

买入

2024年9月25日

收入增长超预期，投入加大利润承压

► **FY24Q2 业绩概览：**截止24年6月30日，公司FY24Q2同比+38.7%至10.09亿人民币（下同），高于此前公司业绩指引（9.08-9.28亿元）。Non-GAAP经营利润-4.53亿元，去年同期为盈利0.50亿元；Non-GAAP净利润为-4.18亿元，去年同期-4.15亿元。截至FY2024Q2，公司在现金储备为41亿元，无有息负债。按可比口径现金收款同比增长超过87%，达16.5亿元。

► **K9 业务实现高增长，占比首次超 20%：**分业务看，FY24Q1 公司非学科培训及高中业务（K12 业务）占比总体超 75%，占据主要地位，收入同比超过 55%，其中 K9 非学科辅导的收入和可比口径现金收款同比增长均超 100%，来自新生的可比口径现金收款同比增长超过 200%，K9 业务收入占比首次超过 20%；成人及大学生业务收入占比少于 20%，收入同比增长约为 10%。

► **FY24Q3 公司指引：**FY24Q3 收入增速为 50.5%-53%，约 11.88-12.08 亿元，较上半年增速更高。FY24Q3 递延收入同比增长 71%至人民币 15.82 亿元，预期大部分将于 FYH2 确认为收入，支撑公司收入保持高速增长。

► **线下前置及季节性获客投入增大，短期利润承压：**FY24Q1 公司毛利率为 69.0%，同比-4.8pct，主要原因为业务扩张带来的人力、课程以及线下教学点的持续投入；销售费用率 82.7%，同比+36.6pct，系公司为暑假旺季招生的前置投入。低于公司 Q2 的可比现金收款增长的 87%。研发费用率 16.1%，同比+2.1pct，总体保持稳定；行政费用率 16.2%，同比+7.5pct，也同样是业务扩张带来的管理成本的提升。

► **目标价 5.0 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，目前已在全国拥有近一百家教学点。但由于积极扩张带来的前期较大投入，新网点尚需爬坡，将使公司利润端承压，我们调整 FY24 净利润至-7.9 亿元，预期公司 1-2 年内仍产生一定亏损。我们以 12%的折现率和 3%的永续增长率为公司估值，维持目标价 5.0 美元，较昨日收市价有 81.6%的上升，给予买入评级。

► **风险提示：**政策监管变动风险、新业务拓展不及预期、行业竞争风险

李卓群

+852-25321539

Grayson.li@firstshanghai.com.hk

主要资料

行业	教育
股价	3.05 美元
目标价	5.00 美元 (+81.6%)
股票代码	GOTU.US
已发行股	2.60 亿股
总市值	7.89 亿美元
52 周高/低	8.44/2.22 美元
每股净资产	2.18 美元
主要股东	陈向东 (45.8%)

表：盈利摘要

截止12月31日财年年度	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	4,521	6,206	8,011
变动 (%)	-61.9%	18.5%	52.7%	37.3%	29.1%
经营利润 (百万元)	(118)	(149)	(904)	(652)	(401)
变动 (%)	-96.3%	26.2%	506.9%	-27.9%	-38.5%
Non-GAAP经营利润 (百万元)	5	(91)	(791)	(496)	(200)
净利润 (百万元)	13	(7)	(794)	(523)	(258)
变动 (%)	-100.4%	-155.4%	10785.9%	-34.2%	-50.7%
Non-GAAP净利润 (百万元)	136	51	-681	-368	-58
每ADS收益 (元)	0.05	(0.03)	(2.97)	(1.91)	(0.92)
市盈率@3.05\$ (倍)	59.8	N/A	(1.0)	(1.6)	(3.3)
PS@3.05\$ (倍)	4.6	3.8	2.5	1.8	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	2026年 预测
收入	2,498,214	2,960,813	4,521,271	6,205,756	8,010,863	盈利能力					
毛利	1,797,164	2,170,606	3,074,464	4,157,857	5,207,061	毛利率 (%)	72%	73%	68%	67%	65%
销售及分销成本	-1,179,760	-1,501,200	-2,757,975	-3,289,051	-3,845,214	Non-GAAP经营利润率 (%)	0%	-3%	-18%	-8%	-2%
研发费用	-445,117	-462,043	-723,403	-930,863	-1,121,521						
行政开支	-290,339	-356,369	-497,340	-589,547	-640,869	EBITDA 利率 (%)	-2%	-3%	-19%	-10%	-4%
经营溢利	-118,052	-149,006	-904,254	-651,604	-400,543	净利率 (%)	1%	0%	-18%	-8%	-3%
Non-GAAP经营利润	4,602	-90,653	-791,222	-496,460	-200,272	Non-GAAP净利润率	5%	2%	-15%	-6%	-1%
利息及投资理财收入	63,634	107,059	87,203	113,364	136,037						
其他收入	51,885	54,471	43,697	43,697	43,697	营运表现					
所得税	15,705	-10,657	-21,102	-28,488	-37,034	SG&A/收入 (%)	77%	78%	88%	78%	70%
股东净利润	13,172	-7,298	-794,456	-523,031	-257,843	实际税率 (%)	620%	85%	-3%	-6%	-17%
Non-GAAP股东净利润	135,826	51,055	-681,424	-367,887	-57,571	股息支付率 (%)	0%	0%	0%	0%	0%
折旧及摊销	68,807	45,506	44,174	46,754	49,147						
EBITDA	-49,245	-103,500	-860,080	-604,851	-351,396	财务状况					
Non-GAAP EBITDA	73,409	-45,147	-747,048	-449,707	-151,124	资产负债比率	37%	43%	55%	64%	69%
增长						流动比率	259%	182%	132%	112%	106%
总收入 (%)	-62%	19%	53%	37%	29%	ROA	0%	0%	-15%	-9%	-4%
EBITDA (%)	-98%	110%	731%	-30%	-42%	ROE	0%	0%	-33%	-25%	-13%
净利润 (%)	-100%	-155%	10786%	-34%	-51%						

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	2026年 预测
现金及等价物	819,911	636,052	624,847	615,520	866,662	税前盈利	13,172	12,524	-773,354	-494,543	-220,809
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	49,147
预付款项及其他流动资产	399,897	638,248	578,723	819,160	1,121,521	股权支付费用	122,654	71,312	113,032	155,144	200,272
总流动资产	4,166,477	3,586,707	3,528,940	3,774,043	4,342,542	递延收入	-36,885	278,288	410,792	397,527	391,304
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	295,253	-5,722	-51,737
长期投资	-	1,029,632	1,029,632	1,029,632	1,029,632	其他	-48,456	-41,887	-21,102	-28,488	-37,034
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	68,795	70,672	331,143
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	-80,000
总资产	4,876,175	5,413,309	5,432,848	5,760,974	6,420,059	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	1,149,976	1,448,461	1,773,813	购买长期投资	-	-1,029,632	-	-	-
递延收益	906,914	1,113,480	1,524,272	1,921,799	2,313,103	投资活动现金流	-158,385	-439,678	-80,000	-80,000	-80,000
总短期负债	1,609,222	1,973,284	2,674,248	3,370,260	4,086,916	融资活动现金流	-	-	-	-	-
递延收益	52,419	124,141	124,141	124,141	124,141						
总负债	1,780,346	2,307,044	3,008,008	3,704,020	4,420,676	现金变化	-103,840	-161,610	-11,205	-9,328	251,143
股东权益	3,095,829	3,106,265	2,424,841	2,056,954	1,999,383	期初持有现金	897,123	819,933	669,953	658,748	649,421
						期末持有现金	819,933	669,953	658,748	649,421	900,563

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。