

【广发传媒&海外】有道 (DAO)

推进“AI+教育”产品，Q3首次实现盈利

核心观点:

- **有道发布未经审计的24Q3业绩:** (1) 2024年Q1-Q3, 公司实现营收42.86亿元, 同比增长9.66%; 归母净亏损79万元, 同比大幅减亏6.06亿元; Non-GAAP归母净利润0.13亿元, 同比扭亏为盈。(2) 2024年Q3, 公司实现营收15.73亿元, 同比增长2.19%; 归母净利润0.86亿元, Non-GAAP归母净利润0.89亿元, 同比扭亏为盈。24Q3公司营收创历史新高, 且首次实现Q3单季度正向盈利。
- **聚焦“AI+教育”, 经营成果显著。** (1) 24Q3学习服务业务实现营收7.68亿元, 同比减少19.24%, 收入下滑因公司减少低ROI的定制业务。根据官方公众号, 24Q3数字内容服务(即在线课程)实现净收入5.14亿元, AI订阅服务实现销售额近7000万元, 同比增长超150%。有道领世推出AI自动整理错题功能, 有道博闻内置AI写作功能, 有道词典华为鸿蒙原生版正式发布。(2) 24Q3智能设备业务实现营收3.15亿元, 同比增长25.18%。有道词典笔X7系列是首个实现离线AI大模型翻译的学习硬件。(3) 24Q3网络营销服务业务实现营收4.89亿元, 同比增长45.59%。RTA广告得益于AI技术优化, 同比增长超100%; 海外游戏推广带动KOL广告收入同比增长超50%。
- **控费降本, 实现前三季度经调利润转正。** 24Q3销售费率为33.04%, 比去年同期减少10.77pct; 研发费率为7.61%, 比去年同期减少4.57pct; 管理费率为2.73%, 比去年同期减少0.90pct。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计2024-2026年公司的营业收入为57.50/65.34/71.98亿元, 归母净利润为-0.30/1.31/2.54亿元。参照可比公司的估值水平, 我们维持有道2024年1倍的PS估值, 对应公司的合理价值为6.69美元/ADS, 维持“买入”评级。
- **风险提示。** 监管政策变化; 行业竞争加剧; AI应用发展不及预期; 公司持续亏损风险。

盈利预测:

货币单位: 人民币	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,013	5,389	5,750	6,534	7,198
增长率(%)	24.8%	7.5%	6.7%	13.6%	10.2%
EBITDA(百万元)	-732	-437	90	233	355
归母净利润(百万元)	-727	-550	-30	131	254
EPS(元/股)	-6.08	-4.60	-0.25	1.09	2.13
市销率(x)	0.86	0.80	0.75	0.66	0.60
ROE(%)	47.4%	25.2%	1.4%	-6.3%	-13.9%

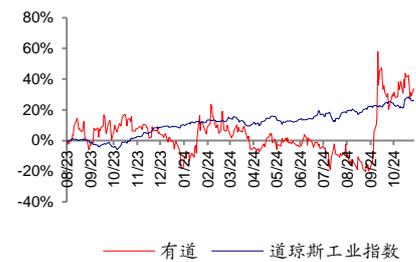
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	5.04 美元
合理价值	6.69 美元
前次评级	买入
报告日期	2024-11-19

相对市场表现



分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002



SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师:

徐呈隽



SAC 执证号: S0260519110002



021-38003663



xuchengjun@gf.com.cn

请注意, 徐呈隽并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

【广发传媒&海外】有道 2024-08-26

(DAO): “AI+教育” 双轮驱动, 24Q2 大幅减亏

【广发传媒&海外】有道 2024-06-12

(DAO): 首次实现连续两季度盈利, AI 表现亮眼

联系人: 黄静仪

huangjingyi@gf.com.cn

(本报告除非特别说明, 货币单位均为人民币; 美元兑人民币汇率为7.2)

盈利预测:

