

【广发传媒&海外】高途 (GOTU.N)

短期投入加大拖累净利，静待经营拐点

公司评级

买入

当前价格

2.44 美元

合理价值

3.91 美元

前次评级

买入

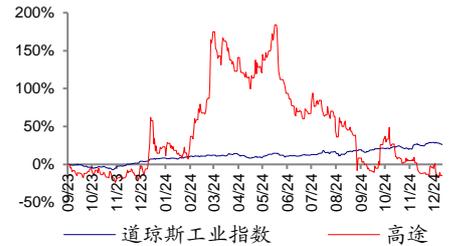
报告日期

2024-12-18

核心观点:

- **事件:** 高途发布 24Q3 财报, Q3 收入&收款高增长, 业务布局推进短期利润承压。24Q3 收入 12.08 亿元, 同增 53.1%, 达到指引上限; 现金收款 10.69 亿元, 同比大幅增长 67.2%, 主要由于公司利用暑假期间的强劲市场需求, 在快速的业务增长中推动了学生入学人数和市场占有率的显著增加。24Q3, 公司经营活动现金流净流出 7.14 亿元, 现金净流出同比增加。利润端, 24Q3 毛利率 64.4%, 同比减少 8.0pct, Non-GAAP 净利润亏损 4.57 亿元 (23Q3 亏损 4170 万元), 同比环比亏损增加, 主要由于公司在教学体系升级、组织能力强化和管理水平提升等各个关键领域的投入有所增加, 提高了对人才的投资和持续训练。
- **现金收款来看,** 24 年前三季度, 公司实现现金收款 34.52 亿元, 同增 67.5%; 截至 24 年 9 月底, 递延收入 14.4 亿元, 同增 89%, 为 Q4 的持续增长提供了强有力的支撑。根据公司指引, 24Q4 预计实现收入 12.88~13.08 亿元, 同比增长 69.2%~71.9%。
- **回购稳步推进:** 截至 24/12/3, 公司累计回购约 3750 万美元股份。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司 24-26 年营业收入为 44.63 亿元、55.81 亿元和 69.82 亿元, 同比增长 51%、25%和 25%。利润端看, 我们认为收入增长将通过经营杠杆效应, 带动利润弹性释放, 我们预计 24-26 年经调整净利润为 -12.20 亿元、-3.61 亿元和 2.57 亿元。随着政策端的持续明朗, 高途一方面有望将原有传统业务的优势进一步巩固和强化, 另一方面前期积极转型的新业务也有望继续推进, 从而迎来各业务共同多元发展的阶段。同时, 公司已开始从线上到线下的业务拓展, 预计后续线下业务将逐渐成为公司中长期的第二增长点。因此, 我们参考可比公司估值 (PS/收入增速), 给予公司 24 年 1.6x PS, 对应合理价值 3.91 美元/ADS, 维持“买入”评级。
- **风险提示。** 政策风险。行业竞争加剧。用户需求不及预期。

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:

叶敏婷



SAC 执证号: S0260519110001



021-38003665



yeminting@gf.com.cn

请注意, 叶敏婷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】高途 2024-09-10

(GOTU):Q2 收入&收款超

预期, 下半年收入高增长有

保障

【广发传媒&海外】高途 2024-05-27

(GOTU.N):Q1 收入和收款

健康增长, 加快推进线下布

局

【广发传媒&海外】高途集团 2024-04-29

(GOTU):24Q1 前瞻: 收

款健康增长, 获客效率提升

盈利预测:

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2,498	2,961	4,463	5,581	6,982
增长率 (%)	-61.93%	18.52%	50.75%	25.05%	25.10%
EBITDA (百万元)	-26	-19	-1,301	-484	105
归母净利润 (百万元)	136	51	-1,220	-361	257
增长率 (%)	-104.92%	-62.41%	-	-	-
EPADS (元/ADS)	0.53	0.20	-4.80	-1.42	1.01
市盈率 (x)	31.34	130.90	-	-	17.33
ROE (%)	2.79%	1.05%	-26.50%	-9.40%	10.01%

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

注: 归母净利润和 EPADS 为 NonGAAP 口径。

一、盈利预测和投资建议

(1) 非学科培训: 考虑到K9学生和家長对素养类培训需求的持续提升,有望形成对前期K9学科培训的过渡和承接。“双减”后公司积极转型和布局非学科培训业务,已建立良好的业务模式和影响力。同时,公司也开始开拓线下业务,线下业务有望进一步带来收入增量。暑假期间整体市场需求强劲,并且来自新生的现金收款同比大幅增长。根据公司24Q3业绩会信息,24Q3来自新生的现金收款同比去年同期增长超过200%,也为后续的收入释放奠定了良好基础。我们预计24-26年非学科培训收入为12.88亿元、19.96亿元和29.94亿元,同比增长164%、55%和50%。

