

雪球访谈

在线教育龙头新东方在线赴港上市有何看点？

2019年03月15日

雪球

聪明的投资者都在这里

免责声明

本报告由系统自动生成。所有信息和内容均来源于雪球用户的讨论，雪球不对信息和内容的准确性、完整性作保证，也不保证相关雪球用户拥有所发表内容的版权。报告采纳的雪球用户可能在本报告发出后对本报告所引用之内容做出变更。

雪球提倡但不强制用户披露其交易活动。报告中引用的相关雪球用户可能持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能与这些公司或相关利益方发生关系，雪球对此并不承担核实义务。

本报告的观点、结论和建议不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的任何操作建议。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，根据本报告做出的任何决策与雪球和相关雪球用户无关。

股市有风险，入市需谨慎。

版权声明

除非另有声明，本报告采用知识共享“署名 3.0 未本地化版本”许可协议进行许可（访问 <http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/deed.zh> 查看该许可协议）。



访谈嘉宾



令狐懵 V 教育行业研究达人



吴吞

访谈简介

作为国内领先的在线教育平台，新东方在线成立于2005年，是新东方教育科技集团的控股子公司，主要向处于不同年龄阶段的学生提供三个核心分部的在线教育课程，即大学教育、K-12教育及学前教育。根据弗若斯特沙利文报告，按总营收计，于2017年，新东方在线为中国排名第一的综合性线上课外辅导及备考服务供货商。

据最新披露的招股书显示，新东方在线总营收由2016财年的人民币3.342亿元增至2017财年的人民币4.462亿元，并进一步增至2018财年的人民币6.505亿元，并由截至2017年11月30日止六个月的人民币3.287亿元增至截至2018年11月30日止六个月的人民币4.78亿元，同比增长45.4%。

近日，有媒体报道“新东方在线将于3月底正式在港交所上市”。IPO在即，新

东方在线投资价值是否利好？本期访谈我们请到了雪球大V吴吞&令狐懵来与大家就新东方在线投资价值进行沟通交流。速来提问吧~

\$新东方在线(XDFZX)\$ \$新东方(EDU)\$

免责声明：本访谈基于嘉宾认为可靠的已公开信息，但嘉宾无法保证信息的准确性或完整性。在任何情况下，本访谈中的信息或所表述的意见不构成对任何人的投资建议，投资决策需建立在独立思考之上。

[\(进入雪球查看访谈\)](#)

本次访谈相关股票：新东方在线(XDFZX)

以下内容来自[雪球访谈](#)，想实时关注嘉宾动态?立即[下载雪球客户端](#)关注TA吧!

[问] 沙迦猫:

关于[\\$新东方在线\(XDFZX\)\\$](#)，对@令狐懵 @吴吞I 说: 目前它的流量是否主要来自新东方线下班? 原来的代理模式为何不再继续?

[答] 令狐懵:

流量主要来自广告推广和销售人员推销，从营收角度看，18年海外考试收入只有1.8亿，占比最大的还是四六级和考研，所以大部分流量应该不是来自新东方线下班。原先的代理模式有利有弊，前期扩展快，如果一个成熟的教育公司还非常依赖代理的话，恐怕不是什么好事儿。

[问] Ricky:

关于[\\$新东方在线\(XDFZX\)\\$](#)，对@令狐懵 @吴吞I 说: 目前新东方在线的收入主要集中在考研等成人教育，K12业务东方优播尚在孵化阶段，你怎么看东方优播的发展潜力。

[答] 令狐懵:

据说今年要投入1700万给东方优播，三年一共投6000多万，相比IPO融资金额占比不高，看来并不是要打造成下一个学而思网校的节奏。正如您所说还在孵化阶段，看做一个未来布局比较合适。顺便说一下，ClassIn的产品体验是很好的，也很欣赏他们的平台，但是感觉清晰度和体验感还有提高空间。小狼的高出当地50%的价格策略很好，优价才可能优质。

[问] 小小强话投资:

关于[\\$新东方在线\(XDFZX\)\\$](#)，对@令狐懵 @吴吞I 说: 新东方在线和新东方母公司的股权是如何分配的，管理层的架构如何?

