

首次报告

量子之歌 (QUANTASING) 集团有限公司



量子之歌(QuantaSing)集团有限公司 - 聚焦广阔市场，通过可拓展技术提升中国成人学习生态系统

股票价格: \$2.26

估值: \$10.75

量子之歌集团有限公司. (NASDAQ: QSG)



主要统计数据

52 周价格变动	\$1.96 - \$28.99
平均成交量 (3 个月)	23.91K
流通股	55.21M
市值	\$124.77M
企业价值/收入	0.2 倍
现金余额*	\$105.39M
分析师覆盖	3

*截至 2023 年 6 月的现金余额

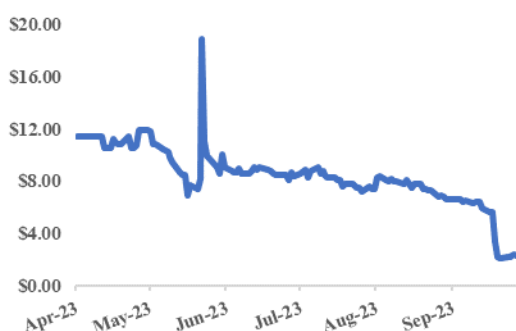
收入 (人民币百万元)

June - FY	2023A	2024E	2025E
1Q	659.36	784.64	972.95
2Q	786.42	924.04	1,145.81
3Q	807.24	948.51	1,176.15
4Q	828.35	984.03	1,222.61
FY	3,081.38	3,641.22	4,517.52

每股收益 (人民币)

June - FY	2023A	2024E	2025E
1Q	(1.96)	0.08	0.12
2Q	(0.89)	0.09	0.14
3Q	(0.19)	0.09	0.16
4Q	0.31	0.10	0.20
FY	(1.26)	0.36	0.62

股价走势图 (\$)



Hunter Diamond, CFA

research@diamondequityresearch.com

投资亮点

- 多样化可扩展的技术平台构架，实现多样化的课程设置**—量子之歌于 2019 年 7 月推出了其旗舰在线金融学习服务系统启牛学堂，开启了其旅程。公司很早就获得了巨大的关注，使其成为中国最大的成人在线金融知识平台。随后，公司于 2020 年 2 月推出了以企业为中心的服务，并分别于 2021 年 8 月和 2022 年 6 月推出了讲真和千尺学堂，作为公司其他个人兴趣课程的一部分。基于其在金融知识教育方面的初步成功，通过扩大成人学习者技术平台的范围，公司构建了“真正”多元化的产品，使其能够扩大规模，增加收入来源，并减少对单一细分市场的依赖。
- 稳健的 KPI，凸显有效的战略布局**—量子之歌充分利用其在技术和教育内容方面的核心优势，制定了多方面的增长战略。该战略的重点是根据经过验证的客户需求 and 优质人力资本不断丰富课程内容，提高学习者的参与度和留存率，并通过使用数据驱动的营销方法扩大用户群。此外，公司还大力投资构建专有技术和数据分析系统，以优化学习者体验和运营效率。这些努力反映在公司的运营指标和财务数据中。截至 2023 年 6 月，注册用户总数从 2021 年 6 月的 1700 万增长到 2023 年 6 月的 9430 万，而付费学习者人数从 2021 年的 80 万稳定增长到 2022 年的 110 万。此外，公司还将其成功的业务模式拓展到其他平台，并通过提供企业服务实现多元化。企业服务收入从 2021 年的 1.4431 亿元人民币强劲增长至 2023 年的 3.409 亿元人民币。最后，公司正在着眼于海外扩张，并考虑通过投资或收购等形式进行战略合作，以扩大其市场份额。近期，公司宣布收购在线语言教育平台 Kelly's Education，进军直播电商领域，进一步推动长期增长。
- 终身学习和成人教育的需求**—中国经济和技术的快速发展刺激了对终身学习和成人教育的日益增长的需求，成为经济发展的必然要求。在自动化和数字化进步以及劳动人口老龄化的推动下，持续提升技能和再培训的需求从未如此强烈。中国由来已久的观念进一步加强了这种紧迫性，这种观念认为教育是一项全面的、终身的事业，这一观点在最近的调查中得到了公众舆论的一致支持。在一个高度重视个人成长、职场竞争能力和与时俱进的教育的社会中，成人学习计划和个人的发展对于持续的职业道路规划和国家的整体经济活力至关重要。
- 碎片化、快速增长的市场中的领导者**—量子之歌在中国碎片化但快速扩张的成人个人兴趣学习市场中占据了主导地位。在竞争者众多的市场中，量子之歌已连续两年保持领先地位。成人个人兴趣学习市场在 2022 年产生收入 1,535 亿元人民币，预计 2022 年至 2027 年复合年增长率为 14.1%。虽然量子之歌主要专注于个人细分市场，但企业服务细分市场也有蓬勃发展的潜力，企业越来越多地投资于员工的专业发展计划。量子之歌不断增长的品牌认知度和客户忠诚度使其能够利用交叉销售和追加销售机会，成为其它第三方进入该市场的潜在障碍。
- 估值**—结合贴现现金流分析和可比公司分析方法，假设 13.0% 贴现率、1.5% 终端增长率和 1.95 倍企业价值/销售额倍数，在公司策略成功贯彻执行的情况下，每股估值在 10.75 美元。

公司描述

量子之歌集团有限公司成立于 2019 年，总部位于北京，为中国的成人学习者提供各种在线课程，为企业提供服务。旗下教育品牌包括启牛、讲真、千尺。

公司概况

量子之歌集团有限公司是中国成人在线学习领域的重量级选手，特别注重个人兴趣课程。根据 Frost & Sullivan 2023 年报告，按 2022 年¹ 总收入计算，公司将成为中国最大的在线个人成人学习服务和兴趣学习提供商。公司的产品组合多元化，同时满足个人学习者和企业的需求。针对成人个人学习者，量子之歌提供了多个品牌的大量在线课程，包括启牛、讲真和千尺。这些课程涵盖广泛的主题，从金融知识到生活方式和爱好。此外，公司还将营销服务延伸至金融中介企业，并提供企业人才管理服务，包括针对内部员工管理的在线人才评估、培训和学习解决方案。近期，公司宣布收购在线语言教育平台 Kelly's Education，进军直播电商领域，进一步推动长期增长。

按收入计算，量子之歌是中国在线成人学习市场和中国成人个人兴趣学习市场最大的学习服务提供商

截至 2023 年 6 月，量子之歌已积累约 9430 万注册用户，相较 2021 年 6 月 30 日的 1,700 万大幅增加。这一增长反映在公司的财务数据中，截至 2021 年 6 月和 2023 年的财年总收入为分别为人民币 1759.9 百万元和人民币 3081.4 百万元。截至 2022 年 6 月 30 日的财年，公司的付费学习用户增长了 37.5%，达到 110 万人。量子之歌成功的基石在于其技术能力，该能力已深度融入业务运营的各个方面。从内容开发、直播到智能学习工具包和客户参与，公司不断投资于其专有技术。这使得量子之歌能够收集实时商业信息，从而提高课程质量、学习者体验和销售转化率。

