

买入

2025 年 8 月 14 日

收入持续增长，新回购计划强化信心。

- 业绩概览：公司 26 财年 1 季度（25 年 2 月-25 年 5 月）收入为 5.74 亿美元，同比增长 38.8%，归母净利润 0.32 亿美元，同比+174.4%；净利润率 5.44%，同比+0.16pct。Non-GAAP 归母净利润 0.42 亿美元，同比+42%；Non-GAAP 净利润率 7.31%，同比+0.16pct。季度末公司现金+短期投资为 34.7 亿美元，无银行负债。此外，公司递延收入（流动负债）为 9.7 亿，环比+44.2%。
- 素养业务持续增长，推出智能学习机新品：（1）教育培训业务：培优线下素养业务表现突出，是目前公司营收的主力，业务的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：通过持续优化产品，增强用户体验及加强销售渠道，公司学习机销售收入维持同比健康增长。今年 5 月，公司发布 P、S、T 三大系列学习机新品，提供不同的功能、配置和价格，进一步丰富了公司的产品组合。公司学习设备用户群的平均周活跃率约为 80%，每个活跃设备的平均日使用时间为 1 小时。
- 成本费用管控良好，净利润率同比提升明显：FY26Q1 公司毛利率 54.9%，同比+3.1pcts；销售费用率 31.4%，同比+1.9pcts，主要系公司加大对于智能学习机的营销投入，以提升市场渗透率和产品认知度；管理费用率 21.1%，同比-5.4pcts，主要系公司 FY26Q1 分配至管理费用的基于股份的薪酬费用总额同比下降 40.9%至 1080 万美元，以及收入的规模效应。FY26Q1 公司经营利润率为 2.5%，同比+6.7pcts；Non-GAAP 经营利润率 4.4%，同比+4.2pcts。
- 宣布新回购计划，加强股东回报：截至 7 月 30 日，好未来的现有回购计划中已完成 4.64 亿美元，仅剩余 1,300 万美元的额度。因此，好未来宣布了一项新的 6 亿美金的未来 12 个月的回购计划，对应股东回报率约为 10%。
- 目标价 15.90 美元，给予买入评级：我们预测公司新业务仍将保持高速发展，公司盈利能力持续优化，将公司的 FY26/FY27/FY28 利润预测提升至 1.60 亿/2.51 亿/3.45 亿美元。根据 DCF 法，取 WACC=10%，长期增长率为-1%(考虑到中国生育率长期下滑影响)，调整目标价为 15.90 美元，较当前价格有 36.3%的增长空间，给予买入评级。

李卓群

+852-25321539

Grayson.li@firstshanghai.com.hk

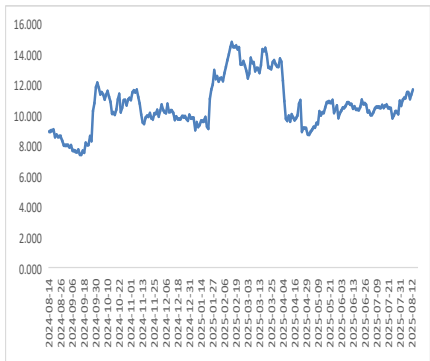
主要数据

行业	教育
股价	11.68 美元
目标价	15.9 美元
	(+36.3%)
股票代码	TAL
已发行股本	6.05 亿 ADS
市值	71 亿美元
52 周高/低	15.30/7.35 美元
每股净现值	5.87 美元/ADS
主要股东	张邦鑫:27.4%

盈利摘要

截至2月28日止财政年度	24财年实际	25财年实际	26财年预测	27财年预测	28财年预测
总营业收入（美元千元）	1,490,440	2,250,233	3,096,781	3,907,830	4,618,144
变动	46.15%	50.98%	37.62%	26.19%	18.18%
净利润	-3,573	84,591	160,894	251,216	345,349
Non-GAAP净利润	85,325	149,530	225,833	316,155	410,288
GAAP净利润每ADS盈利	-0.02	0.42	0.81	1.27	1.77
变动	N/A	N/A	92.1%	57.7%	38.9%
基于11.68美元的市盈率（估）	N/A	27.8	14.5	9.2	6.6
每ADS派息（美元）	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息现价比	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

