

线上发力，旭日东升

——新东方在线 (1797.HK) 投资价值分析报告

公司深度

◆**新东方在线**：新东方旗下在线教育平台，多领域综合在线教育服务供应商。新东方在线依托于新东方集团，在大学、K12、学前、机构四个领域提供在线教育服务。目前公司核心业务东方优播，现金牛业务新东方在线网站及机构业务，衍生业务酷学多纳及酷学英语。全球发售后新东方集团持有新东方在线股份 54.71%，为控股股东。FY18，公司收入 6.50 亿元 (YoY+45.8%)，净利润 0.91 亿元 (YoY-2.8%)。

◆**在线教育行业**：线下培训龙头互联网平台有望成为在线教育巨头企业，K12 在线直播是王者赛道。2017 年在线教育市场规模近 2000 亿元，预计 2020 年将超过 3000 亿元。我们认为在线教育与线下培训互补而不是互斥，融合而不是颠覆，服务能力和教研水平是在线教育企业扩张的关键。线下培训龙头的在线平台由于教学质量好、师资培训体系强，最有可能成为在线教育王者。

◆**背靠中国教育第一龙头新东方，新东方在线拥有品牌、渠道、资本、教研优势**。作为国内最大的综合性教育集团，新东方的品牌、教研、服务领先市场。新东方在线依托于新东方，核心优势凸显：(1) 品牌：借力新东方，FY2018 销售成本约 34%；(2) 渠道：新东方线下学员基数导流线上课程，股东腾讯带来线上流量；(3) 教研：通过引入优质股东提升教研实力。

◆**核心业务**：K12 在线直播平台东方优播拥有宏大成长空间。K12 在线直播是教育行业的金牌赛道和重要趋势，东方优播同时布局大班直播和班课直播业务，是新东方在线 K12 业务的核心部分，其中班课模式“乐播课”采用 25-30 人小班教学，课程单价在 60 元/小时，课程内容结合三四线城市的教材及学生的实际学习情况，并设置当地体验店降低营销成本。新东方在线 K12 业务 2018 年收入约 0.88 亿元，我们预计 19-21 年收入为 1.85/3.89/8.16 亿元人民币。

◆**成长路径**：围绕 K12 在线直播领域，以下沉三四线为战略，以加速城市覆盖为战术。在战略制定上，公司将东方优播平台作为核心业务，面向稀缺优质教育资源的三四线城市提供差异化服务。在扩张战术上，东方优播计划在 5-6 年的时间进入 200 个城市，沿用乐播课加线下体验中心的模式，快速提升城市及用户覆盖，预计 5 年后覆盖潜在客户群体将超过 2000 万。

◆**盈利预测**。我们预计新东方在线 2019~2021 年收入为 10.00/16.20/26.65 亿元人民币，2019~2021 年归母净利润为-0.39/-1.11/0.59 亿元人民币。考虑到公司处于利润的爬坡期，预测将于 21 年利润转正及新东方集团的背景，按照绝对估值结果给予目标价 15.00 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

◆**风险提示**：竞争激烈影响盈利能力、教育政策变化、业务拓展不及预期。

◆业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入(百万元人民币)	446	650	1,000	1,620	2,665
YoY	33.52%	45.77%	53.67%	62.06%	64.53%
净利润(百万元人民币)	94	91	-39	-111	59
YoY	57.63%	-2.74%	N/A	N/A	N/A
EPS(港元)	0.10	0.10	-0.04	-0.12	0.06
PE	102	102	N/A	N/A	169

资料来源：Wind，光大证券研究所预测 注：股价为 2019 年 5 月 14 日收盘价，汇率为 RMB:HKD=1:1.14。

买入 (首次)

当前价/目标价：10.16/15.00 港元

分析师

刘凯 (执业证书编号：S0930517100002)
021-52523849
kailiu@ebsecn.com

曹天宇(执业证书编号 S0930517110001)
021-52523693
caoty@ebsecn.com

联系人

冷玥
lengyue@ebsecn.com

贾昌浩
021-52523835
jiachanghao@ebsecn.com

投资聚焦

关键假设

1、大学业务分部：假设公司大学业务分部行业地位稳固，行业格局未发生显著变化，市场参与者未采用过度压价方式进行竞争，2019~2021年公司的大学业务分部毛利率在 60%/63%/63%，我们预测收入增速分别为 42%/46%/45%，收入分别为 6.58/9.60/13.92 亿元。

2、机构业务分部：假设公司与机构客户的合作模式未发生明显变化，国家对教育机构的财政经费支持保持稳定，2019~2021年公司的机构业务分部的收入保持 40%左右的增长，毛利率稳定在 80~82%左右

3、K12 业务分部：公司未来的战略重心在 K12 业务，2019~2021 年收入复合增速保持在 100%以上，2019~2021 年毛利率分别为 39%/39%/39%。

4、学前业务分部：假设公司学前业务分部业务拓展收效显著，2019~2021 年学前业务收入增速为 195%/200%/120%以上，2021 年起毛利率转正。

创新之处

1、充分将线下培训与在线教育发展历程进行对比，探究在线教育的发展趋势；

2、对在线教育、K12 在线教育、K12 在线直播等领域市场规模进行估算，定位最有发展潜力的细分领域；

3、将新东方在线从业务分部、平台构成两个维度进行细致分析，确定 K12 业务分部的在线直播平台东方优播将成为最具成长潜力的业务。

股价上涨的催化因素

- 1、公司 K12 业务分部、学前业务分部拓展显著，业务收入快速增长；
- 2、公司推出更多课程产品，并结合教学行为提供其他增值服务，有效提升客单价。

估值与目标价

考虑到 1) K-12 业务商业模式已经成熟，正在进入快速复制的阶段，因此短期会造成人力成本及销售费用的快速上升，致使短期出现亏损。2) 从长期来看，新东方在线的净利率可达 25-30%。3) 我们认为 K-12 线上培训与线下不同，具有强马太效应，龙头将具备较高的市占率。不算线上的增量，仅考虑 K-12 培训的存量，新东方好未来，市占率不足 5%，线上将带动 K-12 培训市占率显著提升。按照绝对估值结果给予目标价 15.00 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

目 录

1、 公司概况：新东方旗下在线教育平台，多领域综合在线教育服务供应商	6
1.1、 什么是在线教育	6
1.2、 新东方在线：中国最大的综合在线教育服务供应商	6
1.3、 股权结构：新东方、腾讯为持股股东	8
1.4、 财务分析：营收快速增长，K12 业务规模提升迅速	9
2、 在线教育行业：千亿市场空间，快速、直播、集中度提升成为未来趋势	11
2.1、 在线教育需求端：升学就业需求、技术创新、政策规范创造千亿需求	11
2.2、 在线教育供给端：细分众多，盈利困难	12
2.3、 在线教育发展规律：与线下培训互补，服务和教研至上	13
2.4、 在线教育未来趋势：快速、直播、市场份额高度集中	14
2.5、 线下培训龙头的在线教育平台可能成为未来王者	15
3、 背靠中国教育第一龙头新东方，新东方在线具备强大核心竞争力	16
3.1、 新东方（EDU.N）：中国教育行业龙头企业，品牌和教研全面领先	16
3.2、 新东方在线：依托新东方集团，具备品牌、渠道、资本、教研优势	16
4、 核心业务：K12 在线直播平台东方优播拥有宏大成长空间	18
4.1、 K12 培训行业：线上+线下万亿刚性需求，三四线城市供给缺失驱动 K12 在线直播王者赛道	18
4.2、 K12 在线直播三大模式：大班、一对一、班课	20
4.3、 东方优播：发力 K12 班课直播，构筑海量业务空间	22
5、 现金牛业务：新东方在线网站及机构业务稳定贡献业绩	28
5.1、 新东方在线网站：涵盖大学、K12 阶段课程的综合性在线教育平台	28
5.2、 机构业务：合作关系稳固，持续贡献业绩	31
6、 衍生业务：酷学英语和酷学多纳卡位在线英语能力学习	32
7、 盈利预测	34
8、 估值结论与投资评级	36
8.1、 相对估值	36
8.1、 绝对估值	36
8.2、 投资建议	37
9、 风险分析	38

图表目录

图 1：新东方在线发展历程.....	6
图 2：新东方在线网站.....	8
图 3：东方优播网站.....	8
图 4：酷学多纳网站.....	8
图 5：酷学英语网站.....	8
图 6：全球发售后新东方在线股权结构.....	9
图 7：新东方在线营业收入.....	10
图 8：新东方在线净利润.....	10
图 9：新东方在线收入构成（单位：百万元）.....	10
图 10：新东方在线入学人次构成（单位：万人）.....	10
图 11：新东方在线各项费率.....	10
图 12：新东方在线分项毛利率.....	10
图 13：VR 技术改善实验课授课体验.....	11
图 14：在线教育市场规模（单位：亿元）.....	12
图 15：在线教育行业三维图谱.....	12
图 16：2018 年在线教育公司营业收入前 5 名及同比增长率（单位：亿元）.....	13
图 17：直播相对于录播的优势.....	14
图 18：2014-2018 年 K12 培训行业市场份额.....	15
图 19：新东方营业收入及净利润（单位：亿美元）.....	16
图 20：教育企业部分现金流循环图示.....	17
图 21：新东方集团线下课程入学人次和增长情况.....	17
图 22：2017 年 K12 课外培训家庭投入情况.....	19
图 23：K12 阶段在校生总数及在线教育覆盖学生数（单位：万人）.....	20
图 24：东方优播发展历程.....	22
图 25：乐播课理念.....	23
图 26：东方优播全国体验店分布.....	23
图 27：东方优播选课界面.....	24
图 28：东方优播小班授课效果.....	24
图 29：东方优播小学、初中、高中阶段名师数量.....	25
图 30：东方优播 K12 阶段各个科目名师数量.....	25
图 31：新东方在线 K12 分部收入（单位：百万元）.....	26
图 32：大班直播课程与乐播课优缺点对比.....	27
图 33：FY2018 新东方在线业务收入构成.....	28
图 34：FY2018 新东方在线付费人数构成.....	28
图 35：新东方在线网站 koolearn 用户发展情况.....	29

图 36 : 新东方在线 2018 年网站日访问量 (UV/PV)	29
图 37 : 新东方在线网站	29
图 38 : 新东方在线语言培训类课程界面	30
图 39 : 二位一体全方位服务	31
图 40 : 新东方在线初高中一对一课程	31
图 41 : 机构业务收入及毛利率 (单位 : 百万元)	32
图 42 : 酷学英语界面	32
图 43 : 酷学多纳界面	32
图 44 : 酷学英语课程界面	33
图 45 : 新东方在线学前分部收入表现 (单位 : 百万元)	34
表 1 : 新东方在线课程介绍	7
表 2 : 新东方在线课程平台	7
表 3 : 新东方在线的机构客户及业务模式	8
表 4 : 在线教育公司 2018 年年报总结	13
表 5 : 新东方在线融资情况	18
表 6 : 主流培训机构线下线上培训运营数据	20
表 7 : K12 在线培训主流形式及参与企业	22
表 8 : K12 在线教育直播平台对比	25
表 9 : 三四线城市大学数量	27
表 10 : 新东方、好未来、新东方在线 FY2018 扩张进度	28
表 11 : 新东方在线部分大学语言培训课程价格 (单位 : 元)	30
表 12 : 新东方在线与学而思网校课程比较	30
表 13 : 多纳品牌产品/服务	33
表 14 : 新东方在线业务收入拆分	35
表 16 : 课外培训龙头公司相对估值	36
表 17 : 绝对估值基本假设	36
表 18 : 敏感性分析	37
表 19 : 成熟阶段公司净利润率测算	37
表 20 : 新东方在线利润表	39
表 21 : 新东方在线资产负债表	39
表 22 : 新东方在线现金流量表	39

1、公司概况：新东方旗下在线教育平台，多领域综合在线教育服务供应商

1.1、什么是在线教育

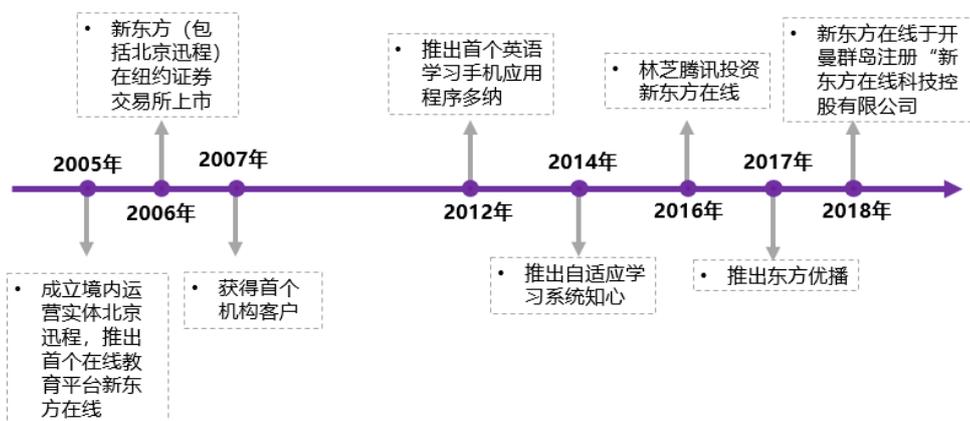
在线教育是指通过互联网进行教学内容传播，方便用户快速学习。在线教育起源于20世纪90年代，教学机构将教学内容数字化，通过互联网进行传播，学生即使无法来到教室，也可以观看在线课程，查看教学内容，极大扩展了学员的覆盖面。与传统线下教育方式相比，在线教育具有效率高、方便、低门槛、教学资源丰富的特点。在线教育与教育信息化有所区别，以面向C端用户为主，满足不同年龄阶段、不同学习目标的学员需求。

