

公司报告

高途集团 (GOTU US)

25年二季度业绩超预期；通过减少亏损提升效率

■ 25年二季度业绩超预期：营收同增38%，超预期5%；总流水/递延收入强劲同增36%/39%；非GAAP经营利润/净利润超预期16%

■ 亏损收窄前景保持不变，预计26年非GAAP净利润实现扭亏，受益于效率提升及线下业务扩张

■ 维持增持：估值具吸引力；净现金约占市值60%；目标价维持4.7美元不变

25年二季度业绩超预期

高途25年二季度收入达人民币13.9亿元人民币，同增38%（上一季度同增58%），超预期5%。总流水/递延收入分别同增36%/39%，为未来收入增长提供支撑。K-12辅导（非学科及高中）收入保持高双位数同比增长，占总收入约85%。成人教育收入同比下降，因业务调整以改善盈利能力。盈利能力环比改善，受益于效率提升：1）毛利同增32%，毛利率达66%；2）非GAAP经营亏损同比收窄49%至2.33亿元人民币，优于市场预期的2.76亿元亏损，得益于对营销及研发费用的审慎控制，整体带动非GAAP净亏损同比收窄51%至2.07元人民币，超预期16%。

稳步迈向大幅亏损收窄，预计26年实现扭亏

公司指引25年三季度收入同增28.9%-30.6%，高于市场当前预期的28%，其中K-12业务预计维持快速两位数同比增长，成人教育业务预计恢复同比15%的正增长。自24年四季度以来，公司持续聚焦盈利改善，主要措施包括：1）谨慎推进线下扩张；2）提高营销投入的ROI要求；3）加大利用率提升力度；4）持续推动效率优化。我们注意到高途线下业务快速扩张，预计25年三季度毛利率将因留存率和利用率改善而实现扭亏。我们对26年非GAAP净利润扭亏前景保持乐观，现预测26年非GAAP净利润为9,500万元人民币，而25年预计亏损1.37亿元。

丰富AI产品，赋能更好增长

高途提出“AI Everywhere, Anytime”战略，将AI融入所有教育场景——从产品研发到运营服务，打造智能教育生态。**AI教学**：高途升级教学模式为“三师模式”，即真人教师+辅导老师+AI伴学老师，提供个性化教学与学习体验；**AI产品**：高途推出多款面向消费者的产品，例如《高小兔传说》，一款游戏化AI交互产品，旨在提供更具趣味性的学习体验。此外，25年6月，高途收购一家专注海外市场的中国AI+教育团队，强化核心AI能力并拓展全球市场布局。

增持：估值具吸引力

基于最新盈利预测，我们未来12个月的分部加总估值目标价维持4.7美元（图10），对应25/26年1.3倍/1.1倍市销率。高途当前估值为26年0.9倍市销率（低于历史均值，且低于同业平均1.5倍）。**未来催化剂**：招生增长加快、运营指标改善、新产品放量。净现金保持稳健，达38亿元人民币（无有息负债），约占当前市值60%。**主要风险**：1）监管；2）竞争；3）意外支出。

盈利预测及估值

12月31日年结 (百万人民币)	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
收入	2,961	4,554	6,106	7,392	8,684
同比	19%	54%	34%	21%	17%
毛利润	2,171	3,099	4,102	4,898	5,710
非GAAP经营利润	-91	-1,129	-327	-5	167
核心净利润	51	-996	-161	95	241
同比	-62%	n.a.	n.a.	n.a.	154%
核心每股盈利 (人民币)	0.20	-3.91	-0.63	0.37	0.95
市盈率 (x)	128.2	n.a.	n.a.	69.2	27.2
市销率 (x)	2.2	1.4	1.1	0.9	0.8
净资产收益率	1%	-18%	-3%	2%	4%

资料来源：公司资料，招商證券 (香港) 预测；股价截至2025年8月26日

此为2025年8月27日“Gaotu Group (GOTU US) - 2Q25 beat; Improving efficiency with loss reduction”的中文版

李怡珊, CFA

+852 3189 6122

crystalli@cmschina.com.hk

王腾杰

+852 3189 6634

tommywong@cmschina.com.hk

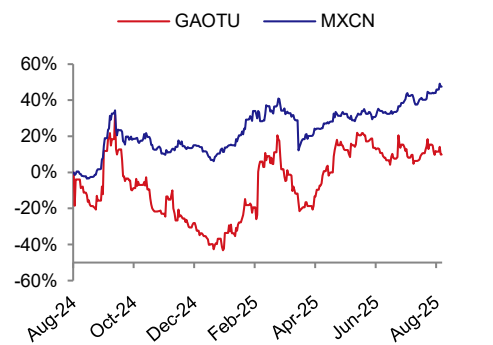
最新变动

25财年二季度业绩；盈利预测调整

增持

前次评级	增持
股价 (2025年8月26日)	3.6美元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	4.7美元 (+29.1%)
前次目标价	4.7美元

股价表现



资料来源：彭博，股价截至2025年8月26日

%	1m	6m	12m
GOTU US	1.7	9.6	14.5
MXCN	3.7	10.1	46.9

行业：教育

恒生指数 (2025年8月26日)	25,525
国企指数 (2025年8月26日)	9,149

重要数据

52周股价区间 (美元)	1.87 - 4.59
市值 (百万美元)	909
日均成交量 (百万股)	0.53

主要股东

陈向东	49.4%
其他股东	15.6%
总股数 (百万股)	248
自由流通股	35.0%

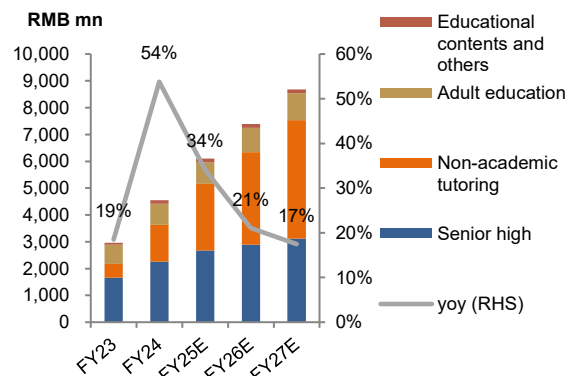
资料来源：公司资料，彭博

相关报告

- 高途集团 (GOTU US) - 稳步迈向减亏前景 (增持) (2025/5/19)
- 高途集团 (GOTU US) - 四季度业绩超预期；重申前景改善 (增持) (2025/2/28)
- 高途集团 (GOTU US) - 看好25年减亏前景 (增持) (2024/12/5)
- 高途集团 (GOTU US) - 着眼于长期增长 (增持) (2024/8/28)

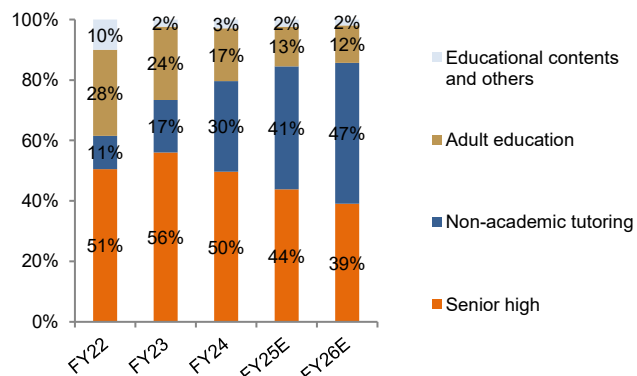
重点图表

图1: 高途分部收入预测



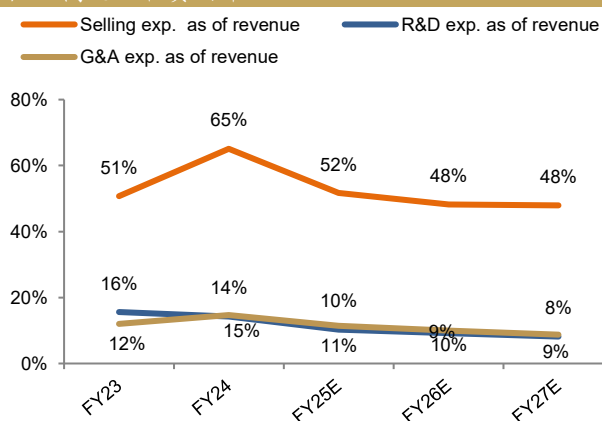
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图1: 高途收入结构



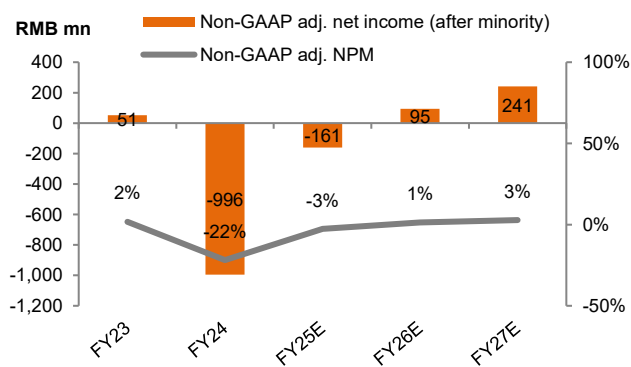
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图2: 高途经营费用率



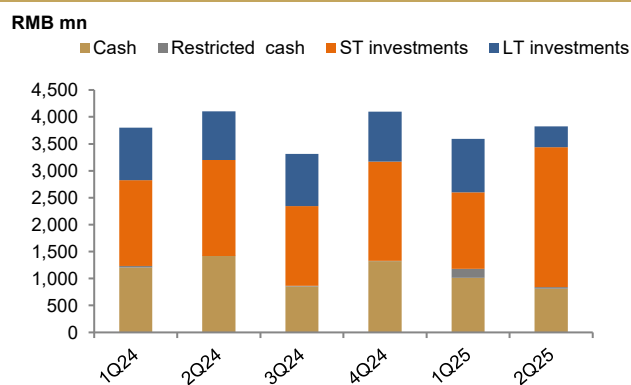
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图3: 非GAAP调整后净利润



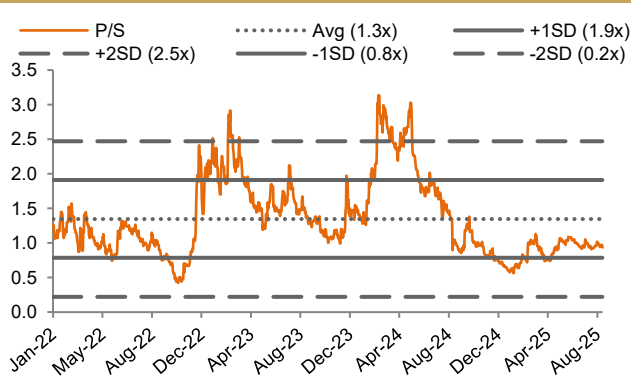
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图4: 高途总流动性维持稳健



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图5: 高途未来12个月前瞻市销率区间



资料来源: 彭博, 公司资料, 招商证券(香港)

图7: 高途25财年二季度业绩对比招商证券预测与彭博一致预测

百万人民币	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	1Q25	2Q25	2Q25	招商证券预测		彭博一致预测	
截至	6.30	9.30	12.31	3.31	6.30	yoy	yoy	qoq	2Q25	差异	2Q25	差异
收入	1,010	1,208	1,389	1,493	1,389	58%	38%	-7%	1,317	6%	1,320	5%
高教	565	592	569	747	632	40%	12%	-15%	633	0%		
非学术辅导	222	375	604	523	556	215%	150%	6%	490	13%		
成人教育	182	224	194	149	172	-23%	-5%	15%	164	5%		
设备及其他	40	18	21	75	29	43%	-28%	-61%	30	-4%		
销售成本	-313	-430	-440	-452	-473	67%	51%	n.a.	-481	2%		
毛利润	696	778	948	1,041	917	54%	32%	-12%	836	10%	865	6%
报告经营利润	-465	-490	-149	35	-242	n.a.	-48%	n.a.	-274	12%	-276	12%
报告净利润	-430	-471	-136	124	-216	n.a.	-50%	n.a.	-250	13%	-270	20%
非 GAAP 经营利润	-453	-476	-137	48	-233	n.a.	-49%	n.a.	-261	11%	-276	16%
非 GAAP 净利润	-418	-457	-124	137	-207	4419%	-51%	n.a.	-236	13%	-248	16%
利润率												
毛利润率	69.0%	64.4%	68.3%	69.7%	66.0%	-1.6 ppt	-3 ppt	-3.7 ppt	63.5%	2.5 ppt	65.5%	0.4 ppt
经营利润率	-46.0%	-40.6%	-10.7%	2.3%	-17.4%	10.5 ppt	28.6 ppt	-19.7 ppt	-20.8%	3.4 ppt	-20.9%	3.5 ppt
净利润率	-42.5%	-39.0%	-9.8%	8.3%	-15.5%	9.6 ppt	27 ppt	-23.9 ppt	-19.0%	3.4 ppt	-20.4%	4.9 ppt
非 GAAP 经营利润率	-44.9%	-39.4%	-9.9%	3.2%	-16.7%	9.8 ppt	28.1 ppt	-20 ppt	-19.8%	3.1 ppt	-20.9%	4.1 ppt
非 GAAP 净利润率	-41.4%	-37.8%	-8.9%	9.2%	-14.9%	8.9 ppt	26.5 ppt	-24.1 ppt	-18.0%	3.1 ppt	-18.8%	3.9 ppt
费率												
销售费率	82.7%	73.3%	53.0%	47.5%	59.1%	-6 ppt	-23.6 ppt	11.6 ppt	64.3%	-5.2 ppt		
研发费率	16.1%	15.7%	10.4%	10.1%	10.7%	-5.9 ppt	-5.4 ppt	0.6 ppt	10.0%	0.7 ppt		
管理费	16.2%	16.0%	15.6%	9.8%	13.6%	-0.3 ppt	-2.6 ppt	3.8 ppt	10.0%	3.6 ppt		
现金收入	1,654	1,069	2,160	889	2,253	22%	36%	154%	2,117	6%		
递延收入	1,582	1,439	2,086	1,445	2,197	44%	39%	52%				
现金	1,415	856	1,321	1,016	814							
限制性现金	2	7	5	164	27							
短期投资	1,780	1,483	1,845	1,420	2,595							
长期投资	906	964	923	996	388							
总流动性	4,103	3,310	4,094	3,595	3,824							
经营性现金流	386	-714	784	-477	589	n.a.	52%	n.a.				

资料来源: 公司资料、彭博、Visible Alpha、招商证券(香港)预测; 正负代表业绩超预期/逊预期

图8: 高途盈利预测调整

百万人民币	调整前			调整后			变动		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
收入	5,930	7,401	9,188	6,106	7,392	8,684	3%	0%	-5%
毛利润	3,857	4,772	5,878	4,102	4,898	5,710	6%	3%	-3%
经营利润	-385	-345	-166	-382	-79	80	1%	77%	n.a.
归母净利润	-212	-211	-47	-216	21	154	-2%	n.a.	n.a.
非 GAAP 经营利润	-327	-271	-74	-327	-5	167	0%	98%	n.a.
非 GAAP 归母净利润	-154	-137	45	-161	95	241	-5%	n.a.	439%
利润率									
毛利率	65.0%	64.5%	64.0%	67.2%	66.3%	65.8%	2.1ppt	1.8ppt	1.8ppt
经营利润率	-6.5%	-4.7%	-1.8%	-6.3%	-1.1%	0.9%	0.2ppt	3.6ppt	2.7ppt
净利率	-3.6%	-2.9%	-0.5%	-3.5%	0.3%	1.8%	0ppt	3.1ppt	2.3ppt
非 GAAP 经营利润率	-5.5%	-3.7%	-0.8%	-5.4%	-0.1%	1.9%	0.2ppt	3.6ppt	2.7ppt
非 GAAP 净利率	-2.6%	-1.9%	0.5%	-2.6%	1.3%	2.8%	0ppt	3.1ppt	2.3ppt
费率									
销售费率	52.7%	52.3%	50.2%	51.7%	48.2%	47.9%	-0.9ppt	-4.1ppt	-2.2ppt
研发费率	9.5%	8.5%	8.3%	10.3%	9.2%	8.2%	0.8ppt	0.6ppt	-0.1ppt
管理费	9.4%	8.3%	7.3%	11.4%	9.9%	8.7%	2ppt	1.6ppt	1.4ppt

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测; 正负代表调整方向

图6: 高途季度业绩调整

百万人民币	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E
收入	1,208	1,389	1,493	1,389	1,572	1,652	1,778	1,680
非 GAAP 毛利润	781	951	1,043	918	1,016	1,134	1,230	1,094
非 GAAP 经营利润	-476	-137	48	-233	-156	14	124	-197
非 GAAP 净利润	-457	-124	137	-207	-132	40	149	-175
同比								
收入	53%	82%	58%	38%	30%	19%	19%	21%
非 GAAP 毛利润	36%	77%	54%	32%	30%	19%	18%	19%
非 GAAP 经营利润	469%	-20%	n.a.	-49%	-67%	n.a.	158%	-15%
非 GAAP 净利润	996%	19%	4419%	-51%	-71%	n.a.	9%	-15%
利润率								
非 GAAP 毛利率	64.6%	68.5%	69.8%	66.1%	64.6%	68.6%	69.1%	65.1%
非 GAAP 经营利润率	-39.4%	-9.9%	3.2%	-16.7%	-9.9%	0.8%	7.0%	-11.7%
非 GAAP 净利率	-37.8%	-8.9%	9.2%	-14.9%	-8.4%	2.4%	8.4%	-10.4%

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

分部估值逻辑:

考虑到盈利预测调整、估值前滚及汇率变化,我们维持基础情形的分部加总估值目标价 4.7 美元: 1) 线上业务给予 12 倍市盈率,对比新东方和好未来的 15 倍/20 倍,因业务规模较小且利润率较低; 2) 线下业务给予 1.0 倍市销率,对比线下同业 1.5 倍均值。目标价对应 25/26 年 1.3 倍/1.1 倍市销率。

图7: 高途分部加总估值

未来 12 个月预测 百万元人民币	估值				基础情形 估值占比
	悲观情形	基础情形	乐观情形	理想情形	
线上业务					
核心净利润	503	629	755	1,011	
	20% 下行空间	我们当前预测	20%上行空间	15%利润率	
目标市盈率（倍）	8	12	15	15	
目标估值（a）	4,027	7,550	11,325	15,168	92%
线下业务					
收入	521	651	781	1,000	
	20% 下行空间		20%上行空间		
目标市销率（倍）	0.0	1.0	1.5	2.0	
目标估值（b）	0	651	1,172	2,000	8%
目标估值（a+b）	4,027	8,201	12,497	17,168	
流通股数（百万股）					
目标价（人民币）	16	33	51	69	
美元:人民币		7.2			
目标价（美元）	2.3	4.7	7.0	9.6	
目标价对应基本情形下估值倍数					
对应市盈率（倍）	n.a.	n.a.	87	34	
对应市销率（倍）	1.8	1.3	1.1	0.9	

