

2021年01月26日

纵览一二级市场，盘点在线教育板块的几个核心变化？

■教育一级融资市场呈“寡头效应”，猿辅导、作业帮占主要份额（近40%）、猿辅导估值超过155亿美元：由于疫情原因、线上教育模式逐步崛起，迎来巨大的流量红利，2020年在线教育共计融资76笔、1060.4亿元（艾瑞咨询）；且教育赛道融资分布呈现明显的“寡头效应”，2020年教育领域融资Top10公司，多数为在线教育公司，其中猿辅导和作业帮分别以245亿元（占比23%）、164.5亿元（占比15.5%）分列前二，融资金额达到百亿级别以上。其余8家公司大多数均为在线教育公司，涉及美术、少儿思维、k12课程辅导等多维度。且猿辅导成为全球教育科技行业估值最高的独角兽公司，目前估值超过155亿美元。

■在线教育公司增收不增利，烧钱阶段在继续、销售费用率上升显著：结合新东方在线、好未来、跟谁学、有道最新财报，我们对于这四家公司进行具体分析，发现其中：

- 目前市场上在线教育公司均为亏损，仍处于“烧钱”阶段，主要系营销费用成本上升引致亏损加大；原为盈利的新东方在线（FY2021H1净利润-6.74亿元）以及跟谁学（2020年前三季度净利润-7.66亿元）相继出现亏损；
- 各家公司增收迅速，主要表现作为营收和用户数齐增、增长在100%以上，积极扩张成效渐显；其中从单季度看营收规模，学而思网校（20.59亿元）>跟谁学（19.66亿元）>有道（6.76亿元）>新东方在线；付费人数上学而思网校和跟谁学领先；
- “花钱获客”模式仍在持续，营销费用率上升明显，行业水平在50%以上，跟谁学和有道在2020Q3均超过100%；
- 现行在线大班课为行业主要形式，而疫情推进OMO以及下沉三四线城市市场进度，主要系三线及以下城市供需矛盾突出，优质的师资和内容供给仍严重不足（k12课外辅导的全国性头部机构在三线及以下城市的分校数量占比不足15%），如作业帮、猿辅导主要人群分布在三四线城市。
- 二级市场上，在线教育公司PS（ttm）均在10X以上。

■在线教育在规范中实现快速增长，后疫情时代渗透率逐步提升至17%，2019年在线大班课市场规模达到364亿元：升学压力、疫情影响以及智能设备的普及使得在线教育渗透率逐步提升，2019年在线教育k12人数为3030万人、渗透率为17%，大班课模式已是在线教育的主流模式获得了广泛认可，最终就是看市场如何达成稳定竞争格局。

■风险提示：行业竞争加剧；政策不达预期

新三板主题报告

证券研究报告

诸海滨

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020005

zhuhb@essence.com.cn

021-35082086

黄杨璐

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520070002

huangyl1@essence.com.cn

021-35082077

相关报告

新三板主题报告_激光雷达：

自动驾驶之眼—智能网联专2021-01-24

题系列一

碱锰电池未来走向何方？ -

成消费趋势，与锂电各有侧2021-01-24

重将长期并存

安信证券_精选层巡礼系列：

云创数据：深耕大数据应用2021-01-22

行业，迎来5G+AI发展新机

遇

西部最大民办高中教育集团

赴美上市，轻资产扩张形成2021-01-19

“一校多点”办学格局

IPO观察：IPO审核新增152021-01-19

家过会，新三板贡献7家

内容目录

1. 我国在线教育渗透率为 17%，2019 年大班课市场规模达到 364 亿元.....	3
2. 一级市场“寡头效应”显著，猿辅导、作业帮占据主要市场份额.....	4
3. 增收 (+100%↑) 不增利，烧钱阶段仍在继续、销售费用率上升显著.....	8
3.1. 均为亏损：仍处于“烧钱”阶段，费用成本上升引致亏损加大.....	8
3.2. 增收迅猛：营收和用户数齐增，积极扩张成效渐显.....	9
3.3. 获客成本：“花钱获客”模式仍在持续，营销费用率上升明显.....	11
3.4. 行业特征：现行大班课为行业主要形式，疫情推进 OMO 以及下沉市场进度.....	13

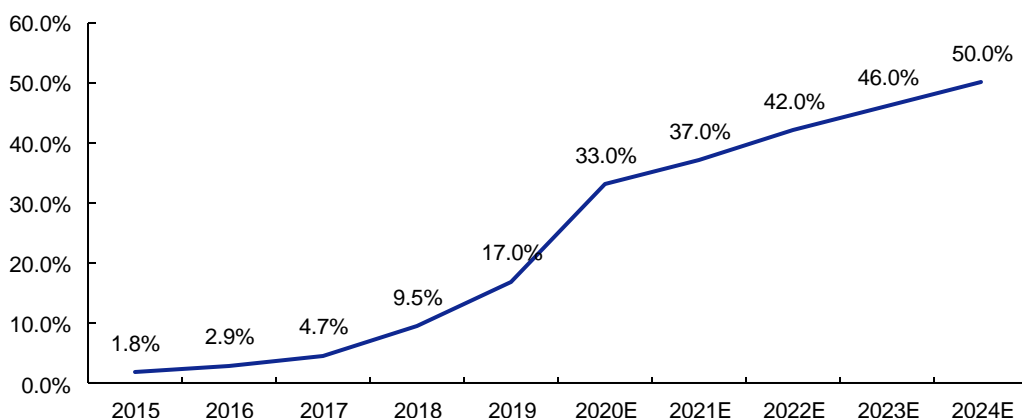
图表目录

图 1：我国在线教育渗透率情况.....	3
图 2：我国在线教育市场空间（亿元）.....	3
图 3：我国在线教育 k12 大班市场空间（亿元）.....	3
图 4：我国在线教育渗透率情况.....	4
图 5：2018-2020 年中国 K12 在线教育公司融资金额及数量.....	4
图 6：k12 在线教育公司平均融资金额及增速.....	4
图 7：2020 年教育领域融资 top10 公司.....	5
图 8：部分在线教育公司净利润情况.....	9
图 9：目前部分在线教育公司营收保持快速增长.....	10
图 10：在线教育公司付费人数.....	11
图 11：k12 在线品牌消费用户意愿度调查.....	12
图 12：各公司销售费用率.....	13
图 13：2017-2020 年中国 K12 在线教育班型结构.....	13
图 14：k12 培训机构校区分布.....	14
图 15：2019 年学前及基础教育阶段人群城市分布.....	14
图 16：在线教育流量逻辑.....	14
图 17：教育 OMO 的融合和赋能逻辑.....	14
表 1：猿辅导融资历程.....	6
表 2：作业帮融资历程.....	7
表 3：部分在线教育公司财务数据.....	8
表 4：最新一期财报数据（3 个月数据）.....	8

