

## 公司报告

招商证券 (香港) 有限公司  
证券研究部

## 有道 (DAO US)

## 核心广告和高中业务保持稳健的增长势头

- 预计2025年三季度收入环比放缓，主要受K9及成人教育业务基数较高，以及暑期营销投入增加的影响
- 我们仍看好2025年四季度收入重新加速至双位数增长，主要由广告和高中业务的强劲势头驱动；利润率扩张前景保持不变，预计2025年非GAAP净营业利润同比增长34%
- 维持增持评级：看好AI赋能的业务前景；目标价维持在12.2美元

## 预计2025年三季度业绩表现平淡

我们预计有道2025年三季度收入同比增长2.4%（此前预期为6.7%），主要原因包括：1）广告收入加速增长，预计三季度同比+40%（二季度同比+24%），主要受游戏广告客户和AI广告工具升级的推动；2）高中业务在暑期旺季实现强劲增长，预计同比+30%；3）由于主动业务调整和基数较高，STEAM及成人教育业务收入降幅扩大，抵消部分增长。我们预计暑期广告和高中业务的营销投入增加，因此将三季度非GAAP净利润预测下调至300万元人民币（此前为2,900万元）。

## 四季度收入重新加速的前景保持不变

我们看好四季度收入同比加速至+14%，主要受K9和成人教育业务调整完成、广告和高中业务强劲势头以及持续的AI创新推动。有道继续深化“AI+”战略，涵盖学习服务（AI作文批改功能）、智能设备（Mr.P AI辅导）、以及在线广告（AI广告投放优化器）。我们也看好有道在2025年实现非GAAP净营业利润同比增长34%，主要受审慎的成本控制、业务结构优化以及AI赋能的效率提升推动。

## 维持增持评级：目标价保持在12.2美元

我们维持目标价12.2美元（图10），下调盈利预测的影响被滚动预测和汇率变化所抵消。我们的目标价基于数字内容/广告业务15倍/15倍市盈率，以及AI订阅/智能设备业务2倍/1倍市销率。该目标价对应2026年预期市销率1.6倍（相比同行平均3.3倍）。**主要风险：**1）宏观经济/消费；2）竞争加剧；3）新产品研发进度；4）监管政策。

## 财务数据及估值

| 12月31日年结(百万元人民币) | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入               | 5,389 | 5,626 | 5,853 | 6,611 | 7,368 |
| 同比增速             | 8%    | 4%    | 4%    | 13%   | 11%   |
| 毛利润              | 2,767 | 2,748 | 2,605 | 2,903 | 3,209 |
| 非GAAP经营利润        | -436  | 171   | 230   | 289   | 377   |
| 非GAAP净利润         | -475  | 105   | 137   | 190   | 267   |
| 同比增速             | -26%  | n.a.  | 31%   | 39%   | 40%   |
| 非GAAP PADS (人民币) | -3.91 | 0.89  | 1.16  | 1.61  | 2.26  |
| 市销率 (倍)          | 1.7   | 1.6   | 1.6   | 1.4   | 1.3   |
| 市盈率 (倍)          | n.a.  | 88.3  | 67.5  | 48.6  | 34.7  |
| ROA (%)          | -24.1 | 6.0   | 6.7   | 7.8   | 9.1   |

资料来源：公司资料、招商证券（香港）；股价截至2025年11月11日

李怡珊, CFA

+852 3189 6122

crystalli@cmschina.com.hk

王腾杰

+852 3189 6634

tommywong@cmschina.com.hk

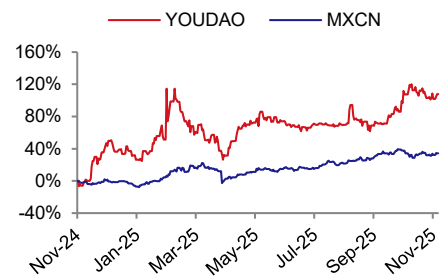
## 与市场预期差

我们对有道利润率改善的预期较市场更为谨慎，主因我们认为公司将为促进收入增长持续加大AI投资。

## 增持

|                      |               |
|----------------------|---------------|
| 前次评级                 | 增持            |
| 股价 (2025年11月11日)     | 10.75美元       |
| 12个月目标价<br>(上涨/下跌空间) | 12.2美元 (+13%) |
| 前次目标价                | 12.2美元        |

## 股价表现



数据来源：彭博

| %      | 1m  | 6m   | 12m   |
|--------|-----|------|-------|
| DAO US | 0.3 | 23.8 | 120.7 |
| MXCN   | 0.1 | 15.9 | 37.6  |

|                  |              |
|------------------|--------------|
| 行业：教育            |              |
| 恒生指数(2025/11/11) | 26,696       |
| 国企指数(2025/11/11) | 9,461        |
| 重要数据             |              |
| 52周股价区间 (美元)     | 4.54 - 11.82 |
| 美股市值 (百万美元)      | 1,285        |
| 日均成交量 (百万股)      | 0.12         |
| 主要股东             |              |
| 网易               | 57.1%        |
| 其他股东             | 23.7%        |
| 总股数 (百万股)        | 126          |
| 自由流通量            | 19.2%        |

资料来源：公司资料、彭博

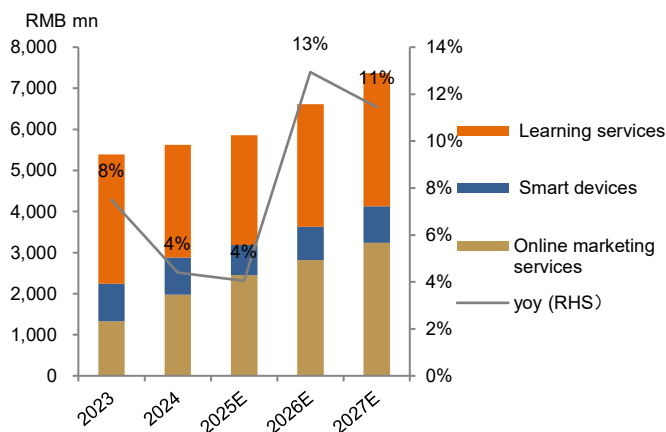
## 相关报告

- 有道 (DAO US) - AI产品稳步增长，盈利能力持续改善（增持）(2025/8/21)
- Youdao (DAO US) - Cooperation with DeepSeek to enhance AI+education offerings（增持）(2025/2/7)
- 有道 (DAO US) - 二季度业绩超预期：盈亏平衡将提前实现（增持）(2024/8/26)

2025 年 11 月 12 日 (星期三)

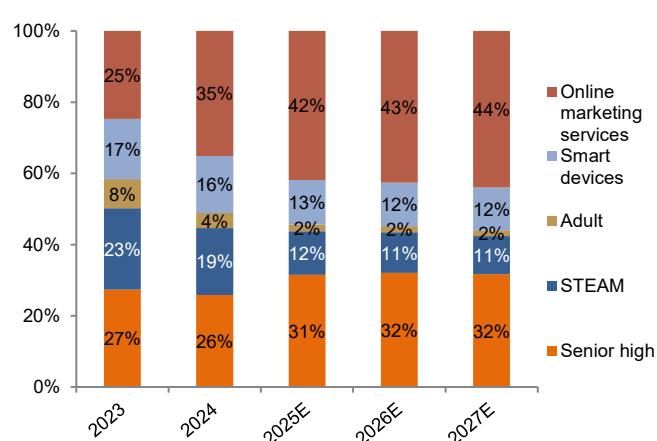
## 重点图表

图1: 收入与增速, 按业务划分 (人民币 百万)



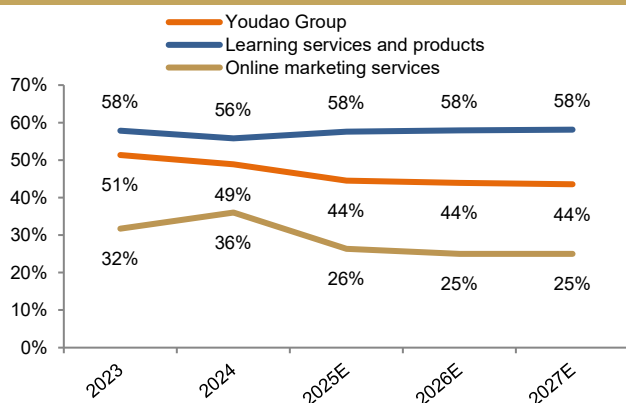
资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

图2: 收入结构



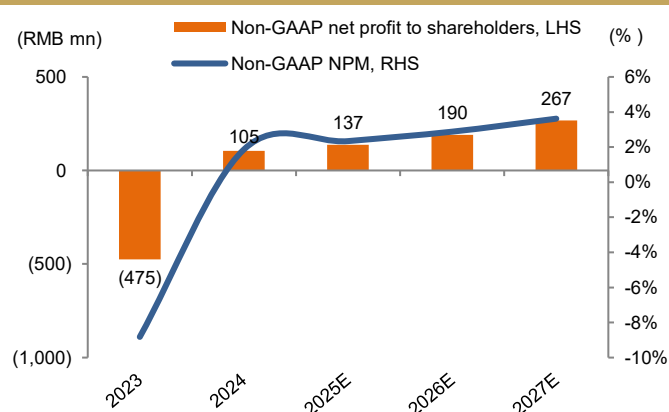
资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

