

买入

2024年6月3日

营收利润超公司指引，长期增长动力强劲

➤ **FY24Q1 业绩概览：**截止 24 年 3 月 31 日，公司 FY24Q1 同比 +33.9%至 9.47 亿人民币（下同），高于此前公司业绩指引（9.08-9.28 亿元）。Non-GAAP 经营利润-0.62 亿元，去年同期为盈利 1.1 亿元；Non-GAAP 净利润为 0.03 亿元，去年同期 1.3 亿元。截至至 FY2024Q1，公司在现金储备为 38 亿元，无有息负债。

➤ **K12 业务实现高增长，现金收入增速超 70%：**分业务看，FY23Q1 公司非学科培训及高中业务占比超 70%，占据主要地位，现金收入同比超过 35%，其中非学科培训业务现金收入同比超过 100%，传统业务维持高两位数增长。成人及大学生业务收入占比接近 20%，现金收入增速恢复至同比+30%。排除续班错期等一次性影响后，可比口径下现金收款同比超 70%。

➤ **FY24Q2 业绩展望：**公司指引 FY24Q2 收入增速为 29%-32%，约 9.08-9.28 亿元。Q2 收入指引增速略低于 Q1，主要由于考研/出国留学课程的季节性影响。但 Q1 现金收入保持超 70%增长，显著高于收入增速，预期 Q2 的现金收入将延续高速增长态势，在去年 Q3 业绩低基数的前提下，现金收入高增长将带动 Q3 暑假旺季的收入增速将更为亮眼，为下半年乃至全年业绩表现奠定基础。

➤ **快速扩张致短期毛利率下降、销售费用率上升：**FY23Q4 公司毛利率为 71.3%，同比-6.1pct，主要原因为一对一课程/智能教材/线下小班收入占比逐步增加，这部分业务毛利率低于在线大班直播课程，以及为匹配高速增长线下网点，公司教职员工人数量大幅度增长 50%。销售费用率 53.5%，同比+14.3pct，同比系招生力度加大，公司正处于高速扩张前期，预计销售费用率或有进一步提升。研发费用率 16%，同比+2.3pct；行政费用率 11.1%，同比-1pct。

➤ **目标价 9.5 美元，买入评级：**公司作为国内在线教培龙头，双减后已逐步探索出适合自身的发展模式，保留原有传统线上业务的同时，积极扩展线下教学网点，但仍处于探索发展阶段，预计今年不会对公司整体业绩表现有太大助益。在目前政策环境平稳的大背景下，我们长期看好公司发展前景，以 10%的折现率和 3%的永续增长率为公司估值，得出目标价 9.5 美元，较昨日收市价有 67%的上升，给予买入评级。

但玉翠

+852-25321539
Tracy.dan@firstshanghai.com.hk

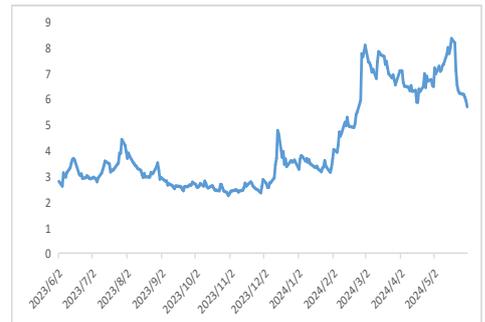
主要资料

行业	教育
股价	5.7 美元
目标价	9.5 美元 (+67%)
股票代码	GOTU.US
已发行股	2.60 亿股
总市值	14.8 亿美元
52 周高/低	8.44/3.57 美元
每股净资产	12.05 元
主要股东	陈向东 (45%)

表：盈利摘要

截止12月31日财政年度	2022年实际	2023年实际	2024年预测	2025年预测	2026年预测
收入 (百万元)	2,498	2,961	4,608	6,306	8,182
变动 (%)	-61.9%	18.5%	55.6%	36.8%	29.8%
经营利润 (百万元)	(118)	(149)	(576)	(441)	(82)
变动 (%)	-96.3%	26.2%	286.6%	-23.4%	-81.5%
Non-GAAP经营利润 (百万元)	5	(91)	(461)	(284)	123
净利润 (百万元)	13	(7)	(412)	(246)	126
变动 (%)	-100.4%	-155.4%	5542.0%	-40.2%	-151.3%
Non-GAAP净利润 (百万元)	136	51	-297	-89	331
每ADS收益 (元)	0.05	(0.03)	(1.54)	(0.90)	0.45
市盈率@5.7\$ (倍)	111.8	N/A	(3.7)	(6.3)	12.7
PS@5.7\$ (倍)	4.7	4.0	2.5	1.9	1.4

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>				
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2025年 预测
收入	2,498,214	2,960,813	4,608,293	6,305,595	8,182,325	盈利能力				
毛利	1,797,164	2,170,606	3,110,598	4,350,861	5,809,450	毛利率 (%)	72%	73%	68%	69%
销售及分销成本	-1,179,760	-1,501,200	-2,534,561	-3,341,966	-4,172,986	Non-GAAP经营利润率 (%)	0%	-3%	-10%	-5%
研发费用	-445,117	-462,043	-691,244	-882,783	-1,063,702	EBITDA 利率 (%)	-2%	-3%	-12%	-6%
行政开支	-290,339	-356,369	-460,829	-567,504	-654,586	净利率 (%)	1%	0%	-9%	-4%
经营溢利	-118,052	-149,006	-576,037	-441,392	-81,823	Non-GAAP净利润率	5%	2%	-6%	-1%
Non-GAAP经营利润	4,602	-90,653	-460,829	-283,752	122,735	营运表现				
利息及投资理财收入	63,634	107,059	118,433	144,594	167,267	SG&A收入 (%)	77%	78%	80%	76%
其他收入	51,885	54,471	59,918	65,910	72,501	实际税率 (%)	620%	85%	-4%	-7%
所得税	15,705	-10,657	-14,068	-15,475	-31,589	股息支付率 (%)	0%	0%	0%	0%
股东净利润	13,172	-7,298	-411,753	-246,362	126,356	财务状况				
Non-GAAP股东净利润	135,826	51,055	-296,546	-88,722	330,914	资产负债比率	37%	43%	51%	58%
折旧及摊销	68,807	45,506	44,174	46,754	49,147	流动比率	259%	182%	147%	132%
EBITDA	-49,245	-103,500	-531,862	-394,638	-32,676	ROA	0%	0%	-7%	-4%
Non-GAAP EBITDA	73,409	-45,147	-416,655	-236,998	171,882	ROE	0%	0%	-15%	-9%
增长										
总收入 (%)	-62%	19%	56%	37%	30%					
EBITDA (%)	-98%	110%	414%	-26%	-92%					
净利润 (%)	-100%	-155%	5542%	-40%	-151%					

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>				
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2025年 预测
现金及等价物	819,911	636,052	963,316	1,318,200	2,099,103	税前盈利	13,172	12,524	-397,685	-230,887
短期投资	2,923,864	2,253,910	2,253,910	2,253,910	2,253,910	折旧及摊销	68,807	45,506	44,174	46,754
预付款项及其他流动资产	399,897	638,248	599,078	781,894	949,150	股权投资费用	122,654	71,312	115,207	157,640
总流动资产	4,166,477	3,586,707	3,888,487	4,440,287	5,404,036	递延收入	-36,885	278,288	433,700	398,895
物业及设备	552,032	533,531	569,357	602,603	633,456	营运资金变化	-64,747	-87,675	225,936	77,958
长期投资	-	1,029,632	1,029,632	1,029,632	1,029,632	其他	-48,456	-41,887	-14,068	-15,475
其他固定投资	157,666	263,439	304,920	354,697	414,429	营运现金流	54,545	278,068	407,264	434,884
固定资产	709,698	1,826,602	1,903,909	1,986,932	2,077,517	资本开支	-18,952	-80,000	-80,000	-80,000
总资产	4,876,175	5,413,309	5,792,396	6,427,218	7,481,553	购买短期投资	-68,433	669,954	-	-
应计费用及其他流动资产	702,308	859,804	1,101,737	1,426,387	1,744,361	购买长期投资	-	-1,029,632	-	-
递延收益	906,914	1,113,480	1,547,180	1,946,075	2,351,521	投资活动现金流	-158,385	-439,678	-80,000	-80,000
总短期负债	1,609,222	1,973,284	2,648,917	3,372,462	4,095,882	融资活动现金流	-	-	-	-
递延收益	52,419	124,141	124,141	124,141	124,141	现金变化	-103,840	-161,610	327,264	354,884
总负债	1,780,346	2,307,044	2,982,677	3,706,222	4,429,642	期初持有现金	897,123	819,933	669,953	997,217
股东权益	3,095,829	3,106,265	2,809,719	2,720,997	3,051,911	期末持有现金	819,933	669,953	997,217	1,352,101

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

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、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，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

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。此档及其复印本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、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本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。