资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

图11：教培行业同业对比

公司名称	中文名称	股票代码	股价 (当地货币)	招商证券 评级	目标价 (当地货币)	上行空间 (%)	市值(百万美元)	3个月平均交易量 (当地货币, 百万)	P/E (x)		PEG*	P/S (x)		PSG*	销售 CAGR (%)	EPS CAGR (%)
									FY25E	FY26E	FY26E	FY25 E	FY26 E	FY26E		
恒生指数			25,525						10.7	9.8	n.a.	1.5	1.4	n.a.	n.a.	n.a.
国企指数			9,149						9.9	8.9	n.a.	1.3	1.2	n.a.	n.a.	n.a.
K-12 教培																
NEW ORIENTAL	新东方	EDU US 9901 HK	46.7 36.6	增持 增持	58.0 45.0	24.2 23.0	7,638	60.1	14.8	13.2	1.2	1.6	1.4	0.17	8.5	11.1
TAL	好未来	TAL US	10.9	增持	14.0	28.7	6,636	57.6	40.8	23.0	0.4	2.9	2.2	0.07	30.4	63.2
GAOTU	高途	GOTU US	3.6	增持	4.7	29.1	909	2.9	n.a.	69.2	n.a.	1.1	0.9	0.05	19.3	n.a.
EASTBUY	东方甄选	1797 HK	28.1	中性	审视中	n.a.	3,770	833.4	297.8	134.1	1.9	5.8	5.1	0.5	10.2	69.0
TIANLI	天立	1773 HK	3.8	未评级	n.a.	n.a.	1,034	68.2	13.5	8.8	n.a.	2.3	1.7	n.a.	n.a.	n.a.
XUEDA	学大	000526 CH	53.5	未评级	n.a.	n.a.	911	105.5	25.6	20.6	0.9	1.9	1.6	0.1	19.0	23.3
BESTSTUDY	卓越	3978 HK	5.3	未评级	n.a.	n.a.	577	7.1	12.7	10.4	0.5	2.1	1.7	0.1	20.3	19.3
SCHOLAR	思考乐	1769 HK	2.4	未评级	n.a.	n.a.	172	9.0	5.5	4.1	0.1	1.1	0.8	0.0	29.5	36.7
51 TALK	51 Talk	COE US	33.4	未评级	n.a.	n.a.	196	0.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
智能设备																
YOUDAO	有道	DAO US	9.1	增持	12.2	33.8	1,090	0.7	53.8	40.6	1.1	1.3	1.2	0.10	12.0	36.2
IFLYTEK	科大讯飞	002230 CH	52.1	未评级	n.a.	n.a.	16,822	1,540.8	126.4	87.5	2.2	4.4	3.7	0.2	18.7	40.1
JIAFA	佳发教育	300559 CH	14.8	未评级	n.a.	n.a.	827	119.9	83.9	61.6	1.7	13.3	11.7	0.8	15.6	36.8
READBOY	读书郎	2385 HK	6.3	未评级	n.a.	n.a.	285	1.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
成人教育																
DUOLINGO	多邻国	DUOL US	316.0	增持	600.0	89.9	14,481	512.9	48.3	37.2	1.0	14.6	11.5	0.5	24.4	37.9
EAST	东方	667 HK	8.5	增持	审视中	n.a.	2,407	58.3	28.0	23.0	1.1	3.9	3.6	0.3	10.7	20.4
OFFCN	中公教育	002607 CH	3.1	未评级	n.a.	n.a.	2,707	524.8	39.1	31.2	1.3	6.8	6.1	0.6	10.8	23.2
HUATU	华图	300492 CH	63.7	未评级	n.a.	n.a.	1,751	79.4	n.a.	n.a.	n.a.	3.6	3.3	0.4	9.1	15.2
KINGSWOOD	科德教育	300192 CH	26.3	未评级	n.a.	n.a.	1,211	296.1	n.a.	n.a.	n.a.	10.5	9.7	1.2	8.0	12.5
FENBI	粉笔	2469 HK	3.5	未评级	n.a.	n.a.	1,006	246.4	20.6	17.8	1.9	2.6	2.4	0.4	5.6	9.4
XINGDONG	行动教育	605098 CH	37.0	未评级	n.a.	n.a.	617	42.2	15.0	13.1	1.0	5.3	4.6	0.4	12.3	13.6
CHUANZHI	传智教育	003032 CH	6.9	未评级	n.a.	n.a.	388	41.2	55.8	41.8	1.4	8.7	7.3	0.4	18.1	29.1
QUANTASING	量子之歌	QSG US	8.3	未评级	n.a.	n.a.	424	12.2	10.0	10.0	n.a.	1.2	1.3	0.2	5.1	(42.8)
高等教育																
CEG	中教	839 HK	3.0	增持	4.9	64.4	1,071	35.6	3.7	3.5	0.9	1.0	1.0	0.2	6.2	3.8
KEPEI	科培	1890 HK	1.6	增持	2.7	74.2	401	2.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
NEW HIGHER	新高教	2001 HK	1.1	增持	4.5	305.4	281	5.6	2.5	2.4	0.3	0.8	0.7	0.1	8.3	7.8
均值-K12 教培									18.8	13.3	0.8	2.3	1.9	0.1	19.6	22.6
均值-智能硬件									n.a.	40.6	1.7	6.3	5.5	0.3	15.4	37.7
均值-成人教育									26.8	24.9	1.3	6.3	5.5	0.5	11.6	13.2
均值-高等教育									3.1	3.0	0.6	0.9	0.8	0.1	7.2	5.8
均值(所有)									20.0	18.8	1.1	4.4	3.8	0.3	14.4	18.5

资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测；股价截至2025年8月26日。注：所有未评级股票信息均来源于彭博；*PEG基于25财年预测P/E及24-26财年预测每股盈利年复合增长率计算，*PSG基于25财年预测P/S及24-26财年预测销售年复合增长率计算。

财务预测表

资产负债表

(百万人民币)	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
现金及现金等价物	636	1,321	1,437	1,813	2,323
短期投资	34	5	0	0	0
其他流动资产	2,254	1,845	1,845	1,845	1,845
总流动资产	663	468	478	487	497
物业, 设备及软件, 净值	3,587	3,640	3,760	4,145	4,665
无形资产及商誉	534	670	641	614	590
长期投资	43	44	45	46	47
其他非流动资产	1,250	1,474	1,577	1,588	1,600
总非流动资产	1,827	2,188	2,263	2,248	2,236
总资产	5,413	5,828	6,023		6,901
递延收入	1,113	1,867	2,442	2,957	3,473
其他流动负债	860	1,394	1,421	1,450	1,479
总流动负债	1,973	3,261	3,864	4,407	4,952
递延收入	124	219	223	228	232
其他非流动负债	210	415	424	432	441
总非流动负债	334	634	647	660	673
总负债	2,307	3,895	4,510	5,066	5,625
总股东权益	3,106	1,933	1,512	1,327	1,276
总负债及权益	5,413	5,828	6,023	6,394	6,901
净现金/(债务)*	2,924	3,172	3,282	3,658	4,168

利润表

(百万人民币)	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
净收入	2,961	4,554	6,106	7,392	8,684
销售成本	-790	-1,455	-2,004	-2,494	-2,973
毛利	2,171	3,099	4,102	4,898	5,710
销售费用	-1,501	-2,964	-3,158	-3,565	-4,163
研发费用	-462	-648	-629	-677	-709
行政费用	-356	-669	-698	-735	-759
经营利润	-149	-1,182	-382	-79	80
利息收入	76	70	55	74	87
其他净收入	54	48	77	0	0
投资减值损失	31	23	33	28	28
权益法投资减值损失	0	0	0	0	0
税前利润	13	-1,040	-216	23	195
税项	-11	-9	0	-2	-41
股权投资(亏损)收入	-9	0	0	0	0
净(亏损)利润	-7	-1,049	-216	21	154
归母净(亏损)利润	-7	-1,049	-216	21	154
股权激励	58	53	55	74	87
非 GAAP 项目:					
非 GAAP 毛利润	2,184	3,106	4,111	4,909	5,723
非 GAAP 经营利润	-91	-1,129	-327	-5	167
非 GAAP 股东净利润	51	-996	-161	95	241
非 GAAP 调整后股东净利润	51	-996	-161	95	241
每股收益(人民币)	-0.03	-4.12	-0.85	0.08	0.61
非 GAAP 每股收益(人民币)	0.20	-3.91	-0.63	0.37	0.95
非 GAAP 调整后每股收益(人民币)	0.20	-3.91	-0.63	0.37	0.95

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测; *净现金包括银行存款及短期投资

现金流量表

(RMB mn)	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
Year end	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
Net (loss) income	-7	-1,049	-216	21	154
Non-cash Adjustments	82	85	65	62	59
Changes in net operating assets	279	1,222	595	534	537
CFO	354	258	443	617	750
Investments	-494	1,105	-87	0	0
CAPEX	-41	-178	-35	-35	-35
Others	0	0	0	0	0
CFI	-424	621	-122	-35	-35
Repayment to related parties	0	0	0	0	0
Proceeds from private placement financing	0	0	0	0	0
Repurchase of ordinary shares	-90	-205	-205	-205	-205
Others	0	0	0	0	0
CFF	-90	-205	-205	-205	-205
Effect of exchange rate changes	11	-17	0	0	0
Net increase in cash	-150	656	116	376	510
Beginning cash	820	670	1,321	1,437	1,813
Ending cash	670	1,326	1,437	1,813	2,323

财务比率

	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
同比增长率					
净收入	19%	54%	34%	21%	17%
毛利	21%	43%	32%	19%	17%
经营利润	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净(亏损)利润	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	643%
归母净(亏损)利润	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	643%
非 GAAP 项目					
非 GAAP 毛利润	19%	42%	32%	19%	17%
非 GAAP 经营利润	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
非 GAAP 股东净利润	-62%	n.a.	n.a.	n.a.	154%
非 GAAP 调整后股东净利润	-62%	n.a.	n.a.	n.a.	154%
利润率					
毛利	73%	68%	67%	66%	66%
经营利润	-5%	-26%	-6%	-1%	1%
净(亏损)利润	0%	-23%	-4%	0%	2%
归母净(亏损)利润	0%	-23%	-4%	0%	2%
非 GAAP 项目					
非 GAAP 毛利润	74%	68%	67%	66%	66%
非 GAAP 经营利润	-3%	-25%	-5%	0%	2%
非 GAAP 股东净利润	2%	-22%	-3%	1%	3%
非 GAAP 调整后股东净利润	2%	-22%	-3%	1%	3%
有效税率	85%	-1%	0%	10%	n.a.
流动比率(倍)	1.8	1.1	1.0	11%	10%
净现金/股权比例	94%	164%	217%	276%	327%
ROE	1%	-18%	-3%	2%	4%
市盈率(x)	128.2	n.a.	n.a.	69.2	27.2
市净率(x)	2.1	3.4	4.3	4.9	5.1
市销率(x)	2.2	1.4	1.1	0.9	0.8

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失,概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。投资者须按照自己的判断,决定是否使用本报告所载的内容和信息,并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼,招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828