

行业研究/首次覆盖

2020年12月25日

行业评级:

教育 增持 (首评)
K12教育 增持 (首评)

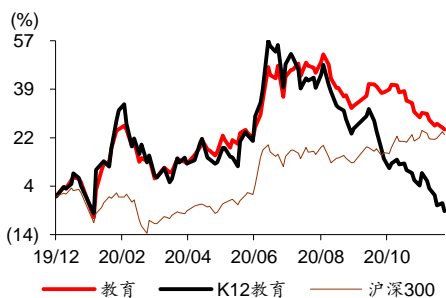
王莎莎 SAC No. S0570517090002
研究员 SFC No. BOR137
010-56793922
wangshasha@htsc.com

陶冶 SAC No. S0570520080003
研究员 SFC No. BMW836
010-56793923
taoye@htsc.com

梅昕 SAC No. S0570516080001
研究员 SFC No. BQE385
021-28972080
meixin@htsc.com

沈晓峰 SAC No. S0570516110001
研究员 SFC No. BCG366
021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

一年内行业走势图



资料来源: Wind

互联网重构 K12 教培的逻辑和路径

K12 教育行业深度研究之在线篇

互联网重构 K12 教培的逻辑和路径

我们认为互联网重构 K12 教培、实现教培产业升级的基本逻辑是通过“连接”、“智能”和“迭代”三大能力,来解决教培行业“学习效果”、“供给效能”和“用户触达”三大核心问题。重构的路径是从单环节产品到直播,再到 OMO 这样一个逐渐深化的过程。目前行业头部格局未定,我们认为从教培行业发展规律出发,应关注中台能力强的行业或细分赛道龙头机构。首次覆盖给予教育行业“增持”评级,给予 K12 教育子行业“增持”评级。推荐大语文细分赛道 OMO 龙头豆神教育、A 股国际教育龙头凯文教育、教育信息化录播设备龙头国新文化。

逻辑框架:“连接”、“智能”和“迭代”重构 K12 教培

教育的复杂性导致其供给依赖于人,产能不足是行业长期痛点。教育行业的产业升级就是减轻对人的依赖,提高产能和效率(供给效能)的过程。传统线下教培机构依靠组织细化分工来提升供给效能,相当于教培行业的“工业时代”。而互联网正在推动教培行业进入“信息时代”。我们认为分析互联网如何实现教培产业升级,首先要厘清教培行业的核心问题和互联网的核心能力。教培行业的三个核心问题是“学习效果”、“供给效能”和“用户触达”,分别对应教培机构长期、中期、短期的核心竞争要素。互联网通过“连接”、“智能”和“迭代”来解决教培行业的三大核心问题。

纵观历史:广泛试验、模式确立和规模发展三步曲

2013 年起我国 K12 在线教培高速发展,经历了三个阶段的发展过程:1) 全方位的产品和模式探索;2) 寻求变现,直播模式初步确立;3) 线上直播规模化发展,线下探索 OMO。总体来看,在线教培从单环节产品开始,探索出覆盖全环节、可规模化变现的直播模式,形成了大班双师、小班单师、在线 1 对 1 三种直播形态。线下教培机构也开始探索线上线下相融合的 OMO 模式。目前纯线下和纯线上都存在各自的瓶颈问题,同时线上和线下在很多环节上存在较强的互补性,通过 OMO 可以实现整体效率和效果的优化提升。互联网对教培行业的改造升级还在不断深化的过程中。

龙头受益,关注中台

2020 年疫情对线下教培机构冲击较大,我们认为经过这一轮行业洗牌,大机构有望获得更多资源和市场份额,同时叠加技术红利,未来行业集中度有望进一步提升。我们认为目前 K12 教培行业头部格局未定,但教培行业发展的基本规律不变。通常教培机构在进入新领域时会经历以“投放-运营-产品服务”为重点的三个阶段。目前在线直播和线下 OMO 还都处于第一、二阶段,决定行业终局的关键要素是中台能力。建议关注中台能力强的线上和线下 OMO 龙头机构。推荐大语文细分赛道 OMO 龙头豆神教育。

风险提示:教育政策不确定风险、行业竞争风险、疫情反复影响线下授课风险、业务扩张和新产品、新模式带来的不确定风险、教师及核心管理人才流失风险。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	目标价 (元)	EPS (元)				P/E (倍)			
					2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
300010 CH	豆神教育	9.96	增持	20.00	0.04	-0.08	0.32	0.58	249.00	-124.50	31.13	17.17
002659 CH	凯文教育	5.05	增持	7.57	0.06	-0.18	0.01	0.35	84.17	-28.06	505.00	14.43
600636 CH	国新文化	14.45	增持	19.19	0.27	0.59	0.73	0.87	53.52	24.49	19.79	16.61

资料来源:华泰证券研究所

正文目录

有别于市场的观点.....	4
在线教培是教培行业借助互联网工具的产业升级.....	4
教培行业的三个核心问题是“学习效果”、“供给效能”和“用户触达”.....	4
互联网通过“连接”、“智能”和“迭代”重构教培行业.....	4
在线教培发展经历了广泛试验、模式确立和规模发展三步曲.....	4
互联网推动产业升级不断深化，行业格局未定.....	4
龙头受益，关注中台.....	4
逻辑框架：“连接”、“智能”和“迭代”重构 K12 教培.....	5
教育产业升级就是减轻人力依赖，提高供给效能的过程.....	5
互联网通过三大能力解决 K12 教培行业三大问题.....	7
互联网的核心能力是“连接”、“智能”和“迭代”.....	7
教培行业的核心问题是“学习效果”、“供给效能”和“用户触达”.....	8
互联网如何通过三大能力解决教培行业三大问题？.....	9
从教学驱动到产品驱动，组织变革推动产品创新和迭代.....	15
纵观历史：广泛试验、模式确立和规模发展三步曲.....	17
第一阶段：全方位的产品和模式探索.....	18
第二阶段：寻求变现，直播模式初步确立.....	22
第三阶段：线上直播规模化发展，线下探索 OMO.....	24
龙头受益，关注中台.....	31
行业加速洗牌，龙头市占率有望提升.....	31
头部格局未定，关注中台能力.....	31
行业首评逻辑和观点.....	32
重点推荐标的.....	33
风险提示.....	34

图表目录

图表 1： 2019 年全国各省级行政区教育资源指标对比.....	6
图表 2： 传统线下教培机构的组织形态（前台和中台）.....	7
图表 3： 新东方小学课堂互动游戏界面.....	10
图表 4： 学而思小猴思维采用动画、金币激励、游戏互动提升学习动机.....	10
图表 5： 有道智能笔还原纸笔交互体验.....	10
图表 6： 有道智能笔功能.....	10
图表 7： 2019 年各线城市常住人口数.....	11
图表 8： 2019 年各线城市拥有各类高校数.....	11
图表 9： 2019 年各线城市每百万人拥有各类高校数.....	12
图表 10： 2019 年各线城市人均可支配收入.....	12
图表 11： K12 教培机构获客手段和流程.....	13

图表 12: K12 在线教培机构的数据分析系统示例.....	14
图表 13: K12 在线教培机构的指标体系示例.....	14
图表 14: K12 教培机构获客的商业逻辑.....	14
图表 15: 在线教培机构的组织形态 (前台和中台)	16
图表 16: 2012-2022E 中国 K12 在线教培市场规模.....	17
图表 17: 2013-2022E 中国 K12 教培市场规模及在线渗透率.....	17
图表 18: 2010-2019 年中国 K12 在线教培一级市场融资金额.....	17
图表 19: 2010-2019 年中国 K12 在线教培不同轮次的融资事件数量.....	17
图表 20: K12 在线教培发展历程.....	18
图表 21: 在线教育早期创业魔方.....	18
图表 22: K12 在线教培各环节的创新产品.....	19
图表 23: 教培交易平台商业模式不成立的原因分析.....	20
图表 24: 2016 年好未来海边直播功能界面.....	21
图表 25: 海边直播通过综合设计保证效果.....	21
图表 26: 2017-2020H1 跟谁学 K12 营收 (人民币) 及增长率.....	25
图表 27: FY2017-FY2020 学而思网校营收 (人民币) 及增长率.....	25
图表 28: 新东方各线城市学校数量占比变化.....	25
图表 29: 新东方各线城市学习中心数量占比变化.....	25
图表 30: 好未来各线城市学习中心数量占比变化.....	26
图表 31: 好未来各线城市服务中心数量占比变化.....	26
图表 32: FY2016-FY2020 新东方在线 K12 教育分部营收 (人民币) 及增长率.....	26
图表 33: 疫情前后 K12 教培机构业务模式变动调查.....	29
图表 34: 2020 年上半年 (1 月 1 日-6 月 30 日) K12 教培线下转线上相关 App 日下载量 (安卓)	29
图表 35: 2020 年上半年 (1 月 1 日-6 月 30 日) K12 教培线下转线上相关 App 日下载量 (IOS)	29
图表 36: 截至 2020 年 6 月下旬全国各地教培机构破产率.....	31
图表 37: 重点公司估值表.....	34

有别于市场的观点

在线教培是教培行业借助互联网工具的产业升级

我们认为在线教培并非独立的市场，而是和线下教培共享一个大市场，线上和线下之间并不存在清晰的市场边界。线上教培本质上是教培行业借助互联网工具的产业升级。产业升级的目的是解决传统教培产能不足的痛点，即减轻对人力的依赖，提高供给端产能和效率（简称供给效能）。

教培行业的三个核心问题是“学习效果”、“供给效能”和“用户触达”

我们认为分析互联网如何实现教培产业升级，首先要厘清教培行业的核心问题和互联网的核心能力，再来分析互联网如何通过其核心能力来解决教培行业的核心问题。教培行业的三个核心问题是“学习效果”、“供给效能”和“用户触达”，分别对应教培机构长期、中期、短期的核心竞争要素。我们认为 K12 教培机构的竞争长期靠内容，中期靠供应链，短期靠流量。换句话说，K12 教培行业是长期由需求引领，中期由供给推动，短期由营销催化的行业。

互联网通过“连接”、“智能”和“迭代”重构教培行业

互联网的核心能力是“连接”、“智能”和“迭代”。通过“连接”可以打破时空壁垒；通过“智能”可以解放人力，实现规模效应；通过“迭代”可以加速产品创新和产业升级。从在线教培的发展现状来看，互联网通过“连接”和“智能”，已经大大提高了行业的供给效能和营销效率。此外，互联网的“迭代”能力也体现在在线教培机构的组织变革上，即从传统线下教培机构以教学服务为核心、由教学驱动的组织形态，发展为以产品设计和教学服务为双核心、由产品驱动的组织形态。这样可以大大加快组织的响应速度，以适应快速发展和变化的市场。

在线教培发展经历了广泛试验、模式确立和规模发展三步曲

我们对在线教培发展史进行了详细梳理和总结提炼。2013 年起我国 K12 在线教培经历了三个阶段的发展过程：1) 全方位的产品和模式探索；2) 寻求变现，直播模式初步确立；3) 线上直播规模化发展，线下探索 OMO。总体来看，在线教培从单环节产品开始，探索出覆盖全环节、可规模化变现的直播模式，形成了大班双师、小班单师、在线 1 对 1 三种直播形态。线下教培机构也开始探索线上线下相融合的 OMO 模式。

互联网推动产业升级不断深化，行业格局未定

目前纯线下和纯线上都存在各自的瓶颈问题，同时线上和线下在很多环节上存在较强的互补性，通过 OMO 可以实现整体效率和效果的优化提升。我们认为目前无论线上线下，产品、模式还在不断探索和变化中，互联网对教培行业的改造升级还在不断深化的过程中，未来行业格局还有很大变数，还远未到终局阶段。

龙头受益，关注中台

2020 年疫情对线下教培机构冲击较大，我们认为经过这一轮行业洗牌，大机构有望获得更多资源和市场份额，同时叠加技术红利，未来行业集中度有望进一步提升。我们认为虽然目前 K12 教培行业头部格局未定，但教培行业发展的基本规律是不变的。通常教培机构在进入新领域时会经历以“投放-运营-产品服务”为重点的三个阶段。我们认为目前在线直播和线下 OMO 还都处于第一、二阶段，决定行业终局的关键要素是中台能力。

逻辑框架：“连接”、“智能”和“迭代”重构 K12 教培 教育产业升级就是减轻人力依赖，提高供给效能的过程

教育是较为传统的行业，长期依赖人力，这是由教育的复杂性决定的，这种复杂性体现在以下几个方面：

(1) 知识体系庞杂且不断更新。教育是把人类积累的知识经验传授给下一代的过程，随着科技发展人类的知识呈指数级增长，将这些知识总结和转化为可传授的内容，是一项艰巨的任务，教师需要持续多年的学习来构建和更新其知识体系。

(2) 教育需求个性化且不断变化。学生的知识储备、学习能力、兴趣点等存在较大差异，并且随着成长不断变化。这导致识别学生需求，并为其匹配针对性的内容，成为复杂和困难的工作，要求教师不仅要具备丰富的知识，还要了解不同学生的特点和需求，掌握针对性的传授技巧，这些能力需要教师在长期的教学实践中不断积累经验才能获得。

(3) 教育过程多环节，需要频繁交互。学习需要知识获取和吸收内化两个过程，每一个知识点的掌握，都需要经历“教、学、练、测、评”五个环节，众多知识点如此循环往复，需要师生之间频繁交互，过程较为繁重，因此单个教师能够服务的学生数量非常有限，教师供给受到产能瓶颈的限制。

由于教育的这种复杂性，教师难培养且产能有限，因此供不应求、优质师资稀缺成为教育行业的长期痛点。我们认为教育行业的产业升级就是减轻对人力的依赖，提高供给端产能和效率（简称供给效能）的过程。

教育行业的第一次产业升级发生在工业革命时代，主流教育形态从 1 对 1、1 对少的师徒制转变为分学科分班教学（简称科班教学），从只服务于贵族转变为面向社会大众，标准化程度和供给效能得到了很大提升，这种教育形态一直延续到现在。科班教学很好地满足了工业时代劳动力的基础教育需求，但是随着社会发展，大众对于优质教育的需求越来越强，科班教学由于没有解决依赖师资的问题，优质师资稀缺、资源不均衡等问题长期存在，难以满足大众需求，因此教育行业迫切需要一场新的产业升级。

