

## 办学质量稳步提升，在校生人数持续增长

### ——枫叶教育 (1317.HK) 2018 年度业绩点评

海外公司简报

#### ◆收入略低于预期，利润超预期

2018 年公司营收 13.41 亿元，同比增长 23.8%，略低于市场预期，主要由于收购海南学校学费较低且学生人数占比较大所致，生均学费由 17 年 3.86 万小幅下降至 3.72 万。整体来看，高中阶段收入 5.3 亿元，占比由去年同期的 43.2% 下降至 39.6%，初中及小学的学费比例各自有所上升，主要由于 17/18 学年新开的六所初中及九所小学贡献收益所致。该情况与公司增加中学可容纳人数、提高高中入读预备及降低向枫叶教育系统外招生需求的战略目标一致。毛利率由 17 年 49.8% 下降至 46.5%，主要因学校快速扩张导致使用率由 17 年 68% 下降至 18 年 65%，教师成本占比提升所致。净利润 5.4 亿元，同比增长 30%，超市场预期。净利率从去年同期的 38.2% 上升至 40.1%，主要由于管理费率的降低所致。

#### ◆办学质量稳步提升，在校生人数持续增长

17/18 学年，公司 68% 高中毕业生升入枫叶百强大学，较 16/17 学年提高了 12 个百分点；17/18 学年，99 名学生被全球前 10 名大学录取，同比增长 115%，办学质量稳步提升。截至 2018 年 8 月 31 日公司在校生人数达 33,478 人，同比增长 28.3%，其中 62.2% 来自于 17/18 学年新开学校；整体使用率约 64.7%，内生增长仍有较大空间。

截至 2018 年 10 月 15 日，公司在校生人数达 36,564 人，同比增长 30.11%，根据公司计划 2020 年在校生人数将达到 46,000 人，品牌影响力的持续提升带来在校生人数的稳定增长。我们认为公司拥有优质的办学质量，旗下学校的升学率不断提升将逐步强化公司品牌形象，吸引更多优秀学生，从而形成正反馈，重申公司办学模式具有较强可复制性的观点。

#### ◆维持“买入”评级，下调目标价至 5.80 港元/股

考虑到公司需要一定时间去提升所收购学校的盈利状况，以及中小学人数占比逐步提升，我们下调公司 19/20/21 年收入至 1,623、1,975、2,343 百万人民币，同比分别增长 21%、22%、19%；略微下调净利润分别为 659、836、1,002 百万元，同比分别增长 22%、27%、20%；基于绝对估值，下调目标价至 5.8 港元，对应 19 年 25x PE。我们仍然看好公司长期稳定发展，维持“买入”评级。

#### ◆风险提示：教学质量下滑、教育政策变动、盈利不达预期

##### 业绩预测和估值指标

| 指标           | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万人民币) | 1,083  | 1,341  | 1,623  | 1,975  | 2,343  |
| 营业收入增长率      | 30.54% | 23.83% | 21.01% | 21.68% | 18.63% |
| 净利润 (百万人民币)  | 414    | 538    | 659    | 836    | 1,002  |
| 净利润增长率       | 34.52% | 30.14% | 22.32% | 26.98% | 19.77% |
| EPS (港元)     | 0.17   | 0.21   | 0.25   | 0.32   | 0.38   |
| P/E          | 27     | 20     | 16     | 14     | 11     |
| ROE          | 16.41% | 19.20% | 20.44% | 22.46% | 23.16% |

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 11 月 28 日

## 买入 (维持)

当前价/目标价：3.48/5.80 港元

### 分析师

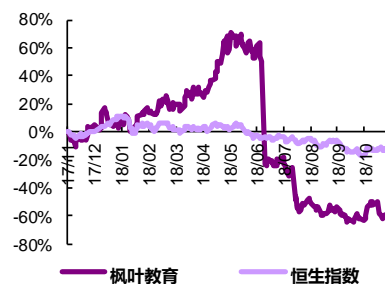
曹天宇 (执业证书编号：S0930517110001)  
021-52523693  
[caoty@ebsec.com](mailto:caoty@ebsec.com)

