

海亮教育 (HLG)

民办教育集团领军者，内生外延稳步增长

● 概况：业绩稳定增长，领跑长三角 K12 民办教育

海亮教育拥有并管理 23 所学校，办学层次包括高中、初中、小学、国际教育，同时涉及游学研学、教育管理和后勤管理服务及其他教育教学管理相关服务。其中，海亮教育共举办 7 所私立学校，学生规模达 22110 人，教职工人数达 1856 人。此外还通过提供教育教学管理和后勤管理等服务运营管理 16 所学校，旗下 23 所学校合计覆盖学生达 54684 人。公司积极布局多个轻资产项目，丰富教育服务覆盖领域，聚焦于打造 K12 民办教育全产业链，将版图向全国扩张。

● 公司优势：品牌、师资、招生三大优势显现，国际教育业务前景可期

公司近年来全方位布局 K12 教育产业链，形成了基础教育+国际教育+艺术教育共同发展的格局。

规模和品牌优势：截止 2017/18 学年，公司旗下自营、委托管理的学校达到 23 所，近年来公司不断提升国际教育项目战略地位，引入 A-LEVEL、VCE、IB 等国际教育课程以不断完善教育体系，同时和 200 多所国外教育机构达成合作协议，拓展集团国际教育领域资源。旨在打造一站式全覆盖 K12 教育服务品牌。

招生方面：公司定位中高等收入家庭，招生范围立足浙江、湖北和江西，辐射全国，招生覆盖面广。从择升率看，2016/17 学年-2017/18 学年小升初和初升高分别为 81%、74%和 85%、63%，对生源质量的把控愈发严格。

师资方面：公司师资雄厚，人才储备充足，已建立完善的选拔和考核制度。

同行比较：与同行相比，公司营收增长较为稳定，控费水平出色，平均学费较高，生师比处于相对较低水平。

● 投资建议：民办教育集团领军者，内生外延稳步增长，给予“增持”评级

海亮教育为领先的民办教育集团，凭借出色的教学成绩及管理能力，公司盈利相对稳健。内生增长方面，通过学生结构的持续优化、国际教育占比稳步提升，公司未来学费仍有一定的提升空间；外延扩张方面，公司积极探索管理输出扩张，采用与当地学校签订相关教育服务合约、与当地合作办学的政企合作的模式，同时采用教育园区+单体的星系模式，集群效应有望逐步显现。未来公司有望完成从区域性知名教育品牌向全国性领先 K12 教育品牌的全面升级。我们预计 19-21 财年归属于母公司净利润分别为 2.8 亿元、3.5 亿元和 4.1 亿元，最新市值约 66 亿人民币，对应 2019 财年 PE 约为 24 倍，对应 PEG 小于 1，我们看好公司国际教育稳健增长及轻资产业务扩张，给予“增持”评级。

风险提示：民促法实施条例尚未最终落地、学费提升不及预期，成本和费用管控不力，管理输出项目拓展不及预期。

公司评级

增持

当前价格

38.35 元

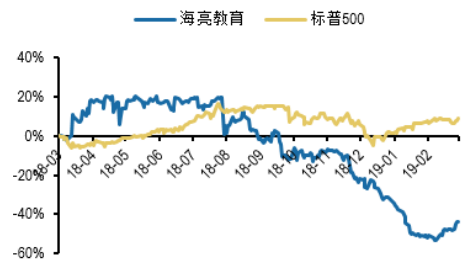
合理价值

42.03 元

报告日期

2019-03-15

相对市场表现



分析师:

安鹏



SAC 执证号: S0260512030008



SFC CE No. BNW176



021-60750610

anpeng@gf.com.cn

分析师:

沈涛



SAC 执证号: S0260512030003



SFC CE No. AUS961



010-59136693

shentao@gf.com.cn

相关研究:

联系人:

康凯 010-5913-6630

kangkai@gf.com.cn

盈利预测 (货币单位: 人民币):

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	853	1169	1349	1476	1627
增长率(%)	30%	37%	15%	9%	10%
EBITDA(百万元)	271	392	478	565	647
净利润(百万元)	168	223	281	347	408
增长率(%)	69%	33%	26%	23%	18%
EPS (美元/ADS)	0.97	1.29	1.63	2.00	2.36
市盈率 (P/E)	35	26	24	19	16
市净率 (P/B)	5	4	4	3	2

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

注: 公司共发行 2577.81 万 ADS, 这里 EPS 统一按 ADS 为口径计算

目录索引

公司概况：业绩稳定增长，领跑长三角 K12 民办教育	5
深耕长三角地区，是首家在美国上市的 K12 基础教育集团	5
财务状况：业绩表现亮眼，现金流充裕，国际教育业务快速增长	5
经营状况：招生规模不断扩大，打造完整 K12 教育产业	9
K12 民办教育行业：规模稳步提升，政策助推规范发展	11
民办 K12 教育：渗透率不断提升，政策虽有不确定但行业逐步规范	11
国际教育：消费结构升级刺激高端教育需求，行业集中度较低	15
公司优势：为国内最多在校生提供教育服务的民办中小学教育服务运营商，盈利稳健，现金流充裕	22
规模和品牌优势：K12 全覆盖，国内学生数量最高，品牌优势明显	22
招生优势：定位中高等收入家庭，覆盖浙江湖北江西，辐射全国	24
师资优势：师资力量雄厚，建立完善的教师选拔考核机制	26
同行业比较：业绩增长稳定，费用管控出色	27
未来看点：调结构内生增长稳健，管理输出扩大品牌力	29
学费提升+学生结构升级，内生增长较为确定	29
加速异地管理输出，打造优质全面教育服务平台	31
投资建议：民办教育集团领军者，内生外延稳步增长，给予“增持”评级	33
风险提示	33

图表索引

图 1: 截止 2018 财年海亮教育集团构成.....	5
图 2: 2013-2018 财年营收复合增长率为 21.8% (单位: 万元, 货币单位: 人民币)	6
图 3: 18 财年归母净利润 2.23 亿元, 同比增长 32.7% (单位: 百万元, 货币单位: 人民币)	6
图 4: 各学段均衡发展, 初中阶段收入占比有所提升.....	6
图 5: 近年初中、小学阶段收入增长较快.....	6
图 6: 18 财年国际教育收入占比 28.2%, 增长 69%.....	7
图 7: 18 年国际教育学生人数占比 17%, 增长 37%.....	7
图 8: 2018 年毛利率和净利率分别为 31.2%和 19.7%	7
图 9: 18 财年教师和学生相关支出占收入 35%和 11%.....	7
图 10: 2018 财年管理费用率回升, 销售费用率持续下降	8
图 11: 海亮教育现金流充裕 (单位: 万元)	8
图 12: 18 财年海亮教育现金和现金等价物大幅上涨 (单位: 万元)	8
图 13: 截止 2018 年 6 月 30 日海亮教育举办或运营管理学校数量达到 23 所.....	9
图 14: 近年来初中和国际教育学生人数增长较快, 小学和高中学段人数平稳 (单位: 人数)	10
图 15: 近年来各学段平均学费保持上涨 (单位: 元/人, 货币单位: 人民币) ...	10
图 16: 2018 年国际教育学生数量同比增长 37% (单位: 人数)	11
图 17: 18 年国际教育平均学费涨幅较大达到 20.3% (单位: 万元/人, 货币单位: 人民币)	11
图 18: 17 年民办小学至高中学校数量快速增加 (单位: 家)	12
图 19: 民办小学、初中、高中增速均超过整体增速.....	12
图 20: 民办基础教育学校总收入稳步提升 (单位: 十亿元, 货币单位: 人民币)	12
图 21: K12 民办教育各学段渗透率	12
图 22: K12 民办教育各学段招生人数增速均超过整体	13
图 23: 中国中产阶级规模庞大 (货币单位: 美元)	16
图 24: 中国人均教育支出稳定增长 (单位: 元/人, 货币单位: 人民币)	16
图 25: 中国家庭收入和平均教育产品月支出的关系 (单位: 元, 货币单位: 人民币)	16
图 26: 子女教育支出排行, 中国位列全球第六 (单位: 美元/人, 货币单位: 美元)	17
图 27: 送子女出国留学意向前十国家	18
图 28: 2009-2017 中国出国留学人数 (单位: 万人次)	18
图 29: 2010-2017 年国际学校新增数量情况 (单位: 家)	19
图 30: 2015-2017 年各类性质国际学校新增数量 (单位: 家)	19
图 31: 国际和双语学校在校生总人数不断扩大 (单位: 千人)	19
图 32: 国际学校平均学费持续上升 (单位: 元/人, 货币单位: 人民币)	19

图 33: 2013-2022E 国际和双语学校总收入 (单位: 十亿元, 货币单位: 人民币)	20
图 34: 2017 年中国国际学校地域分布 (单位: 家)	20
图 35: 2017 胡润中国国际学校百强排行榜地域分布 (单位: 家)	21
图 36: 2017 年国际学校市场份额前十	21
图 37: 海亮教育海外合作伙伴分布	24
图 38: 海亮教育学生来源分布	25
图 39: 海亮教育举办或管理学校所在省份小学至高中在校生人数 (单位: 万人)	25
图 40: 海亮教育全体学生留校比例	25
图 41: 浙江、湖北高中阶段生师比低于全国水平	26
图 42: 浙江、湖北初中阶段生师比低于全国水平	26
图 43: 小学阶段浙江、江西、湖北生师比均略高于全国水平	26
图 44: 海亮教育教师选拔标准	27
图 45: 海亮教育营业收入与同业对比 (单位: 亿元, 货币单位: 人民币)	28
图 46: 海亮教育净利润与同业对比 (单位: 亿元, 货币单位: 人民币)	28
图 47: 海亮教育毛利率逐步提升	28
图 48: 海亮教育净利率保持平稳	28
图 49: 海亮教育销售费用率较高	29
图 50: 海亮教育管理费用率把控出色	29
图 51: 浙江省小学至高中民办教育渗透率持续上升	29
图 52: 浙江省小学至高中民办学校数量 (单位: 家)	29
图 53: 浙江省 K12 各学段民办教育学生数量 (单位: 万人)	30
图 54: 海亮教育国际教育学生占比持续提升	30
图 55: 管理服务占公司营收的 1.6%	32
表 1: 公司截止 2018 年 6 月 30 日举办的 7 所私立学校学生人数、教职工人数	9
表 2: 近年来我国推行民办教育的政策	14
表 3: 海亮教育课程体系	23
表 4: 2017/2018 学年公司 7 所私立学校教职工情况概览 (单位: 人数)	27
表 5: 海亮教育各学段学费未来仍有上调空间 (货币单位: 人民币)	31
表 6: 海亮教育不断扩展旗下教育增值业务的范围 (货币单位: 人民币)	32

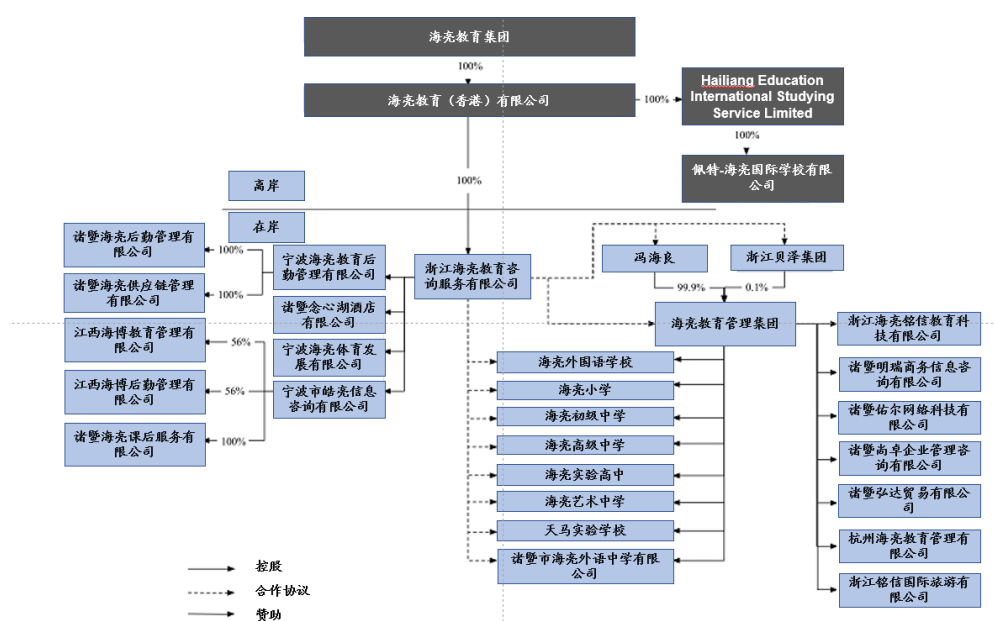
公司概况：业绩稳定增长，领跑长三角 K12 民办教育

深耕长三角地区，是首家在美国上市的 K12 基础教育集团

海亮教育始创于 1995 年 8 月，拥有 23 年基础教育、16 年国际教育办学经验。2015 年 7 月海亮教育集团在美国纳斯达克全球市场挂牌交易（股票代码为“HLG”），成为国内首家登陆美股的基础教育集团。公司办学定位为“精品化、特色化、国际化”。截止 2018 年 6 月，海亮教育共举办 7 所私立学校，学生规模达 22110 人，教职工人数达 1856 人。

