

买入

2024年11月13日

FY25Q2 业绩超预期，素质教育+学习机业务快速发展。

- 业绩概览：**公司 25 财年 2 季度（24 年 5 月-24 年 8 月）收入为 6.19 亿美元，同比增长 50.4%（预期同比+45%），Non-GAAP 经营利润为 6452 万美元，同比+22.5%，Non-GAAP 经营利润率 10.4%，同比-2.4pct，较市场预期+6.3pct；Non-GAAP 归母净利润 7433 万美元，同比+25.4%，Non-GAAP 净利润率 12.0%，同比-2.3pct，较市场预期+6.3pct。季度末公司现金+短期投资为 34.5 亿美元，无银行负债。此外，公司递延收入为 4.9 亿，同比+55%。
- 线下网点持续扩张，新业务延续增长：**我们估算 25 财年 Q2 公司业务结构：（1）教育培训业务占比约七成，整体增长超 45%。其中素质教育培训业务占比约 50%，同比增长约 70%，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，扩张环比有所放缓，预计全年网点产能扩张同比+50%。（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，公司 5 月推出单价约 4500-5000 元档的新品 xPad 经典版 2024，以及单价较低的学练机进一步丰富产品线，持续打造公司专业品牌。根据第三方数据平台预测，预估本季度线上学习机产品销量近 15 万台。此外，本季度公司公布学习机周活跃率为 80%，用户对学习机的使用已逐步形成习惯。
- Q3 业绩展望：**Q3 为教培行业淡季，由于产能快速扩张，成本前置的影响，公司的收入与利润的季节性波动将更加放大。非学科培训业务以及智能学习机业务将延续同比高速增长势头，总体而言，预期公司 Q3 收入同比将+39%至 5.2 亿美元。
- 目标价 14.9 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。在各业务前置投入期逐步度过后，利润率逐步获得改善。根据 DCF 法，取 WACC=11%，长期增长率为 3%，调整目标价为 14.9 美元，较当前价格有 48.1%的增长空间，给予买入评级。

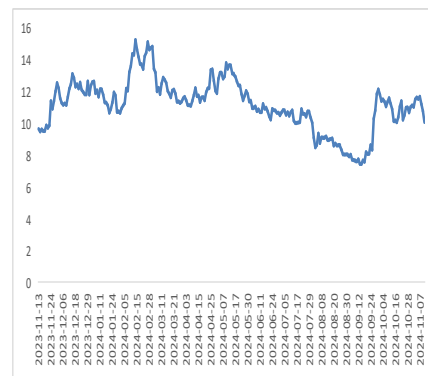
李卓群
+852-25321539
Grayson.li@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	教育
股价	10.06 美元
目标价	14.90 美元 (+48.1%)
股票代码	TAL
已发行股本	6.05 亿 ADS
市值	65.0 亿美元
52 周高/低	15.52/7.35 美元
每股净现值	6.22 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	2,105,717	2,817,446	3,367,423
变动	-76.78%	46.15%	41.28%	33.80%	19.52%
净利润	-135,612	-3,573	43,184	120,443	207,378
Non-GAAP净利润	-27,041	85,325	132,082	209,341	296,276
GAAP净利润每ADS盈利	-0.64	-0.02	0.21	0.60	1.05
变动	N/A	N/A	N/A	181.7%	73.9%
基于10.06美元的市盈率 (估)	N/A	N/A	46.9	16.6	9.6
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%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


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 实际	2024财年 实际	2025财年 预测	2026财年 预测	2027年 预测		2023财年 实际	2024财年 实际	2025财年 预测	2026财年 预测	2027年 预测
主营业务收入	1,019,772	1,490,440	2,105,717	2,817,446	3,367,423	盈利能力					
- 主营业务收入成本	436,358	(684,316)	(947,573)	(1,253,763)	(1,481,666)	毛利率 (%)	57.2%	54.1%	55.0%	55.5%	56.0%
毛利	583,404	806,124	1,158,144	1,563,683	1,885,757	经营利润率 (%)	-8.9%	-4.6%	-2.2%	1.1%	3.5%
营业开支	(696,827)	(891,798)	(1,221,316)	(1,549,595)	(1,784,734)	净利率 (%)	-12.9%	-0.3%	2.0%	4.3%	6.1%
- 行政管理费用	(413,791)	(429,947)	(589,601)	(760,710)	(875,530)	营运表现					
- 市场营销费用	(283,036)	(461,851)	(631,715)	(788,885)	(909,204)	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)	(46,727)	30,532	117,468	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	53,273	130,532	217,468	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)	(10,655)	(10,655)	(10,655)	财务状况					
净利润	(131,978)	(4,138)	42,619	119,878	206,813	总负债/总资产	19.9%	19.1%	26.2%	28.5%	30.2%
Non-GAAP净利润	(27,041)	85,325	132,082	209,341	296,276	收入/净资产	26.3%	39.0%	57.9%	74.7%	84.6%
折旧与摊销	185,259	25,109	36,448	25,109	86,105	经营性现金流/收入	-92.1%	-3.0%	0.3%	10.9%	12.0%
主营业务增长 (%)	-77%	46%	41%	34%	20%	税前盈利对利息倍数	(1.8)	0.2	0.7	1.6	2.7
Non-GAAP净利润增长 (%)	-97%	-416%	55%	58%	42%						
资产负债表						现金流量表					
	2023财年 实际	2024财年 实际	2025财年 预测	2026财年 预测	2027年 预测		2023财年 实际	2024财年 实际	2025财年 预测	2026财年 预测	2027年 预测
+ 现金与现金等同	2,021,927	2,208,756	2,444,376	2,756,737	3,242,517	+ 净利润	(131,978)	(4,138)	42,619	119,878	206,813
+ 短期投资	1,149,607	1,094,593	1,094,593	1,094,593	1,094,593	+ 折旧、摊销	36,448	25,109	86,105	101,028	116,496
+ 库存	39,002	68,328	96,535	129,164	154,377	+ 其他调整	171,310	96,136	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	9,944	101,500	186,714	188,145	277,720
总计流动资产	3,468,407	3,699,174	3,963,001	4,307,990	4,818,984	经营活动现金流量	7,358	306,172	404,336	497,949	689,927
+ 净固定资产	288,877	405,319	487,930	572,490	660,142	+ 固定及无形资产变动	(110,326)	(112,737)	(168,716)	(185,588)	(204,147)
+ 商誉	163	0	0	0	0	+ 长期投资净变动	(200,734)	(194,159)	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	(250)	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	18,134	408,647	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	(301,626)	95,068	(168,716)	(185,588)	(204,147)
总资产	4,724,354	4,927,949	5,274,387	5,703,937	6,302,581	+ 已付股利	0	0	0	0	0
+ 应付账款	59,991	127,321	202,142	233,781	281,382	+ 期权行权	184	462	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	(66,368)	(233,557)	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	(66,184)	(233,095)	0	0	0
总计流动负债	783,865	1,082,218	1,297,139	1,517,913	1,820,847	现金净增减	(386,879)	162,569	235,620	312,361	485,780
+ 长期借款	0	0	0	0	0	现金剩余	1,251,310	2,457,476	2,693,096	3,005,457	3,491,237
+ 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	1,504,106	1,724,880	2,027,814						
总股东权益	3,820,913	3,638,764	3,770,281	3,979,056	4,274,767						

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。