

2019-11-18

港股公司报告 | 深度报告

评级 买入 首次

## 新东方在线 (1797. HK)

## 拐点到来——线上 K12 教培的创新者

## 报告要点

### ■ 新东方在线：综合型在线教育平台

新东方在线是新东方教育科技集团(NYSE:EDU)旗下专业的在线教育网站，课程涵盖大学、K12、学前教育等三大类。2019 财年，新东方在线实现营收 9.19 亿元，同增 41.3%；业绩端 2019 财年净利润为亏损 6411 万元，主要原因是大力拓展 K12 业务，包括新东方在线的 K12 课程增加以及东方优播拓展至更多地区等，带来成本费用上升。未来看好公司大学业务结构调整优化，继续保持稳健增长，K12 业务由拓展期逐渐进入成熟期贡献增量业绩。

### ■ 为何线上课外培训是个好赛道？

从发展阶段，行业壁垒，细分赛道等三个方面，看好线上 K12 的未来发展。从发展阶段来看，线上教育 20 世纪末萌芽，2018 年交易规模 3734 亿元，同增 49%，时至今日，产品形态丰富，部分商业模式逐步得到市场验证，优秀公司开始涌现。但 2017 年中国在线教育行业 CR4 仅 6.5%，尚无行业巨头产生，主要原因是行业本身的复杂性，即行业壁垒。不同于一般的互联网公司，通过引流+变现，实现边际成本趋于零的规模化生产，进而盈利；互联网教育行业同时具备互联网和教育的双重属性。互联网产品一般具备低价、高频、标准化、低粘性和转换成本低等特性，而教育产品天然具备高价、低频、非标准化、高粘性和试错成本高的特质，以上对从业者提出了巨大挑战，但这也代表，一旦有公司在产品标准化、师资培训、口碑获客、续班率等方面有所突破，将形成新进入者难以效仿的护城河。此外，在线 K12 赛道，客户基数大，消费者购买频率高，产品标准化基础好，最有希望产生大公司。

### ■ 新东方在线的优势在哪里？

新东方在线依托新东方集团和腾讯集团强大的教育&互联网产业背景和资本优势，在品牌、师资、渠道等方面相对优势显著，经营效率领先，获客成本低、正价课转化率高。公司已完成收购东方优播剩余 49% 股权，东方优播专注三四五线城市的线上直播小班课，在当地设立体验中心实现低成本获客，以优质师资本地化教学，掘金低线城市 K12 课后教培 600+ 亿元市场空间。

### ■ 盈利预测及投资建议

基于新东方在线的发展战略规划，假设 2020-2022 财年，大学业务稳健发展，大力拓展 K12 业务，预计 2020-2022 财年营收 11、16、22 亿元，对应的 PS 分别为 16/12/8 倍；公司因大力拓展以东方优播为代表的 K12 业务，预计 2020 财年轻调整净利可能续亏，2021 财年有望扭亏。给予“买入”评级。

**风险提示：**

1. 东方优播渠道下沉后招生情况不及预期；
2. 线上教培机构的监管环境发生重大变动。

分析师 赵刚

☎ (8621) 61118739

✉ zhaogang@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517020001

联系人 杨会强

☎ (8621) 61118739

✉ yanghq@cjsc.com.cn

## 目录

新东方在线：综合型在线教育平台 .....	5
新东方旗下专业在线教育平台 .....	5
营收提速，业绩因拓展期亏损 .....	5
大学业务优化，K12 正高成长 .....	6
大学教育：考研四六级为主，产品结构调整 .....	7
K12 业务：高增长战略执行到位，盈利可期 .....	8
学前业务：产品优化，客单价驱动营收增长 .....	11
机构业务：面向学校等客户，营收增长稳健 .....	12
招生人次将驱动业绩长期增长 .....	12
为何线上课外培训是个好赛道？ .....	13
为何尚未产生互联网教育巨头 .....	13
何为互联网教育公司盈利关键 .....	15
线上 K12 最有希望出现大公司 .....	17
K12 线上教培是否有政策风险 .....	20
监管趋严，市场规范化是趋势 .....	20
规范化是龙头提市占率的良机 .....	21
新东方在线的优势在哪里？ .....	22
股东背景：新东方集团和腾讯联合助力 .....	22
经营亮点：低获客成本、高正价转化率 .....	22
竞争壁垒：品牌力、师资培训、渠道力 .....	24
成长动力：大力发展 K12 线上直播课程 .....	26
盈利预测及投资建议 .....	30

## 图表目录

图 1: 新东方在线业务分布 .....	5
图 2: 新东方在线营收情况 .....	5
图 3: 新东方在线盈利情况 .....	5
图 4: 新东方在线毛利率、净利率情况 .....	6
图 5: 新东方在线期间费用率情况 .....	6
图 6: 新东方在线近年收入结构 .....	6
图 7: 新东方在线不同业务线条收入增速 .....	6
图 8: 新东方在线大学教育业务收入及同比增速 .....	7
图 9: 新东方在线大学教育业务付费人次及同比增速 .....	7
图 10: 公司大学教育业务收入结构 (测算结果) .....	8
图 11: 2019 财年新东方在线大学教育毛利率有所提升 .....	8
图 12: 新东方在线的 K12 直播课页面 .....	9
图 13: 东方优播小班直播课界面 .....	9
图 14: 东方优播小班直播课可以针对性指导学生 .....	9
图 15: 东方优播已进入省份及校区数量 (公司官网数据, 总校区 149 个) .....	10
图 16: 公司 K12 业务营收及同比增速 .....	10
图 17: 公司 K12 业务付费学生数量及同比增速 .....	10
图 18: 新东方在线的 K12 业务的毛利率因拓展期投入加大而走低 .....	11
图 19: 新东方在线学前业务营收情况 .....	12
图 20: 新东方在线学前业务付费学生数 .....	12
图 21: 新东方在线机构业务营收情况 .....	12
图 22: 新东方在线机构业务客单价情况 .....	12
图 23: 互联网教育行业交易规模及其历史发展阶段 .....	13
图 24: 在线教育参与者背景 .....	14
图 25: 2017 年中国在线教育行业 CR4 为 6.5% .....	14
图 26: 中国整体教育行业 CR4 为 0.7%~1.1% .....	14
图 27: 中国在线教育公司营收情况 (单位: 亿元人民币) .....	15
图 28: 中国在线教育公司归母净利润情况 (单位: 亿元人民币) .....	15
图 29: 互联网教育行业盈利模式 .....	16
图 30: 互联网教育行业商业模式 .....	16
图 31: 1990 年以来中国人口出生率 .....	17
图 32: 2011-2018 年中国新出生人口数 .....	17
图 33: 2000 年以来 K12 分阶段在校学生人数 .....	17
图 34: 2000 年以来 K12 合计在校生人数及同比增速 .....	17
图 35: 2000 年以来我国参加高考人数 .....	18
图 36: 2000 年以来中国城市化率 .....	18
图 37: 1992 年以来我国城镇居民家庭平均可支配收入 .....	18
图 38: 日本、韩国 K12 课外辅导渗透率情况 .....	18
图 39: 互联网教育行业市场规模内部结构 .....	19

图 40: 近期好未来和新东方单季度收入增长情况.....	22
图 41: 好未来和新东方收盘价 (单位: 美元/股) .....	22
图 42: 新东方在线股权结构 .....	22
图 43: 互联网教育公司营收对比 (单位: 亿元人民币) .....	23
图 44: 互联网教育公司递延收入对比 (单位: 亿元人民币) .....	23
图 45: 互联网教育公司销售费用率对比 .....	23
图 46: 互联网教育公司平均获客成本对比 (单位: 元) .....	23
图 47: 互联网教育公司毛利率对比 .....	23
图 48: 互联网教育公司(毛利率-销售费用率)对比.....	23
图 49: 新东方在线各业务线条正价课渗透率 (测算值) .....	24
图 50: 互联网教育公司归母净利率对比 .....	24
图 51: 2016-2019 年中国最具价值的教育品牌 (单位: 百万美元) .....	24
图 52: 2016 年 1 月 1 日至今核心教育品牌百度搜索指数对比 .....	25
图 53: 2016 年 1 月至 2019 年 10 月核心教育品牌百度搜索指数概览对比 .....	25
图 54: 新东方在线教师招聘及培训流程 .....	25
图 55: 2018 年 11 月新东方在线旗下员工数量 .....	26
图 56: 2019 年 5 月 31 日, 新东方在线旗下员工数量及性质 .....	26
图 57: 新东方在线旗下的东方优播拓展迅速, 进入省份和城市数量增加 .....	26
图 58: 三四五线城市总计常住人口规模及其占全国比重 .....	27
图 59: 三四五线城市总计城镇 K12 阶段在校生学生数及其占比 .....	27
图 60: 三四五线城市平均单个城市的常住人口规模及城镇化率 .....	28
图 61: 三四五线城市平均单个城市 K12 阶段城镇在校生学生数 .....	28
表 1: 新东方在线旗下部分课程及价格范围等 .....	6
表 2: 融资轮次在 D 轮及后期的在线教育企业 .....	14
表 3: 在线教育行业已上市公司 .....	15
表 4: 2019-2023 年中国 K12 教培行业市场规模测算 .....	19
表 5: 2024-2028 年中国 K12 教培行业市场规模测算 .....	19
表 6: 2018 年中国教育行业在线化程度 .....	20
表 7: 2018 年以来线下 K12 教培行业监管政策及要点 .....	20
表 8: 《关于规范校外线上培训的实施意见》的核心要点 .....	21
表 9: 不同线上 K12 商业模式对比 .....	27
表 10: 三四五线城市线上 K12 教培市场空间测算 .....	28
表 11: 东方优播单店盈利模型 .....	29
表 12: 东方优播公司近 2 个财年的经营情况 .....	29
表 13: 新东方在线公司业绩拆分 (百万元) .....	30

## 新东方在线：综合型在线教育平台

### 新东方旗下专业在线教育平台

新东方在线是新东方教育科技集团(NYSE:EDU)旗下专业的在线教育网站，是国内首批专业在线教育网站之一，依托新东方强大师资力量与教学资源，拥有中国先进的教学内容开发与制作团队，为用户提供个性化、互动化、智能化的在线学习体验。公司课程涵盖出国考试、国内考试、职业教育、英语学习、多种语言、K12教育等6大类，共计近3000门课程。目前，新东方在线网站个人注册用户已逾2000多万，移动学习用户超过5000余万。

图1：新东方在线业务分布

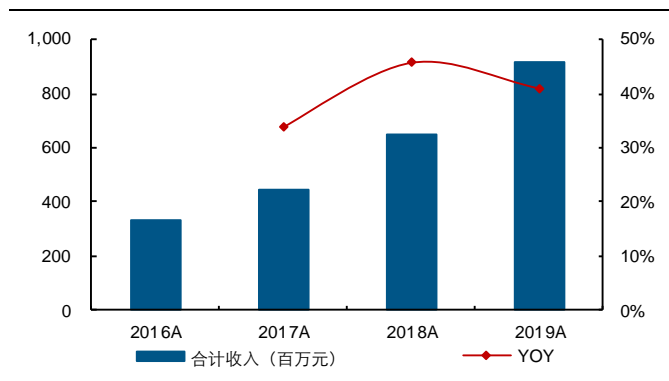


资料来源：公司官网,长江证券研究所

### 营收提速，业绩因拓展期亏损

2019财年，公司营收增速提升，业绩端因K12业务处于拓展投入期产生亏损，看好公司未来盈利改善。2019财年新东方在线实现营收9.19亿元，同增41.3%，相对2016-2018财年的营收复合增速40%，增速有所加快；业绩端2019财年净利润为亏损6411万元(2018财年实现净利润8203万元)，2019财年亏损的主要原因是K12业务拓展，包括新东方在线的K12课程增加以及东方优播拓展至更多地区等，带来成本费用上升。未来看好公司K12业务从投入期进入成熟期为公司贡献业绩，并将成为其业绩增长的核心动力。

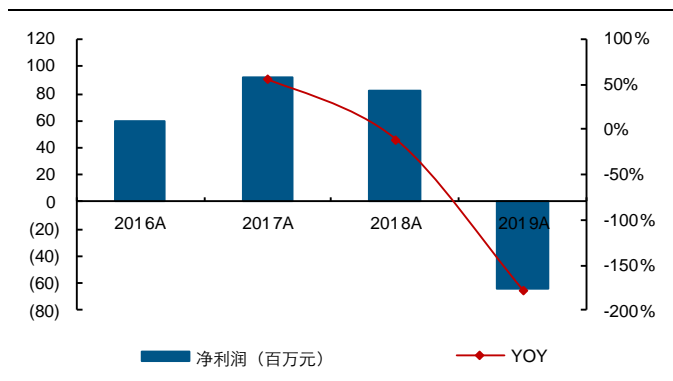
图2：新东方在线营收情况



资料来源：Wind,长江证券研究所

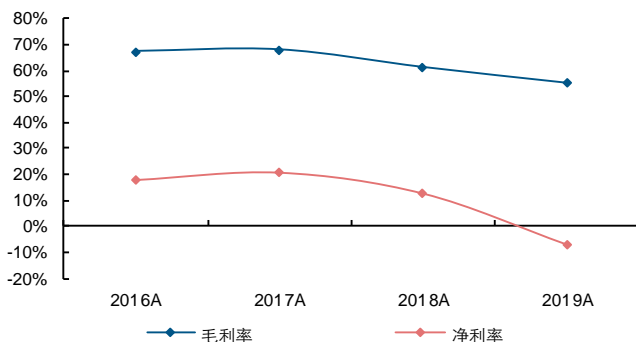
公司毛利润由2018财年的3.98亿元增加27.3%至2019财年的5.06亿元；毛利率由2018财年的61.2%减少至2019财年的55.1%，主要由于拓展K-12业务带来的成本提升，尤其是教学人员成本增加。