公司大股东为海亮集团，集团核心业务为教育、有色材料智造（铜加工）和健康产业（明康汇品牌农业生鲜产品、医疗养老）。海亮集团旗下拥有三家国内外上市公司。2017 年海亮集团营收规模达 1625.96 亿元，2013 至 2017 年复合增长率为 19.98%。2017 年位列中国企业 500 强第 110 位，2018 年浙商 500 强第四位，集团实力较为雄厚。目前，教育产业是集团优先发展的核心区域。2017 年 11 月，海亮教育与海亮集团、海亮教育投资集团签订战略合作协议，海亮集团和海亮教育投资集团新建、收购、兼并和受托管理的民办、公办学校，将全面委托海亮教育进行运营管理。

图1：截止2018财年海亮教育集团构成



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

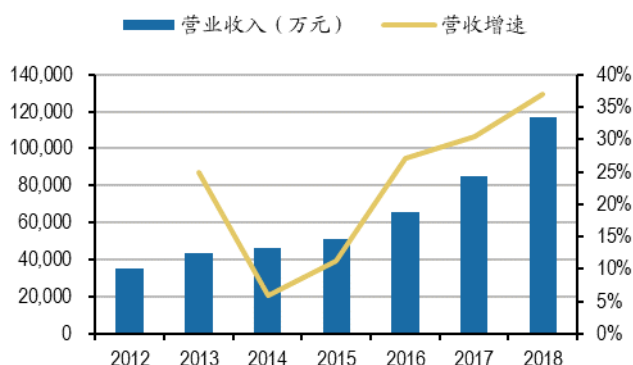
财务状况：业绩表现亮眼，现金流充裕，国际教育业务快速增长

营收方面：海亮教育 2018 财年实现营收 11.7 亿元，同比增长 37.0%，2013 至 2018 年复合增长率为 21.8%。其中 K12 教育服务、教育管理服务和收入分别为 10.9 亿元、0.19 亿元和 0.56 亿元，公司营收来源逐渐向多元化转型，2018 年新增加的

教育管理服务营收和其他营收分别占 1.6%和 4.8%。

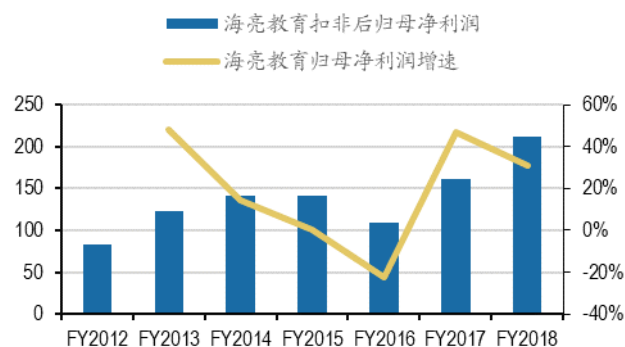
分学段来看：幼儿园、小学、初中和高中学段分别实现营收 1276.1 万元、2.5 亿元、3.3 亿元和 4.9 亿元（2018 年 2 月 28 日剥离幼儿园，此后收入不再计入海亮教育上市公司报表），同比分别下降 13.1%、增长 30.1%、38.3%和 22.7%。13 年至 18 年小学至高中学段复合增速分别为 22.8%、36.0%和 13.2%。高中学段营收近年来占比持续下降，18 财年高中学段营收占 K12 教育服务收入的 45.1%，占比较 17 财年下降 2 个百分点。而初中、小学收入占比不断上升，18 财年分别占 K12 教育服务收入的 30.6%和 23.1%。

图2：2013-2018财年营收复合增长率为21.8%（单位：万元，货币单位：人民币）



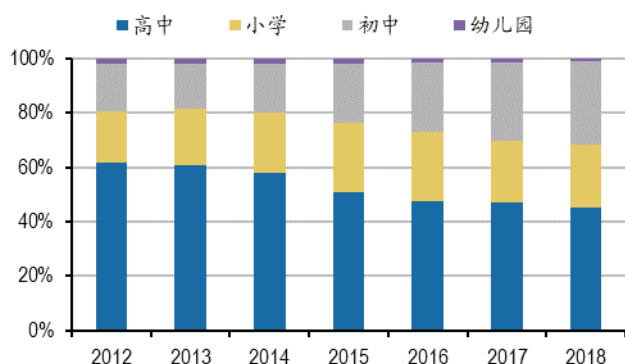
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图3：18财年归母净利润2.23亿元，同比增长32.7%（单位：百万元，货币单位：人民币）



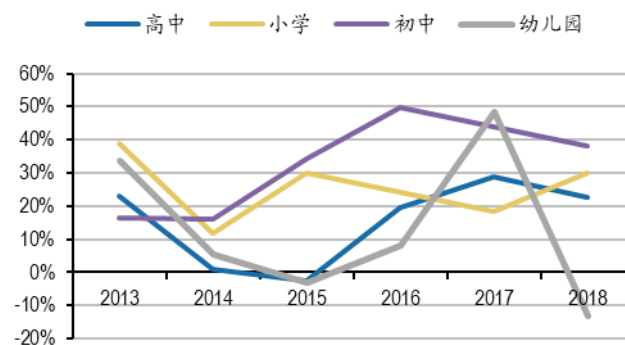
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图4：各学段均衡发展，初中阶段收入占比有所提升



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

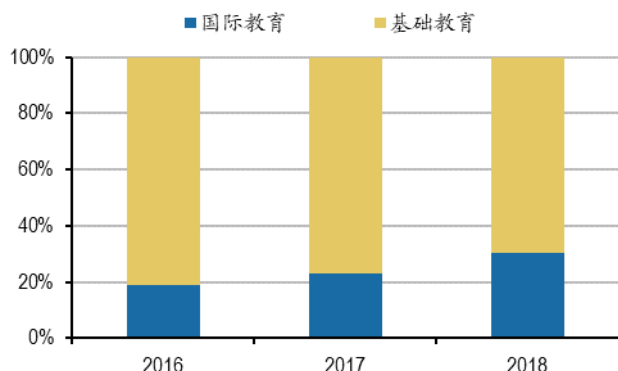
图5：近年初中、小学阶段收入增长较快



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

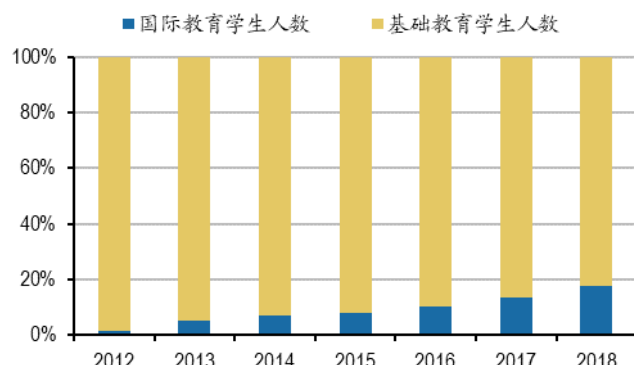
分国际和基础教育来看：近年来国际学校业务收入规模快速提升，2016至2018财年国际教育营收分别为 1.2、2.0 和 3.3 亿元，18 财年同比大幅增长 68.8%，占比达到 28.2%，同比提升 5.3 个百分点。

图 6: 18 财年国际教育收入占比 28.2%，增长 69%



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图 7: 18 年国际教育学生人数占比 17%，增长 37%

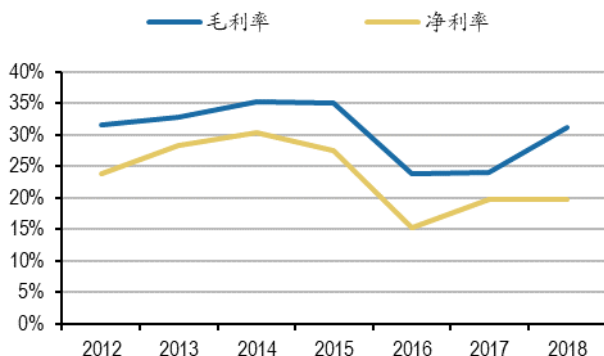


数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

成本方面：公司成本控制能力优秀。公司营业成本主要包含教职工工资、学生相关支出、交通、折旧、水电、租赁费和其他开支，2018 财年营业成本占营收比重由前两年的 76% 左右下降至 68.81%。各成本细项占营业收入比例分别为 34.8%、11.4%、3.0%、9.6%、2.2%、2.7% 和 5.1%，16 和 17 年因海亮教育园投入使用折旧开支出现上升。营业成本中占比较大主要为教师薪资开支和学生相关支出，各项比例维持基本维持稳定。

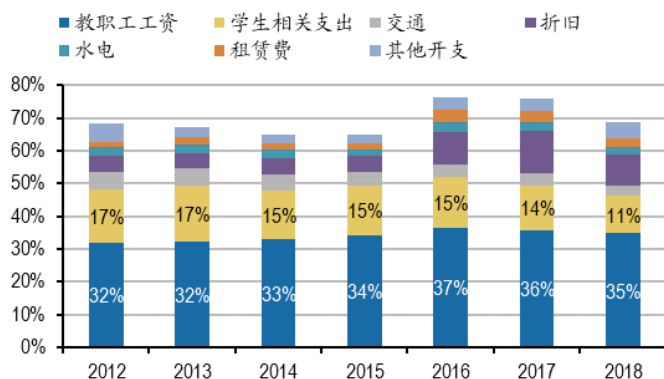
盈利能力方面：2018 财年实现净利润 2.23 亿元，同比增长 32.7%。2018 财年毛利率和净利率分别为 31.2% 和 19.7%，18 年毛利率同比大幅提升 7.2 个百分点，净利率和去年持平。历史来看，2014 和 15 财年毛利率维持在 35%，16、17 年毛利率下滑至 24% 左右（主要由于教师工资、学生相关支出以及折旧和租赁支出上升），18 年毛利率回升至 31.2%。

图 8: 2018 年毛利率和净利率分别为 31.2% 和 19.7%



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图 9: 18 财年教师和学生相关支出占收入 35% 和 11%



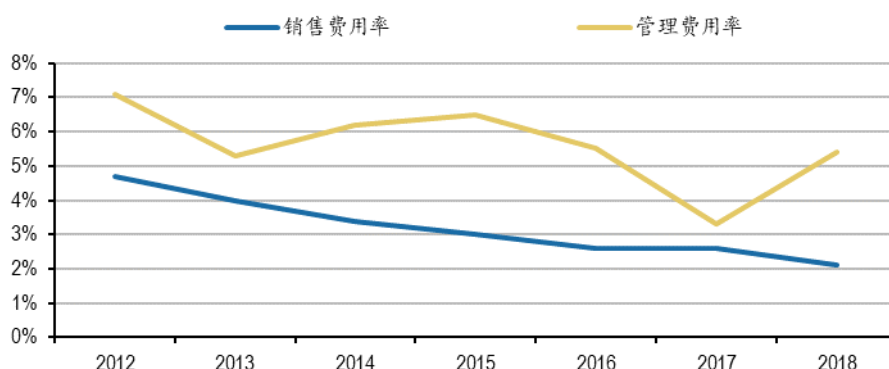
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

费用方面，2018 财年期间费用率为 7.5%，同比上升 1.6 个百分点。其中，销售费用率和管理费用率分别为 2.1% 和 5.4%，同比分别下降 0.5 和上升 2.1 个百分点。近年来公司销售和管理费用率整体保持下行，其中销售费用率持续稳步下降，管理

费用率 17 年有所回落，18 年有所上升。2018 财年销售费用 2454 万元，同比上涨 12.0%，主要由于学校为吸引优质生源增加了入学奖学金，招生费用有所增加。

管理费用主要包括管理人员的薪酬以及咨询费用。2018 财年管理费用为 6337.4 万元，同比增加 123.3%，涨幅较大。主要系 1) 管理人员数量和薪酬水平的上升；2) 专业服务费的增加；3) 其他运营费用的增加，包括新成立的子公司等。由于 2017 年管理费用核算中包括了诉讼费用的转回，导致管理费用减少。2018 年管理费用和 2016 年处于相似水平。公司预计未来管理费用将会保持相对稳定。

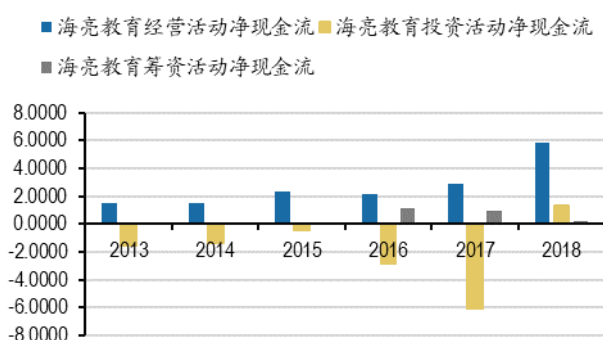
图 10：2018 财年管理费用率回升，销售费用率持续下降



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

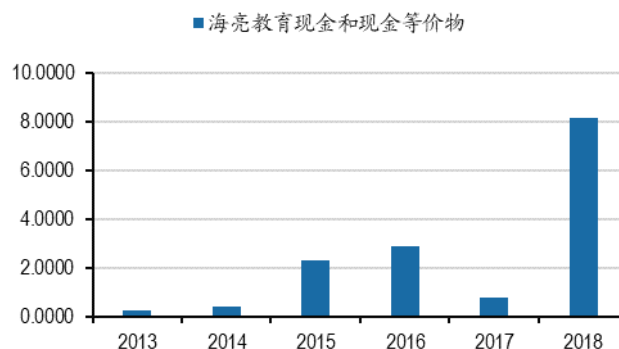
现金流方面：2018 财年经营活动、投资活动和筹资活动净现金流分别为 5.99 亿元、1.20 亿元和 0.19 亿元，其中经营活动和投资活动净现金流均显著增加。2018 财年现金和现金等价物为 8.13 亿元，较去年的 0.78 亿元大幅提升。公司现金流充裕，为未来业务扩张提供了充足的流动性。

