


公司评级 **增持（维持）**

报告日期 2026 年 02 月 03 日

基础数据

| | |
|-----------------|-------|
| 2 月 2 日收盘价 (美元) | 12.12 |
| 总市值 (亿美元) | 74 |
| 总股本 (亿股 ADS) | 6.09 |

来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证海外社服】好未来 (TAL.N)FY2026Q1 业绩点评: 业绩继续高增长, 制定新一轮回购计划-2025.08.03

分析师: 宋健

S0190518010002
BMV912
songjian@xyzq.com.cn

好未来(TAL.N)
有序扩张，盈利能力持续改善
投资要点:

- **FY2026Q3 净营收继续高速增长:** 好未来 FY2026Q3 (20250901-20251130) 的净营收为 7.7 亿美元, 同比增长 27.0%; Non-GAAP 经营利润和归母净利润分别为 1.04 和 1.41 亿美元, 同比均实现大幅提升, 盈利能力持续改善。公司保持审慎的规模扩张, 实现有质量的增长。
- **盈利能力持续改善:** FY2026Q3 销售费用 2.20 亿美元, 同比减少 2.8%, 销售费用率由 37.3% 降至 28.6%, 主要由于公司减少了营销费用, 另外上个财年同期公司有新的学习机上市推广。管理费用 1.19 亿美元, 同比增长 7.1%, 但管理费用率由 18.3% 降至 15.4%, 随着营收规模不断提升, 公司的经营杠杆开始体现。Non-GAAP 经营利润率和归母净利润率分别为 13.5% 和 18.4%, 达到近年来新高, 盈利能力持续改善。
- **现金储备充足:** 截至 20251130, 公司递延收入为 11.63 亿美元, 同比增长 40.8%, 达到近年来新高。公司审慎扩张教学网点, 实现参培学生的稳健增长, 同时确保教学点的利用率、学生的续班率保持较高水平。FY2026Q3 的经营性现金流为 5.267 亿美元, 截至 20251130, 公司持有现金及现金等价物、短期投资约 36.17 亿美元, 现金储备充足。
- **持续回购回报股东:** 公司自 2025 年 7 月制定了新的 6 亿美元回购计划以来, 在 2025 年 10 月 30 日-2026 年 1 月 28 日期间, 累计回购 84.49 万股普通股, 累计耗资 2770 万美元。
- **维持“增持”评级:** 公司继续保持审慎的扩张策略, 线下学习中心有序扩张, 更加关注学习质量和服务品质的提升; 学习机不断迭代发布新品。随着营收规模的提升, 经营杠杆效应开始显现, 盈利能力持续改善。我们预计公司 FY2026/2027 的营业收入分别为 29.69/38.60 亿美元, 分别同比增长 32%/30%, Non-GAAP 归母净利润分别为 3.56/4.80 亿美元, 分别同比增长 137.9%/34.8%, 我们维持公司“增持”的评级。
- **风险提示:** 民办教育政策变动, 新业务开展不及预期

主要财务指标

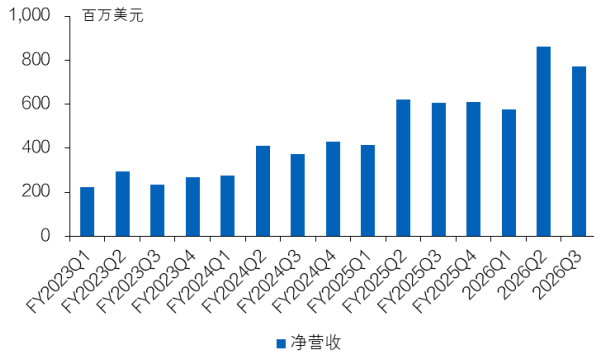
| 会计年度 | FY2025A | FY2026E | FY2027E | FY2028E |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万美元) | 2,250 | 2,969 | 3,860 | 4,825 |
| 同比增长(%) | 51.0 | 32.0 | 30.0 | 25.0 |
| Non-GAAP 归母净利润(百万美元) | 150 | 356 | 480 | 627 |
| 同比增长(%) | 75.2 | 137.9 | 34.8 | 30.8 |
| 毛利率(%) | 53.3 | 55.3 | 55.5 | 55.7 |
| Non-GAAP 归母净利率(%) | 6.6 | 12.0 | 12.4 | 13.0 |
| 净资产收益率(%) | 2.3 | 6.8 | 9.2 | 11.5 |
| 每股 ADS 收益(美元) | 0.25 | 0.59 | 0.79 | 1.04 |

