

博实乐 (BEDU.US)

经调净利+42%YoY 1.19 亿人民币，优质办学实力+强劲财务表现彰显发展潜力

FY18Q1 收入 4.65 亿元，+23.0% YOY (国际学校营收 1.75 亿元，同比增长 16.5%；双语学校营收 1.56 亿元，同比增长 29.2%；幼儿园营收 1.06 亿元，同比增长 20.0%；其他业务收入 0.29 亿元，同比增长 49.0%)；毛利 2.17 亿元，+39.0% YOY，毛利率 46.6%，+5.4pct YOY (其国际学校毛利率 49.3%；双语学校毛利率 43.3%；幼儿园毛利率 49.6%，其他毛利率 38.4%)；经调整净利 1.19 亿元，+42.0%YoY；调后净利率 25.6%，+3.4pctYoY；经调整 EBITDA 为 1.61 亿元，+28.6%YoY。同时公司预计 FY18 收入同比增长 23%~25%YoY。

分拆来看，FY18Q1 国际学校营收 1.75 亿元，同比增长 16.5%，占总 37.5%；双语学校营收 1.56 亿元，同比增长 29.2%，占总 33.4%；幼儿园营收 1.06 亿元，同比增长 20.0%，占总 22.8%；其他业务收入 0.29 亿元，同比增长 49.0%，占总 6.2%。

FY18Q1 毛利率 46.6%，+5.4pct YOY，调后净利率 25.6%，+3.4pctYoY，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同比增长。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，此外持续同比增长的师生比也侧面印证学校满员率的健康同比增长。

FY18Q1 博实乐总在校生达到 34,163 人，同比增长 17%，其国际学校在校生 7227 人 (占总 21.15%)，同比增长 15.3%；双语学校在校生 15371 人 (占总 44.99%)，同比增长 17.1%；幼儿园在校生 11318 人 (占总 33.13%)，同比增长 15.7%。同时公司预计 FY18 学生增至 3.43-3.5 万人，同比增长 15%~18%YoY。学生人数同比增长作为学校内生同比增长的根本动力，其持续同比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 s 同比增长，规模效应或逐步释放。FY18Q1 博实乐平均学费 1.34 万元，其国际学校学费 2.4 万元，同比增长 1.3%；双语学校学费 1.0 万元，同比增长 9.8%；幼儿园学费 0.9 万元，同比增长 4.4%。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，稳定同比增长的学费进而推动收入持续同比增长。

从本次财报来看，我们认为①优质毕业生是学校核心竞争力的集中体现，博实乐学生成绩优异为今后拓张奠定坚实基础；②详尽披露各阶段经营及财务数据有力展现公司作为碧桂园旗下独立运营的国际学校的系统化管理实力；③高速增长的财务数据印证强劲生命力，学校异地扩张能力及满员率提升驱动人数增长，学费增长则体现学校议价能力不断增强。

给予买入评级，博实乐具备较强办学实力，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；同时具备跨省扩张能力，教育行业地域性较强，能够实现异地复制有利于加快成长。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(《财富》世界 500 强数据显示)。从 2017 年报中可知，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。我们预计 FY18-19 年博实乐 EPS 分别为 2.4 元人民币、3.7 元人民币，对应 PE 分别为 54x、35x。

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

1月23日, 博实乐披露 FY18Q1 季报 (2017.8.31-17.11.30)

1、财务情况:

FY18Q1:

- 收入 4.65 亿元人民币 (下同), +23.0% YOY;
- 毛利 2.17 亿元, +39.0% YOY, 毛利率 46.6%, +5.4pct YOY
- 营业利润 1.37 亿元, +27.6%YOY, 营业利润率 29.5%, +1.1pctYoY
- 净利及经调整净利(扣除期权费用,下同)1.19 亿元,+42.0%YoY;净利率 25.6%,+3.4pctYoY。
- 经调整 EBITDA(不含摊销折旧利息和税费,下同)1.61 亿元,+28.6%YoY;经调整 EBITDA 利率为 34.7%, +1.5%YoY

