



他山之石，核心数据看海外教育龙头

投资要点

- 近期，我们对美股（好未来/新东方/博实乐）、港股（枫叶教育/成实外教育/睿见教育/宇华教育/民生教育）教育公司的最新数据进行了详细梳理。主要包括：财务数据（营业收入/净利润/毛利率）和影响收入端核心数据（学校数量/学生数量/客单价）等相关数据。
- 行业分析：1) K12 课外培训：基数大、增速快，集中度较低。2020 年 K12 阶段在校生数将增至 2.12 亿，课外培训潜在客户基数大，预计市场规模约 10388 亿元。由于行业进入门槛低、异地扩张难度大，导致 CR5 <4%，市场集中度低。2) 国际学校：低龄化趋势显现，未来前景看好。一方面，近年留学增速略有放缓，但低龄留学趋势显现，或将扩大对国际学校的需求，预计 2020 年市场规模可达到 436 亿；另一方面，市场集中度不高，行业龙头博实乐市占率仅为 7%，枫叶教育不足 5%，且 2020 年我国国际学校需 1000 所，目前仍存供给缺口。3) 民办 K12&高等教育：政策推动行业发展，龙头业绩弹性更大。我们预计 2020 年 K12 阶段民办教育市场规模将达到 1929 亿元，高等教育阶段民办教育市场规模将达到 1944 亿元，合计约为 3873 亿元。此外，新版《民办法》出台将利好龙头，行业集中度有望提升。
- 公司分析：1) K12 课外培训：两大龙头好未来和新东方双双突破百亿美元市值。新东方毛利率为行业最高，为 58.3%，比好未来高 8.4pct。近期好未来市值首超新东方，从一季报情况来看，好未来招生人数同比增长 62.2%，新进入 5 个城市，新建 60 个教学中心，符合快速扩张预期。2) 国际学校：枫叶教育和博实乐营业收入都在 10 亿左右，但毛利率差距较大（枫叶教育 48%、博实乐 29%），主要是枫叶教育其他收入和投资收益体量较大所致。从博实乐 2017 年前三季度数据来看，其净利润已达 1.96 亿，有望超预期。3) 民办 K12&高等学校：行业内规模较大的成实外教育、宇华教育和睿见教育营业收入在 7-8 亿元，净利润在 3 亿元左右。企业毛利率约为 50%，其中民生教育最高为 58%。从民办学校趋势看，各教育集团均在学校学生方面进行较快速拓展，其中小学和初中加速趋势更明显；客单价上，每年都有一定幅度提升，其中小学和初中学费提升比例更高。
- 风险提示：市场系统性风险，教育行业政策风险，市场竞争加剧的风险，业务扩张或不及预期的风险。

重点公司盈利预测与评级

代码	名称	当前价格	市值(亿元)	EPS (元)			PE		
				2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
1317.HK	枫叶教育	6.49	76.31	0.23	0.29	0.34	25.11	19.26	16.28
1565.HK	成实外教育	4.73	124.53	0.10	-	-	43.23	-	-
6068.HK	睿见教育	2.78	48.32	0.10	0.11	0.15	31.67	21.55	15.61
6169.HK	宇华教育	2.69	68.79	-	0.11	0.14	22.33	21.22	16.25
1569.HK	民生教育	1.04	35.62	0.09	0.08	0.11	15.35	10.53	7.96
TAL.N	好未来	165.8	909.44	0.72	1.12	1.80	116.76	74.03	46.16
EDU.N	新东方	78.23	820.80	1.74	2.23	3.01	44.88	35.04	25.99
BEDU.N	博实乐	15.67	120.09	-0.38	-	-	-331.5	-	-

数据来源：Wind 一致预期，西南证券整理

西南证券研究发展中心

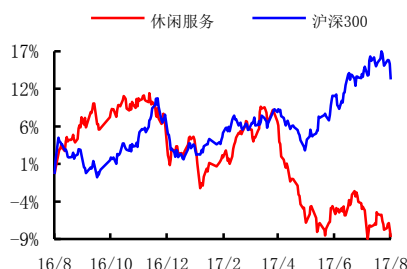
分析师：朱芸

执业证号：S1250517030001

电话：010-57758600

邮箱：zhuz@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	32
行业总市值(亿元)	2,928.74
流通市值(亿元)	2,832.80
行业市盈率 TTM	38.62
沪深 300 市盈率 TTM	13.5

相关研究

目 录

1 行业分析	1
1.1 K12 课外培训：基数大、增速快，集中度较低	1
1.2 国际学校：低龄化趋势显现，未来前景看好	2
1.3 民办 K12&高等教育：政策推动行业发展，龙头业绩弹性更大	4
2 公司分析	6
2.1 K12 课外培训：好未来、新东方双星闪耀	6
2.1.1 好未来 (TAL.N)：“好业绩+好品牌”成就好未来	6
2.1.2 新东方 (EDU.N)：深耕“留学培训+K12 辅导”，有望强者恒强	8
2.2 国际学校：博实乐发展或超预期	9
2.2.1 枫叶教育 (1317.HK)：国内最大的中高端教育服务提供商	9
2.2.2 博实乐 (BEDU.N)：迅速崛起的国际教育服务提供商	11
2.3 民办 K12&高等学校：迅速扩张，盈利性较好	13
2.3.1 成实外教育 (1565.HK)：正值扩张期，立足西南大有可为	13
2.3.2 睿见教育 (6068.HK)：扎根华南稳健扩张，异地并购未来可期	16
2.3.3 宇华教育 (6169.HK)：贯通学前至大学教育的民办教育服务商	19
2.3.4 民生教育 (1569.HK)：聚焦高等教育，校企合作拓展性强	21
附录	23

图 目 录

图 1: K12 教育阶段在校生人数及分布情况	1
图 2: 同行业公司营收情况	1
图 3: 同行业公司归母净利润情况	1
图 4: 同行业公司毛利率情况	1
图 5: 出国留学人数及增速	2
图 6: 国际学校总招生人数及增速	2
图 7: 我国各类国际学校数量	3
图 8: 国际学校市场规模及增速	3
图 9: 2016 年同行业公司营收情况	3
图 10: 2016 年同行业公司净利润情况	3
图 11: 2016 年同行业公司毛利率情况	4
图 12: 各阶段在校学生数	4
图 13: 各阶段民办教育学校数	4
图 14: 2016 财年同行业公司营收情况	5
图 15: 2016 财年同行业公司净利润情况	5
图 16: 2016 财年同行业公司毛利率情况	5
图 17: 公司 2011-2018Q1 营收及增速情况	6
图 18: 公司 2011-2018Q1 净利润及增速情况	6
图 19: 公司主营业务结构	6
图 20: 收入端核心数据	7
图 21: 公司 2017H1 成本支出结构	7
图 22: 公司 2010-2017 年营收及增速情况	8
图 23: 公司 2010-2017 年净利润及增速情况	8
图 24: 收入端核心数据	8
图 25: 公司 2017 成本支出结构	9
图 26: 公司 2011-2017H1 营收及增速情况	9
图 27: 公司 2011-2017H1 净利润及增速情况	9
图 28: 公司主营业务结构	10
图 29: 公司客单价情况	10
图 30: 公司学校数及增速情况	10
图 31: 公司学生数及增速情况	10
图 32: 公司 2017H1 成本支出结构	11
图 33: 公司 2014-2017Q3 营收及增速情况	12
图 34: 公司 2014-2017Q3 净利润及增速情况	12
图 35: 公司主营业务结构	12
图 36: 公司客单价情况	12
图 37: 公司学校数及增速情况	12
图 38: 历年学生数及增速情况	12
图 39: 公司 2017 年前三季度成本支出结构	13

图 40: 公司 2014-2016 年营收及增速情况.....	14
图 41: 公司 2012-2016 年净利润及增速情况.....	14
图 42: 公司主营业务结构.....	14
图 43: 公司学校布局情况.....	15
图 44: 公司学生数分布情况.....	15
图 45: 公司学校客单价分布情况.....	15
图 46: 公司 2016 年成本支出结构.....	16
图 47: 公司 2014-2017H1 营业及增速情况.....	16
图 48: 公司 2014-2017H1 净利润及增速情况.....	16
图 49: 公司主营业务结构.....	17
图 50: 公司主营业务毛利率情况.....	17
图 51: 公司学校数及增速情况.....	17
图 52: 公司学生数分布情况.....	17
图 53: 公司客单价分布情况.....	18
图 54: 公司 2017H1 年成本支出结构.....	18
图 55: 公司 2014-2017H1 营收及增速情况.....	19
图 56: 公司 2014-2017H1 净利润及增速.....	19
图 57: 公司主营业务结构.....	19
图 58: 公司主营业务毛利率情况.....	19
图 59: 公司学校数及增速情况.....	20
图 60: 公司学生数及增速情况.....	20
图 61: 公司客单价分布情况.....	20
图 62: 公司 2017H1 成本支出结构.....	21
图 63: 公司 2013-2016 年营收及增速情况.....	21
图 64: 公司 2013-2016 年净利润及增速情况.....	21
图 65: 公司主营业务结构.....	22
图 66: 公司学生数及增速情况.....	22
图 67: 公司客单价及增速情况.....	22
图 68: 公司 2016 年成本支出结构.....	23

表 目 录

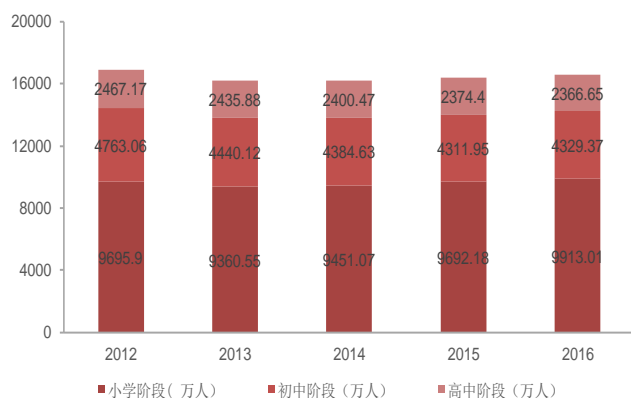
表 1: 海外教育公司估值一览.....	23
----------------------	----

1 行业分析

1.1 K12 课外培训：基数大、增速快，集中度较低

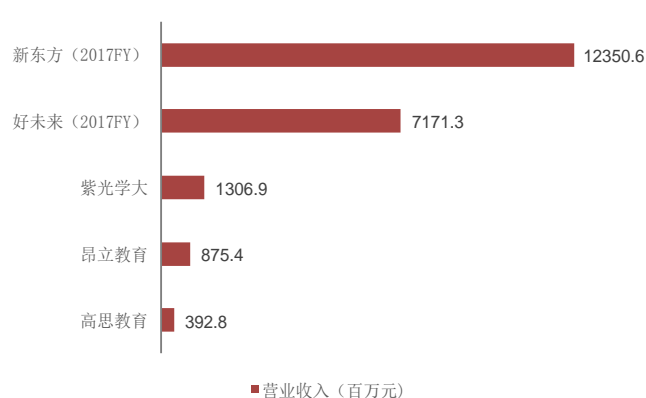
K12 课外辅导潜在客户基数大。教育部《2016 年全国教育事业统计公报》显示，2016 年我国 K12 阶段在校生人数共计约 1.66 亿，其中小学在校生人数 9913 万，初中在校生人数 4329 万，普通高中在校生 2367 万。另外，根据《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010~2020）》中提出的阶段战略目标，到 2020 年我国 K12 阶段的实际在校人数将达到 2.12 亿。

