枫叶教育（01317）

证券研究报告
2019 年 12 月 02 日

收入+17%，调后净利+17%，引入枫叶世界学校课程开启新航道

2019 年 11 月 28 日，枫叶教育发布 2019 财年年度业绩公告（2018.09.01-2019.08.31）
FY19 枫叶教育营收 15.70 亿人民币（下同），同比增长 17.1%。

具体来看：FY19 全年学费收入 13.19 亿元（占比 84.0%），同比增长 18.9%；冬夏令营收入 0.54 亿元（占比 3.4%），同比增长 6.8%；课本收入 0.46 亿元（占比 2.9%），同比增长 4.3%；其他收入 1.52 亿元（占比 9.7%），同比增长 10.1%。FY19 枫叶教育的收入增长主要源于整体招生人数的增加。

同时，公司公告已引入新的枫叶世界学校课程（Maple Leaf World School Program，世界学校课程）。

世界学校课程将自 2020 年 9 月开始实施，为期 3 年。根据世界学校课程，公司于中国的高中 BC 课程将由英属哥伦比亚省课程转为枫叶世界学校课程。本公的首批世界学校 课程毕业生将于 2023 年 6 月获颁枫叶高中毕业文凭，该文凭获全球最大的世界知名学校认证机构 Cognia（前称 Advanc Ed）认可。

英属哥伦比亚省教育部已正式同意于过渡期间与枫叶合作，经向其咨询后，枫叶正在推行该策略转变。此外，枫叶

已与大学合作伙伴讨论有关世界学校课程的过渡安排。经与加拿大、澳洲、英国、爱尔兰、瑞士及荷兰的主要大学进行会面后，该等主要大学确认其有意继续优先录取来自中国枫叶的高中学生。

FY19 主营业务成本 8.35 亿元，同比增长 16.5%，主要由于教员成本和固定资产折旧及摊销增加所致。具体来看：

员工成本 6.38 亿元，同比增长 7.4%，主要由于教师数量增加，以及 FY19 教师平均薪资上涨所致。教师数目由 FY18 的约 2955 名增加至 FY19 的 3433 名，主要是由于 2018/2019 学年新开设的 13 所学校聘请了更多教师所致。枫叶师生比由上一年度的 1：11 小幅减少至 1：12。

固定折旧与摊销 0.81 亿元，同比增长 34.9 %；无形资产摊销 0.07 亿元，同比增长 534.1 %。

维持盈利预测，给予买入评级。

枫叶作为国际教育龙头的实现优质成长，品牌及经验沉淀叠加异地扩张能力实现业绩稳定高速增长，未来在不新增学校情况下枫叶尚有近 1 倍的人数增长空间；同时其 PPP 轻资产模式成熟，有效减少学校前期投入进而加快复制减少折摊，定位中产实现客群广泛覆盖。我们预期公司 FY20-21 年净利分别为 8.2 亿、9.9 亿，对应 PE 分别为 9x、8x。

风险提示：民促法实施条例尚未落地，招生不及预期

投资评级

行业	非必需性消费/支援服务
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	2.73 港元
目标价格	港元

基本数据

港股总股本(百万股)	2,995.32
港股总市值(百万港元)	8,177.23
每股净资产(港元)	1.40
资产负债率(%)	34.92
一年内最高/最低(港元)	4.94/2.23

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com
孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《枫叶教育-公司点评:3.11 港币/股售出 1155 万份购股权，估值逼近历史低点价值凸显》 2019-07-02
2 《枫叶教育-公司点评:FY19H1 调后净利+25%达 3 亿，经营提效深化打磨优质体系》 2019-04-28
3 《枫叶教育-公司点评:1.85 亿收购泸州七中佳德学校 66%股权，进军四川市场巩固重庆大区》 2018-12-11

