

互联网开创教育发展新纪元

——在线教育深度研究报告

- **在线教育发展进入新阶段。**近年来，随着我国互联网环境的日益完善，在线教育的形式和内容愈发多样化，便利程度也在不断提高，越来越多的消费者也开始接受这种新型的学习方式，行业内开始涌现出 YY 教育、邢帅网络学院等优秀的在线教育机构。而美国的在线教育发展较早，不仅机构数量众多，学生的参与度也比较高，网络教学模式早已风靡于美国教育界。
- **在线教育是一场理念和模式的革命。**在线教育的价值体现在：(1) 学习资料的共享；(2) 碎片化学习；(3) 提供个性化解决方案；(4) 娱乐性；(5) 长尾聚合；(6) 提高教育公平性。在线教育对线下教育的冲击表现为：1、线下机构网校化：线下教育机构纷纷进入在线教育市场；2、名师革命：在线教育成为名师创业或加盟的首选；3、学生分流：学生从线下转至线上；4、知识免费：对高收费、授课单调的线下教育形成挑战。
- **互联网引发行业规模和格局发生巨变。**我们从电子商务、网上购物对传统商业形成的巨大冲击中，看到互联网的强大生命力。当今，正因为看到互联网教育的广阔而诱人的美好前景，越来越多的互联网巨头争相进军在线教育市场。它们的进入将为在线教育带来全新的发展思路，将导致行业规模和格局发生巨大变革。
- **在线教育的盈利模式丰富。**在线教育的盈利模式主要有以下几种：1、内容收费；2、增值服务；3、软件一次性收费或包月等；4、平台佣金；5、广告收费。在线教育一般直接面对终端消费者，其现金流情况较好，若找准合适的定位和收费模式，盈利能力将十分突出，例如韩国 Megastudy 的净利率一度高达 30%。
- **国内在线教育发展空间巨大。**在线教育与电商在互联网思维、在线交易等方面有许多相似之处，电商借助资本的力量可以在较短时间内迅速爆发并颠覆传统行业。在线教育领域，同样的事情也有望发生。在线教育市场规模有望出现跨越式增长，预计 2015 年市场规模有望达到 1745 亿元。
- **重点公司推荐：**A 股中涉及在线教育的上市公司主要是内容和技术提供商。我们根据他们在在线教育领域的积累和优势，以及他们对于这种新业态的重视程度，依次推荐科大讯飞、立思辰、华平股份、方直科技，建议关注新南洋、天喻信息、拓维信息、新开普。
- **风险提示：**在线教育发展速度不达预期；竞争加剧导致毛利率下降。

重点公司主要财务指标

证券简称	评级	2013EPS	2014EPS	2015EPS	2013PE	2014PE	2015PE	PB
科大讯飞	买入-A	0.74	1.33	2.17	70.46	39.20	24.03	7.71
立思辰	买入A	0.24	0.30	0.38	47.29	37.83	29.87	3.87
华平股份	买入-A	0.73	1.00	1.36	46.56	33.99	24.99	7.94
方直科技	买入-A	0.33	0.43	0.54	65.45	50.23	40.00	6.21

数据来源：WIND，安信证券研究中心

投资评级 领先大市-A

维持评级

首选股票	目标价	评级
002230 科大讯飞	70.00	买入-A
300010 立思辰	15.00	买入-A
300074 华平股份	40.00	买入-A
300235 方直科技	25.00	买入-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	11.05	35.05	61.85
绝对收益	11.58	48.50	67.60

胡又文

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511050001
huyw@essence.com.cn
021-68766271

侯利

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020031
houli@essence.com.cn
010-66581842

报告联系人

汤畅场

021-68765335

tangy@essence.com.cn

相关报告

计算机：习近平等视察中关村李彦宏、柳传志、雷军做讲解——计算机行业周报 (2013.10.7)	2013-10-08
计算机：网络保卫战——中国 IT 产业的伟大历史转折 “国进洋退”曙光初现	2013-10-07
	2013-09-30

目录

1. 在线教育发展进入新阶段.....	5
1.1. 中国家庭教育支出规模庞大.....	5
1.2. 线下教育日趋成熟.....	5
1.3. 在线教育规模化发展条件已经成熟.....	6
1.4. 互联网公司进入推动行业发展提速.....	8
2. 在线教育是一场理念和模式的革命.....	9
2.1. 互联网引发教育变革.....	9
2.2. 在线教育对线下教育造成巨大冲击.....	11
2.2.1. 教育机构网校化.....	11
2.2.2. 名师革命.....	12
2.2.3. 学生分流.....	13
2.2.4. 知识免费.....	13
2.3. 在线教育有望引领行业新潮流.....	14
3. 国外在线教育发展状况.....	15
3.1. 美国：积极推进教育资源开放.....	15
3.1.1. MOOC 风靡全球.....	16
3.1.2. “可汗学院”人人可为师.....	16
3.2. 韩国：K12 在线教育风生水起.....	17
4. 国内在线教育发展空间巨大.....	18
4.1. 学前教育：在线产品注重寓教于乐.....	18
4.2. K12 教育：在线教辅潜力巨大.....	19
4.3. 高等教育：高校课程走向开放化.....	20
4.4. 职业教育：在线教育的新天地.....	21
4.5. 兴趣教育：长尾聚合产生巨大能量.....	22
4.6. 市场规模有望出现跨越式增长.....	22
5. 在线教育的盈利模式丰富.....	23
5.1. 内容收费之邢帅网络学院.....	24
5.2. 软件收费之“悟空识字”.....	24
6. 投资建议.....	25
6.1. 在线教育产业链.....	25
6.1.1. 内容模式.....	25
6.1.2. 平台模式.....	25
6.1.3. 技术提供商.....	26
6.2. 重点公司推荐.....	26
6.2.1. 科大讯飞：教育产业链全面布局发展态势迅猛.....	26
6.2.2. 立思辰：加速布局智慧教育.....	27
6.2.3. 华平股份：远程教育系统大有潜力.....	27
6.2.4. 方直科技：国内领先的同步教育软件提供商.....	27
6.2.5. 新南洋：收购昂立科技教育第一股呼之欲出.....	28
7. 风险提示.....	28

图目录

图 1: 中国家庭教育支出规模.....	5
图 2: 我国登记在册的民办教育机构数量.....	6
图 3: 我国民办教育市场规模.....	6
图 4: 在线教育发展历程.....	7
图 5: 中国网民规模和互联网普及率.....	7
图 6: 2010-2016 中国各类智能终端设备出货量.....	7
图 7: 中国网络教育市场规模情况.....	8
图 8: 淘宝同学四个发展阶段规划.....	9
图 9: 互联网对教育的价值.....	10
图 10: 粉笔网的学习社交和资料共享功能.....	10
图 11: 猿题库的数据分析、碎片时间学习功能.....	11
图 12: 线下培训和在线教育的成本构成对比.....	11
图 13: 选择教育培训机构的关注点.....	12
图 14: 师资是选择教育培训机构的主要关注点.....	12
图 15: 名师乐静的 YY 教育课堂.....	13
图 16: 名师郑仁强的 YY 教育课堂.....	13
图 17: 网易推出国内外高校的免费课程.....	14
图 18: 教育三个层次和发展趋势.....	14
图 19: 济南考研班体育馆授课场景.....	15
图 20: 济南考研班体育馆观看视频接受知识.....	15
图 21: 美国大学生参与网络课堂的人数及比重.....	15
图 22: 美国高校首席学术官对网络教学效果的满意度.....	15
图 23: COURSERA 提供超过 200 个免费课程.....	16
图 24: COURSERA 用户的地域构成.....	16
图 25: 可汗在录制课程.....	17
图 26: 可汗学院提供广泛的免费课程.....	17
图 27: 2011 年 MEGASTUDY 主营业务收入构成.....	17
图 28: 韩国平均网速位居全球第一.....	18
图 29: 教育类 APP 的学前教育产品数量众多.....	19
图 30: 我国中小学课外辅导市场规模.....	20
图 31: 2013 年 9 月 27 日, MOOC 正式推出中文版网站—爱科学.....	20
图 32: 2001-2012 年国家公务员参加考试人数.....	21
图 33: 公务员考试培训费用高昂.....	21
图 34: 职场白领职业培训的投入金额.....	21
图 35: 计划通过视频学习人群的构成.....	21
图 36: 淘宝同学的小众课程.....	22
图 37: 在线教育的盈利模式类型.....	24
图 38: 邢帅网络学院部分课程价格.....	24
图 39: 邢帅网络学院营收高速增长.....	24
图 40: 悟空识字课程安排.....	25
图 41: 悟空识字趣味性.....	25

表目录

表 1: 中国教育机构海外上市一览.....	6
表 2: 国内互联网巨头相继进入在线教育领域.....	8
表 3: 线下教育机构的在线教育业务开展情况.....	12
表 4: 线下教育机构名师纷纷转战在线教育领域.....	13
表 5: 风险投资热衷于学前教育产品.....	18
表 6: 在线教育市场空间测算.....	22
表 7: 重点公司盈利预测与估值.....	26

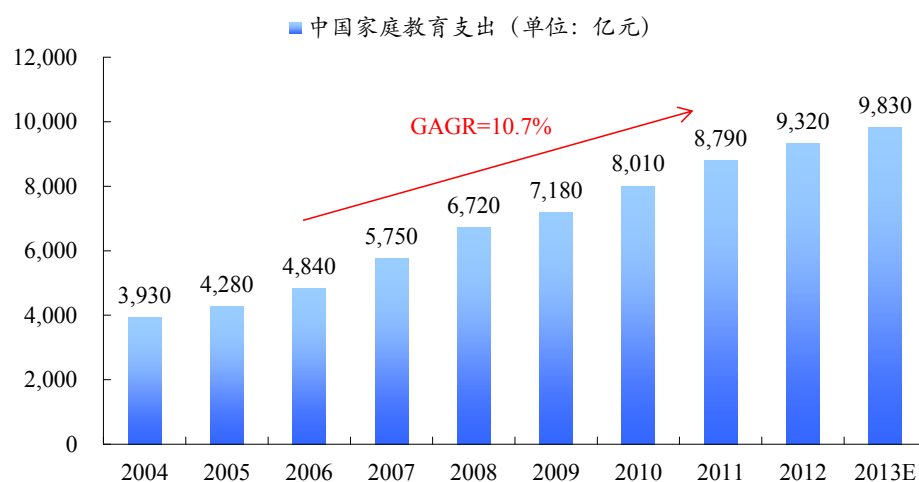
今年 8 月，我们发表了有关互联网教育的调研报告《在线教育：互联网的又一金矿》，在业内引起较多关注。其间，有部分投资者前来进一步咨询探讨在线教育发展的模式问题以及细分领域的发展前景等问题。为此，我们在进一步调研基础上，撰写本深度研究报告。

1. 在线教育发展进入新阶段

1.1. 中国家庭教育支出规模庞大

中国人重视教育，教育支出是我国居民家庭的主要消费性支出之一。近十年来，中国家庭教育支出规模年均复合增速为 10.7%。美国投行 Jefferies 的调查显示，2013 年我国家庭的教育支出规模已将近万亿。

图 1：中国家庭教育支出规模

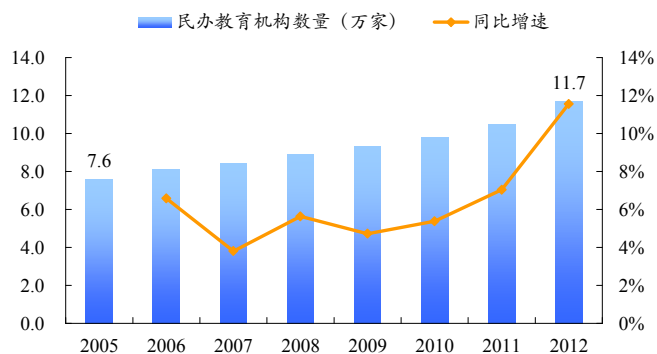


数据来源：Jefferies，安信证券研究中心

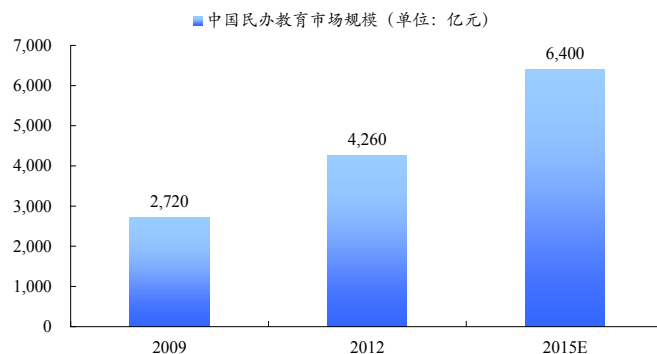
1.2. 线下教育日趋成熟

在此背景下，各式各样的民办教育机构在中国遍地开花，尤其是 2008 年教育部明令禁止公办学校开办盈利性辅导班后，民办教育市场出现了爆发性的增长。德勤数据显示，2012 年，我国民办教育市场规模为 4260 亿元，预计 2015 年将达到 6400 亿元，年均复合增速达到 14.5%。与之相对应的是，民办教育的市场集中度非常低。据民政部统计显示，2012 年全国登记在册的民办教育机构数量达到 11.7 万家，考虑到还有许多未在民政部登记的小型教育机构，全国大大小小的教育培训机构总数高达几十万家，且每年都在加速增长。

我们认为，线下教育培训市场已经过了跑马圈地的年代，每个细分领域都有大量的竞争者存在，各家教育机构为了抢占市场份额，都在降低中介费，并着力提高教学质量，整个行业正在进入成熟期。

图 2：我国登记在册的民办教育机构数量


数据来源：民政部，安信证券研究中心

图 3：我国民办教育市场规模


数据来源：德勤，安信证券研究中心

由于我国法律认定民办教育机构属于非赢利性组织，利润只能用来继续投资，无法转化为赢利，因此民办教育机构在国内上市受阻的情况下纷纷寻求海外上市。在海外上市的十余家教育企业中，学大教育、学而思、弘成教育是 K12 教育（从幼儿园到高三）的领军企业，新东方、环球雅思擅长外语辅导，安博教育则注重职业培训。K12、外语、职业教育是线下教育的主要组成部分。

表 1：中国教育机构海外上市一览

企业名称	上市时间	代码	交易所	上市类型	参与创投
学大教育	2010.11.02	XUE	NYSE[美国]	IPO	鼎晖创投
学而思	2010.10.20	XRS	NYSE[美国]	IPO	老虎环球基金等
环球雅思	2010.10.08	GEDU	NASDAQ[美国]	IPO	软银赛富
安博教育	2010.08.05	AMBO	NYSE[美国]	IPO	英联投资、麦格理等
笑笑幼儿	2010.02.02	XXL	ASX[澳大利亚]	IPO	-
中国教育联盟	2009.07.20	CEAI	NYSE[美国]	反向收购	-
正保远程教育	2008.07.30	DL	NYSE[美国]	IPO	兰馨亚洲、晨星基金
ATA 公司	2008.01.29	ATAI	NASDAQ[美国]	IPO	软银赛富
弘成教育	2007.12.11	CEDU	NASDAQ[美国]	IPO	Level Global、大华创投
诺亚舟	2007.10.19	CAST	NYSE[美国]	IPO	红杉资本
新东方	2006.09.06	EDU	NYSE[美国]	IPO	老虎环球基金等

数据来源：ChinaVenture，德勤，安信证券研究中心

注：1、学而思于 2013 年 8 月 19 日正式更名为好未来；

2、上述公司除了正保远程教育外，其他公司主要收入均来自于线下。

1.3. 在线教育规模化发展条件已经成熟

从发展历程来看，我国的在线教育经历了传统网校、培训机构转战线上、互联网公司涉足在线教育三个阶段。最初的在线教育是一种“网络课堂”，只有教育视频的单方面观看，没有互动和个性化服务，市场也不规范，它只是在线教育的一个雏形。近年来，随着互联网环境的日益完善，在线教育的形式和内容开始变得越来越多样化，便利程度也在不断提高，行业内开始涌现出 YY 教育、邢师网络学院等优秀的在线教育机构。同时，越来越多的消费者也开始接受这种新型的学习方式。

图 4：在线教育发展历程



数据来源：互联网，安信证券研究中心

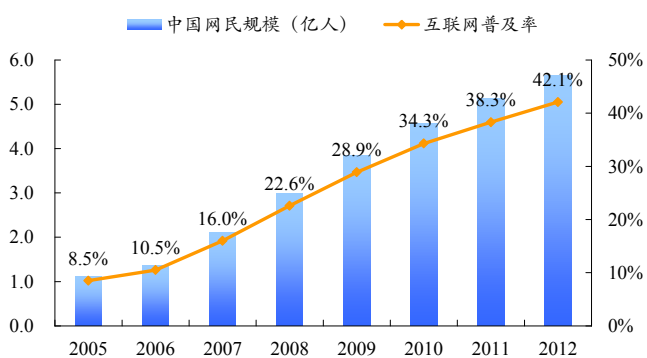
经过十余年的发展后，我国的在线教育已经逐步走出千人一面的“网络课堂”阶段，进入规模化发展的条件已经成熟，主要表现在：

(1) 互联网走入千家万户。2012 年，我国网民规模为 5.64 亿，互联网普及率已达 42.1%，而在 40 岁以下接受教育的主体人群中，这一普及率更高。此外，手提电脑、智能终端等业已进入千家万户，为在线教育发展提供了良好的硬件基础。

(2) 网络速度不断提升。在线教育的视音频互动需要较高的带宽支持，而我国缓慢的网络速度无形之中制约了其发展。美国 Akamai 的统计数据显示，2013 年第一季度，我国平均网速为 1.7Mbps，低于全球平均网速 3.1Mbps，排名第 98 位。目前，国家已经把提高网速上升到战略高度。2013 年 8 月，国务院发布的“宽带中国”战略实施方案中提到，到 2015 年城市宽带接入能力要达到 20 Mbps，农村要达到 4 Mbps。

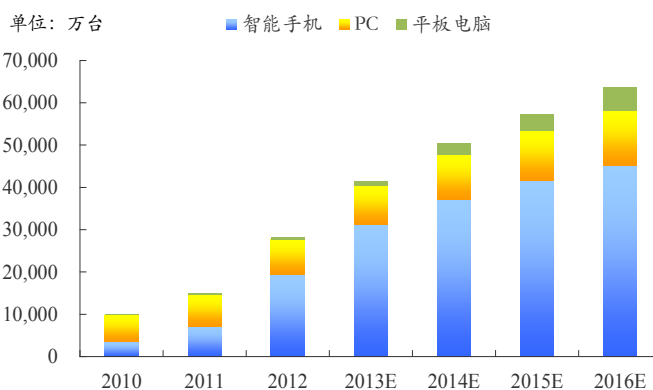
(3) 在线教育认可度不断提升。在互联网环境提升的背景下，互联网已经成为学习、工作、生活中不可或缺的一部分，互联网作为学习工具的观念开始深入人心。因此，普通网民和教育机构对在线教育的认可度在不断提升，在线教育产品的形式也越来越多样化，能够满足不同层次的消费需求。

图 5：中国网民规模和互联网普及率



数据来源：中国互联网络信息中心，安信证券研究中心

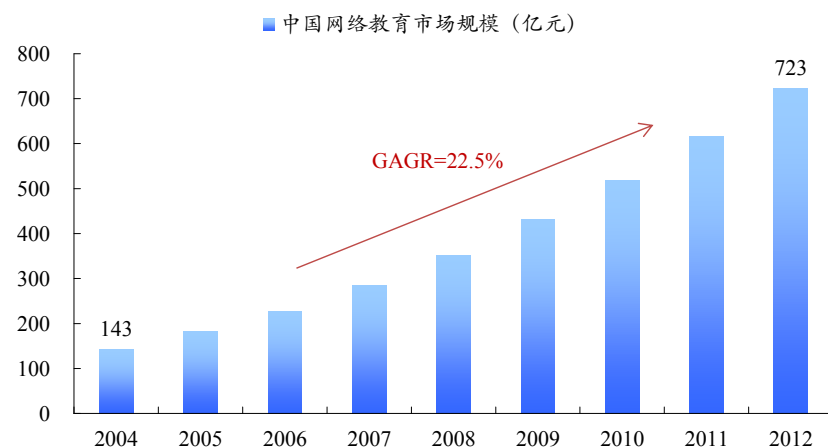
图 6：2010-2016 中国各类智能终端设备出货量



数据来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

尚普咨询数据显示，我国在线教育市场规模由 2004 年的 143 亿元上升到 2012 年的 723 亿元，年均复合增速高达 22.5%。

图 7：中国网络教育市场规模情况



数据来源：尚普咨询，安信证券研究中心

1.4. 互联网公司进入推动行业发展提速

在互联网公司进入在线教育市场前，传统教育机构依靠其品牌红利，已经在该领域占据一席之地，但其发展面临着一些困难，主要表现在：第一，产品设计存在局限性，在线教育产品大多是线下课程在线上的简单复制，以“售课”的录制视频为核心，而非“授课”；第二，网页布局、组织架构等与互联网企业有差距，没有紧跟“简约设计”和“互动体验”的潮流；第三，缺乏创新性营销，导致用户流量不足。

我们在《在线教育：互联网的又一金矿》报告中提出，互联网巨头进入在线教育市场，将为在线教育带来全新的发展思路，将对现有教育行业产生颠覆性影响，将导致行业规模和格局发生巨大变革。

我们已亲眼目睹了电子商务、网上购物对传统商业的巨大冲击：一批批实体商店的萎缩、关门，充分显示出互联网的强大生命力。正因为看到互联网教育的广阔而诱人的美好前景，越来越多的互联网巨头争相进军在线教育市场

表 2：国内互联网巨头相继进入在线教育领域

公司	进入时间	代表产品
新浪	2011 年 4 月	新浪公开课
YY	2011 年 6 月	YY 教育频道
百度	2012 年 6 月	百度校园
网易	2012 年 12 月	网易云课堂
金山	2013 年 7 月	金山留学频道
淘宝	2013 年 8 月	淘宝同学
腾讯	2013 年 9 月	腾讯精品课

数据来源：安信证券研究中心

注：7 月 25 日，金山与决胜网达成战略合作协议，将共建留学频道。

淘宝同学功能不断完善，带动行业发展值得期待。“淘宝同学”自 8 月正式上线后，不断推出新功能。淘宝同学将分为四个阶段：第一阶段，推出在线课堂和同学会 SNS；第二阶段，引入教育视频交易系统和第三方教学视频 iframe 嵌入；第三阶段，接入旺旺视频授课工具和第三方在线教学工具（YY、展视互动等）；第四阶段，引入淘宝视频直播间，打通直播和录播功能，形成 O2O+在线直播+视频课程交易+评级评价体系+SNS 的模式。其中，在淘宝视频直播间上，每个机构卖家可开设 5 个主会场，每个主会场可开 50 个分会场，分会场支持收费功能，届时可实现十万人同时在线。

图 8：淘宝同学四个发展阶段规划



数据来源：淘宝，安信证券研究中心

2. 在线教育是一场理念和模式的革命

2.1. 互联网引发教育变革

在线教育让“教”与“学”不受时间、空间、方式和环境的限制，让学习无处不在。互联网具有资源共享、超越时空、实时交互、个性化、公平性等优点，这些优势结合教育，将产生巨大的价值，或引导 4A（Anytime、Anywhere、Anybody、Anyway）学习模式的到来，颠覆传统的教与学模式。

在线教育的价值体现在以下几个方面：

第一，学习资料的共享，师生可以在互联网上获取大量有用的教学和学习资料；

第二，碎片化学习，互联网可以突破时空限制，随时随地的利于碎片时间学习知识；

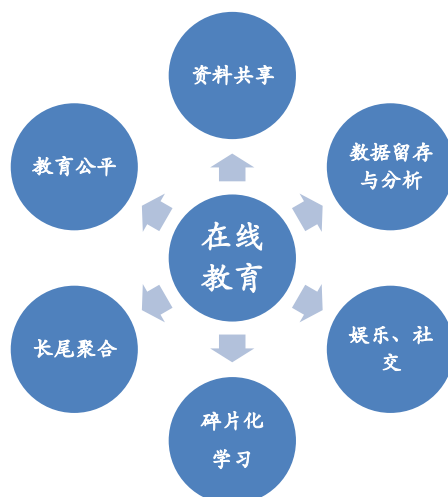
第三，数据留存和分析，计算机技术可以实时记录学生的学习和成绩状况，通过数据分析为其提供个性化解决方案；

第四，娱乐性，在线教育产品的表现形式多种多样，可以为学习过程提供更多的娱乐性，例如，学习社交就为学生提供了一种新的情感体验；

第五，长尾聚合，有些技能很小众，在传统线下教育的商业模式里无法成行，但互联网时代可以在全世界范围内招生，形成长尾的聚合，这一点在兴趣教育中尤为突出。

第六，在线教育将提高教育公平性，教育资源分布不均衡是困扰中国教育发展的一大弊端。在线教育可以最大程度的解决这个问题，这也是国家大力推进“教育云”建设的一个重要原因。

图 9：互联网对教育的价值



数据来源：安信证券研究中心

我们现以粉笔网和猿题库为例，看看在线教育是怎样给教育创造新的发展空间的：

粉笔网是一个专属于老师和学生的互动平台，定位于 C2C 社区，在粉笔网内可以关注全国各地的知名老师并与其互动，并分享学习资料。

图 10：粉笔网的学习社交和资料共享功能



数据来源：粉笔网，安信证券研究中心

猿题库是智能在线题库产品，提供历年考试权威真题供考生练习，还拥有根据考生的水平一对一出题、对考生的答题能力进行数据分析提供智能能力测评、电脑和移动终端实时同步等功能，是在线教育数据分析、个性化、碎片时间的典型代表。

图 11：猿题库的数据分析、碎片时间学习功能



数据来源：猿题库，安信证券研究中心

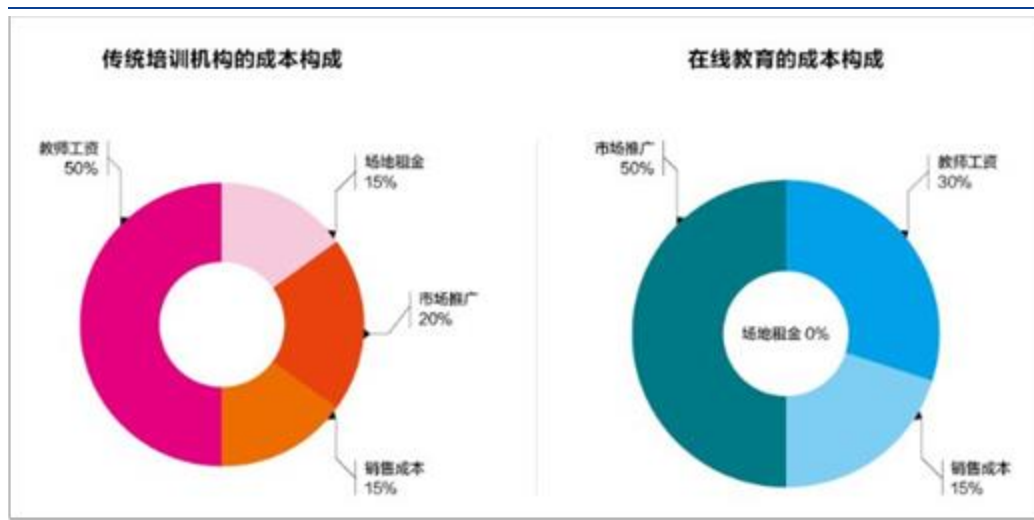
2.2. 在线教育对线下教育造成巨大冲击

如上文所述，互联网与教育的结合展现出其巨大的价值和魅力。正因为如此，在线教育开始越来越受到教育、互联网两个领域专业人士的重视。近几年，在线教育发展迅速，开始冲击线下教育，具体表现为线下机构网校化、名师革命、学生分流、知识免费等方面。

2.2.1. 教育机构网校化

场地租金和人力成本水涨船高是教育机构网校化的重要因素。数据显示，场地租金和人力成本占培训机构成本支出的比例高达 65%，线下教育培训机构传统的“跑马圈地”求增长的方式在这些费用日益上升的背景下十分艰难。而在线教育不必支付高昂的场地租金，教师成本也相对低廉，是一种低成本的扩张，因此各大线下教育机构纷纷转战线上。我们认为，随着互联网的日益普及，以及线下教育机构进一步加大对在线教育的投入力度，线下教育机构网校化将是行业发展的长期趋势。

图 12：线下培训和在线教育的成本构成对比



数据来源：中关村在线，安信证券研究中心

线下教育机构纷纷进入在线教育市场。线下教育龙头们早就意识到在线教育的发展前景，

新东方、学大、学而思等知名线下教育机构多年前就开始了在线教育领域的探索。但由于前期互联网环境尚未成熟，可拓展的空间比较有限，这些机构的在线教育业务发展相对缓慢。2000年，新东方在线上线，早期侧重于在线营销；2011年4月，新东方网“xdf.cn”的新域名正式启动，显示出新东方加大在线教育投入的决心。学而思则于2009年推出学而思网校，今年8月，学而思集团官方发布消息：已沿用了十年的集团名称将正式由“学而思”更名为“好未来”，新的好未来集团将定位为“一个用科技与互联网来推动教育进步的公司”，实现传统教育与线上教育的融合，通过实施多品牌发展战略。

表3：线下教育机构的在线教育业务开展情况

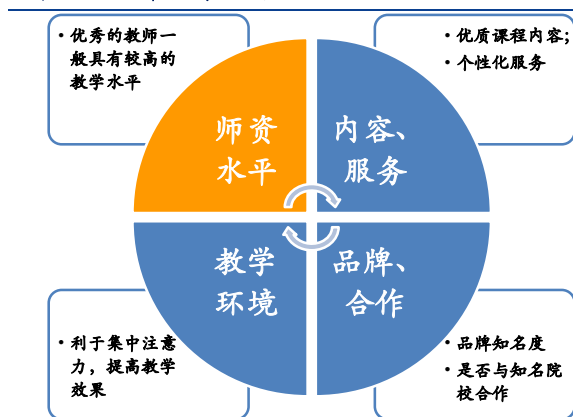
公司名称	在线教育业务情况
新东方	2000年，新东方在线上线，早期侧重于在线营销； 2011年4月，新东方网“xdf.cn”的新域名正式启动，加强在线教育的投入。
学而思	2009年，学而思网校正式上线运营，定位于中小学在线教育平台； 2013年8月，学而思更名“好未来”，新集团定位为“一个用科技与互联网来推动教育进步的公司”。
学大教育	2001年，学大教育开始线上运营，初期做在线家教中介，目前主推一对一学习视频。
弘成教育	1996年101远程教育网在北京成立，中国首家中小学远程教育网正式开通； 2010年弘成答疑网正式上线，是中国最权威的中小学在线答疑互动学习平台。
华图教育	2007年3月成立华图网校，做公职系统培训的远程辅导。
环球雅思	2003年成立环球英语网校。

数据来源：安信证券研究中心整理

2.2.2. 名师革命

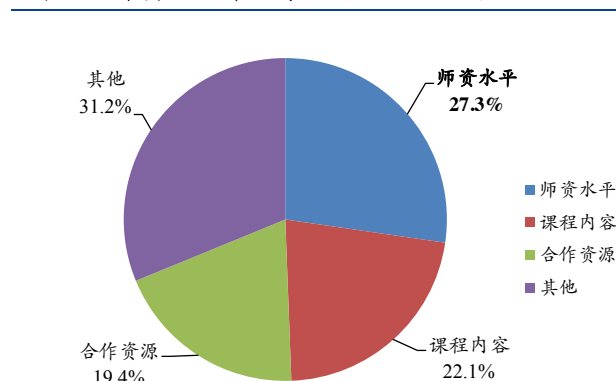
在线教育为教师提供了新的教育平台。教师是教育的实施主体，对学生有很强影响力，这一点在名师中尤为明显，新东方曾通过打造“明星老师”的方式为其带来巨大的市场效应，与之相对应的是，名师出走则会对教育机构产生重大影响。过去，名师若想要离开教育机构自主创业，需要租赁场地、招生宣传，等等，高昂的前期投入压抑了大部分教师的创业热情。而在互联网时代，这些阻碍正趋于弱化，淘宝同学、YY教育等为教师提供了很好的在线教育平台，教师创业的关键变成如何找到可以在网上变现的课程或其他教育产品。

图13：选择教育培训机构的关注点



数据来源：搜狐教育，安信证券研究中心

图14：师资是选择教育培训机构的主要关注点



数据来源：《2012 搜狐教育行业白皮书》，安信证券研究中心

在线教育成为名师创业或加盟的首选。近年来，越来越多的传统培训机构从业者离职后选择创业或加盟在线教育领域，如原新东方名师乐静、原华图教育公务员名师张小龙、原天道教学总监梅晗、原环球雅思名师郑仁强等。YY教育的最新数据显示，目前在其网站上注册的全部讲师数量将近12万人，其中获得认证的有171人，其中不乏以前新东方、中公教育、环球雅思等机构的名师。例如，2013年5月环球雅思总校主讲教师郑仁强宣布停止与环球英语网校的合作，并于6月份转战YY教育平台。

表 4：线下教育机构名师纷纷转战在线教育领域

名师姓名	原教育机构	离职时间	去向
张小龙	华图教育公务员考试申论名师	2013.8	猿题库
乐静	新东方骨灰级雅思名师	2013.6	YY 教育平台、乐雅私塾
梅晗	天道教学总监	2013.6	YY 教育平台
韦晓亮	新东方前途出国总裁助理	2013.5	极智批改网
翟少成	新东方口语教学名师	2013.5	极智批改网
郑仁强	环球雅思名师	2013.5	YY 教育平台
张超	启德教育留学事业部总经理	2012.1	尚友公司
马骏	新东方北美 VIP 负责人	2011.7	创立小马过河备考社区
邓啸鸣	学而思名师	-	在线教育创业

数据来源：安信证券研究中心整理

图 15：名师乐静的 YY 教育课堂



数据来源：YY，安信证券研究中心

图 16：名师郑仁强的 YY 教育课堂



数据来源：YY，安信证券研究中心

2.2.3. 学生分流

部分学生从线下转至线上。在线教育对线下教育机构的生源造成分流。这是因为，首先，通过互联网学习更加方便快捷，学生可以自由安排学习时间和进度，还能节约花费在路上的时间成本；其次，随着计算机的普及，互联网已经成为学习的重要工具，事实上，我们大多数人几乎每天都在通过互联网接受新的知识，对在线教育的接受程度也在不断提高。因此，短期来看，一些自制力较强的学生从线下转至线上是大概率事件；长期来看，在线教育群体规模不断扩大是必然趋势。

2.2.4. 知识免费

目前越来越多的在线教育机构推出了完全免费的教育产品，在网上可以搜索到各种免费的知识，尤其是视频课程、学习资料等。例如，2012 年美国的顶尖大学陆续设立网络学习平台，在网上提供免费课程，MOOC（massive open online courses，大型开放式网络课程）开始进入视野。Coursera、Udacity、edX 三大课程提供商为更多学生提供了免费学习

的可能。与此同时，网易、搜狐、新浪等国内互联网公司也推出了一系列的免费公开课，内容涵盖人文、社会、艺术、金融等领域。互联网时代的知识免费将对高收费、授课单调的线下教育机构形成巨大挑战。

图 17：网易推出国内外高校的免费课程

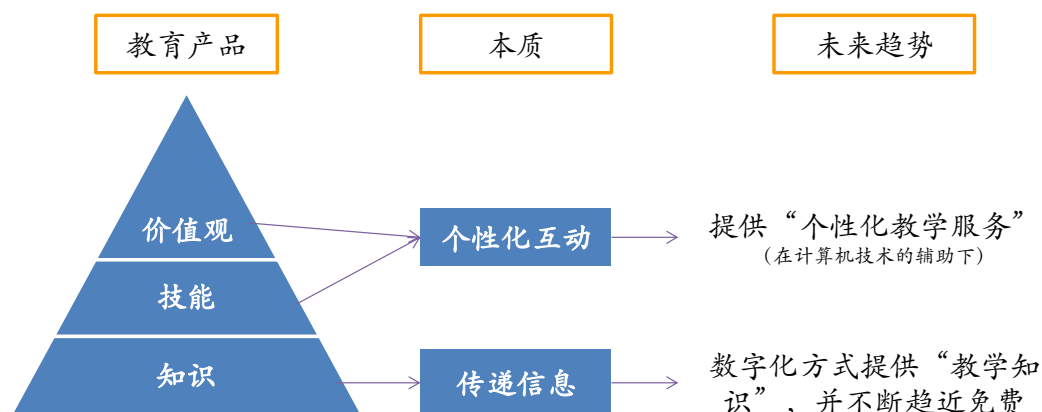


数据来源：网易公开课，安信证券研究中心

2.3. 在线教育有望引领行业新潮流

一般来说，教育可以分为三个层次，第一个层次是纯粹的知识，这在整个学习过程中很容易掌握，一般只需记忆即可，且不受学员人数影响，即大班授课和一对一授课差别不大；第二个层次是技能，这需要大量联系和个性化互动，技能传授严格受到学员人数限制；第三个层次是价值观的塑造，是教育的终极目的。

图 18：教育三个层次和发展趋势



数据来源：安信证券研究中心

在线教育将带动知识免费和学习个性化。从互联网和教育的结合来看，互联网显著降低了知识传递的成本，我们可以随时在互联网上搜索到不收取任何费用的知识，线上免费或低价的教育视频数量也在不断增加。然而，线下一些本可以通过互联网方式解决的知识传递仍在收取高昂的费用，以济南的某考研串讲课程为例，数千人挤在一个体育馆里通过观看视频接受知识，这完全可以通过在线的方式解决。因此，未来在线教育可能会颠覆掉传统线下教育的产品形式和商业模式——用免费课程解决知识层面的问题，并聚

集用户，然后用个性化的课程、优质的服务等方式变现。即用数字化方式传递知识，使得知识获取趋于免费，再倒逼教育机构利用标准算法、系统模型、数据挖掘、知识库等为学生提供个性化服务，比如在课程之余进行互动练习、线上评测、追踪学生知识图谱等，以便了解他们的状态并为他们提供个性化的服务。廉价、个性化将成为在线教育未来的核心竞争力。

值得一提的是，尽管我们认为在线教育对线下教育一些理念和模式的颠覆是必然的，但这并不意味着线下教育在未来会消失，它会以一种与在线教育互补的形式存在，在一些无法用在线方式解决的教育领域仍将由线下教育机构所主导。

图 19：济南考研班体育馆授课场景



数据来源：互联网，安信证券研究中心

图 20：济南考研班体育馆观看视频接受知识



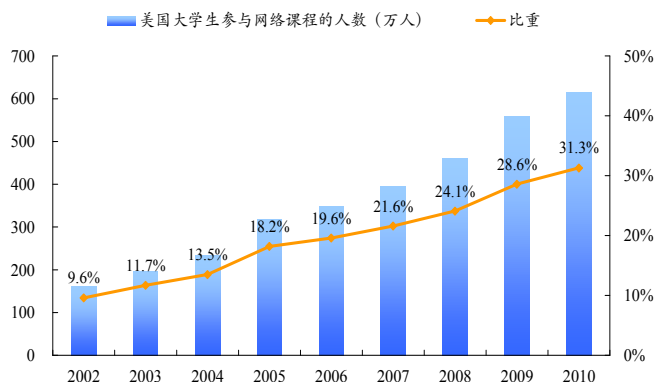
数据来源：互联网，安信证券研究中心

3. 国外在线教育发展状况

3.1. 美国：积极推进教育资源开放

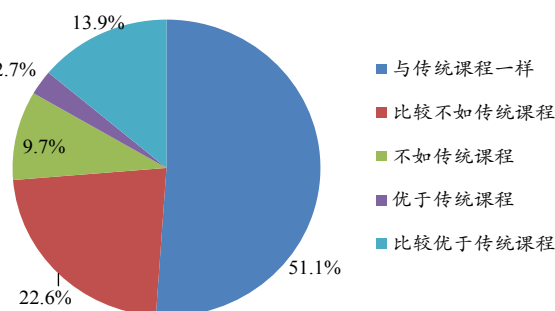
美国的在线教育发展较早，不仅机构数量众多，学生的参与度也比较高，网络教学模式早已风靡于美国教育界。根据《2011 年美国网络教育报告》，从 2002 年到 2010 年，全美国登记参与了至少一门网络课程的人数由 160 万增加到约 614 万人，比重从约 9.6% 上升到 31.3%。而针对美国高校首席学术官的调查发现，认为网络教学效果等同或优于传统课程的学术官比重达到 67.7%。这是因为，在线教育在增加学习自由度、实现个性化辅导以及灵活运用教学材料等方面的优势尤其突出。

图 21：美国大学生参与网络课堂的人数及比重



数据来源：《2011 年美国网络教育报告》，安信证券研究中心

图 22：美国高校首席学术官对网络教学效果的满意度



数据来源：《美国高等教育纪事》，安信证券研究中心

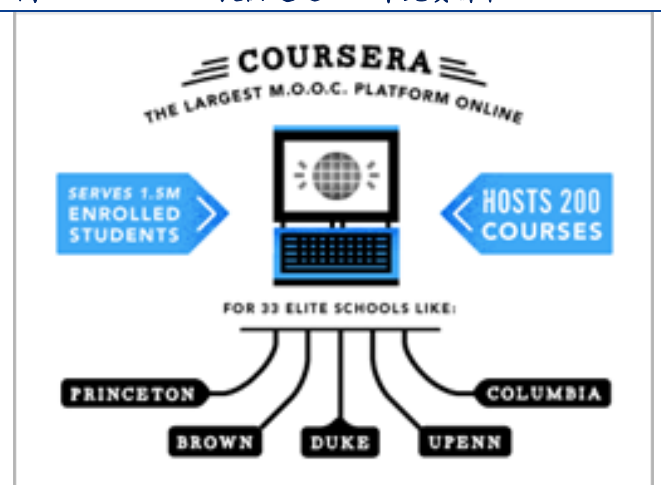
3.1.1. MOOC 风靡全球

MOOC 引领全球高校开放教育资源。2011 年，斯坦福大学开设了免费对外开放的三门在线计算机类课程，被称为 MOOC。随后，哈佛、哥伦比亚等美国顶尖大学陆续设立网络学习平台，MOOC 开始进入大众视野。MOOC 中最具代表性的是 Coursera、Udacity、edX 三大课程提供商，它们通过和国际顶尖学校合作，由高校提供高质量的视频课程对外发布，学生则可以在平台上免费学习知识，且 MOOC 组织正在探索学分认证，未来可能会颁发 MOOC 学位。在 MOOC 风潮的带动下，国内高校也纷纷加入 MOOC 平台，截止目前，清华大学和北京大学加盟 edX，复旦大学和上海交大则加盟 Coursera。

MOOC 一经推出就在世界范围受到广泛关注，短期内获得了快速发展。例如，Coursera 在创立一年内，就收获了来自全球 210 多个国家和地区的超过 1500 万人注册，在读的学生已经达到数百万人；edX 的一门 MIT 电路与电子课程有超过 160 个国家的 15 万名学生报名参与，学生年龄从 14 岁到 74 岁不等，其影响力可见一斑。

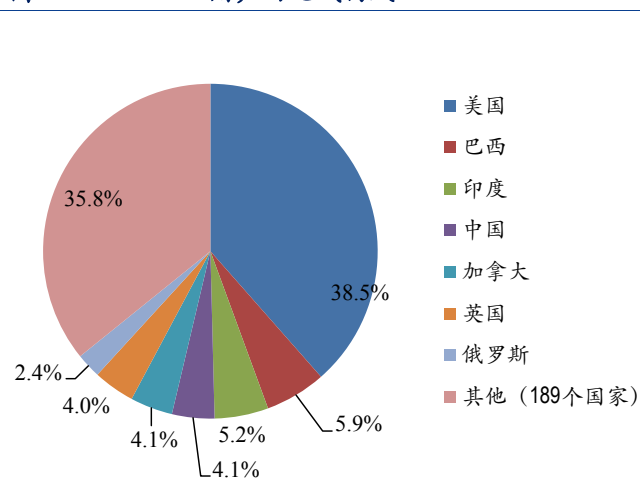
值得一提的是，MOOC 的开放教育资源运动并不意味着其是非盈利的，平台商们正在积极探索可行的盈利模式。例如，尽管 Udacity 的课程免费，但其为学生提供收费的认证考试服务、求职咨询服务等。我们认为，MOOC 的发展正印证了我们之前的判断——在线教育将带动知识免费和学习个性化，用免费课程解决知识层面的问题，然后用优质的服务变现。

图 23: Coursera 提供超过 200 个免费课程



数据来源：互联网，安信证券研究中心

图 24: Coursera 用户的地域构成



数据来源：Coursera，安信证券研究中心

3.1.2. “可汗学院”人人可为师

互联网开辟了一个“人人可为师”的时代，可汗学院就是其中的典型代表。可汗早期在自己的衣帽间内用 25 美元的罗技耳麦、200 美元的桌面录像软件 CamtasiaRecorder、80 美元的手写板 Wacom BambooTablet 以及免费绘图软件 SmoothDraw3 录制了多个教学视频放上 YouTube 上，受到广泛好评；2007 年，可汗正式成立了非营利性的可汗学院网站，向世界范围提供免费的高品质教育。近年来，可汗的事业得到了越来越多的社会认可，陆续收到盖茨夫妇慈善基金、谷歌公司等机构的赞助，其规模和影响力不断扩大。目前，可汗学院已经发展成为拥有 3500 多部课程的大型在线教育机构，并将视频翻译成了西班牙语、法语、俄语、汉语等 10 余种语言。

图 25：可汗在录制课程



数据来源：互联网，安信证券研究中心

图 26：可汗学院提供广泛的免费课程



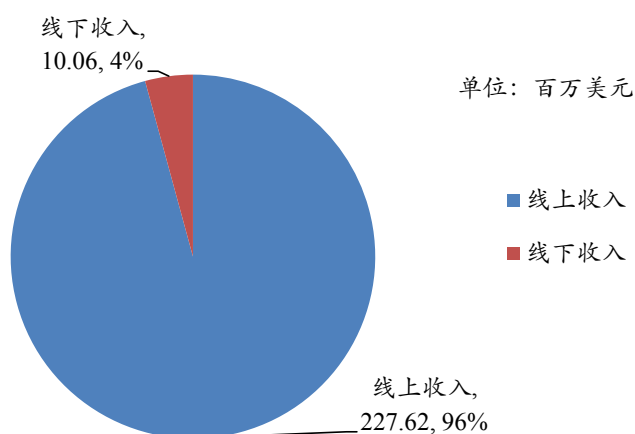
数据来源：可汗学院，安信证券研究中心

3.2. 韩国：K12 在线教育风生水起

韩国的教育文化和中国很相似，能否接受良好的高等教育对人的一生发展有着非常重要的影响。因此，教育支出也是韩国家庭的重要开支之一，由此催生出韩国庞大的 K12 教育培训业。根据市场调研公司 NPD 的数据显示，2012 年韩国课外补习市场规模高达 170 亿美元。

MegaStudy：K12 在线教育的标杆。在韩国的 K12 课外辅导领域，涌现了大量的在线教育培训机构，其中 MegaStudy 教育集团尤为突出。MegaStudy 创立于 2000 年，从事在线的高考复读培训起家，随后将业务延伸至初、高中的课外辅导课程，并把发展至线下。目前，MegaStudy 是一家拥有 500 多名教职工，营业收入超过 2 亿美元的大型教育辅导集团，覆盖了韩国过半数的学生，在韩国拥有巨大的影响力。在 MegaStudy 网校上，共有 2000 多门初中课程和 5000 多门高中课程，是其营业收入的主要组成部分。MegaStudy 在线上的成功打破了业界对 K12 教辅难以在线上取得成功的偏见，其经验非常值得国内 K12 在线教育机构的借鉴。

图 27：2011 年 megastudy 主营业务收入构成

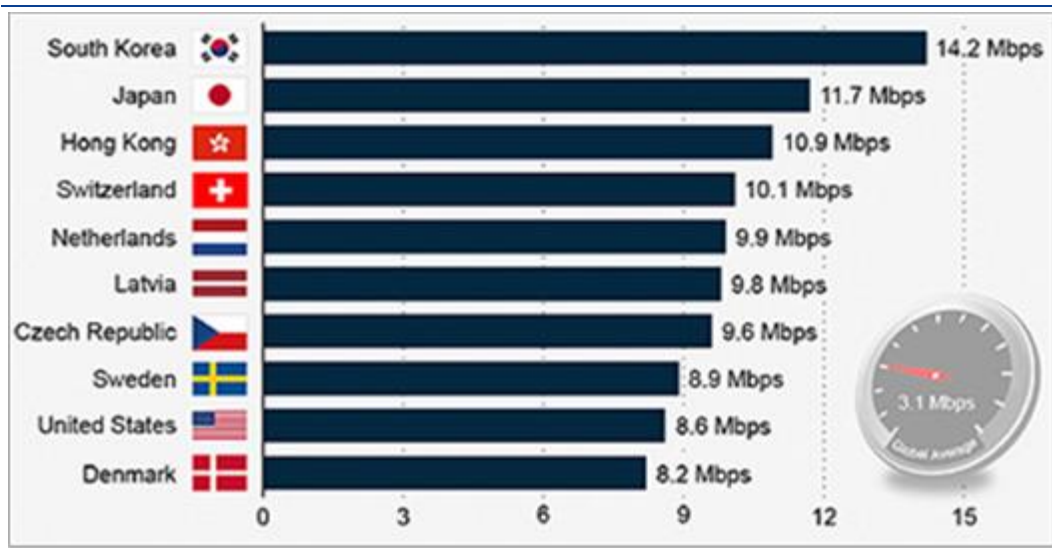


数据来源：bloomberg，安信证券研究中心

MegaStudy 的成功与韩国优质的网络环境密不可分。韩国的 IT 技术全球领先，拥有世界上最高速、便捷的网络。据德国专业统计网站 Statista 公布的 2013 年一季度各国网速统计结果，韩国以 14.2Mbps 位居全球第一，遥遥领先于其他国家。而经合组织 broadband portal 网站统计显示，2012 年韩国的无线超高速网普及率在经合组织成员国中排第四，

智能手机普及率则高达 63.7%。并且，韩国家长对互联网的态度相对开放，更容易接受在线教育这种新生事物。

图 28：韩国平均网速位居全球第一



数据来源：Statista，安信证券研究中心

4. 国内在线教育发展空间巨大

按照受教对象和年龄层次划分，教育可分为学前教育、K12 教育、高等教育、职业教育和兴趣教育等细分领域。每个细分领域都会受到在线教育的影响，但在程度和时间上有所差异。

我们认为，短期内受在线教育影响较大的主要是高等教育和职业教育，对于这一年龄层次的人来说，互联网和计算机早已是学习、生活中的重要工具和帮手，他们对在线教育的接受度很高。同时，我们也非常看好学前教育，这不仅包括母婴教育，还包括儿童的益智互动。而对于 K12 教育来说，由于学生的自控力较弱，老师和家长的主导性更强，仍需要意识上的转变。在线的兴趣教育则更可能是一种长尾的聚合，很适合通过平台商进行 C2C，可想象的空间很大。

4.1. 学前教育：在线产品注重寓教于乐

线下的学前教育以儿童兴趣培养、潜能开发、英语早教、幼儿园等模式为主，主要集中在家庭收入较高的一二线城市，这些地区一个儿童每年的早教花费可达数万元。《2012 搜狐教育行业白皮书》调查显示，有 29.6% 的家庭每月投资在孩子早期教育上的费用为 1000-2000 元，投入 2000 元以上的家庭比例为 16.3%。

学前在线教育产品普遍注重智能终端与教育的结合。由于学前教育的学习主体本身不具备独立能力，因此互联网教育产品作为低龄儿童的学习工具，其趣味性、易操作性显得十分重要，目前产品开发商都试图通过 APP 形式将智能终端与教育内容相结合，以适合低龄儿童的使用。考虑到我国一亿多学前儿童的庞大基数，以及家长对幼儿早教的重视程度不断提升，这一领域是近年来产业资本投入的热土。

表 5：风险投资热衷于学前教育产品

公司	时间	资本方	融资金额
宝宝树	2008 年 3 月	经纬创投	1000 万美元
百田网	2009 年 12 月	红杉资本	3000 万人民币

贝瓦	2011 年 9 月	启明创投	近千万美元
龙宝学慧乐	2012 年 1 月	赛富	近千万美元
铁皮人科技	2012 年 4 月	联想之星、清科创投	数百万人民币
斑马骑士	2013 年 1 月	微软云加速器二期	不详
网趣宝贝	2013 年 4 月	和君资本、融翼资本等	不详
淘米网	2009 年	启明创投	500 万美元
Smar Tots	不详	SB 泛亚基金、真格基金等	100 万美元
乐豚	不详	阿米巴资本、创新工场等	不详

数据来源：安信证券研究中心整理

学前教育产品在 App Store 教育板块中占主流地位。目前，App Store 的“教育”版块中有众多专为幼龄儿童开发的 App，涵盖识字、拼音、拼图、画画、益智游戏等众多种类，如悟空识字、河小马学画画、宝宝幼儿园等知名 App。我们认为，智能终端与学前教育内容的结合是一个重大突破口，教育类 App 的市场潜力尚未完全释放。

图 29：教育类 APP 的学前教育产品数量众多



数据来源：AppStore，安信证券研究中心

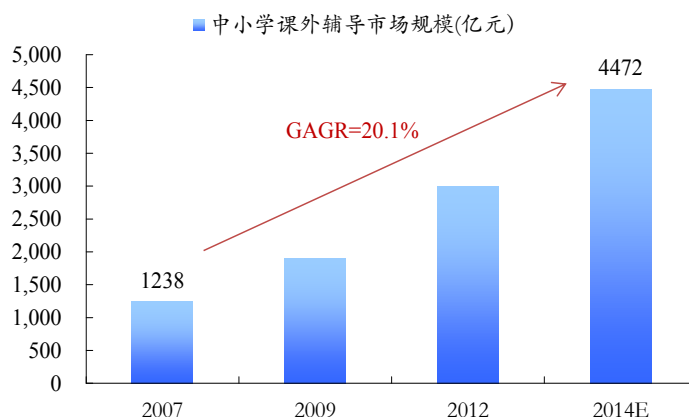
4.2. K12 教育：在线教辅潜力巨大

在中国“分数决定未来”的教育体系下，K12 教育的成功与否直接决定了学生能否进入一个好的大学，因此最受学生和家长的重视；此外，我国拥有世界上最庞大的中小學生人群，教育部数据显示，截止 2012 年底，我国中小学在校生总量高达 1.91 亿人。这些因素导致了 K12 课外辅导历来是我国教育培训行业的热门。据艾瑞数据统计，近年来我国中小学课外辅导市场保持高速增长态势，预计到 2014 年将达到 4472 亿元。

在线 K12 教辅发展空间广阔。与线下教辅产品发展趋于白热化形成鲜明对比的是，我国线上 K12 课外辅导的发展速度较为缓慢。我们通过分析韩国 K12 课外辅导在线上的发展轨迹来寻找其原因所在。中韩两国均深受儒家文化的影响，K12 教育的生态环境基本一致。中韩两国的学生在业余时间、自制力方面差别也不大。我们认为，两国的主要差异在于网络环境的建设和家长对在线教育的接受程度。K12 教育的使用者虽然是学生，但

是实际决策者是家长，韩国家长对互联网的态度更为开放，而中国的家长对互联网则普遍存在戒心。从发展趋势来看，互联网作为教育工具将越来越被家长所接受，考虑到我国 K12 课外辅导市场的庞大体量，线下向线上转化的空间将十分可观。

图 30：我国中小学课外辅导市场规模



数据来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

4.3. 高等教育：高校课程走向开放化

在线开放大学课程已成潮流。一些高校发布在线公开课、推动 MOOC 项目的初衷是让世界最底层的人群有机会接受世界上最好大学的课程教育，然而，随着时间的推移，这种新型的教育模式越来越受到业内的肯定。在高等教育中，教师主要承担知识传播的职能，对学生的自主学习能力要求较高，因此这种需要较强自制力的在线上开放课程非常适合高等教育，以及那些具有强烈学习意愿的人群。MOOC 在短短在短短一年多的时间里就集聚了数百万的学生，这或意味着校园的围墙正在被打破，优质教育资源的共享已经成为时代的必然，高等教育课程正在走向公平化和民主化。

图 31：2013 年 9 月 27 日，MOOC 正式推出中文版网站—爱科学



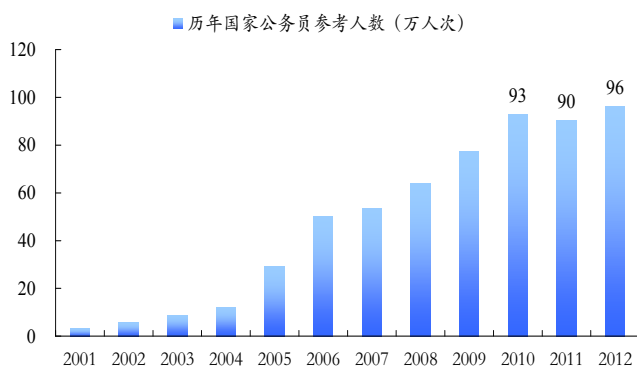
数据来源：http://www.aikexue.org/，安信证券研究中心

4.4. 职业教育：在线教育的新天地

职业教育覆盖面广，市场空间大。现代大学生的求职压力越来越大，尤其后金融危机时代经济不景气导致职场压力倍增，于是，越来越多的人希望通过职业培训以增加职场竞争力。据《2012 搜狐教育行业白皮书》调查显示，1.7%的职场白领表示因工作瓶颈参加职业教育培训，期望通过再学习充实自己，每年在职业培训方面投入 8000 元以上的占比达到 25%，投入 5000 至 8000 元的占比也有 31%。职业教育覆盖各行各业，目前比较热门的有公务员、IT、财务金融、司法考试、电子商务等领域。以公务员考试为例，国家公务员参加考试人数由 2001 年的 3 万人上升到 2012 年的 96 万人，培训费用也水涨船高，一些线下的课程收费高达数万元。

职业教育是在线教育的新天地。由于职业教育一般以考取证书、找到工作等为目的，因此该群体通常具有很强的目的性和自主性，此外，市场调查显示超过 90% 的白领选择在晚上学习，并希望学习时间能控制在一小时以内，每周学习 2-3 次，因此在线学习非常适合职业教育。《2012 搜狐教育行业白皮书》调查显示，通过网络进行学历教育、职业技能培训、专业认证考试培训的需求十分旺盛。计划通过视频学习人群的构成，在职人士比重高达 57%。因此，我们认为，未来职业教育将是在线教育的新天地。

图 32：2001-2012 年国家公务员参加考试人数



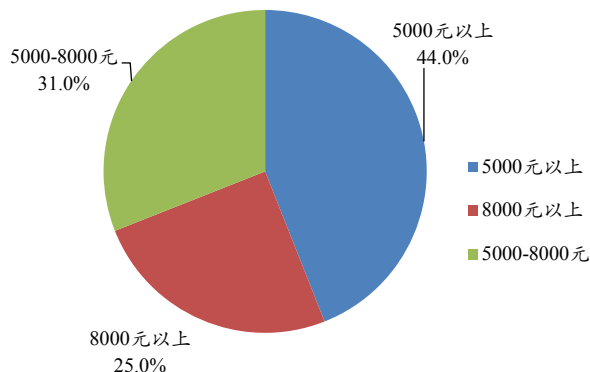
数据来源：国家公务员考试网，安信证券研究中心

图 33：公务员考试培训费用高昂



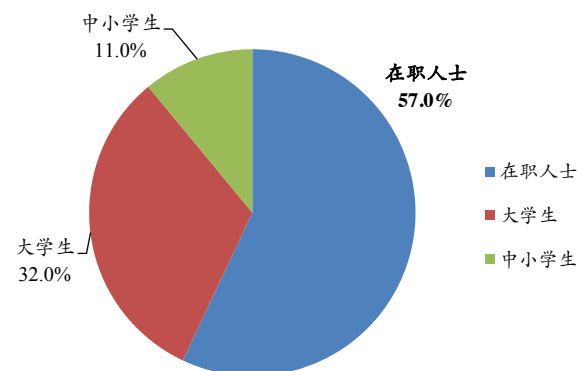
数据来源：互联网，安信证券研究中心

图 34：职场白领职业培训的投入金额



数据来源：《2012 搜狐教育行业白皮书》，安信证券研究中心

图 35：计划通过视频学习人群的构成



数据来源：《2012 搜狐教育行业白皮书》，安信证券研究中心

4.5. 兴趣教育：长尾聚合产生巨大能量

兴趣教育可以通过互联网实现长尾聚合。兴趣爱好是丰富业余生活的重要内容，多数兴趣教育的知识比较小众，在传统线下教育中无法独立招生成班，或者因参与人数较少难以形成规模效应。互联网时代则可显著突破地理空间的限制，甚至可以在全世界范围内招生，形成长尾的聚合。YY教育和淘宝同学等在线教育平台为兴趣教育提供了一个良好的展示平台，例如，淘宝同学自今年8月上线以来的短短一个多月时间，就出现了众多针对兴趣教育的小众课程，足以看出兴趣教育长尾聚合的强大能量。

图 36：淘宝同学的小众课程



数据来源：淘宝同学，安信证券研究中心

4.6. 市场规模有望出现跨越式增长

预计 2015 年在线教育市场规模有望达到 1745 亿元。我们认为，随着未来互联网渗透率进一步提升和在线教育消费习惯的养成，在线教育市场规模有望加速扩大。我们通过人口比重、渗透率和人均消费等假设对各细分在线教育行业进行市场规模测算。

表 6：在线教育市场空间测算

	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
总人口（亿人）	13.54	13.61	13.67	13.73	13.79	13.84
同比增速	0.50%	0.50%	0.45%	0.45%	0.40%	0.40%
学前教育						
0-4 岁人口数（亿人）	0.79	0.80	0.82	0.84	0.85	0.86
比重	5.80%	5.90%	6.00%	6.10%	6.15%	6.20%
参与人数（亿人）	0.05	0.07	0.09	0.11	0.13	0.14
渗透率	7%	9%	11%	13%	15%	16%
人均消费（元）	195	254	317	380	456	548
同比增速	30.00%	30.00%	25.00%	20.00%	20.00%	20.00%
市场规模（亿元）	11	18	29	41	58	75
同比增速	87.43%	70.87%	56.07%	44.83%	40.15%	29.56%
K12 教育						
5-19 岁人口数（亿人）	2.37	2.38	2.39	2.40	2.41	2.42
比重	17.50%	17.50%	17.50%	17.50%	17.50%	17.50%
参与人数（亿人）	0.33	0.38	0.48	0.58	0.68	0.78
渗透率	14%	16%	20%	24%	28%	32%
人均消费（元）	460	529	592	664	730	803

同比增速	15.00%	15.00%	12.00%	12.00%	10.00%	10.00%
市场规模（亿元）	153	202	283	383	493	622
同比增速	32.34%	32.09%	40.63%	35.00%	28.85%	26.22%
高等教育						
20-24 岁人口数（亿人）	1.41	1.43	1.42	1.41	1.42	1.43
比重	10.40%	10.50%	10.40%	10.30%	10.30%	10.30%
参与人数（亿人）	0.61	0.66	0.70	0.74	0.78	0.83
渗透率	43%	46%	49%	52%	55%	58%
人均消费（元）	563	675	810	972	1166	1400
同比增速	25.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
市场规模（亿元）	341	444	564	715	911	1157
同比增速	48.15%	30.25%	27.18%	26.69%	27.43%	27.05%
职业培训						
25-49 岁人口数（亿人）	5.73	5.78	5.84	5.86	5.89	5.91
比重	42.30%	42.50%	42.70%	42.70%	42.70%	42.70%
参与人数（亿人）	0.46	0.58	0.76	0.88	1.00	1.18
渗透率	8%	10%	13%	15%	17%	20%
人均消费（元）	336	403	464	533	597	669
同比增速	20.00%	20.00%	15.00%	15.00%	12.00%	12.00%
市场规模（亿元）	154	233	352	469	598	791
其他						
市场规模（亿元）	65	85	110	137	172	215
同比增速	30.00%	30.00%	30.00%	25.00%	25.00%	25.00%
在线教育市场规模（亿元）	723	981	1338	1745	2231	2860
同比增速	46.00%	35.74%	36.36%	30.44%	27.85%	28.18%

数据来源：安信证券研究中心测算

预计 2013-2015 年学前在线教育市场规模分别为 18、29、41 亿元，K12 在线教育市场规模分别为 202、283、383 亿元，高等在线教育规模分别为 444、564、715 亿元，职业在线教育规模分别为 233、352、469 亿元，其他在线教育规模分别为 85、110、137 亿元，合计为 981、1338、1745 亿元，同比增速 35.7%、36.4%、30.4%。

5. 在线教育的盈利模式丰富

在线教育的盈利模式主要有以下几种：

第一，内容收费，即对提供的课程和资料收费，如学而思、新东方、邢帅网络学院等基本上都属于这种模式。

第二，增值服务，在线教育机构通过为学员提供考试报名、就业咨询等增值服务以收取费用，例如金程教育提供的 CFA 报名等。

第三，软件一次性收费或包月等，这种模式主移动终端的软件安装，常见于学前教育。

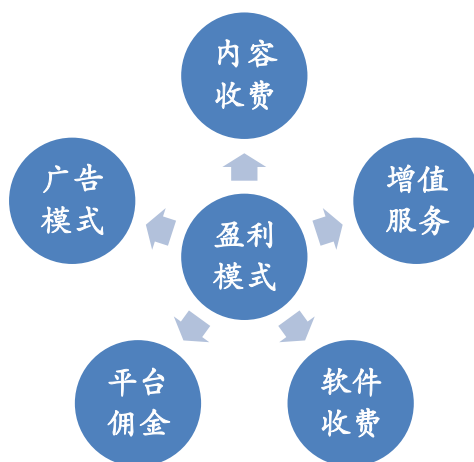
第四，平台佣金，对进驻平台的教育机构收取佣金，进而允许教育机构在平台上提供课程和资料，未来淘宝同学、YY 教育等可能会采取这一方式。

第五，广告模式，向在网站上投放的广告收费，这又分为定额、按业绩、按流量等收费方式。

在线教育目前仍处于发展初期，各大机构正在积极探索变现方式，总体而言，在线教育一般直接面对终端消费者，其现金流情况较好，机构若能找准合适的定位和收费模式，

其盈利能力将十分突出，例如韩国 Megastudy 的净利率一度高达 30%。

图 37：在线教育的盈利模式类型



数据来源：安信证券研究中心

5.1. 内容收费之邢帅网络学院

邢帅教育学院从 Photoshop 做起，目前课程已扩展至 Flash、illustrator、3Dmax、C4D、Auto CAD 等 IT 技能培训，其基础课程收费一般在单价 500-1000 元之间，进阶课程单价在 1000 元以上，2012 年学院累计付费人数超过 15 万，营业收入达到 6000 万元，预计今年有望突破 1 亿大关。“出身草根、定位屌丝”的邢帅网络学院将内容收费做到极致，成为在线教育行业的一大典范。

图 38：邢帅网络学院部分课程价格

2013 年 9 月份学院所有科目学费新标准表

平面类： 执行总监：刘永发（宣） 2013 年 9 月 1 日

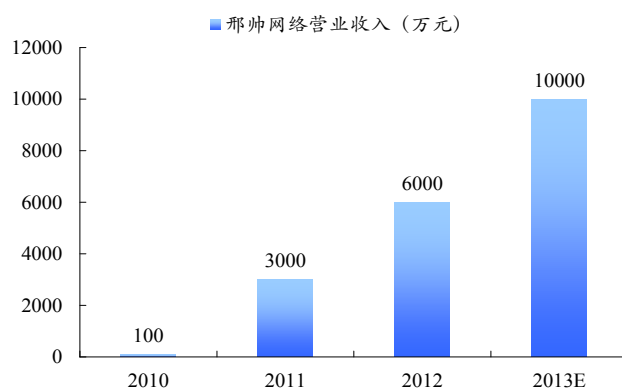
1. PS 普通班单独报学费全价 600（即 PSCS6 正式课程 143 课）
2. PS 中级班单独报学费全价 1000（即 PSYY 案例讲座每日一课不限期）
3. PS 高级班创意合成单独报学费全价 600（30 课 1 月培训期）
4. PS 高级班影视后期单独报学费全价 600（30 课 1 月培训期）
5. PS 高级班淘宝装修单独报学费全价 600（30 课 1 月培训期）
6. PS 高级班 VI 设计单独报学费全价 700（80 课 3 月培训期）
7. 报名套餐：

套餐 1：普通班+中级班一起报学费一口价 600（无 4 折与半价）
 套餐 2：四个 PS 高级班一起报学费一口价 800（无 4 折与半价）
 套餐 3：普通班+四个高级班一起报学费一口价 1000（无 4 折与半价）
 套餐 4：中级班+四个高级班一起报学费一口价 1100（无 4 折与半价）
 套餐 5：普通班+中级班+四个高级班一起报学费一口价 1300（无 4 折与半价）

8. CDR 普通班单独报学费全价 600（即 CDRX4 正式课程 200 课）
9. CDR 进阶班单独报学费全价 1000（即 CDRYY 案例讲座每日一课不限期）

数据来源：邢帅网络学院，安信证券研究中心

图 39：邢帅网络学院营收高速增长



数据来源：邢帅网络学院，安信证券研究中心

5.2. 软件收费之“悟空识字”

悟空识字是一款针对 3-8 岁低龄儿童的识字软件，目前包括 1200 个最常用汉字、1200 个句子和 5000 个词语，产品界面则是儿童熟悉的《西游记》经典场景。悟空识字的界面设计简单易懂，儿童能自主认字，而当认字数量达到 500 左右时，配合拼音的学习就可以充分引导儿童通过阅读来增加词汇量。该产品采用在线会员付费制和应用内付费，即可以免费体验 50 个字，满意后才付费，收费标准是 198 元/3 年。由于产品定位直接、设计合理，家长的付费意愿较强，截至 2012 年 11 月，该产品的用户数量达到千万级别，实现营业收入数千万元。

图 40：悟空识字课程安排



数据来源：悟空识字，安信证券研究中心

图 41：悟空识字趣味性强



数据来源：悟空识字，安信证券研究中心

6. 投资建议

6.1. 在线教育产业链

在线教育覆盖面广、形式多样，按照产业链分工，主要可以分为内容提供商、平台提供商和技术提供商三类。

6.1.1. 内容模式

教与学是一种知识的传递，因此提供学习知识是在在线教育的基本组成部分。在线教育内容提供商主要提供包括教育视频、学习资料等在内的学习知识；以及教育工具类产品。

学习视频：该类产品实际上是线下教学课堂向线上的转移，课堂内容并没有变化，只是从“面对面”授课转移成通过互联网传递视频，这类产品主要由传统教育机构提供。典型代表有：第一，传统网校和远程教育，如学而思网校、正保远程教育、华图网校、101网校、新东方在线等，主要集中在中小学课外辅导和职业培训，把传统线下的教学内容通过远程视频播放。第二，MOOC和公开课，典型代表有Coursera、Udacity、edX、网易公开课、新浪公开课等，该类在线课程通常汇集了各个领域国内外顶尖学府的优质视频教学课程，是优质视频教育资源的聚合。

文档资料：提供各种各样的学习资料，人们通过接收这些信息进而转化为自身的知识和智慧，例如百度文库、豆丁网、知乎等，主要以一种学习资料库的形式存在。

教育工具：是指为学习过程提供辅助的一类工具，如针对提高效率、记忆力、查漏补缺等教育产品。该类产品的形态比较分散，代表性产品有：第一，背单词型产品，如拓词网、扇贝网等；第二，题库型产品，如提供各类考试训练题目是猿题库；第三，笔记型产品，如印象笔记、有道云笔记、Gnote等；第四，早教类产品，如悟空识字、熊猫识字、宝宝认知卡等，APP化趋势明显；第五，评测与资讯工具，如ATA、决胜网等。

我们认为，无论是视频、文档还是工具，其核心在于内容。由于在线教育对内容的质量要求非常高，只有有特点、有价值的内容才能吸引到用户；而如果仅仅只是一种无差异的知识传递，在互联网时代知识趋于免费的背景下，则很容易被市场所淘汰。因此，在这个环节中，我们最看好能提供丰富的、高附加值内容的企业，通常这类企业在线下是有一定资源或经验积累的。

6.1.2. 平台模式

在线教育平台是指一些为教与学提供中介的平台商，此类平台多为具有互联网思维的线上机构主导，拥有强大的平台技术、丰富的线上运营经验，主要可以划分为“B2C”、“C2C”

两种模式。

B2C 型：B2C 在线教育平台的提供商直接生产内容传递给客户，一般需要掌握优质的师资力量和高水平的内容制作能力，主要代表除了一些网校外，还有 91 外教、微课网、51talk、优才网等。B2C 模式的特征是进入门槛较低、容易在短期内取得突破，但需要持续保持较高的教学质量，来维护和提升客户忠诚度。

C2C 型：C2C 在线教育平台本身不生产内容，由 UGC（User Generated Content，用户生成内容）自发上传内容，是教育课程提供商和用户之间的桥梁，主要代表有淘宝同学、YY 教育、多贝网、粉笔网、第九课堂等。C2C 平台的分化较大，淘宝、YY 等本身具有较大的用户群体，对教与学的双方都具有较强的号召力，可以在短时间内迅速积累优质教育产品和愿意付费的学员，对用户的引导性较强；而多贝网、粉笔网等平台在用户积累上存在较大劣势，因此对他们而言，寻找差异化市场作为突破口显得尤为重要。

6.1.3. 技术提供商

在线教育产业链中，除了提供内容、平台外，还有一些为在线教育提供技术支持的企业，例如华平股份的视频通信技术为远程教育系统提供支持，立思辰、天喻信息为在政府或学校搭建教育云平台等。该类技术提供商虽然本身不输出教育相关的内容，但其提供的技术支持也是整套解决方案不可或缺的，而在大量项目的实践过程中所积累的经验则成为了其最大的优势。我们认为，技术提供商也有望分享在线教育高速发展的红利。

6.2. 重点公司推荐

我国在线教育市场将进入新的发展阶段，从事在线教育的上市公司正迎来史无前例的新机遇。平台提供商，例如淘宝、YY 都在海外上市；A 股中涉及在线教育的上市公司主要是内容和技术提供商。其中，方直科技、新南洋和科大讯飞是内容提供商的代表，而华平股份和立思辰则是技术提供商中的佼佼者；此外，还有天喻信息、拓维信息、新开普等公司也有相关业务。

我们根据这些公司在在线教育领域的积累和优势，以及他们对于这种新业态的重视程度，依次推荐科大讯飞、立思辰、华平股份、方直科技，建议关注新南洋、天喻信息、拓维信息、新开普。

表 7：重点公司盈利预测与估值

证券简称	评级	目标 (元)	EPS(元)			PE(倍)			PB(倍)
			2013	2014	2015	2013	2014	2015	
科大讯飞	买入-A	70	0.74	1.33	2.17	70.46	39.20	24.03	7.71
立思辰	买入-A	15	0.24	0.30	0.38	47.29	37.83	29.87	3.87
华平股份	买入-A	40	0.73	1.00	1.36	46.56	33.99	24.99	7.94
方直科技	买入-A	25	0.33	0.43	0.54	65.45	50.23	40.00	6.21

数据来源：Wind，安信证券研究中心

6.2.1. 科大讯飞：教育产业链全面布局发展态势迅猛

利用智能语音技术积极拓展教育业务。公司作为国内最大的智能语音技术提供商，在智能语音技术领域拥有多年的研究积累，并在中文语音合成、口语评测等多项技术上拥有国际领先的成果。公司凭藉其领先的智能语音技术，积极开拓教育业务，主要包括口语评测、辅助教学产品以及语音教育产品等，如“畅言交互式多媒体教学系统(eBook 版)”、“畅言教育资源云服务平台”，还有针对学前教育的移动终端软件“开心熊宝”等。

在线考试业务全面进入收获期。目前，公司的普通话考试已实现全覆盖，英语考试业务

市场布局全面加速，新拓展重庆、山西、合肥、西宁、三明等地口考应用。公司还发布了“畅言交互式多媒体教学系统(eBook 版)”和“畅言教育资源云服务平台”两款教育新品，获得广泛好评。2013 年 6 月，公司并购广东启明科技发展有限公司 100% 股权，进一步加快考试业务推广速度和公司教育方向的战略实施。

“买入-A”投资评级，目标价 70 元：公司作为中文语音行业的绝对龙头，将享受智能语音时代的饕餮盛宴，其中智能语音教育业务是其一大重要增长引擎。我们维持公司 2013-2014 年 0.74 和 1.33 元的盈利预测，维持“买入-A”评级，6 个月目标价 70 元。

6.2.2. 立思辰：加速布局智慧教育

教育领域实现突破。公司是业界领先的文件和视音频解决方案提供商，主要业务包括文件管理外包服务、视音频解决方案及服务。2011 年 9 月，公司开始推广适用于普通教育系统的高效音视频综合管理平台，即远程教育平台。2012 年 8 月，公司研发的“优教学”平台通过中国教育技术协会外语专业委员会认证并建议推广应用。目前，通过公司的“智慧教室”的教室环境和教学模式，不仅可以实现课堂多媒体互动、远程网真教学，还能够无缝导入立思辰教育云平台的优质教学资源，让课堂教学变得更简单、生动、高效，并实现全球范围内的教学互动、资源共享。

收购合众天恒，加速布局智慧教育领域。2013 年 1 月，公司成功收购北京合众天恒科技有限公司。合众天恒已为北京大约 50 个教育机构提供服务。公司未来将依托合众天恒的产品和多年从事教育信息化行业的经验，并加强营销力量，以重点城市为中心实施战略布局，以点带面，积极拓展智慧教育市场。

上调评级至“买入-A”，目标价 15 元。公司通过内生和外延方式相结合积极拓展教育信息化领域，有望在行业起步期占据先发优势。我们预计公司 2013-2014 年 EPS 分别为 0.24 和 0.30 元，上调评级至“买入-A”，上调目标价至 15 元。

6.2.3. 华平股份：远程教育系统大有潜力

网络视频通信技术全球领先。公司自主研发的统一协同通讯系统，创造性地将视频会议、视频监控、即时通信、应急指挥调度等功能结合成一体，产品具有占带宽小、多网络运行、多功能兼容的独特优势。相比传统视频通信产品，它可以节约 50% 左右的带宽，还可以在 3G、Wifi 等各种网络环境下运行。目前该系统已广泛应用于政府、军队、教育、医疗等领域。

远程教育系统功能强大。公司根据其领先的视频通信技术研发出远程教育系统，该系统可以实现市局、区局与学校之间的无缝交流，也可实现多个学校之间、师生之间的音视频交互，该系统还拥有富有的多媒体教学功能：完整地录制整个教学过程的视频、音频以及数据，并制作成课件，学生可以在任意时间“听课”，使教育资源充分流动起来。目前，该系统已在中锐教育、四川省党校、深圳南山区等地得到应用，品牌已经初步树立。

“买入-A”投资评级，目标价 40 元。公司独有的全球领先的视音频通信技术完美迎合移动互联网时代的需求；上合组织救援、雅安地震中的出色表现凸显其品牌价值；未来公司有望在教育行业开辟新天地。我们预计公司 2013 年-2014 年的 EPS 分别为 0.73 元、1.00 元，维持“买入-A”投资评级，目标价 40 元。

6.2.4. 方直科技：国内领先的同步教育软件提供商

在国内同步教育软件市场居于领先地位。公司是业内拥有版权资源最丰富、开发版本最多、覆盖区域最广的同步教育软件及服务提供商之一。公司与人民教育出版社、外语教学与研究出版社、语文出版社等 20 多家全国主流出版社建立了稳定的合作关系。此外，公司目前大概有 350-400 万的线下用户和 56 万线上注册用户，大量的用户基础为公司客

户端产品战略的发展打下良好的基础。

稳步拓展在线教育态度业务。公司从 2006、2007 年就开始在互联网教育方面进行投入，但对这项业务比较谨慎。目前将线下用户引导到线上的方法是通过客户端模式，在计算机上安装一个客户端，大部分资料还存在光盘上，不联网的情况下仍然可以使用，如果要使用更多增值服务需要联网。此外，公司也建立了自己的在线教育网站：

<http://www.kingsunsoft.com>，并在网站上推出了“一对一外教”、在线背单词等项目。

“买入-A”评级，上调目标价至 25 元：预计 2013-2014 年 EPS 分别为 0.33 和 0.43 元。公司作为国内领先的中小学同步教育产品及服务提供商，蓬勃发展的教育信息化市场为其带来新的发展机遇。公司是 A 股市场上少数拥有教师和学生资源的教育服务提供商，在线教育领域具备非常好的先天条件。我们维持公司“买入-A”评级，上调目标价至 25 元。

6.2.5. 新南洋：收购昂立科技教育第一股呼之欲出

定增收购昂立科技。2013 年 8 月 28 日，公司公告以发行股份的方式向交大企管中心、起然教育、立方投资及罗会云、刘常科等 45 名自然人购买昂立科技 100%股权，作价 58,179.64 万元。

昂立科技是上海最具规模、全国知名的非学历教育培训机构之一。昂立科技依托上海交大，成立至今已有 20 年的历史，从最早的大学四六级和口语培训开始逐步发展到现在涵盖少儿教育、中学生课外兴趣培训、语言类培训、成人教育、教育培训咨询服务等完整的终身教育产业链。根据上海市教育评估协会出具的说明，2010-2012 年“昂立”教育品牌的市场占有率均超过 16%。目前，昂立科技拥有专职教师约 910 名，其中本科学历以上的教师占比接近 90%，在教育行业平均工作年限约为 13 年。

加大线上教育的投入。这两年，昂立科技加大教学的线上和线下的结合模式的研究探索，目前在英语教育领域，已经可以将课堂教学、课后复习、作业练习、学员服务等全部纳入到网络平台上，从而使得整个教学服务更加量化，个性化，学生和家长的满意度都得到了大幅提升。

暂不给予盈利预测和投资评级。考虑到公司资产重组给未来收益带来的不确定性较大，我们暂不给予盈利预测和投资评级。作为 A 股市场上第一只教育股，建议投资者持续关注其交易性机会。

7. 风险提示

在线教育发展速度不达预期；竞争加剧导致毛利率下降。

■ 公司评级体系

收益评级:

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A —正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

胡又文、侯利分别声明, 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	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
北京联系人	李倩		liqian1@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

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： 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034