

专注在线大班，精细化运营造就盈利能力

跟谁学 (GSX.N) 首次覆盖

核心结论

在线教育市场分散，集中度提升空间大。2017年国内在线教育CR5仅为1.68%，大学在线培训CR5较高，为17.5%，由于低龄学生教育线上化发展速度较慢，我们认为学前和K12在线教育集中程度依然处于极低的水平。在线教育突破了教师产能瓶颈以及区域划分的限制，便于龙头进行业务扩张，同时该模式天然隔绝中小企业进入，我们认为K12在线辅导市场集中度未来将超过线下。

大班看获客成本，小班看师训实力。我们分别对在线双师大班和在线小班建立财务模型并对关键变量进行敏感性分析。大班模式下，转化率低于25%、获客成本高于650元/人、正价续班率低于60%、暑期引流人数小于70万将无法实现盈亏平衡。现实情况下，头部机构转化率、续班率、引流量均可达到临界值，未来将是获客成本的比拼，拥有流量成本优势或以高留存率摊平获客成本的企业有望胜出。小班模式运营难度相对较大，盈利能力对班均人数和教师薪酬非常敏感，需要较强的师训体系以较低的成本批量培养老师。

O2O—2B—2C，经营数据领先竞争对手。公司为教育O2O平台起家，积累了机构资源后转为2B业务，后踏准风口进行在线大班教学业务。我们认为2B产品积累的技术优势以及流量基础、专注于在线大班教学的商业模式、精细化的运营，高标准的名师教研体系是公司上市以来营收利润高速增长，毛利率、销售费用率、用户增长速度等经营指标均好于竞争对手的关键所在。

首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计公司2020-2022年实现收入分别为60.74/104.78/163.11亿元，同比增长187%/72%/56%，实现归母净利润6.73/12.54/21.92亿元，同比增长197%/86%/75%，对应EPADS分别为2.71/5.04/8.81元，20/21/22年PE分别为109/58/33X。绝对估值法下目标价为54.13美元/股，对应2020PE为140X。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧、获客成本居高不下

核心数据

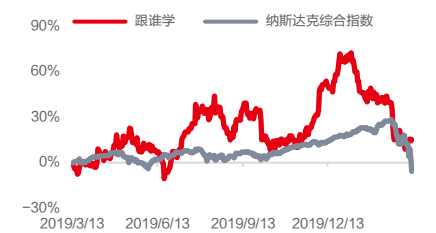
	2018	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	397	2115	6074	10478	16311
增长率	307%	432%	187%	72%	56%
归母净利润 (百万元)	20	227	673	1254	2192
增长率	N/A	1054%	197%	86%	75%
每股收益 (EPADS)	-0.21	0.90	2.71	5.04	8.81
市盈率 (P/E)	(1,406)	327	109	58	33
市净率 (P/B)	N/A	39	32	20	12

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的重要声明

公司评级	买入
股票代码	GSX.N
前次评级	买入
评级变动	维持
当前价格 (美元)	42.00

近一年股价走势



分析师

李艳丽 S0800518050001
021-38584239
liyanli@research.xbmail.com.cn

联系人

徐晴
xuqing1@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

投资要点	5
关键假设.....	5
区别于市场的观点.....	5
股价上涨催化剂	5
估值与目标价	5
K12 在线辅导核心指标概览	6
一、跟谁学：专注在线大班教学，19 年收入同增 432%.....	7
1.1 发展历程：O2O 与 2B 业务为 2C 业务的快速发展奠定了坚实基础	7
1.2 首个实现盈利的在线教育机构，2019 收入业绩大增	8
二、K12 在线教育：预计 19-22 市场规模 CAGR32%，线上大班模型更容易跑通	10
2.1 K12 在线教育渗透率较低，预计 2019-2022 年市场规模 CAGR32%	10
2.2 线上线下将长期共存，协同作用大于互相蚕食市场分额	11
2.3 引流成本高企是目前在线教育企业的痛点	12
2.4 竞争格局：市场分散，在线大班未来有望形成寡头垄断	14
2.5 在线大班是目前唯一实现盈利的模式.....	15
2.5.1 引流量、转化率、留存率、新客获客成本共同影响在线大班盈利规模	16
2.5.2 在线小班运营难度较大，强大的师训体系是关键	19
三、公司经营分析：商业模式和精细化运营使得经营数据领先对手	21
3.1 专注在线大班的商业模式带来高毛利.....	21
3.2. 精细化运营，免费公开课低成本拉新保障销售费用率相对较低	22
3.3 名师团体和联报促销促进付费用户高增长	24
3.4 未来看点：增强教师队伍稳定性，发力小学培训市场	25
四、盈利预测与投资建议	26
4.1 关键假设	26
4.2 盈利预测	26
4.3 绝对估值	26
风险提示	28
获客成本居高不下	28
忽略小班补习需求	28
扩张教师队伍期间毛利率承压	28
核心教师流失风险	28
行业竞争加剧	28
人员快速增加对公司管理造成压力	28

图表目录

图 1: 跟谁学核心指标概览图	6
图 2: 跟谁学发展历程	7
图 3: 目前跟谁学旗下产品	8
图 4: 跟谁学 2B 和 2C 产品互相引流	8
图 5: 跟谁学上市以来营收 (单位: 百万元) 保持高速增长	9
图 6: 跟谁学上市以来 non-GAAP 净利润 (单位: 万元) 2018Q4 扭亏为盈	9
图 7: 跟谁学 2019 年毛利率逐步上升	9
图 8: 跟谁学销售费用率上升明显, R&D 和 G&A 费用率下降	9
图 9: 跟谁学 2B 业务 (成蹊商学院和微师) 收入占比迅速减少	10
图 10: 跟谁学 K12 和外语、职业类培训业务保持高速增长	10
图 11: K12 在线教育渗透率处于较低水平且不断上升	10
图 12: 中国在线职业教育规模及渗透率高于 K12 在线教育	11
图 13: 中国在线语言培训规模及渗透率高于 K12 在线教育	11
图 14: 2019-2022 年 K12 在线教育复合增速 32%	11
图 15: K12 在线教育在 K12 辅导中的市场份额不断提升	11
图 16: 好未来培优线下收入增长并没有因为线上业务放缓	12
图 17: 好未来培优在线和网校收入快速增长	12
图 18: 裂变用户参与路径	13
图 19: 微信信息流	13
图 20: 抖音引流	13
图 21: 有道自有引流工具 MAU (单位: 百万) 便于公司引流	14
图 22: 作业帮自有引流工具	14
图 23: 在线教育分类	15
图 24: 新东方在线净利润 (单位: 万元) 为负	16
图 25: 跟谁学净利润 (单位: 万元) 扭亏后持续上升	16
图 26: 51talk 净利润 (单位: 万元) 为负, 有扭亏趋势	16
图 27: 流利说净利润 (单位: 万元) 为负	16
图 28: 在线教育财务模型	17
图 29: 不同低价班转化率对应的盈利规模 (单位: 亿元)	18
图 30: 不同引流人次 (单位: 万) 对应的盈利规模 (单位: 亿元)	18
图 31: 不同的留存率对应的盈利规模 (单位: 亿元)	19
图 32: 不同获客成本 (单位: 万) 对应的盈利规模 (单位: 亿元)	19
图 33: 不同班均人数对应的毛利率水平 (横轴: 班均人数)	20
图 34: 不同低价班转化率对应的毛利率水平 (横轴: 转化率) 差异显著	20
图 35: 不同课时费下的毛利率水平 (横轴: 课时费 (元/课时))	21

图 36: 不同低价课程价格下的毛利率水平 (横轴: 低价班价格 (元))	21
图 37: 跟谁学毛利率领先同业竞争对手 (最新一期财报数据)	21
图 38: 跟谁学班均人数快速上升 (单位: 人)	21
图 39: 跟谁学教师/学生人次远高于新东方和好未来	22
图 40: 跟谁学平均教师贡献收入明显高于行业其他企业	21
图 41: 跟谁学营销费用率低于竞争对手	23
图 42: 跟谁学平均获客成本 (营销费用/付费人次, 单位: 元) 有所上升	23
图 43: 学而思网校平均获客成本 (单位: 美元) 高于跟谁学	23
图 44: 51talk 平均获客成本 (单位: 元) 高于跟谁学	23
图 45: 免费直播课转化流程	23
图 46: 跟谁学付费人次 (单位: 万) 同比增速仍在提速	24
图 47: 学而思网校正价人次 (单位: 万) 高速增长, 但增速低于跟谁学	24
图 48: 51talk 活跃学生人数 (单位: 万人) 同比增速平缓	24
图 49: 跟谁学各学科招生人次占比 (截至 20190930)	25
图 50: 跟谁学小学收入占比提升	25
表 1: 引流方式优缺点	14
表 2: 在线大班模型核心假设	17
表 3: 中性假设下在线大班盈利测算过程	18
表 4: 在线小班模型核心假设	20
表 5: 在线小班单个教师模型盈利测算过程	20
表 6: 跟谁学收入预测核心假设	26
表 7: FCFF 估值法	27
表 8: FCFF 估值法敏感性分析 (单位: 美元)	27
表 9: 可比公司估值 (数据来自 bloomberg 一致预期, 收盘价选取时间: 2020 年 3 月 27 日, 采取汇率为 1USD=7 RMB)	27

投资要点

关键假设

- 1) 课程售价：公司在 2018 年和 2019 年对课程进行了提价，考虑到未来在线教育将在较长期处于抢夺市场的阶段，公司继续提价概率较小，但公司通过提升正价课程报名人数比例可以取得平均客单价的提升，我们预计公司 2020-2022 年的平均单价同比增速为 7%/6%/2%。
- 2) 付费课程报名人数：K12 业务主要靠报名人次拉动。公司专注在线大班教学，名师模式产能易扩张，有望获得超越行业平均的增长水平，市占率提升。我们预计公司 2020-2022 年 K12 报名人次同比增速依次为 200%/65%/55%。
- 3) 名师薪酬：名师是公司的核心资产，2018 年主讲教师薪酬占总成本的比重超过 60%。依照公司的薪酬管理原则，我们预计名师的平均工资将持续上升，但上升幅度将小于（学生/主讲老师）的增长幅度。我们预计 2020/2021/2022 年年末公司主讲教师数量为 499、594、941 名，平均工资同比增加 25%/13%/8%。我们测算公司 2020/2021/2022 毛利率分别提升 1.4/0.5/0.2pct。
- 4) 销售费用：公司 2019 年销售费用率为 49%，未来公司将进一步抢夺市场，在站外流量获取成本高昂的情况下，我们预计 2020-2022 年销售费用率将维持较高水平，分别为 49%/47%/47%。

区别于市场的观点

市场认为，公司的名师模式具有不稳定性，对名师依赖程度高。我们认为，跟谁学给予讲师的薪酬远高于行业水平，2018 年讲师年薪中位数就达到 90 万元（人民币），全职讲师占比高，且与讲师签署排他协议，拥有 100%名师教研的知识产权，从而从薪水和法律效力上与名师进行了深度绑定。同时，公司正在不断培养优秀的年轻教师，已经有部分年轻教师具备带 1000 名以上学生的能力，在公司招生人次高速增长期间，TOP10 贡献收入占比在一年之间下降 10pct，说明公司的教师结构正在趋于均衡，且具有培育年轻教师的培训能力。

股价上涨催化剂

疫情期间在线学习成为 K12 学生的唯一选择，将从客观条件上加大对在线学习用户的培育，春夏招生超预期增长。

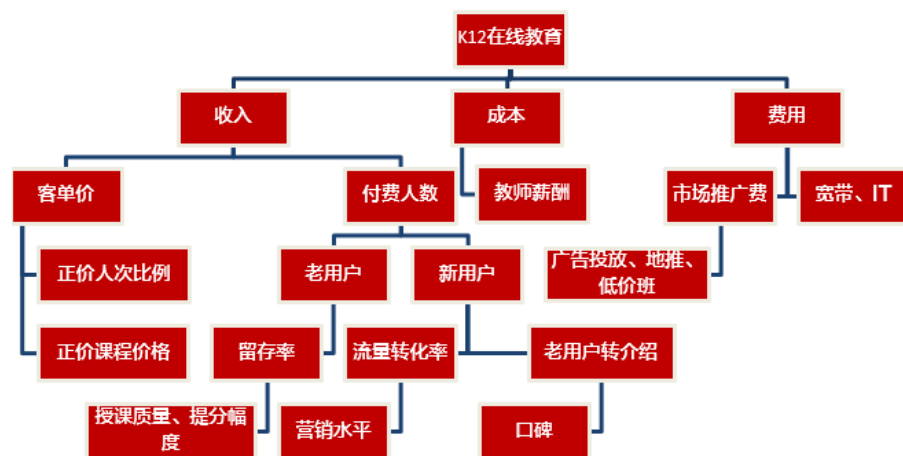
估值与目标价

我们预计公司 2020-2022 年实现收入分别为 60.74/104.78/163.11 亿元，同比增长 187%/72%/56%，实现归母净利润 6.73/12.54/21.92 亿元，同比增长 197%/86%/75%，对应 EPADS 分别为 2.71/5.04/8.81 元，20/21/22 年 PE 分别为 109/58/33X。绝对估值法下目标价为 54.13 美元/股，对应 2020PE 为 140X。首次覆盖，给予“买入”评级。

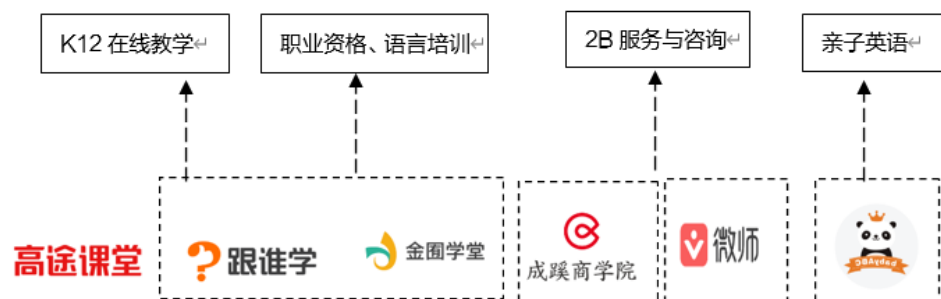
K12在线辅导核心指标概览

图 1：跟谁学核心指标概览图

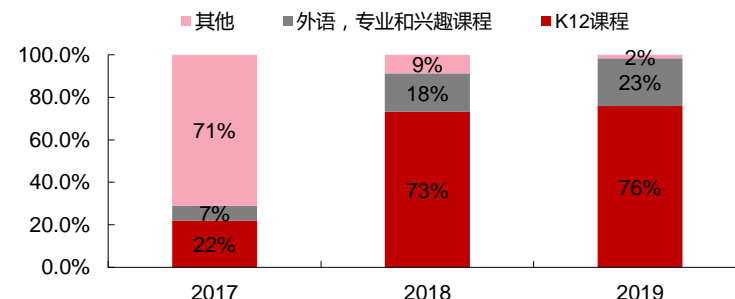
K12 在线教育行业核心指标拆解



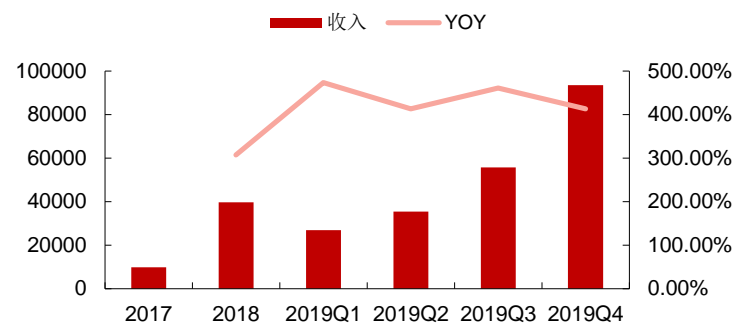
跟谁学主要产品梳理



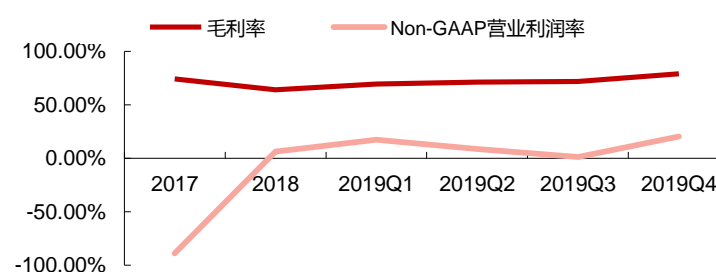
跟谁学各业务收入占比：K12 业务不断提升



跟谁学上市以来收入保持高速增长 (左轴单位: 万元)



跟谁学上市以来毛利率保持较高水平, 营业利润率受销售费用影响有所波动



资料来源：公司官网，西部证券研发中心

一、跟谁学：专注在线大班教学，19年收入同增432%

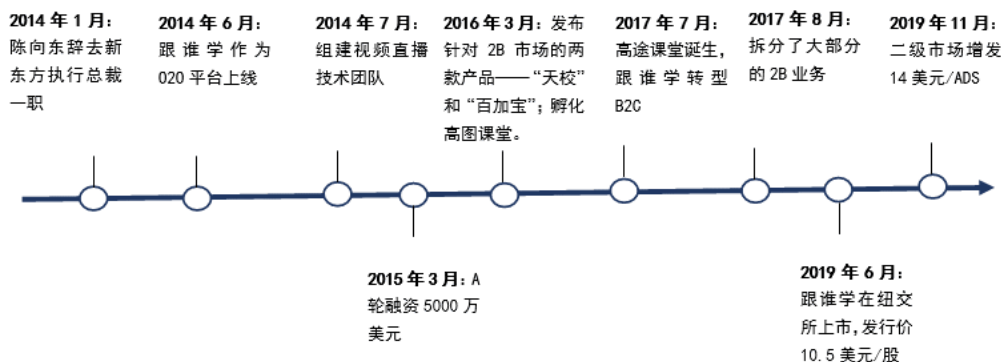
1.1 发展历程：O2O与2B业务为2C业务的快速发展奠定了坚实基础

2014-2016：O2O 业务起家，平台补贴缩减后，延伸至 2B 业务。2014 年 6 月跟谁学成立，期初为教育类 O2O 平台，以考试为核心帮助学生寻找老师，包括出国考试、K12 辅导、大学英语四六级、钢琴、声乐、街舞、绘画、武术等传统意义上的课程，同时也上线了修下水道、做 Excel 表格等偏技能性质的课程。此外，平台上也有一些机构入驻。2015 年教育 O2O 受到资本热捧，2015 年 3 月获 5000 万美元 A 轮融资后，跟谁学进一步扩充员工数量以及用平台补贴来拓展业务，2015 年下半年平台补贴吃紧，现金流紧张，跟谁学开始寻求新的发展道路，由于平台已经有大量机构入驻，跟谁学进而开发 2B 业务以加强变现。2B 产品如下：

- 1) 天校：赋能中小教育机构，通过对学员的全生命周期管理，优化中小教育培训机构从招生、排课、续班、课消、数据统计到财务结算的流程，提高机构的管理效率，降低运营成本；
- 2) 百家云：为中小教育机构提供全套视频解决方案，如双师课堂、网校系统、教育直播等；
- 3) U 盟分销：为中小教育机构和老师提供教育分销体系。

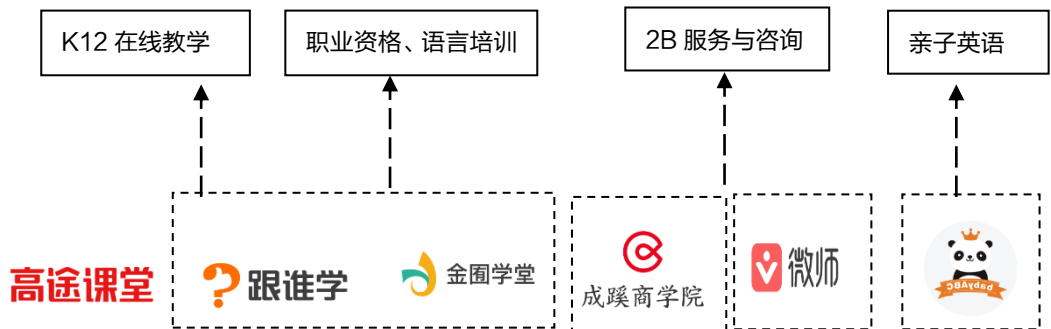
2017-至今：拆分 2B，专注 2C 在线大班教学。发展 2B 端产品的同时，跟谁学孵化了 2C 品牌高途课堂，从过往 O2O 平台遴选优质教师进行深度合作签约，主打 K12 在线辅导业务，于 2017 年 7 月正式上线，同期在读人数突破 10 万，坚定了公司专注 B2C 教育的决心。2017 年 8 月，公司对原有的 2B 业务进行了拆分，百家云和天校分别独立运营，U 盟分销则不再对外服务，成为跟谁学服务内部的流量运营产品。公司进一步对之前 O2O 平台的头部教师进行合作和签约，覆盖了 K12、金融考试、出国留学、学前英语等业务。成立微师这一个体教师、培训机构线上教学服务系统，迁移了原来 O2O 平台的流量。目前，公司旗下产品有跟谁学、高途课堂、金圈学堂、成蹊商学院、BabyABC、微师 6 个产品。高途课堂和跟谁学贡献绝大部分营收，均为在线大班教学模式。

图 2：跟谁学发展历程



资料来源：招股说明书，西部证券研发中心

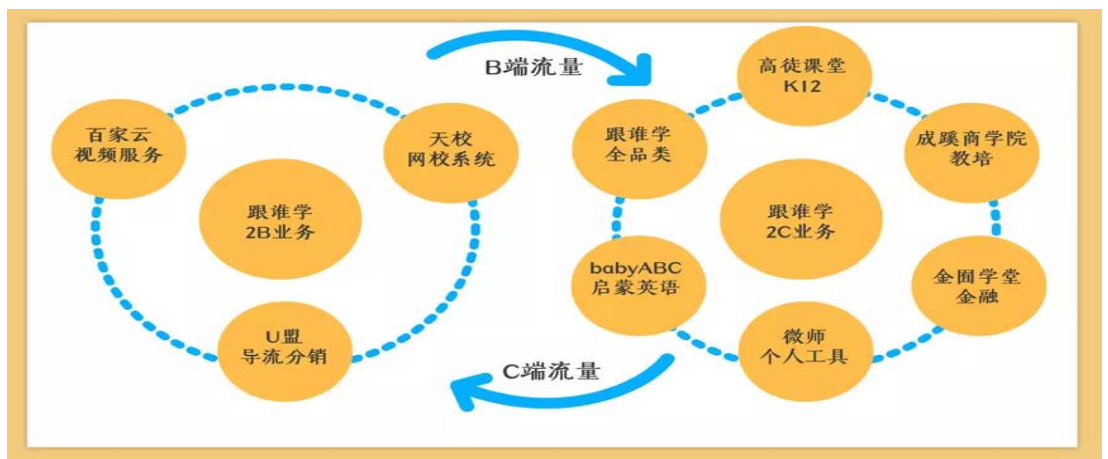
图 3：目前跟谁学旗下产品



资料来源：公司招股书，西部证券研发中心

2B 虽然剥离，但是为 2C 业务快速发展奠定了坚实的基础。我们认为，已经停止运营的 O2O 平台和 2B 业务为公司 2C 业务的发展在如下方面积累了比较优势：1) 赋予跟谁学大量可接触到优秀教师的资源。2015 年 6 月，跟谁学 O2O 平台上入驻教师突破 15 万，同时公司可以在后台数据中分析各位老师的教学表现，从而遴选出优秀教师，与其深度合作转化为自己旗下的名师。2) 领先的 IT 技术。2B 业务虽然目前已经作为独立运营的公司被拆分，但是跟谁学依然保留了之前的技术积累，使得其在直播教学处于技术较为领先的地位。3) 2B 与 2C 互相引流，使得公司引流不必只依靠外部投放，有望拉低获客成本。虽然 2B 业务不在上市公司体内，但两者的流量仍然可以共享，通过向 B 端提供工具赋能，进一步激发部分中小机构需要课程内容曝光的需求，进而部分流量导入 C 端产品线；通过向 C 端提供内容平台，部分有势能的老师和中小机构想进一步构建品牌影响力，激发他们需要工具提高效率的需求，进而部分流量导入 B 端产品线。

图 4：跟谁学 2B 和 2C 产品互相引流



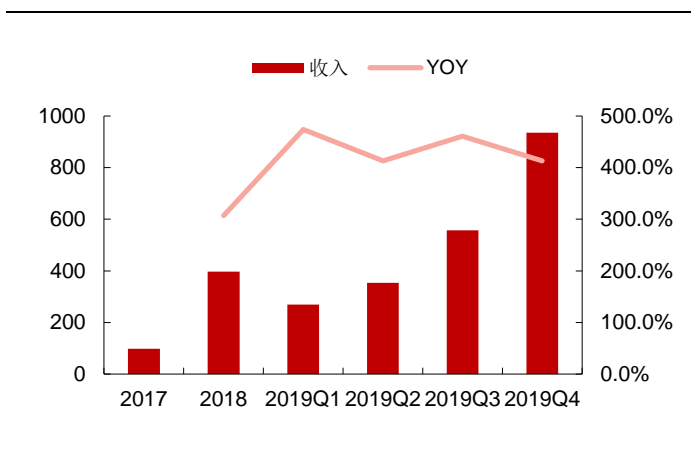
资料来源：招股说明书，西部证券研发中心

1.2 首个实现盈利的在线教育机构，2019 收入业绩大增

上市以来，公司营收、业绩均高速增长，毛利率稳步提升。跟谁学于 2019 年 6 月上市，2018 年 Q4 扭亏为盈，是第一个实现盈利的在线教育企业。2019 年全年实现营业收入 21.15 亿元，

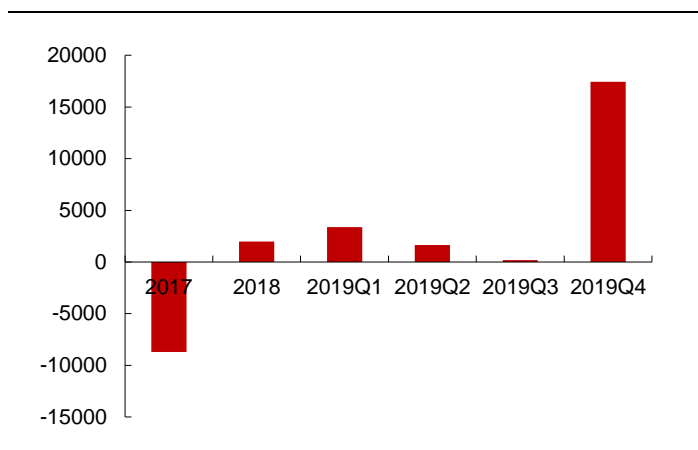
同比增长 427%，Non-GAAP 下净利润 2.87 亿元，同比增长 1021%。毛利率一直保持较高水平，2017 年下半年开始拆分 2B 业务，2018 年毛利率变动主要因为主营业务发生变化导致。2019 年 Q1-Q4 公司毛利率不断提升，Q4 毛利率达到 79%，主要原因为在线大班班均人数逐渐增多，规模效应不断显现。营业利润率在 2019 年 Q3 出现下滑，主要系公司加大广告投放力度导致营销费用率提升，研发和行政管理费用率持续下行。

图 5：跟谁学上市以来营收（单位：百万元）保持高速增长



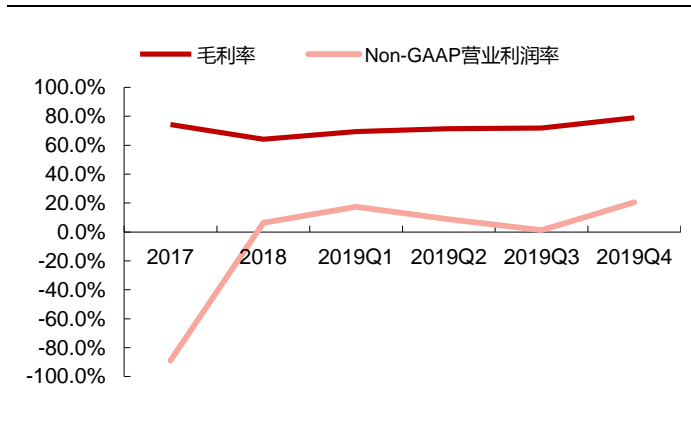
资料来源：公司财报，西部证券研发中心

图 6：跟谁学上市以来 non-GAAP 净利润（单位：万元）2018 扭亏为盈



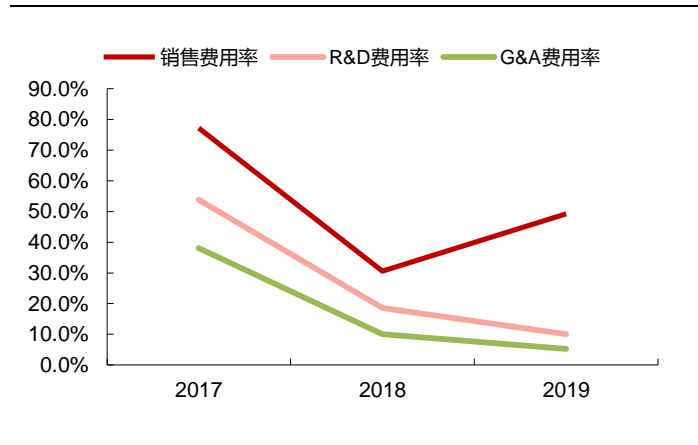
资料来源：公司财报，西部证券研发中心

图 7：跟谁学 2019 年毛利率逐步上升



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

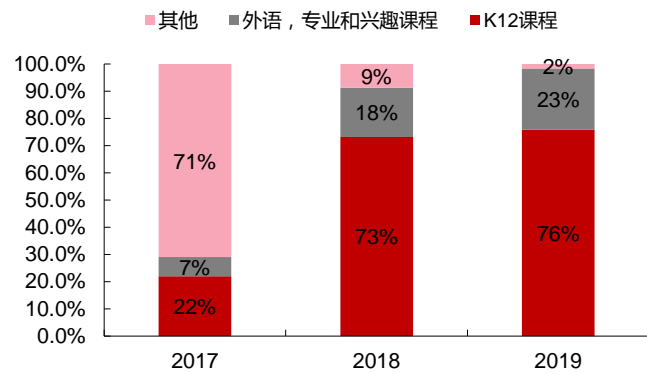
图 8：跟谁学销售费用率上升明显，R&D 和 G&A 费用率下降



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

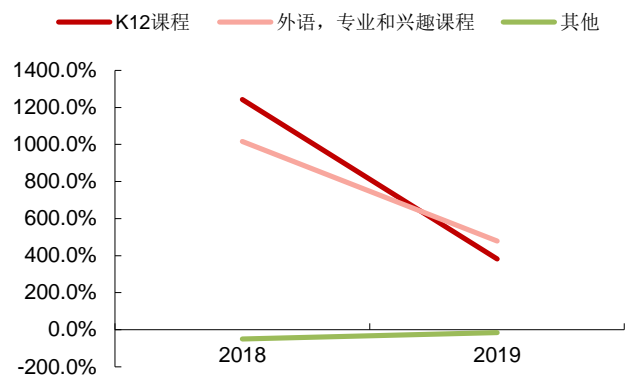
公司的主营业务有三块：1) K12 在线辅导；2) 外语、职业考试以及兴趣类课程；3) 其他服务（目前主要为 2B 业务成蹊商学院和微师）。2017 年将百家云和天校独立拆分后，2B 业务占营业收入的比重明显下滑，目前 K12 在线大班为公司主业，2019 年 K12 营业收入占总收入的比重为 76%，同比增长 382%。外语、职业考试、兴趣类课程收入在低基数下快速增长，2019 年同比增长 479%。其他业务收入 2019 年同比下滑。

图 9：跟谁学 2B 业务（成蹊商学院和微师）收入占比迅速减少



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

图 10：跟谁学 K12 和外语、职业类培训业务收入保持高速增长



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

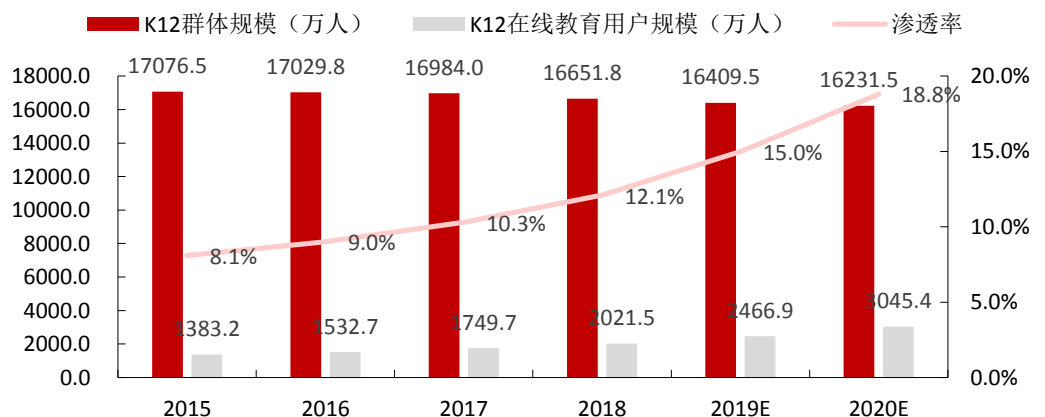
二、K12在线教育：预计19-22市场规模CAGR32%，线上大班模型更容易跑通

近年来 K12 在线教育高速发展，疫情期间更是引发广泛关注。我们认为，相对于其他在线教育类型，K12 在线教育渗透率还有很高的提升空间。由于家庭收入水平和学生的学习成绩都有多种分层，衍生出了多个细分市场，从商业模式的角度，我们认为线上大班更容易跑通模型，在线小班模型跑通相对来说难度更大。

2.1 K12在线教育渗透率较低，预计2019-2022年市场规模CAGR32%

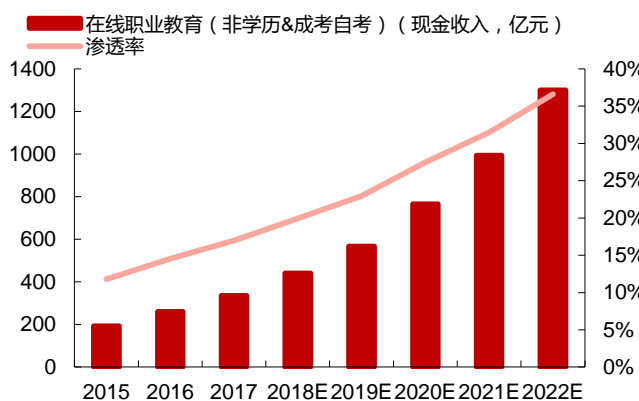
2018 年 K12 在线教育渗透率约 12%，相较于职业教育和语言培训，K12 辅导的线上教学渗透率还很低。这是 K12 受众特征导致的：1) K12 群体年龄小，自控力差，更需要面对面的监督和指导；2) K12 辅导相对语言考试和职业考试来说，持续的时间更长，消费者更倾向于面授的形式。我们认为 K12 辅导在线渗透率未来会持续提升，渗透率上升主要来自：1) 技术进步使得产品的参与度和互动性提升，体验上接近线下辅导，用户接受度提升；2) 低线城市参培率的提升；3) 线上辅导将拓展非核心学科的补习需求。

图 11：K12 在线教育渗透率处于较低水平且不断上升



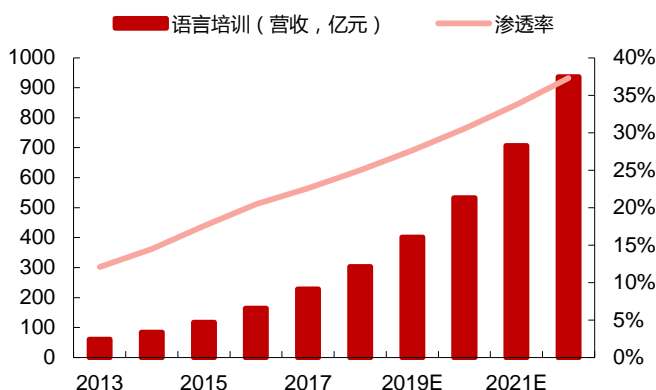
资料来源：艾瑞，西部证券研发中心

图 12: 中国在线职业教育规模及渗透率高于 K12 在线教育



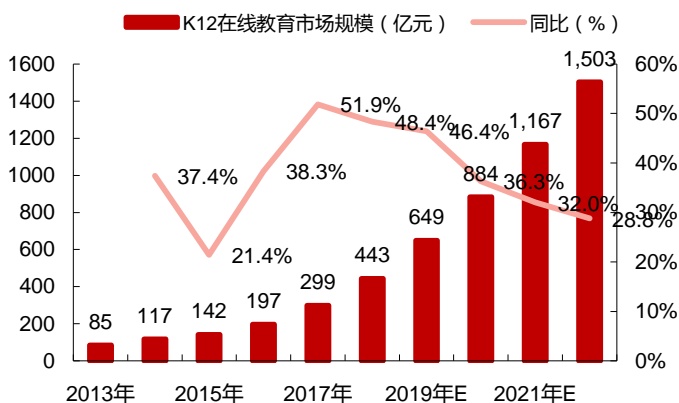
资料来源：艾瑞，西部证券研发中心

图 13: 中国在线语言培训规模及渗透率高于 K12 在线教育



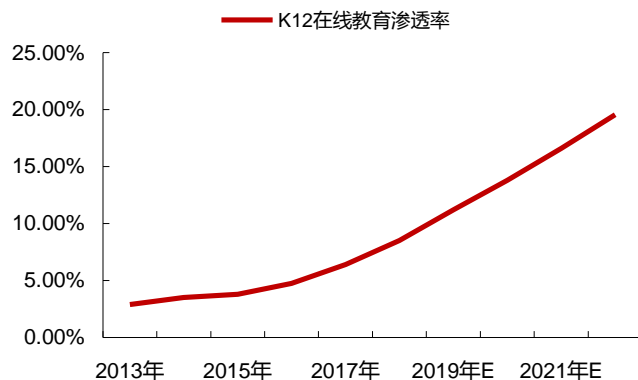
资料来源：费若斯特沙利文，西部证券研发中心

图 14: 2019-2022 年 K12 在线教育复合增速 32%



资料来源：艾瑞，西部证券研发中心

图 15: K12 在线教育在 K12 辅导中的市场份额不断提升



资料来源：艾瑞，西部证券研发中心

目前整体 K12 辅导参培率约 40%，与日韩等地区还有一定差距。我国 K12 辅导一二线城市参培率较高，我们认为未来参培率的提升主要依靠城镇化率以及低线城市参培率的提升。由于在线教育可以突破时间和空间的限制，打开一二线城市优秀师资的产能瓶颈，且由于大班的商业模式，在线教育在价格上更加优惠（例如：学而思网校的价格为培优线下价格的 5 折左右），我们认为在低线城市参培率提升的过程中大部分的市场份额可以被在线辅导获得。根据艾瑞咨询数据，到 2020 年，我国 K12 在线教育市场规模将占到 K12 辅导总市场规模的 20%，2019-2022 年 K12 在线教育复合增速 32%。

2.2 线上线下将长期共存，协同作用大于互相蚕食市场份额

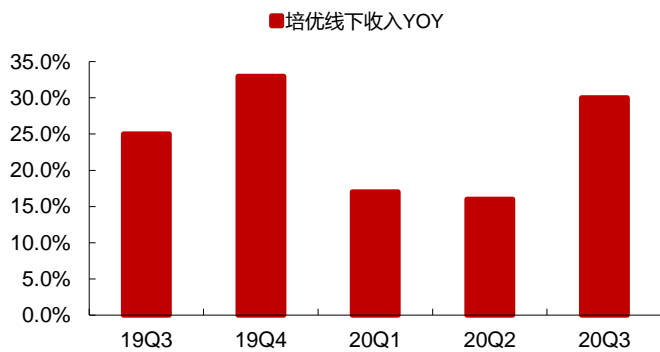
线上辅导和线下辅导各有利弊，会有一部分线下需求转移到线上，但长期内将共同存在。线下补习拥有最好的互动效果，同时老师近在眼前，也更能起到监督学习的作用，而计算机和平板本身带有娱乐属性，容易使学生分心，同时每个学生接受辅导的时间都是有限的，且教育辅导用户对试错风险极度厌恶，所以我们认为长期来看线下辅导这种传统的模式依然会占据 K12 课外辅导的大部分市场。但在线辅导在如下方面占有优势，可以转移部分线下的补习需求：1）可以让低线城市的学生接触到一线城市更加优质的教学资源；2）节省了往返补课班的时间成

本；3) 可以重复观看课程内容；4) 线上大班相比线下小班有价格优势，会吸引一部分价格敏感的用户。

目前 K12 辅导渗透率各地区差异较大，低线城市还有很大提升空间。目前城镇 K12 学生参培率约 40%，但地区之间参培率有比较大的差异。我们预计低线城市的参培率不足 30%，而低线城市有占据了大部分 K12 学生数量，因此 K12 在线辅导在低线城市还有巨大的挖掘前景。

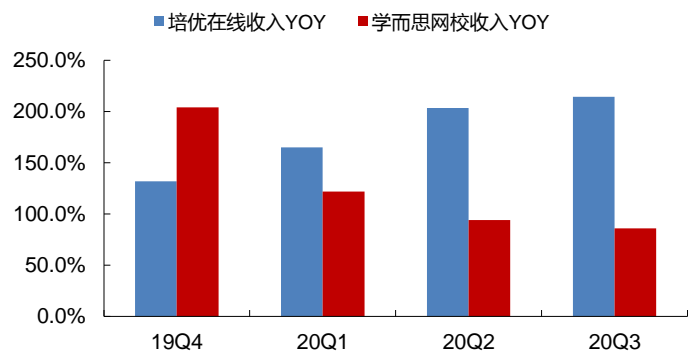
在线教育高速发展的同时，线下辅导龙头增速并没有放缓。参照好未来的历史数据，网校和培优在线高速发展的同时，培优线下依然保持稳健的增长，20Q3 培优线下收入同比增长 30%，与前两个季度相比增速提升。我们认为培优线下和学而思网校分别面对培优和培良的学生，受众不同，因此学而思网校与培优线下不存在互相争夺市场，培优与学而思网校分别使用不同的引流体系也说明了这一问题。培优线下和培优在线虽然受众都是培优学生，但培优在线更多的承载了培优线下学生跨学科培训的需求，用户在认可线下教学质量的前提下，会由于价格优惠考虑参加其他之前未参培学科的线上补习（线上线下教学内容相同，但是培优在线价格为线下价格的 7 成）。综上，我们认为短期内在线教育更多的是扩充用户群体以及满足现有用户补充学习的需求，且可以与线下共用教研体系，与线下的协同效应要远大于竟食效应。

图 16：好未来培优线下收入增长并没有因为线上业务放缓



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

图 17：好未来培优在线和网校收入快速增长



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

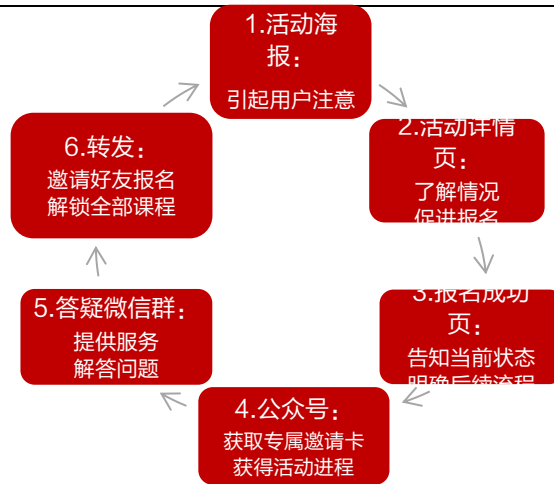
2.3 引流成本高企是目前在线教育企业的痛点

获客教育企业的核心问题，每年的获课高峰是暑期，各大机构纷纷推出低价促销课来吸引学员，在线教育由于没有线下网点，广告买量是常用的方法。

目前在线教育企业的主要引流方式可分为三种：1) 微信群裂变；2) 自有引流工具；3) 外部投放。

微信群裂变：微信群裂变是一种早期的引流形式，成本较低，且具有快速扩充流量池的效果，但近年来微信流量红利期已逐渐衰退，大规模引流的效果减弱，且由于加群没有成本，所以裂变群经常会带来非目标客户群体，降低流量质量，因此微信裂变以及公众号运营多作为公司维护已有流量池的手段，纳新效果有限。

图 18：裂变用户参与路径



资料来源：鲸媒体，西部证券研发中心

自有引流工具：部分在线教育企业旗下拥有众多 APP 来为彼此引流，多以免费的搜索功能的 APP 为主，例如：有道翻译、有道字典、小猿搜题、作业帮搜题等。这类 APP 内部嵌入直播在线课程的广告，为直播辅导课引流。自有引流工具相比站外引流更加精准，且边际成本较低，但需要较长的培育时间。

站外引流：站外引流就是买流量，是目前在线教育企业常用的引流方式，包括微博广告投放、朋友圈广告投放、抖音短视频、快手 KOL 引流等等。站外引流通常以点击量计费，可以做到较为精准的广告投放，只要花钱就可以获得大规模的引流效果，但因为头部平台资源有限，站外引流成本也就跟着水涨船高，单次点击量收费可达上百元，此后要进行点击—低价课—正价课的多重转化，正价报名获客成本可达数千元。在线教育企业在站外投放的链条上几乎不具备议价能力。

图 19：微信信息流



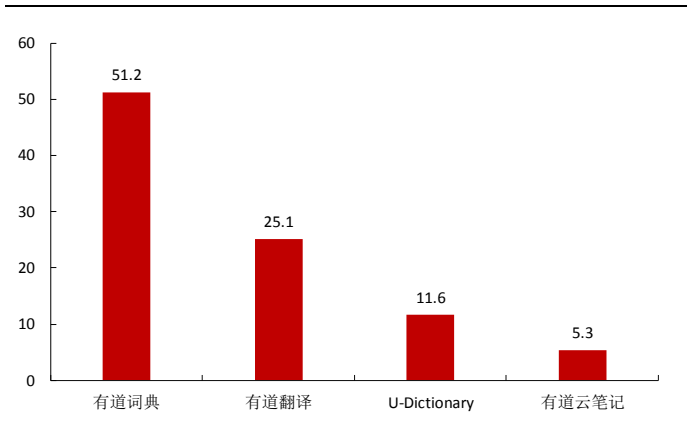
资料来源：朋友圈广告截图，西部证券研发中心

图 20：抖音引流



资料来源：抖音视频截图，西部证券研发中心

图 21: 有道自有引流工具 MAU (单位: 百万) 便于公司引流



资料来源: 公开资料整理, 西部证券研发中心

图 22: 作业帮自有引流工具



资料来源: 百度图片, 西部证券研发中心

表 1: 引流方式优缺点

	优点	缺点
群裂变	成本低	起量慢, 流量质量不高
自有引流工具	与外部投放相比, 成本较低	培育周期长
外部投放	能够做到较为精准的投放, 可以短时间内做到大规模引流	成本高, 且营销内容同质化

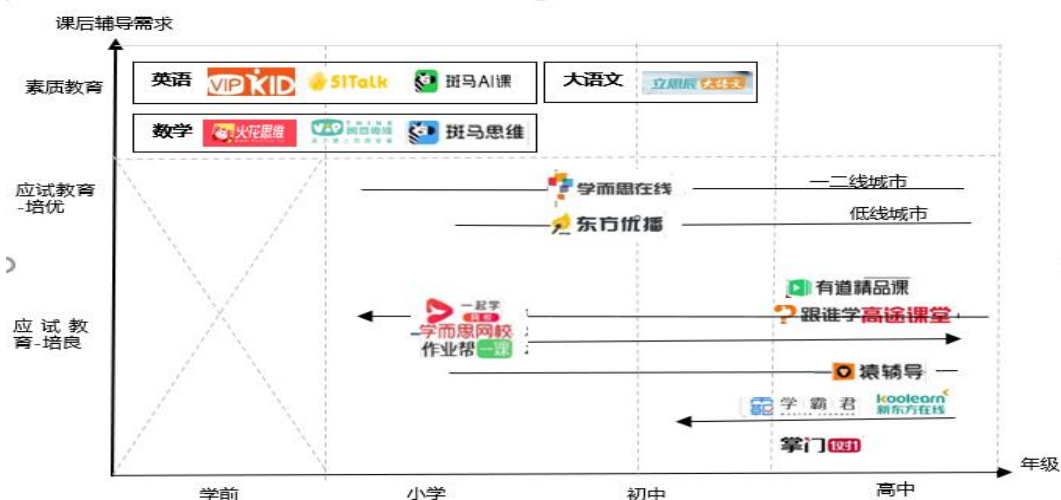
资料来源: 西部证券研发中心

2.4 竞争格局: 市场分散, 在线大班未来有望形成寡头垄断

K12 辅导有多个赛道, 按照教研体系来区分, 可分为素质教育和应试教育。素质教育的受众主要集中在学前、小学以及少部分的初中学生, 初高中升学压力较大, 辅导的重心更多的集中在以提分为主要诉求的应试教育辅导。应试辅导中, 学而思培优、精锐教育、东方优播专注培优业务, 其余机构的服务对象多为成绩一般的学生。

从辅导效果上来说, 小班教学教师可以更全面的兼顾到每一个学生, 所以效果较好。但从规模效应的角度出发, 线上教学与线下教学相比最大的优势是教师的产能区域无限大, 因此目前大部分的在线教育还是以大班教学 (主讲老师负责上课, 大班中划分 N 个小班安排 N 个辅导老师做课后服务) 为主。从课程内容来说, 高中教材统一性更高、大语文为素质教育教研不受教材本地化的限制, 相对来说更适合大班教学; 英语口语、少儿编程等课程实操性较强, 更适合一对一或者小班; 初中以及小学的应试辅导, 以考试提分为主要诉求, 且补习时间相对充裕, 因此大班和小班均有线上玩家参与。大班主打名师、小班主打服务, 对应不同的培训诉求, 长期来看大班小班都会共同存在。

图 23：在线教育分类



资料来源：西部证券研发中心

市场非常分散，集中度提升空间大。K12 教育目前呈现双龙头的竞争格局，新东方+好未来市占率不足 8%，又因为新东方和好未来大部分营收由线下业务贡献，因此线上业务的市场份额要远小于线下业务。根据新东方在线招股说明书，2017 年在线教育 CR5 仅为 1.68%，在线大学辅导培训 CR5 较高，为 17.5%，由于低龄学生教育线上化发展速度较慢，我们认为学前和 K12 在线教育集中程度依然处于极低的水平。

目前 K12 在线教育的主要玩家有三类：1) 传统线下机构的线上品牌：学而思网校、新东方在线；2) 纯在线教育企业：猿辅导、作业帮、跟谁学等。3) 互联网巨头发起：有道精品课、腾讯企鹅课堂等。规模来说，学而思网校处于第一梯队，全年招生 400 万左右，猿辅导、作业帮、跟谁学次之，在不断追赶。作业帮 2020 寒假班正价人次突破 100 万，跟谁学 2019 年全年付费人次 273 万。

品牌是最重要的壁垒，头部企业具备先发优势。无论线上还是线下，教育行业最重要的就是培训效果，但培训效果具有后验性，因此教培企业的品牌口碑就格外重要。同时，教育行业用户对试错风险极其厌恶，切换成本很高，因此先入局的玩家建立起的品牌效应就是他们最重要的壁垒。我们认为 K12 在线教育企业入局较早或线下有多年积累的龙头企业更有优势。

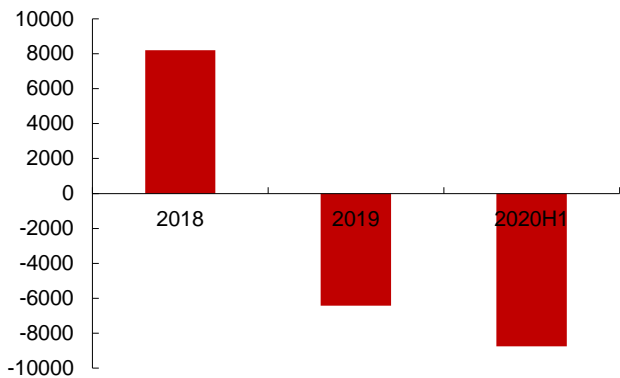
K12 在线教育集中程度有望超过 K12 线下辅导。我们认为长期内 K12 在线辅导的集中程度将超过 K12 线下辅导：1) K12 在线辅导尤其在线大班突破了教师的产能，头部企业可以快速扩张；2) 在线教育前期需要一定的技术储备，前置成本较高，因此隔绝了个体参与者，前文提到的高昂的获客成本也使得中小机构望而却步；3) K12 在线辅导不受地理位置的限制，可以统一管理教师，减小当地招聘的招聘成本。目前新东方和好未来 TOP10 以外的城市均处于收入增速要高于 TOP10 城市增速，反映出低线城市的补习需求正在快速上升，在线教育可以使头部机构能够更好的下沉至低线市场。因此我们认为未来 K12 在线教育，尤其是 K12 在线大班市场份额将被几家大型机构瓜分。

2.5 在线大班是目前唯一实现盈利的模式

线上教育虽然省去了高昂的租金成本，但是由于机构间课程并不具有很强的差异化，进而需要

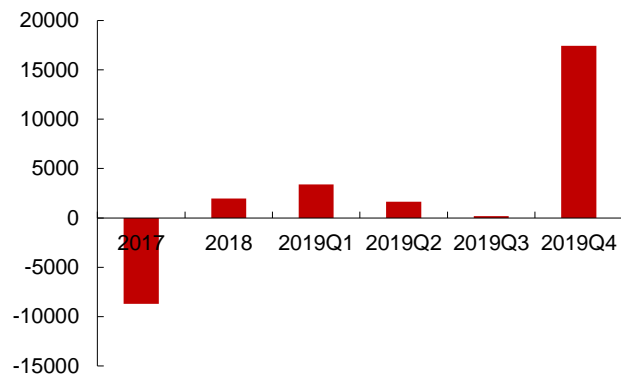
大规模的广告投放去争夺客户，从而削弱了在线教育的盈利能力。好未来加入网校暑期营销大战之后，连续两个季度营业利润下滑。纯在线教育上市公司中，跟谁学是首个实现盈利的机构。

图 24：新东方在线净利润（单位：万元）为负



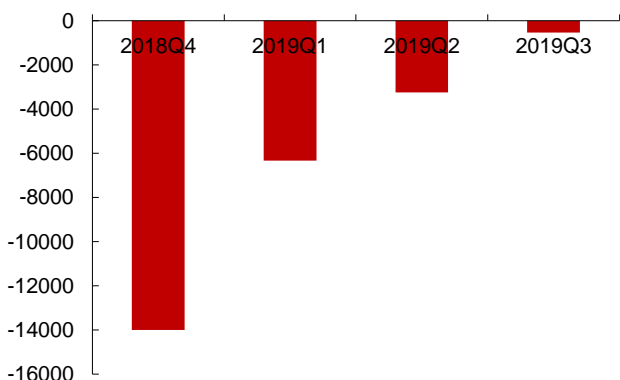
资料来源：公司财报，西部证券研发中心

图 25：跟谁学净利润（单位：万元）扭亏后持续上升



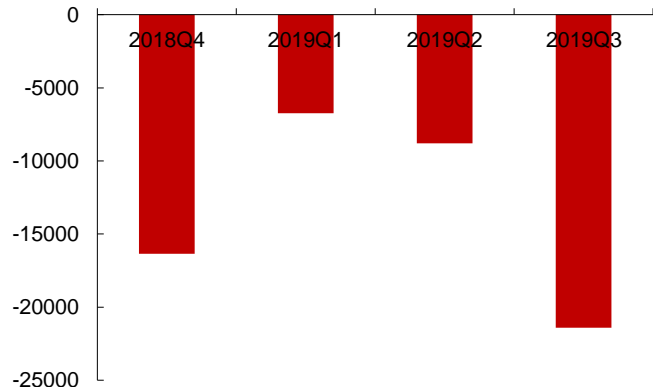
资料来源：公司财报，西部证券研发中心

图 26：51talk 净利润（单位：万元）为负，有扭亏趋势



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

图 27：流利说净利润（单位：万元）为负

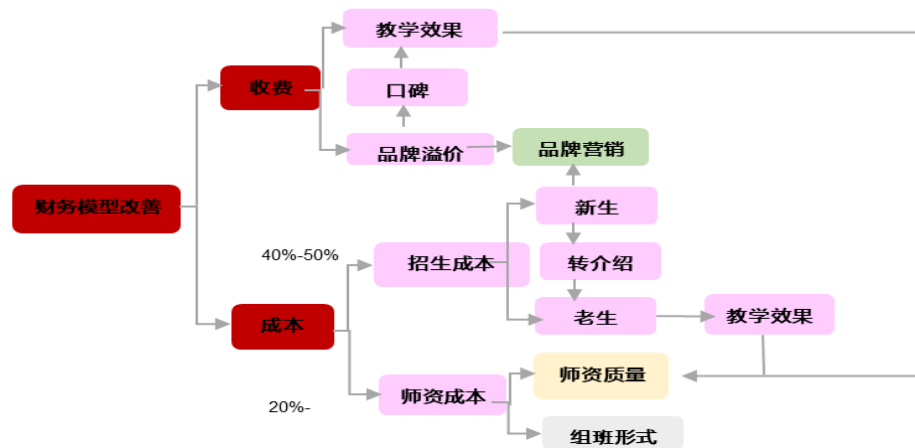


资料来源：公司财报，西部证券研发中心

2.5.1 引流量、转化率、留存率、新客获客成本共同影响在线大班盈利规模

在线大班按照价格可以分为低价促销班和正价班，通常情况在线教育企业寒暑假会开放大量的低价班（价格 50 元左右）进行推广，春秋课收入主要来自寒暑学员留存至正价班的收入。在成本端，由于大班模式下教师数量相对较少，因此教师薪酬可以看作固定成本；招生成本主要来自广告外部投放，以获取的流量计费。

图 28：在线教育财务模型



资料来源：西部证券研发中心

下面我们对在线（双师）大班建立财务模型，以观察各个变量对其盈利能力的影响程度。

核心假设：

- 1) 暑假课程是全年的唯一的低价促销课，课程价格为 50 元
- 2) 暑期低价课报名人数为 100 万人/年
- 3) 教师薪酬为固定成本，每名主讲教师工资为 30 万元/年，辅导教师工资为 15 万元/年，教师数量为 250 名，辅导教师 2000 名。
- 4) 假设春、夏、秋、冬四季平均正价班价格为 1500 元。
- 5) 低价班转化率 30%，正价班续班率 70%
- 6) 暑期获课成本为 480 元/人，对应正价班获课成本为 1600 元/人
- 7) IT 服务费为收入的 5%

表 2：在线大班模型核心假设

假设	数值	假设	数值
暑假低价班人数（单位：万人）	100	教师数量（人）	200
低价班价格（单位：元）	50	辅导老师数量（人）	2000
低价班转化率	30%	教师每人每季度工资（单位：元）	75000
低价班获客成本（单位：元）	480	辅导老师每人每季度工资（单位：元）	37500
正价班获客成本（单位：元）	1600	教师产能（单位：元）	5000
正价班留存率	70%	正价班价格（单位：元）	1500

资料来源：西部证券研发中心

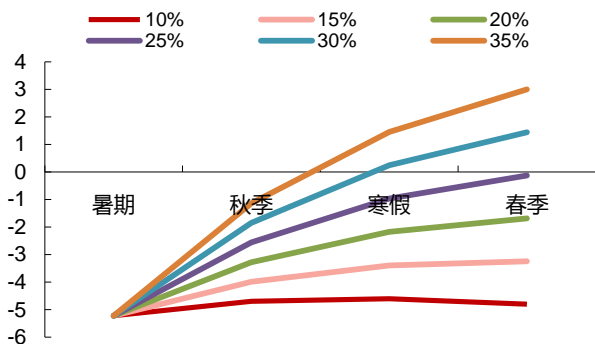
表 3：中性假设下在线大班盈利测算过程

	暑期	秋季	寒假	春季
暑期低价班报名人数(单位:万人)	100	-	-	-
低价班转化率	30%	-	-	-
正价班留存率		70%	70%	70%
正价班人次(单位:万人)		30	21.00	14.7
正价班价格	-	1500	1500	1500
低价班人次(单位:万)	100.00	-	-	-
低价班价格(单位:元)	50	-	-	-
收入(单位:亿元)	0.5	4.5	3.15	2.205
单位获客成本(单位:元)	480			
获客成本(单位:亿元)	4.8			
教师薪酬(单位:亿元)	0.90	0.90	0.90	0.90
宽带等技术费用率	5%	5%	5%	5%
宽带(单位:亿元)	0.03	0.23	0.16	0.11
利润(单位:亿元)	-5.225	3.38	2.09	1.19
累计利润(单位:亿元)	-5.225	-1.85	0.24	1.44

资料来源:西部证券研发中心

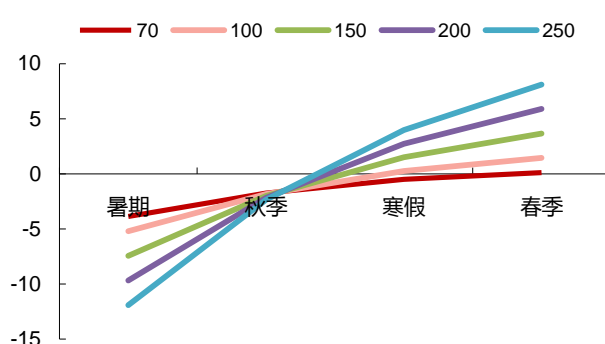
以上假设下,在线大班将在寒假实现盈亏平衡。我们进一步对一些关键变量进行敏感性分析,图 18-21 我们分别假设不同的低价班转化率、正价班留存率、获客成本、暑假引流人次来对盈利规模进行模拟测算,我们发现转化率低于 25%、获客成本高于 650 元/人、正价续班率低于 60%、以及暑期引流人数小于 70 万将无法实现盈亏平衡。其中转化率以及续班率主要取决于公司的产品质量,而引流效果和引流成本方面,站外引流(微信信息流、抖音、快手)成本趋同,营销内容也大致相同,因此自身拥有引流工具或能够更好的运营自己的流量池的公司将在获客成本上具有优势。前文提到,站外引流成本将在长期内处于居高不下的状态,目前站外获课(低价班)成本一般会高于 650 元,但公司可以通过老用户的高留存率来降低平均获课成本,因此高留存率的在线教育企业将率先盈利。

图 29:不同低价班转化率对应的盈利规模(单位:亿元)



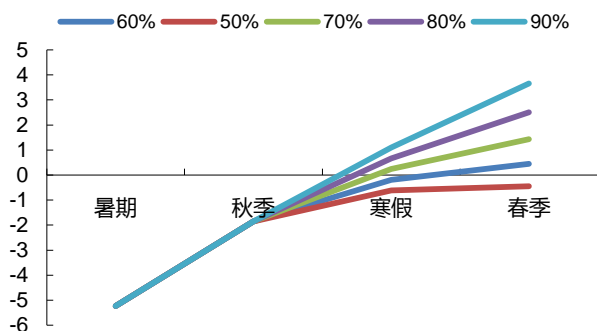
资料来源:西部证券研发中心

图 30:不同引流人次(单位:万)对应的盈利规模(单位:亿元)



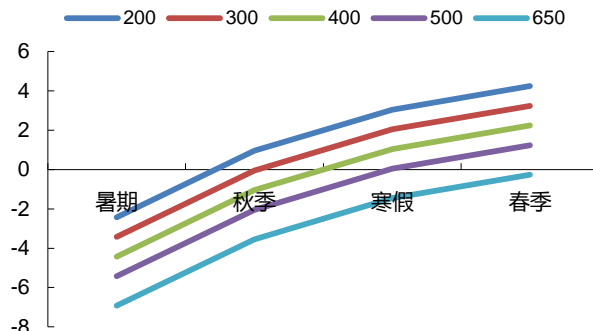
资料来源:西部证券研发中心

图 31: 不同的留存率对应的盈利规模 (单位: 亿元)



资料来源: 西部证券研发中心

图 32: 不同获客成本 (单位: 万) 对应的盈利规模 (单位: 亿元)



资料来源: 西部证券研发中心

2.5.2 在线小班运营难度较大, 强大的师训体系是关键

线下小班被认为是教学质量最好的模式, 但线下小班运营风险较大, 需要的前置成本较高 (房租), 同时毛利率和班均人数关系很大, 需要对于招生人数有比较精确的预测, 才能按照合理的数量进行教师招聘, 此外相比于大班教学需要精品教师, 小班教学需要批量的优秀教师, 因此对公司师训体系要求较高。以上原因决定小班教学门槛较高, 同时保证一个稳定的班均人数需要长时间的实践以及历史数据积累, 因此小班模式实现稳定盈利一般需要较长的时间, 市场上做小班培训的也是大机构较多。

线上小班从产品形式上最接近线下小班, 因此线上小班课也是目前备受市场关注的商业模式。从产品内容看, 尽管目前技术进步使得线上小班在互动性和参与感上有了不少突破, 但与线下相比依然会长期存在差距, 因此我们认为在收费水平上线上小班很难超越线下小班。在成本结构方面, 线上小班省掉了校区租金成本, 一定程度上降低了经营风险。在师资方面, 虽然在线小班同样无法扩大教师产能, 但是教师集中管理突破了地域的限制, 在教师调配方面具有优势。综上, 小班线上化一定程度上使模型得到了优化, 因此给市场带来了想象空间。

小班教学教师产能有限, 而且理论上续班前后应为同一个老师, 因为学生如果觉得上课体验好, 一定会选择续原来老师的班课, 如果觉得上课体验不好, 会选择续不续班, 而很难会选择其他未知老师的课程。因此小班教学的模型, 我们以单个教师为单位, 关键假设如下:

- 1) 班容为 20 人小班
- 2) 暑期每个老师带班数量为 10 个
- 3) 暑期低价班价格为 50 元, 春秋正价班价格为 1500 元, 寒假正价班价格为 1000 元; 寒暑假各 18 课时, 春秋班各 32 课时。
- 4) 教师课时费为 300 元/课时, 则暑期单个教师薪酬=300*10*18=54000 元, 其他季节以此类推。
- 5) 每当班级人数超过 20 人, 则开下一个班级, 不考虑适当增加班容的情况。

表 4：在线小班模型核心假设

假设	数值	假设	数值
正价班春秋价格（单位：元）	1500	教师/学生（暑期）	200
正价班寒假价格（单位：元）	1000	教师课时费（单位：元）	300
低价班价格（单位：元）	50	低价转化率	30%
班均人数（名）	20	正价续班率	70%
春秋课时数	32 课时	暑寒假课时	18 课时

资料来源：西部证券研发中心

表 5：在线小班单个教师模型盈利测算过程

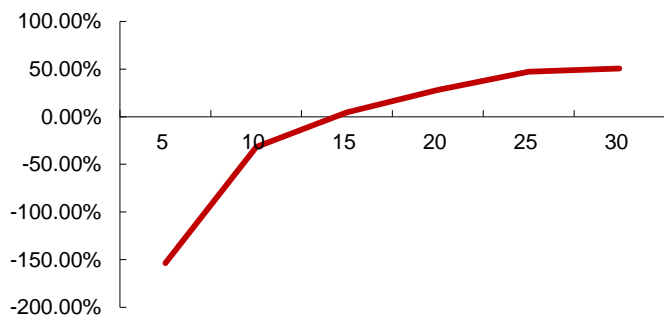
	暑期	秋季	寒假	春季
课程单价（单位：元）	50	1500	1000	1500
学员人次	200	60	42	29.4
班级数量	10	3	3	2
收入（单位：元）	10000	75000	35000	36750
教师薪酬(单位：元)	54000	28800	16200	19200
利润（单位：元）	-44000	61200	25800	24900
累计利润（单位：元）	-44000	17200	43000	67900
累计毛利率	-440.00%	17.20%	30.28%	36.49%

资料来源：西部证券研发中心

在以上假设下，每个教师的利润率水平为 36.5%，在刨除销售人员、管理人员工资，线下体验店的房租之后，盈利空间已经十分有限。各变量对利润率水平做敏感性分析我们发现，班均人数对小班教学的盈利能力非常敏感，15 人以下的小班在目前的价格水平上无法实现盈利。此外，由于教师工资在小班模式里属于变动成本，对毛利率也有较高影响，课时费超过 400 元将毛利率为负，因此在线上课程价格短期无法提价的情况下，小班教学模式下教师的薪酬有明显的瓶颈，因此对于优秀师资的吸引力比较有限。

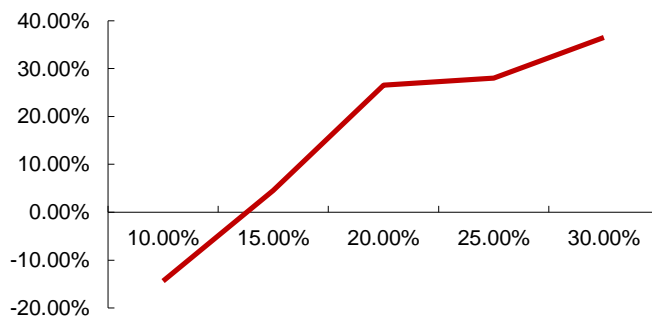
我们认为，师训体系较强的企业在线小班模式上占有优势：1）师训体系强的企业可以不必以高薪雇佣经验丰富的老师，可以以相对较低的成本招聘应届毕业生或授课经验较少的年轻教师，为利润流出更多的空间；2）优秀的师训体系可以保障课程较为统一的质量，进而保障转化率和续班率，从而使得班均人数保持稳定。鉴于师训体系的优化需要较为漫长的时间，因此我们认为在教育行业耕耘多年的企业更有希望在线小班模式下突围。

图 33：不同班均人数对应的毛利率水平（横轴：班均人数）



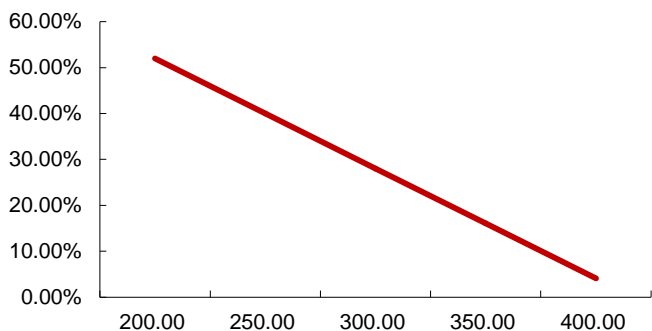
资料来源：西部证券研发中心

图 34：不同低价班转化率对应的毛利率水平（横轴：转化率）



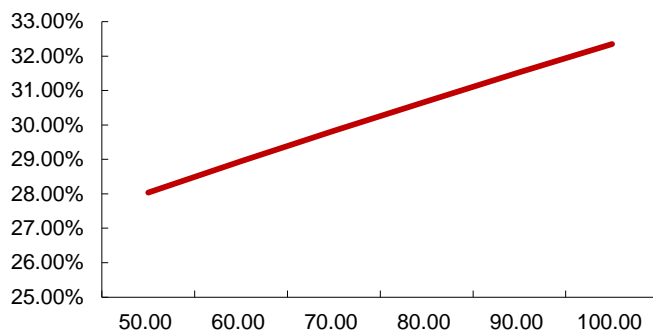
资料来源：西部证券研发中心

图 35: 不同课时费下的毛利率水平 (横轴: 课时费 (元/课时))



资料来源: 西部证券研发中心

图 36: 不同低价课程价格下的毛利率水平(横轴: 低价班价格(元))



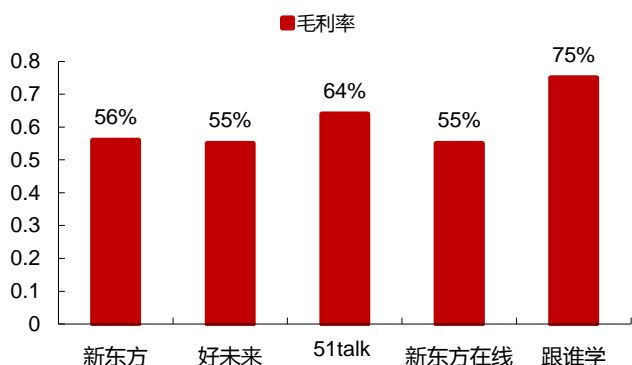
资料来源: 西部证券研发中心

三、公司经营分析: 商业模式和精细化运营使得经营数据领先对手

3.1 专注在线大班的商业模式带来高毛利

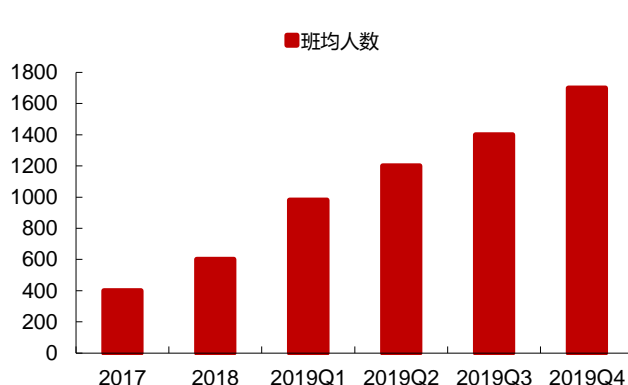
教师/学生数量远远超过竞争对手, 规模效应更加显著。跟谁学毛利率远高于行业内的竞争对手, 我们认为主要原因是其大班教学的商业模式。新东方和好未来目前的主要业务是线下小班, 51talk 主要业务为 1 对 1 小班, 新东方在线包含大班和小班的产品, 跟谁学专注做在线大班, 采用名师模式, 主讲教师数量相对平稳, 在学员人数快速增长期间, 班均人数快速上升, 规模效应显现; 截至 2019Q3, 跟谁学主讲教师 209 人, 新东方、跟谁学教师均在万人以上, 跟谁学单个教师收入贡献是好未来和新东方的数倍; 大班的商业模式决定了公司的高毛利率水平。

图 37: 跟谁学毛利率领先同业竞争对手 (最新一期财报数据)



资料来源: 公司财报, 西部证券研发中心

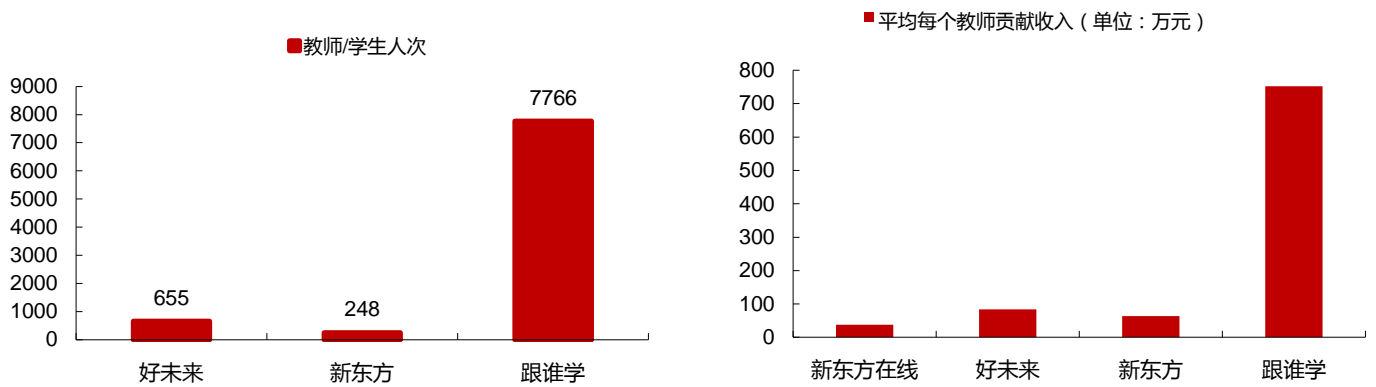
图 38: 跟谁学班均人数快速上升 (单位: 人)



资料来源: 公司交流, 西部证券研发中心

图 40: 跟谁学平均教师贡献收入明显高于行业其他企业

图 39：跟谁学教师/学生人次远高于新东方和好未来



资料来源：公司财报，西部证券研发中心（注：好未来、新东方数据来自 FY2019，新东方在线数据截至 2018 年 11 月，跟谁学数据截至 2019Q3）

资料来源：公司财报，西部证券研发中心（注：计算方式为当期收入/期末教师人数，新东方和好未来为 FY2019 数据，跟谁学为 2019Q1-Q3 的年化水平）

除了大班教学的商业模式，只专注部分教材版本也是高毛利的另一个重要原因。由于公司目前正处在高速发展的阶段，公司的战略为收缩力量更好的服务主流客户，因此公司在教研本地化方面略逊于学而思网校和新东方在线：以初中数学辅导为例，目前跟谁学只覆盖人教版和北师大版，而学而思网校覆盖人教版、北师大版、苏科版、浙教版等 9 个版本的教材，东方优播针对对不同城市都进行了本地化教研。所以相比学而思和新东方在线，跟谁学目前开设班级较少，因此具有较高的班均人数。

3.2. 精细化运营，免费公开课低成本拉新保障销售费用率相对较低

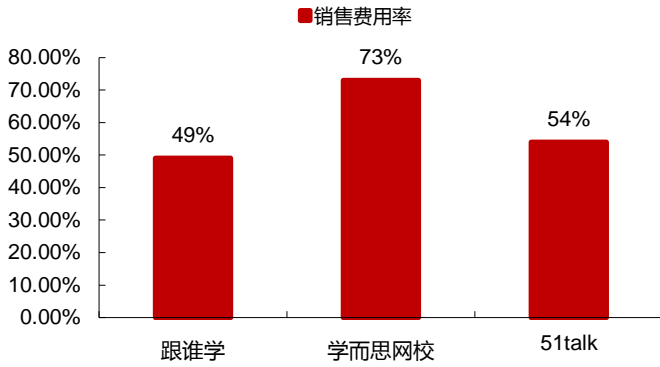
跟谁学销售费用率明显低于其他竞争对手，我们认为：1) 用户增长人员专门负责公众号的运营，以较低的成本积累用户基础，运营的公众号数量及更新频次高于竞争对手。截至 2019Q3，公司有 7% 的员工专门负责用户增长，每天负责将亲子、学习技能、推荐书目等内容在公司旗下的公众号高频推送，以此来维护微信流量池，以较低的成本获取维护流量。虽然目前用公众号运营来吸粉已经屡见不鲜，但我们认为跟谁学对于大班模式的聚焦使其将公众号运营做的更加细致，公司旗下有上百个官方认证公众号，分别对应各年龄段、各培训诉求的用户，数量上超过其他竞争对手。此外，公司聚焦在线大班业务，可以将运营做的更精细化，密切监控各个投放渠道的投入产出比，减少大规模的烧钱。

2) 开放大量免费课程拉新，由于主讲老师产能没有瓶颈，因此免费课程的额外成本主要是辅导老师薪酬，相对来说成本可控。免费课程的辅导老师多为公司的销售人员，销售人员以成交课程为导向，从添加用户微信起就进行全方位的课程推荐，打造良好的服务体验，推动免费课程向正价课程的转化。

以上两点运营方法看似不具有壁垒，难以造成玩家之间销售费用率的差异化，但是：1) 跟谁学开始公众号运营的时间点较早，公司在做 2B 业务的时候就积累了流量池，赶上了微信流量红利期，且一直有专门团队精细化运营，而好未来加大对学而思网校的投入的时间点是 2017 年，2017 年之前营销费用主要放在培优事业部，培优和学而思网校受众不同，互相引流能力不强，因此学而思网校难以做到微信端短期积累大量流量；2) 运营思维不同。开放大量免费课程虽然成本较低，但是客户需要经历免费课—低价课—正价课的转化，因此学而思、猿辅导等机构干脆用大量外部投放将流量一步吸引到低价课，再去进行后面的转化，而跟谁学相对做的比较平稳，以庞大的流量池为基础，勤勉的销售推销为手段，促成免费班的转化。

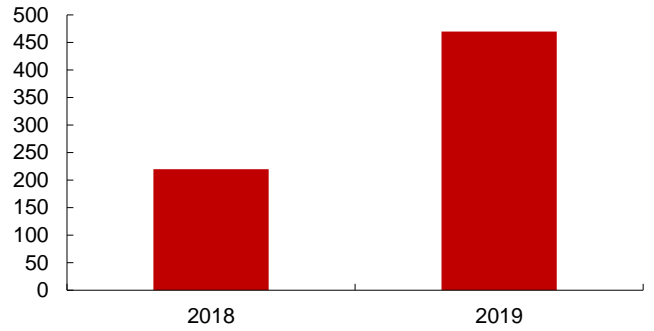
前文提到，微信流量红利衰退，2019年跟谁学也更多的将营销费用用于外部投放，外部投放流量价格趋同的情况下，同业之间平均获客成本的差异将主要取决于课程的转化率和留存率，因此虽然目前跟谁学的平均获客成本低于其他玩家，但与2018年相比仍然增长113%，后续获客成本优势能否保持还要持续跟踪。

图 41：跟谁学营销费用率低于竞争对手



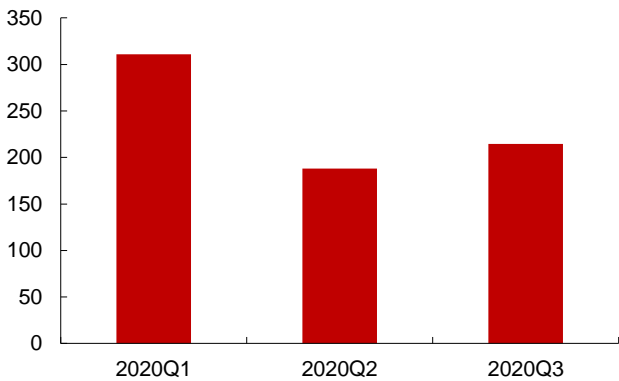
资料来源：公司财报，西部证券研发中心

图 42：跟谁学平均获客成本（营销费用/付费人次，元）有所上升



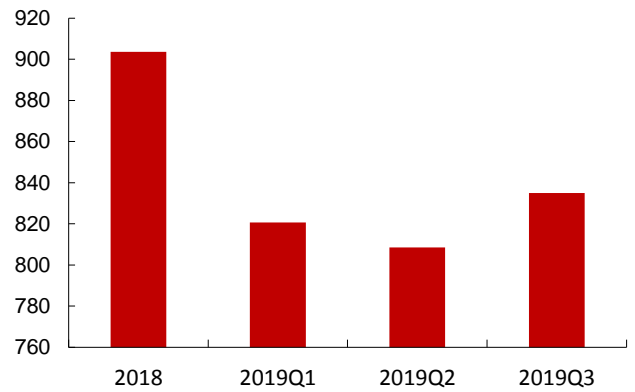
资料来源：公司财报，西部证券研发中心

图 43：学而思网校平均获客成本（单位：美元）高于跟谁学



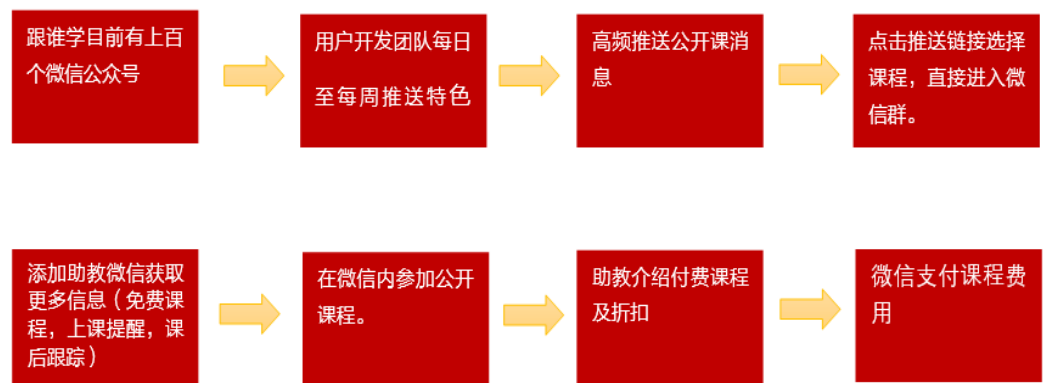
资料来源：公司财报，西部证券研发中心（好未来 FY2020 对应历年为 2019Q3--2020Q2）

图 44：51talk 平均获客成本（单位：元）高于跟谁学



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

图 45：免费直播课转化流程



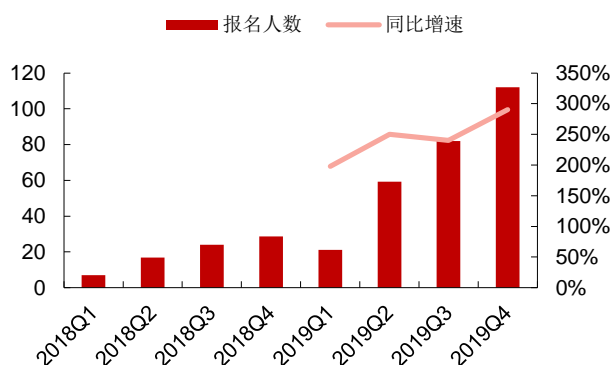
资料来源：西部证券研发中心

3.3 名师团体和联报促销促进付费用户高增长

我们认为公司付费用户增长速度领先的原因是名师效应以及联报课程的促销模式。目前 K12 大班行业整体处于快速发展阶段,公司 Q4 付费人次同比增长 290%, 增速超过其他竞争对手。我们认为, 公司课程的卖点为名师, 比较契合低线城市师资相对匮乏的培训诉求, 根据跟谁学官网发布课程的价格计算, 跟谁学 K12 辅导的平均课时费在 80 元左右, 高于学而思和猿辅导。但公司多项课程设置联报优惠价 (暑秋联报、寒春联报等), 联报课程可享 8-9 折, 一定程度上减弱了价格差距, 同时联报的设置也一定程度上保障了续班率 (春季课程续班率 80% 以上, 超过行业 60%-70% 的续班率水平), 使得招生人次可以在全年都保持快速增长。

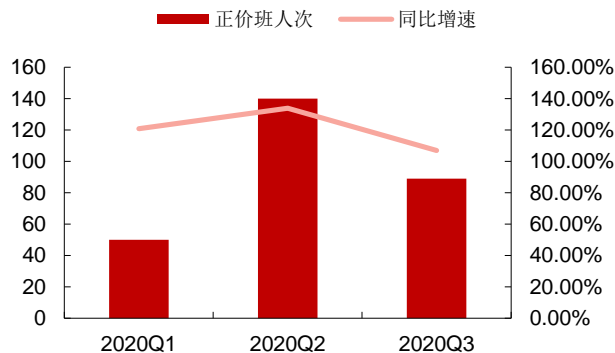
严格的 KPI 考核, 课程内容有保障。公司内部对于主讲老师有严格的 KPI 考核体系, 主讲老师全部参与教研活动, 试讲阶段不合格将不被允许在平台上授课, 可内部转至其他后台岗位, 教师 KPI 考核到课率、续班率、作业批改等多项指标, 使得主讲教师有充分的动力去提供质量过关的课程, 保障课程内容。

图 46: 跟谁学付费人次 (万) 同比增速仍在提速



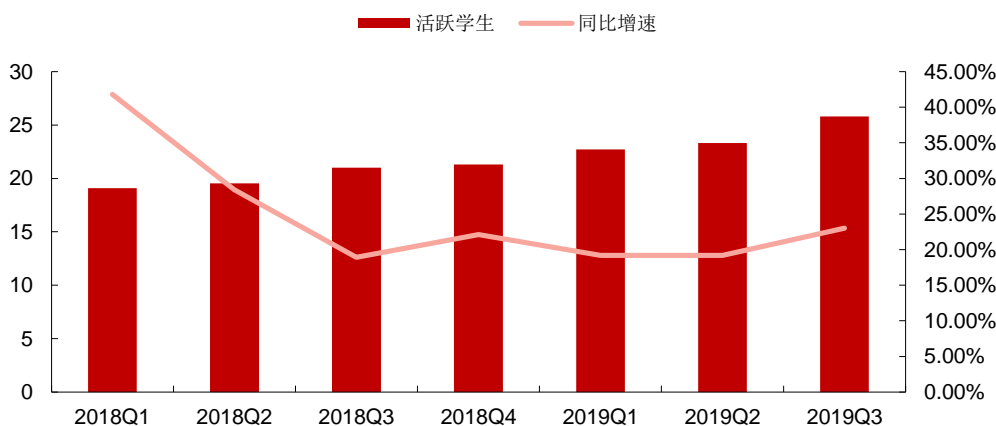
资料来源: 公司财报, 西部证券研发中心

图 47: 学而思网校正价人次 (万) 高速增长, 但增速低于跟谁学



资料来源: 公司财报, 西部证券研发中心

图 48: 51talk 活跃学生人数 (单位: 万人) 同比增速平缓



资料来源: 公司财报, 西部证券研发中心

3.4 未来看点：增强教师队伍稳定性，发力小学培训市场

市场担心名师模式具有一定的不稳定性，但我们认为跟谁学正在通过以下方式进行改善：

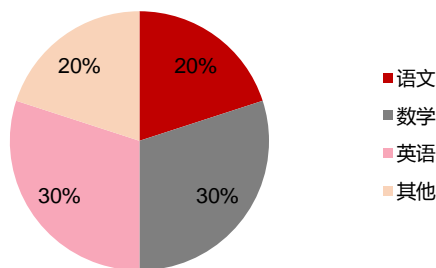
1) 名师工资水平远高于行业平均水平,与名师签订排他协议(不得在其他平台授课),且拥有名师的知识产权。公司一直为主讲教师提供行业内最有竞争力的薪酬,2018年公司主讲教师薪酬中位数已达到90万,远超行业平均水平,在薪酬上具备吸引经验丰富的授课老师的能力。同时公司与主讲老师(全职和兼职)全部签订排他协议,并100%拥有主讲教师的教研成果,从法律效力上增加了主讲教师跳槽到其他平台的难度。

2) 努力培育新教师,名师收入贡献占比近期有所下降。除了高度绑定经验丰富的主讲老师之外,公司也在减少收入对头部教师的依赖程度,公司近年开始招聘名校毕业的应届毕业生担任主讲老师,目前已经有一些年轻教师可以负责1000人以上的班课,说明了公司培养名师的实力。公司的TOP10教师收入贡献已经从2019年上半年的46%下降到2019年下半年的34%,说明TOP10以外的教师产能在迅速提升,公司对头部教师的依赖度在逐渐减小。

小学占比逐渐提升,学科拓展空间大。跟谁学K12辅导的对象早期为高中学生,因为高中学纲统一性高,不需花太多精力在教研本地化上,同时高中生升学压力大、自我提升的驱动力相对较强,因此是较为适合大班培训的群体。但小学作为入口年级,学生基数高于初中和高中,拥有更长的LTV,并且补习时间相对充裕,对公司的长远发展有重要意义,公司也一直在加强小学业务的发展,2019年Q3小学招生人次占比达到了35%,比2018年提升了10pct,小学业务若能做到较高的留存率,将为公司的长期发展打开空间。目前我国大部分小学生考试压力相对较小,我们认为相比于中学生辅导的重点是应试能力和应试技巧,K12小学阶段的辅导重点是培养学习兴趣和良好的学习习惯,因此跟谁学的小学班课讲师可能会较多的采用较为年轻的老师,目前公司讲师招聘也增加了年轻教师的比重,招聘的应届生大部分来自清北以及国际名校,由于大班模式对教师的数量需求比小班模式要少,因此公司招聘的学历门槛要高于好未来和新东方,有望进一步巩固公司的名师卖点。

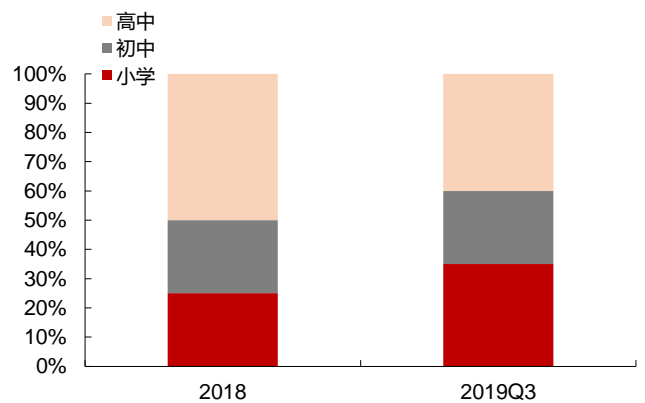
除此之外,目前公司语数外三门课招生占比达到80%,其他科目(政史地物化生)只占20%,未来高考更加趋向全面化,且一直伴随高考取消文理分科的呼声,因此我们认为其他科目也还有巨大的发展空间。

图 49：跟谁学各学科招生人次占比（截至 20190930）



资料来源：公司交流，西部证券研发中心

图 50：跟谁学小学收入占比提升



资料来源：公司交流，西部证券研发中心

四、盈利预测与投资建议

4.1 关键假设

- 1) 课程售价：公司在 2018 年和 2019 年对课程进行了提价，考虑到未来在线教育将在较长期处于抢夺市场的阶段，公司继续提价概率较小，但公司通过提升正价课程报名人数的比例可以取得平均客单价的提升，我们预计公司 2020-2022 年的平均单价同比增速为 7%/6%/2%。
- 2) 付费课程报名人数：K12 业务主要靠报名人次拉动。公司专注在线大班教学，名师模式产能易扩张，有望获得超越行业平均的增长水平，市占率提升。我们预计公司 2020-2022 年 K12 报名人次同比增速依次为 200%/65%/55%。
- 3) 名师薪酬：名师是公司的核心资产，2018 年主讲教师薪酬占总成本的比重超过 60%。依照公司的薪酬管理原则，我们预计名师的平均工资将持续上升，但上升幅度将小于（学生/主讲老师）的增长幅度。我们预计 2020/2021/2022 年年末公司主讲教师数量为 499、594、941 名，平均工资同比增加 25%/13%/8%。我们测算公司 2020/2021/2022 毛利率分别提升 1.4/0.5/0.2pct。
- 4) 销售费用：公司 2019 年销售费用率为 49%，未来公司将进一步抢夺市场，在站外流量获取成本高昂的情况下，我们预计 2020-2022 年销售费用率将维持较高水平，分别为 49%/47%/47%。

表 6：跟谁学收入预测核心假设

	2020E	2021E	2022E
K12客单价同比增速	7%	6%	2%
K12报名人数同比增速	200%	65%	55%
K12辅导收入（百万元）	5,337	9,448	14,980
K12辅导收入同比增速	221%	77%	59%
外语、职业资格类培训收入（百万元）	708	999	1,299
同比增速	118%	41%	30%
总收入（百万元）	6074	10478	16311
同比增速（YOY）	187%	72%	56%
销售费用率	49%	47%	47%

资料来源：WIND，西部证券研发中心

4.2 盈利预测

根据以上假设，我们预计公司 2020-2022 年实现收入分别为 60.74/104.78/163.11 亿元，同比增长 187%/72%/56%，实现归母净利润 6.73/12.54/21.92 亿元，同比增长 197%/86%/75%，对应 EPADS 分别为 2.71/5.04/8.81 元，20/21/22 年 PE 分别为 109/58/33X。

4.3 绝对估值

因公司专注在线大班，同类公司较少，我们采用 DCF 估值法对公司进行估值。以 FCFF 进行折现，目标价为 54.13 美元/股，对应 2020GAAP 下 PE 为 140X（采取汇率为 1USD=7RMB），对应 PEG 为 1.1。彭博一致预期下，好未来 GAAP 下的 PEG 为 1.2。公司专注于在线大班且

处于高速成长期，我们认为将享有较高的估值溢价，首次覆盖，给予“买入评级”。

表 7: FCFF 估值法

假设	数值	假设	数值
永续增长率	3.00%	WACC (加权平均资产成本)	9.00%
企业价值 (百万元)	93396.7	Ke (股权资本成本)	9%
非核心资产价值 (百万元)	1707	Kd (债务资本成本)	0%
债务价值 (百万元)	0	Tx (有效税率)	19%
股权价值 (百万元)	95103.7	Rf (无风险利率)	3%
股本 (百万股)	251	Rm (市场预期收益率)	7%
每股价值 (美元)	54.13	Beta (贝塔值)	1.5

资料来源: WIND, 西部证券研发中心, 每股价值单位为美元, 其他单位为人民币

表 8: FCFF 估值法敏感性分析 (单位: 美元)

永续增长率 g	2.0%	2.3%	2.5%	2.7%	3%	3.3%	3.6%	4.0%	4.4%	4.8%
WACC										
5.6%	88.44	93.33	99.45	107.30	117.67	131.93	152.66	185.37	244.30	380.92
6.1%	77.19	80.79	85.21	90.75	97.84	107.22	120.12	138.87	168.45	221.73
6.8%	67.90	70.58	73.83	77.83	82.83	89.25	97.72	109.38	126.33	153.06
7.4%	60.12	62.15	64.57	67.51	71.12	75.64	81.43	89.09	99.62	114.93
8.2%	53.53	55.08	56.91	59.10	61.75	65.01	69.09	74.33	81.24	90.74
9.0%	47.91	49.10	50.50	52.15	54.13	56.52	59.46	63.14	67.86	74.10
9.9%	43.07	44.00	45.07	46.33	47.82	49.60	51.76	54.41	57.73	61.99
10.9%	38.88	39.60	40.43	41.40	42.54	43.88	45.49	47.43	49.82	52.81
12.0%	35.23	35.79	36.44	37.19	38.06	39.08	40.29	41.74	43.49	45.64
13.2%	32.03	32.48	32.98	33.57	34.24	35.02	35.94	37.03	38.33	39.90
14.5%	29.22	29.57	29.97	30.42	30.94	31.55	32.25	33.08	34.06	35.23

资料来源: 西部证券研发中心

表 9: 可比公司估值(数据来自 bloomberg 一致预期, 收盘价选取时间: 2020 年 3 月 27 日, 采取汇率为 1USD=7 RMB)

代码	简称	最新收盘价 (美元)	总市值 (亿美元)	EPS (美元)			P/E			ROE (%)		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2020E	2020E	2021E	2022E
TAL.N	好未来	52	308	0.17	0.84	1.27	312	62	41	7.36	19.93	24.70
EDU.N	新东方	109	173	2.91	4.35	5.66	37	25	19	18.50	21.28	21.42
	均值			1.54	2.60	3.47	175	43	30	12.93	20.61	23.06
GSX.N	跟谁学	42	100.23	0.39	0.72	1.26	109	58	33	29.31	34.71	37.28

资料来源: bloomberg, 西部证券研发中心.

风险提示

获客成本居高不下

目前获客成本高依然是在线教育企业的核心痛点。目前在线教育企业多采用外部投放的形式获客，如果流量价格持续走高，将削弱公司的盈利能力。

忽略小班补习需求

公司目前专注 K12 在线大班补习，但小学以及学前用户自制力较差，更适合小班补习的形式，公司课程形式较为单一，可能损失掉一对一以及小班授课的市场份额。

扩张教师队伍期间毛利率承压

为了提升教学质量，对学生进行分层以及教研内容本地化在长期来看势在必行。这将加大对教师数量的需求，新教师前期需要经过培训、试讲等过程，产能有一个爬坡期，可能对毛利率带来负面影响。

核心教师流失风险

虽然公司给名师提供目前最有竞争力的薪酬并签署竞业协议，但名师依然存在被其他机构挖走的可能，如果核心教师离职将会造成一部分学员流失。

行业竞争加剧

目前在线教育企业玩家众多，线下龙头、互联网巨头均有参与，行业竞争加剧可能会影响客单价的提升以及推动获客成本继续走高，将恶化公司的盈利能力。

人员快速增加对公司管理造成压力

公司正处于高速发展阶段，名师大班模式以及目前的业务规模使得公司的员工远少于好未来、新东方这样的龙头公司，未来公司随着业务规模的逐步扩张，对教师和技术人员的需求会进一步增加，公司今年春招 6500 人，规模较大，将为公司的管理带来一定挑战。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2018	2019A	2020E	2021E	2022E		2018	2019A	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	33	690	2847	5108	8296	营业收入	397	2115	6074	10478	16311
应收款项	50	201	322	449	615	营业成本	143	536	1443	2428	3725
存货净额	-	-	-	-	-	营业税金及附加	-	-	-	-	-
其他流动资产	198	1015	1015	1523	2284	销售费用	122	1041	2965	4932	7686
流动资产合计	281	1906	4183	7079	11195	管理费用	40	110	242	383	550
固定资产及在建工程	17	282	397	544	769	财务费用	-	-	-	-	-
长期股权投资	5	1063	1169	1286	1415	其他费用/(-收入)	74	212	713	1397	1982
无形资产	0	0	0	0	0	营业利润	19	216	711	1338	2367
其他非流动资产	35	74	138	210	309	营业外净收支	2	28	92	158	246
非流动资产合计	57	1419	1704	2040	2493	利润总额	21	244	803	1496	2614
资产总计	338	3325	5887	9119	13688	所得税费用	3	17	130	241	422
短期借款	-	-	-	-	-	净利润	20	227	673	1254	2192
应付款项	35	7	7	7	7	优先股股利	39	39	0	0	0
其他流动负债	321	1580	3338	5202	7443	归属于母公司普通股					
流动负债合计	356	1587	3345	5210	7450	股东净利润	-19	188	673	1254	2192
长期借款及应付债券	-	-	-	-	-	财务指标	2018	2019A	2020E	2021E	2022E
其他长期负债	9	160	245	296	358	盈利能力					
长期负债合计	9	160	245	296	358	ROE	-74%	14%	29%	35%	37%
负债合计	365	1747	3589	5506	7808	毛利率	64%	75%	76%	77%	77%
普通股股本	0	0	0	0	0	营业利润率	5%	10%	12%	13%	15%
股东权益	-27	1577	2297	3613	5879	销售净利率	5%	11%	11%	12%	13%
负债和股东权益总计	338	3325	5887	9119	13688	成长能力					
						营业收入增长率	307%	432%	187%	72%	56%
						营业利润增长率	N/A	1027%	229%	88%	77%
						归母净利润增长率	N/A	1054%	197%	86%	75%
						偿债能力					
						资产负债率	108%	53%	61%	60%	57%
						流动比	0.8	1.2	1.3	1.4	1.5
						速动比	0.8	1.2	1.3	1.4	1.5
						每股指标与估值	2018	2019A	2020E	2021E	2022E
						每股指标					
						EPS	-0.21	0.90	2.71	5.04	8.81
						BVPS	N/A	7.54	9.23	14.52	23.63
						估值					
						P/E	(1,406)	327	109	58	33
						P/B	N/A	39	32	20	12
						P/S	184	35	12	7	4

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

西部证券—公司投资评级说明

买入:	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
增持:	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
中性:	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
卖出:	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

联系我们

联系地址: 上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层
北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

机构销售团队:

徐青	全国	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
李佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn
雷蕾	上海	资深机构销售	13651793671	leilei@research.xbmail.com.cn
李思	上海	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
曲泓霖	上海	高级机构销售	15800951117	quhonglin@research.xbmail.com.cn
张璐	上海	高级机构销售	18521558051	zhanglu@research.xbmail.com.cn
龚泓月	上海	高级机构销售	15180166063	gonghongyue@research.xbmail.com.cn
丁可莎	上海	高级机构销售	18121342865	dingkesha@research.xbmail.com.cn
陈艺雨	上海	机构销售	13120961367	chenyiyu@research.xbmail.com.cn
滕晗屹	上海	机构销售	18842625047	tenghanyi@research.xbmail.com.cn
钱丹	上海	机构销售	18662826262	qiandan@research.xbmail.com.cn
倪欢	上海	机构销售	15201924180	nihuan@research.xbmail.com.cn
尉丽丽	上海	机构销售助理	18717752139	weillili@research.xbmail.com.cn
于静颖	上海	机构销售助理	18917509525	yujingying@research.xbmail.com.cn
陈妙	上海	机构销售助理	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
范一洲	上海	机构销售助理	16621081020	fanyizhou@research.xbmail.com.cn
阎越	上海	机构销售助理	19121348206	yanyue@@research.xbmail.com.cn
程琰	深圳	区域销售总监	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
唐小迪	深圳	高级机构销售	13418584996	tangxiaodi@research.xbmail.com.cn
张帆	深圳	机构销售	17621641300	zhangfan@research.xbmail.com.cn
邓洁	深圳	机构销售助理	18899778604	dengjie@research.xbmail.com.cn
孙曼	深圳	机构销售助理	18516326070	sunman@research.xbmail.com.cn
滕雪竹	深圳	机构销售助理	18340820535	tengxuezhuzhu@research.xbmail.com.cn
李文	广州	机构销售	18928938378	liwen@research.xbmail.com.cn
李梦含	北京	区域销售总监	15120007024	limenghan@research.xbmail.com.cn
高飞	北京	高级机构销售	15120002898	gaofei@research.xbmail.com.cn
王晓驰	北京	高级机构销售	18519059616	wangxiaochi@research.xbmail.com.cn
袁盼锋	北京	高级机构销售	18611362059	yuanpanfeng@research.xbmail.com.cn
刘文清	北京	机构销售助理	13262708812	liuwenqing@research.xbmail.com.cn
滕飞	北京	机构销售助理	15010106246	tengfei@research.xbmail.com.cn
魏彤	北京	机构销售助理	13120078585	weitong@research.xbmail.com.cn

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。