



少儿英语系列（线上篇）：渗透率提升促市场扩容，新

机遇就在下沉市场！

2019.12.04

	黄莞（分析师）	田鹏（分析师）
电话：	020-88832319	020-88836115
邮箱：	huangguan@gzgzhs.com.cn	tian.peng@gzgzhs.com.cn
执业编号：	A1310517050001	A1310519080001

摘要：

● 少儿英语培训行业前景广阔，下沉市场增量市场空间巨大

(1) **市场空间**：2018 年在线少儿英语市场空间约 280 亿，未来渗透率仍存较大提升空间。渗透率每提升 1%，市场空间扩容 64 亿元。一方面，整体在线教育渗透率在 2017-2019 年迈过关键拐点，未来 2-3 年仍将处于快速上升周期；另外一方面，我国整体少儿英语渗透率仍处于低位，尤其是低线城市未来增量市场空间广阔。

(2) **竞争格局**：当前在线少儿英语主要成熟玩家主要集中在 1V1 赛道，呈现出“1 超多强”局面，VIPKID 率先脱颖而出，后续跟随者包括阿卡索、VIPJr、51Talk、DaDa 等。与市场普遍认为的“格局基本稳定”的主流观点不同，我们认为当前的一线城市整体格局确实已处于较为稳定的状态，但从整个在线少儿英语市场的维度而言，渗透率在快速提升，下沉市场空间仍在不断扩容，三线及以下低线城市线下培训资源不足及用户学习方式的变迁给在线模式带来历史性机遇，更具性价比的国际外教 1v1 及美教小班课模式有望在增量空间上抢占更多市场份额。

● 在线少儿英语行业趋势判断：教学质量是关键，运营效率是重点

(1) **师资选择**：国籍无分优劣，回归教学服务质量是关键。欧美外教的认同感更多的是国内消费者的心智认知所致，大部分企业更是把纯欧美外教作为营销点加以强化。我们认为质优无分国籍，好老师才是根本，随着消费者认知的逐步提升，良好的教学效果及服务体验才是家长及用户的长期核心关注点。对于机构而言，核心则在于如何构建多维度招聘筛选及培训机制来控制师资质量，并与成本方面达成长期可持续的平衡。例如，主打国际外教的阿卡索利用多国籍组合的形式来降低外教授课成本，利用严格筛选机制及全职管理形式把控师资质量，从而提高课程性价比，增加用户上课频次，进而保障用户的学习效果。根据公司披露，其课均价可低至 20 元/节，用户月均上课次数可达 24 节，为所有对标企业频次最高。

(2) **模式选择**：1 对 1 or 班课？比拼运营效率才是核心。从财务模型上来看，国际外教或泛外教 1v1 优势在于通过不同国籍的师资配比而达到较低的师资成本及统一管理招聘等带来规模效应，而美教小班的优势则是利用生师比的放大来降低师资成本。从运营难度上来看，1v1 模式经过多年迭代目前产品已处于较为成熟的状态，而小班课本身在排班、满课、交互等方面天然运营难度较高。从代表企业的核心运营数据来看，主打国际外教 1v1 模式的阿卡索整体毛利率可达 65%-75%，退费率仅 2%，并保持了持续的正向经营现金流。

相关报告

- 1、少儿英语系列（线下篇）：刚需铸就千亿赛道，证券化窗口开启-20190808
- 2、首部促进在线教育发展意见出台！-20190930
- 3、3 大维度剖析最新校外在线培训规范意见-20190715
- 4、“社交+”视角下在线教育的未来推演-20190711
- 5、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
- 6、“窥斑见豹”——从 6 家上市在线教育企看行业盈利逻辑-20181115

- **投资逻辑：建议关注已经实现规模化的各细分头部企业，特别重点关注本轮下沉机遇**

(1) **在线教育规范意见逐步落地，关注规范化经营的头部企业。**随着在线教育行业规范政策的逐步推进，一方面是师资、课程内容等一系列的规范性要求，另外一方面是预收款的长度限制，两者将提高在线教育供应链端的复杂程度和整体的竞争门槛。同时，在头部企业已经实现规模化，竞争加剧使得行业流量价格持续抬升的背景下，整个在线教育行业的短期内出清将明显提速，长期来看将直接利好规范化经营的头部机构。

(2) **重点关注下沉市场机会。**国际外教或泛菲教 1 对 1 的优势在于财务模型更加健康，且产品模型相对成熟，高性价比，大排课量，更优秀的财务模型，在下沉市场具有更强的竞争力，我们预计其将在本轮下沉市场争夺战中率先受益，成功加速抢跑。如果能保持较高的满班率和续费率，美教小班课的理论财务模型更优，但产品模型更为复杂。从产业链调研情况来看，当前业内机构满班率和续费率效果大多还不太佳，这和模式整体处于早期阶段相关，目前大部分企业收入仍处于爬坡期。现阶段小班课也同样面临获客成本高企难题，依靠转介绍决定了需要积累品牌口碑、业绩放量速度较慢的获客模式，正如小班课的发展速度远没有市场预期像一对一那么快爆发一样，小班课发展过程中的运营问题及其难度远比预期高。

(3) **核心关注指标：**财务层面重点关注毛利率指标，尤其关注首单盈利能力；运营层面重点关注续费率及获客成本，及其余延伸指标如用户 LTV、退费率、完课率等。

建议关注：阿卡索、51Talk、VIPKID、久趣英语。

- **风险提示：非上市企业数据披露不完全、市场竞争加剧、政策推进的不确定性、盈利能力风险**



目录

导语.....	5
1.需求端：渗透率提升进行时，在线少儿英语培训市场空间广阔.....	5
1.1 用户画像：一二线城市用户占比近八成，提升成绩和综合素质并重.....	5
1.2 驱动因素：技术成熟叠加政策驱动，在线少儿英语快速发展.....	6
1.2.1 技术成熟：“互联网+直播”助力青少儿英语教育线上突围.....	6
1.2.2 政策驱动：在线教育政策+中高考改革利好，在线素质英语教育.....	8
1.3 行业空间：2018年在线少儿英语市场空间约280亿，未来渗透率仍存较大提升空间.....	11
2.供给端：竞争格局尚未稳定，下沉市场存巨大增量空间.....	13
2.1 商业模式梳理.....	13
2.1.1 授课模式：主流模式包括1v1及小班课两大产品类别.....	13
2.1.2 招生销售模式：线上线下获客结合，口碑传播转化率最高.....	14
2.1.3 教学体系：国际化结合本土化研发多样课程体系.....	15
2.1.4 师资体系：严格筛选培训和定期质检保证教师质量.....	16
2.2 竞争格局：一线城市整体格局稳定，关注下沉市场份额抢占.....	17
3.在线少儿英语行业趋势判断：教学质量是关键，运营效率是重点.....	20
3.1 师资选择：国籍无分优劣，回归教学服务质量是关键.....	20
3.2 班型选择：1对1 or 班课？比拼运营效率才是核心.....	23
4.投资逻辑：建议关注已经实现规模化的各细分头部企业，重点关注本轮下沉机遇.....	25
4.1 阿卡索：主打超高性价比外教服务的“教育界拼多多”.....	26
4.2 51Talk (COE.N)：中国在线教育赴美上市第一股.....	27
4.3 VIPKID：在线青少儿英语1对1领导品牌.....	28
4.4 久趣英语：在线少儿英语小班课头部品牌.....	29
5.风险提示.....	30

图表目录

图表 1 2018 年青少儿英语用户城市分布	6
图表 2 不同收入水平家庭报名课程主要目的	6
图表 3 在线教育相对于线下教育的优势	7
图表 4 技术催生在线教育发展进程	7
图表 5 在线教育相关的政策文件	8
图表 6 监管重点涵盖内容、时长、师资、信息安全、收费 5 大方面	9
图表 7 部分省市将口语考试计入高考成绩	10
图表 8 已有 15 个省份共计 46 个城市将口语纳入中考成绩	11
图表 9 在线青少儿英语市场规模（单位：亿元）	12
图表 10 在线 K12 教育市场的渗透率迎来拐点期	12
图表 11 在线教育中英语为最热门辅导学科	12
图表 12 中国的少儿英语培训行业的整体渗透率较低	13
图表 13 一线城市渗透率远大于其他城市渗透率	13
图表 14 主流授课模式企业概览	14
图表 15 各类推广模式效果对比	14
图表 16 在线少儿英语培训课程转化流程	15
图表 17 在线少儿英语培训机构代表教学体系	15
图表 18 在线少儿英语培训机构外教数量与资质	16
图表 19 在线青少儿英语教育企业的外教规模对比（单位：万人）	17
图表 20 线下少儿英语培训品牌网点主要集中在一二线城市	18
图表 21 家庭教育月均支出比例（元）	19
图表 22 美教 1 对 1 课程价格大约为在 130 元	19
图表 23 菲教 1 对 1 和美教小班课价格更适合低线城市	20
图表 24 菲教相对于美教的优势	21
图表 25 在线 1 对 1 代表性企业的课次与价格对比（单位：节，元/25min）	21
图表 26 阿卡索的招聘流程	22
图表 27 小班课代表性企业的班型选择	24
图表 28 RareJob 已经实现连续 6 年盈利	24
图表 29 阿卡索融资历程	26
图表 30 51Talk 近年来净收入持续增长	27
图表 31 51Talk 亏损逐年收窄	27
图表 32 VIPKID 融资历程	28
图表 33 久趣英语融资历程	29

导语

在线少儿英语赛道自 2014、2015 年前后在资本助推下爆发，发展至今已迈过接近 5 个年头。从资本的一致看好，到目前开始产生一些疑惑。例如：行业增速后续是否会持续放缓；赛道内企业是否能够实现盈利；51talk 作为业内第一家美股上市企业，至今市值仅约 1.5 亿美金；VIPKID 最新一轮融资落地速度放缓等等。

从行业层面来看，我们认为在线少儿英语市场仍饱含新增机会。目前局面反映的是上一阶段粗放式的增长暂告一段落，尤其是一线城市渗透率大幅提升后竞争趋于白热化。而从全市场的维度而言，当前整体的渗透率仍处于低位，未来随着低线城市的渗透率快速提升，将推动百亿级在线青少儿英语教育市场空间持续扩容，下沉市场机会仍然广阔。例如以阿卡索为代表的主打下沉市场的在线真人外教企业，其用户群体中三-六线城市用户占比超过 60%，并保持着相当高的增速，充分享受了下沉市场的红利。

关于盈利问题，我们认为 1v1 模式本身并不存在问题，未来实现盈利的核心一方面在于行业整体的格局稳定及众多企业品牌成熟后带来的获客成本下降，另外一方面仍需回归到企业本身的运营效率比拼上。从海外成熟市场企业 Rarejob (6096.T) 的经营情况来看，FY2019 公司实现营收 2.22 亿 (+22.60%)，净利润约 758.40 万 (+192.73%)，已连续 6 年盈利。对于 VIPKID 而言，预计未来有望通过提价、优化成本结构和扩品类策略进一步巩固自身在一线城市高端市场的品牌地位，同时逐步释放出利润。

从具体企业的维度来看，我们认为 51talk 的市值较低的原因主要集中于企业自身经营战略持续调整优化及资本路径规划与自身发展阶段不一定匹配的问题，赛道本身不存在问题：（1）公司上市主体在美股 2019 年日均成交金额仅 43 万元，所形成的市值不具备公允性；（2）过往业务线铺牌过多，历经多次转型，如美教 1v1 业务拓展不顺并舍弃；（3）企业自身资本规划路径及上市时点选择的问题，反映了一二级市场对于盈利不确定较强的在线教育领域及相关企业的分析维度和估值体系存在较大的差异，这也和其他美股板块中未盈利的教育中概股面临的估值折价问题类似。随着企业聚焦菲教 1 对 1 并持续发力下沉市场，如果能够顺利扭亏为盈并实现规模化盈利的话，预计未来企业价值有望获得市场重估。

站在当前时点，我们仍持续看好对在线少儿英语赛道的未来发展前景，尤其是市场下沉的大趋势下的增量市场机会。此次，我们从供需两端因素、商业模式拆解等底层逻辑入手，针对市场关注的核心问题进行深入解答，为投资者深度剖析当前节点少儿英语赛道的新机遇。

1.需求端：渗透率提升进行时，在线少儿英语培训

市场空间广阔

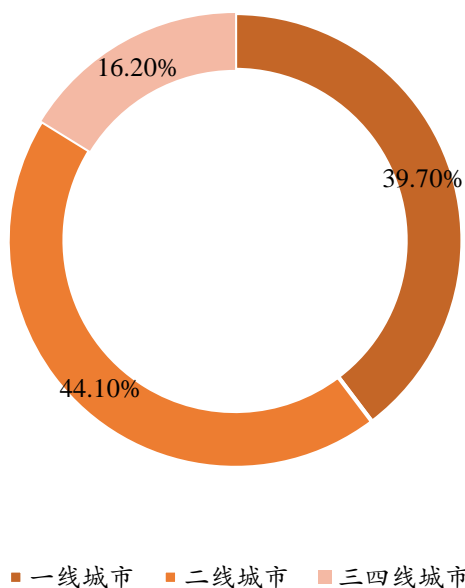
1.1 用户画像：一二线城市用户占比近八成，提升成绩和综合素质并重

目前一二线城市用户占比最大，报名课程核心目的主要是出于提高英语考试成绩和提高英语综合素养。

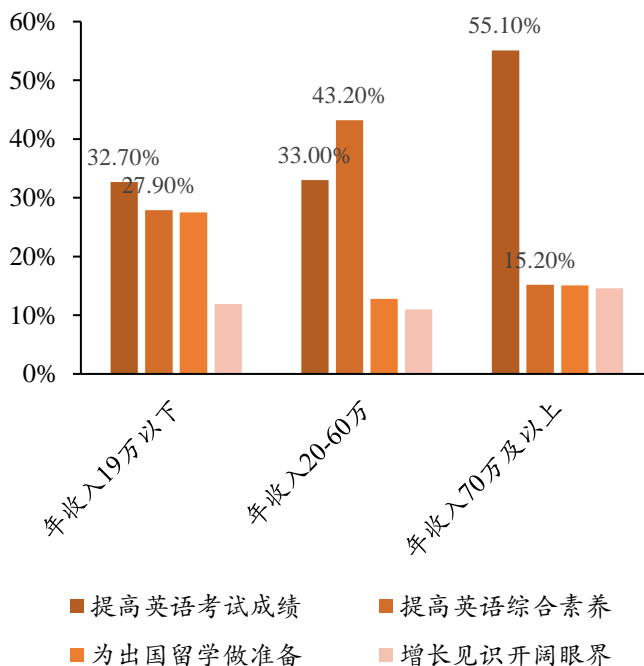
(1) 从核心群体来看：中国的在线少儿英语教育行业主要面向 3-16 岁位于学前、幼儿园、小学以及初中

阶段的学生群体。(2)从用户区域来看:根据艾媒咨询数据,一线用户占比44.10%,二线城市占比39.70%,其他低线城市占比仅16.2%。具体来看,北上深学员数量位列在线少儿英语教育市场前三甲,杭州和成都超广州排名第四和第五。(3)从报名核心目的来看:根据亿欧智库《2018中国少儿在线英语教育行业研究报告》,不同收入水平的家长在为孩子报名在线英语课程目的上大体相似,主要是出于提高英语考试成绩和提高英语综合素养两大原因,青睐教学模式丰富和教材质量高的在线少儿英语品牌。

图表1 2018年青少儿英语用户城市分布



图表2 不同收入水平家庭报名课程主要目的



资料来源:亿欧、广证恒生

资料来源:亿欧、广证恒生

1.2 驱动因素: 技术成熟叠加政策驱动, 在线少儿英语快速发展

1.2.1 技术成熟: “互联网+直播”助力青少儿英语教育线上突围

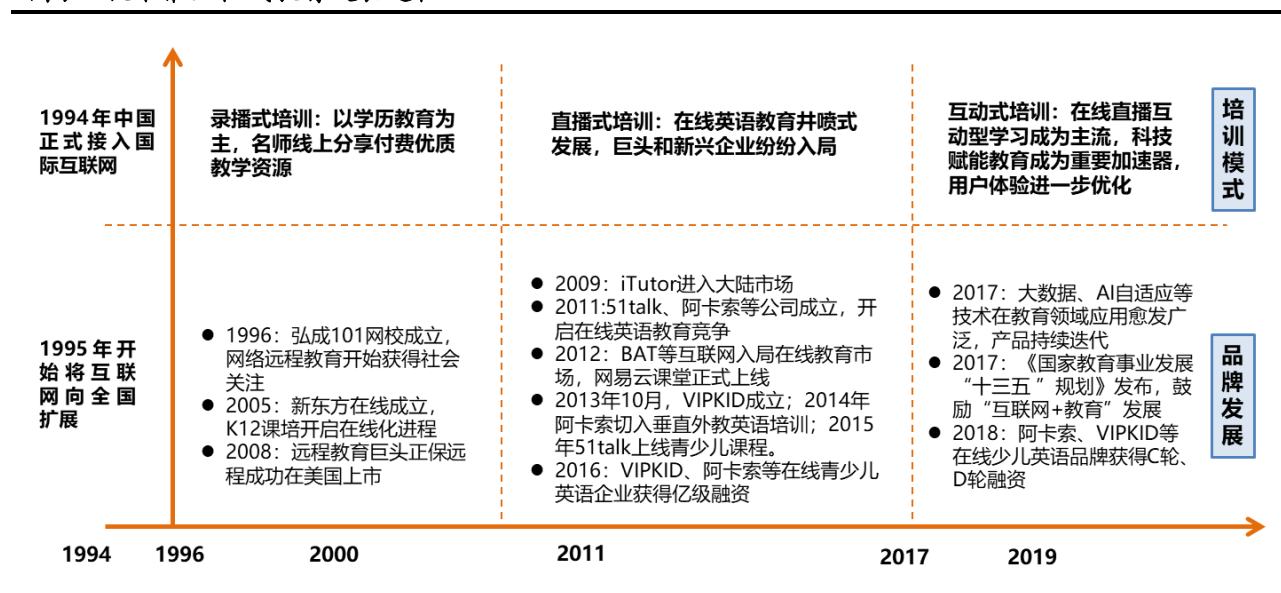
少儿英语教育凭借互联网打通了外教供给渠道, 推动了传统英语学习方式的变革。随着用户需求的升级, 人们对整个英语的学习方式亦逐步变革, 传统的应试导向的教学模式难以实现语言的真正掌握, 真正的沉浸式环境教学更能匹配当前阶段用户的诉求。我们梳理传统的线下英语教育主要存在两个症结: (1) 线下外教师资短缺且价格较高, 难以满足规模日益增大的市场需求; (2) 竞争格局已经相当成熟, 难以切入实现弯道超车。目前线下英语教育以新东方(泡泡少儿分部)、瑞思和英孚为首, 三者网点依次为700个、350个和200个左右且集中于一线城市, 线下外教课程在超300-600元/1小时区间。一方面, 当前在线少儿英语教育以口语这一刚需作为切入口, 通过互联网将全世界优质的外教资源与国内少儿英语需求进行有效匹配, 从而解决线下英语培训机构受制于地域、价格等因素的外教短缺的困境。另外一方面, 在线化的英语培训可以有效压缩线下教学点等固定成本, 同时更便捷地利用大数据、AI等技术赋能到教学服务中, 为学员提供更优质的服务和更优惠的价格。

图表3 在线教育相对于线下教育的优势

企业	在线企业	线下企业
易获取性以及灵活性	无空间或时间限制，师资供应充足 无需通勤，节省时间与金钱	具有地点和时间的限制，师资有限 需要考虑通勤时间与安全问题
课程选择	课程选择范围广泛 更易接触教育资源有限的地区	课程选择范围有限
效率	学生可按需灵活跳过部分课程	学生必须修习整个课程
课堂的可管理性	不易出现欺凌与歧视现象	容易出现欺凌与歧视现象
成绩与评估	可利用科技手段科学分析学生情况	学情评价质量受老师能力和个人时间制约

资料来源：弗洛斯特沙利文、广证恒生

技术发展不同阶段催生相应在线教育公司成长，直播技术的成熟带动在线真人外教模式的脱颖而出。目前在线教育的雏形是早期的录播式培训，这一阶段以学历教育为主，名师线上分享付费优质资源。从2011年开始，直播技术快速发展，特别是小型互动直播产品技术契合了英语教育的高互动性的需求，小型互动直播产品可以实现图文直播、音频直播、视频直播，直播过程中教师可以与学生进行语音、文字、视频互动和提问，并实现板书功能，把线下的授课过程完整的搬到网络上，在线教育进入直播互动式培训阶段。随着越来越多高端互联网人才不断涌入教育行业，各类模式的在线教育产品也在持续迭代成熟，大数据、AI自适应等技术持续与教育产品深度融合，用户体验不断优化。例如，在直播环节中加入的交互式设计提高学员参与感及专注程度；利用在线授课天然的数据留存优势将学员学习过程数据化，以提升教学质量等。

图表4 技术催生在线教育发展进程


资料来源：广证恒生

1.2.2 政策驱动：在线教育政策+中高考改革利好，在线素质英语教育

我们将驱动行业发展的政策主要分为两类：（1）在线教育行业相关政策。核心在于2019年以来连续出台的两条专门针对在线教育领域规范发展的政策文件：一方面全面提高在线教育在教育领域的地位，全面鼓励其发展；另外一方面为过往相对粗放发展的在线教育树立了基本行业规范，全面提高行业准入门槛，未来有望促使行业集中度逐步提升。（2）中高考改革政策。核心在于推动应试英语的素质化转型，进一步释放了英语教育的应用型需求，为在线少儿英语教育提供了巨大市场空间。

从在线教育相关政策来看，近十年国家出台了一系列政策支持在线教育发展。2010年，国家颁布了《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020年）》，开始鼓励远程教育发展。随着科技的发展，在线教育的概念逐步清晰，使得远程教育具体化且可实现。2017年，国务院接连发布教育行业政策文件，《国家教育事业发展规划“十三五”规划》、《关于强化实施创新驱动发展战略进一步推进大众创业万众创新深入发展的意见》及《关于进一步扩大和升级信息消费持续释放内需潜力的指导意见》，促使在线教育进一步发展。同时，随着在线教育企业的增多和在线教育行业加速发展，2019年起教育部亦开始规范在线教育企业准入和行为，全面鼓励在线教育行业健康发展。

图表5 在线教育相关的政策文件

时间	组织机构/文件	政策内容/影响
2019年9月	教育部等十一部门联合印发《关于促进在线教育健康发展的指导意见》	内容：全面鼓励在线教育行业的发展。 影响：利好在线教育赛道。
2019年7月	教育部等六部门发布《关于规范校外线上培训的实施意见》	内容：规范在线教育企业准入和行为。 影响：行业门槛提升，利好在线教育头部企业。
2017年8月	国务院发布《关于进一步扩大和升级信息消费持续释放内需潜力的指导意见》	相关内容：鼓励在线教育发展，开放课程和公开课平台。 影响：利好在线教育赛道，特别是以公开课为主打产品的企业。
2017年7月	国务院发布《关于强化实施创新驱动发展战略进一步推进大众创业万众创新深入发展的意见》	相关内容：放宽教育行业的互联网准入门槛。 影响：利好在线教育赛道。
2017年1月	国务院发布《国家教育事业发展规划“十三五”规划》	相关内容：积极发展“互联网+教育”产业。 影响：利好在线教育赛道。
2010年7月	国务院发布《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020年）》	相关内容：鼓励远程教育发展。 影响：利好远程教育与教育信息化赛道。

资料来源：公开资料、广证恒生

我们认为中短期内对行业产生直接影响的主要为2019年7月所出台《关于规范校外线上培训的实施意见》，这也是首部对在线教育行业基本规范的政策文件，监管重点涵盖内容、时长、师资、信息安全、收费5大方面。其中，市场较为关注的主要集中在收费规范性及教师资质要求两个方面对行业未来将产生的影响：

(1) **在收费规范性方面**：核心关注点在于收费时长的限制（不得超过 60 个课时或时间跨度不得超过 3 个月）。从短期实操来看，行业内部分机构采取相关金融工具可缓和相关影响。但从长期来看，我们认为本条对行业影响深远，核心在于对培训机构的销课能力、续费能力提出了更高要求，同时也将推动整体培训机构从注重纯粹的“拉新”向“拉新+续费”转型，倒逼机构更为注重教学效果及用户体验。预收款的相关限制将对利用收“大单”来实现前期快速成长的机构产生较大影响，行业门槛整体提升。如果该条款严格执行落地，未来 1-2 年将有一大批不具备自我造血能力、忽略教研体系构建，盲目“烧钱”的在线教育企业被淘汰。

(2) **在教师资质要求方面**：整体要求基本和线下培训机构监管保持一致，要求不得使用在职教师、从事学科类辅导的应具备相关教师资格证，外教需符合相关外籍人员招聘标准。尤其是对于在线少儿英语机构而言，大多数头部企业外教数量在数千级、万级规模，整体规范成本较大，对机构前期的师资招聘及筛选提出了更高的要求，预计未来将成为机构核心能力构建的重要壁垒。从目前几家头部在线少儿英语培训机构的公开披露情况来看，阿卡索已对外宣布其外教 100% 持有 TESOL 证书，并于 2019 年 8 月上线业内首家外教资质公示平台。截止到 2019 年 11 月底阿卡索是唯一一家可在官网查询所有外教 TESOL 证书的机构，其余机构规范情况仍需进一步跟进。

图6 监管重点涵盖内容、时长、师资、信息安全、收费 5 大方面

监管重点	核心内容
内容健康	(1) 培训内容要传播正确价值观，应当在思想性、科学性和适宜性等方面符合党的教育方针和立德树人要求，体现素质教育导向。 (2) 课程设置符合中小学生身心发展规律和认知能力，学科类课程培训内容不得超出相应的国家课程标准，须与招生对象所处年级相匹配、与学生个体能力相适应。 (3) 培训内容和培训数据信息须留存 1 年以上，其中直播教学的影像须留存至少 6 个月。
时长适宜	(1) 每节课持续时间不得超过 40 分钟，课程间隔不少于 10 分钟。 (2) 直播培训时间不得与中小学校教学时间相冲突，面向小学 1-2 年级的培训不得留作业。 (3) 面向境内义务教育阶段学生的直播类培训活动结束时间不得晚于 21:00。 (4) 校外线上培训平台应当具备护眼功能和家长监管功能。
师资合格	(1) 不得聘用中小学在职教师。 (2) 从事语文、数学、英语、思想政治、历史、地理、物理、化学、生物等学科知识培训的人员应当具有国家规定的相应教师资格。聘用外籍人员须符合国家有关规定。 (3) 要在培训平台和课程界面的显著位置公示培训人员姓名、照片和教师资格证等信息，公示外籍培训人员的学习、工作和教学经历。
信息安全	(1) 按照“后台实名、前台自愿”的原则，经培训对象及其监护人同意后，对培训对象进行真实身份信息认证。 (2) 做好培训对象信息和数据安全防护，防止泄露隐私，不得非法出售或者非法向他人提供培训对象信息。

	(3) 用户行为日志须留存1年以上。
经营规范	<p>(1) 严格执行国家关于财务与资产管理的规定，在培训平台的显著位置公示收费项目、标准及退费办法。</p> <p>(2) 收费时段与教学安排应协调一致，收取的预付资金总规模应当与服务能力相匹配，严禁超出服务能力收取预付资金，预付资金只能用于教育培训业务，不得用于其他投资。</p> <p>(3) 按课时收费的，每科不得一次性收取超过60课时的费用；按培训周期收费的，不得一次性收取时间跨度超过3个月的费用。</p> <p>(4) 提供的格式合同（服务协议）应当遵循公平原则确定当事人之间的权利和义务，并切实履行相关提醒和说明义务，不得包含排除或限制消费者权利、减轻或免除经营者责任、加重消费者责任等不公平、不合理的条款。</p> <p>(5) 鼓励建立第三方账户监管机制，保护用户权益。</p>

资料来源：教育部、广证恒生

从中高考改革相关推进情况来看，我们认为其核心在于推动应试英语的素质化转型，进一步释放了英语教育的应用型需求。2014年9月4日国务院发布《关于深化考试招生指导改革的实施意见》，指出“2014年启动考试招生制度改革试点，2017年全面推进，到2020年基本建立中国特色现代教育考试招生制度”，并强调“探索基于统一高考和高中学业水平考试成绩，参考综合素质评价的多元录取机制”。该文件掀起了中高考改革的序幕，也指出了应试录取要重视素质培养。2017年高考采取“3+3”模式，英语考试改革方案落地，可提供两次考试机会，更加重视听力、口语的培养，英语教育强调应用性、素质化发展。各省纷纷结合中高考改革指导方向出台新的考试方案，截至2019年已有3个省份（北京、上海、广东）在高考中将口语成绩纳入高考总分，并且包括江苏、广西、宁夏、安徽多个省份也设置了单独的听说机考，成绩按等级纳入考生档案作为相关专业招录依据。例如，北京高考2017年开始实施口语、听力机考制度，口语、听力占比40%，并且将于2021年将增加听说考试分值，口语、听力占比1/3，合计50分。中考方面，各省市也在快速推进中考听说机考，截至目前已有15个省份共计46个城市明确将口语纳入中考总分。针对英语学科的中高考改革更加强调对听力、口语的培养和考察，即使未将听说考试纳入中高考成绩的大部分省市也在初、高中会考阶段试行听说机考测试，预计未来时机成熟后将逐步纳入正式中高考成绩，未来素质化英语教育需求将持续增长。由于听力、口语更注重实际交流，短期线下语培机构的外教供给受制于成本及地域因素而存在较大缺口，这为在线少儿英语教育提供了巨大市场空间。

图表7 部分省市将口语考试计入高考成绩

省市	实施时间	内容
北京	2021年	英语口语必考，口语和听力考试共计50分计入总成绩，其中口语占20分。
上海	2017年	笔试和听说测试，计入总分；听力25，听说测试10分
广东	2021年	听说考试20分计入总成绩（条件成熟时，适当增加英语听说考试成绩的比重）

资料来源：公开资料、广证恒生

图表8 已有 15 个省份共计 46 个城市将口语纳入中考成绩

省份	城市	数量
北京市	-	1
上海市	-	1
广东省	广州、深圳、中山、江门、东莞	5
湖南省	长沙、衡阳、常德	3
重庆市	黔江、涪陵、綦江、南川、丰都	5
辽宁省	沈阳	1
山东省	青岛、淄博、潍坊、聊城 (2020)	3
江苏省	苏州、南京、徐州、连云港、宿迁、淮安、扬州、泰州、盐城、南通、常州、无锡、镇江	13
宁夏回族自治区	银川	1
浙江省	杭州、温州、宁波、嘉兴、绍兴 (2021)、衢州、湖州 (2022)	7
安徽省	合肥	1
湖北省	襄阳 (2022)	1
甘肃省	兰州	1
贵州省	贵阳	1
福建省	厦门、漳州	2
合计		46

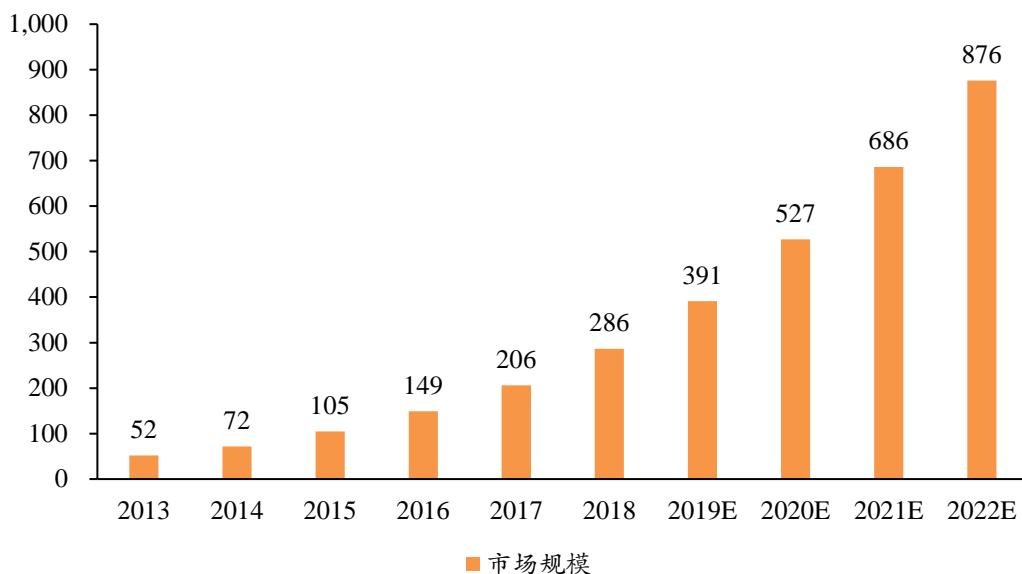
资料来源：公开资料、广证恒生

1.3 行业空间：2018 年在线少儿英语市场空间约 280 亿，未来渗透率仍存较大提升空间

在线少儿英语教育市场拥有百亿体量，增长速度保持在高位。据弗洛斯特沙利文估算，2018 年在线语言辅导教育的市场规模约 286 亿，预计到 2022 年约为 876 亿，2018-2022 年的年复合增长率为 32.29%。而据 Trustdata 移动大数据监测平台估算，2018 年在线青少儿英语教育市场规模为 213 亿。

