

**买入**

2022年8月10日

**23 财年开始新的起点, 安全边际高**

- 23 财年 1 季度收入-84%至 2.24 亿美元:** 公司 23 财年 1 季度 (3-5 月) 收入为 2.24 亿美元, 同比下降 83.8%。毛利率 60.5%, 同比提升 4.7 个百分点。经营亏损为 0.28 亿美元, 经营利润率为-12.6%, 同比下降 3.5 个百分点。GAAP 归母净亏损为 0.44 亿美元, 去年同期为亏损 1.02 亿美元; Non-GAAP 归母净亏损 0.17 亿美元, 去年同期为亏损 0.35 亿美元。23 年 1 季度末, 公司递延收入 2.3 亿美元。1 季度末公司在手现金 17.4 亿美元, 限制现金 5.3 亿美元, 短期投资 11.6 亿美元, 无银行负债。
- 新的业务结构:** 23 财年 1 季度公司按照新的业务结构运营, 其中 (1)、教育培训业务占比约 7 成, 包括素质教育培训业务, 高中教培业务和海外教培业务。其中预计高中业务维持运营, 海外教培业务目前已经进入了 6 个国家, 但业务体量较小, 仍在摸索阶段。公司希望打造素质教育培训品牌, 培养孩子受益一生的能力, 素养课程包括人文美育、科学畅想、编程与机器人、自然博物、设计创造、艺术探索与表达、演讲与口才、国际象棋等产品。公司目前维持 100+ 线下网点, 过半相应收入来自线上。(2) 内容解决方案占比约 10%+, 为学生提供综合类教育教辅产品 (学科或非学科)。(3)、2B 业务, 7 朵云平台, 为机构提供线上相关业务能力的标准化产品, 占比约 15%。我们预计未来素质类培训、内容解决方案和海外培训会是公司长期增长的主要动力, 另外公司也在打造抖音直播间业务。
- 回购+增持表达公司信心:** TAL 董事会制定 8 亿美金的回购计划 (截止 23 年 4 月 30 日), 另公司高管计划使用其个人资金在未来 1 年购买 1 亿美元股票。我们预计公司也在积极想办法应对中概股退市风险。
- 目标价 7.4 美元, 给予买入评级:** 公司目前净现金水平 29 亿美金 (只算现金+短期投资, 不计入限制性现金), 约为公司市值水平, 公司估值安全边际高。我们预计 23 年仍有 10 亿美金收入作为新财年起点, 由于 80% 都是新业务, 所以预计业务仍需时间培育和公司业绩转盈利。我们根据 DCF 法, 取 WACC=10%, 长期增长率为 0%, 获得目标价为 7.4 美元, 较当前价格有 64.7% 的增长空间, 给予买入评级。

但玉翠

+852-25321539

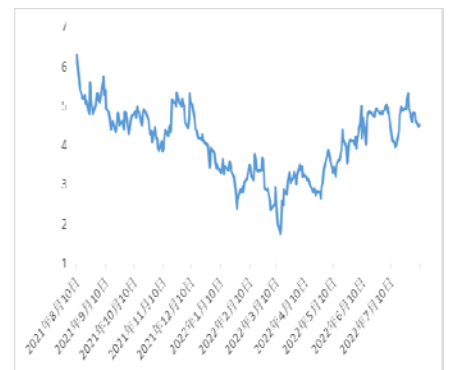
Tracy.dan@firstshanghai.com.hk

**主要数据**

行业	教育
股价	4.52 美元
目标价	7.4 美元 (+ 64.7%)
股票代码	TAL
已发行股本	6.49 亿
市值	29.33 亿美元
52 周高/低	5.87/1.6 美元
每股净现值	6.0 美元
主要股东	张邦鑫:26.3% (投票权 71.8%)

**盈利摘要**

截至2月28日止财政年度	21财年实际	22财年实际	23财年预测	24财年预测	25财年预测
总营业收入 (美元千元)	4,495,755	4,390,907	1,000,000	1,280,000	1,588,250
变动	37.35%	-2.33%	-77.23%	28.00%	24.08%
净利润	-115,990	-1,136,115	-137,490	-51,501	7,909
Non-GAAP净利润	88,955	-961,283	-37,490	50,899	119,087
Non-GAAP每ADS盈利	0.14	-1.49	-0.06	0.08	0.19
变动	1021.90%	-1165.41%	-96.13%	-238.54%	138.74%
基于4.52美元的市盈率 (估)	32.3	N/A	N/A	56.5	23.7
每ADS派息 (美元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息现价比	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

