

高途集团 (GOTU)

K12 教育老兵，盈利逐步复苏

证券研究报告
2024 年 04 月 08 日

投资评级

6 个月评级

买入 (首次评级)

作者

孙海洋

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518070004

sunhaiyang@tfzq.com

相关报告

1 《-公司动态研究:FY20Q4 净收增 136.5%，关注研发和服务质量》 2021-03-07

2 《-公司动态研究:FY20Q3 净收增 253%，付费学生增 134%，学生结构逐步优化》 2020-11-21

3 《-公司动态研究:20Q1 收入超指引，盈利能力持续提升》 2020-05-11

在线教育领先全国，聚焦 K12 教培市场

高途集团是中国领先的互联网教育科技公司之一，秉承“在线学习更高效”的理念，坚持“好老师、好课程、好服务、高科技”，通过专职专业的教学辅导团队和强大的技术能力，致力于为学生和家长提供个性化、互动化、智能化的在线学习体验。全力打造“直播+辅导”双师模式，打造上千门精品课程，提供的课程服务涵盖小学、初中、高中、大学、成人英语、思维训练、瑜伽、家庭教育、国学、从业考证等几十个品类。

盈利能力稳步复苏，精细化运营初见成效

收入稳步增长，现金收入增幅呈加速趋势。公司 2023 年营收 29.61 亿元，同增 18.52%，增长原因系市场需求旺盛以及现金收入增长带动。公司 2023 年归母-0.07 亿元，同比减少 155.4%，主营业务成本为 7.902 亿元，较上年同期的 7.011 亿元增加 12.7%，主要原因系主讲老师和二讲老师的人工成本以及教材成本的增加。

盈利能力逐步恢复，精细化运营、低成本获客路径成效初显。2023 年公司销售毛利率为 73.3%，销售净利率为-0.25%。

在线教育市场加速渗透，教培新赛道前景可观

数字化变革赋能教育信息化，在线教育发展态势良好。近年来，随着大数据、人工智能、5G 等新技术的快速发展，互联网普及和用户需求的不断升级，我国在线教育市场规模呈现出快速增长态势。据 wind 统计，2016 年-2019 年间我国在线教育市场规模从 1565 亿元增长至 3226 亿元，CAGR 为 27.3%。疫情期间，教育部提出“利用网络平台，停课不停学”的号召，推动了 K12 在线教育的快速发展，K12 教育产品需求迅速增长，各企业持续投入在线教育产品和服务，积累了大量用户。

教培行业供给出清释放市场空间，头部机构抢占市场优势显著。随着在线教育市场的不断扩大，行业竞争日益加剧。自 2021 年双减政策颁布以来，大量教培机构退出市场，大型企业探索转型路径，行业供给深度出清，行业集中度提升。我们认为，头部机构在进入门槛、证照审批、内容监管、资金管控、品牌信任背书及资源支持等多方面具备显著优势，有利于在供给出清下获得更高市占率，发展前景良好。

“AI+教育”持续开发，直播赋能品牌影响力

加速“AI+教育”布局，智慧教育创新发展。公司 2018 至 2023 年研发支出从 0.74 亿元增长至 4.62 亿元，CAGR 为 44.2%，2021 年更是达到 12.53 亿元。随着人工智能技术在产品和服务各环节的落地，公司的前端教学、后端教研、客服、设计等团队的工作和服务效率都将获得提升。

创新获客多渠道突破，直播电商态势良好。2022 年 11 月，高途经过探索与整合，成立高途佳品科技有限公司，并于 12 月 24 日正式上线开播“高途佳品”直播间，开启了电商直播领域的探索，通过直播形式，打造、推广和销售各类高品质产品。公司经过持续探索，充分发掘名师在直播领域的优势，取得了不错成效。尤其在部分大学生和成人业务，公司已经发展成为抖音平台细分赛道的头部达人。

公司基于对行业的理解与洞察，在线上和线下获客端不断进行着创新和探索，并通过前置性布局，建设更高壁垒的自营获客渠道。多元化的获客渠道在提升区域品牌认知和渗透的同时，也进一步帮助公司更好地了解市场需求和用户痛点，优化运营链路设计，不断提升获客效率。

首次覆盖，给予“买入”评级。公司作为在线教育领军企业，积极响应政策号召，全面推进素质教育和职业教育课程，加大技术研发投入，布局直

播电商，伴随盈利能力逐步恢复、业务逐步调整、运营成熟，线上线下逐步推进，市场份额有望持续提升。我们预计公司 24-26 年收入分别为 42.93/57.96/72.45 亿元，归母净利润分别为 0.30/0.9/1.98 亿元，EPS 分别为 0.17/0.52/1.15 元人民币/股，主营业务收入分别为 6.17/7.98/9.85 亿美元，PS 分别为 2.7/2.1/1.7x。参考可比均值，给予公司 24 年合理 3.5-4xPS，目标市值 21.59-24.68 亿美元，目标价 8.36-9.56 美元。

风险提示：政策风险，新业务风险，管理风险，市场竞争风险，运营成本上升风险，公司流通市值较小风险，跨市场选取可比公司风险，测算具有主观性风险等。

内容目录

1. 多渠道业务布局，盈利逐步复苏.....	5
1.1. 聚焦 K12 在线教育，转型开拓新业务.....	5
1.2. 盈利能力稳步复苏，精细化运营初见成效.....	7
2. 在线教育市场加速渗透，教培新赛道前景可观.....	9
2.1. 数字化变革赋能教育信息化，在线教育发展态势良好.....	9
2.2. 职业教育市场规模逐年扩大，教育经费持续投入.....	11
2.3. 教培行业供给出清释放市场空间，头部机构抢占市场优势显著.....	12
3. “AI+教育”持续开发，直播赋能品牌影响力.....	13
3.1. 加速 “AI+教育” 布局，智慧教育创新发展.....	13
3.2. 创新获客多渠道突破，直播电商态势良好.....	14
4. 盈利预测与估值.....	16
5. 风险提示.....	17

图表目录

图 1: 公司特色.....	5
图 2: 公司发展历程.....	5
图 3: 公司股权架构（截止 2024 年 4 月 4 日）.....	6
图 4: FY18-FY23 公司营业总收入（亿元）、yoy（%）.....	8
图 5: FY18-FY23 公司扣非后归母净利润（亿元）、yoy（%）.....	8
图 6: FY18-FY23 公司净利润（亿元）、yoy（%）.....	8
图 7: FY18-FY23 公司销售毛利率（%）、销售净利率（%）.....	8
图 8: FY19-FY23 公司营业开支及销售费用（亿元）.....	9
图 9: 我国在线教育发展历程.....	9
图 10: 2016-2020 年中国在线教育市场规模（亿元）及增速（%）.....	10
图 11: 2015-2021H1 年中国在线教育用户规模（亿人）及使用率（%）.....	10
图 12: 2012-2021 年我国职业高中及中等职业学校教育经费（亿元）.....	11
图 13: 2015-2024E 年我国职业教育市场规模（亿元）.....	11
图 14: 2011-2020 年教育培训相关企业注册量（万家）、yoy（仅统计关键词为“教育培训”的企业）.....	12
图 15: FY18-FY23 公司研发支出（亿元）.....	13
图 16: FY18-FY23 公司营业开支（亿元）.....	13
图 17: 高途佳品优势.....	14
图 18: 陈向东抖音账号.....	14
图 19: 高途佳品抖音账号.....	14
图 20: 高途佳品近七日抖音直播间观看人数（人）.....	15

表 1: 公司董事及高级管理人员概况.....	7
表 2: 我国推动在线教育发展相关政策性文件.....	10
表 3: 我国推动职业教育发展相关政策性文件.....	12
表 4: 2014-2022 年公司获得奖项荣誉.....	15
表 5: 公司收入拆分及预测 (亿元; %).....	16
表 6: 可比公司 wind 一致 PS 预测 (截至 24/04/05 收盘).....	17

1. 多渠道业务布局，盈利逐步复苏

1.1. 聚焦 K12 在线教育，转型开拓新业务

在线教育领先全国，聚焦 K12 教培市场。高途集团（原名“跟谁学”）是中国领先的互联网教育科技公司之一，秉承“在线学习更高效”的理念，坚持“好老师、好课程、好服务、高科技”，通过专职专业的教学辅导团队和强大的技术能力，致力于为学生和家长提供个性化、互动化、智能化的在线学习体验。全力打造“直播+辅导”双师模式，打造上千门精品课程，提供的课程服务涵盖小学、初中、高中、大学、成人英语、思维训练、瑜伽、家庭教育、国学、从业考证等几十个品类。截至 2021 年 4 月，高途集团平台累计注册用户超 1300 万，50 岁以上的学员占比达 25.8%。

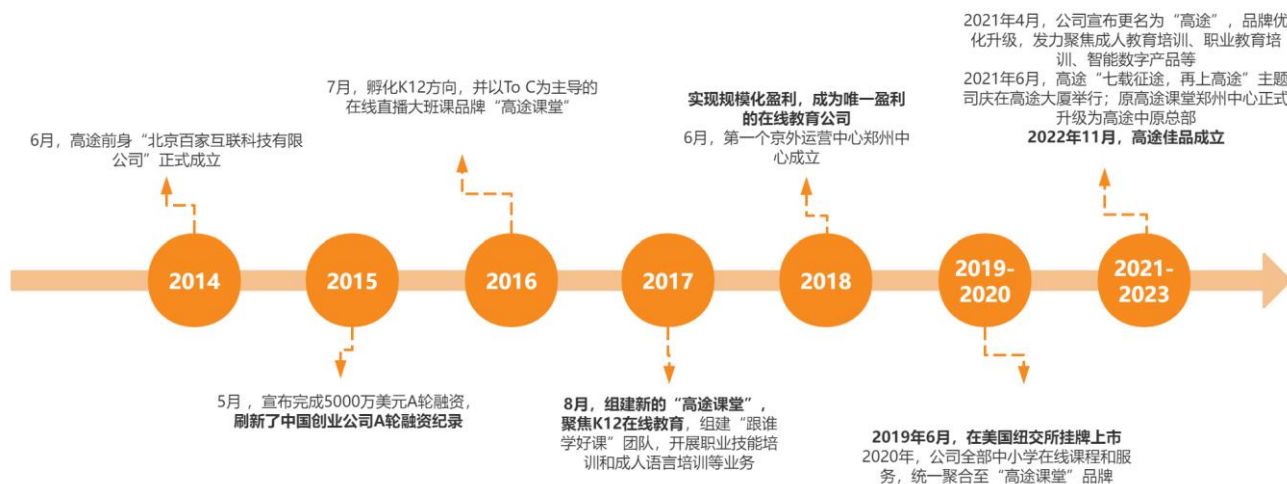
图 1：公司特色



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司于 2014 年成立，2015 年 3 月，宣布 A 轮融资 5000 万美元，刷新了中国创业公司 A 轮融资纪录。2017 年推出“高途课堂”，聚焦 K12 在线教育，打造“在线直播大班课”模式。2019 年于美国纽交所上市，2021 年公司名由“跟谁学”变更为“高途集团”。2021 年底宣布放弃 K9 阶段学科类校外培训服务，积极响应政策号召，开拓转型新航道。

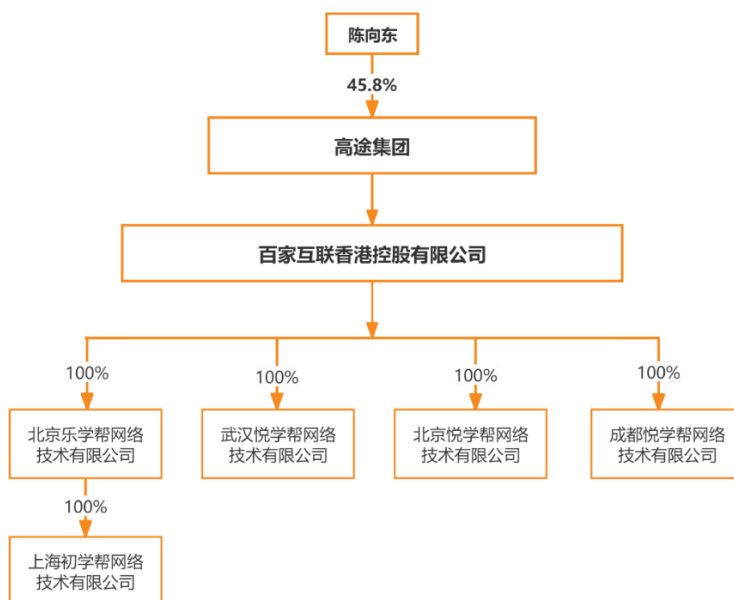
图 2：公司发展历程



资料来源：高途招聘公众号，天风证券研究所

在线教育业务稳步推进，产品与服务矩阵持续拓展。2023年公司不断丰富在线教育教学产品，更加广泛地覆盖各学习群体和领域。在非学科类素质教育等针对K12群体的学习服务，大学生和成人教育以及出国留学相关业务等领域，高途聚焦用户需求，持续进行教学产品和教学服务的创新和探索。除了传统的在线大班外，高途还增加了个性化学习的产品和服务，以满足不同阶段的学习者全面多样的学习需求。在线业务健康发展的同时，高途进一步拓展和布局线下业务，打造线上线下业务的学习和服务闭环，带来创新和增长的新机会。以大学生和成人业务为例，目前高途考研在北京、郑州、沈阳、武汉等地设立校区，高途留学落地北京、武汉、长沙等城市。

图 3：公司股权架构（截止 2024 年 4 月 4 日）



资料来源：Wind，天风证券研究所

股票回购进一步集中股权，高管团队经验丰富。2014年6月陈向东带领创建公司，持股45.8%，为第一大股东。公司持续推进股票回购，截至2023年12月31日累计回购约487

万美国存托股，金额约 1244 万美元，陈向东于 2023 年全年累计增持约 88 万美国存托股。公司成员主要来自新东方等著名教育培训机构及百度、阿里、腾讯等顶级互联网公司的精英组成，工作经验丰富。

表 1：公司董事及高级管理人员概况

高管人员	高管职位	概况
陈向东	董事会主席，首席执行官，董事	公司创始人，自 2014 年 8 月起担任董事会主席和首席执行官。中国人民大学经济学博士，美国哈佛商学院校友，数家高校的兼职、客座教授。1999 年年底加盟新东方教育科技集团，从 2002 年到 2003 年，担任武汉新东方学校校长，于 2003 年 9 月晋升为副总裁，并以此身份负责新东方教育总部的多个部门，包括短期培训系统，人力资源，营销和公共关系以及业务发展。
Ming Liao	独立董事	自 2019 年 6 月起担任公司董事。1995 年在中国人民大学获得经济学学士学位，2002 年获得硕士学位。2000 年担任普林斯顿大学伍德罗·威尔逊公共与国际事务学院公共事务。2006 年 8 月至 2008 年 8 月担任摩根士丹利亚洲投资银行部副总裁。2008 年 9 月至 2011 年 5 月担任凯雷投资集团投资者关系部副总裁，负责在中国的融资。2011 年 5 月至 2013 年 3 月担任巴克莱资本亚洲投资银行部董事。2014 年 2 月至 2015 年 2 月，担任瑞银集团北京代表处首席代表，在其投资银行部工作。自 2016 年 7 月以来，担任 Prospect Avenue Capital 的创始合伙人和董事，该公司是专注于互联网行业的后期私募股权基金经理。
Yiming Hu	独立董事	自 2019 年 6 月起担任公司董事。于 1993 年获得信阳师范学院政治学和法学学士学位，1998 年获得中国人民大学国际经济学硕士学位。1998 年 7 月至 2006 年 3 月在北京国际经济研究中心担任研究员，负责国内外宏观经济追踪，分析和研究。2006 年 3 月至 2016 年 5 月，在平安信托有限公司担任过各种职位，包括担任项目经理，北京分公司总经理和私人财富部门总经理。自 2018 年 4 月起担任东方北斗科技（北京）有限公司的董事长，该公司是导航和定位产品的提供商，并负责其战略规划，组织和实施。
崔劲	独立董事	自 2021 年 9 月起担任公司董事。在北京工商大学获得了会计学学士学位，是中国注册会计师，中国注册会计师协会首批高级会员之一。1991 年至 1994 年担任优视隐形眼镜有限公司的首席财务官，并在中华注册会计师事务所工作了七年。1994 年至 2000 年在中信会计师事务所担任合伙人。2000 年至 2018 年在北京德勤担任合伙人。在公共会计方面拥有丰富的经验。
Nan Shen	首席财务官	自 2018 年 12 月起担任公司首席财务官。于 2006 年和 2009 年获得东北财经大学财务管理学士和硕士学位。是中国注册会计师。在 2012 年 2 月之前，担任大连港口航运产业基金的投资经理，负责投资者关系管理。2014 年 9 月至 2016 年 7 月，在普华永道的密歇根大学办公室工作。2012 年 2 月至 2017 年 11 月期间在普华永道担任多个职位，包括担任担保经理的最后职位。2017 年 11 月至 2018 年 11 月担任 China Sinoedu Co., Ltd. 的首席财务官。

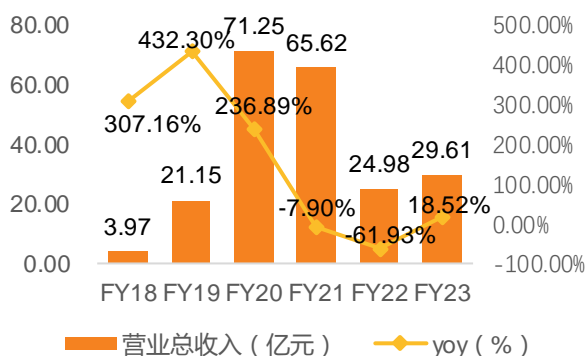
资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 盈利能力稳步复苏，精细化运营初见成效

收入稳步增长,现金收入增幅呈加速趋势。公司 2023 年总营收达 29.61 亿元,同增 18.52%,增长原因系市场需求旺盛以及现金收入增长带动。2018-2022 年公司总营收分别为 3.97、21.15、71.25、65.62、24.98 亿人民币,同比变动 307.2%、432.3%、236.9%、-7.9%、-61.9%。公司 2022 财年收入下降归因为业务重组导致入学人数下降。

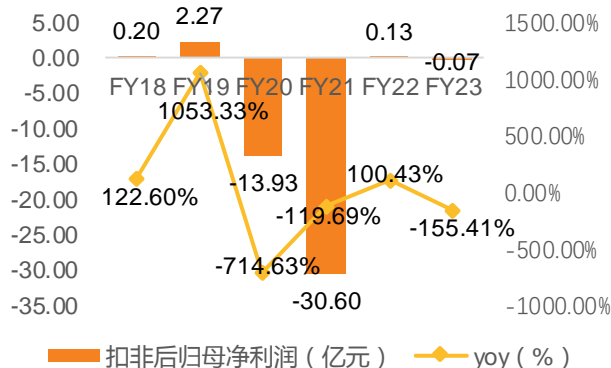
公司 2023 年归母净利润为 -0.07 亿元,同比减少 155.4%。主营业务成本为 7.902 亿元,较上年同期的 7.011 亿元增加 12.7%,主要原因系主讲老师和二讲老师的人工成本以及教材成本的增加。2021 年受双减影响,公司业务大幅缩减,利润下降。

图 4: FY18-FY23 公司营业总收入 (亿元)、yoy (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

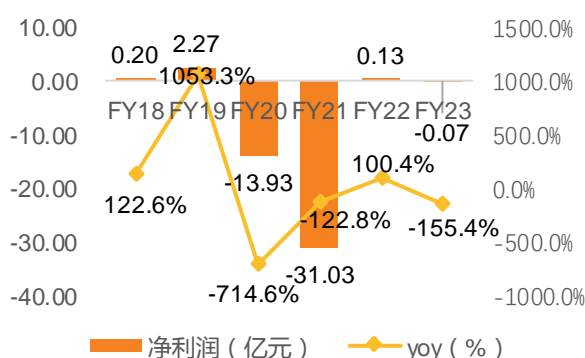
图 5: FY18-FY23 公司扣非后归母净利润 (亿元)、yoy (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

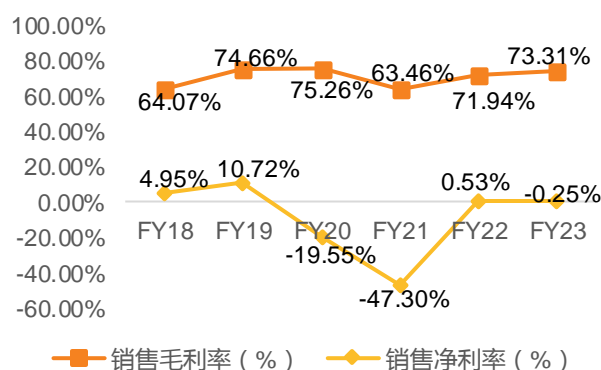
盈利能力逐步恢复,精细化运营、低成本获客路径成效初显。2023 年公司销售毛利率为 73.3%,销售净利率为 -0.25%。2018-2023 年销售毛利率保持在 63%-75% 左右,2021-2023 年持续上升,销售净利率 2022 年增长明显,2023 年呈平稳态势。

图 6: FY18-FY23 公司净利润 (亿元)、yoy (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

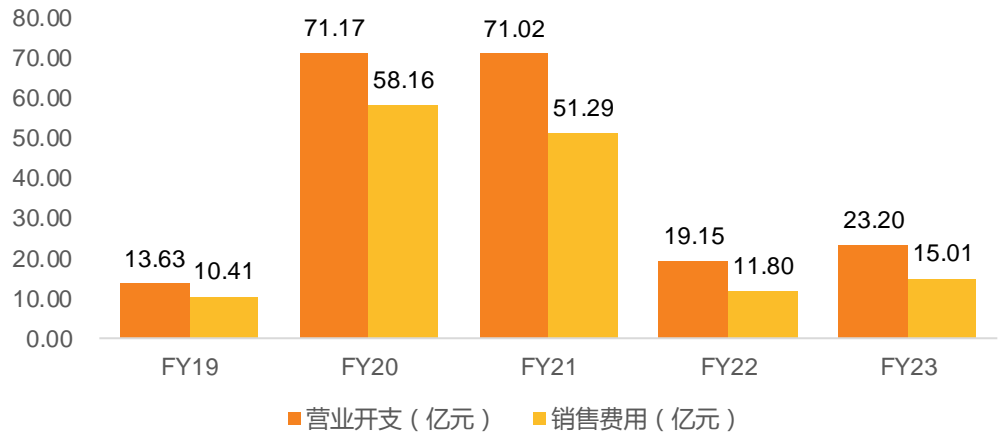
图 7: FY18-FY23 公司销售毛利率 (%)、销售净利率 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

公司 2018-2023 年营业开支分别为 2.35、13.63、71.17、71.02、19.15、23.2 亿元,2022 财年营业费用下降 74%,主要原因系业务重组导致员工减少等。此外,该年公司学术辅导服务的品牌和营销活动支出出现大幅下降,销售费用由 2021 年的 51.3 亿下降至 2022 年的 11.8 亿元。

图 8: FY19-FY23 公司营业开支及销售费用 (亿元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2. 在线教育市场加速渗透, 教培新赛道前景可观

2.1. 数字化变革赋能教育信息化, 在线教育发展态势良好

2013 年前我国部分试点远程教育, 2013 年移动互联网技术的出现推动了在线教育的蓬勃发展, 于 2017 年借助直播形式实现规模化, 逐步走向成熟。近年来, 在线教育行业已形成多种细分领域, 行业趋向精细化发展。2021 年 7 月国家监管措施陆续发布, 相关政策配套不断完善, 在线教育市场的规范化自 K12 板块拉开序幕。

图 9: 我国在线教育发展历程



资料来源: 前瞻产业研究院, 天风证券研究所

2021 年以来, 国务院、教育部、发改委等多部门都陆续印发了支持、规范在线教育行业的发展政策。尤其是在 2021 年 7 月“双减”落地后, 政策着重整顿、监管 K12 学科培训机构。

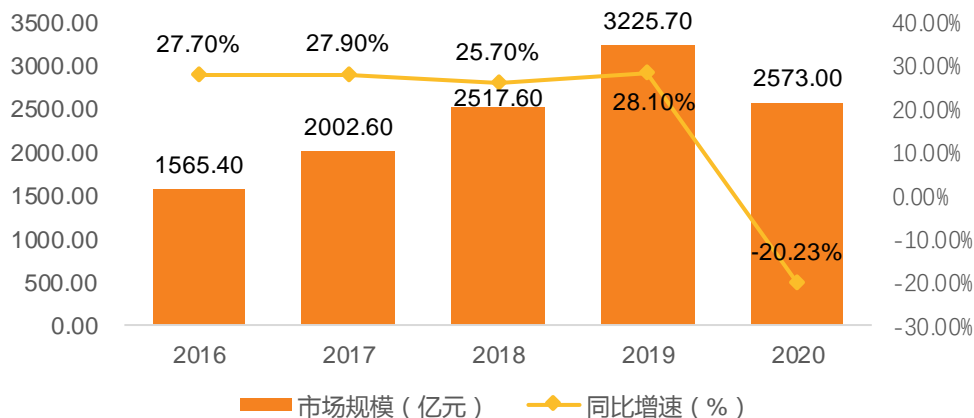
表 2：我国推动在线教育发展相关政策性文件

日期	发文单位	名称
2021.1	教育部等五部门	《关于大力加强中小学线上教育教学资源建设与应用的意见》
2021.3	全国人大	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》
2021.3	教育部	《关于大力推进幼儿园与小学科学衔接的指导意见》
2021.3	教育部	《关于进一步加强中小学生睡眠管理工作的通知》
2021.4	教育部	《关于加强义务教育学校作业管理的通知》
2021.4	全国人大常委会	《中华人民共和国教育法》(2021 年修订版)
2021.6	国务院	《全民科学素质行动规划纲要(2021-2035 年)》
2021.6	教育部	《关于成立校外教育培训监管司的通知》
2021.7	国务院	《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》
2021.10	国务院	《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》

资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

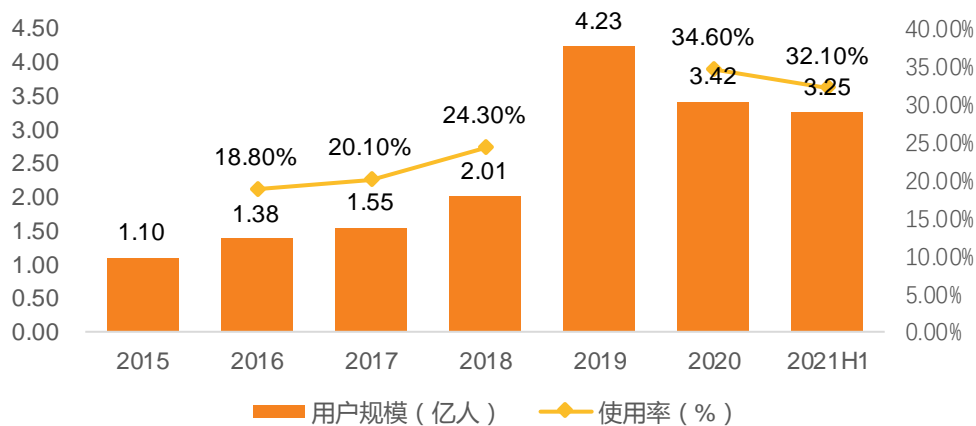
近年来，随着大数据、人工智能、5G 等新技术的快速发展，互联网普及和用户需求的不
断升级，我国在线教育市场规模呈现出快速增长态势。据 wind 统计，2016 年-2019 年间
我国在线教育市场规模从 1565 亿元增长至 3226 亿元，CAGR 为 27.3%。疫情期间，教育
部提出“利用网络平台，停课不停学”的号召，推动了 K12 在线教育的快速发展，K12 教
育产品需求迅速增长，各企业持续投放在线教育产品和服务，积累了大量用户。

图 10：2016-2020 年中国在线教育市场规模（亿元）及增速（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：2015-2021H1 年中国在线教育用户规模（亿人）及使用率（%）

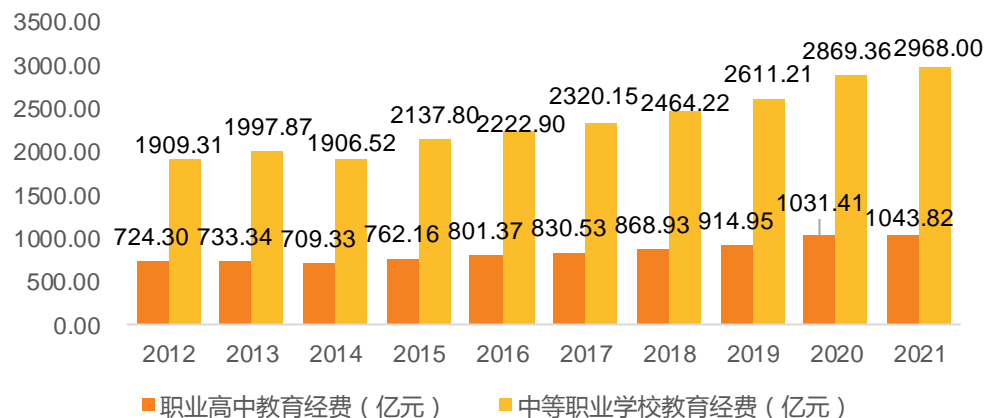


资料来源：Wind，前瞻产业研究院，中国互联网络信息中心，天风证券研究所

2.2. 职业教育市场规模逐年扩大，教育经费持续投入

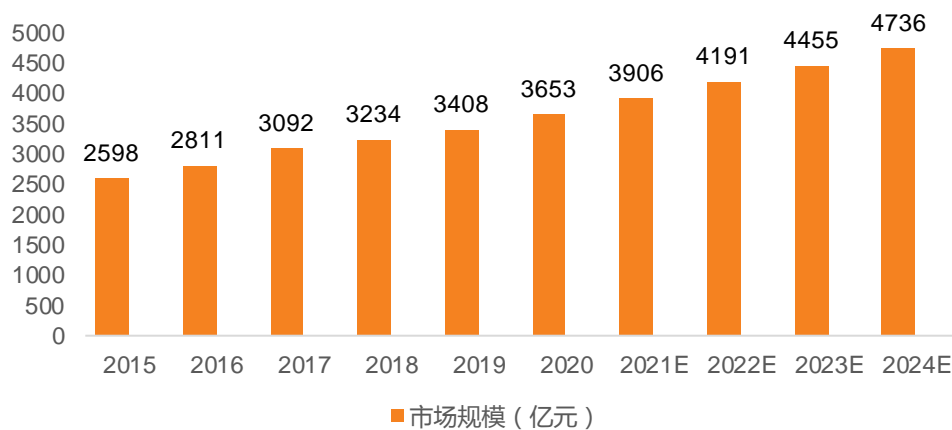
“十三五”期间，我国建成了世界最大规模的职业教育体系。进入“十四五”，各地深入推进职业教育育人方式、办学模式、管理体制、保障机制改革，不断提升职业教育办学水平。职业教育不断深化改革，推进产教融合、校企合作，为新发展阶段培养更多高素质技术技能人才、能工巧匠、大国工匠。国家大力投入职业教育发展经费以支持人才培养，经费投入逐年增加，中等职业学校教育经费投入自2012年的1909亿元上升至2021年的2968亿元，CAGR为5.03%，职业高中教育经费投入从724亿上升至1044亿，CAGR为4.15%。据华经产业研究院统计，2020年我国职业教育市场规模达3653亿元，2015-2020年CAGR为7.05%。

图 12：2012-2021 年我国职业高中及中等职业学校教育经费（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：2015-2024E 年我国职业教育市场规模（亿元）



资料来源：华经产业研究院，天风证券研究所

政策重塑教培行业，学前教育、学科类培训步入严监管时期，素质教育、职业教育迎来政策利好。2014年，国务院召开全国职业教育工作会议，教育部等六部门印发《现代职业教育体系建设规划(2014—2020年)》。2019年，国务院出台《国家职业教育改革实施方案》，2020年，教育部等九部门印发《职业教育提质培优行动计划(2020—2023年)》。2021年，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》。2022年5月1日，新修订的《中华人民共和国职业教育法》正式实施，明确“职业教育是与普通教育具有同等重要地位的教育类型，是国民教育体系和人力资源开发的重要组成部分，是培养多样化人才、传承技术技能、促进就业创业的重要途径”，标志着现代职业教育体系建设进入新的法治化进程。

表 3：我国推动职业教育发展相关政策性文件

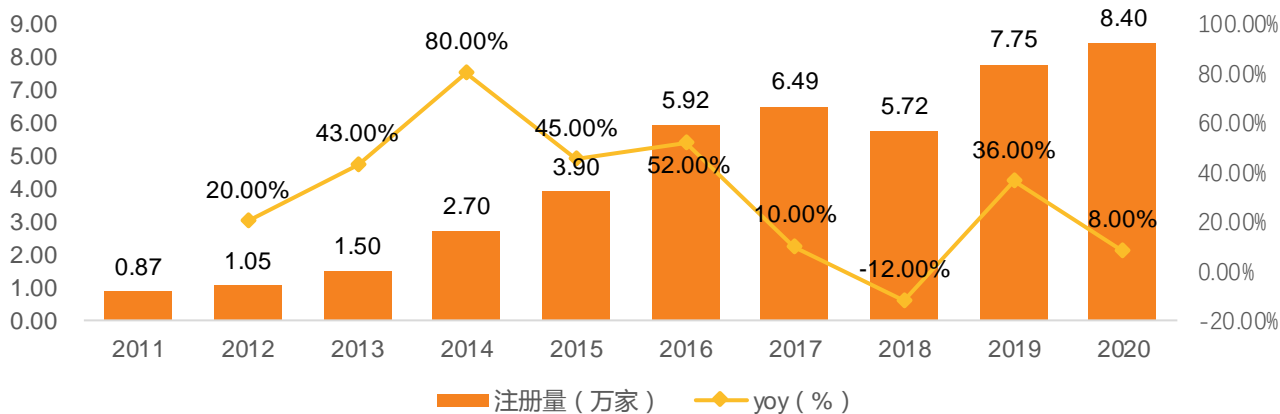
日期	发文单位	名称
2020.2	人力资源社会保障部、财政部	《关于实施职业技能提升行动“互联网+职业技能培训计划”的通知》
2020.5	教育部办公厅	《教育部办公厅关于做好2020年中等职业学校招生工作的通知》
2020.9	教育部等九部门	《职业教育提质培优行动计划(2020-2023年)》
2021.4	国务院	《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》
2021.6	国务院	《全民科学素质行动规划纲要(2021-2035年)》
2021.6	人力资源社会保障部	《“技能中国行动”实施方案》
2021.10	中共中央、国务院	《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》

资料来源：中国政府网，教育部，天风证券研究所

2.3. 教培行业供给出清释放市场空间，头部机构抢占市场优势显著

教培行业市场规模大，需求分散，因初期投资规模相对较小，吸引了大量创业者，地方中小型培训机构数量快速上升，天眼查联合红星新闻等机构发布《2020 教育培训机构行业发展白皮书》，其中指出，截止 2020 年 10 月，全国教培企业总数超 300 万家，其中注册资本在 100 万以下的企业达 113 万余家，100 万元-200 万元有 64 万多家，中小微企业是教培行业的主力军，竞争激烈。

图 14：2011-2020 年教育培训相关企业注册量（万家）、yoy（仅统计关键词为“教育培训”的企业）



资料来源：企查查，第一财经，天风证券研究所

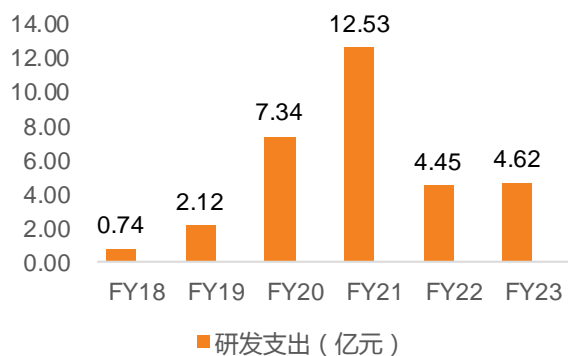
随着在线教育市场的不断扩大，行业竞争日益加剧。自 2021 年双减政策颁布以来，大量教培机构退出市场，大型企业探索转型路径，行业供给深度出清，行业集中度提升。企查查数据显示，“双减”政策落地 150 天内，全国范围内共有近 7 万家教育相关企业吊销注销，平均每天超 465 家。2022 年 2 月，教育部校外教育培训监管司公布了一组数据：一年来，原 12.4 万个线下校外培训机构压减到 9728 个，压减率为 92%；原 263 个线上校外培训机构压减到 34 个，压减率为 87%。我们认为，头部机构在进入门槛、证照审批、内容监管、资金管控、品牌信任背书及资源支持等多方面具备显著优势，有利于在供给出清下获得更高市占率，发展前景良好。

3. “AI+教育”持续开发，直播赋能品牌影响力

3.1. 加速“AI+教育”布局，智慧教育创新发展

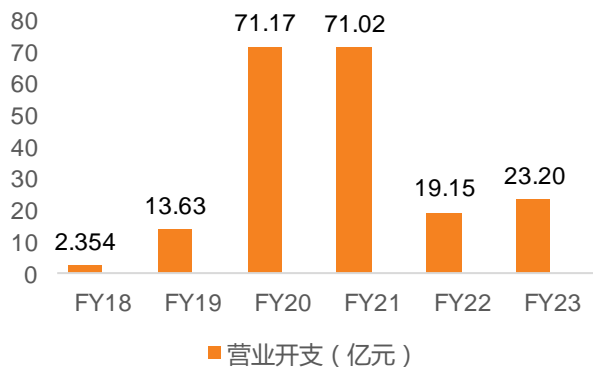
技术研发稳定投入，科技赋能优势显著。公司 2018 至 2023 年研发支出从 0.74 亿元增长至 4.62 亿元，CAGR 为 44.2%，2021 年更是达到 12.53 亿元。随着人工智能技术在产品和服务各环节的落地，公司的前端教学、后端教研、客服、设计等团队的工作和服务效率都将获得提升。

图 15: FY18-FY23 公司研发支出 (亿元)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16: FY18-FY23 公司营业开支 (亿元)



资料来源：Wind，天风证券研究所

2023 年 11 月 22 日，在 2023MEET 教育科技创新峰会上，腾讯云与公司宣布达成战略合作

作，双方将共同探索并落地 AI 大模型在教育领域的多维应用。目前，公司已将腾讯云行业大模型能力与教育场景紧密结合，并率先在基于会话内容的学情提取场景落地，这一举措将有效提升顾问老师工作效率，拓宽师生服务场景。

同时，公司还计划推出智能助教系统，针对学生学习中遇到的问题提供个性化解答，逐步实现更为贴近学生需求的个性化教学。陈向东表示，接下来，公司将对“AI+教育”进行大幅投入，组建多个 AI 探索团队，结合世界前沿人工智能技术，深度探索人工智能对教育场景的全面赋能，进一步拓展人工智能在教育教学和服务环节的深度和广度，重新构建未来场景下效率更高、服务更好的“AI+教育”的新型教育产品形态。目前，高途考研推出了考研规划与答疑产品“高途 AI Can”。此外，高途还成为了百度“文心一言”首批生态伙伴。

据上海证券报报道，公司自成立的第二个月起就组建了视频直播技术团队。2015年3月，在行业内首家推出自有技术研发的3000多人的在线直播互动大班课系统。2017年，内部孵化的高途课堂率先跑通“在线直播大班课”模式。目前，高途已经拥有几千名专业技术人员组成的强大的技术支持团队，不仅推出了自有的课程直播平台、答题系统，还支持了辅导老师的批改系统等。公司通过“互联网+教育”的探索提高老师与学生在线“教与学”的效率，深入全国三四线城市，加快推进教育现代化。通过线上线下相结合，应用最新科技成果，不断完善全品类教育产品矩阵，为用户提供多品类、长周期的学习服务，致力于打造“人人乐用的终身学习服务平台”。

3.2. 创新获客多渠道突破，直播电商态势良好

创新获客多渠道突破，运营效率稳中有升。2022年11月，高途经过探索与整合，成立高途佳品科技有限公司，并于12月24日正式上线开播“高途佳品”直播间，开启了电商直播领域的探索，通过直播形式，打造、推广和销售各类高品质产品。

图 17：高途佳品优势

Our Advantages

我们的优势

依托高途强大的品牌背书，秉承“为家人，做佳品”的理念，我们力求从全国范围内选择各地最有特色、最地道、品质最佳的产品，打通从田间到餐桌，从地方工厂到全国家庭的供应链，为万千家庭带来更美好的生活品质。



资料来源：公司官网，天风证券研究所

据官方介绍，创始人陈向东担任高途佳品 CEO。2023年1月陈向东进驻抖音，并于2月在抖音开启首场直播。截止2024年4月4日，陈向东抖音账号粉丝关注数已达439.8万人，“高途佳品”抖音账号粉丝关注数为255.7万。

图 18：陈向东抖音账号

图 19：高途佳品抖音账号



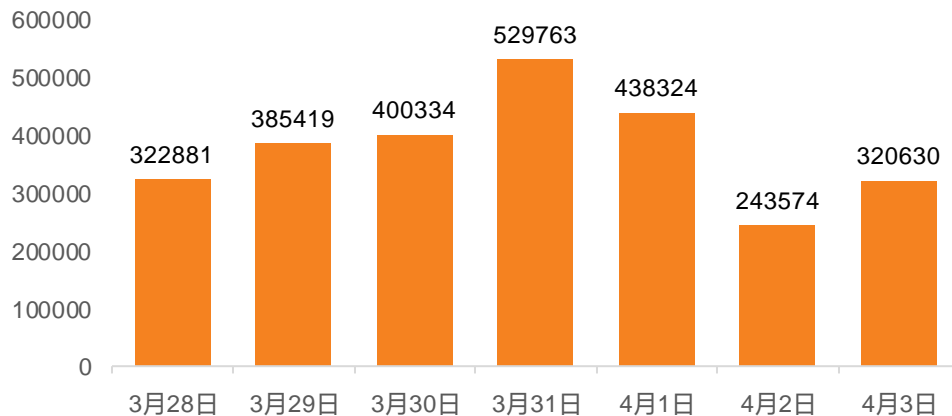
资料来源：抖音，天风证券研究所



资料来源：抖音，天风证券研究所

公司经过持续探索，充分发掘名师在直播领域的优势，取得了不错成效。尤其在部分大学生和成人业务，公司已经发展成为抖音平台细分赛道的头部达人。公司基于对行业的理解与洞察，在线上和线下获客端不断进行着创新和探索，并通过前置性布局，建设更高壁垒的自营获客渠道。多元化的获客渠道在提升区域品牌认知和渗透的同时，也进一步帮助公司更好地了解市场需求和用户痛点，优化运营链路设计，不断提升获客效率。

图 20：高途佳品近七日抖音直播间观看人数（人）



资料来源：红人点集，天风证券研究所

公司坚持“产品力与组织力”双轮驱动，以好老师为核心，专注提升教学产品、教学质量和教学服务，持续打造对教育行业具有高度热忱的专业团队，形成推动业务由内向外不断突破的内在驱动力。坚持有效增长的战略，不断建设更多有壁垒的自营获客渠道，促进运营效率与交付质量不断提升。以科技为杠杆，撬动名师资产发挥更大的效应与价值，进一步释放前端生产力。

表 4：2014-2022 年公司获得奖项荣誉

时间	奖项荣誉
2014 年	中国经济网“最具价值在线教育机构”
2015 年	福布斯“2015 中国成长最快科技公司”

2016 年	新浪评论“中国影响力科技创新教育机构” 央广网“中国最受欢迎教育 APP 品牌”
2017 年	首批“中关村前沿技术企业”荣誉 “2017 最具价值中国创业品牌 TOP50”
2018 年	“北京市高新技术企业称号”
2019 年	“用户满意在线教育机构”奖项
2020 年	“品牌影响力教育集团” “最具社会责任教育品牌” “新浪五星金牌在线教育品牌” “中国影响力在线教育品牌” “社会公信力教育品牌” 高途河南获“年度中原最佳人气雇主 100 强” 高途河南荣获“年度中原最佳人气雇主 100 强”
2021 年	高途河南荣获“年度中原最佳女性关怀雇主” 高途总裁助理全娟荣获“年度中原雇主品牌建设先锋人物”奖项
2022 年	“郑州市招用高校毕业生先进单位”

资料来源：高途招聘公众号，天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

收入端：预期 24-26 年线上线下业务多渠道布局，课程常态开展，直播态势向好，现金流稳健，收入分别为 42.93/57.96/72.45 亿人民币，增速分别为 45%/35%/25%。

利润端：伴随业务调整和优化，盈利能力逐步恢复，利润率或逐步回升，我们预计 24-26 年公司归母净利润分别为 0.30/0.9/1.98 亿人民币，24 年扭亏为盈，25、26 年同比增速达 200%、120%。

表 5：公司收入拆分及预测（亿元；%）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营收	24.98	29.61	42.93	57.96	72.45
yoy	-61.93%	18.52%	45.00%	35.00%	25.00%
学习服务	24.36	28.72	41.45	56.44	70.56
yoy	-62.87%	17.89%	44.33%	36.17%	25.00%
占比	97.51%	97%	96.55%	97.39%	97.39%
非学科培训&传统学习服务业务		21.32	31.98	44.13	55.16
yoy		35%	50.00%	38.00%	25.00%
占比		72.00%	74.48%	76.14%	76.14%
大学生及成人职教业务		7.40	9.47	12.32	15.4
yoy		10.00%	28.00%	30.00%	25.00%
占比		25.00%	22.07%	21.25%	21.25%
教学内容&电子产品及其他	0.62	0.89	1.48	1.51	1.89
yoy	6710%	43.03%	66.67%	2.20%	25.00%

占比	2.49%	3%	3.45%	2.61%	2.61%
----	-------	----	-------	-------	-------

资料来源：Wind，天风证券研究所

首次覆盖，给予“买入”评级。公司作为在线教育领军企业，积极响应政策号召，全面推进素质教育和职业教育课程，加大技术研发投入，布局直播电商，伴随盈利能力逐步恢复、业务逐步调整、运营成熟，线上线下逐步推进，市场份额有望持续提升。我们预计公司 24-26 年收入分别为 42.93/57.96/72.45 亿元，归母净利润分别为 0.30/0.9/1.98 亿元，EPS 分别为 0.17/0.52/1.15 元人民币/股，主营业务收入分别为 6.17/7.98/9.85 亿美元，PS 分别为 2.7/2.1/1.7x。

我们选择同样具有 K12 教育培训业务的教育行业公司新东方、学大教育、好未来作为可比公司，参考可比均值，给予公司 24 年 3.5-4xPS，目标市值 21.59-24.68 亿美元，目标价为 8.36-9.56 美元。

表 6：可比公司 wind 一致 PS 预测（截至 24/04/05 收盘）

可比公司	2024E	2025E	2026E
新东方	3.44	2.77	2.30
学大教育	2.70	2.27	
好未来	6.42	3.87	3.17
均值	4.19	2.97	2.74

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险提示

（1）政策风险：在 K12 学科类教育培训政策从严的背景下，公司严格遵守教育法规和政策，贯彻国家“双减政策”，密切关注行业形势变化，以谨慎投资、稳健发展为宗旨，确保依法合规经营。

（2）新业务风险：公司在巩固成人教育及辅导等传统业务的同时，积极开拓新业务，由于新业务本身存在不确定性，公司在开展新业务运营时，存在对新业务认识的深度不够，对风险的识别和评估不充分等因素，可能导致新业务风险控制措施不足的挑战或损失。

（3）管理风险：核心管理团队对于公司业务的稳定经营具有重要意义，随着形势的不断变化，公司的核心管理团队变动的风险也进一步增加，可能对公司长期稳定发展带来一定的不利影响。

（4）市场竞争风险：在线教育市场竞争日益激烈，对公司提供差异化和高质量的服务和课程提出了更高要求。

（5）运营成本上升的风险：受国家宏观政策因素影响，公司将结合实际情况调整新老业务经营策略，可能面临品牌重建、课程打磨、教师及员工队伍重新招聘培养等问题，可能加大公司运营成本，导致公司利润水平减少的风险。

（6）公司流通市值较小的风险：公司流通市值较小，股价易波动的风险。

（7）跨市场选取可比公司风险：我们选择同样具有课外培训业务的教育行业公司新东方、好未来及学大教育作为可比公司，学大教育为 A 股公司，可比公司估值中具有跨市场选取可比公司风险。

（8）测算具有主观性风险：本文涉及估值测算及相关假设有一定主观性，仅供参考。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com