



## 海亮教育 (HLG.O): 国际教育持续发力, 净利同比大增 46.94%

2018.03.28

黄莞 (分析师)	田鹏 (研究助理)
电话: 020-88832319	020-88836115
邮箱: huanguan@gzgzhs.com.cn	tian.peng@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310517050001	A1310117080001

### 事件:

3月27日, 海亮教育发布 FY2018H1 财报 (2017年7月1日-2017年12月31日), 实现营业收入 5.03 亿元, 同比增加 36.76%。净利润 0.78 亿元, 同比增长 46.94%。

### 点评:

#### ● 学生人数增长及学费提升促营收高增长, 盈利能力小幅提升

(1) 收入方面, 海亮教育 FY2018H1 实现营收 5.03 亿元 (+36.76pct)。其中, 基础教育部分收入达 3.52 亿元 (+18.7%), 主要得益于学费的持续增长; 国际教育部分收入达 1.51 亿元 (112.2%), 主要得益于学生数量与学费价格的双重增长。

(2) 成本费用方面, 报告期内销售费用率为 4.02% (-0.88pct), 管理费用率为 3.92% (+0.13pct), 两费基本保持平稳。(3) 利润方面, 公司利润率水平小幅上涨, 其中毛利率为 23.19% (+2.36pct), 净利率为 15.50% (+1.07pct), 由于下半财年将确认过半的学费收入, 预计全年毛利率和净利率会略高于上半财年水平。

#### ● 国际教育项目增速亮眼, 轻资产扩张持续推进

(1) 国际教育项目发展迅速, 后续增长可期。报告期内, 公司国际教育项目实现收入 1.51 亿 (+112.2pct)。从学生数目增长来看, 国际教育项目学生人数达 4066 人, 同比增长 63.4% (同期基础教育人数-1.0%)。在学费增长方面, 公司近年来也保持了每年 15% 左右的增长速度。同时, 海亮教育近期与英国佩特文法学校、澳大利亚托马斯卡尔学院等海外教育机构签署合作协议, 通过课程引进、合作办学等多方面提高自身国际教育品牌影响力。(2) 发力轻资产模式, 外延扩张走向全国。报告期内, 公司继续通过与各地教育当局合作及其他第三方企业合作的轻资产方式持续扩张, 包括与滁州市南谯区政府、恒大地产、萧山区人民政府等签订相关合作协议。此外, 公司也与关联方海亮集团签订托管协议, 对集团旗下的学校进行托管, 输出办学经验。后续海亮集团也将于武汉、广州两地设立海亮教育园并由公司负责运维管理, 将业务延伸至华南和华中板块。

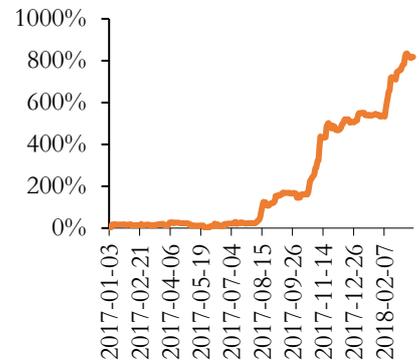
#### ● 看好民办学校上市集团利用外延扩张方式进一步抢占市场份额

在政策支持和需求增加的推动下, 民办学校渗透率不断提升, 根据弗若斯特沙利文报告, 中国民办基础教育行业的总收入将于 2020 年达到 3,255 亿元。我们看好已率先登陆资本市场的民办学校集团借助资本市场力量, 利用并购、轻资产等外延扩张方式加速发展, 进一步抢占市场份额。海亮教育是国内首家登陆美股的全日制基础教育集团, 我们认为公司国际教育领域后续将持续发力, 增长空间较大; 同时, 我们看好公司通过并购、轻资产扩张等方式走出长三角、布局全国, 目前多个轻资产项目也正在持续落地中, 建议投资者长期关注。

	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018H1
营业收入 (亿元)	5.15	6.54	8.53	5.03
同比 (%)	11.24	27.05	30.46	36.76
净利润 (亿元)	1.41	0.99	1.68	0.78
同比 (%)	0.23	-29.48	68.70	46.94

● 风险提示: 公司外延落地低于预期; 国家政策变化风险; 市场竞争加剧

海亮教育股价收益率走势



海亮教育公司数据

收盘价 (美元)	75.89
总股本 (亿股)	4.11
流通股本 (亿股)	4.11
总市值 (亿美元)	19.50
流通市值 (亿美元)	19.50
净资产 (亿美元)	1.80
总资产 (亿美元)	3.07
每股净资产 (美元)	0.44

### 相关报告

1. 华立大学年内第 8 家冲刺港股, 海外上市民办学校总市值超 860 亿 -20180105

2. 12 起案例, 超 33 亿金额, 五大维度剖析民办学校并购扩张之路 -20180206

广证恒生  
做中国新三板研究极客

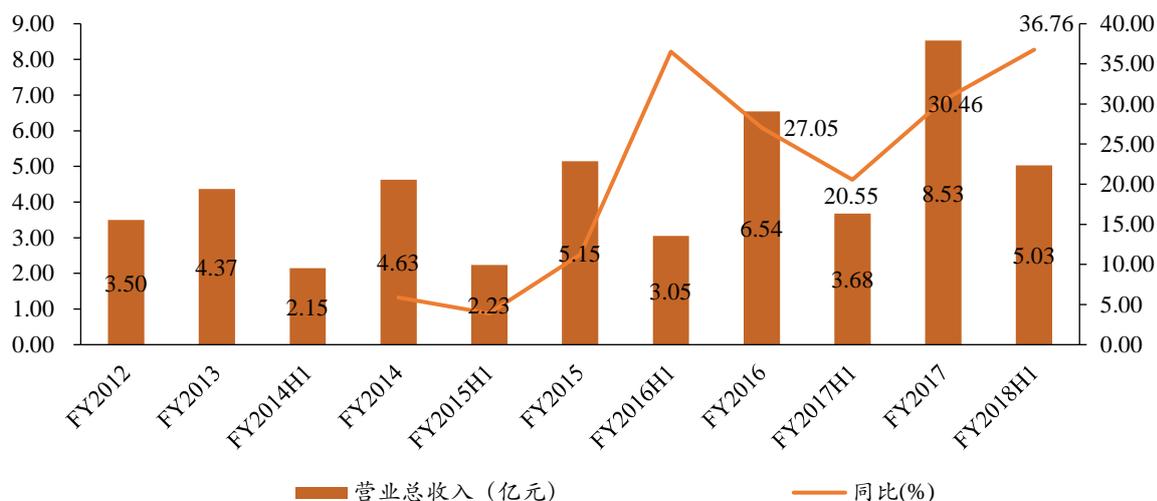




## 1、营收同比增加 36.76%，国际教育项目表现亮眼

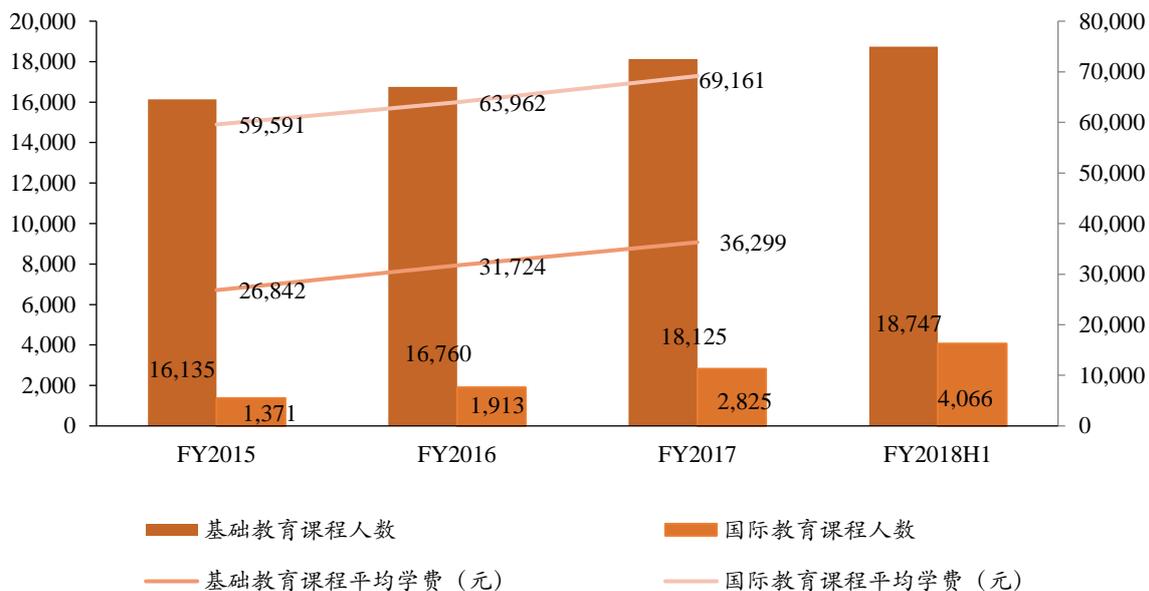
学生人数、平均学费提升驱动营收高增长。海亮教育 FY2018H1（2017 年 6 月 30 日至 2017 年 12 月 31 日）实现营业收入 5.03 亿元，同比增加 36.76%，主要系入学学生总数增加、具备较高获利能力的国际课程比例的增加以及平均学费上升所致。其中，来自基础教育项目的收入为 3.52 亿元，比去年同期的人民币 2.97 亿元增长 18.7%，来自国际教育项目的收入为 1.51 亿，比去年同期的人民币 0.71 亿元增长 112.2%，国际教育已经成为海亮教育强劲的营收增长点。

图表 1 FY2018H1 营业利润为 5.03 亿元



资料来源：Wind、广证恒生