**股价表现**


来源: 公司资料, 第一上海预测

来源: 彭博

## 附录：主要财务报表

损益表						财务能力分析					
单位：千美元, 财务年度：2月28日											
	2021财年 实际	2022财年 实际	2023财年 预测	2024财年 预测	2025财年 预测		2021财年 实际	2022财年 实际	2023财年 预测	2024财年 预测	2025财年 预测
主营业务收入	4,495,755	4,390,907	1,000,000	1,280,000	1,588,250	盈利能力					
- 主营业务成本	(2,048,561)	2,203,336	(450,000)	(576,000)	(714,713)	毛利率 (%)	54.5%	55.5%	56.0%	56.0%	56.0%
毛利	2,447,194	2,187,571	550,000	704,000	873,538	经营利润率 (%)	-9.7%	-14.0%	-17.9%	-9.4%	-3.7%
营业开支	(2,904,909)	(2,822,899)	(750,000)	(844,800)	(952,950)	净利率 (%)	-3.2%	-26.5%	-13.7%	-4.0%	0.5%
- 行政管理费用	(1,117,324)	(1,199,708)	(450,000)	(499,200)	(555,888)	营运表现					
- 市场营销费用	(1,680,050)	(1,118,141)	(300,000)	(345,600)	(397,063)	行政管理费用/收入 (%)	24.9%	27.3%	45.0%	39.0%	35.0%
营业利润	(438,224)	(614,516)	(179,188)	(119,988)	(58,600)	市场营销费用/收入 (%)	37.4%	25.5%	30.0%	27.0%	25.0%
- 利息收入	114,232	103,179	68,487	68,487	68,487	实际税率 (%)	31.1%	51.0%	20.0%	20.0%	20.0%
- 利息支出	(16,946)	(7,871)	0	0	0	股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	100.0%	100.0%	100.0%
- 其他收入	116,315	(258,922)	(26,789)	0	0	库存周转天数	5.3	3.3	0.0	3.3	3.3
税前利润	(224,623)	(778,130)	(137,490)	(51,501)	9,886	应付账款天数	31.0	21.5	0.0	21.5	21.5
- 所得税支出	69,897	(396,992)	0	0	(1,977)	财务状况					
净利润	(143,050)	(1,164,335)	(137,490)	(51,501)	7,909	总负债/总资产	57.0%	21.3%	19.9%	17.8%	20.7%
Non-GAAP净利润	88,955	(961,283)	(37,490)	50,899	119,087	收入/净资产	86.4%	109.7%	25.8%	29.1%	35.7%
折旧与摊销	115,188	160,990	185,259	0	146,703	经营性现金流/收入	19.0%	21.7%	-93.9%	0.0%	7.6%
主营业务增长 (%)	37%	-2%	-77%	28%	24%	税前盈利对利息倍数	(2.0)	(7.5)	(2.0)	(0.8)	0.1
Non-GAAP净利润增长 (%)	1048%	-1181%	-96%	-236%	134%						
资产负债表						现金流量表					
	2021财年 实际	2022财年 实际	2023财年 预测	2024财年 预测	2025财年 预测		2021财年 实际	2022财年 实际	2023财年 预测	2024财年 预测	2025财年 预测
+ 现金与现金等同	3,242,953	1,638,189	1,725,450	1,896,065	1,919,960	+ 净利润	(143,050)	(1,164,335)	(137,490)	(51,501)	7,909
+ 短期投资	2,694,555	1,070,535	1,070,535	1,070,535	1,070,535	+ 折旧、摊销	160,990	185,259	146,703	168,707	193,280
+ 库存	38,675	21,830	21,830	(8,906)	8,906	+ 其他调整	361,025	1,347,301	100,000	102,400	111,178
+ 其他流动资产	2,322,909	1,048,141	675,390	675,390	675,390	+ 非现金运营资本变动	251,849	22,133	11,275	242,181	39,522
总计流动资产	8,156,835	3,629,376	3,493,205	3,633,084	3,674,791	经营活动现金流量	954,732	(939,184)	120,488	461,786	351,888
+ 净固定资产	511,415	281,226	644,655	745,051	859,903	+ 固定及无形资产变动	(245,058)	(246,297)	(213,469)	(245,489)	(282,312)
+ 商誉	454,413	0	0	0	0	+ 长期投资净变动	(53,334)	(137,732)	0	0	0
+ 总计无形资产 - 净值	66,041	1,696	190,449	212,518	232,379	+ 收购与剥离净现金	(11,902)	0	0	0	0
+ 其他长期资产	1,161,168	725,450	648,161	648,161	648,161	+ 其他投资活动	(4,672,220)	3,381,348	180,242	(45,681)	(45,681)
总计长期资产	2,193,037	1,008,372	1,483,265	1,605,729	1,740,443	投资活动现金	(2,641,469)	1,368,716	(33,227)	(291,171)	(327,994)
总资产	12,112,309	5,082,528	5,346,760	5,609,103	5,785,524	+ 已付股利	2,500,000	0	0	0	0
+ 应付账款	353,778	89,838	(18,083)	85,941	(1,742)	+ 期权行权	0	0	0	0	0
+ 短期递延收入	1,387,493	187,718	306,914	414,334	559,351	+ 其他融资活动	4,745,386	(2,766,679)	0	0	0
+ 其他短期负债	979,909	558,923	480,163	480,163	480,163	融资所得现金	4,794,813	(2,766,679)	0	0	0
总计流动负债	3,373,852	902,584	813,167	1,024,611	1,081,946	现金净增减	3,102,799	(2,336,198)	87,261	170,616	23,894
+ 长期借款	0	0	0	0	0	现金剩余	5,017,984	2,681,786	1,725,450	1,896,065	1,919,960
+ 其他长期负债	2,340,338	1,694	3,381	3,381	3,381						
总长期负债	2,340,338	1,694	3,381	3,381	3,381						
总负债	6,907,754	1,080,266	950,297	1,161,741	1,219,076						
总股东权益	5,202,781	4,002,262	4,396,463	4,447,362	4,566,448						

数据来源：公司资料，第一上海预测

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中71号

永安集团大厦19楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制, 仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可, 就本报告之任何材料、内容或印本, 不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据, 或就其作出要约或要约邀请, 也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素, 自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生, 但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性, 并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性, 不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经, 就本报告所载信息、评论或投资策略, 发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供, 不提供任何形式的保证, 并可随时更改, 恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外, 第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」, 「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下, 任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务, 包括(但不限于)在此档内陈述的内容, 皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区, 分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。