

教育

收盘价
美元 3.91

目标价
美元 4.80个

潜在涨幅
+22.8%

2025 年 5 月 16 日

高途 (GOTU US)

1 季度业绩超预期，全年 K12 业务表现确定性强

1 季度业绩超预期。超预期收入、线下业务毛利改善及稳定拉新效率拉动调整后运营利润大幅超预期至 4800 万元（对比我们预期的 2600 万元）。我们预计 2 季度收款/收入同比增 30%/35%，收入因行课节奏环比降速，K9 仍维持三位数增速；调整后运营亏损同比收窄至 1.9 亿元，营销 ROI 呈提升趋势，线下毛利率持续改善。预计 2025 全年收入增速 29%，调整后运营亏损 2.95 亿元，公司致力于稳定收入增长和费用结构优化，利润端或仍有超预期可能。根据我们目前对公司线上教育收入的预期及盈利能力释放，对应线上教育 15 倍市盈率，上调目标价至 4.8 美元，维持买入评级。

④ **2025 年 1 季度业绩超预期。**收入同比增 58%至 15 亿元（人民币，下同），高于我们/彭博市场预期 4%/3%。K12 收入/收款同比增 80%+/~30%，其中 K9 收入保持三位数高速增长，占收比达 35%。大学生和成人贡献收入 10%，经营现金流同比增 84%，其中大学生收入和收款高双位数增长，“明星+A1”英文课程创新产品快速实现盈利。调整后运营利润 4800 万元，对应利润率 3.2%，好于我们预期的 2600 万元/1.8%，得益于收入增长下费用结构优化、线下业务毛利改善以及拉新效率稳定。

④ **展望：**我们预计 2 季度收款增速环比加速至 30%，收入同比增 30%（管理层指引 28.5-30.5%），因行课节奏影响环比降速，K9 仍维持三位数增速；调整后运营亏损 1.65 亿元，亏损额同比大幅收窄，营销 ROI 呈提升趋势，线下毛利率持续改善。我们预计 2025 全年收入同比增 29%，调整后运营亏损 2.95 亿元，公司致力于稳定收入增长和费用优化，利润端或仍有超预期可能。

盈利预测变动

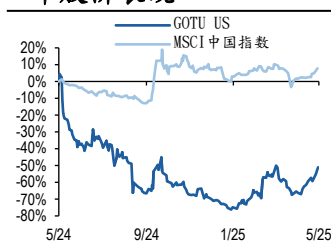
人民币百万	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
收入	5,881	5,768	2.0%	7,358	6,837	7.6%	8,805	7,762	13.4%
增速	29.2%	26.7%	2.5ppts	25.1%	18.5%	6.6ppts	19.7%	13.5%	6.1ppts
收款	7,125	7,137	-0.2%	8,189	8,184	0.1%	9,345	9,295	0.5%
增速	27.0%	27.2%	-0.2ppt	14.9%	14.7%	0.3ppt	14.1%	13.6%	0.5ppt
毛利润	4,008	3,896	2.9%	5,000	4,598	8.8%	5,988	5,221	14.7%
毛利率	68.2%	67.5%	0.6ppt	68.0%	67.3%	0.7ppt	68.0%	67.3%	0.7ppt
经调整运营利润	(295)	(350)	15.7%	94	90	4.7%	176	185	-5.0%
经调整运营利润率	-5.0%	-6.1%	1.1ppt	1.3%	1.3%	0.0ppt	2.0%	2.4%	-0.4ppt
调整后净利润	(138)	(215)	35.5%	194	194	0.2%	296	310	-4.3%
经调整净利率	-2.4%	-3.7%	1.4ppt	2.6%	2.8%	-0.2ppt	3.4%	4.0%	-0.6ppt

资料来源：FactSet，公司资料，交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于 Non-GAAP 基础

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)	520.03
日均成交量 (百万)	8.88
年初至今变化 (%)	78.54
200天平均价 (美元)	2.80