在线教育行业带动了教育行业的变革，开阔了教育运营思路，吸引了包括线下培训巨头在内的多家企业进行布局。在线教育的目标客户与传统的线下培训几乎一致，但是在线教育突破了地理位置的限制，也能够挖掘出用户的新需求，带动了教育行业的深刻变革。在线教育企业管理者，除了需要关注教学内容、师资招聘培训等常规运营重点之外，更加需要关注获客、口碑、增值服务等，显著开阔了运营思路。众多企业聚焦在线教育赛道，加速布局，如布局在线英语培训的VIPKID、哒哒英语、51talk、沪江教育科技等；布局在线职教培训的正保远程教育；布局在线学历培训的尚德机构；布局在线教育工具的猿题库、学霸君；布局K12线上培训的掌门1对1、大海1对1、100教育。此外，线下培训巨头也瞄准在线教育市场的机遇，新东方、好未来、高思、巨人等均推出在线教育平台，提供在线学习课程。

1.2、新东方在线：中国最大的综合在线教育服务供应商

新东方在线是新东方教育旗下的在线教育平台，于2005年成立，2017年3月21日挂牌新三板，2018年2月14日摘牌，并于2018年7月17日首次提交港股上市申请书。新东方在线依托新东方的丰富资源与教育经验，在高等教育、K12教育以及学前教育三个领域提供在线教育课程。从2005年成立境内运营实体北京迅程，到2018年在开曼群岛注册“新东方在线科技控股有限公司”，新东方在线在13年的时间进行了业务的成功拓展。

图1：新东方在线发展历程



资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

新东方在线已成为中国领先的综合在线教育服务供应商。FY2018 付费学生总人次已超过 190 万人。公司目前拥有大学、K12、学前、机构四个业务分部，向学生提供包括语言学习培训、课外辅导、学前英语培训相关课程及服务，向机构客户提供内容产品及版权，业务覆盖广泛。FY2018，大学、K12、学前业务分部付费学生总数占比分别为 59.74%、9.54%和 30.77%。

表 1：新东方在线课程介绍

教育领域	授课方式	课程分类	配套服务
大学教育	直播、录播	大学考试备考（研究生入学考试、大学英语四六级）	讲义、作业批改、在线学习小组、在线模拟考试、手机应用程序
		海外备考（托福、雅思、SAT、ACT、GRE、GMAT）	“知心”自适应学习系统（托福、雅思）
		英语学习及其他（新概念英语、BEC、外教一对一、其他语种、专业资格考试）	
K12 教育	直播	新东方在线 K12 课程	“双师模式”
		东方优播课程（针对低线城市贴合本地教材课程）	线下体验店
	录播	私播课程	
学前教育	应用程序	多纳应用程序系列（英语启蒙互动绘本、视频等）	
	直播	多纳外教学堂（直播课程、一对一演练课、主题课、自学自适应应用程序）	自学自适应应用程序

资料来源：公司官网，光大证券研究所

新东方在线目前主要拥有新东方在线网站、东方优播、酷学多纳、酷学英语 4 个在线教育平台。新东方在线网站是综合性在线教育平台，提供大学英语学习、K12 大班直播课程、职教培训课程等。东方优播是 K12 阶段在线直播平台，以 30 人左右的班课直播为主。酷学多纳是面向学前儿童的英语学习平台，通过提供 APP 及外教 1 对 4 在线课程，提供学前英语启蒙。酷学英语是面向各个年龄段学生人群的综合英语平台，提供英文原著阅读、口语培训、新概念英语等多项英语能力提升课程。

表 2：新东方在线课程平台

	新东方在线	东方优播	多纳	酷学英语
大学考试备考	√			
海外备考	√			
英语学习	√			√
K12 教育	√	√		√
学前教育	√		√	

资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 2：新东方在线网站



资料来源：新东方在线官网

图 4：酷学多纳网站



资料来源：酷学多纳官网

图 3：东方优播网站



资料来源：东方优播官网

图 5：酷学英语网站



资料来源：酷学英语官网

在机构业务方面，新东方在线的机构客户包括学校、公共图书馆、公营机构、电信运营商以及在线视频串流服务商等。新东方在线与机构客户签订合同，根据机构客户购买的产品和服务进行收费，作为 ETS 与中国托福在线练习 (TPO) 的独家合作伙伴，新东方在线向 ETS 购买 TPO 产品并转售予新东方作为托福课程教材；同时新东方在线向出版商、玩具制造商等第三方授权多纳品牌及产品。截至 2018 年 11 月 30 日，新东方在线机构客户数量达到 851 家。

表 3：新东方在线的机构客户及业务模式

机构类别	业务模式
教育机构、图书馆、公营机构	提供课程模块和辅助服务
电信运营商、在线视频点播服务提供商	将课程视频提供给机构客户进行分销
出版社、玩具公司、办公及家居产品制造商、 幼儿园、学前教育服务供应商	出售知识产权

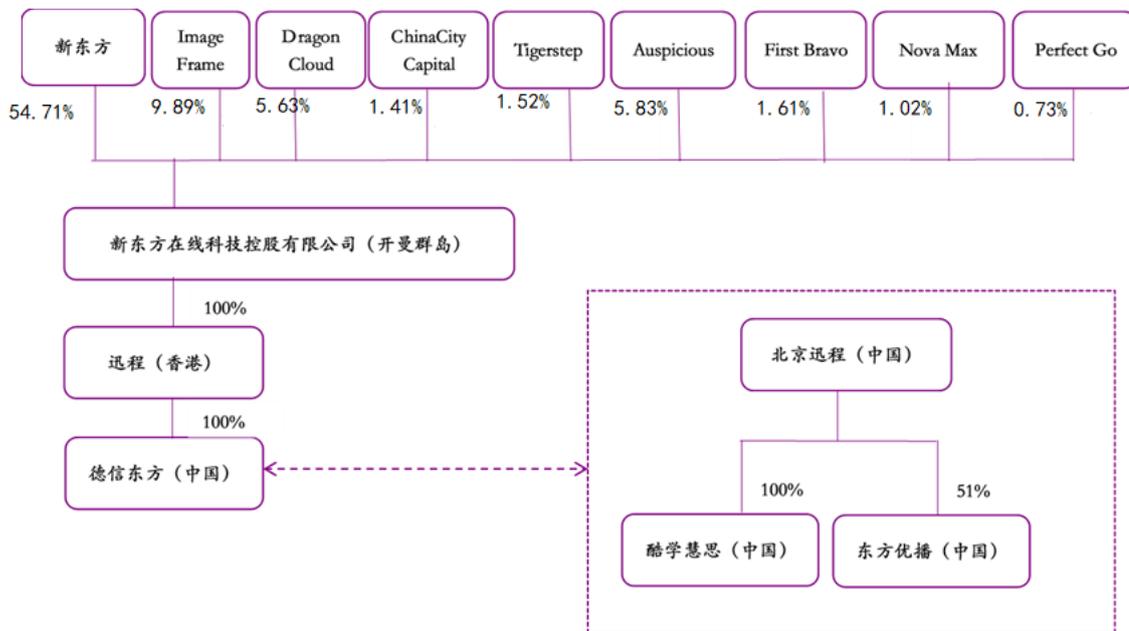
资料来源：公司公告，光大证券研究所

1.3、股权结构：新东方、腾讯为持股股东

新东方集团持有新东方在线 54.71% 的股份，为公司控股股东；腾讯持有 9.89% 的公司股份，为第二大股东。根据公司提交的港股上市申请书，新东方集团持有新东方在线的股份数量达 5 亿股，在全球发售后，持股比例达 54.71%，为公司控股股东，俞敏洪为公司实际控制人。同时，俞敏洪全资控股的投资公司 TigerStep 拥有新东方在线 1.52% 的股份。腾讯通过附属公司 ImageFrame

持有 9041.6 万股公司股份，持股比例 9.89%，为公司第二大股东。其他公众持股占比约 18%。

图 6：全球发售后新东方在线股权结构



资料来源：公司公告、光大证券研究所整理 注：(1) 虚线箭头表示合约安排；(2) 截止时间为 2019 年 4 月底

1.4、财务分析：营收快速增长，K12 业务规模提升迅速

新东方在线 FY2018 实现营收 6.50 亿元，同比增长 45.8%；实现净利润 0.91 亿元，同比增长-2.8%。新东方在线 FY2017 收入达 4.47 亿元 (YoY+33.5%)，净利润 0.94 亿元 (YoY+57.78%)，经营活动净现金流达 1.08 亿元 (YoY+33.61%)，FY2018 公司实现营收 6.50 亿元 (YoY+45.8%)，净利润 0.91 亿元 (YoY-2.8%)。

从营收构成来看，新东方在线大学分部营收规模领先，K12 分部规模提升迅速。FY 2016/FY2017/FY2018，大学分部营收占比 70.7%/75.2%/71.7%，为公司最主要的营收来源。FY2017 公司通过推出东方优播、私播课程、多纳外教学堂大力发展 K12 及学前教育分部业务：K12 分部 FY2016/FY2017/FY2018 营收占比 7.9%/9.6%/13.5%，入学人次为 6.0/7.5/18.5 万人，业务规模提升迅速；公司学前教育分部 FY2016/FY2017/FY2018 营收占比 0.22%/0.77%/1.70%，入学人次为 5.5/10.6/59.7 万人，入学人次快速增长。

从分项业务毛利率来看，新东方在线毛利率较高，盈利能力保持稳定。公司 FY2018 整体毛利率 61.2%，并于 FY2016 至今保持 60%以上的高毛利率水平。其中大学分部 FY2016/FY2017/FY2018 毛利率为 63.5%/66.8%/63.5%；K12 分部 FY2016/FY2017/FY2018 毛利率为 62.1%/59.0%/39.2%，毛利率的降低主要由于公司引入合格教师、设立体验店以大力拓展东方优播课程，并为 K12 产品成立专门的运营团队抬高成本；学前教育分部尚未实现盈利，主要由

于多纳系列产品和课程还处于扩展市场的初期；在机构业务方面，毛利率保持80%以上的高水平，FY2016/FY2017/FY2018 毛利率为 85.6%/85.3%/82.3%。

公司各项费用率总体保持稳定。公司 FY2016/FY2017/FY2018 销售费用率分别为 30.25%/29.68%/34.43%，管理费用率为 6.61%/7.27%/6.22%，研发费用率为 23.80%/19.21%/15.43%。其中研发费用率有所降低，主要原因为公司收入规模快速增长，而研发投入规模相对稳定。

图 7：新东方在线营业收入



资料来源:公司公告,光大证券研究所注:财年截至日为 5 月 31 日

图 8：新东方在线净利润



资料来源:公司公告,光大证券研究所

图 9：新东方在线收入构成 (单位:百万元)



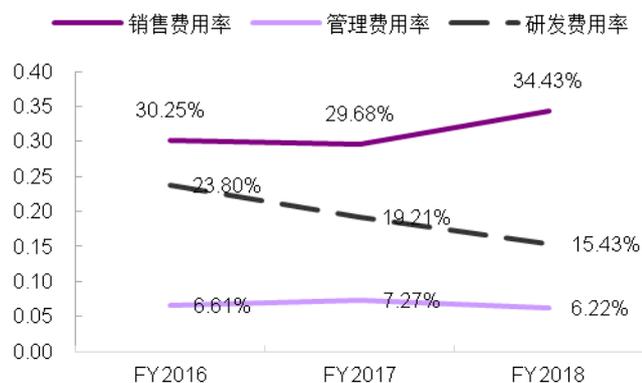
资料来源:公司公告,光大证券研究所

图 10：新东方在线入学人次构成 (单位:万人)



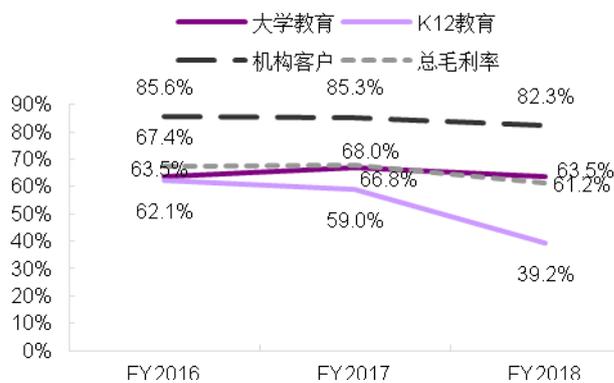
资料来源:公司公告,光大证券研究所

图 11：新东方在线各项费率



资料来源:公司公告,光大证券研究所

图 12：新东方在线分项毛利率



资料来源:公司公告,光大证券研究所

2、在线教育行业：千亿市场空间，快速、直播、集中度提升成为未来趋势

2.1、在线教育需求端：升学就业需求、技术创新、政策规范创造千亿需求

焦虑感和危机感有望驱使庞大中产阶层的教育开支持续提升。根据美国劳动统计局的数据，1997~2017年20年间美国CPI变化，其中学费和教育支出增幅超过150%，教育是美国家庭的最主要支出领域。根据《中国家庭与金融调查研究中心CHFS2015-2017年数据》，教育消费占家庭开支的比例持续提升，平均占比在10%左右。随着我国人均收入的稳步增长，焦虑感和危机感驱使家庭对教育的需求越发旺盛和多元，借鉴美国的发展趋势，我国的未来教育服务支出仍将大幅增加。

人工智能、大数据等技术持续促进“教育+互联网”发展，IT巨头加大相关技术研发将持续助力在线教育行业发展，不断提升用户体验。近年来，科技与教育融合持续加深，科技逐步重构学习体验。大数据技术、人工智能技术、增强现实技术、虚拟现实技术、在线课程模式等正在进一步迭代在线教育的形式，不断推进着互联网教育平台向纵深发展，促使其更加高效、智能且个性化。

图 13：VR 技术改善实验课授课体验



资料来源：搜狐教育

线下培训国家管控，线下培训机构扩张受到限制。2018年8月，国务院发布《国务院办公厅关于规范校外培训机构发展的意见》，强调所有培训机构必须先证后照（审批前置）；学科培训老师必须具有教师资格；同一培训时段内生均面积不低于3平方米；建立黑白名单和负面清单；学科知识培训的内容、班次、招生对象、进度、上课时间等要向所在地县级教育部门备案并向社会公布；培训时间不得晚于20:30等。《意见》对培训机构线下办学行为进行规范，加大所有培训机构运营和扩张的办学成本，预计线下培训机构扩张速度和办学规模将受到影响。

在升学就业需求、技术创新、线下培训政策规范的共同促进之下，在线教育市场发展迅猛，2017年市场规模达到近2000亿元。在线教育市场规模增长迅猛，2012年市场规模仅为700.6亿元，2017年市场规模已达1916.7

亿元，5年复合增速达到22.30%。艾媒咨询预计2018/2019/2020年在线教育市场规模将达到2321、2727、3150亿元。

图 14：在线教育市场规模（单位：亿元）

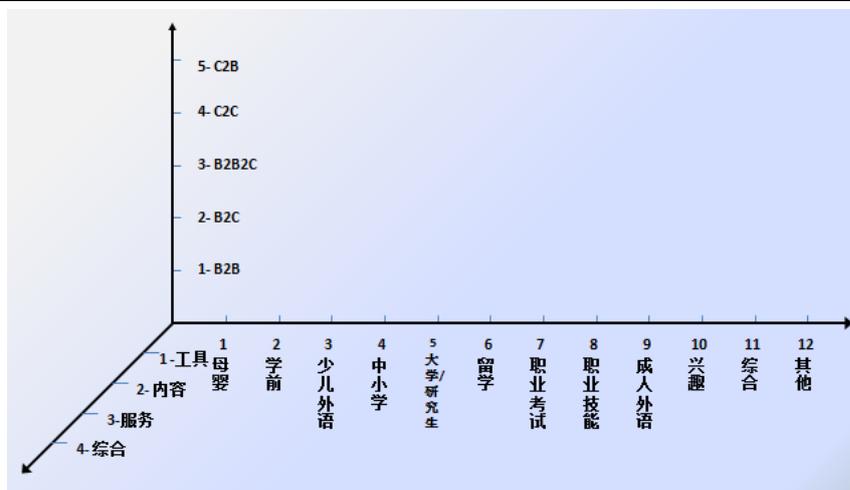


资料来源：艾媒咨询、光大证券研究所

2.2、在线教育供给端：细分众多，盈利困难

在线教育行业细分领域众多，可通过需求、业务、商业模式三大维度进行细分，对行业中的企业进行定位。在线教育应用场景多样，覆盖用户分布于各个年龄阶段，业务广泛。好未来提出“在线教育分析图谱”，将在线教育分为12阶段需求、三大业务类型与五大模式。（1）需求：主要按照教育的不同阶段来划分，包括母婴、学前、少儿外延、中小学、大学研究生、留学、职业考试、职业技能、成人外语、兴趣、综合等12个阶段；（2）主营业务类型：按照产品形态来划分，包括服务（直播等）、内容（录播、题库等）、工具（答疑、家校互动、O2O）、综合平台（包含服务、内容、工具两者以上）四个类别；（3）商业模式：从企业与用户之间对应的角色与相互关系来划分，主要包含B2B、B2C、B2B2C、C2C、C2B五种商业模式。在线教育企业可以按照这一三维坐标进行定位。

图 15：在线教育行业三维图谱



资料来源：好未来、光大证券研究所

2018 年在线教育行业整体收入显著增长。我们以信息披露完全的 4 家美股和 1 家港股在线教育公司为样本。4 家美股为正保远程教育、无忧英语、尚德机构、流利说，1 家港股为新东方在线。2018 年 C 端在线教育行业总体实现营业收入 55.69 亿元，同比增长 67.13%。盈利方面，2018 年总体净利润-16.28 亿元，同比减少 1.31%。

图 16：2018 年在线教育公司营业收入前 5 名及同比增长率（单位：亿元）



资料来源：Wind、光大证券研究所

表 4：在线教育公司 2018 年年报总结

公司简称	股票代码	市值 (RMB 亿元)	收盘价 (USD/HKD 元)	2018 年在线收入 (RMB 百万元)	2018 年在线教育收入增长率 (%)	2018 年净利润 (RMB 百万元)	2018 年净利润增长率 (%)
尚德机构	STG.N	33.98	2.94	1,973.99	103.47	-926.95	-0.90
正保远程教育	DL.N	14.50	6.44	1,162.22	28.83	121.27	183.87
无忧英语 (51TALK)	COE.N	8.11	5.90	1,145.52	35.09	-416.69	28.26
新东方在线	1797.HK	86.81	10.80	650.46	45.67	82.03	-11.05
流利说	LAIX.N	35.08	10.86	637.22	284.89	-488.07	-101.05

资料来源：Wind、光大证券研究所整理 注：(1) 股价为 2019 年 5 月 6 日收盘价；(2) 市值已换算成以人民币为单位，汇率为 USD:RMB=1:6.76、HKD:RMB=1:0.86；(3) 收盘价为原始币种。

2015~2018 年，在线教育企业毛利率普遍高于 50%，保持相对稳定并有小幅增长。2018 年在线教育企业毛利率普遍高于 50%，其中尚德机构 2018 年毛利率达到 83.26%，流利说 2016-2018 年毛利率由负转正，其他在线教育企业毛利率在 2 年间基本保持相对稳定并有小幅增长。

2.3、在线教育发展规律：与线下培训互补，服务和教研至上

在线教育和线下培训是互补而不是互斥。由于教育的本质是服务，在“老师-场景-学生”的服务链条中，大部分的在线教育模式缺乏合适的学习场景，我们预计未来主流仍将是线下面授教学，互联网难以颠覆线下培训机构，线下培训机构通过深度布局在线教育业务之后将具备极强的竞争实力。教育产业和互联网深度融合之后，将有助于教育从封闭走向开放和教育产业资源的重新配置。所以我们认为，未来最大的教育企业大概率是拥有在线教育基因

的线下机构。新东方和好未来、中公教育和华图教育等龙头培训机构依托其教研资源和资本力量，在在线教育领域深度布局。

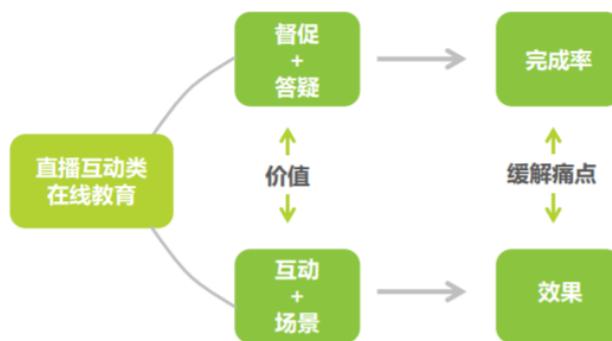
教育服务行业注重效果，服务和教研至上，流量不等于流水。渠道（流量）仅是在线教育企业做大做强的一个维度，“品牌、运营、教研、渠道”仍然是所有在线教育从业公司发展的核心本质。优质的内容和高水平的师资是教育服务行业的基础，是教学质量受到认可的关键。因此，对于在线教育企业来说，如何实现流量变现成为业务能否做大做强的关键。

2.4、在线教育未来趋势：快速、直播、市场份额高度集中

预计在线教育将在未来 5 年时间内快速走向成熟。随着在线教育的模式逐步被大众所熟悉，投资者不再对“自适应”、“VR”、“人工智能”等商业和科技概念怀有过高期望。行业内部市场逐渐细分，分别涌现出一批专注于在线教育行业细分领域的龙头企业。我们预计在未来 5-10 年，在线教育会经历线下培训行业过去 30 年里走过的历程——在需求推动和政策扶持下落地生根；在技术和资本推动下飞速成长；在市场趋于理性后拓展细分领域，实现稳定发展。线上教育能够有效打破地域限制和师资限制。

直播互动从体验上更加接近于线下培训，能够最大限度地提升教学内容的影响力，并提高教学效率，将是未来在线教育发展的重要趋势。在直播过程中师生可进行有效的互动，可以随时答疑，与线下学习效果高度相似；在线直播的课程中老师可对学生的学习起到观察和督促的作用，对学习效率和效果的提升有重要意义；直播提供的语言环境和互动场景能够为学生提供浸入式的学习感受，从而提高学生的专注度和接收程度。

图 17：直播相对于录播的优势



资料来源：艾瑞咨询

K12 培训属于完全竞争市场，行业有望向全国性龙头公司和区域巨头公司集中。K12 培训没有规划用地限制，行业壁垒低。行业目前竞争格局高度分散，处于完全竞争状态。据 Frost & Sullivan 报告，截至 2017 年 12 月 31 日，中国有超过 10 万家 K12 培训机构。2018 年，好未来、新东方两家龙头公司的收入占比仅为 4.4%。K12 培训市场根据营收和市值划分为三大梯队，第一梯队是新东方、好未来两家全国性龙头，年营收在 100 亿元以上，市值超过千亿。第二梯队是营收在 5-30 亿元的区域性龙头，包括精锐教育、卓

越教育、高思教育、昂立教育等。第三梯队是营收在 5 亿元以下的地方性培训机构，如佳一教育、龙门教育、大智教育、金石教育等。2014-2018 年，我国 K12 培训行业第一、第二梯队企业的营收占比不断提高，行业集中度进一步提高。我们认为优质培训机构凭借精细化管理能力、深厚品牌积淀和互联网业务布局，市占率将不断提升。

图 18：2014-2018 年 K12 培训行业市场份额



资料来源：Frost & Sullivan、各公司公告、wind、光大证券研究所测算

2.5、线下培训龙头的在线教育平台可能成为未来王者

在线教育模式需要进行前期的平台建设投入，且获客成本较高，资金实力较弱的小型线下机构无法顺利完成线上转型，预计线上市场集中度相较线下将显著提升。在线教育模式需要搭建功能较为完善，具备一定差异化功能的在线教育平台，与传统线下培训模式相比，需要前期进行平台研发投入；此外，在线教育模式的获客成本较高，在业务达到一定规模前，需要进行长期持续的获客投入。我们以在线教育行业中具备代表性的上市公司为例，尚德机构、流利说 2016~2018 年销售费率占比均超过 100%，成为公司经营过程中最主要的费用；而销售费用率最低的正保远程教育，2017 年的销售费率也达到了 27%。我们判断，与传统线下培训模式相比，在线教育对企业的资金实力要求更高，小型的线下机构无法顺利完成线上转型，预计线上市场集中度相较线下将显著提升。

因此，我们认为在线下培训领域具备较高的知名度，教学质量受到学生家长认可，具备较强资金实力的企业有望成为在线教育领域的王者；在线教育行业的市场集中度将更高。综合以上，我们认为在线教育领域的王者将来自于线下培训龙头企业的在线转型：线下培训龙头企业新东方和好未来 FY2018 业务收入约为 24.47 亿美元和 17.15 亿美元，学员数量达到 633 万人、745 万人，成为公司在线教育业务的强大依托。同时在线教育能够打破时间、空间的性质，相比区域性龙头，新东方、好未来的品牌效应优势更加凸显，资金实力更强，更加具备成长为在线教育领域王者的实力。

3、背靠中国教育第一龙头新东方，新东方在线具备强大核心竞争力

3.1、新东方 (EDU.N)：中国教育行业龙头企业，品牌和教研全面领先

作为国内最大的综合性教育集团，新东方的品牌影响力、师资培训能力成为了公司的核心竞争力。自成立至今，新东方 25 年来持续占据教育培训行业的龙头地位，在外语培训、K12 教育等领域有着极具影响力的品牌效应，新东方的教师培训体系则为新东方源源不断地输送了优秀的教研人才。在品牌建设方面，FY2018，新东方已进入全国 69 个城市，不仅在一二线城市扎实布局，在三四线城市也实现了成功扩张，连续多年位列中国十大教育品牌之首。在师资培训方面，新东方充分利用线上资源+线下培训，建设网络知识管理平台，定期举办线下见面培训会，提升培训效率。

FY2018，新东方主营业务收入达到 24.47 亿美元，同比增长 35.94%；净利润达到 2.96 亿美元，同比增长 8.03%，行业地位稳固。FY2018，新东方主营业务收入 24.47 亿美元，同比提升 35.94%；净利润达 2.96 亿美元，同比提升 8.03%，业务规模持续增长。FY2018，教培行业的排名第二的龙头公司好未来营收规模为 17.15 亿美元，净利润 1.98 亿美元，依然落后于新东方。

图 19：新东方营业收入及净利润（单位：亿美元）



资料来源：公司公告、光大证券研究所

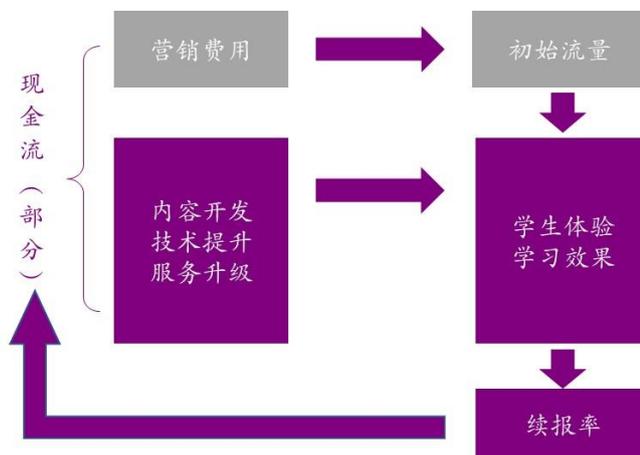
3.2、新东方在线：依托新东方集团，具备品牌、渠道、资本、教研优势

3.2.1、品牌优势：背靠新东方，品牌知名度促进业务良性循环

依托新东方集团，新东方在线依托品牌优势降低营销费用，专注内容开发与服务提升，形成良性循环。在线教育企业资金主要用于营销、内容开发、技术提升与教师工资等，其中内容开发、技术提升与聘用优质教师对于平台价值的提升（学生体验、学习效果、用户忠诚度）有积极影响，营销费用主要用于提高品牌知名度及积累平台初始用户。新东方在线依托新东方集团强大的品牌效应，无须通过高营销费用打造高品牌知名度，

FY2016/FY2017/FY2018/FY19Q2 销售费用率仅为 30.3%/29.7%/34.4%/41.2%，远低于其他上市在线教育企业，从而其资金可更多用于平台的价值附加活动，为学生带来更好的学习体验和学习效果，进一步带来高续报率和高入学人数，由此带来的高平台收入可进一步用于平台价值的提升，形成长期良性循环。

图 20：教育企业部分现金流循环图示

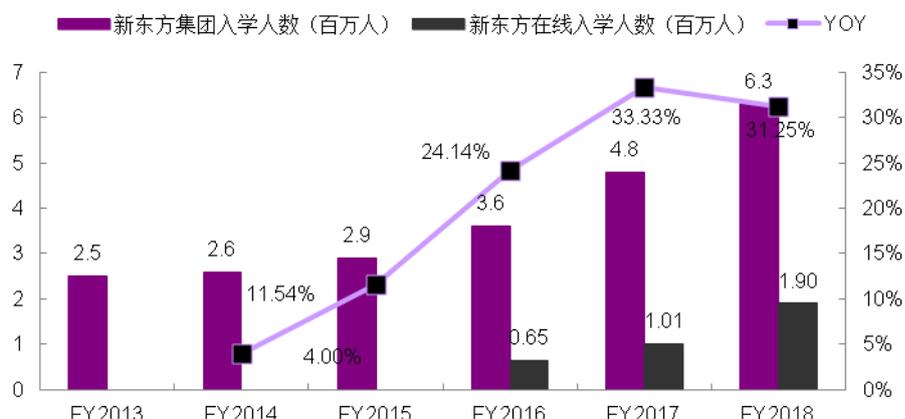


资料来源：光大证券研究所

3.2.2、渠道优势：新东方集团+腾讯，两大重量级股东为业务持续导流

新东方线下业务学生规模大，能够为线上业务持续导流。新东方线下课程 FY2018 入学人次超过 630 万人，同比增长 31.25%，能够为线上业务进行导流。通过新东方线下培训的优势，新东方在线学生入学人次有着巨大的成长空间。目前，新东方在线已经推出提升线下导流效应的私播课程，线下培训机构的学员可以通过购买私播课程，巩固线下学习成果。

图 21：新东方集团线下课程入学人次和增长情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

腾讯作为国内最大的互联网公司之一，为新东方在线带来巨大的线上流量优势。腾讯拥有微信、QQ 等多款高流量社交软件，有能力为新东方在线

的业务到来持续的线上流量。此外，新东方在线借力腾讯的技术优势，与腾讯共同研发“全链路在线教育智能服务和营销系统”，针对学生特点，年龄特征等进行精准营销，并将逐步开发智能投放管理、多模智能营销等功能。

3.2.3、资本优势：获得高额融资，账面资金充裕

公司自成立以来总融资规模超 1.6 亿美元。自成立以来，新东方在线先后进行三轮融资，引入多名投资者，融资金额超过 1.6 亿美元。强大的资金实力使得新东方在线可投入大量资金用于内容开发和平台升级以提升学生的学习效果和学习体验，基于公司大力拓展 K12 分部及学前教育分部的战略需求，公司目前已投入大量资金用于 K12 课程的开发，学前教育多纳手机应用程序的研发以及多纳外教学堂的开发。

表 5：新东方在线融资情况

公司	时间	分类	金额（千万美元）
ImageFrame	2018 年 5 月	A 系列	0.51
DragonCloud	2018 年 4 月	B 系列	0.73
ChinaCityCapital	2018 年 4 月	B 系列	0.19
Tigerstep	2018 年 6 月	C 系列	0.21

资料来源：公司公告、光大证券研究所

3.2.4、教研优势：内部开发优质课程，合作提升教研实力

新东方在线课程品类丰富且大部分源于内部开发。新东方在线针对每一年龄段研发多项细分课程，FY2018 新东方在线拥有一支约 650 组成的内容开发团队，分布于各个业务分部。新东方在线课程大部分源于内部开发，通过充分的市场调查、可行性评估、课程反复调试、质量控制等保证了课程的独特性和高质量。例如在 K12 课程中新东方在线采用自主开发的九步教学法开发在线直播课程，覆盖在线学习从预习到课后评价的全阶段；在东方优播课程中根据地区教材与教学进度自主开发课程；在多纳应用程序中为儿童提供英语学习动画、视频及互动绘本等，其中大部分内容源自于内部开发。

教师资源优质。FY2018 新东方在线已拥有 1019 位教师和 1578 位导师。与大多数平台通过高额补贴留住教师不同，新东方在线除了给予教师有竞争力的薪酬，还通过与时代云图合作帮助教师出版内容、建立个人品牌以帮助教师赚取额外收入，通过“薪酬+价值实现+额外收入”模式增强教师忠诚度；新东方在线在武汉、西安等地建立教师培训中心并于 2018 年 3 月启动在线教师培训服务，以源源不断培养出高质量的在线教师。

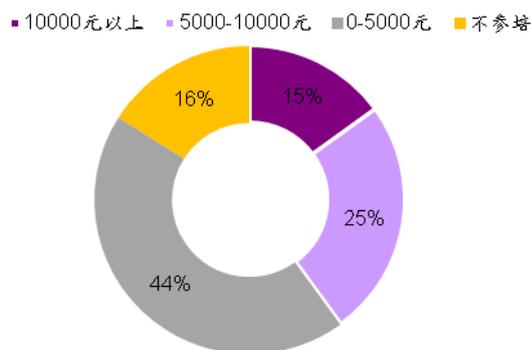
4、核心业务：K12 在线直播平台东方优播拥有宏大成长空间

4.1、K12 培训行业：线上+线下万亿刚性需求，三四线城市供给缺失驱动 K12 在线直播王者赛道

K12 培训市场面向升学这一刚性需求，存量人群多、教育支出提高，是最重要的课外培训细分市场。（1）存量人群：根据国家统计局数据，2017 年我国中小学人数达 1.66 亿人，其中初等教育（小学）在校生人数 9913 万人，初中阶段教育在校生人数 4329 万人，高中阶段教育在校生人数 2366

万人，人群基数大；（2）据搜狐教育统计，2017年中国中小學生参培率为83.27%；腾讯教育发布的《2017年教育市场分析报告》显示，K12阶段40%家庭每年投入K12课外培训的费用高于5000元，其中15%家庭投入万元以上。综合以上数据估计，2017年参培的中小學生年均课外培训费用约4000元/人。

图 22：2017 年 K12 课外培训家庭投入情况

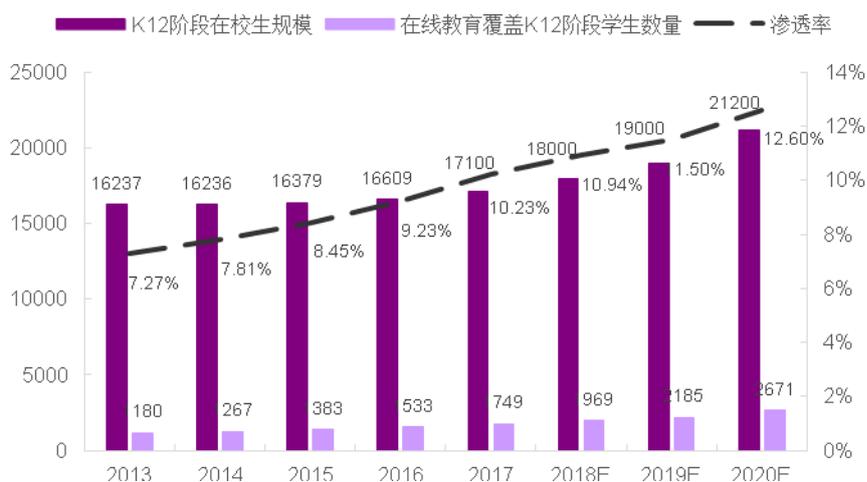


资料来源：搜狐，腾讯教育，光大证券研究所

K12 课外培训行业潜在市场规模达 5000 亿元。据 Frost&Sullivan 测算，2020 年我国 K12 培训行业规模将达到 5184 亿元人民币，2018-2020 年 CAGR 为 9.7%。K12 培训属于完全竞争市场，随着行业龙头的口碑及影响力日驱增强，K-12 培训龙头新东方和好未来市占率由 2014 年 1.72% 提升至 18 年 4.4%。此外，国家 18 年下发关于校外培训的整顿意见，加大了培训机构合规运营的成本，K-12 培训行业有望向全国性龙头公司和区域巨头公司继续集中。

K12 在线教育既面向升学刚需，又能打破地域限制共享教育资源，同时用户体验不断升级，用户认可度高；此外三四线城市缺乏优质师资力量，品牌机构向三四线城市下沉主要采用在线教育的方式；线下教育机构政策限制等进一步促进在线教育发展，在线教育用户渗透加快。K12 在线教育依然围绕升学这一刚性需求，同时在线教育的形式能够促进地域间的优质教学资源共享，用户认可程度高。随着网络带宽的扩容、互动技术的迭代，在线课程的传输流畅性显著改善，师生互动方式更为多元，用户体验不断升级，越来越多的学生和家長愿意选择在线学习。此外，三四线城市鲜有品牌培训机构，市场潜在空间大，竞争激烈程度低，在线教育辐射范围广且场地支出成本较低，“生均收费”可与三四线城市较低的人均可支配收入相匹配，是品牌机构三四线城市下沉首推的方式。国家政策对于线下培训机构的限制性、规范性政策，也给在线教育模式的发展带来了外部优势。因此，在线教育的用户渗透持续加快。根据艾媒咨询的统计结果，2017 年我国 K12 阶段的在校生中，在线教育的渗透率已达 10.23%，预计 2020 年在线教育渗透率将达到 12.60%，覆盖在校生人数将达到 2671 万人。

图 23: K12 阶段在校生总教及在线教育覆盖学生数 (单位: 万人)



资料来源: 艾媒咨询预测、光大证券研究所

在线直播能够较高程度还原课堂的学习体验, 与在线教育发展趋势契合, 是 K12 在线培训的最核心领域, 2017 年市场份额已达 64%。在线直播课程需要教师临场发挥, 调动课堂气氛, 并与学生进行实时互动; 学生需要保持注意力高度集中, 并积极回应教师在课堂上的提问, 与线下培训的学习体验最为接近, 学生和家长的认可度高。根据 IT 桔子的统计结果, 2017 年直播在 K12 在线教育市场中的份额已达 64%, 是最核心的细分领域。

4.2、K12 在线直播三大模式: 大班、一对一、班课

4.2.1、大班: 覆盖学生多且具备导流效应, 但互动效果差

K12 在线培训企业通过开设大班直播课程, 打破时间空间的限制, 扩大学生覆盖面。大班直播教学模式融合传统线下业务的优势, 主讲老师专业授课, 进行实时线上教学, 有效降低课程单价, 同时参与课程的学生通常超过 40 人, 提升教师利用率; 学生在课后可以根据自身的薄弱环节进行直播的回放观看。老牌线下培训机构和新兴互联网教育机构纷纷开设直播课程, 新东方在线、学而思网校、高思好课和猿辅导相继推出在线教育课程, 扩大学生覆盖面。单个教师的创收得以上升, 规模扩张的瓶颈得以突破, 为培训机构的持续扩张奠定基础。以学而思和新东方线上线下的盈利能力为例, 两家机构在线培训的每小时单价均低于线下实体课程, 但是每个教师可以负责的班级数量显著提升, 在线大班课模式下, 单个教师的创收水平显著提升。

表 6: 主流培训机构线上线下培训运营数据

	课程价格 (元)	课程时数 (h)	每小时单价	可带班数	每班学生数量
学而思网校	1500	40	37	10	50 人以上
学而思培优	2900	40	72.5	2	25 人
新东方在线	1050	30	35	10	50 人以上
新东方线下	2200	24	92	2	20~25 人

