



## “窥斑见豹”——从6家上市在线教企看行业盈利逻辑

2018.11.13

黄莞 (分析师)	田鹏 (研究助理)
电话: 020-88832319	020-88836115
邮箱: huangguan@gzgzhs.com.cn	tian.peng@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310517050001	A1310117080001

### 摘要:

今年以来,在线教育头部企业陆续选择登陆资本市场,行业资本化迈入新阶段。我们选取了目前资本市场的全部6家上市纯在线教育企业,基于量价模型对其收入端、成本端进行细致拆分,深度剖析其商业模式,解析在线教育行业盈利逻辑。

#### ● 商业模式:降低获客成本、提高变现能力是盈利关键

(1) 收入端拆分:体量初具规模且增速较高。在线教企的收入可拆分为付费学员及ARPU值,付费学员数量主要来源于流量存量和增量的转化,而ARPU值主要来源于课程学费;头部企业在营业收入均达亿元级别,最高的尚德2017年营收达9.7亿元(+131.6%);付费用户数在10万级别,正保远程、新东方在线、流利说付费用户都超百万;客单价与各家企业自身课程结构相关,2017年最高的为51Talk达8393元,而最低的正保远程仅266元。(2) 成本端拆分:主营成本优势明显,销售费用率较高。在线教企毛利率水平普遍在60%-70%之间,较线下普遍高10Pct,主营成本优势明显;主营成本占比最大为教师薪酬与内容制作费,合计占营收比例可达30%-40%;教师薪酬占营收的比例较之线下机构普遍低10pct左右,普遍在15%-20%之间;管理费用率处在10-20%之间,与线下差别不大,随着营收的快速放量有明显下降趋势;研发费用与其产品成熟度密切相关,产品模式较新的机构研发费用率较高,普遍在30%左右;销售费用率较高是亏损的根源,亏损的四家企业销售费用率都极高,沪江、尚德和流利说三家甚至高于100%。(3) 行业痛点:获客成本高企、付费转化率低是行业普遍亏损的症结所在。在线企业获客成本水平平均为58%,显著高于线下机构;付费用户转化率低,普遍在10%以下,变现能力不强。

#### ● 看6家上市在线教企如何突破行业盈利桎梏

(1) 强势品牌促获客成本下降,多产品线拓宽流量变现渠道。新东方在线及沪江网是针对大学生市场中品牌最为强势的两家在线教育企业,新东方在线通过衍伸课程覆盖年龄段来突破增长边际,沪江网逐步转型构建“自有课程+平台课程”不断提高变现能力。(2) 名师及销售导向型机构寻求转型课程及服务驱动。尚德构建Genesis平台来提高运营效率,并且通过构建知识点数据库来推进课程标准化体系建设,逐步演化迭代其驱动模式;正保远程利用“自我孵化+收购”横向增加产品线来逐步寻求公司的后续新的增长驱动力。(3) 通过情景化、游戏化、社区化重构在线教育模式。51Talk利用在线真人外教模式,通过充分的交互来提升教师对学生的行为把控,进而真正把控教学效果。流利说不断打磨产品,将游戏闯关、学习交流社区等融入产品形态之中,提高客户粘性,逐渐提升付费转化率。

#### ● 投资逻辑:看好内容驱动型在线培训模式率先实现盈利

(1) 在线教育具备“互联网+教育”的双重属性。在线教育依旧离不开线下培训机构衡量体系(品牌、产品、渠道),但同时需要考虑其互联网属性下的核心数据跟踪及衡量,例如获客能力、留客能力、用户质量、货币化能力等。(2) 头部在线培训企业已实现规模化,看好内容驱动型在线培训企业率先实现盈利。由于在线教育企业教育属性的存在,有别于互联网巨头寡头垄断的局面,我们认为在线教育更容易趋向于百花齐放。我们看好在各自细分赛道已经率先实现规模化,且能贴合用户需求,真正解决用户痛点的头部在线教育企业。推荐关注:好未来(学而思网校)、新东方在线、沪江教育、VIPKID、流利说、掌门一对一。

#### ● 风险提示:行业竞争加剧;政策变动风险;盈利能力风险

### 相关报告

- 1、在线教育拐点已至,如何突围?深度剖析学而思网校及VIPKID崛起之路-20180109
- 2、新东方在线:难得的盈利在线教育龙头赴港IPO,港股教育培训板块加速形成-20180718

广证恒生

做中国新三板研究极客





## 目录

1.商业模式逐渐清晰，内容驱动型在线培训模式脱颖而出 .....	5
2.商业模式梳理：降低获客成本、提高变现能力是盈利关键.....	7
2.1 收入端拆分：付费用户数持续高增长，高端课程逐步推升客单价.....	7
2.2 成本端拆分：主营业务成本较线下机构优势明显，销售费用率过高是亏损的根源.....	12
2.3 行业痛点：获客成本高企、付费转化率低是行业普遍亏损的症结所在.....	16
3.看 6 家上市在线教企如何突破行业盈利桎梏 .....	18
3.1 新东方在线&沪江教育：强势品牌促获客成本下降，多产品线拓宽流量变现渠道.....	19
3.2 正保远程&尚德机构：名师及销售导向型机构寻求转型课程及服务驱动.....	23
3.3 流利说&51Talk：通过情景化、游戏化、社区化重构在线教育模式.....	26
4.投资逻辑：看好内容驱动型在线培训模式，看好在各自细分赛道已实现规模化的头部企业.....	30
5.风险提示 .....	31



## 图表目录

图表 1 在线教育发展历程 .....	5
图表 2 在线教育按照模式以及培训内容分类.....	6
图表 3 6 家上市的在线教育企业基本情况 .....	7
图表 4 在线教育培训企业收入端拆分 .....	8
图表 5 学生报名流水（百万元） .....	9
图表 6 营业收入（百万元） .....	9
图表 7 在线教育培训企业营业收入增速较快（未放入 2016 年基数较低的流利说） .....	9
图表 8 在线教育培训企业递延收入较高（2017 年） .....	10
图表 9 在线教育培训企业付费用户数（万人） .....	10
图表 10 流利说活跃用户数及付费用户数高速增长.....	11
图表 11 51Talk 活跃用户数及付费用户数在 2016 年实现跨越式增长.....	11
图表 12 大部分在线教育培训企业客单价（元）均保持稳定增长.....	12
图表 13 在线教育培训企业成本端拆分 .....	13
图表 14 在线教育毛利率表现较好，基本大于 50%.....	13
图表 16 内容制作成本占营业收入比重在 15%左右 .....	14
图表 17 管理费用率水平随着营收的快速放量有明显下降趋势.....	14
图表 18 产品模式比较新的机构都保持了较高研发投入比例.....	15
图表 19 销售费用率（销售费用/营业收入）过高是在线教企亏损的核心原因.....	15
图表 20 剔除课耗效率因素的销售费用率（销售费用/学生报名流水） .....	16
图表 21 在线教育培训企业商业模式一览 .....	17
图表 22 在线教企获客水平明显高于线下培训机构.....	17
图表 23 流利说、51TALK 付费用户转化率不高 .....	18
图表 24 在线教育培训企业变现能力（单位销售费用带来的营收） .....	18
图表 25 新东方在线平台课程 .....	19
图表 26 沪江网平台课程 .....	19
图表 27 新东方在线大学教育为核心（百万） .....	20
图表 28 沪江网大学生及语言课程为核心（百万） .....	20
图表 29 沪江教育付费用户数（万）相对较小且增速较低.....	21
图表 30 新东方在线客单价较低且小幅下滑，沪江教育客单价较高且逐年攀升.....	21
图表 31 沪江教育营收增速高于新东方在线 .....	21
图表 32 新东方在线和沪江教育获客成本（销售费用/付费用户数）比较.....	21
图表 33 沪江教育管理费用率远高于新东方在线.....	22
图表 34 沪江教育构建“社区+工具+自有课程服务+第三方授课平台”导流变现生态.....	22
图表 35 尚德机构 2017 年分课程营收占比 .....	23
图表 36 正保远程 2017 年在线教育课程营收占比.....	23
图表 37 尚德机构人员结构中销售人员占比超五成.....	24
图表 38 尚德机构的销售与营销成效显著 .....	24
图表 39 尚德构建 IT 基础架构平台——Genesis，将学生及员工行为全部数据化 .....	25
图表 40 Genesis 学生界面.....	25
图表 41 Genesis 教师界面.....	25
图表 42 正保远程旗下“中华会计网校”名师一览（包括但不限于） .....	26
图表 43 51Talk 的 K12 业务成为主要业务.....	27
图表 44 流利说付费用户类别占比（2018 年 1-6 月） .....	27
图表 45 获客成本/客单价逐年下降 .....	28



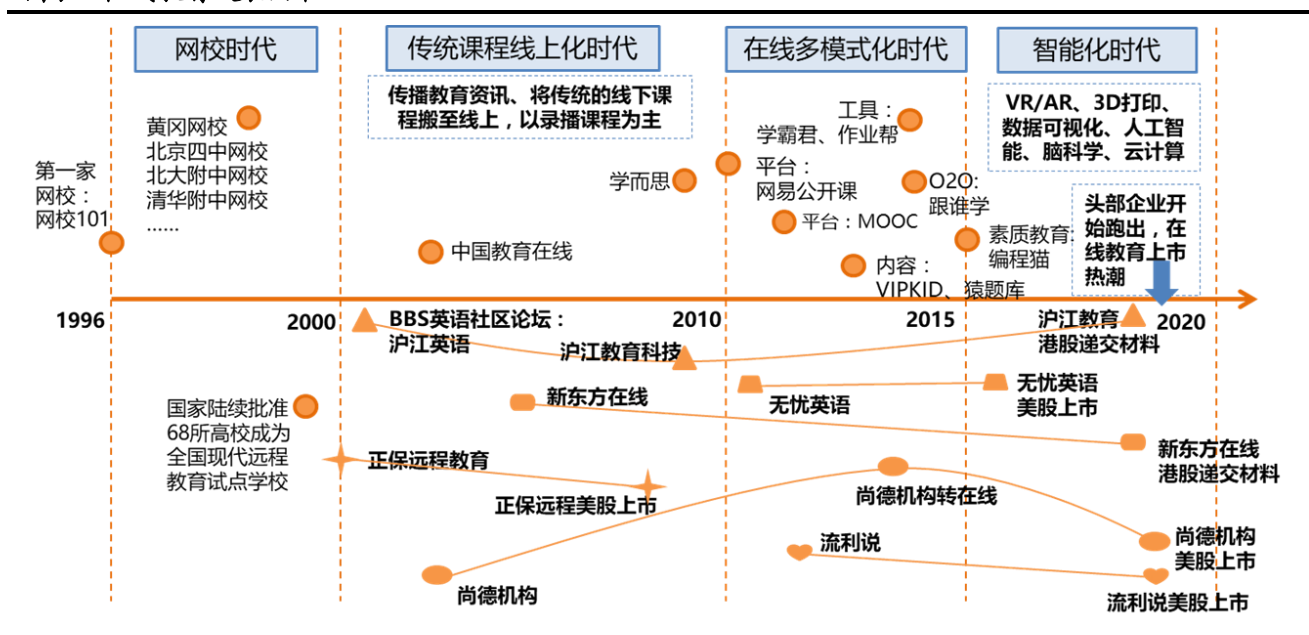
图表 46 流利说活跃用户付费转化率逐年提升 .....	28
图表 47 流利说课程产品费用表 .....	28
图表 48 51Talk 在线一对一互动界面 .....	29
图表 49 流利说付费标准课程界面 .....	29
图表 50 薄荷阅读微信群互动界面 .....	29
图表 51 流利说班主任互动界面 .....	29
图表 52 线下培训机构指标衡量体系 .....	30
图表 53 在线教育企业指标衡量体系 .....	31



# 1. 商业模式逐渐清晰，内容驱动型在线培训模式脱颖而出

在线教育行业随着技术端的成熟、需求端的持续升级及资本的推动而逐步发展，各类模式从无到有，逐步演化迭代。我国的在线教育行业最早发源于上世纪 90 年代 1996 年，高校纷纷推出主要面向中小学生的网校业务，到 1999 年，网校开始面向大学生群体。随着互联网进一步普及，互联网学习社区、教学视频等多种“互联网+教育”的模式涌现出来。2000-2010 年，在线教育企业开始涌现，但是其模式在前期主要为线上导流，线下开班，或是将线下课程通过录播的形式搬至线上。2010 至 2015 年，在线教育爆发，工具、平台、内容等各类模式出现，部分线下机构也开始转战线上，如尚德机构在 2014 年开始转为在线。但很多在线教育企业商业路径尚未清晰，过于依赖前期的资本驱动却未能找到可持续的盈利模式。经过 2016 年的沉淀，许多在线教育模式被市场证伪，在线教育逐渐走向理性，内容驱动型企业进入新一轮稳定增长阶段。2017 至 2018 年以来领跑的在线教育企业商业模式清晰，突破发展瓶颈，迎来快速发展期。

图表1 在线教育发展历程



资料来源：广证恒生

工具、内容、平台、社区类在线教育企业在探索变现模式的切入点不尽相同，在线培训还是最快被验证的变现模式。从在线教育创业浪潮的发展过程来看，大部分创业机构主要从免费的工具类产品和学习分享社区切入，利用免费的产品积累了巨大的流量用户，因此在发展过程中面临的关键问题在于提升用户留存度、活跃度的同时，考虑如何将免费的用户转化为付费用户。从教育的本质来看，教育的核心还是在于内容，内容为王，因此各类创业企业虽然切入点不尽相同，但在行业发展而不断淘汰的过程中留下来的优质创业机构普遍还是通过输出内容来进行变现。

图表2 在线教育按照模式以及培训内容分类



资料来源：广证恒生

在线培训模式的头部玩家在近年陆续登陆资本市场。2018年3月，尚德机构成功在美股上市，同年9月流利说也顺利登陆美股市场；新东方在线、沪江教育科技在7月向港股递交聆讯材料，预计在2018年底或2019年初正式登陆港股。再考虑到此前已经在美股上市的正保远程和无忧英语（51TALK），海外市场上的纯在线教育企业已经达到了6家。一方面，这些企业处于各个不同的细分赛道，同时企业各自所处的发展阶段也不同，其选择登陆资本市场后所披露的财务及运营数据为我们深入剖析其盈利逻辑提供了数据基础；另外一方面，我们也认为这意味着整个在线教育行业的发展经过资本推动、模式创新、模式验证后，其行业的成熟度已经进入到一个新的阶段，其中的投资机会更值得我们深入去研究和探讨。

图表36 家上市的在线教育企业基本情况

证券简称	细分领域	课程形式	服务对象	主营业务	2017年净利润
新东方在线	内容型教育综合平台	直播+录播; 2C&2B	学前儿童、中小小学生、大学生、职业人群以及机构客户	新东方在线(大学); 东方优播(中小学); 酷学英语(大学); 多纳(学前)	盈利 0.94 亿
沪江教育科技	内容型教育综合平台	直播+录播(录播为主); 2C&2B	K12、大学生、职场人员、机构客户	资讯社区: 沪江网、沪江社团; 学习工具: 沪江APP、开心词场、小D词典等; 学习平台: 沪江网校、CCTalk	亏损 -5.37 亿
尚德机构	职业教育	“双师”直播和录播课程	18-40 岁的城市用户	学历课程: STE; 技能认证课程: 会计, 人力资源等	亏损 -9.19 亿
流利说	在线英语培训	AI 定制化服务; 2C 为主, 2B 作为收入补充点	所有有英语口语需求的人群	移动端 App: 英语流利说; 留学考试测评 App: 雅思流利说; 基于流利说 App 的定制化 AI 交互课程: 懂你英语	亏损 -2.43 亿
正保远程教育	职业教育	录播模式为主; 2C&2B	职场人群、大学生(控股子公司正保育才专注于大学生市场)	中华会计网校; 医学教育网; 法律教育网; 建设工程教育网; 自考 365 等	盈利 0.86 亿
无忧英语(51TALK)	在线英语培训	1 对 1, 纯外教; 2C	K12、成人, 现在侧重点为 K12	51Talk 无忧英语; 51Talk 青少英语; 51Talk 哈沃美国小学	亏损 -5.80 亿

