

教育	收盘价 美元 8.93	目标价 美元 13.30	潜在涨幅 +48.9%	2025年4月25日
----	----------------	-----------------	----------------	------------

好未来教育 (TAL US)

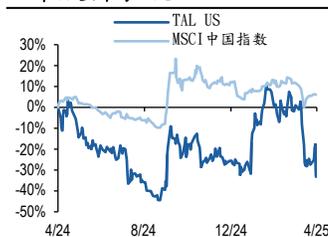
4 季度品牌建设投放加大；2026 财年盈利能力提升是首要目标

- 2025 财年4 季度业绩：**收入 6.1 亿美元，同比增 42%，基本符合我们预期，主要受益于强劲的素质教育培训需求及学习机销售。调整后运营亏损 169 万美元，对比我们预期/彭博市场预期的盈利 2200 万/2500 万美元，主要因线上营销支出高于预期。调整后净利润 701 万美元，对应净利润率 1.1%。
- 业绩亮点：**1) **学习服务：**我们估算素养业务收入维持高速增长，得益于培优素养小班收入强劲需求以及教学点扩张下招生人数上升拉动，其中培优素养小班留存率达 80%。2) **内容解决方案：**我们估算 4 季度学习机销售收入维持同比健康增长，公司持续扩充产品矩阵以触达更多用户，但周使用率（80%）及日均时长（1 小时）仍保持稳定。2 月 19 日，学而思宣布结合新课标进行内容升级，推出多项全新课程，新增 26 万+同步练习，扩展至超 3500 本分级阅读，接入 DeepSeek 并计划推出全新 AI 辅助功能，持续围绕技术+内容+用户体验强化品牌影响力。
- 2026 财年展望：**2026 财年，好未来将继续致力于提供高质量教学服务及内容，预计整体收入增长维持健康并实现 30% 的收入增长，超过 29 亿美元。AI 技术的加持下，降本增效也将持续，预计 2026 财年调整后运营利润率持续释放，实现 7%+ 利润率，较 2025 财年翻倍。
- 估值：**我们继续认为教育教培或是 AI 及大模型应用落地的最优场景之一，公司持续的 AI 投入及优质的内容将持续受益。公司也将继续在产品多元化、渠道多样化继续投入，以适应不同业务的不同的品牌周期和业务增长周期，但同时，2026 财年盈利能力和效率的提升也仍是重要目标，业绩增长确定性强。公司现价对应 2026 财年年市盈率为 18 倍，估值吸引，维持目标价 13.3 美元，维持买入评级。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52 周高位 (美元)	14.79
52 周低位 (美元)	7.42
市值 (百万美元)	4,090.83
日均成交量 (百万)	42.79
年初至今变化 (%)	(10.88)
200 天平均价 (美元)	11.35

资料来源: FactSet

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5330

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5333

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5332

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5334

财务数据一览

年结2月28日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入 (百万美元)	1,490	2,250	2,917	3,418	3,864
同比增长 (%)	46.2	51.0	29.6	17.2	13.0
净利润 (百万美元)	85	150	307	436	512
每股盈利 (美元)	0.14	0.24	0.51	0.72	0.84
同比增长 (%)	-429.9	73.6	107.9	42.0	17.6
前EPS 预测值 (美元)			0.50	0.70	
调整幅度 (%)			0.0	1.9	
市盈率 (倍)	63.8	36.8	17.7	12.5	10.6
每股账面净值 (美元)	6.00	6.22	7.09	7.79	8.61
市账率 (倍)	1.49	1.43	1.26	1.15	1.04

