

教育

收盘价	目标价	潜在涨幅
美元 2.60	美元 4.60↓	+76.9%

2024 年 11 月 20 日

高途 (GOTU US)

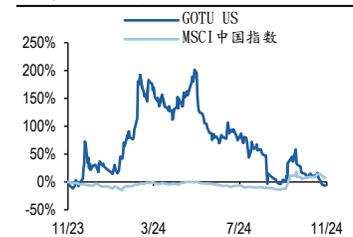
业务结构及投放策略调整开启，关注 2025 年调整效果

- 2024 年 3 季度业绩预览：我们预计收款 10.7 亿元（人民币，下同），同比增 67%，高于此前预期的 60%+，与 Visible Alpha (VA) 10.6 亿元的预期基本一致，主要受益于 K9 业务在强劲需求带动下预计收款同比增 90%+，好于此前预期。我们预计收入 12 亿元，同比增 52%，在此前公司指引的 50.5-53% 区间内，其中，K12 业务在续班和拉新带动下，预计将保持 70%+ 增速，公司战略性缩减部分成人业务学部并优化人效，预计收入将同比持平，较此前预期的 10%+ 增速，下调约 3000 万元。我们预计调整后运营亏损 4.9 亿元，较此前预期亏损高约 1 亿元，主要因成人业务调整后收入下降对毛利率产生负面影响（同比下降 8 个百分点至 64%），以及部分人员调整、线下校区仍在招生期，同时，下半年亦受到此前 K12 业务拉新投入以及教师补给带来成本增加影响。
- 预计 2024 年收入端仍受益于此前投放，短期亏损持续。下半年业务结构及投放策略调整，预计 2025 年收入增速或较此前放缓，利润层面或有优化空间。我们预计 2024 年收入 44.5 亿元，同比增 50%，其中，K12 保持 60%+ 的增速，K9 增 150%+，高于此前预期；业务结构调整影响下预计成人业务 4 季度收入中低个位数下降，全年增约 8%。投放平台算法迭代或将影响 4 季度寒假获客 ROI，我们上调营销费用预期，预计 2024 年运营亏损 12.7 亿元，对应亏损率 28%。公司预期业务结构调整后中台效率优化，将为 2025 年带来约 1 亿元成本节省，考虑到投放策略或持续调整，2025 年利润端（亏损端）或仍有优化空间。
- 估值：考虑业务调整、营销投入及线下教学点增开对利润仍有影响，我们下调 2024 年收入预期 2%/上调亏损预期 25%，预计 2025 年线上教育续班提升，投入放缓，利润释放，并预计利润率将恢复至 10-15% 区间，按 2025 年 15 倍市盈率，线上教育业务估值对应 4.6 美元/股（原 6.5 美元），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)	2.35
市值 (百万美元)	386.10
日均成交量 (百万)	0.67
年初至今变化 (%)	(28.18)
200 天平均价 (美元)	4.40

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	4,454	5,577	6,517
同比增长 (%)	-61.9	18.5	50.4	25.2	16.8
净利润 (百万人民币)	136	51	(1,075)	(267)	213
每股盈利 (人民币)	0.51	0.19	(4.15)	(1.03)	0.82
同比增长 (%)	-104.8	-62.6	-2,251.7	-75.2	-179.8
前 EPS 预测值 (人民币)			(3.19)	(1.04)	0.73
调整幅度 (%)			30.1	-1.4	13.1
市盈率 (倍)	36.6	97.7	NA	NA	22.9
每股账面净值 (人民币)	11.73	11.72	8.40	7.73	9.33
市账率 (倍)	1.61	1.61	2.24	2.43	2.02

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。

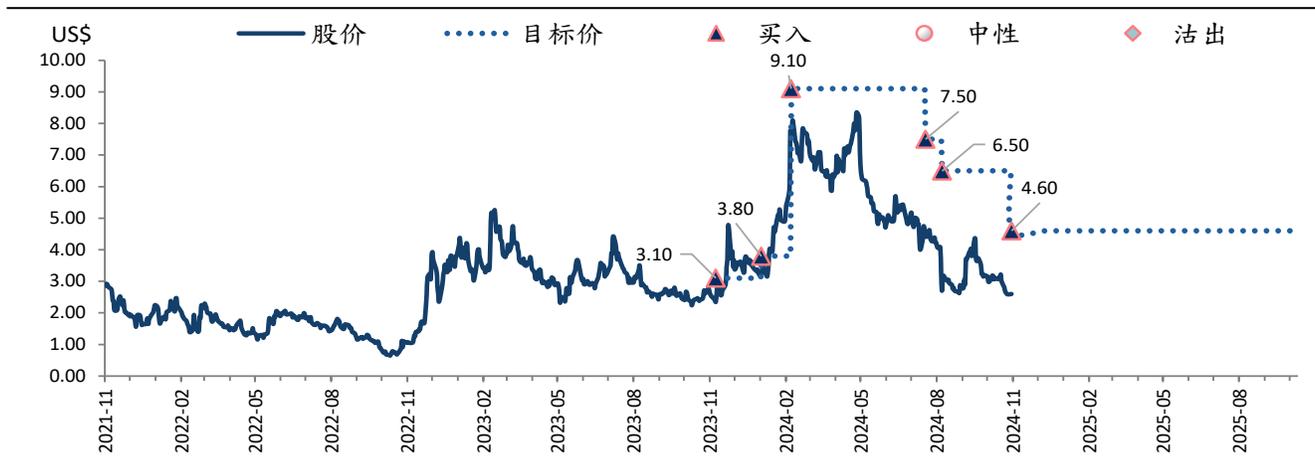
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 损益表预测

