

买入

2025 年 2 月 12 日

业绩表现超预期，智能学习机业务快速增长。

- 业绩概览：**公司 25 财年 3 季度（24 年 8 月-24 年 11 月）收入为 6.06 亿美元，同比增长 62.4%（预期同比+39%），Non-GAAP 经营利润为-192 万美元，亏损大幅度收窄，此前市场预期为-0.95 亿元；Non-GAAP 经营利润率-0.32%，同比+2.41pct，此前市场预期为-1.8%；Non-GAAP 归母净利润 0.39 亿美元，同比扭亏，去年同期为-195 万美元，此前市场预期为 0.2 亿美元；Non-GAAP 净利润率 6.36%，同比+6.88pct，此前市场预期为 3.7%。季度末公司现金+短期投资为 38.0 亿美元，无银行负债。此外，公司递延收入（流动负债）为 7.8 亿，同比+62%。
- 线下网点持续扩张，智能学习业务增长迅猛：**（1）教育培训业务：培优线下素养业务表现突出，维持高双位数同比增长；在旺盛的市场需求下，公司持续加密线下教学点，预估线下教学点数量约为 430-450 个，考虑到公司强大的产品力、品牌影响力及运营能力，持续加密教学点的情况下仍能保持较好的留存率和利用率，其储备的师资与管理团队满足公司继续进行扩张。此外，高中教培业务也实现稳定的双位数同比增长。（2）内容解决方案：在智能学习机业务方面，2024 年 8 月推出学练机 Xbook，售价不到 4000 元，与之前发布的产品覆盖 4000-8000 元价格段。学练机 Xbook 具有学习、练习和阅读三种模式，获家长好评。第三方平台数据，FY25Q3 学而思品牌智能学习机销售额 16 亿元，同比增长 88%，销量 35.6 万台，同比增长 65%，线上销售额排名稳居第一，按销售额计算市占率达 28%。25 年 1 月，学而思携搭载全新智能助手和九章大模型的学习机参加全球 CES 展，斩获业界重量级奖项“TWICE Picks”奖，公司在“AI+教育领域深度探索获全球认可”。
- 目标价 17.5 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，公司妥善运用自身强大的教学资源与管理能力，着重发力素养业务及智能学习机业务，尤其是智能学习机实现对于传统学习机厂商产品实现降维打击。我们预测公司新业务仍将保持高速发展，公司盈利能力持续优化，将公司的 FY25/FY26/FY27 利润预测提升至 1.28 亿/2.37 亿/3.16 亿美元。根据 DCF 法，取 WACC=10%，长期增长率为 1%（考虑到中国生育率长期下滑影响），调整目标价为 17.50 美元，较当前价格有 24.80% 的增长空间，给予买入评级。

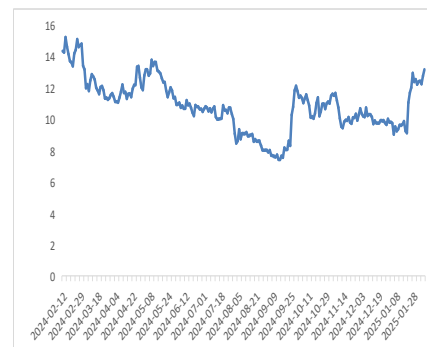
李卓群
+852-25321539
Grayson.li@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	教育
股价	美元
目标价	17.50 美元 (+24.80%)
股票代码	TAL
已发行股本	6.05 亿 ADS
市值	79.6 亿美元
52 周高/低	15.52/7.35 美元
每股净现值	6.24 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	2,186,850	3,010,041	3,794,858
变动	-76.78%	46.15%	46.73%	37.64%	26.07%
净利润	-135,612	-3,573	128,711	250,526	350,614
Non-GAAP净利润	-27,041	85,325	188,328	310,144	410,231
GAAP净利润每ADS盈利	-0.64	-0.02	0.64	1.26	1.78
变动	N/A	N/A	N/A	96.6%	41.4%
基于14美元的市盈率（估）	N/A	N/A	21.9	11.1	7.9
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	2,186,850	3,010,041	3,794,858	盈利能力					
- 主营业务收入成本	436,358	(684,316)	(984,083)	(1,339,468)	(1,669,738)	毛利率 (%)	57.2%	54.1%	55.0%	55.5%	56.0%
毛利	583,404	806,124	1,202,768	1,670,573	2,125,121	经营利润率 (%)	-8.9%	-4.6%	2.8%	6.0%	7.4%
营业开支	(696,827)	(891,798)	(1,159,031)	(1,505,020)	(1,859,481)	净利率 (%)	-12.9%	-0.3%	5.9%	8.3%	9.2%
- 行政管理费用	(413,791)	(429,947)	(481,107)	(662,209)	(834,869)	营运表现					
- 市场营销费用	(283,036)	(461,851)	(677,924)	(842,811)	(1,024,612)	行政管理费用/收入 (%)	40.6%	28.8%	22.0%	22.0%	22.0%
营业利润	(90,730)	(69,229)	60,182	181,997	282,085	市场营销费用/收入 (%)	27.8%	31.0%	31.0%	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	160,182	281,997	382,085	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)	(32,036)	(32,036)	(32,036)	财务状况					
净利润	(131,978)	(4,138)	128,146	249,961	350,049	总负债/总资产	19.9%	19.1%	26.2%	28.4%	29.6%
Non-GAAP净利润	(27,041)	85,325	188,328	310,144	410,231	收入/净资产	26.3%	39.0%	60.1%	78.7%	91.7%
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%	10.2%	12.4%
主营业务增长 (%)	-77%	46%	47%	38%	26%	税前盈利对利息倍数	(1.8)	0.2	2.0	3.5	4.8
Non-GAAP净利润增长 (%)	-97%	-416%	121%	65%	32%						
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	2,509,597	2,922,061	3,542,213	+ 净利润	(131,978)	(4,138)	128,146	249,961	350,049
+ 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	100,254	137,993	173,972	+ 其他调整	171,310	96,136	59,618	59,618	59,618
+ 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	195,689	187,446	298,136
总计流动资产	3,468,407	3,699,174	4,031,942	4,482,144	5,138,275	经营活动现金流量	7,358	306,172	469,558	598,052	824,298
+ 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	5,343,328	5,878,091	6,621,872	+ 已付股利	0	0	0	0	0
+ 应付账款	59,991	127,321	214,836	250,886	329,668	+ 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	1,309,833	1,535,018	1,869,133	现金净增减	(386,879)	162,569	300,841	412,464	620,151
+ 长期借款	0	0	0	0	0	现金剩余	1,251,310	2,457,476	2,758,317	3,170,781	3,790,933
+ 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	1,516,800	1,741,985	2,076,100						
总股东权益	3,820,913	3,638,764	3,826,527	4,136,106	4,545,772						

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。