

棋布星罗，变现可期——在线教育 行业报告

——新三板消费升级前沿系列报告之三

证券分析师：刘 靖 A0230512070005

研究支持：刘建伟 A0230115110003

2017.9.27



主要内容

1. 需求演进：用户习惯养成，付费成为趋势
2. 供给旺盛：技术和资本助推产业纵深发展
3. 盈利模式：探寻产品和渠道的有效组合
4. 新三板投资建议：大浪淘沙，真金隐现

1.1 碎片化知识付费兴起，在线教育付费潜力更大

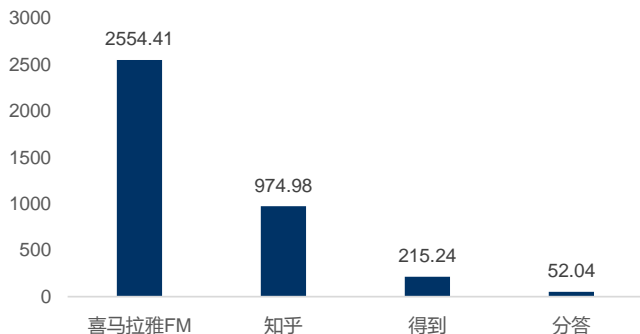
■ 知识付费模式兴起，知识的商业价值开始被认可

- 2016年被称为“知识付费元年”，分答、得到、喜马拉雅FM、知乎live等平台走红
- 个性化内容需求日趋强烈，碎片化知识商业价值找到变现突破口

■ 在线教育或跃跃欲试，或将成为付费模式的主战场

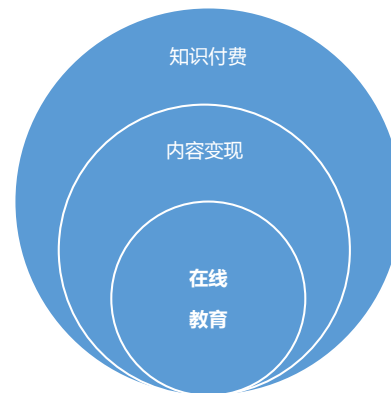
- 教育比知识指向性和系统性更强，能够满足应试和自我提升需求
- 移动教育为碎片化处理教育内容提供可能，从而降低消费门槛

各知识付费平台2016.10活跃用户数量 单位：万人



资料来源：易观，申万宏源研究

相似性：内生动力、长尾效应、可做碎片化处理



区别：在线教育更系统化、驱动力更复杂、内容系统性更高、ARUP值更高

- 发展环境良好
- 为优质内容付费渐成内生需求
 - 移动支付的便利化

1.2 教师APP使用常态化，带动学习线上转化

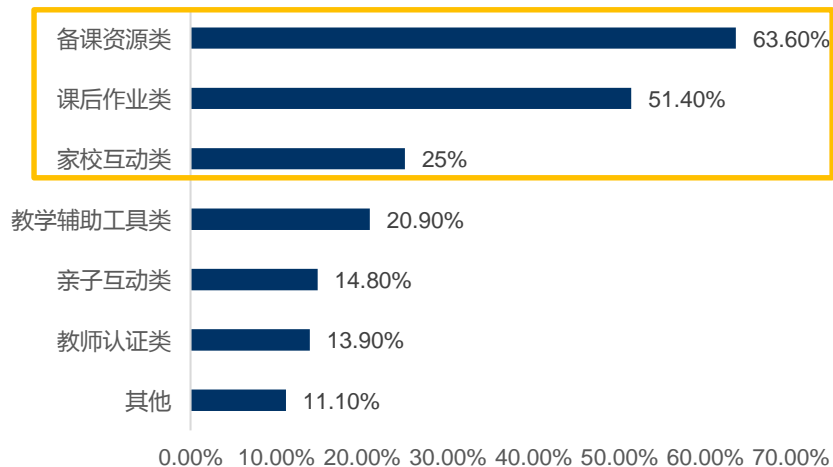
■ 移动网络增长迅速，为在线学习提供进一步的便利

- 移动手机网民数量不断提升，2016年手机网民达到7亿人

■ 教师使用APP教学将成为主流，有效带动家长和学生学习习惯转变

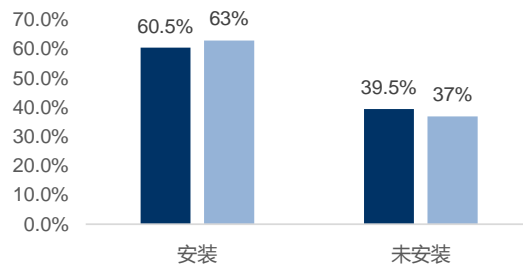
- 教师教育类APP使用频率和该APP月活关联度较高。教师常用教育类APP月活普遍较高，16年底儿童教育类月活1.2亿，K12月活7097万
- 6成以上教师会选择安装教育类APP，近半数的教师经常使用教育类APP。