资料来源: 招股说明书、广证恒生

## 2. 商业模式梳理: 降低获客成本、提高变现能力是盈利关键

### 2.1 收入端拆分: 付费用户数持续高增长, 高端课程逐步推升客单价

在线教育培训企业收入来自主营业务收入和其他收入及收益。在线教育培训企业以内容为驱动, 主要通过销售课程的形式实现流量变现, 主营业务收入主要来自课程及服务收入。其他收入及收益来源于租金收益、政府补助、投资收益、利息收益等, 该部分收入具有较高波动性, 但占比一般在 5% 以下。

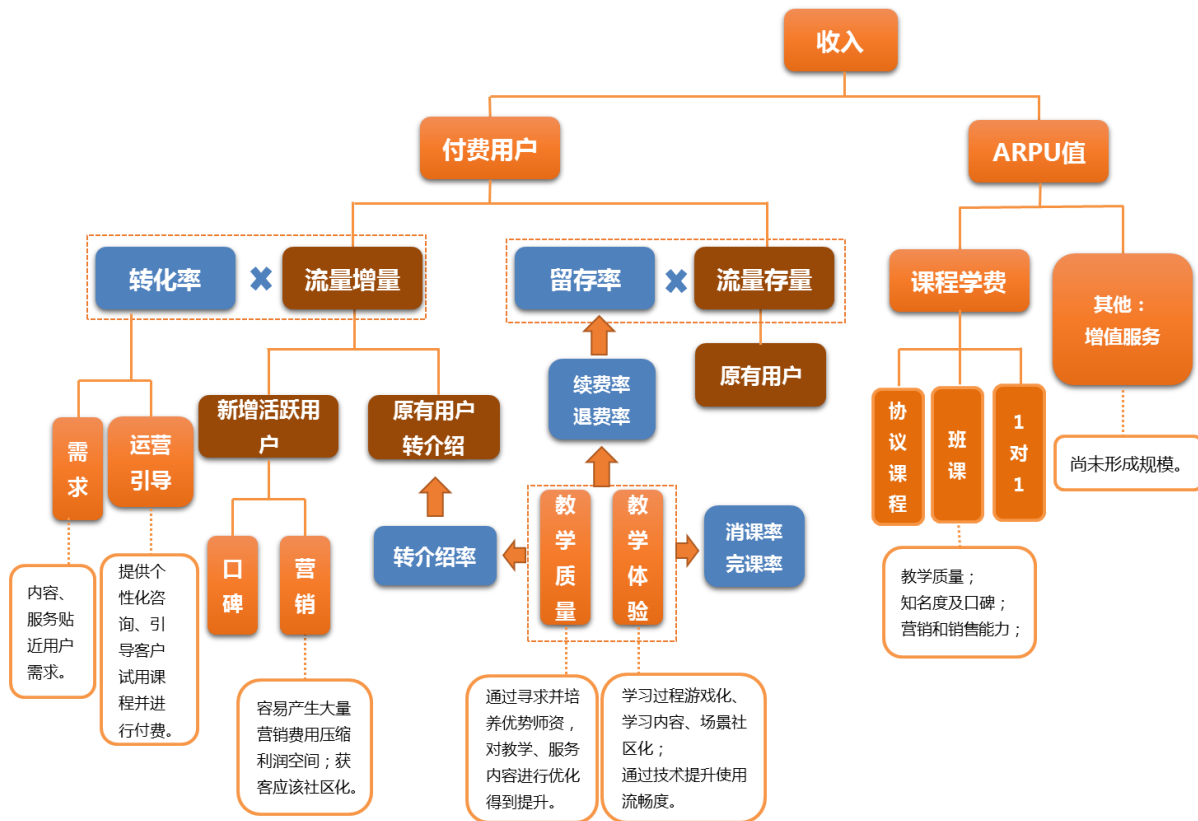
我们基于量价模型对在线教育培训企业的主营业务收入端进行拆分:

(1) 从收入的“量”端来看, 付费学员数量主要来源于流量存量和增量的转化。流量的存量来源于

持续在平台学习的原有付费学员的二次留存，涉及到的核心运营指标包括续费率、退费率、销课率、完课率等。教学质量和教学体验是决定原有用户是否留存的关键，提高原有用户的留存率能够有效分摊前期的获客成本。增量流量一方面来自于原有学员的转介绍，另外一方面来自于营销驱动下带来的新增流量用户。企业通过提供个性化咨询、引导用户试用课程并进行付费，从而将流量用户转化为付费用户。

(2) 从收入的“价”端来看，ARPU 值的主要来源为课程学费，其次包括一些咨询、教材等服务收入。课程学费方面，在线教育课时费较线下机构的具有明显价格优势，以 K12 一对一为例，多数在线课程课时费为 50-150 元/时，线下主流价格为 200-400 元/时。但由于在线教企的课程结构和课程设置不尽相同，课程价格有较大差别，比如沪江网 2017 年大学生课程、K12 课程客单价在 1000-2000 元，而英语培训的客单价达到 6363 元。与线下机构类似，一方面教学质量、知名度及口碑、营销能力是所有教培行业课程定价的基础；而另外一方面，在线教培机构同样通过课程分级、服务分级实现差异化定价，以低价课程实现流量引入，利用更高端的课程来拉升整体客单价。其他收入方面，主要包括如网络咨询、考试服务、购买教材、测评报告等增值服务收入，但尚未形成规模。

图表4 在线教育培训企业收入端拆分

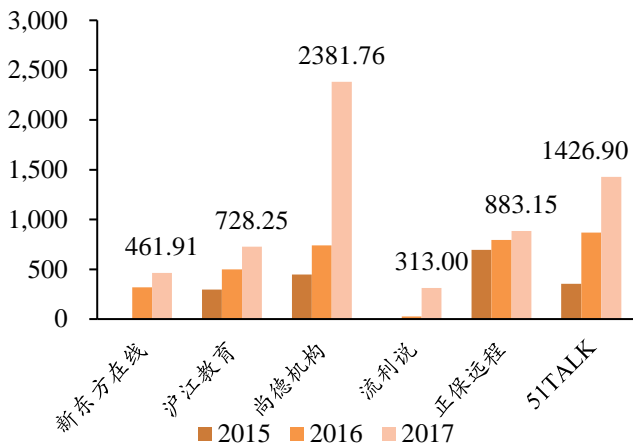


资料来源：广证恒生

从整体收入来看，头部在线教育培训企业收入规模均在亿元级别，已经初具规模。6 家上市公司最新报告期的收入均在亿元级别，其中收入规模最大为美股市场的尚德机构，2017 年收入高达 9.7 亿；同在美股市场的还有两家营收也超过 8 亿：正保远程 2017 年收入达到 8.69 亿元，无忧英语 (51TALK) 2017 年收入达到 8.48 亿元。从其余三家企业的情况来看，新东方在线、沪江教育科技营收均超过 4 亿元，2012 年才成立的流利说在 2018 年上半年营收也达到 2.3 亿。

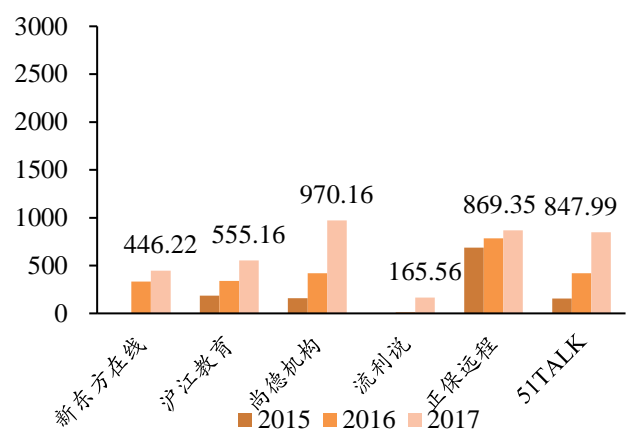


图表5 学生报名流水 (百万元)



资料来源: 招股说明书、广证恒生

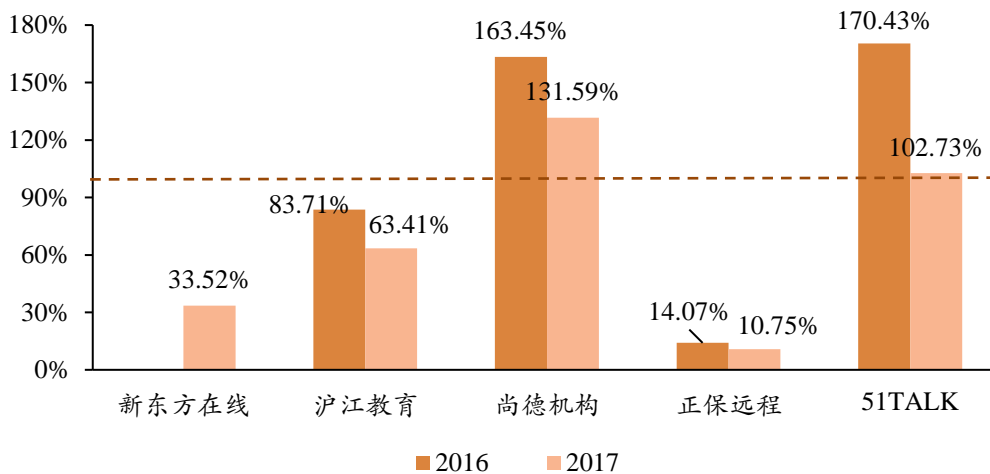
图表6 营业收入 (百万元)



资料来源: 招股说明书、广证恒生

从收入增速来看, 在线教育培训企业收入保持高速增长, 2017 年有三家增速超过 100%。各大上市公司近几年的收入均维持了正向增长, 尚德机构、流利说和 51TALK 2017 年的营收增速超过 100%, 沪江教育科技近年的营收增长保持 60% 以上, 新东方在线增速近几年增速也保持在 30% 以上, 成长性良好。未来随着付费人数增加以及客单价的提升, 在线教育培训企业收入有望继续维持高速增长。

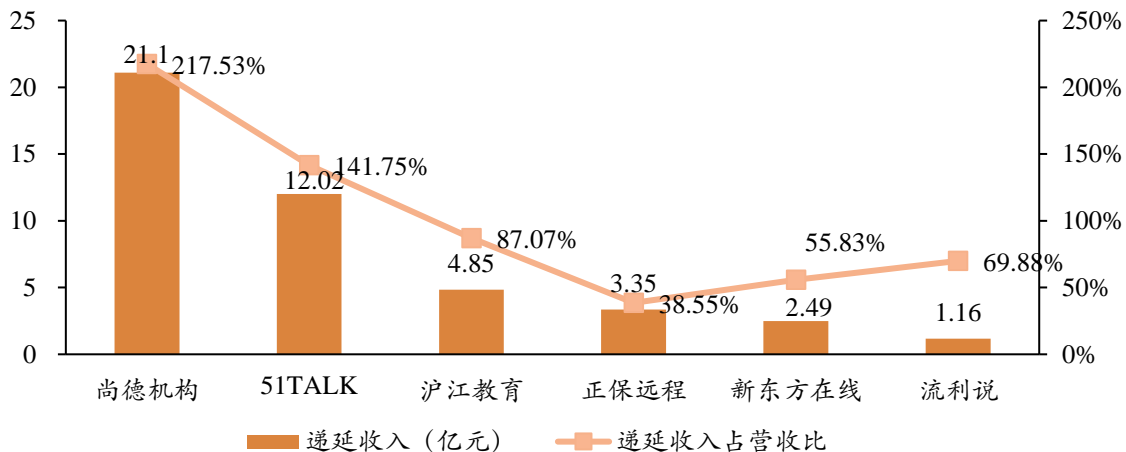
图表7 在线教育培训企业营业收入增速较快 (未放入 2016 年基数较低的流利说)



资料来源: Wind、广证恒生

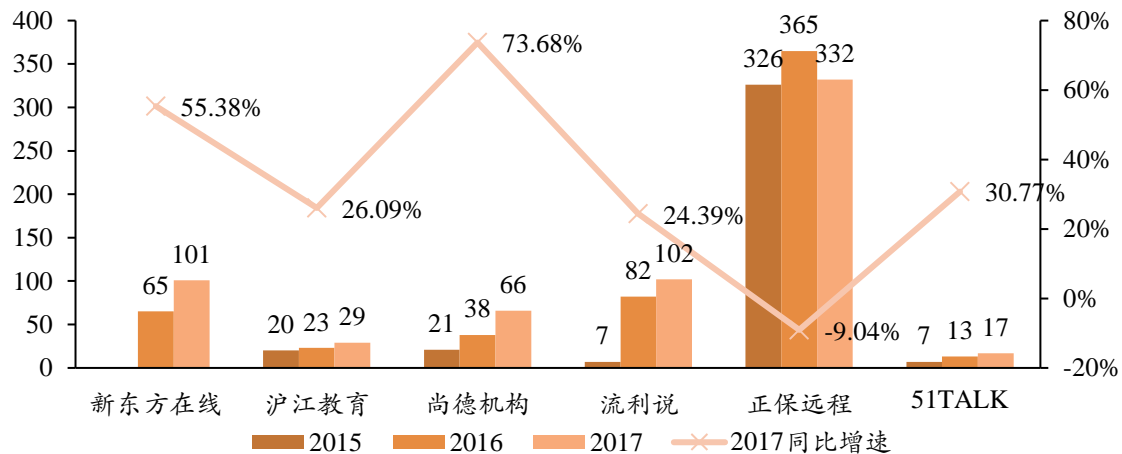
在线教育天然预收款的特点形成了较大金额的递延收入, 不同教企的递延收入受其本身产品特性、销课速度影响而差别较大。在线教育企业通常会在销售课程套餐时向学生收取整个课程学费, 然后采用直线法或者按销课情况在课程期间确认收入。从会计处理角度来看, 此类收款模式将形成负债科目——递延收入。一方面, 递延收入可作为未来业绩的先行指标, 如果递延收入绝对值保持高速增长, 那么侧面说明其未来业绩确定性更强、产品吸金能力更强。另外一方面, 也反映在特定模式下, 尤其是对于按销课情况确认收入的机构而言, 其营业收入的增长与其销课能力高低息息相关。因此, 针对不同类型的企业而言, 递延收入的高速增长与后续营收的增长不可直接挂钩。对于按销课进度而确认收入的在线教育企业而言, 该类企业可通过相关合同条款设置等方法主动加速其销课速度来加速营收确认, 而对于本身以固定时间节点而按比例确认收入的在线教育企业而言, 其产品模式本身就决定了其高递延收入的特性。

以尚德机构为例，其学历教育课程收入确认时长一般为 18 至 36 个月（加权平均为 25 个月），专业认证和专业技能课程的期限一般为 6 至 24 个月（加权平均为 17 个月）。自考学员需一次性缴纳 2 年学费，企业先将其确认为递延收入，之后在服务期内按“直线法”渐次确认为收入（每月确认 1/24），只有到学员完成全部课程后才能把到手 2 年的现金全部确认为营收。尚德机构自考业务的特殊性使得其产生了较高的递延收入，2017 年高达 21.1 亿元，其递延收入金额占营收的比重最高，达到 217.53%，递延收入的存在也是尚德机构现金流表现良好但净利润一直为负的核心原因。