图 11：海亮教育现金流充裕（单位：万元）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图 12：18 财年海亮教育现金和现金等价物大幅上涨（单位：万元）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

截止 2018 年 6 月 30 日，海亮教育共举办 7 所私立学校，包括海亮外国语学校、海亮小学、海亮初级中学、海亮高级中学、天马实验学校、海亮实验中学、海亮艺术中学，学生规模达 22110 人，教职工人数达 1856 人。此外还通过提供教育教学管理和后勤管理等服务运营管理 16 所学校，旗下 23 所学校覆盖学生达 54684 人。公司积极在异地布局多个轻资产项目，不断丰富教育服务覆盖领域，聚焦于打造 K12 民办教育全产业链，将版图向全国扩张。

表1: 公司截止2018年6月30日举办的7所私立学校学生人数、教职工人数

学校	成立/收购年份	教育项目	学生人数（单位：人 数）	班级数（单位：班 级数）	教职工人数 （单位：人 数）
海亮外国语学校	1995	国际小学	1035	57	143
		国际中学	1274	55	156
		国际高中	1,551	80	226
海亮小学	2016	小学	2,695	83	220
海亮初级中学	2016	初中	2,984	61	179
海亮高级中学	2016	高中	3,495	80	297
海亮实验中学	2001	高中	3,491	73	224
海亮艺术中学	2017	高中	1,348	33	123
天马实验学校	2009	小学	1,590	47	131
		初中	2,647	57	157
	总计		22,110	626	1,856

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图13: 截止2018年6月30日海亮教育举办或运营管理学校数量达到23所

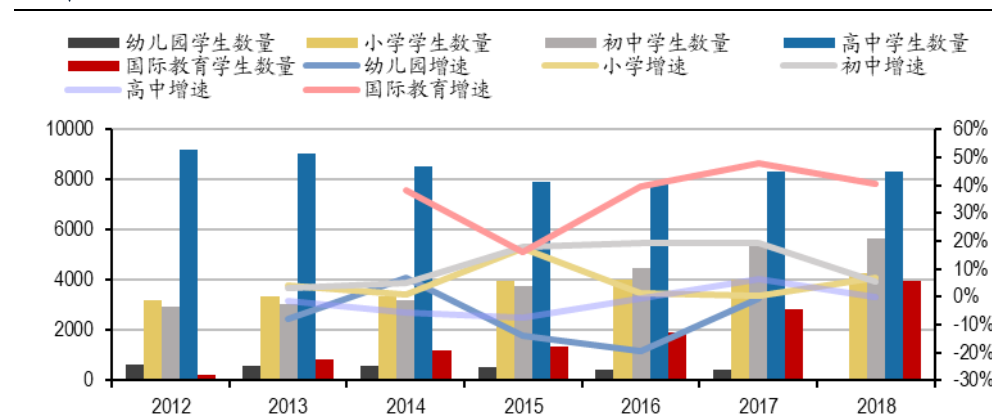


数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

各学段均衡发展，平均学费稳步上涨：2018 财年幼儿园、小学、初中和高中学段分别实现营收 1276.1 万元、2.5 亿元、3.3 亿元和 4.9 亿元，同比分别下降 13.1%、增长 30.1%、增长 38.3%和 22.7%（幼儿园业务纳入报表的营收截止 2018 年 2 月 28 日，此后幼儿园业务归入海亮幼教集团）。近年来公司各学段营收不断增长得益于平均学费的上涨和招生规模的扩大。

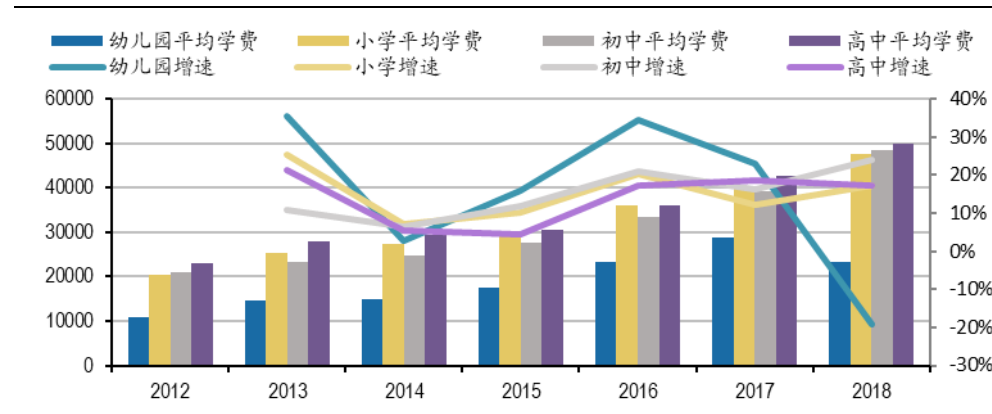
- ✧ **平均学费方面**，2018 年小学、初中和高中平均学费分别为 47498 元、48493 元和 49939 元，同比分别上涨 17.4%、24.1%和 17.2%。
- ✧ **学生数量方面**，基础教育项目小学和初中学生人数分别为 4285 和 5631 人，同比分别增长 6.6%和 5.3%，高中学生人数为 8334 人，同比基本持平；国际教育学生数量达到 3860 人，同比大幅增长 37%。

图 14：近年来初中和国际教育学生人数增长较快，小学和高中学段人数平稳
(单位：人数)



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图 15：近年来各学段平均学费保持上涨（单位：元/人，货币单位：人民币）



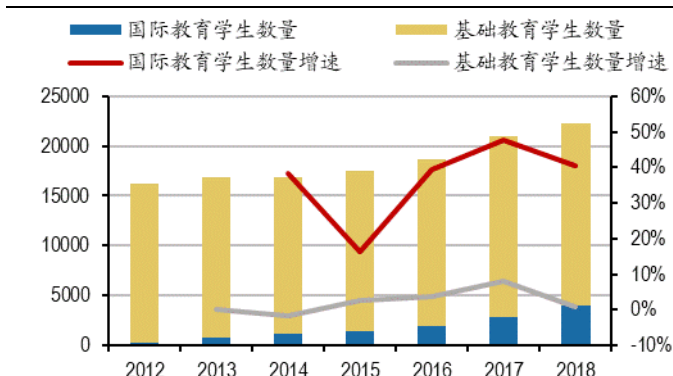
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

基础教育增速放缓，国际教育业务迅速增长：海亮教育在幼儿园、小学、初中和高中学段均推出基础教育项目和国际教育项目。基础教育项目提供国家标准和海亮教育自身研发相结合的课程；国际项目在国家标准课程的基础上，为学生提供为日后

出国留学做准备的课程。此外，为准备申请美国大学的学生提供 SAT 课程，为准备申请英国的学生提供 A-Levels 课程等。

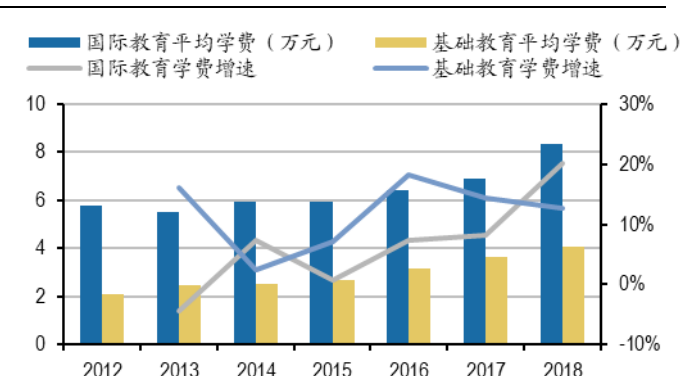
国际教育业务快速增长，成为公司主要盈利增长点，18 年国际教育收入达到 3.3 亿元，同比大幅增长 69%，较 17 年 60% 增速进一步提升。18 年国际教育学生人数达到 3860 人，同比大幅增长 37%，国际教育平均学费达 83170 元，同比上涨 20.3%。目前基础教育收入仍占集团主导地位，18 财年基础教育实现收入 7.6 亿元，占总收入比例为 65%，收入增速 16%，较 17 年 24% 的增速有所放缓。

图16：2018年国际教育学生数量同比增长37%（单位：人数）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图17：18年国际教育平均学费涨幅较大达到20.3%（单位：万元/人，货币单位：人民币）



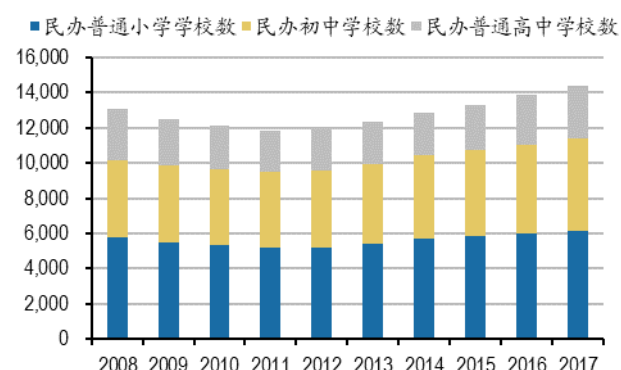
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

K12 民办教育行业：规模稳步提升，政策助推规范发展

民办 K12 教育：渗透率不断提升，政策虽有不明确但行业逐步规范

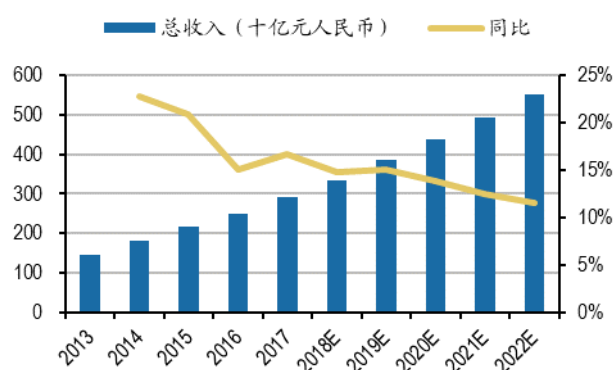
K12 各学段民办学校快速增长：近年来我国民办学校规模稳步提升。2017 年民办基础教育学校总收入达 2921 亿元，同比增长 16.7%，13-17 年复合增长率为 19.2%。目前我国 K12 阶段民办学校仍以幼儿园为主，但其他各学段均保持较快增长。学校数量方面，2017 年，我国民办幼儿园、小学、初中和普通高中学校数量分别为 160400 所、6170 所、5227 所和 3002 所，同比分别增加 4.0%、3.3%、2.8%和 7.7%。近年来民办小学、初中和高中学段学校数量快速增加，增速均超过各学段学校数量整体增速。

图18: 17年民办小学至高中学校数量快速增加 (单位: 家)



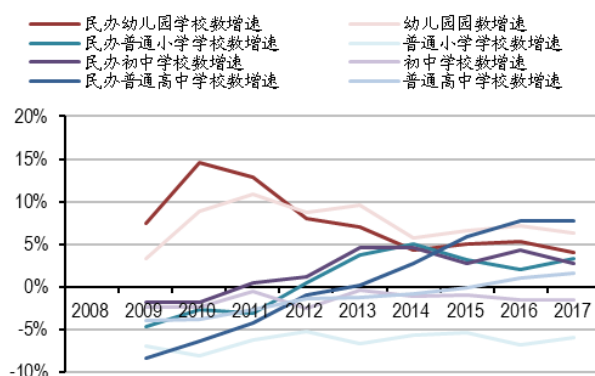
数据来源: 教育部、广发证券发展研究中心

图20: 民办基础教育学校总收入稳步提升 (单位: 十亿元, 货币单位: 人民币)



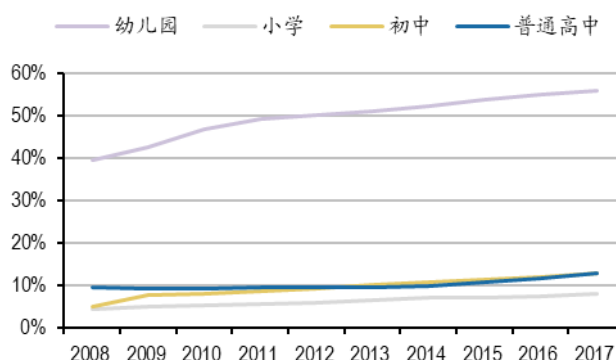
数据来源: Frost & Sullivan report 2018、广发证券发展研究中心

