



沪江教育科技：机遇与挑战并存，教育科技龙头迎来大考

2018.12.20

黄莞（分析师）

史玲林（研究助理）

电话：020-88832319

邮箱：huanguan@gzgzhs.com.cn

shi.linglin@gzgzhs.com.cn

执业编号：A1310517050001

A1310118080004

摘要：

2018年11月22日，沪江教育科技正式通过上市聆讯。

● 全国领先的教育科技企业，四大业务体系打造多元化导流变现路径

(1) 沪江教育科技是中国领先的教育科技公司。根据弗若斯特沙利文资料，沪江2017年交易总值13.8亿元，在教育科技公司中排名第五；平均月活跃用户约1210万人，在教育科技公司中排名第一。截至2018年8月31日，沪江累积注册用户1.86亿人。

(2) 四大业务体系构造全方位互联网教育产品与服务组合，“社区+工具+自有品牌课程+平台业务”打造多元化导流变现路径。公司通过经营综合性互联网教育平台，向广大用户提供覆盖种类多元化、具备高度互动性的优秀互联网教育产品及服务，包括学习资讯、学习工具、社群学习平台和优质课程平台等，为沪江打造了多元化、具备高增长度的导流变现路径。自有品牌课程贡献2017年99.8%营收，其中大学生和语培课程是收入主要来源。

● 看财务：付费人数与客单价共同拉动营收增长，费用高企致净亏损持续扩大

(1) 收入方面，公司2017年营收5.55亿元，同比增长63.41%；截至2018年8月31日的前8个月营收4.36亿元，同比增长27.15%。由于公司持续加码营销推广及研发投入，净亏损持续扩大，2018年前8个月净亏损达8.63亿元，亏损同比扩大176.36%。2015年以来累计亏损高达21.02亿元，持续亏损风险需高度关注。

(2) 费用方面，公司销售费用率和研发费用率高企，2015-2017年和截至2018年8月31日的前8个月分别为132.19%/115.29%/106.09%/91.45%和48.99%/48.62%/41.52%/35.69%。沪江同样面临获客成本高企、付费用户转化率低的在线教育行业共性问题。

(3) 盈利方面，受益于公司营收高速增长及在成本控制的努力，公司毛利率逐年上升，但净亏损率仍处于高位，2015-2017年和2018年前8个月分别为51.8%/57.8%/59.9%/61.32%和151.55%/124.19%/96.79%/198%。

● 核心竞争力：潜心耕耘18载，流量与技术优势铸造竞争壁垒，通过“平台+投资”构建互联网教育生态系统打开更大的成长空间

(1) 沪江以社区起家，在用户流量、教育技术及品牌影响力方面的丰富积累为其铸造相对牢固的底层模型，从而树立竞争壁垒，享受中国教育科技行业高速发展的红利。2017年中国教育科技市场规模1993亿元，2017-2022年CAGR达23.8%。

(2) 沪江教育的产品体系覆盖广泛、媒介多样，面向人群覆盖全年龄段，用户粘性进一步提升。同时还为其打造了多元化的导流变现路径，不断发掘增长潜力。沪江平均月活跃用户数从2015年3240万人增长至2017年3977万人。2015-2017年分别约1.3%、4.9%及8.9%的沪江开心词场用户购买自有品牌课程。

(3) “平台+外延投资”多赛道布局有望促进与自有品牌课程业务协同互补发展。2017年CCtalk平台业务付费转化率为1.23% (+0.51pct)，导流势头良好。截止2018年前8个月平台平均月活跃用户数为352.28万，付费用户数52.25万，入驻的第三方商户及自雇网师6.66万。但平台型教育企业是否能构建健康的盈利模式还有待验证，需持续观察。另外，沪江自2016年以来主要围绕语培、考研、IT、STEAM几个方向投资布局了约15家教育企业。

	2015年	2016年	2017年	2018年1-8月
营业收入(亿元)	1.85	3.40	5.55	4.36
同比(%)		83.71%	63.41%	27.15%
归母净利润(亿元)	-2.80	-4.22	-5.37	-8.63
同比(%)		50.54%	27.35%	176.36%

● 风险提示：政策不确定性风险、在线教育课程及服务质量把控不佳风险、平台变现效果不及预期风险、持续亏损风险、估值定价风险

相关报告

1. 【广证恒生教育行业2019年年度策略】监管新常态，关注在线教育新机遇-20181211

2. 【广证恒生教育】“窥斑见豹”——从6家上市在线教企看行业盈利逻辑-20181113

3. 【广证恒生教育】在线教育投融资专题：整体复投率升至42%，在线素质教育站上风口-20181121



目录

目录.....	2
图表目录.....	3
1.公司概况：全国领先的教育科技公司.....	4
1.1 发展历史：社区起家、三度转型，成就全国教育科技龙头企业.....	4
1.2 业务简析：四大业务体系构造教育生态，“社区+工具+自有品牌课程+平台业务”提供多元化导流变现路径.....	6
1.3 财务简析：销售、研发费用高企致净亏损扩大，成本控制良好助毛利率提升.....	9
2.教育科技市场：规模千亿且高速增长，获客成本高企、付费转化率低成行业痛点.....	11
2.1 行业概况：教育科技市场规模已达千亿，竞争格局高度分散.....	11
2.2 行业痛点：获客成本高企、付费转化率低是企业亏损的症结所在.....	13
3.核心竞争力：流量与技术优势铸造竞争壁垒，通过“平台+投资”构建互联网教育生态系统.....	16
3.1 深耕教育科技行业 18 载，流量、技术、品牌积累铸就竞争壁垒.....	16
3.2 产品体系覆盖广泛提升用户粘性，多元化导流变现路径赋予高增长潜力.....	17
3.3“平台+投资”促协同发展，构建互联网教育生态系统打开更大的成长空间.....	18
4.风险提示.....	19



图表目录

图表 1 沪江教育科技主要发展里程碑	4
图表 2 截至 2018 年 5 月 31 日公司股权架构图	5
图表 3 沪江共经历 9 轮融资	6
图表 4 沪江教育围绕教育生态重点发展两大业务：自有品牌课程 B2C 业务和 CCtalk 平台业务	7
图表 5 沪江提供四大类自有品牌课程	7
图表 6 语培和大学生课程构成自有课程业务收入主要来源	8
图表 7 沪江教育英语交流技能课程生均支出处于高位	8
图表 8 CCtalk 平台挂网课程覆盖范围广泛	8
图表 9 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	9
图表 10 公司营收保持高速增长	10
图表 11 自有课程业务贡献公司 2017 年 99.8% 营收	10
图表 12 公司付费学生人数和生均支出逐年上升	10
图表 13 公司净亏损持续扩大	10
图表 14 公司三费率逐年下降	11
图表 15 公司毛利率逐年上升，净亏损率有所改善	11
图表 16 2013 年-2022 年（估计）中国在线教育市场付费学生人次及增长率	12
图表 17 2017 年在线教育市场规模达到 1993 亿元	12
图表 18 按 2017 年交易总值计沪江排名第五	13
图表 19 按 2017 年 MAU 计沪江排名第一	13
图表 20 在线教育培训企业商业模式一览	14
图表 21 在线教企获客水平明显高于线下培训机构	15
图表 22 付费用户转化率不高	15
图表 23 沪江教育付费转化率略有增长	16
图表 24 沪江教育体验课学生人数大增但留存率低	16
图表 25 公司研发开支不断增长，研发费用率保持高位	17
图表 26 沪江教育近三年进行高频多维的投资布局	19



1. 公司概况：全国领先的教育科技公司

1.1 发展历史：社区起家、三度转型，成就全国教育科技龙头企业

沪江教育科技是中国领先的教育科技公司。公司通过经营综合性互联网教育平台，向广大用户提供覆盖种类多元化、具备高度互动性的优秀互联网教育产品及服务，包括学习资讯、学习工具、社群学习平台和优质课程平台等。截至2018年8月31日，沪江累积用户数高达1.86亿，“沪江”已成为深受大众尊敬和认可的品牌，于2017年获工信部提名为“2017年中国互联网企业100强企业”之一。根据弗若斯特沙利文资料，2017年按平均月活跃用户数及交易总值计算，沪江在中国所有教育科技公司中分别排名第一及第五；沪江付费用户数在中国教育科技公司经营的所有互联网教育平台中排名第一。

沪江教育的发展史折射了中国在线教育发展史，前后共经历三次重大转型。公司以社区起家，最早可追溯至2001年成立的非营利的英语学习BBS小区沪江雨林网。随后，其业务形态的演化从学习分享社区（非营利），至2005年的门户网站形态（以广告变现），至2009年推出自营课程品牌沪江网校（以课程内容服务变现），至2016年推出平台型产品CCtalk（电商平台变现模式）。公司还于2017年发力人工智能，聚焦教育科技驱动战略，建立人工智能实验室，推出旗舰人工智能英语课程，陆续发布了Uni智能学习系统和Hitalk、天天练口语、沪江问答等智能教育产品。