**图表8 在线教育培训企业递延收入较高（2017 年）**


资料来源：公司公告、广证恒生

**付费用户数已经初具规模，增长态势良好。**正保远程的付费人次远远高于其他，2017 年付费用户高达 332 万人，主要为其旗下中华会计网校用户，但受政策影响出现小幅下滑；新东方在线 FY2017 付费人数达 101 万 (+55%)，主要受益于低价体验课程的大力推广；流利说 FY2017 的付费人次达 102 万，产品模式逐步成熟，过去三年 CAGR 达 144%；尚德机构 FY2017 付费人次达 66 万，对应过去三年 CAGR 也达到 46%；沪江教育、51Talk 付费用户较之其他较少，但也达到了 29、17 万人次的体量，在线教育头部玩家旗下的付费用户数都已经具备规模。

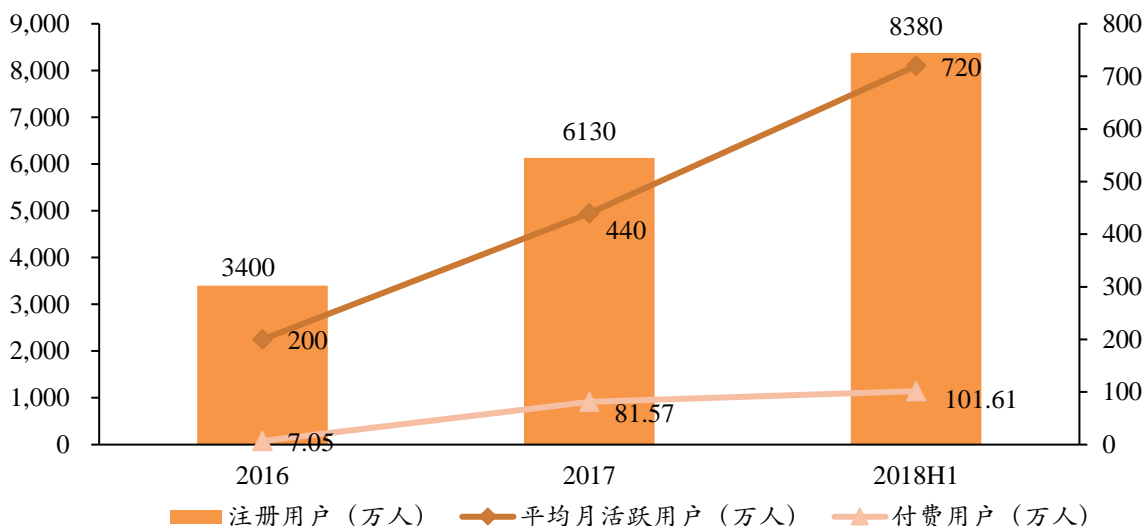
**图表9 在线教育培训企业付费用户数（万人）**


资料来源：公司公告、广证恒生

注：沪江教育付费用户数为其自有品牌课程付费人次，不包括 CCTalk 业务。

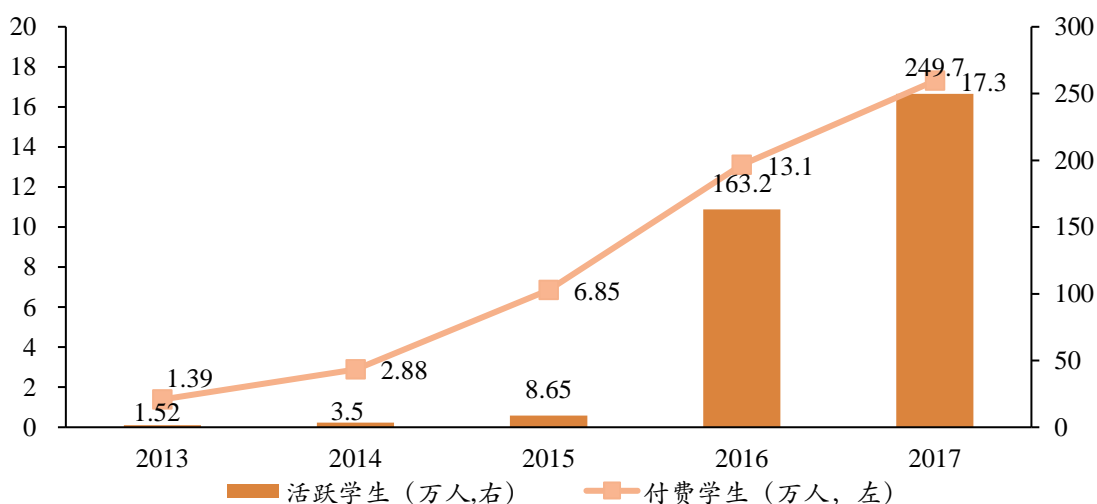
活跃用户数体量庞大，后续转化提升空间较大。沪江截至 FY2017 累计拥有 1.7 亿注册用户，其中 810 万（包含自由课程和 CCTalk 的所有累计用户）为付费用户，其中 CCTalk 平均 MAU 达 227 万，较 FY2016 同比增 106%。流利说截至 2018H1 累计拥有 8380 万注册用户，对应近三年 CAGR 约 43%；平均 MAU 达 720 万，对应近三年 CAGR 达 67%；51Talk 平台下活跃用户则是在其 2016 年切入少儿英语后出现跨越式增长，FY2017 活跃用户数达到 249.7 万人，近三年 CAGR 达 207%。整体而言，与付费用户数相比，各自平台注册用户数及活跃用户数体量庞大，后续企业付费转化率提升空间较大。

图表10 流利说活跃用户数及付费用户数高速增长



资料来源：公司公告、广证恒生

图表11 51Talk 活跃用户数及付费用户数在 2016 年实现跨越式增长

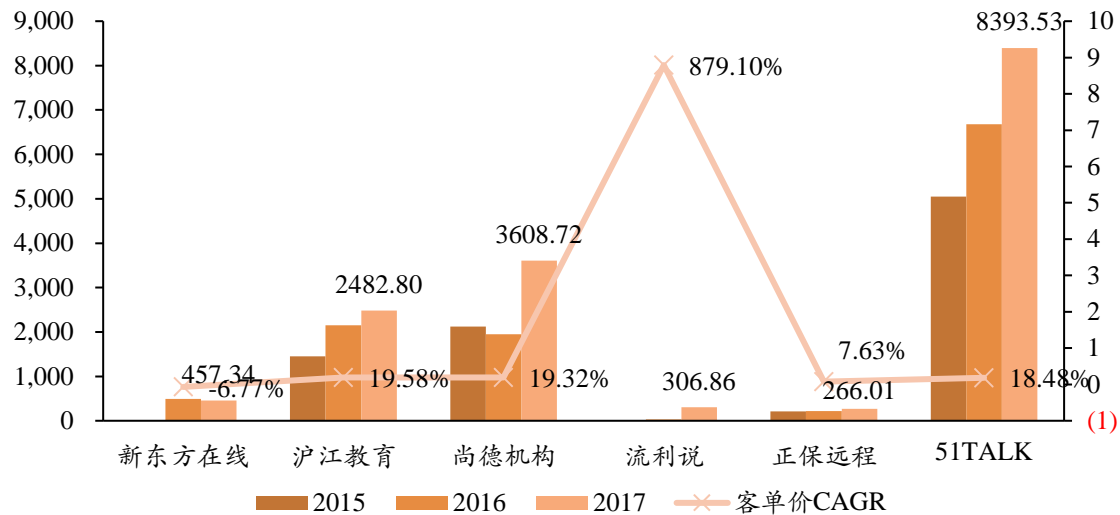


资料来源：公司公告、广证恒生

从客单价来看，在线教育培训企业由于课程结构和课程设置不尽相同，课程价格差别较大。比如沪江网 2017 年大学生课程、K12 课程客单价在 1000-2000 元，英语培训的客单价则达到 6363 元；流利说的订阅服务是购买账号的形式，有“99 元-30 天、449 元-180 天、998 元-12 个月”三种选择，而其高级服务则根据课程长度或课程单元数量，价格在 2880 元-59880 元较大的跨度区间。整体来看，2017 年最高的 51Talk

达 8393 元，沪江和尚德的客单价在 200-4000 之间，新东方在线、流利说和正保远程客单价低于 500 元，差别较大。2017 年除新东方在线由于大力推广低价体验课程而使得客单价小幅下滑外，其他 5 家的客单价都有所增长，且流利说增速最快高达 879.10%。

图表12 大部分在线教育培训企业客单价（元）均保持稳定增长



资料来源：公司公告、广证恒生

## 2.2 成本端拆分：主营业务成本较线下机构优势明显，销售费用率过高是亏损的根源

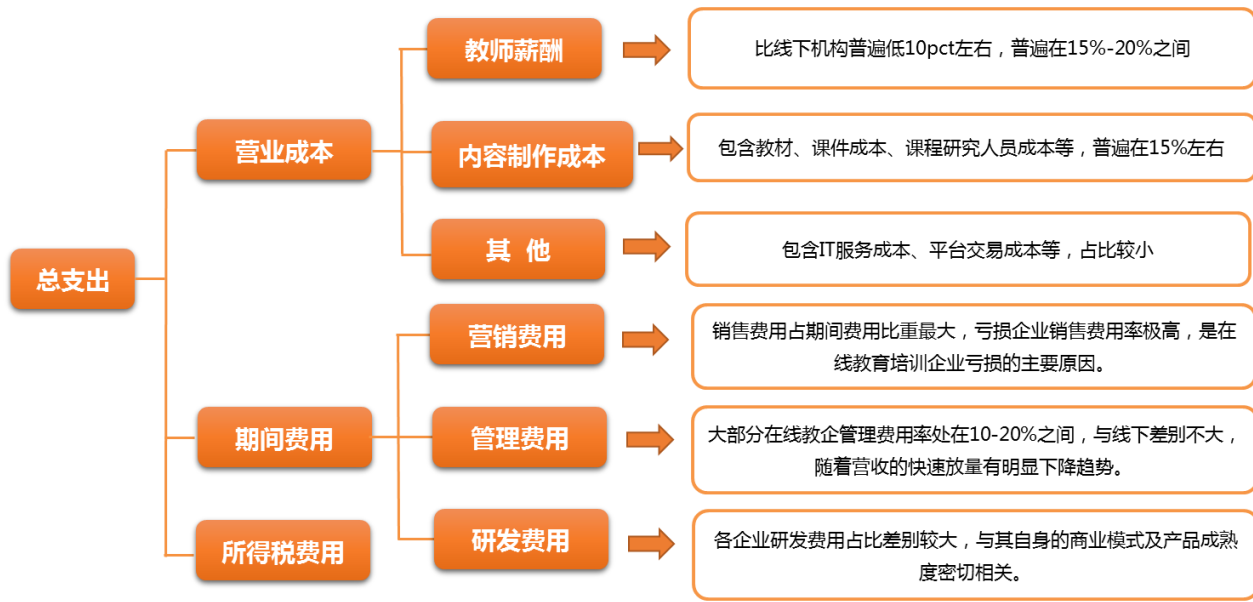
在线教育培训企业支出端主要包括主营成本、期间费用、所得税费用。

主营业务成本主要包括教师薪酬、内容制作成本、其他成本等。主营成本占比最大为教师薪酬与内容的制作费，合计占营收比例可达 30%-40%。其中，受教师产能及效率的影响，在线教育企业的教师薪酬占营收的比例较之线下机构普遍低 10pct 左右，普遍在 15%-20%之间。其余的包括 IT 服务的技术成本、平台交易成本等部分，占比较低。

期间费用包括管理费用、销售费用、研发费用等，销售费用率较高是大部分在线教育企业亏损的核心原因。大部分在线教企管理费用率处在 10-20%之间，与线下差别不大，随着营收的快速放量有明显下降趋势。各企业研发费用占比差别较大，与其自身的商业模式及产品成熟度密切相关。产品模式较新的在线机构都保持了较高研发投入比例，普遍在 30%左右，随着技术及产品逐渐成熟及营收的持续放量，后续下降趋势明显。销售费用率较高是在线教育企业亏损的根源，亏损的四家企业销售费用率都极高，沪江、尚德和流利说三家甚至高于 100%。



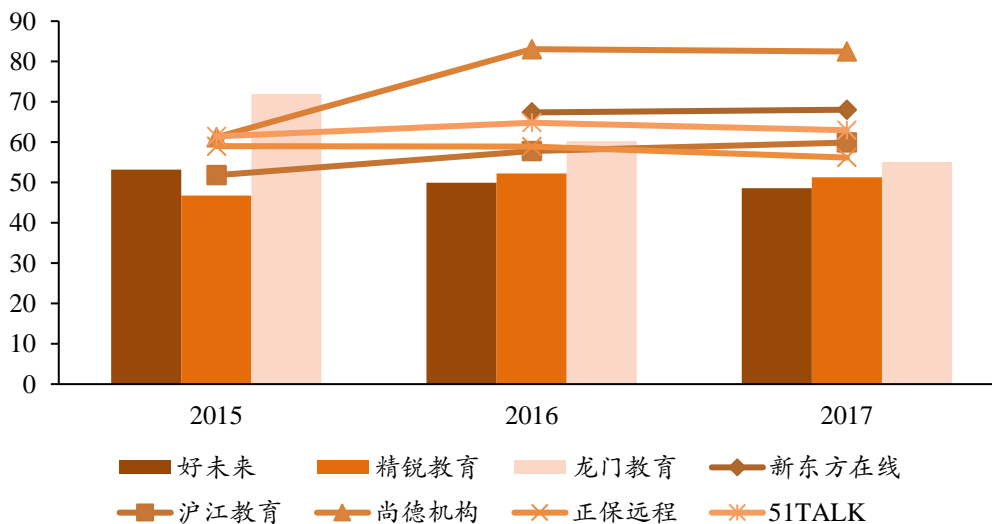
图表13 在线教育培训企业成本端拆分



资料来源: 广证恒生

在线教企毛利率普遍较传统线下教育机构高, 成本优势明显。在线教育机构毛利率水平普遍在 60%-70% 之间, 尚德机构的毛利率甚至在 80% 以上, 而线下培训机构毛利率则在 40%-60% 不等, 在线机构整体较之线下培训机构有明显的成本优势, 剔除赛道及产品模式差异后, 背后的根本原因包括生师比、房租、水电等。

图表14 在线教企毛利率表现较好, 基本大于 50%

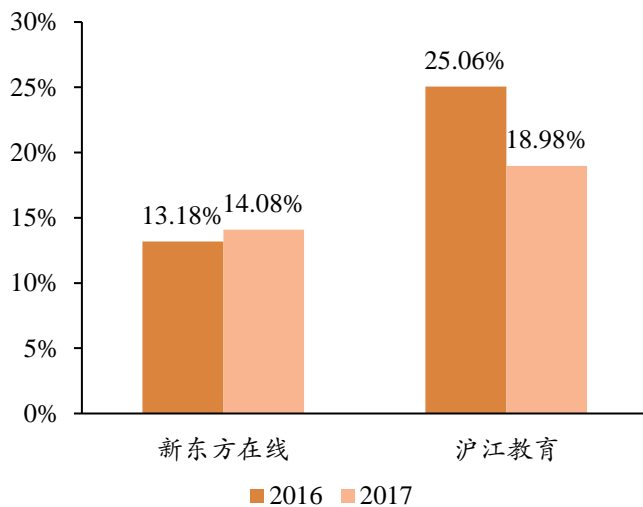


资料来源: 公司公告、广证恒生

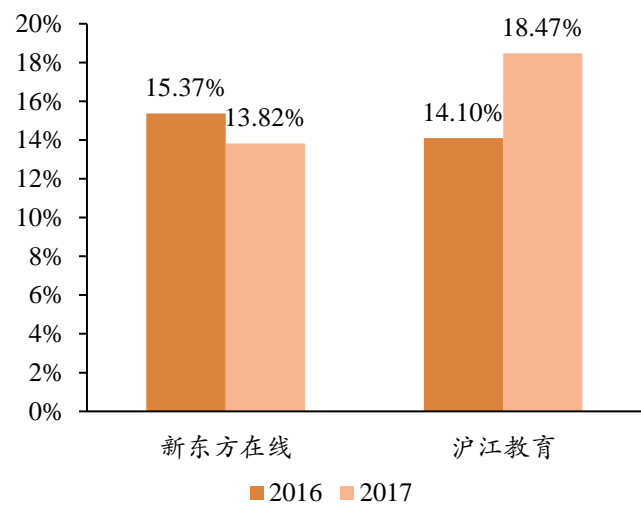
教师薪酬与内容制作成本是营业成本最主要的部分, 各自占营收比例都在 15%-20% 之间, 合计占比约 30-40% 左右。受教师产能及效率的影响, 在线教育企业的教师薪酬占营收的较之线下机构普遍低 10pct 左右。2017 年新东方在线仅 14%, 沪江占比 18.98%, 均在 20% 以下, 传统的线下教培机构教师薪酬占比在 30% 左右, 如精锐教育 2015-2017 年教师薪酬占比分别为 32.40%、31.70%、31.07%。内容制作成本包

除了教材、课件成本、课程研究人员成本等，2017年新东方在线内容制作成本占营业收入比重仅13.82%，沪江教育为18.47%。

图表15 教师薪酬占营业收入比重在15-20%之间



图表16 内容制作成本占营业收入比重在15%左右

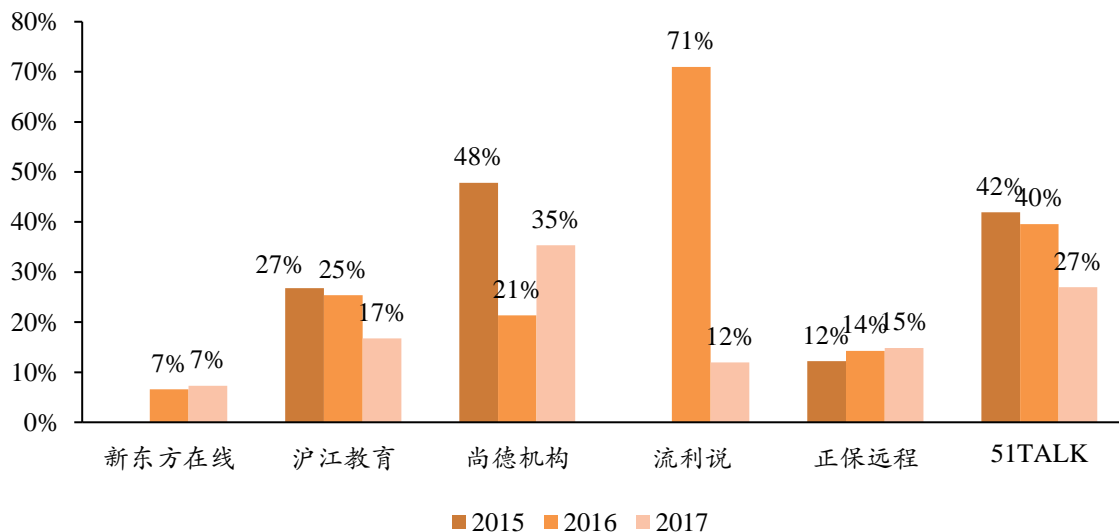


资料来源：招股说明书、广证恒生

资料来源：招股说明书、广证恒生

大部分在线教企管理费用率处在10-20%之间，随着营收的快速放量有明显下降趋势。在线教企的管理费用主要包含管理和行政人员的工资和员工福利、与办公和行政职能有关的租金、公用事业费用和专业服务费。随着在线教育企业的逐步成熟，大多数企业管理费用率有显著下降的趋势，普遍趋于在10%-20%的水平，相比线下教培机构10%-30%的管理费用率相差不大。

图表17 管理费用率水平随着营收的快速放量有明显下降趋势

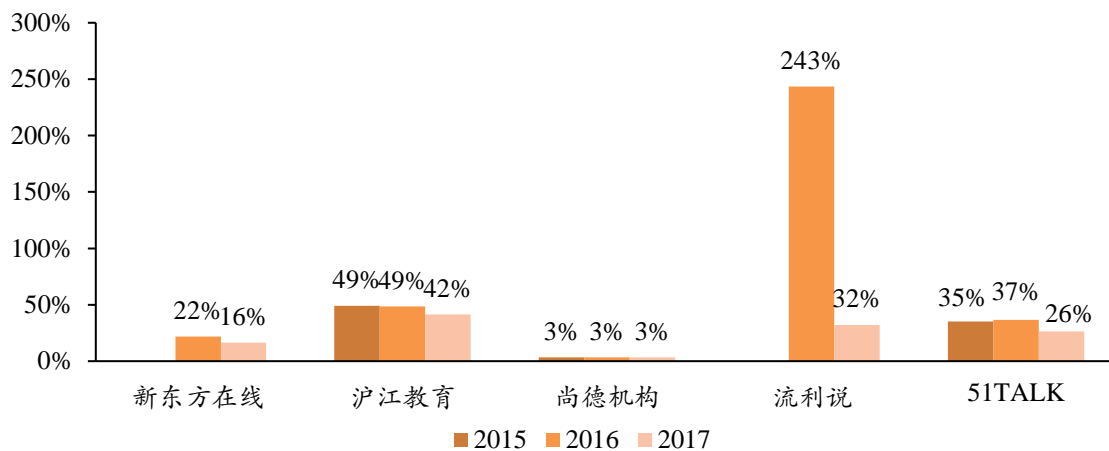


资料来源：公司公告、广证恒生

研发费用占比差别较大，与其企业的商业模式及产品成熟度密切相关。研发费用主要包含研发人员的薪酬及福利、与研发人员有关的租金开支、研发人员使用的办公室物业及服务器的折旧。产品模式较新的在线机构都保持了较高研发投入比例，普遍在30%左右，随着技术及产品逐渐成熟及营收的持续放量，后续下降趋势明显，如流利说因为2016年推行“懂你英语”，研发费用率达243%，2017年随着公司业务的

放量，研发费率下降至 32%。其中，尚德研发费用率仅 3%，一方面反映了其业务迈入成熟变现区间，营收体量较大，另外一方面也符合其销售驱动的特性。

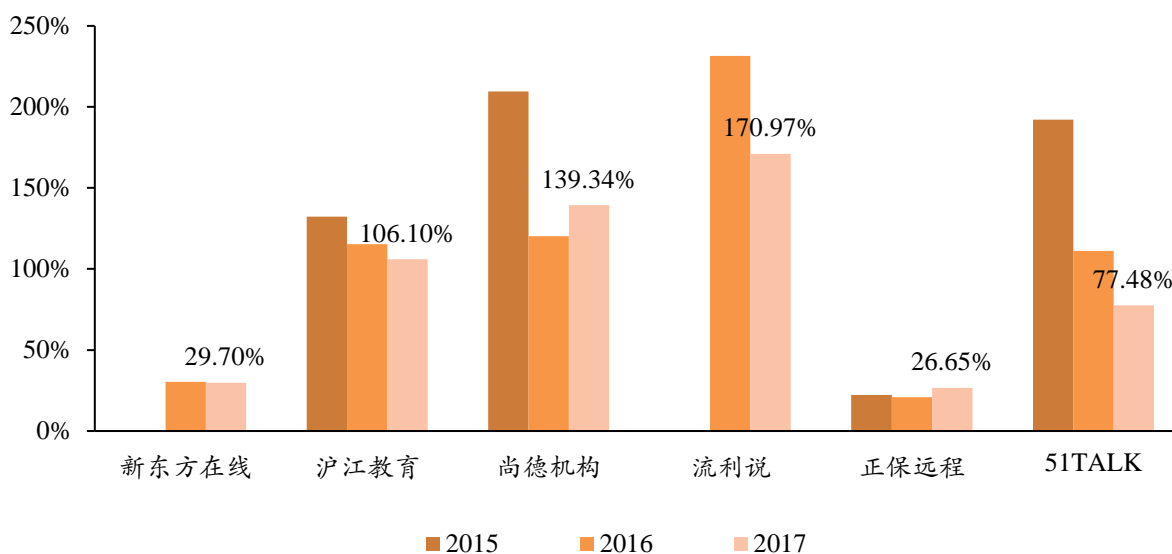
图表18 产品模式比较新的机构都保持了较高研发投入比例



资料来源：公司公告、广证恒生

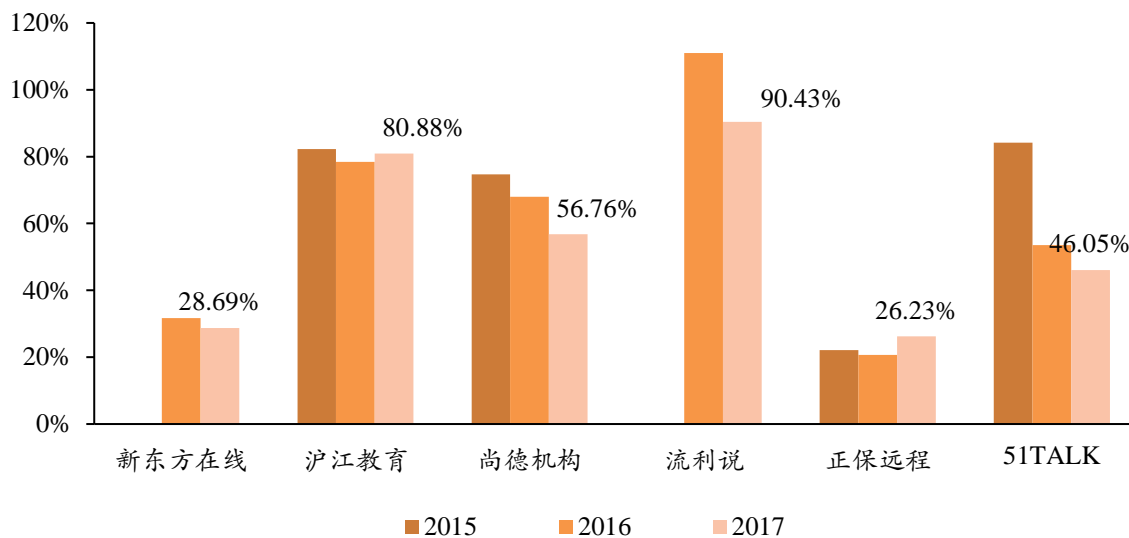
销售费用占期间费用比重最大，销售费用率过高成为在线教育培训企业亏损的主要原因。销售费用来源于在线教育培训企业多样化的营销：(1) 明星代言、搜索引擎、地面广告、互联网及电视广告投放等。(2) 发放免费资料、教育论坛、低价课。从销售费用率来看，亏损的四家企业销售费用率都极高，沪江、尚德和流利说三家甚至高于 100%。考虑到不同企业销课速度的影响，我们采用“销售费用/学生报名流水”以剔除课耗效率，发现各企业费率下降幅度较大，说明课耗效率对营收有较大的影响。但是整体来看亏损在线教企的销售费用率依然处在高位。其中，因为课耗效率导致销售费用率下降幅度较为明显的为尚德机构 (-83pct)、流利说 (-81pct)、51TALK (-31pct)、沪江教育 (-25pct)。

图表19 销售费用率（销售费用/营业收入）过高是在线教企亏损的核心原因



资料来源：公司公告、广证恒生

图表20 剔除课耗效率因素的销售费用率（销售费用/学生报名流水）



资料来源：公司公告、广证恒生

## 2.3 行业痛点：获客成本高企、付费转化率低是行业普遍亏损的症结所在

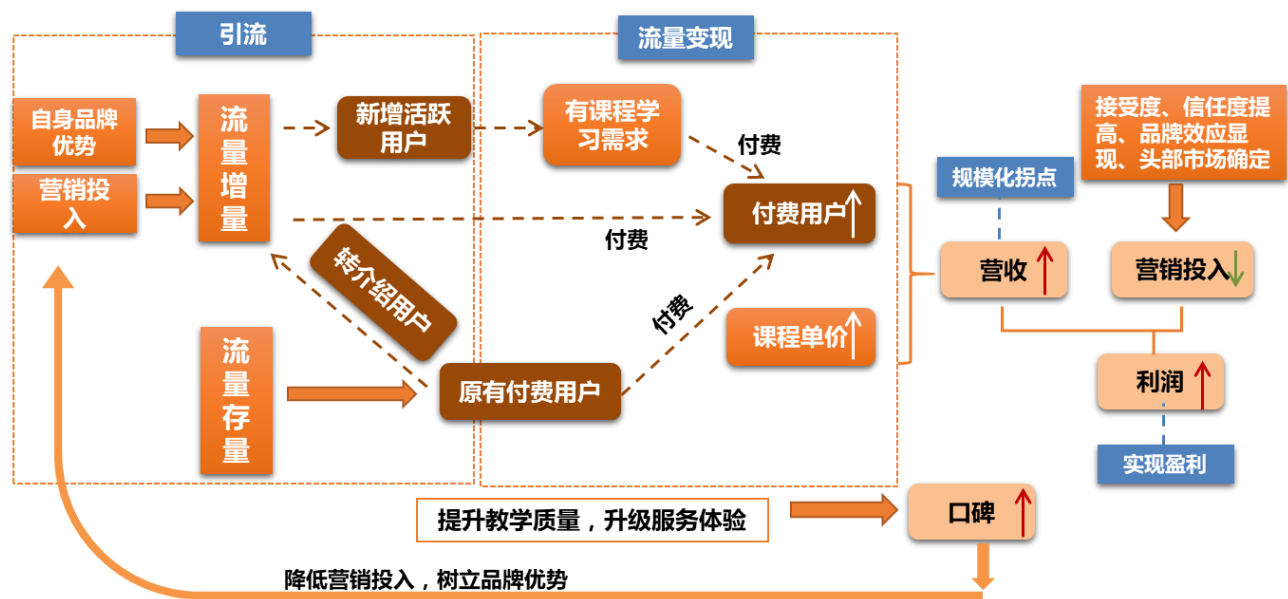
从在线教育的商业逻辑出发，其核心环节包括两个节点：流量的引入、流量的变现。

(1) 流量的引入也即学员的最初来源，包括品牌传导、口碑传导、营销投入、存量流量二次转化等几种主要方式。从结果出发，头部在线教企的注册用户规模达千万级，活跃用户数也都是百万级规模，流量引入的效果较好。而各个企业之间盈利和亏损之间的差距则在于流量引入的成本，尤其是以营销投入为主要获取流量方式的企业。大部分在线教育企业成立时间较短，而教育品牌则需要长期积累，因此短时间内的流量爆发往往来自于以高额的营销投入为主，这一点在成立时间短、产品尚处于用户教育阶段的企业中尤为明显。

(2) 流量变现也即将前端的注册用户、活跃用户转化为付费用户，获取收入的过程，也是在线教育企业规模化关键所在。从在线教育创业浪潮的发展过程来看，大部分创业机构主要从免费的工具类产品和学习分享社区切入，利用免费的产品积累了巨大的流量用户，在发展过程中面临的关键问题如何将免费的用户转化为付费用户。工具型产品一般通过增值服务变现，而其背后的可替代性强、迁移成本低、用户留存时间短等特性使得其本身在变现模式上存在较大的障碍。平台型产品采用广告费和交易佣金变现，本质上是中介的身份来降低用户的试错成本及交易成本，一个完美的平台型产品应当具备高频、高标准化、成交双方黏性低的特点，但教培产品本身低频、低标准化和师生天然高黏性的特点使其试错成本较高，本身就不适合平台模式，在变现环节也存在较大障碍。从教育的本质来看，教育的核心还是在于内容，因此各类创业企业虽然切入点不尽相同，但在行业发展而不断淘汰的过程中留下来的优质创业机构普遍还是通过输出内容来进行变现。



图表21 在线教育培训企业商业模式一览

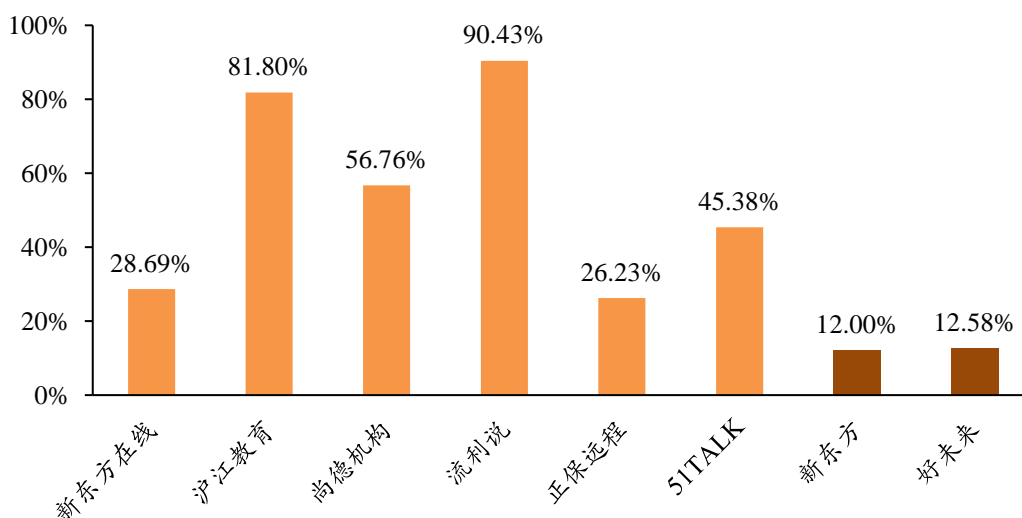


资料来源：广证恒生

从6家具代表性的上市在线教育企业的收入端、成本端拆分结果来看，我们认为当前时点下导致在线教育行业普遍面临盈利性桎梏的原因在于：其一为获客成本高，对应流量引入环节；其二为付费转化率，对应流量变现环节。

(1) 获客成本高，“烧钱”营销特征明显。一方面，在线教育互联网的逻辑促使行业普遍处于“烧钱”跑马圈地，抢占流量高地阶段。另一方面，在线教育普遍成立时间较短，品牌效应不突出，同时整个在线教育产品仍处于用户教育阶段，在线教育培训企业需要通过加大营销投入增强用户信任度。而大量的营销投入致使获客成本过高，剔除不同企业客单价差别的影响，我们利用获客成本/客单价这一指标判断获客成本的水平。整体来看在线企业普遍高于线下机构，尚德和流利说分别达到 81.80%、90.43%，即使目前实现盈利的新东方在线及正保远程也超过 25%，远高于线下机构。

图表22 在线教企获客水平明显高于线下培训机构



资料来源：公司公告、广证恒生

注：采用自然年 2017 年数据

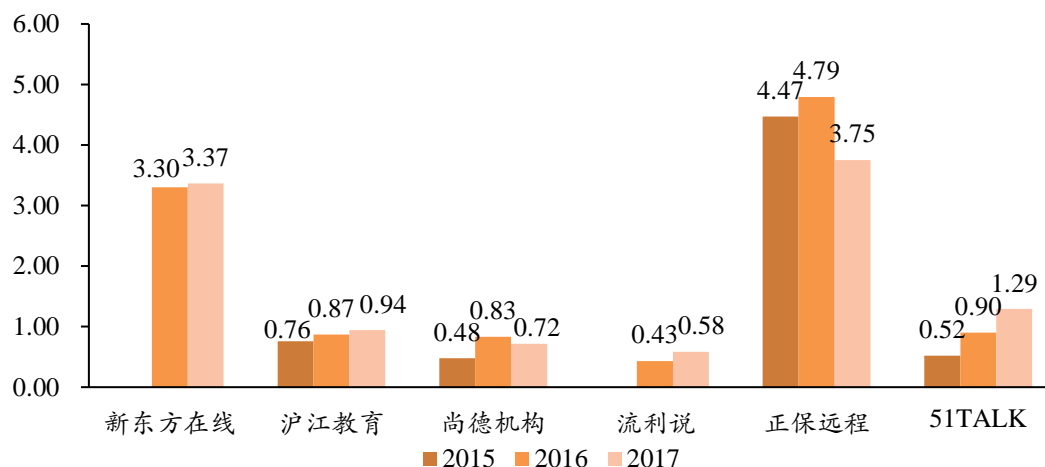
(2) **付费用户转化率低，变现能力有待提升。**内容型在线教企虽然相较于工具和平台类在线教企拥有较强的自我造血能力，但是流量变现仍有较大的提升空间。受到传统学习习惯和观念的影响，相较于传统教育培训机构，用户对于在线教育还处在一个意识培养的阶段，付费意愿低下，付费转化率较低。2017年流利说的付费用户转化率仅 1.12%，51TALK 仅 6.93%。我们利用“单位销售费用带来的营收”来衡量在线教育企业的变现能力：从其最新财年的数据来看，受到较低的付费转化率限制，大部分单位销售费用带来的营收不到 1。从传统线下培训机构的情况来看，新东方单位销售费用带来的营收达 7.55，好未来单位销售费用带来的营收 7.08。

**图表23 流利说、51TALK 付费用户转化率不高**

年份	流利说			51talk		
	注册用户 (万人)	付费用户 (万人)	转化率	活跃用户 (万人)	付费用户 (万人)	转化率
2016	6130	81.57	1.33%	163.2	13.1	8.03%
2017	8380	101.61	1.21%	249.7	17.3	6.93%

资料来源：招股说明书、广证恒生

**图表24 在线教育培训企业变现能力（单位销售费用带来的营收）**



资料来源：公司公告、广证恒生

### 3.看 6 家上市在线教企如何突破行业盈利桎梏

我们利用新东方在线、沪江教育、尚德机构、正保远程、51TALK、流利说这 6 家具有代表性的上市企业的资料和数据，窥一斑而见全豹，看在线教育培训企业如何突破行业痛点。

(1) **强势品牌促获客成本下降，多产品线拓宽流量变现渠道。**新东方在线及沪江网是针对大学生市场中品牌最为强势的两家在线教育企业，新东方在线通过衍生课程覆盖年龄段来突破增长边际，沪江网逐步转型构建“自有课程+平台课程”不断提高变现能力。

(2) **名师及销售导向型机构寻求转型课程及服务驱动。**尚德作为典型的销售驱动型机构，近年来通过加大技术投入构建 Genesis 平台来提高运营效率，并且通过构建知识点数据库来推进课程标准化体系建



设，逐步演化迭代其驱动模式；正保远程作为典型的名师驱动型机构，近年来利用“自我孵化+收购”的模式，通过横向增加产品线来逐步寻求公司的后续新的增长驱动力。

(3) 通过情景化、游戏化、社区化打造沉浸式学习环境，优化在线教育交互体验，促进学员黏性提升。51Talk 从成人转型在线少儿英语，利用在线真人外教模式，针对少儿优化相关授课模式，通过充分的交互来提升教师对学生的行为把控，进而真正把控教学效果。流利说不断打磨产品，将游戏闯关、学习交流社区等融入产品形态之中，紧密联系用户个性化需求，定制差异化课程产品，逐渐提升付费转化率。

### 3.1 新东方在线&沪江教育：强势品牌促获客成本下降，多产品线拓宽流量变现渠道

新东方在线和沪江教育科技均为老牌在线综合教育机构，业内知名度较高。两家公司所提供的培训内容包含了语言培训、K12 辅导、职业教育和兴趣指导四大类。新东方在线成立于 2005 年，目前其核心业务板块包括大学教育、K12 教育以及学前教育，主要通过新东方在线、东方优播、多纳和酷学英语四个平台提供。沪江教育科技成立于 2009 年，以在线社区起家，前身是 2001 年成立的非营利的英语学习 BBS 社区沪江语林网。目前沪江教育的业务分为自有课程业务及 CCtalk 平台两个板块，其中自有课程业务主要是通过自有的沪江品牌提供互联网教育课程，涵盖 K12 到大学生、研究生以及职业教育领域，而 CCtalk 平台主要是通过向各类教育从业人员提供互联网教育技术和平台服务获取收益。新东方在线和沪江教育科技均在 2018 年 7 月递交聆讯材料赴港上市。

图表25 新东方在线平台课程

全部课程分类
2020考研 考研集训
2019考研 考研抢分
托福 SAT GRE GMAT
雅思留学 雅思移民
小学 初中 高中 高考一轮复习
英语四级 英语六级
英语能力 新概念 BEC 口译
外教口语1对1 免费口语测评
日语 韩语 德语 法语 西语
基金从业 证券从业 初级会计
多纳彩虹会员 外教少儿英语

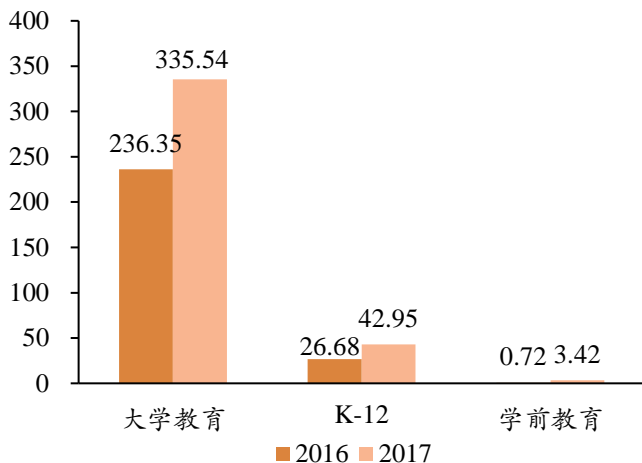
资料来源：公司官网、广证恒生

图表26 沪江网平台课程

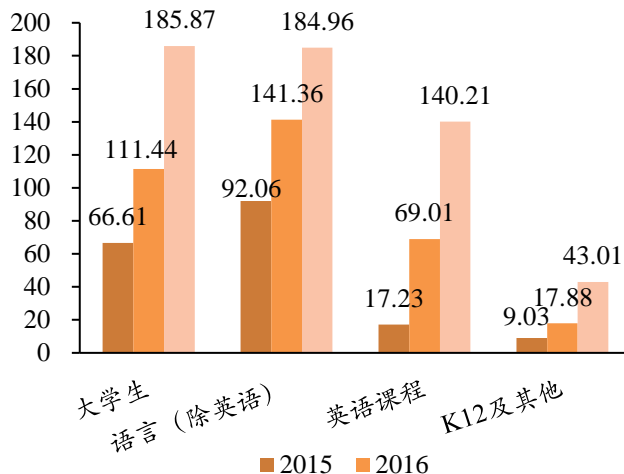
全部课程分类
英语能力与考试 新概念 零基础
英语口语 零基础 1V1 青少儿
出国留学 雅思 托福 致胜1V1
日语 入门 标日 能力考
韩语 入门 能力考 延世
多语种 法语 德语 西语 泰语
研究生考试 2019考研 2020考研
职场兴趣 Office 绘画 CFA
财会金融 ACCA CPA 初级会计
中小幼教育 小学 初中 高中

资料来源：公司官网、广证恒生

大学生课程是两家企业最主要的核心业务。新东方在线的收入主要来源于大学教育，包括大学考试备考、海外备考、英语学习及其他业务，占整体营收比约 75%。沪江教育营收主要来源于大学生课程、语言课程（英语除外）以及英语交流技能课程，分别占全站交易净额的 16.4%/15.1%/16.0%。

**图表27 新东方在线大学教育为核心（百万）**


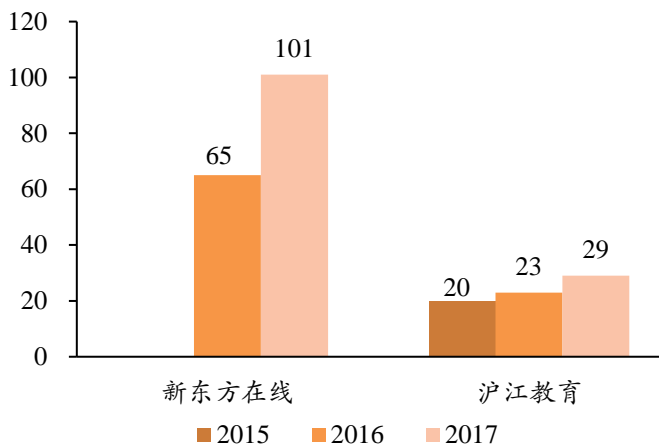
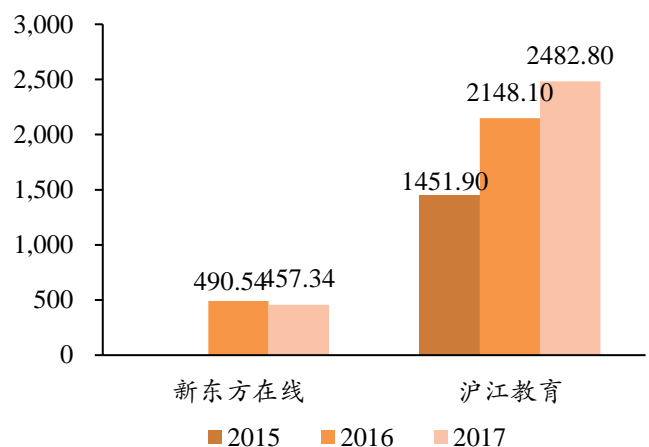
资料来源：公司公告、广证恒生

**图表28 沪江网大学生及语言课程为核心（百万）**


资料来源：公司公告、广证恒生

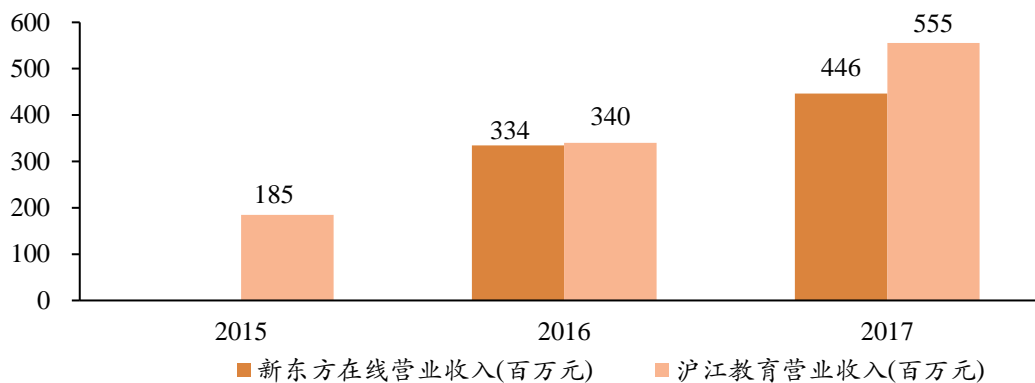
沪江教育利用高客单价保障营收增速，新东方在线利用低价策略促使付费人数快速增长。(1) 从付费学员的人数来看，新东方在线背靠新东方集团天然引流变现，同时其利用低价入门课程迅速吸引流量，2017 年付费用户达 101 万人，同比增速高达 55.38%。相比之下，沪江网依靠社区及工具引流，相对来说付费用户数较低，2017 年自有课程付费用户数达 29 万人，近三年 CAGR 约 13%。(2) 从客单价来看，2017 财年新东方在线客单价为 457.34 元，小幅下滑约 7%，一方面的原因是客单价相对较低的学前类课程占比提升，另外一方面也是由于其 2017 财年来推广低价体验类课程来加大引流所致，后续客单价的变化还需要继续跟踪课程收入结构的变化，预计未来 1-2 年将延续缓慢下滑的态势。沪江教育则采取高客单价策略，其下属英语交流技能课程 2017 财年平均客单价约 6362.7 元，整体自有课程平均客单价达 2482.8 元，近三年 CAGR 达 19.6%，主要受益于各类自有课程客单价的持续提升。(3) 从营业收入的情况来看，新东方在线 2017 财年营收达 4.46 亿 (+33.52%)，受益与付费人数的大幅度提升；沪江教育 2017 财年营收达 5.55 亿 (+63.41%)，主要受益于付费人数和客单价的持续抬升。



**图表29 沪江教育付费用户数（万）相对较小且增速较低**

**图表30 新东方在线客单价较低且小幅下滑，沪江教育客单价较高且逐年攀升**


资料来源：公司公告、广证恒生

资料来源：公司公告、广证恒生

**图表31 沪江教育营收增速高于新东方在线**


营收增速	2016	2017
新东方在线	-	33.52%
沪江教育	83.71%	63.41%

资料来源：公司公告、广证恒生

受益于新东方线下的品牌背书和经验支撑，新东方在线获客成本较低且逐年下降，管理费用率保持低位。新东方在线 2018 财年前九个月的每人获客成本为 110 元，对应近三年 CAGR 约为 11%。沪江教育 2017 财年全年每人获客成本为 2031 元，近三年 CAGR 约 18%。剔除整体客单价差异性的影响，新东方在线依托新东方集团，线下机构为线上提供了庞大的用户基础以及品牌背书，新东方在线获客相对沪江教育容易，并且从趋势来看，新东方在线每人获客成本逐年下降，而沪江教育获客成本在逐渐攀升。从管理费用来看，受益于线下机构成熟的教学人员招聘及培训管理的实践经验，新东方在线大大降低了其管理成本，其管理费用率维持在 7% 左右，这些天然优势使新东方在线降低支出率先盈利。

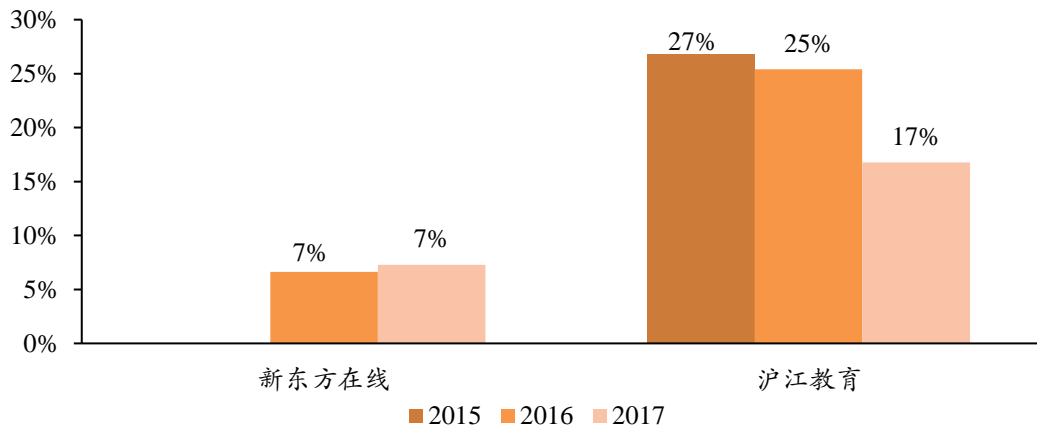
**图表32 新东方在线和沪江教育获客成本（销售费用/付费用户数）比较**

新东方在线	2016	2017	2018(截至 9 月 30 日)
获客成本 (元/人)	156	131	110
同比增长率	-	-15.67%	-16.17%

沪江教育	2015	2016	2017
获客成本 (元/人)	1223	1703	2031
同比增长率	-	39.31%	19.26%

资料来源：公司公告、广证恒生

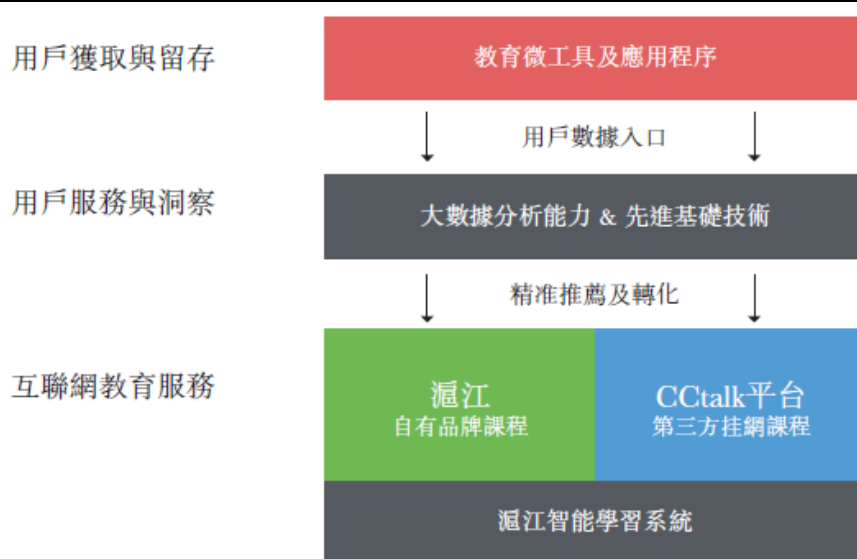
图表33 沪江教育管理费用率远高于新东方在线



资料来源：公司公告、广证恒生

沪江教育以学习分享社区、学习工具为流量入口，构建“自有课程+平台课程”模式逐步增加变现能力。沪江教育的发展史类似中国在线教育发展史的缩影，其业务形态的演化从2001年的学习分享社区（非营利），至2005年的门户网站形态（以广告变现），至2008年推出自营课程品牌沪江网校（以课程内容服务变现），至2017年推出平台型产品CCtalk（电商平台变现模式）。截至2017年12月31日，沪江拥有1.7亿累计注册用户，CCtalk月活约230万，且已拥有2187家入驻商户和41534名授课教师。一系列数据反应出CCtalk的导流势头甚好。将1.7亿用户流量导入平台的同时，CCtalk还可以对接包括政府部门、教育机构、个人等在线课程提供方和需求方，为其提供技术和运营服务，进而实现基于庞大用户基数的变现。

图表34 沪江教育构建“社区+工具+自有课程服务+第三方授课平台”导流变现生态



资料来源：公司公告、广证恒生

总结来看，新东方在线及沪江教育是针对大学生市场中品牌最为强势的两家在线教育企业，新东方在线通过衍生课程覆盖年龄段来突破增长边际，沪江教育逐步转型构建“自有课程+平台课程”不断提高变

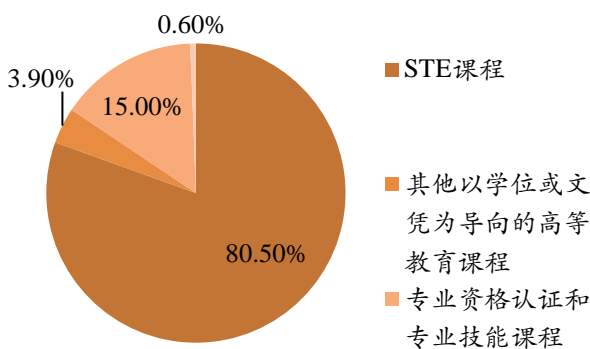


**现能力。**新东方在线背靠新东方集团线下品牌背书，无论是在师资、管理运营流程、销售模式、变现模式上皆较为成熟，费用管控能力出色，拥有较为强劲的盈利能力。同时，近年来从大学生市场顺着年龄段延伸至 K12、幼教领域，不断拓宽自身的增长边际。沪江教育同样耕耘大学生市场多年，品牌同样在语言培训领域内深入人心，自身经历了从社区、工具逐步转型为利用在线培训模式来进行变现。从导流情况来看，沪江教育截至 2017 年累计注册用户达 1.7 亿人；而从变现能力上来看，最近 2017 年沪江网自有课程付费用户仅 29 万人，付费转化率较低。对应反映在其余的财务数据上包括了管理费用率、研发费用率、销售费用率、获客成本等都较高，除了有本身费用投入较大的原因之外，还有其本身变现能力提升空间较大，单位营收偏少所致。2017 年，沪江教育也正式上线了 CCTalk 平台，构建“自有课程+平台课程”来进一步提高其变现能力。

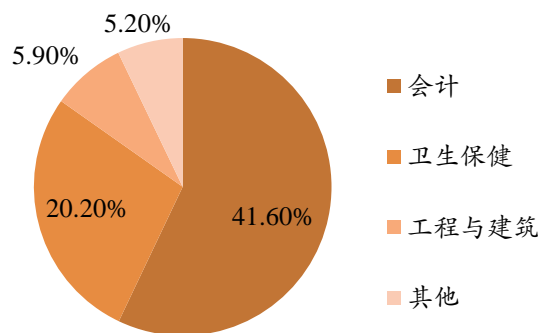
### 3.2 正保远程&尚德机构：名师及销售导向型机构寻求转型课程及服务驱动

**尚德机构与正保远程教育均为在线职业教育培训机构。**尚德机构成立于 2003 年，原本为是一家专注自考培训的线下教育机构，于 2014 年转为在线教育模式，于 2018 年 3 月在美国上市。尚德的主要业务是成人自考培训（营收占比 80.5%），同时包括 MBA 入学考试的培训和专业技能和资格证的培训等。正保远程教育成立于 2000 年，于 2008 年在美国上市，是第一家登陆资本市场的在线教育企业，目前的业务构成包括在线教育服务、创业培训服务和销售学习模拟软件服务等。公司核心业务为在线教育服务，旗下有中华会计网校、医学教育网、法律教育网、建设工程教育网、自考 365 等在线开放式学习平台，涉及会计、医疗、工程和建筑等行业的职业资格证考试培训，其中会计培训是最主要的营收来源，2017 年占比达到 41.6%。

图表35 尚德机构 2017 年分课程营收占比



图表36 正保远程 2017 年在线教育课程营收占比



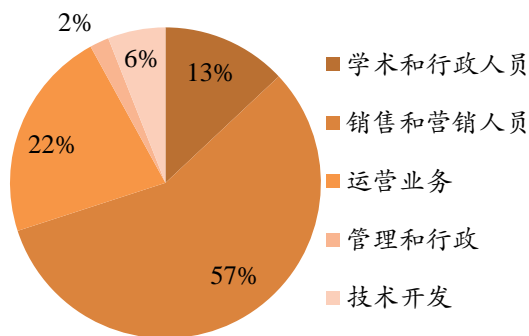
资料来源：公司公告、广证恒生

资料来源：公司公告、广证恒生

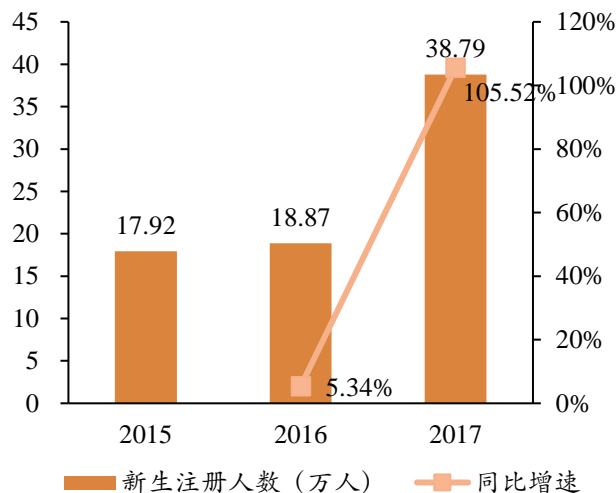
**尚德机构是典型的销售驱动型机构，强调销售模式不断标准化地复制，但巨额的营销投入是其亏损的根本因素，同时激进的销售策略容易造成负面口碑。**成人自考在具体运营层面上 K12 课外培训较为不同，K12 在运营指标上同时注重拉新人数、转化率及续费率，而成人自考则更为注重拉新，不断获取新用户。尚德采用流量较大的移动应用的在线广告，同时进行线下品牌推广活动及成立线下招生中心，截至 2017 年在区域市场建立 129 个招生中心。尚德为了将产生的潜在客户转化为学生注册，在整个培育和招生周期

中为潜在学生提供定制的综合咨询。这种以咨询为导向的销售方法需要拥有一支精干的销售团队，该团队由区域招生中心的实时客服人员，呼叫中心员工和招聘顾问组成，截至 2017 年公司销售和营销人员高达 5190 人，占全体员工数的 57%，整体销售费用率高达 139.34%。尚德为销售团队提供广泛的培训，以确保他们能够解释课程及解决相关问题，并推荐最适合未来学生学习目标的课程。同时，公司使用数据分析工具和模型来确定未来学生的教育需求，帮助销售团队提供量身定制的咨询服务。截至 2017 年，公司新增的注册学员数有 38.79 万人 (+105.52%)。

图表37 尚德机构人员结构中销售人员占比超五成



图表38 尚德机构的销售与营销成效显著

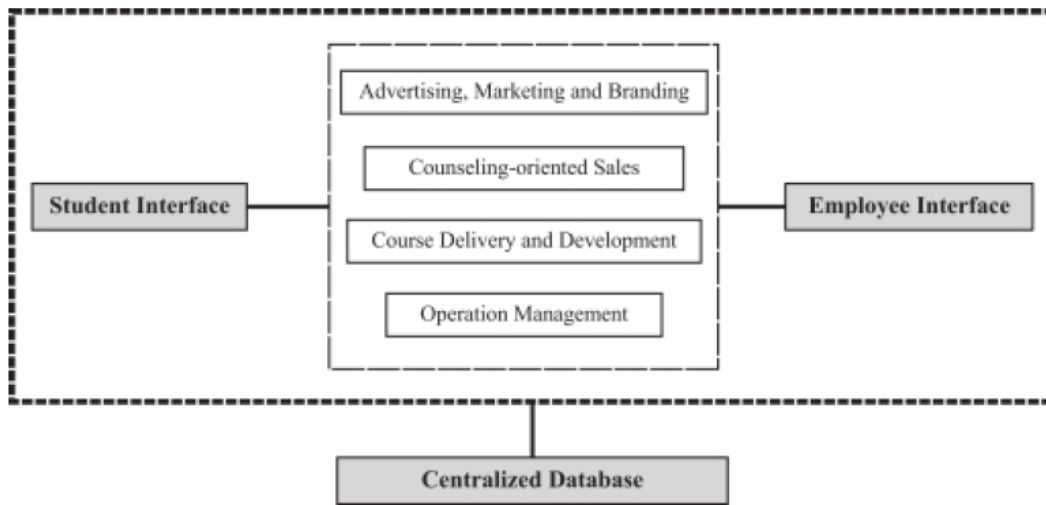


资料来源：公司公告、广证恒生

资料来源：公司公告、广证恒生

**尚德加强技术投入构建 Genesis 平台将招生、运营、教学、管理一系列工作数据化。**2016 年尚德启动并实施了“移动优先”战略并推出了新的 IT 基础架构——Genesis，从招生、社区运营、内容开发、教学，到学生和员工行为、需求、偏好、反馈等都能在 Genesis 这个在线和移动平台上创建和完成。公司利用基础平台支撑教学内容标准化体系建设，持续加大投入开发新的教育内容产品，利用知识点分拆来推进教学标准化。截至 2018 年第二季度末，尚德已研发了约 27.5 万个知识点用来完善内容，更好的教学内容最终也为学生带来了更高的考试通过率。同时，公司利用 Genesis 平台所积累的数据进一步加强销售体系标准化的构建，通过数据分析预测学生需求，在销售流程中增加更多体验元素，推出公共课免费学这一新举措，将体验前置，让潜在学生可以提前体验到尚德机构的课程和服务。未来，尚德将继续投资技术，跟踪和分析学生数据以提高教学质量和学习体验，通过使用人工智能来加强数据分析，用数据驱动教学服务的不同方面。

图39 尚德构建 IT 基础架构平台——Genesis，将学生及员工行为全部数据化

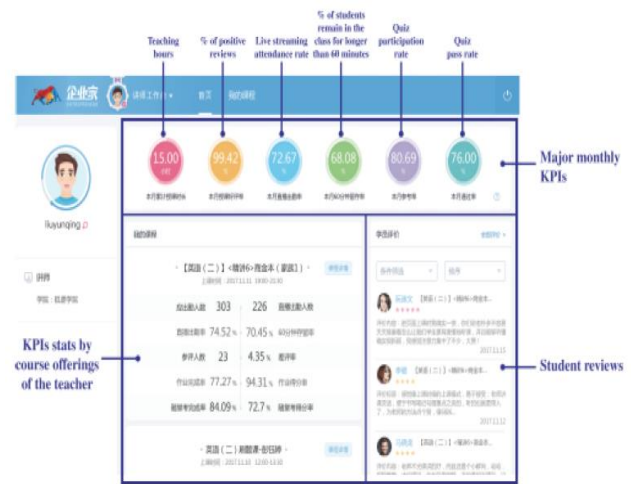


资料来源：公司公告、广证恒生

图40 Genesis 学生界面



图41 Genesis 教师界面



资料来源：公司公告、广证恒生

资料来源：公司公告、广证恒生

正保远程是典型的以名师为导向机构，以名师效应创造优良品牌，销售费用率与传统培训机构差别不大。正保远程教育的销售费用率在 6 家上市机构中最低，2017 年仅 26.65%，与传统线下机构的销售费用率差别不大，这主要得益于其多年的内容沉淀以及粘性较高的名师效应。在教培领域，教师与学生存在天然的黏性，接受教学服务及付费的学生和家长对名师有天然的信任感，因此在教培市场发展的早期，名师效应的作用尤为突出。名师本身所具备的 IP 属性，一方面为机构提供了自然导流能力，同时为教学质量提供了背书与保障，从而为后续的塑造口碑，降低销售费用打下基础。正保远程旗下的中华会计网校专注会计培训 18 年，常年开设初级会计职称、中级会计职称、高级会计师、注册会计师、税务师、继续教育等各类财会考试培训。其平台上拥有众多学历高、专业性强且经验丰富的会计名师，比如徐经长、叶青、郭建华等，这些名师在学员当中已经形成了良好的口碑，IP 属性明显，自带质量背书及导流能力。另外一方面，名师导向的企业由于对名师的依赖比较难以根据市场变化进行业务调整。从 2015 年开始，政府对相关职





业资格做出调整，取消了一系列准入类资格认证，包括一系列建筑工程类及财会类认证，对很多职业培训机构影响较大。特别是今年会计从业资格证取消，正保远程的付费人次受到明显影响，2017年付费用户出现负增长，比2016年的365万人减少了33万人。

**图表42 正保远程旗下“中华会计网校”名师一览（包括但不限于）**

名师	教授科目	简介
徐经长	高级会计实务	中国人民大学教授，博士生导师。香港城市大学访问学者；美国加州大学（UCR）高级研究学者。兼任多家上市公司独立董事和财务顾问。
杨闻萍	初级会计实务	副教授，硕士，初级会计职称《初级会计实务应试指南》主编。
叶青	注册会计师-税法	副教授，会计学硕士，北京国际税收研究会会员，注册会计师，初级会计职称《经济法基础应试指南》主编。
郭建华	注册会计师-会计 中级会计实务	高校副教授，注册会计师、中级会计职称、资产评估师考前辅导专家。
游文丽	注册会计师-经济法	副教授，民商法专业硕士生导师，中级会计职称《经济法精要版教材》及注册会计师《经济法精要版教材》主编。
杭建平	注册会计师-公司 战略与风险管理	副教授，硕士生导师，美国明尼苏达大学访问学者，管理学硕士。
高志谦	注册会计师-会计 初级会计实务	会计学博士，业内著名会计考试辅导专家，数十年来一直从事注会、中级会计职称、税务师辅导工作。
贾国军	注册会计师-财务 成本管理	教授，会计专业与资产评估专业硕士生导师，经济学博士，注册会计师，财政部驻河北专员办会计咨询专家、中国会计学会会员。

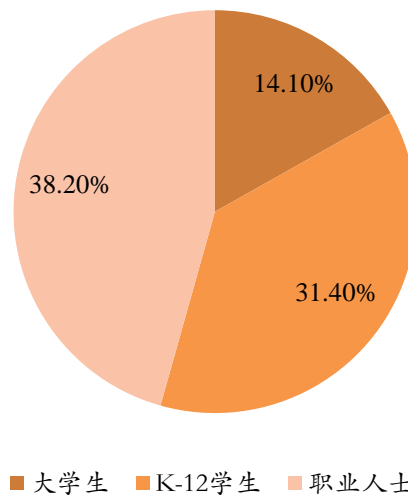
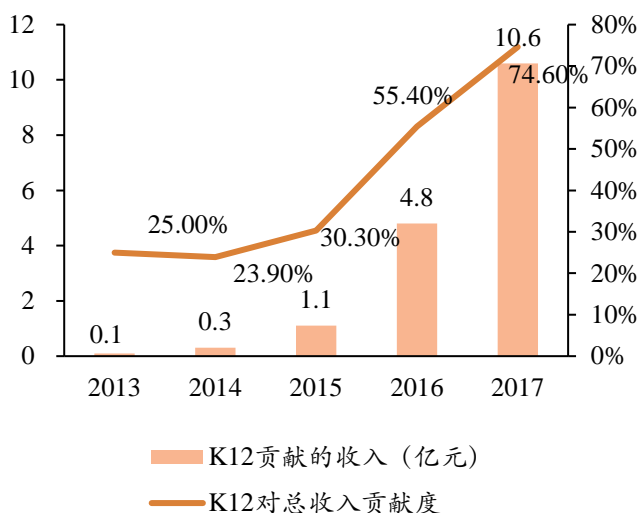
资料来源：中华会计网校官网、广证恒生

总结来看，回顾传统线下教培行业的过去近二十年的发展历史，其核心运营模式经历了从名师导向、销售导向逐步向课程导向、行为服务导向发展的过程，在线教育也不会例外，但是整体演进的速度将会更为迅速。尚德作为典型的销售驱动型机构，塑造了业内知名的“电销铁军”，也在发展过程中面临了销售投入过高、负面口碑涌现等问题，近年来尚德通过加大技术投入，构建 Genesis 平台来提高运营效率，并且通过构建知识点数据库来推进课程标准化体系建设，提高学员体验及实际教学效果，从而逐渐塑造自考领域品牌及口碑，逐步演化迭代其驱动模式。而正保远程作为老牌在线培训机构，将名师模式发挥到极致，尤其是其旗下的中华会计网校，通过名师来打造了在线财会培训的金字招牌。但在政策的变迁和越来越多新兴机构入场的情况下，其最新财年的招生情况也受到了一定的影响。近年来，正保远程利用“自我孵化+收购”的模式，通过横向增加产品线来逐步寻求公司的后续新的增长驱动力。2017年正保远程1.92亿元战略投资国内领先的国家法律职业资格考试培训机构——瑞达法考，并在2018年7月10日宣布以5280万元收购瑞达法考11%的股权，收购完成后累积持股比例将达到51%，旨在建立综合法律教育的垂直战略。

### 3.3 流利说&51Talk：通过情景化、游戏化、社区化重构在线教育模式

51Talk 与流利说为在线英语培训互动性新模式的探索者，利用技术、交互模式设计上的各类创新来为学员营造更具浸入式的学习体验。51Talk 于2011年成立，成立之初以在线成人英语为主业，后于2014年推出并开始逐步聚焦青少年业务，采用菲律宾教师以及少量的北美教师进行一对一互动式教学，打造平民化教学产品。2017财年，51Talk 的 K12 活跃用户数量达到250万人，K12 收入占整体营收达75%。流利

流利说成立于2012年，针对所有有英语口语学习需求的人群，包括大学生、职业人士及K12学生，其致力于用AI技术和大数据提升学习效率。2016年7月，流利说发布了首款AI英语老师，同步在“英语流利说”上推出基于AI英语老师的定制化交互式课程。目前流利说拥有移动端App“英语流利说”、留学考试测评App“雅思流利说”和基于流利说App的定制化AI交互课程“懂你英语”。截至FY2018H1，流利说拥有8380万累计注册用户，付费用户数量达101.61万人。

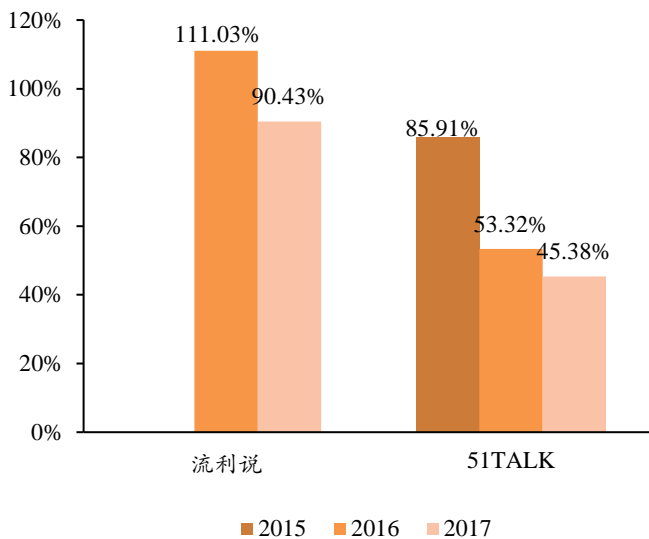
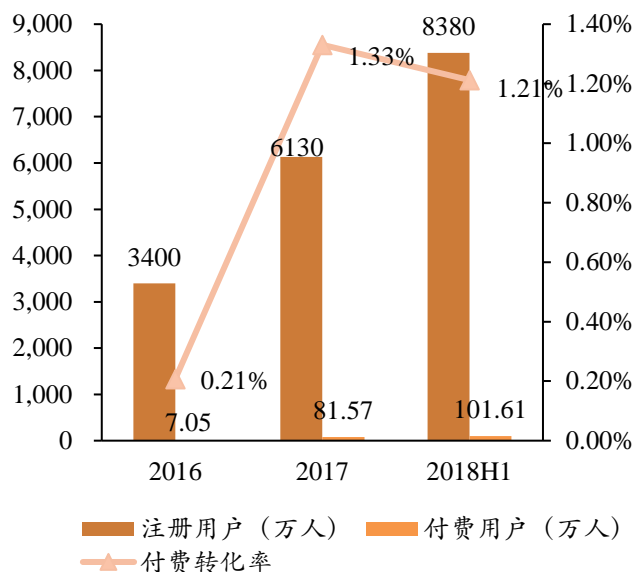
**图表43 51Talk的K12业务成为主要业务**
**图表44 流利说付费用户类别占比（2018年1-6月）**


资料来源：公司公告、广证恒生

资料来源：公司公告、广证恒生

**通过衍生产品覆盖年龄段、产品模式迭代，逐步提高付费转化率，提高变现能力。(1) 51Talk从成人转型在线少儿英语，并进行品牌下沉寻求差异化竞争，拓宽变现渠道。**自以VIPKID为代表的在线少儿英语模式跑通后，原本针对成人英语培训领域的企业也纷纷转型K12赛道。51Talk自2014年成立青少事业部，开始在线少儿一对一业务；2016年8月推出针对K12儿童的美国小学课程，使用北美外教；2017年6月，该业务线独立成新的品牌“哈沃美国小学”，推出精品班课业务，模式为1对4固定老师。2017财年K12收入占整体营收达75%，公司转型成效显著。同时，51Talk选择避开高端用户市场的竞争，品牌下沉走向大众市场，渗透二、三、四线城市。2017年51Talk的活跃用户数量达250万人，其中非一线城市新付费学员是一线城市的1.31倍。随着消费升级的持续推动，非一线城市市场的整体需求潜力抬升空间非常巨大。

**(2) 流利说紧密联系用户个性化需求，定制差异化课程产品，逐渐提升付费转化率。**流利说遵循了先免费后付费，再精细化定制服务的特征，付费用户从2016财年的7.05万人增长至2017财年的81.57万人，2018年上半年付费用户突破101万。公司先通过多样化的免费产品打开市场，获得用户黏性，利于AI技术强化用户体验感，再利用99元/30天的平价产品切入付费“定制学”模式，流利说有效提高了活跃用户付费转化。仅仅一年的时间，公司注册用户付费转化率从2016年的0.21%快速增长到2017年的1.21%，2018年由于注册用户数增速更快，付费转化率稍有回落。

**图表45 获客成本/客单价逐年下降**

**图表46 流利说活跃用户付费转化率逐年提升**


资料来源：公司公告、广证恒生

资料来源：公司公告、广证恒生

**图表47 流利说课程产品费用表**

懂你英语 (标准订阅)	懂你英语 (高级服务)	发音实操练习	流利阅读	雅思流利说
99 元-30 天	根据课程长度 或课程单元数 量, 人民币 2,880 元至人民 币 59,880 元	49 元-14 天	199 元-100 天	用户可以免费访问练习题并练习 口语考试。如果用户希望即时分 析他们的练习测试成绩, 他们可 以以 45 元买一份或者 198 元买五 份测评报告
449 元-180 天				
998 元-12 个月				

资料来源：公司公告、广证恒生

通过情景化、游戏化、社区化打造沉浸式学习环境，优化在线教育交互体验，促进学员黏性提升，付费意愿增强。

(1) **情景化：强调教师对学生的行为控制。**在线教育最难突破的一点是制造一个让学习者沉浸其中的良好的学习环境，这个环境囊括的因素包括了心理压力、同伴效仿氛围、鼓励机制、竞争感等，这也是传统线下教学中浑然天成的壁垒。市场上普遍诟病在线教育互动不强，因此在线教育也从原本的录播模式向直播模式转型，但事实上纯在线课程的真正劣势不在于互动，而是线上课程的教师缺乏对于学生的学习行为控制。51Talk 等近年来一系列脱颖而出的在线真人外教机构，其利用在线一对一真人外教模式，将线下 1V1 的模型搬到线上，同时针对少儿优化相关授课模式，利用充分的交互来提升教师对学生的行为把控，进而真正把控教学效果。

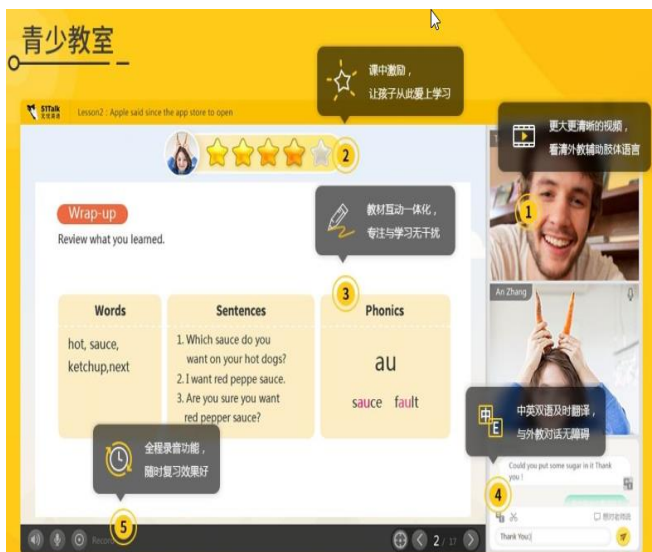
(2) **游戏化：强调及时奖励及自我驱动。**学习与游戏的最大不同在于，学习是一件强调延时满足的事情，而游戏则可以通过游戏角色属性的量化成长来获得及时奖励，这也是游戏玩家具备较强的自我驱动力的本质原因。如果能借用信息技术和移动互联技术，把学习过程游戏化，让学生的在学习的各个过程行为都能得到即时奖励，将在很大程度上解决学员自主性的问题。流利说的产品形态就是“自动语音打分+闯关游戏”，同时实行奖励机制，其付费课程规定，在完成了规定阶段或者规定时长的学习任务后，可以从



学员最初预付的学费中抽取一部分进行返现，这便是一种能够刺激学员持续学习的即时奖励，持续地学习积累自然产生好的教学效果。

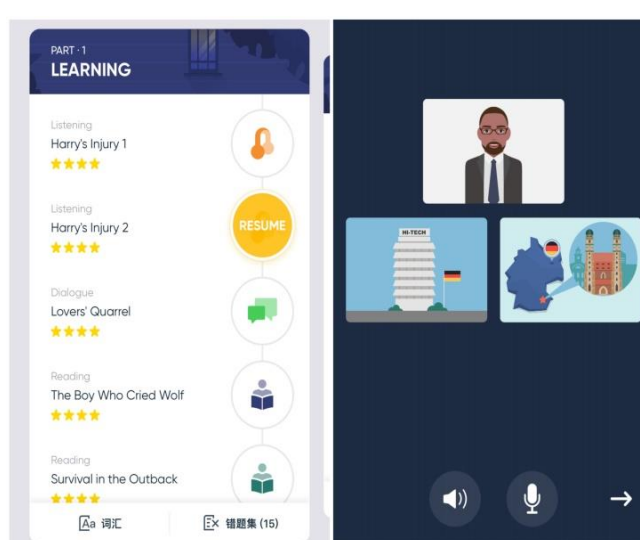
(3) 社区化：强调教育的社交属性。教育培训本身也是社交行为，例如传统的线下教育所形成的“学校同学”的社交圈。而在线教育在获得空间及时间便利性的同时，也在某种程度上削弱了教育场景本身所带来的社交属性，因此使得在线教育天然在学员归属感、学员黏性上弱于线下机构。比如流利说和此前非常火爆的知识付费产品“薄荷阅读”均会创建学员微信群，每个社交群里会有“班主任”督促打卡并解答疑问，同时方便学员的日常交流。后续在线教育建立起自身完善的学习社区化交流机制后，有望减少营销投入，降低获客成本。

图表48 51Talk 在线一对一互动界面



资料来源：公司官网、广证恒生

图表49 流利说付费标准课程界面



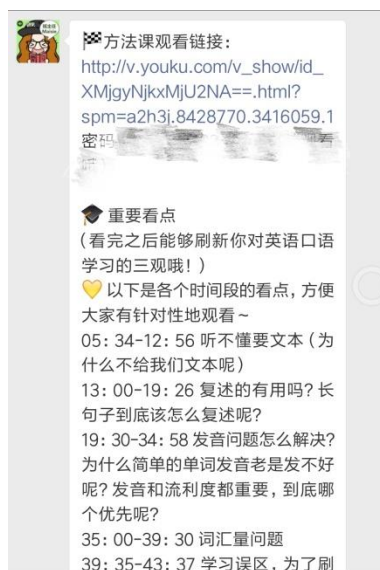
资料来源：流利说 APP、广证恒生

图表50 薄荷阅读微信群互动界面



资料来源：公开资料、广证恒生

图表51 流利说班主任互动界面



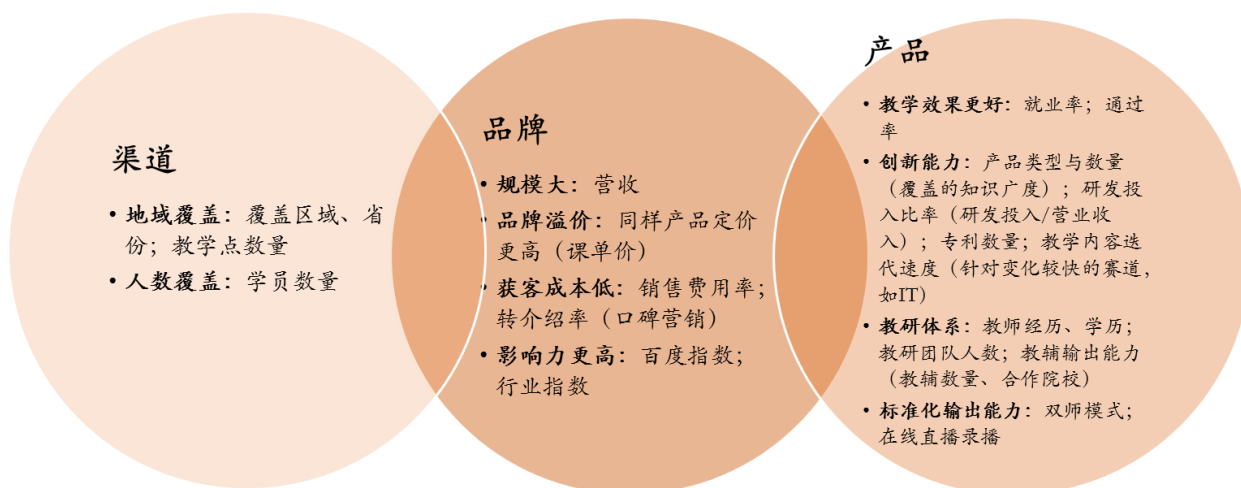
资料来源：公开资料、广证恒生

## 4.投资逻辑：看好内容驱动型在线培训模式，看好在各自细分赛道已实现规模化的头部企业

在线教育“互联网+教育”的双重属性决定了为其构建衡量体系应该同时考虑互联网和教育的特点。在线教育的互联网属性决定了“流量”在于其商业模式中的重要性，在线教育整个商业模式概括来说就是“引流+变现”，用户是其核心资产。而在线教育中更为重要的是其教育属性，也即教育产品定位特征包括了高价、低频、非标准化、高粘性、高试错成本的特性，这一属性限制了在线教育的引流及变现的具体模式及运营中的细节，和一般的互联网商业有巨大的区别。

在线教育的依旧脱离不开我们所构建的线下培训机构衡量体系，也即品牌、产品、渠道。

图表52 线下培训机构指标衡量体系

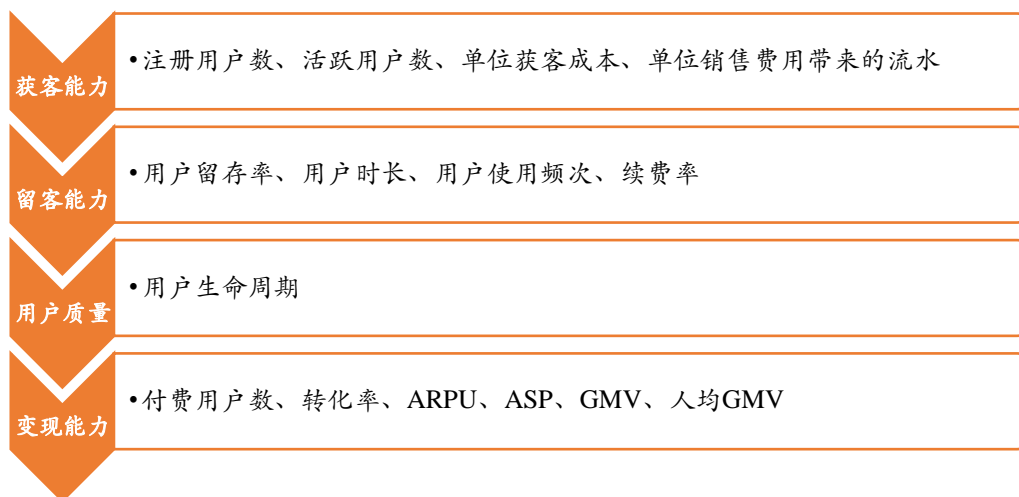


资料来源：广证恒生

同时需要考虑其互联网属性下的一些核心数据跟踪及衡量，针对用户是核心资产这一特征我们可以构建起一整套指标体系：(1) 获客能力：注册用户数、活跃用户数（DAU、MAU）、单位获客成本、单位销售费用带来的流水（单位销售费用带来的营收）；(2) 留客能力：用户留存率（活跃用户数/注册用户数）、用户时长、用户使用频次、续费率；(3) 用户质量：用户生命周期（不单考虑产品的刚需特性，还得考虑这个需求的持续性）；(4) 货币化能力（变现能力）：付费用户数、转化率（付费用户/注册用户、付费用户/活跃用户）ARPU、ASP、平台型企业的GMV、人均GMV。能够持续发展并实现盈利的在线教企是那些拥有低成本获客的能力、能够让用户留存和转介绍、并拥有较长的用户生命周期，可以实现大规模付费用户转换的企业。



图表53 在线教育企业指标衡量体系



资料来源：广证恒生

**头部在线培训企业已实现规模化，看好内容驱动型在线培训企业率先实现盈利。**目前头部的在线教育培训企业已经实现的一定体量的营收水平且保持高速增长，下一阶段将是达到盈利拐点。内容驱动型的在线培训模式更可能解决在线教育两大核心要点：第一是高性价比流量获取；第二是教学质量的控制，进而提升客户满意度和续费率，构建强大的品牌影响力。而且一旦商业模式跑通，在线教育企业在数据收集、科技应用方面具有天然的优势，通过自适应学习、线上学习测评、人脸识别、语音识别，触感互动等科技手段的应用，使得线上教育在辅导个性化、数据可视化、效果可视化等方面优势更加明显，从而显著提升孩子互动感、专注力及学习主动性，大幅提升学习效果，进而构建更强的竞争壁垒。

**看好能够贴合用户需求，真正解决用户痛点的细分领域头部在线教育企业。**目前行业还处在以名师、销售为导向的阶段，后续的核心驱动将向课程导向、行为导向逐步演化迭代：企业需要打磨产品，更加贴合用户的需求，满足用户对体验和结果的双重诉求。要达到较好的教育成效，未来的投入重点是提升打造师资团队的能力，研发优质内容。而要达到优质的用户体验，就要在情景化、游戏化、社区化各个方面着力，加强线上教育的互动性和强制性。我们认为，由于在线教育企业教育属性的存在，其运营比纯粹的互联网模式要复杂。有别于互联网巨头寡头垄断的局面，在线教育更容易趋向于百花齐放。我们看好在各自细分赛道已经率先实现规模化，且能贴合用户需求，真正解决用户痛点的头部在线教育企业。

**推荐关注：**好未来（学而思网校）、新东方在线、沪江教育、VIPKID、流利说、掌门一对一。

## 5. 风险提示

**(1) 行业竞争加剧：**在线教育行业被广大投资者及创业者所看好，头部玩家融资持续推进，军备竞赛加剧，例如在线真人外教领域。同时，新玩家不断介入，包括传统线下教育龙头、其他行业的龙头都有相关布局的趋势，我们判断行业竞争将持续加剧。

**(3) 盈利能力风险：**当前大部分在线教育企业仍处于亏损阶段，一方面由于营销投入巨大，另外一方面也由于部分企业盈利模式不清晰，变现能力较差。后续在销售费用率能否下降，企业能否实现最终盈利上具有较大的不确定性。



(2) **政策变动风险**：中国的线上教育仍处于初期阶段，相关法律法规相对较新，且仍在不断的演变当中，其诠释和执行具有重大不确定因素及模糊之处。例如，2018 所出台的整治校外培训机构的相关政策中，对行业的预收款期限、教师资格证做出了限制，若后续政策真正落地且适用于在线教育企业，大部分跨期预收款占比较大、兼职教师比例较大的在线培训机构将受到较大影响。

数据支持：邹雅琼



### 新三板团队介绍：

在财富管理和创新创业的两大时代背景下，广证恒生新三板构建“研究极客+BANKER”双重属性的投研团队，以研究力为基础，为企业量身打造资本运营计划，对接资本市场，提供跨行业、跨地域、上下游延伸等一系列的金融全产业链研究服务，发挥桥梁和杠杆作用，为中小微、成长企业及金融机构提供闭环式持续金融服务。

### 团队成员：

**袁季（广证恒生总经理兼首席研究官）：**长期从事证券研究，曾获“世界金融实验室年度大奖—最具声望的100位证券分析师”称号、2015及2016年度广州市高层次金融人才、中国证券业协会课题研究奖项一等奖和广州市金融业重要研究成果奖，携研究团队获得2013年中国证券报“金牛分析师”六项大奖。2014年组建业内首个新三板研究团队，创建知名研究品牌“新三板研究极客”。

**赵巧敏（新三板研究总监、副首席分析师）：**英国南安普顿大学国际金融市场硕士，8年证券研究经验。具有跨行业及海外研究复合背景，曾获08及09年证券业协会课题二等奖。具有多年A股及新三板研究经验，熟悉一二级市场运作，专注机器人、无人机等领域研究，担任广州市开发区服务机器人政策咨询顾问。

**温朝会（新三板副团队长）：**南京大学硕士，理工科和经管类复合专业背景，七年运营商工作经验，四年市场分析经验，擅长通信、互联网、信息化等相关方面研究。

**黄莞（新三板副团队长）：**英国杜伦大学金融硕士，具有跨行业及海外研究复合背景，负责教育领域研究，擅长数据挖掘和案例分析。

**司伟（新三板高端装备行业负责人）：**中国人民大学管理学硕士，理工与经管复合专业背景，多年公募基金从业经验，在新三板和A股制造业研究上有丰富积累，对企业经营管理有深刻理解。

**魏也娜（新三板TMT行业高级研究员）：**金融硕士，中山大学遥感与地理信息系统学士，3年软件行业从业经验，擅长云计算、信息安全等领域的研究。

**刘锐（新三板医药行业高级研究员）：**中国科学技术大学有机化学硕士，具有丰富的国内医疗器械龙头企业产品开发与管理经验，对医疗器械行业的现状与发展方向有深刻的认识，重点关注新三板医疗器械、医药的流通及服务行业。

**胡家嘉（新三板医药行业研究员）：**香港中文大学生物医学工程硕士，华中科技大学生物信息技术学士，拥有海外知名实业工作经历，对产业发展有独到理解。重点研究中药、生物药、化药等细分领域。

**田鹏（新三板教育行业研究员）：**新加坡国立大学应用经济学硕士，曾于国家级重点经济期刊发表多篇论文，具备海外投资机构及国内券商新财富团队丰富研究经历，目前重点关注教育领域。

**于栋（新三板高端装备行业高级研究员）：**华南理工大学物理学硕士，厦门大学材料学学士，具有丰富的二三级研究经验，重点关注电力设备及新能源、新材料方向。

**史玲林（新三板大消费&教育行业研究员）：**暨南大学资产评估硕士、经济学学士，重点关注素质教育、早教、母婴、玩具等消费领域。

**李嘉文（新三板主题策略研究员）：**暨南大学金融学硕士，具有金融学与软件工程复合背景，目前重点关注新三板投资策略，企业资本规划两大方向。

### 联系我们：

邮箱：[huangguan@gzgzhs.com.cn](mailto:huangguan@gzgzhs.com.cn)

电话：020-88832319



#### 广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

#### 股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

#### 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

#### 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。