图3: 毛利率



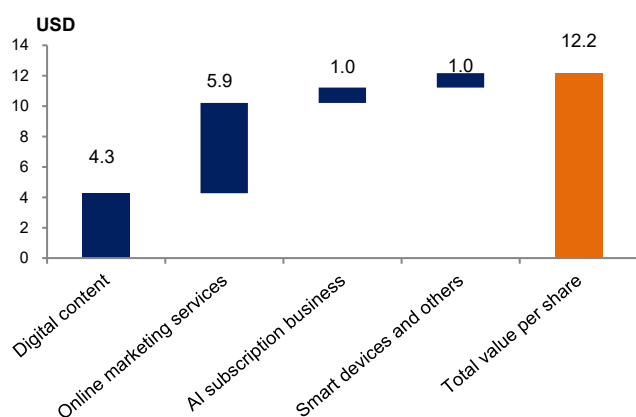
资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

图4: 非GAAP归母净利润 (人民币 百万)



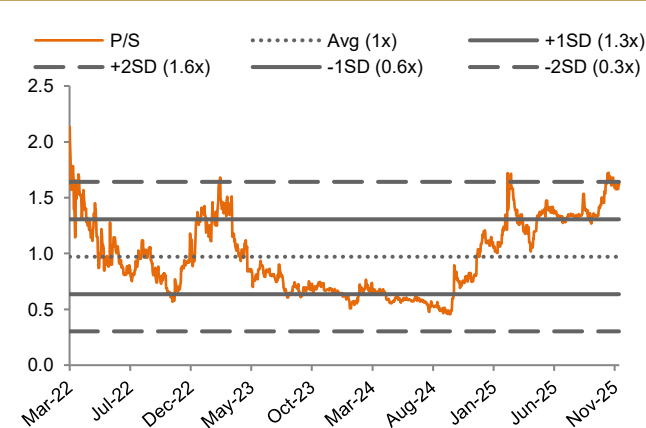
资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

图5: SOTP估值



资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

图6: 市销率区间



资料来源: 彭博、公司资料、招商证券 (香港) 预测

图7:有道将自身定位为一家以人工智能驱动的解决方案提供商，专注于学习和广告领域的AI应用



资料来源：公司资料、招商证券（香港）

图8: 有道盈利预测调整

| 百万元人民币       | 调整后   |       |       | 调整前   |       |       | 差异      |         |         |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|
|              | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
| 收入           | 5,853 | 6,611 | 7,368 | 5,921 | 6,677 | 7,432 | -1.1%   | -1.0%   | -0.9%   |
| 毛利           | 2,605 | 2,903 | 3,209 | 2,641 | 2,940 | 3,247 | -1.4%   | -1.3%   | -1.2%   |
| 非 GAAP 经营利润  | 230   | 289   | 377   | 246   | 293   | 382   | -6.5%   | -1.2%   | -1.3%   |
| 非 GAAP 净利润   | 137   | 190   | 267   | 146   | 193   | 271   | -6.1%   | -1.6%   | -1.6%   |
| <b>利润率</b>   |       |       |       |       |       |       |         |         |         |
| 毛利率          | 44.5% | 43.9% | 43.6% | 44.6% | 44.0% | 43.7% | -0.1ppt | -0.1ppt | -0.1ppt |
| 非 GAAP 经营利润率 | 3.9%  | 4.4%  | 5.1%  | 4.2%  | 4.4%  | 5.1%  | -0.2ppt | 0.0ppt  | 0.0ppt  |
| 非 GAAP 净利润率  | 2.3%  | 2.9%  | 3.6%  | 2.5%  | 2.9%  | 3.6%  | -0.1ppt | 0.0ppt  | 0.0ppt  |

资料来源：公司资料、彭博、招商证券（香港）预测

图9: 有道季度业绩预测

| 百万元人民币       | 3Q24  | 4Q24  | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25E | 4Q25E | 1Q26E | 2Q26E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入           | 1,573 | 1,340 | 1,298 | 1,418 | 1,610 | 1,527 | 1,464 | 1,600 |
| 学习服务及产品      | 1,083 | 858   | 793   | 785   | 925   | 901   | 883   | 872   |
| 学习服务         | 768   | 618   | 602   | 658   | 689   | 721   | 673   | 733   |
| 智能硬件         | 315   | 240   | 190   | 127   | 236   | 180   | 210   | 140   |
| 在线营销服务       | 489   | 482   | 505   | 633   | 685   | 626   | 581   | 728   |
| 毛利润          | 789   | 641   | 614   | 609   | 708   | 673   | 658   | 682   |
| 报告经营利润       | 107   | 84    | 104   | 29    | 15    | 55    | 100   | 48    |
| 报告净利润        | 86    | 83    | 77    | -18   | -5    | 32    | 70    | 26    |
| 非 GAAP 经营利润  | 110   | 93    | 109   | 35    | 23    | 62    | 107   | 56    |
| 非 GAAP 净利润   | 89    | 92    | 82    | 13    | 3     | 40    | 77    | 34    |
| <b>利润率</b>   |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 毛利率          | 50.2% | 47.8% | 47.3% | 43.0% | 43.9% | 44.1% | 45.0% | 42.6% |
| 非 GAAP 经营利润率 | 6.8%  | 6.3%  | 8.0%  | 2.0%  | 0.9%  | 3.6%  | 6.8%  | 3.0%  |
| 非 GAAP 净利润率  | 5.5%  | 6.2%  | 5.9%  | -1.3% | -0.3% | 2.1%  | 4.8%  | 1.6%  |
| 报告经营利润率      | 7.0%  | 6.9%  | 8.4%  | 2.5%  | 1.4%  | 4.1%  | 7.3%  | 3.5%  |
| 报告净利润率       | 5.6%  | 6.9%  | 6.3%  | 0.9%  | 0.2%  | 2.6%  | 5.3%  | 2.1%  |

