



跟谁学 (GSX.N): K12 高增长助力营收+461.5%,

股价走势

经营效率进一步优化

2019.11.06

	黄莞 (分析师)	田鹏 (分析师)
电话:	020-88832319	020-88836115
邮箱:	huangguan@gzgzhs.com.cn	tian.peng@gzgzhs.com.cn
执业编号:	A1310517050001	A1310519080001

事件:

2019年11月5日,跟谁学发布2019Q3 未经审计财务报告。2019Q3(2019/7/1-2019/9/30) 公司实现营业收入 5.57 亿元 (+461.5%), 对应净利润 190.2 万元 (+178.07%), 连续 6 个季度维持盈利; 前 3 个季度实现营业收入 11.80 亿元 (+448.7%), 对应实现净利润 5216.7 万元, 去年同期亏损 332.4 万元。

点评:

● 财务分析: 营收增长 461.5%, 连续 6 个季度实现盈利

(1) **收入方面:** 2019Q3 公司单季度实现营业收入 5.57 亿元 (+461.5%), 高于此前营收指引上限 (390.9%-411.1%) 主要系付费人次的增长及客单价上升推动。拆分业务来看, 公司核心业务 K12 课程营收 4.59 亿元 (+525.5%), 占整体营收贡献达 82 % (+5pct); 外语、职业与素质课程营收 0.91 亿 (+390.0%)。Q4 公司的业绩指引为 (342.9%-353.8%)。

(2) **费用方面:** 市场较为关注的为销售费用率 59.31% (+28.05pct)。我们认为一方面源自于 K12 暑期大战带来的整体市场投入增加, 另外一方面主要与教培行业的业绩季节性特征相关, 预计 Q4 销售费用率将显著下降, 全年整体可控。从更长远的维度来看, 随着公司学员基数的攀升, 在维持良性留存率的前提下, 未来销售费率长期将趋于缓和。其他方面, 研发费用率及管理费用率维持优化态势, 分别为 10.26% (-9.91pct) 和 4.24% (-6.41pct)。

(3) **利润方面:** 毛利率进一步攀升至 71.9% (+9.74pct), 主要受益于教师产能的进一步释放; 调整后经营利润率及净利率分别为 1.3%、3.6%, 较上季度下滑明显, 主要受销售费用率的提升影响。随着后续销售费用的下降, 预计 Q4 两者将显著上升。根据公司披露, 2019Q4 的经营利润率指引为 20%。

● 运营分析: 学员人数维持高增长, 教师产能持续抬升

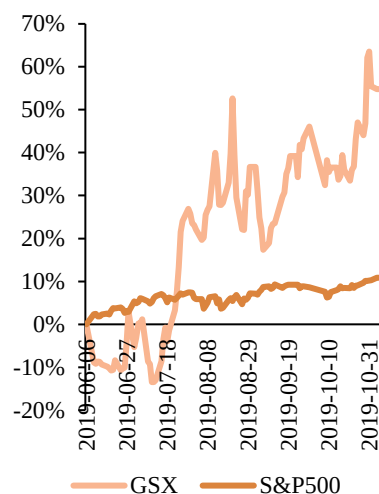
(1) **招生人数方面:** 公司2019Q3在读人数上升达82万 (+240.3%), 其中付费人次 (付费大于99元) 达53.8万。具体拆分来看: K12课程付费人次达47.7万 (+368%), 兴趣、职业及素质类付费人次达6.1万 (+191%), K12仍是核心贡献。

(2) **教师产能方面:** 公司2019Q3主讲教师人数基本维持稳定, 辅导教师人数增长至2500人 (Q2为1000人); K12课程生师比上升至1400 (Q2: 1200), 生师比抬升下教师产能继续释放, 人均创收提升。我们测算公司主讲教师Q3人均创收能力上升至90.56万/月 (对应年均约1086万), TOP10教师人均创收上升至642.40万/月 (对应年均约7708万)。其中市场较为关注的TOP10人均创收占比下降至34.6%, 较Q1下降约12pct, 主要受益于新进教师的产能释放, 整体符合预期。

● K12 在线黄金赛道, 运营效率致胜

黄金赛道: 在线渗透率迈过拐点, 双师大班课模式破局。在线K12教育是好赛道, 仅仅是存量转化就将是一个巨大的市场, 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%。; 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。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。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%。

好赛道及好模式也意味着这必将是兵家必争之地。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。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



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
跟谁学	10.34	26.82	54.77
标普 500	5.76	4.99	3.08

相关报告

1. 【广证恒生教育】跟谁学 (GSX.N): 黄金赛道, 惕龙乾乾 (上篇) -20191103
2. 【广证恒生教育】跟谁学 (GSX.N): 黄金赛道, 惕龙乾乾 (下篇) -20191104



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。

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,都令跟谁学享有领跑优势。结合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在Q3中持续巩固其核心壁垒。随着规模的进一步放量,我们认为跟谁学是问鼎K12在线教育黄金赛道的强有力竞争者,建议持续关注。

	2017	2018	2019H1	2019Q3
营业收入 (亿元)	0.98	3.97	6.23	11.80
同比(%)	-	307.16%	437.87%	448.65%
净利润 (亿元)	-0.87	0.20	0.50	0.52
同比(%)	-	-	1354.12%	1669.40%

- 风险提示: 政策不确定性; 在线教育拓展不达预期风险



目录

1.跟谁学 2019Q3 财务数据点评	4
1.1 K12 业务高速增长，助力公司营收增长 461.5%超预期	4
1.2 暑期之争致销售费用率上涨 28.05pct 至 59.31%，管理费用率和研发费用率持续优化.....	5
1.3 毛利率持续攀升至 71.90% (+9.74pct)，实现净利润 2014.1 万元 (+1825.5%)	6
2.跟谁学 2019Q3 主要运营情况	8
2.1 招生人数快速增至 82 万 (+240.2%)，客单价稳步提升.....	8
2.2 课程生师比持续抬升，教师产能进一步释放.....	8
附录：电话会议摘要.....	10

1.跟谁学 2019Q3 财务数据点评

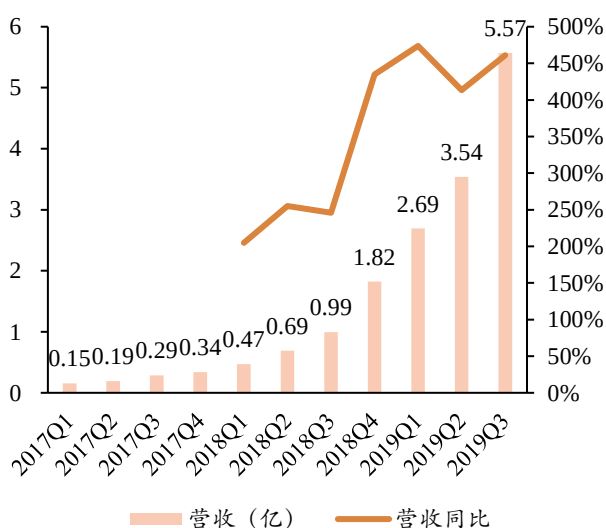
跟谁学于 2019 年 11 月 5 日发布 2019Q3 未经审计财务报告。

2019Q3 (2019/7/1-2019/9/30) 公司实现营业收入 5.57 亿元 (+461.5%)，对应净利润 190.2 万元 (+178.07%)，连续 6 个季度维持盈利；前 3 个季度实现营业收入 11.80 亿元 (+448.7%)，对应实现净利润 5216.7 万元，去年同期亏损 332.4 万元。

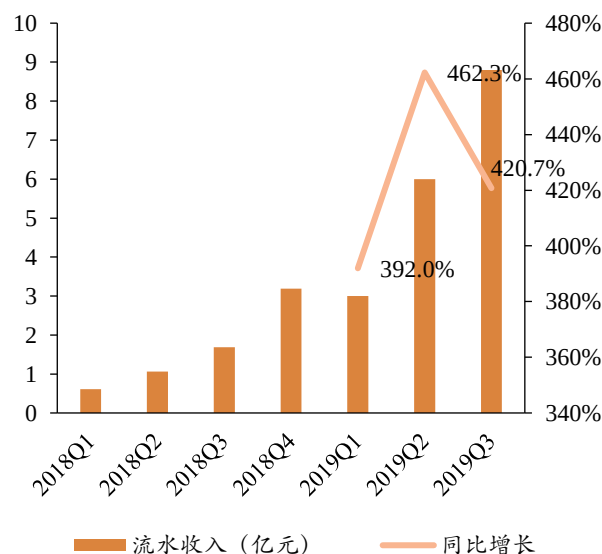
1.1 K12 业务高速增长，助力公司营收增长 461.5%超预期

2019Q3 跟谁学实现流水收入 8.8 亿元 (+420.7%)，对应确认营收 5.57 亿元，同比增长 461.5%，实现超预期增长（此前 Q2 给出的营收增速指引为 390.9%-411.1%），自 2017Q1 以来已经维持 11 个季度的高速增长。营收高速增长主要是由于核心 K12 正价课程付费人次的增加及课程收费的提升，学员数量的增加和课程学费的提升推动公司收入端高速增长。2019Q4 跟谁学营收指引为 8.06-8.26 亿元，预计同比增幅介于 342.9%至 353.8%之间。

图表 1.跟谁学 2019Q3 营收增速 461.2%



图表 2.跟谁学 2019Q3 实现流水收入 8.8 亿元

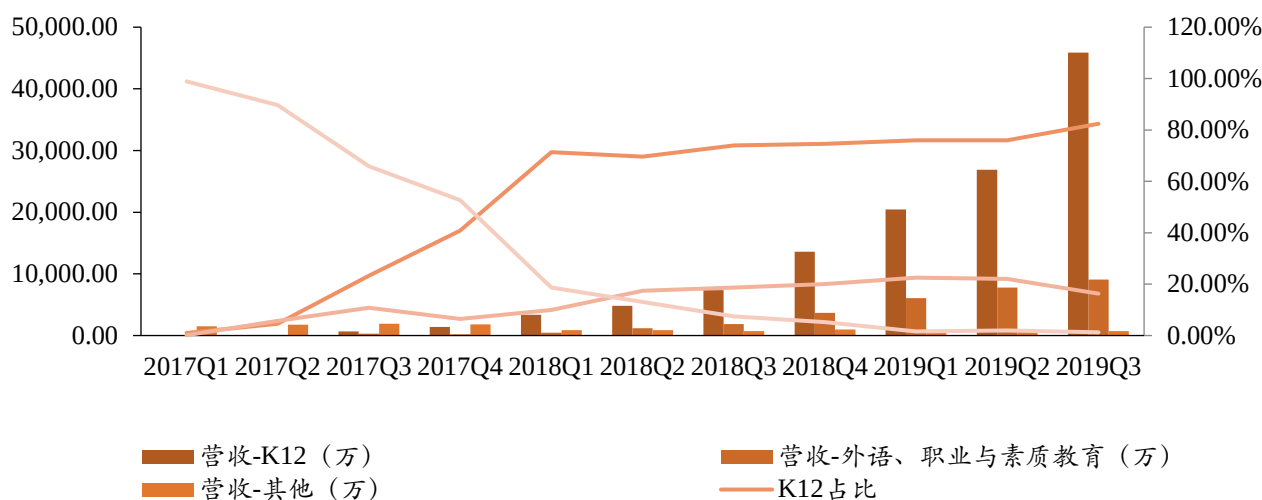


数据来源：Wind、广证恒生

数据来源：Wind、广证恒生

拆分业务来看，K12 业务为营收高速增长的核心驱动力。公司核心业务 K12 课程营收 4.59 亿元 (+525.5%)，占整体营收贡献达 82.41%；外语、职业及素质教育类业务营收 0.91 亿元 (+492.0%)，保持较高增速；其他业务营收为 698 万元 (-5.0%)。

图表 3. K12 业务营收快速放量，贡献营收占比 82.41%

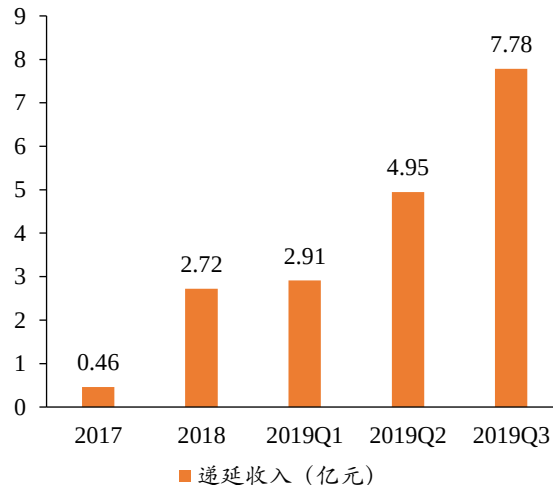
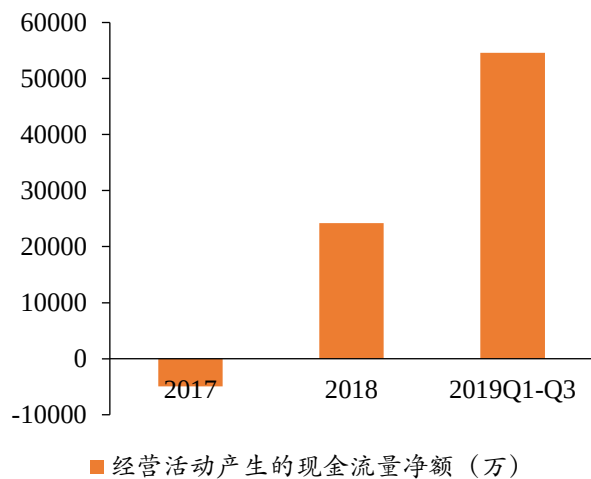


数据来源：Wind、广证恒生

经营性现金流方面，2019Q3 跟谁学经营性现金流为 2.88 亿元，同比增长 379.7%，前三季度经营性现金流为 5.46 亿元，同比增长 490.6%。递延收入方面，公司 2019Q3 实现递延收入 7.78 亿元，同比增长 186.1%，主要系 K12 秋季课程的现金收入的大幅提升所致。

图表 4. 2018Q1 起实现正向经营净现金流

图表 5. 递延收入持续增加



数据来源：Wind、广证恒生

数据来源：Wind、广证恒生

1.2 暑期之争致销售费用率上涨 28.05pct 至 59.31%，管理费用率和研发费用率持续优化

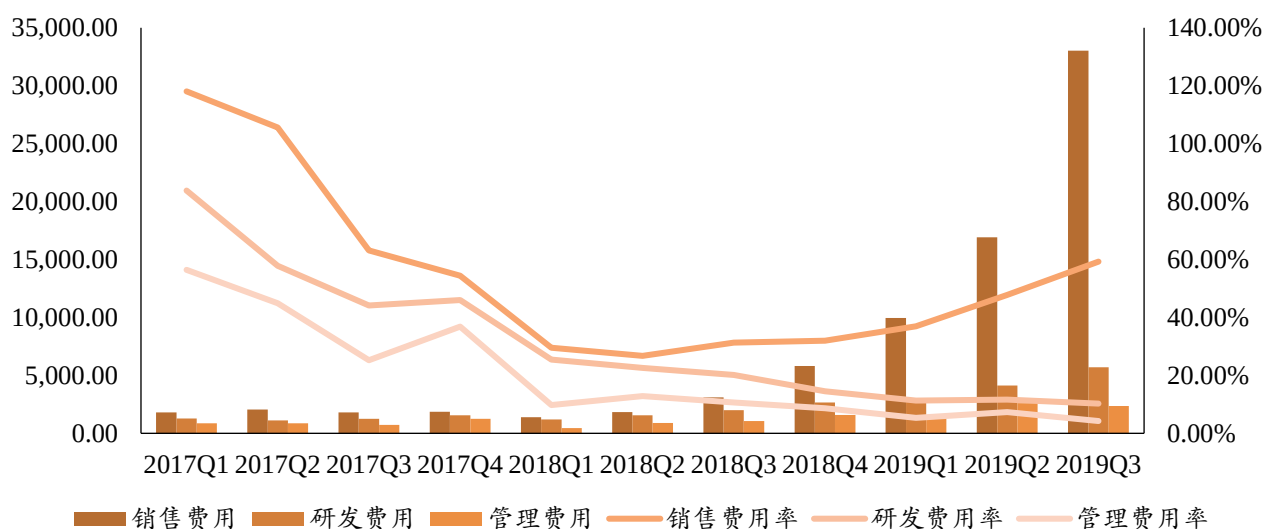
跟谁学 2019Q3 销售费用为 3.3 亿元，销售费用率大幅上升 28.05pct 至 59.31%。销售费用的大幅提升主要是由于暑期之争中公司为了扩大用户群体及提高品牌知名度而增加的市场推广费用，同时相关销售和营销人员薪酬支出增加。同时，我们认为这与教培行业的业绩季节性特征相关，预计 Q4 销售费用

率将显著下降，全年整体可控：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 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 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。从更长远的维度来看，随着公司学员基数的攀升，在维持良性留存率的前提下，未来销售费率长期将趋于缓和。

2019Q3 研发费用为 5712.8 万元 (+185.45%)；对应研发费用率为 10.25% (-9.91pct)。跟谁学注重技术及内容研发，公司 2019Q3 研发费用的上升主要是研发人员数量增加、员工薪酬增加所致；研发投入稳步增加而研发费用率大幅度下降，主要是营收规模化持续放量带来的整体规模效益所致。

2019Q3 管理费用为 2363.80 万元 (123.59%)；对应管理费用率为 4.24% (-6.41pct)。从季度数据来看，跟谁学管理费用持续走低并在本季度实现新低点，主要得益于大班课模式下的管理费用优势及营收规模效应。我们预计管理费用率长期将维持较低水平，一方面得益于公司优异的组织管理能力，同时也将受益于大班课模式带来的师资集中管理优势。

图表 6.销售费用率上涨 28.05%，研发费用率和管理费用率持续优化



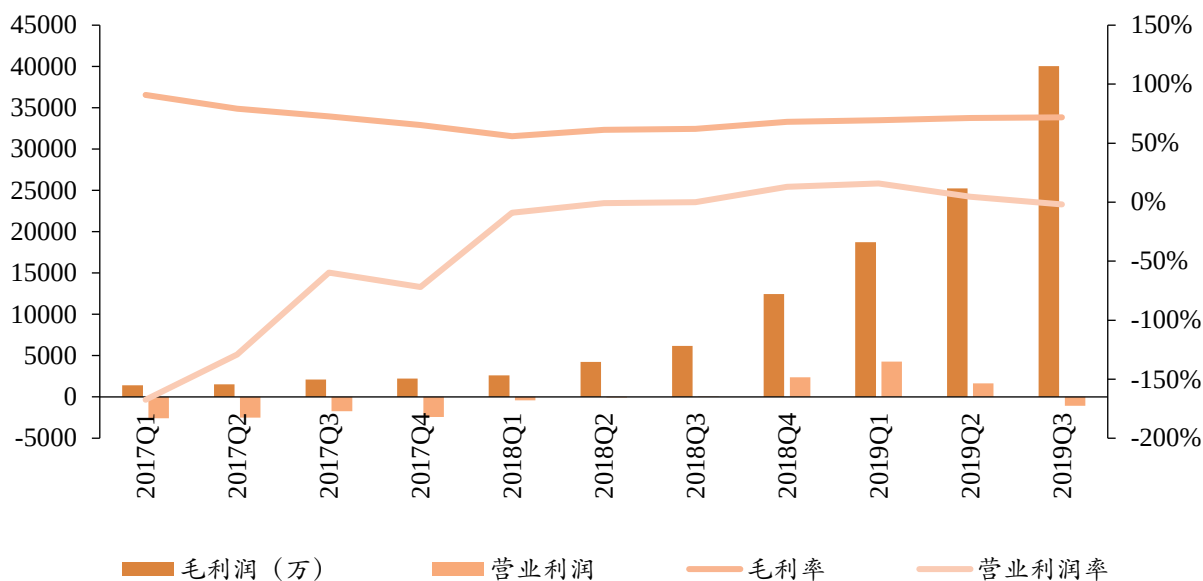
数据来源：Wind、广证恒生

1.3 毛利率持续攀升至 71.90% (+9.74pct)，实现净利润 2014.1 万元 (+1825.5%)

2019Q3 跟谁学毛利率持续攀升至 71.90% (+9.74pct)，毛利润 4.00 亿美元，同比增长 548.91%。毛利率上升趋势稳健主要是规模效益所致，明星讲师保证课程质量以支撑课程溢价，大班课模式扩大名师产能，随着新进教师产能的进一步释放，预计毛利率未来仍有一定提升空间。从营业利润来看，**2019Q3 跟谁学营业利润为-1081.5 万元，调整股权支付费用 1823.9 万后，对应 Non-GAAP 经营利润为 742.4 万，对应 Non-GAAP 经营利润率为 1.3%，较 Q1、Q2 较为明显下降，主要受销售费用影响所致。**如上文分析，剔除行

业季度性影响后销售费用有所下降, 预计 Q4 经营利润率会有较明显的提升。根据公司电话会议披露, 2019Q4 经营利润率指引为 20%

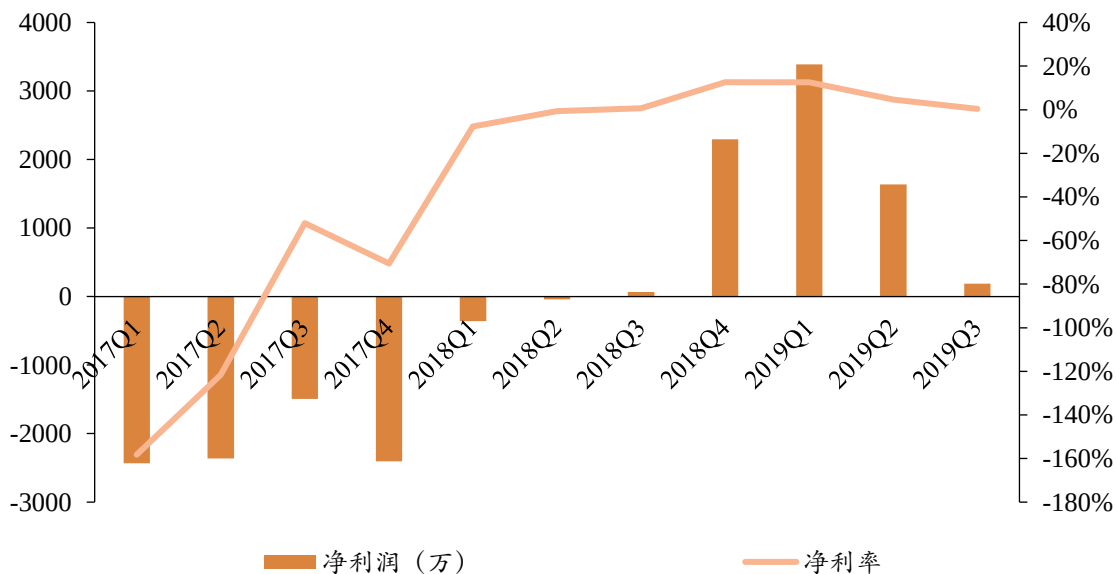
图表 7.毛利率持续上升, 营业利润受销售费用影响下滑



数据来源: Wind、广证恒生

2019Q3 跟谁学实现净利润 190.2 万元(+178.07%), 对应 Non-GAAP 净利润为 2014.1 万元(+1825.5%); 净利率 0.34%, Non-GAAP 净利率为 3.6%。跟谁学实现第 6 个季度连续盈利, 但净利率小幅下降, 主要是暑期营销投入增大, 剔除行业季度性影响, 预计净利率将有所回升。

图表 8.经调整后 Non-GAAP 净利润 2014.1 万元



数据来源: Wind、广证恒生

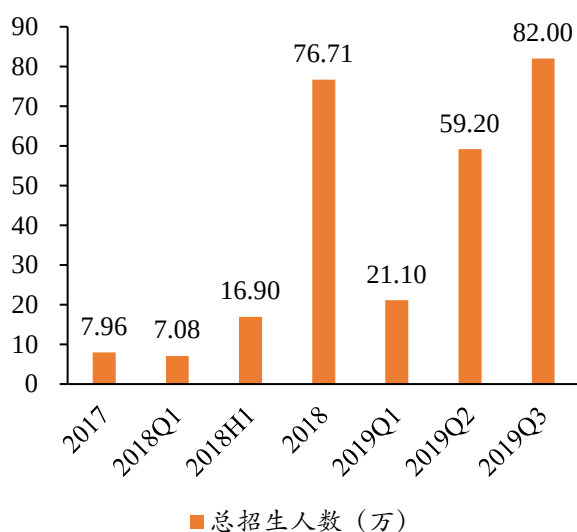
2.跟谁学 2019Q3 主要运营情况

2.1 招生人数快速增至 82 万 (+240.2%)，客单价稳步提升

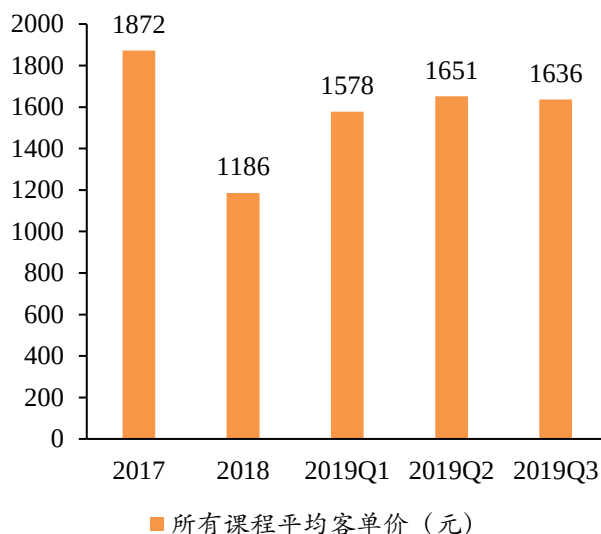
招生人数方面，2019Q3 跟谁学招生人数快速增加，整体注册人数（付费>9.9 元）达 82 万人，同比增长 240.2%，其中付费课程（付费>99 元）在读人数达 58.3 万人。其中，K12 付费课程在读人数达 47.7 万人，外语、职业及素质教育类付费课程在读人数为 6.1 万人，K12 仍是核心贡献。

2019Q3 跟谁学课程平均客单价为 1636 元，较 Q2 有小幅下降，整体呈稳步提高的趋势。跟谁学从源头严选名师，保障教学质量的同时带来显著溢价。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 9. 2019Q3 招生人数快速增长



图表 10. 跟谁学课程平均客单价稳步提高



数据来源：Wind、广证恒生

数据来源：Wind、广证恒生

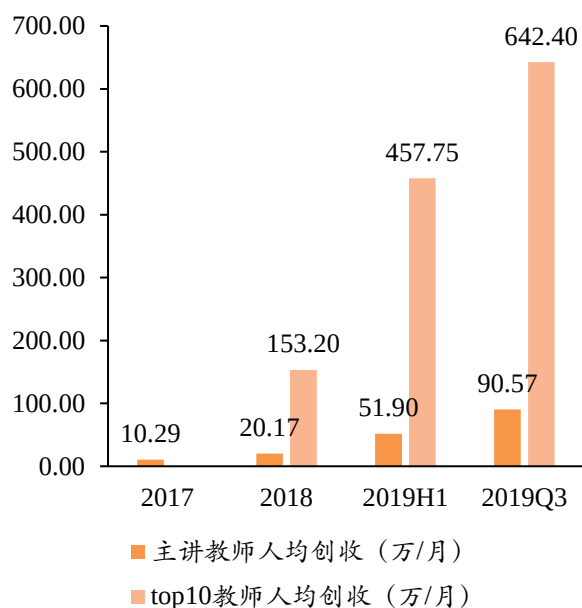
2.2 课程生师比持续抬升，教师产能进一步释放

公司 2019Q3 主讲教师人数基本维持稳定，辅导教师人数增长至 2500 人（Q2 为 1000 人）；K12 课程生师比上升至 1400（Q2：1200）。生师比抬升下教师产能继续释放，人均创收提升，我们测算公司主讲教师 Q3 人均创收能力上升至 90.56 万/月（对应年均约 1086 万），TOP10 教师人均创收上升至 642.40 万/月（对应年均约 7708 万）。

此前市场较为关注的为公司 TOP10 教师营收贡献占比较高的问题，2019Q3 公司 top10 教师创造收入的占比为 34.6%，较 2018 全年及 2019Q1 下降近 12 个百分点。我们认为：（1）头部教师营收占比较高

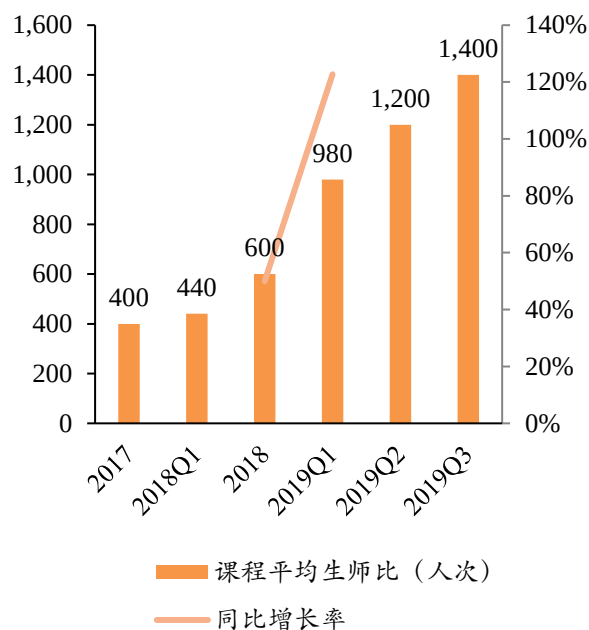
为发展过程中的正常现象。随着新进教师的产能逐步释放，整体仍将保持持续下行趋势。公司于2017年6月才正式推出专注于K12领域的品牌“高途学堂”，早发展早期头部教师基本排满课，而新招聘教师根据个人能力提升速度及公司招生节奏，排课学生数量存在一个循序渐进的过程。随着其余教师的排课人数增加，产能逐步提升，头部教师营收占比将逐步下降。(2) 名师创收能力天然强，我们认为比名师营收占比这一表面结果数据更为重要的是其能否构建合理的管理及考核机制，保障名师的稳定性及留存，以及自身整体的师资培养能力。

图表 11. 公司教师人均创收不断扩大



数据来源: Wind、广证恒生

图表 12. 课程平均生师比持续增长



数据来源: Wind、广证恒生

数据支持: 陈静仪

附录：电话会议摘要

【获客成本】

Q：获客成本现状与 2019Q4 及 2020 年获客成本展望？

A：未来获客成本整体会稳步上升，但受益于公司经营效率及组织效率较高，公司获客成本低于同行。采用 Non-GAAP 销售费用（5.95 亿元）除以付费课程人数计算得到 2019 累计 3 季度获客成本为 545 元。2019Q4 公司相关营销支出将有所减少，预计全年获客成本进一步降低。

跟谁学较高的转换率、续班率、联报率以及口头推荐率有助于拉低获客成本，但核心仍在于优质的教学质量和良好的课程体验。公司将持续为每个学生提供优质的教育服务以吸引学生长期参加培训，以提高营收降低获客成本。

【教师创收】

Q：top10 教师创收情况如何？目前是否有教师引进计划？

A：第三季度 top10 教师营收占比 34.6%，较 2018 年降低 12 个百分点。主要是因为尽管招股书披露 2018 年公司有 153 名教师，但实际上只有大约 50 名 K12 教师开展教学活动，剩余较多教师在 2018 年下半年接受培训。而截至目前，公司培养了充足的具备授课资格的教师，因而 top10 教师创收占比有所下降，预计未来将持续走低。此外，top10 教师中 K12 教师仅 7 名，且均衡分布于各年级和学科，并未集中于单个教师。

【小学课程】

Q：小学课程的整体发展情况？

A:2019Q3，各阶段课程（小学/初中/高中）营收均实现较快增长，其中小学阶段业务增长最快，营收同比增长 800%。未来小学营收占比将持续增加，逐步追赶高中业务收入。由于小学学年较长且学生基数更大，公司将持续关注小学阶段业务。

【K12 线上与线下竞争】

Q：如何看待 K12 业务线上线下竞争？

A：1) 线上 K12 市场规模比线下 K12 市场规模增长更快。2) 线上 K12 教育公司 IPO 和融资较多，且政府政策支持线上教育发展，线上课程被更多学生和家长接受。3) 线上大班课程规模效应强，教师产能更大，带客量为线下的 100 倍。4) 公司成功上市后，吸引线下优秀教师加入，预计未来将有更多老师加入。5) 公司认为成功的教育需要优秀的主讲教师+辅导教师以保证教学质量和课程体验，公司拥有名师资源和技术保障，教学质量得以保证。

【营业利润指引】

Q：2019Q4 和 2020 财年的营业利润率指引？

2019Q4 营业利润率指引为 20%，公司在 Q2-Q3 有较大营销投入，Q4 基本都是正价课程且市场推广的竞争较小，Q4 将会是全年营业利润率最高的季度。2020 财年预计会保持 2019 财年的趋势，影响营业利润率的核心是销售费用。从财务结构看，大班模式在管理费用和研发费用上有较好的经营杠杆，意味着公司会有更多空间投入推广，本季度 gross billing 有 8.8 亿，销售费用在 3.3 亿，简单测算 ROI 在 2.68。

【教师薪酬与留存】

Q：教师薪酬情况？优秀教师的留存问题？



A: 主讲教师薪酬包含基本工资、奖金和股权激励 3 部分, 同行业最高薪资报酬不仅提供给主讲教师, 同时提供给辅导教师和销售人員。30% 的教师曾收到竞争公司的邀请, 但未有教师离职。公司和谐的团队合作、公司文化、良好前景有助于员工留存。

【利息收入】

Q: 利息收入确认情况?

A: Q3 利息收入 330 万元, 公司购买短期和长期理财, 到期前的未实现收益计入其他综合收益(OCI) 而不是利润表, 到期后计入利息收入, 因此 Q3 利息收入较低, 到期后将在利润表中确认。

【地域分布】

Q: K12 在各线城市分布的情况? 未来的变化趋势如何?

A: K12 业务: 一线/新一线/二线营收占比 48%; 低线城市营收占比 52%, 较 2019Q2 提升 1 个百分点, 公司在三四线城市渗透率提升。目前北京参培人数最多, 其余如上海等大城市参培情况良好, 预计未来各线城市的参培人数都会持续增加。



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



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。