图19: 民办小学、初中、高中增速均超过整体增速



数据来源: 教育部、广发证券发展研究中心

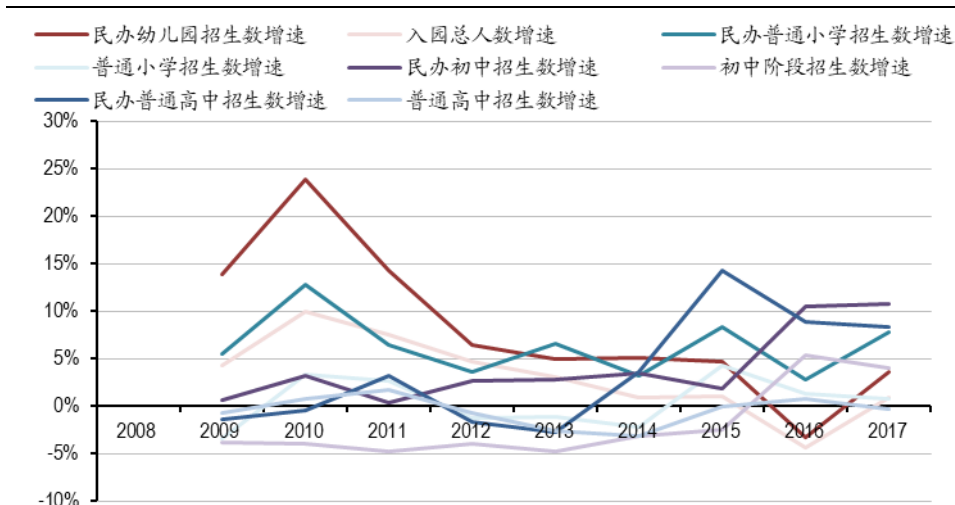
图21: K12民办教育各学段渗透率



数据来源: 教育部、广发证券发展研究中心

渗透率方面: 17年民办小学、初中和普通高中在校生数量分别为814.2万人、577.7万人和306.3万人，同比分别增长7.6%、8.4%和9.7%；招生人数分别为137.7万人、209.1万人和306.3万人，同比分别增加7.8%、10.8%和8.3%。17年小学至高中各学段民办教育渗透率分别为8.1%、13.0%和12.9%，同比分别提升0.7、0.4、0.8和1.1个百分点，初中和高中学段提升较大。

图22: K12民办教育各学段招生人数增速均超过整体



数据来源: 教育部、广发证券发展研究中心

政策规范发展: 近年来国家针对现行教育体系不断推出改革政策, 国务院及各部委相继出台多项政策以扶持规范民办教育行业健康发展。2017年9月1日起正式实施的新版《民促法》规定: “民办学校的举办者可以自主选择设立非营利性或者营利性民办学校。但是, 不得设立实施义务教育的营利性民办学校。” 2018年8月司法部发布《中华人民共和国民办教育促进法实施条例(修订草案)(送审稿)》, 虽然目前政策并不明确, 但民办教育进一步规范的趋势是确定的, 龙头公司也有望在洗牌中获得优势。

表 2: 近年来我国推行民办教育的政策

时间	政府文件	政策要点
2018/8/10	司法部发布《中华人民共和国民办教育促进法实施条例（修订草案）（送审稿）》	（1）“公办学校不得举办或者参与举办营利性民办学校。公办学校举办或者参与举办非营利性民办学校的，应当经主管部门批准，并不得利用国家财政性经费，不得影响公办学校教学活动，不得以品牌输出方式获得收益”。（2）“实施集团化办学的，不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校”。
2017/9/1	新修改的《民办教育促进法》	“民办学校的举办者可以自主选择设立非营利性或者营利性民办学校。但是，不得设立实施义务教育的营利性民办学校。”“民办学校享受国家规定的税收优惠政策；其中，非营利性民办学校享受与公办学校同等的税收优惠政策。”
2017/3/1	《2017 年国务院政府工作报告》	要办好公平优质教育，其中明确指出“支持和规范民办教育发展。”
2017/1/1	《国务院关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的若干意见》答记者问	“鼓励社会力量兴办教育，促进民办教育健康发展，是党中央、国务院的一项重大决策部署，是当前和今后一个时期各相关部门和各级地方政府共同肩负的一项重要工作任务。”
2015/11/1	《中共中央关于制定国民经济和社会发展的第十三个五年规划的建议》	支持和规范民办教育发展，鼓励社会力量和民间资本提供多样化教育服务。
2013 年	《高中阶段国际项目暂行管理办法》	对公立学校办国际班的政策开始收紧，要求不再审批新的国际班以及现有的公办国际班招生人数不再增加。

数据来源：教育部网站，广发证券发展研究中心

目前除海亮教育外，国内主要经营 K12 学段的民办教育上市公司主要枫叶教育、成实外教育、睿见教育、博实乐教育和宇华教育。

枫叶教育：创办于 1995 年，总部位于大连。以加拿大课程体系为主要办学方向。目前已在国内外 21 个城市开办枫叶国际学校 83 所，形成集外籍人员子女学校、幼教、小学、初中、高中为一体的多层次高品质的国际教育体系。

成实外教育：西南地区最大的 K12 教育服务供应商。目前经营 15 所学校，包括成都外国语学校、成都市实验外国语学校、成都市实验外国语学校、成都外国语学校附属小学、成都市金牛区成外附小幼稚园，以及四川外国语大学成都学院。

博实乐教育集团：碧桂园旗下公司，1994 年成立于广东顺德，目前在全国拥有 K12 国际学校、双语学校、幼儿园以及培训学校，业务还包括海外游学、国内营地、教育科技等。目前博实乐在全国 8 个省份拥有 62 所学校及幼儿园，包括国际学校 6 所，双语学校 16 所，幼儿园 40 所。在北京上海深圳佛山拥有超过 16 家培训中心，包

括圣博国际、伊莱英语等品牌。

睿见教育：华南地区最大的经营高端小学及中学的民办教育集团。除中国教育课程外，也为高中学生提供国际课程，同时设置包括体育、艺术、音乐和中国文学等一系列校本选修课程。截止 2018 年 8 月 31 日，睿见教育运营管理 8 所学校，学校分布在广东省东莞市、惠州市、揭阳市，辽宁省盘锦市和山东省潍坊市。

宇华教育集团：提供由幼儿园至大学民办教育的教育集团，集高等教育、基础教育、学前教育于一体，现有从幼儿园到大学共 29 所学校，校区遍布河南、湖南两省 10 个城市，在校师生总数 9 万多人。

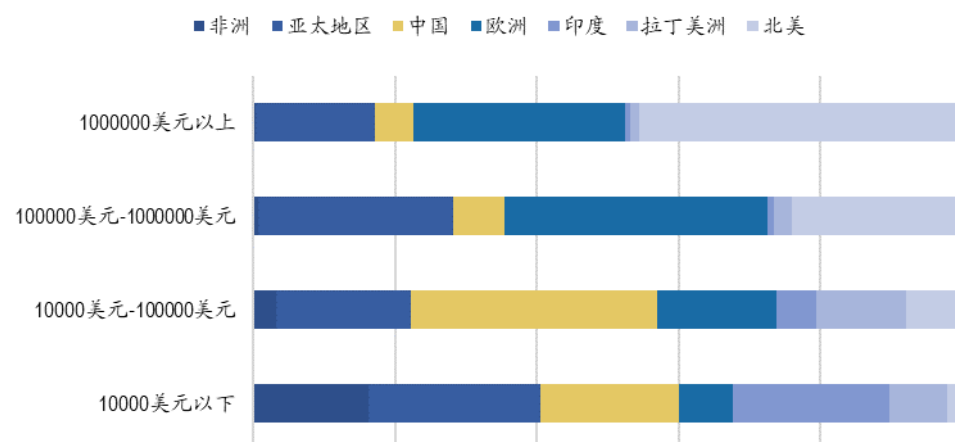
集团化趋势有助于打开中西部地区民办教育市场：目前我国公办教育资源分布不均，优质资源主要集中于一、二线城市和东部发达地区，而西部地区和三四线城市存在较大缺口。民办学校在集团化的趋势下，有利于教学资源的跨地区流动和管理制度，教学理念的同意。有望凭借自身资本优势和政策支持，向三四线城市和西部地区快速渗透，解决优质教育在中西部地区的缺位问题。

国际教育：消费结构升级刺激高端教育需求，行业集中度较低

中产阶级规模扩大，教育支出水涨船高：近年来，随着我国经济的快速发展，财富快速积累，中产阶级规模不断扩大，成为教育消费的中坚力量。根据瑞信的统计，2017 年中国中产阶级人群（财富净值处于一万至十万美元区间）规模达 3.6 亿人，占全球的 34%。预计到 2020 年将上升到全球的 40%。根据弗若斯特沙利文 2018 年的报告，2017 年中国人均年消费性教育支出达 807 元/人，同比增长 7.6%，2013-2017 年复合增长率为 8.7%。教育支出占总消费的比重稳步提升。

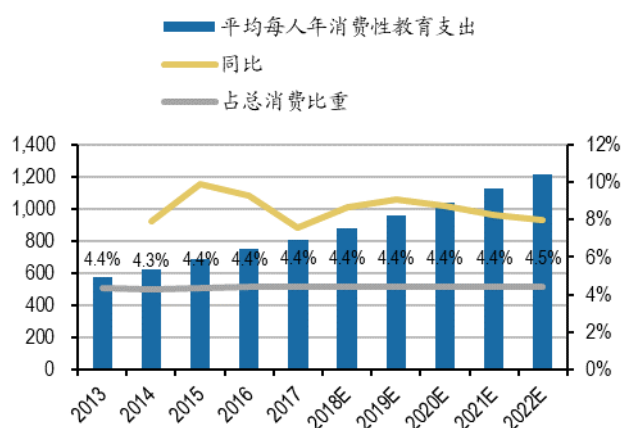
在父母对子女教育愈发重视的背景下，我国市场对高端教育需求不断提升。根据艾瑞咨询的报告，随着家庭收入的增加，月均教育产品支出 2000 元以上持续增加。37%的月收入超过 30000 元的家庭月均教育支出在 2000 元以上，占比最大。

图23：中国中产阶级规模庞大（货币单位：美元）



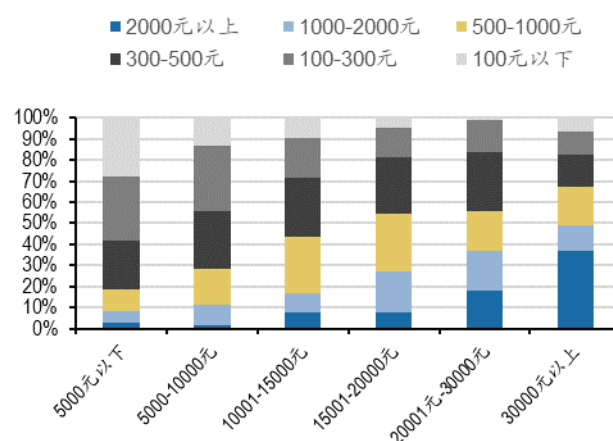
数据来源：Credit Suisse、广发证券发展研究中心

图24：中国人均教育支出稳定增长（单位：元/人，货币单位：人民币）



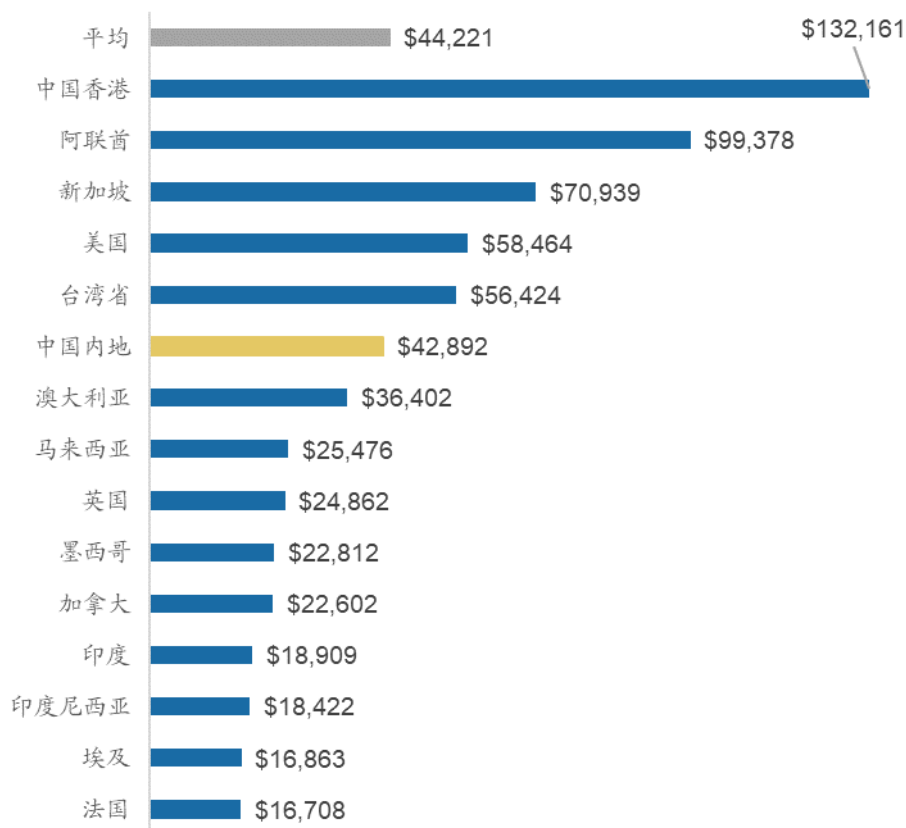
数据来源：Frost & Sullivan Report 2018、广发证券发展研究中心

图25：中国家庭收入和平均教育产品月支出的关系（单位：元，货币单位：人民币）



数据来源：艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

图26: 子女教育支出排行, 中国位列全球第六 (单位: 美元/人, 货币单位: 美元)

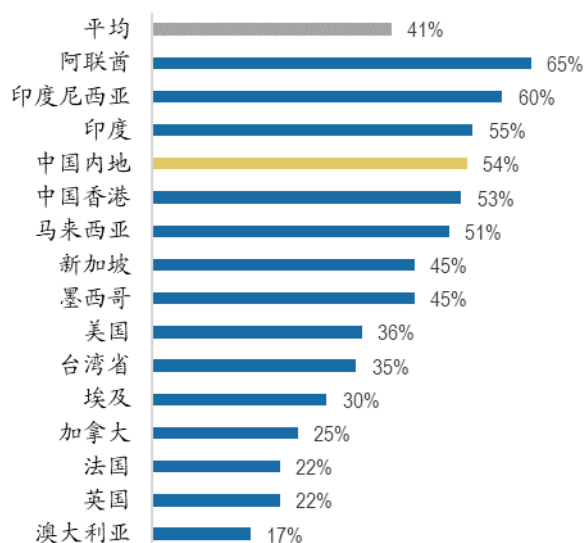


数据来源: HSBC、广发证券发展研究中心

留学潮热度不减, 推升国际学校需求

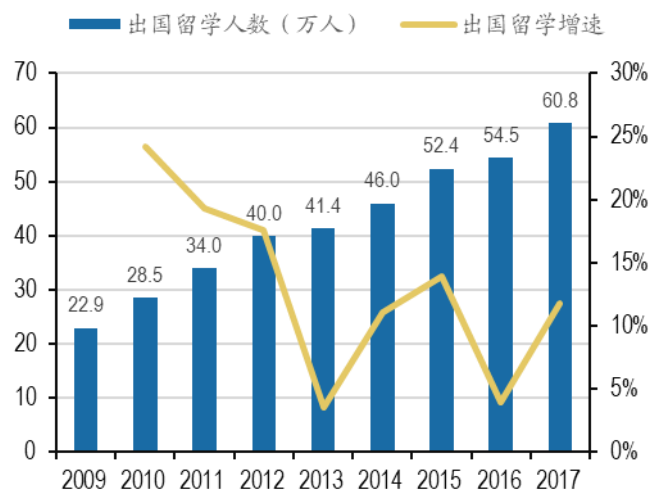
2017 年出国留学人数达 60.84 万, 同比增长 11.74%。根据汇丰的报告, 54% 的中国家长有送子女出国留学的意向, 位列全球第四, 仅次于沙特、印度尼西亚和印度, 远超全球平均水平 41%。出于对传统教育模式的反思和对国际化背景的追求, 语言培训、留学深造和各类移民的需求都在增加, 国际学校作为留学深造的最佳跳板, 增长空间巨大。

图27：送子女出国留学意向前十国家



数据来源：HSBC、广发证券发展研究中心

图28：2009-2017中国出国留学人数（单位：万人次）



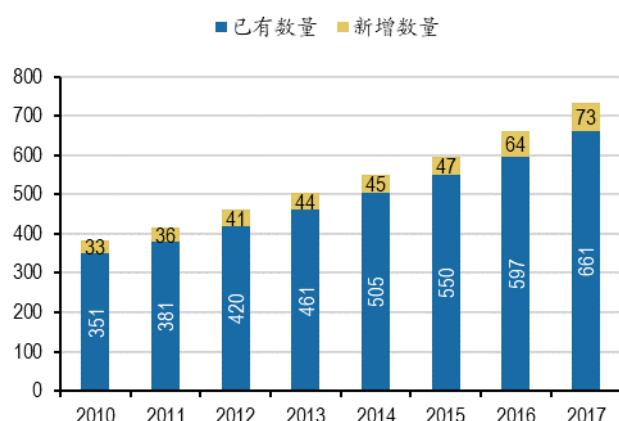
数据来源：教育部、广发证券发展研究中心

民办国际学校方兴未艾，优质资源逐步向二三线城市渗透

近年来我国国际学校数量稳步增加。截止 2017 年 10 月，我国共有 734 所国际学校。其中外籍人员子女学校 126 所，民办国际学校 367 所，公立学校国际班 241 所。整体数量从 2010 至 2017 年复合增长率为 9.7%。目前，民办国际学校已经成为国际学校热潮中的主力军。2017 年新增 73 所国际学校，其中民办学校 46 所，占 63%。

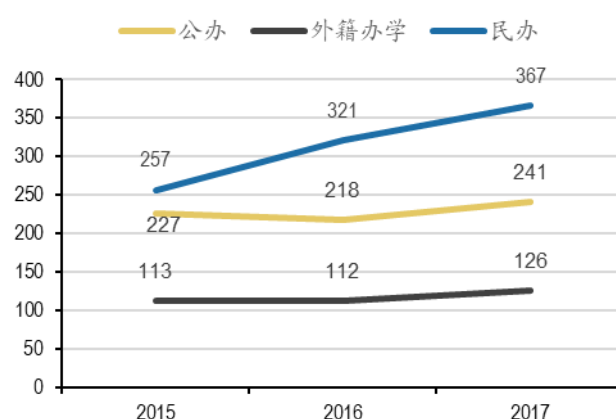
国际学校就读人数和学费也持续上升。2017 年国际学校和双语学校就读人数已经达 16.1 万人，同比增长 17.5%，2013-2017 年复合增长率为 17.6%。预计至 2022 年就读国际学校的学生人数将达到 29.7 万人。2017 年国际学校平均学费为 84082 元，13-17 年复合增长率为 7.6%。学生人数和学费的增长推动国际学校整体收入快速上升，2017 年国际学校营收规模达 125 亿元，同比增长 23.8%，2013-2017 复合增长率为 25.7%。预计未来五年将保持 20.4% 的复合增速。

图29：2010-2017年国际学校新增数量情况（单位：家）



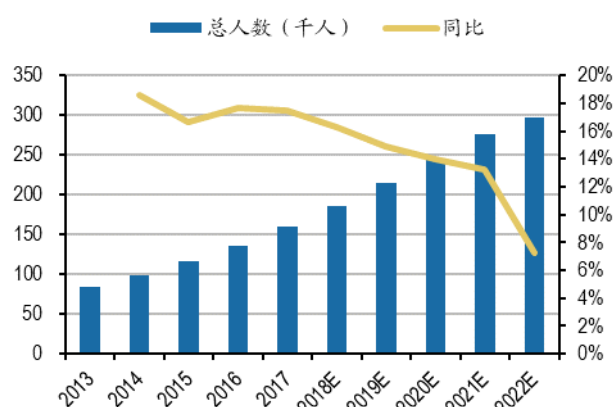
数据来源：新学说、广发证券发展研究中心

图30：2015-2017年各类性质国际学校新增数量（单位：家）



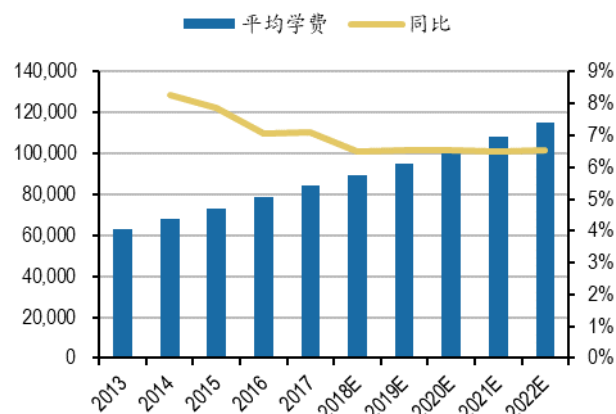
数据来源：新学说、广发证券发展研究中心

图31：国际和双语学校在校生总人数不断扩大（单位：千人）



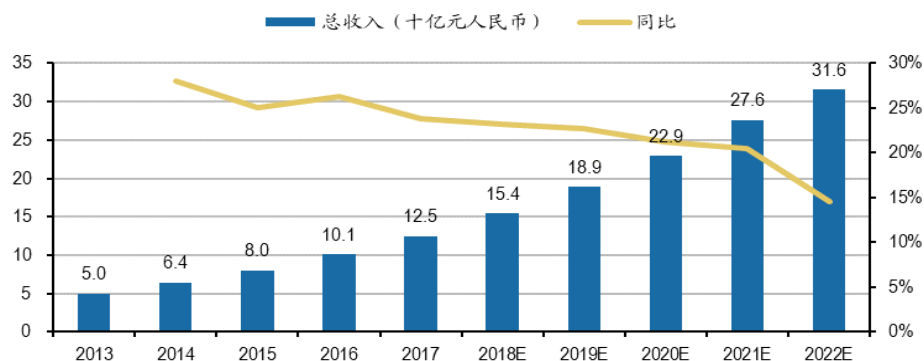
数据来源：Frost & Sullivan report in 2018、广发证券发展研究中心

图32：国际学校平均学费持续上升（单位：元/人，货币单位：人民币）



数据来源：Frost & Sullivan report in 2018、广发证券发展研究中心

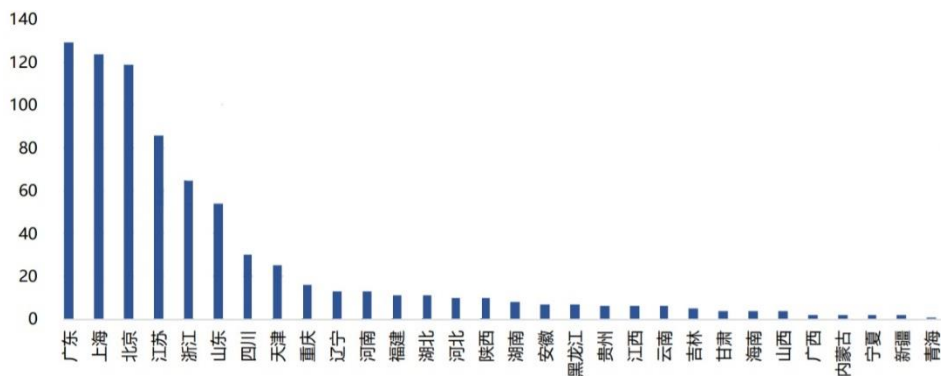
图33: 2013-2022E国际和双语学校总收入(单位: 十亿元, 货币单位: 人民币)



数据来源: Frost & Sullivan report in 2018、广发证券发展研究中心

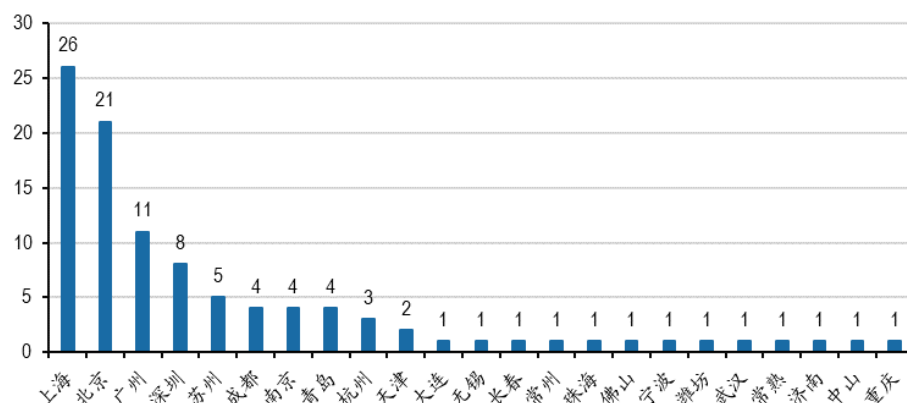
目前我国国际学校仍主要分布于一线城市。广东、上海、北京分别为 129、124 和 119 所。优质国际学校资源也仍集中在一线城市。跟据胡润 2017 中国国际学校百强榜, 上海、北京、广州、深圳的上榜学校数量分别为 26 所、21 所、11 所和 8 所, 合计占总榜单的 66%。同时, 江苏、浙江、山东等教育大省也占据较大比重。目前, 国际学校有从一线城市向二三线城市扩张的趋势, 预计未来有较大的发展空间。

图34: 2017年中国国际学校地域分布(单位: 家)



数据来源: 新学说、广发证券发展研究中心

图35: 2017胡润中国国际学校百强排行榜地域分布(单位: 家)

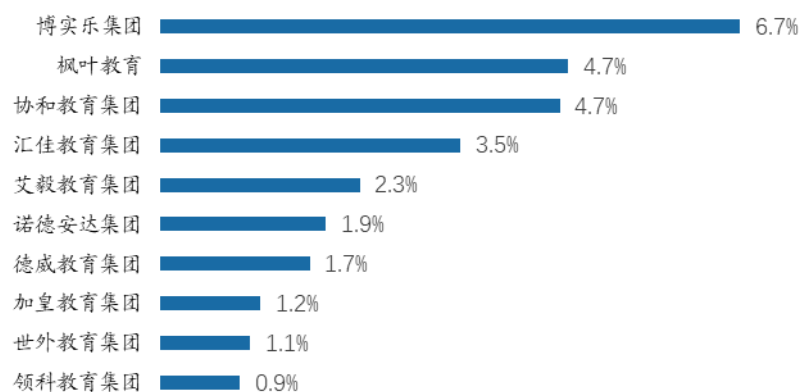


数据来源：胡润中国、广发证券发展研究中心

市场集中度较低，国际学校竞争激烈

目前国内国际教育行业市场集中度低、同质化较为严重。国际教育集团占据行业主导地位,但也存在着一定的区域性。其中,博实乐集团、枫叶集团和协和集团占据市场份额前三,分别占 6.7%、4.7%和 4.7%。CR4 仅为 19.62%,市场竞争较为激烈。