图表1：2019年全国各省级行政区教育资源指标对比

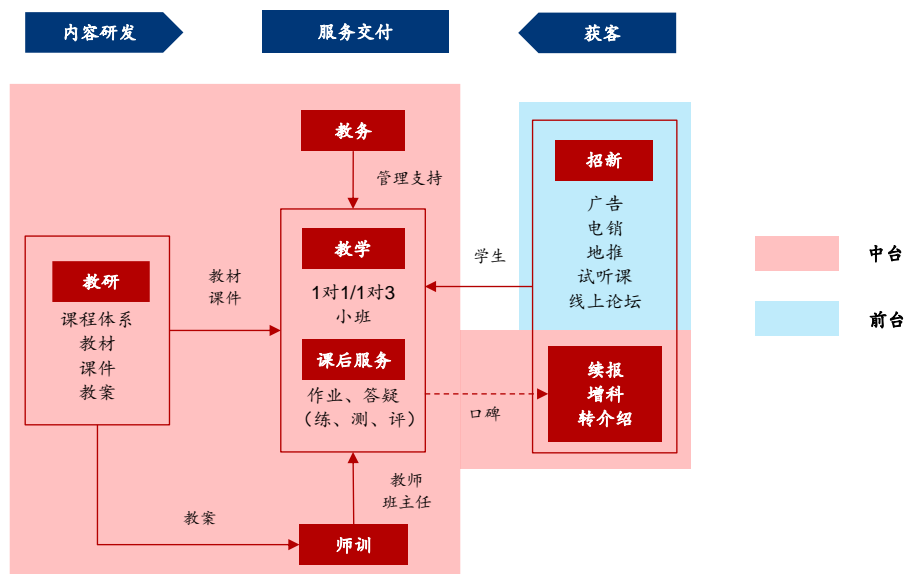
	升学难度			基础教育设施投入		
	中考普高 录取率	高考一本 录取率	985/211 生师比（中小学在校生人数/专 职教师人数）	中小學生均公共财政预算 教育事业费（元/年）	中小學生均公共财政预算 公用经费支出（元/年）	
北京	70.08%	36.27%	8.49%	11.05	55120.70	23485.52
天津	68.32%	35.89%	9.44%	12.74	28122.41	7892.07
河北	58.89%	15.86%	3.33%	15.67	12233.62	5248.73
山西	59.86%	9.93%	3.84%	12.00	13275.54	5214.83
内蒙古	67.17%	13.37%	4.17%	12.19	16220.20	7188.21
辽宁	64.33%	16.04%	4.98%	12.33	13637.19	4652.13
吉林	69.56%	12.54%	6.18%	5.29	14254.29	6887.85
黑龙江	70.49%	13.71%	5.68%	11.53	14370.86	4573.17
上海	62.65%	29.60%	9.31%	11.85	34253.81	13441.09
江苏	55.90%	27.11%	3.91%	14.55	20718.41	6395.55
浙江	53.31%	16.63%	3.15%	14.55	23178.49	7844.93
安徽	56.00%	18.85%	2.91%	15.85	13462.39	5364.34
福建	55.54%	20.40%	3.87%	15.99	14983.28	6773.47
江西	59.33%	11.97%	2.85%	16.92	12225.48	7012.98
山东	57.41%	19.63%	2.41%	14.42	13747.49	4476.34
河南	53.11%	12.54%	2.11%	16.46	9248.31	4818.35
湖北	60.31%	16.95%	3.84%	15.36	16450.75	6905.95
湖南	56.84%	15.41%	2.52%	16.25	11981.30	4107.19
广东	55.63%	12.87%	1.85%	16.17	17459.63	7066.23
广西	57.87%	10.11%	2.29%	17.45	9947.27	5713.88
重庆	63.59%	18.75%	4.57%	15.19	14294.80	5528.24
四川	58.42%	14.72%	2.71%	14.90	12410.56	4542.33
贵州	54.04%	11.90%	2.37%	16.31	12419.30	5396.28
云南	53.42%	13.56%	1.96%	15.47	12808.10	3876.69
陕西	60.54%	24.03%	4.52%	13.97	15088.05	6083.77
甘肃	60.16%	16.75%	2.91%	12.17	13056.82	7006.29
青海	58.65%	16%	10.06%	15.46	17432.05	14666.81
宁夏	58.45%	19.94%	7.89%	15.63	12391.51	7923.49
新疆	57.67%	12.86%	4.71%	13.67	28122.41	7892.07
西藏	56.42%	11.00%	6.45%	13.39	30452.21	12277.27
海南	57.47%	17.24%	4.43%	14.98	16229.34	8914.92

资料来源：教育部、Wind、华泰证券研究所

我们观察到，在商业目标的驱动下，K12 课外教培行业成为教育产业升级的重要推动者。这是因为教培机构和教师之间存在博弈关系，如果教培机构过于依赖某些能力强的教师，会导致教师议价能力过高，带来高成本和教师流失的问题，同时依赖某些教师也会使得机构难以扩大规模，因为能力强的教师很难批量复制。因此，教培机构有很强的动力去提升自身的供给能力，减轻对教师的依赖。

在互联网介入之前，线下教培机构主要通过组织上的细化分工来提升供给效能。这种分工本质上就是把教师的不同职能从一个人身上分离出来，通过设定不同的专职岗位，在教培机构内部形成系统化的供应链。整个教育服务体系分为内容研发、服务交付和获客三大环节，其中服务交付环节的教学和课后服务是整个体系的核心，教研、教务和师训都为教学和课后服务提供支持，同时，教学和课后服务的质量决定教培机构的口碑，进而决定学生的续报、增科（即多学科联报）和转介绍。续报、联报和转介绍不产生营销费用，是教培机构提升利润率的关键。

图表2：传统线下教培机构的组织形态（前台和中台）



资料来源：华泰证券研究所

我们认为从长期来看，线下教培机构要实现持续的收入和利润增长，核心是要解决**高质量教学和课后服务的持续规模化复制**问题。解决这一问题的关键在于把优质内容的生产环节和教学服务环节分开，通过强大的教研体系不断沉淀优质内容，用优质内容赋能师训体系，并通过师训体系源源不断地培养合格的教师，即用教研和师训共同支撑优质的教学服务。在这种分工结构下，教培机构不再依赖个别教师，而是依靠自身的体系化能力实现规模扩张。同时由于教研和师训体系需要较长时间的磨合积累才能建立起来，这也有助于教培机构形成竞争壁垒。我们认为教研、师训、教学服务等环节形成的内部供应链（行业内称为中台），是规模化的线下教培机构的核心竞争力所在。

我们认为，线下教培机构通过内部组织分工来提升供给效能，有些类似于制造业中的流水线生产，这种分工形态可被称为教培行业的“工业时代”。而随着互联网的发展，互联网的介入促使教培行业发生深刻变革，推动教培行业进入“信息时代”。

互联网通过三大能力解决 K12 教培行业三大问题

在分析互联网如何改造教培行业之前，我们首先要梳理清楚互联网的核心能力和教培行业的核心问题分别是什么，然后再来探讨互联网如何通过其核心能力来解决教培行业的核心问题。

互联网的核心能力是“连接”、“智能”和“迭代”

我们认为互联网的核心能力有以下三方面：

(1) “连接”打破时空壁垒。相对于线下场景，互联网通过在线连接，一方面可以打破物理空间的限制，使得资源可以在更广阔的空间进行调配；另一方面可以打破时间的限制，随时连接和触达用户。通过连接，互联网延伸了“人、服务、场”可行的时空范围，创造出很多新的应用场景，同时提高资源配置效率。

(2) “智能”解放人力，实现规模效应。互联网的“智能”通过数据和算法来实现。例如互联网可以将庞杂的知识数据化和结构化，形成知识图谱，也可以采集学生的学习行为数据，并用算法将这两者进行关联和匹配，为学生及时推送合适的学习内容。互联网也可以采集用户购买决策数据，进行精准的用户画像，提高营销效率。在互联网介入之前，教培行业是依靠人力来实现上述功能的，互联网在这些方面可以替代和超越人力。同时，由于互联网具有边际成本较低甚至为零的特点，一旦某项功能得到市场验证，就可以迅速大范围复制推广，实现规模效应。

(3) “迭代”加速产品创新和产业升级，改变行业竞争格局。传统线下教培机构的发展节奏相对较慢，组织进化和产品迭代周期相对较长，运营模型较稳定。在线教育机构的发展节奏则要快很多，讲究快速迭代。我们认为这是因为在线教育的试错成本较低，且规模效应强，某种产品或模式一旦成功可以实现指数级的增长，所以在线教育有很强的创新动力，风险资本的介入也对在线教育的创新起到了助推作用。同时，在线教育的数据和经验都可以积累在自身系统中，系统经过不断的反馈和优化可以实现持续的迭代升级。我们认为，互联网的介入使得教培行业的产品创新和产业升级速度大大加快，也让头部机构具备更大的优势，促进了头部机构市场占有率的提升。

教培行业的核心问题是“学习效果”、“供给效能”和“用户触达”

关于教培行业的核心问题，我们从需求、供给和营销三方面来阐述。

1. 从需求角度看，教培行业的第一个核心问题是如何提高学生单位时间内的学习效果。由于K12教育的竞争性特点，用户对学习效果的追求是无止境的，相应地教培机构围绕提升学习效果的竞争也是无止境的。

根据美国教育心理学家本杰明·布鲁姆的教育理论，学生在单位时间内的学习效果由以下两大因素决定：

(1) 学习动机。学生的学习动机由动力和压力两类因素所驱动：动力因素包括兴趣、榜样激励、成就感和获胜激励、物质和精神奖励、自我觉醒等，压力因素包括监督、惩罚、同伴压力等。传统线下教培机构通过教学设计、教师培训、课堂互动、课后跟踪服务（如作业、答疑、家长沟通）等手段来创造两类动机，以此来保证教学练测评各环节的完成质量。

(2) 内容匹配度。不同学生的知识储备、学习能力、兴趣点不同，需要匹配合适的教学内容。传统线下教培机构通过本地化教研、分层教学、阶段性测试以及一对一辅导等手段来提高教学内容的匹配度。

2. 从供给角度看，教培行业的第二个核心问题是如何提高供给效能。如前所述，优质教育资源稀缺是教育行业的长期痛点，提高供给效能是教培行业产业升级的重点，这里不再赘述。

3. 从营销角度看，教培行业的第三个核心问题是如何持续且精准地触达用户。教培机构的营销主要指获客阶段的招新环节，招新环节连接供给和需求，是教培机构实现规模扩张的关键环节。K12教培营销链条较长，也较为复杂，我们认为这是由K12教培服务的复杂性决定的。

K12教培用户中普遍存在体验者和付费者分离的情况（学生上课，家长付费），家长由于缺少经验和专业性，常常不清楚孩子适合什么样的教育产品，因此用户在做购买决策时有两个特点：**一是决策周期长。**在初次接触某类教培产品时，用户常常不能准确地描述自己的需求，也很难分辨各机构产品的优劣，需要通过深入的沟通和一定的试听课体验才能做出购买决策，在购买后也需要经过一段时间的正价课体验，来决定是否续费购买长期服务。**二是决策容易被机构的营销话术所引导。**我们认为，这是因为（1）K12教育具有很强的竞争性，家长普遍存在焦虑心理；（2）家长对教育产品缺乏专业性的了解；（3）学习效果不容易验证，应试类培训的效果需要较长时间才能验证出来，素质类培训的效果更难验证。因此在初期影响家长购买决策的关键因素往往是教培机构营销话术中的说服逻辑，只有经过较长时间的体验之后，家长才会根据自己对学习效果的判断来决定是否长期续费。

正是由于用户购买决策的以上两个特点，教培机构需要解决用户触达的持续性和精准性：
(1) 通过持续地触达用户，一方面让用户对产品有充分的了解和体验，并不断强化营销话术对用户的影响；另一方面在与用户不断交互的过程中更加精准地了解用户需求。(2) 通过精准地了解用户需求，为用户匹配适当的产品推荐和营销话术，并通过说服逻辑来进一步引导和创造用户的需求，进而增强用户粘性，延长用户触达的持续时间。持续触达和精准触达相互促进，共同实现提高用户转化率、降低营销成本的目的。

对于传统线下教培机构来说，用户触达的持续性和精准性主要通过线下的方式来实现。首先，线下门店本身就具有天然的曝光能力，可以持续吸引周边线下流量，直接由门店进行转化。另外，传统线下教培机构也有广告、电销、线上论坛等获客手段，但通过这些手段获得的流量并不具备持续性和精准性，最终都要引流到线下门店来进行转化。线上和线下获取的流量导入到门店之后，门店销售人员通过面对面沟通可以较为精准地掌握和引导用户需求。

我们认为，“学习效果”、“供给效能”和“用户触达”分别构成了教培机构在长期、中期、短期三个维度的核心竞争要素。

我们认为，在长期阶段，学习效果决定了教培机构能否保持持久的竞争力，是判断教培机构能否长期制胜的黄金标准，这是因为从长期来讲，用户的付费逻辑是为学习效果付费，偏离了这一主线的产品和商业模式难以持久。前面提到，K12用户对学习效果的追求是无止境的，用户对学习内容、学习方式的需求会不断变化，教培机构需要紧跟市场需求的变化，不断研发新产品、新内容，升级服务方式，才能实现长久的生存和发展。

我们认为，在中期阶段，供给效能决定了教培机构的市场份额和盈利能力。由于行业需求旺盛和优质教育资源供给稀缺是常态，教培行业一直是供不应求的行业，从中期来看，供给水平决定了行业的规模和质量，产业升级由供给效能提升所推动。供给效能高的机构在教师产能、教学质量、运营效率等方面存在优势，进而在学生数量、定价权、续报率、成本和费用方面具备竞争力，能够获得更高的市场份额和盈利能力。

我们认为，在短期阶段，尤其在市场格局未定的新赛道中，用户触达决定了教培机构短期的增长速度。在新赛道中，用户对于不同的产品和品牌普遍缺乏了解，因此能够在短期内有效触达更多用户的机构会抢占先机，迅速扩大用户规模，实现卡位的目的。当然，通过用户触达来实现增长还需要配套适当的营销话术以及较好的产品和服务，如果产品和服务体验不好，用户触达会加速口碑的恶化，带来负面效果。

综合以上的分析，我们认为，K12教培机构的竞争长期靠内容，中期靠供应链，短期靠流量。换句话说，K12教培行业是长期由需求引领，中期由供给推动，短期由营销催化的行业。

互联网如何通过三大能力解决教培行业三大问题？

1. 学习效果

从学习效果的角度看，线上场景相比线下场景存在天然的劣势。线上场景中人与人之间的情感连接明显减弱，教师的气场、同学间互动的氛围不及线下。同时师生不在同一空间内，对学生的约束力也大大下降，更难维持学生的注意力。为了弥补线上场景带来的效果缺失，在线教培机构采用了多种手段。

(1) 学习动机

动力因素方面，在线教培机构广泛借鉴游戏、视频直播等互联网产品的设计来提升学生的兴趣。在视觉效果上应用游戏化的UI设计、IP人物设定、动画、交互式课件、主讲教师美颜等手段，提升学生视觉体验感。在激励手段上采用升级打怪、学习币、组队PK等方式，提高学生的参与度。

压力因素方面，在线教培机构主要通过互动和社交设计来解决线上约束力不足的问题。首先直播的压力效果高于录播，因此直播是更为主流的产品形式。在此基础上，在线教培机构采用多种互动方式营造类似于线下的权威监督和同辈压力气氛，如轻互动中的讨论区回答问题、选择题推送，重互动中的点名上台、举手上麦。此外，在线教培机构还采用小组内实时得分排名这类社交化的手段，来创造同辈压力。

图表3：新东方小学课堂互动游戏界面



注：新东方（9901 HK, EDU US）

资料来源：新东方小学全科公众号、华泰证券研究所

图表4：学而思小猴思维采用动画、金币激励、游戏互动提升学习动机



注：小猴思维隶属好未来（TAL US）

资料来源：小猴思维官网、华泰证券研究所

（2）内容匹配度

教培机构把内容匹配度问题分为本地化、分层化、个性化三个层次，分别精确到区域、同级别学生群和学生个人。对于前两个层次，在线教培机构和线下一样，也采用本地化教研和分层分班的形式。在个性化层次上，在线教培机构除了采用跟线下教培机构类似的阶段性测评手段，还在学习行为采集和个性化推送方面创造出不同于线下的新的工具。例如网易有道推出的智能硬件“有道智能笔”，能够自动采集学生在上课和课后学习过程中书写的文字信息，形成结构化的数据，来为判断学生学习水平提供依据。此外，AI 自适应系统能够根据学生做题情况自动推送合适的练习。

图表5：有道智能笔还原纸笔交互体验



注：有道（DAO US）

资料来源：有道官网、华泰证券研究所

图表6：有道智能笔功能

没有智能笔	使用智能笔
只能在手机、电脑上答题，无法真实模拟考试场景	直接在纸上书写，培养良好答题书写习惯，考试不吃亏
屏幕上答题，影响视力	纸上答题，保护视力
回收作业费时费力，只能批改有限作业	客观题自动批改，主观题快速上传至老师批改后台
家长无法及时得知作业提交情况和老师批改的结果	作业完成度、提交记录、批改结果及时呈现
老师较难统计学生学习进度	学习进度实时分析，随时调整教学规划，提升教学质量

资料来源：有道官网、华泰证券研究所

我们观察到，目前在线教培机构在本地化和分层化方面的实践效果还不及线下，在个性化方面的创新应用取得了一定进展，也仍然未达到线下的水平。但是我们认为，互联网有很强的迭代能力，经过长期的数据积累和算法优化，在未来的某个时间点可能实现量变到质的转化。K12 在线教育在内容匹配度上还有很大的发展空间。

综上所述，目前 K12 在线教育在学习动机和内容匹配度两方面和线下还有一定的差距，因此总体来说学习效果不及线下。但由于互联网的快速迭代能力较强，未来还有很大的提升空间。

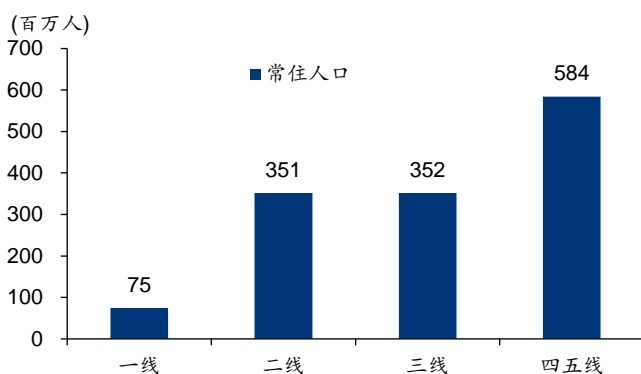
2. 供给效能

我国教育资源和教育需求在空间上的结构性错配，为互联网提升 K12 教培行业供给效能创造了空间。互联网对行业供给效能的提升主要体现在填补师资空白、提高教师产能、减轻教师劳动、提高运营效率几个方面。

我国的人口、收入水平和教育资源在不同级别城市之间呈明显的梯级分布，为 K12 教培行业提供了一个纵深的市场。一线城市的教育资源，特别是师资相对于二、三、四线城市形成了较大势能差，一线城市的教育理念、教育模式也随着二、三、四线城市收入水平提升带来的消费升级而逐渐向下传导。这种地理空间上的资源不均衡，为互联网通过“连接”功能打破空间屏障，提升资源配置效率创造了条件。

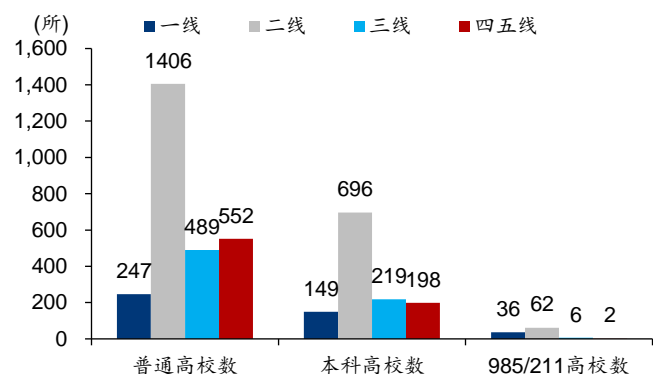
根据国家统计局、教育部统计数据计算，2019 年我国一线、二线、三线、四五线城市每百万人拥有的普通高校数分别为 4.24、4.38、1.49、1.00 所，每百万人拥有的本科高校数分别为 2.00、1.98、0.62、0.34 所；每百万人拥有的 985/211 高校数分别为 0.48、0.18、0.017、0.0034 所。一线、二线城市的人均普通高校和人均本科高校数量大体相当，在人均 985/211 高校数量上差距较大，而三线、四五线城市在每一类高校的人均数量上均与一、二线城市有明显差距，且三线城市明显高于四五线城市。同时，二、三、四五线城市在人口数量上远远高于一线城市，是更大的潜在市场。

图表7：2019年各线城市常住人口数



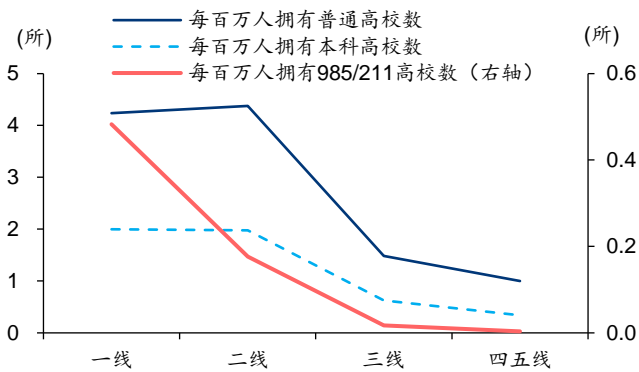
资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

图表8：2019年各线城市拥有各类高校数



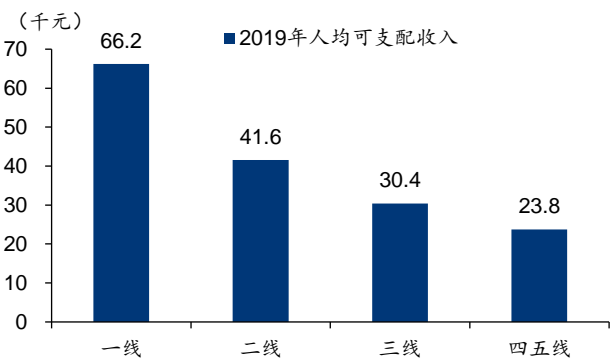
资料来源：教育部、华泰证券研究所

图表9：2019年各线城市每百万人拥有各类高校数



资料来源：国家统计局、教育部、华泰证券研究所

图表10：2019年各线城市人均可支配收入



资料来源：CEIC数据库、各地政府国民经济和社会发展公报、华泰证券研究所

由于人才通常倾向于向更高层级城市流动，高校毕业生通常会选择学校所在的城市或同等级城市就业，而非回乡就业，因此优秀人才主要集中于一、二线城市，这正是传统线下教培机构难以下沉的主要原因。我们认为，2018年起在线双师大班模式能够获得令人瞩目的快速发展，主要原因就是突破了地理屏障，实现了师资的跨区域优化配置。

在线双师大班模式将老师的教学和辅导职能分开，实行主讲教师和辅导老师的专职化分工。主讲教师通常是名校毕业且有丰富经验的老师，只负责教学，辅导老师通常是经过培训的大学毕业生，负责课前课后服务，包括组织预习复习、催收和批改作业、答疑、家长沟通等。据多知网统计，通常一个在线大班主讲教师可以覆盖的学生数量可达2000-3000人，少数顶级名师可覆盖学生数量能达到一两万人；一个辅导老师可以服务的学生数量通常为200-400人。通过大班直播这种形式，教培机构一方面可以充分放大主讲教师的产能，另一方面可以降低单位成本，以更低的价格覆盖一二线城市中低收入群体和填补三、四、五线城市优质师资空白，开拓线下教培机构一直难以进入的下沉市场。

对于辅导老师来说，在线教培机构通过标准化辅导老师的动作来提升其产能。但由于辅导老师工作流程多，任务繁重，标准化带来的产能提升是有限的，产能存在上限。近两年在线双师大班高速增长，辅导老师成为制约产能的瓶颈，各大在线教培机构纷纷在二线城市设立分公司，加入辅导老师的争夺战。这正是利用了二线城市在普通高校和本科高校人均数量上与一线城市持平的特点，来进行人力资源的优化布局。

在线双师大班是互联网的“连接”功能在K12教培行业成功应用的典范。此外，互联网的“智能”功能在提升供给效能方面也起到了很大作用。例如在线教培机构开始采用一些智能化的工具来辅助老师工作，减轻老师的劳动，如智能作业批改工具等。在线教培机构在内部管理流程上也利用数据化和智能化来提升机构的运营效率。

3. 用户触达

互联网在解决用户触达的持续性和精准性方面具有天然的优势。通过“连接”能够打破时空限制，拓宽用户触达渠道，延长用户触达时间；通过“智能”能够更精准地了解用户需求，为之匹配合适的营销话术、产品和服务。通过“连接”和“智能”，互联网大大提高了K12教培的整体营销效率。

(1) “连接”提升用户触达持续性

移动互联时代的众多流量入口和平台拓宽了教培机构触达用户的渠道。除了传统线下教培机构常用的线上线下广告、地面活动、电销、线上论坛等之外，当下教培行业的营销渠道还包括短视频、公众号、微信群等内容和社交属性更强的流量平台。这类平台在延长用户触达时间方面具备优势，体现在以下几个方面：

(a) 以内容为营销载体

如前所述，K12 教培具有决策周期长的特点，用户需要较深入的了解和体验才能做出购买决策。因此以内容为载体的营销要比单纯的广告更能打通用户心智，获得用户的认同和信任。目前在线教培行业已将内容营销应用于获客链条的各个环节，如在流量平台上投放软文和短视频，通过官网、官微、公众号、小程序持续推送文章和“安利”课程，在用户微信群中持续推送文章和短课程等，这些内容能够大大延长用户触达的时间。此外，不同的内容还可以区分客群，实现客群的分类分层次运营，为进一步的精准营销打下基础。

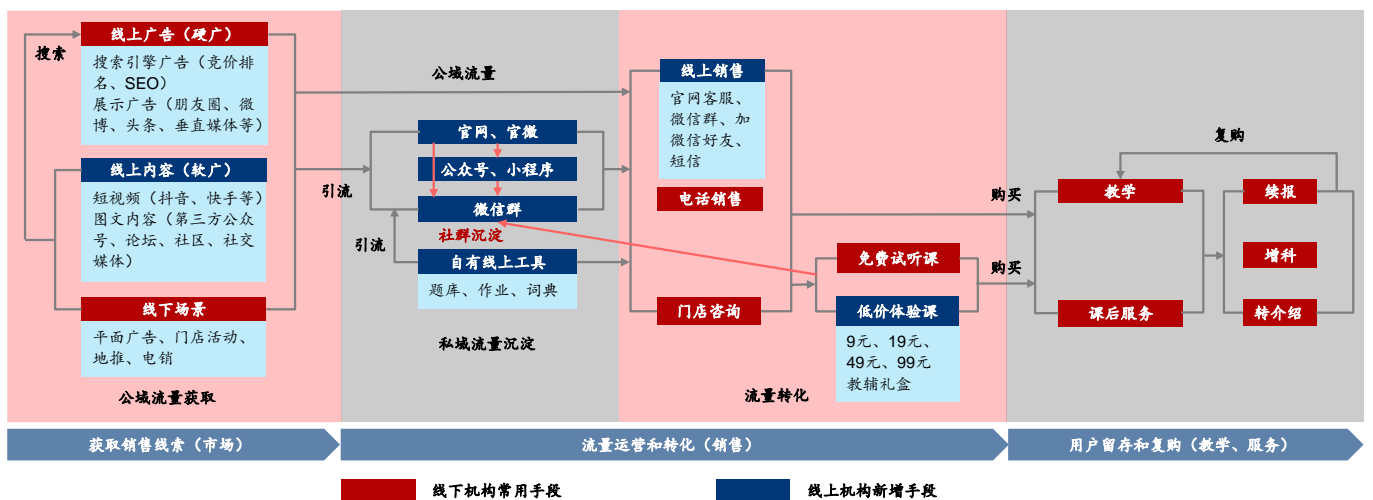
(b) 流量运营私域化

近两年来在线教培机构在各大流量平台的大规模投放引起了广泛关注。这种公域流量的投放没有沉淀效应，持续投放需要持续的费用投入，而且由于流量资源属于第三方平台，教培机构之间的投放竞争会抬高流量价格，营销费用过高让机构难以盈利。正是由于公域流量存在这些问题，在线教培机构纷纷将公域流量导入到自身的私域流量池中做长期运营。典型的私域流量运营工具包括官网、官微、公众号、小程序和用户微信群等。私域流量运营不需要向第三方支付费用，同时配合内容营销，可以对用户进行长期深度运营，提高营销的持续性和精准性。

(c) 增加互动频次、体验深度和情感连接

内容营销和私域流量运营为教培机构和用户之间的高频、深层次互动创造了条件。在线教培机构在营销的内容设计、互动设计、体验设计和营销话术等方面，着重增加用户的互动频次、体验深度和情感连接，来增进用户对教培产品的认知和信任。一个典型的例子就是各大在线教培机构在暑期推出的低价体验课。过去线下教培机构经常采用的免费试听通常只有一节，而目前在线教培广泛采用的低价体验课通常有 4-8 节，给予用户充分的体验时间，同时在体验课的课前和课后销售人员会与用户进行大量的互动。另一个例子是在用户微信群中，销售人员会长期持续地推送用户感兴趣的教育内容，并配合适当的营销话术和互动。这些手段有助于增强用户粘性，提高营销精准度，最终将持续的用户触达转化为销售业绩。

图表11： K12 教培机构获客手段和流程



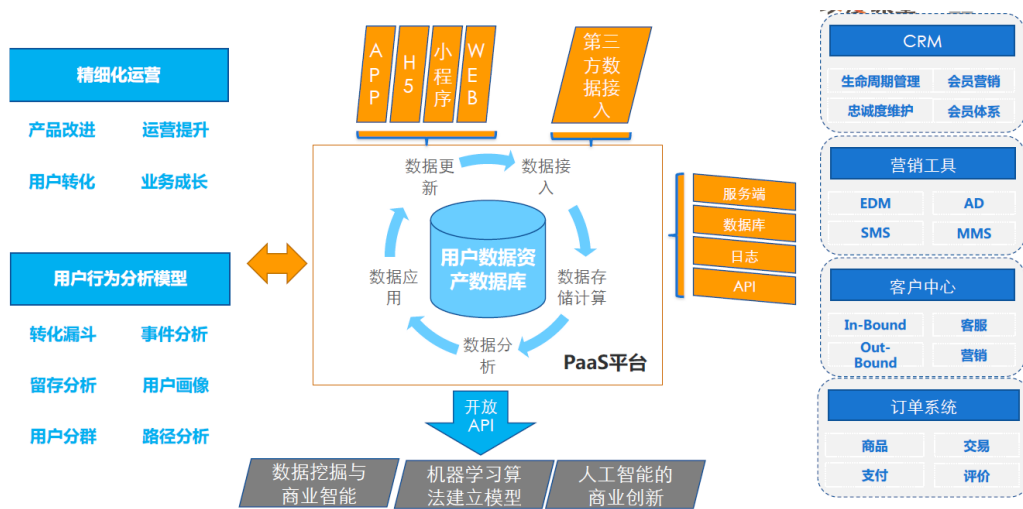
资料来源：易观智库、华泰证券研究所

(2) “智能”提升用户触达精准性

K12 在线教培将营销渠道和服务流程转移到线上，为数据积累和算法迭代创造了有利条件。从用户点击广告开始，到浏览官网、官微或公众号文章，加入微信群，线上咨询，购买课程，再到课后互动，以及续报、增科和转介绍，整个流程中的一切行为数据都可以被系统记录下来，并且这些不同环节产生的数据是相互关联和结构化的。通过分析这些用户行为数据，教培机构可以进行精细化的用户运营，来提升用户全生命周期的价值 (LTV)。另一方面，营销和服务流程的数据化还可以为机构经营管理提供更详细准确的依据，市场、销

售、教学和服务人员的工作绩效可以被准确地追踪记录。在线教培机构利用 CRM 系统、营销工具系统、客服系统、订单系统，借助科学的指标体系，将传统线下教培“人管人”的管理模式向“系统管人”方向升级，大大提升了运营管理的效率。

图表12: K12 在线教培机构的数据分析系统示例



资料来源: 易观智库、华泰证券研究所

图表13: K12 在线教培机构的指标体系示例

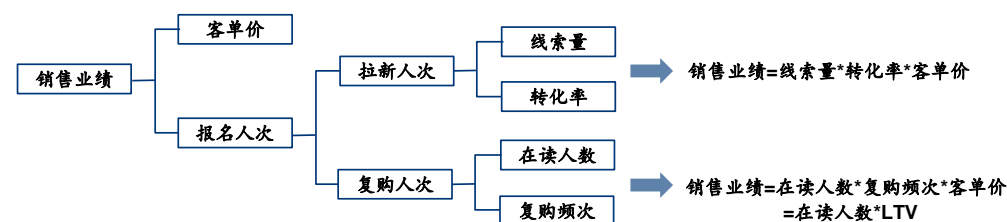


资料来源: 易观智库、华泰证券研究所

(3) “连接”和“智能”提高营销效率

从商业逻辑来看，教培机构通过营销手段提升销售业绩，可以落实到新用户的线索量、转化率和老用户的复购频次（或续报率）这三个指标上。这三个指标代表了教培机构的营销效率。

图表14: K12 教培机构获客的商业逻辑



资料来源: 有赞教育、华泰证券研究所

我们认为，与传统线下营销相比，线上营销首先在线索量上具备优势。线下场景中的门店活动、地面广告受限于物理空间的辐射范围，地推和电销受限于销售人员产能，很难在短时间内触达大量的用户。而线上营销可以对接大的流量平台，短时间内就可以触达海量用户，尤其在新赛道的开拓阶段，线上营销可以实现快速教育大量用户、占领用户心智的目的。我们认为近两年在线教培能够实现高速发展，一个重要的影响因素就是线上营销在线索量方面的优势，其背后是互联网强大的“连接”功能。

目前来看线上营销在转化率方面并不优于线下营销，特别是在大量投放竞争的情况下，转化率还有下降的趋势。我们认为这主要是因为线下营销场景的线索量基数较小，并且销售线索中有较高的主动流量比例，从门店活动、地面广告、地推等触达手段引导到电话咨询和到店咨询的用户，有相当比例是有较强需求的本地用户。另外，线下面对面交流的转化方式也有利于提高用户对产品的了解和信任程度。而线上营销短时间内的触达范围大，被动流量比例高，同时线上手段更难建立信任度，转化链条较长，因此转化难度比线下营销更大。此外，我们认为目前线上营销的转化率较低还跟在线教培处于发展初期有关，用户对于在线教培产品还处于学习和体验阶段。我们认为随着用户对于在线教培产品的认知逐渐深入，教培机构对于用户需求的把握更加精准，未来线上营销在转化率方面还有较大的提升空间。

老用户的复购频次主要取决于用户对于产品和服务的体验和对学习效果的评价，这主要由教培机构的教学和服务环节来实现，其中的服务环节可以应用一些线上手段来提升用户体验感，如在用户微信群、会员平台中用持续的内容推送、高频互动来了解用户的需求变化，保持与用户之间的情感连接。目前行业内广泛讨论的私域流量运营、用户全生命周期价值等概念，目的之一就是提升老用户的复购频次。

综上所述，互联网通过“连接”和“智能”，正在对 K12 教培行业的营销体系进行全方位的赋能。大大提高了行业的营销效率。我们认为互联网在行业营销效率方面的作用尚未完全释放，随着营销系统的不断迭代和完善，未来还有较大的提升空间。

从教学驱动到产品驱动，组织变革推动产品创新和迭代

在线教培并非简单地将教培服务从线下搬到线上。从线下场景转到线上场景，原来线下的很多做法都不再适用，需要针对线上场景重新做产品研发。

教培行业属于服务行业。不同于工业界的实物产品，教培行业的产品是基于某种场景，针对特定用户群体的特定需求，给出的一整套以服务为载体的解决方案。用户群体决定为谁服务（Who），用户需求决定解决什么问题（What），场景决定如何解决问题（How），教培产品基于这三点来进行定义和设计。

在线下时代，教培机构的产品形态较为单一和同质化，行业里不太关注产品的概念，而是将产品和服务混同起来理解，关注点在于服务的质量。我们认为，传统线下教培机构的发展是由教学驱动的，机构通过好的教学质量来建立用户口碑和品牌认知，只要教学质量好就不怕学生不来，教学质量背后的教研、师训和教学服务体系构成了线下教培机构的护城河。

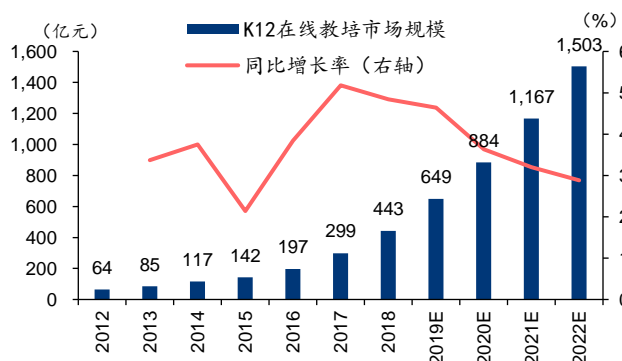
而到了线上时代，在线教培机构面对的问题相比线下有了很大变化。首先，在线教培机构会在短时间内触达全国范围内的海量用户，用户群体的复杂度大大提高了；其次，线上场景中用户的连接和互动方式不同于线下，且互动效果弱于线下；再次，在线教培对于用户来讲是新鲜事物，对于机构来讲是创新产品，双方都不清楚什么样的产品形态是适合用户的。为了解决上述问题，在线教培机构需要对用户群体和用户需求进行详细的细分，并通过不断的试错来优化场景，改进连接和互动方式，这一切都需要通过产品的创新设计和迭代来实现。

纵观历史：广泛试验、模式确立和规模发展三部曲

在上一章中我们阐述了互联网推动教培产业升级的核心逻辑。本章中我们将通过梳理和总结在线教培的发展历程，来从历史的角度对核心逻辑做进一步的探讨和验证。

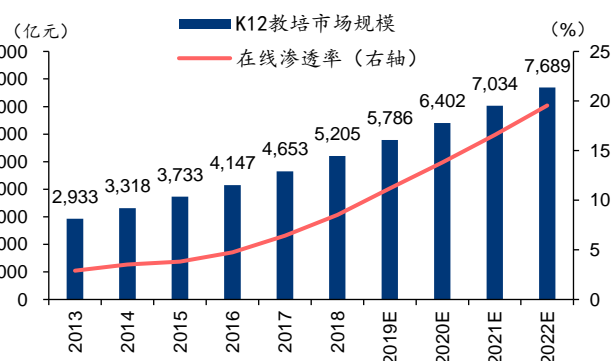
自2013年（教育行业内称为“在线教育元年”）起，我国K12在线教培高速发展。从市场规模来看，据弗若斯特沙利文预测，2019年我国K12教培市场规模为5786亿元，2014-2019CAGR为11.99%；据艾瑞咨询预测，2019年我国K12在线教培市场规模为649亿元，2014-2019CAGR为40.26%。基于以上数据计算，2013-2019年我国K12教培的在线渗透率从2.9%提升到11.21%。我们预计疫情影响可能进一步推动2020年K12教培在线渗透率同比大幅提升。总体来看，K12教培在线化呈加速态势。

图表16：2012-2022E中国K12在线教培市场规模



资料来源：艾瑞咨询、华泰证券研究所

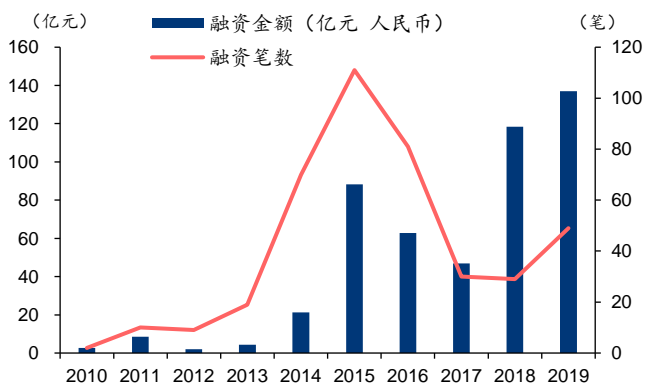
图表17：2013-2022E中国K12教培市场规模及在线渗透率



资料来源：弗若斯特沙利文、艾瑞咨询、华泰证券研究所

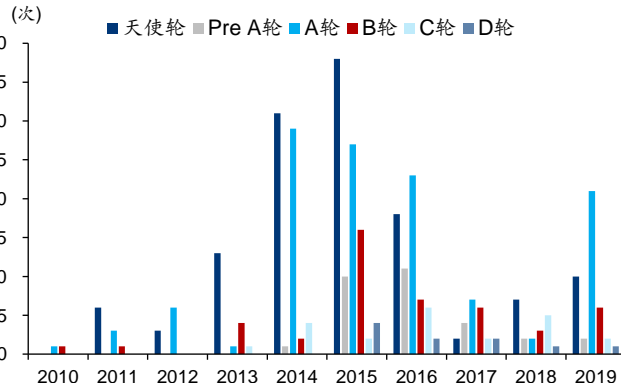
从一级市场融资情况来看，2013年后K12在线教培市场融资金额井喷式增长，其中2015年融资金额达到阶段性高峰，融资事件数量达到历史高峰，之后2016、2017年进入调整期，2018、2019年融资金额再创新高，但融资数量不及2015、2016年，反映出单笔融资金额变大的趋势。我们认为出现这种趋势有两方面原因：一方面随着行业发展，成熟项目的比例不断提高，而中后期融资的单笔金额普遍高于早期融资；另一方面随着各赛道优胜者逐渐显露，资本更青睐于投资赛道龙头，竞争格局更趋于集中化。

图表18：2010-2019年中国K12在线教培一级市场融资金额



资料来源：易观智库、多鲸资本、华泰证券研究所

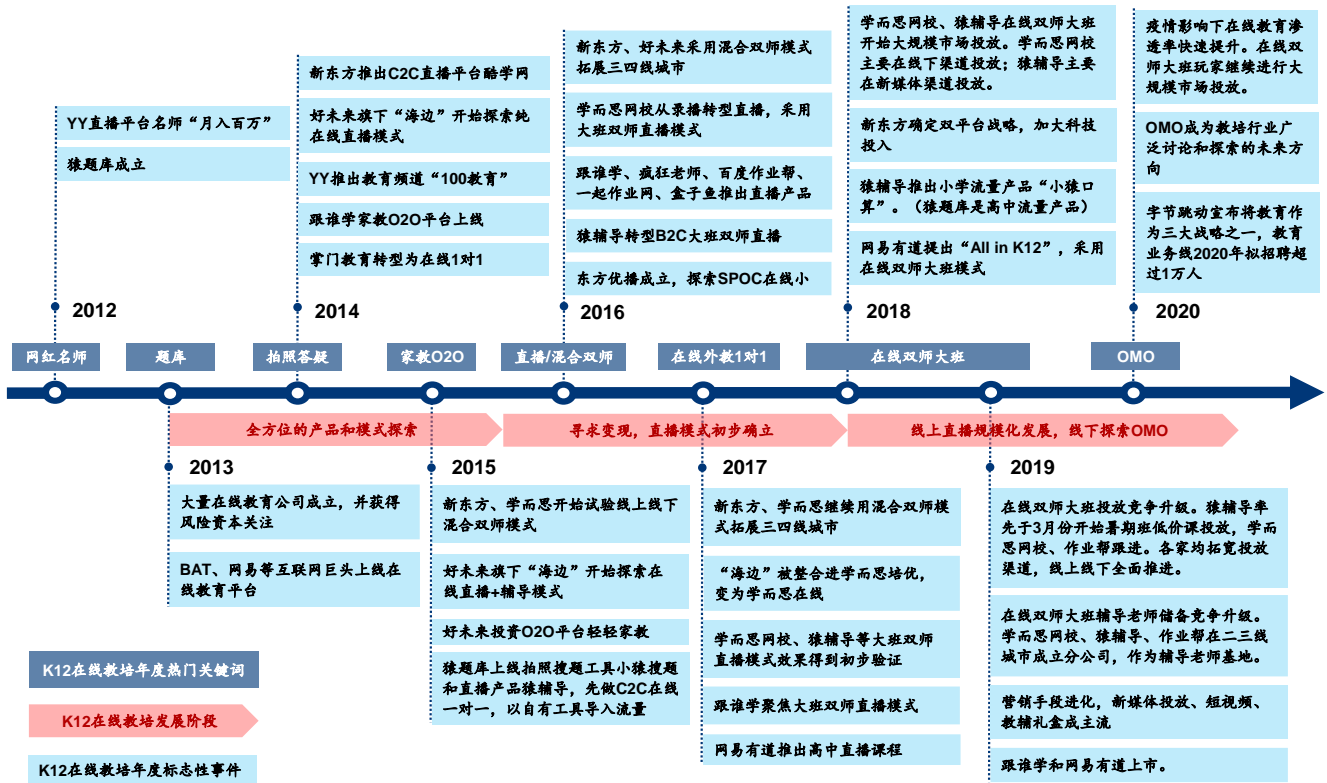
图表19：2010-2019年中国K12在线教培不同轮次的融资事件数量



资料来源：易观智库、多鲸资本、华泰证券研究所

从具体的产品、模式的演进过程来看，互联网对教培行业的改造是从单点突破开始的，是一个由点成线，由线成面，进而形成产业链和生态的过程。从2013年到2020年，K12在线教培大约以2.5-3年为一个阶段，经历了三个阶段的发展过程：1) 全方位的产品和模式探索；2) 寻求变现，直播模式初步确立；3) 线上直播规模化发展，线下探索OMO。我们将在后面的分析中详细论述。

图表20: K12在线教培发展历程



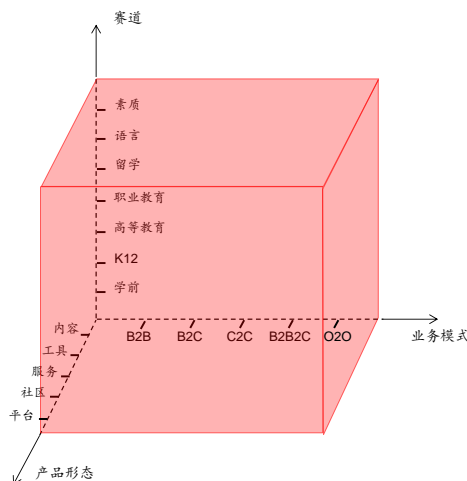
注：欢聚时代 (YY US)，新东方 (9901 HK, EDU US)，好未来 (TAL US)，跟谁学 (GSX US)，百度 (BIDU US)，一起教育科技 (YQ US)，有道 (DAO US)，网易 (9999 HK, NTES US)，其余企业均未上市
资料来源：各公司官网、多知网、芥末堆、36氪、华泰证券研究所

第一阶段：全方位的产品和模式探索

2013-2015年上半年是K12在线教培的第一个发展阶段。这一阶段以全方位的产品和模式探索为特征，是K12在线教培广泛创新和试错的阶段。

在资本驱动下，早期的在线教育创业呈现出全方位创新和试错的态势。如果以赛道、产品形态、业务模式这三个维度为坐标轴画成一个三维魔方，大部分坐标节点都有相应的创业项目。其中K12赛道由于环节多，服务流程复杂，创新产品和模式最为丰富。

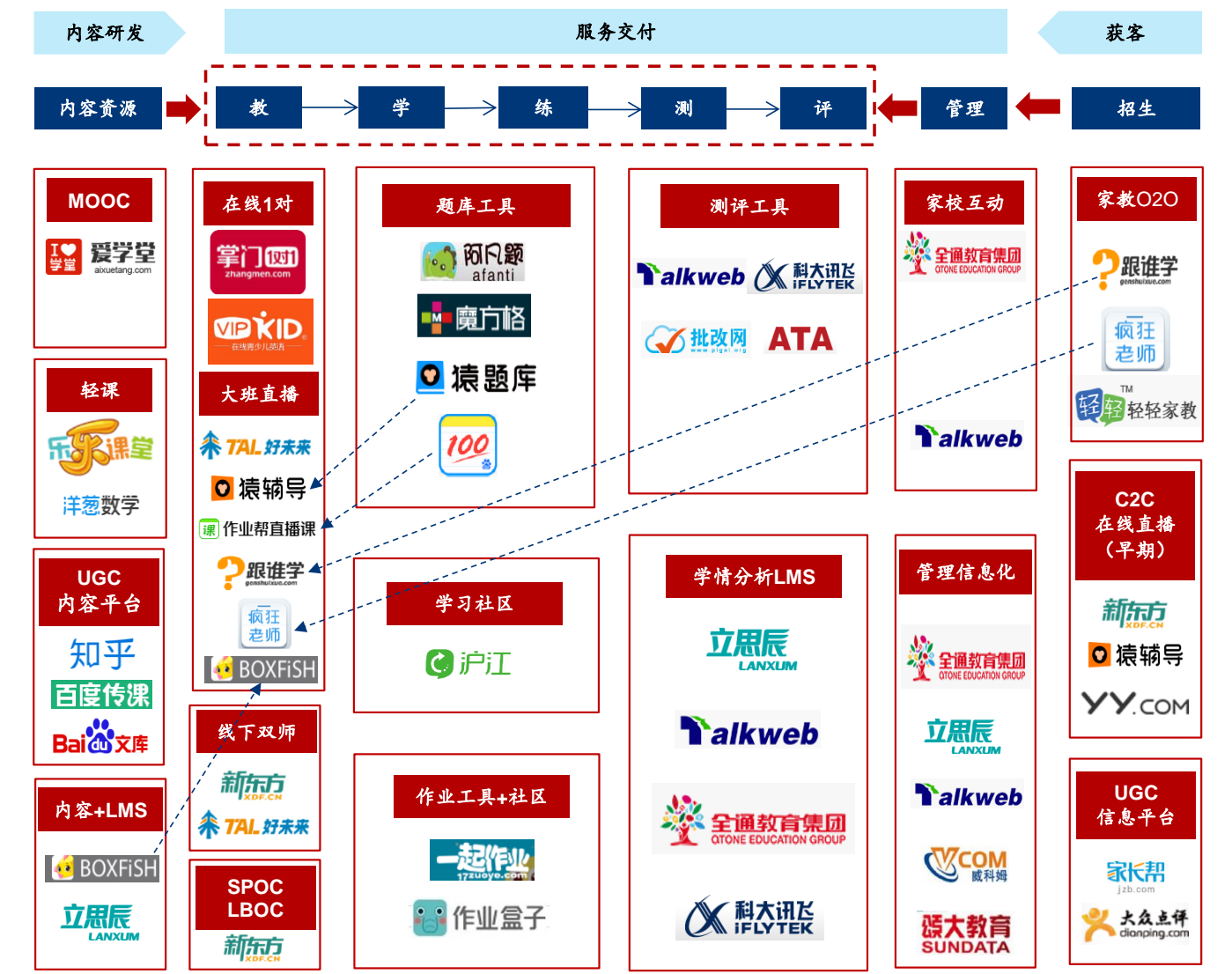
图表21: 在线教育早期创业魔方



资料来源：华泰证券研究所

K12 教培机构的业务环节分为内容研发、服务交付和获客三大环节，其中服务交付环节包括核心的教学服务和管理支持，教学服务又包括“教学练测评”五个细分环节。在 K12 在线教培发展的第一阶段，几乎每个环节都有相当数量的互联网创新产品，并且大多数产品都是从单一环节的信息化和功能实现来入手的。下面我们分别进行介绍。

图表22: K12 在线教培各环节的创新产品



注：立思辰（300010 CH），拓维信息（002261 CH），科大讯飞（002230 CH），全美在线（已退市），全通教育（300359 CH），威科姆（831601 CH），硕大教育（430244 CH），其余企业均未上市

资料来源：各公司官网、华泰证券研究所

1. 内容端

在线内容产品最早的形态是高等教育领域的 MOOC，模式是线上录播课免费或低价，完课后颁发证书收费。MOOC 的缺点是对学生学习过程缺少把控能力，完课率非常低，到目前为止还没有成功的商业模式。国内 K12 领域的 MOOC 项目以爱学堂（隶属慕华成志教育，未上市）为代表。

第二类内容产品是轻课，主要形态是以知识点讲解为主的短视频。轻课的特点是短小精悍，制作精良，趣味性强，能够吸引一定的流量，但是难以独立变现。轻课产品以乐乐课堂（未上市）、洋葱数学（未上市）为代表。

第三类是 UGC 内容平台，为用户提供海量信息的查寻功能，通过免费获取大量流量，再通过增值服务来变现。内容平台以百度传课、百度文库（隶属百度，BIDU US）和知乎（未上市）为代表。

第四类是综合性的内容资源，例如面向公立学校和培训机构的以内容为核心、结合 LMS（Learning Management System 学习管理系统）、题库和社交功能的综合性学习产品，通过 B 端收费。代表产品有立思辰敏特（隶属豆神教育，300010 CH）和盒子鱼（未上市）。

线上内容产品对于教育行业的意义在于大大降低了知识的获取难度和成本。但是内容作为单一环节，如果不能和其它环节紧密结合，仍然是“死的”知识，用户粘性低，难以变现。

2. 获客端

在电商、打车平台等互联网应用的启发下，早期在线教培创业者把交易平台看作一个潜力很大的方向。

2014 年新东方曾尝试推出 C2C 班课平台酷学网，鼓励新东方线下老师入驻平台，课酬与平台分成，来抵抗 YY 等在线 C2C 平台对师资的争夺。2015 年猿辅导（未上市）最初推出直播课时，也是作为 C2C 平台，提供在线 1 对 1 直播服务。

家教 O2O 是 2015 年最热门的在线教育创业方向，曾获得大量资本青睐。其本质上也是 C2C 交易平台，和纯线上 C2C 的区别在于家教 O2O 是线上交易线下交付。家教 O2O 主要定位于前端“找老师”环节，并不涉及内容研发（老师自主教研）和服务交付（线下交付与平台无关）。主要模式是老师或小型培训机构入驻平台（类似于淘宝开店），学生在平台上自主选择老师，课酬由平台和老师分成。代表项目有早期的跟谁学（GSX US）、疯狂老师（未上市）、轻轻家教（未上市）。

教培交易平台的建立逻辑是行业资源分散，信息不对称严重，交易平台可以实现去中介化，大幅提升资源匹配效率，并在做大规模后形成垄断优势。然而实际运营中平台招生数量往往不达预期，平台为了吸引流量，采取大量补贴的方式来“培养用户习惯”，但是一旦补贴停止流量即迅速回落。由于商业模式不成功，2016 年起家教 O2O 平台纷纷转型。跟谁学后来成功转型为大班直播，轻轻家教转型为上门家教+在线直播（在线小班和 1 对 1）模式，疯狂老师也曾转型直播，但最终于 2019 年 4 月停止运营。

图表 23：教培交易平台商业模式不成立的原因分析

	打车软件	电商	教培交易平台
选择难度	为零。服务完全同质，系统根据位置自动匹配	较低。商品标准化，用户对质量要求一般，根据商品描述、评分和评价来选择。	较高。非标服务，用户对质量要求高。难以凭借描述和评分来选择。
试错成本	为零。服务完全同质。	较低。可退换货、平台仲裁等。	高。时间是沉没成本。
频率/粘性	高频低粘性。	高频低粘性。平台商品种类多，用户总有需求。	低频高粘性。如果对老师满意，相当长时间内不会再来平台。

资料来源：华泰证券研究所

虽然教培交易平台的商业模式已被证伪，一些教培信息平台却较为成功。例如好未来的家长帮、大众点评等。这类平台主要通过 UGC 内容来吸引家长流量，可以通过广告和向后端引流来变现，本质上是一种获客渠道。

3. 服务交付端

服务交付环节包括教学服务和管理支持环节，其中教学服务又包括“教学练测评”五个细分环节。“教、学、练”环节主要模式是 2C，也有少量 2B 产品。测评环节和管理环节主要模式是 2B，以各类教育信息化公司为代表。

(1) “教” 环节

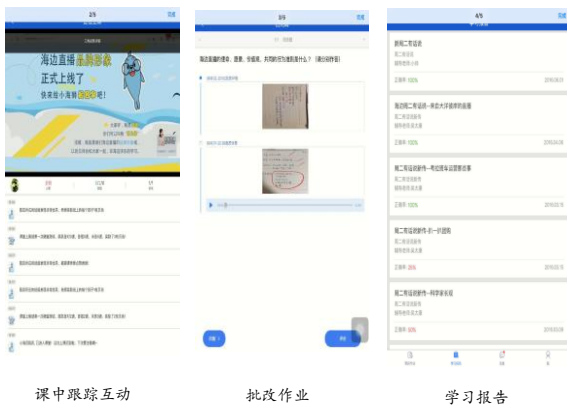
“教”环节在所有教育服务环节中居于核心地位。互联网在“教”环节的应用主要为录播、直播和线上线下混合双师三种形式。

录播的优点是可无限复制，边际成本为 0；缺点是缺少交互，难以把控教学效果。学而思网校早期就采用了录播的模式，靠出售课程光盘变现。但由于录播在学习效果上的缺陷，一个很突出的问题是完课率不足，因此录播通常很难作为独立的产品来推广，而只是作为一种补充教学手段。

直播在扩大产能和教学效果方面介于录播和线下教学之间。K12 教培早期的直播形态主要是大班单师直播和 1 对 1 直播这两类。大班单师直播在成人培训领域较为常见，K12 领域最早的模式是 C2C 直播，如 YY 直播平台上的网红名师大班，但由于教学效果问题 K12 大班单师直播模式最终被淘汰。在线 1 对 1 直播在外教英语和 1 对 1 学科辅导领域应用较早，代表项目有 VIPKID（未上市）和掌门 1 对 1（未上市）。我们认为对于 1 对 1 教学来讲，在线教学相对于线下的学习效果损失较小，因此在线模式比较成功。但由于在线 1 对 1 模式释放教师产能的作用较小，无法解决 1 对 1 规模不经济的问题，在盈利方面还是没有优势。

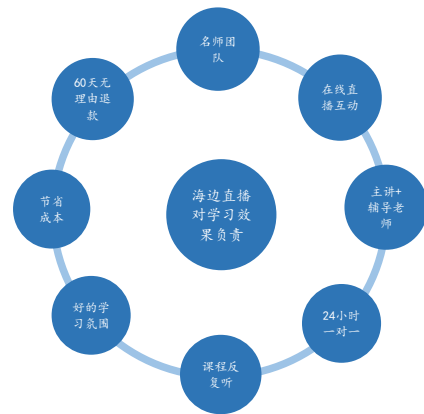
2014 年起好未来旗下的海边直播率先试水“主讲老师+辅导老师”的在线大班双师直播模式，并最终获得了成功，后面我们将对这种模式做详细介绍。

图表24： 2016 年好未来海边直播功能界面



资料来源：海边直播 APP、华泰证券研究所

图表25： 海边直播通过综合设计保证效果



资料来源：海边直播官网、华泰证券研究所

线上线下混合双师的教学模式是：学生在线下教室里通过大屏幕听课，授课教师在线上同时面向多个班级直播，每个班级的现场助教负责课堂管理和课后服务（课堂练习、作业、考试和家长沟通等）。混合双师最早起源于职业教育领域，代表公司是达内科技（TEDU US）。2015 年起新东方、学而思开始向三四线城市布局混合双师，作为下沉市场的扩张手段。混合双师能够解决下沉市场缺乏优秀师资的问题，能够保证主讲的授课质量，但由于运营仍在线下，场地、教师薪酬等各项成本并不比线下面授低，因此客单价与线下面授相当，而学生的课堂体验和学习效果不如线下面授，因此混合双师并没有发展成为 K12 教培的主流形态。

(2) “学、练” 环节

“学、练”环节早期的产品形态可分为工具类和社区类两大类。工具类代表性的包括题库（含拍照搜题）类的猿题库（隶属猿辅导，未上市）、魔方格（未上市）、作业帮（未上市）、阿凡题（未上市）、学霸君（未上市）等。社区类的代表项目有沪江网（未上市）等。另外还有以作业工具为入口，基于本地真实师生关系构建的学习社区，如一起作业（隶属一起教育，YQ US）、作业盒子（未上市）等。

工具类产品的特点是通过技术实现某类功能，由于其针对的是刚需，往往可以达到很高的使用频率和聚集大量流量。但是因为这种功能导向的产品仅涉及单一环节，很难形成付费闭环。2015 年下半年起题库类产品纷纷转型做直播。但工具类产品本身并没有被市场淘汰，而是凭借刚需属性积累了大量流量，一方面可以通过增值服务变现，另一方面也为直播产品导流。

社区类产品通过内容或者作业工具来汇聚大量流量。线上内容社区的变现方式有广告和增值服务，如沪江网早期通过培训机构广告变现，之后转为向后端导流到收费课程变现。作业工具社区的流量是本地化的，也可以导流到收费课程来变现。

(3) “测、评”环节

测评环节的互联网产品可分为技术工具和 LMS（学习管理系统）两大类。业务模式通常为 2B，包括面向公立校的教育信息化产品和面向机构的产品。

利用图像识别、语义识别和语音识别等技术，技术工具类产品可以在作业和试卷智能批改、口语评测等方面替代人力，提高测评效率和精确度。教育信息化领域的代表公司有科大讯飞（002230 CH）、海云天（隶属拓维信息，002261 CH）等。

传统测评只局限于考试和考试结果的统计分析，数据量小且较为片面，对教学的指导意义有限。更有价值的测评应该包含对学习全周期的信息采集，进行全面系统的学情分析，并结合算法给出教学指导。LMS 就是这样一类产品。LMS 基于作业、练习、测评等学习数据，向教师和教学管理者提供全面且个性化的学情分析报告，有的还可以根据智能算法给出自适应课程内容。LMS 的研发周期较长，美国的 LMS 已经有十几年发展历史，催生了 Blackboard（已退市）和 Instructure（INST US）这样的上市公司。中国的 LMS 才刚刚起步。

4. 管理端

管理环节的互联网应用主要是面向公立校的校园管理信息系统，具体包括教学教务管理、学生信息管理、校园办公、人事管理、后勤服务管理等方面的应用，为学校提供一站式服务。培训机构的管理系统通常为自行研发。

综上所述，K12 在线教培第一阶段是产品和模式广泛实验的阶段，这一阶段百花齐放，但随着部分产品和模式被证伪，产业资源和资本逐渐聚焦到更有商业前景的方向上，开启了寻求变现的下一阶段。

第二阶段：寻求变现，直播模式初步确立

从 2015 年上半年到 2017 年底是 K12 在线教培发展的第二个阶段，即探索变现模式的阶段，最终直播胜出，跑出了大班双师、小班单师和在线 1 对 1 三种模式。

从 2015 年下半年开始，一方面由于资本市场遇冷，另一方面随着各类模式的前景渐渐清晰，资本普遍开始关注项目的变现能力。在变现压力的倒逼之下，从 2015 年下半年开始，很多单环节的在线教培产品纷纷转型直播，大体上可分为三类：1) 工具类转直播。2015 年猿题库推出直播课猿辅导，先做在线 1 对 1，后做大班直播；2016 年作业帮推出“作业帮一课”，学霸君推出“不二课堂”，一起作业推出在线少儿英语直播产品 UStalk。2) 平台类转直播。2016 年跟谁学、疯狂老师、老师好（未上市）等家教 O2O 公司纷纷转型做直播平台。跟谁学增加直播平台和移动 APP；疯狂老师推出直播 APP 企鹅辅导（与腾讯（00700 HK）合作）和叮当课堂；老师好推出名师直播平台。3) 内容类转直播。2016 年，做 2B 内容+LMS 产品的盒子鱼推出在线英语 1 对 1 直播课程，多纳英语（隶属新东方，9901 HK，EDU US）、伴鱼绘本（未上市）等也推出直播产品。

从单环节产品到直播是在线教培发展的一个重要的转折点。我们通过几个问题来探讨其发展过程和背后的逻辑。

1. 为什么直播成为在线教培的变现途径？

如前所述，K12教培行业2C的基本商业逻辑是用户为“学习效果”付费，“学习效果”由“学习动机”和“内容匹配度”两方面来保证，这两方面需要完整的教研、教学、服务和管理体系的支持。因此单环节的产品很难形成学习效果的闭环，也就无法完成变现。以此推断，我们认为只有包含了教研、教学、服务和管理等全环节、能够为学习效果负责的产品才能完成2C变现。在线教培行业经过数年的试错，最终选择了直播这一形式来完成变现，这里的直播并不仅是教学环节，而是包含了教研、教学、服务和管理等全环节、能够为学习效果负责的，和在线教培第一阶段的C2C直播平台（只包含交易和教学环节的技术支持）有着本质不同。

2. 为什么在线教培行业没有从一开始就集中探索直播？

在线教培从单环节产品开始探索，之后因无法变现转型直播，是不是走了弯路？我们认为并非如此，这种发展路径有其历史必然性，理由如下：1) 在线教培最初从单环节入手，复杂度较低；而直播要打通教研、教学、服务、管理等多环节，复杂度较高，难度和试错成本更高。2) 内容、工具类产品都是针对教培行业里一些尚未解决的痛点做创新产品，没有替代线下的作用，面向增量市场，这样发展初期阻力小，用户起量快；而直播会跟线下争夺生源，对存量市场形成冲击，发展阻力更大；3) 在线教培发展初期网络带宽、直播技术等条件还不够成熟，随着技术发展直播效果才得到保证。4) 工具、内容和平台等产品在发展过程中积累了大量的内容、数据、流量、人才、管理经验和技能，这些都可以直播业务中复用，成为发展直播的基础。因此，在线教培从单环节产品到直播是循序渐进的历史过程，直播是在单环节产品基础上的整合升级。

3. 直播如何完成变现？

如前所述，直播完成变现的关键是“学习效果”。为了实现学习效果，在线教培机构需要搭建教研、教学、服务和管理等全环节的业务模块，并实现各环节之间的有效配合，而最终的变现模式是在实践过程中通过不断迭代优化探索出来的。在转型直播初期，在线教培机构通常会进行多种模式的小规模试错，通过最小单元模型的不断迭代优化来寻找最优模型，待最小单元模型验证成功以后，再进行规模化推广。在验证过程中，与学习效果密切相关的一些指标，如完课率、续报率等是关注重点。各家机构探索过的直播模式包括在线1对1、小班单师、大班单师、大班双师等等，经过反复迭代，在线1对1、小班单师、大班双师都跑出了可以规模化变现的模型。

早在2014年，好未来旗下的海边直播就开始探索直播模式，探索过从几人小组、几十人小班到几百人大班等多种组班方式。2015年，海边创造性地尝试了大班双师直播模式（授课老师和辅导老师分别负责线上授课和辅导），大大提升了学习效果，完课率、续报率等指标开始接近线下，这也促使学而思网校于2016年正式由录播转型双师直播。学而思网校在具体模式上又做了创新，初期的直播课包括授课和随堂测两部分，授课老师面向大班授课，辅导老师1对50进行随堂辅导，同时在课后预习、练习、评测中又会混搭1对多和1对1等不同形式。这一模式后来演变成了学而思网校的大班双师直播模式。我们认为辅导老师的引入是K12在线教培行业具有里程碑意义的事件，通过辅导老师的强化服务，大班双师直播弥补了线上大班授课在学习效果上的短板，为后来的高速发展奠定了基础。

2015年6月猿题库上线直播平台猿辅导。初期的猿辅导是一个在线1对1直播平台，采用C2C模式，平台与入驻老师进行学费分成，同时猿辅导利用自身工具（猿题库和小猿搜题）为平台导流，不需要老师负责招生，老师只负责教研教学。这种C2C的在线1对1直播模式起量很快，但存在同质化、品控难、机构和老师博弈、利润率低等问题。2016年4月猿辅导终止了平台模式，转型B2C的班课模式，后来成长为大班双师直播模式的主要玩家之一。

家教O2O赛道被证伪后，为了寻求变现，2016年3月跟谁学发布了2B产品商学院、百家云、天校，以及2C的K12大班直播产品高途课堂。2017年8月跟谁学开始重点发力C端的K12大班双师直播，并通过极致运营迅速成长为大班双师直播模式的另一主要玩家。新东方在直播探索上走了与众不同的一条路。2016年7月东方优播成立，采用了独特的

线上“小班单师直播+线下体验店”模式(也叫乐播课、LBOC),主要定位于三四线城市。东方优播教学和服务环节在线上,小班规模为 20-25 人,老师既负责授课也负责课后作业和答疑;招生和教研环节在本地线下,线下体验店承担咨询、试听体验、地推等市场职能,教研基于本地教材和教学进度进行本地化研发;管理和师训环节在北京本部。东方优播小班单师直播模式在内容针对性和互动效果上优于大班双师模式,也成为了可规模化变现的直播模式之一。

在线 1 对 1 相比线下 1 对 1 体验差距较小,还节约场地和通勤成本,而且进入门槛较低,起量快,很多教培机构转型直播时都尝试过。但是在线 1 对 1 模式易攻难守,运营较重,利润率、服务质量和口碑难以长期保持良性状态,一些机构尝试一段时间后就放弃了。掌门 1 对 1 是少有的一直坚守在该赛道的龙头机构。2014 年掌门从线下转型为在线 1 对 1,之后通过大量的教研、技术等后端投入,建立起标准化的内容、产品、管理和服务体系,通过高效运营实现了规模化发展,也使得在线 1 对 1 这种模式在可规模化变现的直播模式中占据了一席之地。

4. 为什么直播形态中大班双师、小班单师、在线 1 对 1 会并存?

我们认为大班双师、小班单师、在线 1 对 1 三种模式能够并存,主要是因为这三种模式适合不同的需求场景,相互之间不能替代。

大班双师适合的需求场景包括:1) 知识单向传输为主,不需要频繁互动。如内容为普适性强的新知识和新方法、学生自学能力强等。2) 内容依赖名师,有稀缺性。如名师个人总结的方法技巧,名师个人魅力展现等。3) 资源势能差大。如一线城市教师面向教育资源匮乏区域的学生授课等。

小班单师适合的需求场景包括:1) 学习过程需要互动和监督。如以提分为目的的日常课外辅导、学生自学能力不强等。2) 要求较高的内容针对性。如学校教材和教学进度本地化属性强、难度大的学科等。

在线 1 对 1 适合的需求场景包括:1) 家长支付能力较强,对服务要求高。2) 内容的个性化要求高。如学生学习难点分析和解决、临考前的查缺补漏等。

我们认为,从大班双师、小班单师再到在线 1 对 1,个性化程度越来越高,服务越来越细致,运营越来越重,规模经济程度依次递减。但由于每种模式都有其适合的需求场景,无法互相替代,因此得以共存。

综上所述,在线教培第二阶段通过解决学习效果问题找到了变现模式,为下一阶段的规模化发展奠定了基础。

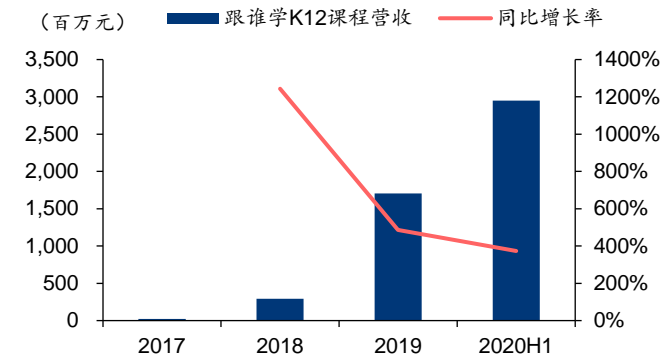
第三阶段:线上直播规模化发展,线下探索 OMO

从 2018 年到 2020 年是 K12 在线教培发展的第三个阶段。这一阶段在线教培机构开始规模化发展,尤其是大班双师模式实现了史无前例的高速发展,小班单师和在线 1 对 1 模式也实现了较快的发展。另外,2020 年疫情加快了整个行业的线上化步伐,线下教培机构为了减少疫情风险、提升综合运营效率,开始积极探索线上线下相融合的 OMO 模式。

1. 大班双师快速规模化

2018 年起大班双师头部机构开始高速增长。2018 年、2019 年、2020 年上半年跟谁学营收同比增长率分别为 1243%、487%、373%。2018 财年、2019 财年、2020 财年(2020 财年截止日为 2020 年 2 月 29 日)学而思网校(隶属好未来, TAL US)营收同比增长率分别为 145%、184%、81%。大班双师直播的规模化速度不仅比传统线下教培的发展速度快了一个数量级,也显著超过其它在线教育模式的增长速度。目前大班双师头部机构包括跟谁学、学而思网校、猿辅导、作业帮等。

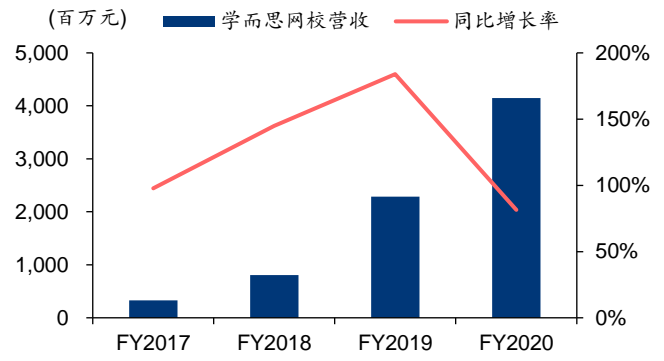
图表26: 2017-2020H1 跟谁学 K12 营收 (人民币) 及增长率



注: 跟谁学 K12 课程以大班双师模式为主。公司未披露大班双师产品的具体收入。

资料来源: 公司财报、华泰证券研究所

图表27: FY2017-FY2020 学而思网校营收 (人民币) 及增长率



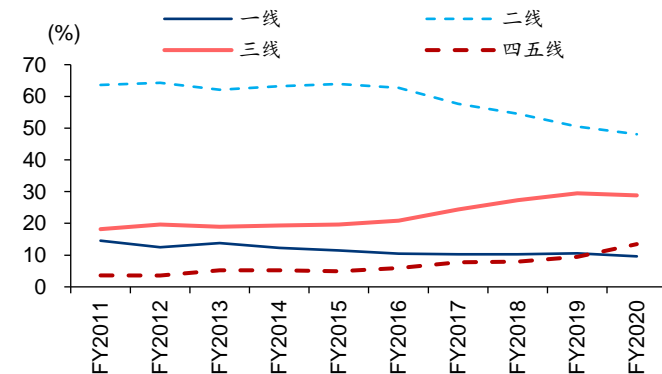
注: 好未来 2020 财年为 2020 年 2 月 29 日截止。按美元汇率 6.7 计算。学而思网校课程以大班双师模式为主。公司未披露大班双师产品的具体收入。

资料来源: 公司财报、华泰证券研究所

我们认为大班双师模式能够实现史无前例的高速发展, 有三个重要的促成因素: 1) 原有市场格局下, 教育资源存在供求缺口。对于一二线城市中低收入群体来讲, 虽然本地教育资源丰富, 但传统线下机构价格偏高, 在线大班双师模式通过较低的价格可以将名师和优质资源覆盖到这一群体; 对于三四线城市来讲, 由于与一二线城市之间存在较大的教育资源势能差, 一线城市师资、教研相对于三四线城市形成碾压性的优势。正是由于上述供求缺口, 大班双师直播即使在互动体验上不如线下面授, 对于一二线城市中低收入群体和三四线城市学生来说仍然有强大的吸引力。2) 通过对接流量平台, 互联网营销手段可在短时间内迅速触达海量人群。3) 产能可以迅速提升, 来承接营销端导入的庞大流量。大班双师的产能模型是“主讲老师*辅导老师杠杆”, 主讲老师可以面向几千上万人的大班授课, 产能几乎无上限, 辅导老师能够服务的学生数存在上限, 决定机构产能的是辅导老师数量, 而辅导老师不需要有名校学历和教学经验, 可以用大规模招聘和标准化培训的方式迅速扩大辅导老师的数量。

我们认为以上三个促成因素中, 因素一是前提条件, 因素二和因素三相得益彰, 共同促成了大班双师模式的高速发展, 其中产能是最核心的因素。原有市场格局下教育资源存在供求缺口的根本原因是产能问题。在线下模型中一个老师能够覆盖的学生数量有限, 同时也受地理屏障限制, 这导致线下模型的成本和价格较高, 产能扩张较慢, 因此龙头线下教培机构很难覆盖一二线城市中低收入群体和三四线城市。我们可以看到目前新东方和好未来的线下网点分布仍然以一二线城市为主。而在线大班双师模式成本较低, 产能提升速度快, 同时突破了地理屏障, 因此可以在短时间内释放供求缺口带来的红利。

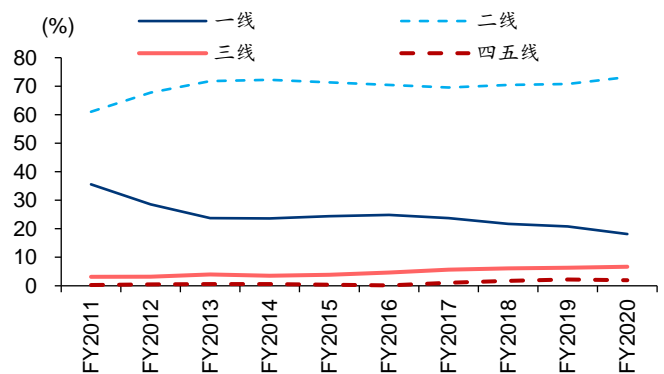
图表28: 新东方各线城市学校数量占比变化



注: 新东方 2020 财年为 2020 年 5 月 31 日止。

资料来源: 公司年报、华泰证券研究所

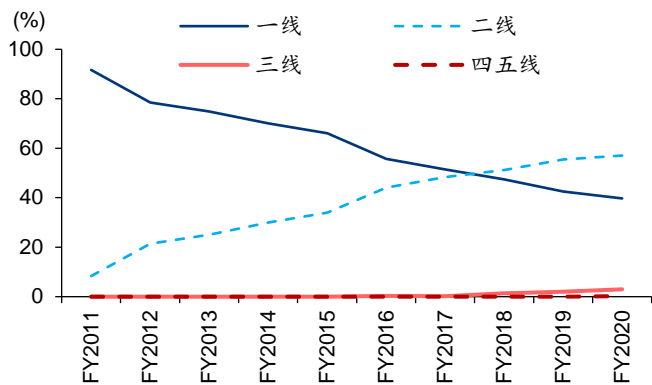
图表29: 新东方各线城市学习中心数量占比变化



注: 新东方 2020 财年为 2020 年 5 月 31 日止。

资料来源: 公司年报、华泰证券研究所

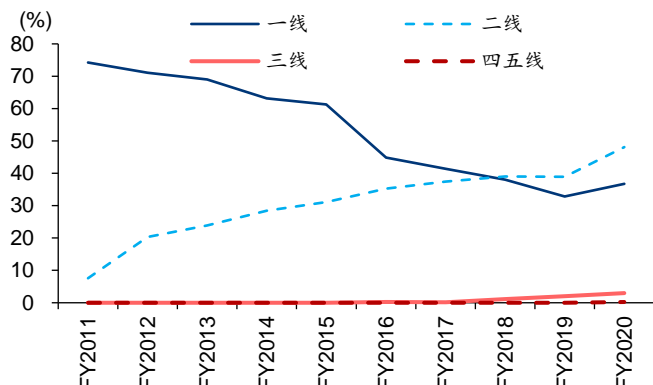
图表30: 好未来各线城市学习中心数量占比变化



注: 好未来 2020 财年为 2020 年 2 月 29 日止。

资料来源: 公司财报、华泰证券研究所

图表31: 好未来各线城市服务中心数量占比变化



注: 好未来 2020 财年为 2020 年 2 月 29 日止。

资料来源: 公司财报、华泰证券研究所

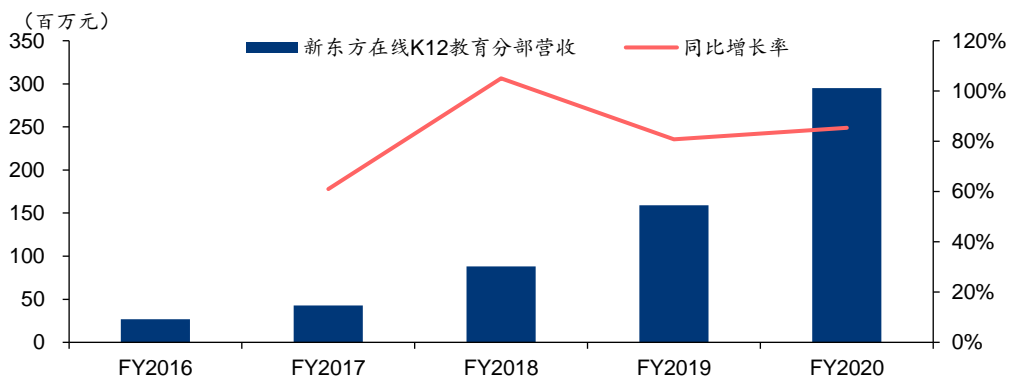
但与此同时, 大班双师模式的产能优势也是一把双刃剑。对于机构来讲, 主讲老师和辅导老师都是人才市场上的公共资源, 机构通过高薪挖角主讲老师和大规模招聘辅导老师, 可以迅速搭建起教师团队, 这一方面使得机构在主讲和辅导老师资源上进行激烈争夺, 另一方面也使得产品同质化问题较为突出。由于产品同质化, 机构无法在产品端进行差异化的竞争, 只能在营销端进行竞争。2018 年以来, 大班双师头部机构纷纷进行了大规模的广告投放, 这使得很多机构存在销售费用高启和盈利困难的问题。我们认为在产品同质化问题解决之前, 投放竞争还会持续。

大班双师模式的另一个问题是内容匹配度不足。如前所述, 教培机构把内容匹配度问题分为本地化、分层化、个性化三个层次。目前大班双师的主流产品普遍没有进行这三个层次的划分, 而是面向全国学生, 主打一线城市名师和优质内容, 这种全国统一的产品只能满足共性的需求, 难以应对各地教材、进度、难度和考试方向的差异。为了解决这一问题, 主打大班双师的机构也开始尝试本地化和分层化, 具体方法是: 1) 本地化方面, 机构基于在二线省会城市开设的分公司(主要功能是辅导老师基地)做本地化教研, 学生按所在城市分班, 不同城市按照当地教学进度和考试做针对性的内容。2) 分层化方面, 通过测试了解学生的水平, 辅导老师在平时作业练习和答疑辅导的时候会做一些针对性的安排。目前大班双师的本地化和分层化还在探索阶段。

2. 小班单师差异化稳健发展

与大班双师模式巨头玩家众多、竞争激烈不同的是, 小班单师模式在龙头机构中只有新东方在线旗下的东方优播在尝试。2018 年以来小班单师模式也实现了较快的增长。2018-2020 财年(2020 财年截止日为 2020 年 5 月 31 日)新东方在线 K12 教育分部营收(以东方优播为主)同比增长率分别为 105%、81%、85%。

图表32: FY2016-FY2020 新东方在线 K12 教育分部营收(人民币)及增长率



注: 新东方在线 2020 财年为 2020 年 5 月 31 日截止。K12 教育分部收入包括东方优播小班单师和 Koolearn.com 大班双师两部分收入, 公司未披露各自的具体收入。

资料来源: 公司财报、华泰证券研究所

与大班双师模式相比，小班单师模式在内容匹配度和获客成本方面存在优势。内容匹配度方面，小班单师天然具有本地化属性，招生和教研都基于本地，20-25人小班也更容易实现分层分班和个性化的交流互动。获客成本方面，小班单师的获客成本包括线下体验店场地租金、工作人员薪酬和物料成本，在三四线城市这些成本都很低，而且稳定可控，相比之下大班双师的广告投放成本很高，而且在寒暑假、双十一等流量竞争激烈的时候流量成本还会大幅上升。但是在产能方面，由于没有给老师加杠杆，小班单师的产能扩张速度远不如大班双师，而是和线下小班类似。

总体来看，在线小班单师的模型更接近于线下小班，只有授课和课后服务环节在线上，以此解决一线城市师资覆盖三四线城市的问题，其余环节都和线下小班类似。因此小班单师的增长速度也和线下小班一样，受制于教师队伍本身的成长规律。我们认为这也是为什么只有新东方这样具备教师规模化培养能力的线下教培机构才会尝试这一模式。从另一个角度讲，和线下小班一样，在线小班单师也具备不过度依赖老师的优点，教研体系、师训体系的发展具有累积效应，可以逐渐形成机构的护城河。在线小班单师可以看作一种 OMO 模式，通过类似线下小班的学习效果和互动体验，来和在线大班双师进行差异化的竞争。

3. 在线 1 对 1 进入稳态发展阶段

在线 1 对 1 作为 K12 教培最早的直播形态之一，比大班双师和小班单师模式更早进入了规模化阶段。我们认为这与在线 1 对 1 本身的特点有关：1 对 1 模式线上线下体验差距较小，很容易从线下迁移到线上，线上可以直接复制线下的产品模型，在产品端不需要经过长时间的探索和验证，因此进入门槛较低，变现容易，这也是为什么许多机构在转型直播初期都尝试过在线 1 对 1。但是随着规模的扩大，1 对 1 模式对教师数量的需求迅速增加，运营难度也随之迅速增加，一旦教师水平和服务质量跟不上，口碑就会下滑，引起恶性循环；而为了保持教师水平和服务质量，需要在教师团队建设、教研、管理运营等方面进行长期大量的投入，可能会面临长期无法盈利的局面，这非常考验机构的资金实力、管理运营能力乃至坚持这种模式的战略决心。因此在线 1 对 1 在规模化发展过程中，不断地有机构转型其它模式，或者被淘汰出局，而头部机构在这一过程中通过持续投入不断加深自己的护城河。我们认为在线 1 对 1 是少数玩家才能最终胜出的赛道。

在线 1 对 1 赛道的发展路径相对独立。2014 年赛道启动时吸引了众多玩家进入，在资本推动下，也曾出现过大量的广告投放竞争。但随着市场不断成熟，头部机构开始把资源更多地投向师资、教研、管理运营等方面。2018 年一些玩家相继退出，如学霸 1 对 1（未上市）、理优 1 对 1（未上市）等，标志着市场份额进一步向头部集中，赛道进入少数玩家精耕细作的稳态发展阶段。这时候头部机构前期在师资、教研、管理运营上的投入效果已经开始显现，更好的教学服务和更少的竞争对手既有助于头部机构提价，又有助于提高口碑和减少投放竞争，从而降低获客成本，机构发展进入良性循环。掌门教育就是这类龙头机构的代表。

4. 线下机构积极探索 OMO 模式

OMO (Online-Merge-Offline) 这一概念最初由创新工场于 2017 年提出，2019 年起，特别是 2020 年疫情爆发之后，教培行业开始广泛地探索 OMO 模式。虽然 OMO 模式具体应该是什么形式行业内尚无定论，不同的机构也有不同的理解和实践，但从总体上讲，OMO 模式是在产品、获客、教学、服务、教研、师训、管理等各个业务环节进行线上线下的深度融合，来实现提升学习效果、提高运营效率和降低成本的目的。

在 OMO 探索之前，教培行业的线上和线下是相对独立的产品模型，即使在同一机构内部线上和线下部门往往也是分开独立运营的（如新东方和新东方在线、好未来的学而思培优和学而思网校），少量的线上线下相结合的产品模型也只是在个别环节上实现了线上线下的组合，如混合双师（教学环节主讲直播+辅导老师现场辅导）、O2O（线上交易匹配+线下交付）、东方优播的在线小班单师（线上教学和服务+线下教研和获客）等。我们认为其中东方优播的在线小班单师是线上线下组合程度相对较深的一种模式，可以看作是 OMO 模式的早期形态。

2019 年起线下龙头机构开始发力探索 OMO 模式，班课龙头好未来、新东方和 1 对 1 龙头学大教育（隶属紫光学大，000526 CH）、精锐教育（ONE US）都加大了对 OMO 模式的战略投入。

2019 年好未来将其旗下学而思培优在线和线下学而思培优进行整合，培优在线作为对线下的补充，依托学而思培优的流量进行本地化招生，由本地学而思培优老师进行本地化授课。2020 年 1 月 21 日，好未来在 2020 财年 Q3（截至 2019 年 11 月 30 日）业绩交流会上披露，培优在线业务已进入超过 30 个城市，新拓展的城市均具备双师模式和线上教学能力。2020 年 10 月 22 日，好未来在 2021 财年 Q2（截至 2020 年 8 月 31 日）业绩交流会上披露，培优在线的长期正价班人次同比增长超过 130%，收入占比已达 14%（整体在线课程营收占比 40%，学而思网校营收占比 26%）。2020 年暑期学而思培优上海分校的培优在线招生数量已经超过线下学而思培优的招生数量。

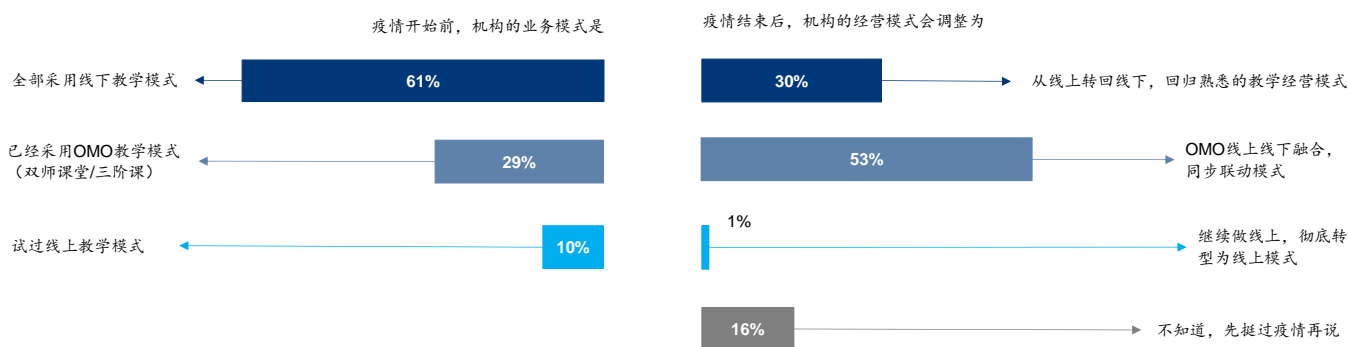
据多知网采访，2020 年 3 月起，新东方在集团内部成立了 OMO 团队，各个地方学校也组建了单独的 OMO 项目部，并开始加速省域网校布局（省域网校是指在一个省份以最强势的线下学校为据点，借助网络工具进一步辐射省内其他地市）。2020 年 6 月新东方发布了自主研发的留学考试融合态教学产品及学习平台。2020 年 10 月 13 日，新东方在 2021 财年 Q1（截至 2020 年 8 月 31 日）业绩交流会上表示，本季度新东方投资了 3900 万美元用以改善和维护其 OMO 集成教育生态系统，在大约 20 个现有城市推出了 OMO 在线课程，未来还会投入更多资源把 OMO 覆盖范围扩展至更多的城市。

2019 年 5 月 28 日，学大教育在发布会上宣布将业务全面升级为线上、线下充分融合的“双螺旋”模式。“双螺旋”指线上线下双管齐下，实现时间、地点灵活组合的全场景学习体验。2020 年紫光学大半年报披露，公司上半年加速拓展在线教育业务，并推出在线一对一、在线班组、学科训练营等课程。2020 年 10 月紫光学大（000526 CH）修订后的定增预案中披露，拟投资 2.3 亿元（使用募集资金 1 亿元）建设 OMO 在线教育平台。

2019 年 4 月 26 日，精锐教育 CEO 张熙在战略发布会上表示将投入 30 亿元推进 OMO 建设。2020 年疫情发生后，精锐教育快速确立 all-in OMO 平台化转型的战略，2 月正式推出在线教育品牌“精锐在线”，包括 1 对 1、少儿、K12 班课和国际教育四大板块。精锐教育开发了一系列线上智能工具和平台，如教师端的大数据备课平台，学生端的线上教学平台、多元测评系统、智能错题本、AI 教师、AI 自适应学习系统，以及家长端的家校互动 app 等，在教学练测评各个环节来优化 OMO 运营的效率。

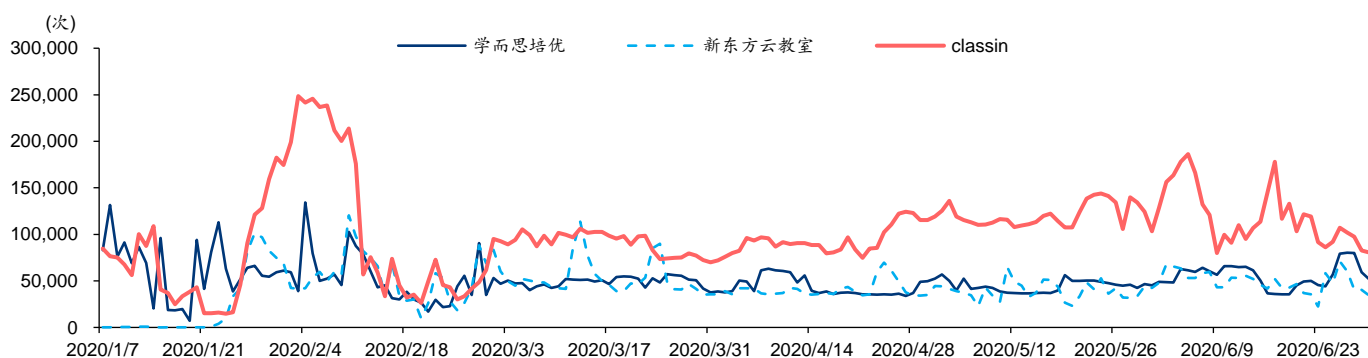
2020 年的疫情对线下机构的 OMO 化起到了加速催化的作用。如果说 2019 年线下教培龙头积极布局 OMO 是为了提升线上线下综合实力、提高运营效率而进行的战略性尝试，2020 年线下教培龙头纷纷加大 OMO 转型力度，则是由于疫情让大家意识到布局线上在抵抗风险方面的重要性。与此同时，大量线下中小机构迫于疫情导致的经营压力，也开始转型线上。根据爱学习和腾跃校长在线 2020 年 3 月进行的问卷调查，有 53% 的教培机构负责人表示疫情结束后会将经营模式调整为 OMO 模式。此外，由于线下中小机构没有足够的资金实力来开发自有线上平台，需要借助第三方平台来完成线上迁移，这给 2B 在线平台提供商创造了机会。2020 年 1 月下旬疫情爆发后，教培行业 2B 在线平台提供商翼欧教育（未上市）的 APP（Classin）下载量出现显著超过历史水平的增长。

图表33: 疫情前后 K12 教培机构业务模式变动调查



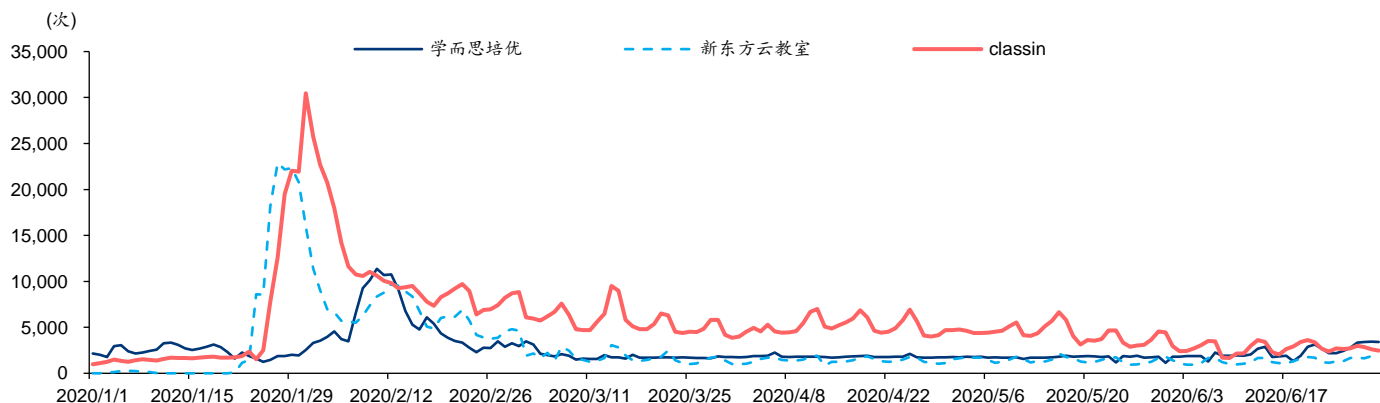
资料来源: 爱学习、腾跃校长在线、华泰证券研究所

图表34: 2020年上半年(1月1日-6月30日) K12 教培线下转线上相关 App 日下载量(安卓)



资料来源: 酷传科技、七麦数据、华泰证券研究所

图表35: 2020年上半年(1月1日-6月30日) K12 教培线下转线上相关 App 日下载量(iOS)



资料来源: 酷传科技、七麦数据、华泰证券研究所

我们认为线下教培机构向OMO方向发展标志着互联网对教培行业的改造升级进入了新的阶段, 从在线教培发展历程来看OMO也是一个必然的趋势。教培行业发展到现在, 纯线下和纯线上都出现了各自的瓶颈问题, 如线下产能提升和异地扩张速度慢, 线上内容匹配度和互动效果较差、获客成本高等。正是由于线上和线下在很多环节上存在较强的互补性, 通过OMO可以实现整体效率和效果的优化提升, 帮助线下教培机构扬长补短, 来更好地应对在线教培的冲击。

目前线下教培机构的 OMO 还处于早期阶段,多种实现方式都在并行探索和试错,例如:

- 1) 不同业务环节之间的线上线下组合。如线下授课+线上服务、线下招生+线上授课、线上招生+线下授课等。
- 2) 业务环节内部的线上线下融合。如在授课环节线下面授和线上录播、直播或微课相融合,招生环节线下地推和线上体验课相融合,教研和师训环节线下和线上相融合等。

OMO 可以从以下几个方面来提升线下机构的运营效率和服务效果: 1) 提高教师和学生的时间利用率,增加互动频次。线下面授对于教师和学生来说时间成本都很高,而通过周末线下集中面授,配合周中线上预习复习、作业练习、互动答疑和针对性的查缺补漏,可以充分利用教师和学生的碎片化时间,既能提高教师产能利用率,变相降低成本,又能延长对学生的服务时间,增加收入,同时增加互动频次还有助于提高学生的学习效果。2) 提高机构的下沉能力和异地扩张速度。本地化是线下机构相对于线上的优势,但在纯线下模式下受限于产能和线下经济模型,机构在省域、市域空间内进一步向远郊县和三四五线城市下沉的难度较大。而借助 OMO 线下机构可以快速覆盖下沉市场,提高异地扩张的速度。3) 增加 SKU。通过 OMO 线下机构可以快速增加一些小科目和产品,这些小科目和产品可能学生不愿意花太多时间,或者受众规模较小,采用传统线下模式实现成本太高,而用 OMO 的方式可以轻松灵活地实现。4) 扩大客群,降低整体获客成本。传统线下模式下存在一部分对本地化教学有需求,但因为支付能力或者时间不够等原因而未能报班的学生。而 OMO 线上课程可以覆盖到这部分学生的需求。在维持原有获客方式的情况下,增加的这部分学生客群可以摊薄整体的获客成本。总体来看,OMO 可以使得线下机构在不增加太多成本的情况下增加收入来源,提高运营效率,提升扩张速度,是线下机构与在线教培机构进行竞争的新武器。

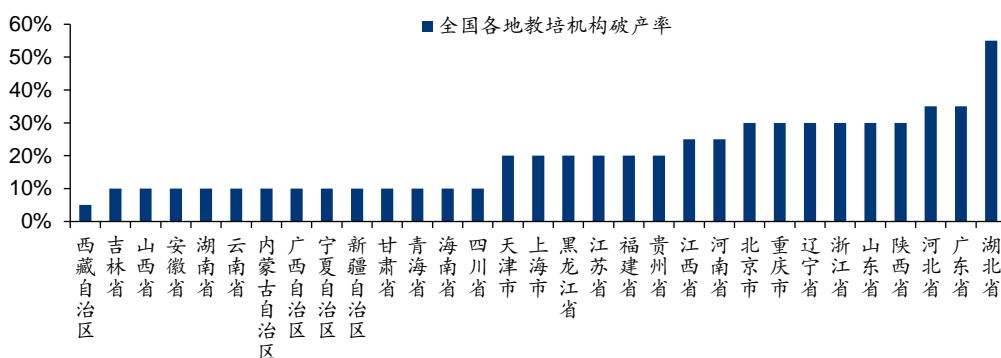
前面我们分析的 OMO 主要是线下教培机构融合线上。理论上讲,OMO 还有另外一条路径是在线教培机构融合线下。目前在线教培机构还未开始大规模向线下渗透,但本地化教研可以看作是向 OMO 方向迈出的第一步。我们认为未来在线教培机构可能会通过并购线下网点等手段来布局线下。

龙头受益，关注中台

行业加速洗牌，龙头市占率有望提升

2020 年疫情对线下教培机构产生了较为强烈的冲击，大量线下中小培训机构由于资金链断裂等原因被淘汰出局。根据教育媒体“教培校长参考”的抽样调查，自发生疫情起至 2020 年 6 月下旬，全国教培机构的平均破产率超过 20%。没有破产的机构中，也有相当一部分被并购或收编。疫情中被淘汰的中小机构向市场上释放了一部分生源和教师资源，这些资源流向了现金充足、抗风险能力强的大机构。我们认为疫情对教培行业需求端的冲击是暂时的，但对供给端行业格局的影响较为深远，这种影响可以参考 2003 年非典疫情之后龙头机构如新东方、学而思的快速发展。我们认为经过这一轮行业洗牌，大机构获得更多资源和市场份额，竞争优势进一步增强，同时叠加技术红利，在未来需求恢复后有望迎来更快的发展，市场份额有望进一步向头部机构集中。

图表36：截至 2020 年 6 月下旬全国各地教培机构破产率



资料来源：教培校长参考、华泰证券研究所

头部格局未定，关注中台能力

我们认为目前 K12 教培龙头机构的竞争还远未到终局阶段，未来行业格局还可能有较大变化。在线教培方面，主流的大班双师龙头之间的投放竞争尚未减弱，目前各大龙头在手现金充裕，明年的投放竞争可能还会非常激烈，还未到分出胜负的时候。线下教培方面，龙头机构 OMO 化还在探索布局过程中。从线上和线下龙头之间来比较，目前也是各有优劣势，没有哪一方有压倒性的优势。总体来看，互联网对教培行业的改造升级还在不断深化的过程中。

我们认为虽然 K12 教培行业还在快速变革中，头部格局未定，但教培行业发展的基本规律是不变的，我们可以从中找到判断其未来发展趋势的依据。从过往线下教培机构和一些品类的发展过程总结来看，通常教培机构在进入新地区、新品类或者新赛道之后，会经历以“投放-运营-产品服务”为重点的三个阶段。第一阶段靠投放来扩大知名度，通过尽可能做大入口流量和转化率来提升用户数量，竞争的重点是规模；第二阶段靠精细化的运营来提高产能和效率，提升利润率，竞争的重点是效率；第三阶段靠产品和服务质量来赢得用户的长期信赖，通过高续报率降低获客成本，建立长期护城河，实现可持续的高利润率，竞争的重点是口碑。这三个阶段和第一章我们分析的 K12 教培机构的三个核心问题是完全对应的。其背后的原因是 K12 教培用户对于教培产品和品牌有较长的体验和认知过程。

按照上述三阶段的分析，目前在线大班双师还处于第一阶段的投放竞争阶段。但由于在线大班双师模式本身具有很高的产能杠杆，借用互联网打法的运营效率也很高，其第二阶段可能非常短甚至与第一阶段同时发生。线下龙头机构的 OMO 比在线大班双师更晚，目前还处于模型测试阶段。但由于 OMO 是在线下机构原有的基础上做增量业务，可以共享线下机构的流量、师资、内容等资源，因此不需要做过多的投放，可以跳过第一阶段直接进入第二阶段。目前线下龙头机构 OMO 的目标就是通过精细化的运营来提高产能和效率。

我们认为无论是第二阶段的精细化运营，还是第三阶段的产品和服务质量，都是依靠机构的中台能力来实现的，因此判断机构未来竞争力的重要标准是中台能力。中台是产品、教研、师训、教学服务、管理共同构成的内部供应链体系。我们认为在互联网技术的加持下，龙头机构的中台能力会不断增强，行业的马太效应会越来越强，龙头机构的市场占有率会持续提升。我们建议关注 K12 教培线上和线下 OMO 龙头机构，我们推荐大语文细分赛道 OMO 龙头豆神教育。

行业首评逻辑和观点

教育行业首次覆盖给予“增持”评级。

从需求角度看，教育需求具有普遍性、多样性和稳定性三大特征。1) 普遍性是指教育需求覆盖全体国民，贯穿人的一生，因此教育是非常大的行业。2) 多样性是指教育需求种类繁多，每一种需求都可以形成一个细分行业，例如按照年龄段可大致分为早幼教、K12 教育、高等教育、职业教育几大细分行业，每个细分行业又可分为学历教育和非学历教育两大类。3) 稳定性是指随着国民收入提升和社会发展，教育需求呈稳定上升的趋势。一方面，教育需求在质的提升方面没有天花板，人们一直在追求“更好的教育”，另一方面，教育需求受经济周期的影响较小，这是因为在经济不景气的时候，由于就业压力加大，教育培训需求反而会上升，能够对冲一部分经济下行的负面影响。

从供给角度看，教育供给具有产能扩张慢、资源分布不均衡、供给推动需求的特征。1) 由于教育的复杂性，教育服务很难做到标准化，使得教育供给具有重度依赖人力的特征，教师的培养周期长、能服务的人数少，因此教育行业产能扩张的速度较慢。虽然供给端组织管理水平提升和技术进步已经让教育的标准化程度有所提升，但提升幅度有限，总体上还是较为依赖人力，限制其产能扩张速度。2) 由于教育供给依赖人力，而人才向经济发达地区集中，导致一、二、三、四、五线城市和农村地区的教育资源呈梯级分布，地区间的资源势能差较大。3) 由于教育的目标是升学和就业，导致其竞争属性较强。当教育资源变得更丰富、供给水平提升时，升学和就业竞争会促使需求进一步提升，有“水涨船高”的效应。例如在教育资源丰富的一二线城市，学生的学习压力比三四线城市更重，更优质的教育资源仍然是稀缺的。

正是由于以上供求特征，教育供给总是不能满足需求，行业长期处于供不应求状态，可以从两个方面来理解：1) 由于人才向经济发达地区集中，教育资源不均衡的状态长期持续，对于低线城市和农村地区来说，教育资源基础较差，在量和质两方面都难以满足需求。2) 经济发达地区的教育资源较为丰富，但升学和就业竞争也更为激烈，由于“水涨船高”效应，教育需求在质的方面没有天花板，优质资源仍然稀缺，教育供给在质的方面仍然难以满足需求。因此我们认为教育是长期供不应求的行业，供给的发展速度和水平决定教育行业的发展速度和水平。

从价格角度看，由于教育的竞争属性较强，教育需求在质的方面不存在天花板，优质教育资源的定价机制是“价高者得”，决定优质教育资源价格的是人们的支付能力，因此教育服务的价格从长期来看持续增长的。

基于以上分析，我们认为教育行业从长期来看是量价齐升的行业。因此我们长期看好教育行业，首次覆盖给予“增持”评级。

K12 教育行业首次覆盖给予“增持”评级。

我国 K12 教育主要包括义务教育阶段的小学、初中和中等教育阶段的普通高中(职业高中、中专、技校通常划分为职业教育序列)，覆盖 6-18 岁人群，以追求升学为特点。以公立教育为主体，以市场化的教育培训为辅助。市场化的部分分为学历教育和非学历教育两大类。学历类主要为民办中小学校，按升学路径不同(高考和出国)分为私立学校和国际学校两大类；非学历类主要包括 2B 的教育信息化和 2C 的课外培训两大市场，另外还有教材教辅、教育信息化等周边产品市场。

在教育行业各细分行业中，K12 教育覆盖年龄达 12 年，且刚需程度高，付费意愿强，需求同质化程度高，是统一的大市场。我们认为在升学竞争日趋激烈的背景下，居民收入的提升有望转化为 K12 教育投入的持续增长，同时供给端的产业升级也有利于行业规模扩张和龙头公司市占率的提升，K12 教育的大市场可能会培育出持续增长的大型教培集团。因此我们长期看好 K12 教育行业，首次覆盖给予“增持”评级。

综上所述，我们建议关注 K12 教育及相关领域细分赛道龙头。K12 教育子行业中，我们推荐 K12 教培方面的大语文细分赛道龙头豆神教育，以及学历教育方面的 A 股国际教育龙头凯文教育；与 K12 教育相关的教育信息化子行业中，我们推荐录播设备龙头国新文化。

重点推荐标的

豆神教育（300010 CH，增持，目标价：20.00 元）

豆神教育：赛道龙头逻辑不变，大语文蓄势待发。2020 年受疫情影响，公司线下培训、咨询业务和教育信息化业务受冲击较大。2020 年前三季度实现营收 13.03 亿元，YoY-21.00%，归母净利润为-9350 万元，YoY-257.09%。大语文业务仍在快速发展中，上半年吸收合并“明兮大语文”，成立豆神中考事业部，原线上品牌“诸葛学堂”更名为“豆神网校”，并将大语文板块分成 OMO、网校、教育科技、教育文化四个事业群。Q3 公司又发布了全新的大语文产品体系。豆神大语文在品牌、产品、组织架构上的全面升级为疫情后的发展充分蓄势。我们认为大语文赛道尚处于建立内容和产品的早期阶段，公司的先发优势需要加大投入来巩固和提升；公司股权激励计划设定的归属条件体现了减轻团队业绩压力、让团队专注于正确战略方向的考虑，不应简单看作盈利预测指引。我们认为大语文赛道逻辑不变，公司在内容和产品上具备先发优势，目前正处于研发投入期，正在不断夯实其护城河，未来成长空间较大。

我们预计公司 2020-22 年归母净利润为-0.72/2.77/5.02 亿元，对应 EPS 为-0.08/0.32/0.58 元。A 股和海外可比公司 21 年平均 PEG 分别为 0.94、1.06。公司目标价 20.00 元，20-22 EPS CAGR 为 64.97%，对应 21 年 PEG 为 0.97，维持“增持”评级，报告日期 2020 年 10 月 31 日。

风险提示：教育政策风险、业绩不达预期风险、人才流失风险、上市公司战略未能有效实施风险、疫情影响线下授课风险。

凯文教育（002659 CH，增持，目标价：7.57 元）

凯文教育：疫情影响短期业绩，教育战略正常推进。2020 年公司受疫情冲击较为明显，前三季度实现营收 2.23 亿元，YoY-7.53%；实现归母净利润-0.96 亿元，上年同期为-0.78 亿元。前三季度业绩亏损主要由于疫情冲击下培训业务、租赁业务和学校教育业务中的住宿、餐饮、校车等收入减少，学费也给予了一定比例优惠，同时海外留学预期不明朗对秋季招生产生不利影响，导致扭亏速度放缓。但公司打造高品质素质教育的战略并未受疫情影响。7 月公司完成非公开发行，8 月完成董事会和高管换届，9 月公告将采用轻资产输出的方式与世和国际进行合作办学。我们认为疫情对公司业绩的影响是短期的，公司长期发展逻辑不变。优质教育资源是国际教育赛道的核心竞争力，凯文教育具备办学资源优势，服务模式可复制和可扩展性强，向素质教育培训业务延伸空间大。

预计 2020-22 年归母净利润为-1.10/0.07/2.08 亿元，EPS 为-0.18/0.01/0.35 元。国际教育服务业务采用绝对估值法，假设 WACC 为 7.56%，永续增长率为 0，按此计算公司合理市值为 45.31 亿元，对应合理股价 7.57 元，对应 22 年 PE 22 倍。维持“增持”评级，报告日期 2020 年 10 月 31 日。

风险提示：疫情反复和国际环境影响留学市场风险；教育行业政策风险；招生人数不达预期风险；商誉减值风险；培训业务不达预期风险；管理运营风险；教师及核心管理人才缺乏或流失风险。

国新文化（600636 CH，增持，目标价：19.19元）

国新文化：受益“三个课堂”建设，期待政策红利落地。2020年3月公司完成了子公司常熟新材料和新材料销售公司的转让，目前正拟转让振氟新材料65%股权，化工资产剥离有利于公司专注教育业务和提升盈利能力。1月公司与中移建设河南分公司签订1.58亿元教育信息化项目合同；5月公司与河南省卫辉市教育体育局签订2858万元“互联网+教育”优质均衡项目采购合同，三季度已竣工验收。前三季度奥威亚累计签署合同2.62亿元。上半年奥威亚业绩一定程度上受到疫情影响，三季度已显著回暖。四季度是教育信息化项目结算期和传统旺季，业绩有望进一步回暖。2020年教育信息化2.0和“三个课堂”建设受疫情影响有所推迟，2022年是教育信息化2.0建设的收官之年，在“三全两高一”发展目标的倒逼之下，我们认为明年需求有望回暖，带来较明显的同比改善。公司作为录播龙头有望受益。

我们预计公司2020-22年归母净利润为2.63/3.24/3.91亿元；EPS为0.59/0.73/0.87元，其中21年教育、化工业务分别贡献EPS 0.68元、0.05元。教育可比公司21年平均PE为23倍，考虑到教育信息化新政使得录播未来三年景气度高于其它细分领域，给予公司教育业务21年27倍PE，对应市值81.81亿元。化工可比公司21年平均PB为1.7倍，化工分部2021年预测净资产为2.32亿元，给予化工净资产1.7倍PB，对应市值3.94亿元。加总上市公司合理市值85.75亿元，维持目标价19.19元，维持“增持”评级，报告日期2020年10月31日。

风险提示：教育信息化政策执行力度不确定风险、疫情风险、市场竞争风险、环保监管风险、商誉减值风险、并购整合风险。

图表37：重点公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价(元)	市值(亿元)	目标价(元)	评级	EPS(元)				PE(X)			
						19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
300010 CH	豆神教育	9.96	86.49	20.00	增持	0.04	-0.08	0.32	0.58	282.69	—	31.13	17.17
002659 CH	凯文教育	5.05	30.21	7.57	增持	0.06	-0.18	0.01	0.35	79.60	—	505.00	14.43
600636 CH	国新文化	14.45	64.58	19.19	增持	0.27	0.59	0.73	0.87	54.08	24.49	19.79	16.61

注：交易日期截至12月24日，EPS预测、评级、目标价均来自华泰研究所

资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示

教育政策不确定风险。我国K12教育行业正处于变革期，近年来相关政策较为密集。目前民促法实施条例终稿尚未发布，修法后续过程尚未结束，培训机构整治趋严，存在政策不确定风险。

行业竞争风险。目前K12教培行业竞争较为激烈，尤其在线双师大班龙头正在进行的大规模广告投放竞争消耗了大量现金和利润。如果这样的行业竞争态势长期得不到改善，可能会影响机构发展的可持续性。

疫情反复影响线下授课风险。2020年新冠肺炎疫情导致的停课对线下K12教培机构冲击较大。目前全球疫情尚未结束，如果出现局部反复，可能会影响部分线下机构授课，导致学费收入不达预期。

业务扩张和新产品、新模式带来的不确定风险。K12教培机构在业务扩张和探索新产品、新模式的过程中，会面临不确定风险。一旦出现战略失误，可能对机构经营产生不利影响。

教师及核心管理人才流失风险。师资和核心管理人才是教培机构的核心资源。如果不能给教师和管理人员足够的激励，可能会造成人才流失的风险。

免责声明

分析师声明

本人，王莎莎、陶冶、梅昕、沈晓峰，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王莎莎、陶冶、梅昕、沈晓峰本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com