

好未来 (TAL.US)

证券研究报告

2020年01月22日

线下快速扩张，线上占比持续提升

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

财务情况:

FY20Q3:

-净收入 8.62 亿美元, +47.2%YOY;

-营业利润为 0.78 亿美元, +9.9%YOY, 营业利润率 9.04%;

-Non-GAAP 营业利润为 1.08 亿美元, +16.4% YOY, Non-GAAP 营业利润率 12.55%;

-归母净利 0.28 亿美元, -77.22%YOY, 归母净利率为 3.27%; Non-GAAP 归母净利 0.58 亿美元, -60.0%YOY, Non-GAAP 归母净利率 6.76%。

本次财报亮点包括:

培优线下加速开店。 FY20Q3 净增加 36 个线下学习中心, 其中 34 个培优小班中心, 7 家一对一学习中心, 关闭励步和摩比共 5 家。FY20Q4 已开店 76 家, 几乎为前三个季度总和。

学而思网校保持高增长, 收入占比提升。 FY20Q3 xueersi.com 收入+82%YoY (美元), +86%YoY (人民币)。正常定价长期招生人数同比增长 107%至大约 89 万人次。在线课程在本季度总收入中占 18%, 在正常定价的长期课程招生中占 38%。

流感是风险也是机遇, 公司有望从竞争对手处获得更多市场份额。 公司拥有培优在线和学而思网校两大业务。公司在学而思培优线下的 70 个城市中有 30 个城市均配置培优在线课程, 提供与线下一样的课程, 能较好应对必要时学生从线下到线上转移。在其他城市, 公司拥有构建培优在线系统的能力, 需要时间和投入。竞争对手线下门店未配备与线下内容一致的线上课程, 学而思培优在线或可获取竞争对手的学生。

高管变动: 白云峰担任董事会主席, 张邦鑫继续担任 CEO, 平衡公司在治理方面的权利, 使 CEO 更加集中于策略执行和建立企业文化。

维持盈利预测, 给予买入评级, 四大利器带动好未来驶入发展快车道, 第一、产品与服务实现标准化, 低成本实现高品质价值交付, 尽享标准化教研红利, 支撑其稳步裂变; 第二、自建信息服务网络和口碑建设, 实现低成本招生; 获取新客户, 好未来通过网络先行获取流量, 建立小班吸纳优质生源, 打造口碑, 再复制标准化教学体系在当地迅速扩张; 巩固老客户, 通过提升服务质量增长老客户续班率; 第三、经营扩张稳健可持续, 暑期促销+双师课堂, 拓展二三线城市稳扎稳打城市扩张; 第四、投资布局具有前瞻性, 攻防均可, 幼儿教育/K12/外语/国外前沿教育科技四各方向丰富产品线条。我们预计好未来 FY20-21 年净利分别为 34 亿人民币、46 亿人民币, 对应 PE 分别为 62x、45x。

风险提示: 线下开店速度不达预期, 学而思网校盈利提升进度不达预期



本次财报亮点包括：

培优线下加速开店。 FY20Q3 净增加 36 个线下学习中心，其中 34 个培优小班中心，7 家一对一学习中心，关闭励步和摩比共 5 家。FY20Q4 已开店 76 家，几乎为前三个季度总和。

学而思网校保持高增长，收入占比提升。FY20Q3 xueersi.com 收入+82%YoY(美元)，+86%YoY(人民币)。正常定价长期招生人数同比增长 107%至大约 89 万人次。在线课程在本季度总收入中占 18%，在正常定价的长期课程招生中占 38%。

流感是风险也是机遇，公司有望从竞争对手处获得更多市场份额。 公司拥有培优在线和学而思网校两大业务。公司在学而思培优线下的 70 个城市中有 30 个城市均配置培优在线课程，提供与线下一样的课程，能较好应对必要时学生从线下到线上转移。在其他城市，公司拥有构建培优在线系统的能力，需要时间和投入。竞争对手线下门店未配备与线下内容一致的线上课程，学而思培优在线或可获取竞争对手的学生。

高管变动： 白云峰担任董事会主席，张邦鑫继续担任 CEO，平衡公司在治理方面的权利，使 CEO 更加集中于策略执行和建立企业文化。

1 月 21 日，好未来披露 FY20Q3 季报（2019.9.1-2019.11.30）**1、财务情况：****FY20Q3：**

- 净收入 8.62 亿美元，+47.2%YOY；
- 营业利润为 0.78 亿美元，+9.9%YOY，营业利润率 9.04%；
- Non-GAAP 营业利润为 1.08 亿美元，+16.4% YOY，Non-GAAP 营业利润率 12.55%；
- 归母净利 0.28 亿美元，-77.22%YOY，归母净利率为 3.27%；Non-GAAP 归母净利 0.58 亿美元，-60.0%YOY，Non-GAAP 归母净利率 6.76%；

FY20M9：

- 净收入 25.02 亿美元，+36.2%YOY；
- 营业利润为 2.05 亿美元，-9.5%YOY，营业利润率 8.2%；
- Non-GAAP 营业利润为 2.90 亿美元，+3.0% YOY，Non-GAAP 营业利润率 11.61%；
- 归母净利 650 万美元，-97.57%YOY，归母净利率为 25.98%；Non-GAAP 归母净利 0.92 亿美元，-71.6%YOY，Non-GAAP 归母净利率 3.66%；

表 1：好未来 FY20Q3 和 FY20M9 各项财务指标

	FY20Q3 (亿美元)	YoY (%)	FY20M9 (亿美元)	YoY (%)
Net revenues	8.62	+47.2%	25.02	36.2%
Operating income	0.78	+9.9%	2.05	-9.5%
OP margin	9.04%		8.2%	
Non-GAAP operating income	1.08	+16.4%	2.90	+3.0%
Non-GAAP margin	12.55%		11.61%	
Net income attributable to TAL	0.28	-77.22%	0.07	-97.57%
Non-GAAP net income attributable to TAL	0.58	-60.0%	0.92	-71.6%
Non-GAAP net margin	6.76%		3.66%	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 1: FY20Q3 净收入 8.62 亿美元, +47.2%YOY



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

由于好未来其他收入 (other income) 及减值损失 (Impairment loss on long-term investments) 波动较大, 我们将其从归母净利及 NonGAAP 归母净利中剔除后增速如下表。

图 2: 剔除其他收入、减值损失后的净利增速

TAL				
US\$ thousands		FY20Q3	FY19Q3	YoY
A	Net Revenues	862357.0	585991.0	47.16%
B	Gross profit	477235.0	318358.0	49.91%
C	Income from Operations	78,036	70,996	9.92%
D	Other Income	-3,732	98,690	-103.78%
E	Impairment loss on long-term investments	-46,408	-41,131	12.83%
F	Net Income Attributable to TAL Education	28,177	123,834	-77.25%
G	Non-GAAP net income attributable to TAL	58,316	145,769	-59.99%
F-D+E		-14,499	-15,987	-9.31%
G-D+E		15,640	5,948	162.95%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

FY20Q3 毛利率同比增长 1.01pct, FY20Q3 好未来毛利 4.77 亿美元, 同比增长 49.9%, 毛利率 55.34%, 较 FY19Q2 的 54.33% 同比增长 1.01pct; 营业利润 0.79 亿美元, 同比增加 9.9%。

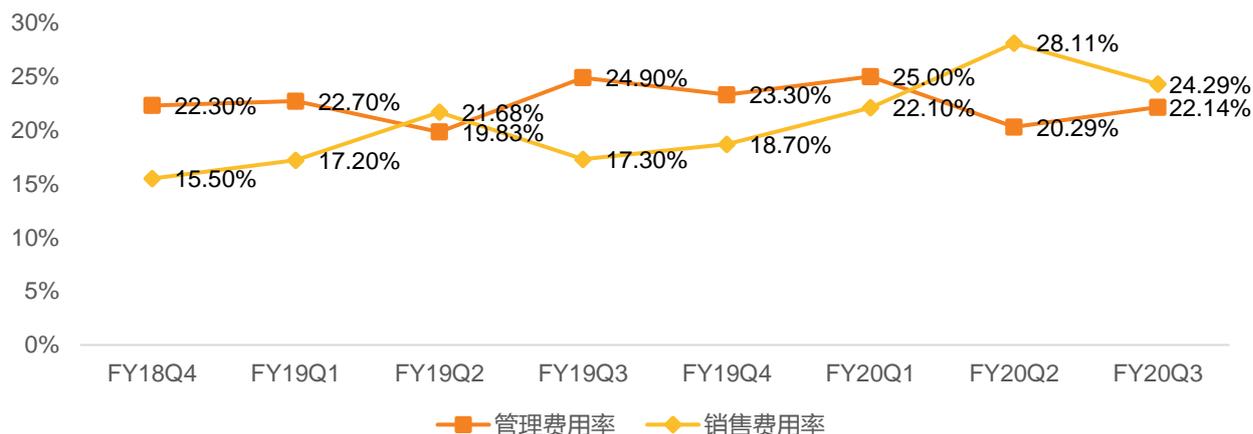
营业成本及费用 7.86 亿美元, 同比增长 52.4%; Non-GAAP 营业成本及费用 7.55 亿美元, 同比增长 53.1%。具体来看:

营业成本同比增长 43.9% 至 3.85 亿美元, 主要系教师薪酬、租赁成本和学习材料的增长所致。Non-GAAP 营业成本同比增长 43.9% 至 3.85 亿美元。

FY20Q3 销售费用同比增长 87.9% 至 1.91 亿美元, 销售费用率为 24.29%, 同比增加 6.99pct。Non-GAAP 销售费用同比增长 89.2% 至 1.86 亿美元。主要是由于进行更多市场推广活动用于扩大客户基础和品牌提升以及销售人员薪酬上升, 以支持更多项目和服务。

FY20Q3 管理费用同比增长 43.3% 至 2.10 亿美元, 管理费用率为 22.14%, 同比下降 2.76pct。Non-GAAP 管理费用同比增长 44.5% 至 1.84 亿美元。主要由于管理人员人数较去年同期增长以及管理人员薪酬增长。

图 3：线上营销带动销售费用率提升，净利率承压



资料来源：公司公告，天风证券研究所

营业利润同比增加 9.9%至 0.78 亿美元；Non-GAAP 营业利润同比增加 16.4%至 1.08 亿美元。

所得税支出 1660 万美元，而 FY19Q3 为 1040 万美元。

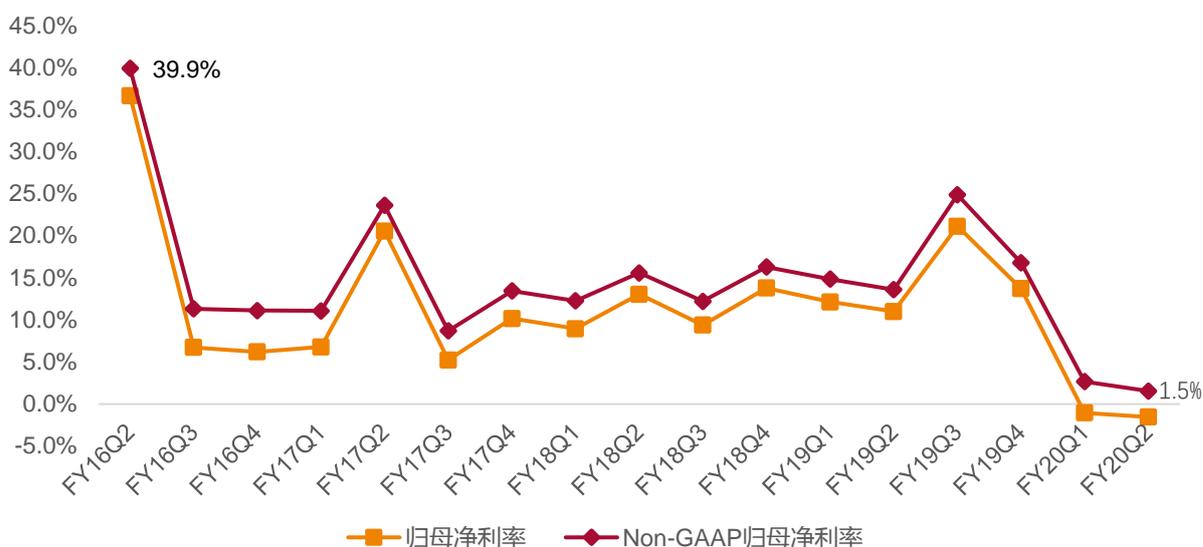
归母净利润同比减少 77.22%至亏 0.28 亿美元；Non-GAAP 归母净利润同比减少 60%至 0.58 亿美元。

图 4：FY20Q3 好未来 Non-GAAP 归母净利润为 5831.6 万美元，-60%YOY



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：FY20Q2 好未来 Non-GAAP 归母净利率 1.5%



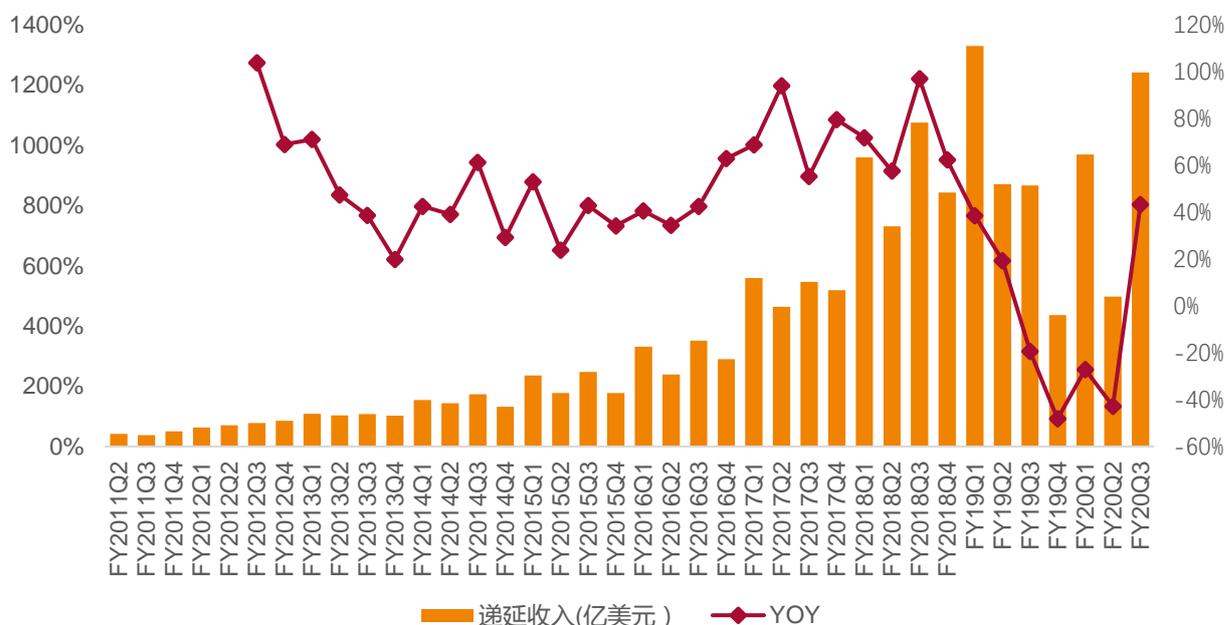
资料来源：公司公告，天风证券研究所

资本支出 4010 万美元，比 FY19Q3 的 7300 万美元减少 3290 万美元。

递延收入 12.41 亿美元，同比增长 43.3%，递延收入主要是学而思培优的预收学费，和其他业务的递延收入。

截至 2019 年 11 月 30 日，公司拥有现金及等价物 23.57 亿美元，短期投资 3.72 亿美元。

图 6：FY20Q3 递延收入 12.41 亿美元，同比增长 43.3%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

收入结构，在线业务收入占比提升。

FY20Q3 xueersi.com (其中学而思网校成立于 2010 年，直播课程开始于 FY17Q2) 收入 +82%YoY (美元)，+86%YoY (人民币)。正常定价长期招生人数同比增长 107%至大约

890000 人次。在线课程在本季度总收入中占 18%，在正常定价的长期课程招生中占 38%。Q3 增长主要是因为季节性营销，市场营销的努力，之前季度的续报和在线教育增长的需求。

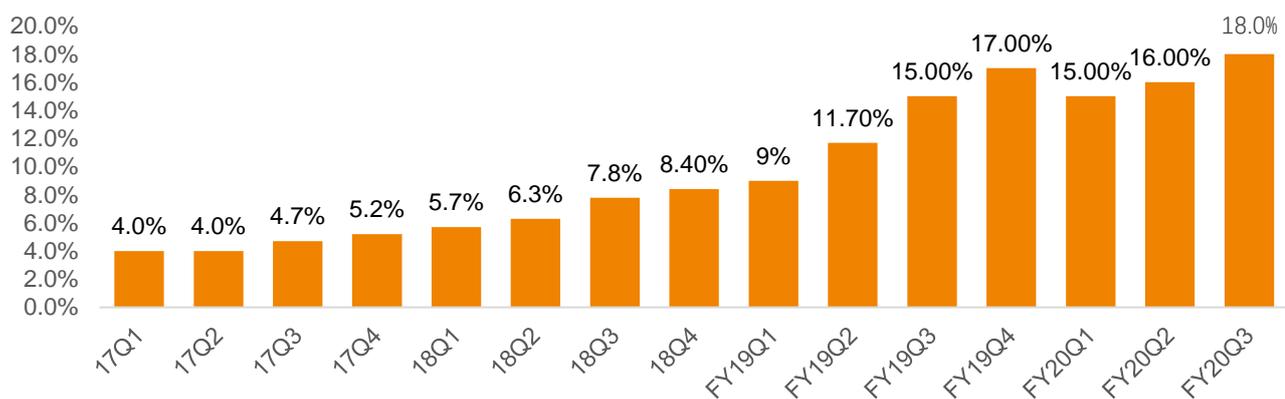
图 7: FY20Q3 在线课程贡献总营收 18%，在线课程贡献学员 38%。



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8: 在线课程在本季度总收入中占 18%，在正常定价的长期课程招生中占 38%

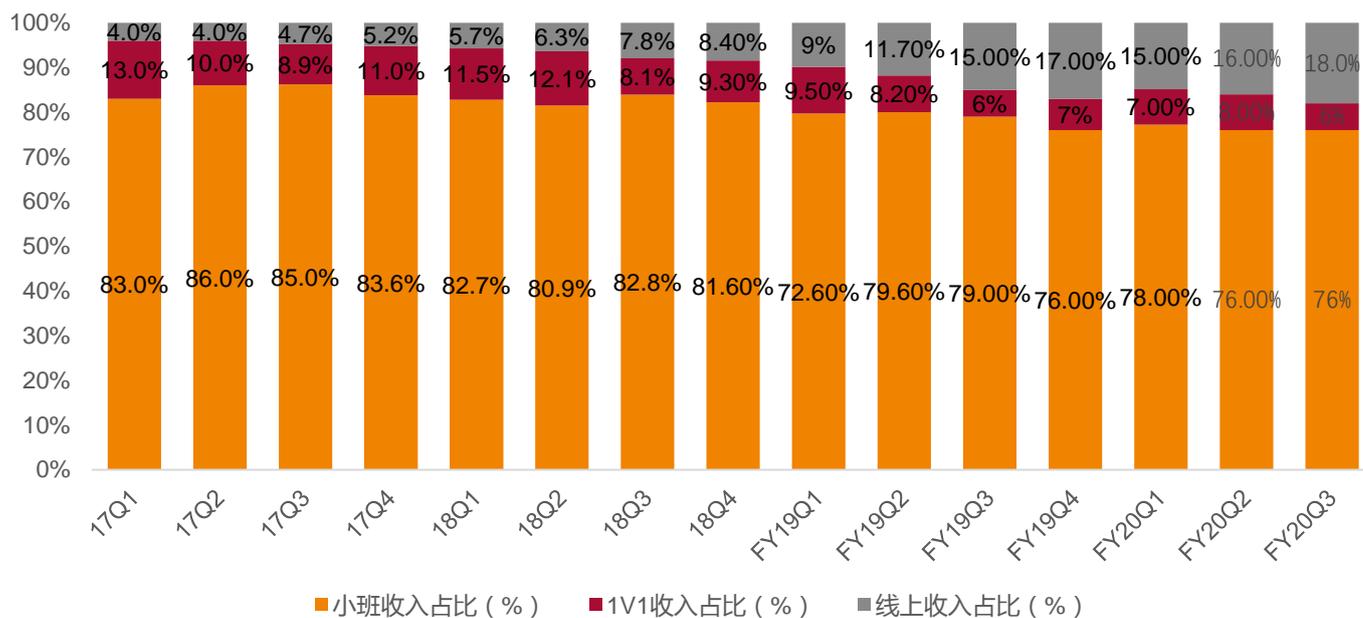
线上占总收入比重



资料来源：公司公告，天风证券研究所

FY20Q3 培优小班以美元计+36%YoY，以人民币计+40%YoY，学员+61%YoY；智康 1v1 收入以美元计增长 48%，以人民币计同比增长 62%，占比收入 6%。FY20Q3 核心小班业务（包含培优小班，励步，摩比）占总收入 76%。

图 9：学而思在线 Q3 收入同比增长 82%（以美元计），正常定价长期招生人数同比增长 107%



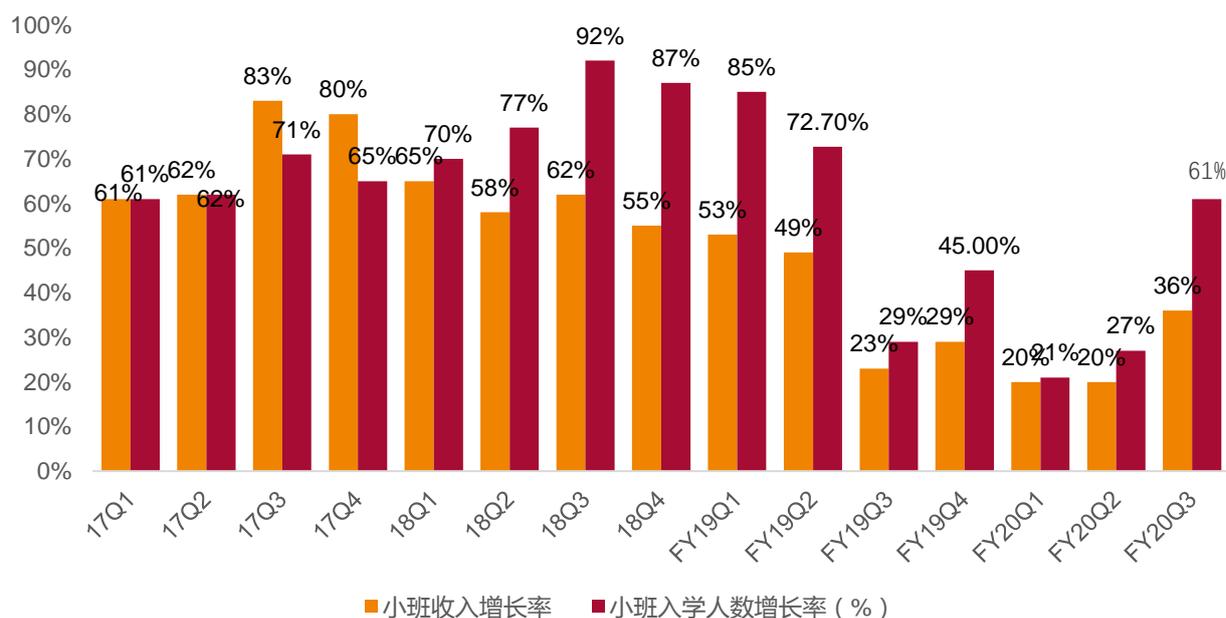
资料来源：公司公告，天风证券研究所

学而思培优小班占收入 61%，而去年同期为 65%。学而思培优收入贡献较低主要是由于学而思网校在线课程的增长较快，占本季度总收入的 18%，而去年同期为 16%。

培优线下小班收入以美元计+27%，以人民币计+30%，线下常规定价的长期课程入学率同比增长 32%。

培优在线是培优线下的补充，在超过 30 个主要城市布局。FY20Q3 培优在线占培优小班收入 11%左右，占常规定价的长期课程学员 18%。这一增长率反映培优线下/在线课程稳定增长。目前，学而思提供学生培优在线课程，并提供补充服务。学而思培优在线提供定期和短期课程以及其他推广课程。

图 10：核心小班业务收入增速及人数增速



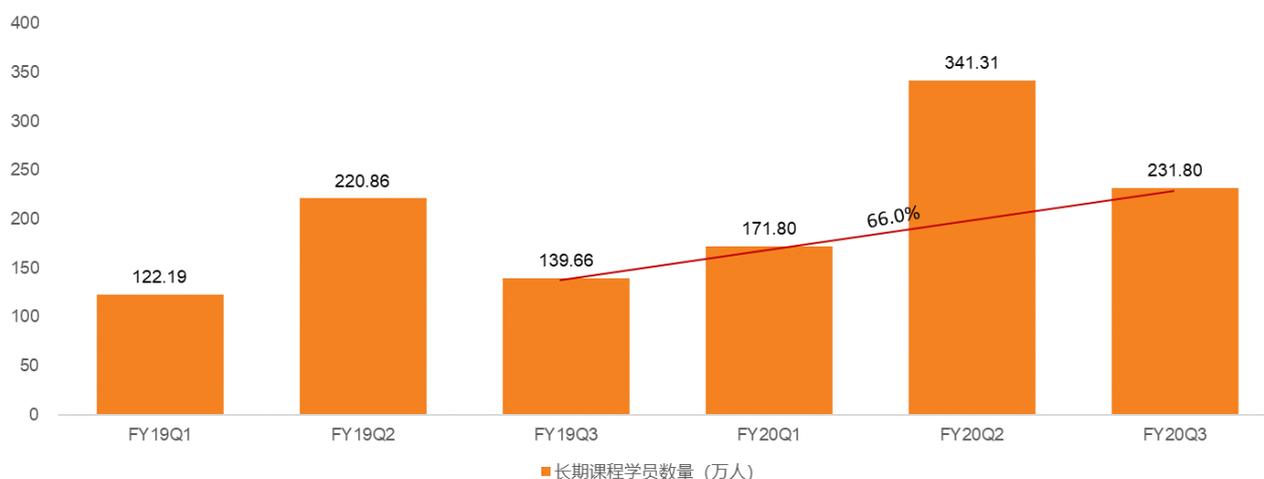
资料来源：公司公告，天风证券研究所

分地区收入看，TOP5 收入增速 32%（美元计），占比 57%。学而思小班业务除北上广深和南京 5 大城市之外的其他城市收入同比增长 42%（美元计），占学而思小班业务收入 43%。

2、经营情况：

-FY20Q3 正常价格长期学员 231.80 万人次，+66.0%YoY。

图 11：FY20Q3 正常价格长期学员 231.80 万人次，+66.0%YoY

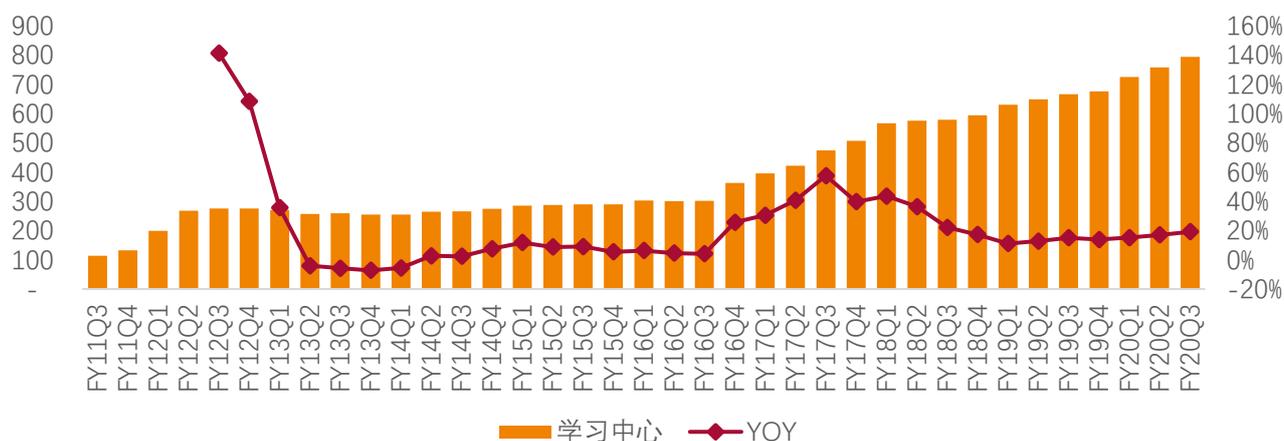


资料来源：公司公告，天风证券研究所

-FY20Q3 净增加 36 个线下学习中心，其中 34 个培优小班中心，7 家一对一学习中心，关闭励步和摩比共 5 家。

-截至 2019/11/30，好未来共有网点 794 家（其中培优小班 575 家，新合并的摩比和励步小班共 98 家，智康一对一 121 家），共在 70 个城市开设网点，69 家在中国，1 家在美国。

图 12：截至 2019/11/30，好未来共有网点 794 家



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，四大利器带动好未来驶入发展快车道，第一、产品与服务实现标准化，低成本实现高品质价值交付，尽享标准化教研红利，支撑其稳步裂变；第二、自建信息服务网络和口碑建设，实现低成本招生；获取新客户，好未来通过网络先行获取流量，建立小班吸纳优质生源，打造口碑，再复制标准化教学体系在当地迅速扩张；巩固老客户，通过提升服务质量增长老客户续班率；第三、经营扩张稳健可持续，暑期促销+双师课堂，拓展二三线城市稳扎稳打城市扩张；第四、投资布局具有前瞻性，攻防均可，幼儿教育/K12/外语/国外前沿教育科技四各方向丰富产品线条。我们预计好未来FY20-21年净利分别为34亿人民币、46亿人民币，对应PE分别为62x、45x。

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com