图36: 2017年国际学校市场份额前十



数据来源：新学说、广发证券发展研究中心

公司优势：为国内最多在校生提供教育服务的民办中小学教育服务运营商，盈利稳健，现金流充裕

服务优势：K12 全覆盖，培养项目多元化

基础教育项目：

根据公司官网显示，截止 2018 年 6 月 30 日，海亮教育举办的七所学校中共有五所提供基础教育，分别为海亮小学、海亮初级中学、海亮高级中学、海亮实验中学和天马实验学校。基础教育项目共有 16902 名学生，营收规模占集团整体营收的 59%（除去艺术教育项目营收）。海亮旗下的基础教育学校师资力量强大，共有 10 名国际奥林匹克金牌教练。基础教育提供教育部门强制要求的课程教学，包括 273 门选修课和必修课。

国际教育项目：

国际教育为海亮发展的重点。目前海亮国际教育服务主要集中于海亮外国语学校。采用 K12 一贯制国际教学体系。学校占地 86.3 亩，总建筑面积 7 万 m^2 。设有小学部、初中部、剑桥小初、亚洲部、欧美部、剑桥高段等 6 个学部，设小学国际预备班、小学国际班、初中国际班、高中国际班、国际大学预科班、精英班、托福班、雅思班、韩语班、日语班、对外汉语班、A-Level 剑桥国际班、SAT 班等班型。在重视国内义务教育阶段课程和普通高中课程的基础上，极其重视学生的跨文化交流能力和国际化综合素质养成教育，将 SAT、雅思、托福等课程融入高中国际班课程体系，同时开设了 30 多门选修课程。

2012/2013 学年，海亮教育将国际教育项目从高中拓展到小学和初中。过去五年来海亮教育的国际项目招生规模和营收稳步提升，业绩亮眼。在 2018 届毕业生中，175 名学生被包括但不限于美国、加拿大、澳大利亚和英国的高等学府录取。

此外，海亮教育还针对外国留学生开设了汉语学习项目。1999 年海亮教育被浙江省政府批准可以招收外国学生。外国留学生可以参加针对汉语资格考试（HSK）和高考的培训课程，同时设有中国地理、历史、武术和书画等课程。截止 2018 年 6 月 30 日，海亮教育共有 121 名外国留学生。

对内：不断完善国际教育课程体系，增加国际教育项目

目前，海亮的国际教育项目通过引入新的国际教育课程和强化语言考试培训，不断优化国际教育质量，旨在帮助学生更好的申请海外高等学府和适应国外的学习生活。

出国申请方面：在将高等英语课程列为必修的基础上，增加了针对托福、雅思等语言考试培训的强化课程。同时为准备留英留美的学生分别开设了 A-LEVEL 课程、AP 课程和 SAT 课程等，并专门成立了留学研学服务公司，帮助学生更好的选校申请。

国际教育课程方面：在原有的英语课程的基础上，增加了韩语、日语和西班牙语等课程，面向申请非英语国家大学的学生。同时公司仍在不断考察、引进新的国际教

育课程。2017 年 9 月，海亮教育与美国 ELS 语言课程签约，将为学生提供英语课程，学满毕业后无需雅思或托福成绩即可申请美国大学。

2017 年 2 月，海亮外国语学校与澳大利亚的 Thomas Carr College(托马斯卡学院)签订了 VCE 项目合作协议。该项目在中国高中课程的基础上引入国际课程，由澳大利亚维州教育评估署 (VCAA) 和澳洲名校联合提供资源与监督，参加维州联考，全球同步。2017 年 3 月起，海亮外国语学校的学生可用 ATAR (澳大利亚高等教育入学排名) 成绩申请澳大利亚、英国、美国等各大热门留学国家的世界名校，无需就读预科。目前海亮国际教育系项目共有三大国际认证课程，分别为 A-LEVEL 课程、VCE 课程和 NCC 课程，此外还有国际班、HSK 课程和日韩语课程等其他课程。形成了面向 1-12 年级、较为完整的国际教育课程体系。

表 3: 海亮教育课程体系

课程	开设年级	课程介绍
国际认证课程	A-LEVEL	10-12 年级 引入剑桥原版课程，开设数学、化学、物理、经济学等必修课，采用全英文授课。学生修读毕业后可以申请英联邦国家高校
	VCE	10-12 年级 学生需修满 16 学分，4 至 6 门课程，包括科学、数学、小语种、商科、物理等，采用全英文授课。学生修满取得认证后无需雅思成绩即可申请，且澳洲高校录取率较高
	NCC	10-12 年级 为以英语为第二语言的参加国际预科课程的学生设计，旨在提高学生的综合和学术性英语能力。修读毕业后可以直接被海外高校录取。包括学术性英语课程、英语交流课程、商科入门课程、基础数学课程和英美文化课程等
其他课程	国际班	1-12 年级 双语教学，将我国国家课程体系和英语课程相融合。同时面向有出国留学计划和在大陆读本科的学生
	日韩语课程	10-12 年级 在高中阶段提供日韩语课程，帮助申请日本韩国大学的学生无缝衔接
	HSK 对外汉语课程	1-12 年级 提供汉语和中国文化教学以及申请国内大学的辅导。帮助外国学生学习和融入中国的文化

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

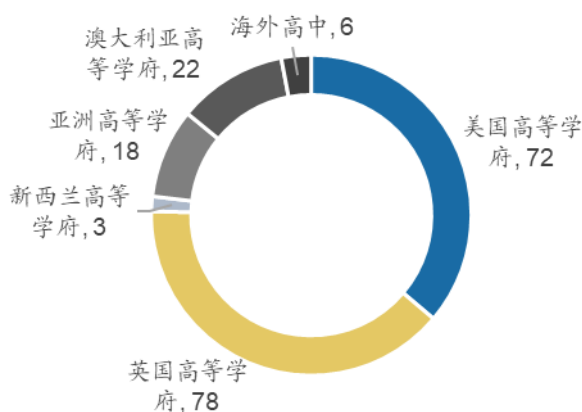
对外：加强与海外高校合作，拓展国际教育领域资源

近年来，海亮通过与世界知名学府和教学机构建立合作关系以及并购海外学府的方式，获取优质国际教育资源，为学生打造更优质的出国留学平台，同时有利于提升自身在国际教育领域及海内外的知名度。目前海亮教育和 199 个国外学府达成合作伙伴关系，包括 193 所大学和 6 所高中。其中不乏美国凯斯西储大学，英国诺丁汉大学、韩国梨花女子大学、澳大利亚国立大学等世界知名学府。在 2018 年毕业生中，有 175 名学生收到了来自包括伦敦国王学院、伦敦大学学院、伦敦大学玛丽皇后、诺丁汉大学、加州大学尔湾分校、澳大利亚国立大学、悉尼大学、墨尔本大学、韩国

大学、早稻田大学等海外知名高校的录取通知书。

2017年9月，海亮教育与英国佩特文法学校签约，未来双方将合作办学。佩特文法学校将帮助海亮教育的国际学校项目开发新课程和教学材料，并传输国际教学理念。海亮教育将根据教育市场的发展情况，拟在未来三年内与佩特文法合作拓展10个左右学校或项目。

图37：海亮教育海外合作伙伴分布



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

艺术教育项目：

截止2018年6月30日，海亮教育举办一所艺术学校——海亮艺术中学。2017-18学年学生数和教职工人数分别为1348人和123人，共设33个班级。学校以高校的艺术专业为培养方向，下设音乐班、美术班和传媒班，致力于培养有艺术梦想的青年才俊，满足社会多元化的育人需求。拥有多功能音乐大厅、72间雅马哈钢琴房、14间专业画室等优质硬件设施。定期邀请中国美术学院、浙音、浙传等知名高校的专家教授到校授课讲学，是浙江师范大学音乐学院的教学基地、生源基地。2018财年营收占集团整体营收的6.1%。

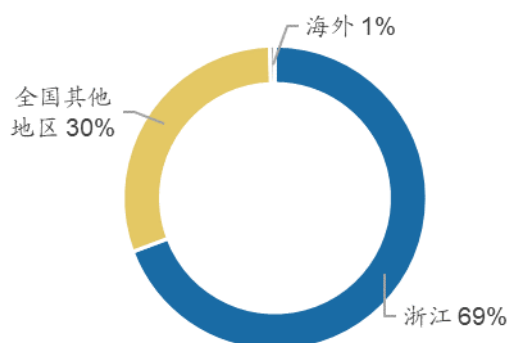
2018年9月28日，集团签署了收购镇江江河艺术高级中学投资合作协议，将收购其51%的股权。江河艺术高级中学成立于2018年，学生和教职工数分别为120人和30人。未来收购完成后，有望进一步加强海亮教育在艺术教育领域的布局，完善公司一站式全覆盖K12教服品牌的塑造。

招生优势：定位中高等收入家庭，覆盖浙江湖北江西，辐射全国

学校目标招生群体为中高等收入家庭子女，同时倾向于未来有出国计划的学生。目前海亮教育生源仍以浙江、上海、江苏为主，截止2018年6月30日，来自浙江的学生达15315人，占比达69%；来自全国其他29个省直辖市（包括台湾、香港）和海外的学生分别达6674人和121人，占比分别为30%和1%。目前海亮教育共举办和管理23所学校，分布于浙江省、湖北省和江西省。2016年浙江、湖北和江

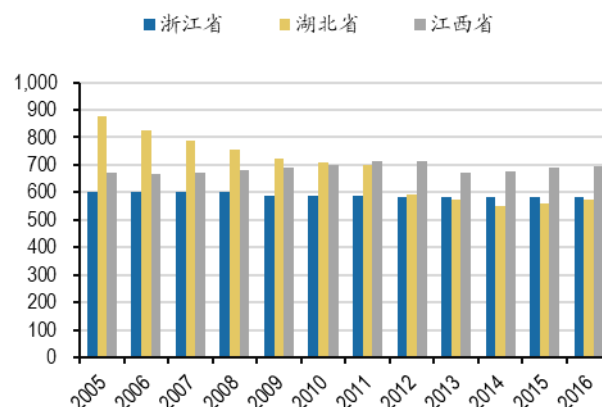
西分别有小学至高中阶段在校生 581.9 万人、572.1 万人和 697.3 万人。这三个省份及其周边省份为海亮教育提供了充足的生源，成为公司教育业务迅速扩张的基础。

图38：海亮教育学生来源分布



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

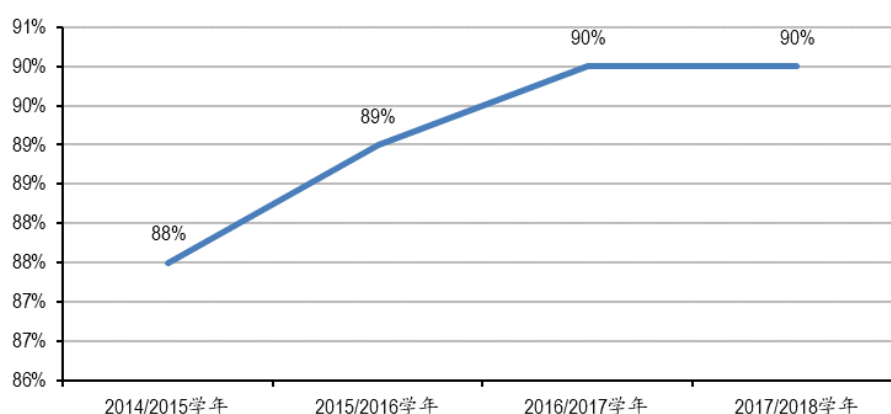
图39：海亮教育举办或管理学校所在省份小学至高中在校生人数（单位：万人）



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

海亮教育旗下学校学生从小学到初中阶段毕业后，学生根据自身学术表现和意愿，可以选择继续升学至本校更高学段相应学校，2018 年小学和初中毕业生中，分别有 74% 和 63% 的学生顺利升级，海亮教育对优秀学生的把控愈发严格。学校还针对成绩较差的学生推出特别辅导，包括额外的学习材料和课程，帮助学生提高成绩。近年来学年结束后成功升入下一年级的学生比例持续提高，2017/2018 学年达到 90%。

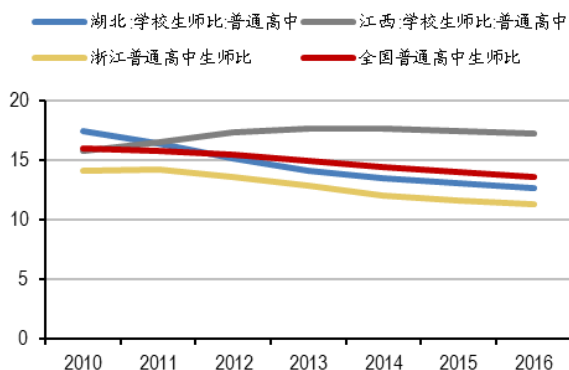
图40：海亮教育全体学生留校比例



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

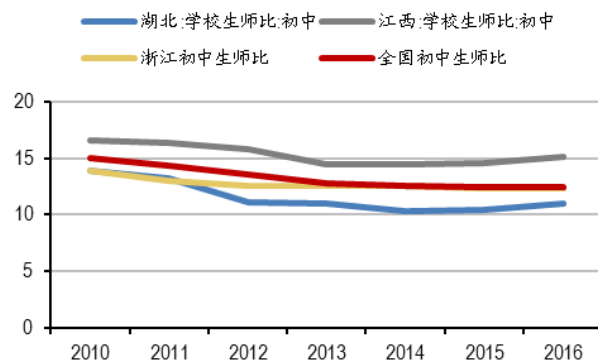
目前海亮旗下学校所在省份浙江省和湖北省均是教育大省，地区高校资源丰富，为海亮教育的发展提供了得天独厚的区位优势。从生师比的角度来看，浙江和湖北省高中和初中阶段生师比均显著低于全国平均水平。

