

买入 (维持)

1317.HK 枫叶教育

目标价: 7.30 港元

现价: 5.67 港元

学费及学校使用率提高, 推升毛利率

预期升幅: 29.1%

2016年04月28日

## 市场数据

报告日期	2016.4.28
收盘价(港元)	5.67
总股本(亿股)	13.6
总市值(亿港元)	77.1
净资产(亿元)	18.6
总资产(亿元)	18.9
每股净资产(元)	1.37

数据来源: Wind

## 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

枫叶教育(1317.HK)跟踪报告《展望中期业绩保持高增长》20160311

## 海外 TMT 行业研究

分析师: 杨耀波

yangyaobo@xyzq.com.cn

SFC:BEJ406

SAC: S0190516020002

## 主要财务指标

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(千元)	652,984	824,886	1,086,753	1,316,057
同比增长(%)	20.9%	26.3%	31.7%	21.1%
净利润(千元)	205,546	266,804	335,159	446,895
同比增长(%)	113.4%	29.8%	25.6%	33.3%
毛利率(%)	48.0%	47.5%	49.0%	49.0%
净利润率(%)	31.5%	32.3%	30.8%	34.0%
净资产收益率(%)	11.3%	12.4%	13.8%	15.5%
基本 EPS(元)	0.15	0.20	0.25	0.34

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

## 投资要点

- **事件:** 公司发布 2016 财年中期业绩。
- **我们的观点:** 整体招生人数保持高增速, 推动收入持续上升。招生人数和收入均符合预期, 而归母净利润略超预期, 主要是由于额外的政府补贴和投资收益带来的其他收入。我们重申 2015 年 12 月 8 日发布的【深度报告】以及后续发布的系列【跟踪报告】中的推荐逻辑, 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, 维持【买入】评级, 上调 12 个月目标价至 7.3 港元, 对应 2016 年 30 倍 EPS。
- **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:** 整体招生人数保持高增速, 推动收入持续上升。招生人数和收入均符合预期, 而归母净利润略超预期, 主要是由于额外的政府补贴和投资收益带来的其他收入。我们重申 2015 年 12 月 8 日发布的【深度报告】以及后续发布的系列【跟踪报告】中的推荐逻辑, 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, 维持【买入】评级, 上调 12 个月目标价至 7.3 港元, 对应 2016 年 30 倍 EPS。
- **业绩概要:** 2016 年上半年总收入 3.8 亿元, 同比增长 26.7%; 学费收入 3.38 亿元, 同比增长 26.7%; 其他收入 4231 万元, 同比增长 27.2%。毛利率为 47.1% 同比上升 591bps。净利润为 1.25 亿元, 同比增长 121.7%。经调整净利润 1.17 亿元, 同比增长 69.7%。截止至 2 月 29 日, 在校生总人数 17980 人, 同比增长 18.8%。(另外, 截止至 2016 年 3 月 31 日总在校生人数为 19353 人, 寒假之后的插班生为 1373 人, 而与开学 9 月相比, 插班生人数为 1489 人。)
- **学费和新校区使用率上升, 推升毛利率:** 1) 部分地区的学费提高使得收入增长高于在校生人数增长。2015/2016 学年提价的学校包括大连的高初小幼、武汉的高中、镇江、重庆的高中以及上海的高中。学费涨幅大部分在 1 万元左右, 而 2015 年 9 月新入学的学生将会按新的学费缴纳, 老学生按原来的学费直至到毕业。公司的学费涨价周期大概是 2-3 年, 按学校来调整, 所以同一地区的高初小幼的调价时间并不一致。我们预计 2016/2017 学年提价的高中将会是天津地区, 而其他地区的提价更多的将会集中在初小幼学校。目前, 公司的提价并没有对招生形成负面影响, 保持量价齐升的局面。2) 我们认为新校使用率的上升是毛利率上升的主要原因。公司在 2013 和 2014 年开办了超过 10 所学校, 目前都步向成熟, 从刚开始的亏损转向盈利, 开始进入收获期, 使得整体毛利率同比上升。同时 2015 年新开学的只有义乌校区的高初小, 另外义乌地区学费也较高, 所以对义乌新校区对毛利率的负面影响有限。由于新学校的开设仍将保持较快的速度, 我们认为目前毛利率属于较为稳定的水平, 未来仍有上升空间, 但短期内难以超过 50%。
- **未来展望:** 2016/2017 学年公司计划新增 3 个城市开办学校, 分别是平湖、西安和淮安, 开办共 7 所缩小, 其中 3 所初中、3 所小学和 1 所幼儿园。同时, 义乌、天津和湖北地区将会新增 3-4 所学校以满足当地需求。
- **盈利预测及估值:** 2016 年中期业绩基本符合我们预期, 由于政府补贴及投资收入的额外影响, 我们对原来的盈利预测进行了小幅调整。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 2.66 亿、3.35 亿和 4.47 亿人民币。我们维持【买入】评级, 上调 12 个月目标价至 7.3 港元, 对应 2016 年 30 倍 EPS。
- **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
<b>固定资产合计</b>	<b>1,660,364</b>	<b>1,820,251</b>	<b>1,983,139</b>	<b>2,023,026</b>
物业, 厂房及设备	1,397,751	1,557,638	1,720,526	1,760,413
无形资产	700	700	700	700
其他	261,913	261,913	261,913	261,913
<b>流动资产合计</b>	<b>1,155,639</b>	<b>1,247,689</b>	<b>1,640,031</b>	<b>2,166,985</b>
存货	1,395	1,395	1,395	1,395
贸易及其他应收款项	32,103	34,370	45,281	54,836
可供出售金融资产	100,000	100,000	100,000	100,000
货币资金	1,022,141	1,111,924	1,493,355	2,010,755
<b>流动负债合计</b>	<b>982,121</b>	<b>1,049,472</b>	<b>1,381,557</b>	<b>1,645,886</b>
贸易及其它应付账款	<b>295,116</b>	<b>297,875</b>	<b>396,212</b>	<b>466,103</b>
递延收入	660,138	699,428	919,895	1,110,821
应交所得税	26,867	52,168	65,450	68,962
<b>非流动负债合计</b>	<b>21,588</b>	<b>21,588</b>	<b>21,588</b>	<b>21,588</b>
<b>股东权益合计(含少数股东权益)</b>	<b>1,812,294</b>	<b>1,996,880</b>	<b>2,220,024</b>	<b>2,522,537</b>
股本	8,411	8,411	8,411	8,411
储备	1,803,883	1,988,469	2,211,613	2,514,126

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
学费收入	554,586	699,428	919,895	1,110,821
其他收入	98,398	125,457	166,858	205,236
<b>总收入</b>	<b>652,984</b>	<b>824,886</b>	<b>1,086,753</b>	<b>1,316,057</b>
COGS	-354,277	-428,940	-570,545	-671,189
<b>毛利</b>	<b>298,707</b>	<b>395,945</b>	<b>516,208</b>	<b>644,868</b>
投资及其他收入	17,313	35,775	28,287	44,080
其他收入	37,468	7,000	-	-
销售费用	-22,306	-24,537	-26,990	-29,689
管理费用	-101,909	-107,004	-123,055	-135,361
财务费用	-4,089	-	-	-
其他开支	-8,287	-9,074	-11,411	-13,161
<b>总经营费用</b>	<b>-81,810</b>	<b>-97,840</b>	<b>-133,169</b>	<b>-134,130</b>
<b>除税前利润</b>	<b>216,897</b>	<b>298,105</b>	<b>383,039</b>	<b>510,737</b>
所得税	-11,351	-31,301	-47,880	-63,842
<b>归属利润</b>	<b>205,546</b>	<b>266,804</b>	<b>335,159</b>	<b>446,895</b>
基本 EPS	0.15	0.20	0.25	0.34

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>除税前(亏损)/溢利</b>	<b>216,897</b>	<b>298,105</b>	<b>376,990</b>	<b>496,524</b>
经营活动产生的现金流量净额	444,039	372,001	698,153	739,346
购买物业, 厂房及设备		-200,000	-210,000	-90,000
投资活动产生的现金流量净额	-239,508	-200,000	-210,000	-90,000
派发股息		-82,218	-106,722	-131,946
筹资活动产生的现金流量净额		-82,218	-106,722	-131,946
现金及现金等价物净增加额	638,128	89,783	381,431	517,400
期初现金及现金等价物余额	<b>380,332</b>	<b>1,022,141</b>	<b>1,111,924</b>	<b>1,493,355</b>
汇率变动对现金的影响	3,681	-	-	-
期末现金及现金等价物余额	<b>1,022,141</b>	<b>1,111,924</b>	<b>1,493,355</b>	<b>2,010,755</b>

	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>利润率</b>				
毛利率	46%	48%	48%	49%
EBIT 利润率	33%	36%	35%	38%
净利率	31%	32%	30%	33%
<b>营运资金</b>				
应收周转天	16	15	15	15
应付周转天	261	250	250	250
<b>回报率</b>				
资产回报率	11.2%	13.2%	14.7%	17.1%
净资产回报率	11.3%	13.4%	14.9%	17.2%
<b>流动性</b>				
流动比率	1	1	1	1
速动比率	1	1	1	1
<b>估值</b>				
市盈率	30	23	19	14

数据来源：公司资料、兴业证券研究所

## 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](http://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。