进一步拆分学生人数及收费来看，国际教育项目表现亮眼。在学生数目方面，国际教育项目学生人数从去年同期的 2488 人增长到 4066 人，同比增长 63.4%。而基础教育学生数目为 18,747 人，较去年同期的 18,936 人略下降 1.0%。从长远来看，公司地处经济发达的长三角，居民消费能力强，后续国际教育业务增长空间较大。在学费增长方面，海亮教育近几年的学费提速明显，每年约保持 15% 左右的增长速度。目前国际教育课程约为 69000 元，收费为基础教育课程的两倍以上。由于国际教育项目的收费一般采取备案制，公司在国际教育项目拥有更多的自主定价权空间。同时，报告期内公司也在持续推进与海外教育机构的合作，在课程引进、课程直通车、合作办学等多方面提高自身国际教育的布局积累及办学能力，进一步打造公司国际教育项目的特色品牌，为后续的国际教育项目方面的招生及学费提升打下基础。

**图表 2 国际教育项目保持高增长**


资料来源: Wind、广证恒生

**图表 3 近年来海亮教育持续推进与海外机构合作, 发力国际教育**

时间	于海外机构合作项目
2016 年	海亮教育与英国佩特文法学校双方建立中英姐妹学校关系, 开展了卓有成效的交流互访活动, 启动交换生项目, 引入英国优质教师为海亮学子提供牛津、剑桥大学面试培训并提供升学所需的推荐信。
2017 年 2 月 25 日	海亮教育与澳大利亚托马斯卡尔学院达成合作协议 (“TCC 协议”), 双方建立中英姐妹学校关系, 启动交换生项目, 引入英国优质教师。TCC 协议允许海亮教育除了提供中国高中课程外, 还提供维多利亚州教育证书 (“VCE”) 课程, 并为学生提供国际认可的高中文凭, 供国内外大学申请使用
2017 年 8 月 24 日	举办海亮教育学业规划指导暨美国大学直通车项目启动仪式, 开创了社区大学 2+2, 美国直通车项目。
2017 年 9 月 23 日	海亮教育与英国佩特文法学校举行合作办学签约仪式。2018 年到 2020 年, 海亮教育将根据教育市场的发展情况, 拟新建 10 所左右与佩特文法的合作学校或项目。
2017 年 9 月 11 日	举办 ELS-海亮教育战略合作签约仪式, 海亮教育将全面推动 ELS 语言课程在两校一园区的开展落实。