图41：浙江、湖北高中阶段生师比低于全国水平



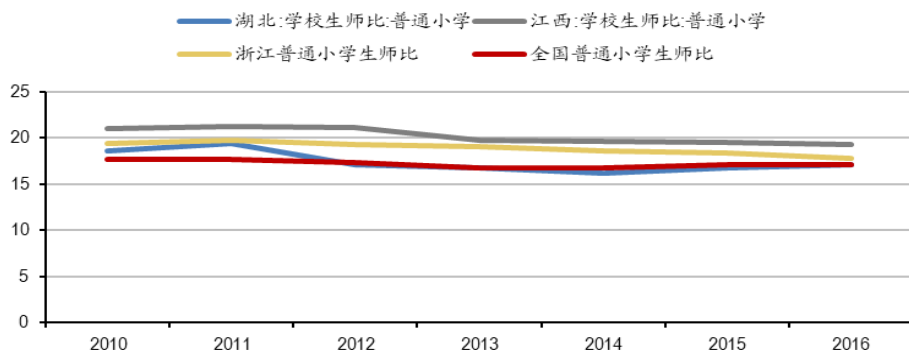
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图42：浙江、湖北初中阶段生师比低于全国水平



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图43：小学阶段浙江、江西、湖北生师比均略高于全国水平



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

师资优势：师资力量雄厚，建立完善的教师选拔考核机制

截止 2018 年 6 月 30 日，海亮教育共有教职工 1856 人，生师比为 11.9，较 2017 年的 12.8 进一步降低。基础教育项目和国际教育项目生师比分别为 13.7 和 7.4。其中高级教师、硕士及以上学历教师、全职外教和特级教师分别为 116 人、182 人、76 人和 9 人。教师经验较为丰富，平均教学年龄为 5.6 年。学校教师队伍分为高级教师、中级教师和初级教师三个层次。高级教师均取得国家高级教师认证，教学经验丰富；中级教师为取得全国一级、二级和三级教师资格认证的教师；初级教师为尚未取得教师级别认证的教师。2017/2018 学年，高级、中级和初级教师分别为 116 人、334 人和 869 人。师资力量强大，年龄结构健康。海亮旗下学校实行“双师制”，每个学生搭配一个学科导师和一个成长导师，后者负责学生的身心发展和价值引领。

海亮教育基于教学经验、课堂表现、专业背景、领导能力、和学生及家长的沟通能力以及教育热情六个方面来选聘教师。以确保教学质量得到保障。一方面从国内一流师范学校招纳青年教师，另一方面积极引进高级教师人才，目前已引进国家级和国际级奥赛金牌教练 10 位，2018 年每学科(数、理、化、生、信息)均由 3 位以上国家

级金牌教练担任专职教练，并且，每学科至少有 1 名国际级金牌教练领衔。

公司为教师设计了完整的晋升通道，注重专业技能和管理能力两方面的提升。鼓励刚入职的教师工作和学习并重，提供出国交流培训的机会。薪酬方面，2018 年教师平均工资同比提升 15%。此外还有奖金津贴制度、医保、带薪休假、免费住宅等其他福利。

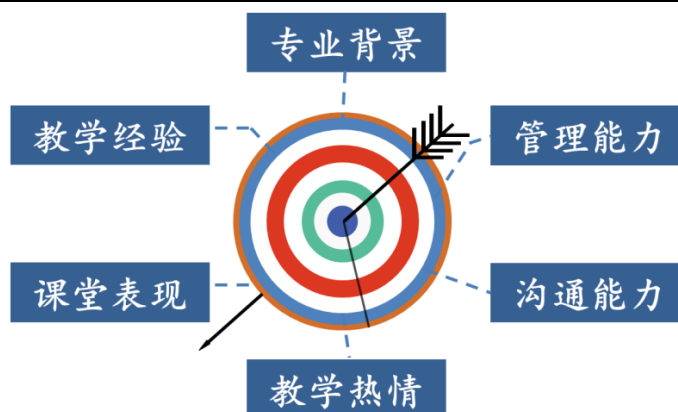
此外，公司制定了完善的教师考核制度。每月都会对教师教学成果进行考核，设置明确、公允的目标，来确保教师队伍的整体稳定性。每年会淘汰 1%-6% 不能达到标准的教师。过去三年公司教师留用率分别为 90.5%、95.1% 和 91.5%。

表4：2017/2018学年公司7所私立学校教职工情况概览（单位：人数）

学校	教职工人数	同比增速	高级教师人数	同比增速	硕士及以上学历人数	同比增速
海亮外国语学校	525	71.0%	11	57.1%	90	233.3%
海亮小学	220	7.8%	8	0.0%	1	
海亮初级中学	179	6.5%	20	-4.8%	12	500.0%
海亮高级中学	297	-2.3%	46	9.5%	32	18.5%
海亮实验中学	224	-3.0%	13	0.0%	26	0.0%
海亮艺术中学	123	-0.8%			11	-8.3%
天马实验学校	288	5.1%	18	-14.3%	10	66.7%
总计	1856	13.6%	116	3.6%	182	82.0%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图44：海亮教育教师选拔标准



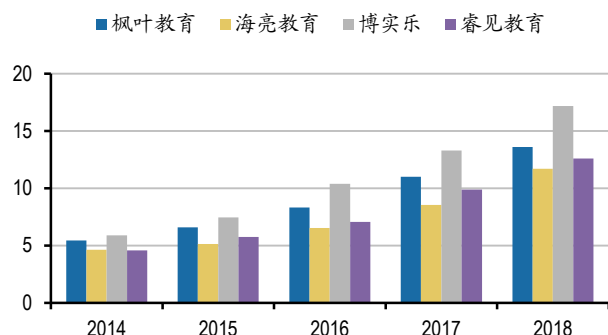
数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

同行业比较：业绩增长稳定，费用管控出色

营收规模方面：2018 财年枫叶教育、海亮教育、博实乐教育和睿见教育分别实现营收 13.61 亿元、11.69 亿元、17.19 亿元和 12.60 亿元，同比分别增长 23.6%、37.0%、29.4% 和 27.5%。海亮教育业绩增长稳定，营收增速领先。

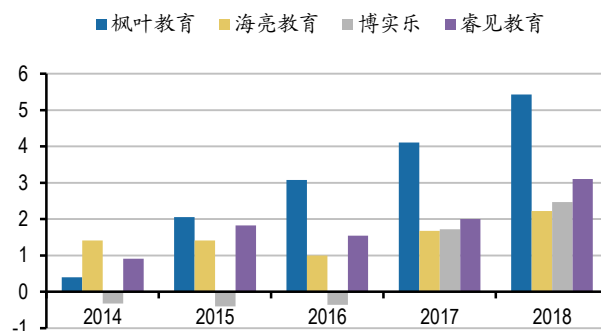
盈利能力方面：海亮教育 18 财年归母净利润在 17 年高增长的基础上增速有所回落。2018 财年枫叶教育、海亮教育、博实乐教育和睿见教育归母净利润分别为 4.94 亿元、2.11 亿元、2.47 亿元和 2.74 亿元，同比分别增长 36.6%、30.9%、43.5%和 31.5%。公司毛利率和净利率水平于同行业公司相比相对较低，近年来毛利率持续提升，18 年净利率维持平稳。

图45：海亮教育营业收入与同业对比（单位：亿元，货币单位：人民币）



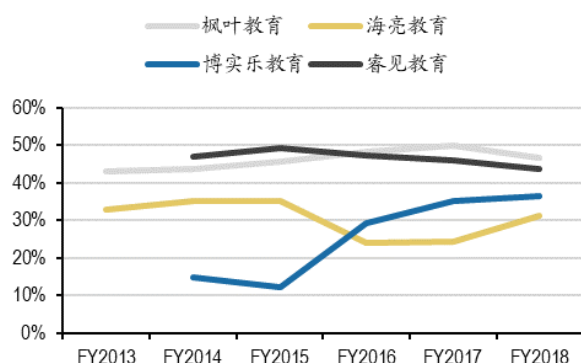
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图46：海亮教育净利润与同业对比（单位：亿元，货币单位：人民币）



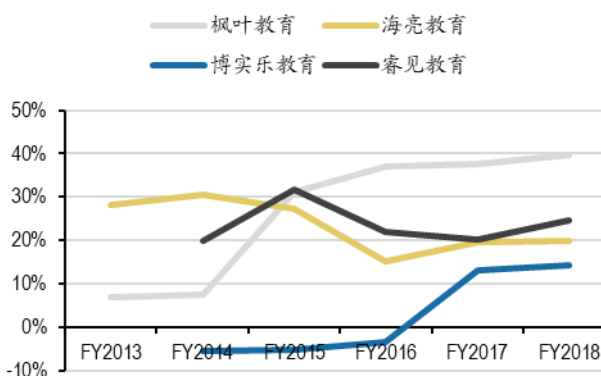
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图47：海亮教育毛利率逐步提升



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

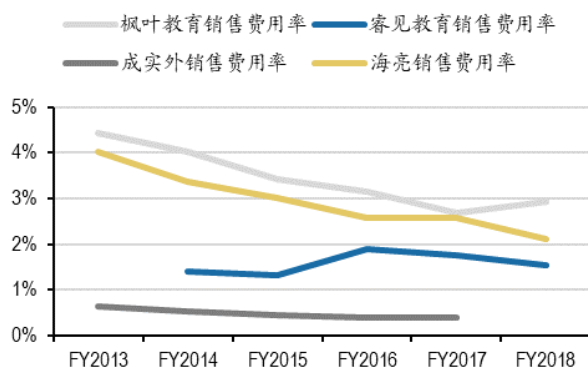
图48：海亮教育净利率保持平稳



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

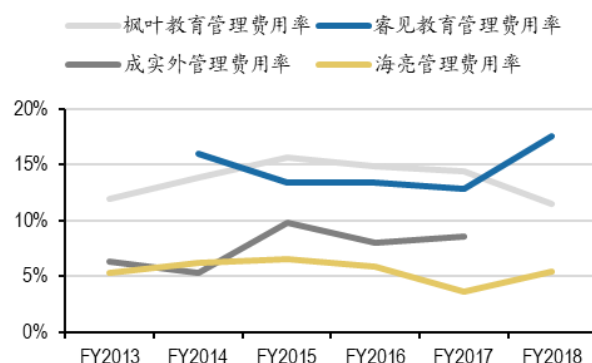
费用方面：销售费用方面，由于增加了招生奖学金的费用，导致销售费用率相对较高；而公司管理费用把控出色，低于枫叶教育成实外教育和睿见教育。此外，公司无财务费用支出。在费用端整体把控较为出色。

图49: 海亮教育销售费用率较高



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图50: 海亮教育管理费用率把控出色



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

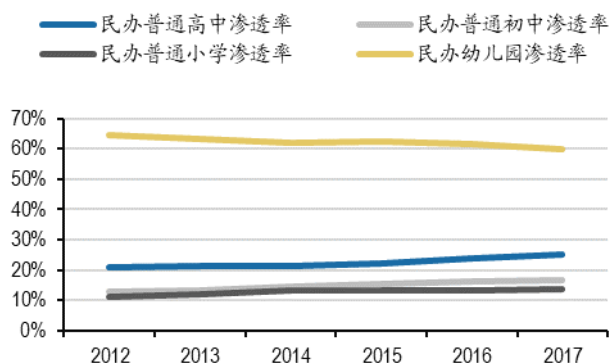
未来看点: 调结构内生增长稳健, 管理输出扩大品牌力

学费提升+学生结构升级, 内生增长较为确定

招生方面: 浙江省民办教育渗透率持续上升, 国际教育比重加大

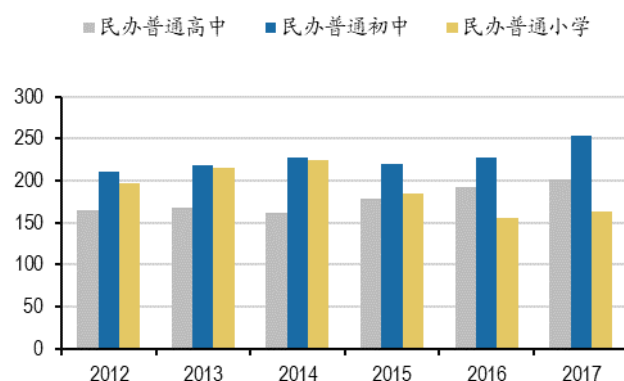
近年来, 浙江省民办教育市场持续向好, K12 民办教育从小学至高中各学段学生人数、学校数量和民办教育渗透率均保持提升。初中和高中学生人数和学校数量增速明显。2017 年, 浙江省民办教育幼儿园至高中在校学生规模分别达 117.1 万人、48.1 万人、25.7 万人和 19.4 万人, 同比分别下降 1.0%, 增长 0.2%、6.3%和 4.8%, 渗透率分别达 59.8%、13.6%、16.5%和 25.0%。海亮教育多年来深耕浙江省民办教育市场, 浙江省是海亮教育主要的生源地, 占海亮学生整体的 66%。在浙江民办教育不断渗透的背景下, 未来招生规模有望持续扩大。

