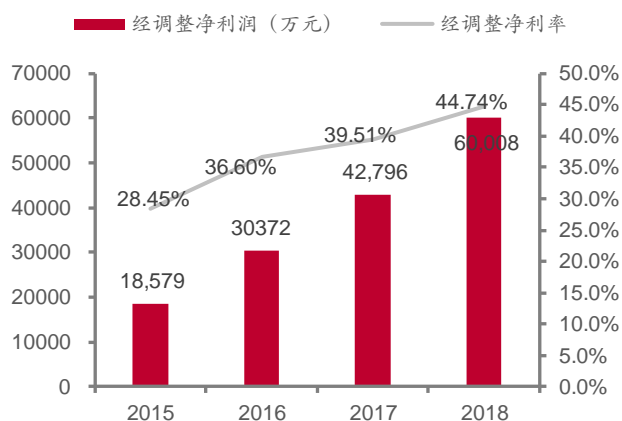
- 汇兑收益增厚利润，净利率有所提升。FY18 公司实现汇兑收益净额约 3175 万元，显著增厚利润。实现净利润 5.38 亿元，净利率 40.1% (+1.9pct)。经调整净利润 6.0 亿元，经调整净利率 44.74% (+5.23pct)。

图表 5: 净利润及净利率



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 6: 经调整净利润及净利率



来源：公司公告，中泰证券研究所

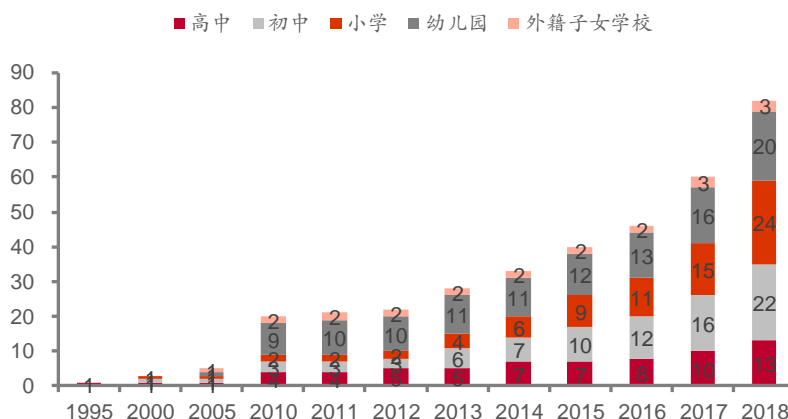
- 截至 FY18 末，公司在中国及加拿大的 21 个城市，合计拥有 82 所学校，较去年同期新增 22 所，其中高中 13 所、初中 22 所、小学 24 所、幼儿园 20 所、外籍人员子女学校 3 所。截至 2018 年 9 月 30 日，又新增襄阳、武汉、盐城的 10 所学校，集团旗下学校总数实际达到 92 所。

图表 7: 截至 2018 年 9 月 30 日集团旗下学校情况

城市	开学时间	模式	预计容量	高中	初中	小学	学前	外籍	总计
大连	1995/96	自有	8680	1	2	2	9	1	15
湖北武汉	Aug-07	自有	4400	1	1	1	1	1	5
天津(泰达)	Sep-08	自有	4500	1	1	1	1		4
重庆	Oct-09	自有	3300	1	1	1	1		4
江苏镇江	Dec-11	自有	1600	1	1	1			3
河南洛阳	2012/13	分成	2700	1	1	1			3
内蒙古鄂尔多斯	2012/13	无偿	1100		1	1	1		3
上海	2013/14	自有	2000	1	1				2
河南平顶山	2014/15	自有	1200		1	1	1		3
天津(华苑)	2014/15	租赁	1600		1	1			2
湖北荆州	2015/16	自有	1500		1	1			2
浙江义乌	2015/16	自有	1600	1	1	1		1	4
浙江平湖	2016/17	自有	2000		1	1	1		3
陕西西安	2016/17	分成	1275	1	1	1	1		4
江苏淮安	2016/17	租赁	700		1	1			2
甘露(加拿大 BC 省)	2016/17	租赁	80	1					1
海口	2016/17	自有	3300	1	1	1	1		4
浙江湖州	2017/18	租赁	2150		1	1	1		3
山东潍坊	2017/18	分成	2100		1	1	1		3
重庆梁平	2017/18	租赁	1500		1	1	1		3
江苏盐城	2017/18	分成	2400	1	1	1			3
列治文(加拿大 BC 省)	2017/18	租赁	80	1					1
深圳	2017/18	租赁	1500	1	1	1			3
海口并购项目	2018/19	自有	3000		1	3	1		5
襄阳并购项目	2018/19	自有+租赁	2000				7		7
总计			56265	14	23	24	28	3	92

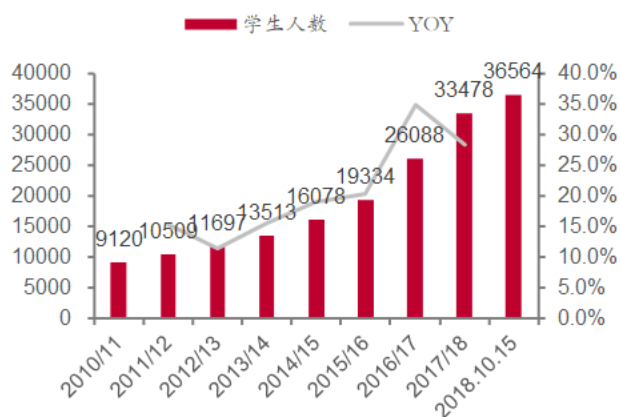
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

注: 标红部分为 FY18 新增学校情况(其中大连新增小学、初中各 1 所), 标黄部分为 18 年 9 月 30 日前新增学校情况。

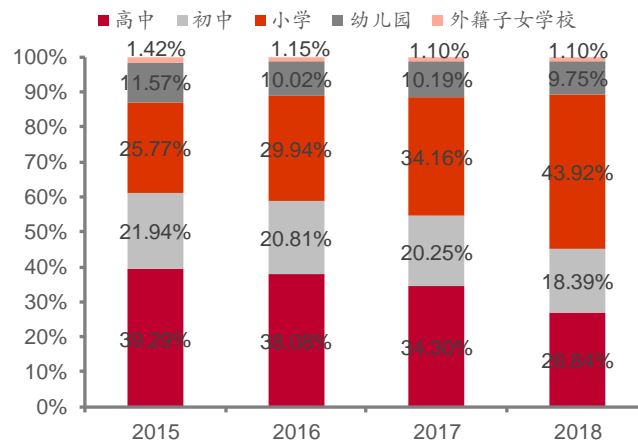
图表 8: 集团旗下学校结构


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 学生规模进一步提升。**2017/18 学年, 集团旗下学校在读学生人数 3.35 万人、同增 28.3%, 在读学生增量中约 62.2%来自新开学校, 其他来自存量学校。在读学生中小学占比明显提升, 高中占比下滑。2018/19 上半学年(截至 2018 年 10 月 15 日)在读学生人数达 3.66 万人, 同增 30.1%, 一般下半学年会有插班生, 预计学生人数将进一步增加。

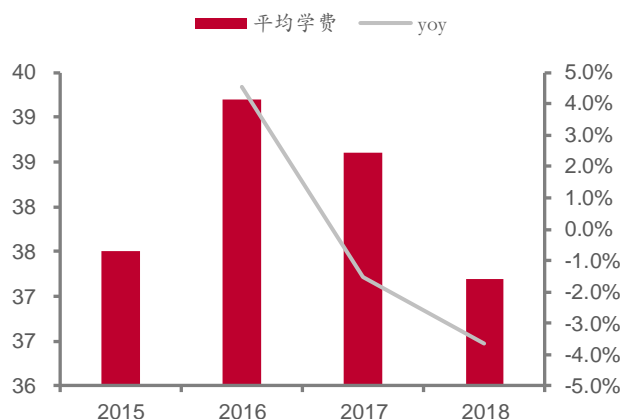
图表 9: 学生人数及增速


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 10: 学生结构情况


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 平均学费有所下滑, 新学年 23 个校区提价。**FY18 平均学费小幅下滑 3.6%至 3.7 万元, 主要是新并购的海口学校学费水平较低且学生人数占比较大所致。2018/19 学年, 共计有 23 个校区上调学费, 提价幅度在 11%-38%。

