

教育

收盘价

美元 9.62

目标价

美元 12.00

潜在涨幅

+24.7%

2025 年 5 月 19 日

有道 (DAO US)

聚焦核心业务，利润超预期，预计利润改善趋势持续

公司 1 季度聚焦核心业务，利润大幅超预期。学习服务聚焦 AI 和高中形成差异化竞争优势，继续实现高中业务流水和留存率的稳步提升，业务结构调整有望年底结束并恢复增长，广告业务预计下半年在技术进步和合作伙伴落地推动下加速增长，硬件全年以加快实现盈利为主要目标。我们基于 1 季度业绩好于预期，上调 2025 年利润预测 5.7%，维持 12.0 美元目标价和买入评级。

- 2025 年 1 季度收入符合预期，利润大幅超预期。收入同比下降 7%，主要因学习服务收缩非核心业务所致，同比跌幅较 2024 年 4 季度有所收窄，智能硬件/广告收入同比增 5%/3%。调整后净利润 8200 万元人民币，对比去年同期的 2000 万元，并大幅好于市场预期的 4000 万元，主要因费用率收缩明显，以及盈利结构更优的业务收入占比提升所致。
- 借助 AI 技术加持，有道领世进一步强化差异化竞争优势，并在 1 季度实现 25% 流水增长和留存率提升。编程业务通过为学生提供一站式服务实现流水 40% 同比增长。AI 订阅服务流水同比增 40%。广告业务于 1 季度加强与海外平台的合作，以及与网易游戏的联动，预计变现将在下半年加速增长。搭载 Confucius 大模型，有道 SpaceOne 带动词典笔收入同比增 20%。

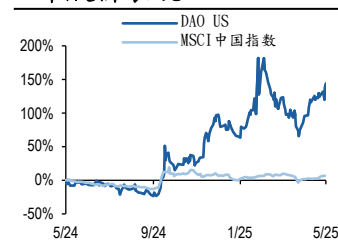
盈利预测变动

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
总收入	5,883	5,872	0.2%	6,712	6,729	-0.3%	7,369	7,407	-0.5%
增速	4.6%	4.4%	0.2ppt	14.1%	14.6%	-0.5ppt	9.8%	10.1%	-0.3ppt
学习服务	2,592	2,533	2.3%	3,023	2,985	1.3%	3,362	3,339	0.7%
智能硬件	961	955	0.6%	1,009	1,003	0.6%	1,060	1,053	0.6%
广告	2,330	2,383	-2.2%	2,680	2,741	-2.2%	2,948	3,015	-2.2%
毛利润	2,821	2,831	-0.3%	3,306	3,303	0.1%	3,678	3,685	-0.2%
毛利率	48.0%	48.2%	-0.3ppt	49.3%	49.1%	0.2ppt	49.9%	49.8%	0.2ppt
调整后运营利润	253	252	0.2%	436	436	-0.1%	568	569	-0.2%
调整后运营利润率	4.3%	4.3%	0.0ppt	6.5%	6.5%	0.0ppt	7.7%	7.7%	0.0ppt
调整后净利润	163	154	5.7%	315	314	0.1%	431	431	0.0%
调整后净利润率	2.8%	2.6%	0.1ppt	4.7%	4.7%	0.0ppt	5.9%	5.8%	0.0ppt

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)	11.10
52周低位 (美元)	3.01
市值 (百万美元)	300.91
日均成交量 (百万)	0.07
年初至今变化 (%)	30.00
200天平均价 (美元)	7.57

资料来源: FactSet

孙梦琪

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

谷馨瑜, CPA

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

赵丽, CFA

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

蔡涵

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

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

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 季度损益表

年结 12 月 31 日 人民币百万	1Q24	4Q24	1Q25	环比 (%)	同比 (%)	交银国际 预测	差异 (%)	VA 预测	差异 (%)
净收入	1,392	1,340	1,298	-3	-7	1,263	3	1,304	0
<u>彭博一致预期</u>			<u>1,322</u>						
学习服务	718	618	602	-2	-16	576	5	604	0
智能硬件	181	240	190	-21	5	185	3	190	0
广告	493	482	505	5	3	503	1	509	-1
成本	(710)	(699)	(684)	-2	-4	(641)	7	(664)	3
毛利润	682	641	614	-4	-10	622	-1	639	-4
毛利润率 (%)	49	48	47			49		49	
运营费用	(652)	(557)	(510)	-8	-22	(564)	-10	(587)	-13
营销推广	(455)	(382)	(358)	-6	-21	(405)	-12	(416)	-14
研发开支	(147)	(121)	(115)	-4	-21	(106)	9	(122)	-5
一般开支	(49)	(54)	(37)	-31	-25	(53)	-29	(49)	-24
占收比 (%)									
营销推广	-33	-28	-28			-32		-32	
研发开支	-11	-9	-9			-8		-9	
一般开支	-4	-4	-3			-4		-4	
运营利润	30	84	104	24	248	58	79	53	98
税前利润	13	70	87	25	550	37		34	155
净利润	12	83	77	-8	517	33		33	135
调整后运营利润	38	93	109	18	189	64	70	60	83
调整后运营利润率 (%)	3	7	8			5		5	
调整后净利润	20	92	82	-11	302	40	105	40	105
<u>彭博一致预期</u>			<u>40</u>						
调整后净利润率 (%)	4	19	16			8		3	
调整后摊薄每股收益 (人民币)	0.17	0.77	0.68	-12	300	0.34	102	0.34	103

资料来源：公司资料，彭博，Visible Alpha，交银国际预测

图表 2: 有道 (DAO 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	89.34	111.00	24.2%	2025 年 02 月 19 日	广告
IQ US	爱奇艺	买入	1.93	2.40	24.4%	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	42.20	60.00	42.2%	2025 年 03 月 21 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	16.62	17.00	2.3%	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	18.93	26.00	37.3%	2025 年 02 月 21 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.17	7.20	16.7%	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	33.55	50.00	49.0%	2025 年 05 月 14 日	电商
PDD US	拼多多	买入	117.61	165.00	40.3%	2025 年 03 月 21 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	123.46	165.00	33.6%	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	3.81	4.80	26.0%	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	9.62	12.00	24.7%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	10.52	13.30	26.4%	2025 年 01 月 24 日	教育
NTES US	网易	买入	119.58	143.00	19.6%	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	2.04	1.40	-31.4%	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	5,389	5,626	5,883	6,712	7,369
主营业务成本	(2,622)	(2,877)	(3,062)	(3,406)	(3,692)
毛利	2,767	2,748	2,821	3,306	3,678
销售及管理费用	(2,490)	(2,060)	(2,103)	(2,374)	(2,602)
研发费用	(743)	(540)	(493)	(530)	(545)
其他经营净收入/费用	0	0	0	0	0
经营利润	(466)	149	225	402	531
Non-GAAP标准下的经营利润	(436)	171	253	436	568
财务成本净额	(61)	(69)	(62)	(69)	(69)
其他非经营净收入/费用	(12)	2	(4)	(4)	(4)
税前利润	(539)	81	159	329	458
税费	(11)	(6)	(29)	(56)	(72)
非控股权益	0	7	5	8	8
净利润	(550)	82	135	281	394
归于权益的分派	(550)	82	135	281	394
作每股收益计算的净利润	(550)	82	135	281	394
Non-GAAP标准的净利润	(475)	105	163	315	431

资产负债表简表 (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	455	599	765	1,378	2,042
有价证券	72	63	66	70	73
应收账款及票据	354	419	389	533	480
存货	217	175	242	222	281
开发中物业及土地预付款	176	154	161	184	202
其他流动资产	26	76	84	88	92
总流动资产	1,300	1,487	1,708	2,474	3,170
物业、厂房及设备	71	47	51	33	14
其他有形资产	89	68	72	76	79
无形资产	110	110	110	110	110
其他长期资产	96	102	106	110	114
总长期资产	366	328	339	328	317
总资产	1,666	1,814	2,047	2,802	3,487
短期贷款	878	878	878	878	878
应付账款	927	941	984	1,122	1,232
其他短期负债	1,294	1,128	1,106	1,277	1,319
总流动负债	3,099	2,947	2,968	3,277	3,430
长期贷款	16	18	19	22	24
长期应付账款	49	26	27	31	33
其他长期负债	630	913	955	1,089	1,196
总长期负债	696	957	1,000	1,141	1,253
总负债	3,795	3,904	3,968	4,419	4,683
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	(2,167)	(2,089)	(1,921)	(1,616)	(1,196)
股东权益	(2,167)	(2,089)	(1,921)	(1,616)	(1,196)
非控股权益	38	0	0	0	0
总权益	(2,129)	(2,089)	(1,921)	(1,616)	(1,196)

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	(539)	81	159	329	458
折旧及摊销	30	29	31	33	35
营运资本变动	(15)	(231)	11	295	229
利息调整	61	69	62	69	69
税费	(11)	(6)	(29)	(56)	(72)
其他经营活动现金流	36	(10)	(34)	(35)	(32)
经营活动现金流	(438)	(68)	200	634	687
资本开支	(18)	(12)	(12)	(14)	(15)
投资活动	157	11	(3)	(3)	(3)
其他投资活动现金流	(14)	(13)	(4)	(4)	(4)
投资活动现金流	126	(14)	(19)	(21)	(23)
负债净变动	99	274	1	3	2
权益净变动	(118)	(45)	(13)	0	0
其他融资活动现金流	0	0	0	0	0
融资活动现金流	(19)	229	(12)	3	2
汇率收益/损失	2	(2)	(2)	(2)	(2)
年初现金	784	455	599	765	1,378
年末现金	455	599	765	1,378	2,042

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	(4.535)	0.701	1.149	2.393	3.353
全面摊薄每股收益	(4.535)	0.691	1.135	2.374	3.327
Non-GAAP标准下的每股收益	(3.920)	0.881	1.369	2.657	3.638
每股账面值	(17.869)	(17.556)	(16.140)	(13.639)	(10.089)
利润率分析(%)					
毛利率	51.4	48.9	48.0	49.3	49.9
EBITDA利润率	(8.1)	3.2	4.3	6.5	7.7
EBIT利润率	(8.7)	2.6	3.8	6.0	7.2
净利率	(10.2)	1.5	2.3	4.2	5.4
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	51.4	48.9	48.0	49.3	49.9
EBITDA利润率	(7.5)	3.6	4.8	7.0	8.2
经营利润率	(8.1)	3.0	4.3	6.5	7.7
净利率	(8.8)	1.9	2.8	4.7	5.9
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	29.6	95.4
流动比率	0.4	0.5	0.6	0.8	0.9
存货周转天数	31.3	24.9	24.9	24.9	24.9
应收账款周转天数	25.7	25.1	25.1	25.1	25.1
应付账款周转天数	30.7	19.3	19.3	19.3	19.3

交銀國際

香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈 10 樓
總機: (852) 3766 1899 傳真: (852) 2107 4662

評級定義

分析員個股評級定義：

買入：預期個股未來12個月的總回報**高于**相關行業。

中性：預期個股未來12個月的總回報與相關行業**一致**。

沽出：預期個股未來12個月的總回報**低于**相關行業

無評級：對於個股未來12個月的總回報與相關行業的比較，分析員**並無確信觀點**。

分析員行業評級定義：

領先：分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現相對於大盤標杆指數**具吸引力**。

同步：分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現與大盤標杆指數**一致**。

落后：分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現相對於大盤標杆指數**不具吸引力**。

香港市場的標杆指數為**恒生綜合指數**，A股市場的標杆指數為**MSCI 中國A股指數**，美國上市中概股的標杆指數為**標普美國中概股50（美元）指數**

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、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。