资料来源: 学而思官网、新东方官网、光大证券研究所

培训机构通过夯实线上业务导流线下培训，形成线上-线下联动的良性循环。在线大班课程往往价格较低，学生可以花费较低的成本对教师的授课风格进行体验，一旦找到适合自己的教师，便有动力参与更为正规的线下面授课程。寒暑假期间，新东方在线、学而思网校等相继推出低价在线教育课程，为线下培训课程导流。例如新东方在线在 K12 全学段，语数英三科推出暑假 20 元双师直播课。学生往往通过参与导流课，认可教师的授课水平，后续持续参与线下辅导及其他线上课程；而学生的认可也不断提升机构的品牌认知，降低线上课程的获客成本，形成线上-线下联动的良性循环。

但是大班课程由于班额较大，教师无法与学生进行充分互动。在线直播大班课程的班额在 50 人以上，教师通过屏幕无法观察到每一个学生的听课状态，也无法与学生进行充分互动。大班课程的学生往往领悟能力参差不齐，教师只能针对大部分学生的领会程度设计课程进度，无法按照实际的授课情况进行调整，学生往往无法取得最佳的听课效果。

4.2.2、一对一直播：针对个性化需求且互动好，但规模不经济

一对一直播是线下一对一培训的线上化，关注学生的个性化需求。一对一直播采用真人授课的方式，一位老师教授一名学生。一对一直播是高度实时同步的、互动性强、更加沉浸、体验更自然、有更加丰富直观的教学刺激。K12 阶段的一对一直播注重更多利用网络，进行一对一的定制化课外培训辅导及语言培训辅导。与直播班课不同，一对一直播对学生的个性化需求关注度更高，授课进度能够随着学生的知识掌握情况进行调整。

一对一直播课程聚焦于应试科目课外辅导和英语培训，课时单价集中在 150~200 元/小时，且规模不经济。掌门 1 对 1、新东方旗下东方优播、猿辅导、VIPKID 等公司是 1 对 1 直播的主要参与企业，提供的课程内容集中于课外辅导和英语培训。以掌门 1 对 1 为例，公司专注于 K12 阶段一对一课外定制化辅导，辅导教师通常为精通应试技巧的中高考佼佼者，为每一个学生设计一套专属的定制化学习方案，学生可以根据自己的相关需求随时随地预约上课。但在线一对一直播的收费较高，课时单价通常在 150~200 元/小时左右，对于特殊的辅导要求或者经验丰富的授课教师，课时单价可能更高。同时，在线一对一直播模式无法充分利用教师资源，需要配备较多教师，效率低、规模不经济。

4.2.3、班课：取长补短，成本与效果的有力平衡

大班模式成本经济但学生体验不佳，一对一模式互动性好但规模不经济，班课模式取长补短。大班模式下，一个授课老师通常需要面对数十个乃至数百个学生，无法完成及时到位的互动，也无法对每一个学生的学习进度进行跟踪；学而思等在线教育企业为了缓解大班模式下学习体验不佳的问题，会配备一名辅导老师，在课后进行线上答疑及辅导，但依然无法有效解决家长对大班授课模式的疑惑，同时较多在线教育企业采用大班模式进行授课，竞争较为激烈，盈利水平不及预期。而一对一模式虽然能够关注到上课的学生，但是课时单价较高，中低收入水平的家庭很难承受。此外，一对一模式对师资配备的要求较高，企业的运营成本较高，很难盈利。因此，班额在 20~30 人的班课模式取长补短，成为在线教育的又一种可选模式。

目前市场上主流的班课课时单价在 60 元/小时，价格适中，适合品牌机构异地扩张。目前，一对一辅导的课时单价在 100~200 元/小时，每学期花费一般在 6000 元以上；线下班课课时单价在 70~90 元/小时，每学期花费在 3000 元以上；线上大班课时单价在 30~50 元/小时，每学期花费在 1500 元左右；线上班课的课时单价在 60 元/小时左右，每学期花费在 2000 元左右。相比而言，班课价格较为适中，适合大多数工薪阶层。在线大班的授课形式在一二线城市较为常见，教学内容也主要针对一二线城市的教材，无法兼容多个地区的教材内容。一对一授课形式虽能针对学生的学习内容进行定制，但是课时单价较高，2017 年全国城镇居民人均可支配收入 36396 元，显著低于北京市人均可支配收入 62406 元和上海市人均可支配收入 62596 元，价格昂贵一对一模式无法在三四线城市进行大规模推广。在线班课模式既能够针对地域特征进行教学内容的调整，又具备价格优势，适合品牌培训机构向三四线扩张。

表 7: K12 在线培训主流形式及参与企业

模式	学生人数	课时单价	优势	劣势	主要参与企业（平台）
大班	超过 40 人，通常在 100 人左右	30 元~50 元/小时	成本低，价格低	互动性差，网络带宽要求高	学而思网校、猿辅导、91 好课等、新东方在线
一对一	1	100 元~200 元/小时	互动性好，针对性强	成本高，价格高	掌门 1 对 1、学而思网校、VIPKID、哒哒英语等
班课	30 人以内	60 元/小时	互动性适中，成本适中，价格适中	学生配套设备较多	东方优播

资料来源：搜狐教育、各公司官网、光大证券研究所

4.3、东方优播：发力 K12 班课直播，构筑海量业务空间

新东方在线于 2017 年 3 月推出东方优播，针对三四线城市学生提供班课直播服务。由于教育资源分布不均衡，三四线城市缺乏优质的教学资源，师资力量不足，学生具备对优质教育资源的诉求；品牌机构进入三四线城市存在本地化教师招聘、寻找合适的线下教学场地等难题。2017 年 3 月，新东方在线推出在线直播平台东方优播，针对三四线城市学生的需求，基于不同地区的教材及学习情况，进行课程研发，提供差异化的在线直播班课。

图 24：东方优播发展历程



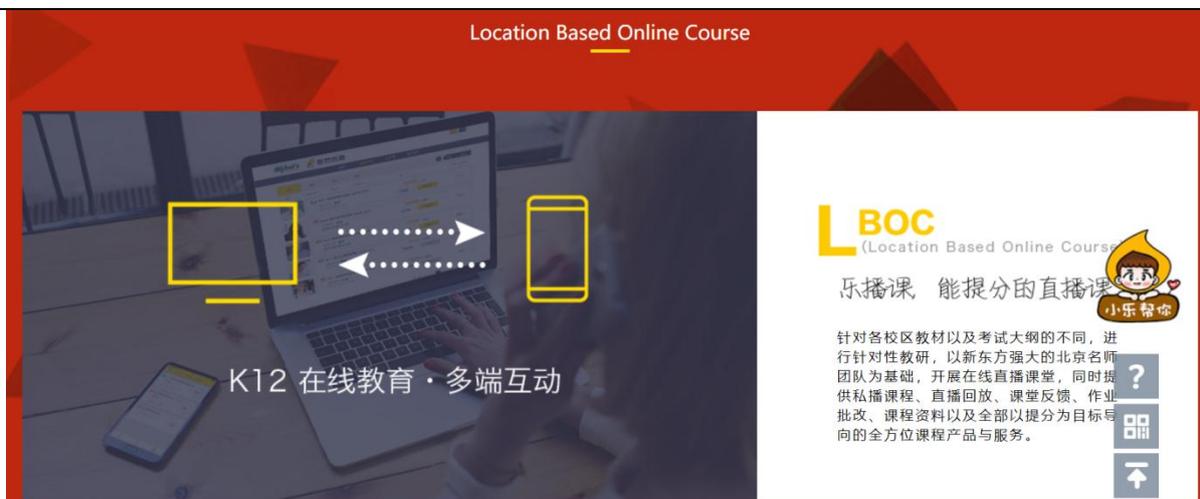
资料来源：东方优播官网、光大证券研究所

4.3.1、课程设计：推行乐播课理念，全方位满足各地学生要求

东方优播推行乐播课理念，强调互动，并因地制宜进行教学内容调整。除了 PC 机之外，学生参与乐播课时要为电脑配置四样标配硬件——摄像头、麦克风、耳机、手写板，通过多种方式参与课程互动。乐播课的发音源自于“Location-Based Online Course”，完全根据当地的教学情况来设计教学产

品，很大程度上避免课外辅导产品“水土不服”的情况发生。直播课后，学生还可以通过东方优播网站或东方优播 APP 回放录播视频进行查缺补漏。

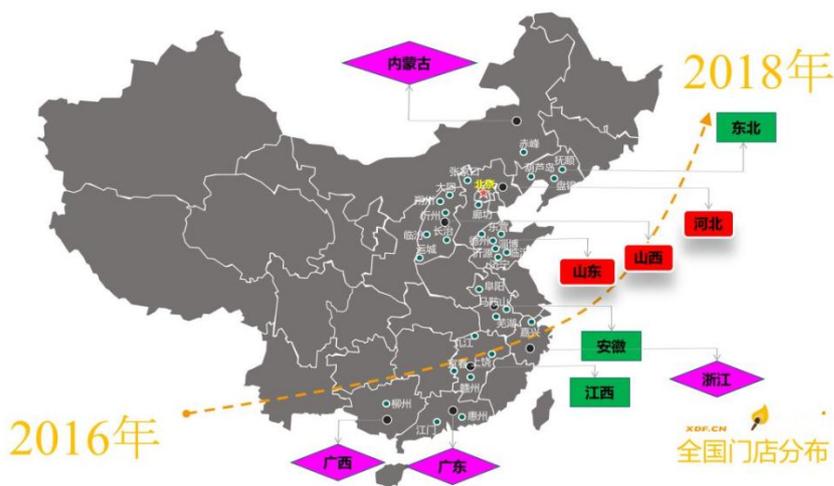
图 25：乐播课理念



资料来源：东方优播网站

东方优播设立线下体验店配合线上课程，目前已覆盖全国 10 个省市 30 个城市。东方优播在所覆盖城市设立线下体验店，店面面积在 100 平方米左右，雇佣了解当地语言和教学现状的当地居民成为店长和员工。体验店员工定期拜访当地学校，了解学校的教学需求，并保持合作联系，获得当地公共教育的最新学习材料；产品中心通过对材料的分析为学院开发课程及练习册。体验店通过家长、学生现场体验交流以及与当地学校沟通促进内容开发和宣传，利用口碑传播和宣传材料分发等加速课程推广。K12 阶段的行业平均线上获客成本在 1000 元/人，而东方优播体验店全部成本在 40~60 万元/年。截至 2018 年 7 月，东方优播已在全国 10 个省份 30 个城市建立体验店。

图 26：东方优播全国体验店分布



资料来源：芥末堆

东方优播课程涵盖 K12 阶段全科目课程，全方位满足学生课外培训需求。课程覆盖面上，东方优播课程涵盖三年级至高考阶段，语文、数学、英语、物理、化学、生物、历史、地理、政治全科课程，学生在选课界面可根据所属年级及所需科目进行选择。教学方式上，东方优播提供小班教学、一

对一辅导等形式，学生可以根据自身的学习特点进行灵活的选择。开课时间上，东方优播的课程分为春、暑、秋、寒四个季节，学生既可以选择学期内的课外辅导课程，也可以在寒暑假期间进行课外学习。

图 27：东方优播选课界面

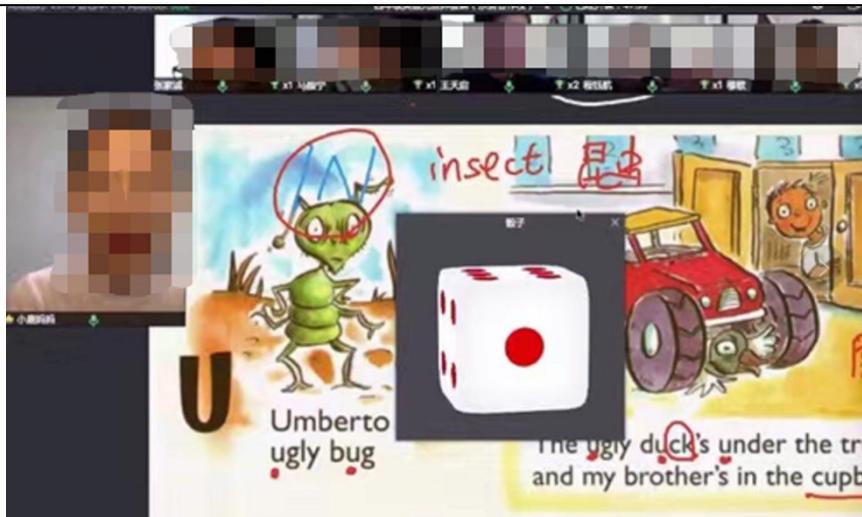


资料来源：东方优播网站

4.3.2、班额设置：小班授课平衡成本效果，在线平台功能丰富

东方优播主要采用 25-30 人小班教学，避免一对一直播师资成本高及大班教学授课效果不佳的痛点。目前市场主流的线下辅导模式包括一对一直播及大班教学。一对一直播主要痛点在于教师需求量大，从而带来高昂的人力成本、培训成本以及管理成本，影响企业的盈利能力。大班教学痛点在于针对性不强，难以保证学习效果和学生专注程度，课后服务难以得到保障。东方优播主要采用 25-30 人小班教学，保证课程内容与考试内容贴合程度，考虑到地区教育内容差异，为学生提供配套的课后服务、学生管理服务，降低了对优质教师的需求数量和人力成本。

图 28：东方优播小班授课效果



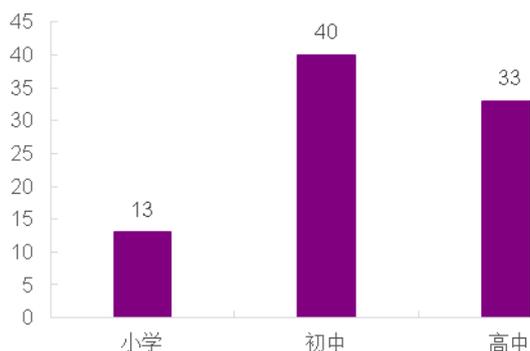
资料来源：搜狐教育

东方优播平台功能全面，提升学生的学习体验，保证教学效果。东方优播建设了功能较为完善的线上平台，课程界面除提供电子白板、教师学生视频直播等功能外，还可以满足学生在课件上根据需要进行重点标识、笔记记录等编辑行为的需求；教师与学生之间实时问答也制造出高参与度的场景，使得学习效果与线下课程相近。同时，在直播技术上，通过与翼鸥进行合作，东方优播采用 ClassIn 在线直播教室，可同时支持七路视频，保证有六个学生可同时上台获得关注，相比于传统直播课程的单向传播提高了学生的专注程度和互动体验。

4.3.3、师资配备：师资力量雄厚，名师队伍提升教学质量

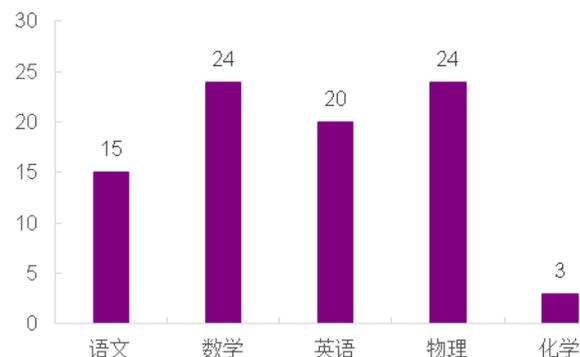
东方优播师资力量雄厚，对于 K12 阶段的主要科目配备教学水平较高的名师。在线教育的本质是教育，师资力量成为评判教学质量的重要指标，东方优播对于 K12 阶段的主要学习科目，通过共享新东方线下培训名师及内生培养，配备名师队伍，极大的提升了教学质量，在行业中树立了示范效应。FY18 东方优播配备小学阶段名师 13 人，初中阶段名师 40 人，高中阶段名师 33 人。按照覆盖科目来说，东方优播配备语文名师 15 人，数学名师 24 人，英语名师 20 人，物理名师 24 人，化学名师 3 人。

图 29：东方优播小学、初中、高中阶段名师数量



资料来源：东方优播官网、光大证券研究所

图 30：东方优播 K12 阶段各个科目名师数量



资料来源：东方优播官网、光大证券研究所

4.3.4、课程价格：略高于直播大班课程，具备高性价比

相比于市场上其他 K12 在线教育直播平台，东方优播采用小班、本地化教学理念，课程质量显著胜出，但课时单价中等偏上，具备较高性价比。通过对目前市场上 K12 在线教育平台的比较，大多数平台采用大班教学或一对一教学，无法同时兼顾对学生个性化的服务与成本控制；另一方面，东方优播通过线下体验店跟踪当地第一手教材和最新的教学进度，确保课程的地域差异性，通过线下体验店的宣传营销和学生服务不断改进课程质量和服务质量。在价格方面，相比于其他 K12 班课课程，东方优播课程课时单价中等偏上，价格在 60 元/小时左右，略高于学而思网校大班课程的 50 元/小时，但小班教学对于教学质量的把控性更强，具备较高性价比。

表 8：K12 在线教育直播平台对比

公司/课程	班级规模	课程分类	课程单价 (元/小时)	每学期学费 (元)
东方优播	25-30 人小班	年级、科目、地区	60	2000
新东方在线 K12 课程	大班	年级、科目	30-50	800-1500

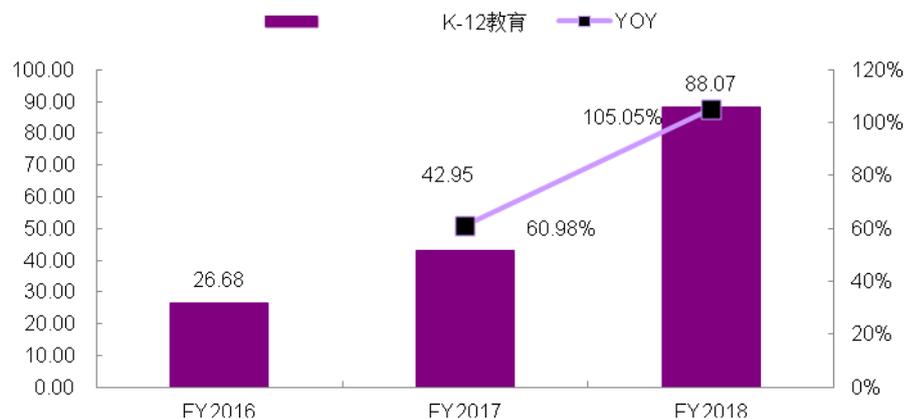
猿辅导	大班	年级、科目	50	1000
学而思网校	大班	年级、科目、教材版本	50	1500-2000
跟谁学	大班	年级、科目	40-50	2000
高思网课	大班	年级、科目	40-50	1600-2100
掌门一对一	一对一	年级、科目	150-240	6000-9600
100教育	一对一	年级、科目	150-250	6000-10000
大海一对一	一对一	年级、科目	150-250	6000-10000
海风教育	一对一	年级、科目	210-250	8400-10000

资料来源：各公司官网，光大证券研究所

4.3.5、成长空间：线下培训奠定业务基础，海量空间可期

东方优播是新东方在线 K12 分部业务的重要组成部分，在 K12 业务拓展中起到决定性作用。东方优播平台推动新东方在线 K12 分部营收由 FY2016 的 0.27 亿元增加至 FY2018 的 0.88 亿元，同比增长 105.05%。2017 年 3 月，东方优播正式推出互动小班课，促进 K12 分部收入大幅提升。

图 31：新东方在线 K12 分部收入（单位：百万元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

作为新东方集团 K12 业务的组成部分，新东方在线 K12 业务具备将线下业务进行线上迁移的条件，但目前招生人次、业务收入均不到新东方集团 K12 业务的 5%，未来提升空间巨大。在线教育作为一种教学形式，正在日渐受到学生、教师的认可，存在将更大份额线下培训业务迁移到线上的可能性。新东方作为国内领先的综合性教育集团，学生基数大，FY2018 新东方集团 K12 阶段学生人次已达 550 万人，能够为新东方在线的线上课程持续导流；而 FY2018 新东方在线 K12 业务的学生人数仅为 18.5 万，预计未来新东方在线 K12 业务学生人数将快速增加。新东方集团 FY2018 K12 业务收入已达 92.63 亿元人民币，新东方在线 FY2018 业务收入仅为 0.88 亿元人民币，未来提升空间巨大。

东方优播业务扩张规划清晰，将成为新东方在线增长的最主要动力。2018 年东方优播暑期班目标招生人次 20 万人，2017 年暑期班招生人次仅为 1.8 万人；2018 年教师数量 300 人，2017 年仅为 53 人。未来东方优播计划在 5-6 年的时间内进入 200 个城市，2019 年教师队伍会扩充至 600-800 人，继续保持快速扩张的势头。保守估计，按照平均每个城市单年级人数在 1 万人左右计算，未来 5 年的时间，东方优播覆盖的城市，潜在学生客户群体将超过 2400 万。

4.3.6、成长路径：以下沉三四线为战略，以加速城市覆盖为战术

综合以上，我们将东方优播的成长路径进行了归纳：

战略上东方优播主打下沉三四线城市，向稀缺优质教育资源的三四线城市输送优质教育资源，升级三四线城市教育消费。相比一二线城市，三四线城市具备的大学数量少，培训教师招聘难度大，对优质教育资源具备迫切需求。同时，品牌培训机构尚未大规模布局三四线城市，竞争压力相对较小。东方优播以在线教育的模式，以轻资产运营的方式将优质的教育资源输送三四线城市，不仅避免了在当地租用教室、雇佣教师的难题，也削弱了本地培训机构的地域优势。三四线城市培训机构的培训课时单价在 35 元/小时左右，东方优播以 60 元/小时的课程单价，促进三四线城市进行教育消费升级。

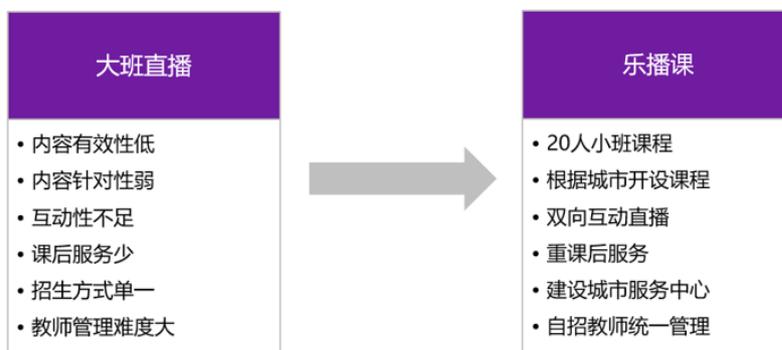
表 9：三四线城市大学数量

	城市	大学数量		城市	大学数量
一线城市	北京	55	三线城市	威海	5
	上海	24		徐州	12
	广州	17		合肥	8
	深圳	10		中山	7
二线城市	西安	19		宜昌	6
	武汉	21	四线城市	开封	8
	郑州	8		湘潭	4
	南京	22		乐山	6
沈阳	18	汕尾		7	
	成都	12		阜阳	5

资料来源：教育部网站、光大证券研究所

业务规划上东方优播通过乐播课理念保证教育效果，利用线上课程+线下门店的形式，增进用户对在线教育的信任感，进行低成本获客。乐播课的班额仅有 25~30 人，互动性好，因地制宜根据各地的教材调整教学内容，学生认可度高，在内容方面显著胜于当地培训机构。为了打消消费者对纯在线教育的不信任感，东方优播在当地设置体验店，在当地雇佣店长和店员，进行客户营销和服务，不仅能够系统解决客户选课上课时遇到的各种问题，还将获客成本显著降低，从原来的 1000 元/人，降至 40~60 万元/店，平均约 100 元/人。

图 32：大班直播课程与乐播课优缺点对比



资料来源：光大证券研究所整理

在扩张战术上，东方优播计划在 5-6 年的时间进入 200 个城市，覆盖潜在客户群体超过 2000 万。东方优播将持续下沉三四线城市，在每个城市建立城市服务中心，一方面为用户提供课后服务，一方面作为营销网点拓展当地客户。按照每个城市每一个年级学生数量在 1 万人左右估算，每个城市能够覆盖的潜在客户规模将达到 12 万人，200 个城市潜在用户群体规模将超过 2000 万人，2019 年东方优播的教师数量将达到 600-800 人。按照业务稳定发展后，每个教师贡献收入在 150 万左右，我们预计 5 年后东方优播的教师数量将达到 5000 人左右，按照每个教师贡献 150 万左右的业务收入计算，5 年后东方优播的业务收入规模将达到 75 亿。

表 10: 新东方、好未来、新东方在线 FY2018 扩张进度

	学生数	学校数	教师数	进入城市数
新东方	633 万	87 家学校, 994 家学习中心	2.8 万	69
好未来	745 万	594 家学习中心, 465 家服务中心	2.0 万	42
新东方在线	194 万	30 家服务中心 (东方优播)	2597 人 (62 名全职教师, 957 名兼职教师, 53 名全职导师, 1525 名兼职导师)	30 (东方优播)

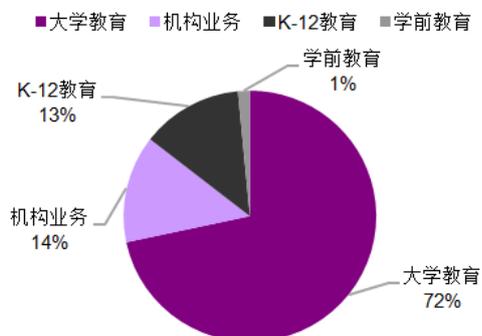
资料来源: 公司公告、光大证券研究所

5、现金牛业务：新东方在线网站及机构业务稳定贡献业绩

5.1、新东方在线网站：涵盖大学、K12 阶段课程的综合性在线教育平台

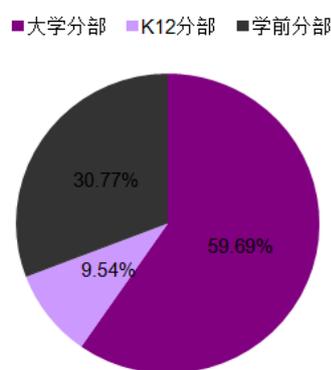
新东方在线通过建立综合性在线教育平台新东方在线网站 (koolearn.com)，充分利用线下培训积累的优势，提供以大学教育为主的各类线上课程，目前新东方在线网站已成为公司最主要的利润来源。新东方于 2005 年首次推出新东方在线网站，提供各类在线课程及产品。目前新东方在线提供的课程涵盖大学考试备考、海外备考、英语学习、K12 教育等多类课程。除在线课程外，新东方在线网站也为用户提供课程教材、个性化补习等增值服务。FY2018，新东方在线网站提供的大学教育业务收入占比达到 72%，付费学生占比达 60%。

