作者：陈星橦  
链接：https://zhuanlan.zhihu.com/p/21307718  
来源：知乎  
著作权归作者所有。商业转载请联系作者获得授权，非商业转载请注明出处。

**潘欣2006年加入新东方，2012年任新东方在线副总裁，2016年2月出任新东方在线COO，全面负责运营管理工作。从事在线教育10年，潘欣对在线教育发展和未来有很多独立的思考。**

**本文是新东方在线COO潘欣在小饭桌教育创业班上的分享。他点评并分析了公立学校B2B、教育O2O、工具与社区等6种在线教育模式面对的挑战与机会，对于在线教育领域的创业者非常有借鉴和启发意义。**

**比如，他并不看好为公立学校提供免费的B2B服务，也不认为教育O2O是一个规模化市场，而更多是为了迎合投资概念。由于内容很长，小饭桌将分享内容分成两部分刊发。以下是潘欣分享的上篇：**

今天，我给大家讲一下对于在线教育6种商业模式的一些思考。

（一）

公立校B2B领域

**“对于做B2B生意的人来说，先解决现金流问题，比获取海量的用户更重要。”**

基本覆盖幼儿园、中小学到大学。从商业模式上来说，大概有两种：

**第一种**：**比较古老，教学信息化**，包括校讯通服务，都算收费B2B模式。

**第二种**：**在线教育热了之后（2013年开始），出现的为公立学校提供免费的B2B服务**。他们试图做B2B2C的模式，也就是说学校免费，个人用户付费。我先下结论，个人不太看好这种模式，为什么？后面会说。

我觉得公立校B2B模式，是一个水特别深的行业。**最大的问题是有多角色的决策者，各自利益诉求不一致。**我们在做B2B的时候，可能面对的对象（粗分）有三种：教委、校长、老师。这三种决策人，各自的诉求也不一样，教委和校长可能为了政绩，老师可能为了自己工作效率的提升。当然也许三者都是为了钱，钱有桌面上和桌面下。从销售环节来说，其实很复杂。

**同时，它也要面临使用者角色分离的问题**，一般来说有老师端和学生端，在中小学阶段，还要涉及家长这个环节。如何把用户导出去？如何又能让家长感知到你服务的价值？其实也是一件非常困难的事。

**我为什么不太看好这种免费B2B模式？**一个很现实的问题，有些教委非常有钱，有些学校也非常有钱，它固定的经费就是采购这些教育服务，你给他一堆免费的服务，其实是断了人家的后路。说白了，他今年可能有1000万的经费，结果教育服务全免费了，他今年的经费就只花了100万，那明年政府划拨的经费就变成了100万。你说他能愿意干这种事吗？

当然了，你给他提供收费的服务之后，再给他送免费的服务，那他是欢迎的。如果只给免费的服务，其实很难办。

再往下走，B2B2C又涉及到乱收费问题，其实教委明文禁止教师课外辅导乱收费，包括学校。

所以我觉得，**对于做B2B生意的人来说，先解决现金流问题，比获取海量的用户更重要。**其实在这个领域，免费做的最成功的，应该是一起作业网，它的用户量最大，活跃用户最高。当然这也是一特苦的生意，最终它还算有人用了。但它很难变现。

总得来说，**在B2B领域，我还是更看好直接收费模式。**我觉得收费本身会建立起一个使用的壁垒，抛开所有的灰色因素，当一个人花了钱的时候，无论自上而下还是自下而上，他有使用这种消费的动力。当免费的时候，很容易就被抛弃掉，而且这种免费的服务，可替代性是非常强的。

我听说，北京某知名学校（我有朋友的孩子在），教育改革的先锋。他使用了很多这种在线教育工具，那儿老师三天两头就给你换一个产品，感觉把孩子当成小白鼠实验。而对于提供服务的公司来说，也不是一个很好的情况，表面上这个学校有1000个学生是你的用户，但他们可能只用了两天就扔了，并不是你的真实用户。这样的话，其实你所谓B2B2C的商业路径也很难跑得通。

这个领域还有一个特点，非常无奈，但也是现实。**这个领域是一个渠道为王的领域，不是产品为王的领域**。我们看到很多收费的B2B产品，做得都跟狗屎一样，但是它一单能卖好多钱。相反，2013年、2014年开始创业做这种免费B2B的，他们做得产品好很多，但就是进不去，没人用。

其实渠道是一个很重要的因素，不是说不用做好产品，但是你绝对不能忽视渠道的力量。

（二）

教育O2O的一些思考

**“不看好教育O2O模式。”**

这个商业模式其实分成两块：

**第一块：流行的商业模式，打着去中介化起家的平台化的教育O2O**。这种商业模式，比如疯狂老师，基本是做C2C模式，还有的C2C和B2C都做，反正我觉得都不太靠谱。

说说不太靠谱的原因，从它刚起步到现在，我自己的思想和判断也在发生变化。刚开始确实还是挺吓人的，挖了好多各个培训机构的老师，带来很多培训机构的恐慌。我记得在广州，好像有7所还是9所学校，联名写公开信，痛斥轻轻家教。现实情况确实也是，很多老师都被挖走。

**这些平台其实都是冷启动的**，一上来，一没学生、二没老师。他们挖老师的绝大多数的先决条件就是你得给我带学生上来，所谓给老师的补贴也是建立在这个基础之上。如果一个学生没有带过去，人家才不补贴，谁都不是傻子。

但对于老师来说，他其实希望借助互联网的平台，获取增量的学生。**其实两者的诉求是相悖的，互相都需要对方提供他没有的东西。**所以这种商业模式，我认为其实存在悖论。

在这种情况下，后来再观察O2O的发展，它开始只能靠补贴，后来发现补贴吸引的老师数量也不够，然后开始刷单，从开始刷个人单到带着整个机构单一起刷。

开始我也在想O2O模式到底成不成立？当时我觉得，即便这个模式最终不成立，它可能要了一批一对一培训机构的命，对它们的影响还是非常大的。因为很多1对1机构，它的现金流本身就是断裂的，说白了老师一带走学生，它这边一退费，基本上很容易歇菜。

但是，后来刷单其实救了很多一对一机构的命，因为把机构的所有老师、学生都带上来刷一遍，然后还多给你钱。等于这些1对1机构没死，反而活得比以前更好。

后来就不补贴也不刷单了，为什么？它虽然对外对媒体公开的口径是这价值观那价值观的，其实就是他们没什么钱刷了。这是现实，他们不好意思说，我替他们说出来了。

关于O2O模式，大家最开始都号称基于LBS模式，其实挺瞎扯的。基本大家做得都是1对1模式，老师本身没有什么知名度，一个单体老师辐射的影响力可能就三四公里。其实在那个区域内，他并不需要平台，那一片学生都知道他就行了。再往远了去，也没人知道，也不可能依赖于平台让人知道。或者说这些老师的知名度，又不足以让学生付出更多的时间成本，专门通过这个平台找这个老师。比如说你是四中的特级教师，或者新东方的顶级名师，那有可能成立。但是这些人，不需要平台，他自己挣那钱已经足够了。

**所以在这个平台上，学生找不到好老师，老师也找不到新学生，这就是平台的最大问题。**当然了，我看衰这种商业模式，但并不代表这种商业模式不能诞生一个好公司。

再往下看，我最开始在思考的问题是教育O2O，到底是在做存量市场的生意，还是做增量市场的生意。**现在的结论是在做存量市场生意。**说白了机构给老师分得钱少，O2O给老师分得钱多，打着这种旗号。

其实最开始从机构挖老师，就是在存量市场里把机构的老师变成他的老师。我们看其他O2O领域，如果只做存量市场生意的话，即便做成功了，但估值也很有限。

那对教育来说，有增量市场吗？我思考之后，感觉好像没有，现在能看到的就是这种私立培训机构老师平台，能够构成增量市场的，可能有两块：

**第一块**：大学生兼职，因为本身大学生兼职家教就是存在高度分散的市场。

**第二块**：公立校的老师，他会不会因为这个平台能招生，能让他多挣点钱，他就会辞掉他的工作（绝大多数学校是明令禁止课外辅导）？基本没人敢。那他敢辞职吗？我估计会有，我听说也有，但确实极少数。为什么？你想一下，这些老师，如果想挣外快，一方面自己在学校里教着书，挣着铁饭碗的钱。另一方面，回家支张桌子，把学生再教一教，再多收点钱，稳稳当当的，谁会为了这个东西辞职？我相信比例会很少。

大学生兼职，其实很多培训机构，都是由大学生兼职开始，然后到毕业专职，一步一步这么做的。在K12领域，时间成本太重要了，尤其对家长来说，学生中考、高考就是一锤子买卖。很少有家长敢让大学生散户老师来兼职的。这些大学生去机构为什么能教书？首先这个机构给他提供了足够强大品牌的背书，你是新东方的老师，或者是好未来的老师，他才会给家长信任。如果你是一个纯粹的大学生，在O2O的平台上招生，我相信很难有家长放心把孩子交给他。

**我觉得这两个潜在的增量市场都不存在**，我认为教育O2O即便能成立，它也不是一个想象空间特别大的生意。**基本我认为去中介化教育O2O的源起，都是为了迎合投资概念去做的。**各行各业都O2O了，所以教育也得O2O一下才好融资。

最早起步的那些教育O2O，基本都该关门的关门，倒闭的倒闭，剩下那几个，其实也都转型了。比如有的转型做了线下培训机构，有的转型做线上的大班课，还有的转型卖软件、开商学院。看到这个现实，其实也验证这个商业模式本身存在问题。

（三）

关于工具和社区的一些思考

**“变现的难题。”**

这也是比较流行的商业模式，大家从免费的工具或者学习社区切入，想着怎么变现？有了iphone、ipad之后，最早的学习工具其实就是背单词的工具。现阶段，最火的就是拍题、扫题，像学霸君、小猿搜题、作业帮，这是免费工具这一块。

社区的历史更早，最早就是好未来e度社区，现在叫家长帮；考研领域有考研网，后来也被好未来收购了；沪江也是做社区起家的……

社区和工具变现，我觉得社区最早还相对好一些，那时候移动互联网还不够发达，PC互联网时代，还能靠广告变现，虽然变现的规模很有限。后来的移动工具，连广告这条路都不太存在。这些社区又不甘心于停留在收广告费的阶段，他就开始想做平台（沪江就是典型的案例），后来发现平台没做起来，大家又开始做网校，基本就是这么一个商业变现的路径。

**从目前来看，这种免费的社区，绝大多数在商业变现上都不太成功**，为什么不太成功？待会说。工具这块，我现在没法下一个结论，因为他们都在刚刚商业化的摸索的过程中。比如猿题库做猿辅导，最开始它在商业变现的时候想的是一对一辅导，招了一期生、两期生之后，基本上就淡化了；然后转做班课，这两种模式，都是平台化的模式。现在我听说（但不确认），它又往网校模式去做了，在平台上的兼职老师中选择优秀老师变成自己专职老师。其实它也在一步一步的探索过程中。

在关于工具和社区商业化变现的问题上，主要是我下面提到的三个问题：

**首先：用户活跃和停留周期是否支持商业化？**反正融资或者对外吹牛的时候，一说都是注册用户几千万，月活多少。我觉得关起门来自己做业务的话，这些数据都没有任何意义。我觉得做教育的，你要看活跃用户，不说日活，怎么也得看周活。如果这个学生一礼拜都不来一次，你还商业化什么？

还有停留周期，我觉得分两个层面：

**第一层面**：单次停留时间有多长？

**第二层面**：涉及到你所涉及科目的领域，对应就是考试的周期是怎样的？对教育来说，最大的问题就在于此，除了K12之外，无是托福、雅思、考研，还是各种职业类考试，基本都是一锤子买卖。最长的一个准备周期，可能就一年。或者像托福、雅思这样的，一周考一回滚动性，当然对一个人来说，他的培训周期可能就3个月。他考完了，过了就不会再来你这儿了；没过可能也不会再来，他可能会换一个，我觉得这是用户很普遍的行为。你是有几千万用户，但这几千万用户，可能分成10个100万，或者100个10万，阶段性的出现，阶段性的消失。在商业化的过程中，我觉得是挺大的问题。

**第二个：免费用户向付费用户的转化是不是成立？**比如，某某机构号称用户几千万，甚至上亿，说自己网校卖多少钱，对外都是说从社区向网校转型的模式，很多公司都是这样。从媒体报道一看，确实是这么回事，好像社区转网校转平台确实是一个很牛的商业路径，但其实不是这样。比如有些机构，他在百度一年要投7、8千万，还有投放上亿的，都是这些对外说社区转型网校、平台成功的公司。

