



从新东方和好未来的 2019 财年最新年报，看 K12 教培行业的变化和机遇

2019.8.14

黄莞 (分析师)

电话: 020-88832319

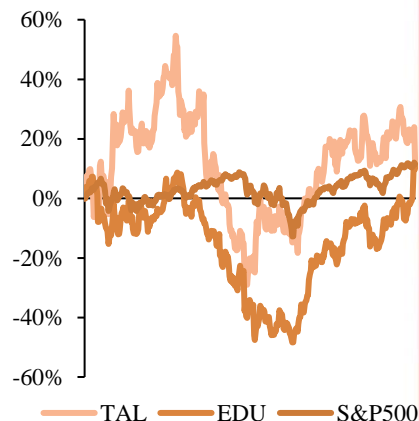
邮箱: huanguan@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310517050001

摘要:

- 2019 财年对于新东方和好未来都是关键的一年: 新东方实施“优化市场”战略约有 5 年时间, 而好未来除了夯实线下外, 近几年重点发力线上教育。两家龙头企业两种逐渐不同发展模式是否代表行业的发展趋势? 未来他们是否会殊途同归? 2019 财年又恰逢教培行业监管政策收紧, 对行业有何影响? 新东方和好未来是 K12 教培界的标杆企业, 我们将通过其最新财报透露出来的发展特征和布局规划来探究 K12 教培行业的最新变化和未来机遇。
- 财务情况: 新东方营收 30.96 亿美元, +26.53%, 归母净利润 2.38 亿美元, -19.52%; 好未来营收 25.63 亿美元, +9.45%, 归母净利润 3.67 亿美元, +85.3%。新东方优化市场战略驱动营收增速攀升, 核心业务 K12 保持高增+38.38%, 利润率 2019Q2 触底, Q3&Q4 正式进入上升周期, 最艰难的时刻已经过去。好未来夯实线下, 重点加码线上转型逻辑持续验证, 近两年线上增速分别为 152%、178%, 2019 财年交出了一份超预期的成绩单。
- 业务情况: 新东方累计网点 1146 (+152) 个, 覆盖城市 83 (+11) 个, 招生 838.27 (+32.44%) 万人; 好未来累计网点 676 (+82) 个, 覆盖城市 56 (+14) 个, 招生 1399.22 (+87.88%) 万人。新东方与好未来双师模式抢占线下市场, 双师效果已比肩线下面授, 验证了我们此前的预判——广证恒生在 2018 年 1 月 30 日发布的《双师模式助双巨头加快渗透三四线, 预计 2018 年实现规模化效应》中提出: 双师用户接受度初步验证, 将加速龙头三四线城市下沉, 预计 2018 年将实现规模化效应。长期双师模式料将加速 K12 行业集中度提升。
- 从双巨头布局看教培行业的最新变化和机遇:
 - (1) 行业集中度进一步提升, 证券化进程加快。2018 年教培监管政策收紧, 进入壁垒增高, 短期内行业内企业合规成本增加, 加快了行业出清速度, 长期利好龙头企业。据我们粗略测算, 预计 2019 年新东方和好未来的市占率将达到 6.75% (+1.65pct)。另一方面, K12 教培行业证券化进程也加快了步伐。精锐教育、朴新教育、跟谁学、卓越教育、思考乐、新东方在线等也陆续在美股港股上市, 海外教育板块集群效应进一步突显。
 - (2) 随着在线 K12 渗透率进入拐点期, 在线教育迎来重要窗口期。据沙利文推算, 在线 K12 教培行业 2018 年市场规模 302 亿元, 未来五年 CAGR 64.8%。其中渗透率从 2017 年的 4.7% 大幅提升至 2019 年的 15.7%, 迎来拐点期。在线 K12 直播大班赛道已成为 2018-2019 年教育市场关注度最高的赛道之一。好未来凭借学而思网校拿下入场券, 2019 财年预计学而思网校业务占在线 K12 教育 7.84% 的市场份额, 占在线 K12 大班课赛道 15.67% 的市场份额。此外, 跟谁学、作业帮、猿辅导、网易有道等明星企业也纷纷加入。我们看好在线直播大班赛道未来的发展前景。其财务模型更加健康, 价格有吸引力且便利性强, 但也存在营销费用过高等难题。目前其整体的学习体验还比不上线下培训, 还在爬坡中, 长期需要重点关注教学效果和质量, 体现特征是高满班率和续班率。
 - (3) 儿童早教和素质教育受双巨头青睐。2018-2019 年至今新东方 20 起投资, 分别有 4 起儿童早教和 3 起素质教育; 好未来 27 起投资, 分别有 4 起儿童早教和 7 起素质教育。除了围绕 K12 主业布局之外, 儿童早教和素质教育成为两家龙头企业青睐的热点, 也反映了近年来儿童早教和素质教育具有较大的发展前景。
- 风险提示: 市场扩张不达预期风险、行业竞争加剧风险、政策变化风险

股价走势



相关报告

1. 新东方在线 (1797.HK): 港股在线教育第一股首发上市-20190328
2. K12 教育系列专题: 12 年 20 倍股, 复盘教培行业鼻祖新东方的成长逻辑-20180210
3. K12 教育系列专题: 解码好未来千亿市值登顶之路-20171108
4. 【教育行业深度专题】双师模式抢滩——从鲶鱼到大杀器, 决胜 2018-20171118
5. 双师模式助双巨头加快渗透三四线, 预计 2018 年实现规模化效应-20180130



目录

前言:	4
1、新东方与好未来的最新年报对比	4
1.1 财务情况: 新东方优化市场战略驱动营收增速攀升, 好未来加码线上转型逻辑持续验证	4
1.2 业务情况: 新东方与好未来双师模式抢占线下市场, 加码在线教育	8
2、从双巨头布局看教培行业的最新变化和机遇	12
2.1 K12 教培行业集中度将进一步提升, 行业证券化进程加快	12
2.2 好未来的“轻”VS 新东方的“重”: K12 在线教育迎来重要窗口期	14
2.3 从新东方和好未来的投资布局看行业发展趋势: 儿童早教和素质教育受青睐	15
3、风险提示	17



图表目录

图表 1 新东方营收增速总体提升	4
图表 2 好未来营收增速有所放缓	4
图表 3 新东方 K12 业务成长为核心业务	5
图表 4 好未来网校业务持续放量增长	5
图表 5 新东方近 5 个财年销售费用持续优化	6
图表 6 好未来近 5 个财年销售费用逐渐增长	6
图表 7 新东方近 5 个财年管理费用逐渐上升	6
图表 8 好未来近 5 个财年管理费用大幅下降	6
图表 9 新东方营业利润率、毛利率有所收缩	7
图表 10 好未来营业利润率、毛利率近期逆势上涨	7
图表 11 新东方归母净利率近期下滑	7
图表 12 好未来归母净利率近期上涨	7
图表 13 新东方网点 5 年扩张进入“千店”期	8
图表 14 好未来受政策影响扩张放缓	8
图表 15 新东方覆盖城市稳步扩张	9
图表 16 好未来覆盖城市加速扩张	9
图表 17 新东方近 5 个财年招生增长率提升	9
图表 18 好未来高速招生增长率逆袭新东方	9
图表 19 好未来暑期网校招生日益火爆	10
图表 20 新东方双师学校建设有所放缓	10
图表 21 好未来双师模式两年新入 26 城	10
图表 22 新东方和好未来双师推广战略与效果	11
图表 23 新东方在线 K12 业务高速增长	12
图表 24 学而思网校营收连续两年 3 位数增长	12
图表 25 教培行业 CR2 集中度加速提升	13
图表 26 教育行业 2018 年-2019 年海外上市企业	13
图表 27 在线 K12 教培渗透率进入拐点期	14
图表 28 在线 K12 大班课的市场规模增长加速	15
图表 29 学而思网校的行业市场份额不断提升	15
图表 30 新东方 2018 年-2019 年投资标的	16
图表 31 好未来 2018 年-2019 年投资标的	17

前言：

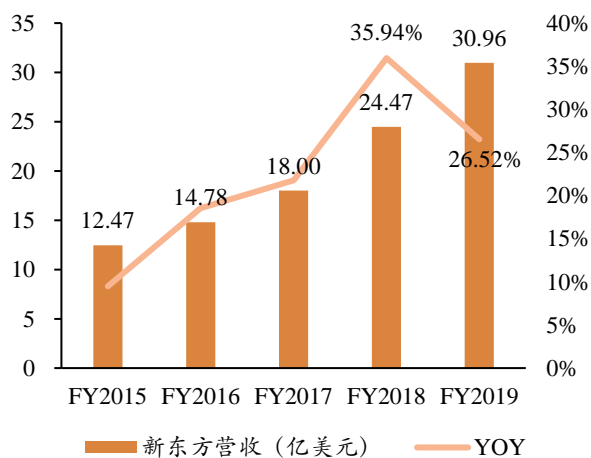
2019 财年（新东方财年划分为 2018 年 6 月 1 日-2019 年 5 月 31 日，好未来财年划分为 2018 年 3 月 1 日-2019 年 2 月 28 日）对于新东方和好未来都是关键的一年：新东方实施“优化市场”战略至此约有 5 年时间，而好未来除了夯实线下之外，近几年重点发力线上教育。两家龙头企业两种逐渐不同发展模式对行业其他参与者有什么启发？是否代表行业的发展趋势？2019 财年又恰逢教培行业监管政策收紧，加速了行业出清速度，对新东方和好未来又有何影响？我们认为，新东方和好未来作为 K12 教培界的标杆企业，其发展特征和战略规划可以很好地反映出教培行业的最新变化和未来机遇。