资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

## 有道分部加总估值逻辑

**学习服务：**我们给予学习服务业务 15 倍市盈率，对比我们给予好未来 (TAL US) 的 20 倍目标市盈率，以及新东方 (EDU US) 和高途 (GOTU US) 的 15 倍目标市盈率。

**广告业务：**我们给予广告业务 15 倍市盈率，对比中国同业的 15 倍均值（同业包括：百度 (BIDU US)，腾讯 (700 HK)，汇量科技 (1860 HK) 等），以及美国同业的 35 倍均值（同业包括：AppLovin (APP US) 等）。

**AI 订阅业务：**我们给予 AI 订阅业务 2 倍的市销率，较同业平均的 10 有较大折让（同业包括：多邻国 (DUOL US)，Spotify (SPOT US)，Netflix (NFLX US)），主要因为公司收入和用户规模更小。

**智能硬件：**我们给予智能硬件业务 1 倍市销率，与我们给予好未来 (TAL US) 智能硬件业务的 1 倍目标市盈率相近。

图10: 有道分部加总估值

|           |          |     | 估值倍数（倍） |     |     | 估值  |       |        |        |
|-----------|----------|-----|---------|-----|-----|-----|-------|--------|--------|
| 百万元人民币    | 未来 12 个月 |     | 估值基础    | 悲观  | 基本  | 乐观  | 悲观    | 基本     | 乐观     |
| 数字内容服务    | 核心净利润    | 239 | 市盈率     | 10  | 15  | 20  | 2,394 | 3,591  | 4,788  |
| 在线营销服务    | 核心净利润    | 338 | 市盈率     | 10  | 15  | 20  | 3,313 | 5,003  | 6,693  |
| AI 订阅业务   | 收入       | 425 | 市销率     | 1.0 | 2.0 | 3.0 | 425   | 850    | 1,275  |
| 智能硬件      | 收入       | 808 | 市销率     | 0.5 | 1.0 | 1.5 | 404   | 808    | 1,211  |
| 总估值       |          |     |         |     |     |     | 6,536 | 10,252 | 13,968 |
| 流通股数（百万股） |          |     |         |     |     |     |       | 118    |        |
| 每股价值（人民币） |          |     |         |     |     |     | 55    | 87     | 118    |
| 美元：人民币    |          |     |         |     |     |     |       | 7.12   |        |
| 每股价值（美元）  |          |     |         |     |     |     | 7.8   | 12.2   | 16.6   |
| 对应市销率（倍）  |          |     |         |     |     |     |       |        |        |
| 25 财年     |          |     |         |     |     |     | 1.1   | 1.8    | 2.4    |
| 26 财年     |          |     |         |     |     |     | 1.0   | 1.6    | 2.1    |
| 对应市盈率（倍）  |          |     |         |     |     |     |       |        |        |
| 25 财年     |          |     |         |     |     |     | 48    | 75     | 102    |
| 26 财年     |          |     |         |     |     |     | 34    | 54     | 73     |

资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

2025 年 11 月 12 日 (星期三)

