

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

渠道资源整理，互利共赢~

关注慕牛 (munuedu)

一起玩转教育To B市场

【广发海外】教育系列之一

好未来 (TAL.N): K12 教育辅导龙头

核心观点:

- 公司提供全方位的 K12 课后教育培训

公司的主要业务为小班课程、一对一服务和在线课程,覆盖了从小学到高中所有科目的教育培训。截至 2016 年 11 月底,公司在 27 个城市拥有 474 家学习中心,2016 年 3-11 月累计入学人次约 260 万人次。

- K12 教育存在供需缺口,培训机构受益,行业集中度仍不高

中国追求高等教育的需求很旺盛。近年的教育政策缩减了城市的教育供给,形成了供需的缺口。K12 教育培训行业门槛较低,集中度不高,大型机构由于拥有系统的教研能力和内容积累,具有较大的竞争优势。

- 公司仍有较大的市场空间可以拓展

1、学习中心目前只进入 27 个城市,仍有较多的城市等待公司开拓;从渗透率来看,北京上海和南京等城市渗透率较高,其他城市渗透率仍然很低;大量的低渗透率城市意味着公司未来的增速得以保证。2、未来 3 年小学低年级学龄儿童处于增量状态,人口红利犹在;3、以双师课堂为例,公司通过直播方式的技术手段有望打破小班模式的天花板实现内容的输出;4、公司近年的并购投资等有望通过产品整合互补形成教育培训大平台。

- 我们预测公司 2017、2018、2019 财年的稀释 EPS 分别为 3.95、6.07 和 9.21 元人民币,首次覆盖给予“买入评级”

公司在 K12 教育培训行业耕耘多年,沉淀了完整的教育体系,并初步建立起覆盖全部 K12 教育的资源整合平台,在行业整合的背景下享有先发优势。当前价格(106.36 美元折合人民币 732.10 元,由于美股交易的 ADR 对应两份股本,因此折合每股价格人民币 366.05 元,2017 年 4 月 3 日)对应未来 3 年 PE 水平为 92.58, 60.27, 39.73 倍。

- 风险提示: 1、美股和 A 股投资风格和投资理念差异风险; 2、人民币汇率波动风险; 3、政策变动风险; 4、市场竞争加剧风险

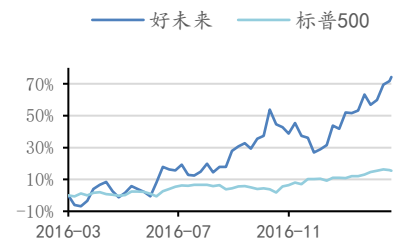
盈利预测: 单位: 百万元人民币, 年份为财年

| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 2,668 | 4,058 | 6,995 | 10,198 | 14,654 |
| 增长率(%) | 38.84 | 52.10 | 72.39 | 45.79 | 43.70 |
| EBITDA(百万元) | 487 | 660 | 931 | 1,513 | 2,313 |
| 净利润(百万元) | 413 | 673 | 728 | 1,137 | 1,711 |
| 增长率(%) | 11.28 | 63.10 | 8.12 | 56.20 | 50.47 |
| EPS(元/股) | 2.52 | 3.68 | 3.95 | 6.07 | 9.21 |
| 市盈率(P/E) | 36.22 | 40.27 | 92.58 | 60.27 | 39.73 |
| 市净率(P/B) | 8.02 | 10.84 | 13.19 | 10.94 | 8.50 |
| EV/EBITDA | 27.62 | 39.01 | 61.09 | 39.03 | 25.80 |

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

| 公司评级 | 买入 |
|------|------------|
| 当前价格 | 106.36 美元 |
| 前次评级 | 无 |
| 报告日期 | 2017-04-04 |

相对市场表现



分析师: 欧亚菲 S0260511020002



020-87573009



oyf@gf.com.cn

相关研究:

联系人: 刘翥 020-8757-9850

liuqiao@gf.com.cn

目录索引

| | |
|---------------------------------------|----|
| 一、公司概况 | 4 |
| (一) 公司提供全方位的 K12 课后教育培训 | 4 |
| (二) 公司的股权较为集中 | 6 |
| 二、K12 教育培训行业：向中产阶级出售希望的朝阳行业 | 7 |
| (一) K12 教育培训的本质：追求高等教育的投资 | 7 |
| (二) K12 教育的供需分析：巨大的缺口由教育培训行业补充 | 8 |
| (三) K12 教育培训的特点：教学内容和学习习惯培养是核心 | 10 |
| (四) K12 教育培训的市场概况：门槛低，集中度不高，机构化是发展方向 | 10 |
| (五) 在线教育将会为线下 K12 教育辅导机构“锦上添花” | 11 |
| 三、K12 教育培训行业的核心竞争力——完备的教学体系与教学的成本控制 | 13 |
| (一) K12 教育培训的核心驱动力是入学人次的增长和学费的增加 | 13 |
| (二) 不同商业模式的核心区别在于机构对招生和教学的控制程度 | 13 |
| 四、好未来的优势：精妙的经营策略巩固了品牌地位 | 15 |
| (一) 标准化的教学体系已经建立 | 15 |
| (二) 精细化管理保证口碑降低招生成本 | 16 |
| 五、好未来的未来：传统业务的技术改造进一步提升效率及收购主导的服务品类扩张 | 19 |
| (一) 城市扩张空间仍然很大，渗透率有待提升 | 19 |
| (二) 潜在参培人数仍然处于上升阶段 | 21 |
| (三) 技术手段改造课堂，提升运营效率，实现内容输出 | 21 |
| (四) 投资扩充品类，巩固护城河 | 22 |
| 六、好未来财务分析 | 24 |
| (一) 盈利能力 | 24 |
| (二) 现金流 | 25 |
| 七、好未来盈利预测和估值分析 | 27 |
| (一) 盈利预测 | 27 |
| (二) 估值分析 | 28 |
| 八、投资建议 | 29 |
| 风险提示 | 30 |

图表索引

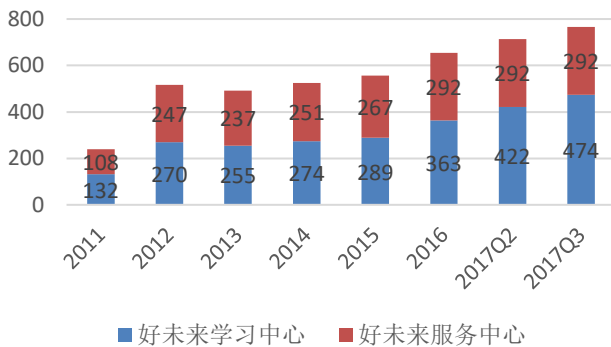
| | |
|---|----|
| 图 1: 好未来学习中心和服务中心数量 | 4 |
| 图 2: 好未来入学人次 (季度数据为财年内累计) | 4 |
| 图 3: 好未来业务体系 | 4 |
| 图 4: 好未来各业务学习中心数量 | 5 |
| 图 5: 公司股权结构 (2016 年 2 月末) | 6 |
| 图 6: 世界各国高等教育毛入学率 (%) | 7 |
| 图 7: 高考向前传导压力 | 7 |
| 图 8: 2016 年 8 月北京部分行政区学区房价格 | 8 |
| 图 9: 近年导致城市学历教育供给收缩的政策 | 9 |
| 图 10: 中国家庭月收入与平均月教育支出 | 9 |
| 图 11: 中国各城市 7-18 岁学生的家长选择线下辅导占比 (%) | 9 |
| 图 12: K12 教育培训机构层级 | 10 |
| 图 13: 好未来学习中心分布 (2017 年 1 月) | 11 |
| 图 14: 好未来的入学人次和收入 (百万美元) | 13 |
| 图 15: 学而思培优部分教师 | 15 |
| 图 16: 广州学而思新生统测说明 | 16 |
| 图 17: 学而思培优北京开设数学春季班数量 (2017 年) | 17 |
| 图 18: 好未来和新东方的营销开支对比 | 17 |
| 图 19: 北京、上海、天津和重庆的出生人数 | 21 |
| 图 20: 学而思培优双师课堂效果 | 22 |
| 图 21: 主营业务收入 (百万元) | 24 |
| 图 22: 主营业务成本重要组成部分 | 24 |
| 图 23: 销售费率和管理费率 | 24 |
| 图 24: 净利息支出 (百万元人民币) | 24 |
| 图 25: 毛利率和净利率 | 25 |
| 图 28: 经营现金流、营运资本 (百万元) | 25 |
| | |
| 表 1: 好未来旗下网站介绍 | 17 |
| 表 2: 好未来的城市扩张情况 (标黄为已经进入城市) | 19 |
| 表 3: 学而思培优 19 城市渗透率 | 20 |
| 表 4: 学而思培优北京的历史增速 | 21 |
| 表 5: 公司近两年投资或并购的部分项目 | 22 |
| 表 6: 好未来利润表预测 | 27 |
| 表 7: 好未来可比公司的估值分析 | 28 |

一、公司概况

(一) 公司提供全方位的 K12 课后教育培训

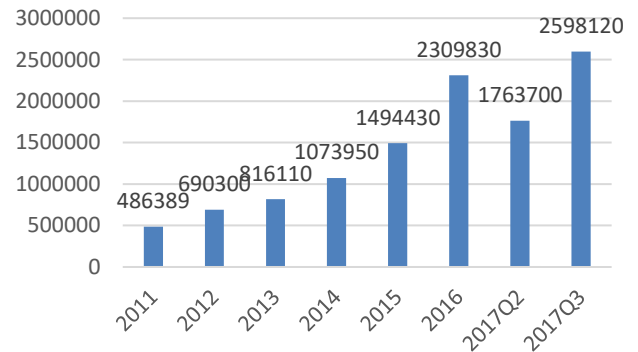
好未来创始人于2003年创办专注于奥数信息交流的网站奥数网，并使用“学而思”品牌开展奥数辅导教学班。2004年，中考网和作文网相继上线，2005年公司正式取名为“学而思”，2007年公司进入家教市场，并开始向海淀区以外扩张。2008年以及2009年，公司相继在天津、上海、武汉和广州成立分校区。2010年公司在纽交所上市成为中国首家在美上市的K12课外辅导机构并上线网校业务，开办深圳分校。2013年集团更名为“好未来”。2014年开始集团陆续上线直播教学等业务并持续扩展分校区。截至2016年11月底，集团在27个城市共拥有474家学习中心，2016年3月-11月入学人次约2,598,120人次。

