

## 公司研究

## 销售费用投入加大，利润低于预期

## ——好未来（TAL.N）FY25Q4 业绩点评

## 要点

**事件:**好未来 FY25Q4 实现收入 6.10 亿美元,同比+42.1%;实现归母净利润-7311 万美元,同比由盈转亏;实现 Non-GAAP 归母净利润 7012 万美元,同比-85.4%。

**学习服务及其他: 培优小班课增长稳健。**

培优小班课仍是公司学习服务及其他业务板块中最大的收入贡献来源;其业务相对成熟,利润率亦较为稳定。最近几个财季,培优小班课营收持续同比增长, FY25Q4 培优小班留存率达到 80%,后续随着基数的增加,增速或逐渐放缓。从前瞻指标递延收入看, FY2025Q4 未递延收入为 6.71 亿美元,同比增长 56.7%,依然保持较快增长,需求保持韧性。

**内容解决方案: FY25Q4 学习设备收入环比正常回落, 同比持续增长。**

FY25Q4 学习设备收入同比增长,但环比有所下降,属于“双十一”电商节销售高峰后的正常回落。根据久谦电商数据(天猫+京东+抖音),我们估计 FY25Q4 线上主要渠道学而思学习机产品销量接近 24 万台,同比+123%;销售额超 10 亿元,销售额同比+72%。FY25Q4 学习设备整体用户群体的周平均活跃率约为 80%,每台设备的日均使用时长为 1 小时。

**利润低于预期, 销售费用率提升明显。**

FY25Q4 利润低于预期, Non-GAAP 归母净利润 7012 万美元,同比-85.4%。FY25Q4 公司毛利率 52.0%,同比-0.9pcts;销售费用率 35.7%,同比+6.4pcts,系为提升线上渠道渗透率和产品知名度而加大费用投入;管理费用率 19.4%,同比-7.9pcts,主要系公司 FY25Q4 分配至管理费用的基于股份的薪酬费用总额同比下降 30.1%至 1430 万美元。FY25Q4 公司经营利润为-1601.5 万美元,同比亏损扩大; Non-GAAP 经营利润-169.2 万美元,同比由盈转亏。

**盈利预测、估值与评级:**考虑到学习机业务竞争或加剧,公司费用投放力度预计维持高位,我们下调公司 FY2026-FY2027 年归母净利润预测分别至 1.44/2.34 亿美元(分别下调 3%/9%),引入 FY2028 年归母净利润预测为 3.49 亿美元,对应 FY2026-FY2028 年 EPS 分别为 0.72/1.16/1.73 美元, FY2026-FY2028 年 PE 分别为 38x/24x/16x。好未来为国内教育行业龙头,其学而思学习机增长势头强劲,后续随着盈利改善,公司业绩仍有较大提升空间,维持“增持”评级。

**风险提示: 教育政策收紧风险、行业竞争加剧、汇兑风险、新业务发展不及预期。**

## 公司盈利预测与估值简表

指标	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入(百万美元)	1490	2250	2975	3764	4489
营业收入增长率	46.15%	50.98%	32.20%	26.52%	19.26%
净利润(百万美元)	-4	85	144	234	349
净利润增长率	NA	NA	70.75%	61.69%	49.57%
EPS(美元)	-0.02	0.42	0.72	1.16	1.73
ROE(归属母公司)(摊薄)	-0.10%	2.25%	3.69%	5.64%	7.77%
P/E	NA	65	38	24	16

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2025-04-25 注: 好未来财年为截至同一年 2 月 28 日(或 29 日)之前的 12 个月;每三份 ADS 等于一份 A 类普通股

## 增持(维持)

当前价: 9.16 美元

## 作者

分析师: 陈彦彤

执业证书编号: S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师: 汪航宇

执业证书编号: S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebsecn.com

分析师: 聂博雅

执业证书编号: S0930522030003

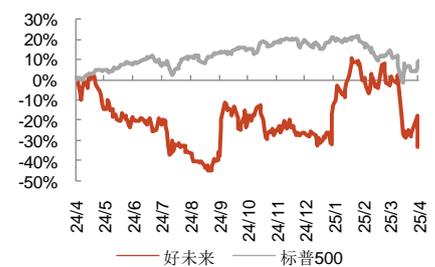
021-52523808

nieboya@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	2.01
总市值(亿美元):	55.35
一年最低/最高(美元):	7.35/15.30
近 3 月换手率(%):	116.77