(1) 学习服务业务, 今年公司主动收缩了部分低毛利的定制业务, 导致收入端同比减少。但长期来看, 公司结合AI技术赋能个性化教学, 竞争实力及业务健康度持续提升, AI订阅服务的销售额连续7个季度同比增长超50%。毛利率将随着经营健康度改善保持平稳增长。我们预计2024-2026年, 学习服务业务收入为28.74/30.76/32.91亿元, 毛利率为62%、63%、65%。

(2) 智能硬件业务, 今年公司精简SKU、聚焦优势单品, 7月发布新一代有道词典笔X7、8月推出高端有道词典笔X7 Pro, 24Q3智能硬件收入恢复同比强势增长。有道词典笔X7系列是首个实现离线AI大模型翻译的学习硬件, 未来有望与更多AI功能深度融合。毛利率随着高毛利新产品上市而有所提升。我们预计2024-2026年智能设备业务收入为9.08/9.99/10.79亿元, 毛利率为37%、38%、39%。

(3) 在线营销服务, 2024年Q1-Q3在线营销服务收入同比增速达74%, 主要受益于AI技术优化与新领域扩张。海外方面, 海外游戏推广带动KOL广告收入高增长。毛利率将随RTA技术应用扩展等有所提升。我们预计2024-2026年在线营销服务收入为19.67/24.59/28.28亿元, 毛利率为37%、39%、40%。

表 1: 公司营业收入和营业成本的预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	50.13	53.89	57.50	65.34	71.98
YoY	24.8%	7.5%	6.7%	13.6%	10.2%
营业成本 (亿元)	24.27	26.22	29.03	32.57	35.07
毛利润 (亿元)	25.86	27.67	28.47	32.76	36.91
(一) 学习服务					
营业收入 (亿元)	30.84	31.48	28.74	30.76	32.91
yoy	26.3%	2.1%	-8.7%	7.0%	7.0%
营业成本 (亿元)	11.73	11.59	10.89	11.38	11.52
毛利润 (亿元)	19.12	19.89	17.86	19.38	21.39
(二) 智能设备					
营业收入 (亿元)	12.56	9.09	9.08	9.99	10.79
yoy	28.2%	-27.6%	-0.1%	10.0%	8.0%
营业成本 (亿元)	7.66	5.53	5.69	6.19	6.58
毛利润 (亿元)	4.91	3.56	3.39	3.79	4.21
(三) 网络营销服务					
营业收入 (亿元)	6.72	13.32	19.67	24.59	28.28
yoy	13.2%	98.1%	47.7%	25.0%	15.0%
营业成本 (亿元)	4.88	9.10	12.45	15.00	16.97
毛利润 (亿元)	1.84	4.22	7.22	9.59	11.31

数据来源: 有道财报, 广发证券发展研究中心

投资建议: 我们预计2024-2026年营业收入为57.50/65.34/71.98亿元, 归母净利润为-0.30/1.31/2.54亿元, Non-GAAP归母净利润为0.41/1.68/2.91亿元。以2024年11月18日收盘价计算, 公司的PS估值为0.75X/0.66X/0.60X。参照同类公司估值, 给予有道24年1倍的PS估值, 对应公司的合理价值为6.69美元/ADS, 维持“买

入”评级。

表 2: 有道与可比上市公司的估值水平 (2024/11/18收盘价)

公司代码	公司名称	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)		PS	
			2024E	2025E	2024E	2025E
DAO.N	有道	43.32	57.50	65.34	0.75	0.66
EDU.N	新东方	660.86	311.27	375.51	2.12	1.76
GOTU.N	高途集团	48.18	44.94	62.81	1.07	0.77

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

备注: 新东方、高途集团的盈利预测来自 Bloomberg 一致预期

风险提示: 监管政策变化, 对于线上教育审核政策趋严; 行业竞争加剧, 线下教育抢占客源; AI技术发展不及预期, 公司大模型技术研发不及预期, AI+教育落地不及预期; 公司持续亏损风险。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元人民币						单位: 百万元人民币					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1870	1300	1405	1861	2374	经营活动现金流	-603	-438	40	349	430
货币资金	784	455	492	840	1268	净利润	-746	-550	-30	131	254
限制性现金	1	0	0	0	0	折旧摊销	42	30	20	15	11
短期投资	232	72	72	72	72	营运资金变动	70	-15	50	204	165
应收账款	405	354	378	429	473	终止经营活动	-72	0	0	0	0
存货	232	217	240	270	290	其它	102	97	0	0	0
预付及其他流动资产	216	202	223	250	270	投资活动现金流	126	126	-2	-2	-2
非流动资产	406	366	309	267	242	资本支出	-122	-25	-2	-2	-2
物业、设备和软件	92	71	53	40	31	投资变动	272	160	0	0	0
经营租赁使用权资产	78	89	50	21	5	终止经营活动	0	0	0	0	0
长期投资	91	51	51	51	51	其他	-25	-9	0	0	0
商誉	110	110	110	110	110	筹资活动现金流	185	-19	0	0	0
其他非流动资产	35	45	45	45	45	股权融资	-51	-128	0	0	0
资产总计	2276	1666	1715	2129	2616	网易集团注资	226	99	0	0	0
流动负债	3179	3099	3206	3505	3743	其他	9	9	0	0	0
应付账款	282	159	176	198	213	现金净增加额	-288	-330	38	347	428
应付职工薪酬	266	283	274	305	331	期初现金余额	1073	784	455	493	840
合约负债	1067	1053	1150	1307	1440	期末现金余额	784	455	493	840	1269
应交税费	51	53	56	64	70						
应计及其他应付款项	634	674	672	754	812						
短期贷款-关联方	878	878	878	878	878						
非流动负债	575	696	667	652	647						
长期租赁负债	44	49	21	5	0						
长期贷款-关联方	522	630	630	630	630						
其他非流动负债	9	16	16	16	16						
负债合计	3753	3795	3874	4157	4390						
夹层股权	65	38	38	38	38						
股东权益	-1542	-2167	-2197	-2066	-1812						
归属母公司股东权益	-1535	-2187	-2217	-2086	-1832						
少数股东权益	-7	20	20	20	20						
负债、夹层股权和股东	2276	1666	1715	2129	2616						

利润表						主要财务比率					
单位: 百万元人民币						至 12 月 31 日					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	5013	5389	5750	6534	7198	成长能力(%)					
营业成本	2427	2622	2903	3257	3507	营业收入	25%	8%	7%	14%	10%
销售费用	2328	2268	2003	2221	2447	归母净利润	-	-	-	-	94%
研发费用	804	743	592	640	684	获利能力(%)					
管理费用	229	222	181	196	216	毛利率	52%	51%	50%	50%	51%
财务费用	33	61	81	65	62	净利率	-15%	-10%	-1%	2%	4%
其他收入	81	-12	-9	0	0	ROE	47%	25%	1%	-6%	-14%
除税前溢利	-726	-539	-19	154	282	偿债能力					
所得税	14	11	11	23	28	资产负债率(%)	165%	228%	226%	195%	168%
净利润: 终止经营业务	-6	0	0	0	0	流动比率	0.59	0.42	0.44	0.53	0.63
净利润	-746	-550	-30	131	254	营运能力					
少数股东损益	19	0	0	0	0	总资产周转率		2.73	3.40	3.40	3.03
归母净利润	-727	-550	-30	131	254	应收账款周转率		14.20	15.72	16.19	15.96
Non-GAAP 归母净利	-640	-476	-112	98	211	每股指标(元/股)					
						每股收益	-6.1	-4.6	-0.3	1.1	2.1
						每股经营现金流	-5.0	-3.7	0.3	2.9	3.6
						每股净资产	-12.8	-18.3	-18.6	-17.5	-15.3
						估值比率					
						P/E	-	-	-	33.13	17.05
						P/B	-	-	-	-	-
						P/S	0.86	0.80	0.75	0.66	0.60
						EV/EBITDA	-	-	42.73	14.97	8.62

广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 叶敏婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 徐呈隽：资深分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 周喆：资深分析师，香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 章驰：资深分析师，硕士，毕业于北京大学，2023年8月加入广发证券发展研究中心。
- 毛玥：高级分析师，上海交通大学管理学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 黄静仪：研究员，华东师范大学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。