图3：新东方在线盈利情况



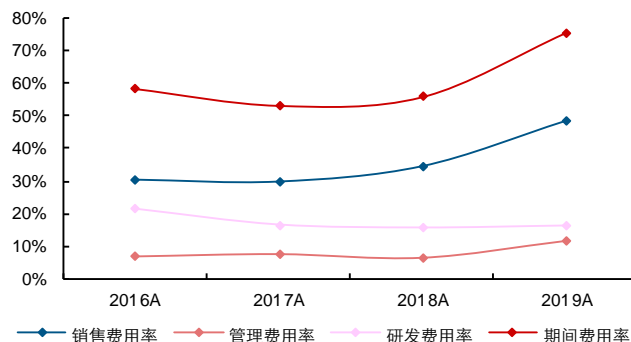
资料来源：Wind,长江证券研究所

图 4：新东方在线毛利率、净利率情况



资料来源：Wind,长江证券研究所

图 5：新东方在线期间费用率情况



资料来源：Wind,长江证券研究所

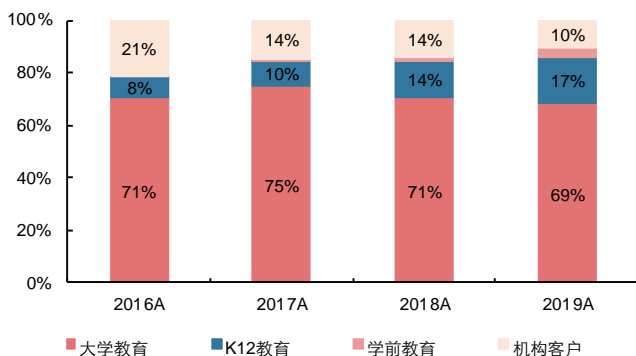
## 大学业务优化，K12 正高成长

大学生业务是创收主力，约占公司总收入的七成，K12 业务将成为未来战略拓展重点。

新东方在线旗下业务，按照学生所处的学习阶段，可分为学前、K12（小学至高中）、大学及语言业务等。2019 财年，大学、K12、学前分别贡献营收 6.31、1.59、0.33 亿元，分别占总收入的 69%、17%、4%，此外 10% 的收入来自机构客户，即新东方在线通过向大学、公共图书馆、电信营运商及在线视频供货商等学校及机构客户提供教育内容套餐，收取年均 12 万左右的费用，2019 财年机构客户为公司贡献收入 0.95 亿元。

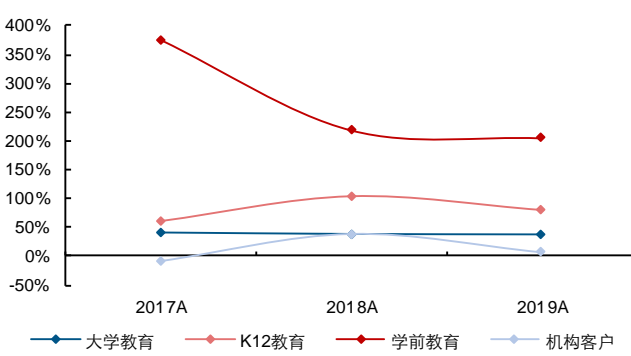
近年，公司大学教育业务营收增长稳健，K12 处于高速成长期。2016-2019 财年，大学、K12 业务营收的复合增速分别为 39%和 81%。预计未来，公司的大学业务经过调整优化后将维持稳健增长，正在大力拓展的 K12 业务将维持高速增长。

图 6：新东方在线近年收入结构



资料来源：Wind,长江证券研究所

图 7：新东方在线不同业务线条收入增速



资料来源：Wind,长江证券研究所

表 1：新东方在线旗下部分课程及价格范围等

课程			价格范围 (元)	有效期	
大学及语言学习	大学考试备考	CET4/6	入门课程	19.9-99	考试当月末
			特定科目课程	19.9-169	
			完整课程	199	
	研究生入学考试	单科课程	199-16,800		



	英语学习	全套课程	5,980-26,800	
		新概念英语	99-3,999	最多 800 天
		BEC	99-3,999	最多 850 天
		传译员培训课程	99-2,799	最多 700 天
		海外统一考试备考	9.9-134,600	最多 860 天
K-12 教育		新东方在线上的课程	20-3,080	不适用
		东方优播	960-1,350	
		小型私人在线课程	1,920	
学前		多纳应用程序系列	99-999	

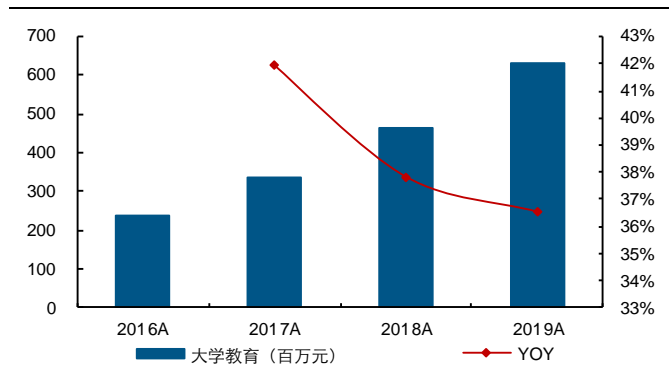
资料来源：公司公告,长江证券研究所

### 大学教育：考研四六级为主，产品结构调整

公司大学教育课程包括大学考试备考（以考研、四六级为主）、海外备考和英语学习课程等，用户为大学生及在职专业人士。2017 年，按总营收计，新东方在线（上市公司的旗舰品牌）为中国大学考试备考市场中最大的在线教育品牌，占据 8.2%的市场份额。

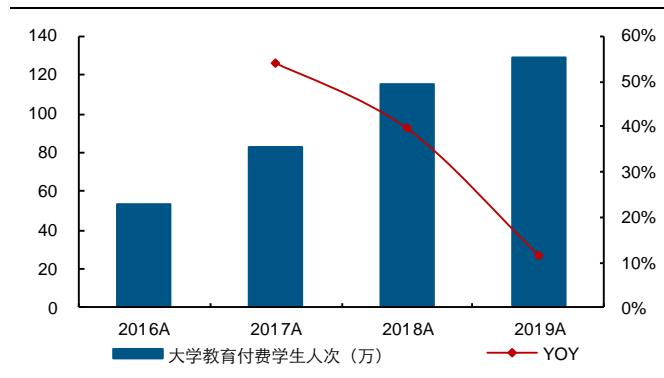
2019 财年，公司大学教育业务持续稳健发展，付费学生人次接近 130 万(+11.7%)，受益于正价课学生占比提升，大学教育平均客单价达到 488 元(+22.2%)，带动营收相对 2018 财年增长约 37%达到 6.31 亿元。其中，大学备考及海外备考的营收分别同比增加 32.5%及 39.9%。

图 8：新东方在线大学教育业务收入及同比增速



资料来源：Wind,长江证券研究所

图 9：新东方在线大学教育业务付费人次及同比增速

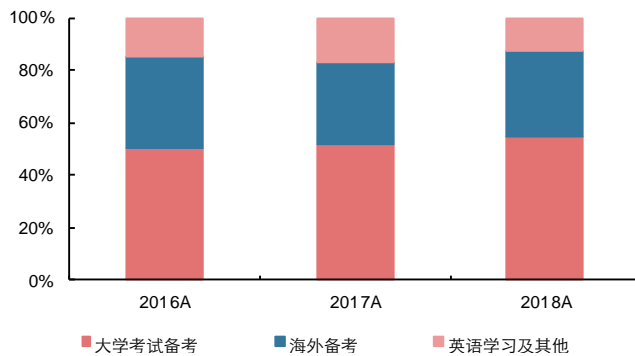


资料来源：Wind,长江证券研究所

大学生考试备考收入占大学教育总收入的五成左右。根据 2016-2018 财年数据，大学业务正价课程的付费学生人均支出在 500-1500 元区间，其中(1)大学考试备考业务正式课程客单价分别为 620、472、513 元，(2)海外备考分别为 1048、1240、1484 元，(3)英语学习及其他为 558、734、828 元；乘以相应付费人次（付费人次的统计包括入门班学生，入门班 2018 财年客单价仅 11 元），隐含各科目正价课学生占比相似的假设，则大学教育收入中，大约五成以上来自大学考试备考，三成左右来自海外备考，剩余 1-2 成来自英语学习课程及其他。**2019 财年，考研业务营收占大学考试备考业务总营收的 50%以上，2019 财年考研营收较上一年度增加 40.4%，主要受益于课程数量及客单价增长。**

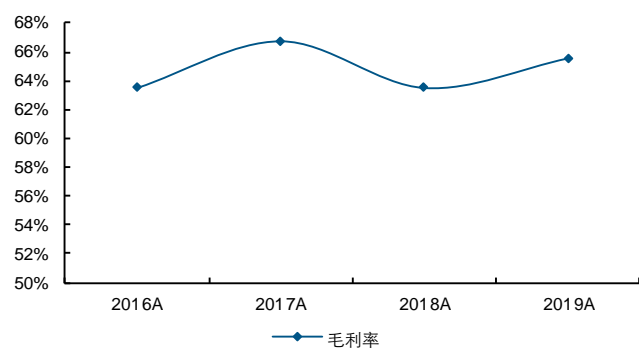
受益于正价课程占比提升，大学教育业务毛利率由 2018 财年的 63.5% 增至 2019 财年的 65.6%。

图 10：公司大学教育业务收入结构（测算结果）



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 11：2019 财年新东方在线大学教育毛利率有所提升



资料来源：Wind, 长江证券研究所

未来，公司将继续优化大学教育部分的产品结构，比如剥离英语学习中的“酷学英语”等内容，2019 年 12 月 31 日起停止运营致赢外教口语，聚焦更受大学生欢迎的业务。

公司将在大学部分课程中引入双师模式<sup>1</sup>，并将其定制应用于考研课程，同时，继续与海外考试供货商密切合作，加强海外备考课程，并优化学术评核测试（SAT）及美国研究生入学考试（GRE）备考课程，以更好地切合越来越多参加该等海外考试的中国学生的需求，实现营收业绩的稳健增长。

## K12 业务：高增长战略执行到位，盈利可期

公司 K-12 业务提供线上双师校外辅导课程，所谓双师，即上课老师+学管师，课程老师负责完成课程讲解，学管师负责教材分发、课后答疑等。公司的 K12 业务具体包括新东方在线的 K-12 课程和东方优播的地区性直播互动校外辅导课程，涵盖中国小学至高中的大部分学科，此外，公司也提供高考备考课程。

其中，新东方在线的 K12 业务为课堂规模 200 人以内的在线直播大班课，课程面向全国学生，一般 16 讲，周末上课，历时 4 个月，每讲 2 小时，课程价格 1200 元，每小时 37.5 元。

<sup>1</sup> 双师模式：由教师以在线直播方式授课，专责学管师在课堂上及课后回答学生的提问及通过课前沟通、分发教材及为作业评分提供课堂支持。课堂规模与传统线下辅导课相当，一般招收 20-30 名学生，以促进课堂上的充分互动及提高学习效率。



图 12: 新东方在线的 K12 直播课页面



资料来源: 公司官网,长江证券研究所

东方优播, 则主要定位三四五线城市消费者, 配套设有体验中心下沉到各个城市, 提供本地化、线上小班直播课, 课程规模 15 人左右, 互动界面设计可以让每个学生都得到关注和针对性指导。

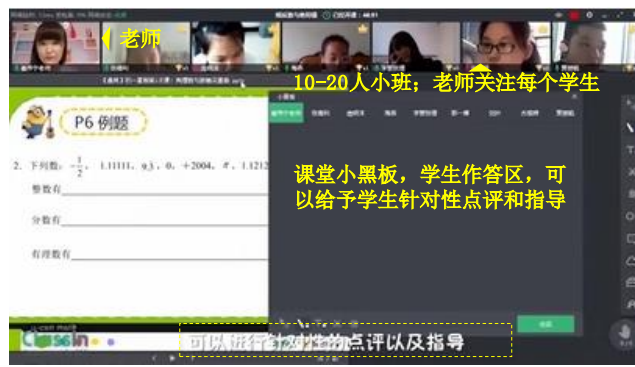
东方优播, 受益于设立地方性体验中心的下沉方式, 课程内容和招生都实现了本地化, 因此可以实现差异化定价。以安徽安庆寒假班为例, 一共 6 讲, 12 课时, 连续 6 天上课, 早上 8-10 点, 每次上课 2 小时, 课程价格 720 元, 每小时 60 元; 而北京延庆春季班为例, 则为 15 讲, 30 课时, 课程价格 2250 元, 每小时 75 元。

