

收入、利润超预期，培优业务保持较快增长

2024 年 10 月 25 日

事项：10 月 24 日晚间，好未来公布 FY2025Q2 季度业绩 (2024 年 6-8 月)，净收入 6.19 亿美元，yoy+50.4%，归母净利润 0.57 亿美元，yoy+51.5%；Non-GAAP 经营利润 0.65 亿美元，yoy+22.5%，Non-GAAP 归母净利润 0.74 亿美元，yoy+26.4%。

Q2 收入、利润超预期，Non-GAAP 经营利润率 10.4%。2024 年 6-8 月公司总收入 6.19 亿美元，yoy+50.4%，高于彭博一致预期 (6.01 亿美元)；Non-GAAP 经营利润 0.65 亿美元，yoy+22.5%，高于彭博一致预期 (0.25 亿美元)。Q2 公司毛利率 56.3%，同降 2.6ppt，预计系硬件业务拖累；销售费用率 29.4%，同增 1.1ppt，预计系硬件业务营销投入加大所致；管理费用率 19.3%，同降 4.3ppt，控制较好。Q2 公司经营利润率 7.7%，同比稳定；Non-GAAP 经营利润率 10.4%，同降 2.4ppt。

培优业务保持较好势头，Q2 末递延收入同增 59%。培优业务是公司最大的业务条线。据公司公开业绩会，Q2 培优业务保持较好增长势头，主要由产能扩张&报名人数增长所推动，家长开始更加注重孩子的全面发展，对素养课的兴趣在提升。效率指标方面，线下网点利用率、续班率、退款率等指标保持在健康水平。服务质量和师训能力是关键成功要素，公司坚持标准化教学+教师内部培养，推动业务长期健康发展。根据财报，Q2 末公司递延收入余额 5.18 亿美元，yoy+59%，维持较快增长。

网校、硬件业务持续投入，硬件产品保持较高用户活跃度。1) 顺应在线教育需求变化，公司持续丰富产品、创新交互形式，推出包括科学、博物、人文创作等课程，同时持续加强运营能力、优化营销策略。据公司，目前网校盈利模型尚不成熟，但总体保持收入和利润的平衡发展。2) 硬件业务也是公司战略重点之一，助力公司覆盖到线下教学网络以外的更广泛的人群。智能学习硬件瞄准家庭自学场景，自 2023 年 2 月推出第一款学习机以来，公司已多次在硬件、内容和 AI 功能上进行迭代，8 月底公司新推出了价格带更低的学练机产品，进一步丰富产品矩阵。据公司，目前硬件产品用户活跃度较好，尽管用户基数不断增多，但周活用户数保持 8 成以上占比，绝大多数的周活用户一周至少使用 5 天及以上。据公司，硬件业务主要成本包括产品和内容研发、渠道费用和物料成本，短期仍然处于亏损状态。

投资建议：教培政策稳定，国家支持合规产品发展。好未来是全国 K12 教培龙头，产品和教研优势显著。“双减”后公司成功转型素质教育+科技，重回增长快轨，其中核心培优业务快速增长，硬件等新业务快速起量，我们看好公司教育业务的持续增长与中期盈利改善。建议积极关注。

风险提示：政策趋严，硬件等新业务拓展不及预期，行业竞争加剧，产品及服务质量下滑。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价	经调整 EPS (美元)			PE (倍)			评级
			FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2024A	FY2025E	FY2026E	
TAL.N	好未来	10.50	0.14	0.28	0.55	291	40	20	—
9901.HK	新东方-S	47.50	0.23	0.34	0.44	26	18	14	推荐

资料来源：彭博，民生证券研究院预测；

(注：股价为 2024 年 10 月 25 日收盘价；未覆盖公司数据采用彭博一致预期；好未来股价为美元，新东方-S 股价为港币)



分析师 易永坚

执业证书：S0100523070002

邮箱：yiyongjian@mszq.com

分析师 徐熠雯

执业证书：S0100523100002

邮箱：xuyiwen@mszq.com

相关研究

- 海外周报：便宜才是硬道理，互联网平台依然是首选-2024/10/21
- 海外周报：政策预期积极，港股和中概的选择序列-2024/10/14
- 海外周报：维持推荐电商互联网和交易平台-2024/10/08
- 全球资产交易平台系列研究：Robinhood 核心 8 问-2024/10/07
- 新消费研究之咖啡系列报告：从海关进出口贸易看中国咖啡市场变化-2024/09/23

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026