图51: 浙江省小学至高中民办教育渗透率持续上升



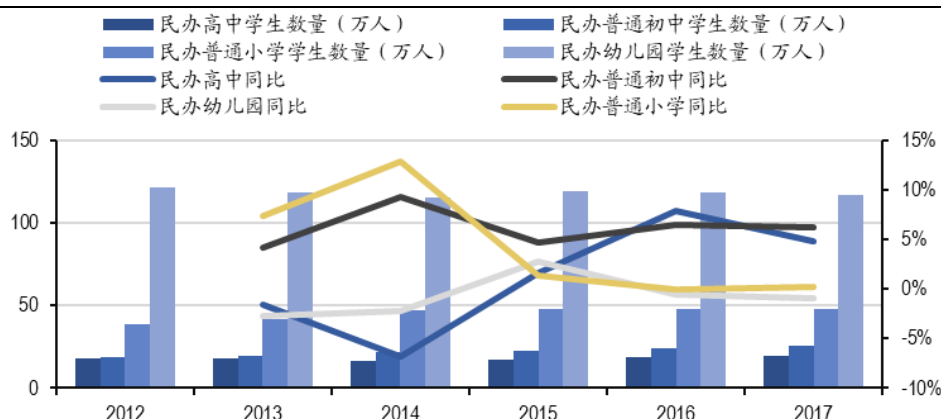
数据来源: 浙江省教育厅、广发证券发展研究中心

图52: 浙江省小学至高中民办学校数量 (单位: 家)



数据来源: 浙江省教育厅、广发证券发展研究中心

图53：浙江省K12各学段民办教育学生数量（单位：万人）

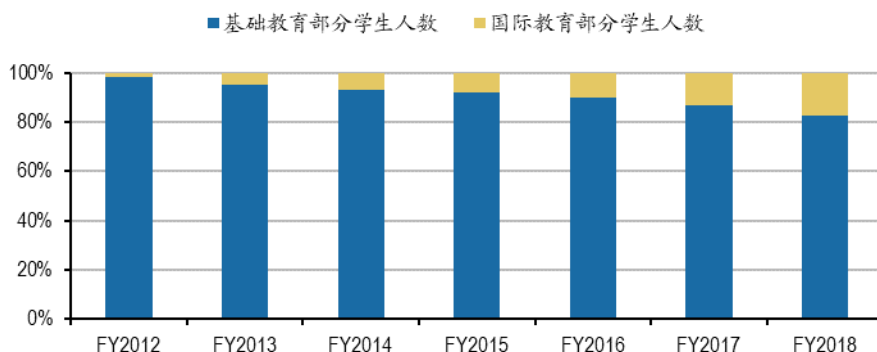


数据来源：浙江省教育厅、广发证券发展研究中心

学生结构方面：国际项目学生持续增加

近年来海亮教育国际教育业务学生规模持续增加，占比不断加大。2018 财年学生人数达 3860 人，同比增长 37%，占公司整体的 17.5%。国际教育项目平均学费为 83170 元，同比增长 20.3%，增速和金额均远超基础教育项目。得益于客单价和学生人数的量价齐升，18 年国际教育实现营收 3.3 亿元，同比增长 68.8%，2013-2018 年复合增长率达 47.6%。随着公司对国际教育业务重视程度的不断提升，对国际教育投入的持续加码，未来国际教育项目对公司营收的贡献有望进一步扩大。

图54：海亮教育国际教育学生占比持续提升



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

学费方面：政府限价下，学费仍有上调空间

目前海亮教育学费根据学段和基础/国际项目来划分，学杂费包括学费、基础住宿费和书本费等。拟定标准基于市场需求、教学成本和竞争对手学费。目前浙江省和诸暨市教育局对民办学校学费上限均有规定。2016 年诸暨市规定小学、初中和高中的基础教育学费上限分别为 60000 元、65000 元和 70000 元。国际项目学费为备案

制，根据 2017/2018 学年在当地政府的备案文件规定，国际项目学费范围为 73000 元至 136000 元。目前学校各学段平均学费和政府规定的上限之间仍有较大提价空间，未来计划每年提升学费 5%-15%。此外，随着教学成本的不断升高，政府也会上调学费限制。预计未来各学段学费的不断上调也会成为公司营收重要的内生增长点之一。

表 5：海亮教育各学段学费未来仍有上调空间（货币单位：人民币）

	小学	初中	高中	国际项目
2012 年诸暨市学费上限	31000 元	33000 元	35000 元	50000 元-60000 元
2016 年诸暨市学费上限	60000 元	65000 元	70000 元	73000 元-136000 元
2018 年海亮平均学费	41368 元	40497 元	41971 元	83170 元

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

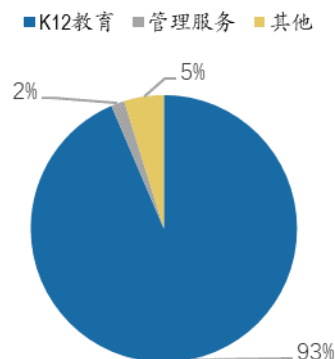
加速异地管理输出，打造优质全面教育服务平台

外延增长方面，海亮教育未来发展战略主要聚焦于推动公司管理输出服务的异地扩张，扩大海亮旗下举办和管理学校的网络；以及拓展公司教育增值服务的范围，发挥各业务间的协同效应，打造全面优质教育服务品牌。

2018 财年下半年海亮教育集团开展管理服务，实现营收 1902.1 万元，占公司整体的 1.6%。其中仙桃第一中学、新昌南瑞实验学校和百树集团 14 所学校营收分别为 55 万元、67 万元和 1105.5 万元。未来随着公司轻资产战略的推进及服务项目的增加，管理服务营收有望稳步上升。

除举办和管理学校外，海亮教育不断拓展教育服务领域，面向学生增加服务项目，打造教育服务大平台。2018 年新增了课外培训、海外留学服务和酒店管理服务。其中课外培训旨在激发学生学习兴趣，拓宽学术视野，提升综合素质。海外留学服务包括留学咨询和游学服务；酒店业务主要面向来访的学生家长以及社会人士。18 财年课外培训、海外留学服务和酒店管理服务分别实现营收 3553.2 万元、1576.1 万元和 423.8 万元。

图55: 管理服务占公司营收的1.6%



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

表 6: 海亮教育不断扩展旗下教育增值业务的范围 (货币单位: 人民币)

管理服务	营收 (万元)	营收占比
仙桃第一中学	55.0	2.90%
新昌南瑞实验学校	67.0	3.50%
百树集团 14 所学校	1105.5	58.10%
其他	674.6	35.50%
总计	1902.1	100%

其他业务	营收 (万元)	营收占比
教育培训服务	3553.2	63.01%
海外留学咨询服务	1576.1	27.95%
酒店管理	423.8	7.51%
其他	86.3	1.53%
总计	5639.4	100%

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

轻资产模式管理输出成为公司异地扩张的主要途径

海亮教育于 2016 年开始确立了转型轻资产模式的战略方向, 公司为第三方学校提供教育管理、后勤管理等相关服务, 但不直接拥有或举办这些学校。公司于 2017 年和海亮集团、海亮教育投资集团有限公司签订战略合作协议。根据协议, 海亮集团新建、收购兼并、受托管理的民办、公办中小学校, 将全面委托海亮教育运营管理。根据公司年报显示, 截止 2018 年 6 月, 海亮教育以轻资产模式管理着由海亮集团或其子公司收购、受托管理的 16 所学校, 分布于江西、湖北、浙江等省, 共有 32574 名学生就读, 包括新昌南瑞实验学校、仙桃一中、江西百树等。海亮教育为这些学校提供招生、战略发展、研发、人力资源管理、品牌和市场推广以及后勤等服务。

打造园区+单体的星系模式, 集群效应显现

海亮教育形成全国范围内的“园区+单体”星系办学和管理模式，旨在打造所在区域的基础教育高地，形成“精总部，强区域”的布局模式。园区+单体的星系办学模式，可以将海亮现有的办学要素和办学机制全面复制，有助于发挥区域集群效应，在 K12 各学段之间形成完整的产业链，深入挖掘当地教学资源，并加速口碑效应和的品牌效应的催化。

以浙江诸暨海亮教育园为例，2015 年 9 月，诸暨海亮教育园投入使用，投资超 26 亿人民币，占地 1280 亩，总建筑面积近 55 万平方米，是国内单个校体占地面积最大、设施最好的中小学教育园区之一。园区内拥有内有海亮外国语学校，海亮小学、海亮初级中学和海亮高级中学等 5 所学校。公共配套区包括园区行政中心、校史陈列大厅、文化艺术广场、生活体验广场、高标准比赛游泳馆、体育馆、图书馆、射击馆、家庭式高配酒店、中西餐厅、医院等。

投资建议：民办教育集团领军者，内生外延稳步增长，给予“增持”评级

海亮教育为领先的民办教育集团，截止到 18 年 6 月，旗下管理运营 23 所学校，办学层次包括小学至高中的基础教育和国际教育，凭借出色的教学成绩及管理能力，公司盈利相对稳健。其中内生增长方面，通过学生结构的持续优化、国际教育占比稳步提升、增值服务的拓展，公司未来学费仍有一定的提升空间；外延扩张方面，公司积极探索管理输出扩张，采用与当地学校签订管理合约、与当地政府合作办学的政企合作的模式，同时采用教育园区+单体的星系模式，集群效应有望逐步显现。未来凭借公司出色的教学实力、全产业链运营管理能力、精细化管理能力和国际化教研体系，公司有望完成从区域性知名教育品牌向全国性领先 K12 教育品牌的全面升级。

预计 2019-2021 财年归属于母公司净利润分别为 2.8 亿元、3.5 亿元和 4.1 亿元，最新市值约 66 亿人民币，对应 2019 财年 PE 约为 24 倍，对应 PEG 小于 1。我们看好公司国际教育稳健增长及轻资产业务扩张，给予“增持”评级。

风险提示

民促法实施条例尚未最终落地、教育行业部分细分领域存在一定政策风险，公司招生规模和学费提升不及预期，成本和费用管控不力，管理输出项目拓展不及预期。

资产负债表

单位：人民币万元

至12月31日	2017	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	59,310	112,693	187,148	238,437	298,670
货币资金	7,780	81,262	155,717	207,006	267,239
其他流动资产	51,530	31,431	31,431	31,431	31,431
非流动资产	80,591	75,792	67,154	59,955	53,956
固定资产	72,062	67,908	59,300	52,131	46,162
无形资产	7,960	7,875	7,845	7,815	7,785
其他长期资产	569	9	9	9	9
资产总计	139,90	188,485	254,302	298,393	352,626
流动负债	29,740	55,004	97,157	106,382	117,491
应付及预收	2,266	2,231	7,054	8,231	9,673
其他流动负债	27,473	52,774	90,103	98,152	107,819
负债合计	29,740	55,004	97,157	106,382	117,491
股本与资本公	13,458	13,458	13,458	13,458	13,458
留存收益	72,018	63,825	87,807	111,994	138,044
归母股东权益	110,16	132,166	155,829	190,695	233,819
少数股东权益	0	1,315	1,315	1,315	1,315
负债和股东权益	139,90	188,485	254,302	298,393	352,626

利润表

单位：人民币万元

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	85,33	116,93	134,88	147,64	162,69
营业成本	64,57	80,467	88,859	92,773	98,607
销售费用	2,190	2,454	2,698	2,953	3,254
管理费用	3,111	6,337	6,744	6,644	7,321
财务费用	689	1,139	0	0	0
营业利润	16,085	28,045	36,579	45,278	53,514
利润总额	16,774	29,719	37,579	46,278	54,514
所得税	-	6,629	8,382	10,322	12,159
净利润	16,774	23,090	29,197	35,956	42,354
少数股东损益	-	831	1,051	1,295	1,525
归母公司净利	16,774	22,259	28,146	34,661	40,829

现金流量表

单位：人民币万元

至12月31日	2017A	2018A	2019	2020E	2021E
经营现金流	29,283	59,861	76,425	53,259	62,203
净利润	16,774	22,259	28,146	34,661	40,829
折旧摊销	11,115	11,357	13,100	14,340	15,802
营运资金变动	2,555	1,889	34,928	5,698	6,770
其他	1,394	26,244	35,179	4,258	5,571
投资现金流	-60,812	12,047	-2,970	-2,970	-2,970
投资变动	-10,890	-7,653	-3,000	-3,000	-3,000
其他	-49,923	19,700	30	30	30
筹资现金流	9,960	1,861	1,000	1,000	1,000
银行借款	9,960	761	1,000	1,000	1,000
其他	0	1100	0	0	0
现金净增加	-21,321	73,482	74,455	51,289	60,233

主要财务比率

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	30.5%	37.0%	15.3%	9.5%	10.2%
营业利润增长	127.5%	74.4%	30.4%	23.8%	18.2%
归母净利增长	68.7%	32.7%	26.4%	23.1%	17.8%
获利能力					
净利率	19.7%	19.7%	19.7%	21.6%	24.4%
ROE	16.5%	15.2%	17.5%	18.6%	18.6%
偿债能力(%)					
负债比率	21.3%	27.0%	41.6%	62.0%	55.3%
流动比率	2	2	2	2	3
速动比率	2	2	2	2	3
营运能力					
总资产周转率	0.61	0.62	0.53	0.49	0.46
每股指标					
EPS (美元					
/ADS)	0.97	1.29	1.63	2.00	2.36
估值比率					
P/E	35	26	24	19	16
P/B	5	4	4	3	2

广发社会服务行业研究小组

安 鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2016-2017 社会服务行业新财富入围。。
沈 涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2016-2017 社会服务行业新财富入围。
张 雨露：分析师，美国杜兰大学金融学硕士，2016-2017 社会服务行业新财富入围。
康 凯：研究助理，北京大学应用数学硕士，2017 社会服务行业新财富入围。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路 183 号大都会广场 5 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。