

立思辰 (300010)

聚焦大语文，涅槃孕新生

加码中文未来卡位大语文，教育信息化+升学服务为两翼

立思辰分别于 2018 年 2 月、7 月及 11 月先后收购中文未来 51%、10%、39% 股权，合计收购 100% 股权。中文未来承诺 2019-21 年净利润分别不低于 1.3 亿、1.69 亿和 2.1 亿；对赌业绩较上次分别提高 67%、67%、60%。中文未来专注于中小学语文学科辅导，是语文学科辅导及语文素质教育领域的龙头企业。**实控人池燕明持股 16.6%，襄昕为二股东，增持完成后襄鑫持股约 10%。**立思辰通过兼并收购，逐渐形成了大语文为核心，教育信息化（康邦科技）与升学服务（百年英才、留学 360）为两翼的布局。**立思辰 19Q1 收入 4.69 亿元，同比增长 81.87%；归母净利润 0.29 亿元，同比增长 60.63%。**营收快速增长主要系新增大语文业务收入及张家口 PPP 项目验收确认收入所致。2018 年公司已经按照分拆计划完成原化工业务第一步分拆，2019 年将继续推进第二步分拆的落实。

立思辰大语文：中国语文教培领导品牌

全国语文教学标杆课程，教研体系独特深入；立思辰大语文以“大语文”为主线，辅之以“思晨写作”、“庖丁阅读”专项班型。目前线下覆盖 33 城，拥有直营 140 余家。**立思辰大语文线下产品分为三种：流量产品、品牌产品以及王者班。**其中王者班利用行业内头部定价机制，通过“剧场效应”激发头部家庭学生家长报名，进而激发带动中部学生报名；一方面显著增厚利润，另一方面有效激励名师。**线上诸葛学堂加重服务，同时推出多元创新产品。**“诸葛学堂”加重服务，坚持走学科名师，社群营销带动大课消，学科名师大咖，后续做中高考布局。未来尝试创新打法：推出“诸葛读书会”+大屏端呈现，丰富变现来源。同时孵化“理科前线”等其他学科，团队合伙人以小股东进入，有效解决证照及流量问题，完善板块布局。**师资阵容豪华，教学理念独特。**

全国教培整顿有利于市场集中，语文科目重要性日益提升，立思辰大语文品牌优势持续凸显。

2018 年初至今全国 K12 教育培训行业整顿持续升级，范围广力度大，受益行业规范未来竞争集中度或进一步提升。目前中高考中语文学科考察有所增强，旨在强化学生中国传统文化学习与阅读习惯养成。语文学科新教材大量增加古诗文，其中小学语文古诗词 128 篇，+87%；初中语文+51%，2019 年高考要求背诵古诗词增加 10 篇至 70 篇。大语文天然自带素质教育属性，更侧重对综合能力和人文素养的培养，近几年在培训市场快速升温。

首次覆盖，买入评级

百年英才，留学 360 以及中文未来仍在对赌期内，我们预计 2019-21 年其业绩分别为 0.38 亿、0.54 亿、1.3 亿，考虑康邦科技以及总部亏损，我们预计 2019 年上市公司归母净利润为 2.3 亿元；预计 2020-21 年净利分别为 2.9 亿、3.7 亿；对应 PE 分别为 38xpe、30xpe、23xpe。

风险提示：商誉减值风险，被并购的公司市场拓展、内部管理风险，全面转型教育业务后的管理风险，人力资源建设与企业发展阶段不匹配的风险，行业竞争激烈，产业政策变化

证券研究报告
2019 年 07 月 03 日

投资评级

行业	计算机/计算机应用
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	9.86 元
目标价格	11.4 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	868.32
流通 A 股股本(百万股)	728.04
A 股总市值(百万元)	8,561.68
流通 A 股市值(百万元)	7,178.44
每股净资产(元)	3.83
资产负债率(%)	51.50
一年内最高/最低(元)	12.30/6.19

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
刘章明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《立思辰-公司点评:1-9 月归母净利润同比增加 13.74%，以 PPP 方式加快智慧教育业务覆盖》 2017-10-29
- 2 《立思辰-半年报点评:归母净利润同比增长 15.62%，智慧教育+校内 K12 互联网学科应用优势凸显》 2017-08-29
- 3 《立思辰-季报点评:17Q1 归母净利润同比增长 94.36%，智慧教育+教育服务“勾画教育产业发展蓝图”》 2017-04-26

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,161.08	1,952.38	2,497.18	3,173.89	4,043.29
增长率(%)	14.73	(9.66)	27.90	27.10	27.39
EBITDA(百万元)	289.69	(1,243.56)	465.45	500.50	562.35
净利润(百万元)	202.78	(1,392.84)	226.62	287.05	374.37
增长率(%)	(27.66)	(786.87)	(116.27)	26.67	30.42
EPS(元/股)	0.23	(1.60)	0.26	0.33	0.43
市盈率(P/E)	42.22	(6.15)	37.78	29.83	22.87
市净率(P/B)	1.56	2.60	2.43	2.25	2.05
市销率(P/S)	3.96	4.39	3.43	2.70	2.12
EV/EBITDA	33.27	(5.09)	22.31	16.51	17.31

资料来源: wind, 天风证券研究所

内容目录

1. 加码中文未来卡位大语文，教育信息化+升学服务为两翼.....	5
1.1. 现金合计并购中文未来 100%股份	5

1.2. 实控人池燕明持股 16.6%，窦昕为二股东	5
1.3. 大语文为核心，教育信息化+升学服务为两翼	6
1.4. 19Q1 收入 4.69 亿元，归母净利 0.29 亿元	8
2. 立思辰大语文：中国语文教培领导品牌	9
2.1. 线上推创新，线下拓新点，引入多学科，	9
2.1.1. 全国语文教学标杆课程，教研体系独特深入	10
2.1.2. 线下覆盖 33 城，拥有直营 140 余家	12
2.1.3. 线上诸葛学堂加重服务，同时推出多元创新产品	14
2.1.4. 孵化 “理科前线” 等其他学科，完善板块布局	15
2.2. 师资阵容豪华，教学理念独特	15
3. 行业分析：教育行业潜力巨大，K12 课外教培成主力	17
3.1. 教培市场巨大，K12 课外辅导发展迅速	17
3.2. 教育部新规出台，语文培训更受关注	19
3.3. 全国合规性整顿利好龙头机构	20
4. 盈利预测与估值	24

图表目录

图 1：池燕明持股 16.59%，为控股股东	5
图 2：立思辰大语文更强调 “知人论世”，提倡文学素养	6
图 3：康邦提供智慧教育全景解决方案	7
图 4：参陆零专注于互联网海外留学服务	7
图 5：百年英才提供志愿填报、自主招生等高考升学服务	8
图 6：19Q1 营收 4.69 亿，同比增加 81.87%	9
图 7：归母净利 0.29 亿，同比增加 60.63%	9
图 8：19Q1 毛利率 36.82%，同比 -8.16pct	9
图 9：期间费用率 26.46%，同比 +0.98pct	9
图 10：大语文课程体系以 “古代文学、外国文学、创新写作” 为三条主线	10
图 11：思辰写作从细节、布局和表达三方面入手，覆盖 3-8 年级学生	11
图 12：三个模块分别适用于不同年级学生	11
图 13：专项班中窦神归来最具人气	12
图 14：设有大语文、思辰写作、庖丁阅读、专项班四个模块，师资力量雄厚	12
图 15：大语文线下网点覆盖北京、上海、深圳、成都、西安等多个城市	13
图 16：大语文线下产品分为三种	13
图 17：“诸葛学堂” 以专题课程、特色课程为中小學生提供学习服务，业务模式为 “点播 + 直播”	14
图 18：诸葛学堂核心教师均毕业于北大、北师大等知名高校，拥有年轻飞扬的活力和超前的创意思维	14
图 19：自主研发 “五类二十一门” 大语文产品。	15
图 20：团队多毕业于北大、北师大中文系	16

图 21: 2013 年-2022 年 (估计) 中国课外辅导及备考市场	17
图 22: 2013 年-2021 年 (估计) K12 课外辅导市场规模	18
图 23: 2013-2022 年 K12 市场规模占课外辅导市场比重保持 70%以上	18
图 24: 2016 年基础教育 (普通小学/初中/普通高中) 在校生 1.66 亿人	18
图 25: 2016 年基础教育 (普通小学/初中/普通高中) 学校数 22.8 万所	18
图 26: 第一梯队 K12 课后辅导培训市场竞争中占有的份额只有 6%, 第二梯队的市场份额更是只有 2%, 也就是说 92% 的市场被其他 10 万余家培训机构瓜分。	20
图 27: 新东方各年龄段产品矩阵	21
图 28: 新东方在线 K12 业务收入	22
图 29: 新东方在线 K12 分部付费学生人次	22
图 30: 截至 FY19Q4 好未来网点分布	23

表 1: 所收购标的的基本完成了业绩承诺	8
表 2: 2022 年 K12 课外培训市场空间近万亿元	19
表 3: 语文相关高考政策改革	19
表 4: 全国各省中、高考语文科目考试动向	20
表 5: 对于立思辰大语文业绩, 我们参照新东方、好未来平均估值水平, 即 FY19 年 53xpe, 对应市值 69 亿元	25
表 6: 对于立思辰其他业务及利润, 我们参考 A 股教育板块平均估值, 即 FY19 年 30xpe, 对应市值 30 亿元	25

1. 加码中文未来卡位大语文，教育信息化+升学服务为两翼

1.1. 现金合计并购中文未来 100%股份

立思辰分别于 2018 年 2 月、7 月及 11 月以 4.8 亿、1.09 亿、7.02 亿元共 12.91 亿元先后收购中文未来 51%、10%、39%股权，合计收购 100%股权使其成为立思辰的全资子公司，并上调业绩对赌承诺。