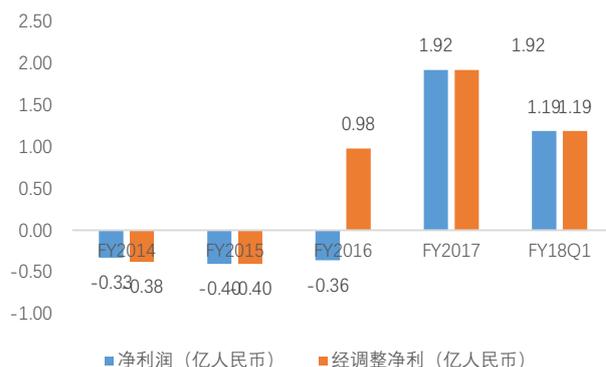
业绩指引: FY18 营收+23%~25%达 16.3-16.6 亿元; 招生人数 3.4-3.5 万人, +14%~18%。

图 1: FY18Q1 收入 4.65 亿元, +23.0% YOY



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: FY18Q1 经调整净利 1.19 亿元, +42.0%YoY



资料来源: wind, 天风证券研究所

分拆来看, FY18Q1 国际学校营收 1.75 亿元, 同比增长 16.5%, 占总 37.5% (FY17Q1 占总 39.6%);

双语学校营收 1.56 亿元, 同比增长 29.2%, 占总营 33.4% (FY17Q1 占总 31.8%);

幼儿园营收 1.06 亿元, 同比增长 20.0%, 占总 22.8% (FY17Q1 占总 23.4%);

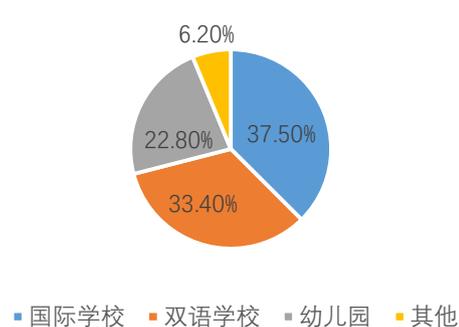
其他业务收入 0.29 亿元, 同比增长 49.0%, 占总 6.2% (FY17Q1 占总 5.1%)。

图 3: FY18Q1 国际学校营收 1.75 亿元, 同比增长 16.5%,



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: FY18Q1 国际学校营收占总 37.5% (FY17Q1 占总 39.6%)

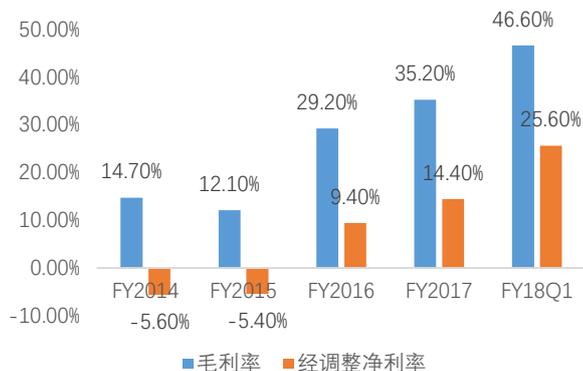


资料来源: wind, 天风证券研究所

FY18Q1 毛利率 46.6%，+5.4pct，调后净利率 25.6%，+3.4pct，盈利能力快速释放；其中国际学校毛利率 49.3%，同比增长 10.2 个百分点；双语学校毛利率 43.3%，同比增长 2.7 个百分点；幼儿园毛利率 49.6%，同比增长 1.4 个百分点；其他业务毛利率 38.4%，同比增长 6.4 个百分点。

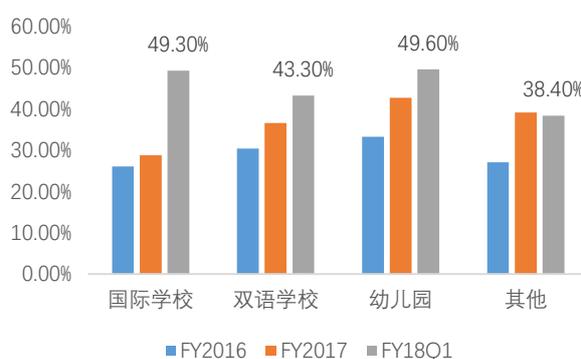
从博实乐毛利率及调后净利率来看，其部分学校已度过亏损培育期，随着满员率提升未来盈利能力将稳步显现，此外持续同比增长的师生比也侧面印证学校满员率的健康同比增长。