图 33: FY2018 新东方在线业务收入构成



资料来源: 招股说明书、光大证券研究所

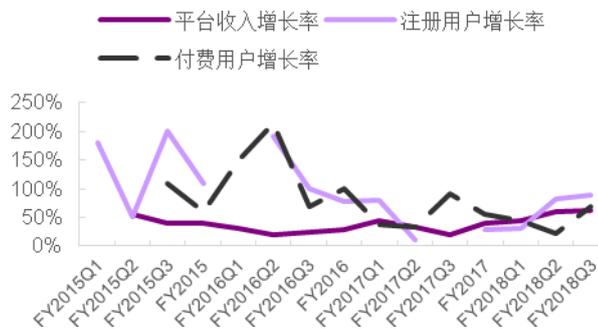
图 34: FY2018 新东方在线付费人数构成



资料来源: 招股说明书、光大证券研究所

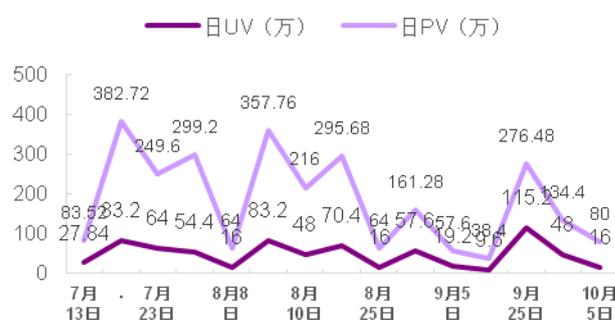
新东方在线网站用户增长率在过去两年间增长迅速，现已步入相对稳定增长期，平台收入持续稳定增长。FY2017 以来，新东方在线网站收入增长率、注册用户增长率、付费用户增长率保持相对稳定，网站用户认可度提升，变现能力增强，已进入平稳增长期。2018 年 6~9 月，新东方在线网站日 PV（页面访问量）峰值达 380 万；日 UV（独立访客量）峰值达 110 万。

图 35：新东方在线网站 koolearn 用户发展情况



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 36：新东方在线 2018 年网站日访问量 (UV/PV)



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 37：新东方在线网站



资料来源：新东方在线官网

5.1.1、大学课程：语言培训课程为主，品类丰富

新东方在线网站的大学课程围绕大学生的语言培训需求，培训课程包括托福、雅思、GRE、GMAT、四六级、新概念英语等英语能力及其他小语种培训课程。依托于新东方在语言培训领域积累的经验，新东方在线的大学系列课程以语言培训为主，满足大学生提供学业生涯中各类语言培训需求。新东方在线的语言培训类课程可分为国外语言能力测试备考、国内语言等级考试备考、语言能力提升、小语种初级水平培训四类，课程价格从 2000 元~近万元不等。学生在听课过程中可查看课堂白板、课程评价、查看课堂提纲以了解课程进度，查阅相关注释、查找相关资源及材料；在移动端使用时，学生也可享受相同的服务。辅助功能配合教师在授课过程中使用的录屏、记号笔等多效果，为学生突出学习重点，提升对于关键知识点的掌握情况。

图 38: 新东方在线语言培训类课程界面



资料来源: 新东方在线官网

表 11: 新东方在线部分大学语言培训课程价格 (单位: 元)

	直达班	集训班	单项/预测班
托福	5980、8980	6980	1880
GRE	5980		890
GMAT	5980		890
雅思	5380	3280	599/199

资料来源: 新东方在线官网、光大证券研究所

新东方在线网站提供的大学系列课程丰富了课程种类, 与竞争对手相比能够覆盖更多的年龄段。以学而思网校为例, 学而思网校主要专注 K12 在线学习, 课程包括幼儿园大班至高三阶段全科目课程, 在其他品类的课程方面, 由于存量市场格局已定, 学而思网校目前难以进行拓展; 新东方在线网站则以其传统优势——大学英语备考为基石, 成功在 K12 教育领域、学前教育领域开发课程, 并在短时间内实现盈利 (学前教育分部的毛损率已大幅降低), 目前新东方在线网站包括大学英语课程 (四六级、托福、雅思等), 考研培训课程、K12 全科课程, 英语能力学习课程 (口译、新概念等) 以及小语种课程。新东方在线课程品类较学而思网校课程品类更为丰富, 依托新东方的资源优势 and 行业积累对用户进行分层, 从而覆盖多年龄段。

表 12: 新东方在线与学而思网校课程比较

课程分类	新东方在线	学而思网校
学前教育	✓	-
K12 教育	✓	✓
考研课程	✓	-
出国留学课程	✓	-
英语能力学习	✓	-
小语种学习	✓	-

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

5.1.2、K12 课外辅导: 开设大班、一对一两种班型

新东方在线 K12 在线培训的大班课程覆盖小学、初中、高中的主要科目。新东方在线的直播大班课程标准化程度较高, 采用二位一体全方位服务方式, 每一个在线大班授课老师和学管师, 在课前向学生及家长发送家庭教育讲座材料及电子版讲义, 督促学生做好听课准备; 在课中记录随堂笔记、答

题数据及阶段性诊断情况；在课后向学生发送随堂笔记，进行针对性答疑，学情分析，每日一题和知识分享，并可以对授课内容进行无限回放。

图 39：二位一体全方位服务



资料来源：新东方在线官网

新东方大班课程价格较为统一，课时单价均为 35 元/小时。新东方大班课程的高标准化程度还体现在定价方面，小学阶段的大班课程 840 元/学期，24 个学时；初中阶段的课程 1120 元/学期，32 个学时；高中阶段的课程 1400 元/学期，40 个学时，课时单价均为 35 元/小时。每一个在线课程第一个课时均可以免费试听，如果学生认为效果不及预期可以进行退课。

新东方在线的一对一在线课程采用定制化方案，根据学员的学习情况定制教学内容。一对一在线辅导将各个科目中的知识点拆分成不同的模块，对学生掌握的较为薄弱的模块进行精讲，采用全程定制式授课的方式。对于初高中学生，新东方在线开设短期突破班、同步辅导班、模块拔高班、系统集训班四种班型，有针对性、高效的解决学生在学习中遇到的个性化的问题。

图 40：新东方在线初高中一对一课程



资料来源：新东方在线官网

5.2、机构业务：合作关系稳固，持续贡献业绩

除新东方在线网站外，公司的机构业务受益于合作伙伴的稳固合作关系，为公司贡献部分净利润。新东方在线的机构客户主要分为三类：（1）学校、公共图书馆、公营机构；（2）电信运营商及在线视频点播网站；（3）出版社等。公司通过向学校、公共图书馆、公营机构提供课程模块及其他辅

导服务；向电信运营商及在线视频点播网站出售内容产品，再通过运营商及视频网站进行分销；向出版社等机构出售知识产权。新东方在线通过与机构客户签订合同及续约，根据机构客户购买的产品和服务进行收费。例如，新东方在线作为 ETS 与中国托福在线练习 (TPO) 的独家合作伙伴，向 ETS 购买 TPO 产品并转售予新东方作为托福课程教材；同时新东方在线向出版商、玩具制造商等第三方授权多纳品牌及产品。FY2018，新东方在线机构业务收入 8900 万元，毛利率 82.28%。

图 41：机构业务收入及毛利率（单位：百万元）



资料来源：公司公告、光大证券研究所

6、衍生业务：酷学英语和酷学多纳卡位在线英语能力学习

除东方优播、新东方在线网站及机构业务外，新东方在线还基于平台优势，衍生出面向各个年龄段学生的英语学习平台，主要包括酷学英语及酷学多纳。其中，酷学英语是新东方在线专为英语学习设立的直播课程平台，致力于向各年龄用户提供一站式英语学习解决方案，通过网站可购买课程进行在线学习。酷学多纳聚焦 2~12 岁儿童的英语学习，产品主要包括多纳手机应用程序、多纳外教 1 对 4 直播课程以及其他多纳内容产品。

图 42：酷学英语界面



资料来源：酷学英语官网

图 43：酷学多纳界面

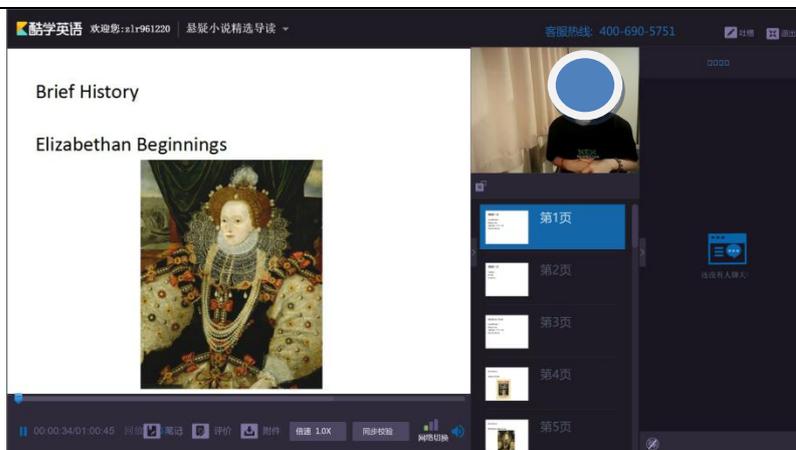


资料来源：酷学多纳官网

作为面向各年龄用户提供一站式英语学习平台，酷学英语访问渠道丰富，直播页面功能性强。酷学网帮助学生随时随地进行学习，用户可通过官方网站、iOS/Android 应用程序以及微信、QQ、微博等社交媒体进行访问。酷学英语直播界面功能丰富，界面包括电子白板、课程大纲、讨论区域、教师视频四个

主要界面模块,可方便学生在听课的过程中参与实时讨论,界面下方功能区包括语音互动、笔记、评价、附件功能,学生可与老师进行语音互动,并随时查看课程附件及记录课程内容。FY2018Q2 注册用户数量达到 70.96 万。

图 44: 酷学英语课程界面



资料来源:公司公告,光大证券研究所

酷学多纳面向 2~12 岁儿童的英语学习需求,产品包括 APP、在线外教直播课及其他内容产品等。多纳的产品主要包括多纳 APP、多纳在线外教直播课以及其他多纳系列内容产品。多纳系列 APP 包括 84 个 APP (iOS32 个,安卓 52 个),APP 由新东方在线与儿童心理学家合作,根据儿童认知及学习特点设计,提供互动绘本并每周更新主题,同时附有内部制作的英语学习动画,多纳应用程序的内容以内部开发为主,部分教育内容来自剑桥大学开发及授权的材料,适应学前儿童的心理特点。多纳外教直播课为 5-10 岁儿童设计,教学内容根据剑桥大学教材进行开发,由外籍教师进行小班直播英语教学课程,所有教师均为母语外籍人士并已取得英语教学证书。学生于虚拟教室上课,每节课通常 50 分钟,每个班 4 人。此外,多纳品牌授权第三方进行周边产品开发,例如多纳儿童教育图书系列,并收取许可费。截至 2018 年 5 月 31 日,多纳 APP 每日活跃用户峰值达 7.5 万人。

表 13: 多纳品牌产品/服务

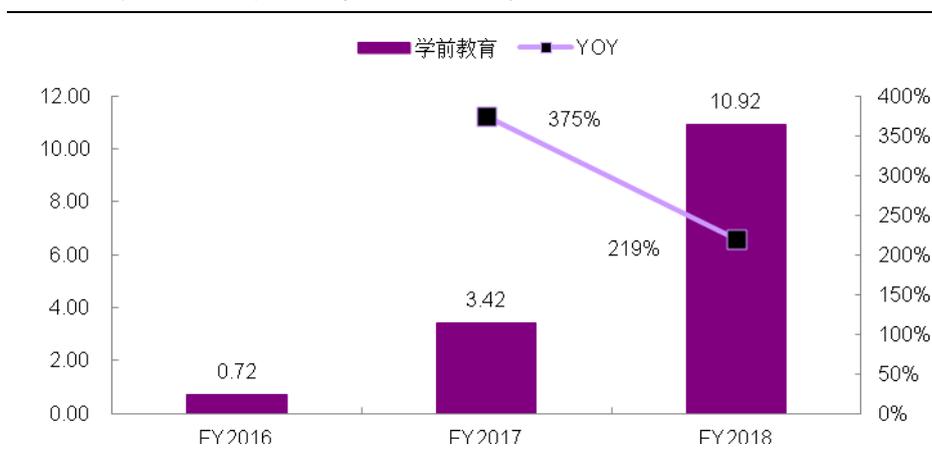
产品/服务	细分产品	产品特点
多纳 APP	32 个 iOSAPP	由新东方在线与儿童心理学家合作,根据儿童认知及学习特点设计,提供不同学习场景
	52 个 AndroidAPP	
多纳外教直播课	直播课程	小班教学、虚拟教室、课程根据剑桥大学出版社教材进行内部开发
	一对一演练课	强化知识要点并作为课程补充
	主题课	兴趣导向、涵盖多种主题
	自适应应用程序	持续监督学生学习行为及成效
其他内容产品	多纳系列图书、幼儿园教材等	通过线下产品丰富学习形式,提高学生参与度和留存率

资料来源:公司官网,光大证券研究所

多纳是新东方在线学前分部的重要在线平台。FY2018,新东方在线学前分部营收大幅提升至 1092 万元,相比 FY2017 增长 219%,业务拓展收

效显著，实现对学前儿童的用户覆盖。同时，学前教育分部毛损率由 262.5% 大幅降低至 21.64%，亏损情况有所好转。

图 45：新东方在线学前分部收入表现（单位：百万元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

7、盈利预测

1、大学业务分部：假设公司大学业务分部行业地位稳固，行业格局未发生显著变化，市场参与者未采用过度压价方式进行竞争，2019~2021 年公司的大学业务分部毛利率在 60%/63%/63%，收入增速分别为 42%/46%/45%，收入分别为 6.58/9.60/13.92 亿元。

