

新东方在线(1797.HK)/教育
日臻完善, 优播进阶
评级: 买入(首次)
分析师: 范欣悦

执业证书编号: S0740517080004

Email: fanxy@r.qlzq.com.cn

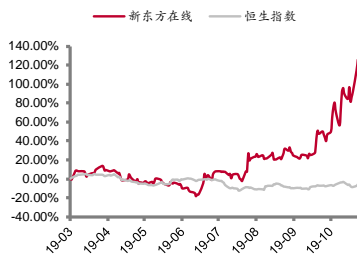
分析师: 吴张爽

执业证书编号: S0740519070005

Email: wuzs@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	938.36
流通股本(百万股)	938.36
市价(港元)	21.55
市值(百万港元)	20222
流通市值(百万港元)	20222

股价与行业-市场走势对比

公司盈利预测及估值(单位: 人民币)

指标	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入(百万元)	650	919	1239	1874	2777
增长率 yoy%	46	41	35	51	48
净利润(百万元)	91	(40)	(54)	(39)	51
增长率 yoy%	(3)	/	/	/	/
每股收益(元)	0.10	(0.04)	(0.06)	(0.04)	0.05
每股现金流量	0.71	1.80	(0.05)	0.34	0.59
净资产收益率	10	(2)	(2)	(2)	2
P/E	213	/	/	/	359
P/B	22	7	8	8	8

备注: 股价使用 2019 年 11 月 20 日收盘价, 财年截止日为 5 月 31 日, 每股收益以最新股本计算。

投资要点

- 公司成立于 2005 年, 是新东方旗下的在线教育平台, 14 年从集团分拆, 19 年 3 月港股独立上市, 9 月进入港股通。凭借新东方的品牌优势和在线教育模式迭代创新, 已成长为我国领先的综合在线教育服务供应商。FY19 总营收 9.19 亿元, 四年 CAGR 达 40%, 总付费人次达 218 万。**
- 优播模式初步跑通, 成为主要增长引擎。截至今年 5 月末优播已进驻 63 个城市, FY19 培训人次达到 23 万, 未来三年计划每年新进驻 50 个城市, 到 2022 年完成 200 家以上的地级市覆盖。网点快速拓展及前期网点培育成熟有望驱动业绩翻倍增长。(1) 率先定位三四线广阔市场。三四线城市潜在用户将近 1.4 亿人体量, 参培率仅 40%+, 且现阶段主要竞争对手尚未实现下沉, 先行者具备先发优势。(2) “线下体验店+线上直播小班课”模式, 实现低成本获客。获客成本平均每人次 16 元左右, 主要靠品牌、口碑获客, 兼有地推、进校等方式。通过特价入口班引流, 针对部分年级(如五年级、初二等)在寒暑假设置入口班, 续班率在 20%以上, 起到良好的引流效果。(3) 师资储备丰富, 教研能力强。目前教师团队约 500 人, 大多数教师在北京, 同时在武汉已建立 1 个教师培训中心(已有 100 人以上教师储备)。**
- 优播单网点模型和敏感性分析: 优播模式相比传统线下小班, 授课效果相近, 且有成本节约, 一是节省教学场地的租金, 二是提升教师周转效率, 节省教师成本; 主要增加的成本为直播平台使用费。我们认为影响单网点爬坡和利润的主要因素为续班率、班均人数、教师周转次数。经我们的测算, 优播单网点第 1~5 年收入在 60~70/260~300/570~700/890~1100/1200~1550 万元; 利润端, 拓展早期单网点开业第 5 年营业利润在 400~500 万, 而在成熟后单网点开业第 5 年营业利润在 500~600 万。**
- 投资建议: 背靠新东方集团, 天然具有品牌优势。上市后业务条线和组织架构进行调整升级, 并收购东方优播的剩余股权, 发展重心凸显。K12 业务将成为公司未来主要的增长引擎, 其中优播模式在三四线初步跑通, 未来网点、学生人次、续班率、班均人数、教师利用率提高都将助力业绩翻倍式增长。我们预计公司整体在 FY20、21 仍亏损, 在 FY22 将开始盈利, 预计 FY20 合理市值为 255 亿港元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。**
- 风险提示: 政策监管趋严带来合规、师资等方面成本的提升; 市场竞争加剧带来的获客成本提升。**

内容目录

背靠集团，业务条线调整升级.....	- 5 -
大学聚焦考研、海外备考，K12 优播模式渐露锋芒.....	- 6 -
大学业务：业务聚焦，产品升级.....	- 7 -
K12 业务：优播发力，潜力巨大.....	- 10 -
学前业务：仍处于业务拓展期，精简产品线.....	- 13 -
机构业务：发展趋稳.....	- 13 -
竞争优势：品牌、研发、师资.....	- 13 -
经营分析：学生人次高速增长.....	- 15 -
付费人次高增长.....	- 15 -
产品调整致 ASP 波动.....	- 16 -
财务分析：K12 业务升级拓展致短期利润下滑.....	- 17 -
优播模式初步跑通，成为主要增长引擎.....	- 21 -
率先定位三四线广阔市场，师资、教研、产品优势显著.....	- 21 -
建立线下体验店，培养用户习惯，实现低成本获客.....	- 24 -
师资储备丰富，研发能力强.....	- 25 -
单网点模型及敏感性分析.....	- 25 -
盈利预测及投资建议.....	- 29 -
风险提示.....	- 31 -

图表目录

图表 1：公司历史沿革.....	- 5 -
图表 2：公司股权架构.....	- 5 -
图表 3：核心高管及介绍.....	- 6 -
图表 4：核心业务结构.....	- 7 -
图表 5：录播课程授课界面.....	- 7 -
图表 6：直播课程授课界面.....	- 7 -
图表 7：考研直通车课程价格.....	- 8 -
图表 8：考研直通车课程内容.....	- 8 -
图表 9：考研直通车 plus 课程价格.....	- 8 -
图表 10：考研直通车 plus 课程内容.....	- 8 -
图表 11：考研报名人数不断攀升.....	- 9 -
图表 12：在线考研培训机构产品对比.....	- 9 -
图表 13：知心托福系列产品.....	- 10 -
图表 14：知心托福 VIP 直通车课程内容.....	- 10 -
图表 15：双平台、三类课程体系.....	- 10 -

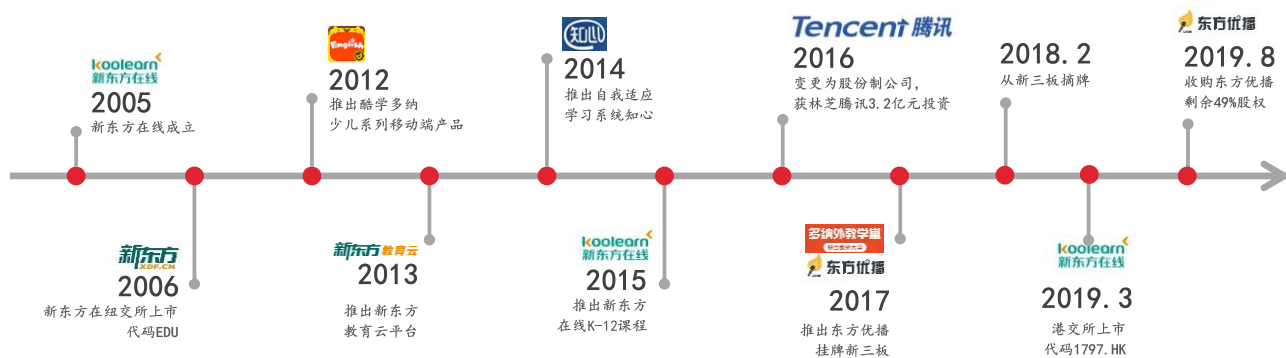
图表 16: K12 在线大班课程.....	- 11 -
图表 17: 在线大班课授课界面	- 11 -
图表 18: 乐播课授课界面.....	- 12 -
图表 19: “乐播课”APP 界面.....	- 12 -
图表 20: 私播课示例.....	- 12 -
图表 21: 多纳学英语 APP 核心产品.....	- 13 -
图表 22: 获客成本比较 (单位: 元)	- 14 -
图表 23: 研发投入占收入比重处于较高水平.....	- 14 -
图表 24: 正价课程付费人次 CAGR 达 49%.....	- 15 -
图表 25: 正价课程付费人次结构.....	- 15 -
图表 26: 入门课程人次及增速	- 15 -
图表 27: 大学分部付费学生人次.....	- 16 -
图表 28: 大学分部付费学生人次结构.....	- 16 -
图表 29: K12 业务付费人次.....	- 16 -
图表 30: K12 业务付费人次拆分.....	- 16 -
图表 31: 各项业务 ASP	- 17 -
图表 32: 收入 CAGR 达 40%.....	- 17 -
图表 33: 收入结构.....	- 17 -
图表 34: 大学业务收入结构	- 18 -
图表 35: 分业务收入增速.....	- 18 -
图表 36: K12 分部收入快速增长.....	- 18 -
图表 37: K12 分业务收入及增速.....	- 18 -
图表 38: 综合及分业务毛利率	- 19 -
图表 39: 成本拆分.....	- 19 -
图表 40: K12 板块毛利率.....	- 19 -
图表 41: 学前业务明显减亏 (单位: 万元)	- 19 -
图表 42: 期间费用率.....	- 20 -
图表 43: 营销开支主要投向 (分类型)	- 20 -
图表 44: 营销开支主要投向 (分业务)	- 20 -
图表 45: 获客成本 (单位: 元)	- 20 -
图表 46: 归母净利润及同比增速.....	- 21 -
图表 47: 净利率	- 21 -
图表 48: FY18/19 净利润 (亏损) 拆分.....	- 21 -
图表 49: 不同线级城市课外培训参培率.....	- 22 -
图表 50: K12 学生按照城市线级划分.....	- 22 -

图表 51: 好未来线下网点覆盖区域.....	- 22 -
图表 52: 新东方线下网点覆盖区域.....	- 22 -
图表 53: 线上培训机构区域覆盖情况.....	- 23 -
图表 54: ClassIn 授课需要的设备.....	- 24 -
图表 55: 授课功能区界面.....	- 24 -
图表 56: 学生可举手发言.....	- 24 -
图表 57: 师生可实时聊天.....	- 24 -
图表 58: 东方优播线下门店.....	- 25 -
图表 59: 东方优播线下门店.....	- 25 -
图表 60: 城市拓展情况.....	- 26 -
图表 61: 优播单网点收入对续班率的敏感性分析.....	- 27 -
图表 62: 班均人数假设.....	- 27 -
图表 63: 网点其他主要假设.....	- 27 -
图表 64: 教师第 1~5 年覆盖班级数量情景 1 叠加续班率变动对网点利润影响的敏感性分析.....	- 29 -
图表 65: 教师第 1~5 年覆盖班级数量情景 2 叠加续班率变动对网点利润影响的敏感性分析.....	- 29 -
图表 66: 收入拆分及预测 (单位: 百万元).....	- 30 -
图表 67: 公司主要财务数据及盈利预测 (单位: 人民币).....	- 31 -

背靠集团，业务条线调整升级

- 公司成立于2005年，是新东方旗下的在线教育平台，14年从集团分拆，17年挂牌新三板并于18年摘牌，19年3月港股独立上市，IPO募资16.8亿港元，9月进入港股通。前期以B端英语业务为主，后期向C端及全学科拓展，12年以多纳为核心品牌培育学前业务，17年以来大力拓展K12业务，先后推出私播课和乐播课（东方优播），并推进在线大班课向双师转型。凭借新东方的品牌优势和在线教育模式迭代创新，已成长为我国领先的综合在线教育服务供应商。FY2019总营收9.19亿元，四年CAGR达40%，总付费人次达218万。

