

营收增长 35%，业绩增长 205%，盈利大幅改善

—好未来 FY19Q3 财报数据点评

日期：2019 年 01 月 25 日

行业：教育



分析师：周菁

Tel: 021-53686158

E-mail: zhoujing@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518070002

公司数据跟踪 (FY2019Q3)

营业收入 (亿美元)	5.86
同比增长	35.3%
归属净利润 (亿美元)	1.24
同比增长	204.5%
招生人数 (万人)	259.92
同比增长	68.4%

相关报告:

《好未来 2018Q4 财报点评: Q4 招生大增 95.7%，毛利率改善，在线教育爆发增长》

《好未来 FY19Q1 财报点评: 线下产能扩张放缓，在线业务发力，推动生源持续高增长》

《好未来 FY19Q2 财报点评: 营收增长 54%，招生增长 120%，夏季促销推动在线业务高速增长》

主要观点

19Q3 净收入增长 35%、招生增长 68%

公司 2019Q3 实现净收入 5.86 亿美元，同比增长 35.3%，高于此前 30%-32% 的业绩增速指引，若以人民币计同比增长 41.4%。收入保持快速增长主要系线下小班课程和在线课程的大力促销拉动招生人数同比高增 68.4% 至 259.92 万人。前三季度公司共实现净收入 18.36 亿美元，同比增长 51.7%。截止季度末，公司账面递延收益余额为 8.66 亿美元，同比下降 19.4%，主要系基于政策规定公司改变了预收款制度，且从 2018 年 3 月 1 日起开始采用《源于客户合同的收入》(topic 606)，将部分递延收益划分至应付费用和其他流动负债，以反映预估的学员退费金额，使得递延收益下降。若不考虑重分类和政策规定影响，2019Q3 末的递延收益同比增长超过 30%。公司预计 2019Q4 净收入约为 6.71 亿美元—6.86 亿美元，同比增长 33%-36%，不考虑汇率波动的话，同比增长 40%-43%。

小班收入增长 26%，其中培优收入增长 23%、招生增长 29%

2019Q3，小班业务收入同比增长 26%，若以人民币计同比增长 31%，占总净收入的 79%，较去年同期下降 6pct。其中，学而思培优仍是公司的核心业务，占总净收入的 65%，较去年同期下降 7pct，主要系在线课程快速发展。学而思培优的净收入本季度同比增长 23%，若以人民币计同比增长 29%，招生人数同比增长 29%。Q3 纯线下的学而思培优净收入以美元计同比增长 19%、以人民币计同比增长 25%，招生人数同比增长 8%。若剔除线下促销和短期课程，本季度线下常规班收入以人民币计同比增长 27%，招生人数同比增长 19%。2019Q3，学而思培优在线收入占培优小班业务的 5%、招生人数占 34%，而去年同期培优在线的收入和招生人数占比分别为 1% 和 22%。五大城市的学而思培优小班业务收入美元计增速为 19%，占培优小班总收入的 59%。非五大城市的收入美元计增速为 30%，占比 41%。

智康 1 对 1 收入增长 18%，在线业务收入增长 157%、招生增长 220%

2019Q3，智康 1 对 1 收入美元计同比增长 18%、人民币计同比增长 24%，总收入占比为 6%，去年同期为 7%。在线业务成为好未来业绩高增的支撑力。2019Q3，学而思网校收入美元计同比增长 157%、人民币计同比增长 169%，注册人数同比增长 220%，注册人数超过 100 万人。总的来看，Q3 在线业务占总净收入的 15%、总招生人数的 40%，去年同期该两项指标分别仅为 8% 和 21%。与 Q2 在线业务发展依靠促销驱动不同的是，Q3 的生源主要来自暑期课程的学生留存及在线直播课程需求的持续增长。本季度短期课程和促销课程的招生占学而思网校的 60%、贡献 4% 的收入，去年同期招生占比 36%、收入占比 1%。

