

公司报告

招商证券(香港)有限公司  
证券研究部

高途集团 (GOTU US)

转型变轨, 其路漫漫

- 非交易路演: 为符合政策要求, 高途继续将业务重心从义务教育学科类培训向其他方向转型, 并有望在2022年扭亏为盈
- 21财年二季度收入同比增长35%, 高于业绩指引, 净亏损高于预期, 经营性现金流出环比缩窄
- 维持中性评级: 政策不确定性仍存, 目标价下调至3.0美元

业务重组后, 前景将更为明朗

非交易路演重点纪要, K-12: 高途已将周末/节假日的课程调整到周中, 退费率为个位数。高途停止了秋季学期K-9业务的新招生, 并将在现有课程完成之后退出K-9业务。成人教育: 高途正积极投资于成人教育, 主要集中于6个领域: 考研、考公、职业考试、海外留学、成人英语及商学院。高途强调: 1) 其在成人教育业务方面具有相关的经验, 一些项目已经运营多年; 2) 一些项目的投资回报率为正, 高途将在内部测试之后扩大规模; 3) 一些优秀的K-9教师或将转向成人教育业务, 这将节省招聘成本。素质教育: 高途目前推出家庭教育及编程产品, 而后者秋季学期的转化率已经超过30%。另外, 高途也在智能教育硬件方面有所探索。我们预期在21财年下半年业务转型后, 高途将从22财年开始回归盈利性增长, 届时成人/素质教育将成为主要的增长引擎, 并将贡献40-50%的收入, 整体的收入规模/盈利水平将回归到与19财年类似的水平。

受益于停止投放信息流广告, 21财年二季度现金净流出缩窄

21财年二季度收入达22亿元人民币, 同比增长35%, 高于公司30-31%的业绩指引, K-12业务同比增长51%。毛利率从20财年二季度的78%持续下降至21财年二季度的68%, 低于预期。非GAAP净亏损达7.64亿元人民币(相比21财年一季度净亏损为13亿元人民币), 这归功于自2021年4月起停止投放信息流广告。现金收入达270万元人民币, 同比增长12%。21财年二季度经营性现金流出为3.19亿元人民币, 相比21财年一季度20亿元人民币的净流出有显著缩窄, 使得总现金和投资资产达55亿元人民币, 环比持平。

维持中性评级: 政策风险仍存

我们认为高途的业务转型相较于传统线下同业将更为容易, 基于其: 1) 无租金费用; 2) 成人教育业务经验; 3) 大班课规模效应。但潜在不确定性仍存: 1) 高中业务是否能继续经营仍存在不确定性, 可能将影响高途约50%的22财年收入; 2) 由于同业涌入, 成人/素质教育业务的竞争可能加剧, 因此我们维持对高途的中性评级。我们下调21/22财年预测核心净利润(图7)。考虑到22财年的盈利性前景, 我们将估值方法从分部加总估值变更为22财年前瞻市盈率估值。基于22财年20倍前瞻市盈率, 将目标价从3.1美元下调至3.0美元。

盈利预测及估值

12月31日年结(百万人民币)	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
收入	2,115	7,125	7,476	2,607	2,897
同比	432%	237%	5%	-65%	11%
毛利润	1,579	5,362	5,070	1,747	1,941
同比	520%	240%	-5%	-66%	11%
非GAAP 营业利润	276	-1,517	-2,357	229	290
同比	1001%	n.a.	n.a.	n.a.	27%
核心净利润	237	-1,154	-2,357	246	287
同比	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	17%
核心每股收益(人民币)	1.13	-4.82	-9.22	0.96	1.12
市盈率(x)	20.6	n.a.	n.a.	19.9	17.0
市销率(x)	2.3	0.7	0.7	1.9	1.7
净资产收益率	13%	-16%	-26%	3%	4%

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测; 股价截至2021年10月1日

王腾杰 +852 3189 6634 tommywong@cmschina.com.hk	李怡珊, CFA +852 3189 6122 crystalli@cmschina.com.hk
马牧野 +852 3189 6394 mattma@cmschina.com.hk	黄耀林 +852 3189 6176 calvinngyl@cmschina.com.hk

