

教育	收盘价 美元 4.56	目标价 美元 7.50↓	潜在涨幅 +64.5%
----	----------------	-----------------	----------------

2024年8月8日

## 高途 (GOTU US)

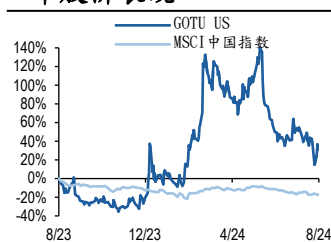
### 2 季度收入或超预期，线下投入或有加速

- 2024年2季度收款/收入增速或超预期。**我们预计收款16.1亿元（人民币，下同），同比增82%，超过我们此前预期的15.4亿元，与Visible Alpha 16亿元的一致预期基本一致，得益于：1）预计K12业务受暑期续报拉动增速翻番，占比整体收款超80%，较去年同期大幅提升；2）预计成人业务收款增约10%，超过我们此前预期的个位数增长，主要因考研和留学培训表现超预期，部分抵消财经和心理相关业务收缩的负面影响。我们预计收入9.85亿元，同比增40%，较此前预期上调6%，对比彭博预期39%及公司1季报时指引29-32%，其中K12/成人收入分别增50%/10%
- 亏损因拉新及线下投入超此前预期。**我们预计2季度市场营销费用跟随强劲的收款增长及暑期获客投入上升至8.3亿元，占收比达84%，对比此前预期上调3.5个百分点，但拉新ROI仍维持在1.4，为行业高水平。行政费用预计1.6亿元，占收比17%（对比去年同期8%），较我们此前预期上调5个百分点，主要受去年同期低基数影响，以及今年线下校区加速开设，薪酬成本加速提升。预计2季度调整后运营亏损较此前预期扩大至4.55亿元，亏损率46%，对比彭博一致预期的4.5亿元亏损/46%亏损率。
- 获客旺季延续至暑期。**因7-8月仍在暑期获客旺季，我们预计3季度收款维持60%+高增速。受续班和行课错期及低价入口班促销影响，3季度收入增速或低于2季度收款增速。线下教学点持续扩张，根据点评数据，我们估算目前教学点数量合计超80个，较5月底新增26个（图表1），涵盖素养/高中/体育/考研和留学，未来以K9素养扩张为主。全年收入仍维持此前40-60%的增速指引，下半年亏损将大幅收窄，4季度有较大改善。
- 估值：**考虑短期营销投入及线下教学点增开对利润仍有影响，我们下调2025年调整后运营利润预期，不考虑总部费用，按2025年20倍市盈率，公司教育业务估值对应7.5美元/股（原9.1美元）。教培消费或有政策支持利好，看好公司长期增长潜力，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)	8.35
52周低位 (美元)	2.24
市值 (百万美元)	674.56
日均成交量 (百万)	2.23
年初至今变化 (%)	25.97
200天平均价 (美元)	5.84

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

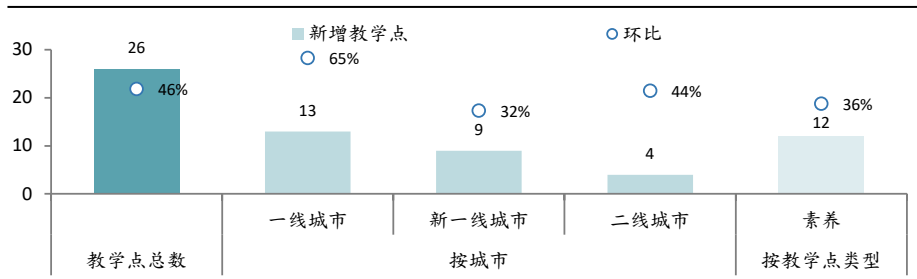
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	2,498	2,961	4,368	5,323	6,291
同比增长 (%)	-61.9	18.5	47.5	21.9	18.2
净利润 (百万人民币)	136	51	(591)	(49)	237
每股盈利 (人民币)	0.51	0.19	(2.29)	(0.19)	0.92
同比增长 (%)	-104.8	-62.6	-1,287.0	-91.7	-581.2
前EPS预测值 (人民币)			(0.55)	0.64	1.30
调整幅度 (%)			317.1	-129.8	-29.6
市盈率 (倍)	63.7	170.0	NA	NA	35.8
每股账面净值 (人民币)	11.73	11.72	10.23	10.41	11.96
市账率 (倍)	2.79	2.79	3.20	3.15	2.74

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: 高途教学新增数量 (仅作为增量参考)



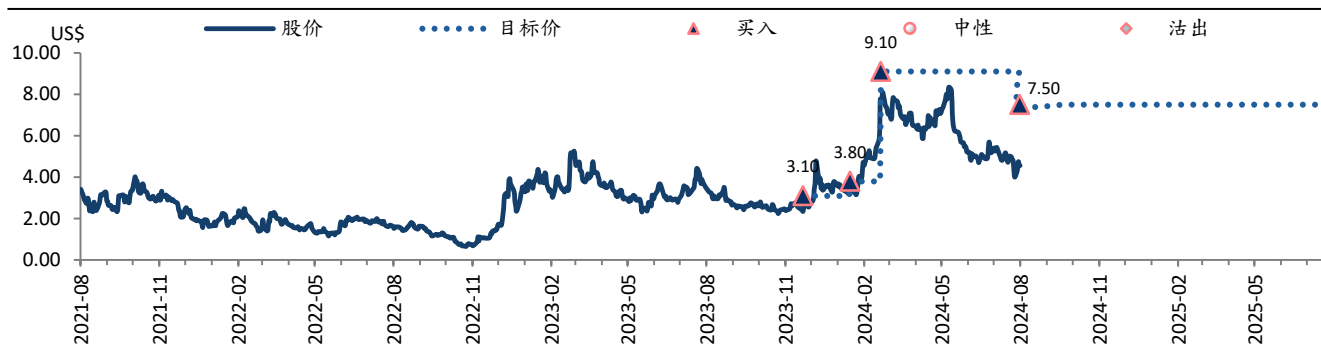
资料来源: 大众点评, 交银国际 \*增量统计由2024年5月31日至8月7日

图表 2: 损益表预测

(百万人民币) 年结 12月31日	2Q23	1Q24	2Q24E 新预测	2Q24E 原预测	差异(%)	环比(%)	同比(%)	2023	2024E	2025E	2026E
净营收	703	947	985	929	6	4	40	2,961	4,368	5,323	6,291
<i>彭博一致预期</i>			980						4,487	6,223	8,303
<b>收入分布</b>											
K12	527	710	789	747	6	11	50	2,139	3,489	4,451	5,369
成人	162	189	178	162	10	-6	10	695	728	709	745
教育内容及其他	14	47	18	20	-7	-61	30	127	151	163	177
营收成本	(184)	(271)	(315)	(297)	6	16	71	(790)	(1,343)	(1,623)	(1,920)
<b>毛利</b>	<b>519</b>	<b>675</b>	<b>670</b>	<b>631</b>	<b>6</b>	<b>-1</b>	<b>29</b>	<b>2,171</b>	<b>3,025</b>	<b>3,700</b>	<b>4,371</b>
毛利率	74	71	68	68				73	69	70	69
销售及营销开支	(324)	(506)	(826)	(746)	11	63	155	(1,501)	(2,684)	(2,671)	(2,900)
占收比(%)	46	53	84	80				51	61	50	46
研发开支	(98)	(152)	(156)	(152)	3	3	59	(462)	(633)	(653)	(764)
占收比(%)	14	16	16	16				16	14	12	12
行政开支	(53)	(95)	(163)	(107)	52	71	207	(356)	(610)	(715)	(730)
占收比(%)	8	10	17	12				12	14	13	12
<b>经营利润</b>	<b>43</b>	<b>(78)</b>	<b>(475)</b>	<b>(373)</b>	<b>27</b>	<b>511</b>	<b>-1,196</b>	<b>(149)</b>	<b>(902)</b>	<b>(339)</b>	<b>(23)</b>
<b>调整后经营利润</b>	<b>50</b>	<b>(62)</b>	<b>(455)</b>	<b>(354)</b>	<b>28</b>	<b>629</b>	<b>-1,004</b>	<b>(91)</b>	<b>(818)</b>	<b>(233)</b>	<b>103</b>
其他收入/(支出)	17	69	47	37	27	-32	172	152	204	166	146
税费	(4)	(4)	30	24	27	-952	-805	(11)	24	17	(12)
<b>归母净利润/(亏损)</b>	<b>56</b>	<b>(12)</b>	<b>(398)</b>	<b>(313)</b>	<b>27</b>	<b>3,137</b>	<b>-809</b>	<b>(7)</b>	<b>(675)</b>	<b>(156)</b>	<b>111</b>
<b>调整后归母净利润/(亏损)</b>	<b>63</b>	<b>3</b>	<b>(378)</b>	<b>(294)</b>	<b>29</b>	<b>-12,549</b>	<b>-699</b>	<b>51</b>	<b>(591)</b>	<b>(49)</b>	<b>237</b>
<i>彭博一致预期</i>			(348)						(346)	(159)	66
调整后经营利润率(%)	7.2	-6.6	-46.2	-38.2				-3.1	-18.7	-4.4	1.6
调整后净利率(%)	9.0	0.3	-38.4	-31.7				1.7	-13.5	-0.9	3.8
<b>每股盈利(调整后, 人民币)</b>	<b>0.23</b>	<b>0.01</b>	<b>(1.46)</b>	<b>(1.14)</b>	<b>29</b>	<b>-12,549</b>	<b>-725</b>	<b>0.19</b>	<b>(2.29)</b>	<b>(0.19)</b>	<b>0.92</b>
<i>彭博一致预期</i>			(1.60)						(1.55)	(0.96)	0.43

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	82.01	129.00	57.3%	2024年07月17日	广告
IQ US	爱奇艺	买入	3.15	4.20	33.3%	2024年07月22日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	43.20	55.00	27.3%	2024年07月17日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	14.97	20.00	33.6%	2024年07月15日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	91.15	120.00	31.7%	2024年06月04日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	13.26	17.00	28.2%	2024年05月14日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.72	5.90	-12.2%	2024年05月29日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	33.48	33.00	-1.4%	2024年05月29日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	25.40	29.00	14.2%	2024年02月21日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	133.15	213.00	60.0%	2024年05月23日	电商
JD US	京东	买入	25.33	40.00	57.9%	2024年05月17日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	77.83	111.00	42.6%	2024年04月11日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	12.40	13.40	8.1%	2024年06月26日	电商
GOTU US	高途	买入	4.56	7.50	64.5%	2024年08月08日	教育
TAL US	好未来教育	买入	8.74	13.80	57.9%	2024年08月02日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	55.80	80.00	43.4%	2024年08月01日	教育
DAO US	有道	买入	3.53	5.00	41.6%	2024年05月24日	教育
NTES US	网易	买入	87.72	117.00	33.4%	2024年05月24日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	20.65	30.00	45.3%	2024年05月22日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	363.40	457.00	25.8%	2024年05月16日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	10.88	15.00	37.9%	2024年03月28日	游戏
3690 HK	美团	买入	106.00	129.00	21.7%	2024年06月07日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	16.20	26.00	60.5%	2024年03月18日	本地生活
9699 HK	顺丰同城	买入	10.06	13.50	34.2%	2024年07月12日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.28	1.70	32.8%	2024年07月19日	物流
2618 HK	京东物流	中性	7.89	9.80	24.2%	2024年07月13日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	21.35	30.00	40.5%	2024年03月28日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	10.84	14.00	29.2%	2024年03月27日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	13.98	25.00	78.8%	2024年05月22日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	331.40	509.00	53.6%	2024年05月21日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至2024年8月7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	4,368	5,323	6,291
主营业务成本	(701)	(790)	(1,343)	(1,623)	(1,920)
<b>毛利</b>	<b>1,797</b>	<b>2,171</b>	<b>3,025</b>	<b>3,700</b>	<b>4,371</b>
销售及管理费用	(1,180)	(1,501)	(2,684)	(2,671)	(2,900)
研发费用	(445)	(462)	(633)	(653)	(764)
其他经营净收入/费用	(290)	(356)	(610)	(715)	(730)
<b>经营利润</b>	<b>(118)</b>	<b>(149)</b>	<b>(902)</b>	<b>(339)</b>	<b>(23)</b>
Non-GAAP标准下的经营利润	5	(91)	(818)	(233)	103
财务成本净额	21	76	79	80	80
其他非经营净收入/费用	94	86	125	86	66
<b>税前利润</b>	<b>(3)</b>	<b>13</b>	<b>(699)</b>	<b>(173)</b>	<b>123</b>
税费	16	(11)	24	17	(12)
非控股权益	0	(9)	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>13</b>	<b>(7)</b>	<b>(675)</b>	<b>(156)</b>	<b>111</b>
作每股收益计算的净利润	13	(7)	(675)	(156)	111
Non-GAAP标准的净利润	136	51	(591)	(49)	237

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	820	670	37	97	135
有价证券	2,924	2,254	2,367	2,485	2,609
存货	23	25	56	41	74
其他流动资产	400	638	942	1,011	1,258
<b>总流动资产</b>	<b>4,166</b>	<b>3,587</b>	<b>3,401</b>	<b>3,634</b>	<b>4,076</b>
投资物业	0	1,030	1,081	1,135	1,192
物业、厂房及设备	552	534	564	606	600
无形资产	19	0	19	22	24
其他长期资产	139	263	270	275	279
<b>总长期资产</b>	<b>710</b>	<b>1,827</b>	<b>1,934</b>	<b>2,037</b>	<b>2,095</b>
<b>总资产</b>	<b>4,876</b>	<b>5,413</b>	<b>5,336</b>	<b>5,671</b>	<b>6,171</b>
应付账款	702	860	997	999	827
其他短期负债	907	1,113	1,267	1,490	1,698
<b>总流动负债</b>	<b>1,609</b>	<b>1,973</b>	<b>2,264</b>	<b>2,490</b>	<b>2,526</b>
长期应付账款	44	138	138	138	138
其他长期负债	127	196	289	353	417
<b>总长期负债</b>	<b>171</b>	<b>334</b>	<b>427</b>	<b>490</b>	<b>554</b>
<b>总负债</b>	<b>1,780</b>	<b>2,307</b>	<b>2,690</b>	<b>2,980</b>	<b>3,080</b>
股本	7,916	7,903	8,117	8,318	8,607
储备及其他资本项目	(4,820)	(4,797)	(5,471)	(5,627)	(5,516)
<b>股东权益</b>	<b>3,096</b>	<b>3,106</b>	<b>2,645</b>	<b>2,691</b>	<b>3,091</b>
<b>总权益</b>	<b>3,096</b>	<b>3,106</b>	<b>2,645</b>	<b>2,691</b>	<b>3,091</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	(3)	3	(699)	(173)	123
折旧及摊销	71	54	60	68	73
营运资本变动	(102)	258	40	193	(174)
税费	(16)	11	(24)	(17)	12
其他经营活动现金流	104	28	230	256	238
<b>经营活动现金流</b>	<b>55</b>	<b>354</b>	<b>(392)</b>	<b>327</b>	<b>272</b>
资本开支	(19)	(41)	(87)	(106)	(63)
投资活动	(68)	(282)	(164)	(172)	(181)
其他投资活动现金流	(71)	(101)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(158)</b>	<b>(424)</b>	<b>(252)</b>	<b>(279)</b>	<b>(244)</b>
负债净变动	0	0	0	0	0
权益净变动	0	(90)	0	0	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>0</b>	<b>(90)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
汇率收益/损失	27	11	11	11	11
<b>年初现金</b>	<b>897</b>	<b>820</b>	<b>670</b>	<b>37</b>	<b>97</b>
<b>年末现金</b>	<b>820</b>	<b>670</b>	<b>37</b>	<b>97</b>	<b>135</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	0.051	(0.028)	(2.611)	(0.602)	0.429
全面摊薄每股收益	0.050	(0.028)	(2.611)	(0.602)	0.429
Non-GAAP标准下的每股收益	0.515	0.193	(2.287)	(0.190)	0.916
每股账面值	11.727	11.721	10.233	10.412	11.958
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	71.9	73.3	69.3	69.5	69.5
EBITDA利润率	(1.9)	(3.2)	(19.3)	(5.1)	0.8
EBIT利润率	(4.7)	(5.0)	(20.7)	(6.4)	(0.4)
净利率	0.5	(0.2)	(15.4)	(2.9)	1.8
<b>利润率分析(%) - Non-GAAP标准</b>					
毛利率	71.9	73.3	69.3	69.5	69.5
EBITDA利润率	3.0	(1.2)	(17.4)	(3.1)	2.8
经营利润率	0.2	(3.1)	(18.7)	(4.4)	1.6
净利率	5.4	1.7	(13.5)	(0.9)	3.8
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	2.7	1.0	(11.0)	(0.9)	4.0
ROE	4.5	1.6	(20.6)	(1.8)	8.2
ROIC	(0.8)	(0.4)	(29.9)	(7.8)	3.0
<b>其他</b>					
流动比率	2.6	1.8	1.5	1.5	1.6
存货周转天数	10.0	10.9	10.9	10.9	10.9

## 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、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、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、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、山西省安泰集团股份有限公司、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公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股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。