图1：好未来学习中心和服务中心数量



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

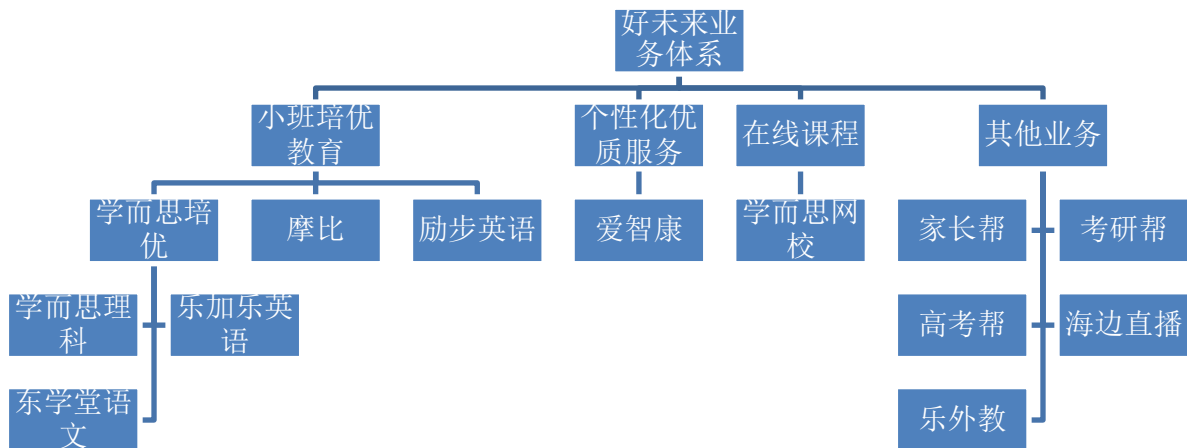
图2：好未来入学人次（季度数据为财年内累计）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

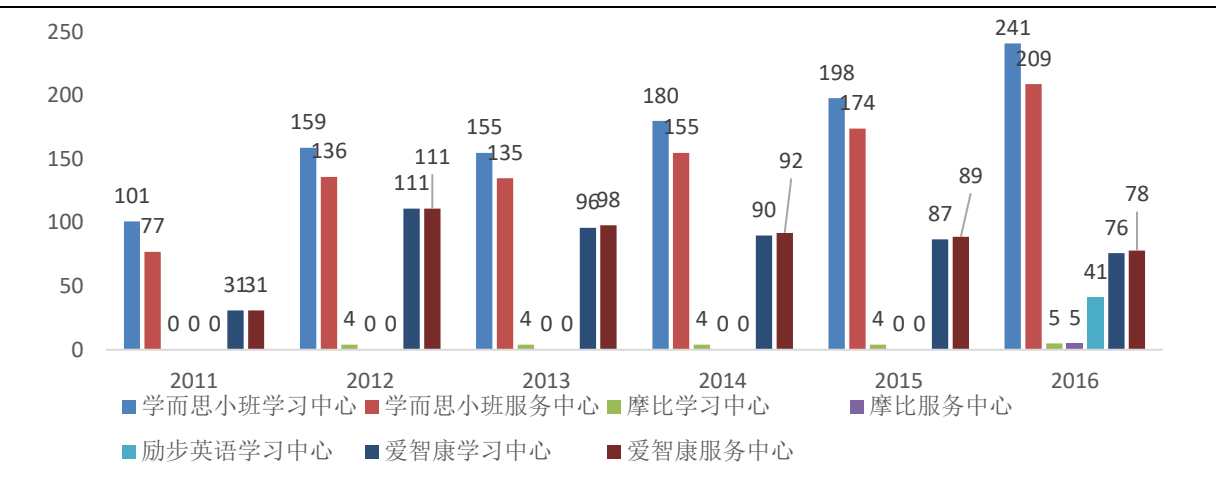
公司目前的教育培训业务覆盖了从幼教到高中全部学习阶段的基础课程。从业务模式来看分为小班教学、一对一、在线教育和其他增值服务（包含交流论坛运营维护）等。

图3：好未来业务体系



数据来源：公司财报，官方网站，广发证券发展研究中心

图4：好未来各业务学习中心数量



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

收入方面，公司的主要收入来自小班课程。2016财年公司收入40.57亿人民币，收入拆分如下：**(1) 小班课程**：收入由2012财年的8.4亿元增长到2016财年的32.6亿元，占营收比重也相应地由74%增长到83%。2017年第三季度小班课程收入占营收比重为85%，这得益于各地小班培优入学人次的大幅增加，以北京地区为典型代表，入学增长率同比提高30%，相应地，好未来在2017财年第三季度增设了32个小班培优学习中心。**(2) 一对一课程**：2012财年到2016财年，该业务收入的复合增长率为18.2%，但是收入增速逐渐放缓，占营收比重也逐年下降，2017财年第三季度一对一课程的收入占营收比重缩减为8.9%。**(3) 在线课程**：学而思网校等，该业务收入占营收比重为4%-5%左右，较为稳定。从业务拆分来看，好未来近几年将业务中心进一步向小班课程业务倾斜，并逐步发展在线课程业务。

主营业务之小班课程：主要有学而思培优、摩比和励步英语等。其中学而思培优是好未来收入和报名学员的主要贡献者，覆盖了小学、初中和高中的几乎所有课程。学而思培优提供一年四次课程，寒暑假课程、和公立学校同步的春秋课程以及一些短期课程。根据不同的学科，班级规模上限在15到35之间。截至2016年2月末，全国范围内的363个学习中心的241个和292个服务中心中的209个提供学而思培优服务；摩比的业务从2011年3月开展，专注于2-15岁儿童综合素质培养及高品质课程开发，班级规模上限约12到16名，截至2016年2月末，共有5个学习中心和服务中心提供摩比小班服务；励步英语于2016年1月被收购，励步英语专注于为2-15岁孩子提供全英文、全学科的国际化学术服务。

主营业务之一对一课程：主要为爱智康和顺顺留学等，爱智康为国内6至18岁中小学生提供个性化学习服务，授课模式包括线下1对1、小组课和在线课程。截至2016年2月末，爱智康在北京、上海、天津、深圳、武汉、杭州、南京、西安、成都、郑州和苏州拥有76个学习中心和78个服务中心。顺顺留学则为准备留学的消费者提供一对一的咨询顾问服务。

主营业务之在线课程：主要是学而思网校。2015年前主要是录播方式，2015年后更改为直播模式，对于公司的学习服务中心尚未覆盖到的地区有开拓市场的效果。

(二) 公司的股权较为集中

公司的创始人张邦鑫拥有公司股权36.8%左右，公司早期员工，现任董事兼高级副总裁刘亚超拥有股份5.5%，公司现任总裁白云峰持股1.9%。公司的股权较为集中，同时由于采取AB股制度，公司的董事会主席张邦鑫的实际投票权为74%。

图5：公司股权结构（2016年2月末）



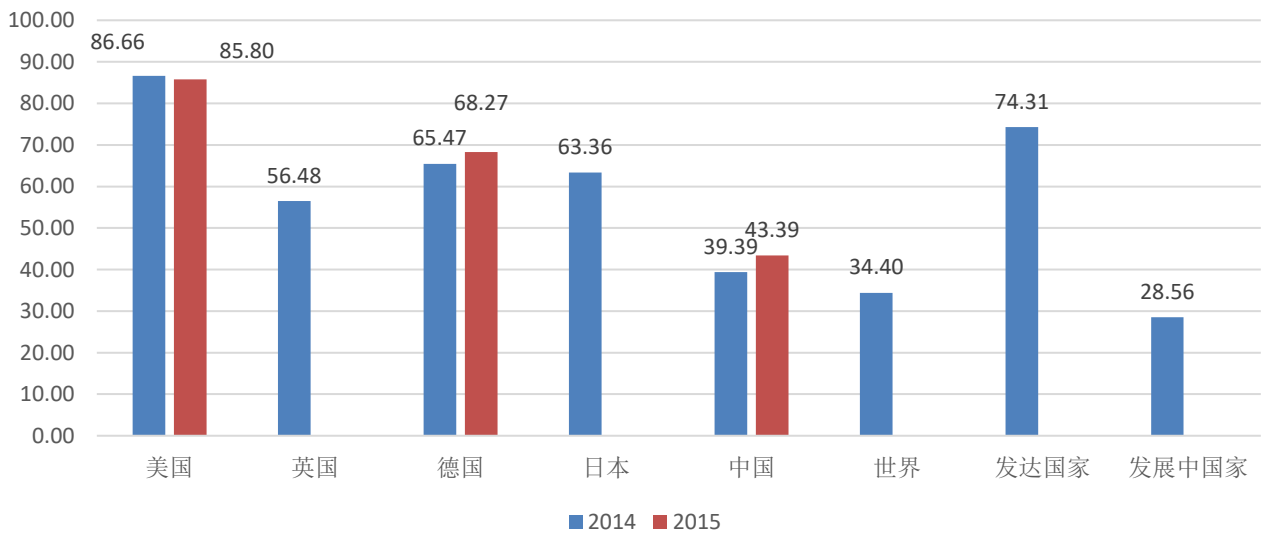
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

二、K12 教育培训行业：向中产阶级出售希望的朝阳行业

(一) K12 教育培训的本质：追求高等教育的投资

高等教育的稀缺性和重要程度较高，家庭获得高等教育的投资回报较高。从宏观的角度来看，高等教育是社会再分配的关键一环，也是实现阶层流动的第一步。从微观角度来看，大学文凭尤其是优秀的重点大学文凭几乎是年轻人初入职场时最重要也是唯一的标签，很大程度的决定了未来的收入。大部分家庭有动力为孩子获得更好的高等教育而投资。尽管经过多年的扩招，但目前中国的高等教育与发达国家相比仍然是稀缺的。

图6：世界各国高等教育毛入学率 (%)



数据来源：UNESCO、广发证券发展研究中心

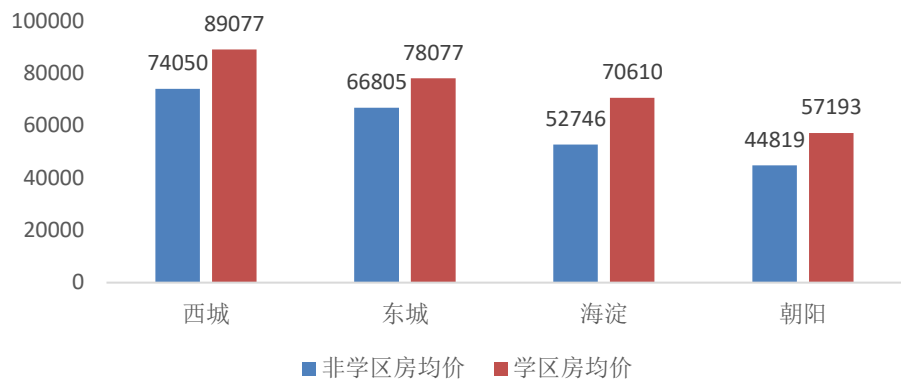
高考是K12教育培训的核心，一切需求都由其衍生。家庭预期到的高考的压力使得家庭在子女在小学甚至幼教开始对教育投资。为了高考的成绩，家庭需要将孩子送进更好的高中学习，产生了对中考教育培训的需求，以此类推，小升初考试变成了家庭需要面对的第一场为获得高等教育权而激烈竞争的“战场”。火热的学区房溢价也因此产生。

图7：高考向前传导压力



数据来源：广发证券发展研究中心

图8：2016年8月北京部分行政区学区房价



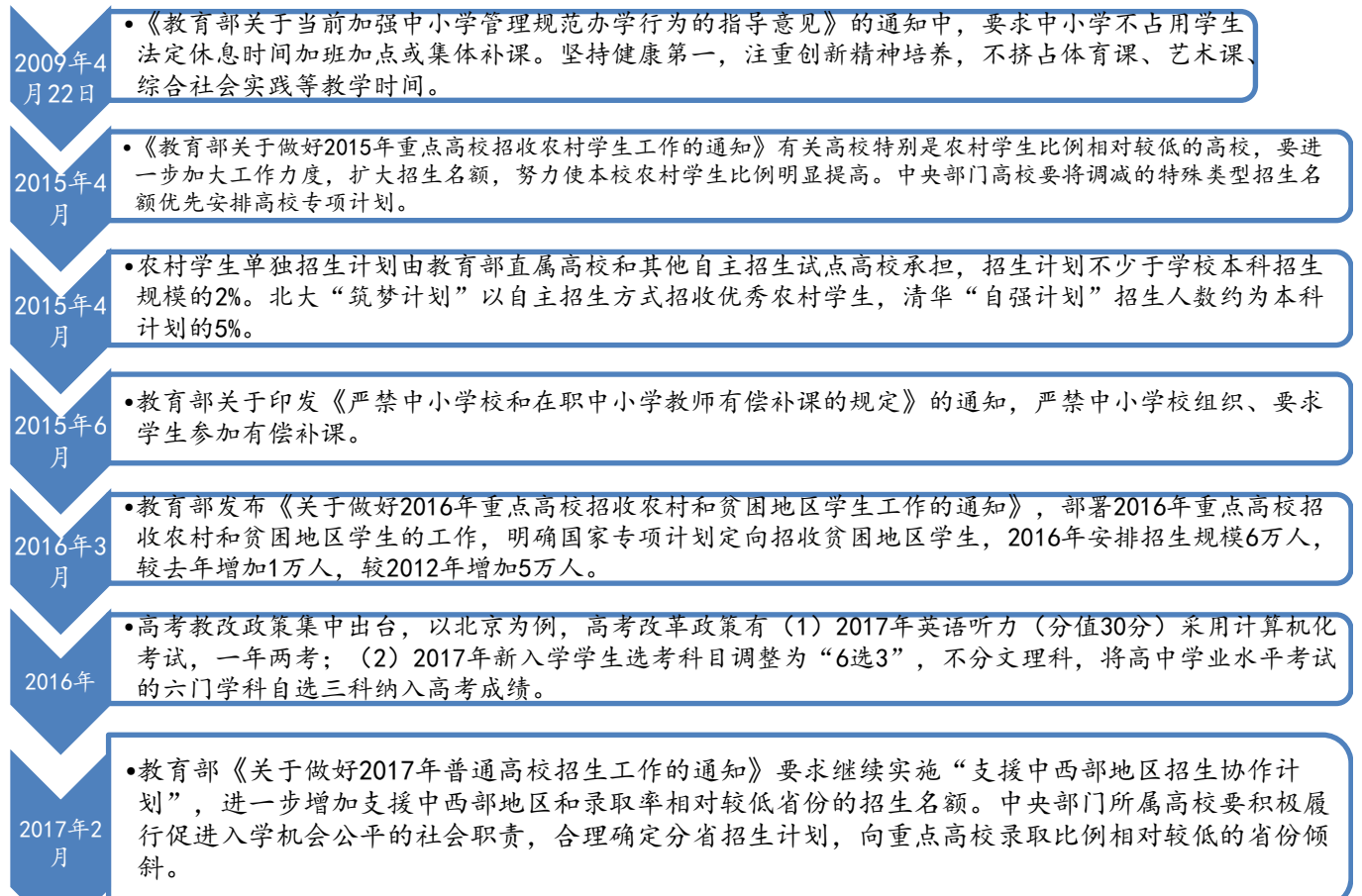
数据来源：中国指数研究院、广发证券发展研究中心

(二) K12教育的供需分析：巨大的缺口由教育培训行业补充

中国的高考制度使得中等收入家庭有积极的动力去为高考投资。从技术角度来看，中国现行的高等教育录取方式是有加分的区域统考并以分数定录取的制度，与西方发达国家的申请制度不同的是，这种制度使得中等收入家庭和高收入家庭的子女在竞争获得高等教育时面临的成本差距更小。在西方发达国家的申请制度下，大学除了关注子女的过往成绩，还会审核子女的经历是否丰富和父母的校友关系等“综合素质”。而在中国，高等教育的获取更加公平公正，政府不鼓励富裕家庭通过资本来降低子女的时间与精力的投入，例如捐赠入学在中国是违法的。录取根据考试的分数和占比极低的保送、自主招生和其他加分项目等来决定。这种制度下，中等收入家庭有积极的动力去追求高考分数的提高。

中国的学校教育制度存在供需矛盾，缺口创造了教育培训行业。供给上“素质教育”降低K12学校对学生精力和时间的使用，同时以政策资源倾斜农村考生的方式缩减城市考生的高等教育供应。公立教育近年来倡导的“素质教育”使学生的学习强度不足，课后空闲时间较长。同时教育部无法管辖学生和家长在学校以外的自主行为，因此“素质教育”的政策最终降低了学校的教育供给。另外，中国政府一直在政策上将资源向农村考生倾斜，缩减城市考生录取的比例，减少了城市考生的高等教育供应。

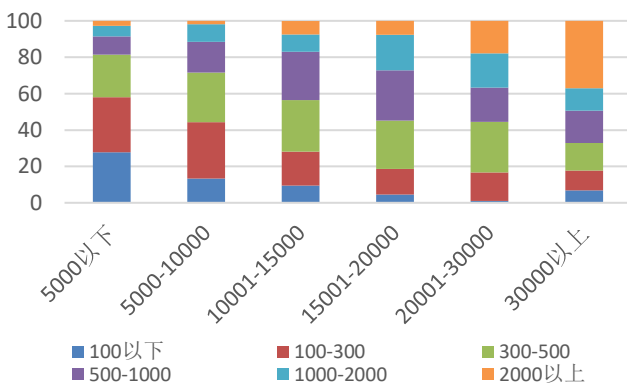
图9：近年导致城市学历教育供给收缩的政策



数据来源：教育部网站、清华大学网站、北京大学网站、广发证券发展研究中心

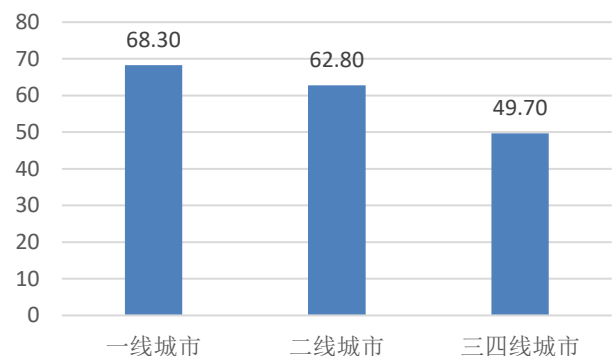
需求上，家庭和学校都需要学生会考试。学校希望择优录取以获得下一级考试时优良的整体成绩，对于“随机派位”等无法筛选学生的录取方式抵触较大。家长希望自己的孩子能进入更好的学校，因此就需要在考试成绩上有所突破。随着收入的上涨，对教育培训的逐步提升。从图10可以看出，月收入在3万元以上的人群，超过50%的人每月教育投资在2000元以上，而月收入才1万到1.5万的人群仅有不足10%的人每月教育投资在2000元以上。

图10：中国家庭月收入与平均月教育支出



数据来源：艾瑞、广发证券发展研究中心

图11：中国各城市7-18岁学生的家长选择线下辅导占比 (%)



数据来源：艾瑞、广发证券发展研究中心

(三) K12 教育培训的特点：教学内容和学习习惯培养是核心

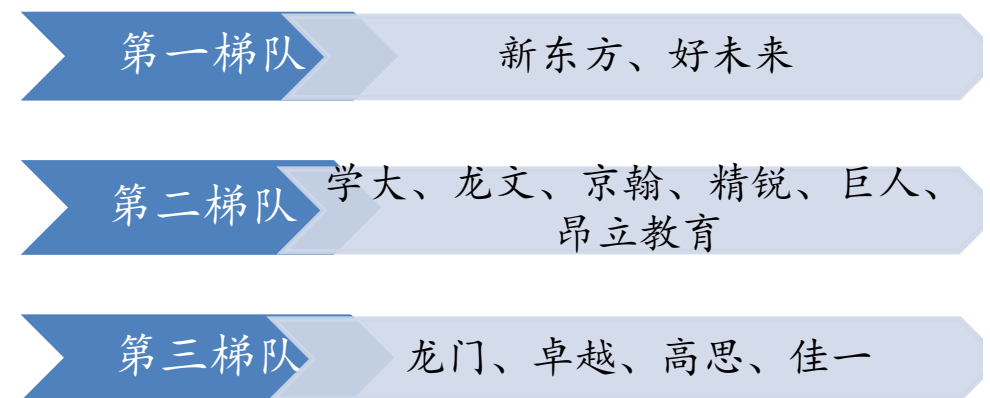
与职业培训不同的是，K12教育培训面对的客户（小学生到高中生）由于年龄较低，自我激励和行为控制的能力较低。为保证教育培训的质量，优秀的K12教育培训机构提供的服务不仅限于教学内容的传授，还有对参培学员学习习惯的培养。对于消费者来说，参与教育培训是为了提升“考试”成绩，因此教育培训行业具有结果导向的特点，另外K12教育培训的回报周期较长，并且具有预付费的性质，在结果出现之前给与消费者信心的却是用户体验为核心的过程导向。因此机构需要拥有能让学员切实提分的教学内容和保障学员能按照机构的目标前进的管理水平。优秀的K12教育培训机构需要有完整的教案体系、师资培训体系、学生招生及学习管理体系。

(四) K12 教育培训的市场概况：门槛低，集中度不高，机构化是发展方向

K12教育培训市场极其分散，亟待整合。行业内两大巨头新东方和好未来2016财年的营收加总约为140.58亿人民币，2015年在校中小门生总计1.36亿人，假设参培率80%和培训支出5000元，行业产值约为5440亿，CR2占行业产值约为2.6%。K12教育培训行业的门槛较低，大量参与过高考的大学生以及公立学校的退休教师等均可以辅导学员，行业整体标准化程度不高。

和大型机构相比，小型机构和个人缺乏教研能力和系统化的经验积累，与大型机构的后台开发出的标准化教学体系相比差距较大。同时大型机构能提供全方位，多学科的一条龙服务，也是小型机构和个人的弱点。

图12：K12教育培训机构层级



数据来源：广发证券发展研究中心

目前制约行业进一步集中化的主要阻力在于三四线城市K12教育培训的进入壁垒。一方面三四线城市的人均收入绝对水平较低，市场需求尚未释放；另一方面三四线城市的生活状态难以吸引优秀的教师人才。

图13: 好未来学习中心分布 (2017年1月)

| Incremental Center Opportunities | | | | | | |
|----------------------------------|---------------|--------------------------|------------------------|--------------------|-------------------------|-----------------------------|
| City | Year of Entry | # of Small Class Centers | | | # of One-on-One Centers | # of Total Learning Centers |
| | | # of Peiyou Centers | # of Firstleap Centers | # of Mobby Centers | | |
| Beijing | 2003 | 71 | 26 | 7 | 34 | 138 |
| Shanghai | 2008 | 39 | | 1 | 10 | 50 |
| Nanjing | 2011 | 27 | 12 | | 6 | 45 |
| Guangzhou | 2009 | 28 | | | 14 | 42 |
| Shenzhen | 2010 | 17 | | | 7 | 24 |
| Wuhan | 2008 | 19 | | | 5 | 24 |
| Tianjin | 2008 | 19 | | | 5 | 24 |
| Xi'an | 2011 | 15 | | | 7 | 22 |
| Chengdu | 2011 | 11 | | | 5 | 16 |
| Hangzhou | 2011 | 12 | | | 3 | 15 |
| Shenyang | 2012 | 4 | 8 | | - | 12 |
| Zhengzhou | 2012 | 11 | | | 1 | 12 |
| Chongqing | 2012 | 7 | 4 | | - | 11 |
| Suzhou | 2012 | 7 | | | 2 | 9 |
| Taiyuan | 2012 | 7 | | | - | 7 |
| Changsha | 2014 | 5 | | | | 5 |
| Shijiazhuang | 2014 | 4 | | | | 4 |
| Hefei | 2016 | 1 | 2 | | | 3 |
| Qingdao | 2014 | 2 | | | | 2 |
| Jinan | 2014 | 2 | | | | 2 |
| Luoyang | 2015 | 1 | | | | 1 |
| Nanchang | 2015 | 1 | | | | 1 |
| Ningbo | 2015 | 1 | | | | 1 |
| Wuxi | 2015 | 1 | | | | 1 |
| Fuzhou | 2015 | 1 | | | | 1 |
| Changchun | 2016 | 1 | | | | 1 |
| Guiyang | 2016 | 1 | | | | 1 |
| Total | | 315 | 52 | 8 | 99 | 474 |

■ Province with learning center coverage
 ■ Province not yet covered by TAL learning center network

数据来源: 好未来 presentation、广发证券发展研究中心

(五) 在线教育将会为线下 K12 教育辅导机构“锦上添花”

在K12教育方面，我们看好传统线下机构整合在线教育，而不是纯在线教育冲击线下机构。

纯在线教育无法与线下K12教育辅导机构形成竞争：1、单纯的在线教育无法规范学员培养良好的学习习惯，导致教育的结果可能不及预期。K12教育培训的学员年龄较低，往往越低年级的学生越动力不足，如果没有线下教师的管理，往往会出现学习效率低，效果差的结果；2、纯在线教育的内容方面以名师为导向，缺乏内容的短板难以解决。过去出现过的纯在线教育往往以挖业内知名教师进行付费在线直播为主要的商业模式，这样的在线教育平台由于没有内容沉淀，对教师控制力很差，实际上是早期的名师导向的线下辅导机构的在线版，无法沉淀内容就意味着教师有带生源出走的风险。

线下K12教育辅导机构吸收在线教育的思路后反而会增强自己的竞争力。线下教育培训机构复制在线教育的技术难度与在线教育沉淀传统线下教育培训机构的教学内容体系难度要小很多，竞争的结果更可能是成熟的在线教育机构的核心技术被线下教育培训机构“收编”。例如线下的新东方、好未来和高思都借助在线教育的

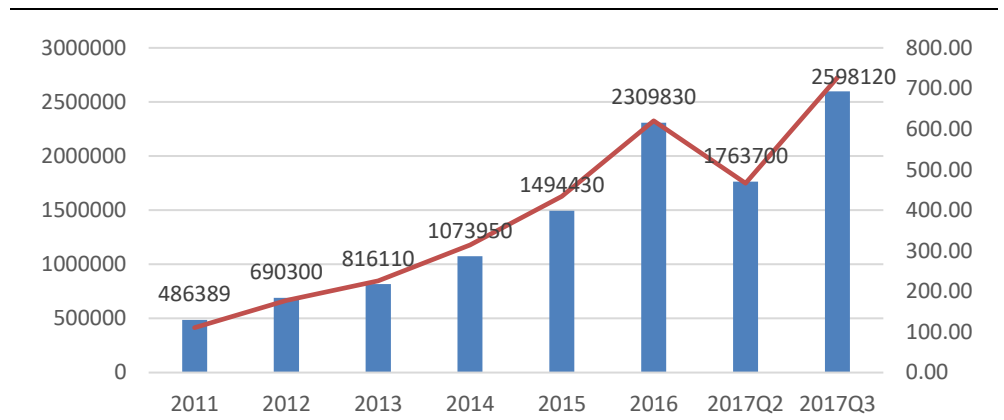
技术开展线上+线下的“双师课堂”业务，他们通过收购或者购买技术方案实现了一些在线教育的商业模式，但纯在线教育机构短期内却无法通过收购或者购买来实现线下化。

三、K12 教育培训行业的核心竞争力——完备的教学体系与教学的成本控制

(一) K12 教育培训的核心驱动力是入学人次的增长和学费的增加

目前的K12教育培训行业的商业模式是预付费后服务，公司的收入增长来自招生人次和学费的增长。招生人次的增长一方面是存量市场的市占率提升，另一方面则是开设新的学习中心拓展新的市场。而公司的主营业务成本主要由教师的薪酬和教学培训场地的租赁费用组成。

图14：好未来的入学人次和收入（百万美元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

(二) 不同商业模式的核心区别在于机构对招生和教学的控制程度

K12教育机构的三种商业模式：

1、教师导向型：教师导向的机构过度依赖名师却无法掌握其招生渠道，生存能力较差

早期的K12培训机构以名师作为导向，机构往往雇佣当地公立学校的知名退休教师作为招牌。该商业模式存在两个弱点：1、教学环节机构无法掌控，公立学校退休名师由于年资高，名声大，往往习惯于照本宣科，对学生的接受程度关心不足导致教学效果不佳；2、招生渠道机构无法控制，由于机构本身只是中介，无法留住优秀的教师，往往会导致失去知名教师之后连学生也失去。

2、销售导向型：销售导向的机构创造良好口碑的难度较大，且高昂的销售费用侵蚀了盈利能力

销售导向的机构由于激励设置导致销售人员以多招人报名为工作导向，容易招收到大量的不适合公司设置的教学体系的学员，最终导致其品牌影响力下滑。按报名学员数量提成的结算模式也导致机构背负沉重的财务压力。

3、内容导向型：强平台、科学教研和弱教师，促进机构的稳定发展

内容导向式机构，拥有自己的教研团队，拥有设置学习进度内容和考试的能

力。围绕公司的教研体系培训教师可以做到教研标准化，从而弱化掉名师自身的影响力，使得公司的教师难以离开平台。另外由于教育是个长周期的项目，因此连续的教学体系可以使学生对平台的依赖增加。此种模式使得教育培训机构控制了教师和招生，克服了名师导向和销售导向的缺点。

干的激励)。除此以外,优秀的教师有晋升为管理人员的通道。

(二) 精细化管理保证口碑降低招生成本

招收学生前甄别学生能力,提升招生效率。好未来的主要业务学而思培优报名入学前要进行测试并分层推荐班级。对于达不到学而思培优标准的孩子,学而思培优不推荐任何班级。这种招生方式提高了招生的效率,使得不同层级的班级学员成绩更接近,更有利于因材施教。学而思培优不是来者不拒,而是为了保证教学质量,只接受合适的学生。另外,由于存在报名失败的情况,已经报班的学员及其家长会更加珍惜,学习努力程度和续班率会有相应的提升。

图16: 广州学而思新生统测说明

学而思新生定义

- 1、如果你从未在学而思读过任何一期课。
- 2、或者你在很久之前来学而思读过某期课,但2016年暑假和2016秋季均未见到你在学而思的身影。
- 3、又或者你是学而思的在读学员(比如在读五年级数学),想报读一门新的科目(比如五年级英语)。那么,你就需要参加我们的2017学而思寒假班/春季班的“新生入学分班考试”啦!

温馨提示

1、>>为什么学而思要拒绝我?

我们对新生进行入学分班考试,是因为学而思一直践行的都是“分层教学”的教学理念,适合的孩子就读适合的班型,学习效果更佳。我们不是拒绝,而是希望能找到最适合你的学习环境。

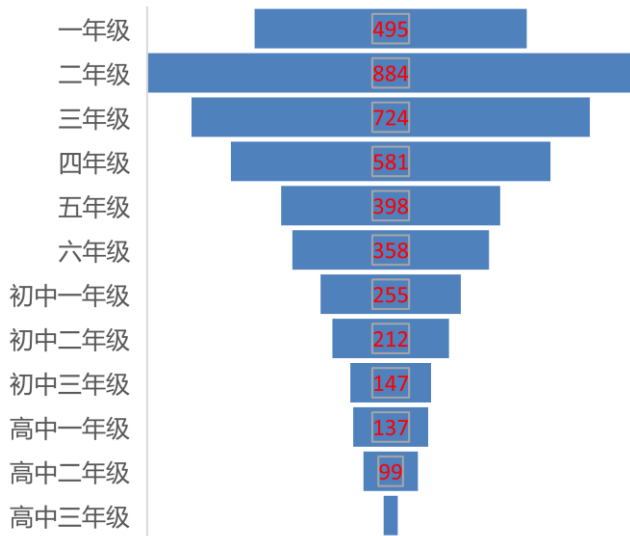
2、我的时间与新生入学分班考试时间冲突怎么办?

还有无途径能就读学而思呢?有!在新生入学分班考试之后会开放前台测试,在前台营业时间内可随到随测,但那个时候各个班次的名额可能就所剩无几啦,因此还是要尽可能抽时间来参加新生入学分班考试哦~

数据来源:广州学而思官网,广发证券发展研究中心

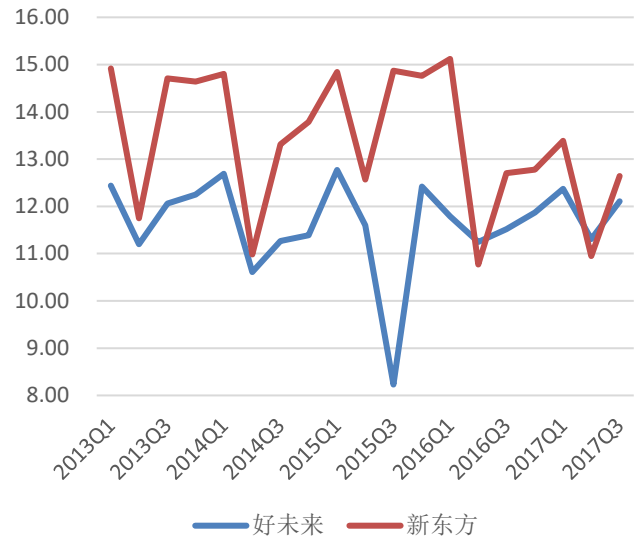
抢占小学低年级入口,依赖教学连续性的金字塔招生结构降低了营销的成本。K12教育培训的需求来源于高考,离高考越近的学生教育培训需求也越大,但该类学生被大学录取后就不再有对K12教育培训有需求。由于口碑无法向下传递,新招生需要花费营销开支重新教育市场。好未来采用的办法是聚焦小学低年级的教育培训,通过优质的教育水平和教学连贯性来控制入口,提升续班率。这种商业模式有利于口碑的向上传播,有效降低了营销的费用。

图17: 学而思培优北京开设数学春季班数量 (2017年)



数据来源: 学而思培优官网, 广发证券发展研究中心

图18: 好未来和新东方的营销开支对比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

允许家长陪读营造良好口碑。学而思培优允许家长坐在教室后面观察教学情况, 搭配2/3课程前均可退费的规则, 拉近了家长和机构的关系, 使家长对学而思培优更加信任。

提前布局教育论坛, 抢占流量入口。好未来创始人团队2003年便成立了用于家长交流的网站奥数网。如今奥数网已经成为覆盖21座城市的“小升初”、各类小学数学竞赛以及重点中学资料交流的社区。其3月平均日PV (页面浏览次数) 为203000, 3月日均UV (独立用户数量) 41600。而公司的主力论坛家长帮的3月平均日PV (页面浏览次数) 为550000, 3月日均UV (独立用户数量) 128000。此类论坛和门户网站承载了大量家长的有效讨论, 成为了公司拓展学员重要的流量入口。

表1: 好未来旗下网站介绍

| 好未来旗下网站 | 介绍 |
|--|-------------------------|
| www.jzb.com | 家长帮: 主力网站, 涉及好未来全部业务的论坛 |
| www.gaokao.com | 高考信息交流论坛 |
| www.zhongkao.com | 中考信息交流论坛 |
| www.aoshu.com | 奥数, 小升初信息交流论坛 |
| www.yingyu.com | 英语交流论坛 |
| www.youjiao.com | 幼教交流网站 |
| www.yuer.com | 育儿交流网站 |
| www.kaoyan.com | 考研信息交流论坛 |

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

好未来的精细化管理使得公司的品牌（尤其是学而思）具有一定的领先地位，多种独特的经营策略使得公司拥有较低的招生成本。随着市场的逐渐成熟，好未来有扩充教育品类的发展机会。

五、好未来的未来：传统业务的技术改造进一步提升效率及收购主导的服务品类扩张

截至2017年Q3，公司已经将学习中心扩展到了27个城市，并预计未来每年扩张4-6座城市。公司目前的发展战略是一方面将传统的核心业务逐渐复制到不同的城市。在此过程中，公司会逐渐在市场的推动下增加其他的业务，最终目标实现市场渗透率的提升。另一方面，公司会通过收购等完善产品组合，实现服务品类的扩张。

(一) 城市扩张空间仍然很大，渗透率有待提升

好未来的学习中心目前只进入了27个城市，由于培训机构对管理运营的要求较高，公司实际上的扩张速度不会很快，预计每年新增4-6座新城市，同时在已经进入的城市逐渐丰富产品品类。竞争对手新东方进入的城市已经达到55座，相比之下，好未来的城市扩张仍有较大的空间。

表 2：好未来的城市扩张情况（标黄为已经进入城市）

| 省会、直辖市或计划单列市 | 2016 人均 GDP | 元 | 2016 年 GDP | 亿元 | K12 人口 | 人 |
|--------------|-------------|--------|------------|----------|--------|-----------|
| 石家庄 | 鄂尔多斯市 | 216025 | 上海市 | 27466.15 | 重庆 | 3,656,882 |
| 太原 | 深圳市 | 163688 | 北京市 | 24899.3 | 广州 | 1,453,100 |
| 沈阳 | 苏州市 | 145638 | 广州市 | 19610.94 | 深圳 | 1,370,100 |
| 长春 | 广州市 | 145254 | 深圳市 | 19492.6 | 上海 | 1,369,232 |
| 哈尔滨 | 无锡市 | 141453 | 天津市 | 17885.39 | 成都 | 1,332,000 |
| 济南 | 包头市 | 136699 | 重庆市 | 17558.76 | 北京 | 1,303,099 |
| 南京 | 珠海市 | 136244 | 苏州市 | 15475.09 | 郑州 | 1,302,000 |
| 杭州 | 南京市 | 127048 | 成都市 | 12170.23 | 石家庄 | 1,248,000 |
| 合肥 | 长沙市 | 125457 | 杭州市 | 11050.49 | 天津 | 1,029,179 |
| 福州 | 常州市 | 122812 | 南京市 | 10503.02 | 西安 | 979,900 |
| 南昌 | 杭州市 | 122538 | 青岛市 | 10011.29 | 南宁 | 910,300 |
| 郑州 | 镇江市 | 120694 | 长沙市 | 9323.7 | 长沙 | 878,900 |
| 武汉 | 大连市 | 117850 | 无锡市 | 9210.02 | 杭州 | 869,200 |
| 长沙 | 佛山市 | 116141 | 佛山市 | 8630 | 合肥 | 828,304 |
| 广州 | 天津市 | 115617 | 宁波市 | 8541.11 | 昆明 | 800,300 |
| 海口 | 北京市 | 114590 | 大连市 | 8234.2 | 福州 | 797,300 |
| 成都 | 威海市 | 114505 | 郑州市 | 7994.2 | 哈尔滨 | 795,934 |
| 贵阳 | 上海市 | 113719 | 烟台市 | 6925.7 | 武汉 | 776,700 |
| 昆明 | 宁波市 | 109152 | 东莞市 | 6827.76 | 宁波 | 755,000 |
| 西安 | 青岛市 | 108771 | 南通市 | 6768.2 | 济南 | 716,000 |
| 兰州 | 舟山市 | 106641 | 泉州市 | 6646.63 | 南昌 | 700,242 |
| 西宁 | 呼和浩特市 | 103726 | 合肥市 | 6274.3 | 长春 | 698,000 |
| 北京 | 乌海市 | 102956 | 福州市 | 6197.77 | 沈阳 | 632,400 |
| 上海 | 中山市 | 99787 | 徐州市 | 5808.52 | 南京 | 577,900 |

| | | | | | | | |
|----|-------|-----|-------|-------|---------|------|---------|
| 天津 | 计划单列市 | 扬州市 | 99237 | 常州市 | 5773.86 | 贵阳 | 575,900 |
| 重庆 | | 烟台市 | 98740 | 温州市 | 5045.4 | 大连 | 534,000 |
| 大连 | | 厦门市 | 98038 | 绍兴市 | 4710.19 | 太原 | 482,178 |
| 青岛 | | 淄博市 | 95045 | 盐城市 | 4576.08 | 厦门 | 461,900 |
| 宁波 | | 绍兴市 | 94430 | 扬州市 | 4449.38 | 乌鲁木齐 | 382,300 |
| 厦门 | | 南通市 | 92715 | 鄂尔多斯市 | 4417.93 | 呼和浩特 | 315,000 |
| 深圳 | | 宜昌市 | 90142 | 淄博市 | 4412.01 | 海口 | 304,600 |

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

从渗透率来看，由于教育市场及其分散，自然渗透率普遍比较低。好未来旗下的学而思耕耘时间最长的北京市的渗透率大概在11%到17%之间（北京剔除初一促销1元班后的渗透率为15.58%）。此处渗透率以人次计算而非人数，计算方法为列出学而思所有春季班的数量（不计算短期班和一些特殊的竞赛班等），假定平均班级学员数量20。

表 3：学而思培优 19 城市渗透率

| | 小学渗透率 | 初中渗透率 | 高中渗透率 | 进入时间 | FY2017Q3 收入增速 |
|-----|--------|--------|--------|------|---------------|
| 北京 | 17.19% | 36.38% | 11.52% | 2003 | <100% |
| 上海 | 9.03% | 3.39% | 2.40% | 2008 | <100% |
| 广州 | 5.99% | | 8.89% | 2009 | <100% |
| 深圳 | 4.63% | 6.07% | 4.43% | 2010 | >100% |
| 南京 | 12.81% | | 10.10% | 2011 | <100% |
| 天津 | 5.66% | 5.48% | 2.05% | 2008 | <100% |
| 杭州 | 6.52% | 8.46% | 1.94% | 2011 | <100% |
| 武汉 | 6.27% | | 5.83% | 2008 | >100% |
| 成都 | | 2.62% | | 2011 | >100% |
| 西安 | 3.68% | | 5.61% | 2011 | >100% |
| 沈阳 | 2.78% | | 2.90% | 2012 | >100% |
| 济南 | 1.51% | | 2.09% | 2014 | >100% |
| 郑州 | 1.87% | 2.87% | 0.72% | 2012 | <100% |
| 重庆 | 0.80% | 0.77% | 0.18% | 2012 | >100% |
| 长沙 | 1.21% | 0.90% | 0.00% | 2014 | >100% |
| 青岛 | 0.85% | 1.42% | 0.00% | 2014 | >100% |
| 苏州 | 2.09% | 5.83% | 2.05% | 2012 | <100% |
| 石家庄 | 0.61% | | 0.48% | 2014 | >100% |
| 太原 | 2.70% | 7.19% | 1.77% | 2012 | >100% |

数据来源：学而思培优官网、Wind、广发证券发展研究中心

从表三可以看出，学而思培优渗透率最高的第一梯队为北京、第二梯队为上海、南京和杭州。第三梯队为广州、深圳、天津和武汉，第四梯队为西安、太原、沈阳和苏州。同时从2017Q3的收入增速情况来看，5%左右的渗透率可能是公司的高速扩张的一个门槛，渗透率超过5%的城市增速将有所下滑。超过10%渗透率的城市，增速有可能进一步下滑，但从北京和南京的情况分析，由于需求强劲，即使渗透率突破10%，依然能保持正增速。

表 4: 学而思培优北京的历史增速

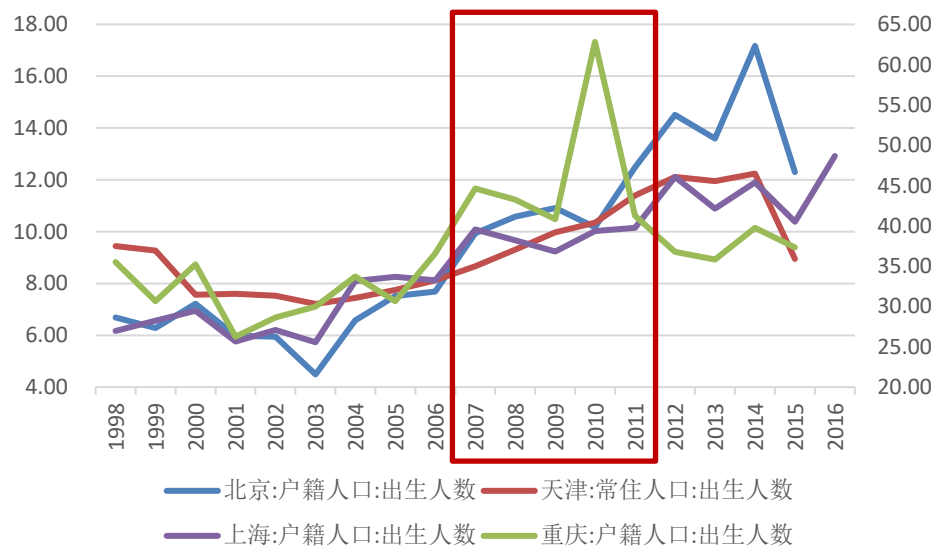
| | 2015 | 2016Q1 | 2016Q2 | 2016 | 2017Q1 | 2017Q3 |
|--------|-------|----------|---------|------|--------|--------|
| 收入增速 | 单位数增长 | 坚实的双位数增长 | 15% | 恢复增长 | | |
| 入学人次增速 | | 平稳 | 10% | | 35% | 30% |
| 备注 | | 北上合并统计 | 开始一元课促销 | | | |

数据来源: 公司申报、广发证券发展研究中心

(二) 潜在参培人数仍然处于上升阶段

由于出生人口到小学入学大概需要7年时间, 2007年-2011年的出生人口反应了未来2年好未来重要业务(小学一至三年级辅导)的潜在市场。以北京、天津、重庆和上海为例, 可以看到这5年新生儿数量处于上升阶段, 人口红利犹在。同时自2016年落地的二胎政策使得2022年的入学人口将有明显的提速, 有利于公司在十年的周期仍然享有人口红利。

图19: 北京、上海、天津和重庆的出生人数



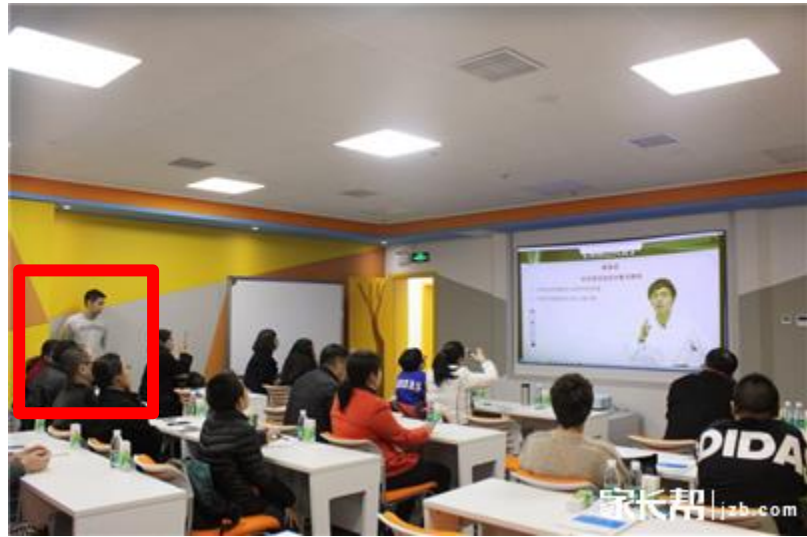
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

(三) 技术手段改造课堂, 提升运营效率, 实现内容输出

传统小班模式的天花板亟待打破。小班模式由于师生比较高, 平均到每个学生的教师薪酬成本较高, 导致成本优化空间有限, 传统的大班模式无法保证教学质量。公司正在实验“双师课堂”, 即以线上直播的方式向大班授课的同时, 线下搭配教师进行行为管理和课后答疑活动。

双师课堂提升了教师的利用率, 降低了公司的成本。在报班人数不变的情况下, 使用教师数量下降意味着公司的成本降低和教师薪酬的提高。假设双师课堂的主讲教师同时向5个小班讲课, 那么意味着这名教师的使用效率提高了接近5倍, 即使大幅提高教师薪酬, 依然能提升公司的盈利能力。

图20: 学而思培优双师课堂效果



数据来源: 家长帮、广发证券发展研究中心

“双师课堂”拥有潜在的帮助公司实现内容输出和加速品牌扩张的能力。双师课堂的线下辅导方如果使用当地合作的机构, 就可以实现更轻量化的扩张。一方面, 好未来拥有的师资和教学资源在向新城市扩张的时候面临市场需求不明的风险, 而和当地机构的合作, 即可将风险转嫁, 实现了“加盟化”的效果。另一方面, 双师课堂的设计能保证好未来在“加盟化”后依然维持自己的教学质量和口碑。由于核心的内容资源仍然掌握在自己的手中, 公司并不畏惧当地合作机构转移生源。

“双师课堂”模式如果能够在三四线城市成功推广, 将进一步扩大公司发展空间。目前我们评估公司的小班模式可以大规模扩张的城市在50个以内, 数百个三四线城市如果通过成本更低的“双师课堂”实现渗透, 公司在未来十年内都有望保持快速增长。

(四) 投资扩充品类, 巩固护城河

教育培训不同细分子行业均具有管理精细化的特点, 通过产品整合互补形成教育培训大平台有利于公司的口碑共享。公司收购的顺顺留学和励步英语收入均已形成规模。至此, 公司已经完成了国内教育体系的全学科培训、国际教育培训、出国英语和留学等传统教育培训机构全产业链布局。同时数据技术也帮助好未来巩固了自己的护城河, 进一步降低了对教师的依赖。

表 5: 公司近两年投资或并购的部分项目

| 时间 | 投资或并购项目 | 行业 | 时间 | 投资或并购项目 | 行业 |
|------|---------|------------|------|---------|-----------|
| 2016 | 慧沃网 | 智慧幼儿园解决方案 | 2015 | 励步英语 | 幼儿少儿英语教育 |
| 2016 | 翼欧教育 | 在线教育直播解决方案 | 2015 | 作业盒子 | K12 互联网教育 |
| 2016 | 腾跃校长平台 | 培训学校校长学习平台 | 2015 | 顺顺留学 | 留学 O2O |

| | | | | | |
|------|-------------|--------------|------|-----------------|----------|
| 2016 | 鲨鱼公园 | 青少年科学教育 | 2015 | 小伴龙 | 儿童早教 APP |
| 2016 | Volley Labs | 移动互联网个性化学习工具 | 2015 | 高考派 | 高中教育 |
| 2016 | Knewton | 自适应学习技术公司 | 2015 | 轻轻家教 | 家教 O2O |
| 2015 | 宝宝巴士 | 学龄期前儿童教育产品 | 2015 | 嘿哈科技 | 幼儿教育 |
| 2015 | 飞博教育 | 在线教育 | 2015 | 斗词 | 英语 |
| 2015 | 学科网 | K12 | 2015 | Locomotive Labs | K12 教育 |

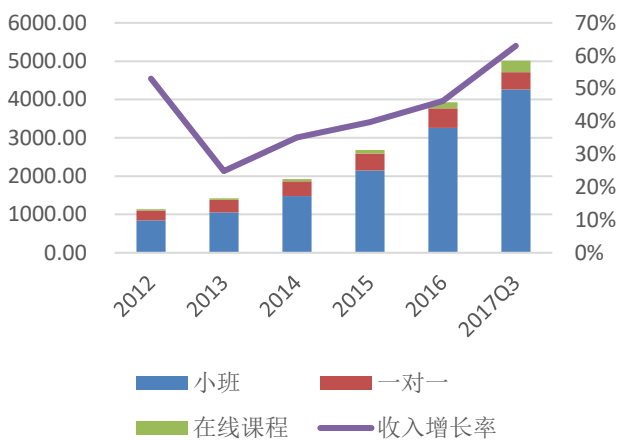
数据来源：互联网、公司官网、公司公告、广发证券发展研究中心

六、好未来财务分析

(一) 盈利能力

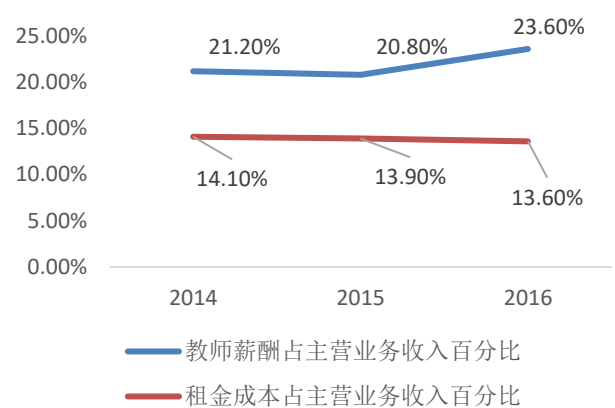
主营业务成本保持稳定。主要包括教师的教学费、绩效相关奖金和其他报酬，以及学习中心和服务中心的租金费用，为提供教育服务支持的人员提供的补偿，以及在较小程度上对财产和设备的折旧和摊销用于提供教育服务，课程材料的费用。其中占比最大的是教师薪酬和场地租金，2014财年，2015财年和2016财年，教师薪酬分别占主营业务收入的21.2%，20.8%和23.6%。场地租金分别占2014财年，2015财年和2016财年主营业务收入的14.1%，13.9%和13.6%。

图21：主营业务收入（百万元）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图22：主营业务成本重要组成部分



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

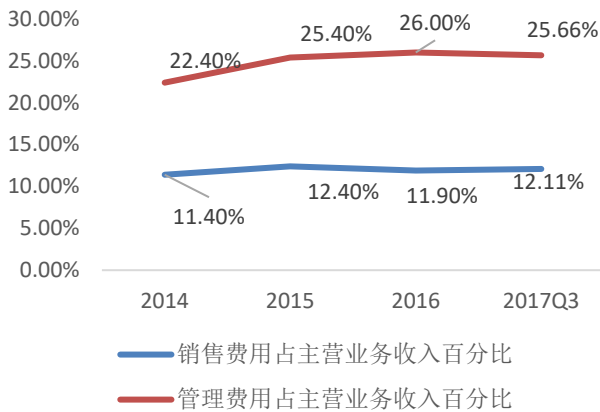
销售及营销开支保持稳定。2014财年，2015财年和2016财年，销售和营销开支占主营业务收入的百分比分别为11.4%，12.4%和11.9%，保持相对稳定。其主要构成为营销人员及市场营销活动的开支、租赁和设备开支以及用于销售及营销的折旧与摊销。

管理费用稳中向上。管理费用主要由管理层及行政人员费用，第三方专业服务、租赁和设备费用以及折旧摊销构成。2014财年，2015财年和2016财年，一般行政管理开支占主营业务收入的百分比分别为22.4%，25.4%和26.0%，稳中有升主要原因为在线业务管理人员的增加，股权激励的费用增加等。

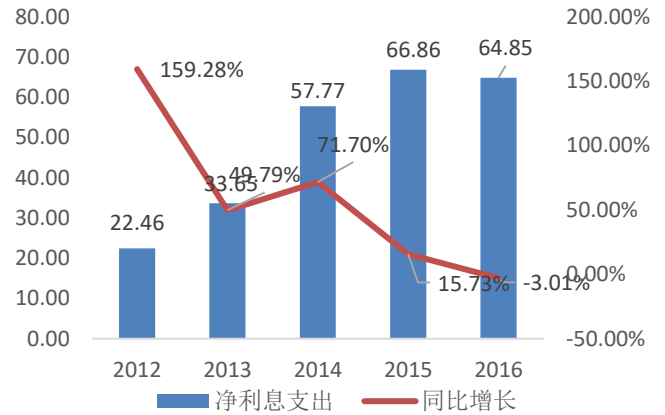
净利息支出。2012财年到2015财年，好未来的净利息支出逐年增加，但是增长率逐年放缓，2016年净利息支出出现负增长。

图23：销售费率和管理费率

图24：净利息支出（百万元人民币）



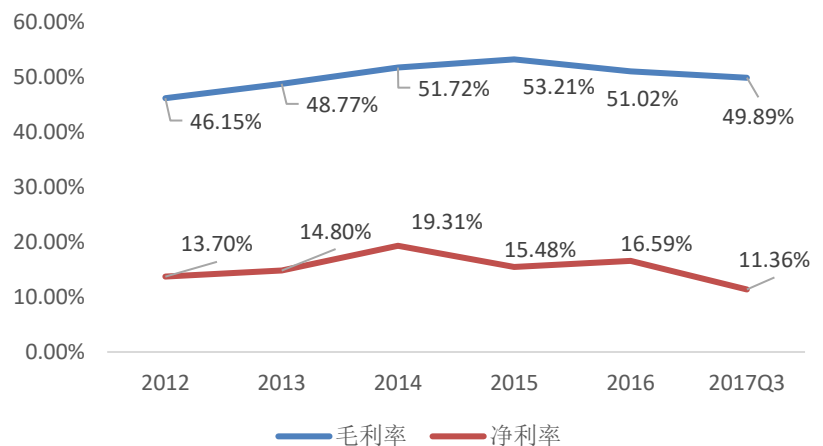
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

毛利率和净利率。好未来的毛利率由2012财年的46.15%逐年上涨至2015财年的53.21%，再略减至2016财年的51.02%。净利率由2012财年的13.70%逐年增长至2014财年的19.31%，2015财年的净利率降为15.48%，2016财年增长至16.59%。2016财年的毛利率下降主要原因是新开设的教学中心处于发展期。

图25：毛利率和净利率



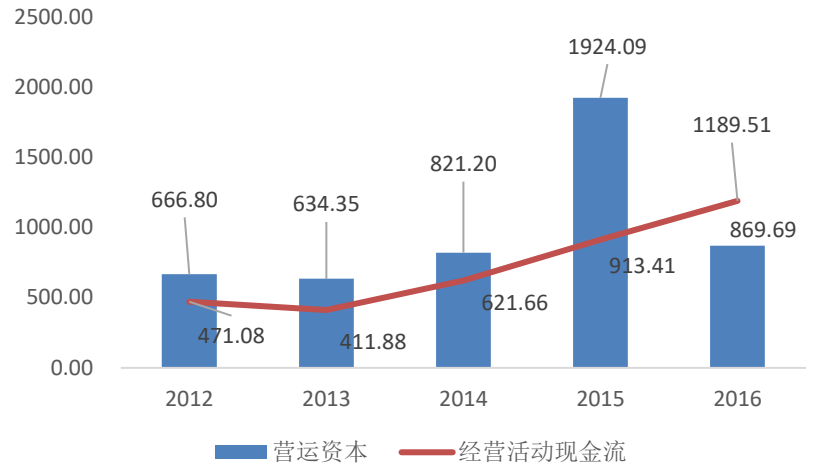
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

(二) 现金流

经营活动现金流。好未来经营活动所得净现金流由2013财年411.88百万元增至2014财年621.66百万元，再增至2015财年913.41百万元，持续增长至2016财年1189.51百万元，实现了42.41%的复合增长，但经营活动现金流增速在逐年递减。

营运资本。从2012财年至2015财年，好未来的营运资本由666.8百万元逐年增长至1924.09百万元，2016财年好未来的营运资本减至869.69百万元。

图26：经营现金流、营运资本（百万元）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

七、好未来盈利预测和估值分析

(一) 盈利预测

FY2017: FY2017Q1、FY2017Q2和FY2017Q3的收入增速同比(人民币口径)分别为: 58%, 66.4%和94.5%。由于FY2016Q4增加305间教室在1年之后进入成熟期, 同时FY2016Q4励步英语开始并表, 因此我们预测FY2017Q4的小班业务同比增速比FY2017Q3和FY2017Q2相比略有下降, 为60%; 一对一业务预计收入维持稳定, 顺顺留学于FY2017Q2积累的递延收入Q4按70%入账; 在线业务入学人次增长90%, 平均客单价上涨7%。

FY2018: 公司计划提升教室容量30%-50%。基于北京、上海、南京等城市的过往渗透率和收入增速历史观察, 在市场需求强劲的背景下, 我们认为公司在FY2018各城市的小班增长率不会较快下降, 假设北上广深南30%收入增长率, 北上广深南以外地区增长率70%(假设新增4座城市, 收入为原22座城市的十分之一, 其他22座城市自然增长率60%), 整体小班增长率为46%。一对一业务收入增长20%, 顺顺留学增长80%; 在线业务报名人次增长57%, 由于直播占比继续提升, 客单价增长14%, 整体收入约增长80%。

FY2019: 我们假设公司的一系列技术投资使得“双师课堂”顺利推广, 加快了公司的扩张速度, 由于北上广深南此时的渗透率已经较高, 收入增速下降到15%, 其他地区整体增速70%, 小班整体增速为41%。一对一业务保持稳定, 增速20%, 顺顺留学增速220%; 在线业务入学人次增长80%, 平均价格增长10%。

所有盈利预测基于人民币计算, 假定未来3个财年美元兑人民币汇率维持6.9。整体来看, 公司的盈利能力将会保持稳定, 净利润的提升由收入的提升推动。而收入的提升则由公司的市场地位、强大的需求和未饱和的市场空间决定。

表 6: 好未来利润表预测

| 利润表 | 单位: 人民币百万元 | | | | |
|-------------|------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 营业收入 | 2668 | 4058 | 6995 | 10198 | 14654 |
| 营业成本 | 1248 | 1987 | 3428 | 5201 | 7327 |
| 毛利 | 1419 | 2070 | 3567 | 4997 | 7327 |
| 其他经营收入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业开支 | 1009 | 1535 | 2658 | 3508 | 5041 |
| EBIT | 411 | 535 | 909 | 1489 | 2286 |
| 利息净损益 | 66 | 67 | -60 | -60 | -60 |
| 非经营性损益 | -9 | -62 | 144 | 106 | 68 |
| 非经常项目损益 | 3 | 352 | 36 | 39 | 43 |
| 税前利润 | 470 | 892 | 958 | 1496 | 2251 |
| 所得税 | 58 | 219 | 230 | 359 | 540 |
| 少数股东损益 | 0 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 非持续经营净利润及其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润 | 413 | 673 | 728 | 1137 | 1711 |
| 优先股利及其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

| | | | | | |
|----------|------|------|--------|--------|--------|
| 归属普通股净利润 | 413 | 673 | 728 | 1137 | 1711 |
| 综合收益 | 390 | 639 | 728 | 1137 | 1711 |
| EBITDA | 487 | 660 | 931 | 1513 | 2313 |
| EPS(稀释) | 2.52 | 3.67 | 3.9538 | 6.0735 | 9.2145 |

数据来源：广发证券发展研究中心

(二) 估值分析

选取海外教育的可比公司，可以看出公司目前的估值水平比行业平均要高，但公司的回报率也比行业要高。朝阳行业的龙头公司享受了估值溢价。

表 7：好未来可比公司的估值分析

| 代码 | 名称 | 市值 (千美元) | 股价: 美元 | P/S | P/E | P/E:2017 | P/B | P/B:2017 | ROE:2016 | ROA:2016 |
|-----------|--------------------|----------|--------|--------|--------|----------|-------|----------|----------|----------|
| TAL US | 好未来 | 7528.22 | 91.57 | 8.22 | 82.55 | 60.11 | 17.73 | 13.52 | 33.28 | 14.78 |
| 海外平均值 | | 1638.17 | 14.09 | 4.72 | 37.59 | 34.84 | 6.02 | 3.65 | 14.12 | 5.78 |
| EDU US | 新东方 | 8058.71 | 51.11 | 4.97 | 33.58 | 28.54 | 5.32 | 4.76 | 17.82 | 11.02 |
| BFAM US | 光明地平线 | 4130.71 | 69.41 | 2.62 | 40.78 | 27.26 | 5.94 | 5.16 | 14.22 | |
| NORD US | 诺德教育 | 2497.04 | 23.98 | 2.86 | 39.31 | 35.53 | 8.83 | 7.49 | 13.38 | 2.45 |
| LAUR US | LAUREATE EDUCATION | 2147.52 | 12.76 | - | - | 44.54 | 26.70 | 1.52 | 37.88 | 2.17 |
| LRN US | K12 INC | 744.95 | 18.32 | 0.78 | 43.59 | 48.64 | 1.33 | | 2.80 | |
| 32 HK | 港通控股 | 540.41 | 1.44 | 10.06 | 9.82 | | 0.90 | | | |
| 1565 HK | 成实外教育 | 1992.77 | 0.64 | - | - | 36.90 | 5.72 | 4.97 | 19.23 | 9.88 |
| 1317 HK | 枫叶教育 | 1035.70 | 0.73 | 8.43 | 23.14 | 19.61 | 3.54 | 3.06 | 14.34 | 9.02 |
| GEM AU | G8 EDUCATION | 1227.99 | 3.06 | 1.96 | 18.95 | 15.08 | 2.46 | 2.13 | 14.95 | 9.69 |
| 019680 KS | DAEKYO | 589.38 | 6.97 | 0.73 | 16.90 | 16.27 | 0.93 | 1.23 | 5.77 | 4.48 |
| COH SJ | CURRO HOLDINGS | 1475.26 | 3.60 | 10.33 | 108.22 | 69.73 | 3.89 | | 4.48 | 2.78 |
| 600661 CH | 新南洋 | 1045.63 | 4.01 | 5.53 | 50.82 | 55.92 | 8.14 | 5.16 | 23.90 | 13.10 |
| 000526 CH | 紫光学大 | 510.88 | 5.32 | 4.30 | - | 120.39 | 33.19 | 38.65 | -309.20 | |
| 000622 CH | *st 恒立 | 524.28 | 1.22 | 105.45 | - | | 26.91 | | | |
| 002638 CH | 勤上股份 | 1986.73 | 1.32 | 10.04 | 163.24 | 55.63 | 3.71 | 3.02 | 4.91 | |

数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

八、投资建议

随着经济的发展，中国城市家庭收入提高，对子女教育的投入越来越大，教育市场的需求非常强劲。另一方面，政府主导的教育资源平衡政策导致公立教育在城市的供给处于缓慢收缩状态。供需的缺口有放大的趋势，而较为灵活的教育辅导机构将首先受益。好未来是中国K12教育辅导行业中的龙头，尤其是在小学教育辅导上的领先优势非常巨大。公司在K12教育培训行业耕耘多年，沉淀了完整的教育体系，并初步建立起覆盖全部K12教育的资源整合平台，在行业整合的背景下享有先发优势。未来公司将会在纵向上继续开拓K12教育培训市场，横向上扩充其他教育服务品类。我们预计公司2017、2018、2019财年的稀释EPS分别为3.95、6.07和9.21元人民币，首次覆盖给予“买入评级”。当前价格(106.36美元折合人民币732.10元，由于美股交易的ADR对应两份股本，因此折合每股价格人民币366.05元，2017年4月3日)对应未来3年PE水平为92.58，60.27，39.73倍。

风险提示

1、美股和A股投资风格和投资理念差异风险；

美股的投资风格与投资理念以及估值体系均与A股有较大差异，两地市场对待同一证券的看法可能不同。

2、人民币汇率波动风险；

公司资产是以美元计价的人民币资产，会受人民币兑美元汇率波动的影响。

3、政策变动风险

教育政策的变化对公司所在市场的需求影响巨大，公司有可能受到政策变动带来的影响

4、市场竞争加剧风险

公司所处的行业竞争可能在未来数年加剧。

| 资产负债表 | | 单位: 人民币百万元 | | | | | 利润表 | | 单位: 人民币百万元 | | | | |
|----------------|-------|------------|-------|-------|-------|------------------|--------|--------|------------|--------|--------|--|--|
| 至2月末 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | 至2月末 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | |
| 非流动资产 | 1432 | 3571 | 4323 | 5155 | 5985 | 营业收入 | 2668 | 4058 | 6995 | 10198 | 14654 | | |
| 固定资产 | 575 | 750 | 824 | 924 | 1030 | 营业成本 | 1248 | 1987 | 3428 | 5201 | 7327 | | |
| 权益性投资 | 73 | 309 | 809 | 1309 | 1809 | 毛利 | 1419 | 2070 | 3567 | 4997 | 7327 | | |
| 长期投资 | 340 | 1236 | 1224 | 1220 | 1215 | 其他经营收入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | |
| 商誉及无形资产 | 98 | 669 | 669 | 669 | 669 | 营业开支 | 1009 | 1535 | 2658 | 3508 | 5041 | | |
| 其他非流动资产 | 346 | 607 | 797 | 1034 | 1263 | EBIT | 411 | 535 | 909 | 1489 | 2286 | | |
| 流动资产 | 3316 | 3376 | 5572 | 6733 | 8628 | 利息净损益 | 66 | 67 | -60 | -60 | -60 | | |
| 存货 | 3 | 4 | 9 | 14 | 20 | 非经营性损益 | -9 | -62 | 144 | 106 | 68 | | |
| 应收及预付 | 248 | 199 | 383 | 503 | 642 | 非经常项目损益 | 3 | 352 | 36 | 39 | 43 | | |
| 短期投资 | 135 | 304 | 0 | 0 | 0 | 税前利润 | 470 | 892 | 958 | 1496 | 2251 | | |
| 现金及现金等价 | 2890 | 2841 | 4945 | 5752 | 7336 | 所得税 | 58 | 219 | 230 | 359 | 540 | | |
| 其他流动资产 | 40 | 29 | 235 | 464 | 630 | 少数股东损益 | 0 | -1 | 0 | 0 | 0 | | |
| 资产总计 | 4748 | 6947 | 9895 | 11888 | 14613 | 非持续经营净利润 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | |
| 流动负债 | 1430 | 2508 | 3208 | 4018 | 4978 | 净利润 | 413 | 673 | 728 | 1137 | 1711 | | |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 优先股利及其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | |
| 应付及预收 | 105 | 243 | 433 | 637 | 911 | 归属普通股股东净利 | 413 | 673 | 728 | 1137 | 1711 | | |
| 其他流动负债 | 1324 | 2265 | 2775 | 3381 | 4067 | 综合收益 | 390 | 639 | 728 | 1137 | 1711 | | |
| 流动净资产 | 1887 | 869 | 2364 | 2716 | 3650 | EBITDA | 487 | 660 | 931 | 1513 | 2313 | | |
| 总资产减流动负 | 3319 | 4439 | 6687 | 7871 | 9635 | EPS(稀释)(元) | 2.5237 | 3.6784 | 3.9538 | 6.0735 | 9.2145 | | |
| 非流动负债 | 1391 | 1554 | 1575 | 1601 | 1638 | | | | | | | | |
| 长期借款 | 1390 | 1491 | 1491 | 1491 | 1491 | | | | | | | | |
| 其他非流动负债 | 1 | 63 | 84 | 110 | 147 | | | | | | | | |
| 负债总计 | 2821 | 4062 | 4783 | 5619 | 6616 | | | | | | | | |
| 总资产减总负债 | 1928 | 2885 | 5112 | 6269 | 7997 | | | | | | | | |
| 普通股股本 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | | | | | | | | |
| 储备 | 1899 | 2865 | 5109 | 6267 | 7995 | | | | | | | | |
| 其他权益 | 26 | -6 | 0 | 0 | 0 | | | | | | | | |
| 归属母公司权益 | 1926 | 2860 | 5110 | 6268 | 7996 | | | | | | | | |
| 少数股东权益 | 2 | 25 | 2 | 2 | 2 | | | | | | | | |
| 股东权益合计 | 1928 | 2885 | 5112 | 6269 | 7997 | | | | | | | | |

| 现金流量表 | | 单位: 人民币百万元 | | | | |
|----------------|-------|------------|-------|-------|-------|--|
| 至2月末 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | |
| 经营活动现金流 | 907 | 1229 | 557 | 1021 | 1709 | |
| 净利润 | 413 | 673 | 728 | 1137 | 1711 | |
| 折旧摊销 | 77 | 126 | 21 | 24 | 27 | |
| 营运资本变动 | 307 | 564 | -252 | -202 | -64 | |
| 其他 | 111 | -134 | 60 | 61 | 35 | |
| 投资活动现金流 | -896 | -1410 | -400 | -787 | -788 | |
| 资本支出 | -189 | -227 | -94 | -124 | -133 | |
| 投资活动 | -661 | -1036 | -375 | -732 | -724 | |
| 其他 | -46 | -147 | 70 | 70 | 70 | |
| 筹资活动现金流 | 1241 | 4 | 1897 | 573 | 662 | |
| 债务融资 | 364 | 1002 | 593 | 633 | 722 | |
| 股权融资 | 0 | 4 | 0 | 0 | 0 | |
| 股利派发 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 其他 | -141 | 0 | 1304 | -60 | -60 | |
| 现金净增加额 | 1231 | -236 | 2054 | 807 | 1584 | |
| 期初现金余额 | 1659 | 3077 | 2890 | 4945 | 5752 | |
| 期末现金余额 | 2890 | 2841 | 4945 | 5752 | 7336 | |

广发海外研究小组

- 欧亚菲：首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名,第二名,第二名和第三名，2015年新财富海外研究（团队）第六名。
- 韩玲：首席分析师，工商管理硕士，电力系统自动化学士，12年证券从业经验，6年电力行业从业经验，获2010年及2011年新财富最佳分析师第五名，2012年新财富电力设备和新能源行业最佳分析师第二名，2015年新财富海外研究团队入围，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 刘峤：研究助理，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2016年进入广发证券发展研究中心。联系方式：liuqiao@gf.com.cn, 020-87579850。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

| | 广州市 | 深圳市 | 北京市 | 上海市 |
|------|----------------------------|----------------------------|-------------------------|--------------------------|
| 地址 | 广州市天河区林和西路 9号耀中广场A座1401 | 深圳福田区益田路6001 号太平金融大厦31楼 | 北京市西城区月坛北街2 号月坛大厦18层 | 上海市浦东新区富城路99 号震旦大厦18楼 |
| 邮政编码 | 510620 | 518000 | 100045 | 200120 |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn | | | |
| 服务热线 | | | | |

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。



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