教师安装的教育APP种类及占比



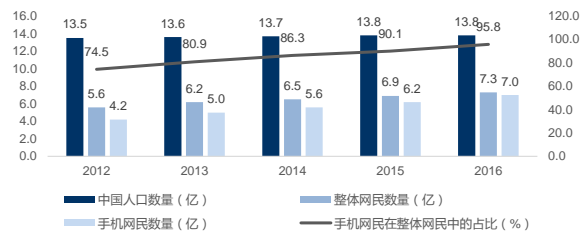
资料来源：易观，申万宏源研究

男女教师安装教育类APP占比



资料来源：易观，申万宏源研究

2012-2016年中国网民数量及手机网民覆盖率



资料来源：CNNIC，申万宏源研究

1.3 教育投入日趋提升，三四线城市市场空间巨大

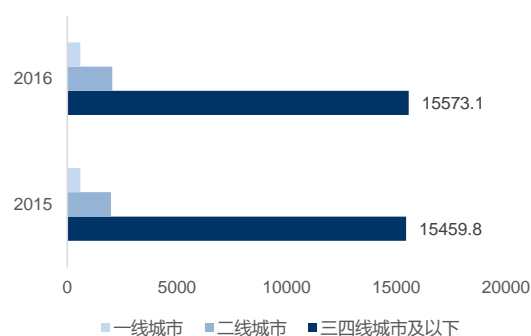
■ 消费升级教育先行，家庭对教育的投入日趋提升

- 过半或者将近一半家庭年教育支出超出6000元
- 全球富裕阶层中国家长教育支出全球领先

■ 机构和学生分布不匹配

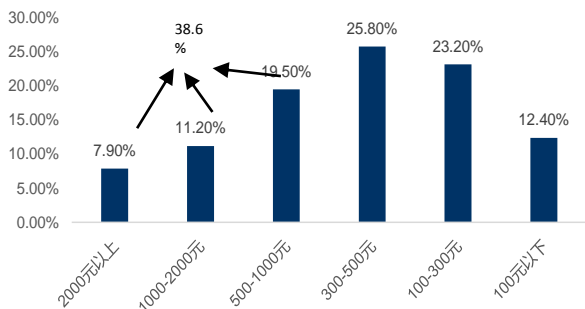
- 以K12为例，85%学生分布在三四线城市
- 品牌培训机构因费用管控和资源有限难以下沉

K12学生超85%分布在三四线城市



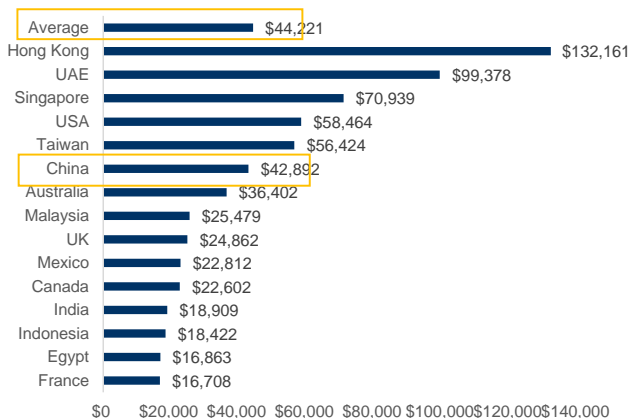
资料来源：教育部，申万宏源研究

2016年家庭平均月教育产品支出情况



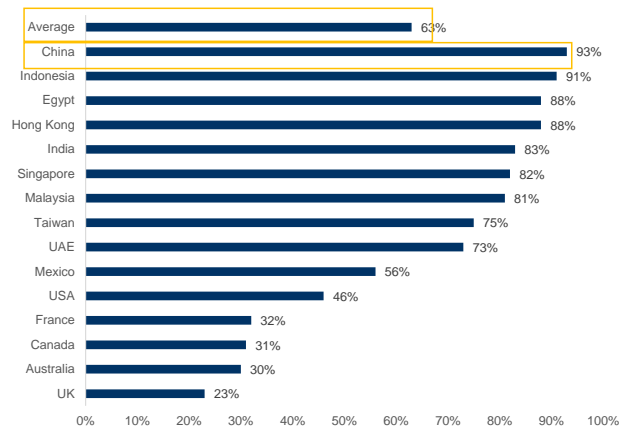
资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

富裕家庭家长教育支出全球领先



资料来源：HSBC，2017年全球教育报告，申万宏源研究

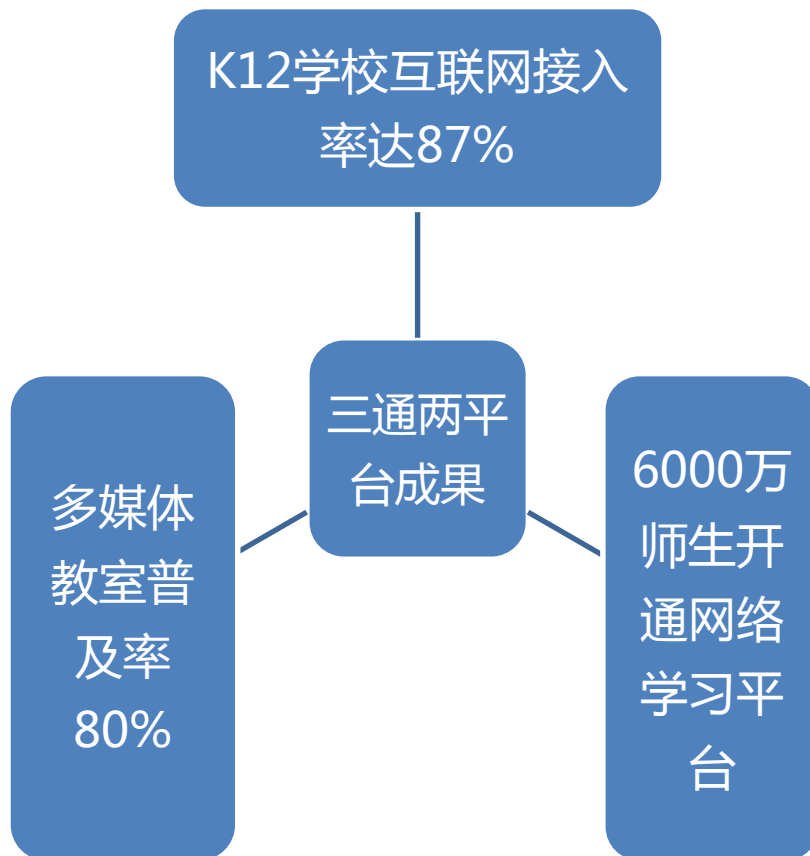
超过90%家庭给孩子报课外班



资料来源：HSBC，2017年全球教育报告，申万宏源研究

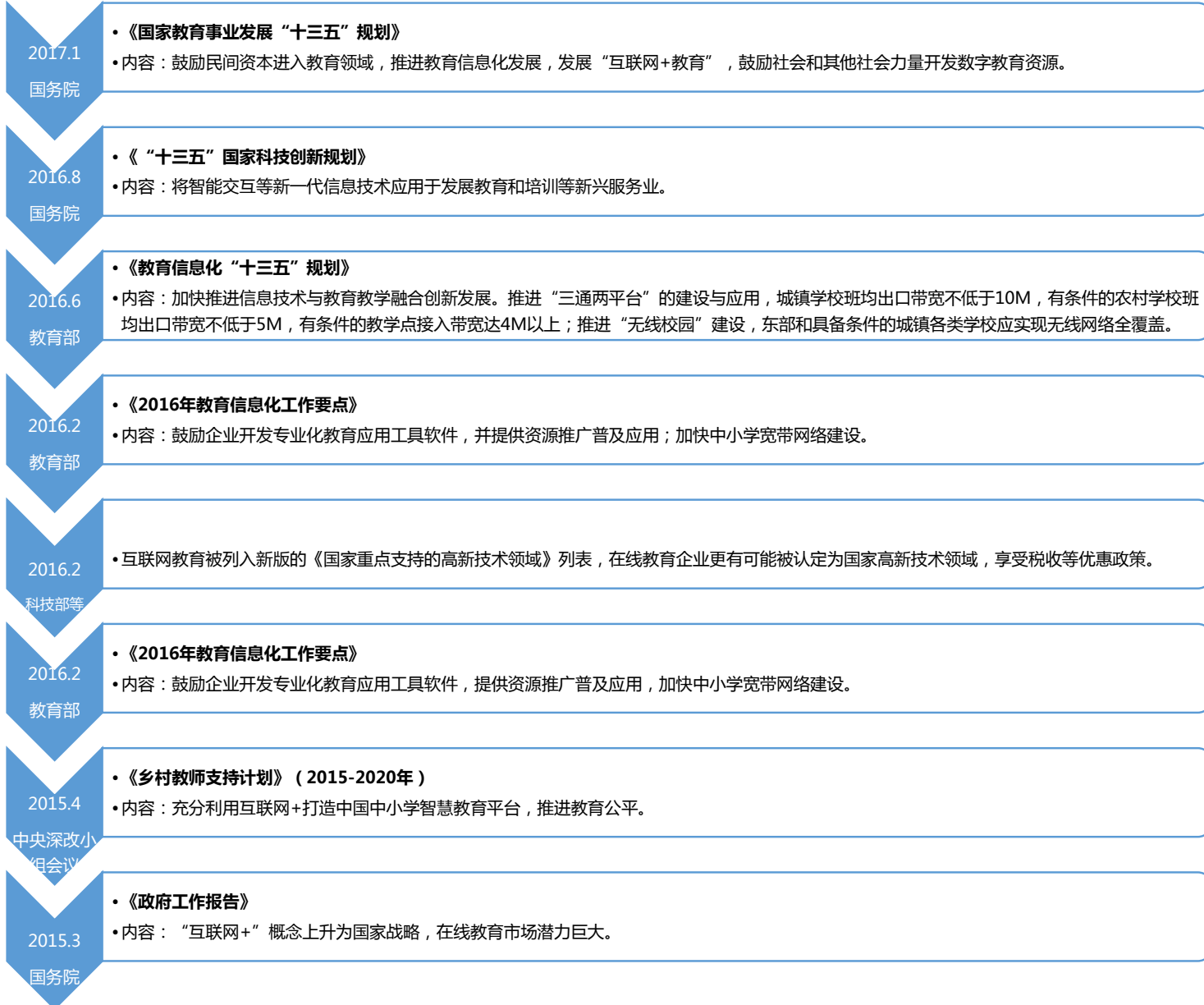
1.4政策护航，教育信息基础设施趋向完善

■ 教育信息化高速公路已经初步建立



资料来源：教育部，申万宏源研究

1.4 政策护航，教育信息化基础设施趋向完善

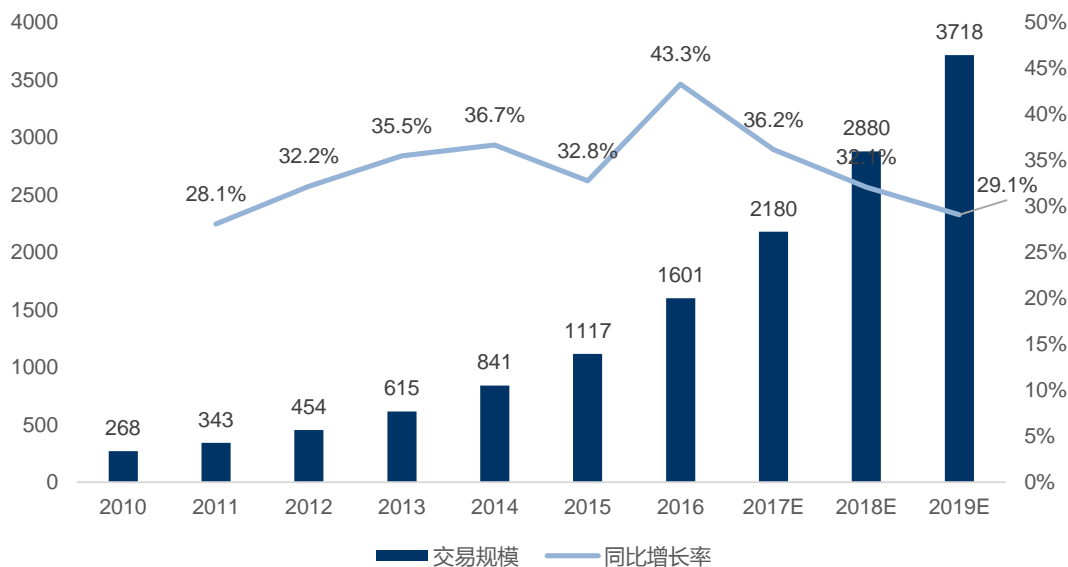


1.5 千亿级市场，30%增速

■ 16年市场规模1600亿，未来三年CAGR（3）有望超30%

- 按年龄段看，K12、学前教育、职业培训发展较快，K12直播有望迅速发展
- 按产业链来看，内容型产品变现能力不断提升

未来3年在线教育市场交易规模预测



资料来源：Analysys易观，申万宏源研究

主要内容

1. 需求演进：用户习惯养成，付费成为趋势
2. 供给旺盛：技术和资本助推产业纵深发展
3. 盈利模式：探寻产品和渠道的有效组合
4. 新三板投资建议：大浪淘沙，真金隐现