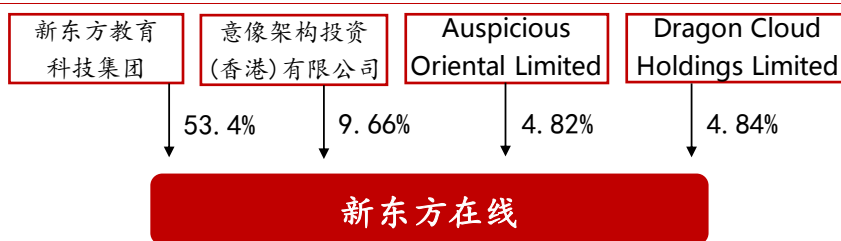
图表 1: 公司历史沿革



来源：公司公告，公司官网，中泰证券研究所

- 新东方集团绝对控股，腾讯为战略投资者。公司控股股东及实际控制人为新东方集团，持股53.40%。第二大股东为腾讯附属公司意像架构投资公司，持股9.66%。腾讯作为公司的战略投资者，与公司在业务层面也建立了合作关系，在云计算、音视频、人工智能、全链路智能营销与服务体系等领域已达成战略合作，共同打造新型在线教育服务体系。Auspicious的股份由北京迅程（公司境内经营实体）的境内雇员股份计划参与者持有，实际是新东方在线的员工持股平台，持股比例为4.82%；Dragon cloud是景林资产创始人蒋锦志配偶唐华的投资公司，持股5.5%。

图表 2: 主要股东



来源：公司公告，中泰证券研究所

注：Auspicious Oriental Limited 10月减持约820.65万股，减持后持股比例由5.69%降为4.82%；Dragon cloud 11月15日减持160.35万股，持股比例降为4.84%。

- 管理团队经验丰富。**公司高管团队曾任职于新东方集团运营、财务、教学条线要职，在教培行业拥有多年工作经验。孙畅、孙东旭任联席 CEO，负责总体战略规划、管理及业务方向，此外孙东旭还兼任 K12 事业部负责人，专注 K12 在线业务管理。全资子公司东方优播 CEO 朱宇，业内人称“小狼”，曾任北京新东方优能中学部区域经理兼研发中心主管、优能一对一部门总监等职，在业内享有极高声誉和影响力。

图表 3: 核心高管及介绍

姓名	性别	职位	主要职位职责	经验年限	年龄
俞敏洪	男	董事会主席	引领公司，向董事会提供专业意见。	新东方创办人，2001 年起任其董事会执行主席至今。	57 岁
孙畅	女	联席行政总裁	负责总体战略规划、总体管理及业务方向。	创始成员之一，一直领导集团成功执行增长战略。	52 岁
孙东旭	男	联席行政总裁	与孙畅女士负责整体管理及业务方向，更专注于 K-12 业务。	2019 年 1 月起任联席行政总裁至今，在校外辅导及备考市场拥有逾 13 年经验。	34 岁
尹强	男	财务总监	监督财务运作及日常管理。	在领先的教育、会计和技术公司从事财务管理方面拥有逾 23 年经验。	45 岁

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 组织架构、业务及人员调整有望释放新活力。**（1）**组织架构上形成大中台：**上市后公司将原来分属各个事业部的营销、IT 运营、客户中心等职能部门统一到公司总部进行集中管理，而业务部门则专注业务运营。大中台模式有望提升整体的管理和运营效率。（2）**业务调整：**业务条线也根据未来战略方向进行了相应调整升级，如 K12 考试事业部被拆分成小学部、初中部、高中部三个独立部门；大学板块，英语学习事业部撤销编制按年龄段全员分流到其他事业部中，大学考试备考及出国留学备考业务进行产品结构优化升级；学前板块，多纳应用程序系列精简整合，外教直播课堂将于 2020 年 5 月 31 日起停止运营。（3）**管理团队：**伴随着组织架构及业务调整，核心岗位也进行了调整，比如 CTO 曾明、COO 潘欣分别于 6 月和 8 月离任，英语学习事业部总经理张枫、儿童产品事业部总经理陈婉清分别离职。原新东方集团英语产品部的贺锐奇调任调整后的儿童及小学业务事业部总经理。

大学聚焦考研、海外备考，K12 优播模式渐露锋芒

- 公司以在线教育为主业，提供大学、K12、学前阶段的 C 端业务，及 B 端机构客户业务。Koolearn 为业务主要开展平台，学前以多纳为核心品牌，K12 不仅涉及在线大班直播课，17 年还开始尝试针对三四线城市的在线小班直播的优播模式。授课形式早期以录播课为主，随着近两年直播技术的优化完善，大部分转型直播，学生可以在电脑、手机、IPAD 等多个终端进行课程学习。

图表 4: 核心业务结构

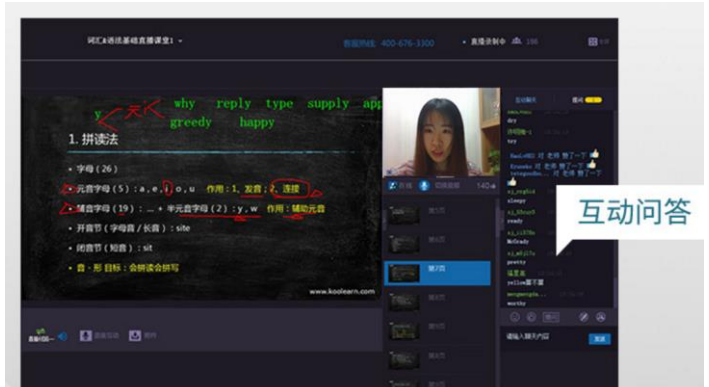
		目标群体	主要产品	核心品牌或平台	主要授课形式
To C 业务	大学教育	18 岁及以上年龄段学生	大学考试备考 (考研、英语四六级)	新东方在线	直播大班、录播课
			海外备考 (雅思、托福等)	新东方在线	直播大班、录播课
			英语学习及其他 (新概念英语、BEC、口译等)	新东方在线、酷学英语、职上网	直播大班、录播课
	K12 教育	6-17 岁年龄段学生 三四线城市 6-18 岁年龄段学生 新东方线下小班课学生	在线大班课	新东方在线	直播大班、录播课
			东方优播地区性课程 (乐播课)	东方优播	直播小班
			私播课	新东方在线	20-30min 录播课
学前教育	3-10 岁年龄段学生	多纳应用程序系列	新东方在线、多纳	直播小班、录播课、一对一	
		多纳外教课堂			
To B 业务	机构业务	大学、公共图书馆、电信运营商及在线视频串流供应商	大学及 K-12 教育课程的内容模组		
			多纳品牌及产品授权		

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

注: 标红业务为公司重点布局的业务; 英语学习事业部已裁撤, 仅保留新概念英语基础产品; 多纳外教课堂将于 FY2020 结束之前停止运营。

图表 5: 录播课程授课界面


来源: 公司官网, 中泰证券研究所

图表 6: 直播课程授课界面


来源: 公司官网, 中泰证券研究所

大学业务: 业务聚焦, 产品升级

- **发展历史悠久, 市场份额领先。**大学是公司最早涉足的在线教育领域, 于 2005 年推出新东方在线及酷学英语平台, 提供大学考试备考、海外备考、英语学习及其他三大类课程服务, 课程形式从早期录播课逐渐行变成直播和录播相结合的形式。根据弗若斯特莎莉文报告, 新东方在线是我国大学考试备考市场最大的教育品牌, 2017 年以总营收计占据 8.2% 的市场份额。
- **业务聚焦, 产品升级。**上市后公司主动推进业务结构调整与产品升级。一方面裁撤英语学习分部, 将原有业务打散整合进大学备考及海外备考分部, 仅保留新概念英语、BEC、翻译考试等基础产品。另一方面, 对大

学备考及海外备考的存量产品进行优化升级，长期有望提高 ARPU 值。

■ (1) 重点拓展考研培训

- 考研培训是国内大学考试备考最核心的业务，收入体量超过 2 亿元，占到大学板块收入的 30~40%。过去考研课程以全程班和录播课形式为主，周期长（多为 1~2 年），到课率低，缺乏课程配套服务，平均客单价在一千元左右。近两年新增“考研直通车”系列等高 ARPU 课程产品，带动整体客单价显著提升至三千元以上。

图表 7：考研直通车课程价格

课程名称	课时	价格	免息分期	试听	咨询	报名
英语“优+”VIP	311.5h	¥ 6590	首付¥ 659起	免费试听	咨询	立即报名
英语VIP	285h	¥ 5990	首付¥ 599起	免费试听	咨询	立即报名
英语“优+”VIP 在职	311.5h	¥ 6590	首付¥ 659起	免费试听	咨询	立即报名
英语VIP在职	285h	¥ 5990	首付¥ 599起	免费试听	咨询	立即报名
日语VIP	180h	¥ 4990	首付¥ 499起	免费试听	咨询	立即报名
政治VIP	169h	¥ 3390	首付¥ 339起	免费试听	咨询	立即报名
数学VIP	326h	¥ 4990	首付¥ 499起	免费试听	咨询	立即报名

来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 8：考研直通车课程内容

班型	适合考生	课程特点	课程信息
直通车	基础薄弱 备考时间有限 急需迅速提升	<ul style="list-style-type: none"> · 优选师资，考研“梦之队”授课 答疑带你学； · 全程盯盯，让你拿足该拿的分，高强度完成——16年教研积累之“考研任务包”； · 专属方案，量身打造，出报告—定计划—盯进度—强检查—快调整，全方位助力一战成硕。 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 英语170课时 74h解题方法详解；近10年真题，提炼10年词汇，模块针对性讲解； ▶ 政治107课时 30h解题思路引导；1000+道高分通关题目；梳理核心考点&时政要点； ▶ 数学149课时 60h专题讲解知识；吃透10年真题，提升做题得分能力； ▶ 以上均提供全套专属资料

来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 9：考研直通车 plus 课程价格

课程名称	课时	价格	免息分期	试听	咨询
英语直通车plus	268h	¥ 19800	首付¥ 1980起	免费试听	咨询
政英直通车plus	426h	¥ 25800	首付¥ 2580起	免费试听	咨询
政英数直通车plus	730h	¥ 29800	首付¥ 2980起	免费试听	咨询

来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 10：考研直通车 plus 课程内容

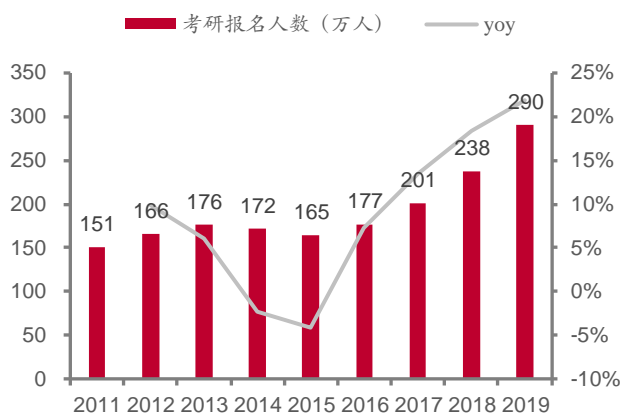
	政治	英语	数学	规划择校及督导
起步热身阶段	知识点分享	63h	80h	10h
寒假集训阶段	知识点分享	24h	20h	1对1
基础提高阶段	27h	44h	76h	2h
暑期集训阶段	61h	60h	71h	1对1
真题强化阶段	43h	46h	40h	3h
冲刺点题阶段	27h	15h	17h	1h
合计课时	158h	252h	304h	16h
总课时	730小时			

来源：公司官网，中泰证券研究所

- 考研培训市场规模或达百亿。受 2017 年非全日制研究生纳入统考、就

业形势严峻、学历需求升级等因素影响，考研报名人数次逐年增长，19年考研报名人数创历史新高高达290万，同比增长22%。报名人数增长、参培率提升及客单价提升有望推动考研培训市场规模达到百亿量级（假设参培率40%、客单价1万+）。

图表 11: 考研报名人数不断攀升



来源：教育部，中泰证券研究所

- 线上、线下考研产品逐渐高端化。**目前以线下业务为主的机构主要包括中公、新东方（线下）、文都考研、海天考研以及部分区域性机构。线上考研培训机构主要包括新东方在线、沪江网校、考虫等。随着在线直播、人工智能等技术的普及应用，线上考研培训模式接受度不断提升，我们认为考研培训市场将维持线下为主、线上为辅的大格局，线下向更具针对性、高附加值产品形态转变（如封闭集训模式），线上辐射范围更广，满足碎片化学习需求。无论线上还是线下都已经进入到产品升级提质的阶段，品牌知名度高、师资力量雄厚、运营管理能力强的机构将获得更大的市场份额。

图表 12: 在线考研培训机构产品对比

	主要课程产品	定价 (元)
新东方在线	全程班	890~1490
	直通车	3390~6590
	直通车 plus (含线下集训)	19800~29800
沪江网校	蜕变计划普通班	15500
	蜕变计划高端班 (含线下集训)	18414~25200
	公共课全程班	1089~1430
	名校/名校定制班	26100~28179
	名校/名校定制班 (含线下集训)	31414~35600
	VIP 协议班	
考虫	公开课	0~99
	系统课	299~699
	暑假面授集训营	12800~14800

来源：公司官网，中泰证券研究所

(2) 海外备考战略地位提升

- 海外备考业务也成为重点发展业务，战略地位有所提升。新东方集团的线下海外备考业务发展较早，但线上拓展较晚，未重点发力。上市前，公司调任原新东方集团线下出国考培业务负责人之一担任公司海外备考业务条线负责人，以加强海外备考业务拓展。产品方面，早期受限于直播技术发展，以低端录播课为主，现在通过引入雅思托福等考试考官担任线上直播课教师等方式提升产品竞争力，长期有望提升议价能力，提高 ARPU 值。

图表 13: 知心托福系列产品

	VIP冲分直通车			旗舰直达班			精品直达班		
	冲110分	冲100分	冲90分	冲110分	冲100分	冲90分	冲110分	冲100分	冲90分
课程价格	¥12390	¥14079 首付1239	¥9079	¥8078	¥9179 首付808	¥6079	¥5350	¥6079 首付535	¥4950
一对一课时	8	16	24	*加购包享更多服务			*加购包享更多服务		
加购基础补充包	查看	查看	查看	加购基础补充包 查看			加购60天延时包 查看		
专享优惠价	¥199	总价¥1999 专享优惠价: ¥199	总价¥1999 专享优惠价: ¥199	精品班优惠价 ¥99					
立即报名	在线咨询	立即报名	在线咨询	立即报名	在线咨询	立即报名	在线咨询	立即报名	在线咨询
适合人群	适合大学英语四级水平	适合大学英语四级水平	适合大学英语四级水平	适合大学英语四级水平	适合大学英语四级水平	适合大学英语四级水平	适合大学英语六级水平	适合大学英语六级水平	适合大学英语六级水平
课程精讲	145小时	145小时	145小时	145小时	145小时	145小时	120小时	120小时	120小时
直播强化	16小时/月	16小时/月	16小时/月	16小时/月	16小时/月	16小时/月	---	---	---
1对1提分	8小时	8小时	8小时	8小时	8小时	8小时	---	---	---
专业答疑	---	---	---	25次	25次	25次	---	---	---
知心平台	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
配套练习	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
官方TPO	8套 (TPO56-63)	8套 (TPO56-63)	8套 (TPO56-63)	8套 (TPO56-63)	8套 (TPO56-63)	8套 (TPO56-63)	4套 (TPO60-63)	4套 (TPO60-63)	4套 (TPO60-63)
口语精批	10+20次	10+20次	10+20次	10+20次	10+20次	10+20次	7+20次	7+20次	7+20次
写作精批	10次	10次	10次	10次	10次	10次	7次	7次	7次
班级群	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
奖学金	最高3000元	最高3000元	最高3000元	最高3000元	最高3000元	最高3000元	---	---	---
免费重读	✓	✓	✓	✓	✓	✓	---	---	---
7天退换	✓	✓	✓	✓	✓	✓	---	---	---

来源: 公司官网, 中泰证券研究所

图表 14: 知心托福 VIP 直通车课程内容



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

K12 业务: 优播发力, 潜力巨大

- K12 业务是公司近年拓展的重点。17 年 1 月推出私播课，3 月推出东方优播的乐播课，18 年 6 月原有录播课主导模式向双师直播课模式转型，并应用于新东方在线平台的所有 K12 课程。依托“新东方在线”与“东方优播”两大平台开展三类课程体系。

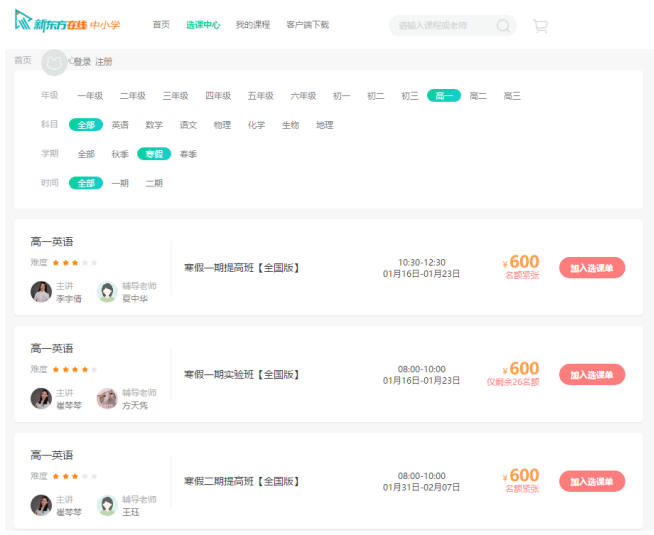
图表 15: 双平台、三类课程体系

	业务平台	业务形态	班级规模
K12 在线大班课	新东方在线	原以录播课为主, 2018 年秋季开始向双师班课转型	班均 200 人左右, 但学管师会进一步拆成若干小班, 每班 20-30 人
乐播课	东方优播	2017 年 3 月推出, 在三四线城市	小于 25 人
私播课	新东方在线	2017 年 1 月推出, 课程为录播形式, 单课程时长约 20-30 分钟, 以巩固知识点为主	

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- K12 在线大班课程:** 原来以录播课为主, 2018 年 6 月起向双师大班直播课转型, 即教师在线直播授课、学管师负责现场辅助教学(课前沟通、分发教材、作业评分、课后答疑等)。课堂规模班均 200 人, 学管师再进一步分成 20~30 人的小班方便管理。

图表 16: K12 在线大班课程



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

图表 17: 在线大班课授课界面

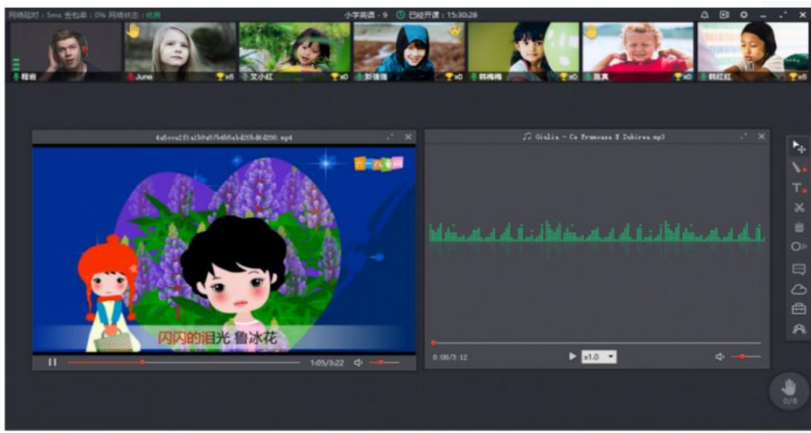


来源: 公司官网, 中泰证券研究所

- 东方优播乐播课:** 2016 年 6 月成立东方优播, 2017 年 3 月推出乐播课, 在三四线城市提供区域性在线辅导服务。课程以本地教材为基础进行本地化设计。班型为小班, 每班最多招收 25 名来自同一地区的学生。教师目前大多来自北京, 武汉也已储备部分教师, 教师与学生通过摄像头、麦克风、耳机及手写板等设备进行教学互动。此外在所布局的低线城市开设有线下体验门店, 一般包含 1 名店长及 3-5 名员工, 主要负责向学生和家长展示东方优播的课程。

图表 18: 乐播课授课界面

授课界面（可一对一、一对多）



座位席区（可举手、发言，实时互动）



来源：公司官网，中泰证券研究所

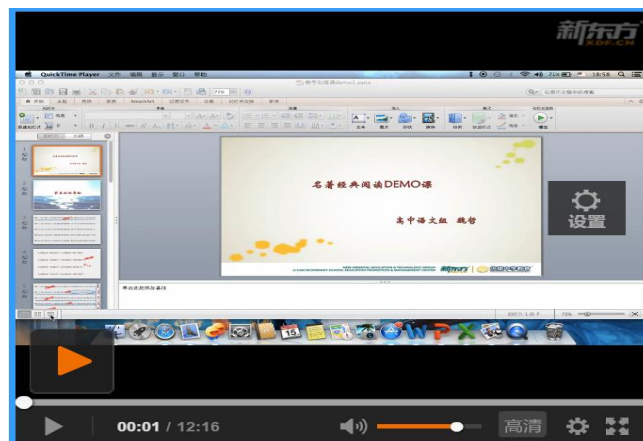
图表 19: “乐播课” APP 界面



来源：公司官方 APP，中泰证券研究所

- 私播课 (Small Private Online Courses):** 2017 年 1 月推出，主要面向在新东方线下班在读并且有意愿继续在线上补充学习的线下班学生，课程为录播形式。公司聘请新东方的老师设计及录制课程，并支付相应的佣金。私播课涵盖初中到高中的所有科目，单课程时长约 20-30 分钟，以巩固知识点为主，作为线下学习的补充，充分利用学生周一到周五的碎片化时间。既满足线下学生的学习需求，又调动起线下老师的参与积极性。

图表 20: 私播课示例



来源：公司官网，中泰证券研究所

学前业务：仍处于业务拓展期，精简产品线

- **业务仍处拓展期，定位为长期流量入口。**学前教育业务是公司在存量业务基础之上进一步的年龄段延伸，以多纳为核心品牌，提供适合不同幼儿阶段的在线直播课程。2012年首次布局，推出多纳学英语 APP 系列，2017年推出多纳外教直播学堂。从定位来说，学前业务重心是作为长期拓展的流量入口，为公司的其他年龄段业务培育潜在客户。
- **精简产品线，优化产品组合。**公司决定 2020 年 5 月 31 日前结束多纳外教直播课堂（主要是一对四口语外教业务）的运营，同时精简多纳学英语 APP 产品线，优化产品组合，如推出多纳彩虹会员产品，包含 6 大板块内容，打包价格 1718 元，续费价格优惠，吸引家长付费与续费。