数据来源: 海亮教育官网、广证恒生

## 2、成本费用管控能力出色，毛利率及净利率小幅

### 上涨

报告期内，公司营业成本为人民币 4.26 亿元，比去年同期的人民币 3.23 亿元增长 31.93%。增长原因主要是雇员人数增加及薪酬水平增加导致劳工成本上升，以及入学学生总数增加导致折旧增加及学生相关成本增加。拆分成本构成来看，最大的人力成本占营收比例近年来保持平稳趋势，占比在 34%-36% 左右。次之为学生相关成本，占比在 13-15% 之间，而随着海亮教育近年来办学规模扩大带来的固定资产迅速增加，公司折旧费用逐年攀升，2017 财年折旧占营收比例达 12.9%。

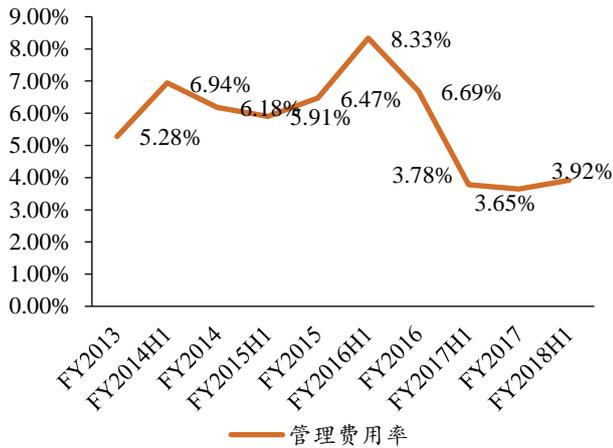
图表 4 海亮教育的成本组成中人力成本占总费用比近半

成本组成	2015 财年			2016 财年			2017 财年		
	人民币 (千元)	占总费 用比 (%)	占总营 收比 (%)	人民币 (千元)	占总费 用比 (%)	占总 营收 比(%)	人民币 (千元)	占总费 用比 (%)	占总营 收比 (%)
人力成本	176,406	52.73	34.30	239,170	48.11	36.60	305,214	47.26	35.80
学生相关成本	76,500	22.87	14.90	100,633	20.24	15.40	116,273	18.01	13.60
折旧	24,462	7.31	4.80	65,038	13.08	9.90	110,485	17.11	12.90
交通费用	22,343	6.68	4.30	24,729	4.97	3.80	31,823	4.93	3.70
公用事业	11,577	3.46	2.20	19,652	3.95	3.00	23,286	3.61	2.70
租赁费用	9,600	2.87	1.90	25,592	5.15	3.90	30,030	4.65	3.50
其他费用	13,640	4.08	2.60	22,272	4.48	3.40	28,646	4.44	3.40
总费用	334,528	100.00	65.00	497,086	100.00	76.00	645,757	100.00	75.60

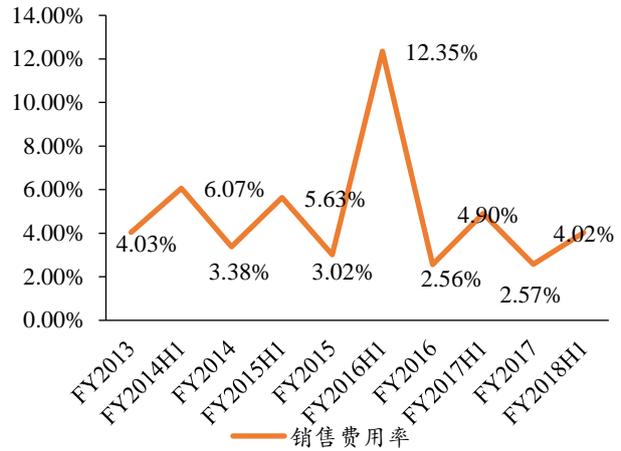
数据来源：WIND、广证恒生

费用方面，公司销售费用率呈现逐年下降趋势，管理费用持续保持低位。海亮教育 FY2018H1 销售费用为人民币 0.20 亿元，比去年同期的人民币 0.18 亿元增长 12.2%，增长主要是由于招聘中的学生报名奖励增加。近两年公司年度销售费用率均稳定于 2.5%，由于每财年前六个月需要新招生从而产生较多销售费用，因此财年前六个月的销售费用率高于年度销售费用率，海亮教育 FY2018H1 的销售费用率为 4.02%，预计全年销售费用率将低于该数据。对民办学校企业的销售费用率进行横向对比，主营国际教育业务企业的销售费用率高于普通 K12 业务企业和高等教育业务企业，这与国际教育受众面较窄，需要较强的推广力度不无关系。在国际教育业务中，海亮教育的销售费用率略低于国际教育的枫叶教育和博实乐、高于拥有部分国际教育的睿见教育。管理费用方面，海亮教育 FY2018H1 管理费用为人民币 0.20 亿元，较去年同期的人民币 0.14 亿元增长 41.7%，主要由于行政人员成本及专业服务费用增加所致。横向对比来看，海亮教育 FY2018H1 的销售费用率 3.92%，长期保持在行业较低水平，显著低于其他民办学校。

图表 5 海亮教育销售费用率小幅下降



图表 6 海亮教育持续保持低管理费用率



数据来源: WIND、广证恒生

数据来源: WIND、广证恒生

图表 7 各民办学校企业销售费用率、管理费用率数据一览

企业名称	枫叶教育 (2017 财年)	成实外教育 (2016 财年)	睿见教育 (2017 财年)	宇华教育 (2017 财年)	博实乐 (2017 财年)	海亮教育 (2017 财年)	海亮教育 (2018 财年前六个月)	民生教育 (2017 财年)	新高教育集团 (2017 财年)	中教控股 (2017 财年)
销售费用率	2.68	0.37	1.73	0.44	19.73	2.57	4.02	1.59	0.71	0.98
管理费用率	14.11	7.98	12.73	17.36		3.65	3.92	25.74	11.37	13.45

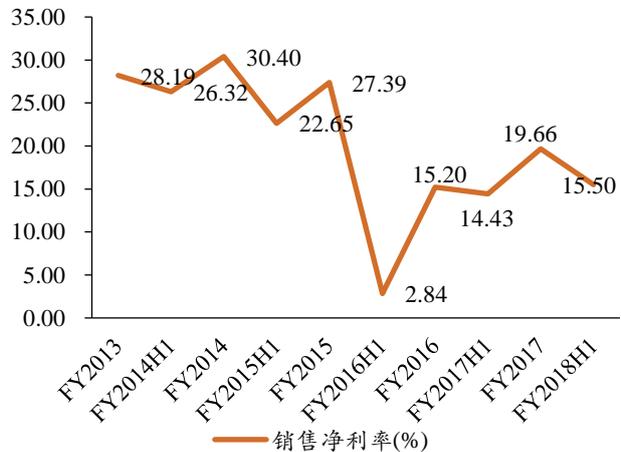
数据来源: WIND、广证恒生

报告期内,公司利润率小幅提升。海亮教育 FY2018H1 毛利率为 23.19% (+2.36pct), 净利率为 15.50% (+1.07pct), 主要系利润率更高的国际课程占比提升所致。同时,由于公司下半财年包含 5 个教学月,而上半财年仅包括 4 个,因此更多教学收入确认将体现在下半财年中。从历史数据来看,毛利率和净利率曲线呈现规律性的波动,预计 FY2018 全年毛利率和净利率会略高于上半年的利率水平。

图表 8 海亮教育的毛利率逐年上升



图表 9 海亮教育的净利率逐年上升



数据来源: WIND、广证恒生

数据来源: WIND、广证恒生

### 3、坚持轻资产模式，外延扩张走出长三角

报告期内，公司继续通过与各地教育当局合作及其他第三方企业合作的轻资产方式持续扩张，包括与滁州市南谯区政府、恒大地产、萧山区人民政府等签订相关合作协议，输出自身品牌、名师、管理等优质教育资源。此外，公司也与关联方海亮集团签订托管协议，对集团旗下的学校进行托管，输出办学经验。后续海亮集团也将于武汉、广州两地设立海亮教育园并由公司负责运维管理，公司则可借此顺势将布局延伸至华南和华中板块。

