

买入

2026 年 3 月 12 日

收入延续稳健增长，AI + 线下双轮驱动盈利改善

➤ **FY25Q4 业绩概览：**截至 25 年 12 月 31 日，FY25Q4 公司收入同比+21.4% 至 16.85 亿元人民币（下同），略超此前指引上限 16.48 亿元；Non-GAAP 经营亏损 1.11 亿元，去年同期经营亏损 1.49 亿元，环比收窄 19%；Non-GAAP 净亏损为 0.77 亿元，去年同期为亏损 1.24 亿元；公司按可比口径现金收款同比增长 19.1%，达 21.6 亿元。截至 FY25Q4，公司在现金及等价物为 39.7 亿元，无有息负债。

➤ **教育业务保持稳健增长，利润率持续扩张：**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，其中非学科培训业务保持强劲增长势头，收入同比+45%以上，可比口径现金收款同比+30%，在线业务在读扩大，产品竞争力提升，利润率持续扩张，全年实现中等个位数的利润率，续保率本季度超过 75%。传统学习服务收入全年同比+15%，在线大班，一对一业务盈利水平同比提升。成人及大学生业务收入占总收入约 15%，现金收款同比增长 15%，2025 年全年在线业务实现盈利。

➤ **FY26Q1 收入增速预期受行课节奏影响：**根据公告及业绩会，公司预期 FY26Q1 收入增速达 5.7%-7.0%，约 15.78-15.98 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。因此，我们也预计 2026 年 Q2 也将回归双位数增长。此前，公司预期 FY26 营业收入将实现 15%的同比增长。

➤ **目标价 4.0 美元，买入评级：**2025 年，公司系统性优化产品组合与渠道结构，收入质量持续提升。坚定推进 AI + 教育深度融合，以 AI 为底座、学习解决方案为核心价值、数字化为运营支撑，大幅提升教育产品与全链路运营效率。经过多年聚焦投入与打磨，已形成清晰的阶段化增长路线图：核心业务稳健增长，在读人数提升、单元经济优化、盈利持续改善，成为利润扩张的基本盘战略新业务起量，展现向上动能，成为规模扩张与盈利增长的新引擎。2026 年，公司将更聚焦用户体验与学习效果，从规模驱动转向效率驱动增长。已连续 5 个季度实现经营杠杆，持续提升利润水平。在获客方面，通过 AI 驱动能力与动态资源配置机制，获客效率显著提升。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 4.0 美元，较昨日收市价有 87.7%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

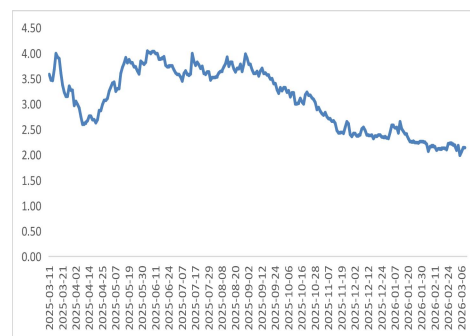
主要资料

行业	教育
股价	2.13 美元
目标价	4.00 美元 (+87.7%)
股票代码	GOTU.US
已发行股	1.63 亿股/2.45 亿 ADS
总市值	5.8 亿美元
52 周高/低	4.56/1.97 美元
每股净资产	0.76 美元/ADS
主要股东	陈向东（49.01%）

表：盈利摘要

截止12月31日财政年度	2024年实际	2025年实际	2026年预测	2027年预测	2028年预测
收入（百万元）	4,554	6,147	6,996	7,982	8,972
变动（%）	53.8%	35.0%	13.8%	14.1%	12.4%
经营利润（百万元）	(1182)	(503)	(105)	40	72
变动（%）	693.1%	-57.4%	-79.1%	-138.0%	79.9%
Non-GAAP经营利润（百万元）	(1122)	(460)	(56)	109	150
净利润（百万元）	(1049)	(323)	(28)	104	114
变动（%）	14273.2%	-69.2%	-91.5%	-476.2%	9.6%
Non-GAAP净利润（百万元）	-989	-274	28	184	203
每ADS收益（元）	(4.08)	(1.32)	(0.11)	0.42	0.45
市盈率@2.13\$（倍）	(3.6)	(11.1)	(131.4)	35.3	32.5
PS@2.13\$（倍）	0.9	0.7	0.6	0.5	0.4

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


资料来源：彭博

主要财务报表

损益表						财务分析					
<元> <千>, 财务年度截至<12月31日>						<元> <千>, 财务年度截至<12月31日>					
	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测		2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
收入	4,553,556	6,146,772	6,995,997	7,981,951	8,972,291	盈利能力					
毛利	3,098,639	4,145,079	4,757,278	5,427,727	6,101,158	毛利率 (%)	68%	67%	68%	68%	68%
销售及分销成本	-2,963,736	-3,289,064	-3,288,119	-3,751,517	-4,216,977	Non-GAAP经营利润率 (%)	-25%	-7%	-1%	1%	2%
研发费用	-648,063	-626,947	-734,580	-798,195	-897,229						
行政開支	-668,673	-732,234	-839,520	-838,105	-915,174	EBITDA 利率 (%)	-25%	-7%	0%	1%	2%
经营溢利	-1,181,833	-503,166	-104,940	39,910	71,778	净利率 (%)	-23%	-5%	0%	1%	1%
Non-GAAP经营利润	-1,121,613	-460,384	-56,248	109,353	149,837	Non-GAAP净利润率	-22%	-4%	0%	2%	2%
利息及投资理财收入	95,686	73,984	75,980	79,779	83,768						
其他收入	45,825	101,764	10,000	10,000	10,000	营运表现					
所得税	-8,632	4,111	-8,632	-25,896	-51,792	SG&A/收入(%)	94%	76%	70%	68%	67%
股东净利润	-1,048,954	-323,307	-27,592	103,793	113,754	实际税率 (%)	-1%	1%	-46%	20%	31%
Non-GAAP股东净利润	-988,734	-274,133	28,376	183,612	203,477	股息支付率 (%)	0%	0%	0%	0%	0%
折旧及摊销	60,985	51,721	78,418	78,531	78,637						
EBITDA	-1,120,848	-451,445	-26,522	118,441	150,416						
Non-GAAP EBITDA	-1,060,628	-408,663	22,170	187,884	228,474	财务状况					
增长						资产负债比率	67%	80%	81%	80%	79%
总收入 (%)	54%	35%	14%	14%	12%	流动比率	112%	94%	93%	94%	96%
EBITDA (%)	1041%	-60%	-94%	-547%	27%	ROA	-18%	-5%	0%	1%	1%
净利润 (%)	14273%	-69%	-91%	-476%	10%	ROE	-54%	-26%	-2%	7%	7%

资产负债表						现金流量表					
<元> <千>, 财务年度截至<12月31日>						<元> <千>, 财务年度截至<12月31日>					
	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测		2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
现金及等价物	1,321,118	596,195	806,903	1,271,153	1,758,519	税前盈利	-1,040,322	-327,418	-18,960	129,689	165,546
短期投资	1,845,242	2,708,788	2,708,788	2,708,788	2,708,788	折旧及摊销	60,985	51,721	78,418	78,531	78,637
预付款项及其他流动资产	36,401	54,950	61,457	70,118	78,818	股权支付费用	53,217	49,174	55,968	79,820	89,723
总流动资产	3,639,812	3,980,540	4,267,494	4,821,373	5,398,766	递延收入	848,272	480,049	221,401	247,688	239,570
物业及设备	670,237	1,009,132	1,010,714	1,012,183	1,013,546	营运资金变化	345,150	337,155	-37,487	34,418	45,682
长期投资	922,740	551,641	551,641	551,641	551,641	其他	-9,295	-174,582	-8,632	-25,896	-51,792
其他固定投资	595,288	658,373	763,554	889,771	1,041,231	营运现金流	258,007	416,100	290,708	544,250	567,366
固定资产	2,188,265	2,219,146	2,325,909	2,453,595	2,606,418	资本开支	-178,219	-48,117	-80,000	-80,000	-80,000
总资产	5,828,077	6,199,686	6,593,404	7,274,968	8,005,184	购买短期投资	755,019	-863,546	-	-	-
应计费用及其他流动资产	1,393,507	1,956,165	2,100,105	2,350,369	2,637,539	购买长期投资	-170,860	371,099	-	-	-
递延收益	1,867,096	2,289,322	2,510,723	2,758,411	2,997,981	投资活动现金流	620,821	/	-80,000	-80,000	-80,000
总短期负债	3,260,603	4,245,487	4,610,829	5,108,780	5,635,520	融资活动现金流	-205,301	/	-	-	-
递延收益	218,797	276,620	276,620	276,620	276,620						
总负债	3,894,613	4,945,941	5,311,283	5,809,234	6,335,974	现金变化	673,527	-730,145	210,708	464,250	487,366
股东权益	1,933,464	1,253,745	1,282,121	1,465,733	1,669,210	期初持有现金	669,953	1,326,340	596,195	806,903	1,271,153
						期末持有现金	1,326,340	596,195	806,903	1,271,153	1,758,519

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。