



好未来 (TAL.NYSE)

增持 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

培优趋势健康，回购超预期

业绩简评

2025 年 7 月 31 日晚间公司披露 2026 财年一季报(2025 年 3-5 月)，实现营收 5.75 亿美元/yoy+38.8%，略低于彭博一致预期 (5.79 亿美元)，Non-GAAP 经营利润 0.25 亿美元，高于彭博一致预期 (0.12 亿美元)，Non-GAAP 归母净利润 0.42 亿美元，高于彭博一致预期 (0.31 亿美元)。

经营分析

1) 培优和网校推动学习服务收入稳定增长。网点扩张和入学人次的增长是培优业务增长的主要动力，本季度培优的续班率仍然维持约 80%的健康水平。公司持续在现有城市进行网点加密，但考虑组织能力和教师培养周期，培优增速预计逐渐放缓。并且随着教培供需重新开始平衡，新开网点的爬坡速度有所变慢。本季度公司对学而思网校进行了销售投入，根据 Questmobile 数据，2025 年 3-5 月学而思网校 App 月活用户数约 200 万人左右，同比增长超过 100%。FY2026Q1 期末公司预收款总额 9.68 亿美元/yoy+51%，增速环比降 6ppt，但仍然是主要教培公司中最快的。

2) 学习机业务仍处于投入期，本季度销售保持增长。根据久谦数据，2025 年 3-5 月学而思学习机天猫+抖音+京东销量约 19 万台/yoy+70%，销额约 8 亿元/yoy+42%。由于新推 2000 元+的 P 系列学习机，ASP 有所下降，不过这也帮助公司进一步打开人群渗透。据公司，P 系列学习机 BOM 成本比例和其他产品线接近。FY2026Q1 学习机业务在 Non-GAAP 经营利润层面仍然亏损。

3) 提升盈利能力仍然是公司首要任务之一。FY2026Q1 公司经营利润率 2.5%/同比+6.7ppt，同比转正。拆分看，毛利率 54.9%/同比+3.1ppt，推测系网点爬坡和业务结构变化所致；销售费率 31.4%/同比+1.9ppt，主要系学习机+网校线上营销投入与品牌营销所致；管理费率 21.1%/同比-5.4ppt，主要系规模效应所致。

4) 回购力度超预期。据公告，2025 年 5 月-7 月公司共回购了 4.77 亿美金，约占期间总成交额的 12%，回购普通股股数 1518 万，约占 2025 年 4 月末总股本的 7%。2025 年 7 月 28 日董事会批准新的回购计划，可在未来 12 个月内回购最多 6 亿美元。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 FY2026-FY2028 的 Non-GAAP 归母净利润为 2.14/3.30/4.62 亿美元，现价对应经调整 PE 为 31/20/15 倍，维持“增持”评级。

风险提示

硬件盈利不及预期；中小机构竞争加剧；校外培训政策收紧。

海外和传媒互联网组

分析师：易永坚 (执业 S1130525020001)

yiyongjian@gjzq.com.cn

分析师：徐熠雯 (执业 S1130525030005)

xuyiwen@gjzq.com.cn

市价 (美元)：10.94 元

相关报告：

1. 《好未来公司深度研究：稀缺 K12 教培龙头，修复正当时》，2025.7.12



公司基本情况

项目	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入 (百万美元)	1,490	2,250	2,928	3,656	4,410
营业收入增长率	46.2%	51.0%	30.1%	24.9%	20.6%
Non-GAAP 归母净利润 (百万美元)	85	150	214	330	462
Non-GAAP 归母净利润增长率	416%	75%	43%	54%	40%
经调整 P/E	291.14	85.48	31.18	20.28	14.51
P/S	5.97	3.47	2.28	1.83	1.51

来源：公司年报、国金证券研究所


附录：利润表预测摘要

						单位：美元(百万)
利润表						
项目/报告期	FY2023A	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	1,020	1,490	2,250	2,928	3,656	4,410
营业成本	436	684	1,050	1,366	1,702	2,048
毛利	583	806	1,200	1,562	1,953	2,362
其他收入	0	0	0	0	0	0
销售费用	283	462	749	966	1,170	1,367
管理费用	414	430	459	504	567	639
营业利润	-113	-86	-7	92	217	356
利息收入	62	85	83	89	88	92
利息支出	0	0	0	0	0	0
权益性投资损益	-2	-6	-10	0	0	0
其他非经营性损益	-90	2	52	0	0	0
其他损益	32	16	4	0	0	0
除税前利润	-112	11	123	181	305	448
所得税	20	15	38	40	67	99
净利润 (含少数股东损益)	-132	-4	84	141	238	350
少数股东损益	4	-1	-0	0	0	0
净利润	-136	-4	85	141	238	350
优先股利及其他调整项	0	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	-136	-4	85	141	238	350
Non-GAAP 归属普通股股东净利润	-27	85	150	214	330	462

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究