秦波 (执业证书编号：S0930514060003)  
021-52523839  
[qinbo@ebsec.com](mailto:qinbo@ebsec.com)

### 市场数据

总股本(亿股)：29.79  
总市值(亿港元)：103.68  
一年最低/最高(港元)：3.1-7.63  
近 3 月换手率：61.7%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

| %  | 一个月 | 三个月   | 十二个月  |
|----|-----|-------|-------|
| 相对 | 0.9 | -16.4 | -9.1  |
| 绝对 | 8.4 | -22.5 | -19.2 |

| 利润表 (百万元)   | 2017         | 2018         | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b> | <b>1,083</b> | <b>1,341</b> | <b>1,623</b> | <b>1,975</b> | <b>2,343</b> |
| 营业成本        | -543         | -717         | -833         | -977         | -1,195       |
| 销售费用        | -30          | -40          | -48          | -59          | -70          |
| 管理费用        | -155         | -156         | -162         | -197         | -211         |
| 其他经营净收益     | 94           | 130          | 130          | 158          | 187          |
| <b>营业利润</b> | <b>449</b>   | <b>559</b>   | <b>709</b>   | <b>900</b>   | <b>1,054</b> |
| 财务费用        | -8           | -11          | -16          | -20          | 0            |
| <b>税前收入</b> | <b>441</b>   | <b>548</b>   | <b>693</b>   | <b>880</b>   | <b>1,054</b> |
| 税收支出        | -27          | -9           | -35          | -44          | -53          |
| <b>净利润</b>  | <b>414</b>   | <b>538</b>   | <b>659</b>   | <b>836</b>   | <b>1,002</b> |
| 少数股东损益      | 3            | -4           | 0            | 0            | 0            |
| 归属母公司净利润    | 410          | 543          | 659          | 836          | 1,002        |

| 资产负债表 (百万元)    | 2017         | 2018E        | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>总资产</b>     | <b>4,417</b> | <b>5,095</b> | <b>5,874</b> | <b>6,803</b> | <b>7,950</b> |
| 货币资金           | 1,649        | 2,170        | 2,759        | 3,507        | 4,489        |
| 存货             | 18           | 23           | 27           | 33           | 39           |
| 应收账款与票据        | 77           | 95           | 115          | 140          | 166          |
| 按公允价值计入损益的金融资产 | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 已抵押银行存款        | 245          | 245          | 245          | 245          | 245          |
| 固定资产           | 1,814        | 1,949        | 2,115        | 2,264        | 2,398        |
| 无形资产           | 68           | 68           | 68           | 68           | 68           |
| 预付租赁款项         | 204          | 204          | 204          | 204          | 204          |
| 其他长期资产         | 342          | 342          | 342          | 342          | 342          |
| <b>总负债</b>     | <b>1,915</b> | <b>2,268</b> | <b>2,652</b> | <b>3,079</b> | <b>3,625</b> |
| 短期借款           | 117          | 117          | 117          | 117          | 117          |
| 递延收入-流动负债      | 1,008        | 1,210        | 1,452        | 1,742        | 2,091        |
| 应付负债及其他应付款项    | 441          | 592          | 734          | 870          | 1,068        |
| 长期借款           | 307          | 307          | 307          | 307          | 307          |
| 其他长期负债         | 42           | 42           | 42           | 42           | 42           |
| <b>股东权益</b>    | <b>2,502</b> | <b>2,827</b> | <b>3,222</b> | <b>3,724</b> | <b>4,325</b> |
| 股本             | 9            | 9            | 9            | 9            | 9            |
| 储备             | 2,421        | 2,746        | 3,142        | 3,643        | 4,244        |

