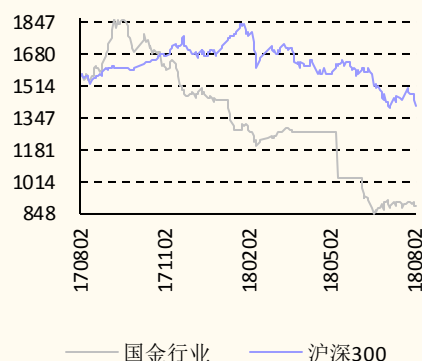


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金教育指数	880.27
沪深300指数	3370.96
上证指数	2768.02
深证成指	8780.56
中小板综指	8996.32



相关报告

- 1.《2018 教育行业周报第 28 期：新东方好未来业绩双发，增长依然...》，2018.7.29
- 2.《2018 教育行业周报第 27 期：2017 年教育统计公报公布，民...》，2018.7.22
- 3.《2018 教育行业周报第 26 期：天立教育香港挂牌上市，港股教育...》，2018.7.15
- 4.《2018 教育行业周报第 25 期：A 股教育行业 2018 中报前瞻，...》，2018.7.8
- 5.《2018 教育行业周报第 24 期：宝宝树拟赴港上市，或为股东好未...》，2018.7.1

吴劲草 分析师 SAC 执业编号：S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

郑慧琳 联系人
zhenghuilin@gjzq.com.cn

在线教育深度：焦虑的在线教育——在线教育盈利逻辑之惑，从“出挑”的新东方在线谈起

行业观点

- 首先区别一个概念，即“教育信息化”和“互联网教育”。在谈起“在线教育”的时候，有时候会把“智慧教育”也纳入其中，智慧教育是“教育信息化”的一部分。我们认为，教育信息化和互联网教育，是完全不同的两个范畴。如图 12 所示，教育信息化是 TO B 的，很大程度上是一种工程业务，最终是由政府&学校机构买单的，而互联网教育是 TO C 的，是一种服务业，最终是由学员买单的。A 股中有较多以教育信息化标的，包括视源股份，立思辰，全通教育，三盛教育，佳发教育等。而互联网教育的标的目前还主要存在在港股和美股，A 股涉及互联网教育的公司还较少，我们认为，在一般语境下，“在线教育”的讨论范畴还是主要是“互联网教育”。
- 传统教育（主要指培训机构）本质上还是一种品牌商业连锁的逻辑。不论是 K12 课外培训，还是早教，职业培训等，商业本质上和麦当劳，海底捞等都是相似的品牌连锁逻辑——方向，产品，选址，营销，销售，管理，是利用一个品牌体系，打磨产品满足需求，形成网点辐射和品牌力的共振。同时，传统的线下培训商业连锁，现金流是比较好的，是可以自主造血的。在传统商业连锁的逻辑下，是有很多品牌可以共存的，根据不同特色，不同地域，形成一种多元化的竞争格局。
- 互联网教育本质上是一种中心化的互联网逻辑。相对于线下连锁而言，互联网的逻辑是中心化的，马太效应极强且极快，且互联网公司早期，都是靠融资运营的，俗称“烧钱”运营，激烈的厮杀下，最终不可能留下太多玩家。本身互联网公司需要在某个领域内，拿到制霸权，才能最终形成一定程度的垄断，才能真正实现盈利，在这之前，互联网公司是没有造血能力的，所以在某一细分领域内的互联网公司，是不可能“岁月静好”的，需要不断抢夺流量，树立品牌，一路狂奔才能维持生存。互联网公司包括英语口语教育，K12 一对一&小班在线辅导，在线题库，垂直网校，教育产品平台等多个细分领域。而互联网教育头部公司的强劲增长也引让广大一级市场 PE 和 VC 垂涎，融资大潮使得互联网教育的烧钱战争更为激烈和残酷。
- 互联网教育，首先是互联网公司，其财务特征和发展首先符合互联网公司的特点——即将扩张市占率作为第一要务。很多分析中，将互联网教育公司和一些传统教育公司如新东方&好未来进行比较，这是不合理的。互联网教育公司，首先是互联网公司，其次才是教育公司。其业务特征应该是更符合互联网公司的特点——前期靠融资烧钱来发展，扩张市占率，挤死竞争对手，最后形成一定程度的垄断并盈利。在互联网教育发展的过程中，马太效应会逐渐显现，我们认为每个细分领域最终或都只会剩下 2-3 个大玩家。很多互联网教育公司毛利率很高，但仍然亏损较多，巨额的营销费用是主要原因。
- 新东方在线“出挑”的盈利，主要来自于其业务主要还是以“录播”为主。对于互联网教育，直播模式本质上是“课堂场景的线上化”，强调持续烧钱，让用户形成习惯，最终形成一定程度的垄断，而录播模式本质上是“看书学习的线上化”，强调优质内容的积累迭代和传播，市场上其他在线教育上市公司和非上市公司，大部分呈现较大程度的亏损，而新东方在线能够实现比较“出挑”的盈利财务数据，一方面源于其录播模式内容的积累，另一方面来源于天然的品牌效应。
- 风险提示：①互联网教育公司最后不能形成业务闭环，②录播课程在一定程度的增长后，或会遇到市场空间瓶颈，③一级市场融资可能无法退出。

1. 新东方在线提交招股书，财务数据出挑

- 新东方在线在港提交上市申请。2018年7月，著名教育企业新东方旗下的【新东方在线】在港交所提交招股书，拟在港股实现单独上市。
- 新东方在线主要业务为直播&录播等方式的在线教育，涵盖全年龄段多方面教育内容。新东方在线旗下平台包括新东方在线，东方优播，多纳，酷学英语等，覆盖大学教育，海外考试（托福&SAT等），英语学习，K12学科学习，学前教育等多方面内容。

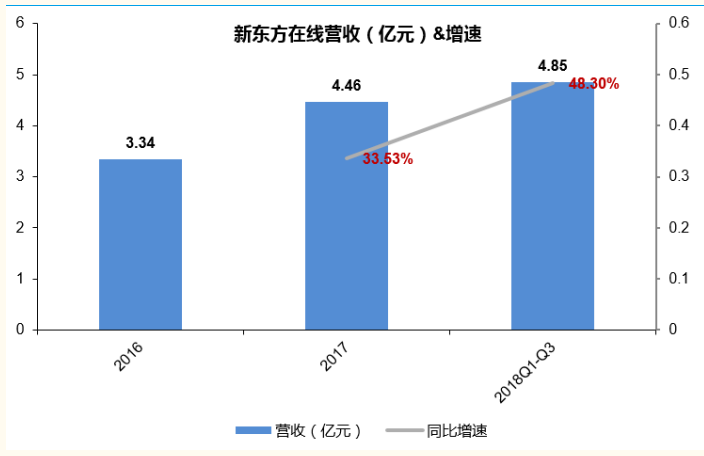
图表 1：新东方在线旗下平台

业务类目	新东方在线	东方优播	多纳	酷学英语
大学教育	考研等大学考试	√		
	海外考试备考	√		
	英语学习	√		√
K12 学科教育	√	√		
学前教育	√		√	

来源：公司公告，国金证券研究所

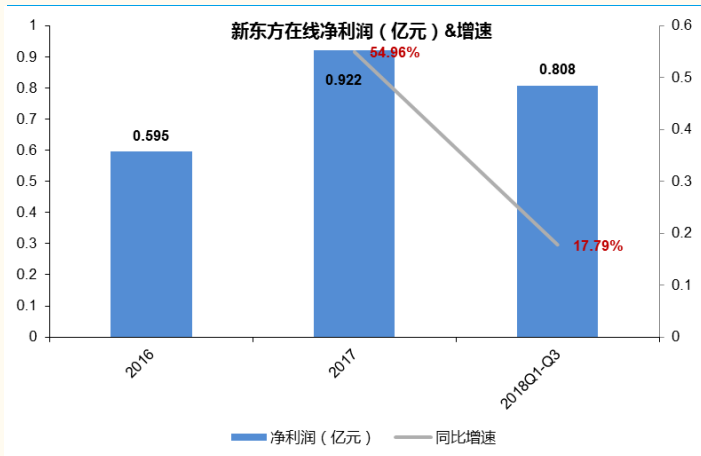
- 新东方在线财务数据令人眼前一亮，20%净利率或树立某种在线教育标杆。新东方在线的财年截止日为5月31日。2017财年，新东方在线营收达4.46亿元，净利润达0.92亿元，净利率约20%。2018年Q1-Q3，新东方在线营收同比增速达48%，净利润增速达18%。测算得新东方在线在2017年的净利率达到约20%，这个净利率水平，在近年来浩浩荡荡的在线教育大潮中，可以说是一股清流了。我们认为，新东方在线的净利率水平或成为未来在线教育企业一个标杆，代表“在线教育”作为一种实业的盈利能力。

图表 2：新东方在线营收（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：新东方在线净利润（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

- 背靠新东方&腾讯两座大山，股东产业资本为主，而非财务资本。新东方在线控股股东为新东方，占比达66.72%，而其第二大股东为腾讯系，占比达12.06%，腾讯系十分注重教育行业的投资，除新东方在线外，还投资了VIPKID，猿题库，兰迪少儿英语，宝宝玩英语等多家在线教育企业。景林系持股达6.87%，为此外，员工&高管&董事长持股共12.63%。若将腾讯系划分为产业资本（本身具有多重协同效应），那么新东方在线的外部财务投资者股东仅有景林系和另一家持股1.72%的机构Chinacity。我们认为，新东方在线的主要股东为产业资本，而非财务资本，而现在市场上在线教育企业，动辄融资至C轮，D轮，新东方在线在其中，显得尤为“出挑”。新东方在线背靠新东方&腾讯两座大山，未来或产生更多协同效应。

图表 4：新东方在线上市前持股结构

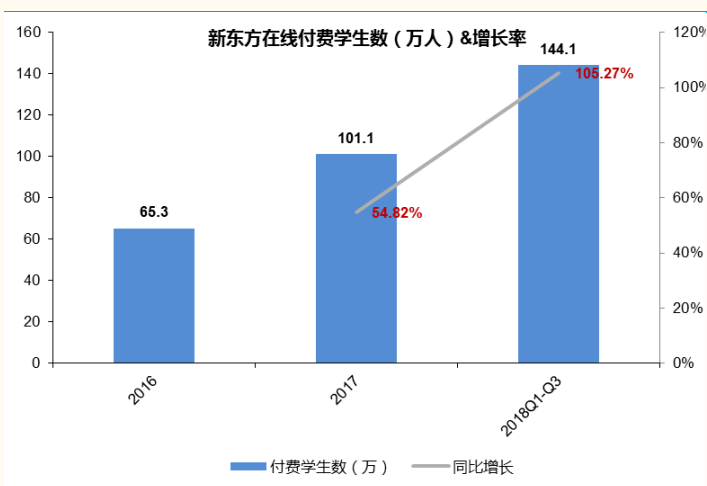
	持股比例
新东方	66.72%
腾讯系	12.06%
员工持股	7.11%
景林系	6.87%
公司高管 A	1.97%
公司高管 B	1.25%
公司高管 C	0.45%
董事长俞先生家族	1.85%
其他财务投资者	1.72%

来源：公司公告，国金证券研究所

2.新东方在线——稳健的经营，大学教育为主的业务结构

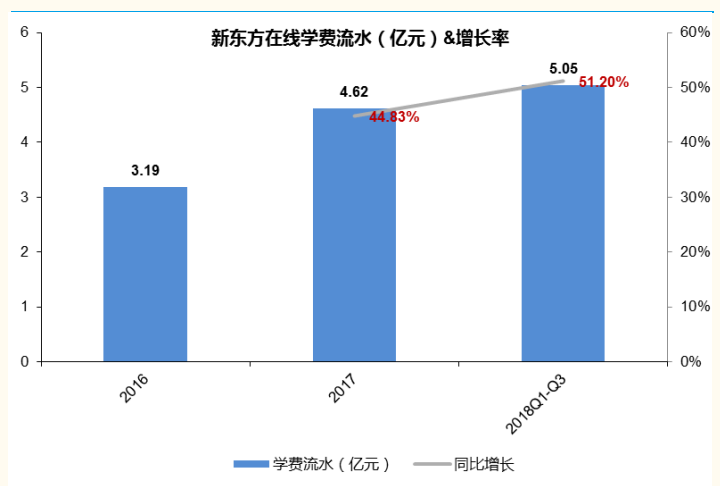
- **付费学生数迅速增长，学费流水增速稳健。**近年来，新东方在线付费学生数量迅速增长，2016 年为 65.3 万人，2017 年 101 万人，2018 财年仅 9 个月就达到 144 万人，同比增长 105%。而学费流水呈稳健增长趋势，2018 年 Q1-Q3，学费流水达到 5.05 亿元，同比增长 51%。

图表 5：新东方在线付费学生数（万人）及增长率



来源：公司公告，国金证券研究所

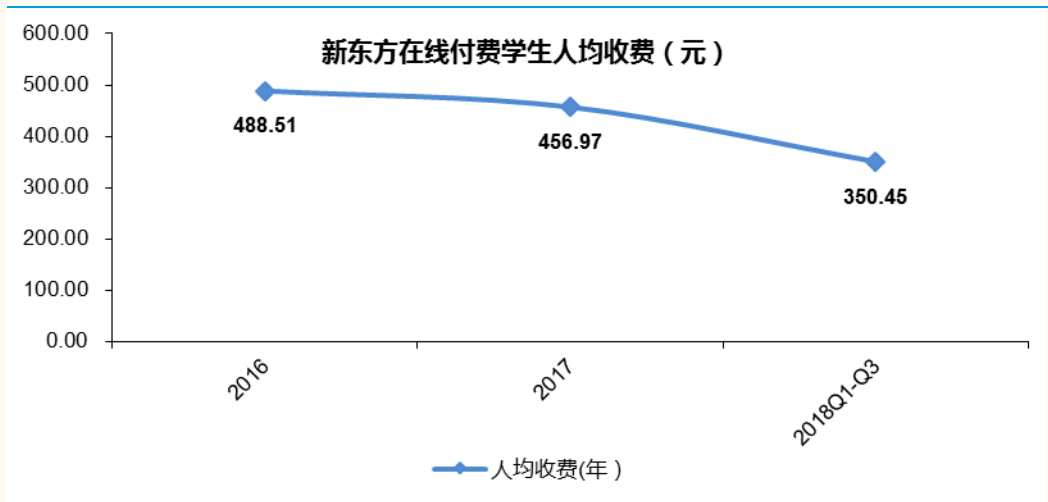
图表 6：新东方在线学费流水（亿元）及增长率



来源：公司公告，国金证券研究所

- **扩张期？人均付费呈下降趋势。**近两年来，新东方在线的付费人数增长迅速，而在高速扩张过程当中，人均收费有所下降。自 2016 年的 488 元，降至 2018 年的 350 元。我们认为，这也反映新东方在线在扩张过程中的战略，先提升付费用户人数，再开发新产品转化&提升付费。

图表 7：新东方在线付费学生人均付费（元）



来源：公司公告，国金证券研究所

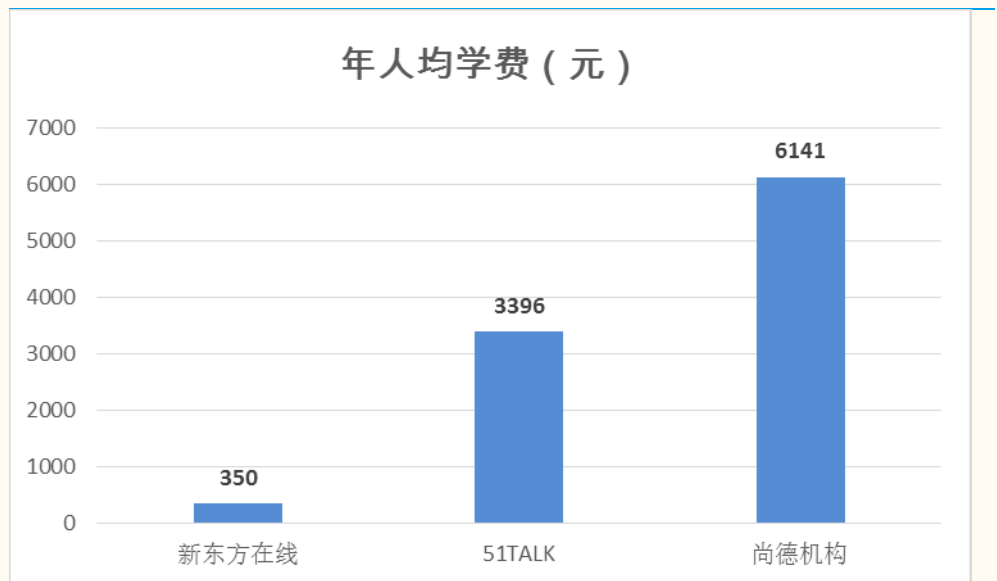
- 从定位看来，新东方在线采取较低价的战略。新东方在线收费较低，付费用户平均付费仅为 350 元，相比而言，此前已上市的在线教育公司 51Talk（在线少儿英语口语）人均年学费为 3396 元（以营收进行计算），而尚德机构（在线职业培训）的人均年学费为 6141 元（以现金流进行计算）。从收费层面来说，新东方在线采取的是低价战略。

图表 8：在线教育上市公司的人均年学费

机构	人均年学费/元（最近一期财报）
新东方在线	350
51TALK	3396
尚德机构	6141

来源：公司公告，国金证券研究所

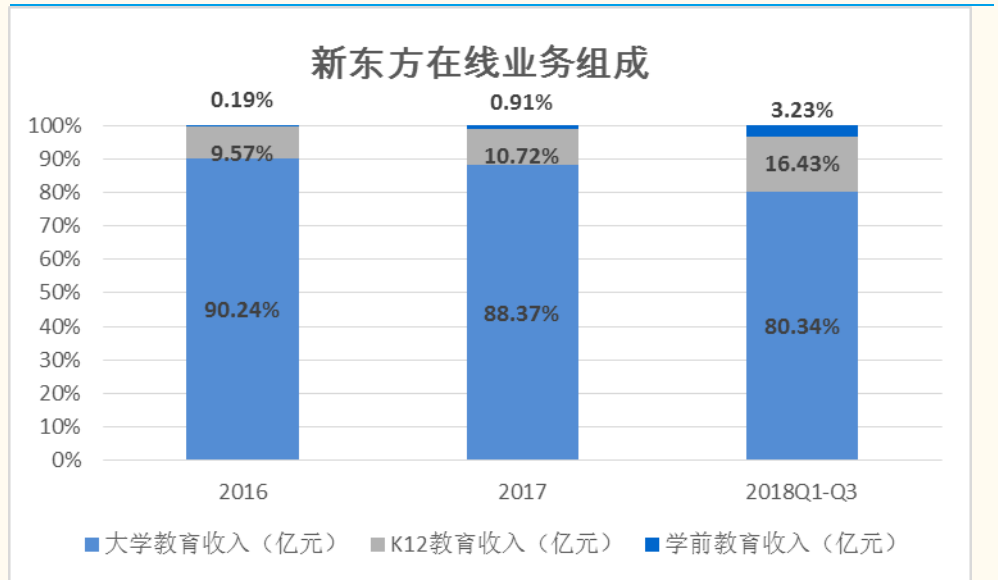
图表 9：不同在线教育上市公司年人均学费



来源：公司公告，国金证券研究所（以最近一财年数据计算）

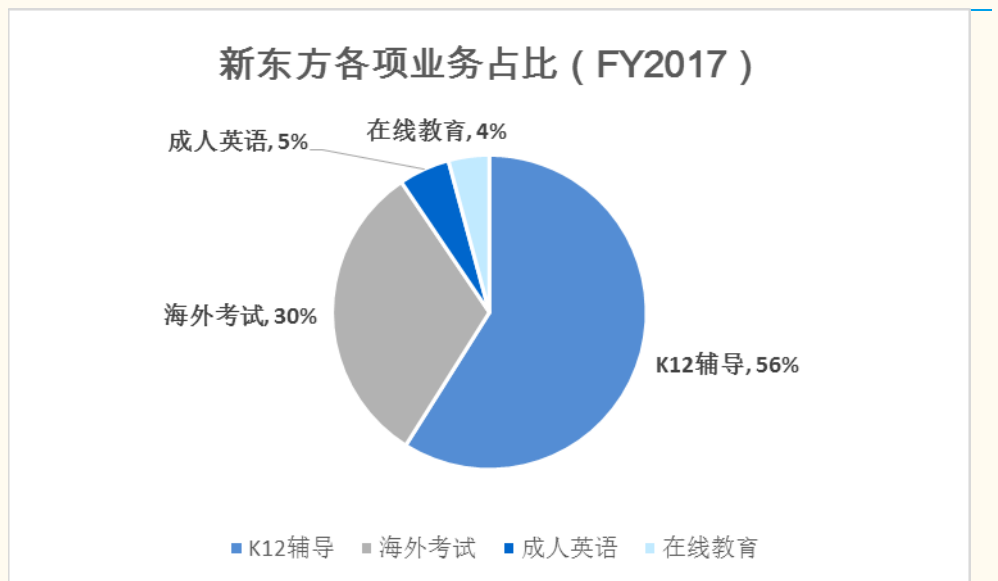
- 实际上，新东方在线大部分的收入来自于大学教育，K12 比例有所提高，但仍未成为主角。不同于新东方 K12 部分已成为收入主体（新东方营收组成中，K12 辅导占 56%），新东方在线的收入，绝大部分为大学教育，包括考研培训，出国留学培训等，大学培训营收占比 80%+，近两年来，新东方在线 K12 培训业务占比有所提升，但 2018Q1-Q3 也仅提升至 16%，较其大学培训业务还有较大差距。目前，新东方在线的业务构成，有点像新东方早期（1995-2008）年的业务结构。但从目前的情况来看，新东方在线的主力业务和新东方的主力业务其实重合程度并不高。

图表 10：大学教育是新东方在线最主要的收入来源



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 11：新东方各项业务占比，K12 为主要，和新东方在线不同



来源：公司公告，国金证券研究所

3.焦虑的在线教育——盈利逻辑之惑

3.1 在线教育到底是什么？

- 首先区别一个概念，即“教育信息化”和“互联网教育”。在谈起“在线教育”的时候，有时候会把“智慧教育”也纳入其中，智慧教育是“教育信息化”的一部分。我们认为，教育信息化和互联网教育，是完全不同的两个范畴。如下表所示，教育信息化是 TO B 的，很大程度上是一种工程业务，最终是由政府&学校机构买单的，而互联网教育是 TO C 的，是一种服务业，最终是由学员买单的。A 股中有较多以教育信息化为主要业务的标的，包括视源股份，立思辰，全通教育，三盛教育，佳发教育等。而互联网教育的标的目前还主要存在在港股和美股，A 股涉及互联网教育的公司还较少，我们认为，在一般语境下，“在线教育”的讨论范畴还是主要是“互联网教育”。

图表 12：一张图看懂教育信息化与互联网教育的对比

	教育信息化	互联网教育
服务对象	➢ 直接服务对象是学校，是2B的，目的是让教学更信息化、智能化	➢ 直接服务对象是学员，是2C的，目的是让学生更好地、更有效率的学到想学的内容
收入来源	➢ ①学校建设经费；②对学生和教师的增值服务	➢ ①学员缴费；②广告商等合作商的合作收费
收入驱动	➢ 主要驱动因素是学校教育信息化投入的增长	➢ 主要驱动因素是学员支付意愿的提高
主要内容	➢ 对于中小学来说，主要内容是 在线批改、知识点纠错、学习大数据、智慧课堂 、对于大学来说，主要内容是 MOOC 公开课的建设	➢ 包含几乎所有的垂直教学领域，包括 英语、K12教育、职业教育等
变革方向	➢ 技术发展对其升级驱动力很强	➢ 新模式的创新对其升级驱动力很强

来源：国金证券研究所

- **互联网教育包括哪些细分领域？**我们将讨论范围圈定在 TO C 的互联网教育中，也有非常多的细分领域，我们试图对互联网教育做一个细分领域划分，简单划分如下，当然无法囊括全部互联网教育的业态，但主要分析一些主流互联网教育的形态，体现我们一种分类思路。我们用划分了“自主动力”，“信息量”，“交互程度”，“变现能力（一定程度上和支付习惯是同一个意思）”，“时间灵活度”，“线上优势（即线上教育对线下同类教育业务的优势，包括成本和效果等）”，几个维度，来形容这些互联网教育存在的形态的衡量维度。

①**在线英语口语教育**：这个是目前跑出公司最多的一个赛道，因为在线口语本身是一个对交互程度要求非常高的场景，需要相当多的“对话”和“陪练”，尤其是对于“外教”资源的需求，而线上和线下的互动效果是接近的，就使得在线上口语教育存在其爆发的土壤。在这个基础上，线上相对于线下有相当强的优势，包括**上课效率的提升**（尤其是节省了路上交通的时间），**聚集外教资源**（对于线下教育来说，尤其是三四线城市，外教资源的稀缺，是线下英语口语教育最大的障碍之一），故英语口语教育是一个

线上完全颠覆的行业生态的细分领域，其中以少儿英语口语为最强的突破点。在线英语口语教育这个领域已经跑出相当多的大公司，包括VIPKID, TutorABC, 哒哒英语, ABC360, 51Talk, HiTalk等，不过虽然整个行业逻辑是通的，但细分领域内一场血战不可避免的。

②K12 在线 1 对 1 (包括部分小班课)：我们指的是是有一定互动的 K12 在线 1 对 1 或者小班课，不含 K12 中大班课，这个领域也是激战多年，目前的情况是，交互程度尚可，但不如在线英语口语教育，而且学生自主动力比较差，黏性相对差，主要因为这一部分确实有一些刚需程度，理论市场是不小的，所以有很多玩家在里面激战多年。还存在一个问题，是 K12 的老师，比外教什么的好找的多，在三四线城市也是，所以整体来说，线上的优势不是特别强。**K12 在线 1 对 1 & 小班课**这个领域参与者也众多，但是目前离特别成熟的逻辑跑通，还差一点，未来有可能会出若干个大型企业，但还是拭目以待其公开财务数据。代表企业包括掌门一对一，嗨课堂等，我们没有将学而思网校没有划入这个领域，而将其划入了垂直网校这个领域，主要是基于对其“交互程度”的考虑。

③在线题库：在线题库是最早出现的一种互联网教育的模式，但是这么些年下来，变现始终是个困扰这个细分领域的头疼问题，不论是会员付费，还是广告，业务逻辑上都存在不太通顺的地方地方。代表企业包括小猿搜题，魔方格等。**未来 2-3 年，如果如果在线题库再没有探索出通顺的变现逻辑，那最终的归宿可能就是就是投靠 BAT，成为一个流量入口或者内容池。**

④垂直网校：这个领域也是比较早的一个领域，是从早年的社区论坛演化而来的。包括职业教育垂直网校（高顿财经，中华会计网校，金英杰等），也包括 K12 阶段的垂直网校，我们将学而思网校，新东方在线均划入这个领域，也包括其他的一些兴趣爱好类教育网校等等。我们对这个领域的定义，其实非常注重“不同步性”和“非交互性”，一定程度上，垂直网校是一种“知识付费”，因为垂直网校很大程度上是“非交互”的，所以其实这里面很多业务是采取“录播课”的方式完成的。对于垂直网校这个领域，我们认为，一定程度上，不是教育，而是“图书&出版业务的线上化”，目前问题主要是，中国的知识付费和正版意识还在建立的过程中，垂直网校的付费意愿还不够强。垂直网校这个领域可能会出现一些很有潜力的企业，但是还是要观察运营情况。

⑤教育产品平台：做出一个“教育线上商超”，是很多巨头想过的事情，早年对标 Coursera, Edx 的一个产物，“做平台”始终是很多互联网企业心中的理想。不过教育产品平台的变现逻辑实在是不够强，淘宝同学，百度传课，网易云课堂，都是这个逻辑。目前看来，教育产品平台业务，做一个巨头的某个产品，作为分部门可能尚可，但是单独作为一个公司的盈利能力，还有点堪忧。

图表 13：互联网教育细分领域

国金教育研究		自主动力	信息量	交互程度	变现能力	时间灵活度	线下替代
互联网教育	在线口语教育	中	低	高	中	中	难
	K12在线1对1	低	中	中	中	中	易
	在线题库	高	高	低	低	高	中
	垂直网校	高	高	低	高	高	难
	教育产品平台	不涉及					

来源：国金证券研究所

3.2 互联网公司和品牌商业连锁公司的逻辑有巨大差别

- **互联网逻辑和教育逻辑的区别？** 互联网的商业逻辑和传统教育的商业逻辑是不一样的，互联网的商业逻辑是**中心化互联网逻辑**，而传统教育的商业逻辑是**品牌连锁的逻辑**。
- **传统教育（主要指培训机构）本质上还是一种品牌商业连锁的逻辑。** 不论是 K12 课外培训，还是早教，职业培训等，商业本质上和麦当劳，海底捞等都是相似的**品牌连锁逻辑**——方向，产品，选址，营销，销售，管理，是利用一个品牌体系，打磨产品满足需求，形成网点辐射和品牌力的共振。同时，传统的线下培训商业连锁，现金流是比较好的，是可以自主造血的。在传统商业连锁的逻辑下，是有很多品牌可以共存的，根据不同特色，不同地域，形成一种多元化的竞争格局。
- **互联网教育本质上是一种中心化的互联网逻辑。** 相对于线下连锁而言，互联网的逻辑是中心化的，马太效应极强且极快，且互联网公司早期，都是靠融资运营的，俗称“烧钱”运营，激烈的厮杀下，最终不可能留下太多玩家。本身互联网公司需要在某个领域内，拿到制霸权，才能最终形成一定程度的垄断，才能真正实现盈利，在这之前，互联网公司是没有造血能力的，所以在某一细分领域内的互联网公司，是不可能“岁月静好”的，需要不断抢夺流量，树立品牌，一路狂奔才能维持生存。

图表 14：传统教育公司和互联网公司的逻辑是差别非常大的

国金教育研究	辐射范围	造血能力	行业格局	核心竞争力	常见打法
传统教育公司	有辐射范围，有地域限制	有自主造血能力，有盈利能力，现金流较好	百家争鸣，大公司扩地域发展，小公司也能生存	品牌力，管理能力，地区口碑	地域&行业内扩张 打造口碑，一定规模之后跨地域扩张，强化品牌 需要在扩张营收的同时保证利润
互联网公司	无边界	很大程度靠融资发展，在形成垄断之前，很难谈上有自主造血能力	激烈厮杀，最终一个细分领域内的存活玩家不会太多 一般一个细分领域内最后只会剩2-3个	产品逻辑是否顺，攻城略地速度，抢夺流量制高点	融资发展，烧钱扩张规模 把竞争对手干掉留下来的几家，就是赢家 基本上只用管规模和用户量，不太需要考虑利润

来源：国金证券研究所

3.3 互联网教育公司，首先是互联网公司，其次才是教育公司，扩张过程当中，出现大量增营收不增利润的情况

- 互联网教育，首先是互联网公司，其财务特征和发展首先符合互联网公司的特点——即将扩张市占率作为第一要务。很多分析中，将互联网教育公司和一些传统教育公司如新东方&好未来进行比较，这是不合理的。互联网教育公司，首先是互联网公司，其次才是教育公司。其业务特征应该是更符合互联网公司的特点——前期靠融资烧钱来发展，扩张市占率，挤死竞争对手，最后形成一定程度的垄断并盈利。
- 在互联网教育发展的过程中，马太效应会逐渐显现，每个细分领域最终或都只会剩下 2-3 个大玩家。近两年，互联网教育迅速发展，涌现出了大量互联网教育的企业，但是根据我们上文叙述过的互联网企业的特点，互联网教育也不例外，马太效应会非常强，我们认为，最终互联网教育会像其他互联网行业一样，在每个细分领域内，都会只剩下 2-3 个大玩家存活。
- 融资大潮加剧了互联网教育竞争的激烈程度。互联网教育其广阔的前景，也引发了 PE 和 VC 等一级市场投资人浓厚的兴趣，而互联网教育企业发展过程当中，攻城略地是第一要务，盈利不是考核指标。近年来，广泛的互联网教育的投资，巨额的融资，使得互联网教育市场厮杀更为激烈，并且普遍呈现中增营收不增利润的情况。

图表 15：近两年来部分在线教育企业融资情况

类型	公司	轮次	金额
在线教育	作业帮	D	3.5 亿美元
在线教育	海风教育	C	1 亿美元
在线教育	火花思维	B+	2000 万美金
在线教育	ibanker	PRE-A	1000 万 RMB
儿童传统文化在线教育	婷婷姐姐	A	5000 万 RMB
在线教育	华罗庚网校	天使	1000 万 RMB
在线教育	十六进制	Pre-A	1000 万 RMB
在线教育服务商	鲸打卡	A	1000 万 RMB

类型	公司	轮次	金额
在线教育	乐学习	Pre-A	1000 万 RMB
在线教育	兰迪少儿英语	C 轮	5.2 亿元
在线教育	VIPKID	D+	5 亿美元
在线教育	微课之家	Pre-A 轮	2500 万元
在线教育	联帮在线	A	1000 万 RMB
在线教育	皮皮鱼少儿英语	Pre-A	8000 万元
在线教育	成长保	B+	两年四亿
在线教育	三好网	Pre-A	7500 万元
在线教育	盒子鱼	C	融资金额超 1.5 亿美元
在线教育	三节课	A 轮	5000 万元
在线教育	西瓜创客	A 轮	5000 万
在线教育	哒哒英语	C	1 亿美
在线教育	集思学院	PRE-A	数千万
在线教育	北风网	B+	1000 万 RMB
在线教育	考虫	C 轮	2000 万美元
在线教育	编程猫	B+	3 亿
STEM 在线教育	Dr.S 赛先生		1000 万 RMB
在线教育	UniCareer	C	1.8 亿 C 轮
在线教育	少年商学院	A 轮	3000 万 RMB
在线教育	唱唱启蒙英语	Pre-A	1000 万 RMB
在线教育	TutorABC	C	2 亿美元
在线教育	洋葱数学	C 轮	1.2 亿
在线教育	猿辅导	E	1.2 亿美元
在线教育	微吼直播	独立融资	千万元
在线教育	魔力耳朵		4 千万融资
在线教育	爱乐奇	D 轮融资	3750 万美元
在线教育	北风网	B+	数千万
在线教育	阳阳魔法教育	Pre-A	近千万元
在线教育	作业盒子	B+	2 亿元
艺考在线教育	湃乐思教育		数百万元
在线教育	朗播网	B	6000 万
在线教育	嗨课堂	A	5000 万
在线教育	Find 智慧钢琴	A	上亿元
在线教育	腾跃校长在线	A+	2000 万

来源：国金证券研究所整理

- 焦虑，已经成为了互联网企业的重要关键词。在现在的互联网教育企业，有着难以避免的焦虑感，因为行业规模达到一定的企业，很多都在选择大量融资，不惜成本的烧钱扩张，因为做到最大的那一个，把其他竞争对手挤死，就可以号令天下，莫敢不从。所以现在互联网企业都处于融资——扩张——再融资——再扩张的路径当中，因为必须保持快速的扩张，而没办法靠自身利润造血，还没有完成一个企业本身的闭环，所以互联网企业都处于强烈的焦虑感之中。互联网企业的盈利性现在还没有看到大面积验证的迹象，在这个过程中

4. 怎样的互联网教育企业才能实现盈利？

4.1 营销费用之谜——互联网教育企业烧钱往哪烧？

- 为了快速扩张，互联网教育企业在营销上的战争十分激烈。获得了融资后，互联网教育企业心中的锚肯定是——扩张，扩张，再扩张。而扩张的过程中，最重要的支出的就是营销费用，包括做室外广告，APP 投放广告（抖音，头条等），购买搜索（百度等），还有就是电销&地推人员的工资等。

每天打开手机，坐上地铁，打开搜索都可以看到互联网教育机构铺天盖地的广告，如果曾经在一些学习网站曾经留下过手机号的，也会被电销等方式精准营销。互联网教育企业在营销上的投入不可谓不大。

图表 16：互联网教育地铁广告



来源：国金证券研究所

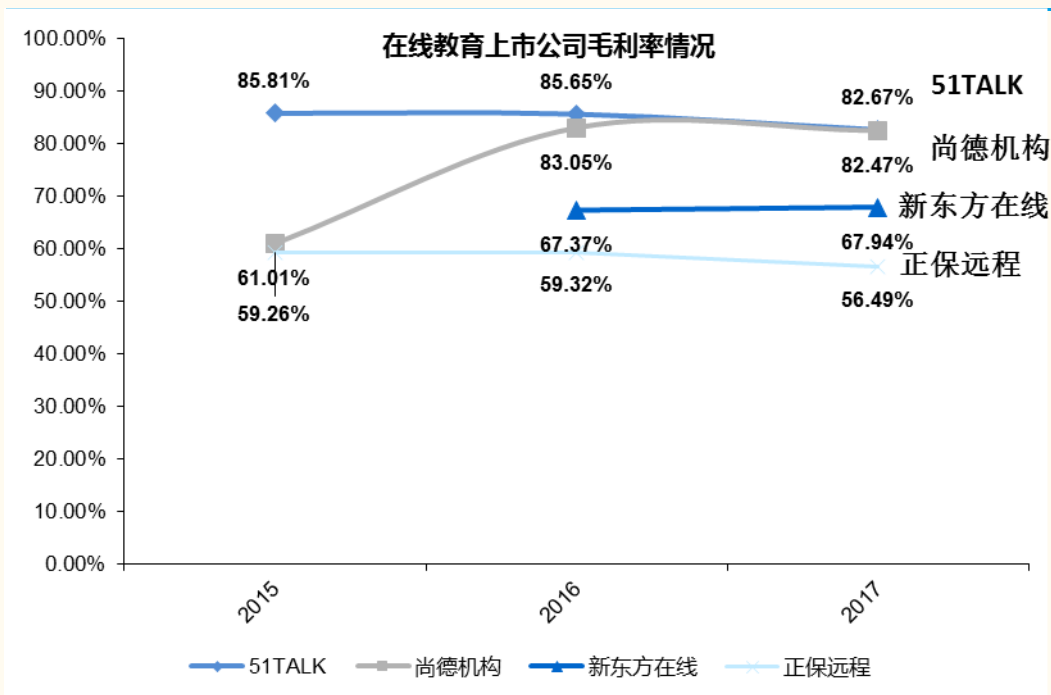
图表 17：互联网教育室外广告



来源：国金证券研究所

- 互联网教育的毛利率不仅不低，而且很高，说明其商业逻辑是跑的通的。实际上，尽管厮杀激烈，但是互联网教育的毛利率并不低，甚至可以说很高，尚德机构和 51TALK 近两年的毛利率都在 80%以上，新东方在线的毛利率也在 65%以上，这也从侧面说明，互联网教育的商业逻辑，是跑的通的，说明在线教育边际成本并不高，而且具有很强的规模效应。

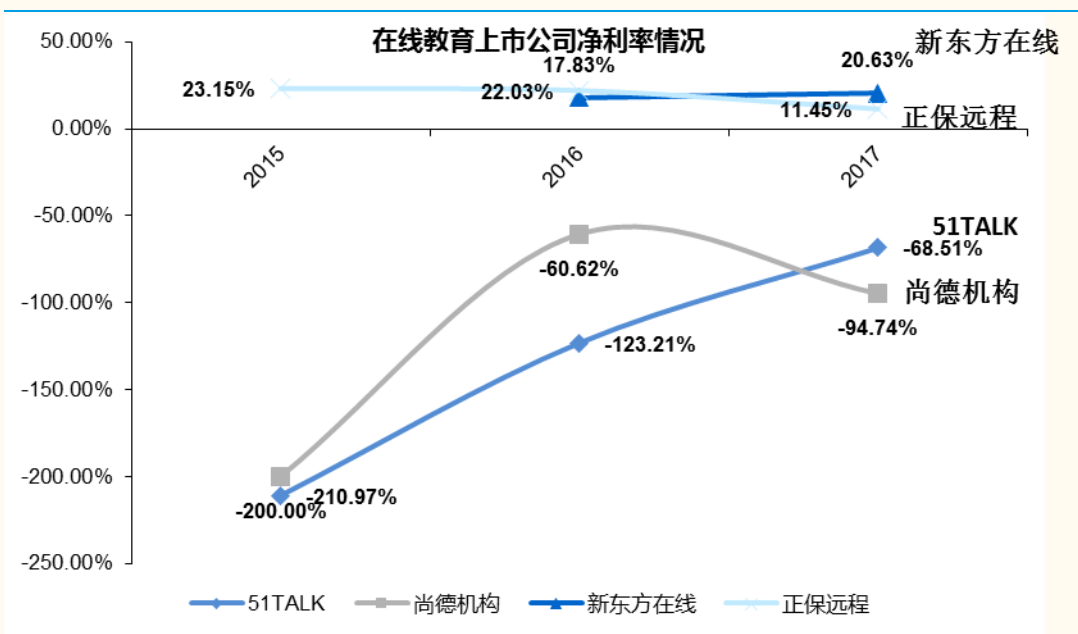
图表 18：在线教育毛利率并不低



来源：公司公告，国金证券研究所

- 在线教育企业大部分还并不能实现盈利。虽然互联网教育的毛利率都很高，但很多互联网教育企业仍然是净利率为负。新东方在线和正保远程净利率为正，区间在 10%-25%，而尚德机构和 51TALK 净利率为负。

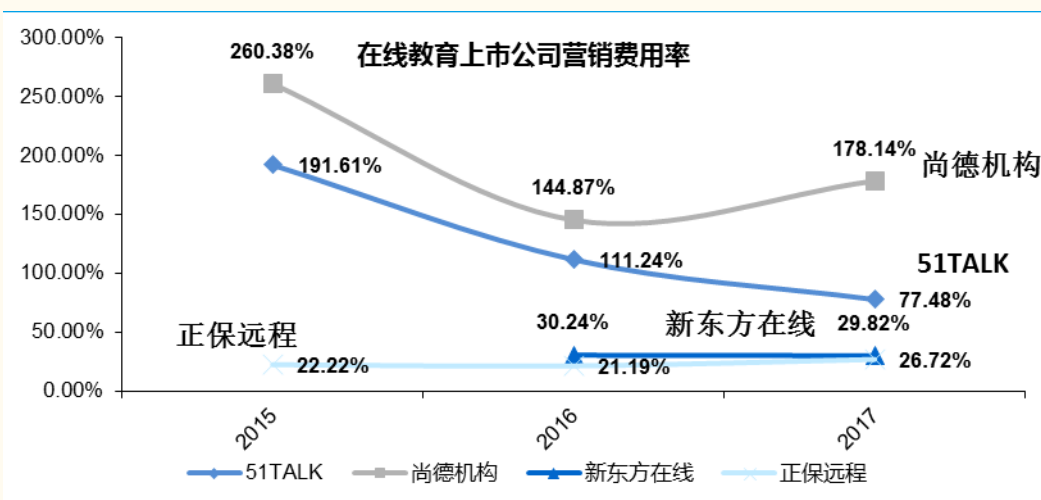
图表 19：相当多的在线教育公司还无法实现净利率为正



来源：公司公告，国金证券研究所

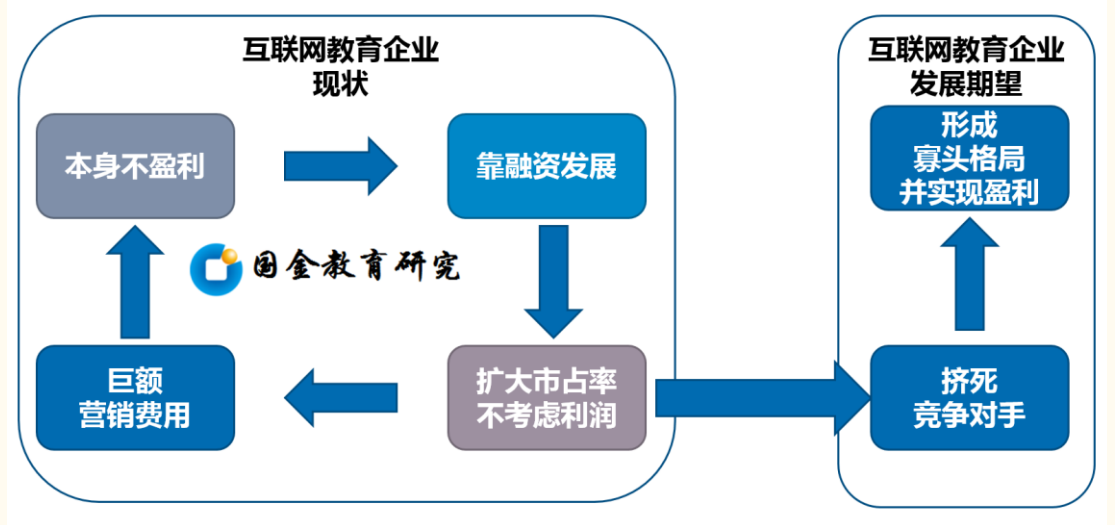
- 巨额的营销费用是互联网教育企业不能实现盈利的根源。在毛利率整体不低的情况下，为什么互联网教育企业大多数还呈现亏损，无法盈利？我们认为，巨额的营销费用是其主要原因，因为在线教育企业为了提升市占率，必须不断扩张，就需要持续支出高额的营销费用，然后规模到达一定程度后，继续获得新的融资，进行下一轮扩张，最终挤死竞争对手，每个细分领域内存活的几个大玩家，形成寡头垄断，并降低营销费用率，实现盈利。目前，还远未到互联网教育形成寡头格局的时候，而从营销费用率上来看，新东方在线和正保远程接近，在 20%-30%，这个营销费用率其实和传统教育企业的营销费用率已经接近了，说明其实新东方在线和正保远程的财务特征，已经越来越接近形成闭环的传统企业了。而高速扩张的 51TALK 和尚德机构，营销费用率还在 77% 和 178%，近年来，一度出现了营销费用大于营业收入的情况，说明其还在前一个融资-扩张-融资-扩张的循环中，还并未形成稳定格局，需要继续厮杀。

图表 20：在线教育营销费用率高企



来源：公司公告，国金证券研究所（尚德机构数据为其总营业开支）

图表 21：互联网教育企业现状和发展期望

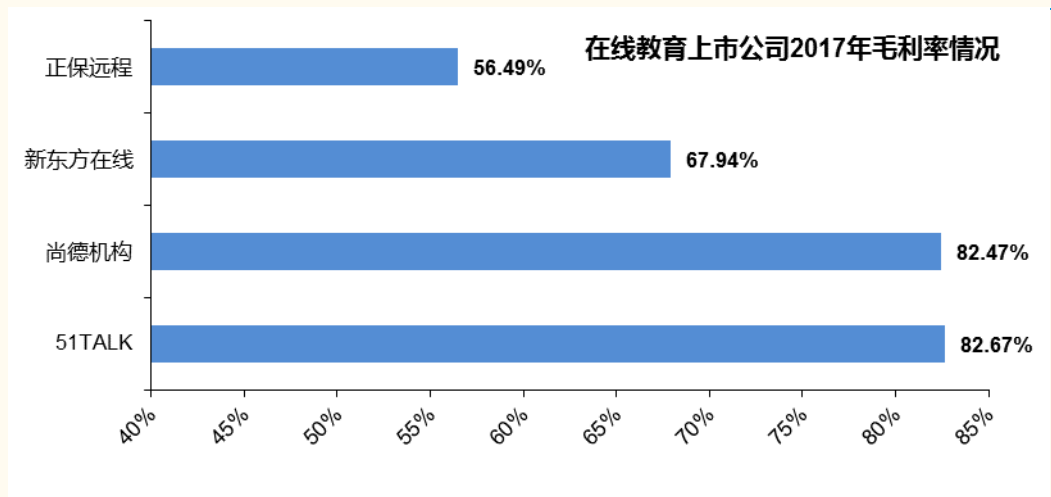


来源：国金证券研究所

4.2 新东方在线和其他互联网教育企业有什么区别？

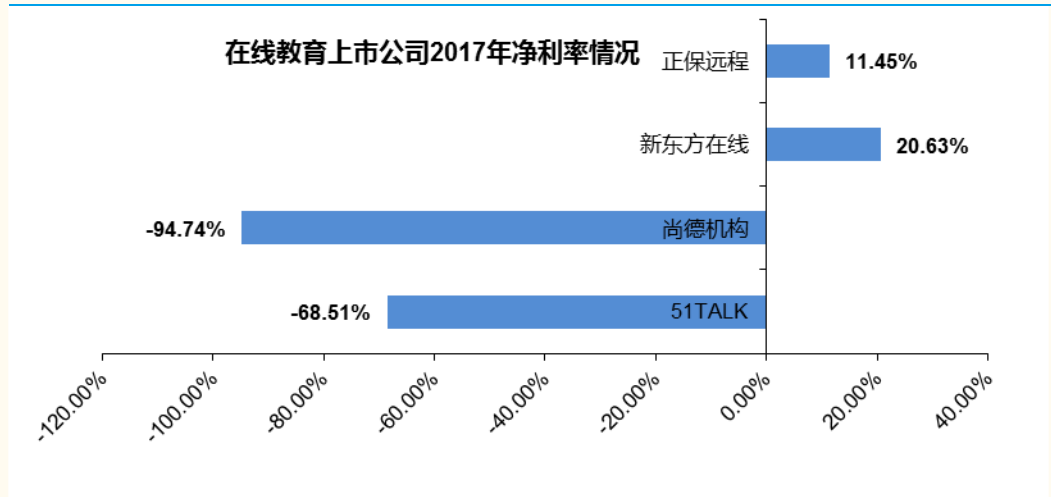
- 关注点 1：从利润率上来看，新东方在线是一个——具有盈利能力，自我造血模型，营销费用接近正常连锁企业的公司。我们先从财务数据来看，在线教育上市公司中，新东方教育毛利率 68%，净利率 21%，这长得简直是一副正常轻资产连锁企业的样子。跟现在主流的互联网教育企业不是一个画风，而新东方在线的自我造血能力，也是其没有经历过多轮融资，没有吸纳太多的外部投资者的重要原因之一。

图表 22：在线教育上市公司毛利率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

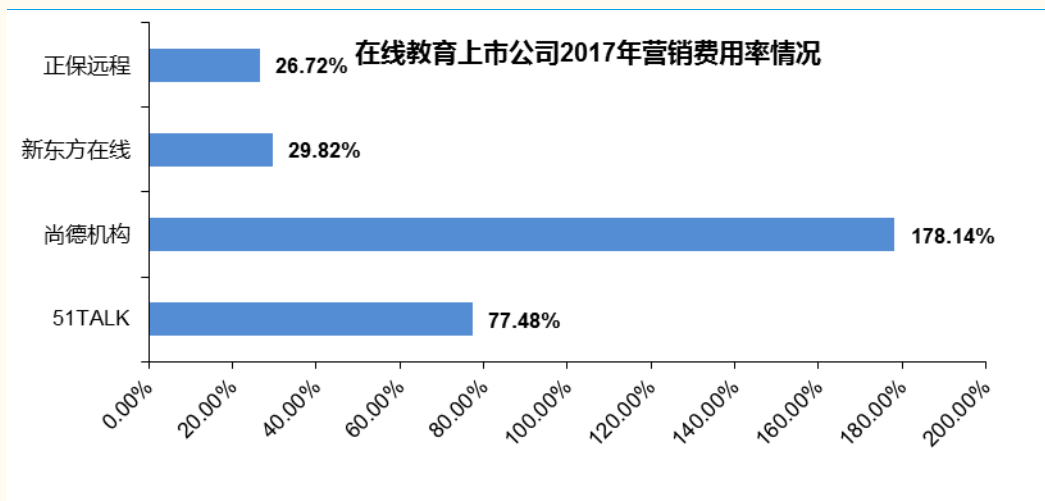
图表 23：在线教育上市公司净利率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- **关注点 2：营销**——从营销费用率上来看，新东方在线的营销费用率为 **29.82%**，接近正常连锁企业，而与主流互联网教育企业大相径庭。主流互联网企业的营销费用率，都是 50% 以上，甚至 100% 以上，这也是大部分互联网教育企业都迟迟没有盈利，没有上市的主要原因。而事实上，和大部分互联网教育企业的疯狂投放广告和夺命连环电销 CALL 相比，新东方在线在投放广告上，似乎确实是比较温和的。也使得新东方在线整体的营销费率为 30%，接近传统连锁企业，显著低于现在主流的互联网教育企业。

图表 24：在线教育上市公司营销费用率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 25：学而思网校的营销较为激进



来源：国金证券研究所

图表 26：新东方在线的营销较为温和



来源：国金证券研究所

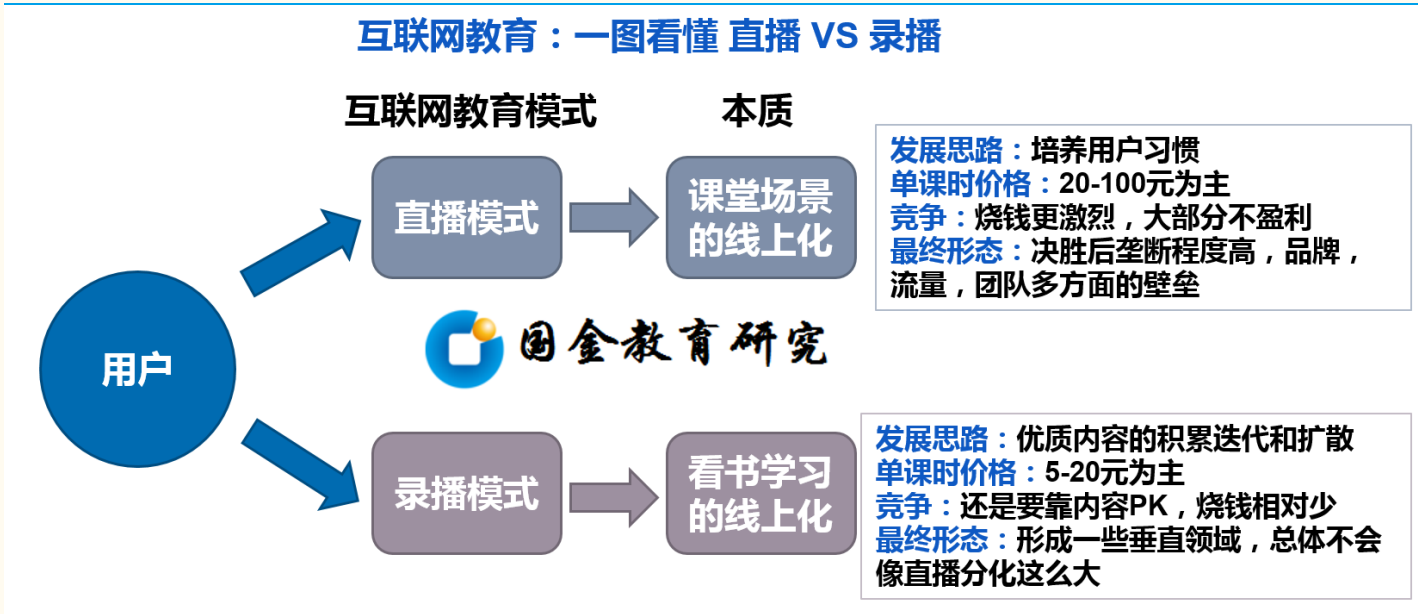
- 以新东方在线和学而思网校为对比，笔者 2 月份分别注册了新东方在线和学而思网校，而 7 月份注册了新东方在线的 APP。期间收到了学而思 3 次主动电话营销，并收到 15 条学而思短信推送，相比起来，新东方在线，在注册之后，并没有发送短信推送和电话营销。笔者也注册了多家在线教育 APP 的会员，狂轰滥炸营销是普遍现象，像新东方在线这样没有进行对点营销的，反而是少见现象，可以说，新东方在线采取的是一种在线教育中罕见的温和营销策略，而这也和其品牌力带来的底气有关。

4.3 直播？录播？不同的模式，不同的思路。

- 同样是互联网教育，直播和录播的思路其实是不同的：
 - ① 直播模式，是线下“课堂场景”的线上化，要求互动感较高的场景（少儿英语口语是最典型的场景），发展思路本质上是“培养用户习惯”，烧钱市场战争更为激烈，若决出胜负后，垄断程度更高，是从用户习惯（流量）到品牌，到团队全方位的壁垒。很多 1 对 1 或者小班课都是直播的模式，直播课边际成本较大，故单课时价格较高，在 20-100 元为主。

②录播模式，是线下“看书学习”的线上化，对互动感要求没有直播这么高，本质上还是“优质内容的积累和扩散”，我们预计，录播课会根据不同内容形成相当垂直的一些领域，最终形态不会像直播模式分化这么大。录播课是既定内容的重复传播，边际成本较低，单课时价格较为便宜，在5-20元为主。

图表 27：一张图看懂直播&录播之间的差距



来源：国金证券研究所

- 新东方在线，主要是以录播为主的。新东方在线的体系，实际上是以录播为主的，包括考研辅导，中小学辅导，英语辅导等等，大部分是售卖录播课程，辅以冲刺阶段的大班直播等方式来推进的，而一对一或者小班的直播，这种课堂线上化的模式，不是新东方在线的业务主要组成部分。新东方在线目前的形态，其实比起 51TALK,尚德机构,VIPKID 等模式，是更接近正保远程教育，单课时价格不高，位于 5-20 元的区间，故新东方在线的客单价其实是较低的，其本质核心其实还是优质内容的积累和迭代，而不是习惯的改变和垄断，而另一方面新东方在线的优势，是天然的品牌优势。
- 相比于客单价较低的以录播为主的新东方在线&正保远程教育等，一些主流的直播为主的互联网教育平台，如 VIPKID 等，强调直播，实时互动等，单课时价格较高，在 20-100 元为主。目前最大的在线英语口语公司 VIPKID 单课时的价格大约在 130-160 元之间。

图表 28：新东方在线王牌课程：考研

中国移动 23:29 36%

2019考研在线课程_网上学习考研_新...

2019考研选课中心 2020考研课程

公共课 学术硕士 专业硕士 管理类联考 直通车

惠 2科联报直减400元, 3科联报直减600元, 全科联报直减1000元。
500元以上订单可白条分期付款, 免息免手续费

课程名称	课时	价格	详情
<input checked="" type="checkbox"/> 考研英语	196	¥ 1390	查看
<input type="checkbox"/> 公共日语	120	¥ 1480	查看
<input checked="" type="checkbox"/> 考研政治	125	¥ 890	查看
<input checked="" type="checkbox"/> 考研数学	180	¥ 790	查看

☒ 考研签约特权包 原价300- 折后¥100

考研签约特权包是与您报名科目相匹配的必备服务包, 多科联报只需要报名一次(不可单独报名), 价格为100元, 包含以下内容:

- ☒ 不过免费重读 (满足协议条件即可)
- ☒ 密训纸质资料全年同步快递

展开

在线咨询

来源：国金证券研究所

图表 29：新东方在线小学课程

中国移动 23:34 36%

新东方在线小学网络课堂_培训班_网校...

课程名称	课时	价格
<input type="checkbox"/> 【精品课堂】小学英语必学课-国际音标	9	¥540
<input type="checkbox"/> 一年级语文	16	¥288
<input type="checkbox"/> 一年级数学	16	¥288
<input type="checkbox"/> 一年级英语	16	¥288
<input type="checkbox"/> 二年级语文	16	¥288
<input type="checkbox"/> 二年级数学	16	¥288
<input type="checkbox"/> 二年级英语	16	¥288
<input type="checkbox"/> 三年级语文	16	¥288
<input type="checkbox"/> 三年级数学	16	¥288
<input type="checkbox"/> 三年级数学尖子班	16	¥288

应付：¥0 加入购物车

来源：国金证券研究所

4.4 新东方在线和新东方有什么关系？

- 新东方在线是新东方的子公司。新东方在线由新东方控股，是新东方的子公司，所以新东方的合并报表，其实是包含新东方在线的业务。
- 新东方和新东方在线的强势课程重合度并不高。新东方在线 70%的营收来自于大学辅导，包括考研课程等，而新东方 60%的收入来源于 K12 教育，其实强势课程并不重合。所以我们认为直接通过新东方引流进新东方在线的用户占比也不高。
- 新东方在线具有天然的品牌优势。新东方这个品牌本身还是具有相当高的认知度的，虽然可能不是直接引流方面的合作，但是新东方还是为新东方在线提供了相当强的品牌背书。

5.总结：在线教育仍然任重而道远，但也需要区分领域讨论

- 首先区别一个概念，即“教育信息化”和“互联网教育”。在谈起“在线教育”的时候，有时候会把“智慧教育”也纳入其中，智慧教育是“教育信息化”的一部分。我们认为，教育信息化和互联网教育，是完全不同的两个范畴。如图 12 所示，教育信息化是 TO B 的，很大程度上是一种工程业务，最终是由政府&学校机构买单的，而互联网教育是 TO C 的，是一种服

务业，最终是由学员买单的。A 股中有较多以教育信息化为主要业务的标的，包括视源股份，立思辰，全通教育，三盛教育，佳发教育等。而互联网教育的标的目前还主要存在在港股和美股，A 股涉及互联网教育的公司还较少，我们认为，在一般语境下，“在线教育”的讨论范畴还是主要是“互联网教育”。

- **传统教育（主要指培训机构）本质上还是一种品牌商业连锁的逻辑。**不论是 K12 课外培训，还是早教，职业培训等，商业本质上和麦当劳，海底捞等都是相似的品牌连锁逻辑——方向，产品，选址，营销，销售，管理，是利用一个品牌体系，打磨产品满足需求，形成网点辐射和品牌力的共振。同时，传统的线下培训商业连锁，现金流是比较好的，是可以自主造血的。在传统商业连锁的逻辑下，是有很多品牌可以共存的，根据不同特色，不同地域，形成一种多元化的竞争格局。
- **互联网教育本质上是一种中心化的互联网逻辑。**相对于线下连锁而言，互联网的逻辑是中心化的，马太效应极强且极快，且互联网公司早期，都是靠融资运营的，俗称“烧钱”运营，激烈的厮杀下，最终不可能留下太多玩家。本身互联网公司需要在某个领域内，拿到制霸权，才能最终形成一定程度的垄断，才能真正实现盈利，在这之前，互联网公司是没有造血能力的，所以在某一细分领域内的互联网公司，是不可能“岁月静好”的，需要不断抢夺流量，树立品牌，一路狂奔才能维持生存。互联网公司包括英语口语教育，K12 一对一&小班在线辅导，在线题库，垂直网校，教育产品平台等多个细分领域。
- **互联网教育，首先是互联网公司，其财务特征和发展首先符合互联网公司的特点——即将扩张市占率作为第一要务。**很多分析中，将互联网教育公司和一些传统教育公司如新东方&好未来进行比较，这是不合理的。互联网教育公司，首先是互联网公司，其次才是教育公司。其业务特征应该是更符合互联网公司的特点——前期靠融资烧钱来发展，扩张市占率，挤死竞争对手，最后形成一定程度的垄断并盈利。
- **在互联网教育发展的过程中，马太效应会逐渐显现，每个细分领域最终或都只会剩下 2-3 个大玩家。**近两年，互联网教育迅速发展，涌现出了大量互联网教育的企业，但是根据我们上文叙述过的互联网企业的特点，互联网教育也不例外，马太效应会非常强，我们认为，最终互联网教育会像其他互联网行业一样，在每个细分领域内，都会只剩下 2-3 个大玩家存活。
- **融资大潮加剧了互联网教育竞争的激烈程度。**互联网教育其广阔的前景，也引发了 PE 和 VC 等一级市场投资人浓厚的兴趣，而互联网教育企业发展过程当中，攻城略地是第一要务，盈利不是考核指标。近年来，广泛的互联网教育的投资，巨额的融资，使得互联网教育市场厮杀更为激烈，并且普遍呈现中增营收不增利润的情况。
- **新东方在线“出挑”的盈利，主要来自于其业务主要还是以“录播”为主。**对于互联网教育，直播模式本质上是“课堂场景的线上化”，强调持续烧钱，让用户形成习惯，最终形成一定程度的垄断，而录播模式本质上是“看书学习的线上化”，强调优质内容的积累迭代和传播，市场上其他在线教育上市公司和非上市公司，大部分呈现较大程度的亏损，而新东方在线能够实现比较“出挑”的盈利财务数据，一方面源于其录播模式内容的积累，另一方面来源于天然的品牌效应。

风险提示：①互联网教育公司最后不能形成业务闭环，②录播课程在一定程度的增长后，或会遇到市场空间瓶颈，③一级市场融资可能无法退出。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH