

公司研究

收入增长稳健，控费带动利润超预期

——好未来 (TAL.N) FY26Q3 业绩点评

要点

事件：好未来 FY26Q3 实现收入 7.702 亿美元，同比+27.0%；实现归母净利润 1.306 亿美元，同比+466.1%；实现 Non-GAAP 归母净利润 1.414 亿美元，同比+266.6%。

学习服务及其他：FY26Q3 学习服务业务（含线下小班课和线上业务）收入同比增长。 FY26Q3 线下小班课收入同比增长，主要系招生人数增加（客单价基本稳定），叠加市场对高质量素养课程的需求及公司标准化教学、优质服务的支撑，学习中心网络审慎扩张与业务增速匹配。FY26Q3 线上素养课程收入同比增长，主要系市场对高质量线上素养课程需求持续释放，叠加公司以技术驱动创新，推出沉浸式课堂、融入游戏化机制并新增科技主题课程，优化学习体验与成效，获用户认可。

内容解决方案：FY26Q3 学习设备业务收入与销量均实现同比增长。 单季度收入增速环比放缓主要系产品发布周期差异导致 FY26Q3 销量高基数，以及业务逐步从快速扩张阶段扩张至稳健增长阶段。该业务“双十一”大促市场份额符合预期，用户粘性强（FY26Q3 周活跃率约 80%、日均使用时长约 1 小时），平均客单价低于 4000 元，但目前仍处于亏损阶段。学而思于 26 年 1 月推出两款学习机新品——经典款 X5 及基于华为擎云 C5e 定制的机型（已登陆华为渠道销售），通过产品矩阵扩容，有望进一步扩大用户覆盖、提升用户使用率。

FY26Q3 控费带动下，净利润率同比提升显著。 FY26Q3 公司 Non-GAAP 归母净利润为 1.41 亿美元，同比+266.6%。FY26Q3 公司毛利率 56.1%，同比+3.3pcts；销售费用率 28.6%，同比-8.8pcts，一方面系学习设备业务线上营销及品牌推广费用同比减少，另一方面系该季度非线上素养课程的获客旺季，相应的线上营销支出环比减少；管理费用率 15.4%，同比-2.9pcts，主要系收入规模扩大带来的规模效应，同时公司 FY26Q3 基于股份的薪酬费用总额同比下降 30.2%至 1.08 亿美元。综合来看，FY26Q3 公司归母净利率为 17.0%，同比+13.2pcts；Non-GAAP 归母净利率 18.4%，同比+12.0pcts。

盈利预测、估值与评级：考虑到公司线上线下业务发展态势良好，利润改善明显，我们上调公司 FY2026-FY2028 年归母净利润预测分别至 3.69/4.82/6.06 亿美元（前值分别为 2.24/3.05/4.08 亿美元），对应 FY2026-FY2028 年 PE 分别为 21x/16x/13x。好未来为国内教育行业龙头，后续随着盈利改善，公司业绩仍有较大提升空间，维持“买入”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	4606
营业收入增长率	46.2%	51.0%	32.2%	26.5%	22.4%
归母净利润（百万美元）	-4	85	369	482	606
归母净利润增长率	NA	NA	336.6%	30.4%	25.8%
EPS（美元）	-0.02	0.42	1.82	2.37	2.99
ROE（归属母公司）（摊薄）	-0.1%	2.2%	8.9%	10.4%	11.6%
P/E	NA	91	21	16	13

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-01-29

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；FY2024-FY2028 总股本数分别为 2.01/2.03/2.03/2.03/2.03 亿股

买入（维持）

当前价：12.70 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

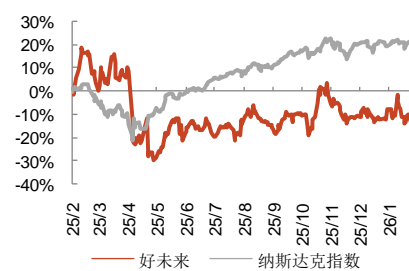
021-52523808

nieboya@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	2.03
总市值(亿美元)	77.26
一年最低/最高(美元)	8.50/15.30
近 3 月换手率(%)	48.03

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	13.64	4.44	-19.88
绝对	14.01	3.70	2.25

资料来源：Wind

相关研报

业务增长态势良好，利润超预期——好未来 (TAL.N) FY26Q2 业绩点评 (2025-11-02)
收入继续高增，利润超预期——好未来 (TAL.N) FY26Q1 业绩点评 (2025-08-04)
销售费用投入加大，利润低于预期——好未来 (TAL.N) FY25Q4 业绩点评 (2025-04-26)

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	4606
销售成本	684	1050	1314	1643	2002
其他营业费用	-16	-4	-15	-19	-18
销售和管理费用	892	1208	1388	1655	1979
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-85	-83	-84	-87	-88
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
营业利润	9	71	372	571	732
其他非经营损益	2	52	100	52	52
税前利润	11	123	472	623	784
所得税	15	38	104	143	180
净利润	-4	84	368	480	603
少数股东损益	-1	-0	-1	-2	-2
归属于母公司股东的净利	-4	85	369	482	606
EBITDA	-44	91	515	704	900
NOPLAT	28	-9	224	373	495
EPS(美元)	-0.02	0.42	1.82	2.37	2.99

现金流量表 (百万美元)	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
税后经营利润	-6	55	290	440	564
折旧与摊销	30	52	127	168	204
财务费用	-85	-83	-84	-87	-88
其他经营资金	367	374	267	269	305
经营性现金净流量	306	398	600	789	985
投资性现金净流量	95	-847	-202	-190	-190
筹资性现金净流量	-233	-13	84	87	88
现金流量净额	168	-462	482	686	883

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万美元)	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
货币资金	3303	3618	4100	4786	5669
应收账款	0	0	0	0	0
预付款项、按金及其他应收	159	216	323	409	500
其他应收款	0	0	0	0	0
存货	68	105	131	164	200
其他流动资产	168	188	323	409	501
流动资产总计	3699	4127	4878	5768	6870
长期股权投资	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
非流动资产合计	1229	1376	1529	1592	1617
资产总计	4928	5503	6407	7360	8487
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	127	146	203	254	309
其他流动负债	955	1295	1775	2197	2666
流动负债合计	1082	1441	1978	2451	2975
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	207	295	295	295	295
非流动负债合计	207	295	295	295	295
负债合计	1289	1737	2273	2746	3270
股本	0	0	0	0	0
储备	4257	4295	4295	4295	4295
留存收益	-595	-528	-159	322	928
归属于母公司股东权益	3662	3767	4136	4617	5223
归属于非控制股东权益	-23	-0	-2	-3	-6
权益合计	3639	3766	4134	4614	5217
负债和权益合计	4928	5503	6407	7360	8487

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。
基准指数说明：		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的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所载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

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 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

香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