

教育	收盘价 美元 3.59	目标价 美元 5.10↓	潜在涨幅 +42.1%	2024年5月6日
----	----------------	-----------------	----------------	-----------

## 有道 (DAO US)

### 预计 2024 年 1 季度收入符合预期；亏损缩窄好于预期

- ⊕ **预计 2024 年 1 季度业绩符合此前预期。**我们预计有道 2024 年 1 季度收入同比增 16%至 13.5 亿元（人民币，下同），与此前预期一致，市场预期为 13.45 亿元。预计调整后净亏损为 4600 万元，对比此前预期的亏损 9700 万元以及市场预期的亏损 8700 万元，预计业务健康度调整带动盈利改善好于预期，营销费用占收比下降趋势持续。
- ⊕ **公司战略以减亏为主要方向，聚焦高中及广告业务增长，素质教育及硬件调整持续。**预计学习服务/硬件/广告收入同比+2%/-9%/+90%，其中广告收入在技术驱动转化率提升的带动下仍将保持高速增长，学习服务及硬件收入因业务调整表现弱于此前预期。学习服务中，预计高中业务在收入保持 20%+同比增长，素质教育及成人教育以减亏为主要目的，收入仍为下降趋势。
- ⊕ **全年高中业务快速增长持续，预期公司整体实现盈亏平衡。**我们维持此前对全年高中业务 25%-30%增长预期，主要考虑强需求及优质供给更为集中的利好，预计高中业务运营利润率也将在规模效应的带动下持续提升。考虑素质教育及硬件业务调整影响，我们下调 2024 年收入预期 2%，但维持公司实现调整后净利润盈亏平衡的预期不变。
- ⊕ **大模型搭载硬件产品，提升产品竞争力及使用率。**2024 年初，有道更新大模型“子曰”至 2.0 版本，发布学习机 X20 以及 AI 家庭教师，为学生提供全学科习题精讲和分步骤答疑，准确度好于通用大模型，大模型加持将提升公司硬件产品竞争力及长期商业化潜力。
- ⊕ **估值:**基于分布加总估值法，我们将目标价从 5.3 美元下调至 5.1 美元，其中对应高中业务 15 倍 2024 年市盈率以及硬件业务 0.7 倍 2024 年市销率不变。我们维持**买入**评级，公司虽短期业务减亏调整持续，但核心高中业务增长确定性强，大模型落地有望带动长期增长机会。

#### 财务数据一览

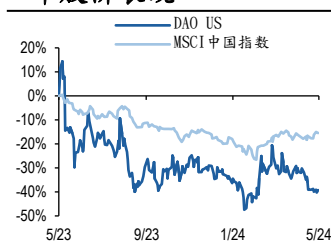
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入(百万人民币)	5,013	5,389	6,177	7,134	8,297
同比增长(%)	24.8	7.5	14.6	15.5	16.3
净利润(百万人民币)	(640)	(475)	2	177	337
每股盈利(人民币)	(5.18)	(3.92)	0.02	1.47	2.80
同比增长(%)	-20.1	-24.3	-100.5	7,534.9	90.0
前EPS预测值(人民币)			0.02	1.47	2.80
调整幅度(%)			2.2	0.0	0.0
市盈率(倍)	NA	NA	1,346.9	17.6	9.3
每股账面净值(人民币)	(12.47)	(17.87)	(16.91)	(15.69)	(12.99)
市账率(倍)	(2.08)	(1.45)	(1.54)	(1.66)	(2.00)

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

#### 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)	6.70
52周低位(美元)	3.08
市值(百万美元)	110.57
日均成交量(百万)	0.07
年初至今变化(%)	(8.88)
200天平均价(美元)	3.93

资料来源: FactSet

#### 孙梦琪

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

#### 谷馨瑜, CPA

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

#### 赵丽, CFA

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

#### 蔡涵

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

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: 2024 年 1 季度有道损益表预测调整

人民币，百万元	1Q23	4Q23	现预测 1Q24E	原预测 1Q24E	变动 (%)	环比(%)	同比(%)	2023	2024E	2025E	2026E
净收入	1,163	1,481	1,354	1,354	0	9	16	5,389	6,177	7,134	8,297
彭博一致预期			1,345						6,161	7,011	8,040
学习服务	732	784	746	804	-7	5	2	3,148	3,337	3,767	4,280
智能硬件	213	222	194	234	-17	15	-9	909	914	959	1,007
广告	218	474	414	316	31	14	90	1,332	1,926	2,408	3,010
收入成本	(561)	(742)	(677)	(675)	0	9	21	(2,622)	(3,139)	(3,506)	(4,038)
毛利润	602	739	676	679	0	9	12	2,767	3,038	3,628	4,259
毛利润率	52	50	50	50				51	49	51	51
运营费用	(798)	-663	-722	-776	-7	-8	-10	-3,234	-3,014	-3,405	-3,857
营销推广	(565)	(441)	(488)	(542)	-10	-10	-14	(2,268)	(2,000)	(2,309)	(2,624)
研发开支	(183)	(168)	(179)	(179)	0	-6	-2	(743)	(784)	(867)	(966)
一般开支	(50)	(53)	(55)	(55)	0	-3	10	(222)	(230)	(230)	(267)
占收比											
营销推广	-49	-30	-36	-40				-42	-32	-32	-32
研发开支	-16	-11	-13	-13				-14	-13	-12	-12
一般开支	-4	-4	-4	-4				-4	-4	-3	-3
运营利润	(196)	76	(46)	(97)				(466)	24	223	401
税前利润	(203)	57	(55)	(106)				(539)	(15)	183	362
净利润	(204)	56	(53)	(104)				(550)	(29)	142	296
调整后运营利润	(185)	79	(39)	(90)				(436)	55	258	443
调整后运营利润率	-16	5	-3	-7				-8	1	4	5
调整后净利润	(194)	69	(46)	(97)				(475)	2	177	337
彭博一致预期			(87)						(101)	116	234
调整后净利润率	-89	15	-11	-31				-9	0	2	4
调整后摊薄每股收益 (人民币)	(1.59)	0.58	(0.38)	(0.81)				(3.92)	0.02	1.47	2.80

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 2: 有道 (DAO US) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 交银国际互联网和教育行业覆盖公司

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	113.41	135.00	19.0%	2024 年 04 月 11 日	广告
TME US	腾讯音乐	买入	13.50	13.00	-3.7%	2024 年 03 月 20 日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	97.15	104.00	7.1%	2024 年 03 月 01 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	14.83	13.00	-12.3%	2024 年 01 月 24 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	62.20	75.00	20.6%	2024 年 01 月 23 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	5.08	5.60	10.2%	2024 年 01 月 19 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	33.77	37.00	9.6%	2024 年 03 月 19 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.19	6.60	6.6%	2024 年 03 月 15 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	30.05	29.00	-3.5%	2024 年 02 月 21 日	文娱内容
BABA US	阿里巴巴	买入	81.33	111.00	36.5%	2024 年 04 月 11 日	电商
PDD US	拼多多	买入	140.18	180.00	28.4%	2024 年 01 月 12 日	电商
JD US	京东	中性	32.87	28.00	-14.8%	2024 年 03 月 07 日	电商
DAO US	有道	买入	3.59	5.10	42.1%	2024 年 05 月 06 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	63.90	89.00	39.3%	2024 年 04 月 25 日	教育
GOTU US	高途	买入	6.98	9.10	30.4%	2024 年 02 月 28 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	13.18	15.50	17.6%	2024 年 01 月 26 日	教育
700 HK	腾讯控股	买入	364.40	395.00	8.4%	2024 年 04 月 15 日	游戏
NTES US	网易	买入	103.02	127.00	23.3%	2024 年 04 月 10 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	11.30	15.00	32.7%	2024 年 03 月 28 日	游戏
3888 HK	金山软件	中性	27.05	26.00	-3.9%	2024 年 03 月 20 日	游戏
3690 HK	美团	买入	119.70	111.00	-7.3%	2024 年 03 月 25 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	23.30	26.00	11.6%	2024 年 03 月 18 日	本地生活
9699 HK	顺丰同城	买入	10.30	11.30	9.7%	2024 年 03 月 27 日	物流
2618 HK	京东物流	买入	9.16	9.50	3.7%	2024 年 03 月 07 日	物流
DADA US	达达集团	中性	2.17	2.00	-7.8%	2024 年 01 月 09 日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	29.90	30.00	0.3%	2024 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	11.44	14.00	22.4%	2024 年 03 月 27 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	21.10	24.00	13.7%	2024 年 03 月 20 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	402.40	440.00	9.3%	2024 年 02 月 22 日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2024 年 5 月 3 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	5,013	5,389	6,177	7,134	8,297
主营业务成本	(2,427)	(2,622)	(3,139)	(3,506)	(4,038)
<b>毛利</b>	<b>2,586</b>	<b>2,767</b>	<b>3,038</b>	<b>3,628</b>	<b>4,259</b>
销售及管理费用	(2,557)	(2,490)	(2,230)	(2,539)	(2,891)
研发费用	(804)	(743)	(784)	(867)	(966)
其他经营净收入/费用	0	0	0	0	0
<b>经营利润</b>	<b>(775)</b>	<b>(466)</b>	<b>24</b>	<b>223</b>	<b>401</b>
Non-GAAP标准下的经营利润	(704)	(436)	55	258	443
财务成本净额	(33)	(61)	(63)	(63)	(63)
其他非经营净收入/费用	81	(12)	24	24	24
<b>税前利润</b>	<b>(726)</b>	<b>(539)</b>	<b>(15)</b>	<b>183</b>	<b>362</b>
税费	(14)	(11)	(22)	(49)	(74)
非控股权益	19	0	8	8	8
<b>净利润</b>	<b>(721)</b>	<b>(550)</b>	<b>(29)</b>	<b>142</b>	<b>296</b>
归于权益的分派	(721)	(550)	(29)	142	296
作每股收益计算的净利润	(721)	(550)	(29)	142	296
Non-GAAP标准的净利润	(640)	(475)	2	177	337

资产负债简表(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	772	558	768	1,170	1,852
有价证券	232	72	75	79	83
应收账款及票据	405	354	508	422	659
存货	232	217	328	320	426
开发中物业及土地预付款	208	176	256	296	344
其他流动资产	20	(76)	27	29	30
<b>总流动资产</b>	<b>1,870</b>	<b>1,300</b>	<b>1,963</b>	<b>2,316</b>	<b>3,395</b>
物业、厂房及设备	92	71	158	189	219
其他有形资产	78	89	93	98	103
无形资产	110	110	110	110	110
其他长期资产	126	96	99	102	104
<b>总长期资产</b>	<b>406</b>	<b>366</b>	<b>461</b>	<b>499</b>	<b>536</b>
<b>总资产</b>	<b>2,276</b>	<b>1,666</b>	<b>2,424</b>	<b>2,814</b>	<b>3,931</b>
短期贷款	878	878	878	878	878
应付账款	882	927	1,063	1,227	1,428
其他短期负债	1,418	1,294	1,678	1,627	2,060
<b>总流动负债</b>	<b>3,179</b>	<b>3,099</b>	<b>3,619</b>	<b>3,732</b>	<b>4,365</b>
长期贷款	522	16	19	22	25
长期应付账款	44	49	57	65	76
其他长期负债	9	630	723	834	970
<b>总长期负债</b>	<b>575</b>	<b>696</b>	<b>798</b>	<b>921</b>	<b>1,072</b>
<b>总负债</b>	<b>3,753</b>	<b>3,795</b>	<b>4,416</b>	<b>4,654</b>	<b>5,437</b>
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	(1,542)	(2,167)	(2,036)	(1,890)	(1,564)
<b>股东权益</b>	<b>(1,542)</b>	<b>(2,167)</b>	<b>(2,036)</b>	<b>(1,890)</b>	<b>(1,564)</b>
非控股权益	65	38	44	50	58
<b>总权益</b>	<b>(1,477)</b>	<b>(2,129)</b>	<b>(1,993)</b>	<b>(1,839)</b>	<b>(1,506)</b>

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	(726)	(539)	(15)	183	362
折旧及摊销	42	40	52	67	84
营运资本变动	70	617	268	282	381
利息调整	33	61	63	63	63
税费	(14)	(11)	(22)	(49)	(74)
其他经营活动现金流	(21)	13	(32)	(28)	(22)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(615)</b>	<b>182</b>	<b>315</b>	<b>519</b>	<b>794</b>
资本开支	(69)	(74)	(85)	(98)	(114)
投资活动	273	160	(3)	(4)	(4)
其他投资活动现金流	(78)	39	(3)	(3)	(3)
<b>投资活动现金流</b>	<b>126</b>	<b>126</b>	<b>(90)</b>	<b>(104)</b>	<b>(120)</b>
负债净变动	226	(506)	2	3	4
权益净变动	(41)	(21)	(21)	(21)	0
其他融资活动现金流	0	0	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>185</b>	<b>(527)</b>	<b>(18)</b>	<b>(18)</b>	<b>4</b>
汇率收益/损失	5	5	5	5	5
<b>年初现金</b>	<b>1,073</b>	<b>772</b>	<b>558</b>	<b>768</b>	<b>1,170</b>
<b>年末现金</b>	<b>772</b>	<b>558</b>	<b>768</b>	<b>1,170</b>	<b>1,852</b>

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标(人民币)</b>					
核心每股收益	(5.833)	(4.535)	(0.238)	1.184	2.469
全面摊薄每股收益	(5.833)	(4.535)	(0.237)	1.177	2.455
Non-GAAP标准下的每股收益	(5.177)	(3.920)	0.019	1.474	2.800
每股账面值	(12.475)	(17.869)	(16.909)	(15.691)	(12.987)
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	51.6	51.4	49.2	50.9	51.3
EBITDA利润率	(14.6)	(7.9)	1.2	4.1	5.9
EBIT利润率	(15.5)	(8.7)	0.4	3.1	4.8
净利率	(14.4)	(10.2)	(0.5)	2.0	3.6
<b>利润率分析(%) - Non-GAAP标准</b>					
毛利率	51.6	51.4	49.2	50.9	51.3
EBITDA利润率	(13.2)	(7.3)	1.7	4.6	6.4
经营利润率	(14.0)	(8.1)	0.9	3.6	5.3
净利率	(12.8)	(8.8)	0.0	2.5	4.1
<b>其他</b>					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	14.7	63.0
流动比率	0.6	0.4	0.5	0.6	0.8
存货周转天数	36.7	33.7	33.7	33.7	33.7
应收账款周转天数	23.8	23.8	23.8	23.8	23.8
应付账款周转天数	33.3	33.3	33.3	33.3	33.3

## 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**

## 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；及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、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、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、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、极觅速递环球有限公司、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、長久股份有限公司、乐思集团有限公司及出门问问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，并可能受送递延误、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，委任其认为必须的法律、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。