图 1：K12 教育阶段在校生人数及分布情况



数据来源：教育部，西南证券整理

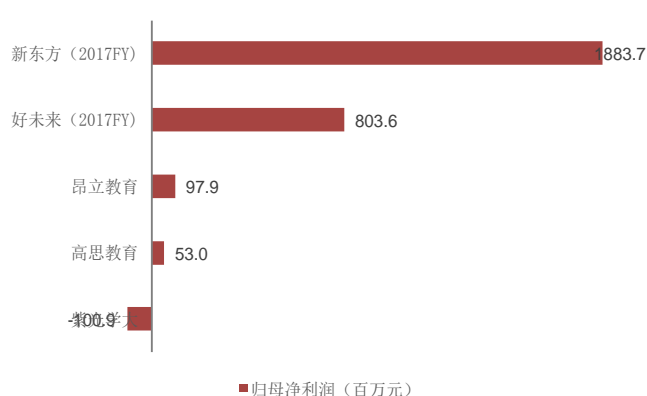
图 2：同行业公司营收情况



数据来源：Wind，西南证券整理

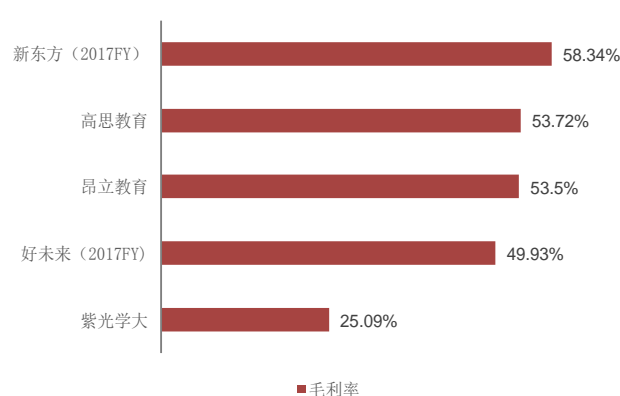
K12 课外培训市场增速快。参培率和客单价是 K12 课外培训市场规模扩大的主要驱动力，我们假设 K12 课外培训参培率为 50%，人均单价为 5500 元/年，则 2016 年我国 K12 课外辅导市场规模大约在 4565 亿元左右。2020 年参培率如提升至 70%，人均单价提升至 7000 元/年，则 2020 年市场规模约为 10388 亿元，2016-2020 年复合增速达 22.8%。

图 3：同行业公司归母净利润情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：同行业公司毛利率情况



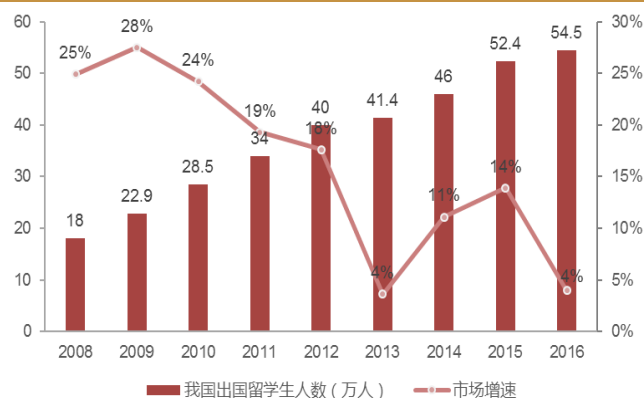
数据来源：Wind，西南证券整理

CR₅不足4%，市场集中度低。K12 课外辅导行业进入门槛较低，对教师规模和质量、教学场地等要求不高，加上学费预付制保障了良好现金流，即便单个教师也可以开办课外培训机构，进入 K12 课外辅导行业的机构数量众多。另外，由于各地区教学和考试内容差异较大，优质师资集中于一二线城市，异地扩张对机构的运营能力和成本控制能力要求很高，阻碍了市场集中度的提高。参考前文对 K12 课外培训市场规模测算，TOP5 企业 2016 年 K12 业务营收合计约为 165 亿元（新东方 K12 业务营收占比为 55%），市占率不到 4%。

1.2 国际学校：低龄化趋势显现，未来前景看好

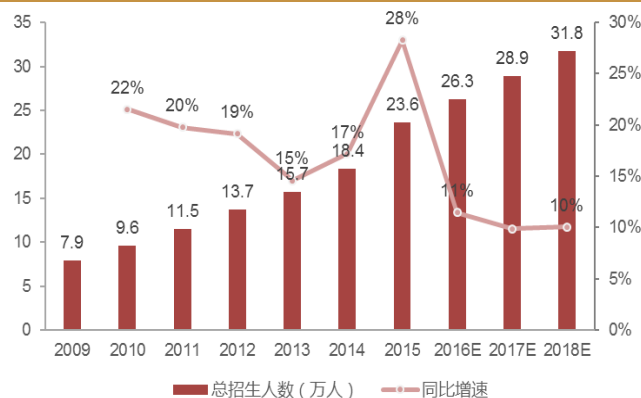
增速略有放缓，低龄留学趋势显现。根据国家统计局和教育部的数据显示，我国出国留学人数逐年递增，从 2008 年 18 万人增长至 2016 年 54.5 万人，年复合增速达 15%。虽然近几年留学生增速明显放缓，但整体稳中有升。从 1978 年到 2016 年底，我国出国留学人员累计达 458.66 万人，体量庞大。

图 5：出国留学人数及增速



数据来源：国家统计局、教育部、西南证券整理

图 6：国际学校总招生人数及增速

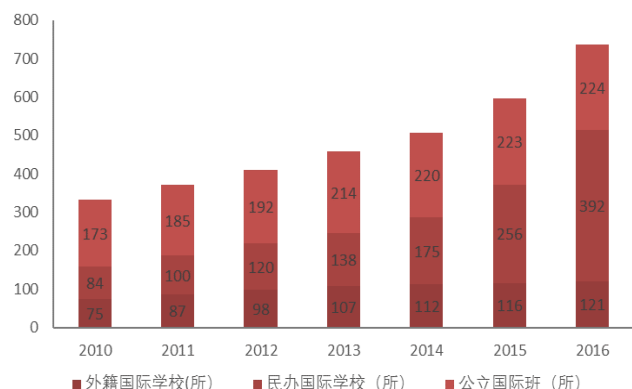


数据来源：中国产业信息网、西南证券整理

从国际学校的总招生规模来看，2009—2015 年的招生人数以 22% 复合增速增长，2015 年已有 26 万人。据中国产业信息网数据，预计 2016、2017、2018 年国际学校招生规模将以不低于 10% 的增速增长，人数或可达到 26.3 万人、28.9 万人和 31.8 万人。我们认为，随着本科留学成为主流趋势，留学生更偏向于低龄化，或将扩大对国际学校的需求。

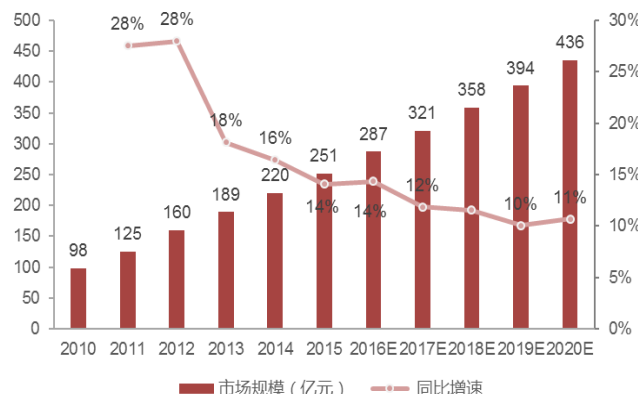
保持稳步增长，2020 年可达 436 亿规模。从现有国际学校数量来看，2010—2016 年，国际学校数量的逐年增加，尤其是民办国际学校，从 2010 年 84 所增长至 2016 年 392 所，年复合增速高达 29%。IEduChina《2017-2020 年中国国际教育行业投资前景预测报告》数据显示，国际学校市场规模由 2010 年 98 亿元，以年均 21% 增长，至 2015 年 251 亿元。预计未来几年国际学校市场规模将以 10% 以上的增速增长，2020 年估计可达 436 亿元。

图 7：我国各类国际学校数量



数据来源：IEduChina 中国国际教育网、西南证券整理

图 8：国际学校市场规模及增速

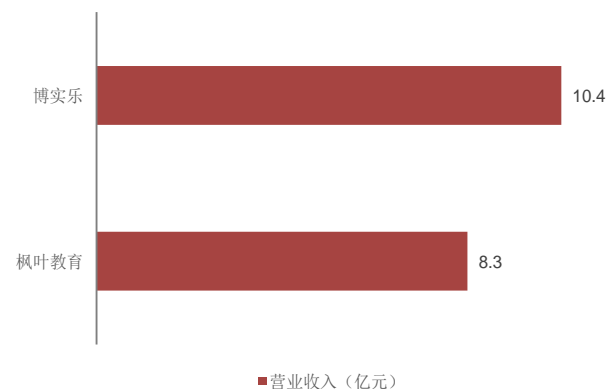


数据来源：IEduChina 中国国际教育网、西南证券整理

未来中产阶级会是国际教育消费的重要潜在消费群体。加之国际学校更偏向于对学生综合素质能力的培养，在教育理念、课程设置、教师资源、学校运营等方面，与传统 K12 教育相比，可更好地满足学生、家长对更好教学资源的需求，未来发展前景广阔。

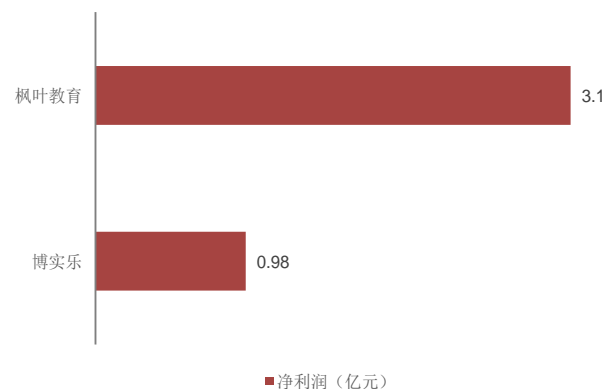
市场集中度不高，仍存供给缺口。新学说 2016《中国国际学校发展报告》显示，截至 2016 年，国际学校在校生人数达 43 万人，以各个教育集团的在校生人数统计出的市占率来看，博实乐的市占率最高，但也仅为 7%，枫叶教育市占率不足 5%，行业集中度分散，还未出现具有垄断竞争力的国际教育集团。同时《2016 中国国际学校发展报告》测算，2020 年我国国际学校估计需要 1000 所才能满足学生需求，对比国内目前的国际学校数量，国际学校还存在巨大发展空间。

图 9：2016 年同行业公司营收情况



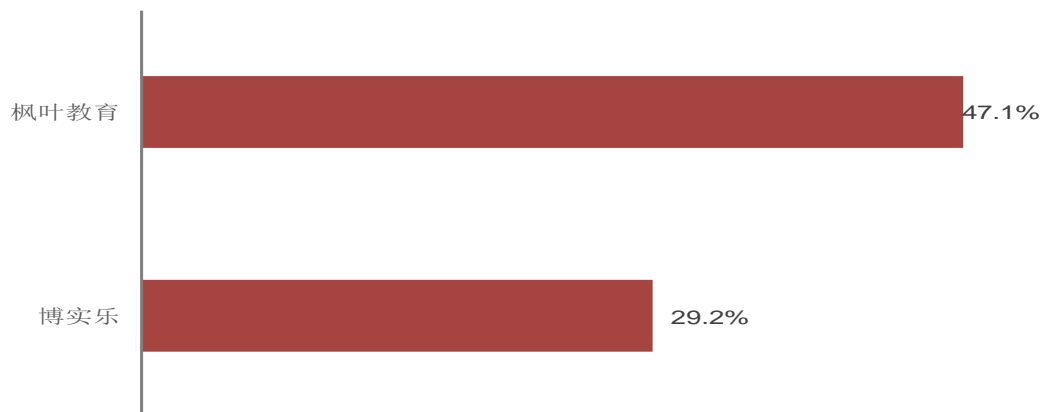
数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：2016 年同行业公司净利润情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 11：2016 年同行业公司毛利率情况

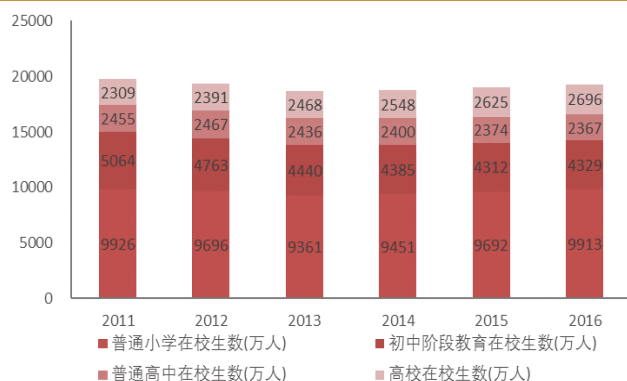


数据来源：Wind，西南证券整理

1.3 民办 K12&高等教育：政策推动行业发展，龙头业绩弹性更大

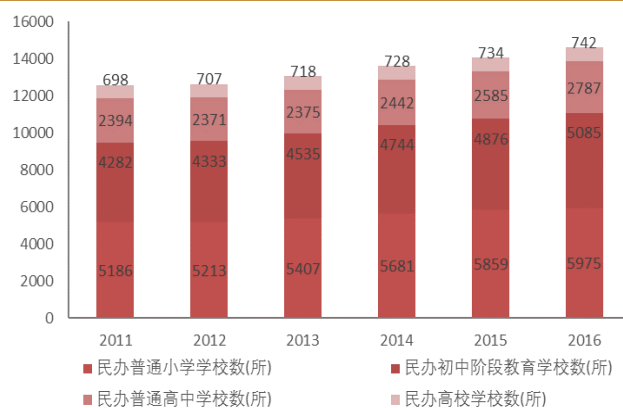
市场空间大，2020 年或达 3873 亿元。在此，我们仅考虑 K12 和高等教育阶段民办教育发展情况。2016 年 K12 教育阶段在校生人数为 1.66 亿，其中民办教育学校在校生数 1568 万人，扣除国际学校在校生数 43 万人，我们得出 K12 阶段民办教育学校渗透率为 9%。据中商产业研究院估计，民办教育 K12 阶段客单价约为 4500 元/人。结合《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010~2020）》中提出的阶段战略目标，到 2020 年我国 K12 阶段实际在校人数将达到 2.12 亿。我们假设渗透率提升至 13%，客单价提升至 7000 元/人，那么 2020 年 K12 阶段的民办教育市场规模将达到 1929 亿元。

图 12：各阶段在校学生数



数据来源：wind，西南证券整理

图 13：各阶段民办教育学校数

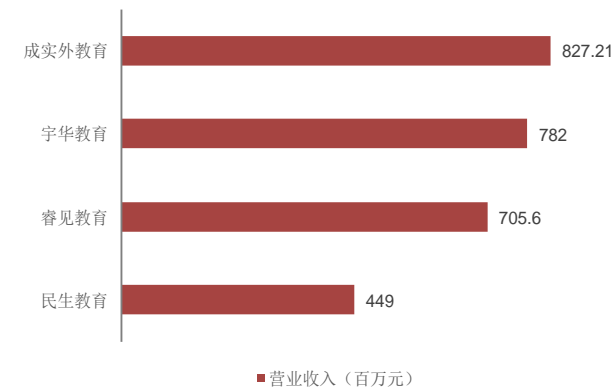


数据来源：wind，西南证券整理

2016 年高等教育阶段在校生人数为 2696 万人，其中民办高等教育学校在校生数 734 万人，渗透率为 27%。结合 2016 年民办高等教育总收入 1030 亿元，我们得出高等教育阶段人均客单价约为 1.5 万元。根据上述提到的教育发展规划，到 2020 年我国高等教育阶段实际在校人数将达到 0.33 亿。我们假设渗透率提升至 31%，人均客单价提升至 1.9 万元，那么 2020 年高等教育阶段民办教育市场规模将达到 1944 亿元。综上，2020 年民办 K12 和高等教育阶段市场规模将达到 3873 亿元，发展前景可观。

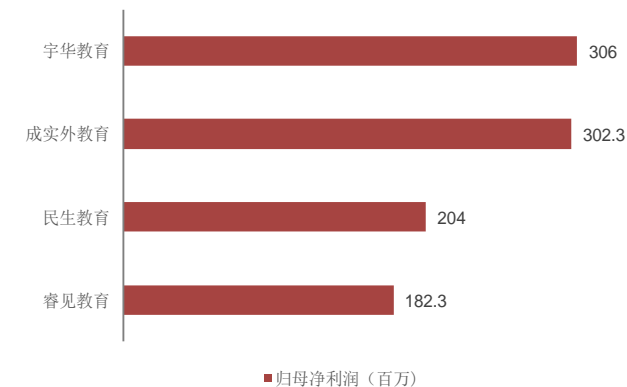
新版《民促法》利好龙头，市场集中度或提升。从民办教育行业公司的业绩情况来看，2016 年成实外、宇华、睿见、民生教育的营收和归母净利润均处于较高水平，公司的毛利率均在 45% 以上，业绩表现优秀。

图 14：2016 财年同行业公司营收情况



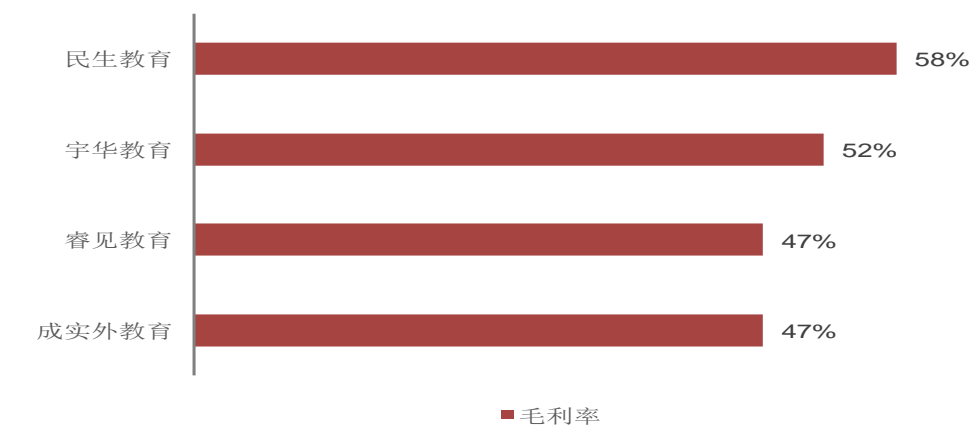
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 15：2016 财年同行业公司净利润情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 16：2016 财年同行业公司毛利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

结合新版《民促法》出台，实施分类管理的规定将有利于规范民办教育市场，行业集中度有望提升。同时，分类管理后价格的自主定价权利更大，价格将充分由市场决定，而教育的不可逆（特别是 K12 阶段）将使得更多的需求向优质教育资源倾斜，营利性优质民办学校将具备更大的业绩弹性。

2 公司分析

2.1 K12 课外培训：好未来、新东方双星闪耀

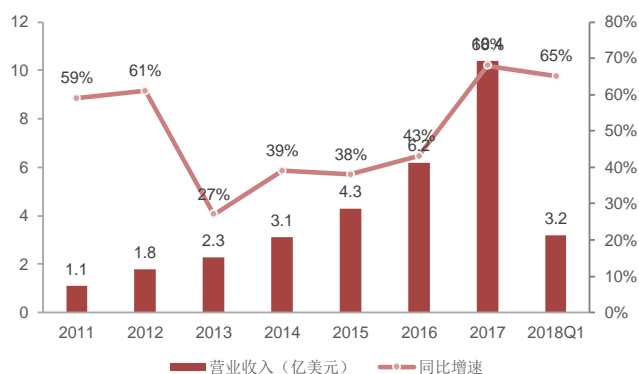
2.1.1 好未来 (TAL.N)：“好业绩+好品牌”成就好未来

➤ 简介

公司于 2010 年 10 月 20 日在纽约证券交易所挂牌上市，是国内首家在美上市的中小学教育机构，以科技驱动、人才亲密、品质领先为发展的核心目标。始终致力于促进科技互联网与教育融合，为孩子创造更美好的学习体验。旗下拥有学而思培优、智康 1 对 1、摩比思维馆、学而思网校、家长帮、乐外教、考研网和励步英语等品牌。

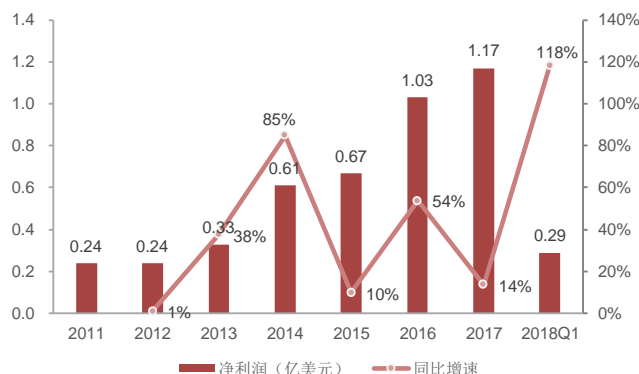
➤ 业绩情况

图 17：公司 2011-2018Q1 营收及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 18：公司 2011-2018Q1 净利润及增速情况

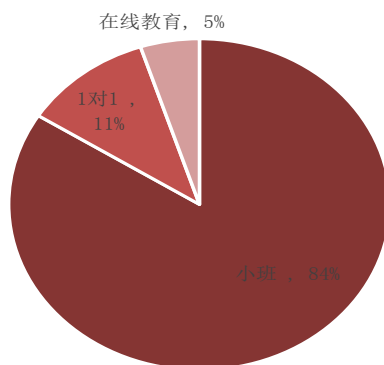


数据来源：公司公告，西南证券整理

2018Q1 营业收入增长主要来源于招生人数的增长 (YOY+62.2%)；

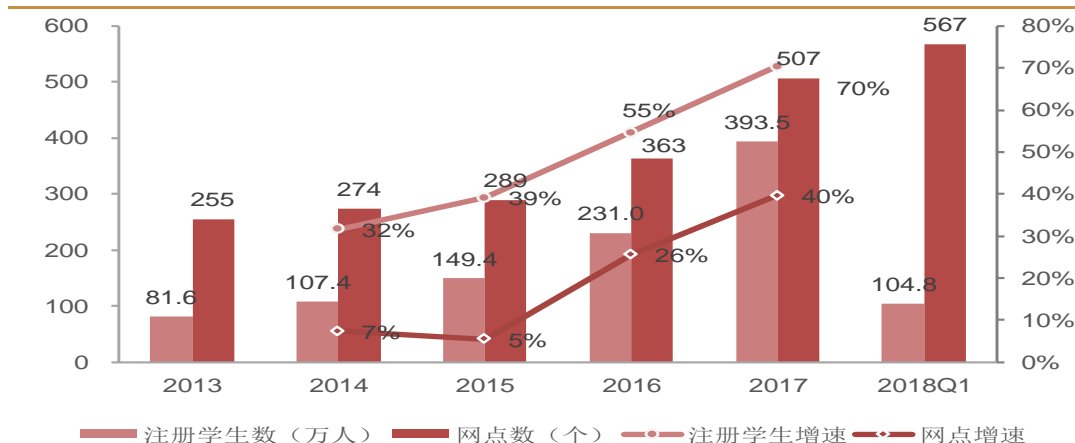
2018Q1 净利率有所波动主要由规模扩张所导致，报告期内公司新进入 5 个城市、新建 60 个教学中心，预计公司净利率将于下半年逐步提升。

图 19：公司主营业务结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

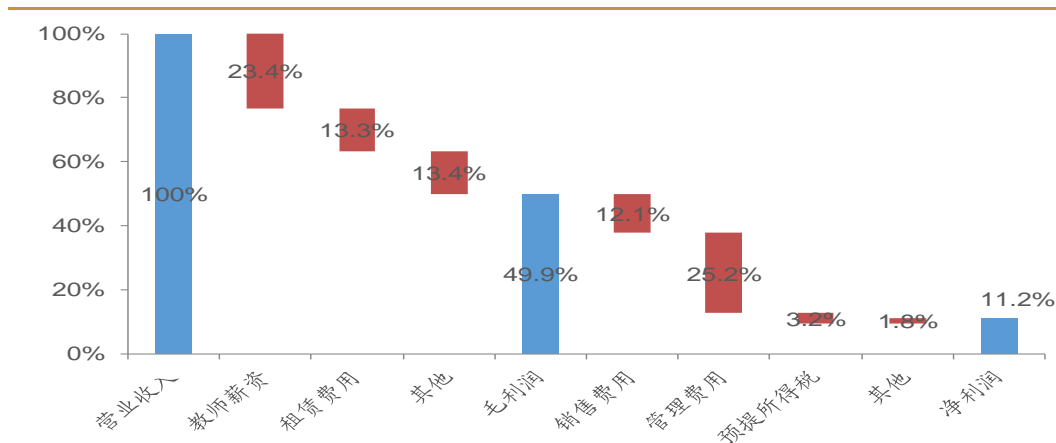
图 20：收入端核心数据



数据来源：公司公告，西南证券整理

近年，公司注册学生数呈快速增长趋势，由2012年的81.6万人增加到393.5万人，年均复合增长率达36.97%。同时，公司学校网点拓展顺利，从2012年总计255家增长到目前的507家，年均复合增长率达14.73%。2018Q1注册学生数同比增长62.2%至104.8万人，网点也增加至567个。

