

2017年10月25日**新三板日报（“双创可转债”政策落地，新三板上了融资“快车”？）**

■10月25日的新三板做市指数最终报收于1014.74点，上涨0.10%。（安信新三板诸海滨团队）市场总成交金额为6.38亿元，其中做市转让部分1.73亿元，协议转让部分4.65亿元。新挂牌公司共计5家，新转为做市转让的公司共计0家。截止25日，共有11617家挂牌企业，有1415家做市企业。

■估值方面：

10月25日新三板整体估值PE为34.29X，做市转让整体估值PE为29.27X，协议转让整体估值PE为35.74X，共有828只股票发生成交，其中做市转让451只，整体日化换手率17.18%。

■重要公司公告：

复深蓝（870048），港力环保（833162），光彩传媒（834842），三元生物（834971），亿商联动（836568），苏博医学（838674），京福安（839702），亚光科技（839534），龙翔药业（871082），网动股份（430473），骏华农牧（830851），天海科技（831261），磁谷科技（832070），世能科泰（832790），精华股份（833707），明盛达（834321），糖友股份（834544），凌之迅（835667），科源制药（836262），四星玻璃（837502），新洁能（838147），博强能源（870607），精益达（871519），洋浦东源（871524）。

■新三板重要新闻：

“双创可转债”政策落地，新三板上了融资“快车”？
在线教育再掀风潮，哪些公司剩者为王？

■风险提示：系统性风险，新三板政策推进不及预期风险。

新三板定期报告

证券研究报告

诸海滨

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020005

zhuhb@essence.com.cn

021-35082062

相关报告

| | |
|--|------------|
| 新三板日报(冲刺 IPO 新三板企业彰显强大后备力量) | 2017-10-24 |
| 跨市场体育行业双周报-第一期：全民健身国家战略稳固，社区与健身的融合是趋势 | 2017-10-24 |
| 新三板日报（三家公司首轮吃“螃蟹”双创可转债为新三板融资带来突破） | 2017-10-23 |
| 新三板智报第二十三期：十九大报告亮剑，互联网+大数据+人工智能与实体经济的结合是重点 | 2017-10-22 |
| 新三板日报【10月20日新三板收评】做市指数九连阳总成交破10亿元 | 2017-10-21 |

内容目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 1. 市场回顾 | 3 |
| 2. 定增公告 | 5 |
| 3. 重要挂牌公司公告 | 6 |
| 3.1. 对外投资 | 6 |
| 3.2. 重大资产重组 | 6 |
| 3.3. 其他 | 6 |
| 3.4. 停复牌 | 7 |
| 4. 新三板重要新闻 | 8 |
| 4.1. 双创可转债”政策落地，新三板上了融资“快车”？ | 8 |
| 4.2. 在线教育再掀风潮，哪些公司剩者为王？ | 10 |

图表目录

| | |
|----------------------------|---|
| 表 1: 10 月 25 日指数概况 | 3 |
| 表 2: 10 月 25 日市场概况 | 3 |
| 表 3: 10 月 25 日挂牌公司 | 3 |
| 表 4: 10 月 25 日交易金额前十 | 4 |
| 表 5: 10 月 25 日股权质押 | 4 |
| 表 6: 10 月 25 日定增公告 | 5 |
| 表 7: 10 月 25 日增发公告 | 5 |

1. 市场回顾

10月25日的新三板做市指数最终报收于1014.74点，上涨0.10%。（安信新三板诸海滨团队）市场总成交金额为6.38亿元，其中做市转让部分1.73亿元，协议转让部分4.65亿元。新挂牌公司共计5家，新转为做市转让的公司共计0家。截止25日，共有11617家挂牌企业，有1415家做市企业。

表 1：10月25日指数概况

| 代码 | 名称 | 最新价 | 涨跌 | 涨跌幅 |
|--------|------|---------|------|-------|
| 899002 | 三板做市 | 1014.74 | 1.04 | 0.10% |

资料来源：安信证券研究中心，全国中小企业股份转让系统

表 2：10月25日市场概况

| 项目 | 做市转让 | 协议转让 | 合计 |
|----------|------|-------|-------|
| 挂牌公司家数 | 1415 | 10202 | 11617 |
| 当日新增家数 | 0 | 5 | 5 |
| 成交股票只数 | 451 | 377 | 828 |
| 成交金额（亿元） | 1.73 | 4.65 | 6.38 |
| 待挂牌总家数 | - | - | 99 |
| 申报中总家数 | - | - | 475 |

资料来源：安信证券研究中心，Choice

表 3：10月25日挂牌公司

| 证券代码 | 证券名称 | 主营业务 | 主办券商 |
|-----------|------|---|------|
| 872254.OC | 铎为物流 | 仓储，配送，供应链管理，货物运输代理，货运信息咨询服务，道路普通货物，货物专用运输，货物专用运输(集装箱)，货物专用运输(罐式容器)等 | 长江证券 |
| 872207.OC | 溢联环保 | 环保设备的研发、生产、销售；生产销售：音响器材、音箱、扬声器、家具、饮水制冰组合机、家用厨房电器具、制冰设备等 | 东吴证券 |
| 872251.OC | 鼎昇科技 | 高分子膜材、技术玻璃制品、铝合金门窗、玻璃绝热制品、镁质水泥膨胀珍珠岩制品的制造、加工、销售及技术开发、技术转让、技术咨询、技术服务等 | 开源证券 |
| 872271.OC | 意匠轩 | 园林古建筑、城市园林绿化、文物保护、造林绿化工程的施工、设计、修缮、研究、管理；市政、建筑工程及装修的施工等 | 南京证券 |

资料来源：安信证券研究中心，Choice

表 4: 10 月 25 日交易金额前十

| 代码 | 名称 | 现价 | 交易金额 (万元) | 交易量 (万股) | 转让方式 | 所属行业 (wind 三级) |
|----|-----------|-------|-----------|----------|------|----------------|
| 1 | 833513.OC | 派诺光电 | 5,850.00 | 60.00 | 协议转让 | 电子设备、仪器和元件 |
| 2 | 430225.OC | 伊禾农产品 | 3,911.15 | 355.90 | 做市转让 | 食品 |
| 3 | 839861.OC | 波汇科技 | 3,650.97 | 627.31 | 协议转让 | 信息技术服务 |
| 4 | 836455.OC | 中溶科技 | 2,426.25 | 241.30 | 协议转让 | 化工 |
| 5 | 837467.OC | 蓝标电商 | 2,040.92 | 635.80 | 协议转让 | 互联网软件与服务III |
| 6 | 836372.OC | 中电罗莱 | 1,662.59 | 663.90 | 做市转让 | 电气设备 |
| 7 | 831271.OC | 燎原药业 | 1,478.27 | 115.40 | 协议转让 | 化工 |
| 8 | 839473.OC | 海翼股份 | 1,277.97 | 66.70 | 协议转让 | 电脑与外国设备 |
| 9 | 837381.OC | 航理股份 | 1,260.00 | 84.00 | 协议转让 | 航空航天与国防III |
| 10 | 834556.OC | 天财商龙 | 998.00 | 99.80 | 协议转让 | 信息技术服务 |

资料来源: 安信证券研究中心, Choice

表 5: 10 月 25 日股权质押

| 证券代码 | 证券名称 | 股东名称 | 质押权人 | 质押股数 (万股) | 质押起始日期 | 质押截止日期 | 质押事由 |
|-----------|------|------|-----------------------|-----------|------------|------------|--------|
| 870267.OC | 时尚股份 | 张雄杰 | 杭州银行股份有限公司宁波慈溪支行 | 1,237.50 | 2017/10/18 | 2020/10/18 | 用于公司贷款 |
| 831049.OC | 赛莱拉 | 陈海佳 | 广东省融资再担保有限公司 | 800.00 | 2017/10/23 | 2020/12/31 | 用于反担保 |
| 838329.OC | 金煤科技 | 李刚 | 任欣 | 492.00 | 2017/10/18 | 2018/1/17 | 用于质押担保 |
| 831626.OC | 胜禹股份 | 王韩希 | 苏州市姑苏区鑫鑫农村小额贷款股份有限公司 | 1,000.00 | 2017/10/23 | 2018/10/23 | 用于借款担保 |
| 832936.OC | 万达重工 | 何清 | 河南农开裕新先进制造业投资基金(有限合伙) | 750.00 | 2017/10/24 | 2020/10/23 | 用于借款担保 |

资料来源: 安信证券研究中心, Choice

2. 定增公告

表 6: 10 月 25 日定增公告

| 代码 | 名称 | 募集总额(万元) | 增发价格 | 增发数量(万股) | EPS | 增发 PE |
|-----------|------|-----------|-------|----------|-------|--------|
| 870048.OC | 复深蓝 | 4,584.13 | 11.19 | 409.66 | 0.56 | 19.98 |
| 833162.OC | 港力环保 | 906.75 | 1.95 | 465.00 | 0.22 | 8.86 |
| 834842.OC | 光彩传媒 | 2,000.00 | 25.00 | 80.00 | 1.78 | 14.04 |
| 834971.OC | 三元生物 | 2,064.70 | 5.50 | 375.40 | 0.62 | 8.87 |
| 836568.OC | 亿商联动 | 2,500.00 | 27.15 | 92.08 | 0.03 | 905.00 |
| 838674.OC | 苏博医学 | 9,000.00 | 26.18 | 343.75 | 0.28 | 93.51 |
| 839702.OC | 京福安 | 2,100.00 | 25.00 | 84.00 | -0.35 | -71.43 |
| 839534.OC | 亚光科技 | 10,200.00 | 8.50 | 1,200.00 | 0.50 | 17.15 |
| 871082.OC | 龙翔药业 | 1,680.00 | 2.00 | 840.00 | 0.12 | 16.67 |

资料来源: 安信证券研究中心, Choice

表 7: 10 月 25 日增发公告

| 代码 | 名称 | 认购价格(元) | 认购数量(万股) | 认购金额(万元) | 认购方式 |
|-----------|------|---------|----------|----------|--------------|
| 430473.OC | 网动股份 | 3.00 | 400.00 | 1200.00 | 现金 |
| 830851.OC | 骏华农牧 | 8.00 | 361.50 | 2892.00 | 非现金资产支付 |
| 831261.OC | 天海科技 | 2.00 | 231.00 | 462.00 | 现金 |
| 832070.OC | 磁谷科技 | 3.50 | 600.00 | 2100.00 | 现金 |
| 832790.OC | 世能科泰 | 10.00 | 300.00 | 3000.00 | 现金 |
| 833707.OC | 精华股份 | 8.00 | 200.00 | 1600.00 | 现金 |
| 834321.OC | 明盛达 | 2.38 | 2750.00 | 6545.00 | 护生堂 100% 的股权 |
| 834544.OC | 糖友股份 | 1.20 | 600.00 | 720.00 | 现金 |
| 835667.OC | 凌之迅 | 36.00 | 99.00 | 3564.00 | 现金 |
| 836262.OC | 科源制药 | 15.00 | 300.00 | 4500.00 | 现金 |
| 837502.OC | 四星玻璃 | 6.80 | 1000.00 | 6800.00 | 现金 |
| 838147.OC | 新洁能 | 13.01 | 70.00 | 910.70 | 现金 |
| 870607.OC | 博强能源 | 2.50 | 100.00 | 250.00 | 现金 |
| 871519.OC | 精益达 | 2.20 | 454.55 | 1000.00 | 现金 |
| 871524.OC | 洋浦东源 | 2.40 | 1875.00 | 4500.00 | 货币 |

资料来源: 安信证券研究中心, Choice

3. 重要挂牌公司公告

3.1. 对外投资

金维制药 (838223) 1000 万元设立全资子公司

本公司拟出资 1000 万元在吴忠市太阳山移民开发区设立全资子公司，为公司发展储备资源。

洋浦东源 (871524) 4000 万元设立全资子公司

本公司拟出资 4000 万元设立全资子公司名称暂定为“海南启尚科技有限公司”，经营范围暂定为“计算机技术、网络科技、信息技术、互联网信息服务，计算机软硬件及网络设备的研究开发，计算机网络设备的安装与维护。”本次对外投资主要目的是通过优化、合理的调度，让利于车货双方，减少空载，提高运力效率，促进节能减排，降低社会资源浪费。用大数据信息化接替传统的物流作业模式，从而得到运力优化，效率提高，成本节省，多方共赢的工作流程体系。

欧力配电 (831246) 7000 万元增资全资子公司

本公司拟出资 7000 万元将全资子公司珠海华智高科电气有限公司注册资本增加到 12000 万元。本次对外投资符合公司长期战略发展，有利于集结优质资源，提高公司的竞争力，更好地促进公司业务的发展。

银信农贷 (832944) 2000 万元认购股权

全资子公司“南京银信金融信息服务有限公司”拟认购人民法院依法拍卖的股权：拟认购金额不超过人民币 2000 万元。旨在提高子公司资金使用效率，为公司和股东创造更好的收益和投资回报。

3.2. 重大资产重组

莎朗股份(837457)拟以自有资金 100 万美元收购 Superior Holdings LLC 持有的 Superior Ventures LLC 15%的股权。本次交易旨在开拓北美地区、南美地区的销售渠道，并在北美地区、南美地区创建自主品牌，实现公司自主品牌的海外营销，提升公司的国际竞争力。

卓航股份 (838921) 拟出资 1800 万元收购嘉兴卓航海运有限公司的钢质散货船。本次收购资产完成后，将更加有利于提升公司运营能力，增强公司竞争能力，符合公司经营方向。

惠达铝业 (831765) 参与竞购马山永红 60%股权，并成为该股权的最终受让方，受让价格为 6,247.65 万元。

3.3. 其他

金龙科技 (831788) 权益分派公告

按每 10 股派 2.00 元(含税)的方案向全体股东分配现金股利 20,000,000 元后，剩余期末未分配利润 66,259,079.53 元结转下半年度。

睿通股份 (871912) 权益分派公告

以公司现有总股本 33,591,000 股为基数，以资本公积向全体股东每 10 股转 2.00 股。

斯迈克 (832528) 高级管理人员变动

根据《公司法》及公司章程的有关规定，公司第三届董事会第十次会议审议并通过：《关于聘任虞元武为公司财务总监的议案》，任期自董事会审议通过之日起至本届董事会届满之日止。

欢乐动漫 (835622) 高级管理人员变动

本公司董事会于 2017 年 10 月 24 日收到副总经理王磊递交的辞职报告。该辞职副总经理持有公司股份 300,000 股，占公司股本的 0.97%。王磊辞职后不再担任公司其他职务。

乐宝股份 (835255)

本批次股票解除限售数量总额为 30,666,666 股,占公司总股本的比例是 66.67%,可转让时间为 2017 年 10 月 30 日。

九龙宝典 (838074)

本批次股票解除限售数量总额为 4,950,000 股,占公司总股本的比例是 29.04%,可转让时间为 2017 年 10 月 30 日。

3.4. 停复牌**停牌:**

赛特传媒 (831493), 君实生物 (833330), 上海共创 (835160)
森阳科技 (835504)

复牌:

千年设计 (833545)

