

教育	收盘价 美元 10.94	目标价 美元 13.30	潜在涨幅 +21.6%
----	-----------------	-----------------	----------------

2025年8月1日

好未来教育 (TAL US)

K12 素养教培业务稳健

- 2026 财年 1 季度业绩：**收入 5.8 亿美元，同比增 39%，基本符合我们/市场预期，主要受益于强劲的素质教育培训需求及学习机销售。调整后运营利润 2500 万美元，好于我们预期/彭博一致预期的 1100 万/600 万美元，主要因毛利率优化快于预期（55%，同比提升近 3 个百分点）。调整后净利润 4200 万美元，对应净利润率 7%，同比基本持平。
- 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维持 80%。**2) 内容解决方案：**我们估算学习机销售收入维持同比健康增长。5 月 7 日，公司发布 P、S、T 三大系列学习机新品，进一步扩充产品矩阵以拓展用户触达并强化品牌影响力。根据奥维睿沃，2 季度（日历年）学而思学习机销量超 25 万台，平均售价约 3800 元人民币，对应销售额市场份额近 28%，环比 1 季度提升近 3 个百分点。另外，公司旗下 Think Academy 面向美国 4-12 岁学生推出 AI 学习平板 TalPad100，内置 AI 家庭作业助手和 AI 智能学伴等，探索教育硬件+软件出海机会。
- 展望：**我们基本维持此前 2026 财年全年预期，预计全年收入增速 28%，其中学习服务增速仍超 30%，学习机销售受平均单价影响有所下降，但销量仍维持高增。2026 财年 2 季度（截至 8 月季度），受暑期旺季影响及 618 电商大促拉动，预计公司整体收入增速 30%。利润层面，我们认为公司虽继续扩张计划，但节奏或较 2025 财年有所放缓，考虑到 AI 技术的投入和教学点利用率的持续提升，维持此前预期，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：**K12 素养培训需求仍在，同时考虑学而思学习机销量仍行业领先，优质内容仍是优势，为 AI 应用落地奠定基础，我们仍看好公司稳定增长前景。我们按 SOTP 估值，给与 2026 财年教育业务 20 倍市盈率（增速好于同业），及学习机硬件 1 倍市销率，维持目标价 13.3 美元，维持**买入**。

财务数据一览

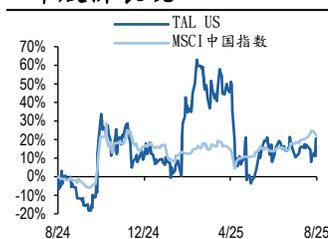
年结2月28日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入(百万美元)	1,490	2,250	2,881	3,422	3,873
同比增长(%)	46.2	51.0	28.0	18.8	13.2
净利润(百万美元)	85	150	296	436	512
每股盈利(美元)	0.14	0.24	0.48	0.71	0.83
同比增长(%)	-429.9	73.6	98.2	47.5	17.4
前EPS预测值(美元)			0.51	0.72	0.84
调整幅度(%)			-4.7	-1.0	-1.1
市盈率(倍)	78.2	45.0	22.7	15.4	13.1
每股账面净值(美元)	6.00	6.22	6.99	7.68	8.49
市账率(倍)	1.82	1.76	1.57	1.42	1.29

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

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)	6,673.81
日均成交量(百万)	15.59
年初至今变化(%)	9.18
200天平均价(美元)	11.32

