

业绩超预期，递延收入指标维持高增

2025 年 01 月 26 日

事项：1 月 23 日晚间，公司发布 FY2025Q3 (2024 年 9-11 月) 业绩，净收入 6.064 亿美元/yoy+62.4%，归母净利润 2307 万美元/同比扭亏，Non-GAAP 经营亏损 192 万美元/同比收窄 81.1%，Non-GAAP 归母净利润 3858 万美元/同比扭亏。

Q3 秋季收入超市场预期，K12 线下培优、硬件业务为核心驱动。 FY2025Q3 公司收入 6.064 亿美元/yoy+62.4% (人民币口径 yoy+59.2%)，高于彭博一致预期的 5.397 亿美元/yoy+44.5%，进一步验证行业景气度。其中，线下培优业务得益于市场对素养课程需求的增长、公司高质量的教学服务以及稳健的产能扩张保持快速增长；硬件业务在电商双十一活动、新品学练机推动下较快增长。公司期末递延收入 8.256 亿美元/yoy+62.6%，增速较上季度末进一步加快 (FY2025Q3 末递延收入 yoy+59.1%)，我们预计寒假季度增势仍将延续。

Q3 利润超市场预期，线下培优业务利润率稳定。 FY2025Q3 公司 Non-GAAP 经营亏损 192 万美元，好于彭博一致预期的亏损 1320 万美元。拆分看，硬件业务仍有亏损，而培优小班业务模型成熟、利润率稳定。我们预计硬件业务有望随着销量增长形成规模效应，并随着渠道结构的调整迎来盈利改善。

线下培优学习中心稳步扩张，续班率保持稳定。 公司线下学习中心稳步扩张，主要在现有地区进行加密。根据我们在学而思 APP 上的统计，截至目前线下教学点数预估超过 450 家，而 2023 年底约 300 家，这为未来的业务增长奠定基础。效率指标来看，据公司，本季度线下课程的续班率保持稳定。

硬件产品矩阵扩容，用户活跃度指标保持优秀。 2024 年 8 月底公司推出新品学练机 Xbook，主要针对练习场景，售价 3800 元，略低于此前的学习机 Xpad 系列。目前，公司硬件产品矩阵已经扩容至 4 款。尽管用户基数的不断扩大，产品的用户活跃度仍然保持健康，Q3 硬件用户平均周活跃率约为 80%，每台设备平均使用时间为 1 小时，50%+活跃用户每周使用超过 5 天。

大模型应用持续升级，助力学习效率升级。 2023 年 8 月底公司正式推出自研千亿级参数大模型“九章”，其应用已经在硬件产品落地，并且功能不断升级。以智能助手“小思”为例，目前小思可实现答疑解惑、口语分级练、连续对话、情绪识别等功能。据公司，2024 年学而思学习机共帮助孩子订正了 7497 万道错题，指尖查字词 2463 万次，作文批改 629 万次，小思被唤醒 2.3 亿次。

投资建议：好未来是全国 K12 教培龙头，产品和教研优势显著。“双减”后公司成功转型素质教育+科技，重回增长快轨，其中核心培优业务快速增长，硬件等新业务快速起量，我们看好公司教育业务的持续增长与盈利改善。积极关注。

风险提示：硬件销量不及预期，产品及服务质量下滑，AI&教育领域竞争加剧，监管收紧。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价	经调整 EPS (美元)			PE (倍)			评级
			FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2024A	FY2025E	FY2026E	
TAL.N	好未来	11.07	0.14	0.30	0.50	291	36	22	/
9901.HK	新东方-S	36.05	0.23	0.29	0.35	20	16	13	推荐

资料来源：彭博，民生证券研究院预测；

(注：股价为 2025 年 1 月 24 日收盘价，好未来为美元，新东方-S 为港元；未覆盖公司数据采用彭博一致预期；好未来 2025 财年截至 2025 年 2 月 28 日，新东方 2025 财年截至 2025 年 5 月 31 日)



分析师 易永坚

执业证书：S0100523070002

邮箱：yiyongjian@mszq.com

分析师 徐熠雯

执业证书：S0100523100002

邮箱：xuyiwen@mszq.com

相关研究

1.Zoom Communications (ZM.O) 深度报告：拐点将至？多元产品矩阵+AI 变现的潜力驱动-2025/01/22

2.海外周报：近期国际政治关系复杂多变，建议重点关注资产交易平台和低估值标的-2025/01/19

3.电商研究系列 (二)：拼多多 (PDD) 深度报告：低价优势深厚，组织效率驱动“超级速度”出海-2025/01/17

4.海外周报：静待特朗普入主白宫，关注 TikTok 被禁动态-2025/01/12

5.海外周报：Trump 交易 2.0 版本渐起，关注 CES 展会热点&微信小店等-2025/01/06

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048