

## K12 课外培训行业：扬帆起航正当时

■ **我国 K12 课外培训市场空间大、增速快。**2018 年市场规模 5205 亿元，增速 11.9%，其中线上 K12 课外培训市场规模 443 亿，增速 48.4%。三大类培训中课程培训刚需，市场占比最大，发展速度稳定；语言培训受低龄化线上教育和留学产业链发展推动，边际增速上扬；素质类培训兴起，市场潜力大，保持高增速。

■ **K12 课外培训行业集中度未来 3~5 年内有望快速提升。**传统 K12 课外培训市场呈现区域化、本地化长尾供应特征。线下培训市场是“双巨头+区域龙头+本地机构”的竞争格局，好未来与新东方处于绝对领先地位，但是 CR10 仅为 6.5%；线上培训则是群雄逐鹿的竞争格局，模式验证的企业快速聚集流量，形成第一梯队。

■ **未来很长一段时间，K12 课外培训市场将维持“量价齐升”。**底层逻辑是，考试分数决定升学的教育体制不改变，中国家长的教育焦虑会持续推动对孩子的课外培训支出。我国当前 K12 课外培训整体渗透率为 36.7%，对比文化相近的东亚地区渗透率仍有很大提升空间。教育支出不断增加、课外培训渗透率不断提升，叠加财政政策、产业政策刺激、技术进步等因素，短期很难触及行业天花板。

■ **产业扩张机会主要来自：1、下沉市场，对低线城市渗透扩张。**一二线城市机构集中，学生参培率高，市场竞争激烈。低线城市拥有更广大 K12 学生基数，但是渗透率较低。**2、继续提升线上 K12 课外培训渗透率。**线上教育渗透率远低于线下，“双师班课”与“一对一”直播模式跑通提升在线培训竞争力。**3、素质教育和 ToB 市场的发展机会。**这两片蓝海都具备千亿级别的市场空间，市场需求正在快速增长，但行业发展仍处于早期阶段。

■ **K12 课外培训行业快速发展正经历阵痛期。**行业痛点需要解决：线下机构运营成本抬升、师资供给不足、区域间差异大；线上机构获客成本高、盈利能力不足。2018 年监管趋严、规范政策频出，全国范围开展摸排整改：短期市场持续承压，行业开始整合与出清；长期有利于行业健康发展，加速市场集中度提升。

■ **银行需要从三个层面把握 K12 课外培训行业享受成长红利。**客群层面优选全国和区域龙头机构；持续跟踪线上用户规模大、模式清晰、现金流健康的机构。业务层面紧密围绕 K12 培训行业发展趋势与核心诉求。风险层面需要建立并跟踪 K12 课外培训行业风险指标体系。

夏嘉南

行业研究员

☎：0755-83894978

✉：xiajianan@cmbchina.com

相关研究报告

《教育行业：心如花木，向阳而生》

2019.02.01

## 目录

1. K12 课外培训行业在我国发展的现状、特点与阶段.....	1
1.1 行业现状 .....	2
1.2 行业特点 .....	2
1.3 行业发展阶段 .....	4
2. K12 课外培训在我国发展的底层逻辑和催化剂.....	5
2.1 市场增长的底层逻辑短期不会改变 .....	5
2.2 市场发展的催化剂 .....	7
3. 未来 K12 课外培训行业的发展机会和打法分析.....	8
3.1 下沉市场，对低线城市的渗透扩张 .....	9
3.2 模式跑通，线上培训渗透率提升 .....	10
3.3 细分领域：素质教育和 To B 市场的机会 .....	13
3.4 标准化是实现快速扩张的最有效途径 .....	15
4. K12 课外培训行业面临的痛点 .....	15
4.1 线下机构面临的痛点 .....	16
4.2 线上机构面临的痛点 .....	17
5. 2018 年 K12 课外培训行业政策梳理.....	19
6. 线下 K12 课外培训市场：两个绝顶高手的江湖.....	21
7. 线上 K12 课外培训市场：群雄逐鹿，各有千秋.....	24
8. 银行应该如何把握 K12 课外培训行业享受成长红利.....	26

## 图目录

图 1: 我国 K12 课外培训市场占整个 K12 教育市场的 2/3 .....	1
图 2: 我国 K12 课外培训市场规模及增速 .....	2
图 3: K12 在线教育市场快速增长 .....	2
图 4: 线下 K12 课外培训市场竞争格局的“头部三大梯队” .....	2
图 5: 三大类 K12 课外培训市场规模（亿元） .....	3
图 6: 三大类 K12 课外培训市场增速 .....	3
图 7: 区域化、本地化的长尾教育供给市场 .....	4
图 8: 我国 K12 课外培训行业的发展阶段与趋势 .....	5
图 9: 全国居民人均教育支出金额与占比齐升 .....	6
图 10: K12 阶段学生总数反弹且参培率不断提升 .....	6
图 11: 好未来遭遇做空后股价变化情况 .....	7
图 12: 新东方遭遇做空后股价变化情况 .....	7
图 13: K12 阶段学生 10 人中只有 2 人能上本科 .....	7
图 14: 我国新生人口、0~6 岁人口数缓慢增长 .....	7
图 15: 政府历年发布的 K12 教育减负政策 .....	8
图 16: 2018 年监管政策提升课外培训机构成本 .....	8
图 17: 我国 K12 课外培训渗透率距离东亚其他国家和地区仍有提升空间 .....	9
图 18: 全国低线城市 K12 学生占据绝大多数 .....	9
图 19: K12 课外培训机构校区分布（按城市级别） .....	9
图 20: 整个线上教育市场中 K12 占比快速提升 .....	11
图 21: 线上 K12 课外培训渗透率快速提升 .....	11
图 22: K12 在线教育两大主流模式对比 .....	12
图 23: 线上 K12 教育分类及主要玩家 .....	13
图 24: K12 素质教育市场规模及增速 .....	14
图 25: 中美 K12 教育 2G/2B/2C 市场规模占比 .....	14
图 26: 位于“金子塔基”的本地化小型培训机构构成广阔的 B 端市场 .....	14
图 27: K12 课外培训行业规模不经济 .....	15
图 28: 全国高考统一命题趋势加强 .....	15
图 29: 2017 年我国 K12 线下课外辅导机构典型成本结构 .....	16
图 30: 新东方学生教师比 .....	17
图 31: 新模式一定程度上缓解了“教师荒” .....	17
图 32: 线上 K12 培训收入指标拆分 .....	17
图 33: 各类线上 K12 课外培训平均获客成本 .....	18
图 34: 续费率是影响用户数量的核心指标之一 .....	18
图 35: 知名线上 K12 课外培训机构亏损金额 .....	19

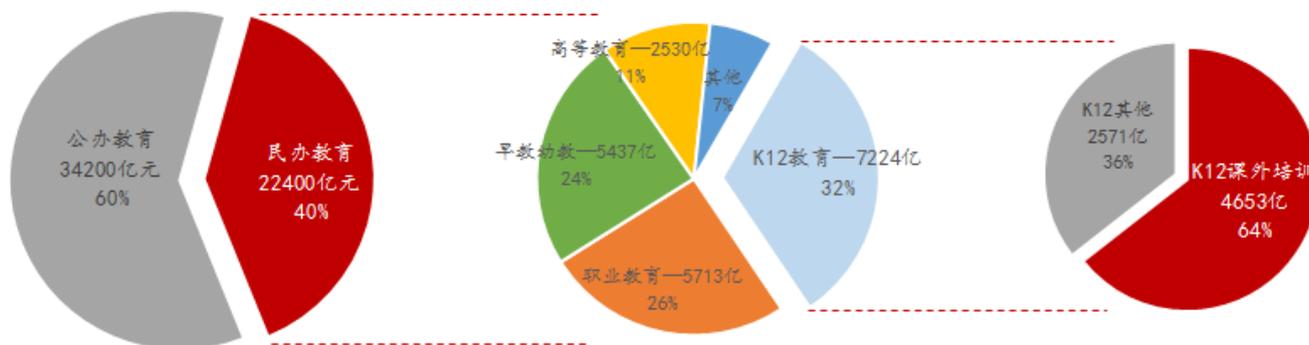


图 36: K12 线上与线下一对一模式利润率对比 .....	19
图 37: 2018 年 K12 课外培训行业相关政策汇总 .....	20
图 38: “史上最严” K12 课外培训监管标准 .....	21
图 39: 2018 年发布的线上 K12 教育相关政策 .....	21
图 40: 好未来与新东方 K12 课外培训切入点的差异 .....	22
图 41: 好未来与新东方分校数量与结构 .....	23
图 42: 好未来与新东方营收及增速对比 .....	23
图 43: 各家线下 K12 机构营收及净利润对比 .....	24
图 44: 各家线下 K12 机构毛利率及净利率对比 .....	24
图 45: 新东方在线付费用户、客单价与获客成本 .....	25
图 46: 各线上教育机构获客成本/客单价对比 .....	25
图 47: K12 课外培训行业风险体系建设（红：客观指标，蓝：主观打分） .....	错误!未定义书签。

K12 教育市场目前是我国最大的细分教育市场，姑且不论每年超过 3 万亿国家财政公共教育支出的绝大多数都用在了 K12 教育领域（尤其是义务教育阶段），2 万亿的民办教育市场有 1/3 都是 K12 教育，2017 年规模达到 7224 亿，预计 2020 年市场规模突破万亿。

民办 K12 教育市场中，课外培训行业占据绝对主体，根据弗若斯特沙利文和艾瑞咨询的数据，超过 2/3 的市场是 K12 课外培训，2017 年规模达到 4653 亿。我国庞大的 K12 阶段适龄人口数量与教育“国情”决定了现阶段 K12 课外培训行业“扬帆起航正当时”，整体正处于快速发展阶段。随着市场开始下沉到低线城市、线上教育渗透率不断提升、素质培训课程兴起、To B 市场打开等因素影响，未来 K12 课外培训市场空间广阔，增长动力多元。市场蛋糕快速做大的同时，受频出的政策规范以及头部机构横、纵一体化发展诉求的影响，市场集中度快速提升将会是未来 3~5 年内的主旋律。我们预计 2022 年线下 K12 课外培训 CR10 将达到 14%。同时，在“互联网+教育”和“科技+教育”的加持下，更多模式得到验证的 K12 课外培训机构有望脱颖而出。

图 1：我国 K12 课外培训市场占整个 K12 教育市场的 2/3



资料来源：国家统计局，弗若斯特沙利文，艾瑞咨询，招商银行研究院

在本篇文章中，我们首先将总结我国 K12 课外培训行业的现状和特点，并且给出其快速发展的底层逻辑和近期催化剂。其次对 K12 课外培训行业发展的空间和机会做一个详细分析，之后提出行业发展面临的痛点和潜在的解决方法。我们对 2018 年 K12 教育相关政策进行全面解读，最后按照线上、线下两个维度梳理的行业内头部玩家的主要特征和打法，以及银行在 K12 课外培训行业的业务与风险建议。

## 1. K12 课外培训行业在我国发展的现状、特点与阶段

## 1.1 行业现状

我国 K12 课外培训行业起步较早，市场培育相对成熟，2018 年市场规模 5205 亿，增速 11.2%，其中 K12 在线教育市场规模 443 亿，增速 48.4%。行业竞争充分，但市场依旧分散，集中度低。目前，线下市场是“双巨头（好未来、新东方）+区域龙头+本地机构”的竞争格局，CR2 不到 5%（只计算新东方 K12 课外培训业务收入，CR2 为 4.2%），CR10 约为 6.5%；线上 K12 课外培训市场则是群雄逐鹿的竞争格局，行业处于早期快速成长的阶段，模式得到验证的头部企业率先实现规模化，正在形成第一梯队。

