

教育

收盘价	目标价	潜在涨幅
美元 10.52	美元 15.50	+47.3%

2024年7月9日

好未来教育 (TAL US)

教学点扩张布局暑期拉新，学习机新品发售，硬件收入保持高增长

- 2025 财年 1 季度业绩预览：公司将于 8 月 1 日晚上 8 点（北京时间）[发布业绩](#)。我们预计收入 3.9 亿美元，同比增 42%（人民币口径 28 亿元，增 48%），对比彭博一致预期 4 亿美元。分业务看，预计素养收入同比+63%/网校+8%/高中+14%/内容解决方案（图书+硬件）+77%（Visible Alpha 预期素养和网校+51%/高中+20%/内容解决方案+78%）。我们估算调整后运营亏损 2,700 万美元，亏损率 7%，对比彭博一致预期 2,800 万美元亏损。1 季度（春季）为行业淡季，按开班节奏教学点加速扩张，季度利润率年内最低，但考虑研发及营销效率提升，我们预计亏损率同比收窄 5 个百分点，持续优化。
- 估算 1 季度教学点环比增 14%，布局暑期拉新。我们根据大众点评数据统计，截至 5 月 31 日，好未来教学点环比新增约 30 个，在北京、成都、杭州、武汉等高线城市增势显著，估算教学点数量同比增长约 65-70%（上季度增幅约 70%），按此扩张节奏，我们预计 1 季度培优素养业务收入增速也将接近 70%（人民币口径，美元口径接近 65%）。
- 学习机硬件销售考虑去年低基数，收入保持高速增长。5 月公司推出新品“学而思学习机经典版 2024”，售价 4,899 元（人民币，下同），基于自研大模型 MathGPT 全面升级硬件及性能，搭载包括中英文作文助手、口算批改、小思练习等 AI 工具的具体场景落地应用。5 月上线至今（7 月 4 日），新款学习机抖音销量 7,500-1 万台，销售额 4,000 万-5,000 万元，相较此前其他版本发布后销量提升情况，预计未来 1-2 个季度销量仍有提升可能性。我们根据蝉妈妈数据，2025 财年 1 季度（截至 2024 年 5 月）学习机产品在抖音平台销量估计约 7-8 万台，其中新款占比 9-18%，学习机硬件产品销量表现以及本季度大屏销量占比仍大，将继续拉动公司硬件收入增长加速。
- 估值：我们维持公司 2025 财年收入增速 37% 以及调整后净利润增速 67% 的预测，继续看好好未来素养业务持续稳定增长趋势，以及其通过硬件和科技能力传播多年积累的教育内容。公司现价对应 2025 财年市盈率为 47 倍，对应 PEG 0.7 倍，估值仍然吸引，维持买入。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (美元)	15.24
52周低位 (美元)	6.00
市值 (百万美元)	4,805.22
日均成交量 (百万)	1.75
年初至今变化 (%)	(16.71)
200天平均价 (美元)	12.06

资料来源: FactSet

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8045

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8048

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8054

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8041

财务数据一览

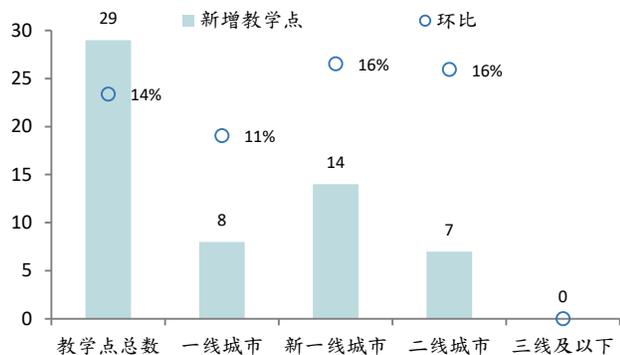
年结2月29日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万美元)	1,020	1,490	2,036	2,514	2,944
同比增长 (%)	-76.8	46.2	36.6	23.5	17.1
净利润 (百万美元)	(27)	85	142	244	404
每股盈利 (美元)	(0.04)	0.14	0.23	0.40	0.66
同比增长 (%)	-97.2	-429.9	65.4	71.3	65.6
市盈率 (倍)	NA	75.2	45.5	26.5	16.0
每股账面净值 (美元)	6.02	6.65	6.93	7.29	7.92
市账率 (倍)	1.75	1.58	1.52	1.44	1.33

