

好未来（TAL）

拥抱 DeepSeek 突破成长边界，有望重构教育格局及估值体系

学而思正式发布接入 DeepSeek 的全新“随时问”APP

该产品深度融合 DeepSeek R1 智能推理，依托学而思 22 年教研沉淀，现面向全国中小学生免费开放，提供苏格拉底式启发学习模式，支持题目分步解析、无限追问和智能错题管理，助力构建科学学习体系。

学而思专业内容 × 强大模型，点亮三大“黑科技”

随时问 APP 全方位拥抱 DeepSeek，一方面会直接接入 DeepSeek R1，为用户提供深度思考模式下的问答功能；另一方面，DeepSeek 的 V3 版本已成为学而思九章大模型的基座之一，学而思加入大量教育行业专有数据进行二次训练，并在此基础上开发学习场景的产品功能。

DeepSeek 大模型的优势在于强大的个性输出和深度思考能力，而学而思的优势在于多年的教育经验和丰富的教学资源，两者的结合能够让 AI 答疑和辅导的个性化水平迈上新台阶。随时问 APP 针对中小学学习场景实现了深度优化，目前具备三大“黑科技”：

首先，超过 2.5 亿分钟自研讲解视频。这些讲解视频基于学而思专业教研，能够提供清晰、专业的题目讲解和引导，并且讲解过程中可以进行互动。视频讲解在目前市面上同类 APP 中多属于 VIP 付费功能，但在随时问上完全免费。

第二，超高准确率的“九章识题”技术。题目被准确识别，才能被有效解答。随时问 APP 具备业内顶尖的多模态识别能力和语音输入输出能力，尤其针对教育场景中的公式和特殊符号进行了专门训练。无论是 $\sin$ 、 $\cos$ 等数学符号，表格形式的题目，还是纯手写的模糊字迹都可以高准确率识别，这对用户实际体验会带来可感知的极大提升。

第三，智能分级适配的“九章答题”能力。用户使用随时问 APP 拍题后，AI 能够实时判断出对应的学科、年级和考察范围，并精准匹配该年级需要约束的知识范畴和解题方法。比如，四年级之前的应用题解答不会涉及方程，而初中的函数问题也不会提及“定义域”等复杂概念，让孩子获得能看懂、真有用的解答。

随时问 APP 集成 AI 问答、AI 拍照答疑、AI 作业检查、AI 作文批改、AI 错题本等中小学生高频使用的学习工具，可以一站式查漏补缺和学习辅导。

长远看以 DeepSeek 为代表深度推理模型将对人类学习方式带来深远影响

如果说在互联网+搜索引擎的时代，需要的是个体检索和梳理信息能力，那在具备深度推理能力的生成大模型时代，需要的是提出优质问题能力。

一方面，随时问 APP 接入 DeepSeek 的问答功能将帮助学生逐步建立起对 AI 工作方式的理解，在与 AI 的交互中培养起利用 AI 学习和探究的能力。另一方面，随时问 APP 从“提问”、“回答”和“互动保障”三个维度入手，让学生愿意提问、喜欢提问。

比如，“分步追问”是提问环节的辅助亮点，启发式追问能够帮助孩子拓展思维边界；更有“苏格拉底式提问”模式，AI 小助手不直接给出解答，而是通过连续提问的方式，一步步引导用户自己得出答案或结论。

从行业面看，我们认为接入 DeepSeek 同样具备深刻意义

为什么教育公司较快响应？我们认为，一方面，有实际业务（获客/服务/粘性）促进，相关融合迭代有望快速落地。

另一方面，AI 作为在线教育工具有望快速完成市场覆盖，我们认为目前获

证券研究报告
2025 年 02 月 22 日

投资评级

6 个月评级

买入（维持评级）

作者

孙海洋

分析师

SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

何富丽

分析师

SAC 执业证书编号：S1110521120003
hefuli@tfzq.com

相关报告

- 1 《好未来-公司动态研究:乐观看待后续表现》 2025-01-26
- 2 《好未来-公司动态研究:超预期，乐观看待后续成长》 2024-10-28
- 3 《好未来-公司动态研究:静待盈利改善》 2024-08-13

客比转化重要，建立用户连接后逐步沉淀消化。

信息化升级有望打开教育公司成长空间

2020 年前后教培行业曾进行过在线教育军备竞赛，彼时除特殊的外部环境，各家均看重在线教育市场潜力，加大投放力度跑马圈地，获客成本普遍提高。

我们认为，线上教育可以冲破传统线下教育管理半径及物理边界，能充分放大市场规模，行业龙头线下市占率或只能在低位徘徊，但线上或可以打开多倍增量。

本轮变革有望再次为重构行业格局提供可能性

我们认为：一方面，经过过去几年环境变化，行业头部供给相对收缩，真正规模化投入及竞争相对宽松，留存机构优势放大有望继续提高市占。

另一方面，尽管目前随时问免费，但我们预计其意义还是在于低成本获客及学生数据积累，其实具备重要意义。

维持盈利预测，维持“买入”评级

我们预计公司 FY25-27 年收入分别为 24 亿美元、38 亿美元、61 亿美元；

Non-GAAP 归母净利分别为 2.1 亿美元、3.2 亿美元、4.8 亿美元；

EPS（按存托凭证数算）分别为 0.3 美元、0.5 美元、0.8 美元；

对应 PE 为 42x、28x、18x。

风险提示：新 APP 推进效果不及预期，行业竞争激烈，核心高管流失，收入不及预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com