毛利率继续提升，销售费用率环比下降

2019Q3，公司毛利率为 54.3%，同比提高 5.3pct，自 2018Q3 开始公司毛利率止跌回升，主要在于公司放慢线下扩张速度，着力提高经营效

率和各项利用率指标，盈利能力逐渐改善。截止 2018 年 11 月 30 日，公司在全国 54 个城市开设了 666 个学习中心，季度净增 18 个学习中心，共新增 225 个培优小班教室。本季度公司销售费用同比增长 64.4%，销售费用率同比提高 3.1pct 至 17.3%，但 Q3 的销售费用率环比 Q2 下降了 4.3pct。剔除股权激励，Q3 的 Non-GAAP 销售费用率降为 16.8%。Q3 管理费用同比增长 37.9%，管理费用率为 24.9%，同比提高 0.5pct，Non-GAAP 的管理费用率为 21.8%。

受益四大因素，业绩翻倍增长

2019Q3，公司实现经营利润约 7100 万美元，同比增长 59.2%，Non-GAAP 经营利润为 9293 万美元，同比增长 63.5%。由于长期投资的公允价值大幅增长（投资标的上市等），Q3 公司其他收益达 9869 万美元，而去年同期仅为 537 万美元。本季度公司实现归属净利润 1.24 亿美元，同比增长 204.5%，对应净利率为 21.1%，同比提高 11.7pct；Non-GAAP 归属净利润为 1.46 亿美元，同比增长 175.5%，对应净利率为 24.9%。总的来看，公司盈利水平明显提升主要基于：一是线下扩张速度放缓使得成本端得到有效控制，2016-2018 财年线下教室数量分别增长 50%、79%、30%，2019 财年前三季度线下教室增量降为 14%；二是教室使用率提高，Q3 整体使用率小幅提升约 1%；三是 Q3 的在线营销费用较 Q2 减少；四是长期投资公允价值上升带来的其他收益增加。

1月24日，好未来发布截止2018年11月30日的2019财年Q3季报。

表 1 好未来财务数据概览

百万美元	FY19Q3	FY18Q3	增速 (%)
净收入	585.99	433.27	35.3%
经营利润	71.00	44.60	59.2%
Non-GAAP 经营利润	92.93	56.84	63.5%
归属净利润	123.83	40.66	204.5%
Non-GAAP 归属净利润	145.77	52.91	175.5%
招生人数 (万人)	259.92	154.37	68.4%
	FY19Q3	FY18Q3	新建数量
教学网点	666	579	87

数据来源：公司财报，上海证券研究所

公司2019Q3实现净收入5.86亿美元，同比增长35.3%，高于此前30%-32%的业绩增速指引，若以人民币计同比增长41.4%。收入保持快速增长主要系线下小班课程和在线课程的大力促销拉动招生人数同比高增68.4%至259.92万人。前三季度公司共实现净收入18.36亿美元，同比增长51.7%。截止季度末，公司账面递延收益余额为8.66亿美元，同比下降19.4%，主要系基于政策规定公司改变了预收款制度，且从2018年3月1日起开始采用《源于客户合同的收入》(topic 606)，将部分递延收益划分至应付费用和其他流动负债，以反映预估的学员退费金额，使得递延收益下降。若不考虑重分类和政策规定影响，2019Q3末的递延收益同比增长超过30%。公司预计2019Q4净收入约为6.71亿美元—6.86亿美元，同比增长33%-36%，不考虑汇率波动的话，同比增长40%-43%。

图 1 好未来单季度净收入（百万美元）

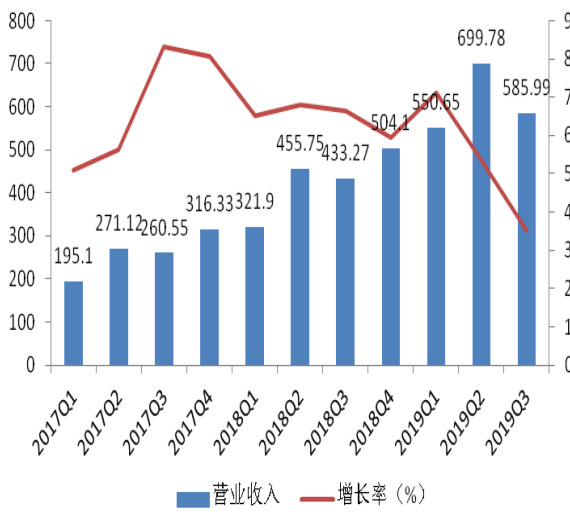
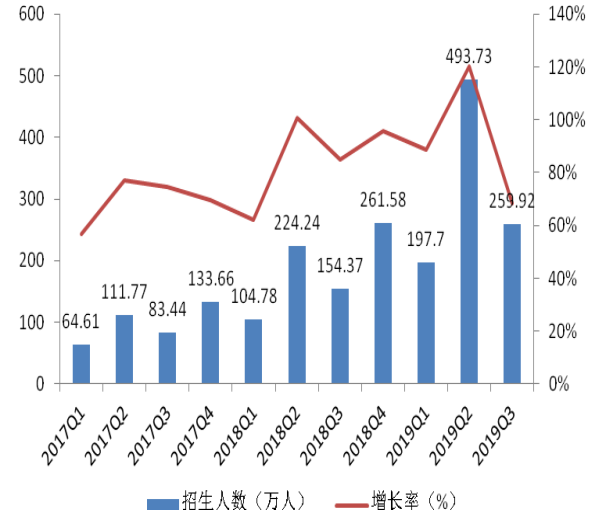


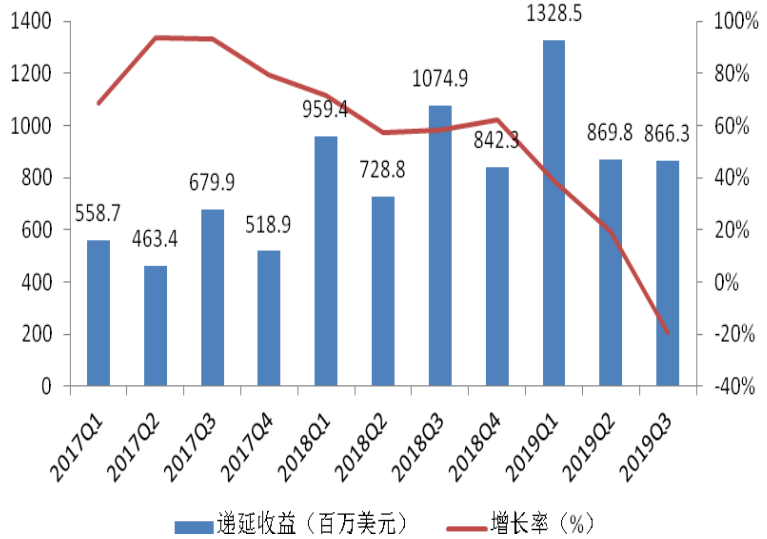
图 2 好未来单季度招生人数（万人）



数据来源：公司财报，上海证券研究所

数据来源：公司财报，上海证券研究所

图 3 好未来递延收益余额（百万美元）



数据来源：公司财报，上海证券研究所

2019Q3，小班业务收入同比增长 26%，若以人民币计同比增长 31%，占总净收入的 79%，较去年同期下降 6pct。其中，学而思培优仍是公司的核心业务，占总净收入的 65%，较去年同期下降 7pct，主要系在线课程快速发展。学而思培优的净收入本季度同比增长 23%，若以人民币计同比增长 29%，招生人数同比增长 29%。Q3 纯线下的学而思培优净收入以美元计同比增长 19%、以人民币计同比增长 25%，招生人数同比增长 8%。若剔除线下促销和短期课程，本季度线下常规班收入以人民币计同比增长 27%，招生人数同比增长 19%。2019Q3，学而思培优在线收入占培优小班业务的

5%、招生人数占 34%，而去年同期培优在线的收入和招生人数占比分别仅为 1%和 22%。

图 4 线下小班收入占比 (%)