图 13: 东方优播小班直播课界面



资料来源: 公司官网,长江证券研究所

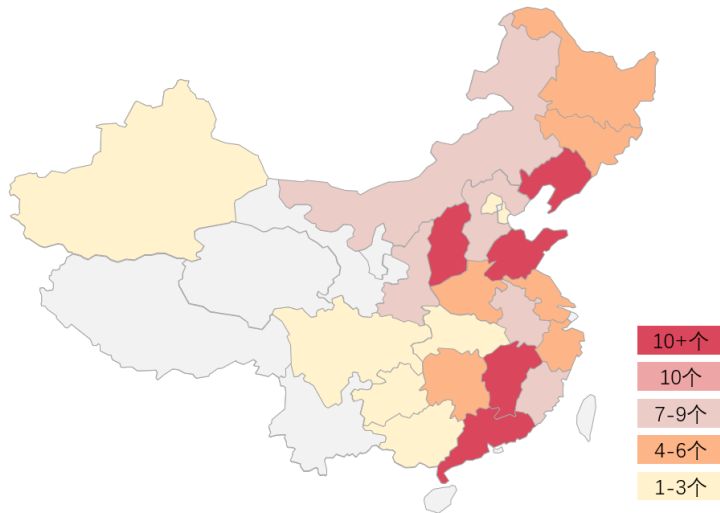
图 14: 东方优播小班直播课可以针对性指导学生



资料来源: 公司官网,长江证券研究所

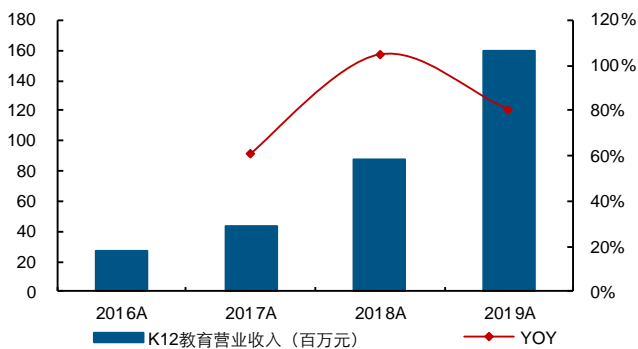
2019 财年, 公司的 K-12 教育部分, 成功执行增长战略, 总营收及付费学生人次同比分别增加 80.8%及 209.2%。2019 财年, K12 业务合计实现收入 1.59 亿元, 付费学生人次由 2018 财年的 18.5 万增至 2019 财年的 57.2 万。具体而言, 新东方在线的 K-12 课程的付费学生人次同比增加 188.3%, 东方优播的付费学生人次同比增加 316.1%。2019 财年, 公司进一步优化所有新东方在线的 K-12 课程双师模式, 增强内容开发及客户服务, 从而提高新学生的数量; 与此同时, 公司加速发展东方优播业务, 继续优化各城市东方优播的课程运营。2019 年 5 月 31 日, 东方优播已进入中国 15 个省的 63 个城市。随着东方优播模式开始获得市场认可, 公司在继续扩大东方优播城市布局的同时, 逐渐增加正式课程数目。

图 15: 东方优播已进入省份及校区数量 (公司官网数据, 总校区 149 个, 包含部分尚未开业的)



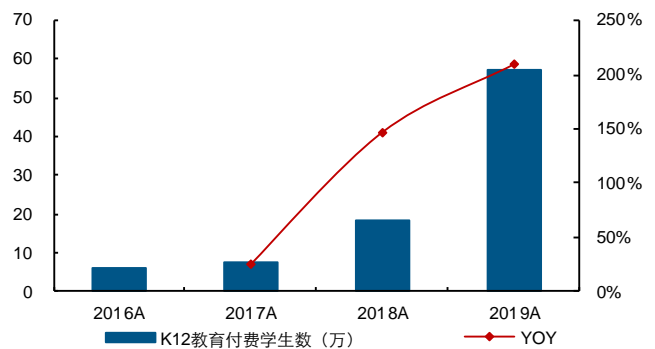
资料来源: 公司官网, 长江证券研究所

图 16: 公司 K12 业务营收及同比增速



资料来源: Wind, 长江证券研究所

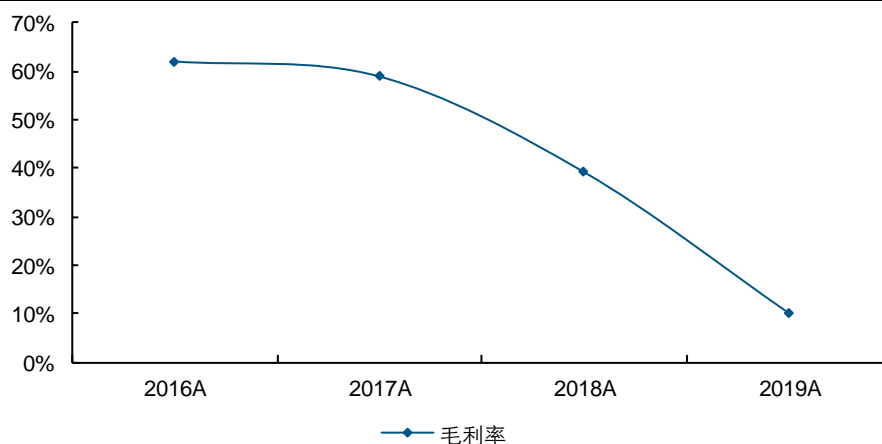
图 17: 公司 K12 业务付费学生数量及同比增速



资料来源: Wind, 长江证券研究所

2019 财年, K12 业务的毛利率则由 39.2% 减少至 10.0%, 主要由于 (1) 公司升级新东方在线的 K-12 课程设置, 投入更多资源用于课程开发, 使得 2018 年夏天报读入门课程的付费学生人次增加, 随之, 教学人员成本和课程研发人员成本增加; (2) 因所有新东方在线的 K-12 课程和东方优播的课程均通过直播方式提供, 信息科技支持及技术成本有所增加。

图 18：新东方在线的 K12 业务的毛利率因拓展期投入加大而走低



资料来源：公司公告,长江证券研究所

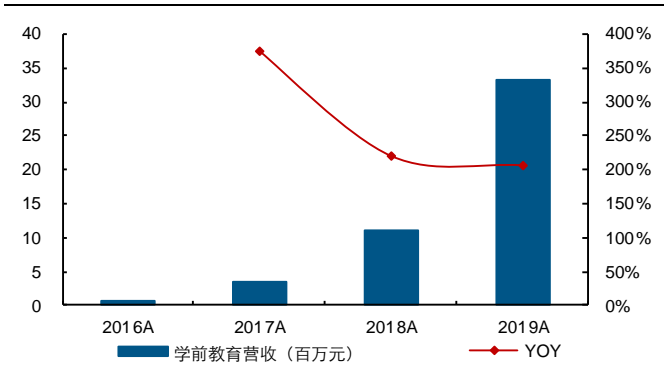
2020 财年，预期东方优播将进入中国更多城市，并提供本地化课程内容；为保障业务扩张顺利推进，在师资储备方面，除武汉教学培训中心外，公司计划在其他地区建立更多教师培训中心，以吸引更多优秀教师。就新东方在线的 K-12 课程而言，公司会在产品及技术发展方面投入更多资源，以提升在线教学的效果及效率，同时强化目标营销战略，以降低平均用户获取成本。

### 学前业务：产品优化，客单价驱动营收增长

公司学前教育部分，通过多纳学英语、儿童教育应用程序提供适合儿童的在线教育内容。**2019 财年，学前业务尽管付费学生人次减少，但受益于客单价提升，总营收大幅增加。**2019 财年，公司优化学前业务产品设置，每名学生的平均开支由 43 元增至 185 元，带动营收同比增长 205.8% 达到 0.33 亿元。产品优化方面，具体主要体现为（1）优化多纳学英语应用程序（每名付费学生的平均开支由 2018 财年的 16 元增至 2019 财年的 98 元），（2）推出多纳在线课堂短期课程（每名付费学生平均开支由 2018 财年的 1,006 元增至 2019 财年的 1,812 元）。2019 财年，学前业务毛损率由 33.4% 下降至 0.9%，主要由于多纳学英语应用程序的毛利率增加。

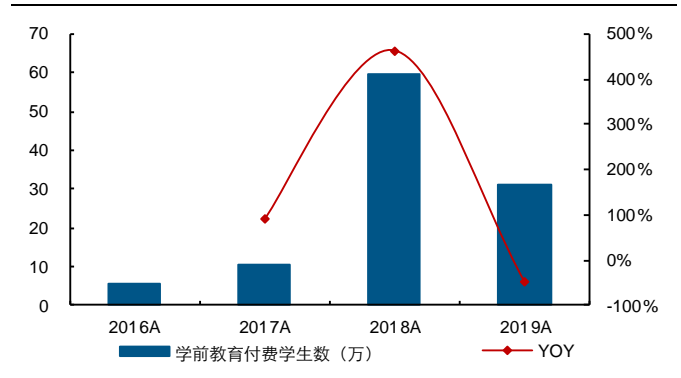
学前教育板块，产品结构仍在调整优化，比如 2020 年 5 月 31 日起，酷学多纳旗下的多纳外教直播课将停止运营，而“多纳学英语”系列 APP，多纳出版物等业务线将继续保留。随着产品持续优化，学前教育业务的盈利能力有望继续改善。

图 19: 新东方在线学前业务营收情况



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 20: 新东方在线学前业务付费学生数

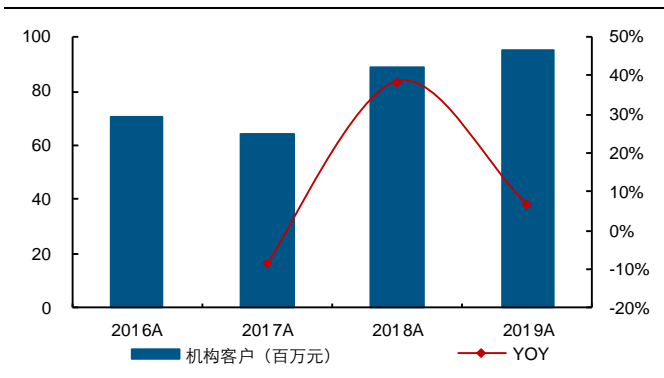


资料来源: Wind, 长江证券研究所

### 机构业务: 面向学校等客户, 营收增长稳健

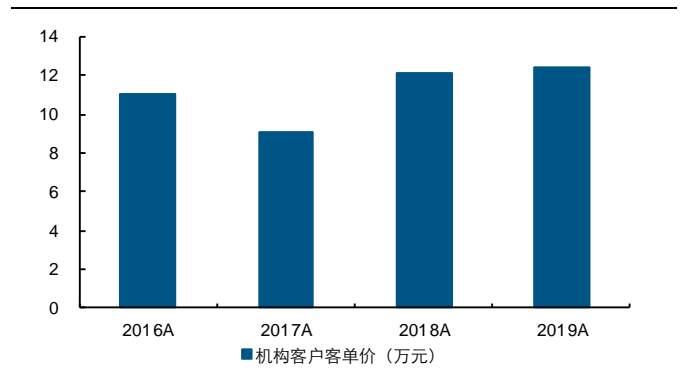
公司通过在线教育模块向大学、公共图书馆、电信营运商等学校及机构客户提供教育内容套餐。2019 财年, 公司来自机构客户收取的总营收由 2018 财年的 0.89 亿元增加 6.7% 至 0.95 亿元; 而毛利率由 82.3% 轻微下跌至 80.5%。预计未来, 该业务板块将维持稳健增长。

图 21: 新东方在线机构业务营收情况



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 22: 新东方在线机构业务客单价情况



资料来源: Wind, 长江证券研究所<sup>2</sup>

### 招生人次将驱动业绩长期增长

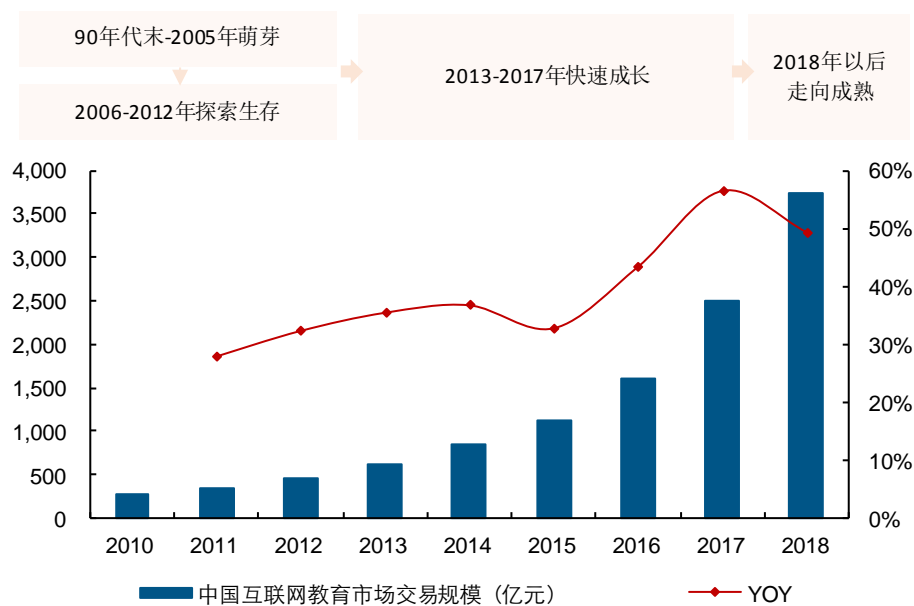
展望未来, 公司将继续推进长期增长战略, 重点拓展 K12 业务领域, 通过留住现有学生和招收新学生以增加付费学生人次, 驱动公司营收和业绩增长。根据弗若斯特沙利文报告, 中国的在线校外辅导及备考市场预计从 2017 年至 2022 年将以 26.3% 的复合年增长率增长。依托新东方在线的强大品牌及全面课程设置, 公司有望把握未来年份的市场机遇, 实现快速增长。

<sup>2</sup> 2019 年机构客单价为推算数据

## 为何线上课外培训是个好赛道？

互联网教育，20 世纪末萌芽，2018 年交易规模已经达到 3734 亿元，同增 49%，自 2010 年以来的复合增速高达 39%。行业发展至今，产品形态丰富，商业模式逐步得到市场验证，优秀企业进入发展快车道；与此同时，政策监管趋严，也标志着行业开始走向成熟。

图 23：互联网教育行业交易规模及其历史发展阶段



资料来源：易观智库,长江证券研究所

## 为何尚未产生互联网教育巨头

互联网教育打破时空限制，孕育广阔商机，吸引各领域资本重金入场，然而经过 20 多年的探索，至今仍未产生占据较高市场份额的行业巨头，2017 年中国在线教育行业 CR4 仅为 6.5%，原因何在？

我们认为，互联网教育发展多年，仍未产生行业巨头的主要原因系行业本身的复杂性，即行业壁垒较高。不同于一般的互联网产业，通过引流+变现，可以实现边际成本趋于零的规模化生产，进而盈利；互联网教育同时具备互联网和教育的双重行业属性，互联网行业的产品一般具备低价、高频、标准化、低粘性和转换成本低等特性，而教育行业天然具备高价、低频、非标转化、高粘性和试错成本高的特质，从业者要在产品标准化、本地化、师资培养、课后服务、学生成绩改善、口碑获客、续班率提升等方面全面通关，才能实现较好的盈利，而这些对从业者提出了巨大的挑战。换个角度看，一旦有企业能在以上各方面有所突破，也将形成竞争对手难以打破的护城河。

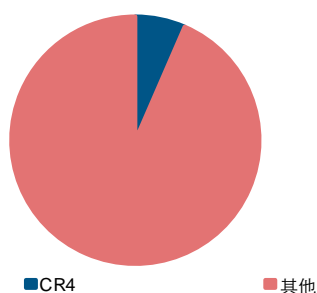
经过从业者多年探索，已有部分行业领头羊崭露头角，产品和商业模式逐步得到市场认可，营收规模扩张。以新东方在线为代表的在线教育公司已经登陆资本市场，以猿辅导为代表的部分独角兽融资轮次已经到了 D 轮及以后。

图 24：在线教育参与者背景

在线教育参与者背景	纯在线机构	线下教育机构	互联网公司	通信公司	出版传媒公司
代表公司	VIPKID/51Talk/英语流利说等	新东方、好未来、精锐教育等	BAT/美团点评/今日头条等	中国移动、中国联通、华为等	凤凰传媒、皖新传媒等
入局目的	打造新兴教育品牌	业务升级和扩张	抢占用户教育场景、构建全产业链生态	拓展业务场景、深化云服务体系	复制线下优势、打造数字出版王国
入局优势	创新能力、融资能力	用户积累、品牌积累、行业经验	用户流量、技术能力	云服务能力、网点渠道资源	教育内容、地方渠道资源
偏好赛道	各细分赛道	已有业务线上化；上下游投资布局	B2B2C、O2O平台	教育信息化	数字内容、录播课程的聚集平台

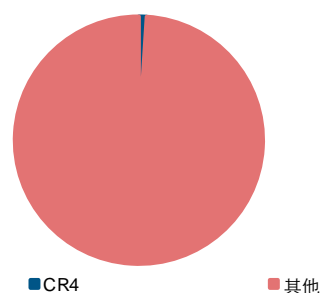
资料来源：艾媒咨询,长江证券研究所

图 25：2017 年中国在线教育行业 CR4 为 6.5%



资料来源：艾媒咨询,长江证券研究所

图 26：中国整体教育行业 CR4 为 0.7%~1.1%



资料来源：艾媒咨询,长江证券研究所

表 2：融资轮次在 D 轮及后期的在线教育企业

企业名称	成立时间	融资轮次	所属赛道
猿辅导	2015	F 轮	K12 教育
一起作业	2011	E 轮	K12 教育
掌门 1 对 1	2014	E+1 轮	K12 教育
VIPKID	2013	E 轮	语言学习
DaDa	2013	D 轮	语言学习
掌通家园	2011	D 轮	早幼教
考虫	2015	D 轮	语言学习
嗨学	2010	D 轮	职业培训
作业帮	2015	D 轮	K12 教育
爱乐奇	2010	D 轮	语言学习
轻轻家教	2014	D 轮	K12 教育

资料来源：新京报，艾媒咨询,长江证券研究所



表 3：在线教育行业已上市公司

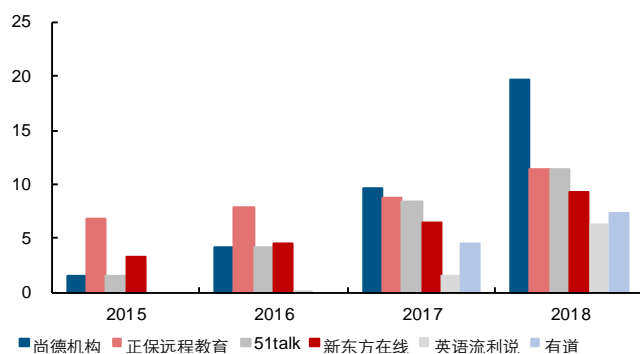
公司简称	成立时间	上市时间	上市板块	所属领域	市值(亿元)
正保远程	2000	2008-07-30	纽交所	职业培训	16.46
51talk	2011	2016-06-10	纽交所	语言学习	9.88
尚德机构	2003	2018-03-23	纽交所	学历教育培训、职业培训、国际教育	30.73
英语流利说	2012	2018-09-27	纽交所	语言学习	11.85
新东方在线	2005	2019-03-28	港交所	综合	164.79

资料来源：Wind,长江证券研究所 注：市值为 2019 年 11 月 15 日数据

## 何为互联网教育公司盈利关键

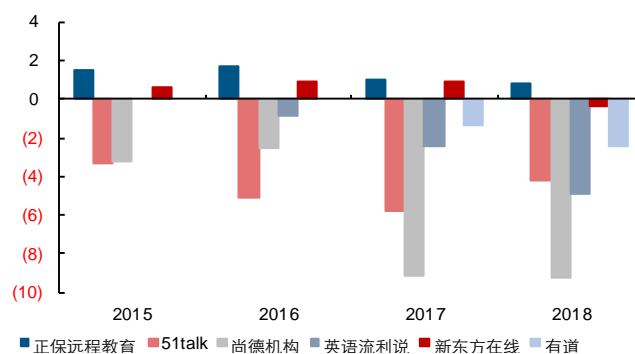
诚如前文所提及，互联网教育行业已涌现部分领头羊公司，收入规模在 10~20 亿元之间，但盈利情况却仍差强人意，尽管新东方在线在上市之前处于盈利状态，但整体来看，大部分互联网教育公司仍处于亏损状态。

图 27：中国在线教育公司营收情况（单位：亿元人民币）

资料来源：Wind,长江证券研究所<sup>3</sup>

**为何互联网教育行业盈利难？**我们从该行业的商业属性说起，互联网教育同时具备互联网和教育行业的双重属性。互联网经济的特点是边际成本低，规模优势强；其商业模式的本质是引流+变现；实现盈利的关键是获客成本低。与此同时，正如前文所提及的，互联网产品的特质是标品、低价、购买次数高频、低粘性、低试错成本；教育产品则恰与之相反，具备非标、高价、低频、高粘性、高试错成本的特征。

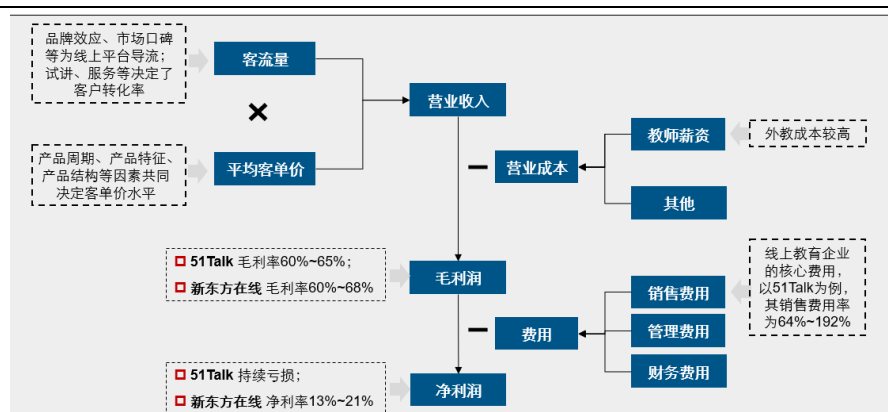
图 28：中国在线教育公司归母净利润情况（单位：亿元人民币）



资料来源：Wind,长江证券研究所

<sup>3</sup> 因新东方在线的财政年份从当年的 6 月 1 日到下一年的 5 月 31 日，因此该图文中的 2018 年数据，为新东方在线 2019 财年数据，依此类推前序年份。下文同。

图 29: 互联网教育行业盈利模式



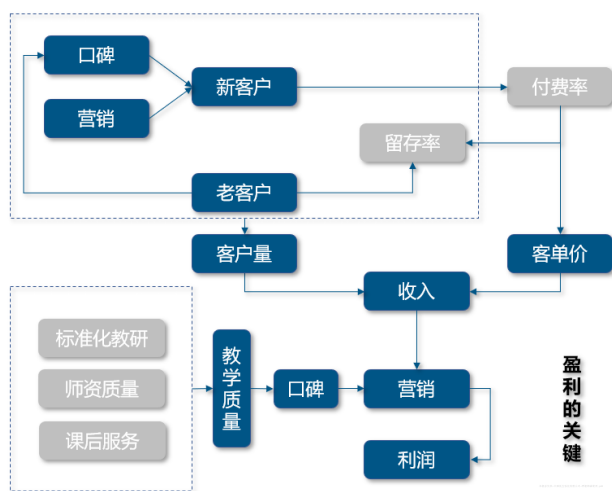
资料来源：长江证券研究所 注：新东方在线为上市之前的数据，2019 年因拓展 K12 业务产生亏损

因为线上教育具备互联网属性，需要吸引流量，进而变现，所以获客成本高低决定了其盈利水平；又因为线上教育产品具备教育属性，比如非标准化，产品边际成本并非为 0，即便是大班直播课，考虑到要给学生一定的关注和互动，课程规模也有边界，所以规模效应受限，又比如低频、高价、高试错成本等特性，所以获客难度提升。互联网教育同线下教育相似，都是预收款类型的业务，因此能否持续以较低的成本获客，决定了一个线上教育公司能否持续发展壮大。

基于以上事实，我们认为，互联网教育盈利难的关键在于获客成本高，想要打破瓶颈，需要关注以下三点：（1）选择价格相对合理、消费频率较高的赛道，实现规模上的较快且可持续的增长；（2）标准化研发，保障产品和服务品质，提升客户粘性（留存率高），这里包括两个环节，教材和教学过程标准化，其中教学过程标准化的关键是老师培训；（3）打造品牌，提升消费者信任度，降低消费者试错成本，降低获客成本。

综上，提升产品和服务品质获得消费者信赖，进一步打造品牌，形成良好口碑，吸引新客户的同时，可以提升老客户的留存率，降低获客成本，进而实现可以盈利，如此正向循环是互联网教育行业的希望所在。

图 30: 互联网教育行业商业模式



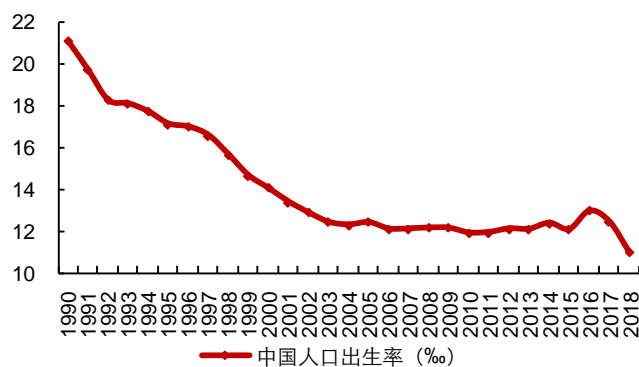
资料来源：长江证券研究所

## 线上 K12 最有希望出现大公司

根据前文分析小结,我们认为在线 K12 培训的客户基础大,购买频率高,标准化基础好(新东方和好未来等具备教材研发和培养老师的能力),有望产生大公司。

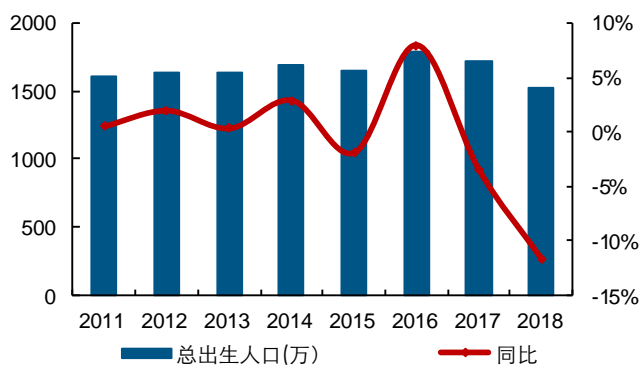
**未来 5 年,中国 K12 教培行业整体市场规模的突破点将来自于渗透率和客单价的提高。水涨船高,线上 K12 教培市场规模将受益于线上渗透率和客单价提升,实现规模扩张。**  
K12 教培行业市场规模取决于 K12 在校生人数、渗透率和客单价。根据 2011-2018 年新生儿数量推断(每年 1600 万左右),2023 年之前 K12 在校生人数将基本维持稳定。但随着家长教育投资的有效需求提高,渗透率和客单价将双双提升,进而扩大市场规模。

图 31: 1990 年以来中国人口出生率



资料来源: Wind,长江证券研究所

图 32: 2011-2018 年中国新出生人口数

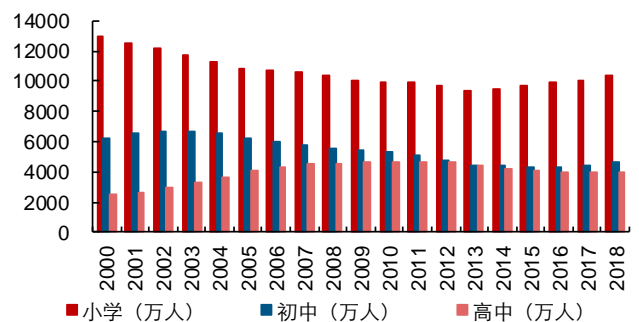


资料来源: 中国青年报、中国网、新华网、网易财经、新京报,长江证券研究所

### K12 教培整体市场规模测算的核心假定如下:

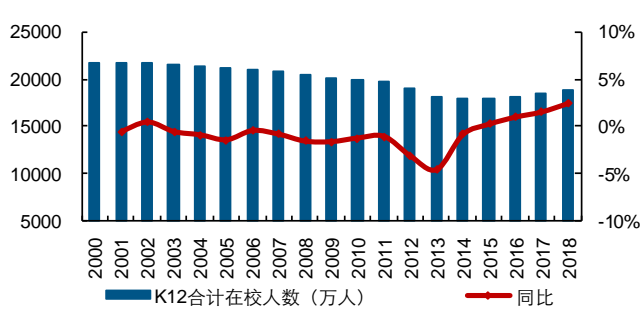
- 1、 K12 在校生人数假定: 2018 年我国 K12 (小学到高中) 学生数量为 1.89 亿人。其中,小学 1.03 亿人,初中 4653 万人,高中 3935 万人<sup>4</sup>。结合现实情况,我们假设未来 5 年 K12 在校生人数基本保持 2018 年的体量,且教培市场集中在城市,因此在预测过程中将小学和初中在校生人数乘以城市化率水平;考虑到教育部高中学生的统计口径涵盖范围过于广泛,而目前教培市场主要面向参加高考的学生,因此将 2018 年高考人次乘以 3 作为当年高中在校人次的代理变量<sup>5</sup>。依此计算 2018 年我国城市 K12 在校生数量合计约为 1.19 亿人。

图 33: 2000 年以来 K12 分阶段在校学生人数



资料来源: 教育部,长江证券研究所

图 34: 2000 年以来 K12 合计在校人数及同比增速

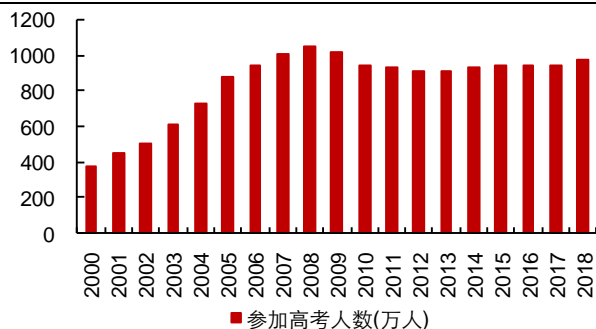


资料来源: 教育部,长江证券研究所

<sup>4</sup> 教育部统计高中教育包括普通高中、成人高中、中等职业学校等。

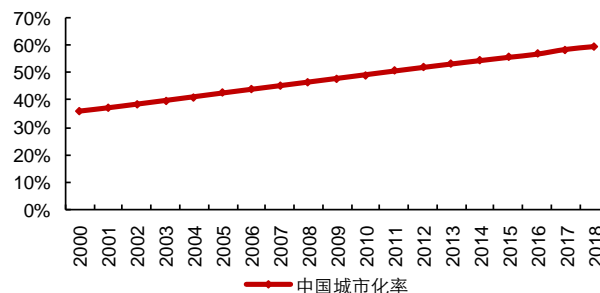
<sup>5</sup> 高中共三个年级,每年高考人数作为 1 个年级人数,乘以 3 得到高中阶段在校生数。

图 35: 2000 年以来我国参加高考人数



资料来源: 新浪教育, 长江证券研究所

图 36: 2000 年以来中国城市化率

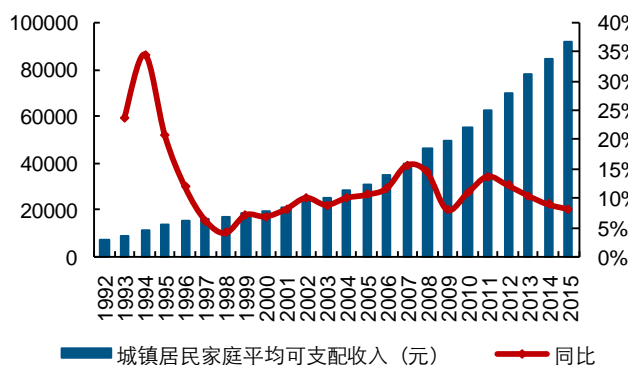


资料来源: 世界银行, 长江证券研究所

2、 渗透率假设: 参照国际经验, 韩国 2008 年 K12 阶段学生教育培训渗透率高达 55%-89%, 我们假设中国城市 K12 学生的渗透率与韩国比肩, 为 50%-90%。

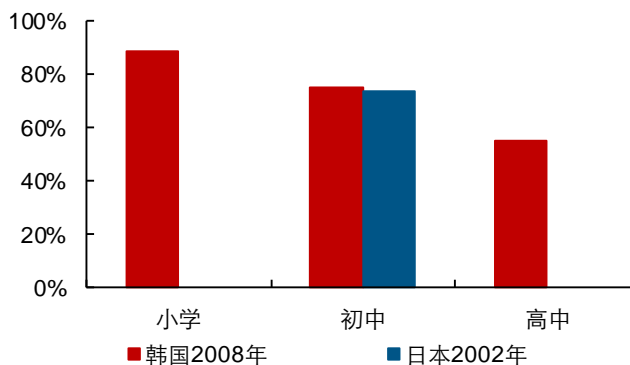
3、 客单价假设: 2007 年韩国家庭平均月收入的 8%<sup>6</sup>, 2008 年日本家庭平均月收入的约 7%-11% 会用来支付孩子的 K12 教育培训费用, 类比日韩, 我们假设中国城市家庭教育年均在教育培训 (课外辅导) 上的支出在 6000-10000 元。

图 37: 1992 年以来我国城镇居民家庭平均可支配收入



资料来源: Wind, 长江证券研究所<sup>7</sup>

图 38: 日本、韩国 K12 课外辅导渗透率情况



资料来源: 韩国国家统计局, 日本文部科学省, 长江证券研究所

中性估计, 若 2023 年城市 K12 在校生教育培训渗透率达到 70%, 且生均单价 (参培消费) 为 8000 元时, 我国 K12 教培行业市场规模约 7100 亿元; 乐观估计, 若 2023 年城市 K12 在校生教育培训渗透率可以达到 90%, 且生均单价 (参培消费) 为 10000 元时, 我国 K12 教培行业市场规模将超过 1.1 万亿元。

<sup>6</sup> 资料来源: 韩国教育开发院

<sup>7</sup> 2015 年之后数据停止更新

表 4：2019-2023 年中国 K12 教培行业市场规模测算

2019-2023 年 K12 教培行业市场规模 (亿元)		渗透率 (着眼城市)								
		50%	55%	60%	65%	70%	75%	80%	85%	90%
生均单价 (元)	6000	3823	4205	4588	4970	5352	5734	6117	6499	6881
	7000	4460	4906	5352	5798	6244	6690	7136	7582	8028
	8000	5097	5607	6117	6626	7136	7646	8156	8665	9175
	9000	5734	6308	6881	7455	8028	8602	9175	9748	10322
	10000	6372	7009	7646	8283	8920	9557	10194	10832	11469

资料来源：长江证券研究所

假设 2019-2023 每年新生儿人口保持稳定，乐观估计，在城市教培渗透率为 90%，客单价每年提升 5% 的假设条件下，2028 年市场规模约为 1.5 万亿元。

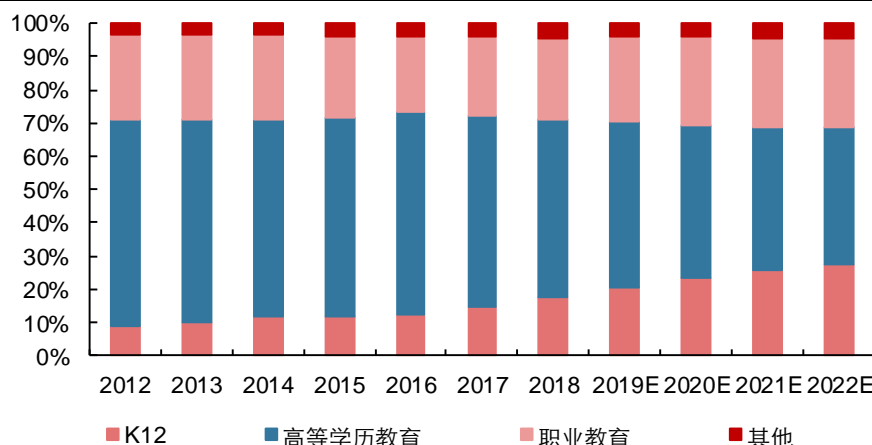
表 5：2024-2028 年中国 K12 教培行业市场规模测算

年份	城市化率	城市在校 K12 学生(万)	渗透率	客单价 (元)	市场规模 (亿元)
2024	64.99%	12743	90%	10500	12042
2025	65.99%	12743	90%	11025	12644
2026	66.99%	12743	90%	11576	13277
2027	67.99%	12743	90%	12155	13940
2028	68.99%	12743	90%	12763	14637

资料来源：长江证券研究所

具体到线上 K12 教培，2018 年 K12 教培线上渗透率约 5%~10%，约占线上教育行业整体市场规模的 18%，依此计算线上 K12 教培行业市场规模约为 657 亿，根据前文中性假设，2023 年 K12 教培整体市场规模约 7100 亿元，假设当时线上渗透率能达到 25%，则线上 K12 教培市场规模有望达到近 1800 亿，相对 2018 年市场规模的复合增速为 22%。若参考互联网行业普遍存在的赢家通吃的竞争格局，则线上 K12 教培龙头的收入规模有望达到 300 亿及以上。

图 39：互联网教育行业市场规模内部结构



资料来源：德勤咨询，长江证券研究所

表 6：2018 年中国教育行业在线化程度

分领域	行业总体	早幼教	K12	高等教育	素质教育	职业培训	企业培训	语言培训
2018 年中国教育行业在线化程度	<10%	<5%	5%~10%	25~35%	<5%	25%-30%	20-25%	25%-35%

资料来源：德勤咨询，长江证券研究所

## K12 线上教培是否有政策风险

近几年的市场经验显示，政策是影响教育行业投资的核心因素，自 2018 年以来，线下 K12 教培遭遇严监管，对行业龙头的短期经营带来一定影响，与此同时，推动了不合规规范的小教培机构的市场出清，行业龙头的市占率有望提升。线下 K12 教培监管趋严之时，市场对互联网教育行业的监管环境产生了担忧，**2019 年 7 月，《关于规范校外线上培训的实施意见》发布，标志着线上培训监管的规范化。**我们认为，基于线下 K12 教培行业遭遇严监管后的表现，线上教培监管有利于行业的规范化发展，有助于龙头的市占率提升。

## 监管趋严，市场规范化是趋势

**2018 年以来，为促进教育公平，线下 K12 教培行业遭遇史上最严监管政策。**2018 年 2 月 26 日，教育部办公厅等四部门联合发布《关于切实减轻中小学生课外负担开展校外培训机构专项治理行动的通知》，决定联合开展校外培训机构专项治理行动；2018 年 8 月 22 日，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》，该《意见》对线下校外培训机构做了非常详细的规范化规定，比如办学许可证、人均面积、预收款周期、任课老师应具备《教师资格证》等规定。**在该规范意见落实实施后，大量不符合规范的小型培训机构纷纷倒闭，龙头公司在受到短期影响后，市占率有望进一步提升。**

表 7：2018 年以来线下 K12 教培行业监管政策及要点

日期	政策及要点
2018-02-12	教育部、民政部，人社部、工商总局办公厅联合发四部门联合发布《关于切实减轻中小学生课外负担开展校外培训机构专项治理行动的通知》，决定联合开展校外培训机构专项治理行动，切实减轻中小学生课外负担。
2018-03-22	教育部办公厅印发《关于加快推进校外培训机构专项治理工作的通知》，提出对培养学生兴趣、发展学生特长、发展素质教育、培训行为规范、手续完备的校外培训机构，要鼓励支持其发展。
2018-04-20	教育部公布关于《中华人民共和国民办教育促进法实施条例(修订草案)(征求意见稿)》公开征求意见的公告
2018-05-25	教育部召开校外培训机构专项治理暨基础教育工程项目推进会
2018-08-10	司法部发布关于《中华人民共和国民办教育促进法实施条例(修订草案)》(送审稿)及其起草说明。以新的民促法和“国务院三十条”为依据对《实施条例》内容作了较大调整，新增 22 个条文，删除 8 个条文，同时调整了章节结构。
2018-08-22	国务院办公厅发布了《关于规范校外培训机构发展的意见》，这是第一个国家层面规范校外培训机构发展的系统性文件，对于构建长效机制、规范培训秩序、维护良好教育生态、切实减轻中小学生过重课外负担具有重要意义。
2018-09-12	教育部办公厅印发《关于切实做好校外培训机构专项治理整改工作的通知》。《通知》指出，要切实做好校外培训机构专项治理整改工作，确保年底前完成整改任务。
2018-11-01	教育部办公厅印发《关于全国校外培训机构专项治理行动整改工作进展情况的通报(截至 2018 年 10 月 15 日)》。全国共摸排校外培训机构 400532 所，存在问题机构 272175 所，现已完成整改 83510 所，完成整改率 30.68%。