**图表 10 海亮教育通过轻资产方式积极进行外延扩张**

未来战略	项目名称	项目介绍
布局华中版图	武汉黄陂区设立武汉海亮外国语学校	-
	武汉经济技术开发区设立武汉海亮教育园	计划建设投资约 12 亿元
布局华南版图	广州开发区设立广州海亮教育园	将共建一座集幼儿园、小学、初中、高中、国际学校于一体的海亮教育园区，总投资约 30 亿元，海亮集团将向广州开发区兴办的中小学和幼儿园输送品牌、名师、管理等优质资源。
布局华南版图，涉足珠三角	与恒大地产集团珠三角房地产开发有限公司签订战略合作框架协议	海亮教育将为恒大地产集团珠三角房地产开发有限公司配套中小学以及国际教育
深耕长三角	杭州萧山区人民政府与海亮集团共同签署《教育合作意向协议》，共建“萧山区深化教育改革试验区”。	1.建立湘湖公学，突出学科奥林匹克特色，直接对接北大清华等“双一流”大学人才培养，聘请叶翠微（海亮教育总校长，原杭二中的校长）为湘湖公学首任校长及萧山区人民政府教育顾问，湘湖公学总投资预计 9 亿元左右，将于 2019 年正式招生，全校大约 2000 人左右，将招收初中、高中二个阶段的学生。 2.闻堰初级中学、闻堰一小、闻堰二小三所公办学校，全面托管给海亮教育集团
	宁海县溪南片	海亮“宁海公学”计划投资 10 亿元人民币，学校下设幼儿园、小学，初中、高中及国际部，170 个教学班，可容纳 5400 多名学生，计划 2020 年 9 月 1 日建成投入使用。

数据来源：WIND、广证恒生

数据支持：许昕



## 附：电话会议交流纪要

### 1、业绩亮眼表现的背后核心驱动力是什么？

核心驱动力主要来自于国际课程项目的亮眼表现，使得整体的学生人数和平均学费增长显著。

### 2、在学校数量及学生数量快速扩张的背景下，如何保证师资的供应？

海亮教育目前有 600 多名老师，我们在过去 23 年的办学历史积累下了较强的声誉，同时在 2017 年也获得很多教育方面的奖项，这些都为我们吸引了很多人才。

### 3、递延收入增长势头迅猛的背后原因是？

核心原因是我们整体学校收入的增长。同时，一个学年包括 9 个月，由于中报主要是确认前 4 个月的收入，而后 5 个月需要在下半财年确认，因此递延收入会有明显的上升。

### 4、基础教育的学生人数数目小幅下降，原因是？

为了保证我们的生源，我们有目的的控制了入学学生的质量。同时，为了增加国际项目学生的学位，我们有意地减少了海亮高中的学生人数。此外，我们看到整体的基础教育方面收入是保持了增长的，同时海亮艺术学校的学生人数也出现了较大的增长。我们希望基础教育保证一个较为健康的增长，而国际课程项目保持一个较高增长。

### 5、2018 年新的收购、自建学校的计划？

2018 年会继续执行公司此前确立的目标，立足浙江，辐射长三角，走向全国。需要表明的是，公司长期主张的是进行轻资产的运作和扩张。

### 6、与其余民办学校上市集团相比，海亮教育的核心优势在哪？

首先，公司在整体业绩上保持了高增长，教学成绩也很突出，同时获奖的总数在去年是出现了明显的增长。其次，去年我们和关联方海亮集团签署了相关合作协议，集团负责去收购、自建新的学校，而海亮教育负责输出自身的运维管理能力。我们坚持轻资产的扩张方式，成长速度会更快。最后，从运维管理能力上来看，海亮集团在 2015 年建设了海亮教育园，可容纳超过 1 万 2 千名学生。在我们的管理下，教育园发展状况良好。这表明我们不仅有运维管理单所学校的能力，还有管理整个教育园的能力。



