

【广发传媒&海外】有道 (DAO)

AI 赋能提质，学习服务+营销双轮驱动

核心观点：

- **有道发布未经审计的 25Q4 及 25A 业绩：**（1）25Q4 公司收入 15.65 亿元，yoy+16.79%；归母净利润 4824.6 万元，yoy-42%；nongaap 归母净利润 5874.6 万元，yoy-36%。25A 公司收入 59.09 亿元，同比增长 5.0%；归母净利润 1.07 亿元，同比增长 30.57%；nongaap 归母净利润 1.62 亿元，同比增长 54.69%。25 年公司经营现金流回正，并持续保持单季度经调口径盈利。（2）25A 销售费用 16.84 亿元，费率 28.50%，yoy-4.78pct；研发费用 5.14 亿元，费率 8.70%，yoy-0.90pct；行政管理费用 1.97 亿元，费率 3.33%，同比基本持平。
- **AI 全面提升服务质量，在线营销增长亮眼。**（1）学习服务：25Q4 收入 7.27 亿元，yoy+17.74%，毛利率 62.53%，yoy+2.52pct；25A 收入 26.31 亿元，yoy-4.2%，毛利率 60.23%，yoy-1.18pct。核心产品有道领世续报率超 75%，同比提升约 5pct。AI 订阅服务在 25 年实现销售额近 4 亿元，同比增长超 50%，其中 Q4 销售额超 1 亿元，创历史新高。（2）在线营销：25Q4 收入 6.61 亿元，yoy+37.21%，毛利率 27.75%，yoy-6.42pct；25A 收入 25.39 亿元，占比提升至 43%，yoy+28.55%，毛利率 27.15%，yoy-8.87pct。AI 提升了营销素材工具与投放平台能力，25 年海外 KOL 与游戏行业收入同比增长 50%+。（3）智能硬件：25Q4 收入 1.77 亿元，yoy-26.58%，毛利率 38.09%，yoy-5.80pct；25A 收入 7.40 亿元，yoy-18.15%，毛利率 46.40%，yoy+7.66pct，主因精简了硬件产品 SKU，聚焦高毛利产品。（4）持续推进 AI 战略，2026 年 2 月官宣开源 LobsterAI 全场景个人助理 Agent，具备执行自主跨应用执行复杂任务能力，用户可本地部署。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计 2026-2027 年公司的营业收入为 65.27/72.79 亿元，归母净利润为 1.87/2.74 亿元，Non-GAAP 归母净利润为 2.22/3.08 亿元。参照可比公司的估值水平，我们给予有道 2026 年 50 倍的 PE 估值，对应公司的合理价值为 13.38 美元/ADS，维持“买入”评级。
- **风险提示。**监管政策变化；行业竞争加剧；AI 应用发展不及预期。

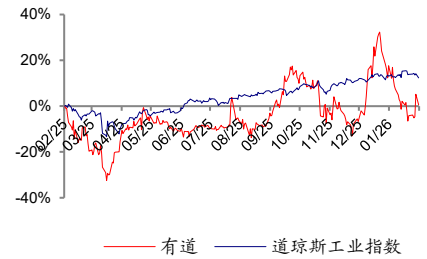
盈利预测：（注：归母净利润、EPS、ROE 为 Non-GAAP 口径）

| 货币单位：人民币 | 2023A | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E |
|-------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 5389 | 5626 | 5909 | 6527 | 7279 |
| 增长率（%） | 7.5% | 4.4% | 5.0% | 10.5% | 11.5% |
| EBITDA（百万元） | -437 | 178 | 253 | 315 | 412 |
| 归母净利润（百万元） | -475 | 105 | 162 | 222 | 308 |
| EPS（元/股） | -3.98 | 0.88 | 1.36 | 1.86 | 2.58 |
| 市盈率（P/E） | - | 77.11 | 49.85 | 36.39 | 26.21 |
| ROE | 21.7% | -4.9% | -8.2% | -12.8% | -21.8% |

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

| 公司评级 | 买入 |
|------|------------|
| 当前价格 | 9.74 美元 |
| 合理价值 | 13.38 美元 |
| 前次评级 | 买入 |
| 报告日期 | 2026-02-24 |

