

流利说 (LAIX.N)

证券研究报告

2020 年 02 月 27 日

AI 教育龙头，规模增长盈利能力不断提升

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

公司是中国知名的人工智能驱动的教育科技公司。

公司拥有先进的人工智能团队和“中国人英语语音数据库”，自主研发 AI 技术，为用户提供定制化、高效率的学习体验。公司产品分为三大版块，分别为“成人版块”、“少儿版块”、“应试版块”。

公司使用“免费增值模式”(freemium model)，即免费提供基本课程以吸引注册用户，然后利用英语水平定级测试、返费和折扣等方式鼓励用户付费以获取升级服务实现转化。

①首先，客户可以免费使用部分课程和服务。②然后，流利说会通过一系列方法把这些客户转为付费客户。其中一个重要途径是基于公司的自适应学习的英语水平定级测试，用户通过 5-10 分钟的英语能力全方位的测试之后，会得到一份对用户英语能力的分析报告，报告中含有用户具体每项英语能力的雷达图，以及大量的参考性很强的成绩对标，比如 托福/雅思/四六级成绩。这个测试就像一份英语能力体检报告，引导用户转化成付费用户并开启定制学的课程。③同时，流利说还会根据客户的学习表现返费。

公司在占据成人英语学习市场的同时，相信少儿市场会是公司的第二增长曲线，所以少儿英语是公司接下来的发展重点。

公司在少儿英语市场的竞争优势首先是 AI 技术驱动少儿英语产品，和市场上常见的真人考试模式相比不但边际成本为零，而且能积累 K12 年龄段语音数据。其次是公司在成人英语市场的品牌沉淀可以实现成人用户低成本引流少儿客户，大幅度降低少儿英语市场的获客成本。之后公司还会考虑探索英语以外的学科和海外非英语母语国家市场。

公司盈利能力提升情况可以跟踪以下指标：

①是否提高注册用户向付费用户的转化率；②是否增加每用户报名的课程数目；③是否能实现平台用户对新用户的低成本引流，如家长用户为子女购买付费课程；④是否能提供更高质量的教育服务以提升客单价；⑤是否发挥技术优势，控制人工成本。

投资建议

目前中国新兴市场发展迅速，随着人均 GDP 增加，消费升级的带动，未来教育领域股票值得关注。目前公司受短期微信获客渠道影响，营收增速降低，但此时是投资黄金期。

风险提示：付费用户留存率、转化率和单用户贡献收入增长不达预期，市场竞争风险逐渐增大，AI 技术发展不达预期



目录

1. AI 教育第一股，成人英语为主营	3
1.1. 公司历史：AI 技术为支撑，4 轮融资赴美上市	3
1.2. 公司课程：成人英语为主营，构建三大板块	4
1.3. 公司产品通过权威机构有效性验证	6
1.4. 股权结构：公司股权较为集中	6
1.5. 以“免费增值模式”稳定引流注册用户	7
1.6. 公司潜在付费用户规模广阔，提供触发付费意愿的产品是关键	8
1.7. 提升付费转化，提高盈利能力	9
2. 付费用户增加推动营收增长，毛利率上升及费用率下降带动 Non-GAAP 净利率上升	10
2.1. 付费用户增加与客单价提升推动营收增长	10
2.2. AI 教学规模经济属性显著，毛利率不断提升	11
2.3. 规模效应推动期间费用率下降	11
2.4. 毛利率上升及费用率下降促进 Non-GAAP 净利率提升	12
3. 互联网公司打法，促进销售费用率下降是盈利关键	12
4. 风险提示	13

图表目录

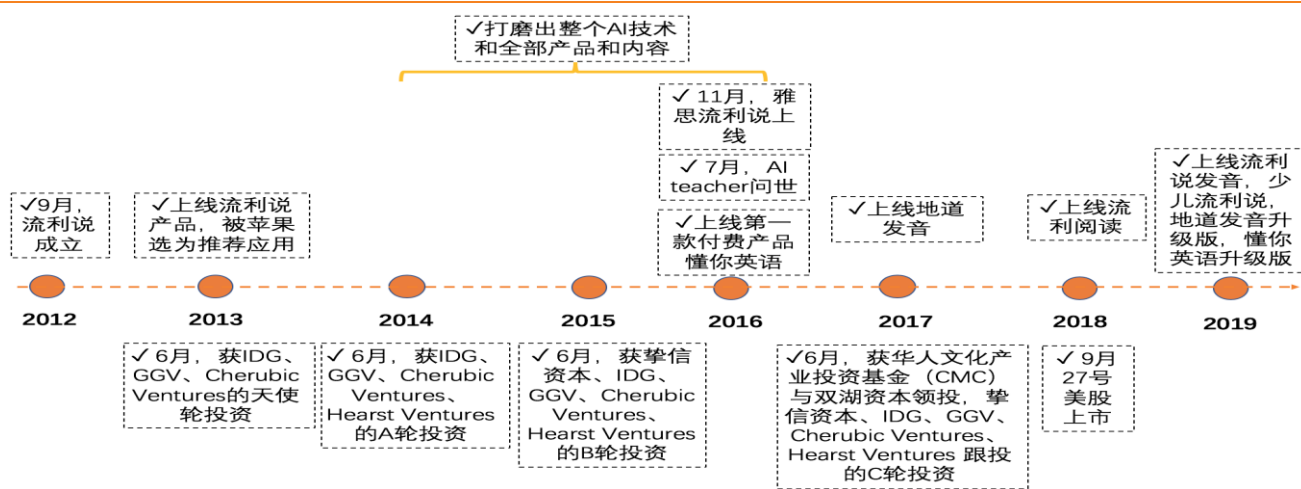
图 1：公司历史	3
图 2：公司注册用户数（万人）	3
图 3：公司产品布局	4
图 4：公司股权结构	6
图 5：公司利润结构	7
图 6：职场人士对不同价格培训班的支付意愿（%）	8
图 7：职场人士英语 APP 安装占比（%）	8
图 8：大学生对不同价格培训班的支付意愿（%）	9
图 9：大学生英语 APP 安装占比	9
图 10：公司付费用户平均贡献收入持续增长	9
图 11：公司营业收入保持增长	10
图 12：公司营业收入分季度变化情况	10
图 13：公司毛账单收入变化情况	11
图 14：公司毛利率情况	11
图 15：公司期间费用率逐年下降	12
图 16：公司 Non-GAAP 净利情况	12
图 17：公司 Non-GAAP 净利润率上升（%）	12
表 1：流利说产品	4

1. AI 教育第一股，成人英语为主营

1.1. 公司历史：AI 技术为支撑，4 轮融资赴美上市

公司是中国知名的人工智能驱动的教育科技公司。公司拥有先进的人工智能团队和“中国人英语语音数据库”，自主研发 AI 技术，为用户提供定制化、高效率的学习体验。公司产品分为三大版块，分别为“成人版块”、“少儿版块”、“应试版块”。

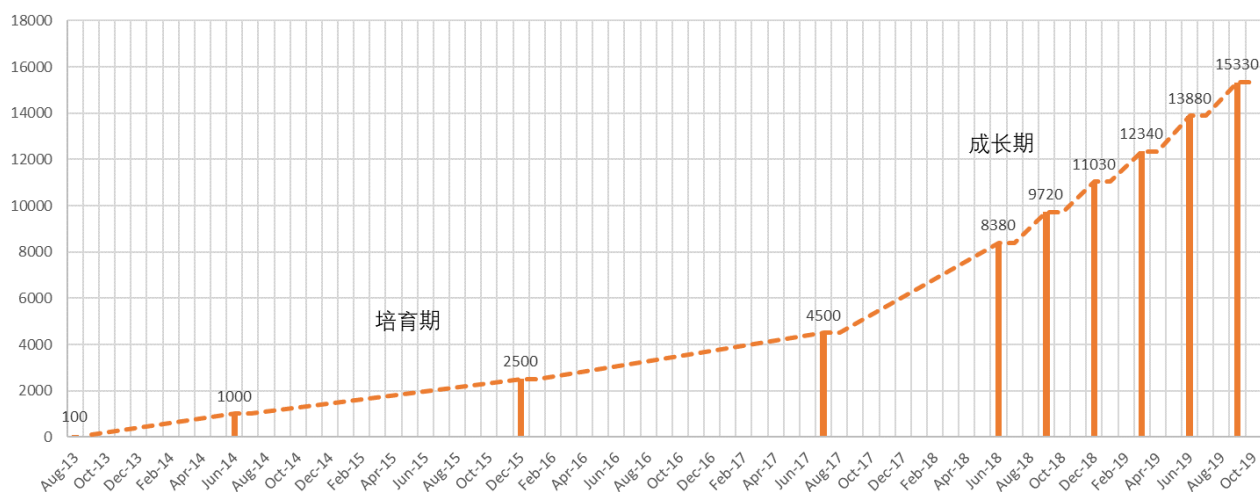
图 1：公司历史



资料来源：公司公告，天风证券研究所

从注册用户数维度观察，2012 年至 2017H1 公司处于用户培育期，2017 年下半年起注册用户数开始激增，进入成长期。2013 年 8 月，流利说获得第一个 100 万用户，同年 12 月，被 App Store 评为“2013 年度精选”应用。2014 年 6 月，注册用户达 1000 万。2015 年 12 月，注册用户达 2500 万。2017 年 7 月，注册用户达 4500 万。2018 年 6 月，注册用户达 8000 万。截至 2019 年 9 月，累计注册用户达 15330 万。

图 2：公司注册用户数（万人）



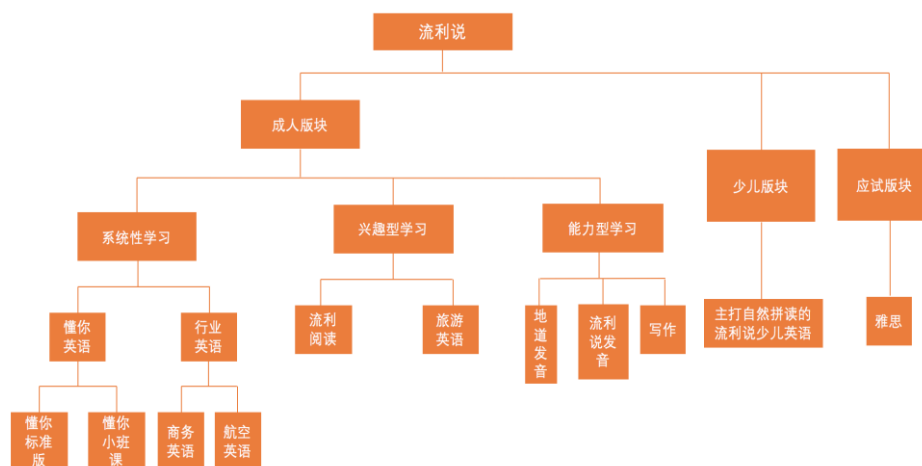
资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司历经4轮融资,于2018年赴美上市。2013年6月,公司获IDG、GGV、Cherubic Ventures的天使轮投资;2014年6月,获IDG、GGV、Cherubic Ventures、Hearst Ventures的A轮投资;2015年6月,获挚信资本、IDG、GGV、Cherubic Ventures、Hearst Ventures的B轮投资;2017年6月,获华人文化产业投资基金(CMC)与双湖资本领投,挚信资本、IDG、GGV、Cherubic Ventures、Hearst Ventures跟投的C轮投资;2018年9月27号,赴美国纽交所上市,凭借“AI教育第一股”的美誉、激增的注册用户数量以及稳步上升的毛利,在纽交所募得超过7000万美金。