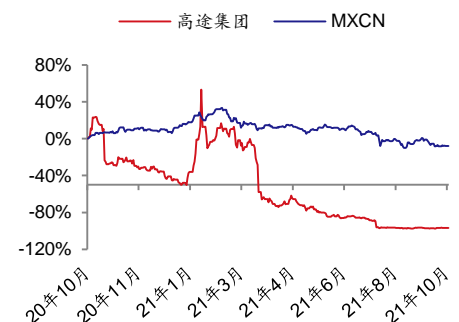
最新变动

21财年二季度业绩解读: 非交易路演纪要  
盈利预测/目标价调整

中性

前次评级	中性
股价(2021年10月1日)	3.0美元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	3.0美元 (+1.4%)
前次目标价	3.1美元

股价表现



资料来源: 彭博, 股价截至2021年10月1日

%	1m	6m	12m
GOTU US	(6.0)	(89.7)	(96.9)
MXCN	(6.1)	(19.5)	(8.6)

行业: 教育

恒生指数(2021年9月30日)	24,576
国企指数(2021年9月30日)	8,726

重要数据

52周股价区间(美元)	2.25 - 149.05
市值(百万美元)	757
日均成交量(百万股)	16.83
每股净资产(人民币)	30.45

主要股东

陈向东	46.1%
其他股东	17.7%
总股数(百万股)	256

自由流通股

自由流通股	36.2%
-------	-------

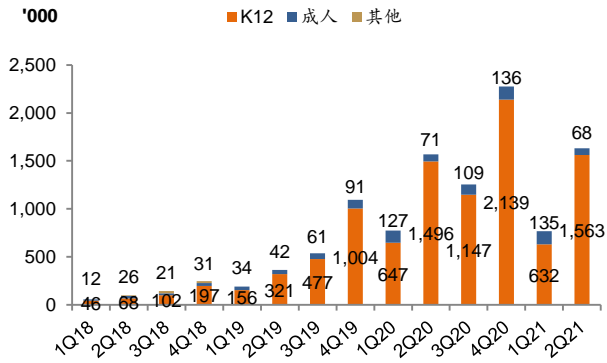
资料来源: 公司资料、彭博

相关报告

1. 高途集团 (GOTU US) - 商业模式步入转型期 (买入) (2021/5/27)
2. 高途集团 (GOTU US) - 负面因素已出清, 上调至买入评级 (买入) (2021/4/22)
3. 高途集团 (GOTU US) - 20财年四季度业绩符合预期: 增速明显放缓 (卖出) (2021/3/7)

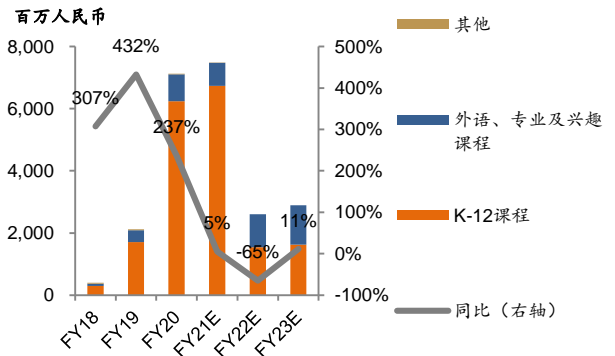
重点图表

图1: 21财年二季度, 高途付费学生人次同比上升4%至163万



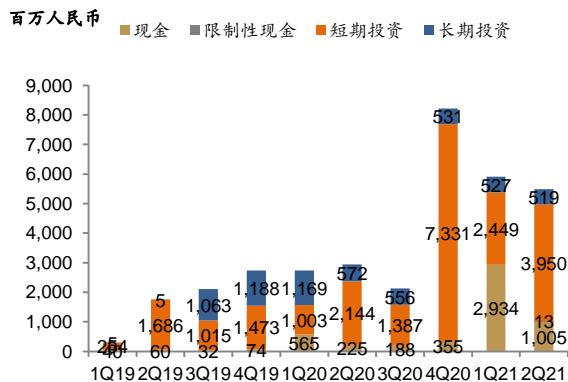
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图2: 受业务转型推动, 预期高途22财年收入规模将于19财年相似, 外语、专业及兴趣课程类业务收入贡献率将接近50%



