

教育行业 2017 年日常报告

评级：买入 维持评级

行业点评

吴劲草
联系人
wujc@gjzq.com.cn

魏立
分析师 SAC 执业编号：S1130516010008
(8621)60230244
weili1@gjzq.com.cn

博实乐 FY17Q3 业绩深度分析：盈利能力迎拐点式提升，未来或将走上盈利增长快车道

事件

博实乐 (BEDU.N) 2017 年 7 月 26 日发布了截至 2017 年 5 月 31 日的 2017 年 Q3 未经审计的财报。

行业经营情况点评

“地产+教育”是未来教育行业发展大方向之一，而博实乐将整体业务思路定位于国际学校也是顺应消费升级的大趋势，未来市场空间广阔。

17Q3 是博实乐上市之后首次发布的季报，17Q1-Q3 各项财务和经营数据向好。营收增长 28%，调整后净利润增长 99%，毛利率同比提升 6.6 个百分点，调整后 EBITDA 同比提升 7.2 个百分点。

公司净利润迎来爆发式增长，盈利拐点或至具有重要意义。2017Q1-Q3，博实乐教育实现 1.95 亿人民币净利润，同比增长 99%，博实乐教育 Q3 单季度贡献净利润 1.08 亿元人民币，占 2017 财年 1 至 3 季度净利润的 55%，公司 FY17 利润迎来爆发性增长。我们认为这或意味着其盈利拐点或至。考虑到学校资产招生具有储备期，开办初期产生成本较多，其成长性受学校开办年限限制，故其盈利拐点的到来或具有重要意义。2016 财年，博实乐教育调整后净利由负转正，具有重要意义，我们认为学历学校类资产一旦进入盈利轨道，或将以较快且稳定的轨道实现盈利增长，而 2017 年 Q3，是博实乐教育上市以来首次披露的季报，在本次季报中，博实乐教育净利迎来大幅度增长，2017Q1-Q3 净利润 1.95 亿，同比增长 99%，或预示着其盈利拐点已至，未来进入利润快速增长期。

一个细分指标-五年内&五年以上学校满座率：新建学校满座率仍有较大提升空间。博实乐教育至 2017H1，整体满座率仅为 54%，若将博实乐的学校分为“开设五年以内新学校”和“开设五年以上的成熟学校”。开设五年内的学校，2014 年至 2017H1，满座率由 19.8%提升至 39.2%，而开设五年以上的学校学校满座率由 87.3%提升至 93.6%。我们认为，博实乐学校招生稳定的情况下，满座率或将达 95%以上，而其近两年毛利率较低，很大程度因为新开的学校较多，新开学校满座率较低，且距离 95%的满座率还有很大提升空间。随着满座率的提升，毛利率水平有望显著提升，而 FY17Q1-Q3 盈利能力显著提高，也一定程度上反映了博实乐新建学校满座率的提升，盈利能力的增强。

现有学校稳健成长，新开学校顺利拓展。博实乐投资者交流中提到，计划 18 财年新增 12 所学校，包括 5 所双语学校和 7 所幼儿园，其中 3 所双语学校和 5 所幼儿园采用碧桂园品牌，其余新学校采用第三方品牌。这预示着博实乐在现有学校稳定增长的基础上，顺利拓展新学校，同时第三方合作运营的模式也打打提升了博实乐学校的拓展性和潜在盈利能力。同时，博实乐教育旗下学校生源质量优秀，升学优势突出。根据公司投资者交流情况，2017 财年，博实乐教育国际学校体系内学生 87%为 Institutions Globally 全球 TOP50 学校所录取。优秀的生源也为博实乐教育长期发展打下坚实基础。

总体而言，我们认为，2017Q1-Q3，公司显示出了拐点式盈利能力提升，或预示着公司部分学校已度过培育期，盈利能力稳步提高，而各项盈利比率（如毛利率，净利率，调整后 EBITDA 率）提高，师生比较稳定的情况下员工成本占比下降，或预示着公司的盈利能力是真实稳步提升的。我们认为，公司显现盈利能力的快速提升，一定程度上也反映了公司满座率&学校利用率的提升，考虑到学校的按年招生特质和前期的大量成本投入，我们认为，拐点式盈利能力提升，有着重要意义，或意味着公司未来整体盈利状况已走上快车道，建议重点关注博实乐教育。

风险提示：估值偏高

1. 博实乐 FY17Q1-Q3 财务数据盘点：营收增长 28%，净利拐点或至迎来爆发式增长

- 7月26日，博实乐发布2017财年三季报。截止2017年5月31日，公司2017财年1至3季度累计营收为10.5亿人民币，+28.2%YoY，实现净利润1.95亿人民币。其中Q3实现营收4.1亿人民币，+28.1%YoY，实现净利润1.08亿人民币，+85.7%YoY。

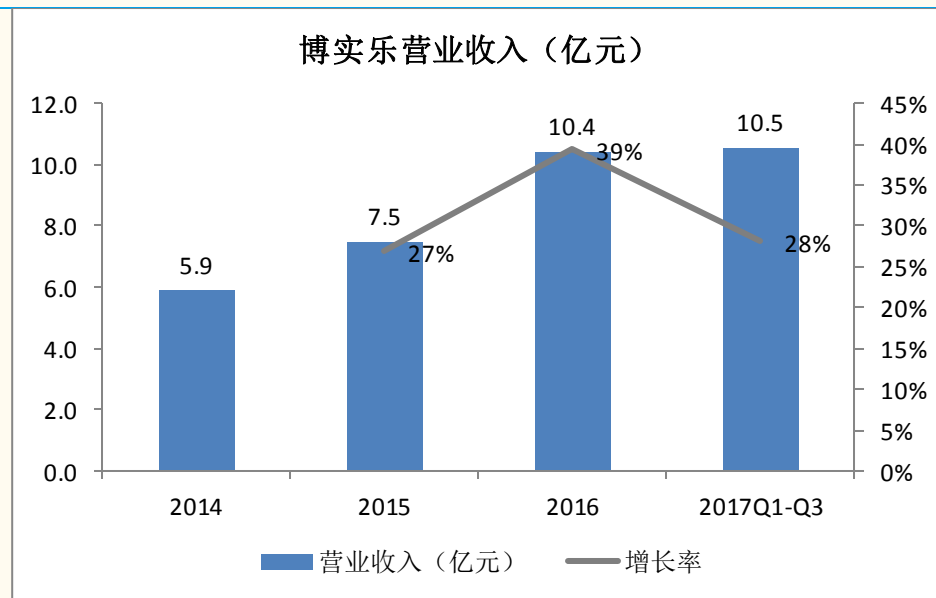
图表 1：博实乐 2017Q3 财务数据概览

具体指标	2017Q3	增幅	2017Q1-Q3	增幅
营业收入	4.1	28.1%	10.5	28.2%
毛利	1.8	51.5%	4.0	55.1%
毛利率	45%	7pct	38%	6.6pct
营业利润	1.218	66.5%	2.3	731.2%
营业利润率	30%	6.9pct	22%	18.6pct
净利润	1.1	85.7%	2.0	-71.3%
净利润（调整后）	1.1	85.7%	2.0	99%
净利率	26%	8.2pct	19%	17.8pct
EPS	1.05	150.0%	1.74	721.4%
EPS（调整后）	1.05	150.0%	1.74	721.4%
EBITDA（调整后）	1.452	59.3%	2.965	72.2%
EBITDA 利润率（调整后）	35.70%	7pct	28.20%	7.2pct

来源：公司季报，国金证券研究所

- 公司营业收入增长显著，2017年1至3季度营收赶超2016财年水平。公司2017年1至3季度营收达10.5亿元人民币，同比增长28%，已超过2016年财年水平（10.4亿元人民币）。

图表 2：博实乐营业收入

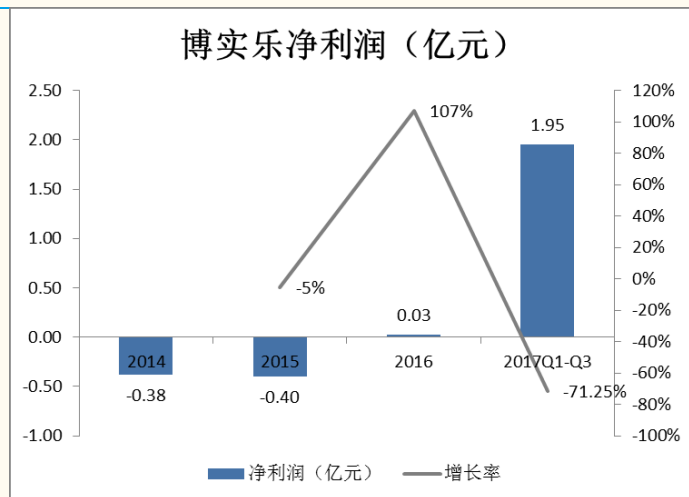


来源：公司季报，公司招股说明书，国金证券研究所

- 公司净利润迎来爆发式增长，盈利拐点或至具有重要意义。2017Q1-Q3，博实乐教育实现1.95亿人民币净利润，同比增长99%，Q3单季度贡献净利润1.08亿元人民币，占2017财年1至3季度净利润的55%，公司FY17利润迎来爆发性增长。我们认为这或意味着其盈利拐点或至。考虑到学校资产招生具有储备期，开办初期产生成本较多，其成长性受学校开