1.2. 公司课程：成人英语为主营，构建三大板块

公司产品分为三大版块，成人英语版块为主营业务。公司产品分为三大版块，分别为“成人版块”、“少儿版块”、“应试版块”。其中，“成人版块”作为主营包括“系统性学习”、“兴趣型学习”和“能力型学习”。

图3：公司产品布局



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表1：流利说产品

产品	课程内容和设计	针对人群	收费情况
----	---------	------	------

免费课程	口语课程, 情境模拟对话, 游戏化, 覆盖各式文化主题	所有注册用户	免费
懂你英语	定制个人学习路径; 全流域覆盖听、说、读、语法和词汇; AI 老师学习效果反馈; 真人老师一对一服务	成人为主 (大学生、白领、宝妈)	懂你精品小班课: ¥3699-3999/360 天; 懂你标准版: 30 天零基础自学口语听力一对一¥99, 180 天口语零基础自学一对一¥499, 360 天零基础口语自学+33 门精品课程¥999
地道发音	发音视频及详细讲解; AI 算法提供个性化实时反馈; 真人老师的线上指导	成人为主 (大学生、白领、宝妈、出国留学学生或旅游者)	半年基础课¥499, 一年基础课¥999, 半年进阶课¥1688, 一年尊享课¥2688
流利阅读	提供著名外媒报刊文章、解读、音频课程和课后练习, 附赠学习提醒和课后测试	成人为主 (大学生、白领、自由职业者)	¥688/180 天, 新人专享外刊体验课¥199
雅思预测	人工智能准确摸底; 多国考官全真模拟; AI 算法逐句分析错误; 报告详尽输出, 囊括四大维度	成人为主 (大学生、白领、自由职业者)	¥45 雅思考官一对一全真模拟机经题库流利说雅思报告✕1; ¥198 雅思考官一对一全真模拟机经题库流利说雅思报告✕5
少儿英语	目前上线的产品主打自然拼读	3 岁—10 岁的小孩	365 天口语在线互动教材课程一对一¥798; 7 天口语在线课程互动教学¥299
达尔文英语	调整纯英文环境和学习时长, 让初学者更好上手, 学习过程更碎片化	成人为主	360 天畅学旅游 2 合 1 套餐¥1899; 360 天畅学保提升+达标奖学金¥1298
精品课程	包括兴趣型学习和能力型学习两类课程, 口语听力在线课程	成人+少儿	¥1-269, 视不同课程而定
企业学习服务	员工测试、AI 课程、企业定制、运营管理、效果复盘	想要提高员工英语技能的企业	未披露

资料来源: 流利说淘宝旗舰店, 公司招股说明书; 天风证券研究所

①**成人版块分为“系统性学习”、“兴趣型学习”和“能力型学习”。**“系统性学习”包括懂你英语和行业英语。懂你英语懂你分成懂你标准版和懂你小班课。行业英语中的商务英语适用于职场人士，覆盖了出差旅行、公司介绍、会议展示、面试社交、市场分析、合同条款、财务报告、国际贸易、日程安排、工作履历等商务场景。“兴趣型学习”可分为流利阅读（新闻时事类）和旅游英语。“能力型学习”包括地道发音、流利说发音、写作。其中，2019 年上线的流利说发音是一站式的英语口语能力提升产品。

②**少儿版块目前上线的产品主打自然拼读。公司在占据成人英语学习市场的同时，相信少儿市场会是公司的第二增长曲线，所以少儿英语是公司接下来的发展重点。**2019 年公司推出了少儿流利说，是一款主打自然拼读的产品。2020 年公司计划推出懂你英语少儿版，是一款覆盖全英语能力的针对少儿市场的产品。公司在少儿英语市场的竞争优势首先是 AI 技术驱动少儿英语产品，和市场上常见的真人考试模式相比不但边际成本为零，而且能积累 K12 年龄段语音数据。其次是公司在成人英语市场的品牌沉淀可以实现成人用户低成本引流少儿客户，大幅度降低少儿英语市场的获客成本。之后公司还会考虑探索英语以外的学科和海外非英语母语国家的市场。

③**应试版块。“雅思预测”**让用户可以选择不同国家的考试环境全真模拟口语测试，人工智能更会结合多年的考生数据，用精确的算法摸底考生成绩。测试过后，用户不但可以得到分数，还能得到 AI 算法提供的逐句扫描口语分析报告和专业意见，严格按照雅思口语评分标准，从词汇、发音、语法、流利度四大维度综合评判。雅思预测还提供免费练习题和个人学习计划。雅思预测有专为中国人打造的三大技术保障：中式英语语音识别引擎、自主研发的自然语言处理技术、人工智能和深度自适应学习系统

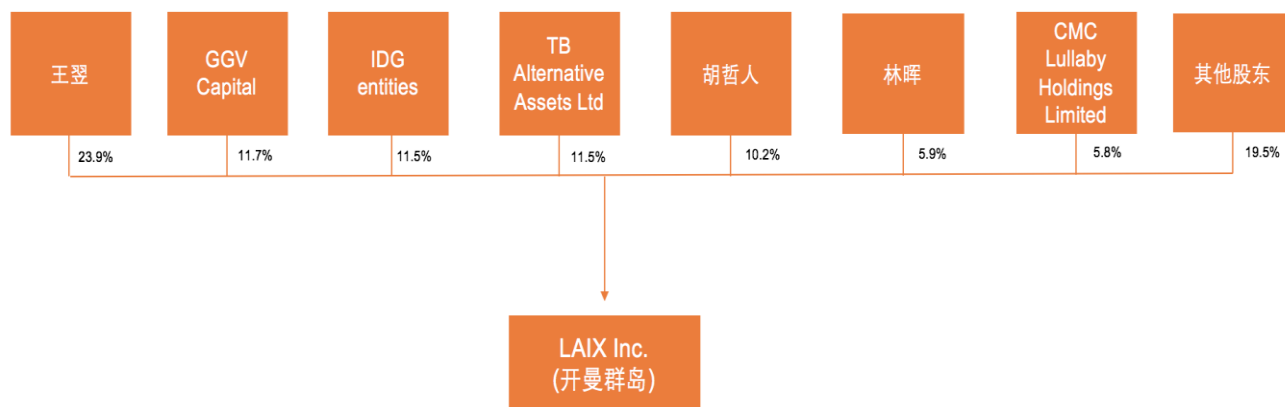
1.3. 公司产品通过权威机构有效性验证

公司产品在 AI+教育行业的应用已经逐步获得了权威教育机构的认可。2019 年 4 月 2 日，流利说宣布旗下 AI 英语老师提供的“定级测试”完成与中国英语能力等级量表（China's Standard of English Language Ability，简称 CSE）对接。流利说是目前国内第一家与 CSE 对接的企业。2019 年 4 月 11 日，英国大使馆文化教育处（British Council）官方发布了其联合英国贝德福特大学英语语言学习与评估研究中心（CRELLA）的针对英语学习的研究成果：中国教育科技公司流利说自研的 AI 英语老师对学习者的英语水平提升效果明显，全体测试者跟随流利说 AI 老师进行平均 36.88 小时的学习后，约 40%的学习者提升了至少一个 CEFR（欧洲语言共同参考框架）等级。英语初学者一般需要花费 95 到 480 小时的有效学习时间才能升到欧标英语等级的 A1，而更高级别的等级提升所需要的时间更长。也就是说，“英语流利说”App 可以帮助用户在相对更短的时间内提升学习效果。

1.4. 股权结构：公司股权较为集中

公司股权较为集中。公司第一大股东为联合创始人王翌，持股 23.9%，担任公司 CEO。联合创始人胡哲人持股 10.2%，担任 CTO。联合创始人林晖持股 5.9%，担任首席科学官。公司第二大股东为 GGV Capital，持股 11.7%。IDG 和挚信资本分别持股 11.5%。

图 4：公司股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：截至 2019 年 2 月 28 日

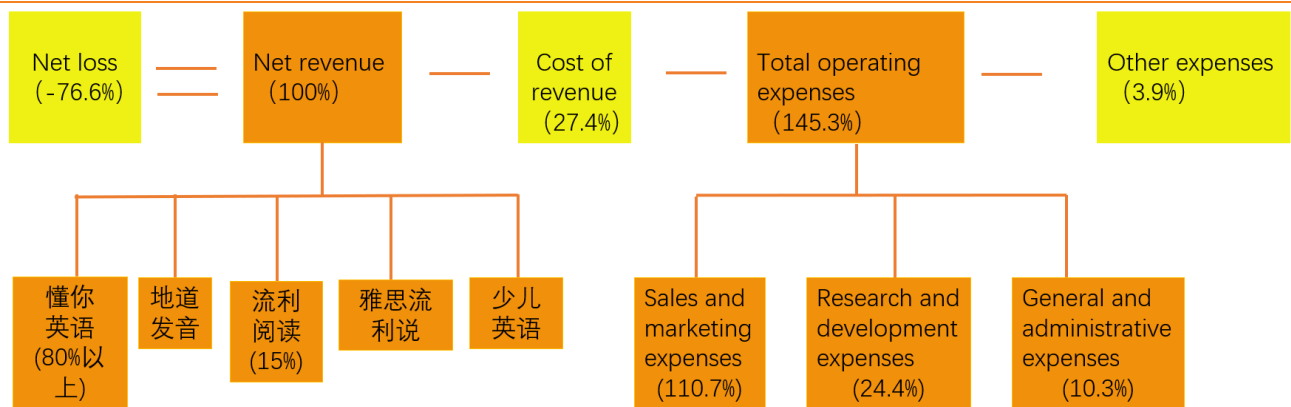
创始团队三位成员都拥有理工科学历和工作背景。①公司 CEO 王翌曾为杭州高考理科状元，清华大学电子工程本硕，普林斯顿大学计算机博士，历任 Google Analytics 前产品经理、易传媒前产品总监。②CTO 胡哲人本科上海交大计算机系，亚利桑那大学管理信息系统硕士，曾任美国著名互联网大数据 AdTech 公司 Quantcast 资深软件工程师。③首席科学家林晖是清华大学电子工程本硕，华盛顿大学电子工程系博士，曾任 Google 美国总部研究科学家。与其他教育公司相比，流利说的管理团队拥有强大的技术背景，在此支撑下，公司深耕人工智能领域，在英语口语评测引擎，精准写作打分引擎、深度自适应学习系统、AI 老师等各方面均已形成完善的体系。

1.5. 以“免费增值模式”稳定引流注册用户

公司使用“免费增值模式”（freemium model），即免费提供基本课程以吸引注册用户，然后利用英语水平定级测试、返费和折扣等方式鼓励用户付费以获取升级服务实现转化。①首先，客户可以免费使用部分课程和服务，包括“空闲学习”、“流利吧”和“词汇笔记本”。②然后，流利说会通过一系列方法把这些客户转为付费客户。其中一个很重要的途径是基于公司的自适应学习的英语水平定级测试，用户通过一个 5-10 分钟的英语能力全方位的测试之后，会得到一个对用户英语能力的分析报告，报告中含有用户具体每项英语能力的雷达图，以及大量的参考性很强的成绩对标，比如 托福/雅思/四六级成绩。这个测试就像一个英语能力的体检报告，引导用户转化成付费用户并开启定制学的课程。③同时，流利说还会根据客户的学习表现返费。比如，购买了 6 个月课程的客户如果学习成果能达到一定等级就可以返费。再比如，为员工购买“懂你英语”的公司客户可以享受折扣。

公司为了引进用户投入了大量成本。2016 年至 2017 年，公司的营销费用率达到 231% 和 171%。

图 5：公司利润结构



资料来源：2018 年报，天风证券研究所

1.6. 公司潜在付费用户规模广阔，提供触发付费意愿的产品是关键

公司付费用户主要包括有一定动力和经济实力学习英语的成年人。据艾瑞咨询披露的《2017 年中国成人在线外语教育行业白皮书》，2019 年中国在线语言教育用户规模预计达 3989.3 万人。据极光大数据《2018 年 6 月成人英语学习用户研究报告》，成人英语学习群体中，35.1%为职场人士，64.3%为大学生。因此预计 2019 年中国在线语言教育职场人士用户约 1400.24 万人，大学生为 2565.12 万人。

公司市场规模广阔，需要增加用户愿意付费的产品。①看职场人士，约 72%拥有在线英语学习需求的职场人士（约 1008 万人）只愿意为培训班支付 3000 元以下的金额，这部分需求不能被高客单价的线下成人英语教育满足，只能诉诸线上英语教育。30%拥有在线英语学习需求的职场人士（约 420 万人）可以接受 1-3 千元的培训班，假设平均价格在 2000 元，则市场规模为 84 亿元。另外，公司在拥有在线英语学习需求的职场人士市场中渗透率极高，其中 82.8%下载了英语流利说 APP。

图 6：职场人士对不同价格培训班的支付意愿（%）

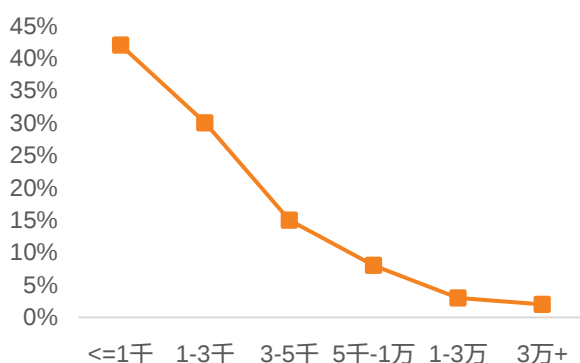
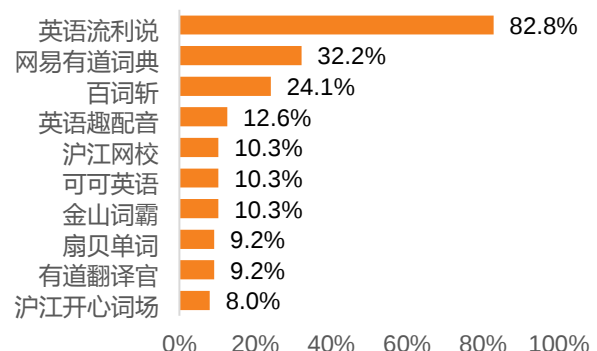


图 7：职场人士英语 APP 安装占比（%）



资料来源：极光调研和极光大数据，天风证券研究所

注：取数周期 2018.06

②看大学生，约 87%的拥有在线英语学习需求的大学生（约 2232 万人）只愿意为培训班支付 3000 元以下的金额。27%（约 693 万人）可以接受 1-3 千元的培训班，假设平均价格在 1000 元，则市场规模为 69.3 亿元。拥有在线英语学习需求的大学生中，有 42.1%下载了英语流利说 APP。

图 8：大学生对不同价格培训班的支付意愿（%）

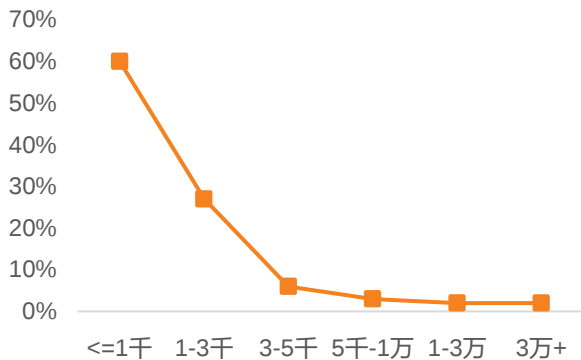
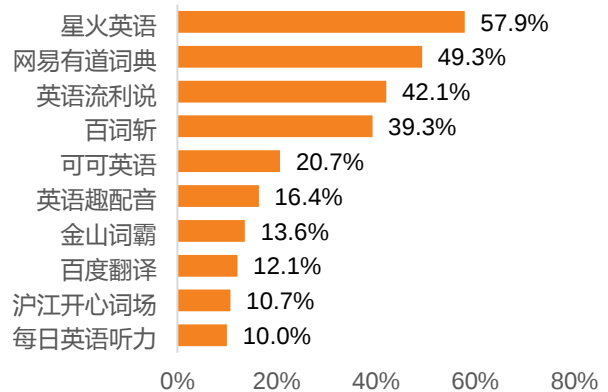


图 9：大学生英语 APP 安装占比



资料来源：极光调研和极光大数据，天风证券研究所

注：取数周期 2018.06

1.7. 提升付费转化，提高盈利能力

2018 年公司付费用户占比月活 30.5%。截至 2019 年 9 月，流利说累计注册用户达 15330 万人，同比增长 57.72%，2019Q3 公司付费用户 90 万人。2018 年公司累计注册用户 1.1 亿人，平均月活 820 万人，付费用户 250 万人，付费用户占比平均月活 30.5%。

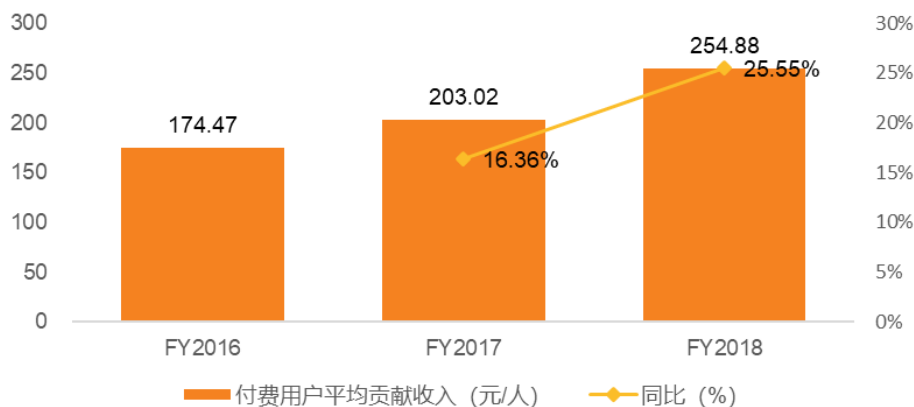
收入增速放缓且销售费用率下降减速，主要系受微信新公告影响较大。流利说的销售费用在 2019Q3 达 2.892 亿，同比增长 41.9%，销售费用率达 110.3%。主要系 2019 年 5 月受微信新公告的影响，流利阅读、懂你英语的获客渠道都受到影响，同时返费急剧增长，返费从收入中剔除，公司的收入增速明显放缓。

为了达到盈亏平衡的状态，公司可以推出更高价格的课程、增加用户报课门数以提升每用户贡献收入，利用 AI 降低非获客的销售费用，增加付费用户规模等方式来提效降费。

由于公司 2019 年遭遇微信链接封停而影响了利润结构，因此以公司 2018 年年报参考计算。公司 2018 年毛利率达 72.58%，净利率为 -76.59%，主要系销售费用率达 110.7%。销售费用中，假设 60% 为获客费用，则获客费用占收入比例为 66.42%，非获客费用占收入比例为 44.28%。

极限规模效应下，假设毛利率达 100%，净利润率因此上升 27.42%。假设其他费用率不变，为了实现盈亏打平，销售费用率至少需要减少 49.17%，即获客销售费用率和非获客销售费用率一共要减少 49.17%。假设公司单位用户获客成本不变，基于获客成本占销售费用 60% 的假设，可得当下获客成本占收入 66.42%，若客单价提高 100% 或每付费用户报课数增长 100%，以达到每用户贡献收入增长 100%，则获客成本占比收入下降 33.21pct，净亏损率下降 33.21pct。

图 10：公司付费用户平均贡献收入持续增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

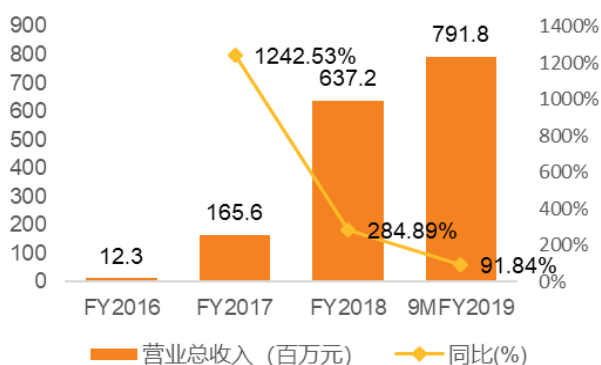
为了扩大付费用户规模，流利说在成长阶段做出了转型调整。①控制销售费用，注重产品本身优化和提高内部运营效率。公司已经在转型调整，开始逐步控制销售费用，投入到最高获客渠道商，同时在控制销售、提高销售效率的同时，也注重产品本身的提升和优化，以及内部的产品的运营效率。②推出新产品，开发少儿英语，拓展用户群，提高客单价。2019年，公司上线了针对3到10岁区间小孩的“少儿英语产品”，同时升级了“地道发音”和“懂你英语”，新上线懂你英语的兄弟版“达尔文”，把学习颗粒度砸到更细，提升用户粘性和吸引力。

2. 财务：付费用户增加推动营收增长，毛利率上升及费用率下降带动 Non-GAAP 净利率上升

2.1. 付费用户增加与客单价提升推动营收增长

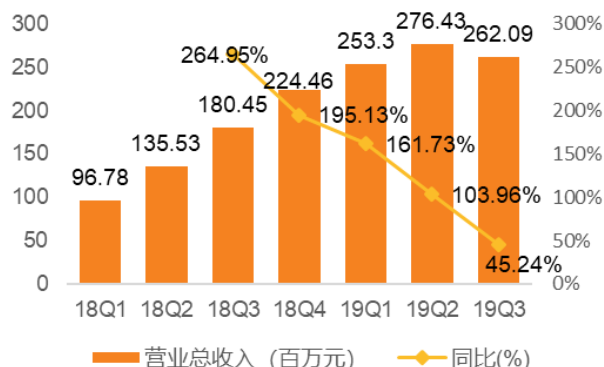
公司经营规模扩张，推动营收持续上涨。公司 19Q1-3 营收 7.92 亿元，同比增长 91.84%，其中 19Q3 营收 2.62 亿元，同比增长 45.24%。主要系：AI teacher 系列产品能有效改进传统学习方法，促进学习效率提高，带来需求量增加。比如懂你英语标准课程和流利阅读的需求量都在增加。一方面，付费用户规模大幅度扩大，由 2017 年的 81.57 万人增至 250 万人。另一方面，客单价提升。FY2016/17/18，付费用户平均贡献收入分别为 175/203/255 元。

图 11：公司营业收入保持增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：公司营业收入分季度变化情况

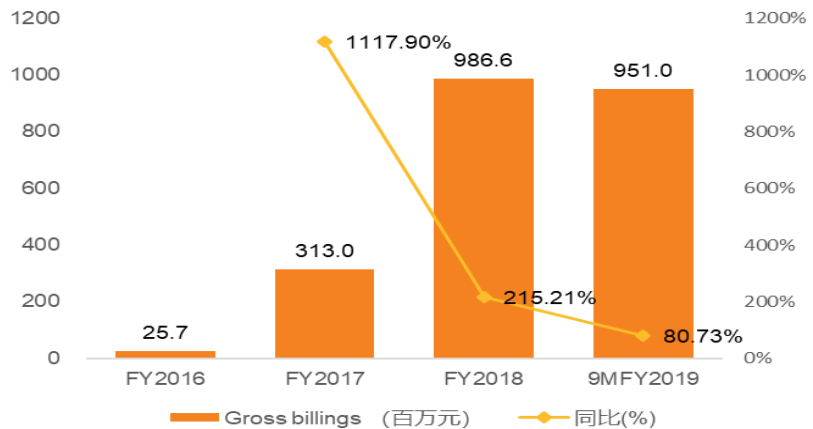


资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司年毛账单收入持续上涨。9MFY2019 毛账单收入的同比增长率出现了明显下降，最主

要的外界诱导因素是微信出台新公告，禁止公司在平台做诱导用户分享的举动。流利说作为唯一一家上市的又是纯移动端的公司，受到的冲击比较大。主要体现在以下几方面：①流利阅读产品线收入贡献受影响。政策出来之后，流利阅读产品线收入贡献全部归零。②为了微信政策调整不影响用户体验，流利说降低门槛，承诺这一批用户只要完成每天学习目标，不需要在朋友圈分享打卡，即可获得返学费，也因此导致流利阅读产品在 2019 三季度现金流为负。因为这一批用户已于 9 月份完课，所以 9 月之后流利阅读已逐步回到正现金流。③懂你产品一部分的获客渠道来自于微信，所以这一部分也受到影响。

图 13：公司毛账单收入变化情况

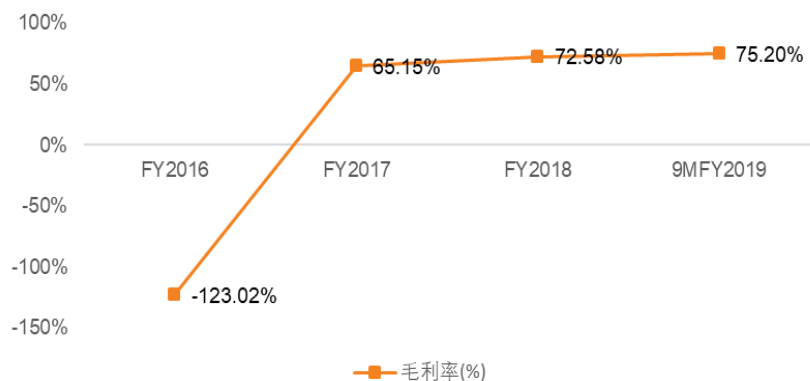


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. AI 教学规模经济属性显著，毛利率不断提升

公司毛利率稳步上升。FY2019Q1-3，公司毛利率达 75.2%。FY2018，公司毛利率 72.58%，同比增加 7.43pct。主要系 AI 授课边际成本很低，具有规模经济属性。毛利润率不断提高意味着公司未来的定价能力会更强，有望实现未来逐渐提升产品定价的预期。

图 14：公司毛利率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 规模效应推动期间费用率下降

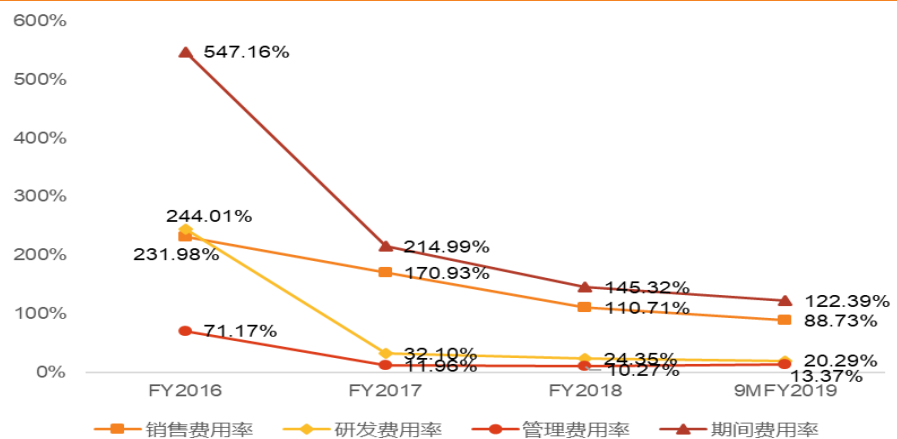
公司近年期间费用率持续下降，主要系随着公司经营规模的增大和付费用户的增多，客单价的提升，各项生产成本都在逐渐降低，规模效益显现。

公司虽然销售费用逐年上升，但由于付费用户增加、客单价提升推动营收增长，销售费用率显著下降。FY2018 销售费用同比增长 149.21%，主要系：①品牌和市场费用增加。为了扩大用户数量和增强品牌效应，公司的品牌和市场投入从 2017 年的 1.651 亿元增长到 2018 年的 3.51 亿元。②市场营销人员薪酬增加。比如线上学习顾问（OSAs）的人数从 2017 年底的 600 人增至 2018 年底的 1600 人，付给 OSAs 的薪酬也从 2017 年的 69.5 百万元增长到 2018 年的 2.18 亿元。公司的销售费用率逐年下降，FY2019Q1-3 已降至 88.73%。

公司研发费用近年来呈上升趋势，但是由于规模效应促进研发费用率下降。FY2019Q1-3 公司研发费用率降至 20.29%，FY2018 为 24.35%，较 FY2017 下降 7.75pct。

公司管理费用率逐年下降。FY2018 公司管理费用率为 10.27%，同比下降 1.69pct。

图 15：公司期间费用率逐年下降

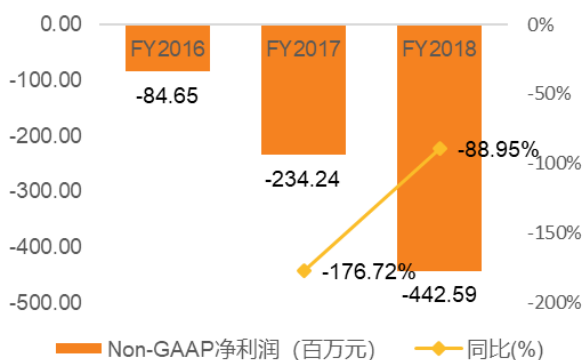


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.4. 毛利率上升及费用率下降促进 Non-GAAP 净利率提升

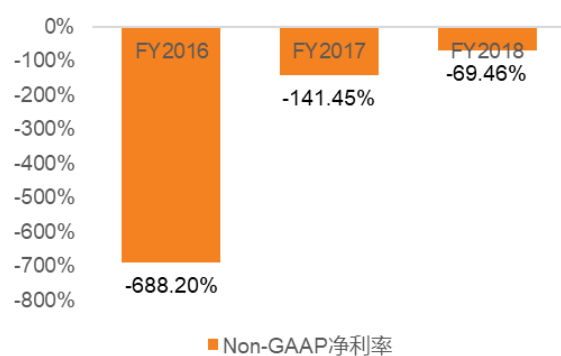
Non-GAAP 净利率持续上升。FY2018 达公司 Non-GAAP 净利率达 -69.46%，同比增加 71.99pct，这主要是因为 2016 年之后毛利率大幅上升和营销费用率持续下降，公司正在逐步减少亏损。

图 16：公司 Non-GAAP 净利情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 17：公司 Non-GAAP 净利润率上升 (%)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 互联网公司打法，促进销售费用率下降是盈利关键

综上，公司作为一家 AI 教育企业，选择了传统互联网公司的发展模式。培育期先投入大量现金流聚集用户，把提升用户引流能力放在首位，再培育、留存流量。目前公司仍在成长期，用户数与收入的增长是核心观测指标。未来公司是否能盈利，主要取决于销售费用率是否能够下降，主要可以跟踪以下几点：

- ① **实现注册用户向付费用户的高转化率。**在产品技术的驱动基础上设置更多服务的层级来细分付费群体，越细致地把握客户的需求，客户的付费意愿就越强。付费用户增加带来的规模效益可以降低成本。
- ② **增加每用户报名的课程数目。**各条产品线之间如果能形成导流，课程连报、续报、交叉授课等手段能把更多产品推荐给客户，降低获客成本。另外，优化课程内容，提升续报率，增加用户生命周期价值，覆盖获客成本。
- ③ **加速平台用户对新用户的低成本引流。**公司开发少儿英语领域，以期促进平台留存的成人用户为其子女付费购买教育课程，低成本获客。
- ④ **提供更高质量的教育服务，提升客单价。**公司可以为高收入群体提供高质量的教育服务，提升客单价，覆盖获客成本。
- ⑤ **发挥技术优势，控制人工成本。**OSA 的薪酬福利占了销售费用的大部分，销售费用高是公司账面亏损的主要因素。公司可以通过 AI 技术优势，用 AI 取代人工运营，降低成本。

4. 风险提示

- ① **付费用户留存率、转化率和单用户贡献收入增长不达预期：**用户留存率、转化率和单用户贡献收入增长取决于用户满意度和产品效率。公司必须为用户提供定制化的用户体验、高质量的课程，还必须覆盖广泛的兴趣爱好、不断更新产品和服务、建立和管理粘性用户社区。但是，公司并不能保证未来用户一定会满意产品和服务，如果公司未来在以上几点没有做好，很可能会造成用户流失。
- ② **市场竞争风险逐渐增大：**公司的竞争对手不仅是线上线下的教育公司，还包括技术公司和互联网公司，尤其是专注于 AI 技术的公司。未来随着多方竞争者入局，公司不能保证在新技术、科研能力、产品力、可持续发展能力、品牌效力和市场营销能力上一直保持优势。如果未来在这些方面不能做好，就可能出现财务问题或者业务问题。
- ③ **AI 技术发展不达预期：**公司的技术是成功的核心。但公司不能保证可以一直跟上技术行业的快速发展并继续开发和利用公司的专有技术，尤其是目前人工智能技术在教育领域的应用尚处于早期阶段。创新新技术并集成到公司现有的程序和算法中可能既昂贵又费时，而竞争对手开发和引入的新技术可能会使公司的技术过时。如果未来公司没能继续更新技术，就可能面临风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com