

买入

2024年8月7日

业绩维持高增长，加大投入或致利润短期承压。

- **业绩概览：**公司 25 财年 1 季度（24 年 2 月-24 年 5 月）收入为 4.14 亿美元，同比增长 50.4%（美元计，下同），GAAP 归母净利润为 1140 万美元，去年同期为-4504 万美元；Non-GAAP 归母净利润 2961 万美元，去年同期为-1952 万美元，同比扭亏。季度末公司现金+短期投资为 33 亿美元，无银行负债。此外，公司递延收入为 6.4 亿，同比增长 50%。
- **线下网点加速扩张，新业务高速增长：**我们估算 25 财年 Q1 公司业务结构：（1）教育培训业务占比约 75%，整体增长超 50%。其中素质教育培训业务占比约 50%，同比增长约 80%，高中教培业务占比约 15%，实现稳定增长。海外教培及其他业务总体占比较小。预估其线下教学点增加超 400 间，对比 24 财年末 300-350 间，教学点扩张速度超预期，为暑假旺季做储备。（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，估算同比增长 50%+，主要受到学习机销售收入驱动，预估学习机销售量达到 10 万左右，xPad2 代产品占比逐步增高，对单价有明显拉动作用。此外，5 月推出单价约 4500-5000 元档的新品 xPad 经典版 2024，预计未来数个季度销量占比将有所提升
- **Q2 收入预期维持高增长，加大投入或致利润短期承压：**Q2 为暑假旺季，得益于 Q1 公司对于教学点的提前储备，我们预期其培优素养业务将延续高增长，实现同比+85%，成为公司收入增长的主要动力。在新品的带动下，内容解决方案同比+65%。总体而言，预期公司 Q2 收入同比将+45%至 6 亿美元，此外，公司预计将在 Q2 加大投入，主要涉及组织层面调整，如招聘人员、技术投入等，将导致短期利润端承压。
- **目标价 13.8 美元，给予买入评级：**在当前政策与监管环境逐步稳定的背景下，公司作为业内领先的公司其教育业务预计长期稳定发展，持续填补市场空白。特别是公司在 AI 技术方面的投入，或将带动未来教育的发展趋势，我们公司短期利润率或面临波动，但公司总体长期利润率改善趋势预期不变。根据 DCF 法，取 WACC=11%，长期增长率为 3%，得出目标价 13.8 美元，较当前价格有 47.3%的增长空间，给予买入评级。

李卓群

+852-25321539

Grayson.li@firstshanghai.com.hk

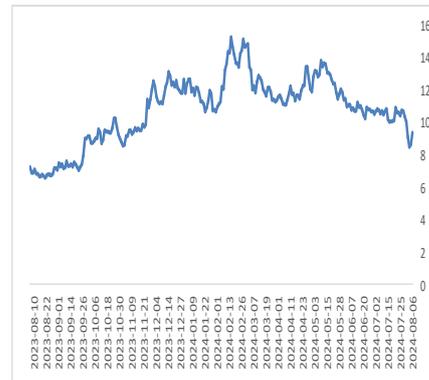
主要数据

行业	教育
股价	9.35 美元
目标价	13.8 美元 (+47.3%)
股票代码	TAL
已发行股本	6.05 亿 ADS
市值	56.6 亿美元
52 周高/低	15.5/6.2 美元
每股净现值	6.01 美元/ADS
主要股东	张邦鑫:27.5%