图 21：公司 2017H1 成本支出结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

核心优势

公司建立了标准化的教学体系，有全职员工负责课程体系和教材开发，并结合政府规定的教学大纲以及学员的实际需求进行相应调整，能够高度复制并确保教学品质的高质量；师资力量雄厚，大部分老师毕业于知名高等院校；精细化管理学生，通过招生前甄别筛选出符合标准的学生，因材施教，效果显著形成良好口碑效应。

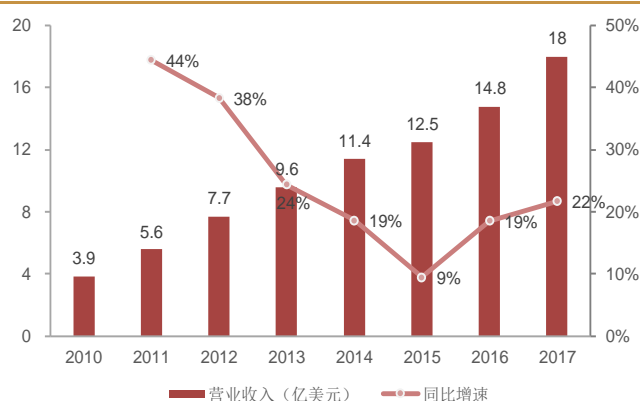
2.1.2 新东方 (EDU.N)：深耕“留学培训+K12 辅导”，有望强者恒强

➤ 简介

公司于 2006 年 9 月 7 日在纽约证券交易所挂牌上市，是中国大陆第一家在美上市的教育机构，是中国出国考试培训、国内考试培训、基础英语、中学英语、少儿英语、多语种培训等领域规模最大、最具影响力的教育培训基地。目前集团以外语培训和基础教育为核心，拥有短期培训系统、高等教育系统、基础教育系统、职业教育系统、教育研发系统、出国咨询系统、文化产业系统、科技产业系统等多个发展平台。

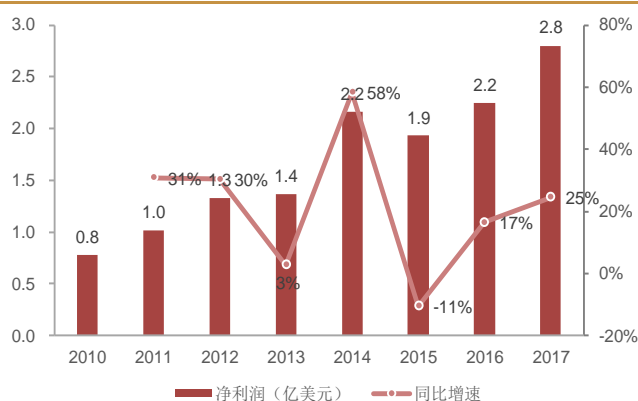
➤ 业绩情况

图 22：公司 2010-2017 年营收及增速情况



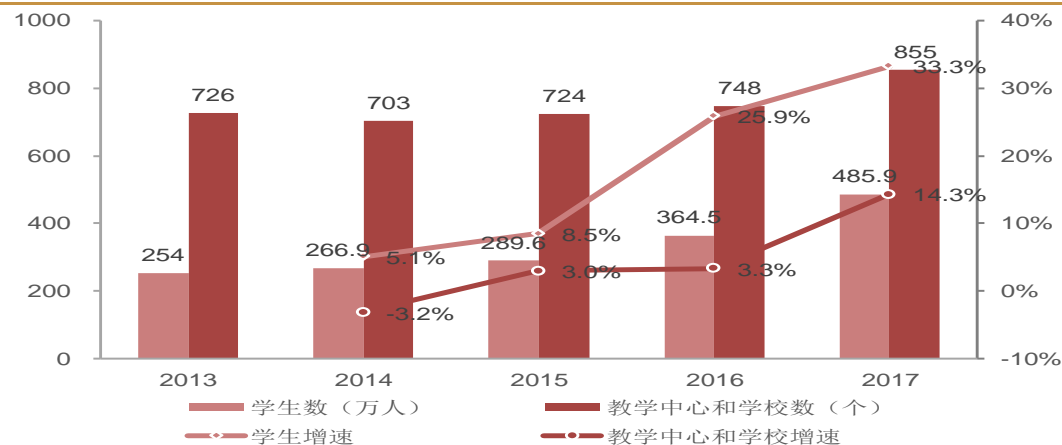
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 23：公司 2010-2017 年净利润及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

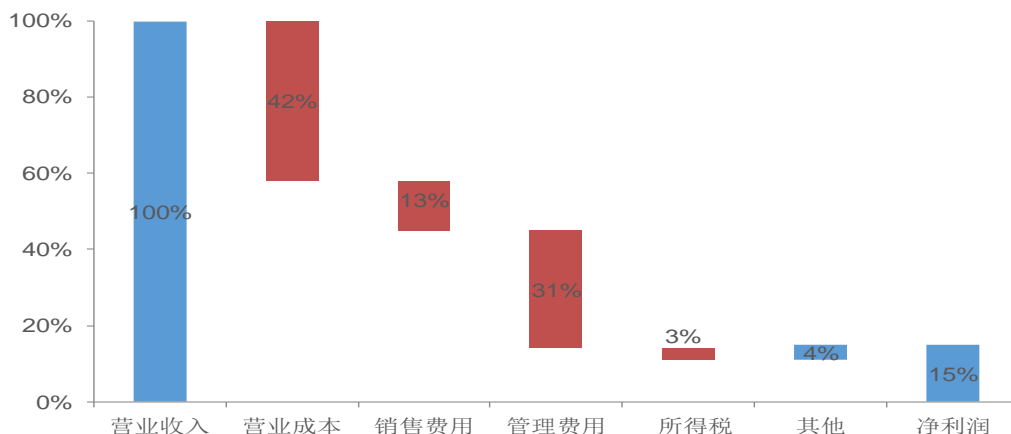
图 24：收入端核心数据



数据来源：公司公告，西南证券整理

近年，公司注册学生数呈现平稳增长态势，由 2012 年的 254 万人增长到 343.8 万人，2013-2016 年复合增长率为 9.45%。从网点数据来看，公司处于稳步拓展阶段，网点数从 2013 年的 726 个增长到 855 个。

图 25：公司 2017 成本支出结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

➤ 核心优势

公司是国内最早一批做教育培训的机构，经过 10 多年的发展，已经成为了留学语言培训的龙头企业，依托其良好的品牌优势，进入 K12 课外辅导市场，业务版图辽阔，主要包括教育课程服务和图书业务。同时新东方拥有自己的互联网教育平台，线下学校和线上教育相互促进，其 K12 增长强势，留学考试及咨询业务表现依旧优秀。

2.2 国际学校：博实乐发展或超预期

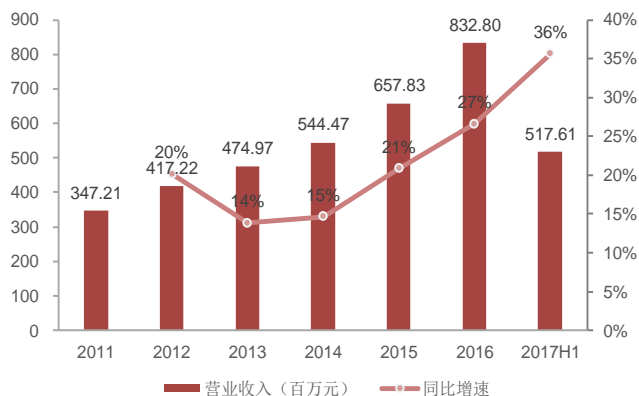
2.2.1 枫叶教育 (1317.HK)：国内最大的中高端教育服务提供商

➤ 简介

公司于 2014 年 11 月 28 日在香港联交所主板上市，是一家国际学校办学团体，提供双课程及双文凭教育，收取学费来盈利。

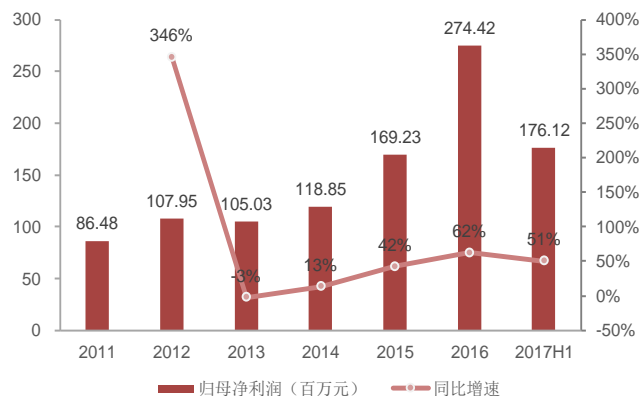
➤ 业绩情况

图 26：公司 2011-2017H1 营收及增速情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 27：公司 2011-2017H1 净利润及增速情况



数据来源：Wind，西南证券整理

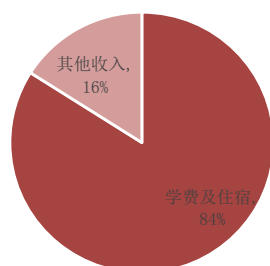
2012 财年归母净利润增幅较大是由于公司可赎回可换股优先权公平值变动引起，由 2011 年度的 1.04 亿元减少 90%至 2012 年度的 1040 万元。

2015 财年归母净利润增幅较大的原因：1) 由于全部优先股于上市后转换为普通股，发行首次公开发售前投资者有关可赎回可换股优先股的公平值亏损由 2014 年度的 9180 万元减少至 2015 年度的 30 万元；2) 由于入读学生人数增加，来自学费的收益由 2014 年度的 4.67 亿增加 18.8%至 2015 年度的 5.54 亿元。

2016 财年归母净利润大幅增加的原因：1) 由于学生人数增加 20.3%以及学生平均费用增加 4.7%所致，来自学费的收益由 2015 年度的 5.54 亿元增加 25.3%至 2016 年度的 6.95 亿元；2) 由于公司于校内经营超市及管理餐厅的数量增加所致，其他收益由 2015 年度的 420 万元增加 511.9%至 2016 年度的 2570 万元。

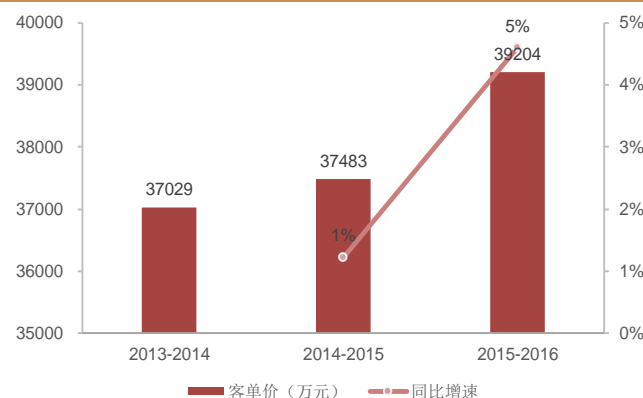
2017 上半财年归母净利润大幅增加是因为来自学费的收入较去年同期大幅增加 7530 万元。

图 28：公司主营业务结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

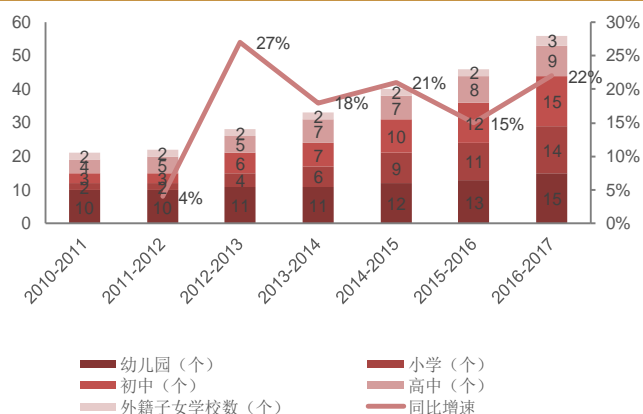
图 29：公司客单价情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