2018 年 2 月，立思辰自有资金 4.8 亿元收购诸葛创意、竹格雪棠合计持有的中文未来教育科技有限公司 51%股权。同时中文未来董事长窦昕承诺自交割日起 8 年内在中文未来持续任职，其他核心管理人员自交割日起 6 年内在中文未来持续任职。诸葛创意、竹格雪棠按照股权转让协议的具体要求，将其获得的股权转让价款扣除相应所得税后余额的 60%用于购买立思辰股票并承诺在相应时间内不通过任何方式减持。中文未来承诺 2018-21 年净利分别不低于 6000 万、7800 万、10,140 万和 13,182 万。

2018 年 7 月，立思辰收购中文未来 10%股份，2018 年 11 月立思辰以自有资金 7.02 亿元收购诸葛创想持有的中文未来 39%股权，收购完成后中文未来将成为公司全资子公司。同时窦昕承诺自交割日起 8 年内在中文未来持续任职，其他核心管理人员自交割日起 6 年内在中文未来持续任职。在上述股权转让过程中，诸葛创想及中文未来创始人窦昕先生按照股权转让协议的具体要求，将其获得的股权转让价款扣除相应所得税后余额的 60%用于购买立思辰股票并承诺在相应时间内不通过任何方式减持。

中文未来承诺 2019-21 年净利润分别不低于 13,000 万元、16,900 万元和 21,000 万元，本次收购 19-21 年对赌业绩较上次分别提高 67%、67%、60%，表明对公司未来利润增长的信心。

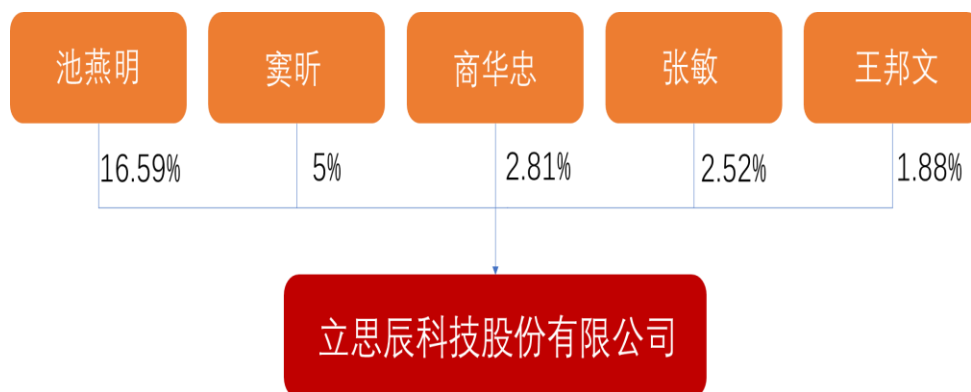
中文未来专注于中小学语文学科辅导，是语文学科辅导及语文素质教育领域的龙头企业。创始团队主要毕业于北京大学、北京师范大学等重点院校中文系，其创始人窦昕是《思泉语文课程体系》的主编，在语文学科辅导领域拥有极高的知名度。2017 年 6 月，立思辰提出了“做大智慧教育、做强教育服务”的教育业务发展战略，此前核心学科应用及辅导业务在英语和数学两门学科上已经布局了敏特英语和沛耕数学产品，针对语文学科，中文未来是一家具有独特优势、具备全国复制扩张能力的教育机构。此次收购是公司发展教育业务的重要布局，提升了公司在语文学科应用及辅导领域的核心竞争力，进一步完善了公司教育产业布局并推动公司战略实施。

2018 年中文未来并入公司后，依托公司的资源优势和大力支持快速进行全国布局，重点扩张。截止 2019 年 3 月底，公司已在北京、上海、深圳、长沙、成都、西安、天津、南京、广州、武汉、廊坊、太原、唐山等 13 个城市设立了分校，郑州、合肥、南昌、张家港、宁波、青岛等城市的分校正在筹建中，预计 2019 年 4 月至 6 月陆续开始招生。

1.2. 实控人池燕明持股 16.6%，窦昕为二股东

立思辰前五大股东均为境内自然人。截止 2019 年 3 月底，立思辰前五大股东持股状况为：池燕明持股 16.59%，窦昕持股 5%，商华忠持股 2.81%，张敏 2.52%，王邦文 1.88%，合计持股 28.8%。其中公司控股股东为董事长池燕明，窦昕是中文未来董事长，持有立思辰最多无限售条件股份，为公司第二大股东。

图 1：池燕明持股 16.59%，为控股股东



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

增持完成后，窦鑫持股约 10%。在 2018 年 11 月立思辰对中文未来的收购中，中文未来创始人窦昕先生承诺将其获得股权转让价款扣除相应所得税后余额的 60%用于购买立思辰股票并承诺在相应时间内不通过任何方式减持（36 个月分期解锁：满一年可解锁 35%、满两年可再解锁 35%、满三年可解锁剩余 30%）。

立思辰大语文创始人窦昕于 2008 年曾就职于北京巨人学校，负责语文教师管理及教学研发工作，开始尝试用“知人论世”的方式给孩子们讲语文知识；2009 年，窦昕建立了《思泉语文课程体系》，“大语文课程体系”由此萌芽；2010 年与须佶成、池恒等共同创办高思教育，思泉语文也成为高思旗下品牌；2013 年，大语文配套教材问世并正式出版发行。2015 年 5 月 18 日，创立中文未来教育科技（北京）有限公司，同年，大语文线上平台——“诸葛学堂”正式上线。

1.3. 大语文为核心，教育信息化+升学服务为两翼

立思辰通过兼并收购，逐渐形成了大语文为核心，教育信息化与升学服务为两翼的布局。立思辰是中国语文学服务领域、高考升学服务领域、智慧校园领域龙头或领先企业，在学习服务领域，公司主要业务为语文学服务，在升学服务领域，公司业务包括高考升学服务及留学服务，在智慧教育领域，公司业务包括区域教育云、智慧校园顶层设计、校本课程及核心学科应用服务等。

图 2：立思辰大语文更强调“知人论世”，提倡文学素养



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2015 年 7 月，立思辰 17.6 亿元收购北京康邦科技 100%股权，布局教育和信息安全

业务。康邦科技提供面向智慧校园的 IT 整合服务，以智慧校园整体建设和运维为目标，综合应用云计算、物联网、移动互联、大数据等新技术、新观念，为客户提供包括咨询规划、软件研发、硬件配套、系统集成和运维外包在内的整体服务方案。根据对赌协议，康邦 2016-18 年净利分别不低于 10400 万、13520 万元、17576 万元。

图 3：康邦提供智慧教育全景解决方案



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2016 年 7 月立思辰 3.44 亿元收购留学 360 的 100% 股权，加速立思辰国际教育板块的业务增长。叁陆零教育是互联网留学领域的领先企业，主要从事互联网留学办理、留学后服务及网络运营服务，为留学生提供从咨询、申请、签证、接机及住宿等留学一条龙服务。根据对赌协议，留学 360 承诺 2016-19 年净利润分别不低于 2000 万、3000 万、4200 万、5360 万。

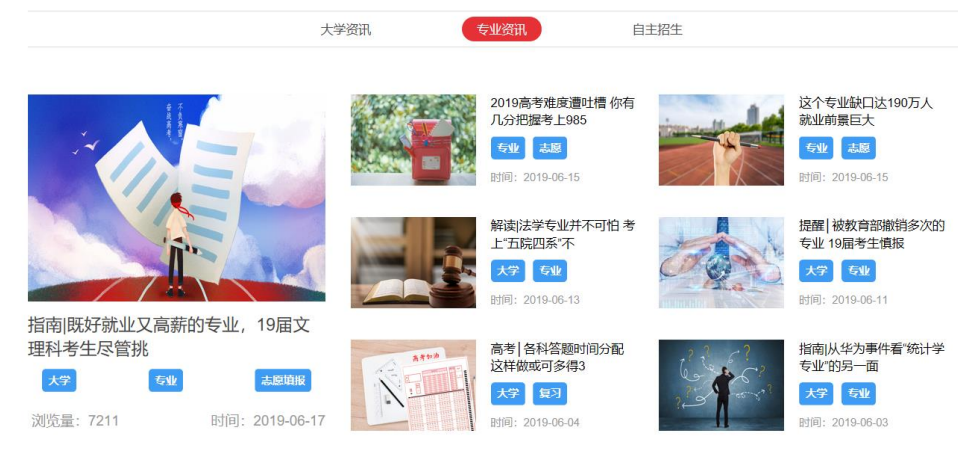
图 4：叁陆零专注于互联网海外留学服务



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2016 年 9 月，立思辰 2.85 亿元收购百年英才 100% 股权，进一步提升了立思辰在升学板块的市场竞争能力。百年英才是高考升学咨询服务领域的领先企业，具有较强的大数据分析能力和创新的商业模式。百年英才的高考升学服务是立思辰教育战略当中教育服务的重要组成部分，其业务不仅与立思辰智慧教育覆盖的院校资源和学生资源形成极强协同，同时为立思辰旗下留学 360 输送拥有留学意向的高考生源，形成“国内升学+国外升学”的两大升学服务通道。根据对赌协议，百年英才 2016-19 年净利润分别不低于 1500 万、2100 万、2940 万、3822 万。

图 5：百年英才提供志愿填报、自主招生等高考升学服务



资料来源：公司官网，天风证券研究所

从收购标的对赌业绩完成情况看，所收购标的基本完成了业绩承诺。其中百年英才 2016-2018 业绩完成率分别为 102%、103%、126%，叁陆零教育业绩完成率分别为 102%、102%、102%，中文未来 2018 年业绩完成率为 108%，均超额完成了业绩对赌承诺。

