



博实乐教育集团

一个还未实现的好故事

分析师：

Leon Zhao

Huanzhen Chen

Melissa Yang

Eileen Liu



2018 Jun 24

博实乐教育集团 (NYSE:BEDU) 是中国最大的民办学制国际学校之一。其前身是碧桂园旗下的教育产业，15年单独成立为公司，并于17年5月纽交所上市。现在学校共有35,412名学生分布于全国62家学校。

核心观点：

- 小初高学校数量连续十年递减，教育市场最根本的供需关系不足。
- 城市化进程导致一线和准一线城市适龄儿童大幅增加。
- 博实乐与碧桂园的“地产+教育”轻资产模式容易快速大幅扩张。
- 博实乐教育质量较高，对学生家长有更强的议价能力。
- 在碧桂园的帮助下博实乐的资本支出更少，和同行同样的收入但自由现金流更多。

但博实乐也有不少挑战：

- 集团实际成立时间在2015年，仅有3年的运作历史。在扩张、招生方面经验欠缺。
- 精英教育模式的扩张速度要更慢，大部分一线、准一线城市已有当地成熟的精英国际学校。在这样的环境下扩张对博实乐的挑战不小。
- 公司开始全国范围打造品牌 S&M 费率短期上涨且1-2年预计不会下降。
- 与碧桂园地产的结合，虽然在扩张上有一定帮助，但也限制了博实乐学校的选址。无法和枫叶一样自主决定学校位置，而是跟着碧桂园房地产到准一线城市城郊开学校。
- 由于自主招生速度太慢，公司利用二级市场高估值融资然后大量回国收购。G&A费率在未来一段时间将维持在高位。

综上所述我们认为虽然博实乐在碧桂园的帮助下有很大的扩张优势，但是管理层还并未积累够快速扩张招生的经验。还需要2-3年博实乐才能逐渐走向成熟的国际学校集团，现在买入为时过早，还需更多时间来证明管理层的扩张能力。因此不推荐投资者买入，综合评价：**HOLD 12个月目标价\$18。**

Table of Contents

公司介绍	3-6
行业分析	7-11
公司分析	12-20
持股情况	21-23
运营分析	24-31
财务分析及预测	32-36
附录	38-40



公司介绍





综合评价	HOLD
目标价	\$18
交易代码	NYSE: BEDU
市值 (美元)	22.6亿
NTM PE	43x
TTM PE	52.86x
过去一年涨幅	42%

博实乐教育集团是一家中国的K12民办国际教育运营者。现跨8省，有幼儿园、双语学校（主小初阶段）、国际学校（小初高一贯制）共40、16、6所，学生共35,412人。

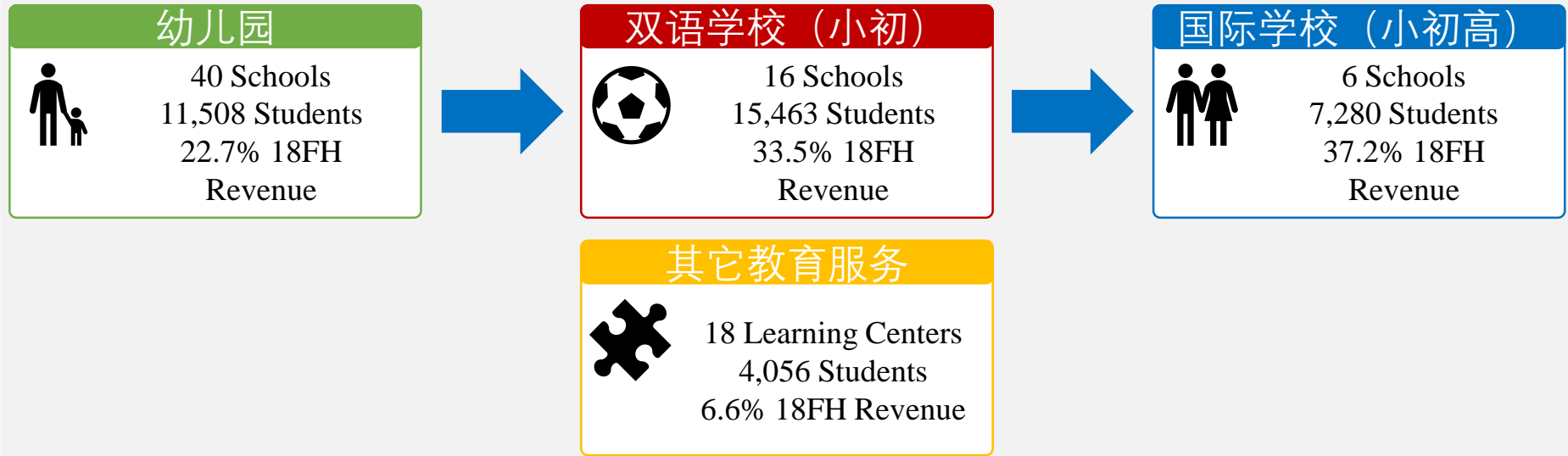
博实乐原为中国最大的城镇化住宅开发商碧桂园（HK: 02007）旗下的教育产业。其第一所学校广东碧桂园学校成立于1994年，现已成为广东地区最富有声望的国际学校之一。碧桂园从2014年开始探索其教育产业的商业化以及独立化，赋予其新的愿景，从此碧桂园教育打造中国最大、最优的国际教育提供商的变革拉开帷幕。2017年1月，公司更名为“博实乐”（Bright Scholar），开始其品牌打造。2017年5月，博实乐于纽交所上市。

博实乐有着过硬的教育质量。2017年毕业生87%进入全球前50大学，96%进入全球前百（根据QS世界大学排名或美国新闻大学排名）。

碧桂园创始人杨国强之女杨惠妍（现碧桂园董事长、中国女首富）与姑姑杨美容持有博实乐近80%股权；CEO何军立持股6.32%；高瓴资本亦持有少量股份。



公司业务



博实乐现有四类业务，包括幼儿园，双语学校，国际学校，以及其他补充类教育服务。

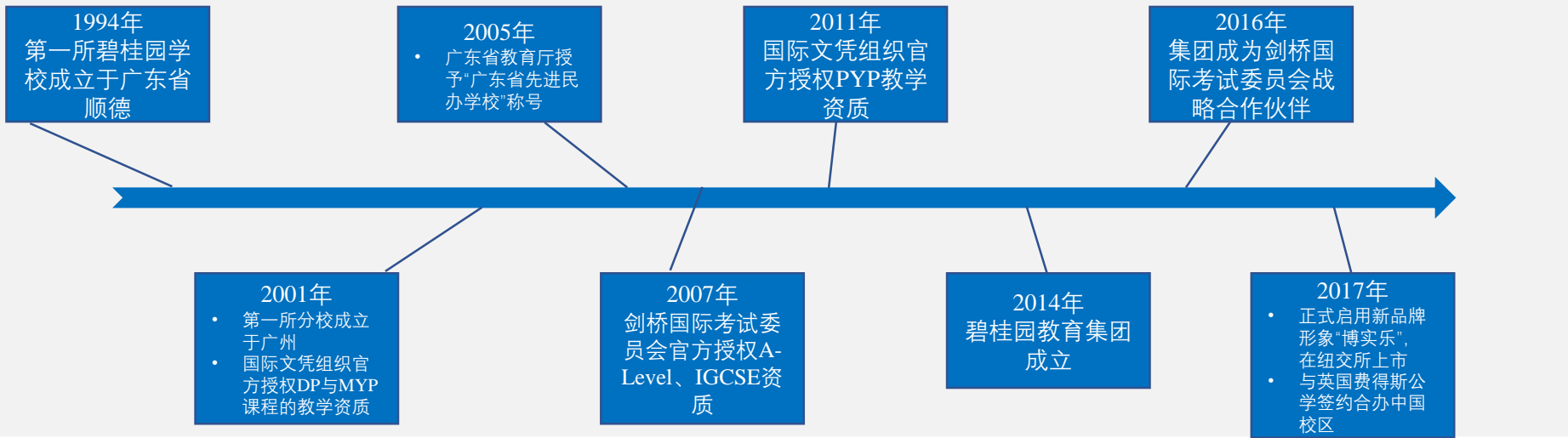
- ❖ 博实乐现有幼儿园40家，大多坐落在其小初高学校旁，从而允许一些教育设施的共享以及生源的传导。其中11所幼儿园提前提供国际文凭组织 (International Baccalaureate)的Primary Years Program，为其高阶国际教育奠定基础。
- ❖ 双语学校有16所，教授中国普通中学教学大纲内容，同时重视英语以及全面素质的培养。少量学校同时根据学生需求提供国际教育课程。
- ❖ 国际学校共6所，其中5所提供一到十二年级的一贯性教育。国际学校提供精英贵族式教育，注重全面素质提升，非应试学习能力，以及英语、国际文化的全浸培养。学生最终目标为考取以美、英、加、澳为主的顶尖大学，不参与高考、中考。博实乐的国际学校教学质量出色，并为国内少有能提供所有主流国际教育课程体系的学校，面向所有主流留学国家。国际学校学生虽少，但占总收入37.2%，为四部之首。
- ❖ 其他补充式教育服务贯穿辅助幼双国三部教学。为本校及外校学生提供课后辅导、英语辅导、国际夏冬令营、升学咨询、国际考试培训等服务。现处于早期发展阶段，仅占总收入6.6%。

发展历史

博实乐前身为碧桂园旗下的教育产业，第一所学校成立于1994年。当时正值内地房地产危机，杨国强的建筑公司为开发商垫资所造的近4000套别墅濒临烂尾。情急之下，杨国强建立了一所精英式贵族学校（广东碧桂园国际学校），吸引富裕家庭前来买房。这一创新的模式挽救了项目，杨国强的地产帝国也从此开始腾飞。

此后的二十年，教育产业一直处于辅助地产业务的位置，并没有独立主业并商业深化。学校让小区晋升为学区房，小区亦能为学校提供充足中产、富裕家庭生源。这种独特的商业模式奠定了碧桂园教育的金字塔发展构架。截至2012年，碧桂园教育有幼儿园14所（幼儿园多为大型社区式房地产项目的标配），双语学校7所（较高中而言门槛更低，家长、孩子试错成本更小），仅广东碧桂园1所国际学校。此阶段碧桂园的学校学费亲民，属于半公益运营，一直亏损。在碧桂园2007年上市后，此亏损一直由杨氏家族承担。

2014年，杨氏家族探索教育产业更加可持续化的发展模式，改革发展策略，强化商业模式。开始着重发展提价空间最大的国际学校，并要以之为基础，“打造国际教育的奢侈品，成为中国规模最大、最优秀的国际教育提供商”。碧桂园与其教育产业从包含、辅助的关系真正转变为独立、双赢的合作。碧桂园教育的发展、扩张从此开始。

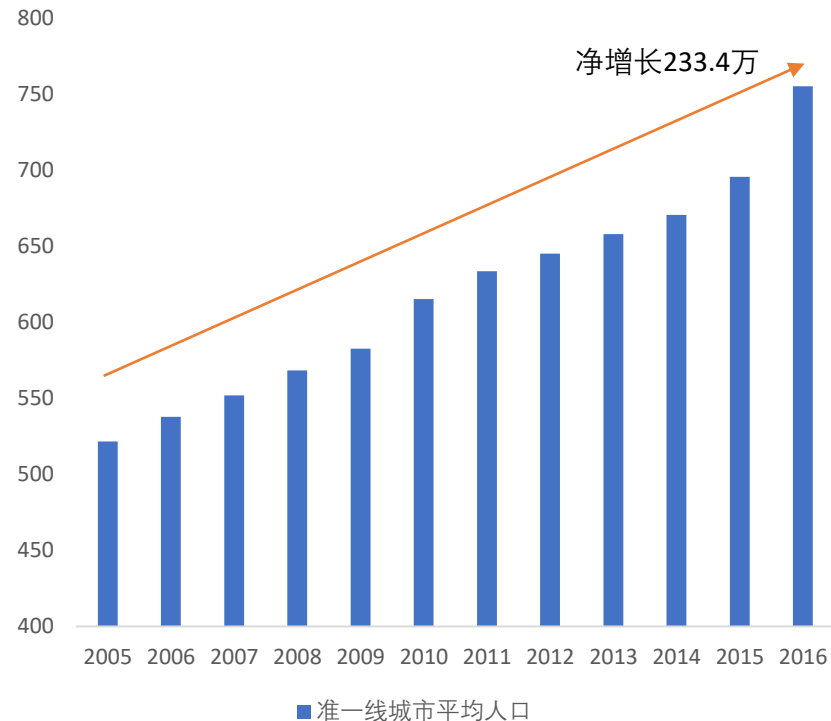
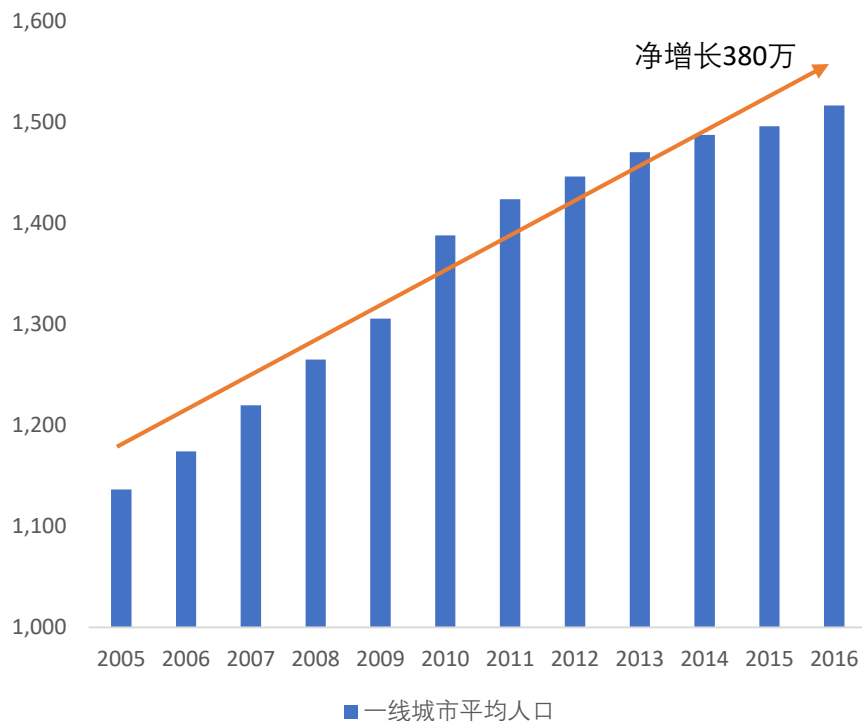




行业分析



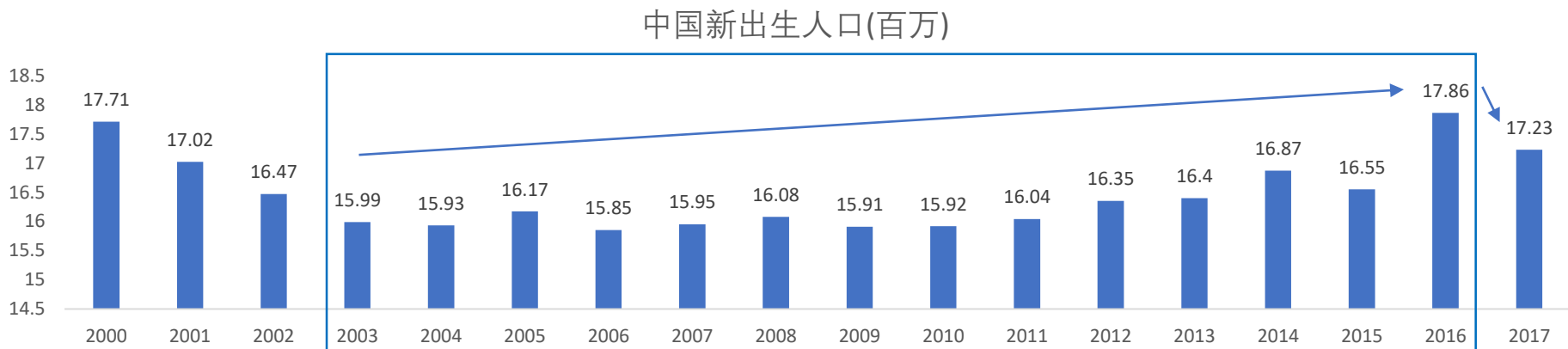
人口红利加城市化进程，教育行业增长的底层基础



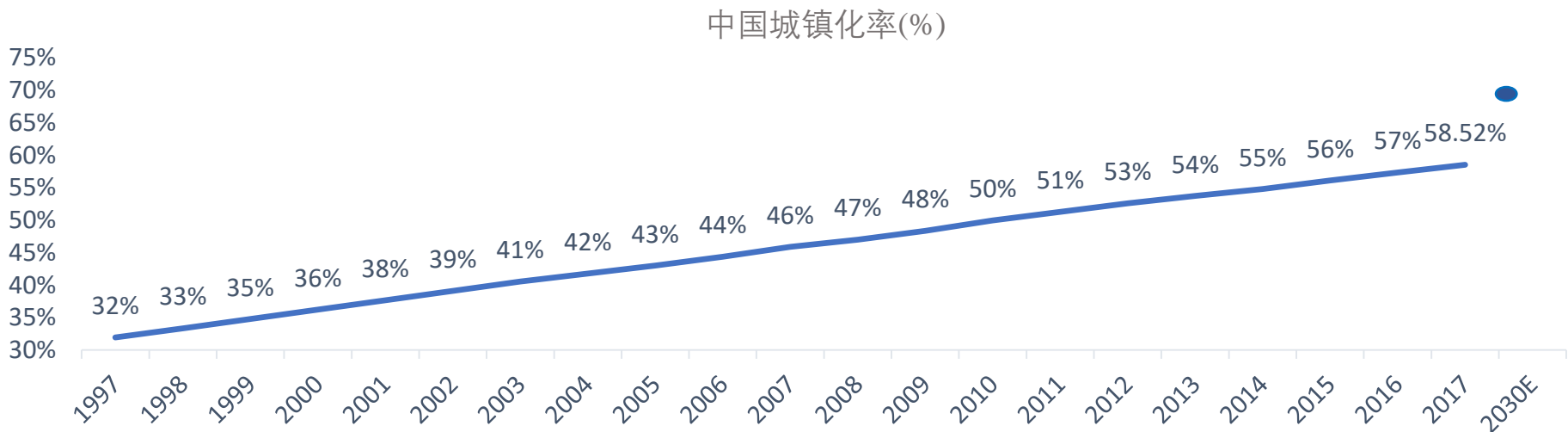
城市化进程助推教育行业增长，提供优质生源。一线城市人口增速稳定，乡镇或小城市人口迁移进入后增加对大城市教育资源的需求。

人口红利加城市化进程，教育行业增长的底层基础

❖ 中期稳健增长：2003-2016年呈现全国范围生育潮，将持续刺激K-12各学段招生。



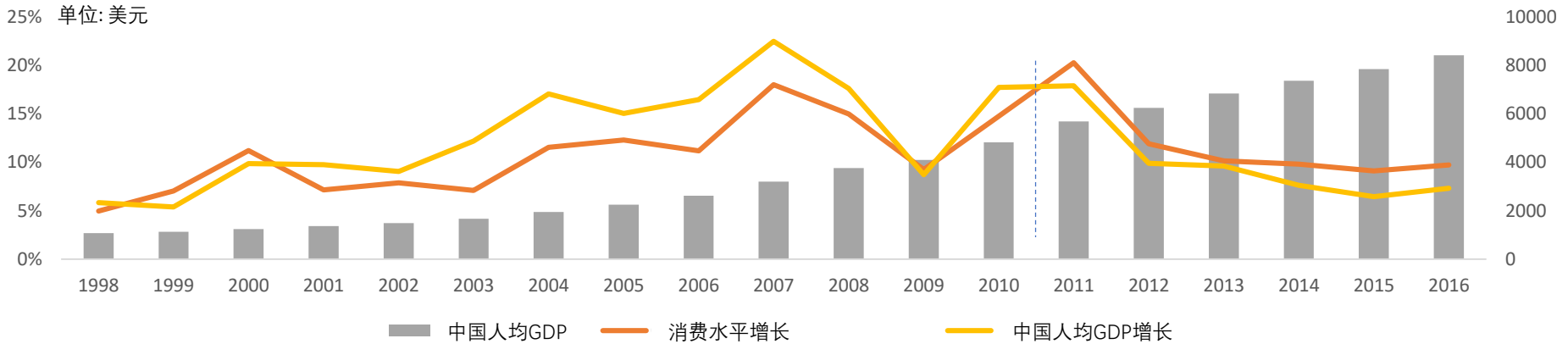
❖ 2030年城镇化率预计达到70%，城市人口预计达到9亿



消费升级，国民注重教育并加大投入

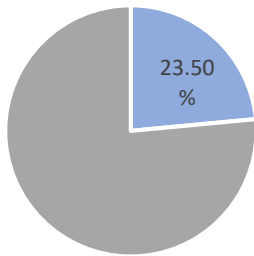
❖ 国民消费增长速率已高于GDP增速，中国进入消费升级阶段

❖ 消费者对于品质、品牌、体验感愈发重视，而不再仅限于解决功能需求

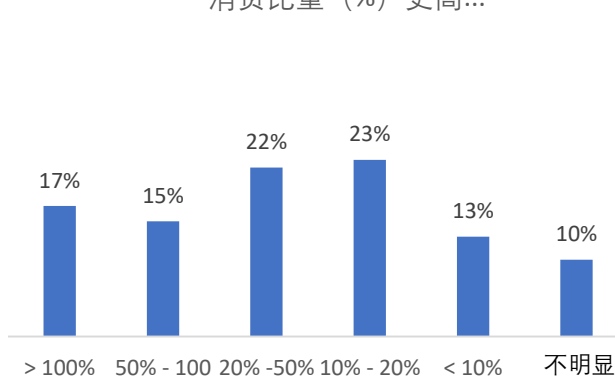


❖ 随着新一代家长受教育程度提高，更加关注教育，教育占家庭总消费比、教育消费总量有所增长

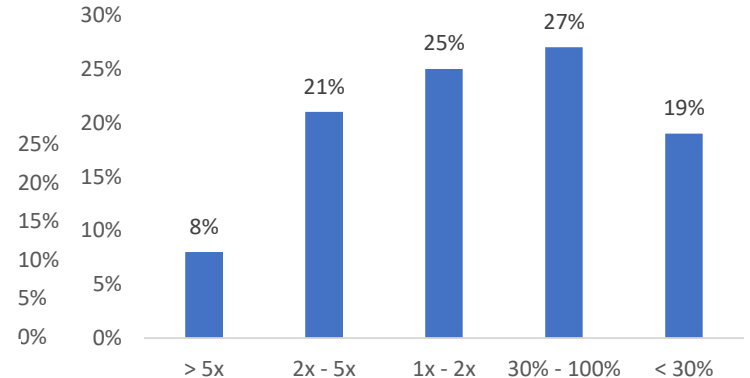
K-12阶段，教育费用占家庭总支出比例



相比十年前，教育占家庭消费比重 (%) 更高...



相比于十年前，教育总体支出更高...

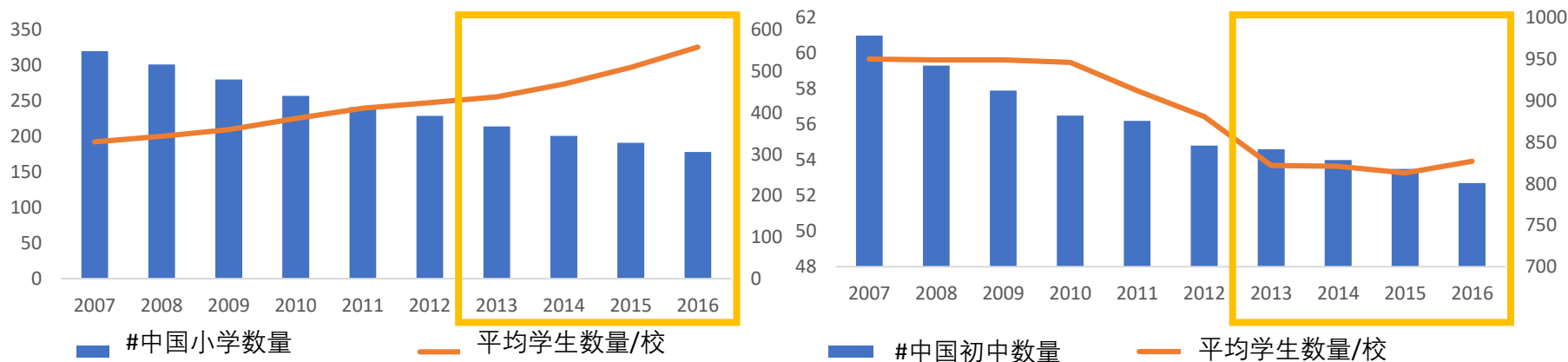


教育资源需求大于供应

❖ 小初高学校数量连续十年递减，教育市场最根本的供需关系不足：

- 公立小初高度依赖政府财政投入：当GDP增长放缓时，教育基础设施建设受到负向影响；公立高中因不属于义务教育范畴，政府支持有限、财政状态紧张。“消除大班额”、“禁止择校生”等政策的加强落实更为公校增加压力。
- 民办学校于2002年得到法律支持，十年间小初高学校数量呈现增长。根据教育部与21世纪教育研究院的调查，民办教育在综合素质培养上受到家长好评。

❖ 市场缺口：当今增长放缓的初中学校数量，难以应对未来几年新增的小升初





公司分析

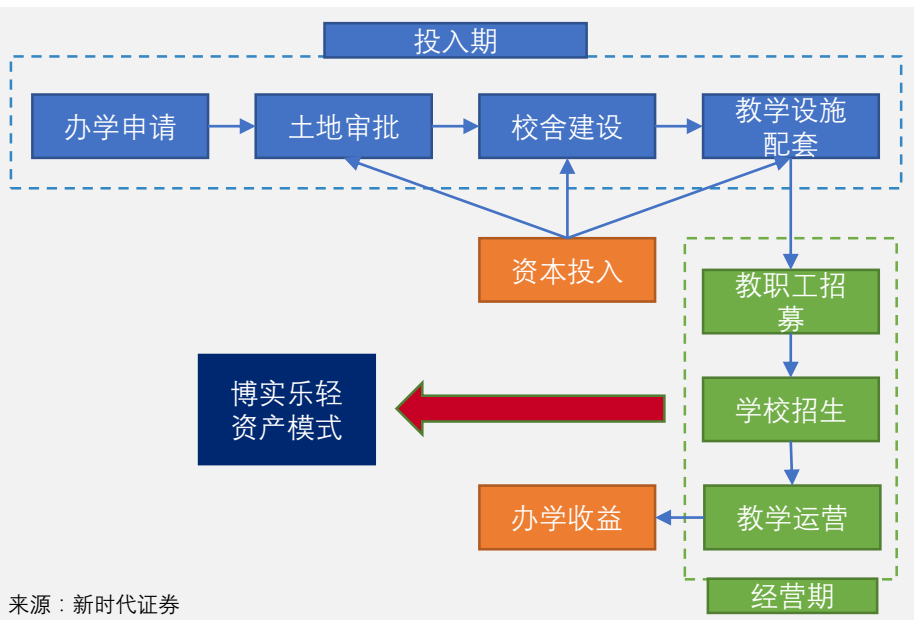


背靠碧桂园，地产加教育轻资产扩张

- ❖ 碧桂园拿地并在其地产项目上向博实乐提供土地与学校建设，只象征性收取费用以合规独立性。
- ❖ 碧桂园小区提供充足来自上层中产阶级家庭的生源。



- ❖ 博实乐在碧桂园地产项目上运营的学校提升了住房价值，吸引更多的富裕家庭前来购买学区房。
- ❖ 博实乐运营的学校满足了政府对于具有一定规模的地产项目必须配备学校的规定。



来源：新时代证券

碧桂园为中国最大房地产开发商之一，共经营项目1,468个，实现合同销售约5,508亿元。起始广东，碧桂园布局以南方为主并向北迅速发展。碧桂园超90%的项目在非一线城市，约45%的项目在一二线城市周边辐射的下线城市。在这些城市，碧桂园建设的城镇式小区规模很大，平均每个小区有三千多户。最大的碧桂园十里银滩可售面积537.5万平方米，户数达10万，自为一城。

博实乐与碧桂园的地产加教育双结合允许了博实乐的轻资产快速扩张。前期开新学校的资本支出大大减少，周期缩短。由于碧桂园的受众群体大多为中上层阶级、富足家庭，其住户为博实乐学校提供了充足生源。碧桂园小区多处于下线城市，周边教育资源稀少，质量不佳，博实乐学校往往成为最佳选择。

截止到2017年底，碧桂园有土地储备约28,183万平方米，其中43%在建。同时，现存的碧桂园项目也有多数满足开办新学校的条件。与碧桂园合作的扩张模式潜力巨大。

民办学校扩张模式对比，博实乐模式为扩张最优

模式	优点	缺点		
自建校区	<p>具有较强经营主导权 享受土地增值红利 办学持续性和稳定性高</p>	<p>扩张周期长，投资回收期长 投资金额大，重资本开支； 经营前期折旧、利息等影响盈利能力 导致学校负债率过高，经营风险相对较高</p>	枫叶 (2012前)	
收购	<p>扩张速度最快</p>	<p>资金支出数额大 学校面临管理和资源整合</p>	枫叶	
合作办学	<p>投资周期短，扩张速度相对较快 避免前期重资本开支，经营风险较小 收入和利润增长无明显周期（折旧和费用摊销影响小），财务质量更高； 集中精力经营办学，资源和人力利用率高</p>	<p>合作办学，经营独立性受影响； 办学持续性和稳定性相对不高。</p>		
	合作模式	收益分配	合作动机	
地方政府	<p>政府提供教育用地、校舍和教学配套设施，办学主体负责教职工招募、学校招生和学校日常运营。</p>	<p>(1) 政府免租金，办学主体完全享受办学收益；(2) 办学主体每年向政府缴纳约定租金，享受剩余办学收益；(3) 政府和办学主体按照比例分享办学收益。</p>	<p>政府城市开发需要引入优质教学资源；地方优质教学资源供需缺口大。</p>	枫叶
房地产商	<p>地产商提供教育用地、校舍和教学配套设施，办学主体负责教职工招募、学校招生和学校日常运营。</p>	<p>办学主体每年向地产商缴纳约定租金，享受剩余办学收益</p>	<p>地产开发商楼盘开发必须配套学校，地产商引进优质教学资源可以提升楼盘价值，吸引更多的居民购置房屋。</p>	博实乐

主要对标公司，枫叶（HK: 01317）的扩张方式自2012年以来以收购加轻资产扩张为主。枫叶的轻资产主要是与地方政府或正在运营的学校合作。相比博实乐与碧桂园，枫叶与合作方的关系不紧密、扩展性低。枫叶的轻资产模式一般需要利润分成或者租赁。

出色的教学质量从而获取溢价能力

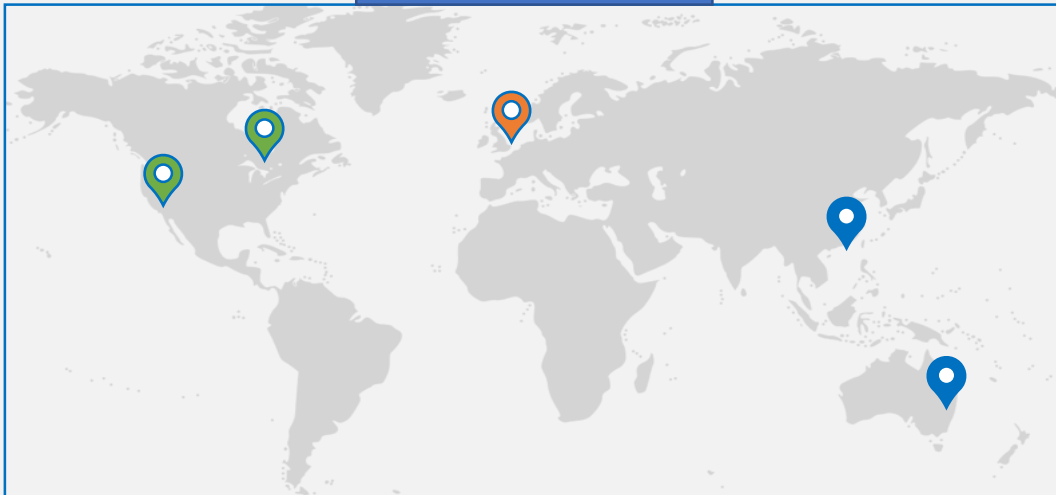
毕业生主要去向

全球

国际文凭组织
International Baccalaureate
授权的
PYP (小学) MYP (中学)
DP (高中)

英国

剑桥大学国际考试局 CIE
授权的
IGCSE (初高)
A-Levels (高中、预科)



北美

美国大学理事会
College Board
授权的
Advanced Placement
(大学先修)

英联邦

各大学的预科项目，相当于为英语不达标学生提供的预录取。学生在大学里进修英语和有限的大学课程。

博实乐提供的国际教育项目非常全面，包括IB、A-Level、AP与IFY，目标所有主流留学国家。博实乐为中国第一批获得国际文凭组织授权全套IB项目的学校之一，可以提供一贯式PYP、MYP、DP项目。

博实乐国际学校在全球升学结果非常出色。2017年毕业生中，87%进入全球前50名高等学府，96%进入全球100名高等学府。含金量最高的美国Offer当中不乏芝加哥、康奈尔、NYU，伯克利这样的顶尖名校。全球范围内，剑桥、牛津、帝国理工、UCL、港大、澳洲国立、多大这样的学校屡次上榜。同时，双语学校的升学情况令人满意，77%的毕业生进入当地重点高中（大量双语学校学生流向国际学校）。

值得一提的是，博实乐毕业生更有前往包括伯克利音乐学院、帕森斯设计学院这样顶尖专业艺术音乐学院，由此可见博实乐学生全面素质的培养。

出色的升学结果归功于优秀、敬业师资。轻资产办学允许了在师资力量上更大的投入，博实乐2017年在教师工资花费占总收入44%，比其他学校高出10%。每个阶段的教师工资都高于行业平均水平。学校通常提供老师的住宿。广东碧桂园学校，作为集团培训新教师的大本营，更向表现突出的老师提供碧桂园购房补贴。采访的学生反映老师非常上心，能够创造很好的学习氛围。

博实乐出色的教学质量吸引非碧桂园住户前来寄宿上学，这部分学生目前占总学生的30%到40%。

出色的教学质量从而获取溢价能力

除了升学结果，学生在博实乐有良好的体验。在非应试体系和博实乐的一贯式服务下，学生获得全面、素质教育。没有升学考试的压力，学生有更多时间探索，培养兴趣爱好，体育活动。此外，博实乐学校的硬件设施之完善，其他公办或私校不可媲美。



天文馆



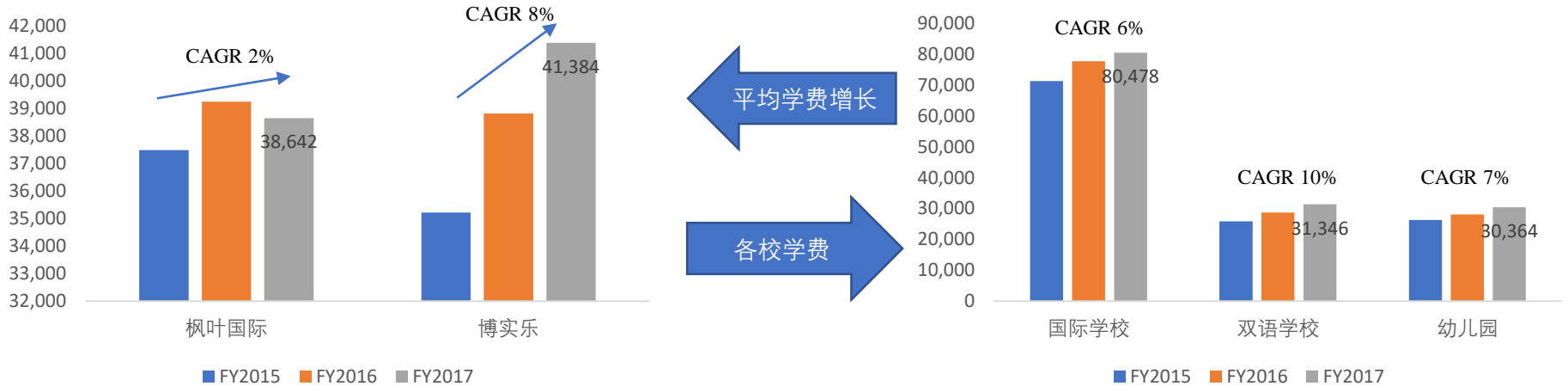
图书馆



陶艺室



钢琴室



此外，博实乐的补充式服务，包括国际夏冬令营、升学咨询辅导、大学招生代理，给了学生更多接触国际学府的机会，在申请季策略性辅导学生，并能更好的包装学生，增添了学生申校优势。

博实乐领先的教学质量以及完善精良的教学设施、给予了其溢价能力。再加上博实乐生源大多来自富裕家庭，对精英教育的需求不价格敏感，博实乐可以在已经成熟的学校逐年大幅提价。相比同级别学校，博实乐仍有提价空间。

教学质量对标枫叶，精英教育VS送孩子出国

- ❖ 相对博实乐，枫叶国际的升学结果，教学体验，学校设施要逊色很多。2017学年，枫叶1,807个毕业生，只有2.5%收到全球前十学校的录取信（博实乐为30%）；只有56%收到全球前百（96%）。需要注意的是，枫叶并不像博实乐一样对标最普遍的QS或US News排名，而是使用自己编制的“枫叶百强排名”。此排名强行加重了加拿大、亚太学校在其中占比，不是一个真正的全球排名。枫叶毕业生绝大部分前往门槛较低的加拿大、澳大利亚，2016年前往美国不超10人，且没有藤校录取。据聚桐分析，枫叶国际在2015年就利用独创排名将前百录取率从21%-28%（QS）调整到50%。
- ❖ 据采访，枫叶学校学习氛围差强人意，设备乏善可陈，与公立学校无大提升。学校里有“重点班”的现象，将好学生聚在一个管理单位，给予更多的机会。重点班学习气氛相对浓厚，通常大部分前百录取数在此瓜落，用以学校宣传。对于无法在时间限制内完成课程顺利毕业的、或者成绩差强人意的学生，则会输送到一些可以更好的社区大学。



这些为部分与枫叶国际有合作的学校，据采访，约有一两成下游成绩的学生被输送到这些学校就读



这所名不见经传的学校其实是一所成人大学，在百度百科中不仅有其词条、且标注着“全球高校排名59名”。排名来源不详，我们只在一个不知名网站 Webometrics找到包括它的排名：这所学校2018年在加拿大排68名，全球4064名。值得一提的是，这所学校2013年给予了董事会主席及CEO任书良荣誉博士学位



序号	大学	2016界录取数	序号	大学	2016界录取数
1	麦吉尔大学	29	11	西蒙菲莎大学	20
2	多伦多大学	181	12	滑铁卢大学	41
3	英属哥伦比亚大学	112	13	维多利亚大学	68
4	女王大学	121	14	卡尔顿大学	61
5	阿尔伯塔大学	394	15	圭尔夫大学	25
6	麦克马斯特大学	103	16	新不伦瑞克大学	3
7	西安大略大学	218	17	纪念大学	4
8	达尔豪斯大学	3	18	约克大学	197
9	卡尔加里大学	53	19	瑞尔森大学	5
10	渥太华大学	87	20	康考迪亚大学	47

序号	大学	QS2019排名
1	麦吉尔大学	33
5	阿尔伯塔大学	109
9	卡尔加里大学	229
13	维多利亚大学	359
17	纪念大学	651-700

这些学校在主流排名中远不及前百

教学质量对标枫叶，精英教育VS送孩子出国

- ❖ 究其原因，在于两校定位以及生源。博实乐定位精英国际教育，其使用的项目（IB、AP、A-Level）通常为国外私立贵族学校或者优秀的公立学校使用，比一般国外公历教学大纲更难；面向所有主流休学目的地；其面向的中上阶级家庭有更多资源投入孩子，让孩子在国外全面素质、非应试、申请为主的升学系统下更有优势；有一定的入学门槛，对英语能力要求高；入学之后又有非常好的学习氛围。相比之下，枫叶学校学费较低，面向更多中产家庭；使用的是BC省教学大纲（主要为公立）；没有争取优秀生源的优势；入学门槛低，学生升学期望低，没有一个良好的学习气氛。枫叶主要是帮助中国学习成绩比较差的学生或者一个到海外上学的机会。
- ❖ 综上所述，博实乐更偏向国外私立贵族学校定位，枫叶更偏向国外公立学校定位。由于教育行业在社会公平中的敏感性，我们认为枫叶模式长期溢价能力有限；相反，博实乐所代表的精英教育有合情合理的盈利理由、定价能力。

排名	学校	城市	能否招收中国籍学生
1	包玉刚实验学校	上海	Y
4	北京市鼎石学校	北京	Y
6	上海市世界外国语中学	上海	Y
10	深圳国际交流学院	深圳	Y
11	上海平和双语学校	上海	Y
16	北京王府学校	北京	Y
16	上海七宝德怀特高级中学	上海	Y
16	上海协和双语高级中学	上海	Y
19	北京师范大学附属实验中学国际部	北京	Y
19	成都七中实验学校国际部	成都	Y
19	深圳中学国际部	深圳	Y
22	北京市私立汇佳学校	北京	Y
22	广东碧桂园学校	佛山	Y



根据《2017胡润百学：中国国际学校百强》，广东碧桂园学校为全国第22名，在招收中国籍学生学校当中排第13名。枫叶国际未有学校上榜。

通用教育大纲允许了跨地域扩张，广东碧桂园的成功正在分校复制

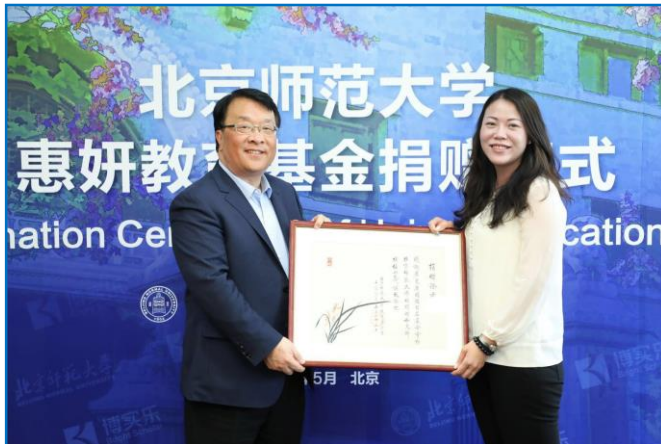
由于使用像IB、A-Level这样值得信赖、全球通用的教育大纲，学校跨地域扩张时不受教学内容、考试内容的限制，可扩展性高，经济规模效应潜力可以期待。

为了保证教学质量，学校在广东碧桂园学校建立了教师培训基地，所有的老师统一雇用，统一培训，再发放的各分校。同时，总校的资深优秀教师也会被派去分校任管理职务，或者进行教学示范。这样的扩张方式保证了各分校的教学质量与总校的统一。

句容碧桂园学校为博实乐第二个国际学校，建校2013年，2015年首届毕业生13人全部获得全球前百Offer，更收到两张牛津，六张帝国理工，和九张UCL。截至今年二月，80%毕业生已被全球前五十的高校录取。

同时，使用标准化的教学大纲大大降低了对老师的要求。老师不需要自己准备大纲，制作课程，只需要将国际大纲上的知识点用有效的方式传授给学生。

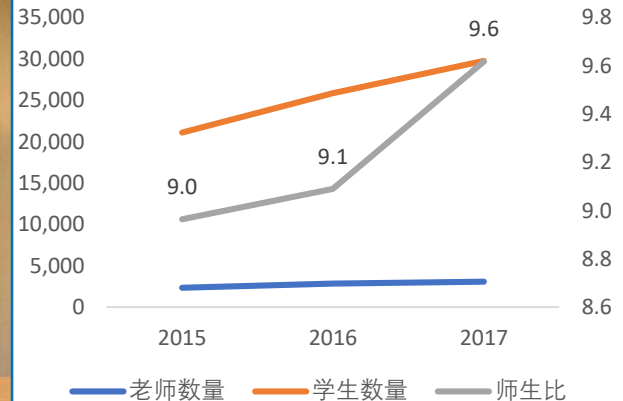
现在看来，我们认为唯一的门槛为IB教师需要持证上岗，但是国内目前还没有提供IB国际教育教学的机构，博实乐只能聘请外教或者海归。然而IB外教更多为来自国外私校的老师，工资比公立学校老师更高。博实乐已经和北京师范大学，UCL合作推进中国国际教育师资培训，防止在未来师资供应限制博实乐扩张。在解决国际教育师资的稀缺性之后，博实乐可以更加快速开办新学校，弥补K12教育行业周期长，学校成熟慢的短板。



今年5月25日，女首富股东杨惠妍捐资8,000万元成立北京师范大学惠妍教育基金会。双方将于北京师范大学教育学部携手打造全球一流国际教育学院“惠妍国际教育学院”，开展国际教育师资的培育，包括新师资力量的培养以及在职教师的培训，填补中国国际教育师资培训的空白。



今年5月1日，博实乐与之前就有合作的UCL教育学院（QS2014至今教育学科第一）签约战略合作，与北师大三方在国内开展K12国际教师培训项目。



近两年学校不断成熟化，学生数量增速一直高于老师。

建立全国范围独立品牌，解锁全新扩张机会

自办校以来，广东碧桂园学校品牌就口口相传，在当地家喻户晓。但碧桂园作为品牌有地域局限性和与地产的关联性两个问题。由此，2017年开始集团使用全新的博实乐品牌并开始全国范围内的塑造宣传，为今后扩张打下基础。同时，脱离碧桂园品牌允许博实乐和其他地产商合作轻资产办学。

今年五月，公司独家冠名浙江卫视一档文化教育公开课节目《同一堂课》，汇集濮存昕、张大春、于丹等22位文化名人学为两岸学校担任三天的教师，用不同的教育方式教授语文与文化。此节目广受家长老师的好评，并受人民日报表扬，为十分有效的宣传方式，提升了博实乐品牌知名度。





持股情况



投行投资人何军立，资本运作CEO？

何军立，毕业于北大化学系，芝加哥大学MBA。毕业后履历丰富，来去在不同行业。

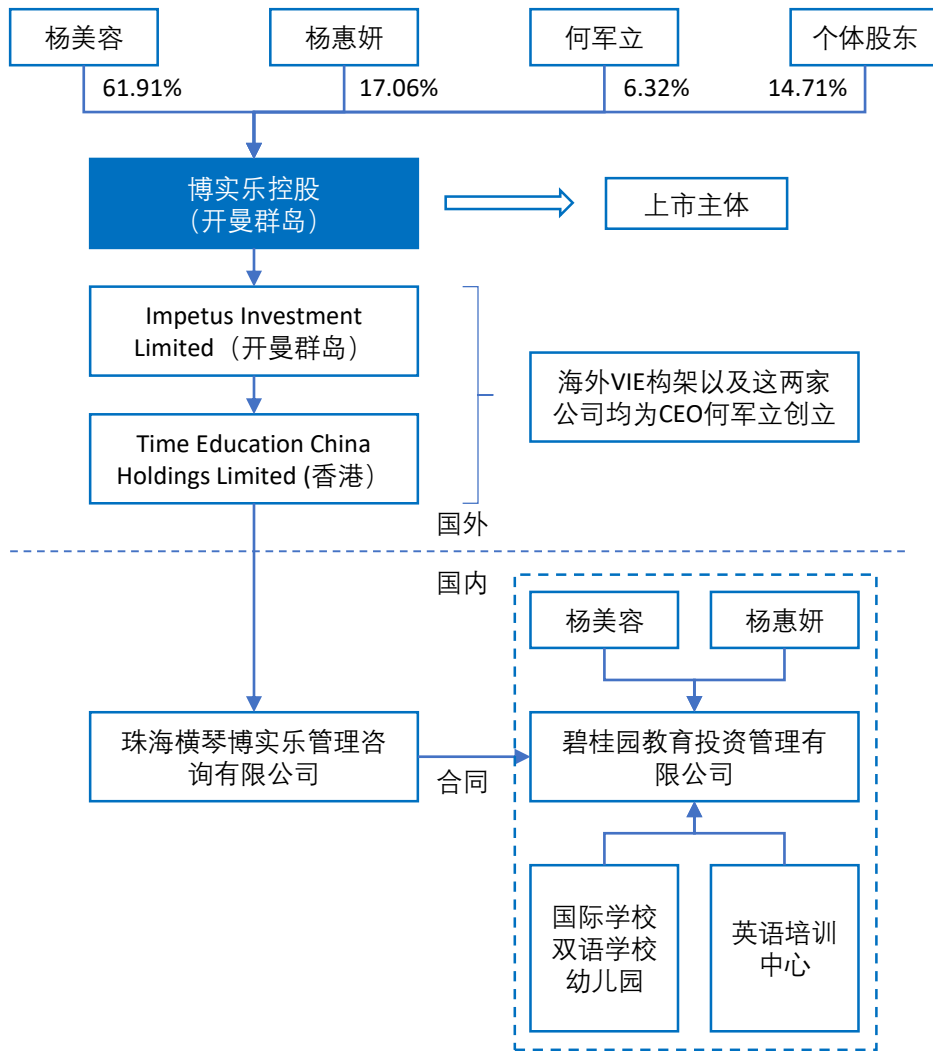
2000 - 2002	市场研究, Research International 顾问, NDCHealth (医疗健康)
2002 - 2005	商务拓展, Verispan LLC (医疗健康)
2005 - 2006	管理咨询, ZS Associates
2006 - 2008	买方, Bear Sterns
2008 - 2009	基金经理, Morgan Stanley
2009 - 2011	VP, CFO, CEO, 诺亚舟
2011 - 2015	私募/创立伊莱英语



碧桂园教育产业的上市构想2014年首次提出，何军立2015年底掌舵一年内搭建VIE架构把博实乐送上市。出身买方，何军立深知机构投资者喜欢什么。同时，何军立给自己“Outsider CEO”的定位，专抓资产配置，放权学校运营。他在收购方面兴趣极大，曾表示“教育公司的闲置现金，都要合理地投资出去”。由于没有公布的投资记录，博实乐收购方面有待证实。何持有6.3%的股权，对其个人财产来说不算低。

据了解，何总加入博实乐以后，保留着投行务实勤奋的工作道德，在运营整合、提高效率、削减花费上做了很多。

家庭持股高度集中，海外VIE构建全靠CEO何军立



博实乐约80%股份为杨氏家族所持有，股权高度集中。

杨氏家族动机相对明确，对教育投入持之以恒。杨国强建立广东碧桂园学校原因之一也是为女儿杨惠妍、子莹提供全面素质化的精英教育。至今，杨家孩子全都送去广东碧桂园学校。此外，杨先生在建立的两所慈善学校均在当地广受好评，教学结果优异，每年都有学子考入北大清华。

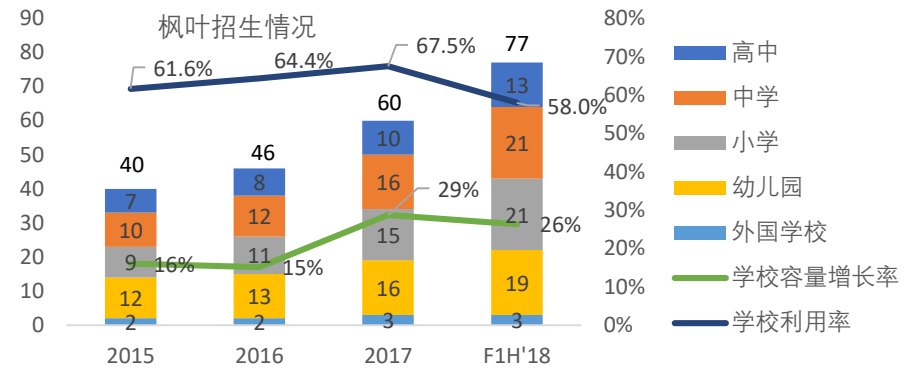
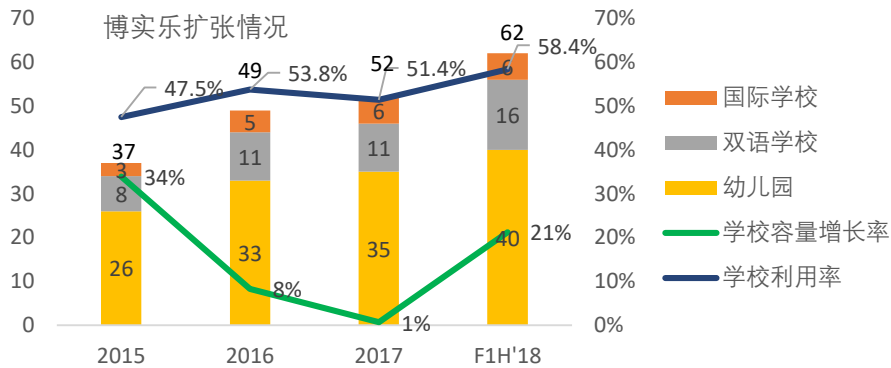
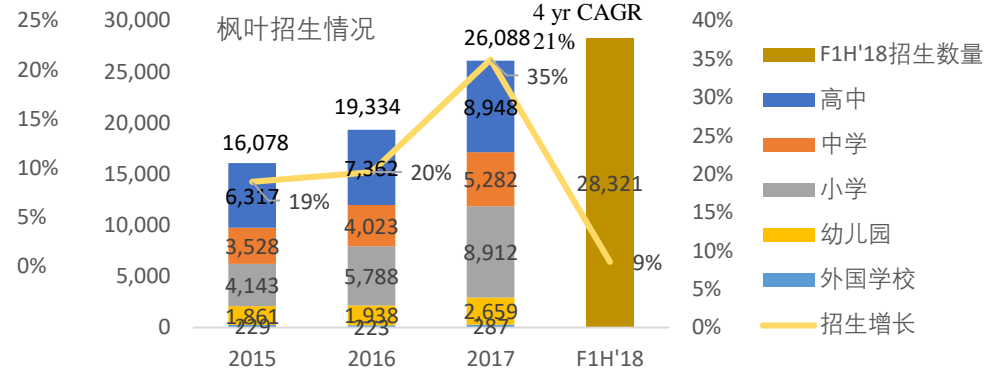
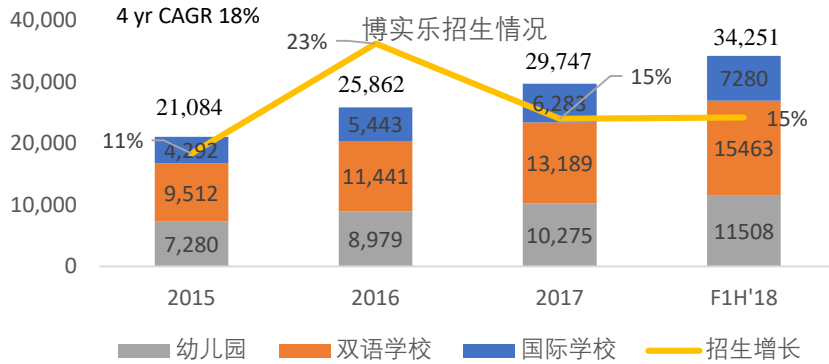
CEO何军立上任后，利用其在香港的Time Education 和开曼群岛的投资壳公司 Impetus帮助博实乐完成了整个海外VIE的架构。从目前何军立在任期间的主要贡献来看，我们认为何军立的主要作用是资本运作，帮助博实乐上市，融资，市值管理，整合规划，在学校具体运营方面能力还待确认。



运营分析



运营对比博实乐不及枫叶

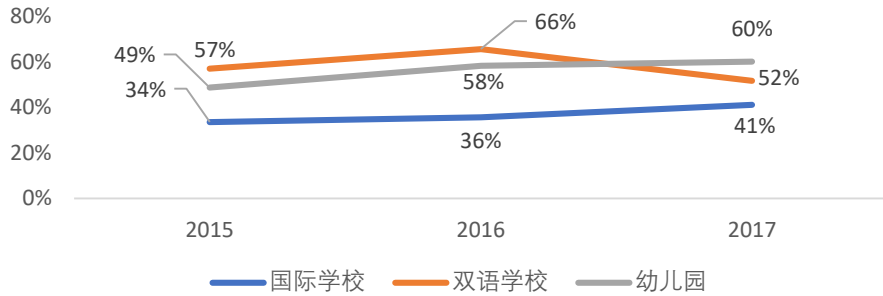


❖ 整体看来，**枫叶在招生速度、学校利用率、学生结构方面均优于博实乐。**

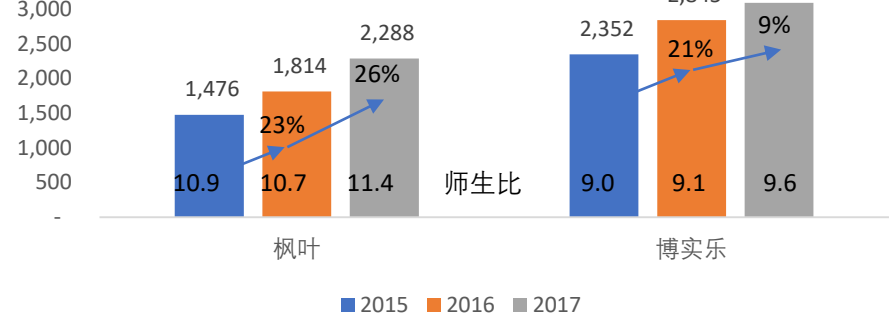
❖ 由于长期一直配套地产业务，博实乐的学生以幼儿园和双语学校为主；枫叶则从一开始就着力发展高中，由高中带动小初建设。

溢价能力一定程度弥补招生不足

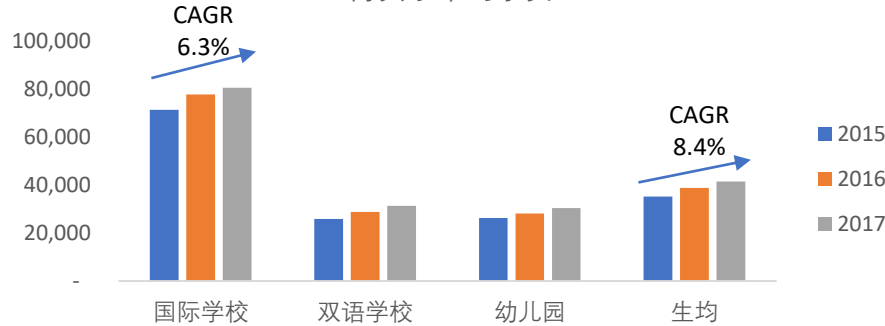
博实乐各学校利用率



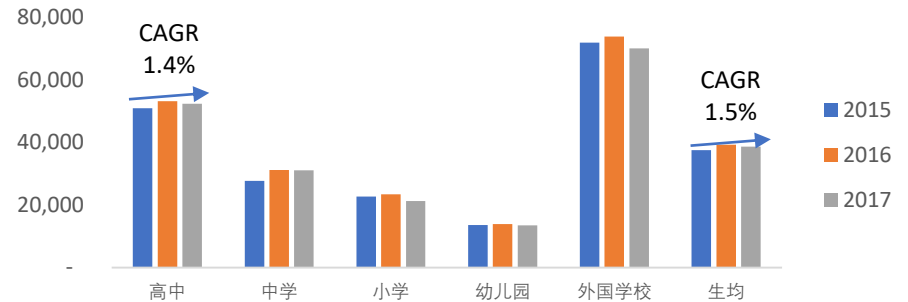
老师数量



博实乐平均学费



枫叶平均学费



- 博实乐国际学校利用率41%，除去广东碧桂园学校，仅为21%。其他学校仍在早期发展阶段。从师生比来看，枫叶学校已接近行业成熟水平12比1。
- 由于母校的成功，以及在配备碧桂园时期双语学校、幼儿园定价亲民，过去几年博实乐可以靠提升价格弥补招生不足。

招生速度、国际学校利用率不及枫叶

我们认为，以下几个原因导致了博实乐国际学校的招生速度和利用率不及枫叶

- ❖ 博实乐除一所广东碧桂园学校，其他学校办学时间较短。
- ❖ 精英教育需要更长的时间积累有溢价能力的品牌，博实乐的国际学校需要更久（7-10年）的成长期。
- ❖ 精英教育学费更贵，面向期望更高的学生家长，试错成本较大，导致已有竞争对手享有更大的品牌优势以及先驱优势。
- ❖ 博实乐学校规模普遍大过枫叶。博实乐从一开始就建好整个校园，而枫叶采取伴随招生慢慢扩建的模式。
- ❖ 博实乐学校选址受碧桂园房地产限制，往往碧桂园的房地产项目开发的准一线城市已有了当地成熟的国际学校。而**枫叶由于其没有一个地产公司辅助扩张，在学校选址上更为灵活**。枫叶新建学校的选址都是偏2-3线没有国际学校的城市，因此招生竞争更小。

博实乐管理扩张力能力较弱，还没有一个固定的模式不断扩张

Name	Establishment	Grades	Capacity	Avg Enrollment	Avg Enrollment	Utilization 2016	Utilization 2017
			2017	2016 SY	2017 SY		
Kaiping Country Garden School							
Guangdong Country Garden School	1994	1-12	3,940	4,010	3,604	101.78%	91.47%
Jurong Country Garden School	2013	1-12	2,950	708	1,148	24.00%	38.92%
Ningxiang Country Garden School	2014	1-12	2,100	249	364	11.86%	17.33%
Country Garden Silver Beach School	2015	1-12	3,000	224	544	7.47%	18.13%
Huaxi Country Garden International School	2015	1-9	798	252	305	31.58%	38.22%
Lanzhou Country Garden International School	2016	1-12	2,472	0	318	0.00%	12.86%
Total			15,260	5,443	6,283		
Bilingual							
Huanan Country Garden School	2002	1-9	2,848	2,520	2,741	88.48%	96.24%
Phoenix City Bilingual School	2003	1-9	4,438	3,081	3,462	69.42%	78.01%
Country Garden Huacheng School	2003	1-9	1,116	1,106	1,122	99.10%	100.54%
Country Garden Venice Bilingual School	2007	1-9	1,576	1,540	1,621	97.72%	102.86%
Wuyi Country Garden Bilingual School	2009	1-9	1,008	651	727	64.58%	72.12%
Heshan Country Garden School	2010	1-9	1,296	1,182	1,213	91.20%	93.60%
Wuhan Country Garden School	2011	1-6	912	221	287	24.23%	31.47%
Zengcheng Country Garden School	2013	1-9	1,512	597	817	39.48%	54.03%
Country Garden Panpuwan School	2015	1-9	1,080	358	738	33.15%	68.33%
Laian Country Garden Foreign Language School	2015	1-9	768	61	160	7.94%	20.83%
Taishan Country Garden School	2015	1-9	1,944	124	301	6.38%	15.48%
Chuzhou Country Garden Foreign Language School	2017	1-9	960	0	0	0.00%	0.00%
Shaoguan Country Garden Foreign Language School	2017	1-9	1,296	0	0	0.00%	0.00%
Kaiping Country Garden School	2017	1-6	1,080	0	0	0.00%	0.00%
Huaian Country Garden Tianshan Bilingual School	2017	1-9	2,400	0	0	0.00%	0.00%
Shenghua Country Garden Bilingual School	2017	1-9	1,296	0	0	0.00%	0.00%
Total			25,530	11,441	13,189		

- ❖ **博实乐没有一个统一的招生、品牌建立的经验。**博实乐的前生是碧桂园的教育体系，集团在2015年之后才开始正式集运作式。在此之前整个碧桂园教育体系属于“独立自制”的阶段，各个学校独自运营。**相当于博实乐只有3年的学校运作经验。**虽然广东碧桂园学校十分成功，但是由于其成立于1994年，早已过了新学校打品牌招生的阶段，所以广东碧桂园学校也没有足够的扩张经验。
- ❖ **双语学校受限于地理位置教材改动也缺乏拓展经验。**由于大部分双语学校的毕业生后是走向国内中考体系。因此有一个各地教材不同的扩张困难问题。博实乐过去开的双语学校有地理位置的特性，大部分的双语学校都集中于广东省附近。由于跨省后教材和当地的中考有较大的改动。导致双语学校的扩张有一定难度，这也是为什么新开的双语学校利用率也不是很高的一个主要原因。
- ❖ **而幼儿园是最不需要教学质量的，扩张难度最低。**和地厂商的结合最为紧密，也占据地理优势后也最容易获得生源。上市之后为了收入的不断增长，博实乐虽然是以国际教育为品牌但是走的是开幼儿园的套路。

枫叶集团20年积累，学校扩张经验要明显强于博实乐

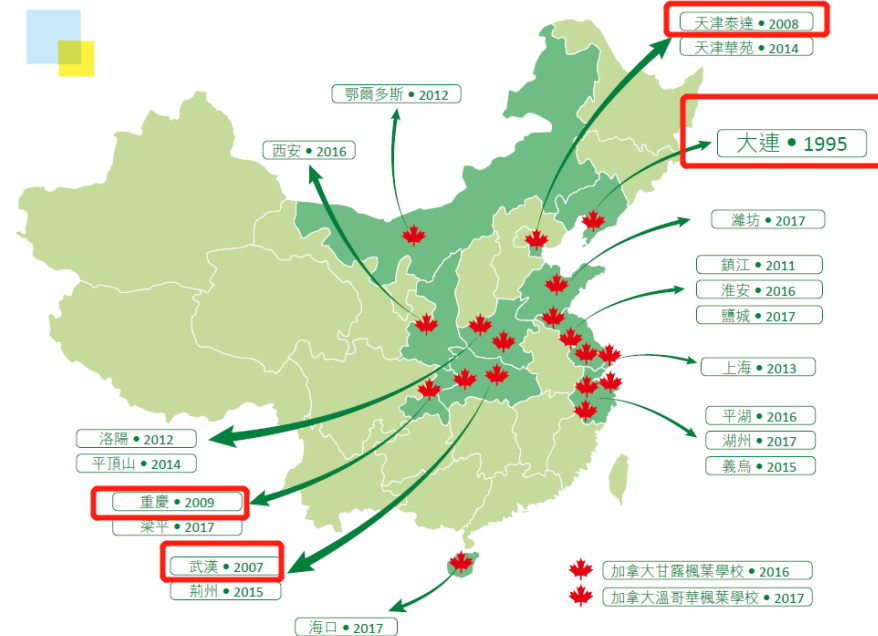
營運數據

	於以下學年終				
	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017
入讀學生總數	11,697	13,513	16,078	19,334	26,088
學校總數	28	33	40	46	60
估計可容納學生總人數	19,140	22,490	26,090	30,040	38,660
整體使用率	61.1%	60.1%	61.6%	64.4%	67.5%

入讀學生人數

	於學年終			
	2016/2017	佔總人數百分比(%)	2015/2016	佔總人數百分比(%)
高中	8,948	34.3	7,362	38.1
初中	5,282	20.2	4,023	20.8
小學	8,912	34.2	5,788	29.9
幼兒園	2,659	10.2	1,938	10.0
外籍人員子女學校	287	1.1	223	1.2
入讀學生總數	26,088	100	19,334	100

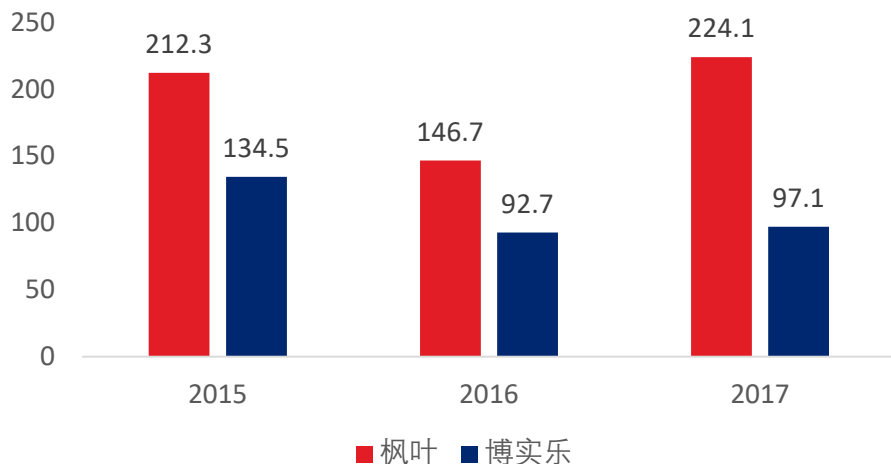
我們在中國的學校網絡



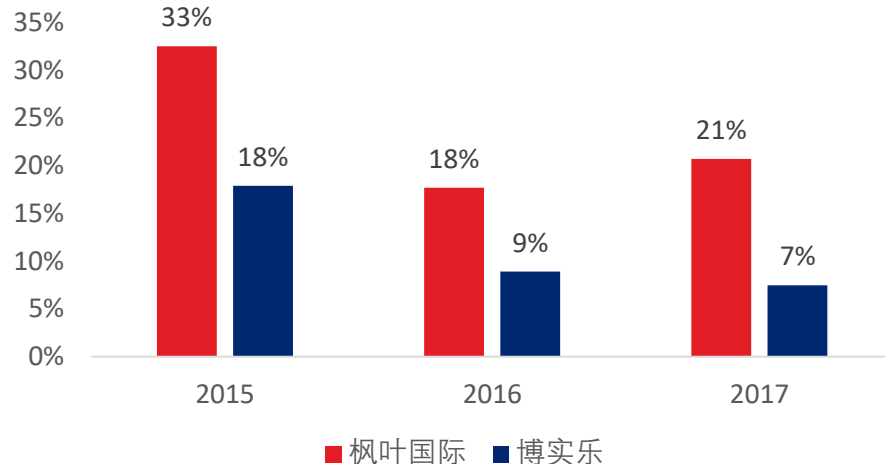
枫叶集团则在学校扩张、品牌树立方面要比枫叶有经验的的多。枫叶集团已有了快20年的扩张历史，特别是在重庆、武汉、天津开设的大型国际学校（超2,000人规模）为枫叶积累的十分宝贵的扩张经验。在这样基础上，枫叶得意不断复制其成功的学校扩张模式。在16-17年的过程中枫叶新开了14所学校（包括收购），由于每一个学校都能充分大量招生学校，最终导致枫叶的学生数量大涨，一个学年的时间就增加了约7,000人。

博实乐背靠大树好乘凉

资本支出



资本支出占收入比重



依仗着“家族企业”的优势，碧桂园集团免费为博实乐建学校。62所学校就只有1所学校需要给碧桂园集团交房租（土地和物业使用费用）。其他的所有学校博实乐不仅不需要支付任何的学校建设费用，连房租都不需要给碧桂园集团。同时在校的初始建设阶段，由于博实乐的学校发展困难。碧桂园集团还主动给予博实乐“补助”，碧桂园的业主上博实乐的学校会有一个价格折扣，而这个折扣是由碧桂园集团承担。大树底下好乘凉，一旦博实乐的扩张能得到确认，在碧桂园集团的帮助下能以几乎为零的成本大量开设新学校。博实乐的资本支出要比枫叶少得多，未来公司主业稳定后自由现金流占收入比要高于枫叶。

然而完全跟随碧桂园集团建学校也未必是一件好事。碧桂园的许多房地产项目，远离市区，业主购买房地产的主要目的是投资，或者给家里老人一个安静的养老房。实际有小孩的住户数量远不及在市区的小区，因此博实乐集团在学校选址上的被动也是招生慢的一个原因。

增长不够，收购来凑

	收购历史	备注
F2017Q3	加成博教 Shorelight	21%股权，大学申请辅导业务 加成博教子公司
F2018Q1	河北5个幼儿园， Foundation Global Education 上学帮	二季度并表，增加约40Mln的收入 75%股权，Topline 25Mln，大学辅导申请业务 51.7%股权，初创公司，2.6Mln Topline
2018-02-17 2018-05-14	增发1.9亿美元，100 Mln股 @\$ 19 加成博教	增发导致股票稀释8%，总股票数量从117增加到127 增持49%股权，估值14倍PE，收购价262.5Mln

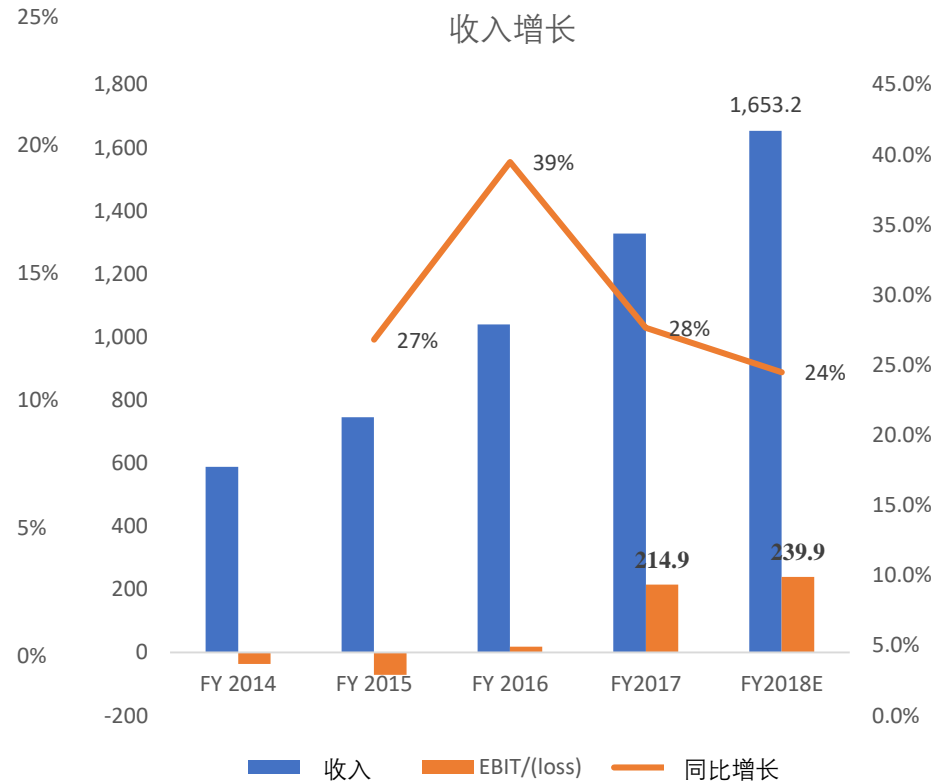
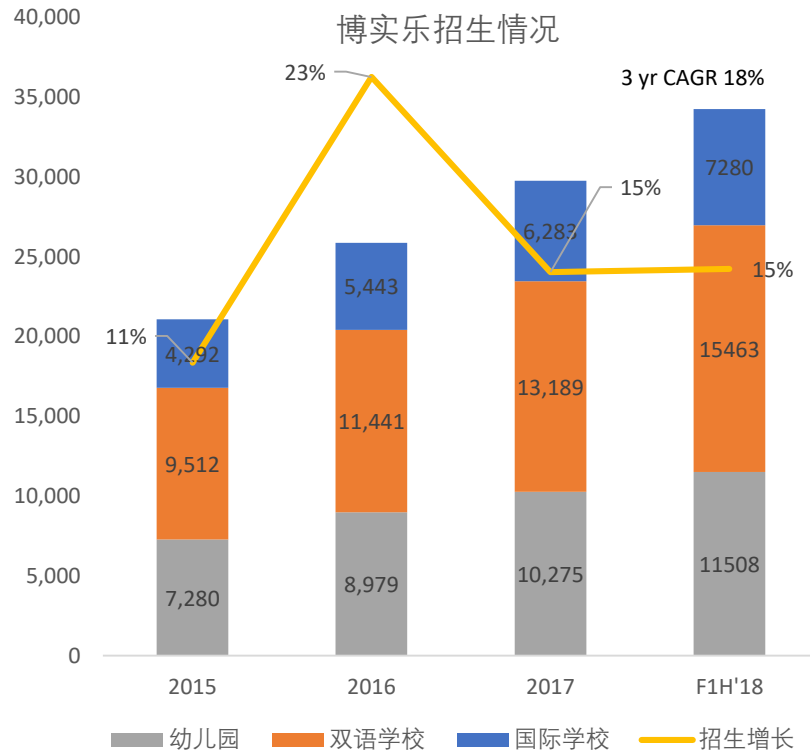
- ❖ 上市之后受资本市场的业绩压力大，为了弥补收入增长的缺陷开始不断收购新学校、公司来弥补公司的主营业务弱得问题。2018Q1收购了河北5个已经达到成熟期幼儿园，并与Q2并表。管理层没有具体披露并表之后对财报的影响，但是我们认为如果缺少了这一轮收购，Q2的核心业绩已经不及预期。
- ❖ 在主营业务国际学校、双语学校学生招生压力下博实乐开不断收购其他业务。通过其他业务面上的收入增速来弥补主营业务招生难的问题。但现在国内教育行业较热，所有的教育公司、学校估值都不便宜。公司在增发前账面已有超过5亿美元，学校生意模式又是一个现金流特别健康的商业模式，但博实乐依旧在今年2月份进行了增发。短期来看，博实乐利用二级市场高估值套现，然后回中国一级市场不断收购教育公司。再利用教育公司财务并表以保证Topline 收入的增长。



财务分析及预测



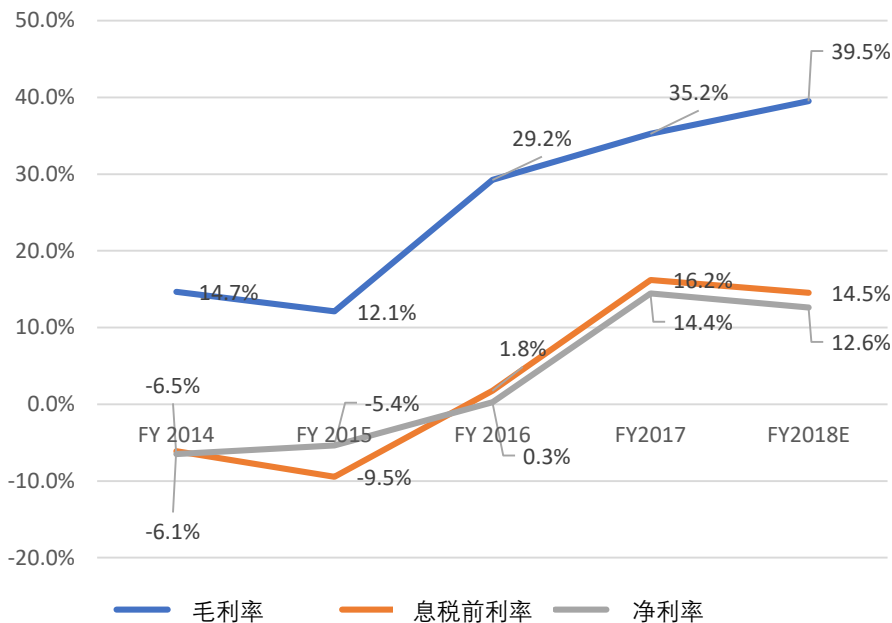
学生增速下降直接影响上层收入



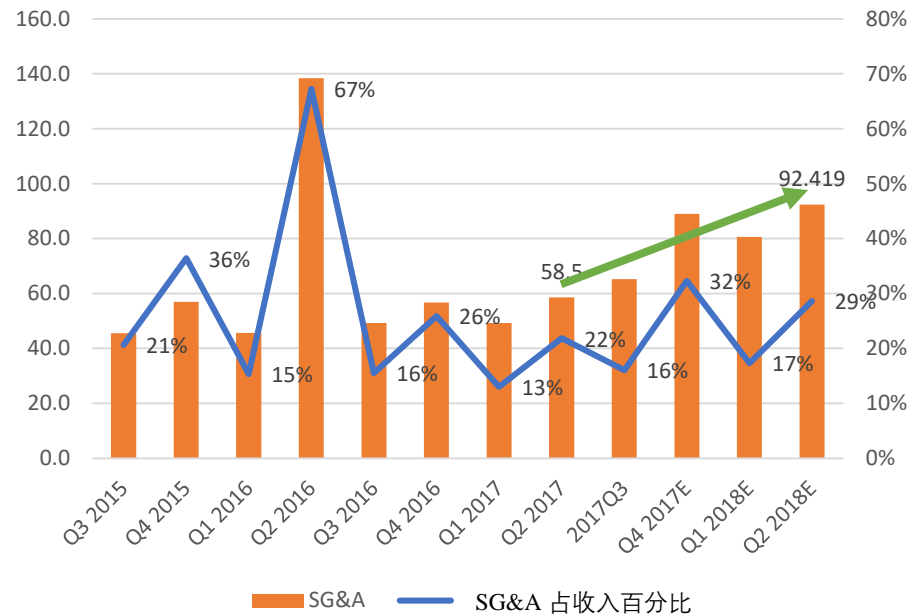
博实乐在18财年招生进度受阻，集团总体增速进一步下降至24%。此外18财年二季度收购了5家幼儿园并与今年二季度并表，预计增加了约4,000万的收入。去除收购导致的影响，FY18集团总体的增速在22%。

国际学校利用率提升，带动集团整体利润率上涨

利润率增长



销售及行政开支 SG&A



- 最近几年的毛利率大幅上升主要来自与高毛利率的国际学校利用率上涨。虽然国际学校收入占总收入约37%，但是17-18年一年内就为学校整体毛利率提高了5%。随着国际学校利用率的提升，19、20、21年相对应毛利能提升到45%、49%、53%。
- 近期SG&A费用率同比大涨，主要原因是**1) 上市后公司股票酬劳计划调整；2) 近期大量收购导致费用率上调**。管理层Q2电话会议上披露由收购导致的SG&A上涨的费用有约960万。结合最近博实乐的发展方向，以及在浙江卫视上开始冠名做广告。我们认为短期博实乐的费用率不会出现明显下降。

市场给予博实乐相对较高估值

公司名称	市值 (USD M)	LTM 净现金	LTM TEV/EBITDA	LTM TEV/EBIT	LTM P/E	预估 P/E	LTM EBIT Margin %	LYM EBIT, 1 Yr Growth %
好未来 (NYSE:TAL)	\$ 9,719	\$ 1,263	79x	92x	115x	67x	12%	55%
新东方 (NYSE:EDU)	16,212	2,518	43x	53x	57x	38x	12%	6%
枫叶 (SEHK:1317)	2,745	210	32x	36x	34x	29x	36%	46%
宇华教育 (SEHK:6169)	2,454	143	31x	38x	40x	28x	42%	18%
成实外 (SEHK:1565)	2,008	(96)	31x	37x	43x	33x	39%	15%
睿见教育 (SEHK:6068)	1,823	(187)	35x	43x	50x	32x	28%	13%
瑞思 (NasdaqGM:REDU)	870	68	60x	138x	NM	27x	4%	-47%
红黄蓝 (NYSE:RYB)	663	163	53x	165x	178x	-	2%	-44%
博实乐 (NYSE:BEDU)	2,209	293	37x	49x	60x	43x	17%	43%
平均	5,812	510	45x	75x	74x	36x	22%	8%
K12 平均	2,257	18	32x	39x	42x	30x	36%	23%

- 博实乐目前相对估值高于K12行业平均水平。相对于其他更加成熟的对标公司，博实乐息税前利率略低。
- 高估值建立在博实乐的息EBIT margin能快速增长至行业平均水平。未来3年我们预测平均每年EBIT margin 能提升600个基点，主要原因是来自于国际学校利用率的提升。目前国际学校毛利在40%左右，2021年预计国际学校毛利能提高到60%-70%的水平。

DCF绝对估值给与目标价 \$18

Assumptions	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018E	FY 2019E	FY 2020E	FY 2021E	FY 2022E
Average # students	18,913	21,084	25,863	30,343	34360	40058.0	44950	50584	56946
Growth		11%	23%	17%	13%	17%	13%	13%	13%
Average tuition	30,932	35,220	38,814	41,288	43,878	47,483	51,132	55,002	58,058
Growth		14%	10%	6%	6%	8%	8%	8%	6%

	2018E	2019E	2020E
Viper Revenue	1,653	2,084	2,562
Street Revenue	1651	2183	2681
Viper EBIT	240	521	802
Street EBIT	352	523	647
Viper FCF	209	453	698
Street FCF	339	537	711

		TGR					
		2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
WACC	9.5%	19.0	20.3	21.7	23.4	25.4	27.9
	10.0%	17.7	18.8	20.0	21.4	23.1	25.1
	10.5%	16.6	17.5	18.5	19.7	21.1	22.8
	11.0%	15.6	16.4	17.3	18.3	19.5	20.8
	11.5%	14.7	15.4	16.2	17.1	18.1	19.2
	12.0%	13.9	14.5	15.2	16.0	16.8	17.8

根据我们的DCF模型，我们给予博实乐\$18的目标价，基于11%的WACC和4%的长期增值率。

总结

- ❖ 长期来看，博实乐是一个长期增长的好故事，但是目前的博实乐还未做好大幅扩张的准备。博实乐所处的中国学历制教育是一个高利润率、现金流优势、需求不断增长的行业。与碧桂园集团的“地产+教育”合作大幅提高了博实乐的扩张潜力，再加上碧桂园集团直接不收取博实乐学校建设、使用费用，使得博实乐在现金流上要比其他任何学校集团都要强。
- ❖ 看似碧桂园教育集团从94年就开了第一家学校，但是碧桂园教育集团（博实乐前身）在决定上市之前一直都是一盘散沙的状态。各个学校独立运营，没有一个整体的招生扩张“指挥部”。整个集团实际只有2-3年的运作经验，在学校扩张、招生上管理层的经验还不丰富。在公司扩张难的现实面前，作为上市公司不得不利用收购来保证上层收入的增长。这样的扩张方式会导致行政管理费用一直居高不下。另外公司还在不断的打品牌，通过电视节目、当地宣传等大力宣传新成立的博实乐集团，销售费用率在短期也不会出现明显下降。综合SG&A费率在未来2-3年难有大幅下降。
- ❖ 博实乐注重的精英国际教育，学费偏高，质量也更高。但是本土精英留学市场是否饱和还有待考证。博实乐国际学校的发展方向都是在准一线城市城郊开设，但是每一个准一线城市早已有了当地成熟的国际留学学校。学校的品牌有较强的地区性。博实乐的生源来源需要和当地成熟的国际留学学校抢来生源都不是一件容易的事。短期来看博实乐已有国际学校的招生，或者是博实乐新开学校的招生都难以短期出现一个大幅提升。
- ❖ 在国际学校受阻情况下，博实乐最好的出路是利用碧桂园地产发展最容易扩张的幼儿园。但是幼儿园业务的利润率达不到市场所预期的国际学校的利润率。当市场发现博实乐仅仅是一个披着国际学校的皮来发展幼儿园业务实质后有估值下调的风险。
- ❖ 综上，博实乐虽然未来的机会很大根据目前公司还未具备长期稳定增长的管理经验，因此我们不建议投资买入，综合评价HOLD。

P&L Forecasts

Income Statement(RMB, Thousand)	FY2017	FY2018E	FY2019E	FY2020E	FY2021E
Revenue	1,328	1,653	2,084	2,562	3,141
Cost of sales	860	1,000	1,146	1,299	1,470
Gross profit	468	653	938	1,264	1,671
Selling, general and administrative expenses	-262	-413	-417	-461	-471
Depreciation and amortization	-75	-99	-125	-154	-188
Operating income	240	521	802	1,200	1,298
Income tax expense	-41	-43	-94	-144	-216
Tax rate	-19%	-18%	-18%	-18%	-18%
Net income	192	197	427	658	984
Earnings per share	1.6	1.5	3.2	4.9	7.2
Weighted average number of shares	117	130	132	135	137
Other Data:					
EDITDA	157	141	396	649	1,012
Cash Flow					
Operation Cash Flow	628	833	1,051	1,319	1,632
Capex	-165	-208	-256	-314	-379
FCF	463	625	794	1,005	1,252
<i><u>Margin Analysis</u></i>					
COGS	64.8%	60.5%	55.0%	50.7%	46.8%
SG&A	-19.7%	-25.0%	-20.0%	-18.0%	-15.0%
GPM	35.2%	39.5%	45.0%	49.3%	53.2%
OPM	18.1%	31.5%	38.5%	46.8%	41.3%
NPM	14.4%	11.9%	20.5%	25.7%	31.3%
<i><u>YoY</u></i>					
Net revenues	27.7%	24.5%	26.0%	23.0%	22.6%
Cost of revenues	16.8%	16.3%	14.6%	13.3%	13.2%
Gross profit	53.9%	39.6%	43.6%	34.8%	32.3%
SG&A	-9.7%	57.8%	0.8%	10.7%	2.2%
Operation profit	1074.0%	11.6%	117.2%	54.0%	49.6%
Net Income	6477.8%	2.6%	117.2%	54.0%	49.6%

免责声明

- **Analyst Certification**

The research analysts and data specialists primarily responsible for this report attest that their views expressed accurately reflect their personal views and that no part of their compensation was, is, or will be related to any specific recommendations or views in this research report.

- **Investment Recommendation Related Risk Factors**

Investment risks associated with the recommendations and views herein include, but are not limited to, a company's failure to achieve Viper Research earnings and revenue estimates; unforeseen global and domestic macroeconomic and/or industry events that affect demand for a company's products or services; changes in investor sentiment regarding the specific company or industry; intense and rapidly changing competitive pressures; the continuing development of industry standards; the company's ability to recruit and retain competent personnel; and adverse market conditions.

- **Other Important Disclosures** Viper Research is an equity research group registered at University of Toronto. Viper Research is not registered with any securities regulatory bodies. Viper Research is not a market maker in any securities mentioned in this report, and is not involved in IPOs, M&As, fund management businesses. Viper Research's compliance policy prohibits its research analysts from owning any positions in stocks under coverage. Viper Research and its affiliated entities may use its working capital to trade equities not covered by Viper Research. Viper Research defines a stock under coverage when Thomson First Call has included our earnings estimates. Currently, Viper Research covers the following names: NVDA, GOOS, HTHT, and BEDU.

- The opinions, forecasts and recommendations contained in this report are those of the analyst(s) preparing the report and are based upon information available to such analyst(s) as of the date of the report. Such information is from sources believed to be accurate and reliable, but their completeness and/or accuracy is neither implied nor guaranteed.
- Hyperlinks provided in the report are for your convenience. Content at the hyperlinks is not endorsed or approved by Viper Research. The opinions and recommendations expressed herein are subject to change without notice. Viper Research has no obligation to continue to provide this research coverage and no such obligation is implied or guaranteed.
- Past performance should not be taken as an indication or guarantee of future results. Use of Viper Research's research is at your own risk. In no event should Viper Research be liable for any direct or indirect trading losses caused by any information or views in this report.
- This report is prepared by Viper Research. It is solely intended for the use of Viper Research's institutional clients and qualified prospective customers, and not for the general investing public. This report does not serve as an offer or a solicitation for the purchase or sale of any financial instrument. Unauthorized redistribution of this report, by any means, represents a violation of copyright laws and could result in legal action and the suspension of the intended recipient's privileges. If you have any questions regarding this transmission please contact viperresearch.adm@gmail.com.

关于我们

Viper Research从公司基本面、行业发展、竞争力、财务报告、估值水平等多个方面研究美国上市公司。为广大中国美股投资者提供客观、准确、全面的研究分析。如果您认可我们的报告和能力，欢迎订阅我们的公众号 [viperresearch](#)。

若想与作者联系，添加微信 [saglash](#) 并注明是 Viper Research 读者。

机构投资者或商业合作请邮件发送邮件到 viperresearch.adm@gmail.com

感谢您的阅读！我们期待您的建议与看法。

VIPER
RESEARCH 