4. 新三板重要新闻

4.1. 双创可转债”政策落地，新三板上了融资“快车”？

（来源：洪三板）

今年以来，新三板市场呈现了“冰火两重天”的发展局面，尤其是市场满怀期待的“精选层”，迟迟不愿意出台的，不知道等待着什么？新三板好比实验中学，学习好的，都转学去了重点高中；混得不好的，不如回家卖红薯。

企业和人一样，活得都是一个心情。在新三板混得不爽，挂牌企业势必要离开市场，另谋生路，总该为自己想想未来，得有一个盼头，命运愿意帮助这个时代最坚持梦想的人。

近日，面对新三板市场低迷的惨淡光景，监管层再次注入一针强心剂。

上交所、股转公司、中登公司联合发布《创新创业公司非公开发行可转换公司债券业务实施细则(试行)》，这对于聚集了大量“双创”公司的新三板市场而言，无疑是重大利好，迈出了分层后差异化制度建设第一步。

解码“双创可转债”背后的玄机

1、什么是双创可转债？

根据《细则》，所谓“双创可转债”，是指创新创业公司依照法定程序非公开发行，在一定期间内依照约定的条件可以转换成公司股份的公司债券。

2、哪些企业有资格发行可转债？

《细则》明确：若发行人为全国股转系统挂牌公司的，可转换债券发行时，应当属于创新层公司。适用于创新层公司，除了与业绩、成长性有关之外，也与创新层公司在信批等方面相对合规有关。春江水暖鸭先知！大人们的意思很明显：先拿创新层作为试点，取得良好发展结果之后，在全面推广会更加稳妥。

| 证券代码 | 证券名称 | 预案时间 | 发行规模(万元) | 期限 | 利率 | 初始转股价格 | 最新收盘价格(元/股) | 转让方式 | 主承销商 | 拟挂牌场所 |
|-----------|------|--------|----------|----|--------------------|-----------------|-------------|------|------|-------|
| 430263.OC | 蓝天环保 | 9月26日 | 15000 | 3年 | 第一年2%，第二年4%，第三年12% | 5.2元/股 | 4.55 | 做市 | 华福证券 | 深交所 |
| 832633.OC | 伏摩科技 | 9月28日 | 4000 | 1年 | 4% | 30.6元/股 | 32 | 做市 | 东吴证券 | 上交所 |
| 836149.OC | 旭杰科技 | 9月20日 | 1090 | 6年 | 6.50% | 5.3元/股 | 5.31 | 做市 | 东吴证券 | 上交所 |
| 838641.OC | 合佳医药 | 10月13日 | 15000 | 3年 | 调价 | - | 9.25 | 做市 | 九州证券 | 深交所 |
| 838994.OC | 天星股份 | 10月16日 | 2000 | 3年 | 调价 | 不低于4元/股，不高于5元/股 | 6.3 | 协议 | 国融证券 | 深交所 |
| 833330.OC | 君实生物 | 10月16日 | 50000 | 6年 | 协商决定 | - | 18.45 | 做市 | 中金公司 | 上交所 |

3、发行可转债有什么意义？

不要以为发行可转债下的是政策春药，一粒起效见效快，吃完了市场马上生龙活虎，毕竟股转公司不是辉瑞公司，短时间内难以对整个市场产生明显的积极效应。需要明确的是，发行可转债不仅是为挂牌企业增加了一个好用的融资工具，主要目的是保护投资人的利益。至于未来是否转化为股权的权利交给了投资人，作为股权投资机构的避险工具，类期权上的安排

强化了对投资人的保护。

4、推出可转债是为了消灭对赌协议？

其实大家心里都明白，目前新三板存在“明股实债”的灰色行为。双创可转债推出，有望投资人与企业私下签署的“明股实债”协议明确化和阳光化，让利益在阳光下裸奔。认购可转债后，投资人进退自如：企业混得好，投资人如期收回本息；企业高速发展，转化为股权获取超额收益。于是，双创可转债的推出，是为了消灭该死的对赌协议。

