

教育

收盘价

美元 9.76

目标价

美元 12.00

潜在涨幅

+23.0%

2025年8月15日

## 有道 (DAO US)

### 2 季度扭亏为盈，聚焦 AI、高中及盈利提升，关注近期新品发布

公司持续聚焦AI及高中业务，盈利能力持续好于预期，2 季度实现扭亏为盈。AI 加持下高中业务持续提升产品竞争力，流水及收入保持快速增长，加大投入带动暑期获客趋势向好，为下半年收入增长奠定基础。广告业务受游戏行业需求强劲推动，海外业务高速增长。预计 2025 年学习服务/硬件/广告收入-3%/-6%/+22%。维持 12.0 美元目标价和买入评级。

- ⊕ 2025 年 2 季度业绩好于预期，收入同比增 7%，较 VA 一致预期高 4%，调整后净利润扭亏为盈，好于 VA 一致预期的 2600 万元人民币。其中学习服务/智能硬件/广告业务收入同比+2%/-24%/+24%，学习服务及广告增长好于预期，硬件在加快实现盈利的战略目标下收入规模收缩。
- ⊕ AI 教育继续取得突破：作文批改功能上线后推动留存率至 75%+，创新高；STEAM 编程课程流水同比增 15%；AI 订阅收入同比增 30%至 8000 万元人民币；发布教育大模型“Confucius III”及开源数学推理模型“Confucius III Math”，推理成本 0.15 美元/百万 tokens。下半年将 AI 批改拓展至英文作文，并推出个性化辅导 AI。广告业务游戏及泛娱乐行业客户需求强劲，并深化和 TikTok、Google 的合作，推动海外广告收入实现三位数同比增长。新一代 AI 辅导硬件产品将于下周发布。

#### 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)	305.29
日均成交量 (百万)	0.51
年初至今变化 (%)	31.89
200天平均价 (美元)	8.66

资料来源: FactSet

#### 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	5,922	5,883	0.7%	6,765	6,712	0.8%	7,432	7,369	0.9%
增速	5.3%	4.6%	0.7ppt	14.2%	14.1%	0.1ppt	9.9%	9.8%	0.1ppt
学习服务	2,672	2,592	3.1%	3,112	3,023	2.9%	3,459	3,362	2.9%
智能硬件	850	961	-11.6%	892	1,009	-11.6%	937	1,060	-11.6%
广告	2,401	2,330	3.0%	2,761	2,680	3.0%	3,037	2,948	3.0%
毛利润	2,779	2,821	-1.5%	3,340	3,306	1.0%	3,719	3,678	1.1%
毛利率	46.9%	48.0%	-1.0ppt	49.4%	49.3%	0.1ppt	50.0%	49.9%	0.1ppt
调整后运营利润	251	253	-0.6%	438	436	0.6%	572	568	0.7%
调整后运营利润率	4.2%	4.3%	-0.1ppt	6.5%	6.5%	0.0ppt	7.7%	7.7%	0.0ppt
调整后净利润	164	163	0.5%	323	315	2.7%	437	431	1.4%
调整后净利润率	2.8%	2.8%	0.0ppt	4.8%	4.7%	0.1ppt	5.9%	5.9%	0.0ppt

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

#### 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

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。

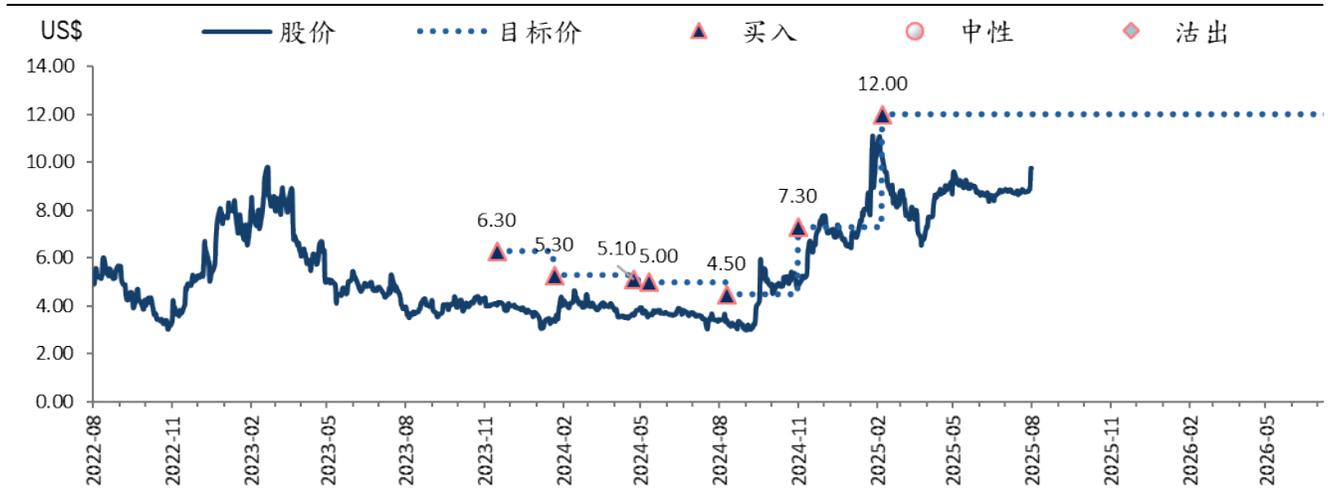
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1：2025 年 2 季度损益表

年结 12 月 31 日 (人民币百万)	2Q24	1Q25	2Q25	环比 (%)	同比 (%)	交银国际 预测	差异 (%)	VA 预测	差异 (%)
<b>净收入</b>	<b>1,322</b>	<b>1,298</b>	<b>1,418</b>	9	7	<b>1,327</b>	7	<b>1,369</b>	4
<i>彭博一致预期</i>									
学习服务	644	602	658	9	2	590	12	631	4
智能硬件	167	190	127	-33	-24	175	-28	144	-12
广告	511	505	633	25	24	562	13	593	7
<b>成本</b>	<b>(685)</b>	<b>(684)</b>	<b>(808)</b>	18	18	<b>(696)</b>	16	<b>(721)</b>	12
<b>毛利润</b>	<b>637</b>	<b>614</b>	<b>609</b>	-1	-4	<b>632</b>	-4	<b>648</b>	-6
毛利润率(%)	48	47	43			48		47	
<b>运营费用</b>	<b>(709)</b>	<b>(510)</b>	<b>(581)</b>	14	-18	<b>(669)</b>	-13	<b>(663)</b>	-12
营销推广	(516)	(358)	(402)	12	-22	(505)	-20	(495)	-19
研发开支	(153)	(115)	(128)	11	-16	(121)	6	(123)	4
一般开支	(41)	(37)	(50)	36	24	(43)	18	(45)	12
<b>占收比(%)</b>									
营销推广	-39	-28	-28			-38		-36	
研发开支	-12	-9	-9			-9		-9	
一般开支	-3	-3	-4			-3		-3	
<b>运营利润</b>	<b>(73)</b>	<b>104</b>	<b>29</b>	-72	NA	<b>(37)</b>	NA	<b>(14)</b>	NA
<b>税前利润</b>	<b>(93)</b>	<b>87</b>	<b>(16)</b>	NA	-83	<b>(54)</b>		<b>(31)</b>	-47
<b>净利润</b>	<b>(99)</b>	<b>77</b>	<b>(18)</b>	NA	-82	<b>(52)</b>		<b>(33)</b>	-45
<b>调整后运营利润</b>	<b>(69)</b>	<b>109</b>	<b>35</b>	-68	NA	<b>(31)</b>	NA	<b>(8)</b>	NA
调整后运营利润率(%)	-5	8	2			-2		-1	
<b>调整后净利润</b>	<b>(96)</b>	<b>82</b>	<b>13</b>	-85	NA	<b>(46)</b>	NA	<b>(26)</b>	NA
<i>彭博一致预期</i>									
调整后净利润率(%)	-19	16	2			-8		-2	
<b>调整后摊薄每股收益(人民币)</b>	<b>(0.82)</b>	<b>0.68</b>	<b>0.11</b>	-84	NA	<b>(0.39)</b>	NA	<b>(0.22)</b>	NA

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	88.73	99.00	11.6%	2025 年 05 月 22 日	广告
9899 HK	网易云音乐	买入	270.20	339.00	25.5%	2025 年 08 月 15 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	买入	35.82	39.00	8.9%	2025 年 08 月 13 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	25.52	30.00	17.6%	2025 年 08 月 13 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	买入	8.05	8.30	3.1%	2025 年 06 月 06 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	1.91	2.10	9.9%	2025 年 05 月 22 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	75.20	64.00	-14.9%	2025 年 03 月 26 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	买入	51.01	60.00	17.6%	2025 年 03 月 21 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	23.82	26.00	9.2%	2025 年 02 月 21 日	文娱内容
JD US	京东	买入	31.58	40.00	26.7%	2025 年 07 月 15 日	电商
PDD US	拼多多	买入	114.74	135.00	17.7%	2025 年 05 月 28 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	122.28	165.00	34.9%	2025 年 02 月 21 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	34.98	15.60	-55.4%	2025 年 01 月 22 日	电商
GOTU US	高途	买入	3.74	4.80	28.3%	2025 年 05 月 16 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	36.50	46.00	26.0%	2025 年 03 月 31 日	教育
DAO US	有道	买入	9.76	12.00	23.0%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	11.28	13.30	17.9%	2025 年 01 月 24 日	教育
NTES US	网易	买入	129.67	155.00	19.5%	2025 年 08 月 15 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	590.00	700.00	18.6%	2025 年 08 月 14 日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	33.84	46.00	35.9%	2025 年 05 月 29 日	游戏
777 HK	网龙网络	中性	11.61	10.20	-12.1%	2025 年 04 月 02 日	游戏
3690 HK	美团	买入	124.40	165.00	32.6%	2025 年 05 月 27 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	18.48	21.00	13.6%	2025 年 03 月 21 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	13.96	18.50	32.5%	2025 年 03 月 07 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	16.81	13.50	-19.7%	2024 年 07 月 12 日	物流
9878 HK	汇通达网络	买入	16.48	21.00	27.4%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	13.60	9.60	-29.4%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9961 HK	携程集团	买入	487.20	591.00	21.3%	2025 年 05 月 21 日	在线旅行社
780 HK	同程旅行	买入	19.69	25.50	29.5%	2025 年 04 月 16 日	在线旅行社
6682 HK	第四范式	买入	53.10	64.00	20.5%	2025 年 03 月 10 日	软件

资料来源：FactSet，交银国际预测 \*截至 2025 年 8 月 14 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	5,922	6,765	7,432
主营业务成本	(2,622)	(2,877)	(3,143)	(3,425)	(3,714)
<b>毛利</b>	<b>2,767</b>	<b>2,748</b>	<b>2,779</b>	<b>3,340</b>	<b>3,719</b>
销售及管理费用	(2,490)	(2,060)	(2,031)	(2,370)	(2,600)
研发费用	(743)	(540)	(524)	(566)	(584)
其他经营净收入/费用	0	0	0	0	0
<b>经营利润</b>	<b>(466)</b>	<b>149</b>	<b>224</b>	<b>405</b>	<b>534</b>
Non-GAAP标准下的经营利润	(436)	171	251	438	572
财务成本净额	(61)	(69)	(62)	(69)	(69)
其他非经营净收入/费用	(12)	2	(32)	(4)	(4)
<b>税前利润</b>	<b>(539)</b>	<b>81</b>	<b>130</b>	<b>331</b>	<b>461</b>
税费	(11)	(6)	(23)	(50)	(69)
非控股权益	0	7	6	8	8
<b>净利润</b>	<b>(550)</b>	<b>82</b>	<b>113</b>	<b>290</b>	<b>400</b>
归属于权益的分派	(550)	82	113	290	400
作每股收益计算的净利润	(550)	82	113	290	400
Non-GAAP标准的净利润	(475)	105	164	323	437

资产负债简表(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	776	1,427	2,075
有价证券	72	63	66	70	73
应收账款及票据	354	419	395	534	486
存货	217	175	253	213	293
开发中物业及土地预付款	176	154	162	186	204
其他流动资产	26	76	84	88	92
<b>总流动资产</b>	<b>1,300</b>	<b>1,487</b>	<b>1,736</b>	<b>2,518</b>	<b>3,223</b>
物业、厂房及设备	71	47	52	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
<b>总长期资产</b>	<b>366</b>	<b>328</b>	<b>339</b>	<b>328</b>	<b>317</b>
<b>总资产</b>	<b>1,666</b>	<b>1,814</b>	<b>2,076</b>	<b>2,846</b>	<b>3,541</b>
短期贷款	878	878	878	878	878
应付账款	927	941	990	1,131	1,243
其他短期负债	1,294	1,128	1,121	1,294	1,336
<b>总流动负债</b>	<b>3,099</b>	<b>2,947</b>	<b>2,989</b>	<b>3,303</b>	<b>3,457</b>
长期贷款	16	18	19	22	24
长期应付账款	49	26	27	31	34
其他长期负债	630	913	961	1,098	1,206
<b>总长期负债</b>	<b>696</b>	<b>957</b>	<b>1,007</b>	<b>1,151</b>	<b>1,264</b>
<b>总负债</b>	<b>3,795</b>	<b>3,904</b>	<b>3,996</b>	<b>4,453</b>	<b>4,721</b>
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	(2,167)	(2,089)	(1,920)	(1,607)	(1,181)
<b>股东权益</b>	<b>(2,167)</b>	<b>(2,089)</b>	<b>(1,920)</b>	<b>(1,607)</b>	<b>(1,181)</b>
非控股权益	38	0	0	0	0
<b>总权益</b>	<b>(2,129)</b>	<b>(2,089)</b>	<b>(1,920)</b>	<b>(1,607)</b>	<b>(1,181)</b>

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	130	331	461
折旧及摊销	30	29	31	33	35
营运资本变动	(15)	(231)	21	324	208
利息调整	61	69	62	69	69
税费	(11)	(6)	(23)	(50)	(69)
其他经营活动现金流	36	(10)	(10)	(35)	(32)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(438)</b>	<b>(68)</b>	<b>210</b>	<b>672</b>	<b>672</b>
资本开支	(18)	(12)	(12)	(14)	(16)
投资活动	157	11	(3)	(3)	(3)
其他投资活动现金流	(14)	(13)	(4)	(4)	(4)
<b>投资活动现金流</b>	<b>126</b>	<b>(14)</b>	<b>(19)</b>	<b>(21)</b>	<b>(23)</b>
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
<b>融资活动现金流</b>	<b>(19)</b>	<b>229</b>	<b>(12)</b>	<b>3</b>	<b>2</b>
汇率收益/损失	2	(2)	(2)	(2)	(2)
<b>年初现金</b>	<b>784</b>	<b>455</b>	<b>599</b>	<b>776</b>	<b>1,427</b>
<b>年末现金</b>	<b>455</b>	<b>599</b>	<b>776</b>	<b>1,427</b>	<b>2,075</b>

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>每股指标(人民币)</b>					
核心每股收益	(4.535)	0.701	0.956	2.457	3.394
全面摊薄每股收益	(4.535)	0.691	0.948	2.457	3.394
Non-GAAP标准下的每股收益	(3.920)	0.881	1.380	2.744	3.710
每股账面值	(17.869)	(17.556)	(16.181)	(13.637)	(10.016)
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	51.4	48.9	46.9	49.4	50.0
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	1.9	4.3	5.4
<b>利润率分析(%) - Non-GAAP标准</b>					
毛利率	51.4	48.9	46.9	49.4	50.0
EBITDA利润率	(7.5)	3.6	4.8	7.0	8.2
经营利润率	(8.1)	3.0	4.2	6.5	7.7
净利率	(8.8)	1.9	2.8	4.8	5.9
<b>其他</b>					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	32.8	99.4
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

香港中环德辅道中68号万宜大厦9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、武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、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、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团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，并可能受递送延误、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。