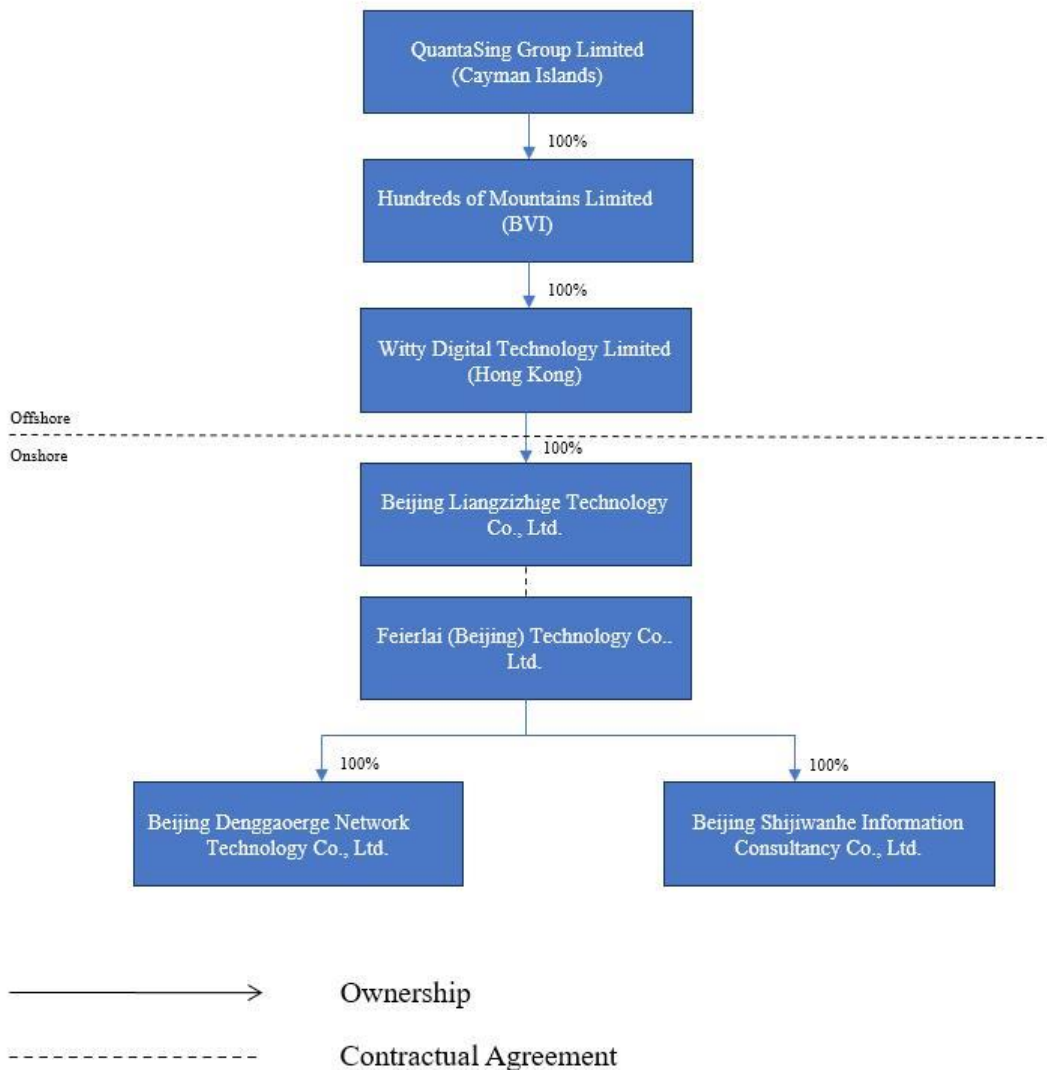
量子之歌将其市场成功归功于多方面竞争优势，包括可扩展的业务模式、强大的技术构架以及兼具远见和创业精神的管理团队。展望未来，量子之歌的目标是利用中国成人教育市场在线学习的增长趋势，根据 Frost & Sullivan 的数据，预计 2022 年至 2027 年复合年增长率将达到 12.6%。公司制定了扩大用户群、丰富课程内容、开发企业服务以及投资技术和人才以推动未来增长等战略。通过将创新课程、先进技术和战略业务计划相结合，公司已做好充分准备来抓住中国乃至全球范围内的未来市场机会。

企业结构

量子之歌集团有限公司是一家在开曼群岛注册成立的豁免有限责任公司。尽管公司注册于开曼群岛，但其主要业务活动通过其外商独资企业北京量子之歌在中国开展。在中国的监管环境下公司采用了可变利益实体（VIE）结构。这其中涉及与中国实体北京菲尔莱及其相应股东的合同协议。

¹<https://www.frostchina.com/content/insight/detail?id=64f7de68f1a64bed3e12e3dc>

量子之歌最初是大型企业维特网络有限公司 (Witty Network Limited) 的一部分，于 2022 年 5 月被分拆并重组，以将重点集中在在线学习服务。这一战略举措也为此后的首次公开募股 (IPO) 奠定了基础。量子之歌集团有限公司旗下新设立的 VIE 架构通过一系列合同协议搭建。这些合同从会计层面而言使 量子之歌成为主要受益人，从而可以合并 VIE 的财务业绩。它们还允许公司获取 VIE 产生的大部分经济收益，并在中华人民共和国 (PRC) 法律允许的情况下提供独家选择权来购买 VIE 全部或部分股权。下图详细介绍了简化的公司结构，包括主要子公司和附属实体。



图表 1：量子之歌公司结构 资料来源：公司文件

课程设置多元化，影响力广泛

在线上教育领域，公司通过多元化的产品组合为广大的学习者提供服务的能力成为其竞争优势。



公司采用双边业务模式运营，既提供在线课程给个人成年学习者，又给企业提供服务

图表 2：量子之歌的品牌 资料来源：投资者宣传材料

产品介绍：双边业务模式

公司采用双边业务模式运营，为个人成人学习者提供在线课程和给企业提供服务，包括营销和人才管理解决方案。这个充满活力的生态系统围绕学习平台不断发展，使公司能够成为双边业务模式提供商。



Exhibit 3: QuantaSing's Product Offerings. Source: Company Filings

图表 3：量子之歌的产品供应 资料来源：公司文件

启牛：金融知识的旗舰产品

启牛的首要任务是缩小中国明显的金融知识差距。根据 Frost & Sullivan 报告，截至 2021 年，中国的金融知识普及率仅为 28%。与美国（57%）和英国（67%）等更成熟的经济体相比，这一数字相形见绌。启牛敏锐的察觉到这一潜在需求，提供从入门到高级的一系列金融知识课程。

- 用户指标证明了启牛的价值

从 2021 年 6 月到 2022 年 11 月，该品牌的注册用户群从 1700 万扩大到约 5970 万。同期，该品牌的付费学习者也从 80 万增长到 100 万。这些数据令人信服地证明了启牛强大的价值及其与目标人群的共鸣。

- 课程设置：渐进式学习途径

启牛的课程经过精心设计，提供循序渐进的学习途径。入门课程提供对财务规划和股票、债券和共同基金等常见金融产品的基本了解。中级课程扩展了入门课程涵盖的主题，但提供了详细的解释和应用场景。高级课程更深入地探讨技术分析和家庭资产配置等复杂领域。

截至 2022 年 11 月，公司最大的品牌启牛拥有约 5970 万注册用户，而截至 2021 年 6 月，该数字为 1700 万

讲真和千尺：迎合不断发展的生活方式

作为公司多元化战略的一部分，讲真和千尺学堂分别于 2021 年 8 月和 2022 年 6 月推出。这些品牌提供的课程符合不断变化的生活方式需求，从短视频制作到身体的健康和生命的福祉。

- 快速的用户积累：市场接受度的标志

数字很能说明问题：从推出到 2022 年 11 月，这些品牌在短时间内总共聚集了约 1540 万注册用户和 10 万付费学习者。这些指标不仅印证了产品的成功推出，而且表明了市场对这些新教育类别的高度接受。

- 课程：多样性

讲真和千尺拥有广泛的课程，可以满足不同的个人兴趣。这些包括：

1. 短视频制作课程：针对自由职业者和业余爱好者，这些课程涵盖视频内容创作和编辑的各个方面。
2. 个人健康：专注于生命福祉与健康的管理，提供日常生活实用技巧。
3. 钢琴、中国绘画等兴趣爱好：这些课程提供从初级到高级的系统学习路径。

讲真和千尺的成立是公司多元化战略的一部分。这些品牌提供的课程符合不断变化的生活方式需求



Exhibit 4: JiangZhen and QianChi Course Catalogue. Source: Company Filings

图表 4：讲真和千尺课程 资料来源：公司文件

启牛、讲真和千尺的强劲增长和多样化的课程设置展示了公司了解市场需求并相应调整其产品的能力。这三个品牌共同构成了强大的三位一体，满足多方面的教育需求，同时也推动巨大的商业价值。

企业服务：协同效应及可扩展性

商业模式中的企业服务板块作为公司战略的延伸，利用了现有强大的用户基础和技术构架。在这一板块，公司业务分为三个主要领域：营销服务、企业人才管理服务以及企业技术和运营支持服务。

- **营销服务：金融中介机构与学习者的双赢** – 营销服务于 2020 年 2 月推出，旨在金融中介企业与广大学习者群体之间建立有意义的联系。相关企业主要包括优质证券经纪公司、保险、基金等机构。通过将这些企业与学习者相匹配，公司不仅实现了收入来源多元化，还为其教育产品增添了宝贵的实用性。这是一个教育与应用相结合的生态系统。

收入模式 – 这里的收入模式主要是基于线索推荐费，这些费用从金融中介企业收取。费用根据所带来的潜在客户的质量和数量来计算，是一个和业务绩效挂钩的可扩展的收入渠道。

- **企业人才管理服务：人力资源的数字化转型** – 2022 年 6 月，服务组合增加了一项重要补充就是企业人才管理服务。公司利用现有的技术构架，提供定制的在线课程和评估机制，旨在满足企业客户的人才管理需求。该服务融合了人才评估、培训和内部员工管理，所有这些都通过智能在线平台实现。

定制和分析 – 该服务的与众不同之处在于其高水平的定制化设计。企业可以收到自动生成的报告，详细说明员工的学习进度和评估表现。这种精细的分析可以作为人力资源部门动态调整人才战略的有力工具。

- **企业技术和运营支持服务：**公司还为旨在为寻求构建或优化其专有在线学习平台的企业提供服务。公司目前正在与中国一家知名媒体集团进行试点项目，这证明了公司对其卓越运营和技术的信心。这里的可扩展性潜力是巨大的。对于已经建成的强大的技术构架而言，每个新加入的企业实质上都是“即插即用”模式。

总之，企业服务部门在战略上与公司对个人学习的核心关注是一致的。它通过引入吸引企业客户的服务来扩展收入模式，同时还利用教育内容提供更全面的产品。这种双模式有助于公司实现收入来源多元化，并提高其教育课程的整体效用，从而增加集团的价值。

