

2019年09月17日

在线教育半年大考：普遍亏损，跟谁学赶超新东方在线——全市场教育策略

■写在前面：目前资本市场上在线教育公司 2019 财年半年报全部出炉，具体包括新东方在线（由于财年为 0601-次年 0531，本文用 2019 财年下半年数据，对应时间为 1201-0531）、51talk、尚德机构、英语流利说、跟谁学、正保远程教育（半年报对应时间为 1001-0331）6 家公司。本文将对在线教育 2019 财年半年报进行梳理分析，重点分析新东方在线、跟谁学等公司边际变化。

■资本市场半年考：普遍实现亏损（6 家仅 1 家盈利），营销费用高增长：我们对于目前资本市场已上市的 6 家在线教育企业进行比较分析。

- 尚德机构以 11.17 亿元营收位列首位，跟谁学以 437.87% 营收增速成长最快；在线教育公司普遍亏损，仅有跟谁学实现盈利；新东方在线转盈为亏（2019 财年下半年亏损 8868.5 万元）、流利说半年亏损达 1.55 亿元。
- 在线教育公司销售费用率趋于 40%-50% 区间，尚德机构、流利说、51talk 逐步回落，新东方在线、跟谁学和正保远程逐步上升。
- 营销逐步生效，六大在线教育公司中除尚德机构外，用户数量均实现不同程度的人数增长。

■跟谁学赶超新东方在线，未来二者是 k12 领域重要竞争对手：对比分析新东方在线（2019 财年下半年）和跟谁学 2019H1 财报，其中：

- 财报对比：新东方在线最新的 2019 财年显示转盈为亏，主要系发力 k12 的原因；跟谁学在线直播大班课规模效应逐步显现助力业绩转亏，2019H1 跟谁学实现营收 6.23 亿元（+437.9%），实现净利润为 5027 万元，而去年同期为净亏损 401 万元。
- 业务不一致：现阶段新东方主打大学教育、跟谁学聚焦 k12（双师大班课），目前新东方在线发力 k12，推出东方优播、双师大班课，未来 k12 领域是重要竞争对手；
- 整体比较：跟谁学处于快速扩张阶段、成长能力突出，目前规模体量上已超过新东方在线。费用端看跟谁学规模效应突出，二者销售费用率相差无几。其中主要差别在于新东方在线加大 k12 业务端的投入，毛利率下降明显、销售费用率大幅增加。

■在线教育新变化：总用户量突破 4.8 亿，呈见顶态势。根据 QuestMobile 数据，在线教育用户规模保持高速增长，月活跃用户超过 4.8 亿人，用户对在线教育接受度不断提高。低线城市教育需求旺盛，在线教育下沉市场红利仍在。行业竞争加剧，教育学习 APP 行业集中度进一步提高，行业参与者在微信生态中寻找增长，教育学习类小程序个数同比增长 69%。k12 领域用户规模最大，月活跃用户达到 2.19 亿人。

新三板策略报告

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

相关报告

受政策驱动明显，港股教育 2019H1 财报蕴藏哪些信息？——全市场教育策略报告 2019-09-12

恐龙园：优秀主题公园及文旅景区代表，“提质增效”下收入利润同增 20% 2019-09-12

陕西旅游：演绎+索道+宴会构建陕西文化名片，《长恨歌》待容量超 30 万 2019-09-12

华强方特：蝉联全球主题乐园游客量 top5，业绩稳健增长 2019-09-12

拥有中国首款获批临床的细胞免疫治疗在研产品——永泰生物拟申请港股上市 2019-09-12

■学科课外辅导季节性特征强，蕴藏近 4000 亿市场：移动化、网络化生活习惯+教育需求上升+技术更新迭代，驱动在线快速发展。根据弗若斯特沙利文，中国在线 K12 课外辅导市场的渗透率预计将从 2018 年的 9.5% 增加至 2023 年的 45.0%；预计 2023 年将进一步增加至 3672 亿元（534 亿美元），复合年增长率为 64.8%。

■风险提示：政策风险，行业增速不达预期

内容目录

1. 本周行业要闻盘点：在线教育半年大考：普遍亏损，跟谁学赶超新东方在线	5
1.1. 资本市场半年考：普遍实现亏损，营销费用高增长.....	5
1.1.1. 业绩现状：营收保持高增长，仅跟谁学实现盈利.....	5
1.1.2. 营销费用：竞争加剧阶段，广告投入持续“烧钱”.....	6
1.1.3. 运营情况：营销逐步生效，用户人数实现不同程度增长.....	7
1.2. 聚焦重点公司：跟谁学赶超新东方在线，未来二者是 K12 领域重要竞争对手.....	7
1.2.1. 跟谁学：2019H1 同比转亏为盈，营收同比增长 437.9%.....	7
1.2.2. 新东方在线：K12 付费人数实现翻番，生均获客成本仅为 117 元.....	9
1.2.3. 新东方在线 VS 跟谁学：发展阶段不一致，未来将是 K12 领域重要竞争对手...11	11
1.3. 在线教育新变化：总用户量突破 4.8 亿，呈见顶态势.....	13
1.4. K12 教育赛道：学科课外辅导季节性特征强，蕴藏近 4000 亿市场.....	15
1.5. 一级市场创投项目进展.....	17
2. 教育全市场关键数据追踪	18
2.1. 板块数据 (0909-0912)	18
2.2. 交易数据.....	18
2.3. 新挂牌公司&增发统计一览.....	19
2.4. 最新 IPO 排队、辅导情况	19
3. 重要公司公告速览	20
3.1. 新三板市场重点公司公告	20
3.2. A 股市场重点公司公告.....	20
3.3. 海外市场公司公告.....	20

图表目录

图 1：六大公司业务比较.....	5
图 2：在线教育公司营收及增速.....	5
图 3：在线教育公司归母净利润及增速.....	5
图 4：在线教育公司 2019H1 销售费用投入情况.....	6
图 5：在线教育公司销售费用率 (%)	7
图 6：跟谁学学生总人数 (万人)	8
图 7：跟谁学付费课程注册人数 (万人)	8
图 8：跟谁学营收及增速.....	9
图 9：跟谁学净利润及增速.....	9
图 10：跟谁学毛利率及净利率.....	9
图 11：跟谁学费用率数据.....	9
图 12：新东方在线营收及增速.....	10
图 13：新东方在线经调整净利润及增速.....	10
图 14：新东方在线费用率 (%)	10
图 15：新东方在线盈利能力	10
图 16：三大分部付费用户人数 (万人)	11
图 17：三大分部付费用户人数增速.....	11
图 18：新东方在线东方优播 VS K12 大班.....	12
图 19：2019H1 跟谁学&新东方在线业绩及增速 (%)	12
图 20：跟谁学&新东方在线费用率.....	12

图 21: 在线教育产业链.....	13
图 22: 教育学习 APP 行业月活跃总数.....	14
图 23: 低线城市教育需求旺盛.....	14
图 24: 教育学习 APP 行业集中度进一步提高.....	15
图 25: 教育学习类小程序个数同比增长 69%.....	15
图 26: 教育行业细分行业月活跃用户数量.....	15
图 27: 我国在线教育市场规模 (亿元) 及增速.....	16
图 28: 我国 K12 在线教育市场规模 (亿元) 及增速.....	16
图 29: 我国 K12 在线教育市场渗透率.....	16
图 30: 中国教育行业在线化程度.....	17
图 31: 主要指数周涨跌幅.....	18
图 32: 周涨跌幅与成交额环比情况.....	18
图 33: 教育其他指数.....	18
图 34: A 股教育本周涨幅前十 (0909-0912)	19
图 35: 新三板教育做市公司本周涨幅排名 (0909-0912)	19
图 36: 港股教育本周涨幅前五 (0909-0912)	19
图 37: 美股教育本周涨幅前五 (0909-0912)	19
表 1: 在线教育公司付费人数 (万人)	7
表 2: 跟谁学 K12 在线业务涵盖课程.....	8
表 3: 新东方在线 VS 跟谁学.....	13
表 4: 教育行业本周一级创投项目 (0909-0912)	17
表 5: 新三板教育公司相关 IPO 排队、上市辅导情况 (截止 20190912)	19
表 6: 新三板教育企业本周重要公告 (0909-0912)	20
表 7: A 股教育企业本周重要公告 (0909-0912)	20
表 8: 海外教育公司本周公告 (0909-0912)	20

1. 在线教育半年大考：普遍亏损，跟谁学赶超新东方在线

目前资本市场上在线教育公司的 2019 财年半年报全部出炉，具体包括港股在线教育龙头新东方在线(由于财年为 0601-次年 0531, 本文用 2019 财年年报和 2019 年半年报相减得出, 对应时间为 1201-0531)、51talk (美股)、尚德机构 (美股)、英语流利说 (美股)、跟谁学 (美股)、正保远程教育 (美股, 半年报对应时间为 1001-0331)。

图 1：六大公司业务比较

51talk	流利说	跟谁学	新东方在线	尚德机构	正保远程教育
<ul style="list-style-type: none"> •语言类学习 •少儿在线英语 •小班一对一 	<ul style="list-style-type: none"> •语言类学习 •在线AI英语 	<ul style="list-style-type: none"> •语言类学习 •k12大班课 	<ul style="list-style-type: none"> •综合服务 •语言学习 •K12教育 (东方优播、大班课) •职业教育 	<ul style="list-style-type: none"> •职业教育培训 	<ul style="list-style-type: none"> •职业教育培训 •中华会计网校 •录播课

资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

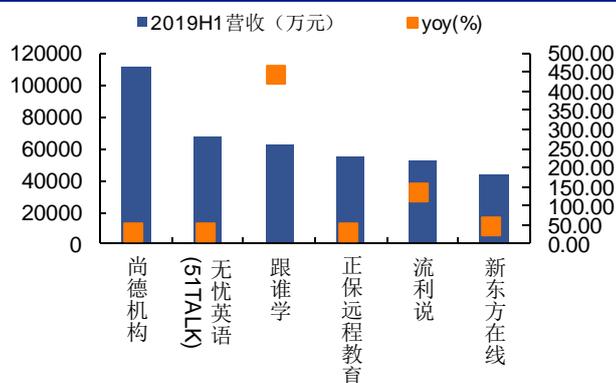
本文将对在线教育 2019 财年半年报进行梳理分析，重点分析新东方在线、跟谁学等公司边际变化。

1.1. 资本市场半年考：普遍实现亏损，营销费用高增长

1.1.1. 业绩现状：营收保持高增长，仅跟谁学实现盈利

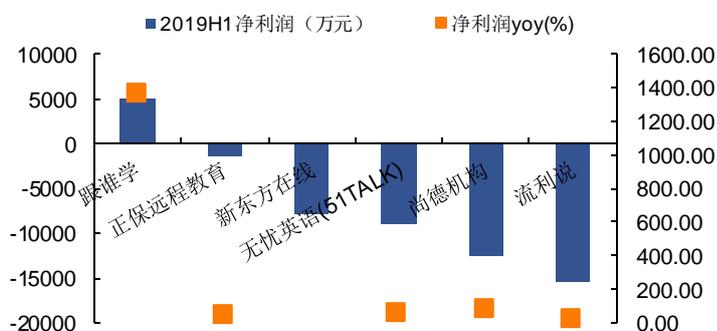
尚德机构以 11.17 亿元营收位列首位，跟谁学以 437.87% 营收增速成长最快。我们对于目前资本市场已上市的 6 家在线教育企业进行比较分析。其中营收体量上看，尚德机构(111690.5 万元) > 无忧英语(51TALK)(67639.5 万元) > 跟谁学(62283.4 万元) > 正保远程教育(54799.92 万元) > 流利说(52973.1 万元) > 新东方在线(44144.3 万元)。营收增速上看，跟谁学实现营收 6.23 亿元，同比增长 437.9%，增速较去年提速，K12 业务正价课学费的上调及付费人次的增长是营收增长的主要原因。

图 2：在线教育公司营收及增速



资料来源：wind，安信证券研究中心 注：新东方在线为 2019 财年下半年数据

图 3：在线教育公司归母净利润及增速



资料来源：wind，安信证券研究中心 注：新东方在线为 2019 财年下半年数据，净利润增速为-2699.4%

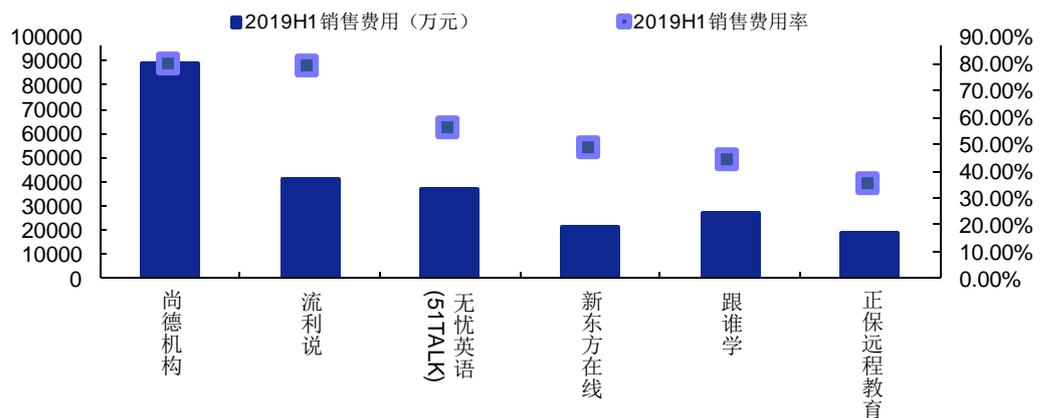
在线教育公司普遍亏损，仅有跟谁学实现盈利；新东方在线转盈为亏（2018 财年下半年亏损 316.8 万元，2019 财年下半年亏损 8868.5 万元）、流利说半年亏损达 1.55 亿元。6 家在线教育公司中，仅有跟谁学一家取得盈利，2019H1 净利润为 5,027 万元、而去年同期为净亏损 401 万元。而英语流利说 2019 年上半年净利润为-1.55 亿元，亏损金额最大。除此之外，原来盈利的新东方在线自 2018 财年下半年开始亏损，其中 2018 财年下半年亏损 316.8 万元，2019 财年下半年亏损 8868.5 万元。

1.1.2. 营销费用：竞争加剧阶段，广告投入持续“烧钱”

目前在线教育上市企业普遍处于亏损状态，主要系高额销售费用投入。目前在线教育公司众多，处于垄断竞争阶段。由于在线教育的高成长、现金流周转好以及教育抗周期的优势，参与主体逐步增加，市场竞争加速中。最为典型的是大量的广告投入以及“烧钱效应”。

除正保远程教育 2019H1 销售费用率为 34.76%，其余 5 家在线教育公司均在 40%以上。从营销费用来看，线上、线下广告费用是销售费用的主要构成，旨在快速获取目标客户从而占领市场的方式。除正保远程教育外，其余 5 家在线教育公司销售费用率高于 40%，其中尚德机构、英语流利说和 51talk 分别为 79.42%、78.03%和 55.39%，位列前三。