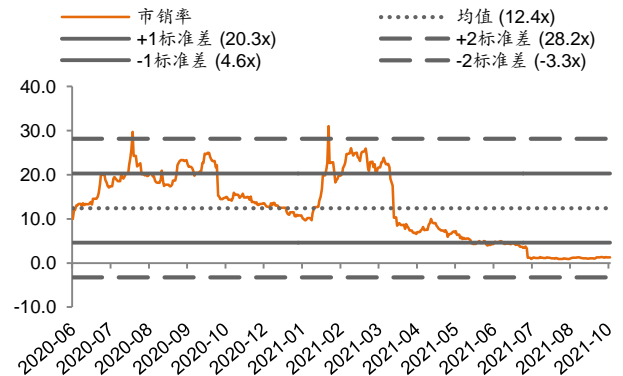
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图3: 高途21财年二季度总流动资金为55亿元人民币, 环比持平



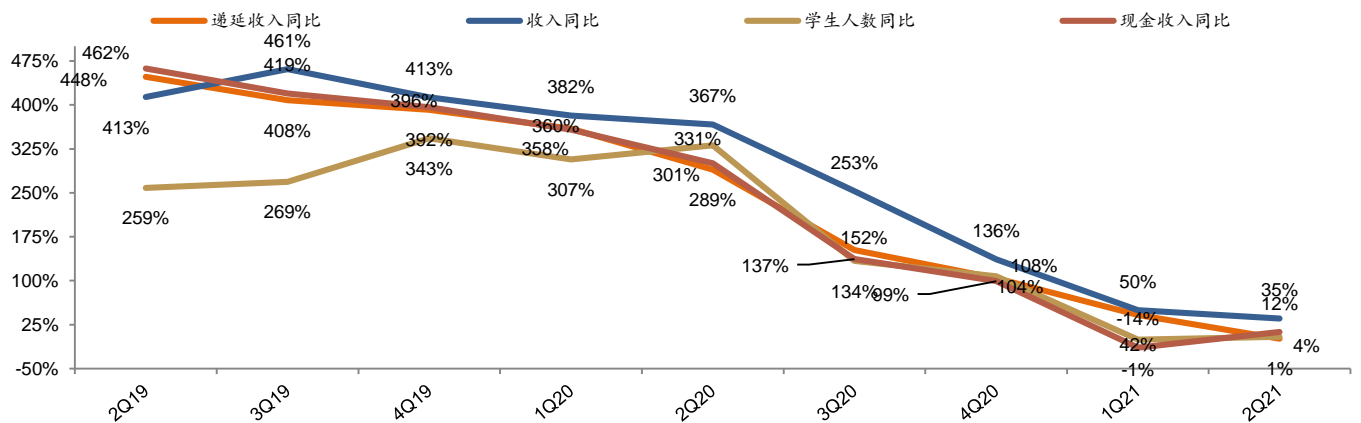
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图4: 高途未来12个月前瞻市销率区间



资料来源: 彭博, 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图5: 高途增速下滑持续



资料来源: 彭博, 公司资料, 招商证券(香港)

图6: 高途集团21财年二季度业绩与招商证券预测及彭博一致预测对比

百万人民币	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	1Q21	2Q21	2Q21	招商证券预测		彭博一致预测	
截至	3.31	6.30	9.30	12.31	3.31	6.30	同比	同比	环比	2Q21	差异	2Q21	差异
收入	1,298	1,650	1,966	2,211	1,940	2,232	50%	35%	15%	2,159	3%	2,453	-9%
毛利润	1,014	1,290	1,464	1,595	1,369	1,508	35%	17%	10%	1,468	3%	1,819	-17%
销售费用	-757	-1,205	-2,056	-1,798	-2,289	-1,641	n.a.	n.a.	n.a.	-1,296	n.a.		n.a.
研发费用	-99	-140	-220	-275	-365	-427	n.a.	n.a.	n.a.	-281	n.a.		n.a.
行政费用	-66	-106	-177	-218	-218	-242	n.a.	n.a.	n.a.	-151	n.a.		n.a.
报告经营利润	92	-161	-990	-696	-1,503	-802	n.a.	n.a.	n.a.	-259	n.a.	-625	n.a.
报告净利润	148	19	-933	-627	-1,426	-919	n.a.	n.a.	n.a.	-222	n.a.	-585	n.a.
非 GAAP 经营利润	135	-107	-921	-623	-1,406	-647	n.a.	n.a.	n.a.	-190	n.a.	-337	n.a.
非 GAAP 净利润	191	73	-864	-554	-1,329	-764	n.a.	n.a.	n.a.	-153	n.a.	-558	n.a.
<b>利润率</b>													
毛利润率	78%	78%	74%	72%	71%	68%	-7.6 ppt	-10.6 ppt	-3 ppt	68%	-0.4 ppt	74%	-6.6 ppt
经营利润率	7%	-10%	-50%	-31%	-77%	-36%	n.a.	n.a.	n.a.	-12%	n.a.	-25%	n.a.
净利润率	11%	1%	-47%	-28%	-73%	-41%	n.a.	n.a.	n.a.	-10%	n.a.	-24%	n.a.
非 GAAP 经营利润率	10%	-6%	-47%	-28%	-72%	-29%	n.a.	n.a.	n.a.	-9%	n.a.	-14%	n.a.
非 GAAP 净利润率	15%	4%	-44%	-25%	-69%	-34%	n.a.	n.a.	n.a.	-7%	n.a.	-23%	n.a.
<b>费率</b>													
销售费率	58%	73%	105%	81%	118%	74%	59.6 ppt	0.5 ppt	-44.4 ppt	60%	13.5 ppt		
研发费率	8%	8%	11%	12%	19%	19%	11.2 ppt	10.6 ppt	0.3 ppt	13%	6.1 ppt		
管理费率	5%	6%	9%	10%	11%	11%	6.1 ppt	4.4 ppt	-0.4 ppt	7%	3.8 ppt		
现金收入	1,374	2,401	2,086	3,147	1,181	2,695	-14%	12%	128%				
现金	565	225	188	355	2,934	1,005	419%	346%	-66%				
限制性现金						13	n.a.	n.a.	n.a.				
短期投资	1,003	2,144	1,387	7,331	2,449	3,950	144%	84%	61%				
长期投资	1,169	572	556	531	527	519	-55%	-9%	-2%				
<b>总流动性</b>	<b>2,737</b>	<b>2,942</b>	<b>2,131</b>	<b>8,217</b>	<b>5,909</b>	<b>5,487</b>	<b>116%</b>	<b>87%</b>	<b>-7%</b>				
<b>经营性现金流</b>	<b>118</b>	<b>528</b>	<b>-679</b>	<b>636</b>	<b>-2,095</b>	<b>-319</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>				

资料来源: 彭博、公司资料、招商证券(香港)预测

图7: 高途盈利预测调整

百万人民币	FY21E			FY22E		
	调整前	调整后	变动	调整前	调整后	变动
净收入	9,357	7,476	-20%	11,120	2,607	-77%
毛利润	6,412	5,070	-21%	7,635	1,747	-77%
销售费用	-6,460	-5,205	n.a.	-6,164	-652	n.a.
研发费用	-1,144	-1,783	n.a.	-802	-730	n.a.
管理费用	-710	-790	n.a.	-579	-188	n.a.
报告经营利润	-1,902	-2,708	n.a.	90	177	96%
报告净(亏损)利润	-1,738	-2,707	n.a.	185	194	5%
非 GAAP 经营利润	-1,568	-2,357	n.a.	424	229	-46%
非 GAAP 净利润	-1,404	-2,357	n.a.	518	246	-52%
每股盈利(人民币)	-6.80	-10.59	n.a.	0.72	0.76	5%
非 GAAP 每股盈利(人民币)	-5.50	-9.22	n.a.	2.03	0.96	-53%
<b>利润率</b>						
毛利润率	68.5%	67.8%	-0.7ppt	68.7%	67.0%	-1.7ppt
经营利润率	-20.3%	-36.2%	-15.9ppt	0.8%	6.8%	6ppt
净利润率	-18.6%	-36.2%	-17.6ppt	1.7%	7.4%	5.8ppt
非 GAAP 经营利润率	-16.8%	-31.5%	-14.8ppt	3.8%	8.8%	5ppt
非 GAAP 净利润率	-15.0%	-31.5%	-16.5ppt	4.7%	9.4%	4.8ppt
<b>费率</b>						
销售费率	69.0%	69.6%	0.6ppt	55.4%	25.0%	-30.4ppt
研发费率	12.2%	23.8%	11.6ppt	7.2%	28.0%	20.8ppt
管理费率	7.6%	10.6%	3ppt	5.2%	7.2%	2ppt

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图8: 高途季度财务预测总结

百万人民币	实际数据				预测数据					
	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
收入	1,966	2,211	1,940	2,232	2,059	1,245	587	670	647	704
毛利润	1,464	1,595	1,369	1,508	1,359	834	393	449	433	471
销售费用	-2,056	-1,798	-2,289	-1,641	-926	-349	-147	-168	-162	-176
研发费用	-220	-275	-365	-427	-618	-373	-164	-188	-181	-197
管理费用	-177	-218	-218	-242	-206	-124	-47	-47	-45	-49
非 GAAP 毛利润	1,481	1,614	1,394	1,544	1,373	843	396	452	436	475
非 GAAP 经营利润	-921	-623	-1,406	-647	-329	25	47	60	58	63
非 GAAP 净利润	-864	-554	-1,329	-764	-300	36	51	65	62	68
<b>同比</b>										
收入	253%	136%	50%	35%	5%	-44%	-70%	-70%	-69%	-43%
非 GAAP 毛利润	265%	117%	36%	18%	-7%	-48%	-72%	-71%	-68%	-44%
非 GAAP 经营利润	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	154%
非 GAAP 净利润	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	88%
<b>利润率</b>										
毛利润率	74.4%	72.1%	70.5%	67.6%	66.0%	67.0%	67.0%	67.0%	67.0%	67.0%
非 GAAP 毛利润	75.4%	73.0%	71.8%	69.1%	66.7%	67.7%	67.5%	67.5%	67.5%	67.5%
非 GAAP 经营利润率	-46.9%	-28.2%	-72.5%	-29.0%	-16.0%	2.0%	8.0%	9.0%	9.0%	9.0%
非 GAAP 净利润率	-43.9%	-25.1%	-68.5%	-34.2%	-14.6%	2.9%	8.7%	9.7%	9.7%	9.7%
<b>分部收入</b>										
K-12 课程	1,757	1,975	1,816	2,091	1,845	988	363	418	369	395
外语、专业及兴趣课程	203	234	124	140	214	257	223	252	278	309
<b>同比</b>										
K-12 课程	283%	156%	62%	51%	5%	-50%	-80%	-80%	-80%	-60%
外语、专业及兴趣课程	125%	53%	-29%	-46%	5%	10%	80%	80%	30%	20%

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图9: 教培行业同业对比

公司名称	股票代码	股价 (当地货币)	招商证券			市值 (百万美元)	3个月平均交易量 (百万美元)	P/E (x)		PEG*	P/S (x)		PSG*	P/OCF (x)		收入年复合增长率 (%)	每股盈利年复合增长率 (%)
			评级	目标价 (当地货币)	上涨空间 (%)			FY21E	FY22E		FY21E	FY22E		FY21E	FY22E		
恒生指数		24,576						n.a.	12.3	n.a.	1.5	1.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
国企指数		8,726						n.a.	10.1	n.a.	1.1	1.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>线下教培中国公司</b>																	
新东方	EDU US	2.1	买入	4.0	91.4	3,547	223.7	8.7	7.1	n.a.	0.8	0.7	0.0	3.0	4.1	19.4	(0.0)
	9901 HK	14.4		30.8													
好未来	TAL US	4.8	中性	5.1	5.2	3,108	255.3	38.8	7.5	n.a.	0.7	0.5	0.0	3.1	5.5	31.7	(53.9)
中公教育	002607 CH	10.8	未评级	n.a.	n.a.	10,373	101.8	28.8	21.1	1.6	4.7	3.8	0.2	64.8	19.1	25.2	18.4
东方	667 HK	8.0	未评级	n.a.	n.a.	2,257	7.8	19.0	15.6	0.5	3.3	2.9	0.2	13.2	9.7	17.3	37.6
昂立	600661 CH	9.1	未评级	n.a.	n.a.	406	7.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
思考乐	1769 HK	1.5	未评级	n.a.	n.a.	107	2.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
精锐	ONE US	0.4	未评级	n.a.	n.a.	72	5.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
卓越	3978 HK	0.6	未评级	n.a.	n.a.	63	0.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
朴新	NEW US	0.5	未评级	n.a.	n.a.	47	1.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
瑞思英语	REDU US	0.7	未评级	n.a.	n.a.	40	0.3	2.2	1.0	n.a.	0.2	0.1	0.0	1.4	0.7	45.7	n.a.
<b>在线教培中国公司</b>																	
高途	GOTU US	3.0	中性	3.0	1.4	757	52.5	n.a.	19.9	n.a.	0.7	1.9	n.a.	n.a.	84.8	(39.5)	n.a.
新东方在线	1797 HK	4.2	中性	审视中	n.a.	541	11.7	n.a.	n.a.	n.a.	2.5	2.5	0.2	n.a.	n.a.	14.1	n.a.
有道	DAO US	12.0	未评级	n.a.	n.a.	1,513	8.3	n.a.	n.a.	n.a.	1.8	1.7	0.1	n.a.	n.a.	33.2	n.a.
尚德机构	STG US	5.4	未评级	n.a.	n.a.	71	0.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
51 Talk	COE US	2.5	未评级	n.a.	n.a.	54	2.3	n.a.	2.9	n.a.	0.1	0.1	0.0	n.a.	n.a.	16.3	(16.0)
流利说	LAIX US	0.9	未评级	n.a.	n.a.	44	0.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>非中国公司</b>																	
	PSO US	9.9	未评级	n.a.	n.a.	7,507	2.5	21.8	18.8	n.a.	1.6	1.5	1.0	13.7	13.0	1.6	n.a.
	LOPE US	87.2	未评级	n.a.	n.a.	3,942	24.3	14.8	14.5	2.0	4.3	4.0	1.1	12.9	12.1	3.8	7.4
	LAUR US	18.0	未评级	n.a.	n.a.	3,388	17.1	n.a.	32.9	n.a.	3.2	3.0	3.8	22.0	15.3	0.8	n.a.
	GHC US	597.5	未评级	n.a.	n.a.	2,988	13.3	15.7	13.0	0.9	0.9	0.9	0.2	9.0	7.9	5.9	18.4
	ATGE US	37.5	未评级	n.a.	n.a.	1,863	17.9	23.4	11.1	n.a.	1.6	1.1	n.a.	9.4	6.3	n.a.	n.a.
	HMHC US	14.0	未评级	n.a.	n.a.	1,790	9.6	15.3	n.a.	n.a.	1.8	1.8	n.a.	12.3	10.7	(4.5)	n.a.
	STRA US	72.0	未评级	n.a.	n.a.	1,771	21.7	13.9	12.9	n.a.	1.5	1.5	0.4	11.7	10.8	3.8	(9.2)
	LRN US	35.7	未评级	n.a.	n.a.	1,486	17.6	20.1	19.3	n.a.	0.9	1.0	n.a.	10.8	7.8	n.a.	n.a.
<b>均值-中国线下教培</b>								<b>16.2</b>	<b>8.7</b>	<b>0.7</b>	<b>1.6</b>	<b>1.3</b>	<b>0.1</b>	<b>14.3</b>	<b>6.5</b>	<b>23.2</b>	<b>0.4</b>
<b>均值-中国在线教培</b>								<b>n.a.</b>	<b>11.4</b>	<b>n.a.</b>	<b>1.3</b>	<b>1.6</b>	<b>0.1</b>	<b>n.a.</b>	<b>84.8</b>	<b>6.0</b>	<b>(16.0)</b>
<b>均值-非中国</b>								<b>17.9</b>	<b>17.5</b>	<b>1.4</b>	<b>2.0</b>	<b>1.8</b>	<b>1.3</b>	<b>12.7</b>	<b>10.5</b>	<b>1.9</b>	<b>5.5</b>
<b>均值(所有)</b>								<b>17.1</b>	<b>13.2</b>	<b>1.0</b>	<b>1.7</b>	<b>1.6</b>	<b>0.5</b>	<b>13.4</b>	<b>13.9</b>	<b>10.9</b>	<b>0.3</b>

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测; 美股股价截至2021年10月1日; 港股股价截至2021年9月30日。注: 所有未评级股票信息均来源于彭博; \*PEG基于21财年预测P/E及20-22财年预测每股盈利年复合增长率计算, \*PSG基于21财年预测P/S及20-22财年预测收入年复合增长率计算。

## 财务预测

### 资产负债表

(百万人民币)	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
现金及现金等价物	74	355	438	907	1,240
短期投资	1,473	7,331	3,666	2,566	2,694
其他流动资产	261	771	968	663	695
<b>总流动资产</b>	<b>1,809</b>	<b>8,457</b>	<b>5,072</b>	<b>4,136</b>	<b>4,629</b>
物业, 设备及软件, 净值	82	704	786	745	704
无形资产及商誉	0	29	29	29	29
长期投资	1,188	531	531	531	531
其他非流动资产	315	964	1,061	1,167	1,284
<b>总非流动资产</b>	<b>1,586</b>	<b>2,229</b>	<b>2,407</b>	<b>2,471</b>	<b>2,547</b>
<b>总资产</b>	<b>3,395</b>	<b>10,686</b>	<b>7,479</b>	<b>6,608</b>	<b>7,177</b>
递延收入	1,332	2,725	1,869	652	724
其他流动负债	305	1,473	1,743	2,026	2,378
<b>总流动负债</b>	<b>1,637</b>	<b>4,197</b>	<b>3,612</b>	<b>2,677</b>	<b>3,102</b>
递延收入	6	9	10	11	12
其他非流动负债	194	749	835	702	616
<b>总非流动负债</b>	<b>200</b>	<b>759</b>	<b>845</b>	<b>714</b>	<b>628</b>
<b>总负债</b>	<b>1,837</b>	<b>4,956</b>	<b>4,457</b>	<b>3,391</b>	<b>3,731</b>
<b>总股东权益</b>	<b>1,557</b>	<b>5,730</b>	<b>3,022</b>	<b>3,217</b>	<b>3,446</b>
<b>总负债及权益</b>	<b>3,395</b>	<b>10,686</b>	<b>7,479</b>	<b>6,608</b>	<b>7,177</b>
<b>净现金(债务)*</b>	<b>1,547</b>	<b>7,686</b>	<b>4,104</b>	<b>3,473</b>	<b>3,934</b>

### 利润表

(百万人民币)	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
<b>净收入</b>	<b>2,115</b>	<b>7,125</b>	<b>7,476</b>	<b>2,607</b>	<b>2,897</b>
销售成本	-536	-1,763	-2,407	-860	-956
<b>毛利</b>	<b>1,579</b>	<b>5,362</b>	<b>5,070</b>	<b>1,747</b>	<b>1,941</b>
销售费用	-1,041	-5,816	-5,205	-652	-724
研发费用	-212	-734	-1,783	-730	-811
行政费用	-110	-567	-790	-188	-174
<b>经营利润</b>	<b>216</b>	<b>-1,755</b>	<b>-2,708</b>	<b>177</b>	<b>232</b>
利息收入	9	3	35	10	9
其他净收入	6	254	25	13	14
投资减值损失	11	70	25	0	0
权益法投资减值损失	0	0	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>242</b>	<b>-1,428</b>	<b>-2,676</b>	<b>200</b>	<b>255</b>
税项	-17	35	-31	-6	-25
股权投资(亏损)收入	1	0	0	0	0
<b>净(亏损)利润</b>	<b>227</b>	<b>-1,393</b>	<b>-2,707</b>	<b>194</b>	<b>229</b>
<b>归母净(亏损)利润</b>	<b>188</b>	<b>-1,393</b>	<b>-2,707</b>	<b>194</b>	<b>229</b>
股权激励	60	238	351	52	58
<b>非 GAAP 项目:</b>					
非 GAAP 毛利润	1,595	5,429	5,153	1,759	1,954
非 GAAP 经营利润	276	-1,517	-2,357	229	290
非 GAAP 股东净利润	248	-1,154	-2,357	246	287
非 GAAP 调整后股东净利润	237	-1,154	-2,357	246	287
<b>每股收益(人民币)</b>	<b>0.90</b>	<b>-5.81</b>	<b>-10.59</b>	<b>0.76</b>	<b>0.90</b>
<b>非 GAAP 每股收益(人民币)</b>	<b>1.19</b>	<b>-4.82</b>	<b>-9.22</b>	<b>0.96</b>	<b>1.12</b>
<b>非 GAAP 调整后每股收益(人民币)</b>	<b>1.13</b>	<b>-4.82</b>	<b>-9.22</b>	<b>0.96</b>	<b>1.12</b>

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测; \*净现金包括银行存款及短期投资

### 现金流量表

(百万人民币)	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
净(亏损)利润	227	-1,393	-2,707	194	229
非现金调整项	59	228	58	57	56
运营资本变化	999	1,768	-785	-604	428
<b>经营活动净现金</b>	<b>1,285</b>	<b>603</b>	<b>-3,434</b>	<b>-353</b>	<b>713</b>
投资	-2,444	-5,312	3,657	837	-365
资本开支	-61	-284	-140	-15	-15
其他	0	0	0	0	0
<b>投资活动净现金</b>	<b>-2,505</b>	<b>-5,596</b>	<b>3,517</b>	<b>822</b>	<b>-380</b>
第三方还款	-34	0	0	0	0
私募融资	0	5,687	0	0	0
股票回购	-87	-283	0	0	0
其他	1,367	-132	0	0	0
<b>融资活动净现金</b>	<b>1,246</b>	<b>5,272</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
汇兑损益	14	2	0	0	0
<b>现金净变动</b>	<b>41</b>	<b>281</b>	<b>83</b>	<b>469</b>	<b>333</b>
期初现金	33	74	355	438	907
<b>期末现金</b>	<b>74</b>	<b>355</b>	<b>438</b>	<b>907</b>	<b>1,240</b>

### 财务比率

	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
<b>同比增长率</b>					
净收入	432%	237%	5%	-65%	11%
毛利	520%	240%	-5%	-66%	11%
经营利润	1026%	n.a.	n.a.	n.a.	31%
净(亏损)利润	1053%	n.a.	n.a.	n.a.	18%
归母净(亏损)利润	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	18%
<b>非 GAAP 项目</b>					
非 GAAP 毛利润	526%	240%	-5%	-66%	11%
非 GAAP 经营利润	1001%	n.a.	n.a.	n.a.	27%
非 GAAP 股东净利润	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	17%
非 GAAP 调整后股东净利润	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	17%
<b>利润率</b>					
毛利	75%	75%	68%	67%	67%
经营利润	10%	-25%	-36%	7%	8%
净(亏损)利润	11%	-20%	-36%	7%	8%
归母净(亏损)利润	9%	-20%	-36%	7%	8%
<b>非 GAAP 项目</b>					
非 GAAP 毛利润	75%	76%	69%	67%	67%
非 GAAP 经营利润	13%	-21%	-32%	9%	10%
非 GAAP 股东净利润	12%	-16%	-32%	9%	10%
非 GAAP 调整后股东净利润	11%	-16%	-32%	9%	10%
有效税率	7%	2%	-1%	3%	10%
流动比率(倍)	110%	201%	140%	154%	149%
净现金/股权比例	99%	134%	136%	108%	114%
ROE	13%	-16%	-26%	3%	4%
<b>市盈率(x)</b>	<b>20.6</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>19.9</b>	<b>17.0</b>
<b>市净率(x)</b>	<b>3.1</b>	<b>0.9</b>	<b>1.6</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>
<b>市销率(x)</b>	<b>2.3</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>1.9</b>	<b>1.7</b>

## 投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

### 监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

### 免责条款

本报告由招商证券（香港）有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料，但招商证券（香港）有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工（统称“招商证券”）对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失，概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券，工具或策略，可能并不适合所有投资者，某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制，不能在全球范围内不受限制地提供，和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外，招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计，可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析，基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准，此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时，并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息，并承担风险。投资者须按照自己的判断，决定是否使用本报告所载的内容和信息，并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见，并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险，而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

#### 香港

招商证券（香港）有限公司  
香港中环交易广场一期 48 楼  
电话：+852 3189 6888  
传真：+852 3101 0828