图表1 沪江教育科技主要发展里程碑

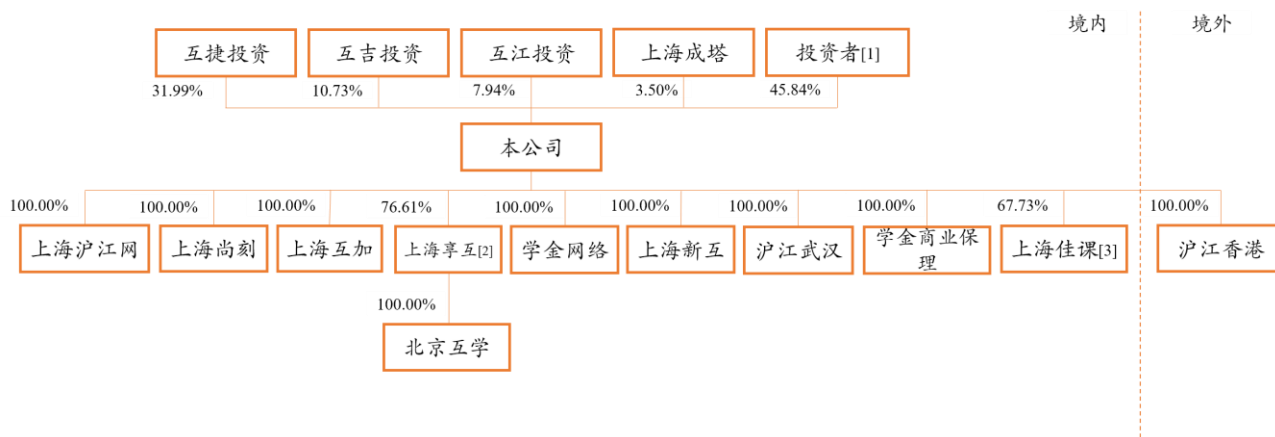
年份	事件
2001年	推出沪江语林网，该网站是一个非营利的英语学习BBS小区，为沪江网的前身。
2003年	推出沪江英语，主要从事提供互联网英语学习服务。
2004年	推出沪江日语，主要从事提供互联网日语学习服务。
2005年	推出沪江部落，作为一个强调用户贡献内容的在线学习小区。
2006年	成立上海语林网络技术有限公司（本公司的前身），主要提供互联网外语学习服务。
2007年	推出沪江小D词典、提供在线互动字典服务。
2009年	公司（前称上海互加文化传播有限公司）于上海成立，专注于提供互联网教育产品和服务。 推出沪江网校，为中国互联网互动综合学习平台。
2010年	沪江网校的累计用户数突破600万。
2014年	沪江与全球最大的出版公司之一哈珀柯林斯(HarperCollins)合作，并升级沪江小D词典为沪江小D多语种词典。
2015年	将品牌升级为“沪江”，该品牌起源于“沪江网”品牌。 推出社会责任项目“互+计划”，计划充分利用教育与互联网科技的协同作用，以填补地域差距及精准妥善地分配教育资源。
2016年	公司根据中国公司法改制为股份有限公司。 沪江网的网页版本及移动版本各自录得累计用户数超过1亿。 推出CCtalk平台。
2017年	设立人工智能实验室，名为HILL（即沪江智能学习实验室）。 推出旗舰人工智能课程Hitalk。 累计用户数突破1.6亿，其中移动用户数突破1.3亿。

资料来源：招股说明书、广证恒生



公司股权较为集中，截至 2018 年 5 月 31 日，一致行动人透过互捷投资、互江投资、互吉投资、上海成塔、互元投资及互年投资实际控制 61.3% 的权益。公司的创始团队伏先生、于博士、唐先生、安家良先生、曹建先生及蒋少军先生一直共同管理及控制本公司，形成一致行动集团，透过其在互捷投资、互江投资、互吉投资、上海成塔、互元投资及互年投资的相关权益间接持有沪江教育科技股份。互捷投资、互吉投资、互江投资和独立第三方陈金霞女士均为实益拥有人，分别直接持有公司 31.99%、10.73%、7.94%、14.24% 的股份。

图表2 截至 2018 年 5 月 31 日公司股权架构图



资料来源：公司公告、广证恒生

注：

- (1) 剩余股权由投资者持有，包括陈金霞女士、互元投资、百度网讯、互年投资、自贸区基金、兴旺投资、为顺资产、麟毅投资、安徽皖新、会凌投资、赛富皖新、上海文化产业基金、善达投资、上海日赢汉贸投资、陈丽萍女士、明世投资、腾云投资、盘石裕番投资、骅先投资、蔡来兴先生、蔡雷先生、上海蒲笙、宁波有涵、上海沃黎、宁波弘翌、金玖惠通投资、中汇金玖投资。
- (2) 上海享互余下 5.12% 股权由 3 名独立第三方持有，即由上海鲸彦企业发展中心（有限合伙）、广州启墨股权投资管理中心（有限合伙）及西藏山川投资有限公司分别持有 0.95%、3.79% 及 0.38%
- (3) 上海佳课余下 32.27% 股权由 3 名独立第三方持有，即由钱东兴、苗理及上海鲸彦企业发展中心（有限合伙）分别持有 18.62%、4.55% 及 9.10%。

沪江教育董事会由 7 名董事组成，其中包括 3 名执行董事、3 名非执行董事及 1 名独立非执行董事。其次，除董事会人员外公司还有 3 名高级管理层人员，负责公司日常运营与管理。以下为沪江教育执行董事资料：

伏彩瑞：公司创始人、董事长、执行董事兼首席执行官，主要负责制定公司的整体策略及统筹本公司营运及管理。于 2005 年 3 月获上海理工大学硕士学位，主修外国语言学及应用语言学。于 2001 年 5 月，伏彩瑞先生创办了英语语言学习 BBS 小区沪江语林网，即沪江网的前身。于 2006 年，伏彩瑞先生联合创立本公司的前身上海语林网络技术有限公司，开始以商业模式营运沪江。于 2009 年，伏彩瑞先生联合成立沪江教育科技（前称上海互加文化传播有限公司）并自此担任公司董事长、执行董事兼首席执行官。

于杰博士：公司联合创始人、执行董事。于 2011 年 3 月 22 日获委任为执行董事，主要负责协助制定公司整体发展战略及统筹公司日常营运及管理。于 2009 年 6 月毕业于复旦大学，获东方管理学博士学位。



于 2013 年 6 月，于博士获授上海市青年五四杰出奖章。于 2015 年 1 月，于博士获授浦东新区两新组织团建工作「青年之友」的称号。

唐小浙：公司联合创始人、执行董事，主要负责协助制定本公司整体发展战略及统筹本公司日常运营及管理。于 2008 年 6 月获复旦大学软件工程硕士学位。于 2006 年 9 月至 2009 年 5 月在上海语林网络科技有限公司担任首席技术官。于 2009 年 6 月至今，一直担任沪江教育科技首席技术官。

作为深耕互联网教育行业近 18 年的老兵，公司融资历史丰富，自 2001 年共经历 9 轮融资，融资总金额达到 16 亿元。其中比较大的融资有 2014 年获得百度领投的 1.23 亿元 C 轮融资；2015 年 10 月获得约 10 亿元 D 轮融资，由汉能投资集团、皖新传媒、马赛基金、软银、中国民生投资、为顺基金、磐石资本、中汇金参与。2018 年 4 月获得了约 3.2 亿元 E 轮融资，由自贸区基金、赛富皖新、宁波弘翌、宁波有涵、上海沃黎参与。