图 2：我国 K12 课外培训市场规模及增速



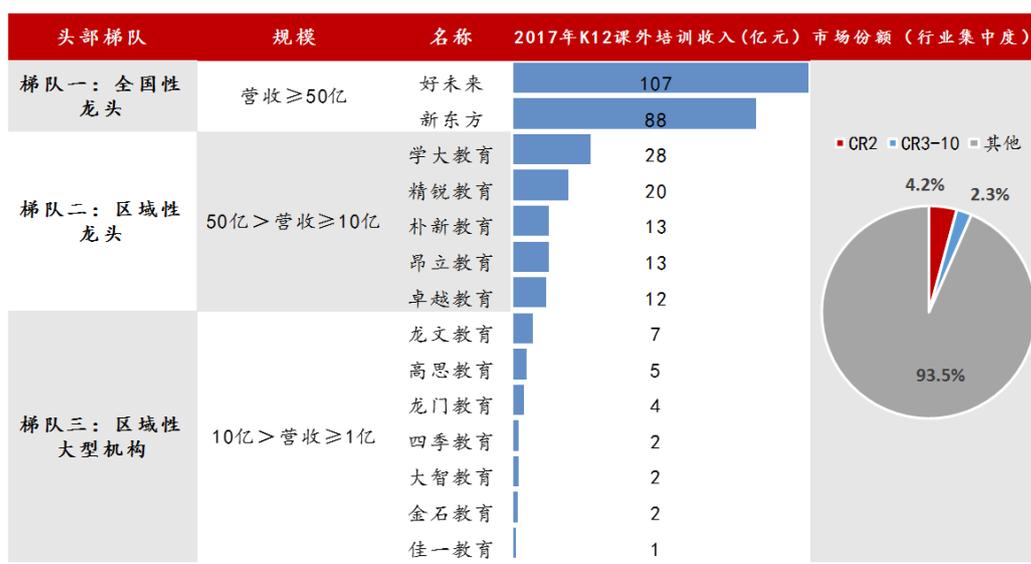
资料来源：弗若斯特沙利文，招商银行研究院

图 3：K12 在线教育市场快速增长



资料来源：艾瑞咨询，招商银行研究院

图 4：线下 K12 课外培训市场竞争格局的“头部三大梯队”



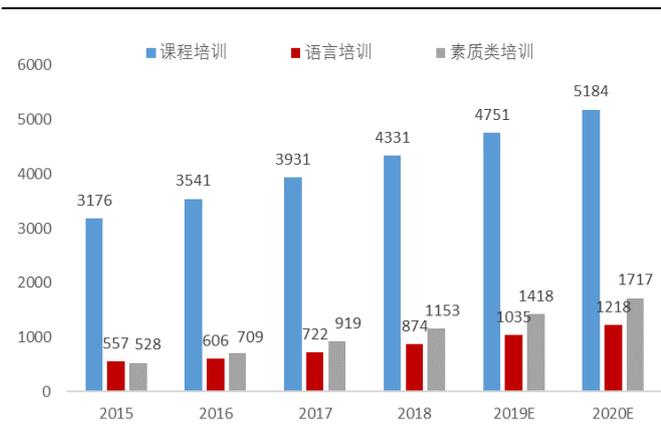
资料来源：招商银行研究院

## 1.2 行业特点

我国 K12 课外培训行业有几个明显的特征：

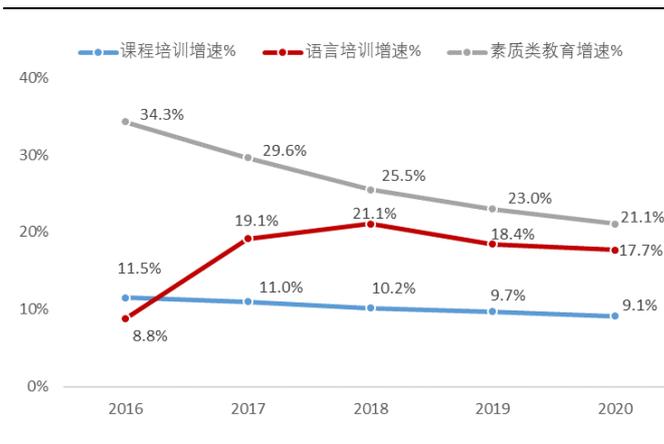
第一，三大类 K12 课外培训各有市场，处于不同增长阶段。对比来看，K12 课外培训可以按照内容不同主要分成课程培训、语言培训和素质类培训三大类，其中课程（学科类）培训刚需且受众面广，市场规模占比最大，但是行业发展相对成熟，增速稳定在 10%左右；语言培训则受益于低龄化线上培训推动与留学产业链完善，迎来第二波增长，增速从 2016 年的 8.8%快速攀升至 2018 年的 21.1%；受高考改革和一、二线城市需求爆发影响，素质类培训市场还处于培育期，正在快速成长，近 5 年增速将会维持在 20%以上。

图 5：三大类 K12 课外培训市场规模（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，多鲸资本，招商银行研究院

图 6：三大类 K12 课外培训市场增速

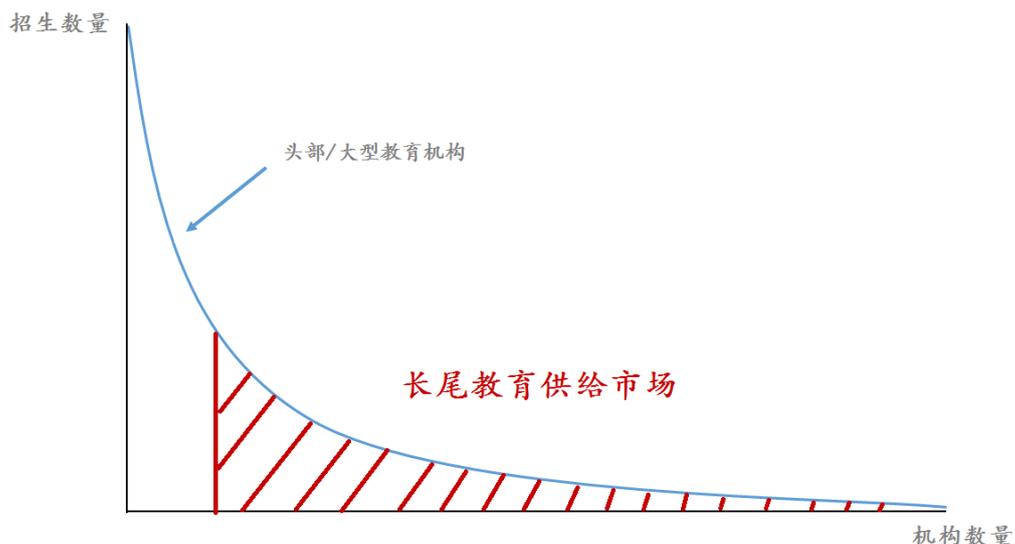


资料来源：弗若斯特沙利文，招商银行研究院

第二，线下培训一线城市趋近饱和，低线城市渗透率低。线下 K12 课外培训机构大多分布在沿海发达省份和一、二线城市，三四五线城市拥有更广泛的 K12 阶段人群，但是培训机构相对缺乏。线上 K12 课外培训模式创新，渗透率快速提升。线上模式多样，主要可分为内容型、工具型和平台型，内容驱动型的 K12 在线教育具备更强的竞争力。线上教育正依靠便捷的触达、灵活的应用和优质的内容快速提高在 K12 课外培训领域的渗透率。

第三，区域化、本地化的长尾教育服务供给市场。各地区和城市教育水平不均衡、使用教材和考试内容不同，地域间差异较大，本地化的教育机构往往在教研、内容方面贴合本地市场，具有优势。机构扩张受限于地方有限的优质师资和差异化的教学内容，因此，除少数具备强大师资和教研实力的跨区域龙头以外，绝大多数教育机构都是立足本地的长尾供应商。

图 7：区域化、本地化的长尾教育供给市场



资料来源：招商银行研究院

### 1.3 行业发展阶段

**K12 课外培训行业在我国的发展可以大致分为五个阶段：**

2000 年以前，全国高考统一命题，名校名师催生课外培训。K12 课外培训机构最早兴起于沿海地区教育发达的省份和一线城市，聘用升学率高的名校老师做兼职，帮助学生提高应试能力和考试分数，行业处于粗放发展的萌芽阶段。

2000~2006 年，高考改革，各省陆续开始自主命题。2002 年北京率先实施，到 2006 年全国 16 个省份实现自主命题。这期间各地培训机构如雨后春笋一般的冒出来，基于本地考试特色开设学科辅导课程。

2006~2015 年，K12 课外培训行业快速发展的黄金十年。在这个阶段，一大批成熟的培训机构在潜心打磨教研、模式验证后积累了口碑，开始跨区域扩张，建立全国性的 K12 课外培训品牌。其中耳熟能详的新东方、好未来、学大、环球等先后登陆资本市场。同时，伴随着互联网渗透率大幅提升，专注做 K12 线上培训的机构也开始进入孵化期，对网校、直播等模式进行探索。

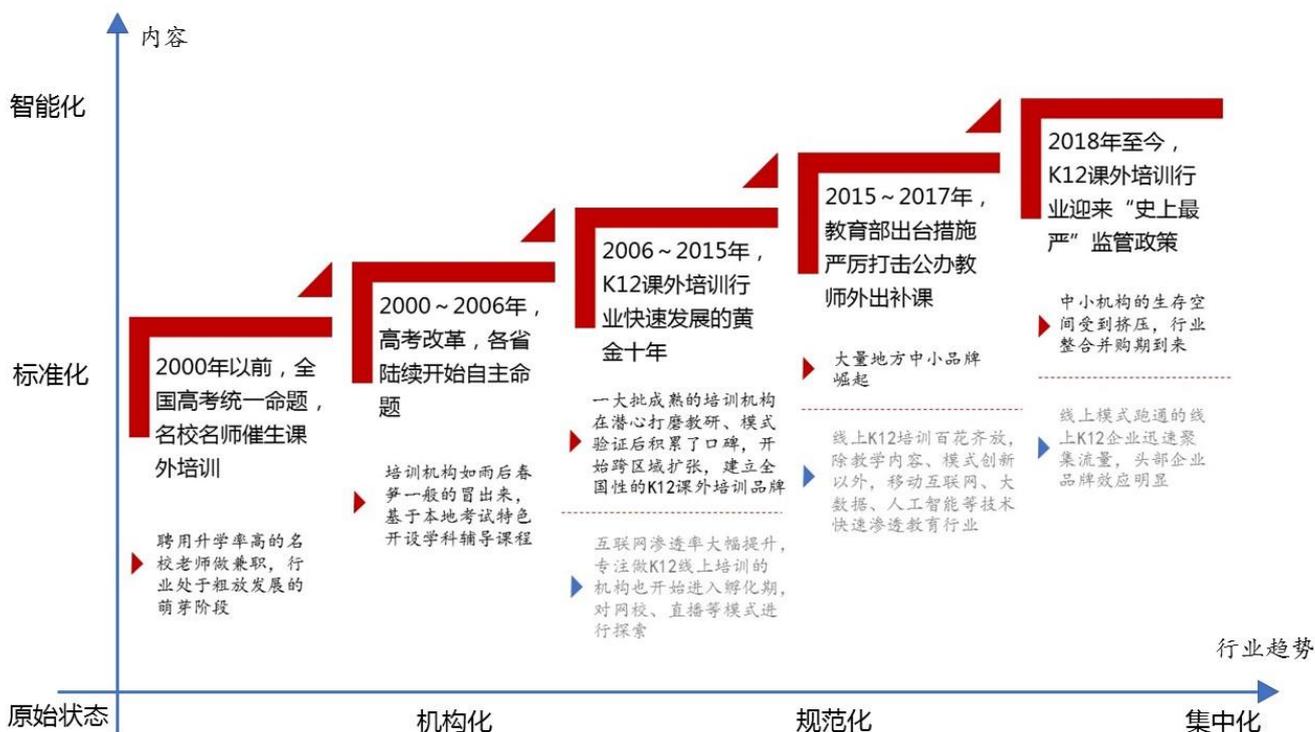
2015~2017 年，教育部出台措施严厉打击公办教师外出补课。一大批依靠公办教师的培训作坊不复存在，但是学生补课需求依旧存在，且是极其庞大的市场群体，因此这个时期大量地方中小品牌崛起，承接了这部分存量需求。同时，线上 K12 培训百花齐放，除教学内容、模式创新以外，移动互联网、大数据、人工智能等技术快速在教育行业投入使用。

2018 年至今，国家对教培机构的资质、场地、师资、收费等方面严格规范并展开摸排整改，K12 课外培训行业迎来“史上最严”监管年，不达标的机构率先被市场出清，企业经营成本大幅抬升，中小机构的生存空间受到挤压，行

业整合期到来。同一时期，规范线上教育发展的监管政策也已经开始酝酿实施。模式验证的线上 K12 产品迅速聚集流量，头部企业品牌效应明显形成第一梯队，如 VIPKID、作业帮、猿辅导、掌门一对一等，但整体盈利较为困难。

我们预计 K12 课外培训行业经过这轮调整以后，行业将步入快速上行通道，线下市场集中度快速提升，现有竞争格局中的“头部三大梯队”都将扩容，好未来与新东方的领先地位难以撼动；线上教育机构将会迎来一波上市潮，重心将从线上引流转向模式盈利。手握资金的教育巨头将会围绕核心业务打造各自的生态圈，大概率会诞生多家千亿市值的 K12 综合教育产业集团。

图 8：我国 K12 课外培训行业的发展阶段与趋势



资料来源：招商银行研究院

## 2. K12 课外培训在我国发展的底层逻辑和催化剂

### 2.1 市场增长的底层逻辑短期不会改变

当教育需求在公立教育体系内很难得到满足时，课外培训就成为必要补充。K12 课外培训是使用者（孩子）与付费者（家长）不是同一主体的特殊存在，需要向使用者提供优质的内容和服务，并且达到预期效果（提高分数、掌握技能等）来吸引付费者支付费用。教育是结果导向和延时验证的，在预期效果管理方面，课外培训已经被证明是提升 K12 学生竞争力的有效手段。因此只要

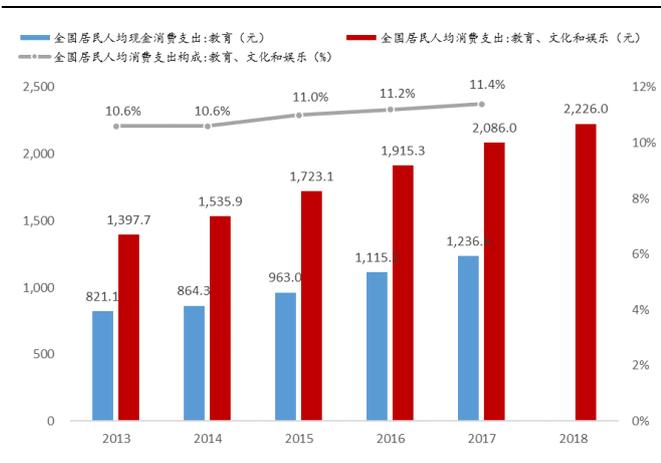
“考试分数决定升学”的教育体制没有实质性改变，那么中国家长的“教育焦虑”就会持续存在，对孩子的课外培训教育支出就不会减少。

一方面，人均可支配收入的增长支撑着教育投入不断增加，1992年以来，城镇居民教育支出增速（13.6%）显著高于人均可支配收入增速（12.5%），全国居民年人均教育支出总额和占比均快速提升，现金教育支出由2013年的821元上涨至2017年的1237元。中国社会价值观“再苦不能苦孩子，再穷不能穷教育”深入骨髓，家长愿意将更多的钱投入到孩子的教育中，从客单价和ARPU值来看，K12课外培训市场的“价”在不断提升。

另一方面，我国K12阶段学生总数近几年稳定保持在1.8亿以上，受益于生育政策放开，平均滞后4~5年进入K12教育阶段的学生人数企稳回升。此外根据产业信息网数据，K12课外培训的参培率由2015年的33.4%提升至2017年的36.7%，预计2020年达到42%。企稳回升的K12人口基数×不断提升的课外培训渗透率，K12课外培训市场的“量”也在不断提升。

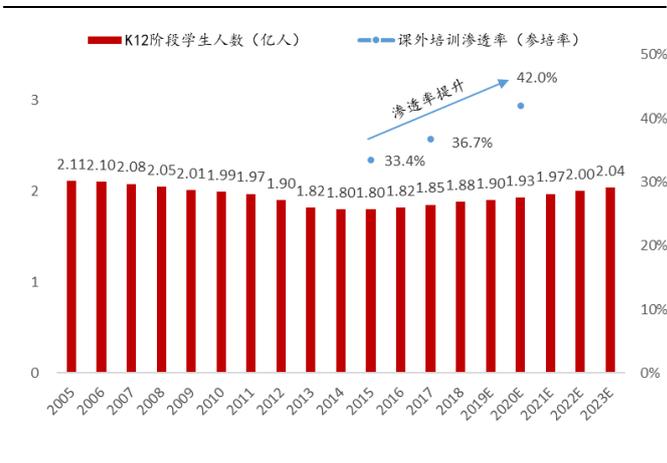
不可否认的是，“教育焦虑”叠加“剧场效应”<sup>1</sup>加速了课外培训在K12阶段学生人群的渗透率，“量价齐升”的背景下，短期之内很难触及K12课外培训行业的天花板。

图9：全国居民人均教育支出金额与占比齐升



资料来源：国家统计局，Wind，招商银行研究院

图10：K12阶段学生总数反弹且参培率不断提升



资料来源：中国产业信息网，公开资料整理，招商银行研究院

这个底层逻辑有别于欧美发达国家的教育市场，欧美国家K12课外培训文化较弱，注重孩子在学校的全面发展，课外以引导孩子的兴趣为主而非成绩论。因此2018年6月好未来被专业做空机构浑水做空后，且不论做空理由是否充分（浑水认为好未来虚增利润，主要是非经营性损益），股价仅经历短期波动，

<sup>1</sup> 剧场效应：在剧场，如果前排观众站起身观看节目，后排观众也只能跟随前排一同起身才可以正常观看。K12课外培训学生家长做报名决策，往往会受到已为孩子报名的家的影响。

随后企稳反弹，年底市值重回 200 亿美元。这也是高瓴资本等对中国教育理解深刻的投资机构敢于在被做空后逆市增持并持续看好未来的核心逻辑。

图 11：好未来遭遇做空后股价变化情况



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 12：新东方遭遇做空后股价变化情况

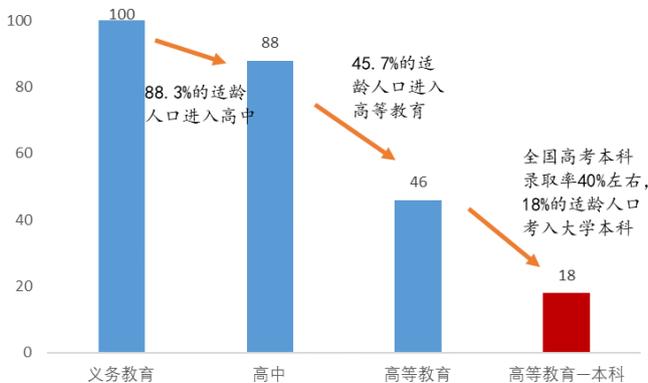


资料来源：Wind，招商银行研究院

## 2.2 市场发展的催化剂

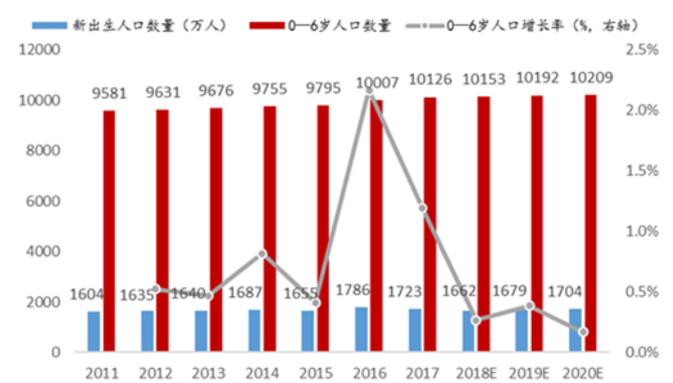
**宏观层面：未来几年将保持旺盛需求。**第一，根据现阶段初高中、大学毛入学率和高考录取率测算，每 10 名 K12 阶段学生只有 2 人能考入大学本科。重点大学、高中在我国属于稀缺教育资源，通过课外培训提升学生竞争力的需求有增无减；第二，生育政策放开后，我国新生人口数量（1600~1700 万人/年）与 0—6 岁人口数量维持相对稳定，这部分潜在的 K12 人群未来几年会进入市场，生源数量将保持稳定，因此线下、线上课外培训渗透率提升会带来大量新增需求；第三，未来对个性化教育服务和差异化内容的新需求将会催生更庞大的课外培训市场，个性化教学、K12 新内容（如素质类培训）是未来几年的核心增量需求。

图 13：K12 阶段学生 10 人中只有 2 人能上本科



资料来源：教育部，公开资料整理，招商银行研究院

图 14：我国新生人口、0~6 岁人口数缓慢增长



资料来源：国家统计局，招商银行研究院

**政策层面：财政政策积极，产业政策不断加码。**财政政策刺激居民家庭 K12 阶段教育投入，子女接受学前教育和学历教育支出抵扣个人所得税抵基。

机构多方面调研结果显示，以家庭为单位，这部分让渡的税收优惠大概率会再次投入子女教育，因此 K12 课外培训等非学历教育市场会从中受益。

K12 教育政策近几年对公办学校一直强调“减负”，但在升学体制看不到改变的情况下，实际上对学生和家长的刚需造成了挤出效应，公办学校教学内容和课后练习的压缩实际上变相得将学生推向学科辅导类和素质教育类的 K12 课外培训机构。

**图 15：政府历年发布的 K12 教育减负政策**

减负政策	
1988年	原国家教委发布《关于减轻小学生课业负担过重问题的若干规定》
2000年	教育部发布《关于在中小学减轻学生过重负担的紧急通知》
2011年	全国两会首次将“减负”写入政府工作报告
2013年	教育部颁发《小学生减负十条规定》
2017年	国务院印发《国家教育事业发展规划“十三五”规划》，将“减负”列入教育部联合民政部等四部委印发《关于切实减轻中小学生学习负担开展校外培训机构专项治理行动的通知》
2018年	教育部等九部委发布《关于印发中小学减负措施的通知》（简称《减负30条》）

资料来源：公开资料整理，招商银行研究院

**图 16：2018 年监管政策提升课外培训机构成本**

政策	政策规定	成本上升
《关于规范校外培训机构发展的意见》	同一培训时间段内生均面积不低于3平方米；符合安全条件的固定场所	场地租赁成本上升
	从事学科知识培训的教师应具有相应教师资格	人力成本上升
	不得一次性收取时间跨度超过3个月的费用	现金流下降

资料来源：教育部，招商银行研究院

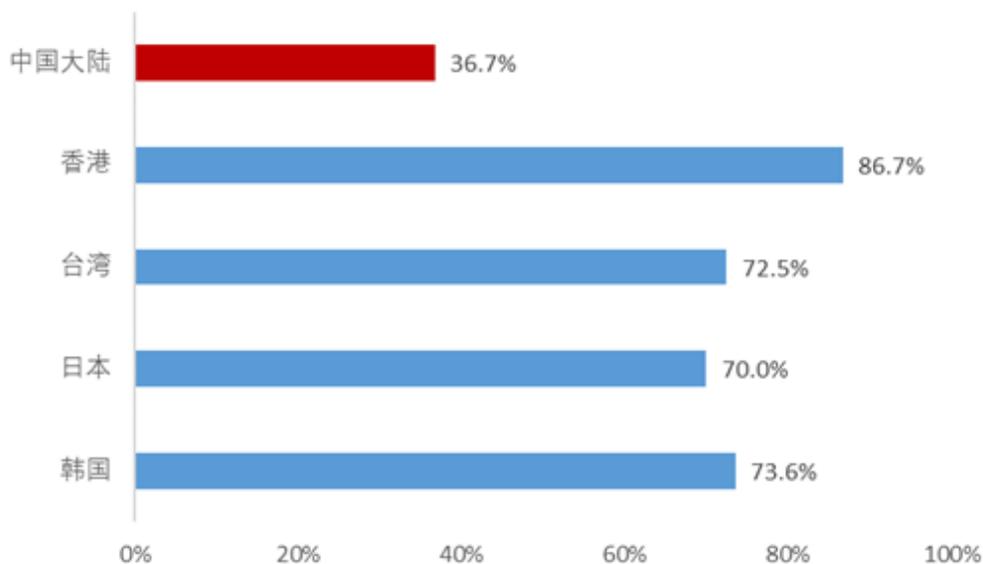
2018 年以来，规范和治理 K12 课外培训市场的政策不断出台，行业标准提高率先出清不合格的培训机构。短期内招生规模上不去则无法摊薄抬升的运营成本，因此压缩了中小机构的生存空间，一批地方中小品牌或将被大型机构收编，行业将迎来一波并购热潮。线上 K12 教育规范酝酿许久，或将在 2019 年陆续出台。长期来看，K12 课外培训市场资源整合、规范发展有利于行业长期保持增长韧性。

**技术进步：以线下 K12 课外培训为主体，线上教育和教育科技化为两翼的“一体两翼”式发展。**移动互联网普及、低延时高清网络直播成熟等加速线上教育发展；图像识别、语音识别、大数据、人工智能等技术助力教育科技化发展，越来越多的教育培训机构利用这些技术提升教学效率和教学效果。

### 3. 未来 K12 课外培训行业的发展机会和打法分析

与教育文化相近的东亚国家和地区对比来看，我国 K12 课外培训渗透率仍有大幅提升空间。我们认为行业在未来几年的发展机会主要来自两方面：一是下沉市场，对低线城市渗透扩张；二是继续提升线上 K12 课外培训渗透率。

图 17：我国 K12 课外培训渗透率距离东亚其他国家和地区仍有提升空间

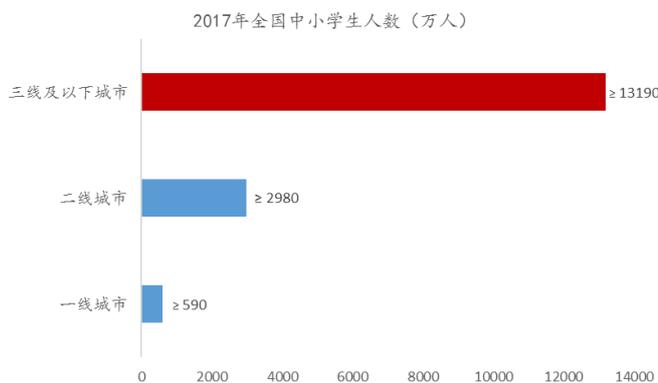


资料来源：中国教育财政科学研究所，招商银行研究院

### 3.1 下沉市场，对低线城市的渗透扩张

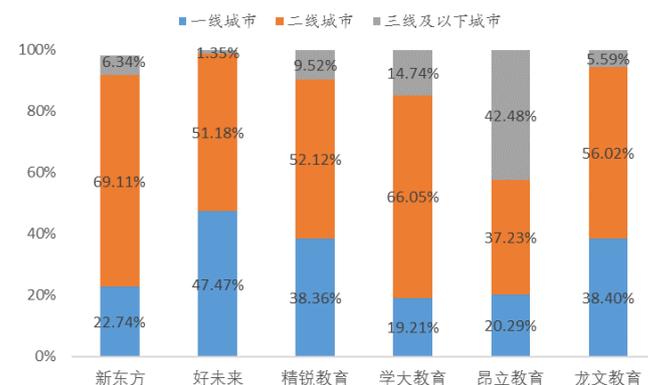
当前我国大多数 K12 课外培训机构集中在一、二线城市，市场竞争激烈。三四线城市课外培训市场渗透率低，以中小机构（辅导班、小作坊）为主，市场集中度低。但是，在我国低线城市 K12 教育适龄人口体量远大于一线城市，这部分人群的课外培训需求还没有得到充分释放。随着我国城镇化水平和城镇居民收入水平提升，低线城市家庭购买力普遍提升，K12 课外培训更容易被接受。因此整体市场下沉提高低线城市渗透率是行业发展的必然趋势。

图 18：全国低线城市 K12 学生占据绝大多数



资料来源：艾瑞咨询，招商银行研究院

图 19：K12 课外培训机构校区分布（按城市级别）



资料来源：iResearch，招商银行研究院

过往几年，头部机构在三四线城市直接开立分支机构显得比较谨慎，我们选取了 6 家具有代表性的 K12 课外培训龙头企业，有 5 家在三线及以下城市的教学中心占比低于 15%，新东方为 6.34%，好未来仅为 1.35%。对于 K12

课外培训机构来说低线城市教育水平相对落后，一线城市的教研内容很难直接在低线城市复制使用，因此**本地化的教学内容和稀缺的优质师资是市场下沉时需要解决的进入壁垒**。除此之外，**较低的客单价**也是进入低线市场计算投资回报时不得不考量的因素。因此在渗透扩张的模式上，除了直接开办经营机构或分校（学习中心）以外，各机构间会有差异化的打法。

随着低线市场需求被充分发掘，头部机构正在对下沉市场大力布局。好未来采用“开源+赋能”的打法，通过对本地化经营的中小机构开放打磨多年的教研资源、管理系统、师资培训等方式，优化教学内容并且规范机构管理，提升中小机构的综合实力；朴新教育采用“收购直营+标准化改造”的打法，全资收购二三线城市具有一定知名度的 K12 课外培训品牌，通过对其进行标准化教学管理、内容供应方面的改造，全面提升教学质量和学生覆盖面。

### 3.2 模式跑通，线上培训渗透率提升

经历了 PC 互联网和移动互联网的两轮数字化改造，教育行业的线上渗透率得到大幅提升，根据中国互联网络信息中心（CNNIC）发布的第 43 次《中国互联网络发展状况统计报告》，截至 2018 年 12 月，我国在线教育用户规模达 2.01 亿，较 2017 年底增加 4605 万，年增长率为 29.7%；手机在线教育用户规模达 1.94 亿，较 2017 年底增长 7526 万，增长率为 63.3%。其中 K12 教育领域尤为明显，在整个线上教育市场的占比来到 17.6%，仅次于高等学历教育和职业教育，预计 2022 年占比达到 27.7%（图 20）。线上 K12 课外培训渗透率从 2013 年的 6.8% 提升至 2018 年的 11.6%（图 21）。但相比于当前 36.7% 的 K12 学生课外培训整体参培率，线上培训仍有很大的提升空间。

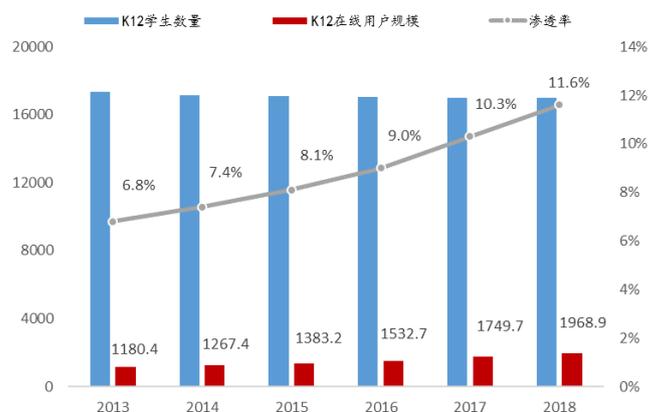
我们认为推动因素主要有：第一，K12 阶段学生人群（千禧一代、10 后）和家长人群（以 80 后为主）的互联网使用率高，更容易接受线上教育；第二，线上教育更容易满足个性化的学习需求，取代传统线下机构分散与不均衡的课程供给，便利性上更胜一筹；第三，相比于线下机构高昂的场地租赁和人工成本，线上教育机构相对较“轻”，具有较高的毛利水平（获客成本高体现在销售费用，影响净利润），因此吸引着更多产业资本进入线上教育领域；第四，线上教育弥补线下机构管理能力和半径不足的劣势，资源集中更容易形成合力加快市场推广。

图 20：整个线上教育市场中 K12 占比快速提升



资料来源：艾瑞咨询，招商银行研究院

图 21：线上 K12 课外培训渗透率快速提升



资料来源：艾媒咨询，招商银行研究院

与线上成人教育不同的是，录播模式很难要求孩子的注意力可以一直贯穿课程，因此有更多互动交流的直播模式成为线上 K12 教育发展的主流。经过几年的探索，线上 K12 课外培训的直播授课模式跑通，形成两大阵营：一种是以学而思网校、新东方在线为代表的“大课堂双师直播”，这种模式有助于线上机构短期集聚流量，扩张速度更快，核心壁垒是“双师”批量培养和标准化教学内容研发能力；另一种是以猿辅导、VIPKID 和掌门一对一主导的“个性化小班”或者“一对一教学”，这种模式对渠道运营和授课教师要求高，往往客单价较高，教学效果有保障。但是受限于教师数量和产能，这类机构短期上量困难，无法快速扩张。直播授课模式顺应了行业发展趋势，使线上教育可以真正意义上在内容层面与线下机构正面 PK，加速了线上教育的渗透率。

图 22: K12 在线教育两大主流模式对比

	大课堂双师直播	1对1、精品小班
学生规模	≥50人	1对1、1对3、小班20人左右
客单价	低	高
师资配备	1名主讲老师+几名辅导老师 (每名辅导老师负责约20个学生)	1名老师, 全负责
教师能力	主讲老师通常为名师, 教学经验丰富、能力要求高: 感染力、控场能力、调动学生积极性; 辅导老师能力要求相对弱化, 责任心强	对老师要求一般, 具备一定教学经验, 可以根据学生情况调整教学, 发现问题能力、关怀、亲和力
课程设置	班课授课+课后辅导	个性化教学
教研	强教研, 标准化内容研发与供应; 紧跟教学进度, 巩固校内学习	弱教研, 灵活性高; 解决独立诉求、个性化问题
经营壁垒	口碑: 传统线下教培机构线上升级 师资: 名师号召力、辅导老师数量(批量培养能力) 渠道: 低成本批量获客能力	用户体验: 便捷、个性化, 积累口碑 渠道: 强营销、强运营, 多渠道获客能力
代表机构		

资料来源: 招商银行研究院

在打法上, 除了内容型 K12 课外培训机构在进行模式创新以外, 工具型与平台型的机构也在这轮产业升级中觅得机会, 比如帮助学生搜题、在线答疑的作业帮, 目前注册用户突破 4 亿, 月活用户超过 8000 万; 帮助老师布置作业、学生上传作业的平台应用作业盒子, 目前已经覆盖 400 多座城市 70000 多所学校, 师生用户超过 3000 万。这类线上教育应用作为流量入口已经积累了数以千万甚至亿计的用户, 用更经济的方式提高线上教育渗透率。规模庞大的用户一方面可以为其带来海量数据, 使产品不断更新迭代、自我完善, 提升学习效果; 另一方面为机构带来“网络效应”的正向循环, 大幅摊薄产品研发成本。

综合来看, 虽然线上教育结合了互联网产品的特征, 但是**核心竞争能力**依旧是教育属性的优质内容研发与供应, 其次才是**渠道、流量**的获取。专注 K12 课外培训内容研发、不断筑高护城河的机构, 才有机会在未来胜出。

图 23：线上 K12 教育分类及主要玩家



资料来源：招商银行研究院

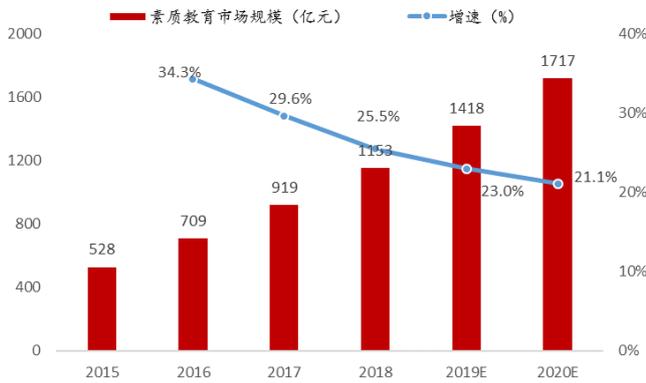
### 3.3 细分领域：素质教育和 To B 市场的机会

除了两大行业层面的机会以外，行业内细分领域也在两方面具有市场发展潜力：**K12 素质教育和 To B 市场**。

素质教育是最近几年开始兴起的 K12 课外培训内容，主要原因有：第一，现代社会竞争是人的综合素质能力竞争，80、90 后家长日益重视对孩子全方位素质能力的培养；第二，国家重点鼓励素质教育的发展，近几年发布的教育政策来看，无论是公办还是民办教育都不遗余力支出素质教育发展；第三，虽然高考制度没有改变，但是越来越多高校开始提升自主招生的比例，主要考察学生的综合素养而不仅仅是学科成绩。因此，艺术和体育类传统素质培训以外，科创类、思维素养类的素质教育培训市场兴起，模式主要是线下素质教育综合体（素质教育中心）和线上垂直素质教育品牌，具有低龄化趋势。

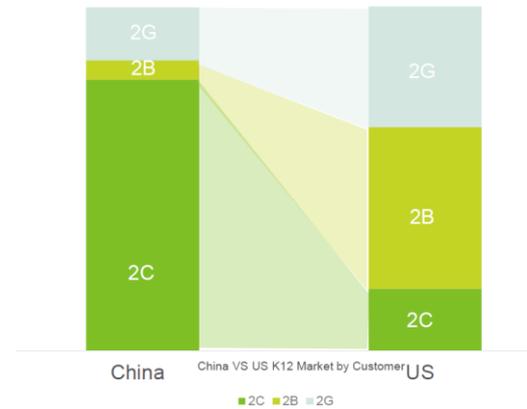
由于细分行业处于早期发展阶段，主要玩家既有初创的培训机构，比如专注做线上乐器教学和练习的 VIP 陪练；也有课程培训机构转型、拓展教学线的打法，新东方和好未来早在 2012 年就开始布局素质教育赛道，投资收购了一众素质教育机构，知名品牌有好未来旗下摩比思维和新东方旗下百学汇。

图 24: K12 素质教育市场规模及增速



资料来源: 多鲸资本, 招商银行研究院

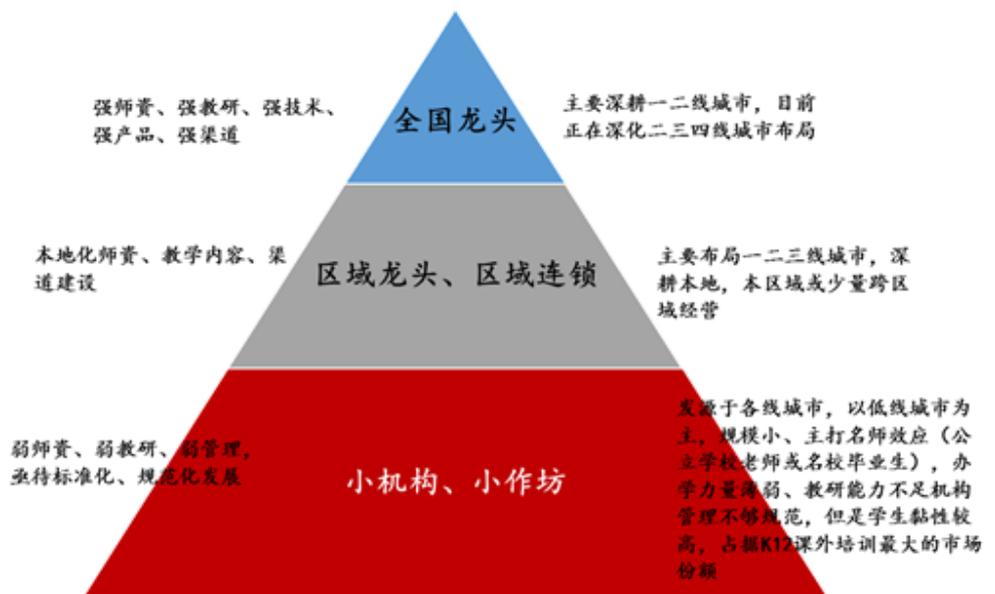
图 25: 中美 K12 教育 2G/2B/2C 市场规模占比



资料来源: 德勤中国, 招商银行研究院

**K12 教育的 To B 市场混沌初开, 有待深入挖掘, 市场空间未来将在千亿级别。**对比美国 K12 教育 2G/2B 市场占比, 中国 K12 教育主要由 C 端课外培训市场驱动, B 端和 G 端市场具有很大潜力。对于 K12 课外培训机构主要有两方面的机会: 一是与公立体系深入合作, 通过提供教学产品和服务, 辅助公立教师更好的开展教学活动。例如好未来凭借过硬的 K12 课程内容开发, 2018 年 8 月与上海市教委全方位战略合作, 对公立学校开放数字化教学资源。二是与地方 K12 课外培训中小机构合作, 通过云平台共享教案、备课笔记等资源、输出标准化产品、规范化管理对中小机构进行赋能的打法, 渗透这些处于“金字塔基”的小机构。好未来成立的教育云事业群专门负责 To B 业务的拓展, 为教培行业提供教学教研、技术成果、教学服务和培训服务等。

图 26: 位于“金字塔基”的本地化小型培训机构构成广阔的 B 端市场



资料来源: 招商银行研究院

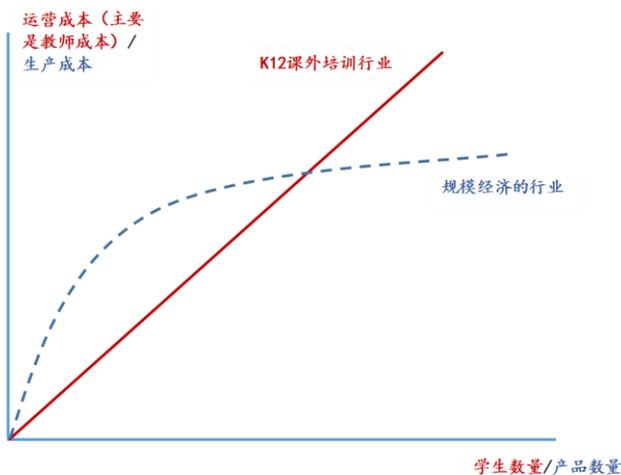
### 3.4 标准化是实现快速扩张的最有效途径

对于 K12 课外培训行业来说，一方面，由于教师成本占比高，机构扩张招生数量越多，需要教师数量越多，成本投入增加但并非边际递减（很难被摊薄），因此培训行业具有规模不经济的特性；另一方面，课标内容存在区域差异，机构需要根据当地教材和教学水平进行教研。这两方面原因决定了课外培训机构扩张门槛较高，地方不缺“小而美”的机构却鲜有跨区域龙头。在这个行业中要想实现有质量的规模化，快速占据更多的市场份额，标准化是实现快速扩张的最有效途径。

我们可以看到行业龙头都在某些方面对课外培训进行标准化努力，比如好未来将课程拆解进行标准化教学开发，保证教学内容和教学质量稳定，可快速批量培养教师；学大教育和精锐教育的一对一模式对销售团队要求高，通常以标准化培训顾问的形式做好与客户的对接；老牌机构新东方在英语培训方面有成熟的班级、教材、教师培训标准化经验；朴新教育利用 PBS（Puxin Business System）管理系统对收购标的输出标准化管理等等。

此外，近几年国家高考改革，越来越多省份由自主命题转向全国卷，对学科类 K12 课外培训机构形成利好，培训机构可以围绕高考大纲去设计标准化辅导内容，实现跨省扩张。

图 27: K12 课外培训行业规模不经济



资料来源：招商银行研究院

图 28: 全国高考统一命题趋势加强



资料来源：搜狐教育，招商银行研究院

## 4. K12 课外培训行业面临的痛点

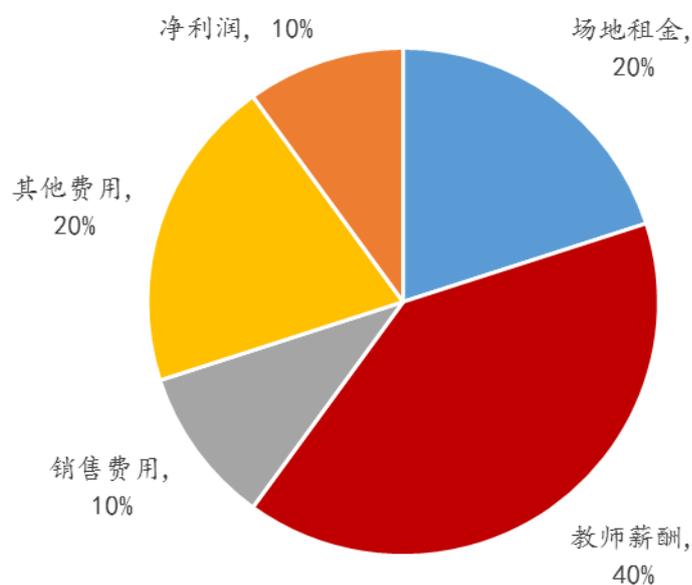
K12 课外培训市场迅速膨胀，行业痛点逐渐开始暴露出来。线下机构扩张主要有三方面痛点：经营成本抬升、师资供给不足、区域间差异大；线上机构除了师资紧缺以外，主要面临如何低成本获客和盈利能力不足的两大痛点。

## 4.1 线下机构面临的痛点

### 痛点一：不断上涨的租金和人力成本，给机构带来成本压力

我们将 K12 线下培训机构的成本费用拆开来看，占据最大比例的是房租成本和人力成本，其次是销售费用、教材教具采购费用等。这些开支均属于刚性支出，很难直接压缩，叠加 18 年 K12 课外培训规范细则出台提高了办学标准，运营成本进一步上升，机构盈利空间受到挤压。因此线下机构一般通过精细化管理和标准化供应等手段减少摩擦成本、降低可变成本来提升利润。

图 29：2017 年我国 K12 线下课外辅导机构典型成本结构



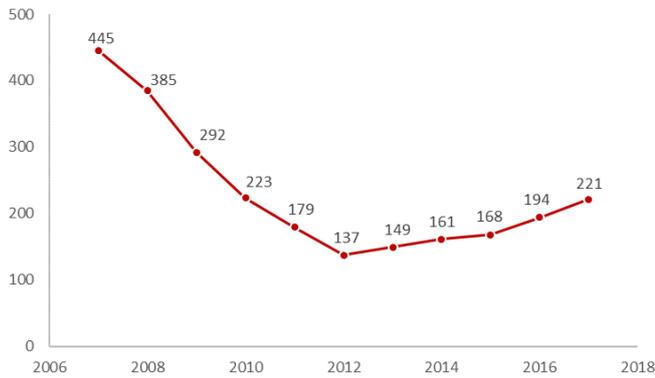
资料来源：艾瑞咨询，招商银行研究院

### 痛点二：优质师资供给不足，限制机构扩张

由于不允许公立教师校外兼职，K12 课外培训师资供给紧张，尤其优质师资是稀缺资产。即便是全国龙头新东方，师生比从 2012 年的 1:137 一路提升到 2017 年的 1:221。机构批量培养自己的师资力量需要一个较长时间的验证周期，因此区域内机构竞争将持续面对“抢人大战”。此外，区域间供给不平衡的现象也将长期存在，教育发达地区师资供给有保障，欠发达地区亟需解决培训机构教师培养的难题。我们也观察到机构正在通过教研内容、授课流程标准化开发减少对名师的依赖程度。双师模式的跑通、AI 助教等技术的应用，也一定程度上缓解了大型机构用人的捉襟见肘。



图 30：新东方学生教师比



资料来源：公司年报，招商银行研究院

图 31：新模式一定程度上缓解了“教师荒”

	传统模式	双师模式	AI+模式
教师配备	大量授课教师	少量授课教师+大量辅导老师	少量授课教师+AI助教
招生上限	通常一名教师保证正常教学情况下，最多带不超过70名学生	授课教师可以带上千人，辅导老师保证教学进度一人带30名学生左右	授课教师可带百余名学生，批改作业、答疑交由AI助教负责
教师成本	教师知名度高费用高	授课教师费用高，辅导教师费用低	授课教师费用高，AI助教无费用
教学效果	教师授课、答疑、批改一角挑，主要靠教师教学经验和学生自觉	授课教师负责“传授”，辅导教师负责答疑解惑，跟进学生学习进度	授课教师负责讲课与学生学习进度，AI助教负责答疑与提高授课效率
扩张速度	受限于教师数量与教师培养，扩张慢	辅导老师批量培养是关键，解决后扩张较快	AI技术开发与用户体验是核心，扩张较快

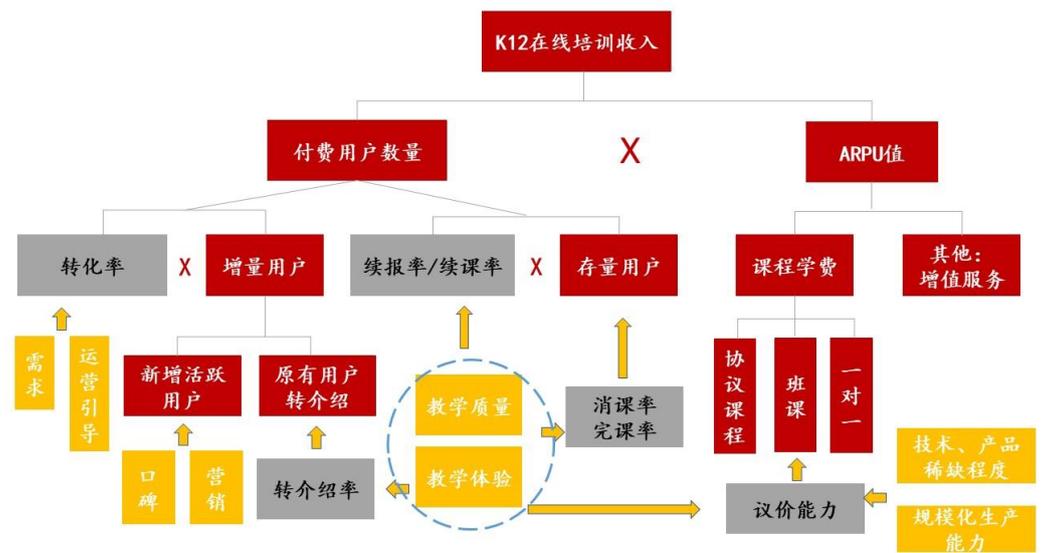
资料来源：招商银行研究院

### 痛点三：K12 课外培训区域间差异大，教育不是简单复制

各区域、各地方教育内容、教育水平存在很大差异，地方课标教材不同，本地化甚至个性化的教学需求很容易造成机构扩张时水土不服，需要持续不断地进行本地化的教研开发，建立将本地化培训优势延展至全国培训能力的商业模式。此外，课外培训方式在不同地区也有不同需求，比如个性化的精品培训，1对1和1对3的小班化教学在上海很有市场。而低线城市不具备物质条件和教学基础，普惠化的大班课品种更有市场。

## 4.2 线上机构面临的痛点

图 32：线上 K12 培训收入指标拆分



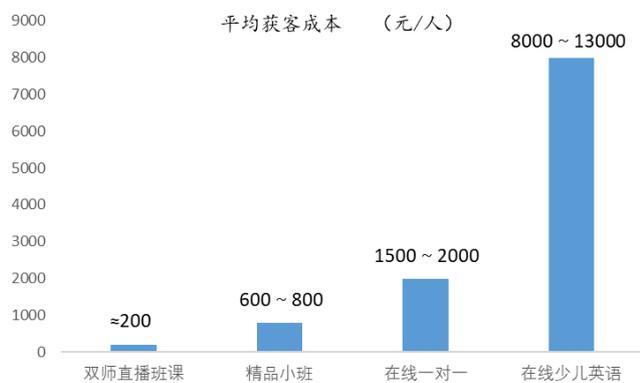
资料来源：广证恒生，招商银行研究院

### 痛点一：获客成本高

线上 K12 教育的互联网属性决定了机构对流量的格外重视，流量价值一定程度上反映了机构价值。现阶段互联网用户数量接近天花板，流量红利见顶，教育行业也面临流量竞争激烈、获客成本高的痛点。依靠资本推动的在线教育，天然就对发展速度、客户规模有着高要求，而教培辅导业务的边际成本结构又很难发生质的变化。教育又是一个极度重视口碑和营销的行业，机构需要打出“知名度”，在各种渠道吸引用户必须付出高昂的获客成本，一方面是引流成本高（高广告费用、高折扣优惠），另一方面是转化率低（低报名、低续课）。

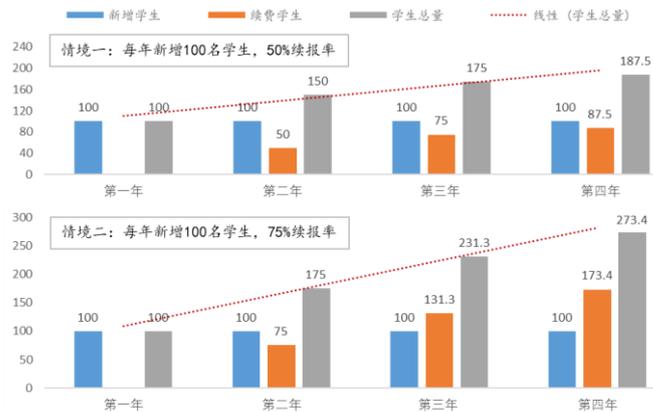
在线上教育渗透率不断提升的背景下，线上 K12 教育机构需要围绕教学质量和口碑、用户体验打造核心竞争优势，提升新增用户转化率/报名率和存量用户续课率/续报率，降低获客成本。因此，低成本获客能力、将流量沉淀下来的能力是线上教育机构赢得资本青睐的关键之一。

图 33：各类线上 K12 课外培训平均获客成本



资料来源：公开渠道整理，招商银行研究院

图 34：续费率是影响用户数量的核心指标之一



资料来源：爱分析，招商银行研究院

### 痛点二：短期内盈利能力存疑

线上 K12 教育机构普遍处于亏损的状态。除了前期开发和人力成本以外，由于处于行业发展早期流量争夺的阶段，大部分机构销售费用开支很大，渠道、广告费用和各种降价促销、用户补贴严重侵蚀了企业利润，但是如果不维持资本投入，模式就无法跑通。平台和工具型的教育应用聚集流量后缺乏变现手段，因此我们看到作业帮、猿题库、作业盒子等头部应用转向主打在线辅导和优质内容供应。

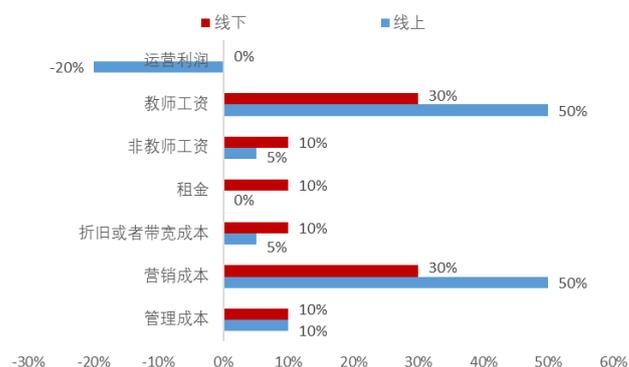
短期内，行业整体盈利能力不乐观，线上 K12 教育将首先淘汰可替代成本较低的工具型企业、缺乏变现能力的平台型企业，以及极度依赖外部融资、无自身造血能力的各类线上品牌。长期看，口碑与品牌成熟逐渐取代高获客成本、变现手段与盈利模式多样后，行业整体盈利水平肯定会止跌回升至合理的水平。

图 35：知名线上 K12 课外培训机构亏损金额

	2018财年	累计亏损
51TALK	亏损4.17亿	连续5年亏损 5年累计亏损19亿
沪江网校	亏损8.63亿（前8个月）	4年累计亏损21亿 上市受阻
VIPKID	亏损15亿	2年累计亏损19.6亿 预计2022年可以盈利
K12在线教育	超70%亏损，超20%盈亏平衡，仅有5%左右盈利	

资料来源：公司年报，招商银行研究院

图 36：K12 线上与线下一对一模式利润率对比



资料来源：中金公司，招商银行研究院

## 5. 2018 年 K12 课外培训行业政策梳理

2018 年是我国 K12 教育发展历史中具有重要意义的一年，规范 K12 课外培训市场的相关政策密集出台，被称为“史上最严的 K12 监管年”，行业由此进入规范化发展的新时期。一些列政策从顶层架构上对行业发展做出规范，在办学资质、办学场所、收费管理、师资条件、课程内容、培训时间等方面首次设立明确标准。同时，教育部开始对全国培训机构进行全面摸排和整改。截止到 2019 年 3 月教育部摸排全国 40 余万所校外培训机构，发现问题与不达标的机构 27.3 万所，整改完成超过 99%。

我们按照时间轴梳理了 2018 年民办 K12 课外培训行业出台的相关政策法规，对“史上最严”K12 课外培训监管标准和 2018 年线上 K12 教育相关政策进行解读，最后分析政策对行业发展带来的短期与长期影响。



图 37：2018 年 K12 课外培训行业相关政策汇总

日期	发文部门	名称	主要内容	影响
2月22日	教育部	《关于规范管理面向基础教育领域的竞赛挂牌命名表彰等活动的公告》	面向基础教育领域开展的竞赛、挂牌、命名及表彰等活动一律按管理权限进行重新核准，未经重新核准的，不得再组织开展活动	教育行业竞赛大洗牌，主要影响以竞赛辅导为目的的教学机构或者组织竞赛的机构
2月22日	教育部等四部委联合发布	《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》	切实减轻中小学生课外负担，对以应试为导向、超纲教学、办学手续不齐全、资质不合格的K12校外培训机构展开清理。一些列政策主要针对当前中小学生校外培训机构经营乱象开展为期一年半的专项治理行动	2018年4月，好未来与新东方等全国160家校外培训机构共同签署《校外培训机构自律公约》，承诺避免超纲教学和强化应试，绝不组织中小学生等级考试及竞赛等
3月22日	教育部	《关于加快推进校外培训机构专项治理工作的通知》		
5月16日	教育部	《教育部办公厅关于召开校外培训机构专项治理暨基础教育工程项目推进会的通知》		
8月10日	教育部	《民促法实施条例》（送审稿）	规定义务教育阶段民办学校为非营利性；强化分类管理，实施集团化办学的，不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校；公办学校举办非营利性民办学校的不得已品牌输出方式获得收益	《民促法实施条例》将对整个民办教育行业会产生深远影响，送审稿具有重要参考价值。影响K12校外培训机构营利性与非营利性的选择，集团化办学的机构对教学实体控制方式等
8月12日	国务院	《关于规范校外培训机构发展的意见》	鼓励发展以培养中小学生兴趣爱好、创新精神和实践能力为目标的培训，重点规范语文、数学、英语及物理、化学、生物等学科知识培训，坚决禁止应试、超标、超前培训及与招生入学挂钩的行为。（具体规范措施见下图）	从办学资质、办学场所、收费管理、师资条件、课程内容、培训时间等方面首次对K12校外培训机构设立明确标准。构建校外培训机构标准规范
9月3日	教育部	《关于切实做好校外培训机构专项治理整改工作的通知》	按照《意见》规定，从事语文、数学等学科知识类培训的教师应具有相应的教师资格；培训机构应将教师资格证号予以公示；为取得教师资格的学科类教师应参加18年下半年考试；未通过的教师机构不得聘用	全面深化K12校外培训机构摸排整改，严格落实《意见》要求，对不达标的机构进行治理、关停；各部门联合执法，完善执法机制，整治力度加大。自《意见》发出后，除了国家加快对教培机构整改步伐，各省市也纷纷出台相关规范意见
11月22日	教育部等三部委	《关于健全校外培训机构专项治理整改若干工作机制的通知》	完善部门联合执法机制；加快证照办理进度；组建备案审核专家团队；构建管理服务平台；强化在线培训监管	
11月~12月	教育部	《关于全国校外培训机构专项治理整改行动工作进展的通报》	定期通报全国校外培训机构摸排整改情况	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，整改完成率98.93%。
12月28日	教育部等九部委	《关于印发中小学减负措施的通知》（简称《减负30条》）	从政府、家庭、学校、培训机构四大责任主体入手，强调要严格校外培训机构管理。提出校外培训机构要依规登记诚信经营、严禁超标培训、严格教师聘用、严禁与升学挂钩、控制培训时间等5方面内容	首次将校内减负与K12校外培训挂钩，表明了将整顿、减负进行到底的决心。校内校外联合整顿，中小学减负将成为常态

资料来源：教育部，招商银行研究院

**图 38：“史上最严” K12 课外培训监管标准**

<b>办学资质</b>	确保证照齐全。校外培训机构须经审批取得办学许可证，登记取得营业执照（事业单位法人证、民办非企业单位登记证）才能开展培训；严格审批登记。在同一县域设立分支机构均需获得审批；中小学校不得举办校外培训机构
<b>办学场所</b>	同一培训时间段内生均面积不低于3平方米；符合安全条件的固定场所
<b>办学师资</b>	严禁聘用中小学在职教师，从事学科知识培训的教师应具有相应教师资格
<b>办学安排</b>	培训时间不得与当地中小学教学时间冲突，结束时间不得晚于20:30；不得留作业；培训内容不得超纲，进度不得超过所在地中小学同期进度
<b>收费管理</b>	不得一次性收取时间跨度超3个月的费用

资料来源：教育部，招商银行研究院

**图 39：2018 年发布的线上 K12 教育相关政策**

时间	发文部门	政策	内容
2018. 8	国务院	《关于规范校外培训机构发展的意见》	要求办学许可证和营业执照；师资应有教师资格；课程安排向教育局备案；不得一次性收取时间跨度超过3个月的费用等
2018. 8	司法部	《民促法是实施条例》（送审稿）	民办学校应具备办学许可和互联网经营许可；完善教学内容备案、审核、登记等相关内容等
2018. 8	教育部等八部委	《综合防控儿童青少年近视实施方案》	严禁学生将电子产品带入课堂，教学和布置作业不依赖电子产品，原则上采用纸质作业等
2018. 11	教育部等三部委	《关于健全校外培训机构专项治理整改若干工作机制的通知》	按照线下培训机构管理政策，同步规范线上教育培训机构；上课内容在教育部门备案，教会资格公示等
2018. 12	教育部	《关于严禁有害APP进入中小学校的通知》	立即开展全面排查，有害APP立即停止使用，查处涉嫌违法公众号，按照“凡进必审”“谁选用谁负责”“谁主管谁负责”的原则建立双审查责任制
2019. 1~2	浙江、福建、云南、贵州	儿童青少年近视防控工作方案和意见	对《实施方案》进行地方细化落地，明确要求严禁使用APP布置作业

资料来源：教育部，国泰君安，招商银行研究院

短期来看，K12 课外培训行业持续承压，不达标的机构将被率先清洗出局。机构运营成本在细则出台后大幅抬升，诸如规范人均校舍面积增加租赁成本、规范教师资格证增加人力成本等，地方中小机构生存空间被挤压，行业将迎来一波并购热潮。监管政策和规范细则过后，一批曾经惜售的中小机构迫于经营压力寻求“卖身”并购；另一方面，部分区域龙头机构的扩张步伐受到影响，地方头部机构得到短暂的发展窗口期，有机会整合区域内优质师资。

长期来看，行业整合将持续数年，头部机构依靠强大的办学实力聚集更多的优质师资、吸引更多学生，不断地正反馈机制会使 K12 课外培训行业集中度快速提升。

## 6. 线下 K12 课外培训市场：两个绝顶高手的江湖

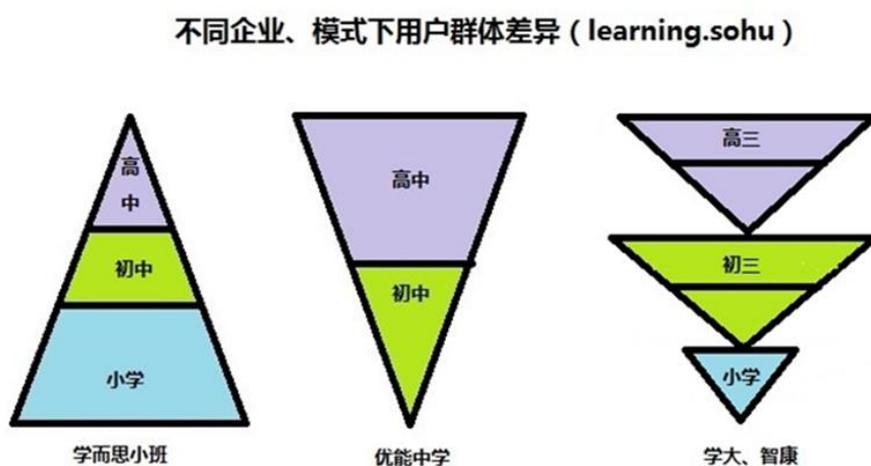
线下 K12 课外培训市场的竞争格局是“双巨头+区域龙头”，好未来和新东方合计占据 5.7% 的市场份额，如果仅计算新东方的 K12 业务部分，两者合计占比也达到 4.2%，第三名到第十名加起来占比约为 2%，况且好未来和新东方的 K12 业务每年都维持高增速，双巨头市场份额还在不断提升。

好未来和新东方主营与战略存在着明显差异。

好未来起家于奥数培训，旗下知名品牌学而思培优在 K12 领域具有很高的知名度，主打标准化内容的小班教学，是业内教研能力最强、标准化程度最高的培训机构，对名师依赖程度低。围绕学科培训的主营业务，好未来一方面不断拓展市场成立分校，通常进入一个地区开始只做入口班（一年级、初一、高一），“漏斗”式对高年级自然渗透（入口班学生高留存），学生黏性很强；另一方面内部孵化与外部投资 K12 相关领域的教育品牌，产业资源整合、一体化协同发展。2018 年好未来提出开放式的教育平台，赋能本地化的中小机构，同时大力发展 To B 业务，对公办学校输出优质教学资源。

新东方则是起家于留学英语培训，主要面向高中及大学生群体，近些年通过完善多语种和留学后市场，打造了完整的留学产业链。更重要的是，新东方早在 2001 年就开始布局 K12 课外培训市场，旗下泡泡少儿和优能中学是当前 K12 业务的核心与增长引擎，K12 业务 2018 财年为新东方贡献 88 亿营收，占比超过 55%。新东方也在积极拓展线下分校，与好未来不同的是，新东方进入新城市开分校主要由高三、初三考试辅导为切入点，一方面利用自身考培基因优势，另一方面学生年龄更接近其核心的大学生业务。其分校开在二三线城市居多，一线城市分校占比 23%（好未来 47%）。线上教育方面，新东方将线上教育剥离出来装入子公司新东方在线，已于今年 3 月在香港上市，招股书显示 K12 在线教育部分营收占比约 10%。

图 40：好未来与新东方 K12 课外培训切入点的差异



资料来源：搜狐教育，招商银行研究院

好未来与新东方也具有相似的特征和发展观。

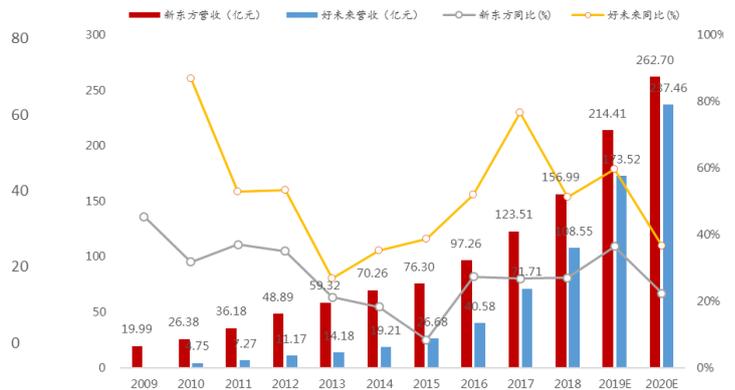
两者 K12 业务均保持快速增长，2018 财年好未来增速 51.4%，新东方增速 27.1%。在营收上，两者学费收入均具有明显的季节性波动，暑期收入占据大头（好未来课培刚需季节波动小于新东方，后者语培多在暑期举办夏令营，对收入影响明显）。两者具有相似的发展观，均注重教学内容的研发，每年的研发支出都维持高位；均在布局下沉市场，在更多的二三线城市建立分校；均在不遗余力发展线上教育，并且投入大量资源；均不断收购优质标的，进行全产业布局，2018 年两者合计参与投资项目 29 起，披露投资金额累计超过 26 亿元；均成立教育产业基金，用于内部孵化和外部收购实现集团纵向、横向一体化发展。

图 41：好未来与新东方分校数量与结构



资料来源：公司年报，招商银行研究院

图 42：好未来与新东方营收及增速对比



资料来源：公司年报，招商银行研究院

在有两个“绝顶高手”存在的线下 K12 课外培训市场中，第二梯队的学大、精锐、卓越、朴新等区域龙头既需要向好未来、新东方“取经”，也需要差异化竞争找准自己的发展模式与市场定位。

学大教育成立于 2001 年，是国内最早一批开展 K12 课外培训的品牌，课程模式主要以一对一为主，目前在全国设立超过 600 家学习中心。与好未来、新东方以大班双师、精品小班教学模式不同，学大的一对一模式发展遇到瓶颈，一是优质教师培养周期长，机构扩张速度慢；二是教师产能有限，招生数量存在天花板，近几年营收增速仅在个位数，且 30% 左右的毛利率显著低于好未来、新东方（均在 50% 以上），学大教育在快速发展的 K12 课外培训市场中掉队。目前学大也开始搭建 K12 在线教育平台与智能教研系统，以寻求新的增长动力。

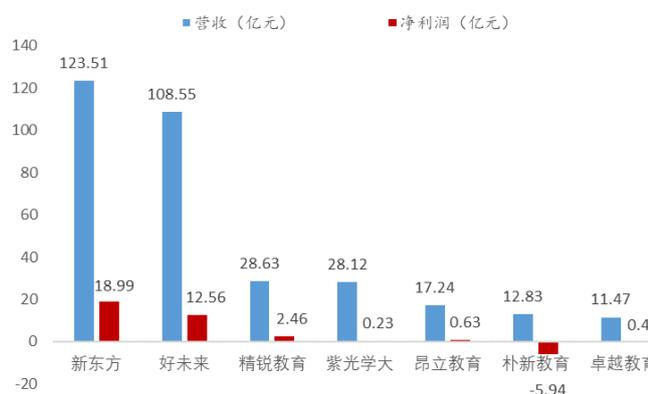
精锐教育成立于 2008 年，以上海作为大本营在全国设立 302 家学习中心，学生人数突破 10 万人/月。同样主打一对一教学模式，但市场定位更加高端，毛利率达到 51%。随着不断新设网点和老客户续班，营收增速连续 3 年维持在 30% 以上，让老大哥学大教育压力倍增。更难得的是，精锐教育通过精细化运营和标准化教学供应链，探索出一对一模式下净利率超过 10% 的规模化稳定盈利。精锐教育在收购北京 K12 品牌巨人教育后也开始尝试精品小班与大班授课的多元教学模式。

朴新教育成立于 2014 年，发展十分迅猛，目前已经覆盖全国 30 多个城市设立 50 多所分校。朴新走的是“收购+整合”的新模式，2015—2018 年密集收购整合了 48 家培训机构，大多属于营收在 5000 万以下的 K12 中小培训机构。朴新盯住的就是 K12 课外培训巨大的长尾供应市场，通过收购快速切入本地化市场，整合后直营对机构赋能。朴新的优势是扁平化的管理和“中央厨房”式的强总部，输出运营和管理能力。2018 财年朴新总营收 22.28 亿元，同比增长 73.7%，净亏损 8.33 亿元，是去年同期 3.97 亿元亏损的两倍，快速扩张带来的整合成本严重侵蚀利润。在优质标的越来越稀缺的 K12 课外培训

市场，外延并购一旦放缓，朴新内生增长可否持续提供业绩的高增速还有待时间去检验。

卓越教育成立于 1997 年，专注学科类 K12 课外培训市场，立足华南地区目前覆盖全国 10 个城市共开设 213 家教育中心，2017 年招生人次 50 万。卓越注重课程研发，拥有 500 人的内部开发团队；搭建互动教学服务平台，加强教师-学生-家长之间的互动。卓越教育营收相对集中，广州占总收入 81%。教学模式主要以精品小班为主，语数外辅导是其强项。此外，卓越的全日制备考业务（占营收 10%）和大语文业务是新的增长点。

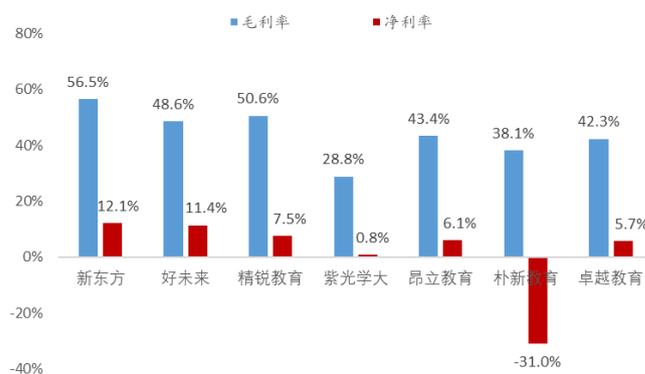
图 43：各家线下 K12 机构营收及净利润对比



资料来源：公司年报，招商银行研究院

注：新东方、好未来、精锐教育为 2018 财年，其余机构为 2017 年数据

图 44：各家线下 K12 机构毛利率及净利率对比



资料来源：公司年报，招商银行研究院

综合头部线下 K12 课外培训机构的发展，我们发现有两点共性：第一，适合自己的模式做自己擅长的领域，并且专注在这个领域做出品牌、做出口碑；第二，从成立年限上看，老牌机构在模式跑通得到验证以后具备先发优势，教学经验和口碑不断积累，更容易实现良性的内生增长。在 K12 课外培训市场蛋糕仍在不断做大的时代，口碑好（教研实力过硬）、战略清晰、触达便捷的机构更容易在竞争中获取更大的市场份额。

## 7. 线上 K12 课外培训市场：群雄逐鹿，各有千秋

整个线上 K12 课外培训市场是相对开放的竞争格局，互联网+教育的模式创新经历了 2013 年的题库、2014 年的拍照答疑、2015 年的 O2O、2016 年的线下双师、2017 年的在线 1 对 1、2018 年的双师互动直播，由于切入点不尽相同，机构各有千秋，模式得到验证的产品通常具有庞大的用户群体。

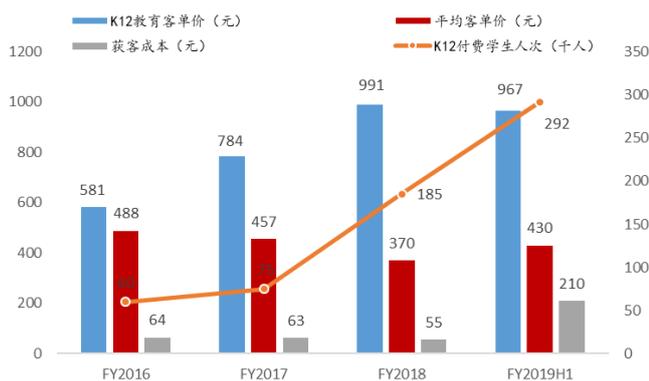
线上教育行业虽然起步较晚，但是起点很高，成为独角兽诞生的温床，独角兽企业超过 10 家，诸如 VIPKID、掌门一对一、猿辅导、作业盒子、新东方在线，准独角兽更是多达几十家。

VIPKID 成立于 2013 年底，主打高端付费人群，卡位线上 K12 少儿英语+素质教育的双优质赛道，解决了外教规模化供应和标准化赋能教师的两大难题。根据中科院《2017 年中国在线少儿英语教育白皮书》，VIPKID 占据了国内 55% 的市场份额，第二、三名分别是 51talk 和 vipJr，这三家加起来一共占据了 80% 的市场份额。VIPKID 通过北美外教一对一的互动直播教学模式，目前拥有超过 50 万付费会员，6 万名外教，2017 财年营收超过 50 亿，在经历 7 轮融资以后，估值超过 60 亿美元。受制于外教成本、团队运营成本、教学产品研发支出等，VIPKID 当前亏损严重且 3 年内很难实现盈利。

掌门一对一成立于 2005 年，专注线上 K12 学科定制教育，凭借长时间、大容量的教研开发与积累，得到良好的教学效果，学员转介绍率高。结合 AI 等先进技术手段辅助教学，拥有超过 1000 万注册学员，1 万人的教研团队。学科类线上 K12 一对一市场正经历洗牌，猿辅导于 1 月已经关闭一对一业务，多家一对一教辅机构也相继退出，掌门一对一优势得以放大，目前估值超过 80 亿元。

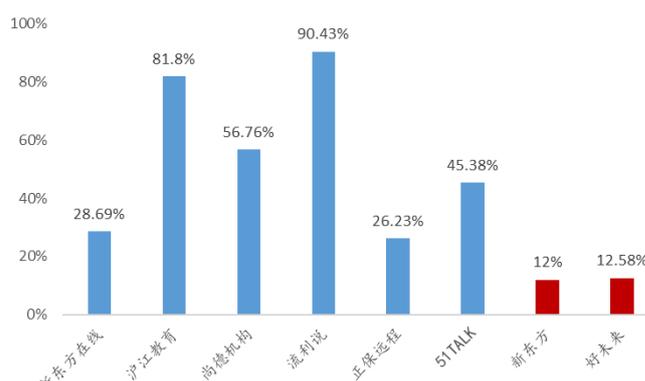
学而思网校与新东方在线均脱胎于线下 K12 教育巨头，两者汲取传统线下 K12 课外培训的班课模式以及深厚的教研功底，辅以线上双师直播，直接撬动班课直播规模化增长。传统线下教培机构的在线教育升级，可以依靠品牌的力量吸引用户，低成本获客，用户粘性高（完课率高、续班率高），发展模式更健康。学而思网校与新东方在线（主要以大学教育为主，K12 教育占比不断提升）是线上 K12 教育赛道少数实现盈利的企业。例如新东方在线毛利率接近 70%，营销费用占比 20—30%，可以满足自身造血。

图 45：新东方在线付费用户、客单价与获客成本



资料来源：公司招股书，招商银行研究院

图 46：各线上教育机构获客成本/客单价对比



资料来源：公司公告，招商银行研究院

猿辅导、作业帮与作业盒子均起家于题库与线上搜题时代，在通过搜题、布置上传作业、在线备课等工具类的应用积累了海量的 K12 教育内容与资源后，开始切入内容型 K12 在线教育，结合 AI 技术对产品进行升级迭代。

综合第一梯队线上 K12 课外培训机构的发展，我们发现两个明显特征：第一，成立时间短，用户数量多。由于线上传播渠道更为通畅，缩短了传统线下

教育机构口碑积累与传播的时间；线上机构无需开设实体网点即可触达更多的用户。互联网效应使获客时间缩短，用户量级呈几何式增长。第二，**获客成本高，普遍盈利难**。现阶段线上教育机构获客成本高主要由营销成本高和转化率低导致，盈利困难的情况短期很难逆转。长期来看在口碑验证与品牌建立后，获客成本有望明显下降，线上机构盈利的时间点也将来到。

我们认为在线教育无论是什么模式，交付服务的依然是人，服务的核心依然是优质内容，机构需要向标准化供应内容、师资靠拢，只有标准化才能做出规模做出壁垒。我们看好率先实现规模化、具备自身造血能力的企业。

## 8. 银行应该如何把握 K12 课外培训行业享受成长红利

（请查阅 PDF 版本报告。如需全文，请参看文末联系方式，联系招商银行研究院）

## 免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

**市场有风险，投资需谨慎。**投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

## 招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-83195702

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号  
或一事通信息总汇