

行业研究/深度研究

2015年04月26日

行业评级:

计算机软硬件 中性(维持)

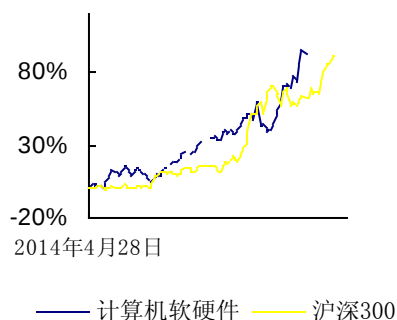
程艳 执业证书编号: S0570511050001
研究员 025-83387505
chengyan@htsc.com

高宏博 执业证书编号: S0570515030005
研究员 gaohongbo@htsc.com

相关研究

- 1《政策东风起，职业教育潜力巨大——职业教育行业跟踪报告》2015.04
- 2《教育——全年的大风口》2015.03
- 3《终于等到你，教育产业迎新机遇——教育行业跟踪报告》2015.01
- 4《当幸福来敲门——职业教育行业深度研究》2014.09
- 5《民办教育拟出“三十条”，教育政策顶层设计重大调整即将出台》2014.8
- 6《城门开：教育产业首次覆盖报告》2014.04

行业走势图



奔跑吧，教育：互联网助力教育产业颠覆式革命

“互联网+”系列之八：互联网教育专题研究

投资要点:

◆ **我国教育市场总体规模巨大，互联网教育增速远高于传统教育。**在未来几年，中国教育培训市场的潜在规模将达 10000 亿元，空间巨大，并将保持着高速发展。而 2015 年我国互联网教育全产业规模预计将达 1192 亿元，并在未来两年内保持 21% 的增速，从整个市场千亿级的体量来看，互联网教育行业将在未来迅速扩容，取得长足的发展。从细分市场来看，到 2017 年，高等在线市场规模将占全行业的 56%，占比最高，其次为在线职业教育和在线 K12 教育。

◆ **盈利模式逐步清晰，并趋于多样化。**我国目前互联网教育的切入主要有四大路径：课程内容生产方、平台资源整合方、工具产品提供方、技术设备提供方，而其盈利模式尚较为单一，大体上可以分为内容收费、广告收费、技术服务、咨询服务、软件收费、平台佣金这六种。对初创企业和小厂商而言，其机会在于以内容为核心的竞争，而对上市公司等巨头而言，其竞争则是基于优质内容的平台搭建竞争。随着移动互联网、大数据、云计算等技术的发展，预计未来，线上教育产业将完全进入“基础知识免费，增值服务收费”的模式。未来的盈利点在于通过互联网为用户提供真正个性化、具有不可替代性的服务，使其具有付费价值。

◆ **教育资产上市限制政策破冰，A股或将开启一轮教育类资产上市风潮。**随着教育资产上市限制政策破冰，其登陆 A 股市场的路径已然清晰。我们认为新南洋个案成为过去，A 股将很快向教育培训行业开放，一大批符合要求的教育机构或将群体性上市，大量在境外上市的中国教育概念股回归 A 股将是趋势，教育很快会形成一个全新的高热度板块，而且将持续多年。另外，许多上市公司或将通过收购教育公司来实现战略转型，这将成为未来数年中国资本市场的一大热点。

◆ **互联网教育企业融资高歌猛进。**我们观察到 2013 年以来，教育领域，特别是互联网教育领域成为股权投资最为热门的细分领域之一，资本与创业团队均在探索这个“少数几个没有被互联网变革的传统行业之一”，预示着教育产业在资本的推力下，有望在未来数年探索出更为成熟的商业模式，成长起一批 Pre-IPO 企业。

◆ **Who we pick:** (1) 深耕区域市场的线下公司(重点推荐**新南洋**)；(2) 线上线下资源有效结合的新兴业态(重点推荐**全通教育**)；(3) 有意推动教育资产并购整合的上市公司平台(重点推荐**洪涛股份**)。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2014A	2015E	2016E	2017E	2014A	2015E	2016E	2017E
600661	新南洋	42.55	增持	0.24	0.45	0.66	0.90	177.29	94.56	64.47	47.28
300359	全通教育	318.00	增持	0.46	1.21	3.18	5.09	691.30	262.81	100	62.48
002325	洪涛股份	19.23	增持	0.41	0.47	0.57		46.90	40.91	33.74	

正文目录

互联网教育——待开垦的大市场	5
我国教育市场总体规模巨大	5
互联网教育增速远高于传统教育	7
从全球互联网教育市场来看	7
从中国互联网教育市场来看	8
中国互联网教育 VS 美国互联网教育	9
我国互联网教育将迎来爆发式增长	11
互联网教育切入的四大路径	12
课程内容生产方，积累是关键	12
案例分析：凭借高质量的课程，正保远程教育成为行业领跑者	13
平台资源整合方，取胜看流量	14
案例分析：整合多方教育资源，YY 教育让你想学就学	15
工具产品提供方，形态分散	16
案例分析：以考试为导向，猿题库一对一智能出题	17
技术设备提供方，改造和提升教育质量	19
案例分析：借助语音技术优势，科大讯飞全力抢占教育入口	19
互联网教育盈利模式趋于多样化	20
国内互联网教育公司的盈利模式较为单一	21
国外互联网教育盈利模式多样化	22
互联网教育行业发展趋势	25
盈利模式逐步清晰，并趋于多样化	25
内容为王，服务性为先	26
移动端引领在线学习潮流	27
游戏化、社交化重构学习行为	28
大数据实现因材施教	29
教育资产上市限制政策破冰，A 股或将开启一轮教育类资产上市风潮	29
政策障碍使得教育企业多年来无缘 A 股	29
2013 年相关政策破冰	30
终于等到你，A 股或将开启一轮教育类资产上市风潮	31
互联网教育企业融资高歌猛进	31
全球互联网教育风险投资快速爆发	31
国内互联网教育企业融资高歌猛进	35
Who we pick	39
线索一：深耕区域市场的线下公司	39

重点推荐：新南洋	39
线索二：线上线下资源有效结合的新兴业态	39
重点推荐：全通教育	39
线索三：有意推动教育资产并购整合的上市公司平台	40
重点推荐：洪涛股份	40

图表目录

图 1： 中、美家庭教育占收入比重	5
图 2： 2000~2015 年中国教育培训市场规模	5
图 3： 中国教育市场概览	6
图 4： 中国 0-14 岁年龄组人口占比统计预测（1995-2030 年）	6
图 5： 全球在线教育分类市场规模（单位：亿美元）	7
图 6： 中国互联网教育市场规模	8
图 7： 2017 年中国互联网教育分类市场规模占比	8
图 8： 中国互联网 K12 教育市场规模	9
图 9： 中国互联网职业教育市场规模	9
图 10： 2013 年中美两国互联网教育风险投资领域分布	10
图 11： 2013 年美国互联网教育所用渠道	11
图 12： 中国互联网教育用户学习形式	11
图 13： 中国互联网教育用户学习设备	11
图 14： 互联网教育切入的四大路径	12
图 15： 正保品牌	13
图 16： 2007 年~2014 年正保营业收入增长情况	13
图 17： 2006 年~2014 年正保缴费学员增长情况	13
图 18： YY 平台课程内容	15
图 19： 工具产品提供方类型	16
图 20： 猿题库	17
图 21： 粉笔网 VS 猿题库	17
图 22： 猿题库的竞争优势	18
图 23： 科大讯飞在线教育的产品&方案	20
图 24： 科大讯飞教育教学收入	20
图 25： 我国互联网教育盈利模式	21
图 26： BAT 巨头教育平台部分入驻机构	22
图 27： 2017 年预计全球互联网教育市场规模中美国占比	23
图 28： MOOC 产业价值链	24

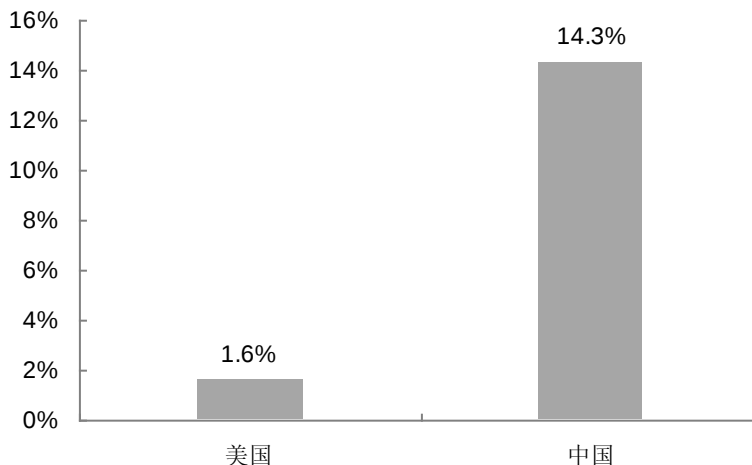
图 29:	互联网教育产业发展的四个阶段.....	25
图 30:	用户互联网教育产品选择动因	26
图 31:	用户认为的互联网教育产品优势.....	27
图 32:	2014 年 1-12 月中国移动教育行业用户规模及增长率.....	27
图 33:	2013-2014 年全球在线教育风险投资（年度）.....	31
图 34:	2013-2014 年全球在线教育风险投资（半年度）	31
图 35:	2013 年全球在线教育风险投资领域分布	32
图 36:	2014 年全球在线教育风险投资领域分布	32
图 37:	2013-2014 年全球在线教育风险投资变化	33
图 38:	2014 年全球在线教育风险投资配套服务领域	34
图 39:	2014 年全球在线教育风险投资技能教育领域	34
图 40:	2014 年全球在线教育风险投资基础教育领域	35
表 1:	教育行业入学发展主要目标.....	6
表 2:	全球教育市场及在线教育市场规模.....	7
表 3:	美国互联网教育市场规模.....	10
表 4:	课程内容生产方的主要模式.....	13
表 5:	平台资源整合方模式.....	14
表 6:	猿题库融资情况.....	18
表 7:	2014 年科大讯飞分行业营业收入.....	22
表 8:	全球及美国教育市场规模.....	23
表 9:	凤凰城大学 2015 财年净收入	24
表 10:	K12 国际教育主营业务收入	25
表 11:	全球教育游戏产业市场规模	28
表 12:	近年获得大额融资的教育公司	35

互联网教育——待开垦的大市场

我国教育市场总体规模巨大

据《2012 中国家庭教育消费白皮书》调查显示，“教育消费”作为家庭消费的重头，占中国社会中坚阶层家庭收入的 1/7，并且该比例预期还将持续增长。

图 1: 中、美家庭教育占收入比重

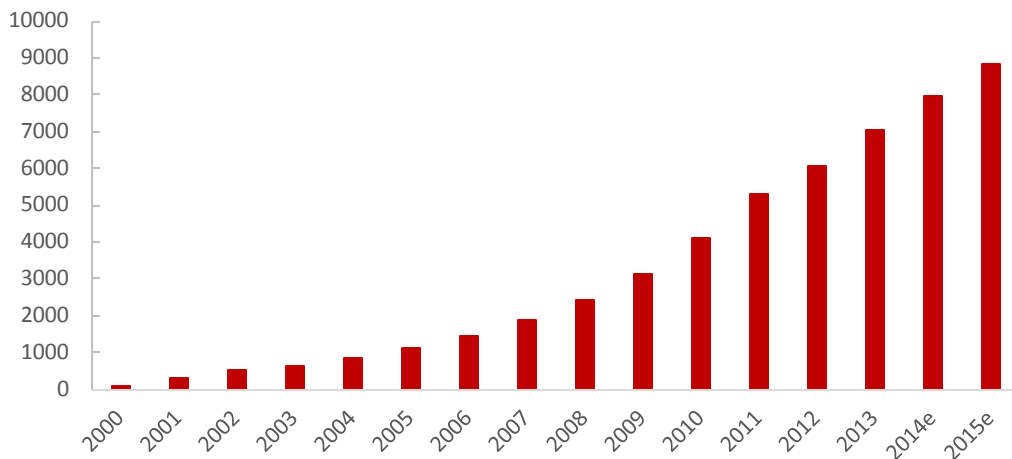


资料来源:《2012 年中国家庭教育消费白皮书》，华泰证券研究所

与家庭教育支出情况相对应，中国教育培训市场规模也在不断扩大。据《2014 中国教育市场发展报告》调查，有超过半数家庭 2013 年教育消费超过 5000 元，其中 29% 的受访者表示家庭教育培训消费超过 10000 元。由此保守估计，在未来几年，中国教育培训市场的潜在市场规模将达 10000 亿元，并保持着高速发展。

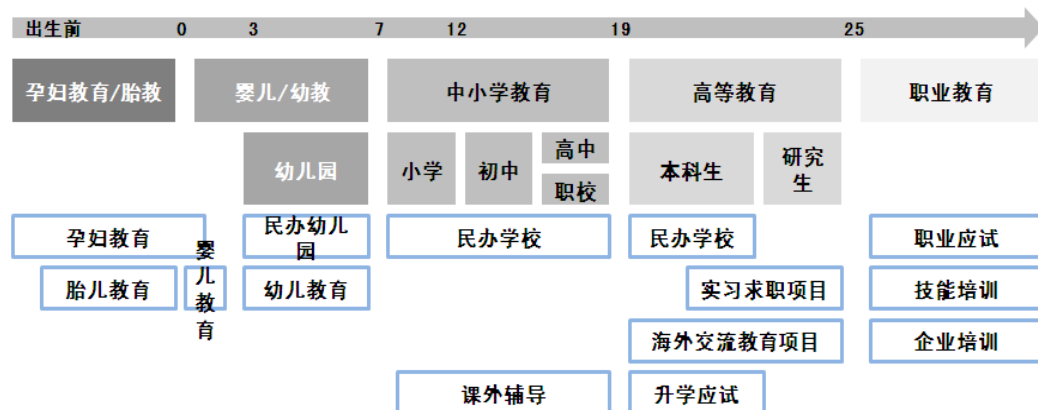
图 2: 2000~2015 年中国教育培训市场规模

单位: 亿元



资料来源:《2014 中国教育市场发展报告》，华泰证券研究所

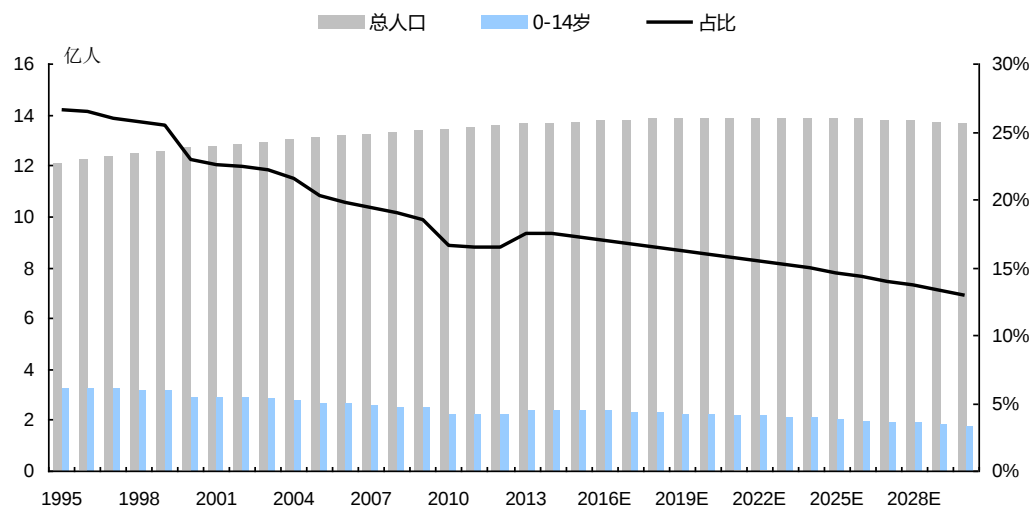
图 3: 中国教育市场概览



资料来源：华泰证券研究所

另一角度，我们考察中国人口结构动态演进趋势，虽然依据相关预测，中国适龄入学人口基数将逐年缓步滑落，但考虑到获取教育资源人数比例的逐年提升（背后是我国人均收入持续增长及公共财政教育支出持续增长的支撑），各类教育消费领域的人口基数将会保持增长（参见表格 1 预测数据）。

图 4: 中国 0-14 岁年龄组人口占比统计预测（1995-2030 年）



资料来源：国家统计局，田雪原《中国人口预测结果》，华泰证券研究所

表 1: 教育行业入学发展主要目标

	2009 年	2015 年	2020 年
学前教育			
幼儿在园人数（万人）	2658	3400	4000
学前一年毛入园率（%）	74	85	95
学前两年毛入园率（%）	65	70	80
学前三年毛入园率（%）	50.9	60	70
九年义务教育			
在校生（万人）	4624	4500	4700
毛入学率（%）	79.2	87	90
职业教育			

中等职业教育在校生（万人）	2179	2250	2350
高等职业教育在校生（万人）	1280	1390	1480
高等教育			
在学总规模（万人）	2979	3350	3550
在校生（万人）	2826	3080	3300
其中：研究生（万人）	140	170	200
毛入学率（%）	24.2	36	40
继续教育			
从业人员继续教育（万人次）	16600	29000	35000

资料来源：《国家中长期教育改革和发展规划纲要》，华泰证券研究所

互联网教育增速远高于传统教育

从全球互联网教育市场来看

据 GSV 发布的教育产业报告预计，2015 年和 2017 年全球教育市场规模将分别达到 55087 亿美元和 63725 亿美元，而届时全球在线教育市场规模将分别达到 1665 亿美元和 2555 亿美元。从年均复合增长率来看，2012-2015 年全球教育市场增速为 7.37%，而在线教育市场的这一指标则达到了 22.35%。可以说，互联网教育市场的增速已经远超传统教育。

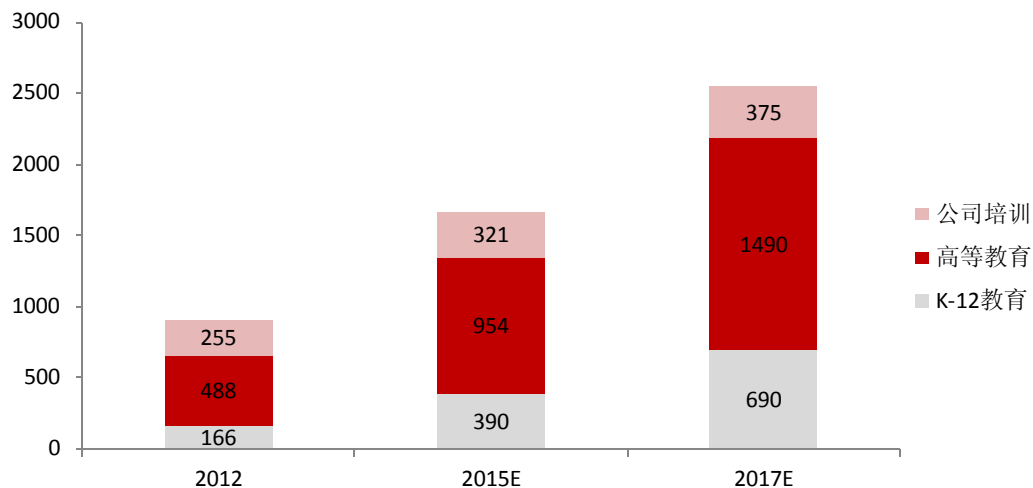
表2： 全球教育市场及在线教育市场规模

单位：亿美元	2015 年		2012-15 年		2015-17 年 CAGR
	2012 年	2017 年	CAGR		
全球教育市场规模	44509	55087	63725	7.37%	7.55%
在线教育市场规模	909	1665	2555	22.35%	23.88%

资料来源：GSV Education Sector Factbook 2012，华泰证券研究所

从公司培训、高等教育、K12 教育三个细分市场来看，GSV 预计 2015-2017 年全球公司培训、高等教育、K12 教育市场规模的年均符合增长率分别为 8.08%、24.97%和 33.01%。可以看出，在线教育领域中 K12 教育和高等教育增速迅猛，在未来将成为互联网教育板块中投资与创业的热点。

图 5： 全球在线教育分类市场规模（单位：亿美元）



注：该报告在在线教育市场规模中仅统计了K-12教育、高等教育和公司培训三项。

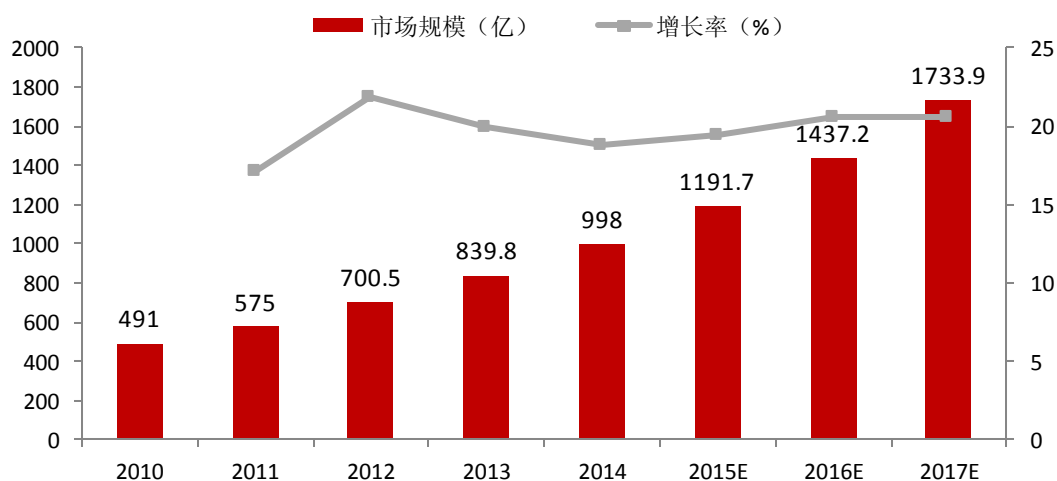
资料来源：GSV Education Sector Factbook 2012, 华泰证券研究所

从中国互联网教育市场来看

纵观中国互联网教育市场，据艾瑞咨询估计，2015年全产业规模将达1191.7亿元，并在未来两年内保持20.6%的行业增速。从整个市场千亿级的体量来看，互联网教育行业在未来将迅速扩容，取得长足的发展。

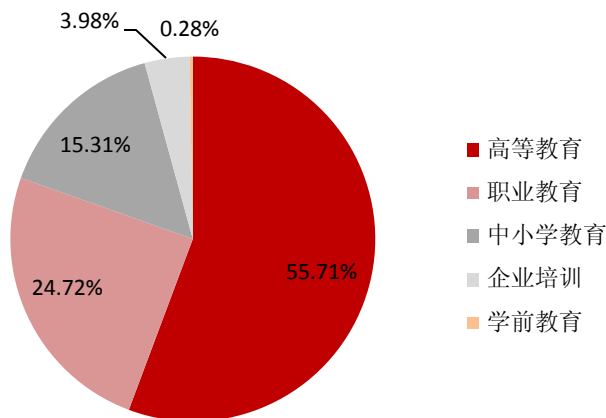
从细分市场来看，到2017年高等教育市场规模将占全行业的55.71%，其次为职业教育和K12教育。

图 6： 中国互联网教育市场规模



资料来源：艾瑞咨询，华泰证券研究所

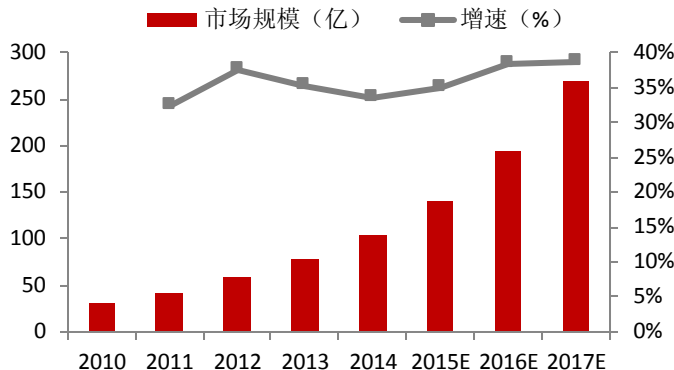
图 7： 2017 年中国互联网教育分类市场规模占比



资料来源：艾瑞咨询，华泰证券研究所

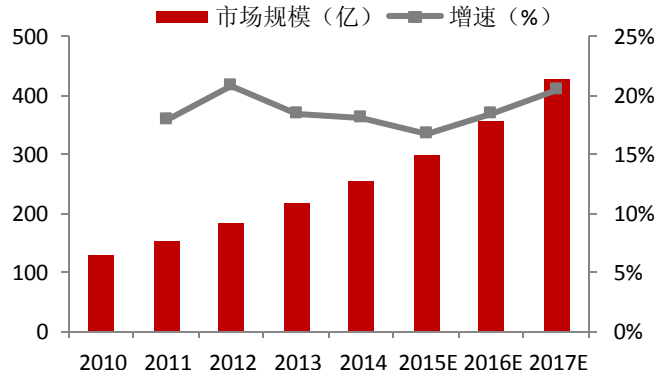
2010 年至今，国内 K12 在线教育领域持续发力，始终保持 32% 以上的增速，且预计未来两年增速将超过 38%。K12 领域作为初创企业最渴望争夺的在线教育细分市场，拥有极大的市场潜力。互联网职业教育近年来始终保持 16% 以上的增速，预计 2015 年市场规模将超过 300 亿。从主要受众来看，具备较强职业能力提升需求的白领和 K12 教育下的学习仍然是各方最为关注并试图争抢的主流群体。

图 8: 中国 K12 教育市场规模



资料来源：艾瑞咨询，华泰证券研究所

图 9: 中国 K12 教育市场规模



资料来源：艾瑞咨询，华泰证券研究所

中国 K12 教育 VS 美国 K12 教育

美国从 80、90 年代开始教育信息化进程。从大批的教学软件、学生信息系统公司出现，到今日涌现出的大量的学习管理平台、纯网络在线课程和移动 APP，这场革命在美国已经进行近二十年。而中国从 2010 年首次提出教育信息化之后，经过 2011 年和 2012 年的具体落实，政策对于信息化的强调在 2013 年和 2014 年越发明显。总体而言，目前中国教育政策整体上还处于 1996 年美国推动学校教育信息化基础设施建设的阶段，更强调网络等硬件投入和基础的管理软件系统的运用。因此，美国的互联网教育已经形成相当规模、产业链条完善的成熟产业。而在中国，教育领域数字化和在线化的变革才刚刚开启。

(1) 市场规模相对较小，但成长空间巨大

比起美国互联网教育市场，中国市场规模相对小，但是成长空间巨大。2014 年中国 K12 教育市场规模达到了 998 亿元，根据艾瑞咨询预测，到 2017 年全产业规模将达到 1733.9

亿元，年增速水平维持在 18-20%。对于初具雏形、亟待蓬勃发展的中国互联网教育产业，这是一个相当可观的增速。根据 GSV 教育行业报告，到 2017 年，美国互联网教育产业规模将达到 656 亿美元，按当前汇率约为中国市场的 2.35 倍。再对比两国人口，显然中国互联网教育市场的渗透率相形见绌。

表3： 美国互联网教育市场规模

单位：亿美元	2012 年	预计 2015 年	预计 2017 年	年均复合增长率
美国互联网教育市场	325	491	656	15%
K12 教育	54	93	134	20%
高等教育	174	286	398	18%
公司培训	96	112	123	5%

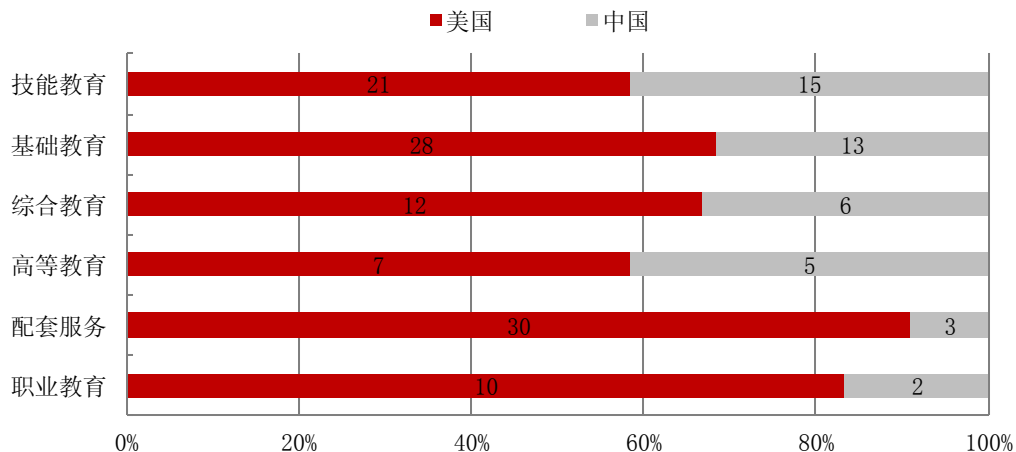
资料来源：GSVEducation Sector Factbook 2012，华泰证券研究所

（2）细分领域侧重不同

通过对比中美两国互联网教育风险投资领域分布的项目数量，可以发现中美两国互联网教育市场在行业细分领域有很大的不同：首先，综合教育平台在中国以应试教育为主，美国则以教育资源共享和教学平台为主；其次，中国高等教育领域内的风险投资，多流向出国留学培训、考试和相关服务。在美国，高等教育风险投资则更多青睐开放式教学平台、在线学位教育和免费课程等；中美互联网教育投资最大的差异体现在教育配套服务（在线教育技术平台、教学评估工具等）的投资数量上。2013 年，有 3 家中国此类机构获得投资（主要聚焦于教学设备和在线教学平台搭建），而美国市场的投资数量是中国的 10 倍。

随着全球创新浪潮的冲击，以及教育体制的改革，中国庞大的传统及线下教育机构所蕴藏的进化力量不可小觑。不管是基础教育还是高等教育的互联网进化都值得期待。此外值得关注的是，目前中国在线教育的技术与配套服务水平虽与发达国家市场存在差距，但随着在线教育市场的发展，与之相关的平台搭建、数据分析、教学评估等技术及配套服务也将随之爆发。

图 10： 2013 年中美两国互联网教育风险投资领域分布

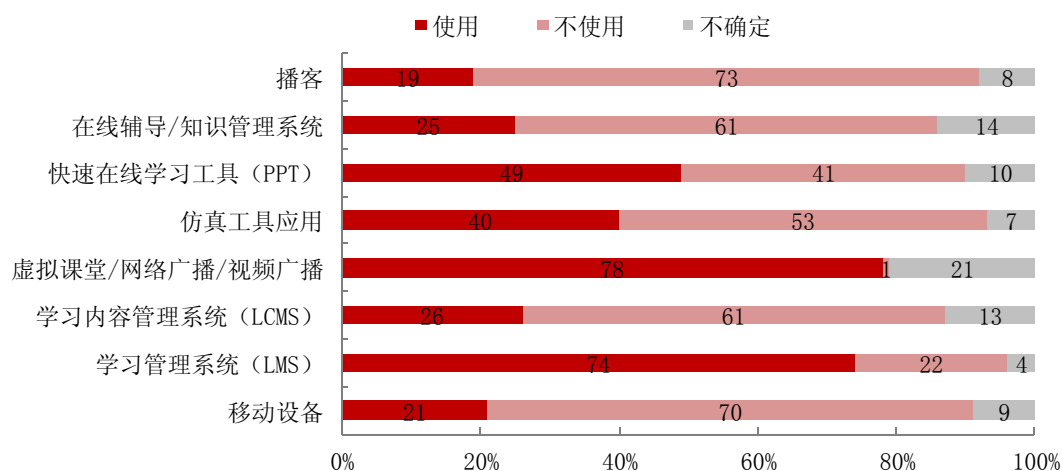


资料来源：资本实验室，华泰证券研究所

（3）教育资源获取渠道存在差异

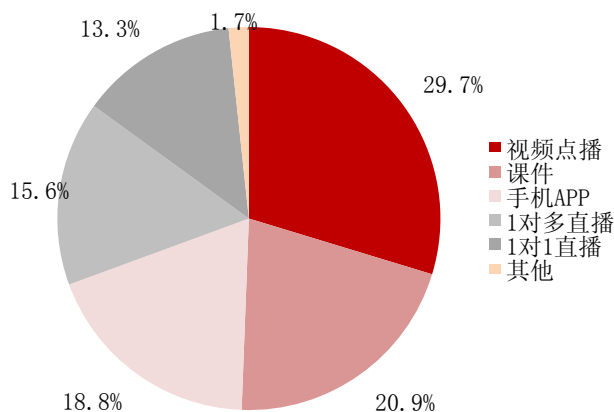
经过多年的发展，美国互联网教育市场的教育资源获取渠道已经形成完善且多样化的格局。根据 Training 杂志 2013 年的年度报告，美国互联网教育用户更倾向于使用虚拟课堂、网络广播、视频广播、快速在线学习工具等进行在线学习，而中国互联网教育用户则更倾向于使用网络视频点播、课间和手机 APP 进行在线学习。可以发现，2013 年，中国用户通过移动终端学习的比例已经超过美国。原来的互联网教育绝大多数依赖于 PC 端，互联网时代已经完全进入移动互联时代，有了平板电脑和智能手机之后，在线教育从相对集中的学习转变成碎片化学习的状态，这就需要在在线教育产品形态的转变。

图 11: 2013 年美国互联网教育所用渠道



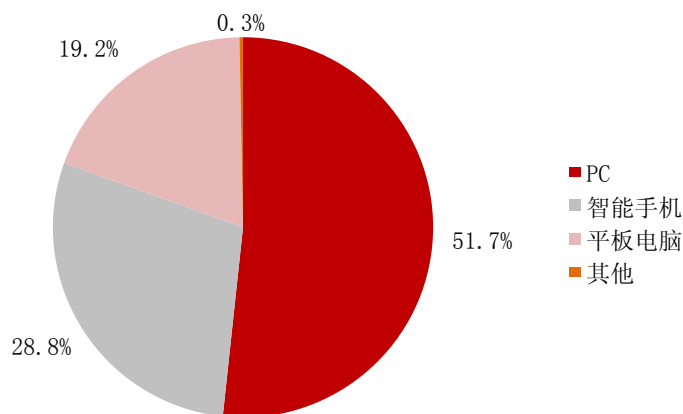
资料来源: Trainingmag.com and BMO Capital Markets, , 华泰证券研究所

图 12: 中国互联网教育用户学习形式



资料来源:《中国互联网教育用户行为分析报告, 2013-14》, 华泰证券研究所

图 13: 中国互联网教育用户学习设备



资料来源:《中国互联网教育用户行为分析报告, 2013-14》, 华泰证券研究所

我国互联网教育将迎来爆发式增长

政府积极鼓励支持。2010 年我国正式发布《国家中长期教育改革和规划纲要(2010-2020 年)》，积极推进国家开放大学的建设，并通过了《国家开放大学章程》的制定。与此同时，教育部也在积极推进 MOOC 课程内容建设。该纲要也进一步明确提出“教育信息化”的概念，进而从政策上支持“教育信息化终端”——电子书包的加速发展。《关于促进

信息消费扩大内需的若干意见》以及《国务院关于印发“宽带中国”战略及实施方案的通知》的出台，也进一步显示出政府支持信息产业发展的决心，更加增强了互联网教育市场的发展热度。

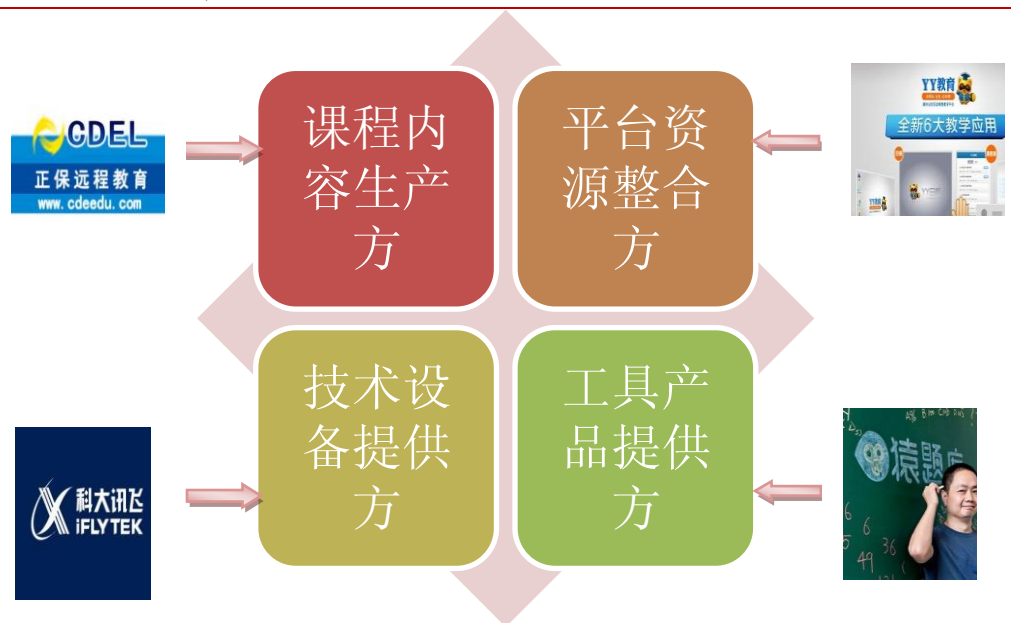
多方布局抢滩互联网教育市场。除互联网教育领域的初创企业大量涌现外，互联网巨头 BAT 也纷纷涉足教育领域。其在搭建平台方面具有得天独厚的优势，用户和流量都得到了保障。此外，阿里巴巴在线上支付的优势、腾讯在社交网络方面的优势都助力其在互联网教育领域的布局。而传统教育机构拥有强大的师资、丰富的教学资源和客户渠道，商机无限的同时也面临着转型的压力。

需求拉动型的终身消费体验。与传统教育培训行业相比，在线教育有着：突破时空限制，获取方式便捷的优势；随着移动互联网的发展，能够碎片化、便携性学习的优势；内容丰富和多样化的优势，涵盖 K12 教育、高等教育、学前教育、职业教育等细分领域。未来，我国各年龄阶段对于在线教育的需求是巨大的，而需求必将拉动整个产业的发展。

互联网教育切入的四大路径

中国在线教育市场发展迅速，各家机构和创业团队都从自身的优势出发，选择不同角度切入，整个产业链模式初步形成。我们认为主要有四种方式切入：课程内容生产方、平台资源整合方、工具产品提供方、技术设备提供方。

图 14: 互联网教育切入的四大路径



资料来源：华泰证券研究所

课程内容生产方，积累是关键

内容生产方主要包括教学资源的研发、教学过程的实施、以及教学效果的控制。内容业态的取胜点是产品质量、用户体验以及以此积累起来的品牌口碑，这些美誉因素需要一定时间长

度实现沉淀。课程内容生产方通常具有较好的盈利能力。

表4: 课程内容生产方的主要模式

内容模式	代表产品
传统网校/远程教育	学而思网校、正保远程教育、华图网校、101 网校、中大网校、尚德嗨学网、新东方在线等
文档内容	国内有百度文库、豆丁网等，国外有 slideshare 等
泛学习内容	问答网站(百度知道、知乎)、百科网站(百度百科、维基百科)等

资料来源：华泰证券研究所

案例分析：凭借高质量的课程，正保远程教育成为行业领跑者

正保远程教育是国内办学时间比较长的课程内容生产方，自 2000 年成立以来，一直致力于提供高质量的在线课程，多年的积累让公司成为远程教育的行业领跑者。从“中华会计网校”起步，目前拥有 16 个品牌网站，包括中华会计网校、医学教育网、法律教育网、建设工程教育网等，开设 200 多个辅导类别，覆盖了会计、医药卫生、建设工程、法律、创业实训、中小学、自考、成人高考、考研、外语等 13 个不同行业。

图 15: 正保品牌



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

正保已累计拥有 3000 多万注册学员，2014 年全年缴费学员总数达 320 万人次，比 2013 财年的 270 万人次增长了 19.9%；净收入为 9720 万美元，比去年同期的 7140 万美元增长了 36.2%，超出公司之前的收入预期；净利润为 2340 万美元，比 2013 财年的 1360 万美元增长了 72.6%，已连续两年净利润增长在 70% 左右。

图 16: 2007 年~2014 年正保营业收入增长情况

图 17: 2006 年~2014 年正保缴费学员增长情况

单位：百万美元



资料来源：公司公告，泰证券研究所

单位：千人



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

权威名师教学+专职辅导团队=高质量课程内容

正保旗下教育网站名师云集，目前有 300 多位授课教师，其中 90% 为兼职教师。授课团队的专业理论知识扎实、对专业考试命题规律了如指掌、讲课精辟透彻，针对性、有效性、实用性极强，所授课程获得学员的一致好评。

正保远程教育为保证服务质量，建立了一支 300 人左右的教辅团队。一方面提供专业化教学管理，对学员全程跟踪、督促学习并提出学习建议，另一方面全天候在线答疑，学员提交到答疑板上的问题最快将在 4 小时内即可得到答复。同时借助于正保自身海量题库，教辅团队帮助学员完成全方位练习测试。目前已有部分助教转型为讲课教师，作为正保远程教育内部培养出来的讲课教师，有更高的员工忠诚度，通过不断扩大自建教师比例，相信正保教师的留存率和稳定性将进一步提高，更可加强正保对教学内容的控制以提高质量、稳步前行。

我们认为，公司的众多权威名师和专职辅导团队保障了课程的高质量，因为师资力量是决定课程生产方实力的关键因素。公司历经多年的积累，不仅是名师数量的积累，更重要的是他们的教学经验和课程内容的积累，这就为公司储备了大量的高质量课程。还有学员的积累，正保缴费学员逐年增加，不仅为公司创造了营业收入，学员的需求和建议也可以帮助老师们完善课程内容，不断提高教学质量，继而吸引更多学员，形成一种良性循环。

平台资源整合方，取胜看流量

在线教育平台资源整合方指为教与学提供中介的平台，实质是面向全国的资源共享、零距离的一种全新的交流方式，主要包括教育资源库、网络课堂、考试系统、讨论组四个大的模块，多为具有互联网思维的线上机构主导。平台型公司的取胜点是流量，在线教育平台体现出明显的流量为王的特性。

表5： 平台资源整合方模式

平台模式	特点	代表产品
C2C 模式	个人对个人的交易平台，比较难做，教学质量无法保证就聚不到优秀的老师，学员无兴趣则无法形成付费意愿，容易形成恶性循环。	多贝网、几分钟网
B2C 模式	品牌商直接生产内容，直接到用户，目前国内探索多为语言	沪江网校、51talk、

学习类产品,运营好的前提需要保证 B 端的教学质量和品牌。 优才网
这种模式最有希望拓展至 K12 领域、幼教领域、高等教育领域、职业教育领域。

B2B2C 模式	供应商到品牌商,品牌商再到用户,难点在于怎样笼络到一系列优质的供应商。	YY 教育、能力天空、传课网、天下网校
C2C+O2O 模式	个人对个人,线上到线下,一方面存在着 C2C 优质师资缺乏的问题,一方面也面临着线下教学场地、组织成本等问题。	第九课堂
B2C+O2O 模式	机构到个人,线上到线下,依靠 B 端的品牌优势和优质师资力量,再依托线上线下相结合的运营模式,解决了互动与社交环节的问题。	和君商学院在线班

资料来源:虎嗅网,华泰证券研究所

案例分析:整合多方教育资源,YY 教育让你想学就学

YY 教育作为平台资源整合方,聚集国内外知名教学机构和著名讲师,目前主要提供语言类、IT 培训类、中小学教育类、考试类、营销投资类和兴趣爱好类课程。其通过网站提供讲师、机构和课程的分类展示和介绍,以及往期课程视频、录音、课件和讲义等相关文件共享下载,使学员可打破时空和地域界限,想学就学。

图 18: YY 平台课程内容

语言类	IT 培训类	中小学教育类
 GRE 阅读考前点睛班 A 班 299 学点	 新起航电脑网络课堂 免费赠送方正字体库 联合重金推出 photoshop 零基础入门 Ps 设计培训,零基础入门到... 160 学点	 新格家长学校 争做智慧家长 培养优秀孩子 周六晚 8 点开课 yy 频道:56120989 QQ:1426846928 家长学校课程 980 学点
考试类	营销投资类	兴趣爱好类
 QZZN 天川面试 天川面试小班 七天思维制胜 YY:51667 QZZN 天川面试田老鼠小班... 2000 学点	 网淘巨人电商学院 淘宝大学 权威授课机构 网淘巨人电商学院 淘宝新手初级班 淘宝新手初级班 480 学点	 云操作系统大学 “传家宝” ——家庭文化缘系统打造 家庭文化缘系统打造 让你的孩子活在未来 【QQ 群号】344197226 传家宝系列——家庭文化的... 10 学点

资料来源：YY 教育官网，华泰证券研究所

我们认为，对于平台资源整合方而言，必须做好以下三点：一是流量的获取，保证平台有稳定的访问量；二是平台自身服务变现的能力，即在线平台是否可以实现盈利；三是产品的研发，平台的产品主要是由课程内容生产方提供的，这取决于平台商与供应商之间的合作。YY 教育正是从以上三个角度出发，全方位打造的一个在线教育平台，因此在行业中处于领先地位。

（1）借助 YY 语音的客户资源，实现教育平台的流量保障

广州多玩网络科技有限公司成立于 2005 年 4 月，旗下的 YY 语音是国内第一大游戏语音通讯平台，注册用户达 4.005 亿，YY 所有娱乐频道晚上黄金时间频道同时在线人数综合统计可达到千万以上。这样可以为 YY 教育提供大量的客户来源，提高其知名度，从而使得平台能够保持稳定的流量。

（2）探索中前行，佣金和收费课程是长远的盈利模式

从用户端来看，YY 教育官网上的课程分为收费和免费两种，收费以学点计算，一个学点价值一元。而 YY 教育在免费教育上布局更为长远，YY 旗下的 100 教育去年就做了一个重要的决定：两年投入超过 10 亿元，以免费模式来吸引、培养用户。YY 教育还对入驻的老师收取佣金，但是这种盈利模式必须保证教师的质量和用户的规模，才能长期地生存。所以综合来看，YY 教育目前的发展阶段还是初期，最主要的目标是用户数的积累，当具有一定规模之后，我们认为佣金和收费课程将会成为平台重要的盈利模式。

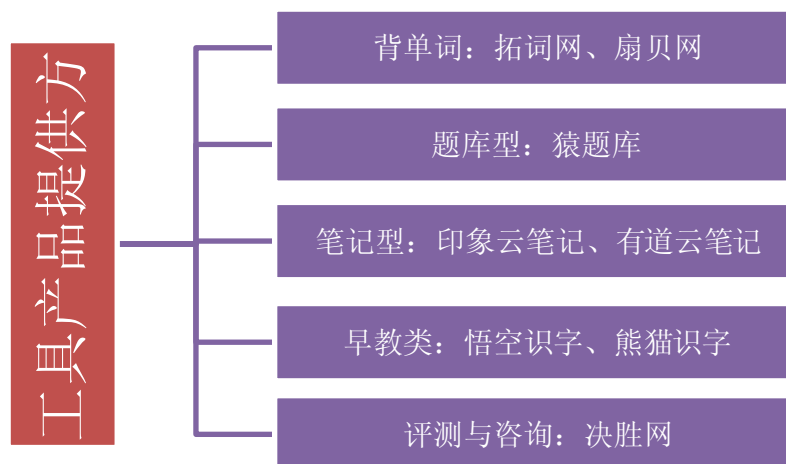
（3）多方合作，师资力量雄厚

对于在线教育平台来说，只有优质的课程才能吸引更多的用户，而其本身并不是内容生产方，所以必须依赖与内容生产方的合作关系，与相关领域中的优秀企业进行合作来提供好的课程。YY 教育自成立以来就不断寻找合作方，在英语培训上，与新东方、环球雅思等优秀的培训机构合作；在公务员培训上，与华图、中公等龙头型的机构合作；在考研、K12 教育等方面也都选择行业中的佼佼者作为合作方，从而保证平台课程的质量。

工具产品提供方，形态分散

工具产品提供方是针对提高学习效率、记忆力、查漏补缺等学习过程提供辅助类学习工具产品的机构。这类产品形态多样，代表性产品包括背单词型产品、题库型产品、笔记型产品、早教类产品、评测与资讯工具。

图 19： 工具产品提供方类型



资料来源：华泰证券研究所

案例分析：以考试为导向，猿题库一对一智能出题

猿题库于 2013 年 2 月 18 日正式上线，目前已经覆盖初高中、公务员考试、司法考试等多个职业类考试以及 K12 领域高考题库。猿题库为学生提供在手机上练习做题与知识点测评的服务，通过智能算法对学生数据进行分析 and 挖掘，能够准确评估每一位学生的能力，并根据能力一对一智能出题，满足学生课堂之外的个性化学习需求。

图 20: 猿题库

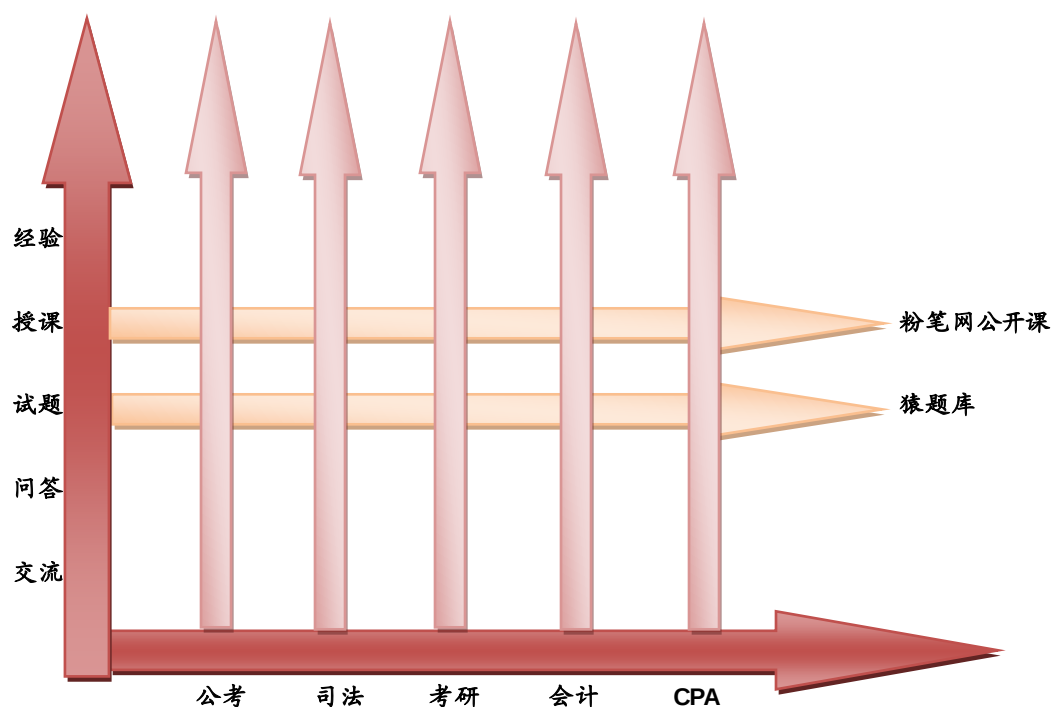


资料来源：猿题库官网，华泰证券研究所

猿题库的创始人李勇在之前还创建了粉笔网，通过两者的对比可以发现，猿题库专注于试题练习，这种模式更容易被用户接受，在盈利方面也具有较好的前景。

图 21: 粉笔网 VS 猿题库

粉笔网



资料来源: iheima, 华泰证券研究所

猿题库在上线几个月之后就取得盈利，这是在线教育中比较少见的，因此也获得很多投资方的青睐。猿题库日前宣布，已完成 6000 万美元的 D 轮融资，估值 3.6 亿美元。本轮投资由华人文化产业投资基金 (CMC Capital Partners) 领投，新天域资本 (New Horizon Capital)、IDG 资本和经纬中国参与了本轮投资。

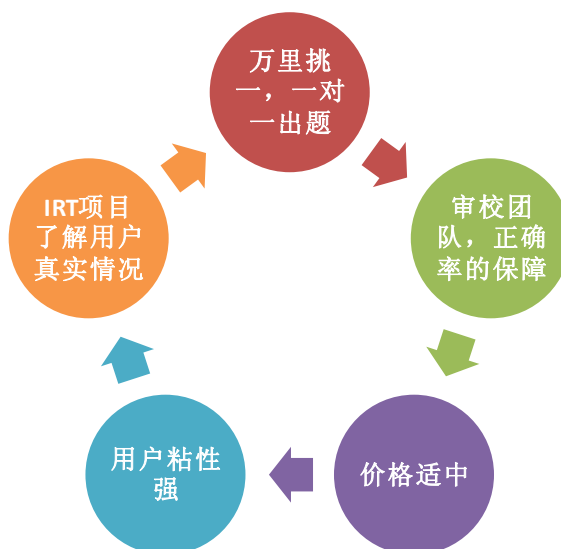
表6: 猿题库融资情况

年份	轮次	投资方	金额
2012 年	A 轮融资	IDG 资本	220 万美元
2013 年	B 轮融资	经纬中国领投、IDG 资本跟投	700 万美元
2014 年	C 轮融资	经纬中国和 IDG 资本	1500 万美元
2015 年	D 轮融资	华人文化产业投资基金领投，新天域资本、IDG 资本和经纬中国参与	6000 万美元

资料来源: 华泰证券研究所

我们认为，猿题库的快速发展得益于对应试教育体制的把握，针对性的试题练习正是用户的最大需求，其目前已拥有 1300 万中学生用户。通过用户做一些固定题目之后，针对用户个人情况，同时借助大数据支持、IRT 项目反应理论作为数据模型的基础来反映用户真实水平，从而实现一对一出题，帮助他们针对性地进行提高。对题库的智能化处理，除了运营和技术团队，整团队中还有一群秘密武器——审校团队，他们专门做题，并且给出最详尽和准确的解析。而且在产品定价上，相对线下有一定优势，让用户更容易接受。所以猿题库能够获得众多用户的青睐，而其实用性也强也使得用户粘性较高。

图 22: 猿题库的竞争优势



资料来源：华泰证券研究所

技术设备提供方，改造和提升教育质量

技术设备提供方提供在线教育产业链中基础的硬件设备及技术解决方案，如教学应用设备、电子书包、翻转课堂设备、同步教学服务、云存储服务、考试服务等，例如科大讯飞、方直科技。该类技术提供商虽然本身不输出教育相关的内容，但其技术支持也是整套解决方案中不可或缺的。

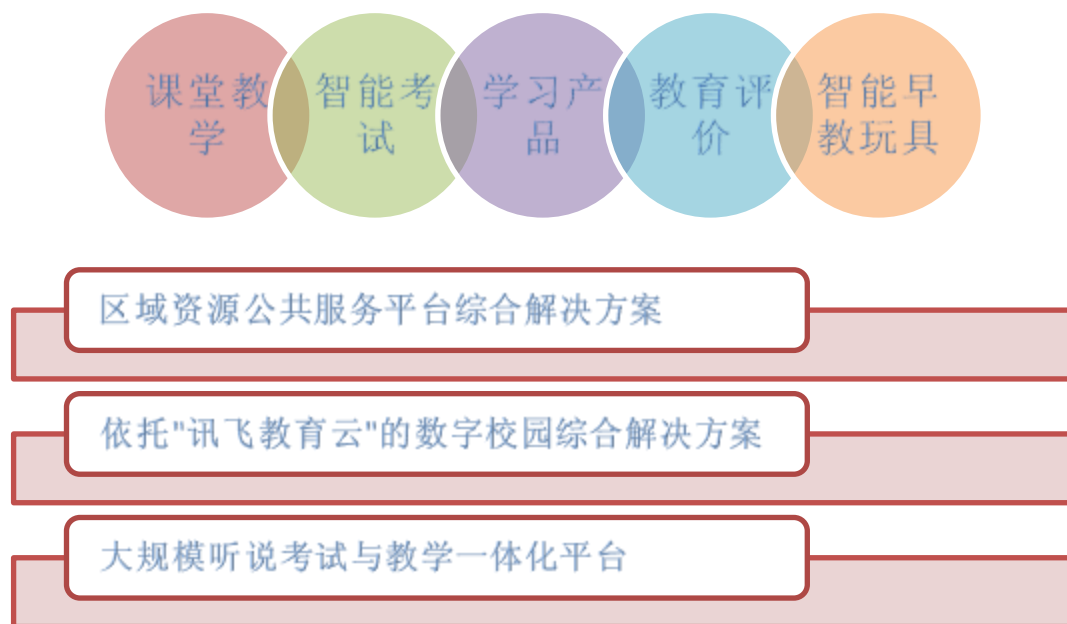
案例分析：借助语音技术优势，科大讯飞全力抢占教育入口

科大讯飞借助自身语音技术的优势，建立从考试到评价、到课堂教学、到资源平台、云端以及面向个人学习的完整体系，即云+端的模式。

云：全面部署应用的教育云，科大讯飞的教育云平台正处于全面部署应用时，公司提供的安徽省教育信息化解决方案已经被教育部上报国务院，作为全国样板案例。

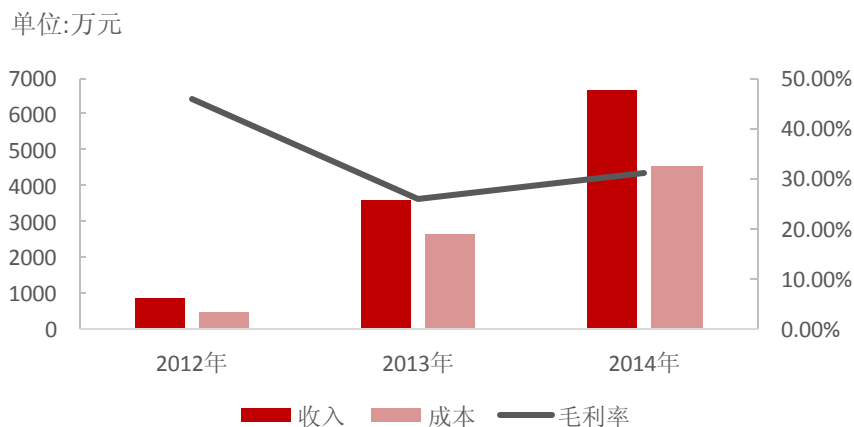
端：从教学考评到应用门户，当前在智慧教育领域，公司语音测评与教学产品主要分为语音测评和畅言语音教学系统。公司把超过三分之一的人力投入在线教育，公司在教育领域的战略首先是抢占考试业务制高点，然后是在教育行业积极开展教学产品推广，最后再向学生家庭学习依次推进。公司在教育上的主要产品则是口语评测、多媒体教学系统以及教育门户。公司研发的“国家普通话水平考试智能测试系统”目前应用省份已经达到了 31 个，累积参与测试的考生达 800 万人。

图 23: 科大讯飞在线教育的产品&方案



资料来源：华泰证券研究所

图 24: 科大讯飞教育教学收入



资料来源：WIND，华泰证券研究所

科大讯飞作为教育设备提供商，采用云+端的布局方式，在其所涉及领域已经具有明显的竞争优势。公司作为语音行业的龙头企业，语音技术全国领先，使得其在口语测评等考试系统中处于领先地位，而在以考试为导向的教育体系中，抓住考试端则可以帮助其占领课堂教育和学习产品的市场，进而实现整个教育体系的布局。

放眼未来，科大讯飞看到智慧教育更广阔的市场，已经提前进入布局。公司的“讯飞超脑”计划致力于人工智能技术的研究，该计划的目标之一是在在未来的 3-5 年内让类人答题机器人考上一本，这对公司教育业务的发展非常有帮助。公司可以借助这一技术实现机器教学，让人工智能系统根据学生的特征进行分析，并且为其制定专业化的学习方案，还能实时地根据学生学习状况进行调整，这将对目前教学方式的一种颠覆。

互联网教育盈利模式趋于多样化

近年来，国内“互联网+”领域中，互联网教育行业的发展势头日益高涨。在市场呼声渐高、初创企业如雨后春笋涌现的同时，其变现的商业模式也成为行业重点关注的问题。众所周知，一个行业只有拥有强劲的变现能力并找到合适的变现模式，才能够实现可持续的常态化发展。目前，发力在线教育的公司大多业绩平平，甚至还没有实现扭亏为盈。就盈利模式而言，在线教育不同细分领域的发展进度并不一致：如学前教育处于探索期，大量厂商及投资方涌入，厂商提供的产品和服务严重同质化，市场竞争激烈，商业模式不清晰；K12 教育处于启动期，市场规模巨大并且还在逐步增加，产品的标准化程度较高，大多以网校为平台，盈利模式基本都是付费购买的模式。如果单是靠付费教育视频来盈利，以当前在线教育公司所积累的客户资源来看，恐怕很难支撑起成本投入，但目前除此以外也没有发现更好的盈利模式出现。

国内互联网教育公司的盈利模式较为单一

总的来看，国内互联网教育公司的盈利模式较为单一，以较为直接的方式面对付费用户。大体上可以分为内容收费、广告收费、技术服务、咨询服务、软件收费、平台佣金这六种，其中按内容收费和对广告收费这两种盈利模式相对传统，但盈利性尚可。

图 25： 我国互联网教育盈利模式



资料来源：华泰证券研究所整理

1) 内容收费：教育内容作为教育行业的核心竞争力，其质量优劣将对能否直击用户痛点、培养消费者粘性起到决定性的作用。作为在线教育最传统的收费模式，按内容收费在最早期的网校、培训课程中已经被利用。其内容类型包括学习视频、学习工具、文档资料等，以新东方、好未来、正保远程教育等为代表企业。然而随着基础内容全部免费趋势逐渐明显，在未来，内容提供商的盈利点或将转向大数据下的更具个性化的专项内容提供。

2) 广告收费：按广告收费也是传统的盈利模式之一。目前比较普遍的是按点击次数收费，其形式具有多样性，从网络横幅、图表广告再到多媒体动画等。几乎所有的教育类网站都会提供一定数量的广告位，但是能够单独依靠广告来盈利的还只是少数具备品牌优势、能带来大流量以及高点击量的网站。该模式只能作为已经初步接受市场认可的互联网教育公司的附属盈利点，且难有创造性的增长，初创企业仅靠广告弥补巨额投入将难以为继。

3) 技术服务：是指将互联网技术更好地应用于教学的全过程，进而提升互联网教育的用户体验。行业内的技术提供商包括拓维信息、启明科技、科大讯飞、方直科技等，作为教育产业链内的重要一环，这些公司分别专注家校互动、学习信息化建设、提供语音视频工具、提供高速网络及终端等方面的技术支持。以语音技术应用覆盖各领域的龙头企业科大讯飞为例，在教育业务领域，公司积极推广教育云平台、课堂教学软件、评价系统等产品在内的区域教

育信息化整体解决方案。2014 年，凭借一流的语音技术，公司口语评测各项指标在教育评测领域大幅领先。虽然公司在教育教学领域的营业收入占比较小，但该部分业务的毛利、营收增速及毛利增速都十分可观。

表 7: 2014 年科大讯飞分行业营业收入

	营业收入(万元)	毛利率	营业收入同比增速	毛利率同比增减
软件和信息技术服务业	170307	56.52%	40.41%	2.76%
教育教学	6648	31.41%	83.62%	5.15%

资料来源：科大讯飞 2014 年报，华泰证券研究所

4) 咨询服务：主要形式为在线对用户在学习过程中的疑难问题、对出国留学、职业发展或考证等领域的困惑进行一对一的个性化服务。该模式具有高互动性、针对性的特点，由于大多数在线咨询业务的服务时间为 24 小时，因此在线咨询摆脱了传统教育机构面对面咨询的时间与地点的束缚，为用户提供了巨大的便利。以立思辰为例，其控股子公司乐易考科技有限公司拟于本月下旬推出大学生就业领域的 APP，旨在为大学生提供就业咨询等各项具有群体和内容针对性的服务。咨询结合移动互联网的形式，迎合了当下 4G 与智能手机普及、大学生就业难的局面，或将成为立思辰新的业务增长板块。

5) 软件收费：是指为终端进行付费软件的安装。行业内的收费软件提供商包括方直科技、歌华有线、立思辰、数码视讯等。以方直科技为例，公司主要产品即是金太阳教育软件，包括学生教材配套软件、教师用书配套软件。

6) 平台佣金：该模式是指对进驻平台的教育机构收取佣金，进而允许教育机构在平台上提供视频课程和学习资料，在为平台带来优质教学内容进而吸引用户的同时，实现了与缺乏网络资源但教学资源丰富的教育机构的互利共赢。对于互联网巨头旗下的教育品牌而言，平台分成是一种非常理想的模式。以淘宝同学为例，该平台现有开课吧、中公教育、优米、华图网校等 74 个入驻机构，大大充实了平台在 K-12、职场培训、兴趣爱好等领域的教学资源，进而将淘宝同学打造成一个深耕教育领域颇具延伸度的综合性平台。

图 26: BAT 巨头教育平台部分入驻机构



资料来源：华泰证券研究所整理

国外互联网教育盈利模式多样化

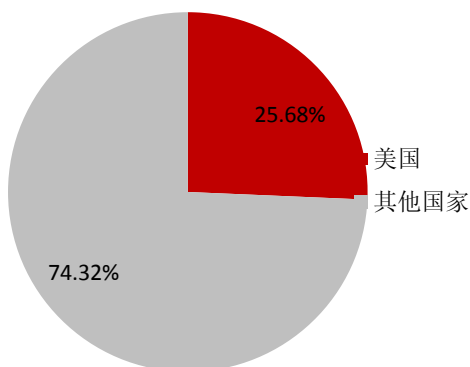
在我国“互联网+”概念引发各行业高度关注前，美国、韩国、欧洲等国家地区就已经率先进行了互联网交叉全行业的变革。在互联网教育这场竞赛角逐中，美国可以说是领跑全球的玩家。据 2012 年 GSV 关于教育行业的报告指出，2017 年美国教育市场总规模将达 18055 亿美元，占全球市场的 28.33%，其中在互联网教育领域，美国市场占到了 25.68%，其全球行业领先地位不言而喻。下文中我们以美国为代表来分析国外互联网教育的盈利模式。

表 8: 全球及美国教育市场规模

单位：亿美元	2012 年	2015 年	预计 2017 年	年均复合增长率
全球教育市场	44509	55087	63725	7%
全球互联网教育市场	909	1665	2555	23%
美国教育市场	14321	16513	18055	5%
美国互联网教育市场	325	491	656	15%

资料来源：GSV Education Sector Factbook 2012，华泰证券研究所

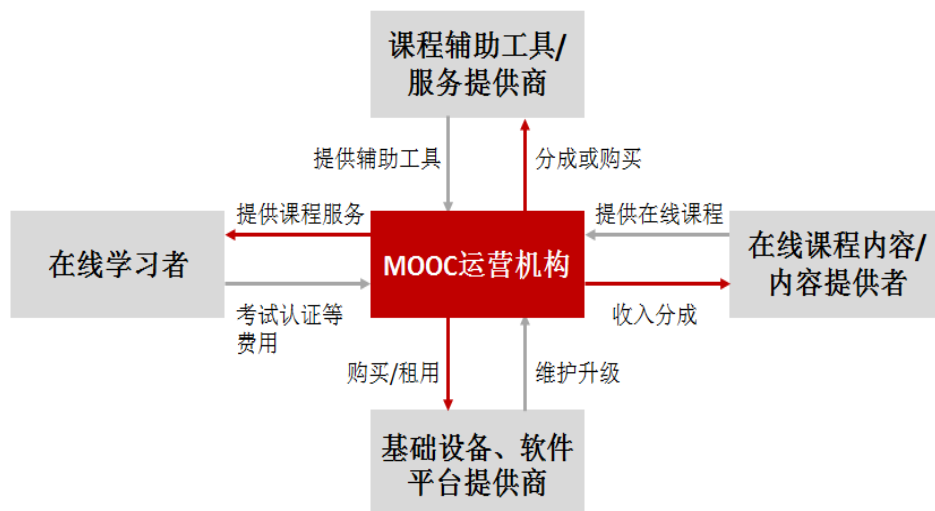
图 27: 2017 年预计全球互联网教育市场规模中美国占比



资料来源：GSV Education Sector Factbook 2012，华泰证券研究所

1) MOOC: 即 Massive Open Online Courses，大规模开发在线课程。自 2012 年至今取得了飞速的发展，代表性平台包括 Coursera、UdaCity、edX 及 Lynda。下图展示了目前 MOOC 的全产业价值链，其盈利模式主要分为向用户收费和向其他组织或个人收费。向用户收费包括对用户的认证收费(如 Coursera 的 Signature Track 认证)、付费考试(如 UdaCity、edX 的监考考试)、高级专业培训课程的学费等。向其他组织或个人收费包括向招聘企业收费(如招聘公司付费访问学生选课结果，确定是否存在潜在的员工)、与合作企业的利润分成。在利润分成模式的实践探索中，Coursera、UdaCity 以及 edX 都和全球最大的聚会网站 meetup 合作为线上的课程参与者提供线下交流机会。

图 28: MOOC 产业价值链



资料来源：华泰证券研究所整理

2)高等教育:美国互联网高等教育的发展得益于其开发的教育体制所提供的巨大创新空间。其盈利模式与传统高等教育类似，按照学分收费，学生按照规定修满一定学分后可以获得相应学历，范围涵盖了从大学预科到博士的多个专业学位，包括 MBA 学位。在 Google 发布的 2014 年全球大学热搜排行榜中，排名第一和第三均为网络大学，其中第一名为美国凤凰城大学。作为美国最为成功的网络大学，在 2015 财年第二季度，凤凰城大学净收入达到了 4.88 亿美元，其中通过学位授予向学生收费所得净收入达 4.78 亿美元，占到了 97.99%，所以说学费收入几乎是网络大学的唯一收入来源。凤凰城大学在第二季度的净收入占到了集团总收入的 84.31%，而在 2002 年，这一比例仅为三分之一，由此可见网络大学模式在美国的高渗透率和高接受度。

表9: 凤凰城大学 2015 财年净收入

单位：千美元	截止 2 月 28 日的近三个月		截止 2 月 28 日的近六个月	
	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年
凤凰城大学净收入	487,769	594,081	1,080,622	1,338,944
学位授予	477,980	584,858	1,059,352	1,320,037
其他收入	9,789	9,223	21,270	18,907
学位授予占凤凰城大学净收入比重	97.99%	98.45%	98.03%	98.59%

阿波罗集团净收入	578,572	672,754	1,297,624	1,520,902
凤凰城大学占阿波罗集团净收入比重	84.31%	88.31%	83.28%	88.04%

资料来源: Apollo Education Group, Inc. Reports Second Quarter Fiscal Year 2015, 华泰证券研究所

3) K12 教育: 美国 K12 互联网教育在整体上可以分为两种类型: 一是补充实体学校教育的混合型网络教育, 二是能够支持学生完全在线完成学业并确保学生能够通过州教育部门执行的测试达到法定学分要求的全日制网络学校。围绕这两种教育类型, 出版商、软件公司、互联网公司跨行业的内容、技术、平台提供商纷纷参与其中。

在美国互联网教育市场中, 一个成熟的公司兼具了内容、技术、平台提供商的角色, 成为综合性、全方位的行业领导者, K12 国际教育就是其中的典型代表。公司大部分收入来自于与虚拟公立学校和混合公立学校的长期服务协议。除了综合性的课程目录, 包括书本、实体材料、学生电脑, 公司也为学校提供多样化的以课程、管理、技术、学术支持、教师培训等资源为一体的整体解决方案, 而这种类型的业务常常是以连续多年的协议形式进行。2012 年至今, 公司在该业务领域的收入的占比始终保持在 84% 以上, 且呈逐年递增趋势。公司自 2012 年的客户——俄亥俄州虚拟学院和位于宾夕法尼亚州的阿格拉网络特许学校在 2014 年给公司分别带来了 14% 和 11% 的营收。

表10: K12 国际教育主营业务收入

单位: 千美元	2012 年	2013 年	2014 年	年均复合增长率
主营业务总收入	708,407	848,220	919,553	13.93%
虚拟和混合公立学校整体解决方案	595,062	729,469	809,207	16.61%
整体解决方案营收占比	84%	86%	88%	2.35%
其他产品和服务	113,345	118,751	110,346	-1.33%

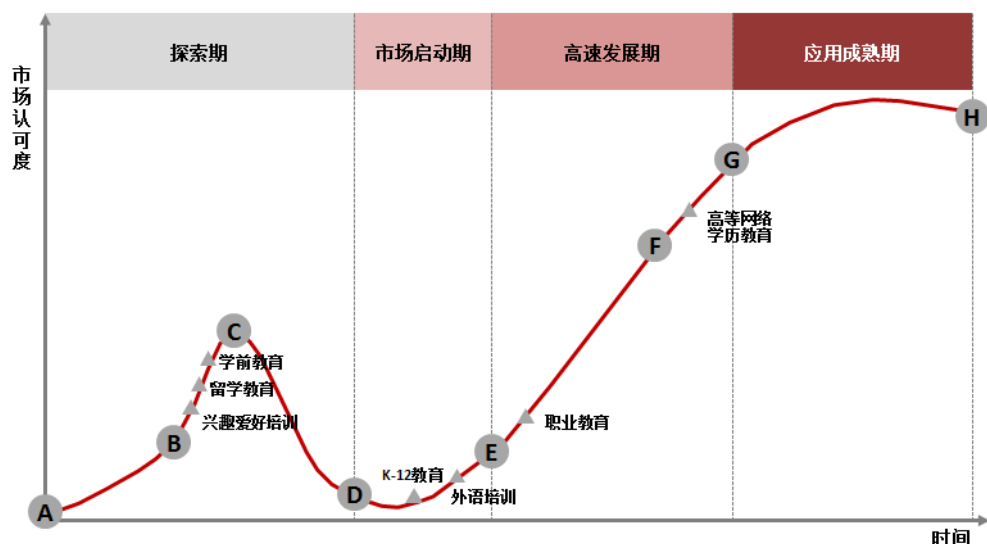
资料来源: K12 Inc. Annual Report 2014, 华泰证券研究所

互联网教育行业发展趋势

盈利模式逐步清晰, 并趋于多样化

中国互联网教育产业同其他传统产业一样, 也有着探索期、市场启动期、高速发展期和应用成熟期四个时期。而这四个时期大致存在着 8 个时间节点: 在探索期的初期, 商业模式或者应用出现的同时有厂商出现, 并有资本进入。在初期用户积累到一定规模时, 引爆用户的快速增长, 此后由于盈利模式没有受到市场认可(在中国互联网用户习惯了免费的教育资源, 知识产权的意识也并不强烈), 厂商纷纷退出, 市场整合开始。接下来, 互联网教育进入市场启动期, 市场整合完成, 少数厂商坚持探索商业模式。在本期结束时, 经过长期探索, 厂商找到可以被用户付费认可的服务方式和合理的盈利模式, IPO 开始。进入高速发展期后, IPO 热点逐渐转移, 厂商收入增加, 实现盈利。最后, 市场进入应用成熟期, 应用步入成熟阶段, 此后原有应用退出, 新的应用进入, 不断进行优胜劣汰的转型升级。

图 29: 互联网教育产业发展的四个阶段



资料来源：易观智库，华泰证券研究所

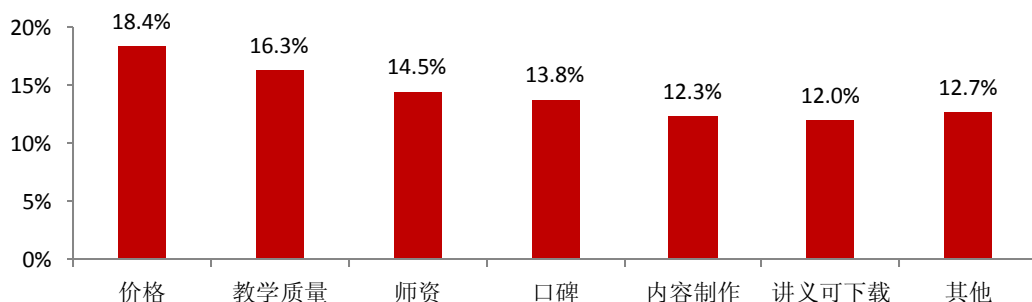
我国互联网教育产业目前仍在探索期的中期，厂商们吸引用户的同时不断探索盈利模式，试图在竞争激烈的产业格局中谋求生存。目前，中国互联网教育产业的商业模式主要有内容收费、技术服务、软件收费、平台分成、广告模式等。其中，以传统内容收费和广告收费相对落后，平台分层的模式相对较优但是门槛较高。对初创企业和小厂商而言，其机会在于以内容为核心的竞争，而对上市公司等巨头而言，其竞争则是基于优质内容的平台搭建竞争。随着移动互联网、大数据、云计算等技术的发展，预计未来，线上教育产业将完全进入“基础知识免费，增值服务收费”的模式。未来的盈利点在于通过互联网为用户提供真正个性化、具有不可替代性的服务，使其具有付费价值。

内容为王，服务性为先

我国教育行业一直以来面临的一个困境就是原创高质量内容的匮乏。由于政府制定了统一的考试标准以及长期以来国内对知识产权的保护和重视不足，中国教育公司的内容基本上是基于考试教材研究和以国外引进为主，缺乏规模化的独立开发内容的能力。这也使得线上教育出现后，虽然硬件工具能够快速进步，但是软内容却迟迟难以跟上。

根据沪江网于 2014 年 1 月进行的互联网教育用户行为分析调查，用户选择在线教育的主要原因是其价格优势，其次就是教学质量、内容制作等与内容相关的原因。尤其是在 K12 教育中，因为青少年成长的不可逆性，家长为孩子选择校外培训班时，价格因素不再成为第一因素，内容、师资等影响教育质量的因素会被首先考虑。

图 30: 用户互联网教育产品选择动因



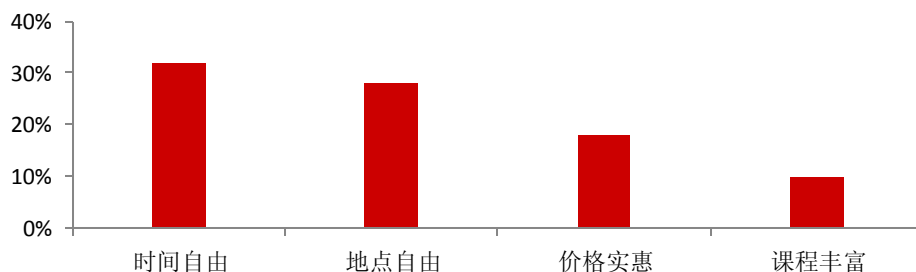
资料来源：沪江网《中国互联网教育用户行为分析报告（2013-14）》，华泰证券研究所

在中国互联网教育市场，大致存在着三类相对成熟的厂商：一是教育平台厂商，二是互联网企业，还有则是传统教育机构。比起创业企业，传统机构掌握着雄厚的资源渠道；比起互联网企业，如 BAT 等巨头，传统机构拥有更加丰富和优质的教学内容资源。但是目前，拥有“内容”武器的传统机构却在线上试水时面临着与线下拓展互博的局面以及不懂技术的窘境。互联网企业以及专注教育的平台厂商经过长期积累，有着显著的流量优势及规模效应。目前来看，这三类厂商孰强孰弱还未可知，而在未来，三者之间的合作与整合值得期待，这意味着互联网教育行业将诞生精细于内容的同时，广阔于平台的厂商，也只有这样的厂商才能够步入到产业的高速发展期。

移动端引领在线学习潮流

伴随着互联网与智能手机的普及，移动互联网相关工具及网络环境均获得了极大的改善与提升。3月17日，工信部公布了2015年2月份通信业经济运行情况。截止2015年2月，我国移动用户总数达12.9亿户。其中，4G增长快速，2月净增2017.5万户，总数达1.38亿户，在移动电话用户中占比10.7%。飞速发展的移动互联网及其巨大的用户基数将成为未来移动互联网产业呈现移动产品用户爆发式增长的温床。现代人快速的生活节奏决定了人们很难有整块的学习时间，碎片化、高效化的学习将超过PC端，成为未来最主要的学习方式。根据沪江网于2014年1月进行的互联网教育用户行为分析调查，用户认为互联网教育产品的前两大优势即是时间自由和地点自由。而在移动终端进行的学习正满足了这两大优势——无论何时何地都可以进行在线学习，获取优质的教学资源。

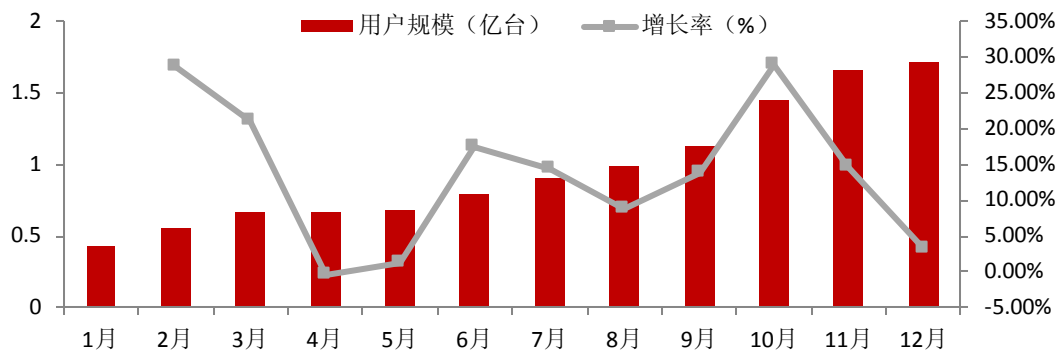
图 31: 用户认为的互联网教育产品优势



资料来源：沪江网《中国互联网教育用户行为分析报告（2013-14）》，华泰证券研究所

过去的一年是移动教育快速发展的一年，用户数持续上涨，达1.72亿，较年初增长了299%。预计在2015年，用户数还会实现成倍式的增长，整个行业在移动互联网领域的渗透率将大幅提升。以K12教育领域创新类应用发展为例，百度旗下作业帮以及学霸君、猿题库、学习宝等应用在过去一年内用户量成倍数增长，其中学霸君的用户量翻143倍，猿题库的用户量翻53倍。当前移动教育APP应用集中在语言类学习，例如背单词类应用，以及初高中课程题库，在一定程度上保持了K12教育用户和部分高等教育用户的粘性，但是在内容上依旧有很大的提升空间。

图 32: 2014 年 1-12 月中国移动教育行业用户规模及增长率



资料来源: TalkingData 数据中心, 华泰证券研究所

目前国际上在移动教育行业中处于领先地位的国家分别是美国、日本和韩国。美国和日本在移动学习的消费行为方面有相似之处，消费者都是高端用户。移动智力类培训游戏在这两个国家都是最受用户欢迎并高居销售量榜首的教育类资源。与此同时，年轻一代对内置于设备上的学习产品相当追捧。当然，这两个国家的情况也有差别。日本消费者主要从内容提供商处购买资源，而美国消费者却放弃了内容提供商转向苹果公司的 app stores。在日本，商家将移动学习资源（尤其是语言类的资源）预先装载在移动终端上，以此作为一种市场销售策略，吸引用户不断购买升级新装备；但这种情况在美国却鲜有见闻。迄今为止，在美国移动学习产品更多地满足了一些特定群体的需求，比如学术研究者、社团、医疗保健从业者等。

可以预见，未来中国移动教育市场将改变应用类型单一、主要用户群体消费能力不足的局面，除了把握 K12 教育和高等教育群体，还将吸引大批工作人士，提供优质的学术、职业培训资源，并对不同的学习领域进行有针对性的覆盖。

游戏化、社交化重构学习行为

传媒学家麦克卢汉认为“任何技术都倾向于创造一个新的人类环境”。随着以信息为核心的互联网逐步转变为以人为核心的互联网，以用户为本也成为了一切互联网相关产品开发的第一要义。与传统教育行业相比，互联网教育在用户体验上存在着诸多劣势，例如缺乏与教师、同学的互动性，强制性缺失导致的学习效率低下甚至学习行为中断等。对大多数人而言，学习本身的枯燥性决定了学习这一行为的难以持续性，因此如果能够通过游戏化、社交化重构学习这一行为，将会给整个互联网教育市场带来全新的商机与活力。

纵观全球教育游戏产业，据 Ambient Insight 于 2013 年发布的报告称，到 2017 年全球教育游戏产业的市场规模将达到 89 亿美元。2013 年全年，基于游戏的教育公司筹集资金超过 1.117 亿美元。广义的教育游戏市场（包括企业培训和教育类消费游戏在内）获得了超过 15 亿美元的风险投资。在游戏化的在线学习中，每一次知识的学习如同打怪加血，然后不断积累勋章。社区化与粉丝化趋势慢慢出现。类似于在沪江网、YY 教育这样的平台之上相同爱好的人群集聚成一个社区进行互动交流，自管理和 UGC 生成内容，从而在学习之外会有更多商业机会发掘，最大限度发挥长尾效应。

表11: 全球教育游戏产业市场规模

单位：亿美元	2012 年	预计 2017 年	年均复合增长率
总的市场规模	39	89	17.94%

严肃游戏市场	15	23	8.92%
基于模拟的教育游戏市场	24	66	23.47%

注：严肃游戏市场即基于游戏的教育，基于模拟的教育游戏市场包括企业游戏培训在内。

资料来源：Ambient Insight 2013，华泰证券研究所

而社交化对互联网教育行业的推动作用也是不言而喻的。教学团体规模与内部交流对用户长期持续贡献非常重要，成功的平台不仅仅是大的群体，必须要有一定程度的交流，这样追求群体内声望或者其他有助于贡献的动机才会被激发出来，从而实现用户生产和传播内容。对于社交化这一关键词，传统社交巨头在涉足教育行业时的优势显而易见。以腾讯课堂为例，其依托腾讯社交属性具有天然的优势。据腾讯 Q4 财报显示，手机 QQ 月活跃用户已达到 5.76 亿，同时，腾讯课堂是唯一一个具备深度社交基因的平台。在还没有出现在线教育平台之前，QQ 就一直是最主要的在线教育工具之一，尤其是 QQ 视频、QQ 群视频更是在线教育培训的利器。腾讯课堂正是依靠腾讯的这种强社交关系，让用户在学习过程中不仅可以通过 QQ 群交流学习心得，还可以通过视频进行面对面的探讨。如今随着腾讯课堂移动端的推出，腾讯又将其在移动社交领域内的强势平移至在线教育的移动应用端。在移动端腾讯课堂整合了传统强势社交工具 QQ，还和腾讯旗下的其他平台如微信、朋友圈、QQ 空间等社交应用做了打通，用户不但可以依靠朋友的分享找到自己感兴趣的课程，还可以将自己喜欢的课程通过社交工具分享给其他好友。

大数据实现因材施教

“数据改善学习有三大核心要素：反馈、个性化和概率预测。”牛津大学互联网研究所教授迈尔·舍恩伯格和大数据发展评论员肯尼思·库克耶在《与大数据同行》一书中写道：“在未来，学习绝不会是按照一本给定的教科书、一门科目或课程，以同样顺序和步调进行，而将是有数千种不同的组合方式。教师不再需要凭借主观判断选择最适合教学的书籍，大数据分析将指引他们选出最有效、支持进一步完善和私人定制的教材。”大数据能够为每一位学生创设量身定做的学习环境和个性化课程，进行定向“靶标式”推送。

大数据会逐渐在在线教育得到广泛应用，最主要的就是教学测评的升级。在解决了交互之后，每一次的访问足迹累计的数据最终可以更好地做精准营销。而大数据更大的应用是应用于传统的机构，每一次在线做题，在线访问知识点，或者利用移动终端收集学生的学习习惯特点，更精准教学，更好地组织教学。而类似于英语口语工具将会极大提高老师教学效率，而类似于猿题库这样的在线测评与数据分析系统将会更大规模应用于传统机构，从而做到真的数据分析和大数据挖掘，并通过对不同的学生建立学习模型做到因材施教。

教育资产上市限制政策破冰，A 股或将开启一轮教育类资产上市风潮 政策障碍使得教育企业多年来无缘 A 股

由于受到政策的重重阻碍，教育企业多年来无缘 A 股。首先，教育的公益属性，与上市公司的营利性背道而驰。《教育法》规定，任何组织和个人不得以营利为目的举办学校及其他教育机构。《民办教育促进法实施细则》中则写道，民办学校出资人可以从办学结余中取得合理回报，然而，何为“合理”，至今没有明确的标准。另外，相关法规也指出，我国民办教育培训机构需在民政部门登记，属于非企业法人，这种身份使其难以成为上市主体。其次，民办教育机构在各地，均处于教育部门、工商部门的双重管理之下，有些细分领域还涉及到

商委、民政等部门，关系错综复杂，难于监管。

作为上市公司中的资产，教育公司如果不能盈利，企业不会被投资者认可，但如果盈利，又与教育法律冲突。因此，在新南洋之前，A股没有以教育培训为主业的上市公司，仅存在围绕教育产业链的企业，如天舟文化、方直科技等。

也正是由于培训机构的这一尴尬身份，此前国内主要的教育类公司均选择赴美上市，如新东方、好未来、安博教育等。

2013 年相关政策破冰

虽然教育企业一直受到政策的重重阻碍，但 2013 年以来，政策出现了微妙的松动。

首先，上海证券交易所的上市公司行业分类做了修订，“教育”作为一个行业单独出现。

其次，2013 年 7 月，上海政府宣布，所有营利性质教育培训企业都可以申请正式资质。而此前直到 2012 年，营利性质的教育培训企业申请正式资质都非常困难，因此在工商局以“咨询”注册，所以才有了媒体多次曝光的多家知名教育机构“非法办学”事件。目前上海市正在试点，放开营利性教育培训企业的资质控制，可以说，对于教育企业的盈利和上市，从教育部门到证监会，各方面的政策已经趋向放开。

上海的试点要求中，申请资质有两个重要条件。第一，所有教育企业都要将上一年营收的 10% 存入固定的保证金账户，这笔钱企业无法动用。第二，企业需要将学生的预付学费存入指定账户，学生的预付费除了教育服务相关的支出，扩建校区等其他方面不能随意支出。

温州市试点则将民办学校分为营利性与非营利性两类，营利性的学校改为企业法人单位，在工商部门登记，以高新技术企业类别享受 5 年免税政策，先交后返；非营利性的学校改为民办事业单位，归民政部门登记，财政给予购买服务。

再次，2013 年 9 月 5 日，国务院法制办公布《教育法律一揽子修订草案（征求意见稿）》向公众征求意见，拟对《教育法》、《高等教育法》、《教师法》和《民办教育促进法》进行统一的修改。此次修法，是为了配合《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020）》（下称《纲要》）的推进，对四部法律中的相关表述进行调整。

具体而言，修改主要集中于以下几个方面：

首先在教育制度方面，“国家实行学前教育制度”被写入《教育法》；“成人教育”的表述修改为“继续教育”，并增加了推动健全终身教育体系等相关表述。按照《纲要》，加快教育信息化、推进教育国际化的表述也正式入法。尤其在法律的第十一条修订建议当中，强调要“完善现代国民教育体系，健全终身教育体系，提高教育现代化水平”。

更具有实质性的修订意向，体现在对民办学校管理的分类改革上。当前的教育法律体系对各类民办教育机构的性质未有区分，一方面规定办学不得以营利为目的，另一方面又允许出资人获得“合理”回报。这样的规定，带来民办教育管理体制上的混乱：一些机构在享受政府对非营利机构的支持政策的同时，打着“非营利”的旗号获得高额利润；另一些机构却又碍于非营利组织不得分红的要求，无法让出资人分享利润，抑制社会资本进入。

此前的《纲要》提出，要“积极探索营利性和非营利性民办学校分类管理”，此次修法在法律层面予以回应。《教育法》取消了教育机构“不得以营利为目的”的表述，区分出财政性经费、捐赠资金举办或参与举办的教育机构，明确该类机构不得设立为营利性组织。

相对应，《民办教育促进法》允许民办学校自主选择，登记为非营利性或者营利性法人，至于原来可以取得“合理回报”的模糊规定则删除。《高等教育法》同时也删去了设立高等学校“不得以营利为目的”的内容。

在高等教育领域，则主要加强了对高校的管理。一方面强化学术委员会的作用，增加了“审

议、决定有关学术发展、学术评价、学术规范的事项，处理学术纠纷”的权限；另一方面加强社会监督，要求高校及时公开相关信息，建立起内部及第三方对办学水平、教学质量的评估机制。另外，高校审批的权限也有微调，设立专科教育和其他高等教育机构的审批权限，前者下放至省级人民政府，后者交给省级人民政府教育行政部门。

终于等到你，A股或将开启一轮教育类资产上市风潮

国务院总理李克强 2015 年 1 月 7 日主持召开国务院常务会议，讨论通过部分教育法律修正案草案。按照深化教育领域综合改革的需要，会议通过对教育法、高等教育法、民办教育促进法进行一揽子修改的修正案草案，决定提请全国人大常委会审议。草案增加了关于健全现代国民教育体系、发展学前教育等基本制度的规定，完善了高校设立审批、经费投入等管理制度，把部分高校设立审批下放到省级政府，强化学术委员会处理学术纠纷、学术不端等行为的作用，明确对民办学校实行分类管理，允许兴办营利性民办学校，并加大对非法招生、在国家教育考试中作弊、制售假冒学业证书等违法行为的打击力度，对责任人严肃追究责任。我们预计全国人大常委会或将在今年内完成审议教育法律一揽子修订方案，教育产业迎来新机遇。

此番教育法律修正案草案明确了“对民办学校实行分类管理，允许兴办营利性民办学校”，这是自《民办教育促进法》颁布以来最大的法律突破。自此，教育资产上市限制政策破冰，其登陆 A 股市场的路径已然清晰。我们认为新南洋个案成为过去，A 股将很快向教育培训行业开放，一大批符合要求的教育机构或将群体性上市，大量在境外上市的中国教育概念股回归 A 股将是趋势，教育很快会形成一个全新的高热度板块，而且将持续多年。另外，许多上市公司或将通过收购教育公司来实现战略转型，这将成为未来数年中国资本市场的一大热点。

在深化教育领域综合改革的背景下，倍受诟病的“中国教育”问题，通过“商业化”、“市场化”方式，正大踏步地向纵深处发展，前景光明透亮。

互联网教育企业融资高歌猛进

一级股权投资市场凭借其对技术手段、商业模式变迁与政策调整的敏感度，其所重点投资的新兴产业往往领先于二级市场认知。我们观察到 2013 年以来，教育领域，特别是互联网教育领域成为股权投资最为热门的细分领域之一，资本与创业团队均在探索这个“少数几个没有被互联网变革的传统行业之一”，预示着教育产业在资本的推力下，有望在未来数年探索出更为成熟的商业模式，成长起一批 Pre-IPO 企业。

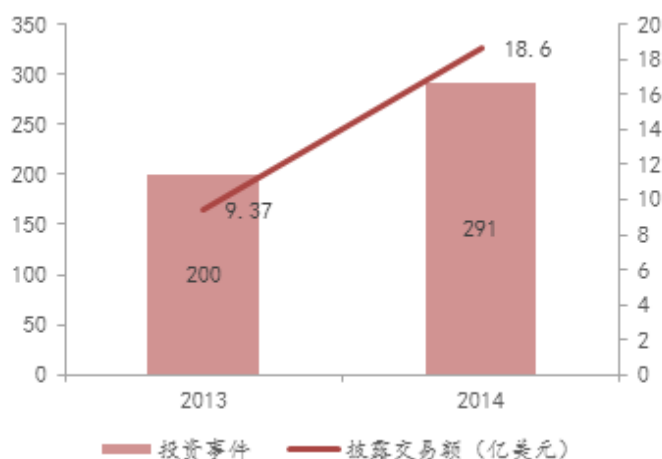
跟踪教育市场上 2013 年以来的投融资情况，我们发现教育产业的投融资，特别是互联网教育，正处在一个快速爆发、高歌猛进的阶段。

全球互联网教育风险投资快速爆发

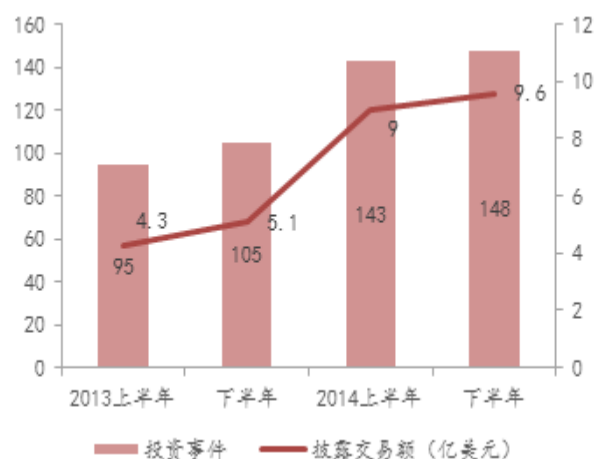
根据资本实验室风险投资与并购数据库统计，2014 年全球在线教育行业风险投资事件 291 起，披露交易额 18.6 亿美元，平均交易额 639.2 万美元。与 2013 年全年（投资事件 200 起，披露交易额 9.37 亿美元）相比，投资事件增长 45.5%，交易额增长 98.5%。全球在线教育经过近几年的发展，正处在一个迅速发展的阶段。同时我们注意到，交易额的增长速度要快于投资事件的增长速度，这说明，单笔投资事件的平均交易额也在快速增长，其增长率为 36.4%。

图 33: 2013-2014 年全球在线教育风险投资（年度）

图 34: 2013-2014 年全球在线教育风险投资（半年度）



资料来源：华资本实验室，泰证券研究所

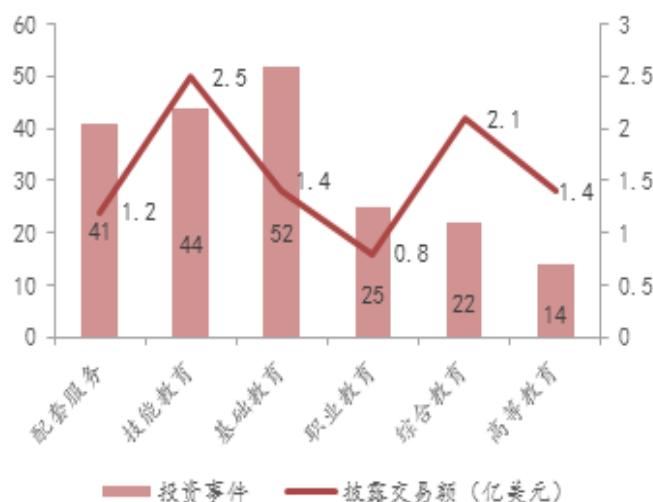


资料来源：资本实验室，华泰证券研究所

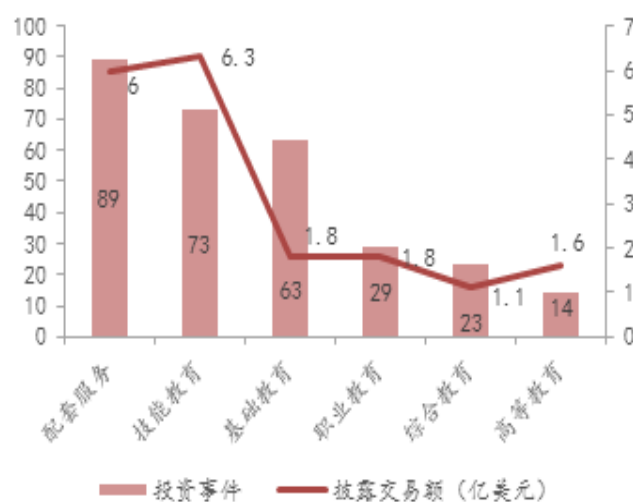
从在线教育行业风险投资的领域来看，2014 年，配套服务投资事件 89 起，占比 30.6%，披露交易额 6 亿美元，占比 32.3%；技能教育投资事件 73 起，占比 25.1%，披露交易额 6.3 亿美元，占比 33.9%；基础教育投资事件 63 起，占比 21.6%，披露交易额 1.8 亿美元，占比 9.7%；职业教育投资事件 29 起，占比 10.0%，披露交易额 1.8 亿美元，占比 9.7%；综合教育投资事件 23 起，占比 7.9%，披露交易额 1.1 亿美元，占比 5.9%；高等教育投资事件 14 起，占比 4.8%，披露交易额 1.6 亿美元，占比 8.6%。从投资事件的数量来看，主要集中在配套服务、技能教育和基础教育，这三个领域的投资事件次数占比达 77.3%；从披露投资额来看，主要集中在配套服务和技能教育，这两个领域的披露投资额占比达 66.1%。

图 35: 2013 年全球在线教育风险投资领域分布

图 36: 2014 年全球在线教育风险投资领域分布



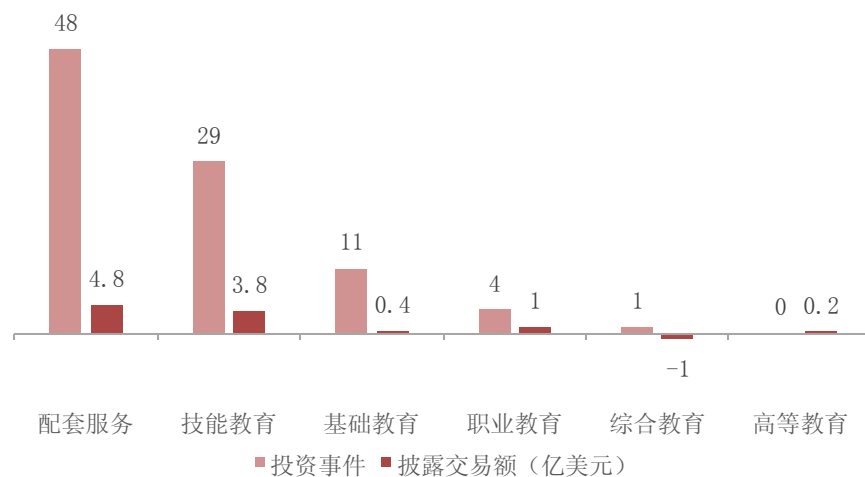
资料来源：华资本实验室，华泰证券研究所



资料来源：资本实验室，华泰证券研究所

与 2013 年相比，2014 年全球在线教育风险投资显著增加的领域为：配套服务、技能教育和基础教育。其中，配套服务投资事件增加 48 起，增速达 117.1%，披露投资额增长 4.8 亿美元，增速达 400%；技能教育投资事件增加 29 起，增速达 65.9%，披露投资额增长 3.8 亿美元，增速达 152%；基础教育投资事件增加 11 起，增速为 21.2%，披露投资额增长 0.4 亿美元，增速为 28.6%。

图 37: 2013-2014 年全球在线教育风险投资变化

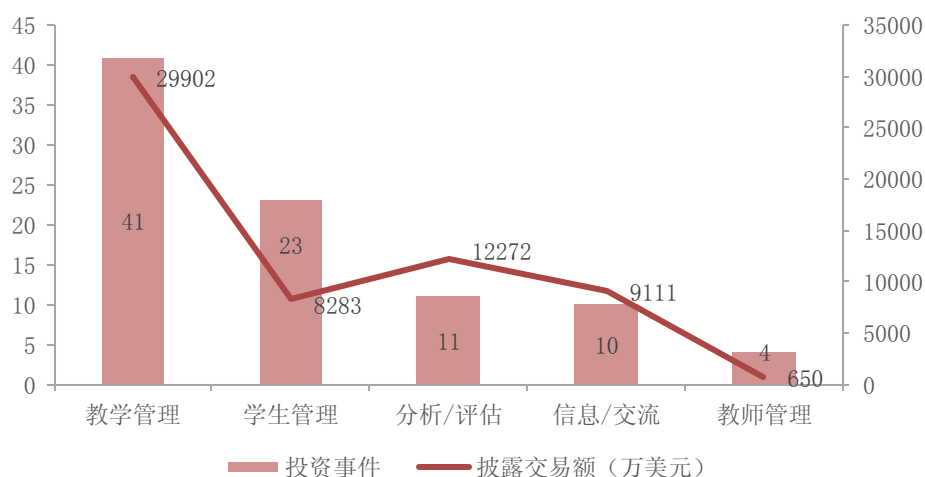


资料来源：资本实验室，华泰证券研究所

从 2013 年和 2014 年的数据来看，配套服务、技能教育和基础教育每年的投资额和投资数量最多，且增长最快，是在线教育市场三大重点投资领域。

在配套服务领域，以教学管理业务为主的企业获得的风险投资最多，披露投资额 29902 万美元，投资事件 41 起；针对学生管理业务的投资，披露投资额 8283 万美元，投资事件 23 起；在学习效果评估与分析的业务上，披露投资额 12272 万美元，投资事件 11 起。除此之外还包括信息交流平台和教师管理平台的投资。

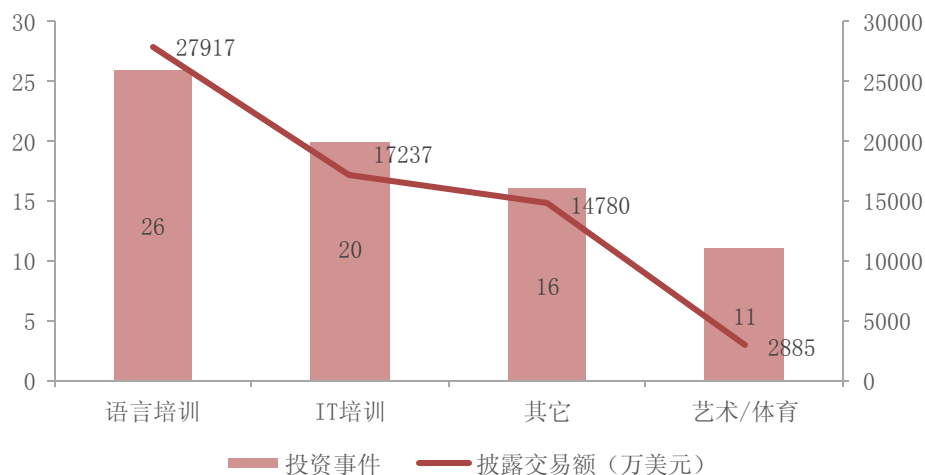
图 38: 2014 年全球在线教育风险投资配套服务领域



资料来源：资本实验室，华泰证券研究所

在技能教育领域，排在前两位的投资业务为语言培训和 IT 培训领域，披露投资额分别为 27917 万美元和 17237 万美元，投资事件分别为 26 起和 20 起。此外文体类培训也获得少量投资。

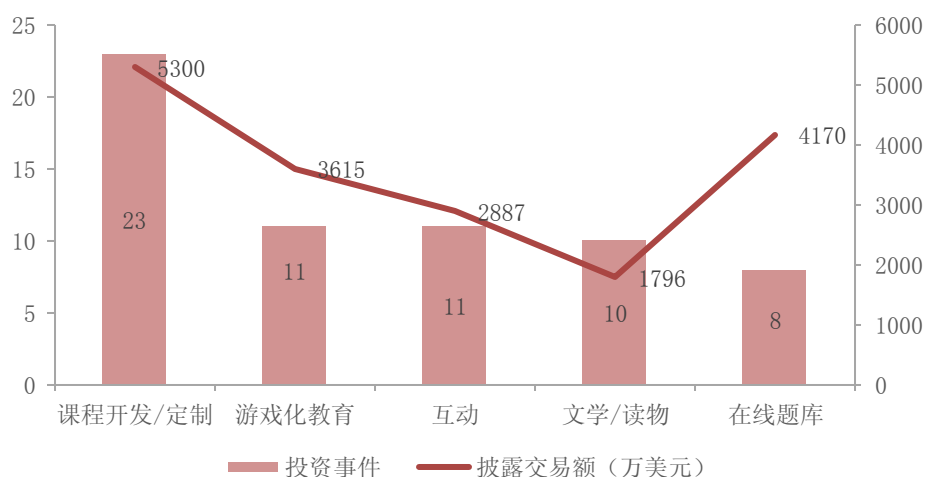
图 39: 2014 年全球在线教育风险投资技能教育领域



资料来源：资本实验室，华泰证券研究所

在基础教育领域，课程开发与定制业务获得最多的投资，披露投资额为 5300 万美元，投资事件 23 起；在线题库虽只有投资事件 8 起，但披露投资额达到 4170 万美元。其它获得投资的业务还包括游戏化教育平台、师生家长互动平台和文学读物等。

图 40: 2014 年全球在线教育风险投资基础教育领域



资料来源：资本实验室，华泰证券研究所

国内互联网教育企业融资高歌猛进

2013 年，中国在线教育企业投资事件 51 起。其中风险投资事件 44 起，披露交易额 8240 万美元；并购事件 7 起，披露交易额 1.3 亿美元（此外，传统及线下教育机构并购事件同为 7 起，披露交易额 3.4 亿美元）。

2013 年在线教育领域风险投资事件主要分布在：（1）技能教育领域 15 起，披露交易额 3798 万元，主要集中在语言教育、IT 教育两个大类；（2）基础教育投资交易 13 起，披露交易额 2181 万美元，主要业务包括早教、语言培训和 K12 阶段在线题库；（3）综合教育领域投资交易 6 起，披露交易额 1602 万美元，包含综合型题库、综合教学考试平台、艺术类综合教育等机构。除此之外，高等教育、职业教育与配套服务融资交易 10 起，披露交易额 659 万美元。

根据艾瑞咨询公布的数据，2014 年中国在线教育风险投资与并购持续发力，风险资本对该领域的投入力度远超 2013 年：风险投资事件 86 起，投资额 4.8 亿美元。其中，1000 万美元以上的投资事件达到 14 起。

此外，中国在线教育并购在本年度表现出很高的活跃度：并购事件 29 起，并购金额 5.9 亿美元。除了中信资本、CVC Capital 等大型 PE，以及百度、欢聚时代等互联网公司的身影外，在 2014 年我们看到更多国内上市公司，如世纪鼎利、森马服饰、拓维信息、神州泰岳、立思辰等通过并购加大对在线教育的布局力度。在本年度的 29 起并购中，国内上市公司发起的并购达到 13 起，交易额达到 2.8 亿美元。

表 12: 近年获得大额融资的教育公司

时间	公司名称	金额	投资方	曾获投资	模式
2014	慧科教育 (开课吧)	2000 万美 元, A 轮	复星集团旗下复星昆 仲资本以及另一家未 公布的投资机构		与大学合作建设本科课程, 通过与大 学联合共建专业招来学生
2014.3	麦奇教育	1 亿美元, B 轮	阿里巴巴领投, 淡马锡 和启明创投跟投	启明创投 1500 万美元的 A 轮投资	1 对 1、1 对多的真人实时视频语言学 习平台
2014.10	51Talk	5500 万美 元, C 轮融 资	领投方是红杉资本, 顺 为基金和美国风投机 构 DCM 再次跟投	2011 年 12 月 51Talk 获 得徐小平数十万美元的 天使投资, 2012 年 12	目前 51Talk 主要定位为非应试类的 成人英语培训, 比如职场实用类, 其 已拥有近 5 万名付费用户和 2500 多

2014.2	宝宝树	1.5 亿元, C 轮	好未来基金
2014.3	真朴教育	千万美元, A 轮	银泰资本
2014.3	学尔森	过亿元, A 轮	中信资本
2014.4	英语流利说	数千万美元, A 轮融资	IDG 资本、纪源资本领投
2014.5	好学教育	数千万元, A 轮	和君咨询集团
2014.6	九龙蓝海	1 亿元, A 轮	太证资本
2014.7	万学教育	数千万美元, C 轮	百度领投, 浩然资本和万学教育上一轮投资方 DCM 跟投
2014.7	孩子学啥	数千万元,	阿米巴领投、个人投资

月又获得风险投资机构 DCM 数百万美元投资, 2013 年的 B 轮融资是由雷军旗下的顺为基金领投, DCM 跟投, 共获 1200 万美元。

经纬创投(美国)、经纬创投(中国)邵亦波个人参与投资 1000 万美元的第二轮融资

名外籍老师, 领先于在线英语培训其他对手, 这一数字和线下英语培训机构英孚教育接近。

主打幼儿 APP 游戏式教育, 瞄准的是快速增长的 6000 万中国上网父母以及由此辐射到的价值 540 亿美金的孕婴童经济规模。

主打古琴、围棋、亲子课堂, 真朴教育是一家主打东方文化、关注人类自然成长和自由发展的新教育品牌, 旗下包括真围棋教室、真朴古琴教室、真朴家庭成长课程等产品, 在北京、上海、深圳、江苏、山东等地都开设了分校。

主打建筑、地产行业职业资格, 是中国建工和财经领域专业精英人才的考培基地, 学尔森还是一家集职业教育、学历教育、授权认证、网络教育、文化传媒教学为一体的国际性综合教育培训机构。

“英语流利说”是一款融合创新口语教学理念和尖端语音评估技术的英语口语学习应用, 每日推送的地道美语对话, 来自硅谷的实时语音评分技术, 好玩上瘾的对话闯关游戏。

好学网涵盖婴幼儿教育、基础教育、高等教育、职业教育、管理教育、老年教育、国际教育等七个考试大类, 同时涉及早教、医学、考研、会计、公务员、教师、商务英语、托福等上百种课程。

是幼儿园的家校通, 致力于幼儿教育领域互联网、移动互联网软件应用的研究、服务, 并结合国际先进幼教理念, 应用互动、创新、智能的信息化云平台来激发孩子最大潜能

前程无忧创始人凤允雷、红杉资本、联想投资已于 2007、2008 年先后投资万学教育近千万美金。又于 2011 年获得 DCM、红杉资本、联想投资和新加坡凤凰基金的共同注资, 金额为两千万美金。

成为针对大学生群体的顶级教育集团, 在研究生入学考试、公务员招录考试和职业发展等主力培训项目方面, 已成为中国首屈一指的教育机构。

孩子学啥是一个 0-18 岁孩子选择课

		A 轮	者跟投			外辅导课程的闭环导购平台，从家长寻找附近的课外机构、查看课程表和 老师信息，到实现课程预订整个过程 都可以在这个平台上面解决。
2014.7	江海云霄	数千万元， A 轮	厚持资本			主打为二三线城市学校建设视频云 课堂，并且为学生提供出国留学、高 考培优课程。在国内首创“远程实景” 教学模式，同时也是教育改革的积极 倡导者和实践者。
2014.8	邢帅网络学 院	3000 万美 元，B 轮	君联资本、北极光创投	2013 年 7 月，邢帅教育 获得多玩 YY 的 A 轮 1500 万元融资		是一家源自于 YY 语音平台的在线教 育服务商，用实在的收入告诉大家如 何做屌丝教育服务。通过 YY 语音提 供制图、影音制作等课程培训
2014.8	东方华尔	数千万元， A 轮	825 新媒体产业基金			东方华尔主打金融实务人才培养及 财富管理研究，将线上教育、线下教 育结合到一起，为个人、家庭和企业 定制方案，个性化战略更加受欢迎。
2014.9	沪江网	1 亿美元，C 轮投资	百度	07 年的天使投资、09 年 的 A 轮投资，2013 年 2300 万美元 B 轮投资		一个老牌的外语学习门户，由上海大 学生创业代表伏彩瑞创办。沪江网产 品线包括媒体属性的门户网站“沪江 网”、电商属性的“沪江网校”，以出 售图书、在线课程为主、社区属性的 “沪江部落”。
2014.9	创新伙伴教 育科技有限 公司(智课 网)	1060 万美 元	百度	创新伙伴教育科技有限公司旗下智课网和极智 批改网两个品牌曾获 1000 万元人民币的天使 投资		中国出国考试线上学习平台，是在线 教育领域为数不多的“能够聚集起 行业顶级教学专家、以高质量深度内 容研发和系统知识切片为核心，融合 先进的用于用户行为分析的数据挖 掘算法，同时又精于在线学习产品体 验设计和学习体验设计”的 B3C 在 线学习平台。
2014.9	极客学院	2200 万美 元	SIG、蓝驰创投	曾获得来自蓝驰创投的 A 轮融资		主打移动开发，汇集了几十名国内顶 尖的有多年项目和实战经验的 Android 开发授课大师，精心制作了 上千个高质量视频教程，涵盖了 Android 开发学习的基础入门、中级 进阶，高级提升、项目实战开发等专 业的 android 开发课程。
2015.1	网龙在线教 育子公司贝 斯特	5250 万美 元，A 轮融 资	DG 资本、祥峰投资(淡 马锡集团全资子公司) 及深圳上市的动画制 作机构奥飞动漫			
2015.1	易题库	数千万人民 币，A 轮融 资	腾讯产业共赢基金			易题库是一款智能选题组卷测评系 统，专注于提高老师教学效率和提升 学生成绩。
2015.1	学习宝	2000 万美 元，B 轮融 资	软银中国领投，原投资 方金沙江跟投	曾获金沙江 300 万美 元的投资		学习宝是一款针对初、高中学生基于 图像搜索技术的实时答题产品，能够 将文字、公式、图形符号等混排识别

2015.1	阿凡题	1800 万美金, A 轮融资	梅花创投和安芙兰创投	
2015.3	猿题库	6000 万美元, D 轮融资	华人文化产业投资基金 (CMC Capital Partners)、新天域资本 (New Horizon Capital) 领投、IDG 中国和经纬中国	2013 年 IDG 中国和经纬中国 700 万美元 B 轮, 2014 年 7 月 IDG 中国和经纬中国 1500 万美元 C 轮
2015.3	跟谁学	5000 万美元, A 轮融资	高榕资本, 天使轮投资方启赋资本继续跟投	
2015.3	一起作业网	1 亿美元, D 轮融资	H Capital, 淡马锡、DST 和顺为资本等, 由 HCapital 领投。	一起作业网 2011 年 10 月上线运营, 获得王强和徐小平天使投资, 对外宣布用户 1000 万。2012 年, 顺为基金 A 轮投资 500 万美元; 2013 年 9 月, 完成 B 轮融资 1000 万美元。随后, 老虎基金和 H Capital、顺为基金等共同投资 2000 万美元, 促成了一起作业网的 C 轮融资约 1 亿美元。
2015.3	小站教育	2900 万美元	GGV 纪源资本和顺为资本领投	2013 年下半年小站获得千余万投资
2015.3	口语 100	数千万元, B 轮投资	投资方包括中国基金一哥王亚伟、新东方董事长俞敏洪以及美国基金经理厉旭辉等, A 轮投资者软银中国也继续跟投。	软银中国 A 轮投资
2015.4	轻轻家教	1500 万美金	红杉资本领投, 挚信资本	IDG 资本和挚信资本 A

的手机应用程序。

阿凡题首创“拍照扫描机器+人工答疑”的模式, 对学生的作业问题实现“有问必答”。拥有一个近 2000 万题目的题库, 内容覆盖小学、初中、高中各科。通过智能图像识别系统和图形结构分析系统, 拍照扫描搜索识别率已达到行业领先水平, 其搜索架构可支持每秒 20 万次的搜索。

针对初高中人群提供智能学习系统, 旗下有两款产品——猿题库和小猿搜题, 其中猿题库是一款初高中的题库软件, 为学生提供在手机上练习做题与知识点测评的服务。小猿搜题是去年底推出的一款基于图像识别技术和题库匹配的拍照搜题类产品。

“跟谁学”是一个 O2O 找好老师学习服务电商平台, 平台上已经涵盖了整个教育产业链上的不同细分领域, 包括出国考试, K12 辅导、大学英语四六级, 以及街舞、绘画、太极拳等体育课程。

一起作业网是一个 K12 的在线教育平台, 分别面向学生、老师和家长用户, 以“作业”作为连接点。学生可以在平台上完成老师布置的作业、并进行趣味游戏对战, 作业完成后系统可以自动批改而后老师完成个性化的评价, 进行班级作业管理, 同时家长可以跟踪孩子的学习情况。

小站教育主攻留学培训市场, 采用“社区+网校”的方式, 借用网络实现一对一教学匹配, 满足托福、雅思和 SAT 不同的教育需求。用户可以在社区里讨论, 并分享留学经验和学习资料, 在网校接受线上课程服务。

口语 100 是一个外语信息化教学智慧平台, 为学生用户提供智能听说作业平台、听说作业、智能口语教练等多款产品。

轻轻家教利用移动互联网, 将教师的

金，B 轮投 本和 IDG 资本跟投 轮投资
资

全部信息动态呈现在平台上，学生和
家长可以通过用户评价了解教师的
教学质量，并实现对教学服务从流程
到细节的管控。

资料来源：互联网，华泰证券研究所整理

Who we pick

线索一：深耕区域市场的线下公司

我们乐观展望中国教育培训产业在二、三线城市的广阔发展空间，深耕区域市场的线下教育培训类公司伴随二、三线城市中新兴富裕阶层的涌现，仍将持续 5 年以上的黄金发展期。

重点推荐：新南洋

(1) 昂立科技专注 K12 教育，发展空间广阔：昂立科技的核心业务是少儿教育及中学生培训，对应的正是 K12 教育这个市场。中国家庭对教育的重视以及教育支出的不断增长为教育培训市场的发展奠定了基础，而 K12 教育将迎来黄金二十年。

(2) 率先实现上市，有望分享并购机会：我们预期 A 股市场上市公司收购教育类资产的政策阻碍即将解除。目前教育培训行业集中度不足 5%，且 VC、PE 投向教育产业项目规模过去 5 年实现翻倍，未来将通过多种途径逐步退出，而率先实现上市的公司有望分享并购机会。

(3) 上市为区域扩张带来机会：昂立科技目前的教育培训业务主要集中在上海，属于深耕上海的地方教育培训巨头，上市为其进行区域扩张带来机会。预计昂立科技首先会扩大江浙区域的布局，然后进一步在全国各主要城市进行扩张。

(4) 公司与交大产业集团及其他机构一起共同发起设立教育投资产业基金，通过借助专业投资团队和融资渠道，整合各方资源优势，搭建更大的资本运作平台，帮助公司并购符合发展战略和主营布局的项目和企业，有利于推动公司教育及教育培训主业的快速发展，实现公司主营业务产业链整合和扩张。

(5) 新南洋作为 A 股第一家教育培训上市公司，标的稀缺，成长性良好，持续并购预期强烈，在我们判断教育很快会形成一个全新的高热度板块，而且将持续多年的大背景下，我们认为公司未来市值将有较大的成长空间。

线索二：线上线下资源有效结合的新兴业态

教育资源的天然限制使得线下企业难以呈现爆发式赢者通吃的增长，而理论上讲线上企业在各个运营环节都比线下高效(用户获取、跨地域教学等)，因而可以实现低成本跨区域快速扩张。将线上线下资源有效结合的教育公司前景广阔。

重点推荐：全通教育

(1) 公司在获取流量上存在由成长路径生成的天然优势：公司从校讯通这个基础但深受老师、家长欢迎的产品入手创业，抓住老师切实痛点，提供到达现场的深入式服务支持，在多个省份迅速铺开自己的服务网络，公司在校讯通时代的最大收获就是建立起一个覆盖面广、成本低、直接接触老师与家庭用户群体、粘性强的自有渠道。

(2) 全新平台模式有望突破付费在线教育产品为家长所怀疑的屏障：公司于去年 8 月末正式发布其 B2B2C 模式下的第二代产品全课网平台。该平台以云阅卷服务为切入点，为老师提升工作效率提供又一利器，巧妙打通持续获取在校学生数据的关节点，使公司有能力了解

每一学生个体的学习状况，从而更为精准的推荐适合他的辅导课程，实现课辅内容与学生个体更有效的匹配。因而有望在向学生-家长群体推送在线付费产品上，相较同业实现质的突破。

(3) 收购继教网，为全课网成熟应用在教师端推广带来便利：2015 年 1 月公司发布了对继教网的收购预案，拟以 10.5 亿元收购继教网 100% 股权。继教网拥有全国最大的中小学教师继续教育培训平台，且有优质课件资源。由于老师对于继教网的培训产品具有刚性需求，每年数百万的老师用户是全国教师继续教育最大互联网入口，将为全课网成熟应用在教师端推广带来便利。

(4) 基于对公司商业模式的认同，对公司可拓展市场空间的乐观展望，及对公司积累掌握大量在校学生数据基础上，未来可能突破现有产品架构，实现服务创新的乐观预期，我们认为公司未来仍有较大的市值成长空间。

线索三：有意推动教育资产并购整合的上市公司平台

考虑到线下企业未来的发展路径选择或是跨区域复制扩张，或是借助线上商业模式对其服务流程再造；而对于白手起家的纯线上企业，急需内容的积累来顺利起步。其发展思路都隐含借助外延并购获得更顺利成长的选项。

同时我们预期 A 股市场上市公司收购教育类资产的政策阻碍即将解除（见上文分析），因而有潜力成为教育类资产并购整合平台的公司是我们看好的另一类投资标的。

重点推荐：洪涛股份

(1) 收购跨考教育，明晰教育第二主业：跨考教育是国内领先的在线教育品牌，目前运营架构分为两大块，一块为专注考研的“跨考”，另一块为负责 O2O 平台运营和其他职业教育开拓的“锐职”。考研部分，年覆盖 30 万用户，70% 用户来自线上，且 80% 用户服务由线上完成，深度服务约 1.5 万学员（人均费用 1 万元/年）；“锐职”部分是标的公司开拓 O2O 和发力职业教育的重要板块。此次收购明晰了公司未来将以在线教育作为第二主业的发展路径。

(2) 公司原有主业集中在建筑装饰行业，2014 年通过中国建筑装饰协会官方网站——中装新网进入职业培训领域。收购跨考教育后，将与中装新网有协同效应，逐步形成公司在线上线下职业培训领域内的综合服务能力

(3) 公司未来有望通过持续收购和资源整合将职业教育进一步深化，沿教育产业外延扩张潜力巨大。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“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。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, 不构成所述证券的买卖出价或征价。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。

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的存在法律禁止的利益关系。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, 也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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。

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力。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。

本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: Z23032000。

© 版权所有 2015 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

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

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码: 518048

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

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