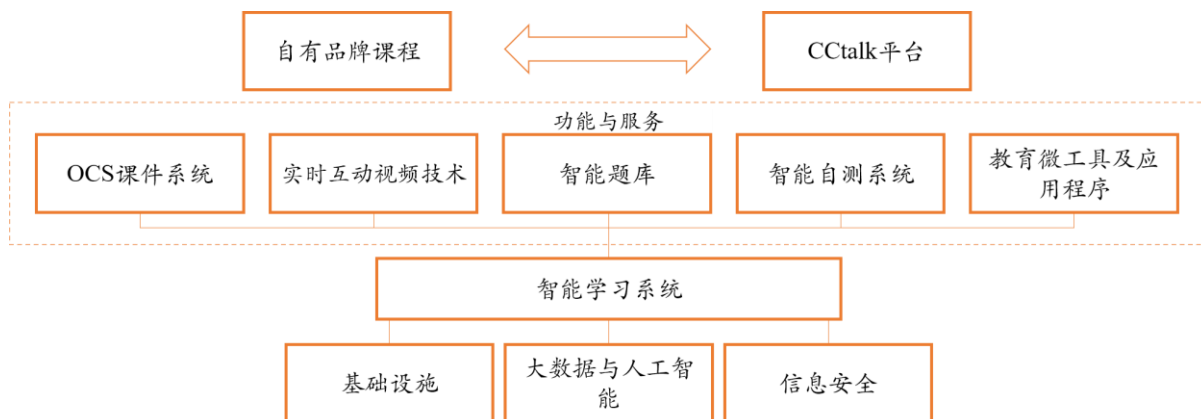
图表3 沪江共经历 9 轮融资

协议日期	轮次	投资者名称	投资金额 (万元)	隐含估值 (亿元)
2011 年 3 月	A 系列	陈金霞女士	3000	1.2
2011 年 11 月	B-1 系列	陈继武先生、蔡来兴先生及蔡雷先生	3000	4.9
2013 年 2 月	B-2 系列	互元投资、上海文化产业基金	5500	5.75
2013 年 5 月	B-3 系列	上海文化产业基金	1600	9.14
2014 年 4 月	B-4 系列	互元投资	3325	9.16
2014 年 9 月	C 系列	百度网讯	12300	30.75
2016 年 2 月	D-1 系列	安徽皖新、为顺资产、汉贸投资、兴旺投资、明世投资、麟毅投资、磐石裕番投资、善达投资、中汇金玖投资、金玖惠通投资、腾云投资、骅先投资、会凌投资、陈丽萍女士	98410	69.84
2017 年 12 月、 2018 年 3 月	D-2 系列	上海日赢、上海蒲笙	10000	52.91
2018 年 4 月	E 系列	自贸区基金、赛富皖新、宁波弘翌、宁波有涵、上海沃黎	31950	78.12

资料来源：招股说明书、广证恒生

1.2 业务简析：四大业务体系构造教育生态，“社区+工具+自有品牌课程+平台业务”提供多元化导流变现路径

根据招股书，沪江教育起源于校园论坛——沪江语林，通过商业化运作目前业务涵盖 K12、大学生、职场人员的综合性互联网教育平台。目前沪江旗下设有四大业务体系，包括学习资讯、学习工具、社群学习平台、优质课程平台，涵盖了语言、留学、升学、职场兴趣等内容。其中 2017 年 9 月，沪江宣布战略升级围绕教育生态重点发展两大业务：以沪江网校为主体的 B2C 业务和以实时互动在线教育平台 CCTalk 为主的平台业务。

图表4 沪江教育围绕教育生态重点发展两大业务：自有品牌课程 B2C 业务和 CCtalk 平台业务


资料来源：公司公告、广证恒生

B2C 业务方面，自有品牌课程分部依托“沪江网校”品牌，向 K12 学生、大学生和职场人员提供自有课程获取收入。截至 2018 年 8 月 31 日，沪江网校提供大学生课程、语言课程（英语除外）、英语交流技能课程和 K12 课程四大类超过 2000 门自有品牌课程，能够有效满足不同年龄段学员的应试与培训要求。经过多年努力，已形成一个包含可透过 PC 及移动端便利使用、获得的互联网教育产品及服务组合。

2017 年自有品牌课程分部付费学生人数达到 29.35 万人，实现营收 5.54 亿，其中大学生课程、语言课程（英语除外）和英语交流技能课程是营收的主要来源，分别占自有课程总营收 33.55%、33.38%、25.31%。

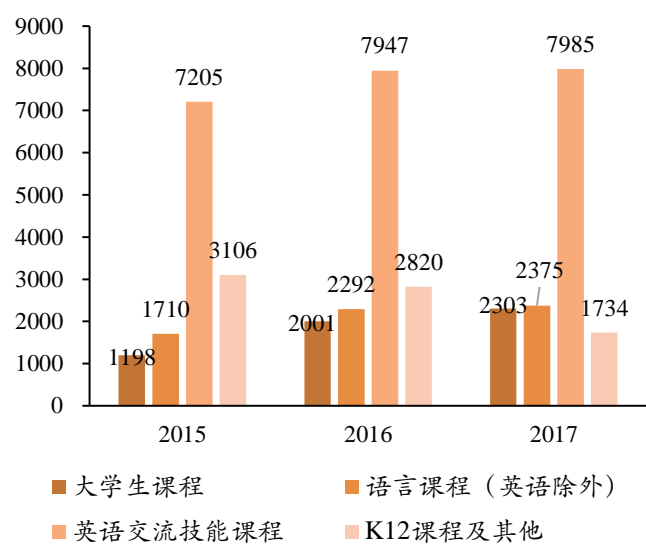
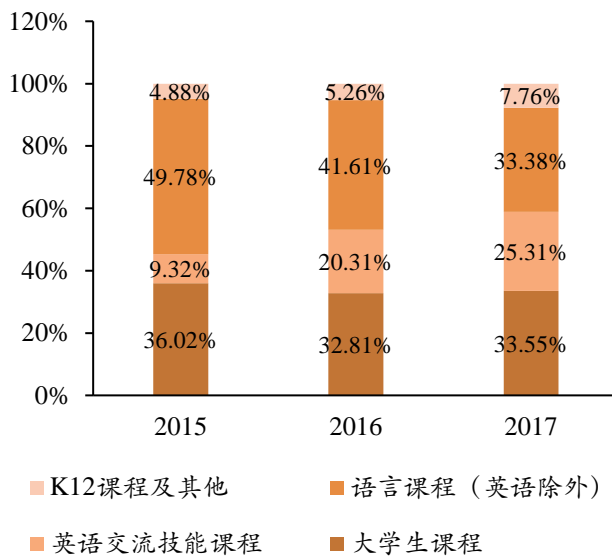
(1) 大学生课程：包括留学生资格考试课程、考研课程、基础英语和职业英语课程、金融和会计资格考试课程等。2017 年大学生课程付费学生人数达 12.36 万人，生均支出 2303 元，同比提高 15.07%。(2) 语言课程（英语除外）：主要面向成年学员，提供包括除英语外的 13 种外语培训课程，同时还提供包括广东话、上海话在内的中国方言培训课程。付费学生人数和生均支出近年来表现平稳，2017 年分别为 10.57 万人次、2375 元。(3) 英语交流技能课程：主要为学习英语为第二语言的学员开设，解决其工作和生活的需要，如口语练习、职场英语、旅游英语，是沪江全站客单价最高的业务，2017 年生均支出 7985 元。同时学生人次增长最为强劲，2017 年全年学生人数 3.69 万人次，同比增长 99.8%。(4) K12 课程：主要针对幼儿园至大学阶段前的儿童和学生，提供学科培训课程。K12 课程目前并非沪江的核心业务，2017 年学生人数仅 2.74 万人，生均支出仅 1773 元。

图表5 沪江提供四大类自有品牌课程

课程	主要内容	
大学生课程	留学生资格考试课程	SAT、雅思、GRE、GMAT
	考研课程	考研的科目
	基础英语和职业英语课程	大学英语四六级
	金融和会计资格考试课程	注册会计师考试、中国银行业从业人员资格认证、特许公认会计师公会考试、特许金融分析师、美国注册管理会计师认证考试、FRM、CCSP、CCFP；多种金融及投资产品专业知识和交易技能的培训课程
	职业教育课程	办公、图形软件、演讲及表达技巧，休闲活动、保健……

语言课程（英语除外）	13种外语、还有方言
英语交流技能课程	口语练习
K12课程	基础英语、语文及数学等

资料来源：招股说明书、广证恒生

图表6 语培和大学生课程构成自有课程业务收入 **图表7 沪江教育英语交流技能课程生均支出处于高位**
主要来源


资料来源：Wind，广证恒生

资料来源：Wind，广证恒生

平台业务方面，CCtalk 平台是沪江旗下的开放式教育平台，横跨知识分享和在线教育两大领域，对接在线教育的提供方和需求方。平台为各位网师提供完善的在线教育工具和平台能力，为求知者提供丰富的知识内容和一起学习的社群环境。客户主要包括教育机构、政府机关、企业客户、商户及自雇网师，提供的技术服务涵盖平台服务、收费技术服务、定制技术及增值服务。CCtalk 以其便捷多样的授课方式、强大的教学功能与营销工具、精准及时的网师后台服务，吸引网师和机构入驻，进行互联网教学获取收入。截至 2018 年 8 月 31 日的前 8 个月，CCtalk 平台平均月活跃用户数为 352.28 万，付费用户数 52.25 万，入驻的第三方商户及自雇网师 6.66 万。

CCtalk 平台上的挂网课程覆盖范围广泛，内容涵盖了语言类、职业教育、中小幼、艺术、美术、兴趣、公考、游学、IT 培训等十几个品类，包括应试科目、批判性思维、社交技巧培训及热门职业教育学科。教师根据学科的性质以视频直播或互动录播的方式进行教学。平台上挂网课程从截至 2016 年 12 月 31 日的 3.77 万门增加到截至 2018 年 8 月 31 日的 9.24 万门。

