

博实乐 (BEDU.US)

FY17 经调整净利+95.7%YoY 至 1.92 亿人民币，或迎业绩拐点完美诠释“教育+地产”发展模式

FY17 收入 13.28 亿人民币，+27.7% YOY (其中国际学校收入 5.06 亿人民币，+19.5%YoY；双语学校收入 4.13 亿人民币，+25.8%YoY；幼儿园收入 3.12 亿人民币，+23.8%YoY；其他收入 0.97 亿人民币，+166.6%YoY)；毛利 4.68 亿人民币，+53.9% YOY，毛利率 35.2%，+6pct YOY (其中国际学校毛利率 31.6%；双语学校毛利率 36.6%；幼儿园毛利率 42.7%)；经调整净利 1.92 亿人民币，+95.7%YoY；净利率 14.4%，+5pctYoY；经调整 EBITDA 为 3.06 亿人民币，+64.6%YoY。同时公司预计 FY18 收入同比增长 23%~25%YoY。

分拆来看，FY17 国际学校营收 5.06 亿人民币，同比增长 19.5%，占总 38.1%；双语学校营收 413.4 亿人民币，同比增长 25.8%，占总营 31.1%；幼儿园营收 3.12 亿人民币，同比增长 23.8%，占总 23.5%；其他业务收入 0.97 亿人民币，同比增长 166.6%，占总 7.3%

FY17 毛利率 35.2%，+6pct YOY，调后净利率 14.4%，+5pctYoY，盈利能力快速释放；新开学校伴随着满员率提升通常表现出一定的培育期，通常轻资产学校培育期在 1-2 年，重资产学校由于折摊较高培育期或在 3 年左右；度过培育期后学校盈利空间则进一步打开且边际学生将直接带动利润增长。从博实乐毛利率及调后净利率来看，其部分学校已度过亏损培育期，随着满员率提升未来盈利能力将稳步显现，此外持续增长的师生比也侧面印证学校满员率的健康增长。

FY17 博实乐总在校生达到 29,748 人，同比增长 15.03%，其中国际学校在校生 6283 人 (占总 21.12%)，同比增长 15.4%；双语学校在校生 13189 人 (占总 44.34%)，同比增长 15.3%；幼儿园在校生 10276 人 (占总 34.54%)，同比增长 8.2%。同时公司预计 FY18 学生增至 3.43-3.5 万人，同比增长 15%~18%YoY。学生人数增长作为学校内生增长的根本动力，其持续增长一方面体现办学实力、品牌口碑逐步得到家长认可；另一方面也反映出学校的经营管理能力在持续提升，未来随着在校生规模增长，规模效应或逐步释放。FY17 博实乐平均学费 4.74 万元，同比增长 5.68%，其中国际学校学费 8.05 万元，同比增长 3.52%；双语学校学费 3.13 万元，同比增长 9.11%；幼儿园学费 4.75 万元，同比增长 5.68%。学校在学费方面通常实施“新生新办法，老生老办法”，因而受老生影响整体涨价幅度或被稀释，优质办学质量通常体现出较强的溢价能力，稳定增长的学费进而推动收入持续增长。

国际学校来几年受益“二胎政策+收入提升+留学低龄化”三轮驱动行业整体仍将处于快速发展时期。在此背景下我们认为具备以下实力的办学者更能满足群众需求，受益行业发展红利：1、具备较强办学实力，具体体现在教育资源、培养管理体系等方面。博实乐首家学校于 1994 年成立以来拥有 23 年的办学经验，拥有 52 所学校及 3180 名优秀教师，博实乐 FY16 及 FY17 师生比分别为 9.1:1；9.4:1，未来师生比仍有较大提升空间，充沛教师资源及利用率提升为今后扩张奠定坚实基础。2、具备跨省扩张能力，教育行业地域性较强，能够实现异地复制有利于加快成长。博实乐则依托碧桂园在核心城市周边地区开发的大型楼盘，在提供教育配套的同时尽享碧桂园优质物业及稳定客源。据公司半年报，碧桂园在 2017 年前六个月实现房屋合同销售金额超过 2889 亿元人民币，合同销售面积 3226 万平方米，合同销售金额排名世界第一；截至 2017 年 6 月 30 日，碧桂园连同其合营企业已签约或已摘牌国内可建建筑面积约为 20,983 万平方米，其中 66%分布于广东省以外；按发展阶段划分，约 41%在建，23%已经预售。博实乐未来或实现与碧桂园地产的同步扩张，有效解决异地扩张及前期重资产投入难题，实现良性互动同时节约土地物业开发成本。

