

好未来 (TAL)

证券研究报告

2024年02月29日

理顺业务再启航，归来依旧闪耀

投资评级

6个月评级

买入 (首次评级)

K12 龙头转型，盈利能力修复

公司为中国领先教育科技企业，积极转型发力非学科培训，同时布局电商直播领域。2022年春季开始，全面布局素质教育；公司于2022年依次推出智能教辅和教育智能硬件产品，以科技赋能教育。目前公司业务以非学科类素养培训和创新教育科技产品为主，同时布局电商直播。

收入快速增长，业绩逐步扭亏。好未来 FY24Q3 营收 3.7 亿美元，FY24Q2、FY24Q1 及 FY23 营收分别为 4.1 亿美元、2.8 亿美元及 10.2 亿美元；**FY24Q3non-GAAP 为-0.1 亿美元**，FY24Q2、FY24Q1 及 FY23non-GAAP 分别为 0.53 亿美元、-0.32 亿美元、0.18 亿美元。截至 FY24Q3 公司递延收入为 5.08 亿美元，同比增长 56.3%。

好未来 FY24Q3non-GAAP 归母净利-0.02 亿美元、FY24Q2、FY24Q1、FY23non-GAAP 归母净利分别 0.59 亿美元、-0.2 亿及-0.27 亿美元；净亏损情况逐步扭转，目前盈利能力得到修复。截至 FY24Q3 公司现金及现金等价物为 21.9 亿美元。

校外培训管理条例（征求意见稿）释放积极产业信号

2024年2月8日教育部印发《校外培训管理条例（征求意见稿）》；对比“双减”文件，删除“高中阶段参照执行”，新增“校外培训按照学科类和非学科类分类管理”及“引导非学科类校外培训机构参与学校课后服务”，政策给高中培训开出定心丸，同时对 K9 对校外培训发展指引出新方向。

《征求意见稿》表达口吻较“双减”更为温和，明确了校外培训成为学校教育有益补充的基本定位；明确平衡机构、家长、学生、学校等各方权利义务关系并饱蘸各方合法权益的立法价值；同时正视合理培训需求。

自 2018 年 8 月以来，国家先后发布《关于规范校外培训机构发展的意见》、《义务教育质量评价指南》等一系列鼓励素质教育发展的文件。“双减”后，学生参与兴趣爱好班结构也发生了逆转，2021 年数据显示，增报的课程集中在舞蹈、音乐、书法和美术，分别占 28.9%、28.6%、27.5%、22.6%，反映出家长对于素质教育的重视。

多方布局业务，学习机打造第二成长曲线

好未来非学科课程中中人文创作、科学、编程、自然博物四大课程体系覆盖跨度大，其中科学与自然博物可覆盖 K9 全学段学生，满足不同学生及家长诉求。部分课程采用直播与录播相结合的形式授课，学生可循环播放，及时巩固复习。价格上，冬春季课程讲次差别较大，除剑桥双语课程外，其余课程价格基本位于 2300~4300 元区间内。

在学习机业务中，学而思凭借强大的品牌形象、独特的内容优势，以及灵活的线上营销策略，2023Q1 第一款学习机产品推出后迅速起量。

此外，携手乡村振兴，积极布局直播业务。2022 年 11 月发布全品类抖音电商直播间“学家优品”，致力于发现和精选全国各地优质的本地产品，助力“乡村振兴”。

首次覆盖，给予“买入”评级。

公司曾是 K12 教培龙头，“双减”后由教育公司转型为教育科技公司，目前已有所成效，营收增速重回双位数，核心业务在素质教育驱动下恢复增长，学习机内容业务快速放量。我们预计公司 FY24-FY26 收入分别为 15.47/22.77/33.86 亿美元，non-GAAP 归母净利分别为 0.1/1.27/2.49 亿美元。

作者

孙海洋

分析师

SAC 执业证书编号：S1110518070004

sunhaiyang@tfzq.com

相关报告

1 《-公司动态研究:FY21Q3 收入+35%，在线收入效率提升，Q4 指引继续高增》2021-01-22

2 《-公司动态研究:FY21Q1Non-GAAP 净利 1.15 亿大幅增长，正价学员同比增 72.1%，网校发挥中坚力量》2020-08-01

3 《-公司动态研究:线下快速扩张，线上占比持续提升》2020-05-05

首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：政策风险，新业务风险，管理风险，运营成本上升风险，跨市场选取可比公司风险，测算具有主观性风险等。

内容目录

1. K12 龙头转型，盈利能力修复	1
1.1. 领先教育科技企业，转型素质化教育	1
1.2. 高管队伍稳定，团队管理经验丰富	1
1.3. 业务多元化布局，扭转亏损局面	1
2. 政策支持非学科培训，智能科技产品市场广阔	1
2.1. 校外培训管理条例（征求意见稿）释放积极产业信号	1
2.2. 素质教育市场广阔，学习平板市场向好	1
3. 多方布局业务，学习机打造第二成长曲线	1
3.1. 布局素质教育，非学科课程蓬勃发展	1
3.2. 科技驱动转型，学习机打造第二成长曲线	1
3.3. 携手乡村振兴，积极布局直播业务	1
4. 投资建议	1
5. 风险提示	1

图表目录

图 1：公司发展历程	1
图 2：FY21-FY24Q3 净营收及毛利润（亿美元）	1
图 3：non-GAAP 及 OPM（亿美元，%）	1
图 4：FY21-FY24Q3 递延收入（亿美元）	1
图 5：FY21-FY24Q3 non-GAAP 归母净利润（亿美元）	1
图 6：FY21-FY24Q3 管理及销售费用（亿美元）	1
图 7：FY21-FY24Q3 集团现金及现金等价物	1
图 8：全国居民人均教育文化娱乐支出（元）	1
图 9：学而思优品抖音账号	1
图 10：学而思官方旗舰店抖音账号	1
表 1：好未来高管履历	1
表 2：国家关于规范非学科培训的文件	1
表 3：国家关于促进素质教育发展的文件	1
表 4：学而思网校 2024 冬春系统课程安排	1
表 5：学而思教育智能硬件产品过去一年销量	1
表 6：公司收入及盈利预测（亿美元；%）	1
表 7：可比公司市净率（截至 2 月 28 日收盘价）	1

1. K12 龙头转型，盈利能力修复

1.1. 领先教育科技企业，转型素质化教育

公司是一家中国领先的教育科技企业，积极转型发力非学科培训，同时布局电商直播领域。“双减”政策落地后，好未来旗下品牌学而思素养将品牌主张升级为“面向未来的能力”，推出四大素养培训产品，积极推动业务转型。2022年春季开始，全面布局素质教育，推出新的培养目标，全面升级人文、科学、编程等课程，更推出设计创造、艺术表达等跨学科、重实践的新理念素养课；公司于2022年依次推出智能教辅和教育智能硬件产品，立足行业开展科技、产品和内容创新，连接整合全球范围内优质资源，用创新推动行业持续进化与长期发展。目前公司业务以非学科类素养培训和创新教育科技产品为主，同时布局电商直播。

图 1：公司发展历程



资料来源：好未来官网等，天风证券研究所

2003-2010：率先探索早期在线教育，打造学而思网校品牌

2003年公司创始人张邦鑫先生开展课外数学辅导，因教学效果良好在学生中口口相传，业务规模不断扩大，同年学而思第一个教学班开班。2007年学而思走出海淀，在东城区设立张自忠路服务中心。随后学而思开始全国布局，2010年在天津、上海、武汉、广州、深圳拥有5所分校。

与此同时，公司自创立之初持续探索在线教育模式，2003年公司上线品牌奥数网，随后相继创立中考网等在线论坛；2007年公司研发“智康1对1”智能教育系统，为每位学生量身定制“教学讲义”。

2010-2021：成功上市，业务范围持续扩张，不断推动教育科技产品创新

2010年学而思成功在美国纽交所上市，2013年更名为“好未来教育集团”，开启多品牌发展战略转型，2014年成立长沙、石家庄、济南、青岛四大分校，2015年好未来全资收购励步英语并发布高考帮和考研帮。

与此同时，公司在教育科技方面投入不断加大，2018年宣布成立脑科学实验室，2019年成立行业首家博士后科研工作站，2020年公司AI团队获得UbiComp2020国际竞赛冠军、NeurIPS2020竞赛冠军，成果渐显。

2021年至今，科技创新驱动素质化转型，多线程战略布局业务

2021年7月，国家发布“双减”政策后，公司全面停止中国大陆的K9学科类校外培训服

务，主营业务转向素质教育、教育科技：素质教育方面，学而思培优转型素质教育，学而思网校全面布局素质教育；轻舟品牌整合考研、留学、语培业务新亮相；教育科技方面，ToB 业务美校品牌全面升级，个性化作业系统入选智慧教育首批供应商名录；

ToC 端，2022 年上线学而思秘籍等智能教辅，2023 年初推出首款学而思学习机，5 月推出纸屏学习机摩比思维机，持续引领教育科技创新，8 月好未来正式上线国内首个专为数学打造的大模型 MathGPT，12 月，上线学而思学习机两款旗舰系列；

直播方面，2022 年 11 月，发布全品类抖音电商直播间“学家优品”，致力于发现和精选全国各地优质的本地产品，助力“乡村振兴”，2023 年 12 月“学家优品”直播间改名“学而思优品”。

1.2. 高管队伍稳定，团队管理经验丰富

组织随业务变动快速调整。2021 年 7 月-11 月，原学而思培优首席技术官李京峰、首席财务官罗戎、联合创始人兼总裁白云峰、开放平台事业部总裁&前 CTO 黄琰相继辞职。2021 年 11 月，公司宣布停止 K9 学科类校外培训服务之后，核心管理层负责业务也进行了及时调整：学而思网校负责人刘庆逊，继续领导学而思网校素质课程业务，同时负责终身学习方面新业务探索；CTO 田密将同时负责学习技术服务业务；COO 刘亚超，将同时负责海外分校的运营和发展；CFO 兼总裁彭壮壮，将同时负责集团的投资及海外的业务拓展和合作具体调整细节。经过为期一年的调整，目前公司已形成稳定的高素质管理团队。

表 1：好未来高管履历

姓名	职务	年份	个人介绍
张邦鑫	CEO	1981	公司创始人，自成立以来一直担任董事长兼首席执行官。于 2001 年获得四川大学生命科学学士学位，2002 年至 2007 年在北京大学生命科学学院攻读研究生，并于 2009 年获得中欧国际工商学院 EMBA 学位。
彭壮壮	CFO 总裁	1974	2020 年 3 月加入公司、担任战略副总裁，负责设计整体公司战略并领导各业务部门战略规划，2021 年 11 月起担任首席财务官，2022 年 1 月起担任总裁。在此之前，2011 年至 2020 年担任微软大中华区业务战略总经理，2001 年至 2011 年担任麦肯锡北京合伙人。1996 年 6 月获得哈佛大学数学学士学位，2001 年 6 月获得普林斯顿大学数学博士学位。
刘亚超	COO	1982	公司联合创始人之一，2005 年至 2008 年担任中学部主任，2008 年到 2011 年担任副总裁、负责在线课程，2011 年至 2016 年担任高级副总裁、负责考研业务和部分新业务，2017 年起担任首席运营官，2016 年至 2020 年担任董事。 2003 年 7 月获北京大学力学学士学位，2008 年 7 月获中国科学院力学研究所博士学位。
田密	CTO	1983	2019 年 5 月加入公司，负责学而思培优的产品技术，2019 年 12 月起担任首席技术官，负责技术系统管理，2020 年 5 月起担任首席技术官。在此之前，自 2016 年 10 月起担任阿里巴巴高级技术总监，2014 年 8 月至 2016 年 10 月担任高德软件技术副总裁。 2003 年 7 月获得北京航空航天大学计算机科学学士学位，2006 年 3 月获得北京航空航天大学计算机科学硕士学位。

资料来源：同花顺，天风证券研究所

1.3. 业务多元化布局，扭转亏损局面

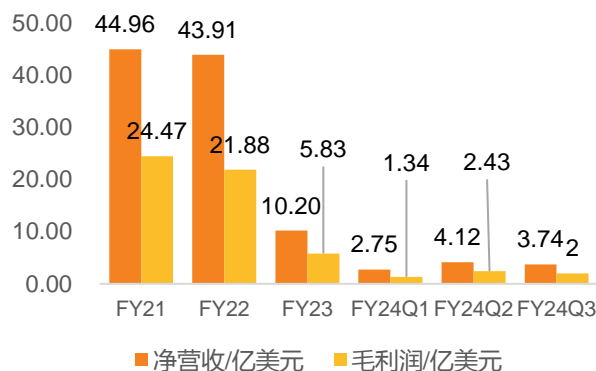
2021 年 7 月国家发布“双减”政策后，好未来公司全面停止中国大陆的 K9 学科类校外培训服务，主营业务转向素质教育、教育科技两大方面。

在素质教育方面，学而思培优转型素质教育，学而思网校全面布局素质教育，励步品牌全面升级、发布素质类新产品，留学、语培业务新亮相。2021 年底学而思网校学科类培训服

务全面停止，目前主要为一至七年级孩子提供科学课、编程课等素质课，并推出了自然博物、口才、国际象棋等新产品。2023年5月学而思网校尝试新模式，推出重磅新品「学而思大阅读」，结合了学而思第三代课堂技术，采用独特的录播+实时互动模式，为一至六年级孩子提供一套365天全能阅读解决方案。在教育科技方面，B端业务全面升级，C端业务教育职能硬件辐射范围广泛，持续引领教育科技创新。

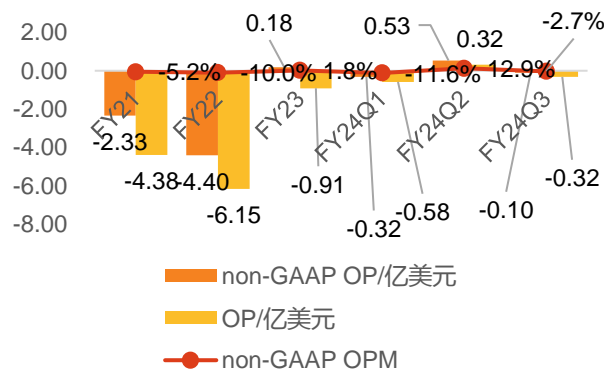
好未来FY24Q3营收为3.7亿美元，FY24Q2、FY24Q1及FY23营收分别为4.1亿美元、2.8亿美元及10.2亿美元；FY24Q3non-GAAPOP为-0.1亿美元，OP为-0.32亿美元，FY24Q2、FY24Q1及FY23non-GAAPOP分别为0.53亿美元、-0.32亿美元、0.18亿美元。

图 2: FY21-FY24Q3 净营收及毛利润 (亿美元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

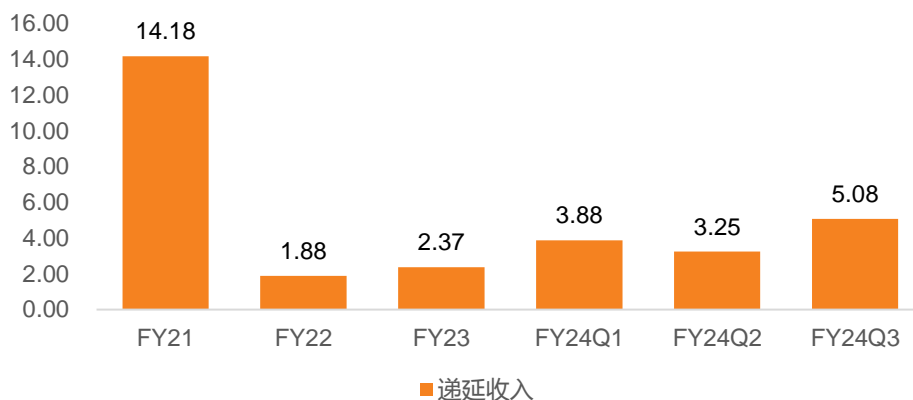
图 3: non-GAAPOP 及 OPM (亿美元, %)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

从递延收入看，截至FY24Q3，公司递延收入为5.08亿美元，同比增长56.3%。营收数据来看，公司经历“双减”后的阵痛期，战略转型较为成功。

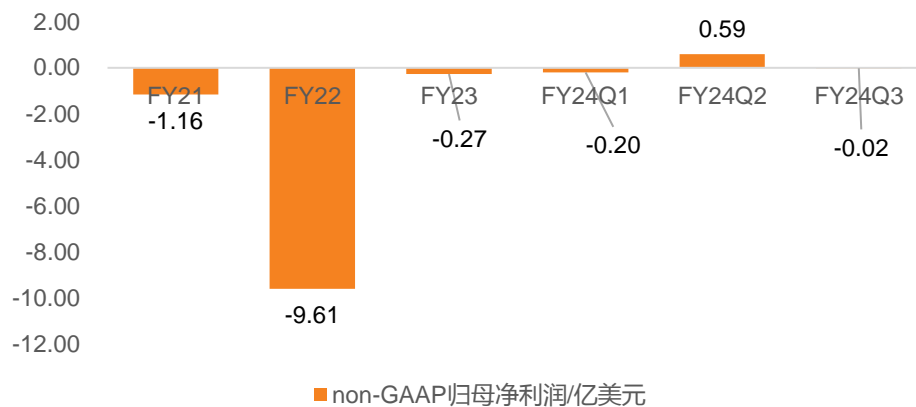
图 4: FY21-FY24Q3 递延收入 (亿美元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

从利润来看，FY24Q3non-GAAP归母净利-0.02亿美元、FY24Q2、FY24Q1、FY23non-GAAP归母净利分别为0.59亿美元、-0.2亿美元及-0.27亿美元；FY24Q3non-GAAPOPM为-2.7%，FY24Q2、FY24Q1及FY23OPM分别为12.9%、-11.6%及1.8%，净亏损情况被逐步扭转，目前盈利能力得到修复。

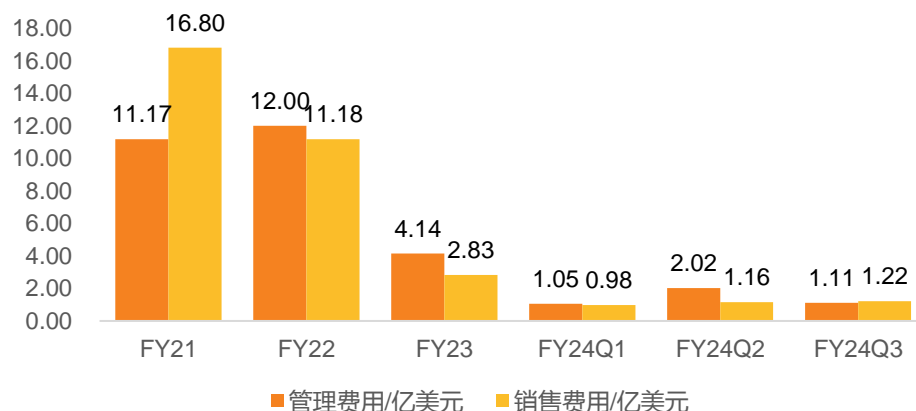
图 5: FY21-FY24Q3non-GAAP 归母净利润 (亿美元)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

从费用来看，FY24Q3 销售费用和管理费用分别为 1.22 亿美元、1.11 亿美元，FY24Q2、FY24Q1 及 FY23 销售费用分别为 1.16 亿美元、0.98 亿美元、2.83 亿美元，管理费用分别为 2.02 亿美元、1.05 亿美元、4.14 亿美元，总体来看，管理类费用与销售费用在精简的同时随着业绩的变化而不断调整。

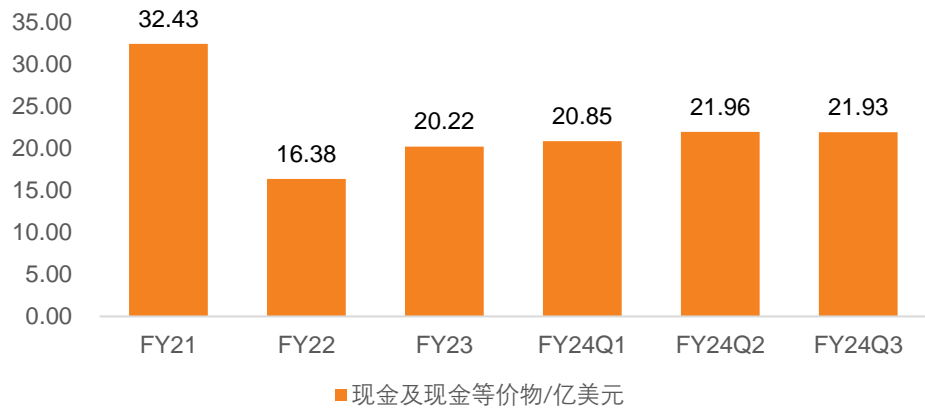
图 6：FY21-FY24Q3 管理及销售费用（亿美元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

现金流保持稳健。截至 FY24Q3，集团现金及现金等价物为 21.93 亿美元；FY24Q2、FY24Q1 集团现金及现金等价物为 21.96 亿美元、20.85 亿美元。

图 7: FY21-FY24Q3 集团现金及现金等价物



资料来源:公司公告,天风证券研究所

2. 政策支持非学科培训, 智能科技产品市场广阔

2.1. 校外培训管理条例(征求意见稿)释放积极产业信号

2024年2月8日教育部印发《校外培训管理条例(征求意见稿)》;对比“双减”文件,删除“高中阶段参照执行”,新增“校外培训按照学科类和非学科类分类管理”及“引导非学科类校外培训机构参与学校课后服务”。政策给高中培训开出定心丸,同时对K9对校外培训发展指引出新方向。

《征求意见稿》表达口吻较“双减”更为温和,明确了校外培训成为学校教育有益补充的基本定位;明确平衡机构、家长、学生、学校等各方权利义务关系并保障各方合法权益的立法价值;同时正视合理培训需求。

表 2: 国家关于规范非学科培训的文件

发布日期	发布单位	政策名称
2024年2月	教育部办公厅	《校外培训管理条例(征求意见稿)》
2023年7月	教育部办公厅	《教育部办公厅等四部门关于在深化非学科类校外培训治理中加强艺考培训规范管理的通知》
2022年12月	教育部等十三部门	《教育部等十三部门关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》
2022年3月	教育部、国家发改委	《关于规范非学科类校外培训的公告》
2021年11月	教育部办公厅	《义务教育阶段校外培训项目分类鉴别指南》
2021年10月	教育部等六部门	《教育部等六部门关于加强校外培训机构预收费监管工作的通知》
2021年9月	教育部办公厅等六部门	《教育部办公厅等六部门关于做好现有线上学科类培训机构由备案改为审批工作的通知》
2021年9月	教育部办公厅、民政部办公厅、市场监管总局办公厅	《教育部办公厅等三部门关于将面向义务教育阶段学生的学科类校外培训机构统一登记为非营利性机构的通知》
2021年7月	中共中央办公厅、国务院办公厅	《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担意见》
2019年7月	教育部等六部门	《教育部等六部门关于规范校外线上培训的实施意见》

资料来源:中国政府网,教育部网站,天风证券研究所

非学科类培训政策监管日趋规范，中小型企业逐步出清。自 2021 年中共中央国务院发布《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》(即“双减”政策)、《义务教育阶段校外培训项目分类鉴别指南》以及《关于坚决查处变相违规开展学科类校外培训问题的通知》严查学科类培训以来，K12 学科培训业务退潮，非学科类培训及素质教育赛道成为教培企业主要转型方向。而“双减”政策发布至今，国家亦发布一系列强调规范化管理非学科类培训的政策。

根据人民大学学者 2022 年 7 月发表的对双减后微观层面变化的研究,截止 2021 年 11 月,北京、上海、杭州三个教育重地教培机构减少幅度在 1200-1500 家之间,比例最大接近 70%。

新东方变更经营范围,增加语言、艺术、体育、科技类培训及家庭教育咨询,校外托管业务。猿辅导、作业帮等品牌纷纷探索以学习机为代表的教育智能硬件赛道,利用科技加持,产出一系列教育学习产品,并初步得到了市场的验证与用户的认可。8 月 23 日教育部颁布《校外培训行政处罚暂行办法》对某些小机构“转线上”,“转地下”,“换马甲”等行为,规定了警告直至 10 万元以下罚款的法律责任。行业中没有办学资质的中小机构预计加速出清。

我们认为,经过 3 年“双减”落地,未来企业发展具备相对稳定的外部环境;同时头部企业优势显著,经历疫情影响以及在当前政策监管之下,进入门槛/证照审批/内容监管/资金管控等多方面或都对机构提出更多要求,资质略差的中小机构或逐步出清,头部品牌信任背书及资源支持下有利于获取更大市占。

2.2. 素质教育市场广阔，学习平板市场向好

自 2018 年 8 月以来,国家先后发布《关于规范校外培训机构发展的意见》、《义务教育质量评价指南》等一系列鼓励素质教育发展的文件。先后提出:全面实施中小学生艺术素质测评,将结果纳入初、高中学生综合素质评价,探索将艺术类科目纳入中考改革试点;加强美育与德育、智育、体育、劳动教育相融合,充分挖掘和运用各学科蕴含的体现中华美育精神与民族审美特质的心灵美、礼乐美、语言美、行为美、科学美、秩序美、健康美、勤劳美、艺术美等丰富美育资源。建立多元全面的学生发展评价办法,强化体育评价。其中,《关于规范校外培训机构发展的意见》明确指出要鼓励发展以培养学生兴趣爱好、创新精神和实践能力的培训。

表 3: 国家关于促进素质教育发展的文件

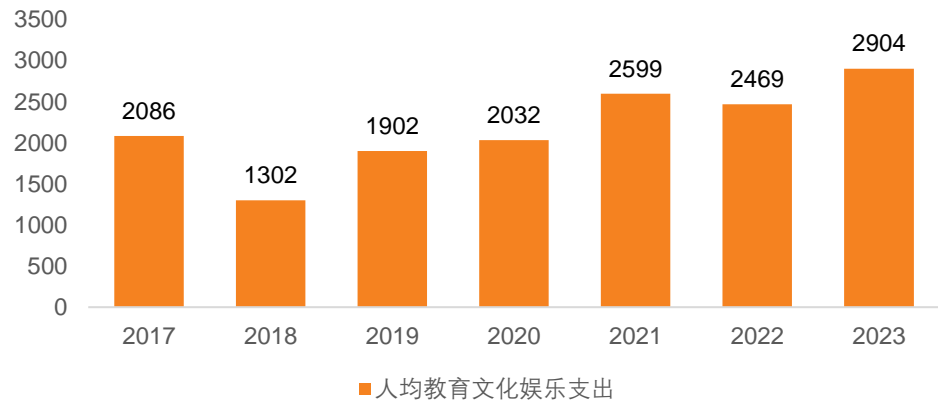
发布日期	发布单位	政策名称
2021 年 3 月	教育部等六部门	《义务教育质量评价指南》
2020 年 10 月	中共中央、国务院	《关于全面加强改进新时代学校体育工作的意见》
2020 年 10 月	中共中央、国务院	《关于全面加强改进新时代学校美育工作的意见》
2020 年 10 月	中共中央、国务院	《深化新时代教育评价体系改革的方案》
2019 年 7 月	中共中央、国务院	《关于深化教育教学改革全面提高义务教育质量的意见》
2018 年 8 月	国务院、司法部	《中华人民共和国民办教育促进法实施条例草案(修订草案)(送审稿)》
2018 年 8 月	国务院	《关于规范校外培训机构发展的意见》

资料来源:中国政府网,天风证券研究所

人均教育投入不断增加，大基数人群稳定释放消费需求。据国家统计局调查显示,2017-2023 年以来,我国人均教育文化娱乐支出不断增加,2023 年达到历史峰值 2904 元。居民支出的增加,反映文化教育的市场空间不断扩张。近五年来,我国小学到高中各阶段在校人数均呈现上升趋势,小学至高中在校生总人数从 2018 年的 1.74 亿人上升至 2022 年的 1.85 亿人,保持稳定的增长,为中国教育行业提供了一定的市场空间。“双减”政策落地后,很多家长选择给孩子增报非学科类培训班。其中,2021 年数据显示,增报的课程

集中在舞蹈、音乐、书法和美术，分别占 28.9%、28.6%、27.5%、22.6%。相比语言类项目，选择增报体育类项目的家长更多，占 22.47%，反映出家长对于素质教育的重视，素质教育培训或将成为教育行业发展的蓝海市场。

图 8：全国居民人均教育文化娱乐支出（元）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

“双减”之后学科类校外培训机构无法继续营业，但中高考录取要求并未放宽，供给消失，需求不减。题目类型进行改革，题海战术收益变差，更多创新类题目要求学生对于知识点的掌握更加透彻而非依靠题目模板解答。学习机经过历代发展，以及 AI 能力的加持，智能化程度越来越高，同时搭载学科类内容不断满足多样的课后学习需求。

2022 年实际跟踪三大电商平台销量数据，学习机 2022 年三大电商平台销量约 280 万台，根据弘则研究调研数据，学习机行业全渠道销售量约在 430 万台，由此可得三大电商平台销售量约占 67%。根据教育部的数据，2021、2022 年从幼儿园到高中的在校学生总人数约 2.45 亿人，假设学习机使用周期为 4 年，2020 年前的销售量与 2021 年持平，则 2021、2022 年对应渗透率分别为 3.73%、4.67%。若只按 K9 在校学生测算，则为 5.78%/7.23%。根据弘则研究的测算，2023 年学习机电商平台销量约为 550 万台，假设电商平台占比 70%，则行业全口径销量约为 790 万台，同比 2022 年的 430 万台同比增长约 84%，对应幼儿园到高中在校学生渗透率约 6.95%，对应 K9 在校渗透率约 10.71%。结合洛图科技预测，我们认为，截至 2024 年学习平板销量可增至 500 万，学习平板市场未来仍有较大的增量空间。

3. 多方布局业务，学习机打造第二成长曲线

3.1. 布局素质教育，非学科课程蓬勃发展

率先探索实践素质教育，前置布局提前奠定全面转型基础素质教育。学而思培优成立于 2003 年，2009 年学而思幼教推出数学思维课，培养儿童良好的思维习惯，2011 年专为 3-8 岁儿童设计的摩比思维馆成立，摒弃纯数学课，植入素质教育元素。2019 年学而思培优推出少儿益智系列课程，将素养和能力培养纳入知识体系。“双减”政策后，学而思培优全面转型素质教育，2021 年 9 月发布素质教育品牌“学而思素养中心”，专注于 3-16 岁儿童和青少年的创新素养教育，目前自主研发了编程、科学实验、围棋等多款产品，课堂采用小组式、体验式、项目式、主题式的创新形式，帮助孩子激发兴趣、开拓思维、培养能力。

目前学而思培优旗下素养课程主要包含五大板块，分别是人工智能编程、机器人、科学实验、科学思维、人文创作。1) 人工智能编程，专为青少年设计的 Python 编程学习体系，通过编程解决真实复杂问题，课程学段覆盖 1~8 年级学员，并提供 C++ 课程及参与科创挑

战活动的服务。2) 机器人, 使用乐高积木等专业教具, 帮助孩子思考设计、搭建组装、编写运行机器人。在这个过程中, 鼓励孩子大胆发挥想象力和创造力, 引导孩子主动思考和动手实践, 深入理解并内化所学, 从而实现知识的应用和迁移 3) 科学实验, 涵盖物质科学、生命科学、地球与宇宙、技术与工程四大基础科学领域, 以实验为载体, 帮助孩子探究发现生活中的科学知识, 以培养孩子的科学探究和实践能力 4) 科学思维, 设置建筑与结构、城市与生活、地球与空间、逻辑与关系、经济与规律、信息与智能六大单元, 通过组织丰富多样的情景式、小组式学习活动, 带领孩子在真实生活情境中探索解决问题的方案。5) 人文创作, 针对 1~6 年级分级设置不同难度课程, 课程内容包括文学鉴赏、百科博物和人类进程三大阅读体系, 通过小游戏、小剧场等趣味课堂活动带领孩子进行广泛多样的阅读, 帮助孩子将阅读的收获转化为表达的动力, 从而输出多元创作作品。

表 4: 学而思网校 2024 冬春系统课程安排

	适合人群	价格
人文创作	1~6 年级	3300 元/34 讲次, 每讲 40-110 分钟
科学	1~9 年级	3040 元/16 讲次, 每讲 90 分钟
编程	1~8 年级	2640 元/17 讲次, 每讲 20-90 分钟
国际象棋	1~6 年级	4199 元/30 讲次, 每讲 70 分钟
自然博物	1~9 年级	2399 元/96 讲次, 每讲 40 分钟
机器人	1~6 年级	4299 元/12 讲次(4 次直播课+8 次录播课), 直播课每讲 120 分钟
剑桥双语	1~4 年级	704 元/8 讲次, 每讲 90 分钟

资料来源: 学而思网校 APP, 天风证券研究所注: 统计截止日期为 2024 年 1 月 25 日

全国素养课程由总部统一研发, 标准化授课, 全国统一定价。我们根据学而思 APP 统计了 2024 冬春开课情况, 统计线上人文科学课程体系授课情况。人文创作、科学、编程、自然博物四大课程体系覆盖跨度大, 其中科学与自然博物可覆盖 K9 全学段学生, 满足不同学生及家长的诉求。部分课程采用直播与录播相结合的形式授课, 学生可循环播放, 及时巩固复习。价格上, 冬春季不同课程每讲次差别较大, 除剑桥双语课程外, 其余课程价格基本位于 2300~4300 元区间内。

积极链接优质教育资源, 携手探索未来人才培养模式。目前, 好未来已与乐高教育、人民文学出版社、腾讯教育三大文娱巨头达成战略合作: 学而思与乐高教育达成战略合作, 推出面向 K12 的素质教育解决方案。将素养教学模式与创新硬件形式高度融合, 在产品、课程、师训、品牌等多方面展开合作, 为学生提供寓学于乐的动手实践式学习体验, 持续推动素质教育向纵深优质化发展; 学而思与人民文学出版社签署战略合作, 共同发起“阅读成长计划”, 携手为孩子搭建文化学习平台, 链接更多高质量文学资源; 学而思与腾讯教育达成产品深度合作, 火星探险主题课正式上线, 与腾讯教育还将在课程共建、平台建设等方面展开合作, 携手探索未来人才培养模式, 助力构建素质教育美好未来。

3.2. 科技驱动转型, 学习机打造第二成长曲线

内容导向型产品市场规模相对更大, 其中教育平板是最大的细分品类。学而思学习机课程讲解视频全部为学而思真人老师出境讲解, 同时配有互动功能模拟课堂真实环境, 带有互动的校内同步学是学而思的核心优势之一, 离不开学而思在教培行业 20 年的教学内容积累。所有校内同步学视频资源由学而思老师录制讲授, 复制线下课流程模式, 将教学体系搬进学习机。在每个知识点完成学习后, 都会配有随堂练习题, 每道练习题都会有答案和

解析，并且培优学而思老师录制的视频讲解。完成后会显示孩子的学习目录，和孩子知识点掌握情况，知识点掌握情况会同步到 AI 精准学的知识图谱中。随着 MathGPT 的发布，学而思学习平板或将成为 AI+教育的最佳载体。

学而思凭借强大的品牌形象、独特的内容优势，以及灵活的线上营销策略，2023Q1 第一款学习机产品推出后迅速起量，目前销量已突破 9000，2023 年 12 月学而思发布的旗舰款学习机上线 1 月，天猫旗舰店销量已突破 5000。

表 5：学而思教育智能硬件产品过去一年销量

产品	学习机（旗舰款）	学习机（经典款）	摩比思维机	学而思讲题机
售价/元	128G4369 256G4969	128G4369 256G4969	373	999
年销量	5000+	9000+	2 万+	1000+
产品卖点	嵌入九章大模型；作文、口算、查字词等 AI 辅助神器；CPU 算力大跃升；自研体系，突破薄弱	AI 智慧伴学，制定小初数理个性化学习计划，总结弱项，口算批改/练习+语文英语听写背诵工具等	摩比原班前 S+教研团队，深度还原摩比下辖经典溯源教学法	随拍随学 S 级老师精准教学；支持 7500+教辅

资料来源：天猫旗舰店，天风证券研究所注：截止统计日期为 2024 年 1 月 25 日，统计渠道为天猫旗舰店销量

3.3. 携手乡村振兴，积极布局直播业务

携手乡村振兴，积极布局直播业务。2022 年 11 月发布全品类抖音电商直播间“学家优品”，致力于发现和精选全国各地优质的本地产品，助力“乡村振兴”。2022 年 12 月，学家优品在湖南城步苗族自治县开启首场外景直播。活动期间，百余款品质好物上线直播间，并以亲民的价格与消费者见面。当月，学家优品（2023 年 12 月更名“学而思优品”）为携手国潮品牌七语七诗，推出首款自营品苗绣双肩商务包。2023 年 2 月，学家优品加入新华网“溯源中国种子计划”，聚力电商助农。目前，学而思优品官方账号在抖音平台已拥有 84.2 万粉丝，已达平台肩部主播粉丝量级，IP 孵化较为成功。

细分赛道分化账号，打造全平台流量矩阵。学而思优品针对智能科技产品、内容服务、网校课程等细分业务，在抖音平台设置了 40+ 官方认证账号，实现各账号业务专业化分工，打造流量矩阵吸引更多消费者。

通过该战略布局，公司凭借其良好的品牌传播度及平台深厚的用户基础，目前学而思优品账号橱窗售货数量已达 53 万件，学而思官方旗舰店账号销量已超 300 万，且未来仍有望保持稳步增长态势。好未来战略跟随新东方进军直播业务，重点打造另一个业务增长曲线。

图 9：学而思优品抖音账号

图 10：学而思官方旗舰店抖音账号



资料来源：抖音 APP，天风证券研究所



资料来源：抖音 APP，天风证券研究所

4. 投资建议

公司非学科业务及教育科技业务盈利能力高于预期，FY24Q2 实现 non-GAAP 归母净利润正向盈利，FY24Q4 涵盖新一轮课程报名时段，非学科业务营收的增长，预计能够再度实现 non-GAAP 归母净利润为正，使得全年 non-GAAP 归母净利润实现正向增长。我们预计公司 FY24-FY26 年收入分别为 15.47/22.77/33.86 亿美元，non-GAAP 归母净利润分别为 0.1/1.27/2.49 亿美元。

表 6：公司收入及盈利预测（亿美元；%）

	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
营业收入	43.91	10.60	15.47	22.77	33.86
YoY	-2.33%	-76.78%	45.76%	47.18%	48.72%
Non-GAAP 归母净利润	-9.62	-0.27	0.1	1.27	2.49

资料来源：公司公告，天风证券研究所

我们选择同样具有非学科类培训业务的教育行业公司新东方、思考乐作为可比公司，参考可比均值，考虑到公司市值及盈利能力与二者的差异，给予公司 24 年合理 3-4xPB，对应目标价 16.89~22.52 美元。公司“双减”后进行转型阵痛期，进入 FY24 后前期转型投入初见成效，营收增速重回双位数，FY24 前三季度营收总额已超 FY23 年度营收总额；公司业务毛利率较高，FY23 毛利率超 50%，FY24 有望保持。核心业务在素质教育驱动下恢复增长，学习机内容业务快速放量。首次覆盖给予“买入”评级。

表 7：可比公司市净率（截至 2 月 28 日收盘价）

	FY23Q2
EDU	3.95
思考乐	5.51
均值	4.73

资料来源：Choice，天风证券研究所

5. 风险提示

1) **政策风险**：在 K12 学科类教育培训政策从严的背景下，公司严格遵守教育法规和政策，贯彻国家“双减政策”，密切关注行业形势变化，以谨慎投资、稳健发展为宗旨，确保依法合规经营。

- 2) **新业务风险**: 公司在巩固素质教育及课后托管等传统业务的同时, 积极开拓直播电商、教育科技等新业务, 由于新业务本身存在不确定性, 公司在开展新业务运营时, 存在对新业务认识的深度不够, 对风险的识别和评估不充分等因素, 可能导致新业务风险控制措施不足的挑战或损失。
- 3) **管理风险**: 核心管理团队对于公司业务的稳定经营具有重要意义, 随着形势的不断变化, 公司的核心管理团队变动的风险也进一步增加, 可能对公司长期稳定发展带来一定的不利影响。
- 4) **运营成本上升的风险**: 受国家宏观政策因素影响, 公司将结合实际情况调整新老业务经营策略, 可能面临品牌重建、课程打磨、教师及员工队伍重新招聘培养、直播电商引流投入增加、电商商品库存积压等问题, 可能加大公司运营成本, 导致公司利润水平减少的风险。
- 5) **跨市场选取可比公司风险**: 我们选择同样教育行业公司新东方、思考乐作为可比公司, 思考乐为港股公司, 可比公司估值中具有跨市场选取可比公司风险。
- 6) **测算具有主观性风险**: 本文涉及估值测算及相关假设有一定主观性, 仅供参考

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com