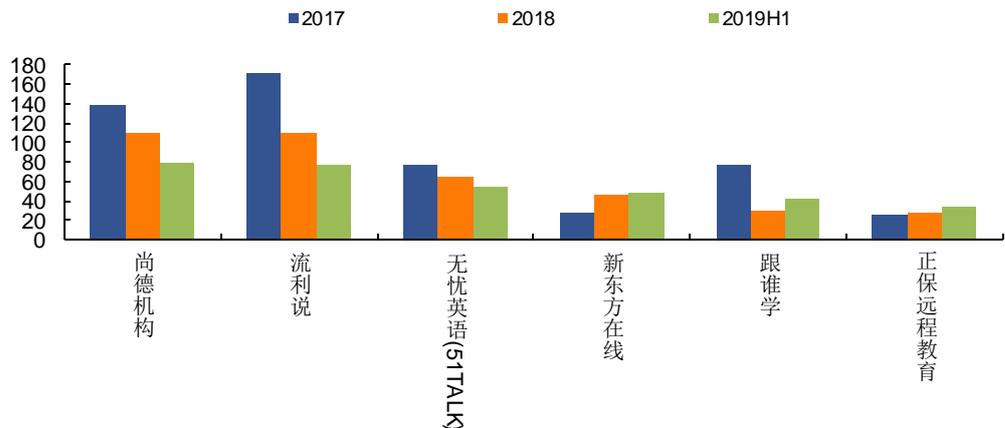
图 4：在线教育公司 2019H1 销售费用投入情况



资料来源：wind，安信证券研究中心 注：新东方在线为 2019 财年下半年数据，净利润增速为-2699.4%

从行业趋势上看，在线教育公司销售费用率趋于 40%-50% 区间，尚德机构、流利说、51talk 逐步回落，新东方在线、跟谁学和正保远程逐步上升。从 2017-2019H1 时间序列上看，销售费用率逐步趋向 40%-50% 区间，其中新东方在线和跟谁学销售费用率增长明显，以跟谁学为例，2019 年二季度销售费用从去年同期的 1,842 万元增至 1.690 亿元，销售费用增长的主要原因源于为了扩大用户规模及提高品牌知名度所增加的市场推广费用，以及销售和营销人员薪酬的增加。

图 5：在线教育公司销售费用率（%）



资料来源：wind，安信证券研究中心 注：新东方在线为调整后的数据，2019H1 对应的是 2019 财年下半年数据，2018 数据为 2018 财年下半年+2019 财年上半年

1.1.3. 运营情况：营销逐步生效，用户人数实现不同程度增长

六大在线教育公司中除尚德机构外，用户数量均实现不同程度的人数增长。具体而言，其中 1) 尚德机构：2019Q1 新入学人数明显下降，仅 10 万人 (-34.2%)，2019Q2 新入学人数为 74958 人(-44%)；2) 51talk：2019Q1 活跃学生人数达 22.74 万 (+19.2%)、2019Q2 为 23.34 万人 (+19%)；3) 英语流利说：2019Q1 付费人数约 110 万(+99%)，Q2 付费人数约 90 万人(+29%)；4) 跟谁学：2019H1 总入学人数增加 234.6%至 80.3 万人；5) 正保远程教育：2019Q1 总入学人数 128 万人 (+4.6%)，2019Q2 总入学人数 64.2 万人 (+8.9%)。6) 新东方在线：总付费学生人次从 2018 财年的 190 万人增加至 2019 财年的 220 万人，同比增长 12.3%。

表 1：在线教育公司付费人数（万人）

	2019Q1 付费用户 (万人)	2019Q2 (万人)
尚德机构	10 (-34.2%)	7.4958(-44%)
流利说	110(+99%)	90 (+29%)
无忧英语(51TALK)	22.7 (+19.2%)	23.34 (+19%)
新东方在线	2019 财年课程学生总付费人次达 220 万人次 (+12.3%)	
跟谁学	2019H1 跟谁学总付费人次达到 80.3 万，较去年同期的 240,000 增长 234.6%	
正保远程教育	128 (+4.6%)	64.2 (+8.9%)

资料来源：wind，安信证券研究中心整理

1.2. 聚焦重点公司：跟谁学赶超新东方在线，未来二者是 K12 领域重要竞争对手

1.2.1. 跟谁学：2019H1 同比转亏为盈，营收同比增长 437.9%

跟谁学以 K12 和语言、职业资格及生活兴趣类课程为核心，主要服务人群覆盖了小学、初中、高中，以及大学、职场人士、追求生活品质和综合提升的其他成人。跟谁学收入来源可分为“K12 课程”、“语言、专业与兴趣培养”及“其他”三大板块，K12 课程覆盖全学段所有学科，语言、专业及兴趣包含大学阶段、语言培训、从业考证等类型，其他课程包括思维训练、家庭教育及公开课品类。

全学段覆盖，K12 辅导涵盖所有科目。跟谁学提供的 K12 课程包括 K12 课外辅导，涵盖所有年级和主要科目，以及批判性思维和儿童英语课程。2017 年 K12 的营业收入为 2165.2 万元，占比 22.2%，2018 年实现 2.90 亿元、占比 73.2%，2019Q1 营收为 2.04 亿元、占比

75%，K12 已经成了跟谁学的重要助推器。自截至 2017 年 9 月 30 日的第三个季度开始，K12 课程的收入开始大幅上涨，之后保持稳步上升的状态。Frost & Sullivan 表示，跟谁学在线 K12 大型课程的价格与 2018 年中国平均在线 K12 大型课程相比具有相当大的溢价。

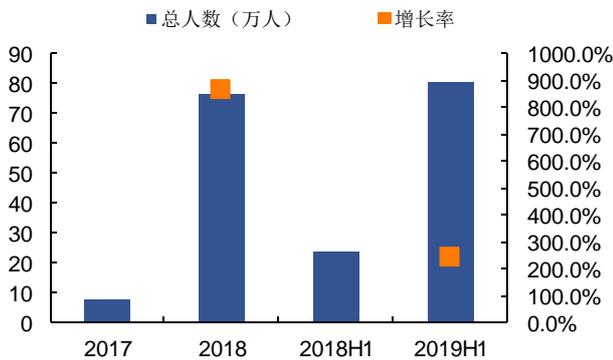
表 2:跟谁学 k12 在线业务涵盖课程

	1 年級	2 年級	3 年級	4 年級	5 年級	6 年級	初一	初二	初三	高一	高二	高三
数学	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
英语	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
语文	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
物理							✓	✓	✓	✓	✓	✓
化学									✓	✓	✓	✓
生物										✓	✓	✓
历史										✓	✓	✓
地理											✓	✓
生物												✓

资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

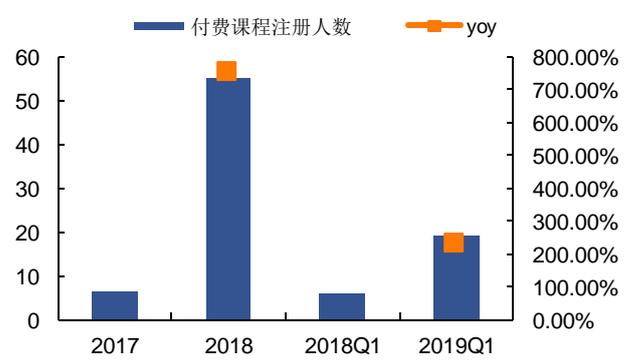
2019H1 跟谁学总付费人次达到 80.3 万人，较去年同期的 240,000 增长 234.6%，半年报名人数超过了去年全年。付费学生总共贡献了约 9.0 亿元的学费，学费中部分计入了会计期间，剩下的递延到了下一季度。与此同时，K12 课程平均学费上涨幅度也超过 20%（公司招股书）。

图 6：跟谁学学生总人数（万人）



资料来源：wind，安信证券研究中心

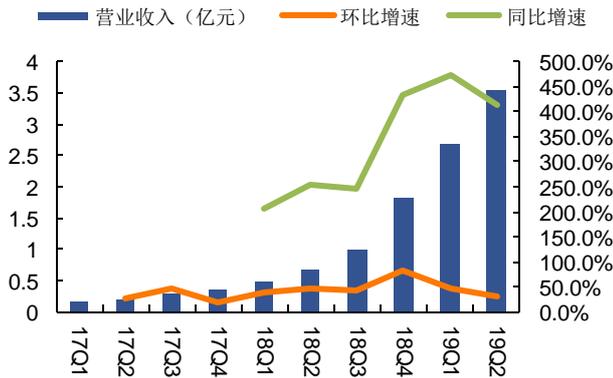
图 7：跟谁学付费课程注册人数（万人）



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

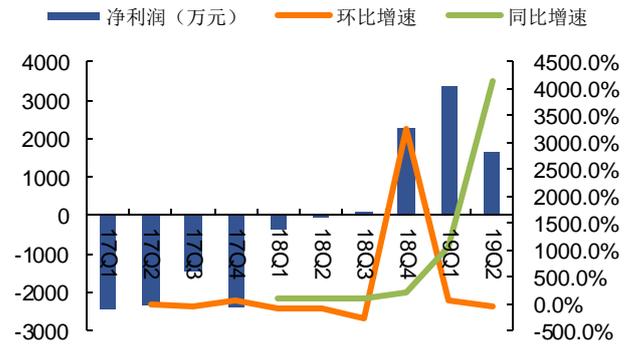
规模效应逐步显现，2019Q2 同比实现扭亏为盈。2019Q2 营收同比增长 413.4%至 3.54 亿元，2019H1 跟谁学实现营收 6.23 亿元，同比增长 437.9%，增速较去年提速。2019H1 净利润为 5027 万元，而去年同期为净亏损 401 万元。另外，根据公司预测，2019 年第三季度营收应介于 4.86 亿元至 5.06 亿元之间，同比增幅应介于 390.9%至 411.1%之间。

图 8：跟谁学营收及增速



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 9：跟谁学净利润及增速

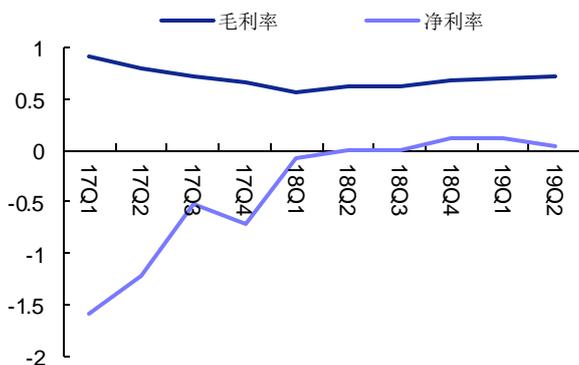


资料来源：wind，安信证券研究中心

毛利率企稳回升，2019Q2 在 70%以上。2017Q1-2019Q2 跟谁学毛利率介于 55.9%-90.9% 之间，2018Q1 毛利率为历史最低点，2019Q2 毛利率持续增长至 71.4%；净利率自 2017Q4（当季度净利率为-70.6%）起保持上行趋势，变化拐点在 2017Q4 的原因为自当季度起公司剥离原有 B 端业务。

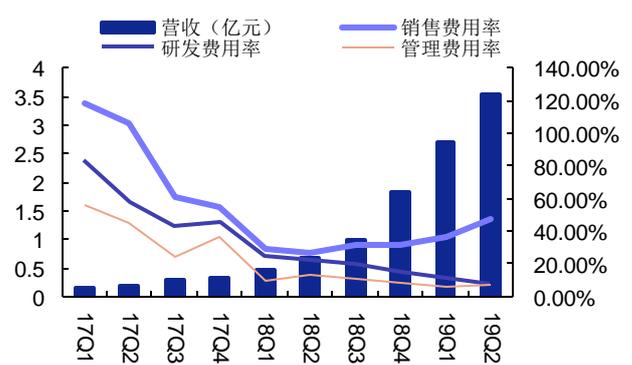
在线直播大班课规模效应逐步显现助力业绩转亏，2019Q2 销售费用率上升至 47.8%。2018 年公司成功实现转亏为盈。随着 K12 业务快速扩张、规模效应显现，销售费用率下降明显，2018Q2 下降至 30%左右。之后随着外部市场流量成本不断攀升，销售费用率逐步上升，2019Q1 为 37%，2019Q2 上升至 47.8%。研发费用和管理费用率 2017 年到 2019 年第二季度环比和同比持续下降，2019 年第二季度研发费用收入占比为 7.4%、管理费用收入占比为 7.38%。

图 10：跟谁学毛利率及净利率



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 11：跟谁学费用率数据



资料来源：wind，安信证券研究中心

1.2.2. 新东方在线：k12 付费人数实现翻番，生均获客成本仅为 117 元

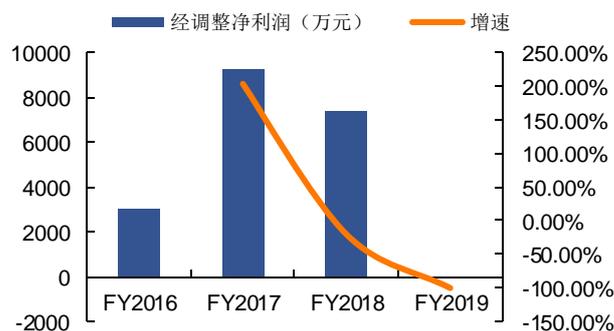
新东方在线公布 2019 财年年报（对应 20180601-20190531），公告显示 2019 财年新东方在线实现营收 9.19 亿元，同比增长 41.3%；年内利润由 2018 财年的盈利 8202.6 万元变为亏损 6410.9 万元，经调整年内亏损为 28.9 万元。

图 12: 新东方在线营收及增速



资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

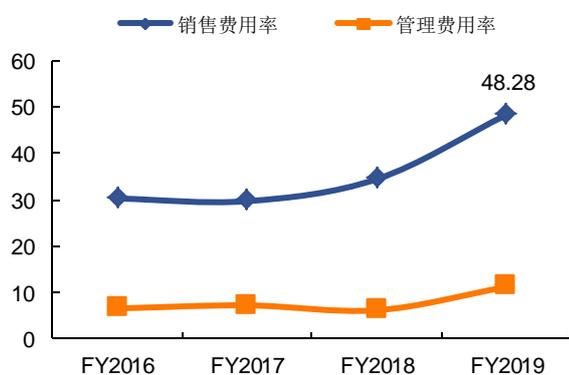
图 13: 新东方在线经调整净利润及增速



资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

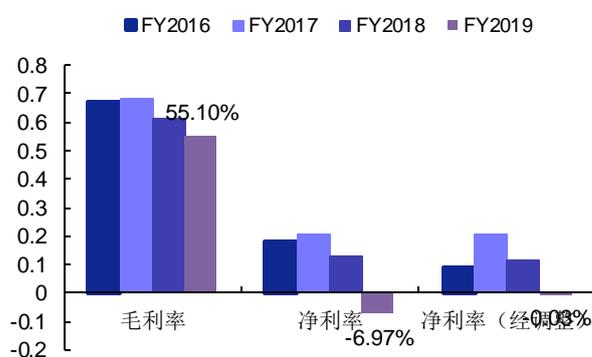
2019 财年毛利率下降至 55.1%，销售费用率上升至 48.28%，净利率为 -6.97%。公司 2019 财年总营收成本总额上升主要是因为新东方在线投入大量资源用于提升课程质量，导致教学人员成本、课程研究人员成本及教材成本增加，分别较 2018 财年增加 54.6%、73.1% 及 67.3%；毛利率的降低主要是由于拓展 K12 部分，尤其是教学人员成本增加。除此之外，由于销售及营销开支增加 98.2%，系投资推广大学课程设置及 K-12 分部，特别是线上媒体推广相关开支大幅增加所致，2019 财年销售费用率上升至 48.28%。

图 14: 新东方在线费用率 (%)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 15: 新东方在线盈利能力

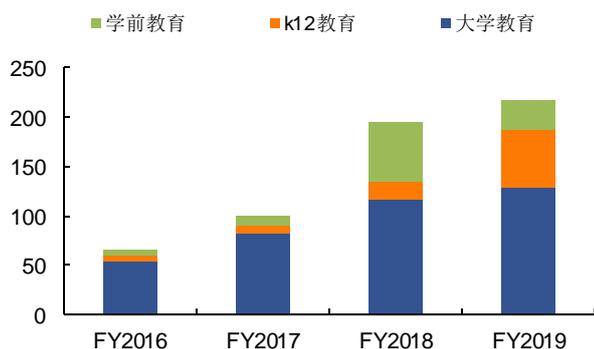


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

大学教育业务占比较高，付费用户（占比 59.33%）& 营收（占比 68.71%）均占大头。公司向处于不同年龄阶段的学生提供三个核心类别的在线教育课程—大学教育、K-12 教育及学前教育。其中大学教育主要包括大学考试备考、海外备考及英语学习。公司于 2005 年推出并透过新东方在线及酷学英语平台提供大学分部服务。

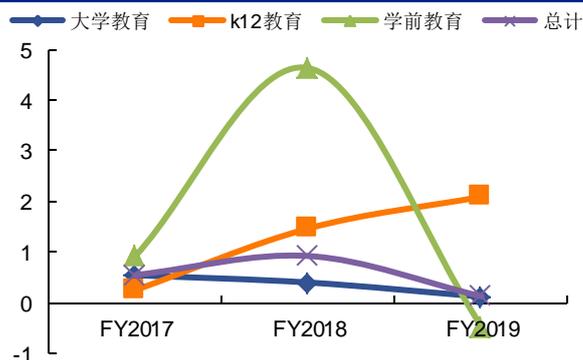
2019 财年大学教育分部的付费学生人次为 129.3 万名 (+11.7%)，占总数的 59.33%。在持续的下沉扩张下，2019 财年 K12 的付费人次达到 57.2 万人，增速高达 209.19%。

图 16: 三大分部付费用户人数 (万人)



资料来源: 公司招股书, 安信证券研究中心 注: 新东方在线财年为 0601-0531

图 17: 三大分部付费用户人数增速



资料来源: 公司招股书, 安信证券研究中心 注: 新东方在线财年为 0601-0531

1.2.3. 新东方在线 VS 跟谁学: 发展阶段不一致, 未来将是 K12 领域重要竞争对手

新东方在线是港股上市的第一家在线教育公司, 最新的 2019 财年显示转盈为亏, 主要系发力 K12 的原因。我们从业务内容、财务数据等角度出发对比分析两家公司情况。

➤ 业务不一: 现阶段新东方主打大学教育、跟谁学聚焦 K12, 未来 K12 领域是重要竞争对手

大学教育业务占比较高, 付费用户 (占比 59.33%) & 营收 (占比 68.71%) 均占大头。新东方在线向处于不同年龄阶段的学生提供三个核心类别的在线教育课程——大学教育、K-12 教育及学前教育。现阶段新东方在线仍是大学业务占比高, K12 业务正在逐步发展。

而跟谁学目前重心在于 K12 业务, 其中 K12 营收占比达到 75%。跟谁学提供的 K12 课程包括 K12 课外辅导, 涵盖所有年级和主要科目, 以及批判性思维和儿童英语课程。

在 K12 领域, 未来二者是重要的竞争对手。跟谁学注于在线双师大班课, 成长能力突出。跟谁学课程品类丰富, 侧重于在线教育最大细分领域 K12 学科, 授课形式聚焦一对多大班课中的“双师课堂”。新东方在线旗下在线 K12 产品东方优播采用 20 人小班课在线互动直播方式, 双向视频, 根据城市开设课程, 渠道下沉建城市服务中心(线下体验店)。这被称为“乐播课 LBOC” (Location-Based Online Course) 模式, 试图解决小班的运营难题。除此之外, 公司正在推出双师大班课, 未来是重要竞争方向。

图 18: 新东方在线东方优播 VS K12 大班



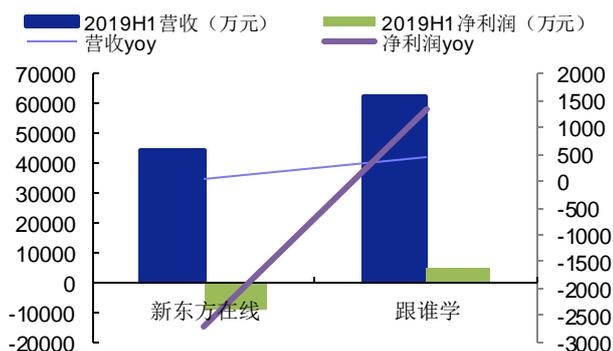
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

➤ 体量规模：跟谁学成长、盈利能力突出，体量已超过新东方在线

我们从公司整体和 K12 业务两个角度分布对比新东方在线和跟谁学两家公司，其中：

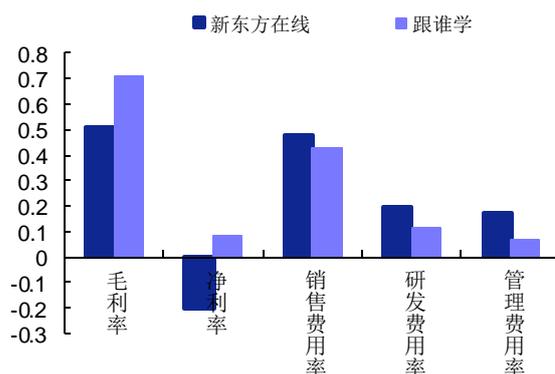
1) 跟谁学处于快速扩张阶段、成长能力突出，目前规模体量上已超过新东方在线。我们选取跟谁学 2019H1 与新东方在线 2019 财年下半年数据对比，其中跟谁学营收、利润体量上已赶超新东方在线，2019H1 营收为 6.23 亿元、净利润为 5027 万元；而费用端看跟谁学规模效应突出，二者销售费用率相差无几。其中主要差别在于新东方在线加大 K12 业务端的投入，毛利率下降明显、销售费用率大幅增加。

图 19: 2019H1 跟谁学&新东方在线业绩及增速 (%)



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 20: 跟谁学&新东方在线费用率



资料来源：wind，安信证券研究中心

2) 纵观 K12 业务：新东方在线 k12 的东方优播采取的是下沉至三、四线城市开设线下体验店，再引流至线上订课的战略布局。2019 财年末已进入 63 个城市，未来有稳健的扩张计划，预计到 2020 财年末将达到 110-120 个城市。2019 财年正式推出双师大班课，目前处于起步阶段，有较大提升空间。覆盖 1-5 线所有城市、普惠性质，定价 2000-3000 元/门。由于产品升级和课程资源投入，19 财年 K12 毛利率仅为 9.96%（东方优播毛利率 6%，大班毛利率 5%），未来随着原有城市占比的提升，相应毛利率会逐步提升。

跟谁学主打 k12 业务，且 2018 年以来 k12 业务快速增长，在 k12 业务领域，二者将是主要

的竞争对手。

表 3: 新东方在线 VS 跟谁学

	新东方在线	跟谁学
整体数据		
总营收 (万元)	44144.3	62283.4
净利润 (万元)	-8868.5	5026.5
付费用户 (万人)	107.4	59.2
营收增速 (%)	37.2	437.87
净利润增速 (%)	-2699.4	1354.12
毛利率	51.01%	70.58%
净利率	-20.09%	8.07%
销售费用率	47.89%	43.12%
研发费用率	19.45%	11.49%
管理费用率	16.98%	6.50%
K12 业务		
营收 (万元)	8356	未披露 (全部营收 80%以上)
付费用户 (万人)	28	59.2
毛利率	4.50%	未披露(历史水平在 60%以上)

资料来源: wind, 安信证券研究中心 注: 新东方在线数据为 2019 财年下半年

1.3. 在线教育新变化: 总用户量突破 4.8 亿, 呈见顶态势

在线教育产品在各个细分领域全面开花, 整个在线教育产业链相当完整, toC 端贯穿用户全生命周期, toB 端覆盖平台、校园、教学管理系统。

图 21: 在线教育产业链

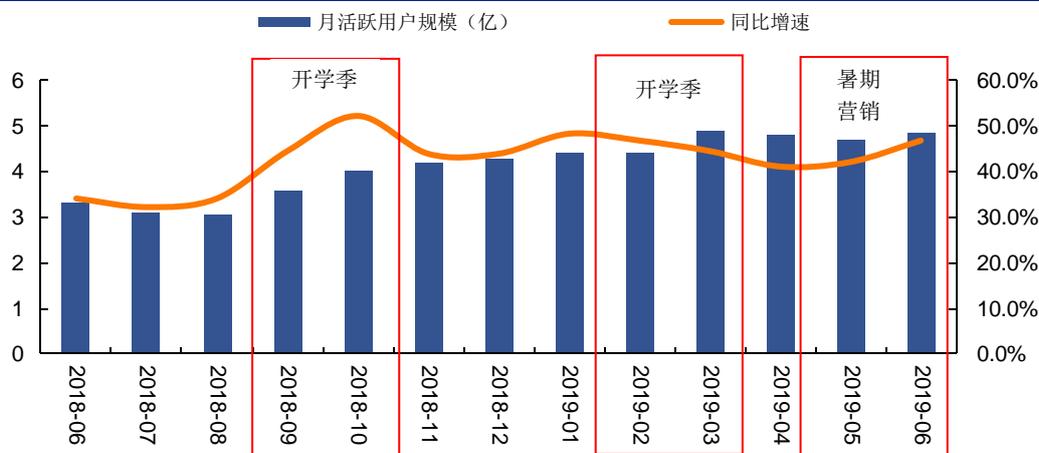


资料来源: 艾瑞咨询, 安信证券研究中心

总体用户量 (月活跃用户) 已经突破 4.8 亿, 呈现见顶态势。根据 QuestMobile 数据, 在线教育用户规模保持高速增长, 月活跃用户从 2018 年的 3 亿人逐步增长至 4 亿人, 2019 年 6

月超过 4.8 亿人，用户对在线教育接受度不断提高，且开学季、营销活动对用户增长有显著拉动作用。

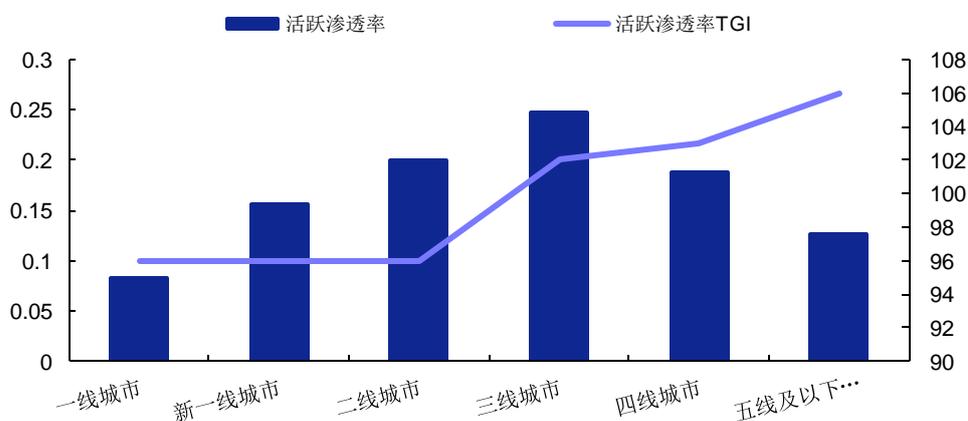
图 22：教育学习 APP 行业月活跃总数



资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心

低线城市教育需求旺盛，在线教育下沉市场红利仍在。三四线下沉市场蓬勃的需求主要来自于：1) 智能设备的普及性，K12 适龄的学生基本上都是伴随着各种屏幕、各种电子设备长大，在用户习惯适应性可观；2) 低线城市的这部分人群有支付能力，最大问题在于缺少资源。选择在线教育可以超越时空界限争取优质的“网上老师”资源，可以借助 K12 在线一对一等方式直接与一线城市的优质师资建立连接关系，实现孩子的学习水平快速提升。

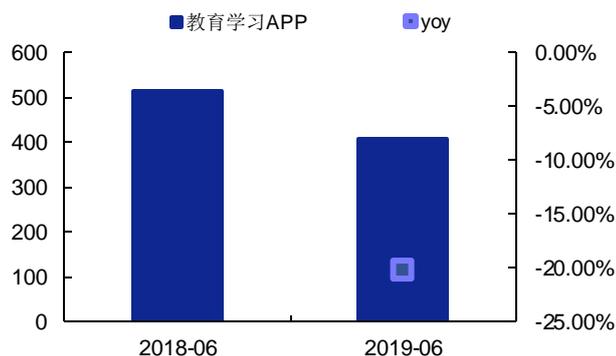
图 23：低线城市教育需求旺盛



资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心

行业竞争加剧，教育学习 APP 行业集中度进一步提高，行业参与者在微信生态中寻找增长，教育学习类小程序个数同比增长 69%。APP 个数从 2018 年 6 月的 513 个下降至 2019 年 6 月的 409 个，跌了 20.3%；学习类微信小程序仍在增长，由 192 个增加到 324 个。

图 24：教育学习 APP 行业集中度进一步提高



资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心

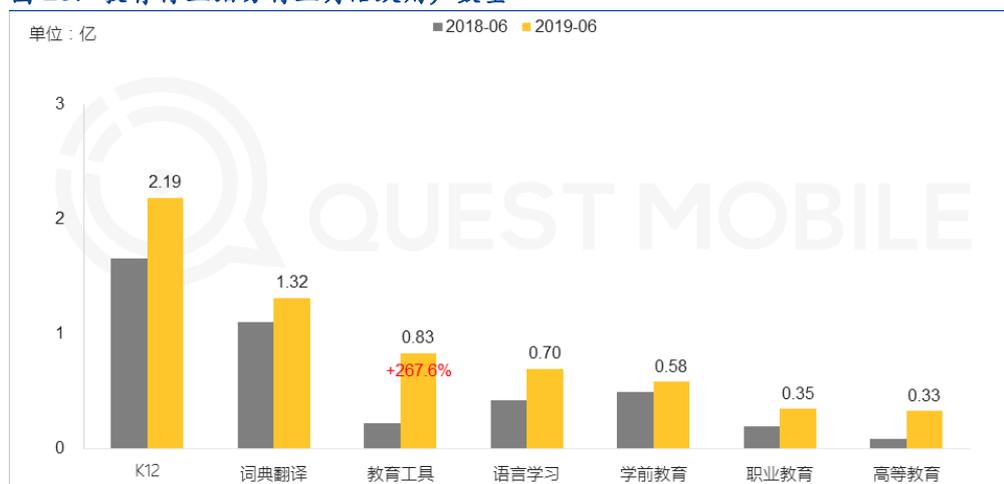
图 25：教育学习类小程序个数同比增长 69%



资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心

应试需求导向，K12 行业刚需性强，用户规模约 2.2 亿。根据 QuestMobile 数据，在教育各大细分行业中，k12 领域用户规模最大，月活跃用户达到 2.19 亿人。受学习强国 APP 用户增长的拉动，教育工具行业用户规模增速最快。随着新一代 80 后/90 后父母教育意识的提升，二胎政策催生人口红利，K12 行业月总使用时长约占教育学习行业占 1/3，但 K12 行业集中度较低。

图 26：教育行业细分行业月活跃用户数量



资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心

1.4. K12 教育赛道：学科课外辅导季节性特征强，蕴藏近 4000 亿市场

巨量学生基数支撑，在线教育市场预计 2023 年市场空间近 7000 亿元。根据 Frost & Sullivan 数据，2018 年中国在线教育市场的学生总数达到 1.133 亿，在线教育市场规模从 2013 年的 366 亿元增加至 2018 年的 1432 亿元 (208 亿美元)，复合年增长率为 31.4%，预计将进一步增长至 2023 年的 6963 亿元 (1013 亿美元)，复合年增长率为 37.2%。

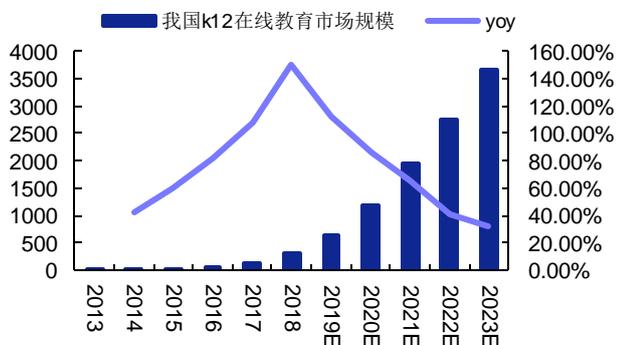
图 27: 我国在线教育市场规模 (亿元) 及增速



资料来源: Frost & Sullivan, 安信证券研究中心

K12 在线教育渗透率逐步提升, 2023 年预计达到 3672 亿元。在线 K12 课后辅导市场包括 K12 学校所有学术科目的辅导。中考、高考的考核模式为 K12 创造了巨大的需求。由于在线课程为学生提供全国范围内稀缺的顶尖教学人才, 在线 K12 课外辅导越来越受欢迎, 中国在线 K12 课外辅导市场的渗透率预计将从 2018 年的 9.5% 增加至 2023 年的 45.0%。中国的在线 K12 市场规模从 2013 年的 14 亿元增长 2018 年的 302 亿元 (44 亿美元); 预计 2023 年将进一步增加至 3672 亿元 (534 亿美元), 复合年增长率为 64.8%。

图 28: 我国 k12 在线教育市场规模 (亿元) 及增速



资料来源: Frost & Sullivan, 安信证券研究中心

图 29: 我国 k12 在线教育市场渗透率



资料来源: Frost & Sullivan, 安信证券研究中心

在线教育从诞生之初, 就承担着改造传统线下教育的历史使命。线下教育的核心痛点是优质资源供不应求 (总量不足、分布不均)、教学效率缓慢低下 (依赖人力、过程不透明、效果不确定), 但线下教育也具备很多优点: 学生不易脱离学习场景、学习氛围浓厚、师生互动方式多样等, 而在线教育还没有找到很好的替代方案来实现这些功能。据艾瑞统计和核算, 2018 年我国在线教育市场占整体教育市场营收规模的比不超过 10%, 线下教育仍牢牢占据主流地位。具体到教育行业各细分领域来看, 成人教育市场的在线化程度更高, 能到 20-35% 的水平, 而 18 岁以下人群的教育市场的在线化程度较低, 不超过 10%。

图 30：中国教育行业在线化程度

总体在线化程度	细分领域在线化程度				用户年龄段	用户人口基数 (亿人)	占总人口数的比	
<10%	早幼教 <5%	素质教育 <5%	语言培训 25-35%	职业培训 25-30%	企业培训 20-25%	0-3岁	0.7	4.7%
						4-6岁	0.5	3.3%
						7-9岁	0.5	3.3%
	K12教育 5-10%					10-12岁	0.5	3.3%
	高等教育 25-35%					13-15岁	0.5	3.3%
						16-18岁	0.5	3.6%
						19-25岁	1.4	9.9%
						26-29岁	0.9	6.5%
						30-39岁	2.0	14.3%
						40-49岁	2.3	16.4%
						50-59岁	2.0	14.0%
	60岁及以上	2.4	17.3%					

资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

1.5. 一级市场创投项目进展

表 4：教育行业本周一级创投项目（0909-0912）

时间	内容	金额	轮次	投资机构
9月	定位于音乐教育中的“松鼠AI”，「东方音乐梦工厂」获数	百万	天使	天使湾创投
10日	百万元天使轮融资	元	轮	
9月	AI少儿英语公司叮咚课堂获数千万元A+轮融资	千万	A+轮	襄禾资本领投,老股东创世伙伴 资本跟投
10日		元		
9月	卓世未来获数千万元A轮融资,继续推进人工智能课程进	千万	A轮	联想之星
10日	校	元		

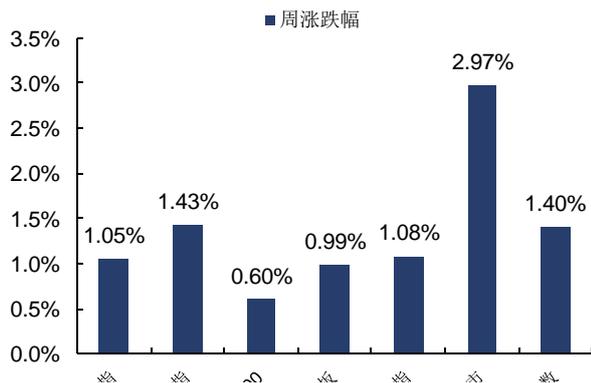
资料来源：鲸媒体，芥末堆，投资界，安信证券研究中心

2. 教育全市场关键数据追踪

2.1. 板块数据 (0909-0912)

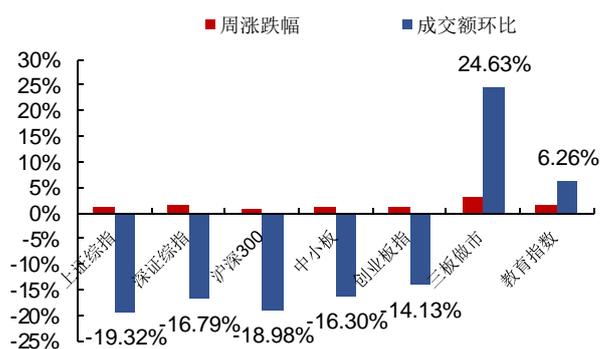
本周上证综指上涨 1.05%，成交额环比下跌 19.32%；深证综指上涨 1.43%，成交额环比下跌 16.79%；沪深 300 指数上涨 0.60%，成交额环比下跌 18.98%；中小板指数上涨 0.99%，成交额环比上涨下跌 16.30%；创业板指数上涨 1.08%，成交额环比下跌 14.13%；教育指数上涨 1.40%，成交额环比上涨 6.26%；新三板做市指数上涨 1.40%，成交额环比上涨 24.63%。

图 31：主要指数周涨跌幅



资料来源：Wind

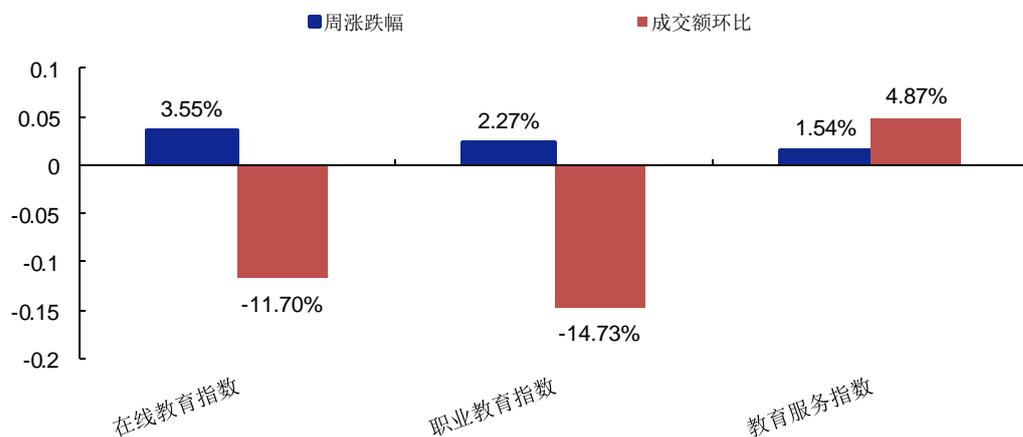
图 32：周涨跌幅与成交额环比情况



资料来源：Wind

在具体指标中,教育服务指数上涨 1.54%,成交额环比上涨 4.87%;在线教育指数上涨 3.55%,成交额环比下跌 11.7%;职业教育指数上涨 2.27%,成交额环比下跌 14.73%。

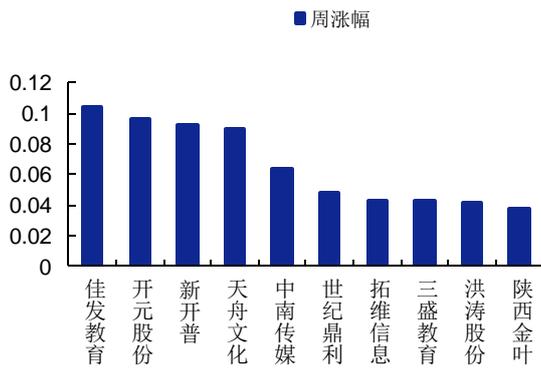
图 33：教育其他指数



资料来源：Wind

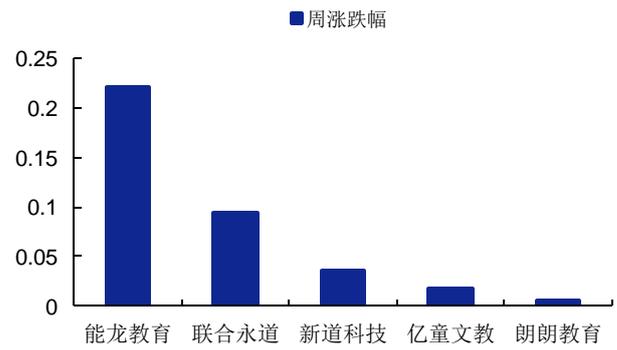
2.2. 交易数据

图 34: A 股教育本周涨幅前十 (0909-0912)



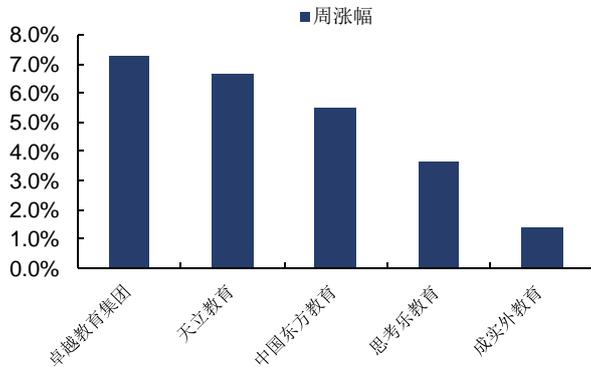
资料来源: Wind

图 35: 新三板教育做市公司本周涨幅排名 (0909-0912)



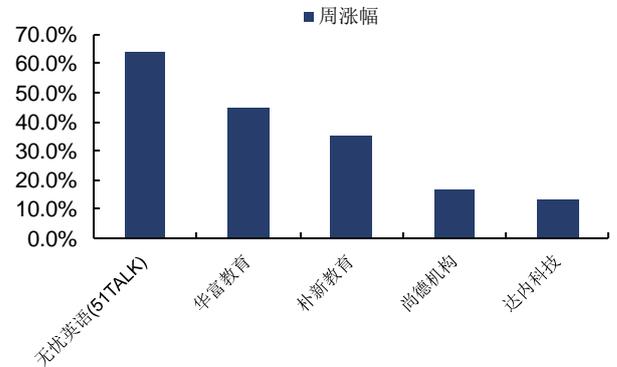
资料来源: Wind

图 36: 港股教育本周涨幅前五 (0909-0912)



资料来源: Wind

图 37: 美股教育本周涨幅前五 (0909-0912)



资料来源: Wind

2.3. 新挂牌公司&增发统计一览

本周无新挂牌公司、无定增预案。

2.4. 最新 IPO 排队、辅导情况

目前截止 2019 年 9 月 12 日, 新三板教育企业中共计 3 家企业申报上市辅导。

表 5: 新三板教育公司相关 IPO 排队、上市辅导情况 (截止 20190912)

代码	最新公告日	企业名称	审核状态	是否已预披露	拟上市板	所属行业(CSRC公布)	预计发行股数	预计发行后总股本
430223-OC	2018-08-22	武汉亿童文教股份有限公司	终止审查	否	创业板	新闻和出版业	5,000.00	20,000.00
834845-OC	2017-09-28	广州华腾教育科技股份有限公司	辅导备案登记受理	否				
831891-OC	2018-09-11	上海行动教育科技股份有限公司	辅导备案登记受理	否				

资料来源: wind, 安信证券研究中心

3. 重要公司公告速览

3.1. 新三板市场重点公司公告

表 6: 新三板教育企业本周重要公告 (0909-0912)

代码	公司	公告	分类
430638.OC	景格科技	与交通银行上海普陀支行签订《流动资金借款合同》。根据该合同,公司取得交通银行上海普陀支行总额为人民币壹仟伍佰万元的授信额度	重大合同
833632.OC	荣信教育	西安骏驰汽车零部件创业投资基金(有限合伙)以 15 元/股认购 133 万股,合计 1995 万元	定增认购
838468.OC	光华教育	与某管理咨询有限公司(以下简称“某管理咨询公司”)签署《战略合作协议》。双方基于良好的信任,处于双方长远发展战略上的考虑,双方决定强强联合,共同携手,就早期教育与素质教育领域在资本层面与业务层面开展合作。	重大合同
834290.OC	培诺教育	收到北京万坤认证服务有限公司颁发的《知识产权管理体系认证证书》(证书编号:404IPL191825R0M),公司知识产权管理体系符合《企业知识产权管理规范》(GB/T29490-2013)标准,认证结果从 2019 年 8 月 29 日起三年有效。	其他
835705.OC	睿易教育	以公司现有总股本 31,578,948 股为基数,向全体股东每 10 股送红股 10 股。分红前本公司总股本为 31,578,948 股,分红后总股本增至 63,157,896 股。	权益分派

资料来源:wind,安信证券研究中心

3.2. A 股市场重点公司公告

表 7: A 股教育企业本周重要公告 (0909-0912)

代码	公司	公告
300359	全通教育	于近日收到公司副总经理、财务总监孙光庆先生的书面辞职报告,孙光庆先生因个人原因申请辞去公司副总经理、财务总监职务。
002841	视源股份	同意公司或子公司自本次董事会审议通过之日起 12 个月内,在不影响正常经营及确保资金安全的情况下,将暂时闲置自有资金购买理财产品的额度由 5 亿元提升至 15 亿元(含本数)
300559	佳发教育	截至本公告披露日,陈大强持有公司股份 27,253,951 股,占公司总股本的 10.23%;此次股份解除质押后其累计质押股份 8,439,000 股,占公司总股本的 3.19%。
600661	昂立教育	截止本公告日,上海交大企业管理中心(以下简称“交大企管中心”)及其一致行动人上海交大产业投资管理(集团)有限公司(以下简称“交大产业集团”)分别持有上海新南洋昂立教育科技股份有限公司(以下简称“昂立教育”或“公司”)24,217,230 股(其中 2,747,230 股为认购公司 2015 年度非公开发行的股份)、34,768,233 股(其中 2,747,230 股为认购公司 2015 年度非公开发行的股份),合计持有 58,985,463 股,占公司总股本的 20.58%。
002696	百洋股份	拟与公司参股公司广西鸿生源环保股份有限公司(以下简称“鸿生源股份”)、熊明飞、许转琴、林肖瑜签署《投资协议》,共同投资设立广西百聚源再生资源有限公司
300338	开元股份	收到长沙开元仪器有限公司(以下简称“开元有限”)转发的四个《中标通知书》,本次中标合同的金额合计为 10,419.9760 万元

资料来源:wind,安信证券研究中心

3.3. 海外市场公司公告

表 8: 海外教育公司本周公告 (0909-0912)

代码	公司	公告
1773	天立教育	截至 2019 年秋季学期初,公司校网内 K-12 学校的入读人数约为 39,156 人,较 2018 年秋季学期初约 29,000 人的入读人数增加约 35.03%。
COEN	无忧英语 (51TALK)	财报显示,51Talk 第二季度现金收入 4.99 亿元,整体净营收 3.53 亿元;毛利率为 69.6%,同比增长 3.1%。运营现金流 0.99 亿元,比去年同期增加 0.72 亿元。
AMBO	安博教育	财报显示,2019 年第二季度净收入为 2410 万美元,去年同期为 2270 万美元,同比增长 6.2%。毛利为 990 万美元,去年同期为 1080 万美元,同比下降 8.3%。财报解释主要原因是对新计划和新技术部署投资。毛利率为 41.1%,去年同期为 47.6%,同比下降 6.5%。

资料来源:wind,安信证券研究中心

■ 分析师声明

诸海滨声明，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。

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	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣		0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
杨萍		13723434033	yangping1@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
夏坤曹琰王帅	黎欢	0755-23984253	lihuan@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