相对市场表现



分析师：

旷实



SAC 执证号：S0260517030002



SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师：

廖志国



SAC 执证号：S0260525060001



021-38003665



liaozhiguo@gf.com.cn

请注意，廖志国并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

【广发传媒&海外】有道 2025-02-24
(DAO)：首次实现全年盈利，推进“AI 原生”战略

（本报告除非特别说明，货币单位均为人民币；美元兑人民币汇率为 6.9）

联系人：黄静仪

huangjingyi@gf.com.cn

资产负债表

单位: 百万元人民币

| 至 12 月 31 日 | 2023A | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 1300 | 1487 | 1723 | 2172 | 2743 |
| 货币资金 | 455 | 593 | 440 | 787 | 1238 |
| 限制性现金 | 0 | 4 | 2 | 2 | 2 |
| 短期投资 | 72 | 63 | 298 | 298 | 298 |
| 应收账款 | 354 | 419 | 381 | 421 | 470 |
| 存货 | 217 | 175 | 141 | 155 | 171 |
| 预付及其他流动资产 | 202 | 234 | 460 | 509 | 565 |
| 非流动资产 | 366 | 328 | 253 | 252 | 247 |
| 物业、设备和软件 | 71 | 47 | 45 | 37 | 35 |
| 经营租赁使用权资产 | 89 | 68 | 47 | 54 | 52 |
| 长期投资 | 51 | 72 | 20 | 20 | 20 |
| 商誉 | 110 | 110 | 110 | 110 | 110 |
| 其他非流动资产 | 45 | 30 | 31 | 31 | 31 |
| 资产总计 | 1666 | 1814 | 1975 | 2425 | 2991 |
| 流动负债 | 3099 | 2947 | 2935 | 3148 | 3390 |
| 应付账款 | 159 | 145 | 110 | 121 | 134 |
| 应付职工薪酬 | 283 | 265 | 295 | 324 | 357 |
| 合约负债 | 1053 | 961 | 848 | 936 | 1044 |
| 应交税费 | 53 | 38 | 44 | 48 | 54 |
| 应计及其他应付款项 | 674 | 661 | 761 | 840 | 923 |
| 短期贷款-关联方 | 878 | 878 | 878 | 878 | 878 |
| 非流动负债 | 696 | 957 | 974 | 976 | 976 |
| 长期租赁负债 | 49 | 26 | 19 | 21 | 20 |
| 长期贷款-关联方 | 630 | 913 | 927 | 927 | 927 |
| 其他非流动负债 | 16 | 18 | 29 | 29 | 29 |
| 负债合计 | 3795 | 3904 | 3909 | 4124 | 4366 |
| 夹层股权 | 38 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | -2167 | -2089 | -1934 | -1699 | -1375 |
| 归属母公司股东权益 | -2187 | -2140 | -1974 | -1739 | -1415 |
| 少数股东权益 | 20 | 51 | 40 | 40 | 40 |
| 负债、夹层股权和股东权益 | 1666 | 1814 | 1975 | 2425 | 2991 |

利润表

单位: 百万元人民币

| 至 12 月 31 日 | 2023A | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业收入 | 5389 | 5626 | 5909 | 6527 | 7279 |
| 营业成本 | 2622 | 2877 | 3292 | 3636 | 3996 |
| 销售费用 | 2268 | 1873 | 1684 | 1828 | 2038 |
| 研发费用 | 743 | 540 | 514 | 561 | 619 |
| 管理费用 | 222 | 187 | 197 | 218 | 243 |
| 财务费用 | 61 | 69 | 61 | 78 | 77 |
| 其他收入 | -12 | 2 | -47 | 14 | 16 |
| 除税前溢利 | -539 | 81 | 114 | 220 | 322 |
| 所得税 | 11 | 6 | 17 | 33 | 48 |
| 净利润: 终止经营业务 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润 | -550 | 75 | 97 | 187 | 274 |
| 少数股东损益 | 0 | -7 | -10 | 0 | 0 |
| 归母净利润 | -550 | 82 | 107 | 187 | 274 |
| Non-GAAP 归母净利润 | -475 | 105 | 162 | 222 | 308 |

现金流量表

单位: 百万元人民币

| 至 12 月 31 日 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------------|------------|-------------|------------|-------------|
| 经营活动现金流 | -438 | -68 | 47 | 357 | 461 |
| 净利润 | -550 | 75 | 97 | 187 | 274 |
| 折旧摊销 | 30 | 29 | 31 | 30 | 29 |
| 营运资金变动 | -15 | -231 | -142 | 105 | 124 |
| 终止经营活动 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其它 | 97 | 59 | 60 | 35 | 35 |
| 投资活动现金流 | 126 | -14 | -218 | -10 | -10 |
| 资本支出 | -25 | -31 | 17 | -10 | -10 |
| 投资变动 | 160 | 10 | -235 | 0 | 0 |
| 终止经营活动 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -9 | 7 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | -19 | 229 | 14 | 0 | 0 |
| 股权融资 | -128 | -62 | 0 | 0 | 0 |
| 网易集团注资 | 99 | 488 | 14 | 0 | 0 |
| 其他 | 9 | -197 | 0 | 0 | 0 |
| 现金净增加额 | -330 | 145 | -158 | 347 | 451 |
| 期初现金余额 | 784 | 455 | 599 | 442 | 789 |
| 期末现金余额 | 455 | 599 | 442 | 789 | 1240 |

主要财务比率

| 至 12 月 31 日 | 2023A | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力(%) | | | | | |
| 营业收入 | 8% | 4% | 5% | 10% | 12% |
| 归母净利润 | - | - | 31% | 75% | 46% |
| 获利能力(%) | | | | | |
| 毛利率 | 51% | 49% | 44% | 44% | 45% |
| Non-GAAP 净利率 | -9% | 2% | 3% | 3% | 4% |
| Non-GAAP ROE | 22% | -5% | -8% | -13% | -22% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 228% | 215% | 198% | 170% | 146% |
| 流动比率 | 0.42 | 0.50 | 0.59 | 0.69 | 0.81 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 2.73 | 3.23 | 3.12 | 2.97 | 2.69 |
| 应收账款周转率 | 14.20 | 14.56 | 14.77 | 16.27 | 16.34 |
| 每股指标(元/股) | | | | | |
| Non-GAAP 每股收益 | -4.0 | 0.9 | 1.4 | 1.9 | 2.6 |
| 每股经营现金流 | -3.7 | -0.6 | 0.4 | 3.0 | 3.9 |
| 每股净资产 | -18.3 | -17.9 | -16.5 | -14.5 | -11.8 |
| 估值比率 | | | | | |
| NonGAAP PE | - | 77.11 | 49.85 | 36.39 | 26.21 |
| P/B | - | - | - | - | - |
| P/S | 1.50 | 1.44 | 1.37 | 1.24 | 1.11 |
| EV/EBITDA | - | 42.13 | 30.24 | 23.19 | 16.59 |

广发传媒与互联网行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 廖志国：联席首席分析师，硕士，毕业于莫纳什大学，2025年6月加入广发证券，曾任职于华创证券研究所，4年证券行业研究经验。
- 周喆：资深分析师，香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 章驰：资深分析师，硕士，毕业于北京大学，2023年8月加入广发证券发展研究中心。
- 罗悦纯：资深分析师，硕士，毕业于中南财经政法大学，2024年加入广发证券发展研究中心。
- 宾特丽亚：高级分析师，硕士，毕业于清华大学，2026年加入广发证券，曾任职于光大证券，2年证券行业研究经验。
- 黄静仪：高级研究员，华东师范大学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

| | 广州市 | 深圳市 | 北京市 | 上海市 | 香港 |
|------|-------------------------------|---------------------------------|-------------------------|----------------------------------|-----------------------|
| 地址 | 广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼 | 深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层 | 北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层 | 上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼 | 香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼 |
| 邮政编码 | 510627 | 518026 | 100045 | 200120 | - |
| 客服邮箱 | gfbzqyf@gf.com.cn | | | | |

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。