量子之歌通过推出吸引企业客户的服务来扩展收入模式

创新学习之旅：技术与教学法相遇

• “双导师”模式

“双导师”模式是教育技术领域的颠覆性创新。它允许首席导师通过直播为大班授课，而班主任导师则管理较小的小组以提供个性化的关注。事实证明，该模式在增强用户粘性方面极其有效，可同时连接超过 100,000 名学习者。

事实证明，双导师模式在增强用户粘性方面极为有效，可同时连接超过 10 万名学习者



图表 5：量子之歌的双导师模式 资料来源：公司文件

• 基于社区的训练营：精品课程

对于精品课程，公司采用基于社区的训练营模式。这包括三个组成部分：训练营社区、预先录制的讲座和幻灯片讲解。这种方法不仅标准化了课程内容，还允许学习者定制他们的学习进度，从而提高学习效率。

公司还为需要集中注意力的精品课程提供定制学习方法

• 直播授课、一对一辅导模式：定制化学习方式

为了提供更加个性化的学习体验，公司通过现场讲座、一对一辅导模式提供特定的精品课程。这种教学方法在需要集中注意力的专业科目中尤其明显，例如钢琴课程。该模式允许实时调整教学节奏和内容，有效地根据每个学生的个人进度定制学习进度。

可扩展的“人力和数据”驱动的平台可以最大限度地提高用户参与度并提升学习机会

在线教育的竞争格局中，最关键的差异化因素之一是人才。量子之歌非常重视招聘和培训教师队伍，这一战略对其成功和行业地位做出了重大贡献。

讲师：行业资深人士和主题专家

公司的讲师不仅仅是学者，他们也是经验丰富的专业人士，拥有丰富的行业经验和相关证书。招聘过程严格且有条理，确保只选择那些能够将理论知识应用于实践的人。这不仅是最优操作，也是战略要务，因为它提升了学习体验并为学生提供了切实可行的见解。公司已成功地将其讲师转变为竞争优势，这是未来增长预测中不应低估的因素。

课外导师：对于学习者的参与和课程完成至关重要

对教育矩阵同样重要的是课外导师，他们经过严格培训，以保持较高的学习者参与度，这是与学习者满意度成正比的关键绩效指标，进而与营收成正比。这些导师接受严格的培训，并根据课程完成率、学习者满意度和留存指标等多个关键绩效指标不断评估他们的表现。对课外导师的投资不仅可以增强学习者的体验，还可以通过追加销售和交叉销售来增加营收的额外途径。

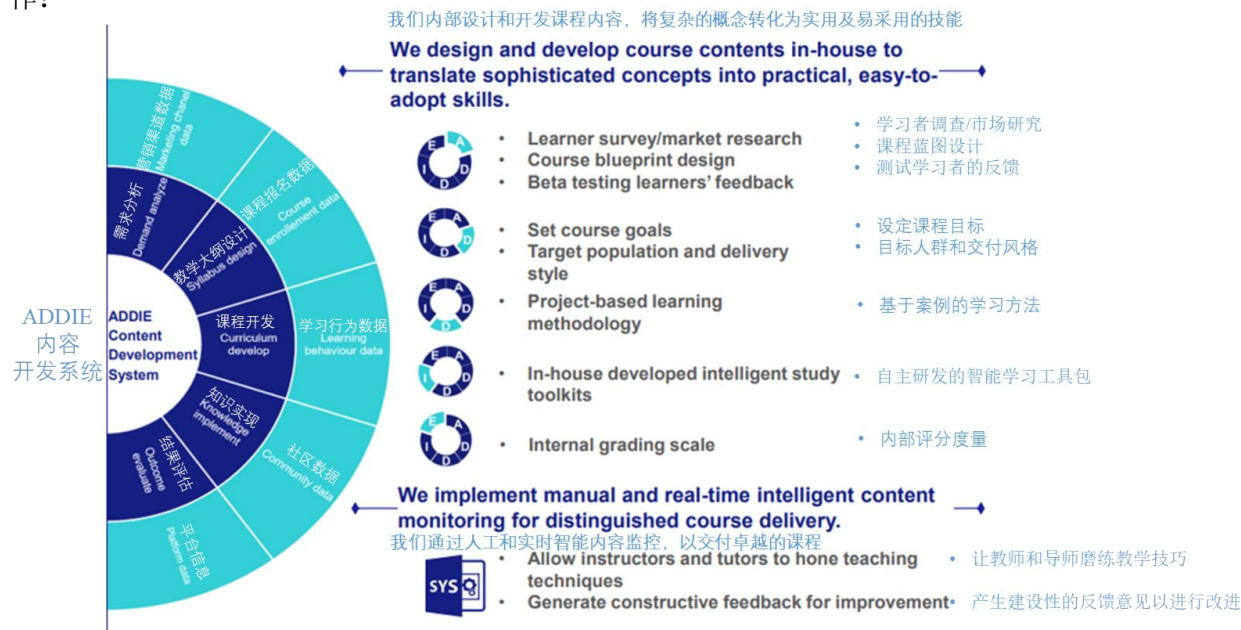
量子之歌非常重视招聘和培训教师人员，这一战略对其成功和行业地位做出了重大贡献

总之，公司的人力资本战略是其价值不可或缺的一部分，在竞争激烈的市场中发挥着显著的差异化优势。对讲师和导师的关注创造了一个有力的教育环境，不仅可以吸引新学习者，还可以提高留存率。这种多方面的人力资本的方案是公司长期生存能力的一个引人注目的方面，应受到潜在投资者的密切关注。

内容开发和监测 - 内部开发与部分外部合作

公司主要在内部进行内容开发，将复杂的理论转化为务实、可操作的技能。凭借不断开发的标准化教育资源专有数据库，公司根据学习者的反馈和内部分析工具收集的见解不断完善其课程材料。公司也会有选择地和第三方学习服务提供商在新课程市场测试方面合作，但重点仍然是依靠内部的专业知识。

公司采用 ADDIE（分析、设计、开发、实施、评估）模型来战略性地构建其内容开发工作：



图表 6：量子之歌的内容开发系统。 来源：投资者展示材料

- 分析：利用学习者调查和市场研究的数据，评估对潜在课程的需求，并将结果整合到用于 Beta 测试的综合课程蓝图中。
- 设计：课程是标准化的，每门课程都提供明确的教学大纲，旨在实现与目标人群一致的特定教育成果。
- 开发：课程设计为体验式，利用基于案例的学习方法来培养敏锐的思维。每节课通常都有多个案例研究，以提高学习者的参与度。
- 实施：公司采用相关示例和直观比喻来促进复杂主题的理解，并通过其内部智能学习工具包进一步帮助理解。
- 评估：在考虑课程定位和内容质量等各种指标的内部评分系统的指导下，不断完善课程材料。

公司根据学习者的反馈和从内部分析工具收集的数据不断完善其课程材料

内容开发的技术杠杆和人才库

根据 Frost & Sullivan 报告，自 2020 年 3 月以来，公司一直是采用人工智能驱动的内容开发流程的先行者，并定位为在线成人学习领域的领导者。内容开发团队的技能互补且多元化，从具有金融和投资背景的专业人士到在线培训和课程开发方面拥有丰富经验的人员。讲真和千尺的导师也带来了他们开发个人兴趣课程的专业知识。他们不仅仅是导师，更是各自领域的有丰富经验的实践者。凭借深厚的专业知识，他们超越了教科书知识，提供了细致入微的现实世界视角，将课程从单纯的学术追求提升为实践学习体验。

内容开发团队拥有多元化和协同的技能，涵盖了从金融专业知识到在线教育等领域

内容监测：确保质量和合规

教育环境的质量被认为对于公司的声誉和长期生存能力至关重要。这些课程专为满足大众市场需求和实际应用而定制。公司一直积极征求学习者的课后反馈并将其纳入未来的内容修订中。此外，公司还进行持续的竞争性分析，以确保其提供的课程保持最新和合规。为此，公司部署了多层内容监测：

- 人工监测：助教积极参与实时课程，以监控内容并确保遵守既定准则，从而保证学习体验的合规和质量。
- 实时智能监测：公司采用数据分析工具进行自动实时监控，以检测和减少实时课程期间任何不合规的学习者行为或不当评论。

技术和安全构架：在线教育的可扩展和安全的基石

公司运营多个在线学习平台“启牛”、“讲真”和“千尺”，每个平台都有独特的价值主张和内容侧重。这些平台可通过手机应用程序访问，并集成在微信生态中，成为用户管理和参与的重要组成部分。例如，启牛就包含了一个专门的功能“启牛圈”，旨在促进专家和学习者之间的持续学习和互动。

公司采用强有力的法律手段来保护其知识产权（IP）资产。这包括利用版权法和视听录音权来保护其精品课程的知识产权内容，以及利用软件版权机制来保护其技术平台。所有劳动合同都指明员工在履行专业职责过程中产生的知识产权明确归公司所有。该条款可以作为防止潜在盗用的额外保护。另外公司拥有在中国注册的大量知识产权。其中包括 5 项专利、82 个域名、170 项版权（其中 31 项和软件相关）和 245 个商标。值得注意的是，这些商标包括与其核心品牌相关的商标，即“启牛”、“讲真”和“千尺”。

公司在中国拥有重要的知识产权组合，包括 5 项专利、82 个域名、170 项版权和 245 个商标

Proprietary tech-sys	Strength	Key features
Livestreaming System	Steady and reliable Streaming service	- Flexible Microservice Architecture - Diversified Content Delivery Network - Https Secure Transmission Protocol - Gateway Dynamic Routing
Intelligent Study Toolkits	Strong learner engagement	- More than 50 hands-on intelligent tools - Toolkits allow learners to apply knowledge
Business Intelligent System	Monitor and evaluate key performance indicators	- Intelligent marketing system - Intelligent interactive system - Intelligent content development system - Intelligent content monitoring system
Business Operation	Strengthen understanding of users and optimize operations	- Customer Acquisition - Customer Retention - Course Content - Cost Control

图表 7：量子之歌的内容开发系统 资料来源：投资者介绍

核心技术构架：卓越运营的支柱

技术是公司可扩展业务模式的基石。公司强大的技术能力不仅增强了用户体验，还优化了课程交付和运营效率。截至 2022 年 11 月底，公司拥有研发人员 309 人，体现了公司对技术创新的承诺。

数据分析是该集团运营的核心。它采用自动化工具来收集和分析各个用户接触点（从获取到参与）的数据。这种数据驱动的方法产生可以实际运用的建议，并快速集成到业务运营中，从而实现运营改进和效率提升。

- 智能营销系统：先进的分析工具可优化用户获取和参与度，简化转化路径并提高跨渠道转化效率。
- 智能交互系统：通过集成基于文本和视听的组件，公司专有的广播技术可以增强现场会议的参与人数和参与度。
- 智能内容开发系统：现场会议期间的实时分析有助于微调提交的内容，并提供有关用户参与度的即时反馈
- 智能内容监控系统：深度学习和自然语言处理技术增强了公司的实时内容监控能力，降低了用户发出不当内容的风险。

直播：高容量和安全传输

公司的直播技术建立在灵活的微服务架构之上，可为多达 100,000 个用户同时提供可扩展性和高质量视频流。高级安全协议（包括 HTTPS 和实时身份验证）可增强系统抵御潜在威胁的能力。公司聘请位于中国的第三方云服务来托管其网络构架。IT 部门非常重视可靠性，会进行 24/7 监控以确保最佳性能并快速响应任何问题。

用户获取、定价和收入渠道

公司主要通过行之有效的营销策略来面向个人学习者，该策略利用中国的手机和其他数字渠道，重点关注主要社交媒体平台。此外，公司认识到良好口碑对其客户获取的有重要贡献，并将其归因于其高质量的课程和良好的学习者体验。

公司精心设计了一套销售流程，其特点是一系列相互关联的步骤，旨在扩大付费学习者群体。它战略性地将其营销材料与个人金融技能的潜在需求结合起来，随后通过直播入门课程吸引潜在客户。这些营销材料的设计和 content 都是根据其所在的社交媒体平台的具体特征量身定制的，从而提高了营销效率。通过各种营销渠道上突出显示的直接注册选项，潜在客户可以进入销售流程。这些入门课程通常包括初学者讲座，旨在让学习者熟悉主题，同时提供模拟的正式学习体验。这种方法有助于设定学习者对公司更广泛的课程产品的质量和性质的期望。

公司通过有针对性的数字和社交媒体活动有效地吸引学习者，并通过口碑推荐的高质量课程进一步扩大影响力

定价和收入策略

公司采用分层定价策略，因其简单而有效的方法而值得投资者关注。入门课程通常免费或象征性收费，截至 2022 年 11 月 30 日一般不超过 9.9 元人民币。这种较低的初始成本可以作为用户获取工具，将大量受众引入公司的教育生态系统。

一旦用户参与其中，追加销售精品课程的机会就成为收入增长的可行途径。这些精品课程的价格在 1980 元至 3699 元之间，提供一系列更专业的内容和学习体验。定价模型旨在平衡市场准入和创收。通过提供低成本的入门课程，公司可以有效地吸引广泛的用户群，包括那些最初不愿意或无法接受更高价格课程的用户。



公司采用分层定价策略，以低价的入门课程作为用户获取手段，并通过追加销售来推销高级课程。

图表 8：量子之歌的客户获取漏斗 资料来源：投资者介绍材料

从投资的角度来看，这种定价模型旨在优化客户获取及提升其终身价值。公司利用其高质量的内容和教学人员的专业知识，将相当比例的初始用户转化为其精品课程的客户。

总而言之，公司的定价策略应该是一种经过深思熟虑的方法，旨在实现稳定的收入增长，同时保持市场覆盖率。它有效地降低了客户获取的初始成本，并寻求长期收入最大化。这是投资者在评估公司财务可持续性和增长潜力时需要考虑的一个关键方面。

增长战略：精心策划面向未来的蓝图

随着公司面临日益激烈的竞争，明确的增长战略对于可长期的可持续的成功至关重要。量子之歌的目标是将自己定位于技术实力、教育质量和市场响应能力的结合体。下面，我们将深入探讨公司为实现其远大的目标而提出的多方面增长计划。这些战略共同构成了一个全面的蓝图，旨在扩大运营规模、实现收入来源多元化并提升利益相关者价值。

- **用户群和学习者参与度：数据驱动的个性化**

量子之歌增长战略的核心是扩大用户群以及提高学习者的参与度。公司旨在进军新兴的大众市场，瞄准那些对基础金融知识和其他专业技能有强烈需求的个人。数字和实体两条渠道的先进的数据驱动的营销举措对于获取和留住用户至关重要。此外，公司致力于提高课程质量，从而通过互动和定制的学习体验来提高用户参与度。

- **课程开发：符合市场需求的课程**

公司采取积极主动的方式扩展课程，重点关注已证实的市场需求领域。通过调查、客户访谈和竞争分析等广泛的市场研究方法，量子之歌旨在确定具有高影响力的主题。秉承“做大”的理念，新课程经过战略性设计，旨在吸引广泛的受众并提高运营效率。此外，将采用多品牌在线平台策略，通过建立独特的品牌资产来实现有机增长。

- **企业服务：交叉销售和 SaaS 计划**

量子之歌积极发展企业服务以创造协同效应。在启牛平台成功的基础上，公司计划将其业务模式复制到其他平台，包括讲真和千尺。此外，公司还涉足软件即服务（SaaS）领域，提供企业人才管理解决方案。截至 2023 年，和中国一家领先媒体的试点计划正在进行中，以测试这些 SaaS 计划的有效性。

量子之歌的增长战略主要瞄准用户扩展、符合市场的课程、企业服务、数据分析、专业人才和全球影响力，以确保可持续增长

- **技术投资：利用数据分析**

公司非常重视技术进步，特别是在数据分析方面。专有技术可以对学习的进程进行细致的跟踪，从而为产品开发提供信息。对直播技术和互动课堂功能的投资也即将到来。对系统安全性的关注将确保平台可靠性，这是公司规模扩大的关键因素。

- **人力资本：培养专业人才**

公司致力于吸引合格的讲师，特别是那些具有专门行业资格的讲师。这将通过横向聘用经验丰富的讲师和系统的内部培训计划来实现。例如，金融知识课程的讲师通常会拥有相关行业认证，例如证券和基金从业证书。

• 全球扩张和战略合作伙伴关系

量子之歌旨在将业务拓展至全球，寻求海外商机。这包括可能向外国企业出口其平台技术。公司还对符合其长期增长目标的战略合作伙伴进行合作、投资或收购持开放态度。

公司稳健的财务状况，包括 9.3 亿元人民币的大量现金和短期投资储备以及极低的债务，可以支持公司的扩张。公司最近宣布收购香港 3-15 岁儿童在线语言学习平台 Kelly's Education，实现战略飞跃。此次收购不仅标志着量子之歌进军全球在线教育市场，也标志着公司进军语言学习领域。收购后，Kelly's Education 将作为 量子之歌的全资子公司运营。公司还计划扩大香港在线教育（HKOE）的覆盖范围，该品牌最初由 Kelly's Education 开发，为儿童提供价格实惠的高质量英语课程。

此次收购是 量子之歌的一项战略举措，旨在扩大其教育产品组合。对于专注于金融知识和终身学习的现有平台是一个补充，也形成了一个可以推动交叉销售机会的综合生态系统。此外，量子之歌还计划推出中文学习等新课程，旨在吸引更多广泛的年龄段人群。总体而言，此次收购为 量子之歌的全球扩张、收入多元化和教育服务增强奠定了坚实的基础。

总而言之，量子之歌的增长战略是全面的，针对业务的多个方面，从用户获取到全球扩张。这种全面的方法旨在利用现有优势，同时使公司实现可持续的长期增长。

量子之歌旨在通过战略合作包括投资或收购进行扩张，以扩大其市场份额

在细分市场保持领先并持续占据主导地位

在中国这个以快速技术进步和社会进步而闻名的国家，一场悄然的革命正在发生：终身学习的兴起。在传统和现代要求的融合推动下，教育不再被视为以取得学位或文凭即结束的阶段，而是一种整体方法，是一项持续的、终生的努力。中国青年报 2020 年底的一项调查显示，97%的受访者认可终身学习的理念，97.6%的受访者强调终身学习对个人成长的重要性²。他们列举了自我提升、职场竞争力以及了解当前发展等好处。

