

证券研究报告—深度报告

社会服务

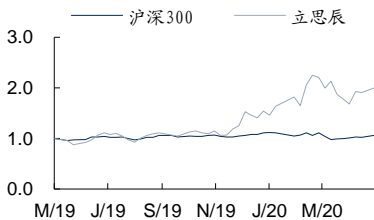
教育

立思辰(300010)
买入

合理估值: 20.84-21.44 元 昨收盘: 17.60 元 (维持评级)

2020年05月09日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	868/727
总市值/流通(百万元)	15,283/12,803
上证综指/深圳成指	2,895/11,002
12个月最高/最低(元)	22.80/7.34

相关研究报告:

《立思辰-300010-2019 年年报及 2020 年一季度点评: 传统业务拖累业绩, 大语文增长良好》——2020-04-29

《立思辰-300010-深度报告: 发力优质赛道, 经营正迎拐点》——2020-03-17

《国信证券-研究框架系列之教育篇: 教育在线流量井喷, 商业模式加速进化》——2020-02-18

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809

E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511040003

证券分析师: 钟潇

电话: 0755-82132098

E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100003

联系人: 张鲁

电话: 0755-81982991

E-MAIL: zhanglu5@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

复盘 K12 龙头成长轨迹 推演中文未来成长

● 大语文赛道: 适逢政策红利期, 中文未来大语文一马当先

高考改革下英语一年两考、文理统考预计数学难度下降, 语文难度提高重要性前置, 尤其阅读量大幅提升(19 年高考语文卷面总字数增至 1 万+); 全国教材统一(部编版), 新教材古诗文篇幅同增近 8 成, 着重考察大语文综合素质, 教材统编也为 K12 龙头异地扩张创良机。中文未来创始人窦昕本身系大语文领域元老级人物, 故公司先发优势显著, 公司借资金、品牌认知优势, 有望实现与大语文标签深度绑定。

● 线下板块: 存量加密+跨区扩张+师资支撑, 尚处黄金发展阶段

存量城市尤其上海、深圳等一线城市, FY2020 好未来网点数分别为 63、45 家, 而 19 年底中文未来分别为 11、8 家差距巨大, 仍有加密提升空间。跨区扩张方面, 20 年 2 月好未来、新东方覆盖城市数分别已达 70/90 个, 而中文未来覆盖城市数仅为 37 个, 横向对标看跨区域扩张有支撑。师资方面, 师徒搭课(高薪保证)+课程模块化切分(削弱议价), 保证现存师资团队稳定; 磨课制度+完善晋升体系, 新进师资规模化培养体系现雏形。三驾马车护航坚定看好线下业务爆发成长。

● 线上板块: 在线化基因得天独厚, 模型优化带动利润率上行

在线教育模型详解: 大班模型能否盈利主看获客成本与低-正价转换率, 而正价续班率、招生规模决定盈利规模上限; 满班率决定小班模型盈利与否, 而模型规模盈利需具备规模化培养教师与配套教研能力, 故相对高壁垒; PK 其他学科语文偏感性, 可弱化互动, 线上化优势得天独厚; 目前公司线上班长期在读约 7-8000 人略超预期, 结合模型测算净利率约 33-36%, 且再融资计划重点发力线上, 线上产品模型仍存优化空间(流量成本+续班率), 未来有望带动公司整体利润率上行。

● 风险提示: 商誉减值; 业务剥离缓慢; 加盟店管理不善; 师资流失等。

● 短跟复课进度, 中看定增落地优化治理架构, 维持“买入”

公司处行业红利释放、线下爆发成长、线上模型优化的三大拐点期, 预计 20-22 年 EPS-0.04、0.46、0.58 元(考虑增发摊薄, 线上业务发力上调 21-22 年预测), 合理价值为 20.84-21.44 元, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,952	1,979	1,279	1,549	1,923
(+/-%)	-10%	1%	-35%	21%	24%
净利润(百万元)	-1,393	31	-44	453	573
(+/-%)	-787%	102%	-242%	1142%	26%
摊薄每股收益(元)	-1.60	0.04	-0.04	0.46	0.58
EBIT Margin	3.44%	14.16%	2.31%	35.00%	36.02%
净资产收益率(ROE)	-42.23%	0.91%	-0.90%	8.76%	10.22%
市盈率(PE)	-11	500	-403	39	31
EV/EBITDA	143	47	211	33	26
市净率(PB)	5	5	4	3	3

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

公司基本面正处于发展拐点阶段，具体来看行业处于政策红利期，高考改革+教材统一改革下，大语文行业处于风口之上，且公司创始团队系大语文行业元老级人物，先发优势显著，未来有望实现与大语文实现深度绑定；线下业务目前处于成长爆发期，师资规模培训见雏形，存量城市加密+跨区域扩张有支撑；线上方面语文课程具备天然线上化基因，且再融资助力下有望持续优化公司利润率水平。

预计 20-22 年-0.04、0.46、0.58 元（考虑增发摊薄，后续即使再融资有调整，仍假设融资额与发行价与前期方案持平；考虑线上业务发力贡献业绩增量，上调 21-22 年盈利预测，前期为 0.41/0.53 元），短期需跟踪线下复课进度，中线关注再融资带来治理架构优化与资金支持，合理价值在 20.84-21.44 元，维持“买入”评级。

核心假设与逻辑

第一，与 K12 培训协同效应较弱的业务 2020 年底前完成剥离，未来主要保留大语文业务及中高考升学业务等。

第二，新高考改革导向下，语文重要性日益显现，行业参培率有望在较低基数下持续较快提升；且统编教材走上历史舞台，为教培龙头异地扩张提供新机遇。综合而言行业政策红利下，先发优势显著+教研能力突出的龙头将直接受益。

第三，公司层面线下业务处于爆发成长期，现存城市加密+跨区扩张下沉成长有支撑；线上业务模式得到验证，持续为公司贡献收入、业绩增量。

与市场的差异之处

部分市场投资者认为语文培训赛道相对较难标准化，对师资依赖更高，且培训见效慢，不利于龙头规模化扩张。我们认为语文培训一可通过语文优秀教研团队模块化拆解，形成一整套独立教学体系；二借各老师术业专精单一板块等模式，加快教师培养，并提高教师对平台的依赖，结合有竞争力的薪酬，形成对门店规模扩张的支撑；三因高考改革下重视提升，兼顾科目见效慢特点，反而有助于语文低年级渗透和续班率提升，从而对优质龙头成长提供支撑。

股价变化的催化因素

第一，再融资方案加速落地，业务发展有资金支撑，治理架构进一步理顺。

第二，线下业务网点保持高速扩张，线上模式得到验证持续贡献增量。

第三，信息安全、教育信息化等传统业务顺利剥离，聚焦大语文主业发展。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，商誉减值；

第二，疫情影响+政策监管趋严，再融资进程延后；

第三，传统业务剥离进度不达预期等；

第四，大语文业务扩张不及预期及快速扩张中教学品质保障问题等。

内容目录

估值与投资建议.....	6
绝对估值: 19.66-20.84 元.....	6
绝对估值的敏感性分析.....	7
相对法估值: 20.53-21.44 元.....	7
投资建议: 合理估值为 20.84-21.44 元, 维持“买入”评级.....	8
复盘 K12 教培行业商业模式演进轨迹.....	9
线下 K12: 消费升级+注重互动, 线下小班成主导.....	9
线上 K12: 在线大班值风口, 技术进步迎契机.....	10
K12 线下教育: 监管趋严, 把握下沉市场发展机遇.....	11
政策导向: 监管政策不断从严, 行业整顿利好头部机构.....	11
行业格局: 整体仍较分散, 头部企业份额稳步提升.....	12
核心竞争力: 内容为基, 师资护航.....	13
新东方 PK 好未来, 传统 K12 教培龙头深度对比.....	14
K12 在线教育: 短争规模, 长期看量价提效.....	18
教育在线化可以解决什么问题?.....	18
详解在线大班/在线小班两种商业模式.....	19
K12 在线教育两大龙头复盘.....	23
三大维度看中文未来成长空间.....	27
大语文赛道: 适值发展红利期, 立思辰大语文一马当先.....	27
线下业务: 存量加密+跨区扩张, 师资培训有支撑, 爆发成长可期.....	30
线上业务: 线上化优势得天独厚, 模型优化有望带动整体利润率上行.....	32
盈利预测.....	35
假设前提.....	35
未来 3 年盈利预测.....	36
盈利预测的敏感性分析.....	36
风险提示.....	37
附表: 财务预测与估值.....	39
国信证券投资评级.....	40
分析师承诺.....	40
风险提示.....	40
证券投资咨询业务的说明.....	40

图表目录

图 1: K12 教培行业商业模式演进图	9
图 2: 1988-2019 年人均 GDP 数据	10
图 3: 高校录取率持续攀升	10
图 4: 线上 K12 教育机构分类	10
图 5: K12 培训龙头 2018 年市场份额估算	12
图 6: 我国各区域部分代表 K12 培训龙头情况	12
图 7: 学生组成结构: 学而思培优小班 VS 优能中学	14
图 8: 优能中学 2011-2014 年初一数学免费班招生及续费情况	14
图 9: 好未来分校管理架构	15
图 10: 闻名业内的新东方“七步教学法”	15
图 11: 好未来家长帮社区门户网站	16
图 12: 获客成本: 好未来 VS 新东方	16
图 13: 好未来网点数及布局城市	17
图 14: 新东方网点数及布局城市	17
图 15: 好未来动态 PE 估值演变	17
图 16: 新东方动态 PE 估值演变	17
图 17: 2018 年普通高中专任教师学历构成	18
图 18: 好未来/新东方城市布局 (2019/05/31)	18
图 19: 传统 K12 线下培训机构成本费用结构 (2017 年)	18
图 20: 在线教育机构收入模型拆解	19
图 21: K12 培训机构各商业模式概述	19
图 22: 在线教育企业销售费率中枢为 45% 左右	20
图 23: 多数在线教育企业为亏损状态	20
图 24: 在线大班商业模式图解	21
图 25: 在线大班有望在第三期实现累计盈利	21
图 26: 获客成本 (站外流量占比) - 盈利敏感性分析	22
图 27: 低价/正价课转化率 - 盈利敏感性分析	22
图 28: 正价课续班率 - 盈利敏感性分析	22
图 29: 正价课收费 - 盈利敏感性分析	22
图 30: 在线小班成本费用结构 (满班率 25%)	23
图 31: 在线小班成本费用结构 (理想状态-满班率 100%)	23
图 32: 跟谁学旗下 5 大平台	24
图 33: 跟谁学获客成本优于行业平均水平	24
图 34: 微信裂变用户参与途径	24
图 35: 跟谁学 Top10 教师营收贡献	25
图 36: 新东方在线旗下两大平台	26
图 37: 2020H1 新东方在线分业务营收占比	26
图 38: 2020H1 新东方在线 K12 业务营收占比	26
图 39: 东方优播在线小班上课情景示意图	27
图 40: 东方优播地推模式示意	27

图 41: 思泉大语文体系: 国学素养、绘本阅读、写作表达.....	29
图 42: 窦昕主编的统编版教材同步用书	29
图 43: 覆盖城市数: 好未来、新东方、中文未来	31
图 44: 一线城市网点数: 好未来、中文未来	31
图 45: 中文未来 2017-2020E 直营/加盟网点数	31
图 46: 2019 年公司线下分校业务区域分布情况。	31
图 47: 中文未来师徒搭课制收入分成	32
图 48: 中文未来教师晋升体系	32
图 49: 数学科目知识架构为阶梯递进式, 知识点间互为基础	33
表 1: 公司盈利预测假设条件 (%)	6
表 2: 资本成本假设	6
表 3: FCFE 估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	7
表 4: FCFF 估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	7
表 5: 同类公司估值比较	7
表 7: 规范校外培训机构教师来源及资格的相关法规	11
表 8: 数学科目为例: 各省市所用教材不同	13
表 9: 名师化 VS 去名师化模式优劣势比较	14
表 10: K12 线上培训机构教学模式	19
表 11: 2019 年暑期以及疫情期间在线教育公司低价/免费班规模	20
表 12: 在线双师大班盈利模型测算	21
表 13: 在线 K12 教育公司直播设备来源	24
表 14: 全国各地最新高考改革整理	28
表 15: 中小学部编版教材内容	28
表 16: 中文未来名师团队支撑公司教学研发能力	29
表 17: 各机构大语文课程推出时间	30
表 18: 各省中小学开学时间整理	30
表 19: 公司所推出“大小班”在线产品模型测算	33
表 20: 公司募资用途情况	34
表 21: 中文未来收入假设拆分	35
表 22: 未来 3 年盈利预测表	36
表 23: 立思辰盈利预测敏感性分析	36

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：19.66-20.84 元

公司历经办公信息化---教育信息化---2C 教育战略转型阶段，并于 2018 年分三次现金收购中文未来 100%股权，此后 2018 年财报也明确表示拟分拆信息安全业务相关资产，未来将集中资源、人才专注于教育产业。结合公司公开交流日志，公司未来将全面聚焦以中文未来+中高考升学咨询的 K12 培训业务，其他传统业务包括教育信息化等业务预计 2020 年底前会相继剥离，从而有望转型成 A 股纯正的 K12 培训标的。

我们假设公司传统业务 2020 年内完成剥离，2021 年后公司主要保留中文未来+百年英才等 K12 培训相关业务。其中，目前大语文行业正值政策改革红利期，且公司先发优势显著，未来一看现有城市网点加密+跨区域扩张，对标同期新东方、好未来网点分布以及覆盖城市数，中文未来仍有较大成长空间；二看线上产品持续布局验证，首先较之于数学、英语学科，弱互动、强感性思维的语文学科具备天然的在线化基因。根据线上产品盈利模型，线上产品的持续推出有望带动公司整体利润率提升，结合公司发布再融资预案，未来公司会加大线上产品投入，模型的成本端及续费率有望进一步优化。且结合公司前期再融资计划，中文未来实收预计在公司持股比例进一步上升，公司治理架构可进一步理顺，后续再融资方案虽不排除随最新政策进行调整，但总体融资额与实收参与比例预计相对稳定。鉴于此，我们估算公司 2020-2023 年收入增速分别为 -35%/21%/24%/26%，其中 2020 年主要受业务剥离进度影响所致，其中中文未来 2020-2023 年收入同比增长 83%/74%/25%/25%，系公司成长核心。同时，受 2020-2021 年传统业务陆续剥离和疫情停工影响，公司毛利率、期间费用率近 3 年变化较大，具体盈利预测假设如下。

表 1：公司盈利预测假设条件（%）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	14.73%	-9.66%	1.38%	-35.39%	21.14%	24.12%	26.37%	25.83%	22.00%
毛利率	40.87%	39.06%	40.44%	31.65%	53.77%	54.00%	54.00%	55.00%	55.00%
管理费用/营业收入	12.34%	14.67%	7.61%	13.82%	7.01%	6.92%	6.90%	6.90%	6.90%
销售费用/销售收入	13.90%	18.01%	12.82%	13.25%	9.94%	9.50%	9.50%	9.50%	9.50%
营业税及附加/营业收入	0.85%	0.96%	0.65%	0.83%	0.63%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%
所得税税率	14.17%	7.62%	-17.79%	12.50%	12.50%	12.50%	12.50%	12.50%	12.50%
股利分配比率	30.79%	-7.27%	249.37%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所预测
 注：2020 年考虑传统业务剥离影响

表 2：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.93	T	15.00%
无风险利率	2.50%	Ka	8.27%
股票风险溢价	6.20%	有杠杆 Beta	0.98
公司股价（元）	17.60	Ke	8.56%
发行在外股数（百万）	996	E/(D+E)	94.40%
股票市值(E, 百万元)	17521	D/(D+E)	5.60%
债务总额(D, 百万元)	1040	WACC	8.33%
Kd	5.30%	永续增长率（10 年后）	2%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件,采用 FCFE、FCFF 估值方法,得到公司的合理价值区间为 19.66-20.84 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感,表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表 3: FCFE 估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		7.6%	8.1%	8.56%	9.1%	9.6%
永续增长率变化	3.5%	32.04	27.79	24.41	21.65	19.36
	3.0%	28.95	25.42	22.54	20.15	18.14
	2.5%	26.47	23.47	20.98	18.88	17.10
	2.0%	24.44	21.84	19.66	17.79	16.19
	1.5%	22.75	20.46	18.52	16.85	15.40
	1.0%	21.31	19.28	17.54	16.02	14.70
	0.5%	20.07	18.25	16.67	15.29	14.07

资料来源:国信证券经济研究所整理

表 4: FCFF 估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		7.3%	7.8%	8.33%	8.8%	9.3%
永续增长率变化	3.5%	33.85	29.35	25.80	22.94	20.57
	3.0%	30.53	26.83	23.84	21.37	19.31
	2.5%	27.90	24.78	22.21	20.06	18.24
	2.0%	25.77	23.09	20.84	18.94	17.31
	1.5%	24.00	21.66	19.67	17.97	16.50
	1.0%	22.51	20.44	18.66	17.12	15.78
	0.5%	21.24	19.39	17.78	16.38	15.15

资料来源:国信证券经济研究所整理

相对法估值: 20.53-21.44 元

我们假设公司除中文未来+中高考升学咨询的 K12 培训业务外的其他业务将于 2020 年下半年剥离完毕,至 2021 年公司转型为纯正的 K12 教育标的。因而我们选取与公司业务较为相近的 A 股及美股上市公司作为比较,主要采用 PE 法进行估值。

表 5: 同类公司估值比较

代码	简称	股价	EPS (元)					PE			PEG	总市值
		2020/5/8	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	2020	(百万元)
300010	立思辰	17.60	0.03	-0.04	0.46	0.58	573		39	31	-	15,283
300010	中文未来+百年英才	17.60	0.19	0.29	0.47	0.59	95	60	37	30	1.64	15,283
A 股教育类可比公司												
002607	中公教育	26.12	0.29	0.38	0.51	0.65	90	69	51	40	2.31	161,092
002621	美吉姆	9.28	0.20	-0.18	0.23	0.30	46		40	31	-	5,483
美股教育类可比公司												
TAL.N	好未来	376.44	2.83	4.18	7.50	11.32	133	90	50	33		222,755
EDU.N	新东方	875.60	18.47	21.51	33.55	47.42	47	41	26	18		138,214
GSX.N	跟谁学	289.25	1.62	2.90	5.27	9.62	179	100	55	30		69,028
教育类公司均值							99	75	45	31		

资料来源:wind, bloomberg, 国信证券经济研究所整理

注:好未来、新东方、跟谁学盈利预测为彭博一致预期

教育类可比公司方面，我们选取 A 股中公教育、美吉姆和美股的好未来、新东方、跟谁学。其中中公教育作为国内职教龙头，竞争格局清晰、业绩增长靓丽且确定性强，估值相对不低。新东方、好未来均系国内 K12 培训龙头，业绩增长强劲，尤其是好未来，近几年业绩极具爆发力，因而享有较高的估值溢价（2021 年 PE 达 50x）。跟谁学作为 K12 在线教育市场龙头企业，连续多季度呈现高速增长态势，加之近期疫情对在线教育的催化，估值同样处于较高水平（2021 年 PE 达 55x）。综合来看，海内外教育类可比公司 2020-2021 平均 PE 估值分别为 75x、45x。

具体看立思辰，目前大语文赛道正处于政策红利期，立思辰大语文版块子公司中文未来行业先发优势显著，借上市契机公司有望实现与大语文品牌深度绑定，且较之同业中文未来教师团队具备独立教研能力，在行业政策趋严+疫情影响尾部出清情况下有望持续扩张自身市场份额；**线下业务方面**，公司同样处于业务爆发扩张期，依托“门店扩张+师资支撑”两条主线，公司线下现存城市网点有望进一步加密，且在统编版教材背景下，跨区域扩张也扫清障碍；**线下业务版块**，语文具备天然线上化基因，且公司新推出线上大小班产品值得期待，未来再融资方案也重点发力线上，线上业务占比提升有望进一步优化公司利润结构。总而言之，在“先发优势显著+线下业务爆发成长+线上模式优化验证”三条主线逻辑逐步催化验证下，中期再融资方案落地有望进一步理顺公司治理架构，结合公司所处发展阶段（20 年 PEG 为 1.64x，低于同期中公教育为 2.31x）及行业平均估值水平，同时考虑 A 股纯正 K12 标的稀缺性，给予公司 2021 年 45-47x 估值水平，对应 2021 年合理价格区间为 20.53-21.44 元。

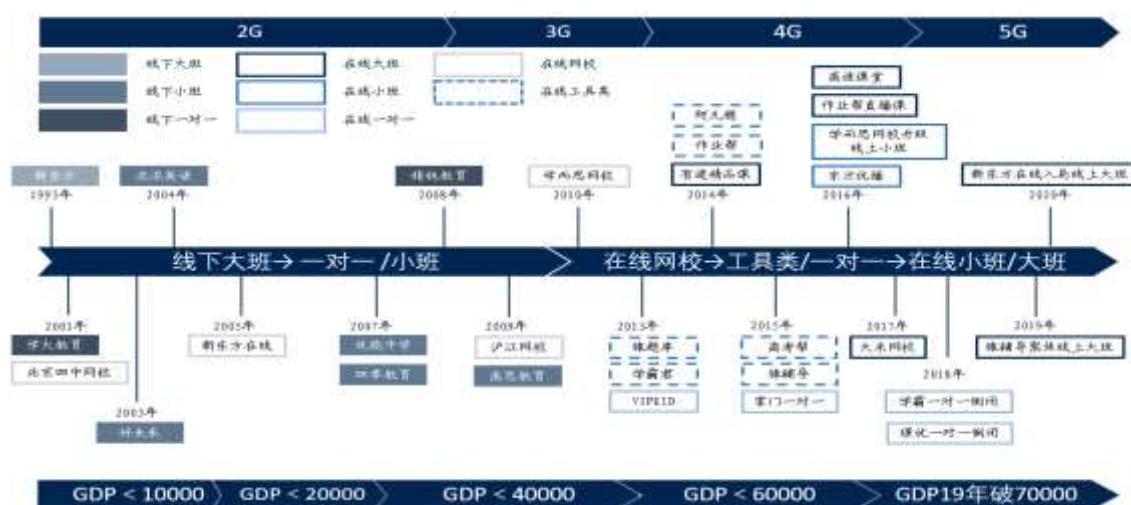
投资建议：合理估值为 20.84-21.44 元，维持“买入”评级

综合上述几个方面的估值，以及参考同业估值水平，我们认为公司股票合理价值在 20.84-21.44 元，区间上限较收盘价仍有 22%左右成长空间。我们认为，公司赛道红利显著，先发优势突出，线下业务处于爆发成长期，线上业务模式值得跟踪期待，未来成长空间广阔，维持“买入”评级。

复盘 K12 教培行业商业模式演进轨迹

从世纪初到现在，中国 K12 教培行业主旋律由传统线下模式到线下模式+在线教育双线发展。细分来看，线上、线下商业模式演进亦不相同：**线下模式**经历了由名师主导的“大班授课”向注重个性化的“1V1”模式及“小班授课”模式的转变；同时，2013 年进入 4G 时代后，K12 教培借力网络技术发展东风，**在线教育**涌现，先后出现网校录播课、教育工具类 APP、在线 1V1 等模式。近年来，依托直播技术进一步成熟，双师大班/在线小班模式又站在风口之上。

图 1：K12 教培行业商业模式演进图



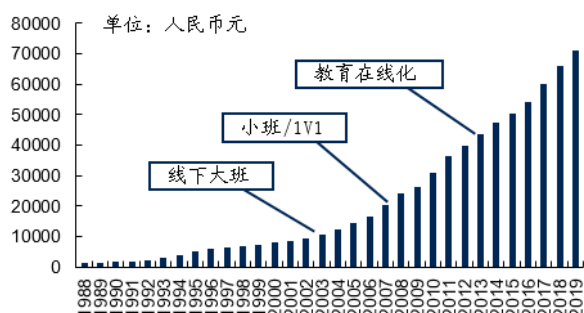
资料来源:各大品牌官网,公司公告,国信证券经济研究所整理

线下 K12: 消费升级+注重互动，线下小班成主导

培训需求旺盛（高考扩招+留学潮），而居民收入有限、且师资匮乏，线下大班应运而生。2000 年以前，中国人均 GDP 水平低于 1 万元（人民币，下文同），教育支出能力有限，且优秀教师极其稀缺，而在高考录取率大幅提升、留学潮影响下培训需求旺盛，以新东方为代表的线下大班课堂模式应运而生。低单价（1000 元左右）、大班容（班均 200 人+）、名师授课是主要特征。一方面，在优秀师资匮乏的年代，培训只需保证学生能够正常听课即可。另一方面，大班课堂可摊薄名师薪酬以及租金成本，保证业务利润率。新东方依托线下大班模式迅速扎根落脚，并于 2006 年登陆纽交所。

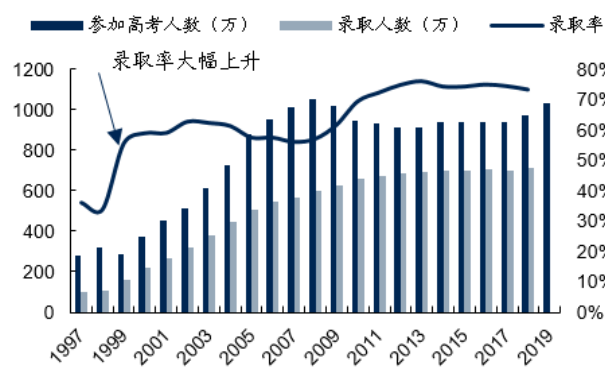
居民消费能力提升，且培训注重师生互动体验，1V1&线下小班模式崛起。过去 20 年，中国人均 GDP 由 2003 年 1 万元到 2019 年突破 7 万元，经济高速发展随之带来产业升级和消费升级，居民在教育方面的消费支出也相应增加，同时学生对 K12 课后培训提出新要求，更加注重课堂上师生之间反馈互动，以及答疑、作业批改等课后服务，而传统大班模式很难满足此类需求，故 1V1&线下小班模式逐步占主导。其中小班模式下，一方面可以较好地保证教学品质，保证客户体验，另一方面也相对平衡人效和盈利能力问题，并且在系统化的教学体系平台支撑下师资也相对有一定支撑，从而逐步成为 K12 培训龙头线下培训的主导模式。2001 年成立的学大教育和 2003 年成立的好未来分别是 1V1 和线下小班模式崛起的代表培训机构。

图 2: 1988-2019 年人均 GDP 数据



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 高校录取率持续攀升



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

线上 K12: 在线大班值风口, 技术进步迎契机

演进流程: 网校-在线 1V1/教育工具类 APP-在线大班/小班

图 4: 线上 K12 教育机构分类



资料来源:各品牌官网, 国信证券经济研究所整理

网校: 网校是在线教育的最初形态, 20 世纪初新东方等机构首先试水“互联网+教育”模式, 新东方在线和沪江网校分别在 2005 年和 2009 年成立。网校建立之初, 多为录音、录播和扫描书本内容, **互动性有待提高, 且网校录播模式盗版现象严重**, 因而机构始终坚持探寻线上新的教学模式。

在线一对一: 线上 1V1 模式下一师一生, 随到随学, 教学内容以陪练为主, 不会涉及小班课程面临的匹配、排课等问题。因此在线教育的初级阶段, 1V1 模式成为资本和教培机构切入点之一。2013 年上线的 VIPKID 主打外教 1V1 英语培训, 互动性强, 语言学习效果显著提高, 是线上 1V1 辅导的代表机构。

教育工具类 APP: 与线上 1V1 几乎同时兴起的包括“猿题库”“作业帮”等工具类线上辅导 APP。工具类辅导 APP 绕开“教学”环节, 从“练习”环节切入, 依托题库、拍照搜题等手段开辟蓝海市场, 形成用户聚集及品牌效应, 为将来转型 K12 教育积累客户基础。

在线大班/小班模式: 在线大班/小班模式的出现, 为在线教育公司提供了规模盈利可能, 纷纷涌现出了高途课堂、东方优播等在线教育大小班直播平台。以跟谁学的高途课堂为例, 其在线大班模式名师讲授, 解决基础培训需求, 辅导老师负责小班服务, 加强学习效果 (课上辅导、课后服务)。双师模式下的在线大

班,利用明星教师人气效应提升增量客户转化率,利用辅导老师保证教学质量,提升存量客户续课率,形成良性循环,打造健康盈利模式,同时解决名师不足问题。2019 年猿辅导关闭一对一业务,聚焦在线大班业务,新东方在线 2020 年亦宣布入局在线大班模式,在线大班模式俨然已站在风口之上。

互联网技术应用普及与升级,是在线教育模式演进的基础。在线教育发展的最初阶段,通讯技术尤其网络传输速度有限,因而网络录播课是主要形式,学生通过付费获取对应课程资源包,进行单人视频学习。随着传输速度提速(3-4G 时代)以及智能移动终端逐渐普及,出现了在线 1V1 互动学习的模式,同时以猿辅导(小猿搜题、猿题库)、作业帮为代表的工具类 APP 通过辅导练习环节迅速获取流量,为未来转型变现积累客户基础。此后,网络传输速度进一步提速叠加直播技术成熟,催生出双师大班/在线小班模式。同时目前各在线教育机构纷纷探索应用大数据、AI 等技术,为学生打造个性化学习方案,实现千人千面的精准学习,实现减负增效。

K12 线下教育: 监管趋严, 把握下沉市场发展机遇

政策导向: 监管政策不断从严, 行业整顿利好头部机构

校外培训机构不得聘任在职教师。早期传统线下 K12 培训机构,尤其在其发展初期,多聘任当地中小学教师兼职开展相关培训业务。此举一可免去教育机构前期教师上岗培训过程,降低前期培训成本;二可方便获客,聘用当地在职教师,相当于打通其任职学校的招生入口,并且在职教师授课内容与学校课程内容相当于无缝衔接,学生无需花时间去适应新教师授课习惯,因而付费意愿也相对较高。但后续发展过程中,个别地区出现“课上不讲课后到校外培训机构讲”的乱象,2017 年教育部发文将严查中小学在职教师有偿补课及在外兼职补课现象;2018 年《国务院办公厅关于规范校外培训机构发展的意见》明确校外培训机构不得聘用中小学在职教师,并在后续颁布法规中反复强调。

政策明确指出校外培训机构“要有稳定的师资队伍”且“从事学科知识培训的教师应具有相应的教师资格”,随着政策监管逐步落实,部分依托中小学教师尤其在校名师开展业务的培训机构所受打击较大,业务短期内难以开展,但对拥有独立教师队伍和规范教研体系的培训机构则相对有利。

表 6: 规范校外培训机构教师来源及资格的相关法规

时间	部委	政策文件	说明
2014 年	教育部	《中小学教师违反职业道德行为处理办法》	对组织、要求学生参加校外有偿补课,或者组织、参与校外培训机构对学生有偿补课的给予处分甚至解聘等。
2015 年	教育部	《严禁中小学校和在职中小学教师有偿补课的规定》	各地教育部门要将在职教师是否组织或参与有偿补课,作为年度考核、职务评审、岗位聘用、实施奖惩的重要依据,实行一票否决制。
2017 年	教育部	《2017 年上半年中小学有偿补课治理专项调研与督查情况》	严查中小学在职教师有偿补课及在外兼职补课。
2018/2/22	教育部等	《关于切实减轻中小学生学习负担开展校外培训机构专项治理行动的通知》	坚决查处中小学教师课上不讲课下到校外培训机构讲 ,并诱导或逼迫学生参加校外培训机构培训等行为,一经查实,依法依规严肃处理,直至取消教师资格。
2018/8/23	国务院	《国务院办公厅关于规范校外培训机构发展的意见》	明确不得聘用中小学在职教师 ,且从事语文、数学、英语与物理、化学、生物等学科知识培训的教师应具有相应教师资格。
2018/9/3	教育部等	《关于切实做好校外培训机构专项治理整改工作的通知》	从事语文、数学、英语及物理、化学、生物等学科知识类培训的教师应具有相应教师资格。
2018/12/28	教育部等 9 部委	《关于印发中小学生减负措施的通知》即减负 30 条	严禁聘用在职中小学教师到培训机构任教 ,一旦发现,坚决吊销办学许可证,并对教师本人予以严肃处理,情节特别严重的,取消教师资格。
2019/7/12	教育部等 6 部委	《关于规范校外线上培训的实施意见》	线上培训机构不得聘用在职教师 ,且学科教师须在 2020 年 6 月前取得教师资格证书,否则不能继续从事培训工作。

资料来源:教育部网站,国信证券经济研究所整理

K12 培训机构审批趋严,从办学资质、场所、师资、教学内容等方面从严要求。我们曾于研究框架系列之教育篇《教育在线流量井喷,商业模式加速进化》中

对此方面政策有过详尽分析。总体来看，2018 年以来教育部联合多部委对校外培训机构进行为期 1 年多的专项治理，并联合各省市，对国内校外培训机构逐一排查，重点审核机构**办学资质**（是否无证无照办学或有执照无证办学，且不得提前招生宣传）、**场所**（是否存在安全隐患，网点面积等）、**师资**（是否聘任在职教师，是否具有教师资格证）、**教学内容**（是否超纲教学，教学时间是否过长）等，我们认为对培训机构影响主要包括以下三个方面：

1、异地扩张进度：目前主要是县级教育部门负责审批颁发办学许可证，根据行业反馈信息看，一是新开门店办学许可审批时间预计变长，且难度有所增加；二是招生前提为必须所有手续齐全，且不得提前招生，会拉长新店爬坡期。

2、日常经营成本：场所要求生均面积 $>3\text{ m}^2$ ，且消防安全等标准更为严格，从而物业选择支出会相应增加；其次门店须有独立师资团队，机构须投入相应成本打磨教研体系和师资培训。

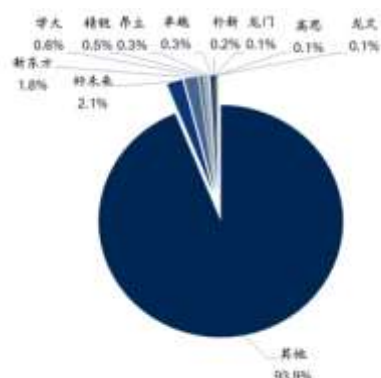
3、治理结构不规范的机构逐步出清，行业预计向头部企业集中：上述办学标准进一步明确，尤其是禁止在校教师兼职，中小机构短期内难以建立行之有效的教师培训体系，因而培训业务多数难以为继，本身生存空间压缩严重逐步出清，而对应学生资源、物业等预计会向当地头部机构集中。

行业格局：整体仍较分散，头部企业份额稳步提升

2018 年 K12 教培行业 CR10=6.1%。整体看行业新进入门槛不高，且全国中小学生人群基数大且分布广泛，故而 K12 课外培训市场高度分散。参考艾瑞咨询统计数据，2009 年行业两家头部公司学大教育、学而思营收行业占比仅为 0.26%、0.24%。2018 年，结合公司公告披露数据，行业 Top2 新东方、好未来合计市场份额未达 5%，前十强占比仅为 6.1%，行业整体集中度处低位。

区域性 K12 教培机构并存。新东方、好未来近些年快速扩张，行业 Top2 地位相对稳固，而同期各区域也存在诸多区域性的教培龙头，如北京的高思教育、广州的卓越教育集团。在早期新东方、好未来尚未异地渗透时期，区域性教培机构凭借自身多年深耕本地教材经验，打磨出与本地教材相配套的教研体系，率先站稳了脚跟。同时在本身教学质量过关的情况下，K12 客户一旦适应教师授课风格，黏性相对较高。故短线来看，K12 区域性龙头，依托自身差异化服务，以及长期积累的客户基础，仍有望继续夯实区域基础并辐射周边，或寻求上市可能以保持自身竞争力。

图 5：K12 培训龙头 2018 年市场份额估算



资料来源：公司公告或官网等，国信证券经济研究所整理。
注：高思系估算，新东方仅估算 K12 收入等，行业规模参考 Frost & Sullivan 等

图 6：我国各区域部分代表 K12 培训龙头情况



资料来源：鲸媒体，国信证券经济研究所整理

监管趋严+资金、品牌优势，K12 行业中线预计头部企业份额稳步提升。结合

前文政策部分分析，K12 行业监管趋严，从办学资质、场所到师资、课程内容整体标准不断提升，中小机构首当其冲，甚至现有门店也可能因资质不足而失去办学资格。同时 18 年以来宏观经济承压，且疫情期间线下培训业务难以开展，叠加线上布局不足，小型培训机构倒闭或者跑路者众多。疫情后，头部培训机构凭借自身相对充足的现金流储备，有望率先实现恢复，同时品牌知名度在招生方面也相对更有优势。综合而言，我们认为 K12 行业集中度仍会保持稳步提升，龙头企业依托资金与品牌优势有望强者恒强。

核心竞争力：内容为基，师资护航

K12 教培行业亘古不变的核心竞争力为课程产品。K12 参培目的为掌握课程知识，切实提高应试成绩。K12 阶段学生考试频率高，学生和家长能够直接地通过考试结果判断阶段培训效果。因此，唯有培训机构的课程产品能够真正提高学生的应试水平，才能够保障现有学生的续课率，同时依托品牌口碑不断从外界吸收新客户。**课程产品打磨主要依赖两方面，一是机构内容研发能力，这是课程产品的基础；二是师资团队，优秀教师方可保质保量地完成教学内容输出。**

教学内容：教材配套研发能力是关键

一纲多版仍为多数学科现状，异地扩张依赖本土教材研发配套能力。2001 年之后，全国中小学教材审定委员会审查通过了义务教育阶段 22 个学科，共计 167 种教材供各地中小学选用，同省份的不同城市的教材版本各异，甚至同一城市不同区也存在差异，如今应用最为广泛的是人教、苏教、北师大、沪教等版本。虽自 2017 年始教育部要求语文、道德与法制、历史三科教材全国统一使用部编版，但总体来看传统 K12 培训科目，如数学、英语等科目，仍为多种教材版本并存局面。一纲多版的背景下，K12 教培龙头在异地扩张过程中需将总部教材进行本土化研发，以便能够顺利开启后续招生及教学工作。换句话说，本土化教材研发能力是机构实现异地扩张的最基本要求。

表 7：数学科目为例：各省市所用教材不同

	北京		山西省					山东省			河北省		东北	安徽省
	城区	密云/延庆	大同	临汾	朔州	运城	忻州	东营	临沂	淄博	廊坊	张家口	抚顺	阜阳
四年级	人教版	课改版	苏教版	苏教版	人教版	北师大版	人教版	人教版	人教版	人教版	人教版	人教版	人教版	北师大版
初一	人教版	课改版	人教版	华东师大版	人教版	北师大版	人教版	人教+鲁教版(五四)	人教版	鲁教版(五四)	人教版	北师大版	人教版	人教版
初二	人教版	课改版	人教版	华东师大版	人教版	北师大版	人教版	鲁教版(五四)	人教版	鲁教版(五四)	人教版	人教版	人教版	人教版
初三	人教版	课改版	人教版	华东师大版	人教版	北师大版	人教版	鲁教版(五四)	人教版	鲁教版(五四)	人教版	人教版	人教版	人教版
高一	必修 1+4	必修 1+4	必修 1+3	必修 1+3	必修 1+3	必修 1+3	必修 1+3	必修 1+2	必修 1+2	必修 1+2	必修 1+4	必修 1+4	必修 1+4	必修 1+4
高二	必修 5+3	必修 5+3	必修 4+5	必修 4+5	必修 4+5	必修 4+5	必修 4+5	必修 3+4	必修 3+4	必修 3+4	必修 5+3	必修 5+3	必修 5+3	必修 5+3

资料来源:芥末堆，国信证券经济研究所整理

但随着各地高考改革逐步推进，各学科重要性有所调整，对应学生培训需求也发生相应变化，这对现存机构课程更新换代，甚至扩科能力提出新要求。综合来讲，无论是机构全国性门店扩张，亦或是现存门店实现持续经营，教材研发能力均为重中之重。

师资团队：名师模式 or 去名师化，不同发展阶段的选择

教师是课程产品输出端的质量保障。目前 K12 培训机构师资打法大致可分为名师模式和标准化教研体系两大类。

表 8: 名师化 VS 去名师化模式优劣势比较

	优势	劣势
名师模式	1、获客优势; 2、课程内容有保障(续报率相对更高, 客户粘性强)	1、师资成本相对占比高; 2、机构对教师依赖度高, 存在教师流失风险; 3、规模化扩张下产能受限
标准化教研	1、机构对单教师议价能力强; 2、成熟阶段成本费用结构更为优化	前期投入成本高, 成本回收时间长, 对机构自身资金实力要求较高

资料来源:国信证券经济研究所整理

对于特定培训机构而言, 名师制或是去名师化模式, 是不同机构、不同发展阶段采用的差异化发展策略。名师模式下机构无需支付师资培训成本, 而前期获客优势明显, 同时课程授课质量相对更有保证, 续班率更高, 可大幅缩短门店经营爬坡期, 帮助机构能够在尽可能短时间站稳脚跟; 去名师化模式, 公司自主标准化教研模式一旦跑通, 后续扩张爆发力极强, 且机构对单教师依赖度低, 机构强议价能力下师资成本机构更为优化, 好未来即为其中代表。但同样需要注意的是, 标准化教研模式对机构资金实力要求极高, 成本回收相对较慢, 并非适用于所有企业。2020年2月在线大语文黑马企业明令大语文宣布停止运营, 系公司在项目初期策略相对激进, 决定同时开展4个学年课程体系的研发, 但公司错判了融资节奏(疫情影响下投资方放弃投资), 导致运营端产生巨大资金缺口, 进而导致破产。

总而言之, 名师模式在优化资金投入、缩短门店爬坡期方面具有优势, 尤其对K12行业新进者来说, 往往采用此打法平稳度过初创期。待到自身业务相对稳定, 资金储备相对充足时, 可尝试打磨标准化自身教研体系, 打开公司规模扩张的中长线想象空间。

新东方 PK 好未来, 传统 K12 教培龙头深度对比

招生打法: 聚焦入口年级 VS 最初主攻升学年级

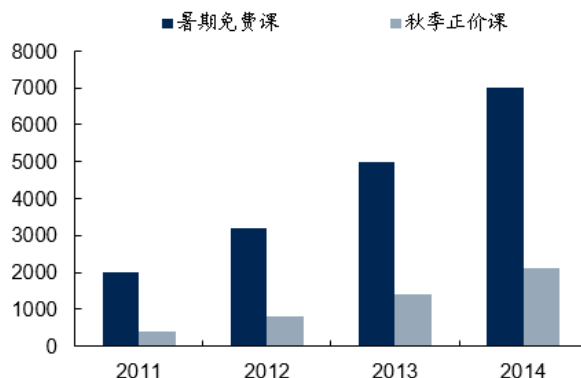
好未来(下文特指培优小班)学生结构呈“正金字塔”形状, 小学阶段学生是公司主要构成客群, 这与好未来本身以小学奥数培优起家不无关系, 而最主要原因是公司地推打法所致。针对每个新进的城, 总部会要求分校不开设高年级培训班, 而是深耕小学等低年级培训市场, 同时谨慎限制招生规模, 由于低年级附加值低+招生规模限制, 初期新城市营收规模往往只有百万量级。但这种模式对续班率提供极大保障, 在教学质量保证下, 低年级学生会自然续班升入高年级, 第二年只需投入相同营销费用, 即可实现招生规模的成倍增长。

图 7: 学生组成结构: 学而思培优小班 VS 优能中学



资料来源:芥末堆教育, 国信证券经济研究所整理

图 8: 优能中学 2011-2014 年初一数学免费班招生及续费情况



资料来源: 搜狐网, 国信证券经济研究所整理

反观新东方（下文特指优能中学）初期打法思路则相反，优能中学在新进城市中会全力主攻高三培训班，因为高三学生附加值高、需求刚性且见效快，因而优能中心在新城市第一年便可实现千万级营收。但高三学生毕业后无法续班，公司第二年仍需投入营销费用来维持原有的招生规模，故而优能中学生源结构呈现“倒金字塔”形状，高三年级学生占比 50-60%左右。近年来**为在低年级辅导市场实现突破，凭借集团资金优势，新东方连续多年推出初一免费班活动**，2011 年暑假初一数学共招收 2000+免费学生，其中 400 人续费为秋季正价班学员，为去年同期 8 倍；2013 年初一暑假免费班招生 5000+人，其中 1400 人转变为秋季正价班学员，转换成效显著。

管理架构：总部统筹管理 VS 地方强人模式

好未来：“大后台、小前台”，总部统筹管理。好未来的大后台模式，是指总部为地方各网点从教师选聘、培训、课程研发以及教学管理制定了统一标准。校长（曾采用城市轮换制度）负责教学部、教研部、学科部，其中教学部负责教师招聘、培训、凝聚力建设等，教研部负责教材本地化，学科部负责宣传营销、排课；财务主管负责校区财务，人力主管负责人力、招聘教务，运营主管负责设备采购等。**四位领导向总部定期述职，相互配合又有制衡。**

好未来课程内容的标准化输出特点明显，主要依赖总部统一教学研发与规模化师资供给。师资招聘、培训环节，根据芥末堆看教育信息，公司师资来源主要为名校应届毕业生，培训环节细分为招聘环节的岗前培训-入职后阶段培训-寒暑假集体补课-入职满一年阶段培训，从知识点教学、课程知识框架到班级管理，使其达到学而思标准化教学要求。**教学研发方面**，总部教学研发人员负责打磨课程教学大纲（地方在此基础上本土化），一线教师只需搭配 ICS 3.0 系统（多媒体课件，3.0 版本新加互动学习、学情分析等功能），并适当发挥即可完成一节较高质量的课程。

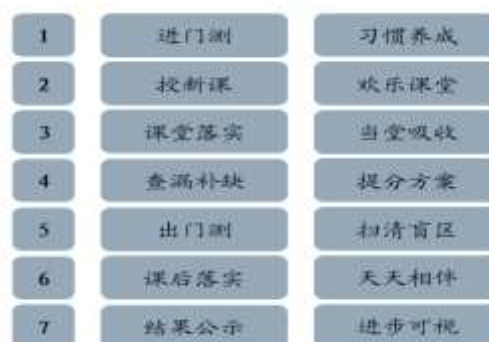
新东方：强人模式，即赋予地方校长极大经营自主权，包括人事调配、营销策略等，分校经营好坏很大程度取决于校长的能力。且传统新东方主打名师模式，因而新东方各地域网点服务存在一定差异性。**2011 年新东方集团内部提出标准化、系统化、信息化改革，并在原产品模型基础上标准化诸多环节，提出进门考、授新课、查落实、补缺漏等“七步教学法”，逐步尝试标准化改革。**

图 9：好未来分校管理架构



资料来源：芥末堆教育，国信证券经济研究所整理

图 10：闻名业内的新东方“七步教学法”



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

营销策略：门户网站引流、定位培优 VS 品牌营销

社区营销+掐尖培优定位，是好未来营销两大法宝。在线下门店进入对应城市前 1-2 年，公司会在家长帮上建立该城市的专属论坛，通过在平台发布自主招生、

竞赛等领域的普及文章，实现对目标城市客群的初步市场教育，为后续网点招生打下潜在生源基础。**小范围招生、掐尖培优（饥饿营销）**，好未来在新进城市往往只小范围招生以保证授课质量，同时通过入学考试和分级教学模式吸引尖子生就读，并以此为营销手段，保证后续招生的良性循环。

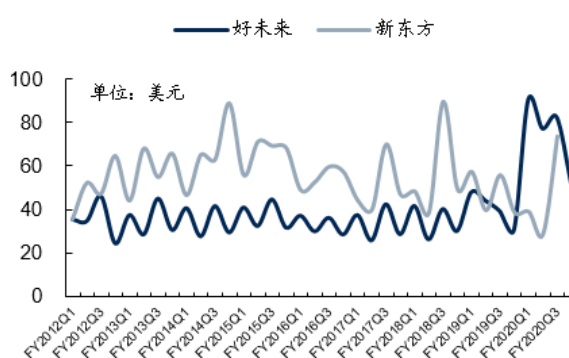
而**新东方**除去社区营销（新东方网，2010 年推出）等方式，更多依托自身教培行业极高的品牌知名度，以及名师的引流效应，保障门店招生有序进行。同时集团资金实力雄厚，公司针对入口年级多次推出暑期低价课引流，在公司相对成熟的教学体系支持下，新东方逐步在诸多城市 K12 战场站稳脚跟。

图 11：好未来家长帮社区门户网站



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 12：获客成本：好未来 VS 新东方



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

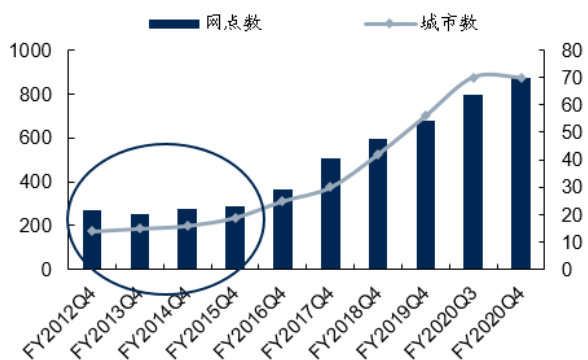
注：获客成本=营销费用/招生人次；2020Q1 起好未来招生人次口径改为仅披露正价用户数致获客成本跳升

经营情况及估值：经营业绩爆发期估值溢价显著

新东方“线下千店”达成，好未来加速城市覆盖。从覆盖城市看，新东方 FY2020Q3 覆盖城市数为 90 个，高于同期好未来的 70 个，主要系二者展店扩张策略不同，且新东方发展历史更为久远，但好未来近年来加速扩张，依托双师模型以及品牌优势有望追赶上新东方。**网点数方面**，新东方 FY2020Q3 线下网点数达到 1416 家，同期好未来网点数达到 871 家。受 2018 年 K12 教培新政影响，二者网点扩张速度略有放缓，其中好未来调整线下迅速扩张战略，适当倾斜资源发展线上业务。

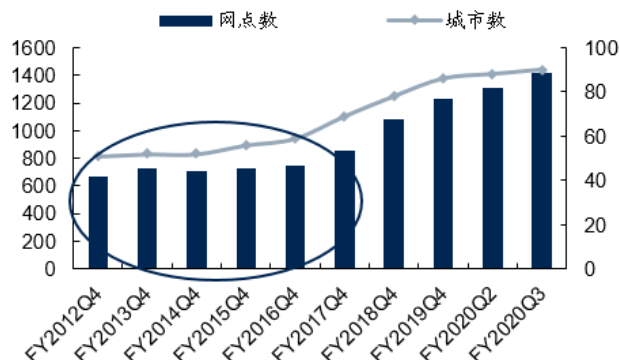
二者均曾阶段性（13-15 年间）放缓扩张步伐，着力优化现存网点经营。好未来 FY15Q1 公告披露，兼顾扩张过程中的市场口碑及顾客满意度，公司放慢门店扩张步伐（关闭部分亏损门店），14Q1 至 15Q4 通过扩充教室数量来增加网点招生上限，避免快速展店带来的租金及员工薪酬的上升；**新东方** 2012 年 11 月以“优化市场”战略取代原“占领市场”战略，放慢扩张节奏，通过扩张现有网点面积等方式提高现有网点的利用率，同时关闭表现不佳的网点。

图 13: 好未来网点数及布局城市



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

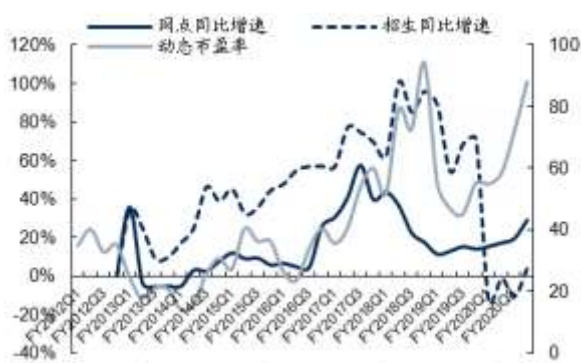
图 14: 新东方网点数及布局城市



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

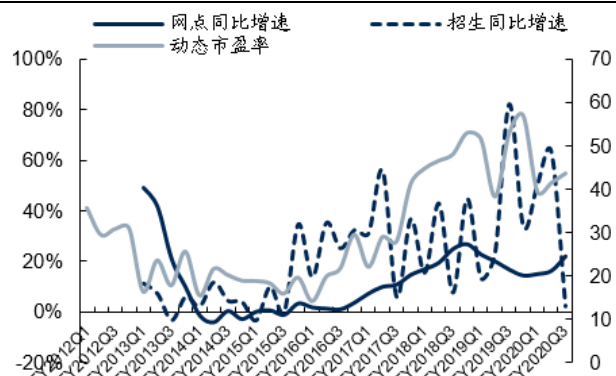
K12 教培龙头在业务爆发成长期估值溢价明显，其中好未来估值中枢位于 60-70x 附近，部分年份甚至近百倍估值。从下两图可以看出，好未来上市初期整体估值中枢约 30-40x 左右，但其中部分年份（12-13 年）估值水平一度回落至 20x 左右，主要与其阶段性放缓步伐，关闭部分亏损网点，着力优化现存网点经营成效有关。2016 年以来，公司在双师模式加持下，发力下沉城市教培市场，实现网点数、招生人次规模化成长（见图 15），公司迎来营收业绩与估值的双重攀升，此阶段估值中枢约 70x 左右，部分年份逼近百倍估值；2018 年受行业政策趋严影响，公司扩张步伐略有放缓，对应估值略有回调，但整体较市场仍有明显溢价。**新东方早期估值不高中枢约 20x，彼时公司主业留学培训市场已相对成熟，而 K12 业务尚处萌芽发展期，与同期好未来、学大教育相比市场份额并不占优（招生、营销战略差异所致）。**其后公司旗下优能中学借双师课堂契机加大下沉力度，且依托集团资金优势推出低价课营销改善生源结构，至 FY2017Q2 优能中学营收占比超 40%，其后公司 K12 业务板块占比持续提升带动公司估值中枢稳步提升至 50x 左右。**总而言之，对于教育龙头个股，特别是处于高速增长阶段、竞争优势相对明晰的公司，其估值溢价程度十分显著。**

图 15: 好未来动态 PE 估值演变



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理
注：2020 年以来招生数同比下滑系口径变化（仅统计正价学生）

图 16: 新东方动态 PE 估值演变



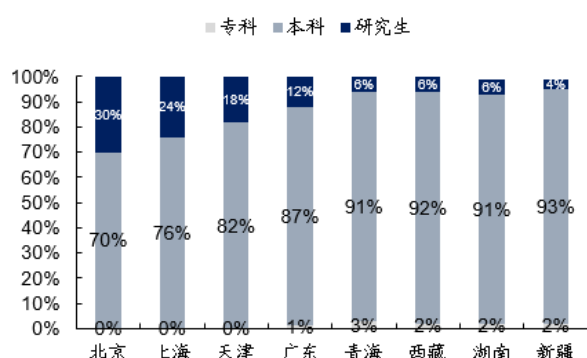
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理
注：新东方招生数=留学人次+K12 学生数

K12 在线教育：短争规模，长期看量价提效

教育在线化可以解决什么问题？

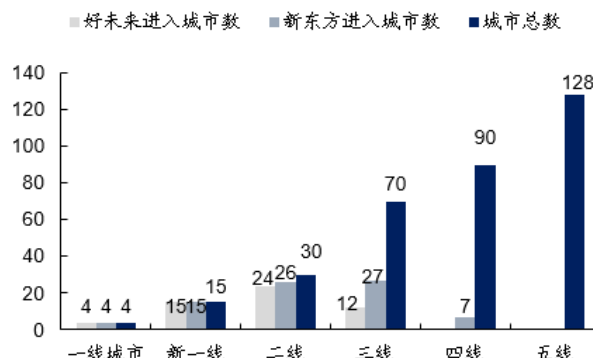
- **下沉城市师资供给短缺，线上教育共享名师资源。**师资供给一直以来是 K12 教培机构线下异地扩张的主要制约因素，结合 2019 年 5 月好未来、新东方财报，目前一线城市、新一线及二线城市已经基本完成覆盖，70 个三线城市中新东方、好未来分别覆盖 27、11 个，**四线及以下城市两家机构网点目前网点布局较少，无论是城市发展程度，还是员工薪酬水平，低线城市对优质教师人才吸引力不足是不争事实。**但在线化教育的引入，极大程度上解决了上述问题，同时线下多扩子教室对主讲教师授课质量基本无影响，因而可以有效扩大师资产能，将名师资源产能最大化。在线教育还可简化线下办学许可步骤，是线下扩张模式的有效补充。

图 17：2018 年普通高中专任教师学历构成



资料来源：教育部，国信证券经济研究所整理

图 18：好未来/新东方城市布局（2019/05/31）

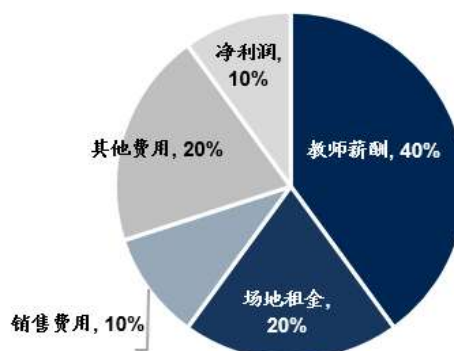


资料来源：第一财经，国信证券经济研究所整理

注：各线城市总数统计数据来自第一财经

- **优化传统线下 K12 培训机构成本结构（门店租金 VS 流量通道成本）。**根据艾瑞咨询测算数据，国内线下 K12 教培机构成本中，教师薪酬占比达 4 成，门店租金占比 2 成，销售等其他费用 3 成。而在线上教育成本中免去较为刚性的租金费用，取而代之是相对更低的流量带宽成本，因而理论上在线教育利润率会更高。但目前国内 K12 线上培训机构多处于亏损状态，主要系各家均处于扩规模、抢份额阶段，获客成本致销售费用高企，压缩了理论盈利空间。

图 19：传统 K12 线下培训机构成本费用结构（2017 年）



资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

- **提高教育决策的科学性。**传统线下 K12 教培多以结果为导向，如以入门考结果为学生分级，而在线化教育模式下，依托用户大数据模型，机构能够更为全面且深入地收集学生行为、兴趣以及动机，通过大数据分析增强教育决策的科学性，为客户提供量身定制的课程，进而提升客户上课体验与学习效果。

详解在线大班/在线小班两种商业模式

目前在线教育主流商业模式有**在线大班**、**在线小班**、**在线 1V1**。

1、在线大班：历经在线录播-在线大班-双师大班等演进阶段，在如今双师大班模式下，主讲教师面向数千名学生直播教学，同时学生被按特定班容分为若干子班级，由每班配备的辅导老师进行小班辅导、课后答疑与作业批改等服务。**优势**为可充分利用师资资源，最大化教师产能，且规模边际成本低；**缺点**为师生课程互动少，上课体验略不及小班模式；壁垒相对较低，模式相对易复制。代表公司有**猿辅导**、**跟谁学**、**作业帮**以及**学而思网校**等。

2、在线小班：教师面向 20-40 名学生直播互动教学，且网课内容可实现与线下教学内容同步进行。模式**优势**为课堂互动性较强，上学体验好；其次课程与线下同步性高，针对性更强。**缺点**为产能受师资供给限制。代表机构为**东方优播**（新东方在线）、**学而思培优在线**（好未来）；

3、在线 1V1：主要面向升学年级或刚性培训需求的群体，成本结构中师资薪酬占比极高，代表机构为**VIPID**（少儿口语）、**掌门 1V1**、**学霸君 1V1**、**学而思网校 1V1**等。

表 9：K12 线上培训机构教学模式

教学模式	主要机构	班型
线上 1V1	掌门 1V1、学霸君 1V1、VIPKID、学而思网校 1V1	
线上小班	学而思培优在线、东方优播（双师模式）	20-40 人左右
线上大班	跟谁学、猿辅导、作业帮、学而思网校、新东方在线	1000 人以上

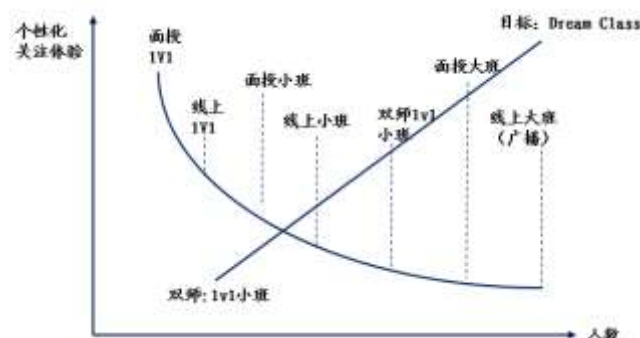
资料来源：各品牌官网，国信证券经济研究所整理

图 20：在线教育机构收入模型拆解



资料来源：国信证券经济研究所整理

图 21：K12 培训机构各商业模式概述



资料来源：好未来公开演讲资料、知乎等，国信证券经济研究所整理

在线大班：销售费用高企致短期亏损，中线盈利看获客成本与低-正价转化率

结合前文分析，在线大班模式与小班、1V1 相比，机构可通过从外部招聘有教学经验的教师，迅速搭建自身的教研体系，保证授课的内容质量，并通过在线大班一对多直播最大化师资产能，对公司规模化培训师资能力要求较低，故行业整体壁垒不高，这直接导致行业玩家多采用低价课优惠+投放广告引流做大业

务规模, 抢占市场份额。2019 年暑期猿招生 100 万+, 学而思网校约 140 万+, 作业帮达 200 万。在今年疫情影响下, 在线教育流量井喷, 各大机构适时推出春季免费在线课程, 其中猿辅导招生达 2000 万人次, 作业帮约 2800 万人次, 跟谁学 1500 万人次。

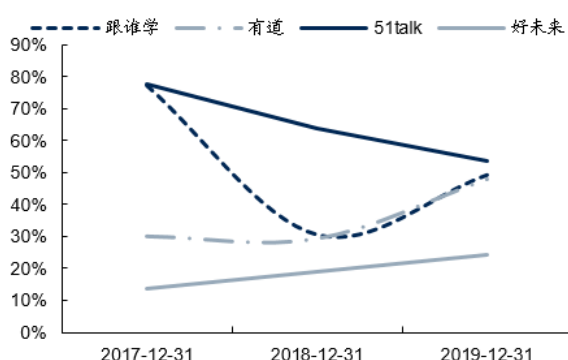
表 10: 2019 年暑期以及疫情期间在线教育公司低价/免费班规模

	2019 年暑期招生规模	疫情期间免费课招生规模
猿辅导	100 万+	2000 万人次
作业帮	200 万	2800 万人次
学而思网校	140 万+	30 万+人次/每天
新东方在线	20 万+ (东方优播)	1000 万+人次课程

资料来源: 新浪财经, 国信证券经济研究所整理

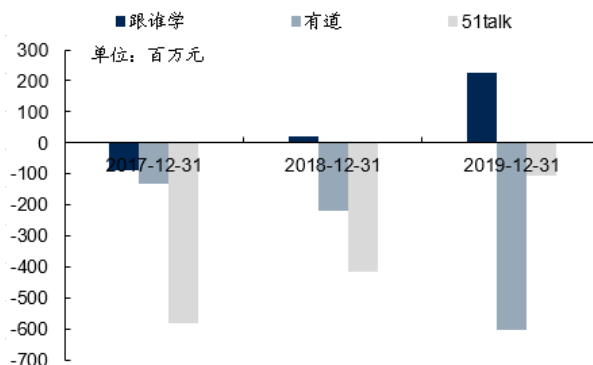
短线低价促销课+广告投放背景下, 销售费用高企, 行业短期普遍亏损。在线大班模式免去线下教培较为刚性的租金支出, 同时以大班模式下教师成本被极大摊薄, 理论上盈利模型更为优质。但目前行业群雄逐鹿, 产品整体同质化严重, 且目前各家均以做大规模为目标, 短期竞争焦点集中于获客端。因此, 各在线教育机构均投入大量销售费用至低价促销课以及广告中, 2019 年在线大班龙头企业跟谁学 (GSX) 销售费率高达 49.22%, 同财年好未来 TAL 销售费率为 18.88%, 明显低于线上机构。

图 22: 在线教育企业销售费率中枢为 45%左右



资料来源: 国信证券经济研究所整理
注: 好未来取 FYQ3 数据作为对比

图 23: 多数在线教育企业为亏损状态



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

在线大班传统打法: 流量用户 (多维度获客)-低价班-正价班-续班/扩科/转介绍。前期采用广告投放、工具 APP、微信生态裂变、名师效应、地推等方式获取用户流量, 通过免费试听活动、学习礼品赠送等方式, 将流量用户转化为低价班用户 (5 元/59 元等价格分层设计), 其后若学生对低价班产品服务满意, 便可续费成为正价班学员, 正价课期间总部名师直播教学保证授课质量, 小班辅导老师提供答疑、作业批改等服务, 落实课后学习效果, 提升学生及家长满意度。在此我们构建传统双师大班模型 (假设初期招生规模为 100 万人), 并结合行业调研等信息对模型关键变量假设如下:

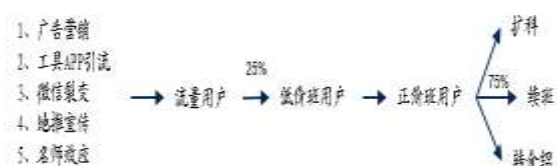
- 1、获客成本: 外部流量占比 70%, 流量成本为 600 元/人; 假设内部流量免费。
- 2、低价课-正价课转换率: 行业平均水平约 25%。
- 3、正价课续班率: 假设行业平均水平约 65%。
- 4、师生比: 主讲教师低价课期间为 1:5000, 正价课为 1:2000, 同时每名主讲教师配备 4 名辅导老师。

表 11：在线双师大班盈利模型测算

项目	春季	暑假	秋季	寒假	春季	暑假
招生端						
生均付费（元）	50	1500	1500	1500	1575	1575
学生留存率	25%	16%	11%	7%	4%	3%
收入端						
留存学生（万人次）	100	25	4	0	0	0
当期收入（万元）	5000	37500	6094	644	46	2
成本费用						
获客成本（万元）	42000	0	0	0	0	0
师资成本（万元）	3200	2000	325	34	2	0
流量费用（万元）	600	150	24	3	0	0
盈利端						
当期利润	-40800	35350	5744	607	44	2
累计盈利	-40800	-5450	294	901	945	947
模型假设	低价课报名（万人次）	100	低价-正价转化率	25%	续课率	65%
	站外流量成本（元/人）	600	站外流量占比	70%		

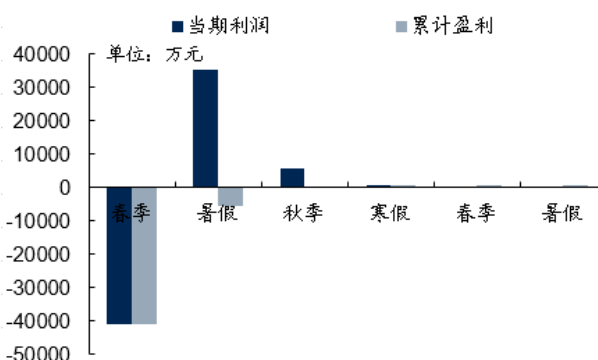
资料来源:国信证券经济研究所

图 24：在线大班商业模式图解



资料来源：国信证券经济研究所整理

图 25：在线大班有望在第三期实现累计盈利

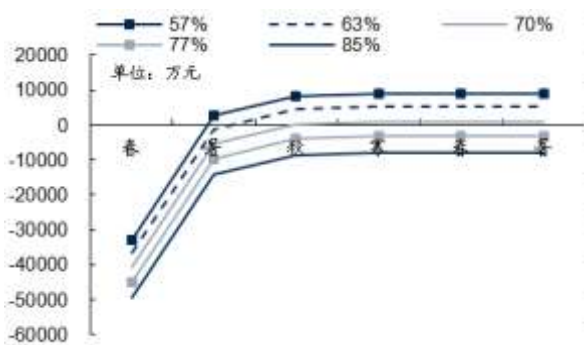


资料来源：国信证券经济研究所整理

在前文假设基础上，结合上述模型测算结果，传统在线双师大班模型（规模 100 万人）可于第二期当期实现盈利 3.54 亿元，于第三期末实现累计扭亏盈利 294 万元。同时为测算获客成本（外部流量占比）、低-正价转化率、正价续班率、正价班价格等关键变量对模型盈利能力的影响，基于上述变量我们对模型进行敏感性测试（+/-10%）。结合敏感性分析结果，我们可得到以下结论：

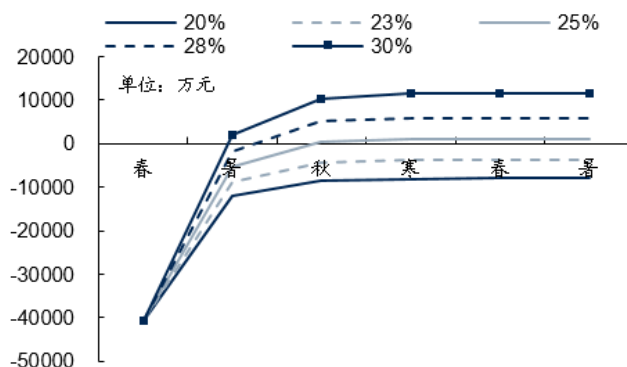
获客成本、低-正价课转化率系在线大班模式长期能否盈利关键。根据敏感性测算结果，在控制其余变量情况下，当站外流量占比达 72%时（对应获客成本 432 元+），在线大班模型无法实现累计盈利；同理控制其他变量情况下，低-正价课转化率低于 23%时，对应大班模型无法实现累计盈利。其次，在基础假设基础上，模型于第三期实现累计盈利。而当站外流量占比小于 63%时（对应获客成本小于 378 元），模型将于第二期实现累计盈利；同理低-正价课转化率大于 30% 时，模型也将于第二期实现累计盈利。换句话说，低获客成本、高正价课转化率可缩短模型投资回收期。

图 26: 获客成本（站外流量占比）—盈利敏感性分析



资料来源：国信证券经济研究所整理

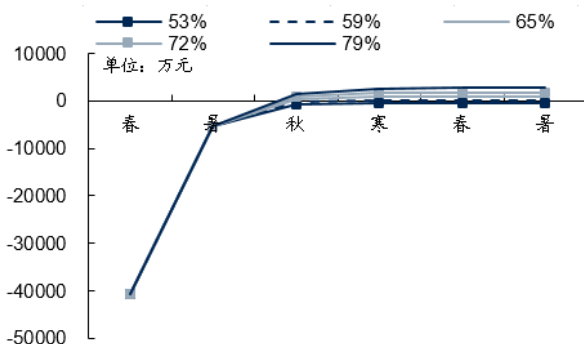
图 27: 低价/正价课转化率—盈利敏感性分析



资料来源：国信证券经济研究所整理

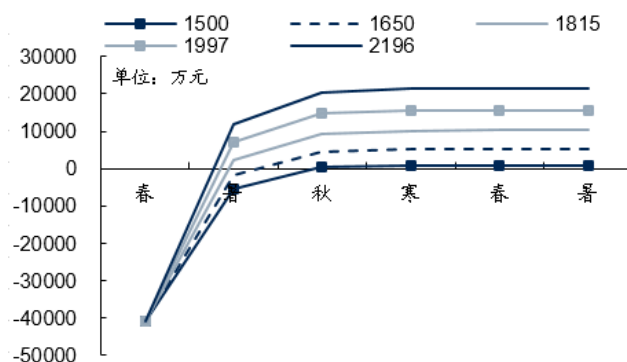
正价续课率、正价客单、招生规模决定长期盈利规模。针对特定公司而言，上述三个变量短期内相对稳定，其中正价班续课率与课程产品力、服务直接相关，短期内无法大幅改变；正价课课程单价与公司定位有关，大幅涨价将导致客户大量流失；招生规模则受目前师资规模限制。因而正价续课率、课程单价与招生规模短期不会发生太大变化，三者更多是用于解释不同公司之间在线大班产品盈利规模上限的差异。

图 28: 正价课续班率—盈利敏感性分析



资料来源：国信证券经济研究所整理

图 29: 正价课收费—盈利敏感性分析



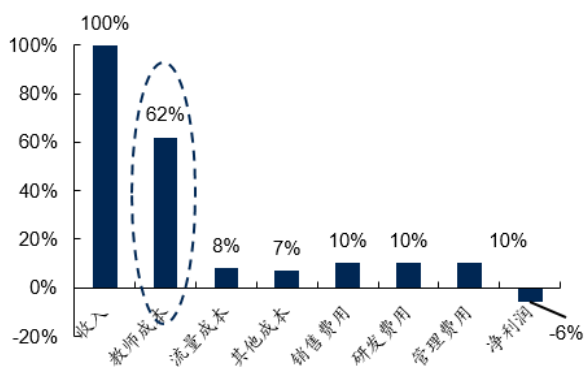
资料来源：国信证券经济研究所整理

结合模型分析，在正价课续班、正价客单、招生规模相对稳定的前提下，为优化公司商业模式盈利能力，缩短资金投资回收期，须从降低获客成本以及提高低-正价转化率入手。目前跟谁学连续 4 个季度盈利，与同业相比公司外部广告投放较少，基于微信渠道裂变的低成本获客是公司实现连续规模盈利的关键（2019Q4 获客成本降为 395 元，2020Q1 披露口径改为 99 元正价课学生人次），同时销售环节依托精细化线索导入以及消费力分层分析，公司低价-正价转化率高于行业平均水平，结合草根调研信息约为 30%-34%；作业帮背依百度资源优势，流量获客一直系公司主要竞争优势，近年来公司同样借鉴跟谁学基于微信引流的做法，实现对获客成本的降低。长期来看，上述诸多变量的进一步优化均依赖于公司课程产品力的持续提升，短期经过规模扩张、抢占市场份额阶段后，在线大班市场最终能够胜出会是课程产品力过硬的龙头企业。

在线小班：满班率影响短期盈利，长线关注师资培训及配套教研能力

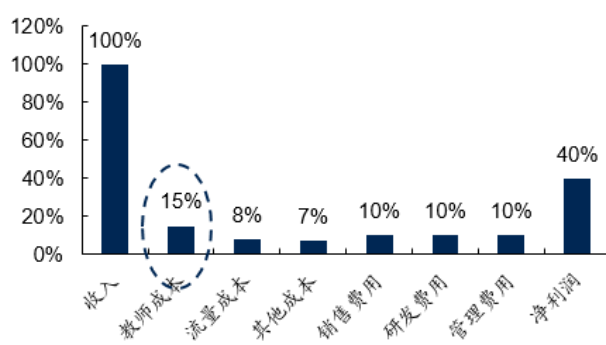
多面向升学年级或强应试群体，因而用户对课程质量要求更高。与在线大班相比，在线小班模式具有两大优势，一为师生互动性强，课程体验优；二为针对性教研，网课内容与当地学校课程同步程度更高。上述特点决定在线小班更多服务于有升学压力及强应试需求群体，该群体对培训效果更敏感，往往以分数为唯一导向。若公司教培产品能够切实起到提分作用，便可极大增强学生客户粘性，便于公司与客户建立长期稳定的联系。

图 30：在线小班成本费用结构（满班率 25%）



资料来源：国信证券经济研究所整理

图 31：在线小班成本费用结构（理想状态-满班率 100%）



资料来源：国信证券经济研究所整理

满班率决定模型短期盈利水平。在线小班模型成本端主要由教师薪酬、流量成本、教材等成本构成，与流量、教材等成本相比，教师薪酬规模大而刚性。班级人数越多，便越能进一步摊薄教师薪酬，保证模型的毛利率、净利率。结合上图在线小班模式测算结果，在满班经营情况下，预计师资成本约在 15-20% 左右，对应毛利率、净利率相对健康（70%/40% 左右）；但若班级学生人数较少，刚性的教师薪酬便会大幅压缩毛利空间，在满班率不到 50% 时，教师成本占比会飙升至 40% 左右，对应毛利率、净利率大幅降低，极端情况会产生亏损。

长线规模盈利主看师资培训与配套教研能力，相对高壁垒。结合前文来看，在线小班模型一旦跑通，对应模型利润率高于在线大班，盈利爆发能力更强。但目前来看，在线小班受师资供给限制，同时每次进入新城市需配套研发当地教材，二者均导致在线小班业务发展速度相对慢于大班模式。但如果未来公司通过完善的教师培训体系解决教师供给产能问题，同时依托自身强大的教学研发体系，能够在扩张过程中快速研发出当地配套辅导体系，则对应公司在线小班模型则有望率先实现规模化盈利。

K12 在线教育两大龙头复盘

跟谁学（GSX.N）：精细化运作的双师大班龙头

O2O 向 2C 转型，聚焦 K12 在线大班，直播技术全部自给。跟谁学最初定位 O2O 平台，为个体教师、机构提供线上平台服务，并对应收取会员费与流量费。至 2016 年 8 月，公司平台入驻教师合计达到 50 万，注册用户达到 6600 万，业务规模不断扩大，但由于平台高额补贴支出与教师的低粘性，公司亏损寻求转型。2017 年公司内部孵化出 K12 在线大班课品牌“高途课堂”，签约师资部分来自原平台入驻的优质教师，同时拆分 2B 业务百家云与天校。截至目前公司旗下拥有 5 大平台，跟谁学、高途课堂、金圈学堂、成蹊商学院及微师。基于公司原 2B 业务的视频直播技术优势，公司现直播技术完全能够自给，无需依赖外部三方信息化提供商。

图 32: 跟谁学旗下 5 大平台



资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理

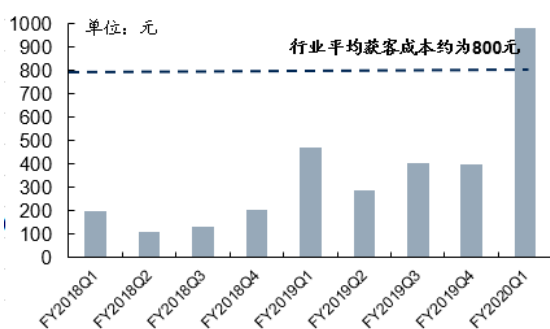
表 12: 在线 K12 教育公司直播设备来源

教培机构	直播技术合作伙伴	合作领域
新东方在线	腾讯	直播音频/视频传输及互动
	腾讯云	大数据分析
	腾讯云	人工智能、图像处理及自然语言处理
	翼鸥	ClassIn 直播传输技术、音频/视频传输技术
跟谁学	自研	平均延迟低于 300 毫秒的实时直播技术
	自研	大数据实时分析系统
	自研	直播课程自动记录学生出勤、课程完成度的 BOSS 系统
作业帮	自研	人工智能分析和图像识别

资料来源:各公司官网, 国信证券经济研究所整理

获客优势: 微信社群营销为主, 大规模广告投放较少。微信公众号、抖音、头条以及腾讯广告为跟谁学主要营销渠道, 结合前期公司公开交流信息, 公司在前述渠道投放占比达 85%+, 依托公司成熟的渠道获客运作, 公司获客成本远远低于行业平均水平。根据图 15 可知, 跟谁学平均获客成本维持在 300 元左右, 其中部分季度获客成本升至 400-500 元, 主要系公司加大外部广告营销投入、假期促销推广所致, 同时原有微信社群营销渠道流量竞争逐渐加剧 (2020Q1 平均获客成本系疫情期间加大免费课程促销力度)。但对标其他在线教育公司, 公司获客成本仍具有相对优势, 目前行业平均获客成本普遍在 800 元左右, 部分平台获客成本甚至高于 1000 元。

图 33: 跟谁学获客成本优于行业平均水平



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理
注: 2020Q1 招生人次口径改为 99 元以上人次以上

图 34: 微信裂变用户参与途径



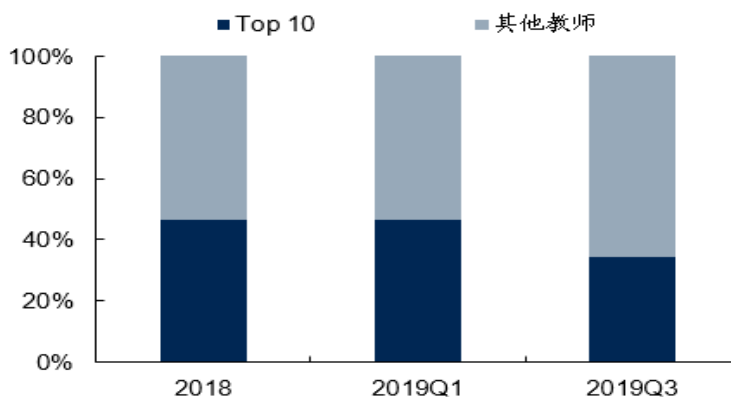
资料来源: 国信证券经济研究所整理

正价转化率/续班率：名师团队授课，紧抓课程质量，从而保证续费意愿。跟谁学主打名师战略，对聘用教师筛选标准极其严格，仅招聘行业头部名师，据公司招股书信息可知，2018 年公司教师面试通过率低于 2%，目前受聘教师平均教龄超过 11 年，并且多出身清北名校或曾于知名教育机构任职。名师授课下，公司在线课程质量更有保障，因而公司续班率远远领先于行业水平，结合最新交流信息，跟谁学低价班-正价班转化率达到 32%+，正价课平均续班率 70%以上，春季课程续班率 80%以上，超过行业 60%-70%的续班率水平。

现有名师产能利用充分，未来凭借头部平台优势，实现名师的持续进驻。目前公司全职主讲教师主要有三个来源，一部分来自转型前平台业务沉淀，其次为外部聘请的名师，还有部分公司内部自培教师，但目前占比较低。结合招股书信息，公司现有名师产能利用充分，整体营收贡献高，2018 财年 Top10 教师营收占比达到 46.6%，至 2019Q1（主讲教师合计 169 位）占比为 46.3%。但随着公司业务持续开展，公司依靠自身头部平台引流优势，逐渐吸引新名师进驻，至 2019Q3 时 Top10 教师营收占比降至 34.6%，未来该比例有望进一步优化。

奖金与续班率挂钩，整体薪酬领先行业，离职率较低。公司主讲教师薪酬主要由基本工资、奖金及其他激励构成，其中基本工资由课时数决定，奖金则与续班率相关。结合公司交流信息，主讲教师平均薪酬达到 30-40 万，部分名师可达到 80-100 万元，辅导教师平均年薪 10 万左右，整体薪酬水平远远领先于行业平均。在公司相对优厚的薪酬体系下，跟谁学教师离职率极低，据公司公开交流信息，2017 财年公司教师离职率为 0，2018 财年仅仅有 9 人离职（7 人续班率不达标，其余 2 人为公立学校教师），离职率表现明显优于同业。

图 35：跟谁学 Top10 教师营收贡献



资料来源：招股书，公司公告，国信证券经济研究所整理

新东方在线（1797.HK）：定位下沉城市，发力 K12 线上小班

新东方在线是国内领先的在线教育服务商，公司为美股上市公司新东方（EDU.N）的控股子公司，主营集团的在线教育业务，于 2019 年 3 月登陆联交所，并于同年 9 月进入港股通名单。目前公司通过新东方在线、东方优播、多纳及酷学英语 4 个平台提供课程服务，涵盖学前教育、K12 教育、大学教育三部分。其中 K12 业务通过新东方中小学网校和东方优播两大平台开展，新东方在线中小学负责大班直播课与私播课，东方优播主打线上小班模式。

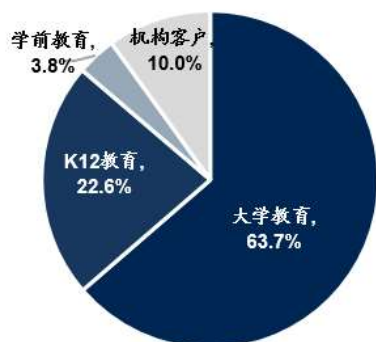
图 36: 新东方在线旗下两大平台



资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理

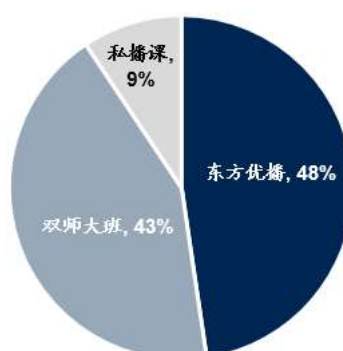
东方优播主打在线小班, 定位 3-4 线下沉城市。东方优播目前班容在 15-20 人左右, 教师通过摄像头监控学生上课状态, 并通过麦克风与手写板进行实时互动。根据东方优播官网数据, 截至 FY2020H1 网点分布在 23 个省份的 128 个城市, 合计达到 149 家。除去北京 3 家(密云、平谷、延庆区, 相对偏郊区), 其他网点均位于非省会城市。据 2020H1 公司公开交流信息, 东方优播营收同增 200%+, 规模上超过双师大班营收规模(+61%), 成为公司 K12 教育业务营收第一大贡献点。根据未来公司发展规划, 东方优播是 K12 业务重点发力方向。

图 37: 2020H1 新东方在线分业务营收占比



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

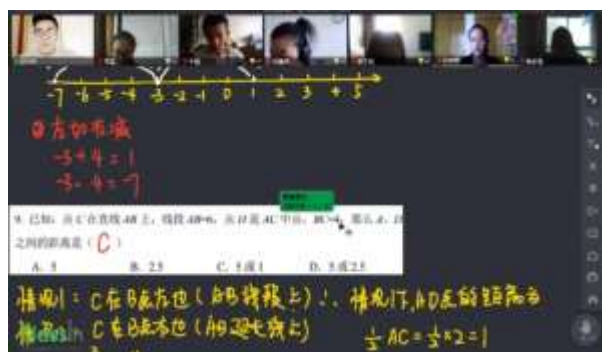
图 38: 2020H1 新东方在线 K12 业务营收占比



资料来源:公司公告, 财报交流, 国信证券经济研究所整理

满班率: 品牌口碑+地推宣传, 保证初期招生规模。结合前文商业模式分析, 与在线双师大班大量广告投放打法不同, 在线小班更多服务升学年级或强应试需求群体, 因而客户对课程质量要求更高。东方优播地推模式以线下体验店为主, 线下体验中心负责前期宣传、招生、以及相关课程的咨询, 同时低线城市新设线下体验点装修、房租、人工成本等支出亦相对较低, 因而整体获客成本低于在线大班模式, 同时新东方教育集团品牌加持下, 也相对更容易获得家长的信任。

图 39: 东方优播在线小班上课情景示意图



资料来源: 芥末堆公众号, 国信证券经济研究所整理

图 40: 东方优播地推模式示意



资料来源: 东方优播官网, 国信证券经济研究所整理

本地课程研发/师资培训: 教师规模化培训+教学本地化, 对低线城市降维打击。
前文商业模式分析提到, 整体看成熟的在线小班盈利模型优于在线大班, 但欲实现规模化盈利, 难点在于持续扩张过程中师资供给以及异地教材版本配套研发。目前新东方在线拥有规模化培训师资能力, 前期通过严格标准在招聘环节对教师进行初步筛选, 其后“北京+武汉”双教研中心对教师进行上岗前培训; **教材研发方面, 东方优播课程“因地制宜”。**东方优播课程以城市作为区分, 每个小班只招收同地区学生, 保证网课内容与线下课程版本的一致性, 真正做到适应当地考情, 与学校课程互为补充。

三大维度看中文未来成长空间

大语文赛道: 正值发展红利期, 立思辰大语文一马当先

政策红利: 高考改革+课程改革, 大语文正值风口, 参培率预计提升

高考指挥棒: 英语一年两考、数学难度预计下降、语文难度明确提升, 且更为注重对阅读量的考察, 具体影响见下文分析:

- **英语科目: 容错率明显提升。**结合全国各地最新高考改革措施, 多数省份高考英语 (部分省份为口语、听力考试) 将一年考两次, 同时取两次分数较高者计入总分, 因而学生间英语分差预计会缩小。
- **数学科目: 赛道相对成熟, 兼顾文理取消分科现状, 边际影响预计较低。**未来文理取消分科, 数学会统一试卷, 卷面难度须兼顾文科生应试需求, 故而预计难度会有所下调。近年来贸易战背景下, 数学等理科科目重视程度虽有所提升, 但考虑到国内数学课外培训赛道较为成熟, 渗透率较高, 预计边际变化可能不及语文科目显著。
- **语文科目: 难度明确要提升, 尤其注重对阅读量考察。**统编版教材主编温儒敏明确表示, 未来语文单科难度明显提升, 语文综合素质是重要考察方向, 直接点明语文科目高考改革方向。具体看 2019 年语文考试, 卷面文字数量提升近 29%, 未来可能增加至 1 万字; 题量增加 5%-8%, 阅读考察范围更是涉及历史、哲学、科技等领域。

表 13: 全国各地最新高考改革整理

区域	主要内容
北京	2017 年秋季入学高一新生: 1、不分文理; 2、英语听力一年两考; 3.2020 年开始实施 3+3; 4.本科二、三批合并范围调整; 4、自 2018 年起, 推进高等学校考试招生改革。
广东	2018 年启动高考综合改革, 2021 年实行新的高考综合改革方案。外语两次考试机会
天津	1、取消文理分科; 2、高考模式 3+3 英语提供两次机会。3、探索两依据、一参考多元录取。
江苏	2018 年秋季入学的高一新生: 1、高考模式改为 3+3; 不分文理; 英语听力口语一年两考; 小高考 9 变 13 门, 一年两考; 综合素质评价拓展 6 部分
山东	不分文理, 2020 年高考实行 3+3 的考试模式; 3、未来一批二批合并; 4、录取两依据、一参考; 5、外语两次机会;
上海	2014 年新生: 1、不分文理; 2、英语听力一年两考; 3.2017 年开始实施 3+3; 4.取消本科一、二批区别; 4、仅报考专科高职志愿的学生, 只计语文、数学、外语 3 门统一高考成绩。
浙江	2014 年以后 1.不分文理 2.外语与三门选考均有两次考试机会, 成绩两年有效; 3.从物理、化学、生物、历史、政治、技术七门中选择三门; 4.语数外每门满分 150, 选考科目按等级打分, 最高 100; 总分 750; 5.取消一、二本批次区别, 录取不分批次, 按专业平行投档不再有报哪个学校的说法, 而是直接改为按专业填报志愿。
陕西	陕西省高考综合改革从 2019 年秋季入学的高一学生开始实施。2022 年高三学生将参加《方案》实施后的首次高考。考试科目包括全国统一的语文、数学、外语 3 个科目和普通高中学业水平考试 3 个科目的等级性考试。即“3+3”模式。
河北	外语两考。2021 年开始, 考生总成绩由统一高考的语文、数学、外语 3 个科目成绩和高中学业水平考试 3 个科目成绩组成。
重庆	从 2021 年(2018 年入学的高中一年级新生)开始, 普通高校招生录取将实行“两依据、一参考”的录取制度。
安徽	2021 年高考录取考生总成绩不分文理科、2018 年入学的高中一年级学生将开始实施新的高中学业水平考试实施办法和综合素质评价办法。
福建	到 2021 年, 福建省将形成分类考试、综合评价、多元录取的考试招生模式。
海南	2020 年高考不分文理; 2、2020 年高考科目实行 3+3, 选考实行 6 选 3;

资料来源:各省教育局, 教育部, 语文新境界等, 国信证券经济研究所整理

课程改革: 部编版横空出世, 重视大语文素质培养, 考验机构配套教研能力。本轮课程教材改革, 我们可以从教材内容改革与变革下行业机遇两方面来理解。

- **教材内容:** 阅读量大, 尤其是加强传统文化阅读考察。具体看新编部编版教材, 小学阶段 12 本教材, 共选古诗文 124 篇, 篇幅占比近 30%, 较原来人教版教材增加 55 篇, 增幅达 80%; 初中教材古诗文选篇也是 124 篇, 篇幅占比 52%; 高中阶段教材共选入古代诗文 67 篇, 篇幅占比 49.3%, 古诗文覆盖先秦到清末各个时期。从统编版教材内容编排来看, 语文未来会更加注重对语文综合素质的考察。

表 14: 中小学部编版教材内容

学段	优秀古诗文	占有选篇比率	革命传统教育
小学 1-6 年级 (12 册)	124	30%(较原本人教版增加 55 篇, 增幅达 80%, 平均 20 篇/年级)	40
初中 7-9 年级 (6 册)	124	52% (平均 40 篇/年级)	29 篇, 其中鲁迅作品 9 篇

资料来源:教育部, 国信证券经济研究所整理

- **行业洗牌与异地扩张机遇:** 统编版教材背景下, 对机构教材研发配套能力提出新要求, 谁可率先推出与之配套的课程体系和授课内容, 便能够在本轮行业变革中取得先发优势。据芥末堆等媒体报导, 立思辰总裁窦昕联合旗下名师于 2019 年率先推出部编版教材配套用书, 展现出公司对大语文独到理解力, 其他 K12 龙头诸如好未来、新东方也先后推出配套课程体系。而地方性教培机构在本轮变革中若无有效应对措施, 如缺乏相关系统化教材体系支撑, 则可能会在此轮变革中丧失自身优势, 为龙头公司异地扩张提供机遇。

表 15: 中文未来名师团队支撑公司教学研发能力

业务板块	团队	职务	履历
大语文	窦昕	上市公司总裁/创始人	北师大中文系毕业，从事语文教育培育十余年，历任高思教育集团董事、巨人教育集团高级副总裁
	赵伯奇	副总裁/联合创始人	北京大学中文系毕业，从教近 5 年，历任高思教育小学语文文副总监，巨人学校语文事业部北京分校校长
思辰写作	陈思	创始人	北京大学中文系-哈佛大学东亚系联合培养博士。《思辰创意写作》创始人，从事创意写作教学推广多年。青年学者、文学批评家、中国作家协会会员，中国现代文学馆特邀研究员，“华语文学传媒大奖”评委。已出版两本理论专著与一本译著。散文《心头一杯冷咖啡》入选 2013 年天津市高考语文阅读题。
	黄晨	创始人	北京大学中文系保送硕士研究生，2012 年获得文学硕士学位。专业为中国当代文学，研究方向为台湾文学与电影。同时从事散文、诗歌、电影评论创作，文章发表于《文汇报》《Vista 看天下》等刊物。
庖丁阅读	齐白	创始人	浙江师范大学中文系毕业，北京青年报、新京报、京华时报等权威媒体多次专访的权威人士，K12 教育专家。庖丁阅读创始人
其他	朱思特	副总裁	北京大学教育学院毕业，近 8000 小时一线授课经验，学生有数百人考入人大附中、北大附中等学校
	伍兵兵	教研中心校长	北师大文学学士、教育学硕士，原北京四中语文老师，大语文名师。曾获“四中五四青年教师奖”、指导学生获“春蕾”杯作文一等奖等

资料来源:立思辰大语文官网，国信证券经济研究所整理

学科应试+素质培训融合发展，大语文正值风口。在本轮行业政策变革之前，侧重写作、阅读、诗词某一项或几项专项提升的 K12 语文培训机构，由于本身短平快、见效较快特点，是语文 K12 培训领域常见业态，如主打阅读培训的考拉阅读、柠檬阅读等，大语文则更偏向于综合素质培养方向。在所述国家统一使用统编版教材、明确高考改革方向下，传统应试基础上更加侧重对综合素质考察。因而近年来大语文龙头在主打本身综合素质提升之外，同时注重体内孵化或体外收购应试能力方向产品，如立思辰主打大语文培训，但旗下孵化培育出偏向于应试的思辰写作、庖丁阅读；新东方、好未来同样战略投资凯叔讲故事（诗词赛道），从素质培训、技巧提升两方面为考生护航，极大提升了学生及其家长的参培意愿，单赛道迎来变革机遇。

行业先行者：垂直领域先发优势显著，立思辰绑定“大语文”标签

中文未来创始人窦昕系大语文培训领域元老级人物。纵观大语文培训赛道，体系产品最早系高思教育旗下的思泉语文（即中文未来窦昕创立），其将传统的语文学科教学体系模块化，系统化，并通过国学素养、兴趣启蒙及语文应试等有效融合，形成独特的大语文教学体系，融素质教学与应试教学于一体，备受学生欢迎。具体来看，窦昕曾主编《思泉语文课本——点亮大语文》体系，并主编《直通京城名校：小升初语文一本通》，《有意思的国学启蒙（上下）》、有意思的经典童书（上下）》，乐死人的文学史系列《唐代篇、宋代篇、元明清篇》、《文学必修课》，系国内大语文体系创立者，语文教学方面造诣深厚。

图 41: 思泉大语文体系：国学素养、绘本阅读、写作表达



资料来源:搜狗百科，国信证券经济研究所整理

图 42: 窦昕主编的统编版教材同步用书



资料来源:淘宝网，国信证券经济研究所整理

其后卓越教育、沪江教育以及好未来（学而思）等机构均陆续推出大语文课程

体系，但其中均有早期思泉语文体系的影子。中文未来并入立思辰后，2018 年立思辰大语文 3.0 发布，进一步升级大语文体系。借上市契机，立思辰大语文未来在资金加持扩张和品牌认知度有望进一步突破，有望实现品牌与大语文标签的深度绑定。

表 16：各机构大语文课程推出时间

公司名称	推出时间
思泉语文（高思教育）	2009 年
沪江大语文	2014 年
卓越大语文	2014 年 6 月
中文未来	2015 年 5 月
学而思（好未来）	2018 年 3 月
龙之门大语文	2018 年 5 月
新东方	2018 年 7 月
有道阅读（网易有道）	2018 年 7 月
火花思维	2019 年 8 月

资料来源：各品牌官网，国信证券经济研究所整理

线下业务：存量加密+跨区扩张，师资培训有支撑，爆发成长可期

门店成长：短线需跟踪疫情下复课进度，中看存量城市加密+跨区域下沉

短期疫情下线下转线上保证存量业务收益，密切跟踪疫情进程。结合 wind 公开交流信息，在疫情线下停课期间，公司将线下课程原价转至线上，通过总部名师授课+小班（6 人）教师辅导模式开展，名师效应下退课率也相对良好 6-10%。结合公司最新季报数据，Q1 线下分校实现营收 3986 万元，同比下滑 7.22% 整体可控。随着国内疫情缓和，各地中小学陆续恢复正常上课，公司线下业务也将提上日程。门店扩张方面，客观而言受疫情影响，加盟商招商选择、物业选址签约等方面均难以线下开展，因而 2020H1 展店预计会受到一定影响，但 K12 需求偏刚需，以及语文学科培训愈加被重视，公司疫情后门店扩张预计仍有较强支撑。

表 17：各省中小学开学时间整理

区域	开学时间
北京	高三年级 4 月 27 日星期一开始返校；初三年级 5 月 11 日星期一准备返校。
上海	高三年级、初三年级于 4 月 27 日返校开学，各高校及中等职业学校可从 4 月 27 日起开始安排毕业年级学生返校，各级各类学校在 5 月 6 日前做好其他学段和年级分批返校开学准备。
广东	4 月 27 日，全省高三、初三年级学生返校；5 月 11 日后，各地根据疫情防控情况分期、分批、错峰安排中小学其他年级学生返校。
山东	高中（含中职）学校毕业年级 4 月 15 日正式开学，初中学校毕业年级原则上按顺延一周开学做准备，具体开学时间由各市按照“市域同步”的要求研究确定。
天津	初中、高中毕业年级于 4 月 20 日首批复课开学，5 月上旬或中旬，全市高等院校（含高职院校）、中等职业学校（含技工学校）毕业年级分专业、分批次有序复课开学。
四川	全省高三年级（含已报名参加高考的中等职业学校毕业年级学生）原则上由省上统筹于 4 月 1 日开学，初三年级由各市（州）统筹确定，可安排于 4 月 7 日开学复课。
河北	普通高中毕业年级 4 月 23 日开学，初中学校毕业年级学生和中职学校毕业年级报名参加高考学生 5 月 7 日开学。
湖北	全省普通高中毕业年级（含中职学校和技工学校的毕业年级）学生 5 月 6 日统一开学。
重庆	4 月 20 日，高三、初三、中职毕业年级开学，小学 4—6 年级、初高中其他年级做好 4 月 27 日开学准备，小学 1—3 年级、中职其他年级做好 5 月上旬开学准备。

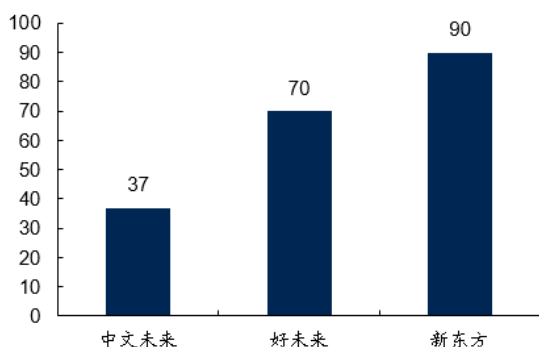
资料来源：各省市教育局（局），国信证券经济研究所整理

中线坚定看好线下业务爆发式成长，存量加密+跨区域扩张下门店扩张有支撑。从覆盖城市数来看，截至最新公告日期，好未来集团覆盖城市数为 70 个（20/02/29），新东方更是达到 90 个（20/02/29），而截至 2019 年底中文未来实际覆盖城市数仅为 37 家。结合公司公开交流信息，公司业务发展扩张对标新东方，在物业选址方面也尽可能靠近当地较为成熟的培训机构，因而横向对标来看中文未来仍有诸多城市有待开发，直营+加盟模式下跨区域扩张有望打开成

长空间。存量覆盖城市尤其上海、深圳等一线城市，网点数仍有加密提升空间。截至 2020 年 2 月底，好未来在上海、深圳网点数分别达到 63、45 家，同期中文未来仅为 11、8 家，预计这主要与中文未来成立发展期较短有关，公司前期主要深耕北京教培市场，在除北京外的市场整体占有率较低。同时考虑到单科培训机构市场空间小于综合科目机构，但若以北京较为成熟的区域为参考，上海、深圳两家城市网点密度亦存在提升空间。

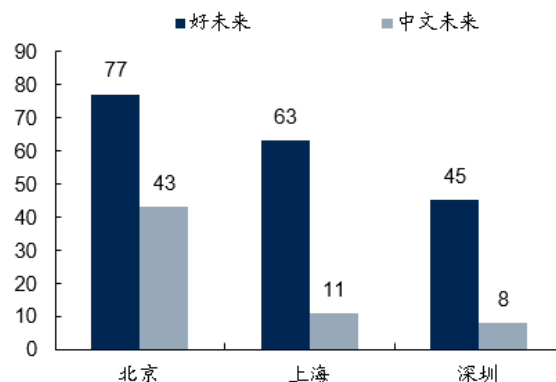
2019 年报信息显示，公司在全国范围内拥有 111 个直营中心和 325 个加盟中心，结合最新交流信息，公司 2020 年预计直营店达 170 家+，加盟店 425 家+，未来 5 年直营网点 700-800 家左右，加盟网点 1000-2000 家。

图 43: 覆盖城市数: 好未来、新东方、中文未来



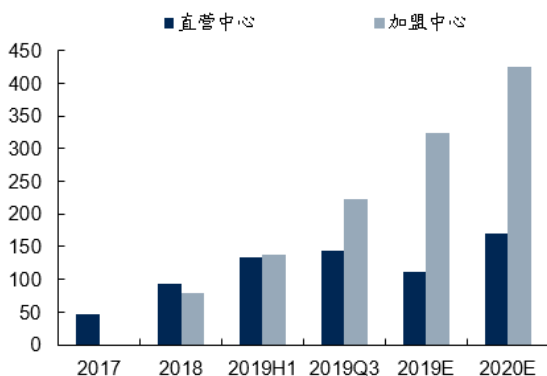
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理
注: 好未来、新东方为 2020/02/29 数据; 中文未来为 2019 年报数据

图 44: 一线城市网点数: 好未来、中文未来



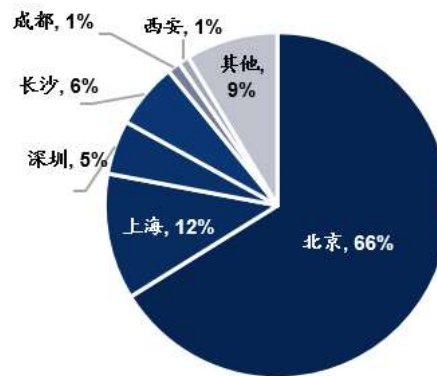
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理
注: 好未来为 20/02/29 数据; 中文未来为 2019 年报直营网点数

图 45: 中文未来 2017-2020E 直营/加盟网点数



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 46: 2019 年公司线下分校业务区域分布情况。



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

师资支撑: 师徒搭课制+模块切分, 规模化培训体系现雏形

师资是机构课程输出的保障, 一方面需要保证现有师资团队的稳定性, 维持机构的正常经营。另一方面, 网点的扩张需要机构自身拥有师资造血能力, 规模化培养教师以供跨区域扩张需求。具体看中文未来主要采用师徒搭课制+模块化切分来保证现有师资团队的稳定, 以及新教师的不断培育。

现存师资: 师徒搭课给予名师高收入, 模块化切分保障团队稳定性。根据中文未来创始人窦昕在芥末堆 GET2018 教育科技大会演讲, 中文未来公司内部精英教师年收入超过 100 万, 远超同期市场同业薪酬水平, 而这主要依赖公司内

部师徒搭课模式实现，搭课制具体运作模式见下图。公司给予现有名师高课时分成（高分成比例），同时由于徒弟在上岗初期带课票房较低，故短期收入有限（低分成比例），但后续会随着评级晋升稳步提升。同时在搭课制模式下，每个教师均只承担一半课程的教授，因而客观上削弱了教师的议价能力，从另一角度保障师资团队稳定。**总而言之，师徒搭课（薪酬保证）+模块化教学（削弱议价能力），保证现有师资团队的存续经营。**根据奚昕的演讲内容，在行业教师团队高流动性背景下，中文未来近年来精英教师离职率趋近于 0。

图 47：中文未来师徒搭课制收入分成



资料来源：芥末堆奚昕演讲提纲，国信证券经济研究所整理

图 48：中文未来教师晋升体系



资料来源：芥末堆奚昕演讲提纲，国信证券经济研究所整理

新师资：搭课制下充分磨课+完善的晋升制度，为机构补充新鲜血液。前期教师招聘方面，严格把控应届生学历以及专业水平，同时通过招聘问题、场景设计对应聘员工进行画像，依此选择出适合中文未来企业文化的教师（90%教师具备努力奋斗品质，保证教师留存+10%以自我实现为目标，创新需求）。**磨课方面**，在公司搭课模式下，依托名师师傅的引流效应，徒弟拥有充分的上课机会，积累总结授课经验，在与名师搭档过程中不断打磨改进自身授课技巧，在实战中加速自身成长。同时**内部设有完善的晋升体系**，新入职教师在北京培训完后分配至全国八大区域任职班主任（C级），负责备课以及课堂管理工作，1-1.5年可晋升为讲师（B级）与老教师搭班授课。每年 A/B 级教师有两次晋升考核机会，由中文未来内部专家考评团队认证晋升。

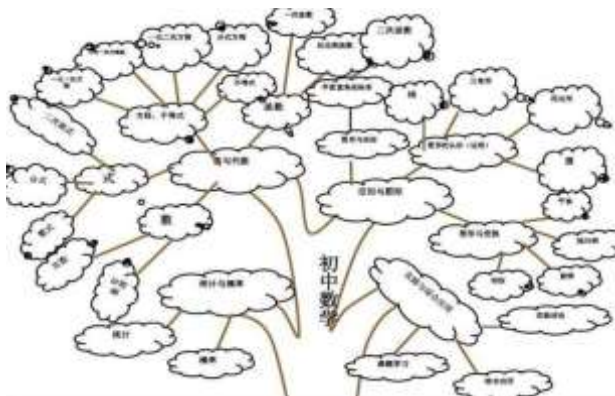
线上业务：线上化优势得天独厚，模型优化有望带动整体利润率上行

赛道特质：大语文 PK 数学、英语，线上化优势得天独厚

语文是最具备线上化基因的学科，主要系感性思维 PK 理性思维差异，带来产品线上化效果不同。具体看**数学学科**逻辑性较强，知识结构为阶梯递进式，即如果其中某一环节理解不到位，整堂课的授课效果变会大打折扣，这便要求老师需要与学生实时互动，了解学生的内容理解程度。而线上化场景下，限于直播互动技术问题，师生实时互动效果仍不及线下教学。单论数学单科而言，家长方面也会更偏向于线下实时互动模式。而**语文学科**逻辑偏感性理解，授课效果更加依赖教师自身的授课小技巧（如用幽默语言调动课堂气氛等）与课堂感染力，较之于数学等学科，对师生实时互动要求相对较低，家长对语文线上化课程内心接受度也更高。

同时部编版教材课改后，全国语文教材统一，不存在版本差异问题，具有天然线上一对多优势。

图 49: 数学科目知识架构为阶梯递进式, 知识点间互为基础



资料来源:国信证券经济研究所整理

线上模型: 初步招生规模略超预期, 线上业务有望带动公司利润率上行

大小班模型: 客单价与线下一致, 总部名师授课, 小班教师细致服务。根据中文未来诸葛学堂公众号信息, 公司推出的线上产品有 3 个梯度 (王者体系 200 元/h、拔尖体系 120 元/h、培优体系 60 元/h), 5 条产品线 (其中拔尖体系可进一步细分为大语文、写作、阅读)。客单价方面, 公司主打名师总部授课+小班教师贴身细致服务 (6 人), 保障授课与课后服务质量, 价格基本与线下课程保持一致。结合季报公告以及草根调研信息, Q1 线上业务实现营收 3417 万元, 同比大增 537.50%, 截至 4 月底线上长期课程在读人数约 7000-8000 左右 (考虑收购明兮大语文), 略超出我们此前预期。

结合我们对公司持续跟踪, 我们对公司大小班模型测算如下表: 值得注意的是, 与市场主流在线教育公司打法不同, 由于本身产品定位以及公司战略差异, 中文未来在外部广告营销费用方面投入较少, 更多依靠名师品牌效应以及抖音、喜马拉雅、樊登读书会等自媒体平台获客。成本费用端主要由师资成本、流量成本构成。假设当期报名人数在 8000 人左右, 根据最终测算, 预计最终净利率约为 34% 左右, 后续随着续课、新补充生源净利率预计会进一步上升。

表 18: 公司所推出“大小班”在线产品模型测算

单位: 万元	第一期 (春季)				第二期 (秋季)			
	招生人数假设				招生人数假设			
培优体系	1000	1300	1600	1900	1850	2405	2960	3515
拔尖体系	1000	1200	1400	1600	1850	2220	2590	2960
王者体系	500	1000	1500	2000	925	1850	2775	3700
招生人数合计	2500	3500	4500	5500	4625	6475	8325	10175
课程收入	897	1407	1917	2428	1659	2603	3547	4491
教师成本 (大班+小班)	602	802	1002	1202	1027	1397	1767	2137
流量成本 (外部系统)	72	113	153	194	133	208	284	359
毛利	223	492	762	1031	499	998	1496	1994
毛利率	25%	35%	40%	42%	30%	38%	42%	44%
管理费用	45	70	96	121	83	130	177	225
销售费用	27	42	58	73	50	78	106	135
净利润	151	380	608	837	367	789	1212	1635
净利率	17%	27%	32%	34%	22%	30%	34%	36%
模型假设	续班率		80%		总部教师师生比		1:1000	
	招生增长率		5%		小班教师师生比		1:6	

资料来源:wind 交流日志, 诸葛学堂公众号, 国信证券经济研究所整理

再融资计划重点发力线上, 在线产品模型有望进一步优化。公司 2 月公告再融

资计划，公司拟非公开发行股票数量不超过 127,182,030 股（含 127,182,030 股），发行价 12.03 元/股，募资不超 153,000 万元，拟分别投资 3.63 亿元和 3.20 亿元，主要用于**语文线上培训教学技术提升和教学内容丰富**等，其中技术上主要包含 MR 未来体验馆、双师课堂升级、中文未来教育云服务平台和诸葛学堂线上学习平台四个子模块，而内容包含动漫周播剧《豆神魔法学校》、大语文 AI 知识图谱和大语文数字版权三个子模块等方面。在这种情况下，**随着相关语文线上培训技术的升级，若未来不借用三方直播设备，公司流量等成本端可进一步优化。同时教学内容的丰富，以及课堂互动性的加强，可切实提升学生上课体验，保障或小幅提升续班水平。**

表 19：公司募资用途情况

序号	项目	主要内容	投资总额（万元）	拟使用募集资金金额（万元）
1	大语文多样化教学项目	主要包含 MR 未来体验馆、双师课堂升级、中文未来教育云服务平台和诸葛学堂线上学习平台四个子模块。	36,251.97	32,000.00
2	大语文教学内容升级项目	包含动漫周播剧《豆神魔法学校》、大语文 AI 知识图谱和大语文数字版权三个子模块	31,951.09	27,000.00
3	偿还银行贷款		70,000.00	70,000.00
4	补充流动资金		24,000.00	24,000.00
合计			162,203.06	153,000.00

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

短期受战投认定规定影响，再融资节奏稍有延后，但整体预计融资规模及实参总参与比例相对稳定。未来再融资进程的落地，可对公司中长线成长提供较强支撑，我们可从以下几方面理解：

- **强化股东背景与理顺治理结构：**受战投认定影响，前期定增拟引进公募基金作为战略投资者方案预计受到影响。但公司目前正处于爆发式成长阶段，整体质地良好。且中文未来借并入上市公司契机，品牌认知度提升较大。据持续跟踪信息，包括 BAT 在内等诸多知名产业资本表现出与公司合作的兴趣，未来再融资落地后，**双方有望在资源共享、业务开展方面产生较强的协同性，公司亦可进一步强化公司股东背景，加速公司大语文业务发展；**其次公司现大股东池燕明不参与本次定增，预计实参参与后二者持股比例进一步接近，**未来实参主导公司业务经营局面更加明晰。**
- **线上+线下两方面支撑业务发展：**首先线上业务方面，前期公司再融资方案拟投入 6.81 亿元进行大语文多样化教学及内容升级项目，项目的落地可进一步优化公司线上产品模型，目前公司线上底层系统仍为 Classin 技术，未来公司计划升级双师课堂技术实现全部自给，此举可**大幅优化线上流量成本**；其次线上内容丰富度提升，加强教师与学生之间的互动环节，学生上课体验进一步优化，有望促使**续班率有望进一步提升，二者共同助推线上模型利润率上升至 42-45%（省去流量成本+续班率提升）。**线下业务方面，此次定增资金部分用于偿还借款与补充流动资金，未来随着资金募集到位公司线下门店拓展也相对有支撑，其次公司升级双师课堂加大下沉力度，未来低线城市加盟业务拓展有望成为增长新动力，**预计未来 5 年内公司直营+加盟门店可达 1000-1200 家左右。**

盈利预测

假设前提

结合 Wind 公司 2 月下旬两次交流日志相关信息和我们的持续跟踪，我们假设公司 2021 年及以后主要保留中文未来+百年英才等 K12 培训业务，其他信息安全、教育信息化、留学及其他传统业务 2020 年底前剥离完毕。换言之，我们假设 2021 年及以后主要考虑中文+百年英才+总部（财务等相关）费用，2019-2020 年仍然考虑传统业务过渡期的影响。具体来看，公司业务分为**教育业务板块与传统业务板块**，由于除教育业务以外的传统业务今年将逐步剥离，且总体体量不大，因此不对传统业务收入进行预测。

教育板块方面，主要包括**大语文、升学服务和教育信息化**。**大语文业务板块**，综合考虑门店网点扩张、疫情因素影响及线上线下融合发展，我们预计中文未来 2020-2022 年收入分别同比+83%/74%/25%，其中 2020 年考虑疫情下线下业务无法开展等影响，具体线上、线下在读学生假设收入假设如表 19 所示；**升学服务板块**，我们假设留学业务 2020Q3 后剥离，并考虑疫情影响，预计 2020-2022 年收入同比-34%/-2%/8%，其中百年英才 2020-2022 年收入分别同比-15%/15%/8%；**教育信息化板块**，同样假设 2020 年下半年（预计 Q3）完成剥离，预计 2020 年并表收入同比-76%，兼顾疫情停工与剥离节奏影响。

表 20：中文未来收入假设拆分

	2019	2020E	2021E	2022E
直营收入	26216	38180	83854	105107
直营网点	111	171	330	430
累计在读人次	81586	91398	182488	211797
加盟收入	8567	8600	11408	14532
加盟网点	325	425	575	775
单网点收入	73	56	55	52
B2B	1916	2500	3000	3000
线上业务	6508	30888	40841	51460
累计人次	206588	371858	557788	669345
人次单价（元）	315	331	347	365
新产品-大小班		18589	21470	27052
累计人次		43000	47300	56760
中文未来收入	43808	80168	139103	174099
	184%	83%	74%	25%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

传统业务板块，我们假设包括内容安全、视音频解决方案、文件设备销售在内的业务于 2020 年底前剥离完毕，且疫情背景下总体并表收入体量预计较小，故不对此部分收入进行具体预测。

未来3年盈利预测

毛利率方面，随着传统业务剥离以及教育业务的成熟，预计2020-2022年毛利率分别为32%/54%/54%。

费用率方面，管理费率前期受业务剥离影响较高，后期逐渐趋于平稳，预计2020-2022年分别为14%/7%/7%；销售费率预计2020-2022年分别为13%/10%/10%；研发费率预计2020-2022年分别为7%/6%/5%；财务费用前期受现金收购影响较高，预计定增后有望逐步缓解。

表 21：未来3年盈利预测表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1952	1979	1279	1549	1923
营业成本	1190	1179	874	716	885
营业税金及附加	19	13	11	10	12
销售费用	352	254	169	154	183
管理费用	325	253	195	127	151
财务费用	78	95	42	20	22
投资收益	(4)	(4)	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(1374)	117	(37)	(4)	(15)
其他收入	(103)	(256)	0	0	0
营业利润	(1491)	42	(50)	518	656
营业外净收支	(17)	(1)	0	0	(1)
利润总额	(1509)	41	(50)	518	655
所得税费用	(115)	(7)	(6)	65	82
少数股东损益	(1)	18	0	0	0
归属于母公司净利润	(1393)	31	(44)	453	573
EPS	-1.60	0.04	-0.04	0.46	0.58

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：20-22E年EPS计算对应股本为再融资后股本（假设再融资规模及发行单价相同）

盈利预测的敏感性分析

表 22：立思辰盈利预测敏感性分析

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
乐观预测					
营业收入	1,952	1,979	1,349	1,663	2,104
yoy	-10%	1%	-32%	23%	27%
净利润	-1,393	31	73	591	761
yoy	-787%	102%	139%	708%	29%
EPS	-1.60	0.04	0.07	0.59	0.76
中性预测					
营业收入	1,952	1,979	1,279	1,549	1,923
yoy	-10%	1%	-35%	21%	24%
净利润	-1,393	31	-44	453	573
yoy	-787%	102%	-242%	1142%	26%
EPS	-1.60	0.04	-0.04	0.46	0.58
悲观预测					
营业收入	1,952	1,979	1,209	1,439	1,751
yoy	-10%	1%	-39%	19%	22%
净利润	-1,393	31	-145	332	412
yoy	-787%	102%	-575%	329%	24%
EPS	-1.60	0.04	-0.15	0.33	0.41

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 20.84-21.44 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.50%、风险溢价 6.20%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2021 年平均动态 PE 作为相对估值的参考，同时考虑公司增发的因素、公司成长性，对行业平均动态 PE 进行修正，最终给予公司 45-47 倍 PE，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- 1、目前语文培训赛道本身高速增长，且公司因中文创始团队在上述领域先发优势较为突出，目前处于快速扩张周期。但如果公司未来不能推出持续合适的课程或者课程质量出现问题，其招生人数和收入增长可能低于预期。
- 2、公司快速扩张中如果不能有效的控制成本费用或再融资进度延后，导致公司管理、财务费用等高居不下，则盈利水平可能低于预期。
- 3、我们预计未来两年内公司会将与教育主业协同不强的业务逐步完全剥离，若受疫情、剥离谈判等因素影响剥离进度不及预期，或最终剥离情况低于预期，仍然可能会对公司盈利成长产生扰动。

政策风险

K12 培训行业受政策监管，政策监管的力度，包括对各省市对新设 K12 培训网点的态度，都会影响 K12 培训龙头的复制扩张和成长，也会影响公司扩张的方式，因此需要持续观察行业后续监管的变化。

高考政策导向未来如果发生不利变化，也会影响公司业务的盈利成长。

经营风险

公司所处行业未来如果行业竞争明显加剧等现象，致线上线下招生费用等大幅增长，也可能影响公司的盈利能力。

公司加盟扩张中，如果加盟商经营不当或者教学品质把控不严，也可能影响公司的品牌和声誉风险。同时，如果公司对加盟商审核和管控不严，也可能产生加盟商卷款跑路等风险。

公司加盟扩张的基础是有充足的师资配备，若公司教师招聘培养较慢或不能有效实现良好的师资供给，也会在一定程度上影响公司网点扩张步伐。

财务风险

公司过去几年并购较多、产生较多商誉，目前商誉账面价值超 28 亿，在经济下行周期下，相关业务若经营不善，可能存在较大减值风险；再者，未来商誉可能改变计价方式，若改为摊销计价，对公司未来盈利负面影响较大。

公司目前资产负债率 53%，其传统教育信息化、信息安全业务等相对占用资金时间较长，若管理不当或剥离不及时，也会对公司经营现金流产生不利影响。

公司信息安全、教育信息化等通常在实施完毕后，才能收到大部分的款项，其中质保金账期较长，且部分客户内部审批流程较长也影响账期。因此，若传统业务剥离相对不达预期，公司则仍然存在一定应收账款风险。

宏观经济、不可抗力风险

公司网点扩张采用直营+加盟方式，若宏观经济持续下行，一是可能影响部分加盟商的现金流，从而影响部分区域的展店速度，二是对于门店的招生和前期推广培育期等也可能有一定影响，不过，相对而言，K12 培训整体还是较为刚需。此外类似本次新冠肺炎等大规模传染疫情，如果公司应对不当，也可能会部分影响短期线下培训业务扩张。

其他风险

未来如果中文未来核心团队不能完全主导上市公司总体经营业务布局，集公司资源支持其发展，也可能影响中文未来后续成长发展。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	458	1407	1440	1813	营业收入	1979	1279	1549	1923
应收款项	1427	922	1117	1386	营业成本	1179	874	716	885
存货净额	426	306	244	301	营业税金及附加	13	11	10	12
其他流动资产	297	192	135	96	销售费用	254	169	154	183
流动资产合计	2693	2911	3020	3682	管理费用	253	195	127	151
固定资产	282	354	456	534	财务费用	95	42	20	22
无形资产及其他	460	442	424	405	投资收益	(4)	0	0	0
投资性房地产	3959	3959	3959	3959	资产减值及公允价值变动	117	(37)	(4)	(15)
长期股权投资	263	308	353	398	其他收入	(256)	0	0	0
资产总计	7657	7973	8211	8977	营业利润	42	(50)	518	656
短期借款及交易性金融负债	1139	498	711	783	营业外净收支	(1)	0	0	(1)
应付款项	328	235	117	145	利润总额	41	(50)	518	655
其他流动负债	1751	1319	1036	1272	所得税费用	(7)	(6)	65	82
流动负债合计	3218	2052	1865	2200	少数股东损益	18	0	0	0
长期借款及应付债券	542	542	542	542	归属于母公司净利润	31	(44)	453	573
其他长期负债	314	310	395	397					
长期负债合计	856	853	938	939	现金流量表 (百万元)				
负债合计	4075	2904	2803	3139		2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	233	233	233	233	净利润	31	(44)	453	573
股东权益	3349	4836	5176	5605	资产减值准备	(1221)	26	36	37
负债和股东权益总计	7657	7973	8211	8977	折旧摊销	129	67	78	90
					公允价值变动损失	(117)	37	4	15
					财务费用	95	42	20	22
					营运资本变动	(1775)	228	(355)	14
					其它	1195	(26)	(36)	(37)
					经营活动现金流	(1759)	288	180	692
					资本开支	1048	(184)	(202)	(202)
					其它投资现金流	26	0	0	0
					投资活动现金流	1028	(229)	(247)	(247)
					权益性融资	1	1530	0	0
					负债净变化	267	0	0	0
					支付股利、利息	(76)	0	(113)	(143)
					其它融资现金流	411	(641)	214	71
					融资活动现金流	794	889	101	(72)
					现金净变动	63	948	33	373
					货币资金的期初余额	395	458	1407	1440
					货币资金的期末余额	458	1407	1440	1813
					企业自由现金流	(268)	137	(5)	508
					权益自由现金流	410	(541)	191	560

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032