

博实乐 (BEDU.US)

证券研究报告

2018年04月26日

受寒假影响单季微亏 420 万元，在校生+17%yoy，毕业生成绩突出

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

FY18Q2 (2017.12.1-2018.2.28): 收入 3.23 亿人民币(下同), +20.6%YOY(下同); 毛利 0.72 亿, +20.3%, 毛利率 22.4%, 与上年度持平。营业利润为-0.12 亿, 营业利润率为-3.7%, 同比减少 4.5 个百分点。经调整净利(即不包括股份补偿费用, 下同)-0.04 亿; 经调整净利率-1.3%, 同比减少 2.8 个百分点。经调整 EBITDA 为 0.25 亿(不含摊销折旧利息、税费、基于股份的补偿费用、非经常性的外汇损益, 下同), -3.7%YoY; 经调整 EBITDA 利率为 7.7%, 同比减少 1.9 个百分点。

FY18H1 (17/9/1-18/2/28): 收入 7.88 亿人民币, +22.0%YOY; 毛利 2.89 亿, +33.8%, 毛利率 36.7%, 同比增长 3.3 个百分点。营业利润 1.25 亿, +14.0%YoY; 营业利润率为 15.9%, 同比减少 1.1 个百分点。净利(经调整) 1.15 亿, +30.6%YoY; 经调整净利率 14.6%, 同比增长 1 个百分点。经调整 EBITDA 为 1.86 亿, +23.1% YoY; 经调整 EBITDA 率为 23.6%, 同比增长 0.2 个百分点。

分拆来看, FY18H1 国际学校收入为 2.93 亿, 同比增长 16.3%, 占总营收 37.2%(FY17H1 占总营收 39.0%); 双语学校收入为 2.64 亿, 同比增长 29.8%, 占总营收 33.5%(FY17H1 占总营收 31.5%); 幼儿园收入为 1.79 亿, 同比增长 19.9%, 占总营收 22.7 (FY17H1 占总营收 23.1%); 其他业务收入为 0.52 亿, 同比增长 25.8%, 占总营收 6.6%(FY17H1 占总营收 6.4%)

FY18H1 毛利率为 36.7%, 同比增长 3.3 个百分点, 主要源自于国际学校毛利率的上升。经调整后的净利率为 14.6%, +13.6%YOY, 盈利能力保持增长态势; 其中, 国际学校毛利率 38.5%, 同比增长 8.6 个百分点; 双语学校毛利率 33.3%, 同比减少 0.3 个百分点; 幼儿园毛利率 40.4%, 同比增加 1 个百分点; 其他业务毛利率 30.6%, 同比减少 2.2 个百分点。

截止至 FY18H1, 公司学校总数为 62 家(国际学校 6 家, 双语 16 家, 幼儿园 40 家); 学生平均入学人数为 3.43 万人, 同比增长 17.2%; 其中国际学校 0.73 万人, 同比增长 16.1%; 双语学校 1.55 万人, 同比增长 10.3%; 幼儿园 1.15 万人, 同比增长 17.1%; 教师同比增长 11.8%至 3601 人, 生师比为 9.5:1。**截止至 2018 年 4 月 15 日, 博实乐 18 年毕业生中 90%学生收到全球 TOP50 高校共 700 封 offer。**

维持盈利预测, 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。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 37x、22x(学校经营需考虑季节性因素, Q1Q3 足额结转 3 个月收入, 故业绩占比较高)。

风险提示: 核心人员流失风险, 新开校招生不及预期



4月25日，博实乐披露 FY18 中报（2017.9.1-2018.2.28）

1、财务情况：

FY18Q2（2017.12.1-2018.2.28）：

—收入 3.23 亿人民币(下同)，+20.6%YOY(下同)；

—毛利 0.72 亿，+20.3%，毛利率 22.4%，与上年度持平。

—营业利润为-0.12 亿，营业利润率为-3.7%，同比减少 4.5 个百分点。

—经调整净利（即不包括股份补偿费用，下同）-0.04 亿；经调净利率-1.3%，同比减少 2.8 个百分点。

—经调整 EBITDA 为 0.25 亿（不含摊销折旧利息、税费、基于股份的补偿费用、非经常性的外汇损益，下同），-3.7%YoY；经调整 EBITDA 利率为 7.7%，同比减少 1.9 个百分点。

FY18H1（17/9/1-18/2/28）

—收入 7.88 亿人民币，+22.0%YOY；

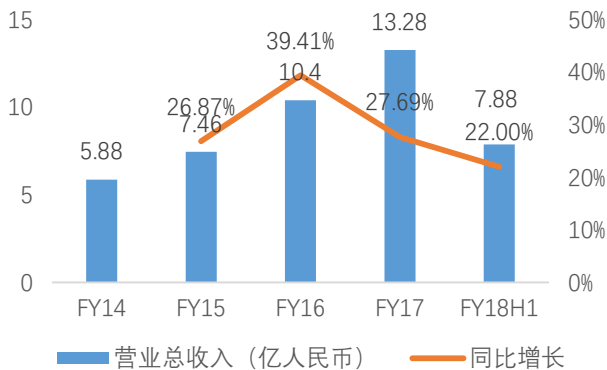
—毛利 2.89 亿，+33.8%，毛利率 36.7%，同比增长 3.3 个百分点。

—营业利润 1.25 亿，+14.0%YoY；营业利润率为 15.9%，同比减少 1.1 个百分点。

—净利（经调整）1.15 亿，+30.6%YoY；经调净利率 14.6%，同比增长 1 个百分点。

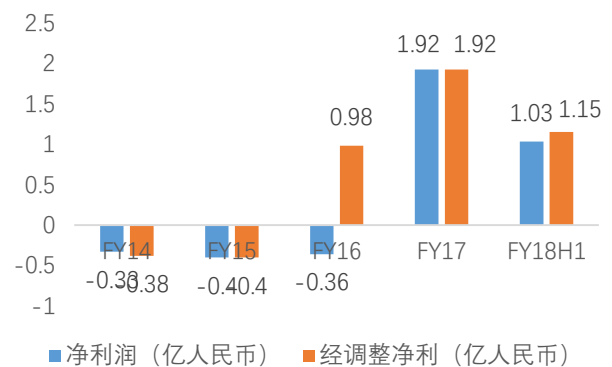
—经调整 EBITDA 为 1.86 亿，+23.1% YoY；经调整 EBITDA 率为 23.6%，同比增长 0.2 个百分点。

图 1：FY18H1 营收 7.88 亿元，+22.0%YOY



资料来源：公司公告、天风证券研究所

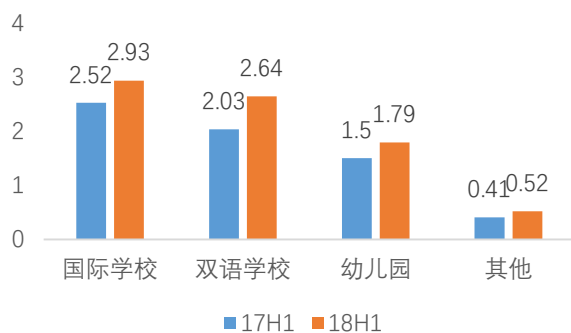
图 2：FY18H1 经调整净利 1.15 亿元，+30.6%YoY



资料来源：公司公告、天风证券研究所

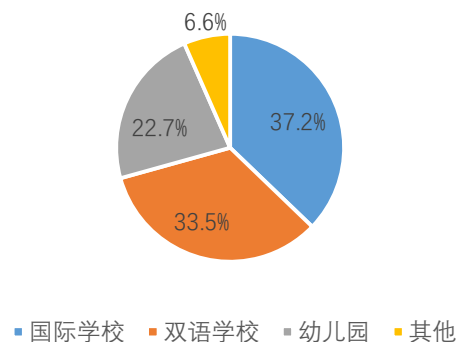
分拆来看，FY18H1 国际学校收入为 2.93 亿，同比增长 16.3%，占总营收 37.2%（FY17H1 占总营收 39.0%）；双语学校收入为 2.64 亿，同比增长 29.8%，占总营收 33.5%（FY17H1 占总营收 31.5%）；幼儿园收入为 1.79 亿，同比增长 19.9%，占总营收 22.7%（FY17H1 占总营收 23.1%）；其他业务收入为 0.52 亿，同比增长 25.8%，占总营收 6.6%（FY17H1 占总营收 6.4%）

图 3: FY18H1 双语学校营收 2.64 亿元, 同比增长 29.8%



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

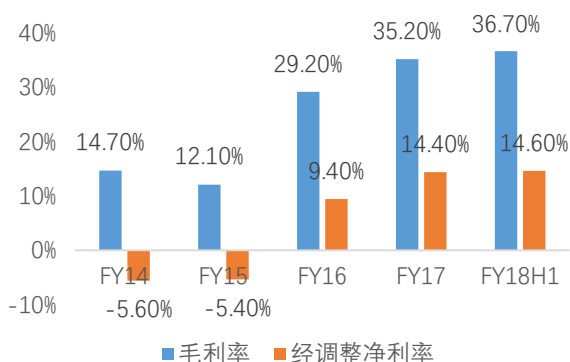
图 4: FY18H1 国际学校营收 2.93 亿元, 占总营收 37.2%, 占比最高



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

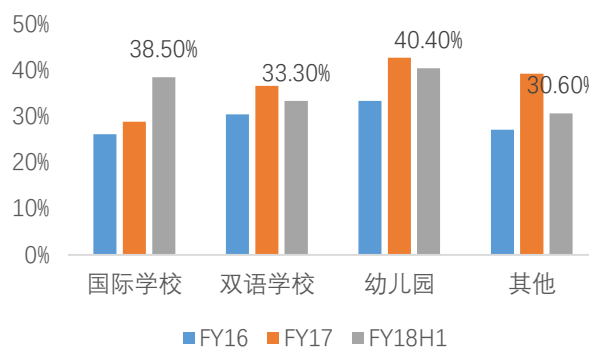
FY18H1 毛利率为 36.7%, 同比增长 3.3 个百分点, 主要源自于国际学校毛利率的上升。经调整后的净利率为 14.6%, +13.6%YOY, 盈利能力保持增长态势; 其中, 国际学校毛利率 38.5%, 同比增长 8.6 个百分点; 双语学校毛利率 33.3%, 同比减少 0.3 个百分点; 幼儿园毛利率 40.4%, 同比增加 1 个百分点; 其他业务毛利率 30.6%, 同比减少 2.2 个百分点。

图 5: FY18H1 毛利率 36.7%, 同比增长 3.3 个百分点



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

图 6: 国际学校毛利率 38.5%, 同比增长 8.6 个百分点

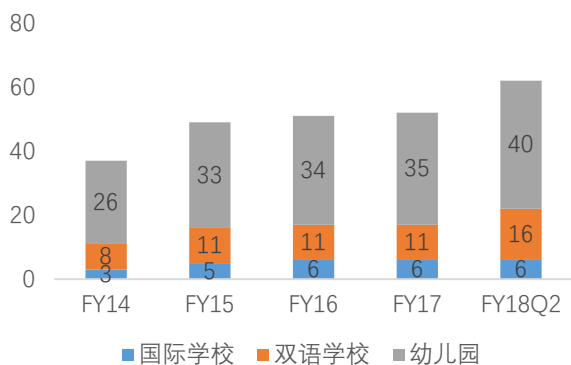


资料来源: 公司公告、天风证券研究所

2、经营情况

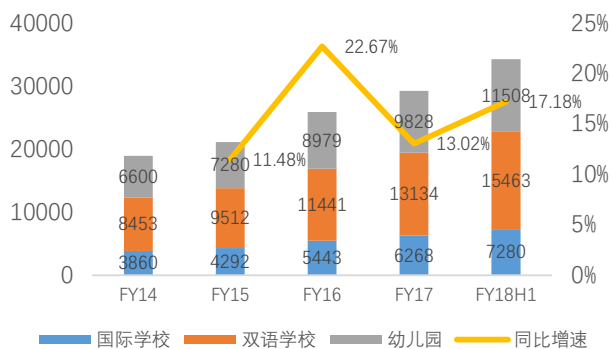
截止至 FY18H1, 公司学校总数为 62 家(国际学校 6 家, 双语 16 家, 幼儿园 40 家); 学生平均入学人数为 3.43 万人, 同比增长 17.2%; 其中国际学校 0.73 万人, 同比增长 16.1%; 双语学校 1.55 万人, 同比增长 10.3%; 幼儿园 1.15 万人, 同比增长 17.1%; 教师同比增长 11.8% 至 3601 人, 生师比为 9.5:1。截止至 2018 年 4 月 15 日, 博实乐 18 年毕业生中 90% 学生收到全球 TOP50 高校共 700 封 offer。

图 7: FY18Q2 新开学校 2 所, 总计 62 所学校



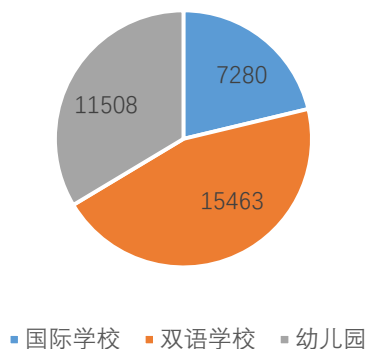
资料来源: 公司公告、天风证券研究所

图 8: FY18Q2 博实乐平均入学人数为 34251 人, 同比增长 17.2%



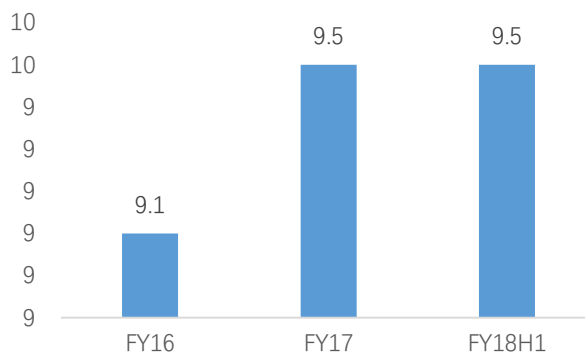
资料来源: 公司公告、天风证券研究所

图 9: FY18H1 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 11.8% 至 3601 人, 生师比为 9.5:1



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

维持盈利预测, 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。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 37x、22x (学校经营需考虑季节性因素, Q1Q3 足额结转 3 个月收入, 故业绩占比较高)。

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 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com