

买入 (维持)

1317.HK 枫叶教育

目标价: 5.37 港元

展望中期业绩保持高增长

预期升幅: 21.8%

2016年03月11日

市场数据

报告日期	2016.3.11
收盘价(港元)	4.41
总股本(亿股)	13.6
总市值(亿港元)	60.0
净资产(亿元)	18.2
总资产(亿元)	18.3
每股净资产(元)	1.35

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(千元)	652,984	834,022	1,087,372	1,318,671
同比增长(%)	20.9%	27.7%	30.4%	21.3%
净利润(千元)	205,546	256,917	335,489	447,991
同比增长(%)	113.4%	23.1%	32.3%	33.4%
毛利率(%)	48.0%	47.5%	49.0%	49.0%
净利润率(%)	31.5%	30.8%	30.9%	34.0%
净资产收益率(%)	11.3%	12.4%	13.8%	15.5%
基本EPS(元)	0.15	0.19	0.25	0.34

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

相关报告

枫叶教育(1317.HK)电话会议摘要 20151019
 枫叶教育(1317.HK)2015年度业绩点评 20151127
 枫叶教育(1317.HK)深度报告《国际教育龙头,内增、外延、轻资产加速扩张》20151208
 枫叶教育(1317.HK)跟踪报告《“五五规划”逐步落地,高速增长可持续》20160106

海外 TMT 行业研究

分析师: 杨耀波
 yangyaobo@xyzq.com.cn
 SFC:BEJ406
 SAC: S0190516020002

投资要点

- **事件:** 实地考察了大连校区并与管理层进行交流。
- **我们的观点:** 重申 2015 年 12 月 8 日发布的【深度报告】以及 2016 年 1 月 6 日发布的【跟踪报告】中的推荐逻辑,我们认为枫叶教育的高速成长将会持续,市场份额大概率会进一步提高,将继续稳占中国国际学校龙头地位。枫叶的品牌价值在全国范围内已经具有相当的号召力,保证了其自主的定价能力和对现金周期的把控。我们继续看好公司内增、外延以及轻资产运营的扩张模式,预计未来 3 年收入及利润高速增长可持续。我们维持原有的盈利预测和买入评级,并上调目标价至 5.37 港元,对应 2016 年 23 倍 PE。
- **插班生人数略低于预期,但仍超额完成今年招生目标:** 今年春节过后的净插班生人数在 1300-1500 人之间,略低于我们前期预期的 2000 人,我们认为这与年初开学时候大幅超额完成招生目标有一定关系。
- **展望中期业绩,预计保持高增长:** 公司中报将在 4 月份公布,我们预计收入和利润保持高速增长的趋势,同比增长分别应该在 25%以上和 70%以上。
- **风险提示:** 未来可能出现教育政策变动、中国经济发展下滑、国际教育未来需求等因素,会对公司后续的扩张计划以及招生计划形成负面影响。

报告正文

- **我们的观点：**重申 2015 年 12 月 8 日发布的【深度报告】以及 2016 年 1 月 6 日发布的【跟踪报告】中的推荐逻辑，我们认为枫叶教育的高速成长将会持续，市场份额大概率会进一步提高，将继续稳占中国国际学校龙头地位。枫叶的品牌价值在全国范围内已经具有相当的号召力，保证了其自主的定价能力和对现金周期的把控。我们继续看好公司内增、外延以及轻资产运营的扩张模式，预计未来 3 年收入及利润高增速可持续。我们维持原有的盈利预测和买入评级，并上调目标价至 5.37 港元，对应 2016 年 23 倍 PE。
- **插班生人数略低于预期，但仍超额完成今年招生目标：**今年春节过后的净插班生人数在 1300-1500 人之间，略低于我们前期预期的 2000 人，我们认为这与年初开学时候大幅超额完成招生目标有一定关系。公司“五五规划中”2015/2016 学年的学生数目标是 18,200 人左右，所以在不计算插班生的情况下，公司已经达到了全年的目标；而未来 4 年，2016/2017 至 2019/2020 学年之间，平均每年目标约增加学生 5000 多人，在 2019/2020 学年总学生人数达到 4 万人。另外，我们认为插班生人数的调整对全年公司全年及未来盈利预测的影响不是特别明显，收入变动不足 1%，所以维持原有的盈利预测。
- **展望中期业绩，预计保持高增长：**公司中报将在 4 月份公布，我们预计收入和利润保持高速增长的趋势，同比增长分别应该在 25%以上和 70%以上。由于自营食堂以及校园相关的其他非主营业务增加，其他收入的占比预计较去年同期有所提升。冬夏令营以及生学期的咨询服务收入大部分都在下半学年（也就是下半财年）发生，所以呈现下半年整体收入以及其他收入占比都较上半年高的季节性特征。
- **任命亚太区总裁，布局跨境扩张：**公司在近期任命了拥有 25 年投行经验及教育机构并购经验的 Slade 先生为公司亚太区总裁负责的发展及策略。我们认为这一定程度上反映了公司对于海外市场的关注，特别是过去管理层提到的印度、马来西亚、印尼、北美等人口大国；预计 Slade 先生的加入会促进公司后续的并购扩张及跨境发展。
- **“五五规划”中的主要目标：**1) **学生人数**，到 2019/2020 学年末总学生人数达到 4 万人。2) **教育园区建设**，以高中为核心在周边开设多个初中、小学和幼儿园，形成“高中生<初中生<小学生”的金字塔式的学生结构；完善现有高中地区的园区建设同时，新增北京和广东地区两个教育园区建设。3) **提高体系内升学率**，目前的枫叶体系内整体升学率 86%左右，未来目标是做到 90%的水平。4) **合并并购**，公司计划每年并购 1 所学校，以初中和小学为主，海外标的也会在考虑范围之内。5) **增加其他收入占比**，公司计划逐步替代目前代理外包的餐饮及其他教育相关业务，其中餐饮是最为主要的部分，计划在 2019/2020 学年外包餐饮业务占比从目前的 50%+逐步缩减至 10%以内。6) **建立枫叶课程体系**，公司计划完成一套自有的高中英语课程体系并在未来推出到国际市场当中。
- **盈利预测及估值：**我们预计枫叶教育未来 3 年收入保持在 25%以上而利润增速保持在 30%以上，预测 2016、2017 和 2018 年收入分别为 8.34 亿、10.87 亿、及 13.18 亿元，利润分别为 2.65 亿、3.35 亿和 4.47 亿人民币。我们维持枫叶教育买入评级，并上调目标价至 5.37 港元，对应 2016 年 23 倍 EPS，以反应公司股票流动性的大幅改善以及规划逐步落实所减少的不确定性风险。另外，通过 DCF 模型和股息贴现模型得出的对应股份价值分

别为 5.01 港元和 9.94 港元。

- **风险提示：**未来可能出现教育政策变动、中国经济发展下滑、国际教育未来需求等因素，会对公司后续的扩张计划以及招生计划形成负面影响。

附表

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
固定资产合计	1,660	1,820	1,983	2,023
物业, 厂房及设备	1,398	1,558	1,721	1,760
预付租金	170	170	170	170
投资性房地产	17	17	17	17
商誉	12	12	12	12
无形资产	1	1	1	1
可供出售投资	58	58	58	58
租赁用书本	3	3	3	3
物业建设工程及土地使用权按金	1	1	1	1
流动资产合计	1,156	1,534	2,342	3,397
存货	1	1	1	1
可供出售投资	100	100	100	100
按金, 预付款项及其它应收款项	32	34	45	55
货币资金	1,022	1,398	2,195	3,241
流动负债合计	982	1,047	1,383	1,648
递延收益	660	699	920	1,111
其他应付款项	295	298	396	466
应交所得税	27	50	67	71
非流动负债合计	22	22	22	22
递延税项负债	22	22	22	22
股东权益合计	1,812	1,983	2,217	2,530
股本	8	8	8	8
储备	1,804	1,975	2,208	2,521

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
除税前利润	216.90	287.06	383.42	511.99
营运资本变动前之现金流量	0.00	306.73	402.15	518.02
递延收益变动	0.00	48.43	211.95	192.92
其他应付款变动	0.00	6.06	95.26	70.59
按金, 预付款项及其他应收款变动	0.00	-2.65	-10.56	-9.64
已付所得税	0.00	-6.77	-31.60	-59.45
已收利息	0.00	20.44	28.38	44.08
经营活动产生的现金流量净额	0.00	678.96	1097.74	1274.55
购买物业, 厂房及设备	0.00	-200.00	-210.00	-90.00
投资活动产生的现金流量净额	-239.51	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	-82.22	-102.77	-134.20
筹资活动产生的现金流量净额	0.00	-82.22	-102.77	-134.20
现金及现金等价物净增加额	638.13	396.74	784.97	1050.35
期初现金及现金等价物余额	380.33	1022.14	1418.89	2203.86
汇率变动对现金的影响	3.68	0.00	0.00	0.00
期末现金及现金等价物余额	1022.14	1418.89	2203.86	3254.21

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
学费收入	555	709	921	1,113
其他收入	98	125	167	205
总收入	653	834	1,087	1,319
COGS	-354	-434	-571	-673
毛利	299	400	517	646
投资及其他收入	17	20	28	44
其他收入	37	7	-	-
销售费用	-22	-25	-27	-30
管理费用	-102	-107	-123	-135
财务费用	-4	-	-	-
其他开支	-8	-9	-11	-13
总经营费用	-82	-113	-133	-134
除税前利润	217	287	383	512
所得税	-11	-30	-48	-64
归属利润	206	257	335	448
基本 EPS	0.15	0.19	0.25	0.34

	2015A	2016E	2017E	2018E
利润率				
毛利率	46%	48%	48%	49%
EBIT 利润率	33%	34%	35%	39%
净利率	31%	31%	31%	34%
营运资金				
应收周转天	16	15	15	15
应付周转天	261	250	250	250
回报率				
资产回报率 (ROA)	11.2%	12.6%	15.0%	17.5%
净值产回报率 (ROE)	11.3%	12.8%	15.1%	17.7%
流动比率	1	1	2	2
速动比率	1	1	2	2
估值				
市盈率	23.3	18.9	14.3	10.7

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhushd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“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。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，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。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

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。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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、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本公司违反当地的法律或法规或可致使本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)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。