2019 年 11 月 28 日，枫叶教育发布 2019 财年年度业绩公告（2018.09.01-2019.08.31）

FY19 枫叶教育营收 15.70 亿人民币（下同），同比增长 17.1%。

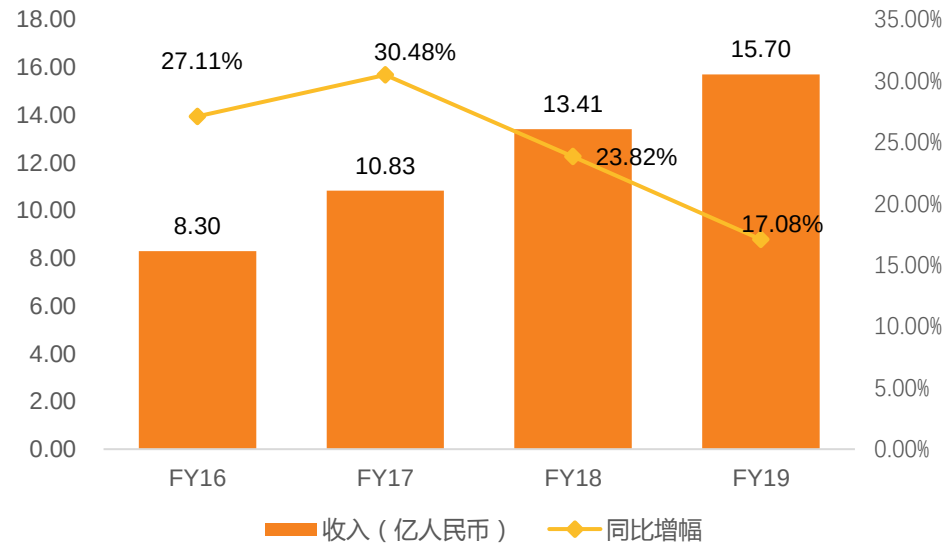
具体来看：FY19 全年学费收入 13.19 亿元（占比 84.0%），同比增长 18.9%；冬夏令营收入 0.54 亿元（占比 3.4%），同比增长 6.8%；课本收入 0.46 亿元（占比 2.9%），同比增长 4.3%；其他收入 1.52 亿元（占比 9.7%），同比增长 10.1%。FY19 枫叶教育的收入增长主要源于整体招生人数的增加。

同时，公司公告已引入新的枫叶世界学校课程（Maple Leaf World School Program，世界学校课程）。

世界学校课程将自 2020 年 9 月开始实施，为期 3 年。根据世界学校课程，枫叶于中国的高中 BC 课程将由英属哥伦比亚省课程转为枫叶世界学校课程。枫叶的首批世界学校 课程毕业生将于 2023 年 6 月获颁枫叶高中毕业文凭，该文凭获全球最大的世界知名学校认证机构 Cognia（前称 Advanc Ed）认可。

英属哥伦比亚省教育部已正式同意于过渡期间与枫叶合作，经向其咨询后，枫叶正在推行该策略转变。此外，枫叶已与大学合作伙伴讨论有关世界学校课程的过渡安排。经与加拿大、澳洲、英国、爱尔兰、瑞士及荷兰的主要大学进行会面后，该等主要大学确认其有意继续优先录取来自枫叶的高中学生。

图 1：FY19 枫叶教育营收 15.70 亿元人民币，同比增长 17.1%

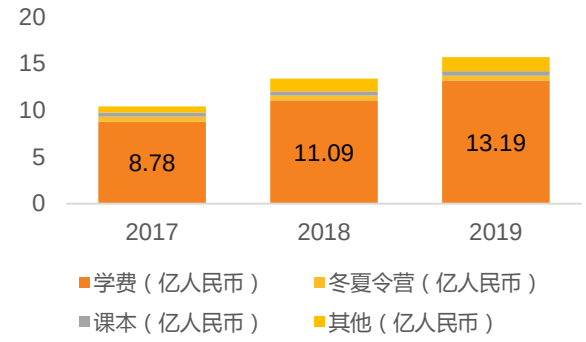


资料来源：公司年报，天风证券研究所

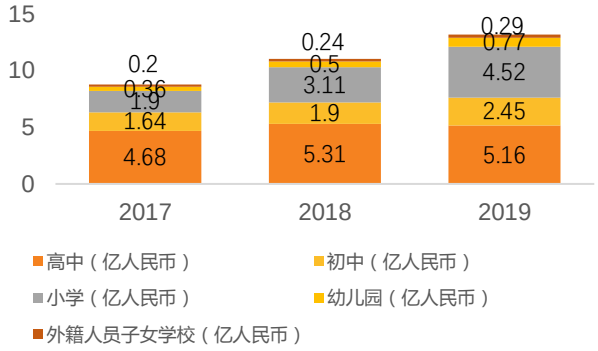
将学费收入按照学校类型划分，高中收入 5.16 亿元，同比减少 2.8%，占比 39%，同比减少 9pct；初中收入 2.45 亿元，同比增长 28.9%，占比 19%，增长 2pct；小学的增速最为明显，FY19 收入 4.52 亿元，同比增长 45.3%，占比 34%，同比增长 6pct。