### 新三板团队介绍:

在财富管理 and 创新创业的两大时代背景下,广证恒生新三板构建“研究极客+BANKER”双重属性的投研团队,以研究力为基础,为企业量身打造资本运营计划,对接资本市场,提供跨行业、跨地域、上下游延伸等一系列的金融全产业链研究服务,发挥桥梁和杠杆作用,为中小微、成长企业及金融机构提供闭环式持续金融服务。

### 团队成员:

**袁季 (广证恒生总经理兼首席研究官):** 长期从事证券研究,曾获“世界金融实验室年度大奖—最具声望的 100 位证券分析师”称号、2015 及 2016 年度广州市高层次金融人才、中国证券业协会课题研究奖项一等奖和广州市金融业重要研究成果奖,携研究团队获得 2013 年中国证券报“金牛分析师”六项大奖。2014 年组建业内首个新三板研究团队,创建知名研究品牌“新三板研究极客”。

**赵巧敏 (新三板研究总监、副首席分析师):** 英国南安普顿大学国际金融市场硕士,8 年证券研究经验。具有跨行业及海外研究复合背景,曾获 08 及 09 年证券业协会课题二等奖。具有多年 A 股及新三板研究经验,熟悉一二级市场运作,专注机器人、无人机等领域研究,担任广州市开发区服务机器人政策咨询顾问。

**温朝会 (新三板副团队长):** 南京大学硕士,理工科和经管类复合专业背景,七年运营商工作经验,四年市场分析经验,擅长通信、互联网、信息化等相关方面研究。

**黄莞 (新三板教育行业负责人):** 英国杜伦大学金融硕士,具有跨行业及海外研究复合背景,负责教育领域研究,擅长数据挖掘和案例分析。

**陆彬彬 (新三板主题策略研究员):** 美国约翰霍普金斯大学金融硕士,负责新三板市场政策、私募机构、投后管理等领域研究,擅长数据挖掘和政策分析。

**魏也娜 (新三板 TMT 行业研究员):** 金融硕士,中山大学遥感与地理信息系统学士,3 年软件行业从业经验,擅长云计算、信息安全等领域的研究。

**刘锐 (新三板医药行业研究员):** 中国科学技术大学有机化学硕士,具有丰富的国内医疗器械龙头企业产品开发与管理经验,对医疗器械行业的现状与发展方向有深刻的认识,重点关注新三板医疗器械、医药的流通及服务行业。

**胡家嘉 (新三板医药行业研究员):** 香港中文大学生物医学工程硕士,华中科技大学生物信息技术学士,拥有海外知名实业工作经历,对产业发展有独到理解。重点研究中药、生物药、化药等细分领域。

**陈凯 (新三板传媒行业研究员):** 厦门大学经济学硕士,具有国内知名券商投行、研究所工作经验,主要研究方向为游戏、电竞、影视等泛娱乐领域相关产业。

**田鹏 (新三板教育行业研究员):** 新加坡国立大学应用经济学硕士,曾于国家级重点经济期刊发表多篇论文,具备海外投资机构及国内券商新财富团队丰富研究经历,目前重点关注教育领域。

### 联系我们:

邮箱: [huangguan@gzgzhs.com.cn](mailto:huangguan@gzgzhs.com.cn)

电话: 020-88832319



机构销售团队:

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北机构 销售	张岚	(86)18601241803	zhanglan@gzgzhs.com.cn
	褚颖	(86)13552097069	chuy@gzgzhs.com.cn
	孙宜农	(86) 17701220342	sun.yinong@gzgzhs.com.cn
上海机构 销售	王静	(86)18930391061	wjing@gzgzhs.com.cn
	张妤	(86)13814033622	zhang_yu@gzgzhs.com.cn
广深机构 销售	步娜娜	(86)18320711987	bunn@gzgzhs.com.cn
	廖敏华	(86)13632368942	liaomh@gzgzhs.com.cn
	樊正兰	(86)18898886127	fanzl@gzgzhs.com.cn
	吴昊	(86)15818106172	wuhao@gzgzhs.com.cn
战略与拓 展部	李文晖	(86)13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn
	姚澍	(86)15899972126	yaoshu@gzgzhs.com.cn



**广证恒生：**

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

**股票评级标准：**

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

**分析师承诺：**

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

**重要声明及风险提示：**

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。