

## 买入

2025 年 12 月 15 日

### 收入延续高速增长，经营改善大幅减亏

➤ **FY25Q3 业绩概览：**截止 25 年 9 月 30 日，FY25Q3 公司收入同比 +30.7% 至 15.8 亿人民币（下同），达到此前指引上限；Non-GAAP 经营亏损 1.69 亿元，去年同期经营亏损 4.76 亿元，环比大幅度收窄 65%；Non-GAAP 净亏损为 1.38 亿元，去年同期为亏损 4.57 亿元；公司按可比口径现金收款同比增长 11.2%，达 11.9 亿元。截至 FY25Q3，公司在现金及等价物为 30.4 亿元，无有息负债。

➤ **教育业务保持稳健增长，盈利能力获得提升：**分业务看，FY25Q3 公司非学科培训及传统业务（K12 业务）占总收入约 80%，占据主要地位，收入同比 +35% 以上，其中非学科培训业务保持强劲增长势头，收入同比 +60% 以上，并有望在全年实现双位数的利润率，其中非学科线上业务实现单季度盈利；传统学习服务收入同比 +15%，持续推进本地化课程与服务，在团队成熟度以及 AI 赋能的加持下，整体人效提升 20%。成人及大学生业务收入占总收入约 15%，营收及现金收款均有两位数的同比增长，并实现单季度盈利，其中大学生业务收入同比增长 50%，公司通过战略精简持续推动业务表现好转。

➤ **FY25Q4 及 FY26 业绩展望：**根据公告及业绩会，公司预期 FY25Q4 收入增速达 17.2%-18.7%，约 16.28-16.48 亿元之间，收入增速环比下降的主要因素主要由于 2026 年春节时间较 2025 年更较晚，行课节奏拖后影响所致。考虑到招生投入及 Q4 业务调整影响，我们预测 Q4 的 non-gaap 运营亏损将达到 1.5 亿元，结合前三季度公司的业绩，预计公司 FY25 的 non-gaap 运营亏损将达到 5.1 亿人民币。公司预期 FY26 营业收入将实现 15% 的同比增长。

➤ **目标价 4.2 美元，买入评级：**在前期积极的扩展线下教学网点后，公司改变经营策略，强调运营效率，本季度线下学习中心收入占总收入超过 10%，改善明显；公司在 AI 方面的战略为公司的长期发展打下基础，目前 AI 的应用已经对公司有实质性的效率提升，虽然短期投入及业务调整导致我们对全年业绩展望有所下调，但我们也认为公司在运营策略上的平衡将帮助公司实现长期的健康发展。我们以 12% 的折现率和 -1% 的永续增长率（考虑到新生儿下降的影响）为公司估值，维持目标价 4.2 美元，较昨日收市价有 77.1% 的上升，维持买入评级。

➤ **风险提示：**政策监管变动风险、新业务拓展不及预期、线下网点招生表现不及预期。

李卓群

+852-25321539

Grayson.li@firstshanghai.com.hk

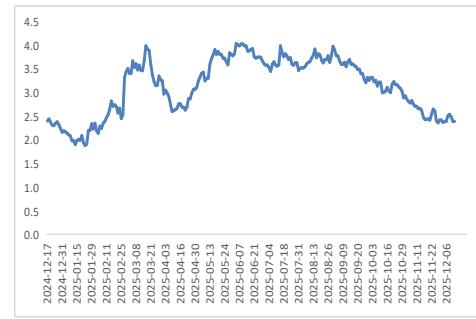
### 主要资料

行业	教育
股价	2.38 美元
目标价	4.20 美元 (+77.1%)
股票代码	GOTU.US
已发行股	1.62 亿股 / 2.43 亿 ADS
总市值	5.8 亿美元
52 周高/低	4.56 / 1.87 美元
每股净资产	0.82 美元 / ADS
主要股东	陈向东 (49.01%)

### 表：盈利摘要

止 12 月 31 日 财政年度	2023 年 实际	2024 年 实际	2025 年 预测	2026 年 预测	2027 年 预测
收入 (百万元)	2,961	4,554	6,082	7,149	8,279
变动 (%)	18.5%	53.8%	33.6%	17.5%	15.8%
经营利润 (百万元)	(149)	(1182)	(547)	36	124
变动 (%)	26.2%	693.1%	-53.7%	-106.5%	247.4%
Non-Gaap 经营利润 (百万元)	(91)	(1122)	(505)	86	196
净利润 (百万元)	(7)	(1049)	(399)	143	216
变动 (%)	-155.4%	14273.2%	-62.0%	-135.9%	50.7%
Non-Gaap 净利润 (百万元)	51	-989	-350	200	298
每 ADS 收益 (元)	(0.03)	(4.08)	(1.64)	0.58	0.87
市盈率 @ 2.38\$ (倍)	(605.1)	(4.2)	(10.3)	29.0	19.4
PS @ 2.38\$ (倍)	1.4	0.9	0.7	0.6	0.5

### 股价表现



资料来源：公司资料，第一上海预测

资料来源：彭博

## 主要财务报表

损益表 〈元〉〈千〉, 财务年度截至〈12月31日〉					财务分析 〈元〉〈千〉, 财务年度截至〈12月31日〉						
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
收入	2,960,813	4,553,556	6,082,144	7,149,251	8,278,833	盈利能力					
毛利	2,170,606	3,098,639	4,075,037	4,432,536	5,132,876	毛利率 (%)	73%	68%	67%	62%	62%
销售及分销成本	-1,501,200	-2,963,736	-3,162,715	-2,859,701	-3,311,533	Non-GAAP经营利润率 (%)	-3%	-25%	-8%	1%	2%
研发费用	-462,043	-648,063	-729,857	-786,418	-827,883						
行政开支	-356,369	-668,673	-729,857	-750,671	-869,277	EBITDA 利率 (%)	-3%	-25%	-8%	1%	2%
经营溢利	-149,006	-1,181,833	-547,393	35,746	124,182	净利率 (%)	0%	-23%	-7%	2%	3%
Non-GAAP经营利润	-90,653	-1,121,613	-505,061	85,505	196,208	Non-GAAP净利润率	2%	-22%	-6%	3%	4%
利息及投资理财收入	107,059	95,686	67,373	69,476	71,685						
其他收入	54,471	45,825	90,000	50,000	50,000	营运表现					
所得税	-10,657	-8,632	-8,632	-12,085	-30,212	SG&A/收入(%)	78%	94%	76%	62%	61%
股东净利润	-7,298	-1,048,954	-398,652	143,138	215,655	实际税率 (%)	85%	-1%	-2%	8%	12%
Non-GAAP股东净利润	51,055	-988,734	-349,995	200,332	298,444	股息支付率 (%)	0%	0%	0%	0%	0%
折旧及摊销	50,732	60,985	54,017	55,888	57,624						
EBITDA	-98,274	-1,120,848	-493,376	91,634	181,806						
Non-GAAP EBITDA	-39,921	-1,060,628	-451,044	141,393	253,832	财务状况					
增长						资产负债比率	43%	67%	74%	73%	72%
总收入 (%)	19%	54%	34%	18%	16%	流动比率	182%	112%	97%	99%	101%
EBITDA (%)	100%	1041%	-56%	-119%	98%	ROA	0%	-18%	-7%	2%	3%
净利润 (%)	-155%	14273%	-62%	-136%	51%	ROE	0%	-54%	-25%	8%	10%
资产负债表 〈元〉〈千〉, 财务年度截至〈12月31日〉					现金流量表 〈元〉〈千〉, 财务年度截至〈12月31日〉						
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
现金及等价物	636,052	1,321,118	472,814	547,545	923,650	税前盈利	12,524	-1,040,322	-390,020	155,222	245,867
短期投资	2,253,910	1,845,242	1,845,242	1,845,242	1,845,242	折旧及摊销	50,732	60,985	54,017	55,888	57,624
预付款项及其他流动资产	638,248	36,401	802,843	1,086,686	1,258,383	股权支付费用	58,353	53,217	48,657	57,194	82,788
总流动资产	3,586,707	3,639,812	3,702,912	4,162,682	4,817,606	递延收入	278,288	848,272	438,737	283,190	286,346
物业及设备	533,531	670,237	696,220	720,332	742,708	营运资金变化	-28,982	345,150	-911,063	-384,679	-186,308
长期投资	1,029,632	922,740	922,740	922,740	922,740	其他	-17,218	-9,295	-8,632	-12,085	-30,212
其他固定资产	263,439	595,288	705,175	837,039	995,277	营运现金流	353,697	258,007	-768,304	154,730	456,106
固定资产	1,826,602	2,188,265	2,324,135	2,480,112	2,660,725	资本开支	-40,800	-178,219	-80,000	-80,000	-80,000
总资产	5,413,309	5,828,077	6,027,047	6,642,794	7,478,331	购买短期投资	720,515	755,019	-	-	-
应计费用及其他流动资产	859,804	1,393,507	1,503,734	1,635,960	1,886,708	购买长期投资	-1,113,179	-170,860	-	-	-
递延收益	1,113,480	1,867,096	2,305,833	2,589,023	2,875,369	投资活动现金流	-423,978	620,821	-80,000	-80,000	-80,000
总短期负债	1,973,284	3,260,603	3,809,568	4,224,983	4,762,077	融资活动现金流	-90,480	-205,301	-	-	-
递延收益	124,141	218,797	218,797	218,797	218,797						
总负债	2,307,044	3,894,613	4,443,578	4,858,993	5,396,087	现金变化	-160,761	673,527	-848,304	74,730	376,106
股东权益	3,106,265	1,933,464	1,583,469	1,783,801	2,082,244	期初持有现金	819,933	669,953	1,326,340	478,036	552,767
						期末持有现金	669,953	1,326,340	478,036	552,767	928,872

资料来源：公司资料，第一上海预测

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。