随着终身学习的强烈愿望，中国人对不断学习的需求也越来越大。这个世界第二大经济体在过去几十年里迅速崛起，GDP、人均收入和劳动生产率成倍增长。这是由农业到城市就业的大规模人口迁移、相当大比例的年轻人口以及工业化浪潮而实现的。随着技术、自动化和数字化的重大创新以及劳动年龄人口的老龄化，中国经济正在经历快速变革。迫切需要对劳动力进行再培训和技能提升。因此，提供针对特定职业的培训和个人发展课程的成人学习计划不仅有益，而且对于个人职业规划和中国经济的持续活力至关重要。这些因素的融合导致了与传统框架不同的成人学习计划的需求不断增长。

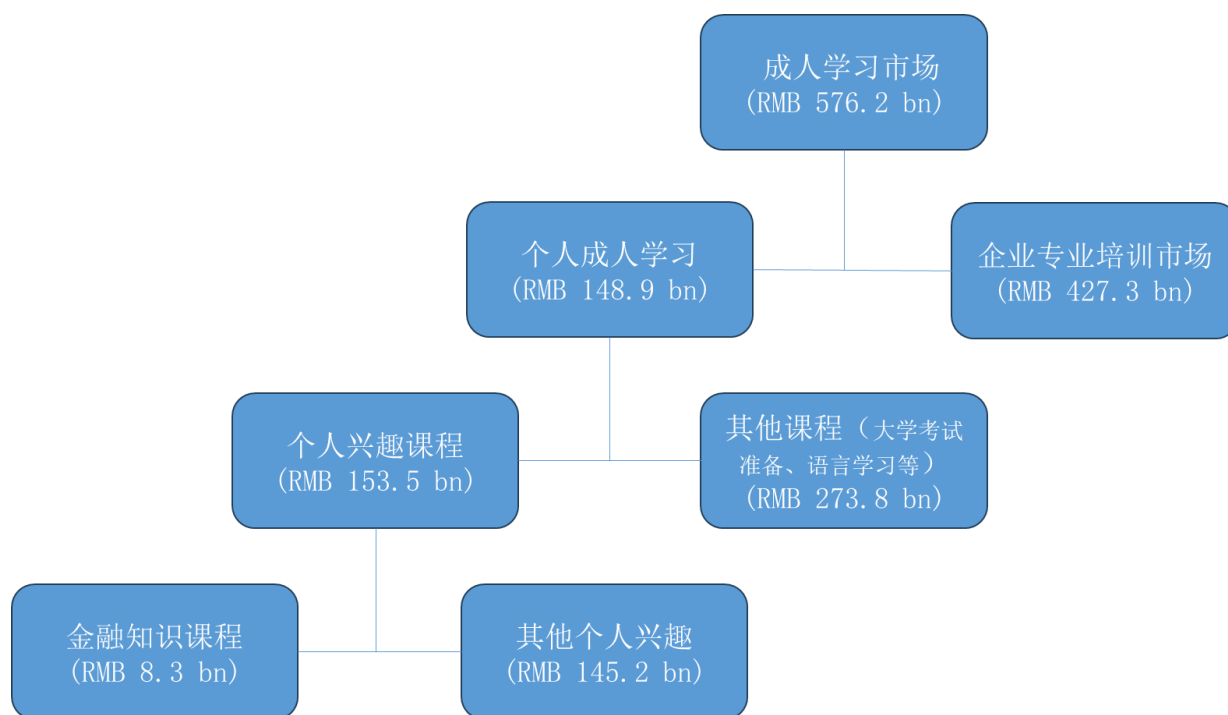
经济快速增长、技术创新和劳动力老龄化推动了中国不断增长的终身学习需求，迫切需要重新培训和提升技能

成人学习超出了为准备获得教育监管机构授予的学位或文凭而提供的标准课程；相反，它包括获取知识或技能、针对任何工作情况的专业培训以及旨在提高个人能力和福祉的个人发展课程。无论是学习新的编程语言、掌握项目管理技术，还是探索艺术史或正念等丰富主题，成人学习在促进专业进步和个人成长方面都发挥着多方面的作用。就收入而言，广泛教育市场的这一细分市场历来保持健康的增长率。中国成人学习在线市场规模从 2018 年的 586 亿元人民币增长到 2022 年的 1435 亿元人民币，复合年增长率为 25.1%，而线下成人学习市场从 2017 年的 3743 亿元人民币增长到 2022 年的 4327 亿元人民币。复合年增长率为 3.7%。预计线上和线下业务都将扩大，到 2027 年年收入将分别达到 3250 亿元和 7182 亿元。

满足个人与企业的需求

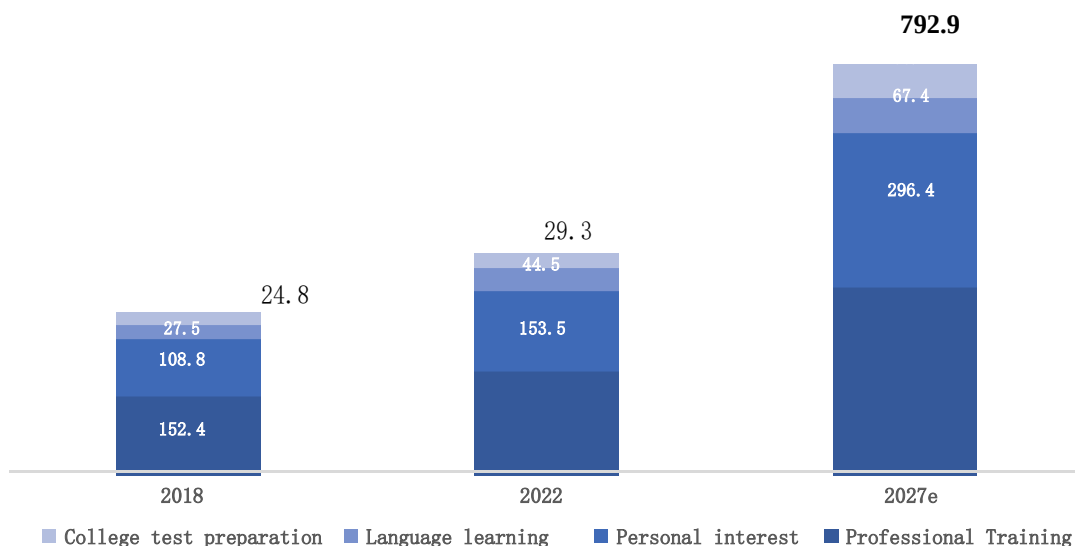
中国成人学习服务的主要用户包括个人和企业实体。个人通常寻求个人发展、职业培训和语言能力课程，而企业主要投资于专业培训项目以提高员工技能。

²CHINA'S LIFELONG LEARNING POLICIES, LIM Tai Wei, EAI Background Brief No. 1584



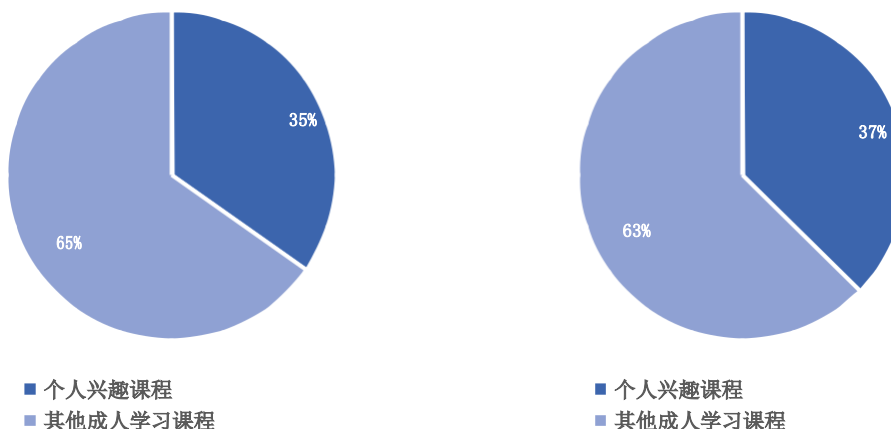
图表 9：按课程类型和 2022 年市场规模划分的成人学习市场细分 资料来源：公司文件、Frost & Sullivan、Diamond Equity Research

中国的个人成人学习市场可大致分为个人兴趣课程、专业培训、大学考试准备和语言学习。2018 年，这些细分市场产生的总收入达人民币 3135 亿元，复合年增长率为 8.0%，到 2022 年达到人民币 4273 亿元。预计复合年增长率将进一步提高，到 2027 年将达到人民币 7929 亿元，复合年增长率为 13.2% 此外，按 2022 年收入计算，量子之歌是最大的个人成人学习服务提供商。成人个人兴趣学习领域是公司的主要目标市场，涵盖从金融知识、生命福祉到艺术和音乐等。该细分市场的市场收入从 2018 年的人民币 1088 亿元增至 2022 年的人民币 1535 亿元，复合年增长率为 9.0%。此外，它仍然是增长第二快的个人成人学习领域，预计复合年增长率为 14.1%，到 2027 年年收入将达到 2964 亿元人民币。个人兴趣学习的在线市场约占个人整体学习市场的 17.8%。兴趣学习市场预计到 2027 年将增至 23.2%，这意味着同期增长率将达到 20.4%。



