

在线教育系列报告（一）

# 复盘与展望：在线教育的中场战事

- **行业现状：渗透率大大提高，头部玩家市占率仍未到天花板。**在疫情催化下2020年教育行业线上化率提升了10个百分点，达到了23%-25%，整体市场规模达2573亿元，同比增速35.5%。而目前在线教育头部玩家市占率仅6%，离天花板还有很大距离。而在供给端，18年以来政策和资金双重挤压下，中小机构大量出清。供给的下降，需求不降反有升，未来两年教育行业迎来了供需较为失衡的空窗期，给幸存玩家提高市占率留够了空间。
- **从单位经济模型上看在在线教育主要模式发展的核心变量。**目前在线教育形式上主要有1对1、小班、大班三种形式。**1对1模式：**商业模式相对成熟，部分机构已经跑通，但受限于授课始终需要大量的真人教师，而无法通过扩大规模摊薄成本。其单位经济模型优化的关键在于提高客单价，此外改善教学效果，以尽可能提高续费率和转介绍率也是盈利的关键。**在线小班：**介于大班和一对一之间，得以平衡规模和效果。同样，部分机构在线小班单位经济模型也已经跑通，但目前都还没有形成较大的规模。**在线小班扩大盈利规模的关键是在不影响教学效果的前提下扩大班容。****在线大班：**是目前在线教育的主流形式，其单位经济模型目前尚未完全跑通，在目前获客成本保持在高位的情况下，首单亏损几乎无法避免，但是可以通过转化率、续班率的改善以尽可能扩大用户生命周期内的总价值。
- **展望2021，广告营销和OMO共同书写下沉市场新故事。**在线教育下沉趋势明显，Fastdata极数《2020年中国K12在线教育行业报告》显示，在2020年K12在线教育新增用户中三线及以下占比近80%。下沉市场头部机构线下布局较少，且随着人们收入水平的上升，其优质资源的需求得到提升。在目前一二线城市K12参培率已经较高的情况下，下沉市场将是在线教育机构拓展的重点方向。而从方式上看，头部教育机构在20年募集到了充足的资金，在此情况下，21年在线教育的广告营销投放将保持在一个较高的水平。而线上线下相融合的OMO模式，也将是在线教育机构开拓下沉市场的重要手段。
- **什么样的企业会在竞争中胜出？短期内关注企业把钱“花出去”的能力，长期看公司供给端能力。**而对于在线教育机构而言，短期内我们关注头部品牌投放和转化效果、产品力、数据决策能力等指标，即如何把钱高效的花出去。而长期看我们认为在线教育行业的首要矛盾仍将是优质内容的供给不足，供给端能力将更为重要。公司的师资培训、精细化运营、企业文化等方面的“内功”将是决定能走多远核心竞争力。
- **行业投资评级与投资策略。**我们看好在线教育行业长期的投资前景。在疫情的催化下，在线教育的渗透率和行业龙头的集中度均得到了提高。而对于在线教育机构而言，短期内我们关注头部品牌投放和转化效果、产品力、数据决策能力等指标。而长期看我们认为公司供给端能力将更为重要，公司的师资培训、精细化运营、企业文化等方面的“内功”将是决定能走多远核心竞争力。我们建议关注具备持续培养优质教师资源能力、线下地推能力强的好未来、新东方在线，具备差异化获客优势的有道，同时建议关注尚未上市的具备较强投放能力和完备产品矩阵的猿辅导和作业帮。
- **风险提示：**在线教育监管政策趋严程度超预期；行业竞争趋严；在线教育转化率和渗透率不及预期。

## 推荐（首次）

华创证券研究所

证券分析师：刘欣

邮箱：liuxin3@hcyjs.com

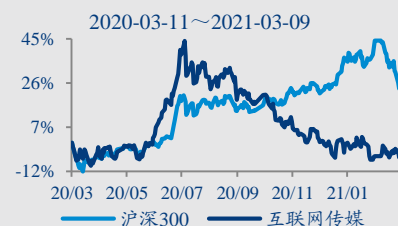
执业编号：S0360521010001

### 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	59	1.4
总市值(亿元)	6,977.56	0.84
流通市值(亿元)	5,399.56	0.87

### 相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-0.34	-23.67	-5.59
相对表现	12.23	-32.1	-29.95



## 投资主题

### 报告亮点

本文试图通过拆解在线教育目前主流产品类型的单位经济模型，分析其盈利模式和改善盈利状况的关键性指标。同时梳理了行业现状、发展历程，并结合对教育行业商业模式的理解，对在线教育的投资框架和评估在线教育公司竞争力的核心能力进行了探讨。

### 投资逻辑

**从行业发展现状上看：在线教育的渗透率大大提高，但头部玩家市占率仍未到天花板，未来仍有较大提升空间。**在疫情催化下 2020 年教育行业线上化率提升了 10 个百分点，达到了 23%-25%，整体市场规模达 2573 亿元，同比增速 35.5%。而目前在线教育头部玩家市占率仅 6%，离天花板还有很大距离。

**在供给端：供给不足，头部玩家有望进一步提高市占率。**2018 年以来国家加大了对无证教辅机构和公办学校老师外出办学的查处力度，而 20 年大量机构又由于资金链断裂而被出清。在政策和资金的双重挤压下，中小机构的生存空间越来越小。而大型机构同时受到政策和资本的倾斜，大量人才和资本持续流入。我们认为，教育行业结构将从过去的哑铃型向倒三角型发展。中小机构空出的市场空间将有望被大型机构占据，头部机构集中度将提高。

**从单位经济模型上看：三种模式都各有问题存在，总的来说降低获客成本和提高续班率是改善在线教育盈利模型的关键。**三种模式中，在线一对一、小班两种模式已有跑通 UE 模型的案例，但在规模化能力上均不如在线大班。在线大班虽尚未实现首单盈利，但是可以尝试通过扩大用户生命周期价值的方式实现盈利。而从产品本身的角度讲，在线一对一、小班、大班三种模式都有其自身的受众，产品本身不构成互相竞争，我们认为未来三种模式也将实现长期并存，其中大班用户的个性化教育需求将有部分被一对一和小班承接。

**由此我们认为在线教育行业具备长期的投资价值。**而对于在线教育机构而言，短期内我们关注头部品牌投放和转化效果、产品力、数据决策能力等指标。而长期看我们认为公司供给端能力将更为重要，公司的师资培训、精细化运营、企业文化等方面的“内功”将是决定能走多远核心竞争力。**我们建议关注具备持续培养优质教师资源能力、线下地推能力强的好未来、新东方在线，具备差异化获客优势的有道，同时建议关注尚未上市的具备较强投放能力和完备产品矩阵的猿辅导和作业帮。**

# 目录

序章：已是红海的在线教育行业机会在哪？ .....	8
（一）在线教育解决了什么问题？ .....	8
（二）在线教育的投资逻辑？ .....	10
一、在线教育 2020：慢行业的快跑 .....	11
（一）行业现状：渗透率快速提高的同时透支了部分未来的增速，但头部玩家市占率还有很大提升空间 .....	11
（二）投融资加速：马太效应加剧，行业的利好正变成头部企业的利好 .....	14
（三）新巨头的入场：互联网巨头的降维打击 .....	16
1、字节跳动：发力智能硬件 .....	16
2、阿里巴巴：钉钉已成为教育信息化市场的头部参与者 .....	16
3、腾讯：搭建综合性终身教育平台 .....	18
二、单位经济模型看在线教育现状和未来 .....	20
（一）在线 1 对 1：模式相对成熟，规模化能力有限 .....	21
1、在线 1 对 1 单位经济模型：提高客单价与续费率是关键 .....	21
2、以“51Talk”为例看在线 1 对 1 商业模式 .....	22
（二）在线小班课：在不影响授课效果的前提下扩大班容是商业模式跑通的核心要素 .....	24
1、单位经济模型：班均人数为盈利的重要因素 .....	24
2、从东方优播看在线小班商业模式 .....	26
（三）在线大班课：LTV 是更重要的指标 .....	27
1、单位经济模型：核心在于增加用户生命周期收入，获客成本和续班率是决定盈利水平的主要因素 .....	27
2、在线大班课现状：烧钱继续，增收不增利 .....	29
三、在线教育 2021：行业的中局 .....	33
（一）趋势一：供给端能力将决定在线教育公司的未来竞争力 .....	33
1、现阶段平台的投放和转化效率、在线产品的交付体验、数据决策能力更为重要 .....	33
2、未来的在线教育仍将是供给侧驱动，公司的组织架构、师资、内容研发的能力决定公司的远期竞争力 .....	35
（二）趋势二：线上线下继续融合，OMO 模式兼具标准化和个性化 .....	36
（三）趋势三：下沉市场的触达将是接下来的重中之重 .....	37
四、在线教育主要品牌简介及投资建议 .....	39
（一）新东方：品牌效应、自我进化、重塑战略 .....	39
（二）好未来：中台体系、平台战略、品牌下沉 .....	41

（三）网易有道：智能硬件、全产品矩阵、技术壁垒 .....	44
（四）猿辅导：独角兽、自有流量入口、数据资产 .....	46
<b>五、风险提示 .....</b>	<b>47</b>

## 图表目录

图表 1	在线教育机构产品情况	8
图表 2	K12 课程演变史	10
图表 3	在线教育赛道选择逻辑	11
图表 4	教育行业线上化率情况	12
图表 5	在线教育市场规模（亿元）及增速情况（%）	12
图表 6	在线教育细分市场占比	12
图表 7	网课平台正价课用户量排名	13
图表 8	2011-2020 年教育相关企业注册和注销数量	13
图表 9	未来教育产业格局将成倒三角结构	14
图表 10	2015-2020 在线教育融资数量和金额	15
图表 11	20 年一级市场融资金额在亿元以上的部分案例	15
图表 12	字节跳动部分布局的教育产品	16
图表 13	阿里关于教育的部分投资布局	17
图表 14	钉钉 2020 年排名趋势（ios 应用免费榜）	17
图表 15	2020 年腾讯课堂商业模式	18
图表 16	腾讯教育布局	19
图表 17	在线教育盈利模型--收入端	20
图表 18	在线教育盈利模型--成本端	20
图表 19	新东方在线 2016-2020 年销售费用率	21
图表 20	好未来 2008-2020 年销售费用率	21
图表 21	在线一对一 UE 模型及盈利模式测算分析	21
图表 22	公司主营业务利润（单位：万元）及利润率（%）	22
图表 23	公司一对一业务营收（单位：万元）和毛利率（%）	22
图表 24	51Talk 营收成本情况	22
图表 25	51Talk 课程服务费率情况	22
图表 26	在线英语课程竞争激烈	23
图表 27	51Talk 费用率情况	24
图表 28	公司销售费用、研发费用、管理费用占营业总收入比例	24
图表 29	在线小班核心假设	24
图表 30	在线小班单次招生盈利测算	25
图表 31	在线小班敏感性分析	25
图表 32	续班率对在线小班营业利润率影响	26
图表 33	教师成本对于营业利润率的影响	26



图表 34	东方优播入住城市数量 .....	26
图表 35	东方优播报名人数增速（%） .....	26
图表 36	在线大班单位经济模型 .....	27
图表 37	在线大班盈利测算 .....	27
图表 38	在线大班模式下当季利润和累计利润测算 .....	28
图表 39	对低价班转化率敏感性分析 .....	29
图表 40	对续班率敏感性分析 .....	29
图表 41	对获客成本敏感性分析 .....	29
图表 42	对低价班人次敏感性分析 .....	29
图表 43	部分各大教育品牌赞助的综艺、晚会 .....	29
图表 44	教育机构流量平台（搜索引擎、微博等）的广告投放数量 .....	30
图表 45	在流量媒体（抖音、快手、长视频平台）的广告投放数量 .....	30
图表 46	新东方在线销售费用率 .....	30
图表 47	好未来销售费用率 .....	30
图表 48	新东方在线 K12 业务营收（单位：百万元）及增速（%）情况 .....	31
图表 49	学而思网校营收（单位：亿美元）及增速（单位：%）情况 .....	31
图表 50	跟谁学营收（单位：百万元）及增速情况（%） .....	31
图表 51	有道营收（单位：百万元）及增速情况（%） .....	31
图表 52	新东方在线 K12 学生人数(单位：万人) 及增速情况（%） .....	32
图表 53	学而思网校学生人数（单位：万人）及增速情况（%） .....	32
图表 54	跟谁学付费学生人数（单位：万人）及增速情况（%） .....	32
图表 55	有道营收（单位：百万元）及增速情况（%） .....	32
图表 56	部分头部机构设立辅导老师培训基地情况 .....	33
图表 57	获客流程拆解 .....	34
图表 58	猿辅导构建了工具类+辅导类完整的产品体系 .....	35
图表 59	教育行业和互联网行业逻辑并不相同 .....	35
图表 60	在线教育 OMO 发展趋势 .....	36
图表 61	当前 OMO 转型的几种主要形式 .....	37
图表 62	新东方各线城市学习中心数占比 .....	38
图表 63	好未来各线城市学习中心数占比 .....	38
图表 64	2017-2020 年各线城市新增用户数占比 .....	38
图表 65	新东方主营业务介绍 .....	39
图表 66	新东方发展历程 .....	40
图表 67	新东方营收及增速情况 .....	41
图表 68	新东方云教室技术 .....	41

图表 69	好未来营收及增速情况 .....	42
图表 70	好未来 21 财年第二季度各业务营收占比 .....	42
图表 71	好未来成长路径 .....	42
图表 72	题拍拍在重点城市大面积落地户外广告 .....	43
图表 73	好未来中台体系 .....	44
图表 74	有道产品矩阵 .....	44
图表 75	网易有道 2020 年薪产品 .....	45
图表 76	猿辅导产品矩阵图 .....	46

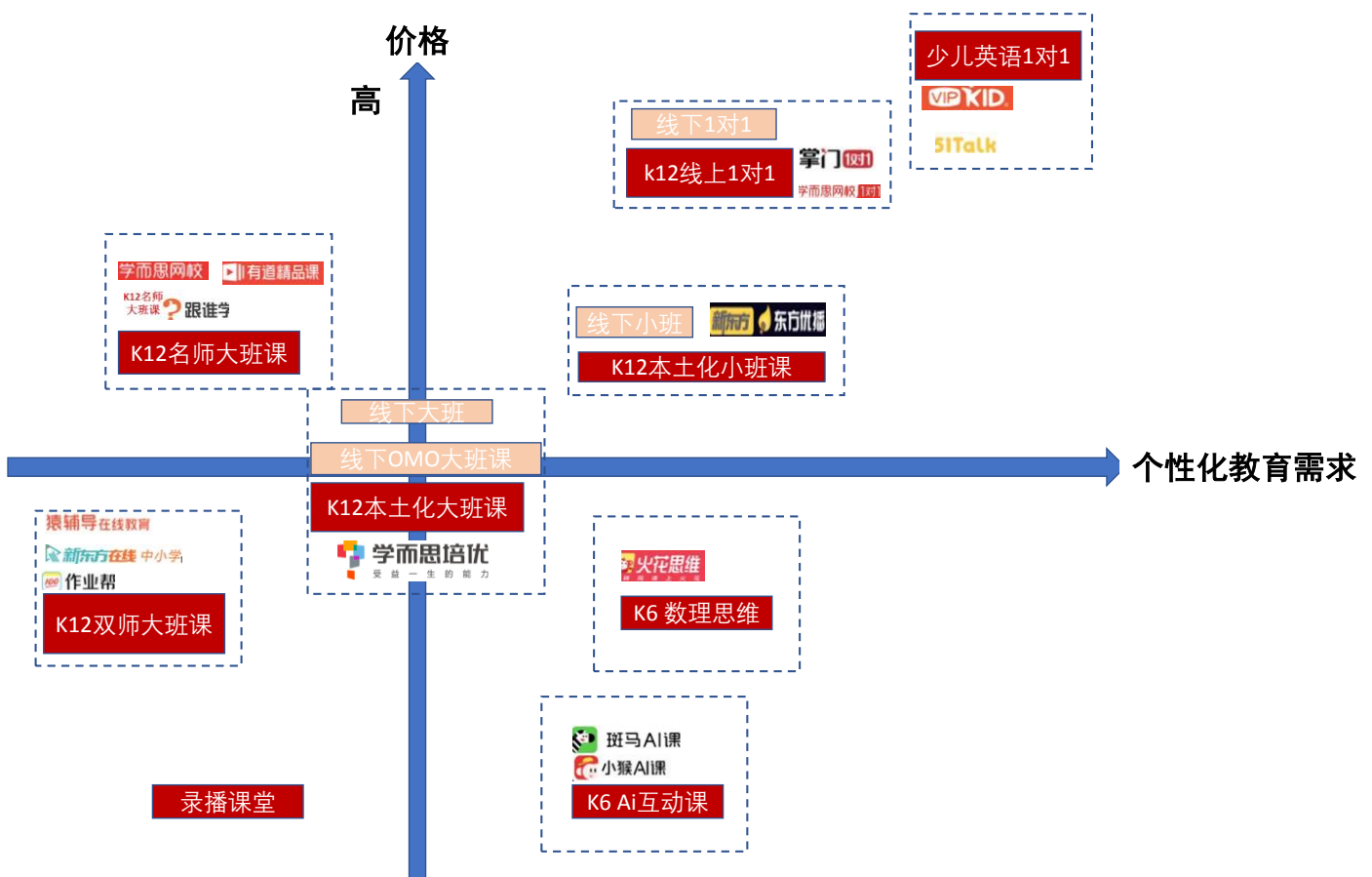
## 序章：已是红海的在线教育行业机会在哪？

### （一）在线教育解决了什么问题？

**教育的核心需求：知识性传递和素质的培养。**教育的一个主要目的即是让人掌握常识、融入社会，通过形成共有的价值观、世界观和掌握共同交流的知识文化背景，已帮助融入对应的社会阶层。其中蕴含了教育的两个重要的作用，即**传递知识和培养人融入社会的能力**。这也是用户选择教育培训方式的主要考量因素。教育的基本需求是基础知识点的传递，主要满足人们应试培训类的需求。但个人的综合素质往往决定着一个人进入社会后的适应能力，一个人的领导力、团队合作、演讲等能力需要在群体中完成。同时，对于绝大多数学生而言，线下学习的氛围和师生直接的沟通，会使得学习效果明显高于线上。学生年龄越低，长期线上学习的效率越低。

**决定家长选择教育方式的主要因素是家庭可支配收入，家庭可支配收入的分层决定了教育培训行业的分层。**随着收入的上升，家长对培养社交能力的需求就越强，中高收入家庭会更倾向于选择线下课程和1对1课程。而从消费类型上说，应试培训类更多属于必选消费，培优和素质教育培训属于增值消费，增值消费会更多受益于家庭可支配收入的提升。

图表 1 在线教育机构产品情况



资料来源：华创证券整理

### 在线教育解决的是什么问题？

从需求的角度上，在线教育通过技术打穿了区域的限制和原本的层级，辅导机构可以在



全国范围辐射到不同层级的用户，并为精准的匹配用户需求。在线教育不仅仅是通过将线下内容线上化来降低获得相对优质教育资源的成本，更是借助线上化手段全面覆盖不同区域、不同层级的用户。值得注意的是，用户教育需求并不等同于收入的分层和地域的分布。目前，我们认为在线教育产品主要解决了 1) 中低收入群体的价格问题；2) 低线城市的优质教育资源匮乏问题。

**中低收入群体的价格问题：**中低收入群体价格问题又可以分为一二线城市的相对低收入群体和低线城市的低收入群体。其中，一线城市的教育资源相对充裕，但由于家长教育理念的不同和相对较高的期望值，其“内卷”程度并没有因为丰富的教育资源而减弱，相对低收入群体难以购买到一线城市较优质的线下教育服务。这类人群需求的是优质教师的信息传递，而对于服务的质量要求不高，在线名师大班或者培优班主要匹配了这部分用户的需求。而对于低线城市的低收入群体来说，在线教育满足了其基本的课外辅导需求，特别是在线大班的模式承接了这部分群体对于低价优质教学质量的需求。

**低线城市的优质教育资源匮乏问题：**与高线城市的相对低收入群体需求不同，低线城市的相对高收入群体对于在线课程的个性化和本地化要求更高。虽然这部分群体在绝对收入上可能并不比高线城市的相对低收入群体高，但是在所在城市是高收入的，且往往无贷款压力，为教育支出的能力强。因此这类群体追求的是个性化、本地化的教育服务，一般的普适化的教育产品并不能满足其需求。如果线上课程不能满足这一部分的需求，他们往往会选择本地线下班。但当地缺乏优质的教师资源供给，其优质教师资源集中于少数重点学校，且原有的线上课程本地化程度、个性化程度不足，因此低线城市存在较大的教培资源供给缺口。在线教育本地化大班课、在线小班课、在线 1 对 1 等形式的很大一部分目标用户是该群体。

从产品的角度上，在线教育通过科技赋能对传统教育模式做出几点变革：

### 1) 提高了产品的标准化程度，即产品可以实现规模化扩张，大大打开了天花板。

在线教育类似于“中央厨房模式”，主讲老师、辅导老师分别负责知识的传递和情感的传递，而线上渠道分发的课程则是“半成品”，这一部分的质量可以完全把控，对比传统线下模式，在线课程教研环节分离，产品标准化程度提高的同时对于教师的质量需求大大降低。这就解决了线下机构无法实现快速扩张的一大核心问题，即优质教师资源的供给问题。

### 2) 改变了产品交付的形态。

线下教培机构在多年来的磨合中，在标准化和个性化中趋于平衡，最终线下小班的形式成为了主流。而在线的优势在于没有了容量的限制。理想状态下，在线教育产品标准化可以通过数据驱动管理来实现，个性化可以通过大数据驱动千人千面来实现，不需要再在这两者中间进行平衡，各种班型都有其空间。

### 3) 缩短了用户反馈通路。

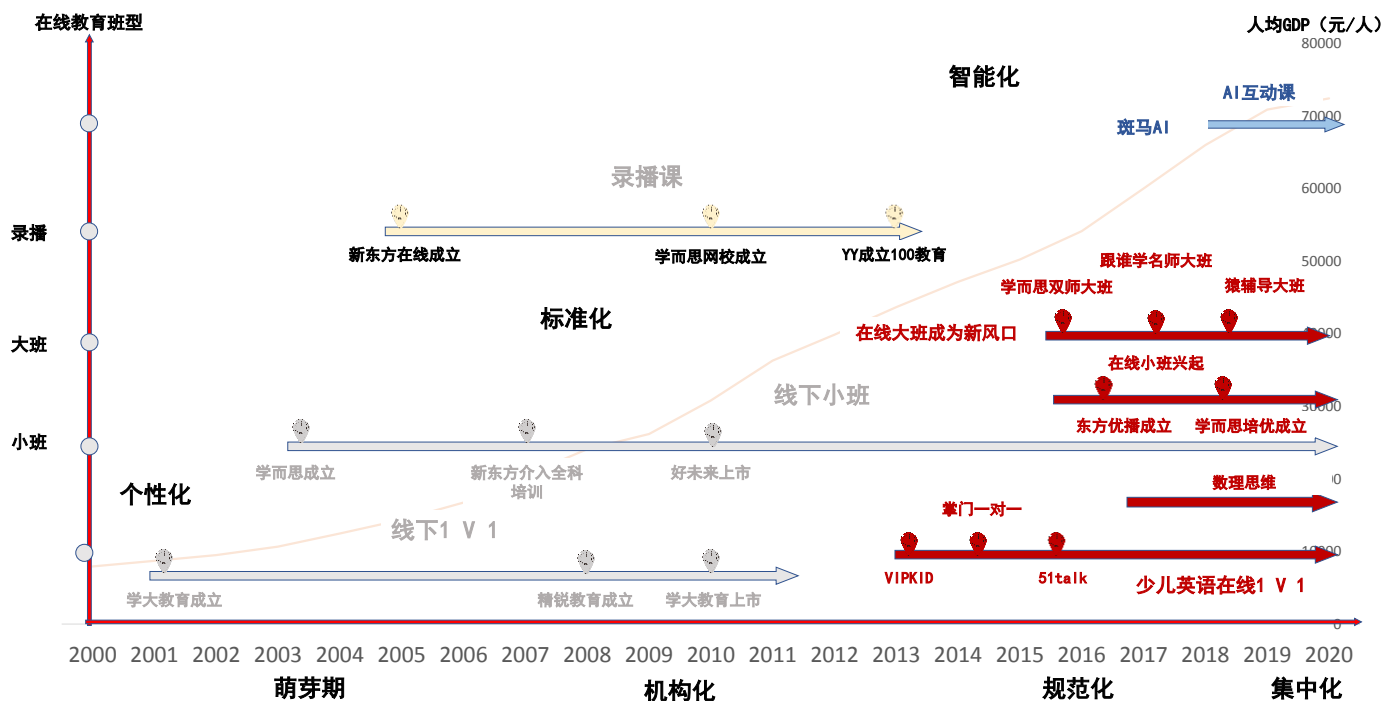
传统线下教培机构可以分为销售、客服、教学、研发四环节，其彼此相互独立，用户的意见反馈并不顺畅，研发部门无法收到一线的用户反馈，不利于产品迭代，导致机构的教研团队和“名师”的教研团队相比没有竞争优势。而在线教育打通了数据链路，使得数据可以在这几个部门中间流通。用户在行为中隐含的建议就可以通过系统挖掘出来并传递到应该去的地方，推动产品迭代。在成熟阶段，只有真正形成了闭环的数据反馈通路的公司，才能够真正做到因材施教。

## （二）在线教育的投资逻辑？

复盘 K12 行业发展历程，行业逐步从机构化到规范化再到集中化，产品则由个性化到标准化正走向智能化。其中，政策和科技是教育产品进化的核心作用力。

从 1999 高考扩招开始，K12 校外培训的需求开始爆发。以学大教育为代表的教培机构开始以个性化专业辅导老师代替线下家教。再之后，新东方、好未来为代表的标准化教研的小班课程逐渐兴起。2015 年，这一年受到 4G 商用成熟和教育部开始严厉打击公办学校教师外出办学的双重影响，在线教育开始迅速发展，也被称为在线教育元年，同样以 1 对 1 模式开启，但之后的发展与线下不同，线上大班课成为行业主流。目前，在线小班课主要集中在数理思维、少儿英语赛道，但规模尚不能与在线一对一和在线大班相比。而出于降低辅导老师成本和技术水平迅速发展的原因，AI 互动课 2019 年以来成为新的风口。

图表 2 K12 课程演变史

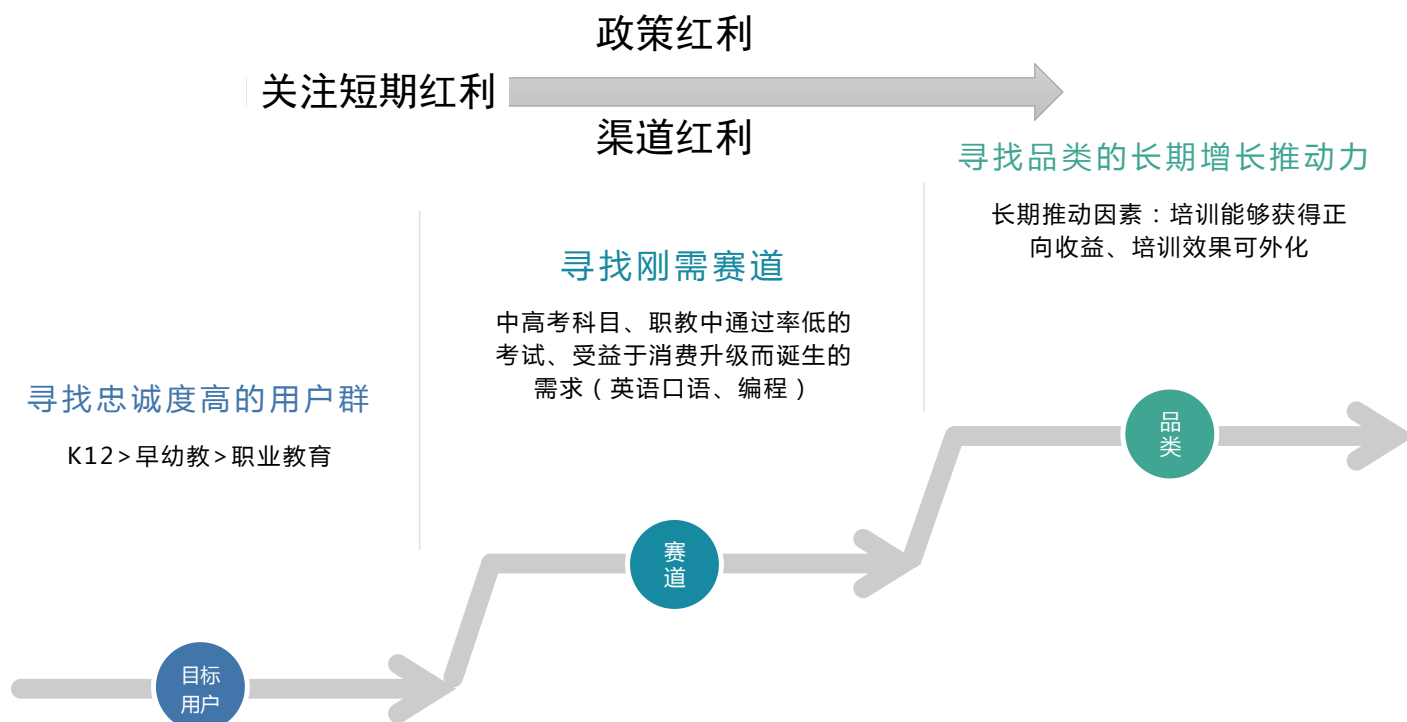


资料来源：艾瑞咨询，华创证券整理

从公司的选择上，教培行业经过了几年优化和试错后，投资者关注的核心要素已经发生了巨大的变化。在過去：在线教育比拼的是融资能力和学生规模的增速。现在：用户增速已经不再是最核心的指标要求，更多考验公司如何把钱“花出去”的能力，公司的投放效率、产品体验、数据决策能力成为投资者最关心的内容。未来：我们认为在线教育依旧是供给端驱动的行业，在未来公司的发展将取决于公司的组织架构、师资、内容研发的能力。

在赛道选择上，遵循选择最具忠诚度的人群、刚需品类、品类具有长期增长驱动力的原则。通过考察用户生命周期、续费率、客单价等指标来衡量用户忠诚度。优先选择中高考考试科目、通过率较低考试的培训等刚需品类。品类是否具有长期增长驱动力则可以通过衡量其是否具有长期培训价值、培训价值是否可以外化来判断。此外，是否具有政策、渠道等短期红利也是衡量的关键因素。

图表 3 在线教育赛道选择逻辑



资料来源：华创证券整理

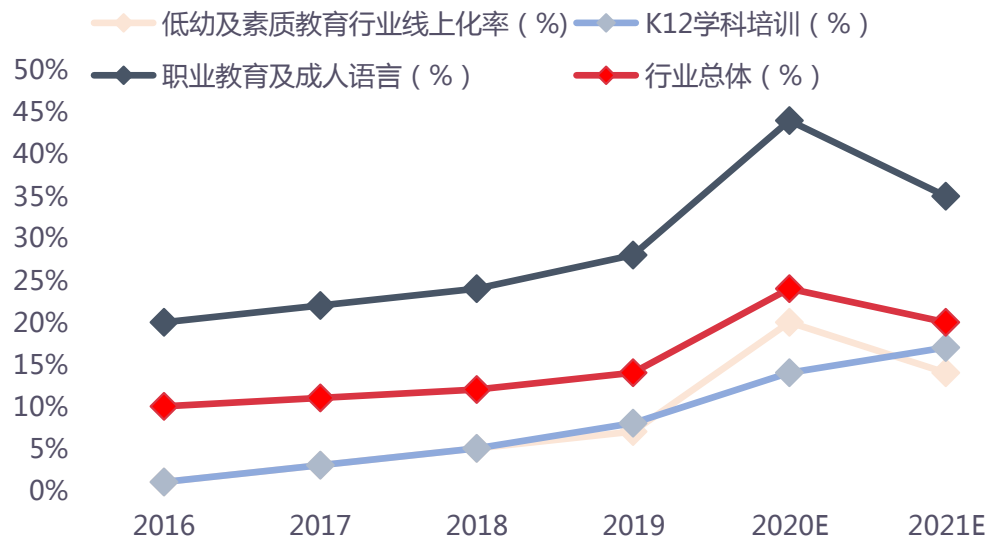
## 一、在线教育 2020：慢行业的快跑

在线教育是 2020 年资本市场最炙手可热的赛道之一，在疫情的催化下，K12 教育机构纷纷转型线上，进一步推动了在线教育的渗透率，人们开始对这个“旧”行业有了新认识，而资本的大量涌入，也使得这个“慢”行业开始加速奔跑。

（一）行业现状：渗透率快速提高的同时透支了部分未来的增速，但头部玩家市占率还有很大提升空间

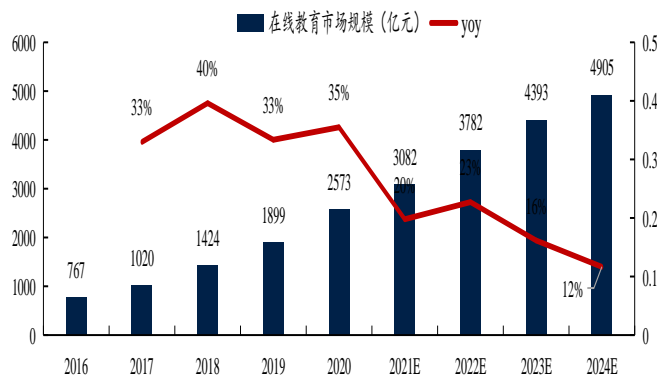
由于外部环境的影响，在线教育的渗透率在 2020 大大提高了。对于线下的公立学校和教培公司来说，延期开学和“停课不停学”导致各大、中、小学被迫采用线上教学的模式，而线下教培机构则同样将大量课程转移到线上；而传统的在线教育公司则趁势推出了免费课，头部机构的免费课报名人数均在千万量级，随着营销力度的增强，猿辅导、作业帮等在线教育品牌建立起了自己的品牌认知度。根据艾瑞咨询数据，在疫情催化下 2020 年教育行业线上化率提升了 10 个百分点，达到了 23%-25%，整体市场规模达 2573 亿元，同比增速 35.5%。而低幼及素质教育和 K12 学课培训两个细分市场在线化进程的加速则是近年来市场快速增长的主要贡献因素。

图表 4 教育行业线上化率情况



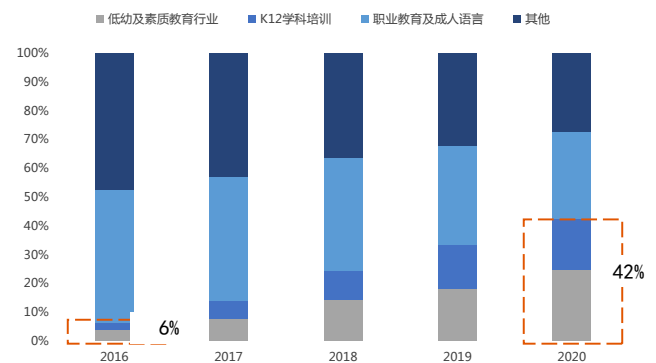
资料来源：艾瑞咨询，华创证券预测

图表 5 在线教育市场规模（亿元）及增速情况（%）



资料来源：艾瑞咨询，华创证券整理

图表 6 在线教育细分市场占比



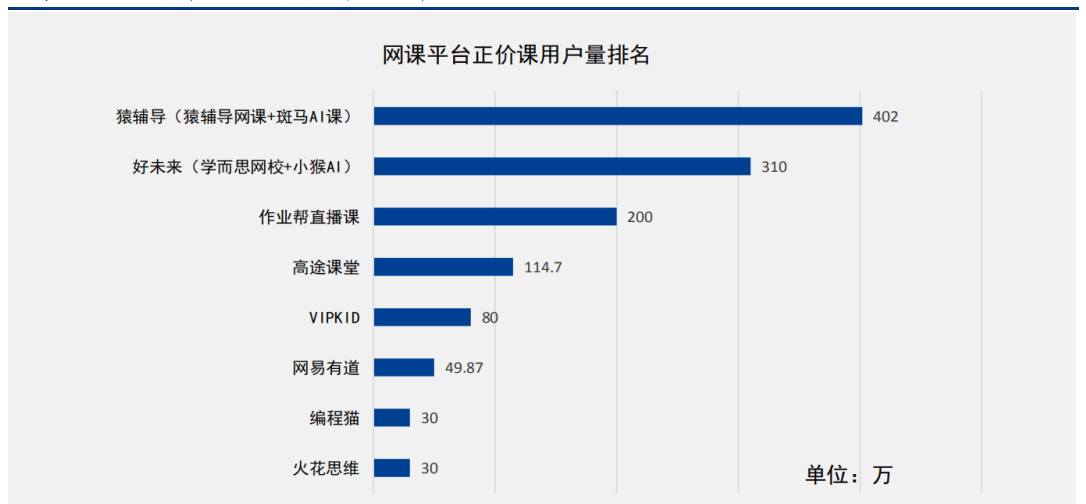
资料来源：艾瑞咨询，华创证券整理

但值得注意的是，教育行业线上化率的提高中有相当的部分是在外部环境的迫使下提升的。可以看到 2020 年在线教育市场快速增长主要是低幼及素质教育赛道和 K12 赛道推动的。20 年的高增速可能会透支未来两年的行业增速，“疫情带来的机遇”也会随着疫情的褪去而稍显失色。

在线教育头部玩家市占率仅 6%，离天花板还有很大距离。根据中科院发布的报告数据，2020 年年暑期前后猿辅导、好未来、作业帮、高途课堂、网易有道等在线教育平台正价课用户数共计 1216.57 万人。而根据教育部 20 年 5 月公布的《2019 年全国教育事业统计公报》，K12 在校学生共计 19383 万人。可知上述头部公司的市占率之和仅为 6.28%，渗透率还有很大的提升空间。



图表 7 网课平台正价课用户量排名



资料来源：中国科学院《2020 年中国在线教育网课市场白皮书暨 2021 年前瞻报告》

**供需失衡，市占率提升仍有空间。**政策上，2018 年起教育行业监管越发严格，尤其对于线下无证机构和在职教师外出培训的查处力度。更重要的是 2018 年国务院办公厅发文，要求校外培训机构的收费时段与教学安排应协调一致，不得一次性收取时间跨度超过 3 个月的费用。教育部等六部门出台的《关于规范校外线上培训的实施意见》也规定，按课时收费的，每科不得一次性收取超过 60 课时的费用；按培训周期收费的，不得一次性收取时间跨度超过 3 个月的费用。叠加上黑天鹅事件的影响，机构的现金流进一步恶化。20 年以来已陆续有学霸君、趣动旅程、明兮大语文、百弗英语、迪士尼英语、巨石达阵、泽林教育等多家知名机构陆续宣布倒闭。根据天眼查报告中数据，截止到 20 年 10 月份，教育机构已注销 13.6 万家，2019 年也注销了约 15 万家。**供给的下降，需求不降反有升，未来两年教育行业迎来了供需较为失衡的空窗期，给幸存玩家提高市占率留够了空间。**

图表 8 2011-2020 年教育相关企业注册和注销数量

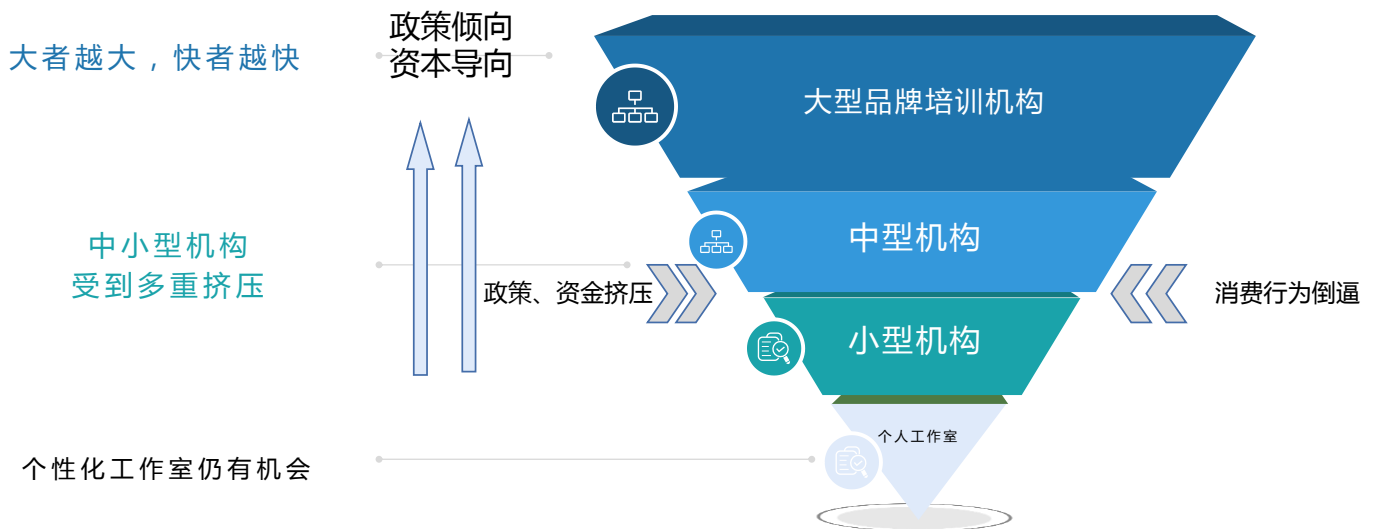


资料来源：天眼查大数据《2020 教育行业发展报告》

**未来：政策倾向、资本集中叠加影响下，未来教育行业市占率将可能向头部集中。**在疫情的催化之下，人才、产业资本以更快的速度向头部企业集中。而对于中小型机构则面临着政策和资金的双重挤压而大量出清。此外，在线教育对于用户产品习惯的改变也同样在压缩小微辅导机构的生存空间。但是，教育产品标准化程度较低，人们对于个性化的辅导需求始终存在，因此具有特色的小型机构或个人工作室仍将保有相当程度的市场

份额。

图表 9 未来教育产业格局将成倒三角结构



资料来源：智来智库，华创证券整理

## （二）投融资加速：马太效应加剧，行业的利好正变成头部企业的利好

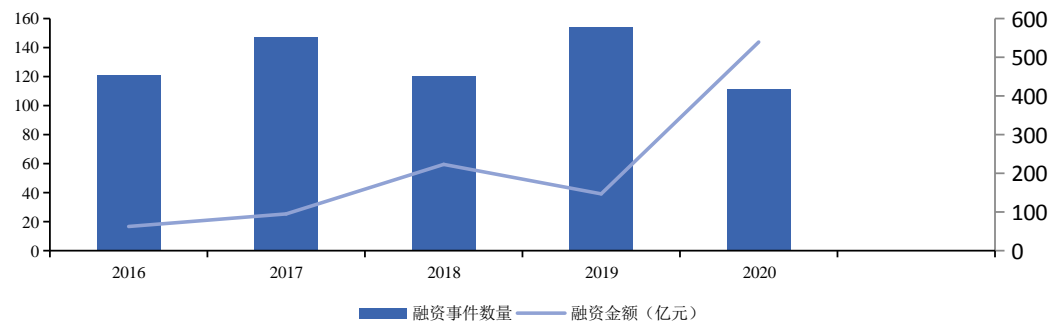
**政策周期上**，教育行业政策和监管力度围绕民生呈现较明显的周期性。近年来，教育政策整体趋紧，监管力度趋严，政策导向更强调教育行业要满足普惠性和公平性的民生属性，加大对于教育信息化领域投入的同时对于超前和违规课外辅导的监管更加严格。由于校外教学场景近年来占据越来越重要的地位，且随着经济的不断发展，消费人群对于教育产品的需求差别日益增大，因此无序的自下而上的教育资源供给和强调有序的自上而下的政策监管的冲突时有发生。

**资本周期上**，在线教育行业 15 年以来一直是资本市场上热度较高的行业，但彼时在线教育的商业模式尚不成熟，且近年来杠杆资金的来源受限，考虑到收回投资的时间成本，投资降温的同时资本也更倾向于给予龙头更高的溢价。

**在政策和资本周期叠加影响下，教育行业马太效应加剧，资金大量流向细分赛道头部公司。**受外部环境的影响，用户对于在线教育的认知程度大大提升，校内和校外教育的数字化和线上化水平也随之快速提升。从 2015 年起，在线 K12 教育市场的融资数量整体上呈现下降趋势，但单笔融资的平均金额却显著上升，整个市场呈现出明显的两极分化趋势。根据电子商务研究中心数据显示，2020 年全年，在线教育领域共披露融资事件 111 起，融资总额约 5539.3 亿元，其中，过半数的资金都涌向猿辅导和作业帮这两家在线教育头部公司。猿辅导今年 3 月、10 月、12 月分别完成了 10 亿美元、22 亿美元、3 亿美元三轮融资，作业帮今年 6 月和 12 月分别获得 7.5 亿美元和 16 亿美元的融资，两家总计 58.5 亿美元（约 382 亿元），占行业总体融资金额的 74.6%。



图表 10 2015-2020 在线教育融资数量和金额



资料来源：IT 桔子，华创证券

在其它细分赛道，头部效应同样明显。教育信息化赛道中翼鸥教育下半年连续获得两轮累计 3 亿美元左右的融资；少儿编程赛道的大部分融资被编程猫获得；而数理思维赛道中火花思维和豌豆思维拿到了 90%以上的融资；少儿英语赛道则主要投向了伴鱼和阿卡索两家在线少儿英语一对一公司。

图表 11 20 年一级市场融资金额在亿元以上的部分案例

公司	时间	融资额	投资机构
少儿英语			
伴鱼	20 年 8 月、9 月	1.2 亿美元；数千万美元	张涛、合鲸资本、天际资本、海纳亚洲；贝塔斯曼亚洲，纪源资本
阿卡索	20 年 10 月、11 月	亿元级人民币；亿元级人民币	未披露
鲸鱼外语培优	2020 年 2 月	1 亿元人民币	清新资本、山行资本、远洋资本
叮咚课堂	2020 年 2 月	数千万美元	襄禾资本、险峰长青、凯辉基金、创世伙伴
数理思维			
火花思维	20 年 4 月、8 月、10 月	3000 万美元；1.5 亿美元；1 亿美元	快手；金沙江创投、IDG、KKR、龙湖资本、纪源资本、红杉资本；猿辅导、腾讯、凯雷投资
豌豆思维	2020 年 11 月	1.8 亿美元	奥飞娱乐、软银、创新工场、DCM 资本
少儿编程			
编程猫	20 年 4 月、11 月	2.5 亿人民币；13 亿人民币	盛宇投资、渤海中盛、招银国际、粤科鑫泰股权投资基金；温氏投资、优山资本、大湾区共同家园发展基金、中信证券、高瓴资本
小码王	2020 年 3 月	1.5 亿人民币	未披露
教育信息化			
翼鸥教育	20 年 7 月、11 月	数千万美元；2.65 亿美元	渼策资本；渼策资本、高成资本、腾讯、海纳亚洲、高瓴资本
百家云	20 年 9 月、10 月	1.78 亿人民币；9300 万人民币	国科嘉和、金浦投资、青蓝资本、达晨创投
爱学习	2020 年 11 月	近两亿美元	GIC、华平投资
云学堂	2020 年 1 月	1 亿美元	云锋资本、大钲资本、海纳亚洲
开课吧	2020 年 8 月	5.5 亿人民币	高榕资本、高瓴资本
小鹅通	2020 年 10 月	数亿人民币	腾讯

资料来源：烯牛数据，华创证券

二级市场，好未来和跟谁学则加大了定增融资的力度。20 年 11 月、12 月好未来和跟谁学先后宣布完成了总计规模 40 亿美元以上的定增。并且跟谁学在 12 月接管了朴新网校并并购了鲸溪网校，规模进一步扩张。

### （三）新巨头的入场：互联网巨头的降维打击

#### 1、字节跳动：发力智能硬件

字节跳动 2018 年起就通过自研和收购的方式布局了多个在线教育产品，在教育产品的认知上已有一定积累。而 2019 年，字节跳动任命今日头条前 CEO、知名产品经理陈林执掌教育条线（现大力教育 CEO），这一任命则被认为是字节跳动全力投入的教育行业的开始。而 2020 年创始人张一鸣则在八周年内部信中用将近 1/3 的篇幅论述教育业务则将教育业务的重要性上升到一个更高的层次。

图表 12 字节跳动部分布局的教育产品

	2018	2019	2020
课外辅导	在线少儿英语 英语培训	GOGOKID 开言英语	K12 清北网校 启蒙教育 素质教育 瓜瓜龙启蒙 你拍一
学校教育	Ai 教育产品 教育信息化	Ai 学 一起作业	进校业务 极客大数据
家庭教育		智能硬件	锤子科技硬件 智能硬件 教育内容创作者补贴计划 大力智能 学浪计划

资料来源：何沛宽《字节跳动如何做教育》，华创证券整理

**字节跳动的教育版图：“突破创新、全球化、软硬一体”的无边界范畴。**目前字节跳动教育业务实际落地的产品已经覆盖 pre-K、K12、素质教育、高教、智能硬件、信息化工具等方向。可以看出字节跳动并未对自己的教育业务设限，从婴幼儿到银发的服务人的范围和包括各类内容服务、软硬件的业务范围，均在业务扩展的范围里，而硬件、K12 和素质教育则是目前投入最多的领域。

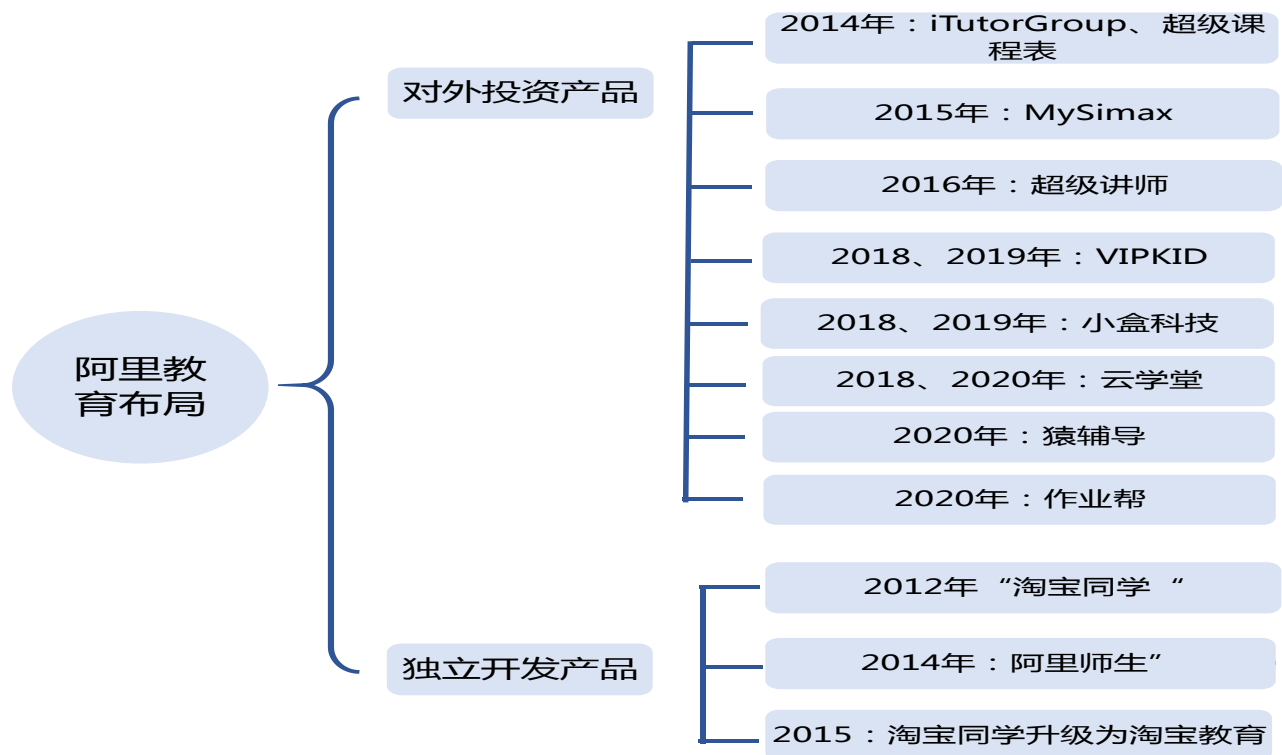
**硬件业务：家庭教育的基础设施，探索“硬件+内容”的结合体。**字节跳动 2019 年初收购了锤子科技手机业务，原团队改名为新石实验室成为字节跳动的硬件中台，专注于探索教育智能硬件开发。20 年 10 月字节跳动推出了首款智能硬件产品“大力智能作业灯”，该产品可以通过对应的 APP 实现作业计划和完成进度的实时同步，家长可远程掌握作业完成情况，并通过台灯的摄像头实现和孩子的视频连线通话。一定程度上，智能台灯弥补了过去家庭教育环境下服务缺失的问题，之前的大部分应用于家庭教育环境下的产品都依赖于平板或手机，而对于低幼使用者，平板和手机并非合适的设备。未来，字节跳动有望通过智能硬件设备不断覆盖新的业务场景，硬件入口将成为新的流量入口，并通过软硬件结合将学习数据打通，形成公司教育业务的壁垒。

#### 2、阿里巴巴：钉钉已成为教育信息化市场的头部参与者

**阿里巴巴的教育投资相较于其它巨头要相对起步较晚且较为慎重。**在教育投资领域细分上，阿里巴巴更偏爱幼儿学前教育和英语这两个领域，分别投资了宝宝树、VIPKID、CC

英语、兰迪少儿英语、TutorABC 等企业，在 K12 领域，与好未来共同投资了作业盒子。阿里巴巴的投资集中于中晚期项目，投资轮次多在 C 轮及 C 轮之后，投资金额大，最大的手笔是在 2018 年 6 月作为领投资方参与了 VIPKID 的 5 亿美元的 D+轮融资。此外，阿里巴巴通过云锋基金和阿里巴巴自身分别参与了猿辅导和作业帮的最近一轮融资。

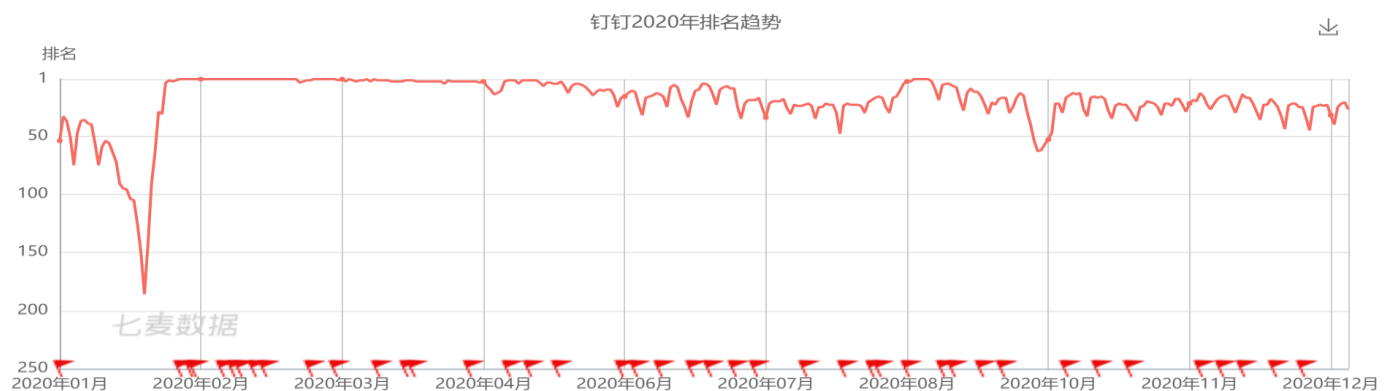
图表 13 阿里关于教育的部分投资布局



资料来源：蜗牛数据，华创证券整理

**钉钉：在线教育行业生态的流量入口。**在疫情之下，钉钉的反应十分迅速，数据显示，疫情期间钉钉支持了全国 14 万所学校、300 万个班级、1.3 亿学生在线上课。600 万老师在钉钉上累计上课超过了 6000 万小时，累计批改了 25 亿份作业。钉钉作为教育信息化的头部玩家，将自身定位为“未来数智化校园的入口”通过引入不同合作伙伴，深度触达教学的课前、课堂、课后环节，搭建起自身的业务生态。

图表 14 钉钉 2020 年排名趋势（ios 应用免费榜）



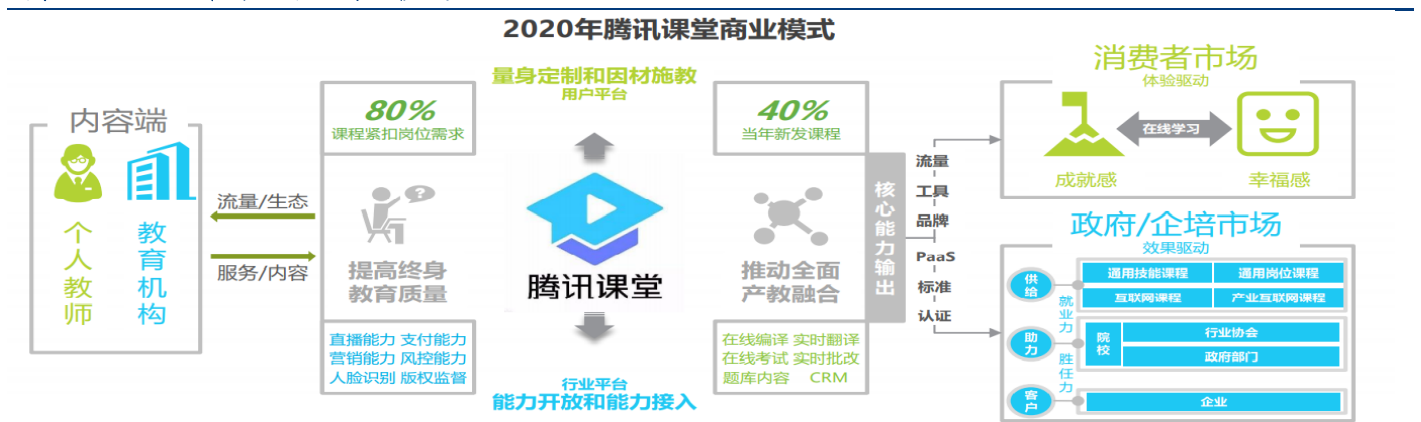
资料来源：七麦数据

**淘宝教育：**可以提供有效流量供给的流量工具。淘宝教育在 20 年 3 月升级成为淘宝教育事业部，人员规模量级较之前有了较大的提升，在内部资源的争取上也有了更多的优势。阿里经济体内存在支付宝端、钉钉端、淘宝端等多个教育场景，整合的目的也是希望通过淘宝教育事业部将分散的资源进行内部梳理整合，让教培类商家整个入驻、运营变得简单。而在商业模式上，我们认为淘宝教育短期内不会考虑直接盈利，更多的是沿用淘宝成熟的商业机制，主要是做好基础设施的复用和定制。在流量上打通淘内各种流量场景，诸如聚划算、淘宝直播、猜你喜欢等，目标是为商家提供有效流量。在基础设施（淘宝内视频课、钉钉上用户管理、支付宝工具连接等）辅助下，提高转化率、促进交易达成，后期依然可以复用淘宝电商的盈利机制。

### 3、腾讯：搭建综合性终身教育平台

腾讯教育 2020 年实现全面战略升级，从 B2B2C 在线职业教育平台升级为综合性终身教育平台。具体来看，腾讯课堂通过不断激励教育机构与个人老师产出优质内容以更好地服务 C 端学员。与此同时，在 B 端，还承接了由疫情催生出的大量企业培训需求，为企业内训的线上化转型提供一体化的数字化解决方案。疫情期间，腾讯课堂为数千所学校提供了免费的在线授课服务，疫情期间在线学习人数超过 6000 万人。腾讯课堂未来将连接上下游的各个端口，实现学员、教育机构、院校、企业间的无缝衔接，真正畅通无阻、高效地向社会输送高技能人才。

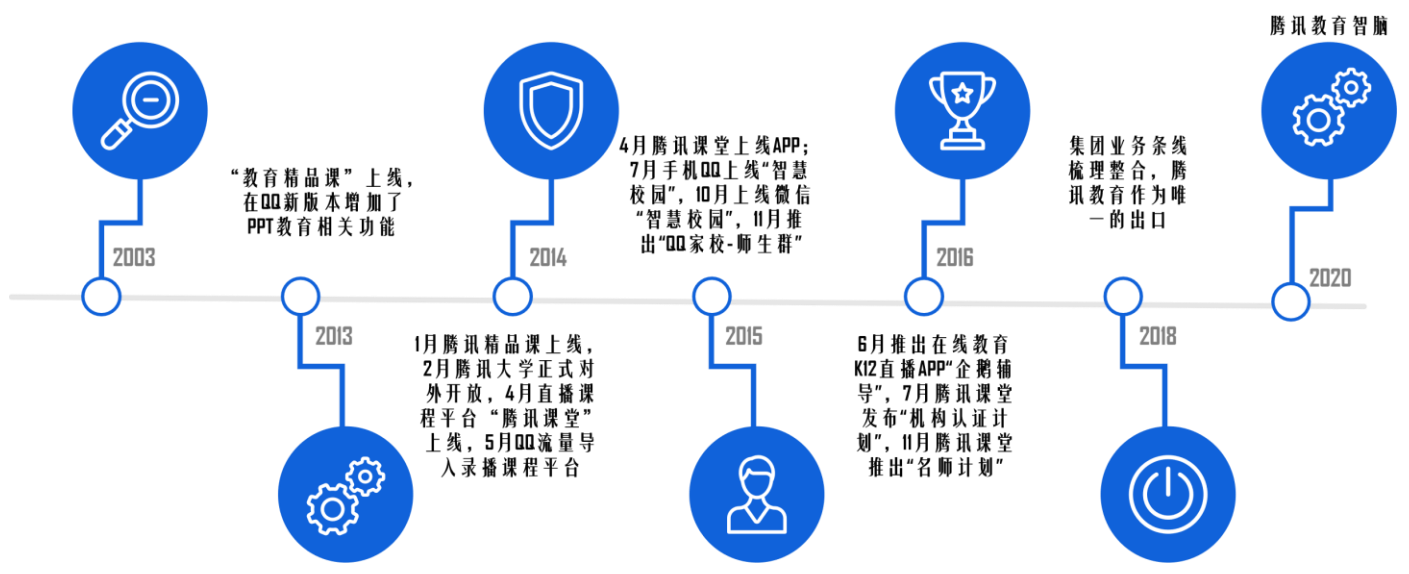
图表 15 2020 年腾讯课堂商业模式



资料来源：艾瑞咨询

腾讯在 2014 年正式开始布局在线教育，现已搭建出腾讯教育、腾讯教育云、智慧校园、智慧幼儿园、腾讯微校、腾讯新工科、腾讯课堂、企鹅辅导、腾讯英语君九条业务线。

图表 16 腾讯教育布局

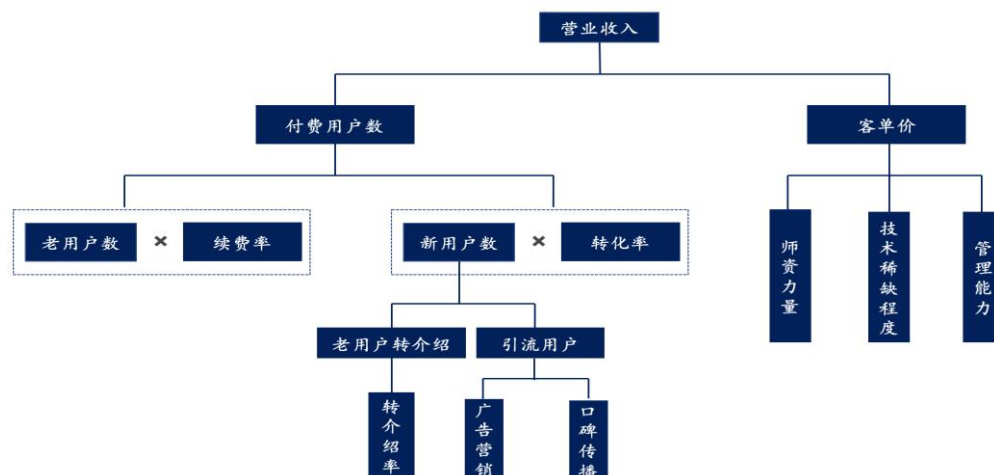


资料来源：多知网，华创证券整理

## 二、单位经济模型看在线教育现状和未来

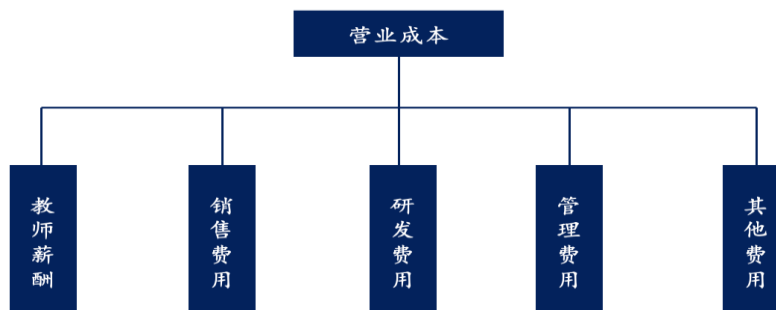
为了清晰地体现代在线教育的盈利情况，我们使用单位经济模型来分析在线教育的利润情况。如图展示在线教育行业的营业收入和营业成本的构成，下一步我们将分析三种教育模式的单位经济模型。

图表 17 在线教育盈利模型--收入端



资料来源：华创证券整理

图表 18 在线教育盈利模型--成本端



资料来源：华创证券整理

### 收入端：核心指标是付费用户数、转化率、续费率和客单价

在线教育的营业收入=付费用户数×客单价。付费用户数来自两个方面，一是老用户的留存，其中涉及到的重要指标包括续费率和退费率。学习效果和学习体验是决定用户是否留存的关键。提高用户留存率能够分摊前期高昂的获客成本，提高公司营业利润。二是新用户的转化，其中涉及的重要指标包括转化率和转介绍率。行业平均客单价在 1300 元左右，不同年级、不同学科客单价有较大差别，例如学而思三年级数学培优课单价为 1400 元，高二数学同步课单价为 1920 元。

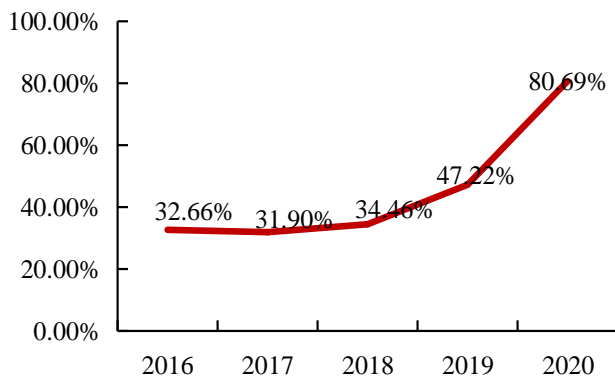
### 成本端：营销过高是在线教育的盈利难点

在线教育的营业成本包括营销费用、教师薪酬、研发费用、行政管理费用和其他费用（主



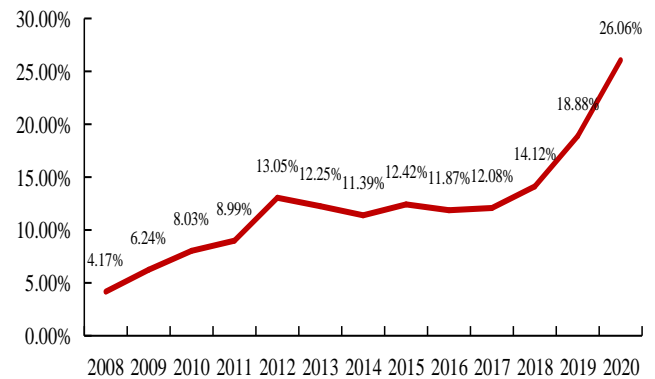
要为带宽费用），其中营销费用是主要的营业成本。营销费用来源于公司的营销推广以及私域流量运营。以新东方在线、跟谁学和好未来为例，2016-2020 年，新东方在线的销售费用率从 32.7% 增长至 80.7%。跟谁学 2020Q3 销售费用率从 49.22% 增长至 204.39%。在 2017 年以前，好未来的销售费用率稳定在 12% 左右，2018-2020 年，好未来的销售费用率持续升高，2020 年达到 26.06%，预计之后还将继续增加。在线教育机构通过“烧钱”模式获取用户流量反映了竞争的激烈，利润空间进一步被压缩。

图表 19 新东方在线 2016-2020 年销售费用率



资料来源：Wind，华创证券

图表 20 好未来 2008-2020 年销售费用率



资料来源：Wind，华创证券

### （一）在线 1 对 1：模式相对成熟，规模化能力有限

#### 1、在线 1 对 1 单位经济模型：提高客单价与续费率是关键

我们对在线 1 对 1 盈利模型中的关键变量进行如下假设：1) 单个客户课时价格为 300 元/课时；2) 班均课时数为 32 课时；3) 主讲老师课时费为 60 元/课时；4) 线上渠道获客成本为 4000 元/人；5) 续费率 50%。

图表 21 在线一对一 UE 模型及盈利模式测算分析

收入端假设		成本端假设值	
单个用户课时价格（元）	200	人均获客成本（元）	4000
班均课时（小时）	32	主讲老师课时费（元）	60
续班率	50%	宽带等技术费用率	5%
		其他费用率	10%
	暑期	秋季	寒假
收入	6400	3200	1600
主讲老师成本	1920	960	480
获客成本	4000	4000	
宽带等技术费用	320	160	80
其他成本	640	320	160
当期利润	-480	1760	880
累计利润	-480	1280	2160

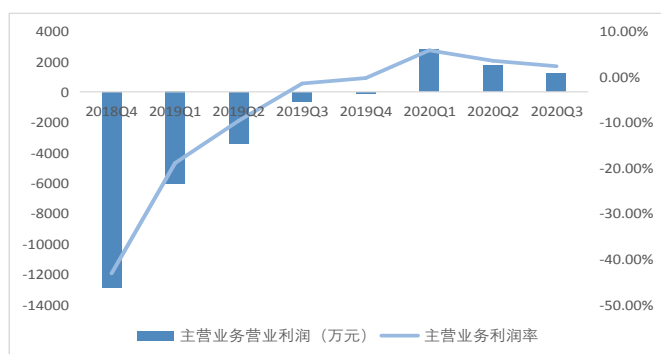
资料来源：华创证券测算

相较于在线大班模式，在线一对一由于受限于授课始终需要大量的真人教师，无法通过扩大规模使得成本下降，要更加“规模不经济”，但优势在于相对而言用户的价格敏感度要更低。这主要是由于一对一的用户群体集中于“补差”和“培优”两极，用户普遍对于个性化服务有着较高需求，并愿意为此支付一定的溢价。但同时也对上课的体验和产品效果有着较高的需求。

## 2、以“51Talk”为例看在线 1 对 1 商业模式

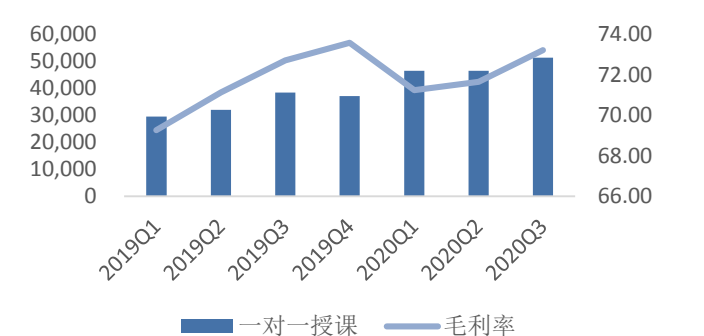
在在线教育普遍亏损的情况下，51talk 作为除跟谁学外（目前已亏损），第二家盈利的上市在线教育企业，从 2019Q4 开始到 2020Q3 财报，51talk 已经连续 4 个季度净利润盈利。根据公司披露的数据，公司 70% 以上的用户来自于非一线城市。

图表 22 公司主营业务利润(单位: 万元)及利润率(%)



资料来源: Wind, 华创证券

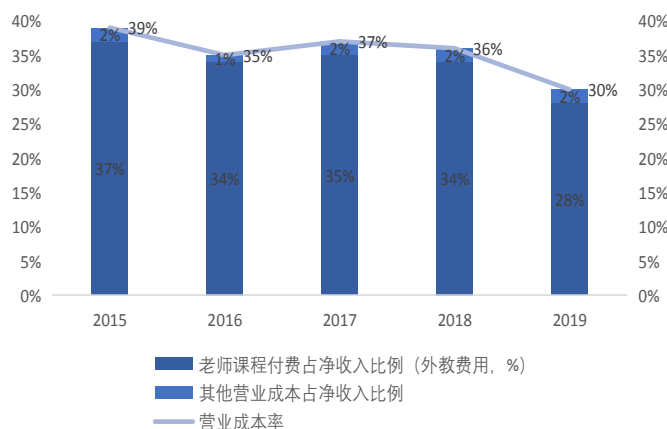
图表 23 公司一对一业务营收(单位: 万元)和毛利率(%)



资料来源: Wind, 华创证券

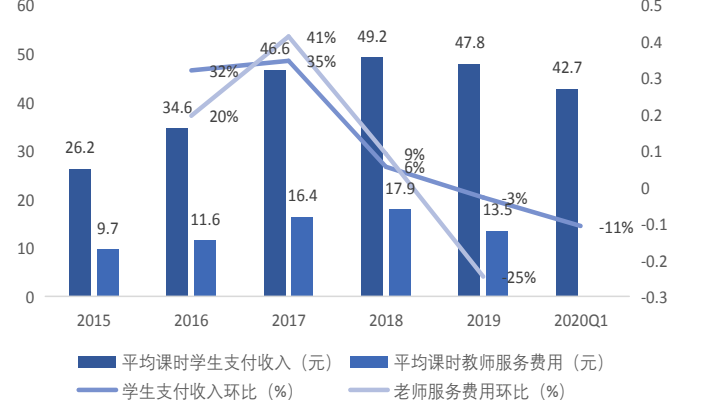
公司一对一业务毛利率在 70% 左右，与跟谁学、流利说等在线大班课程毛利相仿。拆解公司的营业成本，公司产品和服务核心的外教费用是营业成本主要组成部分（占比 95% 以上），也是影响公司毛利水平的关键。进一步拆解公司课程服务费情况，可以看到影响其占比的因素可以拆解为每课时学生支付的课时费和每课时支付给老师的劳务费用。从 2015 年到 2020 年 Q1，两项费用都是呈先增后减的趋势，但是每课时支付给老师费用的下降速度远远快于学生课时费的降速。也就是说，公司一对一业务毛利率的提升主要是由于支付给教师费用的减少导致。

图表 24 51Talk 营收成本情况



资料来源: Wind, 华创证券

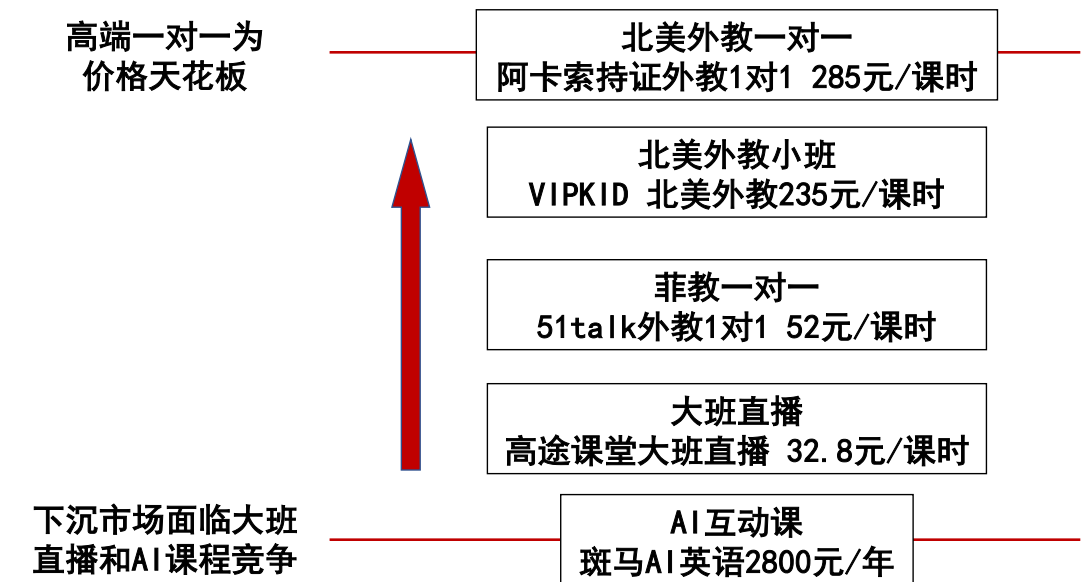
图表 25 51Talk 课程服务费率情况



资料来源: Wind, 华创证券

**看公司课程收入提价空间：**提价空间较大，下沉市场面临 AI 课的强大竞争压力。公司主营为少儿英语业务，竞品主要为其它在线 1 对 1、在线小班、在线大班、AI 互动课等。在下沉市场，51talk 的 K12-英语 1v1 业务必然面临着具有更加应试效应的大班课和具有低成本优势的 AI 英语的竞争，低价 1v1 的价格将锚定这两类产品，而向上的提价空间较高，但相应的教师成本也会随之提升。

**图表 26 在线英语课程竞争激烈**

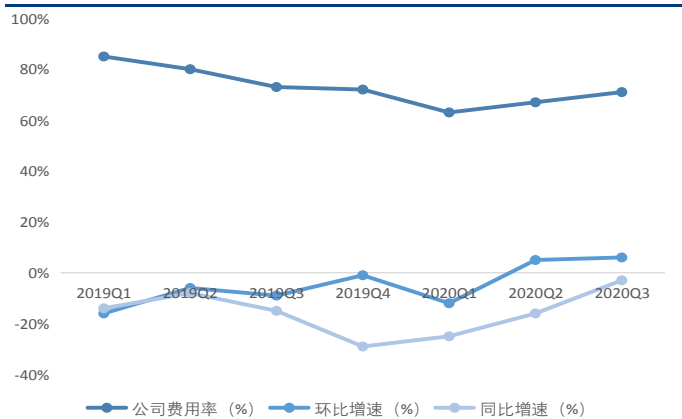


资料来源：各公司官网，各公司 APP，华创证券整理

**看公司教师成本的下降空间：**下降空间有限。51Talk 主要雇佣菲律宾人作为外教，此外也有部分北美和英联邦国家的外教。菲律宾是世界第三大英语人口国家，且人均工资水平相比北美国家较低，与中国几乎没有时差，管理难度较小，因此很难从外教来源上找到成本更低的国家。而菲律宾经济又处在较快的发展过程中，2015-2019 年 GDP 增速均在 6% 以上，因此公司未来教师将面临着较大的涨薪压力。而如果维持着目前较低的薪资水平，则可能会导致较多的教师流动，也会影响教育质量。而在线 1 对 1 的消费者对于服务体验和上课效果的优劣则是选择课程的重要标准。

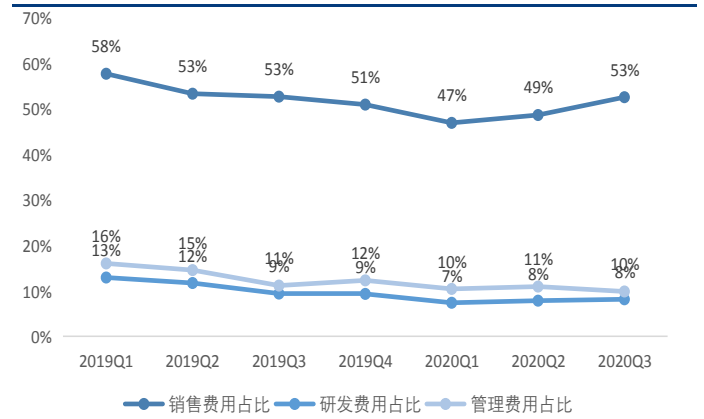
**看公司费用率下降空间：**研发费用和管理费用下降空间较小，主要看销售费用优化空间。整体看公司费用率近年来持续下降。拆分来看研发费用率和一般行政开支费用率每个季度逐步下降。但是从同比的角度来看，从 2019 年 Q4 开始，下降趋势减缓。研发和管理费用主要来自于相应人员成本，未来优化空间相对有限。而占比较高且相对优化空间较大的为销售费用从 20 年 Q1 开始重新回到了上升渠道。未来优化空间主要看随着市场竞争缓和和公司品牌的建立而减少的销售费用空间。但与在线大班的情况不同，公司销售费用中人员工资成本占比较高，这也导致其未来优化的空间并不如在线大班课一样广阔。

图表 27 51Talk 费用率情况



资料来源: Wind, 华创证券

图表 28 公司销售费用、研发费用、管理费用占营业收入比例



资料来源: Wind, 华创证券

**总结:** 在线 1 对 1 模式下, 公司成本端可调节的空间较小, 且该模式本身不具备规模效应。因此该模式的关键为: **课程单价的提升与留存率的提高**。如前文中分析的, 在线 1 对 1 的大量核心用户是低线城市的高收入群体, 这部分群体具有较强的个性化和综合素质提升的教育需求, 并且为教育付费的意愿和能力较强, 对价格相对而言并不敏感, 因此具备在提升产品质量同时提价的空间。此外, 在线 1 对 1 模式相对而言销售人员占比要高于其他模式, 这除了由于其流量获客并不如在线大班激进的原因外, 也由于目前在线 1 对 1 公司较为依赖于销售人员营销留存而非口碑留存, 提升产品力以提升留存率也将降低销售费用率, 改善盈利的质量。

## (二) 在线小班课: 在不影响授课效果的前提下扩大班容是商业模式跑通的核心要素

### 1、单位经济模型: 班均人数为盈利的重要因素

通过参考东方优播、好未来等主要在线小班机构数据, 我们对在线小班盈利模型中的关键变量进行如下假设: 1) 班均人数为 20 人; 2) 班均课时数为 32 课时; 3) 课时价格为 70 元; 4) 主讲老师课时费为 300 元/课时; 5) 低价班转化率 25%; 6) 正价课续班率 70%; 7) 获客成本为 150 元/人。

图表 29 在线小班核心假设

在线小班核心假设			
收入端假设		成本端假设值	
班均人数 (人)	20	低价班获客成本 (元/人)	150
班均课时 (小时)	32	主讲老师课时费 (元/小时)	300
课时价格 (元/人)	70	宽带等技术费用率	5%
低价班转化率	30%	其他费用率	10%
续班率	70%	教师产能 (师均带班数)	10

资料来源: 华创证券预测

在以上假设的情况下, 我们可以测算出单次招生下一个完整学年的累计毛利率约为 41%。在考虑到销售和管理人员费用、线下体验店水电房租、课程研发等费用后, 盈利模式并不十分稳固。

**图表 30 在线小班单次招生盈利测算**

	暑期	秋季	寒假	春季
课程单价（单位：元）	49	2240	1260	2240
学员数（单位：人）	200	60	42	29
班级数量（单位：个）	10	3	3	2
课时数（单位：课时）	16	30	16	30
收入（单位：元）	9800	134400	52920	64960
主讲老师成本	48000	27000	14400	18000
获客成本	30000	/	/	/
宽带等技术费用	490	6720	2646	3248
其他成本	196	2688	1058.4	1299.2
当季利润（元）	-68886	97992	34815.6	42412.8
累计利润（元）	-68886	29106	63921.6	106334.4
累计毛利率（%）	-703%	20%	32%	41%

资料来源：华创证券测算

小班教学模式盈利的关键在于以扩大班型的方式降低履约成本，同时做大利润，从而不断优化单位经济模型。在线小班课人均获客成本比在线一对一低，主要成本是主讲老师成本。在小班教学中，主讲老师成本属于固定成本，会被班级人数的扩大而摊薄，因此在线小班教学的盈利水平取决于班均人数。在敏感性分析中，小班教学的盈利能力对小班型班容十分敏感，在在学人数一定的前提下，班型越大，盈利能力越强。

**图表 31 在线小班敏感性分析**

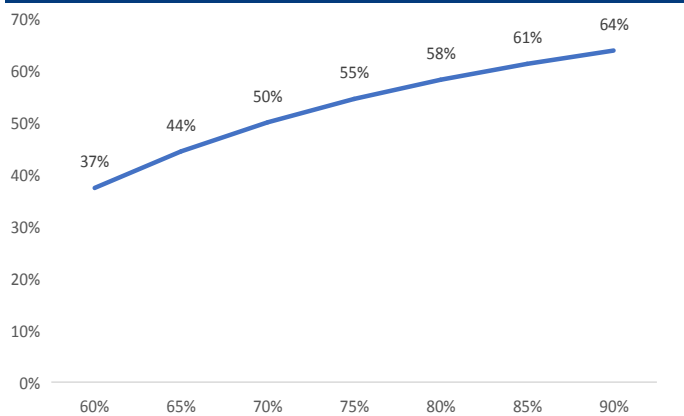
利润率		班均人数（人）										
		8	12	14.0	16	18	20	22	24	26	28	30
课时价格（元）	60	12.19%	33.02%	38.97%	43.44%	46.91%	49.69%	51.96%	53.85%	55.46%	56.83%	58.02%
	62	15.02%	35.18%	40.94%	45.26%	48.62%	51.31%	53.51%	55.34%	56.89%	58.22%	59.38%
	64	17.68%	37.21%	42.79%	46.97%	50.23%	52.83%	54.96%	56.74%	58.24%	59.53%	60.64%
	66	20.17%	39.11%	44.52%	48.58%	51.74%	54.26%	56.33%	58.05%	59.51%	60.75%	61.84%
	68	22.52%	40.90%	46.15%	50.09%	53.16%	55.61%	57.61%	59.28%	60.70%	61.91%	62.96%
	70	24.73%	42.59%	47.69%	51.52%	54.49%	56.88%	58.82%	60.45%	61.82%	63.00%	64.02%
	72	26.82%	44.18%	49.14%	52.86%	55.76%	58.07%	59.97%	61.55%	62.88%	64.03%	65.02%
	74	28.80%	45.69%	50.52%	54.14%	56.95%	59.21%	61.05%	62.58%	63.88%	65.00%	65.96%
	76	30.67%	47.12%	51.82%	55.35%	58.09%	60.28%	62.07%	63.57%	64.83%	65.92%	66.86%
	78	32.45%	48.48%	53.06%	56.49%	59.16%	61.30%	63.05%	64.50%	65.74%	66.79%	67.71%
	80	34.14%	49.77%	54.23%	57.58%	60.18%	62.27%	63.97%	65.39%	66.59%	67.62%	68.52%

资料来源：华创证券测算

此外，主讲教师成本和续班率也是观察的重要指标。在线小班模式下教师成本对盈利能力影响很大，平均课时费每提高 50 元将降低 6% 的营业利润率。因此在此模式下教师的薪酬水平上限不高。而通过对续班率的测算发现，当续班率在 75% 以上时，每提高 5% 的续班率会提高 3% 左右的营业利润率。我们认为当续班率达到一定水平时，再通过雇佣大量辅导老师或销售人员通过过度营销提高续班率将是不经济的行为，此时的在线小班留存将更多依靠产品力和服务质量。

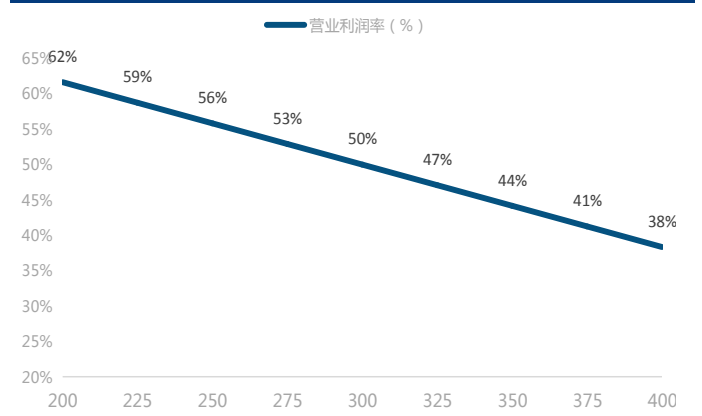


图表 32 续班率对在线小班营业利润率影响



资料来源：华创证券测算

图表 33 教师成本对于营业利润率的影响

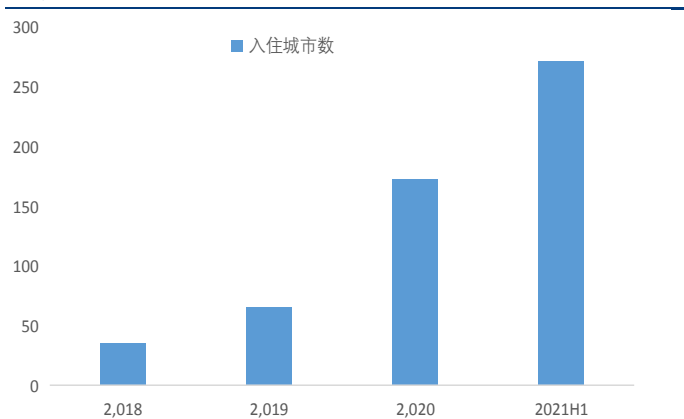


资料来源：华创证券测算

## 2、从东方优播看在线小班商业模式

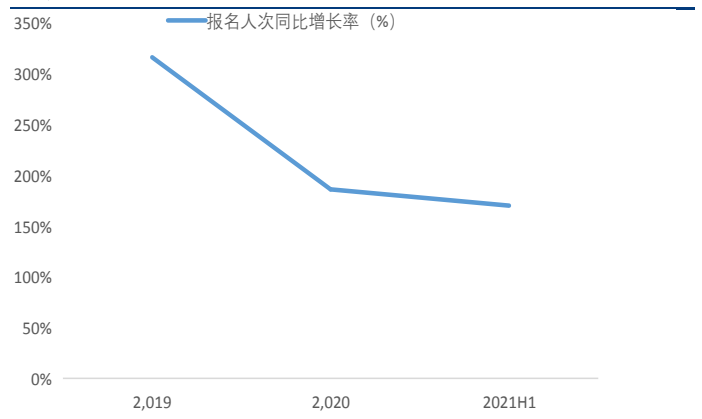
东方优播为新东方在线的全资子公司，于 2017 年开始关于在线小班课程的探索。截止到 2020 年 11 月 30 日，东方优播已进入中国 26 个省的 271 个城市。

图表 34 东方优播入住城市数量



资料来源：新东方在线年报，华创证券

图表 35 东方优播报名人数增速 (%)



资料来源：新东方在线年报，华创证券

线下体验班为主要的流量入口，获客成本显著低于竞争对手。与其他在线教育机构主要采用线上买量获客的方式不同，东方优播主要在用线下体验店的形式，线下体验店的低价班是其主要的流量入口。根据其招股书和年报披露的数据，每个体验店的投入约为 60 万元，2020 财年东方优播付费人次约为 36 万人次，而对应的线下体验店数量为 172 家（其中下半年新增 44 家，全年新增 107 家），我们假设以 70% 的产能即 120 家门店完成全年招生，可以测算出每个体验店每年平均招生数约为 3000 人，对应获客费用约为 200 元/人。而考虑到其中复购和扩科的情况，实际招生人数应该低于 3000 人的水平，获客费用也将高于 200 元/人。但对比行业内在线大班数千元的获客成本，仍然有显著的优势。

**教研、运营高度本地化，考研师训和精细化运营能力。**东方优播受益于总部强大的研发能力，可以实现按照所在地教材版本进行针对性研发、按城市进行学生分班的本地化教学和运营。且公司先后在北京、武汉等地设立多处师资中心，具有标准化的师资培训体系，教师供给充足，同时满足了低线城市高收入群体“优质师资”+“本地化教学”的需求。



求。与在线大班形成了差异化的竞争模式。

### （三）在线大班课：LTV 是更重要的指标

#### 1、单位经济模型：核心在于增加用户生命周期收入，获客成本和续班率是决定盈利水平的主要因素

通过参考新东方在线、猿辅导、学而思网校、跟谁学等在线大班课机构数据，我们对在线大班盈利模型中的关键变量进行假设如下：

- 1) 暑期低价课报名人数为 100 万人/年；
- 2) 暑期低价课课程价格为 50 元；
- 3) 正价班价格为 1300 元/人；
- 4) 低价班转化率 25%；
- 5) 正价课续班率为 70%；
- 6) 每名主讲老师季度薪酬为 5 万元/人，辅导老师季度薪酬为 2.5 万元/人，主讲老师数量为 259 人，辅导老师数量为 2000 人；
- 7) 人均运营费用为收入的 10%。

图表 36 在线大班单位经济模型

在线大班收入成本假设			
收入端假设		成本端假设值	
暑期入口班人数	1000000	低价人次获客成本	375
低价班平均人数	4000	辅导老师产能	500
低价班价格	50	主讲老师数量	250
暑期/秋季/寒假正价版客单价	1300	辅导老师数量	2000
低价班转化率	25%	主讲老师季度薪酬	50000
续班率	70%	辅导老师季度薪酬	25000
		主讲老师季度成本	12500000
		辅导老师季度成本	50000000
		人均运营费用	15%

资料来源：华创证券测算

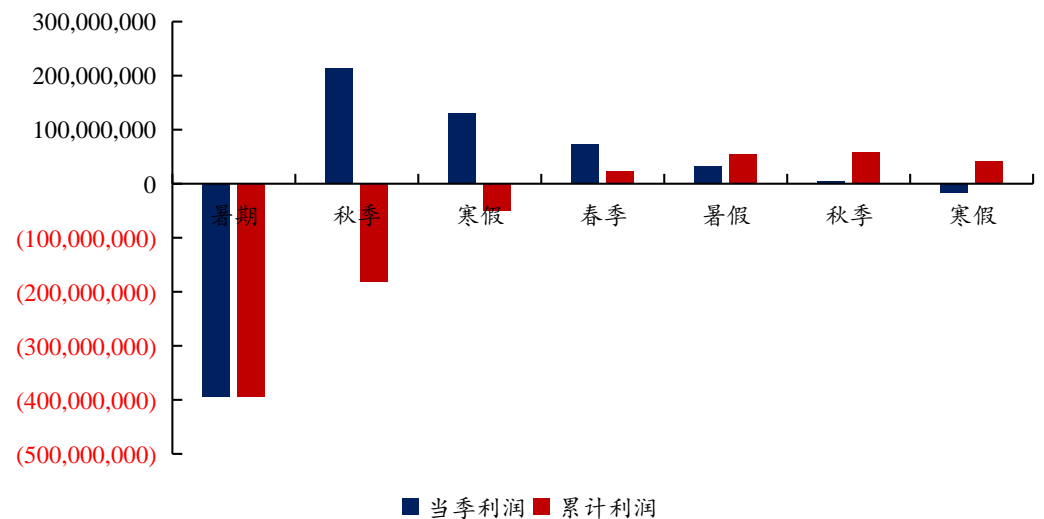
图表 37 在线大班盈利测算

	暑期	秋季	寒假	春季	暑假	秋季	寒假
暑期班低价报名人数	1000000						
低价班转化率	25%						
正价班续班率		70%	70%	70%	70%	70%	70%
正价班人数		250000	175000	122500	85750	60025	42018
正价版价格		1300	1300	1300	1300	1300	1300

	暑期	秋季	寒假	春季	暑假	秋季	寒假
低价班人数	1000000						
低价班价格	50						
收入	50000000	32500000	22750000	15925000	11147500	7803250	5462275
单位获客成本	375						
获客成本	37500000						
教师薪酬	6250000	6250000	6250000	6250000	6250000	6250000	6250000
运营费用率	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
运营费用	750000	4875000	3412500	2388750	1672125	11704875	8193412.5
当季利润	-39500000	21375000	13087500	7286250	3225375	3827625	-16070662.5
累计利润	-39500000	-18125000	-5037500	2248750	5474125	58568875	42498212.5

资料来源：华创证券测算

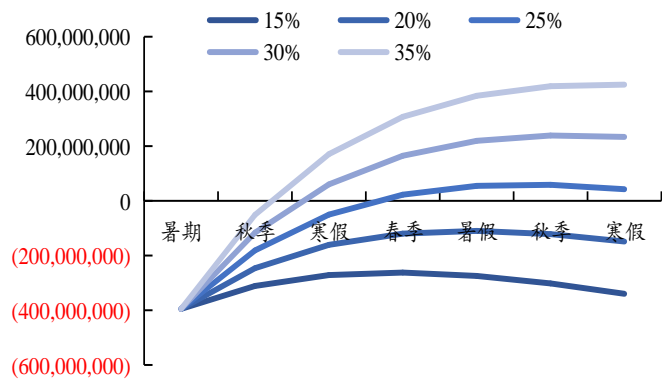
图表 38 在线大班模式下当季利润和累计利润测算



资料来源：华创证券测算

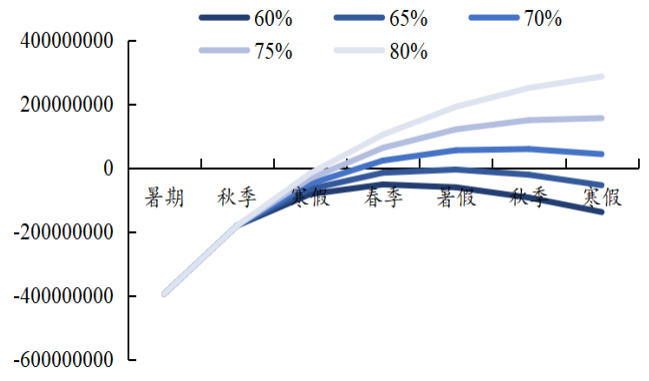
**获客成本和续班率是**在线大班课盈利的关键。在标准假设下，我们可以看到在线大班首单亏损几乎无法避免，需要在第四季度实现正的累计盈利，累计利润为 6057.5 万元。我们进一步对模型中的暑期班人次、获客成本、低价课转化率和正价课续班率进行敏感性分析。当暑期班人次低于 80 万人、获客成本高于 600 元、低价课转化率低于 25%、正价课续班率低于 65% 将无法实现盈利。转化率和续班率取决于用户的学习效果和学习体验，而目前机构的获客方式主要通过线上线下的广告推广，流量的稀缺性导致获客成本居高不下。为了降低获客成本，各机构应积极探索其他获客渠道，以降低获客成本，提高利润。

图表 39 对低价班转化率敏感性分析



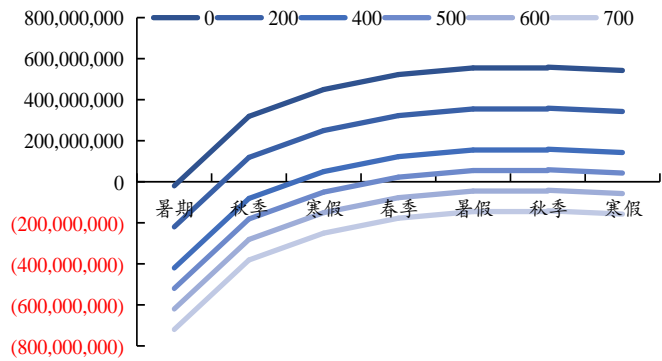
资料来源：华创证券测算

图表 40 对续班率敏感性分析



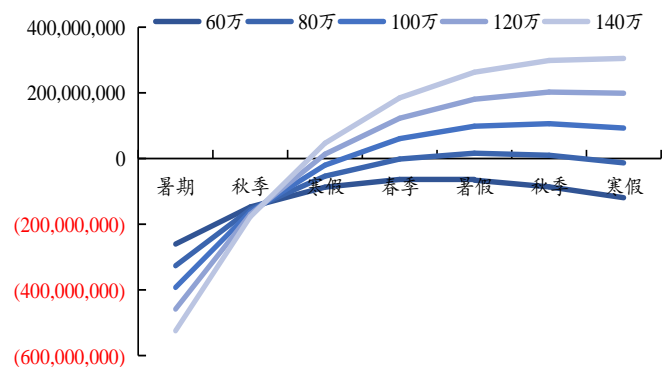
资料来源：华创证券测算

图表 41 对获客成本敏感性分析



资料来源：华创证券测算

图表 42 对低价班人次敏感性分析



资料来源：华创证券测算

## 2、在线大班课现状：烧钱继续，增收不增利

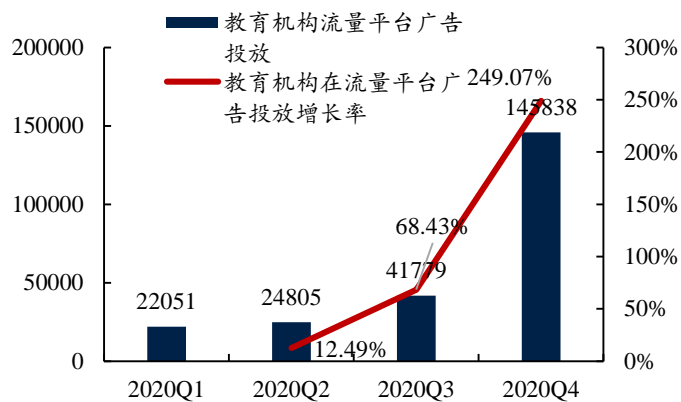
在线教育公域流量引流方式包括线下宣传、线上广告投放。线下宣传方式常有平面广告、线下机构直接推销等。在过去的两年内，上述公域流量引流方式均被大量使用。据 AppGrowing 统计，2020Q4 教育机构在流量平台的广告投放数量达到 14.6 万，同比上一季度增长 249.07%。抖音、快手等短视频平台是在线教育引流的重要平台。2020Q4 教育机构在流量媒体平台的广告投放数量达到 15.5 万，同比上一季度增长 240.98%。

图表 43 部分各大教育品牌赞助的综艺、晚会

教育品牌	赞助的综艺、晚会
作业帮	《向往的生活》、《神奇的汉字》、《快乐大本营》
猿辅导	《央视春晚》、《中国诗词大会》、《最强大脑》
高途课堂	《极限挑战》
瓜瓜龙思维	《妻子的浪漫旅行》
瓜瓜龙英语	《乘风破浪的姐姐》
斑马 AI 课	《幸福三重奏》

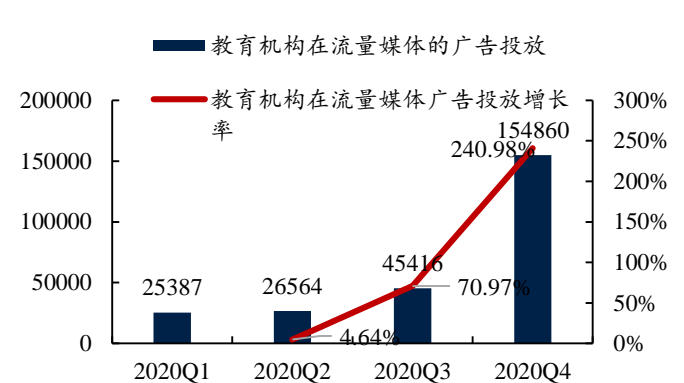
资料来源：各大品牌官网，华创证券

图表 44 教育机构流量平台（搜索引擎、微博等）的广告投放数量



资料来源: AppGrowing, 华创证券

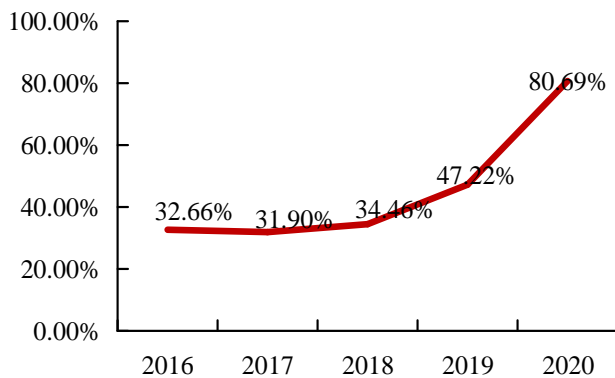
图表 45 在流量媒体（抖音、快手、长视频平台）的广告投放数量



资料来源: AppGrowing, 华创证券

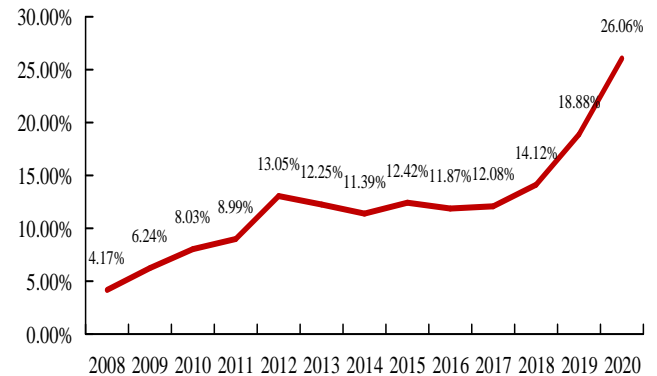
各大在线教育平台营销投放加大，销售费用率攀升。在线教育机构不断涌现，为了尽快抢占市场，各大平台纷纷加大营销力度。2016-2020 年，新东方在线的销售费用率从 32.7% 增长至 80.7%/+48pct。在 2017 年以前，好未来的销售费用率稳定在 12% 左右，2018-2020 年，好未来的销售费用率持续升高，2020 年达到 26.06%，预计之后还将继续增加。跟谁学 2020Q3 销售费用率从 49.22% 飙升至 204.39%。在线教育机构通过“烧钱”模式获取用户流量反映了竞争的激烈，利润空间进一步被压缩。

图表 46 新东方在线销售费用率



资料来源: Wind, 华创证券

图表 47 好未来销售费用率



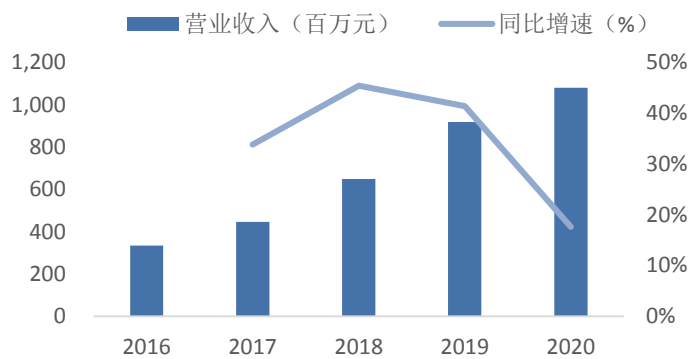
资料来源: Wind, 华创证券

在线教育转化链条长，较低的行业转化率和激烈的竞争导致获客成本居高不下。整个在线教育获客流程包括广告触达（其中包括线上广告的投放和线下的推广）、用户下载、使用、低价课试听、正价课购买。较长的转化链条里每一环节都可能面临用户的流失，从而导致整个转化率一直维持在较低的水平（行业平均 25% 左右）。同时，2019 年以来，各大公司纷纷加大了线上营销的投放力度，两者叠加导致行业的获客成本持续上升。

营销费用的提升换来了营收和用户数的迅速增长。在 2020 财年里，新东方在线、学而思网校、跟谁学、有道均实现了营收和付费学生数的高速增长。营收：新东方在线：2021 财年 H1 中 K-12 教育分部的总营收 3.36 亿元，同比增长 162.9%；学而思网校 2021 财

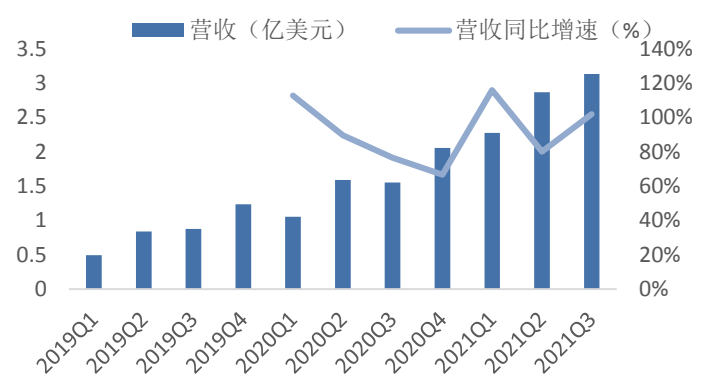
年前三季度实现营收 8.28 亿美元（+102.44%），三季度净收入增长达到 102%；跟谁学：2020 年前三季度 K12 在线课程的收入为 42.62 亿元人民币，同比增长 356.5%。20Q3 K12 在线课程收入为 17.572 亿元，同比增长 282.7%；有道：2020 年 Q3 k12 业务营收为 6.76 亿元，同比增长 368.9%，为上市以来 K12 业务营收增速最快的一季度。

**图表 48 新东方在线 K12 业务营收（单位：百万元）及增速（%）情况**



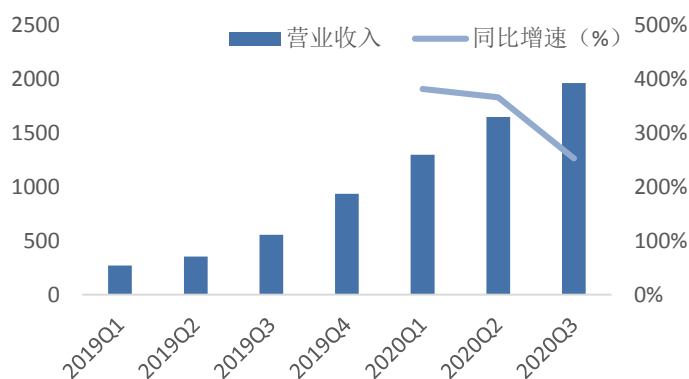
资料来源：Wind，华创证券

**图表 49 学而思网校营收（单位：亿美元）及增速（单位：%）情况**



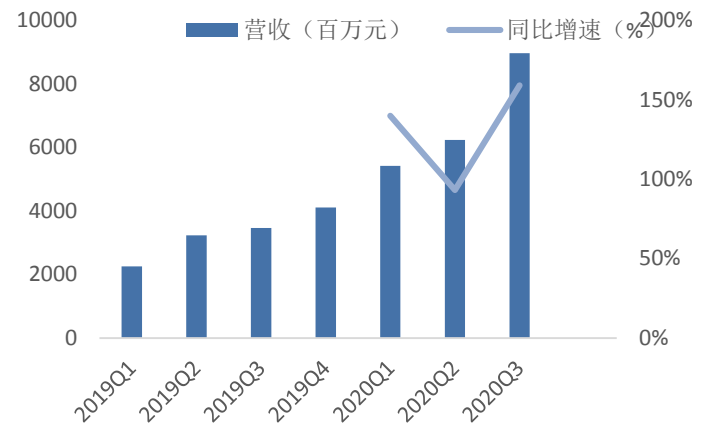
资料来源：Wind，华创证券

**图表 50 跟谁学营收（单位：百万元）及增速情况（%）**



资料来源：Wind，华创证券

**图表 51 有道营收（单位：百万元）及增速情况（%）**

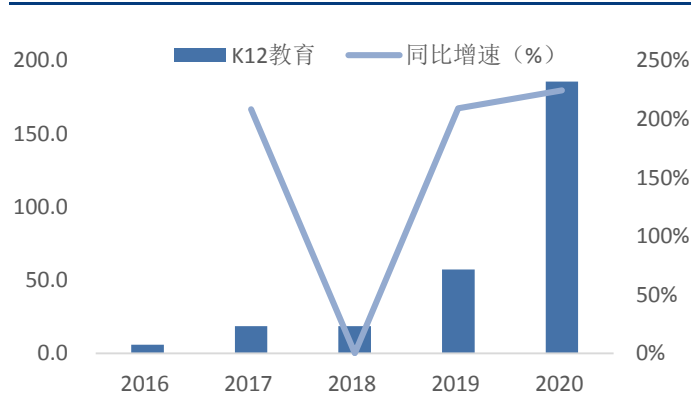


资料来源：Wind，华创证券

**付费人数：**新东方在线：2021 H1，公司的付费学生人数总计为 214 万人，较上年同期增长了 62.5%。其中主要得益于 K-12 教育付费人数的增长，2021 财年上半年，K-12 教育付费人数为 183.8 万人，较上年同期同比大增 143.44%，新东方在线的积极扩张战略成效显著。新东方在线 K-12 大班的付费学生人次同比增长 134.4%；东方优播课程的付费学生人次同比增长 170.3%。学而思网校：在 2021 财年第三季度，学而思网校第三季度的收入同比增长 102%，长期正价课入学人数则超过 170 万人次，同比增长 92%。本季度，在线业务贡献了总收入的 28%和长期正价课人数的 50%，而去年同期分别占总收入的 19%和长期正价课人数的 38%。跟谁学：公司 2020 年前三季度正价课付费人次达

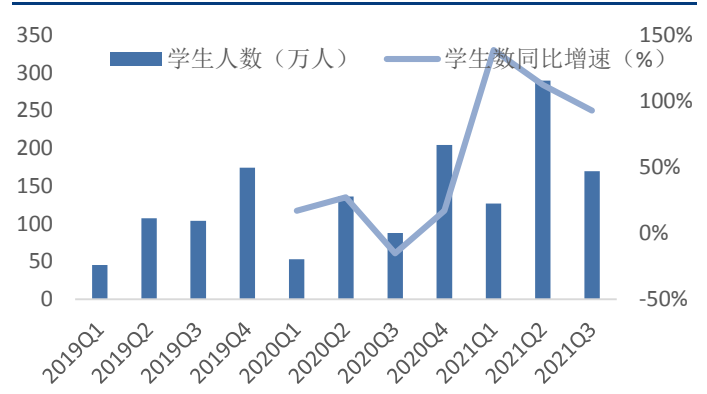
到 359.6 万，同比增长 229.6%。K-12 在线课程正价课付费人次达到 329 万，同比增长 245.2%。有道：2020 年第三季度 K12 正价课付费人次达 49.87 万，同比增长 437.9%；

**图表 52 新东方在线 K12 学生人数(单位：万人) 及增速情况 (%)**



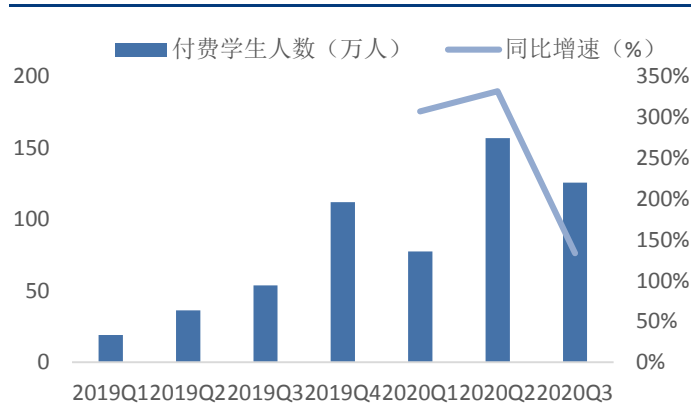
资料来源：Wind，华创证券

**图表 53 学而思网校学生人数 (单位：万人) 及增速情况 (%)**



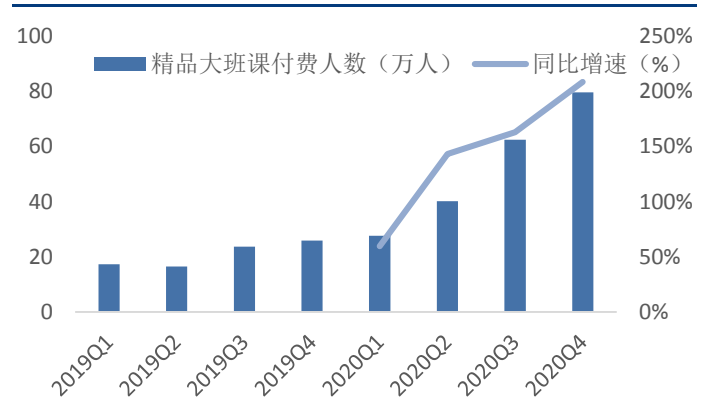
资料来源：Wind，华创证券

**图表 54 跟谁学付费学生人数 (单位：万人) 及增速情况 (%)**



资料来源：Wind，华创证券

**图表 55 有道营收 (单位：百万元) 及增速情况 (%)**



资料来源：Wind，华创证券

而同样由于营销费用的迅速增长，曾为盈利状态的新东方在线以及跟谁学在 20 年都出现亏损情况。其中新东方在线：净亏损由 2020 财年上半年的 7128 万元增长至 2021 财年上半年的 6.74 亿元，同比增长 846.16%；2) 跟谁学在 2020 年第三季度之前曾连续 9 个季度盈利，但 20 年第三季度的销售和营销费用增长 522.22%至 20.55 亿元，导致在该季度亏损 9.33 亿元；3) 有道：2020 年前三个季度的营业收入同比增长 130.39%至 20.61 亿元；净利润亏损 13.05 亿元，上年同期亏损 3.99 亿元



### 三、在线教育 2021：行业的中局

#### （一）趋势一：供给端能力将决定在线教育公司的未来竞争力

##### 1、现阶段平台的投放和转化效率、在线产品的交付体验、数据决策能力更为重要

前文中提到，衡量在线教育公司竞争力的指标已经从早期前端的业务增速和公司融资能力转变为现在产品质量和转化效果，即更关心公司的投放和转化效率、在线产品的交付体验和支撑公司做出每一步选择的数据决策能力。这种变化的转变主要是由于目前在线教育特别是在线大班课程面临的两个问题。

**一是效果和规模的两难。**首先现阶段在线大班课程的授课方式本身具有一定缺陷。在线大班课程由于缺乏师生间的有效沟通和情感传递，老师难以把握学生上课状态，学生也缺乏足够的自律性去保持高专注度的上课状态。**这导致在线大班产品更难取得好的产品交付体验。**传递到数据上就导致在线大班课的转化率、留存程度均不高。而且大班模式下的标准化、规模化目标与实际用户所需的本地化、个性化的教学内容相冲突。K12 阶段各地的教学内容、考查方式差距较大，学生的基础和学习能力也区别很大，统一化、标准化的大班课程仅仅能满足基础知识的讲解，而要想达到“提分”的效果，就需要更具有针对性的指导。

效果不佳导致在线教育机构通过各类营销手段获得的流量并没有得到有效的转化，正价课的续费率也并没有达到理想的要求。而根据我们前文关于在线大班课程的模型的拆解可以知道，提高转化率和续费率对于优化其单位经济模型至关重要。**在营销费用短时间内无法大幅降低的预期下，如何在保持规模增长的同时，尽可能提升教学效果，成为了在线教育机构面临的紧迫问题。**

**为改善产品的交付体验，提升教学效果在线教育公司将变得更“重”，大班模式逐步向小班模式转化。**目前“名师授课+辅导老师答疑”的方式是主流的产品模式。而为了提高教学效果，各大公司正加大对辅导老师的招聘力度，同时在产品上进一步进化，如跟谁学推出了“大班教学、小班服务、个性体验”的大小班切换课堂。另一方面，在线 1 对 1 和在线小班具备强监管、高互动、快反馈的先天优势，且小班和 1 对 1 老师面向学生群体更小，能更好地支持内容的本地化研发，根据当地的教学大纲做深度的解析，学生的个性化需求也可以及时灵活调整和被满足。我们认为在线模式将在未来承接一部分在线大班用户的更进一步的教学需求。

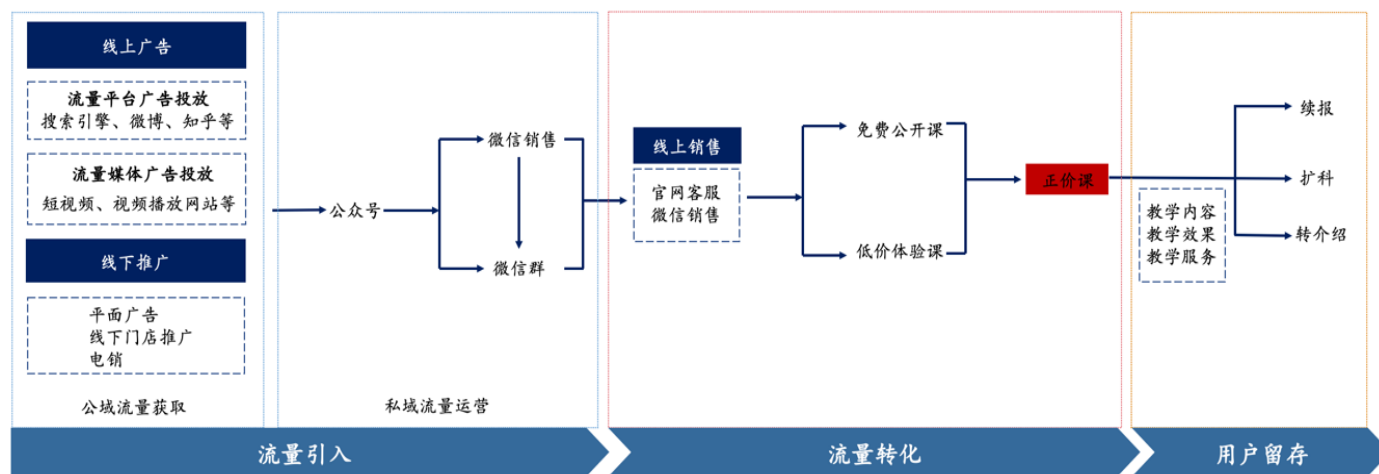
**图表 56 部分头部机构设立辅导老师培训基地情况**

机构	培训基地
跟谁学	在武汉、西安、济南、杭州等地建立了专门的辅导老师基地
猿辅导	北京、武汉、西安、郑州、济南、南京、成都、长沙、沈阳等八地进行辅导教师招聘
学而思网校	北京、西安、济南、镇江、武汉、成都之外，新建立郑州、南京、天津、合肥、重庆、长沙、沈阳、长春、石家庄等 9 家基地

资料来源：各公司官网，华创证券

**二是线上流量越来越难以获取。**一般而言，在线教育的获客流程可拆解为流量引入、流量转化、用户留存三个环节。

图表 57 获客流程拆解

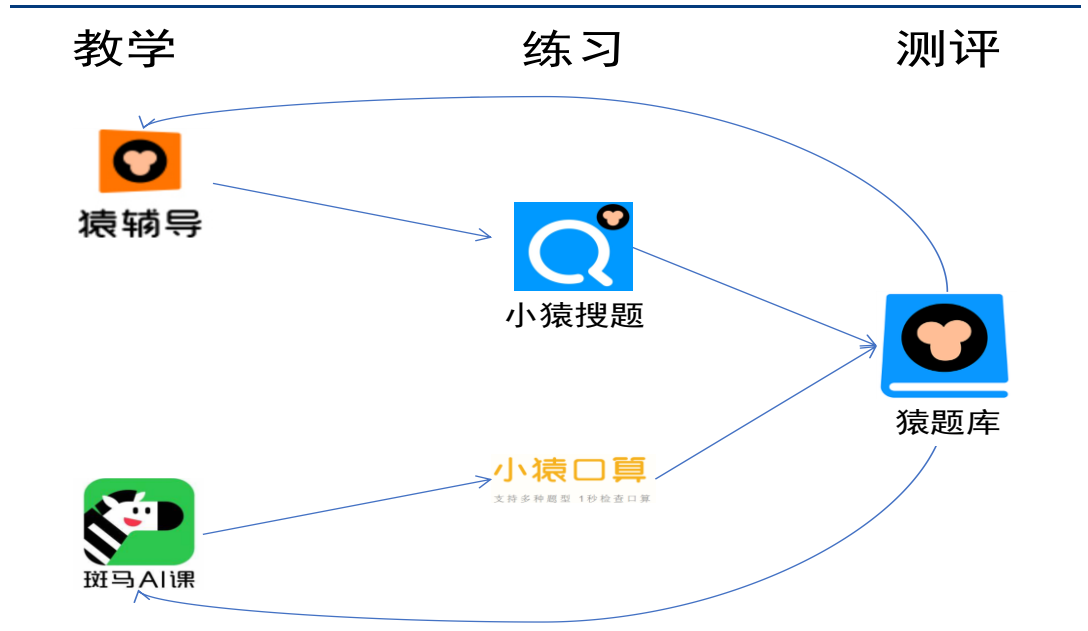


资料来源：华创证券整理

从 19 年的暑期开始，连续两个季度的暑期投放加上疫情期间的免费课，在线教育已经基本上将线上流量能够触达的用户都触达了一遍。在线教育公司能够买到的量越来越少也越来越贵。在线大班机构需要避免出现流量见顶--边际获客成本上升--亏损加剧的恶性循环。因此，各大品牌纷纷对投放和转化策略做出调整：

**1) 前端的流量工具重要性凸显。**猿辅导（小猿搜题 APP）、好未来（拍照搜题 APP “题拍拍”）、作业帮（拍照搜题工具）、有道（有道词典 APP、智能硬件）、伴鱼（绘本）均在借助前端流量工具获取低成本用户流量，进而推广高毛利的矩阵式课程。**2) 通过 OMO 模式向线下拓展。**学而思网校宣布与联想的线下门店达成战略合作，字节跳动被曝出正在接触两家营收规模在 1 亿元左右的线下 K12 培训机构，以加快在教育板块的布局。如同电商行业一样，在线教育行业的竞争正从线上到蔓延到线下一样。**3) 私域流量运营降低获客成本。**由于公域流量运营需要持续的营销费用投入，所以教培机构越来越重视私域流量的运营。通过公域流量运营获得用户并导入私域流量池中，平台可以对用户进行长期的接触，提高营销的持续性。最常用的私域流量运营方式是利用微信用户群进行预盈。通过在社群中进行有效的话题引导，提高社群的活跃度和品牌认知度，为用户的转化奠定基础。相比公域流量运营，私域流量降低获客成本的关键在于用户留存之后无需付费即可反复触达。**4) 构建更完善的产品矩阵，横向上拓科、纵向上向低幼和成人年龄拓展。**一旦头部在线教育公司的拓科和延伸能力被验证，必将加速竞争和集中度的提升，行业成熟或提前到来，头部玩家优势加强，中小机构和新进入者的机会更加渺茫。

图表 58 猿辅导构建了工具类+辅导类完整的产品体系

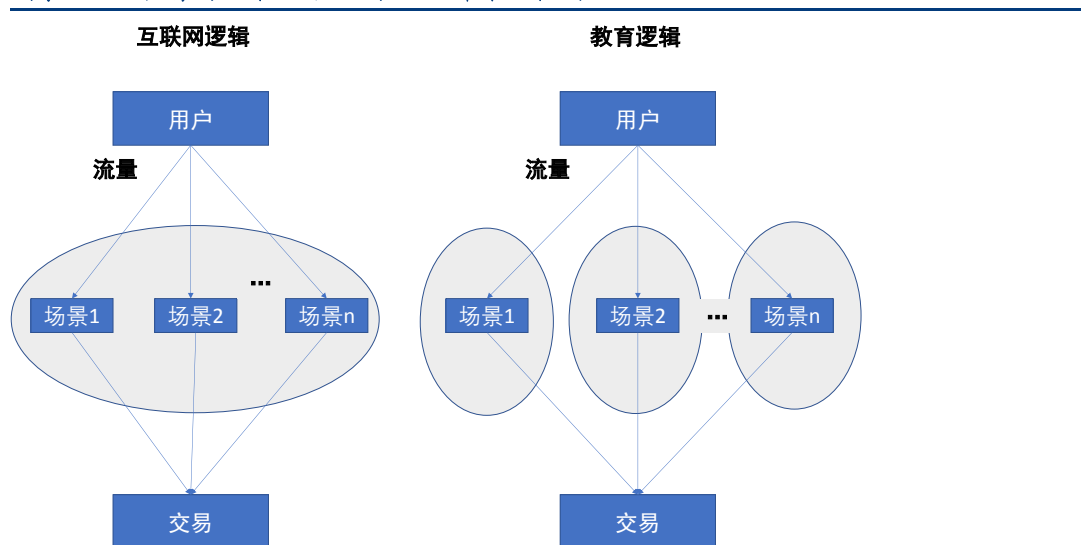


资料来源：公司官网，华创证券整理

## 2、未来的在线教育仍将是供给侧驱动，公司的组织架构、师资、内容研发的能力决定公司的远期竞争力

互联网行业的核心逻辑是流量，交易场景之间可以相互迁移。但是在教育培训的独特之处在于，每一次交易都需要特定的场景，不同的场景之间很难迁移且教育培训的消费顾客需要经过更慎重的思考。即学习英语的客户不会因为英语的学习体验好，而轻易选择同一品牌的数学课程，每一次的获客都需要再次营销。而电商的消费更具随意性和休闲性。教育培训公司如果单纯靠营销获客很难通过让用户转移到其他交易场景实现盈利。

图表 59 教育行业和互联网行业逻辑并不相同



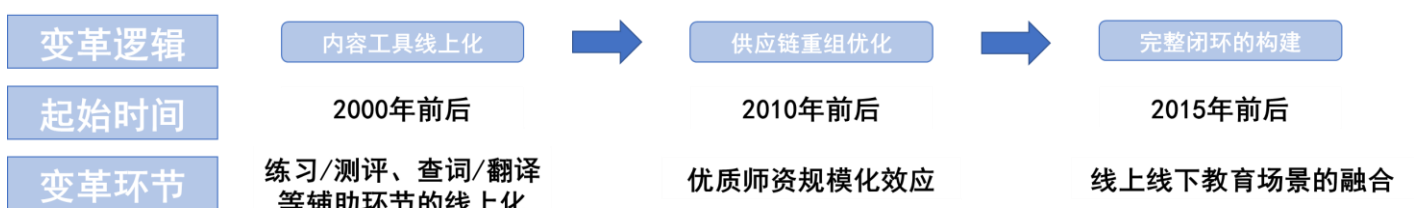
资料来源：华创证券整理

因此，在线教育未来将更多回归到教育的本质上，教育作为内容行业，优质内容的供给是核心竞争力。在资本和人才大量涌入之后，头部平台之间的获客渠道、产品打法、课程设置等相对“白箱”的环节已经没有本质上差异。未来对的平台之间竞争力的差异将体现在师资供给、教研教学、组织能力等“黑箱”环节。平台能否稳定的提供优质教师资源、能否辅导迅速组织起庞大的老师团队，如何实现产品的迭代创新，如何让学生们的学习更有效果，这些环节事关平台能否持续低成本提供优质的内容资源，将考验公司的师资培训、精细化运营等方面的组织能力。

## （二）趋势二：线上线下继续融合，OMO 模式兼具标准化和个性化

OMO（Online-Merage-Offline）并非教育行业专利，零售、出行、外卖等多个行业在此之前已经成功进行了 OMO 改造，教育行业的 OMO 进程也在 2020 年被迅速推进。教育行业的 OMO 模式是指以提升教学效果与体验为核心，通过各种新技术打通各环节的数据，并深度融合线上与线下的学习场景，实现标准化的流程与个性化的服务。理想情况下 OMO 模式可以完全实现业务、管理、教学等各环节的标准化和数字化，最大程度的提升教育机构的运营效率，同时在技术的支持下，学生可以匹配到最合适的教育产品，实现个性化教育体验。

图表 60 在线教育 OMO 发展趋势



资料来源:华创证券整理

### OMO 在 20 年得到快速发展的原因:

- 1) 内部因素: 在线和线下培训都有各自痛点难以解决。如线下机构的运营成本较高, 优质教师供给不足导致扩张乏力。而在线教育的获客成本较高, 在线教育机构想要找到更便宜的流量入口, 并且在线教育的模式用户的体验也相对不足。
- 2) 外部因素: 首先技术的发展奠定了技术基础。5G、AI、大数据技术的进一步成熟使得 OMO 有落地的可能性。政策上, 政府持续推进教育信息化建设。叠加疫情的刺激, 疫情迫使大量传统教辅机构线上化, 推动了其数字化程度。
- 3) 需求端: OMO 模式可以解决下沉市场对于优质教育资源匮乏的问题, 同时也能解决下沉市场部分用户对于在线课程的不适应和在线课程个性化程度不足的问题。

与 O2O 的不同之处: OMO 切入到核心的教学场景, 本质上是科技对教育行业的改造。教育 O2O 模式主要是为了解决师生之间的匹配问题, 其商业模式依赖于高额补贴来获客和抢夺优质教师资源, 而后续又缺乏高质量的服务方式去提高用户黏性, 不能保证续费率。此外 O2O 模式低频且客单价较高, 又极大程度依赖于顾客决策, 并不利于用户的拓展。

教育行业 OMO 转型尚未形成统一范式, 主要可以分成获客等经营流程 OMO、双师课



堂、线上线下机构融合、生态赋能这四种类型。

图表 61 当前 OMO 转型的几种主要形式

	主要含义	代表公司
获客等流程OMO	<ul style="list-style-type: none"> <li>在营销获客等环节上线</li> <li>线上线下相结合</li> <li>与O2O部分相似</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>东方优播</li> <li>VIPKID</li> </ul>
双师课堂	<ul style="list-style-type: none"> <li>学生线下上课，主讲教师线上授课，辅导老师线下知道</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>大山教育</li> <li>新东方</li> <li>学而思</li> </ul>
线上机构 线下扩张	<ul style="list-style-type: none"> <li>通过收购线下机构，补充线下短板，打造区域化网校</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>字节跳动</li> </ul>
线下机构 教学线上化	<ul style="list-style-type: none"> <li>线下学习场景和产品线上化</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>精锐教育</li> <li>京翰教育</li> </ul>
生态赋能	<ul style="list-style-type: none"> <li>提供智慧教育解决方案</li> <li>为线下机构提供SaaS服务等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>松鼠AI</li> <li>好未来</li> </ul>

资料来源：36 氪研究院，华创证券整理

**龙头坚定推动 OMO 转型，新东方、好未来形式不同。**新东方、好未来作为教育行业的全国性龙头企业两者都以线下教学起家，在业内较早开始发力在线教育与 OMO 模式，但转型方式有所不同。新东方更注重自身核心业务的 OMO 转型，探索出东方优播、留学考试融合态产品等不同模式；好未来则持更加开放的态度，除未来魔法校专注双师课堂的加盟业务外，还积极开放直播云、教研云等技术平台赋能全行业，但自身的核心业务转型则相对谨慎。

**当下：**OMO 转型还处在初级阶段，线上、线下场景的融合也只是初步的尝试。头部的机构对于 OMO 也只是处在探索阶段，中小机构并没有跟进。**未来：**OMO 转型是大的趋势，在线教育的出现使得教育场景出现分离，同时线下教育的缺陷也在疫情催化下得到暴露，随着技术的进步，科技对于教育的系统改造是必然的趋势。

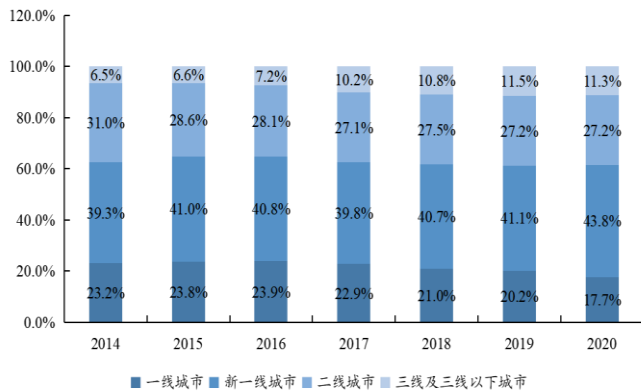
### （三）趋势三：下沉市场的触达将是接下来的重中之重

**教育资源集中于一二线城市，下沉市场业务布局较少。**头部教培机构主要集中于一二线城市，一二线城市竞争激烈，而低线城市仍有较大的布局空间。截止 2020 财年，新东方位于一线城市、新一线城市和二线城市的学习中心数占 88.7%，三线及三线以下城市中



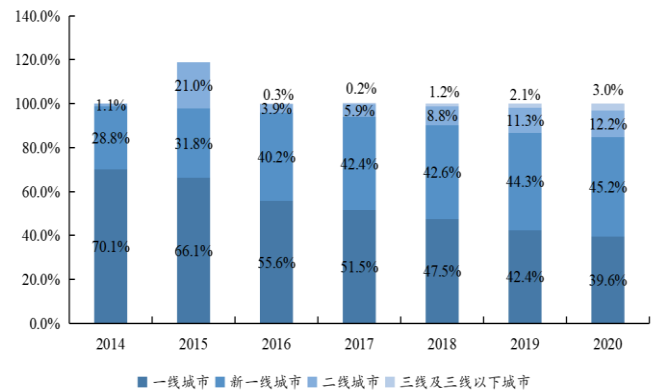
学习中心数仅占 11.3%。好未来位于一线城市、新一线城市和二线城市的学习中心数占 97%，三线及三线以下城市中学习中心数仅有 3%。若教育机构能够加强开发下沉市场，提高低线城市渗透率，则有机会提高市占率，实现弯道超车。

图表 62 新东方各线城市学习中心数占比



资料来源：新东方年报，华创证券

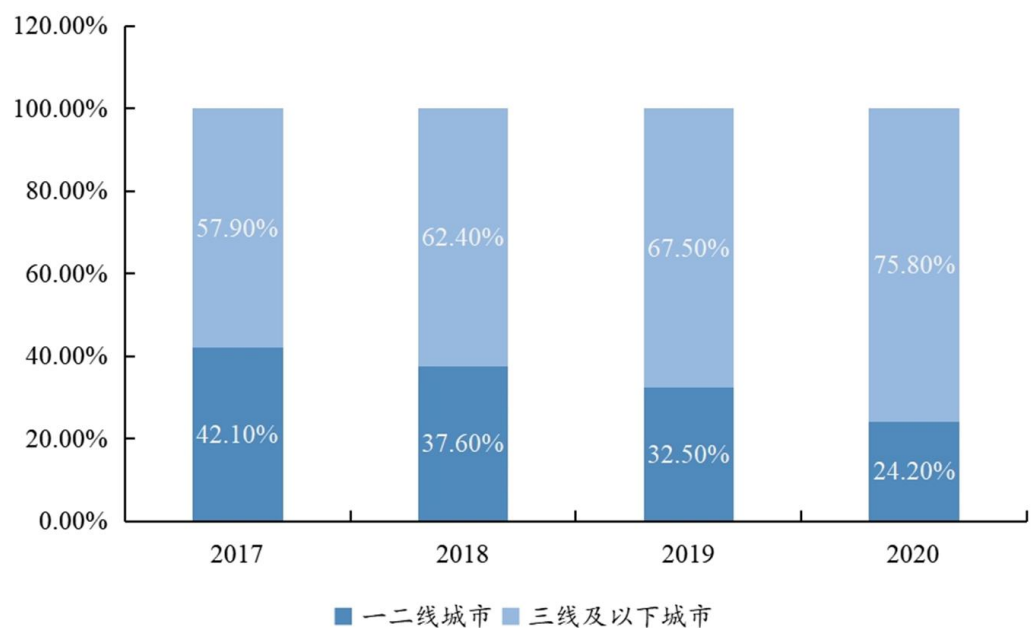
图表 63 好未来各线城市学习中心数占比



资料来源：好未来年报，华创证券

**在线教育下沉趋势明显。**据 Fastdata 极数数据显示，在 K12 在线教育新增用户中，近三年来三线及以下城市用户占比持续增加，2020 年占比近 80%，远超一二线城市用户增长。从参培率来看，2016 年三线及以下城市的参培率仅有 49.70%，低于一线城市（68.30%）和二线城市（62.80%）的参培率。教培机构继续开拓下沉市场，低线城市的参培率与一二线城市参培率的差距有望持续缩小，未来或带来更明显的市场规模增长。

图表 64 2017-2020 年各线城市新增用户数占比



资料来源：Fastdata 极数《2020 年中国 K12 在线教育行业报告》，华创证券

#### 四、在线教育主要品牌简介及投资建议

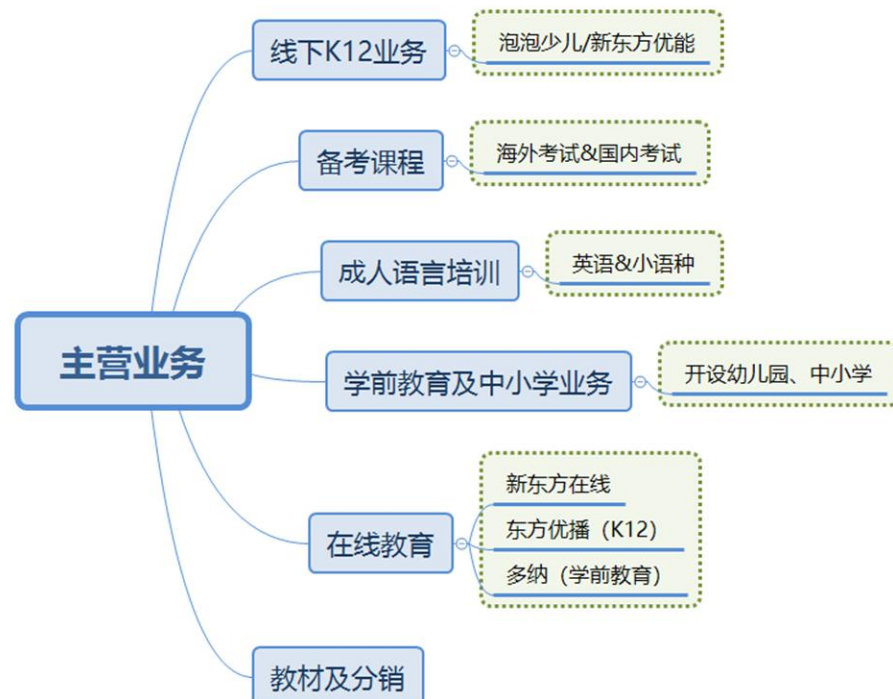
**投资建议：**我们看好在线教育行业长期的投资前景。疫情除了加速线上教育的渗透，还加剧了行业集中度的提高。一方面，很多线下教培机构并不具备线上教学能力，短期内会有一部分学生流入头部的在线教育机构；另一方面，疫情加速了中小教辅机构的出清，他们空出来的市场需求，将会被有力量度过危机的大机构接手。而长期看，在线教育对比传统线下教育拥有巨大的学习行为数据优势，随着技术的进步和数据的积累，有望做到真正的以学习者为中心的千人千面个性化学习。而对于在线教育机构而言，短期内我们关注头部品牌投放和转化效果、产品力、数据决策能力等指标。而长期看我们认为公司供给端能力将更为重要，公司的师资培训、精细化运营、企业文化等方面的“内功”将是决定能走多远核心竞争力。

我们建议关注具备持续培养优质教师资源能力、线下地推能力强的好未来、新东方在线，具备差异化获客优势的有道，同时建议关注尚未上市的具备较强投放能力和完备产品矩阵的猿辅导和作业帮。

##### （一）新东方：品牌效应、自我进化、重塑战略

新东方是我国 K12 教培行业的头部企业，起源于留学英语培训。俞敏洪于 1993 年开办了新东方的第一个学校，后将业务拓展至 K12 全科领域，经过近三十年的发展，已发展成现在的新东方教育科技集团，主营业务覆盖 K12 课外辅导、备考课程、成人语言培训和在线教育。

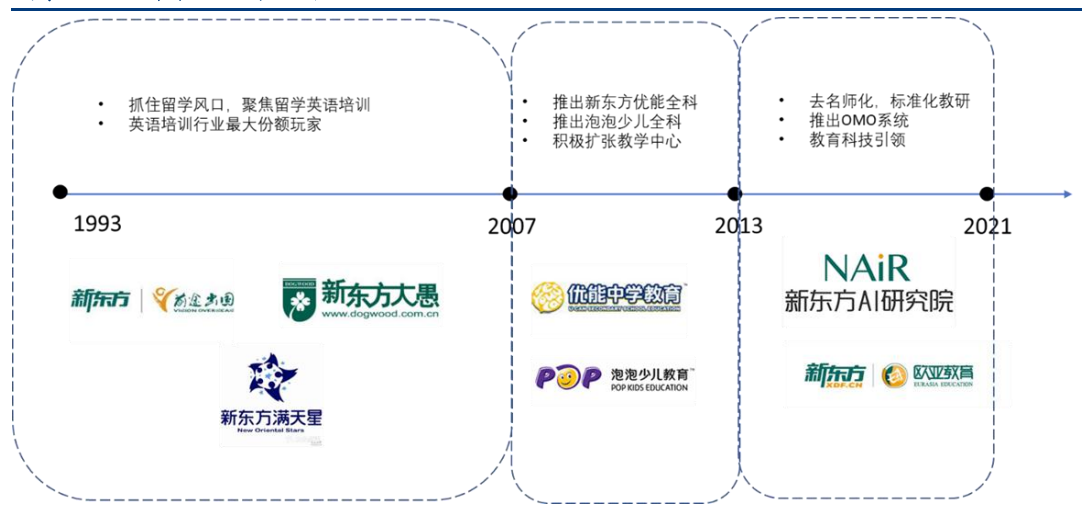
图表 65 新东方主营业务介绍



资料来源：华创证券整理

**发展历程：**在初创时期（1993-2007），新东方主要深耕于留学考试培训，公司抓住出国留学的风口，采用名师化的策略，一方面严格提升教师授课品质，另一方面培养大批各具风格的明星老师。优质课程 + 名师品牌，成为了早期新东方开拓市场的利器，新东方成功占据了留学考试培训最大的市场份额，成为行业头部企业。**2008 年，公司开始向 K12 转型，推出优能全科与泡泡少儿全科，正式迈入 K12 教育领域。**新业务 + 积极扩张教学中心，吸引了大批学生，公司营收大幅上升，实现了爆发式增长，快速增长的状态一直持续到 2013 年。新东方发展到一定规模后，决策效率低下和名师单飞风险等问题制约了公司发展，公司进行了**第二次转型。新东方放弃了原本的名师策略，强调教学教研及师资的标准化**管理，其中最重要的转型措施是**2014 年推出 OMO 系统，转型后新东方重回高速增长道路。**

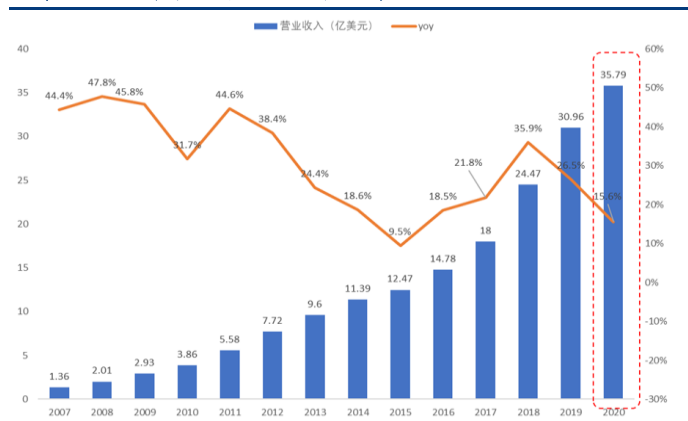
图表 66 新东方发展历程



资料来源：公司官网，华创证券整理

**年度回顾：**疫情爆发给线下培训带来了巨大挑战，作为行业龙头，新东方在过去的一年依然表现亮眼。据财报，2020 财年公司收入 35.79 亿美元，实现同比增长 15.6%。公司自主研发的“新东方云教室”，在疫情期间发挥巨大作用，承载了 100 多万学员在线学习；组织架构方面，新成立互联网产品技术中心、新东方大学事业部等部门，推出新东方大学生学习与发展中心教育品牌。2020 年初，公司重新确定了发展战略，创始人俞敏洪在《新东方发展过程中的关键点决策》的报告中指出，公司的发展核心为教学与科技。即一切以教学质量和用户体验为目标，放弃以市场营销为主的策略，充分利用互联网技术和人工智能、大数据等技术，辅助教学质量提升。

图表 67 新东方营收及增速情况



资料来源: Wind, 华创证券

图表 68 新东方云教室技术



资料来源: 公司官网, 华创证券

### 核心竞争力分析:

**1) 标准化管理:** 2014 年, 新东方推出 OMO 系统, 迈出标准化转型的最重要一步。在保证标准化管理的同时, OMO 模式的优势在于本地化程度高、互动效果好、获客成本低。截止到 2021 财年第二季度, 公司 OMO 的策略已在绝大多数城市推行, 并进入约 20 个新的周边卫星城市。OMO 有效降低公司管理成本和获客成本, 已经被证明是具备高增长力的策略, 未来仍可能会将更多重点资源投入到 OMO 策略。

**2) 强品牌效应:** 作为最早入局的教育培训机构和中国最大的民办教育服务机构, 新东方在国民认知中占有重要位置。在创业初期, 依托名师模式, 新东方成功打造了最强英语培训品牌, 是国内最早走品牌化道路的教培机构。2013 年上映的电影《中国合伙人》, 将新东方的故事搬上了银幕, 品牌知名度与好感度在全国范围内得到提升, “新东方”和“俞敏洪”已然成为教培行业的金字招牌。凭借品牌优势, 新东方可以用较低的成本和较快的速度进入新城市和新赛道。

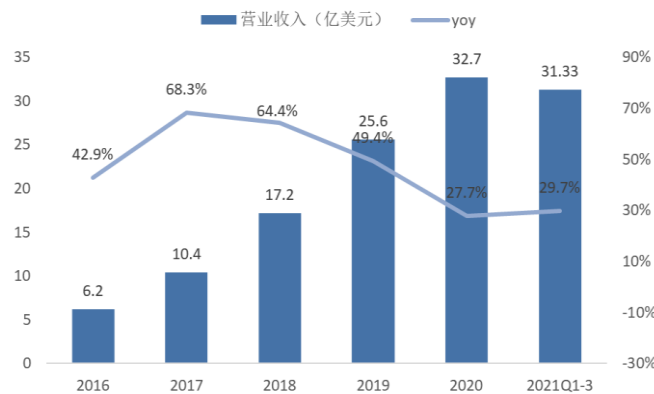
**3) 自我进化能力:** 敏锐的商业意识和不断求变的进化基因。回首新东方的发展历程, 可以发现新东方总能在关键节点做出正确的选择。进入留学市场、拓展 K12 业务, 公司两次选对赛道, 去“名师化”、进行标准化管理、推出 OMO 系统, 公司不断求变的创新精神和敢于改革的魄力、持续的自我革新和快速学习能力, 是新东方刻在骨子的进化基因。在管理层一直保持稳定的背景下, 这种进化的基因将继续发挥作用, 驱动着新东方成长。

### (二) 好未来: 中台体系、平台战略、品牌下沉

好未来是国内 K12 教育双龙头之一, 为 K12 学生提供综合全科辅导, 目前两大核心业务是线下小班和在线课程。其前身学而思成立于 2003 年, 2010 年学而思在美国上市, 2013 年正式更名为好未来, 截止到 2021 年 2 月 27 日, 好未来市值为 465.49 亿。好未来的愿景是成为一家以智慧教育和开放平台为主体, 以素质教育和课外辅导为载体, 在全球范围内服务公办教育, 助力民办教育, 探索未来教育新模式的科技教育公司。

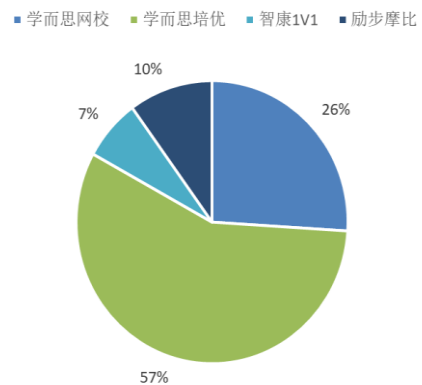


图表 69 好未来营收及增速情况



资料来源: Wind, 华创证券

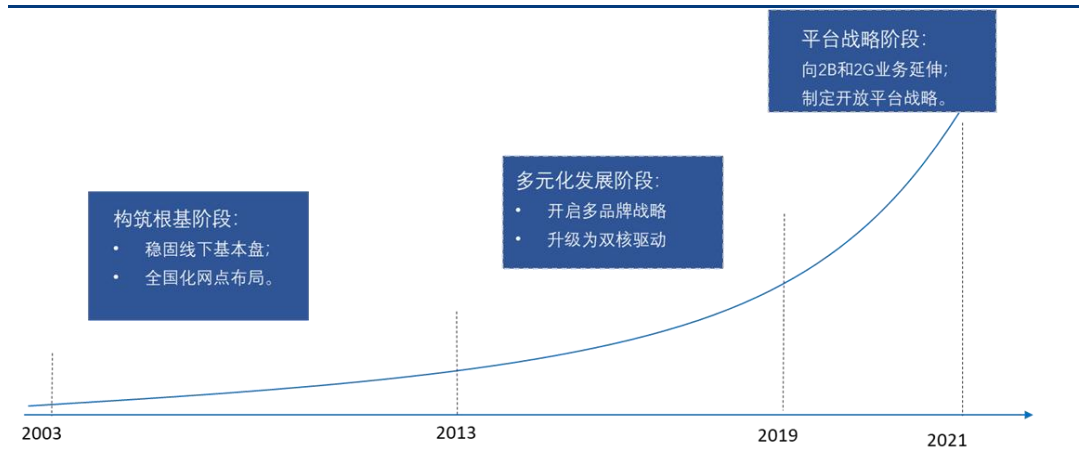
图表 70 好未来 21 财年第二季度各业务营收占比



资料来源: Wind, 华创证券

**好未来的发展大致经历了三个阶段：**构筑根基阶段（2003-2013），公司建立初期的主要任务是构筑线下根基，稳固核心基本盘。在该阶段，好未来不断完善商业模式，构建持续盈利的能力。在这十年的时间，好未来逐步从单一网点形成了全国化的网点布局。可持续的商业模式和庞大的网点布局，是好未来发展的基本盘，是公司的增长基石。多元化发展阶段（2013 年-2019 年），2013 年学而思改名为好未来，开启多品牌战略，除了核心的 K12 业务以外，好未来开始进入到学前、留学、在线教育等领域。2016 年正式推出学而思网校，线上业务成为新的增长点，公司从线下单核驱动升级为线上线下双核驱动。平台战略阶段（2019 年-），2019 年后，好未来进一步从 2C 产品向 2B 产品和 2G 产品扩张，将教研成果和技术输出给小企业和公立学校，意图构建起自身的生态体系。现阶段的好未来更加强调从战略的眼光去调配公司资源，向科技企业战略转型、大力发展网校业务、制定开放平台战略。

图表 71 好未来成长路径



资料来源: 公司官网, 公司年报, 华创证券整理

**年度回顾：**线下运营方面，公司的扩张受到影响，在下半年开始复苏，上个季度，学而思培优在北京、上海等一线城市尝试开展 OMO 模式课程，已经吸引大量的学生和家長。线上获客方面，公司从多方渠道进行获客：社交媒体引流，通过微信，抖音等平台进行广告投放；客户口碑传播，鼓励现有学生和家長主动传播好未来的品牌；构建私域流量池，2020 宣布升级题拍拍品牌，将过去仅针对数学的真人答题升级为全学课，并在重点



城市大面积落地室外广告，好未来将题拍拍的工具产品定位升级到核心产品，尝试构建自己的私域流量池。

图表 72 题拍拍在重点城市大面积落地户外广告

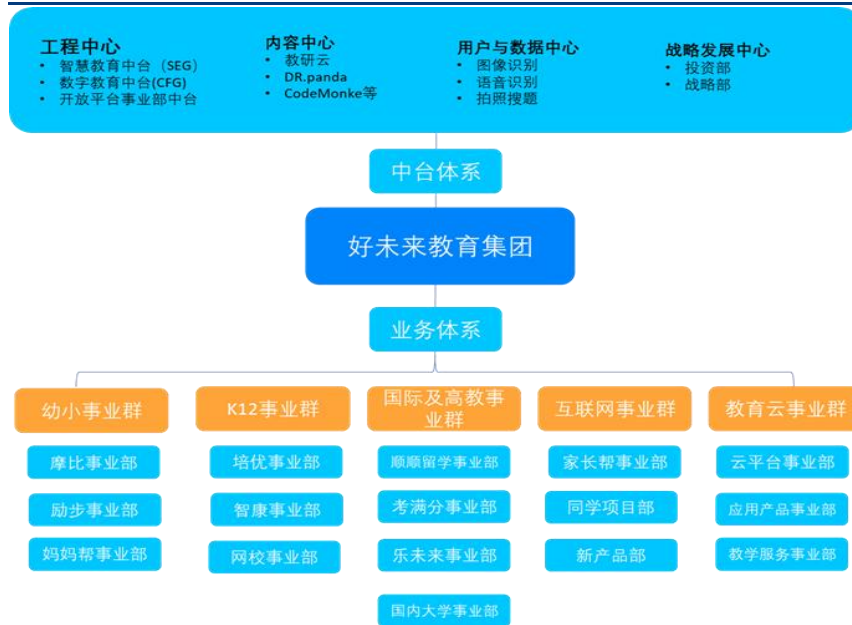


资料来源：华创证券

核心竞争力：

- 1) “小前台大中台”体系，保证教研能力和技术输出能力。好未来的中台体系初步成型。公司当前中台体系主要由四个部门组成：工程中心、内容中心、用户与数据中心和战略发展中心。“小前台大中台”体系保证了扎实的教研能力、前卫的科技赋能，不断支持教学内容升级，不断优化课程品质和用户体验。
- 2) 品牌落地已完成，三四线城市仍有很大下沉空间。好未来过去主要在一二线城市深耕，旗下众多知名品牌已经取得良好口碑和数量可观的用户基数。教培属于消费升级的服务业，随着三四线城市的支付能力和教培意识的提升，学而思作为行业龙头和名品牌，将率先享受到行业升级的红利，在全国线下业务依然具有长期的生命力。
- 3) 构建自有生态圈，平台战略有望形成护城河。2019年后，好未来开始向 2B 和 2G 领域扩张，构建教育科技生态圈，打造平台型企业。这意味着好未来的业务，从课外辅导培训，延伸到校内教培服务和企业 SaaS 服务。这种覆盖产业链上下游（培训机构、学校和用户）的战略，可以丰富公司的收入来源，培育新的营收增长点，分担单一业务的风险。作为行业内首个转型平台战略的企业，好未来可以率先在 2B 和 2G 领域取得市场份额，建立先发优势，这将是未来行业竞争的护城河。

图表 73 好未来中台体系

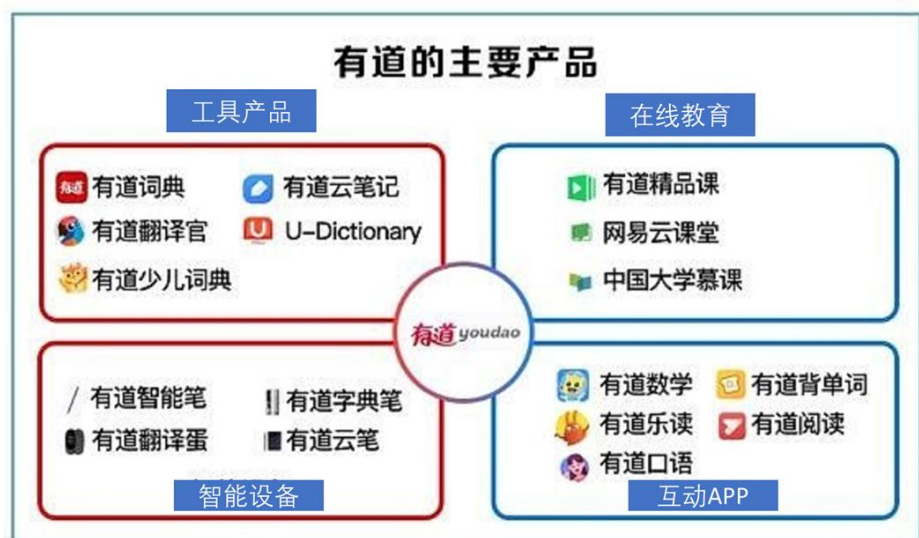


资料来源：芥末堆《好未来架构大调整：张邦鑫兼任互联网事业群总裁，增设幼小事业群》，公司官网，华创证券整理

### （三）网易有道：智能硬件、全产品矩阵、技术壁垒

网易有道是国内领先的综合性在线教育平台，拥有有道词典、有道翻译官、有道云笔记等十多个和学习相关的产品。公司从词典工具拓至在线教育平台，主要涵盖四大类产品和服务，在线课程、在线知识工具、互动学习应用以及智能设备。

图表 74 有道产品矩阵



资料来源：公司官网，华创证券整理

**发展历史：**网易有道成立于 2006 年，在 2011 年以前，公司主要聚焦于学习工具的搭建，发布了有道词典和有道云笔记两款工具型产品，积累了第一批原始用户。2012 年，公司推出网易云课堂，开始拓展在线教育业务，2014 年，网易有道正式宣布进军互联网教育行业，同年推出名师在线直播大班课产品——有道精品课。2019 年 3 月，网易有道正式将原网易教育业务事业部的产品体系收入麾下，全面发力在线教育领域。

**年度回顾：**对于网易有道来说，2020 年是快速进化的一年。2020 年有道精品课提出“聚焦中学”战略，并取得了一系列教研成果：高中学段通过搭建分层教学体系来满足学生的多样化需求；初中学段则结合各省市特色进行本地化教研，以初中语文为例，有道精品课针对 31 个省市进行了本地化考纲、政策研究和主讲团队搭建。除了 K12 业务以外，有道也对少儿和成人学段的课程进行了创新：针对少儿用户，网易有道推出了专注围棋启蒙教育的在线大班课程“有道纵横”，第四季度该课程续报率达 70% 以上。针对成人用户，网易有道推出了新课程“非常记忆”，“非常记忆”上线不久便实现爆发性增长，销售额季度复合增长率达 64%。

图表 75 网易有道 2020 年薪产品



资料来源：官方 APP、官网

工具产品方面，2020 年 9 月，有道词典上线了全新功能“明星语音”，并邀请人气偶像成为代言人，这是网易有道词典使用明星代言的推广策略。智能硬件方面，网易有道 12 月发布了全新一代的智能学习产品有道词典笔 3，推出了“超快点查”和“互动点读”功能，实现绘本点读的可视化交互，满足低龄儿童的学习场景需求。

**核心竞争力：**网易有道与其他教培企业的核心差异在于其建立了一个工具+内容+硬件的产品矩阵，各产品可以相互赋能。网易有道也是在线教育头部企业中唯一生产学习型硬件产品的公司，产业链的延伸意味着价值链的延伸。

**1) 获客端：**各产品互相引流，有效降低获客成本、提升用户粘性。网易有道的用户方便地在线课程与工具产品、智能硬件之间相互迁移，工具产品可以为在线课程导流，硬件产品用户也是在线课程的潜在流量，在线课程用户也可以购买工具产品和硬件产品。根据网易有道上季度披露的信息，有道 22% 的销售额来自自有流量池，有道词典笔购买用户



中有超过 70% 的用户来自 K12，说明硬件产品用户和在线课程目标用户有非常大的重叠。凭借自有流量池，公司销售费用率控制在 40% 以下，和行业上市可比公司相比，网易有道的销售费用率较低。

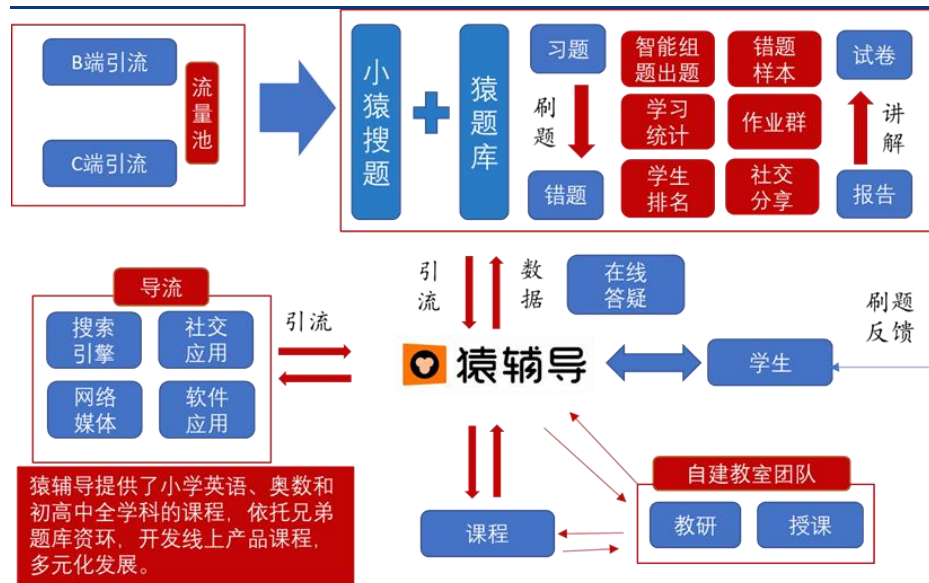
**2) 产品端：**技术和内容有效融合，将双师大班升级为双师互动大班课。在双师大班课中，辅导老师的设置有利于师生间的互动，但总体上双师大班课还是单向传播，老师对于学生的学习情况掌握不足，学生缺乏有效反馈渠道。而网易有道借助智能硬件，可以将单向传播升级为双向传播，比如学生用智能笔答题，数据将自动同步到系统，学生点击提交以后可以即时查看 AI 的批改结果。如此一来，在延续传统双师大班课优势的基础上，网易有道增加了智能化的机器辅助互动环节。

**3) 硬件端：**在线教育头部企业中唯一生产学习型硬件产品的公司。新东方、好未来的等传统教培龙头主要提供内容产品，猿辅导、作业帮等新兴在线教育企业则同时提供内容产品和工具产品，但无论是传统教培龙头，还是在线教育互联网企业，都没有提供学习型的智能硬件产品的先例。智能硬件产品是网易有道的特殊差异点，且硬件产品的研发周期长，需要长期的技术积累，竞争壁垒较高，一旦取得先发优势，其他企业将很难追赶。

#### （四）猿辅导：独角兽、自有流量入口、数据资产

猿辅导是一个 K12 课程在线辅导平台，是目前一级市场上估值最大的在线教育独角兽（155 亿美元）猿辅导目前旗下有 6 个主要的产品。猿辅导大班课是核心产品，贡献了公司最大收入，其长期正价班学员超过了 100 万，斑马 AI 课，是占比第二年大业务，近两年势头很猛，长期正价班学员超 50 万，2019 年收入近 10 亿。其他业务或作为流量池为核心业务引流，或刚尝试尚没有发展成规模。

图表 76 猿辅导产品矩阵图



资料来源：华创证券整理

**发展历史：**猿辅导成立至今，大致经历了三个阶段：搭建流量池阶段（2012 年-2015 年），

该阶段，公司主要发布了猿题库和小猿搜题这样的免费工具，圈住了大量用户，搭建了自己的私域流量池；流量转化阶段（2015 年-2017 年），公司成功推出并运营 K12 教培业务，即猿辅导大班课，将流量池中的免费用户引导至付费的大班课，完成了引流-转化-变现的闭环；业务拓展阶段（2017 年后），在猿辅导大班课成功后，公司将经验和资源迁移到少儿英语和编程，推出了斑马英语和猿编程两个子品牌，产品结构不断完善。

**年度回顾：**2020 年，猿辅导进行了三次融资，猿辅导被一级市场看好，三次获得总计 32 亿美元的融资，投资者中不乏腾讯和高瓴这样的大玩家，融资后估值达到 155 亿美元，成为全球在线教育第一独角兽。猿辅导融资获得的现金流，大部分用于营销获客，仅在 2020 年 7 月份，猿辅导的广告投放金额就达到 7 亿元，远超同行的学而思和作业帮。

#### 核心竞争力：

**1) 完善的产品结构，跑通流量变现的闭环。**具体来说：猿题库和小猿搜题学习工具产品起到了流量池的作用，降低了获客成本；产品矩阵提供了丰富的转化路径，提高了用户粘性和留存率。

**2) 积累海量数据资产，及时反馈产品研究。**目前猿辅导已经拥有了 74 亿次的答题行为数据，284 亿次的题目搜索的数据，形成了超过百亿级别的 K12 用户数据库，对于大数据时代的产品开发和运营来说，这是极其宝贵的财富，传统的教培企业则在数据积累方面后知后觉。

**3) 优质稳定的管理团队，创始人自带互联网基因。**猿辅导的四名创始人均是原网易高管，多年稳定合作，创业 8 年多，一个合伙人都没离开。管理团队获 China Bang Awards 2020 的年度创始团队，从众多独角兽企业团队中脱颖而出，团队潜力和商业创新能力受到业界认可。

**4) 受一级市场青睐，充足融资提供稳定现金流，**对于处于成长的企业来说，有没有能不能同融资来获得足够的现金流，是决定公司发的生死要素。猿辅导是在线 K12 企业中融资最多的，目前行业处于烧钱扩张阶段，获客成本是公司扩张难点，猿辅导弹药充足，足够支撑营销费用，在获客引流方面持有优势。

## 五、风险提示

在线教育监管政策趋严程度超预期；行业竞争趋严；在线教育转化率和渗透率不及预期。



## 传媒组团队介绍

### 组长，首席研究员：刘欣

中国人民大学硕士。先后于中金公司（2015-2016）、海通证券（2016-2019）、民生证券（2019-2020），从事 TMT 行业研究工作。所在团队 2016/2017 年连续两年获得新财富最佳分析师评选文化传媒类第三名，2016 年水晶球评选第三名，2016 年金牛奖第三名，2017 年水晶球第五名，2017 证券时报金翼奖第一名，2019 年获得 WIND 第七届金牌分析师评选传播与文化类第五名等。

### 助理分析师：费磊

南开大学硕士。曾就职民生证券，2021 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

**强推:** 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
**推荐:** 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
**中性:** 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
**回避:** 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

**推荐:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
**中性:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
**回避:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未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，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522