

好未来(TAL)

报告日期: 2025年01月24日

# 桃李仍不言, 预期差未尽

## ——好未来 2025 财年第三季度点评报告

### 投资要点

#### 一、一句话逻辑

一流产品力及运营能力驱动快速增长, 超脱 K12 竞争修复的地表引力, 业务结构优化、规模效应、转型业务减亏下利润率释放超预期。

#### 二、超预期逻辑

1、核心盈利板块(素养中心等)有望保持高速增长, 带来业务结构优化及规模效应, 导致利润率释放超预期

2、市场担忧 1: 24 年以来 K12 合规供给快速修复, 板块竞争态势修复, 龙头公司普遍面临中小机构招生分流、门店爬坡降速及消费能力变化等因素, 利润率难以提升且扩张速度将逐步受限

我们认为: 竞争的逐步修复确系板块 24 年最大边际变量, 但 25 年起板块将重归教育公司产品力及标准化能力决定胜负手的有序竞争阶段, 好未来的优质教研及运营力能够保障教学点快速扩张下满班率提升有望依然较快。

1) 利润率快速释放: 根据公司小程序信息整理, 我们估计截止于 FY25Q3 (24 年 11 月底) 教学点(含彼芯)超过 400 个, 同比+66%。考虑到公司素养课程的产品力(续费率、扩科率)、品牌影响力(获客效率)以及对教学点的运营能力(师训及过程考核、教室布局、排课密度)等综合优势, 快速开店下满班率提升周期受影响有限, 因此高盈利素养业务占收比的提升及规模效应下对总部成本的摊薄导致利润率释放超预期。

2) 增速预计保持: 考虑到 22 年以来公司已完成 3 年左右教师、招生、运营团队的再培养周期, 当前已具备保持快速持续扩张的团队基础, FY26 (2 月末年报, 主要对应 25 自然年)素养中心扩张及招生仍可能保持与 FY25 相近的增长速度。FY2025Q3 递延收入(流动负债)为 7.8 亿美元, yoy+62%, 考虑到其构成主要来自于线下素养及网校等教育服务, 而素养占比较高, 或是对素养业务能够保持较高增速的佐证。同时教培行业门店满班率提升周期通常为 6-18 个月, 好未来爬坡能力居于前列, 因此 FY25 累计已开门店的持续爬坡加 FY26 新店扩张亦将提供较快增速的产能基础。

3、市场担忧 2: 学而思网校及智能学习机业务拖累利润率的释放, 且对其商业模式远景有所忧虑

我们认为: 强产品力将逐步建立客户心智, 获客/续费等指标均将逐步优化实现相关业务的减亏或扭亏为盈

1) 学而思网校课程结构优化或改善经营指标: 我们观察到 24 年暑期后公司在人文、科学、编程、自然博文等优质主力课程外先后增加数理思维、剑桥英语及多类硬核科目书籍等内容, 综合线上讲堂+辅导老师服务+书籍讲义等方式更好满足学生需求, 伴随产品矩阵完善预计网校续费率将逐步得以优化。

2) 智能学习硬件高增带来规模效应: 根据久谦电商数据(天猫+京东+抖音), 24 年 9 月-11 月学习机产品销售额同比增长+87%, 我们估计公司 FY25 学习机及学练机出货量及销售额整体也将保持相近增速, 伴随产量提升预计硬件物料成本、硬件业务线中后台成本将被逐步摊薄。此外由于会计处理需要对硬件内容服务进行递延收入确认, 伴随 23-24 年已售产品的递延收入确认, 也有助于学习机业务利润率有望逐步打正。

3) 产品力导向下营销成本终将下降形成盈利闭环: 考虑到网校新课程及硬件业务新 SKU(如 24 年末学练机)初期引入时通常需要加大营销投入增强市场认知, 但考虑公司强产品力驱动, 产品触达客户引发好评后预计口碑传播及公司信息流自播渠道占比将有所提升, 逐步降低营销成本, 并使产品最终保持一定盈利能力。

### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 段联

执业证书号: S1230524030001  
duanlian@stocke.com.cn

分析师: 马莉

执业证书号: S1230520070002  
mali@stocke.com.cn

分析师: 陈劼

执业证书号: S1230524090008  
chenzhao01@stocke.com.cn

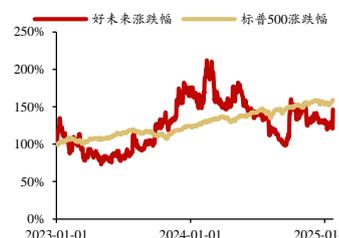
分析师: 刘梓晔

执业证书号: S1230524090016  
liuziye@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价(美元)	11.07
总市值(亿美元)	67
总股本(亿股)	2.01

### 股票走势图



### 相关报告

- 《25 财年二季度超预期, 优质服务和内容驱动增长》2024.10.27
- 《25 财年二季度或加大投入, 锚定未来增长》2024.08.17
- 《优质口碑驱动增长, 收入利润均超预期》2024.05.10

### □ 三、当前股价位置仍存较多预期差

公司发布 FY2025Q3 业绩，营业收入 6.1 亿元，同比增长 62.4%，超彭博一致预期 13%；Non-GAAP 经营利润和利润率分别为 -0.02 亿元/-0.3%（彭博一致预期分别为 -0.95 亿元/-1.8%）；FY25Q3 Non-GAAP 归母净利润和利润率分别为 0.39 亿元/6.4%（彭博一致预期分别为 0.20 亿元/3.7%）。由于公司自 Q2 起已不再通过分析师电话会详细拆分业绩构成并不再提供业绩指引，因此市场预期差巨大。