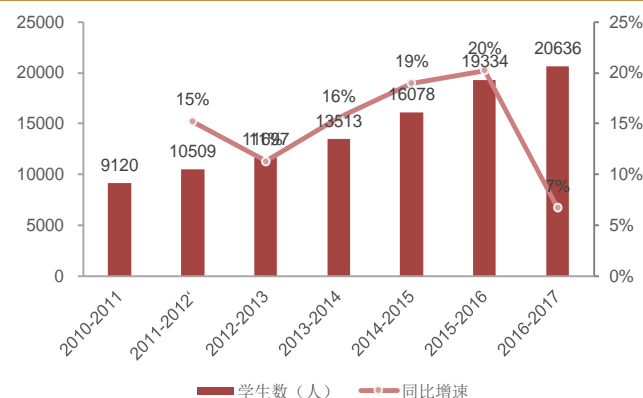
人均收费分析：近三个学年，人均收费保持在近 40000 元的水平，2014/2015 学年同比增速 1.23%，2015/2016 学年同比增速 4.69%，整体稳中有增。

图 30：公司学校数及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 31：公司学生数及增速情况

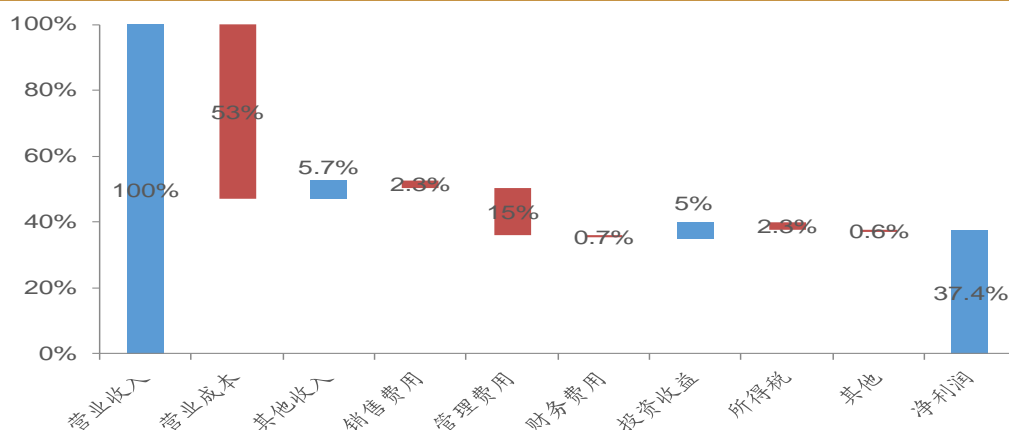


数据来源：公司公告，西南证券整理

学校规模分析：公司近六年办学规模不断增加，自 2010/2011 学年至 2015/2016 学年，学校数量年均增长率达到 19.8%。此外，根据公司 2017 年半年报，公司于 2016/2017 学年伊始，新增 10 所学校。同时计划在 2018/2019 学年前完成在中国 20 多个城市拥有 70 所学校的愿景。

学生规模分析：随着公司办学数量规模的稳步增加，学生数量也在稳步的增长，2015/2016 学年学生数量的同比增速达到 20.25%，且这种学生数量的增长不仅包括中国的学生，还包括世界各个国家和地区的学生，可以看出公司的办学质量得到更广泛的认可。

图 32：公司 2017H1 成本支出结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

➤ 核心优势

公司是国内最大的国际学校办学人，截至 2017 年 2 月 28 日，公司共拥有 56 所学校，分别位于中国及加拿大的 15 个城市。2016 年新开设 10 所学校，目前在校生有 20636 人，主要提供中高端教育服务，有强大的品牌认知度。集团的高中获得中国及 BC 省认证，至今已有 18 届毕业生 1 万多人被 28 个国家和地区的 566 所高校录取，与全球各地多家大学及大专机构保持长期联系，简化学生的录取程序。

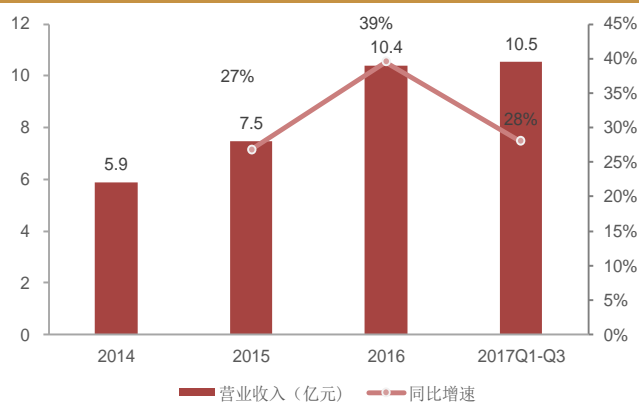
2.2.2 博实乐 (BEDU.N)：迅速崛起的国际教育服务提供商

➤ 简介

博实乐教育集团首家学校于 1994 年在广东成立，至今在全国设有 K12 国际学校、双语学校、幼儿园以及培训学校，并涉及海外游学、国内营地、教育科技等多个业务。2016 年 5 月公司与剑桥国际考试委员会(CIE)达成战略合作关系，拥有旗下连锁学校开办剑桥课程的独立审批权。

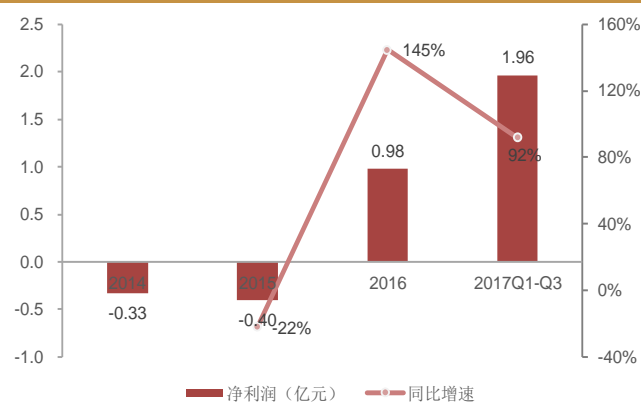
业绩情况

图 33：公司 2014-2017Q3 营收及增速情况



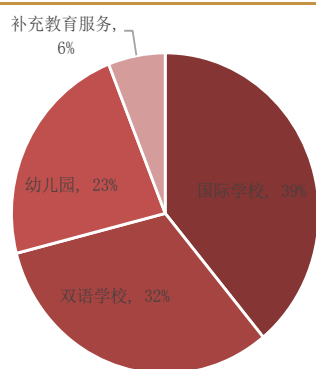
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 34：公司 2014-2017Q3 净利润及增速情况



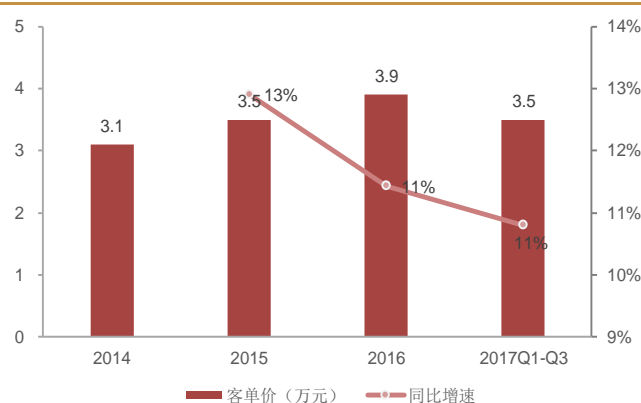
数据来源：公司公告，西南证券整理（注：2016 年净利润数据采用剔除股权分配影响后数据，调整前值为 0.36 亿元）

图 35：公司主营业务结构



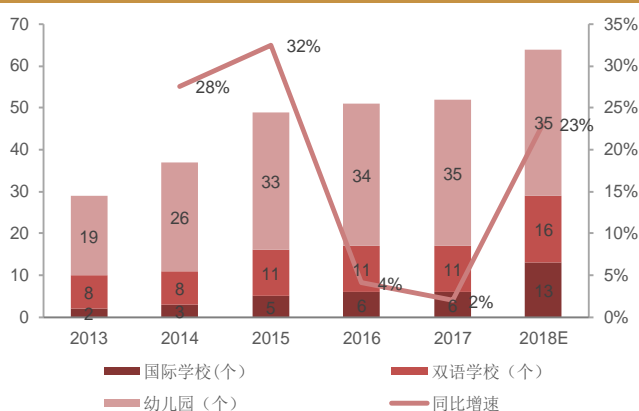
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 36：公司客单价情况



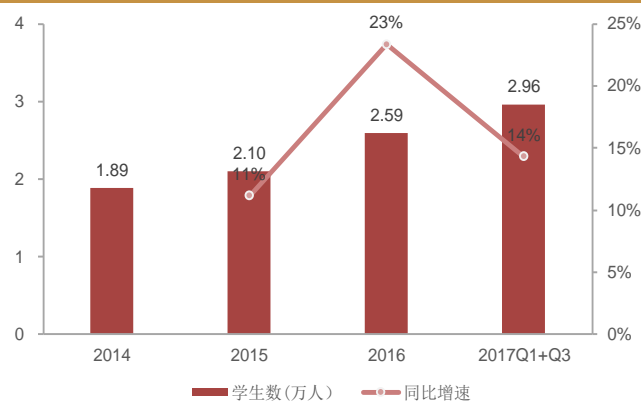
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 37：公司学校数及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

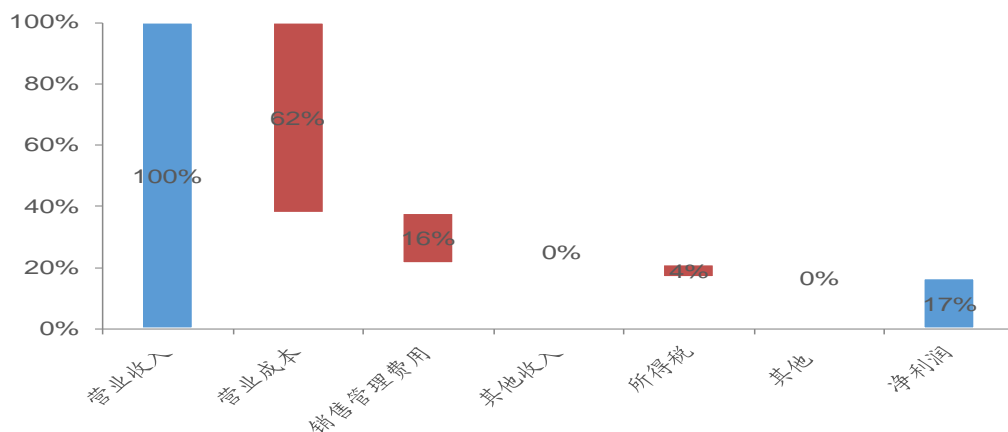
图 38：历年学生数及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

近年来，公司学生数量呈逐年增长态势。截止 2017Q3，学生数由 1.89 万人增长至 2.96 万人，2014-2016 年年复合增长率达 11%。学校数量也由 2013 年的 29 所迅速扩张至 52 所，预计 2018 年将新建 12 所学校。2017Q3，国际学校人均学费 2.43 万元，双语学校人均学费 0.96 万元，幼儿园人均学费 0.91 万元。

图 39：公司 2017 年前三季度成本支出结构



数据来源：西南证券整理

➤ 核心优势

博实乐作为国际及双语 K12 教育服务提供商，目前已设有 52 所学校，覆盖了我国 7 个省。公司教育业务实力强，2017 届高中毕业生均被国外大学录取，其中在 DP、A-level、AP 课程的学生有 96% 进入全球前 100 名的大学，87% 进入了全球前 50 名大学或全球前 5 的专业。双语学校的中考也取得远高于当地其他学校的平均成绩。

2.3 民办 K12&高等学校：迅速扩张，盈利性较好

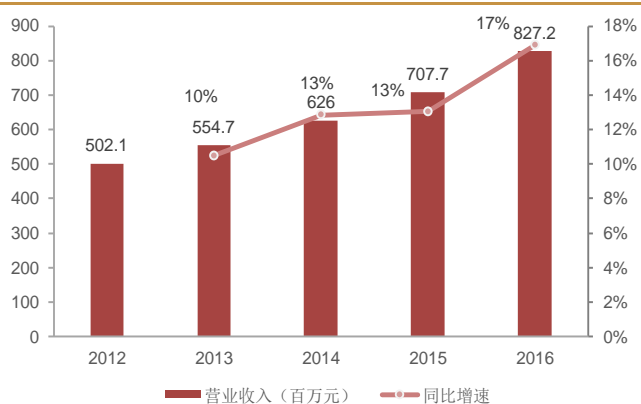
2.3.1 成实外教育 (1565.HK)：正值扩张期，立足西南大有可为

➤ 简介

公司经营民办学校逾 15 年，于 2016 年 1 月 15 日在香港联交所挂牌上市，主要提供 K12 教育并为学生提供双语教学环境，是中国西南地区最大的提供全面的学前教育至十二年级及大学教育的服务供应商。

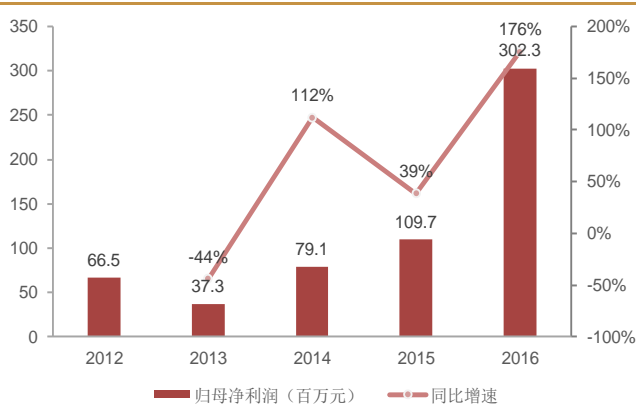
业绩情况

图 40：公司 2014-2016 年营收及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 41：公司 2012-2016 年净利润及增速情况

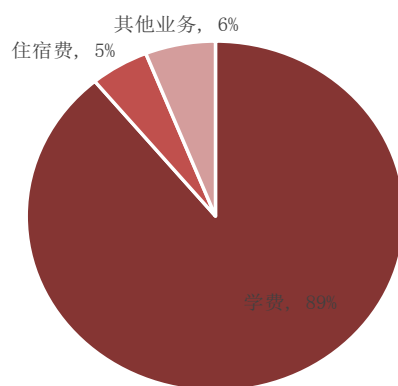


数据来源：公司公告，西南证券整理

2013 财年归母净利润大幅减少是由于融资成本由 2012 年度的 6880 万元大幅度增加 76.6%至 2013 年度的 1.215 亿元，主要是由于银行贷款及其他借款增加，引致利息开支增加。

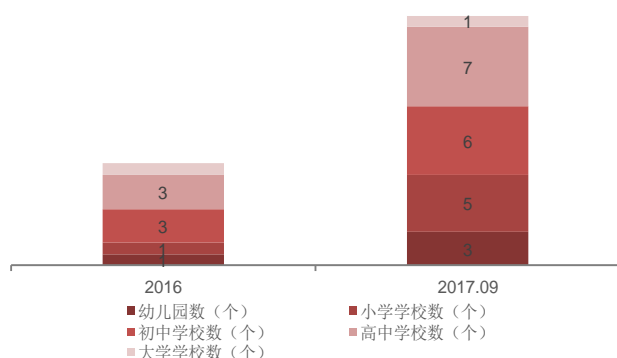
2016 财年归母净利润大幅增加的原因：集团因年内偿还银行贷款约 3.41 亿元，导致银行贷款及其他借款支付的利息减少 4820 万元；来自学费的收益比上年度增加 1.189 亿元；汇兑差额净额由 2015 年度的 0 增加至 2016 年度的 4292.7 万元。

图 42：公司主营业务结构



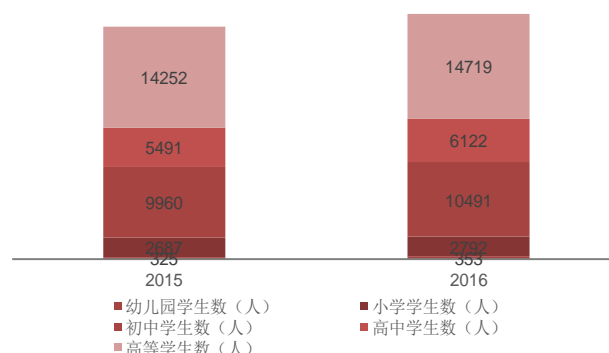
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 43：公司学校布局情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 44：公司学生数分布情况

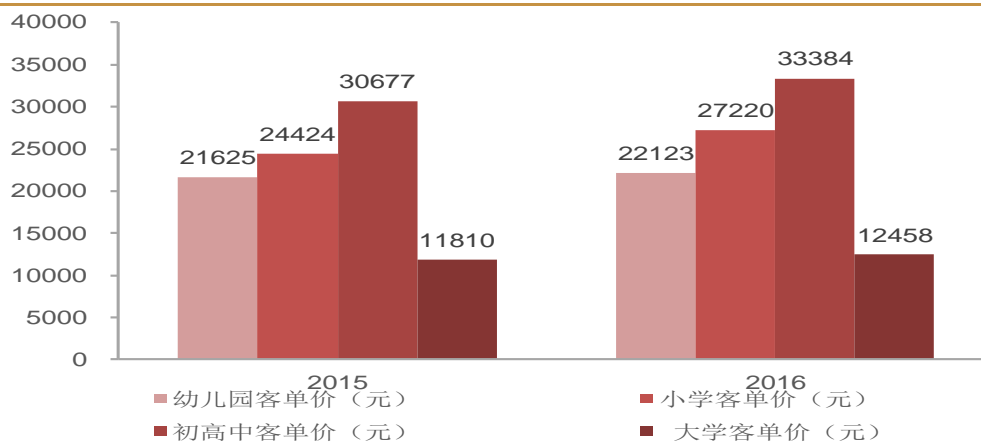


数据来源：公司公告，西南证券整理

学校规模分析：根据公司近两年学校个数可以看出，公司正处于规模的扩张期，截至2016年底共有9所学校，预计到2017年9月1日共有22所学校。

学生规模分析：公司近两年内学生规模稳步增长，2016年公司各部学生规模增速最快的为高中生人数，同比增长11.49%，其次为幼儿园人数和高等教育学生数，分别同比增长8.62%和7.07%，总学生数同比增长5.41%，招生规模不断扩张。

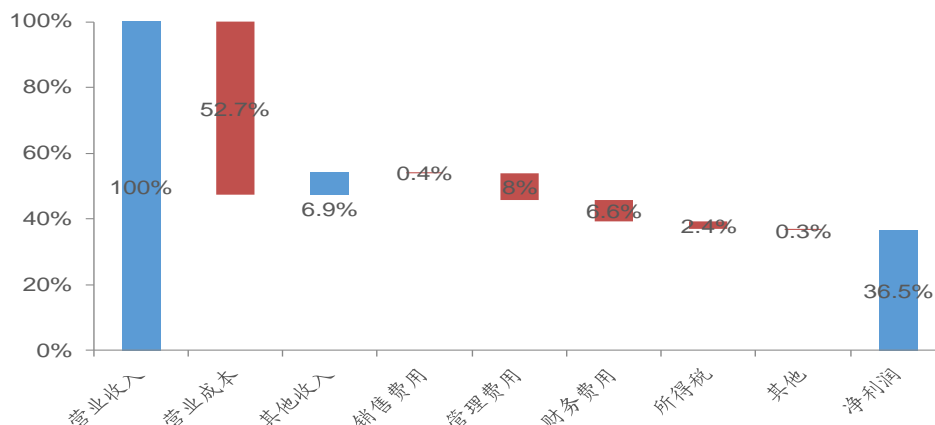
图 45：公司学校客单价分布情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

客单价分析：近两年，人均收费稳中有增，其中增长最快的部分为小学学费，人均收费同比增速11.54%，第二三名依次为初高中收费增速8.82%、大学收费增速5.49%、幼儿园收费增速2.3%。

图 46：公司 2016 年成本支出结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

➤ 核心优势

公司是西南地区领先的教育服务商，为学生提供多元课程安排和对外交流机制。公司经营民办学校逾 15 年，拥有丰富经验和优质教师资源，具有良好的声誉，目前在成都经营六所学校，服务从幼儿园到大学不同年龄组的学生。

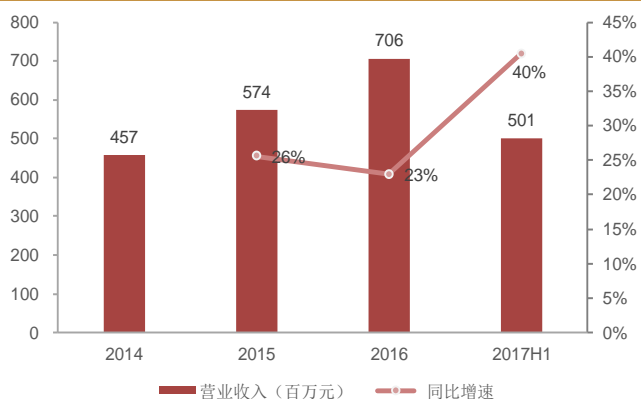
2.3.2 睿见教育（6068.HK）：扎根华南稳健扩张，异地并购未来可期

➤ 简介

公司于 2017 年 1 月 26 日在香港联交所挂牌上市，是华南地区提供中小学中国课程及高中国际课程的高端民办教育集团，在广东、辽宁、山东拥有 6 所中小学校，为学生提供丰富的中国教育课程及国际课程。

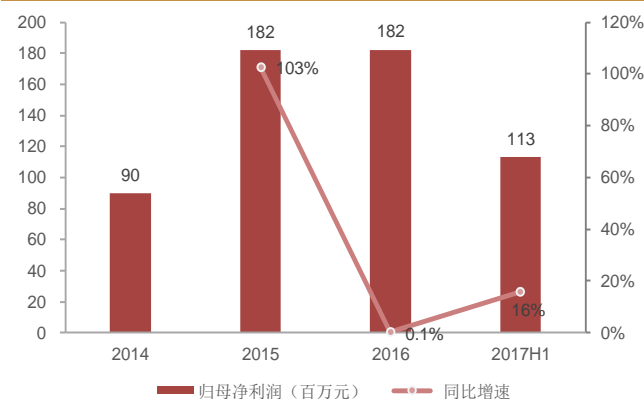
➤ 业绩情况

图 47：公司 2014-2017H1 营业及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 48：公司 2014-2017H1 净利润及增速情况

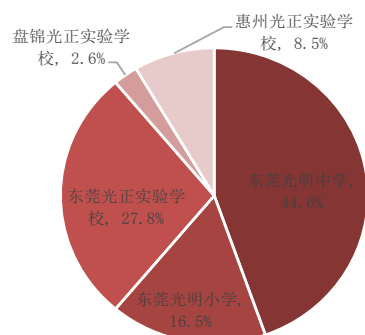


数据来源：公司公告，西南证券整理

2015 年度归母净利润大幅增加是由于 2015 年度比 2014 年度的财务收入大幅提升导致的，主要来自于给予富盈集团垫款的估算利息收入由 2014 年度的 3492.3 万元增至 2015 年度的 1.01 亿元。

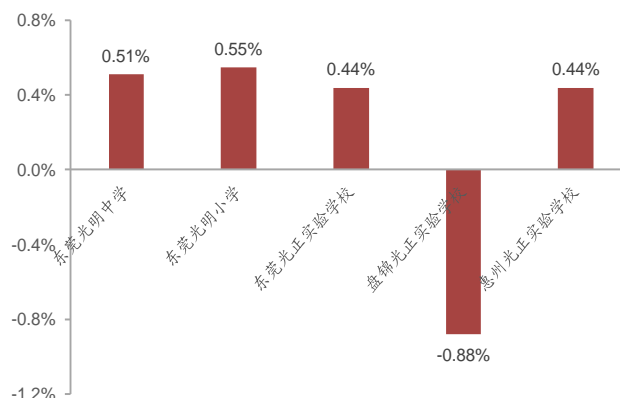
2017 上半年度营业收入大幅增加主要来自于配套服务营收的大幅增加。学校向学生提供校园餐厅、超市、医疗室等配套服务，并且在学校消费相关服务的学生数目增加。

图 49：公司主营业务结构



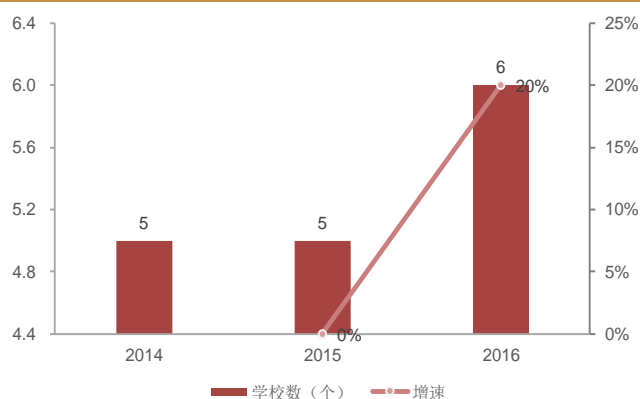
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 50：公司主营业务毛利率情况



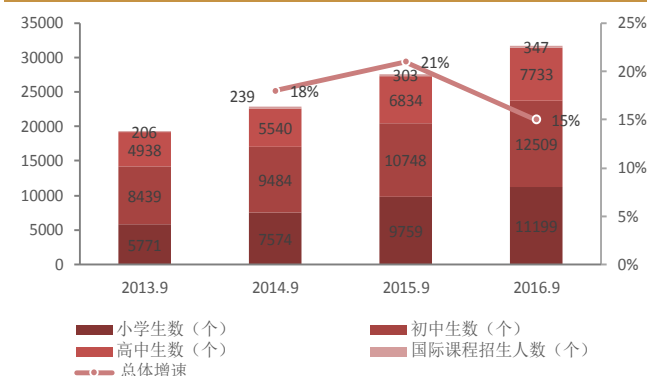
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 51：公司学校数及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 52：公司学生数分布情况

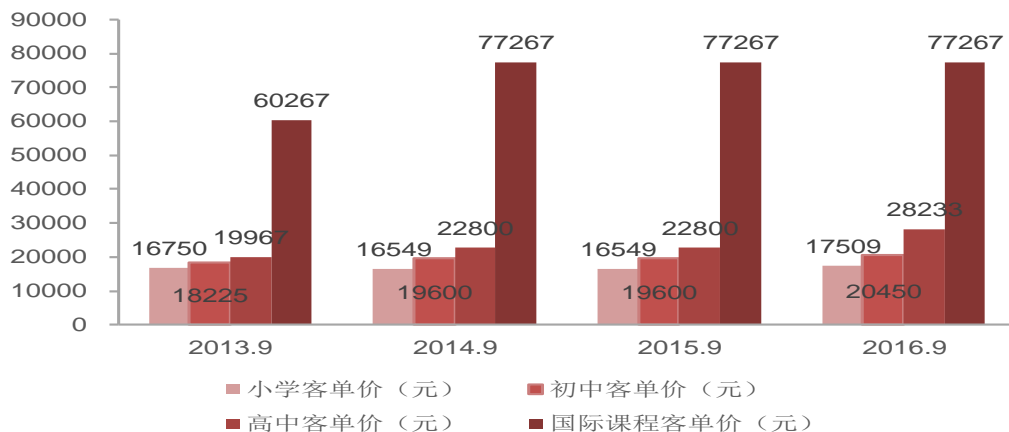


数据来源：公司公告，西南证券整理

学校规模分析：2014 年至 2016 年，公司新设立 1 所学校，截止 2016 年共有 6 所。根据公司公告，公司计划在国内与四川、广东政府新设两所学校并在加拿大设立一所高中学校，可以看出，公司正处于一个稳定的规模扩张期。

学生规模分析：自 2013.9-2016.9，睿见教育的总学生数保持较快增长速度，2013-2016 年总学生数年均增速达 16.06%。

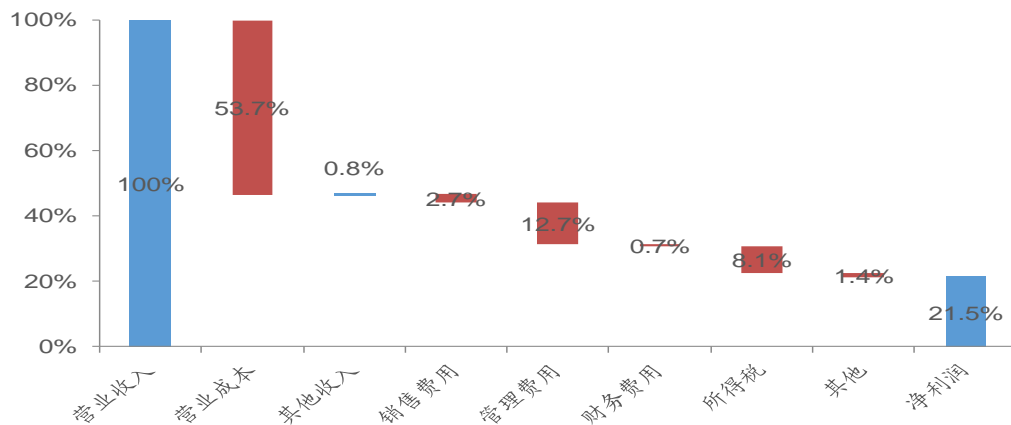
图 53：公司客单价分布情况



数据来源：西南证券整理

客单价分析：睿见教育的小初高各部近四年人均收费增长情况变化不大，保持稳中有增，可以看出，国际课程教育收费最高，但整体也保持稳定态势。

图 54：公司 2017H1 年成本支出结构



数据来源：西南证券整理

➤ 核心优势

公司是华南地区提供高端课程的最大民办教育集团，目前在广东、辽宁、山东地区拥有 6 所中小学校，致力于提供优质中国课程以及为高中生提供国际课程计划。公司为寄宿制学校，通过全方位的中小学课程，具有较高的商业能见度，能够有效复制运营高利润率的知名学校的商业模式。

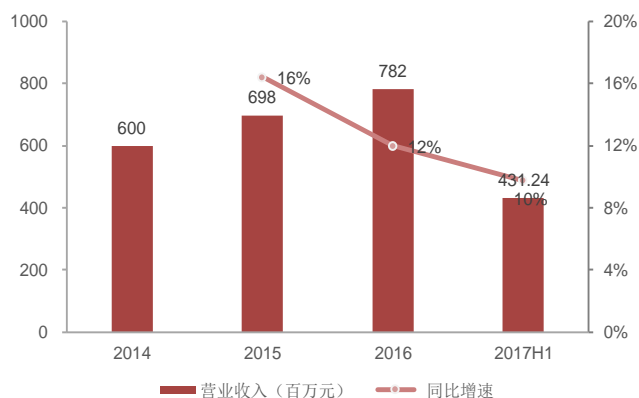
2.3.3 宇华教育 (6169.HK): 贯通学前至大学教育的民办教育服务商

➤ 简介

公司成立于 2001 年, 并于 2017 年 2 月 28 日在香港联交所主板挂牌上市, 是河南地区集学前教育、K12 和大学教育于一体的最大的民办教育集团。截至目前拥有 8 所幼儿园, 16 所 1 到 12 年级学校, 1 所大学, 是中国民办教育行业中 提供全方位教育服务的最大市场参与者。

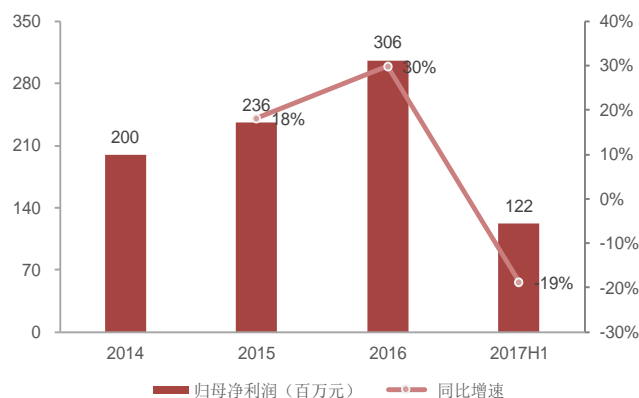
➤ 业绩情况

图 55: 公司 2014-2017H1 营收及增速情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

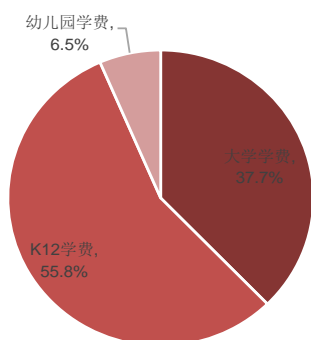
图 56: 公司 2014-2017H1 净利润及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

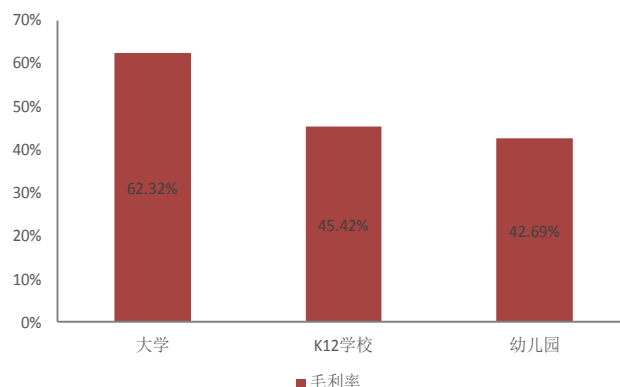
2017 上半年度归母净利润大幅减少原因是由于公司上市开支及员工薪酬开支的增加导致。

图 57: 公司主营业务结构



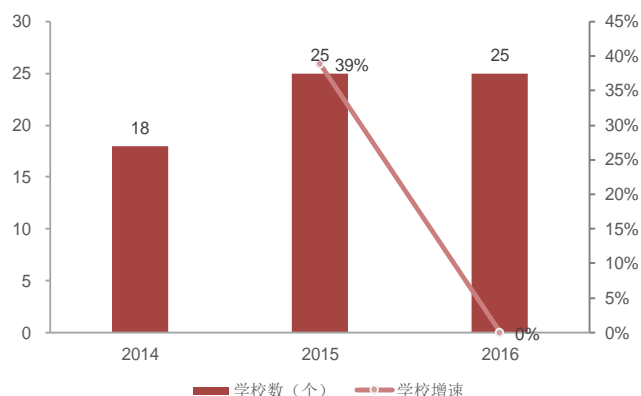
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 58: 公司主营业务毛利率情况



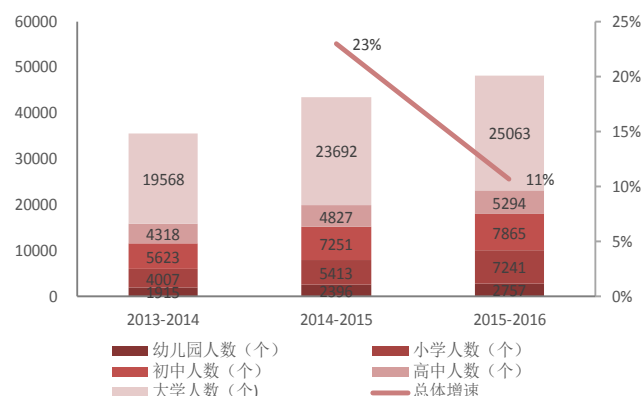
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 59：公司学校数及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 60：公司学生数及增速情况

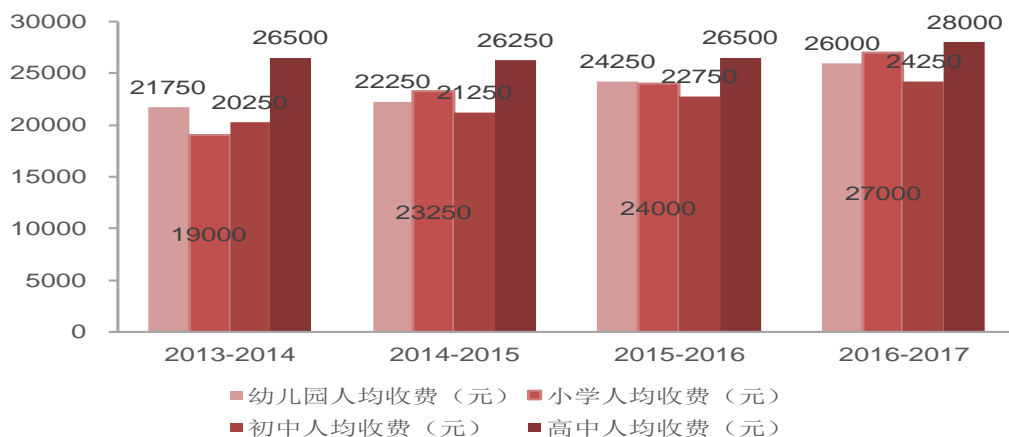


数据来源：公司公告，西南证券整理

学校规模分析：2014 至 2016 年，公司学校数由 18 所扩建到 25 所，增加 7 所均在 2015 年新设。

学生规模分析：从 2013 年至今，宇华教育在校学生数处于稳步增长态势，2015/2016 学年公司 K12 教育学生总人数同比增长 16.44%，2014/2015 学年公司 K12 教育总人数同比增长 25.37%。与此同时，公司高等教育部分学生人数也实现增长，截至 2016 学年底，拥有 25063 名高等教育学生，23157 名 K12 学生。根据弗若斯特沙利文报告，按 2015/2016 学年在校人数计算，宇华是国内最大的提供从幼儿园至大学教育的民办教育供应商。

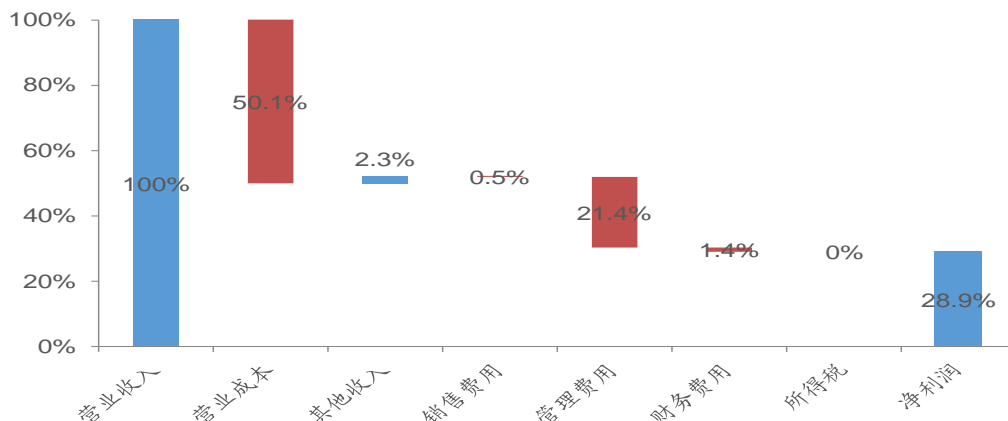
图 61：公司客单价分布情况



数据来源：西南证券整理

客单价分析：宇华教育各学部人均收费增速最快的为小学部，自 2013 至今年均增长率达 10.52%；增速第二名为初中部，初中部人均收费自 2013 年至今年均增速为 4.94%；增速第三名为幼儿园部，幼儿园部人均收费自 2013 年至今年均增速为 4.89%；增速第四名为高中部，高中部人均收费自 2013 年至今年均增速为 1.42%；此外，根据公司招股说明书显示，公司大学部人均收费自 2013 年至今保持不变，其中学士教育人均收费保持 14100 元，大专学历人均收费保持 8900 元。总体来说，公司人均收费保持稳步增长。

图 62：公司 2017H1 成本支出结构



数据来源：西南证券整理

➤ 核心优势

公司是中国最大的幼儿园至大学的民办教育供应商，目前在河南地区经营 25 所学校，提供学前教育、K12 教育和大学教育服务，拥有较大规模业务和丰富经验以及优质教育资源，垂直化教育服务体系整合更加满足市场需求。公司 K12 阶段教育业务社会声誉好，学费高于同类学校平均水平，近年来公司总收入增长率均在 15% 左右。

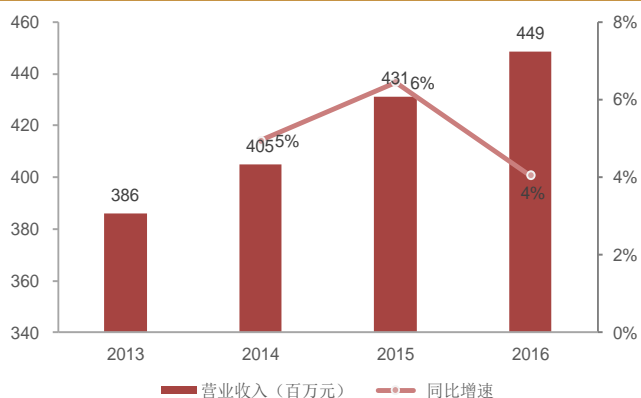
2.3.4 民生教育（1569.HK）：聚焦高等教育，校企合作拓展性强

➤ 简介

公司于 2017 年 3 月 22 日在香港联交所主板挂牌上市，以培养专业人才为核心，主要经营内地民办高等学历教育，并通过与地方企业及政府的合作为学生提供实践培训机会，在重庆和内蒙古两地拥有 4 所高等教育机构，主要收入来自学生学费。

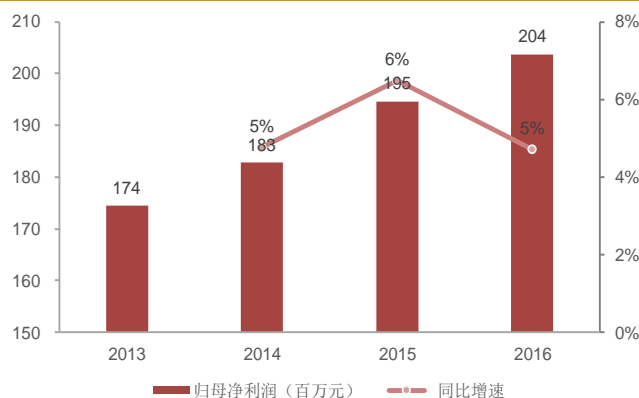
➤ 业绩情况

图 63：公司 2013-2016 年营收及增速情况



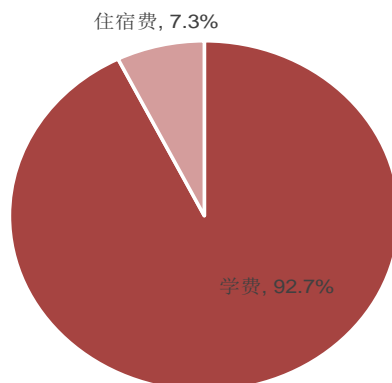
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 64：公司 2013-2016 年净利润及增速情况



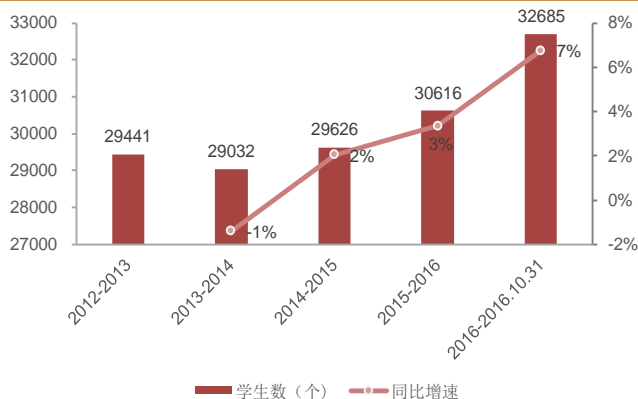
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 65：公司主营业务结构



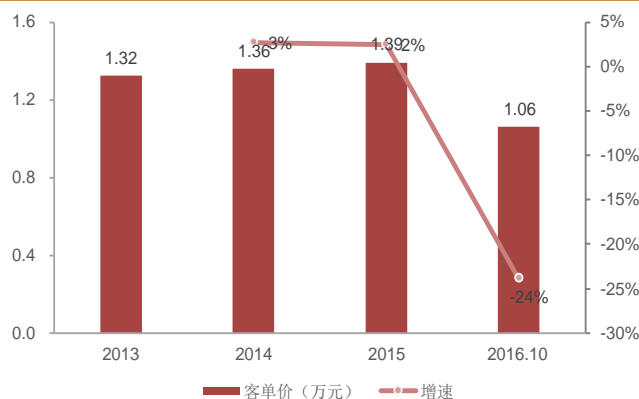
数据来源：西南证券整理

图 66：公司学生数及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 67：公司客单价及增速情况



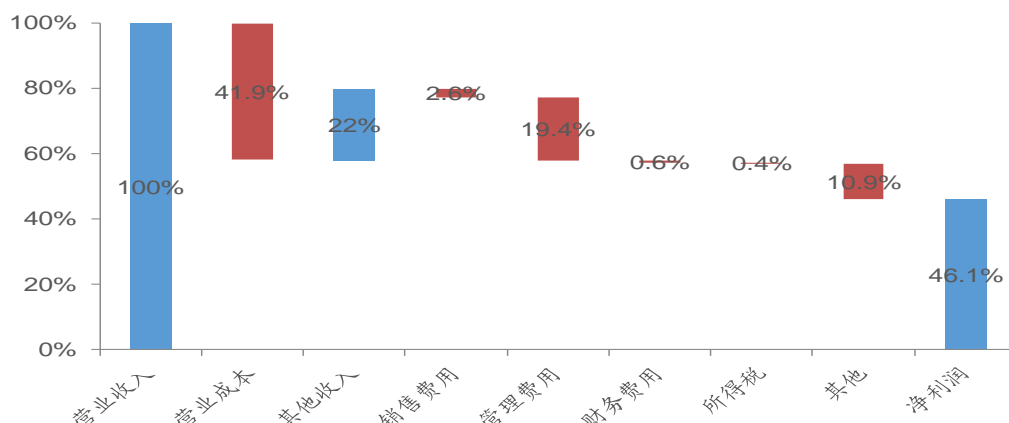
数据来源：公司公告，西南证券整理

学校规模分析：公司旗下拥有四所学校，分别位于重庆（3所）和内蒙古（1所），并在山东托管 1 所公办中职学校，正在兴建 1 所中职学校。此外，公司在香港和新加坡各投资了 1 所学校。

学生规模分析：自 2012 至 2016 年来，公司学生总人数总体呈现稳步增长状态，年均增长率为 2.2%，同时公司经营的学校数四年来保持 4 所未变，2015 年公司人均收费为 14153.5 元。同时，根据公司招股说明书，公司于 2016 年 9 月在山东乐陵建立民生职业中等学校，总体来看公司还处于稳步发展的阶段。

客单价分析：公司旗下学校均为寄宿制学校，客单价收入包括学费和住宿费两部分。2013 至 2015 年，公司客单价有 1.32 万元增长至 1.39 万元，年复合增长率为 1.7%。截止 2016 年 10 月，客单价为 1.06 万元，较 2015 年客单价下降 24%。

图 68：公司 2016 年成本支出结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

➤ 核心优势

公司目前在重庆和内蒙古共经营 4 所学校，根据市场需求提供本科学历教育、大专教育和中等职业教育，为学生提供专业培训课程和广阔就业前景。公司维持广泛且有效的校企合作业务模式，管理制度集中且谨慎，拥有高拓展性业务模式；已投资海外学校，实现与国际机构发展合作，可拓展业务规模。

附录

表 1：海外教育公司估值一览

股票代码	公司	当前价格	市值(亿元)	归母净利润（百万元）				PE			
				2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
1317.HK	枫叶教育	6.49	76.31	307.56	396.00	468.33	596.65	25.11	19.26	16.28	12.78
1565.HK	成实外教育	4.73	124.53	302.31	-	-	-	43.23	-	-	-
6068.HK	睿见教育	2.78	48.32	154.37	228.20	308.40	372.60	31.67	21.55	15.61	12.72
6169.HK	宇华教育	2.69	68.79	311.68	324.00	423.00	519.00	22.33	21.22	16.25	13.24
1569.HK	民生教育	1.04	35.62	243.43	338.00	447.00	528.00	15.35	10.53	7.96	6.74
TAL.N	好未来	165.83	909.44	803.55	1,239.2	1,987.7	3,311.0	116.76	74.03	46.16	27.71
EDU.N	新东方	78.23	820.80	1,883.7	2,369.8	3,200.1	0.00	44.88	35.04	25.99	-
BEDU.N	博实乐	15.67	120.09	-36.37	-	-	-	-331.48	-	-	-

数据来源：Wind 一致预期，西南证券整理（港股标的最新股价单位为港币，美股标的最新股价单位为美元）

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn

请务必阅读正文后的重要声明部分