图表 21：多纳学英语 APP 核心产品（单位：元）

课程名称	课程内容	有效期	课程价格	会员打包价	会员续费价
多纳彩虹会员	多纳精品阶梯课	1 年	998	1718	续费半年 138/续费 1 年 158
	玩英语	2 年	195		
	读绘本	2 年	198		
	看视频	2 年	146		
	双语电台	1 年	199		
	配套实物大礼包		598		

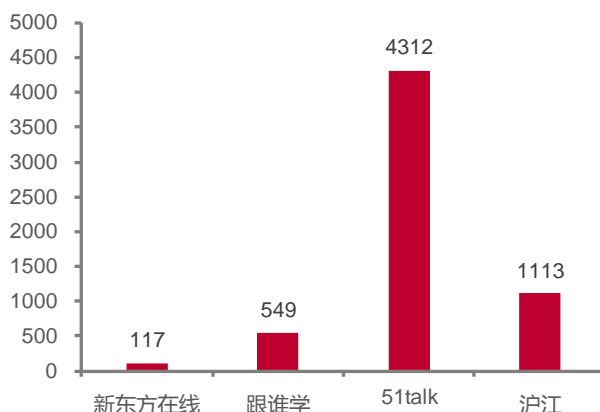
来源：多纳学英语 APP，中泰证券研究所

机构业务：发展趋稳

- 公司早期即开始从事 B 端的机构客户业务，通过公司的云平台，向大学、公共图书馆、电信运营商和在线视频串流服务供应商等机构客户提供教育课程及服务套餐。通常与机构客户签订年度合约，收取费用。FY17 和 FY18 机构客户数量分别为 708 和 735 个。

竞争优势：品牌、研发、师资

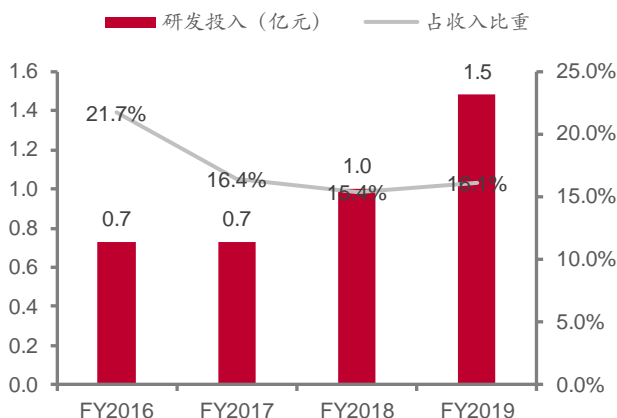
- **品牌优势得天独厚，获客成本显著低于同行。**公司背靠新东方教育集团，品牌优势明显。新东方成立至今已经 20 余年，是 K12 教培与出国留学考培领域的龙头企业，线下网点达到 1261 个、年培训人次接近千万体量（FY19 为 838 万人次），全国知名的品牌影响力与良好的用户口碑是公司拓展在线业务的强大背书，无论是在招生获客还是在吸引优秀师资人才方面都给公司带来助力。公司的广告投放主要针对大学业务和 K12 大班课业务，整体获客成本显著低于同行。

图表 22: 获客成本比较 (单位: 元)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

注: 获客成本计算方式为营销开支 (广告费用) / 总付费人次。其中新东方在线为 FY19 数据, 跟谁学为 FY19Q1-3 数据, 沪江、51talk 为 18 年数据。

- 成熟的课程研发体系保障产品口碑。**公司在线业务布局多年, 已经搭建了较为成熟的课程研发体系, 在课程研发方面持续投入, 研发费用率超过 15%, 截至 FY19 末拥有 400 人专业团队成员组成的内容研发团队。此外, 公司上市后重新调整了组织架构, 搭建大中台体系, 各业务分部将更专注于课程研发和运营, 课程产品的竞争力将进一步加强。

图表 23: 研发投入占收入比重处于较高水平


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

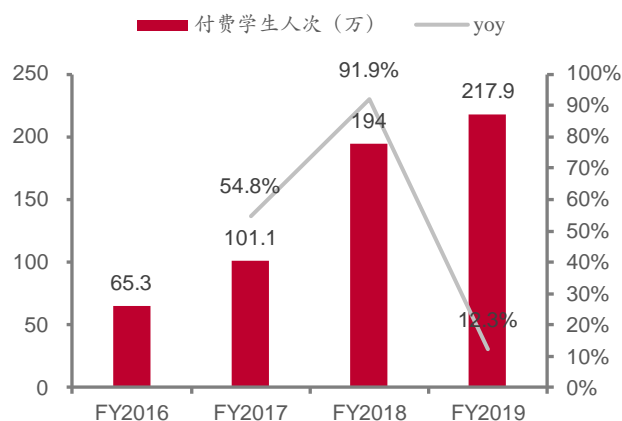
- 师资储备充足, 二线城市建立培训中心。**公司拥有完备的师资团队, 截至 FY19 末拥有教师 2109 名、助教 1967 名, 其中三分之一以上的教师拥有硕士及以上学历。母公司新东方教育集团也持续为公司输送人才, 公司教学教研条线人员大多来自新东方线下业务。此外, 公司非常重视系统性的师资培养。为拓展 K12 业务, 尤其是为东方优播储备师资, 公司已经在武汉建立了 1 个教师培训中心, 目前已储备超过百人的教师团队, 将来还有望继续在西安、合肥等大学生资源丰富、人力成本较低的城市继续储备和培养教师人才。

经营分析：学生人次高速增长

付费人次高速增长

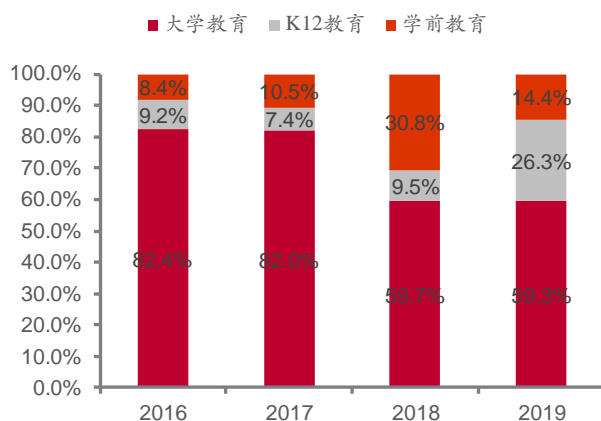
- **依托新东方品牌优势及入门课程引流，总付费人次高速增长。**公司 C 端业务正价课程学生人次总数由 FY16 的 65.3 万人次增长至 FY19 的 217.9 万人次，CAGR 达 49%；FY19 同比增速降至 12.3% 主要是受业务条线调整的影响。从结构来看，K12 业务具有较强的爆发力，付费人次占比显著提升至 FY19 的 26.3%，大学业务占比逐年降至 FY19 的 59.3%，学前业务受产品结构调整影响付费人次占比下滑至 FY19 的 14.4%。入门课程付费人次由 FY16 的 14.7 万人次增长至 FY18 的 39.7 万人次，FY18 同比增速达 115.8%，主要受 K12 业务快速拓展驱动。

图表 24：正价课程付费人次 CAGR 达 49%



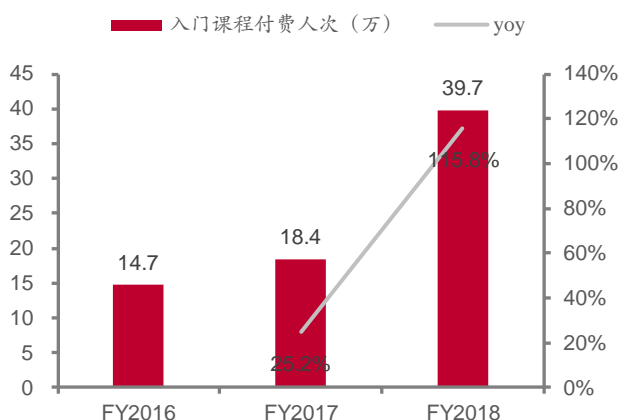
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 25：正价课程付费人次结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 26：入门课程人次及增速

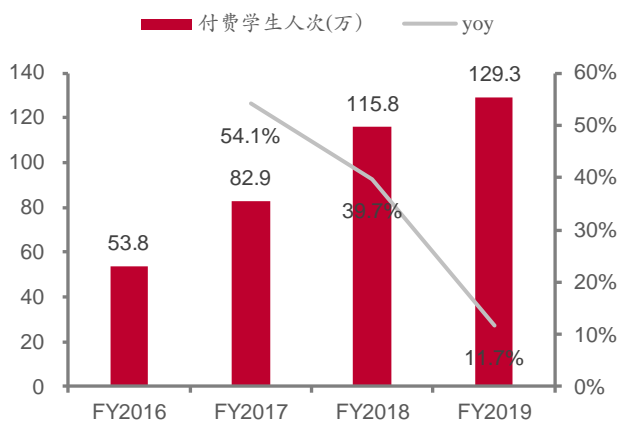


来源：公司公告，中泰证券研究所

- **大学业务：学生人次增长受业务调整影响放缓。**大学分部的付费学生人次从 FY16 的 53.8 万人次增长至 FY19 的 129.3 万人次，主要由大学考试备考业务（估计其中考研占比超过 50%）贡献。FY19 大学分部学生人次同比增速放缓，仅 12%，主要是受大学考试备考产品结构调整、缩

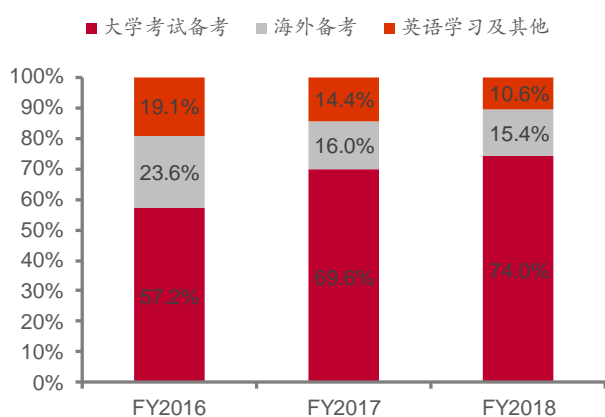
减英语学习业务影响。

图表 27: 大学分部付费学生人次



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

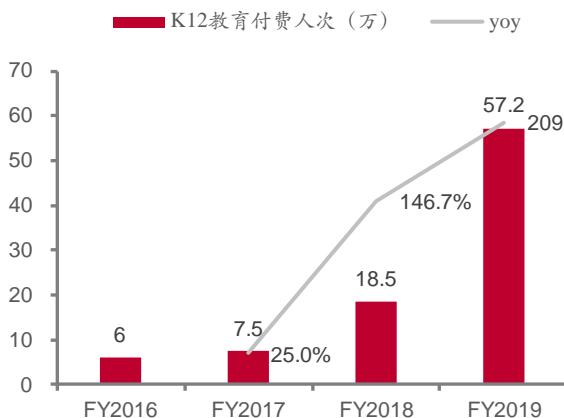
图表 28: 大学分部付费学生人次结构



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- K12 业务: 快速拓展期, 付费人次快速增长。**受东方优播业务及在线大班课快速拓展的驱动, K12 业务付费人次由 FY16 的 6 万人次增长至 FY19 的 57.2 万人次, 实现翻倍式增长。其中东方优播 FY19 的付费学生人次达 23 万人次、同增 316%, 19 年暑期入口班报名超过 20 万人次。

