

教育

收盘价

美元 7.76

目标价

美元 9.10个

潜在涨幅

+17.3%

2024年2月28日

高途 (GOTU US)

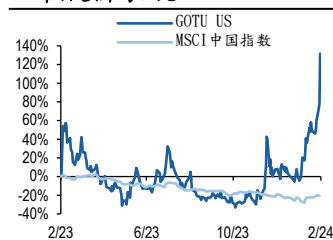
4 季度业绩超预期；拉新战略确定长期收入增长趋势

- 2023 年 4 季度业绩：收入同比增 21%至 7.6 亿元（人民币，下同），超我们/彭博一致预期 5%，超过公司指引的 6-9%同比增速，主要受 K12 业务拉新和续班加速增长拉动，大学生/成人业务调整影响小于预期。调整后净亏损 1 亿元，对比我们/彭博一致预期的亏损 1.4 亿元。截至 2023 年底，公司现金储备 40 亿元，同比增 2.6 亿元。2023 年全年收入约 25 亿元，同比增 19%，现金收款增速 32%，显示收入持续增长能力。
- 4 季度业绩亮点：1) 现金收款 12.8 亿元，同比增 28%，其中非学科三位数增长，大学生/成人恢复 10%+增速；2) K12 业务收入同比增 35%+，K9 非学科及高中均保持高速增长；3) 大学生/成人业务调整影响好于预期，收入同比下降约 16%；4) 留学培训收入和现金收款均实现 200%+同比增长，得益于短视频直播布局；考研业务经营现金流连续两个季度为正。5) 线下教学点布局进一步拓展，以满足用户线上线下结合的教学需求。
- 2024 年业绩展望：公司指引 2024 年 1 季度收入增速 28%-31%，受益于 4 季度高于收入增长的收款增速及寒假旺季影响，但由于续班时间受春节假期影响，1 季度现金收款增速或低于收入增长。公司通过线上/线下多渠道布局，将在 2024 年继续加大拉新营销投入，从而带动 2024 年全年收入增速超过 40%（此前预期 25%）达到 41.9 亿元，其中我们预计非学科素养/高中/大学生成人收入增速分别为 88%/38%/20%，但利润仍基本维持此前约 1 亿元预期，主要考虑线下教学点扩张及营销投入影响。
- 估值：高途线上获客渠道+线下教学点扩张战略提升公司收入增长信心，受益于教育需求旺盛，我们认为未来 2-3 年收入确定性高，2024 年仍为投入年，预计 2025-26 年利润率将有一定优化，对应 2025 年教育业务 20 倍市盈率，上调目标价至 9.1 美元（前为 3.80 美元）。受教育行业季节性影响及营销投入加大影响，公司股价仍将波动，但若全年收入增长确定，公司价值将继续释放。业绩后股价涨 31%，对应 2024 年核心利润 20 倍市盈率，维持买入。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (美元)	7.76
52周低位 (美元)	2.24
市值 (百万美元)	1,180.30
日均成交量 (百万)	32.51
年初至今变化 (%)	114.36
200天平均价 (美元)	3.23

资料来源: FactSet

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8045

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8048

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8054

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8041

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	2,498	2,961	4,189	5,380	6,391
同比增长 (%)	-61.9	18.5	41.5	28.4	18.8
净利润 (百万人民币)	136	51	102	323	475
每股盈利 (人民币)	0.51	0.19	0.39	1.25	1.83
同比增长 (%)	-104.8	-62.6	104.4	216.7	47.1
前EPS预测值 (人民币)			0.52	1.21	
调整幅度 (%)			-24.5	3.3	
市盈率 (倍)	108.6	290.0	141.9	44.8	30.5
每股账面净值 (人民币)	11.73	11.82	14.18	15.85	17.61
市账率 (倍)	4.76	4.73	3.94	3.52	3.17

资料来源：公司资料, 交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于 Non-GAAP 基础

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 2023 年 4 季度业绩概览

(百万人民币)	4Q22	3Q23	4Q23	环比 (%)	同比 (%)	交银国际预测	差异 (%)	点评
净营收	630	789	761	-4	21	728	5	受 K12 业务拉新和续班贡献加速增长拉动
<u>市场预期</u>			<u>725</u>					
收入分布								
高中	353	434	411	-5	28	432	-5	
非学科	82	118	122	3	76	139	-12	现金收款同比三位数增长
成人	183	197	190	-4	-16	152	26	收入贡献约 25%，调整影响好于预期
教育内容及其他	13	39	38	-4	202	5	619	
营收成本	(159)	(218)	(228)	4	43	(211)	8	
毛利	470	571	533	-7	13	517	3	
毛利率		72	70			71		
销售及营销开支	(290)	(434)	(466)	7	61	(475)	-2	
占收比 (%)	46	55	61			65		
研发开支	(111)	(131)	(136)	4	22	(141)	-4	
占收比 (%)	18	17	18			19		
行政开支	(82)	(106)	(119)	13	45	(91)	31	
占收比 (%)	13	13	16			13		
经营利润	(13)	(100)	(188)	89	1,318	(190)	-1	
调整后经营利润	4	(84)	(172)	106	NA	(172)	0	
其他收入/(支出)	49	43	57	33	15	33	74	
税费	35	(1)	12	NA	-66	(2)	NA	
归母净利润/(亏损)	71	(58)	(120)	107	NA	(159)	-25	
调整后归母净利润/(亏损)	87	(42)	(104)	149	NA	(141)	-26	业绩超预期，得益于收入超预期及持续优化的线上运营及营销转化效率
<u>市场预期</u>			<u>(143)</u>					
调整后经营利润率 (%)	1	-11	-23			-24		
调整后净利率 (%)	14	-5	-14			-19		
每股盈利 (调整后, 人民币)	0.33	(0.16)	(0.40)	152	NA	(0.54)	-26	
<u>市场预期</u>			<u>(0.58)</u>					

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 2: 损益表预测

(百万人民币) 年结 12 月 31 日	1Q23	4Q23	1Q24E 新预测	1Q24E 原预测	差异(%)	环比(%)	同比(%)	2023	2024E	2025E	2026E
净营收	707	761	928	917	1	22	31	2,961	4,189	5,380	6,391
<i>市场预期</i>			885						3,615	4,392	4,358
收入分布											
高中	389	411	513	513	0	25	32	1,614	2,219	2,773	3,314
非学科	106	122	170	170	0	39	60	494	930	1,406	1,688
成人	198	190	220	220	0	15	11	747	894	1,043	1,219
教育内容及其他	14	38	25	13	89	-33	80	106	146	158	171
营收成本	(160)	(228)	(269)	(238)	13	18	68	(790)	(1,215)	(1,547)	(1,838)
毛利	547	533	659	678	-3	24	20	2,171	2,975	3,832	4,553
毛利率	77	70	71	74				73	71	71	71
销售及营销开支	(277)	(466)	(495)	(406)	22	6	79	(1,501)	(2,049)	(2,468)	(2,785)
占收比(%)	39	61	53	44				51	49	46	44
研发开支	(97)	(136)	(143)	(144)	-1	5	47	(462)	(583)	(678)	(861)
占收比(%)	14	18	15	16				16	14	13	13
行政开支	(78)	(119)	(102)	(96)	6	-15	31	(356)	(458)	(588)	(664)
占收比(%)	11	16	11	11				12	11	11	10
经营利润	95	(188)	(80)	32	-349	-57	-185	(149)	(116)	98	244
调整后经营利润	115	(172)	(62)	51	-222	-64	-154	(91)	(33)	206	372
其他收入/(支出)	36	57	33	36	-6	-41	-8	152	134	141	141
税费	(17)	12	3	(5)	-169	-72	-119	(11)	0	(24)	(39)
归母净利润/(亏损)	114	(120)	(44)	63	-169	-63	-139	(7)	18	215	347
调整后归母净利润/(亏损)	134	(104)	(25)	82	-131	-76	-119	51	102	323	475
<i>市场预期</i>			102						136	276	305
调整后经营利润率(%)	16	-23	-7	6				-3.1	-0.8	3.8	5.8
调整后净利率(%)	19	-14	-3	9				1.7	2.4	6.0	7.4
每股盈利(调整后, 人民币)	0.49	(0.40)	(0.10)	0.31	-131	-76	-120	0.19	0.39	1.25	1.83
<i>市场预期</i>			0.26						0.39	0.93	0.65

资料来源: 公司资料, 彭博, 交银国际预测

图表 3: 高途 (GOTU US) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4: 交银国际互联网及教育行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	112.36	140.00	24.6%	2024年01月25日	广告
BILI US	哔哩哔哩	买入	10.31	13.00	26.1%	2024年01月24日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	45.75	75.00	63.9%	2024年01月23日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	3.67	5.60	52.6%	2024年01月19日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	10.41	9.00	-13.5%	2023年11月15日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	90.40	99.00	9.5%	2023年09月26日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	24.75	29.00	17.2%	2024年02月21日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.90	8.30	20.4%	2023年12月11日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	32.05	39.00	21.7%	2023年12月01日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	128.33	180.00	40.3%	2024年01月12日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	77.68	108.00	39.0%	2024年01月11日	电商
JD US	京东	中性	24.08	30.00	24.6%	2023年11月16日	电商
GOTU US	高途	买入	7.76	9.10	17.3%	2024年02月28日	教育
DAO US	有道	买入	4.65	5.30	14.0%	2024年02月03日	教育
TAL US	好未来教育	买入	15.11	15.50	2.6%	2024年01月26日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	72.90	75.00	2.9%	2024年01月25日	教育
700 HK	腾讯控股	买入	284.60	388.00	36.3%	2024年01月19日	游戏
NTES US	网易	买入	113.14	135.00	19.3%	2023年11月17日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	11.50	19.92	73.2%	2023年03月28日	游戏
3888 HK	金山软件	中性	22.10	31.00	40.3%	2023年08月23日	游戏
3690 HK	美团	买入	81.65	93.00	13.9%	2024年02月23日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	20.35	43.00	111.3%	2023年11月09日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	7.95	11.60	45.9%	2024年01月10日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	9.42	11.70	24.2%	2023年08月11日	物流
DADA US	达达集团	中性	2.27	2.00	-11.9%	2024年01月09日	物流
9878 HK	汇通达网络	买入	28.70	38.00	32.4%	2023年04月12日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	13.52	16.00	18.3%	2024年02月26日	商户服务
9961 HK	携程集团	买入	362.00	440.00	21.5%	2024年02月22日	在线旅行社
780 HK	同程旅行	买入	19.60	22.00	12.2%	2023年05月25日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至2024年2月27日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	2,498	2,961	4,189	5,380	6,391
主营业务成本	(701)	(790)	(1,215)	(1,547)	(1,838)
毛利	1,797	2,171	2,975	3,832	4,553
销售及管理费用	(1,180)	(1,501)	(2,049)	(2,468)	(2,785)
研发费用	(445)	(462)	(583)	(678)	(861)
其他经营净收入/费用	(290)	(356)	(458)	(588)	(664)
经营利润	(118)	(149)	(116)	98	244
Non-GAAP标准下的经营利润	5	(91)	(33)	206	372
财务成本净额	21	76	80	80	80
其他非经营净收入/费用	94	86	54	61	61
税前利润	(3)	13	18	239	385
税费	16	(11)	0	(24)	(39)
非控股权益	0	(9)	0	0	0
净利润	13	(7)	18	215	347
作每股收益计算的净利润	13	(7)	18	215	347
Non-GAAP标准的净利润	136	51	102	323	475

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	789	610	1,340	1,650	1,800
有价证券	2,924	3,070	3,224	3,385	3,554
存货	23	20	46	39	62
其他流动资产	431	474	671	1,022	1,278
总流动资产	4,166	4,174	5,280	6,096	6,694
投资物业	0	0	0	0	0
物业、厂房及设备	552	590	585	593	550
无形资产	19	21	19	22	24
其他长期资产	139	141	149	156	162
总长期资产	710	753	753	770	737
总资产	4,876	4,927	6,033	6,866	7,431
应付账款	702	712	892	940	778
其他短期负债	907	888	1,215	1,506	1,726
总流动负债	1,609	1,600	2,107	2,446	2,504
长期应付账款	44	44	44	44	44
其他长期负债	127	150	213	273	325
总长期负债	171	195	257	318	369
总负债	1,780	1,795	2,364	2,763	2,873
股本	7,916	7,895	8,415	8,633	8,742
储备及其他资本项目	(4,820)	(4,763)	(4,745)	(4,530)	(4,183)
股东权益	3,096	3,132	3,669	4,103	4,558
总权益	3,096	3,132	3,669	4,103	4,558

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	(3)	3	18	239	385
折旧及摊销	71	84	92	103	110
营运资本变动	(102)	(62)	328	5	(183)
税费	(16)	11	(0)	24	39
其他经营活动现金流	2	23	503	182	6
经营活动现金流	(47)	59	941	553	356
资本开支	(19)	(118)	(84)	(108)	(64)
投资活动	(68)	(146)	(154)	(161)	(169)
其他投资活动现金流	(71)	0	0	0	0
投资活动现金流	(158)	(265)	(237)	(269)	(233)
负债净变动	0	0	0	0	0
权益净变动	0	0	0	0	0
其他融资活动现金流	0	0	0	0	0
融资活动现金流	0	0	0	0	0
汇率收益/损失	27	27	27	27	27
年初现金	968	789	610	1,340	1,650
年末现金	789	610	1,340	1,650	1,800

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.051	(0.028)	0.070	0.831	1.340
全面摊薄每股收益	0.050	(0.028)	0.070	0.831	1.340
Non-GAAP标准下的每股收益	0.515	0.193	0.394	1.247	1.834
每股账面值	11.727	11.817	14.177	15.853	17.613
利润率分析(%)					
毛利率	71.9	73.3	71.0	71.2	71.2
EBITDA利润率	(1.9)	(2.2)	(0.6)	3.7	5.5
EBIT利润率	(4.7)	(5.0)	(2.8)	1.8	3.8
净利率	0.5	(0.2)	0.4	4.0	5.4
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	71.9	73.3	71.0	71.2	71.2
EBITDA利润率	3.0	(0.2)	1.4	5.7	7.5
经营利润率	0.2	(3.1)	(0.8)	3.8	5.8
净利率	5.4	1.7	2.4	6.0	7.4
盈利能力(%)					
ROA	2.7	1.0	1.9	5.0	6.6
ROE	4.5	1.6	3.0	8.3	11.0
ROIC	(0.8)	(0.4)	(0.9)	4.5	7.3
其他					
流动比率	2.6	2.6	2.5	2.5	2.7
存货周转天数	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年2月28日
高途 (GOTU US)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银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交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康洋生物科技(上海)股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司及长久股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必要的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。