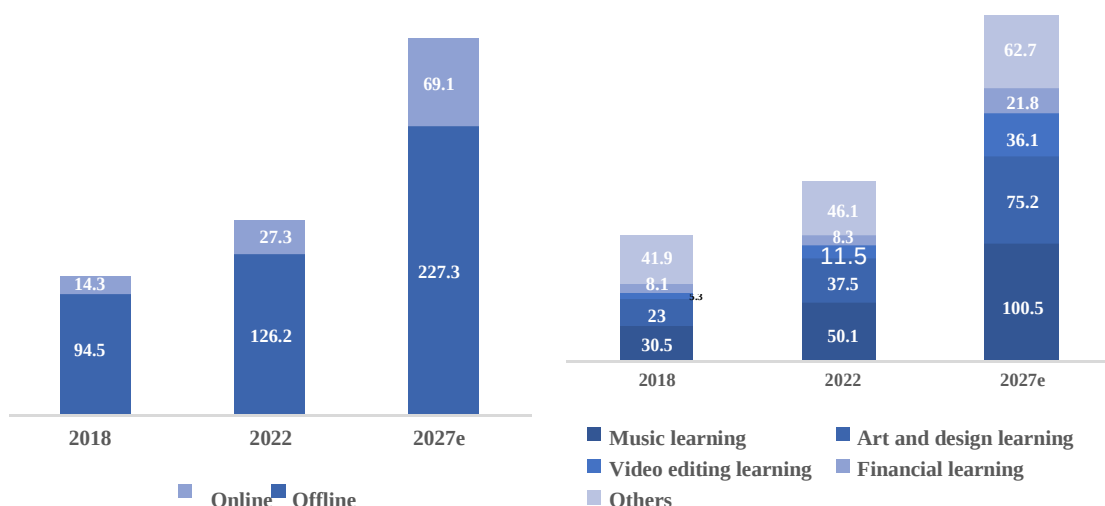
图表 10: 按课程类型划分的个人成人学习市场规模 (单位: 十亿人民币) 资料来源: Frost & Sullivan、Diamond Equity Research

预计到 2027 年, 中国成人学习市场将达到人民币 7929 亿, 其中公司的重点领域个人兴趣课程预计将以 14.1% 的复合年增长率增长, 到 2027 年将达到人民币 2964 亿



图表 11: 2018 年 (左) 与 2027 年 (右) - 个人兴趣课程市场份额 资料来源: Frost & Sullivan、Diamond Equity Research

公司的成人个人兴趣学习课程可以进一步细分为两个重点领域: 金融知识和多样化的个人兴趣。金融知识课程涵盖广泛的主题, 从股票、共同基金和房地产投资到各种保险产品, 针对资本收益、财富投资和风险管理等一系列金融目标。中国蓬勃发展的家庭财富管理市场激发了人们对这些课程的兴趣。管理的资产 (AUM) 从 2017 年的 40 万亿元人民币增长到 2021 年的 77.6 万亿元人民币, 预计到 2026 年将达到 159.1 万亿元人民币。虽然金融知识仍然是成人个人兴趣学习领域的重要组成部分, 但它仅占成人个人兴趣学习市场总量的 5.4%。其余 94.6% 的收入为其他个人兴趣课程, 预计收入为 1452 亿元人民币, 预计 2022 年至 2027 年将增长 13.6%。



图表 12: 按模式 (左) 和课程类型 (右) 划分的个人兴趣课程市场规模—单位: 十亿人民币 资料来源: Frost & Sullivan、Diamond Equity Research

中国的成人学习市场，尤其是个人兴趣课程领域，正处于强劲的增长轨道。在可支配收入增加、教育平台数字化转型以及多样化课程设置的推动下，该市场预计将大幅扩张，尤其是在线市场。重点不仅在于专业技能的提升，还在于满足不同的个人兴趣，这标志着中国人一生中教育消费方式的转变。这个不断扩大的市场反映了个人发展和终身学习的更广泛趋势，这些趋势正在全国范围内获得关注。巨大的高增长机会吸引了大量市场参与者的兴趣，从而导致行业结构碎片化。2021 年，按收入计算，前五名参与者仅占据成人个人兴趣学习市场 3.5% 的市场份额。在这一组合中，量子之歌占据主导地位，截至 2021 年占有 1.7% 的市场份额。公司在 2022 年也成功保持了收入方面的领先地位。竞争的激烈和加剧是显而易见的，没有一家公司能够占据显著的市场份额。尽管面临这些挑战，量子之歌还是在短时间内确立了主导地位，有可能创造品牌认知度和客户忠诚度，使公司能够有效利用交叉销售和追加销售机会。客户的信任和忠诚度甚至可能抵制价格战，而价格战往往是分散行业的特征。

中国企业培训市场预计将以 10.9% 的复合年增长率增长，到 2027 年将达到 250.3 亿人民币，为公司提供利润丰厚的扩张机会

除了个人成人学习之外，企业服务领域也显示出巨大的潜力和强劲的增长。企业越来越愿意为员工投资高质量、结构化的专业培训。2018 年至 2022 年，中国企业职业培训市场收入从 1194 亿元增长至 1489 亿元，年增长率为 5.7%。该市场预计将进一步扩大，预计到 2027 年将达到 2503 亿元人民币，年增长率为 10.9%。尽管公司主要专注于个人兴趣领域，但企业服务板块提供了利润丰厚的扩张机会。这不仅可以扩大公司收入来源，还可以通过成为成人学习解决方案的提供商来增强其市场地位。

推出电子商务平台拓展业务空间

量子之歌集团有限公司是中国领先的在线学习服务提供商，公司同时战略性地进军直播电子商务领域。该领域利润丰厚，在 2023 年 6 月推出仅两个月后，其 2023 年 8 月的商品总价值（GMV）达到人民币 1330 万元。公司展示了令人印象深刻的市场渗透率和运营执行力。公司最初专注于中国白酒，不仅增加了强劲的第二收入来源，而且还作为多元化战略，通过减少对其核心成人学习市场的依赖来降低风险。



图表 13：QSG 的直播电商平台 资料来源：投资者介绍材料

强劲的初始 GMV 是该平台增长潜力和市场接受度的一个令人鼓舞的指标。加上自推出以来吸引了数百万观众的积极公众反响，直播电子商务业务有望持续增长。此次进入新领域表明了巩固传统市场的同时积极探索新途径的平衡方法，这可能是创造股东价值的好兆头。

管理层概况

量子之歌集团有限公司的管理团队由一群经验丰富的高管组成，涵盖了从技术开发到财务监督等各个领域。凭借技术、财务和运营等不同业务领域的背景，他们的集体经验有助于指导公司的战略和运营目标，使其实现可持续增长。

李鹏 - 首席执行官兼董事会主席

李鹏自公司成立以来一直担任量子之歌集团有限公司的首席执行官兼董事会主席。在创立量子之歌之前，他于 2013 年 10 月至 2015 年 9 月担任北京人聚人网络科技有限公司的首席执行官。2011 年至 2013 年，他是千品网络科技有限公司的联合创始人并担任副总裁。他早期的职务包括在北京 UCWEB 互联网技术公司领导其商业运营中心，并担任百度公司（纳斯达克股票代码：BIDU）战略合作经理。他的职业生涯始于北京精业达科技有限公司担任营销经理。李先生拥有河北农业大学计算机科学与技术学士学位。

李金山 - 首席技术官兼董事

李金山自 2018 年 4 月起加入量子之歌集团有限公司，担任首席技术官，并于 2022 年 5 月晋升为董事。在加入 量子之歌之前，他曾于 2016 年在爱旅网络科技短暂担任 CTO 职务。2014 年至 2016 年，李先生在北京五车世界科技有限公司的拼车部门工作。在其职业生涯早期，李先生曾任职于人人公司，于 2011 年至 2014 年担任高级经理和技术官。2007 年至 2011 年他还曾在有道公司担任广告部产品经理。李先生于 2004 年在北京信息技术学院获得计算机科学与技术学士学位，随后于 2007 年在中国科学院计算技术研究所获得计算机应用硕士学位。

谢东 - 首席财务官兼董事

谢东于 2021 年 1 月加入量子之歌集团有限公司担任首席财务官，并于 2022 年 6 月被任命为董事。此前，他曾担任 PGadvisory 合伙人，并在 Renmai Technology Group 和 Finup Financial Technology Group 担任首席财务官。谢先生还在德勤中国的并购部门工作过，并曾任建银国际副总裁。谢先生是中国注册会计师、注册内部审计师、注册税务师，并持有中国法律职业资格。拥有南开大学经济学学士和全球经济学硕士学位，并攻读了光华管理学院和凯洛格管理学院联合培养的 EMBA 学位。他还担任中海化学有限公司独立董事兼审计委员会主席。