表 1：所收购标的基本完成了业绩承诺

公司		2016	2017	2018	2019	2020	2021
康邦科技	业绩承诺	10400	13520	17576			
	完成情况	14263	12591	16804			
	业绩完成率 (%)	137%	93%	96%			
百年英才	业绩承诺	1500	2100	2940	3822		
	完成情况	1537	2162	3704			
	业绩完成率 (%)	102%	103%	126%			
叁陆零教育	业绩承诺	2000	3000	4200	5360		
	完成情况	2038	3063	4291			
	业绩完成率 (%)	102%	102%	102%			
中文未来	业绩承诺			6000	13000	16900	21000
	完成情况			6493			
	业绩完成率 (%)			108%			

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.4. 19Q1 收入 4.69 亿元，归母净利 0.29 亿元

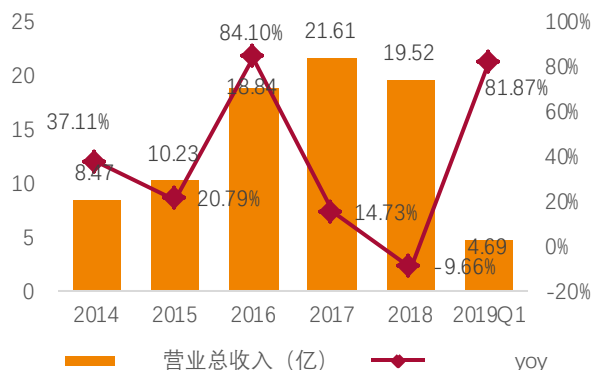
立思辰 19Q1 收入 4.69 亿元，同比增长 81.87%；归母净利 0.29 亿元，同比增长 60.63%；扣非后归母净利 0.28 亿，同比增长 62.64%。营收快速增长主要系新增大语文业务收入及张家口 PPP 项目验收确认收入所致。2018 年，公司已经按照分拆计划完成原化工业务第一步分拆，2019 年将继续推进第二步分拆的落实。

2018 年营收 19.52 亿元，同比减少 9.66%，归母净利-13.93 亿元，同比减少 786.87%，扣非后净利-13.96 亿元，同比减少 898.95%。4 月 25 日，公司公告，2018 年全年营收 19.52 亿元，同比减少 9.66%，归母净利-13.93 亿元，同比减少 786.87%，扣非后净利-13.96 亿元，同比减少 898.95%。18 年公司安全业务受外部环境及业务分拆影响，利润出现大幅下滑；公司对可供出售金融资产、应收款项、商誉计提减值准备，导致公司出现了上市以来首次亏损。

2018 年公司大语文学习业务现金收款 2.4 亿元，确认营业收入 1.8 亿元，递延收入余

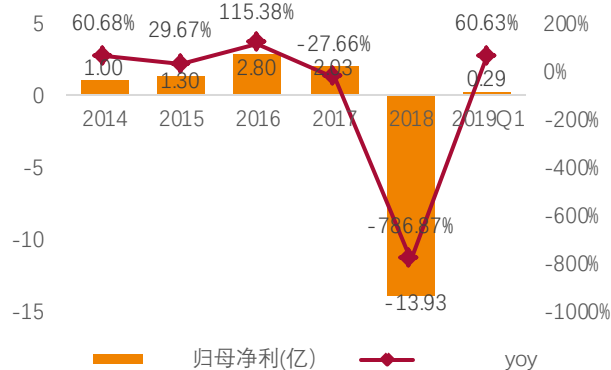
额为 0.79 亿元；升学服务业务实现营业收入 1.9 亿元，较上年同期增长 69.95%；智慧教育业务实现营业收入 11.3 亿元，较上年同期增长 3.84%。

图 6：19Q1 营收 4.69 亿，同比增加 81.87%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

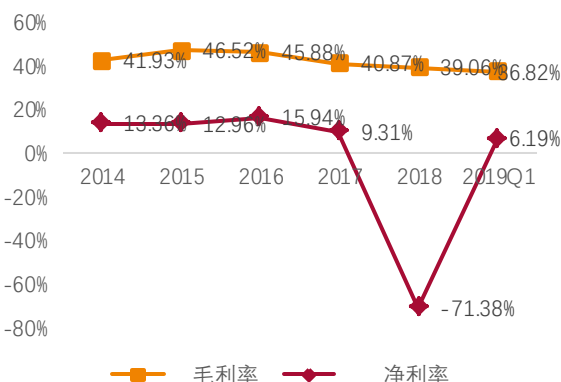
图 7：归母净利 0.29 亿，同比增加 60.63%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

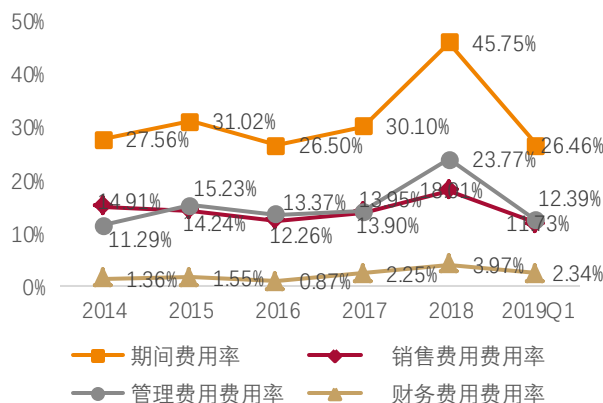
19Q1 毛利率 36.82%，同比-8.16pct；净利率 6.19%，同比-0.27pct。期间费用合计 1.12 亿，同比-3.62%，期间费用率 26.46%，同比-18.62pct。其中：销售费用率 11.73%，同比-11.79pct；管理费用率 12.39%，同比-5.46pct，主要为合并范围变化所致；财务费用率 2.34%，同比-1.37pct。

图 8：19Q1 毛利率 36.82%，同比-8.16pct



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：期间费用率 26.46%，同比+0.98pct



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 立思辰大语文：中国语文教培领导品牌

2.1. 线上推创新，线下拓新点，引入多学科，

中文未来是语文学科辅导及语文素质教育领域龙头企业，专注中小学语文学科辅导，创始团队主要毕业于北京大学、北京师范大学等重点院校的中文系，其创始人窦昕是《思泉语文课程体系》的主编，在语文学科辅导领域拥有极高的知名度。

在教学上，中文未来区别于传统的应试辅导教学模式，建立以提升文学素养为主的语文教学体系，以历史、人物、故事为线索，提高学生对语文的学习兴趣，进而让学生能够主动自发地学习，真正实现素质教育。

在运营上，中文未来采用“线上+线下”的发展模式，其线上产品“诸葛学堂”以专题课程、特色课程为中小学生提供学习服务。未来，中文未来将利用在线学习平台突破地域限制，为全国范围内的中小学生提供语文学科产品，激发学生对语文学科的兴趣；同时依托其团队“线上+线下”复合运营管理经验，不断拓展线下教学网点，将线上平台与线下

网点进行快速异地市场复制，整体业务将迅速增长。

2.1.1. 全国语文教学标杆课程，教研体系独特深入

立思辰大语文以“大语文”为主线，辅之以“思晨写作”、“庖丁阅读”专项班型。①“大语文”（中国文学史、西方文学史、新派写作）教孩子以文学史为纲来学习课程，扩展视野，提升文学素养；②“思晨写作”用108种技法教孩子写出让人惊喜的作文；③“庖丁阅读”是教孩子用数学的方法提高孩子的阅读能力。更有线上平台诸葛学堂以及大语文双师强强助力，让各地的孩子都能享受到最优质的师资与课程。具体来看，

● 大语文

大语文课程体系以“古代文学、外国文学、创新写作”为三条主线，开创了语文课外教育领域中“给小学生讲文学史”的先河。“大语文”教育理念旨在让学生通过系统广播的只是几类提高语文学习兴趣。

大语文课程有如下几个特点：

以提高学生语文素养、开拓其视野为目的。大语文课程设置上不仅综合了古今中外的文字、文学、文化，而且还有本国及国外的历史、地理甚至其他学科的知识。

将语文学学习由一个无限集变成一个相对有限集，为学生搭建完整体系。大语文采取古代文学、外国文学、作文三体主线为一体教学模式：古代文学先从古人时代背景入手，再将作品穿插于作者的生平之中，使学生有身临其境之感；外国文学从四大文明古国到文艺复兴，从西方现实主义文学和浪漫主义文学的分野到中国近现代文学，古今中外无所不包；新派作文在作文课程编排中，摒弃了以往的命题教学、模板教学，自主研发了一套以作文技法为核心的作文体系。

以时代、国别为线索，以历史、文坛上重要人物为载体，如中国二十四史般，以纪传体的方式讲授语文课

提倡广泛阅读，培养对文学的兴趣、激发学生对文学、文化的求知欲。课程设置上以名家为纲，落实到名作上，学生会对一个作家的作品有深入了解，进而能自主进行广泛阅读。

图 10：大语文课程体系以“古代文学、外国文学、创新写作”为三条主线



资料来源：公司官网，天风证券研究所

● 思晨写作

思晨创意写作是北大学者型作家陈思、黄晨共同研发的创意写作课程。授课模式包括直播课堂、精批习作、课后交流和学习成果，授课对象为3到8年级的学生。其授课特点如下：

高端技法、通俗用法：108技覆盖中小学写作，高屋建瓴解决作文问题。透彻讲解，激赏金句，呵护文心。

权威样例、读写结合：素材全部来自名著、名画、名片，同步提高文学素养。

原理科学、进阶严格：以西方文论安排技法线索，根据儿童心理学设置进阶难度。

风格幽默、人格成长：说不尽的段子、趣事、冷知识，充实提高感受力、想象力和判断力。跟名著、学技法，用一辈子。

图 11：思辰写作从细节、布局和表达三方面入手，覆盖 3-8 年级学生



资料来源：公司官网，天风证券研究所

● 庖丁阅读

庖丁阅读下分三个模块：**现代文阅读、文言文阅读和名著阅读**。其中现代文阅读用数学的思维解读语文，通过阅读 32 种题型、庖丁 32 个招式，招招破题，解密阅读逻辑，洞悉出题“潜规则”；文言文阅读用游戏竞争的形式学文言，注重积累和运用，技巧 5 招，实词 213，虚词 12，独立翻译，短时奇效；名著阅读让学生笔记成为知识全景地图，当堂背下名篇，当堂考点，囊括中小学必备名篇知识，全程覆盖无盲点，母题题库，笔记可留至中考。

图 12：三个模块分别适用于不同年级学生



资料来源：公司官网，天风证券研究所

● 专项班

专项班通过专项突破，一个课程集中解决一类语文难题。包括**赛神归来：小升初、中**

考古诗词、文言文一课通；驴火歌王：用作者思维和出题人思维解阅读及阅读题；文脉传承：《古文观止》精析；三王一后：语文筑基础班，一课搞定字词、成语和诗词；名著精读：通过一本书，掌握精读秘诀。

图 13：专项班中窦神归来最具人气



《窦神归来》

21551人感兴趣

授课老师 窦昕

适合对象 四年级、五年级、六年级、初一、初二、初三

学习时间 2017年01月01日开课 至 2017年12月17日结束

课程类型 回放课

服务内容 纸质资料、微信群答疑、考试测评、手机看课、电子讲义、一对一答疑服务、作业批改

¥6000

立即报名 加入购物车

资料来源：公司官网，天风证券研究所

立思辰大语文线上产品以诸葛学堂为主，通过点播加直播的形式为中小學生提供专题课程、特色课程。诸葛学堂下设有大语文、思辰写作、庖丁阅读、专项班四个模块。师资力量包括以窦昕为核心的北大、北师大中文系背景教师。

图 14：设有大语文、思辰写作、庖丁阅读、专项班四个模块，师资力量雄厚

大语文	思辰写作	庖丁阅读	专项班
			
爱上语文，做有修养的人	我们只写让人惊喜的作文	庖丁阅读，阅读就是不丢分	下面我说的，都是重点

			
窦昕 大语文创始人，首届新浪五星...	陈思 了读读书“莎翁经典”的主讲...	张国庆 了读读书“上下五千年”主讲...	赵伯奇 了读读书“文学史·宋代篇”主...

资料来源：公司官网，天风证券研究所

2.1.2. 线下覆盖 33 城，拥有直营 140 余家

目前立思辰大语文已经到达 33 个城市，拥有 900 个全职老师。今年年底目标到达 44 个城市。2018 年底立思辰大语文到达 18 个城市。2019 年上半年线下业务继续以直营带加盟的模式迅速在全国铺开。

全国教学网点数 2019 年初制定目标是直营校 150 个及加盟校 150 个，目前直营校已经超过 140 家，加盟校已经超过 180，预计超过年初制定目标。

立思辰大语文目前处于快速发展阶段，采用直营带加盟方式在全国多个城市扩张，通过开放加盟店的形式与当地有实力的教学机构进行合作，依托当地有实力教学机构开拓区域市场，同时注入优质课程及师资进一步提升品牌认可度。公司拓展到的各个城市均设有直营分校，在师资及教学管理上均有较强的把控力度及管理能力，以保证优质的教学质量。

图 15：大语文线下网点覆盖北京、上海、深圳、成都、西安等多个城市



资料来源：公司官网，天风证券研究所

目前立思辰大语文线下产品分为三种：

- **流量产品**

该产品定价较低，授课时间较短，利用学员从众心理，课程有亮点，上完效果明显，偏向实战（譬如上完 30 分钟掌握阅读技巧，答题准确率显著提升）。但对教师要求没有其他产品高，校招的毕业生从流量班开始授课，逐步积累经验，提升课堂掌控力，增强对学生认知特征的了解，逐步升级提高。

- **品牌产品**

这种产品包括很多专项课，课程单价较高，口碑很好，进入立思辰的大语文教师，在流量班经过一定时间的积累才可以升级到这些课程授课。譬如名著阅读专项阅读，立思辰大语文安身立命核心产品，迭代多级产品。

- **兼具品牌传播和利润实现的王者班**

这种班型全部为名师授课，同时也是三种线下产品中收费最高的，授课品质和带来的收入都比较高。统一售价 26800 元/人/年，52 次课/年（其中暑假 12 次；秋季 16 次；寒假 8 次；春季 16 次），一周一次，2.5 小时/次，不退不转，不满班不开班（北京 35 人/班，上海 25 人/班），包含古代文学、外国文学、庖丁阅读以及思辰写作。王者班利用行业内头部定价机制，通过“剧场效应”激发头部家庭学生家长报名，进而激发带动中部学生报名；一方面显著增厚利润，另一方面有效激励名师。

图 16：大语文线下产品分为三种



资料来源：公司官网，天风证券研究所

随着立思辰大语文规模的快速扩张，教师数量也迅速增长。上述不同的产品，对应着不同阶段的老师，三个产品对应三个阶段的老师呈现一定比例，并且会根据这个比例来持续校准每种教师的分布。同时，立思辰大语文拥有最顶尖的培训师对老师进行集中培训，老师通过培训、实践达到不同阶段大语文教师的标准。

2.1.3. 线上诸葛学堂加重服务，同时推出多元创新产品

立思辰大语文旗下“诸葛学堂”（www.zhugexuetang.com）由大语文课程体系创始人窦昕老师及团队发起和创办的中小学在线学习平台，“诸葛学堂”以专题课程、特色课程为中小學生提供学习服务，业务模式为“点播+直播”。诸葛学堂核心教师均毕业于北大、北师大等知名高等院校，拥有年轻飞扬的活力和超前的创意思维。

“诸葛学堂”加重服务，坚持走学科名师，社群营销带动大课消，学科名师大咖，后续做中高考布局。

图 17：“诸葛学堂”以专题课程、特色课程为中小學生提供学习服务，业务模式为“点播+直播”



大语文			
三年级大语文 三年级精选录播 全年 主讲教师：郭华粹、张国庆、赵伯奇 ￥1800	四年级大语文 四年级精选录播 全年 主讲教师：窦昕、赵伯奇、郭华粹、... ￥2200	五年级大语文 五年级精选录播 全年 主讲教师：魏梦琦、穆美娜、赵伯奇... ￥2200	六年级大语文 六年级精选录播 全年 主讲教师：魏梦琦、窦昕、许龙、张... ￥2200
三年级护航班 主讲教师：张碧 ￥2560	四年级护航班 主讲教师：郭璐 ￥2560	五年级护航班 主讲教师：高瑶 ￥2560	六年级护航班 主讲教师：段晓宇、马昕 ￥2560

资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 18：诸葛学堂核心教师均毕业于北大、北师大等知名高校，拥有年轻飞扬的活力和超前的创意思维

专项班

更多>>

 《蜜神归来》 主讲教师：奕昕 ¥ 6000	 《蜜神归来》第二季 主讲教师：奕昕 ¥ 6000	 阅读真的很难理解第二季 主讲教师：邵鑫、陈周 ¥ 5000	 《古文观止》第三季 主讲教师：C君 ¥ 2000
 “三王一后”语文筑基班第二季... 主讲教师：邵鑫、许龙、彭敏、马昕 ¥ 4800	 《红楼梦》精读 主讲教师：韩杨 ¥ 1000	 哈利·波特与西方文学 (一) 主讲教师：郭鹏 ¥ 1000	 C君讲《论语》合集 主讲教师：C君 ¥ 1800

资料来源：公司官网，天风证券研究所

未来尝试创新打法：推出“诸葛读书会”+大屏端呈现，丰富变现来源：

● 诸葛读书会

模式为线上名师 IP 一年讲 50 本书，365 元/年，作为互联网产品运用互联网社群运营方式，对高粘性客户使用降维打击，流量推广。2019 年 8 月 10 号开始上线运营，诸葛学堂将不再是大语文内网。

该模式优势一：今年底立思辰大语文将有近千名语文老师，自备优质讲师资源；优势二：利用线上推广，覆盖全国三四线城市上万个城市，极大扩充流量，储备潜在种子用户同时对高粘性用户实现降维打击；优势三：同时，在大语文门店参加读书会实现高转化。

● “大屏”节目

部分立思辰大语文名师放弃大课来变现，推出自己精品录播课，可以在大屏端呈现“节目”，作为立思辰大语文诸葛学堂的会员产品，音视频资料下载。

2.1.4. 孵化“理科前线”等其他学科，完善板块布局

立思辰大语文在北京孵化大语文课程以外的种子项目，目的是大语文触角到达主流城市之后搭载这些项目，一课确保带动多课，利用立思辰大语文对名师的理解以及联合名师，持续带来好口碑。

合作方式大致为每孵化一个业务成立一个控股公司，团队合伙人以小股东进入，有一套相对比较固定的结算方式。具备几个优势：1 有效解决证照问题，立思辰大语文合规性高；2、有大语文在行业内的信任背书，且语文和理科没有直接竞争；3 上市公司信任背书。

2.2. 师资阵容豪华，教学理念独特

2018 年初，立思辰携手大语文团队，将教育业务拓展到语文领域。立思辰大语文是目前中国优质的语文产品服务商，其核心成员均毕业于北大、北师大等知名高等院校。立思辰大语文结合中国语文教育改革方向，对产品不断磨砺、改进升级，以“古代文学，外国文学，创新写作”为三条主线，自主研发了“五类二十一门”大语文产品。

图 19：自主研发“五类二十一门”大语文产品。



资料来源：公司官网，天风证券研究所

立思辰大语文课程内容涉及广泛：古代文学、外国文学与新派作文。古代文学以人物为纲，外国文学着眼于东西方比较，写作以篇法技法文法为主。除了常规面授班课，立思辰大语文同时拥有多样的课程形式，“诸葛学堂”线上学习平台为孩子们节省时间成本，“大语文双师课堂”为孩子们打破空间壁垒。线上线下形成语文学习闭环。立思辰大语文拥有如下特色：

- **教材：不落窠臼**

权威课程出版物和规范体系化教师用书：有意思的大语文系列、文学必修课系列、乐死人的文学史系列、大语文内部课程教参系列。

- **课设：匠心独运**

教学采用纵览式的教法，从文化发展、再到时代特点、社会背景、作者生平、激发流派，再落实到篇章、段落、最后到句法、词法、文字起源。

- **课堂：酣畅淋漓**

独特的教学理念-知人论世-“颂其诗，读其书，不知其人，可乎？是以论其世也，是尚友也。”——《孟子·万章下》。

- **积累：百川汇水**

概览文学史上大家名篇。

- **教师：系出名校**

十年匠心沉淀，汇集北大、北师大文学院名校硕博出身的教学教研团队，打造自主研发的专辑“大语文”课程体系，体系涵盖了“大语文课程”、“思晨创意写作课程”、“庖丁阅读课程”，让孩子“爱上读书，爱上文学”。

图 20：团队多毕业于北大、北师大中文系

**窦昕**

总裁/创始人

北京师范大学中文系

**赵伯奇**

执行总裁

北京大学中文系

**陈思**

副总裁/思晨创始人

北京师范大学中文系
北京大学/哈佛大学**许龙**

副总裁/诸葛学堂总经理

北京大学中文系

**齐白**

副总裁/庖丁阅读创始人

浙江师范大学中文系

**朱雅特**

副总裁/上海分校校长

北京大学教育学院

**殷程其**

副总裁/北京分校校长

北京师范大学中文系

**伍兵兵**

教研中心校长

北京师范大学中文系

资料来源：公司官网，天风证券研究所

3. 行业分析：教育行业潜力巨大，K12 课外教培成主力

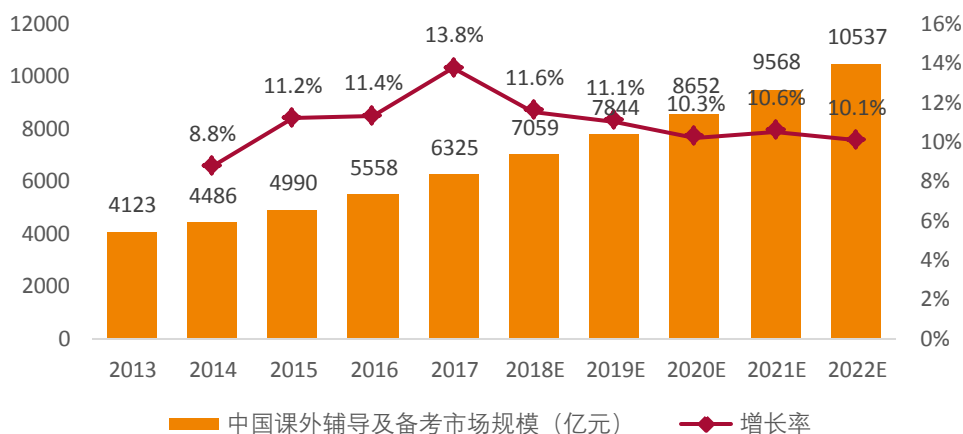
3.1. 教培市场巨大，K12 课外辅导发展迅速

随着全民教育意识的增强，教育资源的紧缺和竞争加剧，中国课外辅导及备考市场正不断壮大。其中中小学生的教育问题在我国一直处于重中之重的地位，中国家长对中小学生的课外辅导普遍重视，认可度较高，K12 课外辅导市场应运而生，近年来，K12 课外辅导市场规模占中国课外辅导市场比重保持 70% 以上，我国 K12 课外辅导市场发展较快。

根据弗若斯特沙利文报告，中国教育市场规模从 2013 年 7865 亿元增加至 2017 年 11496 亿元，预期 2022 年将进一步增加至 17943 亿元，2017 年至 2022 年复合年增长率为 9.3%。中国的总学生人次从 2013 年的 2.28 亿人增加至 2017 年的 2.43 亿人，预期 2022 年将进一步增加至 2.70 亿人，2017 年至 2022 年复合年增长率为 2.1%。相较于学生入学总人次的增长比率，教育市场规模的增长比率较高，这显示人均教育开支不断在增加，中国的教育方面的人均开支从 2013 年 578 元增至 2017 年 827 元，并进一步增至 2022 年 1255 元，2017 至 2022 年复合年增长率为 8.7%。

中国课外辅导及备考市场正不断壮大，根据弗若斯特沙利文报告，中国在课外辅导及备考方面的总开支由 2013 年 4123 亿元增加至 2017 年 6325 亿元，复合年增长率 11.3%。由于学生及家长越来越重视学校表现，随着可支配收入的增加，他们更愿意在课外辅导及备考教育上消费。根据弗若斯特沙利文报告，预期到 2022 年，中国在课外辅导及备考方面的总开支将进一步增加至 10537 亿元，自 2017 年起的复合年增长率将为 10.7%。

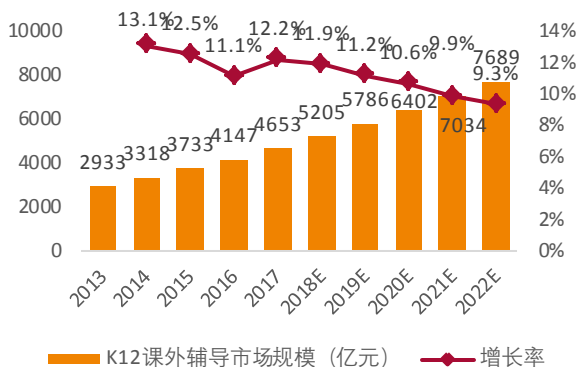
图 21：2013 年-2022 年（估计）中国课外辅导及备考市场



资料来源：新东方在线招股说明书，天风证券研究所

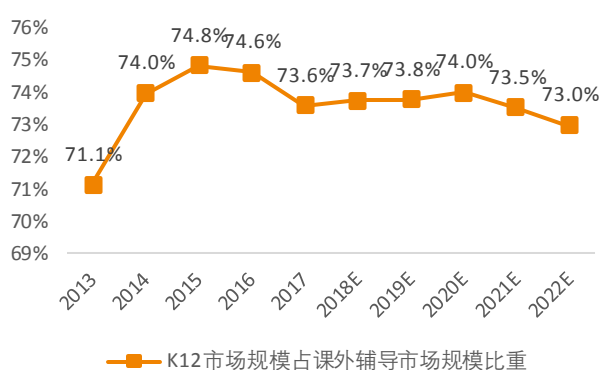
随着升学压力的不断增加，在我国课外辅导及备考市场不断扩大的同时，K12 整体市场规模也呈现逐年上升的趋势，并在整个课外辅导及备考规模中占比较高。据弗若斯特沙利文的数据显示，2017 年基础教育的市场份额达到 4653 亿，2013 年-2017 年的年均复合增长率为 12.2%，未来五年的年均复合增长率为 10.6%，到 2022 年市场规模有望达到 7689 亿。2013 年-2022 年（估计）K12 市场规模占课外辅导市场比重保持 70% 以上。

图 22：2013 年-2021 年（估计）K12 课外辅导市场规模



资料来源：新东方在线招股说明书，天风证券研究所

图 23：2013-2022 年 K12 市场规模占课外辅导市场比重保持 70% 以上

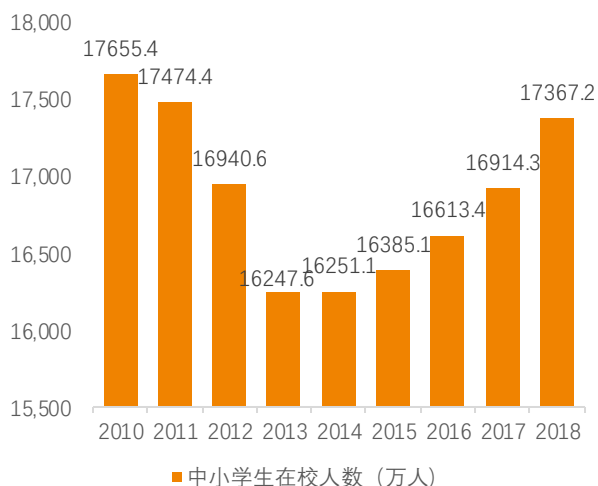


资料来源：新东方在线招股说明书，天风证券研究所

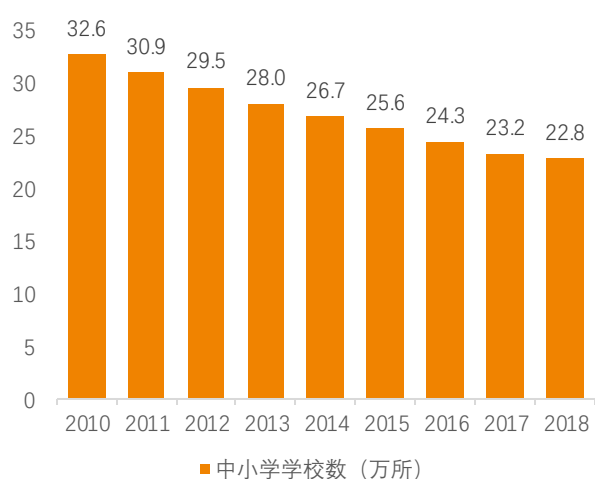
2013 年起，我国中小学生在人数急剧增加，2018 年在校中小学生总 1.74 亿人，假设参培率约 60%（其中假设北上广参培率达到 80% 左右，中西部参培率 50% 左右），因此参与课外培训的中小學生总计约 1 亿人；假设 2018 年参与培训的中小學生年均培训费用约 5200 元/人/年，据此估算，2018 年 K12 课外培训市场规模约 5200 亿元。我们预计 K12 课外培训市场规模将达到约 9800 亿元，5 年 CAGR 约 18%。

图 24：2016 年基础教育（普通小学/初中/普通高中）在校生 1.66 亿人

图 25：2016 年基础教育（普通小学/初中/普通高中）学校数 22.8 万所



资料来源：教育部，天风证券研究所



资料来源：教育部，天风证券研究所

表 2：2022 年 K12 课外培训市场空间近万亿元

年份	在校中小學生人数	参培率	人均学费	市场规模
2018	1.74 亿人	60%	5200 元	约 5000 亿元
2022	2.01 亿人	65%	7500 元	约 9800 亿元

资料来源：wind，中国产业信息网，天风证券研究所

3.2. 教育部新规出台，语文培训更受关注

2019 年 6 月 19 日，国务院办公厅发布《关于新时代推进普通高中育人方式改革的指导意见》。这是新世纪以来国务院办公厅出台的关于推进普通高中教育改革的重要纲领性文件。根据《意见》，2022 年前高中将全面实施新课程、使用新教材。2019 年秋季新学期开始，全国所有中小学生的语文、历史、道德与法治都使用统一部编版教材。关于新课程、新教材方面，语文科目明显增加了难度，语文科目新教材大量增加古诗文，其中小学语文古诗词 128 篇，+87%；初中语文+51%，2019 年高考要求背诵古诗词增加 10 篇至 70 篇。

表 3：语文相关高考政策改革

时间	政策	内容
2014 年 9 月	国务院印发《关于深化考试招生制度改革的实施意见》	随后，上海、浙江两地率先试水高考综合改革：高考不分文理科
2018 年 4 月	教育部发布《关于 2018 年中小学教学用书有关事项的通知》	全国所有学生的语文、历史、道德与法治都使用统一部编版教材
2019 年 6 月 19 日	国务院办公厅印发《关于新时代推进普通高中育人方式改革的指导意见》	2022 年前高中将全面实施新课程、使用新教材。

资料来源：教育部，天风证券研究所

国家根据对人才的需要，从战略高度出发，着手进行中小学考试改革。而改革最大的变化就是语文地位明显提高，更加重视语文。据教育部公布的中高考改革细节：

- 中考改革从 2017 年试点，到 2020 年成型。
- 高考改革从 2014 年开始试点，到 2018 年大致结束。

2017 年，新高考改革进入录取阶段的第一年，考试难度大幅提升让学生们真真实实感受到了语文的重要性已经明显提升。2017 年 9 月初新学期开始后，全国新一年级小学生和

初一的学生使用“部编本”语文教材，其他各种版本教材（包括沪教版）将陆续退出历史舞台。2018 年 2 月，新教材运行一个学期并收集到相关数据后，从省级语文教研员开始，体制内逐层逐级开始对语文教研员轮训。通过培训，重新武装语文教师。

2019 年秋季新学期开始，全国所有中小学生的语文、历史、道德与法治都使用统一部编版教材。新教材语文大量增加古诗文，一年级到六年级古诗词 128 篇，增加 87%。初中语文的古诗词增加 51%。而高考同样，要求学生背诵的古诗词由 60 篇增加到 70 篇。可以看到，从小学、初中到高中，语文难度都在增加，我国越来越注重强化中小学生的传统文化学习与阅读。在中高考改革将要完成的未来三年，语文将成为学校及家长必须重视的科目。

表 4：全国各省中、高考语文科目考试动向

时间	内容
2013 年末-2016 年	北京中考语文增加 30 分
2015 年	湖南长沙等地中考语文增加 30 分
2018 年	山东济南等地中考语文增加 30 分
...	...

资料来源：教育部，天风证券研究所

随着高考语文的加分和中小学教材难度的提升，家长对于课外辅导的需求越来越强烈，据德勤统计，中小学培训 2015 年以后每年以 30% 的速度增长，在 2015 年已达到 6400 亿元的市场规模。语文在中小学培训市场中有 6%~8% 的份额。家长也普遍意识到，学习语文科目的课外辅导非常有必要，这将关系到孩子的综合素质培养。语文学得好有助于各学科知识的理解，长远来看，将来升学的面试，求职的面试，都离不开深厚的语文功底。同时语文的“慢热性”也决定了学习语文要趁早，语文的学习最重要的是小学和初中阶段，尤其是小学低年级。到了高中，随着数理化难度的加深，将无暇顾及语文。

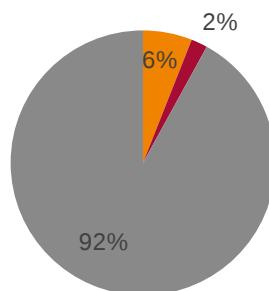
语文领域已成为新政之后，教育机构转型或升级的一大方向。学科培训方向，随着高考语文的加分和中小学教材难度的提升，刚性需求会更加强烈；素质培养方向，家长的教育意识更新和教育消费升级恰遇新政对素质教育的鼓励机遇，形势大好。

3.3. 全国合规性整顿利好龙头机构

K12 教育培训市场依然呈现分散格局。随着教培市场逐步完善，将利好龙头企业，龙头企业继续发挥引领作用。目前市场上的龙头企业主要有：新东方在线，好未来等。根据培训企业收入和市场布局，可以划分为三大梯队，其中：

第一梯队是全国性巨头，布局遍布全国，包括好未来、新东方，年营收水平在 100 亿元以上，不仅支撑起千亿市值，而且遥遥领先于第二梯队；第二梯队是区域性龙头，主要是区域发展较好，营收水平在 5~30 亿元之间，如精锐教育、卓越教育、高思教育、昂立教育等；第三梯队主要是区域性机构，营收水平多在 5 亿元以下，包括佳一教育、龙门教育、大智教育、金石教育、四季教育等。

图 26：第一梯队在 K12 课后辅导培训市场竞争中占有的份额只有 6%，第二梯队的市场份额更是只有 2%，也就是说 92% 的市场被其他 10 万余家培训机构瓜分。



- 第一梯队（营收100亿以上） ■ 第二梯队（营收5-30亿）
- 第三梯队（营收5亿以下）

资料来源：搜狐教育网，天风证券研究所

新东方于 2006 年 9 月 7 日在纽约证券交易所正式挂牌上市，成为我国首家在海外上市的教育科技企业。第一梯队的龙头企业，新东方由 1993 年 11 月 16 日成立的北京新东方学校发展壮大而来，目前是一家集教育培训、图书出版、出国留学服务、职业教育、在线教育、教育软件研发等于一体的大型综合性教育科技集团。

新东方是最早涉及英语领域的教培机构，并占据行业首要地位。最早于 2004 年推出泡泡少儿英语，为 4-14 岁的少年儿童提供全学科一站式的教育服务；2008 年推出优能中学教育子品牌，全面推进中学全科培训业务。此外，新东方的产品矩阵中还有前途出国（新东方出国留学服务的专职机构）、新东方在线（新东方网络教育服务平台）、国际游学（新东方游学品牌）、迈格森国际教育（4-17 岁青少年高端教育品牌）等。公司主打科目及主要产品仍为英语教育。

图 27：新东方各年龄段产品矩阵



资料来源：新东方在线招股说明书，天风证券研究所

新东方在线针对中小學生提供种类繁多的在线课后教程以供选择，当中涵盖全部主要科目，包括语文、数学、英语、物理、化学及其他。公司也向中学生提供专为高等学校招生全国统一考试而设的学习课程及复习课程。

新东方在线提供的 K12 教育课程，是根据学年计划而安排特别设计的，目标是让学生

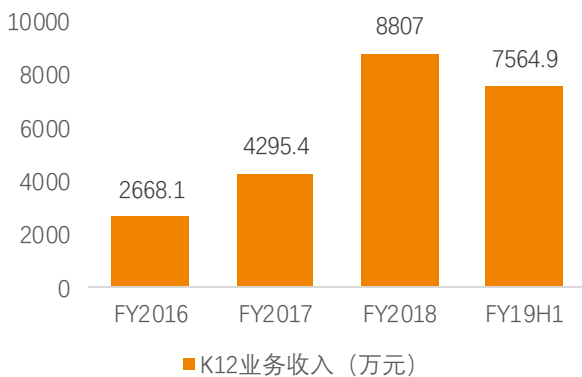
获得最切合教学进度的辅导服务。新东方在线绝大部分的 K12 教育课程采用“双师模式”，教师以在线直播方式授课，专责导师在课堂上及课后回答学生的提问及通过课前沟通、分发教学材料及为作业评分等方式提供课堂支援。课堂规模与传统线下辅导课相似，一般招收 20 至 30 名学生，以促进课堂上的充分互动及提高学习效率。

东方优播课程。东方优播课程于 2017 年 3 月推出，为公司基于地理位置而设的直播互动课外辅导课程，面向身处教育资源有限的非一线城市及地区（如廊坊、淄博及嘉兴）的中小學生。该课程已高度本土化，在设计方面紧贴本地学校的教材，涵盖热门考试范围，以改善学生的考试表现。每个班最多招收 25 名来自同一地区的学生，并通过网络摄像头、麦克风、耳机及手写板等增进学生互动。

公司的东方优播课程专注提供优质教育资源。因此，东方优播的老师通常为中国一流大学的毕业生，大多拥有丰富的线下教育经验。**此外，新东方在线在进军的每个城市设立体验店，向学生及家长展示东方优播课程，**他们可亲身体验课程演示机与现场的招生人员面对面交流。每个体验店均配有三至四名员工，负责与当地学校沟通、促进内容开发、开展推广工作、处理有关新东方在线课程的查询及促进课堂体验。截至 2018 年 11 月 30 日，新东方在线已于全国十四省份的 51 个城市建立东方优播体验店。

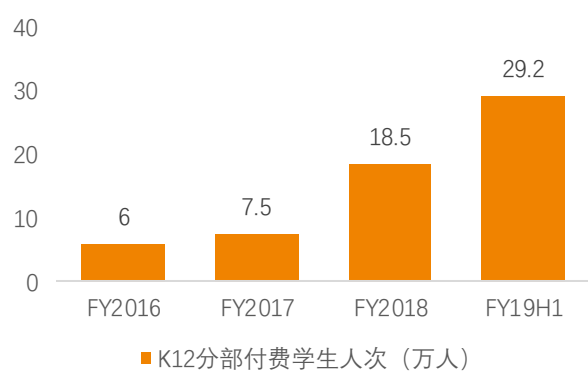
K12 分部的成果从业务收入和付费学生人次的迅速扩张中可以得到印证，2018 年 K12 业务收入 8807 万元，2018 年 K12 分部学生付费人次 18.5 万人。

图 28：新东方在线 K12 业务收入



资料来源：新东方在线招股说明书，天风证券研究所

图 29：新东方在线 K12 分部付费学生人次



资料来源：新东方在线招股说明书，天风证券研究所

好未来 K12 课程：从奥数到中小学全科，K12 课培的另一个龙头企业好未来，早期一直专注于数学竞赛辅导，并在 2005 年砍掉了语文和英语。彼时奥数成绩有助于升学加分，因此形成培训刚需，所以专注单一学科，与其他机构形成差异化竞争，快速树立品牌。

在发展成熟，积累了用户和教研经验后，学而思（现为好未来旗下品牌）开始增加辅导科目。从 2010 年开始，先后恢复了语文和英语辅导，目前分别以东学堂语文和乐加乐英语品牌在学而思培优体系下运营。另外，逐渐增加物理、化学和生物等课程。目前，公司课程已经覆盖中小学全科。

与学校联动做针对分班考试的补习，以及在日常提前教授课本知识的“抢跑”式培训，是帮助学而思这样的培训机构稳定用户、高效培养好学生的两大秘籍。这或许也是多数 K-12 教育辅导机构把重点放在小学的原因，因为年龄低，可以提前学习的空间才足够大，成效也足够明显。

从北京到全国，成立前几年，学而思一直不温不火，走“小而美”路线。2007 年学而思开始拓展新市场，先是走出海淀，在北京其他地区开设辅导班，次年在上海、天津和武汉收购了 5 所 K12 课外辅导学校；2009 年和 2010 年，先后在广州、深圳建立分校，进一步拓展华南市场。截至 2019/2/28，好未来共有网点 676 家（其中培优小班 479 家，摩比小班 15 家，励步小班 81 家，智康一对一 101 家），共在 66 个城市开设网点。

图 30：截至 FY19Q4 好未来网点分布

Incremental Center Opportunities													
City	Year of Entry	# of Small Class Centers			# of One-on-One Centers	# of Total Learning Centers	City	Year of Entry	# of Small Class Centers			# of One-on-One Centers	# of Total Learning Centers
		# of Peiyou Centers	# of Firstleap Centers	# of Mobby Centers					# of Peiyou Centers	# of Firstleap Centers	# of Mobby Centers		
Beijing	2003	66	35	9	25	135	Nantong	2017	3				3
Nanjing	2011	38	22	1	6	67	Luoyang	2015	2				2
Shanghai	2008	46	2	3	12	63	Guiyang	2016	2				2
Guangzhou	2009	33		1	12	46	Xiamen	2017	2				2
Shenzhen	2010	31	1	1	9	42	Lanzhou	2017	2				2
Tianjin	2008	30			5	35	Wenzhou	2017	2				2
Hangzhou	2011	25			5	30	Dalian	2017	1				1
Xi'an	2011	21			8	29	Dongguan	2017	1				1
Wuhan	2008	24			5	29	Shaoxing	2017	1				1
Chongqing	2012	13	6		1	20	Yangzhou	2017	1				1
Zhengzhou	2012	16			3	19	Yantai	2017	1				1
Shenyang	2012	7	10		1	18	Zhongshan	2017	1				1
Chengdu	2011	13			5	18	Zibo	2018	1				1
Suzhou	2012	13			3	16	Huizhou	2018	1				1
Taiyuan	2012	10				10	Huailan	2018	1				1
Changsha	2014	8				8	Handan	2018	1				1
Hefei	2016	4	4			8	Nanning	2018	1				1
Jinan	2014	6			1	7	Kunming	2018	1				1
Fuzhou	2015	7				7	Yinchuan	2018	1				1
Shijiazhuang	2014	5				5	Urumchi	2018	1				1
Qingdao	2014	5				5	Haikou	2018	1				1
Nanchang	2015	4				4	Ha'erbin	2018	1				1
Zhenjiang	2017	3				3	Hohhot	2018	1				1
Ningbo	2015	3				3	Linyi	2018	1				1
Wuxi	2015	3				3	Weifang	2018	1				1
Xuzhou	2017	3				3	Tangshan	2018	1				1
Changchun	2016	3				3	Hong Kong	2019	1				1
Changzhou	2017	3				3							
Foshan	2017	2	1			3							
Province with learning center coverage							Province not yet covered by TAL learning center network						
							Total		479	81	15	101	676

资料来源：公司公告，天风证券研究所

目前好未来 K12 的收入也主要在小班。按授课方式，好未来业务可分为小班（Small Class）、个性化（Personalized Premium Services）和线上（Online Course）。

● 小班辅导业务包括学而思培优、励步英语和摩比思维馆

学而思培优是好未来的核心，也是在行业内最具优势的业务；以小班模式为 K12 学生提供线下课外辅导。学而思培优每年分为 4 个学期：春秋学期和寒暑假学期。提供的课程包括中小学语数外和中学理科；部分课程分为不同的难度等级，以适应不同地区的教学。

2010 年，学而思培优开始使用 ICS（Intelligent Classroom System）系统，教师可以通过这一系统下载各种多媒体教学内容。2016 年，IPS（Intelligent Practice System）系统开始使用，学生的预习及课后作业均在线完成，从而实现用户数据的积累。近 3 个财年（FY2015-FY17），提供学而思培训小班课程的学习中心由 198 个增加到 339 个。

励步英语成立于 2008 年，已成为少儿英语头部品牌之一；2016 年 1 月被好未来收购。励步为 2-15 岁用户提供学科英语辅导，采用小班模式，每班最多有 14 名学生。截至 2017 财年，53 个学习中心提供励步英语培训。

摩比思维馆于 2011 年推出，起初是为 8 岁以下儿童提供以数学为主的益智课程，从而形成学而思培优的“流量入口”。2015 年，目标用户拓展至 2-15 岁儿童，课程也增加了语文思维课程、少儿编程课程和美国早教课程等。2017 财年，好未来有 8 个学习中心和 8 个服务中心提供摩比思维馆课程。

● 个性化辅导业务

包括 2007 年推出的智康和 2016 年收购的顺顺留学。智康以定制课程和 1 对 1 的形式为中小学学生提供课外辅导，课程覆盖中小学全科。智康 1 对 1 的用户定位与学而思培

优基本形成互补。截止 2017 财年，智康在 12 个城市有 107 个学习中心，以及 109 个服务中心。顺顺留学成立于 2015 年，2016 年 6 月被好未来控股，主要为国内学生提供留学申请服务。

● 在线辅导业务

好未来通过学而思网校和学而思培优在线为学生提供线上辅导业务。在线业务保持较快增长，主要有 2 个原因：一是用户对于在线辅导的接受程度提高，渗透率增加；二是在线业务可以覆盖更多用户，且更易于规模化增长。

另外，双师课堂是更有潜力的产品，好未来和新东方都已经推出相关产品，但两者的路径完全不同。新东方主要向三四线城市拓展，开设直营教学中心，加上并购当地辅导机构，扩张速度较快。而好未来还是其一贯风格，先在已覆盖城市和其周边城市拓展，目前仍主要集中在北京、广州和深圳。

整体来看，小班业务营收占比一直稳定在 80%左右，未来也将是好未来的核心业务。无论从绝对值还是占比，1 对 1 业务相对于其它两大业务，发展均较慢，可以看出其并不是好未来重点业务。1 对 1 辅导更多的是销售驱动，从市面上专注于 1 对 1 的机构来看，大多利润较低，而且线下 1 对 1 并没有规模效应。

细分科目来看，K12 课外辅导主要有语文、数学、英语三科，占比较大。龙头企业纷纷布局 K12 科目课外辅导，数学辅导科目龙头企业为好未来，英语辅导科目则为新东方在线，目前语文学科辅导领域尚不具备全国性品牌龙头，具备巨大的发展潜力和广阔的上升空间，同时也为立思辰大语文未来的快速发展营造氛围。

4. 盈利预测与估值

公司秉承“用科技和人文改变教育”的历史使命，利用科技手段打通校内校外、线上线下、国内国外的学习场景，最终实现“激发成就亿万青少年”的宏伟愿景。

在学习服务领域，公司主要业务为语文学习服务。公司具备全国领先的大语文教研体系，教学上坚持以提升学生语文学习兴趣及培育学生文学素养为核心，运营上坚持“线上+线下”的复合运营模式，业务实现快速异地复制及市场拓展。

在升学服务领域，公司业务包括高考升学服务及留学服务。高考升学服务方面，公司可提供高考志愿填报服务、自主招生服务、生涯规划服务及艺考咨询服务等。在新高考政策下，市场需求显著增加，业务规模发展迅速。留学服务方面，公司已在国内开设 30 余个分支机构，业务覆盖美国、加拿大等 20 个国家 3000 余所院校。

在智慧教育领域，公司业务包括区域教育云、智慧校园顶层设计、校本课程及核心学科应用服务等。公司智慧教育业务继续秉承将教育信息技术与教育教学深度融合的理念，进行资源整合和应用驱动，通过校本课程、核心学科应用服务等教育内容的引领，构建一个业务覆盖全国，触角伸到每个学校的教育科技服务网络。在发展 2B 业务的同时，成立了九色鹿蒙学院，以发展青少年的综合素质教育培训为载体，打造未来教育新模式，完成了 2B 业务到 2C 业务的延伸。

由于百年英才，留学 360 以及中文未来仍在对赌期内，我们预计 2019-21 年其业绩分别为 0.38 亿、0.54 亿、1.3 亿，考虑康邦科技以及总部亏损，我们预计 2019 年上市公司归母净利润为 2.3 亿元（其中大语文 1.3 亿、其他 1 亿）。

我们预计 2020-21 年净利分别为 2.9 亿、3.7 亿；对应 PE 分别为 38xpe、30xpe、23xpe。

对于立思辰大语文业绩，我们参照新东方、好未来平均估值水平，即 FY19 年 53xpe，对应市值 69 亿元；对于立思辰其他业务及利润，我们参考 A 股教育板块平均估值，即 FY19 年 30xpe，对应市值 30 亿元；综上，立思辰目标市值约 99 亿元，当前股本 8.68 亿股对应 11.4 元/股。

表 5：对于立思辰大语文业绩，我们参照新东方、好未来平均估值水平，即 FY19 年 53xpe，对应市值 69 亿元

市值（截至 20190701，亿人民币）		PE	
		2019	2020
新东方	1028	45	38
好未来	1512	61	39
平均		53	38.5

资料来源：wind，天风证券研究所

表 6：对于立思辰其他业务及利润，我们参考 A 股教育板块平均估值，即 FY19 年 30xpe，对应市值 30 亿元

		PE	
上市公司	当前市值（亿人民币）	19E	20E
盛通股份	33.20	22.13	17.47
昂立教育	67.60	39.76	32.19
科斯伍德	24.69	27.44	21.36
开元股份	39.14	21.75	16.31
世纪鼎利	36.23	22.65	19.07
东方时尚	90.43	30.14	25.12
中公教育	869.60	48.31	34.78
佳发教育	63.51	30.24	20.49
三爱富	50.91	22.13	18.85
视源股份	523.36	40.26	30.79
平均		30.48	23.64

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	605.64	394.77	199.77	253.91	323.46
应收票据及应收账款	1,077.40	696.72	1,377.93	1,199.13	2,083.84
预付账款	157.19	137.08	163.09	241.21	295.62
存货	550.73	568.48	701.03	987.13	1,087.40
其他	883.34	884.92	829.96	1,064.07	1,114.80
流动资产合计	3,274.31	2,681.97	3,271.78	3,745.44	4,905.12
长期股权投资	31.63	217.61	217.61	217.61	217.61
固定资产	282.95	250.91	236.77	222.62	208.47
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	382.22	458.65	416.61	374.57	332.53
其他	4,216.49	3,633.84	3,558.71	3,578.34	3,568.65
非流动资产合计	4,913.29	4,561.02	4,429.70	4,393.14	4,327.26
资产总计	8,254.31	7,354.03	7,768.79	8,220.27	9,319.06
短期借款	370.29	319.25	1,695.01	126.51	1,365.64
应付票据及应付账款	272.54	342.21	298.20	556.78	576.29
其他	1,297.90	2,322.31	1,173.12	3,104.03	2,257.20
流动负债合计	1,940.74	2,983.77	3,166.33	3,787.32	4,199.12
长期借款	286.40	275.03	533.19	0.00	283.83
应付债券	330.12	330.66	220.26	293.68	281.53
其他	54.84	317.66	178.88	183.79	226.78
非流动负债合计	671.36	923.35	932.32	477.47	792.14
负债合计	2,612.10	3,907.13	4,098.65	4,264.80	4,991.26
少数股东权益	159.47	148.36	152.96	154.21	157.34
股本	871.88	868.32	868.32	868.32	868.32
资本公积	3,780.74	2,957.72	2,957.72	2,957.72	2,957.72
留存收益	4,645.16	2,429.29	2,648.86	2,932.94	3,302.13
其他	(3,815.04)	(2,956.80)	(2,957.72)	(2,957.72)	(2,957.72)
股东权益合计	5,642.21	3,446.90	3,670.14	3,955.47	4,327.79
负债和股东权益总	8,254.31	7,354.03	7,768.79	8,220.27	9,319.06

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	201.29	(1,393.69)	226.62	287.05	374.37
折旧摊销	63.84	76.54	56.19	56.19	56.19
财务费用	54.89	78.52	171.89	143.76	106.46
投资损失	(66.13)	3.81	(24.32)	(24.32)	(24.32)
营运资金变动	(458.51)	877.68	(1,988.78)	1,758.76	(1,884.73)
其它	38.26	205.27	4.60	1.26	3.13
经营活动现金流	(166.36)	(151.88)	(1,553.80)	2,222.70	(1,368.91)
资本支出	259.09	(625.08)	138.78	(4.91)	(42.98)
长期投资	18.60	185.99	0.00	0.00	0.00
其他	(548.13)	125.09	(70.74)	14.86	62.31
投资活动现金流	(270.45)	(314.01)	68.04	9.94	19.32
债权融资	1,048.92	1,103.32	2,573.95	542.18	2,072.95
股权融资	(104.63)	(855.84)	(159.73)	(130.67)	(93.37)
其他	(556.03)	(10.64)	(1,123.45)	(2,590.01)	(560.44)
筹资活动现金流	388.26	236.83	1,290.77	(2,178.50)	1,419.13
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(48.54)	(229.05)	(195.00)	54.14	69.55

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,161.08	1,952.38	2,497.18	3,173.89	4,043.29
营业成本	1,277.79	1,189.70	1,521.68	1,934.04	2,463.82
营业税金及附加	18.28	18.84	21.18	28.13	36.38
营业费用	300.43	351.62	324.63	412.61	525.63
管理费用	301.44	324.97	124.86	222.17	363.90
研发费用	10,234.00	139.07	99.89	126.96	161.73
财务费用	48.68	77.57	171.89	143.76	106.46
资产减值损失	98.24	1,374.38	20.00	30.00	10.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	66.13	(3.81)	24.32	24.32	24.32
其他	(10,418.56)	(28.60)	(48.63)	(48.63)	(48.63)
营业利润	234.66	(1,491.37)	237.37	300.55	399.70
营业外收入	0.86	0.74	20.37	20.37	20.37
营业外支出	1.01	18.03	7.46	8.83	11.44
利润总额	234.51	(1,508.66)	250.29	312.09	408.64
所得税	33.22	(114.97)	19.07	23.78	31.14
净利润	201.29	(1,393.69)	231.21	288.31	377.50
少数股东损益	(1.49)	(0.85)	4.60	1.26	3.13
归属于母公司净利润	202.78	(1,392.84)	226.62	287.05	374.37
每股收益（元）	0.23	(1.60)	0.26	0.33	0.43

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	14.73%	-9.66%	27.90%	27.10%	27.39%
营业利润	-23.28%	-735.55%	-115.92%	26.62%	32.99%
归属于母公司净利润	-27.66%	-786.87%	-116.27%	26.67%	30.42%
获利能力					
毛利率	40.87%	39.06%	39.06%	39.06%	39.06%
净利率	9.38%	-71.34%	9.07%	9.04%	9.26%
ROE	3.70%	-42.23%	6.44%	7.55%	8.98%
ROIC	4.93%	-24.27%	11.35%	7.69%	13.35%
偿债能力					
资产负债率	31.65%	53.13%	52.76%	51.88%	53.56%
净负债率	7.86%	20.56%	64.69%	7.29%	40.42%
流动比率	1.72	0.94	1.05	1.01	1.19
速动比率	1.44	0.75	0.83	0.75	0.93
营运能力					
应收账款周转率	2.32	2.20	2.41	2.46	2.46
存货周转率	4.01	3.49	3.93	3.76	3.90
总资产周转率	0.27	0.25	0.33	0.40	0.46
每股指标（元）					
每股收益	0.23	-1.60	0.26	0.33	0.43
每股经营现金流	-0.19	-0.17	-1.79	2.56	-1.58
每股净资产	6.31	3.80	4.05	4.38	4.80
估值比率					
市盈率	42.22	-6.15	37.78	29.83	22.87
市净率	1.56	2.60	2.43	2.25	2.05
EV/EBITDA	33.27	-5.09	22.31	16.51	17.31
EV/EBIT	41.72	-4.83	25.37	18.60	19.23

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com