

好未来 (TAL.N) 2019财年Q2业绩点评

营销投入增加，在线业务高速增长

2018年10月26日

【投资要点】

- ◆ FY19Q2, 好未来收入 YOY+53.5% 达到 7.0 亿美元, 经营利润 YOY+18.4% 达到 8089 万美元, 归母净利润 YOY+23.8% 达到 7699 万美元, Non-GAAP 归母净利润 YOY+33.8% 达到 9509 万美元, **业绩整体符合预期**。FY19Q2, 报名学生人次 YOY+120.2% 达到 493.7 万。管理层指引, FY19Q3 收入增幅在 30%-32% 之间 (美元计), 或 35% 到 37% 之间 (人民币计), 指引放缓部分受到排课影响。
- ◆ **小班业务稳健, 在线爆发增长**。FY19Q2, 小班 (培优+Mobby+励步) 贡献总收入的 79.6%, 达到 5.6 亿元, YOY+51%, 其中培优 (包含线上和线下) 贡献收入 70.5%, YOY+49%, 公司已进入的城市仍在快速成长, 本季度前五大城市收入 YOY+42.7%, 贡献培优 55.9% 的收入, 占比较去年同期略有下降。1V1 (包括咨询), 贡献收入 8.2%, YOY+4.1%。在线业务表现亮眼, 贡献 11.7% 的收入, 去年同期仅为 6.3%, xueersi.com 收入 YOY+184.2%, 该业务增长主要为报名人次所驱动, 本季度报名人次同比增长 223% 达到约 240 万人。
- ◆ **扩张放缓, 线下课程利润率提升**。FY19Q2, 好未来净新增 18 个教学点, 包括培优小班 83 个教室, 教室数量 YOY+13%, 增速达到历史低值。伴随扩张的放缓, 公司毛利率提升显著, FY19Q2 公司毛利达到 52.90%, 同比增加 6.65pct, 管理层预计, **未来线下业务利润率改善的趋势将会持续**。
- ◆ **在线业务增加投入, 全年收入高增长持续**。FY19Q2 在线报名人次达到 240 万, 其中正常课程 50 万, 同比增加超过 200%; 针对入口年级的 50 元体验课报名人次 1000 万, 去年同期基本为 0; 其他短期课程报名人次 54 万, 同比增加 40% 以上; 在线学生留存情况好于行业, 但较集团线下业务仍有差距。管理层预计, 未来两个季度在线收入增速或保持在 180% 左右。好未来为推动在线业务的增长, 本财年开始进行更多品牌营销及市场推广活动, 期内销售费用 YOY+159.4% 达到 1.51 亿美元, 销售费用率同比增加 8.84pct 达到 21.68%。**未来, 集团将持续推广在线部分, 我们预计, 销售费用率相较本期或有下降**。
- ◆ 好未来管理层宣布**回购计划**, 未来一年回购至多 1 亿美元对应的股份, 以示管理层对公司的长期发展充满信心。



挖掘价值 投资成长

增持 (维持)

东方财富证券研究所

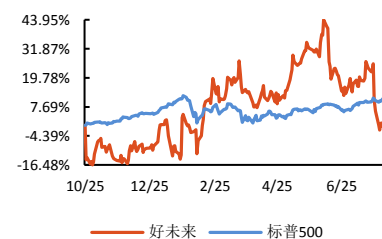
证券分析师: 何玮

证书编号: S1160517110001

联系人: 宋璿

电话: 021-23586480

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万美元)	6576.75
流通市值 (百万美元)	4122.81
52 周最高/最低 (美元)	47.63/25.60
52 周最高/最低 (PE)	46.45/23.48
52 周最高/最低 (PB)	8.39/2.87
52 周涨幅 (%)	6.53
52 周换手率 (%)	881.90

相关研究

《扩张指引低于预期, 关注政策风险敞口》

2018.07.27

《利用线上课程获得更大市场份额》

2018.01.29

《好未来 FY18Q1 业绩点评: 全年容量增加 30%-50%, 利润率预期持平》

2017.07.28

【投资建议】

- ◆ 基于以上判断，我们看好公司长期发展，公司线下扩张增速的放缓带来单
体教学点创收及盈利能力的提升，营销广告的投放带来线上业务稳健高速
增长；此外，仍需要密切关注政策及监管趋势及对线下业务的影响。我们
维持好未来盈利预测，预期 FY19/FY20/FY21 归母净利润 2.61/3.41/4.18
亿美元，对应每 ADS 收益 0.46/0.60/0.74 美元，我们维持好未来“增持”
评级。

盈利预测

项目\年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万美元)	1,715.02	2,586.39	3,277.22	3,981.74
增长率 (%)	64.42%	50.81%	26.71%	21.50%
EBITDA (百万美元)	322.85	368.31	450.77	539.35
归母净利润 (百万美元)	198.44	261.24	340.96	418.22
增长率 (%)	69.78%	31.65%	30.51%	22.66%
EPS (美元/ADS)	0.35	0.46	0.60	0.74
市盈率 (P/E)	74.27	56.42	43.23	35.24
市净率 (P/B)	8.98	7.33	6.27	6.00
EV/EBITDA	41.69	35.69	28.34	22.34

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ K12课外辅导招生不及预期
- ◆ 地方限制奥数等培训课程
- ◆ 线上课程受到监管影响，营销费用超预期

利润表 (百万美元)

项目\年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,715.02	2,586.39	3,277.22	3,981.74
营业成本	882.32	1,263.59	1,602.46	1,944.31
毛利	832.70	1,322.80	1,674.76	2,037.42
其他收入	4.65	6.58	2.00	2.00
销售及分销成本	242.10	472.31	597.34	725.83
行政开支	386.29	570.22	705.37	855.73
其他开支合计	-17.41	-8.69	0.00	0.00
资产重估盈余或减值	0.00	0.00	0.00	0.00
应占联营或合营公司溢利	0.00	0.00	0.00	0.00
财务成本	-16.64	27.41	52.26	65.77
影响税前利润的其他项目	0.00	0.00	0.00	1.00
利润总额	246.99	329.79	426.31	523.64
所得税	-44.65	-67.82	-87.75	-107.82
影响净利润的其他项目	0.00	0.00	0.00	1.00
净利润	194.66	258.92	338.56	415.82
本公司拥有人应占净利润	198.44	261.24	340.96	418.22
非控股权益应占净利润	-3.78	-2.33	-2.40	-2.40

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。