| 现金流量表 (百万元)      | 2017        | 2018E       | 2019E       | 2020E        | 2021E        |
|------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| <b>经营活动现金流</b>   | <b>699</b>  | <b>737</b>  | <b>854</b>  | <b>1,030</b> | <b>1,268</b> |
| 净利润              | 410         | 543         | 659         | 836          | 1,002        |
| 折旧、摊销            | 59          | 66          | 78          | 88           | 101          |
| 其他非现金调整          | 35          | -40         | 50          | 19           | 17           |
| 非现金营运资本变动        | 194         | 167         | 67          | 87           | 148          |
| <b>投资活动产生现金流</b> | <b>-564</b> | <b>-201</b> | <b>-243</b> | <b>-237</b>  | <b>-234</b>  |
| 固定及无形资产变动        | -229        | -201        | -243        | -237         | -234         |
| 长期投资净变动          | 2           | 0           | 0           | 0            | 0            |
| 其他投资活动           | -337        | 0           | 0           | 0            | 0            |
| <b>融资活动现金流</b>   | <b>282</b>  | <b>-15</b>  | <b>-21</b>  | <b>-44</b>   | <b>-52</b>   |
| 债务变动             | 433         | 202         | 242         | 290          | 348          |
| 股本变动             |             |             |             |              |              |
| 支付的股利合计          | -140        | -217        | -263        | -335         | -401         |
| 其他筹资活动产生的现金流量    | -11         | 0           | 0           | 0            | 0            |
| <b>净现金流</b>      | <b>417</b>  | <b>520</b>  | <b>589</b>  | <b>749</b>   | <b>982</b>   |

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

| 关键指标                         | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力 (%YoY)</b>           |      |      |       |       |       |
| 收入增长率                        | 31%  | 24%  | 21%   | 22%   | 19%   |
| 净利润增长率                       | 35%  | 30%  | 22%   | 27%   | 20%   |
| EBITDA 增长率                   | 37%  | 23%  | 26%   | 25%   | 17%   |
| EBIT 增长率                     | 38%  | 24%  | 27%   | 27%   | 17%   |
| <b>估值指标</b>                  |      |      |       |       |       |
| PE                           | 20   | 16   | 14    | 11    | 9     |
| PB                           | 3.3  | 3.2  | 2.9   | 2.5   | 2.2   |
| EV/EBITDA                    | 21.7 | 17.4 | 13.5  | 10.6  | 8.6   |
| EV/EBIT                      | 10.4 | 9.3  | 8.1   | 7.1   | 6.7   |
| <b>盈利能力 (%)</b>              |      |      |       |       |       |
| 毛利率                          | 50%  | 47%  | 49%   | 51%   | 49%   |
| EBITDA 率                     | 47%  | 47%  | 49%   | 50%   | 49%   |
| EBIT 率                       | 41%  | 42%  | 44%   | 46%   | 45%   |
| 税前净利润率                       | 41%  | 41%  | 43%   | 45%   | 45%   |
| 税后净利润率 (归属母公司)               | 38%  | 40%  | 41%   | 42%   | 43%   |
| ROA                          | 9%   | 11%  | 11%   | 12%   | 13%   |
| ROE (归属母公司) (摊薄)             | 16%  | 19%  | 20%   | 22%   | 23%   |
| <b>偿债能力</b>                  |      |      |       |       |       |
| 流动比率                         | 1.1  | 1.2  | 1.3   | 1.3   | 1.4   |
| 速动比率                         | 1.1  | 1.2  | 1.2   | 1.3   | 1.4   |
| <b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b> |      |      |       |       |       |
| EPS(人民币元)                    | 0.15 | 0.19 | 0.22  | 0.28  | 0.34  |
| EPS(港元)                      | 0.17 | 0.21 | 0.25  | 0.32  | 0.38  |
| 每股红利(人民币元)                   | 0.05 | 0.08 | 0.09  | 0.11  | 0.13  |

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

| 评级  | 说明  |
|-----|---|
| 买入  | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;                          |
| 增持  | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;                        |
| 中性  | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;                  |
| 减持  | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;                        |
| 卖出  | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;                          |
| 无评级 | 因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, 致使无法给出明确的投资评级。 |