1、新东方与好未来的最新年报对比

1.1 财务情况：新东方优化市场战略驱动营收增速攀升，好未来加码线上转型逻辑持续验证

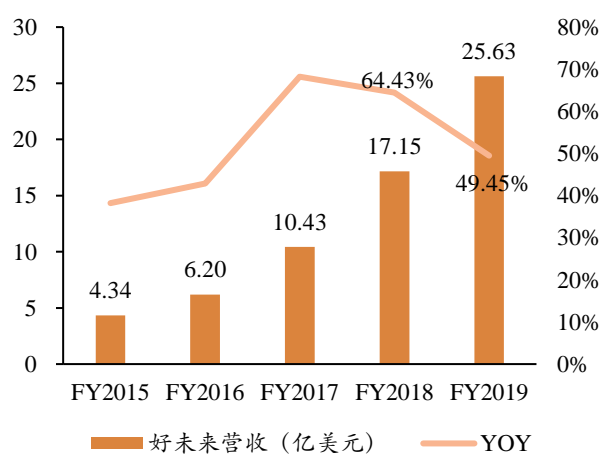
从近 5 个财年两家教培界巨头的营收状况来看，好未来的复合年增速为 55.89%，远高于新东方的 25.53%，2019 财年两者的营收进一步拉近，好未来从 2015 财年新东方营收体量的 35%，大幅提升至 2019 财年新东方营收体量的 83%，目前基本处于同一吨位。不过从最新的 2019 财年来看，两者营收高增速同比放缓，一方面与 2018 年教培行业监管政策收紧有关，另一方面也反映了 K12 课外培训行业逐渐告别上一轮高速增长阶段，步入相对平稳期，两家龙头企业也将进入“增长新常态”。从对 2020 财年的业绩指引来看，新东方对 FY2020Q1 的业绩增速的预测指引为 22%-25%/USB (+26%-29%/CNY)；好未来 FY2020Q1 的营收增速为 27.6%/USB (36.3%/CNY)，FY2020Q2 的业绩增速的预测指引为 28%-31%/USB (+32%-35%/CNY)，好未来的业绩指引已低于近 5 财年的实际营收增速。

图表 1 新东方营收增速总体提升



资料来源：公司财报、广证恒生

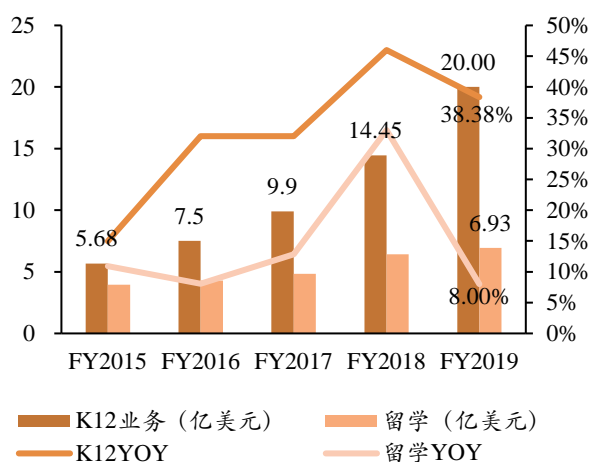
图表 2 好未来营收增速有所放缓



资料来源：公司财报、广证恒生

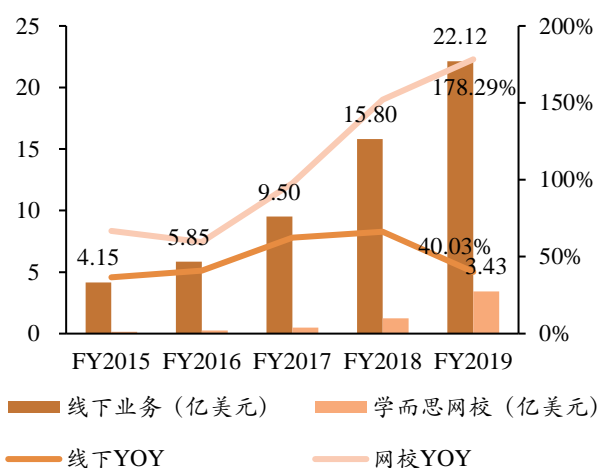
从两家企业的核心增长点——K12 业务来看，新东方自 2015 财年主攻 K12 赛道后，经过 5 年发展其

2019 财年线下 K12 业务营收规模 20.0 亿美元（增速+38.38%），已接近好未来的线下业务营收规模 22.12 亿美元（增速+40.04%）。受到 2018 年教培监管政策收紧的影响，新东方和好未来的线下业务在 2019 财年都有所收缩，但好未来以学而思网校为主的在线业务未受影响实现高速增长，学而思网校增速提升 18.07pct 至 178.29%，近两年成为新的业绩爆发点。由此来看，两家龙头 K12 教培的线下竞争已平分秋色，而好未来持续重仓加码在线赛道使其在在线 K12 竞争中拔得头筹。

图表 3 新东方 K12 业务成长为核心业务


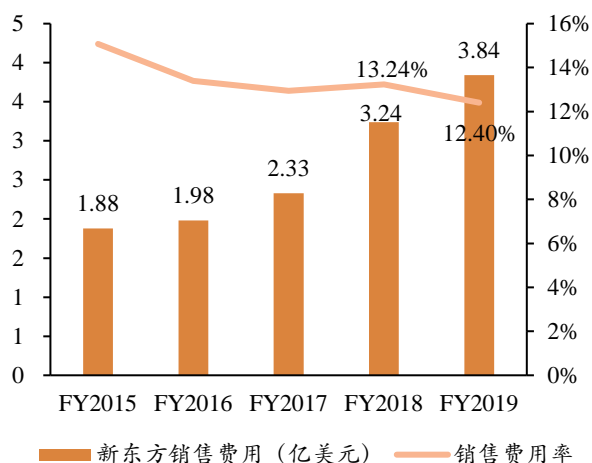
资料来源：公司财报、广证恒生

注：新东方 FY2019 留学业务属于测算数据。

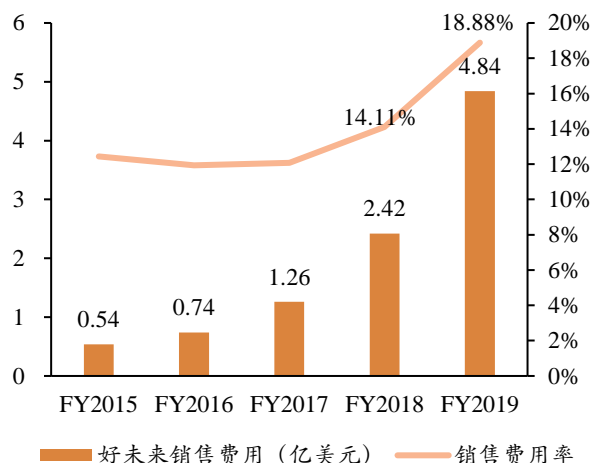
图表 4 好未来网校业务持续放量增长


资料来源：公司财报、广证恒生

近 5 个财年新东方销售费用率不断稳定下降，2019 财年为 12.4% (-0.84pct)；近两年好未来销售费用率受收入结构变化影响其总体呈现增长的趋势，2019 财年为 18.88% (+4.77pct)。新东方和好未来两家公司的销售费用率呈现出相反的趋势，新东方的销售费用率在 2019 财年实现近 5 年来的最低位，原因在于新东方从 2015 财年开始坚持“优化市场战略”，重点深耕现有城市、更好发挥其品牌力、保持较低的获客成本的方式在销售费用率方面被持续验证；而好未来的销售费用率在 2019 财年创下新高，原因在于其在线业务商业模式近两年跑通后大力拓展，持续加码。回溯 2018-2019 财年在线业务大力发展前的 2015-2017 财年，好未来以线下业务为主，销售费用率基本稳定在约 12% 的水平。由此来看，新东方和好未来的战略呈现出“坚守”和“开拓”的区别，新东方还是以线下业务扩张为主，实现财务模型的持续优化；好未来则不断开拓线上业务，使得线上业务成为营收增长的新引擎。预计随着在线业务的大力发展，2020 财年其营销费用将维持高位。

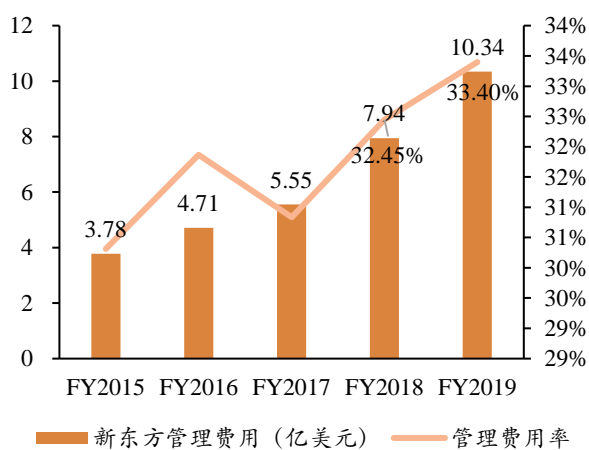
图表 5 新东方近 5 个财年销售费用持续优化


资料来源：公司财报、广证恒生

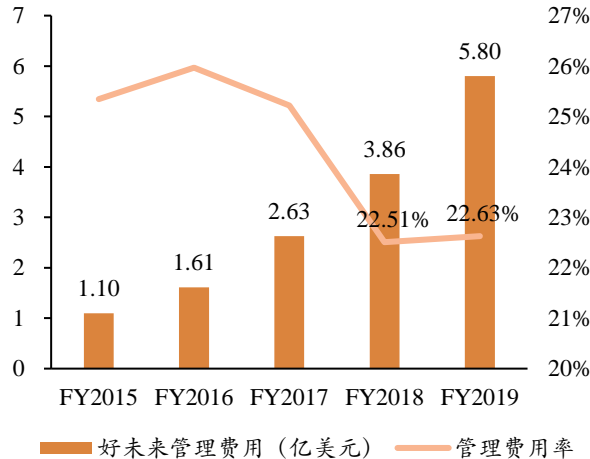
图表 6 好未来近 5 个财年销售费用逐渐增长


资料来源：公司财报、广证恒生

2019 财年新东方管理费用率为 33.40% (+0.95pct)，是近 5 年的最高位；好未来延续管理费用率降低的趋势，2019 财年为 22.63%(+0.12pct)，反映了两家业务重心的差异。对比来看，两家公司的管理费用率呈现两个特征：首先新东方和好未来的管理费用率呈现相反的趋势，新东方有增长的趋势，而好未来则波动式下降；新东方和好未来两家公司的管理费用率总体变化幅度不大，约 3% 左右。究其原因来看，新东方的“优化市场战略”深耕线下城市，网点数量高速扩张下拉动管理费用的抬升；好未来的在线业务扩张战略实现了管理优化，互联网教育的人力资源管理成本低，其投入在于前期研发，研发成熟后后期管理费用率则会保持稳定。

图表 7 新东方近 5 个财年管理费用逐渐上升


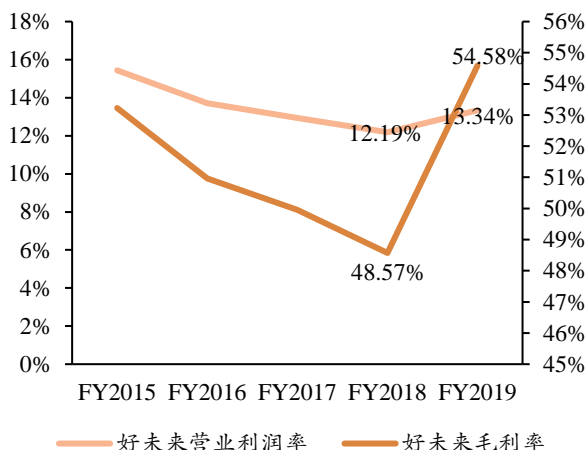
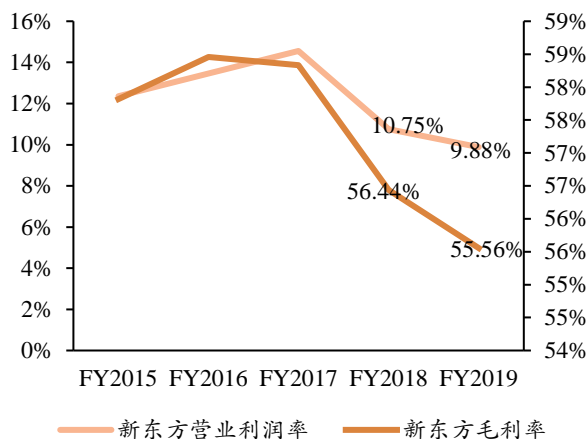
资料来源：公司财报、广证恒生

图表 8 好未来近 5 个财年管理费用大幅下降


资料来源：公司财报、广证恒生

2019 财年新东方的毛利率和营业利润率分别为 55.56% (-0.88pct) 和 9.88% (-0.87pct)，处于近 5 年的低位；而好未来的毛利率和营业利润率分别为 54.58% (+6.01pct) 和 13.34% (+1.15pct)，线下扩张放缓利用率提升叠加收入结构变化导致触底大反弹。与 2016-2018 财年本轮产能大扩张周期对应，新建校利用率均有一个爬坡过程，两家企业的毛利率和营业利润率近几年均处于下行通道。2019 年对两家企业而言均属于关键性的“拐点年”。从 2019 财年来看新东方处于近 5 年的低位，但是从季度数据来看，2019 财年

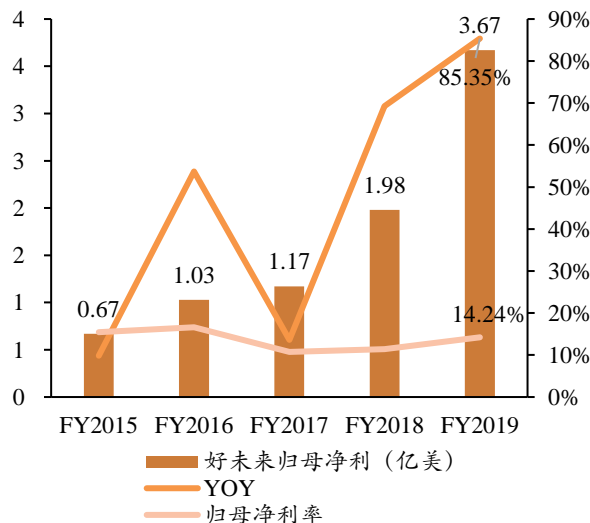
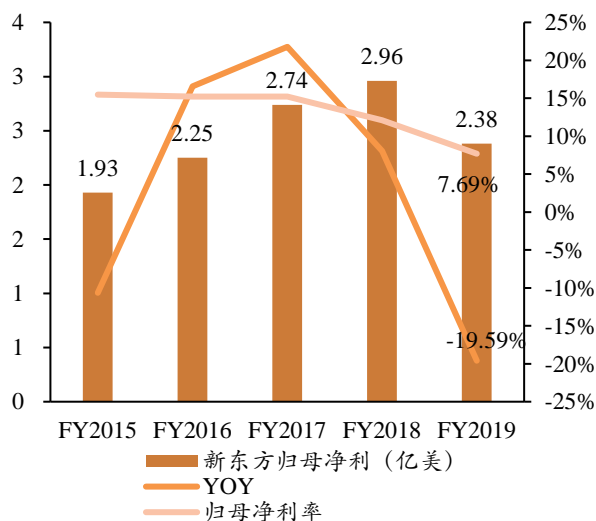
Q2 触底，Q3&Q4 显示利润率正式进入上升周期，最艰难的时刻已经过去，新东方股价也从 2019 年 Q2 前后约每股 50.3 美元的阶段性低点翻倍至近期的 100 美元上方。而好未来在 2019 财年运营效率的大幅提升在于好未来线下网点扩张放缓，但招生人数增速持续攀升，线下产能利用率大幅提高，叠加精细化运营，成本显著优化。同时毛利率的大幅优化也跟以高毛利的直播大班课的超高速增长占比大幅提升显著相关。

图表 9 新东方营业利润率、毛利率有所收缩
图表 10 好未来营业利润率、毛利率近期逆势上涨


资料来源：公司财报、广证恒生

资料来源：公司财报、广证恒生

2019 财年，新东方实现归母净利 2.38 亿美元，同比下降 19.52%，归母净利率为 7.69% (-4.41pct)；好未来实现归母净利 3.67 亿美元，同比增长 85.35%，归母净利率为 14.24% (+2.87pct)。新东方在 2019 财年加大了双师模式和在线 K12 的战略性投入，以部分短期利润的牺牲换取长期增长，此外由于 2018 年会计准则变更，导致新东方 2019 财年长期投资公允价值变动亏损 1.05 亿美元，也侵蚀了净利率。好未来在非经营性活动上获得投资收益拉高了 2019 财年净利率。此外，2018 年教培行业监管政策收紧也给两家企业带来网点搬迁等新增合规成本进而压低了 2019 财年的净利水平，预计仅影响 2019 财年。除去非经营性活动引起的净利变化，新东方和好未来的净利率相对持平，在 12%-15% 均衡区间左右浮动。

图表 11 新东方归母净利率近期下滑
图表 12 好未来归母净利率近期上涨


资料来源：公司财报、广证恒生

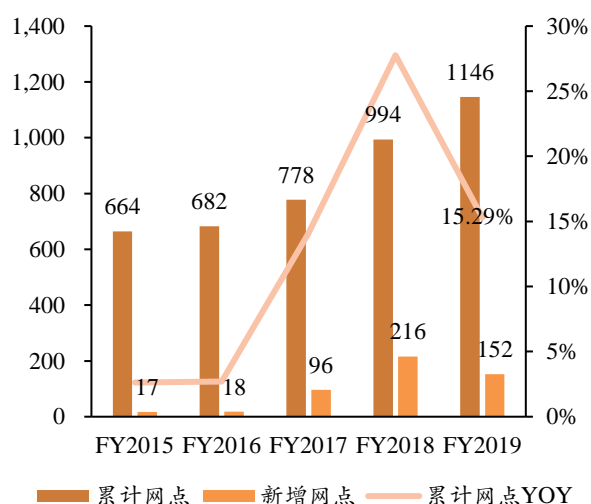
资料来源：公司财报、广证恒生

综合来看，新东方自 2015 财年实施的“优化市场战略”成果显著，得益于深耕现有市场和新市场的扎实开垦，其营收增速更加稳健，各项业务更加成熟，重视运营管理和产品品质的打法使其大幅降低了获客成本，销售费用率持续优化，获客成本不断降低，预计未来盈利结构将持续优化。好未来夯实线下、加码线上，实现了小班业务超预期增长和在线业务高速扩张，转型逻辑得到持续验证，业务形态更加成熟，尽管好未来下调了业绩指引，但其财务模型更加健康，大规模销售费用投入增强了其在线教育的市场占有率，持续优化的管理也彰显了公司运营效率的提升，这为净利率的持续优化提供了动力。

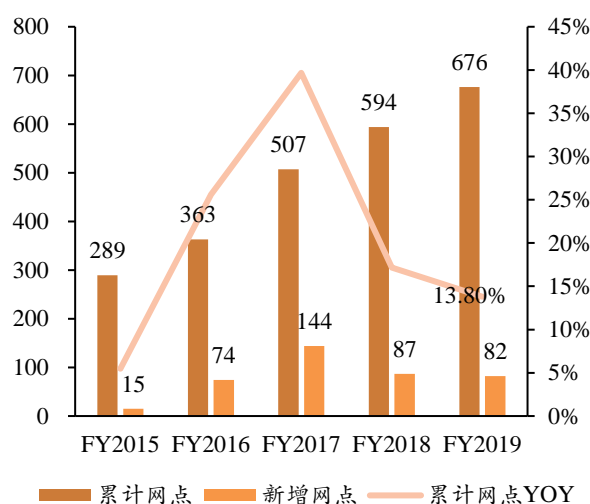
1.2 业务情况：新东方与好未来双师模式抢占线下市场，加码在线教育

截至 2019 财年，新东方线下累积网点 1146 个，同比增长 15.29%；好未来线下累积网点 676 个，同比增长 13.8%。新东方和好未来 2016-2018 财年线下网点提速扩张，两家公司近 5 财年网点最高增速分别为 27.76%和 39.67%。2018 年出台教培监管政策落地后，网点增速有所放缓，特别是好未来近两年主动调整线下高速扩张策略，在线下保持健康发展的同时重点发力线上业务。2019 财年新东方正式进入“线下千店”的发展阶段，其网点规模超好未来约 400 个。

图表 13 新东方网点 5 年扩张进入“千店”期



图表 14 好未来受政策影响扩张放缓

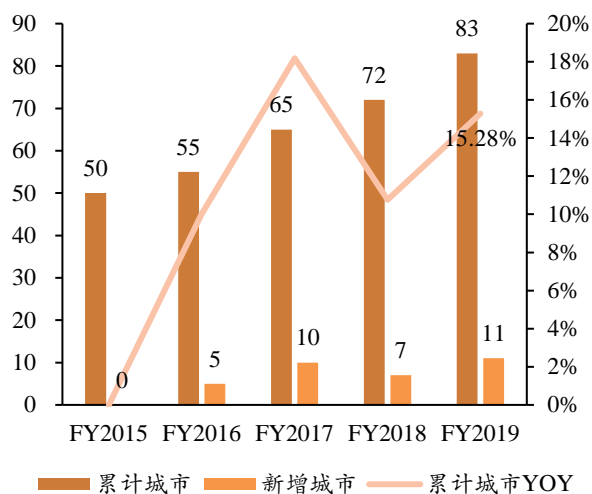


资料来源：公司财报、广证恒生

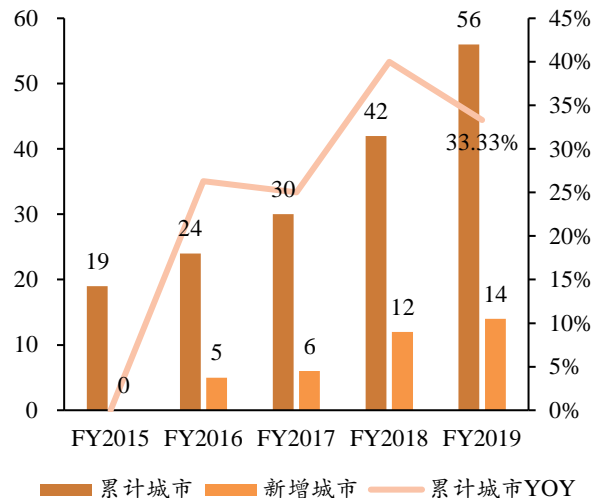
资料来源：公司财报、广证恒生

注：新东方网点仅计入线下教学中学，不包含学校、书店等

尽管好未来在网点和城市覆盖程度上远低于新东方，但其品牌扩张速度迅速，实现了自 2015 财年覆盖 19 城到 2019 财年覆盖 56 城的 3 倍高速扩张。新东方发展时间长于好未来，两家公司存在起点上的规模差距，但总体上两家公司线下布局齐头并进，表现出相似的发展态势。还有一个共同点是，近几年两家公司针对低线城市更多地采用双师模式切入。

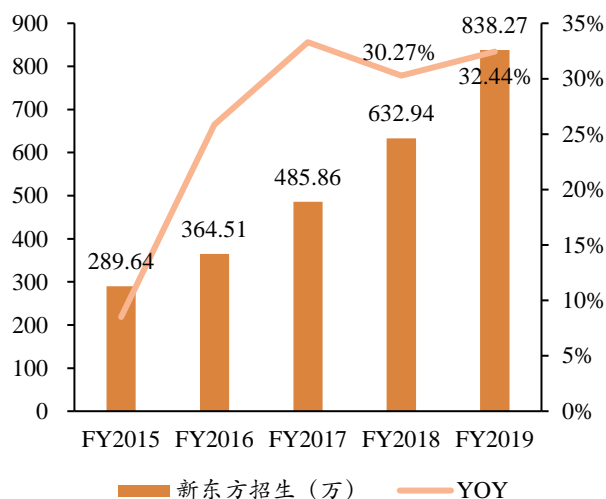
图表 15 新东方覆盖城市稳步扩张


资料来源：公司财报、广证恒生

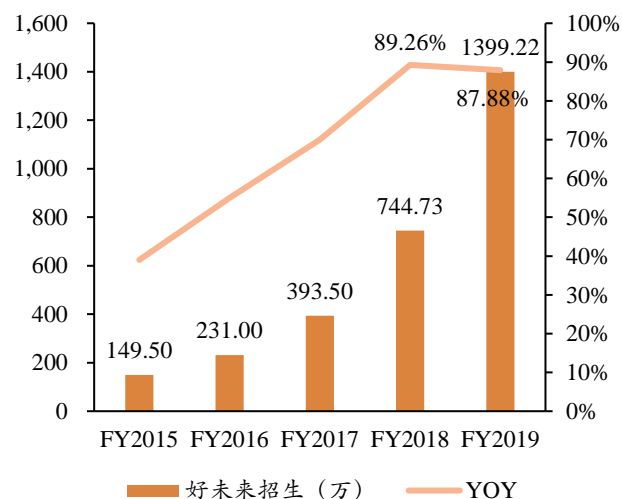
图表 16 好未来覆盖城市加速扩张


资料来源：公司财报、广证恒生

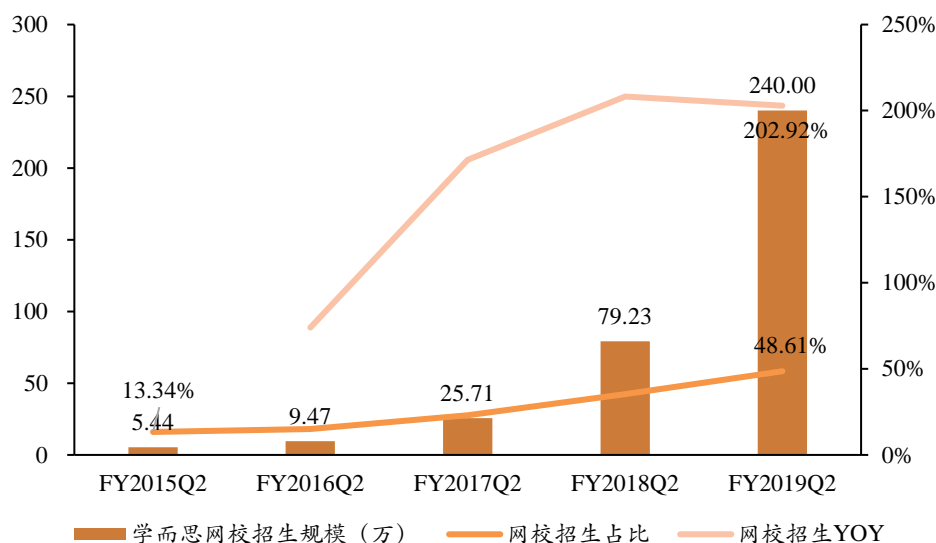
2019 财年新东方 K12 业务注册招生总人数为 838.27 万人，同比增长 32.44%；好未来则为 1399.22 万人，同比增长 87.88%，首次超过新东方招生规模。新东方和好未来的注册招生规模在 2018 财年出现逆转，在 2018 财年之前，新东方的招生规模一直高于好未来，2015 财年新东方的学生规模约是好未来的 2 倍。但好未来在近 5 个财年表现出惊人的高速增长，其线下小班课树立了市场口碑，线下新建网点产能经过一两年的培育也开始放量，小班招生持续超预期。2018-2019 财年最新发力的学而思网校业务更是帮助好未来在招生规模方面实现了对新东方的弯道超车，2019 财年首次突破 1000 万学生大关。以好未来 Q2 季度为例，暑假阶段是招生竞争最火爆的时候，FY2016 年 Q2 学而思网校招生规模占比约 15%，而到 FY2019Q2 已到 49%。

图表 17 新东方近 5 个财年招生增长率提升


资料来源：公司财报、广证恒生

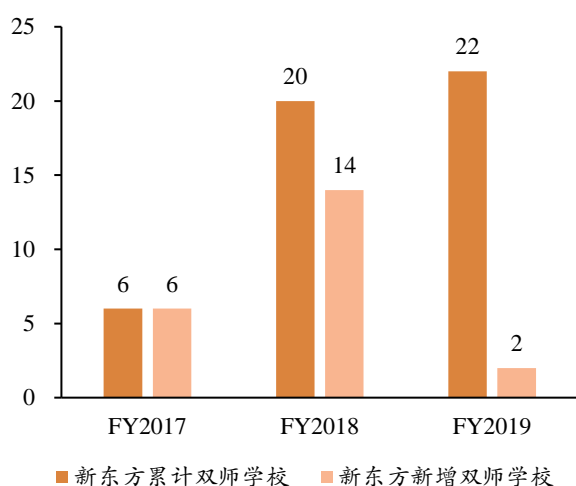
图表 18 好未来高速招生增长率逆袭新东方


资料来源：公司财报、广证恒生

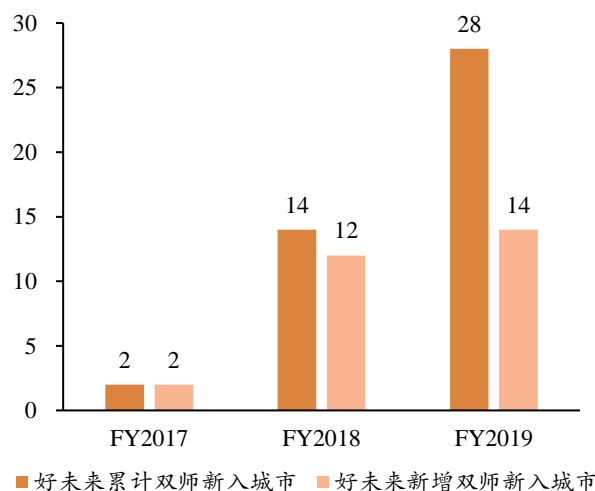
图表 19 好未来暑期网校招生日益火爆


资料来源：弗洛斯特沙利文、广证恒生

就线下扩张方式而言，新东方和好未来在双师课堂教学模式持续投入、力争下沉市场。新东方自 2016 年 7 月开始推进双师课堂，成立双师新东方子公司专注收购低线城市头部教培企业和双师学校建设，2019 财年共建成 22 个双师学校，并在其他业务中加入双师教学模式，截至 2019 财年双师班级已覆盖了 37 座城市的泡泡少儿和 29 座城市的优能中学。好未来自 2015 年试水双师，2019 财年新进入 14 座城市，除香港外都是低线城市。目前好未来新进城市都采用双师打入，原有城市也拓展了双师课堂，好未来双师模式覆盖城市约 30 个。

图表 20 新东方双师学校建设有所放缓


资料来源：公司财报、广证恒生

图表 21 好未来双师模式两年新入 26 城


资料来源：公司财报、广证恒生

双师课堂改进了线下运营效率，未来新东方和好未来将在双师模式继续加大投入。新东方披露其双师课堂教学模式增强了其市场渗透率和留存率，使得教学模型可扩展性提升。加入双师教学供应后，2019 财年泡泡少儿留存率约为 90%，优能中学留存率约 75%，整体留存率在 75%-80% 之间，未来将在三四线城市

拓展双师学校。好未来披露其双师课堂的客户满意度已经超过面授班，并在 2018-2019 财年迅速以双师新进入 25 城。双巨头 2018-2019 财年双师业务的优异表现验证了我们此前的预判——广证恒生在 2018 年 1 月 30 日发布的《双师模式助双巨头加快渗透三四线，预计 2018 年实现规模化效应》中提出：双师用户接受度初步验证，生师比 10 倍于小班有效提升效率。双师加速龙头三四线城市下沉，预计 2018 年将实现规模化效应。长期而言，双师模式料将加速 K12 行业集中度提升。

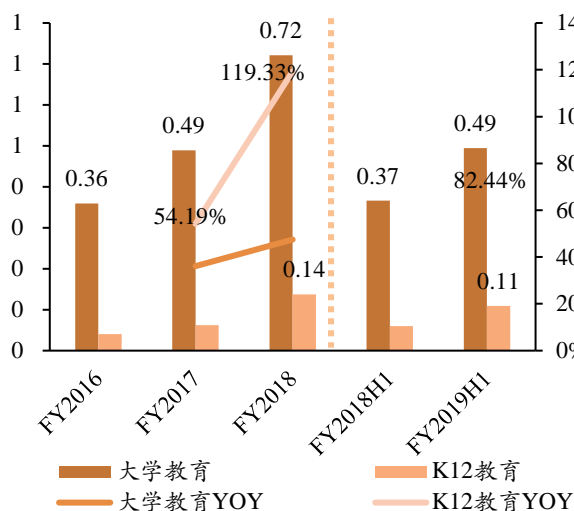
由于双师模式试点成功并迅速推广，2018 年初好未来推出 TOB 业务未来魔法校，向教育培训机构提供数据驱动的双师技术支持、体系化的双师教学产品和伴跑式的双师运营服务。从好未来的 TO B 业务未来魔法校效果来看，保定拓普教育通过未来魔法校让零基础的数学科目续报率达到了 95%；黄冈莫润教育英语科目续报率也由之前的 75% 上升到 93%。从新东方和好未来的战略趋势来看，未来双师课堂模式是两家公司线下扩张和抢占下沉市场的主要模式。

图表 22 新东方和好未来双师推广战略与效果

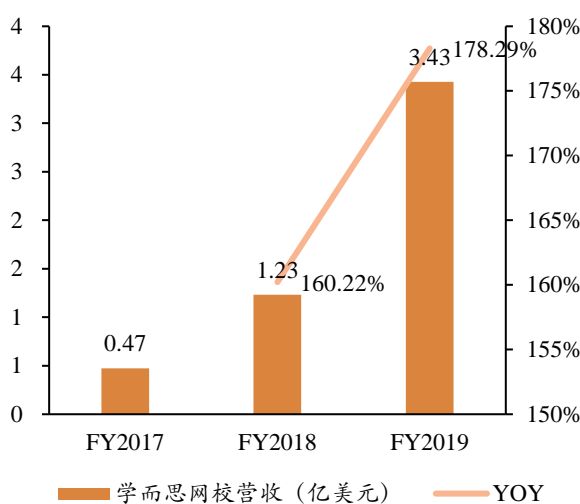
新东方	好未来
推广：双师模式已经覆盖了 37 城的泡泡少儿、29 城的优能中学业务中； 2019 财年双师模式教学中心新增 2 个，累计设立 22 个。	推广：2019 财年以双师模式新进入 14 城，累计超过 28 城覆盖了双师课堂； 成立未来魔法校、提供 TO B 双师服务。
效果：2019 财年泡泡少儿留存率约 90%； 优能中学留存率约 75%； 整体留存率在 75%-80% 之间。	效果：客户满意度超过线下面授班； 与未来魔法校合作后，拓普教育零基础数学续报率达到了 95%； 莫润教育英语学科续报率由 75% 上升到 93%。
未来战略规划： CEO 周成刚：继续推进双师课堂战略，进一步激发三、四线城市和偏远地区的用户需求	未来战略规划： CFO 罗戎：双师模式已经跑通，在好未来新进入的城市都将采用双师模式，已进入城市也将继续拓展双师模式。未来继续推广未来魔法校。

资料来源：公开资料、公司财报、广证恒生

除了发力线下实现渠道下沉外，新东方和好未来均不约而同加码线上业务。2019 财年上半年新东方在线实现营收 0.69 亿美元，同比增长 38.43%，其中 K12 业务营收 0.11 亿美元，同比增长 82.44%，是新东方在线增长最快的板块。学而思网校实现营收约 3.43 亿美元，同比增长 178.29%。近年来在线 K12 教育渗透率的提升带来了巨大的增量机会，业内商业模式也逐步跑通且持续优化。两家公司纷纷着手布局，新东方相对稳健，好未来更加进取。新东方于 2005 年成立新东方在线，2019 年正式在香港上市，当前 K12 业务成为未来的重要增长点，不过规模体量相对较小。好未来于 2008 年内部孵化学而思网校，经过三轮探索成就了在线直播课堂品牌，也成为其营收增长的重要驱动力，2019 财当好未来的营收组成中，学而思网校贡献度为 17% (+8.4pct)。

图表 23 新东方在线 K12 业务高速增长


资料来源：公司财报、广证恒生

图表 24 学而思网校营收连续两年 3 位数增长


资料来源：公司财报、广证恒生

在线上扩张方式上，新东方和好未来选择了不同的打法，新东方以小班课切入，好未来聚焦大班课，小班课作为线下培优的辅助产品。新东方在线旗下 K12 品牌东方优播主打小班课，为新东方攻打下沉市场取得良好战绩，2019 年 8 月东方优播低价班招生超过 20 万，转化率达 20%；学而思网校坚持在线直播大班教学，业绩进入放量增长期，好未来在培优小班的基础上孵化了“培优在线”品牌辅助线下小班，目前已覆盖了 30 多座城市，2020Q1 培优在线贡献小班业务营收 7% (+4.0pct)，贡献正价学员 10% (+6.0pct)，与学而思小班形成了线上线下结合的综合教学体系。

2、从双巨头布局看教培行业的最新变化和机遇

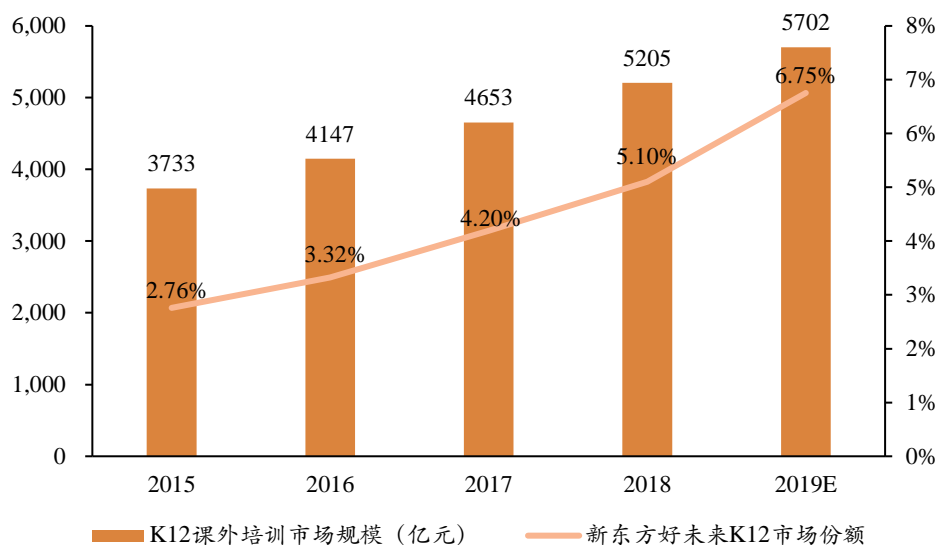
新东方和好未来作为 K12 教培界的标杆企业，其发展特征和战略规划可以很好地反映出教培行业的最新变化和未来机遇。(1) 2018 年以来，教培行业监管不断收紧，这造成企业运营成本增加、行业进入壁垒提高，对于盈利结构和财务模型较差的企业，出清压力剧增，行业集中度提高，新东方和好未来龙头优势凸显。(2) 目前新东方和好未来除了夯实线下，纷纷将更多的兵力转战线上，K12 在线教育迎来重要的窗口期逐渐成为共识，诸如跟谁学、猿辅导、作业帮、网易有道等在线教育公司也加入战局，在线 K12 激战正酣。(3) 从两家龙头公司的投资标的看教育行业细分领域的投资机会，儿童早教和素质教育更受青睐。

2.1 K12 教培行业集中度将进一步提升，行业证券化进程加快

2018 年教培监管政策收紧，K12 教培进入洗牌期，短期内行业内企业合规成本增加、进入壁垒增高，加快了行业出清速度，长期利好龙头企业。教培行业整顿在准入和行为方面做出了细致要求，这在短期内迫使企业调整扩张速度。这对单店模型不成熟和业务运营不规范的中小企业冲击更大，加剧其出清压力。教培企业竞争格局日益清晰，行业集中度不断提升。长期来看，新东方和好未来作为行业巨头，业绩增长确定性高，具有依托品牌进行标准化低成本快速扩张的优势，在教培行业整顿中可以享受出清利好，巩固核心壁垒，扩张其护城河。据我们粗略测算，预计 2019 年新东方和好未来的市占率将达到 6.75% (+1.65pct)，

行业集中度持续提升。

图表 25 教培行业 CR2 集中度加速提升



资料来源：弗洛斯特沙利文、广证恒生

注：计算方式：(新东方+好未来) 财年营收/市场规模，忽略了两公司财年和自然年的区别。

另一方面，K12 教培行业证券化进程也加快了步伐。2018-2019 年 K12 教培企业精锐教育、朴新教育、跟谁学、卓越教育、思考乐、新东方在线等也陆续在美股港股上市，行业证券化提速，海外教育板块集群效应进一步突显。

图表 26 教育行业 2018 年-2019 年海外上市企业

公司代码	公司名称	上市时间/地点	主营业务
STG.N	尚德机构	2018/3/23/ 美股	在线职业培训
ONE.N	精锐教育	2018/3/28/ 美股	K12 课外培训
NEW.N	朴新教育	2018/6/15/ 美股	K12 课外培训
LAIX.N	流利说	2018/9/27/ 美股	在线教育培训
WOFU.O	华富教育	2019/4/30/ 美股	在线职业培训
GSX.N	跟谁学	2019/6/6/ 美股	在线 K12 课外培训
2779.HK	中国新华教育	2018/3/26/ 港股	民办高等教育学校
1598.HK	21 世纪教育	2018/5/29/ 港股	K12+高等教育
1773.HK	天立教育	2018/7/12/ 港股	K12 民办学校
1758.HK	博骏教育	2018/7/31/ 港股	K12 民办学校
1765.HK	希望教育	2018/8/3/ 港股	民办高等教育学校
1969.HK	中国春来	2018/9/13/ 港股	民办高等教育学校
3978.HK	卓越教育	2018/12/27/ 港股	K12 课外培训
1851.HK	银杏教育	2019/1/18/ 港股	民办高等教育学校
1890.HK	中国科培	2019/1/25/ 港股	民办高等教育学校
1797.HK	新东方在线	2019/3/28/ 港股	在线教育培训

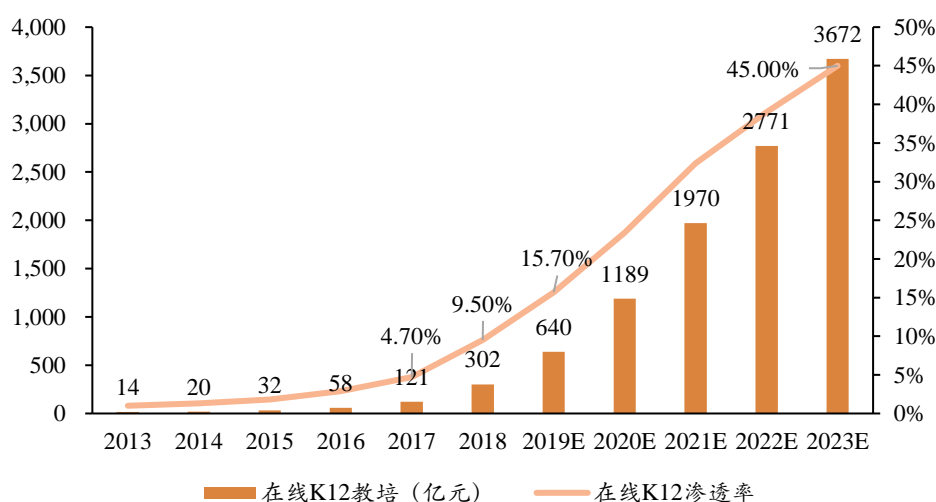
0667.HK	中国东方教育	2019/6/12/港股	职业培训
1935.HK	嘉宏教育	2019/6/18/港股	高中+高等教育
1769.HK	思考乐教育	2019/6/21/港股	K12 课外培训
0382.HK	中汇集团	2019/7/16/港股	民办高等教育学校

资料来源：公开资料、公司财报、广证恒生

2.2 好未来的“轻”VS 新东方的“重”：K12 在线教育迎来重要窗口期

2018-2019 年在线 K12 教育迎来规模化发展的黄金窗口期。据弗洛斯特沙利文推算，在线 K12 教培行业 2018 年的市场规模为 302 亿元，到 2023 年预计可以达到 3672 亿元，平均复合增长率为 64.8%。在线 K12 教培行业广阔的市场空间和高增速为教育企业提供了一个千亿级黄金赛道。2017-2019 年，在线 K12 教育的渗透率进入拐点期，由 4.70% 大幅提升至 15.70%。

图表 27 在线 K12 教培渗透率进入拐点期



资料来源：弗洛斯特沙利文、广证恒生

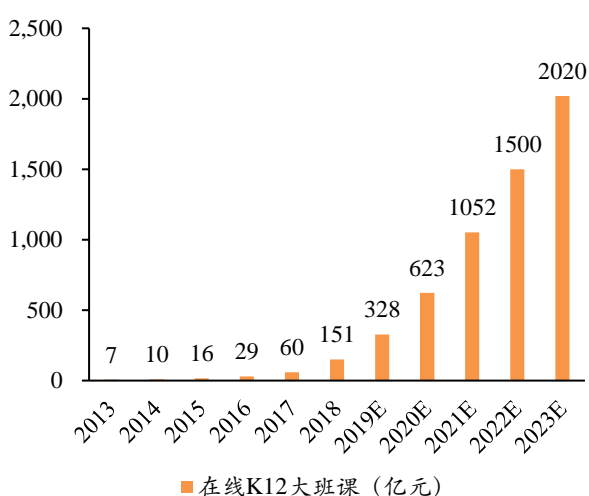
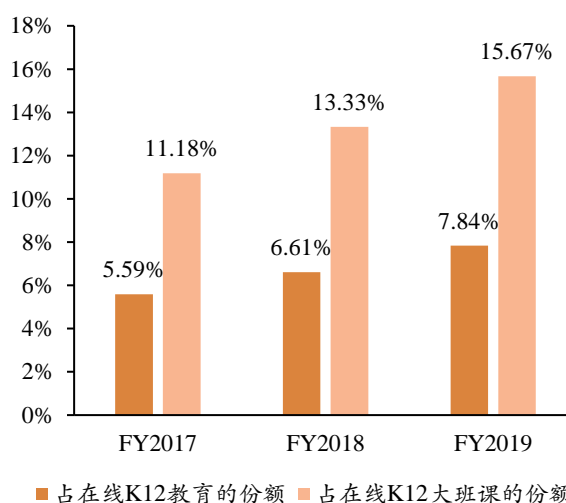
进一步细分的话，在线直播课程可以选择的模式包括 1 对 1、小班和大班课。在线 1 对 1 高昂的获客成本和规模不经济的特征使其盈利困难。小班课兼具强互动性和较优的财务模型，但起量较慢，规模化运营难度系数较大。相比而言，大班课则表现出更优的盈利模式和财务模型。大班课的毛利能够达到 50%-70%，固定成本比重很低，如果获客成本能够降低，边际效益将显现，规模化的盈利能力将越来越好。

当前头部的大班直播课企业已实现营收规模化且快速增长，但目前整体的学习体验比不上线下培训，还处于一个爬坡的过程。不过我们整体看好在线直播大班课未来的发展前景。原因：(1) 财务模型更加健康，对比目前的在线一对一还是绕不开规模不经济的难题；(2) 价格有吸引力且便利性强，契合 K12 在线教育的渗透率拐点提升。在线教育当前也存在营销费用过高、烧钱的问题。长期需要重点关注教学效果和质量，体现的是满班率和续班率要高，进一步缩短乃至超过线下培训效果。

在线 K12 直播大班课已成为 2018-2019 年教育市场关注度最高的赛道之一，竞争也尤为激烈。好未来正是抓住了 K12 在线教育的爆发趋势提前布局，学而思网校自 2008 年开始孵化，几经徘徊，终获转机。在 2015 年学而思网校放弃录播转型“直播+辅导”模式开启在线大班课打法后，其转型逻辑得到持续验证，

学而思网校近 2 年保持三位数的增速。在线网校大爆发，好未来凭借学而思网校拿下在线教育千亿市场入场券。此外，跟谁学、作业帮、猿辅导、网易有道等重量级明星企业也纷纷加入到市场竞争中。在线教育兼具教育属性和互联网属性，其长期集中度预计将比线下模式更高，且近期在线教育也被纳入监管范围，这和线下的逻辑一致，长期来看利好品牌知名度高、服务质量优、合规性强的头部品牌企业。

2019 财年预计好未来的学而思网校业务占据了在线 K12 教育 7.84% 的市场份额。而在在线 K12 大班课赛道，学而思网校市占率为 15.67%。据弗洛斯特沙利文测算，2018 年在线 K12 大班课的市场规模约 151 亿元，占据整个在线 K12 教培赛道的 1/2，到 2023 年在线 K12 大班课市场规模可达 2020 亿元，复合增长率为 68.0%。学而思网校按其营收推算其在在线 K12 和大班课的市场份额于 2019 财年分别为 7.84% 和 15.67%。

图表 28 在线 K12 大班课的市场规模增长加速

图表 29 学而思网校的行业市场份额不断提升


资料来源：弗洛斯特沙利文、广证恒生

资料来源：弗洛斯特沙利文、广证恒生

和好未来重仓在线的“轻”模式不太一样，新东方主要是深耕线下，优化市场战略，以重资产结构实现线下业务稳步扩张，并借助东方优播小班课实现线上逆袭。东方优播形成了独特的“重”模式，体现在将在线教育与线下体验有机结合。目前东方优播线下体验店已经覆盖了 70 多座城市，且与新东方学校所在城市分开。线下的宣传、体验为线上获客成本高昂的问题提供了解决方案，据公开资料显示，东方优播获客成本是大班课平均 1000 元的 1/10-1/5，约 100-200 元。虽然线下体验店加重了东方优播的毛利负担，但却使得其净利结构更加优异。截至 2019 年暑期，东方优播低价班注册人数达 20 万，转化率达 20%。相比在线 1 对 1 和大班课，小班课规模化运营难度系数较大，当前参与者不多，起量较慢，当前实现营收规模化的企业也不多，大多数企业还处于探索中。

2.3 从新东方和好未来的投资布局看行业发展趋势：儿童早教和素质教育受青睐

作为教培界的两家龙头，新东方和好未来也从产业方的角度积极布局一级市场，从两家公司布局的分布来看，除了围绕 K12 主业布局之外，儿童早教和素质教育成为两家龙头企业青睐的热点，也反映了

近年来儿童早教和素质教育具有较大的发展前景。2019 财年（2018-2019 年），新东方 20 起投资，分别有 4 起儿童早教和 3 起素质教育；好未来 27 起投资，分别有 4 起儿童早教和 7 起素质教育。

素质教育领域长期受到政策支持，尤其 2018 年以来教育部从政策端将以 STEAM 教育为代表的相关内容纳入课标后，整个赛道的需求进一步释放。新东方和好未来投资的科学队长、极客教育、做梦编程、画啦啦等都是属于 STEAM 教育。素质教育是一级市场投融资热度提升最明显的赛道，2018 年以来素质教育投资案例共 139 起（+7.75%），融资金额总计 49.67 亿元（+58.84%）。在此背景下，素质教育整体渗透率提升的核心逻辑不断强化，商业模式在资本推动下持续迭代而迈向成熟，各细分赛道的头部企业也逐渐脱颖而出。

早教市场 2019 年市场规模约 870 亿元，渗透率为 19%，儿童早教政策落地，行业发展更加规范成熟，市场增长潜力巨大。2019 年 5 月国务院发布《关于促进 3 岁以下婴幼儿照护服务发展的指导意见》，从全国政策层面推动早教托育行业进入规范化发展阶段。“幼有所育”成为各地民生建设的工作要点。新东方和好未来提前布局儿童早教如凯叔讲故事、我思教育、多乐小熊、亲宝宝、KaDa 故事等，也预示这一赛道具有成长潜力，随着渗透率的提升，儿童早教企业将拥抱更大的市场空间。

图表 30 新东方 2018 年-2019 年投资标的

时间	公司	所属类别	新东方参投轮次	融资金额
2019/7/30	家有学霸	K12 培训	C 轮	数千万人民币
2019/7/22	凯叔讲故事	儿童早教	C 轮	5000 万美元
2019/7/10	我思教育	儿童早教	B 轮	未透露
2019/4/25	科学队长	素质教育	战略投资	数千万人民币
2019/4/4	家有学霸	K12 培训	B 轮	数千万人民币
2019/3/28	晓羊教育	K12 教育信息化	B 轮	1.5 亿人民币
2019/3/20	视知	非教育类	A+轮	数千万人民币
2019/1/22	天利教育	K12 教辅设备	战略投资	未透露
2019/1/1	微语言	在线语言学习	Pre-B 轮	5000 万人民币
2018/12/7	集思学院	职业教育	A 轮	5000 万人民币
2018/9/14	来 offer	职业教育	A 轮	数千万人民币
2018/8/29	顶思教育	出国留学	天使轮	1000 万人民币
2018/8/3	布卡互动	教育信息化	A 轮	未透露
2018/7/7	掌通家园	教育信息化	C+轮	亿元及以上人民币
2018/6/27	极客教育	素质教育	天使轮	1000 万人民币
2018/4/24	多乐小熊	儿童早教	战略投资	数千万人民币
2018/4/12	盒子鱼英语	K12 教辅设备	C 轮	亿元及以上人民币
2018/3/15	职优你	职业教育	C 轮	2 亿人民币
2018/2/6	育学园	儿童早教	C+轮	数千万美元
2018/1/22	极客晨星	素质教育	A 轮	2000 万人民币

资料来源：IT 桔子、广证恒生

图表 31 好未来 2018 年-2019 年投资标的

时间	公司	所属类别	好未来参投轮次	融资金额
2019/7/22	凯叔讲故事	儿童早教	C 轮	5000 万美元
2019/7/12	MinervaProject	高等教育	C+轮	5700 万美元
2019/5/27	爱博物	素质教育	天使轮	1000 万人民币
2019/4/25	科学队长	素质教育	战略投资	数千万人民币
2019/4/8	腾跃校长社区	职业教育	Pre-B 轮	4100 万人民币
2019/3/8	赫石少儿体能	素质教育	天使轮	未透露
2019/2/27	青团社	非教育类	B+轮	亿元及以上人民币
2019/2/13	Ready4	K12 国际教育	并购	未透露
2019/1/16	DaDa 英语	在线语言学习	D 轮	2.55 亿美元
2018/12/11	先声教育	教育信息化	B 轮	未透露
2018/10/30	KaDa 故事	儿童早教	A+轮	1 亿人民币
2018/10/29	亲宝宝	儿童早教	C 轮	亿元及以上人民币
2018/10/24	七月在线	高等教育	天使轮	1000 万人民币
2018/9/28	熊猫博士	儿童早教	并购	未透露
2018/9/16	极课大数据	K12 教育信息化	C 轮	未透露
2018/9/12	做梦编程	素质教育	B 轮	1.2 亿人民币
2018/8/3	元高分	K12 教育信息化	Pre-A 轮	数千万人民币
2018/7/4	海风教育	K12 在线教育	C+轮	未透露
2018/6/14	画啦啦	素质教育	A+轮	数千万人民币
2018/6/8	计蒜客	职业教育	B 轮	数千万人民币
2018/6/4	知识圈	非教育类	Pre-A 轮	1000 万人民币
2018/5/23	科学队长	素质教育	B 轮	3000 万人民币
2018/3/22	母婴行业观察	非教育类	天使轮	数千万人民币
2018/2/1	小盒科技	K12 教育信息化	C 轮	1 亿美元
2018/1/8	DaDa 英语	在线语言学习	C 轮	1 亿美元
2018/1/5	德拉学院	素质教育	A 轮	1500 万人民币
2018/1/4	海风教育	K12 在线教育	C 轮	数千万美元

资料来源：IT 桔子、广证恒生

3、风险提示

1) 市场扩张不达预期风险

新东方和好未来线下业务扩张依靠增加网点，对于一二线城市新东方和好未来已经建立了较为充足的学习中心。但教培行业已经进入下沉周期，市场的扩张需要抢占低线城市的市场。对于低线城市存在区域性竞争对手，能否顺利渗透存在不确定性。



2) 行业竞争加剧风险

尽管新东方和好未来已取得了线下市场的龙头地位，但随着在线市场的开拓，越来越多的企业涌入在线教育赛道力求弯道超车。两家公司主打的新东方在线和学而思网校在在线领域已取得了品牌效应，但是在线教育市场具有很强的互联网属性，过于依靠抢占流量来获客。一旦行业竞争加剧，两家企业也可能较大幅度地提高营销投入，从而侵蚀当期净利润。

3) 政策变化风险

教培行业近年来逐渐纳入监管之中，政策规定的内容更加细致，监管方案中对于教培企业的准入原则和行为原则规定也日益清晰。例如，2018年以来，无论线上还是线下的教培机构整治方案中，都对预收款期限、教师资格、上课时间等做出了更严格的限制。从此趋势来看，教培行业监管政策面临更加严厉的可能。

数据支持：王傲磊



新三板团队介绍：

在财富管理 and 创新创业的两大时代背景下，广证恒生新三板构建“研究极客+BANKER”双重属性的投研团队，以研究力为基础，为企业量身打造资本运营计划，对接资本市场，提供跨行业、跨地域、上下游延伸等一系列的金融全产业链研究服务，发挥桥梁和杠杆作用，为中小微、成长企业及金融机构提供闭环式持续金融服务。

团队成员：

袁季（广证恒生总经理兼首席研究官）：长期从事证券研究，曾获“世界金融实验室年度大奖—最具声望的100位证券分析师”称号、2015及2016年度广州市高层次金融人才、中国证券业协会课题研究奖项一等奖和广州市金融业重要研究成果奖，携研究团队获得2013年中国证券报“金牛分析师”六项大奖。2014年组建业内首个新三板研究团队，创建知名研究品牌“新三板研究极客”。

赵巧敏（新三板研究总监、副首席分析师）：英国南安普顿大学国际金融市场硕士，8年证券研究经验。具有跨行业及海外研究复合背景，曾获08及09年证券业协会课题二等奖。具有多年A股及新三板研究经验，熟悉一二级市场运作，专注机器人、无人机等领域研究，担任广州市开发区服务机器人政策咨询顾问。

温朝会（新三板副团队长）：南京大学硕士，理工科和经管类复合专业背景，七年运营商工作经验，四年市场分析经验，擅长通信、互联网、信息化等相关方面研究。

黄莞（新三板副团队长）：英国杜伦大学金融硕士，具有跨行业及海外研究复合背景，负责教育领域研究，擅长数据挖掘和案例分析。

司伟（新三板高端装备行业负责人）：中国人民大学管理学硕士，理工与经管复合专业背景，多年公募基金从业经验，在新三板和A股制造业研究上有丰富积累，对企业经营管理有深刻理解。

魏也娜（新三板TMT行业高级研究员）：金融硕士，中山大学遥感与地理信息系统学士，3年软件行业从业经验，擅长云计算、信息安全等领域的研究。

胡家嘉（新三板医药行业研究员）：香港中文大学生物医学工程硕士，华中科技大学生物信息技术学士，拥有海外知名实业工作经历，对产业发展有独到理解。重点研究中药、生物药、化药等细分领域。

田鹏（新三板教育行业研究员）：新加坡国立大学应用经济学硕士，曾于国家级重点经济期刊发表多篇论文，具备海外投资机构及国内券商新财富团队丰富研究经历，目前重点关注教育领域。

于栋（新三板高端装备行业高级研究员）：华南理工大学物理学硕士，厦门大学材料学学士，具有丰富的一二级研究经验，重点关注电力设备及新能源、新材料方向。

史玲林（新三板大消费&教育行业研究员）：暨南大学资产评估硕士、经济学学士，重点关注素质教育、早幼教、母婴、玩具等消费领域。

李嘉文（新三板主题策略研究员）：暨南大学金融学硕士，具有金融学与软件工程复合背景，目前重点关注新三板投资策略，企业资本规划两大方向。

联系我们：

邮箱：huangguan@gzgzhs.com.cn

电话：020-88832319



广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。