(2) 传统学习服务: 随着政策的明朗化,高中学科培训的业务范畴得到明确。“双减”后市场供给有所出清,我们认为公司有望巩固和延续前期的业务特点和优势。我们预计24-26年传统学习服务收入为22.77亿元、26.86亿元和30.89亿元,同比增长36%、18%和15%。

(3) 大学生及成人培训: 24年开始公司优化业务需求和资源配置,进一步专注职业教育,调整之后预计该项业务较为平稳。基于产品优化和业务调整,我们预计24-26年大学生及成人培训收入为7.42亿元、7.42亿元和7.42亿元,同比增长9%、0%和0%,整体发展比较平稳。

(4) 智能硬件和产品: 我们预计智能硬件产品后续收入比较稳健,24-26年预计收入分别为1.57、1.57亿元和1.57亿元。

综上,我们预计公司24-26年营业收入为44.63亿元、55.81亿元和69.82亿元,同比增长51%、25%和25%。

毛利率端,随着线下班的收入占比提升,而线下的毛利率较线上偏低,我们预计24年毛利率将出现一定下行,随着线下经营向好,毛利率将持续改善。我们预计24-26年毛利率为65%、67%和66%。

费用端看,销售费用率方面,随着各项业务仍有较强的获客需求,且线下班在前期也需要积极获客,我们预计24-26年销售费用率为66%、53%和45%。预计24-26年管理费用率为16%、13%和11%,研发费用率为16%、13%和12%。

利润端看,我们认为收入增长将通过经营杠杆效应,带动利润弹性释放,我们预计24-26年经调整净利润为-12.20亿元、-3.61亿元和2.57亿元。

表 1: 高途集团盈利预测 (百万元)

单位 (百万元)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营收收入	2,115	7,125	6,562	2,498	2,961	4,463	5,581	6,982
YoY	432%	237%	-8%	-62%	19%	51%	25%	25%
非学科培训				637	487	1,288	1,996	2,994
YoY					-24%	164%	55%	50%
传统学习服务				748	1,671	2,277	2,686	3,089
YoY					123%	36%	18%	15%
大学生及成人培训				882	680	742	742	742
YoY					-23%	9%	0%	0%
智能硬件和产品				231	123	157	157	157
YoY					-47%	28%	0%	0%
毛利率 (%)	75%	75%	63%	72%	73%	65%	67%	66%
期间费用率:								
销售费用率 (%)	49%	82%	78%	47%	51%	66%	53%	45%

管理费用率 (%)	5%	8%	11%	12%	12%	16%	13%	11%
研发费用率 (%)	10%	10%	19%	18%	16%	16%	13%	12%
归母净利润	188	-1,393	-3,103	13	-7	-1,315	-456	162
经调整净利润	287	-1,154	-2,758	136	51	-1,220.20	-361.17	257.49
YoY		-	-	-	-62%	-2490%	-	-

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

注：2022-2026 年公司收入拆分均为预测值。

由于高途盈利仍有一定的不确定性，且收入可能仍处于相对较高增长阶段，我们采取PS/收入增速对公司进行估值。基于业务范围和商业模式的相似性，我们选取粉笔、新东方、好未来作为可比公司。

表 2：高途集团可比估值（对应2024/12/17收盘价）

目标公司		粉笔	新东方教育	好未来	平均值
估值指标 (2024E)	高途				
收入 (百万元)	4,463	3,405	45,204	20,580	
复合增速 (2024E-2026E)	25.1%	10.0%	20.1%	29.3%	19.8%
PS	1.6	1.6	1.5	2.1	1.76
PS/收入增速	0.06	0.16	0.08	0.07	0.10
估值 (百万元)	7,142				
总股本 (百万股)	170				
每 ADS 价格 (美元/ADS)	3.91				

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

投资建议：随着政策端的持续明朗，高途一方面有望将原有传统业务的优势进一步巩固和强化，另一方面前期积极转型的新业务也有望继续推进，从而迎来各业务共同多元发展的阶段。同时，公司已开始从线上到线下的业务拓展，预计后续线下业务将逐渐成为公司中长期的第二增长点。因此，我们参考可比公司估值（PS/收入增速），给予公司24年1.6x PS，对应合理价值3.91美元/ADS，维持“买入”评级。

二、风险提示

（一）政策风险

公司所处的教培行业面临较严格的监管，尤其是面向K9学生的非学科培训，以及面向高中学生的传统培训，是监管部门高度重视的领域。若再次出现极为严厉的监管政策，将对公司主要业务造成较大负面冲击。

（二）行业竞争加剧

虽然在“双减”后，行业的教培机构经历一轮出清，但多数头部机构基本通过转型等方式继续经营，腰部和尾部的出清相对剧烈。但是，随着行业的逐步恢复，头部机构在业务重叠领域，仍可能出现竞争加剧，对公司原有业务恢复和新业务拓展节奏造成负面影响。

（三）用户需求不及预期

现阶段公司各项培训的学员需求较为旺盛，但一方面，公司产品迭代和培训质量需

要长期维持，另一方面用户培训需求也可能随着人口增长放缓在中长期有所波动，导致未来可能存在用户需求下滑的可能性，或将对公司业务带来冲击。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4,166	3,587	4,247	4,625	5,999
货币资金	820	670	83	147	990
应收及预付	400	638	1,117	1,420	1,932
存货	23	25	47	58	77
其他流动资产	2,924	2,254	3,000	3,000	3,000
非流动资产	710	1,827	2,072	2,507	2,786
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	552	534	591	790	849
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	19	15	24	37	47
其他长期资产	139	1,278	1,457	1,680	1,889
资产总计	4,876	5,413	6,319	7,132	8,785
流动负债	1,609	1,973	2,487	2,340	2,542
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	664	809	1293	1120	1293
其他流动负债	945	1,164	1,194	1,220	1,250
非流动负债	171	334	484	682	861
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	171	334	484	682	861
负债合计	1,780	2,307	2,971	3,021	3,403
股本	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
资本公积	7,916	7,988	7,988	7,988	7,988
留存收益	40	50	50	50	50
归属母公司股东权益	-4,861	-4,847	-4,605	-3,842	-2,571
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	4,876	5,413	6,319	7,132	8,785

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,498	2,961	4,463	5,581	6,982
营业成本	701	790	1,568	1,851	2,351
销售费用	1,180	1,501	2,942	2,958	3,142
管理费用	290	356	699	698	768
研发费用	445	462	698	714	803
财务费用	-21	-76	-69	-69	-72
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	42	31	27	61	98
营业利润	-54	-42	-1,348	-509	88
营业外收支	-52	-54	-59	-62	-71
利润总额	-3	13	-1,289	-447	159
所得税	16	-11	-26	-9	3
净利润	-18	23	-1,263	-438	156
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	13	-7	-1,315	-456	162
经调整净利润	136	51	-1,220	-361	257
EBITDA	-26	-19	-1,301	-484	105
NonGAAP EPADS(元)	0.53	0.20	-4.80	-1.42	1.01

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	55	354	-1,041	-736	43
净利润	13	-7	-1,315	-456	162
折旧摊销	71	54	74	87	114
营运资金变动	-342	20	5	-476	-340
其它	313	287	195	110	106
投资活动现金流	-158	-424	454	800	800
资本支出	-12	-41	0	0	0
投资变动	-68	-393	454	800	800
其他	-78	9	0	0	0
筹资活动现金流	0	-90	0	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	0	-90	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
现金净增加额	-104	-161	-587	64	843
期初现金余额	897	820	670	83	147
汇兑差额	27	11	0	0	0
期末现金余额	820	670	83	147	990

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长	-61.93%	18.52%	50.75%	25.05%	25.10%
营业利润增长	-	-	-	-	-
归母净利润增长	-	-	-	-	-
获利能力					
毛利率	71.94%	73.31%	64.87%	66.84%	66.33%
净利率	5.44%	1.72%	-27.34%	-6.47%	3.69%
ROE	2.79%	1.05%	-26.50%	-9.40%	10.01%
偿债能力					
资产负债率	36.51%	42.62%	47.02%	42.36%	38.74%
流动比率	258.91%	181.76%	170.77%	197.70%	235.99%
速动比率	207.96%	147.81%	167.45%	191.42%	197.06%
营运能力					
总资产周转率	0.50	0.58	0.76	0.83	0.88
应收账款周转率	3.68	4.02	4.25	4.63	5.79
存货周转率	36.53	33.36	43.64	35.07	34.67
每股指标(元)					
每 ADS 收益	0.53	0.20	-4.80	-1.42	1.01
每 ADS 经营现金流	0.21	1.39	-4.09	-2.89	0.17
每 ADS 净资产	-19.11	-19.06	-18.11	-15.11	-10.11
估值比率					
P/E	31.34	130.90	-	-	17.33
P/B	0.88	1.38	0.97	1.16	1.74
EV/EBITDA	-	-	-	-	65.75

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。
- 罗悦纯：高级分析师，硕士，毕业于中南财经政法大学，2024年加入广发证券。
- 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。