图 5：FY18Q1 毛利率 46.6%，+5.4pct



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：国际学校毛利率 49.3%，同比增长 10.2 百分点；



资料来源：wind，天风证券研究所

2、经营情况：

截至 FY18Q1 新开 8 家学校（全年计划新开 12 家）至 60 家，拥有学生 3.41 万人，同比增长 17%；其中国际学校 7227 人，同比增长 15.3%；双语学校 1.5 万人，同比增长 17.1%；幼儿园 1.1 万人，同比增长 15.7%；教师同比增长 14%至 3533 人，生师比 9.7:1。

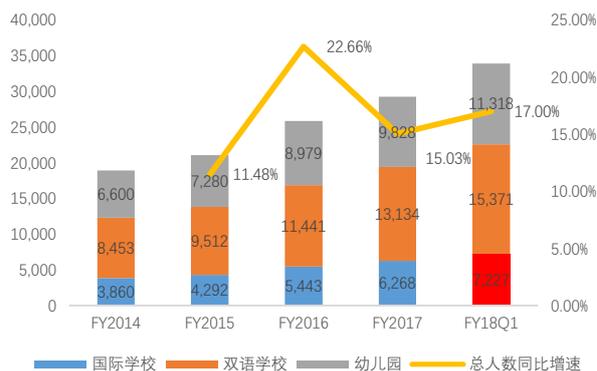
目前 18 年毕业生中 51%学生收到全球 TOP50 高校共 350 封 offer；17 年 12 月收购湖北 5 所幼儿园 75%事项有望于 FY18Q2 完成。

图 7：FY18Q1 新开学校 8 家



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：FY18Q1 博实乐总在校生达到 34,163 人，同比增长 17%



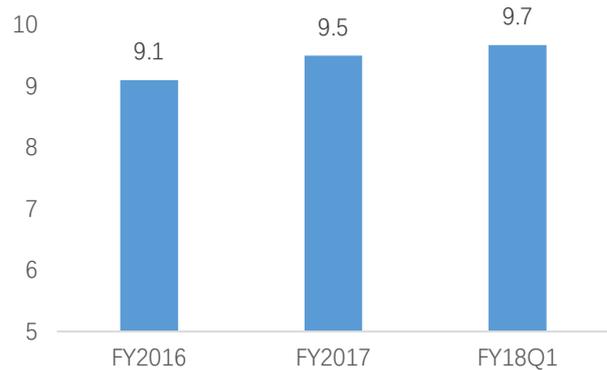
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9: FY18Q1 各阶段学生占比



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 10: 教师同比增长 14%至 3533 人, 师生比 9.7:1



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

学生人数作为学校内生同比增长的根本动力, 其持续同比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同比增长, 规模效应或逐步释放。

FY18Q1 博实乐平均学费 1.34 万元, 其中国际学校学费 2.4 万元, 同比增长 1.3%; 双语学校学费 1.0 万元, 同比增长 9.8%; 幼儿园学费 0.9 万元, 同比增长 4.4%。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, 稳定同比增长的学费进而推动收入持续同比增长。

表 1: FY18Q1 学费及学生人数

	平均学费(万元)	YoY
国际学校	2.4	1.3%
双语学校	1.0	9.8%
幼儿园	0.9	4.4%
其他		
总计	1.34	

资料来源: wind, 天风证券研究所

从本次财报来看, 我们认为①优质毕业生是学校核心竞争力的集中体现, 博实乐学生成绩优异为今后拓张奠定坚实基础; ②详尽披露各阶段经营及财务数据有力展现公司作为碧桂园旗下独立运营的国际学校的系统化管理实力; ③高速增长财务数据印证强劲生命力, 学校异地扩张能力及满园率提升驱动人数增长, 学费增长则体现学校议价能力不断增强。

给予买入评级, 博实乐具备较强办学实力, 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; 同时具备跨省扩张能力, 教育行业地域性较强, 能够实现异地复制有利于加快成长。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(《财富》世界 500 强数据显示)。从 2017 年报中可知, 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。

我们假设 FY18-FY19 国际学校/双语学校/幼儿园分别为 6/17/44 家, 对应在校生分别为 6600 人/20400 人/15540 人。我们预计 FY18-19 年博实乐 EPS 分别为 2.4 元人民币、3.7 元人民币, 对应 PE 分别为 54x、35x。

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