图 2：FY19 学费收入 13.19 亿（占比 84.0%），同比增长 18.9%

图 3：学费按学校类型划分



资料来源：公司年报，天风证券研究所



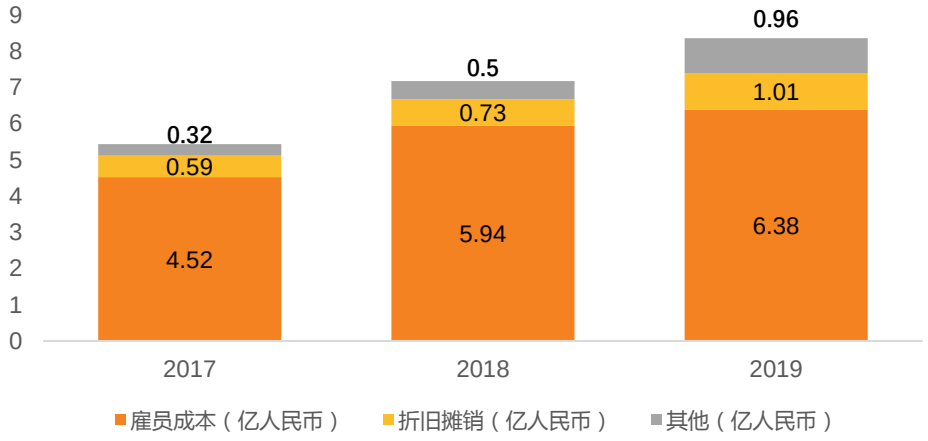
资料来源：公司年报，天风证券研究所

FY19 主营业务成本 8.35 亿元，同比增长 16.5%，主要由于教员成本和固定资产折旧及摊销增加所致。具体来看：

员工成本 6.38 亿元，同比增长 7.4%，主要由于教师数量增加，以及 FY19 教师平均薪资上涨所致。教师数目由 FY18 的约 2955 名增加至 FY19 的 3433 名，主要是由于 2018/2019 学年新开设的 13 所学校聘请了更多教师所致。枫叶师生比由上一年度的 1：11 小幅减少至 1：12。

固定折旧与摊销 0.81 亿元，同比增长 34.9 %；无形资产摊销 0.07 亿元，同比增长 534.1 %。

图 4：FY19 员工成本 6.38 亿元，同比增长 7.4%



资料来源：公司年报，天风证券研究所

FY19 毛利 7.35 亿元，同比增 17.7%；毛利率 46.8%，同比+0. 3 pct。

其他收入同比增加 13.4%至 0.61 亿元，主要来自于银行利息收入和来自投资物业的租金收入。**其他收益及亏损为+12.88 亿元（去年同期+7.57 亿元）**，其中拨回其他应付款 7.22 亿元，按公允价值计入损益的金融资产公允价值变动损益为 3.95 元，汇兑收益净额 1.72 亿元。

管理费用 1.99 亿元，同比增长 28.1%，管理费用率 12.69%，同比增加 1.09 pct，主要是由于枫叶增加雇员薪金所致。

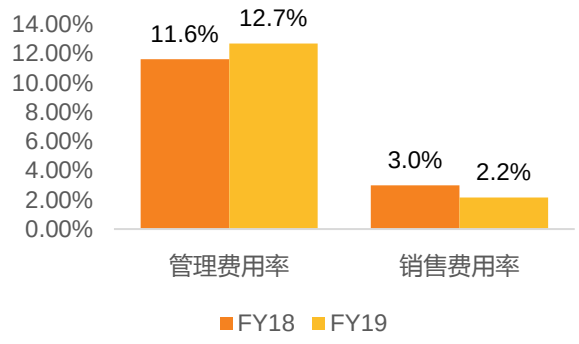
销售费用 0.34 亿元，同比减少 15.2%，销售费用率 2.16%，同比减少 0.82 pct，主要由于广告及宣传开支以及招生相关开支占收益百分比减少所致。

财务费用 0.11 亿元，同比增长 3.39%，主要是由于银行借款利率增长所致。

所得税开支 0.27 亿元，同比增长 282.1%，枫叶的实际税率增加主要由于若干学历教育业务开始缴纳中国企业所得税所致。

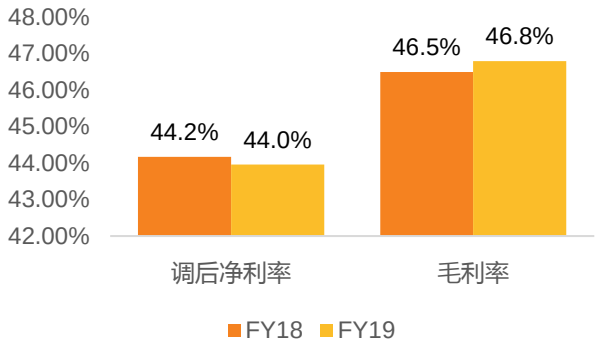
FY19 调后净利 6.9 亿，同比增长 16.5%；调后净利润率 44.0%，同比减少 0.2 pct。

图 5：管理费用率 12.69%，同比增加 1.09 pct



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 6：调后净利润率 44.0%，同比减少 0.2pct



资料来源：公司年报，天风证券研究所

FY19 枫叶新增学校 13 所，学生人数增加 7763 人，人均学费有所降低。FY19 年枫叶新增 2 所高中、2 所初中、1 所小学和 8 所幼儿园。在增加的学生中，63%来自于 2018/2019 学年泸州及盐城新开的学校，剩下的增长主要来自武汉、鄂尔多斯及西安的原有学校。

FY19 每名学生总体平均学费降低 5.1%至 3.53 万元，主要由于枫叶新并购的海口及泸州学校收取的平均学费低于现有学校的平均学费，以及学费相对较低的小学及幼儿园学生增加所致。

表 1：FY19 枫叶新增 13 所学校，同比增长 15.85%。 **单位：所**

学校类型	FY18	FY19	YoY
高中	13	15	15.38%
初中	22	24	9.09%
小学	24	25	4.17%
幼儿园	20	28	40.00%
外籍人员子女学校	3	3	0.00%
合计	82	95	15.85%

资料来源：公司年报，天风证券研究所

表 2：FY19 枫叶新增学生 7763 人，同比增长 23.2%。 **单位：人**

学校类型	2017/2018	2018/2019	YoY
高中	8984	8155	-9.23%
初中	6156	8841	43.62%
小学	14704	18771	27.66%
幼儿园	3264	5096	56.13%

外籍人员子女学校	367	378	3.00%
合计	33478	41241	23.19%

资料来源：公司年报，天风证券研究所

表 3：FY19 每名学生的总体平均学费降低 5.1%至人民币 3.53 万元

	FY18	FY19	YoY
学费合计（万人民币）	110873	131851	18.92%
平均入读学生人数	29783	37359	25.44%
每名学生的平均学费（万人民币）	3.72	3.53	-5.11%

资料来源：公司年报，天风证券研究所

FY19 枫叶学校可容纳人数和入读学生数量均有明显增加，整体使用率从 64.7%增长至 68.3%。整体使用率增加 3.6%主要是由于武汉、盐城、西安及鄂尔多斯现有学校入读学生人数显著增加以及并购的泸州及襄阳学校入读学生人数增加所致。

表 4：学校使用率情况

	2017/2018	2018/2019
学年终入读学生总数	33478	41241
可容纳人数	51715	60400
整体使用率	64.70%	68.30%

资料来源：公司年报，天风证券研究所

枫叶教育的市场定位：枫叶的定位为中国领先的国际学校办学团体，通过结合中西方教育理念的精华，提供 K－12 优质双语教育。学校主要面向来自中国日渐富裕的中产阶层家庭且旨在追求海外高等教育的中国学生，且向学生收取可承受及具竞争力的学费。大多数学校位于中国的二三线城市（一线城市上海及深圳除外）。

枫叶教育枫叶的高中分别获加拿大英属哥伦比亚省教育部及中国教育机关认证，毕业生可同时获授得到完全认可的 BC 省文凭及中国文凭。此外，枫叶教育枫叶已获 AdvancED 企业体系认证，及旗下所有高中、初中、小学及外籍人员子女学校获美利坚合众国最大的学校认证机构 AdvancED（现称 Cognia）认证。

泸州收购事项：自 2018 年 12 月 10 日至 2019 年 1 月 23 日，枫叶教育枫叶合计收购泸州七中佳德教育投资有限公司 75%股权。目标学校拥有学生超过 3,200 名，教师 380 名，于中国四川省泸州提供初中及小学教育。

目标学校收购事项进一步扩展了枫叶学校网络及持续建立在重庆及四川省的品牌知名度。目标学校为枫叶教育枫叶在重庆教育园区的第三所学校，其将为本枫叶的重庆高中增加稳定生源，继而增加重庆高中的入读人数。收购目标学校将会提升本枫叶的盈利能力，并巩固本枫叶于中国国际教育行业的领导地位。

枫叶教育的增长策略

- **扩大自有学校校园的可容纳学生人数**

受大力招生所推动，武汉、天津（泰达）及重庆学校已获整体全面使用。天津（泰达）及重庆学校已于 2018/2019 学年开始前完成扩充。预计于 2020/2021 学年开始时，武汉将增加 1,500 名学生的容量。

- **于中国的新学校开设计划**

枫叶正与地方政府或其他实体协商，以于中国按轻资产模式开设更多学校。枫叶计划于包括北京在内的一线城市开办更多高中，并正在探求于二三线城市开办中小学的相关潜在机遇。

- **海外扩张**

海外扩张是枫叶长期增长策略的一部分。枫叶品牌学校的全球版图将有助枫叶在中国的招生，原因是中国父母认识到枫叶能够为其子女提供层面更广的教育机会。凭借中英文课程优势，再加上设有 ESL 及 CSL 项目，枫叶的良好定位可满足一带一路沿线倡导融合中西文化精华之国家对优质国际 K－12 教育之需求。

枫叶高中毕业后，枫叶学生主要广泛就读位于加拿大、英国、美国、澳大利亚及瑞士的国际大学。由于学生留学澳大利亚的兴趣迅速升温，枫叶于 2019 年 2 月在阿德莱德的 UniSA 的莫森湖（Mawson Lakes）校区开设一间高中，此乃枫叶的第三间海外学校 MLES-UniSA。UniSA 乃澳大利亚领先大学之一，跻身 QS 及泰晤士高等教育（Times Higher Education）公布的世界年轻大学排名前 50。

- **新芽计划**

确保优质校长的充足供应是枫叶扩张过程取得成功的关键要素。枫叶与中国的多所知名大学（包括北京师范大学、东北师范大学、华中师范大学、北京外国语大学及武汉大学）保持战略合作。枫叶的学校聘请该等学校表现出色的硕士学位毕业生为本枫叶的实习校长。经过两年的学习及在职培训课程，10 名优秀实习生已获委派至枫叶初中或小学的不同岗位。

- **枫叶教育未来 STEM 教师培养计划**

在与加拿大汤普森河大学、湖首大学及南澳 UniSA 的合作下，枫叶高中若干符合大学要求的毕业生将接受培训以取得其大学学位及 BC 省教师证书。该等毕业生一旦取得所需的资格，则将获枫叶的高中聘请为 BC 省认证教师。这将为聘请 BC 省认证教师提供额外来源，满足枫叶高中的未来需求。

维持盈利预测，给予买入评级，关于市场需求：中产国际教育定位（FY17 生均学费 3.9 万/年）一方面迎合消费升级背景下对优质教育资源的追求，另一方面有效覆盖三四线城市广泛受众，大众型国际教育需求或集中释放；关于学校扩张：①国际教育赛道由于学生出路及教研内容一致性较传统 K12 学校更易异地复制；②品牌管运成熟后，与当地政府合作（“不邀请不办学”）轻资产加快异地项目推进，保证学员增速进而推进内生增长；③BC 课程体系成熟，小初阶段有效衔接海外与国内课程，保证教学基础上加快异地复制。

枫叶作为国际教育龙头的实现优质成长，品牌及经验沉淀叠加异地扩张能力实现业绩

稳定高速增长，未来在不新增学校情况下枫叶尚有近 1 倍的人数增长空间；同时其 PPP 轻资产模式成熟，有效减少学校前期投入进而加快复制减少折摊，定位中产实现客群广泛覆盖。我们预期公司 FY20-21 年净利分别为 8.2 亿、9.9 亿，对应 PE 分别为 9x、8x。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。
本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。
天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com