

买入

2021年3月9日

信息流获客效率走低，积极拓展新的获客渠道

►20年4季度收入增长136.5%: 公司20年4季度公司报名学生人次同比增长107.6%至227.5万人次，班均人数2600人。收入同比增长136.5%至22.1亿元，略超公司的Q4展望上限。为了提升教学品质和学生体验，公司教师薪酬增加，导致毛利率同比下降6.9个百分点至72.1%。行业获客成本年内持续提升，公司的销售费用率同比提升了34.1个百分点至81.3%，4季度的销售费用高达18亿元（其中流量费约12.7亿元，品牌费为0.6亿元）。公司的研发费率和行政费率同比上升了3.5和4.9个百分点至12.4%和9.8%。公司经营亏损为7.0亿元，Non-GAAP经营利润亏损6.2亿元，最终由于投资理财收益、增值税减免等正面影响，公司净利润亏损6.3亿元，Non-GAAP净利润亏损5.5亿元（19年同期盈利1.7和2.0亿元）。以付费口径计算，公司20年4季度的流水收入同比增长99.3%至31.5亿元，4季度末的递延收入为27.3亿元，同比增长104.4%。20年4季度底，公司现金+长短期投资同比增长200.4%至82.2亿元（公司20年12月募集8.7亿美元股权融资），现金储备充裕。21年1季度公司收入展望为同比增长40%-43%至18.2-18.6亿元，1季度收入增长受到20年疫情高基数和开课时间晚于以往2周等因素的影响，如果排除此影响，则一季度的收入增长预计在62-65%，预计全年收入的增长仍有望达到70-80%，为有更好教学效果和体验，毛利率将维持在70%左右。

►信息流获客效率走低，积极拓展新的获客渠道: 公司ROI(流水/销售费用)从去年同期的3.6降至今年4季度的1.7。传统的信息流获客模式虽然短期看到获客成本有所下降，但是因为其效率走低且仍属价格高昂，公司积极探索线下、直播等新获客模式，新模式的单位获客成本远低于信息流获客，但贡献体量仍较少，如果新模式能够运营成功，则获客成本有望迎来拐点。公司追求有质量和效率的增长，在营销投放上坚持学生生命周期价值要为正的底线。从行业各公司数据来看，公司运营效率仍属领先水平。

►目标价99.4美元，维持买入评级: 在线教育竞争激烈，如何平衡互联网的轻、快和教育的重、慢，各方仍在摸索最优运营模式。长期我们认为公司凭借聚焦K12在线大班课模式和高运营效率仍有望在竞争中胜出，我们以8.5%的折现率和3%的永续增长率为公司估值，得出目标价99.4美元，较昨日收市价有15.6%的上升，维持买入评级。

但玉翠

+852-25321539

Tracy.dan@firstshanghai.com.hk

主要资料

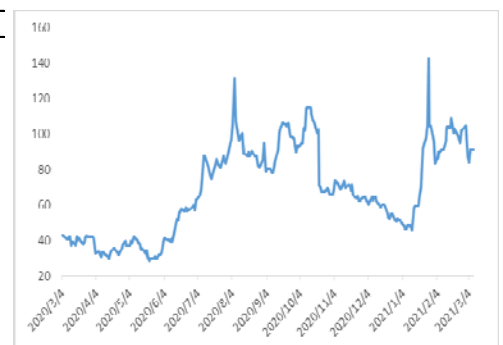
行业	教育
股价	85.9 美元
目标价	99.4 美元 (+15.6%)
股票代码	GSX.US
已发行股	2.55 亿 ADS
总市值	218.8 亿美元
52 周高/低	149.1/27.1 美元
每 ADS 净资产	3.5 美元
主要股东	陈向东 (46.1%) Origin Beyond (员工持股) (11.6%)

表：盈利摘要

截止12月31日财政年度	2018实际	2019实际	2020预测	2021年预测	2022年预测
收入 (百万元)	397	2,115	7,125	12,468	19,347
变动 (%)	307.2%	432.3%	236.9%	75.0%	55.2%
经营利润 (百万元)	19	216	(1755)	(2154)	(1914)
变动 (%)		1026.3%	-913.5%	22.8%	-11.2%
Non-GAAP经营利润 (百万元)	25	276	(1517)	(1737)	(1266)
净利润 (百万元)	20	227	-1,393	-1,978	-1,704
变动 (%)		1053.3%	-714.6%	42.0%	-13.8%
Non-GAAP净利润 (百万元)	26	287	-1,154	-1,560	-1,056
每ADS收益 (元)	(0.14)	0.95	(5.81)	(7.77)	(6.47)
市盈率@85.9\$ (倍)	/	595.3	N/A	N/A	N/A
PS@85.9\$ (倍)	258.5	48.6	14.4	8.2	5.3
息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源:公司资料,第一上海预测

股价表现



资料来源:彭博

主要财务报表

损益表						财务分析					
<元> <千>，财务年度截至<12月31日>						<元> <千>，财务年度截至<12月31日>					
	2018年 实际	2019年 实际	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测		2018年 实际	2019年 实际	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测
收入	397,306	2,114,855	7,124,744	12,468,302	19,347,387	盈利能力					
毛利	254,553	1,578,943	5,362,196	8,738,166	13,559,239	毛利率 (%)	64.1%	74.7%	75.3%	70.1%	70.1%
销售及分销成本	(121,518)	(1,040,906)	(5,816,214)	(8,783,075)	(12,296,305)	Non-GAAP经营利润率 (%)	6.3%	13.1%	-21.3%	-13.9%	-6.5%
研发费用	(74,050)	(212,197)	(734,450)	(1,235,457)	(1,878,396)						
行政开支	(39,831)	(110,106)	(566,565)	(873,969)	(1,298,118)	EBITDA 利率 (%)	5.8%	10.8%	-23.9%	-16.8%	-9.6%
经营溢利	19,154	215,734	- 1,755,033	- 2,154,335	- 1,913,581	净利率 (%)	4.9%	10.7%	-19.6%	-15.9%	-8.8%
Non-GAAP经营利润	25,100	276,000	- 1,516,587	- 1,737,055	- 1,266,076	Non-GAAP净利润率	6.4%	13.6%	-16.2%	-12.5%	-5.5%
利息及投资理财收入	2,193	20,256	73,775	126,743	132,355						
其他收入	50	6,249	253,646	49,873	77,390	营运表现					
所得税	(2,616)	(16,957)	34,619	0	0	SG&A/收入 (%)	59.2%	64.5%	99.9%	87.4%	80.0%
股东净利润	19,650	226,630	- 1,392,930	- 1,977,719	- 1,703,836	实际税率 (%)	12.2%	7.0%	2.4%	0.0%	0.0%
Non-GAAP股东净利润	25,600	286,900	- 1,154,484	- 1,560,439	- 1,056,331	股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧及摊销	4,043	11,919	52,364	56,764	60,059						
EBITDA	23,197	227,653	- 1,702,669	- 2,097,571	- 1,853,522	财务状况					
Non-GAAP EBITDA	29,143	287,919	- 1,464,223	- 1,680,290	- 1,206,017	资产负债比率	107.8%	54.1%	46.4%	64.9%	78.3%
增长						30.0% 流动比率	0.8	1.1	2.0	1.3	1.1
总收入 (%)	307.2%	432.3%	236.9%	75.0%	55.2%	ROA	5.8%	6.7%	-13.0%	-17.7%	-13.5%
EBITDA (%)		881.4%	-847.9%	23.2%	-11.6%	ROE	-74.2%	14.6%	-24.3%	-50.8%	-66.6%
净利润 (%)		1053.3%	-714.6%	42.0%	-13.8%						
资产负债表						现金流量表					
<元> <千>，财务年度截至<12月31日>						<元> <千>，财务年度截至<12月31日>					
	2018年 实际	2019年 实际	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测		2018年 实际	2019年 实际	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测
现金及等价物	33,259	73,967	355,224	(236,376)	83,589	税前盈利	19,650	226,630	(1,392,930)	(1,977,719)	(1,703,836)
短期投资	197,991	1,473,452	7,331,268	7,331,268	7,331,268	折旧及摊销	4,043	11,919	52,364	56,764	60,059
预付款项及其他流动资产	48,841	252,660	722,682	1,529,435	2,373,263	股权支付费用	5,917	60,237	238,446	417,281	647,505
总流动资产	280,801	1,808,901	8,457,248	8,708,456	9,918,667	递延收入	222,928	1,065,595	1,396,103	1,430,422	1,604,709
物业及设备	16,779	81,860	704,338	754,154	774,095	营运资金变化	(9,995)	(66,546)	542,456	(133,121)	(76,116)
长期投资	5,221	1,188,286	530,729	530,729	530,729	其他	(674)	(12,781)	(233,139)	(126,743)	(132,355)
其他固定资产投资	35,402	315,485	993,477	1,165,095	1,371,037	营运现金流	241,869	1,285,054	603,300	(333,116)	399,965
固定资产	57,402	1,585,631	2,228,544	2,449,978	2,675,860	资本开支	(12,134)	(61,267)	(687,220)	(106,580)	(80,000)
总资产	338,203	3,394,532	10,685,792	11,158,434	12,594,527	购买短期投资	(189,810)	(1,334,376)	(5,857,816)	0	0
应计费用及其他流动资产	92,582	305,288	1,472,778	2,354,083	3,374,154	购买长期投资	3,224	(1,108,923)	657,557	0	0
递延收益	263,330	1,331,962	2,724,614	4,155,036	5,759,745	投资活动现金流	(198,720)	(2,504,566)	(5,887,939)	(106,580)	(80,000)
总短期负债	355,912	1,637,250	4,197,392	6,509,120	9,133,899	融资活动现金流	(29,193)	1,246,065	5,413,992	0	0
递延收益	8,711	5,674	9,125	9,125	9,125						
总负债	364,682	1,837,177	4,955,937	7,241,085	9,865,864	现金变化	13,956	26,553	129,353	(439,696)	319,965
股东权益	(26,479)	1,557,355	5,729,855	3,891,962	2,559,426	期初持有现金	19,294	33,259	73,967	203,320	(236,376)
						期末持有现金	33,259	73,967	203,320	(236,376)	83,589

资料来源：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

报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送报告之任何内容。报告所载的内容、资料、数据、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的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖报告中的任何内容作出任何投资决定。报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出身的投资决策。

报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人士不会对因使用/参考报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人士可能会因应不同的假设或因素发出其它与报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人士可能会持有报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

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。此文件及其复印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、发行或使用报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。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。