数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

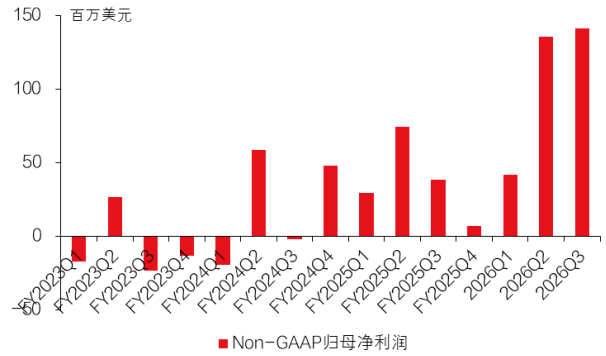
- **FY2026Q3 净营收继续高速增长:**好未来 FY2026Q3(20250901-20251130) 的净营收为 7.7 亿美元, 同比增长 27.0%; Non-GAAP 经营利润和归母净利润分别为 1.04 和 1.41 亿美元, 同比均实现大幅提升, 盈利能力持续改善。公司保持审慎的规模扩张, 实现有质量的增长。

图1、季度净营收



数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

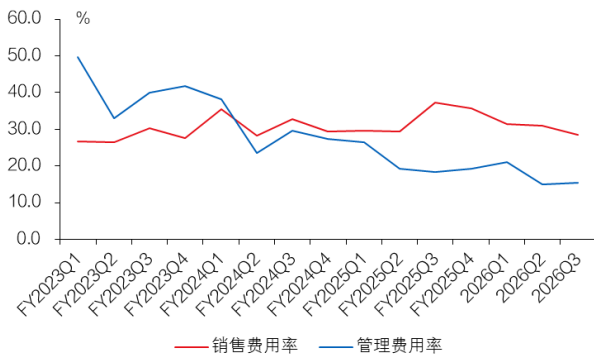
图2、Non-GAAP 归母净利润



数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

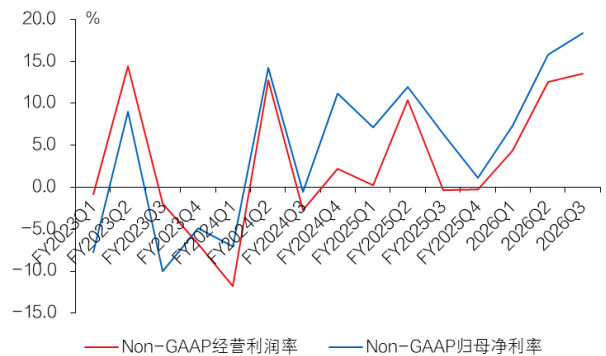
- **盈利能力持续改善:** FY2026Q3 销售费用 2.20 亿美元, 同比减少 2.8%, 销售费用率由 37.3%降至 28.6%, 主要由于公司减少了营销费用, 另外上个财年同期公司有新的学习机上市推广。管理费用 1.19 亿美元, 同比增长 7.1%, 但管理费用率由 18.3%降至 15.4%, 随着营收规模不断提升, 公司的经营杠杆开始体现。Non-GAAP 经营利润率和归母净利率分别为 13.5%和 18.4%, 达到近年来新高, 盈利能力持续改善。

