

# 一起教育科技 (YQ.O)

证券研究报告

2020年12月11日

## 校内+校外另辟蹊径，开启差异化竞争之路

作者

**刘章明** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

**孙海洋** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518070004  
sunhaiyang@tfzq.com

### 一起教育科技：中国领先的教育科技公司

成长迅速，差异化在线教育服务商。公司于 2011 年成立拥有“校内+课外”集成模式，其中校内课堂解决方案为 7 万多所 K12 学校教师、学生和家长提供数据驱动的教学、学习和评估产品。在课外提供在线 K12 大班课后辅导服务。在 2020 年上半年智能校内课堂产品的平均 MAUs 超过排名第二到五公司总和，覆盖了中国大约 56% 小学、60% 初中和 7% 高中，为该市场领导者。

利用“校内+课外”集成模式，提供多种服务。

校内：在 2012 年开始为 K12 学校构建智能校内课堂解决方案，提高校内学习效率。智能校内课堂解决方案产品组合包括备课、授课、家庭作业相关活动和学术评估。校内产品的核心功能对教师、学生和家長免费使用。

课外：2017 年开始提供在线 K12 课后辅导课程，采用大班制、双师制的模式，为学生们提供和在校教育紧密结合课后学习课程。

用户数：截至 2020/9/30，公司累计服务教师认证用户 90 多万，学生认证用户 5430 万，家长注册用户 4520 万。2020 年 1-9 月学生校内申请量平均日活跃度 680 万，家长校内申请量平均月活跃度 820 万。2018、2019 和 2020 年 1-9 月校内学生平均申请量分别达到 1560 万、1410 万和 1950 万。

20Q3 调后净亏 8.71 亿人民币，K12 收入占比增长显著。

一起教育 2018-19 年营收分别 3.11 亿人民币（下同）、4.06 亿，2019 年同比增 30.75%，在线 K12 辅导业务超过其他教育业务，成为主要收入来源，20Q1-Q3 营收 8.08 亿同比增 277.56%。

2018-19 年调后净亏损分别为 5.33 亿、8.71 亿，20Q1-Q3 调后净亏损 8.49 亿。截至 2018-19 年各年底以及 20Q3 现金及现金等价物分别为 12.76 亿元、6.89 亿元及 8.59 亿元。

### 竞争优势构筑护城河，打造一站式、交互式产品体验

庞大的用户和内容库+一站式解决方案。截至 2020Q3，每个活跃教师用户平均每周布置超过 8 项作业，学生的平均日活跃用户量和月活跃用户量分别达到 680 万和 1950 万，每个活跃学生用户平均每周使用 7 次，家长平均月活跃用户量达到 820 万。

庞大的、专有的、本土化的内容库。内容包括书面和多媒体作业、学术评估、教学和学习材料，与每个学校的本土化课程以及考试目标相一致。

高转换成本的一站式解决方案。公司的用户创建了大量的关键任务数据，包括学术记录等，这增加了迁移到其他产品的转换成本。

“校内+课后”模式驱动在线 K12 课后辅导快速发展。在线课后辅导服务与“校内智能课堂”解决方案紧密结合，全面覆盖学生的 k12 学习需求。了解学生在学校的表现，提供个性化方法。加入本土化视角的 k12 学区课程设计。

成熟的教育品牌，占据较多小学市场份额。2020 年 9 月，智能校内课堂解决方案的月活跃用户学生中有 88.8% 是小学生。

### 数据优势打造差异化产品、提高运营效率

在“校内+课外”综合模式下公司在广度、深度、关联性和连续性方面具有显著的数据优势。

#### 4. 盈利预测与估值

我们预计公司 2020-22 年收入分别为 12.8 亿、29 亿、57 亿，其中 k12 辅导收入分别为 12 亿、27 亿以及 54 亿，其他教育服务收入分别为 0.8 亿、2 亿以及 3 亿。我们对比港股美股目前相关 K12 教培公司估值，2020-21 年板块平均 PS 分别为 15x、10x。考虑到公司以下优势：

1. “校内+校外”模式新颖，在获客方面优势明显。从 2012 年起，开始为 K12 学校构建智能校内解决方案，累计为 7 万多所 K12 学校的教师、学生、家长服务，为 17 年开始公司提供 K12 课后辅导课程提供了充足的用户基础。

2. 公司产品数据优势大，用户粘性强。公司累积了庞大的、专有的、本地化的内容库，包括书面、多媒体作业、学术评估、教学、学习材料等。内容库与考试目标一致，同时便于家长了解学生的在校表现。大量关键任务数据增加了用户迁移到其他产品的转换成本。

我们给予一起教育科技 10%的 PS 估值溢价即对应 2021 年 11xPS，对应目标市值约为 319 亿人民币，约为 50 亿美金，约合 26.3 美元/股。首次覆盖，给予买入评级。

**风险提示：**激烈的行业竞争或会削弱公司核心竞争力；国内业务可能会受新发及监管影响；

## 内容目录

1. 一起教育科技：中国领先的教育科技公司 .....	4
1.1. 成长迅速，差异化在线教育服务商 .....	4
1.2. 利用“校内+课外”集成模式，提供多种服务 .....	5
1.3. 20Q3 调后净亏 8.71 亿人民币，K12 收入占比增长显著 .....	6
2. 竞争优势构筑护城河，打造一站式、交互式产品体验 .....	9
2.1. 庞大的用户和内容库+一站式解决方案 .....	9
2.2. “校内+课后”模式驱动在线 K12 课后辅导快速发展 .....	10
2.3. 成熟的教育品牌，占据较多小学市场份额 .....	11
2.4. 数据优势打造差异化产品、提高运营效率 .....	11
3. 中国 K12 市场具有潜力，带动在线课后辅导快速增长 .....	13
4. 盈利预测与估值 .....	16
5. 风险提示 .....	17
5.1. 激烈的行业竞争或会削弱公司核心竞争力 .....	17
5.2. 国内业务可能会受新法及监管影响 .....	18

## 图表目录

图 1：一起教育科技发展历程 .....	4
图 2：一起教育科技的使命、愿景、价值观 .....	4
图 3：20Q1-Q3 营收 8.08 亿元，同比增长 277.56% .....	6
图 4：20Q1-Q3 在线 K12 辅导收入 7.51 亿元，同比增长 312.39% .....	7
图 5：2019 年在线 K12 辅导收入占比达 88.51% .....	7
图 6：20Q1-Q3 公司营业成本 3.22 亿元，同比增长 215.12% .....	7
图 7：2019 年补偿成本 1.09 亿元 .....	7
图 8：20Q1-Q3 公司毛利 4.85 亿元（+334.52%）；毛利率 60.11%（+7.89pct） .....	7
图 9：20Q1-Q3 公司管理费用率、研发费用率、销售费用率分别为 22.56%、52.33%、105.36% .....	8
图 10：20Q1-Q3 公司调后亏损 8.49 亿元，同比增长 20.01% .....	8
图 11：20Q1-Q3 年公司经营活动产生的现金流为-5.88 亿元 .....	9
图 12：截至 2020/9/30，公司现金及现金等价物为 8.59 亿元 .....	9
图 13：公司产品矩阵 .....	10
图 14：教师应用的布置作业相关功能 .....	12
图 15：教师应用的评价作业相关功能 .....	12
图 16：K12 智能校园教室解决方案的用户数量（单位：百万人） .....	14
图 17：中国在线 K12 课外辅导市场的普及率 .....	14
图 18：中国在线 K12 课后辅导服务市场的历史和预期总收入（单位：亿元） .....	15
图 19：中国 K12 在线大班课后辅导的历史和预期总收入（单位：亿元） .....	16
表 1：一起教育科技教育所获荣誉 .....	5

表 2: 我们预计公司 2020-22 年收入分别为 12.8 亿、26.4 亿、44 亿.....16

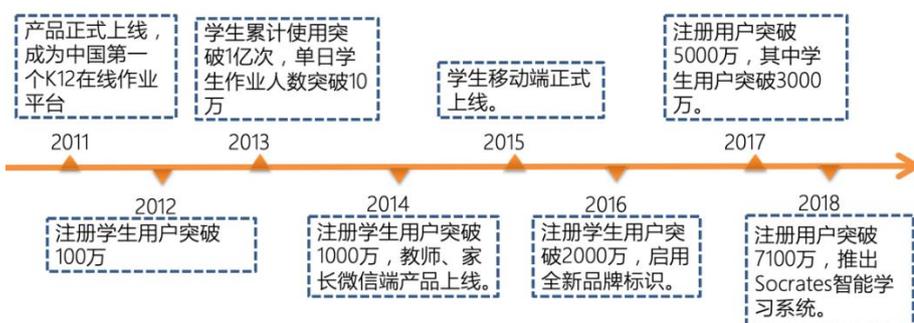
表 3: 我们对比港股美股目前相关 K12 教培公司估值, 2020-21 年板块平均 PS 分别为 13x、8x.....17

## 1. 一起教育科技：中国领先的教育科技公司

### 1.1. 成长迅速，差异化在线教育服务商

一起教育科技公司于 2011 年成立，是一家中国领先的教育科技公司。公司拥有“校内+课外”的集成模式。其中智能校内课堂解决方案为 70,000 多所 K12 学校的教师、学生和家長提供数据驱动的教学、学习和评估产品。在课外，公司提供在线 K12 大班课后辅导服务，补充学生的校内学习。

图 1：一起教育科技发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

在 2020 年上半年，智能校内课堂产品的平均 MAUs 超过了排名第二到第五公司总和，覆盖了中国大约 56% 的小学、60% 的初中和 7% 的高中，是该市场的领导者。

在 2019 年和 2020 年上半年，无论在付费课程注册还是收费总额方面，一起教育科技的在线 K12 课后辅导服务迅速成为中国五大在线 K12 大型课后辅导服务提供者之一。在 2018、2019 和 2020 年 1-9 月，在线 K12 辅导服务净收入分别占总净收入 30.2%、88.5% 和 93.0%。

图 2：一起教育科技的使命、愿景、价值观



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2018 年，公司荣获“创业邦中国教育创新成长 30 强”、“中国教育产业硬独角兽 TOP20”等荣誉。

表 1：一起教育科技教育所获荣誉

年份	事件
2016	荣获“中国网年度人气 APP 教育奖”、“新浪网学生喜爱的在线教育产品奖”、“新京报我信赖的在线教育品牌”、“年度中国互联网教育研究院‘互联网教育卓越贡献奖’”、“Testin 中国好应用奖”、“《中国企业家》杂志年度最具成长性新兴企业”
2017	荣获“Testin 中国好应用奖”、“NEXT WORLD 年度风采奖”、“教育产业年度评选优质在线教育品牌”、“新京报金粉笔奖年度教育公益品牌”
2018	荣获“创业邦中国教育创新成长 30 强”、“中国教育产业硬独角兽 TOP20”、“胡润大中华区独角兽企业”

资料来源：公司官网，天风证券研究所

## 1.2. 利用“校内+课外”集成模式，提供多种服务

公司将 K12 在校教育和课后补充教育结合起来，采用“校内+课外”一体化模式，为教师、学生和家长创造一个更高效、更吸引人的个性化教育体验。

### ● 校内

在 2012 年开始公司为 K12 学校构建智能校内课堂解决方案，提高校内学习效率。智能校内课堂解决方案产品组合包括备课、授课、家庭作业相关活动和学术评估，在所有重要的日常教育活动中帮助教师、学生和家长提高效率，并使他们能够以传统离线方法无法实现的方式参与。校内产品的核心功能对教师、学生和家长免费使用。

公司的大规模专有内容图书馆以本地化的作业评估、学术评估和教学材料为特色，密切跟踪全国各地学校的当地课程和教育目标。目前内容图书馆拥有大量高质量的书面和多媒体教育资源，包括约 1400 万个作业问题、成套评估、补充教学和学习指南、自我指导的学习录像、课堂教学内容包和数字图画书，这些资源可以满足所有主要 K12 学科和教科书版本的教育需要。智能教室和高质量教育内容使公司赢得了教师、学生和家长的持久信任。

**对于教师**，公司为教师提供全面的教育内容和教学工具，帮助他们更有效地开展日常活动，使他们能够集中精力提高教学质量。通过公司校内产品，教师可以跟踪不同年级的学生学期内表现，从而进行个性化教学。

**对于学生**，公司的校内产品可以让学生参与大规模专有图书馆的本地化学习内容。学生可以在线访问和完成他们的作业，并从作业评估中发现问题，得到个性化反馈。

**对于父母**，公司为家长提供了一种有效的、友好的方式来监督孩子的学习表现和进步。此外，还向家长提供有关其子女学业薄弱领域的最新分析和解决这些薄弱领域的个性化学习计划，使家长能在子女学习过程中发挥更积极的作用。

### ● 课外

公司在 2017 年开始提供在线 K12 课后辅导课程，采用大班制、双师制的模式，为学生们

提供和在校教育紧密结合课后学习课程。在线课后辅导课程涵盖了中国 K12 教育的主要内容。

公司利用对学生在校学习表现的深入洞察来设计在线 K12 课后辅导课程。由于公司拥有 K12 学校校内的业务，因此课后辅导内容和学习模块能够符合当地课程和评估目标。此外，与教师、学生和家長之间的信赖关系为公司提供了大量潜在客户。在 2019 年和 2020 年上半年，无论在付费课程注册还是收费总额方面，一起教育科技成为中国五大在线 K12 大型课后辅导服务提供商之一。

### ● 用户数

截至 2019 年 12 月 31 日，中国大陆有超过 22.6 万所 K12 学校，有 1.78 亿学生。截至 2020 年 9 月 30 日，公司累计服务教师认证用户 90 多万，学生认证用户 5430 万，家长注册用户 4520 万。2020 年 1-9 月，学生校内申请量平均日活跃度达到 680 万，家长校内申请量平均月活跃度 820 万。2018 年、2019 年和 2020 年 1-9 月，校内学生平均申请量分别达到 1560 万、1410 万和 1950 万，其中 2020 年 9 月校内申请人数 2020 万，较 2019 年 9 月同比增长 27%。

### 1.3. 20Q3 调后净亏 8.71 亿人民币，K12 收入占比增长显著

2018-19 年一起教育营收分别为 3.11 亿人民币（下同）、4.06 亿元，2019 年同比增长 30.75%，在线 K12 辅导业务超过其他教育业务，成为主要收入来源。

20Q1-Q3 营收 8.08 亿元，同比增长 277.56%，主要原因是 K12 学生人数增加以及学费提高，学生人数同比增长 188.4%至 116.8 万人，中等学费同比增长 34%，体现了公司 K12 业务高效的发展策略以及提费能力。

图 3：20Q1-Q3 营收 8.08 亿元，同比增长 277.56%



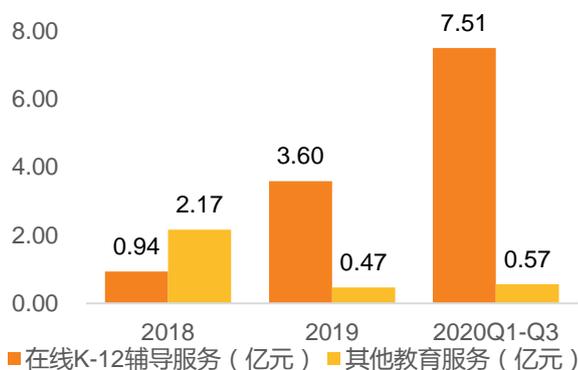
资料来源：公司招股书，天风证券研究所

具体来看，公司主要提供在线 K12 辅导以及其他教育两项服务。

其中，2018-19 年在线 K12 辅导收入分别为 0.94 亿、3.60 亿元（占比 88.51%，+58.28pct），2019 年同比增长 283%；20Q1-Q3 收入为 7.51 亿元，同比增长 312.39%，主要系 2018 年在线 K12 辅导业务仍处于早期发展阶段；

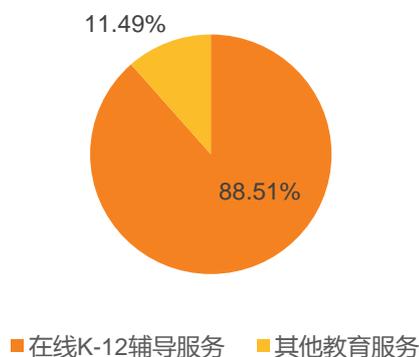
2018-19 年其他教育收入分别为 2.17 亿、0.47 亿元（占比 11.49%，-58.28pct），2019 年同比减少 78.47%；20Q1-Q3 收入为 0.57 亿元，同比增长 77.63%。

图 4：20Q1-Q3 在线 K12 辅导收入 7.51 亿元，同比增长 312.39%



资料来源：招股书，天风证券研究所

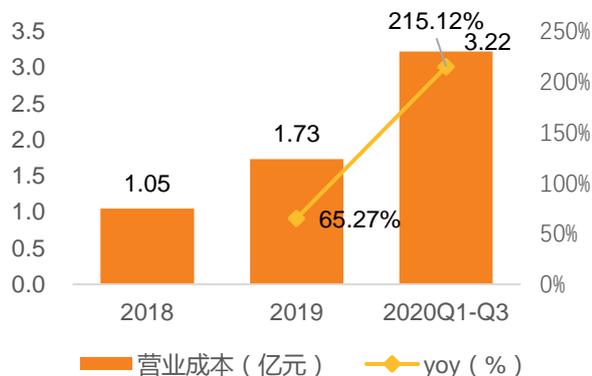
图 5：2019 年在线 K12 辅导收入占比达 88.51%



资料来源：招股书，天风证券研究所

2018-19 年营业成本分别为 1.05 亿、1.73 亿元，分别占总收入 33.8%、42.7%，20Q1-Q3 营业成本为 3.22 亿元，占总收入 39.9%，其中补偿成本占比最大，达 26.6%，主要原因是讲师及导师数量增加至 3332 人。未来随着学生人数及课程数量的增加，营业成本预计将持续增长。

图 6：20Q1-Q3 公司营业成本 3.22 亿元，同比增长 215.12%



资料来源：招股书，天风证券研究所

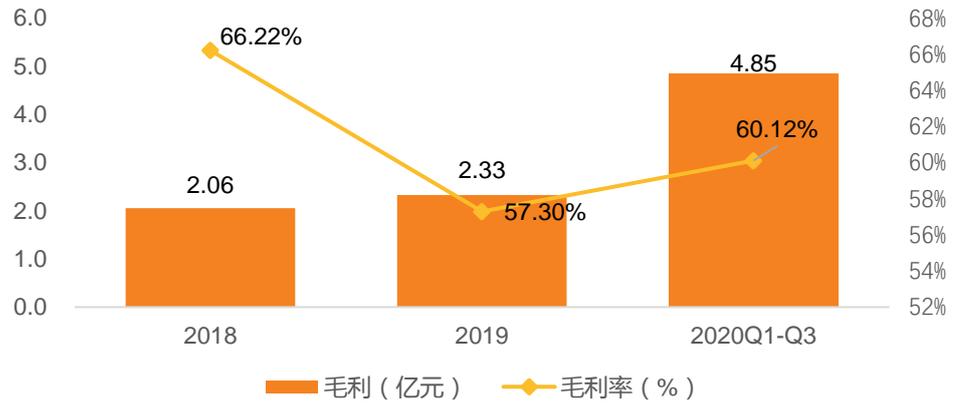
图 7：2019 年补偿成本 1.09 亿元



资料来源：招股书，天风证券研究所

2018-19 年毛利分别为 2.06 亿、2.33 亿元，毛利率分别为 66.22%、57.30%；20Q1-Q3 毛利 4.85 亿元，同比增长 334.52%；毛利率 60.12%，同比增长 7.89pct。公司毛利整体水平较高，主要系(i)业务发展；及(ii)经营杠杆改善。

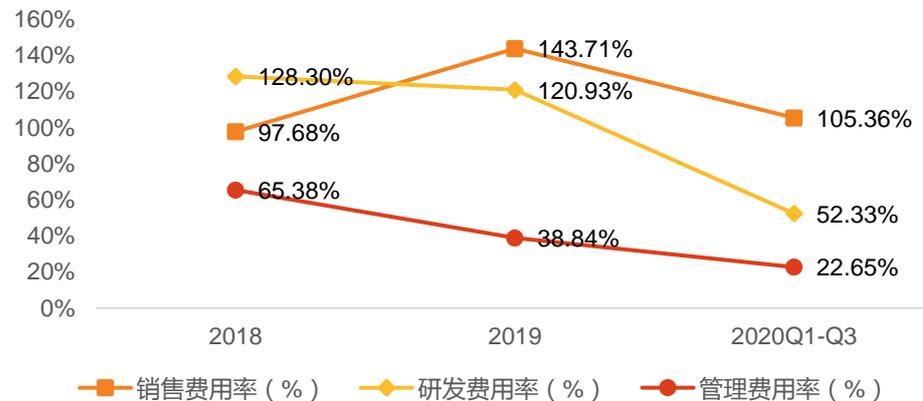
图 8：20Q1-Q3 公司毛利 4.85 亿元 (+334.52%)；毛利率 60.12% (+7.89pct)



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

公司 2018-19 年及 20Q1-Q3 期间费用率分别为 291.35%、303.48%、180.34%。其中 2019 年的管理费用率 38.84% (-26.53pct)，研发费用率 120.93% (-7.37pct)，销售费用率 143.71% (+46.03pct)。20Q1-Q3 管理费用、研发费用、销售费用分别为 1.83 亿、4.23 亿、8.51 亿元，费用率分别为 22.56%、52.33%、105.36%。其中，销售费用率较高，主要系(i)促销课程职工服务费提高；及(ii)市场营销等方面的努力。

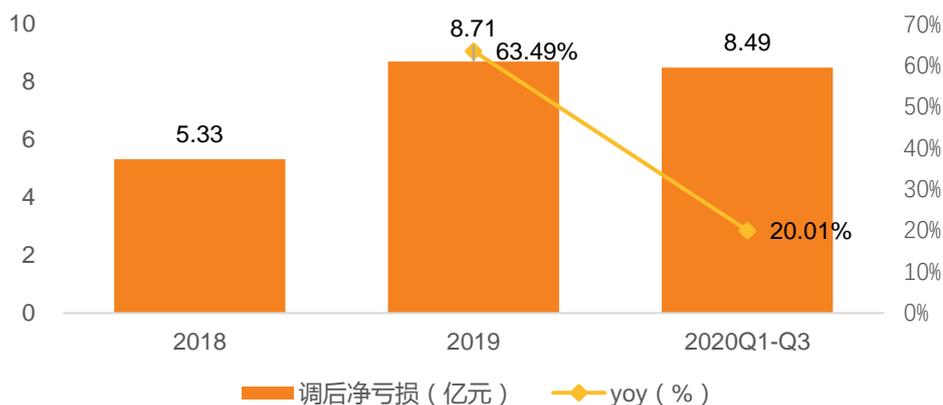
图 9：20Q1-Q3 公司管理费用率、研发费用率、销售费用率分别为 22.56%、52.33%、105.36%



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

2018-19 年公司调后净亏损分别为 5.33 亿、8.71 亿元，20Q1-Q3 公司调后净亏损 8.49 亿元，调后净利率-105.86%。

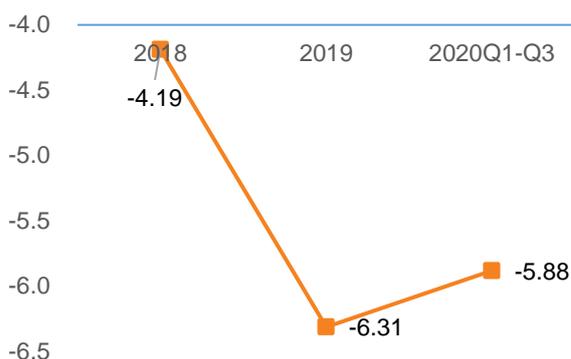
图 10：20Q1-Q3 公司调后亏损 8.49 亿元，同比增长 20.01%



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

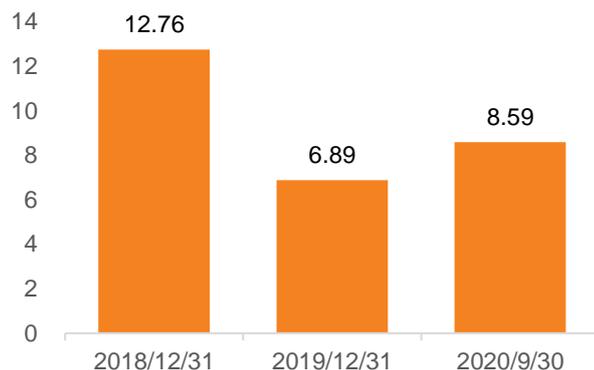
2018-19 年及 20Q1-Q3 公司经营活动产生现金流分别为 -4.19 亿元、-6.31 亿元及 -5.88 亿元；截至 2018-19 年各年底以及 20Q3 现金及现金等价物分别为 12.76 亿元、6.89 亿元及 8.59 亿元。

图 11：20Q1-Q3 年公司经营活动产生的现金流为-5.88 亿元



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

图 12：截至 2020/9/30，公司现金及现金等价物为 8.59 亿元



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

## 2. 竞争优势构筑护城河，打造一站式、交互式产品体验

### 2.1. 庞大的用户和内容库+一站式解决方案

一起教育是中国第一家将数字化作业和学业评估产品引入公立学校的公司。根据弗若斯特沙利文报告，公司现在是中国 K12 智能课堂解决方案的市场领导者，产品的平均月活跃用户数量将在 2020 年上半年超过排在其后的四家公司的总和。除了品牌认知度，已建立的用户基础和内容库，一站式的解决方案也成为进入校内学习市场的重要门槛：

**高参与度的庞大用户基础。**通过校内产品，公司与广大的教师、学生和家进行了密切互动。截至 2020Q3，每个活跃教师用户每周布置超过 8 项作业，学生的平均日活跃用户量和月活跃用户量分别达到 680 万和 1950 万，每个活跃学生用户每周使用 7 次，家长的平均月活跃用户量达到 820 万。用户群的规模和高度参与性是不断完善内容推荐引擎以提高精确度的基础。

**庞大的、专有的、本土化的内容库。**内容包括书面和多媒体作业、学术评估、教学和学习材料，与每个学校的本土化课程以及考试目标相一致。公司通过近 10 年的运作，对学生在不同学科、年级、学校和地区的学习行为有了深入了解而形成了作业和教材的全国规模本土化。内容库的本土化程度对提供高质量教育内容至关重要，并反过来提高所有利益相关者的用户忠诚度。

**高转换成本的一站式解决方案。**教师、学生和家长每天都使用公司的数字产品，跟踪学生在学习过程中的核心活动，从备课、授课、作业相关活动和学业评估，到在线监测学习进度和表现。公司应用功能齐全的 k12 学科，为用户提供一站式的解决方案，公司的用户创建了大量的关键任务数据，包括学术记录等，这增加了迁移到其他产品的转换成本。

## 2.2. “校内+课后”模式驱动在线 K12 课后辅导快速发展

**在“校内+课后”综合模式下，在线课后辅导服务与“校内智能课堂”解决方案紧密结合，全面覆盖学生的 k12 学习需求。**此外，校内和课外课程整合在一起，提供了一个全面、高效、有效的学习体验。根据弗若斯特沙利文的数据，在 2019 年和 2020 年上半年，公司迅速成为中国付费课程注册人数和总营业额排名前五的 k12 大型课外在线辅导服务提供商。

**了解学生在学校的表现，提供个性化方法。**对于使用校内产品和参加课外课程的学生，教师可以访问他们的数字学术档案，根据对校内学习数据的分析，突出他们在特定科目上存在的薄弱环节。在 2020 年 1-9 月，66%以上的付费课程报名的学生都在公司的校内学术档案。这使导师能够针对性地制定学习计划，并给出定制的作业，从而产生更大程度的个性化。

**加入本土化视角的 k12 学区课程设计。**由于智能校内课堂解决方案在中国各地的学校得到广泛应用，公司对从国家层面到个体学校的最新课程、学术评估、学习目标和学生表现都有实时的了解。鉴于中国数百个学区都有权制定课程、管理考试，公司在获取和综合这些本土化数据方面处于独特地位。公司利用这些本土化视角来指导课程材料的设计，以及讲师和导师的培训和教学方法。

图 13：公司产品矩阵



资料来源：招股书，天风证券研究所

### 2.3. 成熟的教育品牌，占据较多小学市场份额

公司已经成功把“一起”（“17”）建立一个被广泛认可的教育品牌。高度参与的行业领先社区、积极的教师、学生和家長是公司在线教育品牌认知度的关键驱动力，并为在线课后辅导课程提供了一个潜在客户池。在“校内+课后”综合模式下，通过“校内智能课堂”解决方案，公司与老师和家長建立了多年的关系。家長不仅是课程的最终购买者，也是口碑用户推荐的关键。

在学习之旅的早期阶段，与学生、老师和家長建立了良好的关系。公司在小学中拥有较多的市场份额，这不仅是中国 K12 教育领域最大的市场，而且还拥有具有潜在终身价值的用户群体。2020 年 9 月，智能校内课堂解决方案的月活跃用户学生中有 88.8% 是小学生。根据弗若斯特沙利文的报告，在 2019 年和 2020 年上半年，公司的小学生入学率在 K12 大班课后辅导在线服务提供商中名列前茅。

### 2.4. 数据优势打造差异化产品、提高运营效率

在“校内+课外”综合模式下，公司在广度、深度、关联性和连续性方面具有显著的数据优势。

**宽度：**截至 2020 年 9 月 30 日，拥有超过 5430 万的认证学生用户、4520 万的注册家長用户和 90 万的认证教师用户的行为数据。2020 年 1-9 月“校内智能教室”解决方案在中国 360 个城市的 7 万多所 k12 学校得到了应用。自 2012 年推出以来，智能课堂解决方案已经完成了超过 72 亿份家庭作业。

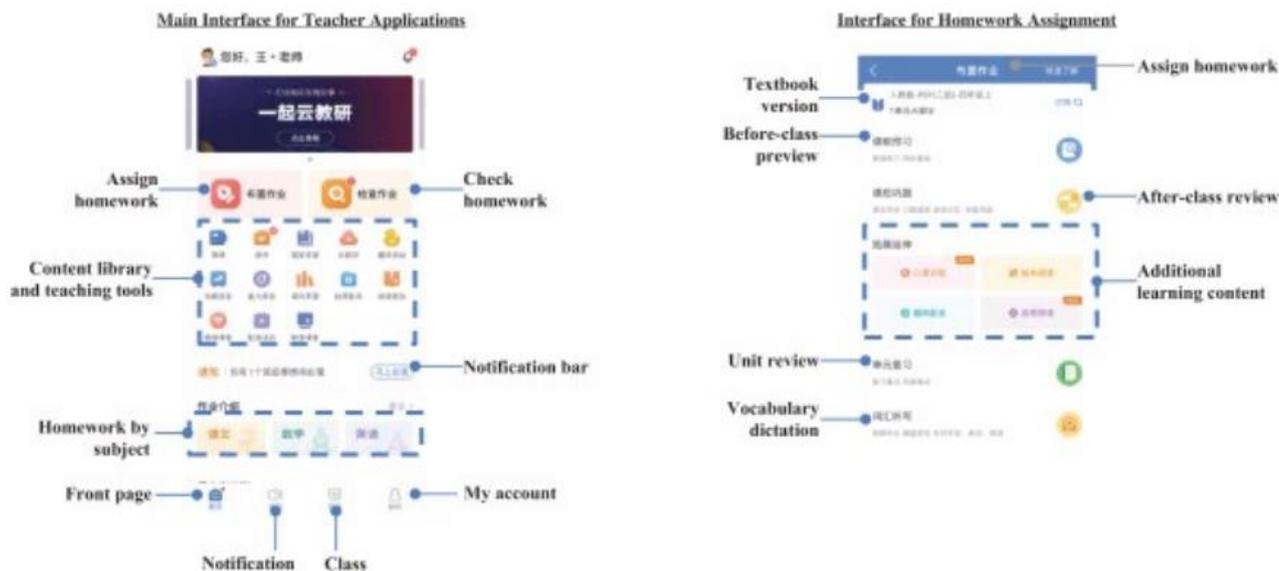
**深度：**通过产品产生的数据覆盖了学生、老师和家長在学习过程中的每个关键步骤，包括教学、家庭作业和学术评估。鉴于与用户之间频繁、高质量的互动，公司开发了一个综合数据存储库，包括学生参与度指标、学习成果和反馈，以及来自家長的意见。

**相关性：**经过验证的教师、学生和家長的网络使公司能够针对特定城市的特定地区进行针对性的数据分析，从而产生本土化的视角。

**连续性：**作为中国校内学习市场的行业先驱，公司在近十年的时间里一直收集和分析学习行为的数据，这使其相对于其他行业参与者具有显著优势。同时，积累了长期校内学习数据，使其能够更深入地了解学生的 K12 教育历程。

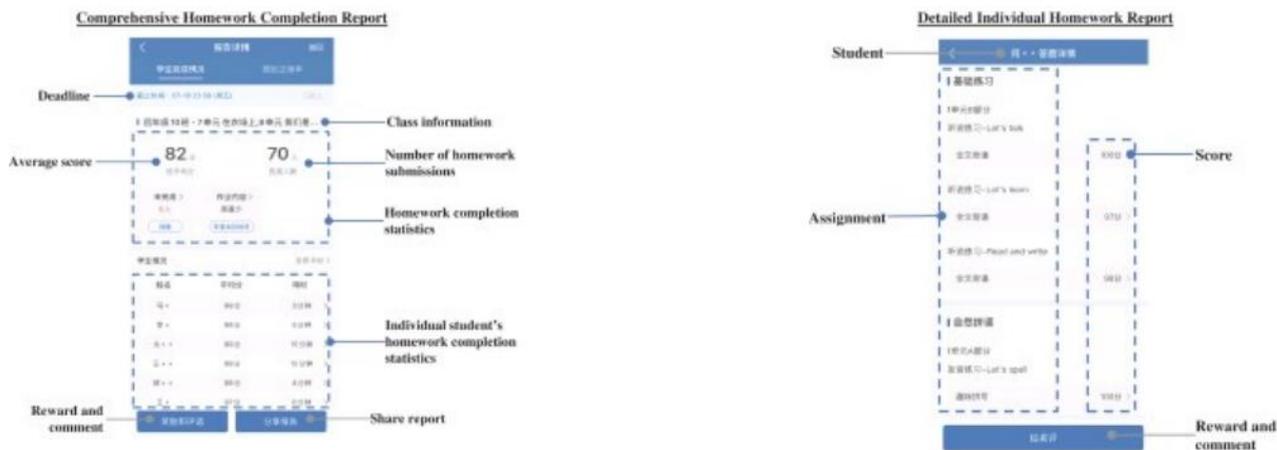
从运营的角度来看，全面的校内和课后数据为业务的各个方面提供信息。例如扩大校园足迹，为辅导课程获取用户，以及为关键战略计划分配资源。例如，公司会综合考虑学生学习习惯和评估结果的大量数据，提供有针对性的试用课程服务，能加强战略规划和执行，并推动整个公司的运营效率提高。

图 14：教师应用的布置作业相关功能



资料来源：招股书，天风证券研究所

图 15：教师应用的评价作业相关功能



资料来源：招股书，天风证券研究所

● 经验丰富的管理团队，致力教育领域与 IT 结合

管理团队具有互补的背景，拥有追求卓越的共同激情。创始人、董事长兼首席执行官刘昌华先生在教育行业拥有超过 15 年的从业经验，其中包括他在中国领先的民营教育服务机构新东方的工作经验。其他高级管理团队在教育、互联网、科技和金融领域拥有丰富的经验，曾在行业领先企业担任高管职务。

自成立以来，公司致力于将教育领域的学术严谨性和学习成果与 IT 行业的创新和创造力结合起来。将继续价值观和经验的结合，并致力于通过与教师、学生和家长共同努力，改善中国的教育，为所有人提供高质量的学习。

### 3. 中国 K12 市场具有潜力，带动在线课后辅导快速增长

#### ● 中国拥有世界上最大的 K12 教育系统

截至 2019 年 12 月 31 日，中国 K12 系统拥有 1.78 亿学生，其中包括超过 22.6 万所学校的约 1.056 亿小学生、4830 万初中和 2410 万高中生。中国学校的录取主要取决于学生在标准化入学考试中的表现，尤其是中考和高考。鉴于中国缺乏优质的教育资源，被高校录取的压力遍及整个 K12 教育。根据弗若斯特沙利文报告，2019 年有 1030 万高中毕业生参加高考，其中只有 41.8% 的人被大学录取，被中国一线大学录取的更是只有 11.1%。

中国的教育主要由公共教育系统管理，该系统由教育部以及全国各省、市、区和其他地方政府管辖。根据弗若斯特沙利文报告，2019 年，中国约有 88.8% 的 K12 学生在公立学校接受了教育。

在中国的 K12 教育系统中，学校所使用的课程、内容和评估存在很大的地区差异。由于中国 K12 教育系统存在明显的地区差异，本地化的教育内容和教学对于有效改善学生的教育成果至关重要，因此具有本地化能力的教育服务提供商受到老师、学生和家长的青睐。

2019 年中国 K12 学校的师生比例约为 15:1。总体而言，中国 K12 教师的课程表要求很高，包括课堂教学，行政工作，课程准备，家庭作业，评估和评分。除了这些日常职责外，他们还花费大量时间和精力与父母沟通，以帮助他们监控和参与孩子的学习进度。

#### ● 截至 2019 年 12 月 31 日，使用 K12 智能校园教室解决方案的用户数量达到 4350 万

近年来，中国的 K12 教育系统一直在进行快速的数字化转型。以技术为动力的智能校园教室解决方案在优化学校的运营效率和改善师生教育体验方面取得了重大进展。智能的学校教室解决方案将应用程序、软件、内容和数字服务组合在一起，用于课堂准备与授课、与家庭作业有关的活动、学术评估和其他日常活动。

在中国整个 K12 教育中，越来越多地采用 K12 智能学校教室解决方案的主要驱动因素包括：

老师、父母和学生越来越精通技术；

认识到技术和数据分析在改善教育经验和学习成果方面的力量；

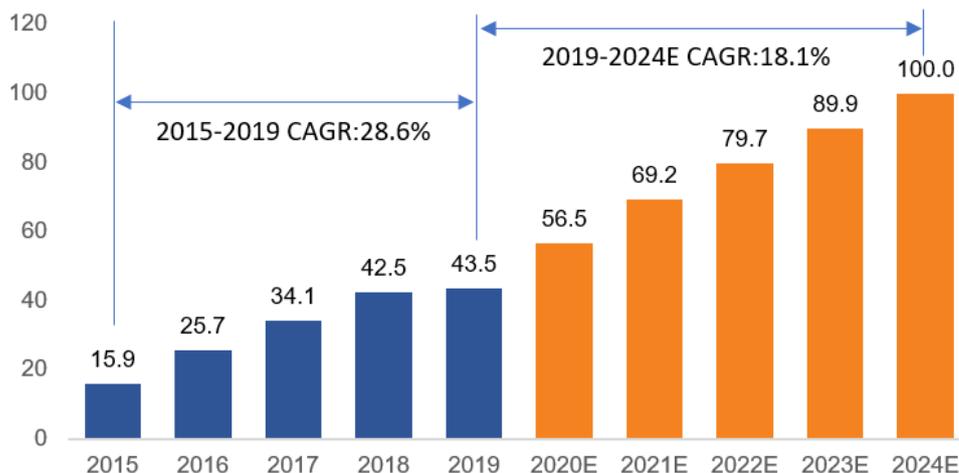
改进了 K12 智能校园教室解决方案的产品和内容；

移动互联网的普及和对连接设备的访问；

政府对教育信息化的大力支持，包括为普及公立学校教育的基础 IT 基础架构、硬件和软件进行投资。

截至 2019 年 12 月 31 日，使用 K12 智能校园教室解决方案的用户数量达到了 4350 万。到 2024 年，这一数字预计将增长至 1 亿，2019-2024E 的 CAGR 为 18.1%。2020 年上半年，中国约有 101,000 所小学，29,000 所中学和 2,700 所高中在使用 K12 智能校园教室解决方案。

图 16: K12 智能校园教室解决方案的用户数量 (单位: 百万人)



资料来源: 公司招股书, 天风证券研究所

中国的 K12 智能校园教室解决方案市场相对集中。公司是明确的市场领导者, 产品的平均 MAU 数量在 2020 年上半年超过了接下来的四个顶级企业的总和。根据弗若斯特沙利文报告, 在 2020 年上半年, 公司的智能校园教室解决方案覆盖了约 56% 的小学, 60% 的初中, 以及 7% 的高中。

- 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 年的 3030 万, 复合年增长率为 102.0%

中国的 K12 课余辅导市场包括 K12 学校提供的所有离线和在线形式的辅导服务。中国顶尖学校的激烈竞争, 推动了对 K12 课后辅导服务的需求。在过去的几年中, K12 课后辅导市场增长迅速, 这种势头有望在不久的将来持续下去。

在线课后辅导行业已经取得了明显增长, 并有望在不久的将来占据整个课后辅导市场的更大份额。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 年的 3030 万, 复合年增长率为 102.0%, 预计到 2024 年将进一步增加到 9570 万, 2019-2024E 的 CAGR 为 38.5%。

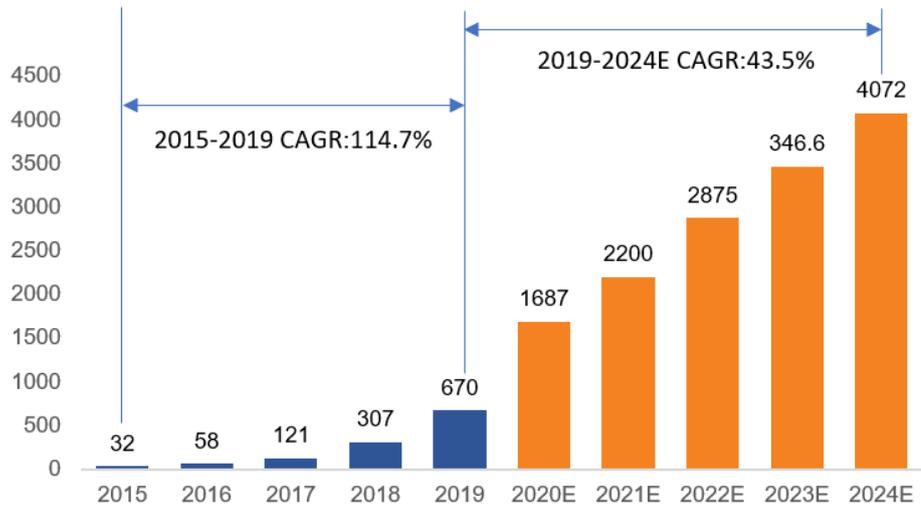
图 17: 中国在线 K12 课外辅导市场的普及率



资料来源: 公司招股书, 天风证券研究所

中国在线 K12 课后辅导市场从 2015 年的 32 亿元增长到 2019 年的 670 亿元，CAGR 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 CAGR 为 43.5%。

图 18：中国在线 K12 课后辅导服务市场的历史和预期总收入（单位：亿元）



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

#### 中国在线 K12 课余辅导市场显著增长的主要推动力包括：

对在线平台和移动应用程序的总体认可，由于技术的进步，在线课程的质量得到了显著提高，能够提供大规模定制的教育；

希望学生能够获得高质量的教育内容和老师，这是在线下无法获得的；

这一代的年轻中国父母中精通技术的人越来越多，对在线教育的需求不断增长。

#### ● 中国的低端城市在线课后辅导预计将快速增长

一级和二级城市以外地区的在线 K12 课外辅导课程占总在线 K12 课后辅导市场的比例从 2015 年的 15.0% 增长到 2019 年的 25.5%，预计到 2024 年将进一步增长到 37.0%。

#### 在线的 K12 课后辅导课程大致分为以下三种形式：

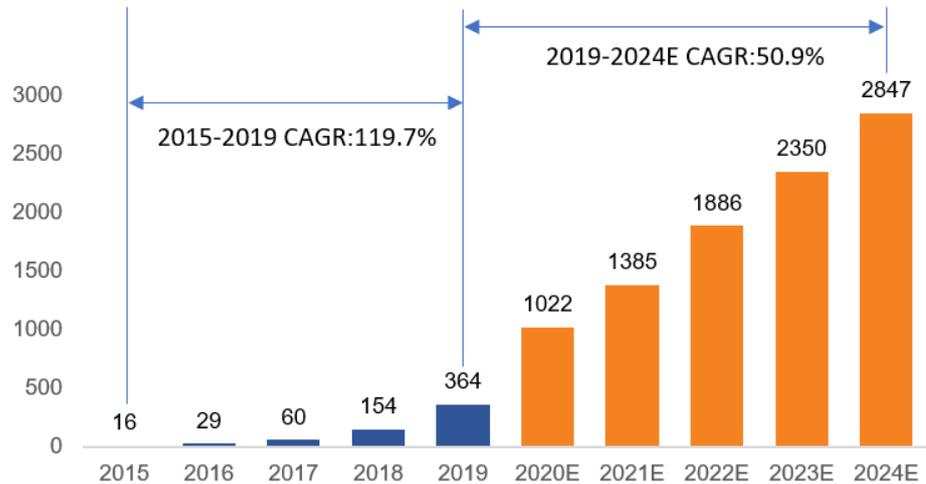
大班：大班课程每班有 100 多名学生。大班具有高度可伸缩性，最大程度地利用了高质量的教育内容和讲师，为学生群提供了标准化的教育经验；

小班：小班课程每班少于 100 名学生，通常为 2 至 30 名学生；

一对一：一对一在线课程为班级中的每一名学生分配一位老师，该课程能为每个学生的教育需求提供定制化辅导服务。

根据弗若斯特沙利文报告，大班是中国线上 K12 课外辅导市场上采用最广泛的课程，占 2019 年总入学人数的 88.0%，占总收入的 54.2%。2019 年在线大班总注册人数达到 5590 万。在线大班的总收入从 2015 年 16 亿元增至 2019 年 364 亿元，CAGR 为 119.7%，预计到 2024 年将进一步增加至 2847 亿元，2019-2024E 的 CAGR 为 50.9%。

图 19：中国 K12 在线大班课后辅导的历史和预期总收入（单位：亿元）



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

就 2019 年和 2020 年上半年的总收入和付费课程注册量而言，公司在 K12 在线大班课后辅导市场上排名第五。根据弗若斯特沙利文报告，排名前五位的市场参与者的增长速度将超过整体 K12 在线大班课后辅导市场。

#### 4. 盈利预测与估值

我们预计公司 2020-22 年收入分别为 12.8 亿、29 亿、57 亿，其中 k12 辅导收入分别为 12 亿、27 亿以及 54 亿，其他教育服务收入分别为 0.8 亿、2 亿以及 3 亿。我们对比港股美股目前相关 K12 教培公司估值，2020-21 年板块平均 PS 分别为 15x、10x。考虑到公司以下优势：

1. “校内+校外”模式新颖，在获客方面优势明显。从 2012 年起，开始为 K12 学校构建智能校内解决方案，累计为 7 万多所 K12 学校的教师、学生、家长服务，为 17 年开始公司提供 K12 课后辅导课程提供了充足的用户基础。
2. 公司产品数据优势大，用户粘性强。公司累积了庞大的、专有的、本地化的内容库，包括书面、多媒体作业、学术评估、教学、学习材料等。内容库与考试目标一致，同时便于家长了解学生的在校表现。大量关键任务数据增加了用户迁移到其他产品的转换成本。

我们给予一起教育科技 10%的 PS 估值溢价即对应 2021 年 11xPS，对应目标市值约为 319 亿人民币，约为 50 亿美金，约合 26.3 美元/股。首次覆盖，给予买入评级。

表 2：我们预计公司 2020-22 年收入分别为 12.8 亿、26.4 亿、44 亿

	2018	2019	20Q1-Q3	2020E	2021E	2022E
营业收入（亿人民币，下同）	3.11	4.06	8.08	12.80	29.00	57.00
yoy		30.75%	277.56%	215.08%	126.56%	96.55%
在线 K-12 辅导服务（亿元）	0.94	3.60	7.51	12.00	27.00	54.00
其他教育服务（亿元）	2.17	0.47	0.57	0.80	2.00	3.00
yoy		283.00%	108.88%	233.73%	125.00%	100.00%
营业成本（亿元）	1.05	1.73	3.22	4.99	10.03	16.50
yoy（%）		65.27%	215.12%	187.76%	211.45%	230.53%

毛利 (亿元)	2.06	2.33	4.85	7.81	16.37	27.50
毛利率 (%)	66.22%	57.30%	60.11%	61.00%	62.00%	62.50%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 3: 我们对比港股美股目前相关 K12 教培公司估值, 2020-21 年板块平均 PS 分别为 15x、10x

	名称	财期	市值(亿 RMB)	PS		
				2019 年	2020 年	2021 年
1797.HK	新东方在线	531	230.2	25.0	20.0	16.0
TAL.N	好未来	228	2703.9	15.8	11.8	8.4
EDU.N	新东方	531	1759.9	8.3	6.9	5.6
GSX.N	跟谁学	1231	977.1	52.8	14.0	7.5
DAO.N	有道	1231	203.8	15.7	7.5	4.2
	平均			25.5	14.7	9.7

资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 5. 风险提示

### 5.1. 激烈的行业竞争或会削弱公司核心竞争力

#### ● 行业内部存在实力雄厚的同类竞争对手

中国在线教育行业的市场竞争压力正在持续加剧, 公司将会直面国内其他同类在线教育服务机构, 进行直接竞争。这些竞争对手可能拥有更长的经营历史、更大的品牌认知度以及更广的财务、技术与营销资源。

同时, 竞争对手们可能会采用与本公司相似的课程及营销方法为学生的课后辅导提供服务, 而他们所提供的服务有可能会比本公司的课程能容更具吸引力。此外, 公司的竞争对手可能会拥有更多资源, 并且能够投入大量资金用来开发推广他们的产品和服务。因此, 公司的课程注册人数可能会因为激烈的竞争而被迫减少。

#### ● 国内知识产权保护措施尚不完善

通常情况下, 公司主要通过申请专利、版权、商标以及合同限制的方式来保护业务中所使用的知识产权。然而, 这些措施只能提供有限保护。公司的商业课程可能会被竞争对手通过第三方平台盗版销售。尽管公司目前已经采取了严格的监管措施以预防此类事件, 但监管这些未经授权使用的知识产权, 其代价始终是昂贵的。

此外, 在与员工签订合同后, 公司并不能保证所有员工都能遵守知识产权保护协议。一些教师在离职后会去其他教育机构继续使用于本公司工作时期所开发的课程内容。这种现象可能会导致现有课程吸引力下降, 进而产生业绩方面的负面影响。尽管公司已与一些教员达成协议, 禁止他们在未经授权的情况下随意使用归属本公司知识产权的课程内容, 但这并不能确保所有教员都能够自觉遵守此类协议。

#### ● 人工智能算法有可能存在缺陷

公司会通过专有的数据算法来分析评估学生的学业成果, 并在此基础上生成个性化的推荐方案以供教师进行差异化教学。虽然公司在算法的开发和持续改进方面投入了大量资金,

但这并不能保证所有的数据分析结果不存在任何缺陷。

事实上，即使算法设计得当，其产品性能也可能受到数据质量和体量方面的不当影响，进而产生错误。随着公司业务不断扩张以及学员数量的显著增长，公司所处理的数据变量正在不断扩大，其必须处理的计算流程正变得越来越复杂，当体量不断增长时，算法缺陷将会不可避免地暴露出来。

此外，智能 AI 程序是公司在学校课堂解决方案中的一个重要组成部分。这些程序可以用于解决诸如自动支持、语音识别、语法错误检测等复杂性问题。然而，当此类程序陷入故障时，公司可能会消耗大量经费用以修复其算法中的任何缺陷，同时，它们存在无法被修复的可能性。虽然到目前为止，项目还没有遇到过任何实质性的缺陷，但公司并不能保证 AI 算法是完美无缺的。一旦出现实质性缺陷并且无法修复的话，消费者可能对公司的产品和课程失去信心，进而引发严重的声誉损害和市场份额损失。

## 5.2. 国内业务可能会受新法及监管影响

### ● 国内智能在线教育领域监管要求存在不确定性

中国的互联网产业和教育产业受到中国政府的高度监管。作为一家基于互联网的教育服务提供商，公司必须在国内获得所有必要的批准和相关许可，并使所有的注册都适用于中国业务后，方可开始经营。然而，由于国内的相关法律法规还处在发展时期，来自不同部门的政府当局有可能会对于同一个问题予以不同解释。因此，公司在进行国内各类在线教育服务的经营许可证申请时将会面临不确定性。

目前公司无法保证自己可以及时获得所有所需的批准及许可证，同时也无法保证自己可以及时完善在线教育服务所需的所有文件、记录、更新、范围扩大和注册事宜。因为中国当局在解释、执行和执行相关规则和条例方面可能有很大的酌处权，公司无法控制其他因素。此外，如果公司未能及时取得或续领任何许可证书，或未能及时完成必要的文件、记录、续领或注册，相关部门可能会进行罚款并没收违规业务所得，要求赔偿学生或其他有关方面所遭受的任何经济损失。

### ● 结构和业务运作可能受到新颁布的外国投资法的影响。

2019年3月15日，全国人民代表大会颁布了《外商投资法》，于2020年1月1日生效。由于此法较新，因此在解释和执行方面存在不确定性。《外国投资法》没有明确划分通过合同安排控制的可变利益实体如果最终由外国投资者“控制”，是否被视为外国投资企业。但是，“外国投资”定义下的所有规定，包括外国投资者通过法律、行政法规或国务院规定的其他手段在中国进行的投资，都有一个重点。因此，今后的法律、行政法规或国务院的规定是否仍有余地将合同安排作为外国投资的一种形式，公司合同安排是否将被视为违反在中华人民共和国的外国投资市场准入要求，如果是，目前还未找到解决方法。

《外国投资法》给予外国投资实体国民待遇，但在商务部、商务部和国家发展改革委员会共同颁布的《外国投资准入特别管理办法（负面清单）》中规定“限制”或“禁止”外国投资的行业经营的外国投资实体除外。《外国投资法》规定，外国投资实体被禁止在“被禁止的”行业经营，如果在“被禁止的”行业经营，将需要中国有关政府当局的市场准入许可和其他批准。2019年12月26日，最高人民法院发布了《外国投资法适用若干问题解释》，即《外国投资法解释》，自2020年1月1日起施行。根据《国际自由条约》的解释，如果发现为在负面清单下对“被禁止的行业”进行投资或为在“限制行业”进行投资而未满足负面清单所列条件，则法院将支持任何关于使投资协议无效的主张。如果通过合同安排对公司 VIE 的控制被认为是未来的外国投资，而公司 VIE 的任何业务在当时生效的“负面清单”下被“限制”或“禁止”的话，公司可能会被认定违反了“外国投资法”，允许控制 VIE 的合同安排可能被认为是无效和非法的，藉此，公司可能会被要求调整这种合同安排和/或重组业务活动，而其中任何一项都可能对公司业务运作产生重大不利影响。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com