2.1 技术进步带来服务创新和成本压缩

■ 智能设备的平价化和云服务的兴起降低了企业投入成本

- 智能设备升级换代加速，移动智能设备平价化
- 云服务兴起大幅降低移动APP开发与运维成本

■ 移动通信、互联网普及、移动智能设备的升级提升了用户体验

■ 直播互动、人工智能、大数据带来服务创新

- 直播互动：优质内容下沉到三四线城市
- 人工智能：英语听说突破，人工智能一对一听说教练
- 大数据：语音识别+发音分析，有效打分



我国移动通信和互联网普及应用已处于世界领先地位

建成全球领先的信息基础设施	4G用户规模全球第一	移动通信等优势领域实现全球同步，物联网连接成为新热点
<ul style="list-style-type: none"> • 16年底，固定宽带覆盖全国所有乡镇和95%行政村。 • 固定宽带用户平均接入速率达到39.2Mbps，实际可下载速率11.9Mbps，超过法国等发达国家。 • 宽带用户普及率达到21.6%，与OECD国家平均水平差距快速缩小。 	<ul style="list-style-type: none"> • 16年全国新建4G基站86.1万，总数达到263.2万，实现城区、县城深度覆盖，乡镇、重点行政村以及高铁、地铁、景区等重点场所覆盖。移动网络用户平均下载速率超过美国。 • 16年4G用户数量新增3.4亿户，总数达到7.7亿户，规模全球第一。 • 4G用户占移动电话用户比重达58.2%，超OECD国家平均水平，与美国日本等同处全球领先水平。 	<ul style="list-style-type: none"> • 移动通信技术经历1G空白、2G跟随、3G突破、4G同步，5G有望引领。 • 16年中国移动牵头5G系统设计，华为主导推动Polar Code成为5G标准。 • 16年底，我国蜂窝物联网M2M连接数1.4亿，占全球M2M连接数的35%，位居全球第一。



2.2 在线教育投融资并未退潮，而是深耕细作

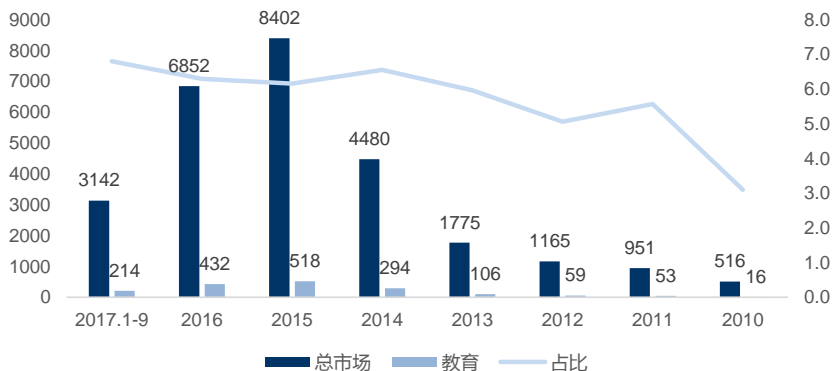
- 16-17年投融资收紧，但教育项目融资占比回升
- 在线教育领域领域，A轮及以前融资占比超过六成，资本对新项目热度不减，拉长行业的成长期
- 资本精细化运作，K12、内容型项目是重点追逐项目

2016年中国移动教育细分领域融资数量

	学前启蒙	K12应试	高等教育	职业培训	语言学习	素质教育	综合领域
内容型	13	9	5	13	16	5	3
工具性	0	7	2	0	4	1	2
平台型	0	6	2	4	2	1	1
服务型	6	4	2	1	0	0	2
社区型	1	0	0	0	0	0	0
综合形态	1	4	1	1	0	1	0

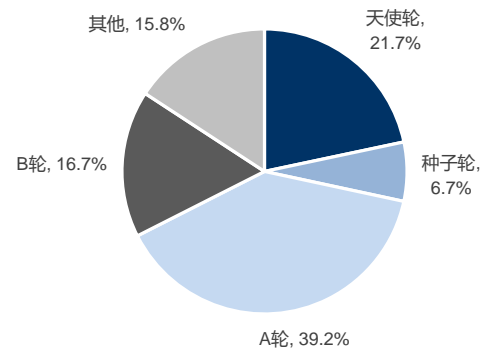
资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

总市场和教育融资数量对比



资料来源：IT桔子，申万宏源研究

16年移动教育企业融资轮次分布

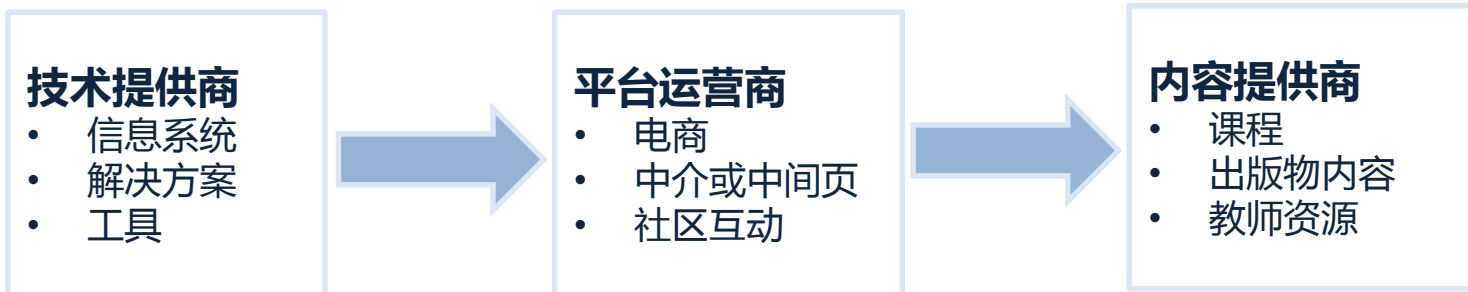
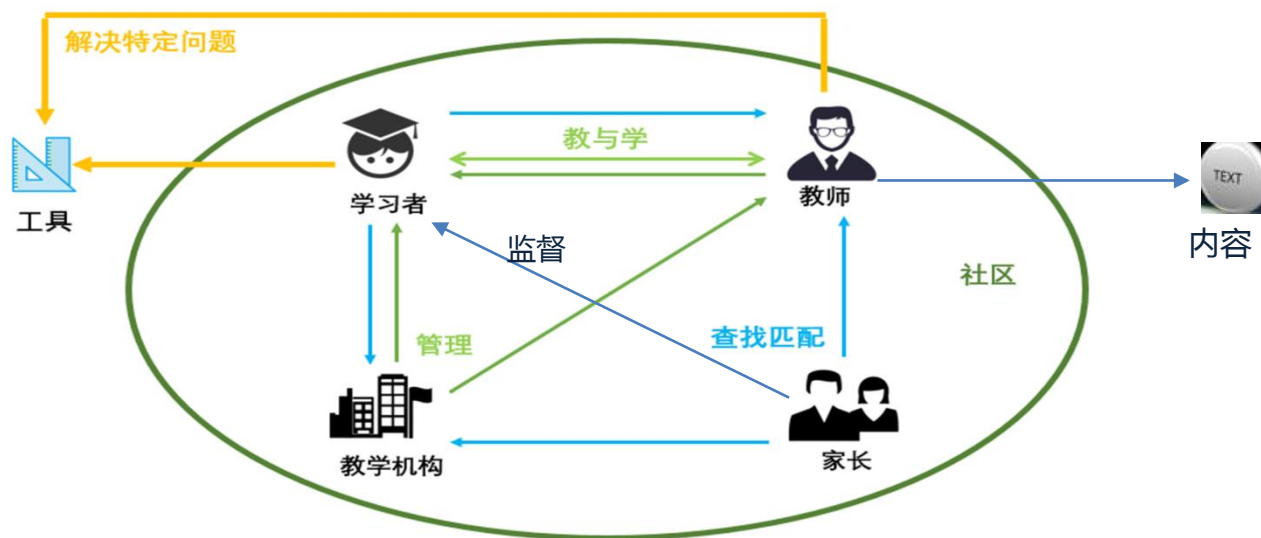


资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

2.3 供给纵横交错，呈现棋盘格局

- 在线教育按照产业链划分为内容提供商、平台运营商、技术提供商
- 按照年龄段划分，有学前启蒙、K12、职业培训、高等教育、语言学习（留学）、兴趣培养等

在线教育产品形态多样化



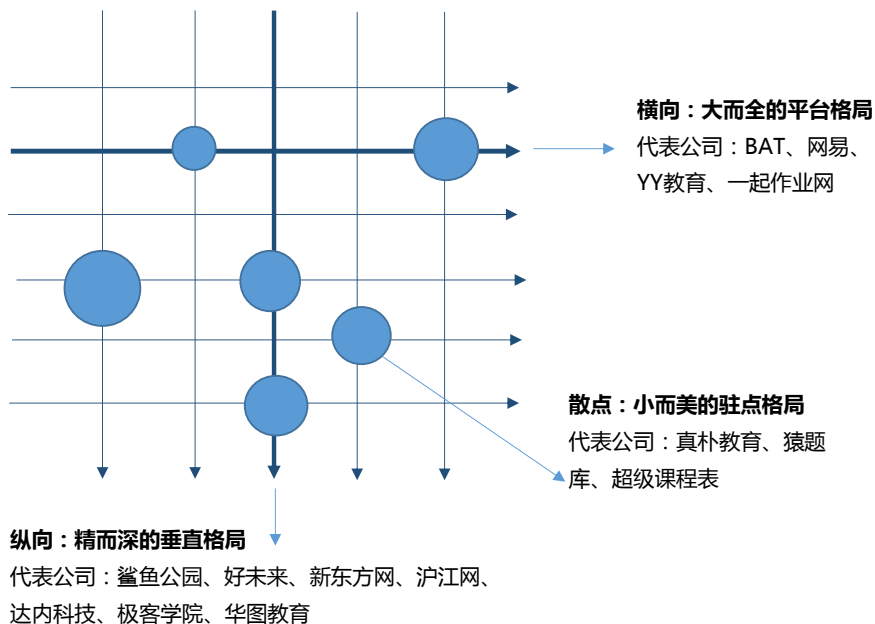
资料来源：申万宏源研究

2.3 供给纵横交错，呈现棋盘格局

■ 在线教育布局精细化，棋盘格局显现

- 大而全平台：传统互联网思维，流量是根本
- 精深垂直化：品牌线下培训机构线上化发展，回归教育本质
- 小而美散点：创业企业的自主优化路径

在线教育产业纵横交错，布局精深



资料来源：互联网+教育，王磊，申万宏源研究

2.3 供给纵横交错，呈现棋盘格局

■ 目前在线教育企业集中在学前启蒙、K12、职业教育领域

在线教育图谱一览

大而全的平台格局		精而深的垂直格局	小而美的驻点格局	热门产品形态
学前启蒙		小伴龙 芝兰玉树 宝宝树 叽里呱啦 江苏麦可在线 QLL快速语言学习 铁皮人科技 智慧树 酷学多纳	童伴教育	社区、内容
K12	学而思网校 一起作业网 杰瑞教育 贝尔科教集团 全通教育	新东方网 VIPKID 能动英语Dynamic 陪读网/网拓佳育 大家汇/家长信 寓乐湾 魔方格/云学时代 佳一教育 米豆网 轻轻家教/轻轻教育 365好老师 全通教育 高思教育 科大讯飞 方直科技 101学酷 三好网 掌门1对1 简单学习网 海边直播 阳光学习网 一米辅导 能龙教育 alkweb 星立方 猿辅导 疯狂老师 新南洋 蓝铅笔 辅导君 学乐云教育 轻课	猿题库 乐学高考 顺天府学 小猿搜题 YOLOWAY 校鹿 易题库/易思宜学 101同学派/贝斯特教育 阿凡题/云江科技 学习宝 老师来了 艺考就过/图森科技 问题鸟 爱考拉/知学友邦 学霸君/问吧科技 洋葱数学 作业帮、清睿教育	工具、解决方案、信息化系统、内容
职业教育	正保远程 ATA 弘成教育 华图教育	时代光华 达内科技 立思辰 职业梦CareerDream 我赢职场 计蒜客 西普学院 苑教育/西普学院 极客学院 邢帅网络学院 东方华尔 学尔森教育 慧科教育 开课吧/开云慧科教育 北风网/上海育创网络 达内科技 极客学院 嗨学 对啊 麦子学院 尚德机构 51CTO学院 怒马	SuperProfs 萌码网/风腾科技 实验楼	内容、工具
语言培训		51Talk 91外教 新东方网校 学而思网校 vipjr VIPABC/iTutorGroup 好外教网/金山词霸 ChineseSkill 沪江网	快乐学 英语说 美特少儿英语 句酷批改网/词网科技 托福Easy姐 BOXFiSH	工具、内容
兴趣培养		鲨鱼公园 手工客 计蒜客	The ONE智能钢琴 真朴教育 乐博乐博 佳学	内容
高等教育		北科灵月	超级课程表 Blackboard	内容、工具
出国留学			爱赛达课网 维立克 柳橙网 智课网/创新伙伴 优择世通/优择教育 GMAT加分宝/Prep4GMAT ChaseFuture敢想 啄木鸟教育 时差网	社区、工具
综合	传课网 第九课堂 果壳网 百度传课 淘宝教育 腾讯课堂 YY教育 决胜网 跟谁学 网易	CCtalk 有道学堂 文都网校 培生集团 凤凰传媒		
其他			皮影客 CC视频 保利威视 多贝云 学点云 微吼 直播 布卡	

资料来源：网络资料，申万宏源研究

主要内容

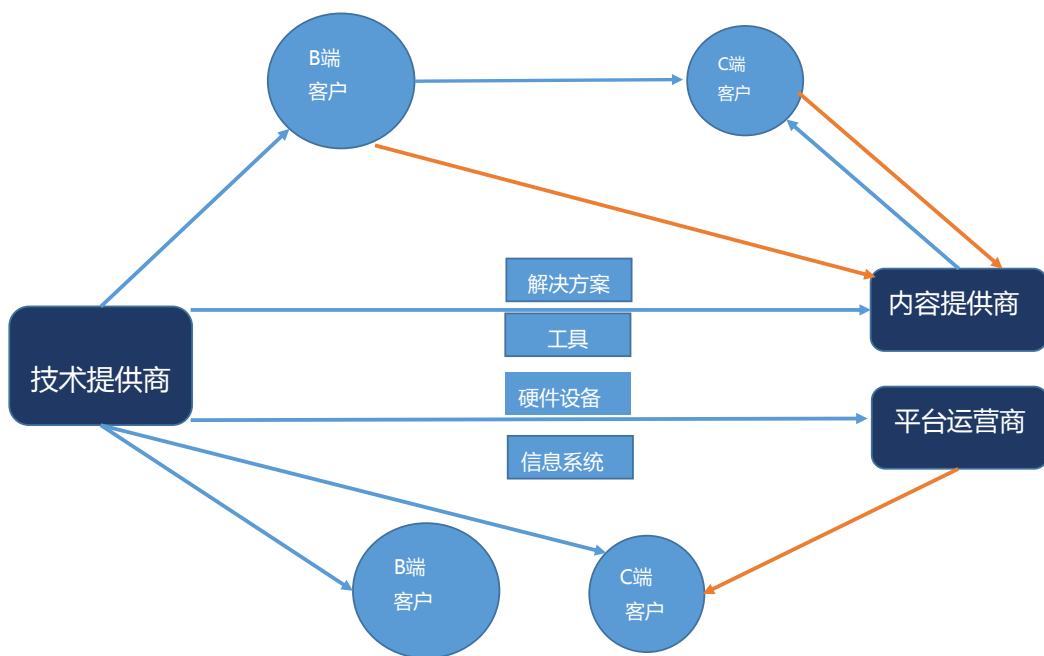
1. 需求演进：用户习惯养成，付费成为趋势
2. 供给旺盛：技术和资本助推产业纵深发展
3. 盈利模式：探寻产品和渠道的有效组合
4. 新三板投资建议：大浪淘沙，真金隐现

3.1 在线教育的渠道多样化，学校是主要的变现渠道

■ 在线教育运营模式有B2B\B2C\B2B2C\C2C

- 目前学校是主要变现渠道（B2B和B2B2C），但资源壁垒较高
- B2C变现最具潜力，多发生在线下能力强O2O企业，以学而思网校和新东方网为代表
- C2C方兴未艾，但质量不稳定难以往付费转换，变现路阻且长

在线教育运营模式及企业案例



出版集团：培生集团、中文在线、北教传媒
O2O培训机构：学而思网校、新东方网、华图教育
MOOC平台：Coursera、edX、Udacity

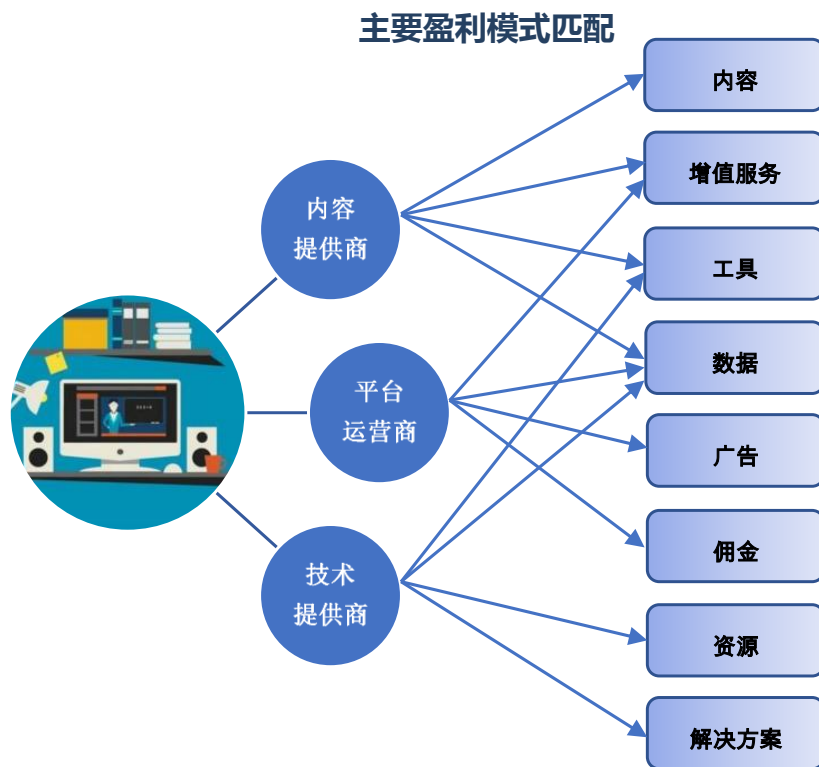
电商：淘宝同学、YY教育
中间页：决胜网、百度教育
社区：妈妈网、宝宝树、一起作业网

资料来源：申万宏源研究

3.2 在线教育的盈利模式多样化，已现曙光

■ 在线教育主要盈利模式有8种，其中内容变现能力最强

- 目前有内容、解决方案、工具、佣金、广告、增值服务、资源、数据等8种形式
- 目前来看内容变现最持续稳定



资料来源：申万宏源研究

3.2 在线教育的盈利模式多样化，已现曙光

■ 企业逐渐摸索出盈利模式和运营模式有效的组合方式

- 过去两年企业盈利模式、产品和渠道进行匹配和试错
- 已具有造血功能的组合
 - ✓ 解决方案+B2B/B2B2C，典型案例有科大讯飞、方直科技、拓维信息、立思辰等
 - ✓ 内容+B2B2C/B2C，以学而思网校，新东方网为代表，以及小而美的领域，代表培诺教育、清睿教育等

在线教育运营模式/渠道和产品的常见排列组合

	内容	解决方案	工具	佣金	广告	增值服务	资源	数据
B2B		✓						
B2B2C	✓	✓	✓			✓	✓	
B2C	✓		✓	✓	✓	✓		✓
C2C	✓			✓	✓			✓

资料来源：申万宏源研究

主要内容

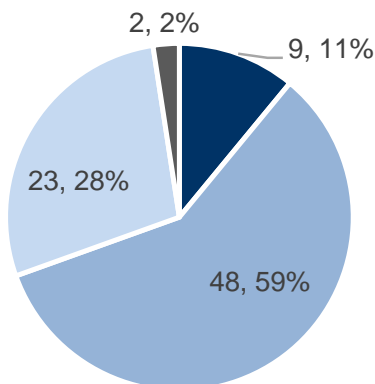
1. 需求演进：用户习惯养成，付费成为趋势
2. 供给旺盛：技术和资本助推产业纵深发展
3. 盈利模式：探寻产品和渠道的有效组合
4. 新三板投资建议：大浪淘沙，真金隐现

4.1 新三板在线教育以K12、技术提供商为主

■ 新三板在线教育公司较多，占教育培训公司三分之一

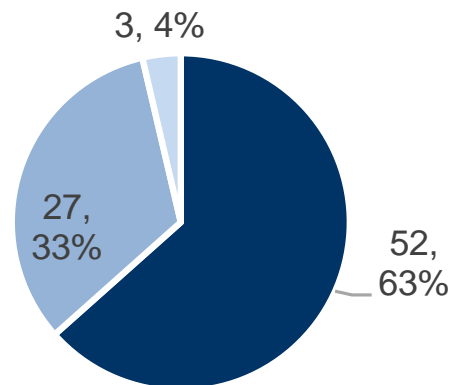
- 新三板在线教育公司共有82家
- 各年龄段中，K12占比最高，共48家，占比58.5%；产业链中，技术提供商占比最高，共52家占比63.4%

年龄段分布



■ 学前教育 ■ K12 ■ 职业教育/高等教育 ■ 留学

产业链分布



■ 技术提供商 ■ 内容提供商 ■ 平台运营商

资料来源：choice,申万宏源研究

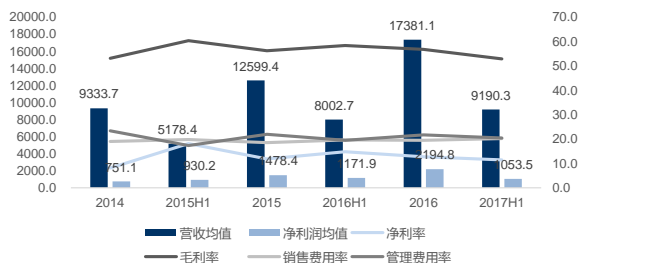
4.2 内容提供商、职业教育、K12 业绩表现好



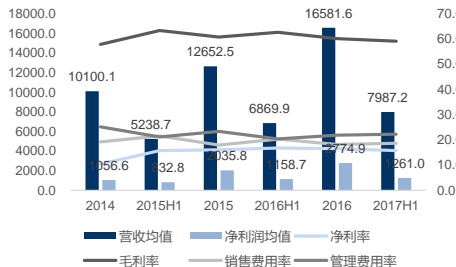
17H1 业绩表现来看

- 从产业链表现来看，内容提供商业绩表现、成长性最好、费用率最低
- 从年龄段来看，职业教育、K12 业绩表现较好，学前教育和职业教育成长性较好

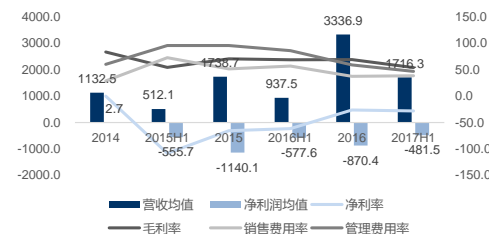
整体法计算内容提供商各项盈利指标，万元，%



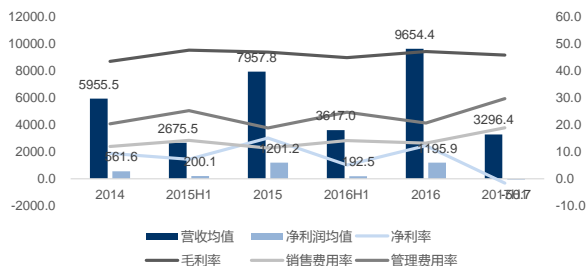
职业教育各项盈利指标，万元，%



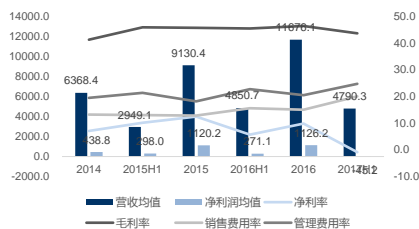
留学各项盈利指标，万元，%



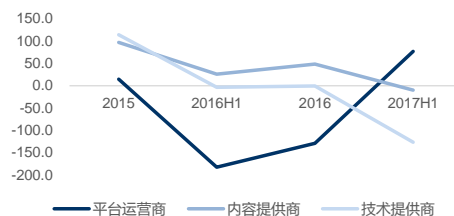
整体法计算技术提供商各项盈利指标，万元，%



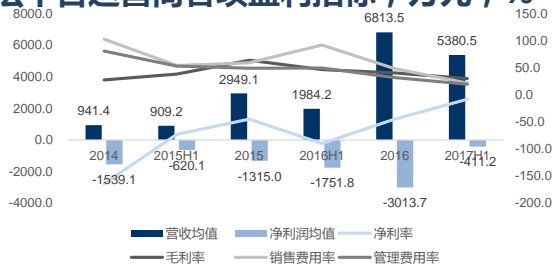
K12 各项盈利指标，万元，%



整体法计算产业链净利润增速 (%)



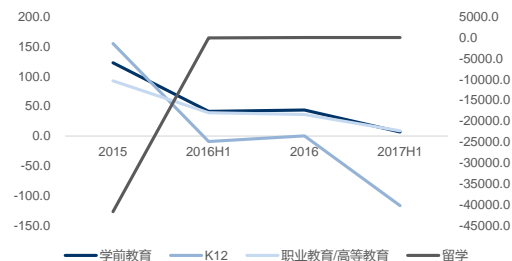
整体法平台运营商各项盈利指标，万元，%



学前各项盈利指标，万元，%



整体法计算各年龄段净利润增速 (%)



4.3 新三板在线教育业绩头部集中趋势明显

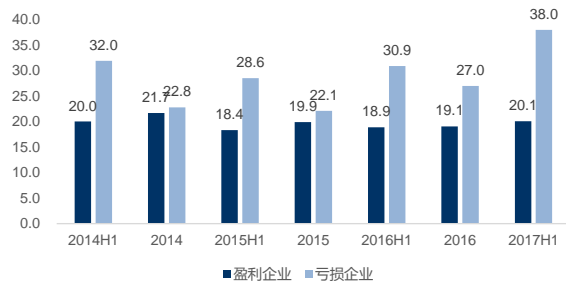
■ 整体法计算，17H1盈利企业成长性和稳定性好于亏损企业

- 17H1盈利40家，占比近50%
- 盈利企业17H1营收增长15.71%，净利润增长13.39%；亏损企业17H1上半年营收下降17.27%，净利润下滑175.93%
- 盈利企业规模效应显著，增长更稳健。14-16年盈利企业收入复合增速35.1%，净利润80.1%，亏损企业收入复合增速26.9%，且逐年盈利不稳定

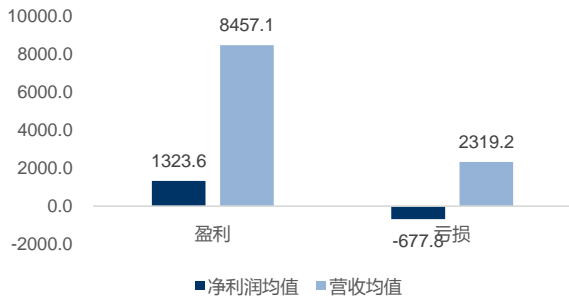
■ 盈利企业费用率控制能力较强，而亏损企业持续投入，但难以看到业绩有效改善

- 总体来讲，企业盈利能力和体量成正比
- 盈利企业费用率更低，整体效率更高

整体法计算17H1盈利性和亏损企业管理费用率变化

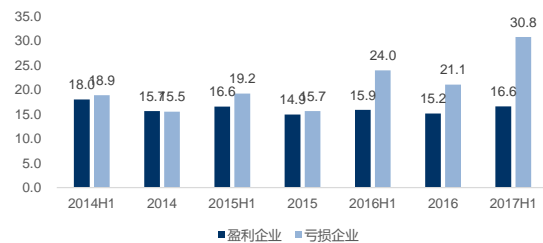


整体法计算17H1盈利/亏损净利润和营收均值



资料来源：choice,申万宏源研究

整体法计算17H1盈利性和亏损企业销售费用率变化



资料来源：choice,申万宏源研究

4.4 推荐龙头标的

■ 挑选产业链和年龄段的最优龙头组合

二象限挑选龙头企业

	内容型★★	技术型★	平台型
职业教育★★★★	华图教育(停牌)、尚睿通、教师网	全美在线、新道科技、博导股份、英腾教育(退市)、中诺思	
K12★★	北教传媒、新东方网、高思教育、华腾教育、明博教育	创显科教、颂大教育、黄金屋、博雅智学	
学前教育★	光华教育		
留学			

资料来源：申万宏源研究，注：★号越多代表所处领域整体业绩越好

4.4 推荐龙头标的

■ 挑选产业链和年龄段的最优龙头组合

证券代码	证券名称	归母净利润 (TTM)		销售毛利率 (TTM)%	转让方式	ROE (摊薄) %	PE, TTM	增发进度	备注
		2017H1	2016H1						
830858.0C	华图教育	35,944.3	32,153.0	59.0	协议	13.8	36.6		停牌
835079.0C	全美在线	11,133.7	8,250.2	48.6	协议	10.8	—		拟终止挂牌
839896.0C	新东方网	8,802.3	1,062.4	69.6	做市	4.5	87.5		
831299.0C	北教传媒	7,726.6	2,839.9	45.3	做市	3.2	10.6		
870155.0C	高思教育	7,536.7	-27.1	53.5	协议	26.9	25.2	董事会批准	
833694.0C	新道科技	7,194.7	5,461.6	90.2	做市	6.9	19.3	董事会批准	
835971.0C	尚睿通	5,268.0	4,763.3	47.4	协议	12.0			摘牌
430244.0C	颂大教育	5,201.6	4,627.5	48.4	做市	3.8	24.2		停牌
834541.0C	创显科教	4,558.9	3,273.8	32.7	协议	1.4	25.4	实施中	
836306.0C	黄金屋	3,088.9	2,952.0	51.5	协议	11.3	—		
834845.0C	华腾教育	3,020.4	1,927.6	82.0	协议	12.4	31.3		
838970.0C	博导股份	2,530.2	847.9	86.9	协议	7.3	—		
871610.0C	教师网	2,248.2	12.0	39.2	协议	9.1	—		
837526.0C	明博教育	1,803.8	1,242.7	62.9	协议	0.9	—		
870332.0C	博雅智学	1,470.6	-45.8	38.3	协议	-0.8	—		
833557.0C	中诺思	1,463.7	1,066.3	36.4	协议	6.1	11.3		
838468.0C	光华教育	1,368.2	1,103.1	61.6	协议	9.4	—		
838505.0C	英腾教育	1,123.4	49.0	96.7	协议	30.2			摘牌

资料来源: choice, 17年中报, 20170926, 申万宏源研究

信息披露 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司http://www.swsresearch.com网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

刘建伟
liujw2@swsresearch.com