图表 29: K12 业务付费人次



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 30: K12 业务付费人次拆分

	FY2017	FY2018	FY2019
K12 大班直播课及私播课 (万人次)	7	13	34
YoY		99%	164%
东方优播 (万人次)	1	6	23
YoY		460%	316%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

产品调整致 ASP 波动

- ASP 变动主要与产品调整有关。**大学板块客单价从 FY16 的 718 元逐年下滑至 FY18 的 682 元, FY19 重新增长至 715 元, 主要是因为大学备考产品升级; K12 板块客单价呈提升趋势, FY19 达 959 元, 与优播小班课占比增加有关 (小班课 60 元/课时, 大班课 30 元/课时); 学前板块客单价 FY19 显著提升至 203 元, 与产品线整合, 仅保留高端课程有关。入门课程单价逐渐增长, 由 FY16 的 6 元增长至 FY19 的 21 元。

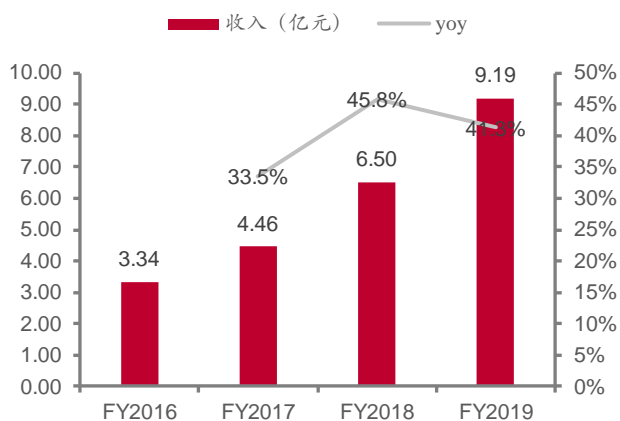
图表 31: 各项业务 ASP

	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019
正价课程				
大学教育	718	621	682	715
大学考试备考	620	472	513	
海外备考	1048	1240	1484	
英语学习及其他	558	734	828	
K12 教育	581	784	991	959
学前教育	12	40	44	203
小计平均	627	558	462	646
入门课程	6	9	11	21
总计平均	488	457	370	434

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

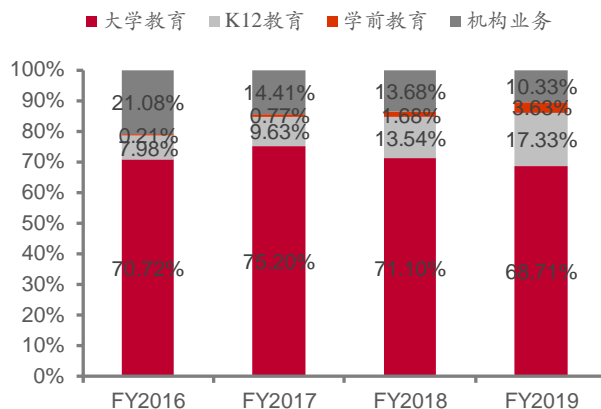
财务分析: K12 业务升级拓展致短期利润下滑

- 收入快速增长, CAGR 达 40%。**公司的总营收自 FY16 的 3.34 亿元快速增长至 FY19 的 9.19 亿元, CAGR 达 40%, 与人次增长基本匹配(付费人次 CAGR 约为 49%)。从结构来看, 大学业务是主要收入来源, FY19 占比 68.7%; K12 业务收入规模不断增加, FY19 收入占比提升至 17.3%。

图表 32: 收入 CAGR 达 40%


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

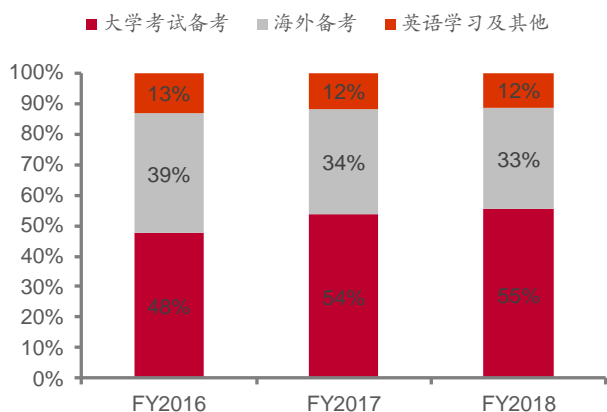
注: 公司财年为自 6 月 30 日至次年 5 月 31 日止。

图表 33: 收入结构


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

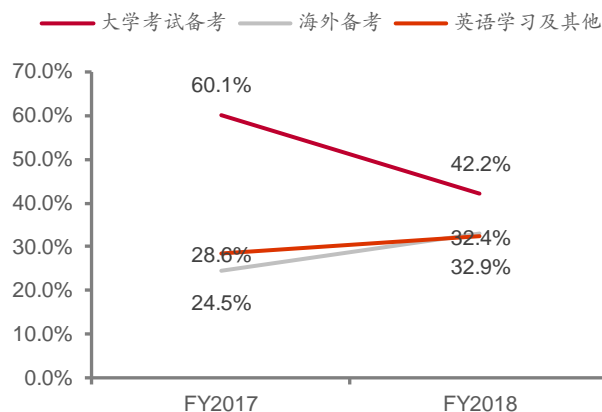
- 现阶段大学业务是公司主要收入来源。**FY19, 大学分部贡献收入 6.3 亿元, 占比总营收的 68.7%。国内、国外备考为主要发力点, 国内主要受益于考研业务增长。从 FY18 的收入占比来看, 大学考试备考收入 2.56 亿元, 占比 55%, 估计其中考研贡献超过 50%; 海外备考实现收入 1.53 亿元, 占比 33%。

图表 34: 大学业务收入结构



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

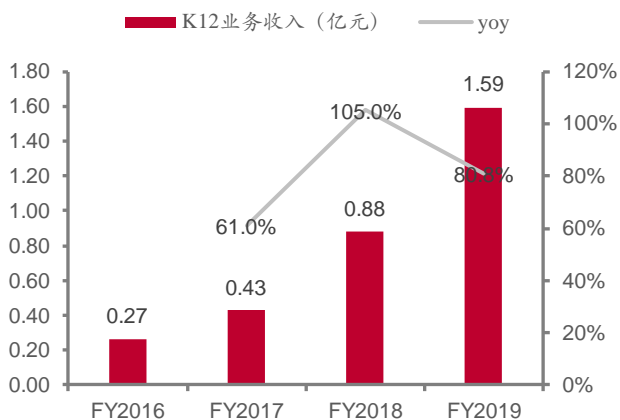
图表 35: 分业务收入增速



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- K12 业务快速增长。** FY19, K12 业务贡献收入 1.59 亿元, 同增 80.8%。其中东方优播自 17 年拓展以来收入实现高速增长, 由 FY 17 的 75 万元增至 FY 19 的 5690 万元, 在 K12 板块中的收入占比也由 2% 提升至 36%。在线大班课及私播课收入规模也保持较快增长, FY18/19 同比增速分别达 70%、42%。

图表 36: K12 分部收入快速增长



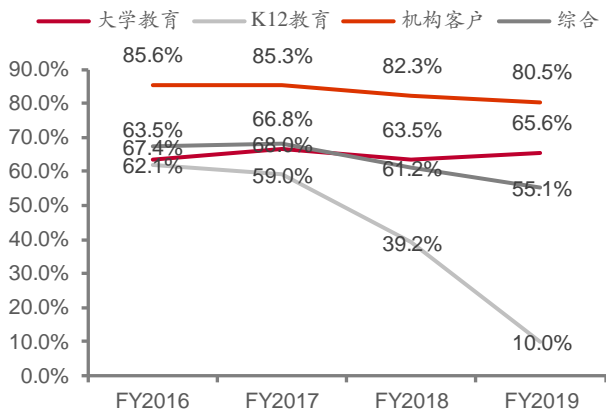
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 37: K12 分业务收入及增速

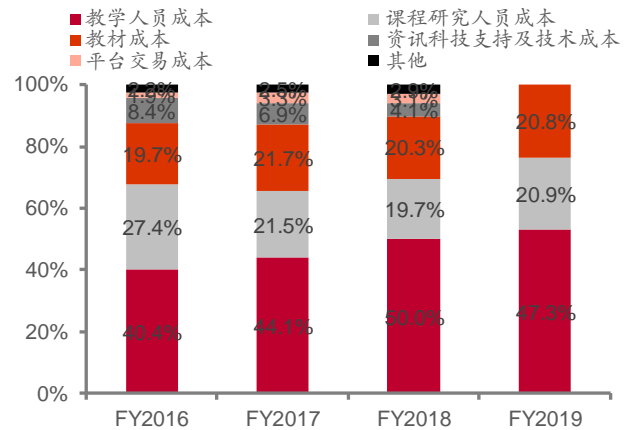
	FY2017	FY2018	FY2019
在线大班课及私播课 (亿元)	0.42	0.72	1.02
YoY		70%	42%
东方优播 (亿元)	0.01	0.16	0.57
YoY		2063%	251%
东方优播收入占比	2%	18%	36%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

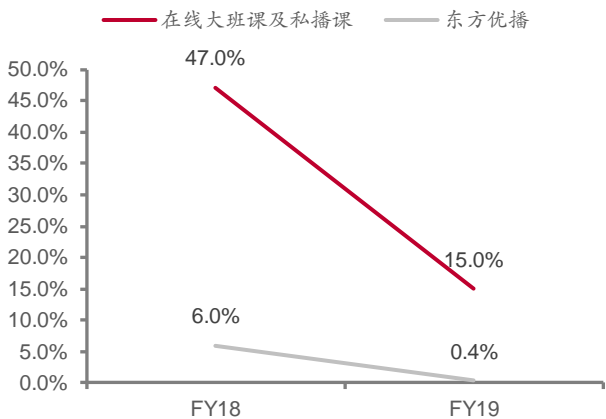
- K12 优播、大班尚处于推广期, 拉低毛利率。** 与线下培训机构类似, 公司的主要成本主要包括教学人员成本、课程研究人员成本及教材成本等, 其中占比最大的是教学人员成本 (47.3%), 其次是教材成本 (20.9%) 和课程研究人员成本 (20.8%)。毛利率拆分业务来看, 机构业务毛利率稳定在 80% 以上, 大学分部稳定在 60% 以上。K12 业务由于处于快速扩张期, 毛利率出现明显下滑, (1) 东方优播 FY18/19 毛利率分别为 6%/0.4%, 与网点加速扩张、入口班招生高增长有关; (2) FY18/19 在线大班课及私播课合并毛利率分别为 47%/15%, 其中私播课毛利率稳定在 50%+, 下滑主要由于大班课于 18 年暑期推出修改版的双师大班模式, 入口班招生规模较大所致。学前板块一直存在毛损, 但 FY19 已明显减亏 (毛损 30 万元)。

图表 38: 综合及分业务毛利率


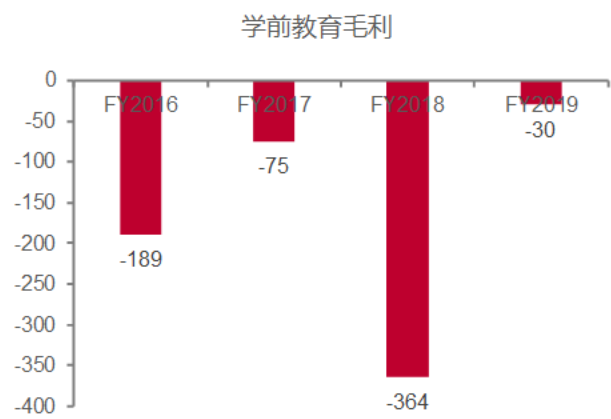
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 39: 成本拆分