我们对此进行粗略检验，测算得到 2018 年在线青少儿英语教育市场规模约 280 亿。根据市场规模=K12 在校生*渗透率*客单价，我们测算 2018 年在线青少儿英语的市场规模约 280 亿，与弗洛斯特沙利文估算结果相近。未来市场空间持续扩容主要驱动力在于渗透率（参培率）的提升，特别是三线及以下城市为主的低线城市的渗透率持续提升。渗透率每提升 1%，市场空间扩容 64 亿元。

图表9 在线青少儿英语市场规模 (单位: 亿元)

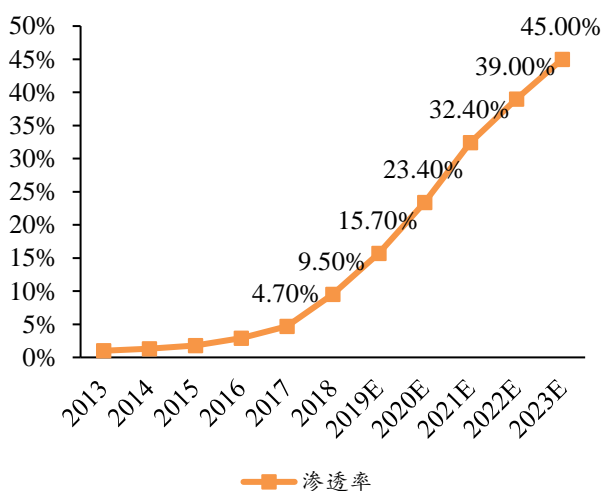


数据来源: 弗若斯特沙利文、广证恒生

行业高速增长的核心逻辑在于渗透率持续提升。

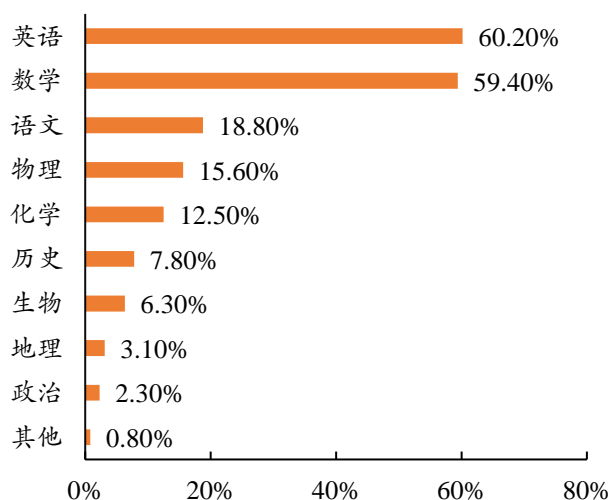
(1) 一方面, 整体在线教育渗透率在 2017-2019 年迈过关键拐点, 未来 2-3 年仍将处于快速上升周期。在线教育产品不断迭代优化的背景下, 用户对在线教育的接受程度逐步提高, 整体行业渗透率稳健提升。根据弗洛斯特沙利文估算, 2018 年在线 K12 教育渗透率翻倍增长至 9.5%, 预计到 2023 年渗透率可达 45%, 未来 5 年 CAGR 为 36.49%。英语作为最热门的辅导科目, 整体课程标准化程度较高, 尤其是口语培训领域, 在线化程度未来将大幅度提升。

图表10 在线 K12 教育市场的渗透率迎来拐点期



资料来源: 弗若斯特沙利文、广证恒生

图表11 在线教育中英语为最热门辅导学科



资料来源: 比达咨询、广证恒生

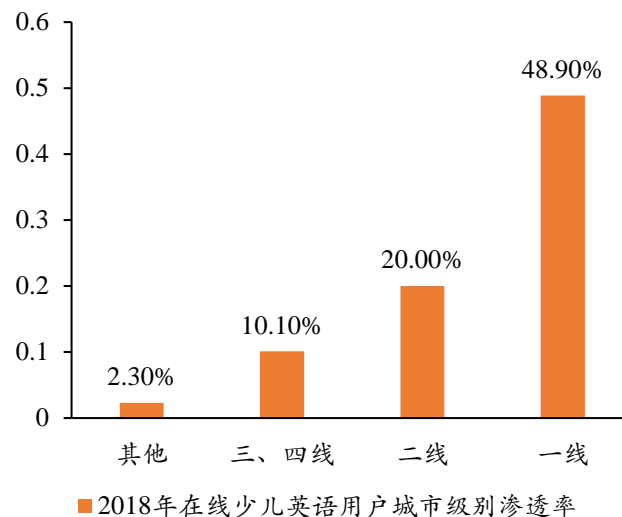
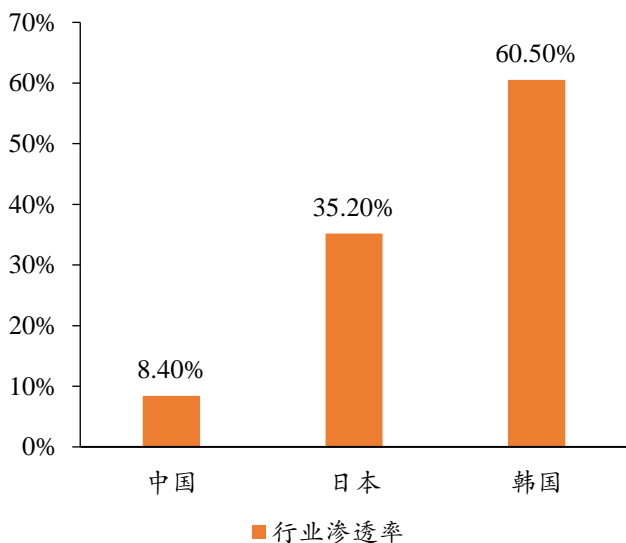
(2) 另外一方面, 我国整体少儿英语渗透率仍处于低位, 尤其是低线城市未来增量市场空间广阔。从整体上来看, 据弗若斯特沙利文数据, 截至 2017 年青少儿英语培训市场整体渗透率仅为 8.4%; 3-6 岁、7-12 岁儿童是少儿英语培训的主要用户群体。随着家长对子女教育投入的不断增加, 少儿英语培训市场渗透率有望持续提升。未来 5 年 CAGR 为 36.49%。英语作为最热门的辅导科目, 整体课程标准化程度较高, 尤其是口语培训领域, 在线化程度未来将大幅度提升。

敬请参阅最后一页重要声明

证券研究报告

12岁和13-18岁年龄段对应的渗透率分别为11.6%、9.3%和5.1%，与同为东亚国家的日本（35.2%）、韩国（60.5%）相比仍有不小差距，行业渗透率仍有提升空间。拆解结构来看：一线城市的渗透率最高，整体接近48.9%，预计未来针对高产家庭的市场空间份额在未来整体提升空间有限；二线城市渗透率为20.00%，三、四线城市为10.00%左右，更低线城市渗透率仅2.3%，整体增量市场空间较大。随着低线城市消费能力提升，需求逐步释放，主战场将逐步下沉，未来增量市场空间依旧广阔。

图表12 中国的少儿英语培训行业的整体渗透率较低 **图表13 一线城市渗透率远大于其他城市渗透率**



资料来源：弗若斯特沙利文、广证恒生

资料来源：比达咨询、广证恒生

2. 供给端：竞争格局尚未稳定，下沉市场存巨大增量空间

2.1 商业模式梳理

2.1.1 授课模式：主流模式包括1v1及小班课两大产品类别

从授课模式来看，目前在线少儿英语行业依班型可分为1v1和小班课两类。在线1v1是指一名外教和一名学生以在线方式进行一对一授课的模式，以1v1为主营业务的企业有VIPKID、阿卡索、vipJr、51talk、DaDa等；小班课即是一个外教对应数名学生，典型班型为1对2或者1对4，代表企业有久趣英语、兰迪少儿英语、魔力耳朵、鲸鱼小班、哈沃小班等。

图表14 主流授课模式企业概览


资料来源：公司官网、广证恒生

2.1.2 招生销售模式：线上线下获客结合，口碑传播转化率最高

招生销售模式主要包括对初始流量的选择以及获取流量后的转化模式两个方面。

(1) 流量入口：目前在线少儿英语机构的招生流量入口大体可分为线上和线下两类，其中口碑传播和教师推荐转化率最高。线上主要包括口碑传播引流、搜索引擎营销 (SEM)、社交流量平台如微信朋友圈、抖音、微博投放广告、官网和微信公众号流量几类，其中以口碑传播 (机构鼓励家长向其他家长推荐课程，以免费赠课为报酬，即转介绍) 最高。线下营销主要以地面推广为主，地面推广包含在住宅区附近的商场进行推广活动、与学校或老师合作进校推广两种方式，其中通过教师推荐的转化率最高。

图表15 各类推广模式效果对比

推广方式	详细介绍	转化率 (*越多越高)
口碑传播引流	机构鼓励家长向其他家长推荐课程，以免费赠课为报酬。	*****
地面推广引流	主要集中于一线城市； 在住宅附近商场进行推广活动； 为学校提供免费直播课从而进校推广。	****
第三方电话数据	购买第三方的电话数据； 数据精准性较高，有一定转化率。	**
互联网广告流量	向网站、APP 等互联网平台投放广告； 通常以品牌传播为核心目的。	传统 SEM 搜索引擎流量转化效果较低；基于社交生态下的内容流量相对转化率较高。

资料来源：亿欧、广证恒生

(2) 转化流程：高质量免费体验课后课程顾问老师精准营销成为主流转化流程。在通过线上、线下获取流量之后，如在线教育行业其他赛道转化方式一致，在线少儿英语机构基本提供免费的高质量一对一外

教体验课，家长以手机号注册领取免费课程后，机构课程顾问老师将联系家长告知具体可预约时间和外教上课时长等具体信息，家长可根据自身和孩子具体时间安排具体体验课。课程顾问老师将后续跟进试听听课反馈，对家长经济能力、孩子学习情况以及体验课反馈评价等进行具体了解以进行针对性营销。如阿卡索、vipkid 等均可在微信公众号或者 app 等平台领取免费体验课，久趣则以 50 元领取 4 节小班体验课。

图表16 在线少儿英语培训课程转化流程



资料来源：广证恒生

2.1.3 教学体系：国际化结合本土化研发多样课程体系

根据国际标准和国内实际情况打造进阶式科学课程体系和多样性全能专题课程。多数在线少儿英语机构均根据学生年龄段提供进阶式科学课程体系，根据学生水平和自身需求匹配合适英语课程。在教材选择上，采用国际化标准结合专业教研团队打造独特专业教材。课程内容除了提高英语水平的专业教材所要求外，不少机构提供辅修课程和多样专题课如社会科学、自然科学、阅读、写作课程等，丰富孩子全能知识图谱。另有机机构提供中教课程，帮助孩子突破零基础瓶颈，更快适应外教课程。

图表17 在线少儿英语培训机构代表教学体系

企业名称	教学体系
VIPKID	引进国际化教材及自主研发相结合； AI+大数据赋能教学形成全场景闭环； 沉浸式教学，类母语学习环境。
阿卡索	多元化关卡制课程设置：测评后匹配合适课程，学员可申请更换课程，通过考核可阶段性升级课程； 学习进阶体系：从入门级到专家级，16 个级别与 CEFR 等级一一挂钩。CEFR 课程已经获得英国教育部权威认证机构 NARIC（英国全国学术认证信息中心）的认可，学员完成对应课程后即可获得对应的 CEFR 认证证书； 量身定制配套教材。
久趣英语	独立研发课程体系：基于欧洲语言共同框架（CEFR）独立研发，与中国公立小学新课标教材接轨。

资料来源：公司官网、广证恒生

2.1.4 师资体系：严格筛选培训和定期质检保证教师质量

师资体系建设核心在于前期的对目标师资的筛选招聘，以及入职后的持续培训及师资留存。(1) 在校少儿英语机构招聘外教基本以试讲叠加培训形式，后续须经过背景调查和资质审核。不同英语机构筛选流程不完全一致，但试讲和培训是必备环节，叠加背景调查和信息审核。例如，阿卡索的师资招聘流程需经过5轮以上资格审查，然后才能进行试讲课，试讲通过后需进行3个月的系统教学培训方能上岗，同时要求100%教师持有TESOL国际公认英语教师资格证，整体录取率约3%，95%以上的教师为本科及以上学历。(2) 定期质检和录用后培训持续优化教学质量。在外教被录用以后，机构会实时监督外教上课情况，对教师进行日常质检，对外教进行岗后培训，持续提升外教教学质量部分机构还有不定期淘汰制度，打造最优外教团队。(3) 利用构建教师社群、全职管理等形式来保持师资体系的稳定性。优质师资的留存亦是整个师资体系建设中的关键一环，除了较为常见的构建海外教师社群等形式外，也有机构开始采取全职管理的形式来维持教师群体的稳定性。典型例子如阿卡索，公司为业内唯一一家采取纯全职外教形式机构，无论学员是否上课，外教皆可获得稳定的基础课时费用。全职外教的模式一方面有助于提高师资管理效率，同时也有助于增加教师归属感，降低师资群体的流动性。

图表18 在线少儿英语培训机构外教数量与资质

企业名称	外教数量	外教来源	筛选流程	师训体系
阿卡索	10000+ (全职)	不分国籍， 英美澳菲组 合选择	5轮以上资格审查 +试讲课+3个月系 统教学培训；3%录 取率；	严格考核，不定期淘汰； 全日制的岗前培训、课中指引以及课后培养； 日常监督抽检教学质量，QA品控监控系统把控 教学内容； 95%以上的教师为本科及以上学历； 100%持有TESOL国际公认英语教师资格证书。
51Talk	20000+	70%菲教 +30%欧美	6轮面试+试讲+培 训；3%录取率	每天高频次多元化教学方法培训； 专业教学监督团队。
VIPKID	90000+	纯北美	3轮面试+背景调 查+信息审核；通 过率不超过5%。	美国或加拿大（母语国家）国籍； 学士以上学位，具有1年以上教学经验或持有 TESOL、TEFL等相关证书
久趣英语	15000+	纯北美	专业严格的考核 和上岗培训； 1%考核通过率。	拥有本科以上学历、TESOL/TEFL等外籍语言教 师资格证和两年以上相关教育经验。 定期培训、考核，获得95分以上家长评分，才 可留任授课。
DaDa	20000+	欧美外教	培训上岗录用率 仅3%	外教持有TEFL、TESOL等国际资质证书；

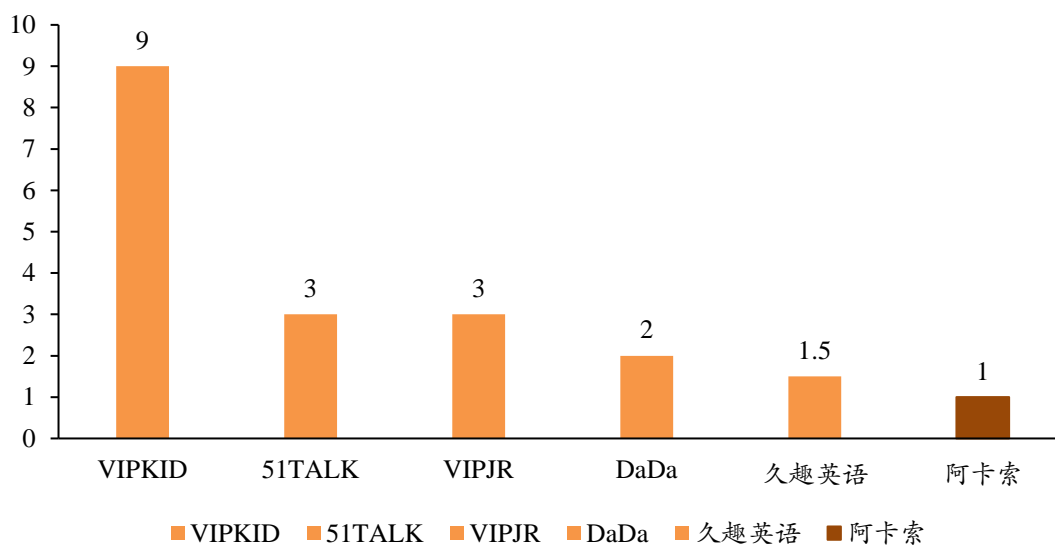
资料来源：公司官网、广证恒生

注：非上市公司核心数据来自于公开资料整理，主要为企业自行披露

2.2 竞争格局：一线城市整体格局稳定，关注下沉市场份额抢占

整体而言，当前在线少儿英语主要成熟玩家主要集中在 1V1 赛道，呈现出“1 超多强”局面，VIPKID 领先优势明显。在行业第一阶段的发展过程中，VIPKID 率先脱颖而出，后续跟随者包括阿卡索、VIPJR、51Talk、DaDa 等，呈现出“一超多强”的基本格局。目前仅 51Talk 作为美股上市公司披露了其财务数据，最新 FY2018 现金收入约 17.03 亿，营收约 11.46 亿，对应付费学员人数约 16.98 万。而从其余公开信息来看，2018 年 VIPKID 估计现金收入约 60 亿；从师资供给能力来看，目前 VIPKID 约 9 万外教，随后的 51Talk 和 VIPJR 约 3 万外教，DaDa 约 2 万外教，久趣、阿卡索皆在 1 万名外教以上。

图表19 在线青少儿英语教育企业的外教规模对比（单位：万人）



资料来源：公司官网、广证恒生

注：(1) 非上市公司核心数据来自于公开资料整理，主要为企业自行披露；(2) 其中，阿卡索皆为全职外教，其余主要以兼职为主。

而与市场普遍认为的“格局基本稳定”的主流观点不同，我们认为当前的一线城市整体格局确实已处于较为稳定的状态，VIPKID 市场份额优势明显。但从整个在线少儿英语市场的维度而言：一方面，市场仍处于高速发展期，渗透率在快速提升，空间仍在不断扩容。优质线下少儿英语品牌多集中在一二线城市，线下培训资源不足给在线模式带来下沉机遇，下沉市场具备更为广阔的发展空间。另外一方面，以欧美外教为主 1 对 1 产品课程费用高，远超低线城市消费能力，下沉难度较大，以菲教为主或通过不同国籍外教组合的 1v1 产品，及以欧美外教为主的小班课产品，有望凭借更高的性价比在未来增量空间上抢占更多市场份额。

(1) 优质线下少儿英语品牌多集中在一二线城市，线下培训资源不足给在线模式带来下沉机遇。据我们统计，截至 2019 年 5 月，新东方泡泡少儿，瑞思英语，英孚少儿，华尔街少儿英语，贝乐学科英语以及迪士尼英语六个品牌共拥有 1388 个网点，其中前 10 大城市的网点数量共计 675 个，占比高达 48.6%，其中能够下沉至三四线城市的品牌只有新东方一家，且教学中心数量极少，优质线下少儿英语品牌在三四线城市的渗透率非常低。因此，大多数三四线城市的用户只能选择师资和品牌实力相对较弱的本土品牌。

如果此时优质的线上少儿英语品牌可以完成渠道下沉，则可以利用自身较强的品牌、师资、产品等优势，对大部分低线城市本土少儿英语品牌进行降维打击。

图表20 线下少儿英语培训品牌网点主要集中在一二线城市

地区	瑞思英语	泡泡少儿	英孚少儿	华尔街少儿	贝乐英语	迪士尼英语	总计
北京	35	44	17	19	21	6	142
上海	17	32	23	18	8	14	112
广州	9	31	13	9	0	6	68
成都	27	22	13	0	1	3	66
深圳	10	13	20	10	3	1	57
武汉	17	32	8	0	0	0	57
杭州	12	20	10	6	5	1	54
南京	8	23	8	3	0	2	44
天津	8	14	7	6	2	1	38
西安	7	20	9	0	1	0	37

资料来源：广证恒生

(2) 纯欧美外教 1 对 1 产品课程费用高，难以被低线城市消费能力相匹配。根据艾瑞咨询数据显示，2016 年中国家庭月收入低于 10000 元的家庭占比为 49.5%。一线城市家庭月收入水平明显高于二线城市和三四线城市，一线城市家庭月收入高于 10000 元的比例为 78.4%，而二线城市和三四线城市家庭月收入高于 10000 元的比例则分别为 45.1%和 27.8%。受城市间的家庭收入差异影响，一线城市的家庭平均月教育产品支出水平也显著高于二线城市和三四线城市。一线城市、二线城市和三四线城市平均月教育产品支出大于 1000 元的比例分别为 32.8%、17.2%和 7.0%。由调研数据可以看出，二线城市的家庭教育支出超过 1000 元/月之后，占比开始有明显下降；三四线城市则是超过 500 元之后开始大幅下降。目前纯欧美外教 1 对 1 产品的课程价格大约在 130 元/节，推荐一周 2-3 次课以上，最低消费就达到 1000 元/月，还仅仅是英语一门学科的开销，而三四线城市用户在月度教培消费超过 1000 元的比例非常低，不超过 10%，而主流的月度消费在 100-500 元之间，所以欧美外教 1 对 1 模式的课程费用与大部分二三四线城市家庭的消费能力并不匹配，很难完成向二三四线城市下沉。

图表21 家庭教育月均支出比例（元）



资料来源：艾瑞咨询、广证恒生

图表22 美教 1 对 1 课程价格大约为在 130 元

企业名称	主要模式	上课频率	课程价格	月均消费
VIPKID	北美外教 1 对 1	6.4 次/月	139-166 元	976 元
哒哒英语	欧美外教 1 对 1	11.6 次/月	89-111 元	1160 元

