

日期: 2018 年 03 月 16 日

行业: 教育



分析师 张涛
Tel: 021-53686152
E-mail: zhangtao@shzq.com
SAC 证书编号: S0870510120023
研究助理: 周菁
Tel: 021-53686158
E-mail: zhoujing@shzq.com
SAC 证书编号: S0870116060005

公司数据跟踪 (2017 年)

营业收入 (亿元)	9.69
同比增长	36.3%
净利润 (亿元)	-0.53
Non-GAAP 净利润 (亿元)	1.22
同比增长	140.6%
毛利率	53.3%
Non-GAAP 毛利率	55.1%
经调整 EBITDA 利率	25.0%
Non-GAAP 净利率	12.6%
学生人数	49894
同比增长	37.9%

营收稳步增长, 全年 Non-GAAP 净利率提升至 12.6%

—瑞思学科英语 (REDU.O) 2017 年业绩点评

■ 行业动态

3 月 15 日, 瑞思学科英语 (REDU.O) 发布截止 2017 年 12 月 31 日的 2017 年四季度及全年的业绩数据。

■ 主要观点

2017Q4 营收增速提升, Non-GAAP 净利率升至 10.5%

2017Q4, 瑞思实现收入 2.72 亿元, 同比增长 40.8%; 净亏损 1.38 亿元, 不考虑 IPO 相关费用、一次性支出及股权激励等, Non-GAAP 净利润同比增长 403.8%至 0.29 亿元。本季度营收增速大幅提升, 主要系教育服务项目同比增长 36.4%至 2.50 亿元、加盟收入同比增长 69.9%至 0.17 亿元。季度毛利率为 52.5% (+0.3pct), Non-GAAP 毛利率为 58.8%。季度销售费用率为 22.7% (-0.2pct), Non-GAAP 销售费用率则为 19.3%; 管理费用率为 77.2% (+50.0pct), 剔除 IPO 等费用影响, 季度管理费用为 0.59 亿元, Non-GAAP 管理费用率为 21.7%。本季度 Non-GAAP 净利率由去年同期的 2.9%增至 10.5%。

学生人数增长驱动营收增长, 盈利能力提升

2017 年, 瑞思全年实现收入 9.69 亿元, 同比增长 36.3%; 净亏损 0.53 亿元, Non-GAAP 净利润为 1.22 亿元, 同比增长 140.6%。全年营收增速小幅提升, 主要系教育服务收入同比增长 34.4%至 8.31 亿元、加盟收入同比增长 57.4%至 1.00 亿元。2014-2017 年, 教育服务营收 CAGR 为 33.5%, 主要系已有校区逐渐成熟, 学生留存率提升, 且直营校区不断扩张, 学生人数持续增长, 同时适当提高客单价水平。截止期末, 瑞思共有在校生合计 49894 名, 同比增长 37.9%, 学生留存率维持 70%的高位。全国校区达到 270 家, 其中直营校区 64 家 (新增 10 家、含收购领峰教育的 3 家校区)、加盟校区 206 家 (新增 39 家)。加盟校区数量较快增长, 2014-2017 年加盟收入 CAGR 为 24.3%。受运营效率提升及无形资产摊销减少影响, 公司毛利率升至 53.3% (+4.5pct), Non-GAAP 毛利率进一步升至 55.1%。全年销售费用率为 18.4% (+0.3pct), Non-GAAP 销售费用率为 17.4%; 管理费用率为 35.1% (+14.2pct), Non-GAAP 管理费用率为 18.5%。报告期内, 瑞思经调整 EBITDA 利率由去年同期的 20.0%增至 25.0%, Non-GAAP 净利率由去年同期的 7.2%增至 12.6%, 盈利能力持续提升。截止期末, 公司递延收入合计达到 8.13 亿元, 同比增长 35.2%, 增速提升。公司预计 2018Q1 营收为 2.55-2.65 亿元, 同比增长 21%-26%。

收购领峰教育拓展高端留学, 新增在线美国高中课程完善课程体系

2016 年, 我国高端初级英语培训市场 (ELT) 规模约为 81 亿元, 预计到 2021 年可达 228 亿元, 期间 CAGR 为 23.0%。2016 年, 一线城市 CR5 为 56.7% (按现金收入), 其中瑞思占比 17.1%。同年, 北京 CR5 为 30.1%, 其中瑞思占比 11.4%; 此外, 瑞思在上海、广州和深圳分

别名列市场第二、第四和第二。瑞思是国内高端 ELT 市场领导者。2017 年 12 月，瑞思收购香港领峰教育，开拓高端留学业务。领峰教育拥有丰富的海外留学资源和专家团队，与众多常春藤名校和世界顶级学府建立了深入的合作关系。同时，瑞思新增适合 9-12 年级的在线美国高中课程，完成了面向 3-18 岁中国青少年儿童提供全年龄段完整课程体系的布局，开展线上线下混合教学模式。

■ 风险提示

办学许可证资质风险、学生人数增长放缓或出现下降、市场竞争加剧风险、加盟体系管理不当风险等。

分析师承诺

张涛 周菁

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。