盈利摘要

截至2月28日止财政年度	23财年实际	24财年预测	25财年预测	26财年预测	27财年预测
总营业收入 (美元千元)	1,019,772	1,490,440	2,001,914	2,505,162	2,984,497
变动	-76.78%	46.15%	34.32%	25.14%	19.13%
净利润	-135,612	-3,573	45,675	118,258	195,267
Non-GAAP净利润	-27,041	85,325	134,573	207,156	284,165
GAAP净利润每ADS盈利	-0.64	-0.02	0.23	0.59	0.99
变动	N/A	N/A	N/A	161.5%	66.8%
基于9.35美元的市盈率 (估)	N/A	N/A	41.2	15.8	9.4
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											
	2023财年	2024财年	2025财年	2026财年	2027年		2023财年	2024财年	2025财年	2026财年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
主营业务收入	1,019,772	1,490,440	2,001,914	2,505,162	2,984,497	盈利能力					
- 主营业务成本	436,358	(684,316)	(900,861)	(1,114,797)	(1,313,179)	毛利率 (%)	57.2%	54.1%	55.0%	55.5%	56.0%
毛利	583,404	806,124	1,101,053	1,390,365	1,671,318	经营利润率 (%)	-8.9%	-4.6%	-2.2%	1.2%	3.6%
营业开支	(696,827)	(891,798)	(1,161,110)	(1,377,839)	(1,581,783)	净利率 (%)	-12.9%	-0.3%	2.3%	4.7%	6.5%
- 行政管理费用	(413,791)	(429,947)	(560,536)	(676,394)	(775,969)	营运表现					
- 市场营销费用	(283,036)	(461,851)	(600,574)	(701,445)	(805,814)	行政管理费用/收入 (%)	40.6%	28.8%	28.0%	27.0%	26.0%
营业利润	(90,730)	(69,229)	(43,612)	28,971	105,980	市场营销费用/收入 (%)	27.8%	31.0%	30.0%	28.0%	27.0%
+ 利息收入	61,564	84,928	80,000	80,000	80,000	实际税率 (%)	18.2%	88.0%	20.0%	20.0%	20.0%
- 利息支出	0	0	0	0	0	股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
- 其他收入	(80,553)	1,784	20,000	20,000	20,000	库存周转天数	16.4	34.0	34.0	34.0	34.0
税前利润	(109,719)	17,483	56,388	128,971	205,980	应付账款天数	35.0	63.5	63.5	63.5	63.5
- 所得税支出	(20,011)	(15,379)	(11,278)	(11,278)	(11,278)	财务状况					
净利润	(131,978)	(4,138)	45,110	117,693	194,702	总负债/总资产	19.9%	19.1%	26.2%	28.3%	29.8%
Non-GAAP净利润	(27,041)	85,325	134,573	207,156	284,165	收入/净资产	26.3%	39.0%	55.0%	66.4%	75.0%
折旧与摊销	185,259	0	(68,866)	89,951	86,105	经营性现金流/收入	-92.1%	-3.0%	-4.6%	15.1%	13.2%
主营业务增长 (%)	-77%	46%	34%	25%	19%	税前盈利对利息倍数	(1.8)	0.2	0.7	1.6	2.6
Non-GAAP净利润增长 (%)	-97%	-416%	58%	54%	37%						
资产负债表						现金流量表					
	2023财年	2024财年	2025财年	2026财年	2027年		2023财年	2024财年	2025财年	2026财年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
+ 现金与现金等同	2,021,927	2,208,756	2,435,385	2,739,284	3,221,763	+ 净利润	(131,978)	(4,138)	45,110	117,693	194,702
+ 短期投资	1,149,607	1,094,593	1,094,593	1,094,593	1,094,593	+ 折旧、摊销	(68,866)	89,951	86,105	101,028	116,496
+ 库存	39,002	68,328	91,776	114,847	136,822	+ 其他调整	108,571	88,898	88,898	88,898	88,898
+ 其他流动资产	257,871	327,497	327,497	327,497	327,497	+ 非现金运营资本变动	152	203,401	175,232	181,868	286,530
总计流动资产	3,468,407	3,699,174	3,949,251	4,276,221	4,780,675	经营活动现金流量	(92,121)	378,112	395,345	489,487	686,626
+ 净固定资产	288,877	405,319	487,930	572,490	660,142	+ 固定及无形资产变动	102,913	(153,379)	(168,716)	(185,588)	(204,147)
+ 商誉	163	0	0	0	0	+ 长期投资净变动	0	0	0	0	0
+ 总计无形资产 - 净值	485	1,988	1,988	1,988	1,988	+ 收购与剥离净现金	0	0	0	0	0
+ 其他长期资产	623,542	401,315	401,315	401,315	401,315	+ 其他投资活动	424,977	(105,956)	0	0	0
总计长期资产	913,067	808,622	891,233	975,793	1,063,445	投资活动现金	527,890	(259,335)	(168,716)	(185,588)	(204,147)
总资产	4,724,354	4,927,949	5,260,637	5,672,167	6,264,272	+ 已付股利	0	0	0	0	0
+ 应付账款	59,991	127,321	185,901	201,705	254,877	+ 期权行权	0	0	0	0	0
+ 短期递延收入	234,889	400,286	540,386	729,521	984,854	+ 其他融资活动	0	0	0	0	0
+ 其他短期负债	488,985	554,611	554,611	554,611	554,611	融资所得现金	0	0	0	0	0
总计流动负债	783,865	1,082,218	1,280,898	1,485,837	1,794,341	现金净增减	435,769	118,777	226,629	303,899	482,479
+ 长期借款	0	0	0	0	0	现金剩余	2,073,958	2,208,756	2,435,385	2,739,284	3,221,763
+ 其他长期负债	4,028	30,353	30,353	30,353	30,353						
总长期负债	4,028	30,353	30,353	30,353	30,353						
总负债	903,441	1,289,185	1,487,865	1,692,804	2,001,308						
总股东权益	3,820,913	3,638,764	3,772,772	3,979,363	4,262,964						

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。