

证券研究报告
传媒行业
2020年3月15日

【方正教育】80页专题深度：在线K12课外培训的 “来路”与“归途”

分析师：姚 蕾 执业证书编号：S1220516080006

分析师：杨仁文 执业证书编号：S1220514060006

方正金融是方正集团下属的五大核心产业集团之一。

业务范围涉及证券、期货、公募基金、投行、直投、信托、财务公司、保险、商业银行、租赁等。

Founder Financial, one of the five core sectors of Founder Group.

Its business covers securities, futures, mutual fund, investment banking, direct investment, trust, corporate financing, insurance, commercial banking and leasing.

1、在线K12为何崛起？——从需求、供给、价格、技术、媒体的角度

- 从时间周期看，K12课外培训行业大约每五年诞生一个主流商业模式。通过复盘K12课外培训的商业模式演变历程，我们发现以全国人均GDP破万元的2003年为起点，线下培训经历“大班-1对1-小班”的形态演变历程，而在线教育经过早期录播、O2O、工具等探索，在通信技术和媒体演进的双重推动下，形成以直播为载体的“双师大班+互动小班+1对1”的格局。
- 从供需角度看，在线教育解决了各线市场需求升级背景下的结构性供给问题（下沉市场需求升级及一二线城市支付能力不足家庭）。目前一二线城市主流的线下K12产品采用小班模式，品牌机构每小时单价在80-130元左右，主要面向家庭年收入17.5万以上的群体，一二线城市支付能力不足的家庭的线下课外培训需求难以得到满足；而3-5线城市市场则缺少优质供给。我们估计2020年3-5线城市城镇K12在校生参培用户约为4300万，市场规模约为2600亿元，伴随3-5线城市人均GDP提升，下沉市场课外培训消费需求进一步升级和细分。供给端，传统线下教培机构因师资问题难以快速下沉，在线教育实现一二线城市优质教育资源下沉，且双师大班每小时收费主要集中在40-50元/小时价格带，仅为线下小班的1/3-1/2，互动小班收费为60元/小时，等同于部分弱二线及强三线市场线下小班收费，高于三到五线城市线下机构收费。
- 从技术角度看，直播技术的成熟为在线教育带来教学效果和商业模式的突破。
- 从媒体角度看，社交媒体及生活圈媒体的崛起给在线教育机构提供了大规模精准获客的渠道，助推其收入体量爆发。

2、在线K12如何盈利？——大班主看销售费用率、辅看毛利率，小班主看毛利率

- 收入爆发性增长的背后，盈利难题的核心是招生和续班。当前在线K12培训龙头机构收入高速增长，但大部分处于亏损状态，我们认为盈利的两个关键点在于招生和续班。
- 双师大班：盈利关键点是销售费用率（转化率、续班率、报名科次）。大班模式的优点是班容大、边际成本低、收入起量快、增长速度快，2019年占整体在线K12课后辅导市场总报名人数人数的86.2%。2020年春节疫情之下，头部公司免费用户量迅速达到千万量级；其不足在于课堂互动性较弱、产品相对同质化、进入壁垒较低、流量来源相对单一。理想状态下，大班由于高毛

利水平，OPM可达30%，但由于销售费用率较高，从单客模型的角度，用户生命周期价值LTV难以覆盖获客成本CAC，经测算，随着转化率、续班率和报名科次的提升，在报表上反映为销售费用率的下降，在线大班模式将逐步实现盈利。

- **小班：盈利关键点是毛利率（班均人数）。**线上互动小班模式（以东方优播为代表）的优点在于课堂互动强、教学体验更好、获客成本低；采用本地化教研内容针对性更强；进入壁垒较高，需要大规模培养和管理老师的能力和经历，以及较强的企业文化；其缺点在于产能受师资供给限制、新进入城市需进行本地化教研适配、早期需控制班均提升服务和效果发酵口碑，因此发展早期增速相对大班和1对1较慢，但模式跑通后期爆发力强。以班级为单位进行测算，假设满班人数25人、教师薪酬160元/小时，班均人数10/15/20/25人对应毛利率分别为32%/49%/58%/64%，随着班均人数的提升和教师薪酬的下降，报表上将体现为毛利润率的改善，稳态利润率趋近或略高于线下小班。

3、投资建议：我们复盘线下K12商业模式发现，在过去的十几年里，大致以五年为一个周期，线下大班-线下1对1-线下小班-在线大班和1对1依次进入爆发增长期，预计到2023年前后，线上小班可能迎来黄金时代。我们认为在线K12的大班和小班商业模式具备盈利条件，在下沉市场课外培训供需不平衡和消费升级的背景下，我们持续看好在线教育的发展潜力，首推在线小班、其次看好以名师为基础的在线大班，推荐立思辰、新东方在线，建议关注好未来、跟谁学、有道。

- **新东方在线：**新东方集团旗下在线教育平台、在线课外辅导及备考龙头机构，截至FY20H1公司K12业务营收占比23%，预计未来将进一步提升，旗下K12产品分为双师大班和东方优播小班两条业务线，大班业务成立“新东方在线中小学”品牌，处于基础设施投入和加速扩张阶段，未来有较大增长潜力；东方优播小班业务高速增长，截至2019年11月末已进入128个城市，我们估计东方优播收入空间达250亿。
- **立思辰：**大语文培训赛道龙头，拥有顶尖IP+教研+师资。线下业务处于高速扩张期，我们估计截至19年末教学中心数量达到400个左右；2020年2月全新推出线上6人班，名师模式为未来在线发展奠定强大基础。公司拟定增募集15.3亿元，总裁窦昕认购3.5

亿元，持股比例增至10%，募集资金将用于大语文内容和在线技术升级、优化资产负债表结构。

- **好未来：**K12课外培训龙头、线上直播先行者和领导者，2011年于美国上市，上市至今营收复合增速48%，线下教学网点覆盖70个城市。截至FY20Q3线上业务（学而思网校+培优在线）营收占比约26%。学而思网校是在线大班头部品牌，FY20前三季度营收近30亿元。
- **跟谁学：**在线大班头部品牌，2014年由新东方前执行总裁陈向东创立，团队具有教育+互联网背景，2017年转型在线直播大班模式后高速发展，依靠大班额+名师战略、精细化运营获客，成功实现规模化盈利，2019年实现营收21亿，K12业务占比超过80%，净利润1.9亿。
- **有道：**网易旗下的智能学习公司，截至2019H1月均活跃用户达1.5亿，于2014年进军在线教育，2018年提出ALL in K12后依靠大用户量产品矩阵导流+名师大班战略实现快速发展，2019年K12业务付费人次35.9万，YOY+185%。

风险提示：宏观经济风险、政策风险、公共卫生事件风险、出生人数不达预期风险、市场竞争加剧导致获客成本上升风险、行业估值中枢下移风险、核心人员离职风险等。

重点公司盈利预测

股票简称	股票代码	货币单位	收盘价	EPS		PE		PS	
				2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
新东方在线	1797. HK	港元	29.25	-0.15	-0.17	-	-	22.3	16.1
立思辰	300010. SZ	人民币	17.59	0.27	0.46	65.1	38.2	11.6	7.4
好未来	TAL. N	美元	52.59	0.10	0.84	552.0	62.9	8.9	6.3
跟谁学	GSX. N	美元	39.19	0.39	0.73	99.3	53.8	10.4	6.1
有道	DAO. N	美元	19.69	-0.89	-0.17	-	-	5.5	3.1

注1：新东方在线、立思辰盈利预测依据方正证券此前研报，好未来、跟谁学、有道盈利预测依据彭博一致预期。

注2：新东方在线会计年结日为5月31日，好未来为2月28日，其余为12月31日。

注3：新东方在线的EPS单位为人民币元。

一、复盘在线K12崛起——从供给、需求、价格、技术、媒体的角度	6
K12课外培训商业模式复盘.....	7
需求：低线城市消费升级.....	8
供给：线下龙头难以下沉.....	12
价格：解锁下沉市场的关键.....	14
技术：带来在线教育的飞跃.....	16
媒体：精准触达每一名用户.....	17
二、在线K12课外培训的商业模式和两个关键点	18
商业模式：大班和小班.....	19
盈利关键：招生与续费.....	23
大班盈利关键点是销售费率.....	25
小班盈利关键点是毛利润率.....	27
三、相关标的	28
新东方在线（1797.HK）.....	29
立思辰（300010.SZ）.....	38
好未来（TAL.N）.....	44
跟谁学（GSX.N）.....	52
有道（DAO.N）.....	63

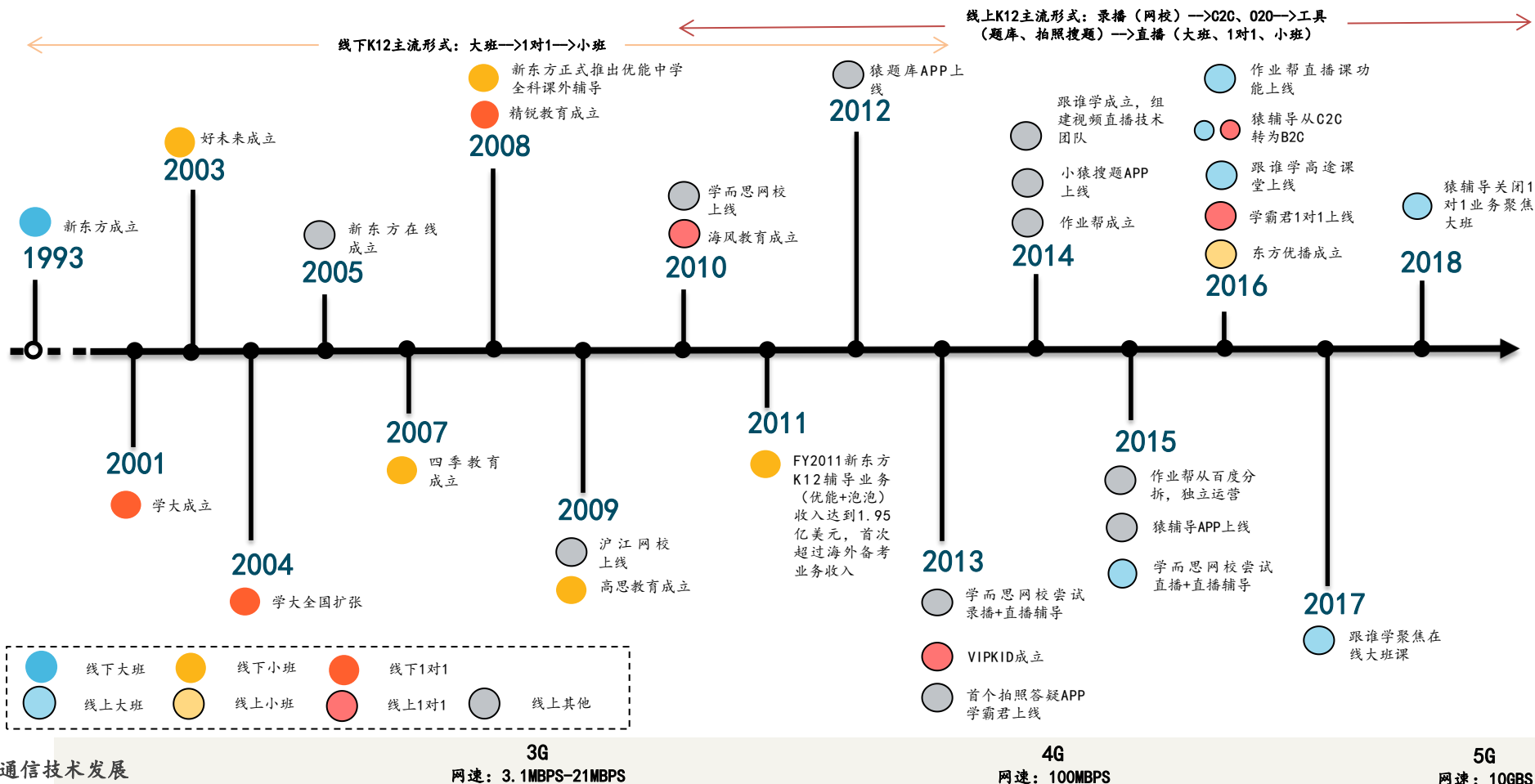
一、复盘在线K12崛起——从供给、需求、价格、技术、媒体的角度

- K12课外培训商业模式复盘
- 需求：低线城市消费升级
- 供给：线下龙头难以下沉
- 价格：解锁下沉市场的关键
- 技术：带来在线教育的飞跃
- 媒体：精准触达每一名用户

K12课外培训商业模式复盘

- **线下K12培训**：随着人均GDP的提高，用户对个性化服务的需求提升，大班形式演变为更具针对性的1对1和小班，线下大班逐渐退出历史舞台。
- **线上K12培训**：4G网络的出现带来移动互联网的飞速发展，在线教育经历了录播课、O2O、C2C等模式的探索，逐渐回归体验导向和结果导向，在直播技术日益成熟的背景下，**在线大班/1对1/小班直播**成为当前K12课外培训最为主流的商业模式。

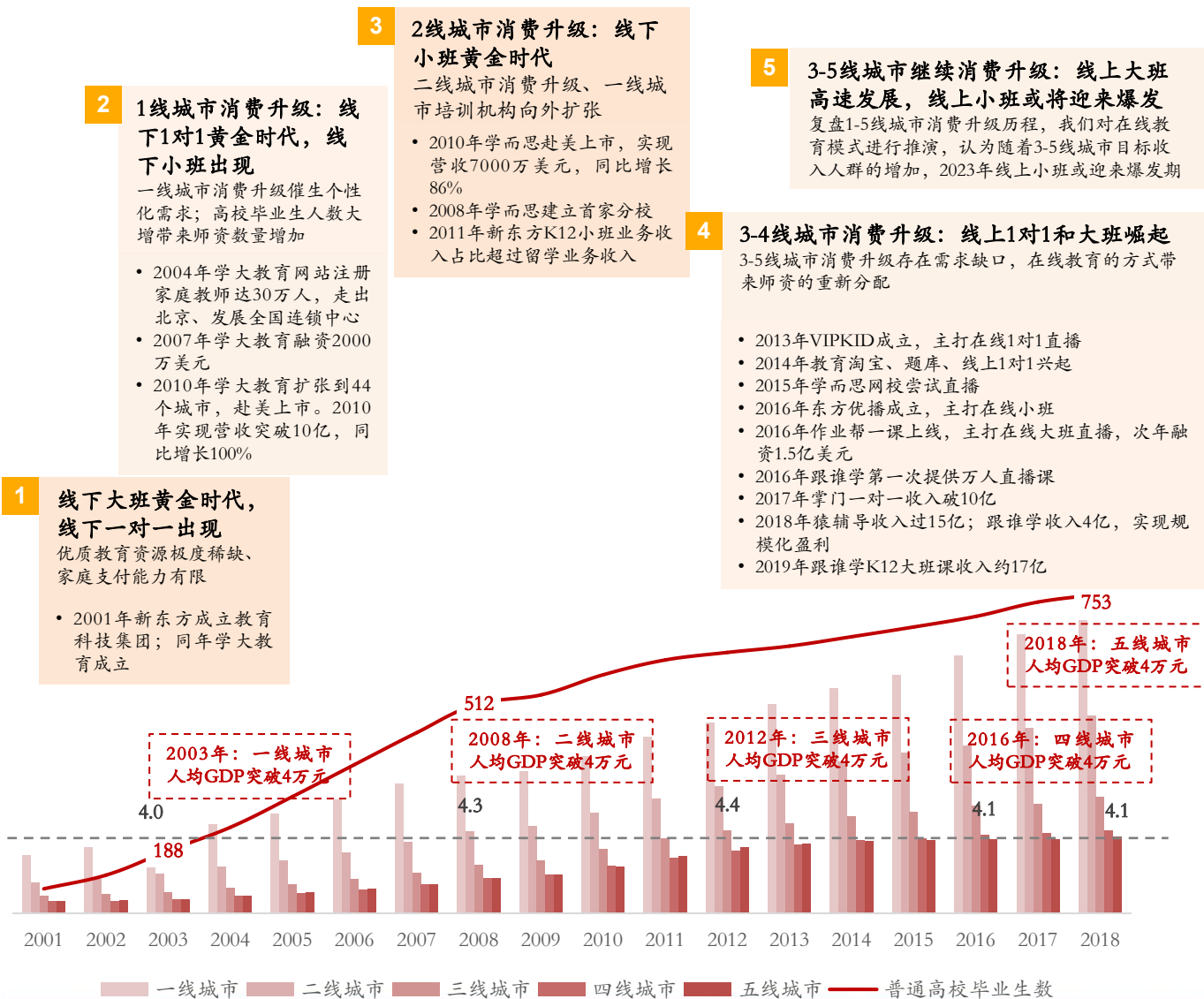
图表1：K12课外培训主流商业模式随着通信技术和媒介形态的发展而变迁



需求端：低线城市消费升级，课外培训需求强劲

图表2：2001-2018各线城市人均GDP（万元）和高等学校毕业生人数（万人）

- 复盘：2003-2018, 1-5线城市消费升级
- 2003年以前，全国人均GDP不到1万元，家庭支付能力有限、优质师资匮乏，质优价廉的大班课非常受欢迎，新东方1993年创办，依靠线下大班从北京的一所培训学校发展成为“新东方教育科技集团”。
- 2004年一线城市的平均人均GDP达到4万，加上1999年高考扩招4年后大学毕业生大幅增加，线下一对一、小班课开始发展，代表公司分别是学大和学而思。
- 2008年二线城市人均GDP突破4万，1对1和小班快速发展。学大07年获鼎晖投资，10年上市。11年新东方K12收入超过留学。
- 2012年三线城市人均GDP突破4万，线下小班继续大发展，2013年在线教育起步。
- 2016年四线城市人均GDP突破4万，在线大班和1对1的发展引人瞩目，16年跟谁学高途课堂孵化，17年全面聚焦大班直播。16年VIPKID收入破10亿，17年掌门1对1收入破10亿。
- 2018年五线城市人均GDP突破4万，18年猿辅导收入15亿，FY19学而思网校收入破20亿；2019年跟谁学K12收入近17亿。
- 推演：大班继续快速成长，2023年线上小班迎来黄金时代？



需求端：低线城市消费升级，课外培训需求强劲

- 预计到2024年全国K12在校生人数达到2.08亿：2018年全国K12阶段在校生（不含中职）约为1.74亿，由于2019-2024年入学儿童对应出生年份约为2012-2017年，为出生人口数相对较高的年份，经测算，我们预计到2024年全国K12在校生人数将以3%的复合增速达到约2.08亿。

测算方式如下：

第N年K12在校生人数

等于：

第N-1年K12在校生人数

加：第N年小学招生人数（约等于第N-7年出生人数）

减：第N年普通高中毕业生人数（约等于第N-3年普通高中招生人数）

减：初中毕业后不再升入高中阶段的学生数（假设固定为300万）

图表3：全国K12在校生人数测算

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
基础数据																					
出生人数（万人）	1593	1617	1584	1594	1608	1615	1588	1604	1635	1640	1687	1655	1786	1723	1523	1465					
在校生人数：																					
小学（万人）	11246	10864	10712	10564	10332	10072	9941	9926	9696	9361	9451	9692	9913	10094	10339						
初中（万人）	6475	6172	5937	5721	5574	5434	5276	5064	4763	4439	4384	4311	4329	4442	4653						
普通高中（万人）	2220	2409	2515	2522	2476	2434	2427	2455	2467	2436	2401	2374	2367	2375	2375						
假设数据																					
普通高中招生人数（万人）	822	878	871	840	837	830	836	851	845	823	797	797	803	800	793	840	852	835	840	847	851
高中入学率																53%	53%	53%	53%	53%	53%
初中毕业后不再升学的学生（万人）	7673	6676	5329	4202	2854	1489	1087	1317	1253	1075	416	564	588	277	334	330	330	330	330	330	330
K12在校生人数（万人）	19942	19445	19163	18807	18382	17939	17644	17445	16926	16235	16235	16378	16609	16910	17367	17899	18439	19034	19549	20183	20771
YOY		-2%	-1%	-2%	-2%	-2%	-2%	-1%	-3%	-4%	0%	1%	1%	2%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%

注1：红色代表假设值，蓝色代表估计值，下同；注2：定义“2019年普通高中入学率=当年普通高中招生人数/15年前出生人数”，假设2020-2024年这一比例保持不变

需求端：低线城市消费升级，课外培训需求强劲

- **2020年全国K12课外培训市场规模约7200亿**：我们参考2017年中国教育财政家庭调查对全国K12在校生校外培训参培率和生均支出调查的结果对全国及下沉市场K12课外培训市场规模进行估算，假设2017年全国课外培训生均支出为2800元，对应市场规模约4700亿，若2017年全国课外培训参培率约50%，则对应参培学生的客单价为5600元；随着课外培训参培率的提升和课外辅导客单价的提升，估计2020年市场规模约为7219亿元。
- **3-5线城市K12在校生约占全国的76%，2020年市场规模约3600亿**：我们整理了2017年全国地级以上城市的普通小学、初中、高中在校生人数，估计2017年3-5线城市在校生约为1.29亿，假设生均支出约1800元，对应市场规模约2300亿，随着客单价和参培率的提升，估计2020年3-5线城市K12课外培训市场规模约为3600亿，占全国的49%。

图表4：K12校外培训市场规模预测（全国及3-5线城市）

	指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
全国	K12在校生数（亿人，不含中职）	1.69	1.74	1.79	1.84	1.90	1.95	2.02	2.08
	YOY	2%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
	参培人数（亿人）	0.85	0.89	0.93	0.98	1.03	1.08	1.13	1.18
	参培率（含农村）	50%	51%	52%	53%	54%	55%	56%	57%
	YOY		5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
	客单价（元）	5600	6275	6839	7386	7977	8615	9305	10049
	YOY		12%	9%	8%	8%	8%	8%	8%
	K12课外培训市场规模（亿元）	4735	5558	6366	7219	8199	9263	10517	11898
	YOY	13%	17%	15%	13%	14%	13%	14%	13%
	生均支出（元，平摊，不考虑是否参培）	2800	3200	3556	3915	4308	4738	5211	5728
YOY	11%	14%	11%	10%	10%	10%	10%	10%	
3-5线城市	K12在校生数（亿人，不含中职）	1.29	1.33	1.37	1.41	1.45	1.49	1.54	1.59
	YOY		3%	3%	3%	3%	2%	2%	2%
	占全国%	76%	76%	76%	76%	76%	76%	76%	76%
	参培人数（亿人）	0.58	0.61	0.64	0.68	0.71	0.75	0.79	0.83
	参培率（含农村）	45%	46%	47%	48%	49%	50%	51%	52%
	YOY		5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
	占全国%	69%	69%	69%	69%	69%	69%	70%	70%
	客单价（元）	4000	4472	4875	5264	5686	6141	6632	7162
	YOY		12%	9%	8%	8%	8%	8%	8%
	K12课外培训市场规模（亿元）	2326	2731	3134	3561	4053	4587	5217	5913
	YOY		17%	15%	14%	14%	13%	14%	13%
	占全国%	49%	49%	49%	49%	49%	50%	50%	50%
	生均支出（元，平摊，不考虑是否参培）	1800	2057	2291	2527	2786	3070	3382	3724
YOY		14%	11%	10%	10%	10%	10%	10%	

注1：本文所提及的“3-5线城市”指第一财经《2019城市商业魅力排行榜》中288个3-5线城市；注2：中国教育财政家庭调查（CIEFR-HS2017）是国内首个专门针对家庭教育支出的全国家庭调查

需求端：低线城市消费升级，课外培训需求强劲

- **3-5线城市城镇居民是推动下沉市场消费升级的主力军：**我们认为现阶段3-5线城市的城镇居民是下沉市场消费升级的主力军，假设2017年3-5线城市城镇化率约为50%，K12在校生人数约为6500万，此后随着城镇化率逐年提升，3-5线城市城镇地区K12在校生人数以高于全国平均的速度增长，估计2020年在校生人数约为8400万，占全国的44%，参培人数约4700万，参培率约56%，客单价约6600元，市场规模约3100亿，占全国的38%（2017年约为33%，预计到2024年达到40%）。

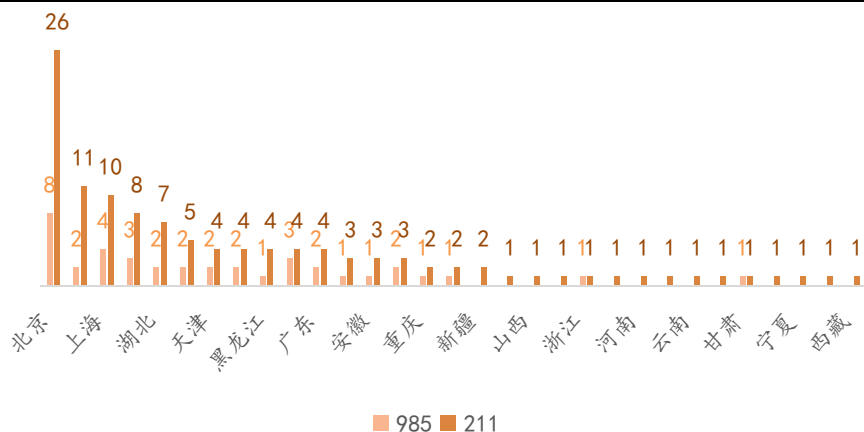
图表5：K12校外培训市场规模预测（3-5线城市城镇地区）

地域范围	指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
3-5线城市城镇居民	K12在校生数（亿人，不含中职）	0.65	0.69	0.74	0.79	0.84	0.90	0.94	0.98
	YOY		7%	7%	7%	7%	6%	5%	5%
	占全国%	38%	40%	41%	43%	44%	46%	47%	47%
	3-5线地级市城镇化率	50%	52%	54%	56%	58%	60%	61%	62%
	参培人数（亿人）	0.34	0.37	0.40	0.43	0.47	0.51	0.55	0.58
	参培率（不含农村）	52%	53%	54%	55%	56%	57%	58%	59%
	YOY		9%	9%	9%	9%	8%	7%	6%
	占全国%	40%	41%	43%	44%	46%	48%	48%	49%
	客单价（元）	4615	5175	5641	6092	6580	7106	7674	8288
	YOY		12%	9%	8%	8%	8%	8%	8%
	K12课外培训市场规模（亿元）	1551	1893	2250	2644	3109	3631	4189	4813
	YOY		22%	19%	18%	18%	17%	15%	15%
	占全国%	33%	34%	35%	37%	38%	39%	40%	40%
	生均支出（元，平摊，不考虑是否参培）	2400	2743	3046	3351	3685	4050	4451	4890
	YOY		14%	11%	10%	10%	10%	10%	10%

供给端：传统龙头难以下沉，师资供给是最大瓶颈

- 下沉市场优质教育资源供给不足，师资供给是最大瓶颈：中国的3-5线城市共计288个，占全国377个地级以上城市的68%。从师资供给的角度来看，3-5线城市因为经济发展水平、岗位数量、城市文化环境等因素，对人才的吸引力较弱，麦可思2019年就业蓝皮书显示，2018届本科毕业生中在全国19个一线城市和新一线城市就业的比例达到47%，在北京、上海就业的本科毕业生中外省籍达到85%和80%。从校内师资学历情况来看，2018年北京、上海普通高中专任教师中研究生学历占比达到30%、24%，而河北、江西等18个省份这一比例则不足10%。

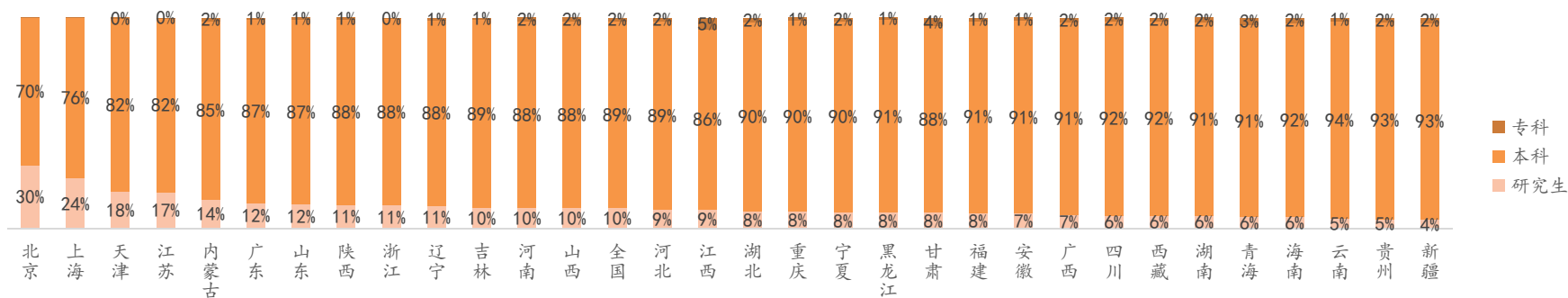
图表6：全国各省级行政区985、211学校分布情况



图表7：2016、2018届本科生毕业半年后就业城市情况

城市线级	2016届	2018届
一线城市	24%	21%
新一线城市	23%	26%
其他城市	53%	53%

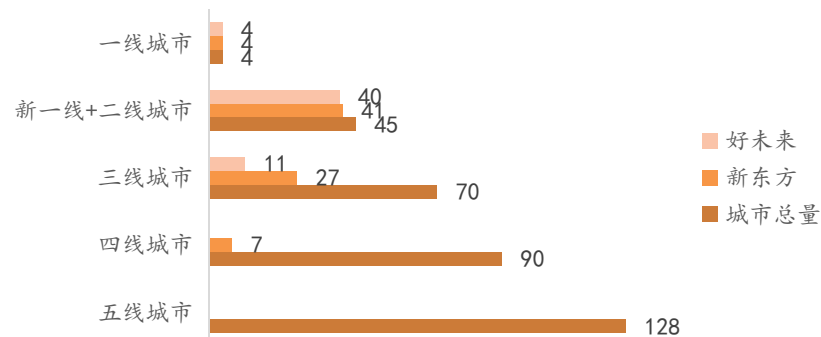
图表8：2018年普通高中专任教师学历情况



供给端：传统龙头难以下沉，师资供给是最大瓶颈

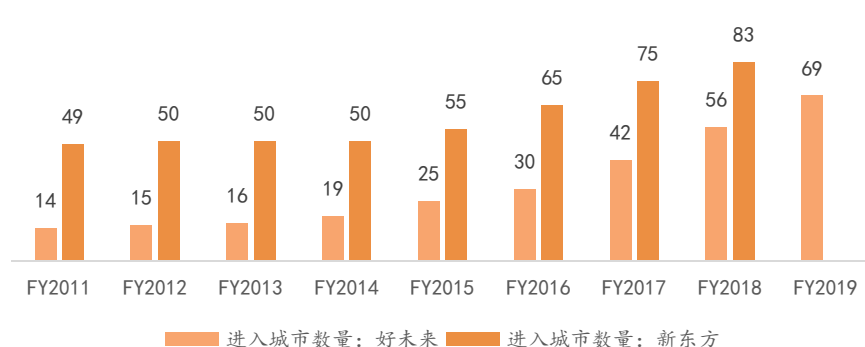
➢ 截至FY2019期末，新东方成立26年只进入了27个三线城市、7个四线城市、2个县城；好未来只下沉到3线城市（进入11个），4、5线城市均未涉及，师资供给不足是主要原因之一。好未来和新东方对于教师招聘的学历要求一般为本科及以上或在读研究生，薪资和福利较好；相比之下，低线城市教育机构对教师招聘的学历要求一般仅为专科及以上。

图表9：截至FY19期末新东方和好未来在线下进入的各线城市数量



注：不含香港和2个县级行政区

图表10：新东方、好未来布点历程



注：不含好未来美国硅谷校区

图表11：全国性龙头机构和低线城市本地机构的教师招聘要求

新东方北京初中英语老师招聘要求	好未来上海中小学英语老师招聘要求	湖北孝感某机构线下主科老师招聘要求	福建晋江某机构线下英语老师招聘要求
<p>中学教师-初中英语</p> <p>中小学考试方向</p> <p>职位描述</p> <p>任职条件:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1、教育背景: 本科及以上学历; 或相关专业在读研究生; 2、经验: 熟悉相关考试内容, 具备扎实的专业知识与技能, 有授课经验者优先; 3、能力素质: 具备语言表达能力和沟通能力, 有团队合作精神, 有责任心; 4、工作时间: 能保证每年一、二、七、八月份周末全天时间。 	<p>任职资格:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1、教育背景: 本科及以上学历; 2、教师仪容: 符合教师仪容仪表, 成熟稳重, 得体大方; 3、专业技能: 普通话标准, 专业功底深厚, 对考点把握准确到位, 有各英语证书者优先; 4、工作经验: 有教学相关经验 (尤其是毕业班教学经验) 者或有丰富竞赛经验者优先; 5、素质能力: 有责任心, 热爱教育教学事业, 能够激发学生的学习兴趣; 有创新意识和团队合作精神; 6、企业文化: 理解并认同智联的企业文化, 确保不在竞争性或相似的机构和学校担任相同内容的授课任务。 	<p>职位详情</p> <p>语数外老师</p> <p>【岗位职责】:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1、授课, 负责各学科教育、教学研究, 以及试卷出题、 2、为学生定期出阶段测试卷, 组织测试活动, 批改并做 3、与本学科组内教师进行教育、教学研究, 集中备课; 4、与学生建立良好的师生关系, 帮助学生树立正确的学 5、完成教学部门主任安排的其他任务; <p>【任职要求】:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1、大专及以上学历, 有对应学科的教师资格证书; 2、有教学经验者优先考虑 3、熟练掌握办公软件和互联网的使用技巧; 4、具备教育心理学知识, 较强的授课能力; 5、具有较强的亲和力, 讲课生动活泼, 知识面宽广; 6、热爱教育事业, 工作积极主动, 责任心强; 	<p>英语老师-晋江校区</p> <p>4-8k·12薪</p> <p>泉州-晋江</p> <p>1个月前</p> <p>任职要求:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1、大学专科及以上学历; (英语专业、教育专业, 有相关工作经验或海外留学经验者优先), 欢迎优秀英语专业应届生加入。 2、口语标准, 地道; 较强的读写能力; 3、热爱英语教育事业; 4、乐于接受全新的教育理念和教学模式; 5、能够适应晚上下班。

价格：产品价格带细分，在线教育解锁下沉市场

- 中国教育培训市场规模庞大且有明显的分层性，不同消费水平的家庭可负担的教育支出差异巨大。据LEK咨询测算，中国富裕家庭为一个孩子在K12阶段投入的教育总花费约100-150万元，平均每年约10万元。中国教育财政科学研究所（2017）在全国范围的调查数据显示，一线/二线/其他县市校外培训生均支出为7781/4863/2395元/年。
- 在线教育尤其是在线班课的普及满足了一二线城市支付能力不足的家庭以及下沉市场头部家庭在课外培训上的需要。

图表12：线下和线上K12课外培训不同产品对应的家庭年收入测算

线下			线上		
对应班型	单科价格	对应家庭年收入测算	对应班型	单科价格	对应家庭年收入测算
1对1	>300元/小时 >3万元/年	>75万元/年	1对1	150-200元/小时 1.5-2万元/年	37.5-50万元/年
小班 (一线城市品牌机构)	100-130元/小时 1-1.2万元/年	25-30万元/年	小班	60-75元/小时 0.6-0.75万元/年	15-19万元/年
小班 (二线城市品牌机构)	70-80元/小时 0.7-0.8万元/年	17.5-20万元/年			
小班 (低线城市小机构或个人)	约40元/小时 0.4万元/年	10万元/年	大班	40-50元/小时 0.35万元/年	10-12.5万元/年

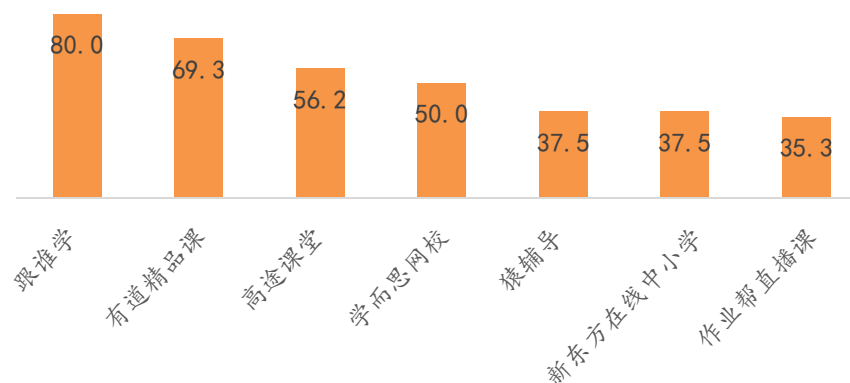
注：科目全年总价=单科小时单价*50*2（假设每周每科补习2小时，全年补习50周）；对应家庭年收入=单科全年总价*2/8%（假设平均补习2科，辅导费占家庭收入的8%）

图表13：2017年全国各级各地域学生校外培训生均支出（元）

学段	全部	东部	东北部	中部	西部	农村	城镇	一线城市	二线城市	其他县市
小学	2537	3438	3395	1909	1773	411	3635	7896	4541	2336
初中	2754	3700	4805	2137	1555	422	3780	9287	4346	2672
高中	3015	3853	5602	1939	2169	439	3793	6143	6073	2233
全部	2697	3592	4357	1970	1806	419	3710	7781	4863	2395

注：生均支出为全部K12在校生分摊金额，不考虑是否参培

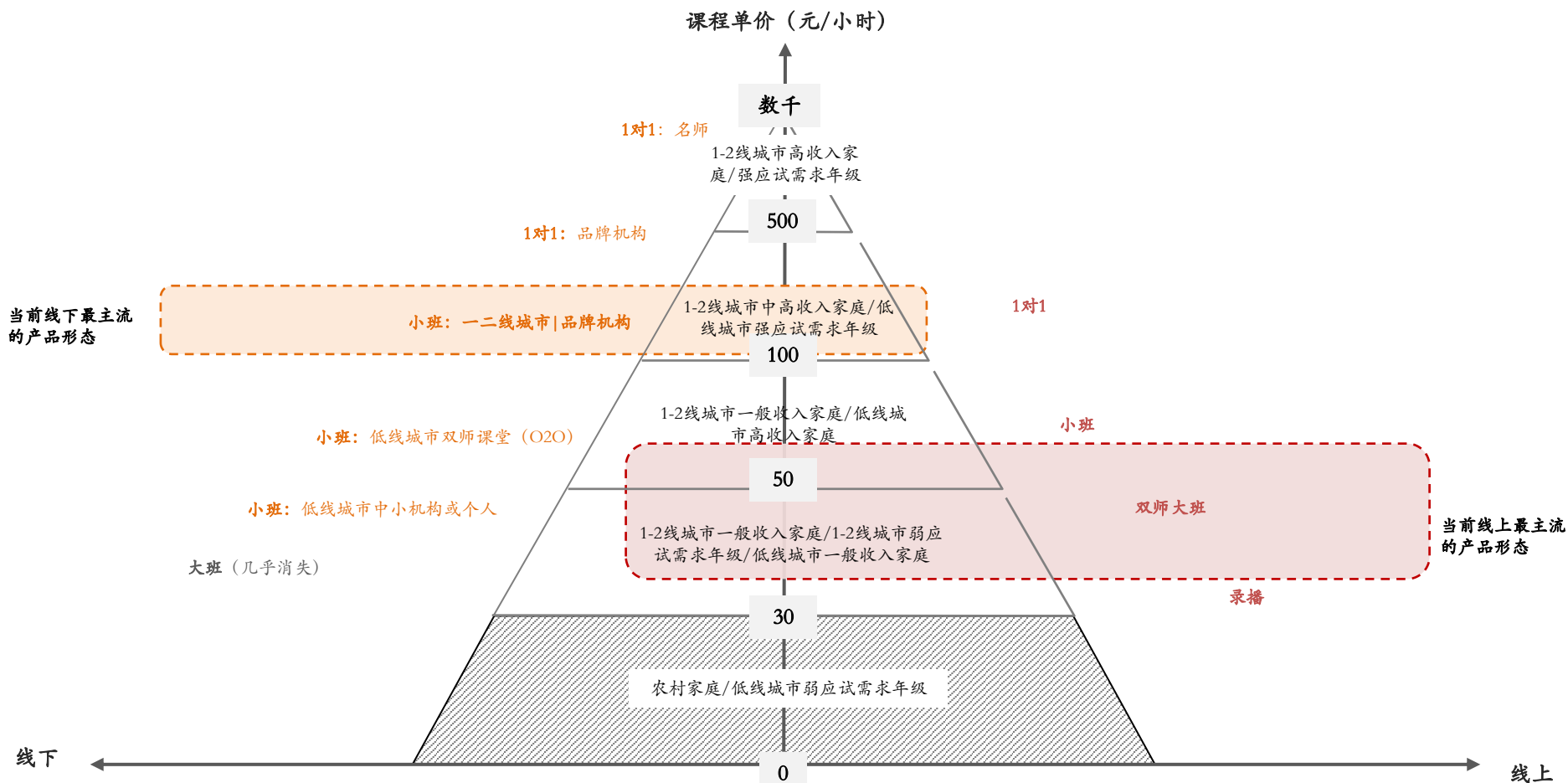
图表14：大班课程价格比较，以初二英语春季同步课为例（元/小时）



价格：产品价格带细分，在线教育解锁下沉市场

- 随着人均GDP的增长，K12课外培训出现价格带的细分以满足不同消费水平用户群体的需求。以同等班型来比较，线下教育每小时单价是线上的1.5倍以上；从主流产品形态来看，线下主流产品（线下小班）价格是线上主流产品（双师大班）的2-3倍。在线教育尤其是在线班课的普及满足了一二线城市支付能力不足的家庭以及下沉市场相对头部家庭的需要。

图表15：线下和线上K12课外培训产品价格带

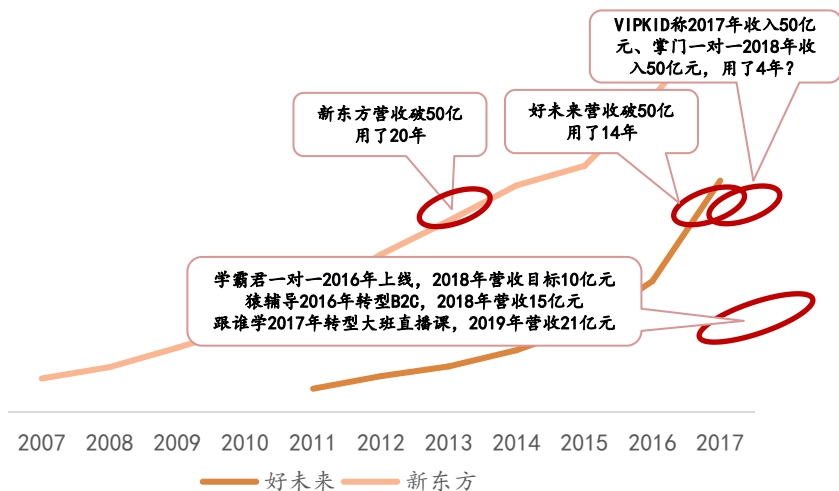


注：主流产品形态指用户数量最多的产品类型，据弗若斯特沙利文估计，线上大班形式在中国的在线K12课后辅导市场中占总报名学生人数的86.2%

- 从录播到直播，在线教育完成了从教学体验到商业模式的飞跃：
- 2013年12月，工信部向电信运营商发放4G牌照，2014年翼鸥（EEO）成立、次年推出在线教室技术解决方案ClassIn；2014年跟谁学成立直播技术团队，2015年学而思网校首次尝试直播课，2016年直播行业爆发，作业帮上线直播课产品、东方优播成立并确立在线互动小班的商业模式。直播技术应用到在线教育领域后，迅速渗透教育培训各个阶段，随之诞生了一批领先的教育培训产品。
- 录播、题库、拍照搜题形式的在线教育缺乏互动、缺乏对学习过程的管理、无法对教学效果负责，本质上与教材教辅的区别不大，因而客单价低、壁垒低、粘性弱，而直播尤其是互动直播的出现从根本上改变了在线教育的模式，使之成为“教学练测评”全环节服务的教育培训产品。
- 直播技术还打破了地域壁垒，破解了师资无法下沉的难题，在线大班和1对1借助直播模式快速崛起，收入高速增长。

图表16：在线教育收入高速增长

新东方、好未来收入达到50亿分别用了20年、14年；VIPKID和掌门一对一只用了4年？



注1：好未来财年于2月底、新东方为5月底
注2：VIPKID2017年调高营收目标至50亿，资料来源为36氪 <https://36kr.com/newsflashes/74218>
注3：掌门一对一营收50亿元，资料来源为芥末堆 <https://www.jiemodui.com/N/104383>
注4：学霸君一对一2018年营收目标10亿元，资料来源为芥末堆 <https://www.jiemodui.com/N/90695.html>
注5：猿辅导2018年营收15亿元，资料来源为36氪 <https://36kr.com/p/5168892>

图表17：直播渗透教育培训各阶段



媒体：社交及生活圈媒体时代，广告投放成为重要获客手段

- 线下K12课外培训三个特点——面向的用户群体主要集中在“三公里生活圈”（单个门店对应的目标用户群体小）、复购率高（用户生命周期长、与教师有情感粘性）、口碑易扩散（羊群效应，老带新）——决定了大范围、不精准的广告投放收益远不及提高教学服务质量、扩大口碑收益高。加之传统媒体时代和门户网站及搜索引擎时代，广告投放成本极高，因此线下培训很少采用投放广告的方式获客。
- 在线教育诞生于移动互联网时代，社交和生活圈媒体的崛起为其提供了低门槛、高精度度的营销手段，解决了在线教育面向全国招生、口碑不易扩散的难点。

图表18：教育行业广告投放渠道变化



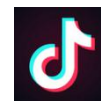
传统媒体时代

很少看到教育行业广告
传统媒体无法精准获取用户
投放成本极高



搜索及门户时代

较少看到教育行业广告
因为流量有限，价格高企
只有高毛利企业才能负担



社交及生活圈媒体时代

投放门槛低，流量更加精准
转化率高，价格相对合理
在线教育公司大量投放

唐国强蓝翔技校电视广告



达内科技百度搜索广告

达内设计培训 达内与Adobe联合推出的UI设计培训

高薪设计课程 免费试学14天

ui.tedu.cn 2018-09 - 评价 - 广告

达内平面UI设计培训周末班——专为上研族设计

平面设计培训周末班达内，专为上班族研发的平面设计班，业余时间上课达内平面设计培训周末班，Adobe官方认证网络课程，名师出高徒，高徒拿高薪！

ui.tedu.cn 2018-09 - 评价 - 广告

学而思网校朋友圈广告

学而思网校双师直播课
像看动画片一样学数学
孩子坐得住，喜欢学
10天趣味动画数学课
50元抢先报名

了解更多

二、在线K12课外培训的商业模式和两个关键点

- 商业模式：大班和小班
- 盈利关键：招生与续费
- 大班盈利关键点是销售费率（转化率、续班率、报名科次）
- 小班盈利关键点是毛利润率（班均人数）

商业模式：双师大班和小班为主流模式

- 目前在线教育主流解决方案包括在线大班、在线小班、在线1对1、双师课堂等。

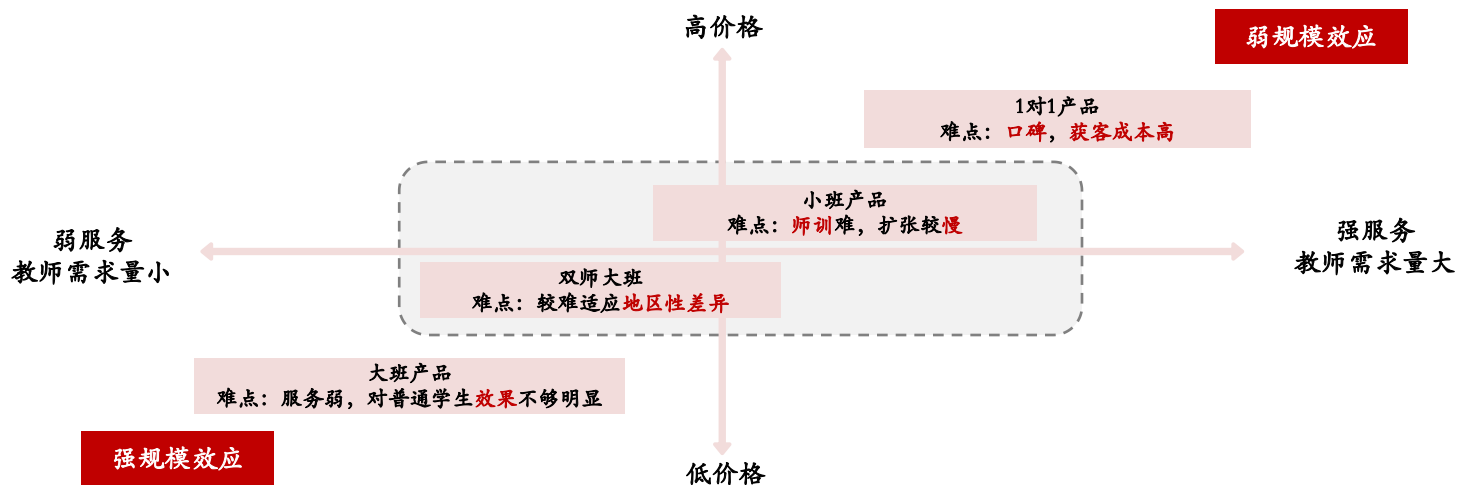
图表19：线上课外培训产品主流形态比较——授课模式、代表机构、单价

班型	授课模式	示例	代表性机构	单价	
大班	一名老师面向超过100名学生（最多可达万人）单向直播教学，并将学生分为30-50人一个班，每班配置一名辅导老师做服务（答疑、作业批改等）。		学而思网校（好未来） 猿辅导 作业帮 高途课堂（跟谁学） 新东方中小学（新东方在线）	学而思网校 猿辅导 作业帮 跟谁学 高途 新东方中小学	35-80元/小时
小班	一名老师面向不超过30名学生直播互动教学，互动性和针对性比大班更强。		东方优播 （新东方在线）	东方优播	60-75元/小时
1对1	一名老师面向一名学生直播互动教学，为学生提供个性化辅导，互动性和针对性最强。		掌门1对1 学霸君1对1	掌门1对1 学霸君	150-200元/小时

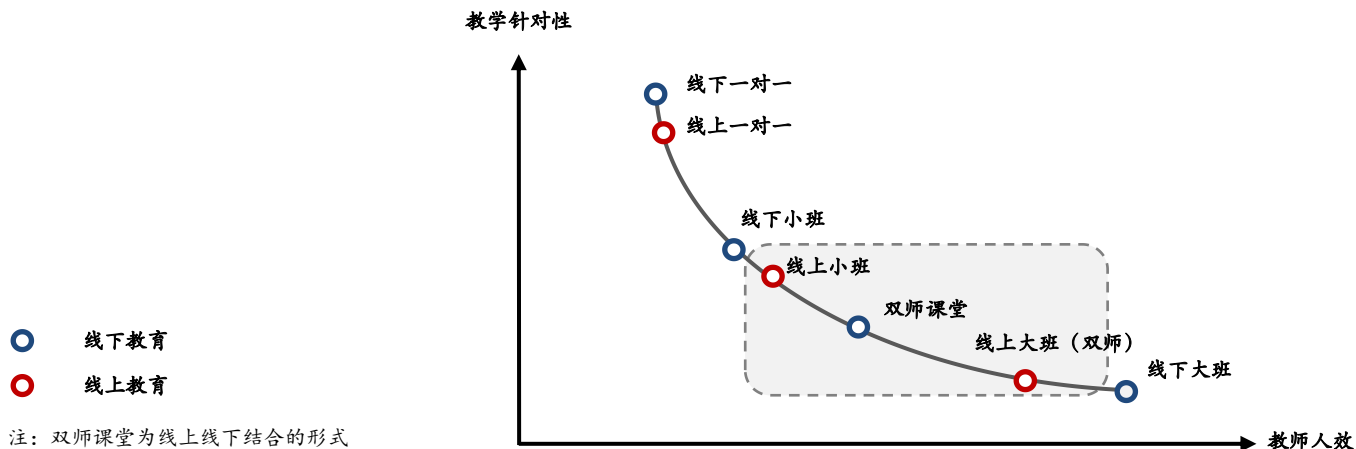
商业模式：双师大班和小班为主流模式

- 在纯线上解决方案中，线上大班（双师）和线上小班较好地平衡了教学针对性和教师供给，逐渐发展为较为主流的形态。
- 1对1模式起量快、在升学年级较为刚需，但因流量成本较高，容易带来规模不经济的问题，现阶段实现规模化盈利较为困难。

图表20：课外培训产品主流形态比较——供给、运营难点、规模效应



图表21：课外培训产品主流形态比较——人效、体验

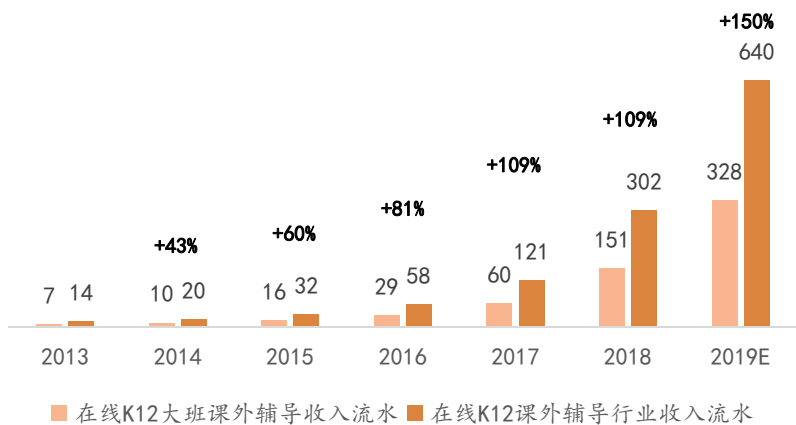


商业模式：双师大班和小班为主流模式

● 双师大班模式

- **优点：**名师+大班+辅导，班容大、边际成本低、收入起量快、增长速度快。
- 从整个行业来看，据弗若斯特沙利文估计，在线K12大班市场规模2013-2018年复合增速为86.5%，大班模式占整个在线K12课后辅导市场中总报名学生人数的86.2%，占收入流水的50%。
- 从头部机构的招生体量来看，2019年学而思网校、作业帮、猿辅导招生人次已经达到百万量级，2020年春节疫情之下，各大头部平台的免费用户量超过千万。
- **缺点：**课堂互动性较弱、产品相对同质化、进入壁垒较低、流量来源相对单一。
- **用户群体：**一二线城市中低消费水平或非应试刚需年级，三四五线城市家庭。

图表22：在线K12及大班课外辅导市场规模及增速（亿元）



图表23：在线K12大班头部机构2019年招生数据

机构	19年招生体量	20年春季免费课招生体量
新东方在线中小学	K12总招生量（含小班）	超过1000万
学而思网校	2019年Q1-Q3平均单季度正价课付费人次超过90万	未公布
作业帮	截至2019.10.20，秋季学期在读人次规模超过97万（正价，已去除退费），同增400%+	3000万（截至2020.2.26）
猿辅导	2019年暑期促销课超过100万人次	2000万（截至2020.2.15）
跟谁学	2019年暑期促销课约50万人	1500万

● 小班模式（以东方优播为代表）

- **优点：**课堂互动强，授课老师同时也是辅导老师，教学体验更好；采用本地化教研内容针对性更强；进入壁垒较高，需要大规模管理老师的能力和经历、较强的企业文化把控。
- **缺点：**采用线下招生模式、产能受师资供给限制，新进入城市需进行本地化教研适配、早期需控制班均人数提升服务和效果发酵口碑，因此发展早期增速相对大班和1对1较慢，但模式跑通后期爆发力强。
- **用户群体：**三到五线城市高收入或强应试需求群体。

图表24：东方优播模式特点

单师小班模式：授课老师负责课堂教学+课后服务。

双向互动直播：师生间可以实时沟通，教师能够即时答疑解惑、了解学生的学习反馈；25人的规模保证了教师对每名学生的关注度较高。

本地化内容：针对当地的教学进度和教材内容研发课程，搜集本地初高中的试卷和教材进行分析，使得进度、教材、考试等保持同步。

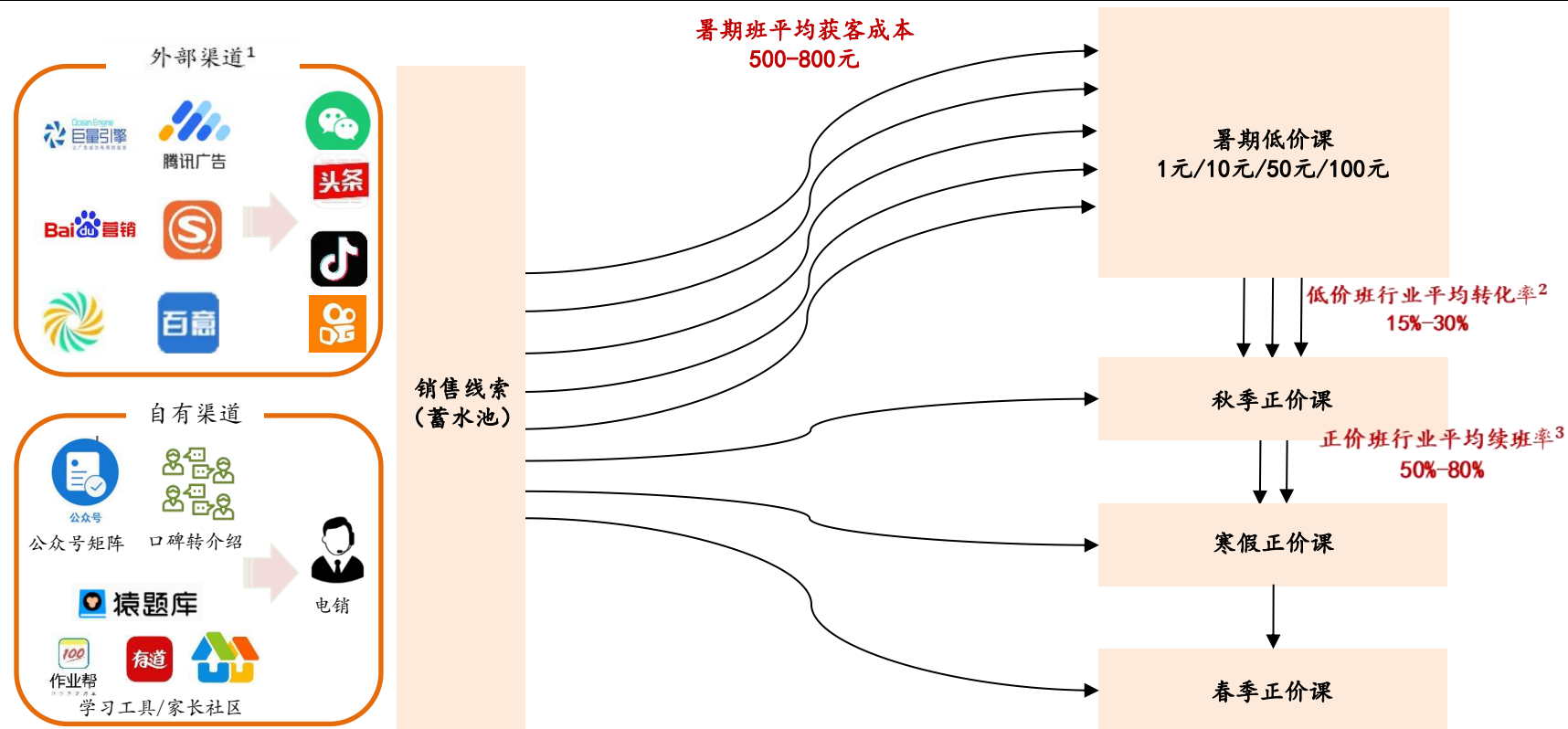
开设城市门店：线下扩张成本低，加强家长信任感，逐个城市扩张口碑易扩散和爆发。

标准化师训体系：自主招聘、培训、管理应届毕业生，采用新东方“七步教学法”实行规范化教学。

盈利关键：招生和续费

- K12教培机构基本采取四季续费模式，暑期获客和后续学期的留存是决定用户生命周期和盈利能力的核心变量。四季续费基本流程为：暑期低价班大规模招生→暑续秋（低价转正价，核心指标为转化率）→秋续寒、寒续春。
- 线上机构的招生节奏与线下基本一致，但获客渠道不同：线下教培是一种基于本地流量的商业模式，主要获客手段是地推，而线上教培是互联网模式，主要流量来源在线上。由于流量成本攀升、流量来源趋同，线上机构获客竞争激烈，成本高企。

图表25：线上K12课外培训机构招生续费模式



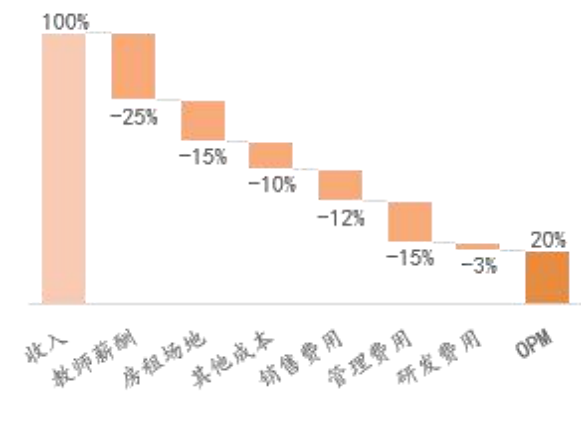
注1：据APPGROWING，2019Q4教育行业广告主最青睐的十大平台为：巨量引擎、腾讯广告、百度信息流、搜狗星耀、百度百青藤、阿里汇川、Bilibili必选、快手、微博粉丝通、网易易效

注2、3：转化率和续班率指标在不同口径下（如是否考虑完课率、是否限制班型/老师/时段相同）计算结果差异较大

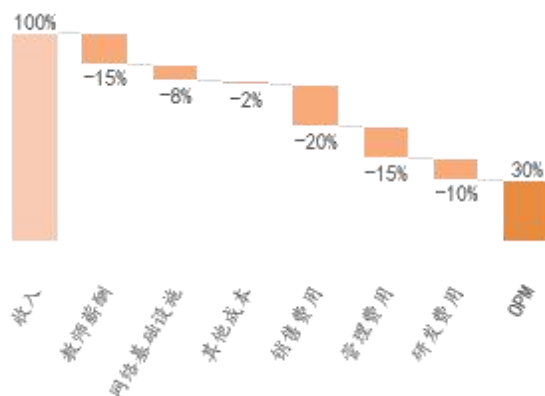
盈利关键：大班看销售费率，小班看毛利润率

- 理想状态下，线上、线下大班/小班的营业利润率排序应为：线上大班>线上小班>线下小班。因为线上教育节约租金成本，而大班又进一步放大了教师产能。但我们拆分当前主流在线教育机构的经营开支发现，现阶段，线上大班和线下小班分别由于销售费用和教师薪酬占比远高于理想状态而导致无法盈利。

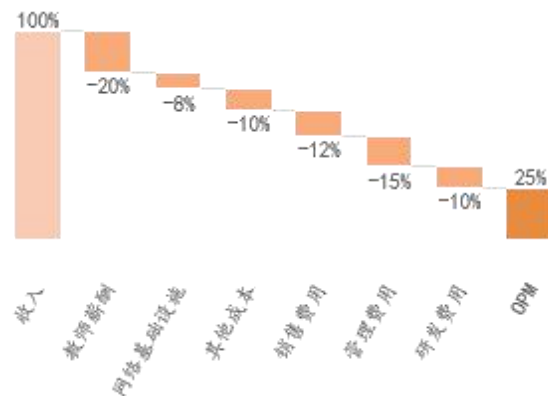
图表26：线下小班经营开支拆分



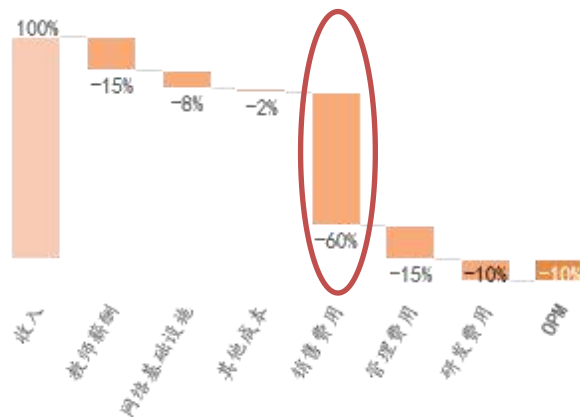
图表27：线上大班经营开支（理想状态）



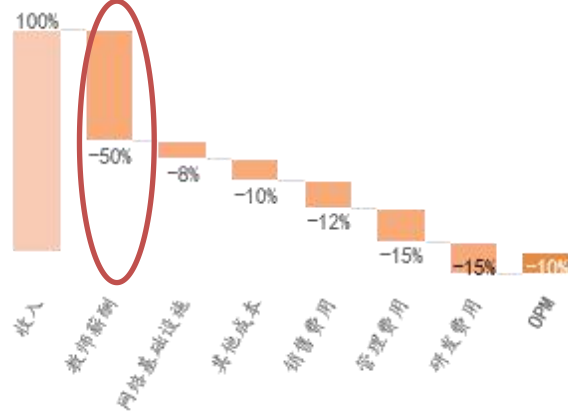
图表28：线上小班经营开支（理想状态）



图表29：线上大班经营开支（亏损状态）



图表30：线上小班经营开支（亏损状态）



盈利关键：大班盈利关键点是销售费率（转化率、续班率、科次）

- 我们认为，在线大班盈利的关键是销售费用率，从单客模型的角度，销售费率取决于两个因素：获客成本CAC和用户生命周期价值LTV。当在线大班的LTV能够覆盖随转化率提高而逐渐降低的获客成本，商业模式跑通，相应地在财报上体现为销售费用率的降低。
- 新客获取成本的核心变量是**低价-正价转化率**：目前行业内体验课付费用户（低于100元课）的获客成本普遍在500-800元，转为正价课用户（1000元以上）的获客成本可达1600-5300元。随着品牌逐步发展，口碑引流占比提升，广告投放占比下降，以及低价-正价转化率逐步提升，正价课用户获客成本有望逐渐降低。根据测算，假设销售线索成本和转化率不变，随着广告投放占比从80%下降到50%、转化率从15%提升到30%，正价课获客成本从5333元下降到1667元。

图表31：线上K12大班产品获客成本测算

指标	发展初期	发展中期	成熟阶段
一、暑期低价课引流			
渠道结构：			
低成本渠道占比（口碑、引流工具）	20%	30%	50%
广告投放占比	80%	70%	50%
渠道成本：			
销售线索成本（元/条）	100	100	100
销售线索转化率	10%	10%	10%
广告投放渠道获客成本（元）	1000	1000	1000
低价课用户综合获客成本（元）	800	700	500
二、秋季正价课转化			
转化率（低价转正价）	15%	25%	30%
正价课用户获客成本（元）	5333	2800	1667

注1：红色字体表示假设

注2：为简化计算，假设低成本渠道获客成本为0

盈利关键：大班盈利关键点是销售费率（转化率、续班率、科次）

- LTV的核心变量是**报名科次**和**续班率**：从单客模型的视角，随着机构精细化运营能力以及教学和服务质量的不断完善，用户扩科、续班率提高，生命周期价值（LTV）提高，在线大班的LTV也逐步提升。

图表32：线上K12大班产品单客模型

发展初期：假设续班率**70%**

年份	第一年				第二年				第三年				第四年			
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
续班次数	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
学期	暑	秋	寒	春	暑	秋	寒	春	暑	秋	寒	春	暑	秋	寒	春
学费	50	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200
留存概率	100%	70%	49%	34%	24%	17%	12%	8%	6%	4%	3%	2%	1%	1%	1%	0%
LTV	2837															
CAC	5333															
LTV-CAC	-2497															
CAC/LTV	188%															

发展中期：假设续班率**75%**

年份	第一年				第二年				第三年				第四年			
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
续班次数	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
学期	暑	秋	寒	春	暑	秋	寒	春	暑	秋	寒	春	暑	秋	寒	春
学费	50	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200
留存概率	100%	75%	56%	42%	32%	24%	18%	13%	10%	8%	6%	4%	3%	2%	2%	1%
LTV	3602															
CAC	2800															
LTV-CAC	802															
CAC/LTV	78%															

成熟阶段：假设续班率**80%**

年份	第一年				第二年				第三年				第四年			
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
续班次数	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
学期	暑	秋	寒	春	暑	秋	寒	春	暑	秋	寒	春	暑	秋	寒	春
学费	50	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200
留存概率	100%	80%	64%	51%	41%	33%	26%	21%	17%	13%	11%	9%	7%	5%	4%	4%
LTV	4681															
CAC	1667															
LTV-CAC	3014															
CAC/LTV	36%															

注1：红色字体表示假设

注2：为简化计算，此处没有考虑学费的增长和LTV的折现，并假设每人只报名1科

盈利关键：小班盈利关键点是毛利润率（班均人数）

- 小班模式下，发展初期机构可能需要通过控制班均人数来保障口碑、锻炼新老师，随着老师的成熟和品牌口碑的扩散，逐步提升班均人数，并将教师成本控制在一定的水平，实现盈利。以一节课为最小单位进行测算，随着班均人数的提升，在报表上将体现为毛利润率的提升。

图表33：线上K12小班毛利率随班均人数的变动而变动

老师薪酬：200元/小时								
班均人数	10人		15人		20人		25人	
指标	金额(元)	占比	金额(元)	占比	金额(元)	占比	金额(元)	占比
每节课收入	600	100%	900	100%	1200	100%	1500	100%
减：教师薪酬	240	40%	240	27%	240	20%	240	16%
减：带宽成本	60	10%	90	10%	120	10%	150	10%
减：其他成本	30	5%	45	5%	60	5%	75	5%
毛利润	270	45%	525	58%	780	65%	1035	69%

老师薪酬：160元/小时								
班均人数	10人		15人		20人		25人	
指标	金额(元)	占比	金额(元)	占比	金额(元)	占比	金额(元)	占比
每节课收入	600	100%	900	100%	1200	100%	1500	100%
减：教师薪酬	320	53%	320	36%	320	27%	320	21%
减：带宽成本	60	10%	90	10%	120	10%	150	10%
减：其他成本	30	5%	45	5%	60	5%	75	5%
毛利润	190	32%	445	49%	700	58%	955	64%

老师薪酬：120元/小时								
班均人数	10人		15人		20人		25人	
指标	金额(元)	占比	金额(元)	占比	金额(元)	占比	金额(元)	占比
每节课收入	600	100%	900	100%	1200	100%	1500	100%
减：教师薪酬	400	67%	400	44%	400	33%	400	27%
减：带宽成本	60	10%	90	10%	120	10%	150	10%
减：其他成本	30	5%	45	5%	60	5%	75	5%
毛利润	110	18%	365	41%	620	52%	875	58%