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

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 1：2025 年 1 季度业绩概览

(百万人民币) 年结 12 月 31 日	1Q24	4Q24	1Q25	环比 (%)	同比 (%)	交银国际 预测	差异 (%)
净营收	947	1,389	1,493	8	58	1,429	4
<u>彭博一致预期</u>			<u>1,443</u>				
收入分布							
K12	710	1,153	1,194	4	68	1,194	0
成人	189	194	149	-23	-21	180	-17
教育内容及其他	47	42	60	43	26	54	10
营收成本	(271)	(440)	(452)	-3	-67	(436)	-4
毛利	675	948	1,041	10	54	993	5
毛利率(%)	71	68	70			70	
销售及营销开支	(506)	(736)	(709)	4	-40	(657)	-8
占收比(%)	53	53	48			46	
研发开支	(152)	(145)	(150)	-4	1	(154)	2
占收比(%)	16	10	10			11	
行政开支	(95)	(216)	(146)	33	-53	(170)	14
占收比(%)	10	16	10			12	
经营利润	(78)	(149)	35	NA	NA	12	193
调整后经营利润	(62)	(137)	48	NA	NA	26	84
其他收入/(支出)	69	13	89	562	29	65	36
税费	(4)	0	1			-	
归母净利润/(亏损)	(12)	(136)	124	NA	NA	77	61
调整后归母净利润/(亏损)	3	(124)	137	NA	4,419	91	51
<u>彭博一致预期</u>			<u>70</u>				
调整后经营利润率(%)	-6.6	-9.9	3.2			1.8	
调整后净利率(%)	0.3	-8.9	9.2			6.4	
每股盈利(调整后, 人民币)	0.01	(0.49)	0.54	NA	4,492	0.36	50
<u>彭博一致预期</u>			<u>0.22</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	2Q24	1Q25	2Q25E 新预测	2Q25E 原预测	差异(%)	环比(%)	同比(%)	2024	2025E	2026E	2027E
净营收	1,010	1,493	1,316	1,365	-4	-12	30	4,554	5,881	7,358	8,805
<u>彭博一致预期</u>			<u>1,310</u>						<u>5,855</u>	<u>7,286</u>	<u>8,736</u>
收入分布											
K12	788	1,194	1,086	1,135	-4	-14	38	3,605	4,938	6,432	7,903
成人	192	149	195	195	0	31	2	771	731	712	668
教育内容及其他	30	60	35	35	0	-42	15	177	197	214	234
营收成本	(313)	(452)	(408)	(437)	7	10	-30	(1,455)	(1,873)	(2,357)	(2,817)
毛利	696	1,041	908	928	-2	-13	30	3,099	4,008	5,000	5,988
毛利率(%)	69	70	69	68				68	68	68	68
销售及营销开支	(835)	(709)	(786)	(815)	4	-11	6	(2,964)	(3,060)	(3,298)	(3,886)
占收比(%)	83	48	60	60				65	52	45	44
研发开支	(162)	(150)	(143)	(148)	4	5	12	(648)	(627)	(800)	(957)
占收比(%)	16	10	11	11				14	11	11	11
行政开支	(164)	(146)	(158)	(164)	4	-8	3	(669)	(673)	(883)	(1,057)
占收比(%)	16	10	12	12				15	11	12	12
经营利润	(465)	35	(179)	(199)	10	NA	62	(1,182)	(352)	20	88
调整后经营利润	(453)	48	(165)	(185)	11	NA	64	(1,129)	(295)	94	176
其他收入/(支出)	34	89	22	23	-4	-75	-33	142	156	100	120
税费	2	1	-	-				(9)	1	-	-
归母净利润/(亏损)	(430)	124	(156)	(176)	11	NA	64	(1,049)	(196)	120	208
调整后归母净利润/(亏损)	(418)	137	(143)	(162)	12	NA	66	(996)	(138)	194	296
<u>彭博一致预期</u>			<u>(234)</u>						<u>(264)</u>	<u>44</u>	<u>280</u>
调整后经营利润率(%)	-44.9	3.2	-12.6	-13.6				-24.8	-5.0	1.3	2.0
调整后净利率(%)	-41.4	9.2	-10.9	-11.9				-21.9	-2.4	2.6	3.4
每股盈利(调整后, 人民币)	(1.61)	0.54	(0.56)	(0.64)	12	NA	65	(3.87)	(0.54)	0.76	1.16
<u>彭博一致预期</u>			<u>(0.91)</u>						<u>(1.18)</u>	<u>(0.01)</u>	<u>0.73</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	89.19	111.00	24.5%	2025 年 02 月 19 日	广告
IQ US	爱奇艺	买入	1.92	2.40	25.0%	2025 年 04 月 24 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	50.85	64.00	25.9%	2025 年 03 月 26 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	买入	42.63	60.00	40.7%	2025 年 03 月 21 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	16.36	17.00	3.9%	2025 年 03 月 19 日	文娱内容
9899 HK	网易云音乐	买入	203.40	184.00	-9.5%	2025 年 02 月 25 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	17.74	26.00	46.6%	2025 年 02 月 21 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.20	7.20	16.1%	2025 年 03 月 14 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	26.40	28.00	6.1%	2025 年 03 月 04 日	文娱内容
JD US	京东	买入	34.35	50.00	45.6%	2025 年 05 月 14 日	电商
PDD US	拼多多	买入	117.84	165.00	40.0%	2025 年 03 月 21 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	123.90	165.00	33.2%	2025 年 02 月 21 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	11.72	15.60	33.1%	2025 年 01 月 22 日	电商
GOTU US	高途	买入	3.91	4.80	22.8%	2025 年 05 月 16 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	38.25	46.00	20.3%	2025 年 03 月 31 日	教育
DAO US	有道	买入	9.45	12.00	27.0%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	10.16	13.30	30.9%	2025 年 01 月 24 日	教育
NTES US	网易	买入	122.76	143.00	16.5%	2025 年 05 月 16 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	508.00	604.00	18.9%	2025 年 05 月 15 日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	39.60	50.00	26.3%	2025 年 03 月 20 日	游戏
777 HK	网龙网络	中性	9.85	10.20	3.6%	2025 年 04 月 02 日	游戏
9690 HK	途虎	买入	18.68	21.00	12.4%	2025 年 03 月 21 日	本地生活
3690 HK	美团	买入	131.40	226.00	72.0%	2024 年 12 月 02 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	11.64	18.50	58.9%	2025 年 03 月 07 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	10.32	13.50	30.8%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	2.03	1.40	-31.0%	2024 年 11 月 14 日	物流
9878 HK	汇通达网络	买入	14.92	21.00	40.8%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	7.72	9.60	24.4%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	20.55	25.50	24.1%	2025 年 04 月 16 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	506.00	605.00	19.6%	2024 年 11 月 19 日	在线旅行社
6682 HK	第四范式	买入	44.15	64.00	45.0%	2025 年 03 月 10 日	软件

资料来源：FactSet，交银国际预测 *截至 2025 年 5 月 16 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	5,881	7,358	8,805
主营业务成本	(790)	(1,455)	(1,873)	(2,357)	(2,817)
毛利	2,171	3,099	4,008	5,000	5,988
销售及管理费用	(1,501)	(2,964)	(3,060)	(3,298)	(3,886)
研发费用	(462)	(648)	(627)	(800)	(957)
其他经营净收入/费用	(356)	(669)	(673)	(883)	(1,057)
经营利润	(149)	(1,182)	(352)	20	88
Non-GAAP标准下的经营利润	(91)	(1,129)	(295)	94	176
财务成本净额	76	70	53	64	64
其他非经营净收入/费用	86	71	103	36	56
税前利润	13	(1,040)	(196)	120	208
税费	(11)	(9)	1	0	0
非控股权益	(9)	0	0	0	0
净利润	(7)	(1,049)	(196)	120	208
作每股收益计算的净利润	(7)	(1,049)	(196)	120	208
Non-GAAP标准的净利润	51	(996)	(138)	194	296

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	1,326	822	1,043	1,361
有价证券	2,254	1,845	1,938	2,034	2,136
存货	25	36	42	57	61
其他流动资产	638	432	1,117	1,472	1,761
总流动资产	3,587	3,640	3,919	4,606	5,320
投资物业	1,030	923	969	1,017	1,068
物业、厂房及设备	534	670	718	716	723
无形资产	0	0	19	21	22
其他长期资产	263	595	598	600	603
总长期资产	1,827	2,188	2,304	2,355	2,417
总资产	5,413	5,828	6,222	6,961	7,736
应付账款	860	1,394	1,235	1,092	994
其他短期负债	1,113	1,867	1,647	1,987	2,289
总流动负债	1,973	3,261	2,882	3,078	3,283
长期应付账款	138	345	345	345	345
其他长期负债	196	289	374	468	560
总长期负债	334	634	718	812	904
总负债	2,307	3,895	3,600	3,890	4,187
股本	7,903	7,749	8,633	8,961	9,231
储备及其他资本项目	(4,797)	(5,815)	(6,011)	(5,890)	(5,682)
股东权益	3,106	1,933	2,622	3,070	3,549
总权益	3,106	1,933	2,622	3,070	3,549

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)	(196)	120	208
折旧及摊销	54	65	75	79	86
营运资本变动	258	1,193	(1,001)	(87)	(15)
税费	11	9	(1)	0	0
其他经营活动现金流	28	31	199	248	297
经营活动现金流	354	258	(924)	361	576
资本开支	(41)	(178)	(118)	(74)	(88)
投资活动	(282)	621	554	(48)	(153)
其他投资活动现金流	(101)	178	0	0	0
投资活动现金流	(424)	621	436	(122)	(241)
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	(205)	0	0	0
融资活动现金流	(90)	(205)	0	0	0
汇率收益/损失	11	(17)	(17)	(17)	(17)
年初现金	820	670	1,326	822	1,043
年末现金	670	1,326	822	1,043	1,361

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)	(0.782)	0.481	0.833
全面摊薄每股收益	(0.028)	(4.079)	(0.769)	0.473	0.819
Non-GAAP标准下的每股收益	0.193	(3.873)	(0.544)	0.762	1.165
每股账面值	11.721	7.519	10.309	12.070	13.952
利润率分析(%)					
毛利率	73.3	68.0	68.2	68.0	68.0
EBITDA利润率	(3.2)	(24.5)	(4.7)	1.4	2.0
EBIT利润率	(5.0)	(26.0)	(6.0)	0.3	1.0
净利率	(0.2)	(23.0)	(3.3)	1.6	2.4
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	73.3	68.0	68.2	68.0	68.0
EBITDA利润率	(1.2)	(23.4)	(3.7)	2.4	3.0
经营利润率	(3.1)	(24.8)	(5.0)	1.3	2.0
净利率	1.7	(21.9)	(2.4)	2.6	3.4
盈利能力(%)					
ROA	1.0	(17.7)	(2.3)	2.9	4.0
ROE	1.6	(39.5)	(6.1)	6.8	9.0
ROIC	(0.4)	(58.9)	(11.2)	3.1	4.2
其他					
流动比率	1.8	1.1	1.4	1.5	1.6
存货周转天数	10.9	7.7	7.7	7.7	7.7

交銀國際

香港中環德輔道中 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、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、天津建设发展集团股份有限公司、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、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司及Mirxes Holding Company Limited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，或可能以委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。