

## DAO

# 增持

原评级: 增持

市场价格: 美元 3.67

板块评级: 强于大市

## 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(0.05)	0.04	(0.11)	(0.18)
相对纳斯达克综指	(0.21)	(0.02)	(0.17)	(0.48)

发行股数 (百万)	120
总市值 (美元 百万)	439
主要股东	
丁磊	26.70%

资料来源: 公司公告, iFind, 中银证券  
以2024年5月24日收市价为标准

## 相关研究报告

《有道》20240303  
《有道》20240225

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

传媒: 数字媒体

证券分析师: 卢翌

(8621)20328754

yi.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522010001

## 网易有道

### 连续两个季度实现盈利, 广告业务继续高增长

有道发布 24Q1 未审计业绩公告, 连续两个季度实现盈利; 数字内容服务实现盈利, 智能硬件收入下滑幅度收窄, 广告收入增长持续强劲; AI 相关订阅收入接近 5000 万元。维持“增持”评级。

## 支撑评级的要点

- 有道 23Q4 和 24Q1 连续两个季度实现盈利。有道 24Q1 营业收入 13.9 亿元, 同比+19.7%; GAAP 归母净利润 1243 万元 (vs. 23Q1 GAAP 归母净利润亏损 2.04 亿元); non-GAAP 归母净利润 2033 万元 (vs. 23Q1 non-GAAP 归母净亏损 1.94 亿元), 归母净利润率 1.5%。
- 数字内容服务实现盈利, 智能硬件收入下滑幅度收窄。24Q1 学习服务收入 7.18 亿元, 同比-2.0%; 毛利率 63.1%, 同比+1.1ppts。根据业绩会管理层发言, 其中数字内容服务净收入达到 5.00 亿元, 同比+11.0%, 并且已经实现盈利。24Q1 智能硬件收入 1.81 亿元, 同比-14.8%, 降幅环比 23Q4 明显收窄; 毛利率 32.6%, 同比-6.9ppts, 毛利率下滑主要是因为对老产品加大了促销力度。4 月公司发布了有道词典比 S6 Pro, 新增许多 AI 功能。
- 广告收入增长持续强劲, 加强与网易集团的合作。24Q1 线上广告收入 4.93 亿元, 创单季收入新高, 同比+125.9%, 连续 6 个季度同比增长超过 50%; 毛利率 34.3%, 同比+5.3ppts; 效果广告投放表现强劲, 公司继续加大 AI 技术在广告投放上的应用, 未来将加强与网易集团的协同, 本季度来自于网易集团的广告收入占比小于 10%。
- 毛利率有小幅下滑, 费用继续大幅缩减。24Q1 有道整体毛利率 49.0%, 同比-2.8ppts。24Q1 销售费用率 32.7%, 同比-15.9ppts, 公司减少了学习服务和智能硬件方面的营销投放; 研发费用率 10.5%, 同比-5.2ppts, 人员优化导致研发支出下降; 管理费用率 3.6%, 同比-0.7ppt。
- AI 相关订阅收入接近 5000 万元, 扩充更多应用场景。本季度 AI 相关订阅服务销售额接近 5000 万元, 同比+140%, 已连续 5 个季度实现 50% 的同比增长; 具体产品包括有道词典、有道桌面翻译、口语训练应用 Hi Echo 和其他国际 app。升级版的口语 AI 虚拟人 Hi Echo 上线了雅思连考服务, 扩展到课堂场景; 6 月 AI 全科学习助手“小 P 老师”即将推出。

## 估值

- 智能硬件收入恢复增长仍有不确定性, 但广告业务表现突出, 我们预计 2024/25/26 年营业收入 62.2/69.8/76.3 亿元, 对应 PS 0.50/0.44/0.40 倍; 费用压减明显, non-GAAP 归母净利润-2.0/0.16/1.82 亿元。维持“增持”评级。

## 评级面临的主要风险

- 会员增长不及预期; 广告投放低于预期; 内容监管超预期; 行业竞争加剧。

## 投资摘要

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (人民币 百万)	5,013	5,389	6,223	6,982	7,633
增长率 (%)	24.84	7.50	15.48	12.19	9.32
市盈率(倍)	(5.0)	(6.7)	(15.5)	193.2	17.0
Non-GAAP 净利润 (人民币 百万)	(639.9)	(475.4)	(199.4)	16.0	182.0
增长率 (%)	18.82	25.71	58.05	n.a.	1,038.85
Non-GAAP 每 ADS 收益 (人民币)	(5.18)	(3.92)	(1.69)	0.14	1.54
前次每 ADS 收益 (人民币)			(2.0)	(0.2)	1.2
调整幅度 (%)			16.15	/	31.17
市销率(倍)	0.64	0.59	0.50	0.44	0.40

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 有道 2023 年季度业绩表现

(人民币 百万)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	YoY (%)	QoQ (%)
营业收入	1,163	1,207	1,539	1,481	1,392	19.65	(5.99)
学习服务业务	732	681	951	784	718	(1.97)	(8.42)
智能设备业务	213	222	252	222	181	(14.83)	(18.53)
在线营销业务	218	304	336	474	493	125.89	3.92
毛利润	602	567	860	739	682	13.23	(7.76)
毛利率(%)	51.74	47.00	55.86	49.90	48.96	(2.77 pts)	(0.94 ppt)
销售费用率(%)	48.59	48.70	43.81	29.81	32.72	(15.87 pts)	2.91 pts
研发费用率(%)	15.72	17.00	12.17	11.36	10.54	(5.18 pts)	(0.81 ppt)
管理费用率(%)	4.26	5.27	3.63	3.58	3.55	(0.71 ppt)	(0.03 ppt)
GAAP 净利润	(204)	(299)	(103)	56	12	n.a	(77.99)
Non-GAAP 净利润	(194)	(284)	(67)	69	20	n.a	(70.66)

资料来源：公司公告，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,013	5,389	6,223	6,982	7,633
营业成本	2,427	2,622	3,149	3,481	3,732
毛利润	2,586	2,767	3,074	3,502	3,901
销售费用	2,328	2,268	2,365	2,521	2,728
管理费用	229	222	231	246	255
研发费用	804	743	734	783	813
营业利润	(775)	(466)	(256)	(48)	105
营业利润(Non-GAAP)	(704)	(436)	(220)	(8)	148
财务收入净额	(33)	(61)	(8)	(11)	(6)
其他收入净额	81	(12)	31	35	38
税前损益	(1)	(1)	(0)	(0)	0
所得税	(14)	(11)	(2)	(0)	1
净损益	(746)	(550)	(235)	(24)	138
少数股东权益	19	0	0	0	0
本公司持有权益	(727)	(550)	(235)	(24)	138
本公司持有权益(Non-GAAP)	(640)	(475)	(199)	16	182
加权平均 ADR (百万)	124	121	118	118	118
每 ADR 收益(Non-GAAP)	(5)	(4)	(2)	0	2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及等价物	784	455	312	585	937
应收款项	405	354	426	478	523
存货	232	217	345	381	419
其他流动资产	0	0	0	1	1
流动资产总计	1,870	1,300	1,535	1,950	2,435
固定资产	92	71	90	98	98
其他非流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产总计	406	366	394	402	402
总资产	2,276	1,666	1,929	2,352	2,837
应付账款	282	159	431	542	631
短期借款	878	878	878	878	878
其他流动负债	2	2	2	3	3
流动负债总计	3,179	3,099	3,562	3,969	4,272
长期借款	9	16	16	16	16
其他非流动负债	1	1	1	1	1
非流动负债总计	575	696	694	694	694
总负债	3,753	3,795	4,257	4,663	4,967
夹层资本	65	38	39	39	39
资本和储备	3,955	3,862	3,898	3,938	3,981
留存收益	(5,491)	(6,049)	(6,284)	(6,308)	(6,170)
归属于母公司权益	(1,535)	(2,187)	(2,386)	(2,371)	(2,189)
非控制性权益	(7)	20	20	20	20
权益总额	(1,542)	(2,167)	(2,367)	(2,351)	(2,169)
总负债及权益	2,276	1,666	1,929	2,352	2,837

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
净损益	(746)	(550)	(235)	(24)	138
折旧与摊销	42	30	49	62	77
运营资本变动	70	(15)	67	264	170
其他经营现金流	30	97	28	39	42
经营活动产生的现金流	(603)	(438)	(91)	341	427
购买固定资产净值	(69)	(18)	(62)	(70)	(76)
投资增加净值	272	160	10	0	0
其他投资现金流	(78)	(17)	1	1	1
投资活动产生的现金流	126	126	(51)	(68)	(75)
净增债务	226	99	0	0	0
净增权益	9	0	0	0	0
其他融资现金流	(51)	(118)	0	0	0
融资活动产生的现金流	185	(19)	0	0	0
现金变动	(288)	(330)	(142)	272	352
期初现金及等价物	1,073	784	455	313	585
期末现金及等价物	784	455	313	585	937

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率 (%)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率	24.84	7.50	15.48	12.19	9.32
营业利润增长率	19.18	38.13	49.39	96.55	n.a.
归母净利润增长率	18.82	25.71	58.05	n.a.	1038.8
<b>盈利能力</b>					
毛利率	51.59	51.35	49.39	50.15	51.11
净利率	(12.76)	(8.82)	(3.20)	0.23	2.38
ROA	(28.11)	(28.53)	(10.34)	0.68	6.41
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	164.90	227.78	220.64	198.29	175.05
净负债比率	(243.44)	(175.14)	(179.87)	(198.39)	(229.04)
流动比率	58.83	41.94	43.09	49.12	57.00
速动比率	0.52	0.35	0.33	0.40	0.47
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.04	2.73	3.46	3.26	2.94
应收账款周转率	15.34	14.20	15.95	15.44	15.25
应付账款周转率	1,209.39	1,285.0	1,459.3	1,449.5	1,404.9
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	(5.18)	(3.92)	(1.69)	0.14	1.54
每股销售收入	40.56	44.40	52.60	59.01	64.51
<b>估值比率</b>					
P/E	(5.04)	(6.66)	(15.48)	193.19	16.96
P/S	0.64	0.59	0.50	0.44	0.40

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371