

## 在线K12课外辅导行业专题

---

# 疫情助推下的加速跑 竞争加剧下的获客战

冯重光 中信证券研究部教育行业分析师

2020年10月29日

# CONTENTS

## 目录

---

- 一、投资聚焦
- 二、在线教育：慢行业中的快行者
- 三、格局判断：线上线下融合，头部更加集中
- 四、从入局到破局，在线模型具备实现基础
- 五、风险提示
- 六、行业红利期头部企业整体配置

- K12在线教育渗透率快速提升，现阶段营销投入、获取流量是关键
- 大班、小班、1对1均有各自的发展空间
- 在线K12课外辅导行业的头部集中度将高于线下
- 竞争能力上，短期看营销获客、服务留存，长期看内容、产品和品牌建设
- 互联网巨头入局对在线K12教育行业格局的影响？技术更迭对在线教育发展的影响？行业监管政策会否出现不利的变化？
- 推荐持续配置好未来、跟谁学、新东方在线

表 1：在线教育行业重点公司盈利预测

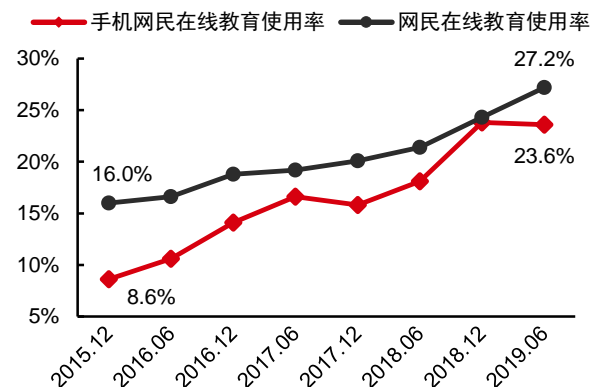
代码	简称	收盘价 (港元/美元)	EPS			PE			收入 CAGR	评级
			FY19	FY20E	21FYE	FY19	FY20E	FY21E		
TAL.N	好未来	66.52	0.62	-0.19	0.42	107	NA	158	38.9%	增持
GSX.N	跟谁学	69.05	0.95	0.26	5.53	494	1806	85	56.2%	增持
1719.HK	新东方在线	26.30	-0.06	-0.79	-0.64	NA	NA	NA	74.9%	增持

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2020 年 10 月 28 日收盘价；好未来/跟谁学的 EPS 为按 ADS 计算，好未来的 EPS 单位美元，美元汇率按 6.96 计算，港元汇率按 0.90 计算；收入 CAGR 为 FY2020~FY2022

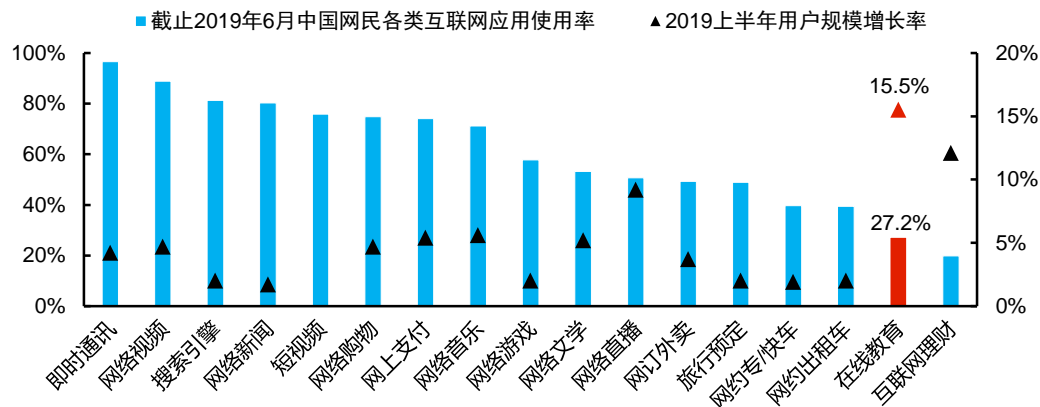
## 中国在线教育行业进入高速发展期

中国在线教育行业2017年之后迎来了加速发展：2016年12月至2019年6月、以半年为一个时间周期，在线教育的网民使用率分别提升0.4/0.9/1.3/2.9/2.9pcts，持续加速上升。

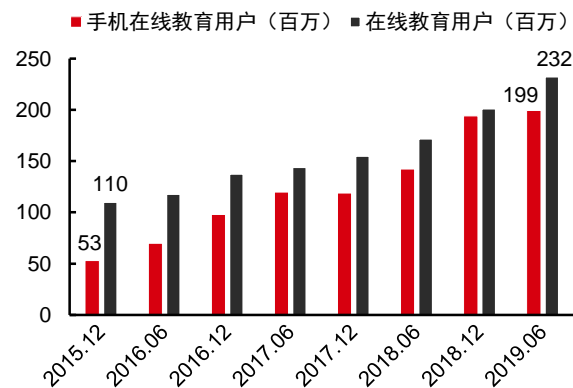
### 在线教育用户规模



### 网民各类互联网应用使用率



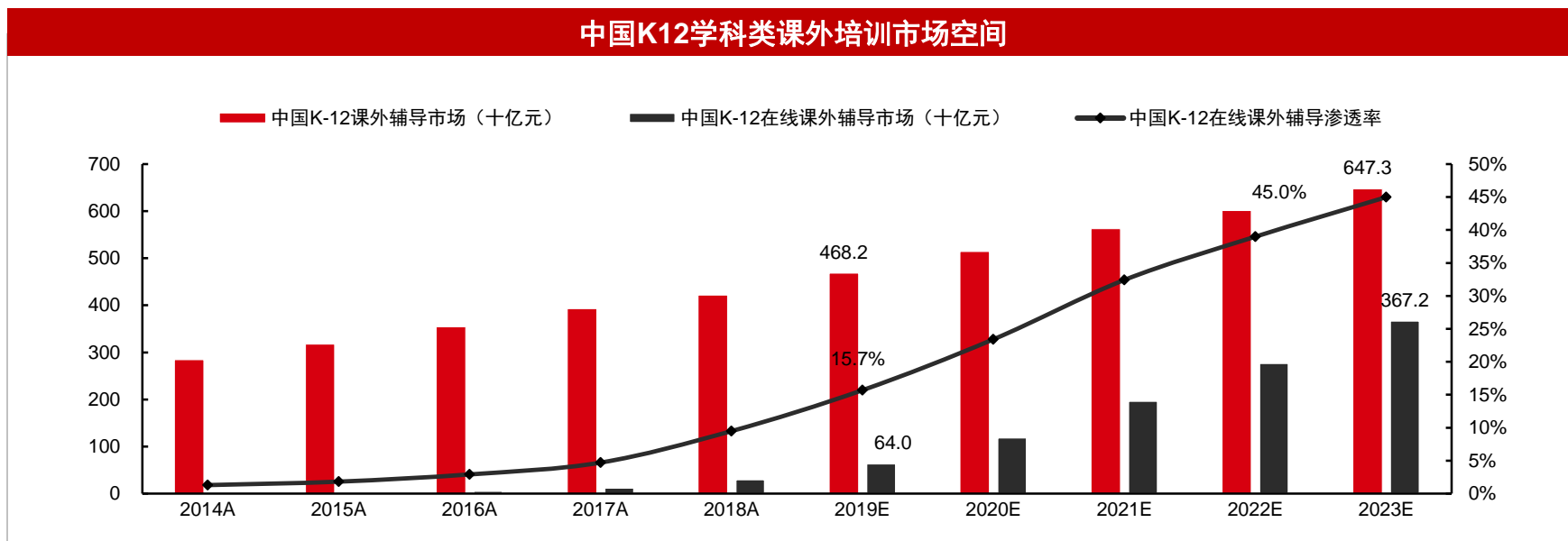
### 在线教育使用率



资料来源：CNNIC，中信证券研究部

## ■ 在线K12课外辅导市场空间最为广阔

在线教育的众多赛道中，K12课外辅导由于庞大的学生基数以及刚性应试需求下的高付费意愿成为备受关注的细分领域。基于跟谁学招股书转引的Frost&Sullivan预测，2019-2023年中国在线K12课外辅导市场规模的复合增长将达55%。



资料来源：Frost&Sullivan（引自跟谁学招股书），中信证券研究部注：渗透率基于学生数量

## ■ 在线K12课外辅导市场空间最为广阔

- 根据教育部数据，2018年中国中小学在校生合计1.74亿人，简单基于2013年出生人口1640万人、2019年高考人数1031万人、本科出国留学约39万人，估算2019年全国中小学在校生人数约1.80亿人，同理推得2023年全国中小学在校人数规模约2.09亿人。
- 根据北京大学中国教育财政科学研究所的研究调查，2017年中国中小学在校生的学科类课外培训参培率整体平均为37.8%。平均费用为5,021元（占家庭可支配收入比例平均约6.4%），估算学科课外培训市场规模约3,369亿。（另外，兴趣类校外培训的参与率为21.7%，平均费用为3,554元，估算市场规模约为1,314亿。）基于上述数据假设2019年K12课外辅导平均参培率约40%、人均花费约6500元，对应2019年K12课外辅导市场规模总计4,680亿元。
- 按照跟谁学招股书转引的Frost&Sullivan预测，我们假设2023年K12课外辅导整体参培率45%，基本上以保持每年约1个百分点提升，对应2019-2023年在线K12课外辅导人数CAGR 39.2%、人均支出CAGR 11.2%，线下K12课外辅导人数CAGR -3.8%、人均支出CAGR -5.1%，在线K12课外辅导市场规模和线下K12课外辅导市场规模的CAGR分别为54.8%和-8.8%。
- 基于对以上Frost&Sullivan预测的拆解，我们认为结构上线下K12课外辅导的预期相对偏低。
- **调整假设：**1) 假设线下K12课外辅导人数2019-2023年年均下降2%、人均培训费用支出年均增长5%；2) 假设在线K12课外辅导大班课平均课时费50元、其余班型平均课时费100元、每周平均学习时长均为2.5小时，大班和其他班型比重8:2，同时假设在线K12课外辅导学生数量年均增长35%。

## ■ 在线K12课外辅导市场空间最为广阔

估算 2019-2023 年间全国中小学在校生人数

指标	2017	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
K12 在校生人数 (亿人)	1.74	1.80	1.87	1.94	2.02	2.09
加：一年级新生预计人数 (万人)		1,640	1,687	1,655	1,786	1,723
减：高考及留学的预计人数 (万人)		1,070	1,000	950	950	975

参照 Frost&Sullivan 的关键预测指标估算 K12 课外培训市场规模

	2017	2019E	2023E	19-23 CAGR	2023E (调整)	19-23CAGR (调整)
K12 在校生人数 (亿人次)	1.74	1.80	2.09	3.9%	2.09	3.9%
参培率%	37.8%	40.0%	45.0%	3.0%	44.6%	2.7%
合计参与培训的人数 (万人)		7,188	9,426	7.0%	9,337	6.8%
人均每年培训支出 (元)	5,021	6,500	6,867	1.4%	7,984	5.3%
<b>K12 课外辅导市场规模 (亿元)</b>	<b>3,369</b>	<b>4,680</b>	<b>6,473</b>	<b>8.4%</b>	<b>7,455</b>	<b>12.3%</b>
在线渗透率%		15.7%	45.0%	30.1%	40.1%	26.5%
在线 K12 课外培训人数 (万人)		1,129	4,242	39.2%	3,748	35.0%
在线人均培训支出 (元)		5,671	8,657	11.2%	7,800	8.3%
在线 K12 市场规模 (亿元)		640	3,672	54.8%	2,924	46.2%
线下渗透率%		84.3%	55.0%	-10.1%	59.9%	-8.2%
线下 K12 课外培训人数 (万人)		6,059	5,184	-3.8%	5,589	-2.0%
线下人均培训支出 (元)		6,671	5,403	-5.1%	8,108	5.0%
线下 K12 市场规模 (亿元)		4,042	2,801	-8.8%	4,532	2.9%
线上/线下价格比率		85%	160%		96%	

资料来源：教育部教育统计公报，wind，Frost&Sullivan（引自跟谁学招股书），北京大学中国教育财政科学研究所，中信证券研究部测算

## ■ 疫情或助力教育在线化进程加速

- 疫情背景下，线下K12培训机构大多推出线上小班教学替代方案

线下 K12 头部培训机构授课调整

发布主体	发布时间	主要内容
北京学而思	2020.1.24	北京学而思全面暂停寒假班线下课程（面授课、双师课）：包括寒假一期剩余课程，二期、三期所有课程。为保证孩子学习连贯性，也考虑到广大学员学习需求及学习时间宝贵， <b>寒假班所有线下课程（面授课、双师课）将全部转为线上课程</b> ——保证原授课老师，原上课时间，原课程内容。
北京新东方学校	2020.1.25	<b>北京新东方学校的寒假课程将以“线上互动直播模式”进行授课</b> ，上课时间、授课教师、授课内容均于原课程一致。
上海精锐教育	2020.1.24	1月24日起至2月29日，暂停全部寒假课程的线下授课。考虑到学员的学习需求与学习进度， <b>年后开课的寒假课程将统一改为线上授课</b> 。依托强大的精锐佳播线上一对一平台，我们将全力保证学员的学习进程和效果。
卓越教育广州分校	2020.1.24	卓越教育辅导班校区，寒假期间的线下课程即日起暂停， <b>转为在线辅导班课程授课</b> 。卓越教育一对一校区，寒假期间的1对1、1对3线下课程即日起暂停，转为在线1对1、1对3课程授课。
思考乐教育	2020.1.26	思考乐全面停寒假班线下课程：面授课、双师课。 <b>寒假班所有线下课程（面授课、双师课）将全部转为思考乐网校课程</b> ：上课时间段不变，上课内容保持不变。

资料来源：各机构官网及官方微信公众号，中信证券研究部



## ■ 疫情或助力教育在线化进程加速

### ➤ 在线K12课外辅导机构则顺势推出各类在线大班直播课程

在线 K12 头部培训机构具体举措

机构	具体举措
有道	1月24日：面向武汉中小學生推出系统的寒假课程 2月1日：推出免费的中小学开学名师直播课，携手央视频 此外，有道智云提供录播直播教学&作业批改系统
作业帮	1月25日：推出免费的春季校内同步直播课，携手人民视频、学习强国。
学而思网校	1月26日：推出全年级各学科免费直播课和自学课，携手央视频、学习强国。 此外，魔法校双师、乐外教及未来好课所有合作机构都可免费使用直播云的直播教学系统
跟谁学	1月26日：面向武汉中小學生推出2万份寒假正价直播课 2月6日：推出免费中小学直播课程，携手字节跳动 此外，成蹊商学院免费开展教培机构线上转型主题培训，向全国的线下培训机构和老师免费提供在线直播工具微师
新东方在线	1月27日：推出100万份免费的春季中小学直播课程 2月4日：推出免费的全科同步直播课，携手学习强国 此外，向全国大学生和在职人群免费提供课程；东方优播为全国公立系统有小班（20人-40人）直播授课需求的学校免费培训教师
猿辅导	1月29日：推出免费的全科同步直播课，携手学习强国

资料来源：各机构官网及官方微信公众号，中信证券研究部

## ■ 疫情或助力教育在线化进程加速

- **在线教育行业渗透率的提升被加速。**此次线下教培活动关停，使有课外辅导需求的学生全部被动触网、来到线上学习，使得在线教育公司有机会以最低的成本去完成用户的大量积累和品牌塑造，同时教育主管机构大概率将更加积极推动线上教学的引进，在线教育行业的渗透率提升速度被增强。
- **疫情将促使有能力的线下教培机构提前参与到线上。**线下教培机构短期内被动转向线上，在疫情过后我们预计大多数中小机构仍将转战线下，但小部分有实力的大中型线下机构料将更加重视线上教学的发力。
- **短期来看，已上市的K12在线教培机构并不会产生明显增量收入。**目前各个机构推出的课程均为免费，因此从公司本身的立场出发也是立足长远而非短期取利。

# 在线教育：慢行业中的快行者

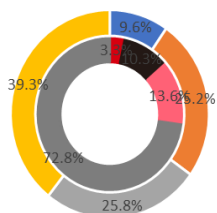
## ■ 各线市场均有空间，下沉市场潜力更大

- 对应于中国经济分布的差异，K12课外辅导行业的地区差异也比较大。
- **原因：**1) 商业机构由于成本的原因培训费相对较高，个人提供的补习较为便宜；2) 走到下沉地区的机构并不多，无论是主观上还未进入还是客观上该地区无法匹配在一二线城市的经济模型，导致下沉地区资源供给有限。
- **解决方案：**1) 各种资源的地域限制解除；2) 规模效应下单位成本下降，在线教育同样能够以便宜的价格提供给有需要的家庭。
- K12培训总体参培率的提升（对比韩国超过70%）+在线教育渗透率的提升（目前仅15%将上升至40%）

### K12学生人数和课辅收入

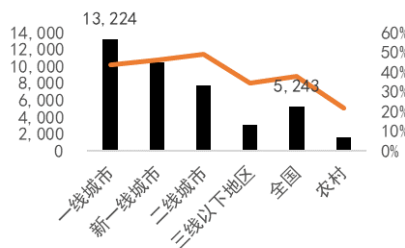
2018年地区中小学生在人数/K12课辅规模占比

■ 一线城市 ■ 新一线城市 ■ 二线城市 ■ 三线及以下地区



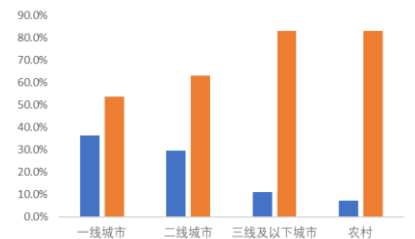
### K12学科类课外辅导渗透率及人均支出

■ 人均支出 (元) ■ 参培率



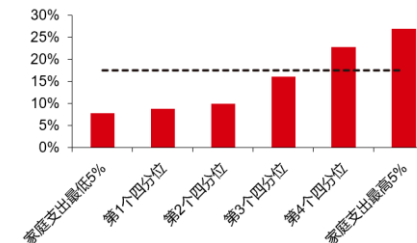
### 不同等级地区接受商业机构和个人培训服务的参与率

■ 商业公司提供学科补习的参与率 ■ 个人提供的学科补习的参与率



### K12学科类课外辅导渗透率及人均支出

■ 只购买商业公司服务占比 ■ 平均:17.4%



资料来源：国家统计局，第一财经城市划分标准，北大教育财政研究所，中信证券研究部

## ■ 线上线下融合或是大势所趋

- “互联网+教育”模式下发展起来的纯在线教育企业，例如猿辅导、作业帮一课、跟谁学（高途课堂），其核心优势在于互联网基因及终端产品设计
- 传统的线下教培企业拓展线上业务，例如学而思网校、新东方中小学网校，其核心优势在于教学内容及师资体系
- 互联网巨头孵化的在线K12教育平台，例如企鹅辅导、有道精品课、清北网校等，其核心优势在于流量。

在线K12课外培训行业的三类参与者代表性公司

互联网巨头	在线教育公司	传统教育公司
	 	 
	 	 
	 	 
	 	 
	 	 

资料来源：腾讯深网，中信证券研究部绘制

## ■ OMO基本成为K12课外辅导行业共识

- 线下头部传统教育机构已陆续启动OMO（Online-Merge-Offline）战略
- 一些在线教育公司也在使自己“变重”，沉入线下的案例也逐渐多起来

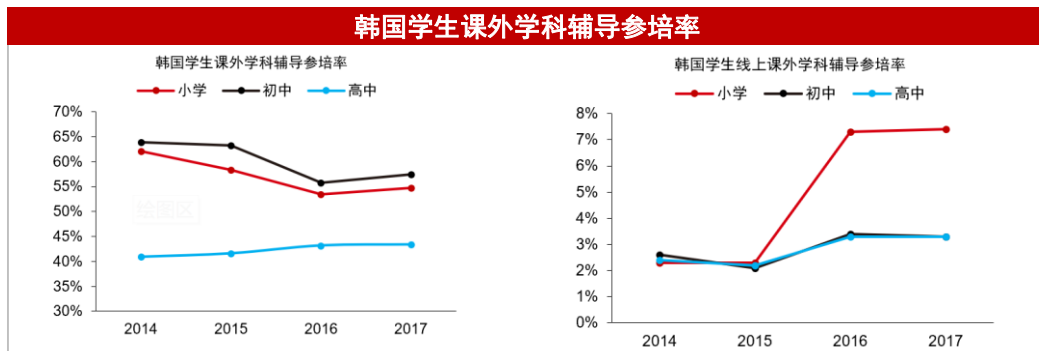
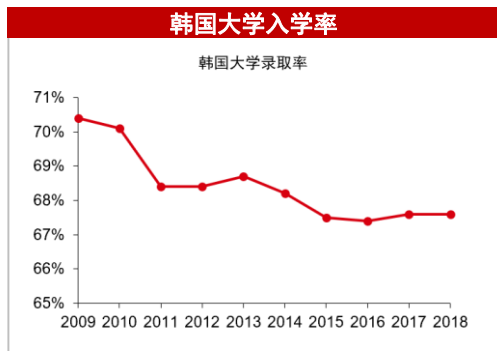
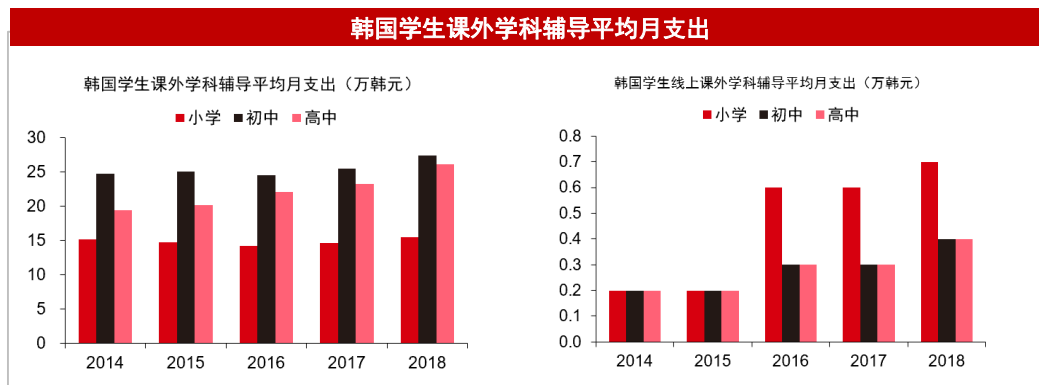
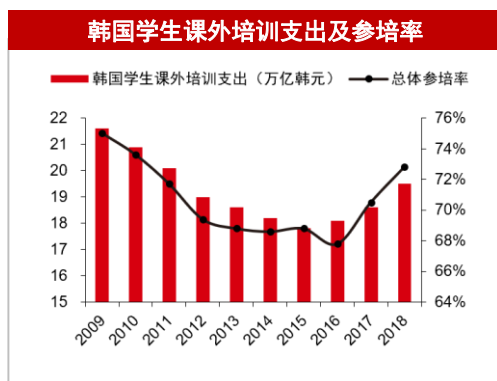
线上线下教学模式优劣对比

指标	线下教学	在线教学
核心模式	线下教学点面授	网络直播/录播课程、测评系统、题库
时间要求	较固定	较灵活
地点要求	线下固定地点，租金费用高	线上运营，无场地租金成本
教学效果	教师与学生之间接触，互动效果好	线上接触，互动效果不及面授
用户范围	以教学点为中心辐射周边，通过增加教学点扩大规模	网络传播辐射范围广，易形成规模效应
变现能力	预收费模式，现金流充足	一般为先试用后购买，转化率存疑
续课率	较高	较低
核心优势	预算课时费，现金流充足，用户粘性高	用户流量大，易于形成规模效应

资料来源：中信证券研究部

## ■ 美韩课外辅导行业状况如何？线上线下谁主导？

- 韩国和中国的国情较为相似，激烈的高考竞争极大地刺激了课外培训行业的发展
- 政府以公益方式推广线上公开课程，商业培训机构线上渗透率相对较低
- 区别于中国K-12在线培训行业的激烈竞争，美国线上K12课外培训资源以免费为主



## ■ 影响中国在线教育渗透率的关键因素有哪些？

- 对中国在线K12课外培训渗透率最重要的两个影响因素包括技术和政策
- 教育公平背景下的校内在线教育蓬勃发展，是否会对商业化的在线课外培训业务产生影响需长久观察。

### 科技驱动在线教育行业发展的逻辑



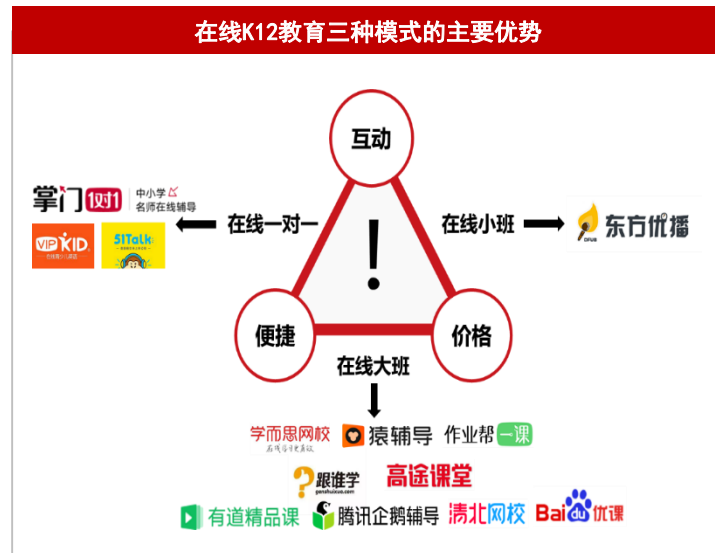
### 新高考“3+1+2”模式



资料来源：教育部，中信证券研究部绘制

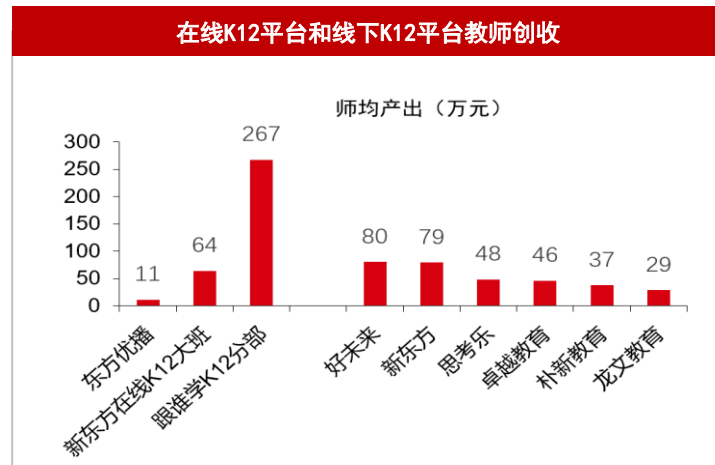
## ■ 大班模式下群雄逐鹿，小班、一对一领跑者优势显著

- 在线大班模式被认为最具规模化盈利能力的模式，最有可能发挥互联网集聚效应，也吸引了最多的玩家进入。
- 在线小班、在线一对一领跑者优势则相对显著



在线K12课外辅导企业主要优劣势

	规模	品牌	师资	课程积淀	获客效率	互联网基因
学而思网校 <small>在线学习更高效</small>						
猿辅导						
作业帮一课 <small>名师一对一直播课</small>						
跟谁学 <small>一对一名师直播课</small>						
koolearn 新东方在线						
有道 youdao						

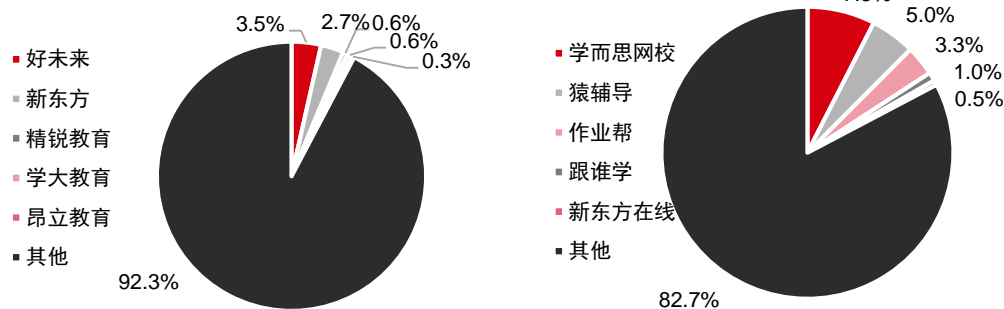




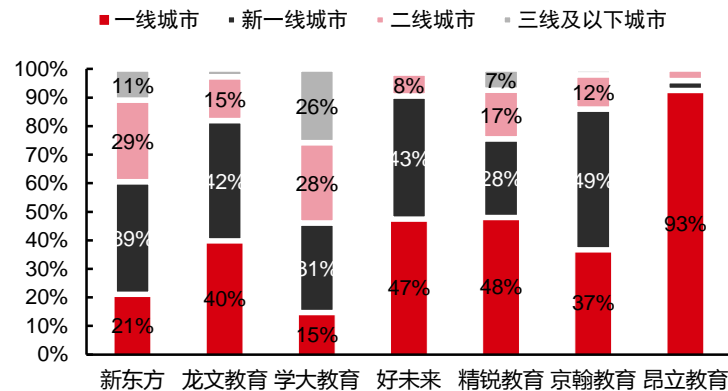
## ■ 马太效应强，头部更加集中

- 线下K12课外培训行业经过10多年的发展，集中度仍然较低，目前CR5仅7.7%。线下知名K12课外培训企业的校区85%以上布局在一二线城市。
- 在线K12课外培训行业的市场份额我们认为将会更集中于头部优质企业。

2018年线下（左）和线上（右）K12课外培训企业集中度

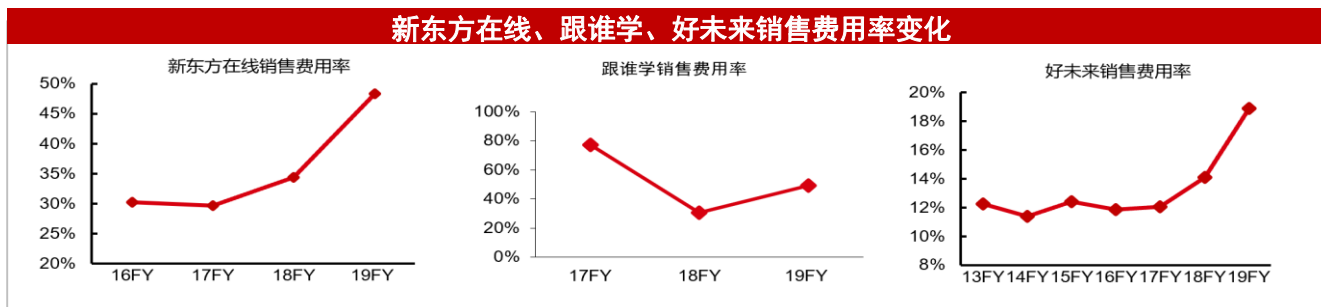
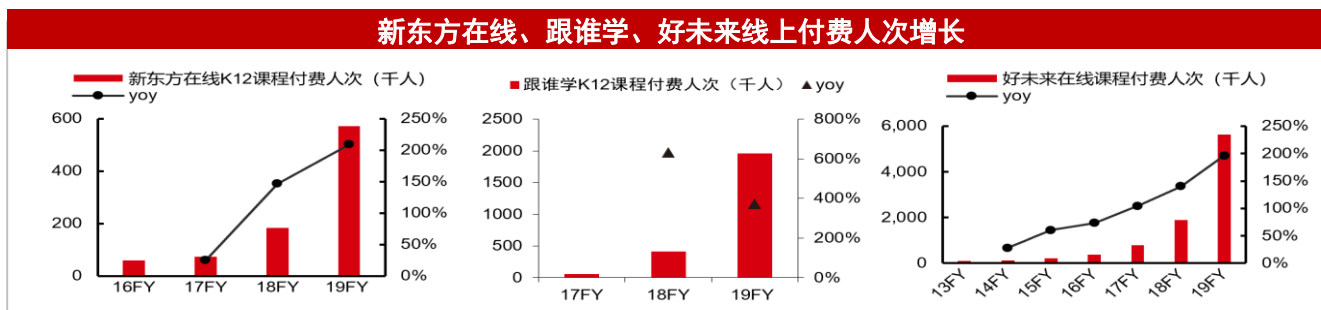
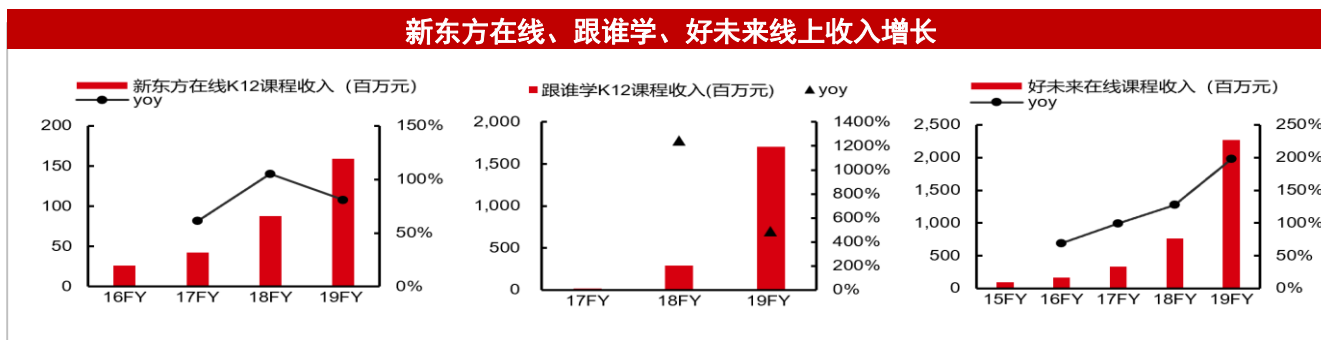


K12线下培训机构在各级城市的分布



资料来源：各公司公告，36氪，沙利文（转引自跟谁学招股书），中信证券研究部绘制

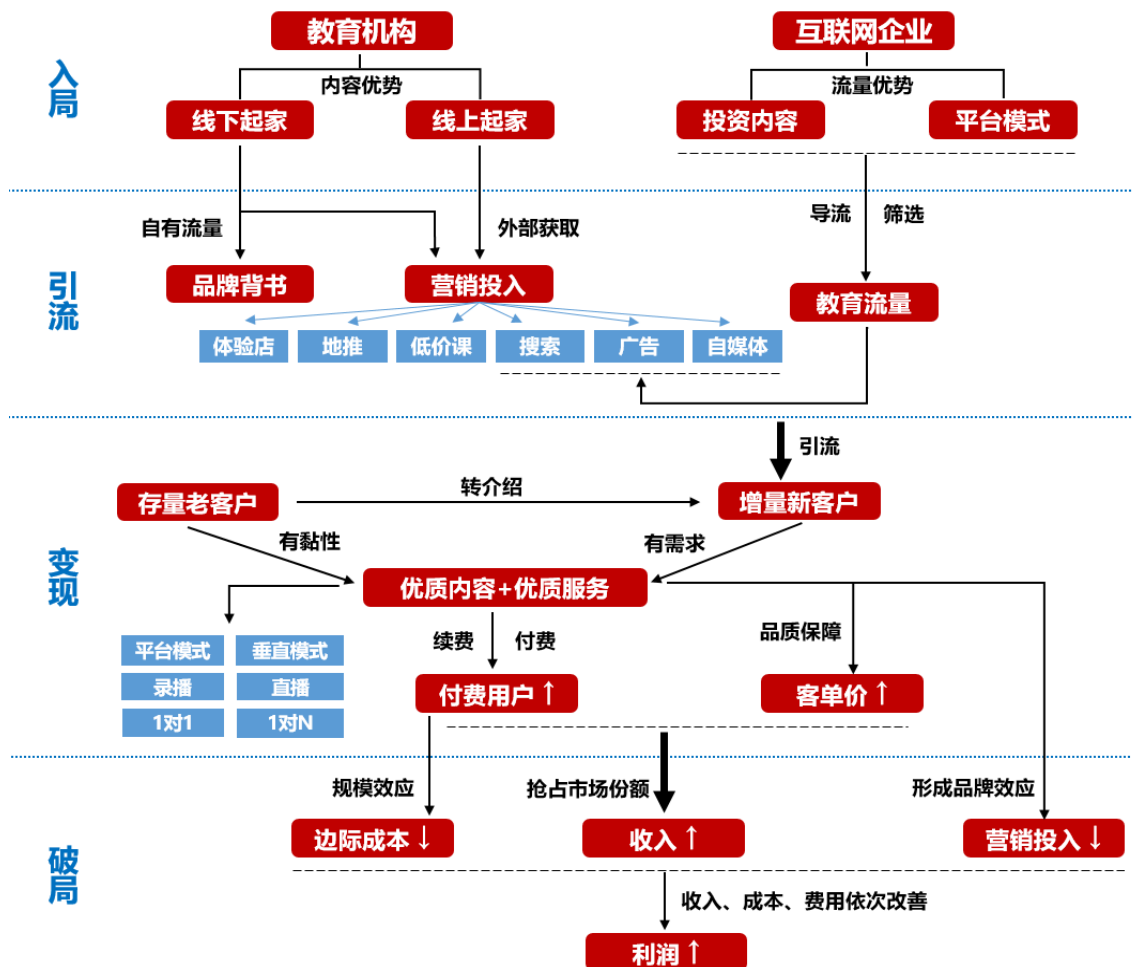
## ■ 马太效应强，头部更加集中



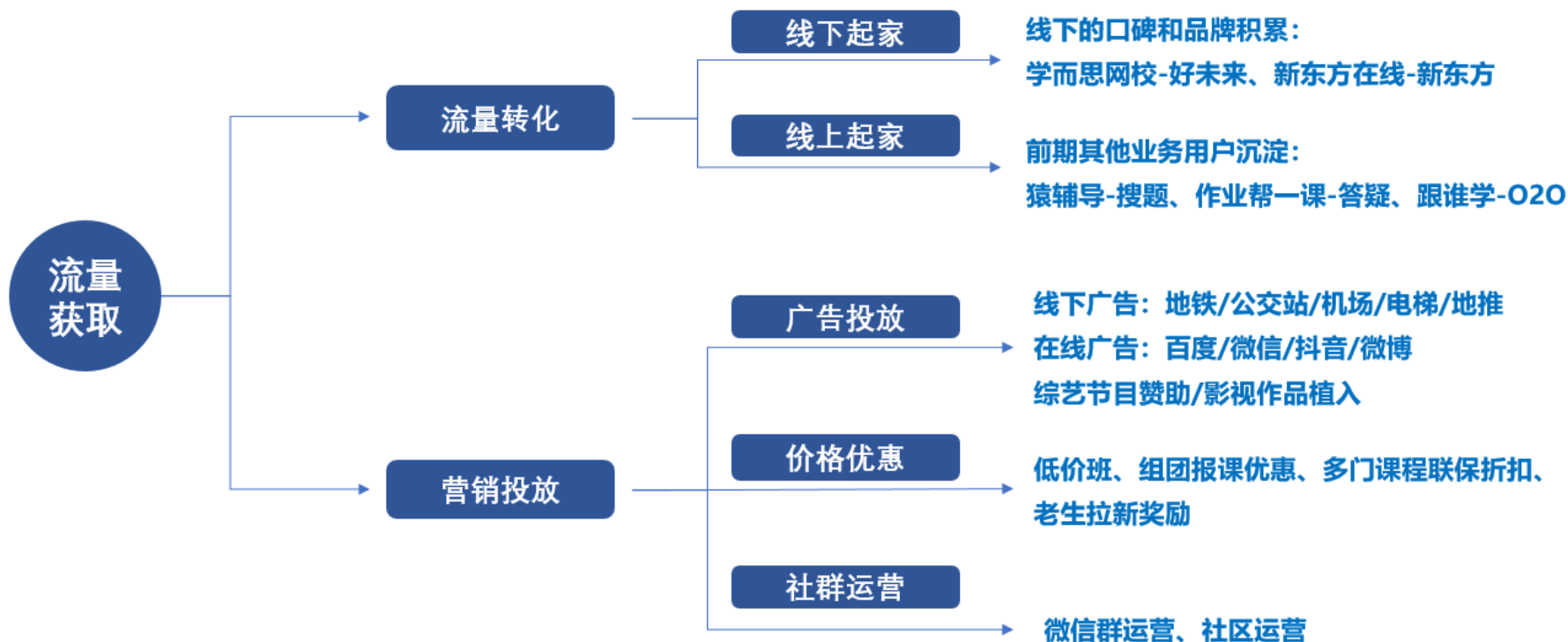
资料来源：各公司公告，中信证券研究部绘制

# 从入局到破局，在线模型具备实现基础

## ■ 当前行业整体来看基本处于入局或引流的阶段



## ■ 流量转化和营销投放是引流的核心方式



# 从入局到破局，在线模型具备实现基础

## ■ 广告投放

### 线上广告

**学** 学而思网校双师直播 广告



课程：168元学期精讲课  
科目：小初高全科任选  
价格：**免费领取**  
目标：顺利起步，快速提升

### 小学语文下册\_在线学习\_上学而思网校

学而思 品牌网站

「学而思网校」“直播+辅导”双师教学,学习更有效,现免费领取春季体验课!体验后选适合孩子的班型,全国...

xueersi.com 广告

### 线下非定向广告



学而思网校

# 网校就上学而思!

www.xueersi.com

清华哈佛等院校毕业师资 · 十余年教研沉淀 · 老师1对1答疑



找解题方法 用小猿搜题

### 猿辅导上央视春晚啦

领限量猿辅导春晚纪念章，开启2020新年好运

### 合作热播综艺、植入校园类热播剧



## ■ 线下体验中心

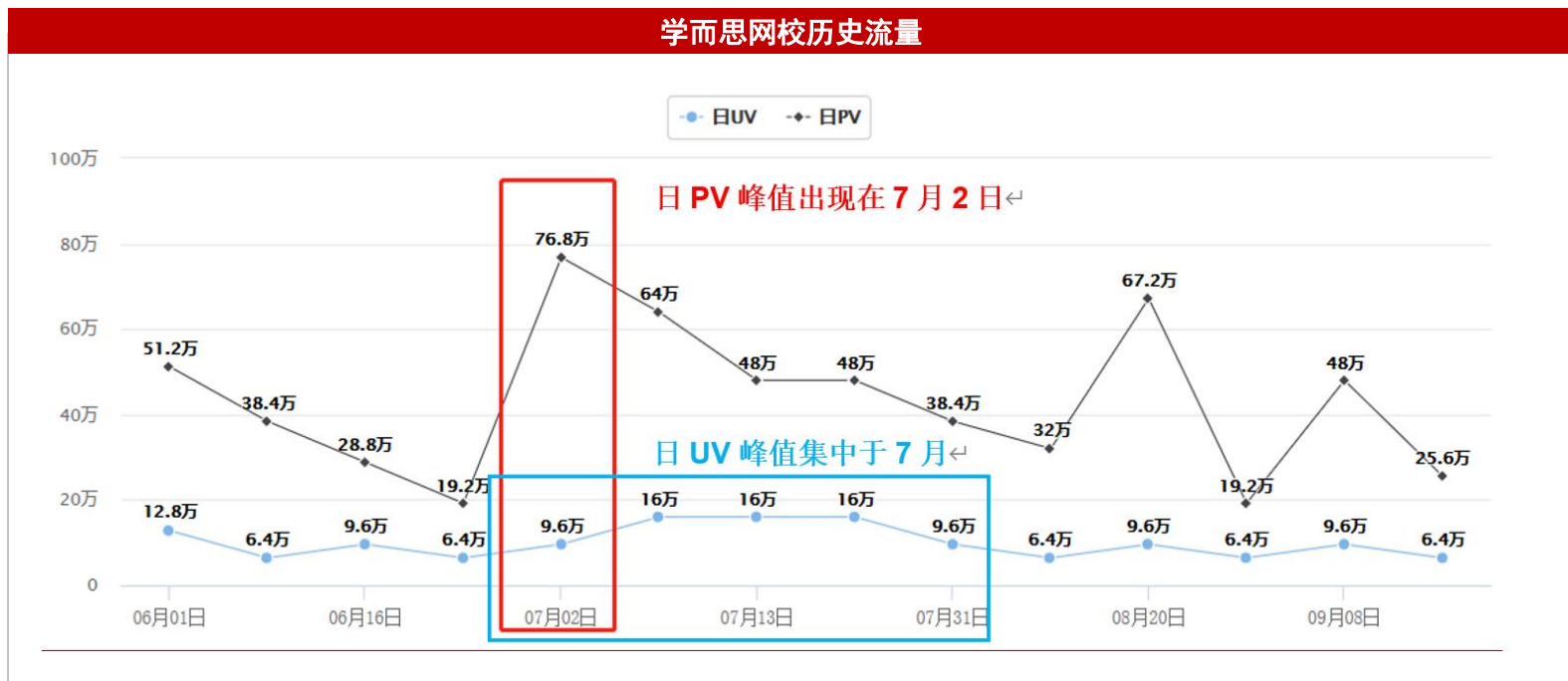
东方优播每个门店的第一年初始投入接近60万元，按一年平均招生2000人次计每获客成本约300元，若按最理想的一个城市5000人次学生计单客获客成本仅120元。





## ■ 低价班招生

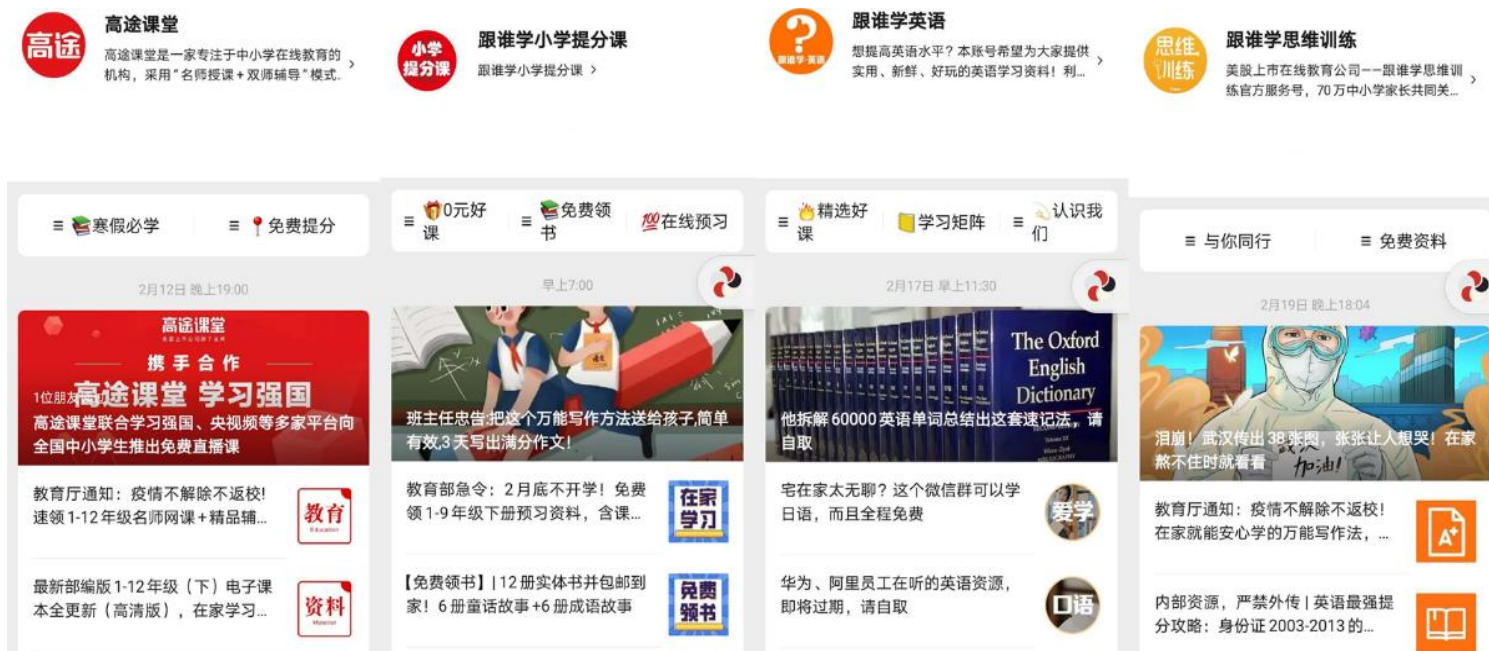
入口班、体验课是在线K12教育机构获客的核心打法。但低价班往正价班转化的比率通常不高于30%，甚至部分会低至10%以下。低价转正价的转化率相对固定在一定比例后，各教育机构品牌认知度提升、正价客户比例提升时，体验课、低价班课程的价格会逐渐提升，但总的来说还将是在线商业模式里重要的入口环节。



资料来源：Alexa，中信证券研究部

## ■ 社群运营

后端社群为培训机构的口碑积累和传递提供平台。目前行业内跟谁学的社群运营最具特色，庞大的公众号体系构成独特的流量入口。多知网《培训行业这一年》中提到据一招科技旗下“教育新增长研究会”统计，跟谁学旗下八个主体共97个认证公众号，预估活跃粉丝850多万。



资料来源：跟谁学认证公众号

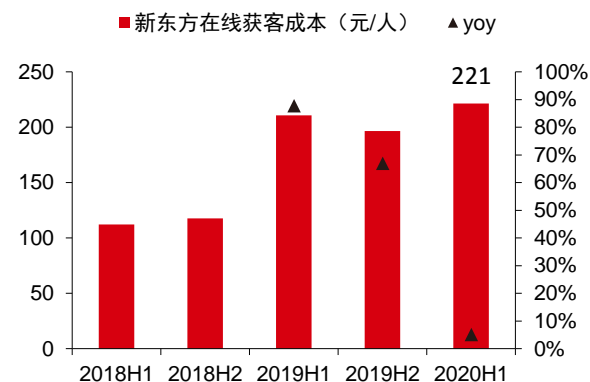


# 从入局到破局，在线模型具备实现基础

## ■ 现阶段高投入获客的打法是否合理？

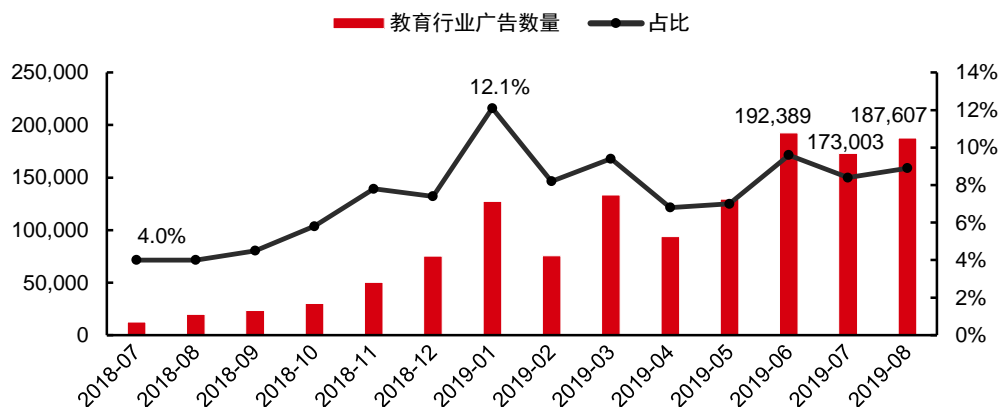
- 2019年暑期在线K12行业的营销比拼火力提升
- 各家的营销成本都在水涨船高

### 新东方在线获客成本

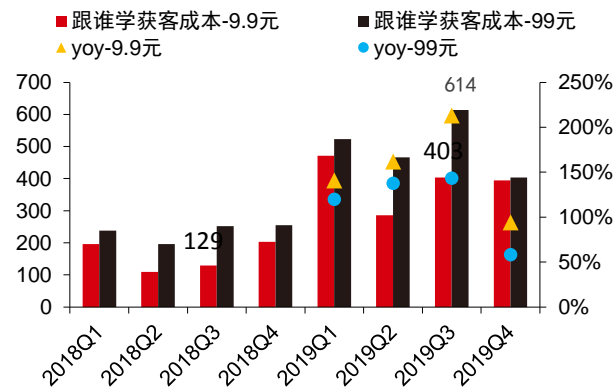


注：获客成本=销售费用/总付费人次

### 移动广告市场中的教育广告



### 跟谁学获客成本

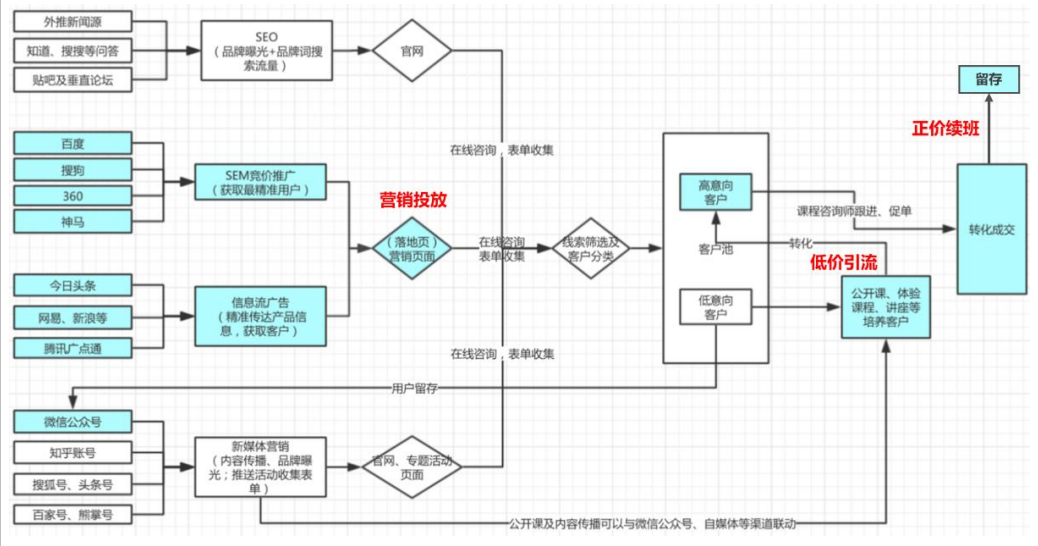


注：获客成本=销售费用/课程价格超过9.9元/99元的付费人次

## ■ 现阶段高投入获客的打法是否合理？

- 我们认为这是当前在线渗透率仍处快速上升过程中，用户教育和转移的必要手段
- 留存是长期更关键的指标，营销高投入只能是初期打基础的短期必需手段，真正的比较仍然将回归教育本质

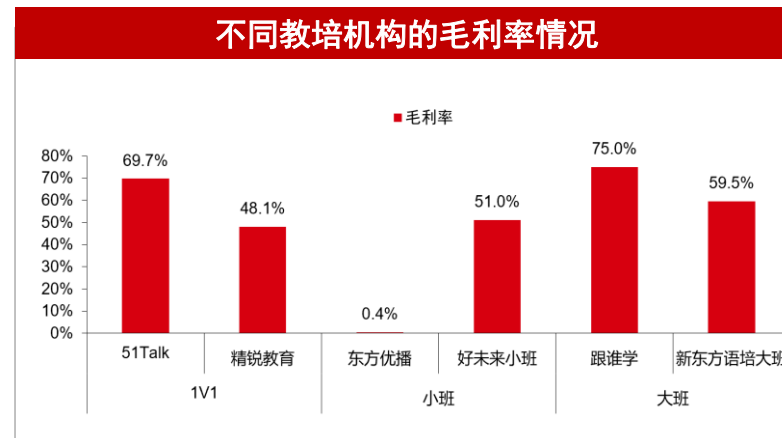
### 现阶段在线K12课外辅导引流获客的基础逻辑



### 直营电商不同价格区间的商品数分布



### 不同教培机构的毛利率情况

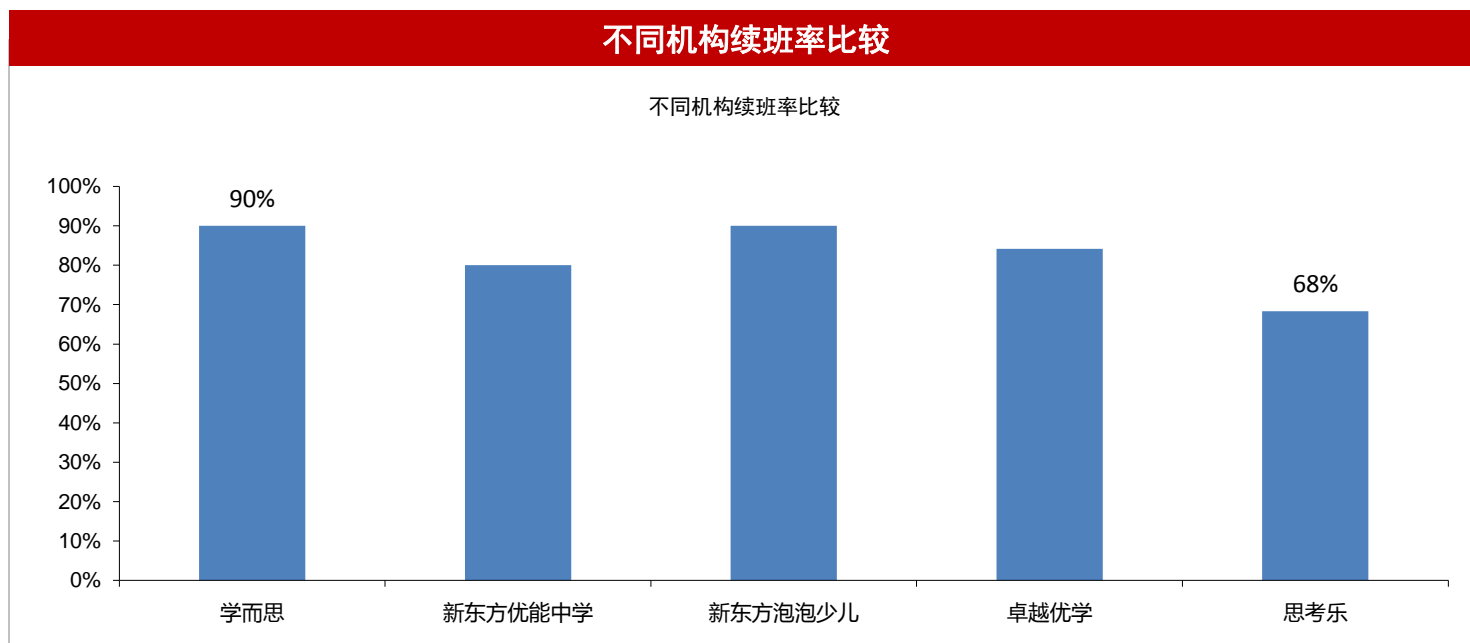


资料来源：App Growing营销学院，云朵课堂，各公司财报，中信证券研究部

注：51talk为2019年前三季度数据；精锐教育、东方优播、跟谁学为2019财年数据；好未来小班、新东方语培大班根据历史比例拆解测算而估计

## ■ 留存：决胜长期，内容、服务须落实处

在线K12辅导行业在经历了前述的级数级发展后，我们认为真正能够沉淀下来的品牌，仍然还将是在产品、内容和服务体系上体现价值的公司。几家头部K12辅导企业对教育产品的打磨和服务体系的打造都十分重视，只是各有侧重。线下优秀的培训机构留存率超过90%，线上能够做到多少的留存率对其商业模型的长期盈利性至关重要。我们认为线上辅导模式下留存率做到70%以上比较理想。



## ■ 留存：决胜长期，内容、服务须落实处

### （一）课程方面——课程数量

总体而言，以课程设置为代表的教学内容端来看，学而思网校明显更胜一筹。

- 学而思网校的在售课程达到4,810个，远高于行业里的其他在线K12辅导品牌。
- 东方优播因为主打地域化小班模式，所以在售课程数量也非常多，达到3,400多个。

学而思网校和作业帮一课会提供不同难度的同步课程

学而思网校高一数学同步课			作业帮一课高三数学同步课		
班型	检测得分率	学费	班型	检测得分率	学费
起航班（2星）	65%以下	16讲1199元	零基础班	60%以下	14讲499元
腾飞班（3星）	65%-85%	16讲1199元	目标一本班	70%以下	16讲700元
凌云班（4星）	85%以上	16讲1199元	目标985班	70%以上	16讲700元
筑梦班（5星）	95%	16讲1600元	目标清北班	80%以上	16讲700元
实验班（6星）	目标保送/自招	16讲1920元			

2019年8月28日六家头部在线K12培训机构在售课程

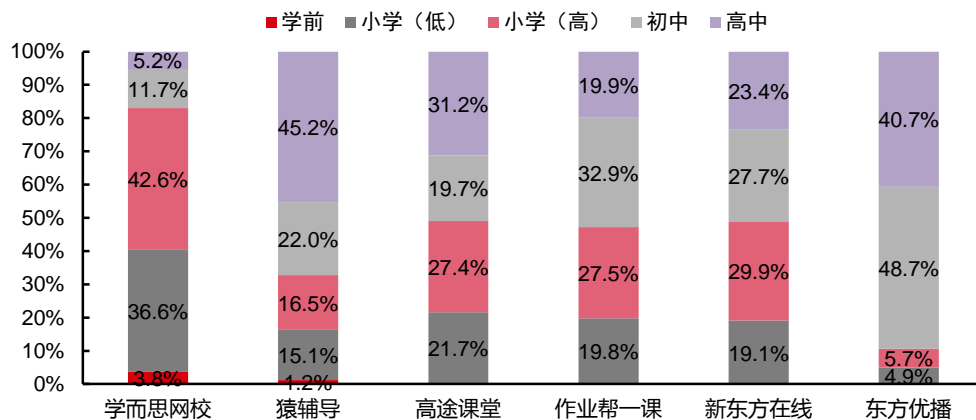
	付费课程			公开体验课	合计
	学科类同步课程	学科类短期课程	素质类课程		
学而思网校	4194	234	382	-	4810
猿辅导	577	20	113	-	712
高途课堂	157	-	-	77	234
作业帮一课	764	150	-	-	914
新东方在线	278	-	-	-	278
东方优播	3472	-	-	-	3472

## ■ 留存：决胜长期，内容、服务须落实处

### （一）课程方面——课程分布

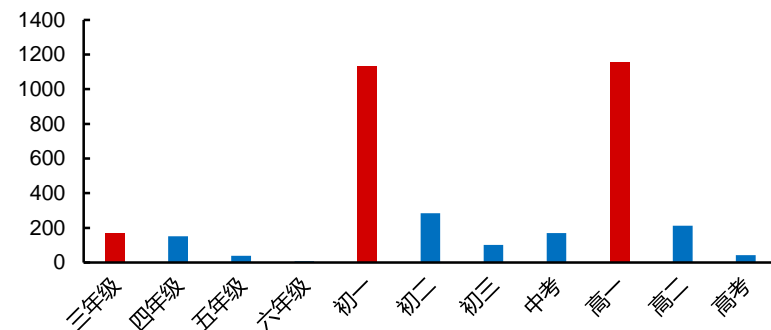
- 学而思网校的课程重心主要在小学阶段；猿辅导的课程中，高中阶段占比最高；高途课堂的高中课程、作业帮一课的初中课程是其各自的重心；新东方中小学网校的不同阶段课程占比相对均衡。
- 东方优播的课程结构相比其他几个教培品牌有明显区别。

六家头部在线K12培训机构在售课程年级分布



注：小学（低）指一至三年级、小学（高）指四至六年级。

东方优播在售课程数量的年级分布

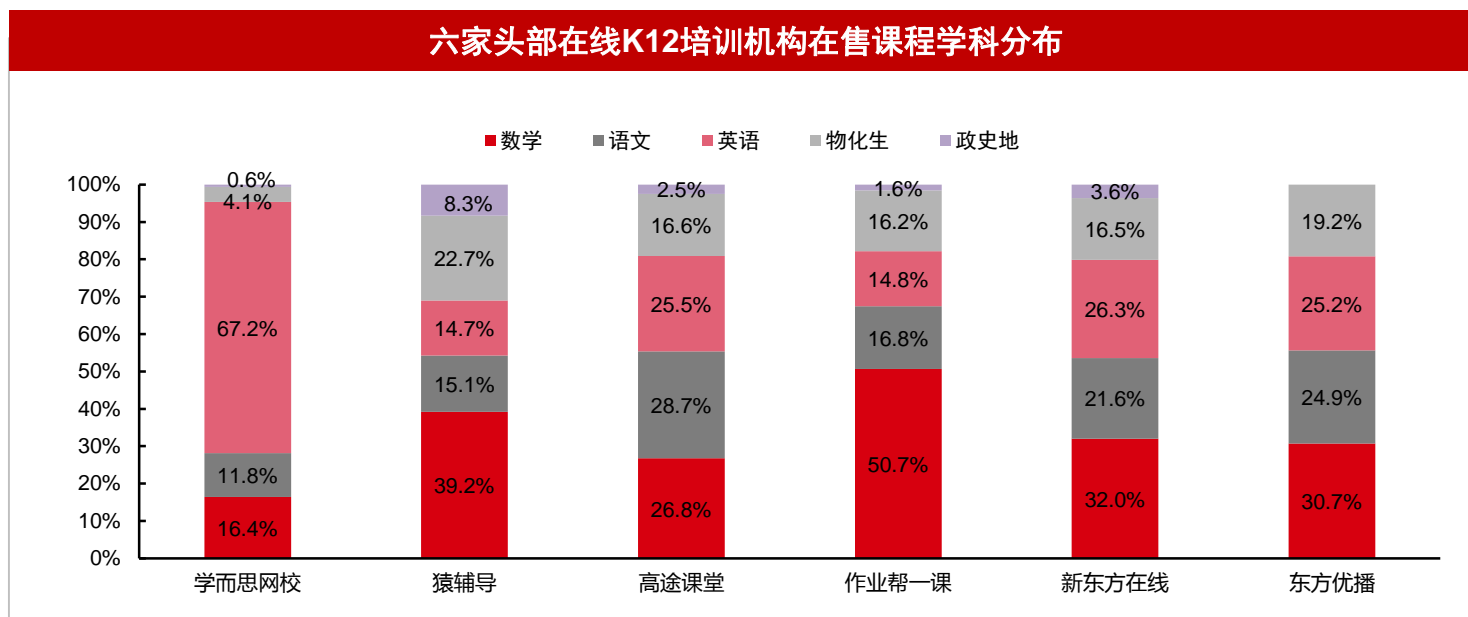


注：初三是指四年制的初三

## ■ 留存：决胜长期，内容、服务须落实处

### （一）课程方面——学科分布

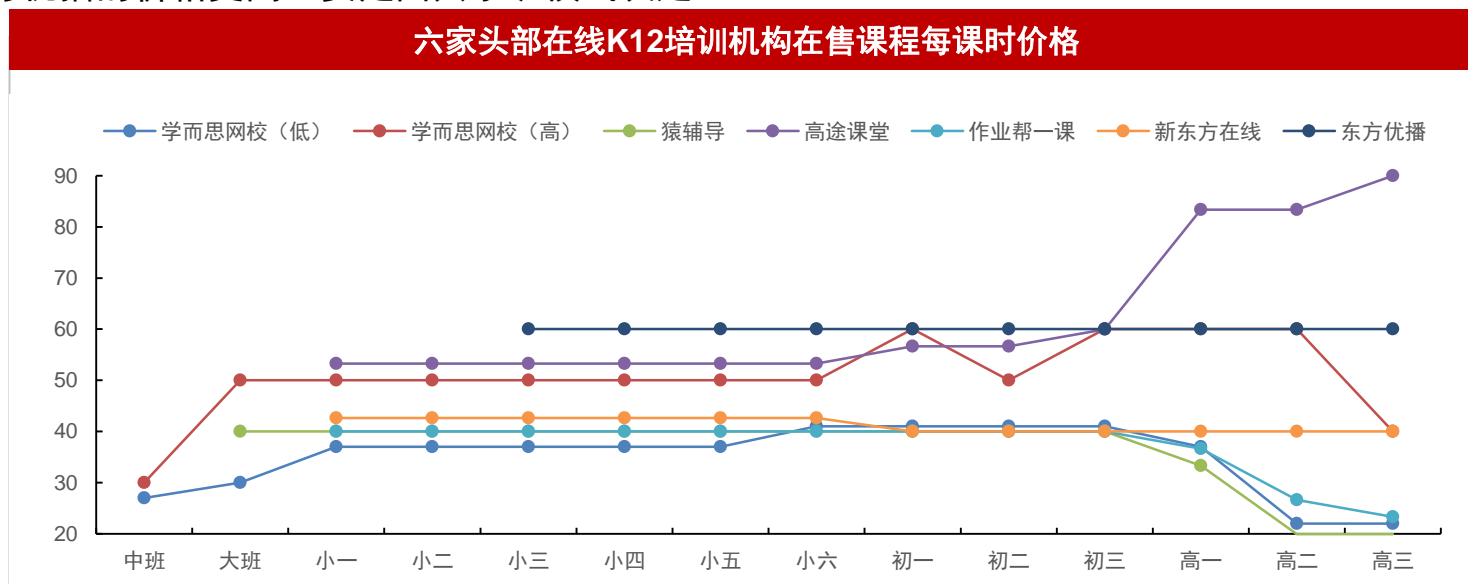
- 学而思网校的英语课程占比达到67.2%，旗下Amazing English采用中外教联合授课模式，使用剑桥和牛津大学定制教材，是其主打产品。
- 猿辅导和作业帮一课的课程更侧重数理科目，数学和物化生的课程合计占比分别达到61.9%和65.5%。
- 高途课堂是六家中唯一一个语文课程占比最高的品牌，达到28.7%。
- 新东方中小学网校、东方优播的各个科目课程占比则相对平均。



## ■ 留存：决胜长期，内容、服务须落实处

### （一）课程方面——课程价格

- 以课时价格来看，学而思网校的定价最灵活，会根据科目不同、课程难度不同做差异化定价。整体来看，学而思网校、猿辅导、作业帮一课的课时价格较为接近，小学、初中课程基本在40元/课时左右，高中课程的定价则明显更低，介于20~37元不等。
- 虽然都是大班直播模式，但是高途课堂的定价相比上述三家明显更高，且年级越高定价越高。高途课堂的小学课程价格为53元/课时，初中课程介于57~60元/课时不等，高中课程介于83~90元/课时不等。
- 新东方中小学网校和东方优播的课程定价在不同年级基本没有差别，分别为40元/课时和60元/课时，东方优播的价格更高主要是由其小班模式决定。



资料来源：学而思网校、猿辅导、跟谁学、作业帮一课、新东方中小学网校、东方优播，中信证券研究部注：课程价格是2019年9月18日的各家网站课程的实际购买价格；学而思网校（低）指的是相应年级最低课时价格，学而思网校（高）指的是相应年级最高课时价格。

## ■ 留存：决胜长期，内容、服务须落实处

### (二) 师资方面

- 在线K12教育的教学师资岗位分为主讲老师、教学研发和辅导老师三类。
- 线上K12教育主讲教师的招聘要求和薪酬待遇相对线下明显更高。在线K12辅导机构对主讲教师的学历要求基本是重点院校本科及以上学历，普遍要求主讲教师至少具备2~3年相关教学经验。一般来看薪酬水平普遍高于18万元/年，以20-40万元/年居多。

部分线上和线下 K12 教培主讲教师招聘要求与薪酬

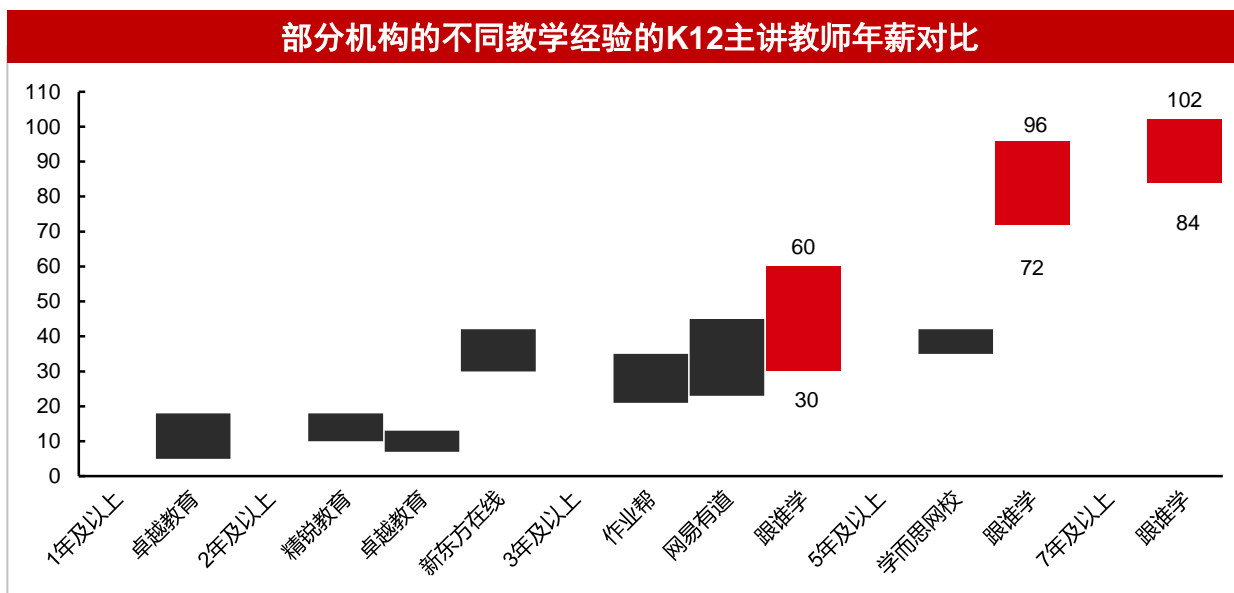
	职位	学历要求	教学经验	年薪酬 (万元)
<b>线上培训机构</b>				
跟谁学	K12 主讲教师	985/211 院校本科及以上学历	3 年以上大班课教学经验	30~60
跟谁学	K12 主讲教师	985/211 院校本科及以上学历	5 年以上经验, 3 年以上大班课经验	72~96
跟谁学	K12 主讲教师	985/211 院校本科及以上学历	7 年以上经验, 3 年以上大班课经验	84~102
新东方在线	双师课堂主讲教师		1~3 年	30~42
新东方在线	双师课堂主讲教师	985/211 大学本科及以上学历		30~50
新东方在线	K12 主讲教师	985/211 院校本科及以上学历	有知名教育机构任教经验优先	48~96
学而思网校	K12 主讲教师	本科及以上学历		18~30
学而思网校	K12 主讲教师	本科及以上学历	2 年以上	18~36
学而思网校	K12 主讲教师	重点院校毕业生	5 年及以上	35~42
网易有道	K12 主讲教师	本科及以上学历	3 年以上	23~45
猿辅导	大班直播授课讲师	本科及以上学历	2 年以上	18~36
作业帮	K12 主讲教师	一本及以上, 师范或本学科相关专业	3 年以上	21~35
<b>线下培训机构</b>				
新东方 (天津)	K12 教师 (1v1)	本科及以上学历		7.2~9.6
新东方 (北京)	K12 教师 (1v1)	本科及以上学历、应届生		10~14
新东方 (广州)	K12 教师 (1v1)	本科及以上学历		12~18
新东方 (烟台)	K12 教师	本科及以上学历		7.2~12
新东方 (荆州)	K12 教师	本科及以上学历		8~12
新东方 (呼和浩特)	K12 教师	本科及以上学历		12~18
精锐教育 (南京)	K12 教师	本科及以上学历		7~18
精锐教育 (北京)	K12 教师	本科及以上学历	分校教学经验者优先录用	10~14
精锐教育 (上海)	K12 教师	本科及以上学历	2 年以上	10~18
卓越教育 (成都)	K12 教师	本科及以上学历	1 年以上	5~10
卓越教育 (广州)	K12 教师	本科及以上学历	2 年以上	7~13
卓越教育 (上海)	K12 教师	本科及以上学历	2 年以上	11~13



## ■ 留存：决胜长期，内容、服务须落实处

### (二) 师资方面

- 好未来一直是以教研为核心竞争力而不以名师为宣传点。
- 新东方善于打造名师但也在逐渐走向去名师化发展道路，二者的长处在于具备不断塑造优质老师的能力。
- 猿辅导和作业帮一课等以“互联网+教育”模式起家的在线K12教培机构教师明显呈现年轻化倾向。
- 跟谁学立足绝对名师模式，对主讲教师的学历及教学经验要求高于同行，在同等教学经验水平下所付薪资也会更高。跟谁学的名师资源承接了早期O2O平台模式和陈向东管理团队的优势。

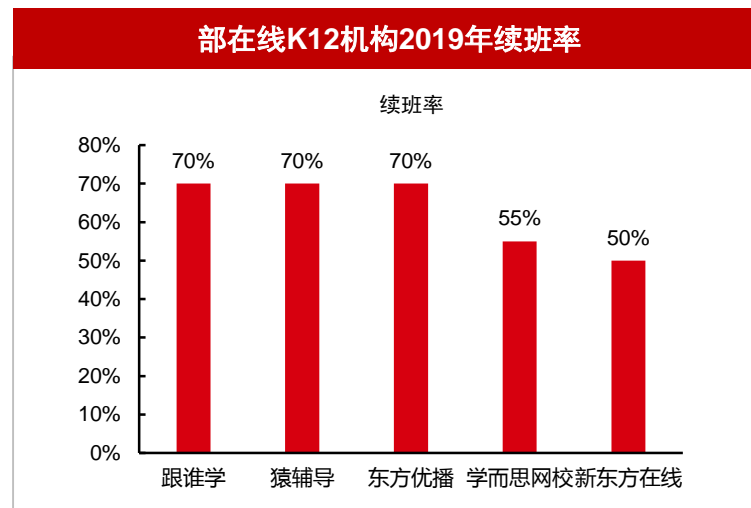
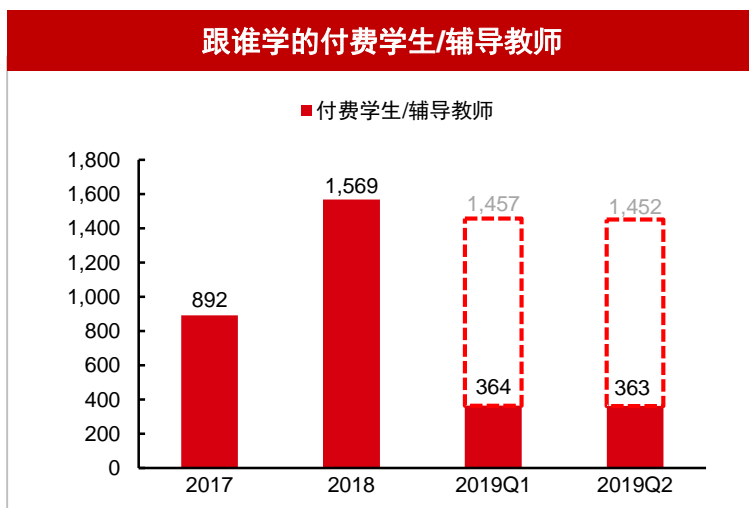


## ■ 留存：决胜长期，内容、服务须落实处

### (二) 师资方面——服务优劣是于细节之处见真章

在线K12辅导服务环节肩负着非常重要的作用。跟谁学旗下的高途课堂辅导老师会更加细致用心，而我们认为这也是造就其70%多到80%高续班率的原因之一。

- 高途课堂的辅导老师会在微信群里积极调动班级的学习气氛。
- 高途的辅导老师会认真关注班级里每位学生的学习情况，跟家长做及时的沟通反馈。
- 高途课堂在服务环节的一个重要创新之举在于让学生扮演“小老师”的角色，授之以渔。
- 控制付费学生和辅导教师的比例是保障服务体验的重要因素。



# 从入局到破局，在线模型具备实现基础

## ■ 留存：决胜长期，内容、服务须落实处 产品端在未来或将承载更多作用

- 对比目前头部在线K12机构的C端产品，直接线上起家的机构比线下起家拓展线上业务的机构明显做得更好。
- 猿辅导的产品会清晰统计每一堂课程的学生表现，对于授课教师的信息展示同样体现了很好的产品设计思路。
- 目前，大多数在线K12机构的C端产品还只是起到讲课呈现的工具作用，并没有受到足够重视。但站在更长远的角度来看，最终C端产品一定会在在线K12培训行业中比现在扮演更为重要的一环。

学生名称	小班	上课时长 (分钟)	参与测验 次数	测验正确 率	作业正确 率	作业得分	金币数	奖励	回放已播时 长(分钟)
小陈陈陈陈陈陈-	1班	100	29	100.00%	0.00%	0	330	MVP 超神	0
一条小散散OvO	1班	99	29	100.00%	100.00%	100	330	MVP 超神	0
叶子	1班	97	29	100.00%	0.00%	0	390	MVP 超神	0
小兔子乖乖	1班	100	29	96.60%	0.00%	0	320	超神	0
	1班	100	29	96.60%	0.00%	0	320	超神(2)	0
	1班	96	29	96.60%	100.00%	100	380	超神(2)	0
	1班	100	29	93.10%	0.00%	0	310	超神	0
源氏	1班	100	29	89.70%	80.00%	80	350	超神	0
	1班	100	29	89.70%	0.00%	0	300	超神(2)	0
灰化总会挥发	1班	97	29	89.70%	0.00%	0	300	超神(2)	0
锦鲤附体上天入地	1班	100	29	86.20%	80.00%	80	340	超神(2)	0
Spiderman	1班	100	29	86.20%	0.00%	0	290	超神(2)	0
不想当柿饼的柿子	1班	98	29	86.20%	40.00%	40	320	超神(2)	0
	1班	100	29	82.80%	0.00%	0	280	超神(2)	0
	1班	100	29	79.30%	100.00%	100	330	超神(2)	0
不想当柿饼的柿子	1班	100	28	96.40%	0.00%	0	310	超神	0
	1班	100	28	92.90%	0.00%	0	300	超神	0
	1班	100	28	85.70%	0.00%	0	280	超神	0
Amy	1班	99	27	96.30%	0.00%	0	300	超神	0
	1班	80	26	92.30%	0.00%	0	250	超神	0
	1班	100	26	88.50%	0.00%	0	270	超神	0
仔仔	1班	100	26	88.50%	0.00%	0	260	超神	0
梦泪	1班	98	26	61.50%	100.00%	100	260	超神	0
奈昕	1班	77	25	88.00%	40.00%	40	250	超神(2)	0
	1班	97	18	72.20%	0.00%	0	170	超神	0
浮生若梦为欢几何	1班	20	17	100.00%	0.00%	0	170	超神	0
	1班	70	13	84.60%	0.00%	0	110	超神	0
	1班	87	13	61.50%	0.00%	0	90	超神	0
不想当柿饼的柿饼	1班	59	10	100.00%	40.00%	40	130	超神	0
	1班	100	8	50.00%	0.00%	0	80	超神	0
	1班	99	7	85.70%	0.00%	0	100	超神	0
	1班	96	4	50.00%	0.00%	0	60	超神	0
	1班	33	0	0.00%	0.00%	0	0	超神	0

总结：目前主流的在线K12辅导品牌商业模式本质上基本相同，比较而言，学而思内容更优、猿辅导产品更强，跟谁学名师导向和服务细节突出，作业帮自有流量转化基础强，而东方优播作为不一样的商业模式更适应于一些下沉市场。

- 政策监管持续趋严
- 行业竞争加剧
- 低线下沉不及预期
- 技术更迭缓慢

- 互联网巨头入局对在线K12教育行业的影响？
- 技术更迭对在线教育发展的影响？
- 行业监管政策会否出现不利的变化？

我们认为当前在线K12辅导行业性的机会明确，行业红利周期仍将持续2-3年，建议整体配置。公司选择方面，**品牌、内容服务、技术、规范，四维并重**：品牌影响引流，内容服务影响转化，技术影响体验，规范影响发展。推荐持续配置**好未来、跟谁学、新东方在线**，非上市企业关注**猿辅导、作业帮**等。

教育信息化的两个主要标签是信息化和教育工具，可积极关注A股教育信息化相关公司。

代码	公司名称	2018 年收入/净利润	教育相关业务/产品
002841.SZ	视源股份	收入：169.84 亿元 净利润：10.04 亿元	希沃交互智能平板产品营收 56.76 亿元，占公司总收入 33.42%。希沃依托教务、学务、校务、多媒体四大事业部以及教育研究院，致力于为用户提供教育信息化应用工具，包括：数字化环境硬件、常态化应用软件、数据管理与服务软件。
002230.SZ	科大讯飞	收入：79.17 亿元 净利润：5.42 亿元	教育业务营收 21.44 亿元，占公司总收入 27.08%。产品包括智能评卷技术、英语听说考试系统、个性化教与学平台智学网等。通过对学生过程化学习数据的自动分析，精确诊断学生的学习情况并为学生提供个性化学习资源和路径规划服务。
002955.SZ	鸿合科技	收入：43.78 亿元 净利润：3.36 亿元	智能交互显示产品营收 41.92 亿元，占公司总收入 95.77%。公司形成了以智能交互平板、电子交互白板、投影机、视频展台等智能交互显示产品为基础，以智能视听解决方案为拓展和延伸的多媒体电子产品业务线，主要面向中小学校和高校、幼教、培训机构等教育市场进行销售。
300205.SZ	天喻信息	收入：23.97 亿元 净利润：1.01 亿元	子公司天喻教育营收 2.64 亿元，占公司总收入 11.01%。公司围绕教育部政策导向及各级教育主管部门、学校、教师、学生用户需求开发并持续完善智慧教育产品体系（教育云平台、智慧教学、智慧学习、智慧评价、智慧研修、智慧管理、智慧校园）。
300010.SZ	立思辰	收入：19.52 亿元 净利润：-13.93 亿元	1) 大语文学习营收 1.80 亿元，其中线上收入 0.27 亿元。2) 升学服务营收 1.89 亿元。3) 智慧教育营收 11.32 亿元，占公司总收入 57.99%。智慧教育领域包括区域教育云、智慧校园顶层设计、校本课程及核心学科应用服务等，已逐步走向教育与 IT 的深度融合，通过校本课程、核心学科应用服务等教育内容的引领，构建一个业务覆盖全国，触角伸到每个学校的教育科技服务网络。
600636.SH	三爱富	收入：16.64 亿元 净利润：5.43 亿元	教育信息化业务营收 4.14 亿元，占公司总收入 24.88%。教育业务主要包括智慧教育装备和提供教育信息化综合服务解决方案。其中智慧教育装备业务主要是录播硬件产品搭配智能软件的研发、生产和销售，该部分主要由全资子公司奥威亚的产品服务为核心。
300338.SZ	开元股份	收入：14.54 亿元 净利润：0.99 亿元	职业教育业务收入 11.61 亿元，占公司总收入 79.83%。恒企教育主要业务涵盖财经类培训、设计类培训、自考类助考服务、IT 类培训等等，其 O2O 教学服务形式包括线下面授教学，线上直播课堂、录播视频、音频、6 大智能化学习系统。中大英才从事的主要业务为在线课程培训、图书销售、激活码（学习卡）销售、学历中介等等。



# 整体配置行业红利期头部企业

代码	公司名称	2018 年收入/净利润	教育相关业务/产品
002261.SZ	拓维信息	收入：11.85 亿元 净利润：-13.66 亿元	1) 考试阅卷及测评产品营收 3.37 亿元，占公司总收入 28.41%。2) 校内内容及服务营收 3.20 亿元，占公司总收入 26.99%。3) 拓维学堂营收 1.20 亿元，占公司总收入 10.16%。
300089.SZ	文化长城	收入：11.74 亿元 净利润：2.05 亿元	教育系统集成及运营营收 4.27 亿元，占公司总收入 36.37%；教育培训收入 4.02 亿元，占公司总收入 34.22%。联讯教育以提供智慧教育云一体化解决方案为核心业务，同时也为职业教育实训室提供综合解决方案；智游臻龙主营业务是软件培训、软件开发及销售；翡翠教育专注于移动互联网及数字游戏动漫等领域的 IT 职业教育培训。
002467.SZ	二六三	收入：9.29 亿元 净利润：0.86 亿元	公司依托企业直播产品及视频会议产品在教育行业的深耕和一定的品牌知名度，推出了“263 教育”行业解决方案，从直播网校、大班课堂、小班课堂和双师课堂等四大产品全面覆盖所有远程教育的应用需求，为教育机构提供“云+端”一站式视频服务解决方案
300359.SZ	全通教育	收入：8.40 亿元 净利润：-6.57 亿元	1) 家校互动升级业务营收 2.88 亿元，占公司总收入 34.25%。其是在基础运营商家校互动业务的基础上针对学校及家庭用户进行功能升级，融合了动力加·智能校园、全课通、成长帮手等增值业务。2) 教育信息化项目建设及运营营收 2.26 亿元，占公司总收入 26.92%。推进建设完善全课云智慧教育云平台，基于校园安全、新高考改革的智慧校园解决方案。3) 继续教育营收 3.20 亿元，占公司总收入 38.10%。
300248.SZ	新开普	收入：8.38 亿元 净利润：0.96 亿元	智慧校园应用解决方案营收 4.94 亿元，占公司总收入 58.98%；智慧校园云平台解决方案营收 0.88 亿元，占公司总收入 10.51%。公司专注于高校信息化、教育信息化解决方案建设，提供集智慧校园、智慧教育及校园移动互联网服务在内的综合解决方案。
002348.SZ	高乐股份	收入：8.30 亿元 净利润：0.11 亿元	“教育业务共实现合并上市公司报表的营收 3.70 亿元，占公司总收入 4.58%。子公司高乐教育继续致力于为客户提供云端一体化的智慧教育解决方案，提升
300282.SZ	三盛教育	收入：7.93 亿元 净利润：1.14 亿元	区域教育信息化水平。子公司异度信息以智慧云课堂、智慧教育平台、软硬件产品及智慧校园整体建设与服务解决方案为核心拓展市场，并与教育部教育装备研究与发展中心达成战略合作伙伴关系，共同成立了 K12 云教学研究中心。”
300559.SZ	佳发教育	收入：3.90 亿元 净利润：1.24 亿元	智能教育装备营收 3.10 亿元，占公司总收入 39.18%；智能教育服务营收 4.66 亿元，占公司总收入 58.80%。旗下恒峰信息自主研发了从教务云平台、智慧教室、智慧教研、智慧教学、智慧资源和工具到智慧学习全覆盖的软件体系。子公司广州华欣生产的大尺寸红外触摸屏大量应用于教学用智能交互平板，目前是公司智能教育装备业务的核心。
300235.SZ	方直科技	收入：1.07 亿元 净利润：0.12 亿元	标准化考点设备营收 2.92 亿元，占公司总收入 4.67%；智慧教育产品及整体解决方案营收 0.68 亿元，占公司总收入 17.40%。公司主营业务为研发、生产、销售具有自主知识产权和自主品牌的教育信息化产品并为用户提供相关服务，产品主要包括智慧招考产品系列、云巅智慧教育产品系列。



感谢您的信任与支持！

THANK YOU

冯重光（中信证券研究部教育行业分析师）

执业证书编号：S1010519040006



# 免责声明

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalamal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH00001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规则（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理。本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”分发及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券2020版权所有。保留一切权利。