本次双创可转债制度推出，势必加剧新三板企业的两极分化，对于企业是一把双刃剑：一方面增加了企业的融资工具，释放了宏观流动性和量化宽松预期；一方面，企业发行双创可转债进行融资的时候，一旦业绩下滑又被投资人要求还本付息，企业面临的兑付压力势必突增。

小结

为了拯救市场流动性，停止“植物大战僵尸”的尴尬局面，监管层可谓是操碎了心。毕竟，新三板是“大众创业、万众创新”的主体，中小企业登陆资本市场、实现产融互动的重要平台。股转公司即使不能按照传言所说的迁址雄安新区，成为比肩沪深市场的北交所；也不愿意沦为帮助别人培养储备力量的培养皿，沦为替人做嫁的资本市场配角，新三板创新可转债的制度建设，适逢其时，仍旧任重而道远。

4.2. 在线教育再掀风潮，哪些公司剩者为王？

(来源：蓝鲸 edu)

2013 年，在线教育元年。如今，几轮厮杀过后，在线教育终于再次迎来风口。

今年的教育行业异常热闹，许多令人感到振奋的声音传来。真格基金成立专项教育基金，其创始人徐小平说，在线教育真正的奇迹将出现在中国；新东方创始人俞敏洪则在一次论坛中表示，未来教育领域出现的上市公司应该是所有领域中最多的；此外，作为专注教育早期投资的蓝象资本合伙人，宁柏宇在一次采访中称，2025 年将出现 100 个在线教育独角兽。

同时，融资信息层出不穷。据“猎豹全球智库”报道，据 IT 桔子的数据，截至 2017 年 7 月，在线教育的投融资事件共 127 件，涵盖 K12、兴趣教育、职业培训、教育信息化、早教、语言学习等行业。



2014 年智能题库、2015 年家教 O2O、2016 年直播课，2017 年 AI+教育……数个教育风口一晃而过。站在今天回顾过去，许多曾名噪一时的公司早已消失匿迹，如那好网、师徒网、梯子网、题谷教育等，能够留下来的企业是真正的“剩者为王”。

眼见他起高楼，眼见他宴宾客，眼见他楼塌了

2013 年，在线教育兴起。许多互联网或者传统教育行业的人加入到在线教育创业大潮中。

其中，龚海燕打造的那好网、梯子网和 91 外教网曾经无限风光。在创办世纪佳缘并让其登陆美国纳斯达克后，龚海燕“激流勇退”进入教育行业。2013 年，龚海燕推出在线英语 1 对 1 平台“91 外教网”后，又相继推出中小学在线教育平台“梯子网”。一年后，龚海燕又推出了其创办的第三家在线教育平台——那好网。

彼时，龚海燕曾宣称，91 外教网实现收支平衡，并表示要“3 年烧 4.5 个亿”将梯子网打造成为中国在线教育领域的一面旗帜。豪言壮语犹在耳，2014 年 9 月，龚海燕却宣布关闭梯子网和那好网。

2016年7月，运营了7年的拓词app停止了服务。据了解，三年前拓词就开始尝试各种合作方式谋求变现，但是一直无法找到用户的付费痛点。曾经坐拥400万用户的拓词，在火爆的同行业APP里逐渐落寞。

时间拉回到今年，曾经的明星公司，顶着阿里系创业光环的星空琴行，经历了疯狂融资与发展后，最后却是以宣布破产倒闭收场。

种种现象已经显示，前几年教育行业产生的泡沫即将破灭。

在线教育百家讲坛发起人马永纪认为，互联网教育泡沫最早在2014年出现，表象就是大量资本进入教育行业后，对标的投资额度虚高，而其选择的标的又缺乏用户刚需。“挂牌新三板的教育公司鱼目混珠、良莠不齐，就是互联网教育高速发展挤压出的泡沫。”

高昂获客成本，阻碍在线教育盈利

资本的追捧曾让在线教育一度陷入到营销模式中，高昂的获客成本成为阻碍在线教育盈利的拦路虎。

在线教育疯狂发展的那几年，业内许多在线教育公司通过给教师或者其他用户补贴，来扩展市场份额以及提高用户活跃程度，造成了坐拥几千万用户的繁荣景象。

但是，许多创业者未能意识到的问题是，教育是一个慢行业，获得用户后更要服务好用户，如此才是长久之计。

据了解，运营15个月，家教O2O平台“老师来了”宣布由于B轮融资失败，资金链断裂，停止运营。其创始人虞益栋复盘时表示，“2015年7、8月份时，平台的数据非常可观，为了加快这种势头，平台在模式尚未完全摸清的情况下，进行了明显扩张，这种节奏加快了平台的资源消耗。”此外，他也承认，平台都还停留在解决师生交易撮合环节上，对于教师、学生、家长在教学过程中的价值都没做深。

马永纪向蓝鲸教育表示，资本涌入确实一定程度上“催熟”了在线教育，给在线教育带来了泡沫，但这是无法避免的洗牌期。

三好网创始人何强认为，在线教育和资本结合之后，对市场产生了巨大冲击。“许多公司一味的去追求规模，但最后可能会发现，教育并不是一个简单的收割市场。”

他解释道，获客成本是衡量一家机构价值的核心元素。目前，许多在线教育公司的获客成本都十分高，在3000元~10000元之间。这意味着前期投入成本会非常高，但如果后期无法做好教学质量，那么公司在很长一段时间内拿不回成本，面临着巨大的挑战。

“三好网获客成本占总成本的6%左右，基本上一单一千块钱成本，一万五收入。”何强言语之间透露出自信。

如此低成本的获客来源于三好网的新媒体矩阵。

着手创业时，何强便判断，流量会是未来在线教育竞争的核心。“未来产品的流量将来自哪里？全靠百度吗？”他问自己，“固然需要百度，但谁也承受不了长期的巨额费用。”

彼时，于2012年8月上线的微信公众号平台已经发展了两年，逐渐成为一个流量入口。何

强看到了机会，注册了几百个与考试学习有关的公众号，比如教师帮、初中英语、初中语文、初中数学等。

此后，逐渐发展过程中，何强慢慢筛选出 100 多个最核心的帐号进行运营，并逐渐开始在今日头条、天天快报、一点资讯等渠道做同步内容输出。这成为目前，三好网用户转化的最重要来源之一。据何强透露，三好网的新媒体矩阵大概有近两千万粉丝，在中小學生与教师家长中具有很大影响力，他们以此进行导流、变现。最终的结果便是，三好网付费用户来源中，新媒体渠道占 65%，搜索引擎占 20%，转介绍占 15%。

值得注意的是，这与题库的获客路径完全不一样。“K12 产品的付费者是家长，而非学生。三好网所有自媒体面向的用户都是家长，但题库取得与学生的联系之后还必须绕过一道关——要让孩子把他父母的电话提供给他。”

如此看来，较低的获客成本是做教育的前提，同时，优质的教学质量与服务是企业立身之本。而经验丰富的优质教师是实现优质教育服务的必要条件。比如，三好网主打“中高级教师”概念，对教师的资质把控很严格，最终注册和通过人数只有 26: 1，不到 4%。

在线教育新一轮洗牌开启

创业九死一生，经历了风口过后的洗牌，许多在线教育公司，如猿题库、学霸君、三好网等仍然能够高速发展，这其中不仅是运气，更说明了它们的非凡实力。

2016 年直播爆发，许多题库企业或者 O2O 教育企业转型做直播课程，以此进行变现。比如猿题库推出直播课、疯狂老师推出“叮当课堂”等。

他们是从直播中看到了变现的可能性。“原来大家都不怎么赚钱，现在看到直播好像能赚钱，所以大家都切入到这个领域。”新东方在线 COO 潘欣的描述也许更能体现出创业公司对直播的追捧。

对于创业公司来说，直播更像是“救命稻草”。值得高兴的是，有从题库转型直播的公司宣布 2016 年年收入过亿，这是 K12 在线教育首次出现了过亿规模化收入。

宁柏宇则表示，直播是已被验证的商业模式，未来 1 到 3 年直播会在不同领域得到复制，或将成为在线教育整合中的黑马变量，改变行业发展的进程。

但也有目光长远的创业者，早在 2014 年便看到了未来这几年在线教育的发展趋势。三好网创始人何强决定创业时，曾花费了长达半年的时间做了一份全球在线教育机构调研，对平台模式、网校模式、工具模式等都做了详细的对比与分析。“我在每一个在线教育网站注册账号，去了解与分析它们的模式，甚至还到上海的一家在线教育机构去实习了一个多月时间。”何强说。

调研后，结合他过去在培训行业的经验，何强得出两个结论。

第一，一对一会是最早真正实现收割和变现的在线教育模式。因为班课看起来毛利和利润很高，但实际上存在组班风险。对一个刚起步的小机构而言，当没有流量基础时，做一对一是最好的选择。

第二，做好在线教育必须要在体验上下苦功夫。当时，何强采购了全球几乎所有在线教育相关公司的产品，比如点阵笔、电磁墨板、绘图板等，但他发现这些产品都达不到他的要求，

只好决定自己做硬件。通过硬件与软件的结合，三好网构建了与线下相似的互动体验效果，并实现了老师与学生同步学习时，家长能够通过移动端旁听，从而营造了一种压力状态下的学习环境。

如今，题库类 APP 都开始转向直播课，一对一也开始火热。而三好网自 2014 年成立以来便主打个性化在线一对一辅导，以不变应万变。其创始人何强表示，“分析透了教育市场，就会发现，我们做得事情才是未来在线教育的发展方向。”

2017 年，人工智能迅速发展，AI 催生出教育新风口。一批批新的“AI+教育”公司诞生，成立于 2013、2014 年的第一批在线教育公司也纷纷打出 AI 的旗号。

在线教育在第一轮洗牌后继续前进。未来，究竟哪些公司还能“剩者为王”？我们拭目以待。

■ 分析师声明

诸海滨声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

| | | | |
|-------|-------|---------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 葛娇娇 | 021-35082701 | gejy@essence.com.cn |
| | 朱贤 | 021-35082852 | zhuxian@essence.com.cn |
| | 许敏 | 021-35082953 | xumin@essence.com.cn |
| | 章政 | 021-35082861 | zhangzheng@essence.com.cn |
| | 孟硕丰 | 021-35082788 | mengsf@essence.com.cn |
| | 李栋 | 021-35082821 | lidong1@essence.com.cn |
| | 侯海霞 | 021-35082870 | houhx@essence.com.cn |
| | 潘艳 | 021-35082957 | panyan@essence.com.cn |
| | 刘恭懿 | 021-35082961 | liugy@essence.com.cn |
| | 孟昊琳 | 0755-82558045 | menghl@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 王秋实 | 010-83321351 | wangqs@essence.com.cn |
| | 田星汉 | 010-83321362 | tianxh@essence.com.cn |
| | 李倩 | 010-83321355 | liqian1@essence.com.cn |
| | 周蓉 | 010-83321367 | zhourong@essence.com.cn |
| | 温鹏 | 010-83321350 | wenpeng@essence.com.cn |
| | 张莹 | 010-83321366 | zhangying1@essence.com.cn |
| | 深圳联系人 | 胡珍 | 0755-82558073 |
| 范洪群 | | 0755-82558044 | fanhq@essence.com.cn |
| 巢莫雯 | | | |

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034