毛利润率		班均人数(人)			
		<u>10</u>	<u>15</u>	<u>20</u>	<u>25</u>
教师薪酬 (元/小时)	<u>120</u>	45%	58%	65%	69%
	<u>160</u>	32%	49%	58%	64%
	<u>200</u>	18%	41%	52%	58%

注：假设每节课2小时，每小时价格60元，其他成本按照收入的固定比例测算。

三、在线K12课外培训相关标的

- 新东方在线 (1797. HK)
- 立思辰 (300010. SZ)
- 好未来 (TAL. N)
- 跟谁学 (GSX. N)
- 有道 (DAO. N)

新东方在线 (1797.HK)

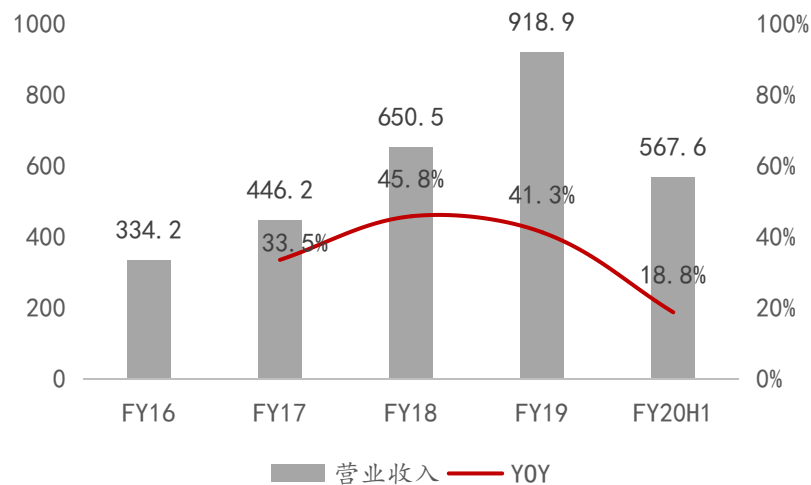
公司概况：传统教培巨头的互联网之子

- **主营业务：**公司是新东方教育科技集团（NYSE:EDU）控股的在线教育平台，主营在线课外辅导及备考服务，核心业务包括大学、K12、学前和机构四大板块。
- **行业地位：**按2017年营业收入计，公司为中国最大的综合在线校外辅导及备考服务供应商，市占率0.63%，其中大学业务市占率高达8.2%，优势明显。
- **发展历程：**公司于2005年成立，是中国最早的在线教育平台，早期以录播为主，15年起尝试直播+录播结合的形态，2017年起重点发展在线K12业务。

图表34：母公司新东方业务板块



图表35：公司营收及增速（百万元）



业务情况：FY20产品线调整升级

- FY20公司战略为引进人才，强化中台，赋能前台；调整产品线，大学板块专注国内考试和海外备考，K12专注双师大班和东方优播小班，学前专注多纳APP。
- 大学业务：FY20取消英语学习业务线、保留“国内考试+国外考试”两条业务线。（1）国内考试：以考研培训为主，计划推出高端产品；（2）国外考试：留学培训业务整体在线渗透率较低，收入基数较小，计划借助母公司在留学业务方面的人才优势在留学业务方面加大投入。
- K12业务：（1）双师大班：品牌方面，采用“新东方在线中小学”品牌，从原“新东方在线”品牌中分离，拥有独立的网站和APP；人才方面，组建全职大班老师团队，截至2019年11月有100多名全职老师，约1000名助教，在郑州、武汉、天津、北京平谷设立培训中心；技术方面，继续升级中小学APP，同时开发自有直播技术。（2）东方优播小班：继续加速扩张中，截至FY20H1已进入全国128个城市，扩张速度超预期，管理层上调全年新进入城市目标至80-100个（上半年完成65个）。
- 学前业务：专注“多纳”品牌建设，不再发展1v4外教口语业务，定位引流而非变现。

图表36：公司业务结构及各业务板块FY19营收拆分

To C：在线课外辅导及备考						To B	
大学教育 (6.3亿)			K12教育 (1.6亿)			学前教育 (3340万)	向教育机构提供内容 9490万
国内考试 3.4亿	留学考试 2.1亿	英语学习 7827万 (即将取消)	大班	东方优播 (小班) 5690万	私播课	多纳APP系列	

图表37：新东方在线旗下主要产品界面示意图



图表38：新东方在线营收结构

	2017	2018	2019	2020H1
大学教育	75%	71%	69%	64%
K12教育	10%	14%	17%	23%
学前教育	1%	2%	4%	4%
机构客户	14%	14%	10%	10%

图表39：新东方在线毛利结构

	2017	2018	2019	2020H1
大学教育	74%	74%	82%	78%
K12教育	8%	9%	3%	5%
学前教育	0%	-1%	0%	3%
机构客户	18%	18%	15%	14%

图表40：新东方在线客单价（元）

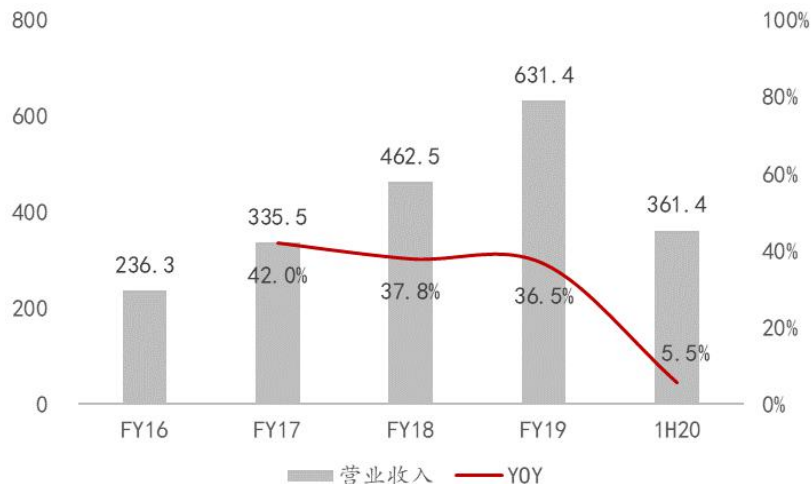
	FY16	FY17	FY18	FY19	1H20
一、正式课程	627	558	462	646	1022
yoy		-11.0%	-17.2%	39.8%	65.6%
大学	718	621	682	715	1128
yoy		-13.5%	9.8%	4.8%	56.0%
K12	581	784	991	959	1040
yoy		34.9%	26.4%	-3.2%	7.5%
学前	12	40	44	203	-61
yoy		233.3%	10.0%	361.4%	-139.9%
二、入门课程	6	9	11	21	24
yoy		50.0%	22.2%	90.9%	26.3%
平均客单价	488	457	370	434	425
yoy		-6.4%	-19.0%	17.3%	-1.2%

图表41：新东方在线付费人次结构

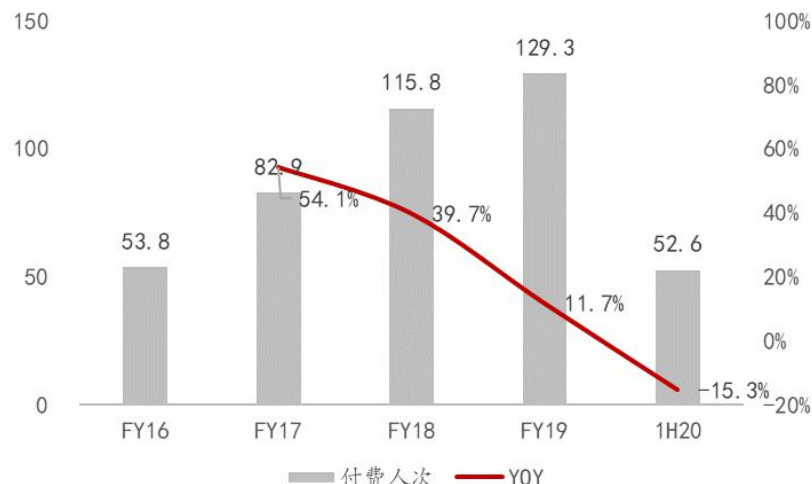
	FY16	FY17	FY18	FY19	1H20
大学	82.4%	82.1%	59.7%	59.3%	39.9%
K12	9.2%	7.4%	9.5%	26.3%	57.3%
学前	8.4%	10.5%	30.8%	14.4%	2.7%

业务情况：大学板块是利润中心，K12板块是增长引擎

图表42：大学业务营收及增速（百万元）



图表43：大学业务付费人次及增速（万人次）



图表44：K12业务营收及增速（百万元）

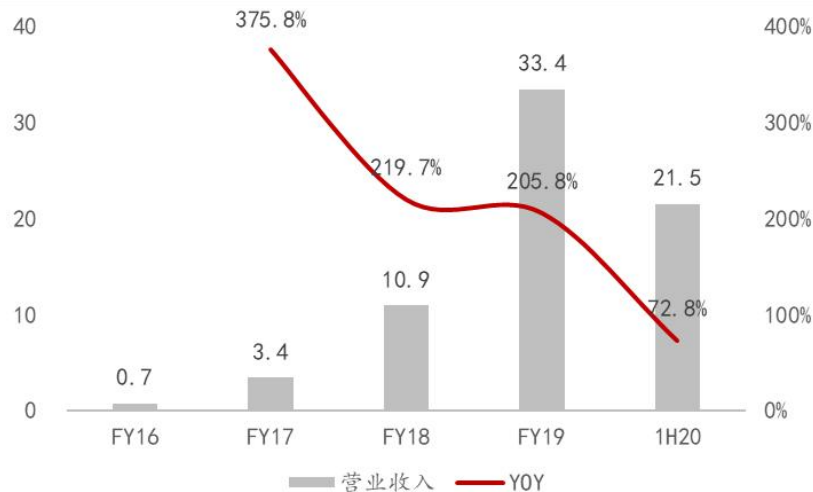


图表45：K12业务付费人次及增速（万人次）

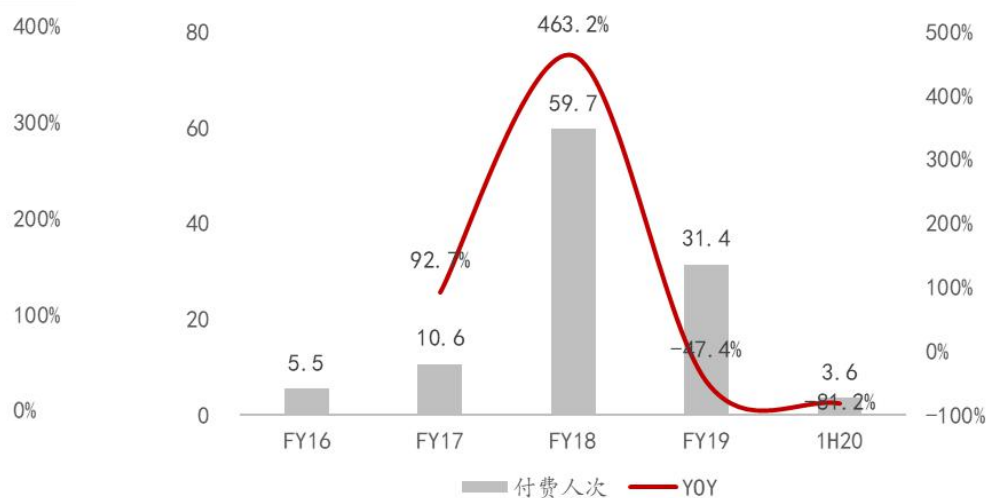


业务情况：大学板块是利润中心，K12板块是增长引擎

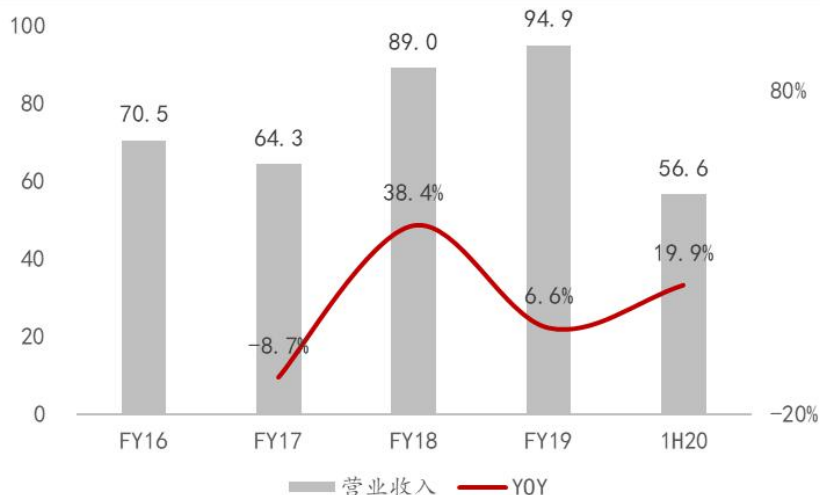
图表46：学前业务营收及增速（百万元）



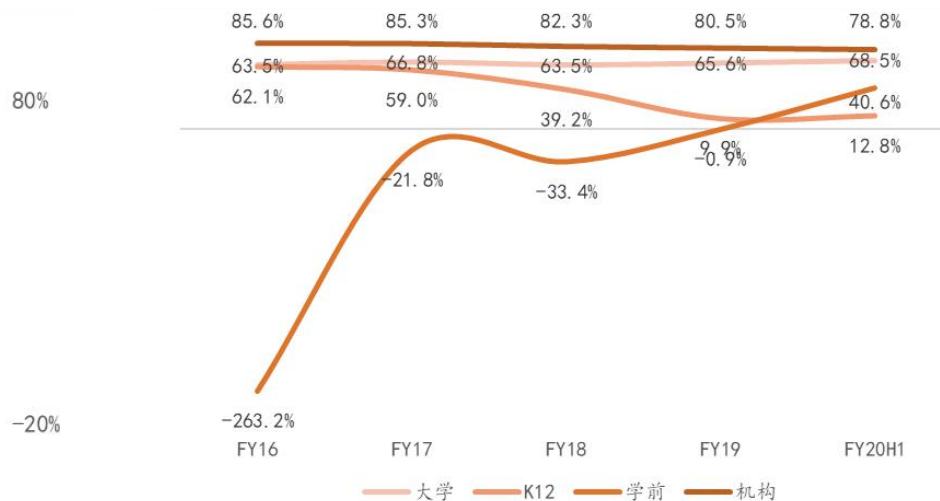
图表47：学前业务付费人次及增速（万人次）



图表48：机构业务营收及增速（百万元）



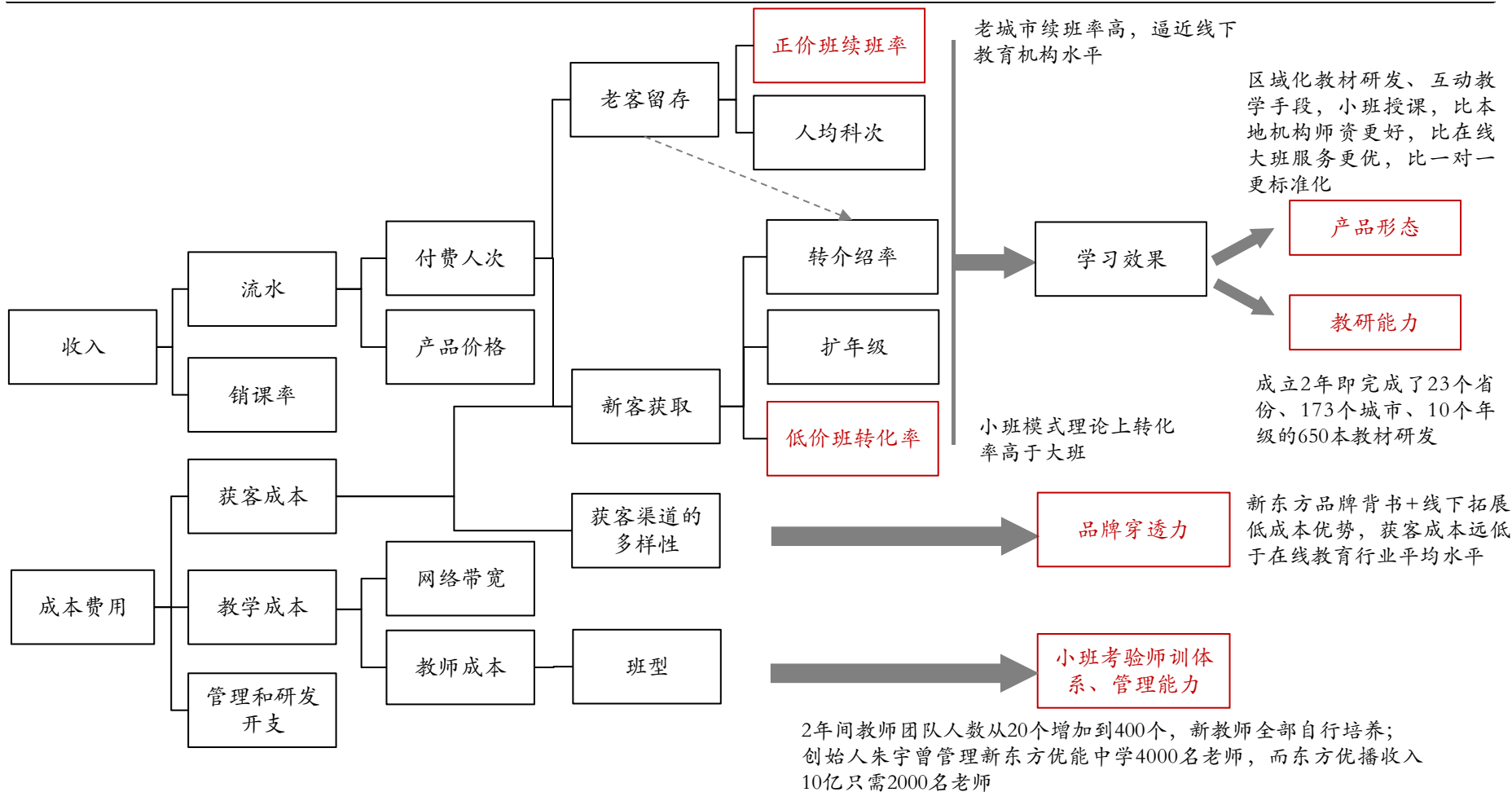
图表49：各业务毛利率



东方优播：品牌、师资、教研能力打造高壁垒，快速扩张抢占下沉市场先机

- 营收增长的驱动因素：扩城市（门店）、扩年级、扩科、口碑扩散。
- 核心壁垒：教研、品牌、师训和管理能力的打造核心壁垒。

图表50：在线K12课外培训驱动要素和东方优播的竞争优势



- 按城市线级划分，假设长期来看全国K12在校生约2亿人，3-5线地级市约1.47亿人，考虑城镇化进程，3-5线城市人口约9100万，假设参培率达到55%，市场规模可达5000亿，中性假设下收入空间可达250亿（目标市占率5%）。

图表51：东方优播市场空间测算

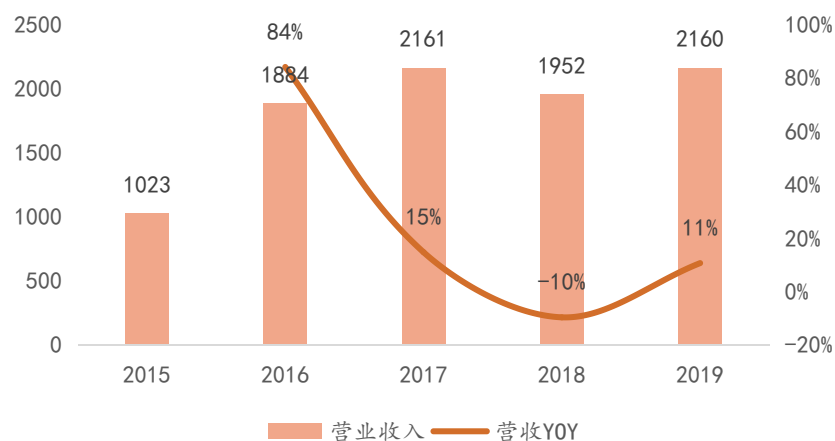
指标	悲观	中性	乐观
3-5线城市城镇K12人数（万人）	9100	9100	9100
东方优播目标用户数（万人）	455	455	455
3-5线城市城镇K12用户参培率	50%	55%	60%
ARPU（万元）	1	1	1
单科全年价格（万元）	0.5	0.5	0.5
平均每人报名科次	2	2	2
目标市场规模（亿元）	4550	5005	5460
东方优播目标市占率	5%	5%	5%
东方优播收入空间（亿元）	228	250	273

立思辰 (300010. SZ)

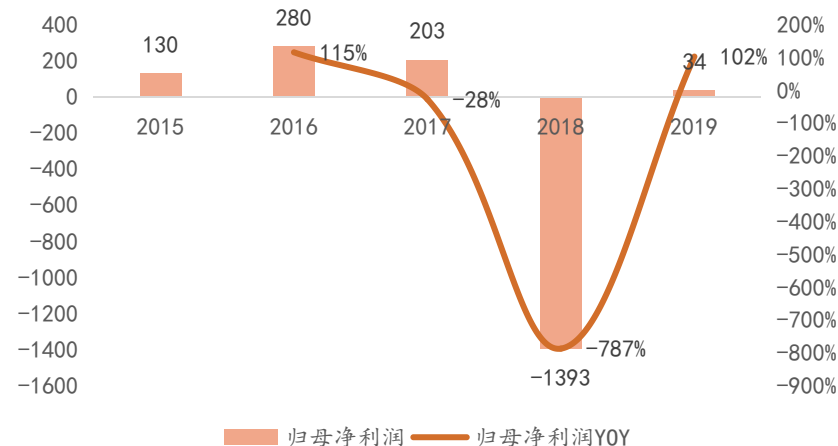
公司简介：大语文赛道龙头，原主业持续剥离

- **收购大语文培训龙头中文未来：**立思辰成立于1999年，以文件管理外包服务起家，2009年上市后展开多起并购，其中有包括4家从事安全信息业务的子公司和6家从事教育业务的子公司。2018年公司通过收购中文未来100%股权转型大语文培训业务，同时信息安全业务剥离计划启动，正式确立了大语文培训业务为核心的发展战略。中文未来是一家以语文培训为主营业务的公司，开创大语文培训体系，公司创始人窦昕曾先后负责高思教育、巨人教育等机构语文板块，历任高思教育集团董事、启迪巨人教育集团高级副总裁。
- **剥离非核心业务，聚焦大语文培训**
 - 2018年2月，公司公告：①签署《股权转让框架协议》，拟将汇金科技100%股权转让予胡伟东、李卫、何明、张晓东或其指定的第三方；②签署《资产出售框架协议》，拟将以立思辰新技术为主体的从事信息安全业务的相关资产（除汇金科技外，简称“信息安全集团”）出售予朱秋荣、桂峰、白锦龙、张昱、张旭光、潘凤岩、周西柱、张敏及/或其指定的第三方。
 - 2018年10月，公司公告：已于2018年9月30日签署《股权转让协议》，分两步对外转让信息安全业务相关子公司股权。第一步：拟向辰光融信出售计算机公司、北京祥瑞网、信息技术公司、从兴科技、上海友网100%股权以及广州立思辰90%股权，交易作价5.1亿，辰光融信拟以现金方式受让标的公司，标的公司2017净利润为3319万元，2018年预测净利润为2505万元，对应静态市盈率为15.37x，动态市盈率倍数为20.36x，上市公司没有业绩对赌承诺。第二步：于2018年年报出具后，启动由辰光融信指定的第三方以现金购买云安信息100%股权。
 - 2019年，公司陆续发布公告，拟剥离教育子公司敏特昭阳、叁陆零教育。