但其实收入也没多少。倒算一下，如果社区转率那么高，足以支撑你的付费用户量和付费收入，你压根不需要在百度上投一分钱。为什么还要在百度上投钱？说明实际上社区根本没往网校导多少用户，不能说一个没有，但比例是微乎其微。

为什么会这样？绝大多数的社区，都是做各种盗版课程、资料、题起家。这些用户，自学习能力比较强，基本上学完那些盗版，他不会再付费了，这是自学习能力问题。

第二个问题，用惯了盗版的用户跟付费用户，本来就是两类用户。有的人天生就爱用盗版，哪怕课程价格一块钱，他也不会花。所以免费用户向付费用户的转化是不是成立？我觉得其实有很大问题的。

为什么不成立？这就是第三个问题，在免费和收费之间的价值链到底是一个互补的，还是替代的状态？刚才提到的做各种盗版和网校培训课程之间，是一种强替代性的关系。

有这种互补或者延伸性，最典型的例子就是好未来的e度。

大家都说好未来做社区对它的业务有很大帮助，为什么有很大帮助？在e度最早期，在北京的家长圈里，最闻名的就是占坑班。家长在社区讨论的时候，在某校占个坑，这是他在社区里的价值导向和内容，跟培训课程没关系。所以他和培训之间反而会有延伸和互补性，我讨论占坑跟我最终学奥数，其实是一个价值链上的，而不是存在替代关系。当然e度也通过它的运营方式，比如活跃用户对占坑可能还有帮助。用这种激励的方式去做社区，形成了价值链的互补性，所以它才能由e度真正往面授的培训学校导用户，实现免费用户向付费用户的转化。

对我们来说，在做工具和社区的时候，我们思考的一个点到底是什么？我们应该为用户提供哪些价值？而不是说用户要的我们都提供，你得为自己未来去赚钱留一个口。你先全免费了，可能用户high了，自己的后路就没了。这是我们在创业过程中，需要思考的一个问题。

敬请期待下篇

B2C网校

**“网校这门生意，最大的问题是品牌边界问题”**

　　因为我做了10年，经历了网校产品模式的变迁，从最开始音频+flash课件，到视频的录播课，到现在的直播课，基本走过每一个环节。

　　在线教育其实一直致力于提升学员和老师之间的互动性问题，可以说现在越来越互动。但这种互动，也要区分的去看。大家都说，直播未来是趋势，我也并不否认，但是纯直播模式，是否适合所有年龄层学生的需要，或者说它更适合某一类或者某几类学生的需要。录播课是不是没有了它存在的价值？我觉得没有那么绝对。

　　首先从用户的年龄层来看，我认为像K12和职业这两类群体，可能会更偏向于纯直播模式。因为K12的学生学习时间是固定的，每天得上课、放学、回家。对于在职群体来说，每天下班、回家。他学习的时间，可能就在晚上那一段。做直播最大的问题是，它时间是固定的。**从这两点来说，K12的学生和职业群体学生，可能为更适合纯直播模式。**

　　对于大学生来说，不见得是这样，因为我们主体服务的学生就是大学生，我们做录播，也做直播，我们发现，从学生听课率或到课率来说，没有发生特别巨大的变化。为什么是这样？因为大学生的学习时间是不固定的，他想起来玩就玩，想起来学就学，如果你用一个纯直播模式限定死的话，未必是他最需要的一种学习模式。**针对大学生网课，我比较倾向于提供录播+直播在线混合式的教学模式。**现在来说，录播的比重还会相对较大，而直播作为一个辅导服务，不会固定死太多课余时间。

　　网校的商业模式基本有三种：免费、低价、高价。

**免费**，我们原来一直都做这种免费的公开课，这跟老俞说的线下课、公开课讲座没有本质的区别，都是一种拉新招生的手段。2014年YY推出100教育，号称免费的托福雅思强化班，它要把免费变成一种商业模式，历史、现实证明了，这种东西是错误的。

　　我觉得免费可以作为一种推广的手段，但对教育来说，作为一种商业模式，其实有很大问题。很简单，如果强化班讲得好，特别有用，说白了学生不需要学其他了，免费完了就走了。当时100教育幻想的是学完托福强化班之后，再转化VIP、一对一模式。最大的问题就在这了，你讲得好，我学完了就会了，我不需要再学了。你要讲得不好，我也不会再学什么VIP了，这模式左右为难，基本是不成立的。当然我觉得在座的各位都应该感谢100教育，2014年他们号称10个亿砸向在线教育的时候，所有VC都激动了，然后你们都拿到钱了。

　　我也很感谢100教育，因为他们在2014年2月，一推出托福、雅思的免费强化班之后，我们托福、雅思课程的销售，也由百分之几十的增长，当时变成了100%的增长，感谢他们培育了这个市场。

**还有低价模式。**很多后进入者都采用了低价模式，确实也取得了挺大的成效。比如考虫，找了几位北京新东方学校的离职老师，最开始做低价的四六级课，他们做得确实挺成功的，招生数量非常快。

　　低价模式，对于获取市场份额来说，确实是一个非常有效的手段。但是低价并不能构成真正的壁垒，用户的迁移成本会很低。很多学生其实同时报了好几个班，在这种情况下，低价获得的用户，未必是真正的用户。说白了，一个人买了一个贵东西和一个便宜东西，他更容易会多用哪个？当授课质量相当的时候，他可能会更习惯用贵的东西。

　　对于**高价**，高价确实能够构成壁垒，用户迁移成本会很高。但是高价用户量的扩张，肯定会很受限。毕竟能消费得起那么高客单价的用户，数量是有限的。再往下走，当产品的价格变得很高，对整个企业的经营也会产生巨大影响。就是说，当客单价非常高，你会越来越依赖电话销售，或是人工咨询。从我们数据来看，如果课程的单价超过2000块钱，不依赖电销的话，成单率会变得非常低。电销加进来之后，公司就会变得很重，你再想转型，就会变得尤其的困难。

　　总的来说，一个公司，在运营的过程中，产品在低价和高价之间要有一个均衡、取舍，或者在不同的阶段有不同定价的模式，也不能一条路走到底。

**对于网校，比较大的一个问题是品牌边界的问题**。这也不是网校很独有的问题，我觉得对教育机构来说，这是一个普遍性的问题，包括新东方、好未来等，在品牌延伸或品类扩张的过程中，非常受限。刚才有朋友在底下聊天，说新东方以前做过IT培训，然后不做了；它还做过公务员司法培训，也没做起来。好未来也做过出国的培训，做了没半年也关门了。

　　无论新东方、好未来，品牌在起家的时候，很容易被固化。其实没有一个品牌有足够大的影响力，去覆盖所有的教育受众。某一个领域都有一个或多个强大的品牌阻止你进入。我觉得这就是用户对品牌固化认知导致的。

　　回到在线教育，在线教育发展了这么多年，最成功的企业就是正保，目前还是业绩最好的。它做了20年，最开始做中华会计网校起家，弄了10多个网站，20年之后，它还是会计。医学和建筑算是做起来，但跟会计没法比。也就是说做了20年，可能就做了3个品类。所以这个品类扩张的速度是很慢的，非常受限。

　　其实我们也尝试过，刚才有人问我做没做职业教育？我们自己原来也做过，没做起来。就是我们有新东方的母品牌，理论上出国考试应该很容易做吧。应该是2009年，我们当时策略，是专心做考研，然后再做托福雅思。但我们现在发现，我们可能就在考研领域还挺强。在出国领域，虽然营收还行，但是跟我们自己期望值差得还比较远。我觉得，在某种程度上，我们品牌也是受限于自己初始的定位和学生认知了。

　　做网校这门生意，做成了不难，就是有正向的现金流，有一定的营收规模，都不是什么难事。最大的难题是第三点。当然我觉得这取决于每个从业者对自己的期望值，有可能有的人一年几千万收入，上亿收入就可以了。但是你想奔着纳斯达克、创业板的话，那就需要考虑第三个问题，你怎么解决品牌边界的问题？

　　（五）

　　1对1模式

**“规模越大，转型越困难。”**

　　刚才说到网校客单价问题，客单价最高的肯定是在线1对1模式，基本上分三个领域：K12、出国和口语。后两个领域，这两年都出现了巨额融资。

**我觉得1对1有两个挺大的问题，师资和教学质量问题。**1对1是一个非常个性化教学工作，把个性化的教学工作做成标准化，是一件很困难的事情。当没有足够强大的标准化，教学质量是失控的，它可能会特别好，也有可能特别不好。延伸的问题就是，当学生或学生家长认为自己无药可救的时候，才会选择1对1，才会花那么多钱。这种人对1对1服务的期望值特别高。1对1确实存在教学的场景和需求，但是期望值非常高的时候，就会造成更大的心理落差。

　　1对1最主要的，尤其针对K12，更多是起到监督的作用，说白了一个老师在那盯着你，一道一道做完别走神。不管怎么说，都会提分，但是到底能提多少分？跟家长花这么多钱期望值之间的差距有多大？我估计还是比较大的，比较大就会导致口碑问题，比如，我可能想提100分，你给我提了50分，我最后肯定还得骂你，你这什么破机构。

　　其实正向口碑不容易传播，负面口碑反而很容易传播。正向口碑为什么不容易传播？因为它都是1对1教学，一个机构能招多少学生？口口相传传播速度太慢了。为什么当年新东方和好未来能够做好，能有这种很好的口碑效应。当年老俞时代，都是三四百人的大班。他一个小时教了三四百人，然后三四百人出去一说老俞好。

**第三问题是1对1规模不经济的问题**，不知道你们谁看了51talk招股书，它大体是营收越大，亏损越大，就是典型规模不经济的示例。从成本的角度来说，基本上是固定的，很难因为营业规模的扩大，多多少的成本。我印象中，51talk的毛利率经过3年的努力，好像从当初57%点几的毛利率，变成了61%点几的毛利率，也就是提升了三四个点。

　　但是当各种人工费用、销售费用，分别有规模成比例的递增，甚至不成比例更快速的递增，那么你看51talk的招股书，它的市场费用是惊人的，说白了就是花钱买用户。在互联网行业，这其实是一个很普遍的行为。

　　回到口碑的问题，当花钱买大班用户的时候，它可能因为口碑的作用，会摊薄未来成规模之后的营销费用。但是1对1，是摊薄不了的，就是我这次花钱买了10个用户，下次还得花同样的钱再买10个用户。但是我大班的用户，客单价可能会比较低，我花了同样的钱，先买了100个用户，初期甚至挣得比1对1少，但是如果你讲得好，后期会有口碑的作用，会摊薄你未来市场营销费用的投入。

**还有刚才说的电销的问题，我看51talk的招股书里，电销费用几千万。**我觉得这是非常可怕的数字。当时51Talk一发招股书，有投资人问我怎么看这事，我说1对1领域，看学大就行了。学大已经是做得最好的1对1了，但是它的利润是多少？线上1对1没有一个有学大的营收规模，学大还在盈亏的边缘来回转。很多做在线1对1的，基本在越来越巨大亏损的深渊里出不来了。有一个在线1对1机构的老板，看了51talk的招股书说心凉了半截，说51talk比我们还好很多，这其实就是1对1面临很大的问题。

　　当年学大也想转型，它想从1对1，转到1对6、1对3，甚至班课。基本不太成功，为什么？我觉得很重要的一个环节，电销环节卡住了。一个电销人员，原来卖10万块钱或者5万块钱，提成2千块钱，现在得6个电话，招6个学生，挣得钱才跟那差不多。从人性的角度，他不会愿意做那个事。即便从考核的角度分向考核，也很难保证通过制度的手段约束他。除非你只招1对3或者1对6，那行。基本这种转型是非常困难的。

　　所以我认为1对1机构，**规模越大的时候，转型越困难**。规模还不够大的时候，转型反而相对容易。最简单一个例子，你把这些电销全开了，换一批新的，做你的新模式比开人的成本更低。

　　我看到51talk也对外说要做班课，做什么托福、雅思、VIP的课程，因为新东方去了一个老师。我觉得这个方向是对的，但也不知道能不能转型成功。我觉得对51talk来说，能不能上市是一回事；对于未来的发展，现在这种转型的角色是一个非常重要的关键点。如果真的能迈过去这个槛，也许它就能活过来，如果迈不过去，我其实不太看好这种商业模式。

　　（六）

　　关于幼教APP的一些问题

　　从移动端来说，应该是有ipad之后，这个领域开始风起云涌了，我们在2012年切入这个领域。基本上现在的模式都是移动端免费，盈利模式基本没有。

　　幼教APP，跟我刚才提到工具用户真实活跃和留存是一样的道理。对于幼教这块来说，其实挑战更艰巨。根据我自己实际的观察（对自己孩子和一些孩子的观察），小孩喜新厌旧的速度实在太快了，再好的APP你也很难黏住他多长时间。数据本身也存在很大的欺骗性，有很多孩子，可能在10几分钟之内点开了几十个APP，这都会记录到你们活跃用户里。我觉得融资归融资，做事归做事。从业务的角度，你需要甄别真实的活跃和伪活跃是什么样的。

　　至于留存周期就更有问题了，普遍来说（包括我们自己做的），**我认为APP做得水平都不太行。**为什么这么说？现在流行IP这个词，所谓打造一个IP，你总得跨越一个相对多的年龄段。坦率的说，中国人整体的设计能力，确实跟欧美有很大的差距，我们做不出来米老鼠这种从一岁到几十岁通吃的卡通形象。而做幼教很多都是基于这种卡通形象，但是这种卡通形象的年龄会锁定的比较死，就会限制商业化的可能性。我认为这是一个很普遍性的问题，我也不认为现阶段能有哪个公司来解决这个问题。

　　还有一个问题，**所谓用户，我们更多的考虑是孩子本身，其实我们忽视了家长层面。**我看绝大多数移动端的应用，也许主观原来就是你想做的，或是客观最终是这么形成的，实际上是基于懒人经济的模式。

　　为什么这么说？因为对于家长来说，给小孩扔一个ipad，就是玩游戏你别烦我，这是一个很普遍的场景。很多的应用，都是这么做，其实做得越好，家长和孩子之间远离的时间就会越长。

　　我也在反思，这种东西是不是真的适合孩子的成长？这是第一个点。第二点从商业化角度来说，你不可能指望2-6岁的孩子买东西，他其实就是瞎玩。真正商业化的决策者在家长，家长给孩子下载了一个应用之后，说你一边玩去吧，然后家长不再看这个应用的时候，你再想商业化，基本都是不可能的，因为始终是孩子一个人在玩。

　　第二点是平台方和内容方，所谓幼教领域平台，基本上两类：B2B模式；还有一类做内容起家，做不下去了，然后转平台。

　　幼教领域的平台，在我看来基本都不太靠谱。说白了，平台都没赚到钱，凭什么能让内容方挣到钱。我认为在移动端，最大的儿童平台就是APP store儿童频道。试问有谁家能在APP store中，实现规模化的收入。

　　比如我们做多纳学英语，APP store专区推荐，唯一的中国品牌，畅销榜也经常排前列，一年挣的钱还不到100万人民币。我们肯定不是最多的，但是最多的我也大概知道什么量级。所以说，如果在APP store里赚不到钱，你去跟平台合作，我觉得那平台基本就是骗内容。对内容方来说，在APP store里赚不到钱，公司又得生存下去，然后就四处和各种平台合作做接入，其实投入了很多无效人力开发成本，是很没有价值的一件事。

　　做内容，尤其做幼教领域，真的得沉下心来慢慢做。目前来看，商业化没有一条路被验证是走通的。前一段时间有家公司挂牌新三板，收入好像一年2000多万，绝大部分是广告收入，剩下是各种各样凑在一起，这在幼教领域已经算做得很不错的公司了。

　　坦率的说，广告模式，我认为本身没有价值，为什么这么说？广告主其实看中的这些家长，而且这些APP家长根本不用的时候，你说你广告效果能好吗？所以广告这种可持续的价值，我认为非常弱。对比应用市场来说，在安卓这块用户质量非常差，它是能投广告。但是在苹果用户质量高，但是它在儿童频道屏蔽广告，你根本不可能投任何广告。所以这对于开发者来说，是两难的困境

===============================================

题库产品一般都会有同步练习、真题以及由运营组合成的练习册，用户在手机上刷题后，会给出正确答案和解析。通过用户不断的刷题，找到自己没理解的知识并重新掌握，坚持下来后起到提升成绩的作用，常见的变现的方式是通过一些精选的试卷去收费。

如果学生能够坚持并运用正确的方式刷题，是能够提高成绩的，但对于学生来说，他们的根本需求未得到解决，首先对学生来说，光刷题比较难让学生坚持，可能只有勤奋的学生才能坚持下来；其次缺乏完整的学习过程，仅练习，缺乏完整的学习方案，例如：一道题是否能够让学生举一反三，下一次遇到同样类型的题目是否会做，是否已掌握这块的知识点

微课

https://pic2.zhimg.com/v2-cb75a4f8fecfa951708779ebc66125a9_b.jpg

微课的模式为学习一段5~10分钟的短视频，帮助学生理解概念后，进行练习检测，全程采用是游戏式的闯关模式。

这类产品能够将学—练—考结合在一起，游戏式的方式让主动学习的学生提起兴趣并获得成就感，帮助学生掌握基础知识点。

但也有不少老师提出微课的知识点不够全面，理解不够深入，比较适合基础较薄弱的学生。据部分这类的学生表示，长期使用后对于提高成绩确实有一定的作用。（洋葱数学）

题库产品一般都会有同步练习、真题以及由运营组合成的练习册，用户在手机上刷题后，会给出正确答案和解析。通过用户不断的刷题，找到自己没理解的知识并重新掌握，坚持下来后起到提升成绩的作用，常见的变现的方式是通过一些精选的试卷去收费。

如果学生能够坚持并运用正确的方式刷题，是能够提高成绩的，但对于学生来说，他们的根本需求未得到解决，首先对学生来说，光刷题比较难让学生坚持，可能只有勤奋的学生才能坚持下来；其次缺乏完整的学习过程，仅练习，缺乏完整的学习方案，例如：一道题是否能够让学生举一反三，下一次遇到同样类型的题目是否会做，是否已掌握这块的知识点

微课

https://pic2.zhimg.com/v2-cb75a4f8fecfa951708779ebc66125a9_b.jpg

微课的模式为学习一段5~10分钟的短视频，帮助学生理解概念后，进行练习检测，全程采用是游戏式的闯关模式。

这类产品能够将学—练—考结合在一起，游戏式的方式让主动学习的学生提起兴趣并获得成就感，帮助学生掌握基础知识点。

但也有不少老师提出微课的知识点不够全面，理解不够深入，比较适合基础较薄弱的学生。据部分这类的学生表示，长期使用后对于提高成绩确实有一定的作用。（洋葱数学）

===============================================

作者：育英士  
链接：https://zhuanlan.zhihu.com/p/44618213  
来源：知乎  
著作权归作者所有。商业转载请联系作者获得授权，非商业转载请注明出处。

融资对很多教育创业者来说是一个刚需，但是鉴于中国市场中把教育作为主投方向的机构少之又少，经常碰到一些机构来和我抱怨很多机构不投资教育或者根本找不到投资教育的机构。在此，育英士团队花了一个下午的时间，整理出了一个教育产业投资机构的清单及具体介绍，对了还有具体联系方式。如果您认为对您有帮助，请分享给您的朋友，并请关注我们的公众号“育英士”，我们将定期发布教育产业原创干货内容，之后我们还将整理出教育产业A轮投资机构的详细清单，敬请期待。

**一、真格基金**

1. **所在区域：** 北京、上海、硅谷
2. **教育产业投资偏好：**天使轮、A轮
3. **单笔平均投资金额：**4854万元人民币
4. **BP投递邮箱：**[dream@zhenfund.com](mailto:dream@zhenfund.com)
5. **机构概况：**真格基金是由新东方联合创始人徐小平、王强和红杉资本中国在2011年联合创立的天使投资基金，专注于TMT行业，包括物联网、移动互联、游戏、企业软件、O2O、电子商务及教育培训等领域的种子期投资。世纪佳缘(Nasdaq: DATE)、兰亭集势(NYSE: LITB)、聚美优品(NYSE: JMEI)、一起作业、找钢网、小红书、蜜芽、美菜网、罗计物流、大姨吗、51talk等多家公司已经成为真格基金投资的明星企业。
6. **2017年在教育产业的投资统计**：

**二、顺为资本**

1. **所在区域：**北京
2. **教育产业投资偏好：**A轮天使轮、天使轮
3. **单笔平均投资金额：**10634万元人民币
4. **BP投递邮箱：**deals@shunwei.com
5. **机构概况：**顺为资本成立于2011年，由小米雷军发起设立，目前管理三支合计17.5亿美元的美元基金和一支10亿元人民币的人民币基金，出资人主要来自于主权基金、家族基金、基金中的基金及大学基金会等国际顶级投资机构。顺为资本重点关注移动互联网、智能硬件、农村互联网以及互联网与传统行业结合所带来的变革，投资案例总数超过100家。
6. **2017年在教育产业的投资统计**：

**三、阿米巴资本**

1. **所在区域：**上海
2. **教育产业投资偏好：**天使轮、A轮
3. **单笔平均投资金额：**31750万人民币
4. **BP投递邮箱：**[amebacapital@amebacapital.com](mailto:amebacapital@amebacapital.com)
5. **机构概况：**阿米巴资本成立于2011年，专注于早期及成长期TMT行业的风险投资，致力于寻找强大生存能力、适应力和疾速执行力的创业者。其关注的领域包括但不限于O2O，在线教育，大数据，电商，企业级服务等。 基金投资者均来自互联网行业领导层和成功创业家，能为所投公司提供丰富资源和专业指导，帮助和培育有梦想的创业企业起步、发展、壮大，有效诠释了其“行业内基金”的定位。基金目前已投资了几十个团队，包括蘑菇街、快的打车、传课、火辣健身、决胜网，来客宝、孩子学啥、抠电影等。
6. **2017年在教育产业的投资统计**：

**四、涌铧投资**

1. **所在区域：**上海
2. **教育产业投资偏好：**Ａ轮、天使轮
3. **单笔平均投资金额：**10811万人民币
4. **BP投递邮箱：**Yonghua@yonghuacapital.com.cn
5. **机构概况：**涌铧投资是涌金集团旗下专业从事股权投资的管理平台。涌铧投资累计投资规模超过60亿元，先后投资了80多家优秀企业，其中已有40多家企业成功上市。目前涌铧投资的团队覆盖了北京、上海、深圳、厦门、杭州、长沙、成都等全国主要城市，并在新能源、节能环保、消费品、TMT、农业等多个行业有深入的团队研究。
6. **2017年在教育产业的投资统计**：

**五、青松基金**

1. **所在区域：**上海、深圳
2. **教育产业投资偏好：**种子轮、A轮
3. **单笔平均投资金额：**1796万人民币
4. **BP投递邮箱：**qingsongfund@qingsongfund.com
5. **机构概况：**青松基金由刘晓松、董占斌、苏蔚三位互联网及投资界资深人士于2012年6月创办，是一家主要致力于早期投资的风险投资机构，专注于投资文化娱乐、教育培训、消费升级、人工智能等领域。旗下共管理三期人民币基金，总值约15亿元人民币。截至2017年11月，青松基金已投资了120余家公司。作为国内领先的投资机构，青松基金成立以来连年斩获清科集团中国早期投资机构10强、投中集团中国最佳天使及早期投资机构10强等荣誉。
6. **2017年在教育产业的投资统计**：

https://pic2.zhimg.com/v2-660986379a44ff2c2bd923c5423ccfc5_b.jpg

**六、紫金科创**

1. **所在区域：**南京
2. **教育产业投资偏好：**天使轮、Ａ轮
3. **单笔平均投资金额：**345万元人民币
4. **BP投递邮箱：**njzjkc2012@163.com
5. **机构概况：**紫金科创成立于2011年，由南京紫金投资集团作为出资主体发起设立，注册资本5亿元，所属南京紫金科技创业投资基金规模10亿元。作为南京市级平台的专业风险投资机构，紫金科创紧密依托紫金投资集团强大的综合金融产业链，支持和服务于南京市范围内的中小型科技企业，重点投资科技型项目，并根据企业不同的成长阶段提供相应投资解决方案.
6. **2017年在教育产业的投资统计**：

