

消费升级与娱乐研究中心

博实乐教育 (BEDU.NASDAQ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场数据(美元)

收盘价: 12.90

目标价: 15.5

纳斯达克: 7530.88

标普 500: 2806.83



相关报告

1. 《博实乐 FY18Q3 业绩发布, 前三季度营收同增 26.2%, 调整...》, 2018.7.26

博实乐 FY18 业绩点评: 营收同增 29.4%略超预期, 调整后利润率提升, 战略规划持续推进

公司基本情况(人民币)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业额(百万)	1328	1719	2315	2972	3726
同比增长	27.7%	29.4%	34.7%	28.4%	25.4%
母公司股东溢利(百万)	172	247	325	428	529
同比增长	-573.0%	43.6%	31.6%	31.6%	23.6%
毛利率	35.2%	36.6%	36.2%	36.5%	36.2%
净利率	13.0%	14.4%	14.0%	14.4%	14.2%
每股收益	1.64	2.02	2.66	3.50	4.33
市盈率(倍)	60.8	42.4	32.2	24.5	19.8

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- **FY18 年全年营业收入略超预期, 调整股权激励后利润率有所提高。**博实乐 FY18Q4 实现营收 3.9 亿元人民币, +41.4%YoY; 净利 0.12 亿元, 去年同期亏损 0.04 亿元。FY18Q4 营收尤其是利润较少, 主要是由于全年确认 10 个月收入, 其中 Q2 和 Q4 仅确认 2 个月收入。博实乐 FY18 全年业绩指引为, 营收同增 26%-28%, 平均学生人数同增 18%-21%; FY18 全年实现营收 17.19 亿元, 同比增长 29.4%, 平均学生人数为 3.67 万人, 同比增长 23.3%, 略超业绩指引。FY18 实现净利 2.49 亿元, +29.8%YoY, 调整股权激励费用后净利 2.78 亿元, +44.9%YoY, 归母净利润 2.47 亿, +43.6%YoY, 符合预期。FY18 博实乐调整后净利率 16.2%、毛利率 36.6%, 较去年同期分别提高了 1.8pct 和 1.4pct, 盈利能力进一步增强。
- **学校容量稳步扩张, 利用率仍有很大空间。**FY18 期末博实乐下设 67 所学校, 其中 6 所国际学校、16 所双语学校和 45 所幼儿园, 覆盖全国九省学生的 K-12 教育阶段。FY18 博实乐新开 5 所双语学校和 5 所幼儿园, 并收购了 5 所幼儿园, 学校容量同比提升 18.8%。FY18 学校利用率为 64%, 还存在较大的提升空间。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。**FY18, 博实乐 80.3%的九年级双语学校毕业生获得当地重点高中的录取, 92%毕业生拿到全球排名前 50 的大学录取通知, 98%毕业生拿到全球排名前 100 的大学录取通知, 优秀的生源将为博实乐教育长期发展打下坚实基础。
- **FY18&FY2019Q1 战略持续推进:** FY18 已完成收购武汉新桥 (5 所幼儿园)、Can-achieve、FGE、好学帮、浙江艺术培训机构的收购预计 18 年 11 月完成, FY2019 战略规划持续推进: 拟收购 DreambigCareer 职梦 75%股权、英国伯恩茅斯学院、山东 8 所连锁幼儿园 85%股权。公司进行幼儿园业务、及教育相关服务业务拓展, 有利于提高公司业务的协同效应。同时, 公司还与北京师范大学进行战略合作, 为师资队伍提供人才储备。
- **投资建议:** 我们预计 FY2019-2021 公司实现归母净利润 3.25/4.28/5.29 亿元人民币, 同比增速分别为 32%/32%/24%, 对应 pe 分别为 32/25/20 倍, 维持买入评级, 目标价 15.5 美元。
- **风险提示:** 政策变化风险; 新开学校招生或不及预期等风险。

吴劲草 分析师 SAC 执业编号: S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

郑慧琳 联系人
zhenghui@gjzq.com.cn

1.博实乐 FY2018 财务数据盘点：营收+29.4%YOY，调整后净利+44.9%YOY

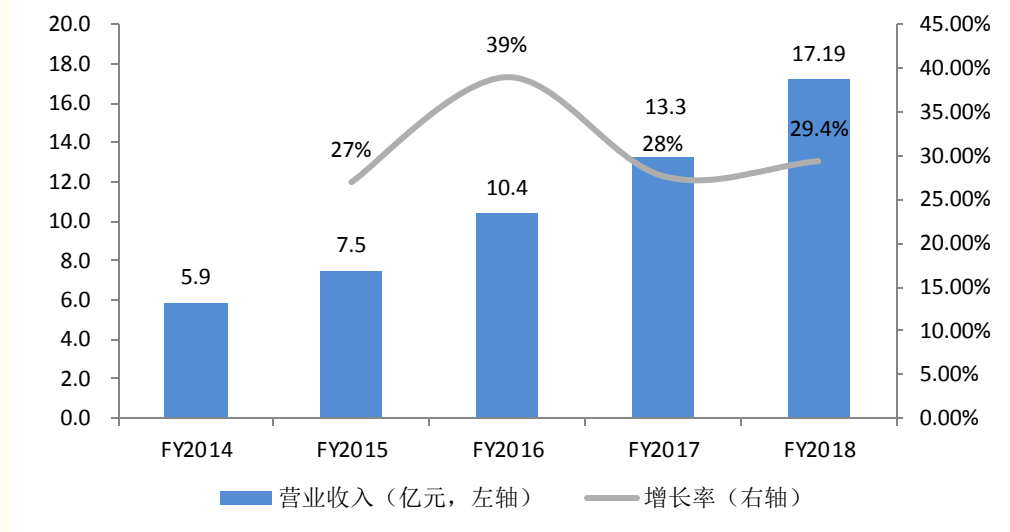
- 11月8日，博实乐发布未经审计的FY2018Q4以及FY2018财报。博实乐FY2018Q4实现营收3.9亿元人民币，+41.4%YoY；净利0.12亿元，去年同期亏损0.04亿元；调整股权激励费用后净利0.21亿元，去年同期亏损0.04亿元；FY2018Q4营收尤其是利润较少，主要是由于全年确认10个月收入，其中Q1和Q3确认3个月收入，Q2和Q4受到寒暑假影响，仅确认2个月收入。
- **FY2018 年全年营业收入略超预期。**博实乐FY2018Q3季末对于FY2018全年业绩指引为，营收同比增长26%-28%，平均学生人数同比增长18%-21%；FY2018全年实现营收17.19亿元，同比增长29.4%，平均学生人数为3.67万人，同比增长23.3%，略超业绩指引。FY2018实现净利2.49亿元，+29.8%YoY，调整股权激励费用后净利2.78亿元，+44.9%YoY，归母净利润2.47亿，+43.6%YoY，符合预期。

图表 1：博实乐 FY2018Q4 和 FY2018 财务数据概览

财务指标	2017Q4	2018Q4	增幅	FY2017	FY2018	增幅
营业收入 (亿元)	2.76	3.90	41.5%	13.3	17.19	29.4%
毛利 (亿元)	0.68	1.07	56.2%	4.68	6.28	34.2%
毛利率	24.8%	27.4%	2.6pct	35.2%	36.6%	1.4pct
营业利润 (亿元)	(0.17)	(0.09)	-	2.15	2.72	26.6%
营业利润率	-6.0%	-2.3%	3.7pct	16.2%	15.8%	-0.4pct
净利润 (亿元)	(0.04)	0.12	-	1.92	2.49	29.8%
净利润 (调整后, 亿元)	(0.04)	0.21	-	1.92	2.78	44.9%
净利率	-1.3%	3.0%	4.3pct	14.4%	14.5%	0.1pct
净利率 (调整后)	-1.3%	5.4%	6.7pct	14.4%	16.2%	1.8pct
EPS (元)	(0.03)	0.09	-	1.64	2.02	23.2%
EPS (调整后, 元)	(0.03)	0.17	-	1.64	2.26	37.8%
EBITDA (调整后, 亿元)	0.09	0.35	271.3%	3.06	4.09	33.6%
EBITDA 利润率 (调整后)	3.4%	9.0%	5.6pct	23.00%	23.8%	0.8pct
销售管理费用率	32.3%	30.1%	-2.2pct	19.7%	21.4%	1.7pct
调整后的销售管理费用率	32.3%	27.7%	-4.6pct	19.7%	19.7%	0pct

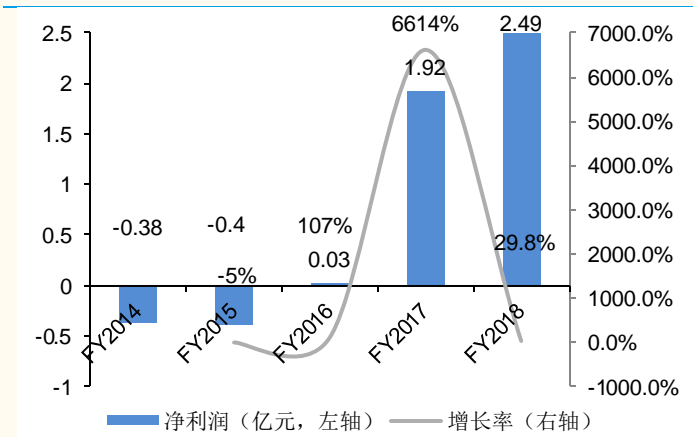
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：博实乐营业收入变化情况



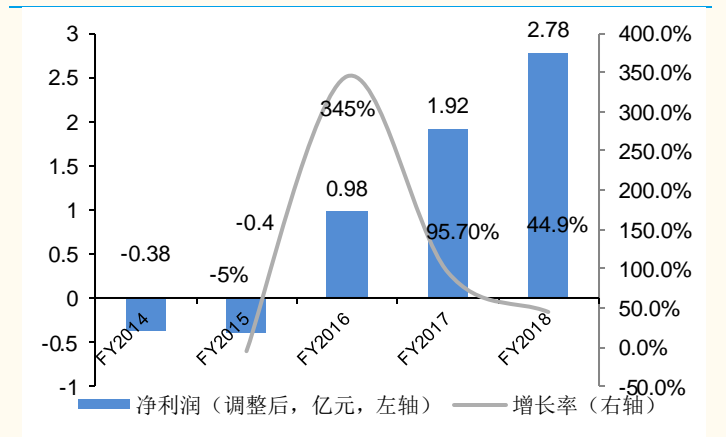
来源：公司季报，公司招股说明书，国金证券研究所

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

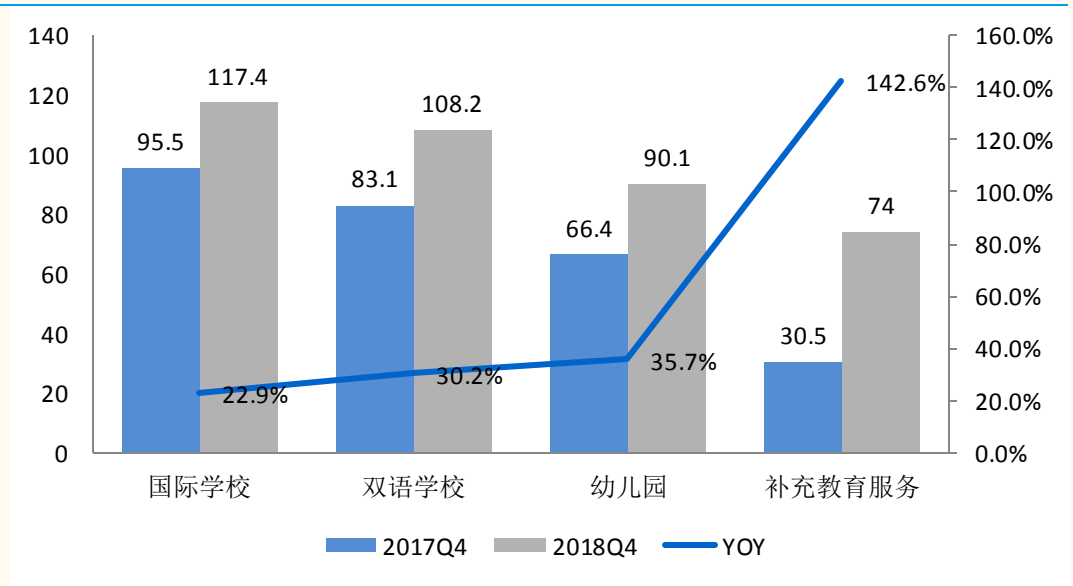
图表 4：博实乐净利润变化情况 (调整股权激励费用后)



来源：公司季报，公司招股说明书，国金证券研究所

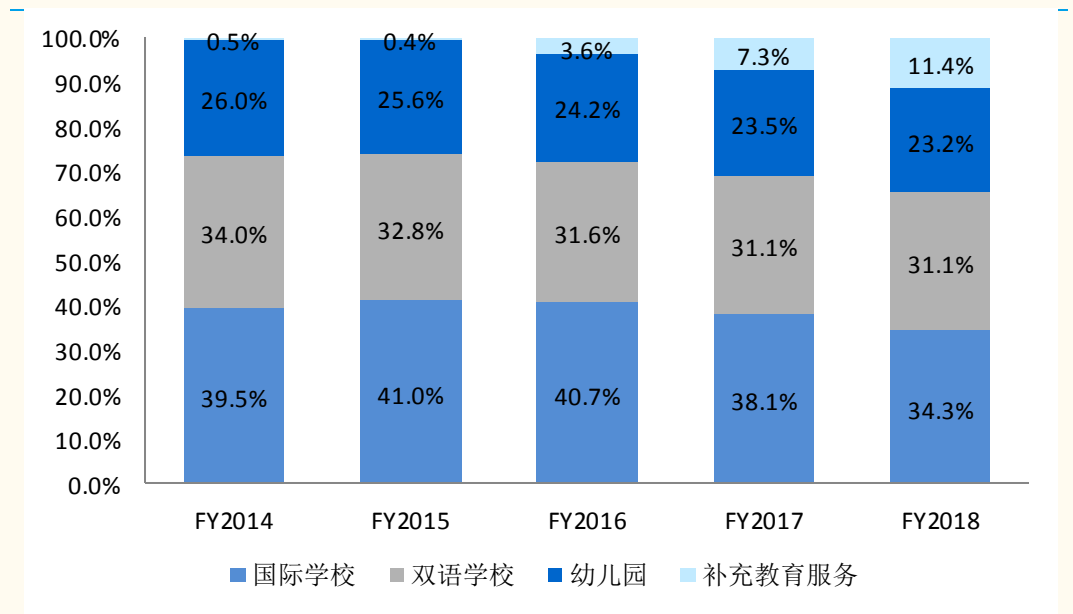
- 博实乐 FY2018Q4 分业务收入增速有差异。国际学校收入同比增速 22.9%，双语学校收入同比增速 30.2%，幼儿园收入同比增速 35.7%，补充教育服务收入同比增速 142.6%，主要是由于公司于 FY2018 新增了 5 所双语学校和 5 所幼儿园，完成收购了武汉新乔 5 所幼儿园 75% 股权，并收购 FGE 75% 股权，增持了 49% 的加诚博教 (Can-achieve) 股权 (合计持有 70% 股权)，造成分业务收入增速有所差异。其中，新乔幼儿园于 FY18Q3 并表，Q4 贡献收入 880 万元 (计入幼儿园收入)；élan 英语学习中心收入 1690 万，+6.1%YOY；Can-Achieve2018Q4 收入 2620 万元。营地和考察业务收入为人民币 1040 万元，+130.7%YOY；FGE 收入 670 万元 RMB (计入补充教育服务收入)。

图表 5: 博实乐 FY2018Q4 分业务收入与增速



来源: 公司季报, 国金证券研究所

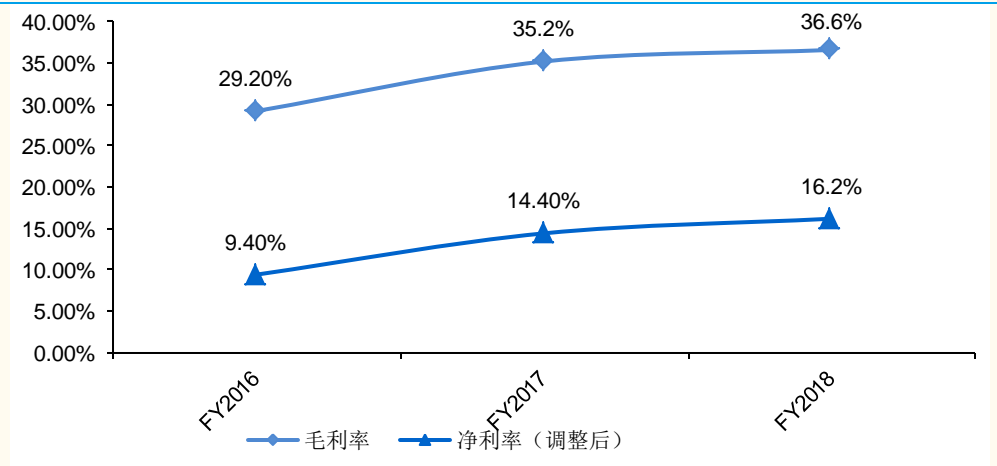
图表 6: 博实乐教育分业务收入占比



来源: 公司季报, 国金证券研究所

- **FY18 博实乐毛利率和调整股权激励费用后净利率继续提高, 盈利能力愈发显现。** FY18 博实乐调整股权激励费用后净利率 16.2%、毛利率 36.6%, 较去年同期水平分别提高了 1.8pct 和 1.4pct, 盈利能力进一步增强。

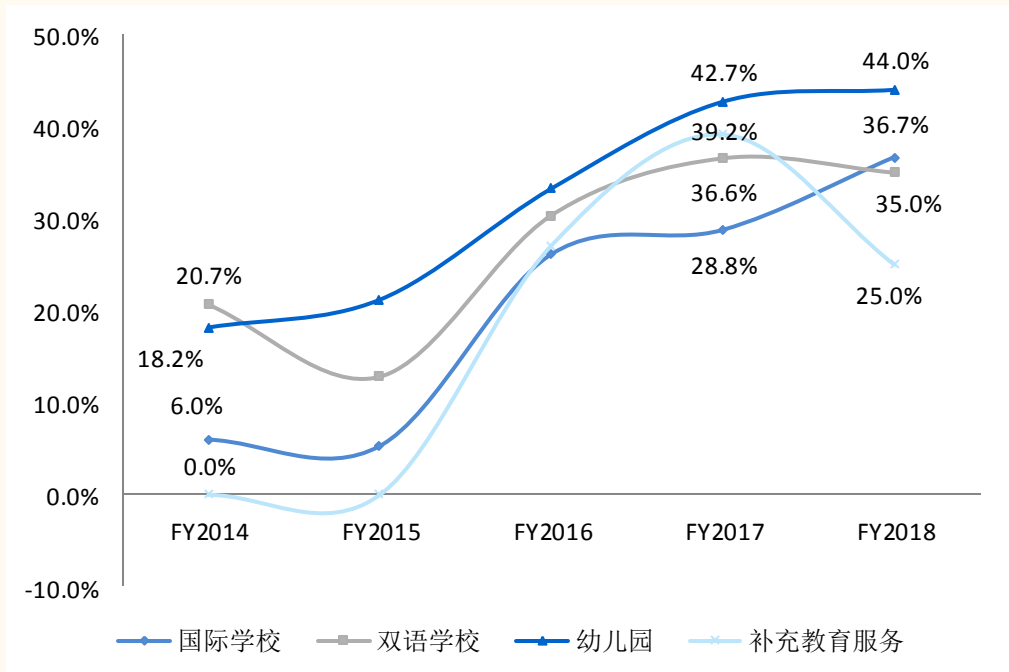
图表 7：博实乐毛利率及净利率变化情况



来源：公司季报，招股说明书，国金证券研究所

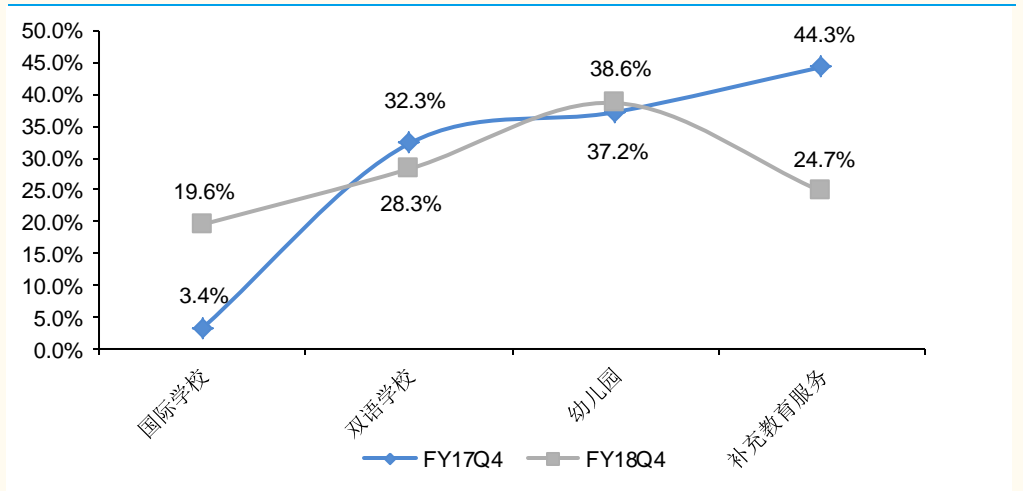
- 从分业务的毛利率水平来看，幼儿园毛利率水平最高，国际学校毛利率提升明显，双语学校毛利率受到新增 5 校影响略有下滑。补充教育业务毛利率下降较多主要由于：①elan 英语学习中心员工人数增加，降低了公司这部分业务的毛利率；②Can achieve FY18 并购费用 4730 万，该成本计入 FY2018 成本；同时，Can achieve 的毛利率略低于公司平均水平，所以对补充服务业务的整体毛利率有一定的影响。

图表 8：博实乐分业务毛利率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

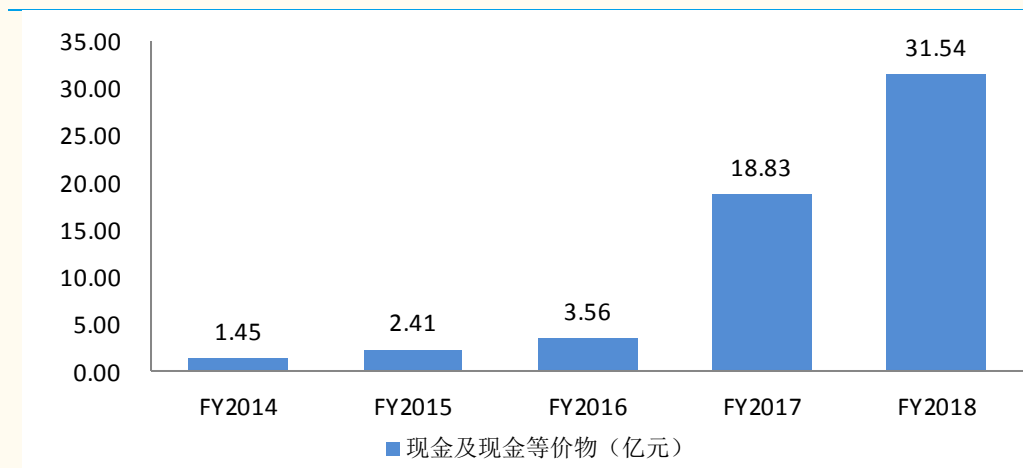
图表 9：博实乐季度分业务毛利率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- 在手现金充足，流动性好。FY2018 期末现金及现金等价物上升至 31.54 亿元，于 FY2017 期末该项数值为 18.83 亿元人民币。

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

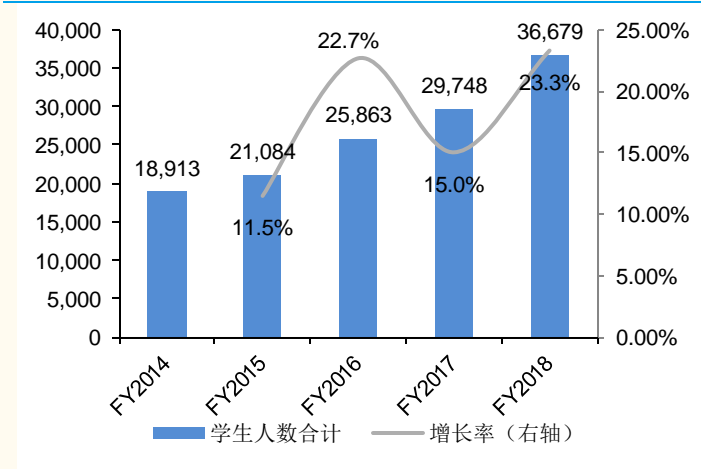
2.博实乐经营数据分析——学生人数同增 23.3%，达 3.67 万人，略超指引

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 11 月 8 日，博实乐下设 67 所学校，其中 6 所国际学校、16 所双语学校和 45 所幼儿园，覆盖全国九省学生的 K-12 教育阶段。2018 财年，共计新开 5 所双语学校和 5 所幼儿园，收购 5 所幼儿园，平均入学人数达到 36679 人，+23.3%YOY。FY2018，国际学校平均学生人数为 7366，+17.2% YoY；双语学校平均学生人数为 15620 人，+18.4% YoY；幼儿园平均学生人数为 13693 人，+33% YoY。双语学校的学生数量占总

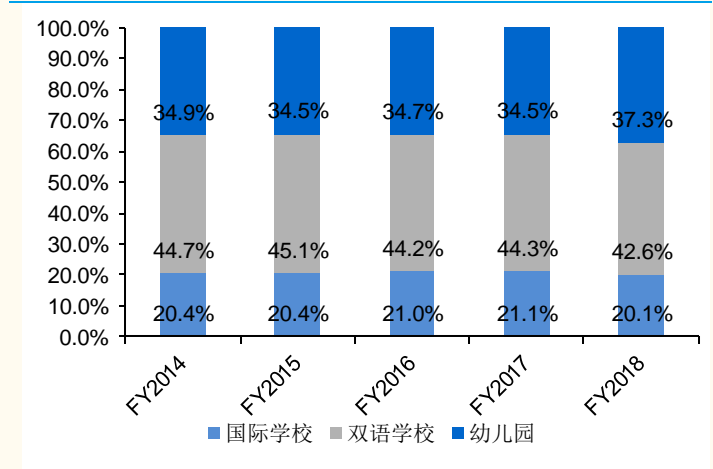
人数的比例最高，达到 43%，幼儿园学生数量占比为 37%，国际学校学生人数最少，占 20%。

图表 11：博实乐教育学生人数及其增长



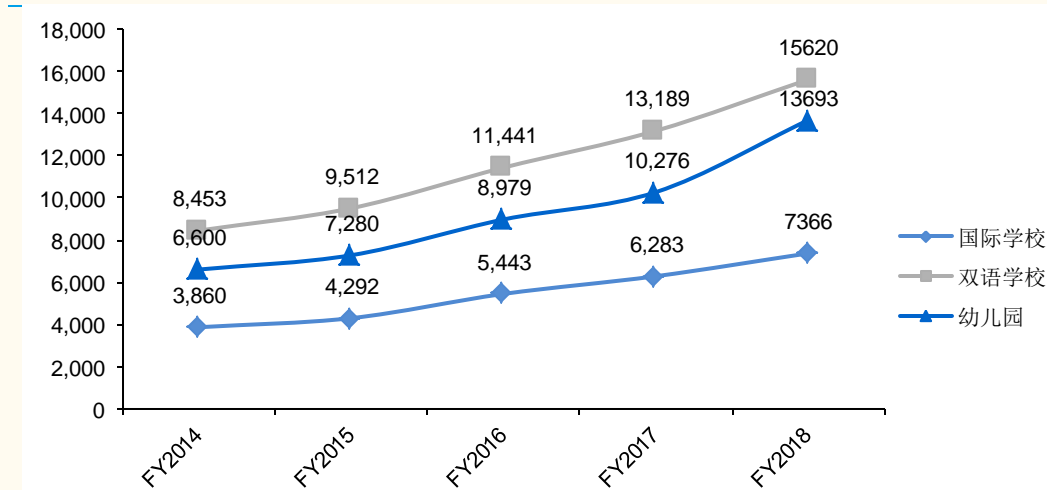
来源：公司公告，国金证券研究所

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

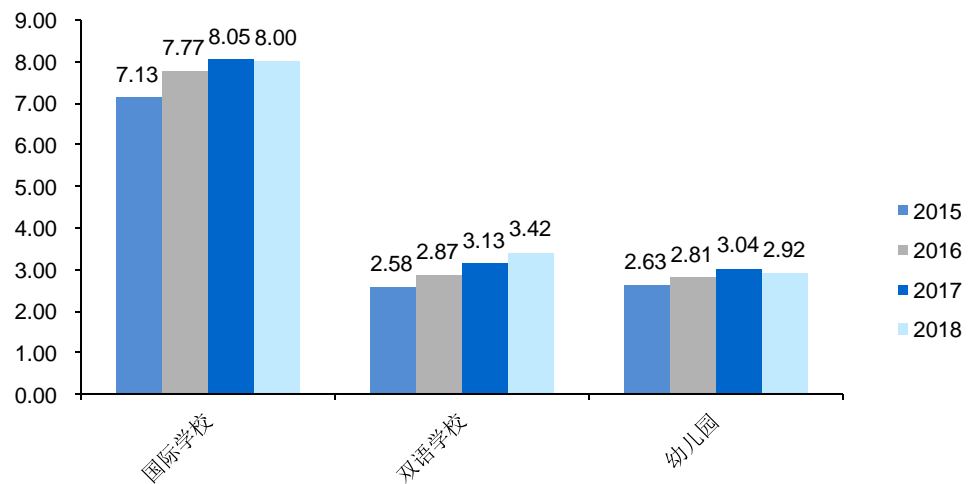
图表 13：博实乐不同类型学生人数



来源：公司季报，公司招股说明书，国金证券研究所

- FY2018 国际学校的平均学费为 8.00 万元/年/人，基本持平。FY2018 双语学校的平均学费为 3.42 万元/年/人，同比增长 9%，上涨幅度最大。FY2018 幼儿园的平均学费为 2.92 万元/年/人，同比减少 4%。下图学费计算中未包括补充教育服务。
- 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。

图表 14: 博实乐分业务学费及费用增长情况 (万元/年/人)

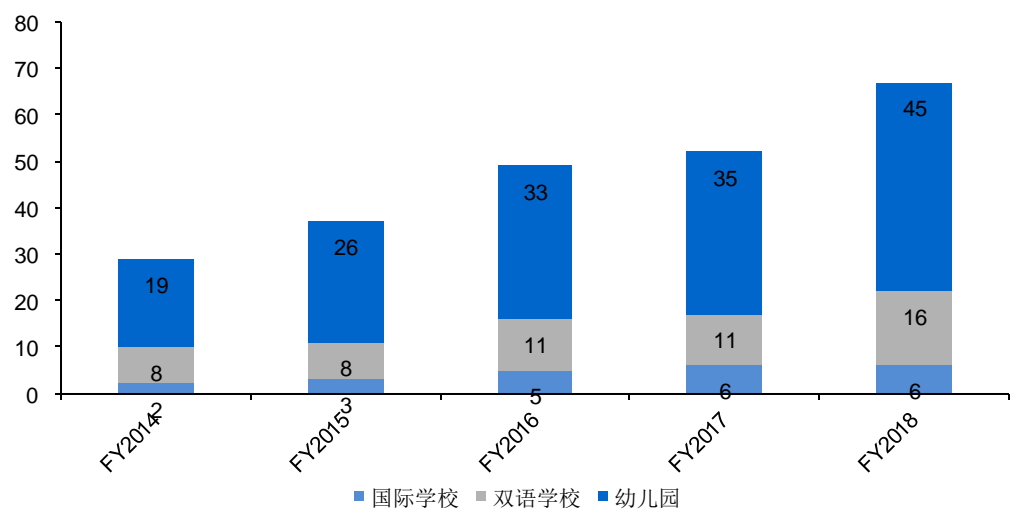


来源: 公司季报, 公司招股说明书, 国金证券研究所

2.2 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&收购助力新开学校顺利拓展。FY2018, 集团新开了 5 所双语学校和 5 所幼儿园, 收购了 5 所幼儿园, 总学校数量增加 15 所。这预示着在现有学校稳定增长的基础上, 博实乐顺利拓展新学校, 同时第三方合作运营的模式及收购也大大提升了博实乐学校的拓展性和潜在盈利能力。博实乐教育业绩指引中预计 FY2019 平均学生人数增长至 41600-42000 人, 同比增长幅度为 13%到 15%之间, 预计新开 5 所幼儿园。

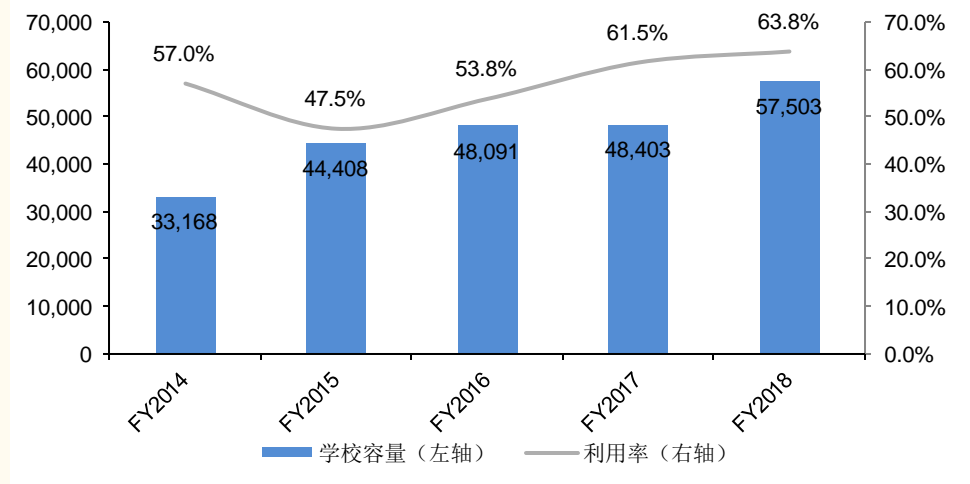
图表 15: 博实乐教育扩张进程



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 18.8%, FY2018 学校利用率为 63.8%, 还存在较大的提升空间。

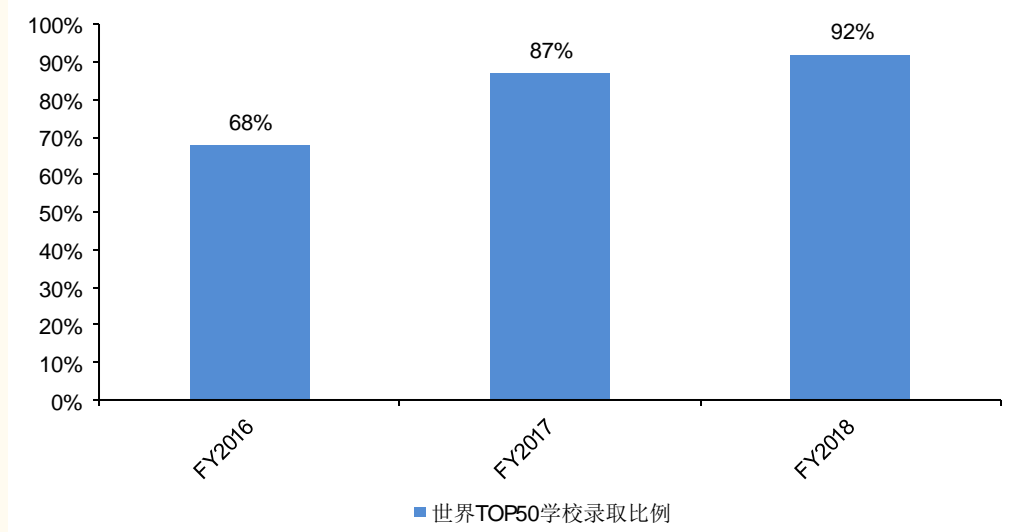
图表 16: 博实乐学校容量及利用率



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。FY2018, 博实乐 80.3%的九年级双语学校毕业生获得当地重点高中的录取, 92%毕业生拿到全球排名前 50 的大学录取通知, 98%毕业生拿到全球排名前 100 的大学录取通知, 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等世界名校, 优秀的生源也为博实乐教育长期发展打下坚实基础。

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.FY2018&FY2019Q1 博实乐战略进展

3.1 FY2018 战略进展

收购武汉新桥 (5 所幼儿园), FY18Q3 并表

- 2018 年 3 月, 博实乐教育以 1.14 亿元收购武汉新乔教育投资公司 75% 股权。**新乔教育是一所为湖北省的幼儿提供高质量的幼儿园教育公司, 公司

旗下共有五所幼儿园。这五所幼儿园最多接受 1800 名儿童，目前的利用率是 95.5%。

增持 Can-achieve 49%股权，合计持有 70%股权，FY18Q3 并表

- 2018 年 5 月 14 日，公司收购 Can-achieve（北京）教育顾问有限公司的 49% 股权。这是自 2017 年 7 月公司首次投资 Can-achieve 21% 股权以来的后续投资。本公司将在交易完成后持有 Can-achieve 的 70% 股权，总代价为人民币 2625 万。Can-achieve 成立于 2008 年，在北京，广州，郑州和香港设有办理点。它与 600 多所著名的海外大学有着密切合作，其中包括美国和加拿大的 273 所大学。2017 年，Can-achieve 的总收入和净利润分别为人民币 1.24 亿元和人民币 2630 万元。

收购 FGE 75%股权和广州藏星（上学帮）51.57%股权，20180601 交易完成

- 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。公司总花费 240 万港币收购 FGE 75% 的股权。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。该收购完成于 6 月 1 日。
- 通过 984 万人民币收购广州藏星网络科技（上学帮）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。该收购完成于 6 月 1 日。

拟收购浙江艺术培训机构 70%股权，预计 2018 年 11 月完成交割

- 7 月 20 日，博实乐发布公告，拟以人民币 7000 万收购一所浙江的艺术培训机构。公司已签署购买协议，购买一所浙江培训艺术机构的 70% 股权，总代价为人民币 7000 万元。该培训机构成立于 2009 年，专门为学生提供艺术高考准备。该学校有两个主要校区，600 多名学生，并在过去九年中帮助超过 5600 名学生通过艺术高考。其 2017 年的收入和 EBITDA 分别为人民币 2370 万元和人民币 900 万元。通过这项战略投资，公司希望扩大其学生艺术培训服务和教师艺术培训服务，并增强其补充业务。公司的目标是在 2019 年第一财季结束时或之前完成交易，但须完成相关的公司和监管程序。预计到 2018 年 11 月底将完成对著名的浙江艺术培训机构的收购。

深化与碧桂园的合作

- 深化与碧桂园集团的合作，2018 年 7 月 17 日签署协议，将管理 12 所碧桂园全资拥有的幼儿园。这 12 所幼儿园最多容纳 3420 名学生的住宿。2018 年 10 月 31 日，公司签署了合同，在碧桂园物业内增设 12 所幼儿园和一所双语学校，总容量约为 5,000 名学生。

与北师大进行战略合作，联合成立惠妍国际教育学院

- 5 月 29 日，博实乐发布公告，宣布与北京师范大学签署战略合作协议。碧桂园集团副总裁杨惠妍女士向学校捐款 8000 万元人民币。北京师范大学教育基金联合成立“惠妍国际教育学院”，旨在为新老教师提供国际教育培训。惠妍国际教育学院将成为北京师范大学教育学院的一部分，计划于 2019 年开学。学院将重点关注各个领域：首先，学院将与海外大学合作，引进知名教育机构进入中国的品牌和资源，提供学士，硕士和博士学位课程，并建立招聘全球教学人才的平台。其次，学院将开发具有中国特色的国际课程和操作系统，为政府和国际学校提供咨询服务，推动中国国际教育制度化，提高中国教育的整体素质。第三，学院将开展教师培训计划，为教师提供职业发展增长机会。第四，学院将举办国际教育论坛和研讨会，推动学术讨论和交流，推动下一阶段的行业发展。第五，学院旨在通过全

球顶尖学者和知名学术界的招聘，建立一支顶尖的国际学术团队。最后，学院将为学术界建立杰出教育家奖，为国际教育做出重大贡献。

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。

股票回购计划进展最新情况

- 2018年4月董事会通过至少1亿美元的股票回购计划，截止10月31日，公司已回购300万股，总共约3700万美元。

3.2 FY2019Q1 战略进展

拟收购成都银哲（DreambigCareer）75%股权，预计2018年11月底前完成

- 2018年9月21日，公司宣布达成一项协议，收购成都Yinzhe教育科技有限公司（“Yinzhe”）75%股权，收购价人民币2.03亿元，将在满足条件的情况下分四期支付。根据银哲的未来财务表现及收购协议项下的其他条件，公司可于2021年至2023年期间额外收购银哲额外15%的股权。Yinzhe成立于2015年，主要以“DreambigCareer”品牌为海外华人学生提供在线职业和教育指导服务。在过去四年中，Yinzhe成功帮助海外华人学生在美国，加拿大，英国，澳大利亚，欧洲，内地等许多国家和地区获得超过4,000个offer，包括面试，实习和全职工作。截止到2018年5月底。2017年，银哲的总收入和净利润分别为人民币5410万元和人民币1200万元；在2018年上半年，银哲的总收入和净利润分别为人民币3000万元和人民币680万元。

拟收购英国伯恩茅斯学院（BCS），预计2018年底完成交割

- 2018年10月2日，公司宣布收购英国伯恩茅斯学院。BCS是一所位于英格兰伯恩茅斯，多塞特郡两地的独立学校。它在两个校区提供2-18岁的日间和寄宿教育。基于传统的英国教育，它具有强大的全球包容性理念。学校目前共有约600名学生，包括本地学生和来自十几个国家的国际学生。

拟收购山东8所幼儿园，预计2019年2月底前完成

- 2018年10月22日，公司宣布签署了一项协议，收购一家公司85%的股权，该公司在山东省管理八个连锁幼儿园，收购价7055万。截至2018年6月30日，目标幼儿园的总容量为2310名学生，使用率为66.7%。2017年，目标幼儿园的平均学费约为每年18,000元人民币。

4. FY2019 业绩指引：预计营收增幅34%-37%

- 博实乐预计FY2019的营业收入为23-23.5亿人民币，同比增长幅度在34%到37%之间；平均学生人数增长至41600-42000人，同比增长幅度为13%到15%之间；预计FY2019新开5所幼儿园。

5. 投资建议

- “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。
- FY2018年全年营业收入略超预期，调整股权激励后利润率有所提高。博实乐FY2018Q4实现营收3.9亿元人民币，+41.4%YoY；净利0.12亿元，

去年同期亏损 0.04 亿元。FY2018Q4 营收尤其是利润较少，主要是由于全年确认 10 个月收入，其中 Q1 和 Q3 确认 3 个月收入，Q2 和 Q4 受到寒暑假影响，仅确认 2 个月收入。博实乐 FY2018Q3 季末对于 FY2018 全年业绩指引为，营收同比增长 26%-28%，平均学生人数同比增长 18%-21%；FY2018 全年实现营收 17.19 亿元，同比增长 29.4%，平均学生人数为 3.67 万人，同比增长 23.3%，略超业绩指引。FY2018 实现净利 2.49 亿元，+29.8%YoY，调整股权激励费用后净利 2.78 亿元，+44.9%YoY，归母净利润 2.47 亿，+43.6%YoY，符合预期。FY18 博实乐调整股权激励费用后净利率 16.2%、毛利率 36.6%，较去年同期分别提高了 1.8pct 和 1.4pct，盈利能力进一步增强。

- **学校容量稳步扩张，利用率仍有很大空间。**截至 2018 年 8 月 31 日，博实乐下设 67 所学校，其中 6 所国际学校、16 所双语学校和 45 所幼儿园，覆盖全国九省学生的 K-12 教育阶段。FY2018 博实乐新开 5 所双语学校和 5 所幼儿园，并收购了 5 所幼儿园，学校容量同比提升 18.8%。FY2018 学校利用率为 64%，还存在较大的提升空间。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。**FY2018，博实乐 80.3%的九年级双语学校毕业生获得当地重点高中的录取，92%毕业生拿到全球排名前 50 的大学的录取通知，98%毕业生拿到全球排名前 100 的大学的录取通知，优秀的生源将为博实乐教育长期发展打下坚实基础。
- **FY2018&FY2019Q1 战略持续推进：**FY2018 已完成收购武汉新桥（5 所幼儿园）、Can-achieve、FGE、好学帮、浙江艺术培训机构的收购预计 2018 年 11 月完成，FY2019 战略规划持续推进：拟收购 DreambigCareer 职梦 75%的股权、英国伯恩茅斯学院、山东 8 所连锁幼儿园 85%股权。公司进行幼儿园业务、及教育相关服务业务拓展，有利于提高公司业务的协同效应。同时，公司还与北京师范大学进行战略合作，为师资队伍提供人才储备。
- 总体而言，我们认为 FY2018 公司已处于盈利轨道之上，或预示着公司部分学校已度过培育期。FY2018 营收略超业绩指引，调整股权激励后的净利率提升，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，我们预计 FY2019-2021 公司实现归母净利润 3.25/4.28/5.29 亿元人民币，同比增速分别为 32%/32%/24%，对应 eps 分别为 2.66/3.50/4.33 元人民币，对应 pe 分别为 32/25/20 倍，维持买入评级，目标价 15.5 美元。

6. 风险提示

- 政策环境变化带来的风险：民促法送审稿之后的最终版本尚未落地，仍存不确定性，义务教育阶段（小学和初中）可能会受到更强的监管，对公司造成一定影响，目前影响力度尚不明确，但总体来说，民促法的精神在于规范，而不在于禁止。
- 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。

附录：利润表预测摘要

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1328	1719	2315	2972	3726
增长率	27.7%	29.4%	34.7%	28.4%	25.4%
营业成本	-860	-1,091	-1,476	-1,886	-2,378
%营业收入	64.8%	63.4%	63.8%	63.5%	63.8%
毛利	468	628	839	1,086	1,348
%营业收入	35.2%	36.6%	36.2%	36.5%	36.2%
销售管理费用	-262	-368	-457	-571	-705
%营业收入	19.7%	21.4%	19.7%	19.2%	18.9%
其他经营性收益	9	12	10	10	10
%营业收入	0.7%	0.7%	0.5%	0.4%	0.3%
营业利润	215	272	393	525	654
营业利润率	16.2%	15.8%	17.0%	17.7%	17.5%
其他收益, 净额	18	44	27	27	30
%营业收入	1.3%	2.6%	1.2%	0.9%	0.8%
税前利润	233	316	420	553	683
利润率	17.5%	18.4%	18.1%	18.6%	18.3%
所得税	-41	-67	-92	-122	-150
所得税率	17.6%	21.3%	22.0%	22.0%	22.0%
净利润	192	249	328	431	533
少数股东损益	-20	-2	-3	-3	-4
归属于母公司的净利润	172	247	325	428	529
净利率	13.0%	14.4%	14.0%	14.4%	14.2%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

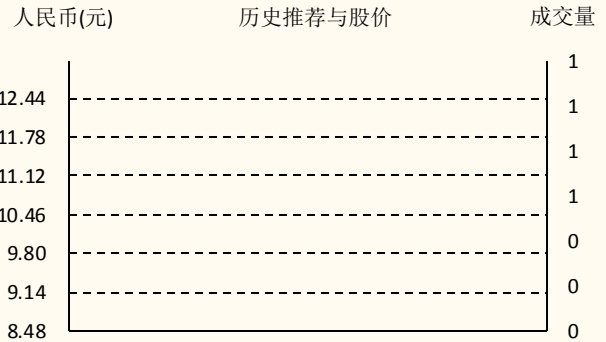
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-07-26	买入		20.00~20.00

来源：国金证券研究所



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。

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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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