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-24.01	-11.85	-40.83
绝对	-28.99	-21.50	-31.39

资料来源: Wind

## 相关研报

拨云见日终有时, 守得云开见月明——K12 教育培训行业深度报告(2024-12-10)

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万美元)	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
销售收入	1490	2250	2975	3764	4489
销售成本	684	1050	1388	1745	2068
其他营业费用	-16	-4	-15	-19	-22
销售和管理费用	892	1208	1537	1851	2095
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-85	-83	-83	-84	-82
其他经营损益	0	0	0	0	0
投资收益	-6	-10	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>9</b>	<b>71</b>	<b>148</b>	<b>271</b>	<b>431</b>
其他非经营损益	2	52	52	52	52
<b>税前利润</b>	<b>11</b>	<b>123</b>	<b>200</b>	<b>323</b>	<b>483</b>
所得税	15	38	50	81	121
<b>净利润</b>	<b>-4</b>	<b>84</b>	<b>150</b>	<b>242</b>	<b>362</b>
少数股东损益	-1	-0	5	8	13
<b>归属于母公司股东的净利润</b>	<b>-4</b>	<b>85</b>	<b>144</b>	<b>234</b>	<b>349</b>
EBITDA	-44	39	243	406	605
NOPLAT	28	-9	48	140	262
<b>EPS(美元)</b>	<b>-0.02</b>	<b>0.42</b>	<b>0.72</b>	<b>1.16</b>	<b>1.73</b>
资产负债表 (百万美元)	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
货币资金	3303	3618	4007	4498	5103
应收账款	0	0	0	0	0
预付款项	159	216	323	409	488
其他应收款	0	0	0	0	0
存货	68	105	139	174	206
其他流动资产	168	188	323	409	488
<b>流动资产总计</b>	<b>3699</b>	<b>4127</b>	<b>4792</b>	<b>5491</b>	<b>6285</b>
股权投资和长期投资	284	305	305	305	305
固定资产	405	472	483	541	550
在建工程	0	0	100	75	75
无形资产	191	183	186	215	231
长期待摊费用	0	0	0	0	0
其他非流动资产	348	416	456	456	456
<b>非流动资产合计</b>	<b>1229</b>	<b>1376</b>	<b>1529</b>	<b>1592</b>	<b>1617</b>
<b>资产总计</b>	<b>4928</b>	<b>5503</b>	<b>6321</b>	<b>7082</b>	<b>7903</b>
短期债务	0	0	0	0	0
应付账款	127	146	214	269	319
其他流动负债	955	1295	1896	2360	2768
<b>流动负债合计</b>	<b>1082</b>	<b>1441</b>	<b>2110</b>	<b>2629</b>	<b>3087</b>
长期债务	0	0	0	0	0
其他非流动负债	207	295	295	295	295
<b>非流动负债合计</b>	<b>207</b>	<b>295</b>	<b>295</b>	<b>295</b>	<b>295</b>
<b>负债合计</b>	<b>1289</b>	<b>1737</b>	<b>2405</b>	<b>2924</b>	<b>3382</b>
普通股	0	0	0	0	0
资本公积	4257	4295	4295	4295	4295

留存收益	-595	-528	-384	-150	199
归属母公司权益	3662	3767	3911	4145	4494
少数股东权益	-23	-0	5	14	26
<b>股东权益合计</b>	<b>3639</b>	<b>3766</b>	<b>3916</b>	<b>4158</b>	<b>4520</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>4928</b>	<b>5503</b>	<b>6321</b>	<b>7082</b>	<b>7903</b>

现金流量表 (百万美元)	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
税后经营利润	-6	55	111	203	323
折旧与摊销	30	0	127	168	204
财务费用	-85	-83	-83	-84	-82
其他经营资金	367	426	392	312	268
<b>经营性现金净流量</b>	<b>306</b>	<b>398</b>	<b>546</b>	<b>599</b>	<b>714</b>
<b>投资性现金净流量</b>	<b>95</b>	<b>-847</b>	<b>-241</b>	<b>-191</b>	<b>-191</b>
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>-233</b>	<b>-13</b>	<b>83</b>	<b>84</b>	<b>82</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>168</b>	<b>-462</b>	<b>388</b>	<b>492</b>	<b>605</b>

资料来源: WIND, 光大证券研究所

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP