

## 在线教育专题研究

# 在线 K12 教育企业密集证券化背后的比较及展望 增持（维持）

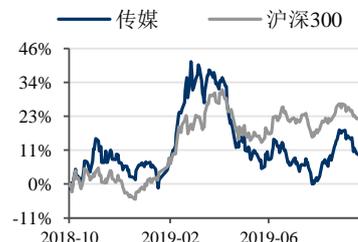
2019 年 10 月 13 日

### 投资要点

- 随着在线教育环境的逐渐成熟，在线 K12 课后辅导市场渗透率快速提升，市场规模保持较高增速。2019 年是 K12 在线教育企业密集证券化之年，近期上市的跟谁学、新东方在线及有道，无论其模式、收入成本结构还是发展趋势等均有较多差异之处，我们详细比较后发现：
- **收入端：大班直播驱动增长，小班模式下沉突围。**三家企业当前课程均以双师大班授课为主，大班成为当前在线 K12 市场主要模式，市场规模占比在 50% 左右。随着产品及服务的完善，三家企业客单价整体提升趋势明显。跟谁学是三家上市公司中大班教学规模最大、运营最为成熟的一家，这主要基于其更优质的师资及更强的运营能力。有道从工具应用逐渐将发展重点集中到 K12 大班上，也同样取得较快增长，其在线学习产品及服务收入 2018 年已超过工具类应用带来的广告业务。新东方在线 K12 业务发力较晚，同时以低线城市在线小班作为未来布局重点，错位竞争，低线城市教培市场属于增量市场，用户对于在线场景接受度高。
- **成本端：毛利率差异大，具有一定规模效应。**相比线下培训，线上培训具有更低固定成本，一直保持着较高的毛利率水平，有道的毛利率低主要原因在于其业务结构，且在线课程服务起步相对较晚，仍处于投入期。在教学端，名师成本具有较强的规模效应，但在运营端，导师增速与学生增速基本匹配，规模效应不明显，我们认为未来 K12 大班模式产品投入将聚焦在加强课程研发、提升运营能力两方面。
- **销售端：营销竞争仍然激烈，趋势将延续。**当前行业销售费用率仍然普遍高于线下，一方面受到产品定价制约，另一方面在线教育机构均必须要通过投入大量的营销资源完成从 0 到 1 获取客户的过程，但当前营销方式上并无本质差异，未来随着低价班引流转转化率、留存率等指标的提升，销售费用率有下降空间，同时预计不同企业间也将出现更大分化。短期内，现金储备对于开拓市场是具有决定性作用的因素之一，具有较强融资能力的企业在获取市场份额时更具优势，三家上市公司当前类现金资产整体储备丰富，预计短期市场销售费用投放仍将处于较高水平。
- **总结：在线 K12 前景可期，下一阶段关注小班模式。**1) 三家上市公司的发展，代表了从环境层的数字化（工具类应用），到实践层的数字化（在线教学），再至理论层的数字化（改进教学理念）的行业发展循环机制，当前在线教育行业从一对一到大班再到小班的演绎，本质上都是通过创造价值，不断满足对于更优质教育资源的需求，未来在线市场占比仍有持续提升空间；2) 随着用户逐渐分层，预计未来各种培训模式将会并存发展，展望下一阶段成长，我们认为在线小班未来发展前景值得期待。推荐标的：新东方在线，建议关注：跟谁学、有道、好未来。
- **风险提示：**行业激烈竞争；政策监管风险；内部管理风险

证券分析师 周良玖  
 执业证号：S0600517110002  
 021-60199793  
 zhoulj@dwzq.com.cn  
 证券分析师 张良卫  
 执业证号：S0600516070001  
 021-60199793  
 zhanglw@dwzq.com.cn  
 证券分析师 马莉  
 执业证号：S0600517050002  
 010-66573632  
 mal@dwzq.com.cn

### 行业走势



### 相关研究

- 1、《传媒行业 2019 年中报综述：游戏板块领衔增长，龙头企业表现优异》2019-09-03
- 2、《传媒行业 2019Q2 期末公募持仓分析：整体配置比例环比略降，集中持仓特点明显》2019-07-22
- 3、《传媒行业中期策略：增长企稳板块信心筑底，关注游戏、支付、视频、OTT 板块》2019-06-10

## 内容目录

1. 在线 K12：潜力最大在线教育细分市场 .....	4
2. 收入端：大班直播驱动增长，小班模式下沉突围 .....	6
2.1. 双师大班模式成熟，引领本轮增长 .....	6
2.2. 小班潜力彰显，有望驱动未来成长 .....	8
2.3. 服务价值提升，客单价明显上涨 .....	9
3. 成本端：毛利率差异大，具有一定规模效应 .....	10
3.1. 业务模式及发展阶段差异导致毛利率差异大 .....	10
3.2. 名师具有规模效应，其他可变成本结构稳定 .....	11
4. 销售端：营销竞争仍然激烈，预计将延续 .....	12
4.1. 费用率继续上升，行业维持激烈竞争 .....	12
4.2. 线上媒体仍是主要投放渠道，引流课效果提升 .....	13
4.3. 流动资产较为充裕，预计强营销将持续 .....	15
5. 总结：在线 K12 前景可期，下一阶段关注小班模式成长 .....	16
6. 风险提示 .....	18

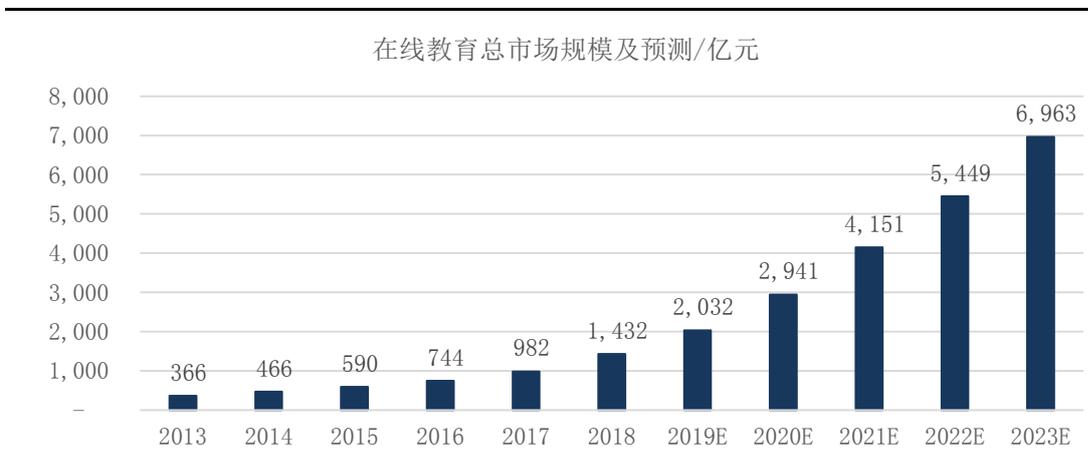
## 图表目录

图 1: 2013-2023E 在线教育市场总规模 .....	4
图 2: 2013-2023E 在线 K12 课后辅导市场的渗透率 .....	4
图 3: 2013-2023E 在线 K12 课后辅导市场规模及预测 .....	4
图 4: 新东方在线营业收入情况 (单位:万元) .....	5
图 5: 有道的主要产品及服务体系 .....	6
图 6: K12 在线大班市场规模 .....	7
图 7: 跟谁学季度收入情况 (单位:百万元) .....	7
图 8: 有道精品课收入 (单位:百万元) .....	8
图 9: 有道精品课 K12 注册付费课程数 .....	8
图 10: 东方优播各省份校区数量 .....	9
图 11: 东方优播校区所在市/区常住人口 (万) 及人均 GDP (万元) .....	9
图 12: 跟谁学、新东方在线、有道毛利率比较 (单位:%) .....	11
图 13: 跟谁学、新东方在线、有道毛利率比较 (单位:%) .....	11
图 14: 跟谁学员工构成 (单位:人) .....	12
图 15: 新东方在线营业成本细分 (单位:万元) .....	12
图 16: 2019 财年新东方在线营业成本占比情况 .....	12
图 17: 跟谁学、新东方在线、有道销售费用率比较 .....	13
图 18: 跟谁学、新东方在线、有道销售费用率比较 .....	13
图 19: 新东方在线的交叉销售策略 .....	14
图 20: 有道精品课按群组划分季度累计付费注册课程数 .....	15
图 21: 有道精品课按群组划分月度累计付费注册课程数 .....	15
图 22: 三家上市公司流动资产 (单位:百万元) .....	16
图 23: 信息化进程中教育研究的问题域框架 .....	16
表 1: 跟谁学当前提供的 K12 课程 .....	5
表 2: 三家上市公司 K12 双师直播大班课程的产品定价 .....	10
表 3: 跟谁学及有道 K12 双师直播大班主要运营指标 .....	10
表 4: 新东方在线各广告渠道简介及营销支出情况 .....	14
表 5: 有道的运营数据, 当前的付费比例仍然较低 (单位:千人) .....	15

## 1. 在线 K12：潜力最大在线教育细分市场

2018 年，中国在线教育市场总规模约为 1,432 亿元，2013-2018 年，CAGR 为 31.4%，预计 2018-2023 年 CAGR 为 37.2%，2023 年全市场规模将达到 6,963 亿元。

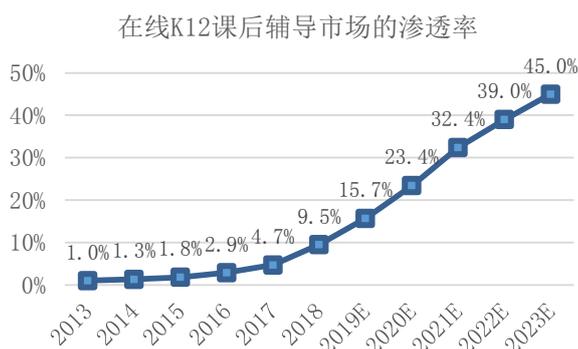
图 1：2013-2023E 在线教育市场总规模



数据来源：Frost & Sullivan，东吴证券研究所

随着近年来用户习惯的逐渐养成，以及课外培训市场的刚需特点，在线 K12 课后辅导市场的渗透率持续快速提升，已从 2013 年的 1% 提升至 2018 年的 9.5%，预计 2023 年将进一步提升至 45.0%。对应的市场规模方面，国内在线 k-12 课外辅导市场规模从 2013 年的 14 亿元增长到 2018 年的 302 亿元人民币，CAGR 为 85.2%，预计 2023 年将进一步增长到 3,672 亿元人民币，预计 2018 年-2023 年 CAGR 达到 64.8%。

图 2：2013-2023E 在线 K12 课后辅导市场的渗透率



数据来源：Frost & Sullivan，东吴证券研究所

图 3：2013-2023E 在线 K12 课后辅导市场规模及预测



数据来源：Frost & Sullivan，东吴证券研究所

2019 年，K12 在线企业密集上市，我们选取了主营业务包括 K12 在线教育业务的三家上市公司，通过对他们最新的财务指标进行比较及分析。

### ■ 跟谁学 (GSX.N)：K12 大班业务领先

跟谁学是国内领先、技术驱动的 K12 在线教育公司，专注于在线 K12 课程，涵盖

所有小学和中学年级,此外公司还提供外语、专业和兴趣课程。公司采用在线直播大班形式来授课,拥有稀缺的高质量教学资源,2018年,公司的总注册课程数达到76.71万,同比2017年增长了863%,实现快速增长。

表 1: 跟谁学当前提供的 K12 课程

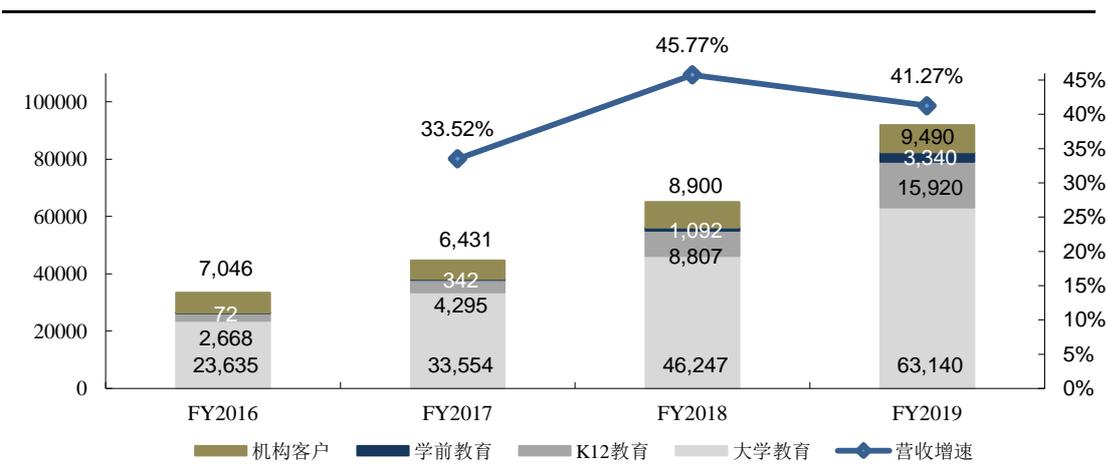
	小学						初中			高中		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
数学	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
英语	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
语文	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
物理							√	√	√	√	√	√
化学									√	√	√	√
生物										√	√	√
历史										√	√	√
地理											√	√
政治												√

数据来源:公司公告,东吴证券研究所

### ■ 新东方在线 (1797.HK): 综合实力突出

新东方在线是新东方教育集团于2005年成立的在线教育平台,2019年3月作为第一家在线教育企业在港股上市。依托新东方在教育培训行业超二十年的丰富经验和品牌影响力,公司在线上教育领域积累了强大的师资力量及优质的内容储备。目前,针对不同年龄段的学生,公司在线教育课程划分为三个核心分部,分别是大学教育、K12教育以及学前教育。自2017年公司重点投入K12领域以来,K12教育收入增速迅猛,2019财年(20180601-20190530,下同)收入占比达到17.32%,付费学生人数从2017财年的101.0万人快速增长至2019财年的217.9万人,CAGR达46.88%。

图 4: 新东方在线营业收入情况 (单位:万元)



数据来源:公司公告,东吴证券研究所

### ■ 网易有道 (DAO.N): 工具类应用起家

有道成立于2006年,公司致力于提供以内容、社区、通信和商业为中心的在线服

务。有道从在线词典和翻译工具开始，提供了一套全面的学习产品和服务，满足用户一生的学习需求。2007 年公司推出了旗舰版有道词典，2019 年上半年，MAU 排名中国语言应用第一。有道词典的早期成功使公司能够吸引大量用户群，建立强大的品牌，并扩展到广泛的产品和服务。当前公司主营业务包括学习服务与产品及在线市场服务，2019 年上半年，以有道精品课为主的学习服务与产品收入占比达到 57%。

图 5：有道的主要产品及服务体系



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

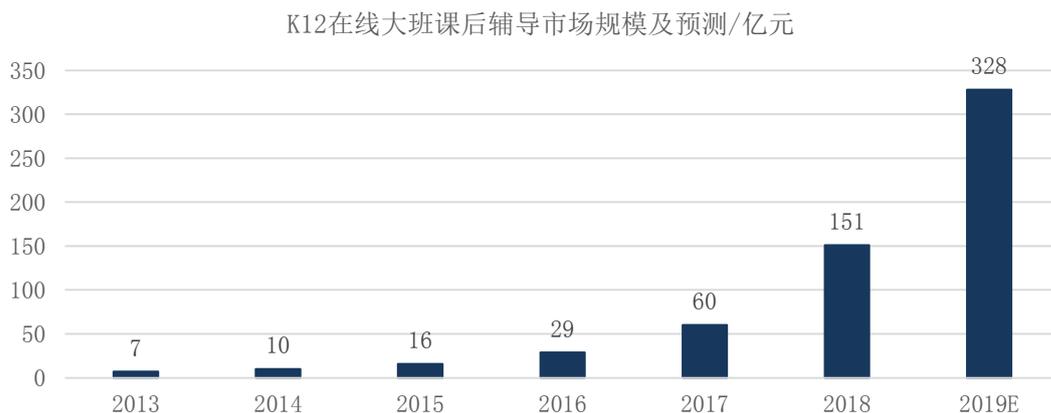
## 2. 收入端：大班直播驱动增长，小班模式下沉突围

### 2.1. 双师大班模式成熟，引领本轮增长

三家上市企业当前课程均主要以大班双师授课，大班双师是当前 K12 在线辅导市场的主要模式，根据第三方机构统计，2019 年 K12 在线大班市场规模达到 328 亿元，总市场规模占比在 50% 左右。

双师系统是**大班课的核心**，在双师系统中，每门课程都配有一名具有丰富线上教学经验及能力的头部教师，同时每个大班被分成多个较小的学生小组，并为每个小组指派一名导师，导师的作用在于在每节课之前、期间和之后监督和帮助学生。双师制兼顾了教学内容的吸引力及互动性，这使得大班模式具有较强的可拓展性。

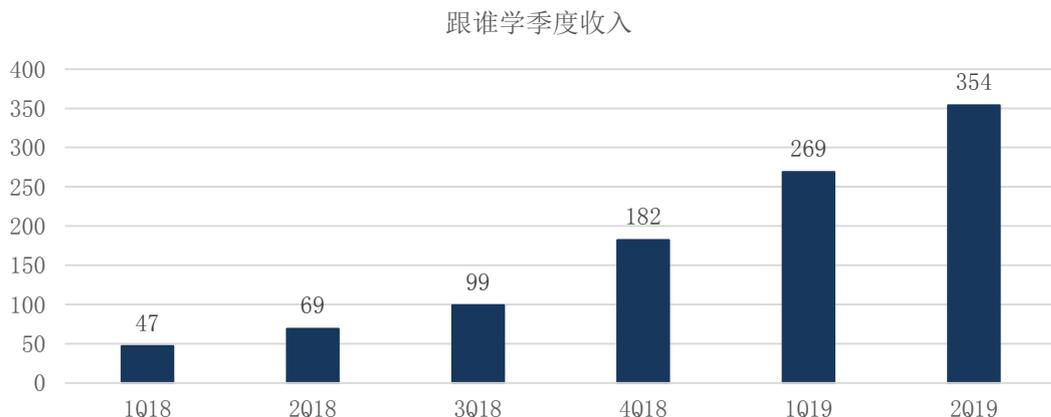
图 6: K12 在线大班市场规模



数据来源: Frost & Sullivan, 东吴证券研究所

跟谁学是三家上市公司中大班教学规模最大、运营最为成熟的一家, 2018Q1, 跟谁学收入仅为 4,691 万元, 19Q2 收入增长至 3.54 亿元。跟谁学在教师方面具有领先的市场竞争力, 平均拥有超过 11 年的教学经验, 基本上都有在知名教育机构工作经验, 平均教师薪酬在中国在线教育服务市场中最高。

图 7: 跟谁学季度收入情况 (单位: 百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

有道从工具应用逐渐将发展重点集中到 K12 大班上, 2019H1, 有道 K12 注册付费课程数同比接近翻倍增长, 有道精品课当前模式与跟谁学类似, 也是以双师为主的模式, 其在线课程收入已超过工具类产品的在线广告业务。

图 8：有道精品课收入（单位：百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 9：有道精品课 K12 注册付费课程数



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

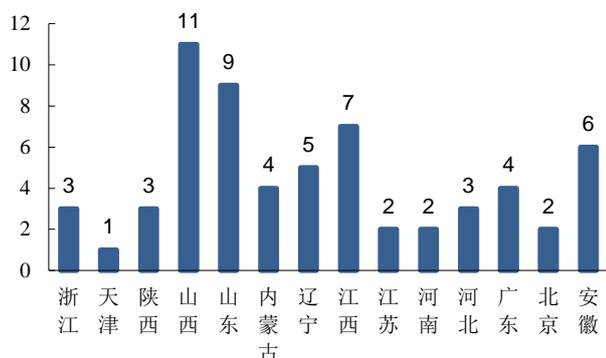
新东方在线当前 K12 阶段仍是以在线大班为主，但整体收入体量及占比仍然较小，处于较为早期阶段。公司综合课程涵盖中国 K12 学生修读的几乎所有科目，包括新东方在线 K12 课程、东方优播地区性课程及私播课。2019 财年，K12 分部业务收入为 15,920 万元，占总营收比重为 17.32%，近三年 CAGR 达到 92.52%，付费人次为 57.20 万，近三年 CAGR 为 176.16%。

## 2.2. 小班潜力彰显，有望驱动未来成长

相对于快速发展的 K12 在线大班，新东方在线于 2017 年 3 月推出的东方优播课程，面向身处教育资源有限的低线城市及地区的中小學生，相比 K12 大班更加本土化。东方优播的课程设计方面，结合地区教材版本和教学内容设计课程，每班最多招收 25 名当地学生，小班化能够关注到每个学员，依据学员特点制定针对性教学方案，采用先进的直播互动技术，克服一对一直播师资成本高以及大班授课效果不佳的痛点。同时，不同于线上推广的形式，新东方在线采取线下体验店的模式，在进军的每个城市设立体验店，每个体验店均配有三至四名员工，向学生及家长展示东方优播课程，以此实现与在线大班模式的错位竞争。

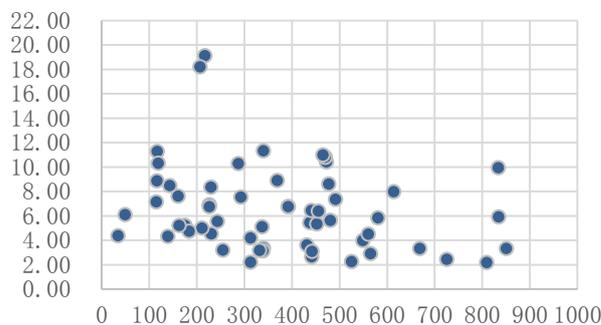
截止 2019 年 5 月 31 日，东方优播已进入中国 15 个省的 63 个城市，多分布于东部沿海三四线城市。从校区分布的情况推测公司的选址策略包括：1、发达省份或直辖市例如北京、天津、江苏、浙江、广东，下属的市/区常住人口、人均 GDP 两个指标均表现不错，东方优播线下体验店主要选址在地级市；2、全面进军山西、安徽、江西、山东等人口众多、高考难度大的省份。这些省份辖内的市区常住人口众多，虽然人均 GDP 这一指标略不及发达地区，但由于这些地区对教育的重视程度很高，因此家庭对于教育的支出占总收入的比重将高于其他地区。

图 10: 东方优播各省份校区数量



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图 11: 东方优播校区所在市/区常住人口(万)及人均 GDP(万元)



数据来源: 国家统计公报, 东吴证券研究所 (纵轴: 人均 GDP; 横轴: 常住人口)

**我们看好在线小班课未来发展前景, 主要依据:**

- 1、考虑到高质量的教学资源一般集中在大城市, 低线城市难以轻易接触, 我们认为低线城市 K12 培训市场仍有较大挖掘潜力, 属于增量市场;
- 2、根据跟谁学的财报交流会议纪要, 其生源结构呈倒三角, 半数学生来自低线城市, 由于一二线城市具有更高的线下培训普及率及更优质的教育资源, 因此三四五线城市对于在线这一新兴培训形式的接受程度更高。
- 3、从一对一到大班再到小班, 是教培行业产品及服务逐渐打磨、深化的必然路径, 我们认为当前阶段, 线上小班相比线上大班在提升单用户服务价值方面具有自身独特的竞争力。

**2.3. 服务价值提升, 客单价明显上涨**

受发展阶段及产品差异的影响, 三家的定价水平有较大的差异:

- 1、跟谁学定价水平远高于行业同类产品的平均水平, 2017 年至 2018 年, 公司普遍提高了 k-12 课程以及外语、专业和兴趣教育课程的标准学费水平。
- 2、新东方在线 K12 课程性价比高。新东方在线 K12 大班课程于 2019 财年正式起步, 稍晚于许多同业机构, 新东方在线的 K12 大班课程具有“普适性”, 课程标准化程度较高, 面向全国 K12 学生。从三家同样年级同样科目的产品比较来看, 新东方在线提供了更长课时的培训, 但定价却最低。
- 3、有道精品课定价在三家中居中, 有道线上培训产品特点在于其工具类产品的应用及服务, 使其与其他产品形成差异。

表 2：三家上市公司 K12 双师直播大班课程的产品定价

机构	课程价格	特点
跟谁学	初一语、数、外：100 元/课时 共 8 讲，每讲 2 课时，名师辅导，共 1599 元/课程	
有道精品课	初一语、数、外：86.6 元/课时 共 10 讲，每讲 1.5 课时，名师+赠送智能笔，1299 元/课程	
新东方在线	初一语、数、外：37.5 元/课时 共 16 讲，每讲 2 课时，双师辅导，共 1200 元/课程	

数据来源：公司官网，东吴证券研究所，数据提取时间：2019/10/12

随着定价的上涨以及高定价课程占比的提升，行业客单价整体提升的趋势较为明显。2018 年，跟谁学 k-12 付费课程和外语、专业和兴趣付费课程的学费通常分别为每门课程 99 元至 3,498 元和 99 元至 4,880 元，但 2019Q1，公司每门课程价格分别提升至 117 元至 3,542 元和 99 元至 4,980 元。2019H1，跟谁学单位付费课程毛收入 1,400 元，同比增加 60.4%。2019H1，有道精品课单位付费课程毛收入 751 元，同比增加 47.8%，

表 3：跟谁学及有道 K12 双师直播大班主要运营指标

		2017	2018	2018H1	2019H1
跟谁学	毛收入/百万元	121.8	655.1	167.6	899.5
	付费注册课程数/万	6.5	55.2	19.2	64.2
	单课程毛收入/元	1871	1186	873	1400
有道	毛收入/百万元	151.8	359.6	161.4	253.7
	付费注册课程数/万	41.8	64.3	31.8	33.8
	单课程毛收入/元	363	559	508	751

数据来源：公司公告，东吴证券研究所，毛收入=期间收入+期末预收款-期初预收款

### 3. 成本端：毛利率差异大，具有一定规模效应

#### 3.1. 业务模式及发展阶段差异导致毛利率差异大

当前 K12 在线教育的主要成本项包括：

- 1、双师薪酬：一般而言，教师报酬主要包括基本工资，以及根据授课时薪计算的教学费用。导师的薪酬包括基本工资和基于表现的薪酬，一般会根据学生留存续班情况和练习完成率等确定。
- 2、办公空间的租金、财产和设备的折旧和摊销；
- 3、教材；
- 4、带宽等运营成本等。

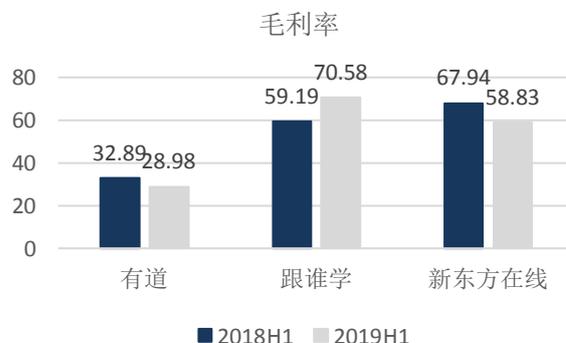
相比线下培训，线上培训具有更低的固定成本，因此跟谁学、新东方在线 2017 年至今一直保持着较高的毛利率水平，也远高于线下培训的毛利率水平。

有道的毛利率低主要原因在于：1、网络在线服务毛利率相比新东方在线、跟谁学更低，公司该部分业务维持在 40%左右毛利率水平；2、学习服务与产品业务起步及积累相对较晚，仍处于投入期，在教师方面成本投入较高。

图 12: 跟谁学、新东方在线、有道毛利率比较(单位: %)



图 13: 跟谁学、新东方在线、有道毛利率比较(单位: %)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所，注：有道及跟谁学为自然年，新东方在线为财年，下同

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

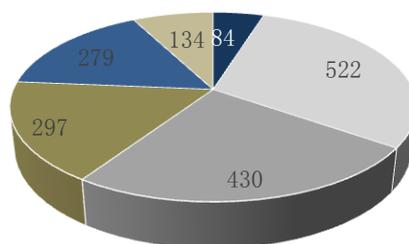
### 3.2. 名师具有规模效应，其他可变成本结构稳定

2019Q1，跟谁学收入同比增长 473.8%，付费课程注册数同比增长 226.2%。与此同时，教师人数增长远低于学员数及收入增速，2019Q1 期末达到 122 人，同比增长 54.4%，全职导师共 522 名，同比增长 278.3%。在 2018 年和截至 2019 年 3 月 31 日的三个月中，公司在线 K12 课程的平均注册人数从 2017 年的每门课程约 400 人增至 2018 年的每门课程约 600 人，从 2018Q1 的每门课程约 440 人增至 2019Q1 的每门课程约 980 人。

在教学和研发中，名师体现出了较强的规模效应，但在运营端，导师增速与学生增速基本匹配，规模效应不明显。我们认为未来 K12 大班模式产品投入将聚焦在加强总部研发、提升运营服务能力两方面。

图 14: 跟谁学员工构成 (单位: 人)

截止20190331



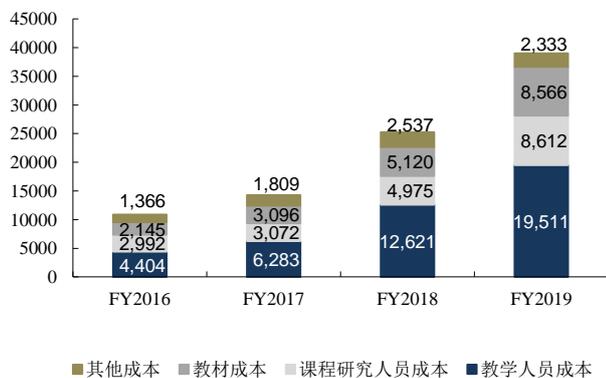
■ 讲师 ■ 助教 ■ 技术和内容研发 ■ 用户增长团队 ■ 销售 ■ 行政管理

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

同样的, 以新东方在线为例, 教学人员工资为公司最主要营业支出, 2019 财年达到 1.95 亿元, 占总营业成本的比重为 47.30%, 同比增长 54.60%。公司成本结构的相对稳定, 与新东方自身积累的品牌、研发、运营等综合实力较强有关。

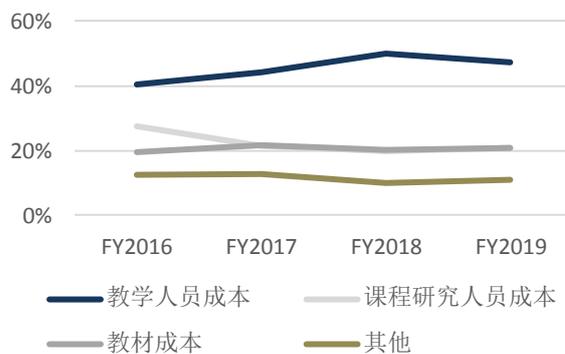
公司在教师甄选、认证和培训方面保持严格的高标准, 利用新东方线下 20 多年的教育经验, 公司开发了一套适用于所有业务分部的系统性教师培训计划, 所有新教师和学管师均须经过系统性专业培训。公司营业成本的增速高于营收增速, 主要是因为公司在保持其他业务规模增速的同时, 加大了对 K12 课程的投入。

图 15: 新东方在线营业成本细分 (单位: 万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 16: 2019 财年新东方在线营业成本占比情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 4. 销售端: 营销竞争仍然激烈, 预计将延续

### 4.1. 费用率继续上升, 行业维持激烈竞争

2018 年, 有道、跟谁学、新东方在线的销售费用率分别为 29.17%、30.59%、34.43%

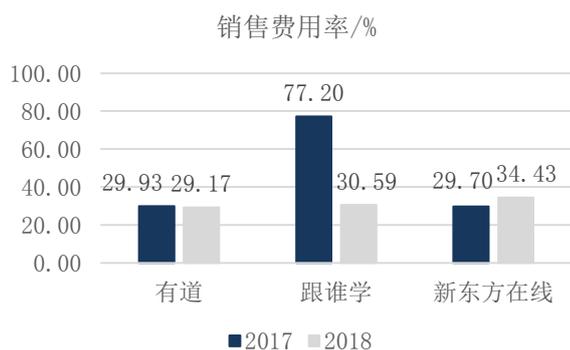
(2018 财年), 2019H1, 三家企业销售费用率整体同比有所上升, 分别为 33.93%、43.12% 及 48.66% (2019 财年上半年)。

**跟谁学此前一直保持着行业内相对较低的销售费用率**, 在定价和成本控制方面表现优异, 2019 年的提升, 主要原因在于 2019 年招生市场竞争相比此前更加激烈;

**新东方在线销售费用有较大幅度的提升**, 主要原因在于此前公司在销售策略方面较为审慎, 而且有新东方品牌加持, 在获客方面优势明显, 同时公司陆续加码了 K12 赛道的东方优播, 对于销售费用也有较大影响。新东方在线也相应地以暑期低价课、多科联报优惠等措施, 提升市场占有率。但相比于其他同类机构, 新东方在线此前的营销策略略显克制, 在 2017 财年、2018 财年销售费用率维持在 30% 左右;

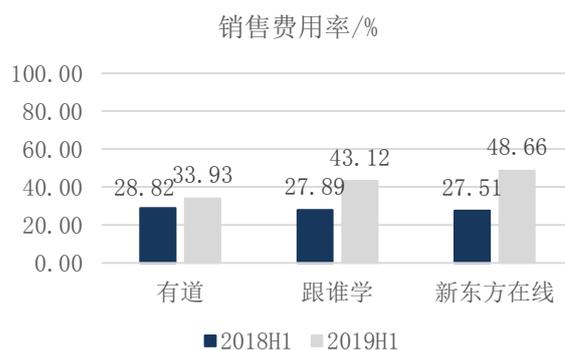
**表现最为稳健的是自带流量的有道**, 2017-2019H1, 虽然公司进行了新产品的推广, 也面临行业层面的激烈竞争, 但公司整体的销售费用率稳定在 30% 附近, 即使是在业务扩张的 2019 年, 也并没有明显提升, 主要原因在于公司各产品及服务间的倒流及交叉销售。公司在推广中扩大了免费或低成本的试用课程的供应, 向潜在学生推广付费课程。

图 17: 跟谁学、新东方在线、有道销售费用率比较



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图 18: 跟谁学、新东方在线、有道销售费用率比较



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

**当前行业的销售费用率仍然普遍高于线下**, 主要原因在于:

- 1、从分母收入端来看, 线下培训产品定价当前仍普遍高于线上;
- 2、在线教育机构均必须要通过投入大量的营销资源完成从 0 到 1 获取客户的过程, 当前获客方式主要包括地推、电销、低价课、搜索、广告、自媒体宣传等等, 在营销方式上并无太大类型上的差异;
- 3、K12 学员的特点在于生命周期较长, 较高课程效果背景下, 续班率提升能够让销售费用率有明显下降。

#### 4.2. 线上媒体仍是主要投放渠道, 引流课效果提升

当前，基于外部资源的线上媒体广告仍然是最主要的营销方式，2018 财年，新东方在线的线上媒体推广支出占总营销支出比例高达 63%，主要包括搜索引擎营销、社交平台精准媒体营销等，在线媒体广告作为最直接的大范围广告投放手段，仍然被广泛应用。

表 4：新东方在线各广告渠道简介及营销支出情况

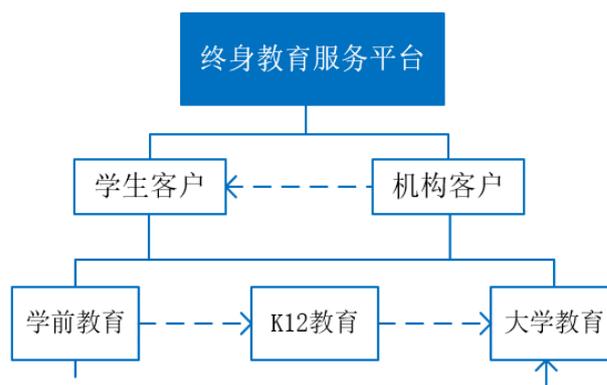
广告渠道	主要内容	2018 财年支出占比	近三年 CAGR
线上媒体推广	主要搜索引擎营销、主要社交平台的精准媒体营销	63.28%	53.41%
线下媒体推广	报纸、杂志广告	0.05%	-21.43%
销售推广	线下销售代理、根据实际销售业绩支付广告费的线上广告	16.85%	43.04%
线下营销活动及其他	主题活动、研讨会、校园活动及产品示范会	19.82%	121.79%

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

当前在线 K12 教育机构越来越多的尝试通过低价入门课、免费体验课吸引潜在付费用户，以此形成营销上的差异化，未来在产品上更具优势的企业在营销转化上将逐渐占据优势。

新东方在线官网开辟了“免费学”专栏，限量免费提供四六级、考研、海外考试、小语种等精品课程。用户也能够支付 9.9 元至 19.9 元的价格，获取相对应的体验课。入门课程是指专为吸引新学生而设立，2016~2018 财年及 2019H1，正式课程/入门课程的付费人次分别为 50.6/14.7 万人、82.6/18.4 万人、154.3/39.7 万人、75.9/34.5 万人。入门课程/正式课程付费人次之比近年呈现上升趋势，至 2019H1 达到 45.45%，直观地体现了公司近年希望通过入门课进行充分引流的发展策略。

图 19：新东方在线的交叉销售策略



数据来源：东吴证券研究所

在转化效果上，跟谁学销售转化效果亦在行业中保持较高水平。公司制定了一个简化的标准操作程序，以优化销售过程中从内容创建、内容分发、销售线索获取到转换为付费课程注册和留存的每个步骤的有效性。公司通过提升数据分析能力来优化流量转化效率，公司高频监控每个销售环节的转化率，并不断应用各种数据洞察力来优化每个销

售环节的转化率。

网易有道的主要优势在于其天然具有流量基础，在用户运营方面具有深厚的资源及基础，公司未来货币化率的提升值得关注。2018 年和 2019H1，有道高级课程的学生注册总数显著增加，主要是因为公司战略性地扩大了免费或低成本试点课程的提供，以向潜在学生推广付费课程。未来公司将继续扩大试用课程，并积极尝试将试用课程的学生注册转换为付费学生注册，公司当前的付费课程比例仍然较低。

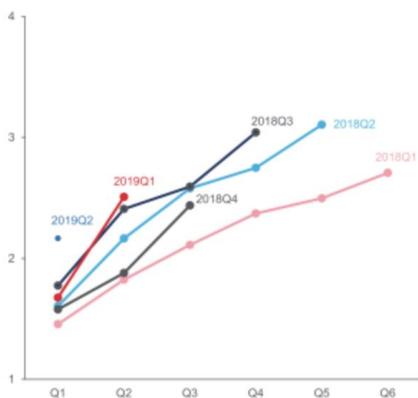
表 5：有道的主要运营数据，当前的付费比例仍然较低（单位：千人）

	2017 年	2018 年	2018H1	2019H1
合计平均 MAU	73,700	96,400	93,100	105,000
有道精品课付费学员数	229	361	-	208
有道精品课付费课程数	418	643	318	338
K-12 付费注册课程数	93	126	58	105
合计注册课程数	10,000	21,400	9,300	12,100

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

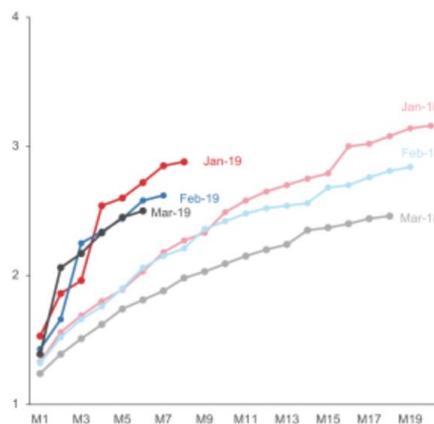
下图展示了有道每个阶段注册的学生群体，其累计注册课程数的增长情况，随着时间的推移，续班及复购效果更好，成长曲线更加陡峭，表明公司在整个报告期内回购率和学生参与度及忠诚度不断提高，交叉销售能力不断增强。

图 20：有道精品课按群组划分季度累计付费注册课程数



数据来源：有道招股书，东吴证券研究所

图 21：有道精品课按群组划分月度累计付费注册课程数



数据来源：有道招股书，东吴证券研究所

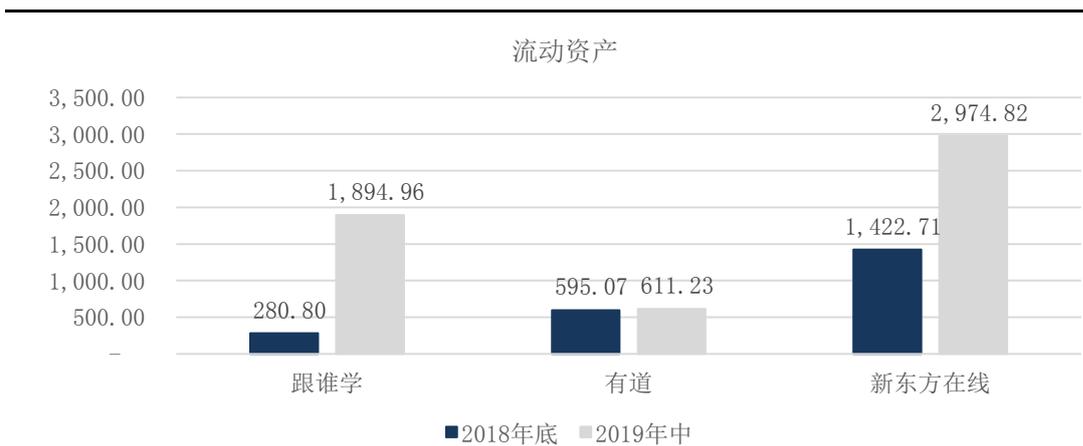
### 4.3. 流动资产较为充裕，预计强营销将持续

截至 2019H1 期末，跟谁学账上拥有现金及现金等价物为 6,010 万元，短期投资为 16.86 亿元，均相比 2018 年底有显著增长。2018 年底，公司现金及现金等价物为 3,326 万元，短期投资为 1.98 亿元。在线大班模式的快速应用为公司的发展带来了充足的资金储备。

截至 2019H1 期末,有道账上拥有现金及现金等价物为 5,232 万元,短期投资为 2.49 亿元,合计 3.01 亿元,相比 2018 年底有所下降。预计本轮上市完成后,公司账上现金及其他流动资产将得到较大幅度的改善。

截至 2019 年年中(2019 年 5 月 31 日),新东方在线账上拥有现金及现金等价物为 24.98 亿元,在三家企业中处于最高水平,主要原因在于 2019 年的上市融资以及此前持续盈利的积累。

图 22: 三家上市公司流动资产(单位:百万元)



数据来源:公司公告,东吴证券研究所,备注:主要包括现金及现金等价物、短期投资、应收账款等,跟谁学及有道分别取 20181231 及 20190630,新东方在线取 20181130 及 20190531。

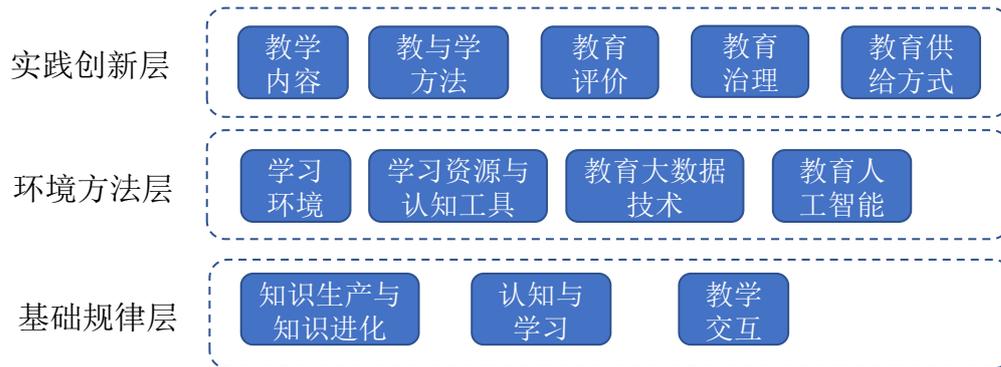
行业当前仍处于抢占市场的阶段,现金储备对于开拓市场是具有决定性作用的因素之一,具有较强融资能力的企业在获取市场份额时更具优势,我们判断,短期市场的销售费用投放仍将处于较高水平。

## 5. 总结: 在线 K12 前景可期, 下一阶段关注小班模式成长

一般认为,在线教育需要解决三个层次的问题,分别是:

- 基础规律层:** 解决新时期背景下“教什么”、“如何教”等核心问题,包括“知识生产与知识进化”、认知与学习、教学交互等;
- 环境方法层:** 解决技术工具的使用问题,包括学习环境、学习资源与认知工具、教育大数据技术及教育人工智能;
- 实践创新层:** 在信息化进程中,教育教学的整个流程均将发生重要的变化,实践创新层解决包括教育内容、教与学方法、教育评价、教育治理以及教育的供给方式等课题。

图 23: 信息化进程中教育研究的问题域框架



数据来源：《新时代信息化进程中教育研究问题域框架》，东吴证券研究所

关于在线教育未来的发展前景，当前依然存在一定争议，主要依据无非是在于：1、在线教育产品体验并不完善；2、市场中存在一些激进的扩张；3、在线教育行业存在大量的亏损情况。当然，这些都不是静态的，我们试图在上述理论模型中寻找线索，本文中比较分析的三家上市公司的发展阶段及成长趋势，本质上正是代表了从环境层的信息化（有道的工具类应用），到实践层的信息化（双师尝试），再反馈至理论层的信息化（改进教学理念）的产业发展正循环机制。

教育培训是一个极富有内涵的产品形态，市场上当前并没有一家企业能够给出在线教育的终极产品形态，但随着用户对在线教育的接受度不断提升、在线付费意识逐渐养成以及线上学习体验和效果的提升，我们可以确定的是，在线教育正在通过从理论到实践的创新，不断为用户创造价值，未来当然不能排除超过线下教育的可能性。当然，从商业化角度，增长背后最主要的影响因素在于教学效果是否能够持续提升，通过提升产品定价，以实现稳定盈利模型。

当前在线教育行业从一对一到大班再到小班的演绎，本质上都是通过创造价值，不断满足对于更优质教育资源的需求。未来，随着用户逐渐分层，我们预计各种培训模式将会并存发展，根据我们以上的分析，展望下一阶段的行业成长，我们认为在线小班未来发展前景将值得期待。

#### ■ 重点推荐标的：新东方在线

2B 业务平稳，盈利能力较强，大学板块在上市以后通过产品结构调整等，竞争优势逐渐凸显。当前考研培训、在线英语培训等需求依然强劲，大学业务未来预计长期保持较快增速，同时维持较高盈利能力，两项传统强项业务将作为公司的利润中心，支持公司未来战略布局。

看好 K12 双师大班课、东方优播下沉市场未来成长潜力。公司在 K12 在线领域布局相对较晚，但近两年付费人数实现大幅增长，逐渐步入收获期。截止 2019 年 5 月 31 日，东方优播已经进入超过 60 个城市，FY2020 公司加速了扩张计划，预计将新进入超过 50 个城市。东方优播当前获客、转化、留存等指标表现较好，已经形成比较健康的

盈利模型。公司资金储备充裕，竞争力逐渐提升，看好公司发展前景，维持“买入”评级。

**其他建议关注：**跟谁学、有道、好未来等。

## 6. 风险提示

1、行业激烈竞争导致盈利不及预期：当前在线教育行业相对线下更加依赖媒体广告营销，其同质化竞争仍然较为明显，我们当前仍然不能准确预计未来的盈利拐点；

2、政策监管风险：在线教育行业监管趋严，未来行业也可能面临新的监管环境；

3、内部管理风险：当前市场考验管理层对于成本及费用的整体管控，相关企业可能出现内部管理失控的风险。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

