

2019 年 07 月 30 日

传媒

从跟谁学、新东方在线透视 K12 在线教育的盈利逻辑

■在线教育存在四大痛点，平台型机构难以盈利。在线教育因其互联网属性，存在以下四大痛点：获客成本高、师资及内容缺乏且教学效果低、用户付费意愿及转化率、盈利模式仍待验证。从提供的教育产品及企业基因来看，在线教育机构可以分为三大类，即工具型、平台型、内容型。1) 工具型机构以工具类产品起家，通过其已经积累的高流量的工具成为导流入口，逐渐向上下延伸服务场景，推出定制化服务或者是在线辅导类课程产品；2) 平台型机构获客成本高，在未成为垄断性平台之前，难以实现盈利；3) 内容型机构本质是以输出内容进行变现，主要以录播或直播的形式。

■技术加持有望兼顾用户的教学效果与机构的盈利诉求。从 K12 线下教育的主流班型演变轨迹来看，大班课最先成为主流，随后一对一服务顺势出现，目前小班课逐渐成为主流。从“大班课”到“一对一”，背后是用户教育消费升级的体现；从“一对一”到“小班课”，背后是教育机构的盈利诉求。借鉴线下思维，线上教育班型也大致遵循“大班——一对一——小班”这一演变逻辑。三种班型模式若要高效的从线下迁移到线上，大班课需要解决网络带宽的技术问题，一对一需要解决师资供应的人力问题，而小班课需要解决线上组班与授课的教研问题。科技（带宽、VR 等）加持将作用于内容、产品、流量、服务、变现等教育产业的诸多方面，带来边际效应，有望兼顾用户的教学效果与机构的盈利诉求，小班课或许不是在线教育的最终模式。

■看好内容驱动型机构、在线双师直播大班课的发展。1) 用户对优质教育内容付费意愿强，商业变现链条较短。非一线城市的教育资源仍稀缺，在线教育机构以线上方式向低线城市普及教育内容的经济效益更高；拥有优质教育资源的新东方、好未来、中公教育等依托线下教研资源与资本实力布局在线教育，线下内容的数字化将扩大教育产品的覆盖面，为其来增量贡献。2) 一对一模式规模不经济，班课未来仍是主流。在线双师直播大班课是之前的大班直播模式的改良，一定程度上弥补了大班课服务精细度方面的短板。未来技术将带来新一轮产业升级，优化教学、服务等场景，提高企业规模化能力，赋予行业更大成长空间。

■投资建议：在线教育作为教育与科技融合的形式之一，发展势头强劲，我们看好内容驱动型机构、在线双师直播大班课的发展。建议关注 K12 领域头部在线教育机构的新东方在线、好未来（学而思网校），聚焦在线双师大班课模式教学的跟谁学，以及具备线上化拓展能力的立思辰（旗下在线教育平台诸葛学堂拥有优质内容，且语文培训更适合线上

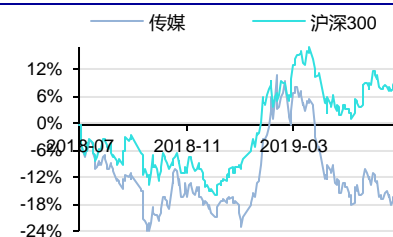
行业专题报告

证券研究报告

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票 目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-5.50	-8.05	-20.62
绝对收益	-4.75	-9.55	-10.97

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001
jiaojuan@essence.com.cn
021-35082012

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005
sudy@essence.com.cn
021-35082325

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519010001
liuwz@essence.com.cn
021-35082109

陈冠呈

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518080004
chengc@essence.com.cn

杜一帆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518080002
duyf1@essence.com.cn
021-35082088

相关报告

大众出版行业再添精兵：中信出版基本面梳理与同业比较 2019-07-04
教育月观点 07 期：高中改革指向的综合素质评价，重视德育、长板 2019-06-30
教育月观点 06 期：BAT 等巨头持续布局教育方向 2019-06-02
A 股教育板块 2018 年年报总结及月观点 05 期：内生增速略超预期 2019-05-06
流媒体内容形态升级及云游戏发展模式探讨 2019-04-21



化)。

■风险提示：在线教育监管趋严、行业竞争加剧致使获客成本大幅增长、技术迭代低于预期。

内容目录

1. 在线教育：技术加持下，看好在线双师直播大班课的发展	5
1.1. 供需格局：监管政策风险尚存，行业供需持续旺盛	5
1.1.1. 鼓励与监管并存，新意见出台规范 K12 在线教育	5
1.1.2. K12 用户基数大，辅导需求刚性且持续	6
1.1.3. 细分赛道教育产品丰富且竞争激烈	8
1.2. 盈利逻辑：技术加持下的直播大班课或是突破点	10
1.2.1. 在线教育存在四大痛点，平台型机构难以盈利	10
1.2.2. 技术加持有望兼顾用户的教学效果与机构的盈利诉求	11
1.2.3. 看好内容驱动型机构、在线双师直播大班课的发展	13
2. 以跟谁学、新东方在线、学而思网校为列分析 K12 在线教育业务模式	14
2.1. 跟谁学：聚焦在线双师大班课模式，突破 K12 在线教育盈利困境	14
2.1.1. 技术驱动型在线教育平台，2018 年实现扭亏为盈	14
2.1.2. 主营 K12 课外在线辅导，付费课程注册人次快速增长	15
2.2. 新东方在线：新东方旗下综合型在线教育品牌	17
2.2.1. 全学段、多领域布局在线教育行业	17
2.2.2. 立足大学教育，发力 K12 教育	19
2.3. 学而思网校：以 K12 课程为主，线上业务发展迅速	20
3. 综合对比分析：新东方在线规模效应明显，跟谁学成长能力突出	21
4. 投资建议	23
5. 风险提示	23

图表目录

图 1：2016-2020E 在线教育用户规模及增长率	7
图 2：2014-2018 年 K12 各阶段在校生人数	7
图 3：中国 K12 在线教育市场规模及增速	8
图 4：中国 K12 在线教育用户规模及渗透率	8
图 5：2018 年教育行业融资分布	9
图 6：在线教育机构的三大类型	11
图 7：K12 课外培训主流班型演变逻辑	12
图 8：传统教育行业下的效益成本曲线	13
图 9：技术加持下的教育行业效益成本曲线	13
图 10：5G 智能教育试点照片	14
图 11：跟谁学历史沿革	14
图 12：2017Q1-2019Q1 跟谁学营业收入及增长率	15
图 13：2017Q1-2019Q1 跟谁学净利润及增长率	15
图 14：2017Q1-2019Q1 跟谁学利润率	15
图 15：2017-2019Q1 跟谁学费用率	15
图 16：2017-2019Q1 跟谁学营收结构	16
图 17：2017-2019Q1 跟谁学学生总人数	17
图 18：2017-2019Q1 跟谁学付费课程注册人数	17
图 19：2017-2019Q1 跟谁学客单价	17
图 20：新东方在线历史沿革	18
图 21：2016-2019H1 新东方在线营业收入及增速	18

图 22：2016-2019H1 新东方在线净利润及增速.....	18
图 23：2016-2019H1 新东方在线利润率	19
图 24：2016-2019H1 新东方在线费用率	19
图 25：2016-2019H1 新东方在线各业务报名流水占比	19
图 26：2019H1 新东方在线各业务报名流水及增速.....	19
图 27：2013-2019 财年好未来线下与线下业务收入规模及增速.....	21
图 28：2013-2019 财年好未来营收结构	21
表 1：2018 年在线教育相关政策文件梳理	5
表 2：对教育部等六部门关于规范校外线上培训的实施意见的解读.....	6
表 3：部分教育机构线上与线下课程价格对比.....	6
表 4：2018 年度教育领域十大投融资案例	9
表 5：在线教育领域主要上市公司.....	10
表 6：跟谁学在线教育平台覆盖课程.....	16
表 7：新东方在线旗下四大平台提供三大类课程.....	19
表 8：2016-2019H1 新东方在线各类课程的付费学生人次（单位：千人）	20
表 9：学而思网校覆盖课程.....	20
表 10：在线教育平台课程价格对比.....	22
表 11：在线教育上市公司销售费用率及获客成本统计.....	22

1. 在线教育：技术加持下，看好在线双师直播大班课的发展

1.1. 供需格局：监管政策风险尚存，行业供需持续旺盛

1.1.1. 鼓励与监管并存，新意见出台规范 K12 在线教育

国家推动“互联网+教育”新业态发展。2016年2月，科技部、财政部及国家税务总局联合发布《国家重点支持的高新技术领域》列表，互联网教育被列入其中，享受税收等优惠。2017年1月，国务院印发《国家教育事业发展规划“十三五”规划》，提出到2020年教育现代化取得重要进展，鼓励民间资本以多种方式进入教育领域。

2018年教培领域监管收紧，线上线下同步规范。2018年8月31日，全国人大常委会表决通过《电子商务法》，指出“国家平等对待线上线下商务活动”，意味着政府不会再对互联网行业持观望与宽容的态度，而是不区分线上线下，同步规范。2018年11月，《关于健全校外培训机构专项治理整改若干工作机制的通知》提出要“按照线下培训机构管理政策，同步规范线上教育培训机构”，线上政策趋严将整顿尾部、不规范的企业，对于行业的长期发展，尤其是头部公司利好。K12校内教育由教育部直接管辖，受到政策影响较早，2018年12月教育部发布《关于严禁有害APP进入中小学校园的通知》前后，进校类APP在全国范围受到了监测核查，部分违规APP被责令停止运营、责令关闭问题板块、给予罚款或下架。

表 1：2018 年在线教育相关政策文件梳理

发布时间	发布机构	政策文件	文件简介
2018.8	司法部	《中华人民共和国民办教育促进法实施条例(修订草案)(征求意见稿)》	利用互联网技术在线实施学历教育的民办学校，应当取得同级同类学历教育的办学许可和互联网经营许可。利用互联网技术在线实施培训教育活动、实施职业资格培训或者职业技能培训活动的机构，或者为在线实施前述活动提供服务的互联网技术服务平台，应当取得相应的互联网经营许可，并向机构住所地的省级人民政府教育行政部门、人力资源社会保障部门备案，并不得实施需要取得办学许可的教育教学活动。实施培训教育活动的互联网技术平台，应当对申请进入平台的机构或者个人的主体身份信息进行审核和登记。
2018.8	教育部等八部委	《综合防控儿童青少年近视实施方案》	严禁学生将个人手机、平板电脑等电子产品带入课堂，带入学校的要进行统一保管。学校教育本着按需的原则合理使用电子产品，教学和布置作业不依赖电子产品，使用电子产品开展教学时长原则上不超过教学总时长的30%，原则上采用纸质作业。
2018.11	教育部等三部委	《关于健全校外培训机构专项治理整改若干工作机制的通知》	强化在线培训监管。省级教育行政部门要做好面向中小学生的利用互联网技术在线实施培训教育活动的机构备案工作，按照线下培训机构管理政策，同步规范线上教育培训机构。线上培训机构所办学科类培训班的名称、培训内容、招生对象、进度安排、上课时间等必须在机构住所省级教育行政部门备案，必须将教师的姓名、照片、教师班次及教师资格证号在其网站显著位置予以公示。省级教育行政部门要联合工信、网信等相关部门，加强对线上培训内容的监管，确保培训质量。
2018.12	教育部	《关于严禁有害APP进入中小学校园的通知》	立即开展全面排查，凡发现包含色情暴力、网络游戏、商业广告及违背教育教学规律等内容的APP要立即停止使用，要将涉嫌违法违规的APP、微信公众号报告当地网络信息管理和公安部门查处。要采用多种方式提醒家长慎重安装使用面向中小学生的APP。各地要建立学习类APP进校园备案审查制度，按照“凡进必审”“谁选用谁负责”“谁主管谁负责”的原则建立“双审查”责任制。

资料来源：司法部、教育部等官网，安信证券研究中心

2019年7月15日，教育部等六部门发布关于规范校外线上培训的实施意见，在线教育已被正式纳入监管范围。《意见》指出，2019年12月底前完成对全国校外线上培训及机构的备案排查；2020年12月底前基本建立全国统一、部门协同、上下联动的监管体系，基本形成政府科学监管、培训有序开展、学生自主选择的格局。《意见》从备案审查、内容、师资等方面具体规范在线教育。我们认为，对于在线教育的监管此前已有预期，规范的意义不在于压缩在线教育发展空间，而在于肃清产业发展乱象，更有利于优质教育资源普及，预计之后将逐步形成长效规范机制。

表 2：对教育部等六部门关于规范校外线上培训的实施意见的解读

政策相关内容摘要	政策影响解读
<p>规范校外线上培训是巩固校外培训治理成果的必然要求。近年来，校外培训从线下向线上迅速发展，同时也出现了一些突出问题，主要表现在：有的培训平台存在低俗有害信息及与学习无关的网络游戏等内容；<u>超标超前</u>，不符合教育规律；学科类<u>培训人员素质参差不齐</u>；有的培训<u>预付费过高</u>、合理退费难。</p> <p>备案审查重点。按照《国务院办公厅关于规范校外培训机构发展的意见》要求，结合线上培训扁平化、覆盖广、规模大、变化快等特点，<u>认真开展备案工作</u>。省级教育行政部门要结合本地实际，根据“减证便民”的原则，明确备案内容和要求，<u>重点是对培训机构、培训内容和培训人员等进行备案</u>。学科类培训人员备案材料主要包括：基本信息、<u>教师资格证明</u>。</p> <p>内容健康。培训内容要传播正确价值观，课程设置符合中小学生身心发展规律和认知能力。<u>培训内容和培训数据信息须留存 1 年以上，其中直播教学的影像须留存至少 6 个月</u>。</p> <p>时长适宜。线上培训应当根据学生年龄、年级合理设置课程培训时长，每节课持续时间不得超过 40 分钟，课程间隔不少于 10 分钟。<u>面向境内义务教育阶段学生的直播类培训活动结束时间不得晚于 21:00</u>。</p> <p>师资合格。具有完善的招聘、审查、管理培训人员的办法，师资队伍相对稳定，<u>不得聘用中小学在职教师</u>。要在培训平台和课程界面的显著位置公示培训人员姓名、照片和教师资格证等信息，公示外籍培训人员的学习、工作和教学经历。</p> <p>经营规范。严格执行国家关于财务与资产管理的规定，在培训平台的显著位置公示收费项目、标准及退费办法。按课时收费的，每科不得一次性收取超过 60 课时的费用；按培训周期收费的，不得一次性收取时间跨度超过 3 个月的费用。</p> <p>加强公共服务。建设全国中小学生网络学习平台。各地教育行政部门要积极探索搭建在线辅导免费服务平台，组织遴选优秀教师发挥自身教育特长和优势，帮助解决学生学习过程中的困难和问题，发展学生兴趣和特长。<u>有条件的地区和学校可以购买优质线上教育资源和服务</u>。</p>	<p>注意关键词“有害信息、超标、培训人员素质、退费问题”，部分在线教育机构的确实存在此类问题，是目前政策整治的重点。预计近一两年在线教育将成为继线下 K12 培训机构之后又一个被严查的领域。</p> <p>审查的内容较多，包括 ICP 在内的证照必须齐全；课程内容与线下机构相同，意识形态与内容同样要受到严控；教师资格证包括外教的资格的要求也会越来越明确，这对于在线教育机构在成本方面的挑战加大，尤其是语培机构。</p> <p>内容的监管是核心，教学影像保留时间有严格要求。</p> <p>面向境内义务教育阶段学生的直播类培训活动结束时间不得晚于 21:00，学生在线选课的时间段被压缩。</p> <p>在职教师不能参与在线教育，部分机构在雇佣在职教师的做法被禁止；且教师资格证需要明示，此已多次重申。</p> <p>收费限制将对在线教育机构的现金流产生影响，预计还未营利的在线教育现金流将更加紧张。</p> <p>利好部分在线教育课程体系的政府采购。</p>

资料来源：教育部官网，安信证券研究中心

1.1.2. K12 用户基数大，辅导需求刚性且持续

相较于传统线下教育，一方面，在线教育不受时间与空间上的限制，学生与老师可以在多种场景中开展教学过程，学生可以较为方便的获取优质教育资源，同时课程内容公开透明，且可以随时回放，利于学生进行课程复习；另一方面，在线教育价格较低，性价比高。以 K12 学科辅导为例，对比各大教育品牌的线下与线上课程价格，总体上线上课程单价约为线下课程的 50%。

表 3：部分教育机构线上与线下课程价格对比

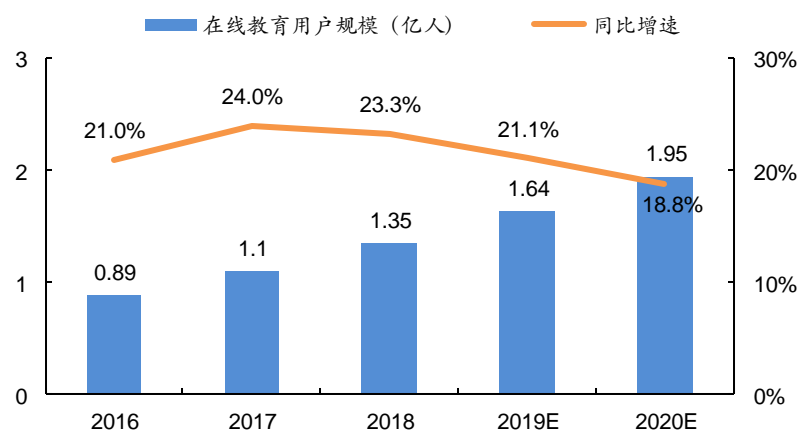
教育品牌	授课形式	课程单价 (元/小时)	课程总价	课时 (小时)	课次	每次课时长 (分钟)	备注
学而思	线上	46	1000	22	10	130	数学人教引航班全国版（六年级）
	线上	46	1500	33	15	130	数学勤学班全国版（六年级）
	线下	103	3845	38	15	150	数学暑期培训班·勤思双师（六年级），北京
	线下	103	3845	38	15	150	数学暑期培训班·敏学双师（六年级），北京
新东方	线上	40	1280	32	16	120	英语秋季全国版周日班（六年级）
	线上	40	1280	32	16	120	英语秋季全国版周五班（六年级）
	线下	96	860	9	3	180	英语精进秋季班（六年级），北京
	线下	96	860	9	3	180	英语好学好秋季班（六年级），北京
立思辰大 语文	线上	73	1100	15	10	90	大语文三升四年级·暑假
	线上	113	2030	18	12	90	思晨写作班一阶暑（三、四年级）
	线下	112	3570	32	16	120	三年级中外文学故事，北京
	线下	112	3350	30	12	150	庖丁阅读三阶暑期班（六年级），北京

高思教育	线上	40	594	15	30	30	数论、计数、数字谜专题（六年级），录播
	线上	40	420	11	21	30	思泉语文网课班暑期课程（三年级），录播
	线下	98	3920	40	16	150	数学培训班·高效卓识（六年级），北京
	线下	111	3320	30	12	150	语文培训班·卓识（三年级），北京
卓越教育	线上	67	1750	26	13	120	卓越大语文直播课程唐朝文化课（三、四年级）
	线上	58	1625	28	14	120	卓越大语文直播课程先秦文化课（五、六年级）
	线下	108	2980	28	15	110	卓越大语文翰林班（四年级），广州
	线下	108	2980	28	15	110	卓越大语文经纶班（六年级），广州

资料来源：各教育机构官网、APP，安信证券研究中心

在线教育因其灵活便捷、资源丰富、性价比高等优势，逐渐被用户接受与认可。根据艾瑞咨询，2018 年在线教育用户规模已达到 1.35 亿人（包括 K12、大学及其他年龄段），同比增长 23.3%，同时预测未来两年仍将保持增长态势，2020 年在线教育用户将达到 1.95 亿人。

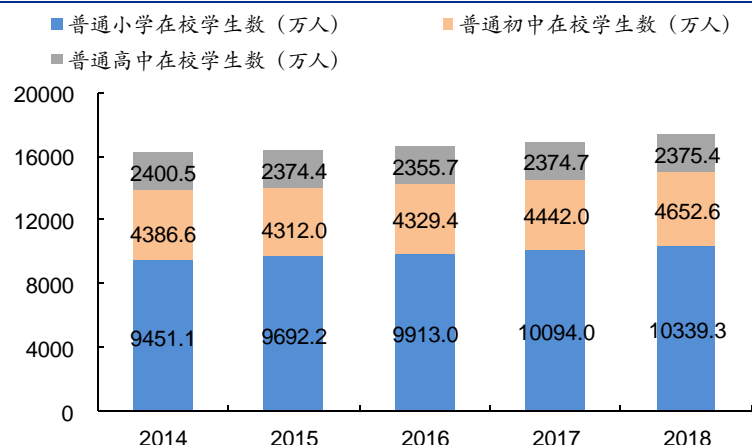
图 1：2016-2020E 在线教育用户规模及增长率



资料来源：艾瑞咨询，信证券研究中心

K12 在校生基数大，辅导需求刚性且持续。根据教育部数据，2018 年 K12 阶段在校生总人数达 1.73 亿人，其中普通小学在校生为 1.03 亿人，普通初中在校生为 4652.6 万人，普通高中在校生为 2375.4 万人，庞大的 K12 学生基数长期稳定，夯实教培行业发展基础。应试压力及提分需求下，学科辅导仍然为 K12 在线教育用户首选课程，用户占比超八成（艾媒咨询），且变现模式最为清晰。

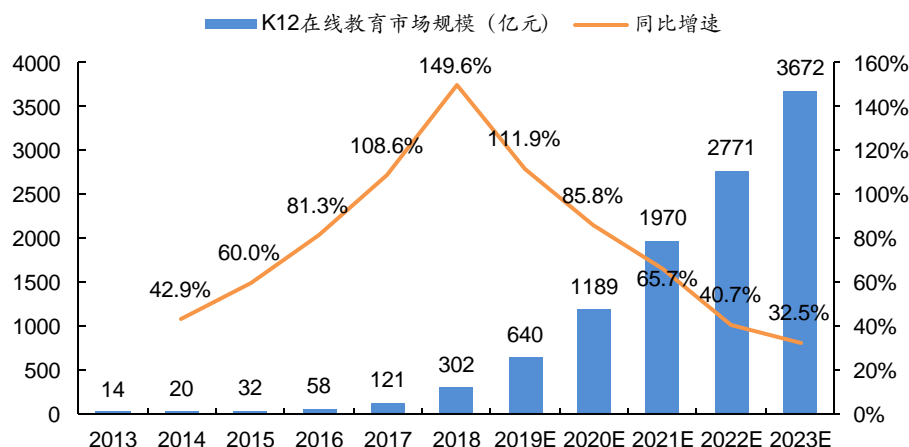
图 2：2014-2018 年 K12 各阶段在校生人数



资料来源：教育部，安信证券研究中心

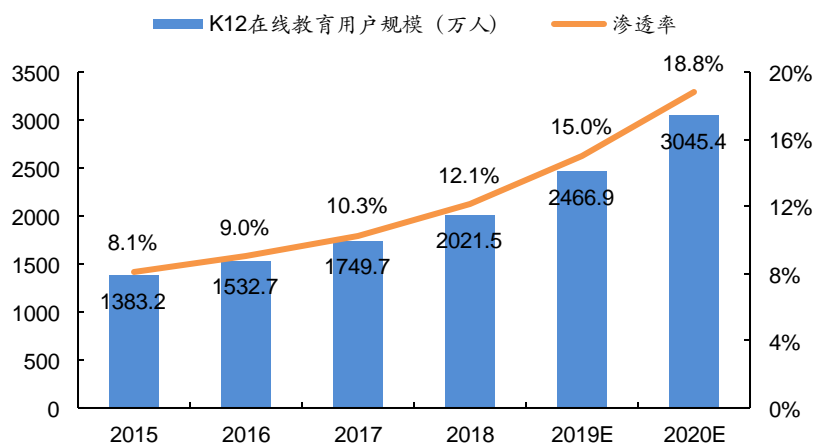
K12 在线教育渗透率逐步提升，2023 年市场规模预计达到 3672 亿元。在中考、高考的考核模式下，整体 K12 教育市场呈现出较为强烈的刚性需求，根据艾瑞咨询，中国在线 K12 在线教育用户的渗透率预计将从 2018 年的 12.1% 提升至 2020 年的 18.8%。用户对在线教育的接受度不断提升、在线付费意识逐渐养成以及线上学习体验与效果的提升是在线教育市场规模持续增长的主要原因。中国在线 K12 市场规模从 2013 年的 14 亿元增长 2018 年的 302 亿元，预计 2023 年将进一步增加至 3672 亿元，复合年增长率为 64.8%。

图 3：中国 K12 在线教育市场规模及增速



资料来源：Frost & Sullivan，安信证券研究中心

图 4：中国 K12 在线教育用户规模及渗透率



资料来源：艾媒咨询，安信证券研究中心

相较于三四线城市，一线城市拥有最优质的教育资源，K12 课外培训渗透率高，根据艾媒咨询，一线城市的用户比例 (50.4%) 远高于二三线城市 (分别为 35.6%、21.1%)。在线教育以互联网为载体，在一定程度上解决了传统教育的地理空间限制难题以及师资覆盖的问题，未来在线教育将向三四线城市纵深化发展，拓展更多用户的同时，也助力实现教育公平。

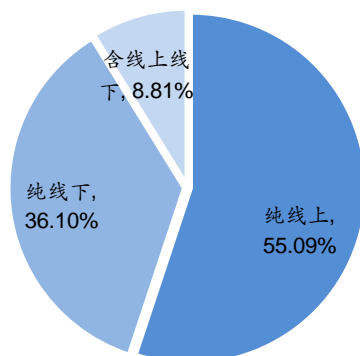
1.1.3. 细分赛道教育产品丰富且竞争激烈

各细分赛道竞争者众多，市场集中度较低。在线教育范围较为宽泛，横向可按学段分为早幼教、K12 教育、高等教育及职业培训，纵向可以大致划分为学科辅导、语言学习及素质教育。在众多细分领域中，各赛道参与者众多。根据艾瑞咨询，2017 年中国在线教育市场 CR4 为

6.5%，整体仍呈现高度分散的特征。

根据鲸媒体，2018 年教育行业融资事件金额最高的前十名公司分别为优必选、美杰姆、VIPKID、作业帮、华尔街英语、猿辅导、知乎、一起教育科技、VIP 陪练、柯南成功文化产业集团有限公司，其中在线教育领域融资事件为 6 起。总体来看，2018 年的融资项目中，纯线上的教育项目占比达到了 55.09%，纯线下的教育项目占比为 36.10%，在线教育仍备受资本关注。

图 5：2018 年教育行业融资分布



资料来源：鲸媒体，安信证券研究中心

表 4：2018 年度教育领域十大投融资案例

获投公司名称	轮次	交易金额	投资方	公司业务	细分赛道
优必选	C 轮	8.2 亿美元	腾讯、工商银行、海尔、民生证券、澳洲电信 (Telstra)、居然之家、泰国正大集团、民生银行、宜信集团、中广核、铁投集团、松禾资本、鼎晖资本	人形智能机器人研发商	其他
美杰姆	收购	33 亿元人民币	三垒股份	早幼教	早幼教
VIPKID	D+ 轮	5 亿美元	投资管理机构 Coatue、腾讯公司、红杉资本中国基金、云锋基金	在线少儿英语平台	语培留学
作业帮	D 轮	3.5 亿美元	投资管理机构 Coatue、高盛、春华资本、红杉中国、GGV 纪源资本、襄禾资本、天图投资、NEA、泰合资本等	K12 在线教育平台	K12
华尔街英语	并购	3 亿美元	霸菱亚洲、中信资本	英语培训机构	语培留学
猿辅导	F 轮	3 亿美元	腾讯公司、华平投资集团、经纬中国、IDG 原有股东	在线 K12 教育机构	K12
知乎	E 轮	2.7 亿美元	尚城资本、今日资本、阳光保险、高盛集团 (中国)、腾讯、光源资本	网络问答社区	泛教育类
一起教育科技	E 轮	2.5 亿美元	Temasek 淡马锡、中信产业基金、顺为资本	K12 师生家长互动 在线作业平台	K12
VIP 陪练	C 轮	1.5 亿美元	老虎环球基金、腾讯、兰馨亚洲、金沙江创投、蓝驰创投、长石资本、北京华联长山兴等	在线音乐教育平台	素质教育
河南成功文化产业集团有限公司	收购	8.8 亿元人民币	文化长城	河南最大驾校	职业教育

资料来源：鲸媒体，安信证券研究中心

纯在线教育上市公司已达 6 家。近年来在线教育领域头部机构陆续上市，包括职业培训的正保远程教育（美股）与尚德机构（美股）、语言学习的 51Talk（美股）与流利说（美股）、综合赛道的新东方在线（港股）、K12 培训赛道的跟谁学（港股）。另有沪江教育科技于 2018

年 7 月向港交所提交招股书，以及好未来旗下学而思网校专注于 K12 在线培训。其中正保远程教育、新东方在线、跟谁学在 2018 财年实现了盈利。

表 5：在线教育领域主要上市公司

证券简称	细分领域	课程形式	主要产业与服务	2018 财年营收 (亿元)	2018 财年净利润 (亿元)
正保远程教育	职业教育	直播+录播	网站：中华会计网校、瑞达法考等职业培训网站	11.47	0.80
尚德机构	职业教育	“双师”直播、录播课程	学历课程：STE； 技能认证课程：会计、人力资源等	19.74	-9.27
51Talk	英语教育	直播 “一对一”和公开课	外教 1 对 1	11.46	-4.17
流利说	英语教育	定制化 AI 交互课程； 2B&2C	APP：流利说·英语	6.37	-4.88
新东方在线	综合型在线教育平台	直播+录播；2C&2B	新东方在线(大学)；东方优播(中小学)； 酷学英语(大学)；多纳(学前)	6.50	0.91
跟谁学	K12 在线辅导	“双师”直播、录播课程	课程：中小学及大学课程，成人英语， 思维训练，瑜伽，家庭教育，国学，从 业考证等	3.97	0.20
沪江教育科技 (拟 IPO)	综合型在线教育平台	直播+录播	资讯社区：沪江网、沪江社团； 学习工具：沪江 APP、开心词场、小 D 词典等； 学习平台：沪江网校、CCTalk	4.36	-8.63

资料来源：Wind，各公司官网、公告，安信证券研究中心

注：沪江教育科技 2018 年数据为截至 2018 年 8 月 31 日的八个月

K12 在线辅导行业技术壁垒较低，预计市场竞争将持续加剧。聚焦至 K12 领域，新东方与好未来凭借较高的用户渗透率及行业独占率占据领先地位，同时充分发挥资源优势切入在线教育领域，垂直领域机构如掌门 1 对 1 则凭借着自主研发产品优势、出色的运营与营销能力快速成长。鉴于现有经营模式可复制性强、技术壁垒较低，各机构实力不断变化，未来随着市场参与者的增加，竞争将继续加剧。

1.2. 盈利逻辑：技术加持下的直播大班课或是突破点

1.2.1. 在线教育存在四大痛点，平台型机构难以盈利

技术的历次迭代，推动在线教育轮次发展。回顾在线教育的发展历程，大致可划分为三个阶段：1) 2009 年前后互联网与教育的结合，在线教育兴起，主要模式为网校，代表性企业包括沪江网校、新东方在线、中华会计网校等；2) 2012 年直播技术与移动互联网的发展，推动教育行业高速发展，O2O 辅导、直播课堂、MOOC 等在线教育产品出现，科技在教育行业实现了商业化应用，诞生众多在线教育机构，如直播类 (VIPKID、51Talk)、学习视频类 (网易云课堂)、知识类 (喜马拉雅、得到) 等；3) 目前，AI 等新技术与教育结合，教育行业进入智能化发展阶段。

相较传统线下教育，在线教育可以突破线下培训的资源限制，具有效率高、方便、教学资源丰富的特点，借助互联网及技术发展红利，在线教育行业发展迅速，但在线教育因其互联网属性，存在以下四大痛点，致使行业亏损严重。

- 1) 获客成本高：**行业目前处于烧钱营销阶段，营销费用高。
- 2) 师资及内容缺乏且教学效果低：**线上师资缺乏且流动性高；师生互动效果差、用户自制力不够等因素影响教学效果。
- 3) 用户付费意愿及转化率低：**教学效果差致使用户付费意愿低；同时互联网内容版权保护力度不够，各平台内容流失严重，用户易获得免费资源。
- 4) 盈利模式仍待验证：**以录播与直播课收取课时费的模式已被验证，但系统授权费、广告

费、平台佣金等模式仍待探索。

从提供的教育产品及企业基因来看，在线教育机构可以分为三大类，即工具型、平台型、内容型。

1) 工具型：该类在线教育机构以工具类产品起家，例如提供答疑搜题工具、教师辅助工具、词典工具的教育机构。工具类产品有着较高的流量，但单纯的工具类产品很难深化挖掘客户需求、突破变现困境。目前工具型机构通过其已经积累的高流量的工具成为导流入口，逐渐向上下延伸服务场景，推出定制化服务或者是在线辅导类课程产品。以作业帮与猿辅导为例，目前均有较为丰富的服务场景与教育产品。

2) 平台型：在线教育公司具备互联网属性，按照互联网思维，“用户流量”是其核心资产，互联网流量红利见顶后，需要投入高额营销费用以留存用户，在未成为垄断性平台之前，平台型在线教育机构难以实现盈利。目前一些互联网巨头切入在线教育，比如腾讯、网易分别成立腾讯课堂、网易公开课教育平台；另有主打“一对一”、“一对少”直播模式在线教育机构，其本质是平台型教育机构，比如 VIPKID、51Talk、尚德机构。

3) 内容型：在线教育的本质仍是教育，而教育的核心在于内容，内容型在线教育机构本质是以输出内容进行变现，最初主要以录播课的形式将内容线上化，通过网络进行高效传播，随着技术的成熟，直播形式或直播+录播形式逐渐成为主流。内容型机构包括正保远程教育（中华会计网校）、学而思网校、新东方在线、跟谁学等。

图 6：在线教育机构的三大类型



资料来源：易观

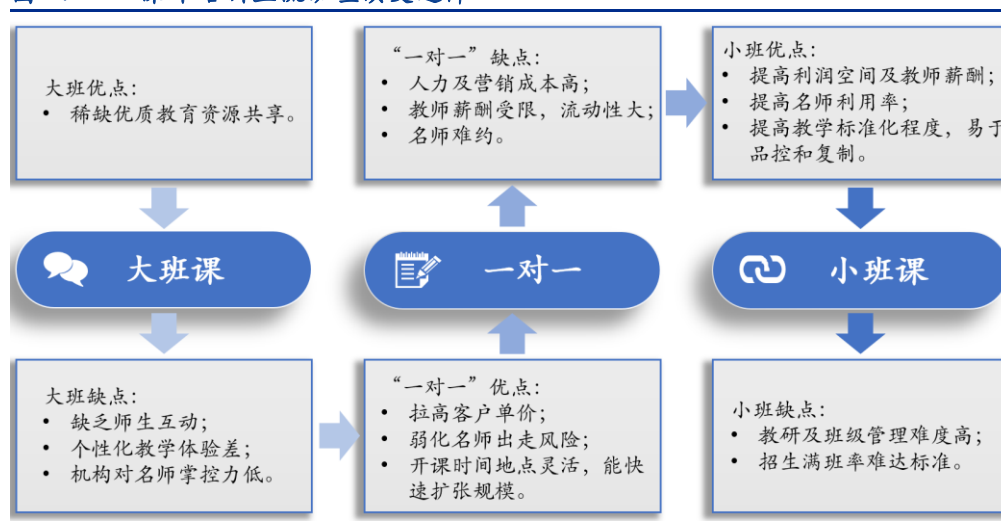
1.2.2. 技术加持有望兼顾用户的教学效果与机构的盈利诉求

从 K12 线下教育的主流班型演变轨迹来看，1) 大班课最先成为主流，然而大班课缺乏师生互动，个性化教学体验差，且依赖名师资源；2) 一对一服务顺势出现，提高了客单价、弱化名师出走风险，且组班效率高、开课时间地点灵活；但一对一模式人力及营销成本高、教

师课酬天花板低、教学过程非标准化；**3）小班课逐渐成为主流**，教师课酬较高，更能提高优质师资利用率，教学过程标准化程度有所提高，易于复制；但对于一般机构而言，小班课教研与班级管理难度高，班容设计与满班率成为新难题。

从“大班课”到“一对一”，背后是用户教育消费升级的体现；从“一对一”到“小班课”，背后是教育机构的盈利诉求。商业视角下，教育行业存在两大痛点：**1）对于消费者来说，个性化教育供需矛盾**。每一位学生的个性与天赋有所差异，因材施教是培养多样化人才的关键，然而因材施教对教师资源的数量要求极高，而能负担教学成本的学生也只是少数，如何实现低成本广覆盖的因材施教是未来科技需要解决的问题。**2）对于机构来说，教育作为重度服务行业，无法形成边际效应**。教育行业作为服务行业，随着学员数量的增长，教师或员工数将相应增长，会导致员工管理成本增加，这是教育公司的特点，然而这也是技术能够产生价值的地方，即如何运用技术手段来降低成本，这是教育行业能够规模化发展的关键所在。

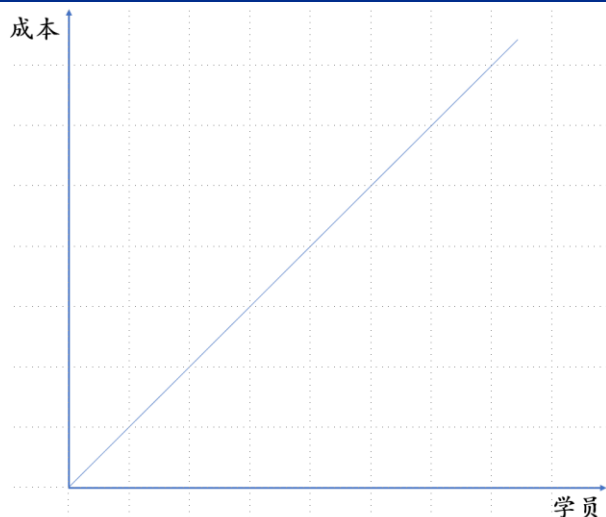
图 7：K12 课外培训主流班型演变逻辑



资料来源：艾瑞咨询

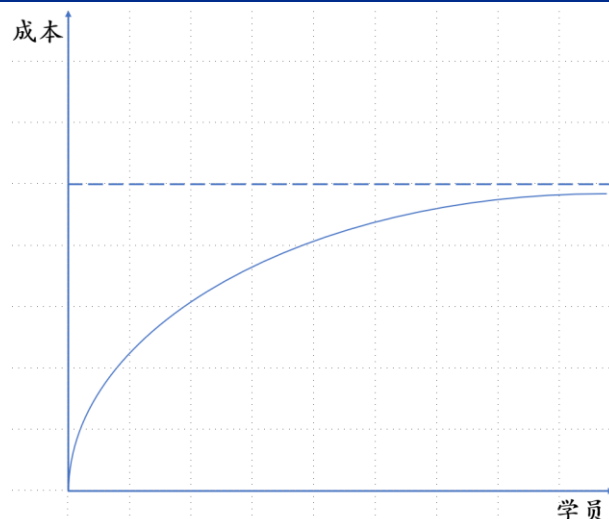
在线下教育市场，小班课已被验证能在商业模型与教学效果之间取得良好平衡，目前成为主流模式，借鉴线下思维，在线教育班型也大致遵循“大班——一对一——小班”这一演变逻辑。三种班型模式若要高效的从线下迁移到线上，大班课需要解决网络带宽的技术问题，一对一需要解决师资供应的人力问题，而小班课需要解决线上组班与授课的教研问题。**科技（带宽、VR 等）加持将作用于内容、产品、流量、服务、变现等教育产业的诸多方面，带来边际效应，有望兼顾用户的教学效果与机构的盈利诉求。**

图 8：传统教育行业下的效益成本曲线



资料来源：安信证券研究中心

图 9：技术加持下的教育行业效益成本曲线



资料来源：安信证券研究中心

巨头进场布局 K12 大班课，小班课或许不是在线教育的最终模式。回顾 K12 教育培训的发展历程，无论是线上还是线下，大班课都是行业萌芽时最受欢迎的形式，而由于教育消费升级及限于技术问题，大班课未能普及。然而近期一些教育机构与互联网巨头开始布局在线大班课。

- 1) **网易有道：2019 年将继续聚焦在线大班课。**2018 年网易有道引入了双师模式，在线直播大班课健康指数有了明显提升，近千元的班课续班率达到了 70%，以名师直播大班课程模式为主的有道精品课 2018 年报名人数达 2000 万，服务用户超 500 万人，其中 K12 业务用户数量增长 5 倍、K12 营收增长 3 倍。
- 2) **猿辅导：关停在线一对一业务，聚焦班课业务。**猿辅导继 2017 年 8 月关闭初中一对一业务后，于 2019 年 1 月进一步关闭高中一对一业务，未来业务将聚焦在班课业务，主要为系统班与专题班。
- 3) **今日头条：推出 K12 网校大力课堂。**2019 年 5 月，今日头条推出在线教育产品“大力课堂”，以大班课为主，采用“主讲老师+辅导老师”的双师模式。此外，今日头条以约 2000 万元对价收购了一家互联网数学教育平台清北网校，以搭建网校业务。（鲸媒体）

1.2.3. 看好内容驱动型机构、在线双师直播大班课的发展

基于上文对在线教育特点、班型演变路径的分析论述，着重关注以下几点：1) 在线教育公司具备互联网属性；2) 在线教育的本质仍是教育，而教育的核心在于内容；3) 技术贯穿在线教育的发展始终，技术的历次迭代推动在线教育轮次发展。

看好内容驱动型在线教育机构的盈利能力。教育与科技深度融合下的教育产品将回归用户为服务效果付费的教育本质，对于优质教育内容，用户付费意愿强，商业变现链条较短。内容驱动型的在线教育机构更能解决用户的痛点，非一线城市的教育资源仍稀缺，相较于线下教育，在线教育价格低、性价比高，用户愿意付费，在线教育机构以线上方式向低线城市普及教育内容的经济效益更高。此外，对于拥有优质教育内容的传统机构来说，新东方、好未来、中公教育等龙头依托线下教研资源与资本实力布局在线教育，线下内容的数字化将扩大教育产品的覆盖面，为其来增量贡献。

看好在线双师直播大班课的发展潜力。一对一模式规模不经济，平台型机构亏损依然严重，我们认为班课未来仍是主流。在线双师直播大班课是之前的大班直播模式的改良，一定程度上弥补了大班课服务精细度方面的短板，线上名师授课确保输出质量，专职辅导员确保学生的输入效率，进一步提升了用户口碑。未来人工智能、5G、VR 等技术将带来新一轮产业升级，优化教学、服务等场景，提高企业规模化能力，赋予行业更大成长空间。但在线大班课的最佳师生比的确定依赖于一定的技术手段，经济模型的最优点还有待探索。

图 10：5G 智能教育试点照片



资料来源：南方都市报

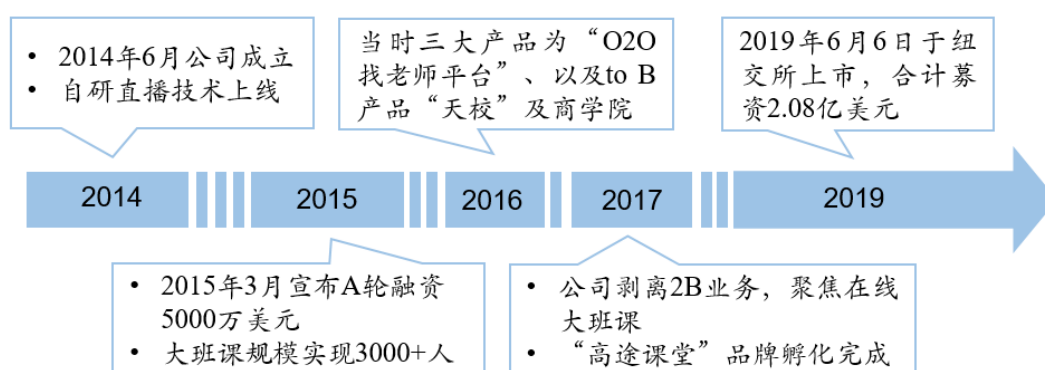
2. 以跟谁学、新东方在线、学而思网校为列分析 K12 在线教育业务模式

2.1. 跟谁学：聚焦在线双师大班课模式，突破 K12 在线教育盈利困境

2.1.1. 技术驱动型在线教育平台，2018 年实现扭亏为盈

O2O 家教服务平台转型综合在线教育平台，成立五年即上市。跟谁学成立于 2014 年 6 月，成立之初主营 O2O 家教服务平台，同时自主研发直播技术，良好的课程体验助力平台积累起一定量的教师、家长及学生；2016 年开始孵化面向 K12 的在线直播大班课程，并于 2017 年 7 月拆分 2B 业务、聚焦 2C 业务，专注 K12 在线直播大班课。跟谁学于 2019 年 6 月在纽交所上市，从创立到上市仅用了五年时间。

图 11：跟谁学历史沿革

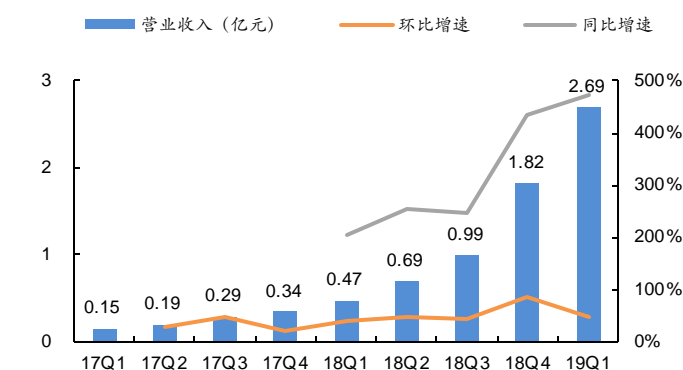


资料来源：跟谁学官网，安信证券研究中心

规模效应逐步显现，2018 年实现扭亏为盈。2017 年、2018 年、2019Q1 跟谁学实现营业收

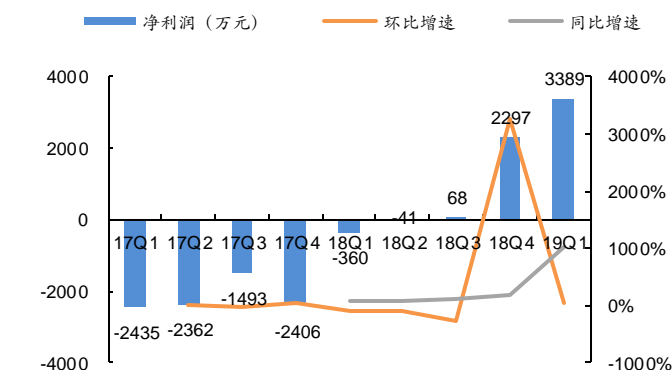
入分别为9758万元、3.97亿元、2.69亿元，2018年及2019Q1分别同比增长307.2%、473.8%，营收快速增长源于K12业务注册人数快速增长。2017年、2018年、2019Q1跟谁学实现净利润分别为-8696万元、1965万元、3389万元，2017年单季度平均亏损约2174万元，自2018Q1起亏损大幅缩窄，2018Q3利润转正，扭亏为盈主要系公司在2017年9月将业务重心转至在线直播大班课，规模效应逐步显现。

图 12：2017Q1-2019Q1 跟谁学营业收入及增长率



资料来源：跟谁学招股书，安信证券研究中心

图 13：2017Q1-2019Q1 跟谁学净利润及增长率

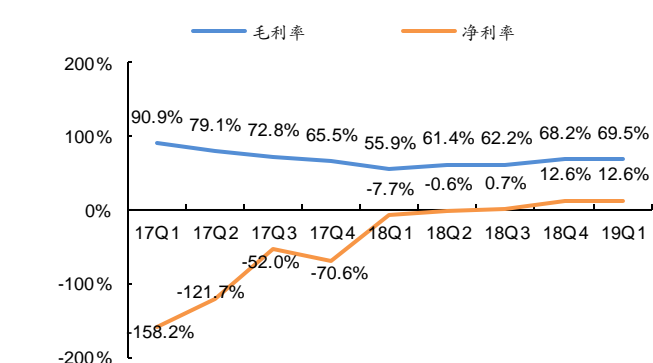


资料来源：跟谁学招股书，安信证券研究中心

毛利率企稳回升，净利率自 2018Q1 稳定上升。利润率方面，2017Q1-2019Q1 跟谁学毛利率介于 55.9%-90.9%之间，2018Q1 毛利率为历史最低点，2019Q1 毛利率持续增长至 69.5%；净利率由 2017Q1 的 -158.2% 提升至 2019Q1 的 12.6%，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。

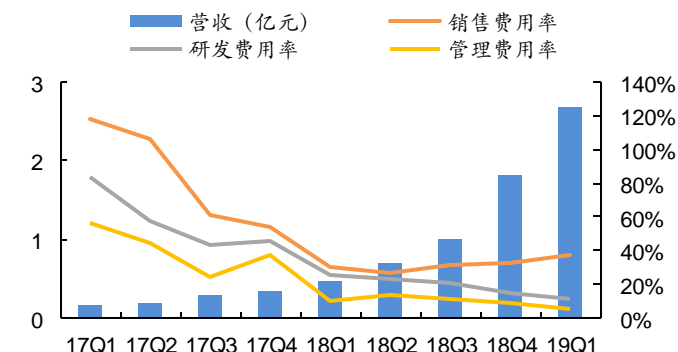
体现在费用端，随着 K12 业务快速扩张、规模效应显现，销售费用率下降明显，2018Q2 下降至 30% 左右，之后随着外部市场流量成本不断攀升，销售费用率逐步上升，2019Q1 为 37%。管理费用率 2017 年至 2019Q1 环比与同比均持续下降，2019Q1 管理费用率降至 5%。2017 年、2018 年、2019Q1 跟谁学研发支出分别为 5245 万元、7405 万元、3044 万元，占收入比重分别为 53.8%、18.6%、11.3%，随着收入增长，研发费用率有所下降，但绝对值仍在提高。

图 14：2017Q1-2019Q1 跟谁学利润率



资料来源：跟谁学招股书，安信证券研究中心

图 15：2017-2019Q1 跟谁学费用率



资料来源：跟谁学招股书，安信证券研究中心

2.1.2. 主营 K12 课外在线辅导，付费课程注册人次快速增长

跟谁学课程涉及 K12 学科、语言培训、职业考试、生活兴趣等领域。跟谁学教育业务涵盖 6 大产品，包括跟谁学、高途课堂、成蹊商学院、金园学堂、微师、babyABC。其中“跟谁学”

与“高途课堂”聚焦在线 K12 大班直播，“成蹊商学院”对外输出培训机构管理经验，“微师”是微信生态工具，“金固学堂”提供在线金融培训。

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。目前在线 K12 大班直播为跟谁学核心业务。

表 6：跟谁学在线教育平台覆盖课程

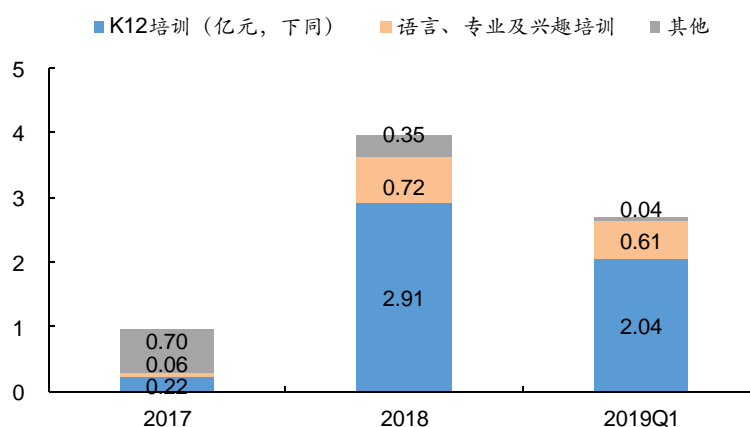
业务模块	课程类型	课程名称
K12	小学	语文、数学、英语
	初中	语文、数学、英语、物理、化学
	高中	语文、数学、英语、物理、化学、生物、地理、政治、历史
	大学	四六级、考研
语言、专业及兴趣培养	语言培训	英语、日语、韩语
	从业考证	财会、教师资格
	运动健康	康复理疗、减脂塑形、孕产、减压
	思维训练	阅读写作、单词语法、思维推理、
其他	家庭教育	注意力、亲子、国学、记忆力
	公开课	小学数学 4 天训练营、文言文古诗词、趣味数学、极简英语等

资料来源：跟谁学官网，安信证券研究中心

K12 在线课程收入占比超 3/4，驱动业绩快速增长。2017 年、2018 年、2019Q1 跟谁学 K12 业务收入分别为 2165 万元、2.91 亿元、2.04 亿元，占比分别为 22.2%、73.2%、75.9%，K12 业务已成公司发展的主要助推器。自 2017Q3 起，公司 K12 课程的收入大幅上涨，之后保持稳步上升的趋势。

语言、职业资格及兴趣类课程在 2017 年营收达到 643 万元，营收占比为 6.6%，2018 年该业务收入达到 7173 万元，营收占比提升至 18.1%。其他业务的比重则在逐年下降，2017 年其他业务收入 6950 万元，2018 年降至 3468 万元，营收占比由 71.2%降至 8.7%，主要系跟谁学业务重心的转变，逐渐终止了早期商业模式下的教师会员服务。

图 16：2017-2019Q1 跟谁学营收结构

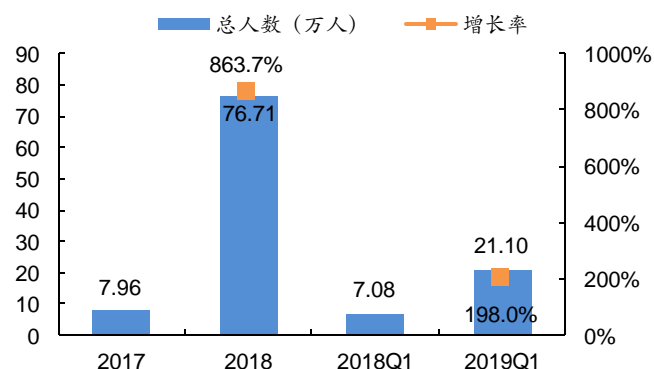


资料来源：跟谁学招股书，安信证券研究中心

付费课程注册人次大幅增长。根据招股书，2017、2018、2018Q1、2019Q1 跟谁学招生人数分别为 7.96 万、76.71 万、7.08 万、21.10 万，2019Q1 同比增长 198%。其中从付费课程注册人次来看，2017、2018、2019Q1 年分别为 6.50 万、55.23 万、19.01 万，付费率分

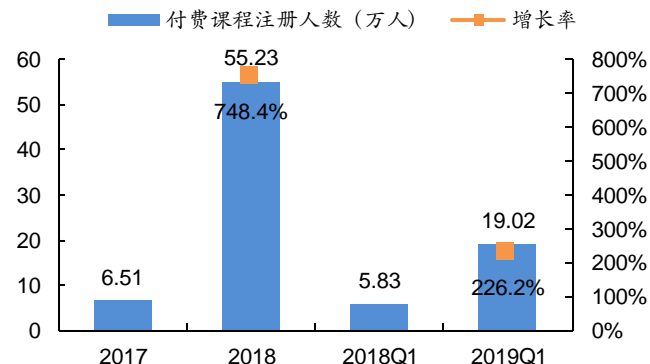
别为 82%、72%、90%。2018 年客单价走低，并于 2019Q1 大幅回升，系与促销周期相关。

图 17：2017-2019Q1 跟谁学学生总人数



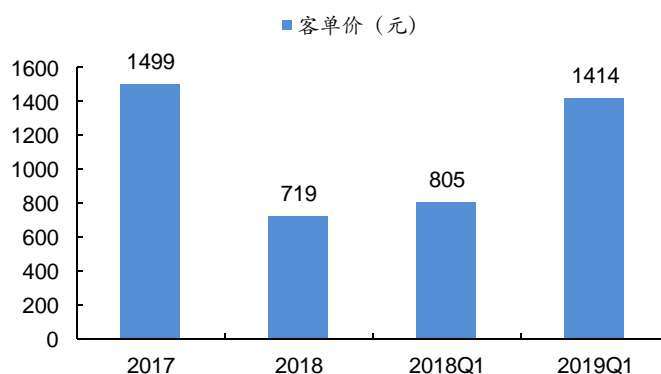
资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

图 18：2017-2019Q1 跟谁学付费课程注册人数



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

图 19：2017-2019Q1 跟谁学客单价



资料来源：安信证券研究中心

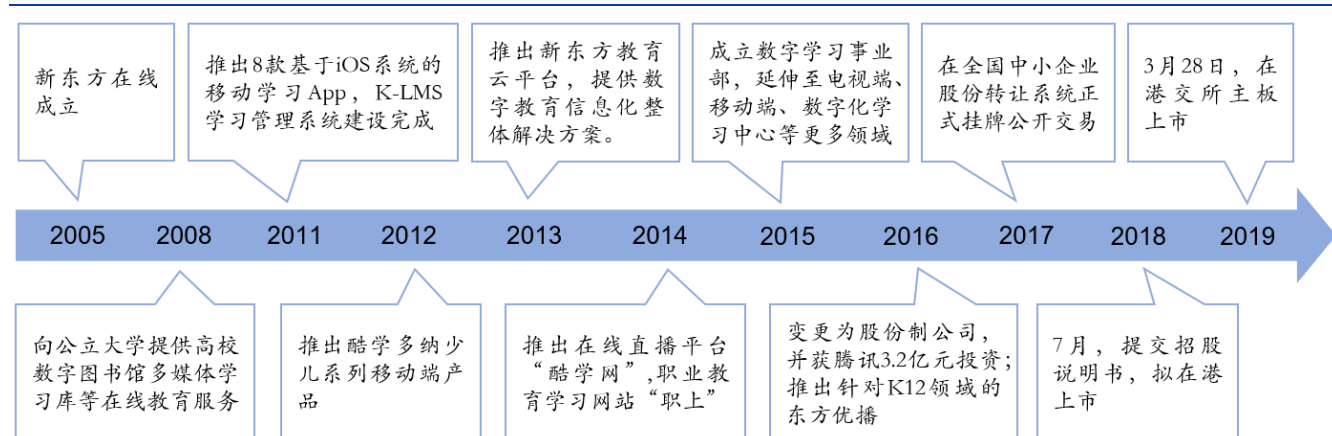
2.2. 新东方在线：新东方旗下综合型在线教育品牌

2.2.1. 全学段、多领域布局在线教育行业

2005 年，北京新东方迅程网络科技有限公司成立，推出在线教育平台新东方在线，新东方在线是新东方集团旗下专业的在线教育网站，是国内首批专业在线教育网站之一。2016 年，公司整体变更为股份有限公司，并于 2017 年在全国中小企业股份转让系统正式挂牌公开交易。2019 年 3 月，新东方在线在港交所上市。

四大在线教育平台实现全学段布局。最初新东方在线面向 B 端提供业务，之后开始转向考研辅导领域，并逐渐扩充更多的品类。2012 年，新东方在线推出学前教育品牌“多纳”，为儿童提供教育产品；2014 年，推出在线直播平台“酷学网”；2016 年，针对 K12 市场成立了东方优播。经过十余年发展，公司形成了以新东方在线、东方优播、多纳及酷学英语为主的四大教育平台，覆盖了从学前教育到职业教育全学段人群，课程涵盖出国考试、国内考试、职业教育、英语学习、K12 教育等类别。

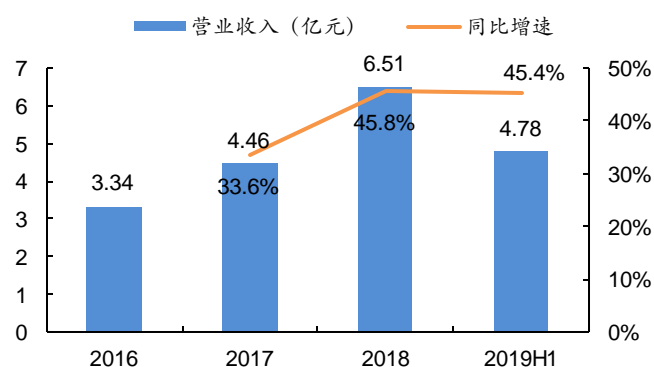
图 20：新东方在线历史沿革



资料来源：新东方在线招股书，安信证券研究中心

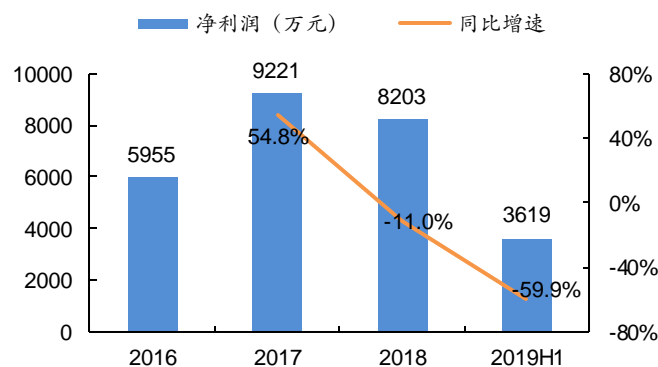
2018 年新东方在线总营收从 2016 年的 3.34 亿元增加至 6.5 亿元，净利润从 2016 年的 5955 万元增加至 8203 万元。2019H1 新东方在线实现营收及净利润分别为 4.78 亿元、3619 万元，分别同比增长 45.4%、-59.9%。公司营收规模不断扩大，在在线教育企业大部分亏损的情况下实现了盈利，2019H1 净利润下降主要系公司加大课程内容开发投入力度，以及业务拓展导致销售及营销开支、教学人员开支上升。

图 21：2016-2019H1 新东方在线营业收入及增速



资料来源：新东方在线公告，安信证券研究中心

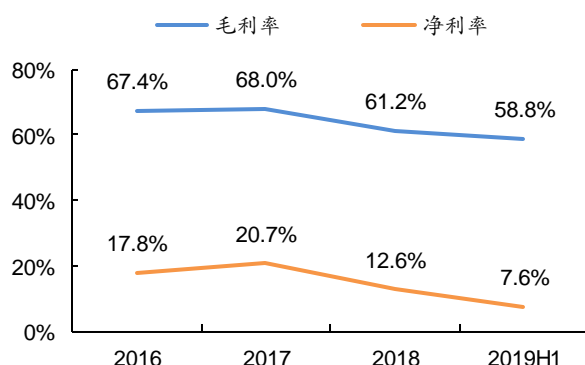
图 22：2016-2019H1 新东方在线净利润及增速



资料来源：新东方在线公告，安信证券研究中心

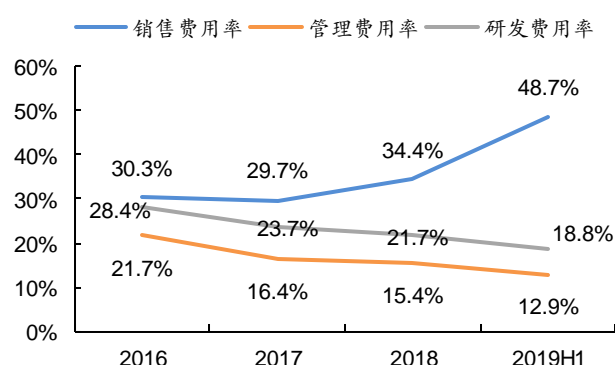
利润率略有下滑，销售费用率持续上升。2016-2018 年新东方在线毛利率分别为 67.4%、68.0%、61.2%，净利率分别为 17.8%、20.7%、12.6%，2019H1 毛利率及净利率分别为 58.8%、7.6%，利润率略有下降，主要系公司扩张 K12 教育业务导致教学人员成本、课程研究人员成本及教材费用增加，K12 与学前教育业务尚未成熟拖累盈利能力。2016-2019H1 新东方在线管理费用率与研发费用率呈平稳下降趋势，销售费用率上升明显，2019H1 销售费用率为 48.7%，相较 2018 年末提升 14.3 个百分点，主要系行业竞争加剧抬高了获客成本。

图 23：2016-2019H1 新东方在线利润率



资料来源：新东方在线公告，安信证券研究中心

图 24：2016-2019H1 新东方在线费用率



资料来源：新东方在线公告，安信证券研究中心

2.2.2. 立足大学教育，发力 K12 教育

四大平台提供三大类课程。新东方在线三大业务板块分别为大学教育、K12 教育及学前教育，锁定各年龄段学生。公司各类课程主要通过四大平台提供，分别为新东方在线、东方优播、多纳及酷学英语。其中新东方在线及酷学英语提供大学教育课程，新东方在线及东方优播提供 K12 教育课程，多纳提供学前教育课程。

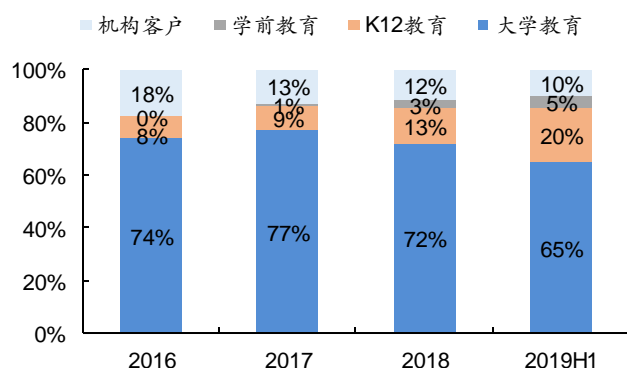
表 7：新东方在线旗下四大平台提供三大类课程

	新东方在线	东方优播	多纳	酷学英语
大学教育				
大学考试备考	✓			
海外备考	✓			
英语学习	✓			✓
K12 教育	✓	✓		
学前教育	✓		✓	

资料来源：新东方在线公告，安信证券研究中心

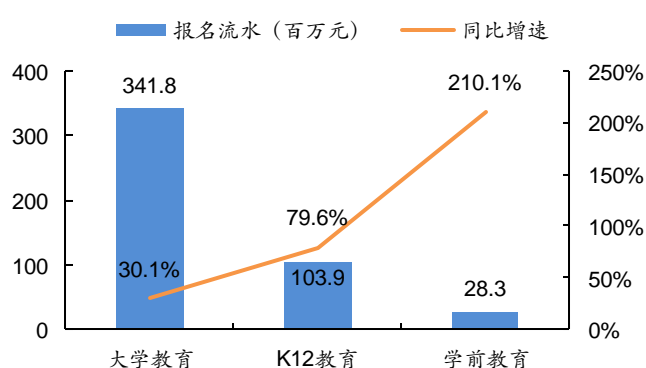
大学教育业务稳步发展，K12 教育收入占比提升。2017 年、2018 年、2019H1 新东方在线学生报名总流水分别为 5.31 亿元、8.14 亿元、5.27 亿元，分别同增 36.8%、53.2%、41.2%，接近营收增速。具体分业务看，公司传统优势业务大学教育流水占比达 65%以上，2019H1 流水同增 30.1%；K12 教育报名流水占比逐年提升，占比从 2016 年的 8%提升至 2019H1 的 20%，系公司发力 K12 教育业务，2019H1 K12 教育报名流水同增 79.6%。

图 25：2016-2019H1 新东方在线各业务报名流水占比



资料来源：新东方在线公告，安信证券研究中心

图 26：2019H1 新东方在线各业务报名流水及增速



资料来源：新东方在线公告，安信证券研究中心

2017-2018 年新东方在线付费学生人次分别为 101.1 万、194.0 万，分别同增 54.8%、91.9%；2019H1 付费人次 110.4 万，同增 37.0%。具体分业务看：

- **大学教育：付费人次占比最高，但逐年下降。**大学教育服务主要包括大学考试备考、海外备考及英语学习，课程针对正准备应考统一考试或寻求提高英语能力的大学学生及在职专业人士，课程形式为直播与录播。2018 年、2019H1 大学教育的付费学生人次分别为 115.8 万、62.1 万人，分别同增 39.7%、35.0%。
- **K12 教育：付费人次增长最为明显，为未来主要发力点。**公司于 2015 年推出 K12 课程，绝大部分课程采用“双师模式”；2017 年推出直播互动课外辅导课程东方优播，发力三四线城市在线教育市场。2019H1 K12 教育的付费学生人次为 29.2 万人，同增 214.0%。
- **学前教育：尚处商业化初期。**公司于 2012 年推出多纳品牌切入在线学前教育领域，面向 3-10 岁的儿童提供在线教育内容。2019H1 学前教育的付费学生人次为 19.1 万人，占付费学生人次总数的 17.3%。

表 8：2016-2019H1 新东方在线各类课程的付费学生人次（单位：千人）

课程类别	2016 年	2017 年	2018 年	2018H1	2019H1
大学教育	538	829	1158	460	621
大学考试备考	308	577	857	304	376
海外备考	127	133	178	89	118
英语学习及其他	103	119	123	67	127
K12 教育	60	75	185	93	292
学前教育	55	106	597	253	191
总计	653	1011	1940	806	1104
yoy		54.8%	91.9%		37.0%

资料来源：新东方在线公告，安信证券研究中心

2.3. 学而思网校：以 K12 课程为主，线上业务发展迅速

学而思网校在线业务不断升级。学而思网校创立于 2008 年，是好未来旗下的 K12 在线教育品牌，于 2010 年凭借高质量录播课程迅速打开市场；2015 年 3 月推出 TEPC 翻转课堂模式，授课形式由演讲式向交流式转变；2015 年 10 月，线上课程进一步发展为直播形式，开启新一轮业绩增长。目前直播课已成为学而思网校线上课程的主要形式，课程以 K12 课程为主，采取“直播+辅导”双师模式教学。

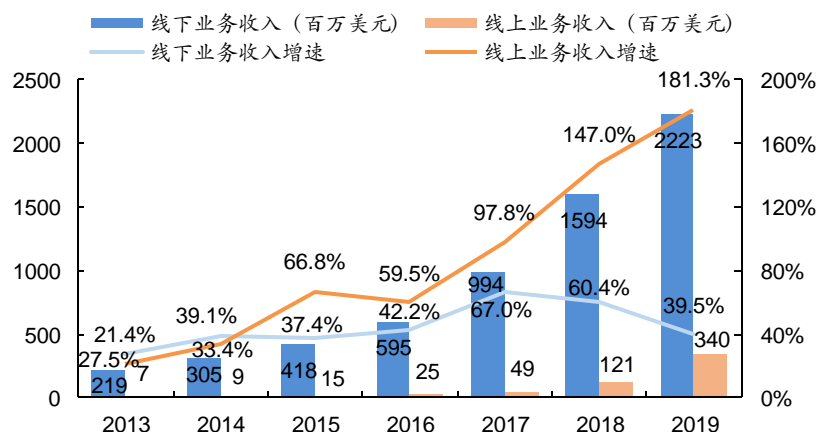
表 9：学而思网校覆盖课程

业务模块	课程类型	课程名称
学前教育	中班	数学、英语
	大班	语文、数学、英语
K12	小学	语文、数学、英语、编程
	初中	语文、数学、英语、物理、化学、生物、地理、政治、历史、编程
	高中	语文、数学、英语、物理、化学、生物、地理、政治、历史

资料来源：学而思网校官网 安信证券研究中心

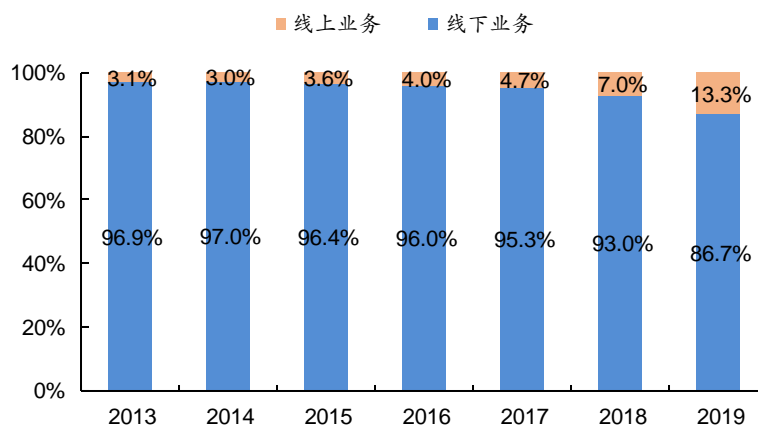
线上业务营收增速高于线下业务，且占集团总营收的比重明显提升。学而思网校是好未来教育集团的主要线上平台，向用户提供线上课程，根据集团财报，2017-2018 年好未来线下业务收入 9.94 亿美元、15.94 亿美元、22.23 亿美元，分别同增 67.0%、60.4%、39.5%；线上业务收入 0.49 亿美元、1.21 亿美元、3.40 亿美元，分别同增 97.8%、147.0%、181.3%。线上业务收入增速持续提升，而线下营收的增速自 2018 年起开始下降，2019 年降至 39.5%。相应地体现在营收结构上，好未来线上业务收入占总营收的比重从 2013 年的 3.1%提升至 2019 年的 13.3%，近两年提升明显。

图 27：2013-2019 财年好未来线下与线上业务收入规模及增速



资料来源：好未来财报，安信证券研究中心

图 28：2013-2019 财年好未来营收结构



资料来源：好未来财报，安信证券研究中心

3. 综合对比分析：新东方在线规模效应明显，跟谁学成长能力突出

（1）业务定位：新东方主打大学教育，学而思网校与跟谁学聚焦 K12 教育

各在线教育机构业务定位不一。根据弗若斯特沙利文统计，按 2018 年营收计，K12 在线教育平台前三的为学而思网校、新东方在线、跟谁学，2018 年营收分别为 7.64 亿元、6.50 亿元、3.97 亿元。学而思网校与跟谁学定位类似，侧重于 K12 教育，而新东方在线则侧重于大学教育。

跟谁学课时单价超过行业平均水平。对比三家 K12 在线教育平台，以主流 K12 学科课程为样本，跟谁学课时单价介于 63-121 元/小时，新东方在线课时单价介于 25-50 元/小时，学而思网校课时单价介于 42-67 元/小时。跟谁学线上课程配备名师教学，其课时单价远高于新东方在线与学而思网校。跟谁学线上课程均为大班课，若聚焦同类大班课服务，其高课单价将更为明显，已接近线下课程单价的平均水平。

表 10：在线教育平台课程价格对比

教育品牌	课程单价 (元/小时)	课程总价	课时 (小时)	课次	每次课时长 (分钟)	课程名称
跟谁学	121	5788	48	32	90	2019【暑秋】三年级数学思维培优班
	110	4398	40	40	60	《超级语法 7 月班》带你玩转英语语法
	95	1899	20	10	120	【2019-暑】六年级升七年级英语衔接班
	63	3298	52	26	120	2019 高一物理暑假小马哥菁英班
新东方在线	50	1000	20	10	120	三年级数学暑假实验班【全国版】(三期)
	40	1280	32	16	120	五年级数学秋季提高班【人教版】(周末班)
	25	499	20	10	120	初二英语暑假实验班【全国版】(三期)
	25	499	20	10	120	高二化学暑假班【全国版】【选修四】(三期)
学而思网校	67	1000	15	10	90	【2019-暑】一年级升二年级大语文直播班
	46	1500	33	15	130	【2019-暑】五年级升六年级数学勤学班全国版(六年制)
	42	1350	33	15	130	【秋】初二数学直播目标班(全国版)
	50	1875	38	15	150	【2019-暑】高一数学直播实验 A 班(一试)

资料来源：各公司官网，安信证券研究中心 注：不考虑打折促销因素

(2) 获客成本：新东方在线与跟谁学销售费用率低于行业平均水平

新东方在线、学而思网校分别背靠新东方、好未来，拥有内容与获客方面核心优势。跟谁学获客渠道主要通过微信公众号及 KOL 背书两种，有别于传统运营推广号，通过对不同群体的用户画像精准推送内容，从而实现较高的转化率；舍弃批量广告投放的形式，采取相关程度较高的 KOL 进行营销；此外，名师自带流量与口碑，又相对降低了获客成本。

跟谁学销售费用率低于同类竞品公司，获客成本与新东方在线基本齐平。根据各上市公司的财报数据，2017-2019Q1 六家上市公司平均销售费用率分别为 86.9%、62.6%、58.6%，跟谁学销售费用率分别为 77.2%、30.6%、37.0%，均低于平均值，获客成本（销售费用/付费学员数）方面与新东方在线已有所接近，2018 年跟谁学获客成本为 220 元/人，2017 年成本较高的原因为大班业务处于起步阶段，学员数量较少，2019Q1 有所回升系行业招生周期性所致。费用端看，新东方在线规模效应突出，跟谁学与其销售费用率相差无几，获客成本把握得当，处于行业较低水平得益于独特的获客策略。

表 11：在线教育上市公司销售费用率及获客成本统计

	2016	2017	2018	2019Q1
销售费用率 (%)	跟谁学	-	77.2%	30.6%
	新东方在线	30.3%	29.7%	34.4%
	尚德机构	120.2%	139.3%	109.1%
	正保远程教育	20.9%	26.7%	26.8%
	51Talk	111.1%	77.5%	63.8%
	流利说	231.4%	171.0%	110.7%
	平均值	102.8%	86.9%	62.60%
获客成本 (元/人)	跟谁学	-	1157	220
	新东方在线	281	207	204

资料来源：Wind，各公司公告，安信证券研究中心

综上，我们从业务产品、财务数据等角度对 K12 在线教育机构新东方在线、学而思网校与跟谁学进行了对比分析，我们认为传统教育培训机构巨头新东方、好未来布局在线教育领域，内容与品牌优势明显，在线教育业务盈利能力有所保障；纯在线教育机构跟谁学在获客策略、课程品质与定价方面具备优势，未来成长能力突出。

新东方在线规模效应显著，盈利能力较强。新东方在线作为新东方集团旗下的在线教育平台，

在集团品牌与资源的背书下，实现了全学段布局，其中大学教育业务稳步发展，并发力 K12 教育，整体战略方向较为清晰。短期内受行业竞争加剧的影响，预计公司相关费用投入将增加，随着业务的规模化发展及市场的成熟，公司盈利能力有望得到进一步释放。

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”，双师模式一定程度弥补了大班课服务精细度方面的短板，并不断通过技术迭代来提高用户体验。在渠道方面，公司搭建独特获客渠道实现低成本获客，同时提高课程价格驱动收入大幅增长。

4. 投资建议

在线教育作为教育与科技融合的形式之一，发展势头强劲，我们看好内容驱动型机构、在线双师直播大班课的发展。建议关注 K12 领域头部在线教育机构的新东方在线、好未来（学而思网校），聚焦在线双师大班课模式教学的跟谁学，以及具备线上化拓展能力的立思辰（旗下在线教育平台诸葛学堂拥有优质内容，且语文培训更适合线上化）。

5. 风险提示

在线教育监管趋严、行业竞争加剧致使获客成本大幅增长、技术迭代低于预期。

■ 行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

焦娟、苏多永、刘文正、陈冠呈、杜一帆声明，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。

■ 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		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵		
	王银银		
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
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
深圳联系人	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣		niexin1@essence.com.cn
	杨萍		
	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
	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