

慕牛To B 教育渠道圈

“ 一个垂直教育行业的To B端渠道交流圈，这里面汇集教育行业渠道及市场圈子里的探索者 ”

- ✓教育机构学校管理者/教培机构负责人
- ✓教育装备、产品代理机构、加盟商
- ✓教育软硬件、集成商公司相关人员
- ✓教育B端市场交流群
- ✓有效渠道合作资源
- ✓平台活动推广
- ✓行业内部资料报告，活动会议信息汇总



专注教育领域B端市场的探索

渠道资源整合，互利共赢~

关注慕牛 (munuedu)

一起玩转教育To B市场



K12 教育系列专题：解码好未来千亿市值登顶之路

2017 年 11 月 8 日

黄莞（分析师）

田鹏（研究助理）

电话：020-88832319

020-88832286

执业编号：A1310517050001

邮箱：huangguan@gzgzhs.com.cn

tian.peng@gzgzhs.com.cn

投资摘要

以史为鉴，可以知兴替。研究龙头企业的崛起之路，其商业模式演变有巨大的参考借鉴价值。而好未来之于 K12 培训行业就是一个极具的研究价值的样本。

好未来 (TAL.N) 是一家业界领先的教育科技企业，前身为“学而思”，是我国 K12 教培行业双巨头之一、国内市值最高的教培机构。截止 2017 年 11 月 6 日，好未来以 152 亿美元的市值收盘（总市值约为人民币 1007 亿元）。公司从 2010 财年上市以来，7 年时间营收和扣非归母净利润分别增长了 14 倍和 7 倍，成长性显著。2017 财年总营业收入 10.43 亿美元，同比增长 68.26%；扣非归母净利润 1.14 亿美元，同比增长 131.35%。

好未来历经短短的 15 年，崛起成为我国 K12 教培领域的龙头，我们总结有内外部两重因素：

1、外部因素：K12 赛道具备蕴育千亿市值龙头的行业空间及成长性。时代造就伟大的企业，这句话同样适用于好未来。我国 K12 课外培训市场空间大、用户生命周期长、刚需、集中度低，消费升级紧随而至，好未来就是诞生于这样一个伟大的时代，在成立之初从小学奥数培优蓝海市场切入数千亿级规模的 K12 课外培训市场。据我们保守预测当前我国 K12 课外培训市场空间 4500 亿元，2017-2020 年 CAGR 约 17%，依旧是一条非常适合长跑的赛道。

2、内部因素：高筑墙、缓称王、深挖渠，构建强大的综合竞争力，成为一般教培企业难以逾越的鸿沟。归纳汇总而言，好未来主要在品牌、产品、渠道、商业模式创新、外延布局等方面构建了强大的护城河：

(1) 品牌：定位“培优”服务，卡位优质生源塑造全国性的卓越品牌口碑，其正金字塔型生源结构更有助于培养客户粘性，长期降低招生费用。其人均招生成本仅 30 多元，远低于同体量同行。

(2) 产品：首创“大后台，小前台”的中央厨房教研模式，坚持产品驱动增长，实现课程标准化，降低名师依赖，高标准化下内容可复制的业务模式为地域扩张提供了先决条件。近两年好未来的研发投入超过 4000 万美元，如此大规模且持续的研发投入非一般教培企业所能企及。

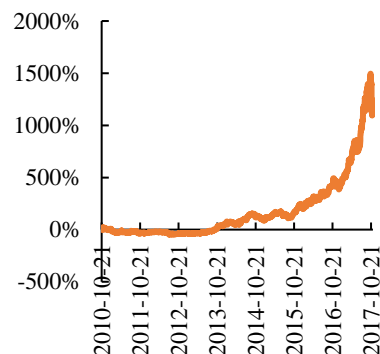
(3) 渠道：36 座城市，500 多个教学点，300 多万的注册用户，全国核心一二线城市的稳健扩张策略和精细化管理构建了先发优势，保证有质量的扩张，确保其品牌口碑不被侵蚀。

(4) 商业模式创新：积极拥抱互联网与教育科技，率先布局线上教育、加快线上线下教学的融合，用教育科技提升教学效果。“双师课程+学而思网校”将有望实现标准化低成本扩张，辐射全国三四五线城市。

(5) 外延布局：多赛道外延布局完善产业链，全方面构筑教育生态圈。基于教育行业垂直、细分的特点，很难出现腾讯、阿里巴巴这样的大公司，但每个细分领域都有做大做深的可能性。可以预见，从当前的布局来看好未来有可能成为教育百花齐放时代最大受益者之一。

风险提示：行业竞争加剧、学习中心扩张不及预期

好未来股价收益率走势



好未来公司数据

收盘价 (美元)	30.36
总股本 (亿股)	1.65
流通股本 (亿股)	0.93
总市值 (亿美元)	152
流通市值 (亿美元)	85
净资产 (亿美元)	9.14
总资产 (亿美元)	22.15
每股净资产 (美元)	5.34

相关报告：

1. 【广证恒生教育】好未来 (TAL)：Q2 营收大增 68.1%，学员人数同比翻倍-20171027
2. 广证恒生新三板教育行业 2017 年中期策略：洞察行业趋势，聚焦确定性机会-20170518
3. 广证恒生新三板教育行业 2017 年投资策略：新版民促法通过，K12 课外培训和职业培训率先受益-20161209



目录

1. 好未来公司概况	5
1.1 公司简介: K12 课外培训龙头迈入千亿市值俱乐部	5
1.2 业务简介: 具备综合竞争实力, 教育航母起航	6
1.2.1 小学奥数起家的 K12 课外辅导机构, 上市后快速成长	6
1.2.2 好未来主营业务: K12 教育培训业务剖析	8
1.3 财务简析: 营收增速惊人, 规模增长与精细运营带动净利增长	9
2. 高筑墙: 学而思数学声名鹊起, 高质量教学奠定市场地位	12
2.1 以北京奥数市场为突破口, 星星之火可以燎原	12
2.2 全方位塑造品牌口碑, 提升客户粘性	14
2.3 后端教研塑造标准化课程与地域扩张能力	17
2.4 竞争壁垒初显, 教研开发能力塑造核心竞争力	18
3. 缓称王: 线下稳健全国性扩张, 线上积极拥抱互联网	18
3.1 线下稳健全国性扩张, 深耕一二线城市挖掘三线城市	18
3.1.1 登录资本市场助推全国布局, 由一线城市向二三线城市渗透	18
3.1.2 低价策略助推一线城市深耕, 借品牌优势抢占二三线城市	21
3.2 “学而思网校+双师课堂”, 线上线下加速融合剑指全国市场	23
3.2.1 学而思网校: 率先布局在线教育, 历经多年尝试效果显著	24
3.2.2 双师课堂: 互联网技术变革线下教育, 试水双师模式突破线下瓶颈	26
4. 深挖渠: 多赛道外延布局完善产业链, 全方面构筑教育生态圈	27
5. 财务剖析: 成长性显著、财务风险低、现金流状况好	29
5.1 利润表分析: 营收增长强劲, 费用端稳定	29
5.2 资产负债表分析: 资金利用率有所提高, 负债健康	31
5.3 杜邦分析: 基于充足现金流与强盈利能力, 利用财务杠杆撬动 ROE	32
5.4 现金流分析: 经营性现金流充足	33
5.5 好未来成长性分析: 成长性显著	33
6. 以史为鉴: 解码好未来千亿市值登顶之路	34
6.1 好风凭借力: 选对了 K12 教培这一条千亿级规模赛道	34
6.2 十年磨一剑: 构建核心竞争力, 抬高行业竞争壁垒	34
6.3 敢为天下先: 敢于尝试, 善于调整	35



图表目录

图表 1 好未来业务体系	5
图表 2 好未来与新东方 K12 营收对比	5
图表 3 好未来与新东方 K12 营收增速对比	5
图表 4 好未来发展沿革	6
图表 5 好未来教学服务中心数量	7
图表 6 好未来招生规模	7
图表 7 好未来投资并购业务版图	7
图表 8 好未来的小班教室扩张步伐	8
图表 9 线下课程营收情况	9
图表 10 线上课程营收情况	9
图表 11 好未来主营业务收入	9
图表 12 好未来净利润	9
图表 13 好未来教学中心年增长	10
图表 14 好未来注册学生数量及年增长率	10
图表 15 好未来毛利率与净利率	10
图表 16 好未来销售费用	11
图表 17 好未来管理费用	11
图表 18 好未来历史收盘价与历史 PE (TTM)	11
图表 19 二十世纪末重大教育政策汇总	12
图表 20 2015 年北京重点高中数量及比例	13
图表 21 北京市高中分类标准	13
图表 22 我国初等教育毛入学率变化	14
图表 23 2016 年 K12 教育培训机构续班率	15
图表 24 新东方与好未来人均招生成本对比	15
图表 25 好未来线上教育平台	16
图表 26 好未来全职教师与签约教师比例	17
图表 27 好未来教师薪酬费用/主营业务收入	17
图表 28 好未来“大后台，小前台”示意图	17
图表 29 主要一二线城市所在 CR10 数量	19
图表 30 好未来累计进入城市数量	20
图表 31 好未来教学中心与服务中心年变化	20
图表 32 好未来上市之后新进入城市一览表	20
图表 33 好未来部分城市教学中心变化：一线城市重拾升势，二线城市大幅扩张	20
图表 34 好未来北京教学服务中心数量	21



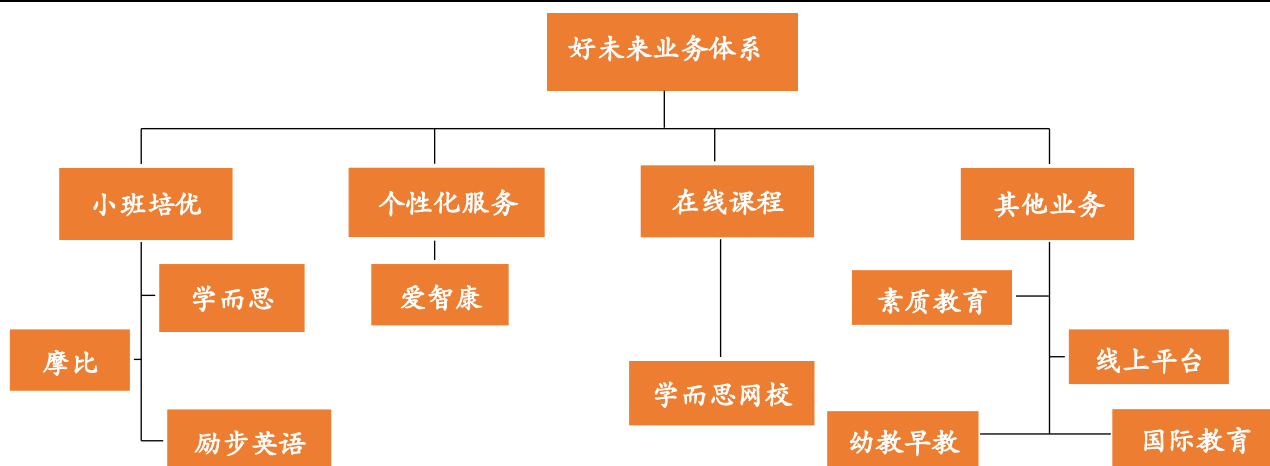
图表 35 好未来低价策略执行情况.....	22
图表 36 好未来季度招生情况.....	23
图表 37 好未来全国扩张之路.....	23
图表 38 好未来线上教育营收增长情况.....	24
图表 39 好未来线下教育营收增长情况.....	24
图表 40 好未来学而思网校发展历程.....	25
图表 41 K12 同行双师模式布局情况.....	26
图表 42 好未来最新业务体系及旗下品牌.....	28
图表 43 好未来 2012 年-2017 年主要投资标的分类.....	29
图表 44 好未来主要利润指标分析（单位：百万美元）.....	30
图表 45 好未来净利润与归母扣非净利润变化情况.....	31
图表 46 好未来资产负债表分析（百万美元）.....	31
图表 47 好未来递延收入变化情况.....	32
图表 48 好未来杜邦分析.....	33
图表 49 好未来现金流量分析.....	33
图表 50 好未来成长性分析.....	34
图表 51 好未来一对一教学中心扩张步伐.....	35

1. 好未来公司概况

1.1 公司简介：K12 课外培训龙头迈入千亿市值俱乐部

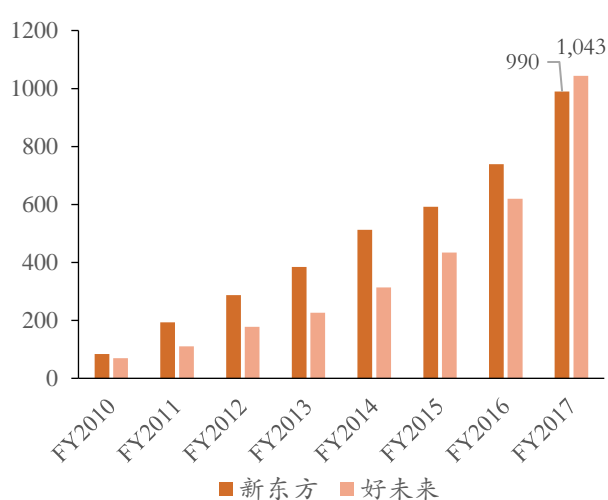
好未来是中国 K12 课外辅导教育的行业领导者，公司成立于 2003 年，并于 2010 年在美国纽交所上市。公司以小学奥数辅导起家，凭借良好口碑和品牌效应全面覆盖 K12 阶段全学科培训。该公司主要基于 B2C 商业模式，以小班教学、一对一个性化教学以及线上网校三种模式为主，至今旗下已有“学而思培优”、“摩比”、“励步英语”、“爱智康”等线下课外辅导培优品牌，也有“学而思网校”线上课外辅导培优品牌。好未来在理科培优已根深蒂固，依托理科培优积累的口碑向其他科目培优延伸，同时从国内升学应试教育培训向国外升学的培训咨询业务、幼儿早教业务延伸，从线下培优至线上培优的延伸，紧跟我国教育政策以及客户需求的步伐，全方位构建核心竞争力。

图表 1 好未来业务体系



数据来源：公司官网、广证恒生

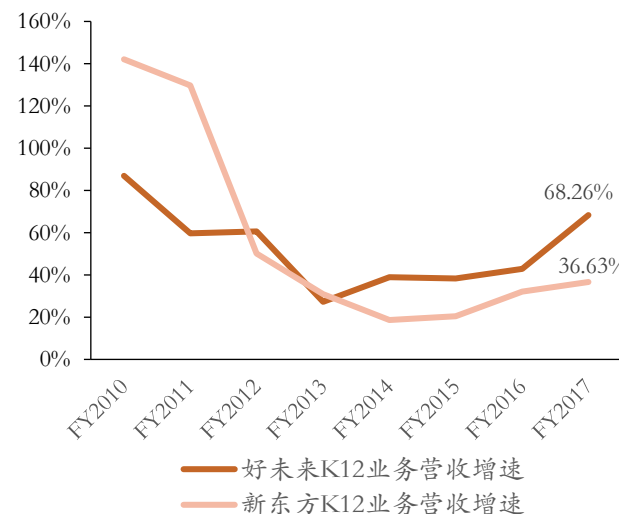
图表 2 好未来与新东方 K12 营收对比



数据来源：公司财报、广证恒生

注释：营业收入的单位为百万美元

图表 3 好未来与新东方 K12 营收增速对比



数据来源：公司财报、广证恒生

从 2003 年成立到至今，短短 15 年时间好未来已成为国内最大的 K12 课外培训辅导机构，其 2017 年财年的 K12 营收突破 10 亿美元，超越新东方，位列中国 K12 课外培训辅导机构的第一名。截止美国东部时间 2017 年 7 月 28 日下午收盘，好未来以 127.4 亿美元的市值首次超过新东方的 126.2 亿美元市值，成为目前中国教育行业市值最高的上市公司。截止美国东部时间 2017 年 11 月 6 日下午，好未来以 152 亿美元的市值收盘。按照最新的汇率，折算成人民币 1006.95 亿元总市值。

1.2 业务简介：具备综合竞争实力，教育航母起航

1.2.1 小学奥数起家的 K12 课外辅导机构，上市后快速成长

好未来是一家具有先发优势的 K12 课外辅导培训机构。早在 2003 年，我国 K12 课外辅导培训市场仍然是蓝海市场时，学而思创始人张邦鑫开始在北京海淀开班辅导小学奥数课程，同年奥数网正式上线运营。2004 年，在小学奥数的基础上，学而思创立了初中部的培优，与之相对应，同时还建立了中考网与作文网。2007 年，学而思走出海淀，在东城、朝阳、丰台等北京其他区县建立培优中心，并且开始涉足家教市场，同时开通了家教网和幼教网。2008 年，学而思走出北京，在天津、上海、武汉建立了分校；2009 年，学而思进一步开拓了华南地区市场，在广州建立分校。2010 年 9 月 29 日，学而思在纽交所上市交易；2013 年学而思改名好未来。

图表 4 好未来发展沿革

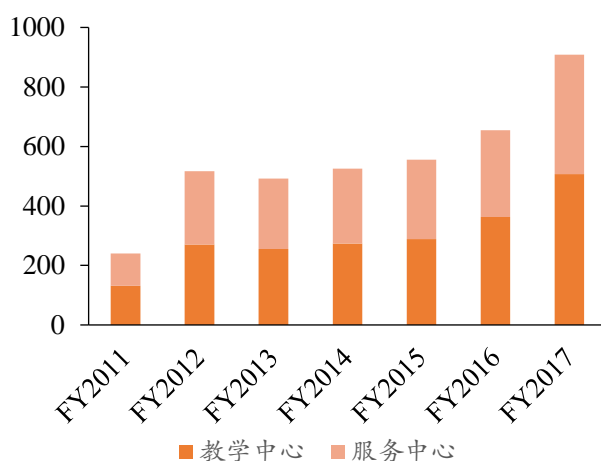
时间	发展沿革
2003	张邦鑫在北京市海淀区开班辅导小学奥数；同年奥数网正式运营
2004	中考网、语文网正式运营
2007	在东城区设立服务中心；开始涉足家教市场，成立“智康 1 对 1”；同时正式运营家教网和幼教网
2008	在天津、上海、武汉建立分校；正式进入网络多媒体教学领域
2009	在广州建立分校
2010	学而思网校正式上线运营；E 度教育网上线；推出 ICS 智能教学系统；学而思于美国纽交所上市；深圳分校成立
2011	成立面对学龄儿童的思维训练品牌“摩比思维馆”；在成都、杭州、南京、西安、太原、重庆、苏州、郑州成立分校；小班辅导课程正式命名为学而思培优
2012	在沈阳成立分校；ICS2.0 系统全面上线
2013	在济南成立分校；学而思教育正式更名为好未来集团
2014	在长沙、石家庄、青岛成立分校；E 度教育网更名为家长帮并推出 app
2015	升级 ICS 系统 3.0，推出直播课程以及双师课堂

时间	发展沿革
2016	收购励步英语；控股顺顺留学；PS 系统在北京校区的学而思培优班开始使用
2017	控股爱棋道；投资咔哒故事；事业架构大调整，成立幼小事业群、K12 事业群、国际及高教事业群、互联网事业群、教育云事业群

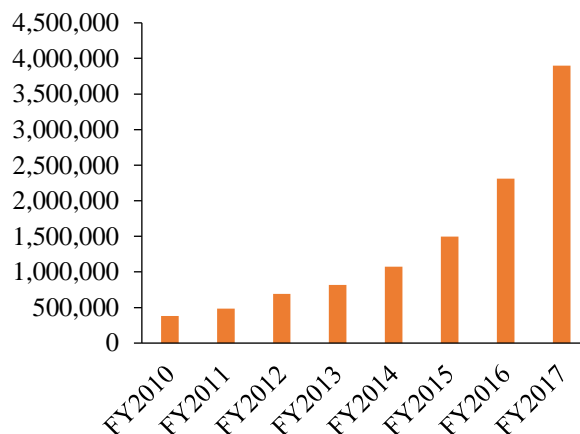
数据来源：公司年报、广证恒生

自上市以来，好未来不断扩张，主要体现在两个方面。第一，好未来的教学中心与服务中心增长明显，截止 2018 财年第二季度，在短短的六年时间内，好未来的教学中心从 132 个增长至 575 个；在 2011 财年结束时，好未来只在北京、上海、广州、深圳、天津、武汉六个城市布局教学中心，而经过六年的发展，好未来布局具有巨大潜力的二线城市、省会城市，已经在全国 36 个城市布局教学中心，抢占市场；与此同时，好未来的注册学生数量也从 30 多万增长至 300 多万。

图表 5 好未来教学服务中心数量



图表 6 好未来招生规模



数据来源：公司官网、广证恒生

数据来源：公司官网、广证恒生

第二，好未来利用自身资本优势，不断进行投资并购，完善其 K12 产业链并向上下端延伸至早幼教、素质教育以及高等教育。除此之外，好未来一直践行着用互联网与科技改变教育的理念，通过不断投资新型教育技术以及在线教育提升用户体验，强化品牌口碑。目前，好未来拥有 ICS 智能教学系统、IPS 学习系统、TEPC 翻转课堂以及教育云系统等科技教育产品，并已用于线下教育中，是最积极拥抱互联网以及教育科技的线下教育培训机构之一。

图表 7 好未来投资并购业务版图

业务类型	业务内容	主要品牌
控股业务	以 K12 为核心，从幼教到留学	乐加乐英语、励步英语、爱智康、东学堂语文、学而思培优、摩比、学而思网校、乐外教、唯佳聚合、顺顺留学、家长帮、考研帮
投资业务	新型教育技术	Volley labs、Minerva、Knewton、EEO、多贝
	在线教育	朗播网、混沌研习社、鲨鱼公园、轻轻家教、奇迹曼特、飞博教育
	社群及工具 APP	果壳网、腾跃校长社区、enuma、宝宝树、宝宝巴士、小伴龙、作业盒子、NOBOOK、慧沃网、学科网、申请方

业务类型	业务内容	主要品牌
	素质教育类	咭咭故事、爱棋道、园啦啦少儿美术课堂、世纪明德

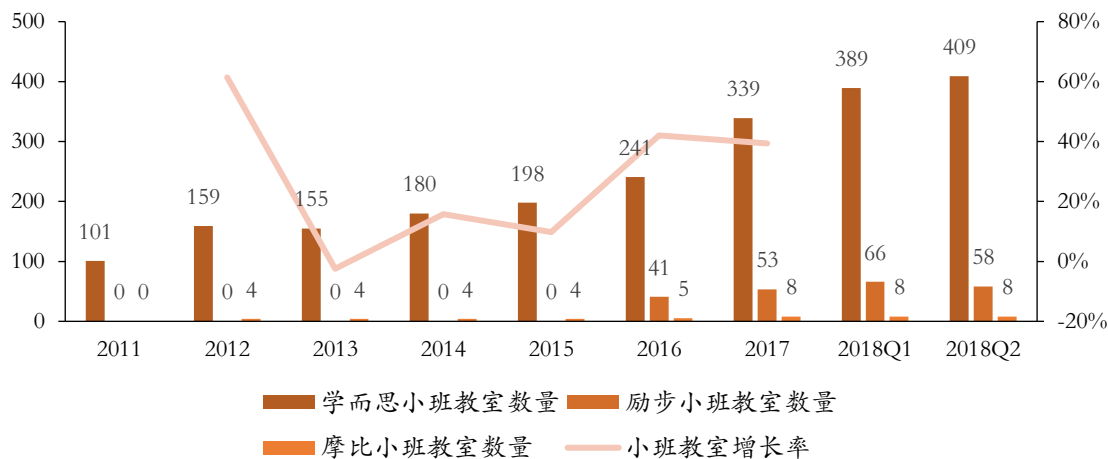
数据来源：芥末堆、广证恒生

1.2.2 好未来主营业务：K12 教育培训业务剖析

好未来的主营业务为 K12 课外培训，主要分为三块：小班课程、一对一课程以及在线课程；其中，小班课程是其主营业务收入的主要来源。从业务拆分来看，好未来近几年聚焦于线下小班业务，并逐步加码发展在线课程业务，线上课程营收占总营收的比例在不断上升。

(1) 小班课程：占比收入超过 80%，小班课程仍是好未来营业收入以及注册学生数的主要来源，且公司仍把小班课程业务的扩张放在首位。小班课程主要品牌有学而思培优，摩比和励步英语。学而思培优是我国 K-12 小班学科教学领先品牌，提供一年四次课程，是公司营收与学员人数的主要来源；摩比思维馆则是自 2011 年开始，专注于 2-15 岁儿童综合素质培养及高品质课程开发；收购的励步英语，专注于为 2-15 岁孩子提供全英文、全学科的国际化教学服务。截至 2018 财年 Q2 季度，好未来旗下 575 家教学中心中有 475 家提供小班课程，其中 409 家提供学而思培优小班教学服务、58 家提供励步英语小班服务、8 家提供摩比思维教学，学而思培优是小班课程营收的主要贡献者，这从学而思教室的绝对数量与相对增速可以看出。

图表 8 好未来的小班教室扩张步伐



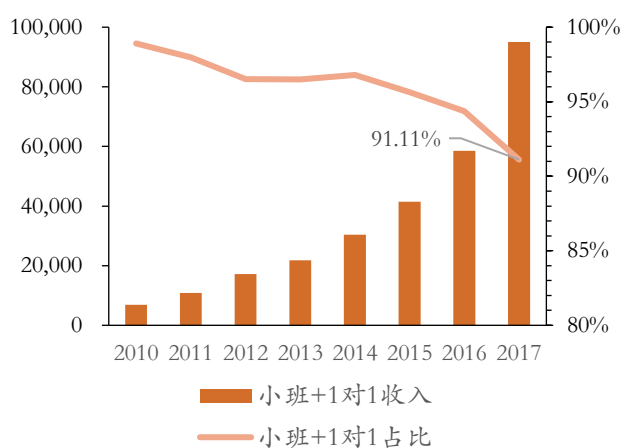
数据来源：公司年报、广证恒生

(2) 一对一课程：占比收入约 15%，定位于核心小班教学的互补品，并非好未来线下业务的重点，旗下主要是爱智康子品牌。考虑到不同学生的基础水平不一，在小班的基础上，好未来开设个性化增值服务，旨在提供针对不同学生的基础知识水平、薄弱环节、学习能力、适应能力以及时间安排的个性化辅导。自 2012 以来，一对一事业部生源主要来自班课，并由此省下大量的广告费用。

(3) 在线课程：占比收入约 5%，且有逐年上升的趋势，旗下有学而思网校。好未来从

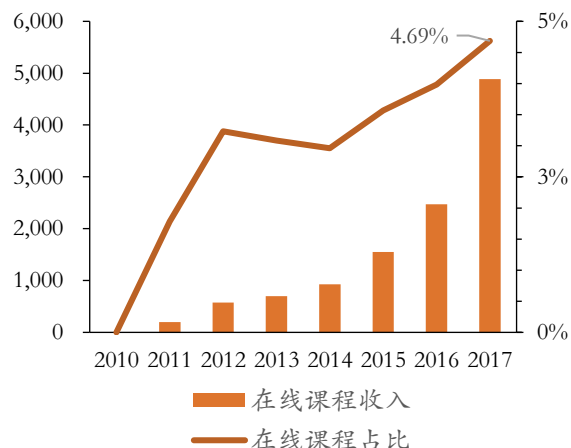
2010 年起，通过学而思网校提供预录的网课；2015 年前主要是录播方式，2016 年后更改为主打直播加互动模式，能够覆盖公司的学习服务中心尚未覆盖到的地区，有开拓新市场的效果。

图表 9 线下课程营收情况



数据来源：公司年报、广证恒生
注释：营业收入的单位为万美元

图表 10 线上课程营收情况

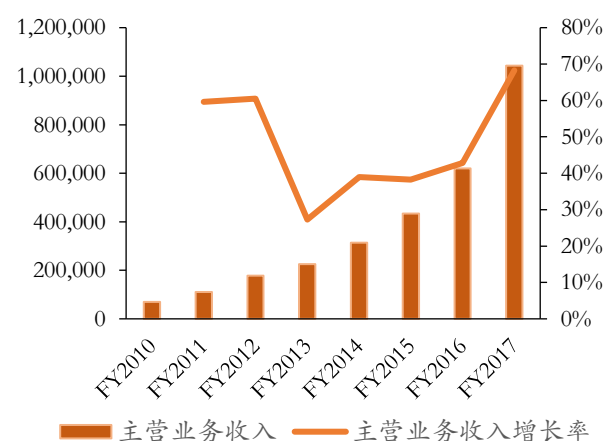


数据来源：公司年报、广证恒生
注释：营业收入的单位为万美元

1.3 财务简析：营收增速惊人，规模增长与精细运营带动净利增长

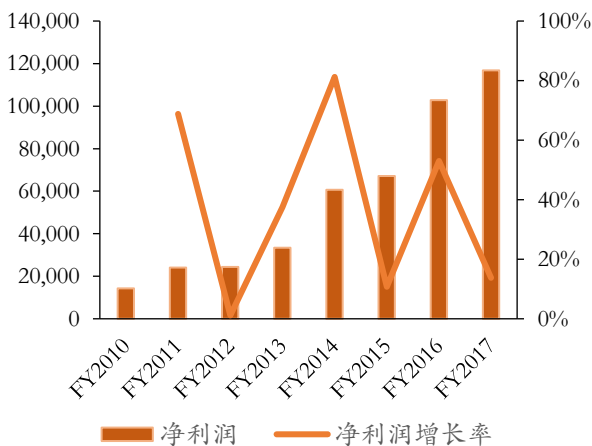
自上市以来，好未来的整体业绩保持持续增长态势，成长性明显。除 2013 财年外，主营业务收入年增幅基本保持在 40% 以上，2017 财年营收突破 10 亿美元，同比增长 68%，注册学生数量突破 350 万人次。强劲的营收增长得益于公司近几年来快速的扩张步伐，例如在 2012 财年，好未来教学中心的快速扩张使得当年注册学生数量的大幅增加，进而带来了当年的营收的强劲增长。而在之后的年度里，我们也可以观察到教学中心的扩张、注册学生的上涨以及营收大幅增加的联动效应。

图表 11 好未来主营业务收入



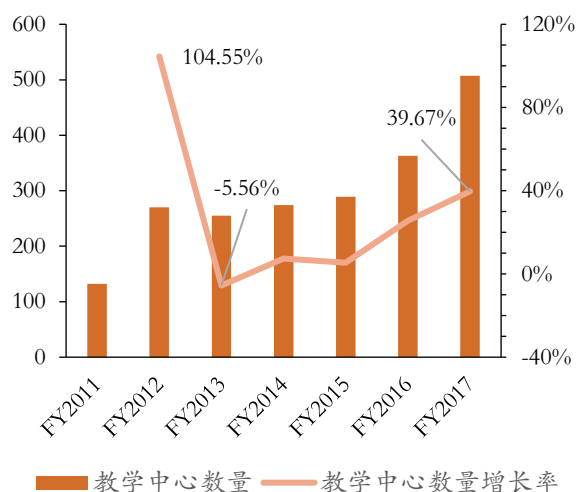
数据来源：公司年报、广证恒生
注释：主营业务收入与净利润的单位均为千美元

图表 12 好未来净利润



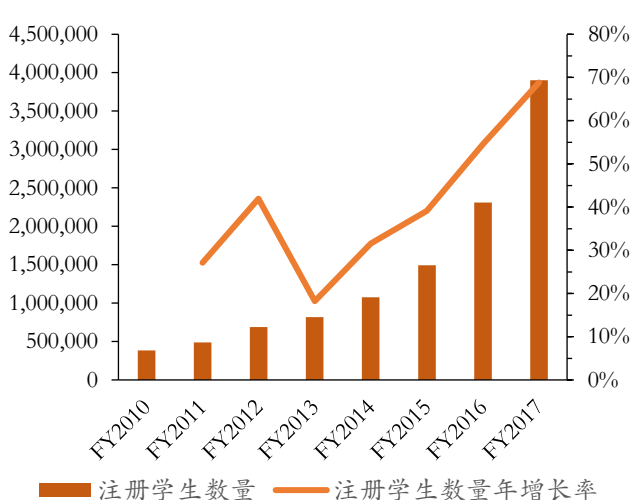
数据来源：公司年报、广证恒生

图表 13 好未来教学中心年增长



数据来源：公司年报、广证恒生

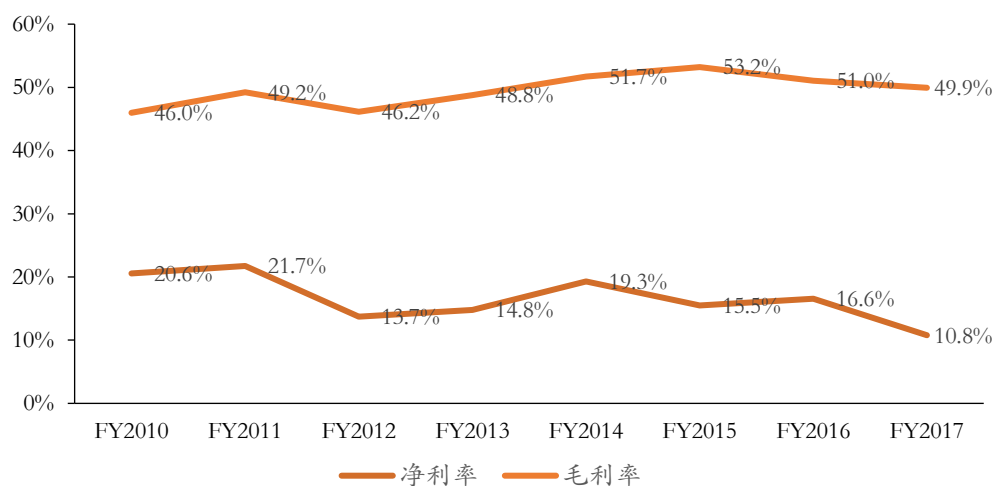
图表 14 好未来注册学生数量及年增长率



数据来源：公司年报、广证恒生

在营收强劲增长的情况下，公司的毛利率比较高，基本维持在 50% 左右。虽然净利润也基本保持着较高的增幅，不过增长并不是很稳定，主要是受到运营成本与非经营事项的影响。在教学中心大规模扩展的情况下，2012 财年的销售费用和管理费用大幅增加，虽然该年度主营业务增长率高达 60%，但是业务成本、销售费用与管理费用占主营业务收入的占比大幅提升，扩张费用的增长最终导致了该年度净利润仅增长了 1.14%，当年的毛利率与净利率也跌入谷底。不过，教学点扩张带来的注册学生规模大幅上升的经济效益，体现在后续 1-2 年净利润的大幅增长以及净利润增幅的反弹。

图表 15 好未来毛利率与净利率

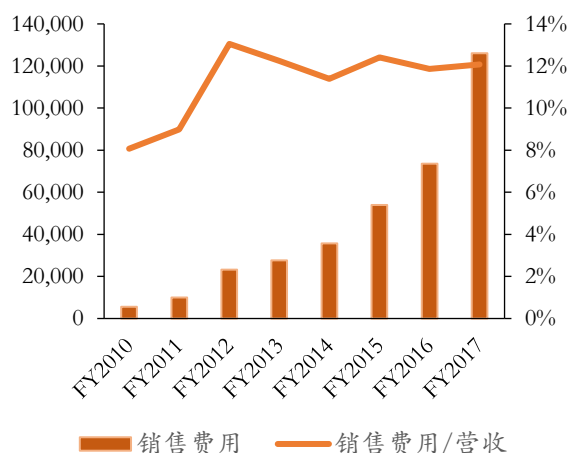


数据来源：公司年报、广证恒生

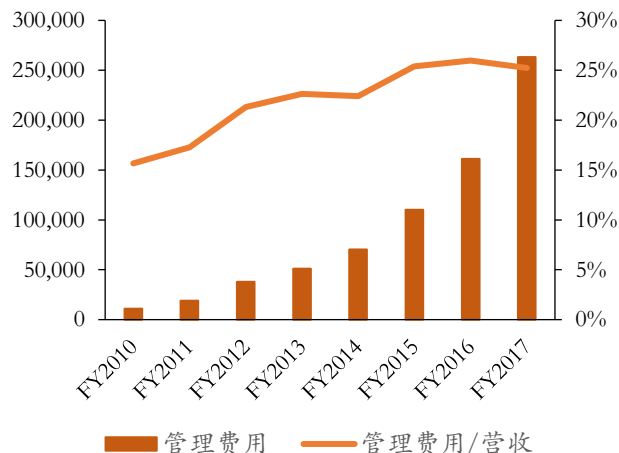
除此之外，在 2012 财年之后，销售费用与管理费用占主营业务收入的占比相较于 2010、2011 财年增长，除了由于地域扩张带来的运营费用之外，有另一部分原因是由于全国各地的教培行业逐渐成熟，整个教育行业结束高营收高利润阶段，房租成本、市场成本与后台管理成本的大幅增长导致运营成本的上升，进入增长与利润相互牵制的精细化运作阶段。行业竞争加剧

在龙头新东方上也有所反映，主要体现在 2012 左右销售费用率与管理费用率均有所上升，且在 2012 年之后两大费用占比的上升趋势保持稳定。在此情况下，仅仅以规模增长带动净利增长的简单扩张模式不再容易，通过应用新技术与商业模式创新推动运营效率的提升迫在眉睫。这也是好未来从 2013 财年开始谨慎扩张，转向精细管理，加码科技投入的一个重要原因。

图表 16 好未来销售费用



图表 17 好未来管理费用



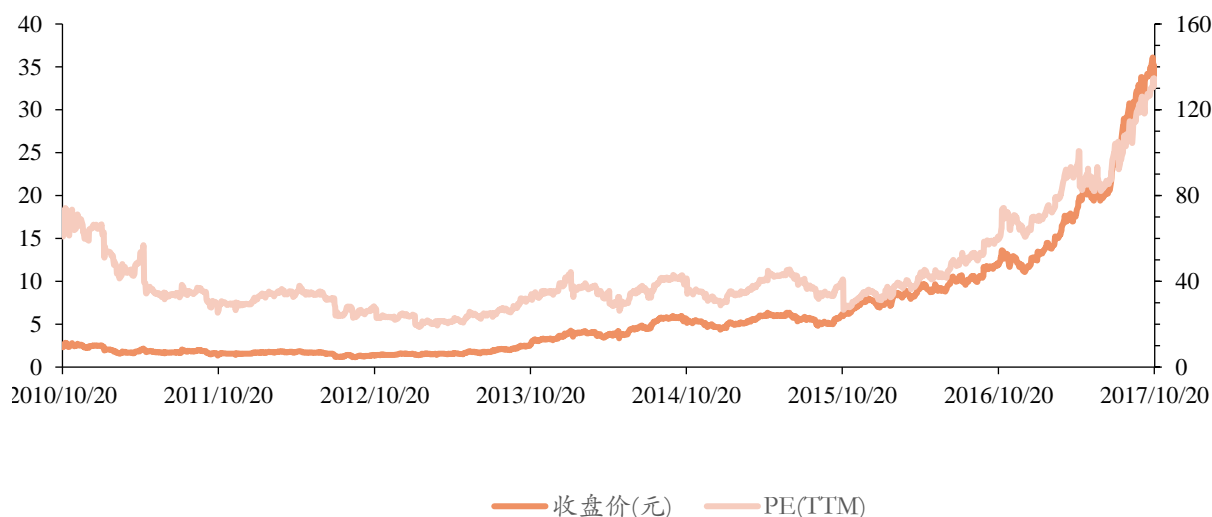
数据来源：公司年报、广证恒生

数据来源：公司年报、广证恒生

注释：销售费用与管理费用的单位均为 1000\$

从好未来的历史股价中，我们可以看出，好未来的股价走势与主营业务收入的增长趋势更加贴合。在 2014 财年之后，随着主营业务收入的新一轮大幅度增长，好未来的股价开始腾飞，体现了资本市场对新一轮营收增长后的规模效应与利润效应充满信心。

图表 18 好未来历史收盘价与历史 PE (TTM)



数据来源：WIND、广证恒生

2. 高筑墙：学而思数学声名鹊起，高质量教学奠定市场地位

2.1 以北京奥数市场为突破口，星星之火可以燎原

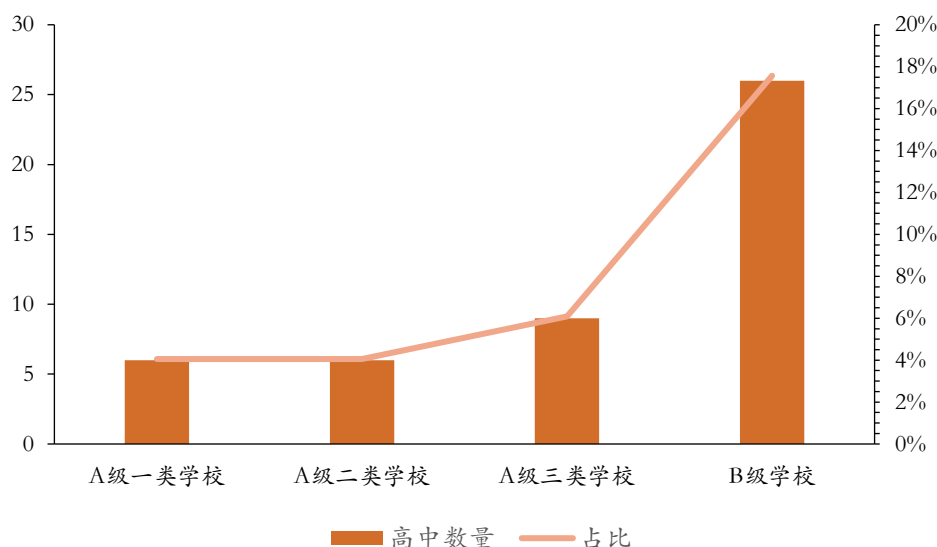
时代造就伟大的企业，这句话同样适用于好未来。

在二十一世纪初，随着中国社会经济发展，人民受教育程度不高以及高等人才紧缺问题凸显，全面推行义务教育与稳步发展高等教育成为政策的风向标。以北京为首的大城市，在中产阶级的崛起的背景下，优质教育资源的严重不足的矛盾使得学校择优成为必然趋势，从而激发了学生对 K12 课外辅导的需求。以 2015 年北京重点高中的数量为例，北京共有 148 所高中，其中 A 级高中占比仅为 14.19%，B 类高中占比仅为 17.57%，即使在北京这种优质教学资源聚集的大城市，教学资源也远远不足以满足海量学生需求。进入高质量初中的学生更有机会进入名牌高中，而高质量初中在选拔小学生源时通常会青睐那些学习成绩好，尤其是课外竞赛成绩较好的孩子。

图表 19 二十世纪末重大教育政策汇总

时间	政策变化
1997 年	党的十五大 江泽民指出：要切实把教育摆在优先发展的战略地位，尊师重教，加强师资队伍建设。发挥各方面的积极性，大力普及九年义务教育，扫除青壮年文盲，积极发展各种形式的职业教育和成人教育，稳步发展高等教育。优化教育结构，加快高等教育管理体制改革的步伐，合理配置教育资源，提高教学质量和办学效益。
1999 年	国务院批转教育部《面向 21 世纪教育振兴行动计划》，其中提到行动计划的主要目标是：到 2000 年，全国基本普及九年义务教育，基本扫除青壮年文盲，大力推进素质教育；积极稳步发展高等教育，高等教育入学率达到 11% 左右；加强科学研究并使高校高新技术产业为培育经济发展新的增长点做贡献。 到 2010 年，在全面实现“两基”目标的基础上，城市和经济发达地区有步骤地普及高中阶段教育，全国人口受教育年限达到发展中国家的先进水平；高等教育规模有较大扩展，入学率接近 15%，若干所高校和一批重点学科进入或接近世界一流水平；基本建立起终身学习体系，为国家知识创新体系以及现代化建设提供充足的人才支持和知识贡献。
1999 年	6 月 16 日，原国家计划发展委员会和教育部联合发出紧急通知，决定 1999 年中国高等教育在年初扩招 23 万人的基础上，再扩大招生 33.7 万人，这样普通高等院校招生总人数达到 153 万，1999 年普通高等院校招生增幅达到 42%。

数据来源：教育部、广证恒生

图表 20 2015 年北京重点高中数量及比例


数据来源：搜狐教育、广证恒生

图表 21 北京市高中分类标准

级别	标准
A 级一类	一本（重本）95%以上，清北统招生 80%以上来自这级别类别的学校。
A 级二类	一本（重本）率 95%以上，清北统招生在此级别学校少量录取。
A 级三类	一本（重本）率 85%——95%。
B 级	一本（重本）率 45%——85%不等，至少 75%以上学生能考上二本（普本）大学，95%以上能考上三本（高消费本科）大学。
C 级	一本率 30%以下。
D 级	一本率 10%以下。

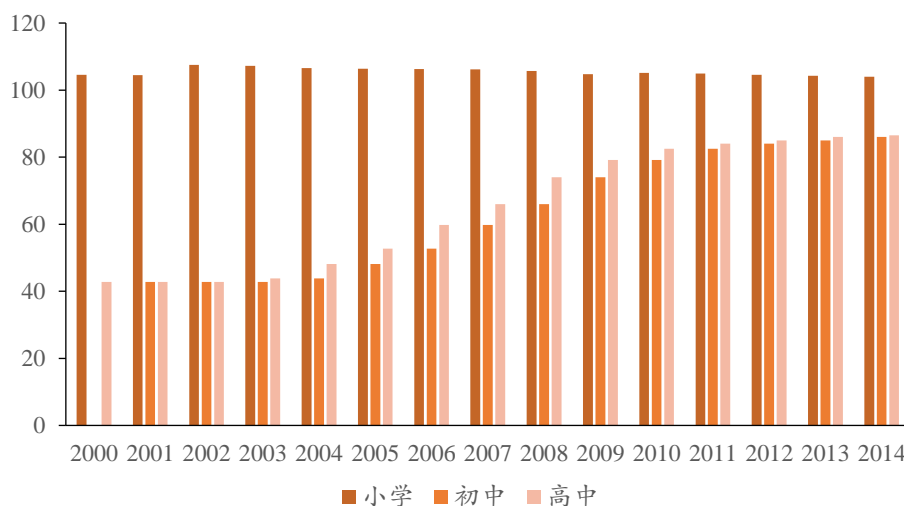
数据来源：搜狐教育、广证恒生

同时，学校择优竞赛加分使得奥数竞赛潮的兴起，催生了学生对培优机构的需求，广阔的市场空间悄然打开。然而，当时的 K12 课外培训行业属于萌发期，课外辅导机构同质化严重，规模小，且教学质量良莠不齐。在此大行业背景下，好未来创始人张邦鑫以小学奥数培优打入市场。选择小学奥数进入市场的优势明显，一方面小学生基数大，市场空间较广，且家长也希望能够充分利用小学生富余的课余时间，通过培优使得成绩拔尖，为进入初中名校做准备；另一方面，基于学科的特性以及“学好数理化，走遍天下都不怕”的单一教育观念，数学培优的提升效果以及刚需远远超过了文科。随后，在很多竞争对手通过大规模招生宣传以吸引学生报班、然而由于教学质量差造成了学生续班率差的背景下，张邦鑫意识到基于品牌口碑带来的顾客粘性和传播效应才是可持续发展的，因此他通过高质量的教学在海淀区形成口碑效应，在家长间一传十十传百，快速扩大容量。

在小学奥数培优班取得一定的成绩之后，张邦鑫扩大办学规模，成立了数学培优初中部，一方面基于品牌口碑的初步形成，当年培训的小学生升上高年级之后，低龄端生源将成为后

端产业链的潜在消费者；另一方面，随着经济社会的发展，初等教育学生的毛入学率在不断提升，一方面基数变大，然而名校的招生名额并没有相应的扩张，这使得学生间的竞争逐渐进入白热化，且随着我国经济发展对高等人才需求的增长，名校情结以及教育定终身的观念在越来越多的中产阶级中根深蒂固，中学生培优市场也有着很大的市场潜力。在此大背景下，好未来成立理科培优初中部是十分正确且及时的，这是好未来发展壮大，进一步布局 K12 链条的重要一步。

图表 22 我国初等教育毛入学率变化



数据来源：教育部、广证恒生

经过 2003 年至 2008 年的精耕细作期，学而思理科培优通过自身过硬的教学质量在北京 K12 课外辅导市场奠定了领军地位，打造了较为扎实的基础。随后公司凭借北京的成功经验开启了全国扩张之路，从 2008 年至 2011 年，相继进入上海广州深圳天津武汉等一二线大城市；在上市之后的 2 年内，继续往核心二线城市扩张；从 2014 年至今，开启上市后的第二轮扩张，主要继续往二线以及部分较为发达的三线城市扩张。

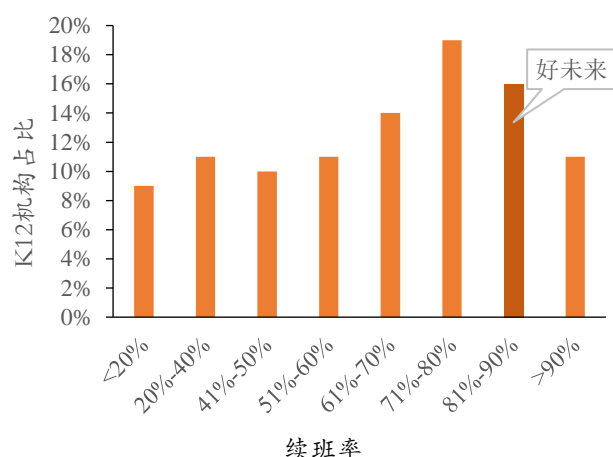
2.2 全方位塑造品牌口碑，提升客户粘性

定位“培优”服务，招收学生前进行生源选拔，卡位优质生源提升公司的知名度。以奥数培训起家的好未来是一家定位于培优的机构，其目标学生是面向排名在前 30% 学生，而这些优质的学生拥有更高的可能性进入重点学校深造。针对性的训练能够使优秀的学生更有望在考试中取得优异成绩，因而形成正向的口碑传播，提升公司知名度，并吸引更多学生。

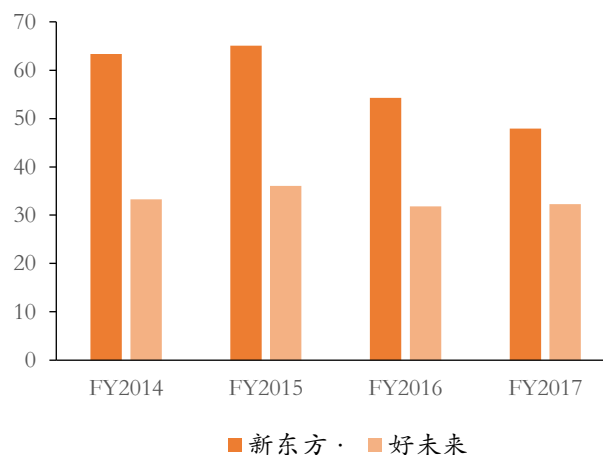
正金字塔型生源结构有助于培养客户依赖度，降低招生费用。好未来的营收主力学而思培优的生源结构是正三角形，这种正三角形的生源结构利于好未来通过优质教学质量培养学生的品牌忠诚度进而实现已有生源从低龄段到高龄段的流转，高续班率与学生留存率可以大幅节省招生的宣传推广费用。根据 2016 年行业数据，好未来的续班率为 81%-90%，位于整个 K12 行业的前列。与之相反的另一端招生策略是聚焦于中高考补差的 K12 培训机构，依靠着

对高考考题权威的深入研究以及规律总结，牢牢把握住升学考试的刚需。然而，三角形最顶端的学生在高考结束后就奔向大学，不再需要培训机构，无法让口碑和影响力随着学生的自然成长而不断向更高的年级传递；口碑无法向下传递，新招生需要花费营销开支重新开拓教育市场。从好未来的人均招生成本长期低于其同体量的竞争对手新东方可见正金字塔型生源结构更有利于企业做大做强，近年来新东方也大举采用新初一入口级低价策略往正金字塔生源结构转型，人均招生成本也持续下降。无疑好未来又选择了一条正确的商业模式。

图表 23 2016 年 K12 教育培训机构续班率



图表 24 新东方与好未来人均招生成本对比



数据来源：中国教育培训行业发展蓝皮书、广证恒生

数据来源：公司年报、广证恒生

注释：单位为美元

线上平台运营提升品牌的线上曝光度，长期降低销售费用。在 2003 年，好未来为了增加其曝光度，收购了奥数网，并将其打造成数学奥林匹克竞赛的综合信息门户。紧接着，好未来收购了作文网、高考网、中考网等，这些网站的运营使得好未来的相关课程能够在潜在消费人群中曝光；该策略使得好未来在品牌建立之初实现了精准定位目标用户，节省了大量的营销费用。同时，好未来也经营着一些线上论坛，例如家长帮等。线上论坛的运营主要有三个方面的好处：第一，家长帮虽然是一个资讯与交流平台，但是学而思会利用这个平台定期招生宣传，有助于学而思的精准营销，从而直接削减销售费用。第二，从家长们的交流中，好未来能够更全面地了解家长在其他 K12 培训机构的用户体验，同时了解全国各地家长的教育需求，更好的把握市场方向，例如好未来在进入新城市前，通常先利用家长帮对市场空间进行评估，并在该平台上预先发布招生预报名信息。第三，家长帮还是学而思的官方答疑平台，通过细致的服务从而在家长心里树立良好的品牌形象，提升品牌价值。相比起学而思，其他 K12 机构缺乏类似的信息输入与输出载体。截止至 2017 财年，好未来运营的线上平台的范围不仅覆盖了 K12 产业链，而且还向幼儿育儿及考研出国延伸，与公司的全产业链延伸战略相契合，助力好未来提升品牌曝光度与知名度。目前，家长帮与考研帮的曝光度以及搜索热点较高。

图表 25 好未来线上教育平台

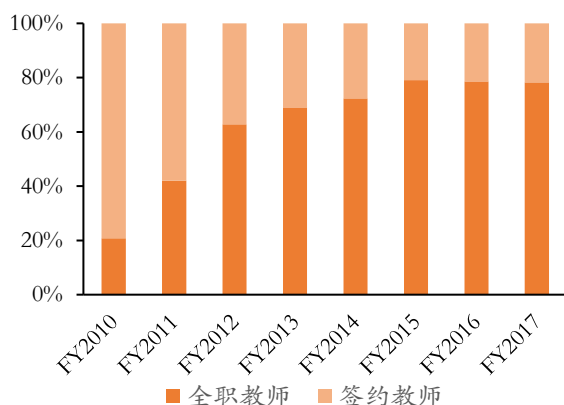
网站名称	网站域名	网站内容
家长帮	www.jzb.com	致力于打造中国领先的家庭教育学习和交流平台,引领中国家庭教育的认知升级。
高考网	www.gaokao.com	提供最专业的高考信息,最新的高考政策,高考报名时间,高考成绩查询,高考录取分数线,大学录取批次线等全国各地高考信息资料。
中考网	www.zhongkao.com	为初中学生、家长提供学习和交流的平台。
奥数网	www.aoshu.com	为广大奥数学习者提供奥数题库、奥数学习方法和奥数学习的交流平台。
英语网	www.yingyu.com	提供英语培训、英语音标、英语听力、英语口语、英语语法、小学英语、英语单词、幼儿英语、英语短文等。
幼教网	www.youjiao.com	为年轻幼儿父母提供专业及时的育儿资讯,帮助父母与孩子共同成长,科学育儿。
育儿网	www.yuer.com	为父母提供怀孕分娩,胎教,育儿,保健,喂养,常见病护理,早教知识,还提供有声读物,儿歌,亲子游戏下载。
考研帮	www.kaoyan.com	中国领先的考研交流平台和研究生招生信息网络发布平台。
留学网	www.liuxue.com	提供最真实、权威的留学信息以及最专业的留学相关服务。
妈妈帮	www.mmbang.com	为妈妈提供完善的备孕怀孕育儿经验知识、丰富多彩的亲子活动,汇聚了超高人气妈妈圈子和热门话题。

数据来源：公司年报、广证恒生

精细化管理是扩张后构建品牌口碑的核心。K12 课外培训机构扩张规模的同时也应关注扩张后的精心经营，新店扩张初期的成长较为缓慢，仍需要一段时间的宣传招生、教师成长和口碑建立，脱离品质提升的规模增长往往欲速不达。由好未来的扩张历史来看，每一轮大规模的扩张之后，好未来会花几年时间对新增教学点进行精细化管理，保证教学质量，建立品牌口碑。在 2012 财年教学中心翻倍增长后，在接下来的三年时间里，教学中心的数量增长率都保持在个位数，与 2012 财年的增长速度相差甚远。好未来考核体系也并非把规模扩张放在首位，而是严格把控扩张节奏和程度，更加关注新增教学点的健康程度。

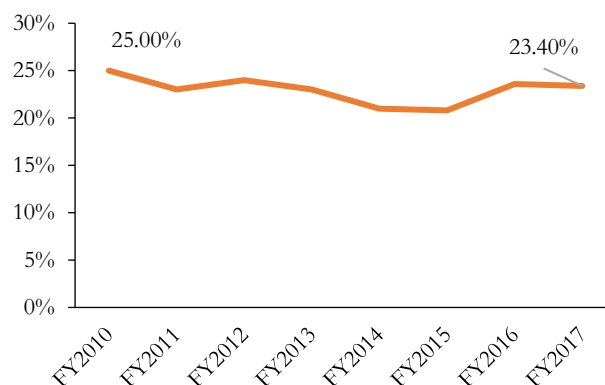
为了控制优质的教学质量,好未来在教师管理上也下足了功夫。教师基本来自全国名校，通过学生留存率、续班率、家长满意度、满班率四个维度对教师进行综合考评，全面激励教师提升服务质量。由近几年来全职教师与签约教师的比例可以看出，好未来不断在扩大全职教师的比例，这也旨在提升整个教师团队的专注度，从而更好为课程内容研发、营销做出贡献，培养潜在管理人才。虽然全职教师占比的增多会增加好未来的教师薪酬压力，然而，教师薪酬与营收的比例在近几年保持稳定甚至有所下滑，这说明了全职教师对营收的贡献大于教师成本的增加，是一个积极的信号。

图表 26 好未来全职教师与签约教师比例



数据来源：公司年报、广证恒生

图表 27 好未来教师薪酬费用/主营业务收入

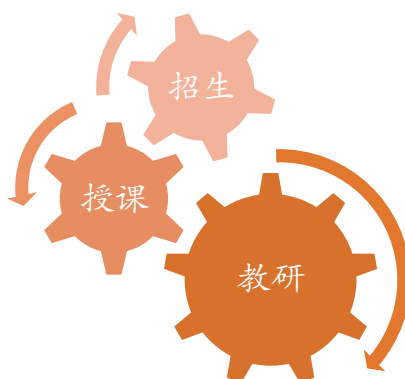


数据来源：公司年报、广证恒生

2.3 后端教研塑造标准化课程与地域扩张能力

“大后台，小前台”模式有助于去名师化，实现课程标准化。一个教育机构的长远发展有赖于其优质的教学质量，而在传统的教学模式下，优质的教学质量来源于名师。然而，在这种模式下，名师由于能够凭借个人辅导授课能力从而对生源有较强的把控，其高流失率会对公司的运营产生重大的负面影响。教培历史上也出现过多起名师集体出走导致机构元气大伤乃至衰败的惨痛教训。同时，对名师的过度依赖以及名师的复制难度大也是大量的教培机构做不大的重要原因。好未来也同样经历过名师出走，但不同的是好未来并没有因此而受到致命的影响，其中一个重要的原因就是好未来依赖其强大的后端教研开发能力实现去名师化，从而大幅减低对名师的依赖。好未来采用“大后台，小前台”的体系化教师培训模式，在全国名校（985、211 名校居多）招收教师，这些教师普遍具备较高的理解和解题能力，在正式工作前集中进行 3-6 个月的教学培训，确保对公司教学体系的掌握，再将教师派送至各大校区。同时，好未来通过后台教研开发出标准化课程体系，标准化课程体系加上教师体系化培训管理有助于控制教师教学质量，打造优质师资，而无需过度依赖教师的个人教学能力。这种商业模式实现了教师质量的品控，有效杜绝了名师离职带走学生导致机构衰败的可能性。

图表 28 好未来“大后台，小前台”的中央厨房模式



数据来源：广证恒生

标准化课程体系为线下快速地域扩张提供了先决条件。标准化课程体系结合教师体系化管理有助于在维持优质教学质量的前提下进行教师团队的迅速扩张，从而使得快速的地域扩张成为可能。由于教育行业高度依赖人力资源，优质教育资源的充裕与否是直接决定其地域扩张成功与否的重要因素。好未来高标准化下内容可复制的业务模式为地域性扩张提供了先决条件。

2.4 竞争壁垒初显，教研开发能力塑造核心竞争力

全国性龙头品牌影响力构筑无形壁垒，占据有利的竞争地位。好未来的学而思培优和新东方的优能中学和泡泡少儿是行业内率先建立起以后端教研推动前端教学的商业模式，由于好未来和新东方的先发优势，双方经过几年的扩张已经在一二线城市等需求最为强劲的市场形成了成规模的学员和强大的品牌知名度，这是一般的区域性企业和后进企业难以超越的无形壁垒。

领先的教研开发能力塑造核心竞争力，抬高行业进入壁垒。领先的研发能力是好未来的核心生产力。好未来目前全部使用的是公司自己开发课程内容，总部有超 100 名员工持续对课程内容进行研发和更新，根据考纲的变化，参考重点公立学校的教学材料，以及根据不同层次的学生能力不断研发更新教材，不同地区的教材也会有所不同。强大的教研团队的构建依赖于资本，在没有资本支持的情况下，竞争者难以建立起同等规模的研发能力。新东方近两年的研发投入都超过 5000 万美元，好未来的研发投入也在 4000 万美元以上，如此大规模且持续的研发费用投入只有在企业发展到一定体量与盈利能力之后才能支撑起来。

3. 缓称王：线下稳健全国性扩张，线上积极拥抱互联网

练好内功之后，全国性扩张成为必然选择。“线下小班+双师课程+学而思网校”搭建一张辐射全国的扩张网络。从长期规划来讲，好未来计划以线下小班模式覆盖全国最大的前 40 座城市，以双师课堂为主覆盖三线和四线城市，并通过直播模式在全国内覆盖更多的学生。当前的战略并非一蹴而就，也非一帆风顺，而是一步步演变而来的。

从公司成立，乃至上市以来的相当长一段时间内，线下小班都是好未来的业务重点，实现全国扩张的排头兵。而线上教育一直被寄予厚望，作为传统线下培训机构出身的好未来恰恰是最积极拥抱互联网的教育企业之一，被誉为“最具互联网基因的教育龙头”。

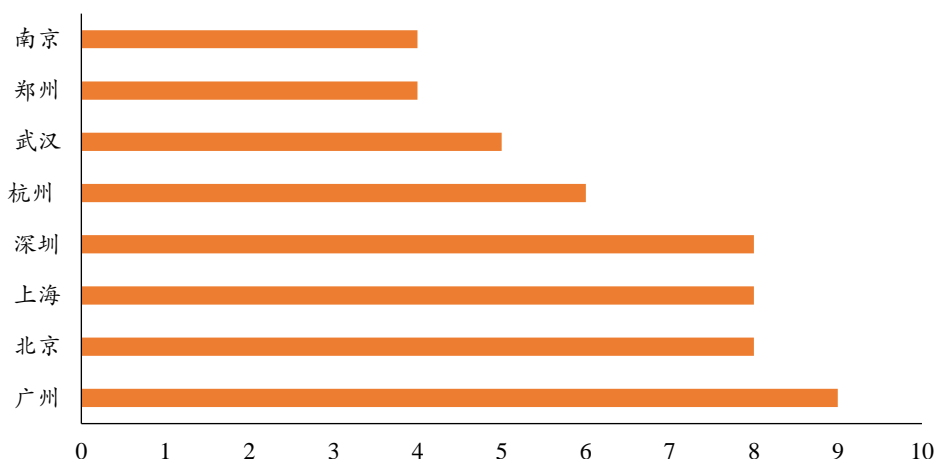
3.1 线下稳健全国性扩张，深耕一二线城市挖掘三线城市

3.1.1 登录资本市场助推全国布局，由一线城市向二三线城市渗透

在 2010 年好未来上市之前，公司已覆盖了四个一线城市和两个经济与教育较为发达的二线城市。经过十几年的发展，北京、上海、广州、深圳四大一线城市 K12 行业竞争激烈，主要体现在绝大多数 CR10 在四大一线城市均有教学点分布；且近几年 CR10 在一线城市的教学

点也翻倍增长，各大龙头深耕一线城市市场。而核心二三线城市的市场潜力巨大且竞争相对不激烈，因此目前龙头企业纷纷抢占核心二三线城市，主要布局于：（1）大省省会城市：例如南京、杭州、郑州、成都、重庆等；（2）经济较为发达且教育受到重视的城市：无锡、苏州、宁波等。好未来也是如此，在一线城市 K12 渗透率较高之时向人口大省省会城市以及经济发达的城市扩张，从好未来各年新进城市表可看出好未来地域扩张顺序也符合以上逻辑。

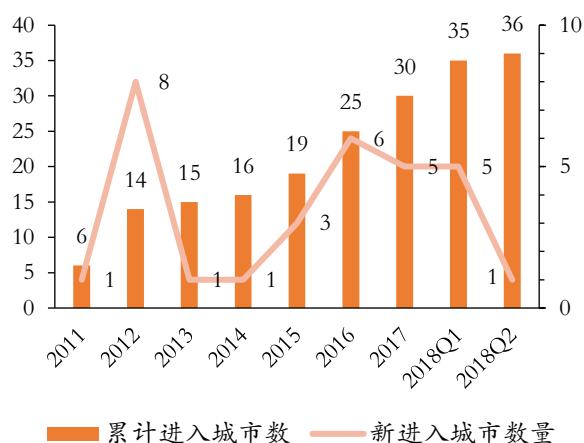
图表 29 主要一二线城市所在 CR10 数量



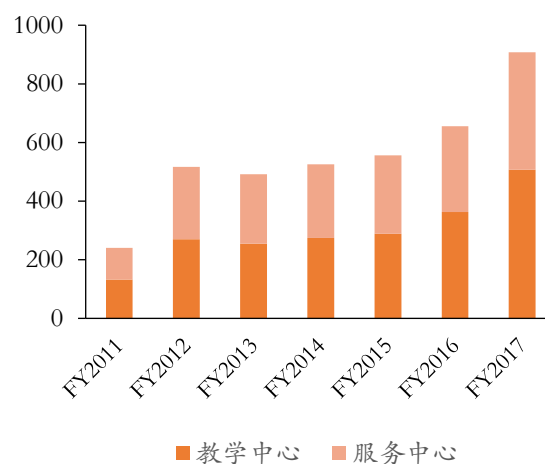
数据来源：公司官网、广证恒生

好未来自上市后的扩张逻辑主要有三个方面。第一，好未来的地域扩张呈现明显的周期性，主要是由于每一轮大规模的扩张之后，好未来会花几年时间对新增教学点进行精细化管理，保证教学质量，建立品牌口碑。在上市之后，公司充分利用资本优势，在 2011 年开拓了成都、南京、西安、杭州、太原、重庆、苏州、郑州八大城市，而后两年精耕细作，地域扩张放缓，直至最近两年又开始了新一轮的周期性地域扩张。第二，在不断进入新城市的同时，对于已经进入的城市也在不断的深耕，主要表现在品牌口碑初步建立之后，不断挖掘市场空间，增加或者调整各大城市教学中心的数量，例如武汉、成都、南京、西安、杭州、太原、重庆、苏州、郑州等城市的教学中心连年逐渐增长；北京、上海、广州、深圳、天津的教学中心也在调整中略有增加。第三，好未来依托其强大的数学培优谨慎扩张，在增加培训学科和覆盖年级的速度方面是比较谨慎的。每当好未来进入一个新城市，都是从某个年级的数学培训开始，当数学培训有不错表现的时候，再推广到其他的年级；过了三到四年以后，当好未来的数学培训已经扎根本地市场之后，再添加新的科目，比如物理、化学、语文和英语。在好未来覆盖的三十多个城市里，一半以上没有英语培训，二十多个没有语文培训。

图表 30 好未来累计进入城市数量



图表 31 好未来教学中心与服务中心年变化



数据来源：公司年报、广证恒生

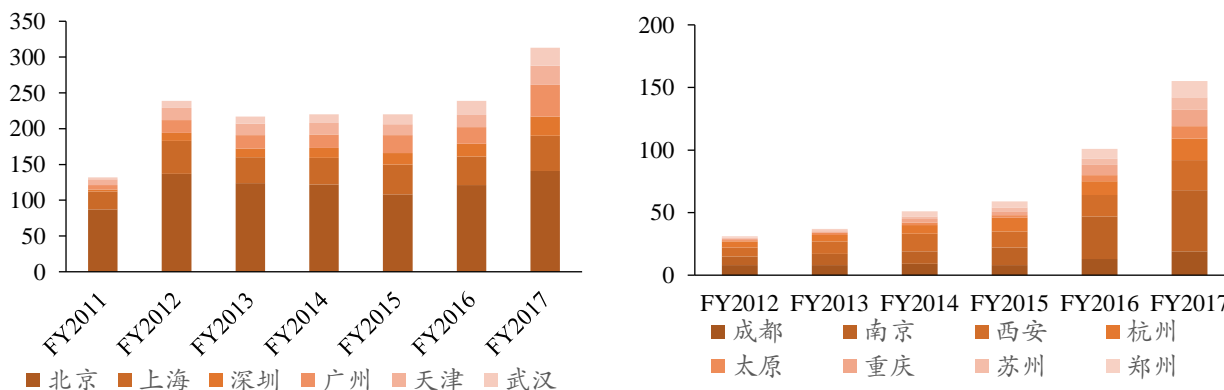
数据来源：公司年报、广证恒生

图表 32 好未来上市之后新进入城市一览表

财年	新进入的城市
FY2010 之前	北京、上海、天津、武汉、广州
FY2010	深圳
FY2011	——
FY2012	成都、南京、西安、杭州、太原、重庆、苏州、郑州
FY2013	沈阳
FY2014	济南
FY2015	长沙、石家庄、青岛
FY2016	洛阳、南昌、宁波、合肥、无锡、福州
FY2017	长春、厦门、兰州、大连、贵阳
FY2018Q1	东莞、常州、徐州、南通、佛山
FY2018Q2	镇江

数据来源：公司年报、广证恒生

图表 33 好未来部分城市教学中心变化：一线城市重拾升势，二线城市大幅扩张



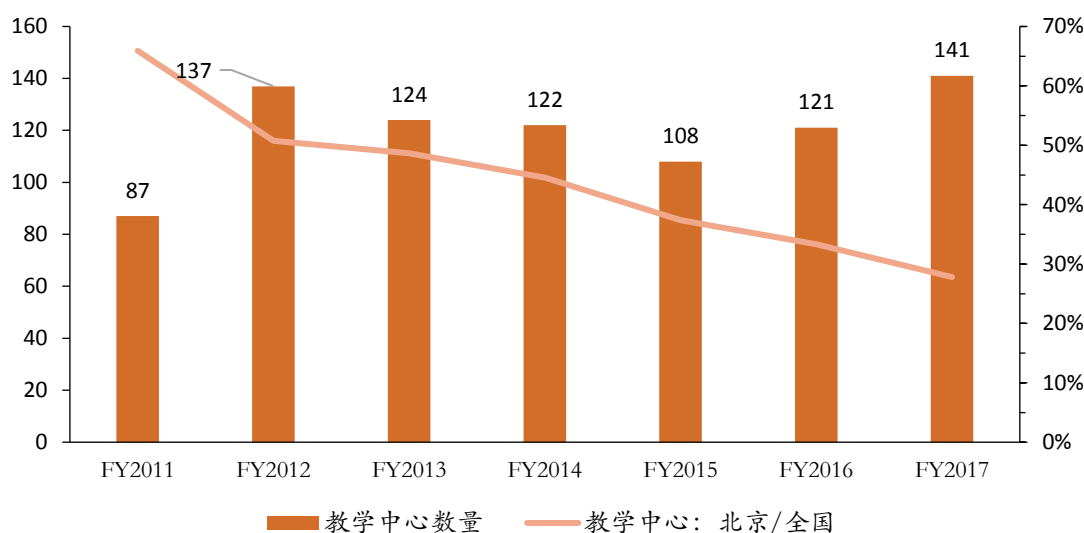
数据来源：公司年报、广证恒生

3.1.2 低价策略助推一线城市深耕，借品牌优势抢占二三线城市

在第二轮扩张周期，好未来在以北京为首的几个大城市推广入口年级低价课程策略，继续在激烈的市场竞争中深耕一线城市的市场空间。一线城市由于其人口密集、经济社会较发达且教育重视程度较高的特性，其客单价、参培率等都比较高，市场容量巨大，成为很多 K12 企业的扎根点。在激烈的竞争中，K12 培训行业野蛮生长的时代已经过去，然而一线市场的剩余空间仍很大，足够各大龙头深耕。以行业龙头新东方为例，新东方目前在北京共有 90 个教学点，北京、上海、西安在内的前五大城市在 2017Q1 至 2018Q1 这段时间内营收增长率高 40%，占 K12 总营收的 45%-46%，而根据新东方的预测，北京市场尚待深耕，新东方在未来将继续深耕北京，目标容量有望达到 150 个教学点。

在兵家必争的一线城市，第二轮市场空间的挖掘主要动力来源于好未来低价策略的推行。北京、南京、上海、深圳、广州五大城市的学而思培优小班收入占培优小班总收入的 58%。面对新东方的价格战，为了保持一线城市的市场占比优势以及增长势头，好未来从 2015 年开始，在北京等几个大城市推行暑期促销活动。在 2015 年 4 月下旬，好未来旗下的学而思宣布推出针对初一新生的 1 元课程。此举宣布好未来正式应战，K12 教培行业双巨头价格战打响。好未来的暑期 1 元课程，进一步打开了北京市场，实现了财年注册学生以及营收的大幅增长。尽管采取了价格战，但成本控制良好，规模扩张和利润增长呈现良性。得益于低价策略的推行，好未来再次打开了北京的市场，北京的教学中心的数量终于在 2015 财年走出低谷，迎来了新一轮的上升期。

图表 34 好未来北京教学服务中心数量



数据来源：公司财报、广证恒生

图表 35 好未来低价策略执行情况

时间	低价策略及其效果
2015 年	2015 年学而思北京推出针对初一新生的暑期一元班课，爱智康推出针对初一和高一新生的 30 元/课时的六人班课，直接促使 2016 财年 Q2 季度暑期注册学生率同比增长 50.4%，上一年同期注册学生同比增长仅为 32.3%。
2016 年	好未来 2017 财年主要在北京等城市实行低折扣多科目打包策略，覆盖数学、语文、英语等 6 个科目，学员人数实现了 70.3% 的超高增长，营收 10.431 亿美元，同比增长 68.3%。
2017 年	2018Q2 季度在北京等几个大城市以及学而思网校继续推广暑期促销活动，暑促续费率高达 50%，高于去年同期，线下促销也成为北京地区连续三个季度增长超过 40% 的原因。线上促销活动使得学而思网校等线上业务招生人数较去年同期增长 200%，收入增长 144%。 好未来在北京的冬季班也已经开始了低价折扣多科目打包的策略，推行多元化政策，意在鼓励学生报更多的科目，从而在高参培率的市场中提高人均参培科目，挖掘新增长点。

数据来源：公司年报、芥末堆、广证恒生

入口级的低价策略为什么有效？我们认为有两个方面。第一，教育产品的选择主要有经济成本、时间成本和机会成本。有教学质量保障的一线培训机构的时间成本和机会成本风险较低，一旦降低了经济成本，顾客自然愿意积极尝试。第二，低价策略的逻辑是“用好产品留住顾客”，即通过高续费率弥补前面一期的损失。因为 K12 属于长周期产品，非一次性消费，一旦顾客认同了一家培训机构有效果，转移成本将会很高，进而降低机构后续的获客成本和营销成本。如果顾客来了不满意或满意度偏低，即过低的续读率将会让机构得不偿失。所以本质上，低价只是表象，教学质量的比拼才是本质。事实上，仅靠营销驱动的教育机构是没有资格玩“低价入口策略”的。

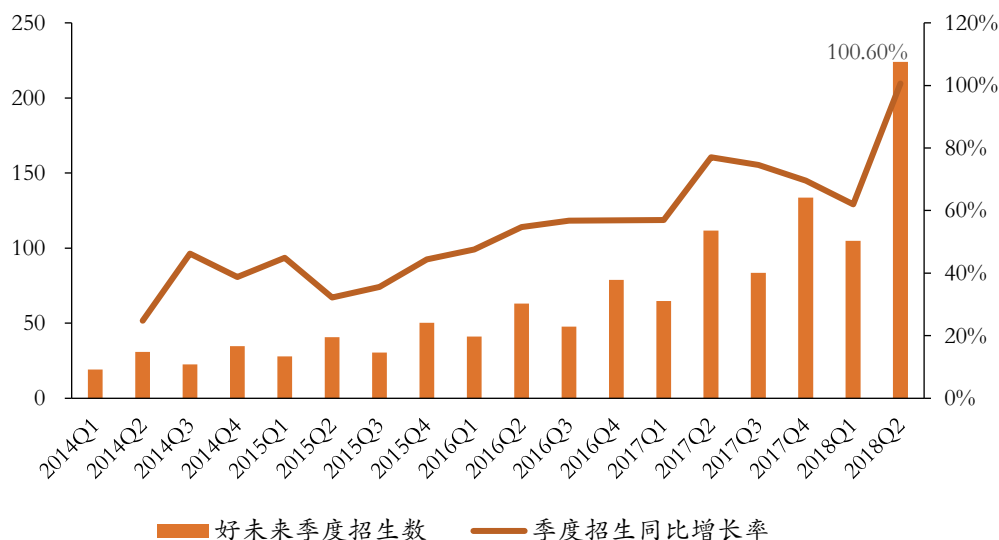
龙头企业通过低价策略快速提升市占率，行业集中度进一步提高。龙头企业通过降低学生家长的尝试成本，不断在吸收中小机构的生源。这样发展下去，低价入口策略将进一步降低产品驱动型教育机构的营销成本，让他们能够进一步将投入集中于教研和教学中去。由此看，此策略将一些低质的中小机构持续挤出市场，提高行业集中度。实行入口级低价策略的新东方和好未来等优质企业在整个 K12 课外辅导市场的占有率在不断提升。

好未来通过低价策略深耕一线城市，短期内没有计划将“低价课”政策推广到全国。对于好未来，低价策略目前只适用于竞争十分激烈同时也是营收要地的几大城市，通过低价策略吸引更多学生，通过高质量的教育保持学生留存率，是深耕市场同时维持大城市市场份额不被其他 K12 机构侵蚀的途径之一。所有折扣的制定都基于对不同城市的认真衡量，只有在低价策略对注册人数、营收以及利润率都有益的情况下才能执行，因此在未来的几年时间好未来不准备全国性推广低价策略。

而对于广阔的二三线城市来说，由于市场竞争并不像一线城市一样激烈，因此，挖掘二三线广阔市场的战略不同于一线城市，主要依靠品牌优势和先发优势。经过 2011 年的大规模扩张以及几年的精耕细作之后，好未来在 2015 财年开启了新一轮的二三线城市跑马圈地之路，以平均每年五个新增城市的速度扩张，尤其在 2018 财年前两个季度，已经进入了东莞、常州、

徐州、南通、佛山、镇江六个城市，扩张步伐明显加快。基于精准分析不同市场的竞争情况以及因地实施不同策略，好未来在第二轮的扩张中步伐更加稳健有力，季度招生数量同比增长率保持在 40% 以上，2018 年 Q2 季度招生规模更是呈现了 100.6% 的同比大幅增长，成长性十分明显。

图表 36 好未来季度招生情况



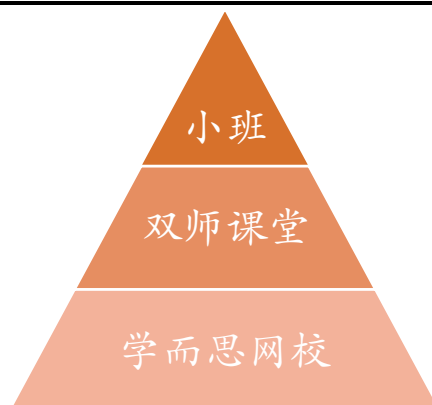
数据来源：公司财报、广证恒生

注释：好未来季度招生数的单位为万人

3.2 “学而思网校+双师课堂”，线上线下加速融合剑指全国市场

“线下小班+双师课程+学而思网校”搭建一张辐射全国的扩张网络。据我们保守预测 2017 年全国 K12 课外培训市场 4500 亿元，除了兵家必争之地的核心一二线城市外，更大的增量集中在三四五线城市。作为 K12 龙头的好未来岂能放过三四五线城市的巨大潜能，而双师模式和学而思网校的直播模式或许是一条可行渠道下沉路径。从长期规划来讲，好未来计划以线下小班模式覆盖全国最大的前 40 座城市，以双师课堂为主覆盖三线和四线城市，并通过直播模式在全国内覆盖更多的学生。

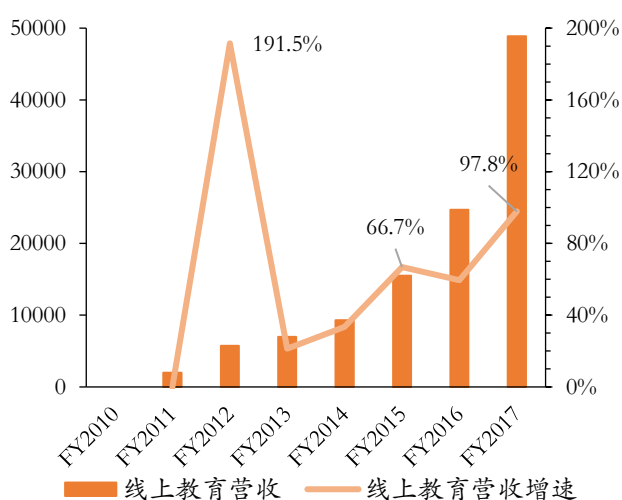
图表 37 好未来全国扩张之路



数据来源：广证恒生

线上线下教育形成互补格局，共促营收高速增长。学而思网校与双师模式均为渠道下沉的手段之一，适用不同的场景。其中学而思网校的探索时间更久，目前对营收的贡献越来越大，而双师课堂正处于初步探索阶段，目前对营收的贡献较少。学而思网校主要定位于线下教学中心的学生容量有限的情况下抢占市场份额的有利抓手。学而思网校营收增长情况与线下课程的营收增长情况也体现出两者的互补关系，线上教育营收的快速增长并没有影响到线下教育的规模扩张，两者的营收在近几年都呈快速增长趋势，共同促成了好未来业绩的大幅增长。

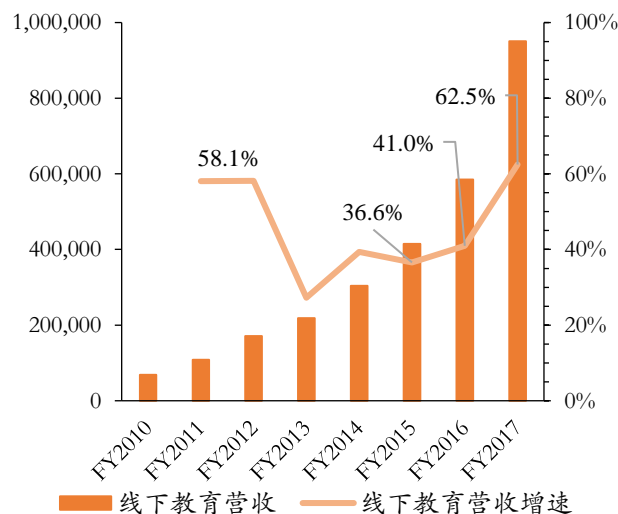
图表 38 好未来线上教育营收增长情况



数据来源：公司年报、广证恒生

注释：营收单位为千美元

图表 39 好未来线下教育营收增长情况



数据来源：公司年报、广证恒生

注释：营收单位为千美元

3.2.1 学而思网校：率先布局在线教育，历经多年尝试效果显著

学而思是最早一批探索在线教育的线下培训机构之一，其线上业务的探索也映射出了在线教育的发展史，从早期的录播逐步演变到“直播+辅导”模式。在2010年，线下教育如火如荼之时，学而思在大力发展线下教育的同时，率先意识到K12线上教育的巨大潜能，提前布局线上教育市场，学而思网校开始运营，开始推广录播课程。从2010财年至2013财年，线上教育占总营收的比例在不断的上升，2012财年的线上教育营收增长率高达191.5%。

然而传统的录播模式的弊端也逐步显现出来，主要是完成率低、互动差导致学习效果差、续费率低，获客成本高。此模式缺乏约束性，无法帮助学员养成良好的学习习惯，尤其是对于低龄学生来说，由于缺乏自制力与学习动力，录播模式的线上教育往往会出现学习效率低，效果差的结果；同时，缺乏师生互动使得学生的疑惑没有办法及时得到解决。即使是拥有名师的线上教育平台，由于缺乏强烈的学习氛围，强制化的学习状态以及真实有效的互动，从其本质上看也只是信息传递过程，所以录播模式一直存在着课程完成率低、续单率低、学习效果不明显的问题。好未来2013-2014财年线上业务的中低速增长也放映了当时线上教育的困境。同一时期以及随后的2015-2016年大量纯在线教育机构出现的流量变现难题也有类似的原

因，迟迟没有找到很好的商业变现模式。

好未来作为一家具有互联网基因的龙头线下教育机构，在学而思网校的营收增长速度下降，遇到瓶颈时，意识到了家长对学习效果的重视以及需求的转换，从 2013 年开始试水直播，并于 2016 年开始提供基于“直播+辅导”的在线课程，打破了传统录播互动性差以及及时反馈功能差的弊端，同时发挥了线上平台可节省线下的场地成本和提高教师的利用效率的优势。相较于录播而言，直播更能在短时间内吸引到大量学生同时观看，并且更有学习氛围。但是简单的直播并不能满足学生的课程需求，学生在课后还需要服务的跟进。最新的“直播+辅导”模式更加关注学生学习的关键环节。从“预习——上课——练习——评析——辅导”每一个环节都辅以监督、激励、反馈。它试图通过实时在线的互动教学、科学的学业测评以及辅导老师全方位的学习跟踪，最终保障学习效果。因此，从 2015 财年开始，线上教育占比又开始了新一轮的强劲增长，线上教育占总营收的比例在不断攀升的同时，线上教育的营收增长也保持在 50%以上，甚至在 2017 财年达到 70%以上。

图表 40 好未来学而思网校发展历程

时间	事件
2008 年	学而思网校成立。
2010 年	学而思网校正式运营，开始推出高清名师录播视频。
2013 年	学而思网校试水直播，推出“录播+直播辅导”模式，授课环节由录播完成，直播主要做答疑和练习。
2015 年	学而思网校正式推出全面升级产品：TEPC 翻转课堂，以产品及服务为支撑，将传统的“视频”重塑为学生自主学习、参加测试检验学习效果、参与直播互动练习提升、7x24 小时随时答疑解惑的“翻转课堂”模式；开始尝试“直播+辅导”模式，从录播向直播转型从录播向直播转型；同时开始推出直播品牌“海边直播”。
2016 年	1、学而思网校发布 IDO1.0 个性化学习体系，旨在为学员提供效果更可见、互动更活跃、辅导方案个性化的学习方式和学习体验。 2、学而思网校发布“暑期一元课”，力推直播课程。这个暑假，学而思网校将以 1 元的价格开放原价为 800 元的初一数学直播课，并配备辅导老师，及时答疑和批改作业，学而思网校开始主打直播课。
2017 年	1、将海边直播整合为学而思培优在线，与线下小班课程互补。 2、学而思网校正式发布 IDO2.0 个性化学习体系。在延续 IDO1.0 错题追踪订正功能、线上答疑系统的基础上，IDO2.0 通过个性化学习系统、语音识别、人脸识别、触感互动等科技手段在教育上的全新应用，为在线教育提供智能化、个性化解决方案。IDO2.0 体系将使在线教育无限趋近于线下，并在辅导个性化、数据可视化、效果可见化等方面优势更加明显，显著提升孩子互动感、专注力及学习主动性，使因材施教成为可能。 3、继续推广“暑期一元课”，暑期促销活动使得学而思网校等线上业务招生人数较去年同期增长 200%，收入增长 144%。

数据来源：芥末堆、多知网、广证恒生

同时，为了引导广大潜在用户尝试在线教育，降低他们的试错成本，从而挖掘更多的在线教育市场空间，2017 财年 Q2 季度好未来正式开启学而思网校线上课程的暑期促销活动；受益于暑期线上一元班促销策略，2018 年 Q2 学而思网校人数增长超过 200%，收入增长 144%，线上良好的续班率为学而思网校的规模增长奠定了坚实的基础。正如学而思网校总经理陈宁

昱所言：“我们希望通过一元课，让更多学生能够体验到这一新型在线学习形式，让更多家长感受到在线教育对学习效果的提升。未来学而思网校会持续在多场景直播、大数据教研、个性化服务三大内核深耕细作，让在线学习更美好。”

3.2.2 双师课堂：互联网技术变革线下教育，试水双师模式突破线下瓶颈

用互联网与科技改变线下教育，试水双师模式突破线下瓶颈。双师模式是指“线上主讲老师+线下辅导老师”的模式；一般来说，该模式的优势在于既保持了线下模式互动性强的优势，同时理论上能有效缓解优质师资供应不足问题，实现线下教育产能更大化。一般来说，双师课堂的一个主讲老师可以同时负责十个小班的教学，实现了在将优质教学资源大范围输出的同时，名师使用率大幅度提升。好未来是第一批试水双师模式的 K12 优质企业之一，从 2015 年开始，好未来先在北京和南京两个地区试点，通过核心区域的名师辐射本城市和周边的城市，继而逐渐向二三线城市推进，例如长沙、郑州、西安等。双师模式的线下课堂还植入了很多教育科技产品的运用，通过教育科技提升教师的教学效率，优化学生的学习过程，从而不断提升用户体验，塑造更好的口碑。在双师模式的学习效果得以验证之后，好未来将会在全国铺开双师模式。目前双师模式还处于初步探讨阶段，效果有待进一步跟踪，当前对公司业绩贡献不大。从长期规划来看，好未来计划以线下小班模式覆盖全国最大的前 40 座城市，以双师课堂为主覆盖三线和四线城市，并通过学而思网校等线上直播模式在全国内覆盖更多的学生。

图表 41 K12 同行双师模式布局情况

企业	布局情况及效果
好未来	<p>2013 年上线的海边直播为双师模式的前身，采取“主讲老师直播+辅导老师答疑”的模式，跟现在所定义的“双师课堂”不同的是，海边采用的是纯网络在线直播的方式，没有线下实体教室，但是教学和辅导环节由两名不同的老师负责。</p> <p>好未来于 2015 年夏季开始在北京和南京试点双师模式，2017 年将海边直播升级为学而思在线，成为学而思培优旗下双师模式的子品牌。</p> <p>截止 2018 财年 Q1 已经在北京、南京、郑州、西安、杭州、长沙、青岛等试点双师模式，在小升初课程中重点推广，未来将在更多的二线城市推广双师课堂。</p>
新东方	<p>新东方利用双师课堂模式把一线城市的优质师资导入到二三四线城市，2017 财年分别在开封、秦皇岛、安阳、邯郸、沧州等六个城市布局双师模式。截止 2018 财年 Q1，新东方在 30 余个已有教学中心开设双师班，并以新建双师学校的形式新进入 7 个三四线城市（包括报告期内新进入的广东中山），2018 财年计划用双师模式进入 5-10 个新城市。目前，双师模式的学生留存率为 50%-60%，高于预期。</p>



企业

布局情况及效果

高思教育

高思教育通过双师课堂延伸爱学习业务，面向全国 1300 多家合作教育机构，帮助机构直接提供设备以及主讲老师，并按照每个学生端教室每小时的时长收费，价格为 200 元/小时。而这些机构则提供课室、教学设备等基础设施和相关行政管理工作。目前，高思教育已经北京、湖北、江苏试点了双师课堂的共享合作模式。未来计划将双师课堂模式积极向二三四线城市推进。

明师教育

明师教育的双师课堂每个课室硬件均投资 20 万元，教室配备 120 英寸高清液晶屏同步应答器、同步学生回答统计分析、视音互动系统等高科技教学设备。目前，明师教育已在花都、从化、珠海、佛山、顺德、大良等多个上课点设置双师课堂的试点课程。

数据来源：公司年报、多知网、芥末堆、搜狐教育、广证恒生

4. 深挖渠：多赛道外延布局完善产业链，全方面构筑教育生态圈

聚焦 K12 教育主业，多赛道布局完善产业链。对于教育龙头来说，多赛道布局的好处主要有以下两点。第一，基于教育行业垂直、细分的特点，每个细分领域都有做大做深的可能性。正如新东方董事长俞敏洪所言：“教育领域一个特点是分散化，教育领域中很难出现腾讯、阿里巴巴这样的大公司，因为教育可以多手段的齐头并进。我认为教育领域未来出现的上市公司会是任何一个产业领域当中最多的，这样的上市公司可能每一个占据教育的一个垂直领域，占据教育的某一个平台，占据教育的某一个方向，每个教育公司都可以达到几百亿人民币、上百亿美元的市值。在我们看来，未来这样的公司在中国可以占到四五十家，未来学而思和新东方只可能是其中的两家。”可以预见，全面前瞻深度布局教育细分领域者将大为受益，从当前的布局来看未来有可能成为教育百花齐放时代最大受益者之一。第二，通过投资并购的方式多赛道布局有助于好未来聚焦于自己最擅长的 K12 领域而避免精力分散；同时前瞻布局更多的细分赛道，充分利用品牌效应满足学生多元化的需求，能够发挥业务间协同作用，能够最大限度捕捉市场机会，在时代的巨变中提升竞争力，构建自身护城河。正如好未来董事长张邦鑫所言：“教育这个产业，蛋糕很大，但是吃的都是蚂蚁，连个蟑螂都没有。整个在教育行业表现出来的特点是非常细分、垂直的。今天很多人还不接受一个企业应该做长板，我把我的事情做好，去找别的长板去拼，这样的认识在美国、硅谷是非常普遍的事情，大家做好在自己的价值链当中最擅长的事情。”

自好未来上市以来，公司不断通过投资并购扩张业务板块，布局的赛道主要有：幼儿教育、K12 产品、在线教育、外语类教育、高等教育、互联网及教育科技。从好未来业务体系的历史变化来看，一方面好未来正在不断完善 K12 产业链，另一方面也在向 K12 产业链上下端延伸，向考研培训、少儿英语、早教、青少年素质教育类，教育科技，国际教育类延伸。幼儿与高等教育扩大产品线，成为未来业务潜在增长点，文科外语类补足学科短板，教育科技

更好的服务于教育事业。基于协同作用的跨品类扩张一方面可以在生源、研发、场所上相互借鉴和合作；另一方面可以相互补充、相互促进，最终形成一个良性共享的教育生态圈。为了更好的布局与管理各赛道，公司已对内部的组织架构进行大调整，成立了幼小事业群、K12事业群、国际及高教事业群、互联网事业群、教育云事业群五大事业群，代表了集团业务发展的大方向。

图表 42 好未来最新业务体系及旗下品牌

事业群	旗下品牌
幼小事业群	摩比 MOBBY: 2-15 岁儿童综合素质培养及高品质课程开发。 励步英语: 为 2-15 岁孩子提供全英文、全学科、全场景的国际语言培训。 妈妈帮: 以知识和交流为核心, 通过个性化服务、专业工具等建立核心优势的专业有温度的新母婴生活服务平台。
K12 事业群	学而思培优: 全国范围内知名度、美誉度颇高的中小学培训机构。 学而思网校: 国内较早融合“互联网”与“教育”两大领域的中小学在线学习平台之一。 爱智康: 专注为国内中小學生提供个性化的教育服务。
国际及高教事业群	学而思国际: 学而思旗下唯一留学培训品牌, 专注于为年龄段为 10 至 15 周岁有留美意向的学员提供长期留学能力培养。 顺顺留学: 定位于全年龄段美英留学规划及服务。 考满分: 专注于出国考试在线科学备考的留学生口碑品牌。
互联网事业群	家长帮: 致力于打造中国领先的家庭教育学习和交流平台, 引领中国家庭教育的认知升级。 高考帮: 最受高中学生喜爱的在线学习服务平台。 考研帮: 提供考研资讯, 资料、社区和题库, 平均每 3 个考研人中就有 2 个在使用考研帮。 小木虫: 中国最有影响力的学术站点之一。
教育云事业群	教育云: 秉承好未来集团“用科技推动教育进步”的公司使命, 通过引入教育云平台、资源平台、软硬件智慧教学工具、学科应用和教学服务, 为广大师生带来优质的教育资源、优化并提升中小学的教学模式。

数据来源: 公司官网、广证恒生

好未来的投资逻辑: 技术、社区和未来教育方向。拥有大体量充足现金流的好未来近几年活跃于资本市场, 积极投资各发展阶段教育企业。好未来主要的投资领域有幼早教、素质教育、留学、教育科技、社交网络与媒体, 基于优化教育事业、口碑塑造与挖掘潜在 K12 市场三大理念。与大部分传统的线下教育培训机构相比, 好未来更加积极拥抱互联网与教育科技, 由于教育培训服务的进一步发展有赖于互联网以及教育科技的协助, 巩固互联网基因有利于构建竞争壁垒。

图表 43 好未来 2012 年-2017 年主要投资标的分类

标的领域	投资标的
素质教育	画啦啦少儿美术课堂 (A 轮)、爱棋道 (并购)、青青部落 (Pre-A 轮)、世纪明德 (种子轮)
线上教育	轻轻家教(B+、C、C+轮)、飞博教育(A 轮)、作业盒子(A 轮)、混沌研习社(A 轮)、知识印象(A 轮)、奇迹曼特(A 轮)、Minerva Project(B 轮)、米豆网(天使轮)、对啊网(天使轮)、多贝网(A 轮)
教育科技	NOBOOK 虚拟实验室(A 轮)、Volley Labs(种子轮)、Knewton(Pre-IPO 轮)、Locomotive Labs(A 轮)、硅易科技 (易改) (A 轮)
社交网络	妈妈帮(B 轮)、校长邦(Pre-A 轮)、宝宝树(D 轮)、慧沃网(B+轮)、腾跃校长平台(A 轮)、果壳网(C 轮)、小木虫(并购)
早教幼教	咭咭故事(A 轮)、鲨鱼公园(A、A+轮)、宝宝巴士(B 轮)、励步英语(并购)、小伴龙 (B 轮)
留学	ACCESSAT 唯佳教育(并购)、朗播网(A 轮)、顺顺留学(并购)、申请方留学(A 轮)、GMAT 加分宝(A 轮)
媒体	知识分子(A 轮)、新学说(天使轮)、芥末堆(天使轮)

数据来源：IT 桔子、广证恒生

5.财务剖析：成长性显著、财务风险低、现金流状况好

从过往数据分析来看，好未来成长性显著，稳健低风险。随着好未来第二轮地域扩张与投资并购周期的开始，公司的营收大幅度的增长，总资产规模也在不断的扩张，高盈利质量的资产扩张为日后净利润的规模爆发奠定基础，基于低财务风险下的财务杠杆利用促成 20% 以上的 ROE。

5.1 利润表分析：营收增长强劲，费用端稳定

在 2017 财年，好未来的营收规模突破十亿美元重大关口，在上市后的第一轮扩张中，好未来在 2012 财年的营收增长率高达 60%，但由于受到扩张费用的影响，当年的净利润增长率较低。随后几年精耕细作，虽然营收增长步伐有所放缓，然而扩张之后的利润效应显现，主要表现为净利润的高速增长，增长率在 2014 财年高达 81.24%。同理可得，在 2015 财年开始的第二轮扩张，使得近三年来营收的高速增长，而净利润增长率显著低于营收增长率。在 2017 财年，规模扩张带来的利润效应已经初步显现出来，剔除 2016 年净利润中资产处置收益的影响，好未来在 2017 年的归母扣非净利润增长率高达 131.35%。依据教培行业扩张逻辑，同时考虑到有了第一轮扩张的经验教训，当前第二轮扩张更加稳健，效率更高，预计在营收保持高速增长的同时，净利润也将出现高速增长。

在营收高速增长的同时，好未来的费用端控制良好，毛利率、销售费用率、管理费用率与运营费用率年度波动并不是很大。近两年来毛利润率略有下滑，主要是由于新初一价格战

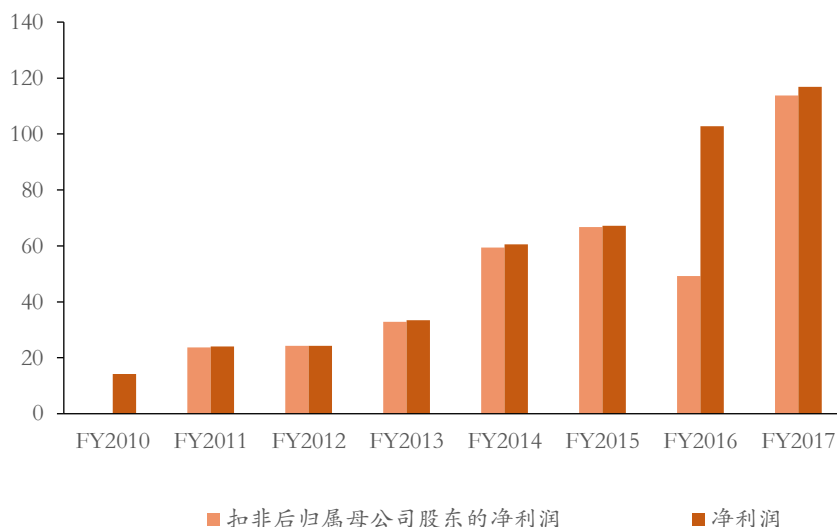
的影响。营业利润率的下滑是受到扩张周期的影响，表现出净利润的同起同落；且营业利润率与净利润率的高度接近，体现了好未来盈利质量很好，绝大部分净利润来源于经营事项而非非经营事项。除了受 2016 年非经常性损益的影响，净利润与扣非归母净利润在近几年的同比增长趋势重合度十分高，这也从侧面反映了非经常性损益对净利润贡献并不是很多，主营业务的盈利能力较强。

图表 44 好未来主要利润指标分析（单位：百万美元）

	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017
主营业务收入	177.52	225.93	313.90	433.97	619.95	1043.10
主营业务成本	95.59	115.75	151.54	203.07	303.64	522.33
毛利润	81.93	110.18	162.35	230.90	316.31	520.77
销售费用	23.17	27.67	35.76	53.88	73.57	126.01
管理费用	37.82	51.13	70.30	110.23	161.02	263.29
营业利润	20.95	31.38	56.29	66.78	81.72	131.48
扣非归母净利润	24.24	32.81	59.45	66.69	49.17	113.77
净利润	24.31	33.44	60.61	67.14	102.76	116.88
毛利润率	46.15%	48.77%	51.72%	53.21%	51.02%	49.93%
销售费用率	13.05%	12.25%	11.39%	12.42%	11.87%	12.08%
管理费用率	21.3%	22.6%	22.4%	25.4%	26.0%	25.2%
营业利润率	11.80%	13.89%	17.93%	15.39%	13.18%	12.60%
净利润率	13.70%	14.80%	19.31%	15.47%	16.57%	10.78%
主营业务收入同比增长率	60.52%	27.27 %	38.93 %	38.25%	42.86 %	68.26 %
净利润同比增长率	1.13%	37.54 %	81.24 %	10.81%	53.19%	13.61 %
扣费归母净利润同比增长率	2.06%	35.35%	81.20%	12.19%	-26.27%	131.35%

数据来源：公司年报、广证恒生

图表 45 好未来净利润与归母扣非净利润变化情况



数据来源：WIND、广证恒生

5.2 资产负债表分析：资金利用率有所提高，负债健康

好未来近三年来的现金占总资产的比例在不断下滑，同时短期投资、长期股权投资占总资产的比例在不断上升，三者占总资产的比例保持在 50%，从侧面说明了资产结构发生变化，大部分现金转化为投资，资金利用率有所提高。同时，流动负债率也有所提高，递延收益与流动负债的比例也维持在 75%左右，负债主要是递延收入为主的流动负债。受到教育行业的收入确认准则的影响，递延收益相当于预收账款，在公司为学生上课提供服务后将确认为收入，因此，好未来的负债情况十分健康，不存在财务风险。

图表 46 好未来资产负债表分析（百万美元）

	FY2015	FY2016	FY2017
现金及现金等价物	470.16	434.04	470.22
短期投资	0.77	27.47	229.46
流动资产	539.43	515.86	871.12
长期股权投资	97.36	274.36	347.73
非流动资产	232.98	545.52	957.78
总资产	772.41	1,061.38	1,828.91
递延收入-流动负债	177.64	280.93	504.15
流动负债	232.56	383.16	667.14
应付债券	226.06	227.83	225.15
长期借款	0.00	0.00	225.00
非流动负债	0.00	0.00	225.00

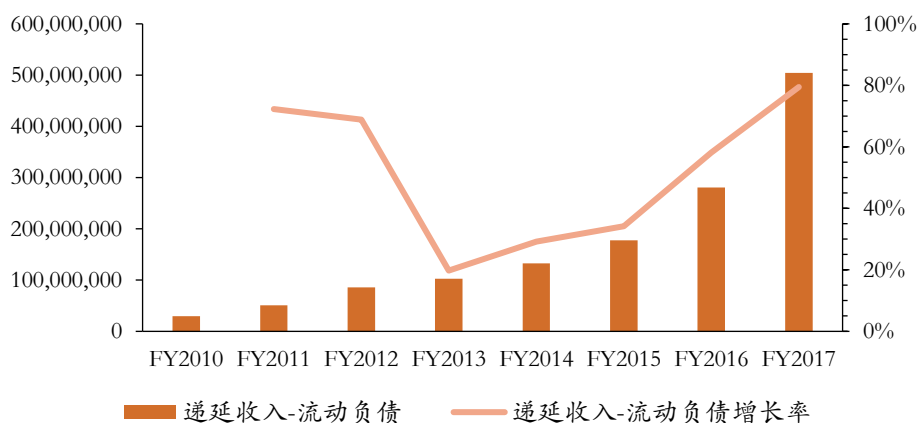


	FY2015	FY2016	FY2017
总负债	458.84	620.64	1,148.04
现金/总资产	60.87%	40.89%	25.71%
短期投资/总资产	0.10%	2.59%	12.55%
长期股权投资/总资产	12.60%	25.85%	19.01%
流动负债率	50.68%	61.74%	58.11%
递延收入-流动负债/流动负债	76.39%	73.32%	75.57%
递延收入-流动负债增长率	34.17%	58.15%	79.45%

数据来源：公司年报、广证恒生

另一方面，与营业收入一样，递延收入也随着扩张周期而有规律的变化，可作为前瞻性指标。在第二轮扩张之后，递延收入的增长率逐年攀升，由于递延收入终将在未来几个季度确认为营收，递延收入的高增长也为以后年度的营收增长提供了保障。因此，除了营收的高速增长外，递延收入的高速增长也是体现好未来成长性的重要前瞻性指标。

图表 47 好未来递延收入变化情况



数据来源：公司财报、广证恒生

5.3 杜邦分析：基于充足现金流与强盈利能力，利用财务杠杆撬动 ROE

基于低财务风险的财务杠杆撬动 ROE。从图表中可以看出，受到净利润率下滑的影响，ROA 在近几年有所下滑。然而，好未来充分利用自身现金流充足、盈利能力强、负债结构健康的优势，在低财务风险下加杠杆，主要是应付债券与长期借款的增加。财务杠杆放大经营绩效，使得好未来在 2015 财年与 2017 财年 ROA 相差甚远的情况下，两者的 ROE 十分接近。好未来的 ROE 保持在 20% 以上，在同行业内属于高水平的 ROE。

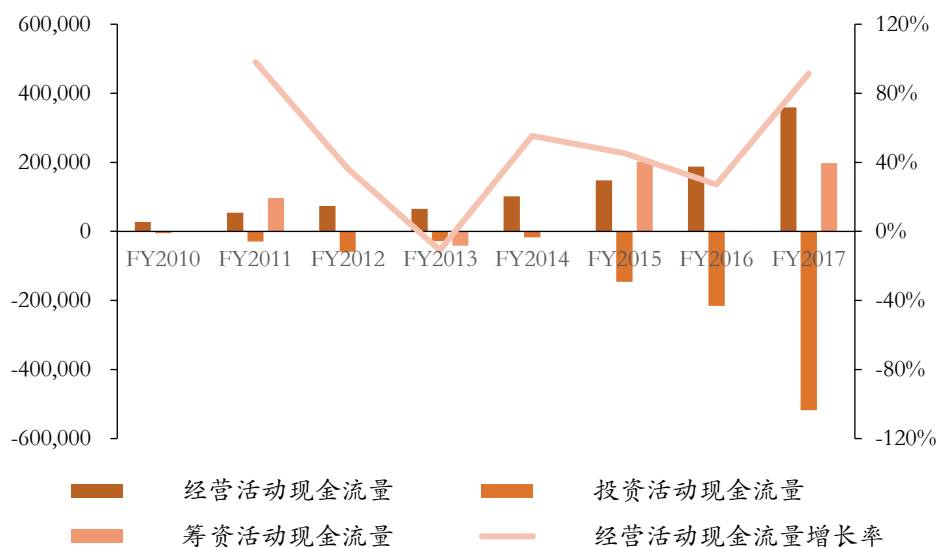
图表 48 好未来杜邦分析

	FY2015	FY2016	FY2017
净利润率 (%)	15	17	11
总资产周转率(倍)	0.72	0.68	0.72
ROA (%)	11.19	11.22	8.09
资产负债率 (%)	59.40	58.48	62.77
ROE (%)	23.43	27.42	21.62

数据来源：WIND、广证恒生

5.4 现金流分析：经营性现金流充足

好未来的经营性现金流净额一直体现为净现金流入，符合教培行业的行业特征，经营性活动现金流也可以作为一个前瞻性的指标。同时，在近几年来，经营性现金流净额进入了高速增长期，与营收的高速增长趋势一致。从投资与筹资活动现金流看，不难发现，好未来每进入一轮扩张期，筹资活动现金净流入与投资活动现金净流出会出现大幅增加，尤其是近几年，好未来进入了第二轮扩张期，投资与筹资活动现金流的变化趋势更加明显，这与好未来近几年加大投资扩张力度紧密联系。

图表 49 好未来现金流量分析


数据来源：公司财报、广证恒生

注释：现金流的单位为 1000\$

5.5 好未来成长性分析：成长性显著

好未来是一家优质的成长性企业。一方面，近三年来递延收入-流动负债增长率与经营活动现金流量增长率的变化趋势与主营业务收入的高速增长保持一致的趋势，与此同时，平均来看两者的增长率明显高于主营业务收入的同比增长率；而递延收入与经营活动现金流量代表在日后提供服务才能确认收入但已经确定业务关系的前瞻性主营业务收入，两者的增长优

于主营业务收入则表明未来有更多的待确认收入，下一年度或者若干季度的主营业务收入有了一定的保障。另一方面，好未来在近三年加快了产业链投资及并购的步伐，体现在短期投资与长期股权投资的增长速度上，如果我们认可教育行业是垂直细分，每个细分领域都有做大做深的可能性的话，好未来将深受其益。好的投资标的将会为好未来带来可观的投资收益，或者新的业绩增长点，这是好未来成长的另一大动力。

图表 50 好未来成长性分析

	FY2015	FY2016	FY2017
短期投资增长率	——	3488.04%	735.29%
长期股权投资增长率	258.77%	181.80%	26.74%
递延收入-流动负债增长率	34.17%	58.15%	79.45%
经营活动现金流量增长率	45.31%	27.20%	91.54%
主营业务收入同比增长率	38.25%	42.86%	68.26%

数据来源：公司年报、广证恒生

6. 以史为鉴：解码好未来千亿市值登顶之路

6.1 好风凭借力：选对了 K12 教培这一条千亿级规模赛道

从外部因素看，好未来的成功之道主要取决于选对了赛道。正如前文所言，时代造就伟大的企业，这句话同样适用于好未来。K12 赛道具备蕴育千亿市值龙头的行业空间及成长性。我国 K12 课外培训市场空间大、用户生命周期长、刚需、集中度低，竞争对手不强，消费升级紧随而至，好未来就是诞生于这样一个伟大的教育大时代，选对了一条非常适合长跑的赛道。公司采取差异化的打法，从当时奥数刚需切入，撕开数千亿级规模的 K12 课外培训市场一个口子，并逐步成长为行业的领军者。

6.2 十年磨一剑：构建核心竞争力，抬高行业竞争壁垒

历经十几年多方面构建了强大的核心竞争力，龙头地位难以撼动。在好未来创立初期乃至上市前后，K12 课外培训市场是一个“躺着挣钱”的时期，大多数靠营销驱动也能赚的金钵满满。然而好未来另辟蹊径，摒弃营销驱动模式，多方面构建了强大的核心竞争力。（1）品牌：定位“培优”服务，卡位优质生源塑造卓越的品牌口碑，其正金字塔型生源结构更有助于培养客户依赖度，长期降低招生费用。（2）产品：首创“大后台，小前台”的中央厨房模式，坚持产品驱动模式，实现课程标准化，降低名师依赖，高标准化下内容可复制的业务模式为地域扩张提供了先决条件。（3）渠道：全国核心一二线城市的稳健扩张策略和精细化管理构建了先发优势。其考核体系也并非把规模扩张放在首位，而是严格把控扩张节奏和程度，更加关注新增教学点的健康程度，保证有质量的扩张，确保其品牌口碑不被侵蚀。（4）商业模式创新：具备互联网基因的好未来积极拥抱互联网与教育科技，布局线上教育、加快线上

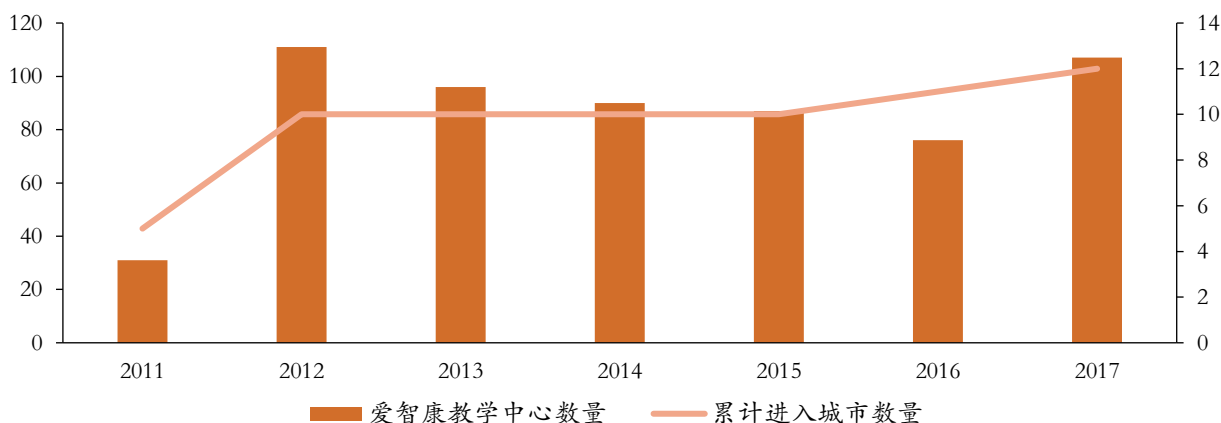
线下教学的融合，用教育科技改善教学体验，提升服务质量。“双师课程+学而思网校”将有望实现标准化低成本扩张，辐射全国三四五线城市。(5) 外延布局：多赛道外延布局完善产业链，全方面构筑教育生态圈。基于教育行业垂直、细分的特点，很难出现腾讯、阿里巴巴这样的大公司，但每个细分领域都有做大做深的可能性。可以预见，从当前的布局来看未来有可能成为教育百花齐放时代最大受益者之一。总体而言，好未来已在品牌、产品、渠道、商业模式创新、外延布局等方面构建了强大的护城河，成为一般教培企业难以逾越的鸿沟。近两年好未来的研发投入在 4000 万美元以上，如此大规模且持续的研发费用投入只有在企业发展到一定体量与盈利能力之后才能支撑起来，进一步抬高行业竞争壁垒。

6.3 敢为天下先：敢于尝试，善于调整

每一家伟大企业的崛起并非一帆风顺，好未来也不例外。敢于尝试，敢于试错、且善于调整让好未来保持领先优势。例如公司首创“免费试听、随时退费”的倒逼机制，即承诺听课前三次不收费，如果后面的时候不满意，可以部分退费（按比例把没有上课的部分退费），在此之前该机制从没有一家教培机构这么做，此类敢为天下先的创举比比皆是，成为同行竞相效仿的对象。

有尝试也必然有坎坷，关键在于善于调整。例如在 2012 年公司整体激进的扩张策略下，爱智康教学中心较上年猛增 80 家，达 111 家。然而，爱智康并非好未来的强势品牌，在新的城市中，公司要花大量的费用推广，而爱智康为好未来带来的营收贡献远不及学而思小班，且毛利率远低于小班培优。因此，公司果断进行了战略调整，把爱智康定位为心小班业务的互补，一对一事业部生源主要来自班课，逐步关闭了一些已有的 1 对 1 教学中心，直至 2016 财年，爱智康教学中心仅 76 家。在试错之后，好未来重新聚焦小班业务，使得毛利率以及营业利润率皆持续改善。

图表 51 好未来一对一教学中心扩张步伐



数据来源：公司财报、广证恒生

数据支持：王梓晴、李宗煜。

新三板团队介绍:

在财富管理和创新创业的两大时代背景下，广证恒生新三板构建“研究极客+BANKER”双重属性的投研团队，以研究力为基础，为企业量身打造资本运营计划，对接资本市场，提供跨行业、跨地域、上下游延伸等一系列的金融全产业链研究服务，发挥桥梁和杠杆作用，为中小微、成长企业及金融机构提供闭环式持续金融服务。

团队成员

袁季（广证恒生总经理兼首席研究官）：长期从事证券研究，曾获“世界金融实验室年度大奖—最具声望的100位证券分析师”称号、2015及2016年度广州市高层次金融人才、中国证券业协会课题研究奖项一等奖和广州市金融业重要研究成果奖，携研究团队获得2013年中国证券报“金牛分析师”六项大奖。2014年组建业内首个新三板研究团队，创建知名研究品牌“新三板研究极客”。

赵巧敏（新三板研究总监、副首席分析师）：英国南安普顿大学国际金融市场硕士，8年证券研究经验。具有跨行业及海外研究复合背景，曾获08及09年证券业协会课题二等奖。具有多年A股及新三板研究经验，熟悉一二级市场运作，专注机器人、无人机等领域研究，担任广州市开发区服务机器人政策咨询顾问。

林全（新三板副团队队长）：重庆大学硕士，机械工程与工商管理复合专业背景，积累了华为供应链管理与航天企业精益生产和流程管理项目经验，对产业发展与企业运营有独到心得。

温朝会（新三板副团队队长）：南京大学硕士，理工科和经管类复合专业背景，七年运营商工作经验，四年市场分析经验，擅长通信、互联网、信息化等相关方面研究。

黄莞（新三板教育行业负责人）：英国杜伦大学金融硕士，具有跨行业及海外研究复合背景，负责教育领域研究，擅长数据挖掘和案例分析。

陆彬彬（新三板主题策略研究员）：美国约翰霍普金斯大学金融硕士，负责新三板市场政策、私募机构、投后管理等领域研究，擅长数据挖掘和政策分析。

魏也娜（新三板TMT行业研究员）：金融硕士，中山大学遥感与地理信息系统学士，3年软件行业从业经验，擅长云计算、信息安全等领域的研究。

谭潇刚（新三板新能源新材料行业研究员）：中国科学技术大学无机化学博士，曾发表多篇SCI论文，研究涉猎化学、物理和材料等交叉领域；重点关注锂电池、新能源汽车等新材料领域相关产业链。

刘锐（新三板医药行业研究员）：中国科学技术大学有机化学硕士，具有丰富的国内医疗器械龙头企业产品开发与管理经验，对医疗器械行业的现状与发展方向有深刻的认识，重点关注新三板医疗器械、医药的流通及服务行业。

胡家嘉（新三板医药行业研究员）：香港中文大学生物医学工程硕士，华中科技大学生物信息技术学士，拥有海外知名实业工作经历，对产业发展有独到理解。重点研究中药、生物药、化药等细分领域。

陈凯（新三板传媒行业研究员）：厦门大学经济学硕士，具有国内知名券商投行、研究所工作经验，主要研究方向为游戏、电竞、影视等泛娱乐领域相关产业。

田鹏（新三板教育行业研究员）：新加坡国立大学应用经济学硕士，曾于国家级重点经济期刊发表多篇论文，具备海外投资机构及国内券商新财富团队丰富研究经历，目前重点关注教育领域。

联系我们:

邮箱: huangguan@gzgzhs.com.cn

电话: 020-88832319

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。



一个教育渠道者爱待的圈子

《教育综合体行业发展交流资料》

《18年教育TOP100项目中标情况》

《4000+教育装备企业联系名录》

.....

更多教育行业资料、干货

限时**免费**领取

备注：**资料**

长按图片识别二维码
添加领取资料大礼包

