

雪球访谈

好未来遭遇浑水做空，教培公司基本面怎样分析？

2018年06月15日

雪球

聪明的投资者都在这里

免责声明

本报告由系统自动生成。所有信息和内容均来源于雪球用户的讨论，雪球不对信息和内容的准确性、完整性作保证，也不保证相关雪球用户拥有所发表内容的版权。报告采纳的雪球用户可能在本报告发出后对本报告所引用之内容做出变更。

雪球提倡但不强制用户披露其交易活动。报告中引用的相关雪球用户可能持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能与这些公司或相关利益方发生关系，雪球对此并不承担核实义务。

本报告的观点、结论和建议不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的任何操作建议。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，根据本报告做出的任何决策与雪球和相关雪球用户无关。

股市有风险，入市需谨慎。

版权声明

除非另有声明，本报告采用知识共享“署名 3.0 未本地化版本”许可协议进行许可（访问 <http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/deed.zh> 查看该许可协议）。



访谈嘉宾



小狼

访谈简介

昨夜，\$好未来(TAL)\$遭遇浑水做空股价大跌9.95%，教培行业基本面该怎样分析？本期访谈我们请到了教培行业研究达人@小狼来与大家交流探讨~

浑水质疑好未来从2016年开始夸大利润，估计2016至2018财年，好未来至少夸大43.6%的净利润，其欺诈性的利润膨胀可能超过这一估计。做空报告显示，在此期间，好未来的累计净收入利润率仅为8.8%（财报中为12.4%）；预计好未来2018财年的净利润率仅为10.4%（财报中为11.6%）。认为好未来的核心业务-培优业务也存在欺诈，并且正蔓延至好未来的线上业务。

浑水的质疑有道理吗？好未来是否真的夸大了利润？本次做空带来的下跌是机会还是坑？好未来的基本面当前如何？教培公司该怎样分析？速来提问~\$新东方(EDU)\$ \$达内科技(TEDU)\$ \$朴新教育(NEW)\$ \$海亮教育(HLG)\$ \$瑞思学科英语(REDU)\$ \$博实乐教育(BEDU)\$ \$枫叶教育(01317)\$

利益披露：@小狼目前不持有\$好未来(TAL)\$。

免责声明：本访谈基于嘉宾认为可靠的已公开信息，但嘉宾无法保证信息的准确性或完整性。在任何情况下，本访谈中的信息或所表述的意见不构成对任何人的投资建议，投资决策需建立在独立思考之上。

[\(进入雪球查看访谈\)](#)

本次访谈相关股票：好未来(TAL),新东方(EDU),达内科技(TEDU)

以下内容来自[雪球访谈](#)，想实时关注嘉宾动态?立即[下载雪球客户端](#)关注TA吧!

[问] 小狼:

关于\$好未来(TAL)\$ \$新东方(EDU)\$，对@小狼说：各位雪球网友大家好，我是小狼。相信大家都非常关注前天浑水在无任何征兆的情况下发布报告做空好未来的事件。大家一定很想知道浑水的指控是否是真实的、好未来的股价会如何变化、对整个教培行业会产生怎样的影响。在正式开始回答各位网友的提问之前，我先简单分析一下此次浑水做空好未来的事件。到目前为止，浑水只发布了第一部分的报告，报告指控好未来通过两起收购操作，虚增了16-18三年间的净利润。报告的开头提及好未来旗下的培优充斥着普遍的财务欺诈、并蔓延至网校业务，但是目前发布的第一份报告里指控的具体案例实际都与培优业务无关，更不涉及网校。暂不知浑水后续的报告是否会提出更有力的例证来说明好未来的主体业务存在普遍的利润造假。此次做空与浑水之前的风格完全不同，至少第一份报告提出的案例对好未来杀伤力有限，所提出的净利润虚增部分也不涉及运营利润。对于绝大多数好未来的价值投资者而言，运营利润和收入增长速度才是对好未来估值的依据，一次性的收益导致的净利润增加或减少对好未来价值的影响甚微。从短期来看，浑水报告有可能让投资者质疑好未来管理层过往良好的道德形象，引发道德层面和法律层面的负面影响，甚至推迟20-F年报的发布，使得短期内股价进一步下挫。但从浑水历来的做空案例观察，做空之后股价的中长期走势更依据于公司实际业务的基本面。基本面不好的公司股价会大幅下跌甚至退市，而基本面没有问题的公司会逐渐恢复原有股价甚至伴随其基本面的变好而股价进一步攀升。浑水此次做空无意质疑好未来的实际业务情况，做空背景来自于好未来股价两年不断飙升而抬高至近200倍的市盈率。此次做空实际给予了一部分已经获利的投资者“下车”的时机，而好未来股价进一步的趋势则取决于其主营业务的基本面将如何变化。此次事件的一个小插曲，那就是浑水做空的最大受害者可能不是好未来，而是今日即将在美国上市的朴新教育。欢迎各位网友就教育培训行业向我提出更具体的问题。

[答] 访谈小秘书:

[问] 戴红领巾的小学生：

关于\$好未来(TAL)\$ \$新东方(EDU)\$ \$达内科技(TEDU)\$，对@小狼 说：目前新东方好未来等教培行业高估值的逻辑是什么？除了已经占有优势的一线城市以外，对二三线城市市场的渗透速度能跟得上股价么？

[答] 访谈小秘书：

回复@小狼：//@小狼:回复@戴红领巾的小学生:公司的估值直接取决于有多少人愿意持有该公司的股票，只要有人愿意持有这个“证券”，这个“证券”就会拥有“价值”。投资者可以分为四类：一、价格投机者，显然这类投资者更愿意跟随市场大氛围选择购买股票；二、价值投资者，这类投资者会精细计算商业模型，考虑增长速度和利润率以及商业模式。从这类投资者看来，好未来新东方的股价当然贵了，但是这个行业目前又没有其他公司的股票值得持有，所以会暂时持有股票，一旦有风吹草动就可能抛售股票。三、概念投资者，这类投资者愿意相信一些还没有具体实现的概念来购买股票，比如好未来的高股价很大程度上来自于对互联网教育概念的引导。四、信仰投资者，此类投资者购买股票为信仰充值，更容易在高黏性的服务行业中出现。好未来和新东方都有大量学生家长 and 员工持股，都是属于信仰投资者，此类投资者不会去考虑市盈率，只要他们相信公司会越来越好，就会持续地持有股票。

[问] 戴红领巾的小学生：

关于\$好未来(TAL)\$ \$新东方(EDU)\$ \$达内科技(TEDU)\$，对@小狼 说：目前新东方好未来等教培行业高估值的逻辑是什么？除了已经占有优势的一线城市以外，对二三线城市市场的渗透速度能跟得上股价么？

[答] 访谈小秘书：

回复@小狼：//@小狼:回复@戴红领巾的小学生:好未来线下业务的增长速度已经有了放缓的趋势，所以好未来更需要互联网教育的概念来继续维持高估值。

[问] hemer：

关于\$好未来(TAL)\$ 对@小狼 说:你好， 如果好未来是有造假，那真实

的利润增长率是多少?天花板是多少? 谢谢

[答] 访谈小秘书:

回复@小狼: //@小狼:回复@hemer:浑水报告指出的“实锤”部分都与运营利润无关，当然浑水在报告中指出培优业务存在广泛的财务欺诈，许多造假无法量化得出数据，不知道这部分“无法量化”的造假是否会涉及到运营利润。虚增净利润可以使得市盈率看起来没有那么高（虽然好未来已经很高了），指控净利润造假可以间接证明股价进一步被高估，这是浑水做空好未来的逻辑。

[问] hemer:

关于\$好未来(TAL)\$ 对@小狼 说:你好， 如果好未来是有造假，那真实的利润增长率是多少?天花板是多少? 谢谢

[答] 访谈小秘书:

回复@小狼: //@小狼:回复@hemer:浑水报告并没有指出好未来在收入数据上造假，我们暂且认为好未来在过去三年高达50%-80%的收入年增长率是可信的。而教培行业的利润往往取决于企业的扩张速度，扩张速度较快时，由于教师和教室的储备以及市场宣传投放，利润率往往偏低。扩张速度减缓时，利润率容易提升。

[问] 闷声leon:

关于\$好未来(TAL)\$ \$新东方(EDU)\$ \$达内科技(TEDU)\$，对@小狼 说：这次浑水只发了Part1，那@小狼 你认为TAL财务上还能有比Part1 更猛的料吗？

[答] 访谈小秘书:

回复@小狼: //@小狼:回复@闷声leon:浑水以往的风格，是第一份报告的力度最大。但是很明显，这次浑水的报告跟以往比起来，包括跟6年前做空新东方时比起来，力度要小太多，案例并不直接涉及主营业务，还不知道浑水是否还藏有杀手锏没有发布。

[问] 三颗小白菜：

关于\$好未来(TAL)\$ \$新东方(EDU)\$ \$达内科技(TEDU)\$，对@小狼 说：

K12教育培训这块你预计能最高达到多少的渗透率，即在籍学生有多少会参加培训？

小学放学越来越早，目前比以前放学早了1、2个左右小时，再这个背景下，家长是否有更大的倾向将孩子交给教育培训机构，第一可以省事，第二希望跑在其他人前面

[答] 小狼：

1.国家教育部最近进行了一次对中小学生课外辅导情况的摸底，估计他们手中现在最有精确的渗透率数据。其他调研机构做得调查的数值有很大的波动。我自己的观察，在北京这样的一线城市，参与课后补习的学生占全体学生的50-60%，这里面还有一大部分是通过家教或者学校老师的方式进行课后补习。培训机构的参培率大约在25%左右。在北京，学而思和新东方的学生合计大约能占全市学生的10%，能占全市参加机构课外学科辅导学生的接近一半。2.在中国几乎是必然。

[问] 逆行的牧羊犬：

关于\$好未来(TAL)\$ \$新东方(EDU)\$ \$达内科技(TEDU)\$，对@小狼 说：

招生减少的冲击更多还是市场信心吧？因为毕竟只影响入口学生 不知道现在北上续班率有没有下降才是问题

[答] 小狼：

学而思以往主做优等生，随着业务的增长以及国家对培训机构“超纲超前”的打压，学而思也开始做中等生的培训。但显而易见的是，中等生的续班难度远高于优等生。学而思业务扩大至中等生后，续班率下降几乎是必然。

[问] 逆行的牧羊犬：

关于\$好未来(TAL)\$ \$新东方(EDU)\$ \$达内科技(TEDU)\$，对@小狼 说：

招生减少的冲击更多还是市场信心吧？因为毕竟只影响入口学生 不知道现在北上续班率有没有下降才是问题

[答] 小狼:

回复@高概率价值: 优等生会把自身成绩好归因于机构; 中等生也同样会把自身成绩不够好归因于机构。//@高概率价值: 回复@小狼: 但显而易见的是, 中等生的续班难度远高于优等生。这个为什么了, 我觉得相反吧?

[问] 凤鸣如歌:

关于\$好未来(TAL)\$ \$新东方(EDU)\$ \$达内科技(TEDU)\$, 对@小狼 说:

请问除了浑水做空, 好未来短期业绩的负面因素大概包括哪几个, 能简单提一下吗, 谢谢

[答] 小狼:

要了解好未来短期业绩的负面因素可能有哪些, 先要知道哪些因素推高了好未来的股价。好未来高估值有三个原因: 1. 持续高速的收入增长, 过去三年高达50%-80%的年增长率。2. 相对于高速增长, 不算差的利润率。3. 学而思网校发展前景。好未来现有股价都是基于投资者对于以上三点的认知和判断。接下来, 1是否能保持需要打个问号, 2受到了浑水报告的影响, 3互联网教育目前的高市场成本模式是否可持续, 都有可能构成负面因素。

[问] Cindy_C:

关于\$好未来(TAL)\$ \$新东方(EDU)\$ \$达内科技(TEDU)\$, 对@小狼 说: 好未来培优收入最好的5个城市的排名TOP1 到5 分别是北京、上海、广州、深圳和南京吗? 其它一般的培训机构净利润都有20% 以上, 为什么好未来的那么低呢?

[答] 小狼:

三个原因。1. 你看到的财报净利润率是集团净利润率, 这个分摊了集团成本之后的利润, 如果单独看每个学校的净利润率, 好未来和新东方的学校要比同城市的大多数机构好很多。集团需要大量为未来布局的拓展和研发, 这些支出是城市单一机构不用去考虑的。2. 上市公司的财务法务各方面合规要求高, 完成合规要求, 例如税收、五险一金、合规校区, 这些成本也很高, 而很多小机构是回避了合规要求, 减省了很多成

本。这也是为什么一些机构不上市还有利润，一上市因为合规要求反而没有利润了。3. 没上市的地方培训机构财务往往不规范，把现金流当成确认收入的情况比比皆是，导致这些机构看起来有利润其实可能已经亏得没底了.....

[问] 戴红领巾的小学生：

关于\$好未来(TAL)\$ \$新东方(EDU)\$ \$达内科技(TEDU)\$，对@小狼 说：目前新东方好未来等教培行业高估值的逻辑是什么？除了已经占有优势的一线城市以外，对二三线城市市场的渗透速度能跟得上股价么？

[答] 小狼：

我觉得浑水万万没想到的是，好未来的信仰投资者太多了//@小狼:回复@戴红领巾的小学生:公司的估值直接取决于有多少人愿意持有该公司的股票，只要有人愿意持有这个“证券”，这个“证券”就会拥有“价值”。投资者可以分为四类：一、价格投机者，显然这类投资者更愿意跟随市场大氛围选择购买股票；二、价值投资者，这类投资者会精细计算商业模式，考虑增长速度和利润率以及商业模式。从这类投资者看来，好未来新东方的股价当然贵了，但是这个行业目前又没有其他公司的股票值得持有，所以会暂时持有股票，一旦有风吹草动就可能抛售股票。三、概念投资者，这类投资者愿意相信一些还没有具体实现的概念来购买股票，比如好未来的高股价很大程度上来自于对互联网教育概念的引导。四、信仰投资者，此类投资者购买股票为信仰充值，更容易在高黏性的服务行业中出现。好未来和新东方都有大量学生家长和员工持股，都是属于信仰投资者，此类投资者不会去考虑市盈率，只要他们相信公司会越来越好，就会持续地持有股票。

(完)

以上内容来自[雪球访谈](#)，想实时关注嘉宾动态?立即[下载雪球客户端](#)关注TA吧!

没别的 就是比人聪明



雪球

聪明的投资者都在这里