资料来源：公司资料，交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于 Non-GAAP 基础

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

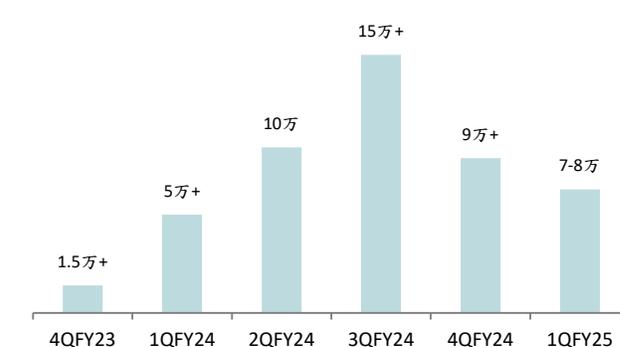
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 学而思素养教学网点新增



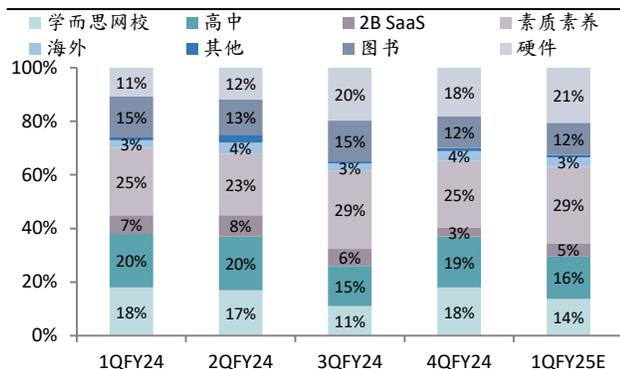
资料来源: 大众点评, 交银国际预测 *截至5月31日

图表 2: 学而思学习机销量估算: 抖音平台



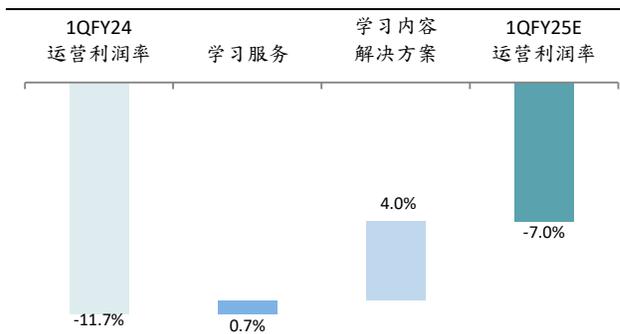
资料来源: 蝉妈妈, 交银国际预测

图表 3: 好未来收入分布



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 4: 好未来运营利润分拆影响



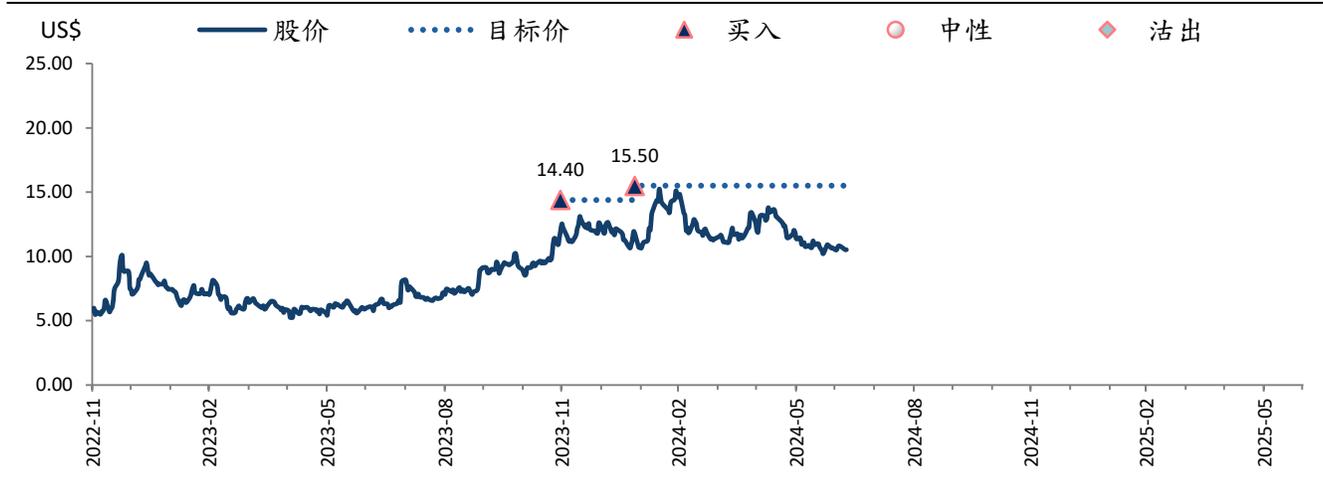
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 5: 损益表预测