1. 在线教育渗透率为 17%，2019 年大班课市场规模达到 364 亿元

升学压力、疫情影响以及智能设备的普及使得在线教育渗透率逐步提升，2019 年在线教育 k12 人数为 3030 万人、渗透率为 17%。中国课外辅导市场的增长主要是由中国家庭可支配收入的显著增长，K12 教育成果对学生的生活和职业的重要作用以及对中国文化教育的高度重视推动的。在线教育目前渗透率逐步提升，中国在线 K12 课后辅导市场的学生总数从 2015 年的 290 万增长到 2019 年为 3030 万，复合年增长率为 102.0%，预计到 2024 年将进一步增至 9570 万，复合年增长率为 38.5%。目前我国在线教育渗透率为 17%。

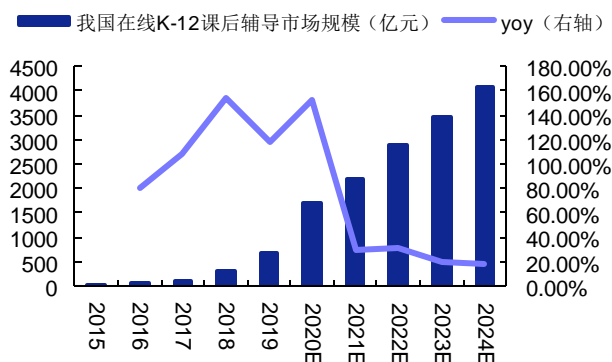
图 1：我国在线教育渗透率情况



资料来源：弗若斯特沙利文，安信证券研究中心

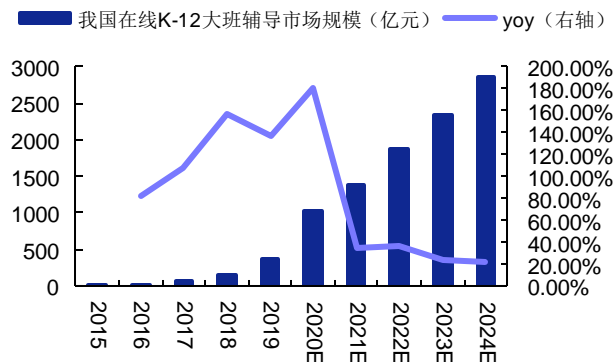
大班课模式是在线教育的主流模式，2019 年市场规模达到 364 亿元。我国在线 K12 辅导市场空间从 2015 年的 32 亿元增长到 2019 年的 670 亿元，复合年增长率为 114.7%，预计到 2024 年将进一步增长到 4,072 亿元，自 2019 年以来的复合年增长率为 43.5%。大班课模式是目前在线教育市场使用最广泛的，2019 年入学人数占总入学人数的 88.0%，占市场空间的 54.2%。我国在线大班 K12 辅导人数在 2019 年达到 5590 万。弗若斯特沙利文数据，大班模式市场从 2015 年的 16 亿元增至 2019 年的 364 亿元，复合年增长率为 119.7%，2024 年有望进一步增长至 2,847 亿元，复合年增长率为 50.9%。

图 2：我国在线教育市场空间（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，安信证券研究中心

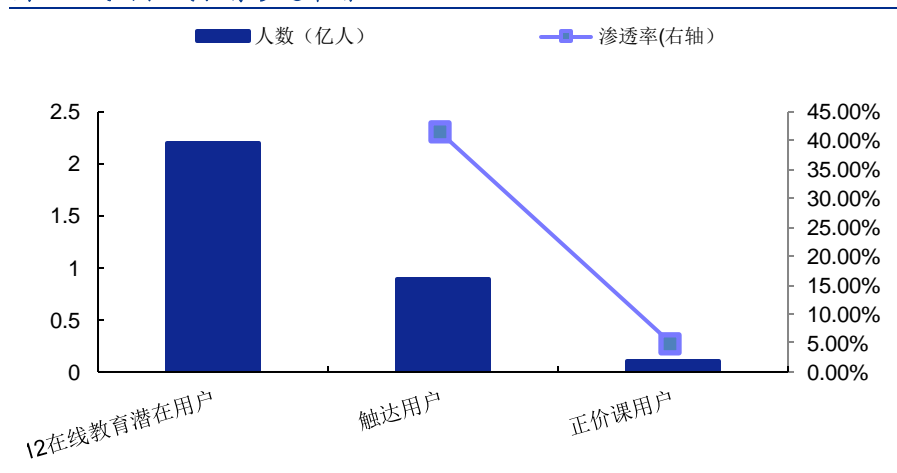
图 3：我国在线教育 k12 大班市场空间（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，安信证券研究中心

截至 2019 年末，我国 K12 教育潜在用户数 2.2 亿（含幼儿园中班、大班人数）。据艾瑞咨询调研统计，其中在线教育触达用户数约 0.9 亿。在 0.9 亿在线教育触达用户中，约 1000 万为直播正价课付费用户数，直播正价课用户数占 K12 阶段用户总数的比重不足 5%。虽然 2020 年在线教育尤其备受关注，但其直播正价课用户渗透率仍处于较低水平。