图表52：立思辰营收及增速（百万元）



图表53：立思辰归母净利润及增速（百万元）



股权结构：定增拟募资不超过15.3亿元，大语文创始人持股比例上升

- 2019年12月，公司公告控股股东池燕明拟减持不超过2605万股，占公司总股本的3%，截至2020年3月6日已减持1917万股，占公司股份总数的2.21%。
- 2020年2月，立思辰发布定增预案，拟非公开发行12718.2万股股份，其中，窦昕拟认购2909.39万股，认购金额3.5亿元。经测算，假设公司顺利完成定增，预计总股本将由8.68亿股变更为9.96亿股，按照目前的持股数量测算，池燕明持股比例将降至11.39%，窦昕持股比例提升至10.24%。

图表54：非公开发行对象和认购情况

发行对象	认购股份数量 (万股)	认购金额 (万元)	占比
窦昕	2,909	35,000	23%
马旭东	1,663	20,000	13%
陈邦	249	3,000	2%
兴全基金管理有限公司	2,078	25,000	16%
睿远基金管理有限公司	1,912	23,000	15%
中信证券股份有限公司	1,496	18,000	12%
中国国际金融香港资产管理有限公司	998	12,000	8%
五莲协瑞智能科技合伙企业（有限合伙）	665	8,000	5%
建信基金管理有限责任公司	333	4,000	3%
上海常春藤资产管理有限公司	249	3,000	2%
重庆新宏域投资咨询有限公司	83	1,000	1%
深圳市云图资产管理服务有限公司	83	1,000	1%
合计	12,718	153,000	100%

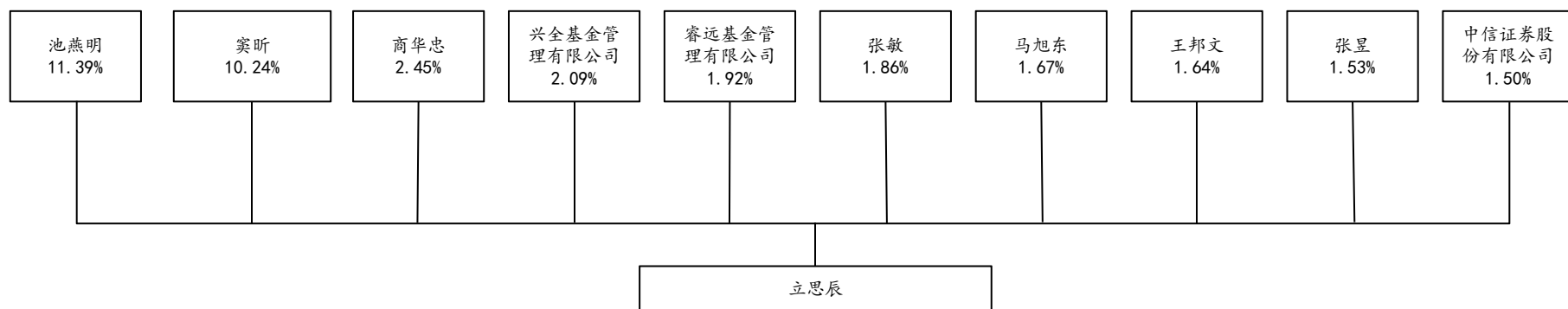
注：马旭东为立思辰创始人之一；陈邦为爱尔眼科集团股份有限公司董事长

图表55：通过五莲协瑞认购本次非公开发行的认购人

投资者	认购金额（万元）	占比
张国庆	3000	38%
许龙	500	6%
陈钊	500	6%
殷程其	500	6%
杨宏业	500	6%
黄晨	500	6%
崔思思	2000	25%
魏梦琦	500	6%
合计	8000	100%

注：五莲协瑞中，窦昕持有99%的出资份额，穆东明持有1%的出资份额，五莲协瑞拟办理工商变更手续，变更完成后上述认购人将成为五莲协瑞出资人。

图表56：立思辰完成股份定增后的股权结构测算



注：假设2019年三季度前十大股东股数除池燕明、窦昕外均未发生变化。

产品体系：搭建丰富的线上+线下产品体系

图表57：立思辰产品按照价格带可分为导流、线上、线下三类

图表58：线下小班是核心形式，其中王者班是头部产品

(线上)
导流产品



短视频平台
录播/回放课

约30-100元



音频平台
音频课

约200-300元

线上产品



诸葛学堂会员
统编教材精讲直播课

约500元



诸葛学堂
直播/录播/回放课

约2000-5000元

线下产品



诸葛书阅读器
大语文配套阅读

约1900元



豆神大语文线下课程
面授/双师课

约5000-26800元



王者班基本情况

学科	小学语文、初中文科综合
班型	小学30人、初中35人
价格	约26800元/年
师资	4名顶尖教师（古代文学、外国文学、阅读、写作）
服务	1名班主任（监督学习）、1名助教（批改作业）
内容	小学：大语文、思晨写作、庖丁阅读
用户	主要面向1-9年级学生

产品体系：疫情之下发力线上业务，推出线上双师小组课

- 2020年春季，受到新冠肺炎疫情影响，中文未来将线下课程全面平移至线上进行。2月18-20日，进一步针对春季学期推出在线双师6人班，包含三大体系（王者体系、拔尖体系、培优体系）、五种班型（王者班、大语文/写作/阅读拔尖班、培优班），三大体系定价分别为：王者体系（200元/小时）、拔尖体系（120元/小时）、培优体系（60元/小时）。

图表59：立思辰线上6人双师小组课师资情况

线上6人班采用双师模式，主讲老师负责直播授课，小班老师负责一对一答疑、收改作业、出具期末总结报告等课前课后的服务工作

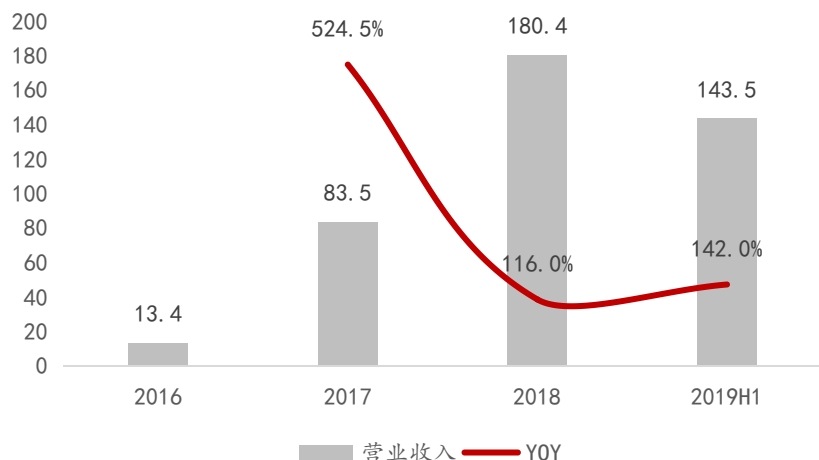
图表60：6人双师小组课的课程体系、针对年级及价格

课程体系	班型	针对年级	单价
豆神大语文 培优体系	大语文培优班	1-8年级	60元/小时
	大语文拔尖班	1-9年级	120元/小时
豆神大语文 拔尖体系	写作拔尖班	3-7年级	
	阅读拔尖班	4-7年级	
豆神大语文 王者体系	王者班	2-9年级	200元/小时
纳约数学	集训队	1-6年级	93元/小时
	创新班		93元/小时
	培优班		63元/小时
理科前线	新初数思维班 初一数学 初二数学 初三数学 初二物理 初三物理 初三化学 初中英语	6-9年级	约102元/小时
大英语	KET阅读 PET阅读 语法基础	4年级	约61元/小时
拼音识字	语文	学前	约67元/小时

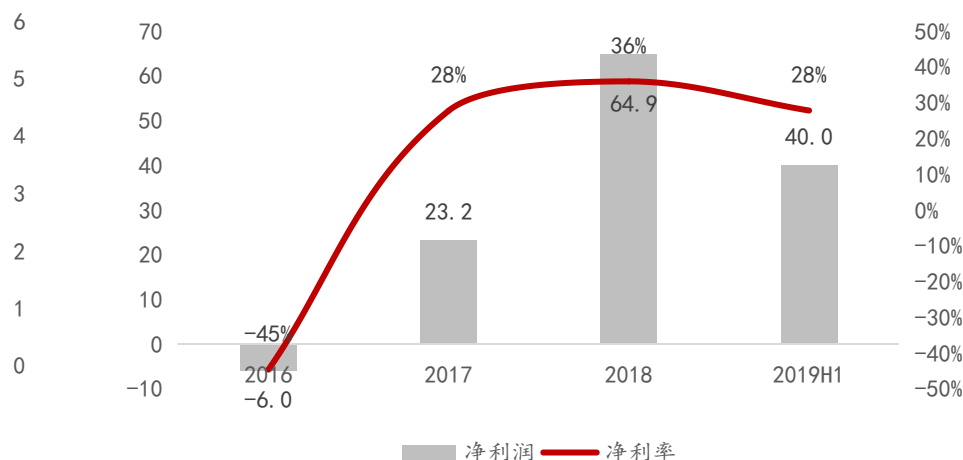
注：2020年3月根据公司官方公众号目前开放报名的课程统计

财务情况：大语文业务维持高速增长，盈利能力较强

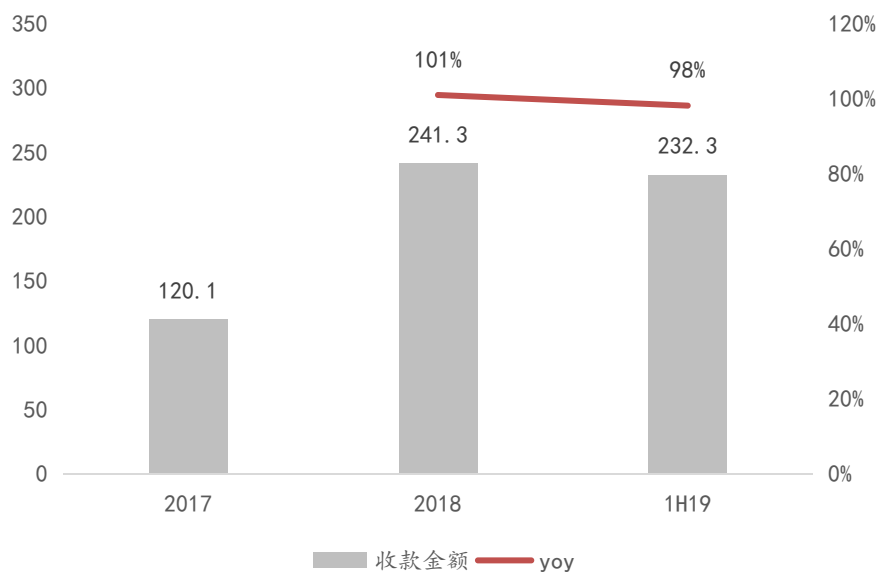
图表61：中文未来收入及增速（百万元）



图表62：中文未来归母净利润及归母净利率（百万元）



图表63：中文未来收款金额及增速（百万元）



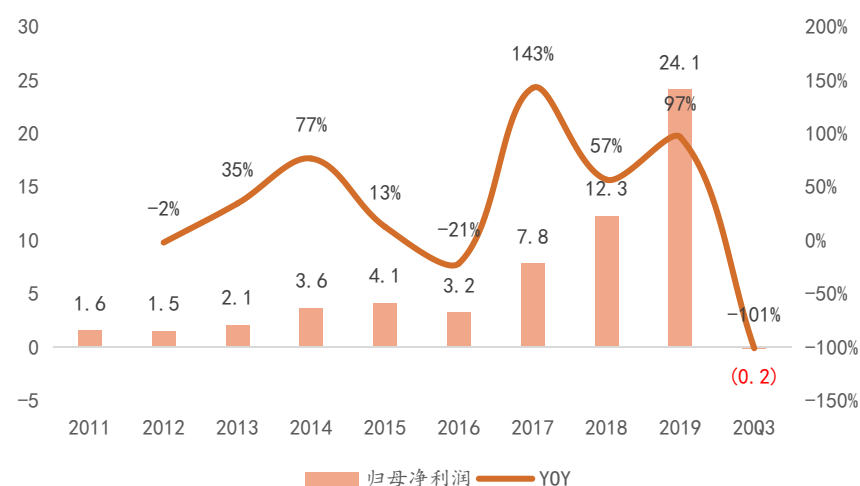
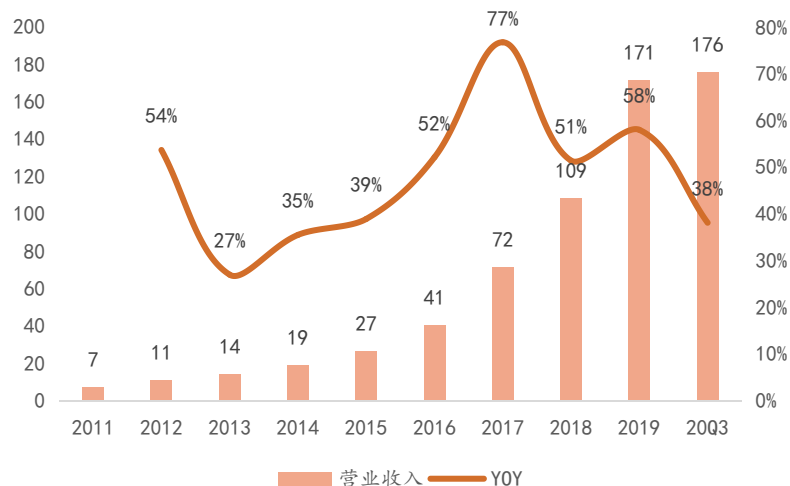
图表64：商誉分析（亿元）

业务类型	公司简称	商誉原值	商誉净值	剥离情况	备注
教育业务	中文未来	4.72	4.72		大语文培训
	百年英才	2.57	2.57		升学服务
	青岛双杰生涯	0.72	0.72		百年英才子公司
	康邦科技	15.10	13.27		教育信息化
	跨学网	2.25	2.25		康邦科技子公司
	新疆瑞特威	1.46	1.46		康邦科技子公司
	合众科技	0.49	0.00		教育信息化
	叁陆零	3.23	2.02		留学服务
	甘肃华侨	0.09	0.09		叁陆零子公司
安全业务	敏特昭阳	3.28	0.35	已剥离	教育信息化
	江南信安	3.57	1.75	计划第二批剥离	
	汇金科技	2.30	0.00		
	同方汇智	0.15	0.00		
	立思辰电子	0.04	0.00	已剥离	
	从兴科技				
	虹思科技				
	虹泽信息				
友网科技					
合计		39.96	21.18		

好未来 (TAL.N)

- 公司成立于2003年，是中国领先的K12课外服务提供商，于2011年在美国纽交所上市，公司教学网络遍布全国，截至FY20Q3已进入70个城市（含中国香港和美国硅谷），2019财年实现营业收入171亿元，归母净利润24.1亿元。2011-2019财年收入复合增速48%，净利润复合增速约为40%，维持高速增长。
- 截至2019财年末（2019年2月底），公司拥有全职员工34733人，其中专任教师21387人，占员工总数的62%，另有合同制教师4616人，教师人数共计26003人，教师人效约66万元。

图表65：好未来历史经营业绩（亿元人民币）



注：采用历史汇率可能导致一定的误差

管理团队：创始人张邦鑫任董事会主席，为第一大股东

- 截至2019年12月31日，公司创始人、董事会主席张邦鑫为第一大股东，持股比例为27.45%。

图表66：好未来董事会成员

姓名	职务	任职日期	性别	出生年份
张邦鑫	董事会主席, 董事	2003-12-31	男	1981
刘亚超	董事	2016-10-17	男	1982
孙洁	独立董事	2010-10-31	女	1969
Weiru Chen	独立董事	2015-06-29	男	1971
张开夫	独立董事	2016-10-17	男	1985

图表67：好未来高管成员

姓名	职务	任职日期	性别	出生年份
白云峰	总裁	2016-10-10	男	1982
张邦鑫	首席执行官	2003-12-31	男	1981
罗戎	首席财务官	2014-11-01	男	1982
刘亚超	首席运营官	2017-06-30	男	1982
黄琰	首席技术官	2016-10-10	男	1984

业务板块：小班、1对1、网校、留学

- 公司营收主要由小班、1对1、学而思网校和留学四大板块构成，课程设置覆盖学前至高三的全学科。

图表68：好未来主要业务板块

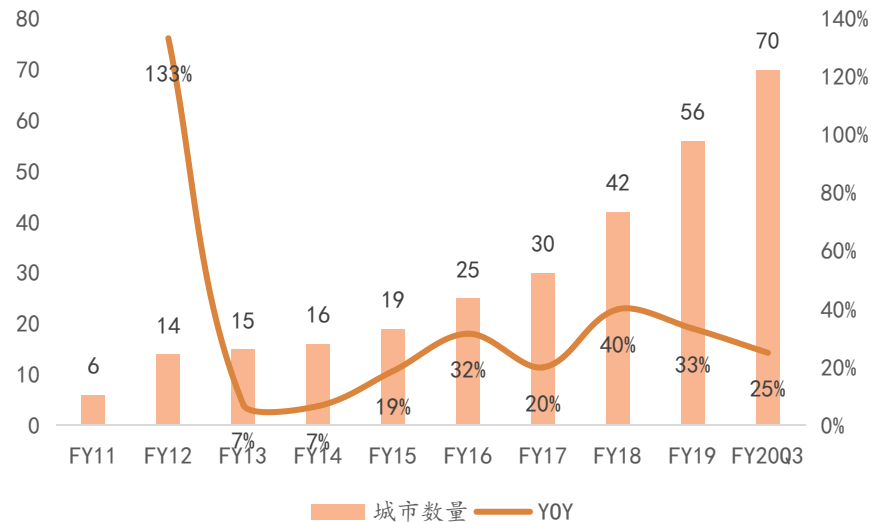
业务模式	班级特点	
1. 小班		
1) 学而思培优小班	自公司成立起即以学而思小班形式授课。学而思小班主要包括春季班、秋季班、暑假班、寒假班及专项班、低价班等	 
2) 励步	始于2016年，面向2-15岁的孩子，每14个孩子一个班，提供针对全科目的英文教学	
3) 摩比	始于2011年，面向2-15岁的孩子，每12-16个孩子一个班，开展STEM教育（科学、技术、工程、数学）	
2. 个性化精品服务（智康1对1）	始于2007年，提供1V1服务，包括： 1) 个性化教学方案设计 2) 针对性教辅资料 3) 1V1学生老师制。由学生和家長来选择老师，大部分课程采取1V1授课，小部分课程采取迷你班级制，每个班仅2-8个学生。 4) 个性化关注。每个学生配有一个协调员，负责收集学生反馈，解答学生家长问题，监控教学质量。	 
3. 学而思网校	2015年以前，网校仅开设录播课；2015年起，直播课上线，并成为主要授课形式。	
4. 顺顺留学	16年收购顺顺留学平台，提供海外留学咨询服务	

图表69：好未来开设课程的学科和年级情况

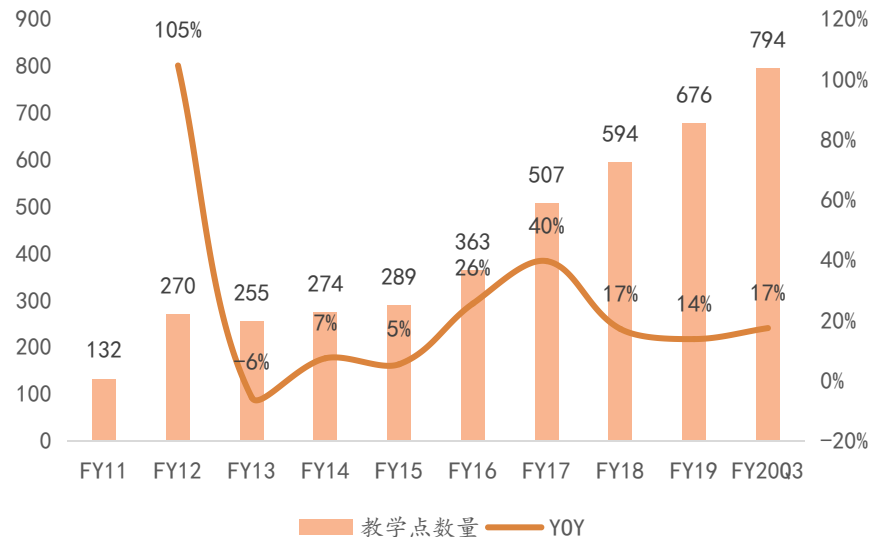
学科/年级	幼儿园	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
数学	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
英语	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
语文	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
物理								√	√	√	√	√	√
化学										√	√	√	√
生物								√	√	√	√	√	√
历史											√	√	√
政治											√	√	√
地理											√	√	√

线下业务：全国范围布局，一线城市教学点占比40%

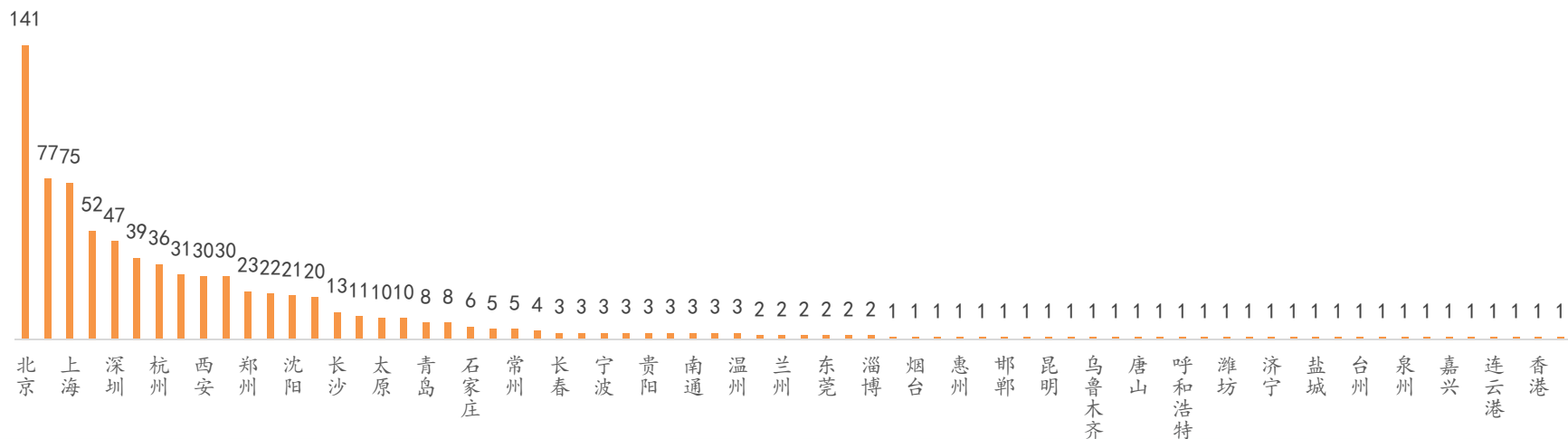
图表70：好未来线下布局的城市数量（个）



图表71：好未来线下开设的教学点数量（个）



图表72：好未来FY20Q3线下教学点分布情况（个）

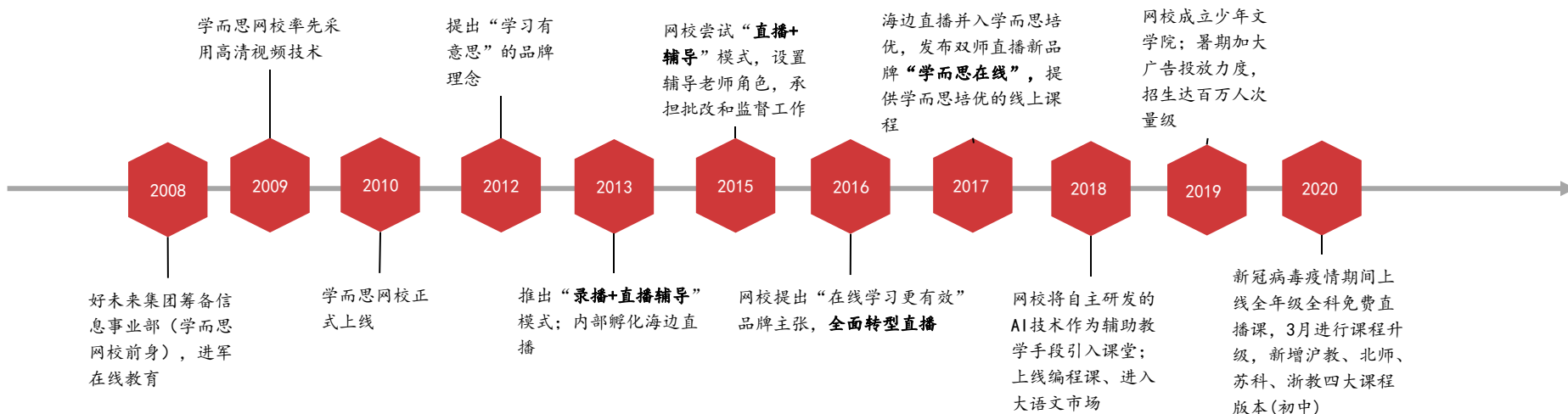


资料来源：好未来公告，方正证券研究所

线上业务：在线直播先行者和领导者，线上业务占比约26%

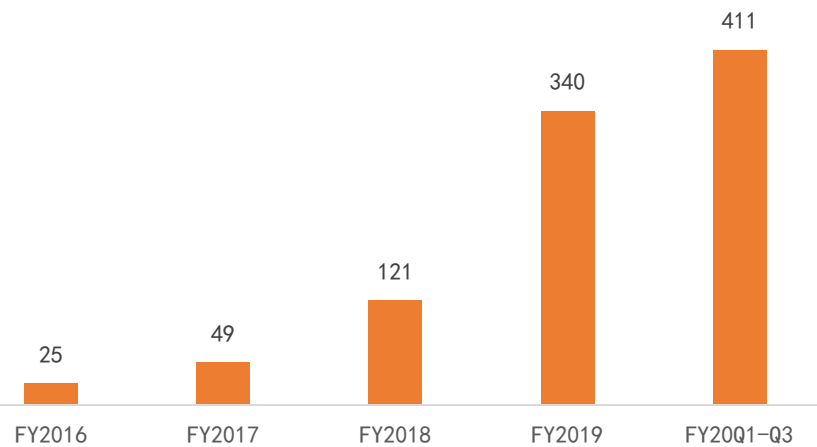
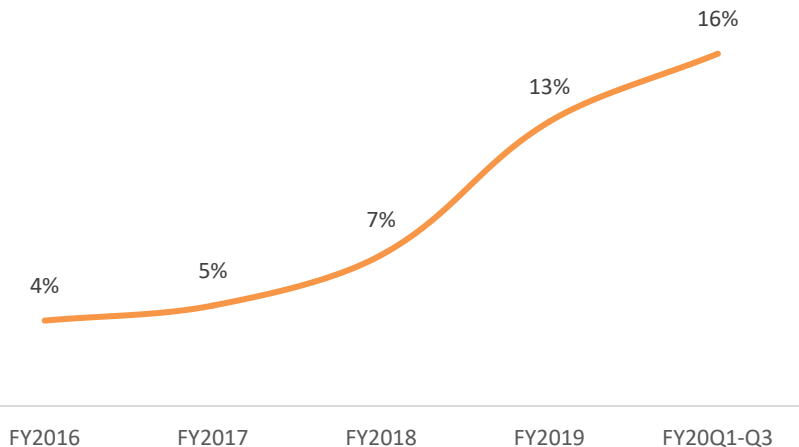
- 目前公司旗下在线K12业务主要包括学而思网校和学而思培优小班旗下的培优在线，截至FY20Q3，学而思网校营收占公司总营收的比重约为16%。

图表73：好未来线上业务发展历程



图表74：学而思网校营收占比

图表75：学而思网校营收（百万美元）



图表76：学而思网校和学而思培优在线产品界面

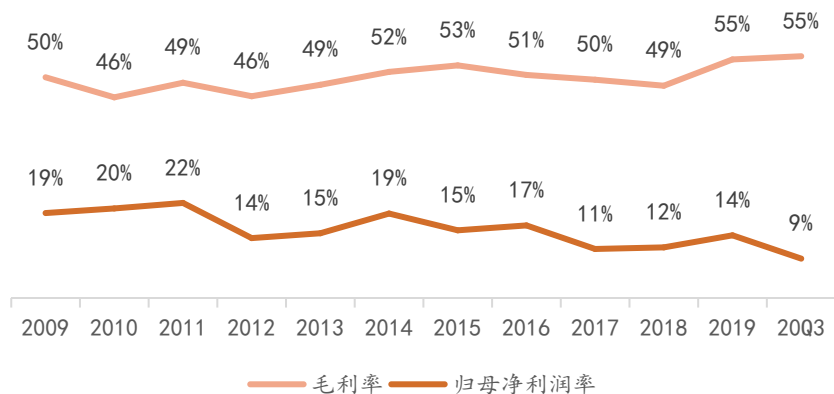
学而思网校官网

学而思网校APP

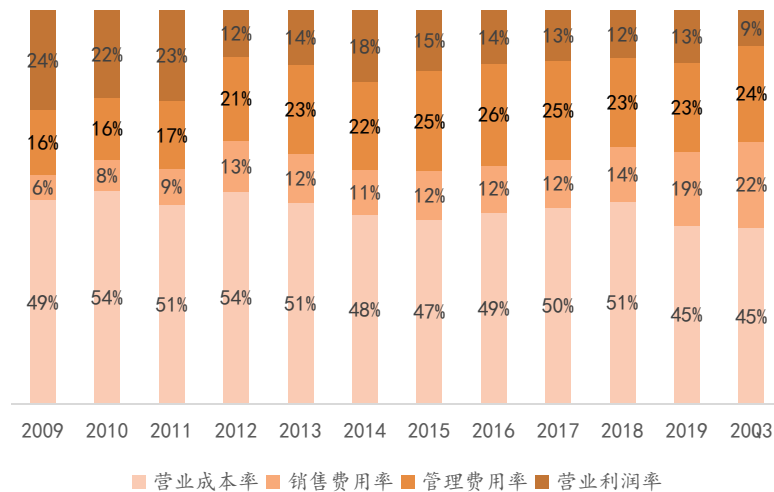
学而思培优在线课程

财务情况：FY20销售费用增加拖累盈利能力，在手现金充裕

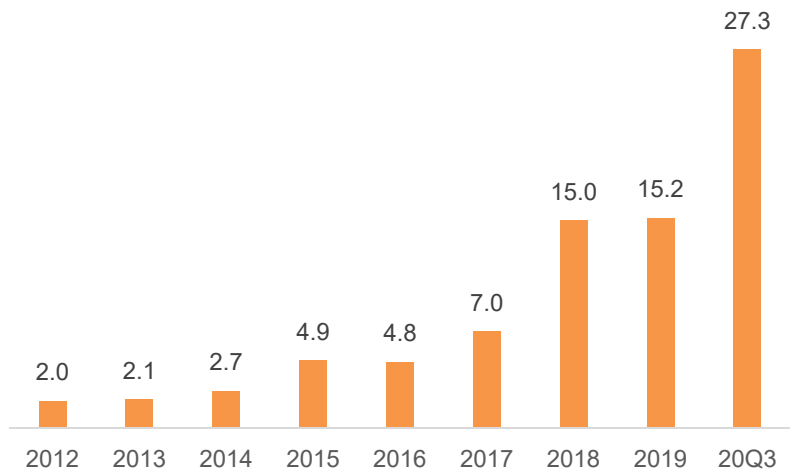
图表77：好未来毛利率、净利率



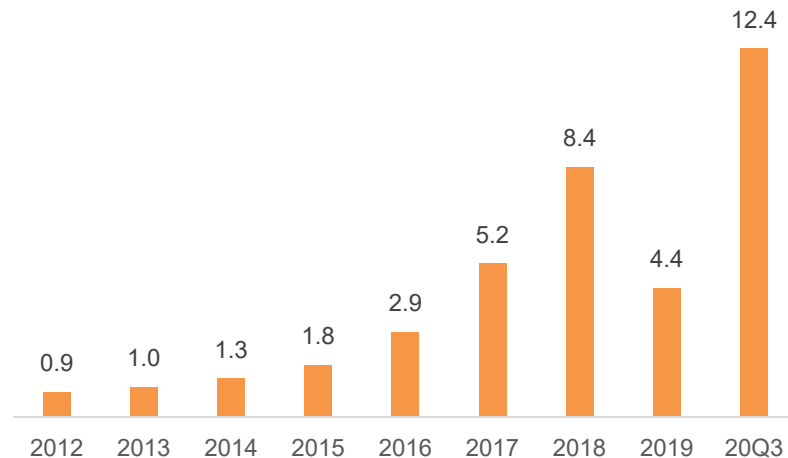
图表78：好未来收入、成本、费用分拆



图表79：好未来现金及等价物和短期投资（亿美元）



图表80：好未来递延收入（亿美元）

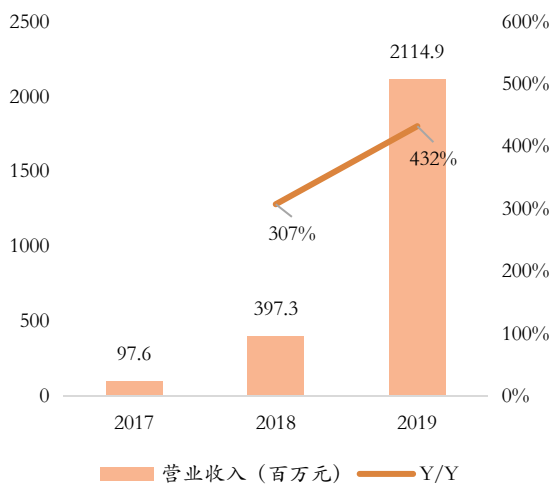


跟谁学 (GSX.N)

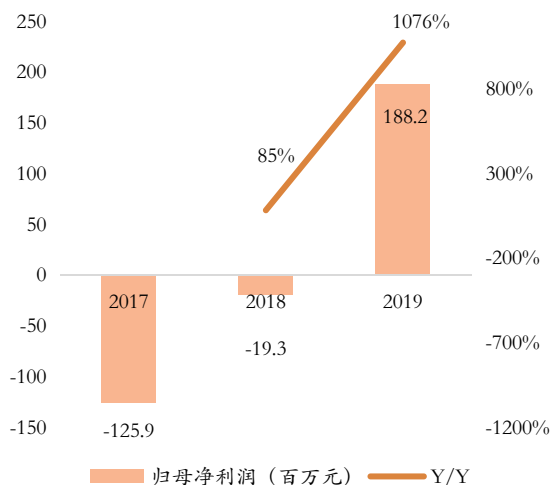
公司概况：高速发展的K12大班龙头

- **基本情况**：跟谁学成立于2014年6月，总部位于北京，由前新东方执行总裁陈向东创办。2015年3月30日，跟谁学宣布A轮融资5000万美元。2019年6月6日，跟谁学成功登陆美国纽约证券交易所（NYSE：GSX）。
- **公司业务**：跟谁学提供的课程服务涵盖小学、初中、高中、大学、语言培训、思维训练、从业考证、运动健康、家庭教育等类别，核心业务是在线K12双师大班课程，占总营收的80%以上。2019年，跟谁学的招生数量为274.3万人次。
- **行业地位**：根据弗若斯特沙利文数据，以2018年报名流水计，跟谁学是中国第三大在线K12大班课外辅导服务提供商。
- **业绩表现**：2019年实现营业收入21.1亿元（YoY+432%），归母净利润1.9亿元（YoY+1076%）。

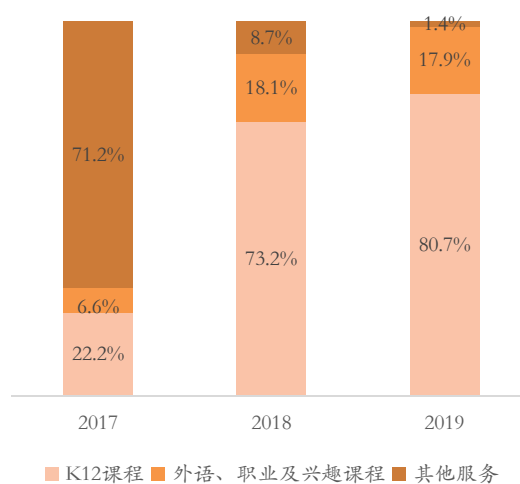
图表81：跟谁学营业收入及增速



图表82：跟谁学归母净利润及增速



图表83：跟谁学营收构成



发展历程：几经探索聚焦在线直播大班课，开启规模化盈利之路

- 跟谁学成立于2014年6月，创始团队成员主要来自新东方等著名教育培训机构及百度、阿里、腾讯等互联网公司。公司早期主要采用O2O的商业模式，到2017年6月，跟谁学平台上聚集了60多万老师，入驻机构7万多家，用户超过8000万。
- 2017年3月，公司开始**转型B2C模式**，运营团队开始尝试“名师授课+双师辅导”的模式的高途课堂，并将占营收60%以上的to B业务关闭或拆分，**聚焦在线直播大班课**，2018年公司实现盈利，2019年公司在美国纽交所上市。

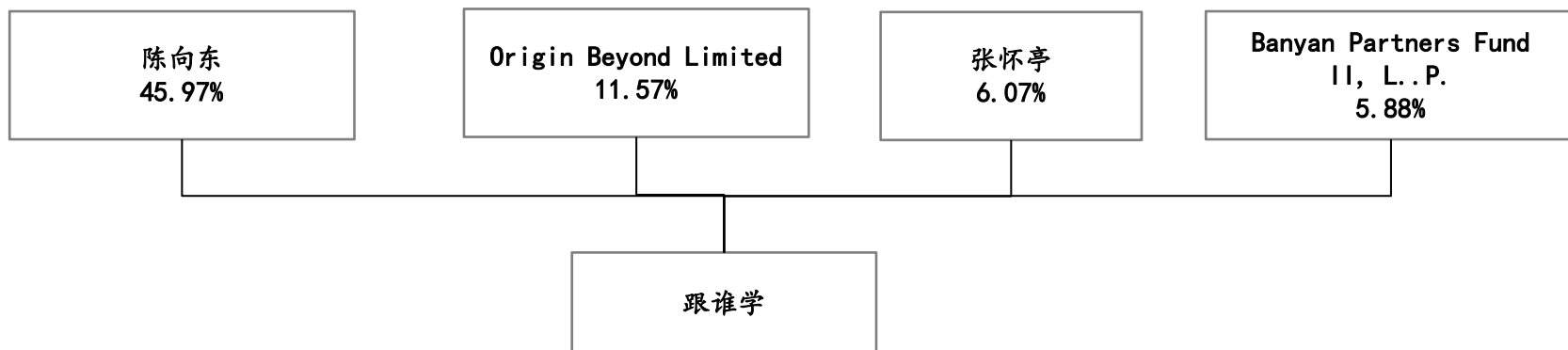
图表84：公司发展历程



股权结构：创始人、董事长兼CEO陈向东为实控人

- 发行情况：公司于2019年6月在纽交所上市，发行1980万股ADS，发行价10.5美元，募集资金2.08亿美元。2019年11月，跟谁学增发1800万股ADS，发行价14美元，募集资金2.52亿美元。
- 股权结构：截至2019年12月31日，公司主要股东合计持股比例为69.49%。
 - 陈向东作为公司创始人、董事长兼CEO，持有公司45.97%股权；
 - Origin Beyond Limited 持有公司11.57%股权，为公司的员工持股平台；
 - 张怀亭持有公司6.07%股权，为公司联合创始人及前副总裁；
 - Banyan Partners Fund II, L.P.（高榕资本）持有公司5.88%股权。
- 控股股东：公司控股股东为创始人陈向东，首次公开发行后，陈向东拥有公司89.8%的投票权。
- 股权激励：截至2019年6月6日，公司副总裁祁秀平、刘威、CFO沈楠合计持有20.2万份未行权期权，董事及高级管理层以外的员工共持有约883万份未行权期权，行权价为0.01元。

图表85：主要股东持股比例（截至2019.12.31）



管理团队：教育+互联网行业背景深厚

■ 管理团队具有丰富的教育培训和互联网行业背景，为实现“好老师、好课程、好服务、高科技”的价值主张奠定基础。

图表86：跟谁学董事会成员基本情况

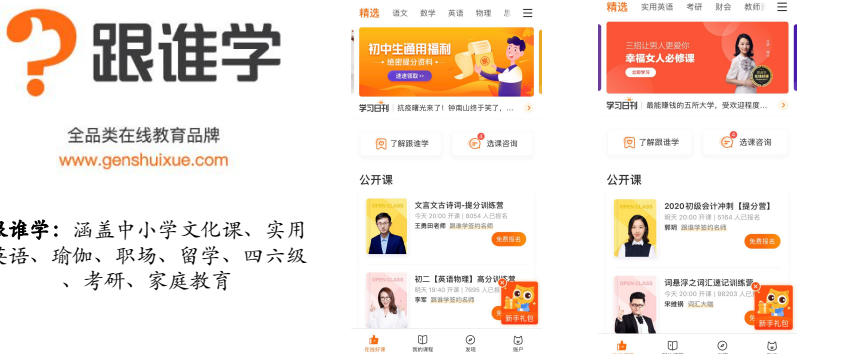





姓名	职位	年龄	简历
陈向东	董事长、CEO	48	硕士、博士毕业于中国人民大学，2005年完成了哈佛商学院的综合管理项目。1999年加入新东方，2001年至2002年任CEO执行助理，2002年至2003年担任武汉新东方学校校长，2003年10月任新东方副总裁，2006年任新东方高级副总裁，2010至2014年任新东方执行总裁。
祁秀平	副总裁	42	1998年获得青岛大学应用电子技术学士学位，2017年获得清华大学行政MBA学位。1998年至2002年期间担任青岛黄河电子有限公司和中华网经理。2002年至2014年在阿里巴巴担任国际核心业务部总经理，负责华北地区的日常运营管理。2014年至2016年担任去哪儿网智能住宿事业部联合创始人兼总经理。2016年起任公司副总裁。
刘威	副总裁	34	2006年获得北京工商大学电气工程和自动化学士学位，2010年获中国科学院大学计算机科学硕士学位。2010年至2012年担任全球管理咨询及专业服务公司埃森哲的分析师，2012年至2015年担任搜狐视频经理，负责业务战略、规划、管理和研发工作。2018年起担任公司副总裁。
沈楠	CFO	35	2006年和2009年获得东北财经大学金融管理学士学位和硕士学位。2012年至2017年间就职于普华永道。2017年至2018年担任外教中国有限公司的首席财务官。拥有中国注册会计师资格。2018年12月起任公司的首席财务官。
Xin Fan	独立董事	41	2001年本科毕业于上海财经大学国际会计专业，2018年至2011年作为资深经理在毕马威华振担任过数职，2011年至2016年担任网易财务总监，2016年起担任哔哩哔哩财务副总裁，2017年担任哔哩哔哩CFO，2019年起担任公司独立董事。拥有美国注册会计师资格及中国注册会计师资格，同时拥有英国全球特许管理会计师及特许公认会计师资格。
Yiming Hu	独立董事	47	1993年获得信阳师范学院政治学和法学学士学位，1998年获得中国人民大学国际经济学硕士学位。1998年至2006年在北京国际经济研究中心担任研究员，负责国内外宏观经济追踪、分析和研究。2006年至2016年，在平安信托担任数职，包括项目经理，北京分公司总经理，私人财富部门总经理。2018年担任定位服务商东方北斗科技（北京）有限公司董事长，负责战略规划、组织及执行。2019年起担任公司独立董事。
Ming Liao	独立董事	48	1995年在中国人民大学获得经济学学士学位，2000年获得普林斯顿大学公共事务硕士学位。2006年至2008年担任摩根士丹利亚洲投资银行部副总裁。2008年至2011年担任凯雷投资集团投资者关系部副总裁，负责中国地区的融资。2011年至2013年担任巴克莱资本亚洲投资银行部总监，2014年至2015年担任瑞银集团北京代表处首席代表，工作与投资银行部门；2016年起担任Prospect Avenue Capital的创始合伙人和董事，作为后期私募基金经理，专注研究互联网行业。2019年起担任公司独立董事。

注：公司联合创始人、原副总裁张怀亭已于2019年12月离职。

公司业务：以K12为核心，同时覆盖语言培训、职教、早幼教、教培行业咨询等品类



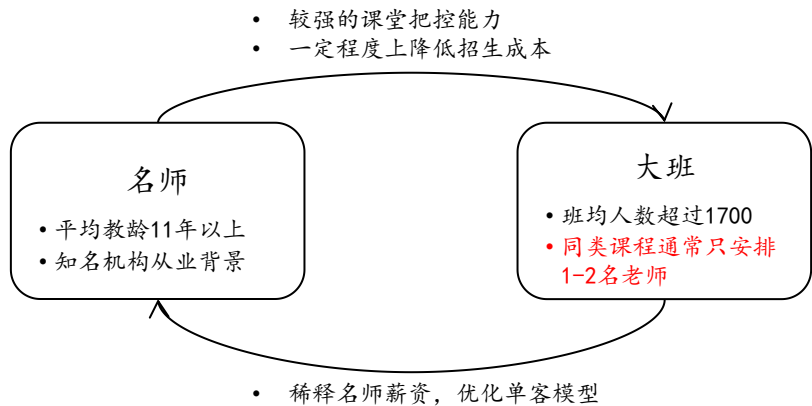
图表87：跟谁学旗下产品介绍

 <p>跟谁学 全品类在线教育品牌 www.genshuixue.com</p> <p>跟谁学：涵盖中小学文化课、实用英语、瑜伽、职场、留学、四六级、考研、家庭教育</p>	 <p>金圈学堂 金融财务在线教育品牌 www.jinyouxuetang.com</p> <p>金圈学堂：专注于金融财务在线教育，涵盖基金、证券、银行从业、期货、CPA\CFA等考试培训</p>
 <p>高途课堂 K12在线教育品牌 www.gaotu100.com</p> <p>高途课堂：专注中小学在线教育</p>	 <p>成蹊商学院 专注教培领域培训品牌 biz.genshuixue.com</p> <p>成蹊商学院：专为教育培训行业从业者开办的商学院，定位于“中国教培行业利润专家”</p>
 <p>微师 在线教育工具品牌 www.weishi100.com</p> <p>微师：微信生态下免费直播教学工具，截至19年底累计注册讲师超过15万，累计报名学员180万，全年举办培训29场，培训讲师2200余位</p>	 <p>babyABC 0-6岁家庭陪伴式英语启蒙品牌 www.babyabc100.com</p> <p>babyABC：专注于0-6岁家庭陪伴式英语启蒙，提供由儿歌、绘本、动画、游戏等内容组成的体系化课程</p>

K12业务：超大班额，突出名师

- **大班：超大班额，提高利润率。**2017/2018/2019Q4班均人数为400/600/1700人。从公司官网提供的各年级、学科课程来看，基本上每个品类通常只提供1、2名老师的课程，便于集中宣传资源、降低招生解释成本、放大口碑、提升班额。大班额同样可以稀释名师的高额薪酬，优化单客模型。
- **名师：严格选聘，高薪激励，顶级教师人效过千万。**据公司招股书，截至19Q1，公司共有主讲老师169人，辅导老师522人，其中TOP 10主讲老师收入占总营收的46.4%，相当于19Q1 TOP10老师平均人效1249万，全部教师平均人效159万，到2019Q3，TOP 10老师占营收比例为34.6%，对应的平均人效为1927万。公司主讲老师平均教学年限超过11年，几乎全部拥有知名机构工作背景，2018-2019Q1，主讲老师录取率不超过2%，平均薪酬为行业最高水平，公司招聘广告显示主讲老师年薪最高可达500万，包含底薪+课酬+期权。

图表88：跟谁学名师+大班的模式带来的优势



图表89：跟谁学主讲老师招聘要求

任职要求 (Job Requirements):

1. 清华大学&北京大学, 2018 或 2019 年毕业生 (本、硕、博), 专业不限
2. 认可在线教育行业, 具有较强的学习能力和逻辑思维能力
3. 优秀的沟通能力、团队协作能力、适应能力和抗压能力
4. 参加竞赛取得优异成绩者优先
5. 具有主持, 演讲等经历者优先

其他要求 (Other Requirements):

1. 211/985统招本科及以上学历, 师范或本学科相关专业
2. 三年以上大班教学经验, 教学功底扎实, 教学风格鲜明, 知名教育机构任职者优先
3. 学习能力及适应能力强, 拥抱变化, 有良好的团队协作能力
4. 认真负责, 对教育事业抱有浓厚的热情且认同在线教育模式

薪资构成 (Salary Structure): 底薪+课酬+期权
年收入 **50-200万**, 优异者可达 **500万!**

图表90：跟谁学部分教师简介



李军

初中主讲老师

前新东方集团优秀教师, 9年教龄; 北京大学语言文学学士, 长江商学院工商管理硕士MBA, 西班牙IE商学院IMBA。通晓英语、西班牙语, 21世纪杯中学生英语演讲比赛评委、培训师, 哥伦比亚大学Teachers College访问学者, 北京广播电台《教育面对面》高招咨询嘉宾, 《智族GQ》专访女性人物

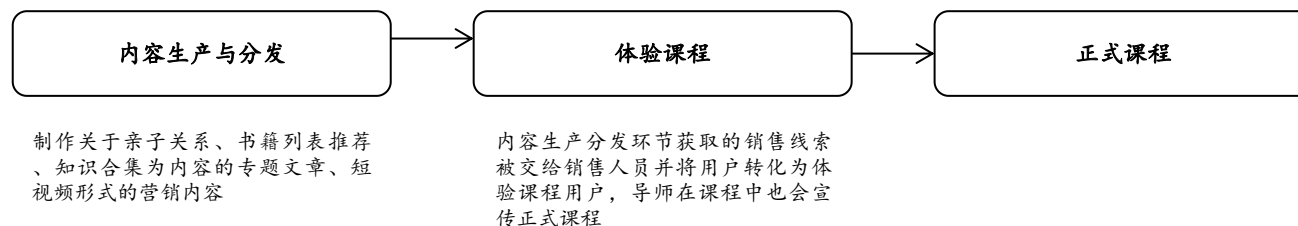


唐宇萱

CCTV英语竞赛金牌指导教师、上海复旦附中英语小升初命题组组长、跟谁学小学部第一英语讲师、《快学英语》专利课程发明人、培生中国区首席教师培训师、TESOL国际教师资格证书持有人

- 公司的获客流程包括内容的创建与分发、获取销售线索、转为体验课用户、转为正式课用户等一系列环节，我们认为微信公众号是重要渠道之一，以跟谁学子公司北京高途云集教育科技有限公司、北京乐学帮网络技术有限公司、北京优联环球教育科技有限公司等8家公司为主体的公众号数量达到113个，估计粉丝数超过400万。截至2019Q1，公司用户增长团队人数达297人，占员工总人数的17%。

图表91：跟谁学获客流程拆解



图表92：跟谁学旗下公众号日常推送内容举例

最伤孩子的4句话！宁愿烂在肚子里也别对孩子说，尤其是第... **必读**

衡水最牛班主任：我只教这1个方法，一半学生考进清华北大！ **曝光**

班主任提醒：每天睡前一小时坚持陪孩子做这1件事，开学... **教育**

小学特级教师坦言：数学试卷无非就考这1点，吃透年年考... **学习**

董卿的教育理念曝光：这10个气质传给孩子，胜过10幢房... **亲子**

这个假期，毁掉孩子成绩的“杀手”不是贪玩，答案太惊人！ **推荐**

高途课堂
高中生家长的焦虑：为什么你总是和孩子难以沟通？主要是因为... **高中 Friday**

准高三地理该从哪开始复习？ | 8月31日 **高中 Friday**

人民日报推荐：36首开学励志古诗词 | 8月31日 **小学 Friday**

干货 | 初中物理全部基础知识分类汇编！ | 8月31日 **初中 Friday**

青少年·福尔摩斯探索集
·30个推理故事，培养逻辑思维能力
·涵盖数理化学常识，丰富孩子知识储备！
·全球销量20亿册，99%的孩子都要听
今晚24点前**1元解锁**
明日恢复原价159.9元
长按识别下方二维码
立即抢购

图表93：跟谁学旗下公众号数量和估计粉丝数（不完全统计）

主体	公众号数量	估计粉丝数（万）
北京高途云集教育科技有限公司	50	137
北京乐学帮网络技术有限公司	19	106
北京优联环球教育科技有限公司	16	90
北京百家互联科技有限公司	17	45
北京加紫科技有限公司	13	31
北京百家成蹊教育科技有限公司	11	17
北京跟谁学科技有限公司	6	13
上海金圃教育科技有限公司	1	0.3
总计：	133	439.3

图表94：跟谁学微信营销流程举例

制作大量学习资料和引流内容,在微信通
过裂变营销的方式在目标用户群体扩散



微信内可直接购买优惠直播课程,需提供手机号
码,随后辅导老师与用户建立联系并进行转化



引导目标用户关注微信公众号



关注公众号才可领取优惠资料

领取资料后的界面也含有课程促销链接

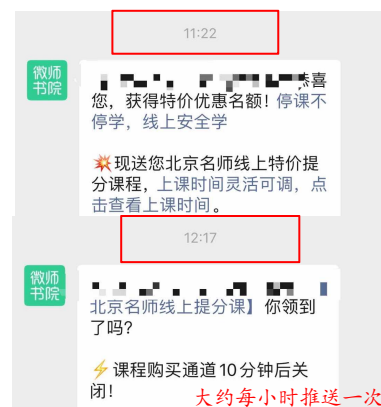


微信公众中包含高途课堂直播课入口



点击可进入高途课堂选课界面

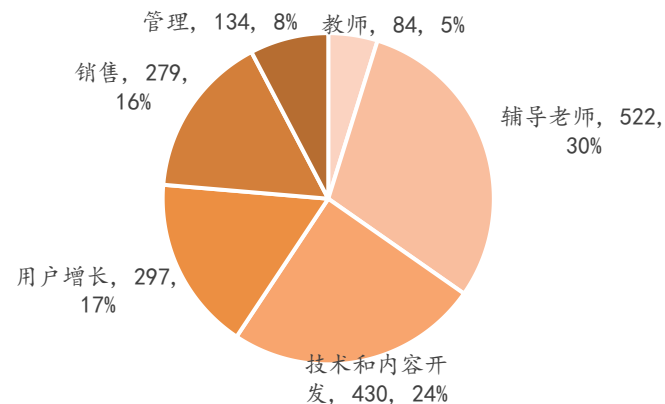
公众号高频推送优惠信息



研发：自研直播系统，支持万人直播课

- 公司自2014年开始自研直播系统，最多可支持10000人同时上课，截至2019Q1拥有技术研发人员389人，占比22.3%，公司还自研了运营管理系统（BOSS），赋能直播、课程开发、销售转化和运营管理。

图表95：跟谁学员工结构（IPO前）

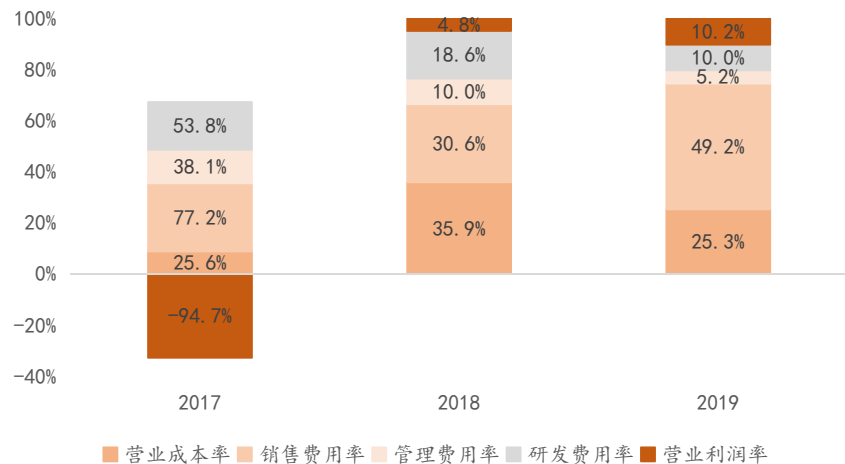


图表96：跟谁学课程学习界面

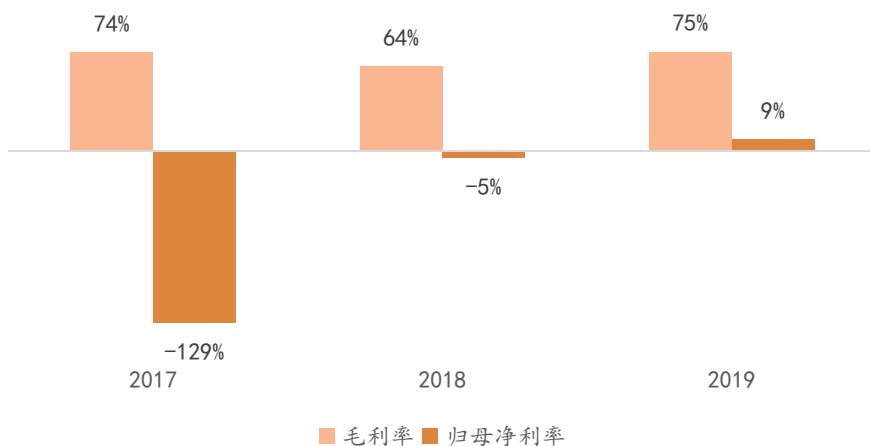


财务：19年销售费用率攀升，毛利率和营业利润率较高，经营现金流充裕

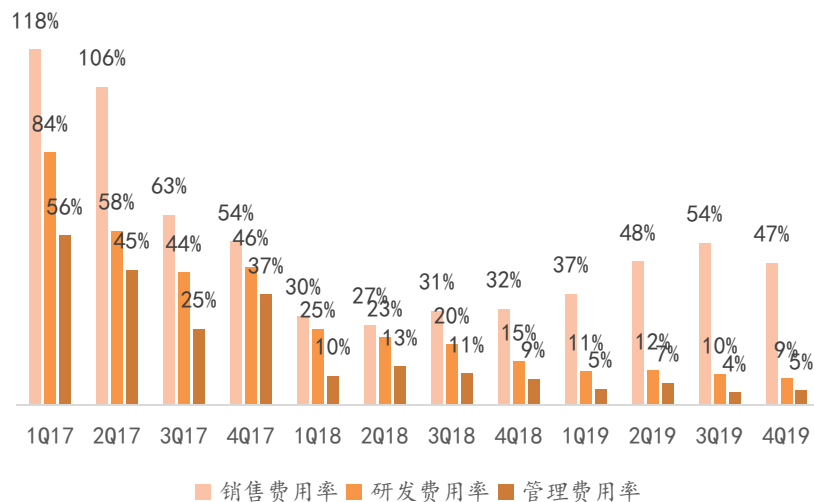
图表97：跟谁学各项营业开支及营业利润占收入比重



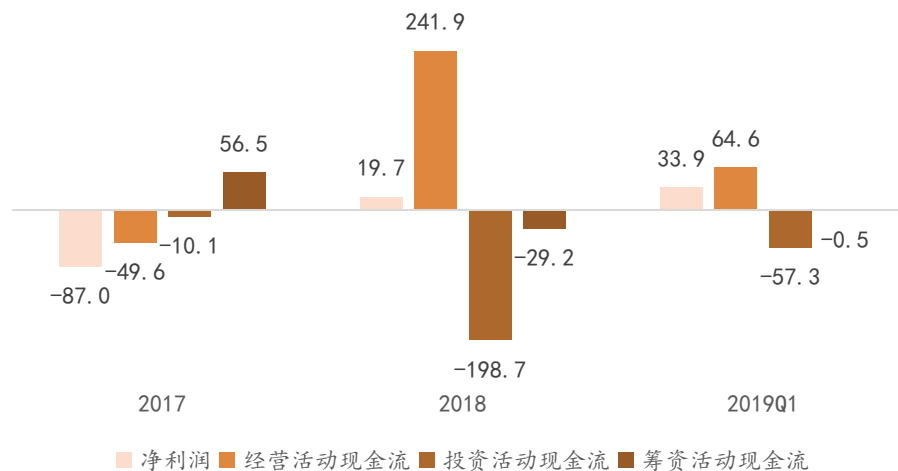
图表98：跟谁学毛利率和净利率



图表99：跟谁学各项费用率（分季度）



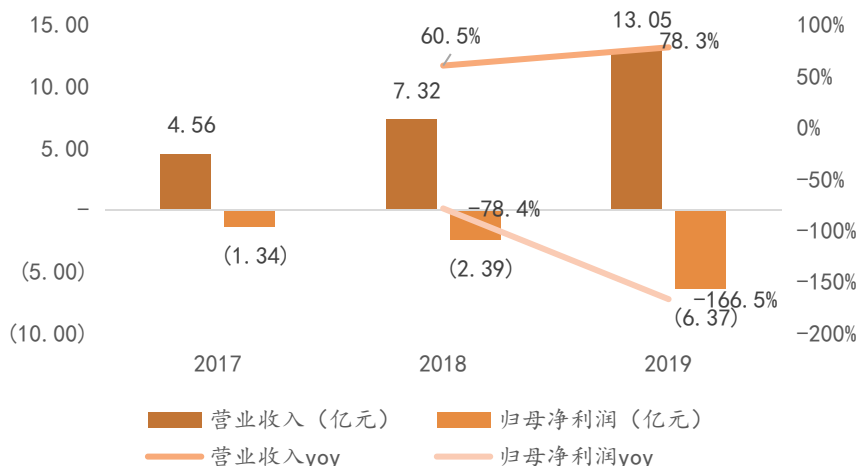
图表100：跟谁学净利润和现金流（百万元）



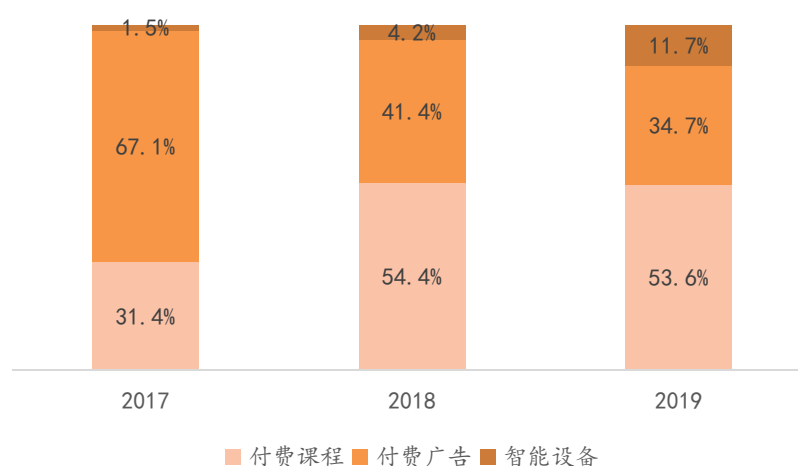
有道 (DAO. N)

- **基本情况：**有道成立于2006年，是网易（NTES.N）旗下利用大数据技术提供移动互联网应用的子公司，以搜索产品和技术起家，打造了网易有道词典、有道精品课、有道翻译官、有道云笔记等代表性产品，成为中国领先的智能学习公司。2019H1，有道平均月活跃用户数达1.05亿人次，有道词典、有道云笔记分别是中国排名第一的词典类和笔记类产品（以2019H1月活跃用户数计）。
- **经营成果：**2019年，有道实现营业收入13.05亿元，近三年年均复合增长率69%。公司营业收入由付费课程、付费广告、智能设备三大业务构成，近三年年均复合增长率分别为121%、22%、366%，2019年占营业收入比例分别为54%、35%、12%。

图表101：有道历史经营业绩



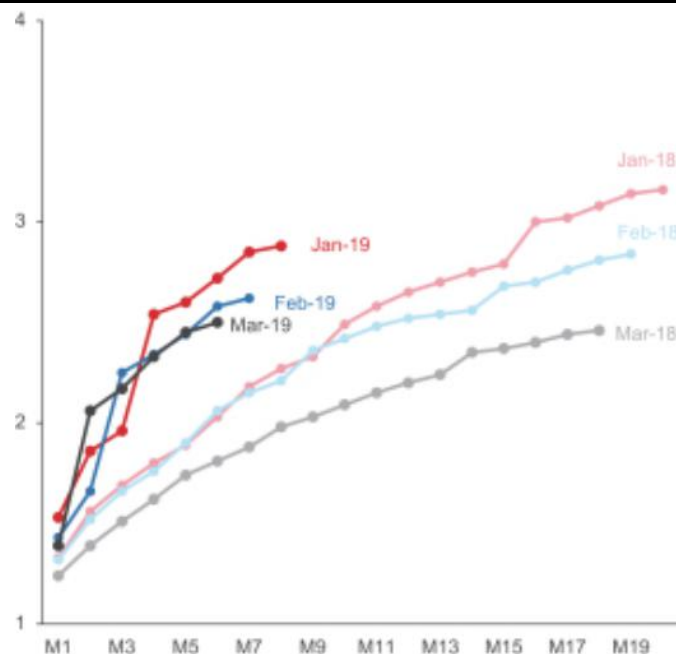
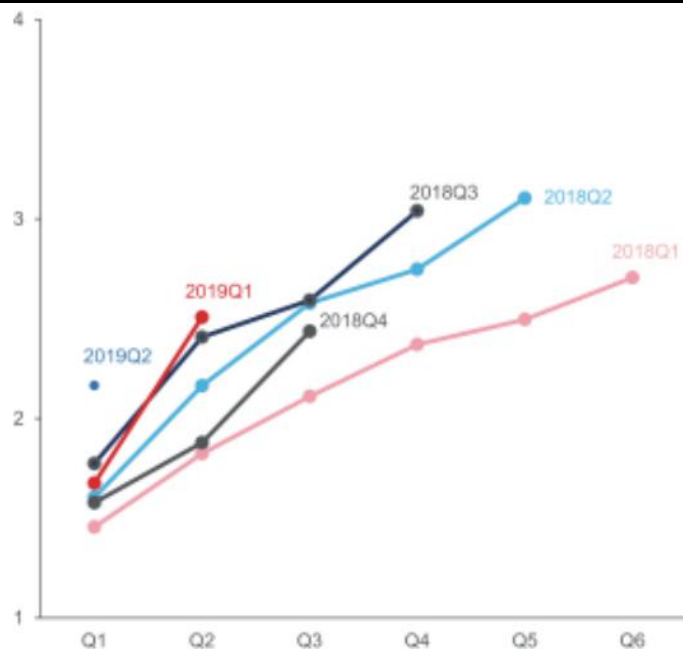
图表102：有道营业收入结构



- 公司2017/2018/2019H1平均月活用户数MAU分别为7370万/9640万/1.5亿。公司披露了有道精品课小学、初中阶段在18Q1-19Q2的季度同期群分析和18年1月-19年8月的月度同期群分析，随着时间的推移付费科次明显提升，反映出用户粘性的不断提升。

图表103：有道精品课每名用户累计付费科次（季度）

图表104：有道精品课每名用户累计付费科次（月度）

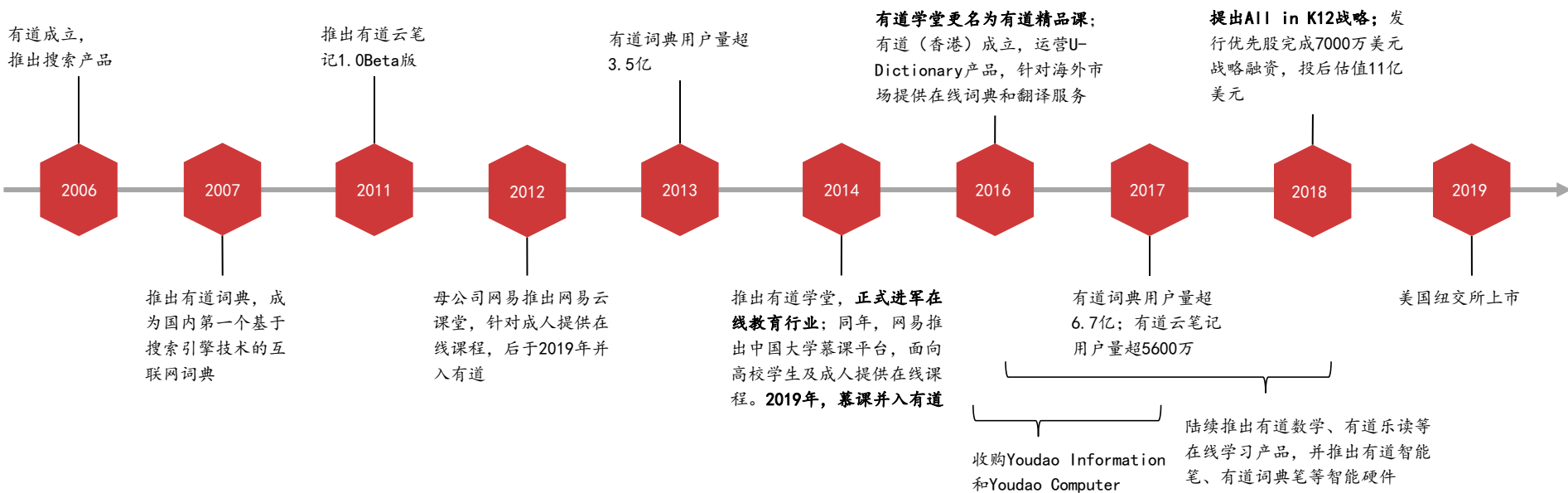


注：每名用户累计付费次数是指某同期群自初次购买以来注册的总付费课程数除以该同期群中的学生人数。

发展历程：2014年进军在线教育，2018年发力K12业务

- 2006年，有道成立，凭借搜索技术起家，推出网页搜索、图片搜索、博客搜索、海量词典等产品。
- 2007年，有道词典上线；2011年，有道云笔记1.0版上线；有道搜索、有道词典、有道云笔记三款工具类产品为有道迅速积累起原始流量。
- 2012年，网易推出网易云课堂，针对成人提供在线课程，该平台于2019年并入有道。
- 2014年，有道正式进军在线教育行业，推出有道学堂，即有道精品课前身。同年，网易推出中国慕课（MOOC）平台，该平台于2019年并入有道。2016年，有道学堂更名为有道精品课。
- 2017年，有道词典用户量超6.7亿，有道云笔记用户量超5600万。
- 2018年，有道提出All in K12战略，全面布局K12在线教育课程；同年，有道完成7000万美元战略融资，投后估值超11亿美元。

图表105：有道公司发展里程碑



股权结构：网易持股比例58.5%、拥有67.6%投票权，员工持股21.2%

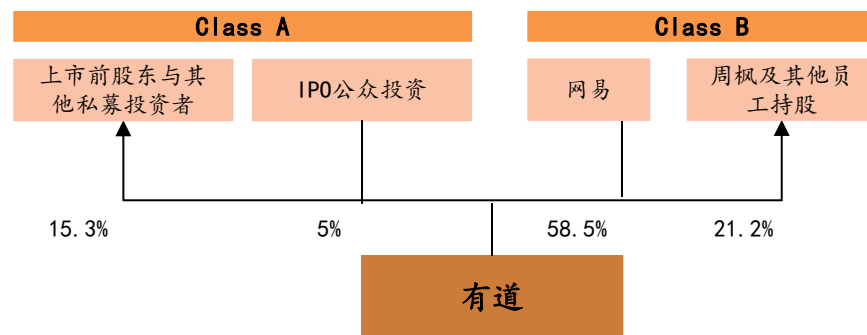
- 有道采用双层股权结构：Class A每股拥有1票投票权，Class B每股拥有3票投票权。
- 上市后股权结构：
 - 网易：持股比例58.5%，投票权67.6%；
 - 周枫及公司其他员工：持股比例21.2%，投票权24.5%；
 - 上市前其他投资者及Orbis私募配售：持股比例15.3%，投票权5.8%；
 - IPO公众投资者（含丁磊认购部分）：持股比例5%，投票权1.9%。

图表106：有道上市前后股本变动情况、持股比例及投票权

	IPO前	IPO后			
		Class A	Class B	持股比例	投票权
网易	65,387,160	65,387,160		58.5%	67.6%
周枫	20,341,200	20,341,200		18.2%	21.0%
其他公司员工持股	3,404,000	3,404,000		3.0%	3.5%
其他投资者	9,682,455	9,682,455		8.7%	3.3%
向Orbis私募配售	N/A	7,352,941		6.6%	2.5%
IPO公众投资者 ¹	N/A	5,600,000		5.0%	1.9%
总股本	98,814,815	111,767,756			

注：IPO公众投资者含丁磊先生认购的117.5万股Class A普通股。

图表107：有道上市后股权结构



注：截止2019年10月25日

管理团队：名校学历背景，行业资历深厚

- 丁磊先生是网易创始人，现任有道董事；周枫先生获清华大学学士、硕士学位，获加州大学伯克利分校博士学位，现任有道董事兼CEO。

图表108：公司董事及高级管理层

姓名	性别	职位	年龄	简历
丁磊 William Lei Ding	男	董事	48	电子科技大学通信技术学士。网易创始人，网易董事兼首席执行官，2015年起任有道董事。历任网易联席首席技术官、网易临时首席执行官、网易代理首席执行官兼代理首席运营官、网易首席架构师。
周枫 Feng Zhou	男	董事 首席执行官	42	清华大学计算机科学学士、硕士，加州大学伯克利分校计算机科学博士。2018年起任网易董事兼首席执行官。曾任ChinaRen Inc. 软件工程师。
赖佑明 Jimmy Lai	男	独立董事	64	台湾国立成功大学统计学学士，德克萨斯大学达拉斯分校工商管理硕士。美国德克萨斯州注册会计师。2019年起任有道独立董事，2018年起任华米公司独立董事，2017年起担任PPDAI Group Inc. 独立董事。曾任Gamewave Corporation、Chukong Technologies Corp.、无忧英语等多家公司首席财务官。
沈向洋 Harry Heung Yeung Shum	男	独立董事	53	卡内基·梅隆大学机器人技术博士。2019年起任有道独立董事，2013年起任Microsoft Corporation执行副总裁。曾任Microsoft Research Asia董事总经理、Bing副总裁。
金磊 Lei Jin	男	副总裁	43	清华大学计算机科学学士、硕士，曾任英特尔公司软件工程师。
吴迎晖 Yinghui Wu	男	副总裁	41	清华大学计算机科学学士、硕士，曾任搜狐公司技术经理。
Yongwei Li	男	部门副总裁	40	暨南大学工商管理硕士。中国注册会计师、英国特许公认会计师、美国新罕布什尔州注册会计师。2019年起任有道高级财务总监。曾任微博公司、新浪公司财务总监、普华永道中天会计师事务所审计经理。
苏鹏 Peng Su	男	部门副总裁	40	北卡罗莱纳州立大学硕士。2019年起担任有道战略与资本市场部副总裁。曾任纽约证券交易所（中国）代表、首席代表。
刘韧磊 Renlei Liu	男	部门副总裁	39	清华大学工商管理硕士。2007年加入有道，时任市场部副总裁。

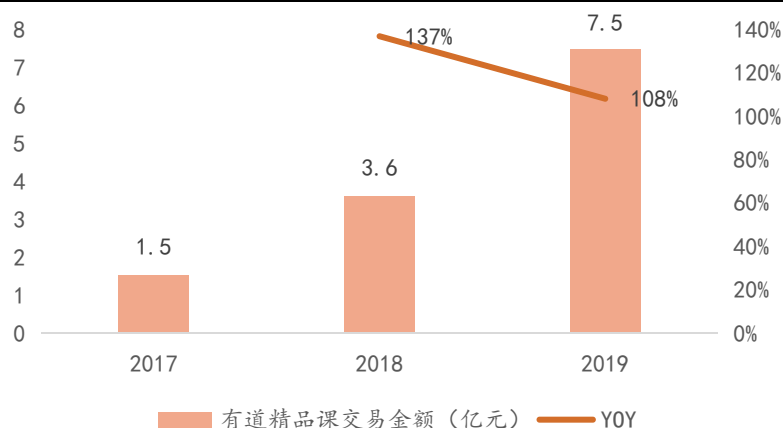
- **有道精品课**是有道在线教育业务的旗舰产品，采取**大班双师直播**模式，涵盖小学、初中、高中、四六级、考研、雅思托福等全门类课程，K12同步辅导正价课定价介于50-70元/课时之间，在同类产品中处于中等偏上的水平。

图表109：有道精品课课程品类

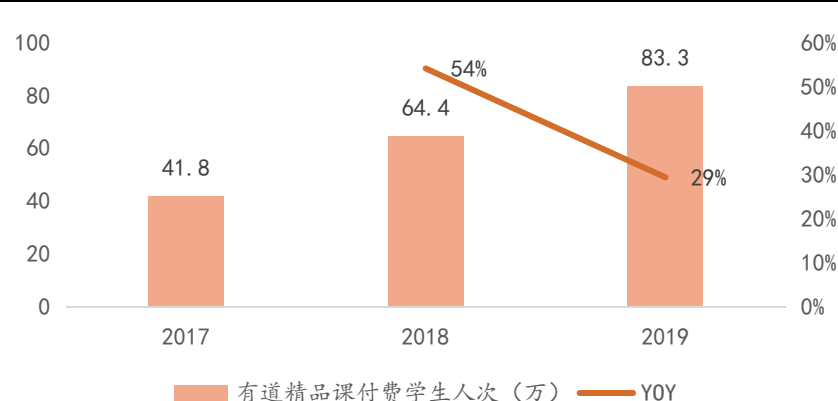
课程大类	课程子类								
小学	语文	数学	英语	少儿编程	少儿美术	少儿围棋			
初中	语文	数学	英语	物理	化学	生物			
高中	语文	数学	英语	物理	化学	生物	历史	地理	政治
四六级	听力口语	词汇语法							
实用英语	美式口语	英式口语	词汇语法	口语教练	英文原著				
考研	考研英语	考研政治	考研数学	大二抢跑	专业课				
兴趣技能	高效记忆	情商心理	办公技能	图像处理	财经金融	绘画摄影	职场必备	形象管理	人文素养
逻辑英语	逻辑英语	逻辑书院							
专四专八	专四	专八							
教师资格	教资笔试	教资面试	笔面全程	科目三					
雅思托福	雅思	托福	留学服务	专项突破					
编程开发	编程语言	算法基础	人工智能						
小语种	日语	韩语	法语	西班牙语					

● 公司于2018年提出All in K12战略，2019年继续强化，K12业务驶入高速发展轨道，付费人次增速达到185%。

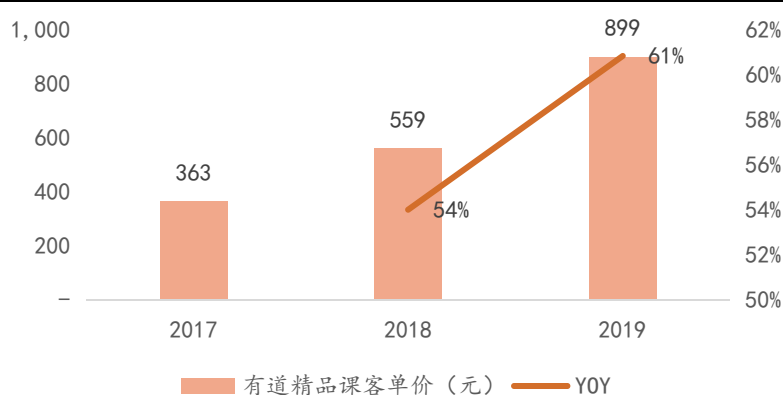
图表110：有道精品课交易金额及增速



图表111：有道精品课付费学生人次及增速



图表112：有道精品课客单价及增速



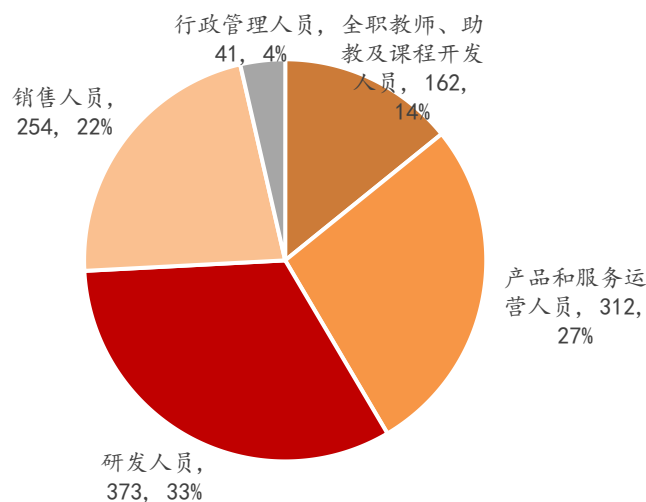
图表113：有道精品课付费人次（万人次）、增速及结构

	2017		2018		2019			
	人次	占比	人次	YOY	占比	人次		YOY
K12	9.3	22%	12.6	35%	20%	35.9	185%	43%
成人	32.5	78%	51.8	59%	80%	47.5	-8%	57%
总体	41.8	100%	64.4	54%	100%	83.3	29%	100%

技术：研发人员占比32.7%，重视前沿技术开发与应用

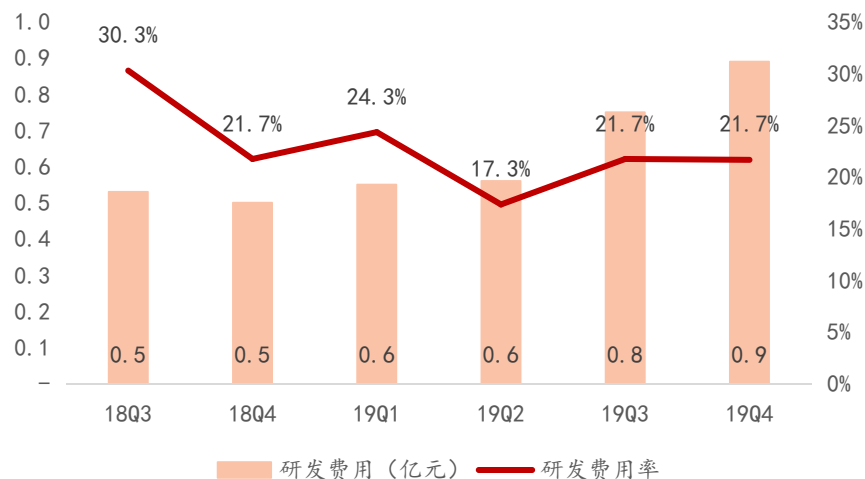
- 公司重视技术研发与创新，成功开发了光学字符识别(OCR)、神经机器翻译(NMT)、语言数据挖掘和数据分析等行业领先的专有技术，并集成到学习产品和服务中。
- 截至2019年上半年，公司共有员工1142名；其中研发人员373名，占比32.7%，较2018年上半年同比增长92.3%。
- 近年来，公司研发费用稳定增长。2017年，公司研发费用1.33亿元，研发费用率29.2%；2019年，公司研发费用增长至2.75亿元，年均复合增长率43.8%，研发费用率21.1%。分季度看，公司研发费用率在22%附近。
- 截至2019年10月24日，公司已于中国国家知识产权局注册69项专利、53项商标权；于中国国家版权局注册62项版权及21个域名。未来，公司将继续重视研发投入，重点加强AI技术在To B和To C产品端的应用。

图表114：有道员工结构



注：截至2019年H1

图表115：有道研发费用（亿元）

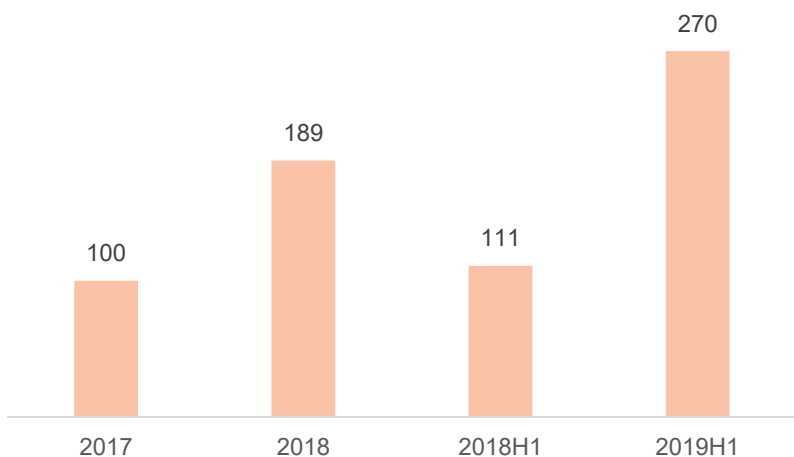


师资：教研人员共计270人，主打名师战略

- 截至2019年上半年，有道全职+兼职教师、助教及课程开发人员共计270人，较2018年上半年同比增长143.2%；截至2019年IPO日，有道K12课程老师教师资格证持有率近75%。教师背景资历方面，突出名师标签，例如强调“清北学历”“10年以上教学经验”等。

图表116：有道全职+兼职教研人员数量逐年递增

图表117：高中物理老师示例



有道人气名师授课 01

找对老师，掌握方法，冲分有道

董博一
高中语文掌门人

姜博扬
海归双料硕士

李群
高考英语大神

刘化楠
北大本硕

王玮
清华本硕

张刚
复旦附中名师

李楠
清华本硕

刘杰
清华学霸

林露
物理竞赛优秀教练员

名师齐聚
清北学历背景，平均十年教学经验

经历不凡
多位老师获国家级奖项与辉煌竞赛经历

刘杰

高中物理
清华学霸

个人简介
正在课程
用户评价

教学资质

- 教师资格证编号：20191100141000014

教学经验

- 清华大学工程物理系毕业，专业学物理、懂物理、教物理，独创“高考物理口诀解题法”
- 11年高考教学经验，北京周报人物专访，每年受邀公立学校演讲

图表118：部分教师简介示例

初中语文主讲

包君成
全国创新教育获奖教师

周帅
9年教龄，海归硕士名师

贾玥
10年教龄，哥伦比亚大学进修学者

姚慕芸
北京重点初中特聘教师

初中数学主讲

潘佳生
清华本硕学霸

曹笑
北京大学硕士

杨佳文
北京大学物理学硕士

姜牧
清华大学学霸

姜牧

教师资格证编号：20183702541001445
清华大学学士，中国水科院硕士 7年授课经验，逻辑清晰，教学体系完整，讲授生动形象。全国初中应用物理竞赛一等奖，曾背包徒步遍游欧洲，将世界见闻引入课堂，带来全新而有趣的物理体验。

罗璇

教师资格证编号：20191110632002146
毕业于中国传媒大学，专业四级 总学员数量超过1000人，授课总时长累计1300小时以上
课风格活泼热情，风趣自然，善于运用各种小游戏帮助孩子快乐学习，曾往尼泊尔公派留学，尼泊尔地震时曾筹措5万余元善款捐赠灾区，被凤凰卫视报道

师资：“同道计划”孵化教育IP，提升影响力

- “同道计划”是有道精品课推出的教育工作室孵化计划，2016年公司宣布投入5亿元孵化20个精品教育工作室，打造教育内容IP，并对这些工作室全面开放流量。2017年，有道在线教育营业收入增长530%，成功孵化12个教育IP。
- 据公司官网，头部IP“有道考神四六级”覆盖并影响超百万大学生、“有道考神考研”实现四六级对考研40%的用户转化率、“逻辑英语”钟平老师教学视频播放量已超1个亿。逻辑英语自2016年上线以来成为有道精品课旗舰产品，截至公司上市，累计吸引付费用户32万人次。

图表119：“同道计划”合作模式



打造教育内容IP；加强公共形象包装、媒体宣传、综艺节目曝光

人格化



全国性

全国化运营，工作室及名师不受地域限制



工作室模式

名师牵头制作教育内容，有道精品课负责产品设计、内容策划、课程营销和公司资源分配。



投资支持

工作室分成，2017年23位老师年收入过百万，排名前三的品类单月营收破千万

图表120：“同道计划”打造的头部IP



获客：丰富的产品矩阵为线上课程导流

● 获客：以有道词典为代表的工具类产品引流

➢ 以语言翻译功能为主的线上教育工具类产品、以全年龄段在线课程为主的线上教育服务类产品、学习辅助型智能硬件及以AI技术为核心的云服务产品已构成有道的全方位产品矩阵。其中，以网易有道词典为代表的工具类产品凭借多年累积的大流量为在线课程类产品持续引流。

图表121：有道公司产品矩阵

产品大类	细分产品				
语言翻译	网易有道词典 中国月活用户数最多的语言学习翻译工具 2019H1平均月活5120万	有道少儿词典 为小学生设计的语文和英语学习词典	有道翻译官 实现107种语言的随身翻译	有道人工翻译 实现精准快速的人工翻译	U-Dictionary 国际词典出海120个国家的英语学习平台
在线教育	有道精品课 覆盖从少儿到大学全年龄段的直播大班课产品	有道数学 在线数学练习题互动数学游戏	网易云课堂 专注职业技能提升的在线学习平台	中国大学MOOC 汇聚千余门知名高校课程的优质在线教育平台	
互动学习APP	有道少儿英语 英语启蒙系列课程	有道小图灵 编程学科化课程产品	有道乐读 精品少儿图书馆	有道卡搭 少儿编程启蒙学习平台	
智能硬件	有道翻译王2.0 Pro、有道翻译蛋 	有道词典笔、网易有道词典笔2.0 	有道口袋打印机 	有道云笔 	有道智能笔
云应用、开放平台、有道推广	有道云笔记 	有道云协作 	有道云协作lite 	有道智云 	有道智选

获客：丰富的产品矩阵为线上课程导流

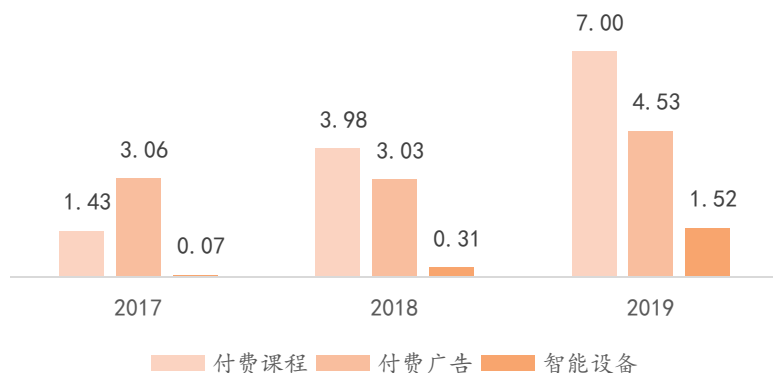
图表122：网易有道词典APP下方设置有道精品课标签



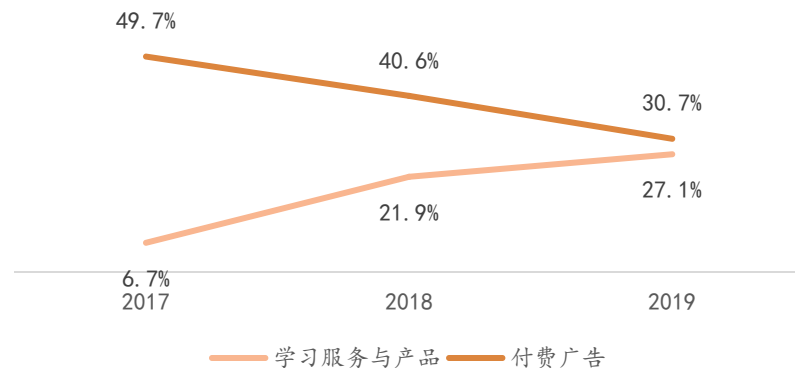
财务：广告业务拖累毛利率，19年加大广告投放营销费用率攀升，亏损扩大

- 公司营收的报告分部分为付费广告+学习服务与产品（包括付费课程和智能设备）两部分，收入来源包括在线课程收入、在线工具和互动学习APP的订阅收入、智能设备销售收入、向企业客户提供技术解决方案的收入。实行All in K12战略后，付费课程收入、毛利率明显提升，但由于付费广告毛利率下滑明显，公司整体毛利率有所下滑。2019年Q2起，公司加大了在线教育产品的广告投放，导致2019年营销费用率上涨明显。

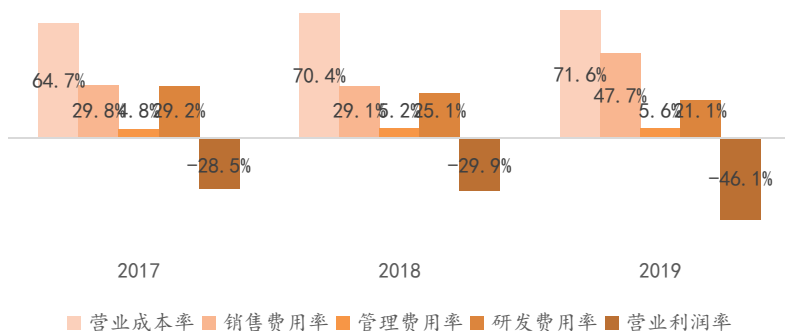
图表123：有道分业务收入（亿元）



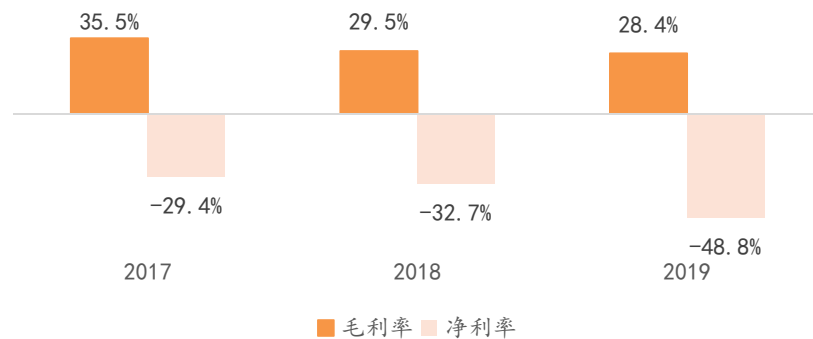
图表124：有道分业务毛利率



图表125：有道各项营业开支占营收的比重及营业利润率



图表126：有道毛利率和净利率



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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，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，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。本研究报告仅供方正证券的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

专注 专心 专业

联系人：谭瑞峤 邮箱：tanruiqiao@foundersc.com



方正证券研究所

北京市西城区展览路48号新联写字楼6层

上海市浦东新区新上海国际大厦33层

广东省深圳市福田区竹子林四路紫竹七路18号光大银行大厦31楼

湖南省长沙市天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层