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

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 1：2026 财年 1 季度业绩概览

(百万美元) 年结 2 月 28 日	1QFY25	4QFY25	1QFY26	环比 (%)	同比	交银国际 预测	差异 (%)	点评
总收入	414	610	575	-6	39	582	-1	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>579</u>					
成本	(200)	(293)	(260)	-11	30	(278)	-6	
毛利润	214	318	315	-1	47	304	4	
毛利率 (%)	52	52	55			52		
Non-GAAP 毛利润	217	319	316	-1	46	305	4	
Non-GAAP 毛利率 (%)	52	52	55			52		
运营费用	(232)	(336)	(302)	-10	30	(307)	-2	
销售费用	(122)	(218)	(181)	-17	48	(158)	15	
管理费用	(110)	(118)	(121)	2	10	(149)	-19	
占收比 (%)	-56	-55	-53			-53		
销售费用	-30	-36	-31			-27		
管理费用	-26	-19	-21			-26		经调整管理费用率同比优化 3.9 个百分点
运营利润	(17)	(16)	14	NA	NA	(2)	NA	
运营利润率 (%)	-4	-3	2			0		
Non-GAAP 运营利润	1	(2)	25	NA	2,766	11	121	
Non-GAAP 运营利润率 (%)	0	0	4			2		
税前利润	14	7	42	543	211	31	38	
税费	(2)	(14)	(11)	-21	383	(5)	141	
有效税率 (%)	16	119	26			15		
少数股东权益	0	0	0	-16	-29	0	-16	
净利润	11	(7)	31	NA	174	26	19	
Non-GAAP 净利润	30	7	42	500	42	40	6	
Non-GAAP 净利润率 (%)	7	1	7			7		
<i>彭博一致预期</i>			<u>31</u>					
Non-GAAP EPADS	0.05	0.01	0.07	493	42	0.07	4	
<i>彭博一致预期</i>			<u>0.05</u>					

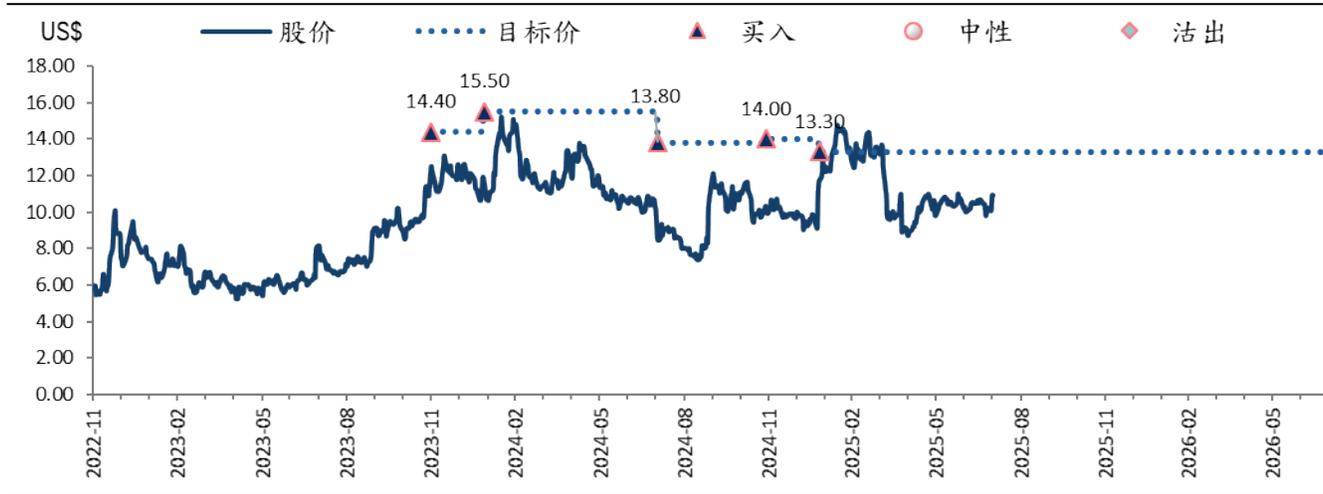
资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 2：损益表预测