(百万人民币) 年结 12 月 31 日	3Q23	2Q24	3Q24E 新预测	3Q24E 原预测	差异(%)	环比(%)	同比(%)	2023	2024E	2025E	2026E
净营收	789	1,010	1,203	1,203	0	19	52	2,961	4,454	5,577	6,517
<i>彭博一致预期</i>			<u>1,210</u>						<u>4,494</u>	<u>6,281</u>	<u>8,328</u>
收入分布											
K12	553	788	962	937	3	22	74	2,121	3,529	4,691	5,665
成人	197	192	198	223	-11	3	0	708	762	710	659
教育内容及其他	39	30	43	43	0	43	10	132	163	177	193
营收成本	(218)	(313)	(433)	(385)	13	38	99	(790)	(1,458)	(1,863)	(2,174)
毛利	571	696	770	818	-6	11	35	2,171	2,996	3,714	4,343
毛利率(%)	72	69	64	68				73	67	67	67
销售及营销开支	(434)	(835)	(870)	(822)	6	4	100	(1,501)	(2,927)	(2,509)	(2,363)
占收比(%)	55	83	72	68				51	66	45	36
研发开支	(131)	(162)	(209)	(209)	0	29	60	(462)	(741)	(901)	(1,005)
占收比(%)	17	16	17	17				16	17	16	15
行政开支	(106)	(164)	(205)	(211)	-3	25	93	(356)	(670)	(854)	(991)
占收比(%)	13	16	17	18				12	15	15	15
经营利润	(100)	(465)	(513)	(423)	21	10	416	(149)	(1,343)	(550)	(15)
调整后经营利润	(84)	(453)	(489)	(399)	23	8	485	(91)	(1,266)	(438)	82
其他收入/(支出)	43	34	43	43	0	27	0	152	193	171	131
税费	(1)	2	-	(4)	-100	-100	-100	(11)	(2)	-	-
归母净利润/(亏损)	(58)	(430)	(471)	(384)	23	10	716	(7)	(1,152)	(379)	116
调整后归母净利润/(亏损)	(42)	(418)	(447)	(360)	24	7	970	51	(1,075)	(267)	213
<i>彭博一致预期</i>			<u>(388)</u>						<u>(821)</u>	<u>(567)</u>	<u>(247)</u>
调整后经营利润率(%)	-10.6	-44.9	-40.7	-33.2				-3.1	-28.4	-7.9	1.3
调整后净利率(%)	-5.3	-41.4	-37.1	-29.9				1.7	-24.1	-4.8	3.3
每股盈利(调整后, 人民币元)	(0.16)	(1.61)	(1.72)	(1.39)	24	7	980	0.19	(4.15)	(1.03)	0.82
<i>彭博一致预期</i>			<u>(0.55)</u>						<u>(3.42)</u>	<u>(2.30)</u>	<u>(1.57)</u>