**七、华创资本**

1. **所在区域：**北京
2. **教育产业投资偏好：**天使轮、Ａ轮
3. **单笔平均投资金额：**4522万人民币
4. **BP投递邮箱：**angel@cgcvc.com
5. **机构概况：**华创资本是中国顶级的早期投资机构，为创业者提供初创期的风险投资，业务以中国市场为主，兼顾美国硅谷。自2006年成立伊始，华创资本一直专注于新金融、新实业、新消费领域的早期投资，并利用深厚的资源与经验帮助所投企业进行战略规划、业务拓展和团队组建。
6. **2017年在教育产业的投资统计**：

https://pic2.zhimg.com/v2-7dbafa5e394d127b3878c675b49c41fd_b.jpg

**八、贝塔斯曼亚洲投资基金**

1. **所在区域：**北京、上海
2. **教育产业投资偏好：**天使轮、B+轮
3. **单笔平均投资金额：**5421万人民币
4. **BP投递邮箱：**bp@bertelsmann.com
5. **机构概况：**BAI成立于2008年1月，由国际传媒、教育、服务巨头贝塔斯曼集团全资控股，旗下管理的资金规模超过15亿美元。BAI坚持走精品路线，寻找早期到成长期的市场领先者，创新开创者和趋势引领者，并依托贝塔斯曼集团在全球的资源网络，帮助创业者开拓布局。2014年10月，BAI正式成立了规模达数千万美元的专项天使基金，关注移动、社交、智能硬件、游戏、教育、企业服务和内容等优秀的早期公司。
6. **2017年在教育产业的投资统计**：

**九、伟高达投资**

1. **所在区域：**上海、新加坡、美国加洲
2. **教育产业投资偏好：**天使轮、D轮
3. **单笔平均投资金额：**3662万万人民币
4. **BP投递邮箱：**jeff.chi@vickersventure.com
5. **机构概况：**伟高达投资是风险投资领域领军者，专注于亚洲乃至国际市场的风险资本投资。在上海、新加坡和美国加利福尼亚州设有办公室，目前管理着四支基金和专项资本。伟高达投资范围涵盖生命科学、技术、传媒、电信、消费和金融服务等领域。
6. **2017年在教育产业的投资统计**：

**十、慕华投资**

1. **所在区域：**北京
2. **教育产业投资偏好：**种子轮、战略投资
3. **单笔平均投资金额：**1600万人民币
4. **BP投递邮箱：**office@mooc-cn.com
5. **机构概况：**慕华教育，成立于2013年12月，注册资本1亿元人民币，是清华控股有限公司出资设立的全资子公司。慕华教育及旗下企业的主要业务为在线教育平台开发及运营、在线课程制作与运营、数字校园软件系统的开发与推广、在线教育相关媒体的运营以及在线教育相关企业的投资。
6. **2017年在教育产业的投资统计**：

育英士是上海首家教育产业孵化投资平台。我们的团队来自于麦肯锡、中金、好未来、精锐教育等行业领先的投资咨询和教育产业机构，均具有10年以上的相关企业服务经历。平台利用已积累的丰富教育及资本资源，为教育产业项目的发展提供线上线下的各类孵化扶持服务。平台当前已覆盖北上广深等多地上万名教育产业公司及资本的中高层。平台每周发布各地教育产业精品活动、教育龙头企业内部档案剖析、教育产业合作机会及教育产业失败案例展示。平台每月组织教育行业高层小型深度社交茶会，致力于让构造一个教育产业精英的深度社交圈。活动吸引了行业内众多上市公司、500强企业、龙头企业和知名风投的中高层参与。有兴趣合作者可加微信“fanch329”，并注明“姓名+公司全称+职位+来意”，不注明完整者无法通过，合适人员将可有机会获准进入“中国教育产业高层精英微信群”，审核较严。

很多投资人都判断，越是资本寒冬，钱就应该来最稳定的地方。“对于创业者而言，教育是一个生生不息的行业，随时都是入局的好时候。对于那些渴望避险的资本，成功上岸IPO的公司，教育行业绝对是最安全的栖息之地。”

2018年，被很多创业者称作“至暗时刻”。有统计数据显示，2017年上半年募资额为1342亿美金，而2018年上半年跌到了341亿美金，缩水75%。这也就意味着，同比只有1/4的资金流向投资市场。

但是，这种冷清并未作用于教育行业，依旧有大量的投资机构对教育行业充满信心。有数据显示，2018年教育行业新增投资金额超过600亿元人民币 ，并且出现多笔大额融资。例如去年6月8日VIPKID获得5亿美元D+轮融资，7月18日作业帮完成3.5亿美元D融资，3月20日一起作业宣布2.5亿美元E轮融资......

对此，亿欧教育根据投资教育公司的数量，梳理了2018年在教育行业布局的十大投资机构，希望通过分析他们的投资逻辑，能给业内人士一些参考。

**真格基金**

真格基金对教育的热情不减，2018年共投资了18家公司，领域涉及到K12、职业教育、早幼教和素质教育。从轮次看，投资的企业偏A轮左右。

从2011年成立到现在，教育行业一直是真格投资布局中的重要组成--400多家被投公司中，教育一项占比达到百分之十。

在2017年8月，真格基金还正式成立的一支教育专项基金，针对在线教育、早幼教、K12、素质教育、互联网教育及技术探索开发等全领域进行全阶段价值投资。正如真格教育基金所说，“放眼好未来，寻找新东方”，他们的使命就是挖掘教育领域独角兽公司。

**好未来**

好未来在2018年的动作不少，共投资了16家教育相关的公司，领域主要涉及K12、STEAM教育。好未来偏好投资中后期的公司，其中包括不少明星公司，比如少儿英语品牌哒哒英语、k12品牌作业盒子和海风教育。

除了投钱外，对于自己“看中”的公司，好未来会直接并入到的业务体系中。2018年，好未来就收购了少儿编程品牌CodeMonkey和儿童娱乐教育品牌熊猫队长。

从表中可以看出，2018年，好未来在素质教育领域做了重点布局，其投资的企业有一半都是做素质教育。好未来对外宣称自己是一家以素质教育和课外辅导为载体，探索未来教育新模式的科技教育公司。所以好未来在素质教育领域的布局，其实是他们的既定战略。

**新东方**

2018年，新东方共投资了11家教育相关的公司，包括在线英语品牌盒子鱼英语、少儿编程品牌极客晨星、背景提升品牌集思学院。从被投企业的类型看，既有英语相关的企业，也涉及了国际教育和火热的编程。在2018年，新东方在职业教育领域也有新的布局。

作为教育领域的巨头，新东方的投资逻辑更加考虑被投公司业务和自己主营业务的互补性。通过投资布局，完善自己的业务版图，并在主营业务之外，拓展新的业务。

**蓝象资本**

蓝象资本在2018年投资了11家教育公司，包括数学思维品牌海豚思维、学习小程序鲸打卡、教育综合体第三学府。蓝象资本偏向于早期的项目，天使轮占大多数。投资的领域涉及到教育综合体、数学思维、大语文等多个方向。

蓝象资本是专注教育领域的早期基金，合伙人宁柏宇之前曾表示，“当前教育正处于投资的黄金十年，在天时地利人和以及制度方面都是乐观的。教育是阶层的复制，大家投资教育的原因是旺盛的需求，未来，教育领域里出100家或者200家10亿美金的教育公司是高概率事件”。

从表中也可以看出，蓝象资本非常积极的布局早期项目，不希望错过教育行业投资的黄金十年。

**创新工场**

创新工场在2018年投资了10家教育公司，包括少儿编程品牌VIPCODE、大语文品牌明兮大语文等。从轮次看，被投资的公司都在B轮以前，早期阶段的公司居多。

创新工场郎春晖认为未来的教育发展两个趋势：第一是K12培训领域下沉，市场将不再局限于一线城市，更多会下沉到三四线城市；第二是应试教育升级为素质教育。同时，人工智能、机器自动化等技术对经济社会的渗透也对传统教育体系提出了新的要求。

从被投企业的领域看，创新工场确实在布局K12在线辅导品牌、素质教育品牌和教育信息化相关的公司。

**涌铧投资**

涌铧投资是涌金集团旗下专业从事私募股权投资的基金管理公司，成立超过20年时间。涌铧投资从2015年就开始投资教育行业，之前成功投资过沪江和哒哒英语。

在2018年，涌铧投资投资了10家教育公司，包括K12品牌海风教育、少儿编程品牌小码网、职业教育品牌高顿网校等。涌铧投资偏向于早期的项目，A轮占大多数。投资的领域涉及到教育信息化、职业教育、素质教育等多个方向。

**腾讯**

2018年，腾讯共投资了8家教育公司，其中对考虫英语VIP陪练投了两轮。从轮次上看，腾讯今年投的都是中后期的公司，出手一般也是大手笔，果然腾讯不差钱。 从领域上看，被投公司覆盖了K12、英语培训和乐器陪练。腾讯特别喜欢投英语学习相关的公司，比如考虫英语、百词斩、宝宝玩英语、新东方在线。

在BAT三家中，腾讯最喜欢投教育公司。腾讯一直在觊觎教育这块大蛋糕，除了投资教育公司外，腾讯也一直在做自己的教育产品--腾讯课堂。在2019腾讯课堂年度峰会上，腾讯课堂宣布将投入10亿，2019年欲孵化101家优质职业教育机构。

**经纬中国**

经纬中国成立于2008年，专注早中期投资。经纬中国从2011年开始持续的布局教育行业，目前已成功投资了少儿英语品牌VIPKID。

经纬中国在2018年投资了7家教育公司。所投公司包括K12猿辅导、少儿编程品牌西瓜创客、英语培训品牌考虫英语等。经纬中国投资的项目覆盖A到F轮，早中期项目占大多数。投资的领域涉及到K12、少儿英语、英语培训等方向。

**IDG**

在2018年，IDG投资了6家教育公司，并且投了火花思维两轮。被投企业包括K12品牌猿辅导、少儿编程品牌傲梦编程、数学思维训练品牌火花思维等。从轮次看，项目主要是A轮以上的公司。投资的领域涉及到K12、职业教育、素质教育等方向。

IDG资本投了教育公司不算多，但他们往往会持续投资。比如猿辅导，从A轮开始，每一轮都在持续的投；在去年上市的英语流利说，IDG同样从A轮一直投到了流利说上市。

**蓝湖资本**

蓝湖资本由胡磊和殷明于2014年发起成立，主要投资处于创业早期的互联网企业，自2016年底开始在教育赛道做布局。

在2018年，蓝湖资本投资了6家教育公司，数量不算太多。所投公司包括K12品牌溢米辅导、少儿编程品牌VIPCODE、少儿英语品牌皮皮鱼少儿英语和英语小神童等。蓝湖资本投资的项目覆盖Pre-A到C轮，早期项目占大多数。投资的领域涉及到K12、少儿英语、素质教育等方向。

**结语**

正如巴菲特所言，最好的项目是长期持有，所以对创投圈来说，并不是退出就是王道。很多投资人都判断，越是资本寒冬，钱就应该来最稳定的地方。“对于创业者而言，教育是一个生生不息的行业，随时都是入局的好时候。对于那些渴望避险的资本，成功上岸IPO的公司，教育行业绝对是最安全的栖息之地。”

2019年初，陆续有教育公司完成了新一轮的融资。

根据亿欧的判断，2019年，在资本市场普遍不景气的背景下，资本会趋于谨慎。但对于教育行业来说，寒冬并未到来，教育行业的投资热度将依旧不减

**37 个回答**

[胡天硕](https://www.zhihu.com/people/hutianshuo)

[胡天硕](https://www.zhihu.com/people/hutianshuo)

[​](https://www.zhihu.com/question/48509984)

[在线教育](https://www.zhihu.com/people/hutianshuo/creations/19562940) 话题的优秀回答者

谢谢邀请。我做了4年的K12在线教育，包括2C的，2B的，2B2C的，我上一份工作服务了包括北京四中，人大附中，等全国上万所学校。如今在做在线教育投资，与创始人深入聊过的k12项目应该有几十家吧，研究过的就更多了。

2017年中旬k12在线教育，依我看来是这样的格局（按照我这个逻辑梳理行业就应该能找到这些公司，欢迎大家在评论区里补充具体公司名）

最大流量的：拍照搜题

变现能力最好的：直播培训，一对一/一对多

走向没落的：传统网校

又没流量又不赚钱的：95%的创业团队

2B叫好又叫座的：给第三方机构提供混合式解决方案的

2B叫座不叫好的：给公立学校做信息化的

前途看似光明，道路是hard模式：做微课的

前途看似光明，道路是very hard模式：进公立学校的想做2B2C

前途看似光明，道路是hell模式：做自适应学习的

前途看似光明，道路是impossible模式：中小学ar/vr教育

新兴的细分行业，实际一片混乱：做steam教育的

前两年还风风火火，现在基本死光的：做老师学生撮合的平台

给后来者没什么创业机会的学科：数学，英语

根本没有人做的学科：语文（课外阅读不算哈）

别人吃肉，你喝汤的学科：各种副科

客单价高，获客非常难的：中小学留学，游学

随着高考变革新兴的细分行业：综合素质评价，背景提升

有希望颠覆整个传统培训行业的：采用混合式学习的培训机构，托管机构

作者：刘鹏琦  
链接：https://www.zhihu.com/question/60501000/answer/201084851  
来源：知乎  
著作权归作者所有。商业转载请联系作者获得授权，非商业转载请注明出处。

最近刚好研究这个方向，简单谈谈自己的看法，欢迎拍砖。

在线教育市场从形式上有内容和测试两类。

从内容上来看主要有三种类型：录课，直播和1对1

其中直播课是将原本的线下大课形式搬到了线上，1对1是将原本的线下家教课形式搬到了线上，它们本质上只是打破了空间的限制，增加了信息的传播效率，教育的形式并没有发生真正改变，原本存在的问题依然存在。大课教师质量高但缺乏个性化，1对1个性化好但价格很贵且教师质量一般。线上线下结合的双师课堂相对较好的解决了这个问题，因为它结合了大课名师的优势和个性化的辅导，效果很不错。

而录课和MOOC才是当年真正引发在线教育革命的模式，因为它同时打破了教育在时间和空间上的限制。但录课也有它的问题，完课率极低。为什么会这样？教育的本质是反人性的，所以需要激励和约束，如果没有很强的兴趣和动力，通常都很难顺利完成学习的过程。因此录课模式一般只有两条路可以走：1. 把内容本身做的有趣；2. 课程内容本身强刚需。从有趣这一点上来看，有的人选择把课程做成动画或者微电影，但成本居高不下；而强刚需的课程基本只有应试类和找工作类型的才work。此外，录课模式下用户可以快进，加速，甚至跳过某些内容，个性化程度相对比直播好一些。

就K12 本身来说，越偏低年级，学习行为更被动，目标以学知识为主；而越偏高年级，应试就变得更重要，因为强刚需，学生的主动性就更强。对于录课的模式，面向低年级的课程，最好选择从有趣的角度切入，吸引学生注意力的同时传输知识；而面向高年级尤其是高三，学习本身强刚需，形式就不那么重要了，关键是做好课程质量。对于直播的模式，和大课一样适合被动式的系统学习，解决的是学习环境的约束问题，较适合低年级的基础课程学习；而对于自主性较强，目的性和个性化较强的高中学生来说，效率就比较低了，比如听到有些已经掌握的内容也无法快进。对于1对1模式，无论低年级还是高年级都适用，解决的是个性化教学问题。

当然内容只是构成整个学习流程的输入部分，学生是否真正掌握了知识还需要靠练习来巩固和测试来检验，只有打通这个闭环才能真正从系统上帮助学生完成学习任务。

练习和测试的模式比较单一，给定统一的题库，简单的产品会根据章节和知识点推送题目给出测评，复杂一点的会根据学生对知识点的掌握情况自适应的推题，帮助学生循序渐进的掌握知识。

那题目如何与内容相结合呢？在直播模式下，因为是按照固定的时间推送固定的内容，后接练习没问题，但是无法形成从练习到测试再到学习的闭环。一对一模式下，内容结合练习测试可以大致实现个性化闭环，但还是涉及到时间限制，无法形成连续性的学习过程。因此录课模式与练习、测试的结合是最合适的场景，用户可以自主完成从学习，练习，测试，发现问题到再学习的过程，反馈非常连贯，但前提是学生有自主学习的动力。这里，所谓最近很火的“自适应和AI”所起到的作用就是串联起来内容，练习和测试，建立学生的知识点画像，构建起整个系统。

具体的创业公司大家可以根据上述模式对号入座

## 一、测评（题库、组卷、阅卷）

猿题库、一起作业、凤凰学科网、菁优网

## 二、答疑（拍照答疑、语音答疑、问答社区）

小猿搜题、学霸君、百度作业帮、学习宝、 阿凡题

## 三、视频（翻转课堂、家教1V1、双师直播）

猿辅导、跟谁学、轻轻家教、请他教、爱学堂

## 四、学科类（英语、数学）

盒子鱼英语、VIPKID、51Talk、洋葱数学、神算子

## 五、面向体制内中小学

全通教育、拓维信息、立思辰教育、分豆教育

作者：暴躁的猎磨人  
链接：https://www.zhihu.com/question/60501000/answer/176893036  
来源：知乎  
著作权归作者所有。商业转载请联系作者获得授权，非商业转载请注明出处。

教育行业一直是刚需，现在的家长对教育的投入也可谓是不遗余力；给孩子最好的教育是所有有能力的家长都会做的事情，所以教育一定是长盛不衰的行业。

但目前在线教育有个很尴尬的地方在于，懂教育的人不懂互联网思维，懂互联网思维的人不懂教育。这也造成了现在很多的线上教育公司及团队，所做的事情无非是把线下的东西搬到线上来运作而已。

而另一个制约线上教育发展的关键点则在于如何变现。以我们毙考题为例，我们一开始也走的免费使用路线，这也着实吸引了一批的用户。但在我们想要把用户变现时就出现了一个很尴尬的问题，用户没有付费的思维。很多用户潜意思里面，觉得线上的内容是不用付费的，也就是所谓的知识无价，无价的意思是没有价值。

网络上随处可以找到的免费资料，你这里居然要收钱？奸商！

书里有的东西，你们总结一下就要收钱？掉钱眼了吧！

我们在这里学习，你们给我们指导难道不是应该的？

在线教育变现之路是任重而道远，你不免费总有需要用户的APP免费招揽用户。

另一方面，目前很多市面上的在线教育，都在用视频教学的模式在运作；这跟十年前的模式并无区别。而造成这样的原因，就是变现。一个课程可以买几百，几千；而一位导师可以面向无数的用户，所以课程卖得越多，收益越高，边际成本为0。而如果只卖内容？好比我们APP，不卖课程卖考点和解析，单个用户的投入只有20元。一个几千元的课单价和一个20元的单用户收益，哪个更能保障收益？

所以现在纯线上的平台几乎是不存在的，即使存在也无法持久。也许后面会有纯线上的平台出现，我们也在摸索这样的模式；但至少现在这种以视频教学为主的模式，不能称之为纯线上教育。

未来在线教育的核心点，应该是大数据的应用及个性化服务。通过大数据构建用户画像，根据用户实际情况提供针对性的服务，从而让用户能够最省心最省力的达成目的。

目前很多K 12在线教育公司都是以实现学习的个性化为产品努力的方向，因此核心的问题自然是如何实现个性化，大数据这条途径就不提了，这方面我并不专业。我主要从教研内容这块谈谈看法。想要实现学习的个性化，首先就要挖掘出学生的问题到底在哪里，否则难以进行个性化内容匹配；想要挖掘出学生的问题在哪里，就要先搞清楚学生学的到底是什么。就拿知识点来说，以知识点作为最小颗粒度应该是远远不够的，一道考函数奇偶性的题目可能针对的是奇偶函数的定义域特征来考，也可能针对奇偶函数的图象特征来考，也就是说在函数的奇偶性这个知识点内部是有一个复杂的要点结构的。对知识点内容解剖得越深入，对学生知识缺陷的把握就越准确，个性化的程度和效果就越显著。再比如说学生解题这件事，学生解一道题一般要经过读题、构建思路、书写解答、检验这几个步骤，其间要用到各种知识、思想、方法等等，对学生解题的过程研究得越深入，越可能设计出一款有效的解题产品。总之，个人认为从内容上来说，要实现更好的个性化，就要对学习的内容进行更深入的结构化、标准化。

作者：断翅飞翔  
链接：https://www.zhihu.com/question/60501000/answer/302943568  
来源：知乎  
著作权归作者所有。商业转载请联系作者获得授权，非商业转载请注明出处。

# 在线教育行业财报特征和投资逻辑：亏损就上市，上市就破发？

作者：[并购优塾](https://www.jiemodui.com/W/100838.html) 发布时间： 2018-09-28 17:30

2323.jpg

##### 图片来源：Unsplash

今年以来，资本市场上的在线教育公司格外热闹，比如美股IPO的朴新教育（NEW.N），尚德机构（STG.N）、精锐教育(ONE.N)等，港股IPO的新东方在线（H00947.HK）、沪江教育（H00932.HK）等。

在线教育这门生意，增长十分迅猛，根据艾瑞咨询统计，中国在线教育市场2022年将达到4316亿，预测2018年到2020年在线教育市场的增速将达到19.9%。

但注意，这些IPO公司，基本都是亏损公司。来看2017年这些公司的净利润情况：朴新教育亏损-3.97亿元、尚德机构亏损-9.19亿元、沪江教育亏损-5.37亿元。更奇葩的是，这些教育股几乎是复制了接连破发的走势。

2018年6月15日，朴新教育（NEW.N）纽交所挂牌，发行价为17美元/股，前三个交易日，它飙升至高位35美元，随后破发。

1.png

##### 图1：朴新教育，单位：美元， 东方财富Choice数据

比如传说的“在线教育No.1股”，51talk的股价情况：

2.png

##### 图2：无忧英语，单位：美元， 东方财富Choice数据

**注意，这件事很怪：明明是一个高速增长、体量巨大的长青行业，可为什么这些公司纷纷巨亏、破发，并且挤破了头要上市？**

今天，我们要研究的，就是一家在线教育公司——流利说。它9月1日正式向美国SEC递交招股书，股票代码为LAIX，9月27日正式在纽交所上市。它，将会是今年继尚德机构、精锐教育、朴新教育、安博教育后的第5家美股教育上市公司。

但与其他在线教育相比，这家公司最特殊的地方在于，它的老师是AI，或者说，是人工智能老师。

2016年到2018年上半年，流利说的营收为1233.22万元、1.66亿元、**2.3亿元**，税后归属母公司净利润为-1.04亿元、-2.70亿元**、-2.01亿元**，经营活动产生的现金流净额为-3859.14万元**、-6011.99万元**、-6194.90万元，毛利率为-123.02%、65.15%、76.32%。

注意财务数据的细节，这虽然是“AI教育第一股”，但实际上，也是一家亏损公司，两年半的时间里，累计亏损高达5.75亿。

**看到这里，几个值得我们认真揣摩的问题来了：**

* 1）在线教育不是一个很牛逼、增长很快的赛道吗，怎么净是些巨亏的公司？它们的钱，到底都烧在了哪里？
* 2）在线教育这个领域，到底什么才是它的核心护城河？
* 3）本案，流利说未来的核心业绩驱动因素，到底是什么？

今天，透过流利说这个案例，我们来研究一下在线教育这个行业，乃至整个教育行业的财报特征和投资逻辑。

### 01 热潮

我国的在线教育行业，最早发源于上世纪90年代。伴随着PC的普及推广，以及互联网快速起步，数字技术很快开始应用到教育领域。

1996年，中国第一家中小学网校101网校成立，随后**黄冈网校、北京四中网校、北大附中网校、清华附中网校**等高校纷纷推出网校业务，主要面向中小学生。

1999年，网校开始面向大学生群体，国家陆续批准68所高校成为全国现代远程教育试点学校。报考这68所学校本科的学生，需要完成计划内的课程、远程教育本科统考和论文答辩。之后，学生才能获得毕业证书，这样的毕业证书上会有“网络教育”字眼。

21世纪后，互联网进一步普及，教学方式大幅升级，不再局限于班级和小组学习，面对人群也不仅局限于学生，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。

比如2001年，从BBS英语社区论坛为切入的沪江英语成立；2003年，以发布招生、招聘信息为主的**中国教育在线**成立。

2005年，从英语培训做起，覆盖到各个学科补习的新东方，成立了**新东方在线**，依托线下的教育资源，提供在线课程。但当时，在线教育领域的商业模式，仍然主要为线上导流，线下开班。

2009年，学而思成立，提供中小学在线辅导。

2010年11月1日，网易正式推出“全球名校视频公开课”，成为国内首家推出名校公开课的门户网站。之后的第二年，网易宣布加入国际开放课件联盟（OCWC），成为其在中国唯一的企业联盟成员。这一年，学而思（TAL.N）登陆纽交所。

**此后，随着录播付费课程模式逐步成熟，在线教育公司在盈利模式上进行了更多的探索和变革——由录播开始转向在线互动直播。**

这一模式的转变，促使了很多新公司的出现，比如**多倍网、粉笔网、第九课堂等**。

注意，到了2011年，教育培训已经经历了线下辅导班、线上网校、线上录制视频授课三个阶段。而在资本市场上，成功上市的公司有**新东方（EDU）和好未来**（TAL，由学而思更名而来）。

**2012年，迎来移动互联网创业热潮，这一年前后，在移动端出现了今日头条，优信二手车、猎聘网等细分行业巨头。**

由于终端的变革，教育行业也开始发生转折，从原本的录播进入了直播互动模式。根据前瞻产业研究院披露，2010年以来，我国在线教育用户就保持高速增长，增速在10%以上；到2014年，在线教育用户规模达到7796.90万人，同比增长16.3%，市场规模达到998.00亿，同比增速为18.85%。

**本案的主角英语流利说，就是在这个飞速发展的阶段登上舞台的。**

提到它，就绕不过创始人牛掰的经历 。流利说创始人王翌，1999年的杭州理科状元，在清华大学本硕连读后，去普林斯顿大学攻读博士，之后进入Google做产品经理。

在普林斯顿读书期间，这位托福成绩只差10分就满分的学霸，却在点餐时听不懂麦当劳工作人员在说啥。而美国求学期间，他最初与导师的对话，也曾因为导师思路和语速都快，一度进展不下去。

2012年他从Goolge辞职回国后，念及这段经历，王翌有了创业的想想法，当时，正值移动互联网风口，正火的APP是唱吧。唱吧APP5月份推出，到了11月，它的用户量突破3000万人次，这在当时十分火爆。

王翌认为，既然唱歌能通过手机联系，那通过手机练习英语口语自然也行得通。

2013年2月14日，王翌和大数据公司Quantcast的工程师胡哲人、Google总部语音识别科学者林晖共同创建了流利说。胡哲人负责写代码，王翌做产品经理，林晖在美国负责开发语音评测算法。

流利说最初的产品形态是一款英语打分应用，从一个非常细分的口语练习功能开始，把每一个英语练习动作都演变为纯数字打分。这个时候，流利说的产品形态就是“自动语音打分+闯关游戏”。

这个阶段的英语教育市场，分为两类。一是21世纪前后成立的英语机构，以**新东方、好未来(**原学而思）、**沪江英语**为代表，一是借助互联网的发展，成立起来的**VIPKID**（2013年成立，专注4-12岁在线少儿英语教育）、**51Talk**（2011年成立，青少儿英语）。

2013年，学而思官方发布消息称，已经沿用10年的集团名称更名为“好未来”，并且主攻线上线下融合的战略。

2013年6月份，流利说获得了IDG、纪源资本等机构的天使轮投资。一年后，它再次获得了IDG、纪源资本A轮投资。不过，我们搜了下百度指数，2014年到2016年，这三年期间，流利说的搜索指数几乎没有增长。

**这期间，发生了什么？**

答案：产品形态遇到瓶颈。

2014年，流利说开发了“元音达人”、“怪兽学院”两款APP，这两款APP将英语学习与游戏相结合。但是迭代了几个版本后，留存率表现不佳，最终将其停止更新并下架。

对于这两款产品的失败，王翌总结为产品定位不准确——作为学习类APP，里面的知识不够系统，作为游戏，又不够好玩。

2015年8月，流利说将其他小语种业务也下架了。用创始人王翌的话说：“小语种是处于从零开始的阶段，需要从积累用户开始，而英语课程是在做商业化的探索，两者的发展阶段不一样，混在一个产品里，从产品设计到运营都有点‘拧着’的感觉。”此外，小语种的开发和设计也在消耗团队精力。最后，创始团队决定砍掉小语种业务，专注于英语赛道。

**砍去这两个失败的业务线，是一个重大转折点，从此开始，流利说开始专攻英语口语。**

2016年7月，**懂你英语**面世。它为学生提供实时测试结果、提供发音纠正。这款产品上线半年后，流利说实现了当月盈利。和同业对比来看，流利说最特殊的地方，就在这款APP上，这款产品借助的科技，就是当下最火的AI技术。

王翌曾表示，“当前99%的教育公司类似沃尔玛模式，他们的核心竞争力在运营，因此他们需要非常努力获得盈利，还得投入大量人力”。而流利说想走的是以技术、产品和数据为护城河的亚马逊模式。

在懂你英语发布之时，流利说宣布，依靠积累的3000万用户数据样本，其在3年间收集了广泛的用户学习行为记录和达2.75亿分钟、31.9亿句的录音数据库。这些基础数据，也成了流利说的一大护城河。并且，其解决了对教师的依赖性，提供的是标准化产品。

2017年7月，流利说获得**华人文化产业投资基金**等机构的近亿美元的C轮融资。此时，它的用户突破60万人。

2017年8月，与新东方相比，在英语板块略显短板的好未来，决定和流利说达成战略合作。英语流利说将成为好未来旗下产品英语口语评测技术的合作伙伴，为学而思英语、励步英语等业务提供的英语语音评测技术，并应用到多个学员学习系统的口语练习核心功能中。

截至2018年6月30日止的六个月，流利说拥有**8380万**累计注册用户，其中月度付费用户数量为**101.61万人**，占注册用户的比例为1.2%。2018年8月31日，流利说递交了美股招股书，代码为“LAIX”。

**梳理完以上信息，如果让你当流利说的老总，你认为哪些因素最重要？**

### 02 亏损

第一，专注于英语口语，并且主攻口语发音矫正赛道，找到自己的细分市场，避免与新东方、好未来等巨头正面拼刺刀；

第二，放弃其他国家的小语种，专注于英语；

第三，依靠海量数据和AI技术，开发人工智能产品，摆脱传统教育对教师的依赖，轻资产口语教育模式。

英语流利说（LAIX），成立于2013年2月，主营英语口语线上课程，“懂你英语”口语训练课程是它的现金牛业务。

本案采用AB股结构。流利说三位联合创始人王翌、胡哲人和林晖在上市后将持有公司的全部B类普通股。流利说的A类和B类普通股只在转换权和表决权上有所不同。A类普通股不可转换为B普通股；B类普通股可转换为A类普通股。

它的创始人王翌持股27.90%，享有52.2%投票权，任董事长。第二大股东为IDG，持股13.4%。

3.jpg

##### 图3：股权结构，单位：%，来源：招股书

其所有收入均来源于**付费课程**，付款课程可以分为三种：

* 1）标准课程(Standard Courses )；
* 2）定制打包课程(Mulitiple Course packages)；
* 3）其他英语类课程（Other courses）。

其中标准课程是指**“懂你英语”，**课程周期为30天到360天不等。在其天猫旗舰店里，其30天普通版的售价为99元、自学英语180天售价为499元。

定制打包课程则在“懂你英语”基础上，还包括**一对一真人口语训练**等，打包的课程内容因人而异，课程周期为180天到720天。比如懂你精品小班课售价2999元（天猫旗舰店）。其他英语类课程，包括口语应试基础语法精讲在线网课，售价99元。

其他英语类课程，包括口语应试基础语法精讲在线网课，售价99元。

4.png

##### 图4：流利说套餐价格，单位：人民币，来源：招股书

上述课程，在其app中的推广模式为：AI领读，用户跟读，几个回合下来平台给出分数，指出口语中存在的问题后，推荐购买相应课程。

**我们来看它的收入结构：**

2016年到2017年，它的标准课程收入为876.80万元**、1.39亿元**，占当期收入的比例为71.09%、**83.99%。**定制打包课程收入为296.15万元、**158.11万元**，占当期收入的比例为24.01%、9.49%，其他课程收入为60.35万元、**1086.03万元**，占当期收入的比例为4.89%、6.52%。

5.png

##### 图5：流利说业务结构，单位：%，来源：优塾团队

很明显，营收的主要驱动力来自标准课程销售，并且增长极快。

直接上数据：2016年到2018年上半年，流利说的营收为1233.22万元、1.66亿元、2.3亿元，税后归属母公司净利润为-1.04亿元、-2.70亿元、-2.01亿元，经营活动产生的现金流净额为-3859.14万元、-6011.99万元、-6194.90万元，毛利率为-123.02%、65.15%、76.32%, 净利率为-723.06%、-146.63%、-78.46%。

注意，尽管是一家技术相当牛叉的公司，但是，在两年半的时间内，流利说累计亏损5.14亿元，并且亏损幅度还在扩大——那么，问题来了：这门生意，为什么会巨亏？它的钱，到底都烧到了哪里？

### 03 人工智能

我们的第一个假设，它与其他互联网教育公司最大的区别就在于AI技术，那么，它是否把钱烧在了AI技术的研发上？

此处，我们来看流利说在美股招股书上的**研发费用**。其研发投入包括研发人员工资、租赁费用等。

2016年到2018年年上半年，流利说的研发投入为3001.3万元、5316.2万元，6094.1万元，占当期营收的比例为243.4%、32.1%、**26.2%。**

不知你有没有留意一个细节：2016年，其研发费用支出极高，为当期收入的2.4倍。这一年，正是它的主打产品“懂你英语”上线，当年的高研发投入占比正是是为了推出这款产品。

很快，第二年，其研发费用的投入比例就出现大幅下降，但占比的降低其实是因为营收的大幅上涨，研发费用投入绝对值依然在上升。

对此，流利说在招股书中称，它的研发费用主要用于产品设计和提高AI技术，未来研发费用的绝对值还会增加。

**这个研发投入，到底是什么水平？**

我们选取美股教育领域市值前十的公司作为可比公司，粗略做了一下比较。

6.jpg

##### 图6：美股教育领域市值前十公司，单位：亿元，来源：WIND

可比公司中，仅有2U INC单独披露了研发投入情况，其他基本未单独列出研发投入，或将研发人员工资等放入教育支持科目（Educational support）。2U INC这家公司，主营在线教育，与顶尖大学合作，为他们的学位课程和学分课程提供在线教学。

2016年到2018年上半年，2U INC的研发费用为2.31亿元、3.00亿元、1.91亿元，占当期营收的比例为16.17%、16.02%、15.33%。

整体来看，在线教育类公司的研发投入烧钱不多，英语流利说26%的研发投入营收占比，已经算是相当极端的高比例案例了。

不过，其研发投入即便排在全行业前列，也只烧掉了26.2%的营业收入——还有很大一块的资金烧在了其他地方。

### 04 人，烧了多少钱

我们的第二个假设：对传统教育和普通的在线教育来说，上游的**师资资源**极为重要。

那么，本案，烧在老师身上的钱，有多少？

本案的营收主要靠两部分业务，**一个是标准化课程，二是定制打包课程。**

其中标准化课程没有老师（或者说老师是AI，花费是在研发投入里），只有定制化课程的老师才是真人，不过这块营收占比仅有9.49%，并且，这块业务的占比还在下降。

2016年到2018年上半年，流利说的教师费为210万元、790万元、990万元，占当期收入的比例为17.03%、4.76%、**4.30%**——你看，比起研发投入，这点钱就是毛毛雨。

**这个教师费用投入，放在在线教育领域，是什么水平？**

通常，同业公司在教师上的投入会体现在财报的**主营业务成本**中。

在线教育行业，授课方式为录播和互动直播两种。如果以录播为主，那么，教师费体现为**课件费**；如果是互动直播为主，则需要支付**教师费，**相当于娱乐/游戏直播领域的主播分成。

我们选取在线教育中，一对一直播授课为主的两家公司来对比一下：

2016年到2017年，沪江英语（H00932）的教师费开支为0.85亿元、1.05亿元，占营收的比例为25.00%、**18.92%。**

2016年到2017年，无忧英语（COE.N）的教师费开支为1.41亿元、2.98亿元，占营收的比例为26.32%、**35.14%。**

可见，教师开支占比中流利说的最低，这与它的商业模式——AI教师相吻合。

7.png

##### 图7：教师费用占比，单位：%，来源：优塾团队

**我们再拿它的员工数量情况，和同业做个对比：**

截止2018年6月30日，流利说员工合计1689人，其中研发人员234人（13.85%），营销人员1193人（70.36%），平台运营人员126人（7.5%）。注意，其员工结构中并没有披露老师人数。

**这里，我们再把视野放大，加入一个传统线下教育为主的龙头公司（新东方和好未来），来看一下人数的差别：**

新东方——2.2万教师，其中8767名为全职教师；

好未来——1.79万全职教师及2511名合同制教师；

新东方在线——62名全职教师，957名兼职教师；

沪江教育——教学研究86人（4%）、销售及业务发展737人（34.1%）；

无忧英语——1.5万外籍教师，350名中国籍教师；

数据对比完，线上VS线下，在人工这块的巨大差别，可见一斑。这一点看下来，本案，流利说在人工老师的花费上，仅有营收的**4.3%**，可见AI的优势还是相当大的。

**好，算到这里，研发投入花掉了当年营收的26%，请人工老师的钱花掉了4.3%，那剩下那么多钱，到底跑哪去了？**

### 06 真正烧钱的地方

只能是烧在了一件事上：推广费用。这块体现在财报上，是**销售费用。**

流利说的销售费用主要为**广告开支、销售团队地推、电商平台佣金和分销渠道佣金**（app stroes）。

2016年到2018年上半年，流利说的销售费用为2853.4万元、2.83亿元、2.60亿元，占当期营收的比例为**231.4%、171.0%、111.9%。**

你看，本案的销售费用投入相当之高，并且投入一直高于营收，这也就是其亏损的最主要原因。并且，销售费用的绝对值也在高速猛增中，2017年增速为**10倍**，2018年上半年较2017年上半年的同比增速为**4.13倍。**

**虽然招股书中没有披露销售费用的具体结构情况，但是通过它对于销售费用增长的解释，我们可以看出一些变动。**

“Our branding and marketing expenses increased from RMB30.6 million for the six months ended June 30, 2017 to RMB130.0 million (US$19.6 million) for the six months ended June 30, 2018 as we invested substantially in our marketing efforts to increase our user base and enhance our brand and reputation.”