股价表现



来源：公司资料，第一上海预测

来源：彭博

附录： 主要财务报表

损益表						财务能力分析					
单位：千美元,财务年度：2月28日											
	2024财年 实际	2025财年 实际	2026财年 预测	2027年 预测	2028年 预测		2024财年 实际	2025财年 实际	2026财年 预测	2027年 预测	2028年 预测
主营业务收入	1,490,440	2,250,233	3,096,781	3,907,830	4,618,144	盈利能力					
- 主营业务收入成本	(684,316)	(1,049,975)	(1,424,519)	(1,778,063)	(2,078,165)	毛利率 (%)	54.1%	53.3%	54.0%	54.5%	55.0%
毛利	806,124	1,200,258	1,672,262	2,129,767	2,539,979	经营利润率 (%)	-4.6%	-0.1%	1.6%	3.6%	5.1%
营业开支	(891,798)	(1,207,645)	(1,625,810)	(1,992,993)	(2,309,072)	净利率 (%)	-0.3%	3.7%	5.2%	6.4%	7.5%
- 行政管理费用	(429,947)	(458,895)	(650,324)	(820,644)	(969,810)	营运表现					
- 市场营销费用	(461,851)	(748,750)	(975,486)	(1,172,349)	(1,339,262)	行政管理费用/收入 (%)	28.8%	20.4%	21.0%	21.0%	21.0%
营业利润	(69,229)	(3,155)	50,684	141,006	235,139	市场营销费用/收入 (%)	31.0%	33.3%	31.5%	30.0%	29.0%
- 利息收入	84,928	83,482	83,482	83,482	83,482	实际税率 (%)	88.0%	29.0%	20.0%	20.0%	20.0%
- 利息支出	0	0	0	0	0	股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
- 其他收入	1,784	51,784	64,717	64,717	64,717	库存周转天数	34.0	34.0	34.0	34.0	34.0
税前利润	17,483	132,111	198,883	289,205	383,338	应付账款天数	63.5	63.5	63.5	63.5	63.5
- 所得税支出	(15,379)	(38,320)	(38,320)	(38,320)	(38,320)	财务状况					
净利润	(4,138)	84,260	160,563	250,885	345,018	总负债/总资产	19.1%	26.2%	31.6%	35.3%	35.0%
Non-GAAP净利润	85,325	149,530	225,833	316,155	410,288	收入/净资产	39.0%	61.8%	82.2%	97.9%	107.2%
折旧与摊销	25,109	36,448	25,109	48,087	42,202	经营性现金流/收入	-3.0%	0.3%	9.9%	10.2%	14.4%
主营业务增长 (%)	46%	51%	38%	26%	18%	税前盈利对利息倍数	0.2	1.6	2.4	3.5	4.6
Non-GAAP净利润增长 (%)	-416%	75%	51%	40%	30%						
资产负债表						现金流量表					
	2024财年 实际	2025财年 实际	2026财年 预测	2027年 预测	2028年 预测		2024财年 实际	2025财年 实际	2026财年 预测	2027年 预测	2028年 预测
+ 现金与现金等同	2,208,756	1,771,260	2,251,468	2,523,171	3,120,252	+ 净利润	(4,138)	84,260	160,563	250,885	345,018
+ 短期投资	1,094,593	1,847,120	1,847,120	1,847,120	1,847,120	+ 折旧、摊销	25,109	48,087	42,202	52,589	63,620
+ 库存	68,328	104,876	144,331	182,131	215,237	+ 其他调整	96,136	50,132	64,939	64,939	64,939
+ 其他流动资产	327,497	403,664	403,664	403,664	403,664	+ 非现金运营资本变动	101,500	116,836	398,093	107,436	348,066
总计流动资产	3,699,174	4,126,920	4,646,583	4,956,086	5,586,273	经营活动现金流量	306,172	397,923	665,796	475,849	821,643
+ 净固定资产	405,319	472,366	615,752	767,310	928,252	+ 固定及无形资产变动	(112,737)	(111,728)	(185,588)	(204,147)	(224,561)
+ 商誉	0	0	0	0	0	+ 长期投资净变动	(194,159)	(101,788)	0	0	0
+ 总计无形资产 - 净值	1,988	0	0	0	0	+ 收购与剥离净现金	0	80	0	0	0
+ 其他长期资产	401,315	391,837	391,837	391,837	391,837	+ 其他投资活动	408,647	(633,620)	0	0	0
总计长期资产	808,622	864,203	1,007,589	1,159,147	1,320,089	投资活动现金	95,068	(847,028)	(185,588)	(204,147)	(224,561)
总资产	4,927,949	5,503,067	6,166,116	6,627,177	7,418,306	+ 已付股利	0	0	0	0	0
+ 应付账款	127,321	146,300	348,994	269,224	453,337	+ 期权行权	462	407	0	0	0
+ 短期递延收入	400,286	624,272	859,126	1,084,132	1,281,191	+ 其他融资活动	(233,557)	(13,147)	0	0	0
+ 其他短期负债	554,611	670,773	670,773	670,773	670,773	融资所得现金	(233,095)	(13,167)	0	0	0
总计流动负债	1,082,218	1,441,345	1,878,893	2,024,129	2,405,300	现金净增减	162,569	(465,745)	480,208	271,702	597,082
+ 长期借款	0	0	0	0	0	现金剩余	2,457,476	1,991,731	2,471,939	2,743,642	3,340,723
+ 其他长期负债	30,353	50,429	50,429	50,429	50,429						
总长期负债	30,353	50,429	50,429	50,429	50,429						
总负债	1,289,185	1,736,669	2,174,217	2,319,453	2,700,624						
总股东权益	3,638,764	3,766,398	3,991,900	4,307,724	4,717,681						

数据来源：公司资料，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。