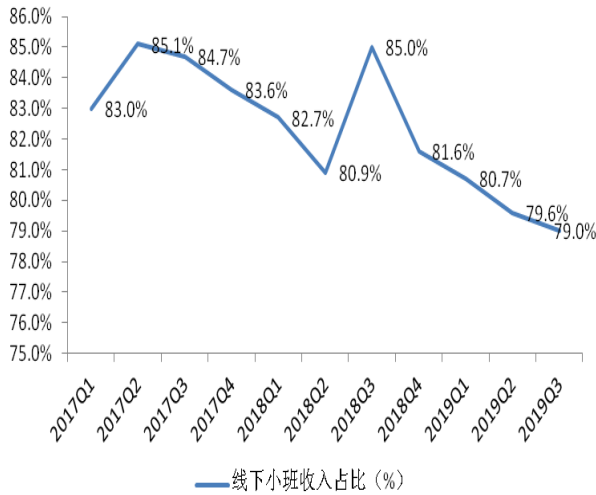
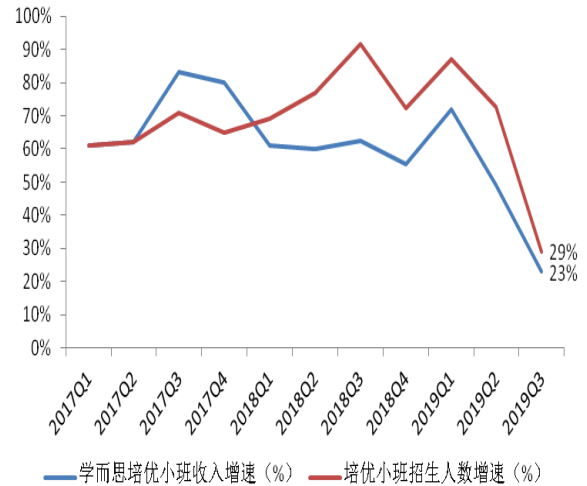


图 5 学而思培优小班收入增速和招生增速 (以美元计, %)



数据来源: 公司财报, 上海证券研究所

数据来源: 公司财报, 上海证券研究所

图 6 纯线下培优收入增速和招生增速 (以美元计, %)

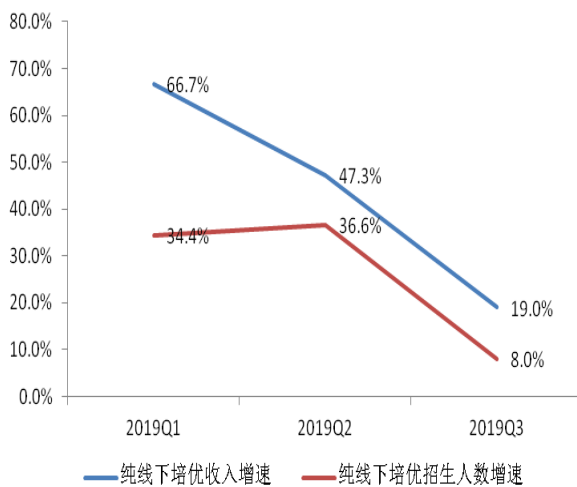
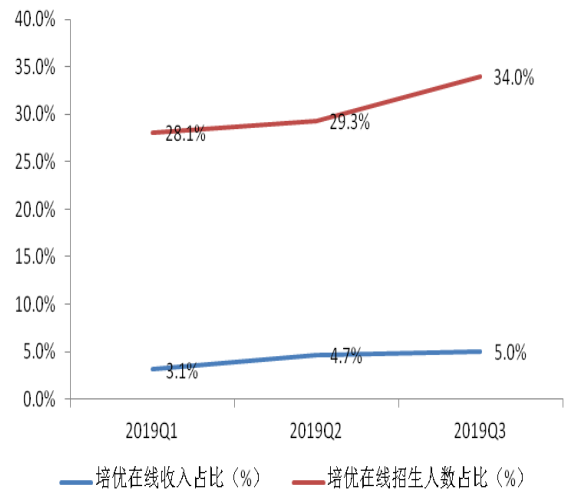


图 7 学而思培优在线的收入及招生人数占比

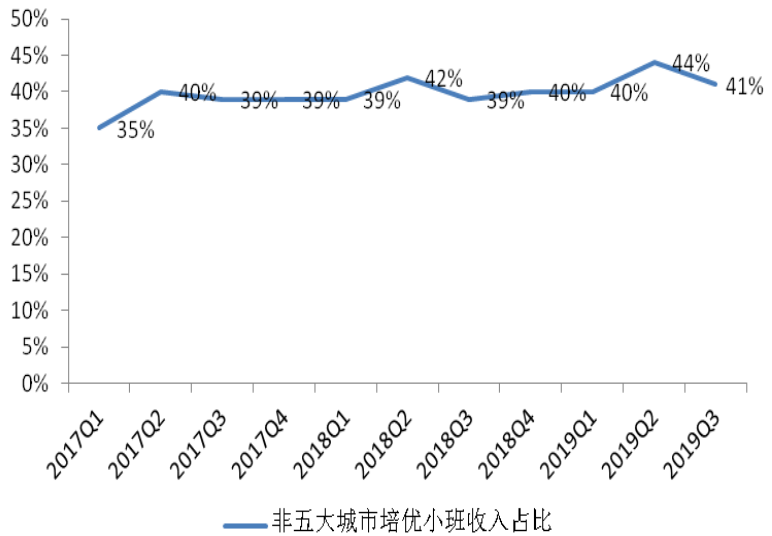


数据来源: 公司财报, 上海证券研究所

数据来源: 公司财报, 上海证券研究所 (注: 指培优在线业务占学而思培优小班总收入和招生总人数的比例)

2019Q3, 五大城市 (北上广深+南京) 的学而思培优小班业务收入美元计增速为 19%, 占培优小班总收入的 59%。非五大城市的收入美元计增速为 30%, 占比 41%。

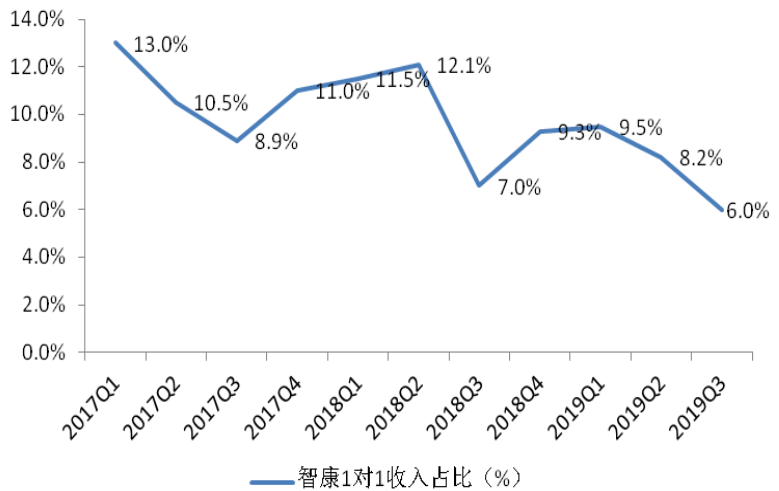
图 8 学而思培优非五大城市收入占比 (%)



数据来源：公司财报, 上海证券研究所

2019Q3, 智康 1 对 1 收入美元计同比增长 18%、人民币计同比增长 24%，总收入占比为 6%，去年同期为 7%。

图 9 智康 1 对 1 收入占总净收入比例 (%)



数据来源：公司财报, 上海证券研究所

由于监管加强，公司调整了线下扩张速度，本季度净增 18 个学习中心，分别为 12 个学而思培优、4 个摩比、1 个励步和 1 个智康 1 对 1。Q3 因为运营标准和监管要求，关闭了 19 个学习中心。截止 2018 年 11 月 30 日，公司在全国 54 个城市开设了 666 个学习中心，分别为 472 个学而思培优、16 个摩比、78 个励步和 100 个智康 1 对 1，Q3 共新增了 225 个培优小班教室，并依靠双师小班模

式新进入 11 个城市。展望 Q4，公司已租赁了 13 个小班学习中心，并预计再增加部分培优小班学习中心。

图 10 好未来全国学习中心数量及增速

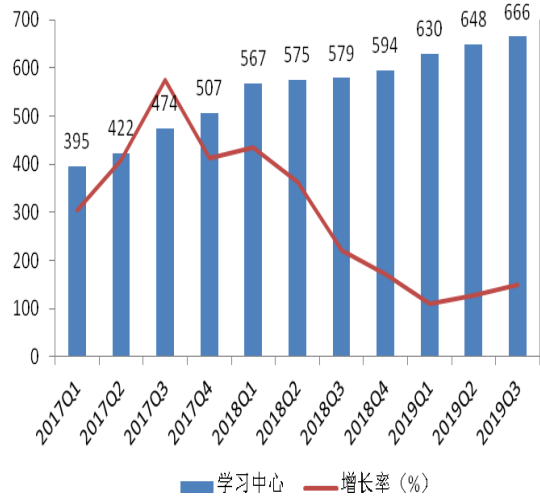
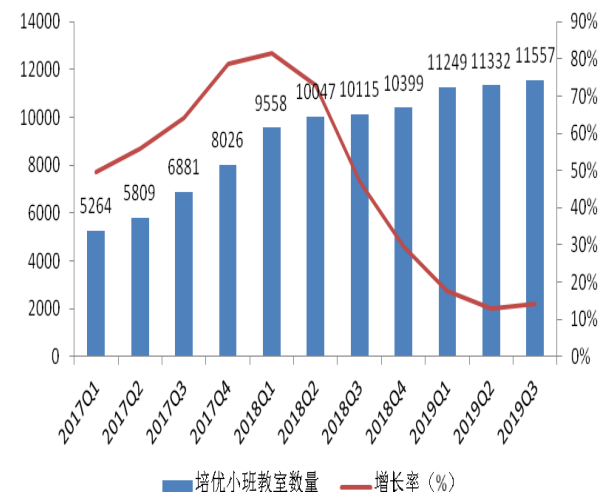


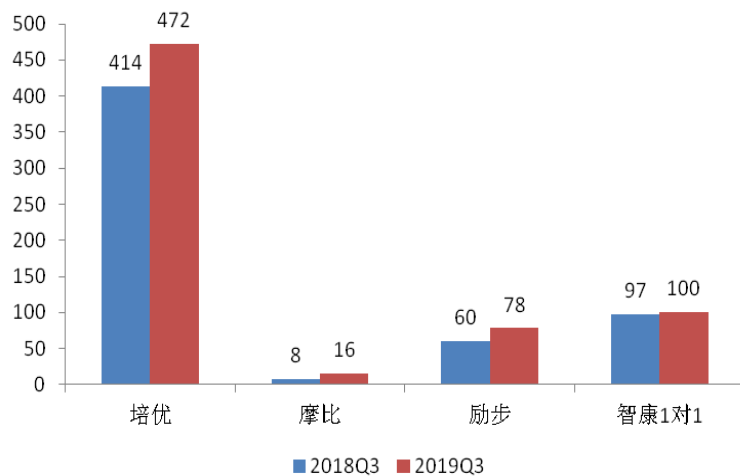
图 11 学而思培优小班教室数量及增速



数据来源：公司财报，上海证券研究所

数据来源：公司财报，上海证券研究所

图 12 好未来各品牌学习中心数量



数据来源：公司财报，上海证券研究所

在线业务成为好未来业绩高增的支撑力。2019Q3，学而思网校收入美元计同比增长 157%、人民币计同比增长 169%，注册人数同比增长 220%，注册人数超过 100 万人。总的来看，Q3 在线业务占总净收入的 15%、总招生人数的 40%，去年同期该两项指标分别仅为 8% 和 21%。与 Q2 在线业务发展依靠促销驱动不同的是，Q3 的生源主要来自暑期课程的学生留存及在线直播课程需求的持续增长。本季度短期课程和促销课程的招生占学而思网校的 60%、

贡献 4% 的收入，去年同期招生占比 36%、收入占比 1%。

图 13 好未来在线业务收入增速及占比（美元计，%）

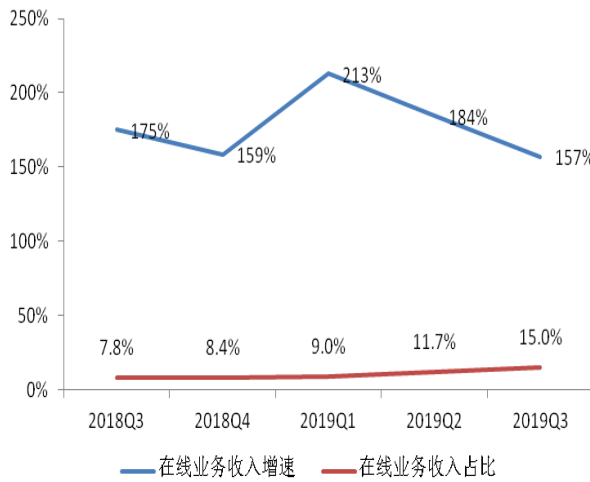
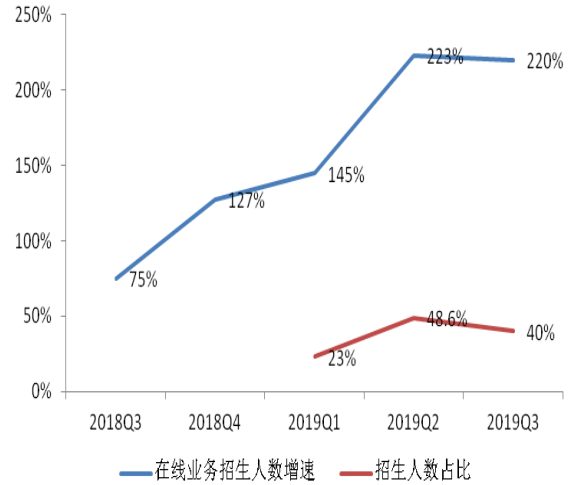


图 14 好未来在线业务招生人数增速及占比 (%)



数据来源：公司财报，上海证券研究所

数据来源：公司财报，上海证券研究所

客单价方面，2019Q3，以人民币计的学而思培优小班 ASP 同比下降 1%，剔除在线课程和短期线下促销课程的影响，培优线下常规班的 ASP 同比个位数增长。智康 1 对 1 的 ASP 美元计同比增长 5%、人民币计同比增长 10%，在线课程的 ASP 美元计同比下降 20%、人民币计同比下降 16%，主要系低 ASP 的短期课程占比上升。

图 15 学而思培优小班 ASP 同比增速（人民币计，%）



数据来源：公司财报，上海证券研究所

2019Q3, 公司毛利率为 54.3%, 同比提高 5.3pct, 自 2018Q3 开始公司毛利率止跌回升, 主要在于公司放慢线下扩张速度, 着力提高经营效率和各项利用率指标, 盈利能力逐渐改善。本季度公司销售费用同比增长 64.4%, 销售费用率同比提高 3.1pct 至 17.3%, 主要系为了扩大用户基础、提升品牌, 公司加大了市场促销活动, 并提高了销售人员的薪酬待遇, 但环比来看, Q3 的销售费用率较 Q2 下降了 4.3pct。剔除掉股权激励, Q3 的 Non-GAAP 销售费用率降为 16.8%。由于 Q4 为寒假期间, 公司将会针对线上业务开展营销活动, 预计 Q4 的在线促销规模将会高于 Q3, 但低于 Q2。Q3 管理费用同比增长 37.9%, 管理费用率为 24.9%, 同比提高 0.5pct, Non-GAAP 的管理费用率为 21.8%。

图 16 好未来季度毛利率水平 (%)

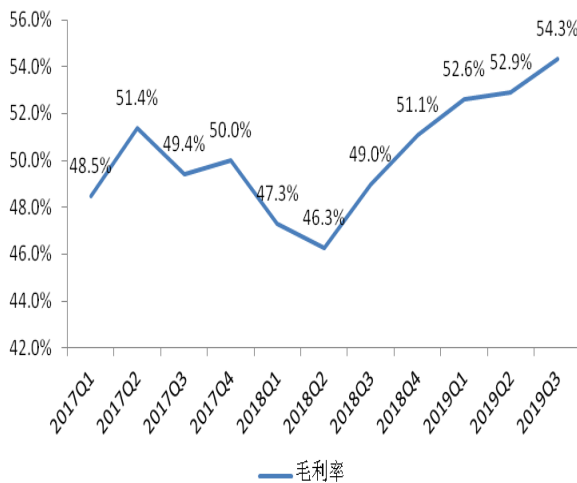
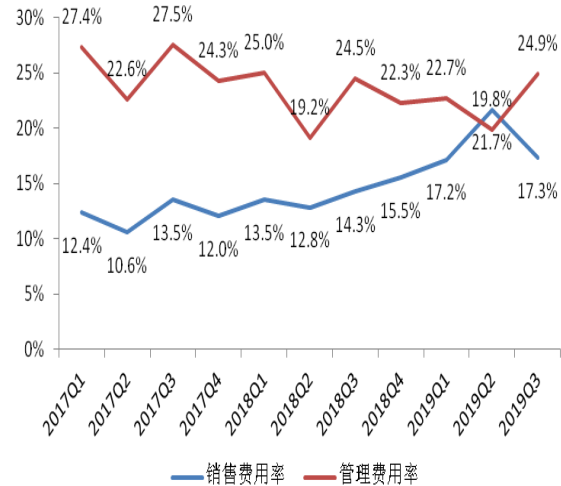


图 17 好未来季度费用率水平 (%)



数据来源: 公司财报, 上海证券研究所

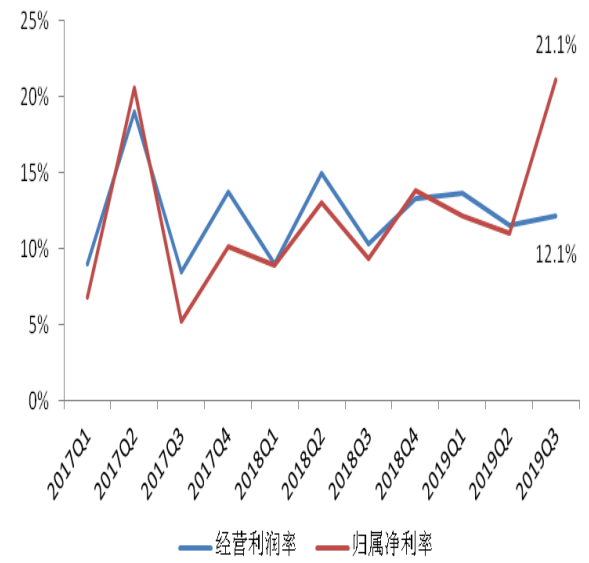
数据来源: 公司财报, 上海证券研究所

2019Q3, 公司实现经营利润约 7100 万美元, 同比增长 59.2%, Non-GAAP 经营利润为 9293 万美元, 同比增长 63.5%。由于长期投资的公允价值大幅增长 (投资标的上市等), Q3 公司其他收益达 9869 万美元, 而去年同期仅为 537 万美元, 也明显提振公司盈利。本季度公司实现归属净利润 1.24 亿美元, 同比增长 204.5%, 对应净利率为 21.1%, 同比提高 11.7pct; Non-GAAP 归属净利润为 1.46 亿美元, 同比增长 175.5%, 对应净利率为 24.9%。总的来看, 公司盈利水平明显提升主要基于: 一是线下扩张速度放缓使得成本得到有效控制, 2016-2018 财年线下教室数量分别增长 50%、79%、30%, 2019 财年前三季度线下教室增量降为 14%; 二是教室使用率提高, Q3 整体使用率小幅提升约 1%; 三是 Q3 的在线营销费用较 Q2 减少; 四是长期投资公允价值上升带来的其他收益增加。

图 18 好未来各季度归属净利润及增速 (百万美元)



图 19 好未来经营&归属净利率水平 (%)



数据来源：公司财报，上海证券研究所

数据来源：公司财报，上海证券研究所

分析师承诺

周菁

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。