图 4：我国在线教育渗透率情况

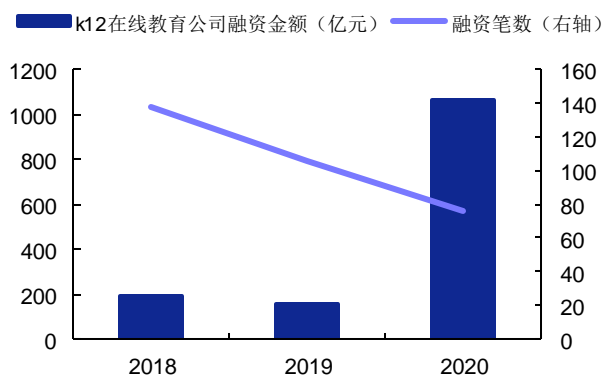


资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

2. 融资市场“寡头效应”显著，猿辅导、作业帮占据主要市场份额

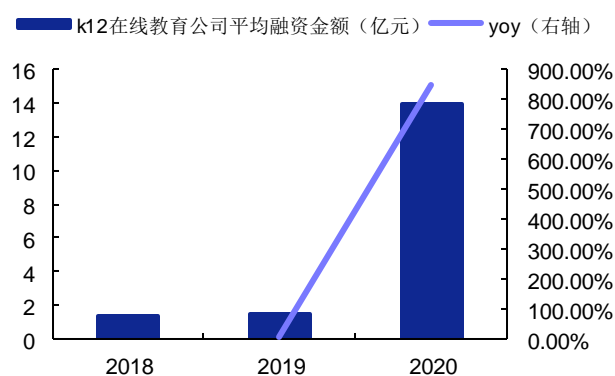
2020 年在线教育公司融资火热，近三年资本累计为 K12 在线教育公司输血超千亿，2020 年多笔单笔金额超 10 亿元融资。由于疫情原因，线上教育模式逐步崛起，迎来巨大的流量红利，而在线教育领域一级市场融资更是火热，其中 2020 年在线教育共计融资 76 笔、1060.4 亿元（艾瑞咨询）；且教育赛道融资分布呈现明显的“寡头效应”，其中猿辅导一家融资金额达到 245 亿元，占据 23% 的市场份额。

图 5：2018-2020 年中国 K12 在线教育公司融资金额及数量



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

图 6：k12 在线教育公司平均融资金额及增速

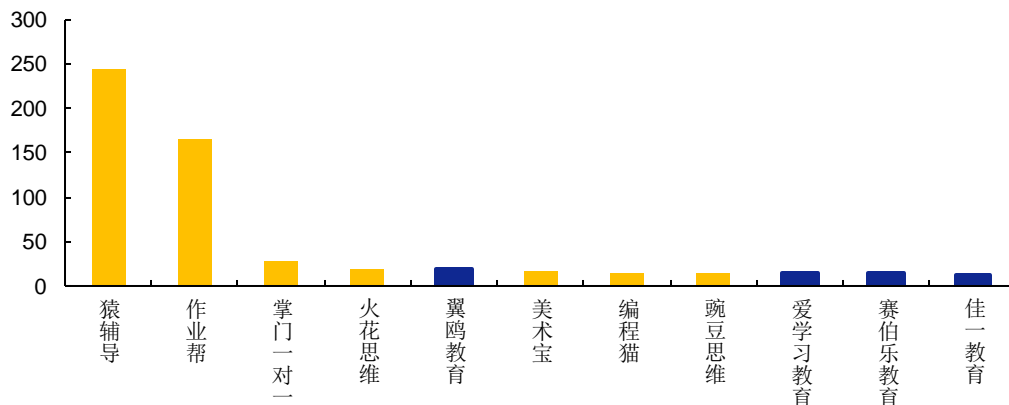


资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

纵观 2020 年教育领域融资 top10 公司，多数为在线教育公司，其中猿辅导和作业帮分别以 245 亿元（占比 23%）、164.5 亿元（占比 15.5%）分列前二，融资金额达到百亿级别以上。猿辅导在 2020 年共计完成四轮融资，合计 245 亿元人民币，位居第二的为作业帮，全年完成两轮融资，合计 164.5 亿元人民币。两家合计融资达到 409.5 亿元、占比达到近 40%。除

此之外，其余 8 家公司大多数均为在线教育公司，涉及美术、少儿思维、k12 课程辅导等多维度。

图 7：2020 年教育领域融资 top10 公司（亿元）



资料来源：虎博科技，安信证券研究中心

猿辅导成为全球教育科技行业估值最高的独角兽公司，目前估值超过 155 亿美元。公司已完成 G1 和 G2 轮共计 22 亿美元融资，2020 年 12 月战略投资 3 亿美元。其中 G1 轮由腾讯公司领投，高瓴资本、博裕资本和 IDG 资本等跟投。G2 轮由 DSTGlobal 领投，中信产业基金、新加坡政府投资公司 (GIC)、淡马锡、挚信资本、德弘资本 (DCP)、OceanLink、景林投资、丹合资本等基金参与了本轮融资。融资完成后，猿辅导的估值超过了估值 111 亿美金的印度 K12 教育平台「BYJU'S」，在全球教育科技独角兽公司中排名首位。

表 1: 猿辅导融资历程

	日期	融资轮次	金额	交易对手
1	2020/12/24	战略投资	3 亿美元	云锋基金
2	2020/10/21	E 轮及以后	10 亿美元	德弘资本
				GIC
				中信产业基金
				Temasek 淡马锡
				DSTGlobal
				挚信资本
				景林投资
3	2020/8/31	战略投资	12 亿美元	丹合资本
				博裕资本
				高瓴资本
4	2020/3/31	E 轮及以后	10 亿美元	腾讯投资
				博裕资本
				IDG 资本
				高瓴资本
5	2018/12/25	E 轮及以后	3 亿美元	腾讯投资
				华平投资
				IDG 资本
6	2017/5/31	E 轮及以后	1.2 亿美元	腾讯投资
				华平投资
7	2016/5/31	D+轮	4000 万美元	腾讯投资
8	2015/3/30	D 轮	6000 万美元	新天域资本
				IDG 资本
				CMC 资本
				经纬中国
9	2014/7/1	C 轮	1500 万美元	IDG 资本
				经纬中国
10	2013/8/12	B 轮	700 万美元	IDG 资本
				经纬中国
11	2012/8/1	A 轮	1000 万美元	IDG 资本

资料来源: 企查查, 安信证券研究中心

自有流量转化带动, 作业帮 2020 年暑期付费课学员总人次 780 万。2020 年 12 月 28 日, 作业帮宣布完成新一轮融资, 金额超 16 亿美元。投资者包括阿里巴巴、老虎基金、红杉、软银、方源资本等新老股东。而在 2020 年 6 月份, 由方源资本、TigerGlobal 领投, 为作业帮注入 7.5 亿美元。根据作业帮官方, 作业帮直播课当前付费课学员总人次 780 万, 同比增长超过 390%; 暑期正价班学员就读人次超过 171 万, 同比增长超过 350%。此外, 作业帮直播课 2020 年暑期正价班新增人次中, 超过 67%是自有流量, 相比 2019 年暑期的 53%, 自有流量对新增学员的贡献提高 14 个百分点。

表 2: 作业帮融资历程

序号	日期	融资轮次	金额	交易对手
1	2020/12/28	E 轮及以后	超 16 亿美元	方源资本
				阿里巴巴
				软银集团
				TigerGlobalManagement
				红杉资本
2	2020/6/29	E 轮及以后	7.5 亿美元	方源资本
				襄禾资本
				软银集团
				TigerGlobalManagement
				QatarInvestmentAuthority
				天图投资
				红杉资本
3	2018/11/1	D+轮	5 亿美元	软银集团
4	2018/7/18	D 轮	3.5 亿美元	Coatue
				襄禾资本
				线性资本
				春华资本
				纪源资本
				天图投资
				高盛集团
				红杉资本
				泰合资本
				襄禾资本
5	2017/8/14	C 轮	1.5 亿美元	HCapital
				TigerGlobalManagement
				纪源资本
				红杉资本
				君联资本
6	2016/9/23	B 轮	6000 万美元	襄禾资本
				纪源资本
				红杉资本
				君联资本
7	2016/5/6	A+轮	金额未知	百度投资部
8	2015/9/2	A 轮	2500 万美元	红杉资本
				君联资本

资料来源: 企查查, 安信证券研究中心

3. 增收 (+100%↑) 不增利，烧钱阶段在继续、销售费用率上升显著

最近新东方在线、好未来、跟谁学、有道均更新财报，我们对于这四家公司进行具体分析，发现其中：

- 目前市场上在线教育公司均为亏损，仍处于“烧钱”阶段，主要系营销费用成本上升引致亏损加大；
- 各家公司增收迅猛，主要表现作为营收和用户数齐增、增长在 100%以上，积极扩张成效渐显；
- “花钱获客”模式仍在持续，营销费用率上升明显，部分在线教育公司销售费用率可达到 100%以上；
- 现行大班课为行业主要形式，疫情推进 OMO 以及下沉市场进度。

表 3：部分在线教育公司财务数据（人民币）

代码	公司	市值(亿元)	ps (ttm)	最新财报季营收(亿元)	yoy	销售费用率(%)	付费人数(万人)	对应财报季日期
1797.HK	新东方在线	229.16	19.61	6.77	19.20%	76.14	183.8	20200601-20201130
TAL.N	好未来(学而思网校)	2,944.43	11.42	54.47	102.44%	32.54	590.72	20200301-20201130
G SX.N	跟谁学	1,417.40	25.54	49.14	316.48%	81.77	359.7	20200101-20200930
DAO.N	有道	249.38	10.64	20.61	130.39%	91.82	98.07	20200101-20200930

资料来源：wind，安信证券研究中心

表 4：最新一期财报数据（3 个月数据）

代码	公司	市值(亿元)	ps (ttm)	最新财报单季度营收(亿元)	yoy	销售费用率(%)	付费人数(万人)	对应财报季日期
1797.HK	新东方在线	229.16	19.61	6.77	19.20%	76.14	183.8	20200601-20201130
TAL.N	好未来(学而思网校)	2,944.43	11.42	20.59	90.85%	37.60	169.85	20200901-20201130
G SX.N	跟谁学	1,417.40	25.54	19.66	252.93%	104.58	125.60	20200701-20200930
DAO.N	有道	249.38	10.64	6.76	368.90%	128.10	49.87	20200701-20200930

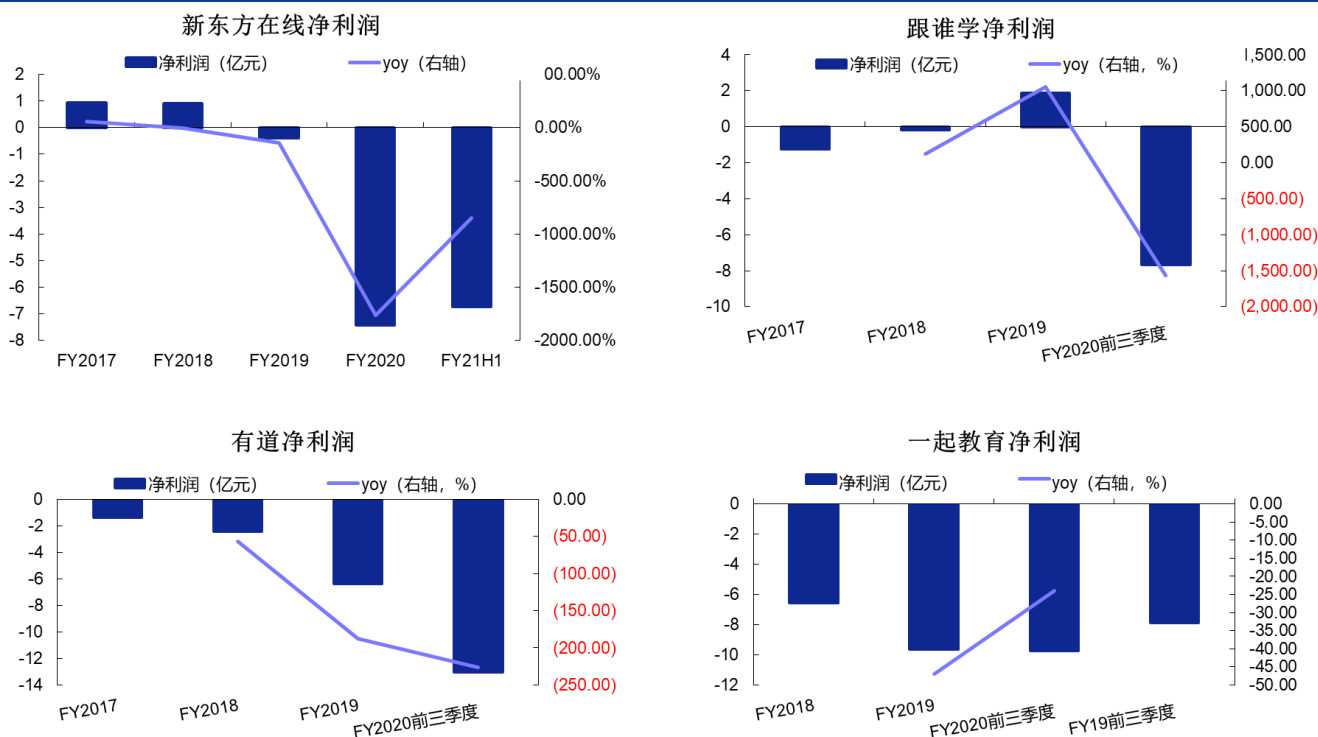
资料来源：wind，安信证券研究中心

3.1. 均为亏损：仍处于“烧钱”阶段，费用成本上升引致亏损加大

纵观目前在线教育版图，曾为盈利状态的新东方在线以及跟谁学均出现亏损，主要系营销费用、研发费用的增加。其中：

- 1) 新东方在线：净亏损由 2020 财年上半年的 7128 万元增长 846.16%至 2021 财年上半年的 6.74 亿元，主要系费用及成本大幅上升；
- 2) 跟谁学在 2020 年第三季度终结 9 个季度的盈利，由于第三季度的销售和营销费用增长 522.22%至 20.55 亿元，跟谁学在该季度亏损 9.33 亿元；
- 3) 有道：2020 年前三个季度的营业收入同比增长 130.39%至 20.61 亿元；净利润亏损 13.05 亿元，上年同期亏损 3.99 亿元。
- 4) 一起教育：截至 2020 年 9 月 30 日止的 9 个月内一起教育科技的净收入为 8.08 亿元人民币，同比增长 277.48%；2020 年前 9 个月，一起教育净亏损 9.75 亿元，亏损呈持续扩大趋势。

图 8：部分在线教育公司净利润情况



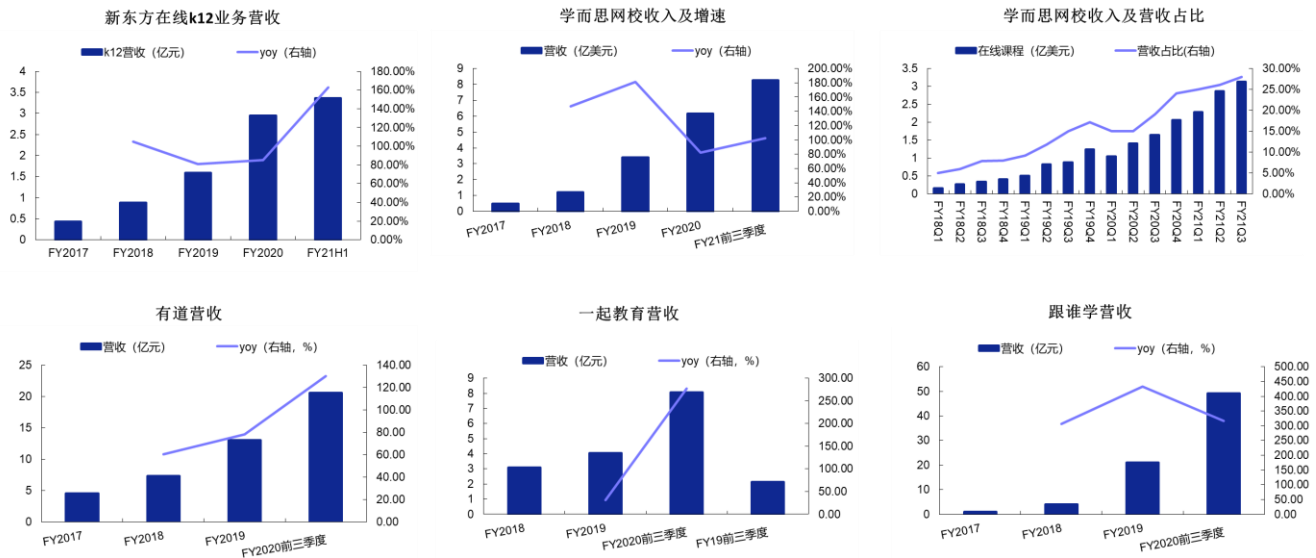
资料来源：wind，各公司财报，安信证券研究中心

3.2. 增收迅猛：营收和用户数齐增，积极扩张成效渐显

在线教育大规模营销费用的投入，从财务指标和运营指标来看，主要反映在营收和付费学生人数的同步增长上，且在 2020 财年表现显著，新东方在线、学而思网校、有道、跟谁学等均实现 100%以上增长。从营收看：

- 新东方在线：2021 财年 H1 中 K-12 教育分部的总营收同比增长 162.9%，达 3.36 亿元；学而思网校 2021 财年前三季度实现营收 8.28 亿美元 (+102.44%)，在 2021 财年第二季度净收入同比增长 91.4%，三季度净收入增长达到 102%；
- 跟谁学：2020 年前三季度收入为 49.137 亿元人民币，同比增长 316.5%，其中，K12 在线课程的收入为 42.62 亿元人民币，同比增长 356.5%。第三季度营收为 19.658 亿元，同比增长 252.9%，其中 K12 在线课程的收入为 17.572 亿元，同比增长 282.7%。
- 有道：2020 年 Q3 净收入达 8.96 亿元，同比增长 159.0%；k12 业务营收为 6.76 亿元，同比增长 368.9%，实现了上市以来 K12 业务最快增速。

图 9：目前部分在线教育公司营收保持快速增长

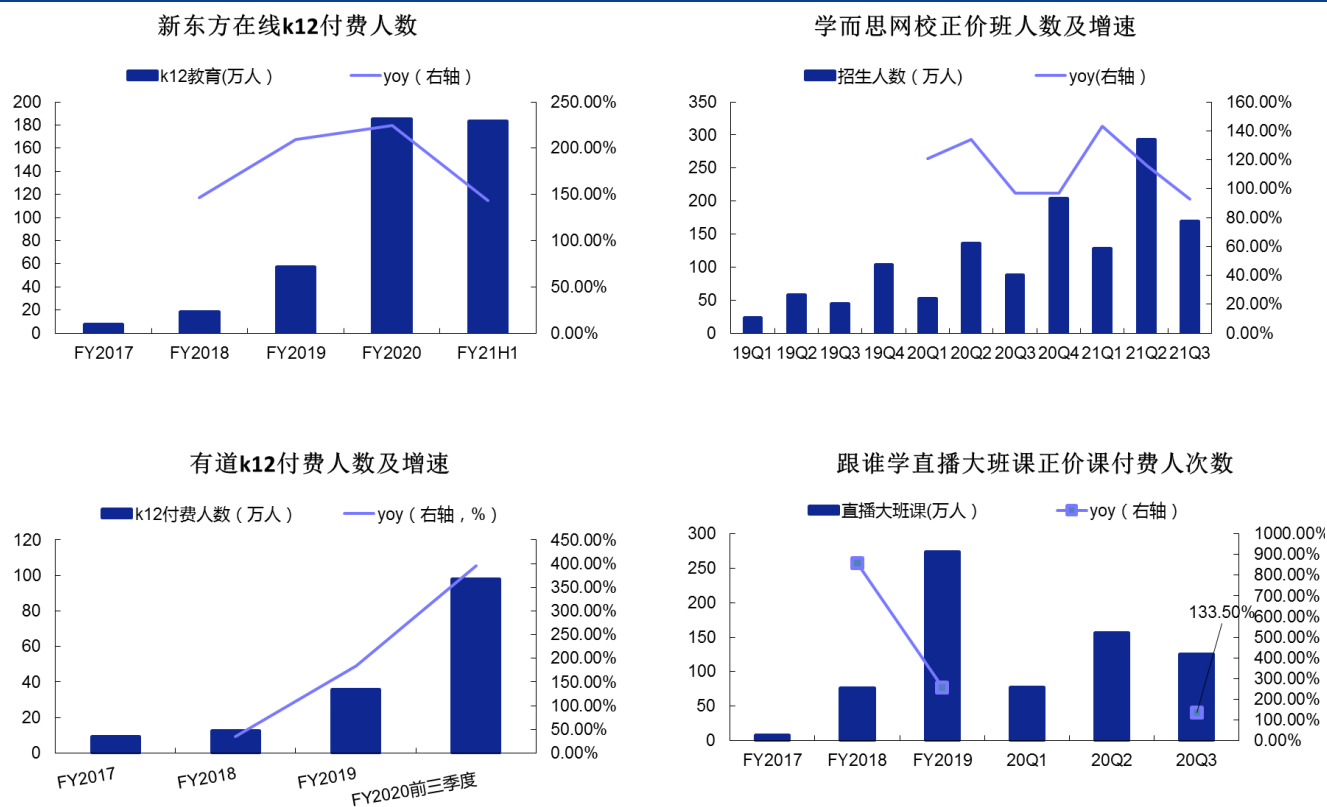


资料来源：wind，各公司财报，安信证券研究中心

而从付费人数上看，新东方在线、学而思网校、有道、跟谁学等均实现 100%以上增长，特别在 2020 年最新财报季实现快速增长，其中：

- **新东方在线：**2021 财年上半年，公司的付费学生人数总计为 214 万人，较上年同期增长了 62.5%。其中主要得益于 K-12 教育付费人数的增长，2021 财年上半年，K-12 教育付费人数为 183.8 万人，较上年同期同比大增 143.44%，新东方在线的积极扩张战略成效显著。新东方在线 K-12 大班的付费学生人次同比增长 134.4%；东方优播课程的付费学生人次同比增长 170.3%。
- **学而思网校：**在 2021 财年第三季度，学而思网校第三季度的收入同比增长 102%，长期正价课入学人数则超过 170 万人次，同比增长 92%。本季度，在线业务贡献了总收入的 28%和长期正价课人数的 50%，而去年同期分别占总收入的 19%和长期正价课人数的 38%。
- **跟谁学：**公司 2020 年前三季度正价课付费人次达到 359.6 万，同比增长 229.6%。K-12 在线课程正价课付费人次达到 329 万，同比增长 245.2%。
- **有道：**2020 年第三季度 K12 正价课付费人次达 49.87 万，同比增长 437.9%；

图 10: 在线教育公司付费人数



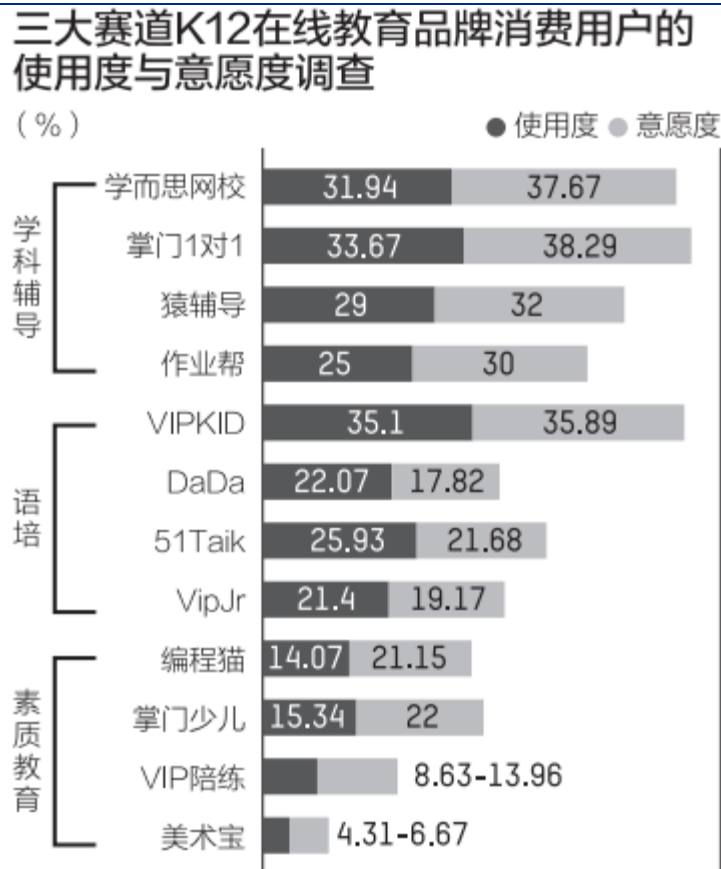
资料来源: wind, 各公司财报, 安信证券研究中心

3.3. 获客成本: “花钱获客”模式仍在持续, 营销费用率上升明显

目前在线教育公司模式仍然是通过低价课引流-转为正价班, 由于以体验课作为营销流量入口, 低价班开始大幅投入, 使得营销费用大幅增加。体验课成营销“标配”, 2019、2020年暑期营销环节中广泛使用。比如猿辅导维持49元13课时的价位, 而跟谁学、作业帮、学而思、网易有道均打出了9元13课时、9元9课时低价引流套餐, 覆盖多年级多学科。除此之外, 新东方、好未来旗下小猴学堂延续了此前低年级免费课开放的模式。目前体验课模式(即提供9元、19元、49元和99元不等的低价听课), 作为正式正价班的入口。

参照2019年暑期营销, 以作业帮和猿辅导为代表的工具型题库转型平台, 拥有自有流量转换用户部分。从正价课获客成本角度, 行业正价课获客成本平均在2000到3000元, 作业帮表现突出。

图 11: K12 在线品牌消费用户意愿度调查

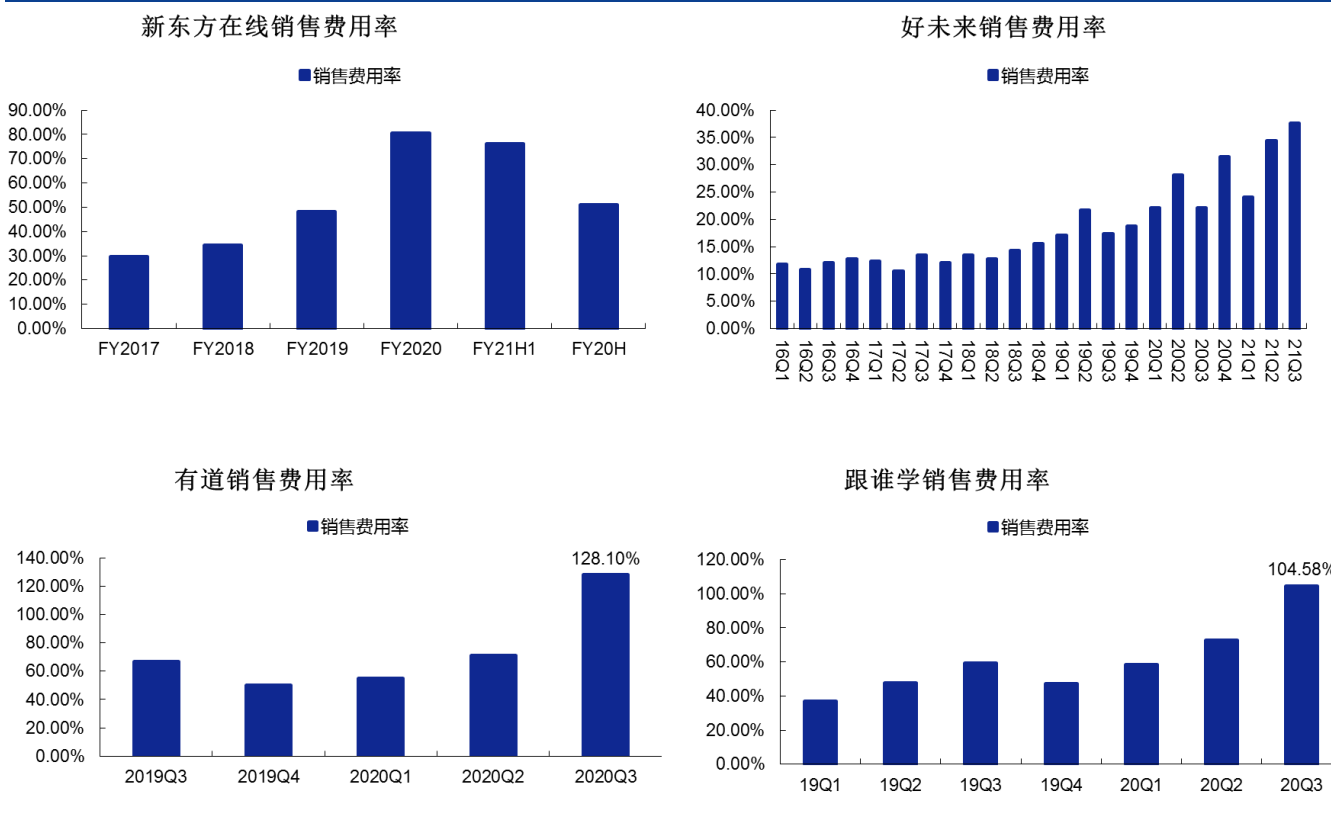


资料来源: 中科院, 安信证券研究中心

低价班以及广告费用的大幅投入, 使得目前在线教育公司营销费用增长明显, 特别是在寒暑假招生季度增长更甚, 目前从上市公司财报看, 部分公司销售费用率可达到 100%以上、行业整体上升明显、获客成本提升。其中:

- 新东方在线: 根据新东方在线(01797.HK)发布截至 2020 年 11 月 30 日的六个月业绩, 新东方在线实现营收 6.77 亿元, 同比增长 19.2%; 期内亏损由上年的 8750 万元激增到 6.74 亿元, 同比增幅超过 670%。其中销售费用同比增长 76.7%至 5.153 亿元, 行政费用增长 62.6%至 1.28 亿元, 研发费用增长 81.6%至 2.34 亿元。
- 好未来: 销售及市场推广费用从 2020 财年第三季度的 1.909 亿美元, 增至 4.207 亿美元, 同比增长 120.3%。非美国通用会计准则的销售和营销费用(不考虑股权激励费用)从 2020 财年第三季度的 1.864 亿美元, 增长至 4.064 亿美元, 同比增长了 118.0%。这主要是由于开展了更多的营销推广活动以扩大客户群和品牌提升, 且销售和营销人员以及薪酬的增加。
- 跟谁学: 2020 年三季度净亏损达 9.33 亿元, 同比去年 190 万元的盈利, 大幅转亏。其中跟谁学的营销费用再创单季度新高, 达 20.56 亿元, 较上年同期的 3.30 亿元同比增长约 522%。
- 有道: 2020 年第三季度市场营销总费用达 11.48 亿元, 为年内最大单季度品牌营销投入, 销售费用率达到 100%以上;

图 12: 各公司销售费用率



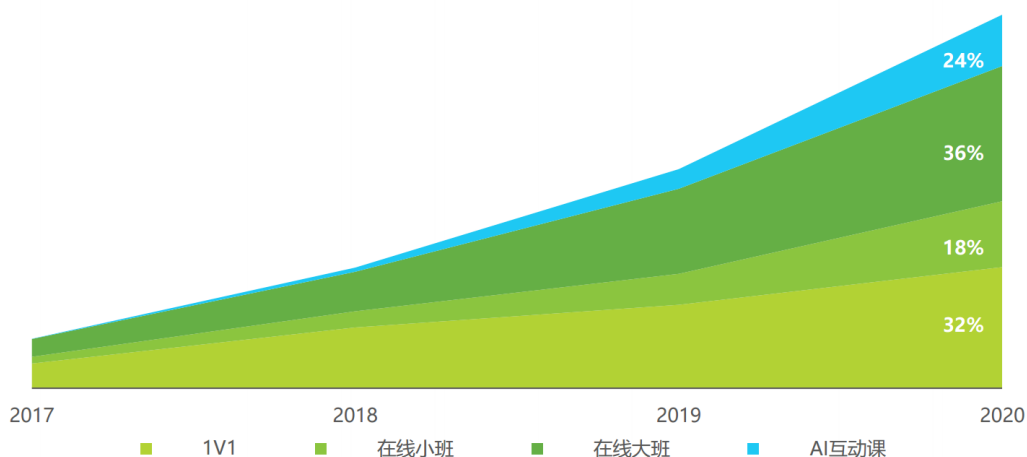
资料来源: wind, 各公司财报, 安信证券研究中心

3.4. 行业特征: 现行大班课为行业主要形式, 疫情推进 OMO 以及下沉市场进度

目前仍以 1V1 和在线大班为主, 小班和 AI 互动课快速发展。据艾瑞咨询统计核算, 在线 1V1 和在线大班是目前 K12 在线教育中规模最大的两类班型, 2020 年的市场份额分别为 32% 和 36%。在线小班目前规模相对较小, 2020 年市场份额 18% 左右。而 AI 互动课作为新物种, 近两年快速发展起来, 在低幼启蒙教育和在线编程教育中快速占领市场。

图 13: 2017-2020 年中国 K12 在线教育班型结构

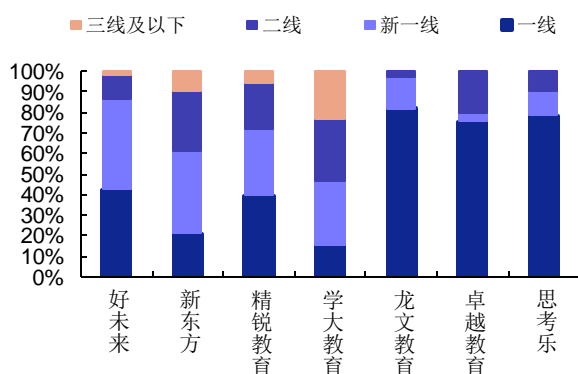
2017-2020年中国K12在线教育班型结构



资料来源: 艾瑞咨询, 安信证券研究中心

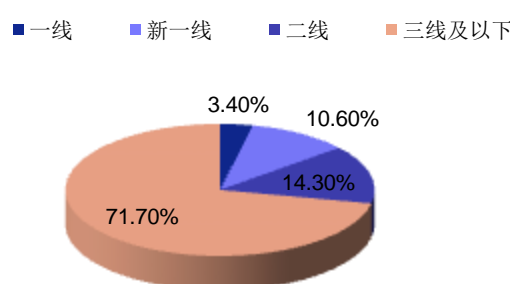
一二线城市趋于饱和，下沉市场成为新的竞争点。从供给端看，K12 课外辅导的全国性头部机构在分校布局方面，主要集中在一二线城市，在三线及以下城市布局较少。除昂立教育外，其他头部机构在三线及以下城市的分校数量占比不足 15%。对于三线及以下城市，优质的师资和内容供给仍严重不足，与庞大的市场需求形成强烈反差。在线教育情况亦类似，尤其是低龄市场，仍以一线及头部二线城市用户为主。下沉策略选择上，职业教育领域多选择线下双师模式，K12 培训则采取在线大班或是向当地机构输出内容的方式，低幼市场中，头部企业则采取 AI 互动课的方式向低线城市下沉。拥有庞大潜在用户的三线及以下城市有望在客单价和渗透率方面获得进一步提升。

图 14: K12 培训机构校区分布



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 15: 2019 年学前及基础教育阶段人群城市分布

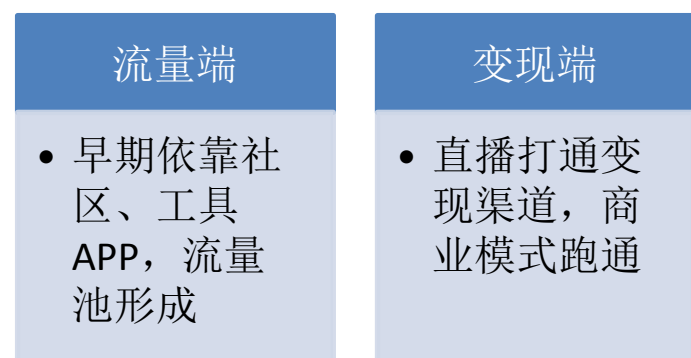


资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

而疫情催化下，使得目前教育公司转变为 OMO 模式，提高用户留存率、加速市场下沉。在教育领域，早期依靠社区、工具 APP 积累，流量端势能形成，随着直播打通了变现的模式，在线教育商业模式跑通并快速发展起来。但随着资本催化以及创业者大量涌现，在线教育的流量红利也面临枯竭，获取流量成本越来越高。目前教育机构从原来依靠流量红利的流量逻辑进入到依靠数字化、智能化提升生产力的融合与赋能逻辑，也即教育 OMO。

OMO 模式是从线下吸引流量、打破在线教育获客成本困局，其中线下授课的场景也有利于提高教学质量，提升师生互动。对于线下机构而言，开发健全在线配套课程，利用线上信息传递高效率的特点打通教学、辅导、测评等环节；除此之外 OMO 模式节省了部分租金成本，通过 OMO 线上线下结合模式提高留存率。而 OMO 模式有效地解决了优质师资难以下沉的问题，低线城市学生享受一二线城市优质师资成为可能。OMO 战略连同本地化和差异化的教学内容，能有效地以较低成本提高报名人数和收入，提高公司长远的盈利能力。

图 16: 在线教育流量逻辑



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

图 17: 教育 OMO 的融合和赋能逻辑



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

如在 2020 年度的秋季学期，新东方实现了大多数现有城市的全面 OMO 化，还在 20 个新拓周边卫星城市推行 OMO 在线课程。好未来把小型的学习中心设立在离学生居住地更近的地方，为学生提供更为个性化的服务。再加上公司所提供的本地内容，本地教师，本地服务，来提高学生的学习效率。

■ 分析师声明

诸海滨、黄杨璐声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
	北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777
张杨		北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
温鹏		北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
刘晓萱		北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
王帅		北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
游倬源		北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
侯宇彤		北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人		张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034