资料来源：广证恒生

注：非上市公司核心数据主要基于公开资料整理，主要为企业自行披露

(3) 当前主流的下沉方式有两种：以菲教为主或通过不同国籍外教组合的 1 对 1 产品和以欧美外教为主的小班课产品。(i) 当前主攻一线城市的美教一对一模式毛利极低，约 30%，主要是欧美老师的成本非常高，预计后续也难有较大的下降空间，从实际运行效果来看难以实现有效的渠道下沉。从中长期战略布局和改善自身财务模型的角度来看，预计持续提价策略将是美教 1 对 1 企业更为可行有效的策略。(ii) 1 对 1 模式下沉产品以主打菲教 1 对 1 模式的 51Talk，以及以不分国籍主打高性价比国际外教组合的阿卡索为代表，毛利率大概 65%-75%，通过聘用性价比更高的高素质菲律宾外教或其余英语系国家的外教来替代或者搭配成本高昂的欧美外教，以较低的价格来契合三四线城市群体的消费能力。(iii) 主打欧美外教的小班课的玩家以久趣英语、鲸鱼小班、魔力耳朵等为代表，再加上一些主打欧美外教 1 对 1 模式的老牌企业新推出的子品牌，比如 VIPKID 在线小班课子品牌 SayABC 等，小班课模式通过将课程费用均摊给 2-4 名学员来降低课单价以满足下沉到二三四线城市的需求，美教小班课的课单价则主要集中在 40-75 元不等。

图表23 菲教或通过不同国籍外教组合 1 对 1 和美教小班课价格更适合低线城市

企业名称	主要模式	外教来源	课程价格 (25 分钟)
阿卡索	一对一	不分国籍, 英美澳菲组合选择	20-25 元
久趣英语	一对四	纯北美	40-44 元
51Talk	一对一	菲教为主	40-48 元
魔力耳朵	一对四	纯北美	50-60 元
鲸鱼小班	一对二	英美外教	65-75 元

资料来源: 公司官网、广证恒生

3. 在线少儿英语行业趋势判断: 教学质量是关键, 运营效率是重点

一方面是线下市场存在大量未被满足的需求, 另一方面是企业发展的需要。经过最近几年超速发展, 一线城市逐渐趋于饱和, 无论新老玩家都开始向下寻找新的增长点。未来在线少儿英语的核心变量在于众多玩家在下沉市场份额的抢占。

而顺着这个问题延伸下去, 对未来行业趋势的判断涉及到两个市场最关心的问题: 一个是外教选择的问题。我们认为国籍并不是选择教师的核心标准, 随着用户认知的提升, 未来师资构建的核心在于通过筛选和培训, 回归教学服务质量是关键。另外一个涉及到模式选择的问题。我们认为这涉及到企业端的运营难度、财务模型, 及用户端的效果体验的有效平衡, 最终还是回归到运营效率的比拼上。

3.1 师资选择: 国籍无分优劣, 回归教学服务质量是关键

受消费者认知及企业销售宣传引导影响, 市场发展初期北美外教更容易被用户接受, 但是长期来看也**存在一定的问题**。在市场发展的初级阶段, 基于北美外教口音更加纯正、北美是子女留学的首选地、多元文化等用户认知和企业宣传推广, 北美外教更容易被用户接受。在北上广深等一线城市, 由于线下培训机构的外教课程较为昂贵 (一般在 600-1200 元两个小时), 家长对 150 元/课时 (约 25 分钟) 价格相对不敏感, 这也是 VIPKID 等企业在一线城市市场争夺战中快速崛起的原因之一。但是长期来看北美外教也存在一定的问题。首先, 受消费水平、社会福利影响, 雇佣欧美外教的师资成本更高; 其次, 由于时差和社会观念等因素, 聘请全职欧美教师很难, 基本上都是兼职状态, 且上课时间多集中在晚上, 大大压缩了排课时间; 最后, 在下沉过程中, 市场对外教资源的需求还会进一步增加, 优质北美外教资源的短缺问题将日益凸显, 企业倘若不愿自降标准, 必将加入对优秀北美外教资源的“争抢大战”中。

以菲教为主或泛菲教类的国际外教组合, 相对于美教而言, 在供给、成本和服务上都具有绝对优势。在供应方面, 跟据 Frost&Sullivan 报告, 以英语使用者总数计算, 菲律宾是世界十大英语国家之一, 拥有

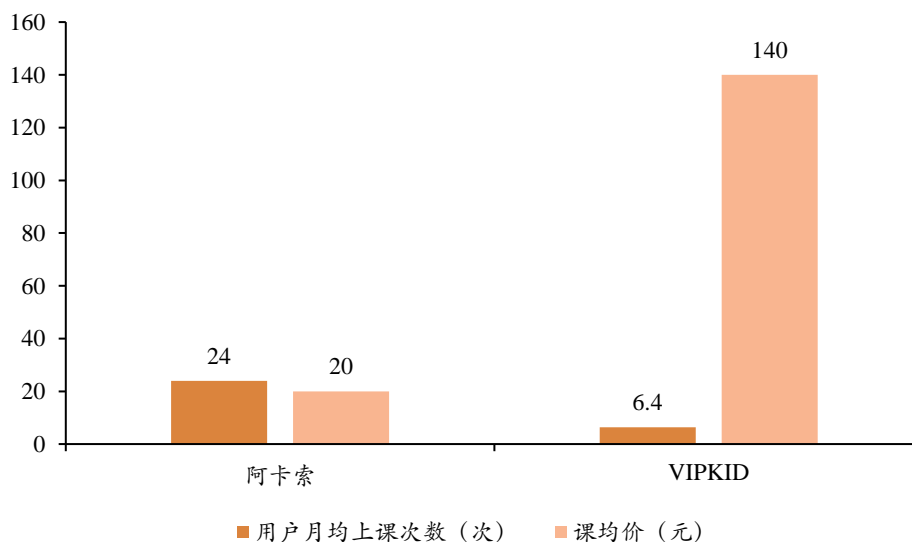
超过 3000 万接受过高等教育的的大学生，其英语水平已与国际接轨；成本上，菲律宾消费水平远低于国内，对工资的要求大幅低于美教，根据 Frost & Sullivan 报告，在中国的外籍教师的平均月薪为 1616.6 美元。而 51Talk 招股说明书中显示，菲教的平均月薪约为 543 美元（平均每周 16 节课），菲律宾外教的月薪仅是美教平均水平的三分之一。就服务而言，菲律宾以服务立国，菲教服务态度更好，且与国内没有时差，可以接受全职上课，产能更高。在线青少儿英语教育本质也是一种教育服务，菲教的高频次、高性价比在下沉市场竞争中可能更具潜力。

图表24 菲教相对于美教的优势

维度	美教	菲教或国际外教（泛菲教）
供给	存在时差、排课时间少	无时差、排课效能高，服务人口众多
成本	资格证、消费、福利等抬高人力成本	消费水平低于中国，成本低
服务	时差和社会观念导致全职美教少	有服务基因、可全职上课

资料来源：广证恒生

在线青少儿英语教育本质也是一种教育服务，通过不同国籍的外教组合来降低师资成本，进而提供高频次、高性价比的产品在下沉市场竞争中可能更具潜力。从上课次数来看，主打高性价比国际外教组合的阿卡索的用户月均上课次数可达 24 节，而纯美教 1 对 1 的 VIPKID 的用户月均上课次数为 6.4 节；在价格方面，阿卡索单次课均价可低至 20 元，对应 VIPKID 的单次课均价达 140 元。

图表25 在线 1 对 1 代表性企业的课次与价格对比（单位：节，元/25min）


数据来源：公司官网、广证恒生

质优无分国籍，实际教学效果及用户体验才是根本。不论是菲教还是美教，还是其他国家的老师，最核心的是好老师，家长的需求是实际的教学效果和用户体验。如果要论口音，欧美等国家也有一定的口音。比如英国口音大致包括标准英音、伦敦口音、利物浦口音、曼彻斯特口音、爱尔兰口音、威尔士口音、苏

格兰口音等，不同地区英国口音间差异也很大，美国同理。因此欧美外教在招聘的时候也是要加以筛选的，本质上跟菲教的筛选逻辑一致。欧美外教的认同感更多的是国内消费者的心智认知所致，大部分企业更是把欧美外教作为营销点加以强化。但越来越多的资深家长不再受“只有欧美外教才是好老师”的营销驱动，她们也渐渐了解到美教和菲教价格上的巨大差距，更多地反映了不同地区经济发展水平不同导致的人力成本的差距，而不是不同地区老师之间教学质量的巨大差距。同时，她们也更希望孩子同时接触到全球各地的老师和不同的文化，而不仅仅是单一地区的老师和文化，而且不同的组合搭配也能够经济上达到更好的平衡——保持平均单价可接受而不至于过高以及保持一定的练习频率以强化效果——高性价比且有效果才是家长长期核心关注点，我们认为这也将代表着未来消费者更加理性后的行业大趋势。从日韩等发达国家的情况来看，当地在线真人外教企业例如 Rarejob 等上市公司也主要以不分国籍的国际外教合理搭配为主流选择。

部分企业也顺应这个趋势推出相关的组合产品，例如阿卡索拥有来自全球的 10000 多名资深优质外教，企业不以国籍作为筛选标准，但均要求来自于官方母语为英语的国家，且 100% 通过 TESOL 的考核认证，持有 TESOL 证书上岗教学，并受英国权威机构 Ascentis 监管。2019 年 7 月 15 日教育部等六部门为规范在线教育市场的收费制度、师资与培训内容等问题，发布了《关于规范校外线上培训的实施意见》。针对外教问题明确要求培训机构公示外教资质信息——“聘用外籍人员须符合国家有关规定，要在培训平台和课程界面的显著位置公示培训人员姓名、照片和教师资格证等信息，公示外籍培训人员的学习、工作和教学经历”。2019 年 8 月 8 日，阿卡索公布已完成 10000 多名外教教学资质查询系统的上线工作，成为首家完成外教资质公示的教育机构。此外，据阿卡索公开信息披露，阿卡索对外教的管理是采取“校聘模式”，全球招聘，不分国籍，以全职聘用保证外教供应的稳定。同时，外教在上课之余还需要研究教案、参与教学优化，通过这种方式进一步加强对外教师资水平的管控。阿卡索外教聘用严格，经过层层筛选，以 3% 的录取率录最优秀的外教，每一个阿卡索学员都可以自主选择固定的 10 个不分区县的教师进行约课，如果这些老师课程已经排满，学生还可以通过客服或者约课功能去选择其他老师的课。

图表26 阿卡索的招聘流程

维度	阿卡索
教师资格认证	需要 TESOL/TEFL 资格证
上岗前审核	至少 5 轮
录取率	3%
教师来源	全球招聘，不以国籍作为筛选标准，但均要求来自于官方母语为英语的国家
其他	以全职聘用保证外教供应的稳定； 外教在上课之余还需要研究教案、参与教学优化； 定期考核淘汰制； 95% 以上具备本科以上学历。

资料来源：公司官网、广证恒生

3.2 班型选择：1对1 or 班课？比拼运营效率才是核心

当前下沉市场的两类主流产品——以菲教或通过不同国籍外教组合的1对1产品和以欧美外教为主的小班课产品，分别通过降低师资成本和均摊课程费用两种方式把课单价降至低线城市用户可以接受的范围。除去师资来源问题，两者的产品、财务模型也存在显著差异：从财务模型上来看，核心点在于教师成本的把控，前者的优势在于天然较低的师资成本及统一管理招聘等带来的规模效应，而小班课的优势则是利用师生比的放大有效降低师资成本。从运营难度上来看，1v1模式经过多年迭代目前产品已处于较为成熟的状态，而小班课本身在排班、满课、交互等方面天然运营难度较高，从产业链调研情况来看，小班课满班率及续费率效果大多仍不太佳，目前尚处于较为初期的发展阶段。

对于国际外教（泛菲教）1v1模式而言：

(1) 国际外教（泛菲教）1对1的优势在于财务模型更加健康，且产品模型相对成熟。以51Talk为例，菲教的排课量可以达到15节/周，产能是美教的2倍；菲教和美教的成本相差7倍，毛利率菲教1对1超过65%，而美教1对1大约在20%-30%。结合线下教培财务模型及在线K12领域盈利财务模型，在考虑包括销售费用、研发费用、管理费用的整体费用后，产品毛利率保持在50-60%以上未来在具备较大的盈利可能性基础，当前美教1v1财务模型仍需进一步优化迭代。从用户对现金收入的贡献率来看，2017Q1非一线城市用户的现金收入贡献率仅53%，而2019Q1贡献率已经达到72.8%，两年增长19.8%。非一线城市已经成为51Talk现金收入增量的主要来源地。

(2) 利用菲教或不同国籍外教的组合的1v1产品有望破解规模不经济难题，赛道内优秀玩家有望率先跑出。市场上普遍认为1v1模式面临规模不经济困境问题。我们认为：线下1v1的规模不经济难题主要体现在体量扩大后师资招聘、师资管理的难度上；在线1v1玩家利用建设海外师资基地，统一招聘培训，统一管理，优化了此前线下模型所存在的问题。同时，在线1v1模型在跨区域管理成本、教学场地租金等存在天然优势。随着用户接受度、产品质量的持续提升，在未来客户LTV、续费率拉升的背景下，整体获客成本有望得到控制，乃至趋近于线下模型。则在线1v1理论上可获得比线下1v1更优的盈利率。国际外教（泛菲教）1v1模型与美教1v1相比，在师资大批量获取、集中管理、薪酬成本上更具备天然优势，赛道内优秀玩家有望率先跑出。

而对于主打欧美外教的小班课产品而言：

(1) 小班课的“1对N”模式优势在于欧美外教在营销端更容易被用户接受，且理论上如果能实现高满班率和续费率，其财务模型相对于欧美外教1对1有较大提升。但从产业链调研情况来看，当前业内机构，满班率和续费率效果大多还不太佳，这和模式整体处于早期阶段相关。

(2) 小班课同样也面临规模化收益和管理成本的权衡问题，目前对于小班课“1对N”尚未得到“N”的最优值。随着班级人数的增加，管理难度将成倍数的增加，甚至还会削弱学生开口发言的积极性，进一步降低学员的开口时间和开口质量。目前小班课主要的班型是1对2或者1对4，如主打1对2的有鲸鱼小班、兰迪少儿英语，主打1对4的有哈沃小班、SayABC、魔力耳朵和久趣小班。班型是各公司排班管理能力自我选择的，在主打班型上也有拓展班型，如久趣班型中有10%的1对2，鲸鱼小班也有微量1对4。1对

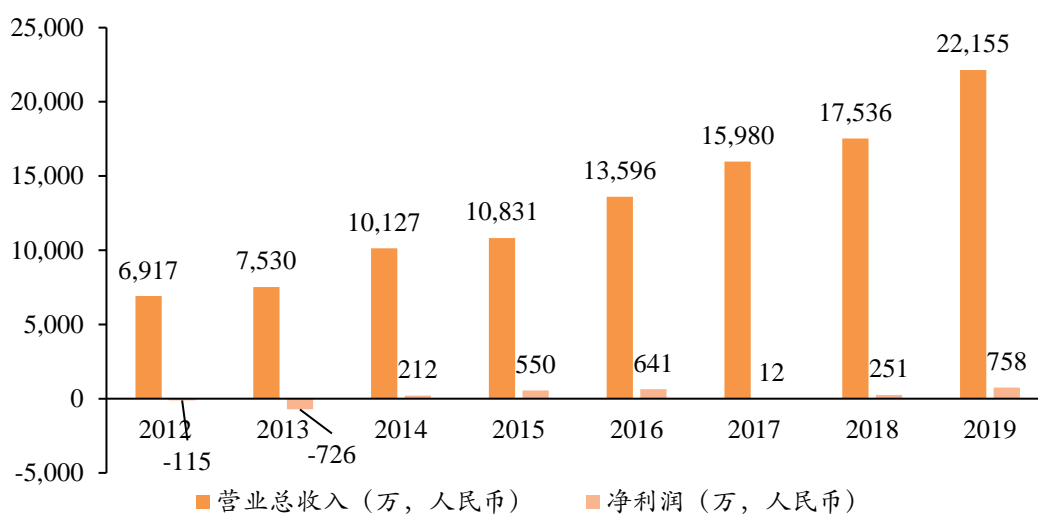
2 模型的排班管理和获客相对容易，1 对 4 则在价格方面更为优惠，其本质还是在规模化效益和管理成本之前权衡，目前小班课“1 对 N”模型并没有得到最优解。

图表27 小班课代表性企业的班型选择

公司	主要班型	上课时间	外教资质	单课价
久趣英语	1 对 4	30min	北美外教	40 元
魔力耳朵	1 对 4	25min	北美外教	50 元
SayABC	1 对 4	40min	欧美外教	90 元
哈沃小班	1 对 4	45min	北美外教	90 元
鲸鱼小班	1 对 2	50min	北美外教	130 元
兰迪少儿英语	1 对 2	25min	欧美外教	110 元

资料来源：公司官网、广证恒生

模式无分优劣，我们认为最终的核心还是回归到企业运营效率的比拼上。国际外教（泛菲教）1v1 的优势在于财务模型更优，相比之下具备更优的盈利性基础。我们从海外成熟市场的上市公司 Rarejob（菲教 1v1；在线真人外教）的财务模型也可验证，当行业发展到较为成熟的阶段，1v1 模式是具备可盈利的能力的。从其最新财务数据来看，FY2019 公司实现营收 2.22 亿(+22.60%)，净利润约 758.40 万(+192.73%)，已连续 6 年盈利。2019 年预期 PS 约 3.4 倍。从其财报披露数据来看，对比日本在线英语 2019 约 88 亿的市场空间，Rarejob 的市场份额在 2.5% 左右。这在事实上证明的是作为 1v1 模式本身并不存在问题，未来实现盈利的核心一方面在于行业整体的格局稳定及众多企业品牌成熟后带来的获客成本下降，另外一方面仍需回归到企业本身的运营效率比拼上。从理论上而言，如果能保持较高的满班率和续费率的话，小班模式在财务模型优势更大，但是目前实际运营下来满班率、续费率大多都不佳，行业仍处于较为早期阶段，还需要持续观察。

图表28 RareJob 已经实现连续 6 年盈利


数据来源：公司财报、广证恒生

4. 投资逻辑：建议关注已经实现规模化的各细分头部企业，重点关注本轮下沉机遇

(1) **在线教育规范意见逐步落地，关注规范化经营的头部企业。**随着在线教育行业规范政策的逐步推进，一方面是师资、课程内容等一系列的规范性要求，另外一方面是预收款的长度的限制，两者将提高在线教育供应链端的复杂程度和整体的竞争门槛。同时，在头部企业已经实现规模化，竞争加剧使得行业流量价格持续抬升的背景下，整个在线教育行业的短期内出清将明显提速。随着线下监管政策正式延伸到线上，我们维持此前的判断：包括预收款、教师资质等的限制将导致一大批不具备自我造血能力、忽略教研体系构建，盲目“烧钱”的在线教育企业在未来1-2年被淘汰，行业集中度将大幅度上升。

(2) **一线城市格局基本稳定，下沉市场仍存广阔空间。**从竞争格局来看，我们认为当前的一线城市整体格局已处于较为稳定的状态，VIPKID 市场份额优势明显，未来有望通过提价、优化成本结构和扩品类策略进一步巩固自身在高端市场的品牌地位，同时逐步释放出利润。而从整个在线少儿英语市场的维度而言：一方面，市场仍处于高速发展期，渗透率在快速提升，空间仍在不断扩容。优质线下少儿英语品牌多集中在一二线城市，线下培训资源不足给在线模式带来下沉机遇，下沉市场具备更为广阔的发展空间。另外一方面，欧美外教1对1课程费用高，远超低线城市消费能力，下沉难度较大，而更具性价比的国际外教（泛菲教）1v1及美教小班课模式有望在未来增量空间上抢占更多市场份额。国际外教（泛菲教）1对1的优势在于财务模型更加健康，且产品模型相对成熟，高性价比，大排课量，更优秀的财务模型，在下沉市场具有更强的竞争力，我们预计其将在本轮下沉市场争夺战中率先受益，成功加速领跑。如果能保持较高的满班率和续费率的话，美教小班课的理论财务模型更优，但产品模型更为复杂。从产业链调研情况来看，当前业内机构实际运营中的满班率和续费率效果大多还不太佳，这和模式整体处于早期阶段相关，目前大部分企业收入仍处于爬坡期。现阶段小班课也同样面临获客成本高企难题，依靠转介绍决定了需要积累品牌口碑、业绩放量速度较慢的获客模式，正如小班课的发展状速度远没有市场预期像一对一那么快爆发一样，小班课发展过程中的运营问题及其难度远比预期高。

站在当前时点，我们建议重点关注：(1) 主打不分国籍的优质国际外教组合的阿卡索，高性价比，大排课量，更优秀的财务模型，在下沉市场具有更强的竞争力；(2) 聚焦菲教1对1并持续发力下沉市场的美股上市公司51Talk，如果企业扭亏为盈并持续规模盈利，未来企业价值有望获得二级市场重估；(3) 美教1对1龙头VIPKID，在一线城市格局基本稳定的态势下，未来有望通过提价、优化成本结构和扩品类策略逐步释放出利润；(4) 小班课头部品牌久趣英语，如果能成功打造较高满班率和续费率的小班课模型，也将占据一席之地。

核心关注指标：(1) 财务层面，当前阶段可重点关注毛利率指标，更高的毛利率是后续行业发展趋于成熟，格局更为稳定后实现正向净利润的基础，尤其关注首单盈利能力；(2) 运营层面，企业的竞争归根结底还是运营效率的竞争。对于在线教育而言，互联网带来了教育资源的跨区域共享的同时亦消除了地域带来的竞争壁垒，用户的迁移成本变得非常低。与前期的流量注入相比，如何给予用户更好的教学产品、

更好的服务来维持优质的用户体验才是关键，最终比拼的还是正价课的转化率及后期的正价课学员留存续费。重点关注续费率及获客成本，及其余延伸指标如用户 LTV、退费率、完课率等。

4.1 阿卡索：主打超高性价比外教服务的“教育界拼多多”

阿卡索成立于 2011 年，2014 年切入垂直外教培训平台，旗下品牌包括少儿英语 1 对 1、企业英语培训服务等。目前阿卡索拥有外教超过 1 万人，来自英国、美国、澳大利亚、菲律宾等地。2019 年，公司接连完成 C1、C2 轮融资，投资机构包括 IDG、深创投、广发信德等，累计已完成 5 轮融资。

(1) **超高的性价比外教服务，充分享受下层市场红利。** 阿卡索主推真人外教 1 对 1 在线英语课程，课均价可低至 20 元/节，其目标是通过多国籍组合的形式来降低外教授课成本，增加用户上课频次，从而提高课程性价比，提升用户的学习效率与效果。根据公司数据显示，其用户月均上课次数可达 24 节，为所有对标企业频次最高。从当前公司用户群体来看，三-六线城市用户占比超过 60%，充分享受了下沉市场的红利。

(2) **“全职好教师+好课程”保障教育质量及用户体验。** 阿卡索不单纯以外教国籍作为选择标准，而是通过前端严格筛选配合后端师资培养来保障自身外教团队的质量。在选择外教过程中至少需要经过 5 轮审核，同时要求外教 100% TESOL 认证，整体录取率仅 3%，95% 以上的教师为本科及以上学历。在《关于规范校外线上培训的实施意见》出台后，公司也是首家对外公示外教资质，并为用户提供查询的通道，彰显其对师资资质规范性的一贯坚守。同时，阿卡索为了更优化课程质量，对外教均采用全职聘用制，并同时落实“校式管理”，即外教在上课之余还需要研究教案、参与教学优化。目前，公司课程已经获得英国教育部权威认证机构 NARIC（英国全国学术认证信息中心）的认可，学员完成对应课程后即可获得对应的 CEFR 认证证书。教师端叠加课程端双重着力下，公司整体课程退费率仅 2%，远低于行业平均水平。

(3) **高管互联网教育经验丰富，优异运营效率驱动正向经营净现金流。** 公司核心团队稳固，迄今已 9 年互联网教育创业经验，对在线教育行业有着深刻的理解。同时，公司自主构建大数据管理系统，日常全部运营核心环节，包括渠道流量效率变化、人员绩效、教学效果等，全部数据化驱动自我优化，保持高速迭代频率，从而打造精细化管理的组织形式。所有管理抉择直接与数据挂钩，具备科学高效特性。在行业普遍处于“烧钱”营销的大背景下，公司借助高效的运营效率持续保持了正向的经营净现金流。

图表29 阿卡索融资历程

时间	轮次	金额	投资方
2019/05/07	C+轮	近亿元人民币	广发信德
2019/02/18	C 轮	亿元级人民币	IDG 资本、深创投、泊富基金、文投创工场
2017/10/30	B+轮	近亿元人民币	IDG 资本、深创投、金泰资本、匠心资本、广发信德、开弦资本、深圳市人才基金、伙伴创投、纬度创投、中大华安
2017/06/01	B 轮	1 亿人民币	IDG 资本、广发信德、深创投
2016/06/23	A 轮	3350 万人民币	汉晨资本、盈信国富集团

资料来源：企查查、广证恒生

4.2 51Talk (COE.N): 中国在线教育赴美上市第一股

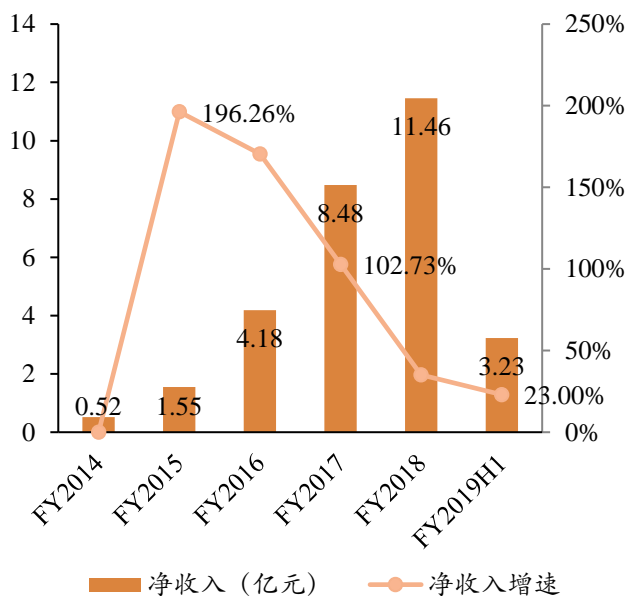
51Talk 成立于 2011 年，已于 2016 年在美国上市，是中国在线教育赴美上市第一股，旗下主打品牌包括菲教青少儿 1 对 1 英语、无忧成人英语、哈沃美教小班课。2018 财年公司营收 11.46 亿元，截至目前公司拥有外教约 2 万人。

(1) 课程价格性价比高，主打下沉市场。51Talk 的菲教和小班课的课均单价在二三线市场价格优势更为突出，在下沉市场取得较高的市场份额。截至 2019 年 3 月，51Talk 在非一线城市的现金营收贡献度已经达到了 75%，下沉市场收入构成了其收入的主要来源。

(2) 成人英语起家，业务向青少儿英语扩张，双品牌支撑，业务多元。51Talk 于成人英语起家，在成人英语赛道具有强大的品牌影响力，而青少儿英语领域也有菲教 1 对 1 和美教小班课的不同业务类型。丰富的业务体系可以保证公司在竞争中具有更多的选择空间。

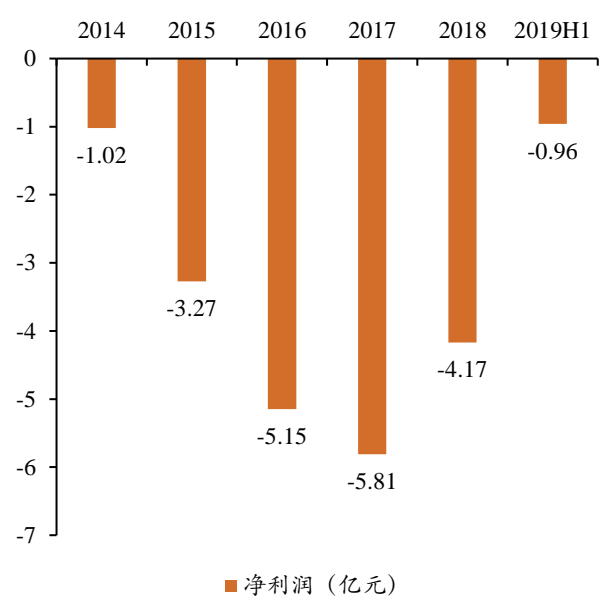
(3) 深入菲律宾本土布局，掌控高性价比师资资源。51Talk 在菲律宾多座大城市设立了培训中心，安排了近 2000 名员工在菲律宾工作进行本土化招聘培训。目前“一带一路”下中菲贸易合作加深，菲律宾“10 万菲教入华”计划为 51Talk 菲教战略提供更大发展空间。

图表30 51Talk 近年来净收入持续增长



数据来源：公司公告、广证恒生

图表31 51Talk 近年亏损持续收窄



数据来源：公司公告、广证恒生

4.3 VIPKID：在线青少儿英语 1 对 1 领导品牌

VIPKID 成立于 2013 年，目前完成融资 7 轮，旗下六大品牌：VIPKID、Lingo Bus、跟大熊学英语、SayABC、自由星球和 VIP 蜂校，实现了对在线青少儿英语教育的全年龄覆盖。据公司披露，公司于 2018 年现金收入约 60 亿，外教超过 9 万人，是在线青少儿英语教育行业的领军者。

(1) **行业占有率最高，品牌效应突出。**目前 VIPKID 的市场份额在行业内排名第一，且远远超过其他品牌，在在线青少儿英语 1 对 1 领域建立了高端品牌，并且拥有大量美教资源。未来行业的集聚进一步加快，VIPKID 的高端品牌和市占率成为其未来竞争的护城河。

(2) **1 对 1 起家，在线英语教学基础稳健。**VIPKID 在 1 对 1 在线英语教学中积累了丰富的行业经验和品牌效应，在此基础上开拓 AI 业务能够更快获得市场认可。目前 VIPKID 的在线课堂已实现教学全场景的 AI 覆盖，对人脸识别、面部表情分析、语音语速识别、手势识别等人工智能技术进行大量尝试。

(3) **产品覆盖面广，可以获取青少儿阶段全年龄层的学员。**目前公司六大品牌覆盖了启蒙英语、在线 1 对 1、在线小班课、国外汉语教学等各个需求层次，其业务空间也更加广阔。产品的年龄覆盖面广带来数量众多的学生，在同一套 AI 系统下，平摊的成本更小，品牌的利润更高。

图表32 VIPKID 融资历程

时间	轮次	金额	投资方
2019/10/08	E 轮	1.5 亿美元	腾讯
2018/06/21	D+轮	5 亿美元	云锋基金、ISAI、红杉资本、腾讯
2017/08/23	D 轮	2 亿美元	云锋基金、经纬中国、红杉资本、真格基金、ZTwo Capital、腾讯
2016/08/03	C 轮	1 亿美元	云锋基金、囊禾资本、Learn Capital、红杉资本、Bryant Stibel
2016/04/13	战略投资	100 万元	真格基金
2015/10/12	B 轮	2000 万美元	创新工场、经纬中国、北极光、红杉资本
2014/10/12	A 轮	500 万美元	创新工场、经纬中国、红杉资本
2013/12/08	天使轮	300 万元	创新工场

资料来源：企查查、广证恒生

4.4 久趣英语：在线少儿英语小班课头部品牌

久趣英语是国内最早专注于在线美教小班课的公司之一，拥有 1 对 2、1 对 4 两种班型，专为 4 至 12 岁孩子打造趣味十足的优质课程。根据公司官网的数据，公司拥有外教超 15000 人，付费用户超过 60 万。

(1) **依靠产品与服务打造口碑营销，获客成本低。**久趣英语获客主要通过优化产品和服务推动家长进行主动购买和口碑传播，同时也不定期推出微信裂变、拼团优惠活动，因此获客成本处于业内较低的水平。公司依靠优质的教学效果和过程体验感，建立了良好的用户口碑。

(2) **趣味学习，打造特色课程，寓教于乐。**久趣英语独家设计的卡通 IP 配合在线交互式动画学习，打破了传统课程单向输出的限制，孩子可以实时、主动、高频参与到课堂中，与老师、同学、动画角色实时互动。课程中设置了生动有趣的故事情节，形式多样的激励游戏，契合孩子心理特点，让孩子的专注力高度集中，学习效果事半功倍。

(3) **上课安排更智能便捷，方便用户选择。**久趣英语在约课、请假等环节给予用户尽可能多的操作便利空间。久趣英语采取教师、学生、上课时间三不固定灵活的形式，支持最晚上课前 5 分钟约课、前 1 小时请假，并通过 AI 技术和大数据分析自主研发智能排课管理系统，精准预测每天上课的学员及对应的课程数量，从而确保较高满班率。

图表33 久趣英语融资历程

时间	轮次	金额	投资方
2019/08/13	C1 轮	数亿元	百度领投，深创投、前海母基金
2017/05/05	B 轮	5000 万人民币	IDG 资本、国金投资、前海母基金
2016/10/05	A 轮	金额未知	投资方未知
2015/03/03	天使轮	金额未知	投资方未知

资料来源：企查查、广证恒生

5. 风险提示

(1) **非上市企业数据披露不完全。**一级市场相关企业业绩规模及相关运营数据、财务数据主要基于公开信息测算或企业自行披露，数据准确性可能存在一定误差。

(2) **市场竞争加剧。**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，行业竞争持续加剧。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。

(4) **政策变动风险：**中国的线上教育仍处于初期阶段，相关上位法体系尚未成熟，且最新政策仍在不断的演变当中，其诠释和具体落地执行仍具有重大不确定因素及模糊之处。

数据支持：李观琴、王傲磊、王睿



新三板团队介绍：

在财富管理 and 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。

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（新三板教育行业高级研究员）：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。