图表8 CCtalk 平台挂网课程覆盖范围广泛

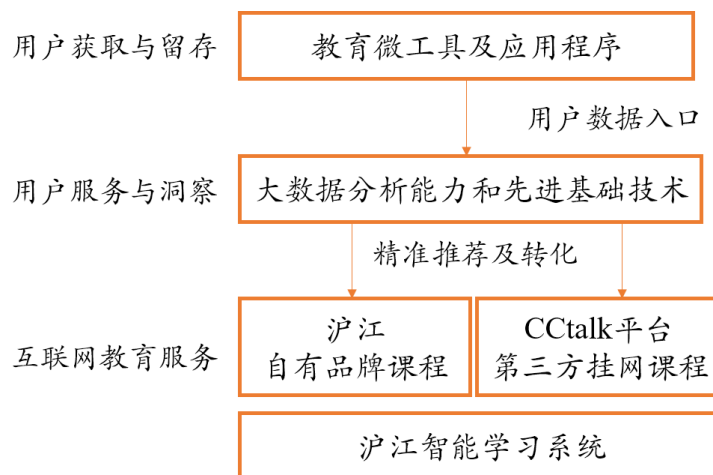
分类	内容
语言	涵盖英、日、韩、法等逾十种语言，专门为应试或培训而设。
职业技能	主要包括资格及认证应试课程，如公务员考试、律师资格考试、特许金融分析师考试及注册会计师考试。此外，亦有信息技术、批判性思维能力或社交技巧相关的技能培训课程。
文化与科学	音乐赏析、创造艺术、人文学科及科学、生活方式与爱好
K12	K12 学科培训课程，为家长及教师而设的教育心理学及教学技术课程。

资料来源：招股说明书、广证恒生

除了自有品牌课程业务和平台业务两大核心业务外，沪江还打造内容丰富、媒介多样的产品矩阵，满足教育行业不断变化的技术规格及多样化的市场需求。沪江经营学习资讯（沪江网）、学习工具（沪江开心词场、沪江听力酷、焦糖阅读、天天练口语等应用程序）、学习社区（沪江社团）等创新性业务，满足用户碎片化学习需求。同时与自有课程与平台业务构成全方位的互联网教育产品及服务体系，满足教育行业不断变化的技术规格及多样化的市场需求。

学习资讯、学习工具、学习社区和学习平台四大业务体系提供了多元化产品与服务组合的同时，也为沪江打造了多元化、具备高增长度的导流变现路径。首先，学习资讯、学习工具、学习社区能够充当高效营销工具，提高品牌知名度，为沪江提供庞大的潜在学员基础，兼具导流和变现作用。（1）学习资讯、学习工具、学习社区满足作为流量入口，准确为沪江获取庞大具有潜在购课需求的用户人群。于2017年12月，沪江的教育微工具及应用程序的月活跃用户达4050万名。（2）同时作为沪江一般课程的补充，为用户提供全方位沉浸式的学习体验，增强用户粘性，吸引潜在用户及留住现有用户用户继续使用平台，从而增加转化为付费用户的可能。例如于2015年、2016年及2017年，分别约1.3%、4.9%及8.9%的沪江开心词场用户在使用该应用程序后购买沪江的自有品牌课程，包括正式课及体验课。（3）沪江还尝试通过付费订阅模式向教育微工具及应用程序用户收费，截至2018年8月31日止8个月，该种营运模式产生的收入约为人民币480万元。第二，依托沪江良好的品牌影响力，沪江通过自有品牌课程业务和CCtalk平台业务实现先进教育技术和庞大用户基础的进一步导流变现。其中自有品牌课程业务通过提供面向各年龄段人群、四大门类近2000门自有品牌课程获取收入，贡献沪江2017年约99.8%的营收。CCtalk平台对接政府部门、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，进一步基于庞大用户基数的变现。

图表9 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

1.3 财务简析：销售、研发费用高企致净亏损扩大，成本控制良好助毛利率提升

付费学生人数与客单价的增长共同拉动营收高速增长，其中自有课程分部贡献99.8%。公司2015年-2017年公司营收保持高速增长，分别为1.85亿元、3.4亿元、5.55亿元，同比增速达到83.71%、63.41%，

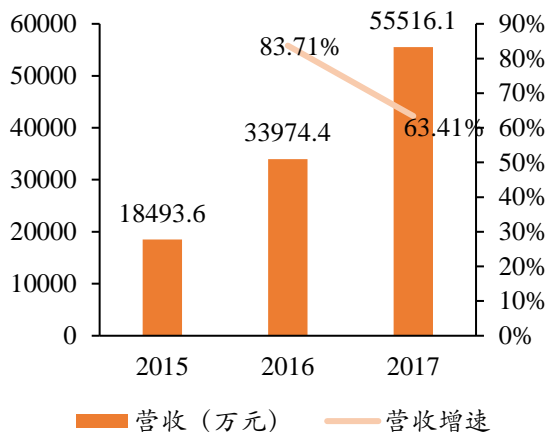
敬请参阅最后一页重要声明

证券研究报告

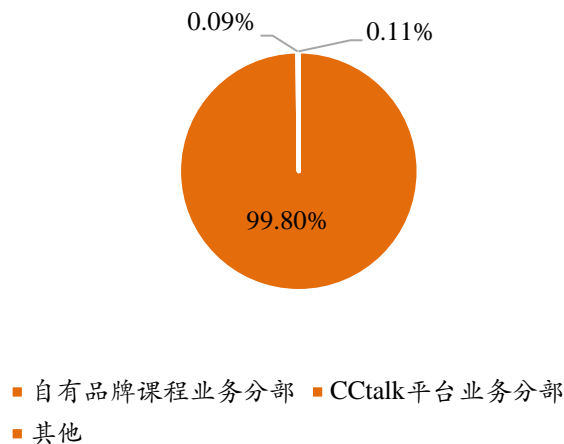


主要系自有课程保持高速增长，2017年占总营收99.8%。公司努力改进学习体验和课程效果，付费学生人数和生均支出双重增长拉动。公司的CCtalk平台业务及其他业务尚处于发展初期，自2017年起开始获取收入，2017年营收分别占总营收的0.09%、0.11%。