2016年到2017年，广告开支从1580万元增加到1.65亿元，占当期营收的比例为128.12%、99.40%。同期，销售人员开支从740万元增加到6950万元，占当期营收的比例为84.40%、49.67%。

**可见，其目前采用的主要推广方式，仍然是广告。**

**此处，我们通过同业可比的销售费用情况，来看流利说处于行业的什么水平（此处我们把传统教育的新东方、好未来也加入进来，感受下传统VS线上教育的差别）：**

2016年到2017年，新东方的销售费用为15.98亿元、20.80亿元，销售费用率为12.94%、13.25%。

2016年到2017年，好未来的销售费用为8.66亿元、15.32亿元，销售费用率为12.07%、**14.12%。**

2016年到2017年，Strategic  Education的销售费用为5.48亿元、5.40亿元，销售费用率为17.92%、**18.15%**。该公司提供一系列的学术课程，教学方式是课堂教学和互联网在线教学结合。

2016年到2017年，在线教育公司2UINC，的销售费用为7.28亿元、10.27亿元、销售费用率为51.8%、**52.6%。**

2016年到2017年，大峡谷教育的销售费用为6.73亿元、7.07亿元，销售费用率为**11.11%、**11.11%。该公司提供大学本科和研究生学位项目相关的教育，比如医学、商务、美术等学科。

2016年到2017年，沪江教育的销售费用为3.92亿元、5.89亿元，销售费用率为115.2%、106.1%。

2016年到2017年，新东方在线的销售费用为1.01亿元、1.33亿元，销售费用率为30.3%、29.7%。

8.png

##### 图8：教育公司销售费用率，单位：%，来源：优塾团队

你看，这些公司的销售费用率情况，相差悬殊。有高达231%的，也有低到11%的。不过，整体来看，可以根据商业模式不同，分为几类：

第一类，老牌教育公司，线下为主——新东方，好未来；

第二来，从老牌线下教育巨头衍生出来的在线教育机构——比如新东方在线；

第二类，海外教育机构——大峡谷教育、Stragegic education、2U INC；它们主要为知名大学做在线课程、提供学位相关的在线培训等。

第三类，从线上教育做起——沪江英语和流利说；

第一类公司，本身线下为主，故而销售引流费用占比低；第二类公司，因为从线下巨头衍生出来线上品牌，因此拓展线上教育时，引流费用也相对较低。第三类公司，属于海外机构，用户群不是以中国市场为主，所以和国内教育机构的竞争不明显。第四类公司，属于新兴的线上教育，还处于积累品牌、口碑阶段，因此销售投入相当高。

**很明显，在线教育机构作为后来的追赶者，仍然处于通过烧钱引流获客的行业竞争初级阶段。**

当下，在线教育的渗透率仅为4.3%，艾瑞咨询预计到2022年，渗透率将达到9.5%，依然处于低位。也就是说，在线教育市场尽管热闹，但目前仍然处于产业链的培育期，参与到其中的玩家，必须通过大把砸钱做推广，才能培育市场。

此外，从谨慎的财务角度来看，其中业绩的不确定性也相当高——依靠高额的销售费用催生的业绩，弹性太大，一旦推广滑坡，业绩可能也会随之跳水。所以，往往会导致这样的怪圈：谁能融到更多的钱，谁的业绩更好。

**研究到这里，投入去向算是弄清楚了。本案，一年2个多亿的收入，26%烧在研发里，4%烧在教师人力里，111%烧在推广费用上——综上来看，每年要亏掉收入的40%左右。**

**这门生意的命门，在目前看仍然取决于融资，以及销售推广投入。此外，从护城河角度来看，一大护城河是AI技术，另一大护城河是流量（其实这一条比较勉强，流量并不能算是护城河）。**

**好，烧钱去向解决了，那么，接着又是另一个重要问题：未来的钱，从哪里来？**

### 07 利润蓄水池

根据以上数据，想要实现盈亏平衡，只有两种方法：

* **1）大幅降低销售费用；**
* **2）大幅提升收入增速，让收入远大于其他资本开支的增速——也就是说，要么销售费用的投入效率提高，要么产品的吸金能力提升（其实最终的关键，还是在产品）；**

第一种方法，除非“傍大款”，否则可能性极低，可以忽略。

再看第二种方法，收入增速远远高于其他资本开支的增速，这个要看它如何赚钱。

流利说目前变现的主要产品为**“懂你英语”，**分为标准版和定制课程。其中，其中标准课程的周期为30天到360天不等，定制打包课程的周期为180天到720天。这些课程，都是先付款后听课，在有限期内可以无限次使用。

**注意，这样的付款方式，与视频领域的会员收入有些类似，从会计处理角度，会形成一个负债科目——递延收入。**

这个科目，是采用会员制的生意中最重点的科目，在互联网行业广泛存在，比如在线视频(爱奇艺）、在线直播（欢聚时代）、在线游戏（三七互娱）等，其他行业如健身房、美容院等也会存在。

此时，公司实际上收到的会员费，并不会在当期全部确认为收入，我们来看它的收入确认条件：

第一，关于标准课程，它的收入确认方式都是根据合同期直线平均法确认收入。

“Prepaid standard courses typically range from 30 days to 360 days. A user can access the standard courses without limit within such user’s fixed contract period. Revenue is recognized on a straight-line basis over the contractual course period.”

第二，关于定制课程，其中标准课程的部分，根据合同期直线法平均确认收入。而对于其中1对1授课的方式，则是按照课程的进度确认收入。

“For the standard courses included in prepaid multiple course packages, revenue is recognized on a straight-line basis over the contractual course period. For those one-to-one courses, revenue is recognized when the course credit is consumed with estimates for breakage from unconsumed courses at contract expiration. The expected breakage amount is recognized as revenue in proportion to the pattern of course credits consumed by the customers based on actual breakage data the Company has accumulated. The expected breakage amount is updated on a periodic basis.”

由于两个产品的周期不同，标准课程周期为30天到360天不等，即一年内。而定制课程的周期为180天到720天，即2年以内。因此，形成的递延收入在财报上也要分别核算。

标准课程进入流动负债（一年内），定制课程进入非流动负债（一年以上）。

2016年到2017年，流利说递延收入（合计）为**1276.8万元**（当期营收占比为103.53%）、**1.16亿**元（当期营收占比69.88%）。其中2016年，定制课程形成的递延收入为0，2017为90.7万，也就是说，递延收入绝大多数都是标准化课程所导致。

因此，这些递延收入，基本上都会在一年以内转为营业收入，可以作为未来业绩的一个先行指标，如果递延收入绝对值保持高速猛增，那么侧面说明其未来业绩确定性更强、用户粘性更高、产品吸金能力更强。如果这个数据下滑，那么，则要特别注意其基本面的潜在变化。

**根据这个数据，我们来看在线教育领域其他玩家的水平是什么样的。**

新东方在线——2017年递延收入2.49亿，占当期营业收入的55.83%，当年营收增速27.11%;

沪江英语——2017年递延收入4.85亿，占当期营业收入的87.07%，当年营收增速63.24%；

无忧英语——2017年递延收入12.02亿，占当期营业收入的141.75%，当年营收增速102.73%；

流利说——2017年递延收入1.16亿，占当期营业收入的69.88%，当年营收增速为1246.31%。

**当然，这个科目，对于传统教育机构，也能用：**

新东方——2017年递延收入58.96亿元，占当期营业收入的37.56%，当年营收增速为27.11%；

好未来——2017年递延收入57.26亿，占当期营业收入的59.75%，当年营收增速51.37%；

9.png

##### 图9：教育公司递延收入，单位：人民币亿元，来源：优塾团队

**以上数据，说明几件事：**

第一，递延收入，体现了各家教育机构的占款能力——图中可见，传统教育机构仍然强大，并且增速仍然未见衰减。此外，数据对比的一个小小的收获，是无忧英语：其当期的递延收入占营收的比例高达141.75%，可以预判，其2018年的营收也呈现高增长。

第二，即便将传统巨头新东方、好未来考虑进来，教育行业尤其在线教育，仍然是一个高速增长的赛道。

**那么，研究完这个重要的“未来业绩蓄水池”，还有一些事情需要解决：这个行业，未来到底如何？**

### 09 行业VS玩家

根据艾瑞咨询统计，中国在线教育市场2022年将达到4316亿，预测2018年到2020年在线教育市场份额的增速将达到**19.9%。**

其中，移动端的在线教育市场的比例将从2018年的**20%**增长到2022年的**45%。**而在线教育的渗透率2017年为4.3%，预计到2022年渗透率将达到**9.5%**，依然处于低位。

10.jpg

##### 图10：中国在线教育市场 规模，单位：十亿元人民币，来源：招股书

根据艾瑞咨询统计，2017年英语教育的市场规模为2288亿元，预计2022年这一数据将达到5488亿元，其中从2018年到2022年，年复合增速为19.6%，和整个在线教育市场的增速基本保持一致。

11.jpg

##### 图11：中国英语教育市场规模，单位：十亿元人民币，来源：招股书

其中，英语教育的参与者按照年龄分为三类，学龄前、K12，成人。

2013年到2017年，学龄前英语教育市场增速为**11.4%**，预计2018年到2022年，这个增速将下滑到11.2%。

2013年到2017年，K12英语教育市场增速为**19.4%，**预计2018年到2022年，这个增速保持不变；

2013年到2017年，成人英语教育市场增速为**19.9%，**预计2018年到2022年，这个增速将上升到**21.1%。**

12.jpg

##### 图12：中国英语市场分类及增速，单位：十亿元人民币、%，来源：招股书

对于英语教育市场来说，目前看来市场份额最高的群体属于K12，其次为成人。

本案的流利说，属其中AI+教育的细分市场，根据艾瑞咨询数据，2017年AI在线教育的市场规模为37亿元，预计2022年市场规模将达到1724亿元，2018年到2022年的复合增速将达到118.3%，远高于在线教育整体的行业增速（19.9%）。

13.jpg

##### 图13：中国AI教育市场规模，单位：十亿元人民币，来源：招股书

**出现这么高的增速，其实与在线教育领域的技术迭代有关，在前面梳理历史中我们曾提及过，在线教育领域的模式经历了线下开班——录播——直播三个阶段，而AI技术，则是下一个阶段的主要模式。**

**本报告，我们选取国内在线教育的几家公司进行对比：**

1）业绩规模

14.png

##### 图14：教育公司业绩，单位：亿元人民币，来源：优塾团队

在线教育行业中，业绩情况最好的是好未来和新东方，其他以在线英语为主的公司中，只有新东方在线目前是有盈利的，其他都在亏损中。

2）盈利能力

15.png

##### 图15：教育公司毛利率及净利率，单位：%，来源：优塾团队

其中，毛利率、净利率都高的有新东方在线和新东方。同时在线教育为主的公司中，新东方在线的毛利率和净利率之间差额并不大，这是因为新东方在线借助新东方的品牌效应，在流量获取上的支出并不高。

**综上，本篇研究报告的投资逻辑如下：**

1）关于流利说，最有争议的地方在于，其连年亏损，以及与巨头之间的流量差距。近期，扎堆IPO的几家在线教育公司：流利说、无忧英语、沪江教育均处于亏损中，只有刚递交招股书的新东方在线，实现了盈利。

2）从行业增速来看，中国在线教育市场2022年将达到4316亿，预测2018年到2020年在线教育市场份额的增速将达到19.9%。 其中，移动端的在线教育市场的比例将从2018年的20%增长到2022年的45%。而在线教育的渗透率2017年为4.3%，预计到2022年渗透率将达到9.5%，依然处于低位。

3）本案的流利说，借助AI技术做在线英语赛道中的口语板块，2017年AI在线教育的市场规模为37亿元，预计2022年市场规模将达到1724亿元，2018年到2022年的复合增速将达到118.3%，远高于在线教育整体的行业增速（19.9%），AI技术作为在线教育未来的主流技术迭代方向，是值得重点关注的赛道。

4）流利说目前的主要产品为标准化的英语口语教育产品，定制化产品的占比较低，未来，其可能开辟的产品线其实选择很少，小语种、游戏方面的尝试均以失败告终。其未来的主打方向，仍然是英语口语赛道。

5）英语口语教育领域如今也已经开始进入了大量玩家，但这个领域的玩家均没有采用传统的录播、或直播的模式，而均开始采用AI技术。后期竞争加剧的风险，需要注意。

6）在AI技术方面，2018年9月，**新东方**（EDU.N）泡泡少儿教育引入了 AI 智能语音测评系统，专家评委与“AI 老师”共同打分。2018年7月，**好未来**集团AI Lab发布WISROOM智慧课堂、教学效果智能评测产品魔镜系统。**无忧英语**创始人在2018年9月，接受访谈是提到“去年51Talk真正实现了自主研发的实时在线上课平台(AirClass),已经取代了第三方平台。

7）在原本的直播和录播模式下，对上游的教师资源存在严重依赖，但借助AI技术后，上游教师资源的依赖会有所降低，转而依赖于AI领域的技术人才。而流利说最大的竞争优势，就是在于初创团队具备强大的技术研发基因。

8）那么，流利说的技术到底有多抢手，我们可以从其在线教育领域的另一个巨头的动作来看，2017年7月，流利说与好未来达成战略合作，好未来旗下学而思英语、励步英语等业务采用的，就是流利说提供的英语语音评测技术，并应用到多个学员学习系统的口语练习核心功能中。

9）研究流利说，重点要看的财务科目是研发投入、销售费用、递延收入。研发投入和销售费用这两处财务科目分别对应它的技术护城河和流量护城河，其中，销售费用使用效率能否提高，是其能否达到盈亏平衡的关键节点。

10）公司的产品未来的业绩驱动力，还是在于其标准化产品，关于这个产品的增长，短期来看，取决于其引流投入程度，我们通过获客成本（销售费用/付费用户数）这个指标来看，2017年到2018年上半年，它的获客成本分别为404元、346元、255元，获客成本在降低。

11）好了，看到这里，其实还不够，在线教育领域，还有两个重大风险需要解决：第一，政策风险。第二，根据互联网行业的二八法则，竞争加剧的风险。

12）先看政策风险，2018年8月10日，有关部门发布《民办教育促进法实施条例（修订草案）（送审稿）》，并向社会公开征求意见。这是继2018年4月20日教育部发布关于《民促法实施条例（修订草案）（征求意见稿）》的修订版本，据德勤研究报告，具体条例预计在2018年底落地，此次《送审稿》仍是框架性原则规定。对比法规前后来看，其提高了行业门槛，会进一步促进行业集中度。行业集中度上升，也就变相提高了小玩家的竞争难度。

13）再看巨头竞争风险，通过前面的分析，流利说所在的AI教育赛道，对技术人员存在一定依赖，创始团队中的胡哲人和林晖都负责技术板块，合计持股近20%。因此，只要其AI技术持续领跑市场，其他巨头与其的合作意愿也会更强。再结合政策风险中的行业集中度上升，不排除后续其他教育巨头入股、收购其股份的可能。

14）综上来看，这家公司，是成长逻辑，其财报和业绩受两大因素影响，1）技术突破；2）引流成本。一旦在这两个地方发生重大变化，将大幅改变其财报，后续，需要重点关注其AI技术的研发，以及其与好未来的合作深度。

### 10 优塾估值逻辑

下面，到了本案的核心环节，估值情况。关于估值，我们通常是先来分析公司处于什么情况（是否有营收、是否有流水、是否有净利润、是否有稳定的现金流等）。

本案的流利说，由于净利润、现金流、EBITDA几个重要数据均为负数，并且本身是轻资产不适用市净率估值，对于这样的公司，它的估值方法只能是可比公司法、市销率法，以及PEG法。

**第一步，我们先看市销率法：**

市销率( Price-to-sales,PS), PS = 总市值/主营业务收入，或者PS=股价/每股销售额。市销率越低，说明该公司股票目前的投资价值越大。这是最近两年在国际资本市场新兴起来的市场比率，主要用于创业板的企业或高科技企业。

由于本案的流利说属于在线教育公司，目前市场上以在线教育为主的公司并不多，我们将视野放大，可比公司的范围拓宽为教育行业。

16.png

##### 图16：教育公司PS情况，单位：亿元美元，来源：Choice终端、优塾团队

我们筛选了10家教育领域的可比公司，以2017年全年营收为基准，筛选出2017年年底的市值和最近收盘日的市值，从而得了两个PS值。计算下来，我们可以粗略得出教育行业的PS处于3倍到13倍之间（剔除极限低值0.58倍和极限高值15.19倍之后）。

结合2018年上半年流利说的营收为2.3亿元人民币，我们乐观估计其2018年全年营收为上半年的3倍，即6.9亿元。

如果PS取值范围在3倍到13倍之间，那么它对应的市值约为**20.7亿元**人民币到**89.7亿元**人民币之间。如果按照中位数，来取一个相对保守的PS值，应该是5倍PS，对应市值为34.5亿元。

**第二步，考虑到它是成长型公司，我们再依据行业平均净利润率水平和在线教育机构普遍的增速水平，来用PEG法粗略做一下估值。**

此处估值的假设逻辑为：

第一个假设，考虑教育行业的平均净利润率（无论流利说怎么发展，归根结底还是教育公司，净利率不可能脱离行业平均水平太远）。

第二个假设，据其现有业绩和增速，预计流利说全年的营收，根据以上得出的利润率区间，从而推测出它2018年净利润。

第三个假设，通过其自身增速，以及在线教育行业大致的整体增速情况，用PEG来估算，从而推测出一个PE区间。结合PE区间和净利润，就可推算出它的估值范围。

**当然，这样的估值范围未必精准（事实上任何估值方法都不可能保证绝对精准），但至少要好于拍脑袋做决定。**

17.png

##### 图17：教育公司净利润率，单位：%，来源：WIND

**首先，先看净利润：**

还是上述10家代表公司，首先去除极限高值20.87%和极限低值-10%，然后根据剩余数据测算8家教育公司的平均净利润率为9.69%。接着再考虑其中较高的利润率，为20%。

结合上述数据，我们给出一个净利率的区间9.6%到20%。注意，此时给出的净利率估算区间已经较高了，因为我们选取的样本都是市值前十的公司，且去除2U INC外，都有盈利，而本案例流利说事实上在亏损，且亏损还在扩大。如果保守取中位数值，应该是11.35%的净利率。

接下来做测算：已知2018年上半年营收为2.3亿元，考虑其属于高增长阶段，我们粗略预测全年营收为上半年的3倍（已经算是相当乐观的假设了），那么由此乐观假设测算其2018年全年流利说的营收为6.9亿元。

同时，再乐观估计其2018年就能实现盈利，按照行业平均净利润率9.6%，其净利润约为6624万元；按照20%的较高利润率，其净利润为1.38亿元。即净利润区间为6624万元到1.38亿元之间。

**其次，再看增速和行业PE-TTM：**

依然是上述10家代表公司，2017年营收增速如下，考虑到营收增速所受到的影响因素较小（比如会计处理等），以此来代替利润的增速水平。

18.png

##### 图18：教育公司营收增速，单位：%，来源：WIND

去掉其中的极限高值64.42%和极限低值3.15%、3.12%、-1.83%，剩余数据平均同比增速为27.13%。

基于以上增速数据，按照成长股1倍PEG的估值，其PE应在27倍（平均数）到64倍（最高值）之间，此处我们将好未来64.42%增速定为教育行业增速的上限。

关于PE的估值范围，我们再看上述10家公司，当前市场反映的PE-TTM情况：

19.png

##### 图19：教育公司PE-TTM，单位：倍，来源：WIND

剔除2U INC -94.45倍PE-TTM，剩余9家教育公司的PE-TTM处于23倍到200倍之间，其中市盈率的均值为**73倍**，中位数为**60.59倍**。通过PE-TTM来确定PE范畴时，我们选择以中位数为参照标准，因为样本中的PE都是正数，而最大值也非常庞大，以平均值作为选取尺度较危险，此处我们选择用中位数代替平均值。

综上，根据PEG=1的方法推算，行业的PE处于27到64倍之间，而通过行业PE-TTM推算，教育行业的PE中位数为60倍。基于目前流利说还处于亏损中，我们将行业PE-TTM的中位数定为其PE的上限，因此它的PE范围取值在27倍到60倍之间。

**到这里，我们总结一下：**

1）流利说净利润区间为6624万元到1.38亿元；

2）根据成长股PEG方法，推测合理PE范围是27倍到60倍；

则根据这种估值方法测算出来的答案：本案，对应的市值为17.88亿元人民币到82.8亿元人民币之间。

综合以上两种估值方式，我们给出的预估市值在20亿元到80亿元人民币区间（也就是2.6亿美元-11亿美元区间），并且这样的估值已经是相当乐观。如果在这种情况下，上市后市值仍然高于80亿元人民币（也就是11.3亿美元），则要注意破发风险。

**而在此前，据彭博社在流利说上市之前报道称，其此次IPO拟筹资3亿美元，目标估值约20亿美元。**

你看，研究到这里，已经基本能明白在线教育公司为什么一上市就破发了。因为在上市前一级市场给出的估值，实在太过乐观，存在不少泡沫。这样的泡沫堆久了，以至于连企业自身，在这样的泡沫估值体系中，都忘了自己到底值多少钱。最终，为消化泡沫买单的是二级市场的股民。

要说明的是，本报告以上内容均写作于一周以前，最新消息是，9月27日，流利说正式在纽交所上市，交易代码为LAIX，IPO发行价定为12.50美元/ADS，是发行区间11.50-13.50美元的中段，计划融资7200万美元，市值约6亿美元。

从上市首日的表现来看，看来，美股韭菜么并不傻。

**最后，附上关于本案的估值，优塾团队内部的一些讨论、反思和争议：**

**1、关于PEG法：我们需要估算两个指标，一个是净利润绝对值范围，一个是PE的范围。**

先看净利润绝对值估算：通过营收\*净利润率，其中净利润率我们参照行业平均数，其中剔除极大值和极小值，即便这样对于这样一个亏损的公司，且亏损还在扩大的公司来说，都已经是高了很多。

再看PE范围估值，对于PE范围的选取，我们用了两个方法，一个是通过PEG=1, 通过同比业绩增速，来看对应的PE ,一个是看目前行业的PE-TTM ，同样两个方法都是取了较高的值。

那么最后，我们计算它的估值：PE\*净利润，PE和净利润都大幅过高的估计它的情况，那么两者相乘之后，扩大的倍数就相当的大，最后的结果可以说已经是**非常乐观的预估。**

而即便是这样的预估，无论市销率法还是PEG法，都低于其IPO募资的目标估值。那么，资本市场的各位亲，我们是不是应该反思一下自己的估值体系了——本案，估值**20亿美元**，到底理由在哪里？

**2、关于可比公司法，如何取值：**

在运用可比公司乘数法对公司进行估值时候（比如PE、PB、PS、EV/EBITDA等），列出同行业很多可比公司后，往往会产生一个问题：用平均数，还是用中位数更加合理？

一般来说，样本基本符合正态分布，但如果极限高值、极限低值偏离太大，那么，以平均数来作为比较尺度，估值则会过于乐观。比如这样的一组数字：

1000，102，60，65，55，59，48，47，43，20.

这种情况下，如果用平均值（150），那么显然过于乐观，反而用中位数（57），估值会更加保守一些。

以上，就是我们在本案估值中的一些思考，希望能抛砖引玉。

本案估值高低，相信看完数据你会有自己的判断。我们只负责基本面研究，不做任何建议，也不负责你的交易体系和盈亏。我们能做的，已经尽了全力。后续的所有思考，都需要你自己独立完成。

注：本案例研究数据，由**东方财富Choice数据**提供支持，特此鸣谢。

本文转自微信公众号“并购优塾”，原标题《巨亏公司接二连三上市，一上市就破发！这行业得反思了，到底啥情况？！》，文章内容有删减。文章为作者独立观点，不代表芥末堆立场