资料来源: 公司资料, 交银国际预测 ^ 净利润和每股盈利基于 Non-GAAP 基础

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 2025 财年 4 季度业绩概览

(百万美元) 年结 2 月 28 日	4QFY24	3QFY25	4QFY25	环比 (%)	同比 (%)	交银国际 预测	差异 (%)	点评
总收入	430	606	610	1	42	600	2	受益于强劲的素质教育培训需求及学习机销售
<i>彭博一致预期</i>			<u>632</u>					
成本	(202)	(287)	(293)	2	45	(270)	8	
毛利润	227	320	318	-1	40	330	-4	
毛利率 (%)	53	53	52			55		
Non-GAAP 毛利润	230	321	319	-1	39	331	-4	
Non-GAAP 毛利率 (%)	54	53	52			55		
运营费用	(243)	(338)	(336)	-1	38	(323)	4	
销售费用	(126)	(226)	(218)	-4	73	(175)	24	
管理费用	(117)	(112)	(118)	6	1	(148)	-20	
占收比 (%)	-57	-56	-55			-54		
销售费用	-29	-37	-36			-29		经调整销售费用率同比提升 7.1 个百分点
管理费用	-27	-18	-19			-25		经调整管理费用率同比优化 6.6 个百分点
运营利润	(11)	(17)	(16)	-8	45	7	NA	
运营利润率 (%)	-3	-3	-3			1		
Non-GAAP 运营利润	9	(2)	(2)	-12	NA	22	NA	
Non-GAAP 运营利润率 (%)	2	0	0			4		
税前利润	34	19	7	-66	-81	42	-84	
税费	(7)	4	(14)	NA	115	(6)	124	
有效税率 (%)	20	-16	119			15		
少数股东权益	0	0	0	107	-51	0	107	
净利润	28	23	(7)	NA	NA	35	NA	
Non-GAAP 净利润	48	39	7	-82	-85	51	-86	
Non-GAAP 净利润率 (%)	11	6	1			8		
<i>彭博一致预期</i>			<u>50</u>					
Non-GAAP EPADS	0.08	0.06	0.01	-82	-85	0.08	-86	
<i>彭博一致预期</i>			<u>0.08</u>					

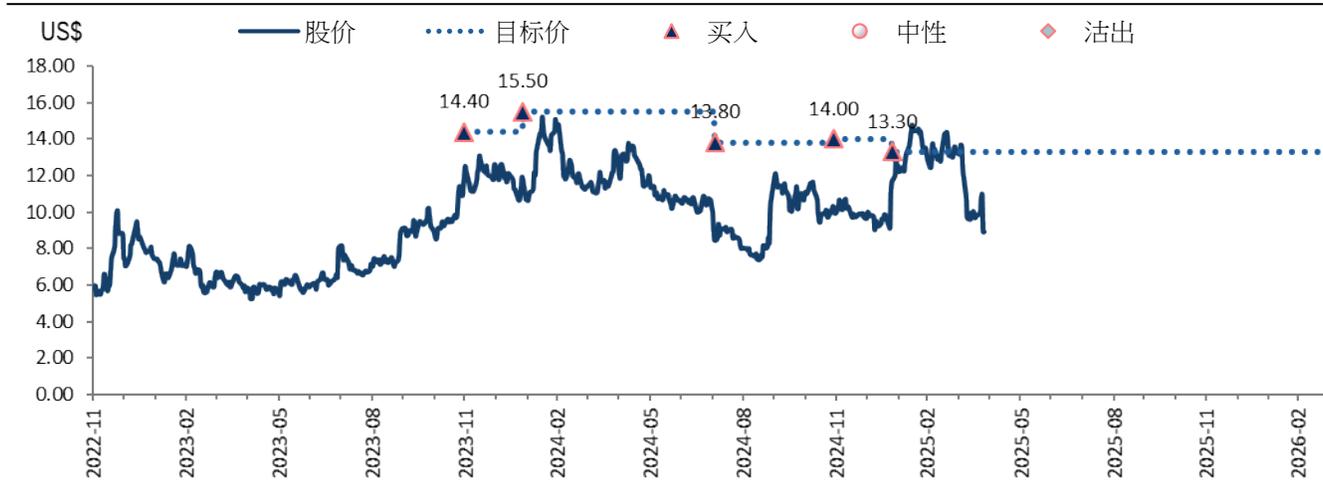
资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 2: 损益表预测

(百万美元) 年结 2 月 28 日	1QFY25	4QFY25	1QFY26E	环比 (%)	同比 (%)	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
总收入	414	610	582	-5	40	2,250	2,917	3,418	3,864
<i>彭博一致预期</i>			<u>587</u>				<u>3,037</u>	<u>3,841</u>	<u>8,024</u>
收入分布									
教学服务	311	430	439	2	41	1,587	2,223	2,681	3,106
内容解决方案	104	171	143	-20	38	663	695	737	758
成本	(200)	(293)	(278)	-5	39	(1,050)	(1,345)	(1,550)	(1,708)
毛利润	214	318	304	-4	42	1,200	1,572	1,869	2,155
毛利率 (%)	52	52	52			53	54	55	56
Non-GAAP 毛利润	217	319	305	-4	41	1,207	1,577	1,874	2,162
Non-GAAP 毛利率 (%)	52	52	52			54	54	55	56
运营费用	(232)	(336)	(307)	-9	32	(1,208)	(1,424)	(1,591)	(1,800)
销售费用	(122)	(218)	(158)	-28	29	(749)	(756)	(832)	(941)
管理费用	(110)	(118)	(149)	26	36	(459)	(668)	(759)	(859)
占收比 (%)	-56	-55	-53			-54	-49	-47	-47
销售费用	-30	-36	-27			-33	-26	-24	-24
管理费用	-26	-19	-26			-20	-23	-22	-22
运营利润	(17)	(16)	(2)	-86	-87	(3)	148	278	356
运营利润率 (%)	-4	-3	0			0	5	8	9
Non-GAAP 运营利润	1	(2)	11	NA	NM	62	217	358	446
Non-GAAP 运营利润率 (%)	0	-0.3	2.0			3	7.4	10.5	11.6
税前利润	14	7	31	367	126	123	280	418	496
税费	(2)	(14)	(5)	-67	101	(38)	(42)	(63)	(74)
有效税率 (%)	16	119	15			29	15	15	15
少数股东权益	0	0	0	0	-16	0	0	0	0
净利润	11	(7)	26	NA	130	85	239	356	422
Non-GAAP 净利润	30	7	40	468	35	150	307	436	512
Non-GAAP 净利润率 (%)	7	1	7			7	11	13	13
<i>彭博一致预期</i>			<u>45</u>				<u>287</u>	<u>407</u>	<u>1,295</u>
Non-GAAP EPADS	0.05	0.01	0.07	468	36	0.24	0.51	0.72	0.84

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 3: 好未来教育 (TAL US) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

2025 年 4 月 25 日

好未来教育 (TAL US)

图表 4: 交银国际互联网及教育行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发布日期	子行业
BIDU US	百度	买入	89.50	111.00	24.0%	2025 年 02 月 19 日	广告
IQ US	爱奇艺	买入	1.91	2.40	25.7%	2025 年 04 月 24 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	50.45	64.00	26.9%	2025 年 03 月 26 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	买入	41.02	60.00	46.3%	2025 年 03 月 21 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	13.30	17.00	27.8%	2025 年 03 月 19 日	文娱内容
9899 HK	网易云音乐	买入	165.50	184.00	11.2%	2025 年 02 月 25 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	17.67	26.00	47.1%	2025 年 02 月 21 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	5.72	7.20	25.9%	2025 年 03 月 14 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	26.20	28.00	6.9%	2025 年 03 月 04 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	103.27	165.00	59.8%	2025 年 03 月 21 日	电商
JD US	京东	买入	32.47	62.00	90.9%	2025 年 03 月 07 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	119.29	165.00	38.3%	2025 年 02 月 21 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	11.66	15.60	33.8%	2025 年 01 月 22 日	电商
9901 HK	新东方教育科技	买入	36.05	46.00	27.6%	2025 年 03 月 31 日	教育
DAO US	有道	买入	8.65	12.00	38.7%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	8.93	13.30	48.9%	2025 年 01 月 24 日	教育
GOTU US	高途	买入	2.87	4.60	60.3%	2024 年 11 月 20 日	教育
3888 HK	金山软件	买入	38.30	50.00	30.5%	2025 年 03 月 20 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	471.00	583.00	23.8%	2025 年 03 月 20 日	游戏
NTES US	网易	买入	105.91	124.00	17.1%	2025 年 01 月 20 日	游戏
777 HK	网龙网络	中性	10.04	10.20	1.6%	2025 年 04 月 02 日	游戏
9690 HK	途虎	买入	17.02	21.00	23.4%	2025 年 03 月 21 日	本地生活
3690 HK	美团	买入	127.00	226.00	78.0%	2024 年 12 月 02 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	11.94	18.50	54.9%	2025 年 03 月 07 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	8.03	13.50	68.1%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.88	1.40	-25.5%	2024 年 11 月 14 日	物流
9878 HK	汇通达网络	买入	11.84	21.00	77.4%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	8.17	9.60	17.5%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	20.80	25.50	22.6%	2025 年 04 月 16 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	446.60	605.00	35.5%	2024 年 11 月 19 日	在线旅行社
6682 HK	第四范式	买入	38.85	64.00	64.7%	2025 年 03 月 10 日	软件

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *截至 2025 年 4 月 24 日

财务数据

损益表 (百万元美元)					
年结2月28日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	1,490	2,250	2,917	3,418	3,864
主营业务成本	(684)	(1,050)	(1,345)	(1,550)	(1,708)
毛利	806	1,200	1,572	1,869	2,155
销售及管理费用	(443)	(749)	(756)	(832)	(941)
研发费用	(449)	(459)	(668)	(759)	(859)
其他经营净收入/费用	16	4	0	0	0
经营利润	(69)	(3)	148	278	356
Non-GAAP标准下的经营利润	20	62	217	358	446
财务成本净额	85	83	80	80	80
其他非经营净收入/费用	(4)	42	52	60	60
税前利润	11	123	280	418	496
税费	(15)	(38)	(42)	(63)	(74)
非控股权益	1	0	0	0	0
净利润	(4)	85	239	356	422
作每股收益计算的净利润	(4)	85	239	356	422
Non-GAAP标准的净利润	85	150	307	436	512

资产负债表 (百万元美元)					
截至2月28日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	2,457	1,992	2,499	2,727	3,074
有价证券	1,095	1,847	1,939	2,036	2,138
存货	68	105	115	128	140
其他流动资产	79	183	464	538	558
总流动资产	3,699	4,127	5,018	5,430	5,909
投资物业	284	305	320	336	353
物业、厂房及设备	405	472	710	915	1,141
无形资产	191	183	183	183	183
其他长期资产	348	416	416	416	416
总长期资产	1,229	1,376	1,629	1,850	2,092
总资产	4,928	5,503	6,647	7,280	8,002
应付账款	682	817	1,418	1,628	1,852
其他短期负债	400	624	624	624	624
总流动负债	1,082	1,441	2,042	2,252	2,476
长期贷款	0	0	0	0	0
长期应付账款	177	245	245	245	245
其他长期负债	30	50	50	50	50
总长期负债	207	295	295	295	295
总负债	1,289	1,737	2,337	2,548	2,772
股本	4,257	4,295	4,516	4,584	4,661
储备及其他资本项目	(595)	(528)	(206)	149	570
股东权益	3,662	3,767	4,310	4,733	5,231
非控股权益	(23)	(0)	(1)	(1)	(1)
总权益	3,639	3,766	4,309	4,732	5,230

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元美元)					
年结2月28日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
税前利润	11	123	280	418	496
折旧及摊销	30	24	31	41	52
营运资本变动	183	239	498	123	193
税费	15	38	42	63	74
其他经营活动现金流	67	(26)	(16)	(45)	(58)
经营活动现金流	306	398	835	600	757
资本开支	(113)	(170)	(221)	(259)	(292)
投资活动	204	(773)	(108)	(113)	(119)
其他投资活动现金流	4	97	0	0	0
投资活动现金流	95	(847)	(328)	(372)	(411)
负债净变动	0	0	0	0	0
权益净变动	(233)	0	0	0	0
其他融资活动现金流	0	(13)	0	0	0
融资活动现金流	(233)	(13)	0	0	0
汇率收益/损失	(6)	(3)	0	0	0
年初现金	2,295	2,457	1,992	2,499	2,727
年末现金	2,457	1,992	2,499	2,727	3,074

财务比率					
年结2月28日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(美元)					
核心每股收益	(0.006)	0.140	0.392	0.585	0.694
全面摊薄每股收益	(0.006)	0.137	0.392	0.585	0.694
Non-GAAP标准下的每股收益	0.140	0.243	0.505	0.717	0.843
每股账面值	6.004	6.225	7.090	7.786	8.606
利润率分析(%)					
毛利率	54.1	53.3	53.9	54.7	55.8
EBITDA利润率	(2.6)	0.9	6.2	9.3	10.6
EBIT利润率	(4.6)	(0.1)	5.1	8.1	9.2
净利率	(0.2)	3.8	8.2	10.4	10.9
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
EBITDA利润率	3.3	3.8	8.5	11.7	12.9
经营利润率	1.3	2.7	7.4	10.5	11.6
净利率	5.7	6.6	10.5	12.8	13.3
盈利能力(%)					
ROA	1.8	2.9	5.1	6.3	6.7
ROE	2.3	4.0	7.6	9.6	10.3
ROIC	0.0	2.3	5.5	7.5	8.1
其他					
流动比率	3.4	2.9	2.5	2.4	2.4

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告期内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告期内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告期内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、潮州燃气股份有限公司、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司及滴普科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。