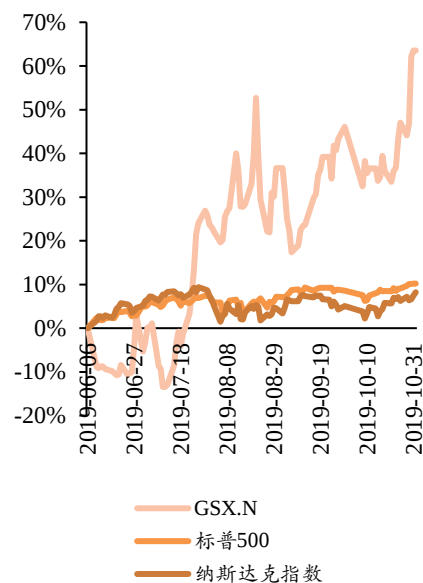




跟谁学 (GSX.N): 黄金赛道, 惕龙乾乾

2019.11.3

股价走势



袁季(分析师、首席研究官)	田鹏(分析师)
电话: 020-88836118	020-88836115
邮箱: yuanj@gzgzhs.com.cn	tian.peng@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310512070003	A1310519080001

摘要:

一、黄金赛道: 在线渗透率迈过拐点, 双师大班课模式破局

(一) 渗透率越过 15%, 在线 K12 教育市场进入爆发期。

近年在线 K12 教育市场高速增长的核心逻辑在于渗透率快速提升, 而超级线下市场将继续为存量转换提供巨大空间, 渗透率迈过拐点预示赛道的黄金发展周期开启。我们认为, 在线渗透率上行的原因是技术端成熟、产品端优化和用户端接受度提高三端正向共振。根据沙利文数据和广证恒生敏感性测算, 即使悲观情形下 2023 年渗透率为 30%, 亦将对应 2448 亿的市场空间, 平均复合增长率约 47%。

(二) 双师大班课率先实现在线商业模式破局。

2015 年以来千军万马抢跑在线教育赛道, 折戟沉沙者众。但无数创业者的努力终令学习曲线趋于陡峭, 叠加三端共振机遇, 双师大班课模式突出重围。

我们认为, 大班课优势已在线下得到充分验证, 在线大班课模式可以称为“对前辈的致敬”, 其快速发展是用户及企业双重选择的结果: (1) 在线属性与辅导老师的加入改善线下大班课固有的不足, 整体效率显著提升; (2) 市场下沉趋势中, 大班课产品性价比优势突出; (3) 财务模型较之目前在线 1v1 模式有更强的盈利基础。根据沙利文数据, 2018 年 K12 大班课市场空间达 151 亿, 预计 2023 年市场空间可达 2020 亿, 对应复合增速达 68%。

二、跟谁学发展历程: 有变化, 更有坚守, 收获跨越式增长和有质量盈利

(一) 尊重市场规律, 理解教育本质, 在公司核心团队的磨砺与融合中, 在业务场景变化与商业模式的探索中, 坚守教育理念, 坚持盈利思维与技术赋能。我们将跟谁学的发展历程分拆分为三个阶段: 组建 O2O 平台; 孵化 to B 业务探求变现之路; 聚焦 K12 在线直播大班课。公司从阶段一到阶段三是业务场景切换与扩展后的重新聚焦, 从连接为目的, 回归内容为王, 连接服务于内容, 最大化地发挥企业基因中“线下教育经营理念”和“互联网技术思维”的双重属性优势。

(二) 业务聚焦后带来公司 2017-2019H1 财年业绩的跨越式增长, 并成为首家实现规模化盈利的在线 K12 教育上市公司。从最新财报来看, 2019H1 公司累计实现流水收入 8.99 亿元 (+436.78%), 对应确认营收 6.23 亿元 (+437.86%), 总招生人数达 80.30 万 (+375.15%), K12 业务营收贡献占比 70% 以上; 对应净利润 5026.50 万, 去年同期为 -400.80 万。

三、盈利的核心: 技术赋能, 围绕“获客+教师”构建能力圈

市场已有共识, 未来胜出者必定是兼具行业和技术双重优势的。我们强调: 竞争关键将看谁率先将双重能力融合于成熟的商业模式。跟谁学拥有对教育的深刻认知和丰富的资源积淀, 技术驱动运营能力正在不断提高, 当前规模性盈利, 是其能力圈构建与商业变现融合初尝战果的体现。

(一) 获客端: 以内容+社交型流量为基础, 构建自身私域流量池, 通过分层的社群运营方式实现高效的付费用户转化, 同时以技术优化销售效率, 进而有效控制招生端销售费用。

根据教育新增长研究院统计, 跟谁学旗下八个主体公司有 97 个认证公众号,

相关报告

- 1、首部促进在线教育发展意见出台! -20190930
- 2、3 大维度剖析最新校外在线培训规范意见-20190715
- 3、“社交+”视角下在线教育的未来推演-20190711
- 4、在线教育投融资专题: 整体复投率升至 42%, 在线素质教育站上风口 -20181121
- 5、“窥斑见豹”—从 6 家上市在线教企看行业盈利逻辑-20181115
- 6、新东方在线: 难得的盈利在线教育龙头赴港 IPO, 港股教育培训板块加速形成-20180718
- 7、在线教育拐点已至, 如何突围? 深度剖析学而思网校及 VIPKID 崛起之路-20180109
- 8、【深度汇编】2019 年的教育行业, 我们应该关注什么? -20190210

预估活跃粉丝 850+W；公司的体验课至正价课的转化率长期维持在高位，2019Q1 转化率达 90.14% (+7.84pct)；而从获客成本数据来看，2018 年公司获客成本约 158 元（付费>9.9 元学员）/220 元（付费>99 元学员），低于行业平均水平。

（二）教师端：在获客端保障生源流量持续注入的前提下，围绕高质量教师做加法。名师带来产品溢价及信任基础，同时利用双师大班课模式放大名师产能，带来可持续的高薪酬，保障名师留存率，从而构建良性的商业闭环。

公司主流产品定价较行业平均高出 30%-100%不等；课堂平均生师比从 2017 年的 400 人快速提升至 2019Q1 的 980 人；主讲教师的人均创收能力自 2017 年 123 万/年，提升至 2019H1 的 686 万/年，其中 top10 教师人均创收在 2019H1 达 5730 万/年；高创收带来高薪酬的基础，我们测算公司 2019H1 主讲教师年均薪酬约 90 万，top10 主讲教师年均薪酬约 538 万；薪酬之外，公司也借助股权池激励和稳定核心教师群体，根据公司 2019Q2 业绩披露，2018 年仅离职 9 名教师。

而我们认为这二者又离不开背后的底层技术支撑，包括流量渠道、获客效率、教学质量的可视化监控，AI 及大数据等技术对教学效率、辅导效率的提升等。公司在 2015 年便组建了近 300 人的技术及内容研发团队。研发投入近年来也保持持续增长，2019H1 整体研发投入达 7157 万，同比增长 160%。

• 四、关于未来的推演：谁能问鼎在线 K12 黄金赛道及未来数据的简易模型

（一）“未来谁是王者”这个问题的本质在于：什么是在线教育的核心竞争力，通往终极挑战的路上究竟应该遵循什么样的指引和原则。我们归纳为三个层面：

（1）运营效率策略。行业竞争归根到底是企业运营效率的竞争，领先企业才有可持续的投入能力，以教育企业而言，才有高质量的教师队伍、学习体验，才有高水平的科技支持和中后台综合实力。

（2）市占率策略。任何商业竞争在中后期走向集中度提升都是大势所趋，在线领域提升速度更快。但靠“烧钱”扩张获得低质量市占率难成赢家，企业必须在保障用户体验的前提下实现规模领先。

（3）盈利策略。“烧钱”享受高估值的时代结束。盈利固然是企业经营目标，但我们不过度关注阶段性财务成果，盈利质量和长期盈利增长能力才是关键，尤其是不断实现指数化增长过程中，公司运营管理能力的迭代与优化。

“三足鼎立”要求高超的统筹能力，但这正是卓越企业和卓业管理者所必须具备的。围绕三大策略，我们拆解出可持续跟踪的运营、财务指标，包括：盈利能力指标、市占率和运营效率指标。

（二）从终局视角来看：假设行业龙头占据 20%-30%的市场份额，我们预测在均衡状态下未来王者的业绩体量可逼近 360-450 亿营收、36-67 亿净利润。从当前赛道内头部企业的增速来看，这一体量有望在未来 8-10 年左右的时间区间内实现。这也是为什么诸如好未来、新东方等线下 K12 巨头，腾讯、今日头条、网易等互联网巨头，以及众多资本愿意押注于此赛道的核心原因所在。

我们认为坐拥双重优势的跟谁学是问鼎 K12 在线教育黄金赛道的强有力竞争者，以纯正、轻装上阵的在线模式规模化实现盈利突破，以及登陆纽交所，令其享有领跑优势。从我们所构建的核心指标体系来看，跟谁学在可持续盈利能力、优于市场的运营效率及良性提升的市场份额这三个层面具备较大优势，这也是其优秀企业组织能力的外化体现。未来需要持续跟踪、验证的关键指标是：

（1）能否保持市场份额的良性提升趋势。也即在收入进一步规模化的情况下，整体的盈利能力（毛利率、净利率、经营净现金流）维持在相对健康状态。

（2）能否持续维持优于行业的运营效率，包括保障教学质量下的教师边际人效，营销投入产出比等。

• 风险提示：行业竞争加剧、盈利能力风险、政策变动风险

目录

导语	6
1、行业概览	6
1.1 在线 K12 教育是不是一个好赛道?	6
1.2 在线直播双师大班课是不是一个好模式?	7
1.2.1“在线直播+双师”优化传统线下大班课模型	8
1.2.2 在线双师大班的性价比优势更容易进行用户、渠道的下沉	9
1.2.3 对于企业而言：双师直播大班课财务模型具备更优的盈利基础	10
2、拆解跟谁学盈利结构，探究长期可持续发展的关键能力	14
2.1 看过往：盈利思维与技术赋能——业务场景变化下的坚守和积淀	14
2.1.1 发展历程：阶段一到阶段三的“变”与“不变”	14
2.1.2 企业基因：“线下教育理念”和“互联网技术基因”的碰撞与融合	16
2.2 看当下：首家实现规模化盈利的在线 K12 教育上市公司，业绩高速增长	17
2.3 盈利的核心：技术赋能，围绕“获客+教师”构建能力圈	20
2.3.1 获客端：踏准社交流量红利，搭建成本可控、可持续的招生模型	21
2.3.2 教师端：围绕高质量教师做加法，构建良性闭环	26
3、关于未来的推演：谁能问鼎在线 K12 黄金赛道?	32
3.1 中短期变量：在线教育政策持续落地，大班课巨头掀起流量之战	32
3.2 长期视角：格局远未达到稳定，各类模式仍存优化迭代空间	34
3.3 终局视角：致胜三大策略——运营效率策略、市占率策略、盈利策略	36
4、风险提示	42



图表目录

图表 1 2023 年在线 K12 市场空间预计达 3672 亿元.....	6
图表 2 悲观情形下的在线 K12 领域也可达 2000+亿的市场规模.....	7
图表 3 80、90 后逐渐占据主要家长群体	7
图表 4 家长认为线下教育存在的痛点	7
图表 5 K12 大班课市场空间高速扩容.....	8
图表 6 线下 K12 大班产品的问题集中在教师、教学效果、K12 用户特性三个方面	9
图表 7 在线双师大班课在下沉市场中更具性价比优势.....	10
图表 8 在线教育收入端拆分	11
图表 9 在线教育成本端拆分	12
图表 10 双师直播大班课理论上财务模型更优	12
图表 11 主流产品班型越大，毛利率越高.....	13
图表 12 跟谁学发展历史中的三个阶段	15
图表 13 跟谁学发展历史中的变与不变	16
图表 14 跟谁学构建了教育与互联网的深度融合的核心创始团队.....	17
图表 15 研发投入稳定增长	17
图表 16 构建 389 人专职技术团队	17
图表 17 跟谁学营收及现金收入维持高增速	18
图表 18 招生人数快速增长	18
图表 19 K12 业务营收快速放量，贡献营收占比 70%以上	18
图表 20 费用端持续优化，销售费用率整体可控。.....	19
图表 21 毛利率持续攀升，2018 年起迈过盈亏平衡点.....	19
图表 22 跟谁学商业模式流程详细拆解	20
图表 23 获客端与教师端的深度把控，结合技术优化各个环节的效率.....	21
图表 24 跟谁学旗下部分公司公众号信息统计	22
图表 25 公司旗下部分头部公众号情况统计	22
图表 26 跟谁学旗下部分头部抖音号信息统计	22
图表 27 进群引导，流量二次沉淀至个人号	23
图表 28 开课前仪式感召唤	23
图表 29 引导分享社交裂变，扩大社群生态	23
图表 30 持续维护社群活跃度	23
图表 31 利用用户分层、服务分层逐步转化社群用户.....	24
图表 32 跟谁学体验课转化率维持在高位	25
图表 33 跟谁学近年来获客成本处于低位	25
图表 34 与在线教育同行相比，跟谁学获客成本展现较大优势.....	25
图表 35 教师端严选名师，构建良性商业逻辑闭环.....	26
图表 36 高途课堂高中产品部分教师信息统计	27
图表 37 跟谁学课程平均客单价稳步提高	27
图表 38 跟谁学各学段产品定价与市场主流价位相比溢价明显.....	28
图表 39 主讲教师、辅导老师数量逐步扩大	29
图表 40 课程平均生师比持续增长	29
图表 41 公司教师人均创收不断扩大	30
图表 42 跟谁学平台高中部头部教师创收能力极强.....	30
图表 43 跟谁学主讲教师创收能力较线上同行及线下机构优势明显.....	30
图表 44 跟谁学教师平均薪酬成本测算	31



图表 45 在线 K12 课外培训监管重点.....	32
图表 46 在线教育头部公司暑期大战部分统计数据.....	33
图表 47 当前阶段各类产品仍存在一定的优化空间.....	35
图表 48 致胜三大策略：运营效率策略、市占率策略、盈利策略.....	37
图表 49 核心指标构建	38
图表 50 未来王者的财务趋势模型	39
图表 51 未来王者业绩体量估计	40
图表 52 跟谁学毛利率及净利率处于上升趋势	40
图表 53 2018Q1 起实现正向经营净现金流.....	40
图表 54 ROI 整体处于在高位	41
图表 55 课程平均生师比持续提升	41

导语

2019年6月6日，跟谁学正式登陆美股市场。在整个在线教育行业充斥着“持续大额融资、严重亏损”的背景下，蛰伏近三年的跟谁学以仅做过一次A轮融资，并实现规模化的净利润的姿态正式登陆美股市场，再次成为市场的焦点。

梳理当前市场的关注点，我们总结为三个核心问题：（1）K12 在线教育是不是一个好赛道？（2）双师大班课是不是一个好模式？（3）未来谁是王者，目前跟谁学做对了什么，未来把对的事情做好的关键在哪？这三个问题都比较大，而且不太好回答，市场各种观点的分歧不小。

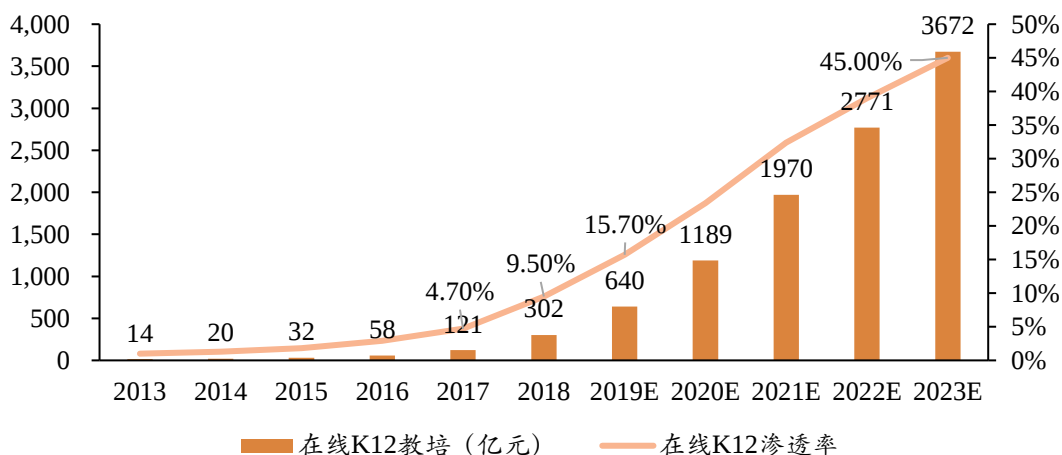
任何事物发展，都遵循着同样的规律，在早期的时候，充满了不确定性和无限开放的可能，随着时间的推移和发展演进，不确定性逐渐收敛，直到确定的结果呈现，再开始新一轮循环。站在观察的角度，我们当然可以去等待，结果总是会水落石出的，但站在研究的价值，我们更应该进行预判，并在演进过程中不断地校验和调整，因为这也是所有企业走向成功的必经之路：计划，执行，校验，完善。我们试着立足于本质与趋势两个原则进行研判，基于当前的能力，提出我们的看法。

1、行业概览

1.1 在线 K12 教育是不是一个好赛道？

渗透率迈过拐点，在线 K12 教育市场进入爆发期。据弗洛斯特沙利文推算，在线 K12 教培行业 2018 年的市场规模为 302 亿元，到 2023 年预计可增长至 3672 亿元，平均复合增长率为 64.8%。行业空间高速增长背后的核心逻辑在于渗透率的快速提升，2017-2019 年在线 K12 教育的渗透率迈过拐点期，由 4.70% 大幅提升至 15.70%。未来在用户接受程度持续上升的情况下，预计 2023 年行业整体渗透率有望提升至 45%。我们基于沙利文数据以渗透率为核心做敏感性测算，即使悲观情形 2023 年渗透率为 30% 的左右的水平，亦将对应 2448 亿的市场空间，平均复合增长率约 47%，K12 教育领域海量市场空间背景下，仅仅是存量转化就将是巨大的市场空间。

图表1 2023 年在线 K12 市场空间预计达 3672 亿元



数据来源：弗若斯特沙利文、广证恒生

图表2 悲观情形下的在线 K12 领域也可达 2000+亿的市场规模

假设情形	悲观		中性		乐观	
在线渗透率	25%	30%	35%	40%	45%	50%
市场空间 (亿)	2040	2448	2856	3264	3672	4080

数据来源：广证恒生

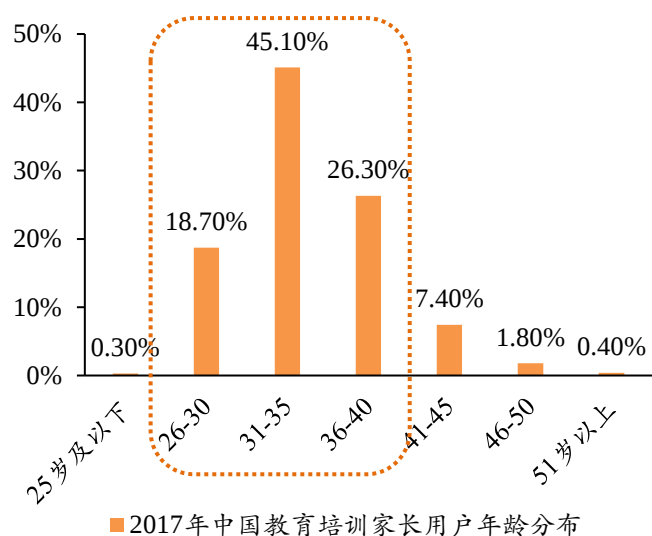
渗透率的快速提升源自于技术成熟、产品优化、用户接受度的三端共振。

(1) 技术端不断成熟：4G/Wifi、直播工具等底层技术的成熟，解决了在线教育中过往存在的模糊卡顿、音频失真等问题，极大提高用户的使用体验；同时，直播的形式也在一定程度上缓解录播视频常面临的版权问题。

(2) 产品端持续优化用户体验：随着越来越多高端互联网人才不断涌入教育行业，各类模式的在线教育产品也在持续迭代成熟，不断优化。例如，在直播环节中加入的交互式设计提高学员参与感及专注程度；利用在线授课天然的数据留存优势将学员学习过程数据化，以提升教学质量等。

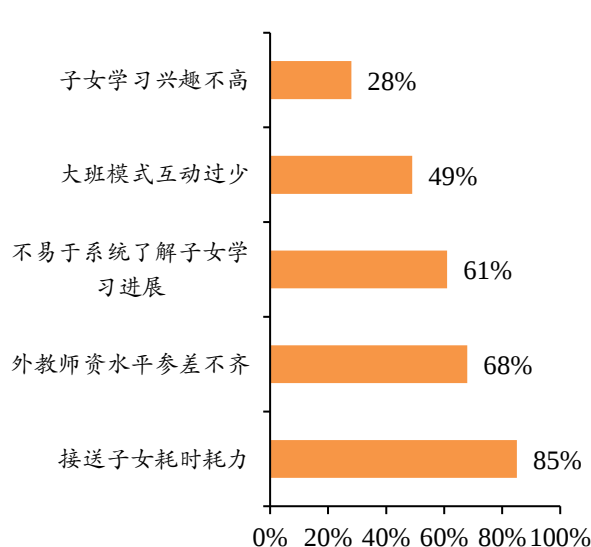
(3) 用户端接受度逐步提高：一方面，目标用户的认知更多元化，无论是当前作为学生的 00、10 后，亦或是作为付费家长群体的 80 后，对于 PC、移动设备的教育属性认同感、接受度都有一定基础，用户群体对在线这一教育形式接受程度在迅速提高；另外一方面，在线形式的便利性有效缓解了家长群体接送子女耗时耗力的核心痛点。

图表3 80、90 后逐渐占据主要家长群体



资料来源：艾瑞咨询、广证恒生

图表4 家长认为线下教育存在的痛点



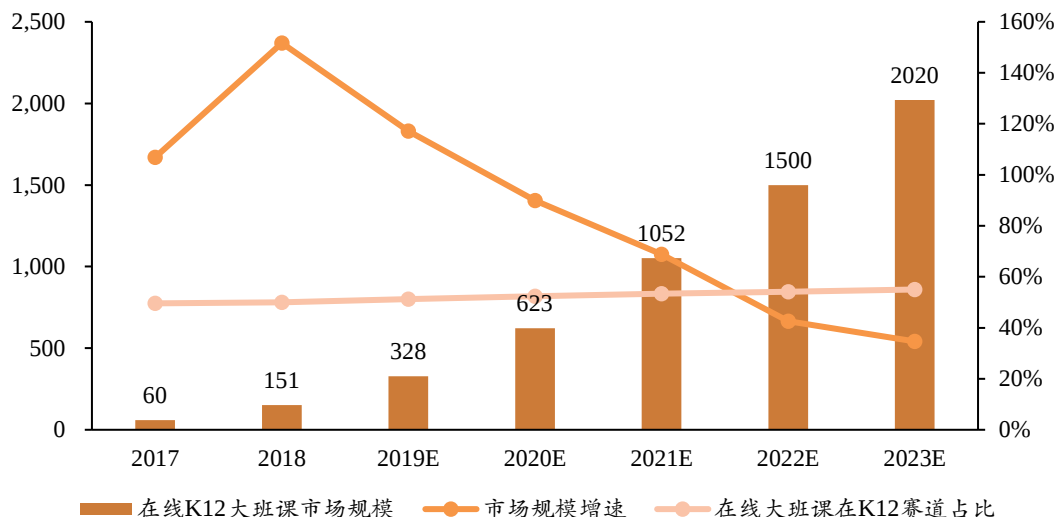
资料来源：艾瑞咨询、广证恒生

1.2 在线直播双师大班课是不是一个好模式？

在 K12 在线教育高速发展的背景下，近年来双师直播大班课模式被验证后快速放量，市场空间高速扩容。目前在线 K12 学科辅导赛道按班型划分主要包括三类玩家：1v1、小班课、大班课。从目前各个模式的发展态势来看：1v1 模式率先跨越规模化拐点，背后的核心逻辑在于利用师生 1v1 高频互动的方式率先解决了用户普遍对在线教育交互性较差、参与感较低的问题；小班课则发展仍处于较为早期阶段，背后核心在于运营难度较之 1v1 更大，相关模式正处于持续优化迭代阶段；而大班课在经过前期迭代后，在产品

形态上演化为“讲师+辅导老师”的双师模式，在最近两年时间迅速实现规模化放量。根据弗若斯特沙利文数据，2018年K12大班课市场空间达151亿，预计2023年市场空间可达2020亿，对应2019-2023未来5年复合增速达68%。

图表5 K12大班课市场空间高速扩容



数据来源：弗若斯特沙利文、广证恒生

我们认为，在线大班课的高速发展背后是用户及企业的双重选择结果。除去整体K12在线行业渗透率快速提升的大逻辑外，我们认为在线双师直播大班课在K12领域得以快速发展的原因包括以下三点：(1) 商业模式的创新，在线属性叠加辅导老师角色的加入改善线下大班课固有的不足，整体效率显著提升；(2) 在用户及区域的下沉市场上，大班课产品性价比优势突出；(3) 对于企业而言，双师直播大班课财务模型较之目前在线1v1模式有更强的盈利性基础。

1.2.1 “在线直播+双师”优化传统线下大班课模型

从线下K12培训的业态来看，目前主流主要以小班、1V1（泛1VN班组课）两类产品为主，而鲜有K12机构将以大班课作为主流产品。我们认为，背后的存在的问题主要集中在教师留存及产能、教学效果、K12阶段用户特性三个方面。

(1) **教师层面**：其一，大班课授课难度较大，对教师要求极高，因此线下的大班课教师主要以能力出色的名师为主。线下机构天然对名师倚赖程度较大，一旦名师出走则对机构造成极大损害；其二，线下在物理空间、教学效果权衡等因素的制约下，名师产能受限。从早期新东方留学领域的大班课来看，在权衡课堂氛围及教学效果的前提下，能达到300-400人已经接近线下生师比理论峰值。

(2) **教学效果层面**：在授课环节，生师比的增加使得师生直接互动效果减少、同时在课堂纪律、课堂氛围把控上难度显著加大；在课后跟进服务的环节，生师比的问题同样使得教师难以对每个学生一一详细跟进，整体服务质量容易出现折扣。

(3) **K12用户特性层面**：目前在考研、公考、留学等成人培训领域，线下大班模式仍占据相当重要地位。相比之下，K12阶段用户与成人用户最大的区别在于自我驱动力问题，越是低龄阶段的用户越需要教师对预习、授课、课后作业等各个环节的强把控，同时更注重精神激励及陪伴，通过完善的过程把控以

确保教学内容的有效接受。这也是经过多年模式迭代后，小班及 1v1 模式成为 K12 领域的主流产品的核心原因所在。

图表6 线下 K12 大班产品的问题集中在教师、教学效果、K12 用户特性三个方面



数据来源：广证恒生

双师直播大班课利用在线技术及辅导老师角色的加入整体优化了线下大班课产品模型。

(1) 从名师的维度衡量：一方面，在双师直播大班课模型中，名师对机构的倚赖程度加大。线上名师的塑造背后囊括了包括技术团队、服务团队、辅导老师团队等合力支持，在前端的流量导入、招生转化、课件制作、学生答疑服务跟进等环节上名师与机构融为一体。我们认为，线上的名师是一个“技术+服务团队+老师+辅导老师”的综合产物，名师出走难度加大，同时也难以直接带走大量生源而对原有机构产生较大影响。另外一方面，直播技术的加入突破了线下教室物理空间的限制，名师的产能得到极大的突破。与线下 300-400 人的峰值对比，线上名师师生比可轻易突破 1000 人。产能的释放亦给线上大班名师带来更高的薪酬天花板，从而提高其留存率及稳定性。

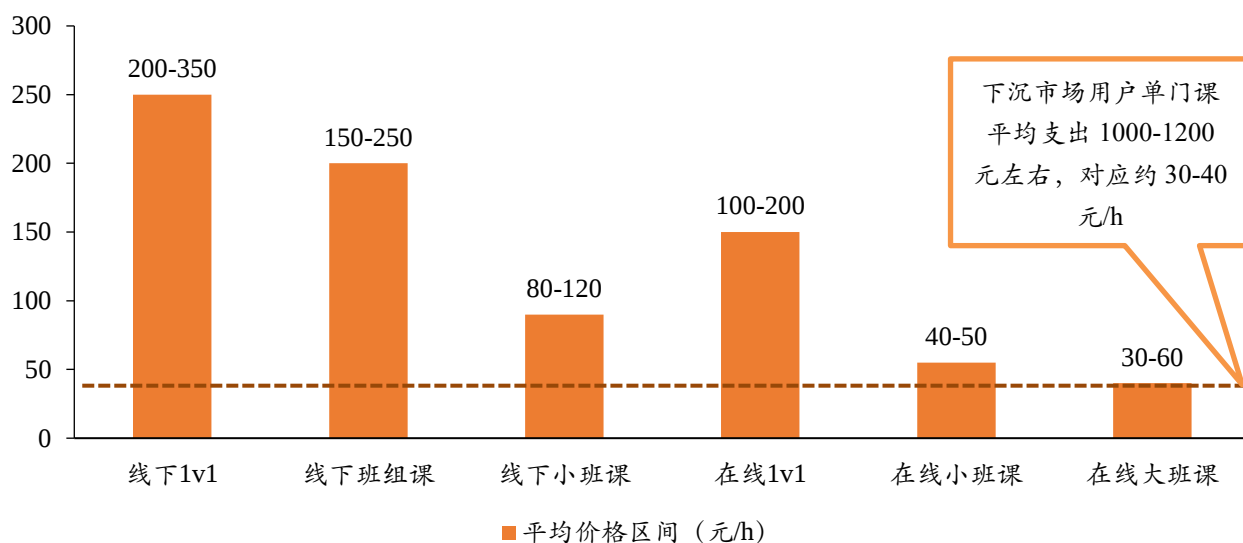
(2) 从教学质量的维度衡量：一方面，辅导老师角色的加入，使得教学环节与课后辅导环节拆解。利用辅导老师充当班主任的角色将大班变向划分成一个个群组组成的小班模型，满足学生的个性化答疑需求，在一定程度上保障了教学内容的有效传导以及用户的服务体验；另外一方面，技术的进步亦为大班模型增加更多提升效率的工具。例如利用直播工具中的实时信息反馈、互动小游戏等设计极大提高学生专注度及参与感，利用线上答题、智能批改等工具提高辅导老师的效率。

1.2.2 在线双师大班的性价比优势更容易进行用户、渠道的下沉

下沉市场用户每年在学科类辅导的支出约 5000 元左右。从当前市场主流产品价位来看，目前线下 1v1 产品主流价位在 200-300 元/h 之间，其次是班组课（1V3、1V4 等）一般在 150-250 元/h 之间，线下小班课价位在 80-100 元/h。相比之下，线上产品价格较低，在线 1v1 价位在 100-200 元/h 左右，在线单师小班课在 50-60 元/h 左右，在线大班课仅为 30-50 元左右。根据北京大学中国教育财政科学研究所发布的《2017 年中国教育财政家庭调查》的数据来看，全国范围内中小学生参与学科类校外教育的费用平均为 5021 元，其中农村费用为 1580 元，城镇为 5762 元。我们依照此数据进行大致估计低线城镇家庭或一二线城市低产用户家庭每年在学科类辅导的支出约 5000 元左右，在每个孩子报 1-2 门同步辅导课程（16 次标准课时、

每次课时 2h)、每年 2-3 个次（2 个学期、暑期、寒假）的情况下，对应的单门课程支出在 1000-1200 左右（对应 30 元/h）；以 2000-3000 元左右的产品下沉至低线城市其实难度较大。

图表7 在线双师大班课在下沉市场中更具性价比优势



数据来源：广证恒生

注：数据主要来自以下机构主流产品调研数据，学而思培优、优能中学、泡泡少儿、精锐教育、卓越教育、学大教育、掌门1v1、学而思网校、猿辅导、高途课堂、东方优播等；其中线下机构主要以其一线城市的新初一产品收费为主要参考；其中东方优播主要针对低线城市。

我们认为，在线双师大班课与目前 K12 赛道主流产品相比，在下沉市场中更具性价比优势。

(1) 对于一二线低产用户而言，用户对在线模式产品在过往几年的用户教育下，其实整体接受程度较高。在产品模型跑通，解决教学质量的前提下，在线大班课以 1000-1500 元价格区间的产品比当前主流机构单科 2000-3000 元左右的班课产品具备较大的性价比优势。

(2) 对于三四五线城市的家庭而言，名师大班课具备以“名师”、“大品牌”、“性价比”等触发付费的关键点。主流线下机构以传统线下模式难以下沉，核心在于无法解决优秀师资招聘的症结。与当地线下小作坊式机构相比，在线大班课以全国水准的优秀名师、精细化的教研体系及完备的教学服务下沉时，极易形成降维打击的效果，而与其他在线模式相比，则在师资质量、价格上的一定优势。

1.2.3 对于企业而言：双师直播大班课财务模型具备更优的盈利基础

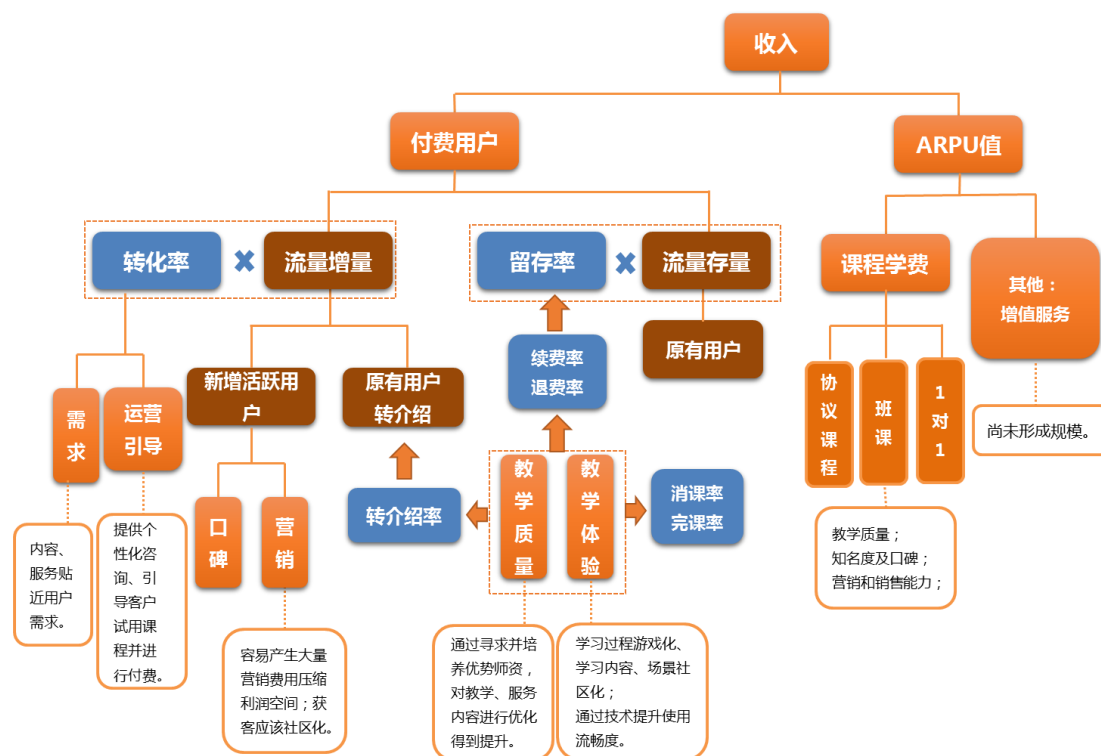
我们认为，当前以直播授课产品形态为主的在线教育头部企业在变现路径上已基本跑通，收入端相关指标表现良好。目前行业内企业普遍亏损的核心原因在于成本端，也即获客成本较高（销售费用率较大）。而从理论上而言，双师直播大班课财务模型较之当前主流的在线 1 对 1 模式具备更优的盈利基础，而在线小班课模式仍处于早期的迭代优化阶段，因此在双师直播大班课变现模式得到验证后也自然成为众多机构开始聚焦发力的产品。

我们在此前的研报《“窥斑见豹”——从 6 家上市在线教企看行业盈利逻辑-20181113》中曾提出在线教育的收入端及成本端基本分析框架：

(1) 收入端拆分：在线教育的收入端基于量价拆分后，从收入的“量”端来看，付费学员数量主要来源于流量存量和增量的转化。从收入的“价”端来看，ARPU 值的主要来源为课程学费，其次包括一些

咨询、教材等服务收入。从在线教育创业浪潮的发展过程来看，各类创业企业切入点不尽相同，有包括工具类产品、O2O 平台类产品等，但在行业发展而不断淘汰的过程中留下来的优质创业机构普遍还是通过输出内容来进行变现，本质上即 B2C 的卖课模式。而从头部机构的数据来看，基本上大部分企业收入端相关数据例如招生人数、客单价、营收、现金收入等都处于健康状态，普遍增速较快。

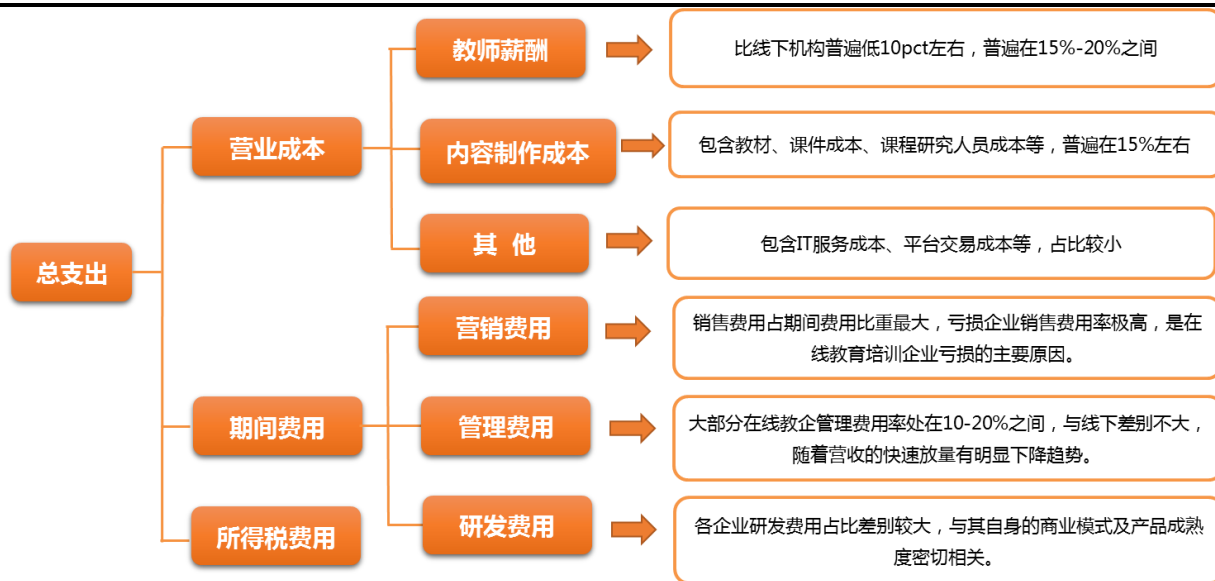
图表8 在线教育收入端拆分



数据来源：广证恒生

(2) **成本端拆分：**在线教育培训企业支出端主要包括主营成本、期间费用、所得税费用。主营业务成本主要包括教师薪酬、内容制作成本、其他成本等；期间费用包括管理费用、销售费用、研发费用等。核心变量在于教师薪酬、销售费用、管理费用等，其中销售费用投入巨大是大部分在线教育企业处于大幅亏损区间的重要原因，尤其是 K12 领域的在线教育企业。

图表9 在线教育成本端拆分



数据来源：广证恒生

在线双师直播大班课在理论上财务模型更优，在获客成本可控的前提下有望率先实现盈利。由于缺乏充分的上市公司公开财务数据，我们基于商业逻辑及过往非上市公司情况，对目前 K12 在线培训领域主流的大班课及 1 对 1 两类模式做简单的财务模型对比：

(1) 主营业务成本的核心变量在于教师薪酬，其变动对整体毛利率影响较大，核心在于如何在教学质量保障的情况下提高教师产能的天花板。大班课模式主要以名师为主，整体招聘难度及师资议价能力较高，但在理论上具备较强的边际效应，在名师生师比持续放大的情况下教师薪酬占比下降明显，进而带来整体毛利率的提升。从统计部分线上及线下上市教育机构的数据来看，主流产品班型越大，毛利率越高，基本验证了我们观点。

(2) 费用方面核心变量在于销售费用及管理费用。管理费用方面，大班课教师相对较少，在线授课的模式下师资更易集中化管理，而 1 对 1 模式下对师资数量要求较大。在不考虑名师带来的管理难度问题，且机构本身管理能力过关的前提下，大班课整体的管理费用率占比理论上存在优势。销售费用方面，获客成本主要与机构自身的品牌、增长策略、投放效率相关，与模式本身没有本质上的关联。正如我们前文所分析，当前阶段在线教育机构的盈利桎梏主要集中在获客成本，在包括教师薪酬占比、管理费用等其余成本端关键要素能够相对优化的前提下，在线双师直播大班课在成本端构建了更大的盈利基础。

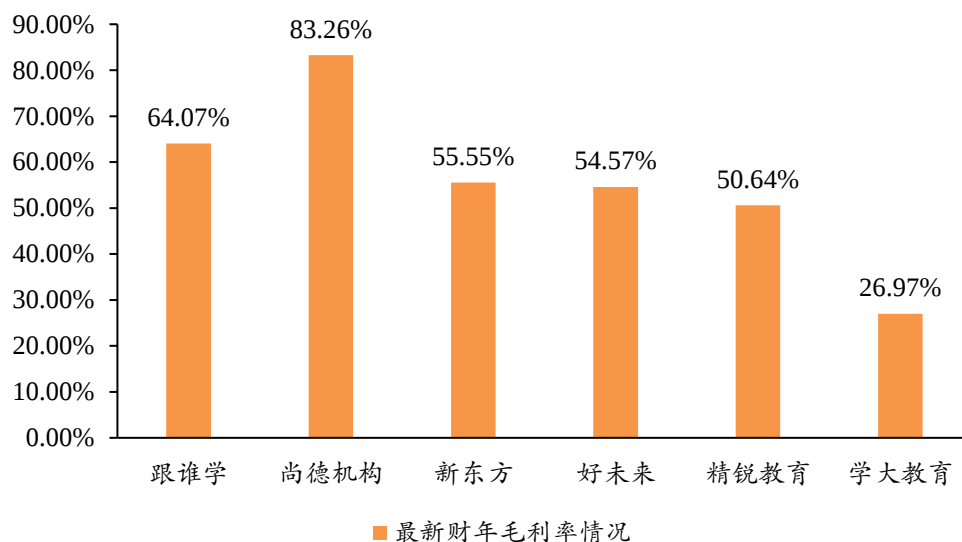
图表10 双师直播大班课理论上财务模型更优

成本端 财务指标	双师直播大班课	在线 1 对 1
教师薪酬	- 名师，招聘难度大，单个教师薪酬较高； - 但教师产能较大，生师比较高，易带来边际效应；	- 普通教师，招聘难度低，单个教师薪酬水平较低； - 教师产能天花板明显，成本基本同营收线性增长。
内容制作成本	- 理论上基本一致。 - 实际运营上的差别在于名师的较强的教学经营可与教研团队充分互动，规模放大后可能带来一定的优势，但预计对财务端影响不大。	

其他主营成本 (IT 服务成本等)	理论上基本一致。	
销售费用	- 核心变量。与企业自身的品牌成熟度、增长策略、投放 ROI 相关，与模式本身没有本质上的关联。 - 实际运营上的差别在于：(1) 名师天然带来一定的个人背书及导流能力，利用类似免费公开课的产品可较好地与销售团队形成有效互动；(2) 过往线下 1 对 1 普遍存在“卖大单、高提成”的现象，但本质上可在企业管理环节优化，并非模式固有的诟病。	
管理费用	- 整体的主讲教师数量相对较少，管理易于集中化。 - 变量在于：(1) 名师管理难度较大，考验机构本身的组织管理能力；(2) 辅导老师数量较多。	受单教师产能影响，教师数量庞大，对机构的管理能力要求较高。
研发费用	理论上基本一致。	
财务费用	- 理论上基本一致。 - 过往 1 对 1 模式通过“卖大单”模式获得较高的预收款，但随着行业规范逐步落地，影响趋于一致。	
税务成本	理论上基本一致。	

数据来源：广证恒生

图表11 主流产品班型越大，毛利率越高



数据来源：Wind，广证恒生

2、拆解跟谁学盈利结构，探究长期可持续发展的关键能力

2.1 看过往：盈利思维与技术赋能——业务场景变化下的坚守和积淀

以史为鉴，可知兴替。一个企业的发展结果源自于过程中的不断选择与持续积淀，不同时期的选择可能在变化，而所积淀下来的能力、资源，以及更为核心的企业底层基因及经营理念是不变的。

于跟谁学而言，其外显的变化在于核心业务场景从 O2O 平台、toB 业务到 B2C 在线直播大班课的转变、延伸和聚焦，而其长期坚守不变的核心在于追求精细化运营、最小单元的盈利能力打造、技术赋能教育的底层理念，而这也和其核心创始团队“教育+技术”的背景基因息息相关。

2.1.1 发展历程：阶段一到阶段三的“变”与“不变”

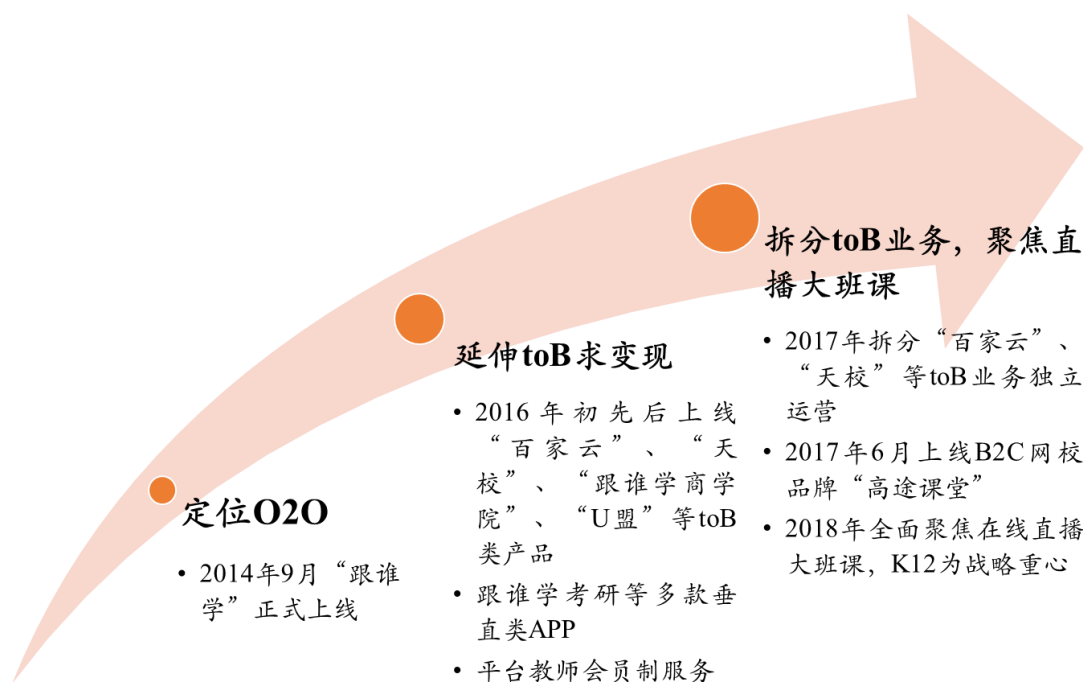
我们将跟谁学的发展分为三个阶段：

(1) 阶段一：组建 O2O 平台，围绕“链接”变现。2014 年 9 月跟谁学平台正式上线，围绕包括 K12、语言、素质、职业技能等全学科场景构建“找老师”线上平台，链接线下名师及学生，满足学员多样化的学习诉求。

(2) 阶段二：广撒网，孵化 to B 业务，围绕“赋能机构”变现。一方面，自 2015 下半年开始，跟谁学内部孵化 to B 业务拓宽变现渠道，在 2016 年初先后上线了包括为机构提供云视频直播服务的“百家云”、提供一站式招生运营销售管理系统的“天校”、为教培人员提供培训的“跟谁学商学院”、针对机构教育产品分销的“U 盟”；另一方面，公司在跟谁学平台的基础上也研发了多款垂直类产品，例如跟谁学考研等，同时也针对平台内教师推出会员制服务；

(3) 阶段三：拆分 to B 业务，聚焦在线直播大班课。2017 年起，公司逐步拆分 B 端业务，将“百家云”、“天校”等直接赋能 B 端机构业务的产品独立成立主体运营，同时关停部分 B 端业务；2017 年 6 月，上线针对 K12 学科辅导的 B2C 网校“高途课堂”作为战略重心发展。2018 年开始，公司全面聚焦在线直播大班课模式，旗下产品包括跟谁学平台（全品类）、高途课堂（K12）、成蹊商学院（管理培训）、微师（微信直播工具）、金圈学堂（金融培训）。

图表12 跟谁学发展历史中的三个阶段

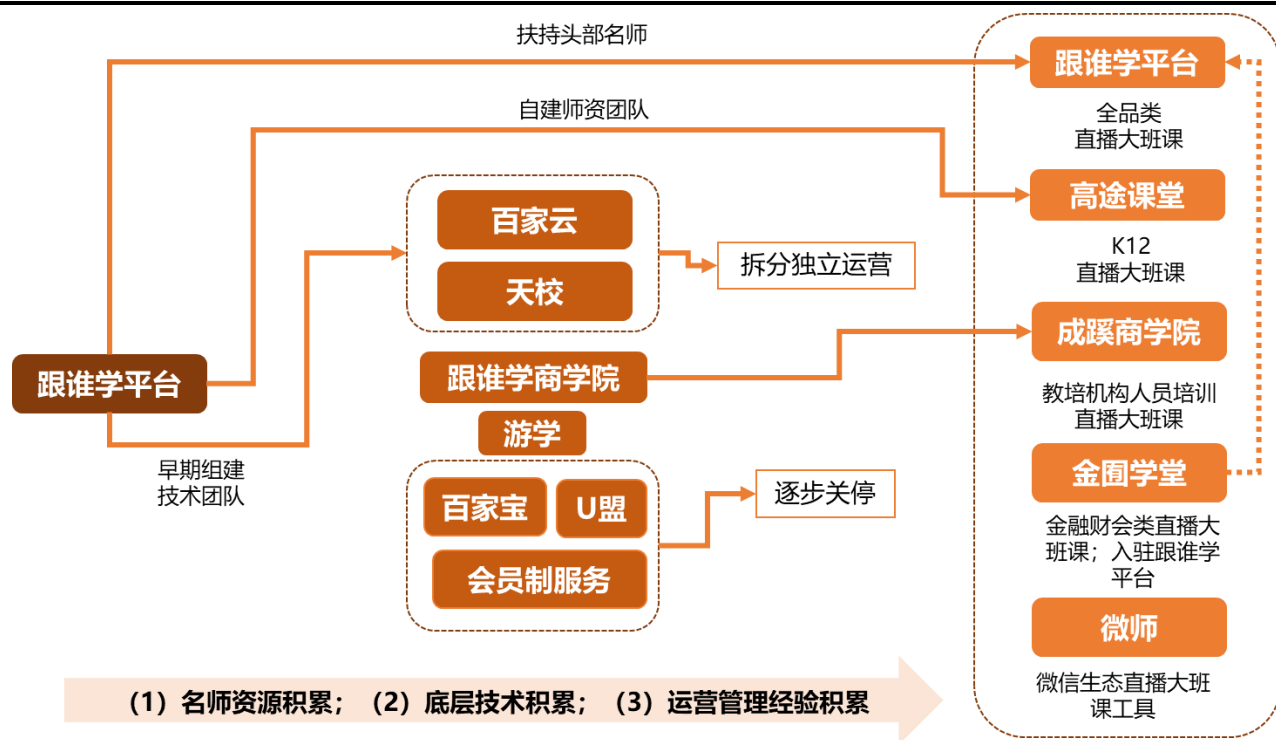


数据来源：广证恒生

公司从阶段一到阶段三中的变化在于业务场景经过延伸之后的重新聚焦，而不变的是对底层技术的持续构建及积淀。具体来看，跟谁学成立伊始便组建视频直播团队，研发出为自身所用的在线直播平台，而这也是现今公司聚焦在线大班课模式的底层技术；同样逻辑，早期为B端机构的所研发的赋能型产品例如百加宝、天校运营系统等，亦为公司聚焦B2C模式后的资深招生运营销售系统打下基础；而初期围绕全品类培训的跟谁学O2O平台的一方面链接线下海量教师及机构，同时也强调整体对平台入驻教师的审核及服务评价机制，这也为当前阶段的师资招聘渠道、教师管理沉淀下基础。

一个企业的当前阶段的发展背后是历史过程中的持续积淀，不能单独割裂来看待。从这个角度延伸，早期的跟谁学平台通过技术等服务的持续投入，本质上是将简单的O2O模式做重，进而利用“赋能”入驻平台中的B端机构及小B端（名师团队等），来提高最终教学服务的输出质量。而当“赋能”演变为直接的管理，最终便演化为目前的B2C网校，从而从更深的维度来保障教学质量的标准化，这和过往电商平台巨头的模式演变逻辑亦存在类似之处。

图表13 跟谁学发展历史中的变与不变



数据来源：广证恒生

2.1.2 企业基因：“线下教育理念”和“互联网技术基因”的碰撞与融合

从阶段一到阶段三的演变背后的底层逻辑是公司核心团队的背景和理念的碰撞与融合。从公司核心创始团队构成来看，成员主要来自于新东方及百度，6名核心成员中教育行业背景及互联网背景各占50%。而随着公司的发展，包括新东方区域校长、阿里巴巴、搜狐视频等背景的人才相继加入。

多元化背景的管理团队决定了企业基因的双重属性：一方面，线下教育巨头的基因决定了其在教学质量与服务、企业运营效率与盈利能力构建上的重视。从核心创始人陈向东老师过往的经历来看，在伴随着新东方成长成为千亿市值的教育企业的过程中，自身也从GRE大班名师、武汉新东方学校校长，成长为新东方集团执行总裁，全面负责集团管理工作。在其任职武汉新东方学校校长期间，武汉学校净利率达47%，贡献净利润占集团近1/3，创始人线下巨头的经历决定了跟谁学企业基因中的盈利思维。另外一方面，互联网技术的基因决定了其在技术上不遗余力的长期投入。从研发人员数量来看，公司在2015年便组建了近300人的技术及内容研发团队。截至2019Q1，公司专职技术人员达389人，占公司员工整体约22%。同时，公司研发投入近年来也保持持续增长，2019H1整体研发投入达7157万，同比增长160%。

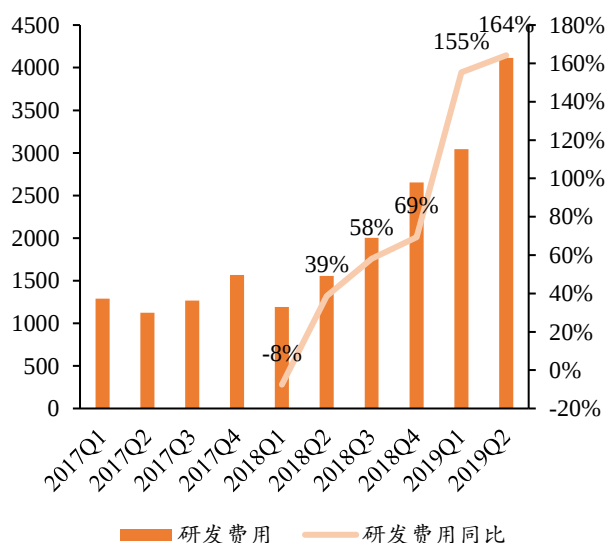
教育基因与互联网基因长期的融合和碰撞，则是公司的发展在变现场景的变化中坚守教育的精细化运营、教学质量，以服务好最小单位的学生和家长来获取利润为核心，同时利用技术来不断提高教学、运营、管理效率，进而扩大和复制教育服务范围的理念形成的底层基础。

图表14 跟谁学构建了教育与互联网的深度融合的核心创始团队

核心创始团队	背景
陈向东	1999 年年底加入新东方，2002 年创建武汉新东方学校，2003 年 10 月任集团副总裁，2006 年任集团高级副总裁，2010 年 11 月任集团执行总裁，全面负责集团管理工作，2014 年 1 月辞任新东方执行总裁职务。2014 年 6 月，创办跟谁学。
张怀亭	2005 年加入百度，2008 年参与百度“凤巢”的团队初创，组建北京、上海的机器学习核心技术团队。
李钢江	先后担任 Microsoft 研发工程师、Intel 研发经理、Google 高级研发经理、搜狐视频 CTO 等职位。2013 年 5 月加入百度，先后担任百度商业平台研发部总监和百度大数据部总监。
苏伟	2009 年创办易趣数学，2013 年二次创业，创办名师网。
罗斌	2007 年加入百度，作为“凤巢”系统奠基成员，负责过“凤巢”策略所有核心技术方向，包括竞价机制、行为建模、关键字触发、帐户优化等。
宋欲晓	2002 年加入新东方，参与创建武汉新东方学校。2003 年负责搭建新东方财务制度及财务核算流程工作。2006 年负责新东方赴美上市前的财务管理工作。2007 年负责新东方的投资并购业务。

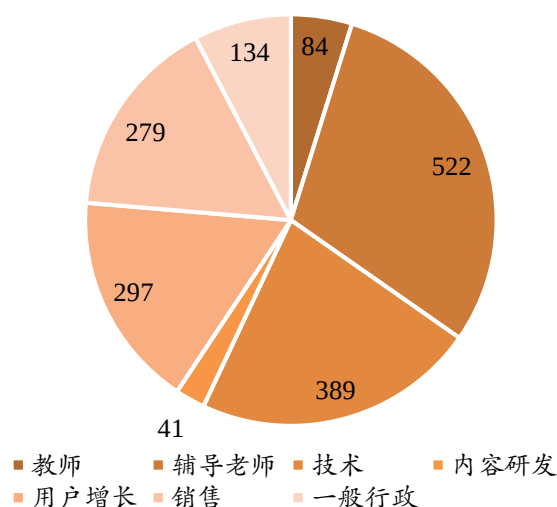
数据来源：招股说明书，广证恒生

图表15 研发投入稳定增长



资料来源：公司财报、广证恒生

图表16 构建 389 人专职技术团队



资料来源：招股说明书、广证恒生

2.2 看当下：首家实现规模化盈利的在线 K12 教育上市公司，业绩高速增长

在跟谁学逐步聚焦至在线直播大班课模式后，公司在过往 2017-2019H1 财年也交出了亮眼财报，一方面是营收保持高速增长，同时更令市场瞩目的是其在实现规模化后的正向净利润。

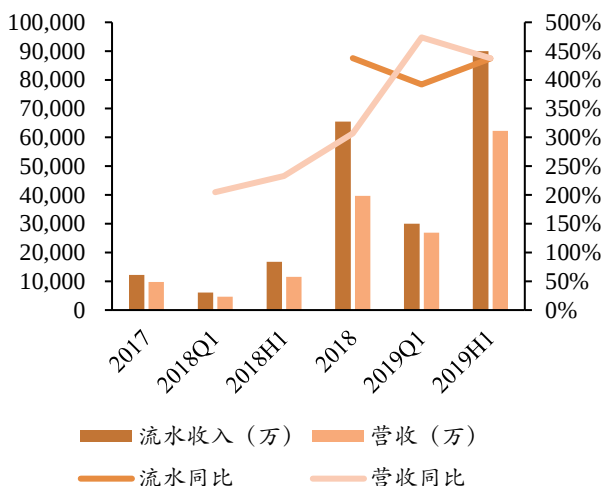
(1) 营收高速增长，K12 业务成核心驱动力。从公司最新披露的财报来看，跟谁学 2019H1 累计实现流水收入 8.99 亿元 (+436.78%)，对应确认营收 6.23 亿元 (+437.86%)；2019Q2 单季度实现流水收入 5.99 亿元 (+462.29%)，对应确认营收 3.54 亿 (+413.35%)，自 2017Q1 以来已经维持 10 个季度的高速增长，同时 2019Q3 单季营收业绩指引达+390.9%-411.1%。营收高速增长的背后是公司招生人数的持续增长，

敬请参阅最后一页重要声明

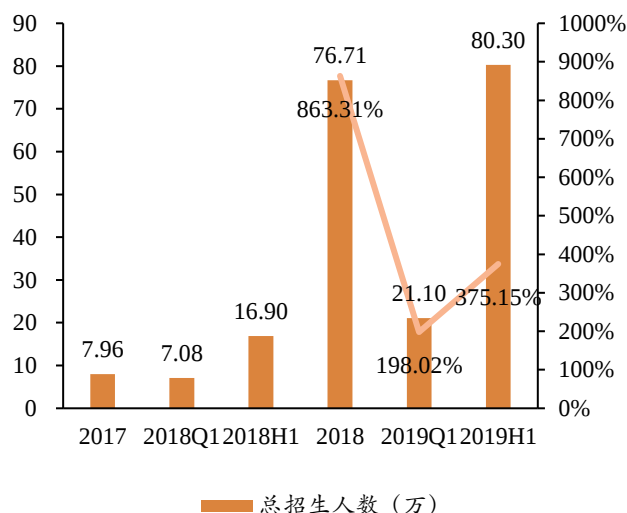
证券研究报告

2019H1 公司总招生人数达 80.30 万 (+375.15%); 拆分营收来看, 2017 年 6 月高途课堂正式上线后, K12 业务自 2017Q4 起迈入高速增长区间。截至 2019Q1, K12 分部单季度营收达 2.04 亿 (+510.17%), 占整体营收贡献达 75.91%。企业其余两块业务为外语、职业及素质教育类业务, 和以收取教师会员费为主的其他业务, 其中外语、职业及素质教育业务同样保持较高增速, 截至 2019Q1 最新数据实现营收 0.61 亿, 较去年同期增长超 10 倍, 对整体营收贡献占比约 22.53%, 预计未来保持稳定增速。而其他业务目前营收贡献占比较小, 仅 1.56%, 主要系公司模式调整后逐步暂停对入住教师会员费的收取导致。

图表17 跟谁学营收及现金收入维持高增速



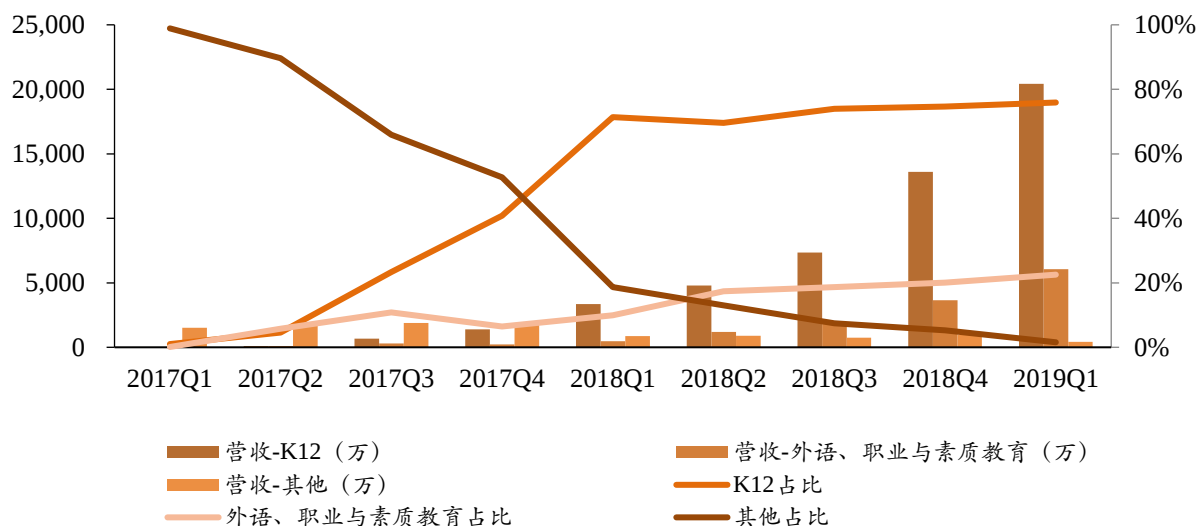
图表18 招生人数快速增长



资料来源: 公司财报、广证恒生

资料来源: 公司财报、广证恒生

图表19 K12 业务营收快速放量, 贡献营收占比 70%以上

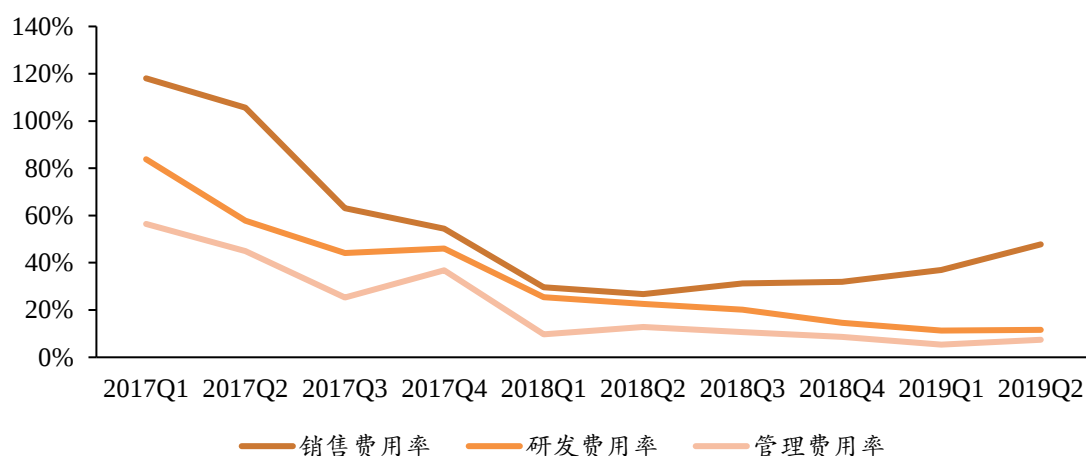


数据来源: 公司财报、广证恒生

费用端持续优化, 销售费用率在近 2 季度有所提升但整体可控。从过往 2 年财季的数据来看, 跟谁学整体费用率趋势呈明显下行趋势, 我们认为其核心原因在于营收规模化放量后带来的整体规模效益所致。其中, 市场较为关注的是自 2019Q2 的销售费用率的显著提升, 从财报数据来看, 公司 2019Q1 销售费用率为 2019Q2 为 47.80% (+21.05pct)。

我们认为其背后原因在于：(1) 行业竞争加剧下整体流量成本的提升；(2) 存在一定业绩季度因素的影响。从公司财季对应月度数据划分来看，Q2 对应自然月份为 4、5、6 月，Q1、Q3、Q4 以此类推。结合行业特性来看，教培行业暑期营销投入主要集中在 6、7、8 月份，暑期 7、8 月份报读相关暑期促销课程，之后 9 月份开始转化为正价课学员。在财报上将体现为 Q2 销售费用投入但对应产生的效益未在本季度体现，Q3 销售费用较大提升，但收入体现不明显，主要为 7、8 月份的促销低价课学员人数提升，同时 9 月份正价课学员入读带来现金收入的提升，到 Q4 后将迎来确认收入的增加。我们预计公司 Q3 销售费用率仍保持提升态势，而 Q4 将出现比较明显的回落，预计全年保持正常水平，整体可控。

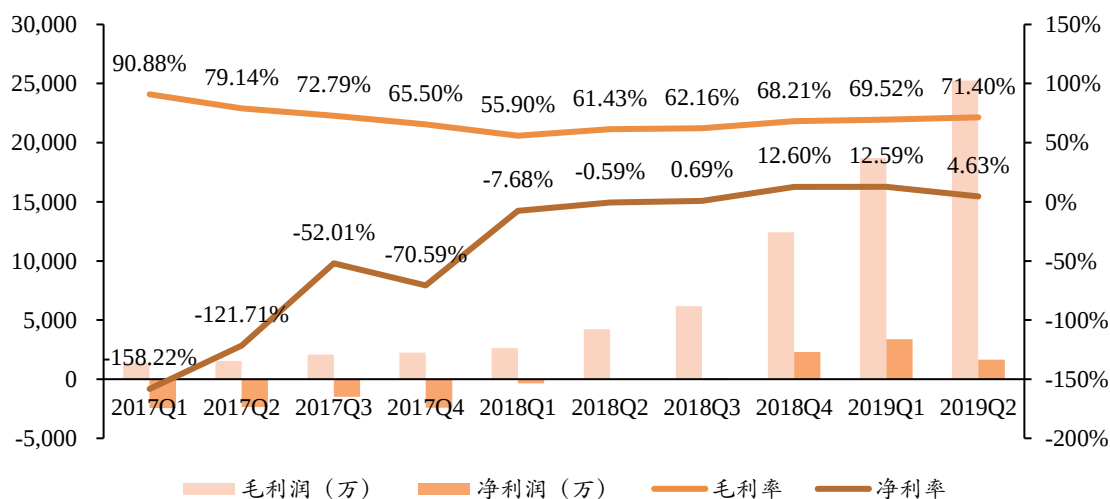
图表20 费用端持续优化，销售费用率整体可控。



数据来源：公司财报、广证恒生

毛利率持续攀升，2018 年起全面盈利。从毛利率来看，公司 2019H1 整体毛利率达 70.58%(+11.39pct)，最新 2019Q2 毛利率达 71.40% (+9.97pct)，主要受益于客单价及教师产能利用率的提升。从净利率情况来看，随着业务模式的验证，公司亦在 2018Q2-2018Q3 单季度实现盈亏平衡，并于 2018Q4 起实现正向净利润。截至 2019H1，公司整体净利率达 9.5%，较去年同期上升 11.53pct，主要受益于毛利率的提升及费用端的整体优化。

图表21 毛利率持续攀升，2018 年起迈过盈亏平衡点



数据来源：公司财报、广证恒生

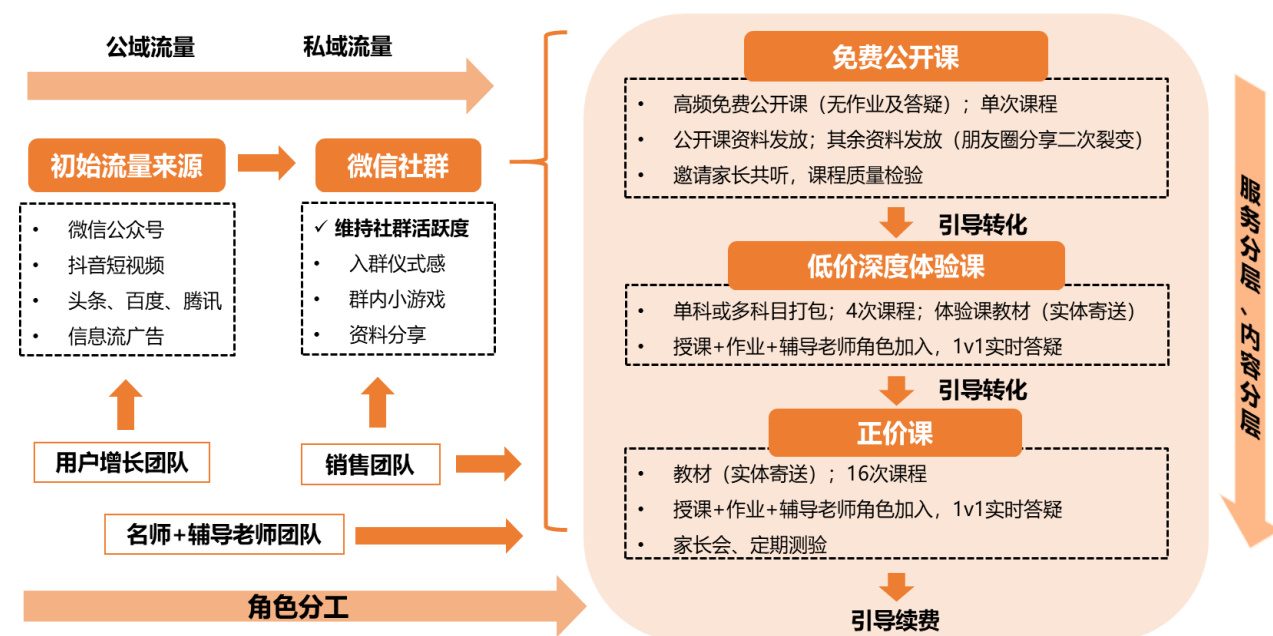
2.3 盈利的核心：技术赋能，围绕“获客+教师”构建能力圈

结合经营视角，我们拆解整个跟谁学的商业模式流程：

(1) 流量聚集：寻求低成本的获客渠道，构建自身私域流量池。组建近 300 人用户增长团队，借道社交型流量渠道，通过学习技巧、亲子相处、升学规划等各个家长孩子关心的优质内容，吸引初期意向用户并将其聚集至自身微信社群生态之中。

(2) 流量转化：角色分工，用户分层，服务分层，高效逐步转化用户的同时维持整体流程的标准化程度。利用名师公开课、资料分享的形式，一方面维护社区活跃度，吸引初步意向用户，另一方面也叠加类似朋友圈分享、拼团等模式进行社交裂变，精准扩大社群生态。在吸引流量的同时对用户社群进行分层管理，针对不同转化程度的用户辅以不同层次的产品及服务，逐步转化意向用户为付费用户。整个流程中，用户增长团队、销售团队、名师及辅导老师团队各司其职，提高各自负责的环节的服务动作标准化程度。

图表22 跟谁学商业模式流程详细拆解



数据来源：广证恒生

我们认为，跟谁学实现盈利的核心在于围绕“获客端”与“教师端”构建能力圈，叠加底层技术驱动下优化各个环节效率优化，最终在收入规模化的同时实现盈利。

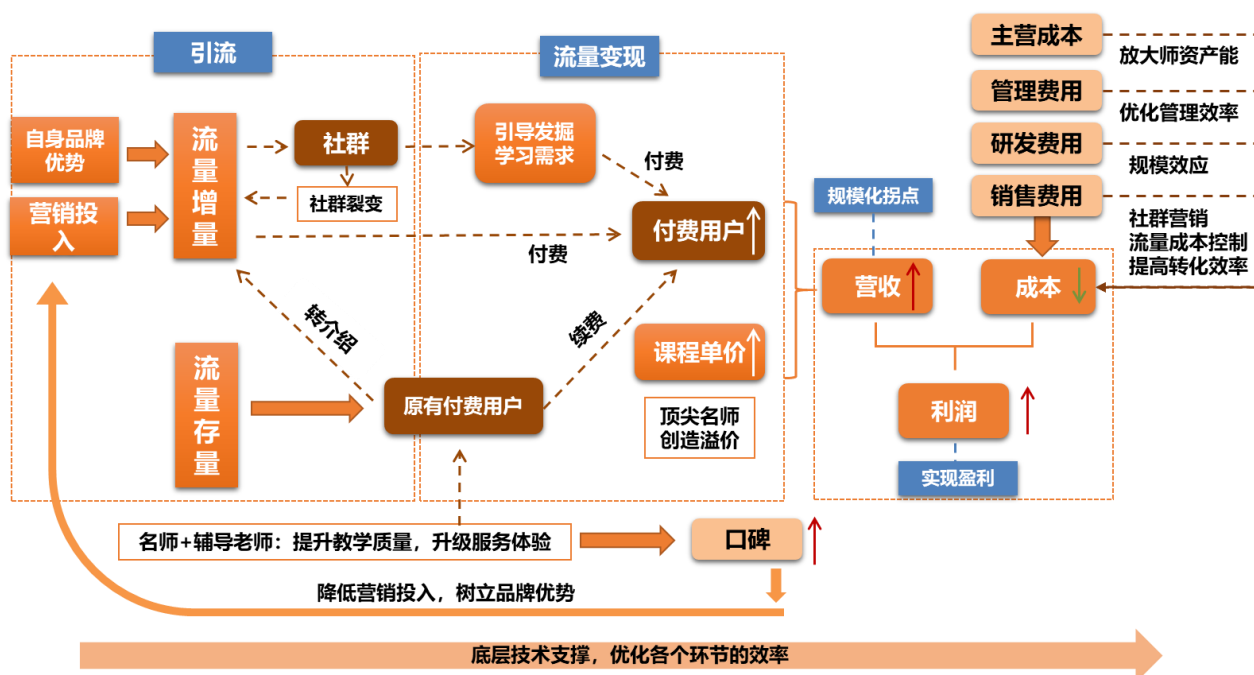
(1) 获客端：在深刻理解教育本质的基础上，踏准流量红利，构建高效转化模型。以内容+社交型流量为基础，构建自身私域流量池，通过用户分层、服务分层的社群运营方式，进行高频次、精准的反复触达进行高效的付费用户转化，同时配以技术优化销售转化环节中的效率，进而带来在招生端的销售费用的控制。

(2) 教师端：围绕高质量名师做加法，构建良性商业闭环。在获客端保障生源流量持续注入的前提下，在教师端严选高质量名师，叠加支持团队提高名师产能、确保教学内容质量及服务质量，实现人均产能的扩张的同时有效控制人均产出及薪酬，也同时带来了名师留存的保障以及持续师资招聘、培养的能力，从而构建良性闭环。

同时，我们认为这二者又离不开背后的底层技术支撑，包括流量渠道的监控、获客效率、教学的可视

化监控，AI 及大数据等技术对教学效率、辅导效率的提升等等。这些底层技术来自于跟谁学过往阶段一到阶段三的探索发展过程中的持续积累，而这背后又是由创始团队的背景和理念决定的。

图表23 获客端与教师端的深度把控，结合技术优化各个环节的效率



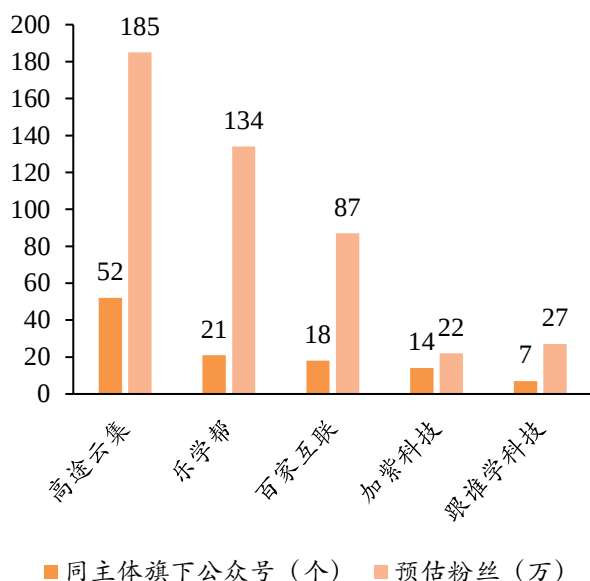
数据来源：广证恒生

2.3.1 获客端：踏准社交流量红利，搭建成本可控、可持续的招生模型

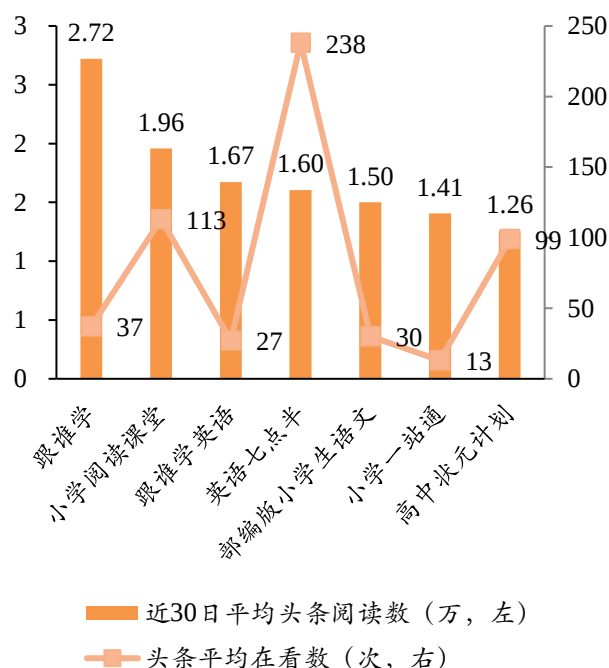
我们将获客拆解为流量获取、社群运营、流量变现三个环节。

流量获取：构建自有私域流量池，从源头控制流量成本投入。根据公司招股说明书，截至 2019Q1，公司用户增长团队共有 297 人。用户增长团队通过包括授课录像、学习技巧、升学信息、亲子相处等等各个维度的内容，以短视频、公众号推文等形式，在抖音、今日头条、微信生态中投放，吸引初步意向用户并引导至自身以微信群为主的社群生态中，以相对较低的成本完成从公域流量到自有私域流量池的转化。根据教育新增长研究院统计，跟谁学旗下八个主体公司有 97 个认证公众号，预估活跃粉丝 850+W，而总粉丝覆盖数量预计更大。我们从微小宝公众号分析平台中对数据进行侧面验证，例如，高途云集公司旗下认证公众号数量达 52 个，预估活跃粉丝数量达 185 万。从其部分头部公众号的数据来看，近 30 日平均头条阅读量基本在 1.5-2 万之间，传播效果良好。除去微信生态，我们统计了跟谁学在抖音旗下部分头部抖音号，包括以机构为主及名师为主的两类账号，Top10 帐号粉丝数量合计 560.1 万，相关短视频合计获赞数量达 2517.4 万。

图表24 跟谁学旗下部分公司公众号信息统计



图表25 公司旗下部分头部公众号情况统计

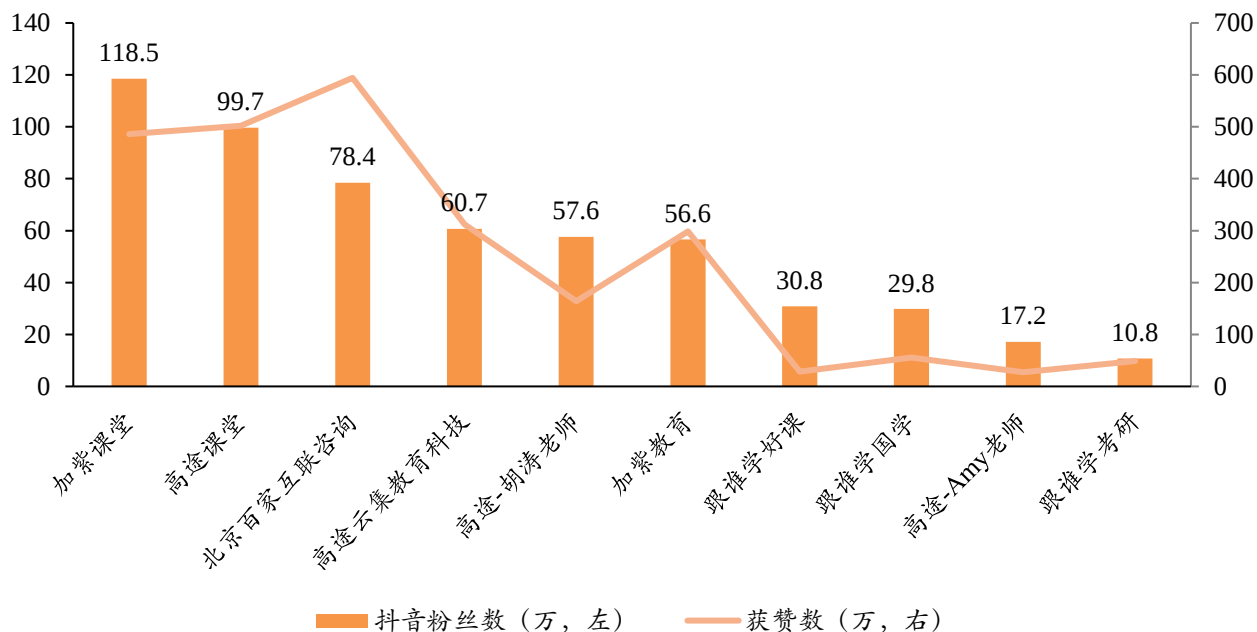


资料来源：微小宝公众号分析平台、广证恒生

注：数据截至2019年9月29日。

资料来源：微小宝公众号分析平台、广证恒生

图表26 跟谁学旗下部分头部抖音号信息统计



数据来源：抖音、广证恒生

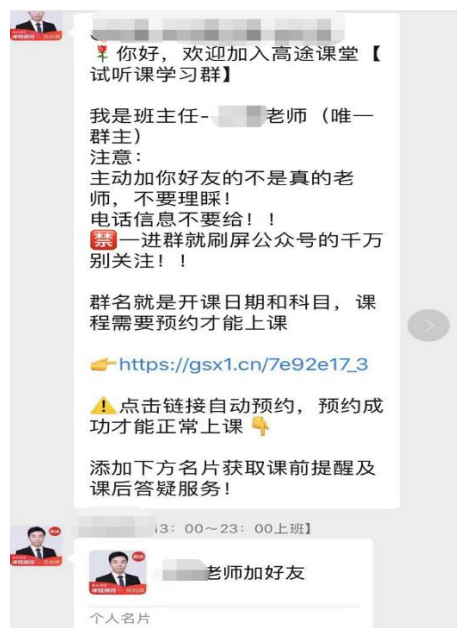
注：数据截至2019年9月29日。

社群运营：多维度提高社群活跃度，建立持续稳定可持续社群生态。 (1) **进群引导，流量二次沉淀至个人号。** 在进群后，明晰群作用及相关安排，避免认知模糊下带来的早期不稳定用户流失。同时，利用销售个人号二次沉淀用户流量，一方面提高流量的稳定性，另外一方面也借道销售朋友圈分享、个人号点对

点沟通进行二次营销。(2) 开课仪式感召唤、资料分享、社群小游戏安排，多维度维系社群活跃度。一方面，在各类课程开课利用课前预习、资料分享、统一回复等方式，在提醒用户课程时间的同时，也提高整体授课的仪式感，从而提高整体到课率、完课率，也为后续的转化打好基础；另外一方面，平时利用资料分享、社群小游戏（题目测验、成语接龙）等形式，高频次反复触达用户的同时，持续维系社群活跃度。

(3) 引导分享社交裂变，扩大社群生态。利用分享获取资料、体验课拼团等形式，引导用户基于自身的社交链条拓展拉新，既能完成初步的变现，同时不断地精准扩大社群生态。

图表27 进群引导，流量二次沉淀至个人号



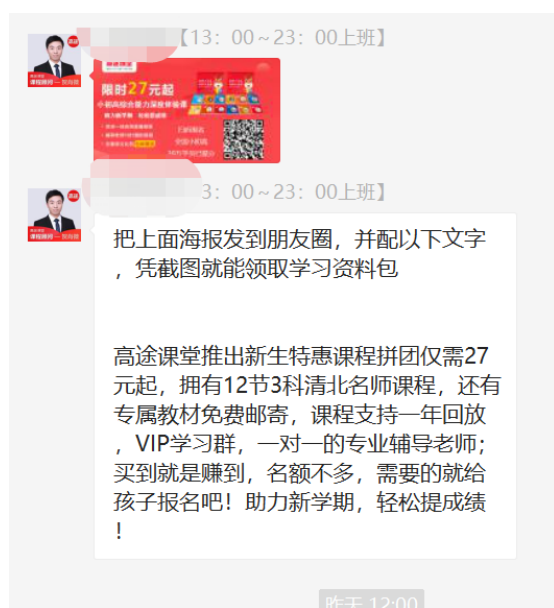
资料来源：广证恒生

图表28 开课仪式感召唤



资料来源：广证恒生

图表29 引导分享社交裂变，扩大社群生态



资料来源：广证恒生

图表30 持续维护社群活跃度



资料来源：广证恒生

流量变现：用户分层，服务分层，高效逐步转化用户的同时维持整体流程的标准化程度。在完成社群的构建及可持续延伸的生态建立后，更为关键的一步在于如何将社群内的用户转化为付费用户。我们认为，社群获客的一大关键点在于筛选，一方面有利于提高服务的有效性，从而提高后续的转化率，另外一方面**在于保持成本的可控制性**。拆解其服务模型，公司的课程产品按照付费层次的不同，可分为免费公开课、低价的深度体验课及正价课。公司按照不同课程设立不同层次的社群进行分别运营，具体来看，免费公开课为最基础的社群，主要以非付费用户为主，主要采取以销售维护社群活跃程度为主，以公开课为引导付费的核心抓手，叠加上文所提及的朋友圈裂变、资料分享等方式，逐步将用户引导成为体验课用户，从而进入更深层次的体验式营销环节。在体验课环节，一方面，将用户进一步引导至体验课设置的专门社群，进一步沉淀用户，提高社群的稳定性；另一方面，以包括课程节数增多、作业布置、辅导老师答疑等更重一层的服务，给予用户与正价课基本一致的服务体验，提高体验课至正价课的转化效率。在正价课环节，用户也顺应迁移至对应的正价课社群之中，同样，以更重的服务提高学员学习体验及学习效果，为续费打下基础。

图表31 利用用户分层、服务分层逐步转化社群用户



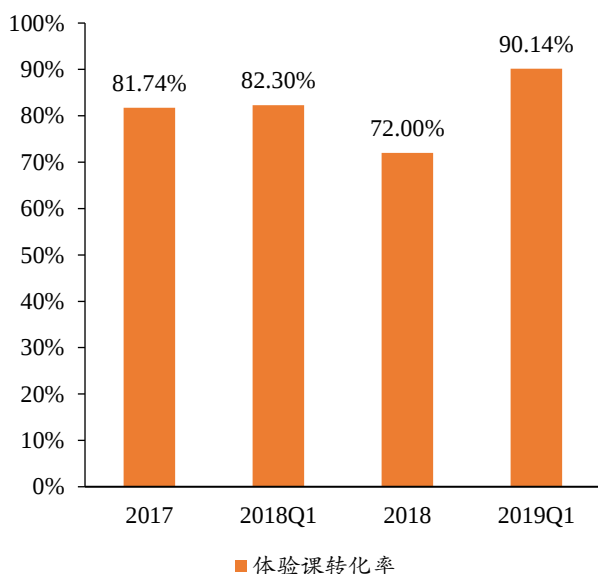
数据来源：广证恒生

总结来看，跟谁学在获客端以内容+社交型流量为基础，构建自身私域流量池，通过用户分层及服务分层的社群运营方式，进行高频次、精准的反复触达进行高效的付费用户转化，同时配以技术优化销售转化环节中的效率，从而达到降低获客成本的效果。（1）**打造私域流量池**。我们在此前的研报《“社交+”视角下在线教育的未来推演-20190711》中曾指出，教培产品的特性天然适合打造私域流量池：一方面，教育具备天然的社交属性。即使对于前期不存在付费行为的用户而言，通过在社群中有效的话题引导，例如分享学习资料、学习技巧、探讨升学路径等等，可以建立有效的交流平台，维护社群的高活跃度，维系前期用户的基本黏性，潜移默化提高品牌的认知度，铺垫后续转化率。另外一方面，潜在用户 LTV 较大。这一点在 K12 赛道体现得更为明显，通过社群内的营销、老用户的维系推动用户续费、复购，拉长用户生命周期，抬升整体 LTV。（2）**技术的应用同样优化了跟谁学的销售效率**。包括根据学习行为数据分析而进行的针对不同学员个性化销售策略，利用自身研发的 BOSS 运营系统结合 BI 系统实时监控运营数据，及时调整运营细节。

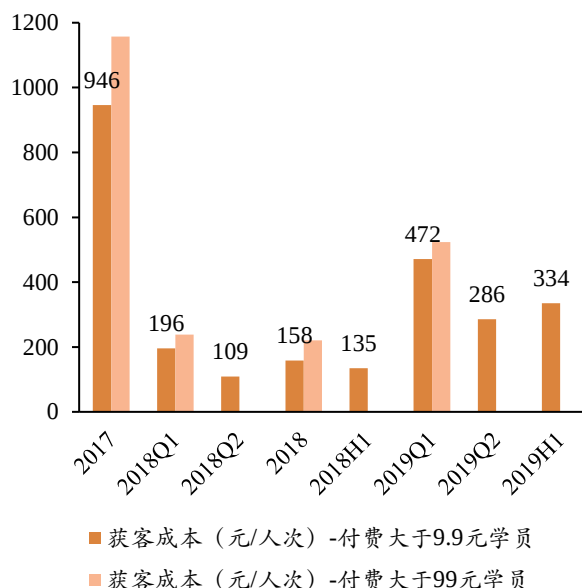
从结果来看，公司的体验课至正价课的转化率长期维持在高位，在最新披露出来的 2019Q1 数据，跟谁学体验课转化率达 90.14% (+7.84pct)。而从近年来公司的获客成本数据来看，2018 年公司获客成本约 158 元，2019Q1、Q2 开始有所上升，背后原因基本和前文销售费用率上升逻辑类似，但与同行业相比仍处于较低位置，这也是公司在在线教育行业众多公司“烧钱”营销而导致大额亏损的环境之下，自身能实

现盈利的核心原因之一。

图表32 跟谁学体验课转化率维持在高位



图表33 跟谁学近年来获客成本处于低位

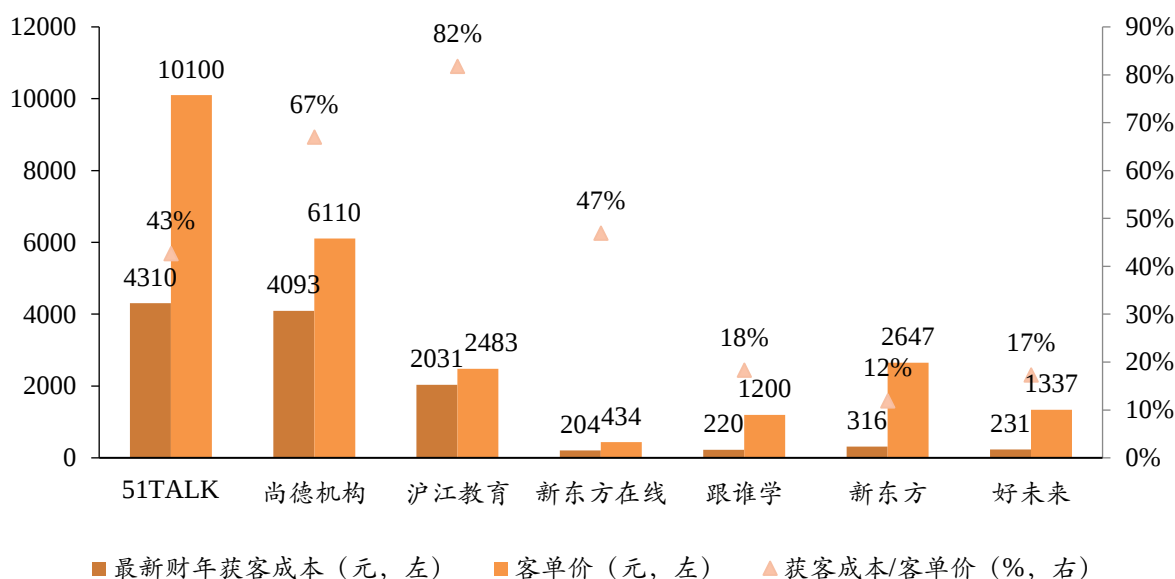


资料来源：公司财报、广证恒生

资料来源：公司财报、广证恒生

注：(1) 体验课转化率测算方式为：报名人数（付费金额>99 元）/报名人数（付费金额>9.9 元）。(2) 获客成本=销售费用/付费人次。

图表34 与在线教育同行相比，跟谁学获客成本展现较大优势



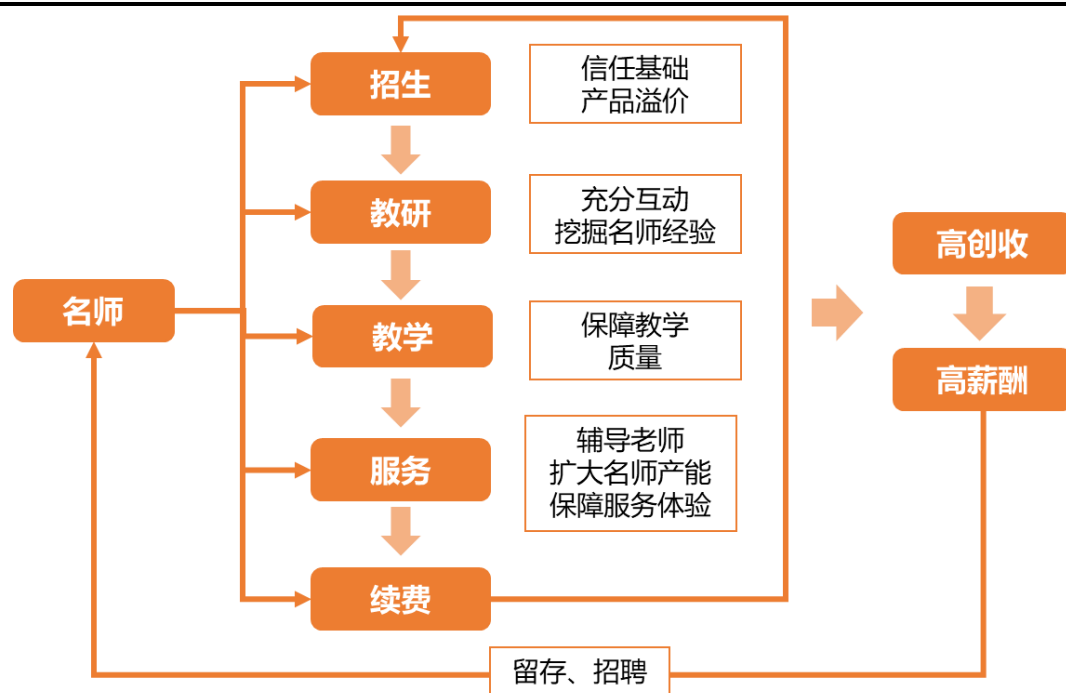
数据来源：公司财报、广证恒生

注：(1) 最新财年获客成本为正价课程获客成本，51talk、尚德机构、跟谁学取 FY2018，沪江教育为 FY2017，新东方、好未来、新东方在线为 FY2019 数据；(2) 新东方、好未来未披露现金收入（Gross billings），以确认营收加当期递延收入变动值进行测算，从而以此测算客单价情况；(3) 好未来 FY2019 递延收入情况已还原会计政策调整至前。

2.3.2 教师端：围绕高质量教师做加法，构建良性闭环

获客端保障的是前期招生，本质也即前期流量的导入，核心在于能否在保障成本可控的前提下，招生数量的持续增长。而教育与一般互联网流量逻辑最大的区别在于后端服务流程的复杂性。能否在前端生源流量注入后，在教学环节、服务环节提供良好的产品体验，最终提高用户留存（续费率）才是教育产品的关键所在。而这也是跟谁学抓住的第二个核心点，围绕高质量教师做加法：名师带来产品溢价及信任基础，同时利用双师大班课模式放大名师产能，产能释放的同时为名师带来可持续的高薪酬，保障名师留存率，从而构建良性的商业逻辑闭环。

图表35 教师端严选名师，构建良性商业逻辑闭环



数据来源：广证恒生

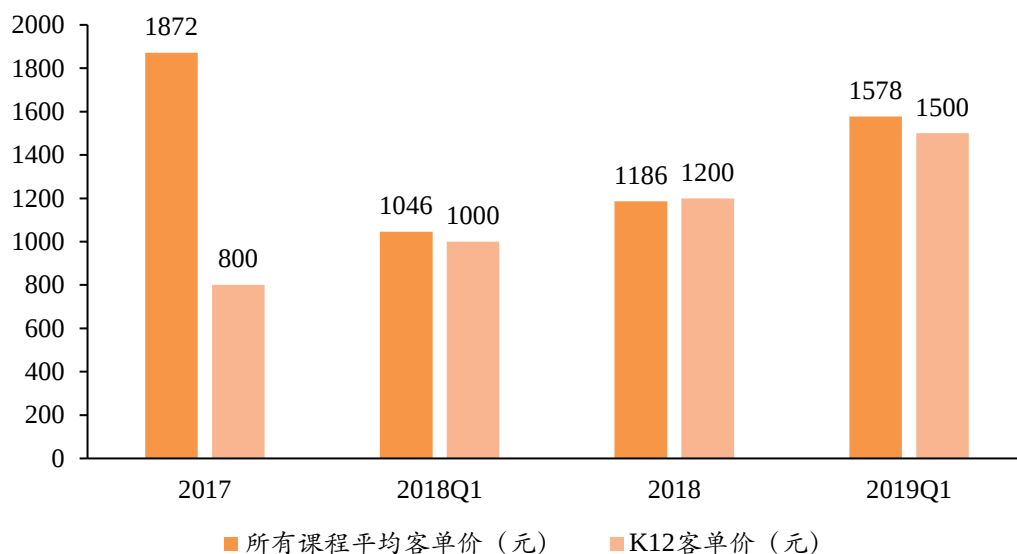
从源头严选名师，保障教学质量的同时带来显著溢价。根据公司招股说明书统计，公司主讲教师招聘通过率低于 2%，在职主讲教师平均教学经验约 11 年。以高途课堂高中部产品为例，公司主讲教师群体来源主要来自重点公立名校、新东方及好未来学科首席讲师、教学总监、功勋教师、培训师等。而名师带来的是高于行业平均的定价水平。截至 2019 年 9 月，我们统计了行业主流产品的各学段平均秋季学期同步辅导产品定价水平：目前产品主流定价在 1200 左右，部分公司在高二、高三阶段产品有较明显的折价，一般定价水平在 600-700 之间。对比来看，高途课堂整体定价水平显著高于行业平均，其中小学、初中、高中主流产品定价在 1600、1700、2500 元，较行业平均高出 30%-100% 不等，名师带来的溢价效应明显。

图表36 高途课堂高中产品部分教师信息统计

教师名称	课程	教师背景
陈国栋	高中数学	原全国排名前十高中的数学老师，高考阅卷老师，10 多年教学经验
周帅	高中数学	原新东方高中数学首席讲师、培训师、功勋教师；15 年高考教学经验
胡文凯	高中语文	北京教育考试院高考命题出题分析师；连续 12 年参加高考语文命题和阅卷；从事高中语文教学 30 年；中国教育最高奖“紫禁杯”获得者
谢欣然	高中语文	原新东方学校名师工作室成员、语文学科负责人
续智贤	高中英语	原新东方全国高考英语巡讲师；原太原新东方教学总监，新东方集团优秀教师；普尼体系创始人，17 年一线教学经验
高明静	高中物理	原衡水重点高中物理教研组长；10 余年教学经验
朱秀宇	高中历史	全国重点高中十年教学经验，原新东方培训师
徐京	高中生物	原新东方高考生物学科负责人，全国重点中学特约教师
赵学清	高中化学	全国排名前十高中化学老师，高考阅卷老师；14 年教学经验

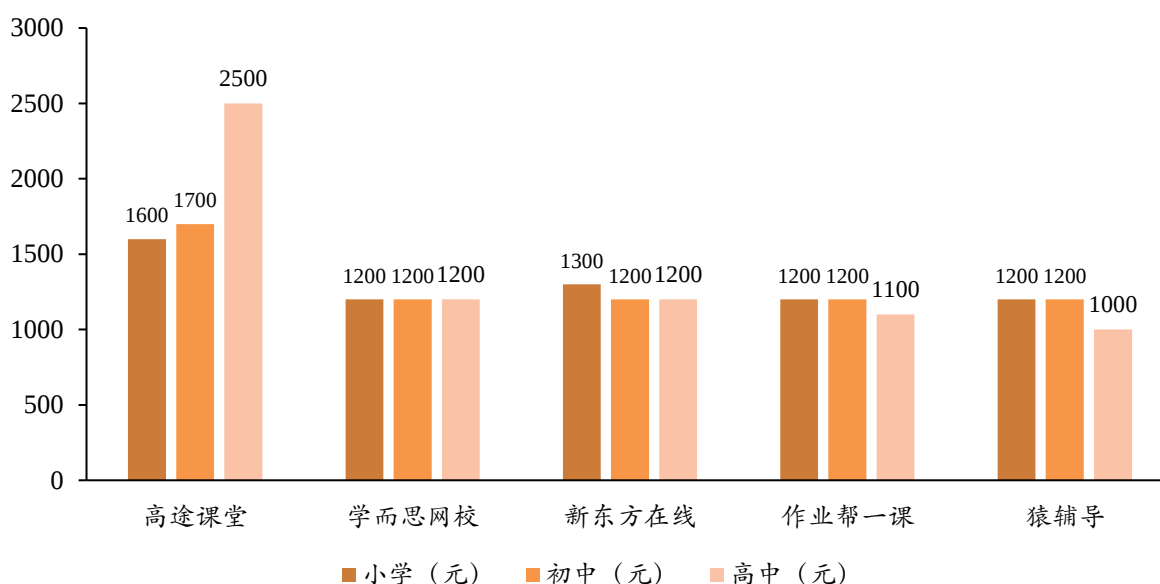
数据来源：高途课堂官网、广证恒生

图表37 跟谁学课程平均客单价稳步提高



数据来源：招股说明书、广证恒生

图表38 跟谁学各学段产品定价与市场主流价位相比溢价明显

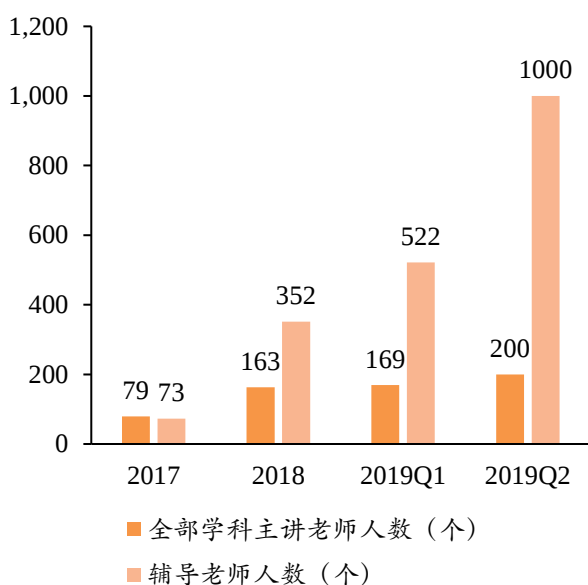


数据来源：各家官网选课中心、广证恒生

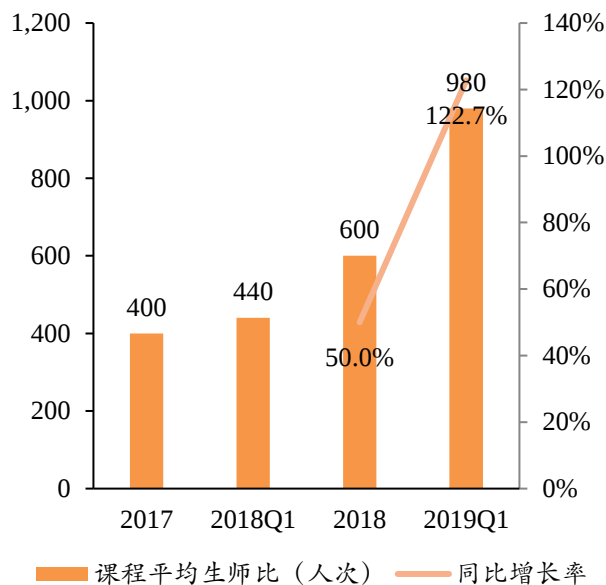
注：(1) 类似 1199、1599 等产品进行取整统计；(2) 学而思网校、作业帮一课、猿辅导等高二、高三产品定价较高一产品有一定折价，例如高三产品在 600-700 之间；(3) 以秋季学期同步学科辅导产品为统计样本，部分机构将测试、测试答疑、家长会设置为单独一次的课时，平均总课程次数在 16-18 次之间。

围绕名师做加法，保障授课环节质量的前提下不断扩大产能。一方面，公司围绕名师构建销售，辅导老师，课程 ppt、视频等材料制作等辅助团队，将招生、教学、辅导环节进行拆分后不断扩大名师产能。另外一方面，人工智能及大数据技术的叠加应用至授课及服务环节之中，在保障教学质量的前提下提高单次课堂的生师比及其余各个环节的效率。例如，利用分析学生课程预定频率、课程主题偏好及学习进度，提供个性化的学习建议；在批改环节利用文本及语音识别技术进行自动化评分，提高辅导老师的效率，给予其更多与学生互动的的时间等等。根据公司业绩电话会议披露，截至 2019Q2，跟谁学旗下主讲教师约 200 名，全部为全职教师或独家授课合作教师；辅导老师约 1000 名，整体数量较 2018 年提升接近 100%，但仍低于学生数量增长速度 (2019H1, +375%)，生师比持续提升。其中课堂平均生师比自 2017 的平均 400 人提升至 2019Q1 的 980 人；而在 2019Q2，部分优秀教师的课堂生师可达 1500-2000 人。

图表39 主讲教师、辅导老师数量逐步扩大



图表40 课程平均生师比持续增长



资料来源：公司财报、广证恒生

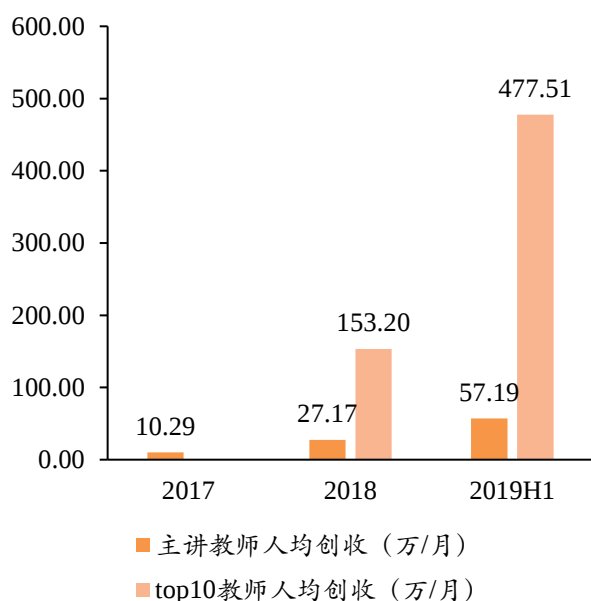
资料来源：公司财报、广证恒生

注：(1) 教师数量 2019Q2 数据来自公司 2019Q2 业绩说明会大致披露；(2) 课程平均生师比指单次课程在读人数，也即班型大小。

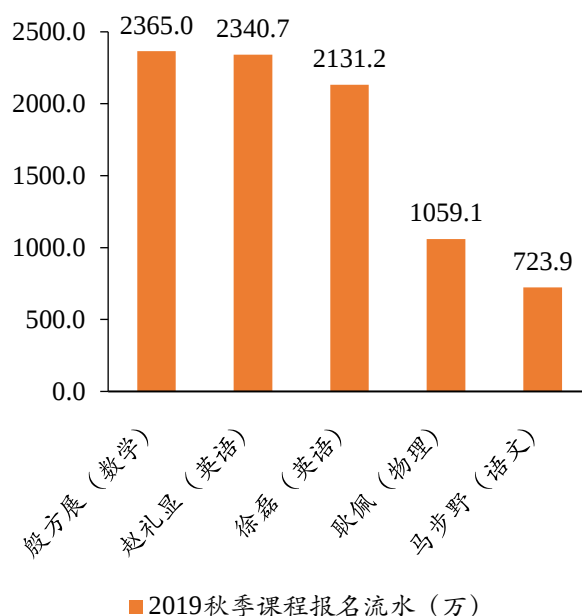
单次课程生师比的提升带来名师产能的释放，教师创收能力稳步提升。我们基于 2017-2019H1 财报区间做测算，跟谁学整体主讲教师的人均创收能力自 2017 年 10.29 万/月（对应年均创收约 123.48 万），提升至 2019H1 的 57.19 万/月（对应年均创收约 686 万）；其中 top10 教师人均创收自 2018 年的 153.20 万/月（对应年均创收约 1838 万）提升至 2019H1 的 477.51 万/月（对应年均创收约 5730 万）；而从跟谁学平台上的秋季学期课程产品情况来看，头部教师秋季相关课程产品销售情况可达 2000 万以上，创收能力极强。

值得注意的是，市场较为关注的点为公司 2018 全年及 2019Q1 中 top10 教师创造收入的占比分别达 46.6%、46.4%，头部聚集效应明显，我们所测算的人均创收能力也侧面验证了这一数据。我们认为：(1) 头部教师营收占比较高为发展过程中的正常现象。如上文提及，公司于 2017 年 6 月才正式推出专注于 K12 领域的品牌“高途学堂”，早发展早期头部教师基本排满课，而新招聘教师根据个人能力提升速度及公司招生节奏，排课学生数量存在一个循序渐进的过程。随着其余教师的排课人数增加，产能逐步提升，头部教师营收占比将逐步下降。(2) 名师创收能力天然强，我们认为比名师营收占比这一表面结果数据更为重要的是其能否构建合理的管理及考核机制，保障名师的稳定性及留存，以及自身整体的师资培养能力。

图表41 公司教师人均创收不断扩大



图表42 跟谁学平台高中部头部教师创收能力极强

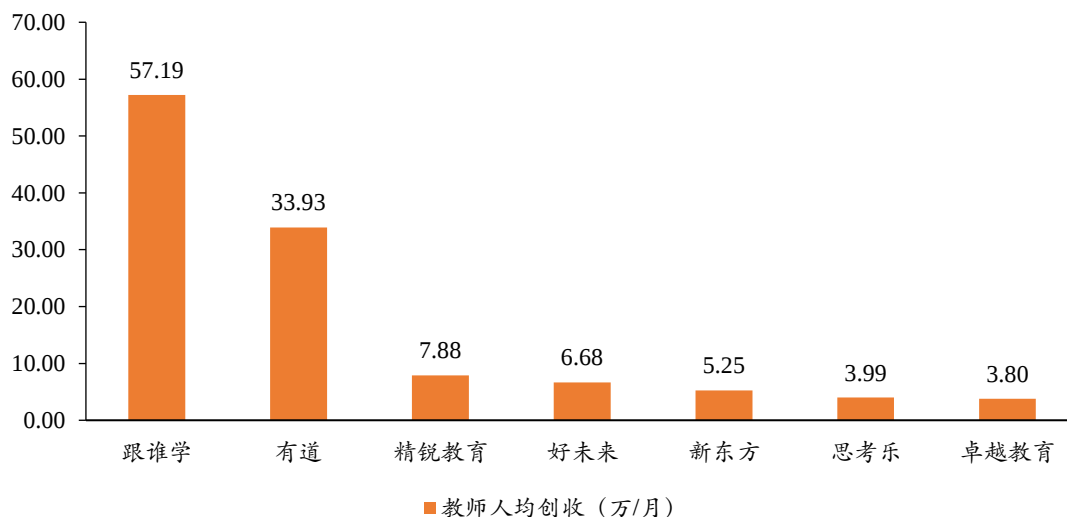


资料来源：公司财报、广证恒生

资料来源：公司财报、广证恒生

注：(1) 人均创收=营收/人数；其中 2018 及 2019Q1 公司 top10 名师占总体营收分别为 46.6%及 46.4%，假设 2019H1 top10 教师营收占比约 46%；同时，由于教师人数增长较快，计算平均值时教师人数进行期初期末平滑处理，也即“人数=(期初人数+期末人数)/2” (2) 图表 41 中教师具体创收数据基于官网披露的客单价及报名人数测算，高途课堂未披露各个产品具体报名人数。

图表43 跟谁学主讲教师创收能力较线上同行及线下机构优势明显



数据来源：Wind、招股说明书、广证恒生

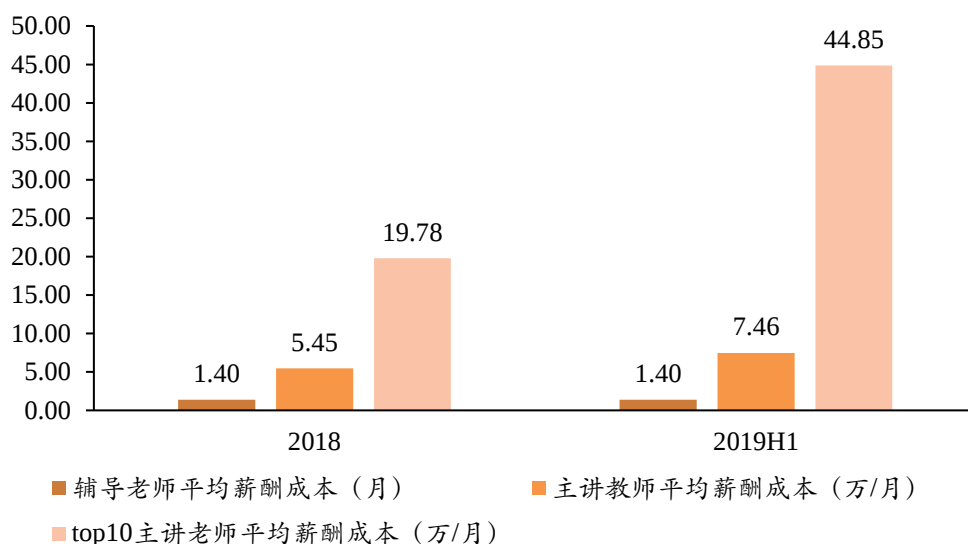
注：(1) 跟谁学、有道取自最新 FY2019H1 数据；好未来新东方取自 FY2019 年度数据；思考乐、卓越教育、精锐教育取自 FY2018 年度数据；(2) 跟谁学、有道未计入计入辅导老师人数，线下机构则取全体教师人数。

从师资留存上看，公司搭建多重体系维系师资稳定程度。

(1) 高于行业平均的薪酬水平。高薪酬的背后与整体的高创收对应，在前端生源持续注入的前提下，

利用在线直播大班课模式极大扩大了名师的产能，也打开了教师的薪酬天花板，提高名师留存，维系教学环节的高质量及稳定性，构建良性循环。我们基于财报数据做测算，公司 2019H1 主讲教师平均薪酬约 7.46 万/月（对应年均薪酬约 90 万）；top10 主讲教师平均薪酬约 44.85 万/月，对应年均薪酬 538 万。同时，在薪酬的基础上也借助股权池对核心名师进行激励，进一步维持核心教师群体的稳定性。

图表44 跟谁学教师平均薪酬成本测算



数据来源：广证恒生

注：测算假设前提包括：（1）辅导老师薪酬成本估计 1.4 万每月（根据猎聘公开信息 8000 元/月估计）；（2）基于 top10 教师创收占比 46.6%、46.4%的前提下，估计 top10 教师薪酬占比约 30%；（3）由于教师人数增长较快，计算平均值时教师人数进行期初期末平滑处理，也即“人数=（期初人数+期末人数）/2”（4）2019H1 未披露教职人员薪酬，我们按 2018 相同成本占比（80.42%）测算，预计测算结果稍微偏高。

（2）搭建“技术+服务团队+主讲老师+辅导老师”的综合体系。一方面，通过社群服务体系将生源流量留存于公司自有流量池中，降低名师出走风险；另外一方面，技术团队、销售团队、服务团队、辅导老师、教研团队的角色本质上名师双生共赢。技术团队搭建授课平台，以及利用其余技术工具提高整体效率；销售团队保障生源的持续注入，同时名师也在体验课、公开课等销售环节提高销售效率；服务团队、辅导老师团队解放讲师生产力，扩大主讲教师产能；教研团队与名师充分互动，挖掘一线名师经验持续优化公司整体教研体系。六者同时共同形成对学员的教学服务环节，既保障了学员的体验，也提高了名师对机构的依赖程度。

（3）分层管理，搭建教师成长体系，以头部名师为示范，提高腰部教师留存。针对不同阶段的教师设置不同的考核标准，匹配不同数量的学生，为主讲教师搭建循序渐进的成长体系，在保障教学质量的同时也提高了腰部教师的留存。同时，名师的角色存在亦为其余教师提供成长和学习的榜样，发挥管理杠杆。

从结果来看，根据公司 2019Q2 业绩披露，2018 年公司仅离职 9 名教师，其中 2 名为公立校教师，而其余 7 名由于销售转化率未达标而转至内容开发团队，流失率远低于行业平均水平。

3、关于未来的推演：谁能问鼎在线 K12 黄金赛道？

3.1 中短期变量：在线教育政策持续落地，大班课巨头掀起流量之战

2019 年对于 K12 在线教育而言注定是不平凡的一年，我们认为对行业未来格局产生影响的中短期核心变量包括两个：（1）在线教育政策的持续出台，首部促进在线教育发展意见及校外在线教育规范意见相继出台；（2）多家以在线大班课为主打产品的公司在 2019 年的暑期掀起流量大战。

从政策方面来看，我们认为近期出台的政策可以归纳为两类：

（1）其一是以 2019 年 9 月出台的《关于促进在线教育健康发展的指导意见》为代表的长期性框架政策，并首次提出了以政府采购形式将相关优质在线教育服务与校内教育深度融合。我们认为本次政策核心在于提出整个在线教育行业的发展框架和构想，明确了在线教育在我国现代教育服务体系中的重要地位，具体的落地效果及更为细化的发展实施条例还需进一步跟踪，其中值得关注的例如进入政府采购目录的标准及范围、进校服务的具体方式、诸多量化目标的具体实施路径等。

（2）其二是以 2019 年 7 月出台的《关于规范校外线上培训的实施意见》为代表的行业规范性政策条例，包括在线校外培训规范、进校类 APP 规范等。其核心在于对当前发展较为初期的在线教育行业建立行业规范，减少当前的发展乱象，尤其是在线 K12 课外培训领域，具体的监管重点包括内容、时长、师资、信息安排、收费 5 大方面。

图表45 在线 K12 课外培训监管重点

监管重点	具体内容
内容健康	（1）体现素质教育导向。 （2）学科类课程培训内容不得超出相应的国家课程标准。 （3）培训内容和培训数据信息须留存 1 年以上，其中直播教学的影像须留存至少 6 个月。
时长适宜	（1）每节课持续时间不得超过 40 分钟，课程间隔不少于 10 分钟。 （2）直播培训时间不得与中小学校教学时间相冲突，小学 1-2 年级的培训不得留作业。 （3）面向境内义务教育阶段学生的直播类培训活动结束时间不得晚于 21:00。 （4）校外线上培训平台应当具备护眼功能和家长监管功能。
师资合格	（1）不得聘用中小学在职教师。 （2）从事语文、数学、英语、思想政治、历史、地理、物理、化学、生物等学科知识培训的人员应当具有国家规定的相应教师资格。聘用外籍人员须符合国家有关规定。 （3）在培训平台和课程界面的显著位置公示培训人员姓名、照片和教师资格证等信息，公示外籍培训人员的学习、工作和教学经历。
信息安全	（1）按照“后台实名、前台自愿”的原则，对培训对象进行真实身份信息认证。 （2）防止泄露隐私，不得非法出售或者非法向他人提供培训对象信息。 （3）用户行为日志须留存 1 年以上。
经营规范	（1）在培训平台的显著位置公示收费项目、标准及退费办法。 （2）预付资金只能用于教育培训业务，不得用于其他投资。

	(3) 按课时收费的，每科不得一次性收取超过 60 课时的费用；按培训周期收费的，不得一次性收取时间跨度超过 3 个月的费用。 (4) 提供的格式合同（服务协议）不得包含排除或限制消费者权利、减轻或免除经营者责任、加重消费者责任等不公平、不合理的条款。 (5) 鼓励建立第三方账户监管机制，保护用户权益。
--	---

数据来源：高途课堂官网、广证恒生

从暑期大班课的流量大战来看：各家在线教育品牌公司短期内营销费用投入巨大。2019 年暑期包括学而思网校（好未来）、猿辅导、高途课堂（跟谁学）、作业帮一课（作业帮）、企鹅辅导（腾讯）、有道精品课（网易）、掌门优课（掌门 1 对 1）等在线教育品牌在传统的教育行业暑期入口班中掀起纷纷发力，投入大量资源为秋季转化做准备。据 36 氪、亿欧等媒体数据，近 10 家头部教育公司在暑期市场期间市场营销费用投入合计达 30-40 亿元左右，全市场累计投入预计 40-50 亿左右，其中学而思网校一家在暑期期间投入便接近 10 亿人民币，猿辅导及作业帮累计投入达 4-5 亿人民币。从招生结果上来看，在巨额营销费用投入的背景下，各家机构在暑期招生数量上都呈现了爆发性增长的趋势。根据 36 氪数据，学而思网校、猿辅导暑期招生人数皆突破 100 万。

图表46 在线教育头部公司暑期大战部分统计数据

数据维度	相关统计
市场投入	学而思网校暑期期间投入接近 10 亿人民币，8 月为秋季学期准备投入约 2 亿；猿辅导仅在抖音平台投入便超过 1 亿，累计全渠道投放约 4-5 亿；作业帮累计投入近 5 亿。
招生情况	学而思网校暑期促销课招生规模超过 100 万人次，正价课续费率平均 70%-80%，秋季班小学人数超过 60 万人次；猿辅导暑期促销课招生 100 万人次，老用户正价课续费率平均 75%-80%，秋季班 50 万人次左右；作业帮暑期招生总量同比增长 370%，预计接近 100 万。
人员储备	截至今年暑假结束，学而思网校 8000 人，辅导老师约 3700 人；猿辅导 7000 人，辅导老师约 3500 人；作业帮 12000 人，辅导老师约 7000 人。
获客成本	猿辅导、学而思网校、作业帮三家公司 49 元课的外部获客成本大致为：500 元、600 元、700 元。

数据来源：36 氪、亿欧、广证恒生

注：数据来源自媒体披露搜集，非上市公司官方披露的审计后数据，数据准确性可能存在一定误差，仅作为逻辑侧面验证。

结合出台的政策及近期的暑期流量大战，我们认为：

(1) 在线 K12 教育为低线城市家庭提供了市场化的普惠教育选择，符合政府长期政策导向。

普惠是我国教育事业长期以来的工作重点之一。十九大报告指出“努力让每个孩子都能享有公平而有质量的教育”更是指明了未来教育事业的一大着力点。我们认为，教育普惠实践的底层基础来自于以政府为主导的针对贫困地区学校的资金、设备层面的援助，具体落脚点在教育信息化的建设上；而从更广阔的维度而言，如何将一线城市最优质的优秀师资资源共享至低线城市，为广阔的低线城市家庭提供价格低廉、质量较高的市场化教育供应亦是落实国家教育普惠倡导的关键所在。

以线下模式的教育下沉仍存在低线城市教师招聘死结、跨区域管理难度大等问题，而利用互联网将一线城市名师资源持续性地下沉至低线城市，为广大低线城市家庭提供一种市场化的普惠教育选择，是教育

企业实现商业价值之外的社会价值创造的最佳方式。同时，在当前政策的倡导下，以在线教育为抓手，通过校内校外的深度融合，利用政府采购的形式，将市场化的在线教育优质资源与落后地区的校内教育形成良性互动，有望解决长期以来我国普惠教育的症结。我们认为这也是近期政府开始拔高在线教育地位，出台在线教育规范条例、鼓励措施的背后核心原因所在。

(2) 政策规范及流量成本上升促行业竞争门槛进一步上升，行业集中度将大幅度上升。

一方面是规范性政策的出台，包括教师资质、课程内容等一系列的规范性要求，以及预收款的长度的限制，两者将提高在线教育供应链端的复杂程度和整体的竞争门槛。尤其是预收款长度限制为3个月后或对应课时长度后，虽然可借助相关金融工具在一定程度上缓解政策的限制，但本质上仍对机构的续费率提出了更高的要求。而教师资质的限制亦是显著的门槛提升，尤其是对1v1模式的机构而言，旗下教师数量一般达数万人，整体的规范成本较大，而大班课模式机构的主讲教师数量相对较少，整体政策带来的规范成本相对较小。但从长期来看，对于双师大班课的辅导老师的规范亦将逐步落地，例如2019年9月29日广东省教育厅公布的《广东省校外线上培训备案管理实施细则》征求意见稿对双师模式机构的辅导老师持证比例做出了不低于25%的要求，并且在后续需逐步提高为100%。

另外一方面是行业竞争程度加剧下，整体流量成本的上升，2019年暑期流量大战便是一个缩影。班课巨头的鏖战带来的流量成本影响除了本身大班课模式的中小型机构，也将影响至其余的1v1、小班模式的机构，甚至对于非学科的素质类在线教育机构也存在一定的影响。我们认为，本次大班课巨头的流量之战是商业模式验证后各家快速放量带来的首次竞争比拼，如同暑期低价入口班成为线下K12课外培训行业的“标配”，未来的“暑期大战”亦将逐步趋于常态化。在行业门槛提升的背景下，大部分的在线K12赛道内的中小玩家将被动出清，行业集中度大幅度上升。

(3) 在线教育模式下用户迁移成本更低，后期的留存比前期的流量比拼更重要。

和线下传统教育类似，K12教育行业天然的续费特性使得各个机构竞争前置，抢占低龄段的小学用户或者新初一、新高一入口客户成为竞争的常态化手段。这也是我们看到各个班课巨头近期暑期投放更大的力度是集中在小学阶段产品的核心原因所在。

而与传统线下K12培训相比，在线教育的模式下亦存在自身的特征：对于传统的线下教育而言，除去机构本身的教学质量、服务体验以外，一个很重要的核心壁垒在于地域位置，这也是线下K12行业分散的核心原因之一；对于在线K12教育而言，互联网带来了教育资源的跨区域共享的同时亦消除了地域带来的竞争壁垒，用户的迁移成本变得非常低。与前期的流量注入相比，如何给予用户更好的教学产品、如何匹配相关的辅导老师资源维持优质的用户体验才是关键，最终比拼的还是正价课的转化率及后期的正价课学员留存续费。从企业的角度出发，最终的解决之道应该是在营销费用注重最优投入产出比的情况下，不断增加和锁定沉淀优秀老师，形成人才和激励正向良性循环，则竞争中必然处于优势地位。

3.2 长期视角：格局远未达到稳定，各类模式仍存优化迭代空间

从长期的视角来看，对于市场较为关注的在线K12教育模式之争，我们认为当前格局远未达到稳定，用户需求多样性决定了最终产品模式的多样性，包括双师大班课、1对1、小班课本身产品仍存在优化迭代空间。

(1) 对于在线双师大班课模式而言：其核心在于利用在线直播技术及辅导老师角色的加入优化了原

本传统线下大班课的产品模型，从而构建出虚拟的“小班教学体验”，具备较高的性价比。而对于在线双师大班课能否区别于线下 K12 领域，最终成为占据市场的主流地位产品，我们保持乐观的态度。但其仍需要在用户群的持续下沉道路上而做进一步的优化，包括如何以经济可持续的方式做好低线城市的本土化教学及本地化服务、如何进一步优化对于更低龄、成绩更差、自主能力更差的学生人群的教学体验及实际教学效果等等。

(2) **在线对于 1 对 1 模式而言：**我们认为其本质上是利用 1 对 1 的场景解决了在线教育普遍存在的师生互动的问题，同时利用在线模式对线下 1 对 1 模式中师资大量招聘、跨区域管理难以及线下门店运营成本等方面做出了优化。在学科培训 1 对 1 辅导需求大量存在的背景下，亦将占据一定的市场份额，我们认为未来在市场接受度、机构品牌成熟度达到一定程度后，在线 1 对 1 机构也能取得合理的运营利润。其未来核心破局点仍将回到如何进一步优化 1 对 1 模式固有的规模不经济、庞大的教师数量带来的管理成本较高等问题上。

(3) **对于在线小班课而言：**我们认为小班课本身的运营门槛在各类模式中最高，包括师资的招聘及培养、满班率、班课的互动性问题等等。这也导致小班模型整体爬坡期较长，领跑企业亦未实现业绩的规模化放量，模式仍需进一步的优化迭代，最终产品形态还需进一步的跟踪。

模式本身并无优劣，行业的主流产品形态源自于满足用户需求及企业可持续盈利的均衡。而随着用户需求的进一步升级，主流的产品形态亦将随之优化迭代，而达到一个新的均衡状态，正如线下 K12 领域小班课形态的逐步占据主流，或是在线双师大班课对线下大班课模型的升级后逐步成为当前在线 K12 领域的主流形态，背后的底层逻辑皆是如此。

图表47 当前阶段各类产品仍存在一定的优化空间

产品模式	较线下的优化之处	最终破局关键	代表企业
在线双师大班课	名师产能放大, 优化名师留存问题; 模式创新, 辅导老师的加入优化用户体验, 构建“虚拟的小班体验”。	用户群的进一步下沉: (1) 低线城市的本土化教研、本地化服务; (2) 低龄段、成绩更差、自主能力弱的学生群体的服务分层	学而思网校、猿辅导、作业帮、跟谁学
在线 1 对 1	师资线上集中管理及跨区域大量招聘; 线下门店成本的优化。	规模不经济, 边际效应低; 庞大的教师数量带来的管理成本	掌门 1 对 1、海风教育、溢米辅导
在线小班课	优化线下小班课下沉低线城市的困境: 在线模式解决师资困境, 线下体验店解决本地化服务困境	模式尚处于早期阶段, 班课模式的大量师资招聘及培养、满班率、在线班课的互动性等指标仍需持续跟踪	东方优播 (在线单师)

数据来源: 广证恒生

3.3 终局视角：致胜三大策略——运营效率策略、市占率策略、盈利策略

回到我们最初的三个核心问题：（1）在线 K12 教育是不是一个好赛道？（2）双师大班课是不是一个好模式？（3）未来谁是王者，目前跟谁学做对了什么，未来把对的事情做好的关键在哪？我们对前两个问题已经有了清晰的答案：在线 K12 教育是好赛道，也是一条主赛道，仅仅是存量转化就将是一个巨大的市场；双师大班课是一个好模式，背后的核心在于其在可保障的教学体验下，具备更优的盈利能力基础，整体对线下 K12 大班课这一模型做了优化升级。在线双师大班课的快速的发展，本质上是企业和用户双重选择的结果。好赛道及好模式也意味着这注定是残酷的兵家必争之地，因此第三个问题“未来王者是谁，目前跟谁学做对了什么，未来把对的事情做好的关键在哪？”，从更为长远的终局视角来看就显得更有价值。

我们认为，“做正确的事”主要是基于自身能力去做符合规律和时代的事。跟谁学创始人陈向东老师深谙 K12 教育培训业务与管理，在新东方成长为千亿市值企业的过程中，自己也成长为执行总裁，相信他对行业、对商业模式的理解，以及管理力和执行力，市场都有较高的认同度，这也是上市前只做了一轮融资就足以支持近五年运营的重要原因之一。但是，如果仅止于此，跟谁学只是移植过往能力和经验，而试图去复制“新东方”经验，其意义和价值都相对有限。因为时过境迁，行业竞争格局已然形成，康庄大道是别人走出来的，对后来者不是捷径，而是“此路不通”。所以，基于过去深刻的行业理解和经营管理能力，奋力投身在线时代，“二合一”才是跟谁学的真正价值所在。

如何把对的事情做好，关键在哪里？这涉及到对行业趋势的认知，这个问题的本质在于：什么是在线教育的核心竞争力，通往终极挑战的路上究竟应该遵循什么样的指引和原则。我们团队内部对这个问题进行了多次讨论，主要集中于这三个层面：

（1）运营效率策略。

我们在探讨教育时，必然会将师资队伍及其能力摆在至关重要的位置。沿着优秀教师这个话题深入下去，就会引出传统的“名师”问题。传统教培机构的“名师”问题主要有两个：一个是名师自己创业，把生源带走的问题；另一个是其他机构高价来挖名师的问题。教育培训机构拥有越多好老师，老师成长为名师后自立门户（或者被挖走），最终对于企业的回报不好；或者学生不够，老师不好，体验不好。而解决这些问题的终点，是运营效率，包括：收入层面，除可持续的招生能力外，核心关注在保障学生学习体验的基础上，最大的服务边际，即教师边际人效；成本层面，核心关注营销的投入产出比，市场熟知的转化率、满班率、续费率、退费率都属于这个范畴。而背后的也离不开企业利用技术对各个环节上的赋能，而达到整体效率的优化。当然，运营效率包含但不限于上述两个层面，更不限于两个“核心关注”，本质上也是企业组织能力的外化体现。然而这两个层面的归纳可以最强烈、简洁和直接地阐述我们的核心逻辑——行业竞争归根到底是企业运营效率的竞争，领先企业才有可持续的投入能力，以教育企业而言，才有高质量的教师队伍、学习体验，才有高水平的科技支持和中后台综合实力。

（2）市占率策略。

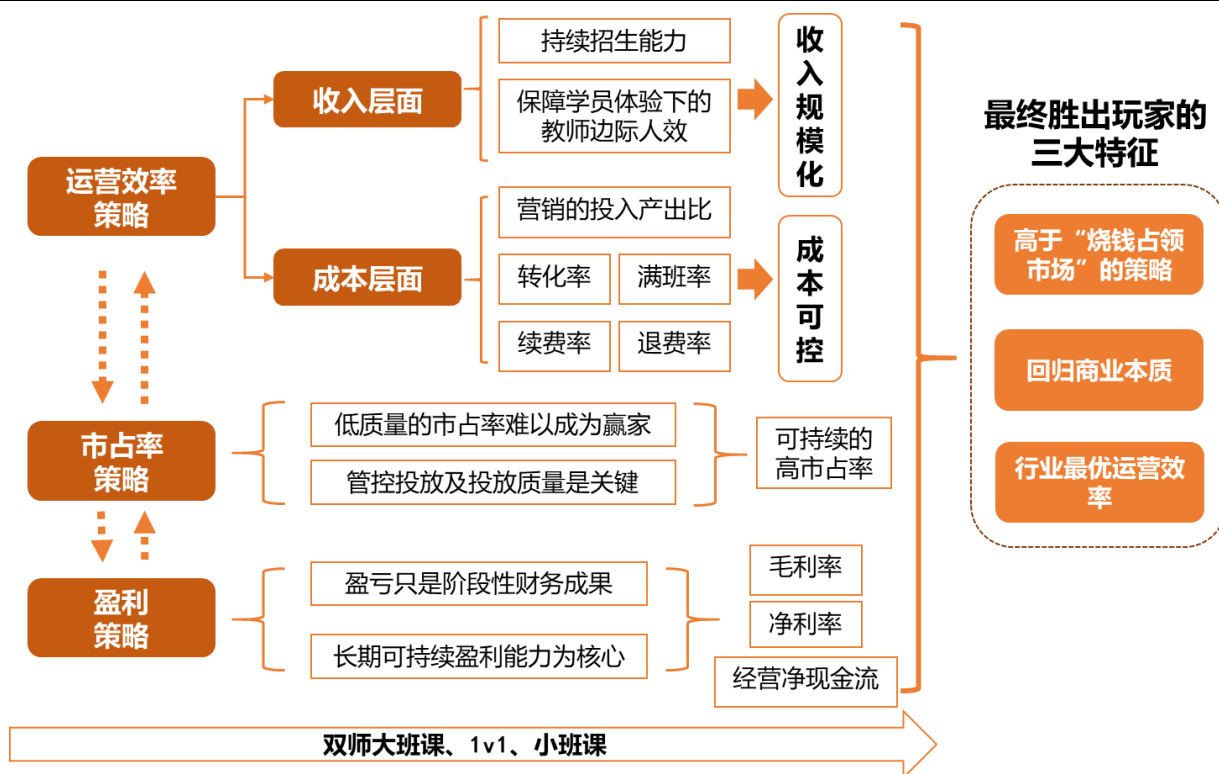
从任何商业竞争来说，到衰退之前，集中度提升都是大趋势，而在线“赢家通吃”特性更是如此。从结果来看，这个策略一定是对的，但市占率是“鸡”不是“蛋”。而且，在市场实践中我们发现，低质量的市占率不会是最后赢家，所谓低质量市占率，指缺乏行业理解和商业模式认知的情况下高歌猛进扩张以

获取市占率。现在大量在线教育模式亏损主要原因是营销费用高涨，线上获客成本越来越高，在这一端盲目加大投放只会带来恶性的低端竞争，这是饮鸩止渴而非魄力显现，而如何管控投放和投放质量才是关键。

(3) 盈利策略。

亏损，基本上是当前在线教育赛道最大的显性问题。跟谁学数年征战后，以双师大班课模式聚焦主赛道，和其他在线模式一样备受争议和市场煎熬，直到以规模性盈利突围，被认为是得到验证的跑得通的正确道路，而这一点，恰恰是跟谁学市值大幅上行的一个催化剂。我们认为，盈利固然是企业经营目标，但盈亏从来只是企业组织行为的财务结果而不是原因，能力才是企业成败的关键。企业短期盈亏并不说明什么，我们认为从年度来说不过于关注单季度盈利变化，长期来说不过度关注某年的盈利变化，盈利质量，尤其是持续增长的盈利才是目标所在，越是长期趋势，越要核心能力。根据我们的分析，跟谁学采取的是财务稳健基础上的扩张策略，且储备了较为充裕的现金，这基本符合当下的竞争格局，同时，也处于较为灵活的位置，攻守均可，后续如果竞争加剧也已备好“粮草”。

图表48 致胜三大策略：运营效率策略、市占率策略、盈利策略



数据来源：广证恒生

围绕三大策略，我们将其拆解为可持续跟踪的运营或财务指标，包括：(1) 盈利能力的跟踪：毛利率、净利率、经营净现金流；(2) 市占率；(3) 运营效率：保障教学质量及服务体验下的最大生师比、销售费用投入产出比、转化率、满班率、续费率、退费率。

图表49 核心指标构建

核心指标		备注
盈利能力优先	毛利率、净利率	净利率是企业盈利能力的最终体现； 毛利率反映其主营业务运营层面的基本盈利能力，是实现净利的基础。
	经营净现金流	直接反映企业的运营活动的结果； 长期性的经营净现金流为负最终反映的是经营模式的不可持续或企业的组织能力缺陷。
市占率优先	市占率	短期忽略行业本质而盲目烧钱达到的低质量市占率难以成为最终赢家； 核心关注长期稳定情况下的可持续的市占率、市场份额提升情况。
运营效率优先	生师比上限值	保障教学质量及服务体验下的生师比上限值； 综合效率越高，越能将产能效率放大，服务更多的学员，生师比上限值越大。
	营销投入产出比	营收（or 现金收入）/销售费用；综合反映市场投入的效率。 相关指标：转化率、满班率、续费率、退费率等。续费留存是教学质量、用户体验的最终反映；长期的续费留存比短期的学员增长更重要。

数据来源：广证恒生

从核心财务指标演变的视角来看，我们认为未来 K12 在线教育赛道的王者会迈过三个关键阶段：

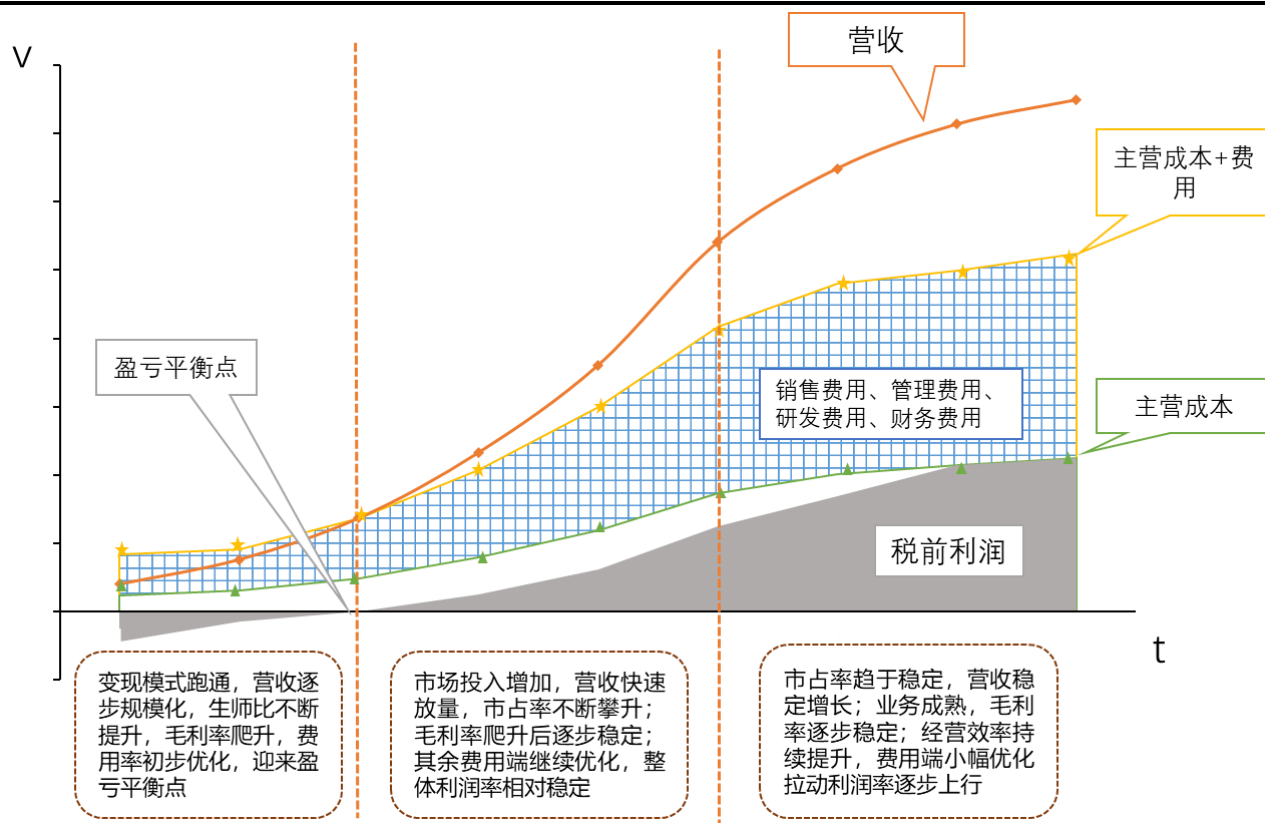
(1) **迈过盈亏平衡**：变现模式逐步跑通，企业营收逐步规模化；生师比不断提升，毛利率爬升，费用率初步优化，企业整体的经营效率处于持续优化状态，随后便是迈过盈亏平衡点。在此期间，整体市场处于较为分散的竞争格局，参与者较多，市场份额较低。

(2) **市占率提升，领跑者逐步脱颖而出**：市场投入增加，营收快速放量，市占率不断攀升；生师比爬升后趋于稳定，对应毛利率逐步稳定；其余费用端继续优化，整体利润率相对稳定。

(3) **格局稳定，利润端继续优化**：市场份额趋于稳定，营收跟随市场正常稳定增长；业务模式成熟，毛利率逐步稳定；经营效率持续提升，费用端小幅优化拉动利润率逐步上行。

产能逐步提升带来的毛利率上行及费用端的持续优化是企业逐步迈向成熟后释放利润的基础，尤其是在费用端对销售费用的把控上。在品牌成熟度较低、行业整体的用户认知程度不足的背景下，企业需要较高的市场投入来构建用户的信任基础。从长期来看，一方面是对在线教育的接受程度将逐步提高，另外一方面是随着服务用户基础的逐步扩大背景下教育机构自身品牌的塑造，头部企业的销售费用率会逐步下行，进而带来利润的释放。

图表50 未来王者的财务趋势模型



数据来源：广证恒生

我们继续做出三个假设：

(1) 基于弗若斯特沙利文的市場空間數據，我們保守估計在 K12 賽道市場空間均衡狀態下對應 3600 億的市場，保守估計大班模式佔據 50% 份額的情況下，在 K12 大班課對應 1800 億的市場容量。

(2) 考慮在 K12 領域的廣闊競爭維度及教育市場本身的需求多樣性，我們保守估計市場龍頭佔據 20%-30% 的市場份額。

(3) 以跟誰學財務模型估計未來市場龍頭的業績規模：也即成熟狀態下毛利率 70%、費用率 50%-60% 左右（銷售費用率 30%-45%；研發費用率 10%-15%；管理費用率 5%-10%；財務費用忽略不計），則對應 10%-15% 的淨利率。

那麼我們可以預測，在均衡狀態下 K12 教育王者的業績體量可逼近 360-450 億營收、36-67 億淨利潤，足以撐起千億級的市值體量。而從當前賽道內頭部企業的增速來看，這一體量有望在未來 8-10 年左右的時間區間內實現。這也是為什麼諸如好未來、新東方等 K12 巨頭，騰訊、今日頭條、網易等互聯網巨頭，以及眾多資本願意押注於此賽道的核心原因所在。

图表51 未来王者业绩体量估计

市场份额 净利润率	15%	20%	25%	30%
5%	营收: 270 亿 净利润: 13.5 亿	营收: 360 亿 净利润: 18 亿	营收: 450 亿 净利润: 22.5 亿	营收: 540 亿 净利润: 27 亿
10%	营收: 270 亿 净利润: 27 亿	营收: 360 亿 净利润: 36 亿	营收: 450 亿 净利润: 45 亿	营收: 540 亿 净利润: 54 亿
15%	营收: 270 亿 净利润: 40.5 亿	营收: 360 亿 净利润: 54 亿	营收: 450 亿 净利润: 67.5 亿	营收: 540 亿 净利润: 81 亿
20%	营收: 270 亿 净利润: 54 亿	营收: 360 亿 净利润: 72 亿	营收: 450 亿 净利润: 90 亿	营收: 540 亿 净利润: 108 亿

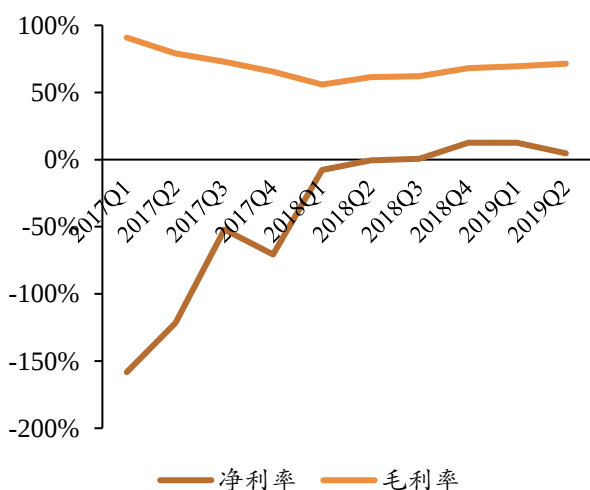
数据来源: 广证恒生

注: 利润率的核心变量在于销售费用率, 尤其在赛道发展的早期品牌成熟度较低及用户认知不足的阶段, 只有竞争格局相对稳定, 品牌成熟度较高时才有可能达到 10% 以上的水平。

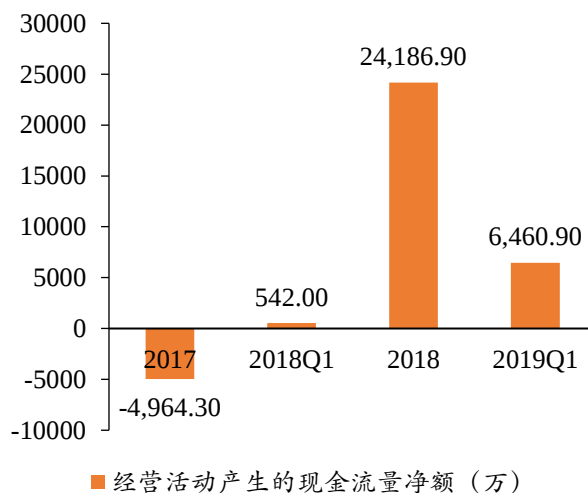
对于跟谁学而言, 其盈利能力及运营效率数据指标整体趋势向好, 市占率呈良性加速上行趋势。一方面, 从其公开披露可跟踪的盈利能力、运营效率维度等数据来看: 毛利率随着生师比的放大持续上升, 经营性现金流在 2018Q1 转正, 净利率也于 2018Q2 后迈过盈利拐点; ROI 整体处于高位, 近几个季度略有下滑, 与我们前文中分析季度销售费用率上升中的行业流量成本整体上行及 K12 教培的财务季节性因素逻辑一致。另外一方面, 从市占率的层面而言, 公司体量在模式聚焦后快速放量, 但整体业绩规模、市场份额仍未达到能向全市场验证的可持续高占有率状态。根据弗若斯特沙利文数据, 从现金收入维度, 2018 年跟谁学在 K12 大班课市场中排名第三, 市场份额约 1.93%。而从 2019 前两个季度的情况来看, 在盈利数据维持健康状态的背景下, 跟谁学 2019H1 现金收入同比增长 437%, 市场份额呈良性加速上行趋势。

未来需要持续跟踪、验证的关键指标在于: (1) 能否保持市场份额的良性提升趋势。也即在收入进一步规模化的情况下, 整体的盈利能力 (毛利率、净利率、经营净现金流) 维持在相对健康状态。(2) 能否持续维持优于行业的运营效率, 包括保障教学质量下的教师边际人效, 营销投入产出比 (包括转化率、满班率、续费率、退费率等)。

图表52 跟谁学毛利率及净利率处于上升趋势



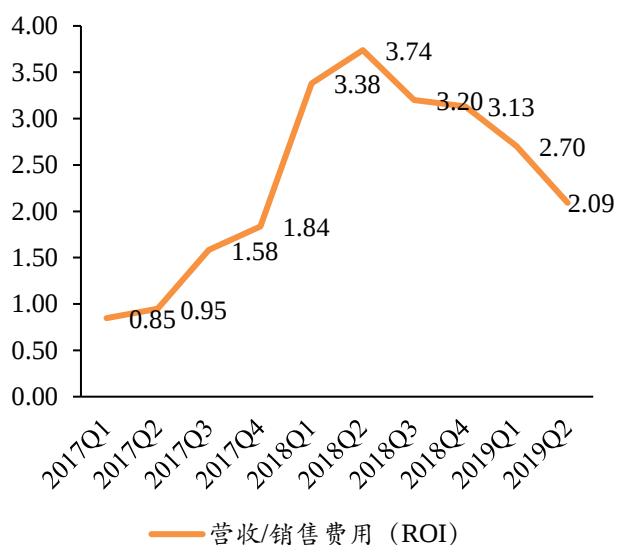
图表53 2018Q1 起实现正向经营净现金流



资料来源: 公司财报、广证恒生

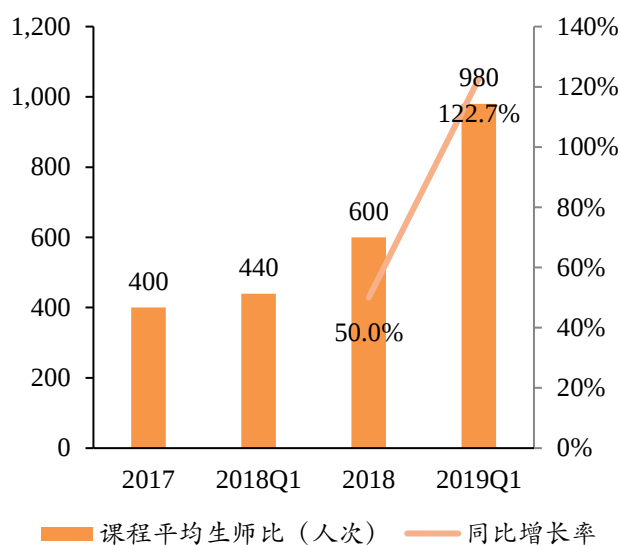
资料来源: 公司财报、广证恒生

图表54 ROI 整体处于在高位



资料来源：公司财报、广证恒生

图表55 课程平均生师比持续提升



资料来源：公司财报、广证恒生

我们认为，教育创业者成功需要两大要素：教育情怀和商业基因。跟谁学陈向东老师二者兼备，有教育情怀就不赘述了。有“商业基因”这一点，从他初入新东方，在武汉任校长就已经崭露头角了，直到现在，我们认为，他继续坚守了他的商业原则，没有任何根本性改变，正因为如此，跟谁学的第一笔融资可以用到现在，如果“烧”的话，早就没有踪影了。在线领域，中国电商是走得最快最远的，拿他们来对比大致可以借鉴一二。阿里巴巴走得更远，很关键在于他走的不是“烧钱”的模式。最早的 B2B 模式中诞生了阿里铁军，为什么会诞生阿里铁军呢？因为没有“烧钱”的资本，所以必须一个一个市场实打实地打，一个一个客户实打实地拿下，而且必须在投入产出中杀出可持续发展的血路。当然，阿里巴巴在刚获得风险投资的时候，也曾在盲目“烧钱”扩张上犯下错误，幸好最冷的寒冬到来前收缩止血。在 B2B 业务基础上，上市及大规模融资，为“淘宝”培育使用习惯、培育客户提供了物质条件，然后才有后续新商业模式的不断破茧而出。

从行业的层面而言，K12 在线赛道毫无疑问具备巨大的增长动能及潜在的市场空间，其中必将诞生媲美，甚至超越 K12 线下双巨头的企业，相信市场对此的共识大于差异。因而我们的关键点在于，跟谁学是否具备拿下更大市场份额的能力？从我们所构建的核心指标体系来看，跟谁学在可持续盈利能力、优于市场的运营效率及良性提升的市场份额这三个层面具备较大优势，这也是其优异的企业组织能力的外化体现。我们认为跟谁学具备问鼎这一黄金赛道的潜力，我们对此保持乐观的态度。

回到 2015、2016 年，市场很难预测到以 toB 业务为主要收入的跟谁学，能够在三年后的今天以首家规模化盈利的 K12 在线教育企业姿态登陆二级市场。身处 K12 最佳黄金赛道，同时具备最新在线商业模式的盈利实践，未来的跟谁学仍有更大的可能性、更大的空间值得期待。站在当前时点，我们愿拭目以待，关注公司实现下一步跨越的进程。



4、风险提示

(1) 行业竞争加剧。在线教育行业被广大投资者及创业者所看好，头部玩家融资持续推进，行业竞争持续加剧。同时，新玩家不断介入，包括传统线下教育龙头、其他行业的龙头都有相关布局的趋势，我们判断行业竞争将持续加剧。

(2) 盈利能力风险。当前大部分在线教育企业仍处于亏损阶段，一方面由于营销投入巨大，另外一方面也由于部分企业盈利模式不清晰，变现能力较差。后续在销售费用率能否下降，企业能否实现最终盈利上具有较大的不确定性。

(3) 政策变动风险：中国的线上教育仍处于初期阶段，相关上位法体系尚未成熟，且最新政策仍在不断的演变当中，其诠释和具体落地执行仍具有重大不确定因素及模糊之处。

数据支持：李观琴



新三板团队介绍:

在财富管理和创新创业的两大时代背景下,广证恒生新三板构建“研究极客+BANKER”双重属性的投研团队,以研究力为基础,为企业量身打造资本运营计划,对接资本市场,提供跨行业、跨地域、上下游延伸等一系列的金融全产业链研究服务,发挥桥梁和杠杆作用,为中小微、成长企业及金融机构提供闭环式持续金融服务。

团队成员:

袁季(广证恒生总经理兼首席研究官):长期从事证券研究,曾获“世界金融实验室年度大奖—最具声望的100位证券分析师”称号、2015及2016年度广州市高层次金融人才、中国证券业协会课题研究奖项一等奖和广州市金融业重要研究成果奖,携研究团队获得2013年中国证券报“金牛分析师”六项大奖。2014年组建业内首个新三板研究团队,创建知名研究品牌“新三板研究极客”。

赵巧敏(新三板研究总监、副首席分析师):英国南安普顿大学国际金融市场硕士,8年证券研究经验。具有跨行业及海外研究复合背景,曾获08及09年证券业协会课题二等奖。具有多年A股及新三板研究经验,熟悉一二级市场运作,专注机器人、无人机等领域研究,担任广州市开发区服务机器人政策咨询顾问。

温朝会(新三板副团队长):南京大学硕士,理工科和经管类复合专业背景,七年运营商工作经验,四年市场分析经验,擅长通信、互联网、信息化等相关方面研究。

黄莞(新三板副团队长):英国杜伦大学金融硕士,具有跨行业及海外研究复合背景,负责教育领域研究,擅长数据挖掘和案例分析。

司伟(新三板高端装备行业负责人):中国人民大学管理学硕士,理工与经管复合专业背景,多年公募基金从业经验,在新三板和A股制造业研究上有丰富积累,对企业经营管理有深刻理解。

魏也娜(新三板TMT行业高级研究员):金融硕士,中山大学遥感与地理信息系统学士,3年软件行业从业经验,擅长云计算、信息安全等领域的研究。

胡家嘉(新三板医药行业研究员):香港中文大学生物医学工程硕士,华中科技大学生物信息技术学士,拥有海外知名实业工作经历,对产业发展有独到理解。重点研究中药、生物药、化药等细分领域。

田鹏(新三板教育行业高级研究员):新加坡国立大学应用经济学硕士,曾于国家级重点经济期刊发表多篇论文,具备海外投资机构及国内券商新财富团队丰富研究经历,目前重点关注教育领域。

于栋(新三板高端装备行业高级研究员):华南理工大学物理学硕士,厦门大学材料学学士,具有丰富的二三级研究经验,重点关注电力设备及新能源、新材料方向。

史玲林(新三板大消费&教育行业研究员):暨南大学资产评估硕士、经济学学士,重点关注素质教育、早幼教、母婴、玩具等消费领域。

李嘉文(新三板主题策略研究员):暨南大学金融学硕士,具有金融学与软件工程复合背景,目前重点关注新三板投资策略,企业资本规划两大方向。

联系我们:

邮箱: huangguan@gzgzhs.com.cn

电话: 020-88832319



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

商业模式竞争力专题

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。