得语文者得未来，大语文王者之师

——立思辰首次覆盖报告

东方证券 ORIENT SECURITIES

首次报告

【公司·证券研究报告】

核心观点

- **公司确立方向，聚焦大语文赛道。**公司从 18 年开始剥离信息安全和教育信息化业务，重点布局大语文赛道。2019 年实控人池燕明减持公司股票，同时大语文创始人窦昕在二级市场增持。截至 2020 年 5 月 30 日，实际控制人持股比例从 15.84%下降到 12.43%，窦昕持股比例达到 8.39%，**大语文团队话语权提升。**
- **立思辰大语文的独特性在哪？产品力+师资体系。1）产品力。立思辰大语文是大语文的开创者及实践者，将大语文学习从 90 年代泛文化概念聚焦到主线，既文史线。**不同于学校课本自成体系，改变原有语文市场功能性（阅读+写作，为专项学习）+补差作用，将语文培训需求进阶到全科学习（学习文学史等），创造培优需求。大语文+司晨写作+庖丁阅读，3 种核心产品为独特性基本逻辑，内容体系呈现梯度性，完整程度高，教材迭代+教辅等等一系列已跑通。**2）师资力。模块化磨课+师徒制**实现语文类教学内容高质量传递、师资扩张。此外王者班反哺名师高薪，保证团队稳定性。**综上，通过产品+师资为核心，对课程内容浓度提炼+服务差异化配置下，立思辰搭建起多班型（王者班、拔尖班、培优班），满足差异化学生需求，最后结合直营、加盟、线上和机构实现了多渠道的变现，完成体系完整性。**
- **市场空间近 600-900 亿，头部机构市占率仅为 8%。**统编版教材推出及考纲取消推升语文培训需求，赛道长期确定性强，但赛道斜率仍需政策+体系推进决定。因此我们将大语文需求定义为培优需求，预计一二线城市渗透率最优先提升，三四线市场仍待长期挖掘。一二线市场 20%的渗透率假设下，狭义市场空间接近 600 亿，叠加三四线，总市场空间接近 900 亿。根据调研头部机构 CR3 收入~70 亿元，市占率~8%。
- **线下直营 OMO 扩张迅速，加盟+线上加速流量转化。**区别于市场，我们认为立思辰大语文核心仍在线下校，未来体现形式将为 OMO 形式。加盟+线上会员卡均可理解为做品牌认知+低价引流，最终流量仍会导入直营线下校。暑期推出 99 元低价引流课，在暑秋两季的流量转化下，增速有望保持高速增长。

财务预测与投资建议

- **公司课程体系+名师体系共同成就产品竞争力，推动快速成长。**我们预计 20E/21E/22E 收入为 18.6/27.0/40.3 亿元，归母净利润-0.48/1.49/4.79 亿元，采用分部估值的方法：20 年受疫情影响业绩失真，因此教培业务采用可比公司估值 21 年平均 PE42.7X，对应市值为 167 亿元（可比公司为新东方/好未来/思考乐）；其他业务按照净资产计算为 17 亿元，合计公司市值为 184 亿元，对应股价 21.21 元/股。

风险提示

- 疫情影响教培机构复工、行业格局激化、商誉减值

公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,952	1,979	1,855	2,696	4,033
同比增长(%)	*-9.7%*	*1.4%*	-6.3%	*45.3%*	*49.6%*
营业利润(百万元)	(1,491)	42	(53)	189	566
同比增长(%)	*-735.5%*	*102.8%*	-226.4%	*455.4%*	*199.6%*
归属母公司净利润(百万元)	(1,393)	31	(48)	149	479
同比增长(%)	*-786.9%*	*102.2%*	-255.9%	*412.2%*	*221.8%*
每股收益（元）	(1.60)	0.04	(0.05)	0.17	0.55
毛利率(%)	39.1%	40.4%	38.5%	41.8%	45.0%
净利率(%)	-71.3%	1.5%	-2.6%	5.5%	11.9%
净资产收益率(%)	-31.7%	0.9%	-1.4%	4.4%	13.0%
市盈率	(9.2)	418.6	(268.6)	86.0	26.7
市净率	3.9	3.8	3.9	3.7	3.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价（2020 年 06 月 05 日）	16.98 元
目标价格	21.21 元
52 周最高价/最低价	21.98/7.49 元
总股本/流通 A 股（万股）	86,832/72,745
A 股市值（百万元）	14,744
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2020 年 06 月 07 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-4.82	0.89	-10.63	114.12
相对表现	-8.29	-1.38	-5.75	102.88
沪深 300	3.47	2.27	-4.88	11.24

资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 项雯倩
021-63325888*6128
xiangwenqian@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517020003

证券分析师 李雨琪
021-63325888-3023
liyuqi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520050001

证券分析师 吴丛露
wuconglu@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520020003

联系人 詹博
021-63325888*3209
zhanbo@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

区别于市场的观点——写在前面的话.....6
问题 1：如何理解立思辰大语文的独特性？.....6
问题 2：怎么看待与好未来新东方的对比？怎么看待竞品？.....8
问题 3：赛道的空间？当前市场格局如何判断？.....9
问题 4：最后，谈谈如何进行跟踪和投资价值的判断？.....9
1. 专注大语文赛道，资产重整进行时.....10
1.1 从软件信息化转型专注教育行业，专注大语文赛道.....10
1.2 股权结构分散，大语文团队逐步接手公司管理.....11
2. 立思辰大语文产品的独特性？.....12
2.1 大语文产品独特性？.....12
2.1.1 大语文课程体系优势凸显，积淀深厚 13
2.1.2 思晨写作作家式培优，课程体系高屋建瓴 15
2.1.3 庖丁阅读服务应试，强调解题方法 16
2.2 师资？模块化搭班+师徒制培养.....17
2.2.1 师徒制和模块授课保证教学内容稳定输出 17
2.2.2 语文教学对师资要求高，名师团队优势明显 17
2.2.3 如何保证师资团队稳定性？王者班反哺高薪需求 18
2.3 最终产品体系优势体现在哪？浓度提炼+多渠道输出.....19
2.3.1 搭建王者、拔尖和培优有浓度的课程体系 19
2.3.2 基于标准化的课程体系，多渠道输出课程内容 20
2.4 怎么看待新东方&好未来与其语文产品区别？.....20
3. 市场空间近 600-900 亿，头部机构市占率仅为 8%.....22
3.1 语文学科地位提升，强调综合素养的提升.....22
3.1.1 统编版教材推行全国，语文学习难度提升 22
3.1.2 考纲取消打开语文考试边界，强调核心素养 23
3.2 市场空间近 600-900 亿，新东方好未来市占率不到 5%.....24
4. 内容分发：自营加盟加速布局，疫情催化线上升级.....26
4.1 大语文营收利润高增长，疫情线上业务占比提升.....26

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

4.2 线下进入近 200 个城市，自营加盟布局迅速 27
4.2.1 资本助力扩张加速，核心城市增长稳健 27
4.2.2 加盟进入 100+城市，迅速抓住下沉市场品牌认知 28
4.2.3 线下产品线上化，主动应对与抢占市场 29
4.3 线上会员卡业务快速推进，构建基础流量池 31
盈利预测与投资建议 32
盈利预测 32
投资建议 33
风险提示 34

图表目录

图 1：核心产品构架.....6
图 2：公司名师体系.....7
图 3：豆神大语文产品体系.....7
图 4：立思辰、新东方、学而思语文课程内容.....8
图 5：立思辰发展历史.....10
图 6：公司股权结构（截止 2020 年 5 月 30 日）.....11
图 7：核心产品构架.....13
图 8：大语文产品持续迭代.....13
图 9：大语文的课程体系.....14
图 10：外国文学课程介绍作者所处时代背景.....14
图 11：卢梭的生平.....14
图 12：卢梭的作品和创作意义.....14
图 13：思晨写作升级路径.....15
图 14：思晨写作的课程体系.....16
图 15：思晨古典文风课程.....16
图 16：课程讲解引用简媜进行举例.....16
图 17：课程课后作业.....16
图 18：庖丁阅读课程体系.....16
图 19：以题型为核心.....16
图 20：教师薪酬体系.....18
图 21：老师成本占比.....18
图 22：豆神大语文产品体系.....19
图 23：王者班课程综合性强.....20
图 24：培优课程体系.....20
图 25：中文未来 2019 收入结构.....20
图 26：大语文课程输出体系.....20
图 27：立思辰、新东方、学而思语文课程内容.....21
图 28：全国统编版语文统一.....23
图 29：课程体系.....23
图 30：2013 湖南高考得分率对比.....23
图 31：中考试题.....23
图 32：考纲要求.....24
图 33：考纲要求.....24

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 34：语文课程标准对核心素养的要求 24
图 35：中文未来营收、净利润、净利率 27
图 36：大语文营收（百万） 27
图 37：立思辰直营网点数量 27
图 38：立思辰直营网点分布 27
图 39：北京大语文收入 28
图 40：2019 各地区收入占比 28
图 41：加盟网点数 28
图 42：加盟流程 29
图 43：教研支持内容 29
图 44：三大体系 30
图 45：五大班型 30
图 46：豆神中考课程内容 30
图 47：99 元培优班 30
图 48：诸葛学堂会员卡 31
图 49：统编版同步课 31
图 50：榆林项目会 32
图 51：吉林项目会 32
图 52：商誉净值（亿元） 35

表 1：信息安全业务第一批剥离企业 10
表 2：信息安全业务第二批剥离企业 11
表 3：目前已确定/计划剥离企业 11
表 4：不同老师带班数量 17
表 5：主要名师简历 17
表 6：一二线市场市场空间计算 25
表 7：三四线城市教培行业市场空间 25
表 8：立思辰大语文加盟费 29
表 9：立思辰大语文收入拆分（万元） 33
表 10：可比公司估值 34
表 11：公司分部估值 34

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

区别于市场的观点——写在前面的话

在报告开始之前，作为开篇，我们想讨论下立思辰大语文作为一个 19 年仅 4 亿收入的培训公司的公司，值不值得市场重点关注？*市场关心的问题主要集中在以下几点：①公司语文产品和其他家有什么区别？②公司的语文产品有没有护城河？会不会被龙头碾压？③产品能不能做大？*这涉及到对赛道、对立思辰语文产品的认知，我们想从我们多年对教培行业的理解角度对上述问题进行探讨，本篇报告核心贡献在于对立思辰长期赛道中的机会、市场大小，和产品&公司中短期壁垒进行阐述，我们想提前回答以下 4 个问题来作为开篇。

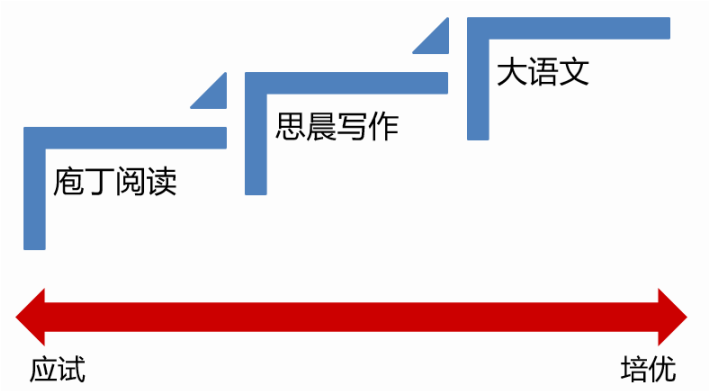
问题 1：如何理解立思辰大语文的独特性？

无论语文、数学、英语等等培训，终需回归到研究教培产品的基本框架。我们认为其大语文产品的独特性主要体现在两点上，产品（教研内容）+老师体系（承载内容+服务体系），这两点又正是教培行业的核心要素。

- ①产品独特性，以及其领先性。

  立思辰大语文是大语文的开创者及实践者，将大语文学习从 90 年代的泛文化概念定位聚焦到一条主线——文史线。立思辰大语文不同于学校课本，自成体系，改变原有语文市场功能性（阅读+写作，为专项学习）+补差作用，将语文培训需求进阶到全科学习（学习文学史等），即培优需求。3 种核心产品为独特性的基本逻辑，大语文+司晨写作+庖丁阅读，重要程度及壁垒按序排列，核心产品大语文 09 年启动，内容体系的完整程度高，教材迭代+教辅等等一系列已跑通。后续两块产品按时间逐步跟进，所以整体上是有梯度的 3 个产品。

图 1：核心产品构架



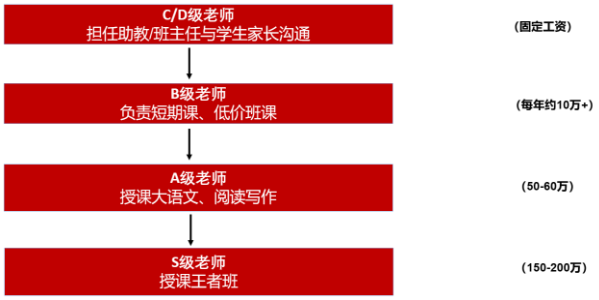
数据来源：公开资料整理、东方证券研究所

- ②师资稳定及成长性如何搭建？

  产品是基本，但教培行业的核心本质是有效优质且标准的服务输出。公司如何保证师资的成长性来满足公司开点的扩张？授课质量的提升上，立思辰建立起以窦昕为代表的名师团队，近乎垄断了行业内的优秀师资资源，从而保证了王者班极高的业内口碑和教学质量。同时，结合语文教学自身的特点，在授课形式上，大语文课程采取“搭班”的模式，王者班由老师

合作完成，保证了老师在单独模块的教学深度，同时也避免了单一老师流失对课程延续性的负面影响。**在老师培训上，采用师徒制的模式，**成熟老师和年轻老师一起搭课，在授课过程中向成熟老师学习，提升自身的教学能力，从而完成了 B/C 级老师的规模化培养。

图 2：公司名师体系



数据来源：公开资料整理、东方证券研究所

基于以上两点，我们认为剩余大家探讨的公司的多班型、商业模式等等仅仅是基于产品+师资下的多组合。不同内容浓度提炼+服务差异化配置，来构造公司语文赛道的完整体系。通过在产品上的独特优势、师资的阶梯化分类，对课程内容浓度提炼和服务的差异化配置下，立思辰搭建起多班型（王者班、拔尖班和培优班的课程体系），满足差异化的学生需求，最后结合直营、加盟、线上和机构实现了多渠道的变现，完成体系的完整性。

图 3：豆神大语文产品体系

价格	班型	内容	师资
200/小时	王者班	大语文阅读写作融合	四位名师 S/A级老师
120/小时	拔尖班	大语文、阅读、写作单独授课	两位老师 A/B级老师
60/小时	培优班	大语文阅读写作融合 难度降低	两位老师 B/C级老师

数据来源：大语文 APP、东方证券研究所

综上，对比行业，我们认为立思辰课程内容、师资和产品上形成了中短期的行业优势，在市场发展初期有望快速实现自身规模化的发展。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

问题 2：怎么看待与好未来新东方的对比？怎么看待竞品？

市场最关心的问题即是赛道好的前提下，为什么新东方好未来不会把市场都吃掉？立思辰大语文 3 年后为什么还能做出来？我们想通过两点来回答。

其一，大方向上说，教培是服务型行业，不同家长学生有不同的需求，不可能完全标准化，不存在赢家通吃概念，即是目前好未来&新东方整体市占率也不足 10%，语文若从政策上来看是大赛道，那么不用纠结和好未来新东方的对比，更应该关心的是公司的产品力+师资培训体系能不能支撑公司从目前收入做到 20 亿以上级别的收入，那时更靠的是产品的迭代、稳定性以及老师团队的标准化及扩张性。产品目前竞争力足不用过度担心，但后期，我们认为是未来 3-5 年，立思辰团队需要完善的核心要点，如何管理 5000 名老师，甚至更多。

其二，因为各家产品和策略都是动态变化的，我们认为没有结论能说明立思辰大语文一定最好 or 不好。但就目前静态看，从三方面来对比，课程内容、授课形式和课程产品来看，立思辰大语文都在行业内至少前期形成了自己的优势地位，在赛道快速成长阶段具备优势。

- **对比课程内容：**学而思、新东方目前依然是单一的课程体系，而立思辰大语文已经建立起大语文、思晨写作和庖丁阅读的模块化课程体系。同时，学而思、新东方课程内容更偏应试，立思辰聚焦培优性需求，符合语文教学的长期发展方向。
- **对比授课形式：**对于学而思、新东方来说，语文只是一个单科，目前授课方式仍采用正常的单一老师教学的方式。而立思辰为搭班+师徒制，保证了各自领域内老师教学质量和教学深度，这点更适合语文学科学习特点。
- **对比课程产品：**立思辰建立起一套王者班、拔尖班和培优班的产品体系，形成完整的课程体系输出能力，满足不同人群对服务重度和内容深度的差异化需求。

图 4：立思辰、新东方、学而思语文课程内容

大语文拔尖三年级班课程时间表

上课时间：3月1日春季学期开学，每周日18:00-20:00上课

/ 第一部分 名师互动直播授课部分 /

课次	课程名称	开课日期	主讲老师
第1讲	【古】韩愈	2020/3/1	殷程其
第2讲	【览】安徒生	2020/3/8	殷程其
第3讲	【古】柳宗元	2020/3/15	赵伯奇
第4讲	【作】我爱我家	2020/3/22	赵伯奇
第5讲	【古】杜牧	2020/3/29	殷程其
第6讲	【作】故事新编	2020/4/5	殷程其
第7讲	【古】唐传奇	2020/4/12	赵伯奇
第8讲	【览】中国童话概览	2020/4/19	赵伯奇
第9讲	【古】孟郊和贾岛	2020/5/10	殷程其
第10讲	【作】童话主人公	2020/5/17	殷程其
第11讲	【览】王尔德和其他童话作家	2020/5/24	赵伯奇
第12讲	【作】亲情故事	2020/5/31	赵伯奇
第13讲	【古】李商隐	2020/6/7	殷程其
第14讲	【览】格林童话	2020/6/14	殷程其
第15讲	【古】唐诗补遗	2020/6/21	赵伯奇
第16讲	考试	2020/6/28	赵伯奇

授课内容

第6讲：奇妙的想象
1.想象要大胆、合理；2.将想象的内容写具体写清楚；3.运用了描写手法。
第7讲：期中复习
第8讲：句子变形记（二）
1.学习仿写、扩写、改写句子的方法；2.能根据要求改写句子。
第9讲：我学会了新本领
1.学习按照事情的先后顺序写一件事；2.尝试把重点写具体写详细；3.学习将自己的心理和动作结合起来一起描写。
第10讲：记事文章把握牢
1.学习从把握文章结构和顺序把握文章；2.把握文章的主要内容。
第11讲：有趣的动物
1.学会从整体到局部、从上到下（从头到尾）的观察顺序；2.学会边观察边联想的观察方法；3.学会用合适的比喻句和拟人句表现观察所得。
第12讲：游览顺序
1.学习浏览顺序或方位顺序介绍景物，并把景物写详细；2.在移步换景的过程中使用恰当的方位词。
第13讲：言之有序
1.能辨析事情发展顺序、时间顺序、空间顺序；2.利用事情发展顺序、时间顺序、空间顺序进行句子排序；3.体会语言的逻辑性、条理性。
第14讲：阅读的综合练习
1.复习并运用所学的阅读方法和技巧；2.巩固之前所学阅读、基础，查漏补缺。
第15讲：期末综合复习
注：春季下课程接续春季上的前五讲内容，从第六讲开始。

暑假大纲

课次	课型	课程名称
1	【文史】	初唐四杰——引领诗坛新气象
2	【写作】	作文语言巧修饰
3	【阅读】	理解词语的含义
4	【文史】	盛唐气象——盛唐诗人的朋友圈
5	【写作】	比喻——让句子更生动
6	【阅读】	寻找段落中心句
7	【写作】	围绕中心，添枝加叶
8	【文史】	诗酒田园孟山人
9	【写作】	调动感官写具体
10	【阅读】	动物文阅读——我最喜爱的小动物

秋季大纲

课次	课型	课程名称
1	【文史】	青莲居士李白
2	【写作】	拟人和夸张——让句子有灵性
3	【阅读】	植物文阅读——陪上花开细品析
4	【写作】	专题作文——写写我的植物朋友
5	【文史】	杜甫——心忧天下杜美美
6	【阅读】	写景文阅读——水绕山高品美景
7	【写作】	专题作文——挥毫泼墨写风景
8	【文史】	王维——盛唐第一艺术特长生
9	【阅读】	抓准要素，一目了然
10	【写作】	专题作文——打造我的童话世界
11	【文史】	百代文宗韩愈
12	【阅读】	科学小品文——段式结构（一）
13	【写作】	专题作文——我长这个样儿
14	【阅读】	科学小品文——段式结构（二）
15	【文史】	孟郊、贾岛、李贺——中唐第一苦寒派

数据来源：公司 APP、公众号、东方证券研究所

问题 3：赛道的空间？当前市场格局如何判断？

1） 大语文赛道是否具有长期投资的价值？

大语文赛道的空间市场测算方式很多，长期来看，行业空间并没有定型，还会受到中高考政策改革，家长接受认可度等多方面的影响，所以我们认为需要更加长期跟踪去做判断。因有不确定性，我们对市场空间测算划分为一二线市场和三四线市场两个维度来看，其中我们依然沿用前期新东方&好未来线下校进入的市场视为教培行业真正意义的一二线市场：

- **维度一：**一二线城市家庭支付能力强，对学生综合素养提升更加重视，最先接受大语文理念，大语文在一二线市场学科渗透率占比较高，结合学而思语文 20%的渗透率的水平，我们预计 2025 年 K12 整体市场空间接近 3000 亿，其中语文学科培训市场空间约为 600 亿。
- **维度二：**三四线城市支付能力和教育意识相对较弱，大语文理念接受度是个渐进的过程，因此渗透率暂时假设低于一二线市场为 10%，对应语文学科市场空间约为 300 亿。

综上：大语文市场空间近 600 亿-900 亿，空间的延展性将更多受到中高考改革和家长意识提升的长期因素所影响，市场空间也会动态变化。

2） 大语文赛道当前市场格局和渗透率如何？

从竞争格局来看，新东方 19 财年/好未来 20 财年收入分别为 143 亿/205 亿元（含网校），根据我们调研，语文收入在~20%左右（或高估），因此新东方好未来收入合计约为 69.6 亿元，叠加立思辰大语文 4.38 亿，CR3 市占率仅为 8.2%。综上，我们认为大语文赛道当前渗透率仍较低，在行业政策需求的刺激下，具有长期的成长空间。

问题 4：最后，谈谈如何进行跟踪和投资价值的判断？

对于教培公司，短期跟踪的重点在于开点数、招生人次的变化，疫情的负面影响既是机会也是挑战，公司依托网点扩张和强有力的产品，疫情期间的增速依然远高于行业平均水平，中短期产品力已经充分展现。而**长期投资的价值来源于长期跟踪**，长期的跟踪更应该落实到教研和管理能力的讨论，这将决定公司能否从一家单一学科特色教培公司升级为全国化的综合教培龙头企业，这也将决定公司投资能否带来长期的超额回报。

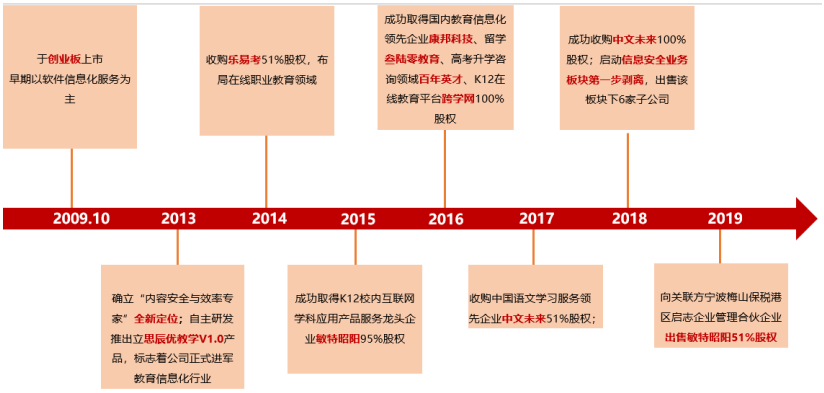
就估值方式来看，借鉴我们前期《量化分析培训行业估值与业绩关系》，以新东方好未来为例，由于教培行业存在明显的产能周期，估值更多与收入/人次增速紧密相关，在收入扩张周期下，教室使用率的提升，营收快速增长推动公司估值提升。**因此市盈率法是有效的估值方式，营收增速和 PE 存在“y=0.82*x+12”的线性关系，即增速每提高 10%，PE 提升约 8.2.**，由于立思辰还处于扩张期，截止 20 年 3 月 31 日分校业务报名人次增速依然保持在 94.30%，短期估值受到收入和人次的影响较大。**简而言之，教培作为现金流好、商业模式清晰、UE 模型简单的行业，人次优先收入，收入优先利润。所以，回答开篇的问题，我们认为公司的行业成长性、稀缺性等，值得市场重点关注公司。下面的正文中，我们将详细论述我们对公司及行业的理解：**

1. 专注大语文赛道，资产重整进行时

1.1 从软件信息化转型专注教育行业，专注大语文赛道

公司战略逐步清晰，专注大语文赛道。公司于 2009 年 10 月在创业板上市，早期以软件信息化服务为主业。2012 年推出“优教学”的系统，标志着公司正式进军教育信息化行业。2014-2018 年，公司坚持内生加外延并购，在教育信息化和 K12 学生培训等多领域布局，先后收购乐易考、敏特昭阳、康邦科技、留学 360、百年英才、中文未来等公司，公司从 19 年年末开始战略重心转向大语文，计划将其他业务逐步从上市公司主体剥离。

图 5：立思辰发展历史



数据来源：公司财报、东方证券研究所

聚焦教育行业后，信息安全板块最先进行剥离。立思辰 2018 年 10 月 8 日和 11 月 9 日分别发布《关于分拆安全业务相关资产暨关联交易的公告》、《分拆安全业务相关资产《补充协议》的公告》，对公司内部信息安全业务进行剥离。

➢ **当前信息安全第一批分离已经完成。**主要转让标的如下：

表 1：信息安全业务第一批剥离企业

公司名称	标的股权	交易作价（万元）
北京立思辰计算机技术有限公司	100%	51000
北京立思辰信息技术有限公司	100%	
广州立思辰信息科技有限公司	90%	
北京从兴科技有限公司	100%	
上海友网科技有限公司	100%	
北京祥网瑞数字技术有限公司	100%	

数据来源：公司财报、东方证券研究所

- **第二批次拆分仍在进行中**：由于 2018 年为江南信安业绩对赌期最后一年、立思辰新技术需要将信息安全业务转移至子公司云安全信息旗下，第二阶段主要交易标的为江南信安和云安全信息。

表 2：信息安全业务第二批剥离企业

公司名称	标的股权	交易作价（万元）
江南信安（北京）科技有限公司	100%	未确定
立思辰云安全信息	100%	

数据来源：公司财报、东方证券研究所

2019 年之后，公司进一步完成敏特昭阳的出售，同时 12 月公告在 19 年年报出具后，将把三六零留学剥离。在 2 月 21 日公告的投资者关系活动中也提到康邦科技剥离计划也在公司规划中，聚焦大语文战略正在稳步推进。

表 3：目前已确定/计划剥离企业

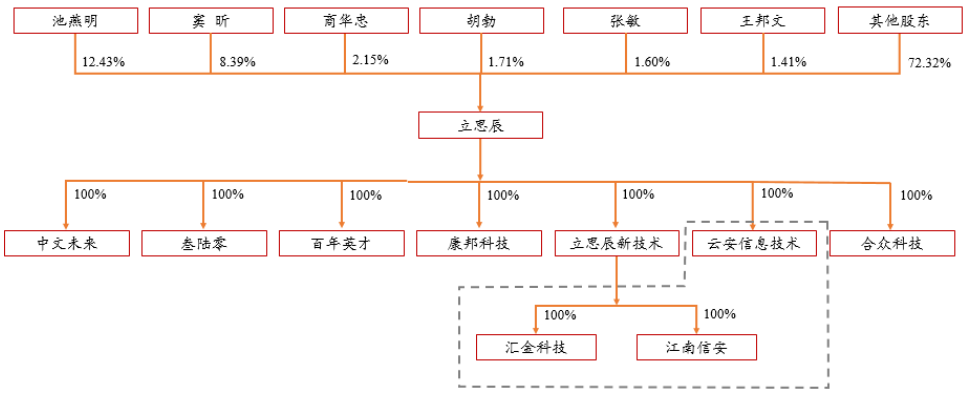
公司名称	标的股权	交易作价（万元）
北京敏特昭阳科技发展有限公司	100%	20200 万元
上海叁陆零教育	100%	未确定
康邦科技	100%	未确定

数据来源：公司公告、东方证券研究所

1.2 股权结构分散，大语文团队逐步接手公司管理

股权结构相对分散，大语文团队话语权提升。池燕明为公司实际控制人，截至 2020 年 5 月 30 日持有公司 12.43%的股份，大语文创始人窦昕在获得收购款项之后，在二级市场增持，截至 2020 年 Q1 持股比例达到 8.39%。19 年 6 月窦昕担任公司总裁，主抓大语文业务板块，深度参与上市公司主体的核心决策。

图 6：公司股权结构（截止 2020 年 5 月 30 日）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

2. 立思辰大语文产品的独特性?

市场关心的问题主要集中在以下几点：①公司语文产品和其他家有什么区别？②公司的语文产品有没有护城河？会不会被龙头碾压？③产品能不能做大？

该章主要对立思辰大语文产品就我们的理解做出分析判断，需回归到研究教培产品的基本框架。首先，语文产品能不能做大我们认为最终取决于语文赛道的长度（我们将在第 3 章中分析）。该章主要总结探讨我们对于立思辰语文产品的理解，试图去理解它的独特性。**我们认为其大语文产品的独特性主要体现在两点上，产品（教研内容）+老师体系（承载内容+服务体系），这两点又正是教培行业的核心要素。**

- **①产品独特性?**

  立思辰大语文是大语文的开创者及实践者，将大语文学习从 90 年代的泛文化概念定位聚焦到一条主线——文史线。立思辰大语文不同于学校课本，自成体系，改变原有语文市场功能性（阅读+写作，为专项学习）**+补差作用，将语文培训需求进阶到全科学习（学习文学史等），即培优需求。**

  3 种核心产品为独特性的基本逻辑，大语文+司晨写作+庖丁阅读，重要程度及壁垒按序排列，核心产品大语文 09 年启动，内容体系的完整程度高，教材迭代+教辅等等一系列已跑通。后续两块产品按时间逐步跟进，所以整体上是有梯度的 3 个产品。

- **②师资?**

  我们认为立思辰大语文为通过两点较顺利的跑通现有语文教培师资体系，**既师徒搭班制度+模块化教学**。同时依托王者班高定价，在保证商业模型的前提下实现核心优质老师的差异化定价，体系反哺支撑核心老师高薪，维持团队的稳定性。

- **产品+师资多组合，满足多样用户需求，构造完整体系。**

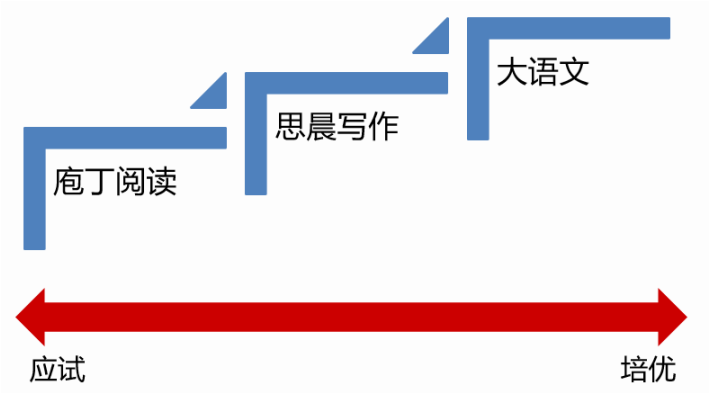
  通过在产品上的独特优势、师资的阶梯化分类，对课程内容浓度提炼和服务的差异化配置下，立思辰搭建起多班型（王者班、拔尖班和培优班的课程体系），满足差异化的学生需求，最后结合直营、加盟、线上和机构实现了多渠道的变现，完成体系的完整性。

2.1 大语文产品独特性?

立思辰语文产品核心内容由大语文、思晨写作和庖丁阅读构成，按重要程度及壁垒按序排列，我们认为大语文高于思晨写作，高于庖丁阅读。思晨写作和大语文产品的出现，改变了原有的语文培训市场功能性和补差的产品定位，思晨和大语文更偏培优，庖丁阅读更偏应试。更重要的是，立思辰大语文的出现，在泛大语文的赛道上确立了文史线为培训的核心特点。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 7：核心产品构架



数据来源：公开资料整理、东方证券研究所

2.1.1 大语文课程体系优势凸显，积淀深厚

大语文课程体系优势凸显，时间线+丰富度+独特性均遥遥领先。

从时间线上来看，大语文课程体系是以窦昕为领军者的大语文团队早在2009年建立了《思泉语文》课程体系大纲，且在 2017 年完成大语文 2.0 版本的研发，并出版《文学必修课》作为教材，在课程章节增加了名著重点章节的节选，以及将课程体系进行了春夏秋冬的拆分，更好的匹配课外培训的周期性。当前正在对 3.0 版本进行研发，已经迭代多个版本。

图 8：大语文产品持续迭代

数据来源：公开资料整理、东方证券研究所

从丰富度来看，立思辰不仅建立起自己的教材体系，同时配套教辅资料，课程丰富度高。统编版衍生阅读量大大增加，课外阅读理解要求也不断加深，教辅材料的需求更加强烈。因此窦昕团队在 2019 年推出《语文统编教材精解》，紧跟统编版改革步伐，提升学生对校内课程的理解。

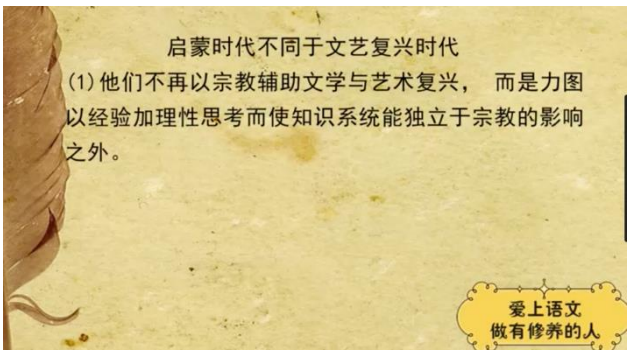
从独特性上看，立思辰大语文是大语文的开创者及实践者，将大语文学习从 90 年代的泛文化概念定位聚焦到一条主线——文史线。立思辰大语文不同于学校课本，自成体系，改变原有语文市场功能性（阅读+写作，为专项学习）+补差作用，将语文培训需求进阶到全科学习（学习文学史等），即培优需求。大语文涵盖古代文学、外国文学和新派作文。课程内容不拘泥于课本，课程内容深度和广度都较课本内容有大幅提升。

- **古代文学**—先从古人的时代背景入手，再将作品穿插于作者的生平之中，使学生有身临其境之感。**以四年级为例，**古代文学部分主攻宋元文学，选取了一系列宋元著名词曲作家及其经典作品。如李清照一课，课程首先介绍人物生平，使学生了解作家所处环境及时代背景，再依次引入作家所写词作，带领学生分析词句含义和诗词大意。在理解透彻以后再分析人物情感和作家想表达的主旨。
- **外国文学**—从四大文明古国到文艺复兴，从西方现实主义文学和浪漫主义文学的分野到中国近现代文学，古今中外无所不包。**以四年级为例，**外国文学选取了勃朗特三姐妹，狄更斯，等著名作家及其作品进行介绍。其中卢梭一课从作者所处的启蒙时代背景开始介绍，将卢梭的人生经历娓娓道来，并结合其人生阶段介绍其不同作品，阐述作品的重大意义和社会影响。
- **新派作文**—在作文课程的编排中，大语文摒弃了以往的命题教学、模板教学，自主研发了一整套以作文技法为核心的作文体系。

图 9：大语文的课程体系

数据来源：立思辰 APP、东方证券研究所

图 10：外国文学课程介绍作者所处时代背景

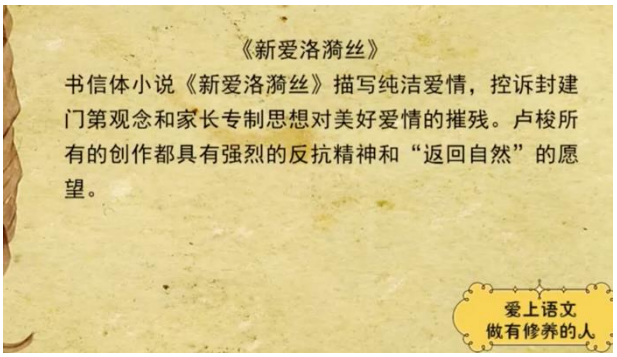


数据来源：课程体验、东方证券研究所

图 11：卢梭的生平

数据来源：课程体验、东方证券研究所

图 12：卢梭的作品和创作意义



数据来源：课程体验、东方证券研究所

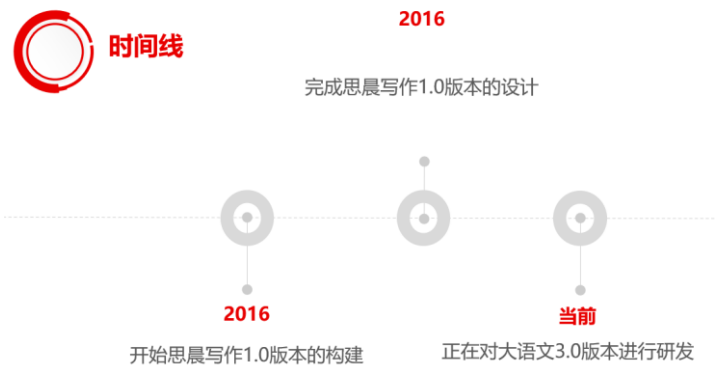
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

综上所述，可以看到，从时间线、丰富度和独特性来看，大语文课程体系在行业内具有极强的竞争力，也在立思辰大语文课程体系中处于核心地位。

2.1.2 思晨写作作家式培优，课程体系高屋建瓴

从时间线上来看，思晨写作由陈思、黄晨共同创作完成，陈思为作协会员，师从中国儿童文学作家曹文轩（唯一一个获得安徒生儿童文学的中国作家），思晨写作的课程体系在 2016-2017 年期间逐步完成了《思晨写作》课程体系，目前也正在迭代 2.0 版本。

图 13：思晨写作升级路径



数据来源：公开资料整理、东方证券研究所

从课程体系的独特性来看，课程体系高屋建瓴，按照作家写作的方式对学生进行培养。不同于传统作文的教学方式，思晨写作要求学生从自身所思所想所感出发，将自己的感受、想象和判断，通过细节、布局、表达三个角度，将具体的写作方法融入学习的过程中，课程内容的素材全部选自名著、名画、名片，在提升学生文学素养的同时，实现作文能力的提升。

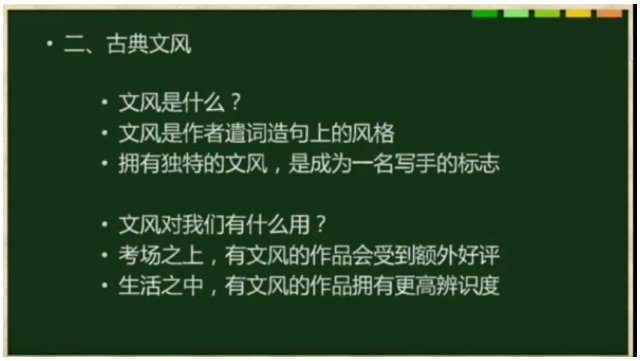
- 表达：以古典文风课程为例，课程首先对文风进行抽象化的阐述，然后结合鲁迅简媜名篇进行阐述，最后再引导和训练给与课程作业的安排，结合课堂所学进行技法的使用。
- 布局：以读后感文体意识课程强化为例，课程首先以视频形式了解撰写读后感的对象-纪录片《我在故宫修文物》，之后引出“读后感”文体相应的四段式及总分式写作结构，最后深入探讨每层结构可挖掘的主题精神。
- 细节：以反转正为例，课程通过《夏洛的网》和《哈利波特》的故事，来讲述其中反转正技法的运用。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 14：思晨写作的课程体系

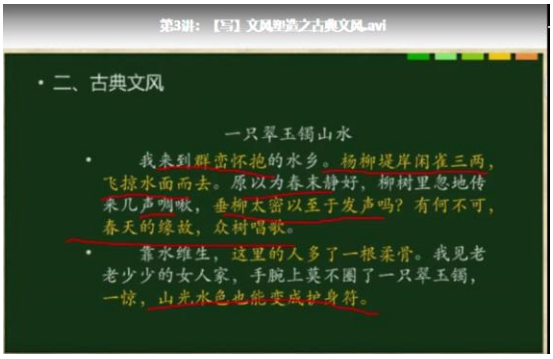
数据来源：课程体验、东方证券研究所

图 15：思晨古典文风课程



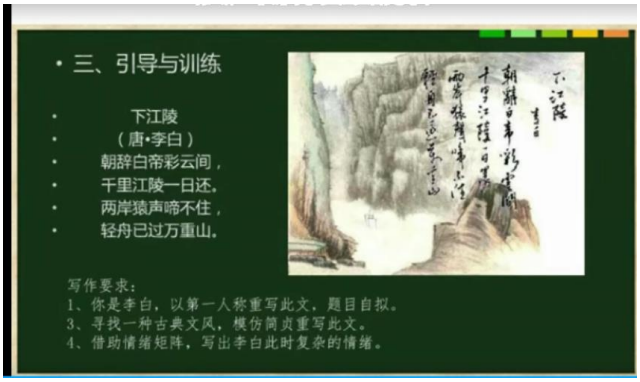
数据来源：课程体验、东方证券研究所

图 16：课程讲解引用简媜进行举例



数据来源：课程体验、东方证券研究所

图 17：课程课后作业



数据来源：课程体验、东方证券研究所

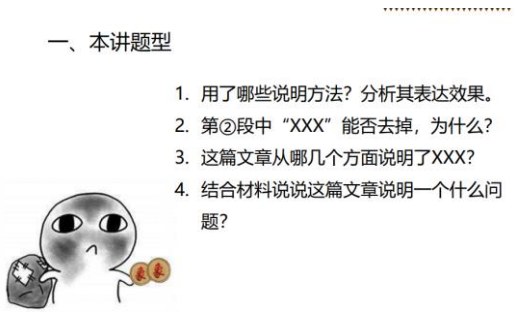
2.1.3 庖丁阅读服务应试，强调解题方法

庖丁阅读：由名师齐白经过十年时间不断升级完善，独立于上述大语文课程体系，专注阅读技巧讲解，更多服务于应试内容。庖丁阅读的课程主要分为现代文阅读、文言文阅读和名著阅读。**在授课方法上，每节课精确描述了每一小类的答题思路和解题指南，因此课程内容更多服务应试。**

图 18：庖丁阅读课程体系

数据来源：公开资料整理、东方证券研究所

图 19：以题型为核心



数据来源：立思辰 APP、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

综上，基于对课程内容的介绍，立思辰大语文基于内容体系的搭建，结合名师团队体系，最终实现多产品多渠道的输出，产品竞争力极强。

2.2 师资？模块化搭班+师徒制培养

2.2.1 师徒制和模块授课保证教学内容稳定输出

老师分模块教学，师徒制完成师训传承。大语文课程采取“搭班”的模式，以大语文班为例，课程由两个主讲老师按照板块划分进行授课，课程通过以老带新的方式授课，新老师在与成熟老师合作过程中，向成熟老师学习，依托这样的模式，年轻老师得以快速成长，保证教师质量的同时，实现普通老师的规模化复制。**从浦东旗舰店的 19 年秋季课表安排来看，部分老师还处于初级阶段，仅代课 1-2 门课程。**

表 4：不同老师带班数量

老师	肖嫣然	余建辉	连非非	钱好	顾逸帆	胡婵	董小令	刘小鹿	孙远修	曹平勇	金祎旻
上课数	14	12	11	11	9	9	8	8	7	6	6

老师	龚蓓	侯红运	冯敏军	姜嵩嵩	黄梦琪	柯文灿	姚艺璇	施韵	施礼	吴昊	尹郅炜
上课数	5	5	4	4	3	3	2	2	1	1	1

数据来源：上海课表、东方证券研究所

2.2.2 语文教学对师资要求高，名师团队优势明显

语文教学对老师的要求更高。语文教学注重科学的同时也强调艺术性，与数学物理不同，语文不存在单一母体科学，而是由语言学、文学、史学等构成的综合体。而且语文教学不仅仅只局限于工具方法，甚至会对学生人格培养与终身发展产生深远的影响。因此语文在具有科学性的同时具有更高的艺术性，对老师语言素养和文学素养要求极高。

核心团队出自名校，构建以北大、北师大为主的名师阵营。名师团队在课程内容上多有贡献，总裁/创始人窦昕、执行总裁赵伯奇，在大语文课程体系中是核心的内容创作者，陈思、黄晨是思晨写作的开发者，齐白是庖丁阅读的创始人。**名师团队长年扎根一线教学**，通过多年授课磨砺，都形成一定规模的 IP 效应。

表 5：主要名师简历

姓名	title	标签	简介
窦昕	总裁/创始人	大语文课程体系开创者、新浪教育五星金牌教师	大语文课程体系开创者；豆神大语文创始人；毕业于北京师范大学文学院；2008 年开始创立语文课程体系；历时五年出版了大语文课程体系第一版出版教材；大语文课程已成为全国教培行业语文课程的标杆。
赵伯奇	执行总裁	大语文联合创始人、北京大学汉语言文学学士	90 后，北京大学汉语言文学学士；大语文课程体系主要搭建人；豆神大语文总裁：新浪全国十大金牌教师（第二届）。

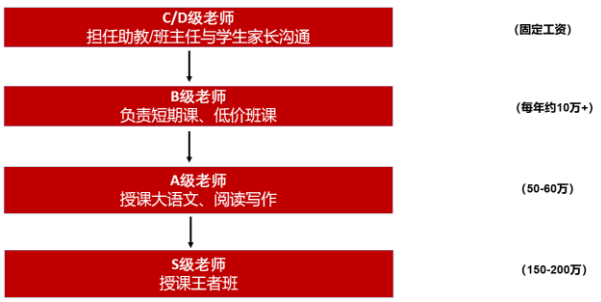
陈思	副总裁/思晨创始人	北师大本硕、北大博士、哈佛大学访问学者、创意写作创始人	北师大本硕、北京大学中文系-哈佛大学东亚系联合培养博士；豆神大语文思晨创意写作创始人；从事创意写作教学推广多年；诸葛学堂“了就读书”莎翁经典主播；青年学者、文学批评家、中国作家协会会员，中国现代文学馆特邀研究员，“华语文学传媒大奖”评委。《思晨创意写作》创始人。
许龙	副总裁/诸葛学堂总经理	北大中文系、大语文核心骨干教师	北京大学中文系毕业，爱好文学，特长辩论；豆神大语文副总裁；豆神大语文中原、华中大区总校长；从教超十年，主带高年级大语文和思晨写作一阶；诸葛学堂了就读书“鲁迅篇”主播；讲鲁迅，是情怀，更是荣幸；人称“雄”老师。
齐白	副总裁/庖丁阅读创始人	阅读项目创始人、分级阅读倡导者	庖丁阅读创始人；浙师大中文系毕业；国内分级阅读及 AI 阅读倡导者；北京青年报、新京报、京华时报等权威媒体多次专访的 K12 教育专家。
朱雅特	副总裁/上海分校校长	北京大学教育管理硕士、大语文明星教师	90 后，北京大学教育学院高等教育管理硕士；国家级教育改革项目组成员；豆神大语文全国分校总校长；人称“爪”老师。
殷程其	副总裁/北京分校校长	/	北京师范大学中文系，小升初干货公众号“小木盒说”总编辑，中国少年儿童新闻出版社特约编辑。北方大区总校长。
伍兵兵	教研中心校长	北师大硕士、原北京四中语文教师	北师大硕士，康震弟子；大语文教师培训总教头（教研中心校长）；原北京四中语文教师；现大语文高年级王者名师。
杨淅茜	石家庄城市校长。	新浪教育五星金牌教师、抖音超人气教师	第二届新浪教育五星金牌教师；抖音百万粉丝超人气老师；精通多国语言迷信星座的心理学硕士，热爱健身的大语文老师；中科院心研所心理学硕士，全国京华明星教师，十年教学经验。

数据来源：诸葛学堂网站、东方证券研究所

2.2.3 如何保证师资团队稳定性？王者班反哺高薪需求

名师的稳定性如何保证？授课老师薪酬显著高于行业。公司老师分为 4 个级别，最低的级别是 C/D 级班主任和助教，负责与学生家长进行沟通。B 级老师主要负责应试讲题，参与部分低价班课程的授课。A 级老师才负责授课大语文，重点攻克阅读和写作，年轻老师会与成熟老师进行搭班，以老带新培养年轻教师。最高级别的 S 级老师主要承担王者班。老师梯度提升意味着培养难度的提升，同时老师的薪酬也成指数级提升，B 级老师薪酬在 10 万左右，A 级老师在 50-60 万，S 级老师薪酬能达到 150-200 万。**因此，我们认为立思辰的语文老师薪酬远高于行业是构建起名师壁垒的重要前提，而王者班的高价课程也为这种高薪体系创造了可能。**

图 20：教师薪酬体系



数据来源：公开资料整理、东方证券研究所

图 21：老师成本占比

课程对比		立思辰王者班	立思辰普通班	学而思
收入端				
学生课时费	元/小时	200	120	100
	元/次	500	240	200
	每次课时数	2.5	2	2
班均人次	人	25	10	13.4
班均收入	元/次	12,500	2,400	2,680
成本端				
老师课时费	元/小时	2,000	250	250
	元/次	5,000	500	500
薪酬占比	%	40%	21%	19%

数据来源：公开资料整理、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2.3 最终产品体系优势体现在哪？浓度提炼+多渠道输出

基于模块化的课程内容体系，立思辰大语文在产品上也进行了精心打磨。一方面实现了授课形式的标准化，建立内容和班型体系，另一方面结合多渠道实现自身内容的分发。

- **通过对课程内容的提炼和浓缩，形成王者班、拔尖班和培优班的课程体系，价格内容服务师资形成梯度，满足学生群体的多元化需求。**
- **从产品渠道来看，基于三个层次课程体系的构建，立思辰已构建起标准化的输出能力，无论是线上、线下还是加盟都实现了内容的高品质输出。**

图 22：豆神大语文产品体系

价格	班型	内容	师资
200/小时	王者班	大语文阅读写作融合	四位名师 S/A级老师
120/小时	拔尖班	大语文、阅读、写作单独授课	两位老师 A/B级老师
60/小时	培优班	大语文阅读写作融合 难度降低	两位老师 B/C级老师

数据来源：大语文 APP、东方证券研究所

2.3.1 搭建王者、拔尖和培优有浓度的课程体系

基于扎实的内容体系，立思辰构建起来 3 个层次的课程体系：

- **从课程内容的浓度来看，1）王者班课程内容综合性强**，课程内容涵盖“大语文课程”、“思晨写作课程”和“庖丁阅读课程”，对学生的要求最高。**2）大语文、思晨写作、庖丁阅读更多专注于专项提升**，内容的综合性有所降低，难度下降。**3）培优体系课程更多瞄准应试需求**，是对大语文、写作、阅读等专项课程的提炼，深度有所降低。
- **从课程服务来看，**王者班课程由四位名师搭班教学，课程内容质量最高，同时配有班主任解决课堂中的问题，助教老师负责批改作业和监督学生学习进程。
- **从价格来看，价格上也形成梯度，**王者班价格较高 250 元/小时，思晨写作/大语文/庖丁阅读拔尖课程 120 元/小时，培优课程价格最低，为 60 元/小时，满足差异化需求同时，反映出产品服务和课程内容综合的差异。

图 23：王者班课程综合性强

数据来源：大语文 APP、东方证券研究所

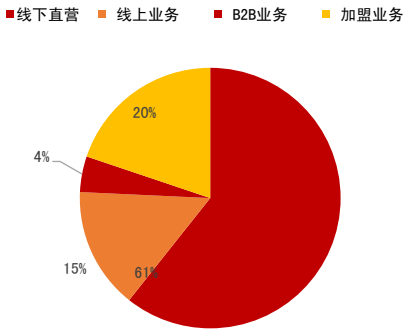
图 24：培优课程体系

数据来源：大语文 APP、东方证券研究所

2.3.2 基于标准化的课程体系，多渠道输出课程内容

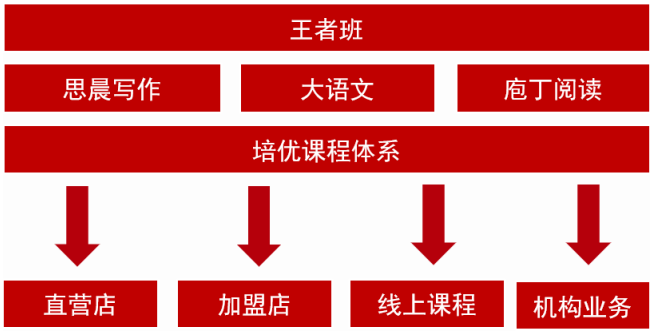
强产品助力多渠道内容分发。立思辰依托课程内容的模块化和标准化，在渠道上具有较强的产品把控能力，为大语文的多渠道分发打下了基础。可以看到立思辰大语文通过直营店、加盟店、线上课程和机构业务多维度进行产品输出。2019 年公司直营/线上/加盟/机构业务收入分别占比 60%/15%/20%/4%。在一二线市场主要通过直营店进行布局，直营店已经达到 111 家，基本覆盖全国核心的一二线城市。三四线市场由于师资输出难度较大，更多通过加盟的方式实现课程输出，线上业务满足差异化用户需求，同时提供更为丰富的产品，长期形成线上线下流量反哺。

图 25：中文未来 2019 收入结构



数据来源：公司财报、东方证券研究所

图 26：大语文课程输出体系



数据来源：公开资料整理、东方证券研究所

2.4 怎么看待新东方&好未来与其语文产品区别？

立思辰大语文积淀深厚，历经十年迭代。立思辰语文从 09 开始设计课程体系，在产品打磨成熟后，窦昕团队从 15 年开始线上线下布局，17-19 年开始快速的品牌扩张。而新东方好未来布局相对滞后，学而思和新东方分别于 2018 年 3 月和 7 月发布了大语文产品。由于先天积淀不足，好未来更

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

多在行业寻求合作，希望快速切入语文赛道。总体来看，立思辰大语文从产品端在行业内处于领先地位。

- **对比课程内容：**学而思、新东方依然是单一的课程体系，而立思辰大语文已经建立起大语文、思晨写作和庖丁阅读的模块化课程体系。同时，学而思、新东方课程内容更偏应试，立思辰聚焦培优性需求，符合语文教学的长期发展方向。
- **对比授课形式：**学而思、新东方依然采用传统的单一老师教学的方式，而立思辰通过名师搭班的方式，保证了领域老师内容教学质量和教学深度，适合语文学科学习特点。
- **对比课程产品：**立思辰建立起一套王者班、拔尖班和培优班的产品体系，形成完整的课程体系的输出能力，满足不同人群对服务重度和内容深度的差异化需求。

图 27：立思辰、新东方、学而思语文课程内容

大语文拔尖三年级班课程时间表

上课时间：3月1日春季学期开学，每周日18:00-20:00上课

/ 第一部分 名师互动直播授课部分 /

课次	课程名称	开课日期	主讲老师
第1讲	【古】韩愈	2020/3/1	殷程其
第2讲	【览】安徒生	2020/3/8	殷程其
第3讲	【古】柳宗元	2020/3/15	赵伯奇
第4讲	【作】我爱我家	2020/3/22	赵伯奇
第5讲	【古】杜牧	2020/3/29	殷程其
第6讲	【作】故事新编	2020/4/5	殷程其
第7讲	【古】唐传奇	2020/4/12	赵伯奇
第8讲	【览】中国童话概览	2020/4/19	赵伯奇
第9讲	【古】孟郊和贾岛	2020/5/10	殷程其
第10讲	【作】童话主人公	2020/5/17	殷程其
第11讲	【览】王尔德和其他童话作家	2020/5/24	赵伯奇
第12讲	【作】亲情故事	2020/5/31	赵伯奇
第13讲	【古】李商隐	2020/6/7	殷程其
第14讲	【览】格林童话	2020/6/14	殷程其
第15讲	【古】唐诗补遗	2020/6/21	赵伯奇
第16讲	考试	2020/6/28	赵伯奇

授课内容

第6讲：奇妙的想象
1.想象要大胆、合理；2.将想象的内容写具体写清楚；3.运用了描写手法。
第7讲：期中复习
第8讲：句子变形记（二）
1.学习仿写、扩写、改写句子的方法；2.能根据要求改写句子。
第9讲：我学会了新本领
1.学习按照事情的先后顺序写一件事；2.尝试把重点写具体写详细；3.学习将自己的心理和动作结合起来一起描写。
第10讲：记事文章把握牢
1.学习从把握文章结构和顺序把握文章；2.把握文章的主要内容。
第11讲：有趣的动物
1.学会从整体到局部、从上到下（从头到尾）的观察顺序；2.学会边观察边联想的观察方法；3.学会用合适的比喻句和拟人句表现观察所得。
第12讲：游览顺序
1.学习浏览顺序或方位顺序介绍景物，并把景物写详细；2.在移步换景的过程中使用恰当的方位词。
第13讲：言之有序
1.能辨析事情发展顺序、时间顺序、空间顺序；2.利用事情发展顺序、时间顺序、空间顺序进行句子排序；3.体会语言的逻辑性、条理性。
第14讲：阅读的综合练习
1.复习并运用所学的阅读方法和技巧；2.巩固之前所学阅读、基础，查漏补缺。
第15讲：期末综合复习
注：春季下课程接续春季上的前五讲内容，从第六讲开始。

暑假大纲

课次	课型	课程名称
1	【文史】	初唐四杰——引领诗坛新气象
2	【写作】	作文语言巧修饰
3	【阅读】	理解词语的含义
4	【文史】	盛唐气象——盛唐诗人的朋友圈
5	【写作】	比喻——让句子更生动
6	【阅读】	寻找段落中心句
7	【写作】	围绕中心，添枝加叶
8	【文史】	诗酒田园孟山人
9	【写作】	调动感官写具体
10	【阅读】	动物文阅读——我最喜爱的小动物

秋季大纲

课次	课型	课程名称
1	【文史】	青莲居士李白
2	【写作】	拟人和夸张——让句子有灵性
3	【阅读】	植物文阅读——陌上花开细品析
4	【写作】	专题作文——写写我的植物朋友
5	【文史】	杜甫——心忧天下杜美男
6	【阅读】	写景文阅读——水绕山高品美景
7	【写作】	专题作文——挥毫泼墨写风景
8	【文史】	王维——盛唐第一艺术特长生
9	【阅读】	找准要素，一目了然
10	【写作】	专题作文——打造我的童话世界
11	【文史】	百代文宗韩愈
12	【阅读】	科学小品文——段式结构（一）
13	【写作】	专题作文——我长这个样儿
14	【阅读】	科学小品文——段式结构（二）
15	【文史】	孟郊、贾岛、李贺——中唐第一苦寒穷

数据来源：公司 APP、公众号、东方证券研究所

基于上述三点来看，我们认为从中短期来看，立思辰已经在行业内建立起来自身的优势壁垒。3-5年的时间内学而思、新东方难以复制。立思辰大语文在行业内率先实现课程的模块化设计，进一步结合名师搭班的授课方式，保证了语文教学的体系化和教学质量。**而从长期来看，我们认为对于教培公司竞争力的判断，更多来自于企业自身老师的管理和组织化输出的能力，短期无法判断，后期更应该关注赛道的发展和管理组织能力的升级，但这不妨碍我们对立思辰中短期的投资价值的认可。**

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

3. 市场空间近 600-900 亿，头部机构市占率仅为 8%

大语文赛道的空间市场测算方式很多，长期来看，行业空间并没有定型，还会受到中高考政策改革，家长接受认可度等多方面的影响。因此我们对市场空间测算划分为一二线市场和三四线市场两个维度来看，将市场空间视为一个不断动态变化的阶段，其中我们依然沿用前期新东方&好未来线下校进入的市场视为教培行业真正意义的一二线市场：

- **维度一：**一二线城市家庭支付能力强，对学生综合素养提升更加重视，大语文在一二线市场学科渗透率占比较高，结合学而思语文 20%的渗透率的水平，我们预计 2025 年 K12 整体市场空间接近 3000 亿，其中语文学科培训市场空间约为 600 亿。
- **维度二：**三四线城市支付能力和教育意识相对较弱，大语文理念接受度是个渐进的过程，因此渗透率暂时假设低于一二线市场为 10%，对应语文学科市场空间约为 300 亿。

大语文市场空间合计接近 600 亿-900 亿元，这个市场空间是渐进变化的，一二线教培需求强烈大语文最先受益，而三四线的贡献将在后期逐步体现。从竞争格局来看，新东方 19 财年/好未来 20 财年收入分别为 143 亿/205 亿元（含网校），根据我们调研，语文收入在 20%左右，因此新东方好未来收入合计为 69.6 亿元，叠加立思辰大语文 4.38 亿，CR3 市占率仅为 8.2%。综上，我们认为大语文赛道当前渗透率仍较低，在行业政策需求的刺激下，具有长期的成长空间。

3.1 语文学科地位提升，强调综合素养的提升

3.1.1 统编版教材推行全国，语文学习难度提升

一纲多本时代结束，语文教材全国统一。2019 年 5 月发布《教育部办公厅关于印发 2019 年中小学教学用书目录的通知》，其中明确要求**道德与法治、语文、历史全部使用统编教材。部编版教材历时四年编制完成，体现课程改革的最新成果。**主要创新点体现在**双线组元课程编排、“三位一体”的阅读教学体系**以及**选文进行了大量的更新。**

- **双线组元**：课程设计围绕两条主线人文主题和语文要素，人文主题即课文选择大致按照内容类型进行组合，形成一条贯穿全套教材的显在线索。同时辅以语文要素，即基本的语文知识、写作技巧等知识点分布并体现在各个单元的预习、阅读提示或习题设计之中。
- **“三位一体”：**“部编本”教材的阅读教学，以各单元课文学习(分“教读课文”和“自读课文”)为主，辅之以“名著导读”和“课外古诗词诵读”，共同构建一个从“教读课文”到“自读课文”再到“课外阅读”的“三位一体”的阅读体系。**目标达到课标提出的课内外阅读总量 400 万字的要求。**
- **选文变化：**本套教材将经典性作为选文的重要标准，也特别注重时代性。**初步统计，新课文开发量占全部课文的 30%以上，七年级上册甚至达到 40%以上。**

图 28：全国统编版语文统一

教育部办公厅关于印发2019年中小学教学用书目录的通知

教材厅函〔2019〕3号

各省、自治区、直辖市教育厅（教委），新疆生产建设兵团教育局：

为做好中小学教学用书工作，现将2019年普通中小学教学用书目录印发给你们，并将有关事项通知如下。

一、义务教育国家课程教学用书

1.义务教育国家课程各学科使用《义务教育国家课程教学用书目录》中的教材。道德与法治、语文、历史全部使用统编教材。

数据来源：教育部、东方证券研究所

图 29：课程体系

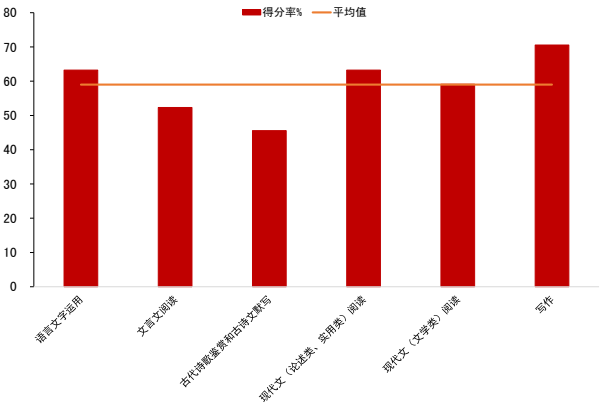
七年级上册人文主题及语文能力						
	第一单元	第二单元	第三单元	第四单元	第五单元	第六单元
人文主题	四时之景	亲情之爱	校园之美	人生之舟	生命之趣	想象之翼
语文要素	朗读一：体会语言之美；品味精彩语句	朗读二：体会思想情感；把握作者的情感	默读一：一气呵成读完全文；梳理主要内容	默读二：边读边圈点勾画；理清作者思路	默读三：摘录积累；概括文章的中心	默读四：快速阅读；理解联想和想象
七年级下册人文主题及语文能力						
人文主题	群星闪耀	凡人小事	祖国之恋	哲理之思	修身正己	科幻探险
语文要素	精读一：字斟句酌；把握人物特征和情感	精读二：熟读精思；掌握叙事角度，分清详略	精读三：学做批注；学习主要抒情方式	精读四：比较阅读；学习主要描写方法	略读：确定重点；对内容和表达提出问题	浏览：提取信息；对内容和表达有自己的心得

数据来源：公开资料整理、东方证券研究所

对比人教版教材，统编版教材古诗文类篇目占比提升。对于小学阶段，“统编本”语文教材小学一年级开始就有古诗，小学阶段6个年级 12 册共选有古诗文 129 篇，每个年级 20 篇左右，占课文总数的 20%，比原人教版教材增加 80%。**对于初中阶段，**在整套书总篇目减少了 25 篇的情况下，文言文只减少了一篇，144 篇课文中现代文有 100 篇，文言文有 44 篇，占比分别为 69%和 31%，文言文占比提升。**对于高中阶段**，高中语文教材一共有 136 篇课文，古代诗文 67 篇，占比 49.3%，其中古诗词 33 首，古文 34 篇。

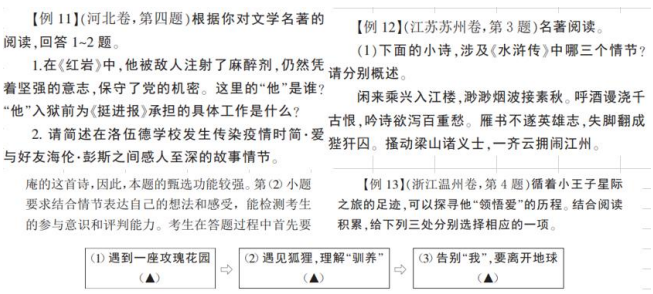
从中高考的考题和样本数据来看，语文难度有所提升。以湖南省高考成绩为例，文言文相关题目的得分率最低，文言文阅读得分率在 52%，而古诗文得分率仅为 46%，显著低于其他题目，因此随着古诗文未来占比的提升，将加大语文得分的难度。而在文学名著的考核上，各地也在不断创新，名著整体要求学生首先能够概述情节，其次要阐释自己的看法，体现价值观念，对学生的理解能力要求较高。

图 30：2013 湖南高考得分率对比



数据来源：公开资料整理、东方证券研究所

图 31：中考试题


【例 11】(河北卷，第四题)根据你对文学名著的阅读，回答 1~2 题。

1.在《红岩》中，他被敌人注射了麻醉剂，仍然凭着坚强的意志，保守了党的机密。这里的“他”是谁？“他”入狱前为《挺进报》承担的具体工作是什么？

2. 请简述在洛伯德学校发生传染疫情时简·爱与好友海伦·彭斯之间感人至深的故事情节。

【例 12】(江苏苏州卷，第 3 题)名著阅读。

(1)下面的小诗，涉及《水浒传》中哪三个情节？请分别概述。

闲来乘兴入江楼，渺渺烟波接素秋。呼酒谩浇千古恨，吟诗欲泻百重愁。雁书不遂英雄志，失脚翻成狴犴囚。搔动梁山诸义士，一齐云拥闹江州。

【例 13】(浙江温州卷，第 4 题)循着小王子星际之旅的足迹，可以探寻他“领悟爱”的历程。结合阅读积累，给下列三处分别选择相应的一项。

(1) 遇到一座玫瑰花园（▲） ⇨ (2) 遇见狐狸，理解“驯养”（▲） ⇨ (3) 告别“我”，要离开地球（▲）

数据来源：公开资料整理、东方证券研究所

3.1.2 考纲取消打开语文考试边界，强调核心素养

高考考试大纲取消，语文命题边界打开。2019 年 6 月，国务部发布《新时代推进普通高中育人方式改革的指导意见》，学业水平选择性考试与高等学校招生全国统一考试命题要以普通高中课程标准和高校人才选拔要求为依据，实施普通高中新课程的省份不再制定考试大纲。原有语文考

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

试的内容是按照考纲命题，内容相对局限，而取消考纲后，语文考试命题边界将打开，对学生的综合能力要求更高。

图 32：考纲要求

4.6 字迹清楚，书写规范，文面整洁。

（二）知识内容

古诗文	① 145 个文言实词。
	② 虚词：之、其、而、以、何、于。
	③ 课文涉及的重要作家、作品以及相关的文学和文化常识。
现代文	④ 3500 个汉字的书写。
	⑤ 标点符号：逗号、顿号、分号、冒号、句号、问号、感叹号、引号、破折号、省略号、书名号。
	⑥ 同义词，反义词，词语的感情色彩。
	⑦ 句式：陈述句、感叹句、疑问句、祈使句。
	⑧ 文章的思路、结构：说明文（时间顺序、空间顺序、逻辑顺序）；记叙文（顺叙、倒叙、插叙）；议论文（总分、并列、层进、对照）。
	⑨ 修辞方法：比喻、拟人、排比、夸张、设问、反问。
	⑩ 说明方法：举例子、列数字、作比较、列图表。
	⑪ 人物描写：肖像、动作、语言、心理；环境描写：自然、社会。
	⑫ 论证方法：举例论证、引用论证、对比论证。

数据来源：高考考纲、东方证券研究所

图 33：考纲要求

三、试卷结构及相关说明

（一）试卷结构

内容			分值	题量
一、古诗文	（一）	默写	16 分	5
	（二）	古诗文阅读（一）	约 12 分	3—5
	（三）	古诗文阅读（二）	约 12 分	3—4
二、现代文	（一）	现代文阅读（一）	约 18 分	4—5
	（二）	现代文阅读（二）	约 20 分	4—5
三、综合运用			约 12 分	3—4
四、写作			60 分	1
合计			150 分	24—27

数据来源：高考考纲、东方证券研究所

语文考试将更加关注对核心素养的考察。考纲取消的直接结果就是，课程标准成为考试命题的核心依据。2017 年 12 月份教育部发布《普通高中课程方案和语文等学科课程标准（2017 版）》，要求高考及学业水平考试要真实反映学生**语文学科核心素养的发展过程与现有水平**，准确判断学生核心素养发展过程中的问题及其原因。近几年，高考语文在试卷结构基本稳定的前提下，逐步进行改革：价值导向上更符合时代发展的需要，突出立德树人、素质教育的目标；考试内容增加社会主义先进文化；**注重考察学生语文素养的综合性、整体性，在学科素养上更关注学生的语言文字运用以及表达、创新、逻辑推断等关键能力。**

图 34：语文课程标准对核心素养的要求

数据来源：课程标准、东方证券研究所

3.2 市场空间近 600-900 亿，新东方好未来市占率不到 5%

语文课外培训市场空间的计算方法很多，行业空间并没有定型，我们将语文学科视为整个 K12 培训的一部分，从整体到部分，通过假设不同线级城市的渗透率，计算相对应的市场空间。首先对课外培训市场进行划分，将新东方&好未来目前能通过线下小班模式能进入的城市，实际上也代表了

当地消费水平&对教育的重视程度较高，视为教培行业意义上的“一二线城市”。根据统计，新东方已经进入的 75 个城市，其中 31 个为省会城市，其他城市并不是传统意义的一二线城市。依据该种计算方法，我们预计 2025 年 K12 一二线和三四线市场都将具有接近 3000 亿的市场空间。

进一步通过渐进的视角计算语文学科的市场空间。我们认为语文首先在一二线市场教培需求强烈，大语文赛道将最先受益，而三四线市场语文市场仍需时间培育，渗透率将会缓慢提升的过程。因此整个大语文市场空间可以分两个维度来看：一二线市场和三四线市场。

维度 1：一二线市场——结合学而思语文渗透率在 20%的数据，假设语文学科占整体收入的 20%，那么一二线市场的语文培训规模占 3000 亿的 20%，市场空间达到 600 亿元。

维度 2：三四线市场——假设渗透率略低于一线城市，语文渗透率在 10%，整体三四线 K12 教培市场空间近 3000 亿，按照渗透率计算大语文市场规模有望达到 300 亿元。

综上，全国语文学科市场空间接近 600-900 亿元，空间具有一定的延展性。而当前头部机构的市场占有率是多少呢？ 19 财年新东方和 20 财年好未来（含网校）K12 业务收入分别为 143 亿和 205 亿元。根据我们调研，语文收入在 20%左右（或高估），因此新东方好未来收入合计为 69.6 亿元，叠加立思辰大语文 19FY 的 4.38 亿，CR3 市占率仅为 8.2%。

表 6：一二线市场市场空间计算

		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
参培学生人次	（万）	2208	2298	2401	2506	2631	2645	2637	2637
	K12 学生数（万）	4906	4890	4900	4915	4963	4990	4975	4975
	学生增速（%）		-0.3%	0.2%	0.3%	1.0%	0.5%	-0.3%	0.0%
	渗透率（%）	45%	47%	49%	51%	53%	53%	53%	53%
学生年度付费	（元）	7800	8190	8600	9029	9481	9955	10453	10975
	报名课程数	2	2	2	2	2	2	2	2
	课时单价（元）	65	68	72	75	79	83	87	91
	课时单价增速		5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
	总报名季度	2	2	2	2	2	2	2	2
	单季度课时数（小时）	30	30	30	30	30	30	30	30
市场空间	（亿元）	1722	1882	2065	2263	2494	2633	2756	2894

数据来源：东方证券研究所

表 7：三四线城市教培行业市场空间

		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
参培学生人次	（万）	4199	4395	4614	4838	5098	5339	5536	5748
	K12 学生数（万）	10498	10464	10486	10516	10621	10678	10645	10645
	学生增速（%）			-0.3%	0.2%	0.3%	1.0%	0.5%	-0.3%
	渗透率（%）	40%	42%	44%	46%	48%	50%	52%	54%

学生年度付费	（元）	3600	3780	3969	4167	4376	4595	4824	5066
	报名课程数	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
	课时单价（元）	40	42	44	46	49	51	54	56
	课时单价增速			5%	5%	5%	5%	5%	5%
	总报名季度	2	2	2	2	2	2	2	2
	单季度课时数（小时）	30	30	30	30	30	30	30	30
市场空间	(亿元）	1512	1661	1831	2016	2231	2453	2671	2912

数据来源：东方证券研究所

综上，大语文赛道本身当前渗透率仍较低，市场空间接近 600-900 亿。而行业内竞争对手相对立思辰起步较晚，内容体系仍然偏应试，因此我们认为立思辰通过当前网点的快速扩张，有望迅速建立起自身的品牌认知，在行业内获取优势地位。

4. 内容分发：自营加盟加速布局，疫情催化线上升级

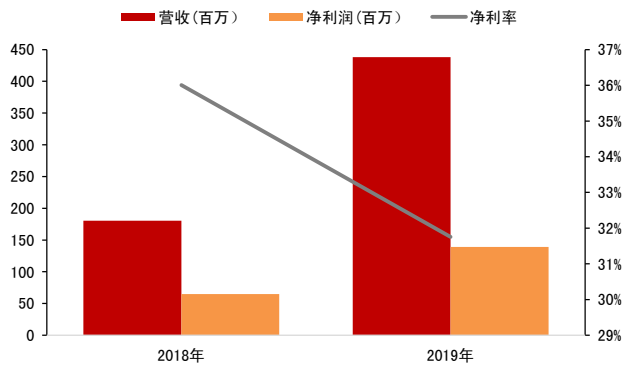
公司近期发展速度快，线上线下实现了快速布局。因此在本章，我们着重对公司发展情况进行总结。同时不同于市场将立思辰大语文线上线下业务分开来看的观点，我们认为线下分校业务和暑期新开设的线上六人小班，由于价格和服务相对同质化，因此可以更多视为 OMO 业务，未来纯线上直播收入占比较小，而诸葛学堂会员卡可以视为低价的引流方式，为线下业务建立基础流量池。

4.1 大语文营收利润高增长，疫情线上业务占比提升

大语文增长强劲，直营业务贡献五成收入。2019 年，中文未来实现营收 4.38 亿元，较 18 年增加 142.91%，实现净利润 1.39 亿元，同比增加 114.24%，净利率由于公司持续扩张，2019 年较 2018 年有所下降达到 31.76%。**截至 2020Q1，大语文业务，确认收入 9001 万（yoy+52%），大语文业务始终保持高速增长。从各个板块业务来开：**

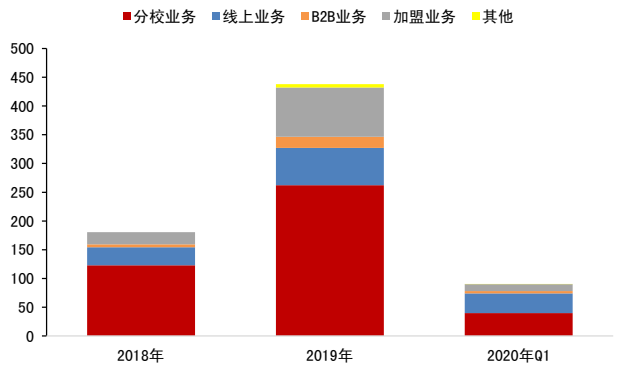
- **分校业务：分校业务始终为大语文的重要收入来源，**2019 年分校业务实现营收 2.62 亿元，同比增长 114%。2020 年 Q1 受疫情影响和统计口径调整，实现营收 3986 万元，收入有所下滑。
- **加盟业务：加盟模式跑通，收入快速增长。**2019 年加盟业务实现营收 0.86 亿元(yoy+306 %)，加盟校多城市布局，加盟体系认可度高。
- **线上业务：受疫情影响，立思辰大部分业务转移到线上，线上业务占比大幅提升。**2020 年 Q1 实现营收 3417 万元，同比增长 538，主要由诸葛学员卡和线上六人小班构成。

图 35：中文未来营收、净利润、净利率



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 36：大语文营收（百万）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

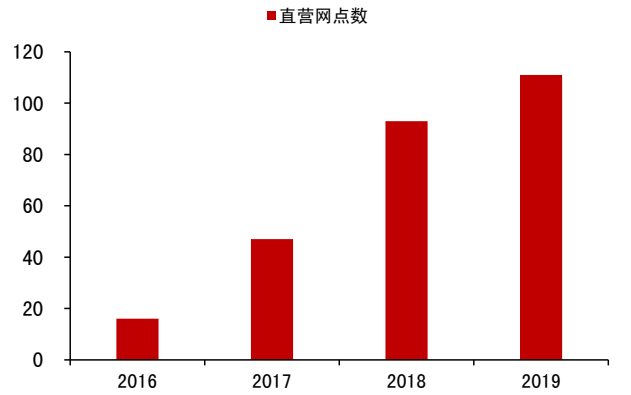
4.2 线下进入近 200 个城市，自营加盟布局迅速

公司从 18 年开始通过直营+加盟的模式进行大规模的线下扩张，截止目前，公司共有直营门店 111 家，进入 37+的城市，加盟门店 334 家，进入 100+城市，网点数和城市已经大幅领先行业（截止 2019 年 11 月学而思语文仅进入 25 个城市）。我们非常认可当前的公司战略，大语文赛道处于初期，品牌认知还不强烈，学而思和新东方暂时布局动作相对较慢，但是若等到竞争对手布局完成，豆神大语文的品牌较好未来和新东方仍有一定差距，因此 20/21 年的确是公司发展的窗口期，通过直营加盟快速扩张，在各线级城市逐渐建立起自身的品牌认知，为后续发展奠定了良好的基础。

4.2.1 资本助力扩张加速，核心城市增长稳健

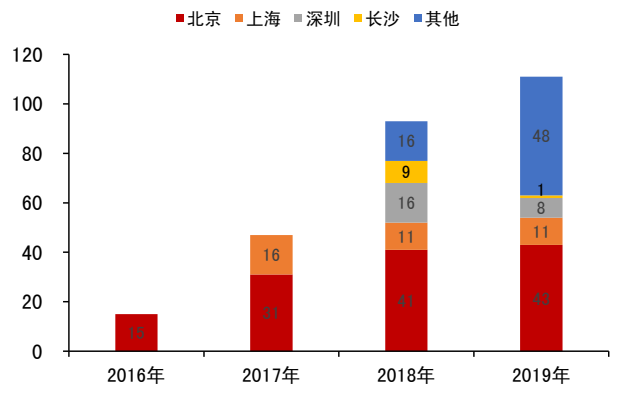
资产证券化后，公司借助资本力量快速扩张。在省会等重要一二线城市，立思辰已经逐步建立起全国化的自营网点体系。截止 2019 年年末，公司已经在接近 40 个城市中开设 111 家自营门店，门店数较 2016 年的 15 家门店，在 4 年间增长了 7.4 倍。

图 37：立思辰直营网点数量



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 38：立思辰直营网点分布

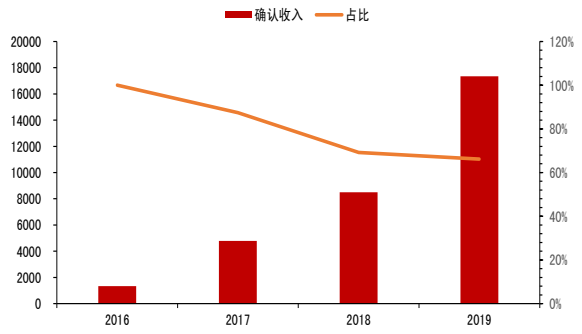


数据来源：公司公告、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

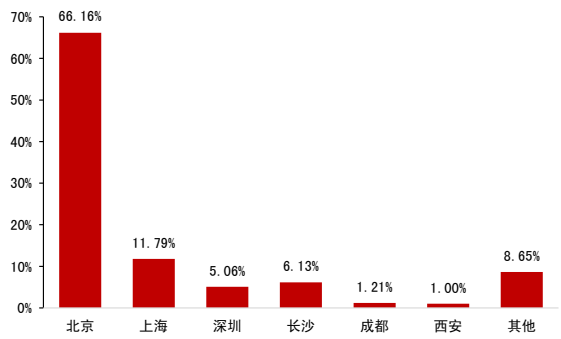
北京地区为公司大本营，战略地区增长迅猛。从收入结构来看，北京是公司的大本营，2018 和 2019 分别实现收入 8491 和 17345 万元，分别占线下收入的 69%、66%，是中文未来的主要收入来源。网点数逐年增长，2019 年底网点数已经达到 43，仍有成长空间。上海、深圳、长沙和西安为公司重点布局地区，收入占比较低，尚处于起步期。**从收入增速来看**，在竞争激烈的一线城市，2019 年收入增速平均达到 86.57%，北京耕耘多年依然增速最快，达 104%。**从单网点收入来看**，由于公司 18、19 年新增的大量网点，新网点拉低公司网点的平均收入，2019 年北京单网点收入最高，达到 403.4 万元。

图 39：北京大语文收入



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 40：2019 各地区收入占比

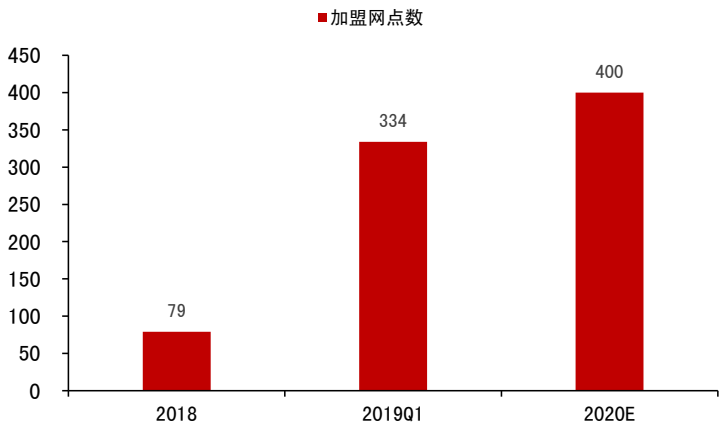


数据来源：公司公告、东方证券研究所

4.2.2 加盟进入 100+城市，迅速抓住下沉市场品牌认知

快速搭建加盟体系，实现品牌扩张。加盟体系分为两类，分别为 1+3 模式和纯加盟模式。在 1+3 模式下，教学内容和老师主要由当地直营校区支持，能够充分保证教学质量和产品口碑。这种模式的好处在于，立思辰大语文可以快速借助本地资源，实现一二线城市的快速扩张。**在纯加盟模式下**，总部提供教研、运营支持和前期招生支持，主要通过自身产品优势打通三四线市场。通过这两种加盟模式，公司迅速实现了网点扩张。**截止 20 年 3 月 31 日，加盟门店 334 家，进入 100+城市。**

图 41：加盟网点数



数据来源：公司公告、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

加盟体系完善，收入以加盟费为主，辅以学费分成。不同地区加盟费不同，公司从 2019 年 3 月开始搭建加盟体系。加盟价格按照城市级别进行划分，主要包括县级市、地级市和省会。其中县级市是区域内独家运营，在区域内开店数量不限。地级市分为旗舰店和单区独家两种模式，旗舰店在方圆两公里之内提供区域保护，单区独家是指将每个市内的行政区划分给加盟商，区域内开店数量不限。省会城市只允许旗舰店加盟，提供两公里内区域保护。**师资助力体系也在逐渐搭建之中**，当前第一批 1+3 城市普通加盟校已经可以获得教师资源的支持，第二批直营城市周围（交通半日达城市校区）也将逐步获得教师支持，**派驻老师会有学费分成，分成比例在 40%-60%**。

表 8：立思辰大语文加盟费

2020 立思辰大语文加盟合作		
行政属性	旗舰校	单区独家
县城/县级市	-	28 万
地级市	34 万	52 万
省会	52 万	-

数据来源：公开资料整理、东方证券研究所

开店过程标准化，运营轨迹有章可循。最新发布的 2020 年全国加盟业务的服务支持体系 2.0 体系，强调门店支撑的标准化。以校区成长轨迹为时间轴线，将整个校区服务支持标准化动作按节点融入其中，主要分成交接期、选址期到开课期等六个步骤。**直营加盟一体化管理，纳入总部中台系统。**2020 年开始公司将对组织架构进行调整，会把加盟事业部整体纳入大语文体系中台部分，实现课程产品一体化、教学教研一体化、招生推广一体化、组织运营一体化。

图 42：加盟流程

交接期	所有投资人资料完整交接，并落实校区“战略部署会议”，完成一年的校区发展规划草案。
选址期	完成校区第一次骨干研修班的培训。
装修期	完成校区软硬件基础营建过程，同时打通校区各项招生推广渠道，打磨第一批教学引流产品。
推广期	手把手入校梳理前期各岗位工作轴线，针对各类渠道建立营销方案并指导执行，筹备各类活动转
发布期	运营筹备开业发布，教学筹备课程产品，会前筹备、推广邀约、开业执行、现场转化。
开课期	引流课、常规课、定制攒班、纵向升班，横向扩科，校区常规运营教学各类培训按梯度进阶。

数据来源：公开资料整理、东方证券研究所

图 43：教研支持内容

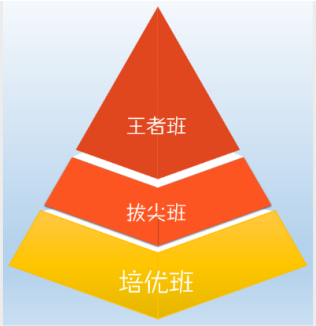
数据来源：公开资料整理、东方证券研究所

4.2.3 线下产品线上化，主动应对与抢占市场

线下课程线上化，课程体系升级。疫情期间，公司发布了大语文新的课程体系，主要由培优、拔尖和王者班体系构成，同时重点开发豆神中考，进一步向初中年级延伸。**不同于市场认为线上六人小班收入视为线上收入，**由于价格和服务定位与线下相近，同时疫情之后，线上学员也会大量

转移回线下，因此我们更倾向认为公司的线上产品更应该视为线下产品 OMO 融合，收入预测也与线下学员一并考虑。

图 44：三大体系



数据来源：公司公众号、东方证券研究所

图 45： 五大班型

数据来源：诸葛学堂 APP、东方证券研究所

暑期课程向中考延伸，推出 99 元低价班抢占市场份额。豆神大语文在暑期推出豆神中考课程，由于初中语文更看重分数、注重效率。因此立思辰大语文在课程设计上更针对课内课程和考点，课程内容涵盖课内课外的解读和考点总结等应试要素，满足家长的提分诉求。**同时推出 99 元低价培优班，**尝试通过经典的低价引流的方式，抢占中小机构出清的市场份额，后续将逐步在秋季转化，推动公司收入的进一步提升。

图 46：豆神中考课程内容

古文拔高	《左传》名篇精讲1	暑假
	《左传》名篇精讲2	暑假
	《左传》名篇精讲3	暑假
名著古诗词	【著】《水浒传》导读及考点总结	暑假
	【著】《泰戈尔诗选》与现代诗鉴赏	暑假
	【著】《艾青诗选》导读及考点总结	暑假

数据来源：诸葛学堂、东方证券研究所

图 47：99 元培优班

数据来源：诸葛学堂、东方证券研究所

综上，公司从 18 年开始进行了快速的网点扩张，我们认为这个战略与行业发展趋势相适应，当前大语文赛道还处于发展初期，通过网点扩张和品牌下沉，可以快速获得用户的品牌认知。因此 19-20 年可以被视为公司的战略机遇期，通过 19 年门店的扩张，已经建立起自身在大语文细分赛道的品牌影响力，为后续发展奠定了良好的基础。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

4.3 线上会员卡业务快速推进，构建基础流量池

在上文 4.2，我们将线上六人小班业务视为线下业务的 OMO 融合，线上业务收入的重点更应该在会员卡的推进速度上。我们从销售模式和商业逻辑两方面，来对这一业务进行解读：

商业逻辑上会员卡可视为正价课程建立基础流量池。诸葛学堂会员卡售价为 500 元，用户在购买会员后可以观看统编版教材同步课程和大量名著解读类课程，同时也获得 500 元抵用券，作为正价课程的优惠。因此实际上会员卡可以视为正价课程转化的流量池。在疫情期间，公司将统编版同步课程免费开放，获得大量的免费用户。

图 48：诸葛学堂会员卡

数据来源：公司官网、东方证券研究所

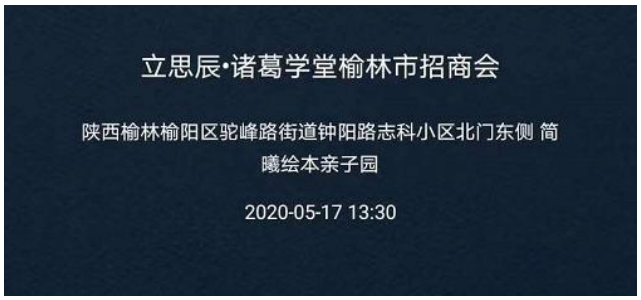
图 49：统编版同步课

数据来源：公司官网、东方证券研究所

销售模式以会销为主，疫情后迅速复苏。借鉴樊登读书会的走城市会销路线，通过**建立省、市、区和校代理**实现课程内容的销售。受到疫情影响 Q1 业务并没有绝对放量，而从我们跟踪的情况来看。疫情缓解后，销售团队已经在福建、河南、吉林和辽宁等地进行会销，甚至下沉到三四线城市，触及范围广泛，预计在 Q2-Q4 将逐步放量贡献收入，有望成为线上业务的主力收入来源。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 50：榆林项目会



数据来源：互动吧、东方证券研究所

图 51：吉林项目会

数据来源：互动吧、东方证券研究所

综上，我们看到立思辰大语文依托自身内容和名师的强大优势，在短期，在线上和线下多渠道快速扩张，从长期来看，大语文作为一个长期的赛道，随着教学改革的推进，文学、经典文本的阅读受到了空前的重视，立思辰的发展极具长期性和延展性。

盈利预测与投资建议

盈利预测

公司子公司结构复杂，合并报表是各个子公司的汇总，不能反映公司运行状态，因此我们结合母公司报表和子公司业绩披露进行拆分，以尽可能准确对公司业务进行预测，业务预测主要包括中文未来、百年英才、三六零、智慧教育和信息安全板块的收入与利润预测：

- **中文未来：**结合线下不同地区门店的经营情况和疫情的负面影响，预测中文未来 20/21/22 收入分别为 6.85/12.5/22.8 亿元，20 财年增速放缓，21 年逐步复苏。同时假设公司净利润率 25%/27%/28%，20 财年净利润率下滑主要受到疫情影响，行业内新东方思考乐净利润率接近 15%，由于大语文线上和加盟业务利润率较高，利润率高于行业水平，净利润为 1.74/3.41/6.39 亿元。
- **百年英才:针对国内升学指导，疫情影响下难以进行地推获客，增速放缓。**20/21/22 收入分别为 1.62/2.04/2.26 亿元，净利润为 4047/5088/5638 万元。
- **三六零留学:出国留学市场受疫情影响较大，预计收入增速下滑，**预计 20/21/22 收入分别为 5760/7200/8000 万元，净利润为 2304/3960/4400 万元。
- **智慧教育：受疫情影响短期业务难以开展，后期教育信息化需求提升，**预计 20/21/22 收入分别为 7.24/9.42/12.2 亿元，净利润为 5797/7536/9797 万元。

- **信息安全板块：**公司信息安全板块将逐步剥离，我们暂时假设 20 年收入受疫情影响进一步下滑，依然处于亏损状态。我们预测信息安全板块收入 2.08/2.08/2.08 亿元，净利润-3.44/-3.44/-3.44 亿元。

综上，我们预计 20E/21E/22E 收入为 18.6/27.0/40.3 亿元，归母净利润-0.48/1.49/4.79 亿元，利润增长逐步复苏。

表 9：立思辰大语文收入拆分（万元）

		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
中文未来	收入	18035	43808	68496	125235	227663
	yoy		142.9%	56.4%	82.8%	81.8%
	净利润	6494	13912	17362	34092	63872
	净利润率	36%	32%	25%	27%	28%
百年英才	收入	11717	16188	16188	20350	22550
	yoy		38.2%	0.0%	25.7%	10.8%
	净利润	3704	4153	4047	5088	5638
	净利润率	32%	26%	25%	25%	25%
三六零	收入	7140	8276	5760	7200	8000
	yoy		15.9%	-30.4%	25.0%	11.1%
	净利润	4291	4869	2304	3960	4400
	净利润率	60%	59%	40%	55%	55%
教育合计	收入	36892	68272	90444	152785	258213
	净利润	14489	22934	23713	43140	73909
智慧教育	收入	113188	103513	72459	94197	122456
	yoy		-8.5%	-30.0%	30.0%	30.0%
	净利润	16804	10556	5797	7536	9797
	净利润率	15%	10%	8%	8%	8%
信息安全及其他	收入	45,158	26,149	20,823	20,823	20,823
	净利润	(170662)	(28635)	(34362)	(34362)	(34362)
合并报表收入合计		195238	197934	185544	269623	403310
合并报表净利润（未剔除少数股东权益）		-139369	4855	(4852)	16313	49343

数据来源：公司财报、东方证券研究所

投资建议

公司内容+产品+名师体系竞争力强，线上线下快速成长。公司业务组成较为复杂，因此我们采用分部估值的方法估值，估值分部主要包括两部分，第一部分是教育培训业务板块，另一部分是待剥离业务。第（1）部分，教培业务采用可比公司估值，由于疫情影响公司 20 年利润不能反映正常经营情况，因此选取 2021 年 PE 为 42.7X，对应市值为 167 亿元（选取可比公司分别为新东方、好未来、思考乐）；第（2）部分待剥离业务，假设按照账面净资产价值计入公司市值，为 17 亿元，合计公司市值为 184 亿元，对应股价 21.21 元/股。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

表 10：可比公司估值

公司	代码	最新股价 2020/6/4	市值(百万)	2021E（百万）	PE
新东方	EDU	128.45	20385	600	33.9
好未来	TAL	63.26	37435	670	55.9
思考乐	1769.HK	15.36	8536	223	38.3
可比公司平均 PE					42.7

数据来源：wind、东方证券研究所（新东方和思考乐为美元口径，思考乐为港币口径）

表 11：公司分部估值

	各个分部（亿元）	对应市值
	大语文+中文未来市值	167
PE 相对估值	分部利润	3.92
	对应 PE	42.7
	康邦科技	8
待剥离资产按照	三陆零	2
净资产计入市值	北京立思辰新技术	4
	立思辰云安信息技术	3
合计	总市值	184

数据来源：wind、东方证券研究所

风险提示

➢ **疫情影响教培机构复工**

北京地区作为公司收入的重要来源，当前课外培训机构复工复产时间仍未确定，公司在招生方面存在不达预期的可能。

➢ **行业竞争激烈，面临龙头公司挑战**

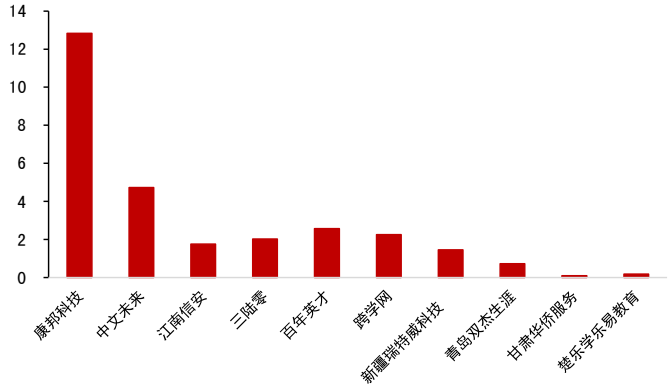
学而思和新东方全国龙头公司虽当前起步较慢，但是学员基础众多，后期若发力大语文赛道，立思辰长期发展空间可能受到龙头机构的挤压，远期收入增长存在不达预期的可能，进而对公司估值产生负面影响。

➢ **商誉存在减值风险**

截止 2020 年 3 月商誉净值为 28.62 亿元，其中康邦科技商誉净值为 12.8 亿元，由于疫情影响教育信息化业务难以正常开展，公司存在商誉减值的不确定性。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 52：商誉净值（亿元）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	395	458	637	624	934
应收票据及应收账款	697	710	665	967	1,446
预付账款	137	184	172	250	374
存货	568	426	412	567	802
其他	996	916	798	1,061	1,571
流动资产合计	**2,793**	**2,693**	**2,685**	**3,470**	**5,127**
长期股权投资	218	263	263	263	263
固定资产	251	282	316	415	652
在建工程	0	0	1	2	2
无形资产	414	460	444	421	394
其他	3,679	3,959	3,014	3,011	3,008
非流动资产合计	**4,561**	**4,963**	**4,037**	**4,112**	**4,319**
资产总计	**7,354**	**7,657**	**6,722**	**7,582**	**9,446**
短期借款	319	774	774	1,289	2,233
应付票据及应付账款	342	328	317	436	617
其他	2,322	2,116	1,722	1,920	2,235
流动负债合计	**2,984**	**3,218**	**2,814**	**3,646**	**5,085**
长期借款	275	542	271	136	68
应付债券	331	0	21	21	21
其他	318	314	82	82	82
非流动负债合计	**923**	**856**	**375**	**239**	**171**
负债合计	**3,907**	**4,075**	**3,188**	**3,885**	**5,256**
少数股东权益	148	233	232	246	260
股本	868	868	868	868	868
资本公积	2,958	2,912	2,912	2,912	2,912
留存收益	(528)	(481)	(529)	(380)	99
其他	0	50	50	50	50
股东权益合计	**3,446**	**3,582**	**3,534**	**3,697**	**4,190**
负债和股东权益总计	**7,353**	**7,657**	**6,722**	**7,582**	**9,446**

现金流量表

单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	(1,394)	49	(49)	163	493
折旧摊销	28	133	111	127	155
财务费用	78	95	79	70	106
投资损失	4	4	0	0	0
营运资金变动	1,367	(325)	96	(670)	(1,092)
其它	(235)	259	687	147	238
经营活动现金流	**(152)**	**215**	**924**	**(163)**	**(101)**
资本支出	(94)	(94)	(125)	(200)	(360)
长期投资	(250)	438	0	0	0
其他	30	(1,167)	73	41	0
投资活动现金流	**(314)**	**(823)**	**(52)**	**(158)**	**(360)**
债权融资	191	122	(614)	(136)	(68)
股权融资	(792)	(46)	0	0	0
其他	839	637	(79)	444	838
筹资活动现金流	**237**	**714**	**(693)**	**309**	**770**
汇率变动影响	0	(0)	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	**(229)**	**106**	**179**	**(13)**	**309**

利润表

单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**1,952**	**1,979**	**1,855**	**2,696**	**4,033**
营业成本	1,190	1,179	1,141	1,570	2,220
营业税金及附加	19	13	12	18	26
营业费用	352	254	239	323	451
管理费用及研发费用	464	335	310	400	537
财务费用	78	95	79	70	106
资产、信用减值损失	1,374	153	153	153	153
公允价值变动收益	0	67	0	0	0
投资净收益	(4)	(4)	0	0	0
其他	36	28	26	26	26
营业利润	**(1,491)**	**42**	**(53)**	**189**	**566**
营业外收入	1	1	(2)	(3)	(2)
营业外支出	18	2	0	0	0
利润总额	**(1,509)**	**41**	**(55)**	**186**	**564**
所得税	(115)	(7)	(7)	23	70
净利润	**(1,394)**	**49**	**(49)**	**163**	**493**
少数股东损益	(1)	18	(1)	14	14
归属于母公司净利润	**(1,393)**	**31**	**(48)**	**149**	**479**
每股收益（元）	(1.60)	0.04	(0.05)	0.17	0.55

主要财务比率

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	-9.7%	1.4%	-6.3%	45.3%	49.6%
营业利润	-735.5%	102.8%	-226.4%	455.4%	199.6%
归属于母公司净利润	-786.9%	102.2%	-255.9%	412.2%	221.8%
获利能力					
毛利率	39.1%	40.4%	38.5%	41.8%	45.0%
净利率	-71.3%	1.5%	-2.6%	5.5%	11.9%
ROE	-31.7%	0.9%	-1.4%	4.4%	13.0%
ROIC	-23.2%	3.3%	0.5%	4.7%	10.1%
偿债能力					
资产负债率	53.1%	53.2%	47.4%	51.2%	55.6%
净负债率	20.6%	34.1%	12.2%	22.2%	33.1%
流动比率	0.94	0.84	0.95	0.95	1.01
速动比率	0.74	0.70	0.80	0.79	0.84
营运能力					
应收账款周转率	1.8	2.3	2.2	2.7	2.7
存货周转率	2.0	2.3	2.6	3.0	3.1
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5
每股指标（元）					
每股收益	(1.60)	0.04	(0.05)	0.17	0.55
每股经营现金流	(0.17)	0.25	1.06	(0.19)	(0.12)
每股净资产	3.80	3.86	3.80	3.97	4.53
估值比率					
市盈率	-9.2	418.6	-268.6	86.0	26.7
市净率	3.9	3.8	3.9	3.7	3.3
EV/EBITDA	-10.2	52.4	103.8	36.7	17.1
EV/EBIT	-10.0	103.3	548.6	54.7	21.1

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址： 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话： 021-63325888

传真： 021-63326786

网址： www.dfzq.com.cn