风险提示：国际学校拓张不及预期

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

张璐芳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517020001
zhanglufang@tfzq.com

孙海洋 联系人
sunhaiyang@tfzq.com

相关报告



11月9日，博实乐披露 FY17Q4 季报（2017.5.31-17.8.31），及 FY17 财年（2016.9.1-17.8.31）年报

1、财务情况：

FY17Q4：

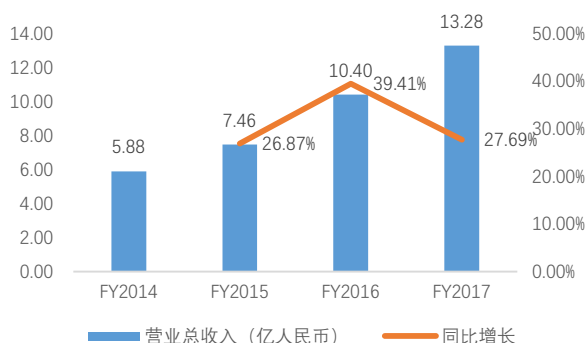
- 收入 2.76 亿人民币，+25.7% YOY；
- 毛利 0.68 亿人民币，+47.2% YOY，毛利率 24.8%，+3.6pct YOY
- 营业利润-0.17 亿人民币，+74.7%YOY，营业利润率-6%，-1.7pctYoY
- 净利-370 万人民币，-5.1%YoY；经调整净利(扣除期权费用，下同)-370 万人民币，-5.1%YoY；净利率-1.3%，+0.5pctYoY。
- 经调整 EBITDA（不含摊销折旧利息和税费，下同）940 万人民币，-30.9%YoY。

FY17：

- 收入 13.28 亿人民币，+27.7% YOY（其中国际学校收入 5.06 亿人民币，+19.5%YoY；双语学校收入 4.13 亿人民币，+25.8%YoY；幼儿园收入 3.12 亿人民币，+23.8%YoY；其他收入 0.97 亿人民币，+166.6%YoY）
- 毛利 4.68 亿人民币，+53.9% YOY，毛利率 35.2%，+6pct YOY（其中国际学校毛利率 31.6%；双语学校毛利率 36.6%；幼儿园毛利率 42.7%）。
- 营业利润 2.15 亿人民币，+1074.3%YOY，营业利润率 16.2%，+14.4pctYoY
- 净利 1.92 亿人民币；经调整净利 1.92 亿人民币，+95.7%YoY；净利率 14.4%，+5pctYoY。
- 经调整 EBITDA 为 3.06 亿人民币，+64.6%YoY。

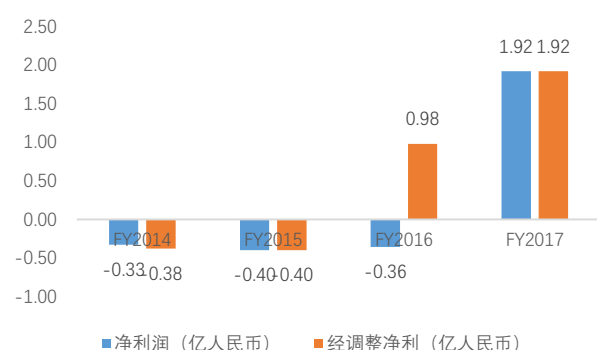
同时公司预计 FY18 收入同比增长 23%~25%YoY。

图 1：FY17 收入 13.28 亿人民币，+27.7% YOY



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：FY17 经调整净利 1.92 亿人民币，+95.7%YoY

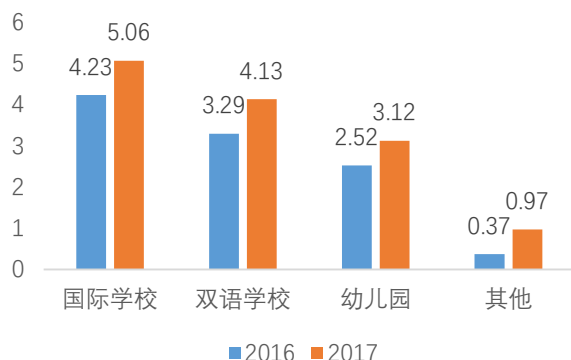


资料来源：wind，天风证券研究所

分拆来看，FY17 国际学校营收 5.06 亿人民币，同比增长 19.5%，占总 38.1%（FY16 占总 40.7%）；双语学校营收 4.13 亿人民币，同比增长 25.8%，占总营 31.1%（FY16 占总 31.6%）；

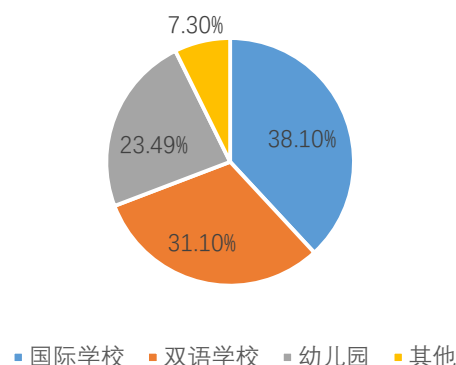
幼儿园营收 3.12 亿人民币，同比增长 23.8%，占总 23.5% (FY16 占总 24.2%)；其他业务收入 0.97 亿人民币，同比增长 166.6%，占总 7.3% (FY16 占总 3.5%)。

图 3：FY17 国际学校营收 5.06 亿人民币，同比增长 19.5%，



资料来源：wind，天风证券研究所

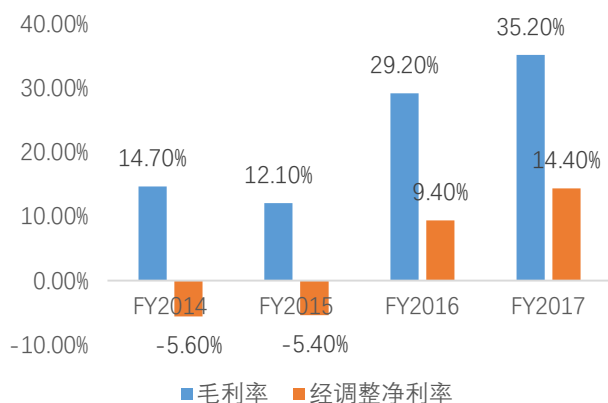
图 4：FY17 国际学校营收占总 38.1% (FY16 占总 40.7%)



