

好未来

预计收入增长强劲；利润率之后有望逐步回升

业绩预览 中文摘要

维持推荐

股票代码	XRS.US
评级	推荐
最新收盘价	美元 72.92
目标价	美元 77.00
主营行业	教育

资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

预计收入超预期；但非 GAAP 营业利润受拖累

好未来将于 10 月 27 日 (EST 时区) 美国开市前发布 2QFY17 业绩。我们预计 2QFY17 收入 2.52 亿美元，同比增长 45.5%，环比增长 29.3%，超一致预期 1.2%，位于前期指引的高端 (2.51 亿美元)。我们预计非 GAAP 营业利润为 5400 万美元，利润率 21.6%，主要受并表和直播投入的影响。预计 3QFY17 收入将同比增长 48% 至 2.11 亿美元，超一致预期 1.5%。

关注要点

预计强劲需求带动小班收入同比增长维持在 50% 以上，其中新城市贡献约 5%。在暑期促销的带动下，北京暑期课程招生同比增长加速至约 35%。暑假期间好未来为老学员提供了课程优惠券，以弥补课程提价的影响。但秋季课程将不再提供优惠券，因此价格提升将在未来季度有所反应。我们预计 3QFY17 收入同比增长 48% 至 2.11 亿美元，超一致预期 1.5%。

FY17 年非 GAAP 营业利润率将处于最低水平但市场已有所预期。2QFY17 将继续受并表公司和直播平台投入的影响。励步国际英语仍拖累营业利润率约 1 个百分点，但盈利情况在不断改善。顺顺留学最早有望于 4QFY17 实现收支平衡。我们预计 FY17 年非 GAAP 营业利润率为 15.6%，FY18 年小幅提升至 15.9%。

长期来看，乐课力等机构对于好未来的影响较小，主要由于：1) 目前乐课力将 60~70% 收入分账给教师 (好未来教师薪酬占比为 ~25%)，因此难以实现盈利，并且高度依赖于融资；2) 教师除了需要负责教学以外还需要自己负责班级杂务管理以及课程研发工作，规模效应有限且难以持续；3) 好未来积极投资系统创新以降低学生对教师的依赖，另外双师项目可以提升名师的时间利用率覆盖更多学生因此可以提供更高的薪酬留住优质资源。

估值与建议

维持推荐，目标价 **77 美元**，主要考虑增长强劲和预期利润率回升。当前目标价对应基于 FY18~20 年非 GAAP 净利润年均复合增长率下的 1 倍 PEG。

风险

教育政策变化。

本报告是原出版于 2016 年 10 月 20 日英文报告 Solid top-line growth; margin to recover afterwards 的翻译摘要。此报告不翻译全文。

杨晓宇

吴越, CFA

联系人

分析员

xiaoyu.yang@cicc.com.cn

natalie.wu@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080116040045

SAC 执证编号: S0080515100002

SFC CE Ref: BDI411

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万美元)	2015A	2016A	2017E	2018E	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E
利润表					成长能力				
营业收入	434	620	912	1,320	营业收入	38.3%	42.9%	47.1%	44.7%
营业成本	-203	-304	-463	-669	营业利润	17.2%	26.5%	21.6%	52.0%
销售管理费用	-164	-235	-349	-498	EBITDA	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
研发费用	0	0	0	0	净利润	10.8%	53.2%	-19.4%	71.8%
其他	0	3	3	4	Non-GAAP 净利润	24.1%	50.4%	-5.4%	60.3%
营业利润	67	85	103	157	盈利能力				
财务费用	0	0	0	0	毛利率	53.2%	51.0%	49.2%	49.3%
其他利润	-1	49	18	40	营业利润率	15.5%	13.7%	11.3%	11.9%
利润总额	77	137	114	189	EBITDA 利润率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
所得税	-9	-33	-25	-42	净利润率	15.5%	16.6%	9.1%	10.8%
净利润	67	103	83	142	Non-GAAP 净利润率	19.7%	20.8%	13.4%	14.8%
少数股东损益	0	0	0	0	偿债能力				
非通用准则净利润	86	129	122	195	流动比率	2.32	1.35	1.38	1.38
EBITDA	0	0	0	0	速动比率	2.32	1.34	1.38	1.38
资产负债表					现金比率	2.02	1.14	1.22	1.25
货币资金	471	435	704	1,045	资产负债率	59.4%	58.5%	61.9%	63.0%
应收账款及票据	0	0	0	0	净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
存货	1	1	1	1	回报率分析				
其他流动资产	68	80	92	111	总资产收益率	14.3%	14.0%	10.0%	12.3%
流动资产合计	539	516	797	1,156	净资产收益率	29.8%	34.1%	25.3%	32.8%
固定资产及在建工程	94	115	130	160	每股指标				
无形资产及其他长期资产	16	102	117	138	每股净利润 (美元)	0.82	1.12	0.98	1.68
非流动资产合计	233	546	579	644	非通用准则每股净利润 (美元)	1.05	1.41	1.44	2.30
资产合计	772	1,061	1,376	1,800	每股净资产 (美元)	3.83	4.82	6.18	7.86
短期借款	0	0	0	0	每股销售额 (美元)	5.31	6.77	10.76	15.57
应付账款	5	10	13	22	每股经营现金流 (美元)	1.80	2.05	3.79	4.91
其他流动负债	228	373	565	817	估值分析				
流动负债合计	233	383	578	839	市盈率	88.8	64.9	74.5	43.4
长期借款	0	0	0	0	非通用准则市盈率	69.7	51.8	50.7	31.7
非流动负债合计	226	237	275	295	市净率	19.0	15.1	11.8	9.3
负债合计	459	621	852	1,134	EV/EBITDA	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
少数股东权益	0	0	0	0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益合计	314	441	524	666					
负债及股东权益合计	772	1,061	1,376	1,800					
现金流量表									
税前利润	77	137	114	189					
折旧和摊销	12	19	22	24					
营运资本变动	50	86	216	249					
其他	8	-55	-31	-47					
经营活动现金流	148	188	321	416					
资本开支	-31	-35	-52	-76					
其他	-115	-180	0	0					
投资活动现金流	-146	-215	-52	-76					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	0	0	0	0					
其他	202	1	0	0					
筹资活动现金流	202	1	0	0					
汇率变动对现金的影响	-3	-9	0	0					
现金净增加额	200	-36	269	340					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

好未来教育是一家中国领先的教育科技企业,主要为中小學生提供系统性的全科辅导课程。经过 10 余年的努力,好未来已经建立了广泛的品牌认知度,旗下子品牌包括:学而思培优、智康 1 对 1、摩比思维馆、学而思网校、家长帮、乐外教、励步英语、海边直播以及国内覆盖面最广的互联网教育信息平台--家长帮。其服务主要覆盖早期教育、K-12 课外辅导、语言教育以及教育信息服务。目前已经扩张至全国 25 个城市,共设立 363 个教学中心。



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/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，中金公司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。

中金公司的销售人员、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、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。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150902

翻译：张昕月

编辑：张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