[答] 令狐懵:

招股书显示，新东方集团为新东方在线的控股股东，占股66.72%，第二大股东为腾讯

附属公司Image

Frame，占股12.06%。新东方员工持股平台Auspicious持股为7.11%，孙畅通通过First Bravo持股1.97%，潘欣通过Nova Max持股1.25%，尹强通过Perfect Go持股0.45%。

[问] 沙迦猫：

关于\$新东方在线(XDFZX)\$，对@令狐懵 @吴吞I 说：他现在获客成本是多少？销售是静默成交还是电话促销？付费转化率是多少？上市后怎样继续扩大获客渠道，降低获客成本？

[答] 令狐懵：

获客成本我是这样算的，2018年财年付费学生人数190万人，销售费用2.24亿元，人均获客成本118元。

销售方式一般是新媒体运营或者课程顾问的方式，电话文字都有，不会像VIPKID那样都是call center，因为是相对较低的客单价，500多个销售都应该是咨询+销售的方式。

付费转化率数据没有公布，不太清楚。

2016、2017、2018财年中，销售费用分别是1.01亿元、1.33亿元、2.24亿元，占营收比30.2%、29.8%、34.5%，在销售费用里，营销开支大致占47%，营销员工成本39%。现在流量普遍很贵，获客是所有在线教育公司的难题，优播做了一个很好的尝试是到各个城市去开线下体验店。

据我所了解，降低获客成本并没有什么太好的办法，只有提高课程质量，增加转介绍率。公司似乎也是打算把主要资金投入课程和老师招聘方面，今年只计划增加70名全职销售人员，大概增加不到15%

[问] 沙迦猫：

关于\$新东方在线(XDFZX)\$，对@令狐懵 @吴吞I 说：再请教下，如果他的营销主要靠广告和推销的话，为何其他靠广告的同行成本很高，基本都是亏损的，而它的毛利率却奇高？

[答] 令狐懵：

据说同样做大学生四六级考虫是盈利的，毛利率高是因为录播课。

[问] FIGHTFORMONEY：

关于\$新东方在线(XDFZX)\$，对@令狐懵 @吴吞I 说：为什么在新三板上市又从新三板退市呢？

[答] 令狐懵：

新三板已经没有流动性了，很难获得融资，当初上新三板是以为有转主板的机会。因为战兴板突然停了，只能选择先上新三板。

[问] 沙迦猫：

关于\$新东方在线(XDFZX)\$，对@令狐懵 @吴吞I 说：目前它的流量是否主要来自于新东方线下班？原来的代理模式为何不再继续？

[答] 吴吞I：

新东方在线的流量来源比较多元，据招股书：则更多是母公司的更多是“新东方”的品牌知名度和美誉度提高了流量转化率和广告投放效率，公司会通过品牌及植入式在线广告、入门课程流量转换、口碑推介、以及微信微博等新媒体营销获客。公司还会和可口可乐、微博、支付宝、知乎等知名公司合作，为潜在学生举办大量线下活动，让他们有机会参与和熟悉公司的品牌和课程。专攻K12领域的东方优播还开设了线下体验店招募学生。

相比通过新东方线下班获客，新东方在线更多的是借助了母公司“新东方”的品牌知名度和美誉度提高了流量转化率和营销投资回报率。

代理模式依然在进行，据说招股书披露：2018财年，代理销售收入占总营收约9.7%。公司通过线下销售代理进行招生。销售代理就代理线上账户的虚拟货币向公司作出预付款，并将课程授予学生，届时公司将会从代理的线上账户扣除虚拟货币。公司通常就销售代理购买的虚拟货币，向他们提供课程零售价格约50%的折扣。

[问] Ricky:

关于\$新东方在线(XDFZX)\$, 对@令狐懵 @吴吞I 说: 目前新东方在线的收入主要集中在考研等成人教育, K12业务东方优播尚在孵化阶段, 你怎么看东方优播的发展潜力。

[答] 吴吞I:

Ricky哥好~

我个人认为东方优播, 选择三四线城市作为主战场, 通过开设线下体验店, 再引流至线上订课是非常好的战略决策。

第一, 借助母公司新东方的品牌影响力和地方师资优势

在线上成本高企的当下, 越来越多教育企业回归地推的手段获客。但是在一二线城市顶多在地铁口发发传单, 开设体验店是没有优势的, 首先是土地租金成本较高, 更重要的是学员通勤时间成本较高。在三四线城市就没有通勤时间的鼓励, 而是担心无法找到优秀的师资资源。新东方在线母公司新东方在各地的师资储备就成了独特的竞争优势。同时新东方在线早期就通过新东方线下班引流, 打通线下到线上渠道轻车熟路。.....

第二, “双师课堂”有广阔的发展空间。

过去在一二线城市所流行的在线教育大多是1对1直播, 1对1直播的无疑是用户体验最好的在线教育方式, 但问题是由于名师成本摆在那, 客单价过高, 这种模式也只能在消费水准较高的一二线城市流行。

与三四线城市在线教育更契合的场景应该是双师课堂, 即1对多在线教育, 1位老师负责授课, 另1为线下老师负责和学生互动。这样不仅将优质的师资送到了低线城市, 而且在降低成本的同时还保证了互动性。(东方优播是线上小班单师直播, 1个班25人)

[问] 你好哇二喜同学:

关于\$新东方在线(XDFZX)\$, 对@令狐懵 @吴吞I 说: 您认为新东方在线合理估值应该是多少?

[答] 吴吞I:

新东方在线（之前叫新东方网）曾在新三板挂牌。2017年3月，新东方在线顺利挂牌新三板，证券简称“新东方网”，证券代码839896。2017年6月30日，新东方网转让方式变更为做市转让作市首日，新东方市值新东方网的市值达到了84.6亿元，而摘牌时候新东方网上市市值为76.5亿元。此时，仍为新三板市值最高的教育类上市公司。

同时对于港股而言，新东方是第一家真正意义上的在线教育公司，由于稀缺性可能会给予高估值，这也是其当时和沪江教育等机构争相上市的原因。

2018年6月，新东方在线C轮融资时，估值为11.177 亿美元，约 77.07 亿人民币。

2018财年，新东方在线营业收入，较2017财年大增45.77%，学生报名流水同比增长55.12%；但同时因为聘请更多教研人员和加大推广导致成本上升，净利润略降了11.05%。

具体市值本人不好，但认为可以结合新东方在线这两年经营状况和2017年6月时84.6亿元的市值做个对比。

[问] 你说的是我不想说:

关于\$新东方在线(XDFZX)\$，对@令狐懵 @吴吞I 说：新东方在线与其他在线教育相比优势是什么？

[答] 吴吞I:

1、品牌优势

首先依托“新东方”的品牌知名度和美誉度，能够拥有远低于行业平均水平的获客成本。公司2016-2018财年公司平均获客成本分别为64元、63元、55元。

2、师资成本优势

大量低成本且优质的兼职老师构成了新东方在线的独特优势。

招股书披露，截至2018年11月30日，新东方在线拥有221名全职教师、2,232名兼职

教师、79名全职导师及2,890名兼职导师不过，其中教学、内容开发及内容制作人员达214人。由此计算，全职教学及研发教师占总体人员的比例仅为4.55%。

3、线下流量优势

在线上流量成本高企的当下，新东方在线另辟蹊径。旗下K12领域的平台东方优播，在三四线城市开设线下体验店，再引流至线上。

[问] FIGHTFORMONEY:

关于\$新东方在线(XDFZX)\$，对@令狐懵 @吴吞I 说：为什么在新三板上市又从新三板退市呢？

[答] 吴吞I:

2015年之后，中概股回归热情高涨，学大教育、全美在线等几家在美上市的教育企业纷纷回到国内，于是新东方也开始筹划将部分业务回归国内资本市场。2017年3月，新东方在线顺利挂牌新三板，证券简称“新东方网”，证券代码839896。

新三板流动性不足，导致了很多上市公司得不到应有的估值。2017年6月30日，新东方网转让方式变更为做市转让作市首日，新东方市值新东方网的市值达到了84.6亿元，而摘牌时候新东方网上市市值降到了76.5亿元。尽管仍为新三板市值最高的教育公司，但这样的估值无法让新东方在线满意。

其实新东方摘牌新三板并不是什么各例，根据挖贝的数据，2016年，新挂牌企业为5034家；2017年，截止到12月20日，新挂牌企业为2131家，已经降了3000家左右。

[问] 不骑大象上班:

关于\$新东方在线(XDFZX)\$，对@令狐懵 @吴吞I 说：目前上市方案是什么，管理层激励方案是否披露？另外他的合理估值和前景如何？

[答] 令狐懵:

据券商说，最新定价估值10.88-12.98亿美元，拟募资1.96亿美元至2.34亿美元。将

发售1.645亿股股份，其中1.48亿股股份将作国际发售，余下0.165亿股股份将于香港作公开发售

管理层激励方案在招股书里没有看到，持股平台早就搭建好了，新东方员工持股平台Auspicious持股为7.11%。

按照2019财年估值，截止11月30日的六个月营收4.8亿，同比增加了45%，假设全年9.6个亿，则按照19财年的PS大概在7.6倍-9倍，截止昨天好未来的PS大概是10.9倍，流利说的PS大概是5.24倍，新东方在线介于两者之间。如果看好新东方在线保持每年40%以上的成长性，这个价格还算正常。但我觉得最新营业利润亏损是一个不太好的信号，可能遇到了增长瓶颈，四六级和研究生竞争压力很大，得看未来K12或者学前业务能否有所突破。

[问] hsyjx113:

关于\$新东方在线(XDFZX)\$，对@令狐懵 @吴吞I 说：中概港股教育股有回A股的可能吗？

[答] 令狐懵:

可能性不大：民办学校、K12的政策还不允许，职教类政策想回去得通过借壳，独立IPO几无可能。类似枫叶教育可以用港股通购买。

[问] 不骑大象上班:

关于\$新东方在线(XDFZX)\$，对@令狐懵 @吴吞I 说：目前上市方案是什么，管理层激励方案是否披露？另外他的合理估值和前景如何？

[答] 吴吞I:

新东方在线招股价为9.3港元-11.1港元，发售1.645亿股，合计募资15.3亿-18.26亿港元。管理层激励方案已披露，在招股书《附录四“法定一般资料”》中，400多页的位置。

关于估值，新东方在线（之前叫新东方网）曾在新三板挂牌。2017年3月，新东方在线顺利挂牌新三板，证券简称“新东方网”，证券代码839896。2017年6月30日，

新东方网转让方式变更为做市转让作市首日，新东方市值新东方网的市值达到了84.6亿元，而摘牌时候新东方网上市市值为76.5亿元。此时，仍为新三板市值最高的教育类上市公司。

同时对于港股而言，新东方是第一家真正意义上的在线教育公司，由于稀缺性可能会给予高估值，这也是其当时和沪江教育等机构争相上市的原因。

2018年6月，新东方在线C轮融资时，估值为11.177 亿美元，约 77.07 亿人民币。

2018财年，新东方在线营业收入，较2017财年大增45.77%，学生报名流水同比增长55.12%；但同时因为聘请更多教研人员和加大推广导致成本上升，净利润略降了11.05%。

具体市值本人不好，但认为可以结合新东方在线这两年经营状况和2017年6月时84.6亿元的市值做个对比。

[问] 股侠阿星：

关于\$新东方在线(XDFZX)\$，对@令狐懵 @吴吞I 说：上市前的B轮和C轮融资作价差不多，而C轮更是由董事俞先生投的，您怎么看？

[答] 吴吞I：

您好，新东方在线B轮和C轮融资做价接近，是因为两者发生时间间隔太短，B轮发生在2018年5月，C轮发生在2018年6月。B轮时公司估值10.97亿美元（约75.70亿人民币），C轮时公司估值11.177 亿美元（约77.07 亿人民币）。

除了B轮和C轮仅间隔一月，更耐人寻味的是，C轮发生的一个月后，也就是2018年7月，公司就递交了招股书。至于俞先生的行为，我个人就只好臆测了。

[问] WUBAOBAO113：

关于\$新东方在线(XDFZX)\$，对@令狐懵 @吴吞I 说：新东方在线处在什么发展阶段呢？目前看来在线教育这个行业似乎到了一个瓶颈期，你怎么看待未来这个行业的发展方向呢？

[答] 吴吞I:

我认为在线教育是教育行业的未来和潮流，无论是对一二线城市而言还是对低线城市而言都是如此。一线城市尽管师资力量强，但是通勤成本高昂，学生为了上一小时的课，可能要挤两个小时的地铁或者堵两个小时的车，在线教育就很好的为学生节省了时间成本。而对低线城市而言，尽管通勤成本很低，但缺乏优秀的师资，在线教育也很好的解决了师资问题。

目前在线教育大致有以下几种形式：

1、1对1直播

1对1直播无疑是效果最好的在线教育形式，但相对的师资成本较高，因此需要更高的客单价来弥补，同时过高的客单价又会把市场只限制在一二线城市。

2、双师课堂

1对多直播在互动性上不如1对多直播，为了弥补互动性设置“双师”制度，即一位老师负责授课，一位老师负责互动，布置、批改作业等。

3、录播

录播优势就是成本低，课程体系化，不足就是互动性差。

4、AI老师

AI老师应该是成本最低的方式，但目前技术不成熟，很难把体验做好。同时互动性差，需要独立的营销和用户运营团队来充当“班主任”的角色。

在线教育行业目前最大的问题就获客成本高，“烧钱”营销特征明显。一方面，在线教育互联网的逻辑促使行业普遍处于“烧钱”跑马圈地，抢占流量高地的阶段。

另一方面，在线教育普遍成立时间较短，品牌效应不突出，同时整个在线教育产品仍处于用户教育阶段，在线教育培训企业需要通过加大营销投入增强用户信任度。

而最有效降低获客成本的方法就是打出品牌的知名度和美誉度，借助口碑营销来降低获客成本。这点上承袭了母品牌“新东方”的新东方在线有天然的优势。

(完)

以上内容来自[雪球访谈](#)，想实时关注嘉宾动态?立即[下载雪球客户端](#)关注TA吧!

没别的 就是比人聪明



雪球

聪明的投资者都在这里