图3、销售费用率和管理费用率



数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

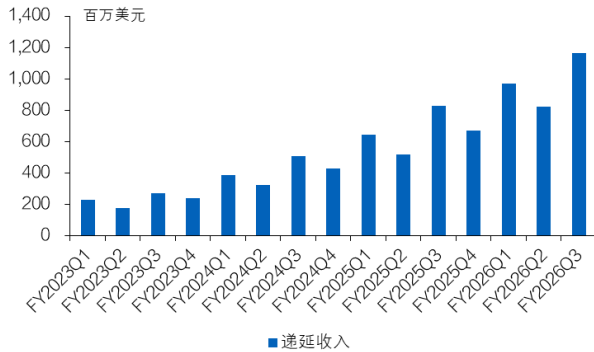
图4、Non-GAAP 经营利润率和归母净利率



数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

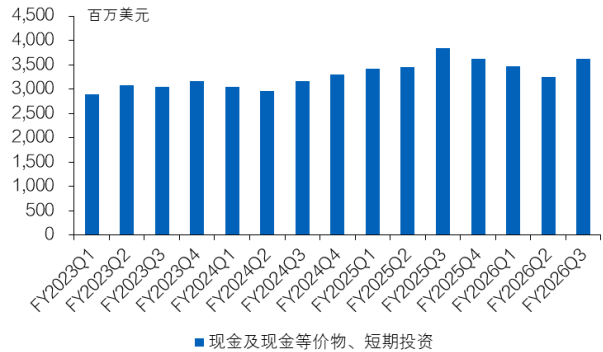
- **现金储备充足：**截至 20251130，公司递延收入为 11.63 亿美元，同比增长 40.8%，达到近年来新高。公司审慎扩张教学网点，实现参培学生的稳健增长，同时确保教学点的利用率、学生的续班率保持较高水平。FY2026Q3 的经营性现金流为 5.267 亿美元，截至 20251130，公司持有现金及现金等价物、短期投资约 36.17 亿美元，现金储备充足。

图5、递延收入



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、现金及等价物、短期投资



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **持续回购回报股东：**公司自 2025 年 7 月制定了新的 6 亿美元回购计划以来，在 2025 年 10 月 30 日-2026 年 1 月 28 日期间，累计回购 84.49 万股普通股，累计耗资 2770 万美元。
- **维持“增持”评级：**公司继续保持审慎的扩张策略，线下学习中心有序扩张，更加关注学习质量和服务品质的提升；学习机不断迭代发布新品。随着营收规模的提升，经营杠杆效应开始显现，盈利能力持续改善。我们预计公司 FY2026/2027 的营业收入分别为 29.69/38.60 亿美元，分别同比增长 32%/30%，Non-GAAP 归母净利润分别为 3.56/4.80 亿美元，分别同比增长 137.9%/34.8%，我们维持公司“增持”的评级。
- **风险提示：**民办教育政策变动，新业务开展不及预期

附表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万美元 | | | | | 单位:百万美元 | | | | |
| 会计年度 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 会计年度 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 流动资产 | 4,127 | 4,340 | 4,941 | 5,710 | 营业收入 | 2,250 | 2,969 | 3,860 | 4,825 |
| 现金及现金等价物 | 1,771 | 1,983 | 2,553 | 3,288 | 成本 | 1,050 | 1,327 | 1,718 | 2,138 |
| 受限制性现金 | 188 | 188 | 188 | 188 | 毛利 | 749 | 920 | 1,158 | 1,399 |
| 短期投资 | 1,847 | 1,847 | 1,847 | 1,847 | 销售费用 | 749 | 920 | 1,158 | 1,399 |
| 库存 | 105 | 106 | 137 | 171 | 管理费用 | 459 | 490 | 618 | 748 |
| 其他流动资产 | 216 | 216 | 216 | 216 | 其他收入 | 4 | 5 | 5 | 5 |
| 非流动资产 | 1,376 | 1,384 | 1,390 | 1,394 | 经营利润 | -3 | 237 | 372 | 545 |
| 物业及设备净值 | 472 | 481 | 486 | 491 | 利息收入 | 135 | 121 | 148 | 171 |
| 土地使用权 | 183 | 183 | 183 | 183 | 税前利润 | 132 | 358 | 519 | 716 |
| 长期投资 | 305 | 305 | 305 | 305 | 所得税 | 38 | 92 | 130 | 179 |
| 经营租赁使用权资产 | 329 | 329 | 329 | 329 | 净利润 | 84 | 266 | 390 | 537 |
| 其他非流动资产 | 87 | 87 | 87 | 87 | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 5,503 | 5,725 | 6,332 | 7,104 | Non-GAAP 归母净利润 | 150 | 356 | 480 | 627 |
| 流动负债 | 1,441 | 1,397 | 1,615 | 1,850 | EPADS(美元) | 0.25 | 0.59 | 0.79 | 1.04 |
| 应付账款 | 146 | 133 | 172 | 214 | 主要财务比率 | | | | |
| 递延收入 | 624 | 594 | 772 | 965 | 会计年度 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 其他流动负债 | 671 | 671 | 671 | 671 | 成长性(%) | | | | |
| 非流动负债 | 295 | 295 | 295 | 295 | 营业收入 | 51.0 | 32.0 | 30.0 | 25.0 |
| 递延收入 | 47 | 47 | 47 | 47 | Non-GAAP 归母净利润 | 75.2 | 137.9 | 34.8 | 30.8 |
| 其他非流动负债 | 248 | 248 | 248 | 248 | 盈利能力(%) | | | | |
| 负债合计 | 1,737 | 1,693 | 1,910 | 2,145 | 毛利率 | 53.3 | 55.3 | 55.5 | 55.7 |
| 归属上市股东权益 | 3,767 | 4,032 | 4,422 | 4,959 | 经营利润率 | 2.7 | 11.0 | 12.0 | 13.2 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | Non-GAAP 归母净利率 | 6.6 | 12.0 | 12.4 | 13.0 |
| 股东权益合计 | 3,766 | 4,032 | 4,422 | 4,959 | 偿债能力(%) | | | | |
| 负债及权益合计 | 5,503 | 5,725 | 6,332 | 7,104 | 资产负债率 | 31.6 | 29.6 | 30.2 | 30.2 |
| 现金流量表 | | | | | 营运能力(%) | | | | |
| 单位:百万美元 | | | | | 资产周转率 | | | | |
| 会计年度 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | ROE | 40.9 | 51.9 | 61.0 | 67.9 |
| 年度溢利 | 84 | 266 | 390 | 537 | 每股资料(美元) | | | | |
| 折旧和摊销 | 122 | 142 | 144 | 146 | 每股 ADS 收益 | 0.25 | 0.59 | 0.79 | 1.04 |
| 存货 | -37 | -1 | -31 | -34 | 每股 ADS 净资产 | 5.81 | 6.22 | 6.82 | 7.65 |
| 应付账款 | 19 | -14 | 39 | 42 | 估值比率(倍) | | | | |
| 递延营业收入 | 243 | -30 | 178 | 193 | PE | 49.1 | 20.6 | 15.3 | 11.7 |
| 经营活动产生现金流量 | 388 | 362 | 720 | 885 | PB | 2.1 | 1.9 | 1.8 | 1.6 |
| 投资活动产生现金流量 | -854 | -150 | -150 | -150 | | | | | |
| 融资活动产生现金流量 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 现金净变动 | -466 | 212 | 570 | 735 | | | | | |
| 现金的期初余额 | 2,457 | 1,992 | 2,204 | 2,774 | | | | | |
| 现金的期末余额 | 1,992 | 2,204 | 2,774 | 3,508 | | | | | |

数据来源: wind、兴业证券经济与金融研究院

注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|------|-----|--|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15% |
| | | 增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5% |
| | | 无评级 | 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级 |
| | 行业评级 | 推荐 | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数 |
| | | 中性 | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| | | 回避 | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 |

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与民生商银国际控股有限公司、民银国际融资（香港）有限公司、天风证券、天风国际证券集团有限公司、瑛泰医疗、兴业银行、乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营（集团）有限公司、高邮市城市建设投资集团有限公司、江苏银行股份有限公司、红星冷链（湖南）股份有限公司、米多多集团股份有限公司、南安市发展投资集团有限公司、淄博市张店区国有资产运营有限公司、盐城市大丰区海城实业发展有限公司、江苏银行、海南橡胶、合盛农业有限公司、广东天域半导体股份有限公司、成都兴城投资集团有限公司、江苏平仲科技发展集团有限公司、泰兴市江桥投资建设发展有限公司、江西省信用融资担保集团股份有限公司、龙南旅游发展投资（集团）有限责任公司、广州开发区控股集团有限公司、澄达国际有限公司、江阴国有资本控股（集团）有限公司、盐城市大丰区诸城实业发展有限公司、盐城市大丰区城市发展投资控股集团有限公司、东台惠民城镇化建设集团有限公司、东台市城市建设投资发展集团有限公司、淄博高新国际投资有限公司、淄博高新国有资本投资有限公司、四川港荣投资发展集团有限公司、上海银行、临工重机股份有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、泰州化工新材料产业发展集团有限公司、安徽华恒生物科技股份有限公司、福建海西新药创制股份有限公司、迈威（上海）生物科技股份有限公司、环世国际物流控股有限公司、圣火科技集团有限公司、芯迈半导体技术（杭州）股份有限公司、金叶国际集团有限公司、上海挚达科技发展股份有限公司、紫金黄金国际有限公司、紫金矿业集团股份有限公司、土耳其主权基金、北京讯众通信技术股份有限公司、安井食品集团股份有限公司、拨康视云制药有限公司、黄山旅游集团有限公司、周六福珠宝股份有限公司、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、CMBC International Holdings、CMBC International Funding (HK) Limited、TFI Overseas Investment Limited、TIANFENG SECURITIES、TF International Securities Group Limited、INT MEDICAL、INDUSTRIAL BANK、UETD CONSTRUCTION & DEVELOPMENT STATE-OWNED CAPITAL INVESTMENT OPERATION (GROUP) CO., LTD.、GAOYOU CITY CONSTRUCTION INVESTMENT DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Bank of Jiangsu Co., Ltd Yangzhou Branch、Hongxing Coldchain (Hunan) Co., Ltd.、Miduoduo Group Inc.、NAN' AN DEVELOPMENT INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Zibo Zhangdian District State-owned Assets Operation Co., Ltd.、Yancheng Dafeng Haicheng Industrial Development Co., Ltd.、BANK OF JIANGSU、CHINA HAINAN RUBBER INDUSTRY、HALCYON AGRI CORPORATION LIMITED、Guangdong Tianyu Semiconductor Co., Ltd.、CHENGDU XINGCHENG INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Jiangsu Pingzhong Technology Development Group Co., Ltd.、Taixing Jiangqiao Investment Construction and Development Co., Ltd.、Jiangxi Provincial Credit Financing Guarantee Group Co., Ltd.、LONGNAN TOURISM DEVELOPMENT AND INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Guangzhou Development District Holding Group Limited、Chengda International Co., Limited、Jiangyin State-owned Assets Holding (Group) Co., Ltd.、Yancheng Dafeng Xiecheng Industrial Development Co., Ltd.、Yancheng Dafeng Urban Development Investment Holding Group Co., Ltd.、Dongtai Huimin Urbanization Construction Group Co Ltd、Dongtai Urban Construction and Investment Group Co Ltd、Zibo High-Tech International Investment Co., Limited、Zibo Hi-Tech State-Owned Capital Investment Co., Ltd.、SICHUAN GLOPORT INVESTMENT DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、BANK OF SHANGHAI、Lingong Heavy Machinery Co., Ltd.、TAIXING RUNJIA HOLDINGS CO., LTD.、TAIZHOU CHEMICAL NEW MATERIALS INDUSTRY DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Anhui Huaheng Biotechnology Co., Ltd.、Fujian Haixi Pharmaceuticals Co., Ltd.、Mabwell (Shanghai) Bioscience Co., Ltd.、Worldwide Logistics Holding Inc.、Holyfire Technology Group Limited、Silicon Magic Semiconductor Technology (Hangzhou) Co., Ltd.、GOLDEN LEAF INTERNATIONAL GROUP LIMITED、SHANGHAI ZHIDA TECHNOLOGY DEVELOPMENT CO., LTD.、ZIJIN GOLD INTERNATIONAL COMPANY LIMITED、Zijin Mining Group Co., Ltd.、Turkey Wealth Fund、BEIJING XUNZHONG COMMUNICATION TECHNOLOGY CO., LTD.、ANJOY FOODS GROUP CO., LTD.、Cloudbreak Pharma Inc.、Huangshan Tourism Group Co., Ltd.、Zhou Liu Fu Jewellery Co., Ltd.、Huzhou Wuxing Industrial Investment Development Group Co., Ltd.、Wu xing Industry Investment Hu sheng Company Limited 有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益

或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海

地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层
邮编: 200135
邮箱: research@xyzq.com.cn

北京

地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元
邮编: 100020
邮箱: research@xyzq.com.cn

深圳

地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn

香港(兴证国际)

地址: 香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编: 518035
邮箱: ir@xyzq.com.hk