刘喜好 - 副总裁兼董事

刘喜好自 2020 年 4 月起担任量子之歌集团有限公司副总裁，并于 2022 年 9 月起担任董事。在加入量子之歌之前，她于 2018 年 11 月至 2019 年 12 月担任北京启萌教育科技有限公司运营副总裁。刘女士 2018 年还曾在北京果敢时代短暂领导社区运营，并于 2015 年至 2018 年担任杭州北沟科技的高级运营专家。在她的职业生涯早期，她于 2011 年至 2015 年在阿里巴巴集团及其附属公司担任过各种产品运营职位。刘女士拥有陕西科技大学管理学学士学位和厦门大学经济学硕士学位。

王春 - 副总裁

王春自 2020 年 3 月起就职于 量子之歌集团有限公司担任副总裁。在此之前，他于 2018 年 8 月至 2019 年 11 月期间担任小川出海教育科技运营副总裁。再 2014 年至 2018 年期间王先生曾担任北京果敢时代合伙人，他负责产品开发、增长计划和业务创新。在其职业生涯早期，他曾担任聚美优品国际控股的手机产品经理，并于 2010 年至 2014 年在无锡买卖宝信息技术公司担任产品管理和营销职位。

赵广飞 - 副总裁

赵广飞自 2019 年 3 月起担任量子之歌集团有限公司副总裁。在加入量子之歌之前，他于 2018 年 5 月至 2019 年 2 月期间共同创立了爱微知著网络科技并担任副总裁。2017 年 3 月至 2018 年 3 月他曾担任 369 全球网络副总裁。赵先生还曾于 2014 年至 2017 年担任北京小都信息科技有限公司的区域总监，以及于 2011 年至 2012 年担任北京网罗天下生命科技的销售总监。2008 年至 2011 年，他担任 Yusys 技术业务总监。他拥有山东工商大学管理学学士学位。

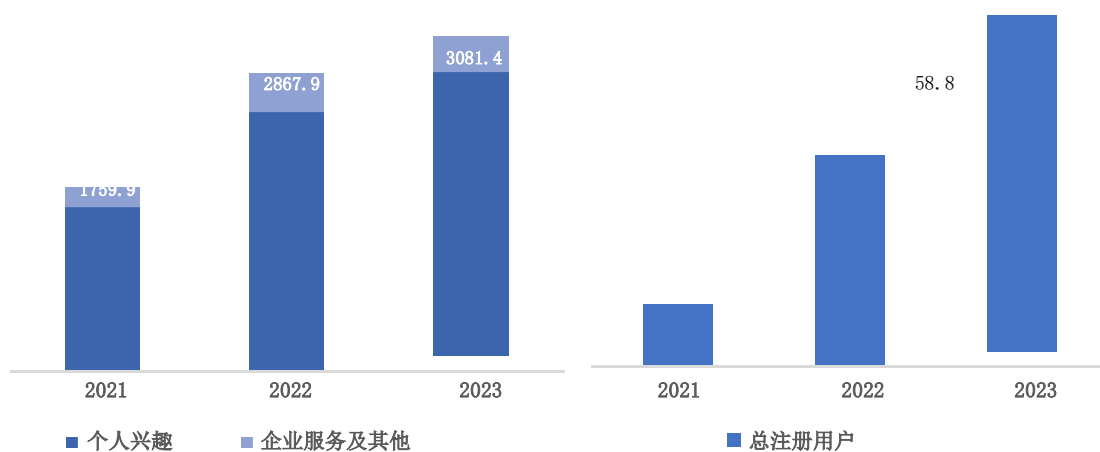
白柏 - 副总裁

白柏自 2020 年 8 月起担任量子之歌集团有限公司副总裁。他之前的经历包括担任 Finup Financial Technology Group 副总裁兼首席公共事务官，在百度的政府关系部门担任副主任，以及在北京奇虎科技有限公司从事政策研究工作。他还曾在腾讯控股有限公司从事政策制定工作，在万达集团从事业务规划工作。在其职业生涯早期，他曾担任中信国安盟固利有限公司的政府项目经理。白先生拥有内蒙古工业大学工艺设备与控制工程学士学位和中国人民大学民商法硕士学位。

财务业绩概览

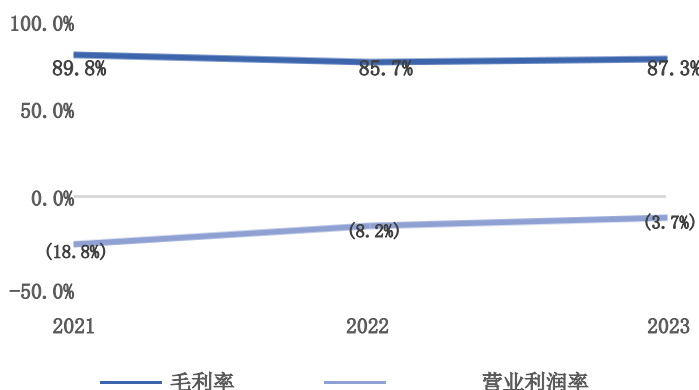
扩大的客户群、稳定的增长和不断变化的收入组合：在过去的两个财年中，量子之歌报告了强劲的收入数字，这得益于注册用户的强劲增长、重复购买率的显著提高以及金融知识教育板块之外的扩展，创造了“真正的”多元化的课程设置。公司 2021 年和 2022 年分别实现营收 17.6 亿元和 28.7 亿元，同比增长 63.07%。上一财年，营收达人民币 30.8 亿元。截至 2021 年 6 月，注册用户已从 1700 万增至 2023 年 6 月的 9430 万，而截至 2021 年 6 月和 2022 年 6 月的财年付费学习者总数分别为 80 万和 110 万。此外，公司在过去的六个季度中注册用户持续连续增长，从截至 2021 年 12 月的 3,720 万增至截至 2023 年 6 月的 9,430 万。金融知识教育产品的重复购买率从 2021 年的 29.3% 增加到 2022 年的 54.7%，进一步增强了注册用户的稳定增长。

上一财年，市场对公司金融知识课程的接受度因宏观经济形势严峻和竞争压力加大而受到负面影响，导致公司截至 2023 年 6 月财年的金融知识教育产品的收入出现负增长。不过其他个人兴趣课程以及企业服务收入的同比强劲增长完全抵消了这一影响。随着更广泛的经济形势趋于稳定，对金融知识教育产品收入的负面影响可能会逐渐消除。由于个人兴趣课程和企业服务的强劲表现，我们仍然乐观地认为，公司产品的多元化将继续缓解市场波动和激烈竞争的影响。



图表 14：收入（左）（单位：百万人民币）和注册用户（右）（单位：百万人民币） 资料来源：Diamond Equity Research

提高利润率和盈利能力：公司过去两个财年的毛利率分别为 85.7%和 87.3%。销售成本主要包括支付给教师和内容开发人员的工资和福利，用于为公司的多元化产品设计精品课程。过去两年，公司的收入构成发生了巨大变化，从主要集中于金融知识教育产品的收入，转变为如今其他个人兴趣课程和企业服务的显著贡献。这种不断变化的收入组合可能降低毛利率波动。营业费用占总收入的比例从 2021 年的 108.6%显著下降至 2022 年的 94.9%。在最近一个财年，这一比例进一步下降至 91.0%，这意味着经营杠杆的不断增加，以及公司为实现可持续的盈利能力所做的努力。此外，2023 年第四季度，销售和营销费用占收入的百分比为 69.2%，而上年同期为 84.4%。与此同时，公司的营业利润率从 2021 年的(18.8)%和 2022 年的(8.2)%提高到 2023 年的(3.7)%。



图表 15: 利润率概况 资料来源: Diamond Equity Research

财务状况稳健：截至 2023 年 6 月，公司拥有现金及现金等价物以及短期投资 93,058 万元。相比之下，总债务余额为人民币 9393 万元。公司最近在 2023 年第四季度实现盈利，实现了过去五个季度以来的首次 GAAP 盈利。此外，公司在 2021 年和 2022 年一直保持正现金流。充足的现金储备、极低的债务负担和正经营现金流表明公司的财务状况良好，同时提供了充足的财务缓冲，使得公司在运营和决策方面具有更大的灵活性。

(数据以百万为单位)	截至 6 月 30		截至 11 月 30,
	2021	2022	2022
注册用户			
金融知识	17.0	50.4	59.7
其他个人兴趣	-	8.4	15.4
总注册用户	17.0	58.8	75.1
入门课程学习者			
金融知识	11.9	24.0	28.3
其他个人兴趣	-	3.5	7.1
入门课程学习者总数	11.9	27.5	35.4
截至 6 月的财政年度			截至 11 月 30 日止五个月

	2021	2022	2023
付费学习者			
金融知识	0.8	1.0	0.4
其他个人兴趣	-	0.1	0.1
付费学习者总数	0.8	1.1	0.5

图表 16：关键绩效指标 资料来源：公司文件

年底六月 (RMB mm)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入报表					
营收	2,867.97	3,081.38	3,641.22	4,517.52	5,234.35
销售成本	(408.76)	(391.50)	(455.15)	(564.69)	(654.29)
毛利	2,459.22	2,689.88	3,186.06	3,952.83	4,580.06
营业费用	(2,694.59)	(2,803.49)	(3,135.09)	(3,844.41)	(4,428.26)
EBIT	(235.38)	(113.61)	50.98	108.42	151.80
利息收入/支出	20.30	26.64	31.15	35.09	40.22
税前利润 (PBT)	(215.08)	(86.97)	82.13	143.51	192.01
税后利润 (PAT)	(233.43)	(108.65)	61.60	107.64	144.01
流通基本股 (M)	49.27	103.95	171.51	174.95	178.44
EPS - 基本	(5.26)	(1.26)	0.36	0.62	0.81
资产负债表					
现金及现金等价物	266.43	764.28	1,103.91	1,560.05	2,083.20
其他流动资产	297.52	344.35	327.14	357.04	381.64
流动资产总额	563.95	1,108.63	1,431.05	1,917.09	2,464.84
非流动资产	39.52	114.80	120.45	127.05	134.10
总资产	603.47	1,223.43	1,551.51	2,044.14	2,598.93
短期借款	16.33	41.09	41.09	41.09	41.09
其他流动负债	696.89	903.66	935.64	1,033.32	1,113.30
流动负债总额	713.22	944.75	976.74	1,074.42	1,154.39
长期借款	6.57	52.84	52.84	52.84	52.84
其他非流动负债	8.87	0.01	0.01	0.01	0.01
负债总额	728.65	997.60	1,029.58	1,127.26	1,207.24
权益总额	(125.19)	225.83	521.92	916.87	1,391.69
负债和权益总额	603.47	1,223.43	1,551.51	2,044.14	2,598.93

图表 17：损益表概览。 来源：Diamond Equity Research

估值

量子之歌在竞争激烈但迅速扩张的成人学习领域占据主导地位，代表着一个前景广阔且估值合理的投资机会。凭借多元化的收入来源、健康的财务状况和经过验证的增长战略，公司可以利用成人学习和终身学习市场的新兴趋势。这种稳定性和增长潜力的独特结合使其对于寻求长期价值的投资者来说具有吸引力。因此，我们预计，在追加销售和交叉销售机会以及巩固其主导市场定位能力的推动下，公司的增长将在未来五年内超过个人兴趣学习市场的增长。公司的销售成本占总收入的 78.2%，占公司运营费用的很大一部分。我们预计长期销售和营销费用占公司总收入的 70.0%，而一般及管理费用和研发费用长期而言预计分别占公司总收入的 5.5%和 6.5%。此外，我们预计销货成本占公司总收入的 11.5%。

作为我们的标准估值方法，我们结合使用 DCF 和可比公司分析来对 量子之歌进行估值。我们假设贴现率或加权平均资本成本（WACC）为 13.0%，最终增长率为 1.5%，估算现金流现值。根据混合方法和上述假设，假设公司策略的成功执行，每股估值为 10.75 美元。

		方法 (in \$ mm)	价值 (USD)	权重	加权价值
计算的股权价值 (\$ mm)		DCF	\$554.48	90%	\$499.04
企业价值	439.10	GPCM	\$944.02	10%	\$94.40
- 债务	12.95	GTM	-	0%	\$0.00
+ 现金和短期投资	128.33	加权平均股权价值 (美元)			\$593.44
净债务	115.38	流通股数量			55.21
股权价值	554.48	每股内在价值			\$10.75

公司名称	股票	价格	货币	国家	市值	EV/S*
Coursera Inc.	COUR	18.39	USD	US	2,752	3.50x
中国教育集团控股有限公司	839	6.37	HKD	HK	16,253	3.80x
战略教育公司	STRA	75.48	USD	US	1,827	1.70x
建东教育控股有限公司	667	3.22	HKD	CN	7,015	1.20x
中国科培教育集团有限公司	1890	2.10	HKD	CN	4,229	3.00x
希望教育集团有限公司	1765	0.50	HKD	CN	4,071	2.20x
有道公司	DAO	4.08	HKD	CN	506	0.90x
上海新南洋唯一教育与技术公司	600661	8.56	CNY	CN	2,341	2.50x
环球技术学院有限公司	UTI	8.38	USD	US	285	1.10x
桑兰科技集团	STG	5.22	USD	CN	72	0.01x
中位数						1.95x
平均						1.99x

图表 18：估值快照 资料来源：Diamond Equity Research
(估值倍数基于 LTM 数字)

风险提示

- **中国市场的监管风险和政府影响：**量子之歌在中国的大量业务使其面临一定的法律和运营风险。中国政府对企业产生重大影响的能力，加上该国经济、政治或社会状况的潜在变化，可能会对公司的业绩产生不利影响。此外，公司注册地位于开曼群岛；将开曼群岛视为避税天堂可能会导致声誉风险、国际监管机构的审查以及税收待遇的潜在变化。
- **对吸引和留住付费学习者的依赖：**公司的财务状况在很大程度上取决于其吸引和留住愿意付费学习的学习者的能力。这受到课程质量、学习者参与度和市场竞争等因素的影响。风险包括学习者不满、竞争和监管变化。未能维持强大的付费学习者基础可能会导致成本增加和收入减少，从而影响公司的整体财务稳定性。
- **中国的监管合规和许可风险：**量子之歌在中国的在线学习和直播行业运营受到严格监管，政府强制要求特定的执照和许可。尽管公司目前持有必要的许可证，但缺乏提供某些直播课程所需的视听许可证。这会带来风险，因为只有国有或国家控制的实体才有资格获得该许可证。监管环境可能会发生变化，不合规可能会导致处罚、法律制裁或暂停运营。这些不确定性可能会对公司的业务表现和财务状况产生重大不利影响。
- **激烈的竞争可能影响市场份额和盈利能力：**量子之歌在中国在线成人学习市场面临着来自实力雄厚、资源丰富的竞争对手的激烈竞争。这类竞争涵盖课程质量、讲师专业知识和技术能力。如果未能超越竞争对手，公司可能会被迫降低课程费用或增加支出，从而导致市场份额流失和盈利能力下降。此外，无法快速适应市场趋势和学习者偏好可能会进一步加剧这些挑战。
- **网络安全和监管合规性的脆弱性：**量子之歌的业务连续性和财务稳定性本质上与其防范网络安全漏洞和适应不断变化的监管框架（尤其是在中国）的能力相关。尽管采取了强有力的安全措施，但网络攻击的风险仍然存在，并可能造成法律和声誉影响。同时，不遵守持续变化的法律可能会导致财务和运营处罚。

这份风险因素清单并不全面。如需完整名单，请参阅量子之歌的最新募集说明书和/或年度文件。

披露

Diamond Equity Research, LLC(钻石股票研究)编写并分发了本报告。本报告基于我们认为可靠的信息,包括报告的相关主题。本报告并未明示或暗示其中包含的信息是准确无误和/或全面,因此不应以此为依据。本报告中包含的所有信息如有更改,恕不另行通知。Diamond Equity Research 不是 FINRA 注册经纪商/交易商或投资顾问,不提供投资银行服务,并在披露页面上的报告发布之前遵循通常的内部交易程序。

本文件不与证券发行一起编写,也不是购买证券的要约。本报告没有考虑投资者自身的情况,也没有考虑投资者自身的偏好。本报告的阅读者应就其自身情况(包括税务)咨询专业人士。本报告中的陈述可能含有前瞻性陈述,这些陈述涉及商业、行业和宏观经济环境的许多风险因素和通常的不确定性。投资者需要意识到小盘股的高风险。

Diamond Equity Research 因编写有关量子之歌集团有限公司及其证券的研究报告而获得公司的酬劳,目的是为了补贴撰写报告和监控股票过程中的高额成本,报告中反映了 Diamond Equity Research 的研究观点。所有付款均预先收到,并按研究参与费用进行计费。截至 2023 年 10 月 4 日,发行人已为我们公司开展的研究服务(中文和英文)支付了 60,000 美元,该服务于 2023 年 8 月 9 日开始,按年计费。Diamond Equity Research 还可能会因非研究相关的服务而获得报酬,比如出席 Diamond Equity Research 投资会议、新闻稿发布和其他附加服务。非研究相关的服务费用取决于公司,但通常不超过 5,000 美元。截至 2023 年 10 月 4 日,发行人已经向我们支付 3,000 美元非研究相关服务费用(包括网上投资会议)。发行人没有义务聘请我们提供这些附加服务。此后也可能产生额外费用。

Diamond Equity Research 不是注册经纪商,不开展投资银行业务,也没有和研究报告主体公司相关的佣金分成安排。本报告中提及的相关公司的股价和交易量可能会波动,Diamond Equity Research 对这些市场本身的波动不承担任何责任。该投资的过往业绩并不代表未来表现,不保证回报,并且可能会发生本金损失。某些交易,例如涉及期货、期权和其他衍生品的交易,可能会带来巨大的风险,并不适合所有投资者。

未经明确书面许可,严禁影印、复印或以其他方式更改或分发 Diamond Equity Research 报告。该报告主要以电子方式传播,并向所有收件人提供。如有需求,可以提供更多信息。如有更多问题,请联系 Research@diamondequityresearch.com