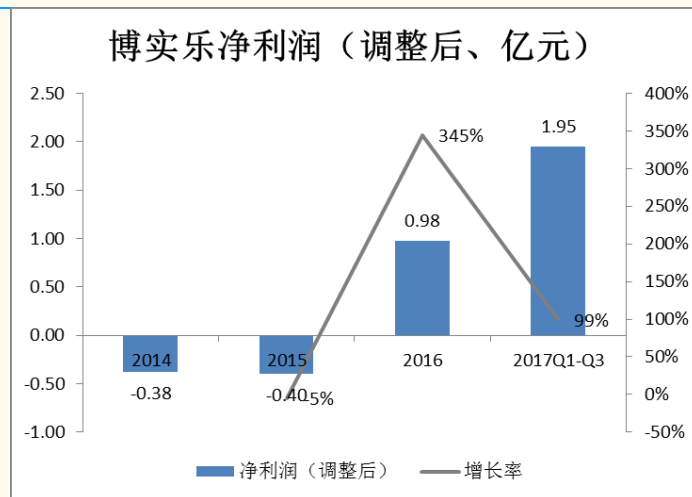
办年限限制，故其盈利拐点的到来或具有重要意义，一旦进入盈利轨道，或将已较快且稳定的轨道实现盈利。2016 年财，博实乐教育调整后净利润由负转正，具有重要意义，而 2017 年 Q3，是博实乐教育上市以来首次披露的季报，在本次季报中，博实乐教育净利再一次迎来大幅度增长，2017Q1-Q3 净利润 1.95 亿，同比增长 99%，或预示着其盈利拐点已至，未来进入利润快速增长期。

图表 3：博实乐净利润变化情况（未经调整）



来源：公司季报，公司招股说明书，国金证券研究所

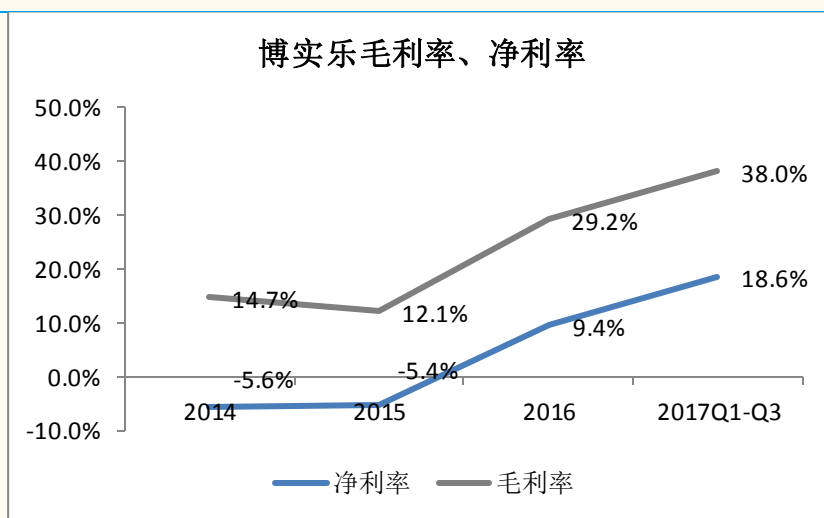
图表 4：博实乐净利润变化情况（调整后）



来源：公司季报，公司招股说明书，国金证券研究所

- **FY17Q1-Q3 博实乐净利率 18.6%与毛利率 38%，盈利能力逐渐显现。**公司盈利水平较去年上涨明显，博实乐 2017 财年 1 至 3 季度整体净利率（未经调整）达 18.6%，较去年同期水平上涨 17.8pct（上年 0.8%）。经调整后的净利率为 18.6%，较去年同期净利率（调整后）上涨 6.2pct（上年 12.4%）。公司 1 至 3 季度毛利率 38%（上年 31.4%），上涨 6.6pct。净利率和毛利率水平于 2017Q1-Q3 显著提升，更明显地反映出博实乐教育盈利拐点或至。