图表 11: 平均学费 (千元) 及增速


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

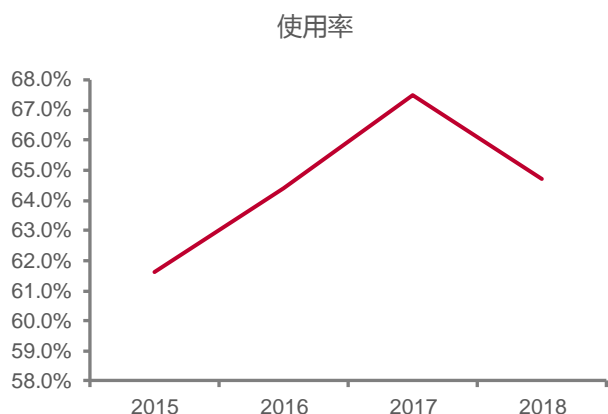
图表 12: 2018/19 学年各校区学费提价幅度

学校	小学	初中	高中	外籍子女
大连	17%		25%	23%
天津泰达			27%	
天津华苑	20%	11%		
镇江	18%	17%	25%	
洛阳	28%	19%	20%	
鄂尔多斯	22%	38%		
重庆	27%	17%	20%	
武汉	21%	15%	25%	23%
荆州	22%	19%		

来源: 公司官网, 中泰证券研究所

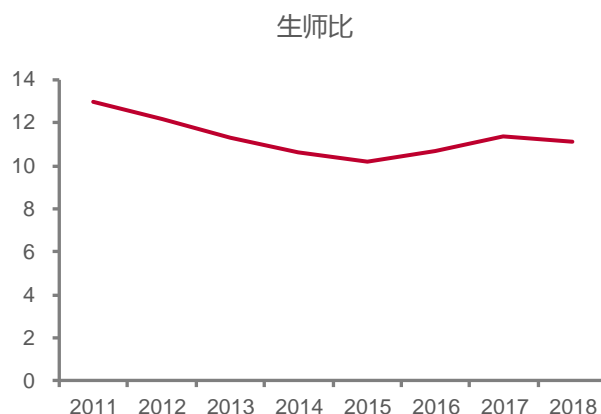
- 使用率有所下降, 生师比略有下滑。** FY18 公司加速扩张, 新增学校 22 所, 增加超过 1.3 万个床位/座位, 容量同增 33.8%, 使用率下降 2.8pct 至 64.7%。截至 2017/18 学年末, 集团拥有 2955 名教师, 其中 397 名为 BC 省认证教师, 生师比 11.1: 1, 较去年同期 11.4:1 略有下滑。

图表 13: 学校使用率情况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 14: 学校生师比情况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

展望

- **存量学校扩容。**天津学校扩容已完工, 预计新增容量 1000 人。武汉学校已于 2018 年 9 月 30 日全面使用, 此前已完成新增教学楼建设, 预计在 2020/21 学年开始时, 将新增容量 1000 人。
- **持续新设学校。**截至 2018 年 9 月 30 日, 公司于湖北襄阳、武汉、江苏盐城新开设 10 所学校, 旗下学校数量增至 92 所。计划于 2019 年 2 月在澳大利亚南澳大学奥森湖校区开设 1 所高中。其中, 襄阳 7 所幼儿园为公司收购获得, 目前拥有在校生约 1380 名, 位于襄阳的小学预期于 2019 年 9 月开学, 与当地政府合作运营。

图表 15: 新建学校计划

地区	学校数量	类别	预计可容纳人数	模式	开学时间
湖北襄阳	7	幼儿园	2000	收购	2018.9
湖北武汉	1	幼儿园	100	自有	2018.9
江苏盐城	2	高中及初中	1650	分成	2018.9
澳大利亚	1	高中	500	租赁	2019.2

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **平均学费提高。**FY19 大连、武汉、重庆学校等 23 个校区上调学费。

投资建议

- FY18 是公司的加速扩张期, 业绩符合预期。轻资产+并购双轮驱动, 扩张按部就班, 为后续内生增长创造条件。2018/19 上半学年招生情况良好, 下半学年插班生将进一步提升学生规模, 23 个校区提价将带动平均学费提升。预计 2019/20/21 财年每股收益为 0.23/0.29/0.37 元人民币, 或 0.27/0.34/0.43 港元, 对应估值 13/10/8 倍。维持“买入”评级。

风险提示

- K12 民办学校、幼儿园的政策风险; 招生人数及学费提价不达预期。

图表 4: 集团主要财务数据及盈利预测 (单位: 人民币百万元)

利润表(百万)						资产负债表(百万)					
	FY2017	FY2018	FY2019F	FY2020F	FY2021F		FY2017	FY2018	FY2019F	FY2020F	FY2021F
营业收入	1,083	1,341	1,744	2,250	2,891	货币资金	1,649	2,221	2,555	3,039	3,941
营业成本	543	717	931	1,191	1,512	存货	18	17	22	28	98
毛利率	49.84%	46.53%	46.64%	47.08%	47.71%	其他流动资产	77	553	494	543	602
其他收入	45	54	66	73	84	流动资产	1,744	2,790	3,071	3,610	4,640
销售费用	30	40	50	63	81	固定资产	1,814	2,106	2,684	3,137	3,629
营业费用率	2.73%	2.98%	2.88%	2.78%	2.78%	无形资产	7	39	7	7	7
管理费用	155	156	201	259	332	其他长期资产	851	861	813	798	780
管理费用率	14.35%	11.60%	11.50%	11.50%	11.50%	非流动资产	2,673	3,006	3,504	3,942	4,417
财务费用	8	11	9	6	3	资产总计	4,417	5,796	6,575	7,552	9,057
财务费用率	0.73%	0.79%	0.54%	0.25%	0.11%	短期借款	117	225	172	65	65
利润总额	441	548	684	877	1,115	应付账款	383	399	519	670	861
所得税	27	9	12	15	19	其他流动负债	1,067	1,243	1,597	2,042	2,605
所得税率	6.11%	1.73%	1.73%	1.73%	1.73%	流动负债	1,566	1,867	2,289	2,776	3,531
少数股东损益	3	-4	-4	-4	-4	长期负债	307	207	158	60	60
归属于母公司股东的净利润	410	543	676	866	1,100	其他长期负债	42	31	36	32	33
净利率	37.90%	40.47%	38.78%	38.50%	38.06%	非流动性负债	349	238	194	92	93
摊薄每股收益(元)	0.14	0.18	0.23	0.29	0.37	负债合计	1,915	2,104	2,482	2,868	3,623
						股本	9	9	9	9	9
						资本公积	2,421	3,642	4,047	4,643	5,397
						股东权益合计	2,502	3,692	4,093	4,684	5,433
						少数股东权益	72	40	36	31	27
						负债股东权益总计	4,417	5,796	6,575	7,552	9,056
						比率分析					
							FY2017	FY2018	FY2019F	FY2020F	FY2021F
						增长率 (%)					
						营业收入	30.5	23.8	30.0	29.0	28.5
						净利润	33.5	32.2	24.6	28.1	27.0
						利润率 (%)					
						毛利率	49.8	46.5	46.6	47.1	47.7
						净利率	37.9	40.5	38.8	38.5	38.1
						回报率 (%)					
						净资产收益率	16.4	14.7	16.5	18.5	20.3
						总资产收益率	9.4	9.4	10.3	11.5	12.2
						其他 (%)					
						资产负债率	43.4	36.3	37.8	38.0	40.0
						所得税率	6.1	1.7	1.7	1.7	1.7
						股利支付率	43.3	49.9	40.0	40.0	40.0

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 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 (另有说明的除外)。		

分析师承诺:

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:

- 1、本报告所述所有观点仅代表个人对上述港股、美股等海外市场及其证券的个人理解。
- 2、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, 同时在此承诺, 在执业过程中, 谨守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则。
- 3、本人承诺所有报告内容及研究观点均恪守独立、客观原则, 并保证报告内容及研究观点所采用数据均来自公开、权威、合规渠道。
- 4、本人承诺由本人出具的本报告中的内容或观点, 不会直接或间接地收到任何形式的补偿, 并且不存在任何形式的利益关联。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。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。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，并仅限中国内地使用。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。