资料来源: 公司资料, 彭博, 交银国际预测

图表 2: 高途 (GOTU US) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 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	86.02	111.00	29.0%	2024 年 10 月 30 日	广告
BILI US	哔哩哔哩	买入	18.52	25.00	35.0%	2024 年 10 月 16 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	2.09	3.80	81.8%	2024 年 08 月 23 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	52.55	54.00	2.8%	2024 年 08 月 21 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	11.15	14.00	25.6%	2024 年 08 月 14 日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	116.20	120.00	3.3%	2024 年 06 月 04 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.68	5.90	-11.7%	2024 年 05 月 29 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	36.10	33.00	-8.6%	2024 年 05 月 29 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	26.35	29.00	10.1%	2024 年 02 月 21 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	117.68	188.00	59.8%	2024 年 10 月 21 日	电商
JD US	京东	买入	35.19	56.00	59.1%	2024 年 10 月 15 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	87.11	111.00	27.4%	2024 年 04 月 11 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	14.58	8.50	-41.7%	2024 年 08 月 26 日	电商
GOTU US	高途	买入	2.60	4.60	76.9%	2024 年 11 月 20 日	教育
DAO US	有道	买入	5.10	7.30	43.1%	2024 年 11 月 15 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	43.00	75.00	74.4%	2024 年 11 月 06 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	9.91	13.80	39.3%	2024 年 08 月 02 日	教育
3888 HK	金山软件	买入	31.95	33.00	3.3%	2024 年 11 月 20 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	410.80	513.00	24.9%	2024 年 10 月 14 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	10.26	14.00	36.5%	2024 年 08 月 30 日	游戏
NTES US	网易	买入	85.68	113.00	31.9%	2024 年 08 月 23 日	游戏
3690 HK	美团	买入	174.80	228.00	30.4%	2024 年 10 月 15 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	23.05	24.00	4.1%	2024 年 08 月 12 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	14.44	18.00	24.7%	2024 年 11 月 15 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	9.79	13.50	37.9%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.39	1.40	0.7%	2024 年 11 月 14 日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	19.48	21.00	7.8%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	10.76	13.00	20.8%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	18.32	24.00	31.0%	2024 年 11 月 20 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	497.40	605.00	21.6%	2024 年 11 月 19 日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *截至 2024 年 11 月 20 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	4,454	5,577	6,517
主营业务成本	(701)	(790)	(1,458)	(1,863)	(2,174)
毛利	1,797	2,171	2,996	3,714	4,343
销售及管理费用	(1,180)	(1,501)	(2,927)	(2,509)	(2,363)
研发费用	(445)	(462)	(741)	(901)	(1,005)
其他经营净收入/费用	(290)	(356)	(670)	(854)	(991)
经营利润	(118)	(149)	(1,343)	(550)	(15)
Non-GAAP标准下的经营利润	5	(91)	(1,266)	(438)	82
财务成本净额	21	76	80	80	80
其他非经营净收入/费用	94	86	113	91	51
税前利润	(3)	13	(1,150)	(379)	116
税费	16	(11)	(2)	0	0
非控股权益	0	(9)	0	0	0
净利润	13	(7)	(1,152)	(379)	116
作每股收益计算的净利润	13	(7)	(1,152)	(379)	116
Non-GAAP标准的净利润	136	51	(1,075)	(267)	213

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	(347)	(423)	(418)
有价证券	2,924	2,254	2,367	2,485	2,609
存货	23	25	63	49	81
其他流动资产	400	638	960	1,060	1,303
总流动资产	4,166	3,587	3,042	3,171	3,576
投资物业	0	1,030	1,081	1,135	1,192
物业、厂房及设备	552	534	566	612	608
无形资产	19	0	19	22	24
其他长期资产	139	263	270	276	280
总长期资产	710	1,827	1,936	2,044	2,104
总资产	4,876	5,413	4,979	5,215	5,680
应付账款	702	860	1,077	1,139	929
其他短期负债	907	1,113	1,292	1,562	1,760
总流动负债	1,609	1,973	2,369	2,701	2,689
长期应付账款	44	138	138	138	138
其他长期负债	127	196	295	369	432
总长期负债	171	334	433	507	569
总负债	1,780	2,307	2,802	3,208	3,258
股本	7,916	7,903	8,125	8,334	8,633
储备及其他资本项目	(4,820)	(4,797)	(5,948)	(6,327)	(6,212)
股东权益	3,096	3,106	2,177	2,007	2,421
总权益	3,096	3,106	2,177	2,007	2,421

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	(1,150)	(379)	116
折旧及摊销	71	54	61	69	73
营运资本变动	(102)	258	131	275	(220)
税费	(16)	11	2	0	0
其他经营活动现金流	104	28	182	232	272
经营活动现金流	55	354	(775)	197	240
资本开支	(19)	(41)	(89)	(112)	(65)
投资活动	(68)	(282)	(164)	(172)	(181)
其他投资活动现金流	(71)	(101)	0	0	0
投资活动现金流	(158)	(424)	(253)	(284)	(246)
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
融资活动现金流	0	(90)	0	0	0
汇率收益/损失	27	11	11	11	11
年初现金	897	820	670	(347)	(423)
年末现金	820	670	(347)	(423)	(418)

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.051	(0.028)	(4.441)	(1.460)	0.445
全面摊薄每股收益	0.050	(0.028)	(4.441)	(1.460)	0.445
Non-GAAP标准下的每股收益	0.515	0.193	(4.145)	(1.030)	0.822
每股账面值	11.727	11.721	8.395	7.731	9.329
利润率分析(%)					
毛利率	71.9	73.3	67.3	66.6	66.6
EBITDA利润率	(1.9)	(3.2)	(28.8)	(8.6)	0.9
EBIT利润率	(4.7)	(5.0)	(30.1)	(9.9)	(0.2)
净利率	0.5	(0.2)	(25.9)	(6.8)	1.8
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	71.9	73.3	67.3	66.6	66.6
EBITDA利润率	3.0	(1.2)	(27.1)	(6.6)	2.4
经营利润率	0.2	(3.1)	(28.4)	(7.9)	1.3
净利率	5.4	1.7	(24.1)	(4.8)	3.3
盈利能力(%)					
ROA	2.7	1.0	(20.7)	(5.2)	3.9
ROE	4.5	1.6	(40.7)	(12.8)	9.6
ROIC	(0.8)	(0.4)	(58.2)	(21.8)	3.4
其他					
流动比率	2.6	1.8	1.3	1.2	1.3
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】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

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、潮州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、乐能物流股份有限公司、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有限公司、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、中邮通信(集团)控股有限公司及地平线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七牛智能科技有限公司的已发行股本逾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，或可能以受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，并可能受送递延误、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。