

教育行业行业研究 买入 (维持评级)

行业点评

吴劲草
联系人
wujc@gjzq.com.cn

唐川
分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

博实乐FY18Q2业绩分析：学生&营收稳步增长，会计确认规则原因致FY18Q2盈利数据下滑，未来盈利水平仍有提升空间

事件

北京时间 2018 财年 4 月 25 日，博实乐 (BEDU.N) 发布了截至 2018 财年 2 月 28 日的 2018 财年 Q2 未经审计财报。

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。

2018 年 4 月 25 日，博实乐发布 2018 财年二季报，FY2018H1 营收稳健增长+22%YoY，调整后净利润持续享受拐点红利，+30.6%YoY。FY2018H1 公司实现营业收入 7.883 亿元人民币，同比增长 22.0%，调整后净利润为 1.149 亿元人民币，同比增长 30.6%，毛利率同比提升 3.3 个 pct，调整后 EBITDA 利润率同比提升 0.2 个 pct，营业利润率同比下降 1.1 个 pct。每股盈利为 0.89 元，同比增加 30.9%。

FY18Q2 单季度亏损主要源于财务确认收入方式各季度有所不同。公司 FY18Q2 实现营收 3.231 亿人民币，同比增加 20.6%；净亏损 0.159 亿人民币，FY17 同期净利润 0.04 亿人民币；Q2 毛利率为 22.4%，相较 FY17 同期持平；净利率为-4.9%，FY17 同期为 1.5%。公司二季度亏损主要是因为寒假，Q1 和 Q3 确认 3 个月收入，Q2 和 Q4 仅确认 2 个月收入。

调整 ESOP (员工持股计划) 费用和汇兑损益对净利润的影响后，FY18Q2 公司依然实现净利增长。单纯考察净利润不能准确反映公司经营成果，在调整 FY18Q2 的 ESOP (员工持股计划) 费用 1107 万元和因美元贬值造成 1130 万元的汇兑损益之后，归属于普通股股东的净利润更能反映真实经营业绩，调整后的净利润 FY18Q2 为 750 万元，同比增长 3.2%，FY18H1 为 1.27 亿元，同比增长 86.9%。体现公司依然运作于盈利轨道之上，未来两三年内或将持续进入收获期。

学校容量稳步扩张，利用率仍有很大空间。截至 2018 年 2 月 28 日，博实乐下设 62 所学校，其中 6 所国际学校、16 所双语学校和 40 所幼儿园，覆盖全国九省学生的 K-12 教育阶段。2018 财年上半年，所有学校平均入学人数达到 34251 人，同比增长达 17.2%，博实乐新开 5 所双语学校和 5 所幼儿园，学校容量同比提升 22.0%，新开学校也使得整体利用率下降到 FY18H1 的 60.4%。截至 2018 财年 2 月 28 日，入学人数达到 35421 人。我们认为，博实乐学校招生稳定的情况下，利用率或将达 95% 以上。随着利用率的提升，毛利率水平有望显著提升。

学校生源质量优秀，学生升学优势突出。优秀的生源将为博实乐教育长期发展打下坚实基础。截至 2018 财年 4 月 15 日，已有 90% 的 2018 届毕业生拿到全球排名前 50 的大学预录取通知，其中 3 份来自牛津和剑桥大学，22 份来自美国排名前 30 的教育机构，包括芝加哥大学，康奈尔大学，加州大学伯克利分校，加州大学洛杉矶分校等。

通过加成博教，博实乐与 Shorelight Education (Shorelight) 达成战略合作伙伴关系，增加国际学校学生进入美国顶尖大学的机会。Shorelight 是一家知名的教育服务提供商，总部设在波士顿，其合作伙伴大学包括涵盖 1,870 个课程的美排名前 100 的大学。博实乐的学生只需参加在博实乐国际学校实施的在线考试“iTep”，而非托福或雅思即可考入 Shorelight 的合作大学。

总体而言，我们认为 FY2018H1 公司仍处于盈利轨道之上，或预示着公司部分学校已度过培育期。在调整 ESOP (员工持股计划) 费用和汇兑损益对公司利润造成的影响后，公司 FYQ2 依然实现净利增长。我们认为，公司盈利能力的维持，一定程度上也反映了学校经营能力的稳定，考虑到学校的按年招生特质和前期的大量成本投入，我们认为公司未来的盈利水平仍有提升空间，建议重点关注博实乐教育。

风险提示：新开学校招生或不及预期；扩张速度或不如预期；扩张过程中优秀的教师、校长等人才或存在短缺风险；政策环境变化带来的风险等。

1. 博实乐 FY2018H1 财务数据盘点：营收同比增长 22.0%，调整后净利拐点红利持续

- 4月25日，博实乐发布2018财年二季报。FY2018H1 营业收入 7.883 亿人民币，+22.0% YoY；毛利润 2.890 亿，+33.8% YoY，毛利率 36.7%，+3.3pctYoY；调整后的净利润 1.149 亿元，+30.6% YoY，调整后净利率 14.6%，+1.0pctYoY（调整了 ESOP 员工持股计划费用）；调整后 EBITDA 利润率 23.6%，+0.2pctYoY（调整了 ESOP 员工持股计划费用和汇兑损益）；每股盈利 0.89 元，+30.9% YoY（EPS 根据归属于普通股股东净利润计算，FY17 同期少数股东权益较多，故 FY18H1 的 EPS 增速较快）。其中 Q2 亏损主要是由于公司因为寒暑假，全年确认 10 个月收入，其中 Q1 和 Q3 确认 3 个月收入，Q2 和 Q4 确认 2 个月收入所致。