2018-11-14	教育部办公厅印发《关于全国校外培训机构专项治理行动整改工作进展情况的通报(截至 2018 年 10 月 30 日)》。全国共摸排校外培训机构 401050 所, 存在问题机构 272671 所, 现已完成整改 104711 所, 完成整改率 38.40%。
2018-11-28	教育部办公厅印发《关于全国校外培训机构专项治理行动整改工作进展情况的通报(截至 2018 年 11 月 15 日)》。全国共摸排校外培训机构 401050 所, 存在问题机构 272842 所, 现已完成整改 163203 所, 完成整改率 59.82%。
2018-12-12	教育部办公厅印发《关于全国校外培训机构专项治理行动整改工作进展情况的通报(截至 2018 年 11 月 30 日)》。全国共摸排校外培训机构 401050 所, 存在问题机构 272842 所, 现已完成整改 211225 所, 完成整改率 77.42%。
2018-12-13	教育部开新闻发布会, 围绕"中小学生课外负担重"、“择校热”、“大班额”三大突出问题向社会做出通报, 截至 12 月 12 日, 全国共摸排 40 万所校外培训机构, 发现存在问题机构 27.3 万所, 现已整改 24.8 万所, 整改完成率达到 90%。
2019-01-04	教育部办公厅关于全国校外培训机构专项治理行动整改工作进展情况的通报 (截至 2018 年 12 月 30 日), 全国共摸排校外培训机构 401050 所, 存在问题机构 272842 所, 现已完成整改 269911 所, 完成整改率 98.93%。

资料来源: 教育局, 长江证券研究所

**2019 年 7 月,《关于规范校外线上培训的实施意见》发布, 对机构资质、教师任课资格、教学内容、上课时长、预收费的收取期限等都做出了详细规定, 标志着线上培训监管的规范化。《意见》提出, 2019 年 12 月底前完成对全国校外线上培训及机构的备案排查; 2020 年 12 月底前基本建立全国统一、部门协同、上下联动的监管体系, 基本形成政府科学监管、培训有序开展、学生自主选择的格局。**

表 8: 《关于规范校外线上培训的实施意见》的核心要点

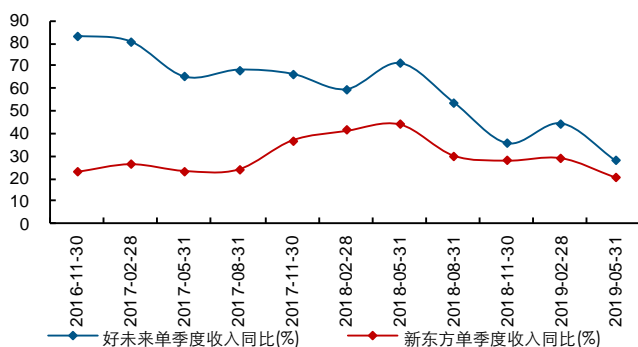
项目	详情
1、工作目标	2019 年 12 月底前完成对全国校外线上培训及机构的备案排查; 2020 年 12 月底前基本建立全国统一、部门协同、上下联动的监管体系, 基本形成政府科学监管、培训有序开展、学生自主选择的格局。
2、机构备案	校外线上培训机构备案材料主要包括: 培训机构的 ICP (互联网信息服务) 备案、电信业务经营许可 (涉及经营电信业务的) 等相关证照信息、建立党组织情况的信息、资金管理、保障条件和服务承诺等信息, 互联网平台信息数据交互及处理能力和个人信息保护制度、网络安全管理制度、安全保护技术措施、服务器设置在中国内地的说明材料。 学科类培训内容备案材料主要包括: 课程介绍、教学安排、招生简章等, 引进国外课程的要根据有关规定提供相关证明。学科类培训人员备案材料主要包括: 基本信息、教师资格证明 (其中, 外籍人员提供学习和工作经历、教学资质或教学能力说明)。
3、教学内容	课程设置符合中小学生身心发展规律和认知能力, 学科类课程培训内容不得超出相应的国家课程标准, 须与招生对象所处年级相匹配、与学生个体能力相适应。
4、上课时长	每节课持续时间不得超过 40 分钟, 课程间隔不少于 10 分钟。面向境内义务教育阶段学生的直播类培训活动结束时间不得晚于 21:00。
5、预收费	按课时收费的, 每科不得一次性收取超过 60 课时的费用; 按培训周期收费的, 不得一次性收取时间跨度超过 3 个月的费用。

资料来源: 教育部、火柴盒, i 黑马公众号, 长江证券研究所

## 规范化是龙头提市占率的良机

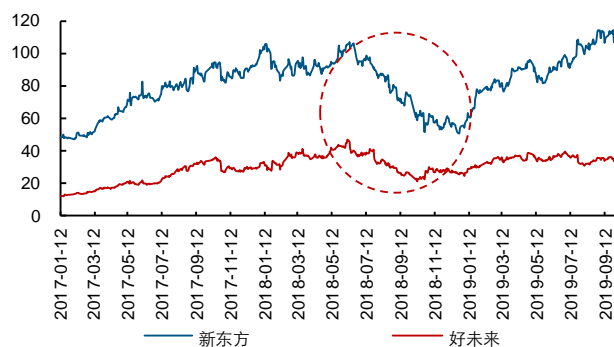
线下 K12 教培监管措施落地实施的 2018 年, 行业龙头新东方和好未来纷纷及时采取措施, 配合监管部门, 尽快完成规范化, 收入增长方面有所放缓。但 2019 年以来, 公司逐步完成规范化, 在大量不合格机构倒闭后的市场环境中, 开启新一轮市占率提升。基于此, 我们认为, 线上 K12 教培的监管趋严, 对于规范化程度较高的龙头公司, 是个市占率提升的机遇。

图 40: 近期好未来和新东方单季度收入增长情况



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 41: 好未来和新东方收盘价 (单位: 美元/股)



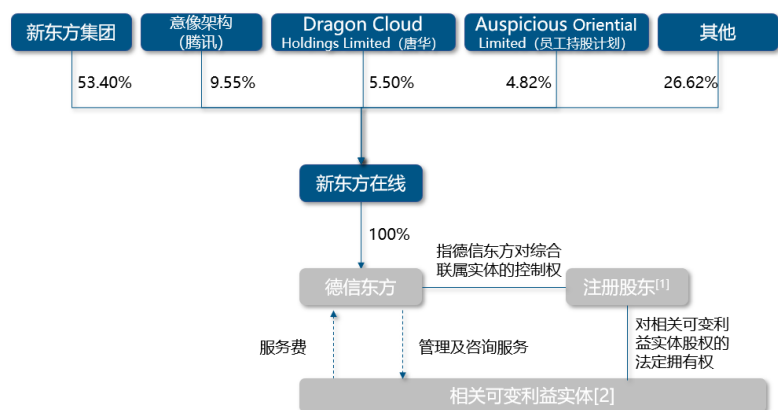
资料来源: Wind, 长江证券研究所

## 新东方在线的优势在哪里?

### 股东背景: 新东方集团和腾讯联合助力

新东方在线的前二大股東是新東方集團和騰訊集團的附屬公司意像架構, Dragon Cloud 持股 5.5%(由景林資產創始人蔣錦志夫人唐華所有), 三者分別是教育行業、互聯網行業、資本界巨頭, 將為公司發展提供產業、資本等方面的支持。第四大股東, Auspicious, 是由 72 名個人擁有的公司, 均為北京迅程境內員工持股計劃的參與者, 2019 年 10 月 18 日港交所公布, Auspicious 持股比例減至 4.82%, 減持 821 萬股, 至此, 從第三大股東, 變為第四大股東。

图 42: 新东方在线股权结构



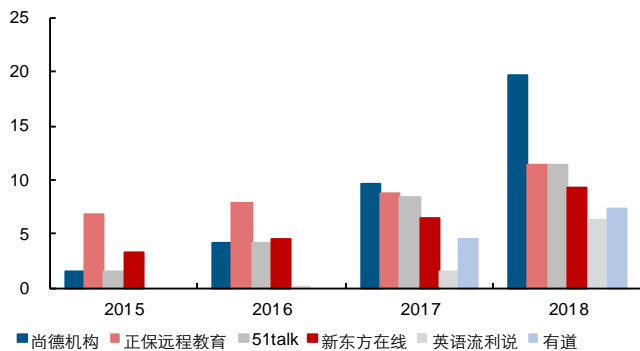
[1]注册股东为新东方中国、林芝腾讯及天津有限合伙企业;  
 [2]相关可变利益实体: 指北京迅程及北京迅程的全资附属公司北京酷学慧思网络科技有限公司

资料来源: 公司公告, 港交所权益披露, 长江证券研究所

### 经营亮点: 低获客成本、高正价转化率

经过对互联网教育公司的对比分析可以发现, 新东方在线在获客成本、客户转化率等方面具备明显优势, 进而成就其较高的盈利能力和较为稳定的现金流。

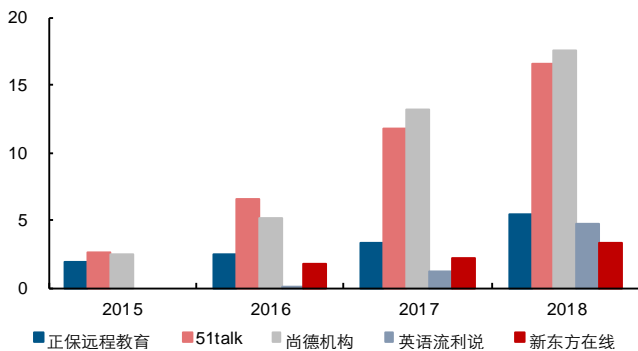
图 43: 互联网教育公司营收对比 (单位: 亿元人民币)



资料来源: Wind, 长江证券研究所<sup>8</sup>

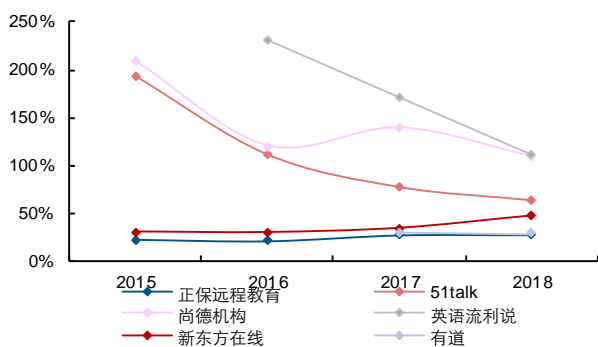
前文分析提及, 互联网教育行业的盈利关键是低获客成本。新东方在线的销售费用率和平均获客成本显著低于同行业其他公司。较低的销售费用率, 是成就新东方在线较强盈利能力的关键因素, 新东方在线是少数盈利的互联网教育公司。上市之后, 因大力拓展 K12 业务, 新东方在线短期产生亏损。我们预计 2021 年公司业绩有望扭亏为盈。

图 44: 互联网教育公司递延收入对比 (单位: 亿元人民币)



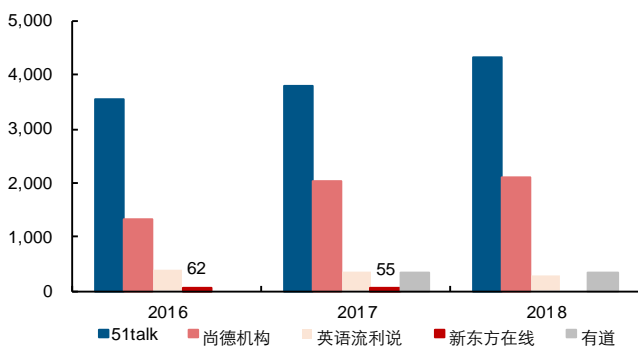
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 45: 互联网教育公司销售费用率对比



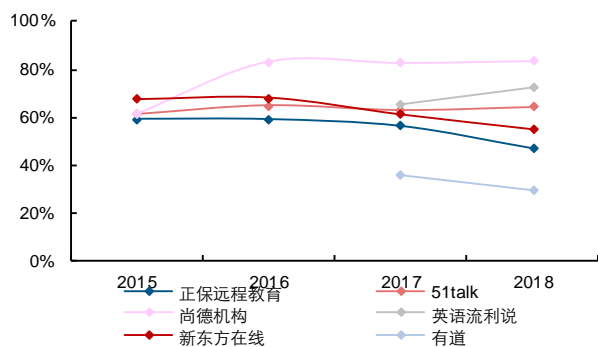
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 46: 互联网教育公司平均获客成本对比 (单位: 元)



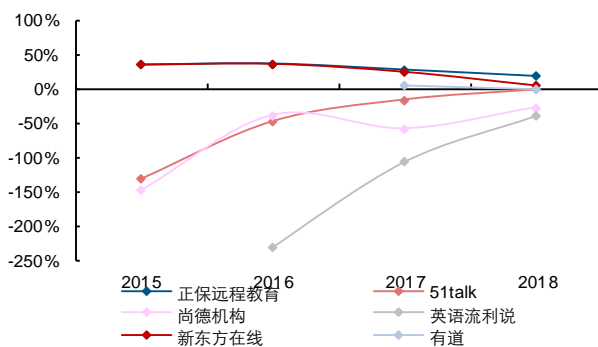
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 47: 互联网教育公司毛利率对比



资料来源: Wind, 长江证券研究所

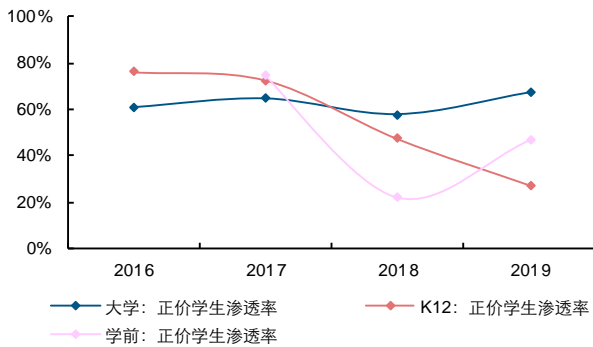
图 48: 互联网教育公司(毛利率-销售费用率)对比



资料来源: Wind, 长江证券研究所

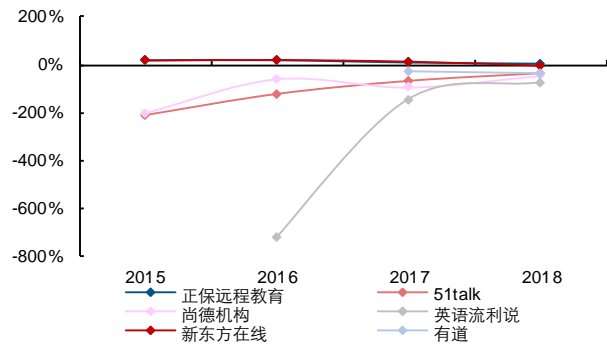
<sup>8</sup> 新东方在线为财年数据, 即当年 6 月 1 日到下一年 5 月 31 日之间, 适用图 43-50。

图 49: 新东方在线各业务线条正价课渗透率 (测算值)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 50: 互联网教育公司归母净利率对比

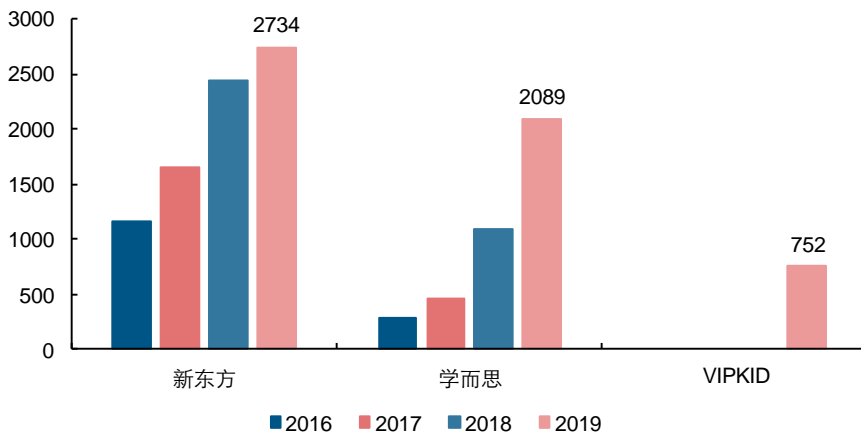


资料来源: Wind, 长江证券研究所

## 竞争壁垒: 品牌力、师资培训、渠道力

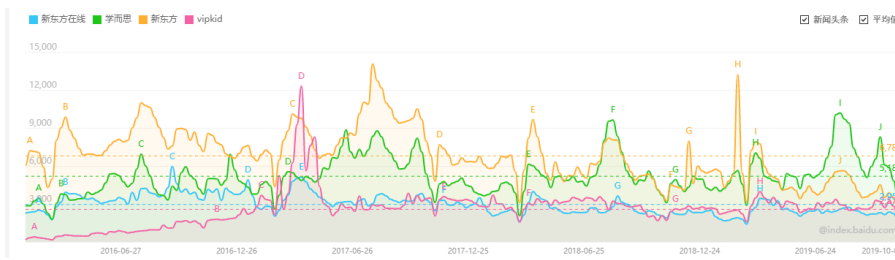
**品牌力:** 新东方在线依托新东方集团品牌, 在市场享有广泛的影响力。今年, 新东方入选 BrandZ™ 2019 最具价值中国品牌 100 强, 蝉联教育行业 TOP1, 品牌价值高达 27.34 亿美元。新东方是我国老牌的教育品牌, 集团公司以留学语言培训起家, 2006 年 9 月 7 日在美国纽约证券交易所成功上市, 成为中国大陆首家海外上市的教育培训机构。良好的品牌形象, 帮助新东方在线作为新东方集团的子品牌, 在中国市场上大举开拓。

图 51: 2016-2019 年中国最具价值的教育品牌 (单位: 百万美元)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 52: 2016 年 1 月 1 日至今, 核心教育品牌百度搜索指数对比



资料来源: 百度指数, 长江证券研究所

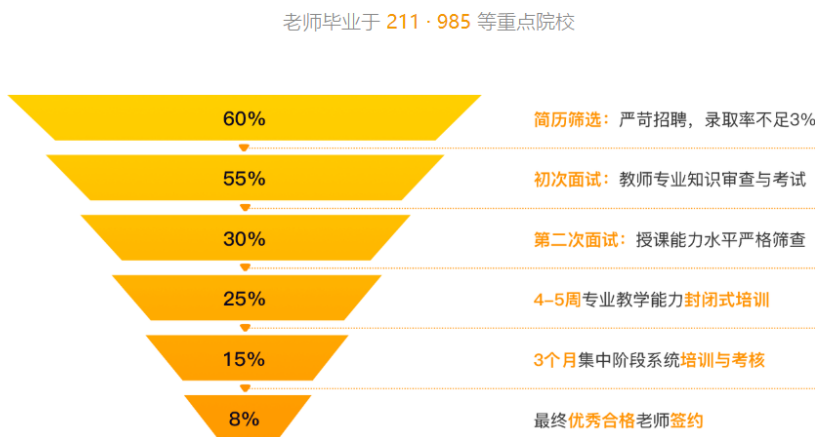
图 53: 2016 年 1 月至 2019 年 10 月核心教育品牌百度搜索指数概览对比

关键词	整体日均值	移动日均值
新东方在线	2,960	1,093
学而思	5,190	3,156
新东方	6,796	4,057
vipkid	2,580	1,410

资料来源: 百度指数, 长江证券研究所

**师资培训:** 新东方在线设立专门的培训中心, 对新招录 K12 老师进行统一培训, 叠加新东方集团多年积累的教师招聘、培训经验, 保障了在 K12 业务扩张过程中, 师资供给的数量和品质。新东方在线利用来自新东方 20 多年的教育经验, 开发了一套系统性教师培训计划。招股说明书中显示, 公司计划在武汉和西安开设两所教师培训中心, 目前, 新东方在线已在武汉设立了培训中心, 预计后续将会有其他培训中心陆续落地。系统的培训计划方案和培训中心的设立, 为新东方在线高素质教师的培养奠定的基础, 为业务扩张的教师供给提供了坚实保障。

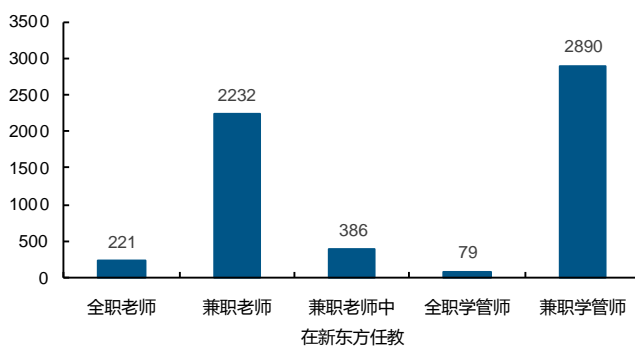
图 54: 新东方在线教师招聘及培训流程



资料来源: 公司官网, 长江证券研究所

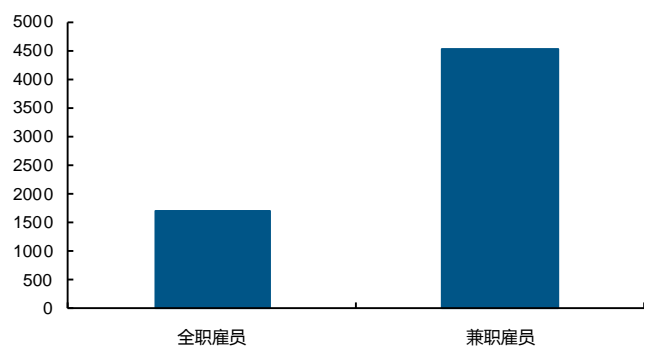
此外值得一提的是，新东方在线的部分兼职教师也在线下机构辅导中心（包括新东方）教授线下课程。截至 2018 年 11 月 30 日，公司共有 221 名全职教师、2,232 名兼职教师、79 名全职学管师及 2,890 名兼职学管师。其中，兼职教师中有 386 名同时在新东方任教。2019 年 5 月 31 日，公司有 1,690 名全职雇员及 4,545 名兼职雇员，其中有 553 名全职及 4,173 名兼职教学、内容开发及内容制作人员；597 名全职及 342 名兼职销售及营销人员；426 名全职及 11 名兼职研发及技术人员；及 114 名全职及 19 名兼职一般及行政人员。

图 55：2018 年 11 月新东方在线旗下员工数量



资料来源：公司公告,长江证券研究所

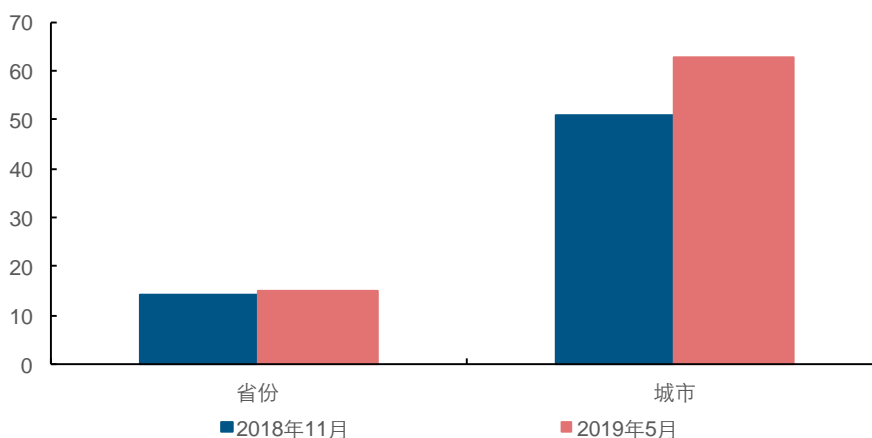
图 56：2019 年 5 月 31 日，新东方在线旗下员工数量及性质



资料来源：公司公告,长江证券研究所

渠道方面，不同于一般的线上大班直播课，东方优播会在线下设立体验店，为获取消费者信任，解决售后服务等提供了便利，降低了获客成本。2018 年 11 月 30 日，东方优播在全国 14 个省份的 51 个城市建立了体验店，截至 2019 年 5 月 31 日，东方优播已进入中国 15 个省的 63 个城市。

图 57：新东方在线旗下的东方优播拓展迅速，进入省份和城市数量增加



资料来源：公司公告,长江证券研究所

## 成长动力：大力发展 K12 线上直播课程

前文提及，我们认为在线 K12 培训赛道的客户基数大，购买频率高，标准化基础好，有望产生大公司。新东方在线未来的发展战略重点即大力拓展 K12 业务线条。当前，线上教培的模式主要有三种，录播、直播大班课和直播小班课，其中，新东方在线的 K12



业务主要集中在两个平台，分别是新东方在线的 K12 业务板块，以及专注三四五线城市小班直播课的东方优播。

表 9：不同线上 K12 商业模式对比

线上教培的模式对比		课程效果	获客成本等	盈利能力	代表品牌
录播		互动性低	品牌效应突出，边际成本低	较高	新东方在线的四六级和考研等业务
直播	大班	互动性较弱	竞争激烈，获客成本高	较低	新东方在线直播课、学而思网校、跟谁学等
	小班	互动性强	获客成本较低	较高	东方优播

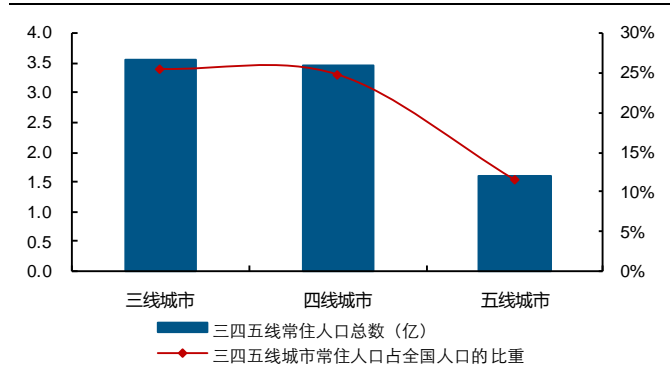
资料来源：公司公告，长江证券研究所

**三、四、五线城市缺乏优质的师资和规范的培训机构，当地的富裕家庭，有经济实力支付较高的培训费用，且对一二线城市的高质量的师资和培训课程有需求，因此我们看好 K12 领域线上直播课在三、四、五线城市的发展。**

根据《2018 中国城市商业魅力排行榜》，我们对 70 个三线城市，90 个四线城市和 129 个五线城市进行了系统的数据梳理，以城市常住人口规模、常住人口城镇化率、K12 在校生规模为基础，分别测算了三、四、五线城市的 K12 教培市场空间。

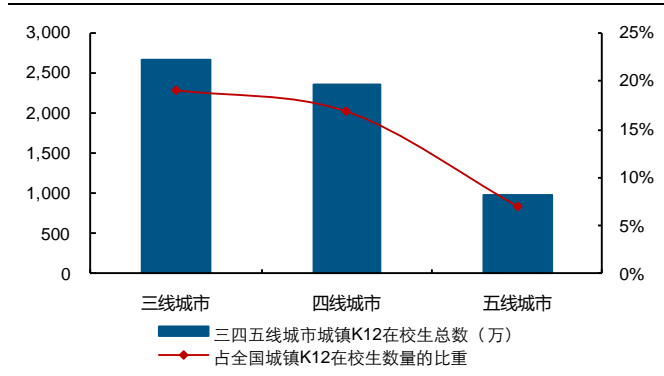
三四五线城市合计 289 个，聚集了中国六成的人口，其中 2018 年 K12 阶段（普通中小学）在校生约 1.16 亿，若再乘以相应的城镇化率，则城镇 K12 阶段在校生超过 6000 万，占全国的五成左右，其中三线城市 2700 万，四线城市 2400 万，三线城市 1000 万左右。

图 58：三四五线城市总计常住人口规模及其占全国比重



资料来源：各地统计局，长江证券研究所

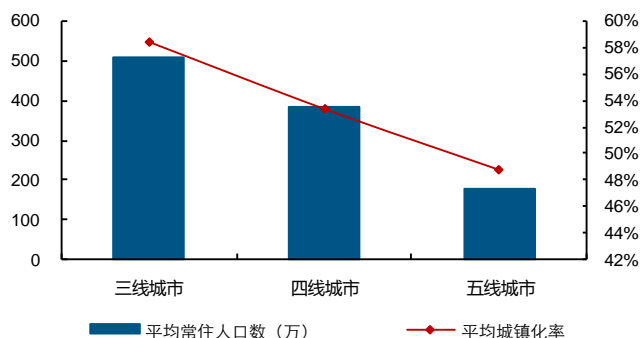
图 59：三四五线城市总计城镇 K12 阶段在校生学生数及其占比



资料来源：各地统计局，长江证券研究所

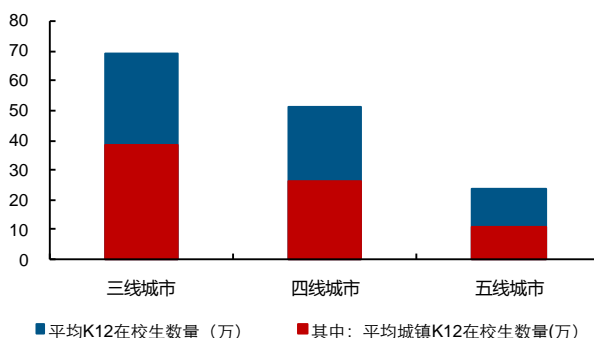
具体看下三四五线城市的基本情况对比，三线、四线、五线城市的平均单个城市的常住人口数量分别为 500 万，380 万和 180 万，平均城镇化率分别为 58%、53%和 49%，对应的单个城市的 K12 阶段城镇在校生规模分别为 38 万、26 万和 11 万。

图 60: 三四五线城市平均单个城市的常住人口规模及城镇化率



资料来源: 各地统计局, 长江证券研究所

图 61: 三四五线城市平均单个城市 K12 阶段城镇在校生生数



资料来源: 各地统计局, 长江证券研究所

基于客观统计数据, 我们对三四五线城市的参培率、客单价等进行合理假设, 最终测算得三四五线城市的线上 K12 教培市场规模合计约 615 亿。具体测算如下, 假设 (1) 小学: 初中: 高中在校生的比例为 4:2:1, (2) 参培率因年级和城市不同, 分布区间为 10%~33%不等, (3) 客单价的参考维度和渗透率相似, 分布区间为 3000~5000 元。

表 10: 三四五线城市线上 K12 教培市场空间测算

单城的城镇的 K12 阶段在校生数量 (万)	三线城市	四线城市	五线城市
小学	22	15	6
初中	11	7	3
高中	5	4	2
<b>参培渗透率</b>	三线城市	四线城市	五线城市
小学	33%	27%	23%
初中	25%	20%	15%
高中	20%	15%	10%
<b>参培学生数 (个)</b>	三线城市	四线城市	五线城市
小学	72578	39891	14533
初中	27217	14959	4671
高中	10887	5610	1557
<b>客单价 (元)</b>	三线城市	四线城市	五线城市
小学	4000	3500	3000
初中	4500	4000	3500
高中	5000	4500	4000
<b>单城的城镇 K12 培训市场规模 (万元)</b>	三线城市	四线城市	五线城市
小学	29031	13962	4360
初中	12248	5984	1635
高中	5443	2524	623

合计	46722	22470	6618
各级城市 K12 培训市场规模合计 (亿元)	327	202	85
<b>289 个三、四、五线城市 K12 培训市场规模总计 (亿元)</b>	615		

资料来源: 各地统计局, 长江证券研究所

不同于一般的线上直播课程, 东方优播的拓展配套线下体验中心, 每个体验中心面积大约是 50-100 平 (100 平居多), 设立 1 名店长和 4 名店员, 前期投入主要包括租金 10 万、装修 10 万、采购 3 万 (装修、租金和采购按 3 年摊销), 店长和店员的薪资 1 年约 30 万, 销售及其他费用每个月约 1 万元, 即 1 年 12 万; 则合计第一年的开店投入约 65 万。待开店情况稳定后, 单店净利率水平约 20%。

表 11: 东方优播单店盈利模型

项目	开店前三年	第四年及以后	上限
暑期招生人次 (个)	2000	2000	50000
转化率	20%	20%	20%
正价学生人次 (个)	400	400	10000
客单价 (元)	4000	4000	5000
总收入 (万)	160	160	5000
毛利率	50%	50%	60%
毛利润 (万)	80	80	3000
折旧摊销 (万)	4	0	0
管理费 (万)	30	30	1188
销售及其他费用 (万)	12	12	625
<b>净利润 (万)</b>	<b>34</b>	<b>38</b>	<b>1188</b>
净利率	21%	24%	24%

资料来源: 长江证券研究所

2019 年 8 月 16 日, 公司公告收购东方优播的剩余 49% 股权, 目前, 东方优播已经成为新东方在线的全资子公司。2019 财年东方优播营收 5690 万元, 同比增长 251%; 毛利为 20.33 万元; 除税后净亏损 4970 万元。按付费学生人次计算 2017/2018 财年同比增长 460%, 2018/2019 财年同比增长 316.1%。

表 12: 东方优播公司近 2 个财年的经营情况

单位: 百万元	2018 财年	2019 财年
总营收	16.2	56.9
毛利润	1.0	0.2
毛利率	6%	0.4%
除税前利润 / (亏损):	-19.4	-49
除税后利润 / (亏损):	-19.1	-49.7

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

综上, 我们认为, 新东方在线依托新东方集团和腾讯集团强大的教育行业和互联网行业产业背景和资本优势, 在品牌、师资、渠道等方面的相对优势显著, 经营效率显著领先于同行业, 未来积极拓展市场空间广阔的线上 K12 教培领域, 有望成长为线上教育龙头。

## 盈利预测及投资建议

基于新东方在线的发展战略规划,假设 2020-2022 财年,大学业务稳健发展,大力拓展 K12 业务,学前业务保持较快发展,预计 2020-2022 财年营收 11、16、22 亿元,对应的 PS 分别为 16/12/8 倍;公司因大力拓展以东方优播为代表的 K12 业务,预计 2020 财年轻调整净利可能续亏,2021 财年有望扭亏。

表 13: 新东方在线公司业绩拆分 (百万元)

营业收入 (百万元)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
合计收入	334	447	652	919	1,128	1,564	2,245
YOY		34%	46%	41%	23%	39%	44%
收入拆分 (百万元)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
大学教育	236	336	462	631	664	788	952
YOY		42%	38%	37%	5%	19%	21%
K12 教育	27	43	88	159	326	620	1116
YOY		61%	105%	81%	105%	90%	80%
学前教育	1	3	11	33	37	48	64
YOY		376%	220%	206%	10%	32%	32%
小计	264	383	563	824	1,028	1,457	2,132
YOY		45%	47%	46%	25%	42%	46%
机构客户	70	64	89	94.90	100.67	106.79	113.28
YOY		-9%	38%	7%	6%	6%	6%
付费学生人次	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
1、大学教育 (万)	54	83	116	129	140	159	182
YOY		54%	40%	12%	8%	13%	15%
-大学考试备考	31	58	86	96	105	118	136
YOY		87%	49%	12%	9%	13%	15%
-海外备考	13	13	18	20	22	25	28
YOY		5%	34%	12%	10%	13%	15%
-英语学习及其他	10	12	12	14	14	16	18
YOY		16%	3%	12%	0%	13%	15%
2、K12 教育 (万)	6	8	19	57	117	223	401
YOY		25%	147%	209%	105%	90%	80%
3、学前教育 (万)	6	11	60	31	35	41	50
YOY		93%	463%	-47%	10%	20%	20%
小计 (万)	65.3	101	194	218	292	423	633
YOY		55%	92%	12%	34%	45%	60%
4、机构客户 (个)	637	708	735	764	795	827	860
YOY		11%	4%	4%	4%	4%	4%
客单价	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
大学教育 (元)	439	405	399	488	473	497	522
K12 教育 (元)	445	573	476	278	278	278	278
学前教育 (元)	13	32	18	106	106	117	129
小计 (元)	404	379	290	378	352	345	337
机构客户 (元)	110,611	90,829	121,090	124,150	126,633	129,165	131,749
毛利润&毛利率	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E

大学教育	150	224	294	414	439	520	628
毛利率	64%	67%	64%	66%	66%	66%	66%
K12 教育	27	25	35	16	82	279	558
毛利率	62%	59%	39%	10%	25%	45%	50%
学前教育	-2	-1	-4	-0.3	4	10	16
毛利率					10%	20%	25%
小计毛利润	165	249	325	430	524	809	1202
小计毛利率	63%	65%	58%	52%	51%	56%	56%
机构客户	60	55	73	76	82	87	92
毛利率	86%	85%	82%	81%	81%	81%	81%
<b>综合毛利润</b>	<b>225</b>	<b>304</b>	<b>398</b>	<b>506</b>	<b>605</b>	<b>896</b>	<b>1294</b>
<b>综合毛利率</b>	<b>67%</b>	<b>68%</b>	<b>61%</b>	<b>55%</b>	<b>54%</b>	<b>57%</b>	<b>58%</b>
期间费用及净利率	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
销售费用	101	133	224	444	542	704	898
%收入	30%	30%	34%	48%	48%	45%	40%
研发开支	73	73	100	148	181	235	337
%收入	22%	16%	15%	16%	16%	15%	15%
管理费用	22	32	40	103	113	141	157
%收入	7%	7%	6%	11%	10%	9%	7%
营业利润	29	65	33	-188	-230	-183	-98
其他收入、收益及亏损	46	40	73	142	140	180	200
%收入	14%	9%	11%	15%	12%	12%	9%
上市开支			15.45	31.53			
应占联营公司利润		1.26	2.01	3.11	3.00	3.00	3.00
应占合资企业亏损	8.05	4.51	0.27	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	67.14	101.93	92.68	-74.98	-86.54	-0.42	104.98
所得税 (开支)抵免	7.59	9.72	10.65	-10.87	-12.12	-0.06	11.55
%税前利润	11.30%	9.53%	11.49%	14.50%	14.00%	14.00%	11.00%
净利润 (百万元)	59.55	92.21	82.03	-64.11	-74.42	-0.36	93.43
YOY		55%	-11%	-178%	16%	-100%	-25988%
<b>净利率</b>	<b>17.82%</b>	<b>20.62%</b>	<b>12.58%</b>	<b>-6.98%</b>	<b>-6.60%</b>	<b>-0.02%</b>	<b>4.16%</b>
经调整净利润 (百万元)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
减: 出售合资企业的收益	7.71		0.47				
减: 长期投资公允价值变动的收益	21.29	-0.52	23.43				
减: 金融资产公允价值变动的收益				21.93	21.93	21.93	21.93
加: 上市开支			15.45	31.53			
加: 股份酬金开支				54.22	54.22	54.22	54.22
<b>经调整净利润</b>	<b>30.55</b>	<b>92.74</b>	<b>73.58</b>	<b>-0.29</b>	<b>-42.13</b>	<b>31.93</b>	<b>125.73</b>
YOY		204%	-21%	-100%			

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所



## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看好: 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中性: 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们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, 致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明:** 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; 香港市场以恒生指数为基准。

## 联系我们

### 上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

### 北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

### 深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

## 分析师声明

作者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, 独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (以下简称: 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。本报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌, 过往表现不应作为日后的表现依据; 在不同时期, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 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。

本公司及作者在自身所知范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。