

买入

2023年11月27日

暑假旺季及学习机热销，FY24Q2 业绩超预期。

- 24 财年 1 季度业绩概览：**公司 24 财年 2 季度（23 年 5 月-23 年 8 月）收入为 4.12 亿美元，同比增长 40.0%（美元计，下同），高于一致预测，主要受到暑假旺季影响及学习机二季度销售量大幅提升。毛利率 58.9%，同比-1.3pct。经营利润为 0.53 亿美元，经营利润率为 7.7%，同比+2.0pct。GAAP 归母净利润为 0.38 亿美元，双减以来首次扭亏；Non-GAAP 归母净利润 0.59 亿美元，去年同期为 0.27 亿美元。4 季度末公司现金+短期投资为 29.6 亿美元，无银行负债。此外，公司递延收入为 3.2 亿，同比增长 83.3%。
- 新业务逐步发力：**24 财年 Q2 公司业务结构：（1）教育培训业务占比约 75%，包括素质教育培训业务，高中教培业务和海外教培业务。素质教育方面，其线下教学点环比增加 20 个至 220 个，今年暑期教学点利用率显著提升，线下小班模型已逐步得到验证，留存率等运营指标维持平稳。海外教培业务（Think Academy）在美国、新加坡、香港设立了新的教学点，得到进一步拓展。（2）内容解决方案占比约 25%，包含智能硬件、实物出版、数字内容等。受到暑假及 618 购物节的影响，公司 Q2 学习机销量预估为 10-15 万台，较上个季度 5-10 万台的销量有所增长，目前约有 80% 的购买用户至少每周使用一次，其日均使用时长逐步已增长到约 1 小时。此外，公司的 Math GPT 大模型于 11 月初成功获得第二批大模型审批。
- 推出 AIGC 产品 Math GPT，AI 帮助未来实现因材施教可能：**Q2 公司毛利率为 58.9%，yoy-1.3pct/qoq+9.5pct，同比有所下降主要因收入结构发生变化；销售费用率同比上升约 1.7pct 至 28.2%，预估为学习机渠道推广费用较高所致；管理费用同比保持稳定，综上所述，公司 Q2GAAP 净利率实现双减以来首次转正，达 9.2%，剔除股权激励费用调整后的 non-GAAP 归母净利率达 14.3%。
- 目标价 13.4 美元，给予买入评级：**公司目前在手现金充沛，我们预计公司数字内容、素质教育将成为贡献收入增量的主力，但前期较大投入导致短期仍有亏损。我们根据 DCF 法，取 WACC=10%，长期增长率为 3%，得出目标价 13.4 美元，较当前价格有 17.4% 的增长空间，给予买入评级。

但玉翠

+852-25321539

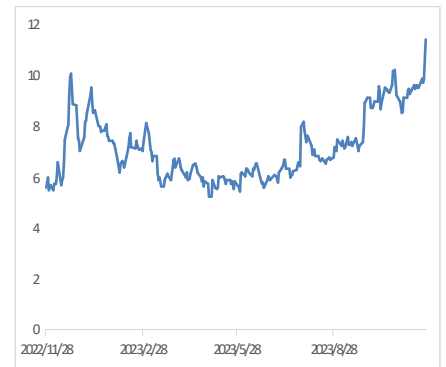
Tracy.dan@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	教育
股价	11.39 美元
目标价	13.4 美元 (+17.4%)
股票代码	TAL
已发行股本	6.39 亿
市值	72.73 亿美元
52 周高/低	11.42/4.98 美元
每股净现值	5.65 美元
主要股东	张邦鑫:26.7%(投票权 71.8%)

盈利摘要

截至2月28日止财政年度	22财年实际	23财年实际	24财年预测	25财年预测	26财年预测
总营业收入 (美元千元)	4,390,907	1,019,772	1,374,653	1,740,343	2,142,174
变动	-2.33%	-76.78%	34.80%	26.60%	23.09%
净利润	-1,136,115	-135,612	-86,954	29,451	171,367
Non-GAAP净利润	-961,283	-27,041	16,189	132,594	274,509
Non-GAAP每ADS盈利	-1.49	-0.04	0.03	0.22	0.46
变动	-1165.4%	-97.2%	-161.1%	735.8%	111.3%
基于11.39美元的市盈率(估)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
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											
	2022财年 实际	2023财年 实际	2024财年 预测	2025财年 预测	2026财年 预测	2022财年 实际	2023财年 实际	2024财年 预测	2025财年 预测	2026财年 预测	
主营业务收入	4,390,907	1,019,772	1,374,653	1,740,343	2,142,174	盈利能力					
减：主营业务成本	(2,203,336)	(436,358)	(659,833)	(817,961)	(985,400)	毛利率(%)	55.5%	56.0%	56.0%	56.0%	56.0%
毛利	2,187,571	583,404	714,819	922,382	1,156,774	经营利润率(%)	-14.0%	-8.9%	-9.3%	-0.7%	6.1%
减：营业开支	(2,822,899)	(696,827)	(866,031)	(957,189)	(1,049,665)	净利率(%)	-26.5%	-12.9%	-6.3%	1.7%	8.0%
减：行政管理费用	(1,199,708)	(413,791)	(439,889)	(469,893)	(514,122)	营运表现					
减：市场营销费用	(1,118,141)	(283,036)	(426,142)	(487,296)	(535,543)	行政管理费用/收入(%)	27.3%	40.6%	32.0%	27.0%	24.0%
营业利润	(614,516)	(90,730)	(128,529)	(12,124)	129,792	市场营销费用/收入(%)	25.5%	27.8%	31.0%	28.0%	25.0%
加：利息收入	103,179	61,564	92,346	92,346	92,346	实际税率(%)	51.0%	18.2%	18.2%	18.2%	18.2%
减：利息支出	(7,871)	0	0	0	0	股息支付率(%)	0.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
减：其他收入	(258,922)	(80,553)	(30,000)	(30,000)	(30,000)	库存周转天数	3.3	0.0	3.3	3.3	3.3
税前利润	(778,130)	(109,719)	(66,183)	50,222	192,138	应付账款天数	21.5	0.0	21.5	21.5	21.5
减：所得税支出	(396,992)	(20,011)	(20,011)	(20,011)	(20,011)	财务状况					
净利润	(1,164,335)	(131,978)	(86,194)	30,211	172,127	总负债/总资产	21.3%	19.9%	19.1%	17.8%	19.9%
Non-GAAP净利润	(961,283)	(27,041)	16,189	132,594	274,509	收入/净资产	109.7%	26.3%	36.0%	40.0%	47.8%
折旧与摊销	160,990	185,259	0	146,703	168,707	经营性现金流/收入	21.7%	-92.1%	-3.3%	7.1%	9.9%
主营业务增长(%)	-2%	-77%	35%	27%	23%	税前盈利对利息倍数	(7.5)	(1.8)	(0.7)	0.5	2.1
Non-GAAP净利润增长(%)	-1181%	-97%	-160%	719%	107%						
资产负债表						现金流量表					
	2022财年 实际	2023财年 实际	2024财年 预测	2025财年 预测	2026财年 预测	2022财年 实际	2023财年 实际	2024财年 预测	2025财年 预测	2026财年 预测	
现金与现金等同	1,638,189	2,021,927	1,894,020	2,050,535	2,269,664	净利润	(1,164,335)	(131,978)	(86,194)	30,211	172,127
减：短期投资	1,070,535	1,149,607	1,149,607	1,149,607	1,149,607	减：折旧、摊销	185,259	146,703	168,707	193,280	220,890
减：库存	21,830	39,002	52,575	66,561	81,929	减：其他调整	1,347,301	108,571	103,142	103,142	103,142
减：其他流动资产	1,048,141	257,871	257,871	257,871	257,871	减：非现金运营资本变动	22,133	152	26,390	157,876	93,310
总计流动资产	3,629,376	3,468,407	3,354,072	3,524,574	3,759,071	经营活动现金流量	(939,184)	123,448	212,045	484,510	589,469
减：净固定资产	281,226	288,877	745,051	859,903	991,478	+ 固定及无形资产变动	(246,297)	(213,469)	(245,489)	(282,312)	(324,659)
减：商誉	0	163	163	163	163	+ 长期投资净变动	(137,732)	0	0	0	0
减：总计无形资产 - 净值	1,696	485	212,518	232,379	250,255	+ 收购与剥离净现金	0	0	0	0	0
减：其他长期资产	725,450	623,542	623,542	623,542	623,542	+ 其他投资活动	3,381,348	424,977	(45,681)	(45,681)	(45,681)
总计长期资产	1,008,372	913,067	1,581,273	1,715,987	1,865,438	投资活动现金	1,368,716	211,508	(291,171)	(327,994)	(370,341)
总资产	5,082,528	4,724,354	5,289,201	5,594,416	5,978,364	已付股利	0	0	0	0	0
减：应付账款	89,838	59,991	17,743	78,620	37,468	+ 期权行权	0	0	0	0	0
减：短期递延收入	187,718	234,889	317,100	428,085	577,915	减：其他融资活动	(2,766,679)	0	0	0	0
减：其他短期负债	558,923	488,985	488,985	488,985	488,985	融资所得现金	(2,766,679)	0	0	0	0
总计流动负债	902,584	783,865	823,828	995,690	1,104,368	现金净增减	(2,336,198)	334,956	(79,125)	156,516	219,128
减：长期借款	0	0	0	0	0	现金剩余	2,681,786	1,973,145	1,894,020	2,050,535	2,269,664
减：其他长期负债	1,694	4,028	4,028	4,028	4,028						
总长期负债	1,694	4,028	4,028	4,028	4,028						
总负债	1,080,266	903,441	943,404	1,115,266	1,223,944						
总股东权益	4,002,262	3,820,913	4,345,797	4,479,150	3,665,011						

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。