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 40: K12 板块毛利率


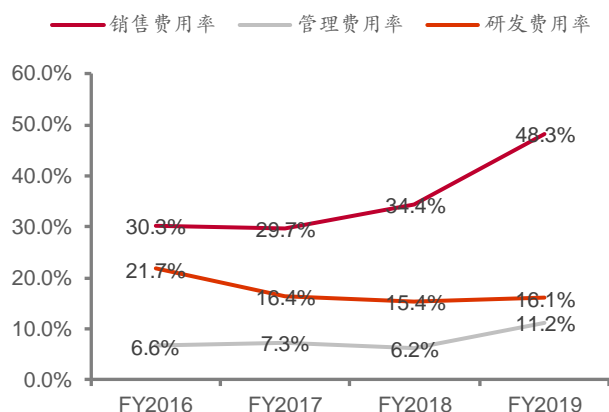
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 41: 学前业务明显减亏 (单位: 万元)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

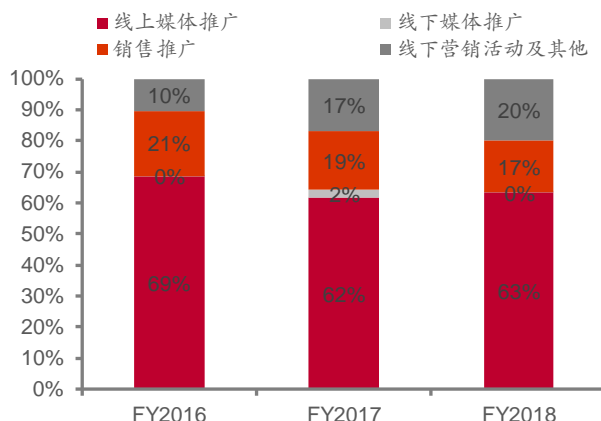
- 受 K12 大班课及大学分部营销开支增加影响, 期间费用率显著提升。销售费用率提升显著, FY19 高达 48%, 主要是因为 K12 在线大班课及大学分部营销开支增加, 自 FY16 的 0.4 亿元增至 FY18 的 1 亿元, 占收入的比重由 12% 增至 16%。营销方面以线上广告为主, 主要投向大学业务及 K12 大班业务。
- 获客成本提升, 同行业相比仍处于较低水平。获客成本方面, FY16~19 整体分别为 64/62/55/117 元, 其中大学获客成本分别为 65/64/74/131 元, K12 业务获客成本分别为 62/86/58/109 元 (大班获客成本约 183 元、东方优播约 16 元); 学前业务 FY18/19 获客成本分别为 6/54 元。

图表 42: 期间费用率



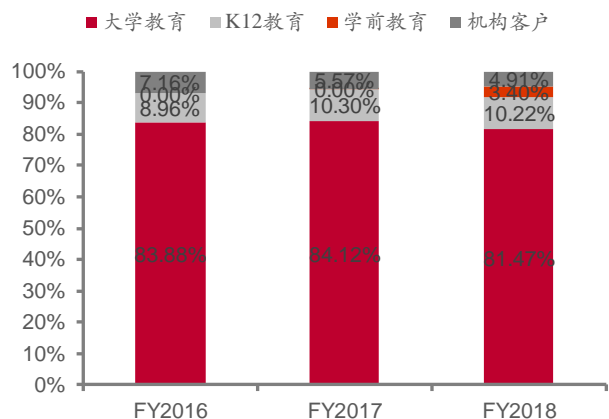
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 43: 营销开支主要投向 (分类型)



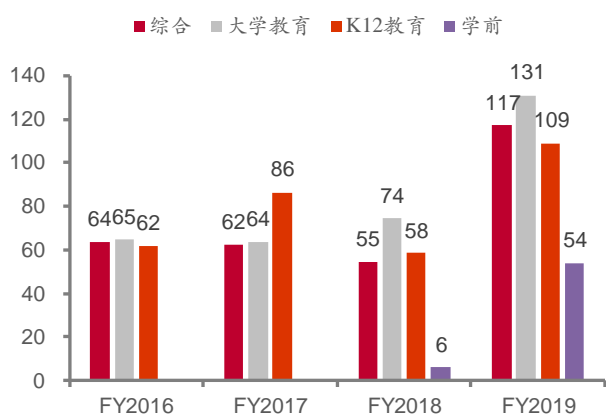
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 44: 营销开支主要投向 (分业务)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

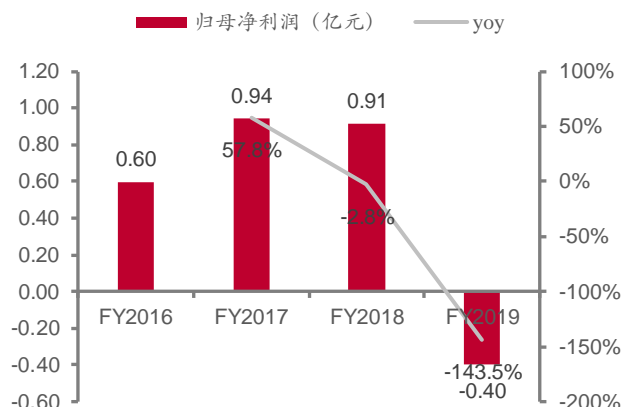
图表 45: 获客成本 (单位: 元)



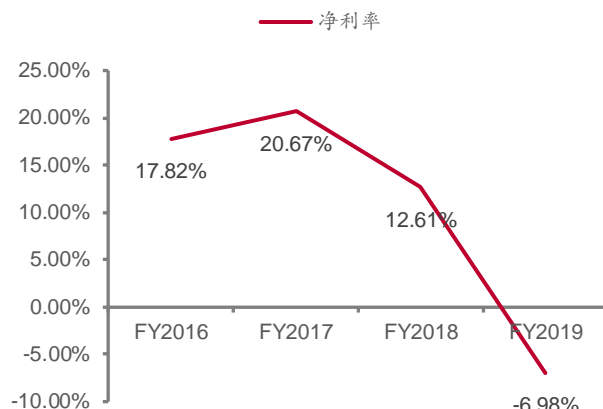
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

注: 以营销开支/付费学生人次计算获客成本。FY19 为公司公开电话会议中所公布的数据。

- FY19 转亏主要受上市开支、股权激励费用及 K12 业务升级推广的影响。**
 公司 FY18 盈利 0.91 亿元, FY19 转亏, 亏损 0.4 亿元, 调整上市开支、股权激励费用项后经调整净亏损 29 万元。其中东方优播 FY19 税后亏损约 4970 万元、并表亏损约 2535 万元, 剔除东方优播影响后, 其他业务实际盈利约 2506 万元, 较 FY18 下滑较多主要是 K12 大班业务向双师大班模式转型带来的毛利率下滑及大学、K12 业务的营销费用增加所致。

图表 46: 归母净利润及同比增速


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 47: 净利率


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 48: FY18/19 净利润 (亏损) 拆分

单位: 万元	FY18	FY19
归母净利润	9138	-3977
调整上市费用、股权激励费用等项目后		-29
东方优播亏损	-1910	-4970
东方优播并表亏损	-974	-2535
剔除东方优播后	10112	2506

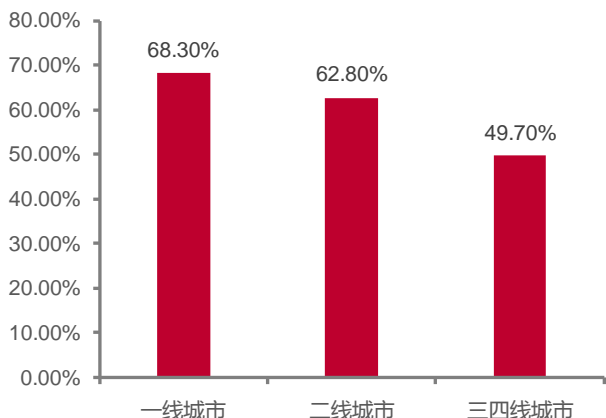
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

优播模式初步跑通, 成为主要增长引擎

率先定位三四线广阔市场, 师资、教研、产品优势显著

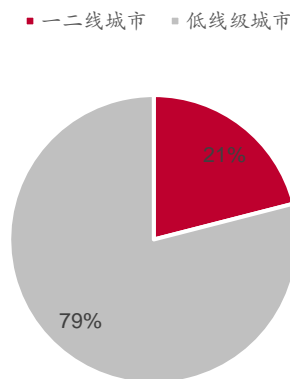
- 收购东方优播剩余股权, 加码 K12 在线小班业务。**东方优播于 16 年 7 月由新东方集团与公司共同投资设立。19 年 8 月公司公告以 9400 万元收购东方优播剩余 49% 的股权, 东方优播成为公司全资子公司, 显示出公司拓展优播模式的决心与信心。以东方优播为主体的在线小班业务将成为公司未来的发展重心。
- 定位——**东方优播主要拓展三四线城市的课外培训市场, 瞄准的是低线城市具有较高支付能力、能接受在线学习模式、重视教育的家庭。
- 需求端——**从潜在用户人数来看, 三四线城市小初高学生占比全国的 3/4 以上, 对应将近 1.4 亿人体量。从参培率来看, 一二线城市的参培率已经达到 60% 以上, 而三四线城市的参培率仅 40%+, 尚有较大提升空间。从需求端而言, 三四线城市的课外培训市场是拥有巨大潜力的增量市场。

图表 49: 不同线级城市课外培训参培率



来源: 艾瑞咨询, 中泰证券研究所

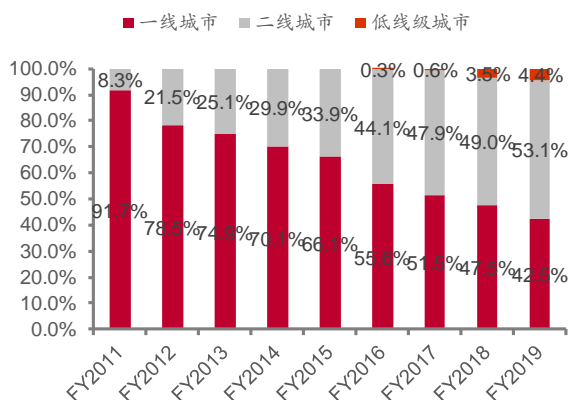
图表 50: K12 学生按照城市线级划分



来源: 根据各城市小初高在读学生数量估算, 中泰证券研究所

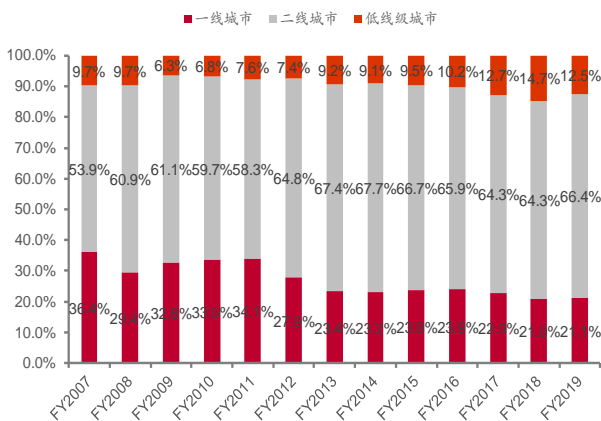
- **供给端——(1) 线下:** 头部机构尚未实现真正意义上的下沉, 好未来 95.6% 的线下网点均集中在一二线城市, 新东方优能也仅是采取双师模式进行低线级城市的初步探索, 目前线下双师模式尚未跑通, 处于亏损状态。低线级城市其他的供给主要来自一些地方性小机构和小作坊, 无论师资、教研还是产品设计上都落后于龙头, 18 年开展的全国教培整顿也加速了市场出清, 利好龙头的进入。(2) **线上:** 从授课形式来看, 在线教育机构目前多采取线上一对一 (规模效应差) 和直播大班课 (师生互动性差、学习效果难以保障, 即使是改良版的“双师”模式, 由于教学和管学师分离使得教学效果还是与小班课有差距); 从区域覆盖来看, 主流在线培训机构覆盖区域仍以一二线城市为主, 其中学而思网校一二线城市用户占比近 80%, 猿辅导、有道精品课由于早期由爆款工具类产品 (猿题库、网易有道词典) 业务转型而来, 用户群体分布更下沉一些。

图表 51: 好未来线下网点覆盖区域

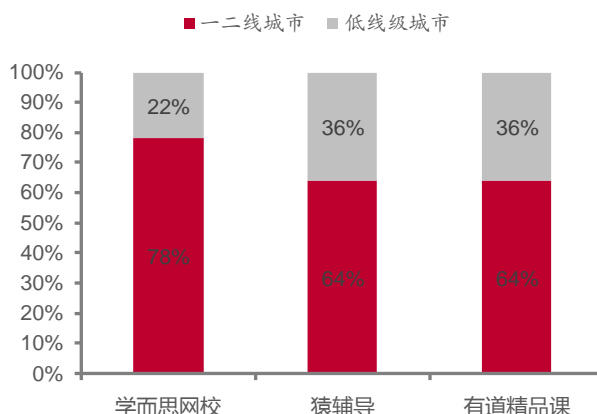


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 52: 新东方线下网点覆盖区域



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 53: 线上培训机构区域覆盖情况


来源: 易观智库, 中泰证券研究所

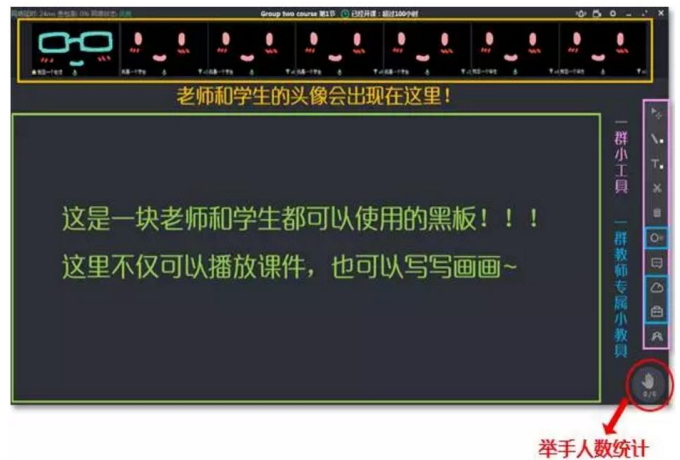
- **竞争格局——(1) 与本地小机构相比:** 从定价来看, 乐播课 60 元/小时的定价明显高于当地培训机构 30~40 元/小时的水平, 但东方优播在师资(三四线城市优秀教师往往集中在公立学校, 而政策监管加强趋势下, 公立学校教师在课外培训班兼职的比例将逐渐减少)、教研(背靠新东方集团, 拥有强大的课程研发体系, 下沉核心在于做好教材和课程本地化)、管理运营的规模效应等方面具有较强的竞争优势。(2) **与潜在竞争对手相比:** 目前好未来等头部机构尚未大举进击三四线城市, 未来若三四线城市市场竞争加剧, 公司无论在规模、口碑积累还是教研本地化方面均具有先发优势。
- **技术条件成熟, 为优播模式奠定基础。** 从技术手段来看, 随着通信及直播技术的快速发展, 直播班课得以快速发展并逐渐被学生接受, 解决了教育培训的时空限制。公司东方优播业务使用翼鸥教育旗下的 ClassIn 直播互动平台, 并向平台付费使用(平台收费与学生人次、出勤率等指标相关, 不同班型定价不同)。ClassIn 是翼鸥教育于 2015 年 9 月推出的一对多直播互动教学平台, 直播稳定性良好、用户使用便捷, 为在线小班授课提供了良好的技术支持。好未来、新东方、ATA 分别持有翼鸥 15%、10%、8.33% 的股权。

图表 54: ClassIn 授课需要的设备

课前准备		
	显示器	1280X720分辨率
	处理器	I3以上
	内存	2G以上
	系统	Win7以上(Windows) Mac OS X10.9以上(Mac)
	开课前,记得确认你的耳麦是好的~要注意,它是要带有麦克风的耳麦哦~ 没有麦克风,大家就无法听到你啦!	
	上课时开启摄像头,让大家看到你,这是一件非常重要事情! 所以,先确认一下,你的摄像头能不能正常工作吧~	

来源:翼欧教育官网,中泰证券研究所

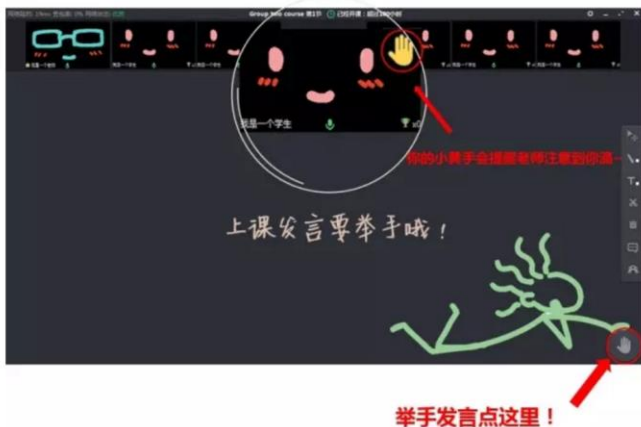
图表 55: 授课功能区界面



来源:翼欧教育官网,中泰证券研究所

图表 56: 学生可举手发言

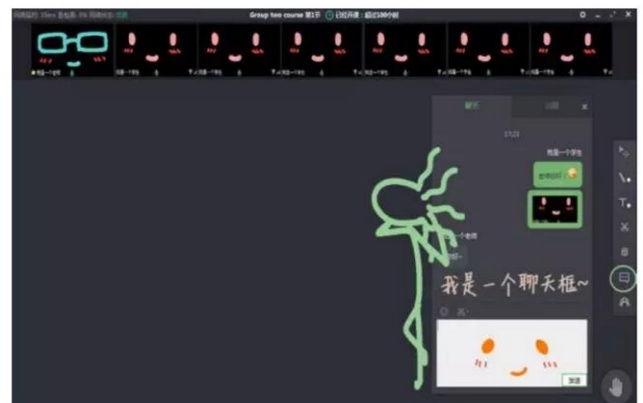
举手发言 —— 上课过程中如果需要提问,可以通过长按“举手”示意老师。



来源:翼欧教育官网,中泰证券研究所

图表 57: 师生可实时聊天

聊天 —— 在聊天框中可以和老师、同学互发信息,并且会被教室中的所有人员看到。



来源:翼欧教育官网,中泰证券研究所

建立线下体验店,培养用户习惯,实现低成本获客

- “线下体验店+线上直播小班课”模式。东方优播采用“在线小班直播”的模式授课,同时为更好地进行宣传、招生而设立线下体验店。优播定位的三四线城市家长、学生对直播授课的模式还较为陌生,需要逐步接受的过程,因此需要一个线下实体来与学生和家长深度沟通。
- 获客成本极低。东方优播获客成本平均每人 16 元左右,主要靠品牌、口碑获客,兼有地推、进校等方式。通过特价入口班引流,针对部分年级(如五年级、初二等)设置入口班,一般在暑期及寒假开展,以暑期为主。课程价格早期仅为 50 元,部分网点已经提价至 300 元 3 科;入口班对正价班的续班率在 20% 以上,起到良好的引流效果。

图表 58: 东方优播线下门店



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

图表 59: 东方优播线下门店



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

师资储备丰富, 研发能力强

- **师资储备充足。**(1) **师资培养与储备:** 目前教师团队大约 500 人, 大多数教师在北京, 此外在武汉已建立 1 个教师培训中心(目前已有 100 人以上教师储备), 未来有望在西安、合肥等大学生资源丰富、人力成本相对较低的城市继续储备教师人才, 降低师资成本。(2) **薪资体系:** 固定课时费+佣金费用(按照其所授课程产生的学生报名流水的一定百分比)。东方优播的教师初始阶段工资比线下低, 但后期涨幅可观。
- **课程研发依靠授课教师。**东方优播的课程内容研发主要由授课老师负责, 因为授课老师仅在周末授课, 周一到周五的非授课时间可以做教学课研工作。除此之外, 也有少量的专职人员做课程内容研发。

单网点模型及敏感性分析

- **网点快速扩张。**东方优播自 2017 年开始拓展, 截至 FY19 末已进驻 63 个城市, FY19 培训人次达到 23 万, 未来三年计划每年新进驻 50 个城市, 到 2022 年完成 200 家以上的地级市覆盖。“乐播课”APP 显示最新校区数量达到 149 个, 实际扩张速度快于扩张计划。

图表 60: 城市拓展情况

	FY2017	FY2018	FY2019
北京	1	1	2
山西	3	4	11
山东	2	4	9
河北	2	2	3
辽宁		3	5
江西		3	7
安徽		2	6
内蒙古		2	4
浙江		1	3
广东		2	4
陕西			3
河南			2
江苏			2
福建			1
天津			1
合计	8	24	63

来源: 公司公告, 公司官网, 中泰证券研究所

- **优播模式相比传统线下小班, 从利润表的角度, 我们认为主要节约了两个层面的成本:** (1) 节省教学场地的租金, 传统线下小班的场地租金一般占收入比重 10-15%, 优播模式采用在校小班教学, 无需线下教学实体; (2) 提升教师周转效率, 节省教师成本, 传统线下小班教师每个季度覆盖教学班级的数量受制于空间、时间两个维度, 难以充分利用, 而优播模式随着规模提升, 教师每个季度覆盖教学班级的数量几乎仅受制于时间, 这就意味着教师周转效率的提升 (理想情况下, 时间排满单教师一个季度可以覆盖 10 个班)。我们认为主要增加的成本为平台使用费, 优播使用翼欧 ClassIn 直播传播技术服务, 支付平台使用费。
- 优播的单网点模型实际并不能直接拆分, 因为教师和教研是全国统筹共用的, 并不能简单拆分到单个网点。假如我们强行拆分来看, 我们认为影响单网点爬坡和利润的主要影响因素取决于三点: (1) 续班率, 包括特价班-正价班续班率和正价班-正价班续班率, 主要是收入的敏感性较高; (2) 班级平均人数, 主要是成本的敏感性较高; (3) 教师周转次数, 即每个季度教师覆盖班级数量, 主要是成本的敏感性较高。
- 收入端, 我们假设单网点在开业第 1 年寒假仅招收特价入口班, 从第 2 年开始寒假除了招收特价入口班, 还招收正价班。从学生人次来看, 我们假设第 1~5 年暑假入口班人次为 1000/3500/6000/9000/12000, 寒假入口班人次为 200/700/1200/1800/2400, 第 2~5 年寒假正价班人次为 70/120/180/240 (即为入口班人次 10%)。从课程单价来看, 假设第 1 年特价入口班价格为 3 科 50 元、第 2 年 3 科 100 元、第 3~5 年 1 科 100 元; 正价班价格为暑假、寒假 1080 元*0.8 (一科九折, 两科八折, 三科七折, 假设平均报两科) =864 元, 春秋学 1800 元*0.8=1440 元。从续

班率来看，目前特价-正价续班率平均 20%左右，正价-正价续班率超过 70%。从我们测算的收入对正价-正价续班率的敏感性分析来看，第 1~5 年优播单网点收入在 60~70/260-300/570~700/890~1100/1200~1550 万元。

图表 61：优播单网点收入对续班率的敏感性分析

正价-正价续班率假设	优播单网点收入 (万元)				
	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年
70.0%	63	267	570	892	1228
72.5%	64	276	595	937	1296
75.0%	66	286	623	989	1372
77.5%	67	295	652	1044	1456
80.0%	69	306	686	1107	1552

来源：中泰证券研究所

- 利润端**，利润率的主要影响因素还涉及前文提到的平均班级人数和每个季度教师覆盖班级数量，其中平均班级人数是一个逐季变动的过程，一般暑假、寒假略高，秋季、春季略低，我们关于第 1~5 年每季班均人数的假设详见图表 62。每个季度教师覆盖班级数量，我们认为也要区分优播模式运行初期和后期，初期处于教师储备阶段，覆盖班级数量存在提升的趋势（非单网点因素，而是整体趋势）；后期模式运行稳定，教师覆盖班级数量或将从开业初期就比较高。因此我们模拟第 1~5 年覆盖班级数量为 2/3/4/5/6（情景 1）和第 1-5 年覆盖班级数量 5/5.5/6/6.5/7（情景 2）两种情况，叠加续班率的不同，敏感性分析可见，情景 1 和情景 2 下，正价-正价续班率高于 70% 时单网点大概率在开业第 3 年开始盈亏平衡或盈利，情景 2 由于教师使用效率较高，因此单网点在前 2 年亏损较情景 1 收窄。因此我们估计在优播模式前期单网点开业第 5 年营业利润在 400~500 万，而在优播模式成熟后单网点开业第 5 年营业利润在 500~600 万。

图表 62：班均人数假设

平均班级人数	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年
暑假	17	18	22	23	24
秋季	8	12	15	17	19
寒假	15	16	20	21	22
春季	8	12	15	17	19

来源：中泰证券研究所

图表 63：网点其他主要假设

其他主要假设			
教师工资	第 1 年	7500	元/月
	第 2 年	8000	元/月
	第 3 年	8500	元/月
	第 4 年	9000	元/月
	第 5 年	10000	元/月
租金		8	万元/年
销售人员数量		6	人
店长数量		2	人
教材成本		20	元/人次
平台使用费		3	元/人次·课时

来源：中泰证券研究所

图表 64: 教师第 1~5 年覆盖班级数量情景 1 叠加续班率变动对网点利润影响的敏感性分析

正价-正价 续班率假设	优播单网点营业利润 (万元)				
	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年
70.0%	(169)	(192)	(14)	161	344
72.5%	(168)	(192)	4	188	386
75.0%	(169)	(186)	17	217	433
77.5%	(168)	(183)	31	250	488
80.0%	(169)	(178)	49	289	548

来源: 中泰证券研究所

图表 65: 教师第 1~5 年覆盖班级数量情景 2 叠加续班率变动对网点利润影响的敏感性分析

正价-正价 续班率假设	优播单网点收入 (万元)				
	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年
70.0%	(81)	(50)	108	263	416
72.5%	(82)	(43)	126	290	461
75.0%	(81)	(39)	145	328	514
77.5%	(80)	(34)	166	364	572
80.0%	(79)	(27)	184	403	635

来源: 中泰证券研究所

盈利预测及投资建议

- 收入拆分及预测:** (1) 大学业务保持稳定增长, 预计 FY20~22 收入增速分别为 20.8%/36.5%/33.4%; (2) K12 业务收入在东方优播的带动下有望高增长, 预计 FY20~22 收入增速分别为 103.1%/101.6%/80.6%。其中大班及私播课预计收入增速为 45.4%/45.9%/45.9%; 东方优播我们预计 FY20~22 分别新增 60/50/50 个网点, 对应收入增速为 206.7%/149.0%/97.9%; (3) 学前业务受课程结构调整影响预计收入较快增长, 预计 FY20~22 收入增速分别为 47.1%/38.6%/31.9%; (4) 机构业务平稳增长, 预计 FY20~22 收入增速分别为 10.0%/9.0%/8.1%。

图表 66: 收入拆分及预测 (单位: 百万元)

	FY2017A	FY2018A	FY2019A	FY2020E	FY2021E	FY2022E
大学教育	335.54	462.47	631.36	762.39	1040.61	1387.71
YOY	42.0%	37.8%	36.5%	20.8%	36.5%	33.4%
占比	88%	82%	77%	67%	59%	52%
K12 教育	42.95	88.07	159.21	323.30	651.63	1176.78
YOY	61.0%	105.0%	80.8%	103.1%	101.6%	80.6%
占比	11%	16%	19%	28%	37%	44%
大班及私播课	42.95	71.87	102.31	148.78	217.06	316.63
YOY	61.0%	67.3%	42.4%	45.4%	45.9%	45.9%
东方优播		16.20	56.90	174.52	434.57	860.15
YOY			251.2%	206.7%	149.0%	97.9%
学前教育	3.42	10.92	33.40	49.14	68.13	89.88
YOY	375.8%	219.7%	205.8%	47.1%	38.6%	31.9%
占比	1%	2%	4%	4%	4%	3%
机构客户	64.31	89.00	94.94	104.44	113.84	123.06
YOY	-8.7%	38.4%	6.7%	10.0%	9.0%	8.1%
占比	14%	14%	10%	8%	6%	4%
合计	446.22	650.46	918.91	1239.26	1874.21	2777.42
YOY	33.5%	45.8%	41.3%	34.9%	51.2%	48.2%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **净利润及 EPS:** FY19 由盈转亏, 剔除上市开支和股权激励费用外, 利润下滑主要是 K12 整体处于推广期及大学业务的营销费用增加所致。考虑到 K12 业务中东方优播和大班仍处于推广期, 短期仍亏损, 我们预计公司整体在 FY20、21 仍亏损, 在 FY22 将开始盈利。预计 FY20~22 归母净利润为-0.54/-0.39/0.51 亿元, 对应 EPS 为-0.06/-0.04/0.05 元, 或-0.06/-0.05/0.06 港元。
- **分部估值:** 公司涉及业务成长性存在差异, 因此我们使用各业务分部可拆分的营业利润进行分部估值(部分销售和管理费用不可拆分)。(1) 大学业务经过结构调整后预计经营趋稳, 未来增长主要受考研和海外备考驱动, 预计 FY2025 对应 3.3 亿营业利润, 给予 15x 估值; (2) K12 双师大班及私播课业务预计 FY2025 对应 0.8 亿营业利润, 给予 20x 估值; (3) 优播模式成熟后有望翻倍式增长, 预计 FY2025 对应营业利润 7.44 亿元, 基于模式稀缺性和业绩高成长性给予 40x 估值; (4) 学前业务经过结构调整后有望贡献盈利, 预计 FY2025 对应营业利润 0.23 亿元、给予 20x 估值; (5) 机构业务平稳增长, 预计 FY2025 对应营业利润 0.29 亿元, 给予 10x 估值。按 10% 的折现率折到 FY20 目标市值约 239 亿元人民币, 即 255 亿港元。
- **投资建议:** 背靠新东方集团, 天然具有品牌优势。上市后业务条线和组织架构进行调整升级, 并收购东方优播的剩余股权, 发展重心凸显。K12 业务将成为公司未来主要的增长引擎, 其中优播模式在三四线初步跑通, 未来网点、学生人次、续班率、班均人数、教师利用率提高都将助力业绩翻倍式增长。FY20 目标市值约 255 亿港元, 当前市值 202 亿港元,

首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- K12 课外辅导行业尤其是在线教育领域政策监管趋严可能给企业带来合规、师资等方面成本的提升；
- 市场竞争加剧的风险，目前在线教育领域市场竞争逐渐进入白热化阶段，因抢夺市场份额带来的获客成本不断提升给业绩增长带来压力。

图表 67：公司主要财务数据及盈利预测（单位：人民币）

利润表(百万元)						资产负债表(百万元)					
	FY2018	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E		FY2018	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E
营业收入	650	919	1,239	1,874	2,777	货币资金	709	2,498	2,450	2,765	3,322
营业成本	253	413	625	956	1,398	存货	380	0	0	0	0
毛利率	61.18%	55.11%	49.57%	48.97%	49.67%	其他流动资产	110	477	559	687	849
其他收入	73	143	27	28	30	流动资产	1,200	2,975	3,009	3,451	4,170
销售费用	224	444	400	578	804	固定资产	21	30	40	52	64
营业费用率	34.43%	48.31%	32.26%	30.85%	28.95%	无形资产	0	0	0	0	0
管理费用	40	103	106	135	167	其他长期资产	200	264	271	280	291
管理费用率	6.22%	11.25%	8.52%	7.22%	6.02%	非流动资产	221	294	312	332	355
财务费用	0	0	0	0	0	资产总计	1,421	3,269	3,321	3,784	4,525
财务费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	短期借款	0	0	0	0	0
利润总额	93	-75	-54	-39	60	应付账款	159	220	333	509	744
所得税	11	-11	0	0	9	其他流动负债	373	462	628	947	1,398
所得税率	11.49%	14.50%	0.00%	0.00%	15.00%	流动负债	531	682	961	1,457	2,142
少数股东损益	-9	-24	0	0	0	长期负债	0	90	90	90	90
归属于母公司股东的净利润	91	-40	-54	-39	51	其他长期负债	11	-73	-68	-62	-57
净利率	14.05%	-4.33%	-4.35%	-2.09%	1.82%	非流动性负债	11	17	22	28	33
摊薄每股收益(元)	0.10	-0.04	-0.06	-0.04	0.05	负债合计	542	698	983	1,484	2,175
						股本	0.07	0.12	0.12	0.12	0.12
						资本公积	885	2,601	2,370	2,331	2,381
						股东权益合计	878	2,570	2,338	2,299	2,350
						少数股东权益	-7	-31	-31	-31	-31
						负债股东权益总计	1,421	3,269	3,321	3,784	4,525
						比率分析					
							FY2018	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E
						增长率 (%)					
						营业收入	45.8	41.3	34.9	51.2	48.2
						净利润	-2.8	-143.5	35.4	-27.4	-229.6
						利润率 (%)					
						毛利率	61.2	55.1	49.6	49.0	49.7
						净利率	14.0	-4.3	-4.3	-2.1	1.8
						回报率 (%)					
						净资产收益率	10.4	-1.5	-2.3	-1.7	2.2
						总资产收益率	6.4	-1.2	-1.6	-1.0	1.1
						其他 (%)					
						资产负债率	38.2	21.4	29.6	39.2	48.1
						所得税率	11.5	14.5	0.0	0.0	15.0
						股利支付率	128.9	-447.3	0.0	0.0	30.0

来源：Wind，中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

分析师承诺:

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:

- 1、本报告所述所有观点仅代表个人对上述港股、美股等海外市场及其证券的个人理解。
- 2、本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 同时在此承诺, 在执业过程中, 谨守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则。
- 3、本人承诺所有报告内容及研究观点均恪守独立、客观原则, 并保证报告内容及研究观点所采用数据均来自公开、权威、合规渠道。
- 4、本人承诺由本人出具的本报告中的内容或观点, 不会直接或间接地收到任何形式的补偿, 并且不存在任何形式的利益关联。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议, 并仅限中国内地使用。

市场有风险, 投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。

本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 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“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。