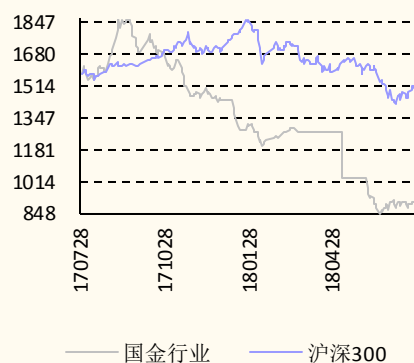


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金教育指数	903.61
沪深 300 指数	3521.23
上证指数	2873.59
深证成指	9295.93
中小板综指	9495.62



相关报告

1. 《2018 教育行业周报第 27 期：2017 年教育统计公报公布，民...》，2018.7.22
2. 《2018 教育行业周报第 26 期：天立教育香港挂牌上市，港股教育...》，2018.7.15
3. 《2018 教育行业周报第 25 期：A 股教育行业 2018 中报前瞻，...》，2018.7.8
4. 《2018 教育行业周报第 24 期：宝宝树拟赴港上市，或为股东好未...》，2018.7.1
5. 《2018 教育行业周报第 23 期：山雨满城，大跌之中，教育行业可...》，2018.6.24

吴劲草 分析师 SAC 执业编号：S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

郑慧琳 联系人
zhenghuilin@gjzq.com.cn

2018 教育行业周报第 28 期：新东方好未来业绩双发，增长依然强劲，但估值也需考虑

投资建议

- 本周，国金教育指数涨跌幅+1.16%，上证指数+1.57%，深证成指+0.48%，创业板指-0.93%，传媒指数(中信)+0.76%，餐饮旅游(中信)-0.82%，沪深 300 指数+0.81%。
- 年初至今，国金教育指数涨跌幅-19.33%，上证指数-14.18%，深证成指-16.84%，创业板指-9.89%，传媒指数(中信)-22.44%，餐饮旅游(中信)+14.64%，沪深 300 指数-13.85%。

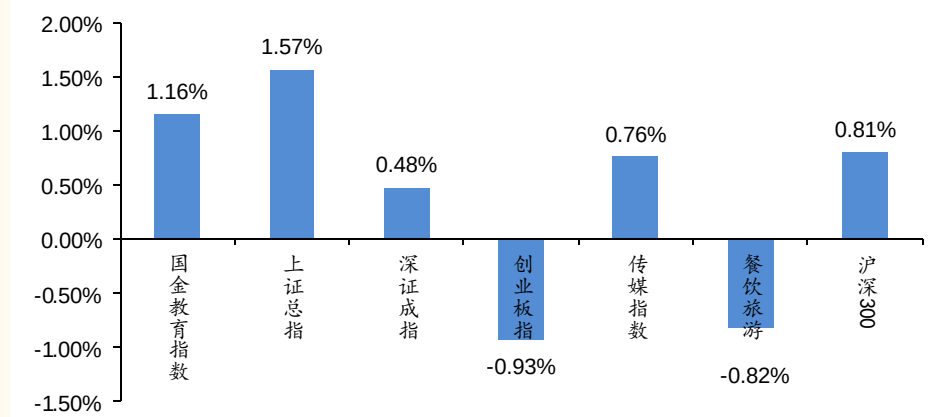
行业点评

- 在教育资源稀缺，叠加家长对子女教育问题的焦虑感不断增强的背景下，我国 K12 教育市场空间潜力巨大，但是其实 K12 不是同一个市场，是很多个不同的细分板块，K12 教培双龙头中新东方主要是中学业务，好未来主要是小学业务。目前新东方和学而思的增速其实都很快(40%+)，但是估值还是需要考虑的问题。本周新东方和学而思都发布了最新一季度的业绩报告。
- 新东方处于快速扩张期，FY18Q4 营收增速超预期，核心 K12 业务增速强劲。①FY18Q4 的学习中心和学校共 1081 所（学校 87 所），相较 FY18Q3 增加了 81 所。教室面积 FY18 同比增加 40%，FY19 预计拓展 20%至 25%。②FY18Q4 营业收入 7.01 亿美元，+44.1% YoY，增速为近 12 个季度最高；非 GAAP 归母净利润 0.87 亿美元，+35.6% YoY。FY18 全年 K12 业务收入增速为 46%，收入占比约 59%（+4pct）。③FY18Q4 递延收入为 12.70 亿美元，同比增长 46.6%，为业绩释放提供保障。公司预计 FY19Q1 营业收入为 8.299 到 8.500 亿美元，同比增加 26%到 29%。预测全年会有上升趋势。扩张战略已见成效营收增速达近年高点，但后续整合情况仍需观察。
- 好未来扩张增速放缓，FY19Q1 营收利润增速仍较快，K12 业务学而思发展增速态势较好，但估值仍是需要考虑的问题。①好未来 FY16Q4 至 FY18Q1 快速扩张，平均每个季度新增 44 个学习中心，之后扩张速度放缓，公司预计 FY19Q2 新增 5-10 个培优学习中心。②FY19Q1 营业收入 5.51 亿美元，同比增速达 71.1%；归母净利润 0.67 亿美元，+132.0%YoY。FY19Q1 小班业务收入占 80.7%，在线课程收入占比 9%（+4pctYoY）。③FY19Q1 递延收入增速近 9 个季度以来首次低于 50%，也和公司扩张放缓的现状吻合，公司预计 FY19Q2 收入增速 42-45%。一张一弛，跑的太快，让灵魂跟上身体，也是非常必要的事情。经历了此前超快速扩张之后，公司本身已在经历管理上的调整和均衡。我们预计未来公司的营收增速较过去两个财年的增速可能会放缓，但净利率或将一定程度提升。好未来仍然是中国最强大的教育公司之一，管理&研发&品牌&壁垒都很强，这一点是毋庸置疑的。但是发展和估值的匹配，同样是需要考虑的重要问题。
- 推荐标的：新东方，好未来
- 风险提示：网点扩张成熟需要一定时间验证；公司可能无法聘请，培训和留住足够的合格教师；行业竞争愈发激烈等风险。

一周行情回顾

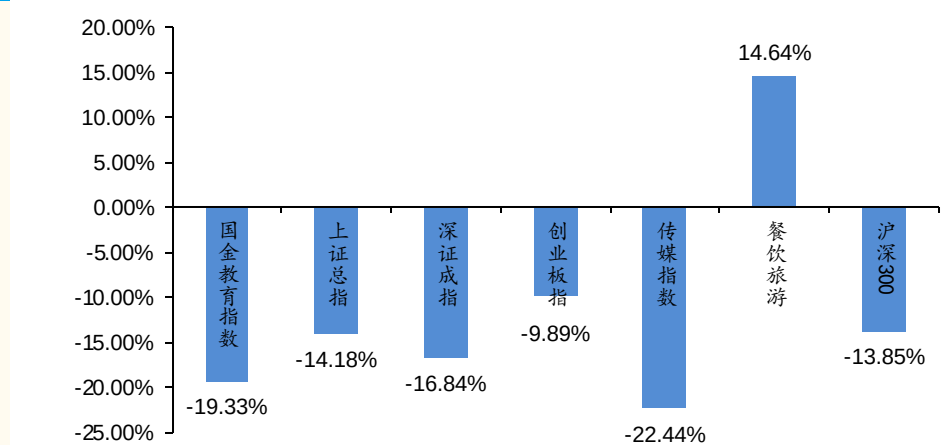
- 本周，国金教育指数涨跌幅+1.16%，上证指数+1.57%，深证成指+0.48%，创业板指-0.93%，传媒指数(中信)+0.76%，餐饮旅游(中信)-0.82%，沪深300指数+0.81%。
- 年初至今，国金教育指数涨跌幅-19.33%，上证指数-14.18%，深证成指-16.84%，创业板指-9.89%，传媒指数(中信)-22.44%，餐饮旅游(中信)+14.64%，沪深300指数-13.85%。

图表 1：本周各指数涨跌幅



来源：WIND，国金证券研究所

图表 2：年初至今各指数涨跌幅



来源：WIND，国金证券研究所

一周行业重点公告

- **【盛通股份】(002599) 7月23日北京盛通印刷股份有限公司发布2018年半年度业绩快报**
 盛通股份7月23日发布公告，公司2018H1营收8.56亿元，+63.09% YOY。营业利润5173.30万元，+122.25%YOY。归母净利润5022.68万元，+66.33% YOY。EPS0.16元/股，+60%YOY。

- **【新东方】(EDU) 7月24日新东方发布2018财年Q4未经审计业绩**
 新东方7月24日发布公告，FY2018Q4营业收入7.01亿美元，+44.1% YoY；归母净利润0.65亿美元，+17.4% YoY；非GAAP归母净利润0.87亿美元，+35.6% YoY。毛利率57.28%，较上年同期-1.75pct；净利率9.28%，较上年同期-2.11pct；非GAAP归母净利率12.45%，较上年同期-0.78pct；销售费用率14.41%，较上年同期+0.78pct；管理费用率34.79%，较上年同期+0.05pct。FY2018Q4，K12教辅业务入学人数和收入增速均为52%。FY2018Q4单季学习中心及学校数量增加81个，总数达到1081个（其中学校87所）。单季度入学人数达205.80万人，+44.9%YoY。公司预计FY2019Q1营业收入为8.299到8.500亿美元，同比增加+26%到+29%。

- **【博实乐】(BEDU) 7月23日博实乐发布拟收购以艺术学院70%股权的公告**
 博实乐7月23日发布公告，拟以7000万元购买浙江某艺术培训学院70%股权。该学院成立于2009年，专门为学生提供艺术高考培训服务，目前有两个主要校区，学生共计600余人。其2017年营业收入和EBITDA分别为2370万元和900万元。通过这项战略投资，博实乐教育希望扩大在学生艺术培训服务和教师专业艺术培训服务以及相关互补业务。

- **【博实乐】(BEDU) 7月25日博实乐发布FY18Q3业绩公告**
 博实乐7月25日发布公告，公司FY2018Q1-Q3累计营收为13.29亿人民币，+26.2%YoY，实现净利润2.37亿人民币。其中Q3实现营收5.41亿。

- **【新南洋】(600661) 7月25日上海新南洋股份有限公司发布关于全资子公司昂立教育共同发起设立合资公司的议案**
 新南洋7月25日发布公告，公司全资子公司昂立教育公司拟与韩国CDL公司共同出资成立合资公司——昂立哆来咪教育科技（上海）有限公司。合资公司注册资金为6000万元人民币，昂立教育出资占比51%。合资公司致力于少儿英语教育培训机构的投资建设、运营和技术支持。

- **【新南洋】(600661) 7月25日上海新南洋股份有限公司发布关于收购韩国CDL公司的公告**
 新南洋7月25日发布公告，本次投资拟通过直接购买标的公司普通股的方式，收购CDL公司持有的标的公司793965股股份，股份占比约为10.37%。按协议签订日前60个交易日平均收盘价和16500韩元（孰低为准）的95%作为每股交易价格，预计交易金额约为124.45亿韩元（折算约为7460.38万元人民币）。

- **【新南洋】(600661) 7月25日上海新南洋股份有限公司发布关于共同发起设立鲲鹏新南洋教育产业并购基金的公告**
 新南洋7月25日发布公告，公司拟与威海产业发展基金作为有限合伙人共同发起设立教育产业并购基金——鲲鹏新南洋教育产业投资基金，促进与山东省威海市教育产业资源的投资与合作。公司出资金额为1.2亿元，占比24%，威海产业发展基金出资金额为12,500万元，占比25%，并购基金剩余50%规模25,000万元由鲲鹏资本负责向其他社会资本方募集。并购基金首期规模拟为人民币5亿元，基金存续期为7年，其中投资管理

期为 5 年，退出期为 2 年，基金到期可根据基金运营情况，通过合伙人会议决定是否需要延长 1 年。

■ **【好未来】(TAL) 7 月 26 日好未来发布 2019 财年 Q1 业绩**

好未来 7 月 26 日发布公告，FY19Q1 营业收入 5.51 亿美元，+71.1%YoY；归母净利润 0.67 亿美元，+132.0%YoY；非 GAAP 归母净利润 0.82 亿美元，+107.1%YoY；调整其他收入后归母净利润 0.58 亿美元，+164.0%YoY。毛利率 52.6%，较上年同期+5.3pct；净利率 12.1%，较上年同期+3.2pct；非 GAAP 归母净利率 14.9%，较上年同期+2.6pct；调整其他收入后净利率 10.6%，较上年同期+3.7pct；销售费用率 17.2%，较上年同期+3.7pct；管理费用率 22.7%，较上年同期-2.3pct。

■ **【新高教集团】(2001) 7 月 25 日新高教发布建议收购学校之最新发展公告**

新高教集团 7 月 25 日发布公告，①近期，教育部已就其初步同意更改华中学校举办者为恩常公司发布公示，并预期将于十六日公示期满后发出最终批准文件。②集团收购的河南学校已更改其举办者为河南荣豫。③集团收购的东北学校已更改其举办者为哈轩公司。就收购以上 3 所学校事宜，新高教已借贷 11.39 亿元。目前已偿还 4900 万元。截至 2018 年 6 月 30 日，公司的现金及现金等价物为 6.03 亿元。

■ **【亚夏汽车】(002607) 7 月 27 日亚夏汽车股份有限公司发布关于 2015 年员工持股计划延期的公告**

亚夏汽车 7 月 27 日发布公告，经出席持有人会议的持有人所持 2/3 以上份额同意并经公司第四届董事会第二十五次会议审议，同意将公司 2015 年员工持股计划存续期延长，既存续期在原定终止日的基础上延长五年，自 2018 年 7 月 29 日始至 2023 年 7 月 29 日止。

一周行业重点新闻

■ 鲸鱼小班获千万美金 A 轮融资

芥末堆 7 月 23 日讯，在线少儿英语学习平台“鲸鱼小班”（原采特英语）对外宣布已完成由清新资本领投、山行资本跟投的千万美元 A 轮融资。2017 年 12 月，鲸鱼小班完成了由山行资本领投的 1500 万元 Pre-A 轮融资。鲸鱼小班由亲子论坛上群家长建立，正式创立于 2013 年，坚持主打 2 至 4 人班型的在线英语小班课。

■ 希望教育将于 8 月 3 日在港上市

蓝鲸教育 7 月 23 日讯，希望教育集团宣布将于 8 月 3 日在港上市。拟以每股 1.52 港元至 1.92 港元发行 16.7 亿股，集资资金 25.38 至 32.06 亿港元。资金用途为：收购高等教育学校及为所收购学校设立新校区、建造新楼宇、偿还银行贷款、营运资金。希望教育集团主要提供包括本科及大专学历课程在内的普通高等教育服务。

■ 斑马星空获 1300 万元天使轮融资

芥末堆 7 月 25 日讯，艺术教育平台斑马星空完成 1300 万元天使轮融资，由新东方旗下东方新创领投，如川资本和脉脉 CEO 林凡跟投。此轮融资主要用于教研以及团队扩充。斑马星空于 2017 年 10 月上线，定位为全品类艺术教育平台，已积累近 4 万名用户。目前主要有斑马星空学院、新美学 100 人、十一光年三个产品。

■ 幼升小衔接课被禁

蓝鲸教育 7 月 26 日讯，教育部印发了《关于开展幼儿园“小学化”专项治理工作的通知》强调，严禁教授小学课程内容，社会培训机构也不得以学前班、幼小衔接等名义提前教授小学内容。在教育部明确“去小学化”的前提下，不少幼小衔接项目已经开始将目标放在了少儿思维训练上。如 2018 年 5 月，“快乐种子”将游戏引入低龄儿童数学思维教育，获数千万元 Pre-A 轮融资。

■ 寓乐湾完成 C 轮融资

芥末堆 7 月 27 日讯，STEAM 教育品牌寓乐湾近日宣布完成 C 轮融资。本轮投资由沅华资本领投，华和资本、御润资本跟投。寓乐湾本轮投后估值近 10 亿。本轮资金将用于产品与课程研发、STEAM 教育云平台的资源建设和运营、扩大校区版图，加速全球化培训校区战略部署。寓乐湾成立于 2013 年 8 月，主营 STEAM 跨学科学习课程及产品服务。

■ 嗨学网拟投资 5 亿元建立成都中心，近期完成 D 轮融资

芥末堆 7 月 27 日讯，近日，嗨学网与成都市成华区建设路金融商务总部发展区促进中心就“嗨学成都中心项目”投资签订战略协议。同时，嗨学网最近完成 D 轮融资，投资方包括清华控股旗下教育领域的投资基金。嗨学网成立于 2010 年，为美股上市公司尚德机构内部创业孵化的第一个线上教学平台，培训内容主要覆盖建造、财会、法律、消防和医卫等五个领域。

■ 维欧艺术联盟获 2000 万元 A 轮融资

芥末堆 7 月 27 日讯，近日，艺术留学机构“维欧艺术联盟”获普丰创投 2000 万元 A 轮融资，将主要用于拓展市场和挖掘供应链资源。维欧艺术联盟成立于 2011 年，主营业务为提供高端艺术留学服务，并提供服装、珠宝、平面等数十门相关课程。除了留学服务，维欧目前还为高中、大学和设计技能学习需求的用户提供艺术设计类培训，并将在本轮融资后重点拓展职业教育业务。

本周发布报告

【公司点评】盛通股份发布 2018H1 快报：出版和教育业务实现双增长，归母净利润同比增速达 66%

业绩简评

- 7 月 23 日，盛通股份发布 FY2018H1 业绩快报，其中营收 8.56 亿，+63%YOY，归母净利润 5023 万，+66%YOY；基本每股收益为 0.16 元，+60%YOY。

经营分析

- 2018 年上半年，盛通股份营业总收入 8.56 亿元，+63%YOY；营业利润 5173 万元，+122.25%YOY；利润总额 5968 万元，+68.16%YOY；归属于上市公司股东的净利润为 5023 万元，+66.33%YOY；基本每股收益 0.16 元，+60.00%YOY。
- 公司业绩增长的原因有：①出版服务行业集中态势明显，公司出版服务云平台项目效益不断增强，出版综合服务板块盈利能力持续提升②公司全资子公司北京乐博乐博教育科技有限公司业绩增长稳定，其中营业收入同比增长 22.48%，净利润同比增长 34.12%。
- 业务领域不断延拓，素质教育板块建设持续进行。公司加快投资并购的步伐，持续布局 STEAM 教育健康格局。①收购机器人教育龙头乐博教育，2017 年 1 月开始并表，驱动业绩增长。公司通过收购乐博教育，切入机器人教育领域，打造 STEAM 教育第一股。乐博教育凭借其在机器人教育市场领先地位，为 STEAM 品牌塑造提供有力保障。直营网点有计划扩张，截至 2017 年底，公司在 25 个省及直辖市，拥有 93 家直营店和 190 家加盟店，覆盖全国所有一线、二线城市，涉及所有三、四线发达城市。②2017 年，子公司入股编程猫（少年编程）、小橙堡（儿童剧），实现优势互补、资源整合。盛通进一步塑造 STEAM 教育品牌，未来教育产业链可期。

投资建议

- STEAM 教育需求持续增长，政策催化不断，如近期教育部门拟将编程纳入必修体系，认知需求提升+政策持续催化下，未来 3-10 年 STEAM 教育有望持续享受行业红利，公司作为 STEAM 教育最大供应商之一，将很大程度享受行业红利。此外，公司印刷主业同样迎来快速增长，主要原因是去产能背景下，公司作为印刷龙头企业，体现出较强竞争优势。我们预计 18-20 年 EPS 分别为 0.40 元、0.48 元、0.56 元，对应 PE 为 26x、22x、19x。建议 18 年积极关注盛通股份，给予买入评级，目标价 15 元。
- 风险提示：出版业务成本增加或环保要求增高；教育业务拓展不及预期；新开网点招生不及预期；行业竞争激烈等风险。

【公司深度】三垒股份：拟并购著名早教品牌美吉姆，大市场，强品牌，早教龙头未来可期

投资逻辑

- 2018 年 6 月 6 日，三垒股份为此次交易设立一家控股子公司（收购方）作为收购实施主体，三垒股份认缴 70% 的注册资本，第三方投资者认缴剩余 30% 的注册资本，拟以支付现金方式购买美吉姆 100% 股权，交易作价 33 亿元。本次交易对方为美吉姆的 5 位自然人股东。此次重大资产范围不包含美吉姆对外剥离的直营中心股权。美吉姆 2018/2019/2020 年业绩承诺分别不低于 1.80/2.38/2.90 亿元，同比增速分别为 111.5%、32.2% 和 21.8%。
- 早教行业市场规模 2022 年或将达 1284.1 亿元，市场空间较大。并且早教行业分散程度较高，各品牌角逐激烈。主流的早教机构有美吉姆、金宝贝、红黄蓝、悦宝园、新爱婴和亲亲袋鼠等品牌。其中美吉姆和金宝贝的市场地位较高。在大型机构不断扩张发展，中小型机构层出不穷的格局下，未

来行业竞争仍较为激烈。龙头企业如能充分发挥品牌优势，形成一定规模和壁垒，高度分散的行业现状有望发生转变，呈现进一步整合发展的趋势。

- **美吉姆是成立于 1983 年，2010 年引入中国，遍布全球 30 个国家和地区，是极具国际竞争力的早期教育品牌。**竞争力在于——①有先进的教学理念和课程设置、品牌影响力以及优秀的管理团队和企业文化，其创始团队拥有多年的教育企业销售和管理经验。②拥有完整的加盟设计体系，成熟的商业模式和精细化服务标准，加盟模式标准化，可复制和可扩张性强。
- **美吉姆营收增长快速，并随着加盟模式的深化推进保持高盈利能力。**2017 年营收达 2.17 亿元，同比增长 84.8%，主要系其加盟早教中心数有所增多（新增 72 家）。其净利润 2017 年为 0.85 亿元，同比增长 152.2%，主要系其收入的大幅提升，费用率有所降低，加盟业务的推进使其规模经济优势显现。2017 年毛利率和净利率分别为 72.2%和 39.3%，分别提升 10.0pct 和 10.5pct。随着加盟中心进一步扩张，利润率有望进一步提升。
- **首次覆盖，给予买入评级。**不考虑美吉姆并表，我们预计 2018-2020 年公司原业务实现归母净利润 2680/3280/3935 万元，对应 eps 分别为 0.08/0.10/0.12 元。公司拟以现金收购美吉姆，通过概率较大，若假设美吉姆 2018 年并表，并考虑潜在财务费用支出影响，我们预计 2018-2020 年公司备考归母净利润为 1.53/1.69/1.78 亿元，对应备考 eps 分别为 0.45/0.50/0.53 元，备考 pe 分别为 40/36/35 倍。首次覆盖，给予买入评级，目标价 21.5 元。
- **风险提示：**快速扩张过程中公司的管理难度加大，经营风险提高；公司原制造业业绩存在下滑风险；收购交易尚未完成仍存不确定性等风险。

【公司深度】新东方 FY18Q4 业绩发布，持续扩张进行中，营收增速+44.1%超预期，单季学生数增速+44.9%

事件

- 2018 年 7 月 24 日，新东方（NYSE: EDU）发布了截至 2018 年 5 月 31 日的 2018 财年 Q4 未经审计的业绩数据。

投资建议

- **FY18Q4 营收增速超预期，为近 12 个季度营收同比增速最快季度，核心业务 K12 业务增速强劲。**FY18Q4 营业收入 7.01 亿美元，+44.1% YoY；归母净利润 0.65 亿美元，+17.4 % YoY；非 GAAP 归母净利润 0.87 亿美元，+35.6% YoY。毛利率 57.3%（-1.8pct YoY）；归母净利率 9.3%（-2.1pct YoY）。FY18Q4 入学学生人数增速+44.9%，人数达到 205.80 万。归母净利润增速慢于营业收入增速，主要因为①扩张中教师工资和租金成本带来的毛利率下降；②公司加速扩张以及内部管理改革持续推进，管理费用率和销售费用率上升。此外，管理费用中包含的股权激励费用上升。FY18Q4 股权激励费用为 2221.5 万美元，+147.6%YoY，FY2018 股权激励费用 5744.3 万美元，+183.15%YoY。
- **K12 业务仍是主要的利润来源，增速强劲。**FY2018 全年 K12 业务收入增速为 46%，收入占比约 59%，（+4pct）。FY18Q4 的 K12 业务营收和学生增速均高达 52%。FY17Q3—FY18Q4，新东方非前五大城市收入占比不断提升，FY18Q4 为 57%（+4pct），二三线城市扩张进程不断推进。
- **外部扩张+内部改革+教育科技应用，扩张战略已见成效营收增速达近年高点，但后续整合情况仍需观察。**新东方 FY18Q4 的学习中心和学校共 1081 所（学校 87 所），相较 FY18Q3 在已有布局增加了 81 所，相较 FY17Q4 增加了 226 所。教室面积 FY18 同比增加 40%，FY19 预计拓展 20%至 25%。内部管理改革稳步推行中，扩张战略效果仍需要一定时间来验证。
- **首次覆盖，给予买入评级。**我们预计 2019-2021 年公司实现归母净利润 370/481/624 百万美元，对应 eps 分别为 2.34/3.04/3.95 美元，pe 分别为 39/30/23 倍。首次覆盖，给予买入评级，目标价 113.33 美元。

- **风险提示：**网点扩张成熟需要一定时间验证；公司可能无法聘请，培训和留住足够的合格教师，以跟上公司预期的增长速度等风险。

【公司深度】博实乐 FY18Q3 业绩发布，前三季度营收同增 26.2%，调整后利润率提升，多项收购推进

事件

- 北京时间 2018 财年 7 月 25 日，博实乐 (BEDU.N) 发布了截至 2018 财年 5 月 31 日的 2018 财年 Q3 未经审计财报。

投资建议

- “地产+教育”是未来教育行业发展大方向之一，而博实乐将整体业务思路定位于国际学校也是顺应消费升级的大趋势，未来市场空间广阔。
- **营收快速增长，调整股权激励后利润率有所提高。**博实乐 FY18Q3 实现 5.41 亿营收，+33.0%YoY，1.34 亿净利，+24.7%YoY，1.42 亿调整后净利，+32.2%YoY；FY18Q1-Q3 实现 13.29 亿营收，+26.2%YoY，2.37 亿净利，+21.3%YoY，2.57 亿调整后净利，+31.5%YoY（调整了股权激励支出）。2018Q1-Q3 毛利率 39.2%，比去年同期提高了 1.3pct；调整后净利率 19.3%，比去年同期提高了 0.7pct。
- **学校容量稳步扩张，利用率仍有很大空间。**截至 2018 年 7 月 25 日，博实乐下设 67 所学校。FY18Q1-Q3 学校容量同比提升 25.1%。FY18Q1-Q3 平均在校学生数 3.53w 人，+23.01%YoY，学校利用率为 58.3%，还存在较大的提升空间。我们认为学校招生稳定的情况下，利用率或将达 95%以上。随着利用率提升，毛利率水平有望显著提升。学校生源质量优秀，学生升学优势突出。截至 FY18Q3 已有 90%的 2018 届毕业生拿到全球排名前 50 大学预录取通知；80.3%的九年级双语学校毕业生获得当地重点高中的录取。
- **完成收购武汉新桥、Can-achieve、范迪信国际教育、广州藏星网络科技，拟收购浙江艺术培训机构，**公司进行幼儿园业务、及教育相关服务业务拓展，进一步整合教育产业供应链，有利于提高公司业务的协同效应。同时，公司还与北京师范大学进行战略合作，为师资团队提供人才储备。
- **首次覆盖，给予买入评级。**公司仍处于盈利轨道之上，或预示着公司部分学校已度过培育期，一定程度上也反映了学校经营能力的稳定，考虑到学校的按年招生特质和前期的大量成本投入，我们认为公司未来的盈利水平仍有提升空间，我们预计 2018-2020 年公司实现归母净利润 241/324/428 百万元人民币，对应 eps 分别为 2.07/2.77/3.65 元人民币，pe 分别为 53/39/30 倍。首次覆盖，给予买入评级，目标价 20 美元。
- **风险提示：**新开学校招生或不及预期；扩张速度或不如预期等风险。

【深度】好未来 FY19Q1 业绩公布——有张有弛，慢一点，让灵魂等等身体，让估值等等业绩

事件

- 2018 年 7 月 26 日，好未来 (NYSE: TAL) 发布了截至 2018 年 5 月 31 日的 2019 财年 Q1 未经审计的业绩数据。

投资建议

- **FY2019Q1 营收利润增速仍较快。**FY19Q1 营业收入 5.51 亿美元，同比增速达 71.1%，学生数同增 88.7%，“量”增内生驱动，需注意好未来的学生数是线上线下合计，因此对整体生均收入有所影响。调整其他收入后，FY19Q1 调整后归母净利润 0.58 亿美元，同比增速达 164.0%，好未来经营性利润依然增长迅速。
- **好未来经历了此前网点高速扩张，或需要进行管理上的整合消化。**好未来 FY16Q4 至 FY18Q1 快速扩张，平均每个季度新增 44 个学习中心，之后扩张速度放缓，FY18Q2-FY18Q4 平均每个季度新增 9 个学习中心，FY19Q1 单季学习中心增加 46 个，关闭 10 个，净增加 36 个，公司预计

Q2 新增 5-10 培优学习中心。FY19Q1 递延收入增速有所放缓，自 FY16Q4 以来首次低于 50%。递延收入变化趋势领先于收入变化趋势，是收入预测的先验指标。FY19Q1 递延收入同比增速是 47.9%（假设会计准则未调整），自 FY16Q4 扩张以来，递延收入的增速首次低于 50%，可以预见未来收入增速会有一定程度的放缓。而公司所给的 FY19Q2 业绩指引中，收入增速 42-45%，也与递延收入增速变化趋势相吻合。

- **一张一弛，调整和均衡也是必要的。**好未来仍然是中国最强大的教育公司之一，管理&研发&品牌&壁垒都很强，这一点是毋庸置疑的。但是发展和估值的匹配，同样是需要考虑的重要问题，就其超百亿的体量，30-50%的营收增速并不慢，只是和过去更高增速相比，公司本身已在经历管理上的调整和均衡，这是经历超快速扩张之后几乎必然的事情。近 3-5 个季度，好未来的网点扩张已经显著放缓。此外，公司的递延收入（预收账款）增速也近 9 个季度以来，首次低于 50%，也和公司扩张放缓的现状吻合。一张一弛，跑的太快，让灵魂跟上身体，也是非常必要的事情。我们预计未来公司的营收增速较过去两个财年的增速可能会放缓，但净利率或将一定程度提升。
- **给予增持评级，目标价 37 美元。**我们预计 FY2019-FY2021 公司实现归母净利润 3.02/4.38/6.14 亿美元，对应 eps 分别为 0.53/0.77/1.08 美元，pe 分别为 64/44/32 倍。首次覆盖，给予增持评级，目标价 37 美元。
- **风险提示：**前期网点扩张成熟仍需时间验证；行业竞争愈发激烈等风险。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH