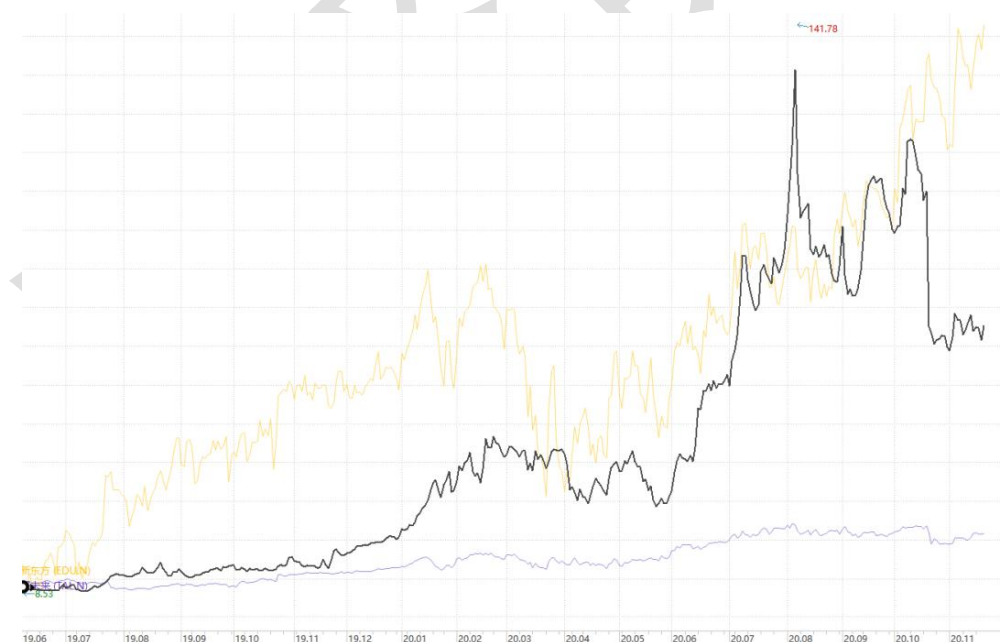


## 好未来 VS 跟谁学 VS 新东方

### K12 培训，还能看吗？

今天我们要研究的，是 K12 培训产业链。这是一个拉长 10 年到 20 年，都会被“家长”持续投入的赛道。

对 K12 阶段孩子的培育，家长的目光要么集中在学区房上，要不就是盯住校外补习。而我们本次研究的赛道，行业龙头受益于家长对于教育持续高投入，来看代表公司近期的数据：



图：代表龙头走势

来源：Wind

2020 年中报，龙头 A 营业收入 138.17 亿元，营业收入同比增长 26.93%，净利润 6.63 亿元，净利润同比增长 343.48%，股价年初至今涨幅 47.97%，当下自年内高点跌幅为 14.8%；

2020 年一季报，龙头 B 营业收入 67.67 亿元，营业收入同比增长 -7.97%，净利润 11.98 亿元，净利润同比增长 -16.43%，股价年初至今涨幅 49%，当下自年内高点跌幅为 2%，股价当下处于持续创新高中；

2020 年中报，龙头 C 营业收入 29.48 亿元，营业收入同比增长 373.30%，净利润 1.67 亿元，净利润同比增长 231.47%，股价年初至今涨幅 216.70%，当下自年内高点跌幅为 54%；

以上的三家代表公司，分别对应**好未来 VS 新东方 VS 跟谁学**。三家增长数据差异如此巨大，主要是因卫生事件对线上线下业务带来的影响。

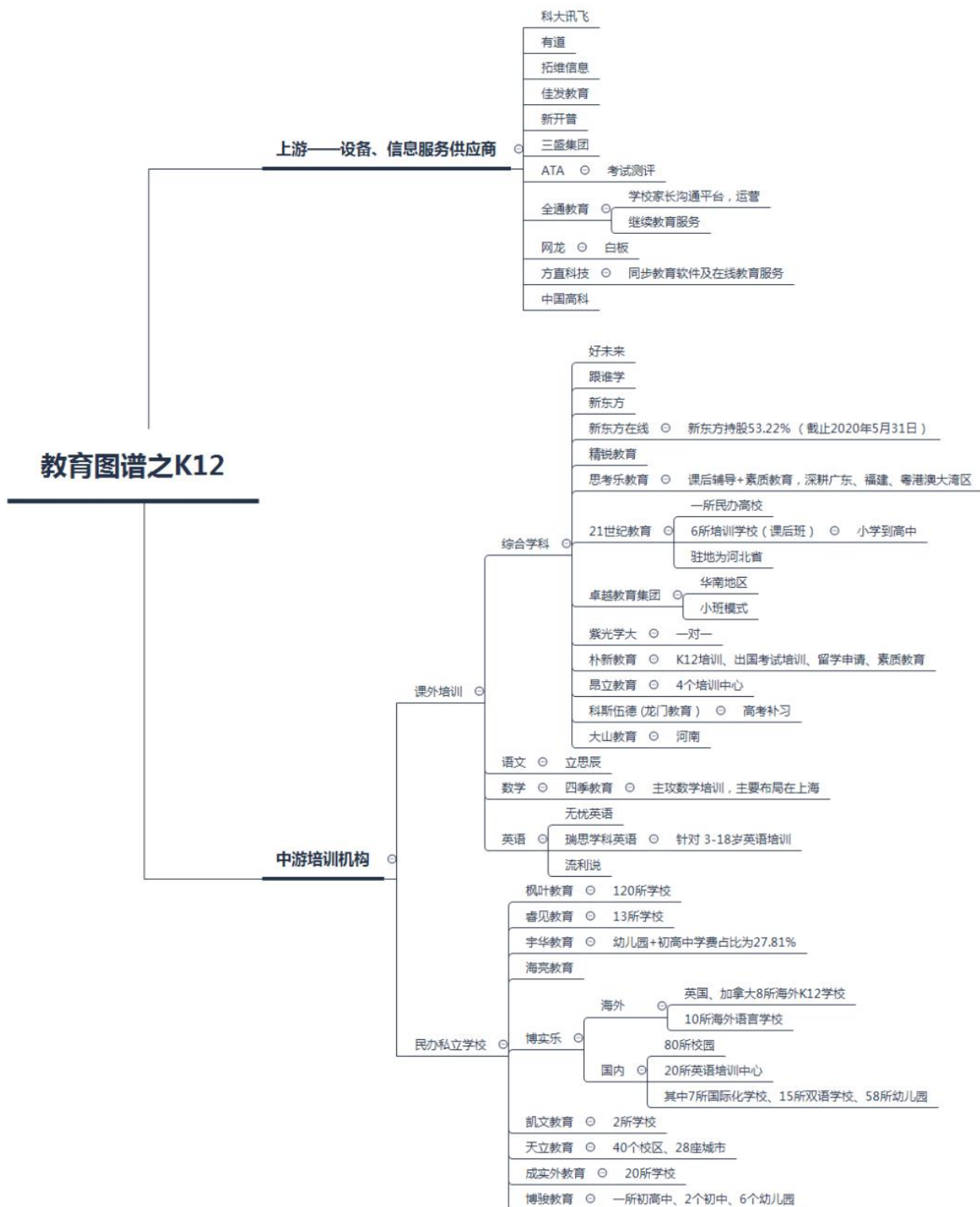
**至此，有几个值得我们深入思考的问题：**

1) 如果看待行业的增长逻辑？

2) 顺着行业的增长，这个赛道需要专注于哪几个核心经营数据？各家表现情况如何？

(壹)

K12 (Kindergarten Through Twelfth Grade) ，如果按照年龄阶段来划分，指代幼儿园到高中这个年龄段的人群，覆盖三个阶段的教育，分别是幼儿园、义务教育、高中教育。



图：K12 赛道产业链

来源：塔坚研究

这个赛道的市场化公司，大致可分两类，一是课外培训机构，提供语数外等考试科目或素质教育中音体美等培训，一是私立教育机构，也就是俗称私立学校。本篇报告我们重点覆盖课外培训这个版块。

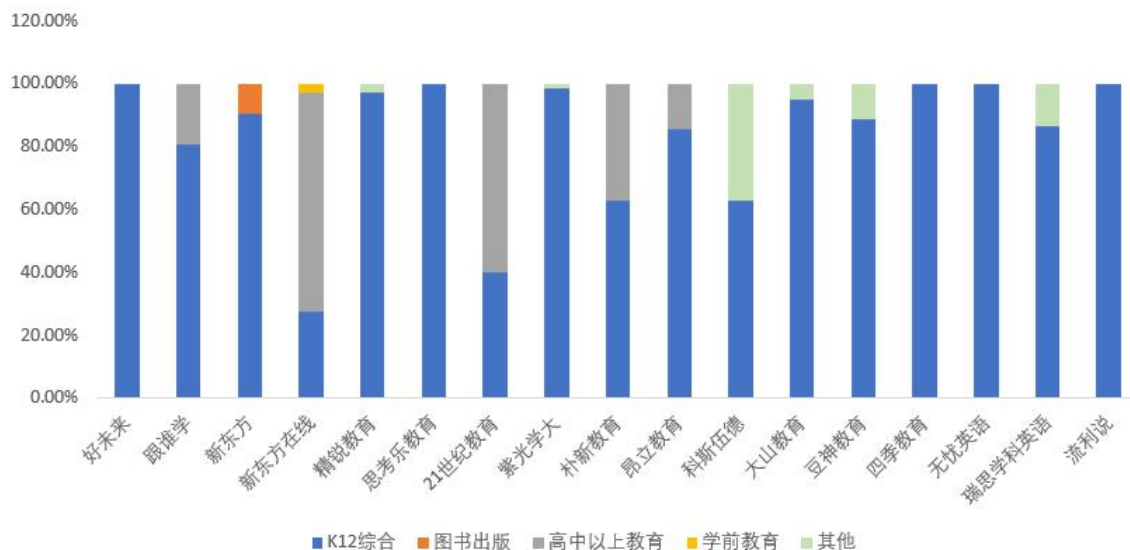
K12 培训，作为教育的一个细分赛道，它的上游是教材、设备以及软件系统供应商，下游则主要为学生个体。

(贰)

本篇报告，我们选取可港市、中概股、内地共计 18 家涉及 K12 培训领域的上市公司进行对比，计量单位若未特别强调，均为人民币。

代表公司虽然都从事 K12 培训，但其业务名称分类较为散乱，没有统一的格式，比如，跟谁学、新东方在线、思考乐、大山教育、豆神教育、四季教育等则直接披露 K12 课程总收入，而好未来、无忧英语、流利说等则以小班课程、在线教育等分类方式进行披露。

因此，我们将其收入科目重新分类后，得到如下收入结构：

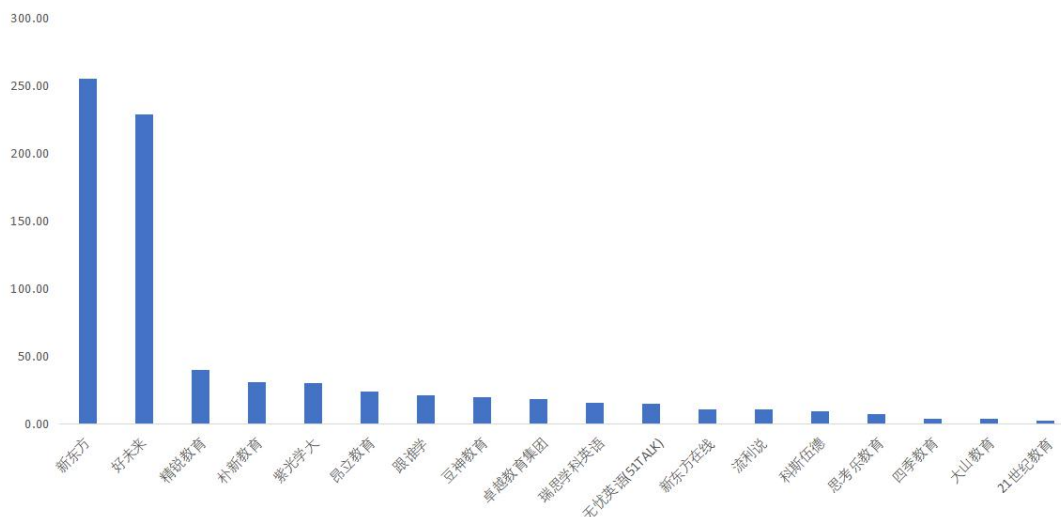


图：代表公司收入结构

来源：年报、塔坚研究

此中，科斯伍德、豆神教育的其他业务较多，是因为其属于借壳上市，收入中还覆盖壳公司曾经的业务，而瑞思学科英语的其他业务主要为特许经营收入。

从代表公司收入体量上来看，差异较大，行业内新东方和好未来两家龙头遥遥领先，其他公司与双龙头差距非常大。



图：代表公司 2019 年收入体量 (单位：亿元)

来源：塔坚研究

好未来和新东方位列龙头梯队，年收入体量在 200 亿元以上，而第二梯队则以跟谁学、精锐教育、朴新教育、紫光学大、昂立教育、豆神教育为主，体量在 20 亿元到 40 亿元之间，与头部差距较大，第三梯队则是年收入 20 亿元以下的，比如大山教育 (3.84 亿元)、科斯伍德 (9.52 亿元) 等。

粗略了解各家的业务结构后，我们来看增长情况。

(叁)

来看 2020 年中报增长情况，注意，其中，跟谁学增速为首，高达 373.70%，而豆神教育、昂立教育、瑞思学科英语则出现-60%到 -20%之间不等的大幅下滑。

证券简称	总营业收入 [报告期] 今年中报 [报表类型] 合并报表 [币种] 人民币 [单位] 亿元	营业总收入(同比增 长率) [报告期] 今年中报 [单位] %	净利润 [报告期] 今年中报 [报表类型] 合并报表 [币种] 人民币 [单位] 亿元	归属母公司股东的净利润 (同比增长率) [报告期] 今年中报 [单位] %	销售毛利率 [报告期] 今年中报 [单位] %	销售净利率 [报告期] 今年中报 [单位] %
好未来	138.17	26.93	6.63	343.48	52.75	4.57
跟谁学	29.48	373.30	1.67	231.47	78.16	5.65
精锐教育	16.83	5.88	-1.06	-318.65	37.85	-8.04
朴新教育	13.52	8.31	-0.07	98.45	45.90	-0.65
紫光学大	12.91	-23.24	0.44	-53.44	28.76	3.39
无忧英语(51TALK)	9.81	45.77	0.84	184.03	70.67	8.52
昂立教育	7.84	-27.77	-0.80	-260.12	25.48	-15.19
卓越教育集团	7.70	-11.32	0.55	-28.05	35.60	6.88
豆神教育	7.10	-20.96	-0.95	-341.86	28.65	-13.64
流利说	4.98	-6.04	-2.90	-86.64	68.97	-58.16
科斯伍德	3.83	-12.88	0.62	73.54	43.17	21.86
思考乐教育	3.27	10.20	0.46	38.39	37.54	14.17
瑞思学科英语	2.74	-60.98	-1.62	-381.00	-3.71	-63.59
四季教育	1.42	-33.57	-0.08	-133.16	40.71	-5.31
21世纪教育	1.18	-1.95	0.36	-28.25	52.68	31.14
大山教育	1.10	-36.63	-0.10	-148.98	17.43	-8.91
新东方 (一季报)	67.67	-7.97	11.98	-16.43	52.57	9.92
新东方在线 (暂未披露)						

图：代表公司中报数据情况

来源：中报、塔坚研究

这样的冰火两重天，主要原因是线下为主的培训模式，受到卫生事件冲击。而主要以线上为主的机构，不但收入增速没下滑，反而抢占了一部分线下的客源。

不过，并非占据了线上赛道就能高枕无忧，以线上为主的流利说，上半年收入增速为负，主要由于竞争对手 VIPKID 抢占市场（在线青少年英语已经达到 80%市占率），使得用户数量大幅缩减。



(注：VIPKID 为一级市场公司，成立至今 7 年时间，融资总额超 10 亿美元，股东名单中有经纬创投、北极光、红杉、腾讯、云锋基金，新一轮融资在 2019 年 10 月，估值为 300 亿元人民币，该公司在今年 8 月的发布会上，提到 90%的渠道首单实现盈利，获客成本降低 45%)

两大龙头方面，新东方目前的财报更新到 2020 年 8 月 31 日，增速为-7.97%，其中 K12 板块中，优能中学同比增长 9%，占比为 50%，而海外留学业务同比下滑 51%，占比为 9%。其收入下滑主要受留学业务的拖累。

好未来，上半年收入增速为 26.93%，增长主要受益于学生人数的增加，根据披露集团整体长期正价课学生人数约为 563.2 万人，同比增长 65.0%。而客单价方面则下滑 19%，主要由于卫生事件期间，课程由线下转为线上，并给到学生一定的优惠。

短期情况看完之后，我们复盘一下，近三年来，各家的增长情况。

证券简称	总营业收入(近3年增长率)	总营业收入(近1年增长率)
	[单位] %	[单位] %
流利说	8,197.06	60.57
朴新教育	606.76	39.31
思考乐教育	324.15	42.69
无忧英语(51TALK)	253.47	29.07
好未来	213.81	27.71
精锐教育	161.27	39.51
新东方在线	142.07	17.56
紫光学大	129.25	3.44
瑞思学科英语	115.11	20.25
新东方	98.87	15.57
科斯伍德	96.18	0.03
四季教育	91.47	15.91
昂立教育	74.77	14.46
21世纪教育	57.63	15.30
卓越教育集团	26.75	24.15
豆神教育	5.17	1.70
跟谁学		432.30
大山教育		32.45

图：代表公司三年复合增速及 2019 年同比增速

来源：塔坚研究

从近三年收入增速上看，排名前五的代表公司中，有三类发展模式：

1、线上受益型——代表为跟谁学、流利说和无忧英语，此外，龙头好未来，也通过线上线下同步的形式进行扩张；跟谁学以线上大班课模式为主，当下还在保持高增长，但受质疑较多。以一对一模式运营的流利说，则由于受到 VIPKID 的挤压，增速从高处回落。

2、并购扩张型——代表为朴新教育，该领域直接并购发生的频率并不多，但股权投资的形式较为常见，以龙头为例：

新东方，旗下长投 30.74 亿元，占净资产的比例为 15%；好未来，旗下长投 40.5 亿元，占净资产的比例为 22.72%。

3、地域扩点型——代表为思考乐教育，受益于广东省消费能力高，不断扩张培训中心。该模式下的公司，一般有 30%左右的增速，但收入增长的路径，大多数是深耕一个地区，然后在所在区域扩张学习中心来获得学生人数的增长，并带动业绩增长。

那么，我们接着来看：在回报方面，几家公司有什么差异？

(肆)

先看整体的回报数据：

ROE	2017年	2018年	2019年	均值
好未来	12.24	14.79	-4.38	7.55
新东方	14.87	10.08	15.12	13.36
跟谁学	166.30	-74.21	14.55	35.55
新东方在线	10.32	-1.53	-39.81	-10.34
豆神教育	3.70	-42.23	0.91	-12.54
思考乐教育	118.80	62.68	17.13	66.20
科斯伍德			9.86	9.86
紫光学大	34.53	15.43	13.98	21.31
朴新教育	260.09	-152.11	-198.53	-30.19
昂立教育	7.89	-21.00	5.92	-2.40
精锐教育	89.94	24.00	22.46	45.47
无忧英语(51TALK)	86.90	43.29	9.98	46.72
瑞思学科英语	-15.47	31.37	24.32	13.41
21世纪教育	28.58	11.87	12.41	17.62
大山教育	42.55	51.45	55.69	49.90
流利说	-119.05	-222.97	176.96	-55.02
四季教育	6.81	-0.08	-17.36	-3.54
卓越教育集团	19.24	8.81	17.00	12.77

ROIC	2017年	2018年	2019年	均值
好未来	13.45	16.12	-4.02	8.52
新东方	16.13	10.70	15.57	14.13
跟谁学	166.30	-49.89	29.61	48.67
新东方在线	10.91	-2.28	-33.23	-8.20
豆神教育	3.25	-25.48	0.65	-7.19
思考乐教育	36.00	57.16	24.53	39.23
科斯伍德			6.60	6.60
紫光学大	1.29	0.68	0.76	0.91
朴新教育	-129.06	-102.34	-45.82	-92.41
昂立教育	9.66	-18.77	4.89	-1.41
精锐教育	182.50	27.83	11.59	73.97
无忧英语(51TALK)	151.34	53.35	10.86	71.85
瑞思学科英语	-5.60	14.48	13.75	7.54
21世纪教育	26.58	17.56	11.74	18.63
大山教育	42.55	58.64	43.51	48.23
流利说	-238.29	-142.81	-92.34	-157.81
四季教育	10.86	-0.09	-16.30	-1.84
卓越教育集团	15.20	12.51	19.09	19.48

ROA	2017年	2018年	2019年	均值
好未来	10.48	13.51	-1.00	7.66
新东方	10.33	7.31	8.82	8.82
跟谁学	-88.72	10.09	13.05	-21.86
新东方在线	7.22	-3.20	-22.31	-6.10
豆神教育	3.53	-18.33	1.62	-4.39
思考乐教育	14.47	19.57	13.51	15.85
科斯伍德			13.43	13.43
紫光学大	4.40	3.64	3.43	3.82
朴新教育	-29.91	-32.71	-11.72	-24.78
昂立教育	5.74	-8.89	1.45	-0.57
精锐教育	17.96	10.48	6.78	11.74
无忧英语(51TALK)	-73.22	-44.92	-7.45	-41.87
瑞思学科英语	1.50	11.71	9.81	7.67
21世纪教育	16.75	13.41	10.07	13.41
大山教育	12.80	15.71	13.33	13.95
流利说	-71.70	-64.22	-61.29	-65.73
四季教育	12.54	1.00	-10.70	0.95
卓越教育集团	11.20	8.70	9.74	8.42

图：代表公司回报情况

来源：塔坚研究

回报层面，我们重点来看 ROE 这个指标，盈利和亏损分别来看，盈利为正的公司中，代表有全国化的好未来和新东方，回报率水平在 10%到 20%之间，另一种是区域连锁型线下机构，比如思考乐、精锐教育、瑞思学科英语、大山教育等，回报水平在 20%到 40%之间。

能够发现，地方性的教育机构回报会稍高于全国化的龙头，并且，线下 K12 培训机构基本都实现了盈利。

另一类是在线平台，新东方在线、流利说、无忧英语还处于亏损中，因此回报率为负。在线平台中，仅有跟谁学实现了盈利。

此外，斯科伍德、豆神教育和紫光学大，由于上市主体中涵盖其他非教育类业务，因此回报水平差异较大。

具体来看分项因子的差别，能够发现，净利率是主要的影响因素：

	证券简称	2017年	2018年	2019年
总资产周转率	紫光学大	0.80	0.80	0.82
	思考乐教育	1.26	1.16	0.74
	精锐教育	1.10	0.88	0.78
	瑞思学科英语	0.56	0.60	0.60
	大山教育		0.78	0.80
	流利说	0.50	0.88	1.09
	21世纪教育	0.61	0.38	0.26
	科斯伍德	0.37	0.57	0.58
	昂立教育	0.63	0.66	0.81
	好未来	0.70	0.76	0.70
	新东方	0.71	0.72	0.64
	新东方在线	0.51	0.39	0.34
	豆神教育	0.27	0.25	0.26
	四季教育	0.55	0.39	0.40
	无忧英语(51TALK)	1.09	1.28	1.23
	跟谁学		1.80	1.13
	朴新教育	0.99	0.94	0.83
卓越教育集团	1.14	1.19	0.87	
	证券简称	2017年	2018年	2019年
权益乘数	紫光学大	59.23	46.83	39.59
	思考乐教育	12.25	6.25	2.92
	精锐教育	13.41	4.97	4.85
	瑞思学科英语	4.82	5.53	4.77
	大山教育	4.87	4.85	5.47
	流利说	2.04	3.42	-17.65
	21世纪教育	2.15	1.45	1.46
	科斯伍德	1.78	2.31	2.11
	昂立教育	2.17	2.23	2.69
	好未来	2.16	1.65	1.86
	新东方	1.88	1.98	2.20
	新东方在线	1.53	1.34	1.41
	豆神教育	1.46	1.78	2.26
	四季教育	1.33	1.26	1.47
	无忧英语(51TALK)	-2.03	-1.10	-1.20
	跟谁学	-1.97	-5.60	2.44
	朴新教育	-37.20	12.01	9.20
卓越教育集团	3.08	2.31	3.47	
	证券简称	2017年	2018年	2019年
净利率	紫光学大	0.81	0.36	0.41
	思考乐教育	7.71	14.23	13.09
	精锐教育	11.82	7.49	4.16
	瑞思学科英语	-5.53	11.20	9.45
	大山教育	12.91	15.51	12.76
	流利说	-146.63	-76.59	-56.17
	21世纪教育	25.54	33.61	34.75
	科斯伍德	1.26	9.40	17.31
	昂立教育	6.11	-15.49	0.34
	好未来	11.35	14.22	-3.90
	新东方	12.14	7.36	9.92
	新东方在线	12.61	-6.97	-70.15
	豆神教育	9.39	-72.08	2.47
	四季教育	13.92	-0.44	-28.16
	无忧英语(51TALK)	-68.49	-36.38	-7.06
	跟谁学	-89.11	4.95	10.72
	朴新教育	-30.97	-37.40	-16.74
卓越教育集团	5.74	5.01	7.36	

图：杜邦分析拆解（单位：%）

来源：塔坚研究

首先，总资产周转率差异不大，由于教育这门生意，存货主要是教材、学费预收，因此应收账款较小，而线下培训中心通常以租赁方式取得而非自建，固定资产较少。

其次，权益乘数方面，其中紫光学大包括设备和房屋租赁业务，因此其权益乘数较大。而流利说、跟谁学、无忧英语，由于曾经出现过亏损情况，导致净资产为负，数据有异常，而其他家的在权益乘数上差异不大。

净利率方面，各家差异巨大，而详细对比各家的净利率情况，能够发现，销售费用率是核心影响因素。

**这也就解释了为什么地方性的 K12 培训机构，回报水平要高于全国化的龙头，因为地方性的 K12 机构，销售费用水平普遍较低，全国化龙头销售费用其次，而在线教育的销售费用投入极高。**

先看两家龙头，新东方的销售费用率为 12.44%，好未来则为 28.32%，二者的差异主要在于好未来推广在线课程更加积极。

2017 年到 2019 年，好未来的销售费用率分别是 14.11%、18.88%、26.05%，注意，其 2019 年其销售费用率大幅提升，同年线上课程收入增速为 181.35%。

而流利说、新东方在线、跟谁学、无忧英语的销售费用率，则远高于其他教育机构，达到 50%至 100%区间。

证券简称	销售费用/营业总收入(TTM) [报告期] 今年中报 [单位] % <sup>1</sup>	覆盖区域
流利说	103.05	线上平台，全国覆盖
新东方在线	80.67	线上平台，全国覆盖
跟谁学	61.59	线上平台，全国覆盖
无忧英语(51TALK)	49.71	线上平台，全国覆盖
朴新教育	33.05	全国性
好未来	28.32	一二线城市为主，下沉中
昂立教育	25.48	上海辐射周边
瑞思学科英语	23.30	一二线城市为主，下沉中
精锐教育	20.81	一二线城市为主，下沉中
新东方	12.44	一二线城市为主，下沉中
豆神教育	12.38	北京为主
卓越教育集团	11.01	华南地区
四季教育	9.90	上海为主
紫光学大	8.88	一二线城市为主，下沉中
科斯伍德	7.90	陕西为主
21世纪教育	5.38	河北省
大山教育	5.07	河南为主
思考乐教育	2.79	广东省为主

图：代表公司销售费用率及覆盖区域

来源：塔坚研究

综上，K12 培训版块，直接可比的因子是净利率，而净利率的水平，由公司的销售费用投入决定。



比如线上扩张的，大概率会由于高额引流费用而削弱净利率水平，又如全国化布局、渠道下沉也会大概率削减净利率水平。

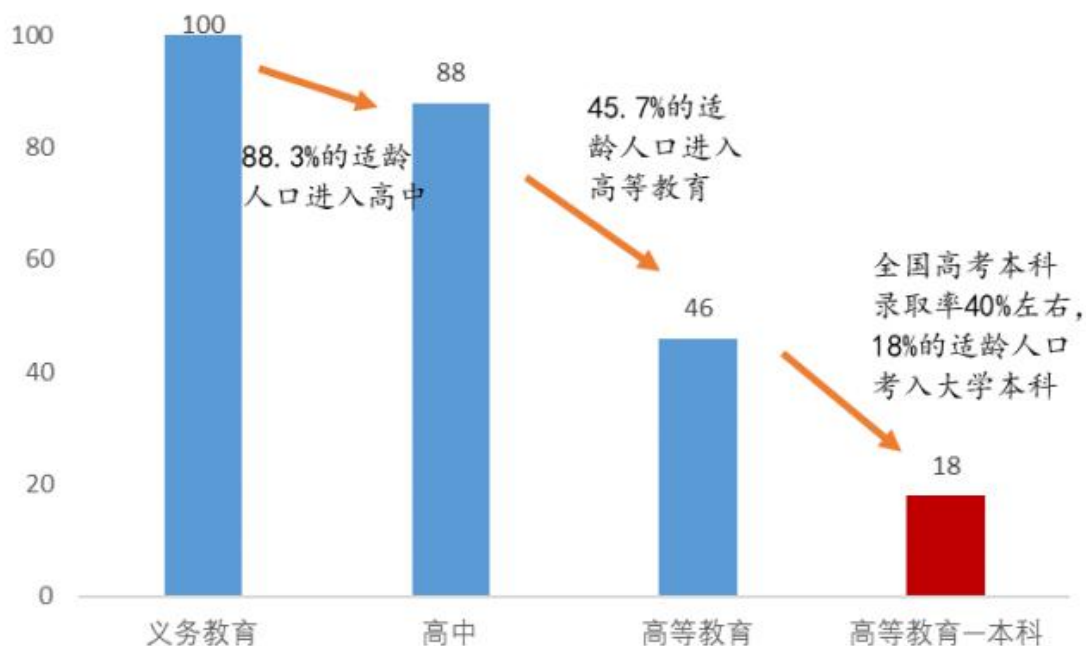
那么，这样的烧钱背后，各家到底都是在追逐什么关键经营指标？

### (伍)

首先，来看行业的整体需求情况。

根据招商银行研究院测算，按照我国当下初高中、大学毛入学率和高考率取率，逐级测算，得出“每 10 个 K12 阶段的学生，只有 2 个能在经历层层升学后进入本科阶段”这个结论。

**图 13：K12 阶段学生 10 人中只有 2 人能上本科**



资料来源：教育部，公开资料整理，招商银行研究院

图：本科率

来源：招商银行研究院

我们先来看 K12 培训市场，需求端的情况。之前，我们做过 K12 培训行业产业链分析（详见产业链报告库，此处不详细叙述），此处，我们简单梳理一下这个行业的增长逻辑，公式可以表达为：

$$\text{K12 培训行业增速} = (1 + \text{K12 阶段学生人数增速}) * (1 + \text{参培率增速}) * (1 + \text{客单价增速}) - 1;$$

其中，对于 K12 培训市场人数的情况，我们做出如下预测，假设未来 5 年参培率从当下 51.9% 逐步提升到日韩水平（70%），之后 5

年逐步达到中国香港地区 80%的水平，经测算，得到 K12 培训这个行业，其量的增速中枢年化为 4.42%。

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
K12阶段学生人数（万人）	18000	18000	18000	18000	18000	18000	18000	18000	18000	18000
参培率	51.90%	55.52%	59.14%	62.76%	66.38%	70.00%	72.50%	75.00%	77.50%	80.00%
K12培训市场人数	9342	9993.6	10645.2	11296.8	11948.4	12600	13050	13500	13950	14400
K12培训市场人数 (YoY)		6.97%	6.52%	6.12%	5.77%	5.45%	3.57%	3.45%	3.33%	3.23%

图：K12 培训市场预测人数情况

来源：塔坚研究

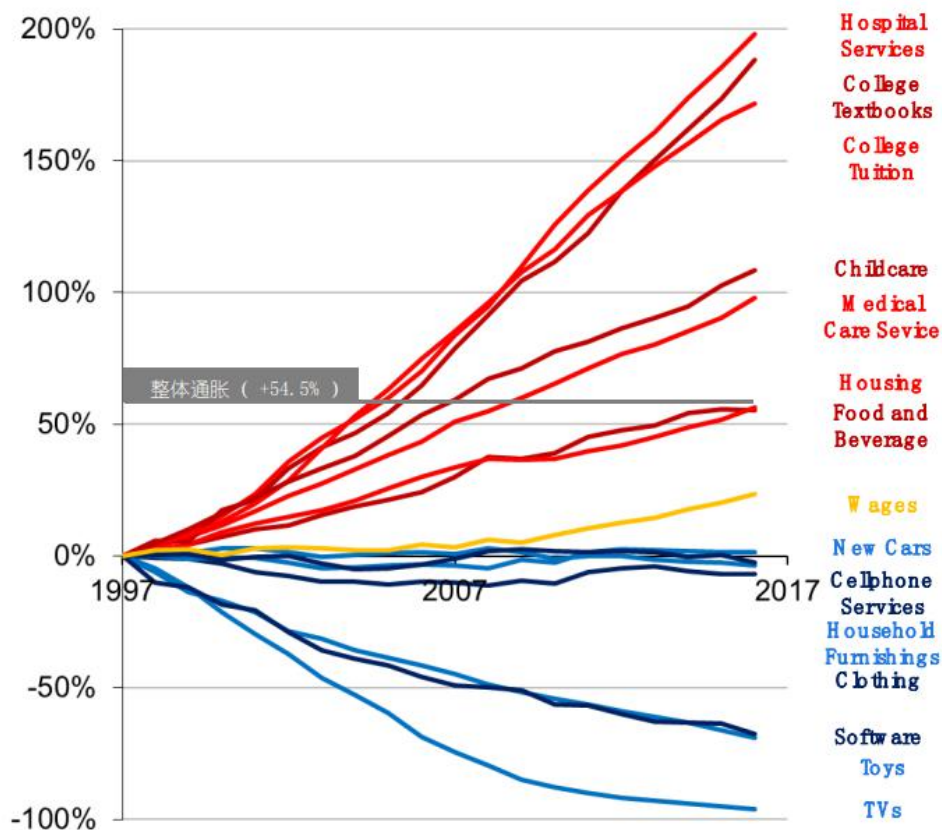
而价的逻辑，前一篇报告中，我们分析过这个行业竞争格局十分分散，常规课程辅导的价格提价幅度不大，甚至有的还在降价。

比如思考乐招股书披露小学、中学课程的客单价处于负增长中，而素质教育则处于 17%客单价增速。此外，好未来线下培训 2017 年到 2019 年，客单价增速分别为 2.5%、-8.2%、-8.4%。

但注意，我们认为，当前的负增长主要受限于行业集中度分散，竞争激烈，而不是行业本身不具备提价逻辑。

根据国泰君安团队对美国近 20 年消费服务价格统计，发现教育类产品，从长期视角下，大幅跑赢通胀。同时，由于 K12 培训并没有强烈的监管限制，因此，行业存在提价逻辑。

### 美国消费服务价格变动 (1997-2016)



图：美国近 20 年消费指数情况

来源：国泰君安

基于当下的行业竞争格局，我们暂且给予 K12 培训行业的价格因子赋予 CPI 增速水平。量和价叠加后，这个行业未来 10 年，年化增速中枢为 7.55%。

因此，如果看这个数据，行业本身的增长并不迅猛，市占率提升，才是其中细分公司高增长的主要驱动。

## (陆)

关注完需求情况后，我们来看行业景气度的情况。K12 课外培训板块，可跟踪的宏观指标较少，我们通过关注一级市场的动态，来观察其景气度变化。

根据和讯网、IT 桔子数据显示，截至 2020 年 9 月 21 日，国内教育行业的投融资金额已达 354 亿元，已经超过 2019 年全年的 343 亿元，即，一级市场对于教育行业的投融资更加积极。

从细分领域情况来看，K12 培训是投资机构极为青睐的教育细分领域。数据显示，今年以来，K12 教育企业获得的投资创下历史新高，达到 208 亿元，占国内教育企业获得投资金额的 59%。

近期融资新闻方面：

巨头方面，**猿辅导**，覆盖小学英语、奥数 and 初高中课程，新一轮融资是 2020 年 10 月 21 日，F 轮，融资金额为 22 亿美元，投资机构有景林投资、淡马锡、中信产业基金等，投后估值预计为 155 亿美元；

其他公司方面，8 月 26 日，儿童数学思维教育企业**火花思维**获得 1.5 亿美元融资，投后估值高达 78 亿元；9 月 9 日，同样专注少儿数理思维教育的**豌豆思维**获得 2 亿美元融资。

整体来看，当前一级市场追逐的热门方向，为数理 K12 培训。

此外，根据 IT 桔子统计，目前对于一级市场中 K12 的投资趋势上来看，好未来作为投资方，参股的 K12 机构较多，为 18 笔，其次是真格基金。

### 行业分析



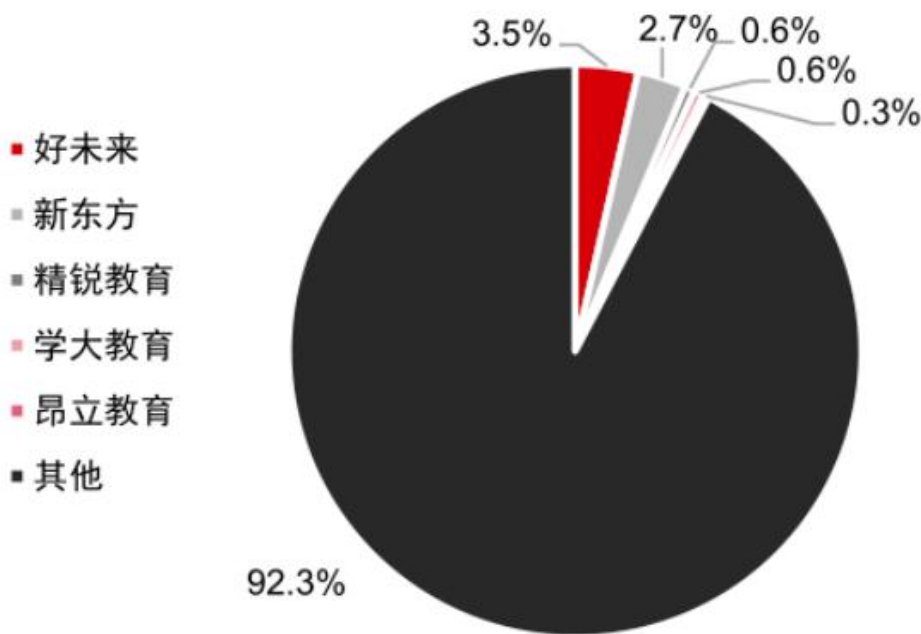
图：K12 领域投资机构数量

来源：IT 桔子

(柒)

需求确定，没有硬性门槛，导致 K12 培训的参与者众多，市场极度分散。根据中信证券 2018 年披露，K12 领域龙头好未来市占率 3.5%，新东方 2.7%，第三位精锐教育市占率仅为 0.6%。

图 28：2018 年头部线下 K12 课外培训企业集中度



图：K12 课外培训市占率情况

来源：塔坚研究

相比于高教集团，K12 培训不需要牌照，同样也不需要建设大型校园、审批学额等流程，只需要符合基本经营条件即可，当前规范的 K12 培训条件如下：

- 1) 人均培训面积大于 3 平米的固定场所;
- 2) 培训教师拥有教师资格证;
- 3) 不得一次性收取三个月以上的费用;

学生数量是这个赛道的关键经营数据，得学生者得天下。因此，接下来，我们会从培训模式、学生、培训网点、教师这四个经营方向，来对 K12 培训公司进行对比。

(捌)

**学生相关的经营数据，我们重点对比学生数量、单学生创收、引流成本、递延收益增速、单学生递延收益。**

### 1) 学生数量——

证券简称	学生数量 (2018年)	学生数量 (2019年)	学生数量增速
跟谁学	767102	2742545	257.52%
好未来	1900000	3000000	57.89%
朴新教育	1846349	2872025	55.55%
精锐教育	112145	158346	41.20%
新东方在线	2200000	2900000	31.82%
四季教育	122606	157759	28.67%
思考乐教育	241203	296091	22.76%
流利说	2500000	3000000	20.00%
卓越教育集团	593138	709393	19.60%
昂立教育	172400	200000	16.01%
新东方	2608811	2961000	13.50%
瑞思学科英语	49365	54383	10.17%
科斯伍德	10856	11874	9.38%
无忧英语(51TALK)	169600	172000	1.42%
紫光大	未披露	未披露	
大山教育		63000	
豆神教育		57057	

图：学生数量及增速

来源：塔坚研究



上述数据中整数较多的原因在于，学生数量非必须披露数据，好未来、无忧英语、流利说、新东方年报中对于学生人数的披露多以 thousand、million 为计量单位，因此，此处的数值我们以其年报文字表述计量。

从学生体量上来看，好未来>流利说>新东方>新东方在线，而学生人数增速方面，跟谁学、好未来和朴新教育增速较快。其中朴新受益于异地并购，而跟谁学和好未来则都是受益于线上业务爆发。

在线平台的学生数量较多，甚至已经赶上巨头的水平，但客单价较低，主要是在线平台均以低价课吸引学生，比如推出 9.9 元/月的课程等。

## 2) 单学生创收

证券简称	学生数量 (2019年)	单学生创收 (2019年)
科斯伍德	11874	4261
豆神教育	57057	3072
精锐教育	158346	2522
瑞思学科英语	54383	2390
昂立教育	200000	1024
无忧英语(51TALK)	172000	872
新东方	2961000	777
好未来	3000000	763
大山教育	63000	635
卓越教育集团	709393	254
四季教育	157759	254
思考乐教育	296091	236
跟谁学	2742545	77
朴新教育	2872025	66
新东方在线	2900000	38
流利说	3000000	33
紫光学大	未披露	
21世纪教育	未披露	

图：单学生创收 (单位：元)

来源：塔坚研究

从单个学生带来收入的角度来看，科斯伍德较高，主要是由于其主攻高考复读，学生覆盖周期长（一年），但同时，其赛道太细分，培训体量较小。

此外主攻语文教育的豆神教育，学生人数存在误差，因其运营模式分直营和加盟，而一部分加盟商的流水会计入其总收入中，但加盟商旗下的学生人数、以及加盟收入并未披露，因此，造成单学生创收水平较高。注意，在线教育的单学生创收普遍较低，不超过 100 元，而龙头新东方和

好未来，大约能达到 700-800 元左右。考虑到该数据误差较多，因此，我们不作为核心对比数据，仅作为辅助数据参考。

### 3) 引流成本

证券简称	学生数量 (2019年)	销售费用率 (%)
流利说	3000000	94.74
新东方在线	2900000	80.70
无忧英语(51TALK)	172000	53.61
跟谁学	2742545	49.22
朴新教育	2872025	34.92
好未来	3000000	26.05
昂立教育	200000	25.06
精锐教育	158346	20.45
瑞思学科英语	54383	20.09
豆神教育	57057	12.91
新东方	2961000	12.44
卓越教育集团	709393	8.87
思考乐教育	296091	8.83
科斯伍德	11874	8.59
紫光学大	未披露	8.18
大山教育	63000	5.97
21世纪教育	未披露	4.98
四季教育	157759	2.98

图：销售费用率 VS 学生数量

来源：塔坚研究

此处，我们选择对比销售费用率，而不是直接对比单学生销售费用的原因在于，促销引流成本，并不全部计入销售费用，大多数会直接冲抵收入。很显然，对于在线平台来说，引流成本较高的是，流利说>新东方

在线>无忧英语>跟谁学。整体来看，在线平台中，跟谁学的引流效果更加显著。

#### 4) 单学生对应递延收入

证券简称	递延收入（2018年）	递延收入（2019年）	单学生递延收入（2019年）	递延收入增速
跟谁学	2.63	13.32	486	406.46%
好未来	29.01	54.66	1822	88.42%
流利说	4.78	6.96	232	45.61%
卓越教育集团	5.63	7.75	1092	37.66%
朴新教育	8.77	12.06	420	37.51%
思考乐教育	2.15	2.83	956	31.63%
无忧英语(51TALK)	16.59	21.82	12686	31.53%
21世纪教育	0.72	0.93		29.17%
豆神教育	3.7	4.66	8167	25.95%
科斯伍德	1.08	1.28	10780	18.52%
精锐教育	19.92	21.71	13710	8.99%
新东方	89.77	94.45	3190	5.21%
新东方在线	4.01	4.2	145	4.74%
大山教育	1.64	1.71	2714	4.27%
紫光学大	12.79	13.29		3.91%
昂立教育	13.48	12.02	6010	-10.83%
四季教育	0.88	0.72	456	-18.18%
瑞思学科英语	10.03	7.17	13184	-28.51%

图：单学生对应递延收入来源：塔坚研究

考虑到递延收入这个科目，其代表着未来结转为收入指标，因此对未来业绩增速的确定性较高。

从单学生对应递延收入的角度来看，精锐、瑞思学科英语和无忧英语较高，与其客单价较高有关，而从递延收入增速上来看前三为：跟谁学>好未来>流利说。

此处，我们简单总结一下，对比学生方面的经营数据，考量的主要是三个方面，一是学生增速、二是引流效率、三是短期内增长的确定性，根据这三个方面，我们将上述公司分一下类别：学生数量增速快的前五

名：跟谁学、好未来、朴新教育、精锐教育、新东方在线；

全国化引流效率高的前五名：卓越教育集团、新东方、精锐教育、好未来、跟谁学；

递延收入增速较快的前五名：跟谁学、好未来、流利说、卓越教育集团、朴新教育；

整体来看，学生增速较快、引流效率较高，且未来增长较为确定的，是好未来、跟谁学两家。

那么，短期业绩的确定性明确后，拉长维度来看，行业未来的竞争上，谁更有优势？

不论线下还是线上，未来想要获取学生，无非看三点：培训模式、培训网点、培训老师，这三个方面分别对应 K12 培训公司的护城河，我们逐一进行对比。

## (玖)

首先看培训模式，我们重点对比：培训方式、专攻领域，和主要创始人的背景，通过这三个维度，对这个赛道内的公司，进行梳理：

## 1) 培训模式：

证券简称	覆盖区域	授课方式	业务类型
紫光学大	一二线城市为主，下沉中	一对一	线下
卓越教育集团	华南地区	小班	线下
新东方在线	全国覆盖	中班、大班	线上
新东方	一二线城市为主，下沉中	小班、中班、大班	线下+线上
无忧英语(51TALK)	全国覆盖	一对一	线下
四季教育	上海为主	小班	线下
思考乐教育	广东省为主	中班、大班	线下
瑞思学科英语	一二线城市为主，下沉中	小班	线下
朴新教育	全国性	中班	线下
流利说	全国覆盖	一对一	线下
科斯伍德	陕西为主	封闭式	线下
精锐教育	一二线城市为主，下沉中	一对一、一对三	线下+线上
好未来	一二线城市为主，下沉中	小班	线下+线上
跟谁学	全国覆盖	大班课	线上
豆神教育	北京为主	中班	线下
大山教育	河南为主	中班、大班	线下
昂立教育	上海辐射周边	小班	线下
21世纪教育	河北省	中班、大班	线下

图:代表公司布局情况来源：塔坚研究

从培训模式上来看，全国性的培训机构，通常都覆盖了线上和线下两种模式，而区域性的机构主要是以线上模式为主。此外，在线教育为主的机构，不受地域限制，因此都归为全国覆盖。

## 2) 专攻领域

证券简称	总营业收入 [报告期] 去年年报 [报表类型] 合并报表 [币种] 人民币 [单位] 亿元↓	主打领域
新东方	255.22	综合，英语起家
好未来	229.35	综合，数学起家
精锐教育	39.94	高端小班
朴新教育	31.04	
紫光学大	29.77	
昂立教育	23.81	
跟谁学	21.15	双师线上大班
豆神教育	19.66	语文
卓越教育集团	18.34	高端小班
瑞思学科英语	15.29	英语
无忧英语(51TALK)	14.78	英语
新东方在线	10.81	大学生课程培训
流利说	10.23	英语
科斯伍德	9.52	高考补习
思考乐教育	7.24	综合+素质
四季教育	3.89	主打数学
大山教育	3.84	
21世纪教育	2.38	涵盖高教

图：梳理代表公司主打课程来源：塔坚研究

### 3) 核心创始人背景

新东方——创始人俞敏洪强项在于英语培训、留学培训，因此其从留学服务中雅思、托福等英语类相关科目起家，逐步辐射其他课程；

好未来——创始人张邦鑫，热爱数学，研究生期间和同学合伙创办了奥数网，而好未来这家公司，也是从数学起家，逐步覆盖其他科目，其中数理化等泛理科领域较强；

精锐教育——创始人张熙，别名学霸张，哈佛商学院毕业后在 500 强公司担任高管，后续创立精锐教育；

朴新教育——创始人沙云龙，人大毕业，曾任北京新东方学校校长，属于新东方系；

紫光学大（学大教育）——创始人金鑫，曾从事互联网相关工作，后创立家教网平台，后转型为线下辅导中心；

昂立教育——创始人刘常科，起初是位于上海交通大学的一家学生勤工俭学机构，后发展为上海中小学课外辅导机构；

跟谁学——创始人陈向东，曾任新东方执行总裁，离职后创办了跟谁学，属于新东方系；

豆神教育——创始人窦昕是大语文课程的开创者，属于语文明星教师，主编思泉大语文系列教材；

卓越教育集团——创始人唐俊京，创业需要启动资金，但当时发现做培训启动资金少，所以开始切入培训市场；

瑞思学科英语——创始人王兰柱，初衷是讲美国幼儿园、美国小学课程体系带人中国；

无忧英语——创始人黄佳佳，清华大学外语系毕业；

流利说——创始人王翌，记者出身；

科斯伍德——旗下龙门教育的创始人马良明，教育管理硕士，有 16 年



高考补习教育的研究；

思考乐教育——创始人陈启远毕业后，考取高级中学教师资格证就开始创办思考乐教育；

四季教育——创始人田培庆，华东师范大学数学系毕业，奥数教练出身；

大山教育——创始人张红军，早期从外语培训学校做起；

### 总结能够发现：

1) 线下培训中，已经全国化的有好未来、新东方、精锐教育、朴新教育，而在线 K12 教育，虽然都是全国化运营，但均培训英语，比如无忧英语、流利说。比较特殊的是新东方在线，主打大学生考研、雅思托福、小语种等培训，主要针对的是大学以上人群，严格意义上来看，并不算 K12 培训。

2) 各子行业中，英语培训的竞争尤为激烈，其次是数理化等泛理科学科，这个领域的培训龙头是好未来，其次是布局上海地区的四季教育。非标程度较高的是语文培训和素质教育培训，主打语文培训的是豆神教育。

3) 结合此前的学生数据，我们可以发现，标准化的赛道中，学生数量

的增长更加确定，好未来和跟谁学，分别处于数学和英语培训赛道中，这两门考试，相对提分比非标准领域（如语文）提分更容易。但考虑到英语赛道竞争尤为激烈，因此，从增长的确性和市场格局来看，好未来 > 跟谁学。

4) 新东方 VS 好未来，我们能够发现，新东方的竞争布局更加侧重于线下+线上大学生留学服务，好未来则侧重于线下+线上。对于线上教育，两家巨头的布局态度差异较大，新东方并没有在线上 K12 培训上进行大幅投入，这可能与其主赛道英语竞争较为拥挤有关。其更倾向于通过长期股权投资的形式进行布局，后续，我们会重点关注其旗下新东方在线的发力方向。

培训模式看完后，我们发现，线上和线下的增长速度差异较为明显，那么，不论线上还是线下，可比 K12 培训机构中，谁的护城河更强？

## (拾)

护城河方面，先看培训中心的运营效率，我们重点对比培训中心数量、单中心创收。

### 1) 培训中心数量：

证券简称	中心数量 (2018年)	中心数量 (2019年)	中心数量增速
新东方	1261	1472	16.73%
好未来	594	676	13.80%
紫光学大	未披露	581	
瑞思学科英语	380	472	24.21%
朴新教育	386	446	15.54%
豆神教育	172	445	158.72%
精锐教育	315	430	36.51%
昂立教育	249	302	21.29%
卓越教育集团	168	265	57.74%
思考乐教育	61	100	63.93%
大山教育		80	
四季教育	52	53	1.92%
科斯伍德		5	
流利说	0	0	
新东方在线	0	0	
跟谁学	0	0	
无忧英语(51TALK)	0	0	
21世纪教育			

图：代表公司线下中心数量来源：塔坚研究

从线下布局中心数量绝对值来看,新东方>好未来>紫光学大>瑞思学科英语,2019年中心扩张增速较快的有思考乐教育(广东扩张到福建省)、卓越教育和精锐教育。主打线上的培训公司不披露线下中心网点。

## 2) 单中心创收:

证券简称	单个中心收入 (万元)	单个中心收入 (万元)	中心收入增速
科斯伍德		10120.00	
好未来	2878.79	3387.57	17.67%
新东方	1522.60	1562.50	2.62%
精锐教育	908.89	928.84	2.19%
四季教育	576.92	754.72	30.82%
思考乐教育	819.67	700.00	-14.60%
卓越教育集团	892.86	679.25	-23.92%
昂立教育	723.29	678.15	-6.24%
紫光学大		508.26	
大山教育		500.00	
朴新教育	310.88	426.01	37.03%
豆神教育	857.56	393.93	-54.06%
瑞思学科英语	289.47	275.42	-4.85%
新东方在线			
无忧英语(51TALK)			
流利说			
跟谁学			
21世纪教育			

图：单个中心创收情况来源：塔坚研究

从单个中心创收来看，科斯伍德明显高于同业，原因在于旗下有 5 个学区，且主营高考复读业务，面积和其他教学中心体量不一致，因此会导致其单体收入较高。此外，单个中心创收较高的有好未来>新东方 >精锐教育，单一中心创收在千万左右。对比之下可以发现：中心数量和单中心创收上，表现较好的是好未来、新东方，中心数量较多，且创收较好。

此外，区域型培训机构中，值得跟踪的是思考乐教育和四季教育。

思考乐教育——在 2019 年中心点位扩张幅度较大（增速 63.93%），但单中心创收增速下滑（-14.60%），这可能是其快速扩张的点位还在爬坡期，未来如果单中心创收回升，那么，基本面的改善幅度会比较明显，值得我们重点追踪。

四季教育——处于较热的数学培训赛道，2019 年单点创收较快，可以关注其是否有扩点位的计划，但由于其刚发生商誉减值，盈利为负。

### (拾壹)

护城河相关的第二个数据，是老师的效率，我们对比的经营数据包括：老师数量、单老师创收、成本率、专攻领域。

1) 老师数量：

2) 单教师创收：

.....

以上，为本报告部分内容。近期我们新开辟了基金笔记、宏观笔记、产业链梳理笔记三个研究系列。如需获取全部行业笔记、基金笔记、宏观笔记、建模笔记，请扫描下方二维码订阅**科技报告库**。一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。



来自「并购优塾」

扫码阅读产业链报告

如需了解更多，请添加工作人员微信：bgys2020



**【版权与免责声明】** 1) 版权声明：版权所有，违者必究，未经许可不得以任何形式翻版、拷贝、复制、传播。2) 尊重原创声明：如报告内容有引用但未标注来源，请随时联系我们，我们会删除、更正相关内容。3) 内容声明：我们只负责财务分析、产业研究，内容不支持任何形式决策依据，也不支撑任何形式投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来变化做背书，未来发生任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。所有内容仅服务于行业研究、学术讨论需求，如为股市相关人士，请务必取消对本号的关注。4) 阅读权限声明：我们仅在公众平台仅呈现部分报告内容，标题内容格式均自主决定，如有异议，请取消对本号的关注。5) 主题声明：鉴于工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的行业都能覆盖，也不接受私人咨询和问答，请谅解。6) 平台声明：所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。