(百万美元) 年结 2 月 28 日	2QFY25	1QFY26	2QFY26E	环比 (%)	同比 (%)	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
总收入	619	575	807	40	30	2,250	2,881	3,422	3,873
<i>彭博一致预期</i>			<u>828</u>				<u>2,975</u>	<u>3,665</u>	<u>5,171</u>
收入分布									
教学服务	469	445	611	37	30	1,587	2,176	2,662	3,082
内容解决方案	150	130	196	50	31	663	704	760	791
成本	(271)	(260)	(367)	41	35	(1,050)	(1,336)	(1,610)	(1,765)
毛利润	349	315	440	39	26	1,200	1,545	1,812	2,107
毛利率 (%)	56	55	55			53	54	53	54
Non-GAAP 毛利润	351	316	441	39	26	1,207	1,548	1,816	2,112
Non-GAAP 毛利率 (%)	57	55	55			54	54	53	55
运营费用	(301)	(302)	(365)	21	21	(1,208)	(1,384)	(1,532)	(1,790)
销售费用	(182)	(181)	(210)	16	15	(749)	(773)	(813)	(921)
管理费用	(119)	(121)	(155)	28	30	(459)	(610)	(719)	(869)
占收比 (%)	-49	-53	-45			-54	-48	-45	-46
销售费用	-29	-31	-26			-33	-27	-24	-24
管理费用	-19	-21	-19			-20	-21	-21	-22
运营利润	48	14	75	422	57	(3)	163	280	318
运营利润率 (%)	8	2	9			0	6	8	8
Non-GAAP 运营利润	65	25	90	258	39	62	216	359	440
Non-GAAP 运营利润率 (%)	10	4.4	11.2			3	7.5	10.5	11.4
税前利润	83	42	108	155	30	123	290	420	458
税费	(26)	(11)	(16)	46	-37	(38)	(48)	(63)	(69)
有效税率 (%)	31	26	15			29	17	15	15
少数股东权益	0	0	0	0	-19	0	0	0	0
净利润	57	31	92	193	60	85	242	357	389
Non-GAAP 净利润	74	42	107	154	44	150	296	436	512
Non-GAAP 净利润率 (%)	12	7	13			7	10	13	13
<i>彭博一致预期</i>			<u>107</u>				<u>238</u>	<u>342</u>	<u>787</u>
Non-GAAP EPADS	0.12	0.07	0.17	154	44	0.24	0.48	0.71	0.83

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

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 发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	87.87	99.00	12.7%	2025 年 05 月 22 日	广告
MOMO US	挚文集团	买入	8.23	8.30	0.9%	2025 年 06 月 06 日	文娱内容
9899 HK	网易云音乐	买入	254.00	240.00	-5.5%	2025 年 06 月 03 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	20.99	19.00	-9.5%	2025 年 06 月 03 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	1.84	2.10	14.1%	2025 年 05 月 22 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	77.00	64.00	-16.9%	2025 年 03 月 26 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	买入	50.20	60.00	19.5%	2025 年 03 月 21 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	22.82	26.00	13.9%	2025 年 02 月 21 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	30.90	28.00	-9.4%	2025 年 03 月 04 日	文娱内容
JD US	京东	买入	31.49	40.00	27.0%	2025 年 07 月 15 日	电商
PDD US	拼多多	买入	113.45	135.00	19.0%	2025 年 05 月 28 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	120.63	165.00	36.8%	2025 年 02 月 21 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	21.95	15.60	-28.9%	2025 年 01 月 22 日	电商
GOTU US	高途	买入	3.52	4.80	36.4%	2025 年 05 月 16 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	35.00	46.00	31.4%	2025 年 03 月 31 日	教育
DAO US	有道	买入	8.70	12.00	37.9%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	10.94	13.30	21.6%	2025 年 01 月 24 日	教育
3888 HK	金山软件	买入	35.75	46.00	28.7%	2025 年 05 月 29 日	游戏
NTES US	网易	买入	130.30	143.00	9.7%	2025 年 05 月 16 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	550.00	604.00	9.8%	2025 年 05 月 15 日	游戏
777 HK	网龙网络	中性	10.86	10.20	-6.1%	2025 年 04 月 02 日	游戏
3690 HK	美团	买入	121.60	165.00	35.7%	2025 年 05 月 27 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	20.10	21.00	4.5%	2025 年 03 月 21 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	13.66	18.50	35.4%	2025 年 03 月 07 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	16.96	13.50	-20.4%	2024 年 07 月 12 日	物流
9878 HK	汇通达网络	买入	13.82	21.00	52.0%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	14.04	9.60	-31.6%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9961 HK	携程集团	买入	492.00	591.00	20.1%	2025 年 05 月 21 日	在线旅行社
780 HK	同程旅行	买入	19.70	25.50	29.4%	2025 年 04 月 16 日	在线旅行社
6682 HK	第四范式	买入	55.20	64.00	15.9%	2025 年 03 月 10 日	软件

资料来源：FactSet，交银国际预测 *截至 2025 年 7 月 31 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	2,881	3,422	3,873
主营业务成本	(684)	(1,050)	(1,336)	(1,610)	(1,765)
毛利	806	1,200	1,545	1,812	2,107
销售及管理费用	(443)	(749)	(773)	(813)	(921)
研发费用	(449)	(459)	(610)	(719)	(869)
其他经营净收入/费用	16	4	1	0	0
经营利润	(69)	(3)	163	280	318
Non-GAAP标准下的经营利润	20	62	216	359	440
财务成本净额	85	83	79	80	80
其他非经营净收入/费用	(4)	42	48	60	60
税前利润	11	123	290	420	458
税费	(15)	(38)	(48)	(63)	(69)
非控股权益	1	0	0	0	0
净利润	(4)	85	242	357	389
作每股收益计算的净利润	(4)	85	242	357	389
Non-GAAP标准的净利润	85	150	296	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	2,653	2,930	3,447
有价证券	1,095	1,847	1,939	2,036	2,138
存货	68	105	115	150	141
其他流动资产	79	183	422	527	570
总流动资产	3,699	4,127	5,130	5,644	6,296
投资物业	284	305	320	336	353
物业、厂房及设备	405	472	554	651	756
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	1,473	1,586	1,708
总资产	4,928	5,503	6,604	7,230	8,004
应付账款	682	817	1,450	1,658	1,939
其他短期负债	400	624	624	624	624
总流动负债	1,082	1,441	2,074	2,282	2,564
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	2,370	2,578	2,859
股本	4,257	4,295	4,438	4,499	4,603
储备及其他资本项目	(595)	(528)	(203)	154	543
股东权益	3,662	3,767	4,234	4,653	5,146
非控股权益	(23)	(0)	(0)	(1)	(1)
总权益	3,639	3,766	4,234	4,652	5,145

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	290	420	458
折旧及摊销	30	52	46	56	68
营运资本变动	183	211	571	68	248
税费	15	38	48	63	69
其他经营活动现金流	67	(26)	(42)	(47)	(15)
经营活动现金流	306	398	912	560	828
资本开支	(113)	(112)	(143)	(170)	(192)
投资活动	204	(736)	(108)	(113)	(119)
其他投资活动现金流	4	1	0	0	0
投资活动现金流	95	(847)	(251)	(283)	(311)
负债净变动	0	(0)	0	0	0
权益净变动	(233)	(13)	0	0	0
其他融资活动现金流	0	0	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	2,653	2,930
年末现金	2,457	1,992	2,653	2,930	3,447

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	0.399	0.590	0.643
全面摊薄每股收益	(0.006)	0.137	0.393	0.582	0.634
Non-GAAP标准下的每股收益	0.140	0.243	0.481	0.710	0.833
每股账面值	6.004	6.225	6.988	7.679	8.492
利润率分析(%)					
毛利率	54.1	53.3	53.6	53.0	54.4
EBITDA利润率	(2.6)	2.2	7.2	9.8	10.0
EBIT利润率	(4.6)	(0.1)	5.6	8.2	8.2
净利率	(0.2)	3.8	8.4	10.4	10.1
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
EBITDA利润率	3.3	5.1	9.1	12.1	13.1
经营利润率	1.3	2.7	7.5	10.5	11.4
净利率	5.7	6.6	10.3	12.7	13.2
盈利能力(%)					
ROA	1.8	2.9	4.9	6.3	6.7
ROE	2.3	4.0	7.4	9.8	10.4
ROIC	0.0	2.3	5.7	7.7	7.6
其他					
流动比率	3.4	2.9	2.5	2.5	2.5

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 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**

2025年8月1日

好未来教育 (TAL US)

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、武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、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、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康(南京)科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司及宜搜科技控股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、其联属公司、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、其联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，或可能以受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，并可能受递送延误、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。