图表 5：博实乐净利率及毛利率

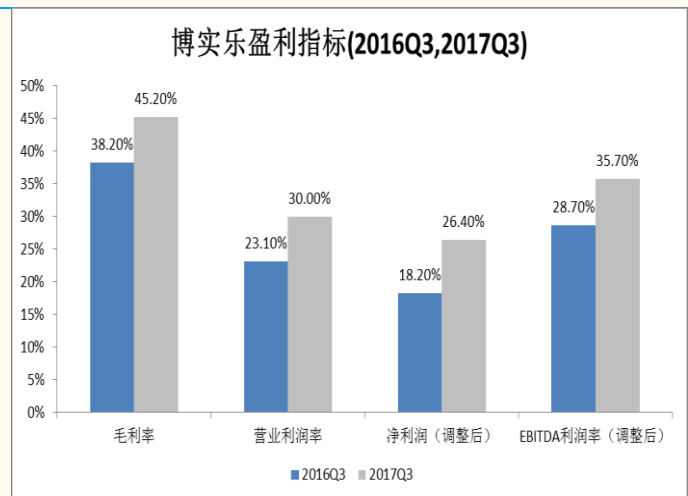


来源：公司季报，公司招股说明书，国金证券研究所

- **公司在 2017 年 1 至 3 季度和 2017Q3 期间，各项盈利指标均呈增长态势。**1 至 3 季度期间，调整后的 EBITDA 利润率较去年同期增长 7.2pct，调整后净利率和 EBITDA 率显著增长，反映了公司盈利能力和盈利质量具有实

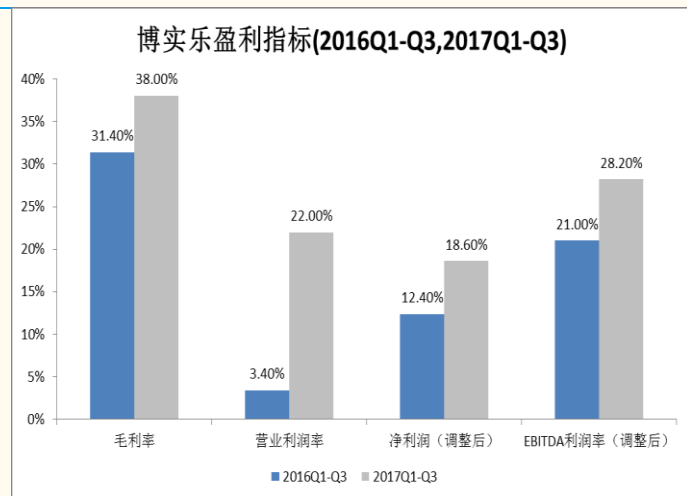
际的改善。

图表 6：博实乐盈利指标 (2016Q3, 2017Q3)



来源：公司季报，国金证券研究所

图表 7：博实乐盈利指标 (2016Q1-Q3, 2017Q1-Q3)



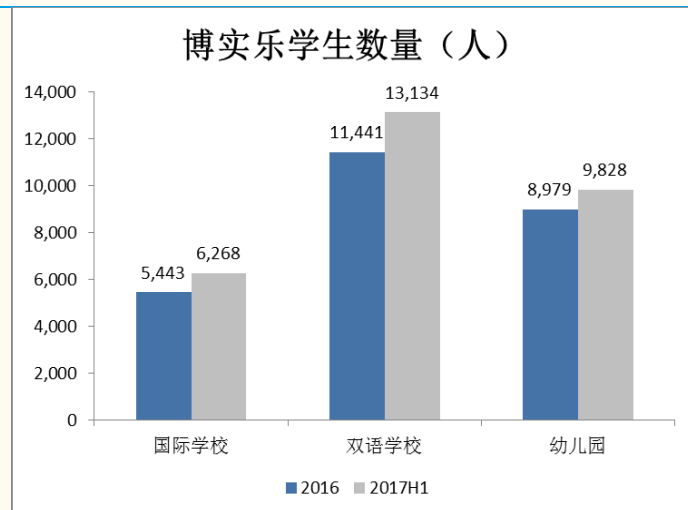
来源：公司季报，国金证券研究所

2. 博实乐经营数据分析——国际学校营收乐观，未来仍有发展空间

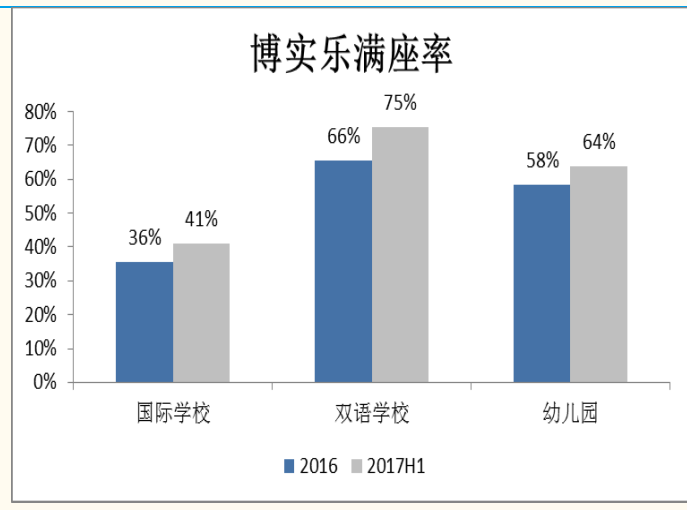
2.1 公司业务覆盖多类型学校，国际学校发展空间巨大

- 博实乐教育在业务划分中以国际学校、双语学校、幼儿园进行划分。国际学校指以出国留学为主要学生出路的学校，而双语学校指注重外语学习，但主要出路还是国内中高考的学校，但实际上两者均为主要为中国籍学生提供国际化教育的学校。国际学校开设的课程非常全面，包括 IBO 授权的 DP 与 MYP 课程、PYP 课程、A-level、IGCSE、IFY 和 AP 课程。
- 博实乐下设 52 所学校，其中 6 所国际学校、11 所双语学校和 35 所幼儿园。2016 财年，学生总人数为 25,836 人；2017Q3，学生总人数为 29613 人，同比增长 15.1%。双语学校的学生数量占总人数的比例最高，约为 45%；幼儿园的学生占比约为 35%；国际学校的学生占总人数比例约为 21%。根据博实乐披露的下设学校的容量计算，各类型学校目前的满座率也各不相同：双语学校的满座率最高，在 2016 财年和 2017H1 均超过 66%；幼儿园的满座率次之，也达到了 60%以上的水平；国际学校的满座率相对较低，最高仅有 41%的比例。国际学校的学生数量相对较少，但满座率较其他类型学校相比差距较大，我们认为国际学校的学生数量仍有增长空间。

图表 8：博实乐分学校学生数量



图表 9：博实乐分学校满座率



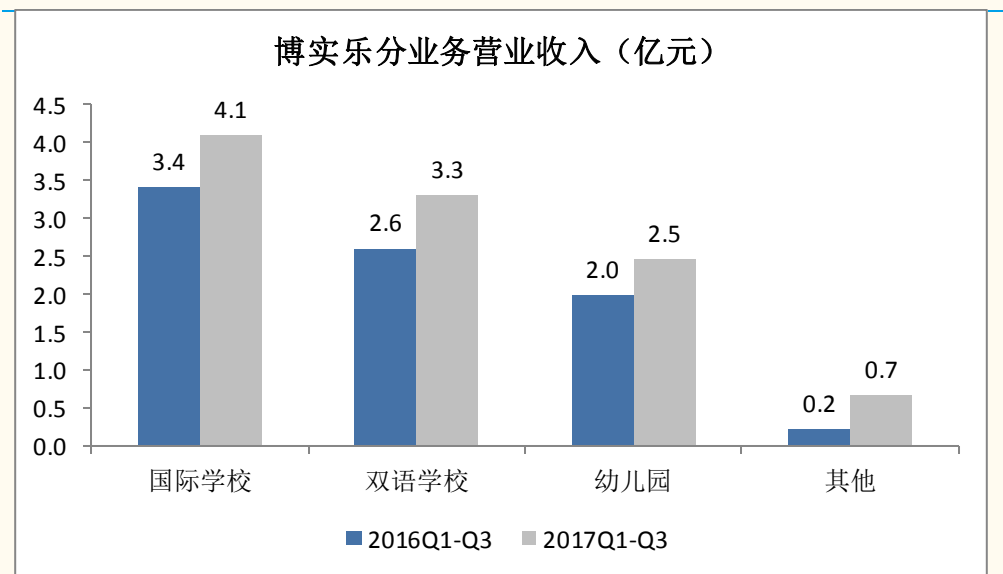
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

2.2 国际教育业务收入贡献比例最高，占比接近 40%

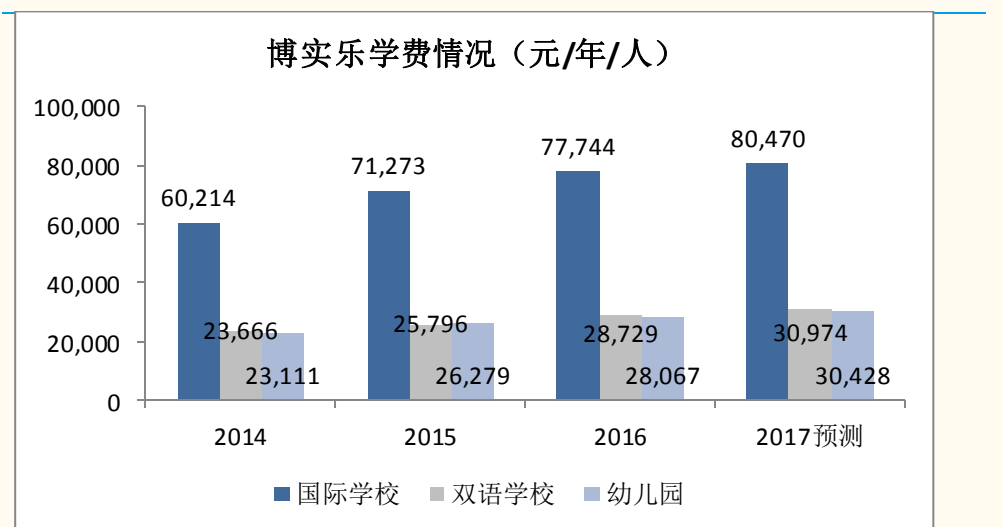
- 公司 2017 财年 1 至 3 季度营收较去年同期增长 28.2%，三类学校同比增速接近，国际学校收入占比仍为最大。其中，国际学校 2017 财年 Q1-Q3 同期营收为 4.1 亿人民币，同比增长 20%，占同期总营收比例最高（达 39%）。双语学校 2017Q1-Q3 营收为 3.3 亿人民币，收入占比 31%，同比增速达 27%，为三种学校中增速最快的板块。幼儿园业务 2017Q1-Q3 收入占比 24%，同比增速达 25%。三类学校营收增速相近，而国际学校业务为公司贡献的收入比例最高，一定程度源于其学费水平较高。国际学校的学费自 2014 年起保持稳步上升，根据公司披露的 2017H1 中的学费情况，我们预测 2017 财年国际学校的学费或达到 80470 元/年/人，较上年同期增长 4%。双语学校、幼儿园的学费在 2014 年至 2017 年期间均有小幅上涨，但总体保持在稳定的区间。

图表 10：博实乐分业务营业收入



来源：公司季报，国金证券研究所

图表 11：博实乐学费情况

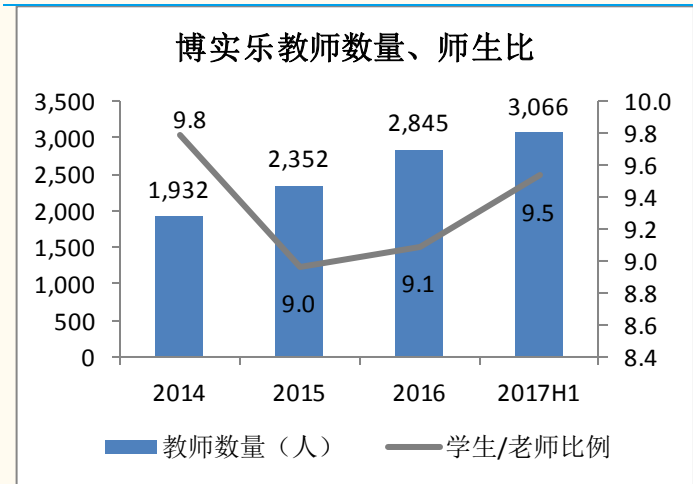


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

2.3 师生比稳定的情况下，员工成本占比显著下降预示经营趋于稳定，学校盈利能力提升

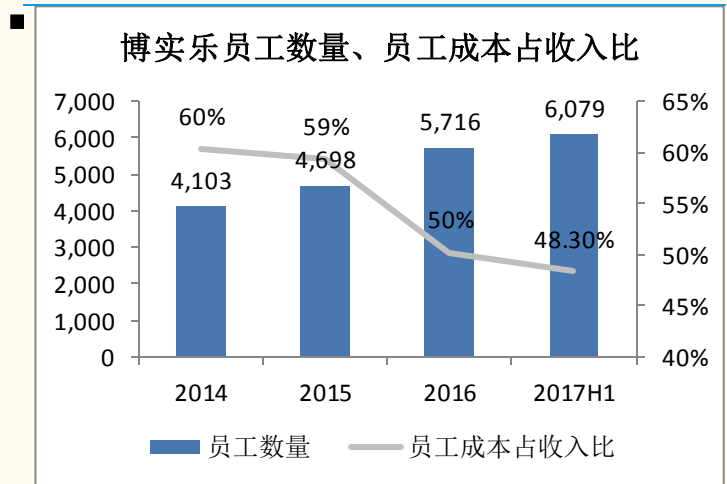
- 师生比稳定的情况下，员工成本占比显著下降预示经营趋于稳定，学校盈利能力提升。截至 2017H1，博实乐公司共有全职教师 3066 名，师生比（即学生数：教师数）为 9.5。近年来，师生比基本保持在 9 至 9.8 区间，且自 2015 年起逐年递增。公司的员工数量自 2014 年起，每年持续增长，而在师生比稳定的情况下，公司员工成本占比逐年下降，有效的降低职工的费用成本率，或预示着公司实际盈利能力有效提高。

图表 12：博实乐教师数量、师生比



来源：公司季报，国金证券研究所

图表 13：博实乐员工数量、员工成本占收入比

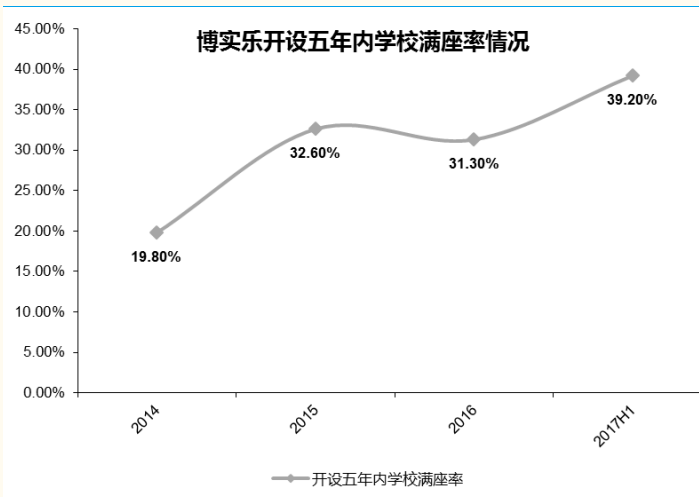


来源：公司季报，国金证券研究所

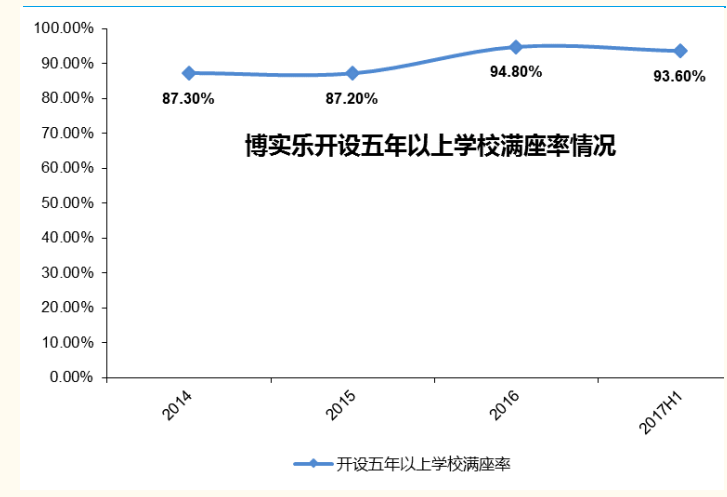
2.4 一个细分指标-五年内&五年以上学校满座率：新建学校满座率仍有较大提升空间

- 博实乐教育至 2017H1，整体满座率仅为 54%，仍具较大提升空间。博实乐教育至 2017H1，整体满座率仅为 54%，若将博实乐的学校分为“开设五年以内新学校”和“开设五年以上的成熟学校”。开设五年内的学校，2014 年至 2017H1，满座率由 19.8% 提升至 39.2%，而开设五年以上的学校学校满座率由 87.3% 提升至 93.6%。我们认为，博实乐学校招生稳定的情况下，满座率或将达 95% 以上，而其近两年毛利率较低，很大程度因为新开的学校较多，新开学校满座率较低，且距离 95% 的满座率还有很大提升空间。随着满座率的提升，毛利率水平有望显著提升，而 FY17Q1-Q3 盈利能力显著提高，也一定程度上反映了博实乐新建学校满座率的提升，盈利能力的增强。

图表 14：博实乐开设五年内学校满座率情况



图表 15：博实乐开设五年以上学校满座率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

2.5 现有学校稳健成长，新开学校顺利拓展，生源质量优秀升学优势突出

- **现有学校稳健成长，新开学校顺利拓展。**博实乐投资者交流中提到，计划 18 财年新增 12 所学校，包括 5 所双语学校和 7 所幼儿园，其中 3 所双语学校和 5 所幼儿园采用碧桂园品牌，其余新学校采用第三方品牌。这预示着博实乐在现有学校稳定增长的基础上，顺利拓展新学校，同时第三方合作运营的模式也打打提升了博实乐学校的拓展性和潜在盈利能力。
- **生源质量优秀，学生升学优势突出。**博实乐教育旗下学校生源质量优秀，升学优势突出。根据公司投资者交流情况，2017 财年，博实乐教育国际学校体系内学生 87% 为 Institutions Globally 全球 TOP50 学校所录取。优秀的生源也为博实乐教育长期发展打下坚实基础。

3. 投资建议：盈利能力迎拐点式提升，未来或将走上盈利增长快车道

- **“地产+教育”是未来教育行业发展大方向之一，而博实乐将整体业务思路定位于国际学校也是顺应消费升级的大趋势，未来市场空间广阔。**
- **17Q3 是博实乐上市之后首次发布的季报，17Q1-Q3 各项财务和经营数据向好。**营收增长 28%，调整后净利润增长 99%，毛利率同比提升 6.6 个百分点，调整后 EBITDA 同比提升 7.2 个百分点。
- **公司净利润迎来爆发式增长，盈利拐点或至具有重要意义。**2017Q1-Q3，博实乐教育实现 1.95 亿人民币净利润，同比增长 99%，而其 Q3 单季度贡献净利润 1.08 亿元人民币，占 2017 财年 1 至 3 季度净利润的 55%，公司 FY17 利润迎来爆发性增长。我们认为这或意味着其盈利拐点或至。考虑到学校资产招生具有储备期，开办初期产生成本较多，其成长性受学校开办年限限制，故其盈利拐点的到来或具有重要意义，2016 年财，博实乐教育调整后净利由负转正，具有重要意义，一旦进入盈利轨道，或将以较快且稳定的轨道实现盈利增长，而 2017 年 Q3，是博实乐教育上市以来首次披露的季报，在本次季报中，博实乐教育净利迎来大幅度增长，2017Q1-Q3 净利润 1.95 亿，同比增长 99%，或预示着其盈利拐点已至，未来进入利润快速增长期。
- **一个细分指标-五年内&五年以上学校满座率：新建学校满座率仍有较大提升空间。**博实乐教育至 2017H1，整体满座率仅为 54%，若将博实乐的学校分为“开设五年以内新学校”和“开设五年以上的成熟学校”。开设五年内的学校，2014 年至 2017H1，满座率由 19.8% 提升至 39.2%，而开设五年以上的学校学校满座率由 87.3% 提升至 93.6%。我们认为，博实乐学校招生稳定的情况下，满座率或将达 95% 以上，而其近两年毛利率较低，很大程度因为新开的学校较多，新开学校满座率较低，且距离 95% 的满座率还有很大提升空间空间。随着满座率的提升，毛利率水平有望显著提升，而 FY17Q1-Q3 盈利能力显著提高，也一定程度上反映了博实乐新建学校满座率的提升，盈利能力的增强。
- **总体而言，我们认为，2017Q1-Q3，公司显示出了拐点式盈利能力提升，或预示着公司部分学校已度过培育期，盈利能力稳步提高，而各项盈利比率（如毛利率，净利率，调整后 EBITDA 率）提高，师生比较稳定的情况下员工成本占比下降，或预示着公司的盈利能力是真实稳步提升的。**我们认为，公司显现盈利能力的快速提升，一定程度上也反映了公司满座率&学校利用率的提升，考虑到学校的按年招生特质和前期的大量成本投入，我们认为，拐点式盈利能力提升，有着重要意义，或意味着公司未来整体盈利状况已走上快车道，建议重点关注博实乐教育。

风险提示：估值偏高

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD