

➤ **高途：K12 在线教育领军者，“双减”后快速调整。**公司成立于2014年，通过聚焦在线直播大班课，成为国内首家实现规模化盈利的K12在线教育公司，2019年6月在美国纽交所上市。2020年营收一度超过70亿元。“双减”后，公司组织和业务迅速调整，剥离义务教育阶段学科培训业务（已登记为非营利机构，与上市公司完全独立），保留合规高中业务，重点发展K9素养、成人及大学生业务。2021Q4公司净利率转正，重组成本基本出清，账面类现金总额37亿元，为业务转型提供坚实基础。

➤ **经营近况：营收恢复较快增长，现金收入增速加快，趋势强劲。**2023年公司营收30亿元/yoy+19%，恢复增长，在线培训收入占比仍在95%+，其中K12业务收入超20亿元，预计增速较快，成人及大学生业务战略调整，优化盈利能力较弱的品类，已初显成效。趋势来看，2023Q4公司现金收入创“双减”调整后新高，同增28%，2024Q1现金收入同增35%，环比加快。2024Q1公司营收9.47亿元/yoy+34%，公司指引Q2营收yoy+29%~30%，其中K12业务收入增速有望45%+，较Q1进一步加速。

➤ **行业逻辑：校外培训行业政策趋稳，竞争格局优化。**2024年2月8日，教育部公开《校外培训管理条例》征求意见稿，结合“双减”等现有政策及地方实践，底线要求进一步明确。随着行业法治化持续推进，监管环境趋于稳定。“双减”后供给大幅出清，行业门槛提升，无证经营空间减小，竞争格局优化，利好存量合规机构。头部企业在新监管环境下开启新一轮成长。

➤ **未来看点：在线业务健康发展，线下业务从0到1，颇具想象空间。**1) **在线业务：**公司主打双师大班模式，主讲老师坚持名师策略，“双减”后名师队伍90%+留存，教学教研优势仍在。公司持续拓展产品矩阵，K9素养课程目前涵盖数学思维、人文读写、英美文化、少儿编程等品类，高中部推出一对一服务。营销端，公司持续加强自营渠道建设，以提升获客效率，目前在短视频直播领域已经有所突破，多名主讲老师已发展成为抖音平台细分赛道头部达人。2) **线下业务：**创始人陈向东拥有超过15年线下教育机构经营管理背景。2023年线下培训需求反弹，公司顺应需求变化，积极拓展线下业务。根据我们的统计，截至2024年5月7日，公司已经在全国11个城市开设超过60个线下教学点，其中K9素养教学点超过50个，线下拓展进展较好。行业来看，“双减”后头部机构新教学点爬坡速度加快，成熟阶段单网点利润率可达20-40%。

➤ **投资建议：**高途是国内K12在线培训龙头，以在线直播大班课为特色。依托高效的组织调整，以及优质的教学产品和服务，2023年公司营收恢复双位数增长，在线业务基本盘健康发展。与此同时，2023年下半年公司开始探索线下小班业务，打开想象空间。公司管理层教育领域经验丰富，看好政策环境改善&竞争格局优化下，公司业务持续恢复和新的增长机会，建议积极关注。

➤ **风险提示：**政策趋严，新业务拓展不及预期，行业竞争加剧，产品质量下滑。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价	EPS (元/美元)			PE (倍)			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
GOTU.N	高途	6.23	-0.04	-0.51	0.41	-	-	108	-
9901.HK	新东方-S	60.60	0.11	0.21	0.33	35	37	24	推荐
TAL.N	好未来	11.43	-0.01	0.13	0.31	-	91	37	-

资料来源：彭博，民生证券研究院预测；注：股价为2024年5月24日收盘价，高途、好未来股价为美元，新东方-S为港元；汇率为1USD=7.80HKD=7.10CNY；未覆盖公司数据采用彭博一致预期；新东方-S数据为FY2023A、FY2024E、FY2025E，FY2023A为2022年6月-2023年5月，EPS为美元；好未来数据为FY2024A、FY2025E、FY2026E，FY2024A为2023年3月-2024年2月，EPS为美元)



分析师 易永坚

执业证书：S0100523070002

邮箱：yiyongjian@mszq.com

分析师 徐熠雯

执业证书：S0100523100002

邮箱：xuyiwen@mszq.com

相关研究

1. 海外周报：地产政策有望引发海外中国资产估值持续修复-2024/05/20
2. 短视频行业点评：爱奇艺（IQ.O）发布2024年Q1业绩：24Q1利润持续超预期，生成式AI赋能行业-2024/05/17
3. 海外周报：关注海外中国资产的季报数据，小票弹性大-2024/05/12
4. 新消费研究之咖啡系列报告：咖啡研究的年度复盘及探讨：何时进入稳态？-2024/05/09
5. 海外周报：持续看好港股和中概资产的估值修复-2024/05/06

目录

1 高途：K12 在线教育领军者，“双减”后快速调整	3
1.1 发展历程：聚焦在线直播大班课，成立 6 年营收破 50 亿	3
1.2 业务构成：2023 年在线培训收入占比 95%+，K12 培训为主	4
1.3 财务分析：营收恢复较快增长，23Q4 现金收入创“双减”调整后单季新高	7
1.4 管理层及股权结构：管理团队稳定，股票回购积极	10
2 校外培训行业：政策趋稳，格局优化	13
2.1 国家引导行业健康有序发展，支持合规、打击违法	13
2.2 竞争格局改善，存量合规头部机构受益	16
3 公司看点：在线业务基本盘健康发展，线下业务从 0 到 1、颇具想象空间	19
3.1 在线业务：品牌+教研优势仍在，产品矩阵拓展+高效获客推动增长	19
3.2 线下业务：顺应需求、开拓线下，现已入驻 10 余座城市	24
4 投资建议	27
5 风险提示	28
插图目录	29
表格目录	29

1 高途：K12 在线教育领军者，“双减”后快速调整

1.1 发展历程：聚焦在线直播大班课，成立 6 年营收破 50 亿

高途是国内第一家实现规模化盈利的 K12 在线教育公司。2014 年公司创始人陈向东离开新东方，创立跟谁学。跟谁学成立之初定位 O2O 平台，帮助学生找老师，成立不到半年即获得 5000 万美元 A 轮融资。尽管平台规模增长很快，但持续亏损。2016 年公司从 O2O 转为 B2C 自营模式，孵化了面向 K12 的在线直播大班课品牌“高途课堂”。2017 年业务聚焦 K12 在线直播大班课，实现盈利。2018 年公司收入增长 3 倍，全年实现净利润近 2000 万元。2019 年 6 月公司在美国纽交所成功上市。2018Q4-2020Q2，公司连续 7 个季度营收增速 300%+，并且是盈利性增长，是国内第一家实现规模化盈利的 K12 在线教育公司。2019 年全年公司营收 21 亿元，净利润 2.3 亿元，净利率 10.7%。2020 年线下活动受阻，在线教育渗透率大幅提升，营销加持下，公司营收规模扩大至 71 亿元。2021 年 4 月，集团更名“高途集团”，跟谁学旗下成人业务更名为“高途学院”，原 K12 业务保持不变，仍为“高途课堂”。“双减”前，公司市值一度超过 350 亿美元。

表1：高途（原名：跟谁学）集团发展历程

年份	重要事件
2014 年 6 月 16 日	1) 陈向东离开新东方，创办跟谁学，进军在线教育，6 人核心团队中，一半来自百度技术高管、一半出身于传统教育 2) 跟谁学成立之初定位 O2O 平台，帮助学生找老师，提供课程包括出国考试、K12 辅导、大学英语四六级、钢琴、声乐等，授课方式包括老师上门、学生上门、视频授课、一对一、一对多等
2014 年底	成立不到半年，完成 5000 万美元 A 轮融资（高榕资本领投，启赋资本、金浦产业投资基金等跟投，100+员工认购 900 万美元），是当时规模最大的 A 轮融资，投后估值 2.5 亿美元
2015 年下半年	只收会员费不抽佣金，持续亏损，市场唱衰教育 O2O 模式，10 月前，O2O 主流公司停止了对教师端的补贴
2016 年	公司布局了 5 个 To B 产品、孵化 1 个 To C 产品高途课堂，大量对外投资，业务不够聚焦，每个月处于亏损状态
2017 年	1) 业务聚焦：独立拆分 To B 产品百家云（互动直播视频云服务平台）、天校（中小培训机构系统提升方案），聚焦 To C 产品跟谁学、高途课堂等，重点发力 K12 在线直播大班课，从小学部开始做起，陆续组建学前、初中和高中部 2) 抓住微信生态红利，坚持不打品牌广告，通过微信里的社群运营、裂变传播、个人号/群转化等方式进行低成本获客
2018 年	业务迅猛发展，2018 全年收入增长 3 倍，净利润近 2000 万元，净利率 4.9%
2019 年 6 月 6 日	以品牌名称“跟谁学”在美国纽交所挂牌上市，IPO 融资 2 亿美元，上市首日市值 25 亿美元（约 167 亿人民币）
2020 年	1) 尽管上市前后多位联创、高管离开（CTO 李钢江、天校业务负责人邓弘、财务总监宋欲晓上市前离开，COO 张怀亭 2019 年底辞职，好课小学业务负责人苏伟、高途课堂师资负责人吕伟胜 2020 年初离职），但公司业务仍保持了高速增长，2018Q4-2020Q2 营收连续 7 个季度增速 300%+，并且是盈利性增长 2) 2020 年 9 月，把跟谁学旗下的 K12 业务和高途课堂的 K12 业务全面合并，升级为新的高途课堂；除高途课堂外，公司还拥有专注 3-8 岁儿童启蒙教育的“小早启蒙”和专注成人考研、语言培训的“跟谁学”两大品牌 3) 2020 年 12 月，公司完成定增，募资净额 8.7 亿美元（约 57 亿人民币），用于投入高途课堂
2021 年	1) 上市后到“双减”前，被连续做空 16 次，而市值一度涨至 360 亿美元（约 2350 亿人民币，2021 年 1 月），3 月公司针对做空报告指控的财务造假发布独立调查结论：未发现公司有重大问题 2) 集团更名为“高途集团”，原 K12 业务保持不变、仍为“高途课堂”，跟谁学旗下成人业务更名为“高途学院”

资料来源：中国企业家，多知网，36Kr，民生证券研究院

1.2 业务构成: 2023 年在线培训收入占比 95%+, K12 培训为主

2021 年政策收紧, 公司组织和业务快速调整。2021 年 6 月 1 日, 新修订的《未成年人保护法》正式施行, 规定幼儿园、校外培训机构不得对学龄前未成年人进行小学课程教育, 高途随即全面关停小早启蒙业务, 是第一家全面关闭学龄前培训业务的在线教育公司。2021 年 7 月 24 日“双减”政策发布, 2021 年底, 高途剥离义务教育学科培训业务, 经营主体登记为非营利机构, 与上市公司完全独立。上市公司体内保留了合规的高中业务, 并发展成人及大学生业务、K9 素养业务等。公司重组在 2021 年 7-8 月基本完成, 包括关闭了北京以外的部分运营中心, 并支付了被解雇员工的遣散费。2021Q4 公司利润端转正, 净利率 22%, 重组成本基本出清。2021 年底账面类现金总额超 36 亿元, 为后续的业务转型和重启提供坚实基础。

图1: 2017-2023 高途收入 (亿元) 及增速



资料来源: iFinD, 民生证券研究院 (币种为人民币, 下同)

图2: 2017-2023 高途现金收入 (亿元) 及增速



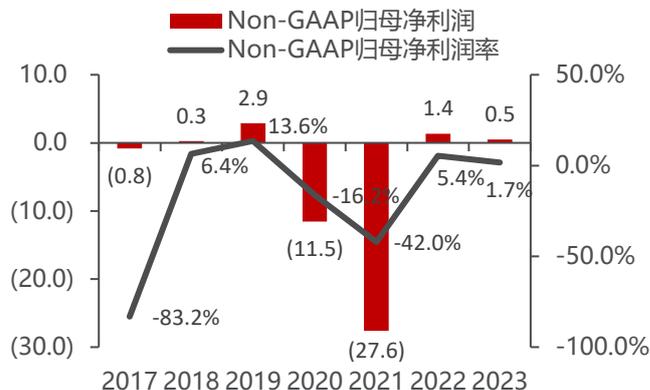
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图3: 2017-2023 高途归母净利润 (亿元) 及归母净利率



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图4: 2017-2023 高途 Non-GAAP 归母净利润 (亿元) 及 Non-GAAP 归母净利率



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图5：2017-2023 高途员工总数（人）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图6：2017-2023 高途期末账面类现金总额（左轴）以及经营活动现金流净额（右轴，亿元）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：类现金总额=现金及现金等价物+受限制现金+短期投资

目前公司绝大部分收入来自在线培训业务，主要包括 K12 培训、成人和大学生培训。“双减”后，公司高中业务得到部分保留，重点发展 K9 素养、成人教育、海外留学、教育智能产品等业务。2023 年公司营收 30 亿元，其中超过 95%来自在线培训收入，结合公司公开业绩交流会，我们估计其中 K12 培训收入超过 20 亿元，占总收入的 70%+，成人和大学生培训收入约 7 亿元，占比 20%+。除了培训业务，2023 年公司智能学习产品等其他收入约 8800 万元，占比 3%。

表2：高途集团业务板块拆分

业务板块	业务内容	2023 年	
		收入	占比
K12 培训	青少素养课，目前推出了脑力、悦读、思维、科学、英美文化等课程 高中学科培训，覆盖语数外、物化生、史地政核心学科	约 21 亿元	70%+
成人和大学生培训	提供考研、财经、公职、英语提升、留学申请、医疗考试、心理咨询等培训	约 7 亿元	20%+
智能学习产品及其他	图书销售、数字化教辅内容销售等其他	约 8800 万元	3%

资料来源：公司公告，公开业绩交流会，民生证券研究院

图7：高途高中课程（2024 高三数学百日冲刺班）

资料来源：高途，民生证券研究院

图8：高途考研课程

资料来源：高途官网，民生证券研究院

图9：高途素养课-思维开发（2024 小学三年级寒春）



资料来源：高途，民生证券研究院

探索直播电商，目前该业务并未并表。“双减”后，公司内部探索了多个新的业务方向，直播电商是其中之一。2022年11月16日，北京高途佳品科技有限公司正式成立，并于12月24日正式上线开播“高途佳品”直播间。2023年1月6日，高途创始人陈向东入驻抖音，并亲自担任高途佳品 CEO。截至目前，高途佳品在抖音账号矩阵包括“高途佳品”、“高途佳品珍食汇”、“高途佳品美生活”、“高途佳品妈妈帮”，粉丝量分别位 252 万、50 万、54 万、1.4 万。高途佳品的直播主要由在线直播的主讲老师担任，在沟通、控场方面具备经验，此外公司也在持续通过举办主播大赛等方式，面向公司内和社会招募人才。目前直播电商业务并未并表，上市公司持股比例 40%。

图10：高途佳品抖音账号矩阵



资料来源：抖音，民生证券研究院

图11：高途佳品股权穿透

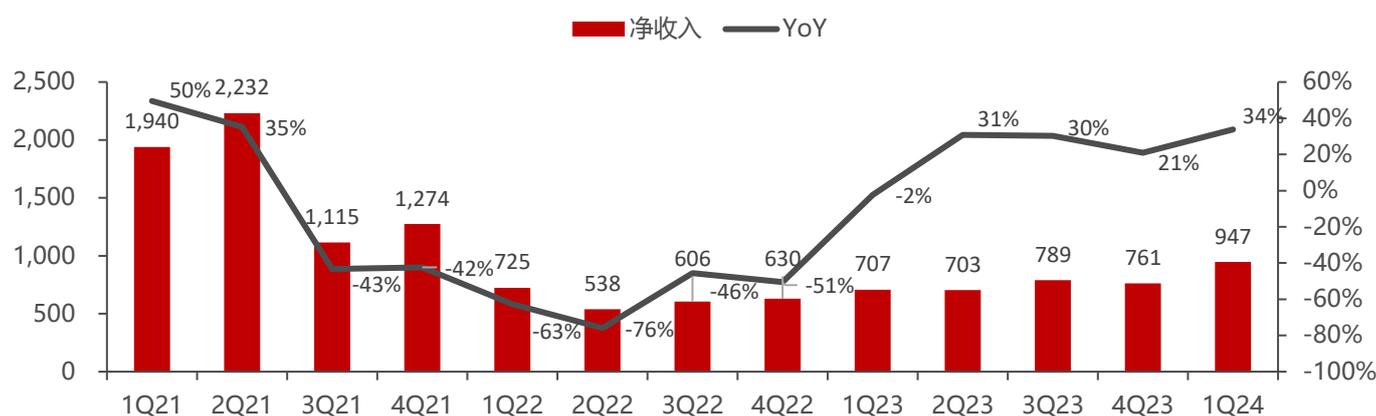


资料来源：企查查，民生证券研究院

1.3 财务分析：营收恢复较快增长，23Q4 现金收入创“双减”调整后单季新高

公司营收自 2023Q2 起恢复正增长。“双减”政策发布后，公司于 2021 年底前结束了在内地的幼儿园、义务教育阶段的学科培训业务，“双减”前这部分收入占比过半，2022 年公司营收下滑 62%至 25 亿元。2023 年公司营收重回增长，实现净收入 30 亿元，同比增长 19%，恢复到“双减”前的 42%（2020 年营收 71 亿元）。分季度看，2023Q1-4 公司营收分别为 7.07/7.03/7.89/7.61 亿元，同比增速-2%/+31%/+30%/+21%。2023Q1 营收同比略有下降，主要系上年同期存续学生形成的高基数影响，Q2 开始重回双位数增长。2024Q1 公司营收 9.47 亿元，同比增长 34%，增速连续 4 个季度保持 20%以上。

图12：2020Q1-2024Q1 高途净收入（百万元）及同比增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院

K9 素养新业务引领增长，成人和大学生业务战略调整。分业务看，K9 素养作为公司“双减”后重点发力的新业务，近两年增速较快。根据公开业绩交流，2023Q1 公司 K9 素养业务在盈利的基础上，现金收入增速超过 100%（注：现金收入指课程销售所收到的现金总额（扣除退费），根据课程交付时间，通常会在半年内按比例确认为营业收入，是观察业务趋势的前瞻指标），2023Q2 收入同比增长约 75%，核心课程续班率同比显著提升，2023Q3 收入同比中双位数增长，2023Q4 现金收入同比增速超过 100%，2024Q1 剔除续班后的可比口径现金收入同比增长超 100%，趋势强劲。成人和大学生业务方面，2023Q2 公司对其进行战略调整，从规模导向转为利润导向，缩减盈利能力较弱的业务部门。根据公开业绩交流，2022Q3-Q4，公司成人和大学生业务板块收入占比 30%+，2023 年同期占比缩减至 25%左右。目前公司成人和大学生业务调整已经初见成效，2023Q4 成人和大学生业务的现金收入同比实现 10%+正增长，2024Q1 收入和现金收入同比增长 30%+。细分品类中，2024Q1 海外备考业务收入和现金收入同比增长超过 100%，考研业务连续三个季度实现正向现金流，公务员考试连续两个季度实现盈利。

表3：2023Q1-2024Q1 高途各项业务经营情况

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
K12 培训	收入占比超过 75%	收入占比约 70%	收入占比约 70%，同比增长超过 40%	收入占比超过 70%，收入同比增长超过 35%	收入占比超过 75%，同比增长约 35%
其中：K9 素养	盈利的基础上，现金收入三位数同比增长	收入同比增长约 75%，实现季度正向经营现金流，现金收入和收入同比与环比均实现双位数增长；核心发展品类的续班率同比显著提升	收入同比中双位数增长	现金收入同比三位数增长	可比口径现金收入同比三位数增长（剔除续班），现金收入占比首次超过 20%
成人和大学生培训	收入占比近 20%，实现正向经营现金流；考研业务 ROI 同比三位数增长，现金收入环比增长约 36%；雅思考试培训收款和收入三位数同比增长	收入占比超 20%，战略重心调整，从规模导向转为利润导向，关停不盈利的业务线；考研业务收入同比增长近 40%；雅思考试培训收入环比实现近三位数增长，留学语培业务实现月度的正向经营性现金流及经营利润	收入占比约 25%，调整和淘汰部分不盈利的业务部门（上年同期成人业务收入占比 30%+），重点发展市场潜力大、增长速度快的细分领域；考研业务收入和现金收入同比增长均超过 25%，海外备考和留学咨询业务收入和现金收入同增三倍	收入占比 25%左右，现金收入同比增长超过 10%；由于在短视频和直播领域的发展，海外备考业务的收入和现金收入同比增长均超过 200%，考研业务连续两个季度实现正向现金流，公考业务实现季度利润	收入占比约 20%，营收和现金收入同比增长均超过 30%；其中出国业务收入和现金收入同比增长超过 100%，考研业务连续三个季度实现正向现金流，公考业务连续两个季度实现盈利

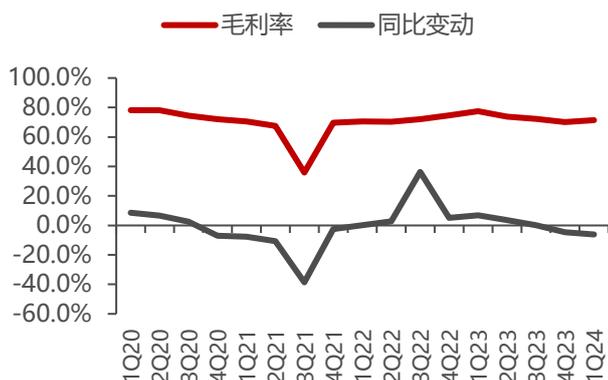
资料来源：公司公开业绩会，民生证券研究院

加大教师储备、营销获客，发力线下业务，利润率短期有所下滑，中期有望改善。 1) 毛利率层面，2023 年公司毛利率 73.3%，同比+1.4ppt，Q1-4 毛利率分别为 77.4%/73.8%/72.4%/70.1%，同比+6.8/+3.5/+0.2/-4.6ppt，2024Q1 毛利率 71.3%，同比-6.0ppt。2023Q4 以来毛利率同比下降幅度较大，一方面系主动储备主讲老师和辅导老师、产生前置成本所致。另一方面，公司一对一模式比重提升，并且发力线下小班新业务，两种班型的毛利率均低于在线大班班型，尤其线下业务仍处于投入期，拉低整体毛利率水平。我们预计随着新增老师效能释放，以及线下业务逐步爬坡，中期公司毛利率有望改善，但长期毛利率水平仍取决于业务结构。行业来看，以线下小班模式为主的可比公司新东方、好未来的毛利率一般介于 50-60%。

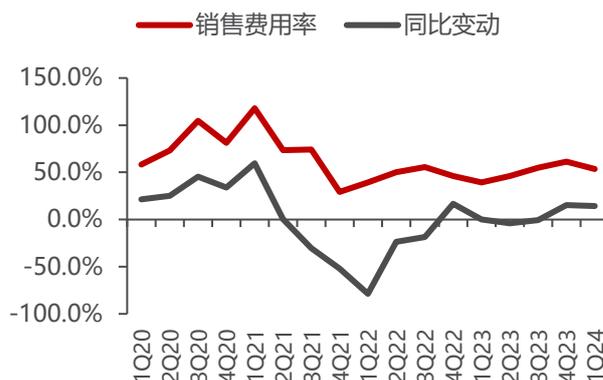
2) 期间费用率层面，2023 年公司销售/研发/管理费用率分别为 50.7%/15.6%/12.0%，同比+3.5/-2.2/+0.4ppt。2023Q4、2024Q1 公司销售费用率 61.2%/53.5%，同比提升约 15/14ppt，提升幅度较大，主要由于“双减”后对 K9 用户运营减少导致向上续班减弱、公司加大拉新力度所致。在线教育模型下，营销投入与收入确认存在错配扰动，我们预计随着新客进入新的续班周期以及收入的释放，销售费用率有望回落。公司的研发费用率过去较为稳定，但在 2024Q1 同比提升了 2.3ppt 至 16%，主要系线下 CRM 系统投入、教研投入、AI 投入加大所致。公司管理费用率相对稳定，随着收入增长有望被摊薄。

3) 净利率层面，2023 年公司归母净利润率-0.2%，同比下降 1.8ppt，Non-

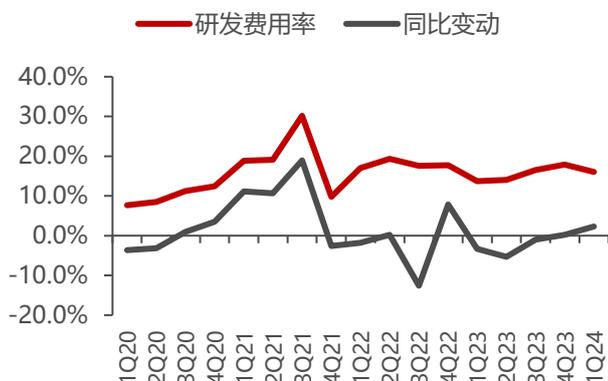
GAAP 归母净利率 1.7% (加回股权激励费用后), 同比下降 3.7ppt。分季度看, 2023Q1-4 公司 Non-GAAP 归母净利率 18.9%/9.0%/-5.3%/-13.7%, 同比 +6.1%/+8.9%/+2.1%/-27.5ppt, 2024Q1 公司 Non-GAAP 归母净利率 0.3%, 同比下降 18.6ppt。由于销售费用率提升较多, 叠加毛利率降低, 利润率短期承压。

图13: 2020Q1-2024Q1 高途毛利率及同比变动


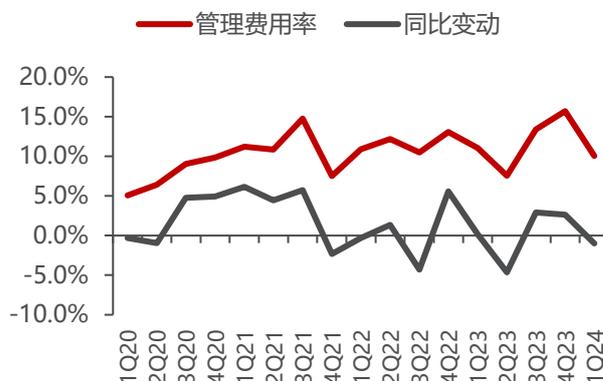
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图14: 2020Q1-2024Q1 高途销售费用率及同比变动


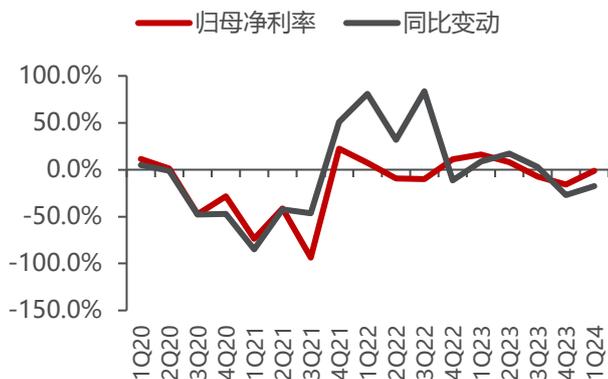
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图15: 2020Q1-2024Q1 高途研发费用率及同比变动


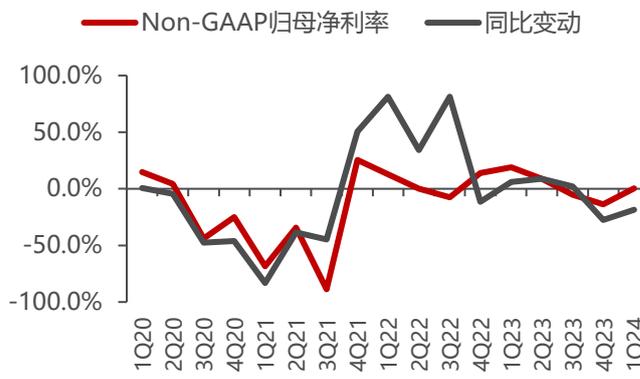
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图16: 2020Q1-2024Q1 高途管理费用率及同比变动


资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图17: 2020Q1-2024Q1 高途净利率及同比变动


资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图18: 2020Q1-2024Q1 高途净利率及同比变动


资料来源: iFinD, 民生证券研究院

2023Q4 现金收入创 2022 年以来单季度新高，2024Q1 现金收入增长进一步加速，趋势强劲。2023 年公司现金收入 33 亿元，同比增长 32%。其中 Q4 现金收入达到近 13 亿元，是“双减”调整后单季度最高水平，同比增速回升至 28%。2024Q1 公司现金收入 7.29 亿元，同比增长 35%，环比进一步加快，其中 K9 素养可比口径下现金收入增长超过 100%（剔除续班错期扰动），为后续收入增长奠定基础。根据指引，2024Q2 净收入预计 9.08-9.28 亿元，同比增长 29.1-32.0%，其中 K12 业务收入同比增速有望接近或超过 45%，增长较 2024Q1 进一步提速（2024Q1K12 业务收入增速约 35%），但成人和大学生业务增速预计低于公司平均，主要系趋势较好的存量业务以出国、考研为主，季节性强，收入通常在 Q3 或下半年释放。

图19：2020Q1-2024Q1 高途现金收入（百万元）及同比增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院

1.4 管理层及股权结构：管理团队稳定，股票回购积极

创始人陈向东先生拥有丰富的教育行业经验，高管团队整体稳定。2014 年陈向东先生创办高途之前，曾在新东方集团任职近 15 年，历任首席执行官执行助理、武汉新东方学校校长、集团副总裁、高级副总裁、执行总裁，2002 年他带领筹建的武汉新东方学校为集团贡献当年约 1/4 利润，2014 年离开新东方前位居集团的二号人物。公司管理层中，罗斌是公司联合创始人之一，拥有百度背景，早期负责公司用户增长，现任公司高级副总裁、大学生与成人教育业务负责人；沈楠在公司上市前即担任首席财务官，现任公司高级副总裁兼首席财务官。

表4：高途现任及离任高管情况（上市后）

姓名	职务	年龄	简介
现任高管			
陈向东	董事会主席兼首席执行官	52	创始人，公司成立以来一直担任董事长和 CEO。创办高途之前，曾在新东方任职近 15 年。1999 年加入新东方担任 GRE 老师，2001-2002 年担任首席执行官的执行助理，2002-2003 年担任武汉新东方学校的校长，2003 年 9 月晋升为副总裁，并负责总部的多个部门，包括短期培训体系、人力资源、市场公关和业务拓展等，2006 年 1 月晋升为高级副总裁，2010 年 11 月晋升为执行总裁，中国人民大学经济学博士毕业。
沈楠	高级副总裁兼首席财务官	39	2018 年 12 月起担任公司首席财务官，2023 年 10 月起担任高级副总裁。加入高途之前，2017 年至 2018 年担任中教国际教育集团的首席财务官，东北财经大学财务管理硕士毕业。
罗斌	高级副总裁	41	联合创始人之一，早期负责用户增长，2023 年 10 月起担任高级副总裁、高途大学生与成人教育业务负责人。加入高途前，曾任百度凤巢策略技术负责人，北京交通大学信号与信息处理硕士毕业。
离任高管			
祁秀平	曾任副总裁，2023 年 5 月 11 日由于健康原因辞职	46	曾在跟谁学的 O2O 阶段负责地方分公司业务，2016 年升为副总裁，负责跟谁学好课，双减后是大学生和成人业务负责人。拥有阿里背景，曾任国际核心业务部总经理，清华大学行政工商管理硕士毕业。
刘威	曾任副总裁，2021 年 8 月 17 日辞职	38	2015 年 8 月加入高途，K12 业务高途课堂最早的创始人之一，2018 年 11 月升为副总裁，担任高途课堂总经理。加入高途前，曾任搜狐视频经管中心部门负责人，中国科学院大学计算机应用技术硕士毕业。
张怀亭	曾任董事兼副总裁，2019 年 12 月 21 日辞职	46	联合创始人之一，加入跟谁学创业之前，2005 年至 2014 年一直在百度工作，曾是百度“凤巢”团队创始人之一，北京科技大学计算机科学硕士毕业。

资料来源：iFinD，芥末堆，雷递网，新浪财经，民生证券研究院

创始人陈向东为第一大股东，拥有 46% 的股权、89% 的投票权。根据公司 2023 年年报，截至 2024 年 2 月 29 日，陈向东持有公司 45.8% 股权，拥有 88.8% 投票权。其他董事会和高管成员合计持股比例约为 1%。

表5：高途股东情况（董事会及高管持股、持股 5% 以上主要股东，摘自 2023 年年报）

	A 类普通股	B 类普通股	持股比例	投票权
董事会及高管：				
陈向东	552 万股	7331 万股	45.8%	88.8%
HU YiMing（独立董事）	小于 1%	-	小于 1%	小于 1%
LIAO Ming（独立董事）	小于 1%	-	小于 1%	小于 1%
沈楠	小于 1%	-	小于 1%	小于 1%
罗斌	小于 1%	-	小于 1%	小于 1%
董事会及高管合计	722 万股	7331 万股	46.8%	89.0%
主要股东：				
Ebetter International Group Limited（陈向东）	小于 1%	7331 万股	43.0%	88.2%

资料来源：iFinD，民生证券研究院

股票回购积极，公司层面和创始人陈向东个人均有数千万美金回购计划。2022 年 11 月 22 日，公司宣布股票回购计划，可回购总额不超过 3000 万美元，有效期至 2025 年 11 月 22 日。2023 年 11 月，公司将计划回购总额从 3000 万美元提升到 8000 万美元。截至 2024 年 5 月 20 日，公司累计回购约 490 万股 ADS，

平均回购价格 2.5 美元/ADS，对价约 1240 万美元，剩余约 6756 万美元额度可供回购。与此同时，2022 年 11 月，公司创始人陈向东宣布以个人名义回购不超过 2000 万美元股票，截至 2024 年 5 月 20 日，陈向东累计回购约 140 万份 ADS。

表6：上市以来公司及创始人陈向东股票回购计划和回购进展

时间	回购计划及回购进展
2020 年 5 月 6 日	公司宣布回购计划，回购总额不超过 1.5 亿美元，有效期至 2022 年 5 月 6 日
2020 年 5 月 6-31 日	公司回购了 110 万股 ADS，每 ADS 价格 35.2 美元，对价 3980 万美元
2021 年 3 月 30 日	陈向东宣布计划以个人名义在 12 个月内回购 5000 万美元
2022 年 3 月 30 日	陈向东在过去 12 个月内累计回购了 620 万股 ADS，每 ADS 价格 4.8 美元，对价 2950 万美元
2022 年 11 月 22 日	公司宣布回购计划，回购总额不超过 3000 万美元，有效期至 2025 年 11 月 22 日
2022 年 11 月 22 日	陈向东宣布计划以个人名义回购 2000 万美元
2023 年 11 月 22 日	公司宣布提高回购额度到 8000 万美元，有效期至 2025 年 11 月 22 日
2024 年 3 月 31 日	公司在 2023 年 9-11 月合计回购了 487 万股 ADS，每 ADS 价格 2.5 美元，对价 1240 万美元
2024 年 3 月 31 日	陈向东自 2022 年 11 月以来内累计回购了 88 万股 ADS
2024 年 5 月 20 日	公司累计回购了 490 万股 ADS，对价 1240 万美元
2024 年 5 月 20 日	陈向东自 2022 年 11 月以来累计回购了约 140 万股 ADS

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2 校外培训行业：政策趋稳，格局优化

2.1 国家引导行业健康有序发展，支持合规、打击违法

“双减”精神未变而细则愈发清晰，监管环境趋于稳定。2021年7月24日中办、国办《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》（“双减”文件）正式发布，对校外培训机构的规范力度空前，在牌照审批、上市融资、日常经营、从业人员、预收费、广告等方面划定严格要求，并提出“一年内学生及家长有效减负、三年内减负成效显著”的工作目标。2021年7月至2022年6月，围绕“双减”文件的配套政策文件陆续出台。2022年10月29日，全国人大“双减”一周年报告指出“双减”改革的良好氛围逐步形成，义务教育阶段学科类培训机构压减率超90%。2022年底，国家出台专门针对非学科类校外培训的政策文件，支持非学科类校外培训规范化发展。2023年9月，国家出台《校外培训行政处罚暂行办法》，对校外培训违法行为和法律责任做出明确界定，并提出要保护合规、打击违法。2024年2月8日，教育部公开《校外培训管理条例》征求意见稿，有效结合“双减”等现有政策以及地方实践，底线要求进一步明确。随着校外培训管理细则不断落地，法治化进程持续推进，目前整体监管环境趋于稳定。

图20：“双减”以来国家针对校外培训的重要政策法规



资料来源：教育部，民生证券研究院

目前校外培训机构按照学科类、非学科类分类管理。1) 对于学科类校外培训机构，“双减”文件明确，不再审批新的学科类培训机构，包括面向义务教育阶段和普通高中学生的学科培训机构。义务教育阶段学科类培训是监管红线，国家要求机构性质为非营利性，且上课时间不得占用节假日、休息日及寒暑假，培训价格执

行政府指导价。高中阶段学科类培训目前允许营利性经营。**2) 对于非学科类培训机构**，2023年3月教育部发文要求加快审批，加速规范化经营，全国多地响应。

线上的校外培训机构由省级部门审批并管辖。1) 审批方：依据现有政策，线上的校外培训机构由省级教育行政部门实施审批，获得行政许可后可在全国范围经营。而线下的校外培训机构由县级有关部门实施审批，跨县域开展线下培训的，需要在每个县域通过审批。培训内容需要报审批机关备案（非学科培训还需报行业主管部门备案），线上的校外培训机构还需要向主管部门提供具备相应权限的内容审查账号，以备抽查。**2) 管辖方：**针对违法行为的行政处罚，线上培训机构的由机构审批机关管辖，而线下培训机构则由县级有关部门管辖。

表7：现行政策对于非学科类、学科类的线上、线下校外培训机构的管理要求

	非学科类		学科类	
	线上	线下	线上	线下
监管层级	省级	县级	省级	县级
牌照审批	审批制	审批制	原备案的，改为审批制	审批制
牌照限制	加快审批登记		不再审批新的面向义务教育阶段、普通高中学生的学科类培训机构，现有义务教育阶段学科类培训机构登记为非营利性法人	
所需牌照	办学许可+ICP许可等	办学许可	办学许可+ICP许可等	办学许可
基本条件	线上：①注册地设立固定线下办公场所；②注册地设置固定的线下实体培训场所；③开办资金匹配；④机构名称符合规定；⑤服务器设置在中国内地；⑥人员符合要求；⑦网络安全标准达到三级（含）以上；⑧教育APP管理符合要求 线下：各地方、不同类型的非学科培训机构设置标准有一定差异，一般包括：①培训机构行政负责人和法定代表人符合规定；②机构名称符合规定；③注册资本匹配；④培训场所的产权/租赁期（e.g.不少于1年）、建筑面积（e.g.不小于100平，生均面积不少于3平）、消防安全符合要求；⑤从业人员符合要求；⑥培训内容符合要求		义务教育阶段学科类培训不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假	
培训时段	安排在培训所在地中小学教学时间之外的时间		义务教育阶段学科类培训不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假	
结束时间	不晚于21点	不得晚于20:30	不晚于21点	不得晚于20:30
培训教材	报审批机关+行业主管部门备案		报审批机关备案	
内容审查	非学科类培训材料在内部审核基础上，由各地教育行政部门协助相应主管部门开展抽查、巡查		内部审核+教育行政部门外部审核相结合，各地教育行政部门对相对固定形式的基础性材料进行全面审核，对以资料库、视频等形式存在的培训材料开展抽查性审核 *在线：向主管部门提供具备相应权限的内容审查账号，培训内容及相关数据信息须留存1年以上，直播教学的影像须留存至少6个月	
培训价格	报审批机关备案		报审批机关备案，义务教育阶段学科类培训纳入政府指导价管理	
预收费管理	收费实行指定银行、专用账户、专款管理，不得使用培训贷方式缴纳培训费用，采取银行托管、风险保证金的方式进行风险管控 不得一次性收取或以充值、次卡等形式变相收取时间跨度超过3个月或60课时的费用，且不得超过5000元（非学科）			
从业人员	教学和教研人员应当取得相应的专业资质 幼儿园、中小学在职教师、教研人员不得从事校外培训活动		教学和教研人员应当取得教师资格	
广告管控	主流媒体、新媒体、公共场所、居民区各类广告牌和网络平台等不刊登、不播发校外培训广告			
行政处罚	线上：对经审批的，由机构审批机关管辖；对未经审批的，由违法主体所在地省级人民政府校外培训主管部门管辖 线下：由违法行为发生地县级人民政府校外培训主管部门管辖			

资料来源：全国校外培训监督管理平台，民生证券研究院；注：参考《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》、《教育部等十三部门关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》、《教育部办公厅等六部门关于做好现有线上学科类培训机构由备案改为审批工作的通知》、《校外培训行政处罚暂行办法》、《校外培训管理条例（征求意见稿）》、《北京市科技类校外培训机构设置标准（试行）》等

校外培训治理检查常态化，保护合规、打击违法。节假日、寒暑假期间是校外培训治理检查的密集期，近期北京、四川、福建、广东、浙江、湖北、江西、新疆等全国多地正在开展校外培训执法检查及专项治理行动，属于常态化的监管动作。目前看，这波专项治理行动工作重点整体延续了保护合规、打击违法的基调。以北京为例，4月16日，北京召开“双减”专项行动启动会，明确加快实现非学科类机构“应批尽批”、查处学科类培训违法违规行为等重点任务，以首善标准完成“双减”三年目标任务。截至目前，北京海淀区、顺义区等多地查处并通报多起以个人名义违规开展学科培训的违规情况。

表8：近期全国多地开启校外培训治理专项行动

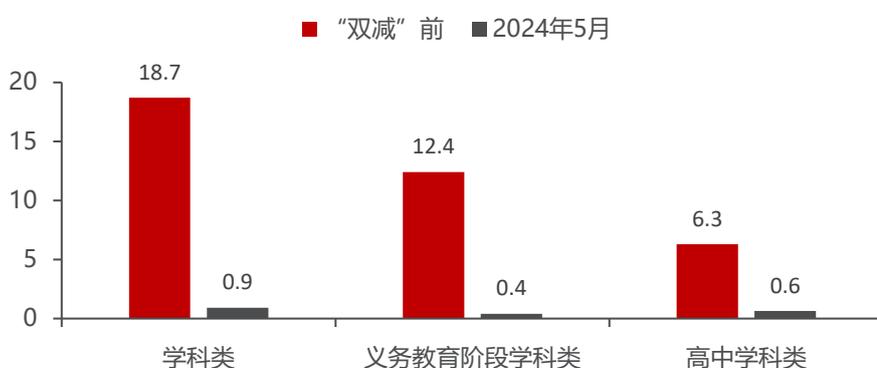
地方	具体内容
北京	4月16日，北京“双减”专项行动启动会召开，4月至7月，北京市将开展“双减”专项行动。会议指出，有序推进非学科类机构审批工作，持续加大违规隐形变异学科培训的查处力度，切实以“管住资金”为重点强化校外培训的全流程监管，维护群众切身利益。
北京海淀区	4月16日，北京海淀区通报查处4起涉嫌违规组织学科培训的情况，4起均涉嫌以个人名义违规组织开展线下学科培训。区“双减”专班工作人员已立即叫停上述违规行为，并责令退还相关费用、主动拆除教学设施设备、妥善处理后续问题。下一步，区市场监管局将根据区教委移交的案件线索，依法依规对上述个人作进一步查处。
广东	4月26日，广东省发布《致全省校外培训机构的告知书》，向各校外培训机构及从业人员发出提醒，强调要依法依规开展校外培训，对校外培训机构的办学资质、培训时间和内容、培训费用等方面均作了提醒。其中明确，根据相关文件和规定，“五一”假期期间，任何形式的学科类校外培训都属于违法违规。任何机构或个人不得以上门服务、众筹私教、素质拓展等名义开展“一对一”、“一对多”隐形变异学科类培训，不得接受暑假期间学科类培训报名。
福建	4月28日，福建省“双减”工作专门协调机制办公室印发《福建省2024年巩固深化校外培训治理专项行动方案》，围绕严查严处学科类违规培训、推进非学科类培训全纳监管、加强校外培训广告管控、强化校外培训安全管理、加强校外培训行政执法等5项重点任务展开。一方面，依托乡镇（街道）网格化治理体系，采取“日查+夜查”“明查+暗访”等方式，对学科类培训机构开展拉网式巡查检查，严防在“五一”、暑期及双休日违规开展学科类培训，严查以“高端家政”“众筹私教”、夏令营等名义，违规开展各类隐形变异学科类培训。另一方面，贯彻落实《教育部等十三部门关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》，加快推进非学科类校外培训机构审批工作进度。
四川	4月17日，四川省召开“双减”工作视频调度会，从严防严控违规学科类培训、维护家长资金安全、严格规范竞赛管理等方面，专题部署校外培训治理百日攻坚行动。重点排查“白名单”内学科类培训机构和隐形变异学科类培训两个重点，坚决打击已注销或转型的原学科类培训机构利用之前的场地或师资继续违规开展学科培训，坚决打击托管机构、“小饭桌”、非学科类培训机构、“AI自习室”等打擦边球开展学科培训。全面清理面向中小学生的各种竞赛活动，坚决制止未经批准或举办依据不足的竞赛活动。
江西	4月3日，江西九部门联合发布《关于查处违法违规校外培训的公告》，要求面向中小学生（含幼儿园儿童）开展校外培训，必须依法依规取得办学许可证和营业执照（或民办非企业法人登记证书），否则不得开展校外培训。自然人、法人或者其他组织以“一对一”、“一对多”、“众筹私教”、“研学”、“家政服务”和非学科类等名义开展隐形变异学科类校外培训的，均属于违法违规行为，一经发现，将依法依规严肃查处。
新疆	4月17日，新疆开启违规举办“幼小衔接班”专项排查整治工作，要求各地教育行政部门要与科技、文旅、体育、市场监管等部门组成联合检查组，全面核查辖区内所有合规校外培训机构是否存在以“托管班”、“教育咨询公司”等名义违规开展学科类培训，是否存在以“学前班”、“幼小衔接班”、“思维训练班”等名义面向学龄前儿童开展学科类培训等情况，并逐一建立问题台账，立查立改，确保校外培训机构规范运行，保障学生和家長权益不受侵害。
襄阳	5月1日，湖北省襄阳市对城区校外培训机构进行联合检查，共检查30家机构，其中艺体类培训机构10家，托管类机构15家，自习室类机构5家。督导检查发现1家机构（个人）违规开展学科类培训，襄城区欣兴再儿童成长中心教室有“一对六”小学数学教学班。督导组要求其立即整改，并将该机构列入重点巡查名单，执法人员将不定期进行“回头看”。
金华	4月18日—19日，金华市“双减”工作督查组会同开发区教育、文旅、体育和相关街道等工作人员对开发区江南街道、三江街道所辖的校外培训机构进行随机检查。对培训机构存在的涉及消防安全、公示栏、入驻全国监管平台监管、预收费资金纳管、广告等问题，相关部门责令机构限期整改。

资料来源：各地政府网站，中国培训教育，市场人，民生证券研究院

2.2 竞争格局改善，存量合规头部机构受益

“双减”后，K12 阶段学科培训机构数量减少约 94%，高中阶段学科培训机构减少 90%，供给大幅出清。参考《中国教育财政家庭调查报告 2021》在大众点评上的统计，2019 年 5 月全国主要的 325 个地级市共有 K12 学科类校外培训机构 18.7 万家。进一步结合《全国人大“双减”报告》数据，“双减”前 K9 学科类培训机构约 12.4 万家，据此估算高中学科类培训机构约 6.3 万家。截至 2024 年 5 月 14 日，根据校外培训监管平台数据，全国现有 K12 学科类校外培训机构约 9170 家，是“双减”前的 5%，其中义务教育阶段学科培训机构约 4140 家，是“双减”前的 3%，高中学科培训机构约 6350 家，是“双减”前的 10%。

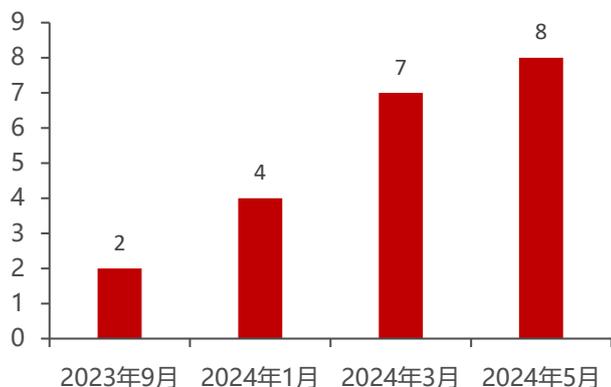
图21：“双减”前后全国 K12 学科类校外培训机构数量对比（万家）



资料来源：全国校外培训监督管理平台，民生证券研究院

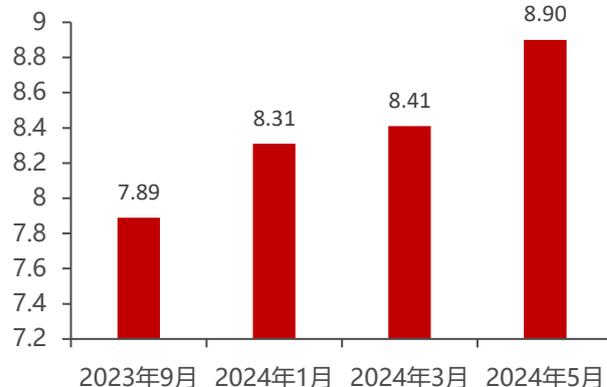
行业门槛大幅提升，无证经营空间减小，而新发牌照“总量控制”，利好存量合规机构。“双减”文件要求各地明确校外培训机构设置标准，从严审批校外培训机构。执行层面看，“双减”后各地方对于培训机构的消防安全、预收费、财务规范、培训内容等多个方面的审查力度变大，合规成本大幅提升。并且监管通常结合机构历史的教学口碑、是否发生过退款纠纷等问题，综合考量审批结果，全新机构拿证难度变大。目前，各地方非学科牌照有序发放，但总量增长有限。根据全国校外培训监督管理平台数据，截至 2024 年 5 月 14 日，义务教育阶段非学科营利性机构共 8.90 万家(含舞蹈、美术等纯素质培训机构)，较 2023 年 9 月增加约 13%，若以“双减”前 K9 学科类培训机构数量为对标，仅恢复到此前的 70%。另一方面，预计未来各地方对于培训机构的抽查将持续存在，无证经营等不合规办学的生存空间较小。各类“小黑班”可能持续以“地下”形式存在，但难以规模化。

图22：2023.9-2024.5 义务教育阶段线上非学科、营利性校外培训机构数量（家）



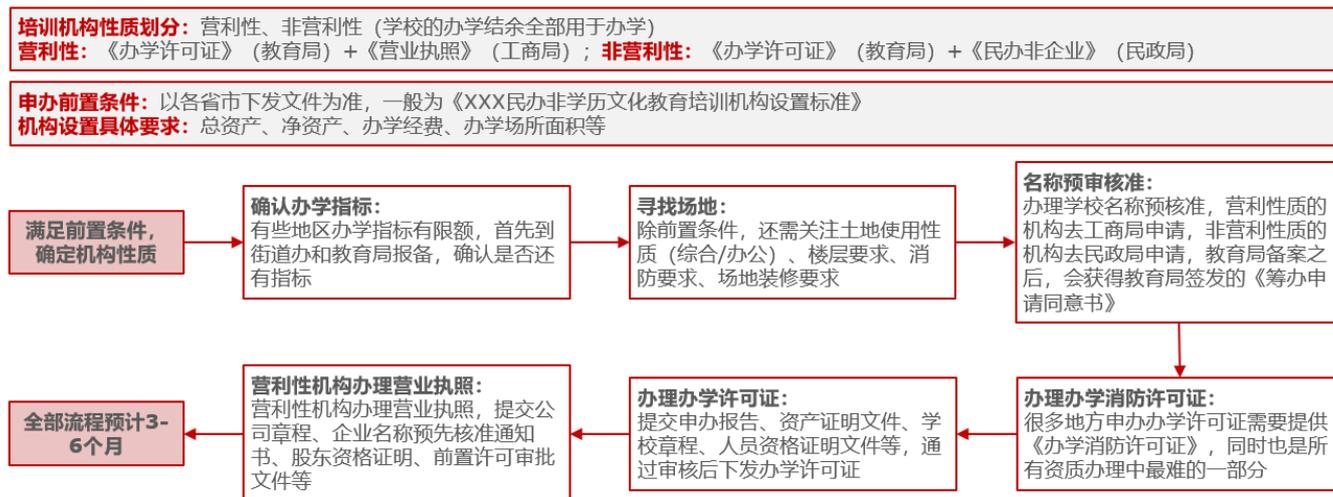
资料来源：全国校外培训监督管理平台，民生证券研究院

图23：2023.9-2024.5 义务教育阶段线下非学科、营利性校外培训机构数量（万家）



资料来源：全国校外培训监督管理平台，民生证券研究院

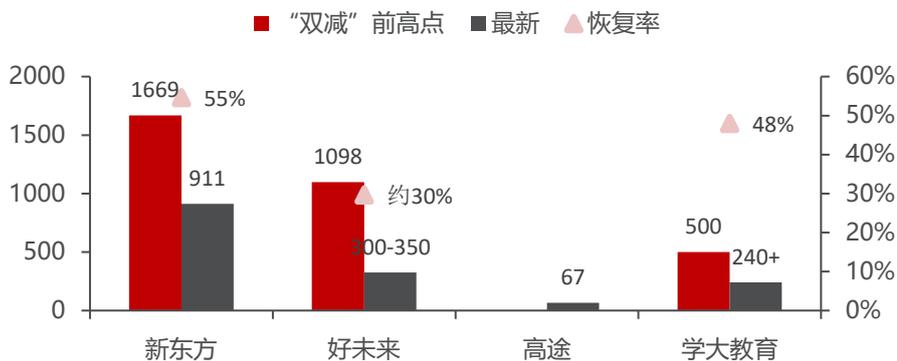
图24：2023 年申请校外培训办学资质的一般流程



资料来源：爱耕云知乎官方账号，民生证券研究院

“双减”后，多家头部企业保留相对广泛的渠道布局、强大的教研能力和资金实力，新监管环境下开启新一轮成长。根据我们的观察，“双减”后，区域性、地方性连锁网点降幅普遍 70-80%且恢复速度慢，仅有少数机构“大本营”所在地业务得到较好保留，部分企业倒闭，其中包括精锐教育、巨人教育等。头部企业如新东方、好未来、高途、学大教育、网易有道等展现更强的抗风险能力，渠道、教研优势仍在，资金实力雄厚，业务转型速度快、受冲击后恢复快。2023 年，头部企业中，新东方、好未来、高途、网易有道、学大教育教培业务收入分别约为 225 亿元 (FY2024 预估)、77 亿元 (FY2024)、29 亿元、29 亿元、22 亿元，同比增速分别约为 40%左右 (FY2024 预估)、25%、18%、1%、23%，分别恢复到“双减”前的 72%、24%、41%、83%、73%。

图25：国内重点教培企业线下教学点恢复程度



资料来源：各公司公告，大众点评，官方微信小程序，民生证券研究院

注：新东方、好未来教学点数截至2024年2月29日，高途教学点数截至2024年5月7日，学大教育教学点数截至2023年12月31日

表9：2023年国内重点教培企业营收及恢复率

	总收入 (亿元)	同比增速	教培业务收入 (亿元)	同比增速	“双减”前高点 (亿元)	恢复率
新东方*	309	44%	225	41%	285	72%
好未来*	107	46%	77	25%	305	24%
高途	30	19%	29	18%	71	41%
网易有道	54	8%	29	1%	35	83%
学大教育	22	23%	22	23%	30	73%
思考乐教育	6	42%	6	42%	8	69%
卓越教育集团*	5	0%	5	0%	19	26%

资料来源：各公司公告，民生证券研究院；

注：新东方数据为2024财年民生预测（时间区间为2023年6月至2024年5月），好未来数据为2024财年（时间区间为2023年3月至2024年2月），恢复率按照美元口径计算；卓越教育集团为上市公司表内业务数据。

3 公司看点：在线业务基本盘健康发展，线下业务从0到1、颇具想象空间

3.1 在线业务：品牌+教研优势仍在，产品矩阵拓展+高效获客推动增长

公司坚持名师策略，采用双师大班模式进行教学，放大名师能力。“双减”后名师队伍 90%+留存，教研优势仍在。“双师”指主讲老师+辅导老师组成的教学团队，其中主讲老师负责讲授课程，辅导老师负责日常服务和答疑，包括帮助规划学习、跟课、作业批改、问题答疑、与孩子谈心等。为了确保学生互动体验，在直播课中，公司利用自主研发的直播系统将主讲老师所带的大班，拆分成由多个辅导老师带领的小班。直播课程同时在线人数可超 2000 人，每个小班可达 100-200 人。公司聘请行业内资深教师作为主讲老师，均拥有国内外名校背景，曾执教于一线名校或知名机构，有多年教育经验。“双减”后，公司名师队伍 90%+留存，例如 K9 资深老师张丹丹、郭志强，高中资深老师张冰瑶、付力、周帅、谢欣然等。公司对辅导老师要求是动作标准化。例如，在学生提交作业之后，辅导老师必须在 8 小时之内给予点评和批复，要求同时具备手写的批阅、老师的语音点评等。

图26：高途青少素养、高途高中部分名师

02 褚帅三招带你直击英文要害

褚帅

- 高途外国文学素养资深主讲
- 自研新概念课程教学体系
- 北京外国语大学研究生
- 英国剑桥大学TKT英语教学能力认证
- 曾任北京师范大学教育训练项目讲师
- KET/PET/FCE等教学经验丰富

资深主讲帮你打破困境

张丹丹 | 脑力资深主讲

- 高级全脑潜能开发师
- 集团优秀教师 & 主讲培训师
- 剑桥英语培训师证书持有者

郭志强 | 科学资深主讲

- 2019年度功勋教师
- 高级学习能力指导师
- 2020年中国教育学会十四五科研会重点课题负责人
- 新浪2020年度全国五星金牌教师

高途资深主讲带你解决

杨易 | 高途脑力资深主讲老师

- 清华大学学士 硕士
- 获最强大脑第五季全球脑王荣誉称号
- 获最强大脑第七季脑王之王荣誉称号

韩盛乔 | 科学资深主讲

- 新浪2016年度全国五星金牌教师
- 曾任2016年北京广播电台《教育面对面》嘉宾
- 原知名教育机构2018年教学校长

赵颖 | 人文博资深主讲

- 主讲培训师
- 家庭教育指导师（高级）
- 国家注册心理咨询师
- 原知名教育机构2016年功勋教师

游剑荷 | 思维资深主讲

- 北京大学光华管理学院学士
- 全国高中数学联赛省二等奖
- 曾获知名教育机构功底考冠军
- 擅长剖析考点考法，启发式教学

张冰瑶 | 高途高中英语专家

- 香港中文大学硕士
- 2015年获外教社杯高校外语教学大赛重庆赛区一等奖
- 2014年复旦大学出版社《21世纪实用英语综合练习（1）》编委

付力 | 高途高中数学专家

- 高途高中教学产品负责人
- 2014年北京市微课项目讲师
- 2015-2016学年北京市基础教育科学研究优秀论文一等奖

资料来源：高途官网，民生证券研究院

名师策略匹配中上定价，主讲老师人效高。“双减”前在线教育折扣、营销战火热，公司在强大的名师资源支撑下，课程单价一直保持略高于同行。据前瞻研究

院数据，2019年公司单小时课程价格平均为50-95元，行业平均单小时课程价格在30-45元。根据我们的统计，目前高途K12在线大班课平均单小时价格约为65-80元，与“双减”前接近，处于行业中上水平。人效来看，2023年公司共有493名全职主讲老师和1726名全职辅导老师，每名全职老师人均创收583万元。

“双减”前，2020年公司共有319名全职老师和15291名全职辅导老师，每名全职老师平均辅导学生可达约1.84万人次，人均创收2233万元，TOP 10老师人均创收可达2.1亿元。

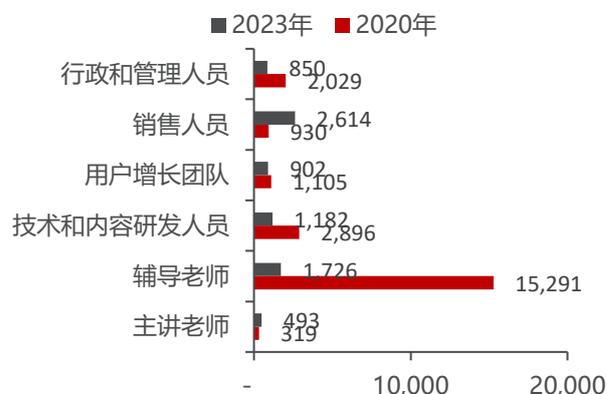
表10：2024年暑期主要教培机构线上课程价格对比

机构	授课形式	阶段	课程价格(元)	课次	每课次价格(元)
高途	在线大班课	小学	3480	24	145
	在线大班课	初中	3480	26	134
	在线大班课	高中	5600	36	156
学而思网校	在线大班课	小学	2970	18	165
	在线大班课	初中	2970	18	165
学而思	在线小班课	小学	4050	15	270
	在线小班课	高中	6750	25	270
	在线大班课	高中	4500	25	180
新东方	在线小班课	小学	4800	16	300
	在线大班课	高中	960	12	80
猿辅导	在线大班课	小学	790	12	66
	在线大班课	初中	1122	12	94
	在线录播课	高中	1650	6	275
作业帮	在线大班课	小学	2499	34	74
	在线大班课	初中	1848	21	88

资料来源：各公司APP，民生证券研究院

图27：2020-2023年高途全职主讲老师人均创收情况


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图28：2023年高途各部门员工数量(名)


资料来源：公司公告，民生证券研究院

产品矩阵持续拓展，推出一对一等个性化服务。公司持续完善现有课程体系，迭代升级核心产品，增加个性化的产品和服务，致力于满足不同阶段的学习者全面多样的学习需求。K9素养领域，目前公司已经推出数学思维、人文读写、英美文

化、少儿编程、外教一对一等多种在线课程。除了传统的大班课外，公司还增加了1对1产品，高途高中推出了1对1课程，每小时价格400-600元不等。成人和大学生培训领域，2023年高途留学针对英国、美国、澳大利亚等热门留学国家推出了有针对性的申请服务，涵盖低龄、本科、研究生等不同阶段的申请需求，雅思、托福课程针对留学生成绩目标进行分类，满足学生精细化的备考需求。

图29：高途素养线下课程

高途 西安高途
6大素质素养课

双语演说
孩子综合素质
UP UP UP

创新思维
人文素养

自然科学
少儿编程
科学实践

自然科学

- 剖析生活实例，培养人文素养、自然科学的兴趣。
- 掌握科学探究的方法，搭建知识体系，提高科学能力。
- 锻炼动手能力，提高学生科学素养。

双语演说

- 通过丰富的语料库系统知识学习，提升语言基础
- 通过演讲、辩论、故事创编等展现语言习得、实践能力。

人文素养

以“人文山水城”为主题，围绕名人、名文、名山、名水、名城，全面培养学生语言文化基础、阅读和表达三大板块的综合能力。

创新思维

全面培养孩子的逻辑脑力、空间脑力、举一反三、多元思考的能力，全面培养孩子的学习兴趣、自信心和创造性思维。

资料来源：高途小红书官方账号，民生证券研究院

加强高壁垒的自有渠道获客，持续提升获客效率。在线教育获客链路相比于线下模式更长、更复杂，营销费用高企是在线教育公司的“通病”。高途是最早实现规模化盈利的在线教育公司，重要原因之一是善于把握流量红利。2017-2018年，公司抓住微信生态红利，通过微信社群营销实现低成本的快速增长：旗下拥有近百个公众号，以社会热点撰文引发阅读和转发（多篇10万+文章）收集流量，再将流量导入社群，进而将用户转化至高品质、高频次的免费公开课，以促成正价课购买。“双减”以来，公司重点建设壁垒更高的自营渠道，减少对外部采买流量的依赖，提升获客效率。一方面，公司积极探索线下渠道，例如开展进校讲座、建立线下学习中心、提供线下针对性试听课程等。另一方面，公司在短视频平台建立矩阵账号，以优质内容吸引高质量用户，并持续进行有针对性的私域运营。目前部分垂类业务在直播渠道已经实现突破，多名主讲老师已经发展成为抖音平台细分赛道的头部达人，例如雅思天后刘薇 Vicky 等。

图30：高途抖音平台账号矩阵及头部达人



图32：高途高中一对一小红书引流方式



资料来源：高途小红书官方账号，民生证券研究院

3.2 线下业务：顺应需求、开拓线下，现已入驻 10 余座城市

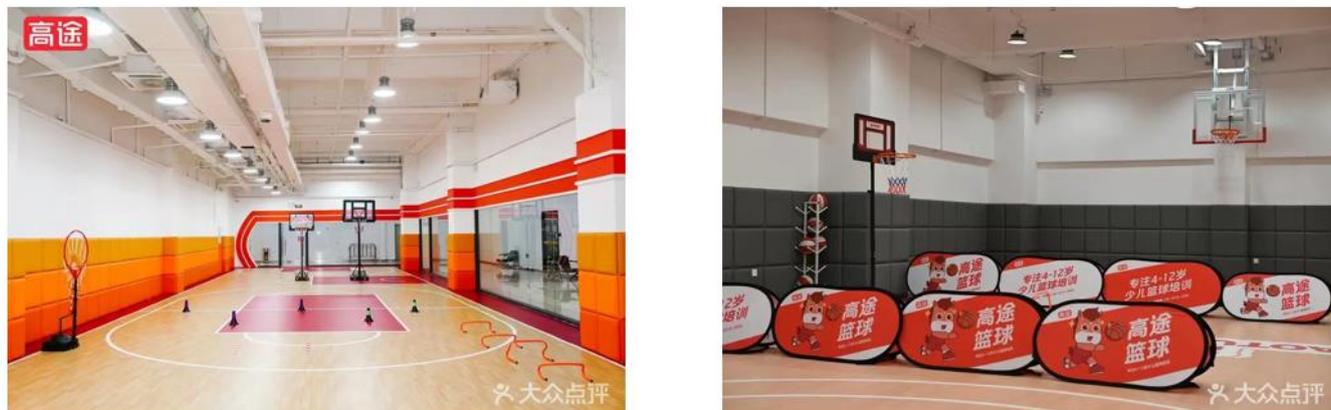
线下培训需求反弹，顺应形势积极拓展线下业务。2020-2021 年线上教育渗透率快速提升，2023 年学生对于面授的需求开始反弹。另一方面，“双减”后线下机构大幅出清，腾出市场空间。公司创始人陈向东拥有多年线下业务运营经验，这也有助于吸引相关人才。2023 年公司发力拓展线下业务，在选址上，公司综合考虑竞争环境、高途品牌影响力和渗透率、地方学生和家長对教学产品的接受度，以及自身在当地招聘和培养优秀校长和教师的能力，目前在广州、长沙、西安等 10 余座一线、新一线城市有所布局。

图33：武汉高途青少年成长中心（江岸区文体汇校区）



资料来源：大众点评，民生证券研究院

图34: 广州高途青少成长中心(白云汇篮球校区)



资料来源: 大众点评, 民生证券研究院

线下拓店进展较好, 绝大部分新开网点为 K9 素养教学点。近期多地教育部门发文要求义务教育阶段非学科牌照加速审批, 政策环境有利。根据我们在大众点评和公司官网上的统计, 截至 2024 年 5 月 7 日, 高途已经在全国 11 个城市开设超过 60 个线下教学点, 其中 K9 素养网点超过 50 个, 包括高途青少成长中心、高途体育、高途编程等子品牌。目前高途青少成长中心已进入广州、长沙、西安、南京、重庆、武汉、上海、苏州 8 个城市, 高途体育在广州、北京、重庆开设线下运动店, 高途编程在广州设立校区。“双减”以来, 北京、上海、重庆、浙江、安徽、江苏、山西、河北等全国绝大部分省市已经出台了体育、文化艺术、科技等类别的非学科培训机构准入指引和设置标准, 近期多地要求加快非学科牌照审批, 为公司线下业务发展提供有利土壤。

表11: 高途线下教学点分布(截至 2024 年 5 月 7 日)

序号	城市	省份	片区	线级	K9	篮球	体育	编程	考研	专升本	留学	学习中心	合计
1	广州	广东	华南	一线	9	5	1	2					17
2	长沙	湖南	华中	新一线	9						1		10
3	西安	陕西	西北	新一线	7								7
4	南京	江苏	华东	新一线	7								7
5	北京	北京	华北	一线			2		1		1	1	5
6	郑州	河南	华中	新一线						5			5
7	重庆	重庆	西南	新一线	4	1							5
8	武汉	湖北	华中	新一线	3				1		1		5
9	沈阳	辽宁	东北	二线					2				2
10	上海	上海	华东	一线	2								2
11	苏州	江苏	华东	新一线	2								2
合计					43	6	3	2	4	5	3	1	67

资料来源: 大众点评, 高途青少成长中心小程序, 民生证券研究院

行业来看, 成熟阶段的线下教学点利润率可达 20-40%, “双减”后线下新教学点爬坡速度加快。我们在《教培行业研究框架: 对比“双减”前后的变化, 核心逻辑的演绎》中对线下网点单店模型进行过估算。以 1000 平方米的网点为例, 前

期投入约 200-350 万元 (含装修、设备、教具等), 成熟阶段经营较好的网点年坪效可达 1-1.2 万元/平, 年营收体量 1000-1200 万元, 对应学生人头数约在千人左右。成本费用端, 我们估计教师薪酬开支约 300-400 万 (30 人左右教师团队), 管理及运营人员薪酬开支约 50-100 万元, 租金开支约 100-250 万 (租金 3-7 元/平/天), 销售相关、水电杂费等开支约 150-200 万元, 测算单店税前利润约 300-500 万元, 对应利润率 20-40%。“双减”后, 由于供需的强错配和竞争的弱化, 头部机构网点被“填满”的速度变快, 参考新东方业绩交流会, “双减”前新网点一般需要一年达到盈亏平衡, 3-4 年达到成熟, 现在盈亏平衡期缩短到了半年, 第 3 年达到成熟。

表12: 线下教培机构单店模型估算

项目	金额	占收入比	备注
收入层面			
收入 (万元, 人民币, 下同)	1,200	100%	
面积 (平方米)	1,000		假设门店面积 1000 平
坪效 (万元/平)	1.2		假设成熟门店坪效 1.2 万元/平
客单价 (万元/人)	1.4		假设每门课每年花费约 7000 元, 每人报 2 门
入学人头数 (人)	833		收入/客单价
成本费用层面			
租金 (万元)	105-245	8-18%	参考房天下、连线 Insight 数据, 假设 3-7 元/平/天
老师薪酬 (万元)	324-383	23-28%	
老师数量 (名)	28-33		假设备 28-33 名全职或兼职教师
平均每个老师薪酬 (万元)	12		假设 12 万元/年
运营支出 (万元)	270	24%	
校长及运营人员薪酬 (万元)	69		假设占营收比 5%
销售相关 (万元)	69		假设占营收比 5%
水电杂费 (万元)	150		假设每年 150 万
税前利润 (万元)	315-521	23-38%	

资料来源: 连线 Insight, 房天下, 民生证券研究院测算

4 投资建议

高途是国内 K12 在线培训龙头，以在线直播大班课为特色。“双减”后，公司合规的传统高中培训业务得到部分保留，同时重点拓展 K9 素养培训、成人及大学生培训等业务。依托高效的组织调整，以及优质的教学产品和服务，2023 年公司营收恢复双位数增长，在线业务基本盘健康发展。与此同时，2023 年下半年公司开始探索线下小班业务，目前拓店进展较好，未来线下业务颇具想象空间。公司管理层教育领域经验丰富，我们看好政策环境&竞争格局改善下，公司业务的持续恢复以及新的增长机会，建议积极关注。

表13：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价	EPS (元/美元)			PE (倍)		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
GOTU.N	高途	6.23	-0.04	-0.51	0.41	-	-	108
9901.HK	新东方-S	60.60	0.11	0.21	0.33	35	37	24
TAL.N	好未来	11.43	-0.01	0.13	0.31	-	91	37

资料来源：彭博，民生证券研究院；汇率为 1USD=7.80HKD=7.10CNY

注：股价时间为 2024 年 5 月 24 日，高途、好未来股价为美元，新东方-S 为港元；

高途盈利预测采用彭博一致预期，数据为 2023A、2024E、2025E，财年与自然年一致，EPS 单位为人民币；

新东方-S 盈利预测为民生预测，数据为 FY2023A、FY2024E、FY2025E，FY2023A 为 2022 年 6 月-2023 年 5 月，EPS 单位为美元；

好未来盈利预测采用彭博一致预期，数据为 FY2024A、FY2025E、FY2026E，FY2024A 为 2023 年 3 月-2024 年 2 月，EPS 单位为美元。

表14：可比公司 PS 数据对比

股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	销售额(元/美元)			PS (倍)		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
GOTU.N	高途	115	2,961	4,478	6,188	2.24	2.57	1.86
9901.HK	新东方-S	907	2,998	4,304	5,621	2.10	2.97	2.27
TAL.N	好未来	519	1,490	2,047	2,592	6.31	3.57	2.82

资料来源：彭博，民生证券研究院；汇率为 1USD=7.80HKD=7.10CNY

注：股价时间为 2024 年 5 月 24 日，高途、好未来股价为美元，新东方-S 为港元；

高途盈利预测采用彭博一致预期，数据为 2023A、2024E、2025E，财年与自然年一致，EPS 单位为人民币；

新东方-S 盈利预测为民生预测，数据为 FY2023A、FY2024E、FY2025E，FY2023A 为 2022 年 6 月-2023 年 5 月，EPS 单位为美元；

好未来盈利预测采用彭博一致预期，数据为 FY2024A、FY2025E、FY2026E，FY2024A 为 2023 年 3 月-2024 年 2 月，EPS 单位为美元。

5 风险提示

1) 政策趋严。近期校外培训领域新政策频出，整体基调维持保护合法、打击违法，将校外培训定位为学校教育的有益补充，并且管理细则不断理清，政策环境持续改善。但若后续相关政策出现收紧，例如取消非学科牌照发放、严格管理非学科教学内容等，则可能对相关企业业务发展造成不利影响。

2) 新业务拓展不及预期。“双减”后，K12 教培企业纷纷停止或剥离义务教育阶段学科类校外培训，开拓非学科培训、学科类非培训（例如销售智能硬件、开发 AI 课程等）业务。新业务的前期投入包括开新网点、教学内容研发、AI 及软件开发、硬件供应链投资等，花费较多资金，若新业务的技术研发、产品开发、市场拓展等进展不佳，则可能影响企业盈利水平。

3) 行业竞争加剧。非学科培训、智能学习产品等领域成为教培行业新热点，存量机构业务拓展速度加快，同时跨界参与者逐渐变多，若企业核心竞争力不够强，竞争加剧可能导致盈利能力恶化、市场份额下降等。

4) 产品质量下滑。教培企业核心能力在于提供优质的教育产品与服务，这与企业的教研能力有关。近两年行业非学科课程、智能硬件等新品众多，若产品不够优质，业务拓展速度过快，出现产品及服务质量下滑等问题，可能对公司口碑和业务发展造成不利影响。

插图目录

图 1: 2017-2023 高途收入 (亿元) 及增速	4
图 2: 2017-2023 高途现金收入 (亿元) 及增速	4
图 3: 2017-2023 高途归母净利润 (亿元) 及归母净利率	4
图 4: 2017-2023 高途 Non-GAAP 归母净利润 (亿元) 及 Non-GAAP 归母净利率	4
图 5: 2017-2023 高途员工总数 (人)	5
图 6: 2017-2023 高途期末账面类现金总额 (左轴) 以及经营活动现金流净额 (右轴, 亿元)	5
图 7: 高途高中课程 (2024 高三数学百日冲刺班)	5
图 8: 高途考研课程	5
图 9: 高途素养课-思维开发 (2024 小学三年级寒春)	6
图 10: 高途佳品抖音账号矩阵	6
图 11: 高途佳品股权穿透	6
图 12: 2020Q1-2024Q1 高途净收入 (百万元) 及同比增速	7
图 13: 2020Q1-2024Q1 高途毛利率及同比变动	9
图 14: 2020Q1-2024Q1 高途销售费用率及同比变动	9
图 15: 2020Q1-2024Q1 高途研发费用率及同比变动	9
图 16: 2020Q1-2024Q1 高途管理费用率及同比变动	9
图 17: 2020Q1-2024Q1 高途净利率及同比变动	9
图 18: 2020Q1-2024Q1 高途净利率及同比变动	9
图 19: 2020Q1-2024Q1 高途现金收入 (百万元) 及同比增速	10
图 20: “双减”以来国家针对校外培训的重要政策法规	13
图 21: “双减”前后全国 K12 学科类校外培训机构数量对比 (万家)	16
图 22: 2023.9-2024.5 义务教育阶段线上非学科、营利性校外培训机构数量 (家)	17
图 23: 2023.9-2024.5 义务教育阶段线下非学科、营利性校外培训机构数量 (万家)	17
图 24: 2023 年申请校外培训办学资质的一般流程	17
图 25: 国内重点教培企业线下教学点恢复程度	18
图 26: 高途青少素养、高途高中部分名师	19
图 27: 2020-2023 年高途全职主讲老师人均创收情况	20
图 28: 2023 年高途各部门员工数量 (名)	20
图 29: 高途素养线下课程	21
图 30: 高途抖音平台账号矩阵及头部达人	22
图 31: 高途抖音平台售课/引流方式	22
图 32: 高途高中一对一小红书引流方式	23
图 33: 武汉高途青少年成长中心 (江岸区文体汇校区)	24
图 34: 广州高途青少成长中心 (白云汇篮球校区)	25

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 高途 (原名: 跟谁学) 集团发展历程	3
表 2: 高途集团业务板块拆分	5
表 3: 2023Q1-2024Q1 高途各项业务经营情况	8
表 4: 高途现任及离任高管情况 (上市后)	11
表 5: 高途股东情况 (董事会及高管持股、持股 5%以上主要股东, 摘自 2023 年年报)	11
表 6: 上市以来公司及创始人陈向东股票回购计划和回购进展	12
表 7: 现行政策对于非学科类、学科类的线上、线下校外培训机构的管理要求	14
表 8: 近期全国多地开启校外培训治理专项行动	15
表 9: 2023 年国内重点教培企业营收及恢复率	18
表 10: 2024 年暑期主要教培机构线上课程价格对比	20
表 11: 高途线下教学点分布 (截至 2024 年 5 月 7 日)	25
表 12: 线下教培机构单店模型估算	26

表 13: 可比公司 PE 数据对比.....	27
表 14: 可比公司 PS 数据对比.....	27

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026