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 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。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机: 021-22169999 传真: 021-22169114、22169134

| 机构业务总部 | 姓名  | 办公电话          | 手机                      | 电子邮件                    |
|--------|-----|---------------|-------------------------|-------------------------|
| 上海     | 徐硕  | 021-52523543  | 13817283600             | shuoxu@ebsecn.com       |
|        | 李文渊 |               | 18217788607             | liwenyuan@ebsecn.com    |
|        | 李强  | 021-52523547  | 18621590998             | liqiang88@ebsecn.com    |
|        | 罗德锦 | 021-52523578  | 13661875949/13609618940 | luodj@ebsecn.com        |
|        | 张弓  | 021-52523558  | 13918550549             | zhanggong@ebsecn.com    |
|        | 黄素青 | 021-22169130  | 13162521110             | huangsuqing@ebsecn.com  |
|        | 邢可  | 021-22167108  | 15618296961             | xingk@ebsecn.com        |
|        | 李晓琳 | 021-52523559  | 13918461216             | lixiaolin@ebsecn.com    |
|        | 郎珈艺 | 021-52523557  | 18801762801             | dingdian@ebsecn.com     |
|        | 余鹏  | 021-52523565  | 17702167366             | yupeng88@ebsecn.com     |
|        | 丁点  | 021-52523577  | 18221129383             | dingdian@ebsecn.com     |
|        | 郭永佳 |               | 13190020865             | guoyongjia@ebsecn.com   |
|        | 北京  | 郝辉            | 010-58452028            | 13511017986             |
| 梁晨     |     | 010-58452025  | 13901184256             | liangchen@ebsecn.com    |
| 吕凌     |     | 010-58452035  | 15811398181             | lvling@ebsecn.com       |
| 郭晓远    |     | 010-58452029  | 15120072716             | guoxiaoyuan@ebsecn.com  |
| 张彦斌    |     | 010-58452026  | 15135130865             | zhangyanbin@ebsecn.com  |
| 鹿舒然    |     | 010-58452040  | 18810659385             | pangsr@ebsecn.com       |
| 黎晓宇    |     | 0755-83553559 | 13823771340             | lix1@ebsecn.com         |
| 张亦潇    |     | 0755-23996409 | 13725559855             | zhangyx@ebsecn.com      |
| 深圳     | 王渊锋 | 0755-83551458 | 18576778603             | wangyuanfeng@ebsecn.com |
|        | 张靖雯 | 0755-83553249 | 18589058561             | zhangjingwen@ebsecn.com |
|        | 苏一耘 |               | 13828709460             | suyy@ebsecn.com         |
|        | 常密密 |               | 15626455220             | changmm@ebsecn.com      |
|        | 陶奕  | 021-52523546  | 18018609199             | taoyi@ebsecn.com        |
| 国际业务   | 梁超  | 021-52523562  | 15158266108             | liangc@ebsecn.com       |
|        | 金英光 |               | 13311088991             | jinyg@ebsecn.com        |
|        | 王佳  | 021-22169095  | 13761696184             | wangjia1@ebsecn.com     |
|        | 郑锐  | 021-22169080  | 18616663030             | zh Rui@ebsecn.com       |
|        | 凌贺鹏 | 021-22169093  | 13003155285             | linghp@ebsecn.com       |
|        | 周梦颖 | 021-52523550  | 15618752262             | zhoumengying@ebsecn.com |
|        | 戚德文 | 021-52523708  | 18101889111             | qidw@ebsecn.com         |
|        | 安玲娴 | 021-52523708  | 15821276905             | anlx@ebsecn.com         |
|        | 张浩东 | 021-52523709  | 18516161380             | zhanghd@ebsecn.com      |
|        | 吴冕  | 0755-23617467 | 18682306302             | wumian@ebsecn.com       |
| 私募业务部  | 吴琦  | 021-52523706  | 13761057445             | wuqi@ebsecn.com         |
|        | 王舒  | 021-22169419  | 15869111599             | wangshu@ebsecn.com      |
|        | 傅裕  | 021-52523702  | 13564655558             | fuyu@ebsecn.com         |
|        | 王婧  | 021-22169359  | 18217302895             | wangjing@ebsecn.com     |
|        | 陈潞  | 021-22169146  | 18701777950             | chenlu@ebsecn.com       |
|        | 王涵洲 |               | 18601076781             | wanghanzhou@ebsecn.com  |