图表 1：博实乐 2018Q2&H1 财务数据概览

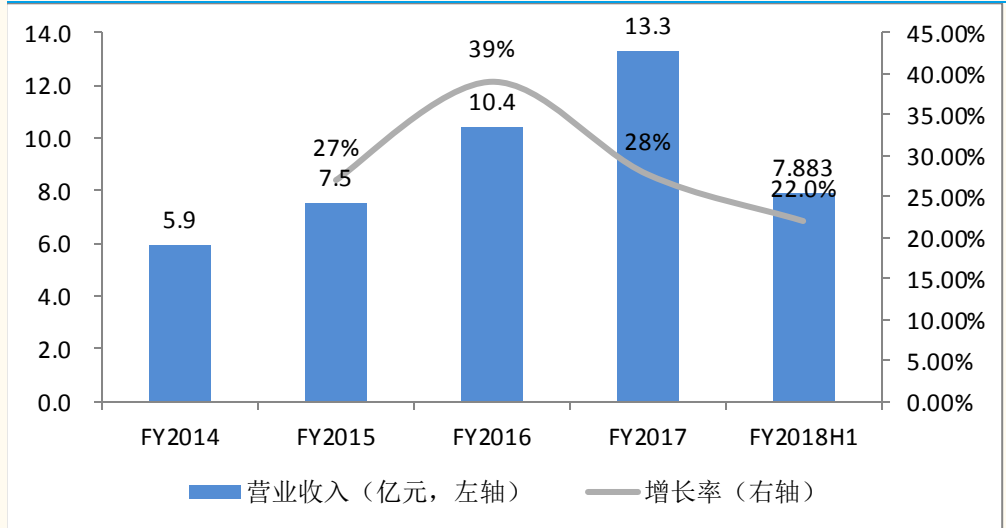
具体指标	2017Q2	2018Q2	增幅	2017H1	2018H1	增幅
营业收入（亿元）	2.68	3.231	20.60%	6.46	7.883	22.00%
毛利（亿元）	0.60	0.722	20.30%	2.16	2.89	33.80%
毛利率	22.40%	22.40%	0pct	33.40%	36.70%	3.3pct
营业利润（亿元）	0.02	-0.121	-626%	1.10	1.25	14%
营业利润率	0.80%	-3.70%	-4.5pct	17.00%	15.90%	-1.1pct
净利润（亿元）	0.04	-0.159	-487.80%	0.88	1.032	17.30%
净利率	1.50%	-4.90%	-6.4pct	13.60%	13.10%	-0.5pct
EPS（元）	0.07	-0.13	-286%	0.68	0.89	30.90%
销售管理费用率	21.80%	28.60%	6.8pct	16.70%	21.90%	5.2pct
① 加回 ESOP(员工持股计划) 费用 0.117 亿之后						
净利润（调整后，亿元）	0.04	-0.042	-202.44%	0.88	1.149	30.60%
净利率（调整后）	1.50%	-1.30%	-2.8pct	13.60%	14.60%	1pct
EPS（调整后，元）	0.07	-0.03	-143%	0.68	0.99	45.60%
调整后的销售管理费用率	21.80%	25.00%	3.2pct	16.70%	20.50%	3.8pct
② 加回 ESOP(员工持股计划) 费用 0.117 亿+汇兑损益 0.113 亿之后，并调整了少数股东权益						
净利润（调整后，不含汇兑损益，亿元）	0.0727	0.0750	3.20%	0.679	1.270	86.90%
净利率（调整后，不含汇兑损益）	2.71%	2.32%	-0.4pct	10.51%	16.11%	5.6pct
净利润调整了税收、利息、折旧摊销，加回 ESOP(员工持股计划) 费用 0.117 亿+汇兑损益 0.113 亿之后						
EBITDA（调整后，亿元）	0.26	0.249	-3.70%	1.51	1.863	23.10%
EBITDA 利润率（调整后）	9.60%	7.70%	-1.9pct	23.40%	23.60%	0.2pct

来源：公司季报，国金证券研究所

- 调整 ESOP（员工持股计划）费用和汇兑损益对净利润的影响后，FY18Q2 公司依然实现净利增长。单纯考察净利润不能准确反映公司经营成果，①调整 FY18Q2 的 ESOP（员工持股计划）费用 1170 万元之后，FY2018Q2 公司调整后净亏损 420 万元，FY18H1 调整后净利润 1.149 亿元，同比增加 30.6%（报表中调整后指的是调整①后的净利润）；②进一步调整因美元贬值造成 1130 万元的汇兑损益之后，归属于普通股股东的净利润更能反映真实经营业绩，调整后的净利润 FY18Q2 为 750 万元，同比增长 3.2%，FY18H1 为 1.27 亿元，同比增长 86.9%，由于相较 FY17H1 子公司情况变动较大，所以归母净利润变动较大。体现公司依然运作于盈利轨道之上，未来两三年内或将持续进入收获期。

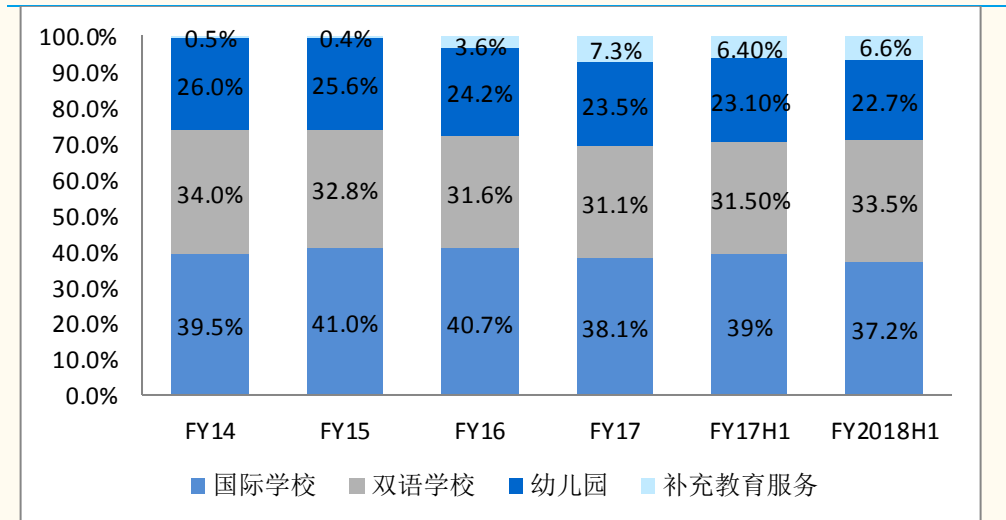
- 公司营业收入增长稳健，国际学校和双语学校为主要收入来源。FY2017，国际学校，双语学校，幼儿园收入占总收入比为 38%,31%,24%（余下部分为补充教育服务），18H1，双语学校收入占比有所提高。

图表 2：博实乐营业收入变化情况



来源：公司季报，公司招股说明书，国金证券研究所

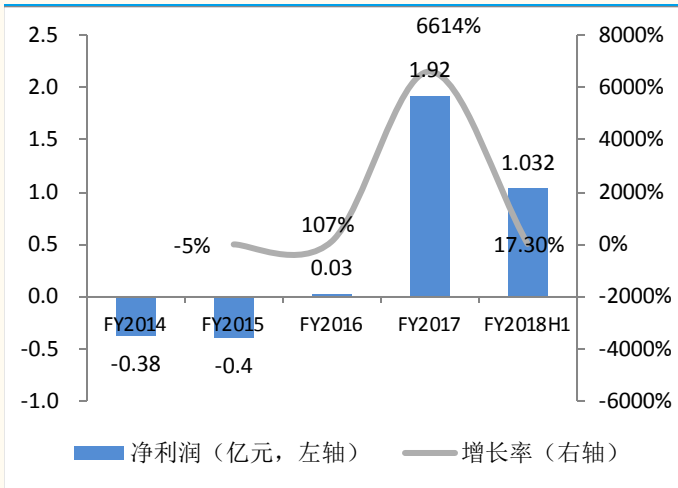
图表 3：博实乐教育分业务收入占比



来源：公司季报，公司招股说明书，国金证券研究所

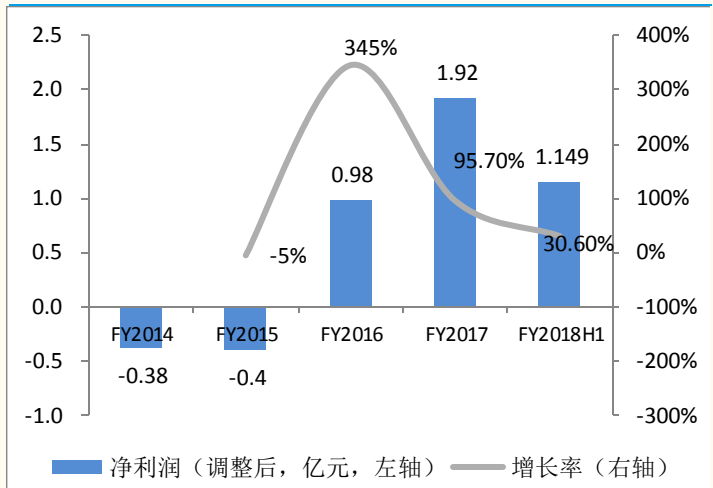
- 博实乐 FY2018H1 调整后净利润达到 1.149 亿元，同比增长 30.6%。2016 财年，博实乐教育调整后净利由负转正，具有重要意义，因为学校资产招生具有储备期，在开办初期会产生较多成本，同时其成长性受学校开办年限限制，其盈利拐点的到来或具有重要意义，一旦进入盈利轨道，或将较快且稳定的轨道实现盈利增长。FY17 可以看到净利润实现 95.60% 的高速增长，或预示着其盈利拐点已至，刚开始扩张的学校已经由储备期开始进入收获期，未来 2-3 年内或将持续进入收获期，利润有望迎来快速增长。FY2018H1 实现调整后净利润 1.149 亿元（调整了 ESOP 员工持股计划费用），同比增长 30.6%，业务逐步走向正轨，预期或将实现稳定高速利润增长。

图表 4：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

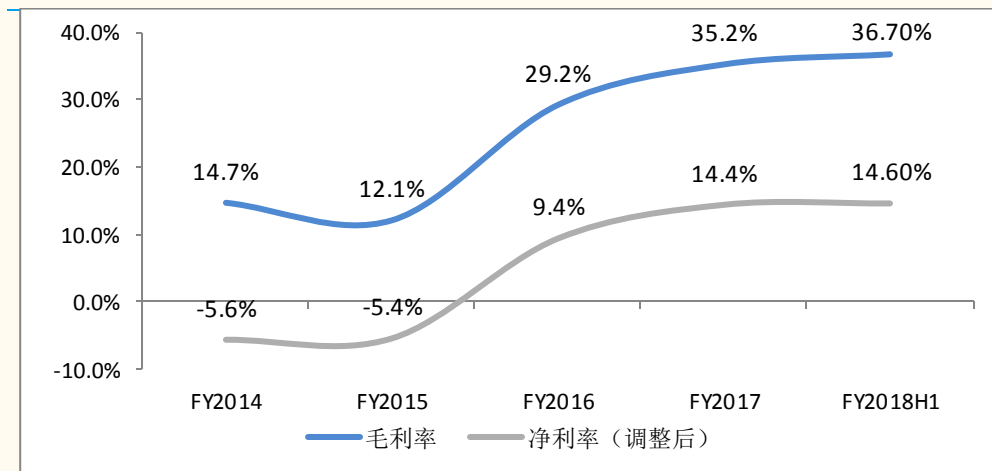
图表 5：博实乐净利润变化情况（调整后）



来源：公司季报，招股说明书，国金证券研究所

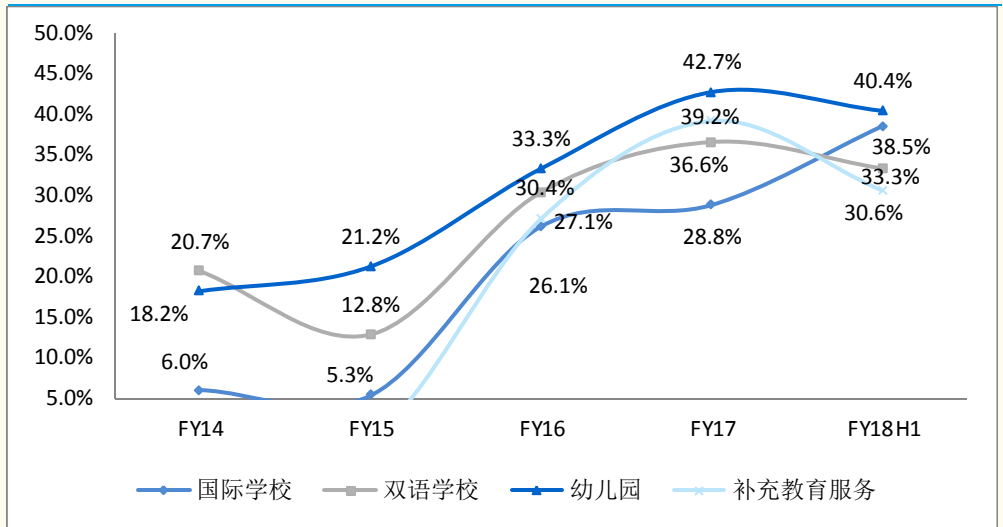
- **生师比与销售管理费用率有所增加。**博实乐学生人数快速提高，平均生师比由 FY2017H1 的 9.03 上升到 FY2018H1 的 9.51。销售管理费用占比由 FY2017H1 的 16.7% 上升到 FY2018H1 的 21.9%，主要是由支付给新增普通员工和管理人员的补偿和福利增加、留住人才的 ESOP（员工持股计划）相关费用以及用以支持业务扩张的并购相关费所致。随着集团规模不断扩张，各类成本费用不断相对下降，公司利润有望进一步提高。
- **FY18H1 博实乐毛利率和调整后净利率继续提高，盈利能力逐渐显现。** FY15-FY17，博实乐教育毛利率水平由 12.1% 上升至 35.2%，调整后净利率水平由 -5.4% 上升至 25.06%。FY2018H1 毛利率达到 36.7%，同比上升 3.3pct；净利率（调整后）水平达到 14.6%，同比上升 1 个 pct。这里的净利率调整了 ESOP（员工持股计划）费用的影响，考虑到一方面 ESOP（员工持股计划）具有吸引并留住更多人才的帮助作用，能使集团在较快的扩张进程中仍然能够保证有质量的发展，另一方面加回 ESOP（员工持股计划）费用的净利率更能反映公司在通常情况下的经营水平，我们认为调整后净利率的提高或是对公司业绩的更准确衡量。净利率和毛利率水平继续维持，博实乐教育盈利拐点或至。从分业务的毛利率水平来看，2015 年以来，幼儿园毛利率水平高速增长，国际学校和双语学校收入占比较大。国际学校 FY2018H1 毛利率为 38.5%，较去年同期上涨 8.6 个 pct。

图表 6：博实乐毛利率及净利率变化情况



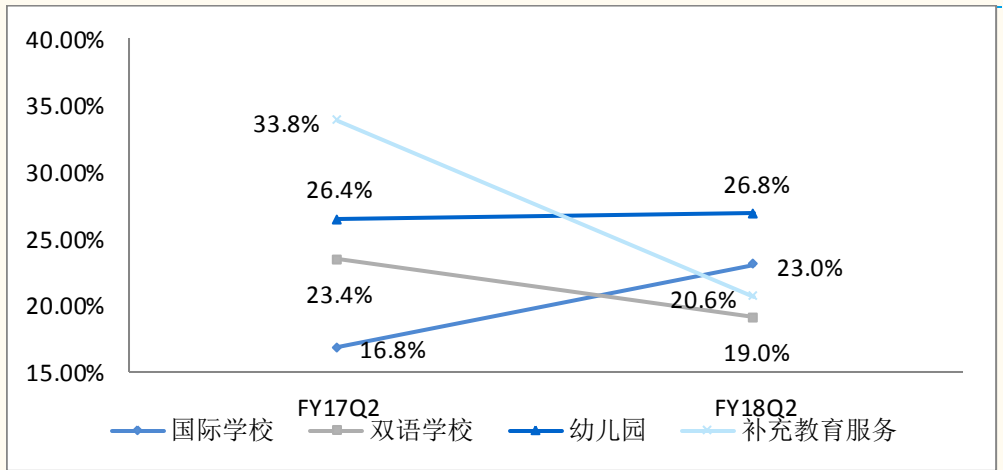
来源：公司季报，招股说明书，国金证券研究所

图表 7：博实乐年度分业务毛利率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

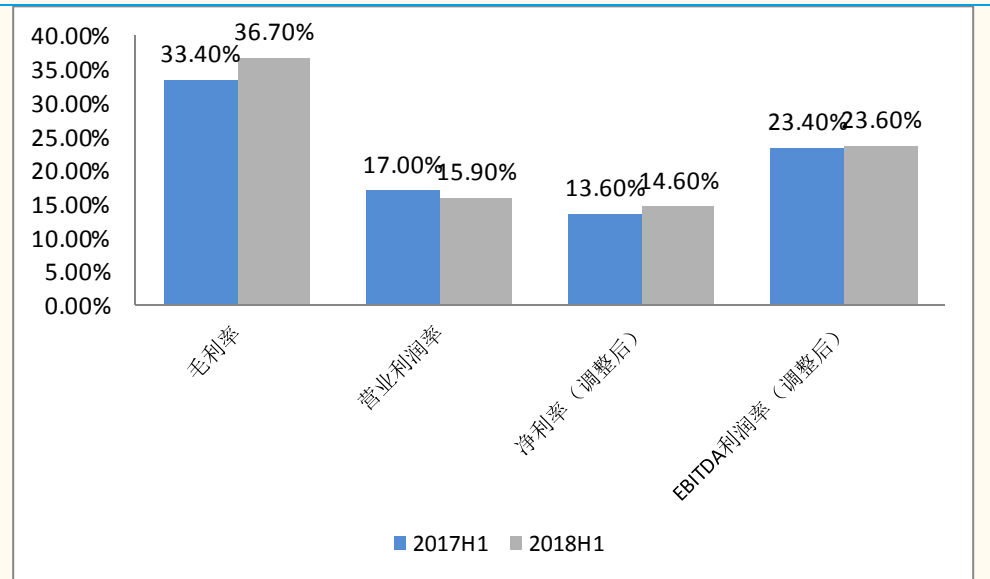
图表 8：博实乐季度分业务毛利率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司 FY2018H1 的调整后 EBITDA 利润率呈增长态势。2018 财年上半年，调整后 EBITDA 利润率为 23.6%，较去年同期的 23.4%增 0.2pct。调整后 EBITDA 利润率增长，反映了公司盈利能力和盈利质量具有一定提升。此外，2018 财年上半年公司的调整后 EBITDA 达到 1.863 亿元，同比增长 23.1%，在调整项目中加回了 ESOP（员工持股计划）费用和汇兑损益。

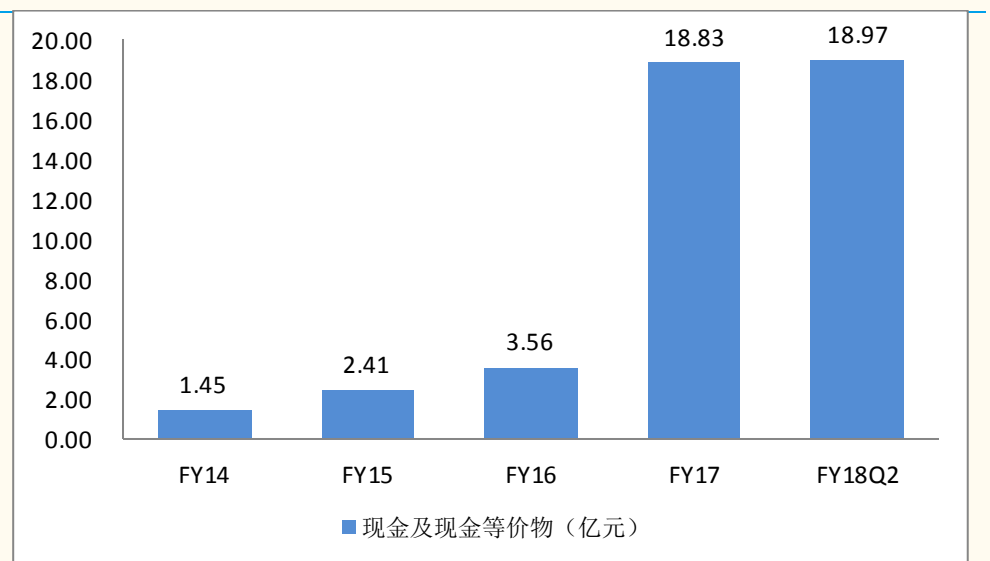
图表 9：博实乐盈利指标变化情况



来源：公司季报，招股说明书，国金证券研究所

- 在手现金充足，流动性好。FY2018H1 现金及现金等价物上升至 18.97 亿元，于 2017 年 8 月 31 日该项数值为 18.83 亿元。

图表 10：博实乐教育现金及现金等价物



来源：公司季报，招股说明书，国金证券研究所

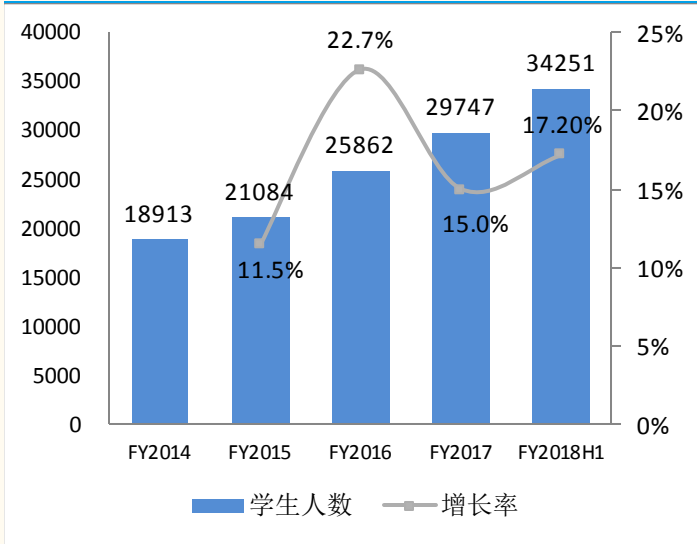
2.博实乐经营数据分析——价量双升，学生人数&平均学费均迎稳步增长

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。

- 截至 2018 年 4 月 15 日，博实乐下设 62 所学校，其中 6 所国际学校、16 所双语学校和 40 所幼儿园，覆盖全国九省学生的 K-12 教育阶段。2018 财年上半年，新开 5 所双语学校和 5 所幼儿园，平均入学人数达到 34251 人，+17.2%YOY。截至 2018 年 2 月 28 日，入学人数达到 35421 人。FY2018H1，国际学校平均学生人数为 7280，+16.1% YoY；双语学校平均学生人数为 15463，+17.7% YoY；幼儿园平均学生人数为 11508，+17.1% YoY。双语学校的学生数量占总人数的比例最高，达到 45.1%，幼儿园学生数量占比为 33.6%，国际学校学生人数最少，占 21.3%。

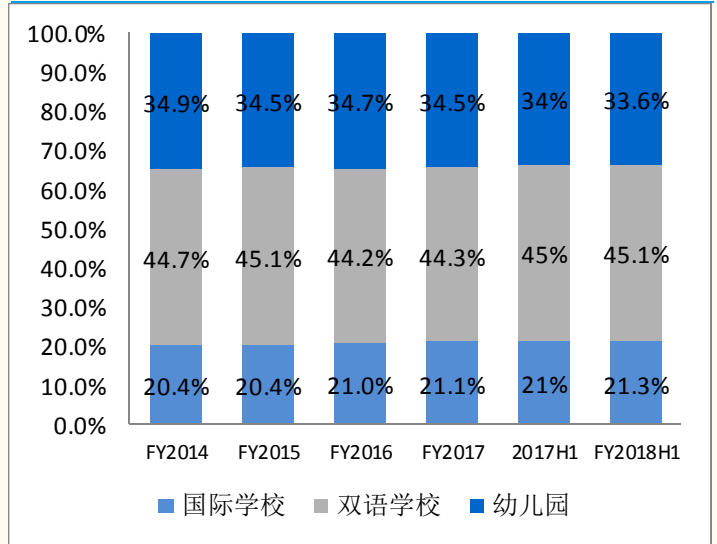
图表 11：博实乐教育学生人数及其增长



来源：公司公告，国金证券研究所

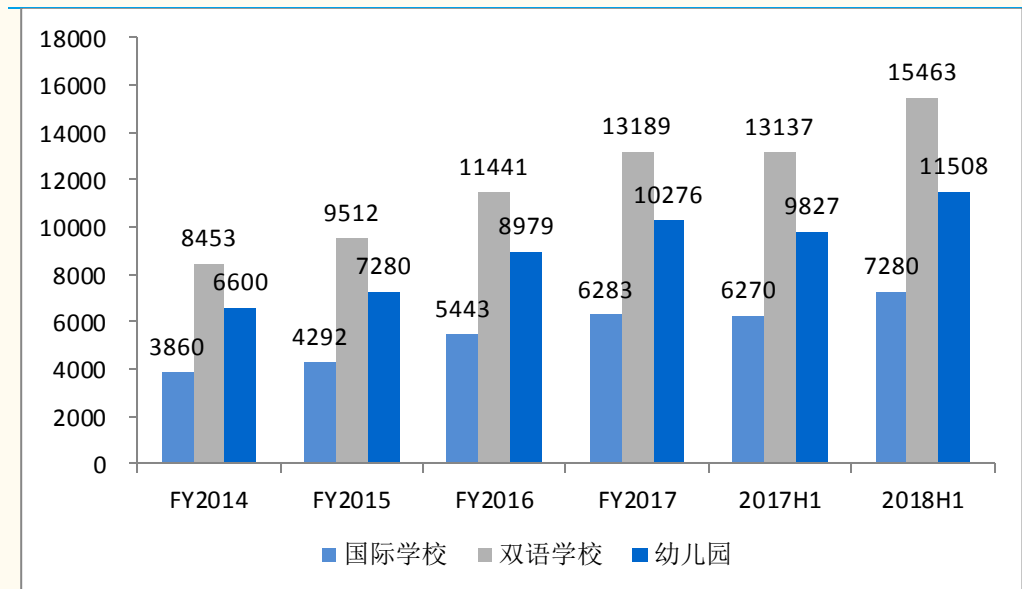
备注：2018H1 的人数是这六个月平均人数

图表 12：博实乐不同类型学生人数占比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 13：博实乐不同类型学生人数

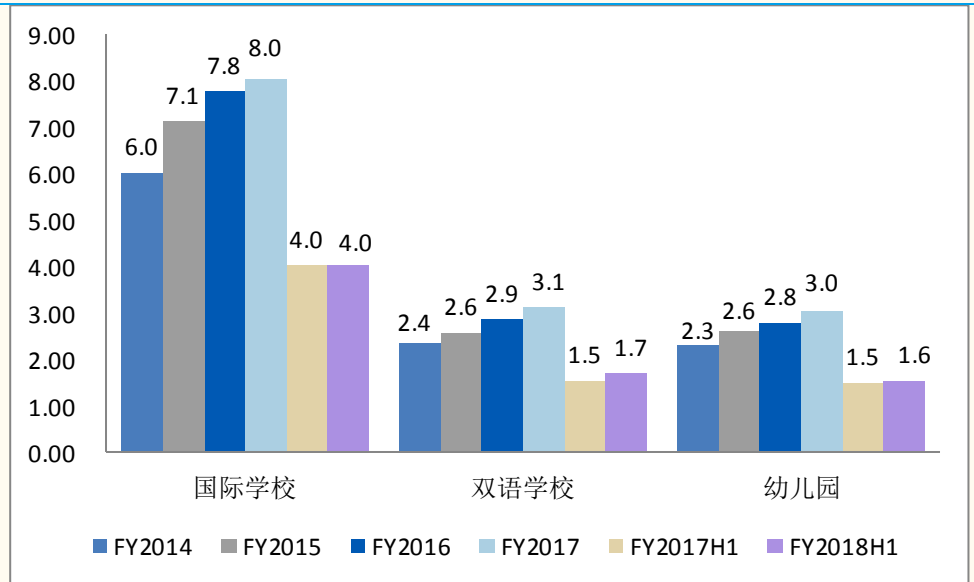


来源：公司季报，公司招股说明书，国金证券研究所

- 国际学校的学费及费用基本持平：由 FY14 的 60214 元/年/人上升至 FY17 的 80487 元/年/人，FY17 同比增长 3.5%，FY2018H1 国际学校的平均学费为 40290 元，基本持平。双语学校学费及费用上涨幅度最为明显：由 FY14 的 23666 元/年/人上升至 FY17 的 31344 元/年/人，FY17 同比增长 9.1%，FY2018 H1 双语学校的平均学费为 17081 元/年/人，同比增长 10.3%。幼儿园的学费及费用增长速度处于国际学校及双语学校之间：由

FY14 的 23111 元/年/人上升至 FY17 的 30362 元/年/人，FY17 同比增长 8.2%，FY2018 H1 幼儿园的平均学费为 15574 元，同比增长 2.4%。下图学费计算中未包括补充教育服务（FY2018 H1 补充教育服务收入占比 6.6%）。

图表 14：博实乐分业务学费及费用增长情况（万元/年/人）



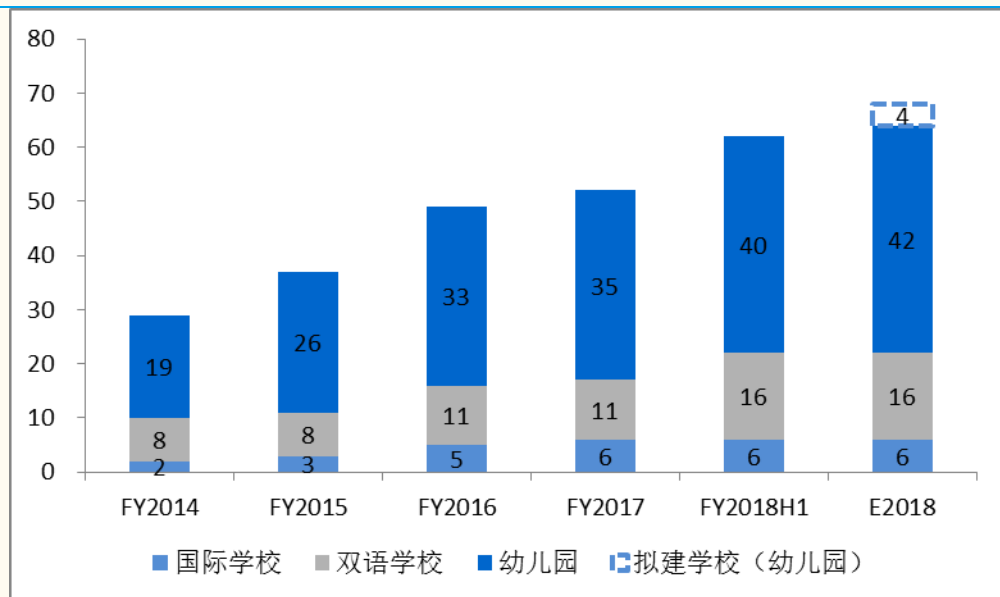
来源：公司季报，公司招股说明书，国金证券研究所

- 国际学校学生人数占比较少，收费较高，国际学校带来的收入较高。双语学校学生人数占比最多，但收费相对较低，收入占比较少。整体来看，各类学校学生人数不断提升，学费尚存较大的增长空间，营业收入或将稳定快速上升。

2.3 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，碧桂园品牌&第三方合作模式助力新开学校顺利拓展。博实乐计划 2018 整个财年新增 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，还有 2 所双语学校和 2 所幼儿园采用第三方品牌，招生人数预计达到 34300-35000 人，同比上升 15-18%。2018 财年上半年，集团新开了 5 所双语学校和 5 所幼儿园。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大大提升了博实乐学校的拓展性和潜在盈利能力。

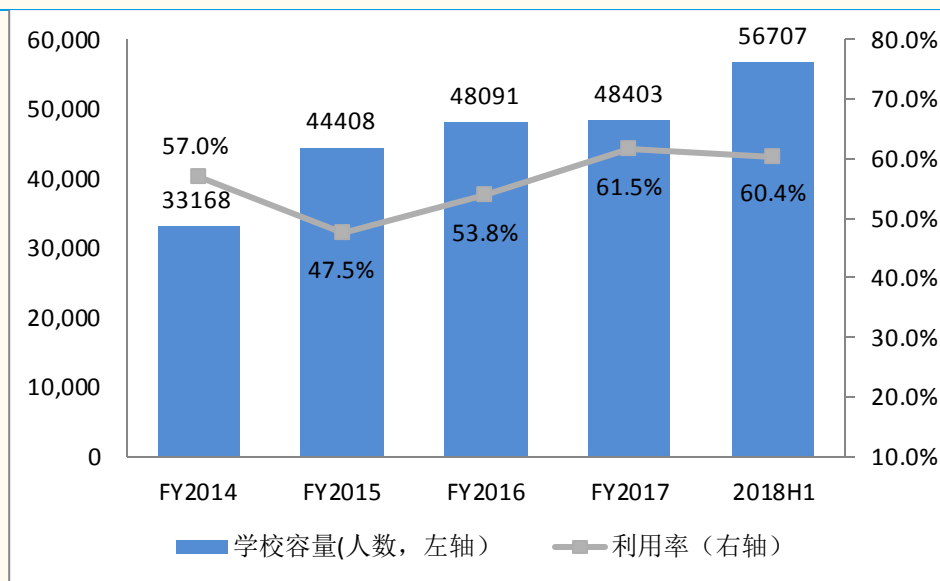
图表 15：博实乐教育扩张进程



来源：公司季报，公司招股说明书，国金证券研究所

- **新学校快速扩张，利用率仍有较大提升空间。**随着新学校的快速扩张，学校容量较去年同期上升 22.0%，新开学校也使得学校利用率由 FY2017 的 61.5% 下降到 FY2018H1 的 60.4%，学校利用率还存在较大的提升空间。

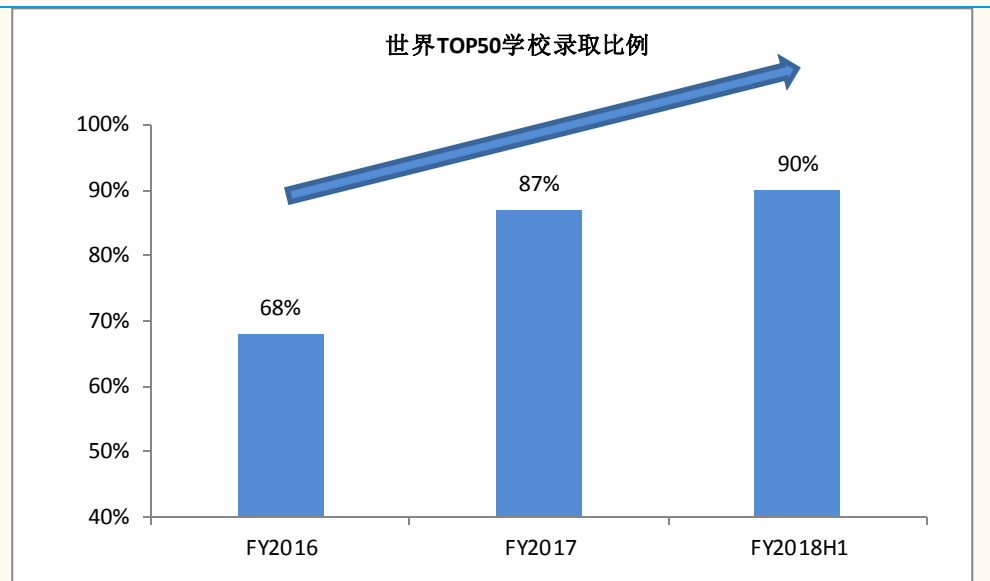
图表 16：博实乐学校容量及利用率



来源：公司季报，公司招股说明书，国金证券研究所

- **学校生源质量优秀，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。根据公司公开信息，FY17，博实乐教育国际学校体系内 2017 届 87% 的毕业生为 Institutions Globally 全球 TOP50 学校所录取，96% 的毕业生拿到全球排名前 100 的大学录取通知书，2017 年财年学生获得了超过 600 个比赛奖项，领域覆盖数学、英语、协作、钢琴和游泳等等，其中包括 119 个国际级别奖项和 283 个国家级别奖项，优秀的生源也为博实乐教育长期发展打下坚实基础。2018 财年截至目前，已有 90% 毕业生拿到全球排名前 50 的大学预录取通知，其中 3 份来自牛津和剑桥大学，22 份来自美国排名前 30 的教育机构，包括芝加哥大学，康奈尔大学，加州大学伯克利分校，加州大学洛杉矶分校，范德比尔特大学，莱斯大学和纽约大学。

图表 17：博实乐学生世界 TOP50 录取比例高



来源：公司季报，公司招股说明书，国金证券研究所

3.博实乐战略进展——收购范迪信国际教育、广州藏星网络科技有限公司，与 Shorelight Education 进行战略合作

- **重视公司管理层和学校人才，颁布第一期员工持股计划。**2017 年 12 月 15 日，公司通过员工持股计划，以吸引并留住顶尖人才，助力未来扩张进行持续发展。整个员工持股计划计划在 3-5 年完成，总稀释作用预计小于 1%。第一期员工持股计划约有 90 人受益，主要是学校校长和总部管理团队核心成员，大约是 90 万股或者使用占总员工持股计划数量的 17%。随着未来员工持股计划的推进，对校长和管理层等核心人才的激励作用有望进一步提高，人才在集团扩张发展中起到至关重要的作用，通过股权利益绑定，有望吸引并留住更多的人才，帮助集团在较快的扩张进程中仍然能够保证有质量的发展。
- **签署股份购买协议收购范迪信国际教育（FGE）75%的股权，扩大公司的补充教育服务组合。**FGE 是一家蓬勃发展的私人全球教育咨询公司，总部在设香港，并在北京、上海和深圳设有办事处，覆盖范围广阔的全国客户。FGE 拥有一支强大的助理顾问团队，他们实施了经过验证的独特方法，帮助 3 至 18 岁的学生识别、申请并获得入读理想的海外寄宿学校和大学的机会。在 2018 申请季，FGE 的学生获得了 170 个来自包括美国顶尖 25 所寄宿学校在内的 115 所海外高中的录取通知。
- **通过加成博教，博实乐与 Shorelight Education（Shorelight）达成战略合作伙伴关系，增加国际学校学生进入美国顶尖大学的机会。**Shorelight 是一家知名的教育服务提供商，总部设在波士顿，其合作伙伴大学包括涵盖 1,870 个课程的美排前 100 的大学。博实乐的学生只需参加在博实乐国际学校实施的在线考试“iTep”，而非托福或雅思即可考入 Shorelight 的合作大学。
- **通过收购广州藏星网络科技有限公司 51.67%的股权来增强公司的招生营销能力，以支持公司不断扩张的网络。**藏星是一家位于广州的教育技术公司，通过其在线平台和 APP“上学帮”，为三至十八岁的学生提供学校选择咨询服务。它还拥有一个在线注册营销平台，截至本次发布日，该平台拥有超过一百二十万注册用户。
- 此外，公司与费得斯公学合作建立的国际学校计划于 2020 财年试运营，800 名教师将参与针对双语及国际学校课程的夏季培训，2 月进行的股票增

发成功融资的 1.9 亿美元将用于集团资本支出、一般企业用途及潜在收购等。

4.FY2018 业绩指引：预计营收增幅 23%-25%

- 博实乐预计 FY2018 的营业收入为 16.30 - 16.60 亿美元，同比增长幅度在 23%到 25%之间（只考虑内生增长 不考虑外延扩张）；平均学生人数为 34300-35000，同比增长幅度为 15%到 18%之间；预计新开 12 所学校，其中 8 所采用碧桂园品牌（3 所双语学校，一所幼儿园），4 所学校采用第三方品牌（2 所双语学校，2 所幼儿园）。

5.投资建议：学生&营收稳步增长，未来盈利水平仍有提升空间

- “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。
- 2018 年 4 月 25 日，博实乐发布 2018 财年二季报，FY2018H1 营收稳健增长 +22%YoY，调整后净利润持续享受拐点红利，+30.6% YoY。FY2018H1 公司实现营业收入 7.883 亿元人民币，同比增长 22.0%，调整后净利润为 1.149 亿元人民币，同比增长 30.6%，毛利率同比提升 3.3 个 pct，调整后 EBITDA 利润率同比提升 0.2 个 pct，营业利润率同比下降 1.1 个 pct。每股盈利为 0.89 元，同比增加 30.9%。
- FY18Q2 单季度亏损主要源于财务确认收入方式各季度有所不同。公司 FY18Q2 实现营收 3.231 亿人民币，同比增加 20.6%；净亏损 0.159 亿人民币，FY17 同期净利润 0.04 亿人民币；Q2 毛利率为 22.4%，相较 FY17 同期持平；净利率为-4.9%，FY17 同期为 1.5%。公司二季度亏损主要是因为寒假，Q1 和 Q3 确认 3 个月收入，Q2 和 Q4 仅确认 2 个月收入。
- 调整 ESOP（员工持股计划）费用和汇兑损益对净利润的影响后，FY18Q2 公司依然实现净利增长。单纯考察净利润不能准确反映公司经营成果，在调整 FY18Q2 的 ESOP（员工持股计划）费用 1170 万元和因美元贬值造成 1130 万元的汇兑损益之后，归属于普通股股东的净利润更能反映真实经营业绩，调整后的净利润 FY18Q2 为 750 万元，同比增长 3.2%，FY18H1 为 1.27 亿元，同比增长 86.9%。体现公司依然运作于盈利轨道之上，未来两三年内或将持续进入收获期。
- 学校容量稳步扩张，利用率仍有很大空间。截至 2018 年 2 月 28 日，博实乐下设 62 所学校，其中 6 所国际学校、16 所双语学校和 40 所幼儿园，覆盖全国九省学生的 K-12 教育阶段。2018 财年上半年，所有学校平均入学人数达到 34251 人，同比增长达 17.2%，博实乐新开 5 所双语学校和 5 所幼儿园，学校容量同比提升 22.0%，新开学校也使得整体利用率下降到 FY18H1 的 60.4%。截至 2018 财年 2 月 28 日，入学人数达到 35421 人。我们认为，博实乐学校招生稳定的情况下，利用率或将达 95%以上。随着利用率的提升，毛利率水平有望显著提升。
- 学校生源质量优秀，学生升学优势突出。优秀的生源将为博实乐教育长期发展打下坚实基础。截至 2018 财年 4 月 15 日，已有 90%的 2018 届毕业生拿到全球排名前 50 的大学预录取通知，其中 3 份来自牛津和剑桥大学，22 份来自美国排名前 30 的教育机构，包括芝加哥大学，康奈尔大学，加州大学伯克利分校，加州大学洛杉矶分校等。
- 通过加成博教，博实乐与 Shorelight Education（Shorelight）达成战略合作伙伴关系，增加国际学校学生进入美国顶尖大学的机会。Shorelight 是一家知名的教育服务提供商，总部设在波士顿，其合作伙伴大学包括涵盖 1,870 个课程的美国排名前 100 的大学。博实乐的学生只需参加在博实乐国际学校实施的在线考试“iTep”，而非托福或雅思即可考入 Shorelight 的合作大学。

- 总体而言，我们认为 FY2018H1 公司仍处于盈利轨道之上，或预示着公司部分学校已度过培育期。在调整 ESOP（员工持股计划）费用和汇兑损益对公司利润造成的影响后，公司 FYQ2 依然实现净利增长。我们认为，公司盈利能力的维持，一定程度上也反映了学校经营能力的稳定，考虑到学校的按年招生特质和前期的大量成本投入，我们认为公司未来的盈利水平仍有提升空间，建议重点关注博实乐教育。

6.风险提示

新开学校招生或不及预期；扩张速度或不如预期；扩张过程中优秀的教师、校长等人才或存在短缺风险；政策环境变化带来的风险等。

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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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 7GH