图表10 公司营收保持高速增长



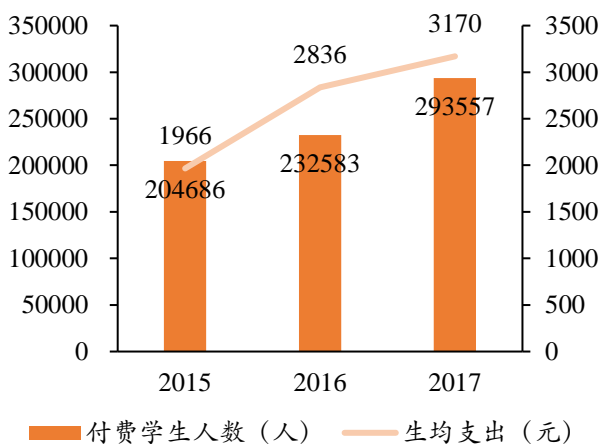
图表11 自有课程业务贡献公司2017年99.8%营收



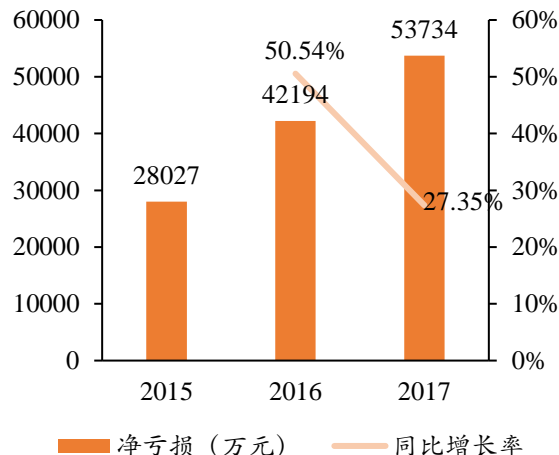
资料来源：招股说明书、广证恒生

资料来源：招股说明书、广证恒生

图表12 公司付费学生人数和生均支出逐年上升



图表13 公司净亏损持续扩大



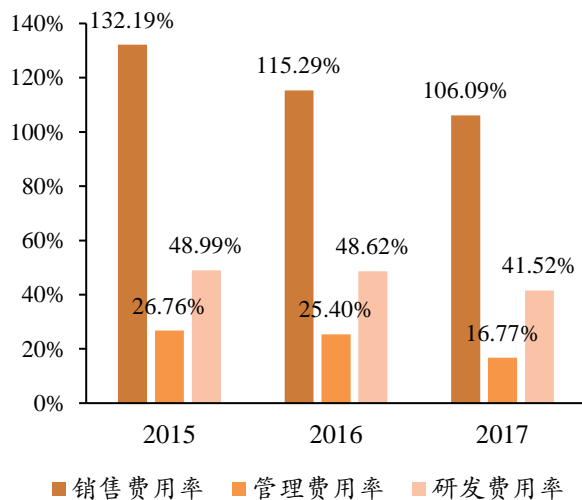
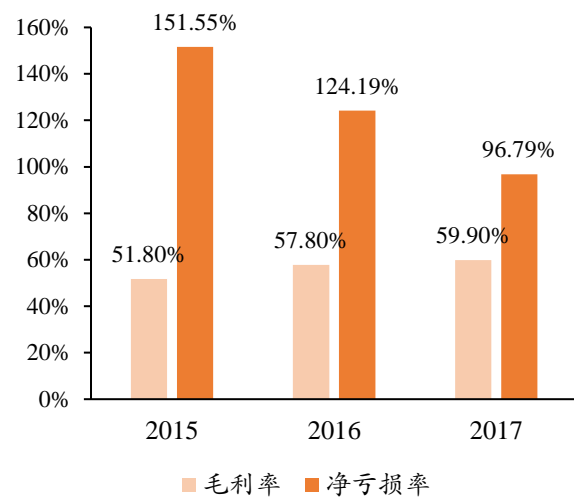
资料来源：招股说明书、广证恒生

资料来源：招股说明书、广证恒生

净亏损持续扩大，近三年累积亏损达12.4亿，但同比增速明显放缓。受到获客成本高及付费转化率低的桎梏，在线教育行业目前普遍处于亏损状态，已上市的六家在线教育企业中只有两家实现了盈利。沪江近三年净亏损额持续扩大，分别为2.8亿元、4.22亿元、5.37亿元，净亏损同比增速明显放缓，分别为50.54%、27.35%。净亏损的主要原因是：(1)为配合有关人工智能及CCtalk平台的发展策略，持续扩充技术研发团队带来研发费用增长；(2)广告及推广开支增加，以提高知名度，尤其自2015年起，公司先后聘请明星代言旗下课程；(3)扩充销售及营销团队，尤其自2016年起推出各种VIP及旗舰课程。预计随着营销推广和研发投入的加码，公司的净亏损将延续。截至2018年8月31日的8个月，公司净亏损达到8.63亿元，同比扩大176.36%。

销售费用率和研发费用率高企，三费率均呈下降趋势。销售费用率过高是在线教育培训企业亏损的主要原因之一。沪江销售费用率处于高位但持续下降，2015-2017年分别为132.19%、115.29%、106.09%。

主要系公司营销及销售效率的提升，同时一定程度上说明通过前期大力品牌推广及改善课程体验、效果，沪江积累的口碑及用户基础起到了付费转化作用。公司的管理费用率也持续走低，从2015年的26.76%下降至2017年的16.77%，一定程度上反应运营效率的改善。研发费用率稳中有降，2015-2017年分别为48.99%、48.62%、41.52%，主要系技术及产品逐渐成熟及营收的持续放量。但后续公司将持续加码研发投入，预计研发费用率将趋于平稳。

图表14 公司三费率逐年下降

图表15 公司毛利率逐年上升，净亏损率有所改善


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

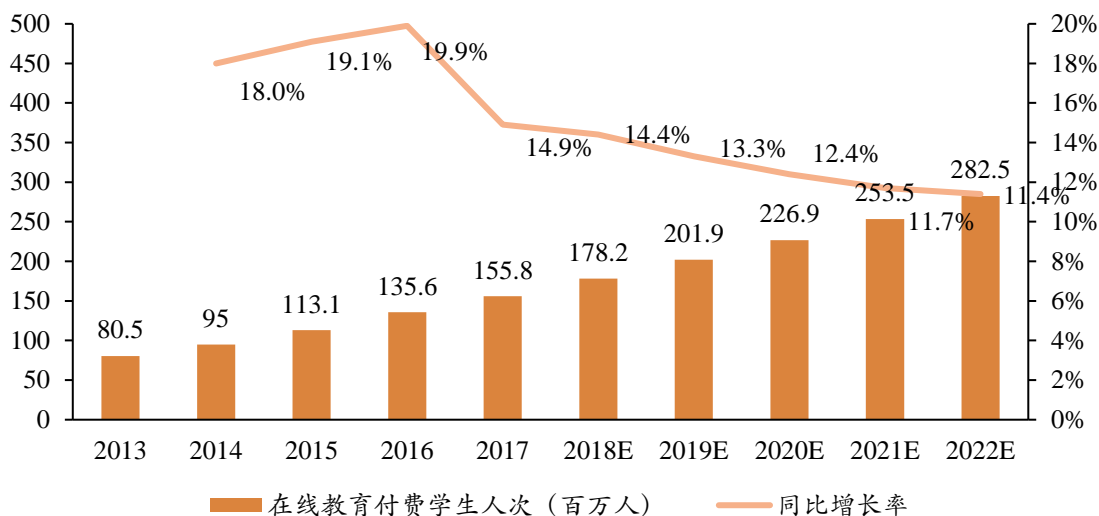
受益于公司营收高速增长及在成本控制的努力，公司毛利率逐年上升，2015-2017年毛利率分别为51.8%、57.8%、59.9%。近年来公司实现了良好的成本控制，营业成本增速放缓，2016、2017年分别为60.77%、55.40%。对营业成本进行拆分，教职工薪酬和其他营业成本同比增速放缓，2016、2017年分别为49.13%、23.71%；课件成本超高速增长，2016、2017年同比增速分别为94.23%、114.16%，主要原因是公司自有品牌课程业务不断扩张需要制作新课件，同时说明对教学内容的重视加大，内容提高竞争力。由于上述原因，公司净亏损率保持高位但有所改善，从2015年的151.55%下降至2017年的96.79%。

2. 教育科技市场：规模千亿且高速增长，获客成本高企、付费转化率低成行业痛点

2.1 行业概况：教育科技市场规模已达千亿，竞争格局高度分散

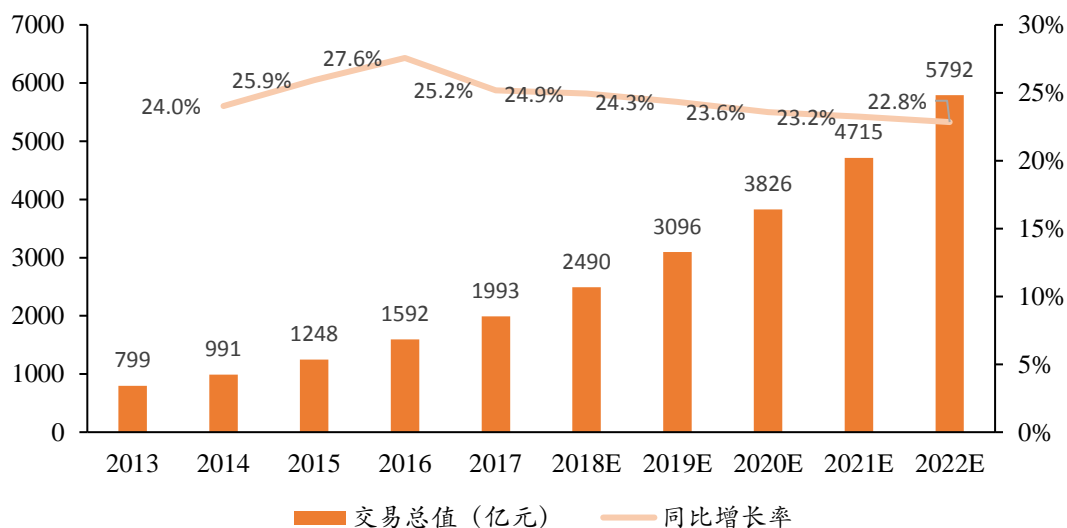
在线教育付费学生人次已达1.56亿人，千亿市场规模已经来临。在政策支持下，技术、市场、资本三向推动在线教育市场千亿市场规模。根据弗若斯特沙利文的数据统计，按学员人数算，从2013年8050万人增长至2017年1.56亿人次，年复合增长率高达17.9%；2022年学生人数将达到2.83亿人，自2017年的年复合增长率将为12.6%。按交易总值计算，中国教育科技市场规模从2013年799亿元增长至2017年1993亿元，年复合增长率为25.7%；预计2022年增长至5892亿元，年复合增长率将达23.8%，增长远高于线下教育市场。