2、机构业务分部：假设公司与机构客户的合作模式未发生明显变化，国家对教育机构的财政经费支持保持稳定，2019~2021 年公司的机构业务分部的收入保持 40%左右的增长，毛利率稳定在 80~82%左右

3、K12 业务分部：公司未来的战略重心在 K12 业务，2019~2021 年收入复合增速保持在 100%以上，2019~2021 年毛利率分别为 39%/39%/39%。

4、学前业务分部：假设公司学前业务分部业务拓展收效显著，2019~2021 年学前业务收入增速为 195%/200%/120%以上，2021 年起毛利率由负转零。

公司 K-12 业务为其未来主要核心发展方向，仍处于初期发展阶段，并将会造成短期净亏损。公司净利润波动较大，FY19-20 将面临亏损，主要原因是公司在高速发展的过程中前期大规模的扩大储备老师将导致教师薪酬占收入比重显著提高。此外，营销费率短期也难以下降。未来三年，公司的运营效率改善也会带动净利润扭亏为盈，主要原因是：1、现在公司大量储备教师资源，随着学生数量的增加以及收入的不断提高，员工成本占比会减小；2、公司成熟状态下续班率和利用率基本保持稳定，将相应减少营销开支。

我们预计新东方在线 2019~2021 年收入为 10.00/16.20/26.65 亿元人民币，2019~2021 年归母净利润为 -0.39/-1.11/0.59 亿元人民币。

表 14: 新东方在线业务收入拆分

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
大学教育					
收入 (千元)	335,538	462,465	657,744	960,306	1,392,444
yoy	42.0%	37.8%	42.2%	46.0%	45.0%
付费人数 (千人)	829	1,158	1,644	2,401	3,481
yoy	54.1%	39.7%	42.0%	46.0%	45.0%
客单价 (元)	405	399	400	400	400
yoy	-7.9%	-1.3%	0.2%	0.0%	0.0%
毛利率	66.8%	63.5%	60.0%	63.0%	63.0%
毛利 (千元)	224,179	293,773	394,646	604,993	877,240
K12 教育					
收入 (千元)	42,954	88,070	185,000	388,500	815,850
yoy	61.0%	105.0%	110.1%	110.0%	110.0%
付费人数 (千人)	75	185	370	777	1,632
yoy	25.0%	146.7%	100.0%	110.0%	110.0%
客单价 (元)	573	476	500	500	500
yoy	28.8%	-16.9%	5.0%	0.0%	0.0%
毛利率	59.0%	39.2%	39.0%	39.0%	39.0%
毛利 (千元)	25,343	34,564	72,150	151,515	318,182
学前教育					
收入 (千元)	3,416	10,921	32,238	96,714	212,771
yoy	375.8%	219.7%	195.2%	200.0%	120.0%
付费人数 (千人)	206	597	1,791	5,373	11,821
yoy	274.5%	189.8%	200.0%	200.0%	120.0%
客单价 (元)	17	18	18	18	18
yoy	27.0%	10.3%	-1.6%	0.0%	0.0%
毛利率	-21.8%	-33.4%	-18.6%	-3.1%	0.0%
毛利 (千元)	-746	-3,643	-6,000	-3,000	0
机构客户					
收入 (千元)	64,307	89,001	124,601	174,442	244,219
yoy	-8.7%	38.4%	40.0%	40.0%	40.0%
毛利率	85.3%	82.3%	80.0%	82.0%	82.0%
毛利 (千元)	54,836	73,232	99,681	143,042	200,259
Total 收入 (千元)	446,215	650,457	999,583	1,619,962	2,665,284
yoy	33.5%	45.8%	53.7%	62.1%	64.5%

资料来源: Wind、光大证券研究所预测

表 15: 新东方在线盈利预测

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入(百万元人民币)	446	650	1,000	1,620	2,665
YoY	33.52%	45.77%	53.67%	62.06%	64.53%
净利润 (百万元人民币)	94	91	-39	-111	59
YoY	57.63%	-2.74%	N/A	N/A	N/A
EPS (港元)	0.10	0.10	-0.04	-0.12	0.06
PE	102	102	N/A	N/A	169

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 股价为 2019 年 5 月 14 日收盘价, 汇率为 RMB:HKD=1:1.14。

8、估值结论与投资评级

8.1、相对估值

估值横向比较。我们选择 PS 作为估值指标。新东方在线是在线教育细分领域龙头公司，我们选取课外培训行业三大龙头公司新东方、好未来、中公教育作为对标，经过统计，培训龙头公司 2019 年平均动态 PS 约为 5.9X。新东方在线 PS 高于行业平均，是因为新东方在线处于高速发展初期，PSG 是较为合理的。

表 16：课外培训龙头公司相对估值

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	收入 (百万元)			PS		CAGR	PSG	
				2018	2019E	2020E	2018E	2019E			2020E
中公教育	002607.SZ	734	11.90	6,237	9,372	12,061	11.8	7.8	6.1	41.58%	0.19
新东方	EDU.N	133	84.03	2,447	3,096	3,899	5.4	4.3	3.4	29.39%	0.15
好未来	TAL.N	198	34.98	2563	3482	4,726	7.7	5.7	4.2	40.20%	0.14
平均							8.3	5.9	4.6		0.16
新东方在线	1797.HK	95	10.16	650	1,000	1,620	14.6	9.5	5.9	59.97%	0.16

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所预测 注：1) 新东方在线、中公教育、新东方为光大证券研究所预测，好未来为 Bloomberg 一致预期。2) 新东方好未来货币单位为美元；新东方在线货币单位为港元，收入为人民币；中公教育货币单位为人民币。3) 股价为 2019 年 5 月 14 日收盘价，汇率为 RMB:HKD=1:1.14；RMB:USD=6.79:1。

8.1、绝对估值

关于基本假设的几点说明：

- 1、长期增长率：接近通货膨胀率，故设 2.0%；
- 2、β 值选取：β 值取 1.50；
- 3、无风险利率：选取美国 10 年期国债收益率 3.0%

在以上假设下，对公司进行绝对估值，根据 WACC 和长期增长率在 [12%,15%] 及 [0.0%,3.5%] 范围之间，通过敏感性分析，得出公司股价的合理价值区间为 11.66-20.77 港元。

表 17：绝对估值基本假设

关键性假设	数值
长期增长率	2.0%
无风险利率 Rf	3.0%
β(βlevered)	1.50
Rm-Rf	7.0%
Ke(levered)	9.34%
税率	5.0%
Kd	5.5%
WACC	13.50%

资料来源：光大证券研究所

表 18: 敏感性分析

WACC	长期增长率						
	0.00%	0.50%	1.5%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%
15.20							
12.00%	16.63	17.07	18.06	18.64	19.27	19.98	20.77
12.50%	15.61	16.00	16.87	17.37	17.92	18.53	19.21
13.00%	14.68	15.02	15.79	16.23	16.71	17.24	17.82
WACC 13.50%	13.83	14.13	14.81	15.20	15.62	16.08	16.58
14.00%	13.05	13.32	13.92	14.26	14.63	15.03	15.47
14.50%	12.33	12.57	13.10	13.40	13.73	14.08	14.47
15.00%	11.66	11.88	12.36	12.62	12.91	13.22	13.56

资料来源: 光大证券研究所

8.2、投资建议

投资建议。充分考虑新东方在线各项业务发展趋势,我们预计新东方在线 2019~2021 年收入为 10.00/16.20/26.65 亿元人民币,2019~2021 年归母净利润为-0.39/-1.11/0.59 亿元人民币,公司处于利润的爬坡期。考虑到 1) K-12 业务商业模式已经成熟,正在进入快速复制的阶段,因此短期会造成人力成本及销售费用的快速上升,致使短期出现亏损。2) 从长期来看,新东方在线的净利率可达 25-30%。3) 我们认为 K-12 线上培训与线下不同,具有强马太效应,龙头将具备较高的市占率。不算线上的增量,仅考虑 K-12 培训的存量,新东方好未来,市占率不足 5%,线上将带动 K-12 培训市占率显著提升。按照绝对估值结果给予目标价 15.00 港元,首次覆盖给予“买入”评级。

表 19: 成熟阶段公司净利润率测算

各项目占总收入比	FY2016	FY2017	FY2018	成熟阶段	备注
营收成本	33%	32%	39%	31%	
教师薪酬	13%	14%	19%	11%	2018 年以来为了扩大招生规模,公司加大了在 K12 以及大学教育领域的投资,增加了教师及课程相关成本。参考表 8,成熟状态下教师成本占收入比重为 11%
课程研发	9%	7%	8%	8%	我们认为未来随着学生体量的增大,课程研发和 IT 费率会有所下降。保守预计与 FY18 持平
教材成本	6%	7%	8%	8%	
IT 设施成本	3%	2%	2%	2%	
直播平台成本	1%	1%	1%	1%	
其他费用	1%	1%	1%	1%	
毛利率	67%	68%	61%	69%	
销售及营销费用	30%	30%	34%	15%	公司 K-12 业务处于初期阶段,因此所有的学生都是新的,随着在线教育的模式被用户广泛接受,学生续班率的提升,会产生迭代效应。新东方好未来销售费用在 14-15%左右,中公教育销售费用为 17%左右,我们预测发展较为成熟的培训机构销售费用在 15%左右,保守预计新东方在线成熟阶段销售及营销费用率为 15%。成熟阶段指公司越过前期投资扩张期,教师利用率达到 80%以上的稳定发展阶段。
研发支出	22%	16%	15%	15%	为提供良好的在线学习体验,公司将继续加大对平台、软件及技术的研发,同时计划在未来发展人工智能以及大数据分析以优化课程设计,我们预计研发支出仍将保持在 15%的水平。
行政费用	7%	7%	6%	7%	行政费用率变化不大,假设保持在 7%左右。
运营利润率	9%	15%	5%	32%	
税前利润率				32%	
实际费率	11%	10%	11%	13%	考虑到公司为高新技术企业,存在税收抵扣,假设有效税率为 13%

净利率	18%	20%	13%	27%	成熟状态下受益于毛利率的提升以及销售及营销费率的降低，净利率将达到 27%
-----	-----	-----	-----	-----	---------------------------------------

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

9、风险分析

行业风险：（1）**行业竞争日趋激烈影响盈利能力的风险。**目前在线教育行业竞争日趋激烈，存在由于竞争过度导致公司提供的产品/服务价格下降，进而影响盈利能力的风险。（2）**教育政策变化的风险。**公司的大部分在线教育业务，尤其是K12阶段的在线教育业务，占用学生的课外学习时间，存在由于教育政策变化，限制学生在课外时间参与各类形式的课业培训，而导致收入规模下降的风险。

公司风险：（1）**K12 业务分部及学前业务分部拓展不及预期的风险。**根据我们的预测，FY2018~FY2020，公司K12业务分部及学前业务分部的增长将显著高于大学业务分部，存在由于K12业务及学前业务拓展不及预期，但是公司前期已投入大量人力和物力资源，进而影响公司业绩表现的风险。（2）**技术人员流失的风险。**作为在线教育公司，新东方在线需要一定数量的技术研发人员持续对服务平台进行升级和维护，存在由于关键技术人员流失，而导致公司业务发展低于预期的风险。（3）**人力成本上涨的风险。**高水平的教师是公司提供优质服务的关键环节，为了保持教师队伍的稳定性，公司需要通过提供行业内有竞争力的待遇来挽留优秀教师，存在人力成本持续上涨导致公司盈利能力下降的风险。

表 20: 新东方在线利润表

利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	446	650	1,000	1,620	2,665
营业成本	-143	-253	-450	-761	-1,173
毛利	304	398	550	859	1,493
销售费用	-133	-224	-400	-648	-880
管理费用	-32	-40	-70	-113	-187
财务费用	0	0	0	0	0
税前利润	102	93	-45	-128	68
税收支出	-10	-11	6	17	-9
净利润	92	82	-39	-111	59
少数股东损益	-2	-9	0	0	0
归母公司净利润	94	91	-39	-111	59

资料来源: Wind、光大证券研究所预测

表 21: 新东方在线资产负债表

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	1,148	1,421	2,973	3,256	3,985
货币资金	42	709	1,744	1,694	2,059
应收账款与票据	920	380	300	324	267
其他短期资产	0	0	400	400	400
固定资产	10	21	91	181	312
无形资产	90	125	160	227	346
商誉	0	0	0	0	0
其他长期资产	17	70	84	104	117
总负债	356	542	774	1,169	1,838
短期借款及应付应计款项	351	531	761	1,148	1,803
递延收入	0	0	0	0	0
长期负债	5	11	13	21	35
股东权益	792	878	2,199	2,087	2,146
股本	60	0	1,360	1,360	1,360
储备	730	885	846	735	794
少数股东权益	2	-7	-7	-7	-7

资料来源: Wind、光大证券研究所预测

表 22: 新东方在线现金流量表

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	108	149	145	193	632
净利润	94	91	-39	-111	59
折旧、摊销	5	6	30	39	56
其他非现金调整	-35	-88	1	6	9
非现金营运资本变动	44	140	154	260	507
投资活动产生现金流	-199	509	-471	-243	-267
固定及无形资产变动	0	0	0	0	0
长期投资净变动	-233	482	-320	-24	57
其他投资活动	38	46	-51	-89	-137
融资活动现金流	58	6	1,360	0	0

债务变动	0	0	0	0	0
股本变动	53	5	1,360	0	0
支付的股利合计	0	0	0	0	0
其他筹资活动	5	0	0	0	0
净现金流	-33	664	1,035	-50	365

资料来源：Wind、光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)创建于 1996 年, 系由中国光大(集团)总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