图11: 教育行业同业对比

| 公司                      | 中文名称    | 股票代码      | 价格 (当地货币) | CMS |            |          | 3 个月平均交易量 (百万当地货币) | P/E (x) |       | PEG*    | P/S (x) |       | PSG* | 收入 CAGR (%) | EPS CAGR (%) |
|-------------------------|---------|-----------|-----------|-----|------------|----------|--------------------|---------|-------|---------|---------|-------|------|-------------|--------------|
|                         |         |           |           | 评级  | 目标价 (当地货币) | 上涨空间 (%) |                    | FY25E   | FY26E |         | FY25E   | FY26E |      |             |              |
| HSI                     |         |           | 26,696    |     |            |          |                    | 11.5    | 10.4  | n.a.    | 1.6     | 1.4   | n.a. | n.a.        | n.a.         |
| HSCEI                   |         |           | 9,461     |     |            |          |                    |         | 9.5   | n.a.    | 1.3     | 1.2   | n.a. | n.a.        | n.a.         |
| <b>K-12 tutoring</b>    |         |           |           |     |            |          |                    |         |       |         |         |       |      |             |              |
| NEW ORIENTAL            | 新东方     | EDU US    | 55.5      | 增持  | 70.0       | 26.1     | 9,081              | 54.1    | 17.6  | 2.1     | 1.9     | 1.7   | 0.18 | 9.3         | 8.4          |
|                         |         | 9901 HK   | 43.5      | 增持  | 55.0       | 26.3     |                    |         | 17.7  |         |         |       |      |             |              |
| TAL                     | 好未来     | TAL US    | 11.8      | 增持  | 16.7       | 41.5     | 7,198              | 47.2    | 44.3  | 0.5     | 3.2     | 2.4   | 0.08 | 31.0        | 52.7         |
| GAOTU                   | 高途      | GOTU US   | 2.7       | 增持  | 4.7        | 76.7     | 665                | 2.2     | n.a.  | n.a.    | 0.8     | 0.6   | 0.03 | 24.5        | n.a.         |
| EASTBUY                 | 东方甄选    | 1797 HK   | 20.8      | 中性  | 审视中        | n.a.     | 2,823              | 1,004.1 | 223.0 | 1.5     | 4.3     | 3.9   | 0.38 | 10.2        | 69.0         |
| TIANLI                  | 天立      | 1773 HK   | 2.2       | 未评级 | n.a.       | n.a.     | 608                | 89.3    | 8.0   | n.a.    | 1.4     | 1.0   | n.a. | n.a.        | n.a.         |
| XUEDA                   | 学大      | 000526 CH | 41.3      | 未评级 | n.a.       | n.a.     | 707                | 120.2   | 20.2  | 0.7     | 1.5     | 1.3   | 0.08 | 17.2        | 22.4         |
| BESTSTUDY               | 卓越      | 3978 HK   | 5.2       | 未评级 | n.a.       | n.a.     | 568                | 8.1     | 12.4  | 0.5     | 2.0     | 1.7   | 0.08 | 20.2        | 20.1         |
| SCHOLAR                 | 思考乐     | 1769 HK   | 2.9       | 未评级 | n.a.       | n.a.     | 247                | 10.5    | 7.1   | 0.1     | 1.7     | 1.4   | 0.05 | 24.7        | 42.6         |
| 51 TALK                 | 51 Talk | COE US    | 44.8      | 未评级 | n.a.       | n.a.     | 263                | 0.5     | n.a.  | 1,490.2 | n.a.    | 2.8   | 0.03 | 56.5        | n.a.         |
| <b>Smart devices</b>    |         |           |           |     |            |          |                    |         |       |         |         |       |      |             |              |
| YOUDAO                  | 有道      | DAO US    | 10.8      | 增持  | 12.2       | 13.5     | 1,285              | 1.0     | 67.5  | 1.2     | 1.6     | 1.4   | 0.11 | 12.2        | 39.5         |
| IFLYTEK                 | 科大讯飞    | 002230 CH | 51.5      | 未评级 | n.a.       | n.a.     | 16,721             | 3,643.8 | 134.0 | 2.6     | 4.4     | 3.7   | 0.20 | 18.7        | 37.2         |
| JIAFA                   | 佳发教育    | 300559 CH | 11.9      | 未评级 | n.a.       | n.a.     | 667                | 237.9   | 50.5  | 1.1     | 10.1    | 8.7   | 0.44 | 19.6        | 36.9         |
| READBOY                 | 读书郎     | 2385 HK   | 6.2       | 未评级 | n.a.       | n.a.     | 281                | 1.5     | n.a.  | n.a.    | n.a.    | n.a.  | n.a. | n.a.        | n.a.         |
| <b>Adult</b>            |         |           |           |     |            |          |                    |         |       |         |         |       |      |             |              |
| DUOLINGO                | 多邻国     | DUOL US   | 194.9     | 增持  | 347.0      | 78.0     | 8,992              | 552.3   | 28.6  | n.a.    | 8.9     | 6.9   | 0.33 | 21.0        | (19.7)       |
| EAST                    | 东方      | 667 HK    | 6.5       | 增持  | 7.5        | 15.0     | 1,856              | 53.0    | 21.6  | 0.9     | 3.0     | 2.8   | 0.26 | 10.7        | 20.4         |
| OFFCN                   | 中公教育    | 002607 CH | 2.7       | 未评级 | n.a.       | n.a.     | 2,348              | 552.9   | 43.7  | 0.8     | 6.6     | 5.9   | 0.52 | 11.2        | 36.9         |
| HUATU                   | 华图      | 300492 CH | 64.8      | 未评级 | n.a.       | n.a.     | 1,791              | 125.4   | 38.7  | 1.3     | 3.8     | 3.2   | 0.20 | 16.0        | 23.8         |
| KINGSWOOD               | 科德教育    | 300192 CH | 19.1      | 未评级 | n.a.       | n.a.     | 882                | 580.1   | 41.1  | 3.1     | 7.7     | 7.2   | 0.96 | 7.5         | 12.0         |
| FENBI                   | 粉笔      | 2469 HK   | 3.1       | 未评级 | n.a.       | n.a.     | 903                | 135.9   | 24.0  | 0.9     | 2.5     | 2.3   | 0.35 | 6.7         | 21.7         |
| XINGDONG                | 行动教育    | 605098 CH | 40.9      | 未评级 | n.a.       | n.a.     | 685                | 68.8    | 16.3  | 1.1     | 5.6     | 5.0   | 0.42 | 11.9        | 13.3         |
| CHUANZHI                | 传智教育    | 003032 CH | 7.2       | 未评级 | n.a.       | n.a.     | 404                | 38.6    | 58.2  | 1.5     | 9.1     | 7.7   | 0.42 | 18.1        | 29.1         |
| QUANTASING              | 量子之歌    | QSG US    | n.a.      | 未评级 | n.a.       | n.a.     | n.a.               | 5.2     | n.a.  | n.a.    | n.a.    | n.a.  | n.a. | 2.8         | 10.8         |
| <b>Higher education</b> |         |           |           |     |            |          |                    |         |       |         |         |       |      |             |              |
| CEG                     | 中教      | 839 HK    | 3.1       | 增持  | 4.9        | 57.1     | 1,124              | 86.8    | 3.9   | 0.7     | 1.1     | 1.0   | 0.16 | 6.6         | 5.1          |
| KEPEI                   | 科培      | 1890 HK   | 1.5       | 增持  | 2.7        | 78.8     | 391                | 2.5     | n.a.  | n.a.    | n.a.    | n.a.  | n.a. | n.a.        | n.a.         |
| NEW HIGHER              | 新高教     | 2001 HK   | 1.2       | 增持  | 4.5        | 262.9    | 315                | 7.7     | 2.8   | 0.3     | 0.9     | 0.8   | 0.10 | 8.3         | 7.8          |
| 均值-K12 教培               |         |           |           |     |            |          |                    | 18.3    | 13.1  | 0.9     | 2.2     | 1.7   | 0.11 | 19.6        | 23.4         |
| 均值-智能硬件                 |         |           |           |     |            |          |                    | n.a.    | 45.2  | 1.6     | 5.4     | 4.6   | 0.25 | 16.8        | 37.9         |
| 均值-成人教育                 |         |           |           |     |            |          |                    | 30.6    | 26.7  | 1.4     | 5.9     | 5.1   | 0.43 | 11.8        | 16.5         |
| 均值-高等教育                 |         |           |           |     |            |          |                    | 3.4     | 3.2   | 0.5     | 1.0     | 0.9   | 0.13 | 7.4         | 6.5          |
| 均值 (所有)                 |         |           |           |     |            |          |                    | 22.0    | 21.6  | 1.2     | 3.9     | 3.3   | 0.26 | 14.7        | 20.5         |

资料来源: 公司资料、彭博、招商证券 (香港) 预测; 股价截至2025年11月11日 (所有市场); 注: 未评级公司股价信息来源于彭博。\*PEG 基于25财年预测市盈率及24-26财年每股盈利年复合增速计算。

## 财务预测表

## 资产负债表

| (百万元人民币)          | 2023          | 2024          | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 年结                | 31 Dec        | 31 Dec        | 31 Dec        | 31 Dec        | 31 Dec        |
| 物业、厂房及设备          | 71            | 47            | 34            | 23            | 13            |
| 使用权资产经营租赁         | 89            | 68            | 68            | 68            | 68            |
| 商誉                | 110           | 110           | 110           | 110           | 110           |
| 其他非流动资产           | 96            | 102           | 102           | 102           | 102           |
| <b>非流动资产</b>      | <b>366</b>    | <b>328</b>    | <b>315</b>    | <b>304</b>    | <b>294</b>    |
| 现金及等价物            | 455           | 593           | 1,013         | 1,282         | 1,853         |
| 抵押存款              | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 短期投资              | 0             | 4             | 4             | 4             | 4             |
| 应收账款              | 72            | 63            | 63            | 63            | 63            |
| 存货                | 354           | 419           | 396           | 518           | 504           |
| 其他流动资产            | 217           | 175           | 175           | 175           | 175           |
| <b>流动资产</b>       | <b>202</b>    | <b>234</b>    | <b>305</b>    | <b>263</b>    | <b>364</b>    |
| <b>总资产</b>        | <b>1,300</b>  | <b>1,487</b>  | <b>1,956</b>  | <b>2,304</b>  | <b>2,961</b>  |
| 短期债务              | 1,666         | 1,814         | 2,271         | 2,608         | 3,255         |
| 应付账款              | 878           | 878           | 878           | 878           | 878           |
| 递延收入              | 159           | 145           | 375           | 219           | 447           |
| 其他流动负债            | 1,053         | 961           | 1,000         | 1,129         | 1,259         |
| <b>流动负债</b>       | <b>1,010</b>  | <b>963</b>    | <b>1,065</b>  | <b>1,271</b>  | <b>1,331</b>  |
| 长期债务              | 3,099         | 2,947         | 3,317         | 3,497         | 3,914         |
| 长期租赁债务            | 630           | 913           | 913           | 913           | 913           |
| 其他非流动负债           | 49            | 26            | 26            | 26            | 26            |
| <b>非流动负债</b>      | <b>66</b>     | <b>44</b>     | <b>44</b>     | <b>44</b>     | <b>44</b>     |
| <b>总负债</b>        | <b>696</b>    | <b>957</b>    | <b>957</b>    | <b>957</b>    | <b>957</b>    |
| <b>总净资产</b>       | <b>3,795</b>  | <b>3,904</b>  | <b>4,274</b>  | <b>4,454</b>  | <b>4,871</b>  |
| 股本                | -2,129        | -2,089        | -2,003        | -1,846        | -1,616        |
| 储备                | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>股东权益</b>       | <b>-2,167</b> | <b>-2,089</b> | <b>-2,003</b> | <b>-1,846</b> | <b>-1,616</b> |
| 夹层资本              | -2,167        | -2,089        | -2,003        | -1,846        | -1,616        |
| <b>总权益</b>        | <b>38</b>     | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      |
| 总债务               | -2,129        | -2,089        | -2,003        | -1,846        | -1,616        |
| <b>净现金/(债务)**</b> | <b>1,508</b>  | <b>1,791</b>  | <b>1,791</b>  | <b>1,791</b>  | <b>1,791</b>  |

## 现金流量表

| (百万元人民币)       | 2023        | 2024       | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|----------------|-------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| 年结             | 31 Dec      | 31 Dec     | 31 Dec       | 31 Dec       | 31 Dec       |
| <b>税前利润</b>    | <b>-550</b> | <b>75</b>  | <b>86</b>    | <b>157</b>   | <b>230</b>   |
| 折旧摊销           | 30          | 29         | 29           | 33           | 36           |
| 运营资本变化         | -15         | -231       | 322          | 100          | 331          |
| 其他             | 97          | 59         | 0            | 0            | 0            |
| <b>经营活动净现金</b> | <b>-438</b> | <b>-68</b> | <b>438</b>   | <b>291</b>   | <b>597</b>   |
| 资本开支           | -18         | -12        | -17          | -22          | -27          |
| 投资             | -110        | -25        | 0            | 0            | 0            |
| 其他             | 253         | 23         | 0            | 0            | 0            |
| <b>投资活动净现金</b> | <b>126</b>  | <b>-14</b> | <b>-17</b>   | <b>-22</b>   | <b>-27</b>   |
| 已付股利           | 0           | 0          | 0            | 0            | 0            |
| 股票融资           | 0           | 0          | 0            | 0            | 0            |
| 其他             | -19         | 229        | 0            | 0            | 0            |
| <b>融资活动净现金</b> | <b>-19</b>  | <b>229</b> | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| 汇兑损益           | 2           | -2         | 0            | 0            | 0            |
| <b>现金净变动</b>   | <b>-330</b> | <b>145</b> | <b>421</b>   | <b>269</b>   | <b>570</b>   |
| 期初现金           | 784         | 455        | 596          | 1,017        | 1,286        |
| 调整项            | 0           | 4          | 4            | 4            | 4            |
| <b>期末现金</b>    | <b>455</b>  | <b>593</b> | <b>1,013</b> | <b>1,282</b> | <b>1,853</b> |

资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测; \*\*净现金包括银行存款、短期投资和银行抵押存款

## 利润表

| (百万元人民币)                 | 2023         | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|--------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 年结                       | 31 Dec       | 31 Dec       | 31 Dec       | 31 Dec       | 31 Dec       |
| <b>收入</b>                | <b>5,389</b> | <b>5,626</b> | <b>5,853</b> | <b>6,611</b> | <b>7,368</b> |
| 销售成本                     | -2,622       | -2,877       | -3,249       | -3,708       | -4,159       |
| <b>毛利</b>                | <b>2,767</b> | <b>2,748</b> | <b>2,605</b> | <b>2,903</b> | <b>3,209</b> |
| 销售费用                     | -2,268       | -1,873       | -1,710       | -1,884       | -2,041       |
| 研发费用                     | -743         | -540         | -502         | -547         | -588         |
| 行政费用                     | -222         | -187         | -189         | -216         | -241         |
| <b>报告经营利润</b>            | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| 净利息收入                    | -466         | 149          | 203          | 256          | 340          |
| 其他收入                     | -61          | -69          | -73          | -71          | -70          |
| <b>税前利润</b>              | <b>-12</b>   | <b>2</b>     | <b>-30</b>   | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| 税费                       | -539         | 81           | 100          | 185          | 270          |
| <b>税后利润</b>              | <b>-11</b>   | <b>-6</b>    | <b>-16</b>   | <b>-28</b>   | <b>-41</b>   |
| 非控股权益                    | -550         | 75           | 84           | 157          | 230          |
| <b>报告净利润</b>             | <b>0</b>     | <b>7</b>     | <b>2</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>非 GAAP 经营利润</b>       | <b>-550</b>  | <b>82</b>    | <b>86</b>    | <b>157</b>   | <b>230</b>   |
| <b>非 GAAP 净利润</b>        | <b>-436</b>  | <b>171</b>   | <b>230</b>   | <b>289</b>   | <b>377</b>   |
| <b>非 GAAP 每股盈利 (人民币)</b> | <b>-475</b>  | <b>105</b>   | <b>137</b>   | <b>190</b>   | <b>267</b>   |

## 财务比率

|                 | 2023         | 2024        | 2025E       | 2026E       | 2027E        |
|-----------------|--------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| 年结              | 31 Dec       | 31 Dec      | 31 Dec      | 31 Dec      | 31 Dec       |
| <b>同比增长率(%)</b> |              |             |             |             |              |
| 收入              | 7.5          | 4.4         | 4.0         | 12.9        | 11.5         |
| 毛利              | 7.0          | -0.7        | -5.2        | 11.4        | 10.6         |
| 报告经营利润          | -39.8        | n.a.        | 36.2        | 26.2        | 33.0         |
| 报告净利润           | -24.4        | n.a.        | 4.7         | 82.7        | 46.1         |
| 非 GAAP 经营利润     | -38.1        | n.a.        | 34.3        | 25.5        | 30.5         |
| 非 GAAP 净利润      | -26.4        | n.a.        | 30.7        | 38.9        | 40.1         |
| <b>利润率(%)</b>   |              |             |             |             |              |
| 毛利              | 51.4         | 48.9        | 44.5        | 43.9        | 43.6         |
| 报告经营利润          | (8.7)        | 2.6         | 3.5         | 3.9         | 4.6          |
| 非 GAAP 经营利润     | (8.1)        | 3.0         | 3.9         | 4.4         | 5.1          |
| 报告净利润           | (10.2)       | 1.5         | 1.5         | 2.4         | 3.1          |
| 非 GAAP 净利润      | (8.8)        | 1.9         | 2.3         | 2.9         | 3.6          |
| <b>有效税率(%)</b>  | <b>(2.1)</b> | <b>7.4</b>  | <b>15.9</b> | <b>15.0</b> | <b>15.0</b>  |
| 流动比率(x)         | 0.4          | 0.5         | 0.6         | 0.7         | 0.8          |
| 净现金/股权比例(%)     | 46.1         | 54.2        | 35.5        | 24.0        | (7.9)        |
| <b>回报率(%)</b>   |              |             |             |             |              |
| 资产周转率 (x)       | 2.7          | 3.2         | 2.9         | 2.7         | 2.5          |
| 财务杠杆比率 (x)      | (1.1)        | (0.8)       | (1.0)       | (1.3)       | (1.7)        |
| 息税前利润率(%)       | (8.7)        | 2.6         | 3.5         | 3.9         | 4.6          |
| 利息负担(x)         | 1.2          | 0.5         | 0.5         | 0.7         | 0.8          |
| 税项负担(x)         | 0.9          | 1.3         | 1.4         | 1.0         | 1.0          |
| <b>ROE (%)</b>  | <b>26.4</b>  | <b>-5.0</b> | <b>-6.7</b> | <b>-9.9</b> | <b>-15.4</b> |
| <b>ROA (%)</b>  | <b>-24.1</b> | <b>6.0</b>  | <b>6.7</b>  | <b>7.8</b>  | <b>9.1</b>   |
| <b>市销率(x)</b>   | <b>1.7</b>   | <b>1.6</b>  | <b>1.6</b>  | <b>1.4</b>  | <b>1.3</b>   |
| <b>市盈率(x)</b>   | <b>n.a.</b>  | <b>88.3</b> | <b>67.5</b> | <b>48.6</b> | <b>34.7</b>  |



## 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.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。

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