(百万美元) 年结 2月 29 日	1QFY24	4QFY24	1QFY25E 新预测	环比 (%)	同比 (%)	2QFY25	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
总收入	275	430	391	-9	42	549	1,490	2,036	2,514	2,944
<i>彭博一致预期</i>			<u>396</u>			<u>572</u>		<u>2,048</u>	<u>2,595</u>	<u>3,826</u>
收入分布										
教学服务及其他	204	301	264	-12	29	388	1,056	1,384	1,748	2,097
素养课程	118	185	165	-10	40	232	617	891	1,182	1,452
高中	55	82	63	-23	14	102	275	320	366	414
SaaS 解决方案	19	14	19	34	-3	20	90	77	78	79
海外及其他	11	20	17	-16	56	35	74	96	122	152
教学内容解决方案	72	129	127	-1	77	161	434	652	766	846
图书	42	50	47	-7	10	63	204	228	252	278
硬件	29	78	80	3	174	98	230	424	513	568
成本	(140)	(202)	(190)	-6	36	(224)	(684)	(890)	(1,103)	(1,265)
毛利润	136	227	201	-12	48	325	806	1,146	1,412	1,679
毛利率 (%)	49	53	51			59	54	56	56	57
Non-GAAP 毛利润	138	230	203	-12	47	329	816	1,158	1,427	1,697
Non-GAAP 毛利率 (%)	50	54	52			60	55	57	57	58
运营费用	(203)	(243)	(247)	2	22	(289)	(892)	(1,174)	(1,347)	(1,450)
销售费用	(98)	(126)	(126)	0	29	(136)	(443)	(556)	(626)	(671)
管理费用	(105)	(117)	(121)	3	15	(153)	(449)	(617)	(720)	(779)
占收比 (%)	-74	-57	-63			-53	-60	-58	-54	-49
销售费用	-35	-29	-32			-25	-30	-27	-25	-23
管理费用	-38	-27	-31			-28	-30	-30	-29	-26
运营利润	(58)	(11)	(46)	317	-20	36	(69)	(28)	65	229
运营利润率 (%)	-21	-3	-12			7	-5	-1	3	8
Non-GAAP 运营利润	(32)	9	(27)	-391	-15	62	20	70	185	370
Non-GAAP 运营利润率 (%)	-11.7	2.2	-7.0			11.4	1.3	3.4	7.4	12.6
税前利润	(42)	34	(26)	-177	-37	56	11	52	145	309
税费	(4)	(7)	4	-160	-211	(8)	(15)	(8)	(22)	(46)
有效税率 (%)	8	-20	15			15	88	15	15	15
少数股东权益	0	0	0	0	-5	0	1	1	1	1
净利润	(45)	28	(22)	-180	-51	48	(4)	45	124	263
Non-GAAP 净利润	(20)	48	(3)	-107	-83	74	85	142	244	404
Non-GAAP 净利润率 (%)	-7.1	11.2	-0.9			14	5.7	7.0	9.7	13.7
<i>彭博一致预期</i>			<u>(6.4)</u>			<u>88</u>		<u>163</u>	<u>274</u>	<u>485</u>
Non-GAAP EPADS	(0.03)	0.08	(0.01)	-107	-82	0.12	0.14	0.23	0.40	0.66

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 6: 好未来教育(TAL US)目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 7: 交银国际互联网及教育行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	87.95	132.00	50.1%	2024年05月17日	广告
9899 HK	云音乐	买入	98.95	120.00	21.3%	2024年06月04日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	16.44	17.00	3.4%	2024年05月24日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	3.73	6.70	79.6%	2024年05月17日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	14.51	17.00	17.2%	2024年05月14日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	45.75	75.00	63.9%	2024年01月23日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.12	5.90	-3.6%	2024年05月29日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	33.18	33.00	-0.5%	2024年05月29日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	24.65	29.00	17.6%	2024年02月21日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	134.68	213.00	58.2%	2024年05月23日	电商
JD US	京东	买入	26.47	40.00	51.1%	2024年05月17日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	73.50	111.00	51.0%	2024年04月11日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	11.88	13.40	12.8%	2024年06月26日	电商
DAO US	有道	买入	3.73	5.00	34.0%	2024年05月24日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	62.20	89.00	43.1%	2024年04月25日	教育
GOTU US	高途	买入	5.36	9.10	69.8%	2024年02月28日	教育
TAL US	好未来教育	买入	10.52	15.50	47.3%	2024年01月26日	教育
NTES US	网易	买入	91.73	117.00	27.5%	2024年05月24日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	21.55	30.00	39.2%	2024年05月22日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	378.60	457.00	20.7%	2024年05月16日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	11.86	15.00	26.5%	2024年03月28日	游戏
3690 HK	美团	买入	117.00	129.00	10.3%	2024年06月07日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	18.64	26.00	39.5%	2024年03月18日	本地生活
9699 HK	顺丰同城	买入	11.46	11.30	-1.4%	2024年03月27日	物流
2618 HK	京东物流	中性	8.29	10.10	21.8%	2024年05月17日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.44	1.90	31.9%	2024年05月16日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	22.90	30.00	31.0%	2024年03月28日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	9.81	14.00	42.7%	2024年03月27日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	14.84	25.00	68.5%	2024年05月22日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	387.20	509.00	31.5%	2024年05月21日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *截至2024年7月8日

财务数据

损益表 (百万元美元)					
年结2月29日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	1,020	1,490	2,036	2,514	2,944
主营业务成本	(436)	(684)	(890)	(1,103)	(1,265)
毛利	583	806	1,146	1,412	1,679
销售及管理费用	(283)	(443)	(556)	(626)	(671)
研发费用	(414)	(449)	(617)	(720)	(779)
其他经营净收入/费用	23	16	0	0	0
经营利润	(91)	(69)	(28)	65	229
Non-GAAP标准下的经营利润	18	20	70	185	370
财务成本净额	62	85	80	80	80
其他非经营净收入/费用	(92)	(4)	0	0	0
税前利润	(122)	11	52	145	309
税费	(20)	(15)	(8)	(22)	(46)
非控股权益	(4)	1	1	1	1
净利润	(145)	(4)	45	124	263
作每股收益计算的净利润	(145)	(4)	45	124	263
Non-GAAP标准的净利润	(27)	85	142	244	404

资产负债表 (百万元美元)					
截至2月29日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2,310	2,267	2,291	2,387	2,614
有价证券	1,150	1,207	1,267	1,331	1,397
存货	39	56	68	86	90
其他流动资产	(30)	166	231	281	307
总流动资产	3,468	3,696	3,857	4,085	4,408
投资物业	453	476	500	525	551
物业、厂房及设备	289	401	553	735	936
无形资产	194	194	194	194	194
其他长期资产	319	319	319	319	319
总长期资产	1,256	1,390	1,567	1,773	2,001
总资产	4,724	5,086	5,424	5,858	6,409
应付账款	549	698	913	1,128	1,302
其他短期负债	235	235	235	235	235
总流动负债	784	933	1,148	1,363	1,537
长期贷款	0	0	0	0	0
长期应付账款	116	116	116	116	116
其他长期负债	4	4	4	4	4
总长期负债	120	120	120	120	120
总负债	903	1,053	1,268	1,482	1,657
股本	4,401	4,587	4,666	4,764	4,878
储备及其他资本项目	(556)	(530)	(485)	(362)	(99)
股东权益	3,845	4,058	4,181	4,402	4,778
非控股权益	(24)	(24)	(25)	(26)	(26)
总权益	3,821	4,033	4,156	4,376	4,752

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元美元)					
年结2月29日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	(112)	11	52	145	309
折旧及摊销	41	35	49	67	90
营运资本变动	(69)	78	138	146	145
税费	20	15	8	22	46
其他经营活动现金流	131	58	81	77	48
经营活动现金流	11	198	329	456	638
资本开支	(110)	(161)	(220)	(272)	(318)
投资活动	(212)	(80)	(84)	(88)	(93)
其他投资活动现金流	21	0	0	0	0
投资活动现金流	(302)	(241)	(304)	(360)	(411)
负债净变动	0	0	0	0	0
权益净变动	(66)	0	0	0	0
其他融资活动现金流	0	0	0	0	0
融资活动现金流	(66)	0	0	0	0
汇率收益/损失	(26)	0	0	0	0
年初现金	2,694	2,310	2,267	2,291	2,387
年末现金	2,310	2,267	2,291	2,387	2,614

财务比率					
年结2月28日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(美元)					
核心每股收益	(0.228)	(0.006)	0.075	0.205	0.437
全面摊薄每股收益	(0.228)	(0.006)	0.074	0.201	0.428
Non-GAAP标准下的每股收益	(0.042)	0.140	0.231	0.396	0.656
每股账面值	6.022	6.653	6.929	7.295	7.919
利润率分析(%)					
毛利率	57.2	54.1	56.3	56.1	57.0
EBITDA利润率	(4.9)	(2.3)	1.0	5.2	10.8
EBIT利润率	(8.9)	(4.6)	(1.4)	2.6	7.8
净利率	(14.2)	(0.2)	2.2	4.9	9.0
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
EBITDA利润率	5.7	3.7	5.8	10.0	15.6
经营利润率	1.7	1.3	3.4	7.4	12.6
净利率	(2.7)	5.7	7.0	9.7	13.7
盈利能力(%)					
ROA	(0.6)	1.7	2.7	4.3	6.6
ROE	(0.7)	2.2	3.5	5.7	8.9
ROIC	(3.5)	0.0	1.1	2.8	5.5
其他					
流动比率	4.4	4.0	3.4	3.0	2.9

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年7月9日

好未来教育 (TAL US)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。