

教育

收盘价
美元 3.32

目标价
美元 4.60

潜在涨幅
+38.6%

2025 年 2 月 27 日

高途 (GOTU US)

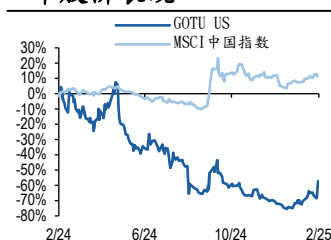
2025 年预计收入稳定增长，亏损收窄可期

- ④ **2024 年 4 季度业绩：**收入同比增 82%至 14 亿元（人民币，下同），高于我们/彭博市场预期 2%/6%。调整后运营亏损 1.4 亿元，对应亏损率 10%，好于我们/彭博市场预期的 1.5 亿元/2.1 亿元亏损，得益于渠道运营策略调整下 ROI 提升，以及人员优化和中后台效率优化，研发费用占收比下降。
- ④ **业绩要点：**1) 现金收款同比增 69%，与我们预期基本一致，其中 K9 连续三个季度获得三位数增长，新生续班率同比增 5 个百分点。2) K12 收入同比增 100%+，贡献收入近 85%，得益于续班率和拉新 ROI 提升，K9 收入保持高速增长。3) 大学生和成人贡献收入约 15%，业务战略聚焦下核心产品实现强劲增长。
- ④ **展望：**2025 年 1 季度，管理层指引收入增速在 48.7-50.8%区间，我们预计公司现金收款增速 18%，受益于 2024 年 4 季度续班对收款的拉动，预计总收入增 49%至 14.1 亿元，在指引中线，其中预计 K12 收入同比增 68%，大学生成人业务收入同比降 13%。同时 2025 年 1 季度非营销旺季，预计调整后净利润转正至 5500 万元。2025 年我们预计公司整体收入增速 27%，达到 57.7 亿元，与市场预期基本一致，其中预计 K12 收入增速 34%，非学科业务仍维持高双位数增长，大学生成人收入同比下降 5%。预计全年调整后运营亏损 3.5 亿元，调整后净亏损 2.15 亿元，与此前预期基本保持一致趋势。2025 年公司将致力于稳定收入增长，严格优化费用结构，2025 下半年或看到更好盈利能力。
- ④ **估值：**2024 年是公司大力投入获客的一年，业务规模加速扩张，2025 年，在线上业务盈利能力持续优化的同时，也期待暑期看到线下业务表现的提升。根据我们目前对公司 2025 年线上 K12 教育收入的预期约 48 亿元及持续优化的利润率水平，对应线上教育 15 倍市盈率，维持目标价 4.6 美元及买入评级。

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)	1.88
市值 (百万美元)	479.34
日均成交量 (百万)	15.05
年初至今变化 (%)	51.60
200天平均价 (美元)	2.88

资料来源: FactSet

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5330

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5333

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5332

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5334

财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	2,961	4,554	5,768	6,837	7,762
同比增长 (%)	18.5	53.8	26.7	18.5	13.5
净利润 (百万人民币)	51	(996)	(215)	194	310
每股盈利 (人民币)	0.19	(3.87)	(0.85)	0.76	1.22
同比增长 (%)	-62.6	-2,110.2	-78.1	-190.1	59.9
前EPS预测值 (人民币)			(0.81)	0.74	
调整幅度 (%)			4.3	3.2	
市盈率 (倍)	125.0	NA	NA	31.6	19.7
每股账面净值 (人民币)	11.72	7.52	8.79	10.33	12.24
市账率 (倍)	2.05	3.20	2.74	2.33	1.97

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: 2024 年 4 季度业绩概览

(百万人民币) 年结 12 月 31 日	4Q23	3Q24	4Q24	环比 (%)	同比 (%)	交银国际 预测	差异 (%)	点评
净营收	761	1,208	1,389	15	82	1,355	2	
<u>彭博一致预期</u>			<u>1,308</u>					
收入分布								
K12	533	955	1,153	21	116	1,100	5	K9 收款连续三个季度获得三位数增长
成人	190	196	194	-1	2	199	-2	
教育内容及其他	38	58	42	-28	9	57	-27	
营收成本	(228)	(430)	(440)	2	93	(428)	3	
毛利	533	778	948	22	78	927	2	
毛利率(%)	70	64	68			68		
销售及营销开支	(466)	(886)	(736)	-17	58	(743)	-1	渠道运营策略调整下 ROI 提升
占收比(%)	61	73	53			55		
研发开支	(136)	(189)	(145)	-23	7	(154)	-6	人员外迁和中后台效率优化下占收比下降
占收比(%)	18	16	10			11		
行政开支	(119)	(193)	(216)	12	81	(210)	3	
占收比(%)	16	16	16			16		
经营利润	(188)	(490)	(149)	-70	-21	(180)	-17	
调整后经营利润	(172)	(476)	(137)	-71	-20	(153)	-10	
其他收入/(支出)	57	26	13	-48	-76	13	3	
税费	12	(7)	0	NA	-100	-		
归母净利润/(亏损)	(120)	(471)	(136)	-71	14	(167)	-19	
调整后归母净利润/(亏损)	(104)	(457)	(124)	-73	19	(140)	-12	
<u>彭博一致预期</u>			<u>(180)</u>					
调整后经营利润率(%)	-23	-39	-10			-11		
调整后净利率(%)	-14	-38	-9			-10		
每股盈利(调整后, 人民币)	(0.40)	(1.78)	(0.49)	-73	21	(0.54)	-11	
<u>彭博一致预期</u>			<u>(0.83)</u>					

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 2: 损益表预测

(百万人民币) 年结 12 月 31 日	1Q24	4Q24	1Q25E 新预测	1Q25E 原预测	差异(%)	环比(%)	同比(%)	2024	2025E	2026E	2027E
净营收	947	1,389	1,413	1,439	-2	2	49	4,554	5,768	6,837	7,762
<u>彭博一致预期</u>			<u>1,279</u>						<u>5,790</u>	<u>7,285</u>	<u>9,182</u>
收入分布											
K12	710	1,153	1,194	1,271	-6	4	68	3,605	4,841	5,932	6,867
成人	189	194	165	114	44	-15	-13	771	735	697	668
教育内容及其他	47	42	54	54	0	31	15	177	192	208	227
营收成本	(271)	(440)	(452)	(446)	1	3	67	(1,455)	(1,892)	(2,239)	(2,541)
毛利	675	948	961	993	-3	1	42	3,099	3,876	4,598	5,221
毛利率(%)	71	68	68	69				68	67	67	67
销售及营销开支	(506)	(736)	(654)	(738)	-11	-11	29	(2,964)	(2,964)	(3,014)	(3,338)
占收比(%)	53	53	46	51				65	51	44	43
研发开支	(152)	(145)	(154)	(178)	-14	6	1	(648)	(627)	(743)	(844)
占收比(%)	16	10	11	12				14	11	11	11
行政开支	(95)	(216)	(170)	(173)	-2	-22	78	(669)	(692)	(820)	(931)
占收比(%)	10	16	12	12				15	12	12	12
经营利润	(78)	(149)	(17)	(96)	-83	-89	-79	(1,182)	(408)	21	108
调整后经营利润	(62)	(137)	(2)	(67)	-96	-98	-96	(1,129)	(350)	90	185
其他收入/(支出)	69	13	57	27	111	326	-17	142	135	104	124
税费	(4)	0	-	-				(9)	-	-	-
归母净利润/(亏损)	(12)	(136)	41	(69)	NA	NA	NA	(1,049)	(272)	125	232
调整后归母净利润/(亏损)	3	(124)	55	(40)	NA	NA	1,698	(996)	(215)	194	310
<u>彭博一致预期</u>			<u>(53)</u>						<u>(444)</u>	<u>(94)</u>	<u>249</u>
调整后经营利润率(%)	-6.6	-9.9	-0.2	-4.7				-24.8	-6.1	1.3	2.4
调整后净利率(%)	0.3	-8.9	3.9	-2.8				-21.9	-3.7	2.8	4.0
每股盈利(调整后, 人民币)	0.01	(0.49)	0.22	(0.16)	NA	NA	1,732	(3.87)	(0.85)	0.76	1.22
<u>彭博一致预期</u>			<u>(0.24)</u>						<u>(1.96)</u>	<u>(0.39)</u>	<u>(0.47)</u>

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	89.16	111.00	24.5%	2025 年 02 月 19 日	广告
YY US	欢聚集团	买入	49.00	63.00	28.6%	2025 年 02 月 26 日	文娱内容
9899 HK	网易云音乐	买入	168.10	184.00	9.5%	2025 年 02 月 25 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	21.18	26.00	22.8%	2025 年 02 月 21 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	2.11	2.70	28.0%	2025 年 02 月 19 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	53.60	54.00	0.7%	2024 年 08 月 21 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	12.93	14.00	8.3%	2024 年 08 月 14 日	文娱内容
MOMO US	华文集团	中性	7.84	7.40	-5.6%	2024 年 12 月 10 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	26.45	29.00	9.6%	2024 年 02 月 21 日	文娱内容
BABA US	阿里巴巴	买入	139.08	165.00	18.6%	2025 年 02 月 21 日	电商
JD US	京东	买入	42.53	60.00	41.1%	2025 年 01 月 21 日	电商
PDD US	拼多多	买入	119.77	144.00	20.2%	2024 年 11 月 22 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	14.00	15.60	11.4%	2025 年 01 月 22 日	电商
DAO US	有道	买入	9.60	12.00	25.0%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	13.54	13.30	-1.8%	2025 年 01 月 24 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	37.65	60.00	59.4%	2025 年 01 月 22 日	教育
GOTU US	高途	买入	3.32	4.60	38.6%	2024 年 11 月 20 日	教育
NTES US	网易	买入	101.27	124.00	22.4%	2025 年 01 月 20 日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	42.20	33.00	-21.8%	2024 年 11 月 20 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	495.40	513.00	3.6%	2024 年 10 月 14 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	12.50	14.00	12.0%	2024 年 08 月 30 日	游戏
9690 HK	途虎	买入	16.70	18.00	7.8%	2025 年 01 月 22 日	本地生活
3690 HK	美团	买入	172.80	226.00	30.8%	2024 年 12 月 02 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	14.62	18.00	23.1%	2024 年 11 月 15 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	9.28	13.50	45.5%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.89	1.40	-25.9%	2024 年 11 月 14 日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	15.56	21.00	35.0%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	8.60	13.00	51.2%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	17.96	24.00	33.6%	2024 年 11 月 20 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	454.00	605.00	33.3%	2024 年 11 月 19 日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *收盘价截至 2025 年 2 月 27 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	2,961	4,554	5,768	6,837	7,762
主营业务成本	(790)	(1,455)	(1,892)	(2,239)	(2,541)
毛利	2,171	3,099	3,876	4,598	5,221
销售及管理费用	(1,501)	(2,964)	(2,964)	(3,014)	(3,338)
研发费用	(462)	(648)	(627)	(743)	(844)
其他经营净收入/费用	(356)	(669)	(692)	(820)	(931)
经营利润	(149)	(1,182)	(408)	21	108
Non-GAAP标准下的经营利润	(91)	(1,129)	(350)	90	185
财务成本净额	76	70	65	64	64
其他非经营净收入/费用	86	71	70	40	60
税前利润	13	(1,040)	(272)	125	232
税费	(11)	(9)	0	0	0
非控股权益	(9)	0	0	0	0
净利润	(7)	(1,049)	(272)	125	232
作每股收益计算的净利润	(7)	(1,049)	(272)	125	232
Non-GAAP标准的净利润	51	(996)	(215)	194	310

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	670	1,771	478	507	753
有价证券	2,254	1,845	1,938	2,034	2,136
存货	25	36	51	83	69
其他流动资产	638	(13)	1,096	1,367	1,552
总流动资产	3,587	3,640	3,562	3,992	4,511
投资物业	1,030	923	969	1,017	1,068
物业、厂房及设备	534	670	617	615	617
无形资产	0	0	22	24	26
其他长期资产	263	595	598	600	603
总长期资产	1,827	2,188	2,206	2,257	2,315
总资产	5,413	5,828	5,768	6,249	6,825
应付账款	860	1,394	1,246	1,044	911
其他短期负债	1,113	1,867	1,615	1,846	2,018
总流动负债	1,973	3,261	2,861	2,890	2,929
长期应付账款	138	345	345	345	345
其他长期负债	196	289	331	393	446
总长期负债	334	634	676	737	790
总负债	2,307	3,895	3,537	3,628	3,720
股本	7,903	7,749	8,318	8,584	8,836
储备及其他资本项目	(4,797)	(5,815)	(6,088)	(5,962)	(5,730)
股东权益	3,106	1,933	2,231	2,622	3,106
总权益	3,106	1,933	2,231	2,622	3,106

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	3	(1,040)	(272)	125	232
折旧及摊销	54	61	69	74	79
营运资本变动	258	1,503	(1,041)	(197)	(107)
税费	11	9	0	0	0
其他经营活动现金流	28	134	194	230	261
经营活动现金流	354	666	(1,050)	232	466
资本开支	(41)	(91)	(115)	(68)	(78)
投资活动	(282)	516	(138)	(145)	(153)
其他投资活动现金流	(101)	0	0	0	0
投资活动现金流	(424)	424	(254)	(214)	(230)
负债净变动	0	0	0	0	0
权益净变动	(90)	0	0	0	0
其他融资活动现金流	0	0	0	0	0
融资活动现金流	(90)	0	0	0	0
汇率收益/损失	11	11	11	11	11
年初现金	820	670	1,771	478	507
年末现金	670	1,771	478	507	753

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	(0.028)	(4.079)	(1.074)	0.493	0.914
全面摊薄每股收益	(0.028)	(4.079)	(1.074)	0.493	0.914
Non-GAAP标准下的每股收益	0.193	(3.873)	(0.846)	0.763	1.220
每股账面值	11.721	7.519	8.792	10.332	12.239
利润率分析(%)					
毛利率	73.3	68.0	67.2	67.3	67.3
EBITDA利润率	(3.2)	(24.6)	(5.9)	1.4	2.4
EBIT利润率	(5.0)	(26.0)	(7.1)	0.3	1.4
净利率	(0.2)	(23.0)	(4.7)	1.8	3.0
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	73.3	68.0	67.2	67.3	67.3
EBITDA利润率	(1.2)	(23.5)	(4.9)	2.4	3.4
经营利润率	(3.1)	(24.8)	(6.1)	1.3	2.4
净利率	1.7	(21.9)	(3.7)	2.8	4.0
盈利能力(%)					
ROA	1.0	(17.7)	(3.7)	3.2	4.7
ROE	1.6	(39.5)	(10.3)	8.0	10.8
ROIC	(0.4)	(58.9)	(15.7)	3.4	5.1
其他					
流动比率	1.8	1.1	1.2	1.4	1.5
存货周转天数	10.9	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、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、山西省安装集团股份有限公司、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、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份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，而并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。