图表16 2013年-2022年（估计）中国在线教育市场付费学生人次及增长率



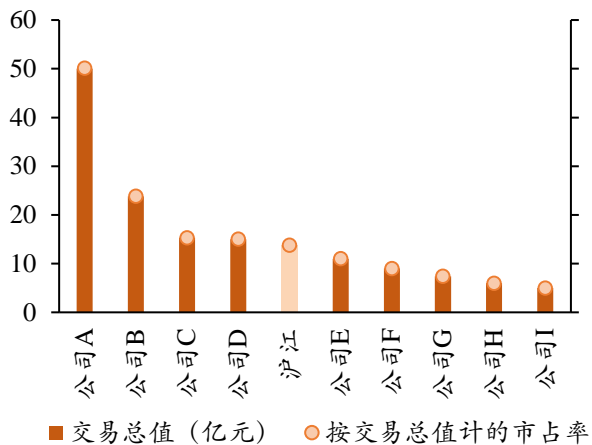
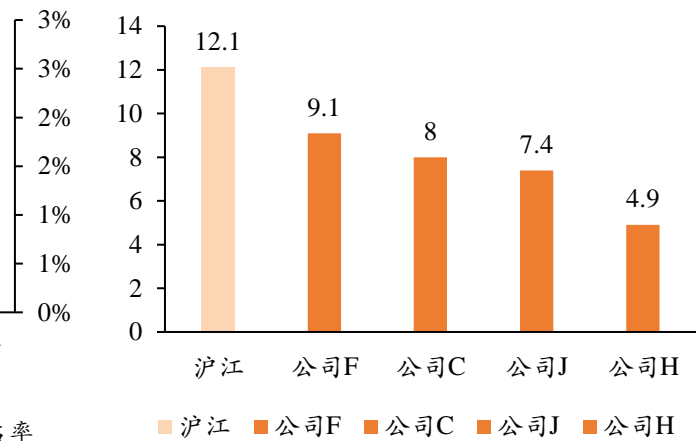
资料来源：弗若斯特沙利文、广证恒生

图表17 2017年在线教育市场规模达到1993亿元



资料来源：弗若斯特沙利文、广证恒生

行业竞争格局高度分散，大部分在线教企处于亏损状态。根据弗若斯特沙利文统计的2017年前五大综合在线教育公司市占率的情况，我们发现目前在线教育市场高度分散。前五大综合在线教育公司的总营收为16.12亿元，合计市场份额为1.67%。其中沪江2017年营收为5.55亿元，营收规模排名第二，但市场份额也仅占0.58%。按交易总值计，2017年中国教育科技市场前五大教育科技公司占市场交易总值5.92%，其中沪江2017年交易总值13.8亿元，在教育科技公司中排名第五；按平均月活跃用户数计，沪江2017年MAU约1210万人，在教育科技公司中排名第一。

图表18 按 2017 年交易总值计沪江排名第五

图表19 按 2017 年 MAU 计沪江排名第一


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

注：交易总值指根据已售课程报价的总金额

2.2 行业痛点：获客成本高企、付费转化率低是企业亏损的症结所在

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11月通过上市聆讯，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。

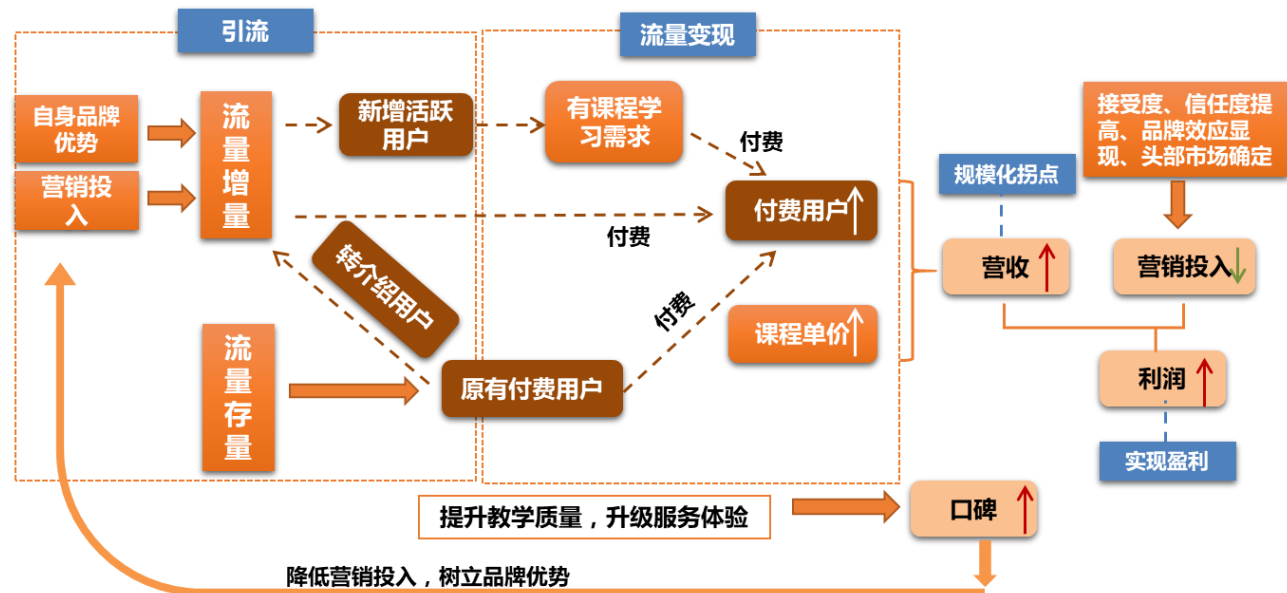
从在线教育的商业逻辑出发，其核心环节包括两个节点：流量的引入、流量的变现。

(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，本质上是以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。

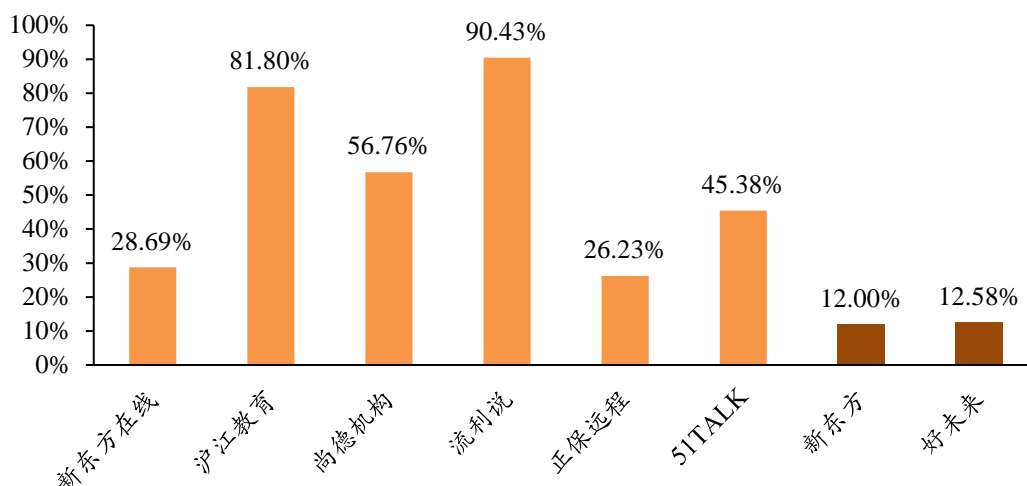
图表20 在线教育培训企业商业模式一览



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，抢占流量高地的阶段。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21 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。

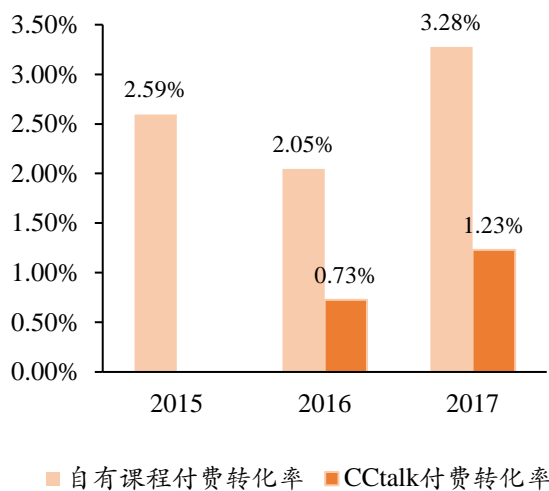
图表22 付费用户转化率不高

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%

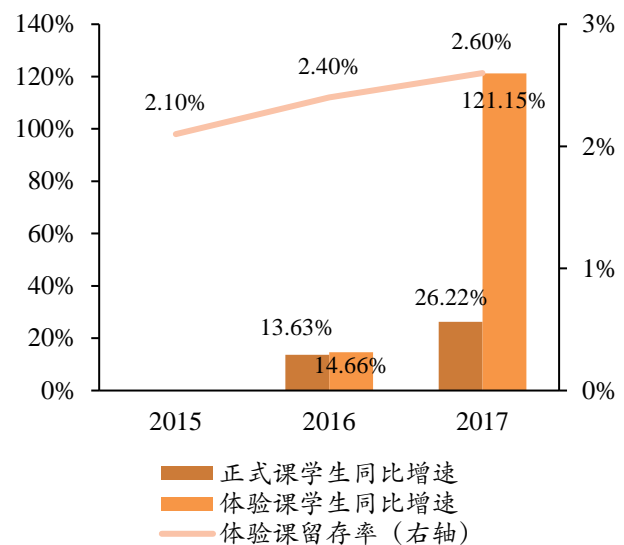
资料来源：招股说明书、广证恒生

沪江教育同样面临付费用户转化率低的行业共性问题，体验课学员人数大幅增长但留存效果较低，获客成本高企。近年来，沪江教育的付费转化率略有增长但均处于较低水平，2017 年自有课程付费转化率（平均月付费用户/平均月活跃用户）为 3.28% (+1.32pct)，CCtalk 业务付费转化率为 1.23% (+0.51pct)。2017 年沪江教育的体验课学员人数同比增长率高达 121.15%，与此同时其正式课学生人数同比增速仅 26.22%，远低于体验课学生人数同比增速。体验课留存率保持小幅增长但仍处于低位，2015-2017 年分别为 2.10%、2.40%、2.60%。转化率低的后果是获客成本高企，沪江教育 2017 年每人获客成本为 2031 元，近三年 CAGR 约 18%。

图表23 2017年沪江教育付费转化率略有增长



图表24 沪江教育体验课学生人数大增但留存率低



资料来源：招股说明书、广证恒生

注：交易总值指根据已售课程报价的总金额

付费转化率=平均月付费用户/平均月活跃用户

资料来源：招股说明书、广证恒生

3.核心竞争力：流量与技术优势铸造竞争壁垒，通过“平台+投资”构建互联网教育生态系统

沪江教育深耕教育科技行业近 18 载，经历时间积淀已成拥有核心竞争力的全国教育科技企业龙头。我们认为公司的亮点体现在以下三方面：(1) 沪江以社区起家，在用户流量、教育技术及品牌影响力方面的丰富积累为其铸造相对牢固的底层模型，从而树立竞争壁垒。依托良好的品牌影响、先进的教育技术和海量优质数据，享受中国教育技术行业的高速发展的红利。(2) 沪江教育的产品体系覆盖广泛、媒介多样，面向人群覆盖全年龄段，用户粘性进一步提升。同时还为其打造了多元化的导流变现路径，充分发掘增长潜力。(3) “平台+外延投资”多赛道布局有望促进与自有品牌课程业务协同互补发展，通过构建互联网教育生态系统打开更大的成长空间。

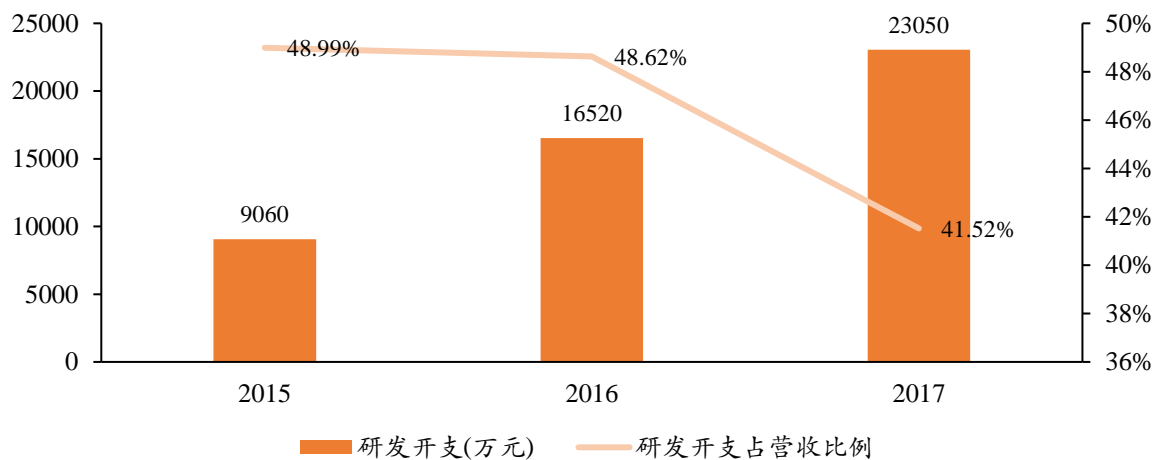
3.1 深耕教育科技行业 18 载，流量、技术、品牌积累铸就竞争壁垒

沪江以社区起家，拥有近 18 年的教育技术行业发展经验，在用户流量、教育技术及品牌影响力方面的丰富积累为其铸造相对牢固的底层模型，从而树立竞争壁垒。截至 2018 年 8 月 31 日，沪江累积注册用户高达 1.86 亿，同时 2017 年沪江教育平均月活跃用户数达 1210 万人，位居全国教育科技行业第一位。庞大并且具有高活跃度的用户群体一方面为沪江教育提供了良好的变现基础，另一方面则为沪江教育积累了海量优质的学习行为数据，帮助沪江获取可以运用在多个业务领域的有价值的信息。例如市场趋势和用户偏好，从而准确地对课程进行改进、创新和开发。

同时沪江紧跟互联网技术发展趋势，不断创新升级互联网教育技术、优化信息基础设施和信息安全系统，奠定坚实技术基础，从而驱动产品创新、提升运营效率。公司十分重视研发投入，2015-2017 年研发

开支分别为 9060 万元、1.65 亿元和 2.31 亿元；同期研发费用率保持高位，分别占公司总收入 48.99%、48.62%、41.52%。沪江建立了一支由近 600 名人才组成的技术团队，通过优化基础设施、构建强大的信息安全系统支持业务增长、确保运营稳定性。其更与沪江的教学研究和业务团队紧密合作，对大数据分析系统和人工智能技术在教学和运行中的应用进行多层次的开发和优化。例如沪江已成功构建覆盖“教、学、练、测”关键场景的智能学习系统，包括 OCS 课件系统、实时互动视频技术、智能题库、智能自测系统等技术产品，将其嵌入自有品牌课程与 CCtalk 平台业务中，为沪江开发出极具特色的产品；通过大数据分析对用户学习行为进行识别和分析，为销售团队精准识别和推荐具有购课需求的客户，帮助教研团队分析用户需求和市场趋势以研发和创新课程内容，从而提高运营效率，以技术驱动产品创新。

图表25 公司研发开支不断增长，研发费用率保持高位



资料来源：招股说明书、广证恒生

在市场需求、资本、政策、技术等多重因素的驱动下，中国互联网教育行业保持高速增长。根据弗若斯特沙利文资料，按交易价值计，2017 年中国教育科技市场规模达人民币 1993 亿元，预计 2022 年将达到 5792 亿元，2017-2022 年预计复合年增长率达到 23.8%。沪江依托其在用户流量、技术等方面的长时间积累，拥有先进的教育技术和海量优质数据，并树立了良好的品牌影响力，有助于其在中国互联网教育行业高速发展中获益。

3.2 产品体系覆盖广泛提升用户粘性，多元化导流变现路径赋予高增长潜力

沪江教育的产品体系覆盖广泛、媒介多样，面向人群覆盖全年龄段，用户粘性进一步提升。沪江旗下设有四大业务体系，包括学习资讯、学习工具、社群学习平台、优质课程平台；课程和服务内容涵盖了语言、留学、升学、职场兴趣，能够有效覆盖从幼儿、K12 到大学生、研究生和职场人员对不同科目下应试与培训的产品需求。沪江已形成全方位的互联网教育产品及服务组合，可高效地延长潜在或现有用户在平台上学习的时间、快速察觉用户偏好和市场趋势并对产品服务进行改善，用户粘性进一步提升，平均月活跃用户数量从 2015 年 3240 万人增长至 2017 年 3977 万人，年复合增长率约 10.79%。

沪江全方位的产品体系同时还为其打造了多元化的导流变现路径，充分发掘增长潜力。首先，沪江的学习社区、资讯平台及学习工具形成了内容丰富、媒介多样的免费产品矩阵，作为流量入口吸引和培养具



有潜在购课需求的用户；同时通过满足用户碎片化学习的需求，作为沪江一般课程的补充，增强课程吸引力，从而提升付费用户转化率。沪江的教育微工具及应用程序 2017 年平均月活跃用户达 2772 万名；在 2015 年、2016 年及 2017 年，分别约 1.3%、4.9% 及 8.9% 的沪江开心词场用户在使用该应用程序后购买沪江的自有品牌课程，包括正式课及体验课。此外，沪江还尝试通过付费订阅模式向教育微工具及应用程序用户收费，截至 2018 年 8 月 31 日止 8 个月，该种营运模式产生的收入约为人民币 480 万元。

第二，依托沪江良好的品牌影响力，沪江通过自有品牌课程业务和 CCtalk 平台业务实现先进教育技术和庞大用户基础的进一步导流变现。其中自有品牌课程业务提供四大门类近 2000 门自有品牌课程，贡献沪江 2017 年约 99.8% 的营收。并且随着学习体验和课程效果的不断改善，付费用户数和客单价持续拉动自有品牌课程营收高速增长，2016、2017 年同比增速达到了 83.67%、63.11%。CCtalk 平台对接政府部门、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，进一步基于庞大用户基数的变现。2018 年前 8 个月 CCtalk 平台 MAU 达到 352 万人，已拥有 3312 家商户和 63337 名自雇网师，导流势头良好。多元化的教育产品组合和具备高增长度的导流变现路径有助于公司及时把握不同课程市场需求波动带来的时机，保持增长动力。

3.3 “平台+投资”促协同发展，构建互联网教育生态系统打开更大的成长空间

沪江经过近 18 年的发展形成了相对牢固的底层模型，同时其面临对丰富的产品矩阵带来的巨大流量转化能力不高等难题。对于沪江来说，“平台+外延投资”多赛道布局有望促进与自有品牌课程业务协同互补发展，通过构建互联网教育生态系统打开更大的成长空间，其好处主要有以下两点。第一，多赛道外延投资布局和发展 CCtalk 平台一方面能够将沪江的技术、运营和流量等优势输出，赋能教育机构和网师；另一方面如果能够助推转化率提升，将进一步提振成长空间和盈利能力。第二，通过外延投资方式多赛道布局能够避免精力过于分散，聚焦主营业务；同时鉴于教育行业垂直、细分的特点，前瞻布局更多的互补细分赛道，有望充分利用品牌效应满足学生多元化的需求，能够发挥业务间协同作用，强化其护城河。

对于平台业务而言，CCtalk 虽然短期对业绩贡献不大，但如果商业模式跑通未来的想象空间巨大。截至 2018 年 8 月 31 日，沪江累积注册用户达 1.86 亿人，仅凭自营课程业务已不能充分消化且存在付费转化率较低等行业痛点，于是通过第三方挂网课程来转化用户，挖掘流量价值成为可选之策。从课程的丰富度上看，CCtalk 在泛教育领域的丰富度远超沪江自营课程业务，涵盖了英语、日语、韩语、公考、求职、生物、奥数、物理、音乐、星座、游学、厨艺、IT 培训等 4 大品类 50 多个子品类。2018 年前 8 个月 CCtalk 平台 MAU 达到 352 万人，已拥有 3312 家商户和 63337 名自雇网师。从平台能力上看，CCtalk 基于沪江多年积累的品牌影响力、庞大的用户流量、技术解决方案和全方位的包装推广，CCtalk 能够助力实力网师塑造强势 IP，打造一个吸引全品类的在线教育平台。如果平台能够为入住的网师团队创造更高的收入，反过来将强化实力网师对平台的依赖性和示范效应，越多名师和内容入驻吸引更多的需求和用户，其付费能力转化为 CCtalk 平台课程的变现能力，最终形成一个良性循环。机遇与挑战并存，目前平台类在线教育企业还没有一家已经实现商业模式跑通的成功案例，领跑企业大多仍在尝试。

对于投资业务而言，沪江自 2016 年起开启高密度投资布局，从其先后的投资内容来看，沪江主要围绕语培、考研、IT、STEAM 几个方向的细分领域。一方面不断巩固自身核心大学生课程及语培业务，另

一方面延伸教育产业链，向 STEAM 教育、K12 等细分领域进一步延伸，补足业务短板，发掘未来业务潜在增长点。除了对投资标的进行资金支持外，沪江更紧密围绕双方优势实现资源互补和业务合作，共同参与教育的深度互联网化中。平台战略与基于协同作用的多维投资布局一方面可以在流量、教研、技术上相互借鉴和合作；另一方面可以相互补充、相互促进，最终致力于打造一个良性共享的教育生态圈。

图表26 沪江教育近三年进行高频多维的投资布局

分类	投资标的	时间	投资金额	轮次
K12	有氧英语	2016 年 12 月	数千万元	A 轮
	海风教育	2016 年 7 月	数千万元	A+轮
大学生及职业教育	方圆众合教育（司考培训）	2017 年 8 月	约 3000 万元	A 轮
	boolan（IT 互联网教育平台）	2016 年 10 月	未披露	Pre-A 轮
	学无国界（留学生跨境服务平台）	2016 年 9 月	数千万元	A 轮
	研途考研	2016 年初	近千万元	Pre-A 轮
STEAM	湃乐思教育（在线艺考培训）	2017 年 6 月	数百万元	天使轮
	小音咖（互联网音乐学校）	2017 年 3 月	数百万元	Pre-A 轮
英语交流技能	ABC360（青少儿英语外教一对一）	2017 年 4 月	数亿元	B+轮
	大嘴外教	2016 年 12 月	数千万元	Pre-A 轮
	italki	2016 年 6 月	300 万美元	A 轮
语言培训（英语除外）	玛瑞欧教育（对外汉语培训）	2017 年 10 月	数百万元	未披露
	首尔教育	2016 年 9 月	数百万元	天使轮
其他	见教传媒（教育传媒）	2017 年 1 月	数百万元	天使轮

资料来源：鲸媒体、广证恒生

4. 风险提示

(1) 政策不确定性风险。近年来，国家对教育各细分领域加强整顿和管理力度，规范政策频出，监管迈入常态化，在线教育也不例外。如 2018 年 4 月 20 日，教育部发布《中华人民共和国民办教育促进法实施条例（修订草案）》（征求意见稿）。根据该征求意见稿，利用互联网技术实施 K12 教育及培训活动以及职业资格或技能培训活动的实体，应取得民办学校办学许可证。此类规定可能对沪江教育的 K12 及职业教育课程相关业务产生影响。

(2) 在线教育课程及服务质量把控不佳风险，对口碑产生负面影响。在沪江自有品牌课程业务及平台业务快速扩张的同时，其课程及服务质量管理难度也随之增加，可能存在部分在线教育课程及服务质量把控不佳等问题。近年来网络上出现一些关于沪江课程及服务质量负面报道，可能对沪江的品牌和业务产生一定的负面影响。如近期微信公众号文章《估值过 70 亿的沪江网校快上市了，可我 70 个人的班级，只剩下了 7 个人……》对沪江体验课与正式课差别大、课程学员活跃度不高、销售诱导购买与用户能力不匹配的课程、虚假宣传、退费难等问题提出质疑，阅读量一天内突破 10 万。沪江教育随后在“沪江留声机”的官方公众号上进行了回应。根据企查查数据，截至目前 2018 年沪江涉及学员退费诉讼共 33 起。



(3) **平台变现效果不及预期风险。**首先，平台马太效应明显，较晚起步的 CCtalk 平台面临较早布局平台业务的腾讯课堂、网易云课堂等竞争对手。其中 2017 年腾讯课堂每周上课人数超过 100 万人，平台入驻机构超过 4 万家。腾讯课堂对优质在线教育机构进行扶持和激励，服务费分成比例在 10%；网易云课堂则不参与由机构自身带来的流量的分成。对比市场上主要互联网教育平台，CCtalk 分成模式和激励优质课程的机制并不具有绝对优势。根据招股书，其分成比例在 30-50%，分成比例较竞争对手偏高。其次，平台型教育企业是否能构建健康的盈利模式还有待验证，需要持续观察。平台型产品大多采用广告费和交易佣金变现，本质上是以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，但教育培训产品本身低频、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。

(4) **持续亏损风险。**中国在线教育行业发展迅猛、高度分散且竞争激烈，获客成本高企及付费转化率低导致在线教育企业普遍亏损，已上市的六家在线教育企业中只有两家实现了盈利。沪江教育也同样面临获客成本高企及付费转化率低等行业共性。沪江教育 2015-2017 年净亏损额持续扩大，分别为 2.8 亿元、4.22 亿元、5.37 亿元，净亏损率分别为 151.55%、124.19%、96.79%。截至 2018 年 8 月 31 日的 8 个月，公司净亏损 8.63 亿元，亏损同比扩大 176.36%。预计公司在该行业将面临长期激烈竞争，持续加码营销推广及研发投入，这可能导致在未来的一段时间内公司大额亏损延续，是否能够扭亏为盈还需持续观察。

(5) **估值定价风险。**持续亏损的“独角兽”类企业较难采用传统上市公司的估值方法对其进行估值，一级市场和二级市场对其定价也可能存在不同的标准和维度。截至 2018 年 4 月，沪江教育上市前的最后一轮估值达 78.12 亿元，而截至 2018 年 8 月 31 日的 8 个月，公司营收 4.36 亿元，同比增长 27%；净亏损 8.63 亿元，亏损同比扩大 176.36%。其估值水平与其发展阶段是否匹配，公司上市后定价将面临二级市场的检验，存在估值定价风险。

数据支持：苏珂



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、早幼教、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

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。