考虑到 FY25 仍未出的 Q4 业绩将体现公司寒假期间业绩表现，而寒假作为年度第 2 旺季，因此我们估计市场当前主要对 FY25 业绩预期进行较乐观的修正。同时由于市场对于网校及学习机业务远景可能存在一定疑虑，部分投资人进行分部估值时对这两部分预计存在亏损的业务不确认估值，仅针对盈利的素养业务线进行估值，因此会导致表观 PE 较高。我们认为当前估值仍未考虑（1）素养业务线 FY26 的潜在高成长，以及（2）网校及学习机潜在的扭亏为盈从而贡献远期正向估值。

### □ 盈利预测与估值

考虑公司人才梯队 22 年后已完成再次巩固，转型后产品力及运营力已经验证，我们预计好未来各业务线仍将保持较快增长，FY2025-FY2027 营业收入分别达到 21.8/29.7/34.7 亿美元，分别同比+46%/+36%/+17%；伴随业务结构优化、规模效应、转型业务减亏等因素，预计 FY2025-FY2027 经调整净利润分别达到 2.1/4.6/5.6 亿美元，分别同比+145%/+122%/+20%，对应 PE 分别为 32.0x/14.4x/12.1x。考虑到好未来作为国内教育行业龙头，业务增长势能依然强劲，素养/网校/学习机具备多重预期差，给予 FY26 20x 估值，目标市值约 93 亿美金，维持“买入”评级。

### □ 风险提示

快速扩张中标准化能力无法有效保持；非学科培训市场竞争加剧；AI 大模型迭代弱化教育公司自研学习机产品需求；消费能力下降；K12 人口下降

## 财务摘要

(百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1490	2180	2970	3469
(+/-) (%)	46%	46%	36%	17%
归母净利润	-4	114	364	448
(+/-) (%)	/	/	219%	23%
每股收益(美元)	-0.02	0.57	1.81	2.23
P/E	/	58.6	18.4	14.9

资料来源：浙商证券研究所注：2024 为 2024 财年，对应时间 2023.3.1-2024.2.29；

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万美元)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
<b>流动资产</b>	3699	4141	5011	5782
现金	2209	2471	3133	3773
应收账款	151	221	300	351
预付及其他流动资产	1340	1449	1578	1658
<b>非流动资产</b>	1229	1196	1158	1128
长期投资	39	39	39	39
固定资产	405	414	376	346
无形资产	233	233	233	233
其他	551	509	509	509
<b>资产总计</b>	4928	5337	6170	6910
<b>流动负债</b>	1082	1294	1765	2059
应付款项	127	178	245	284
应交税金	71	86	117	137
交易性金融负债	0	0	0	0
借贷到期部分	0	0	0	0
其他	884	1030	1403	1639
<b>非流动负债</b>	207	292	292	292
<b>负债合计</b>	1289	1586	2057	2351
归属母公司股东权益	3662	3774	4136	4582
少数股东权益	(23)	(23)	(23)	(23)
<b>负债和股东权益</b>	4928	5337	6170	6910

### 利润表

(百万美元)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
<b>营业收入</b>	1490	2180	2970	3469
营业成本	684	959	1316	1525
毛利	806	1221	1655	1943
其他收入	0	0	0	0
销售费用	462	683	826	949
管理费用	430	494	551	586
研发费用	0	0	0	0
营业利润	(86)	44	278	408
利息收入	85	38	42	54
利息支出	0	0	0	0
权益性投资损益	(6)	0	0	0
其他非经营性损益	2	0	0	0
其他	16	33	45	52
<b>除税前利润</b>	11	114	364	514
所得税	15	0	0	66
<b>净利润</b>	(4)	114	364	448
少数股东损益	(1)	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	(4)	114	364	448

### 主要财务比率

	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	46.2%	46.3%	36.3%	16.8%
营业利润	/	/	536.5%	47.2%
归属母公司净利润	/	/	219.4%	23.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率	54.1%	56.0%	55.7%	56.0%
净利率	-0.2%	5.2%	12.3%	12.9%
ROE	-0.1%	3.0%	8.8%	9.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	26.2%	29.7%	33.3%	34.0%
流动比率	3.42	3.20	2.84	2.81
速动比率	2.18	2.08	1.94	2.00
<b>营运能力</b>				
应收账款周转天数	31.52	30.66	31.57	33.80
存货周转天数	28.23	30.79	31.08	33.48
<b>每股指标(美元)</b>				
每股收益	-0.02	0.57	1.81	2.23
每股经营现金流	1.52	1.02	3.32	3.18
每股营业收入	7.40	10.82	14.75	17.22
每股净资产	18.18	18.74	20.53	22.75
<b>估值比率</b>				
P/S	5.97	3.07	2.25	1.93
P/E	/	58.63	18.36	14.91
EV/EBITDA	162.76	25.20	8.67	5.39

### 现金流量表

(百万美元)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
<b>经营活动现金流</b>	306	206	669	640
净利润	(4)	114	364	448
折旧摊销	30	91	88	80
营运资金变动	183	33	262	164
其它	97	(33)	(45)	(52)
<b>投资活动现金流</b>	95	59	(5)	2
资本支出	(121)	(100)	(50)	(50)
长期投资	214	0	0	0
其他	3	159	45	52
<b>筹资活动现金流</b>	(233)	0	0	0
银行借款	0	0	0	0
股本增加	(233)	0	0	0
支付的利息和股利	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	163	262	661	640

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>