资料来源：wind，天风证券研究所

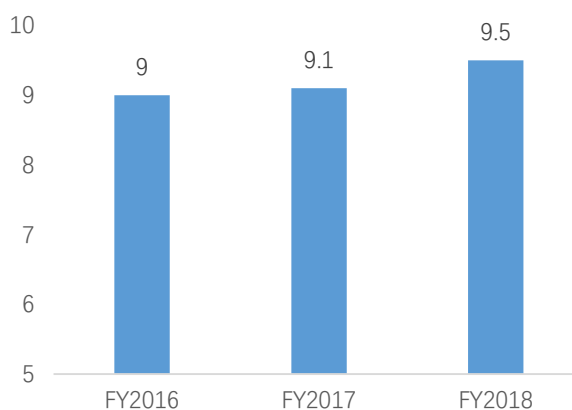
FY17 毛利率 35.2%，+6pct YOY，调后净利率 14.4%，+5pctYoY，盈利能力快速释放；新开办学校伴随着满员率的提升通常表现出一定的培育期，通常轻资产学校培育期在 1-2 年，重资产学校由于折摊较高培育期或在 3 年左右；度过培育期后学校盈利空间则进一步打开且边际学生将直接带动利润增长。从博实乐毛利率及调后净利率来看，其部分学校已度过亏损培育期，随着满员率提升未来盈利能力将稳步显现，此外持续增长的师生比也侧面印证学校满员率的健康增长。

图 5：FY17 毛利率 35.2%，+6pct YOY，调后净利率 14.4%，+5pctYoY



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：博实乐满员率提升带动师生比增长

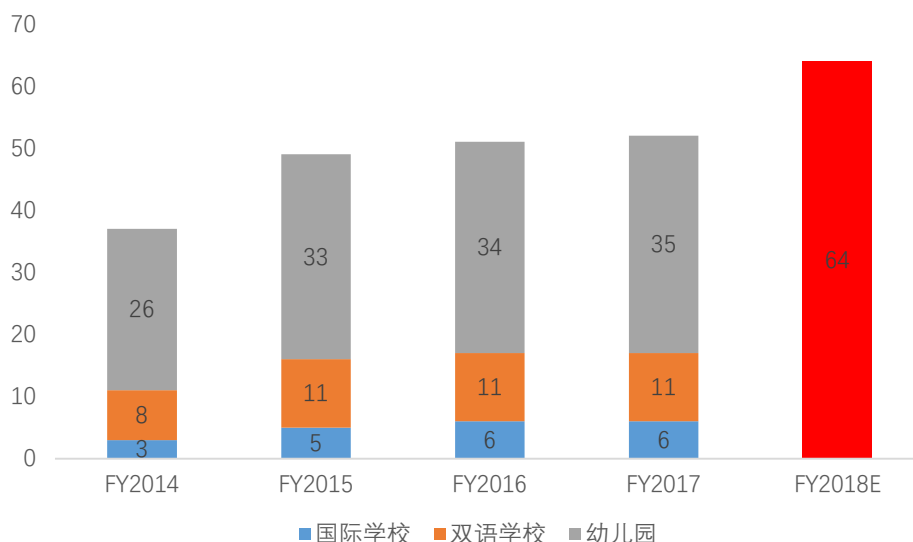


资料来源：wind，天风证券研究所

2、经营情况：

FY17 新增学校 3 家至 52 家，预计 FY18 新开 12 家，其中 8 所学校将与 Country Garden 联盟，其余 4 所学校与其他第三方合作伙伴合作；同时还与美国知名高校哥伦比亚大学 (Columbia) 和加州大学伯克利分校 (Berkeley) 建立以奖学金为基础的全球合作伙伴关系；与著名英国学校 Fettes 在中国经营国际学校并达成股权合作。2017 届毕业生 87% 拿到全球 TOP50 的大学录取通知；96% 拿到全球 TOP100 的大学录取通知。

图 7: FY 新增学校 3 家至 52 家, 预计 FY18 新开 12 家

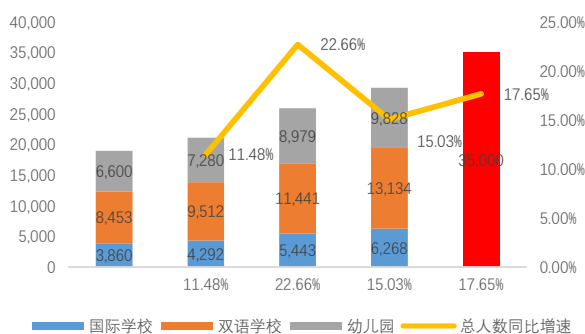


资料来源: wind, 天风证券研究所

FY17 博实乐总在校生达到 29,748 人, 同比增长 15.03%, 其中国际学校在校生 6283 人 (占总 21.12%), 同比增长 15.4%; 双语学校在校生 13189 人 (占总 44.34%), 同比增长 15.3%; 幼儿园在校生 10276 人 (占总 34.54%), 同比增长 8.2%。同时公司预计 FY18 学生增至 3.43-3.5 万人, 同比增长 15%~18%YoY。学生人数增长作为学校内生增长的根本动力, 其持续增长一方面体现办学实力、品牌口碑逐步得到家长认可; 另一方面也反映出学校的经营管理能力在持续提升, 未来随着在校生规模增长, 规模效应或逐步释放。

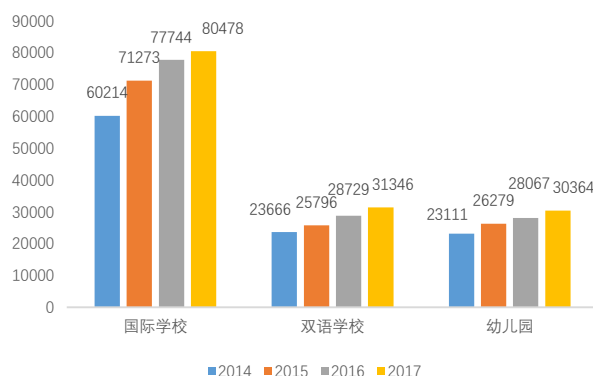
FY17 博实乐平均学费 4.74 万元, 同比增长 5.68%, 其中国际学校学费 8.05 万元, 同比增长 3.52%; 双语学校学费 3.13 万元, 同比增长 9.11%; 幼儿园学费 4.75 万元, 同比增长 5.68%。学校在学费方面通常实施“新生新办法, 老生老办法”, 因而受老生影响整体涨价幅度或被稀释, 优质办学质量通常体现出较强的溢价能力, 稳定增长的学费进而推动收入持续增长。

图 8: FY17 博实乐总在校生达到 29,748 人, 同比增长 15.03%



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 9: FY 博实乐平均学费 4.74 万元, 同比增长 5.68%



资料来源: wind, 天风证券研究所

国际学校行业这几年持续升温, 处于快速发展阶段, 未来几年受益“二胎政策+收入提升+留学低龄化”三轮驱动行业整体仍将处于快速发展时期。不仅国内一线城市存在低龄留学趋势, 二三线城市低龄留学也将日益明显, 给国际教育市场带来强烈需求, 在此背

景下我们认为具备以下实力的办学者更能满足群众需求，受益行业发展红利：

1、具备较强办学实力，具体体现在教育资源、培养管理体系等方面

博实乐首家学校于 1994 年成立以来拥有 23 年的办学经验，拥有 52 所学校及 3180 名优秀教师，博实乐 FY16 及 FY17 师生比分别为 9.1:1;9.4:1，未来师生比仍有较大提升空间，充沛教师资源及利用率提升为今后扩张奠定坚实基础。

2、具备跨省扩张能力，教育行业地域性较强，能够实现异地复制有利于加快成长

博实乐则依托碧桂园在核心城市周边地区开发的大型楼盘，在提供教育配套的同时尽享碧桂园优质物业及稳定客源。据公司半年报，碧桂园在 2017 年前六个月实现房屋合同销售金额超过 2889 亿元人民币，合同销售面积 3226 万平方米，合同销售金额排名世界第一；截至 2017 年 6 月 30 日，碧桂园连同其合营企业已签约或已摘牌国内可建建筑面积约为 20,983 万平方米，其中 66%分布于广东省以外；按发展阶段划分，约 41%在建，23%已经预售。博实乐未来或实现与碧桂园地产的同步扩张，有效解决异地扩张及前期重资产投入难题，实现良性互动同时节约土地物业开发成本。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com