

➤ **全球在线教育市场正在迎来蓬勃发展，在线学习平台已成为用户人数最多、渗透率最高的在线学习模式，其中在线语言学习赛道孕育千亿人民币市值龙头企业多邻国。**根据 Statista，目前全球在线教育市场主要分为在线大学、在线平台学习以及专业证书三大市场，截至 2023 年，三大市场规模分别为 1032.8/566.3/66.6 亿美元，全球在线教育市场规模合计 1665.5 亿美元。随着移动信息化的浪潮的兴起和成熟，在线语言学习类应用诞生并不断发展，孕育出了诸多知名的应用产品，目前在线语言学习平台已经成为在线学习平台一个重要分支。2023 年，全球在线语言学习应用的收入达到 10.87 亿美元，全球在线类学习 APP 下载量为 2.31 亿次。目前较为热门的在线语言学习 APP 主要有多邻国、Babbel、博树等。全球在线语言学习类 APP 市场竞争激烈，多邻国后来居上成为在线语言学习行业龙头应用，目前市值已达千亿人民币。

➤ **千亿龙头多邻国的复盘：**多邻国为全球最大的在线语言学习平台，公司旗下核心产品多邻国 App 自 2011 年成立以来，已经成为全球最受欢迎的语言学习平台之一。多邻国的主要盈利模式是从大市场上吸引免费用户，再将其中一部分转换为付费用户，即“免费增值”的商业模式。**我们认为，多邻国之所以能取得巨大的成功，主要得益于两方面：1) 公司的语言产品形态设计的别样化和独树一帜的激励机制以及对于 AI 的应用，也即强大的产品力，从产品设计的角度来看，多邻国 APP 注重学习的趣味性和挑战性，以游戏化的形式促进语言的学习，并通过结合游戏化学习、竞争激励和持续参与机制，有效地提升了用户的长期留存率。2) 公司采取的“免费增值模式”，提高公司盈利的可能。**免费增值模式相较于“仅付费”模式的优点，主要在于前者能够降低新用户的尝试成本，同时增加其付费意愿。从实际用户数量、收入和利润情况来看，多邻国的成功也验证了免费增值模式的可行性。Babbel 是语言学习类 APP 的先驱者，也是该行业长期以来的收入龙头，其采用“仅付费”模式，截至 2023 年多邻国净利润首次转正，而 Babbel 尚未盈利。

➤ **回看国内在线教育：AI 注入二次生命力，发展呈现智能化、便携式特点。**中国在线教育自上世纪 90 年代末互联网技术进入中国便开始发展，目前已进入初步成熟期。2023 年，美国和中国领跑全球在线教育市场，两者在全球在线学习市场中份额分别为 45%/28%。从“玩家”来看，国内主要有在线教育起家的公司（高途、粉笔等）以及后续切入/转型在线教育的公司（好未来、豆神教育等）。从发展特点来看，国内在线教育载体形态正在由传统的 PC 端向移动端与硬件端发展，呈现出便携式特点；在大模型问世以后，搭载大模型的学习机正在迎来二次蝶变，其发展呈现出更加智能化、个性化的特点。目前在线教育巨头正纷纷拥抱 AI 技术提升教育品质，网易有道推出大模型“子曰”，高途和腾讯云达成 AI 战略合作等。好未来、猿辅导也纷纷发布自己的大模型，豆神教育宣布携手微软研发豆神 AI 大模型并和智谱华章成立合资子公司用于教育 AI 研发。

➤ **投资建议：**全球在线教育蓬勃发展，其中在线语言教育作为在线教育重要分支，孕育了千亿龙头多邻国。目前，中国作为全球第二大在线教育市场，以 Chatgpt 为代表的 AI 技术的突破性发展，正在深刻改变国内在线教育，在线教育巨头高途、好未来、网易有道、豆神教育等纷纷拥抱 AI 大模型提升教育品质，对标海外多邻国，我们认为未来国内广阔的在线教育市场下或将诞生千亿在线教育龙头企业，**建议关注豆神教育、高途、网易有道、粉笔。**

➤ **风险提示：**行业竞争加剧风险/用户留存低于预期/内容合规风险/政策风险。  
**重点公司盈利预测、估值**

| 代码        | 简称   | 股价 (元) | EPS (元) |       |       | PE (倍) |       |       |
|-----------|------|--------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|
|           |      |        | 2023A   | 2024E | 2025E | 2023A  | 2024E | 2025E |
| GOTU      | 高途   | 22.88  | -0.03   | -1.94 | -1.00 | -      | -     | -     |
| DAO       | 网易有道 | 34.14  | -4.62   | -0.82 | 0.92  | -      | -     | 37    |
| 2469.HK   | 粉笔   | 2.37   | 0.08    | 0.21  | 0.25  | 30     | 11    | 9     |
| 300010.SZ | 豆神教育 | 6.66   | 0.02    | -     | -     | 333    | -     | -     |

资料来源：Ifind，民生证券研究院；单位均为人民币，10 月 28 日，人民币兑美元/港币汇率分别为 0.1403/1.0899（注：股价为 2024 年 10 月 28 日收盘价；表中个股均为未覆盖标的，采用 Ifind 一致预期，港美股标的财年与自然年一致）

推荐

维持评级



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 饶临风

执业证书：S0100522120002

邮箱：raolinfeng@mszq.com

分析师 周诗琪

执业证书：S0100524070005

邮箱：zhoushiqi@mszq.com

相关研究

- 1.社服周观点：北京将推广 AI 学伴和 AI 导学应用，豆神教育进入 24Q3 基金重仓股-2024/10/27
- 2.社服周观点：央行行长强调宏观经济政策转向消费与投资并重，消费行业有望获长期催化-2024/10/20
- 3.社服周观点：财政部国新办新闻会提及“促消费”发力方向，消费行业有望进一步持续催化-2024/10/14
- 4.社服周观点：底部政策超预期，关注社服顺周期主线及旅游主线本轮反弹-2024/10/08
- 5.社服周观点：上海发放 5 亿元服务消费券，重点关注顺周期消费估值弹性-2024/10/01

# 目录

|  |           |
|--|-----------|
| <b>1 全球在线教育蓬勃发展，孕育千亿在线语言应用龙头</b>         | <b>3</b>  |
| 1.1 蓬勃发展的全球在线教育市场，在线学习平台贡献主要用户人数         | 3         |
| 1.2 在线语言学习平台：百花齐放，在线学习平台的重要分支            | 6         |
| 1.3 多邻国：全球千亿在线语言学习龙头复盘与启示                | 9         |
| <b>2 国内在线教育发展：拥抱 AI，逐步成熟，行业迭代有望再上一台阶</b> | <b>17</b> |
| 2.1 国内在线教育发展历程：初步成熟，进入提质发展阶段             | 17        |
| 2.2 便携式、智能化发展，移动端与硬件端齐头并进                | 19        |
| 2.3 国内教育公司加码大模型，AI 助力国内在线教育发展更进一步        | 20        |
| <b>3 投资建议</b>                            | <b>23</b> |
| <b>4 风险提示</b>                            | <b>24</b> |
| <b>插图目录</b>                              | <b>25</b> |
| <b>表格目录</b>                              | <b>25</b> |

# 1 全球在线教育蓬勃发展，孕育千亿在线语言应用龙头

## 1.1 蓬勃发展的全球在线教育市场，在线学习平台贡献主要用户人数

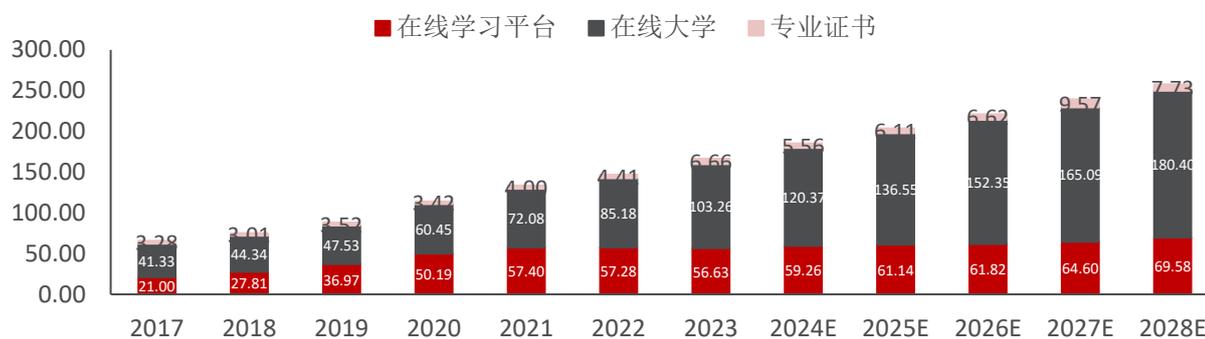
随着互联网技术和移动技术的成熟，在线教育市场正在迎来蓬勃发展。随着信息技术、移动技术的成熟，在线教育逐步诞生，并逐步完善。根据 Statista，目前在线教育市场主要分为在线大学、在线平台学习以及专业证书三大部分。**在线大学教育**主要为提供学历的在线教育，包括哈佛商业在线、eCornell 等传统大学在线授课并提供相应在线大学学历；**在线平台学习**则包括语言学习平台、在线辅导平台、在线训练营平台等；**专业证书教育**则包括 CPA、CFA、BARBRI 等提供专业证书教育的在线教育平台。

**千亿的全球在线教育市场中，在线学习平台和在线大学贡献主要市场规模。**根据 Statista，截至 2023 年全球在线教育市场规模为 1665.5 亿美元，其中在线大学/在线学习平台/专业证书平台市场规模分别为 1032.8/566.3/66.6 亿美元，占比分别为 62%/34%/3%。从增速来看，2017-2023 年全球在线教育市场规模复合增速为 16.8%，根据 Statista 测算，预计 2023-2028 年复合增速将达到 9.1%，在线大学/在线学习平台/专业证书市场规模复合增速分别为 11.8%/4.2%/3%。

**表1：在线教育分类**

| 在线教育分类 | 简介  |
|--------|---|
| 在线大学   | 授予在线大学学位（学士、硕士、博士）                            |
|        | 在线大学证书（哈佛商业在线、eCornell）                       |
| 在线平台学习 | 提供课程、徽章和微证书的第三方在线学习平台（如edX、Coursera、Udacity等） |
|        | 语言学习应用程序和平台（Duolingo、Babbel等）                 |
|        | 在线辅导平台（Chegg、Byjus等）                          |
| 专业证书   | 在线训练营平台（如2U）                                  |
|        | 通过专业机构提供的专业认证（CPA、CFA、PMP等）                   |
|        | 严格为专业认证提供在线学习准备的公司（BARBRI、Kaplan、Becker）      |

资料来源：Statista，民生证券研究院

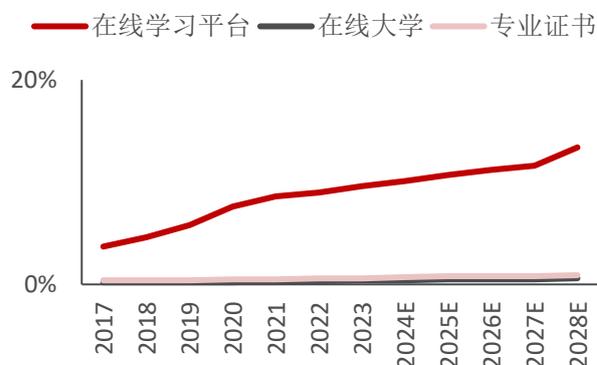
**图1：全球在线教育市场规模（单位：十亿美元）**


资料来源：Statista，民生证券研究院

在线学习平台已成为用户人数最多、渗透率最高的在线学习模式。整体来看，2023年，全球在线教育用户人数已经达到 8.08 亿人，在全球人口中的渗透率达到 10.5%。其中，在线学习平台用户认识已达 7.33 亿人，对应渗透率为 9.6%，为全球三大在线学习模式中用户人数和渗透率最高的；在线大学和专业证书的用户人数分别为 0.27/0.47 亿人，渗透率分别为 0.4%/0.6%。

**图2：全球在线教育用户人数（单位：百万人）**

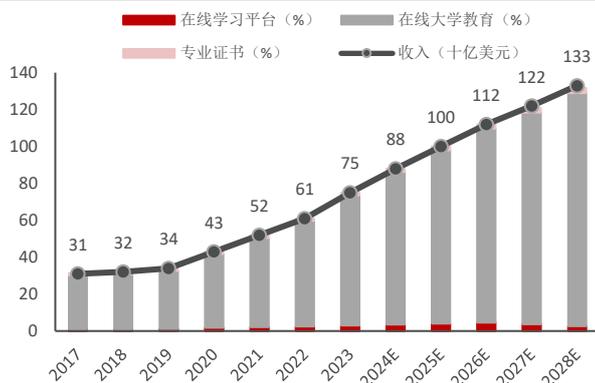

资料来源：Statista，民生证券研究院

**图3：全球在线教育用户渗透率**


资料来源：Statista，民生证券研究院

从全球市场份额来看，美国和中国领跑全球在线教育市场。美国和中国在全球在线教育市场中占据主导地位，共同构成了全球电子学习收入的大部分。美国市场在在线教育领域保持稳定增长，根据 Statista，2017 年至 2023 年间，收入从 310 亿美元增长到超过 750 亿美元。预计到 2028 年将超过 1300 亿美元，2023-2028 年的复合增速约为 12.1%，其中在线大学教育将贡献绝大部分收入。中国市场在 2010 年代末经历了显著增长，2017 年至 2023 年间收入从 180 亿美元增长到 460 亿美元。

图 4：美国在线教育收入情况



资料来源：Statista，民生证券研究院

图 5：中国在线教育收入情况



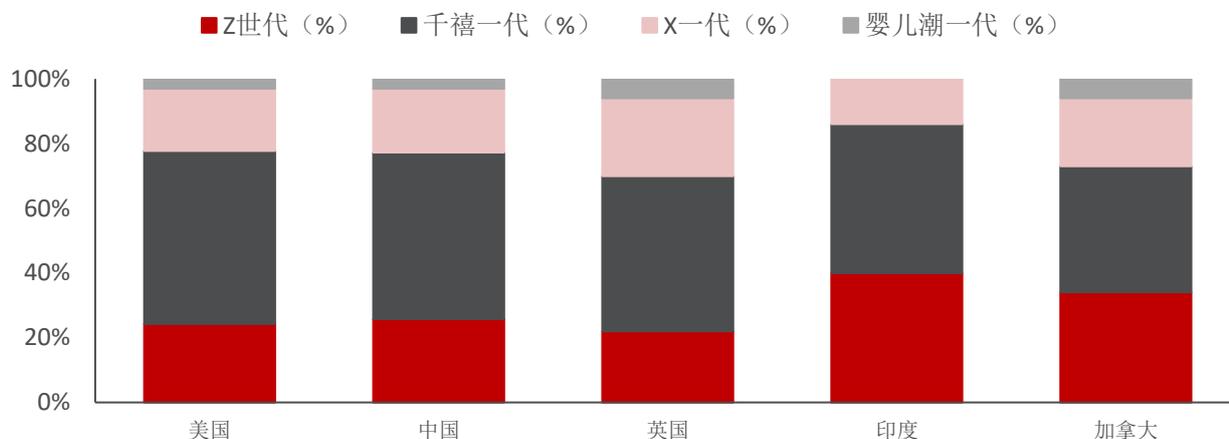
资料来源：Statista，民生证券研究院

**根据 Statista，英国和加拿大的在线教育市场预计将迎来稳健增长，而印度则展现出迅猛的发展潜力。**根据 Statista，英国和加拿大的在线教育市场预计将在未来几年内呈现相似的增长模式，这两个国家的在线教育市场结构与美国类似，自 2020 年以来，超过 90% 的收入来自在线大学教育，6-7% 来自学习平台，不到 3% 来自在线专业证书项目。根据 Statista，**英国**的在线教育市场在 2024 年预计价值 106 亿美元，预计到 2028 年将增长到 146 亿美元，2024-2028 年的复合增速约为 8.3%。**加拿大**的增长速度甚至更快，从 2024 年的 60 亿美元增长到 2028 年的 89 亿美元，复合增速约为 10.4%。相比之下，**印度**的在线教育市场结构截然不同，自 2020 年以来接近 80% 的收入来自学习平台。根据 Statista，2024 年印度预估在线学习市场价值 67 亿美元，到 2028 年预计增长一倍以上达到 146 亿美元，2024 年至 2028 年间的复合年增长率为 21.5%。这一显著的增长表明，尽管英国和加拿大的市场增长稳健，但印度市场在在线教育领域具有巨大的潜力和增长速度。印度在线教育市场的快速增长得益于其庞大的年轻人口和对教育技术的不断投资。另外，印度政府也在积极推动在线教育的发展，通过各种政策和计划，如 NEP (国家教育政策)，以促进在线教育、数字化课程和远程学习。

**从代际视角来看，“千禧一代”主导在线学习市场，“Z 世代”崭露头角。**在全球电子学习市场中，“千禧一代”构成了在线学习用户的最大群体。这一代人正处于职业生涯的早期到中期，他们寻求通过在线教育来提升技能和推进职业发展。与此同时，在线教育的灵活性满足了他们平衡工作和家庭责任的需求。尽管“千禧一代”在所有前五大市场中占据主导地位，但印度市场却呈现出不同的特点，2023 年，40% 的在线教育用户来自“Z 世代”，这反映了印度庞大的年轻人口结构。加拿大也显示出较大的“Z 世代”在线教育用户比例，同时拥有使用在线教育服务的“婴儿潮”一代的最高份额之一。这表明，尽管“千禧一代”在全球范围内是最重要的在线学习者，但“Z 世代”的参与度也在不断增长，特别是在印度和加拿大这样的国家。根据 Statista，随着技术的不断进步和教育模式的创新，预计“Z 世代”

将在未来几年内成为在线教育市场的重要推动力。

图 6：2023 年教育和学习服务在线用户份额

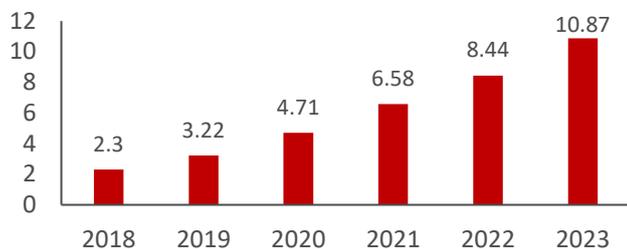


资料来源：Statista，民生证券研究院

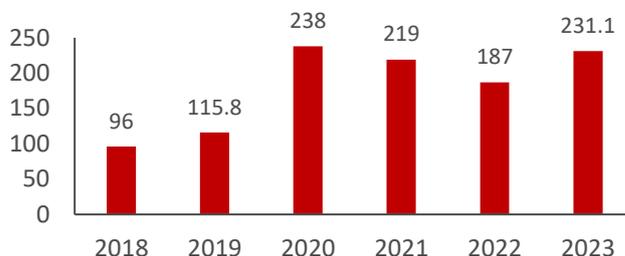
## 1.2 在线语言学习平台：百花齐放，在线学习平台的重要分支

随着移动信息化的浪潮的兴起和成熟，在线语言学习类应用诞生并不断发展，其将语言教育课程与移动平台相结合，并孕育出了诸多知名的应用产品，目前在线语言学习平台已经成为在线学习平台一个重要分支。在线语言学习类应用起步于 21 世纪第一个十年的末期，创建于 2008 年的 Babbel 和 Busuu 是这个行业的先驱者，而创立于 2011 年的多邻国则后来居上，成为目前的领先者。移动语言学习平台可以让用户利用碎片化的时间进行学习，这提高了用户的学习兴趣和黏性。在全球公共卫生事件期间，语言类教育应用的使用量快速提高，根据 Business of apps，目前已有接近 1/3 的语言学习是在移动设备上完成的。

2018-2023 年，全球在线语言学习应用的收入稳定增加，下载量也呈上升趋势。在线学习类应用总收入由 2018 年的 2.3 亿美元增长到 2023 年的 10.87 亿美元，年复合增速为 36.43%，增速亮眼。年下载量也呈现持续上升的态势，其中 2020 年受到全球公共卫生事件下居家工作和生活的影 响，在线语言学习的下载量迎来跨越式增长，从 2019 年的 1.16 亿次提升到 2020 年的 2.38 亿次，实现翻倍增长，截至 2023 年，全球在线类学习 APP 下载量为 2.31 亿次。

**图7：2018-2023 年在线语言学习类 APP 总收入 (单位: 亿美元)**


资料来源: Business of Apps, 民生证券研究院

**图8：2018-2023 年在线语言学习类 APP 总下载量(单位: 百万次)**


资料来源: Appfigures, AppMagic, 民生证券研究院

**全球在线语言学习应用百花齐放，热门 APP 层出不穷。**目前较为热门的在线语言学习 APP 主要有多邻国、Babbel、博树、忆术家等。从商业模式来看，在线语言学习应用的收费模式包括免费增值模式和强制付费模式，免费增值模式为用户可以免费使用 APP 进行学习，但也可以购买增值付费服务进行更深入的学习，强制付费模式则需要用户在使用开始即进行付费，不提供免费学习服务。

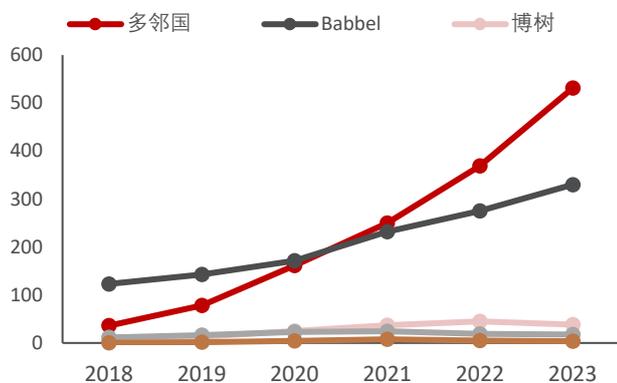
**表2：全球热门在线语言学习类 APP 简介**

| APP名称         | 国家   | 诞生时间 | 简介  |
|---------------|------|------|---|
| 多邻国           | 美国   | 2011 | 近年来最受欢迎和收入最高的语言学习APP，在纳斯达克上市，截至24年第二季度已有过亿的月平均活跃用户。 |
| Babbel        | 德国   | 2007 | 仅提供付费服务，订阅量达到1000万人。                                |
| 博树            | 西班牙  | 2008 | 在欧洲、中东和非洲地区很受欢迎。有 10000名现场教师可提供一对一辅导。               |
| 忆术家           | 英国   | 2010 | 由两位记忆学专家设计。该APP赢得了多个奖项，包括 Google 的 2017 年度APP。      |
| Drops Kahoot! | 挪威   | 2012 | 学习者通过识别不同的图像来学习语言，有 45 种语言可用。                       |
| HelloTalk     | 中国香港 | 2012 | 该APP不是通过卡片或语音来进行课程教授，而是让母语人士与学习者交流，并进行实时订正。         |
| Rosetta Stone | 美国   | 1992 | 最成熟的语言学习公司，拥有数百门线下课程。它有 52 个应用程序，适用于几乎所有类型的语言教学。    |
| Tandem        | 德国   | 2015 | 与 HelloTalk 类似，Tandem 强调与母语人士进行对话。包括手语和某些虚构语言。      |
| 鹿老师说外语        | 中国   | 2018 | 与大多数优先考虑欧洲语言的语言学习平台不同，“鹿老师说外语”提供几门亚洲语言课程。           |
| Mondly        | 罗马尼亚 | 2014 | 一个基于罗马尼亚语的语言学习平台，已经推出了多个 VR 应用程序，并提供 33 门语言课程。      |

资料来源: Business of Apps, 民生证券研究院

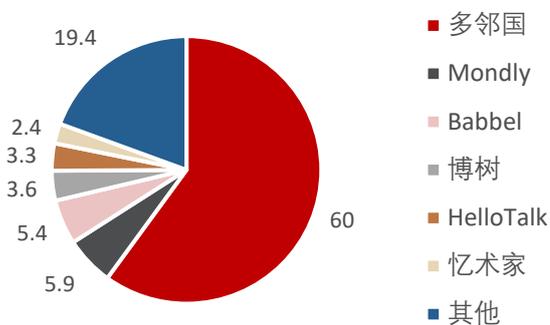
**全球在线语言学习类 APP 市场竞争激烈，多邻国后来居上成为在线语言学习行业龙头应用。**从 2018 年到 2023 年，多邻国的年收入从 0.36 亿美元增长到 5.31 亿美元，年复合增速为 71.30%。2021 年多邻国超越 Babbel 成为年收入第一的在线语言学习应用。2023 年多邻国年收入约占全球在线语言学习 APP 总年收入的一半，同年多邻国使用量占整个行业总使用量的 60%，在行业中处于领先地位。

图9: 2018-2023 年按 APP 划分的语言学习收入 (单位: 亿美元)



资料来源: Pitchbook, TechCrunch, Duolingo 财报, 民生证券研究院

图10: 2023 年在线语言学习类 APP 使用量份额 (单位: %)



资料来源: Sensor Tower, 民生证券研究院

## 1.3 多邻国：全球千亿在线语言学习龙头复盘与启示

### 1.3.1 多邻国发展概况

受美股科技股 beta 及自身业绩影响，多邻国股价弹性较大，自 2021 年 7 月 28 日在纳斯达克上市以来，其股价整体表现可分四个阶段：(1) 21 年 7 月-21 年底。在美股 IPO 市场整体表现活跃的背景下，作为备受关注的科技新股之一，多邻国的股价展现了强劲的表现。(2) 21 年底-22 年底。随着美联储持续加息，美股科技股普遍面临压力。然而，2023 年 3 月 15 日，OpenAI 正式发布了 GPT-4，并且多邻国宣布推出整合了 GPT-4 的新订阅服务 Duolingo Max。‘AI+教育’概念的投资热潮逐渐兴起，推动了多邻国股价的稳步上涨。(3) 23 年初-23 年末。美联储加息放缓，加之“AI”概念持续受到热捧，多邻国的股价迅速攀升。(4) 24 年初至今。多邻国股价随公司的财务表现、市场情绪、行业动态以及宏观经济状况等因素波动。

图11：多邻国股价复盘（单位：美元）

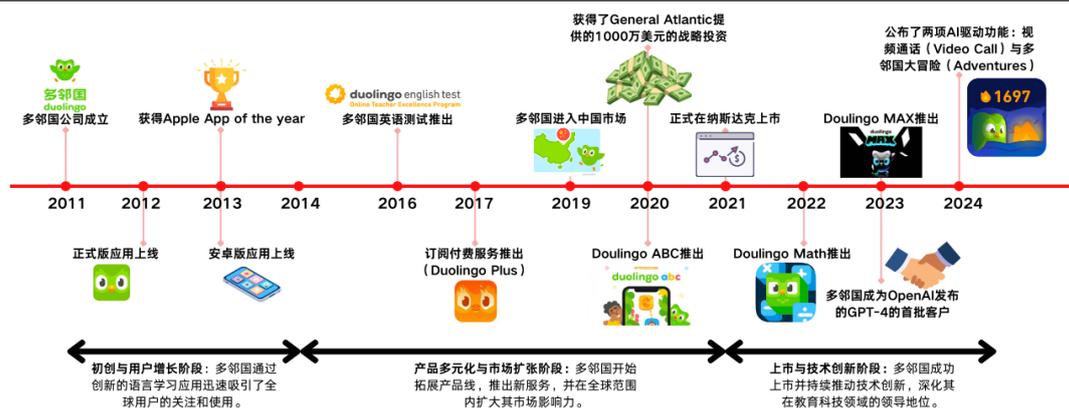


资料来源：Choice，民生证券研究院；注：左轴为多邻国股价，右轴为标普500指数

**多邻国为全球最大的在线语言学习平台。**多邻国由 Luis von Ahn 和 Severin Hacker 于 2011 年在卡内基梅隆大学孕育，旨在通过技术创新和游戏化学习，解决教育资源不平等，为广大用户提供便捷、高效的语言学习平台。公司旗下核心产品多邻国 App 自 2011 年成立以来，已经成为全球最受欢迎的语言学习平台之一。

它通过游戏化的学习方式和科学研究支持的教学方法，为全球用户提供了超过 40 种语言的免费学习环境。截至 2024 年第一季度，多邻国 App 的累计下载量超过 8.1 亿次，月活跃用户数 (MAU) 接近 1 亿。多邻国 App 的成功不仅在于其广泛的语言覆盖，还在于其能够持续创新，不断加入新功能，如 DuoRadio，以满足不同用户的学习需求。

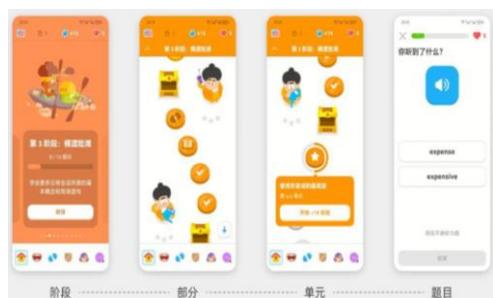
图12：多邻国发展历程图



资料来源：多邻国官网，民生证券研究院

**切入儿童教育，拓展教育产品矩阵。**除了覆盖年龄段比较广的核心语言学习平台多邻国 APP，多邻国在儿童教育领域亦持续推出新产品。2020 年和 2022 年公司先后推出 Duolingo ABC 和 Doulingo Math 应用，为 3 至 8 岁的儿童提供了一个寓教于乐的学习环境，旨在培养他们的识字能力和基础数学概念。这些应用通过游戏化的教学方法，激发孩子们的学习兴趣，同时也为家长提供了一个有效的教育工具。多邻国 ABC 和多邻国 Math 的推出，不仅丰富了多邻国的教育产品线，也满足了不同年龄段儿童的学习需求。

图13：多邻国 App 语言课程内容展示



资料来源：多邻国官网，民生证券研究院

图14：Doulingo ABC 内容展示



资料来源：多邻国官网，民生证券研究院

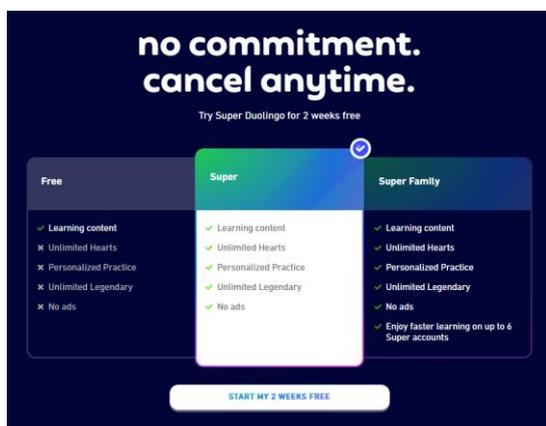
**多邻国的主要盈利模式是从大市场上吸引免费用户，再将其中一部分转换为付费用户，即“免费增值”的商业模式。**Duolingo App 及网页端上所有的课程都是免费的，用户可以免费使用，也可以付费享受额外服务。对于免费用户，他们需要在每次课程结束后观看广告才能进行下一个课程，这将为公司带来广告收入。对

于愿意付费的用户，他们有两种付费订阅服务可供选择：Super Duolingo 和 Duolingo Max。除付费订阅以外，公司的盈利项目还包括付费英语能力测试 Duolingo English Test 和一些 App 内的虚拟道具购买。

**Super Duolingo 是公司于 2017 年推出的付费订阅服务。**在诞生时该服务叫 Duolingo Plus，并于 2022 年更名为 Super Duolingo。该订阅服务为用户提供包括免除广告、个性化学习方案，以及课程内虚拟道具等一系列额外服务。Super Duolingo 的购买模式类似会员，需按时付费，到期后额外权益消失。在美国，购买 Super Duolingo 的套餐有四种：截至 2024 年 10 月 10 日，个人按月购买，需 12.99 美元/月；个人按年购买，需 83.99 美元/年；家庭组（最多 6 人）按年购买，需 119.99 美元/年；企业按年购买，则根据人数计算不同的团购价：10 人（最低人数）团队的人均价格为 67.89 美元/年，均价随人数的增多而减少，500-1000 人团队的人均价格为 49.99 美元/年，1000 人以上则需要额外申请。

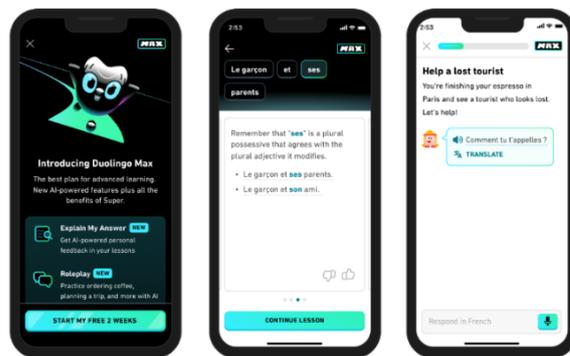
**Duolingo Max 是公司于 2023 年推出的付费订阅服务。**它在 Super Duolingo 的基础上增加了由 AI 提供技术支持的答疑功能和角色扮演功能，可以为学习者提供更加个性化的服务和更拟真的学习环境。在美国，Duolingo Max 的购买模式与 Super Duolingo 类似，分为三种套餐：截至 2024 年 10 月 10 日，个人按月购买，需 29.99 美元/月；个人按年购买，需 168 美元/年；家庭组（最多 6 人）按年购买，需 239.99 美元/年。

图15: Super Duolingo 功能介绍



资料来源：多邻国官网，民生证券研究院

图16: Duolingo Max 功能介绍



资料来源：多邻国官网，民生证券研究院

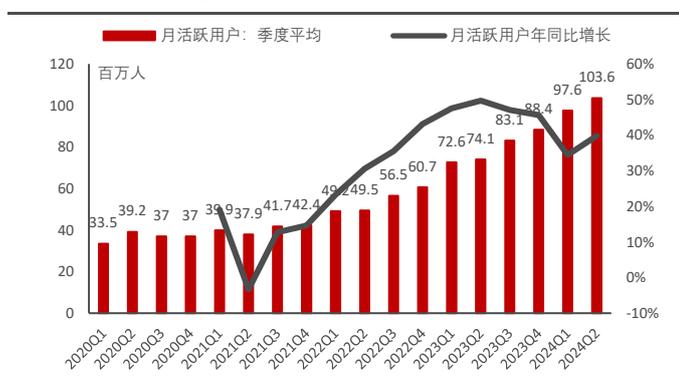
**Duolingo English Test 是公司于 2016 年推出的付费英语能力测试服务。**该测试在线上即可完成，成绩得到全球超过 5500 家院校的认可。截至 2024 年 10 月 8 日，单次测试的全球统一价格为 65 美元/次，并可不限次数地将测试结果免费发送给目标机构。

**“免费增值”模式下，产品月活及付费用户快速增长。**通过口碑传播和各互联网平台的宣发使得大量有学习需要的人知晓 Duolingo App 并对其产生兴趣，再通过几乎为零的进入门槛和短平快的学习方式让其成为活跃用户。这一策略的获

客效果良好，Duolingo App 的月活跃用户从 2020 年第一季度的 3350 万人到 2024 年第二季度的 1.04 亿人。在月活稳步提升下，多邻国 APP 的付费用户比例持续提升，20Q1 公司付费用户比例为 3.28%，截至 24Q2 付费用户比例已达 7.72%，付费人数从 20Q1 的 110 万人提升到 24Q2 的 800 万人。

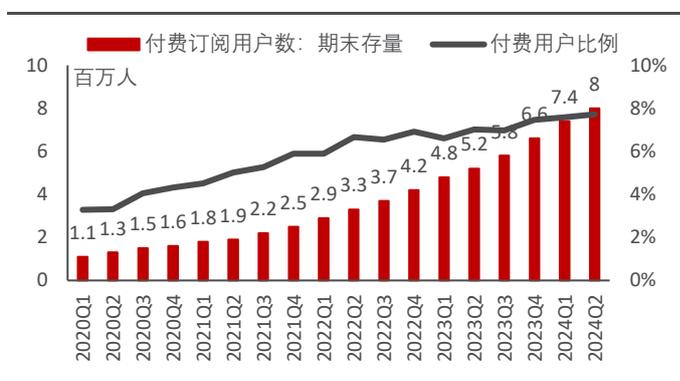
**App 订阅的金额和其他产品的预定金额稳定增长。**“订阅产品预定额”指来自 Duolingo App 的 Super Duolingo 和 Duolingo Max 的预定金额，“非订阅产品预定额”指来自 Duolingo English Test 和 App 内虚拟道具购买的预定金额。订阅产品金额占总预定金额的主体，一般维持在 80%左右。产品每季度总预定金额也保持持续增长，从 2020 年第一季度的 0.37 亿美增长到 2024 年第二季度的 1.9 亿美元。

图17: Duolingo App 月活跃用户及增速



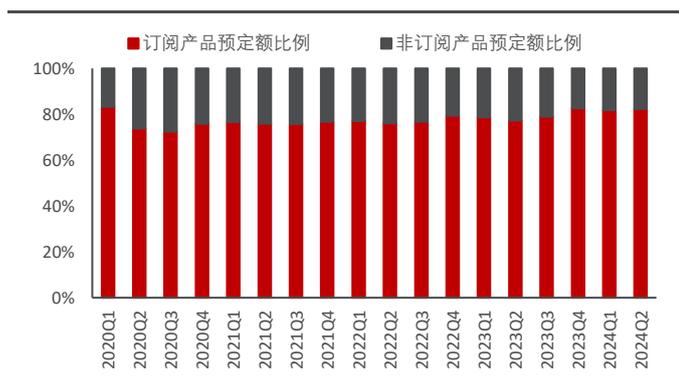
资料来源: Duolingo 财报, 民生证券研究院

图18: Duolingo App 付费用户数量及比例



资料来源: Duolingo 财报, 民生证券研究院

图19: 2020-2024Q2 每季度各类产品预定额比例



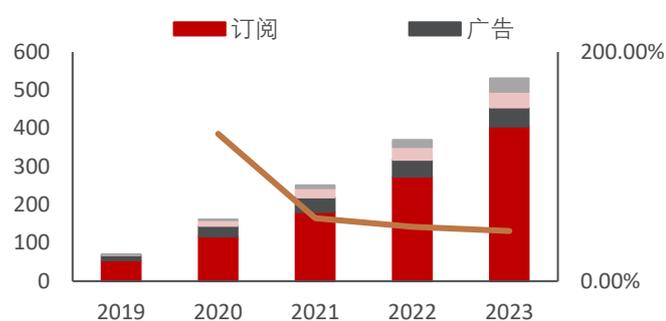
资料来源: Duolingo 财报, 民生证券研究院

图20: 2020-2024Q2 每季度总预定额及增速

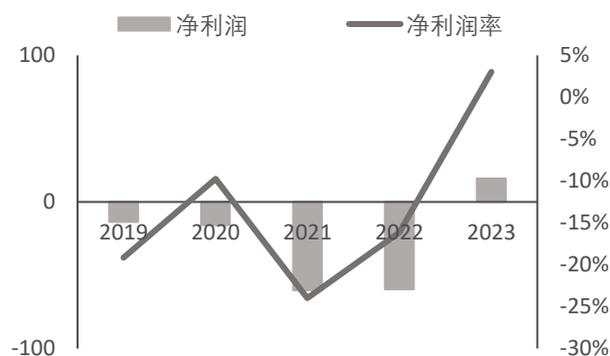


资料来源: Duolingo 财报, 民生证券研究院

**收入稳步增长，净利润实现扭亏。**2020 年，受全球公共卫生事件的影响，线上运营的 Duolingo App 抓住了这一机会，快速拓展用户规模，带动收入快速增长。2019-2023 年，公司收入从 7076 万美元提升到 5.31 亿美元，复合增速为 65.5%。2023 年公司净利润首次转正，为 0.16 亿美元。截至目前，多邻国的市值已经达到 125 亿美元，接近千亿元人民币市值。

**图21：2019-2023 年多邻国收入分业务情况（单位：百万美元）**


资料来源：Duolingo 财报，民生证券研究院

**图22：2019-2023 年公司净利润及净利率表现（单位：百万美元）**


资料来源：Duolingo 财报，民生证券研究院

### 1.3.2 多邻国的发展启示：强大的产品力&免费增值模式推动用户付费与留存

我们认为，多邻国之所以能取得巨大的成功，一方面得益于公司的语言产品形态设计的别样化和独树一帜的激励机制以及对于 AI 的应用，也即强大的产品力，另一方面亦得益于公司采取的“免费增值模式”。

从产品设计上来看，多邻国 APP 注重学习的趣味性和挑战性，以游戏化的形式促进语言的学习，并通过结合游戏化学习、竞争激励和持续参与机制，有效地提升了用户的长期留存率。具体来看：

1) “闯关”的游戏化模式提升趣味性。多邻国以其生动有趣的互动方式、个性化的学习方案以及独特的“闯关”模式，吸引了广泛的学习者利用碎片时间轻松掌握新语言。一打开多邻国的界面，一只绿色的卡通小鸟“多儿”便会用快问快答的方式询问用户的学习情况。多邻国提供了包括英语、西班牙语在内的 39 种语言课程，并为处于不同学习阶段、拥有不同学习目标的用户量身定制了个性化的学习方案。该平台采用了一种独特的“闯关”模式来划分长期的学习任务，这种设计不仅让整个学习过程变得有条不紊，而且通过丰富的卡通图案和互动环节极大地减轻了学习中的枯燥感。这样一来，用户就能够充分利用日常生活中的碎片时间，在轻松愉快的氛围中高效学习新语言。

2) 竞争激励和持续参与机制提升留存率。多邻国致力于打造一个可以“玩着就能学 40 门外语”的平台，通过设计简单易行的闯关小任务，如单词与图片匹配、发音配对以及翻译练习等，鼓励用户轻松完成挑战并获得积分奖励。每完成一个关卡，用户就能解锁新的挑战，并逐步累积积分。为了进一步激发用户的参与热情和竞争意识，多邻国还设计了“排行榜”，让用户能够根据所积累的分数晋级至不同的等级，从青铜到钻石共十个级别，这不仅增加了个人成就感，也促进了全球范围内学习者之间的良性竞争。除此之外，多邻国还特别设置了连胜机制来促进持续性

学习。只要用户每天坚持使用应用程序进行学习，就可以保持他们的连胜记录。这种连续性的激励方式有助于形成良好的学习习惯。同时，为帮助用户记住每日的学习目标，多邻国提供了打卡提醒服务以及动态更新的学习状态小组件。这些趣味性的设计显著提升了用户的长期留存率。

**3) 融入 AI 技术助力学习。**多邻国在个性化学习体验、交互式学习、教授内容、语言测试等多方面均融入了 AI 技术提升学员学习体验。**个性化学习体验：**多邻国使用自研 AI 模型「Birdbrain」为用户个性化推荐学习内容。这一模型能够根据用户的学习行为和进度，自动生成定制化的练习和课程内容，提升学习效率和体验。**交互式学习功能：**2023 年 3 月，多邻国推出了 Duolingo Max 订阅服务，整合了 OpenAI 最新发布的 GPT-4 大型语言模型。这项服务提供了 Explain My Answer 和 Roleplay 两项新功能，其中 Explain My Answer 功能允许学习者在课程中更多地了解他们的正确和错误回答，而 Roleplay 功能则让学习者和 AI 角色进行互动对话，提供了专属的情景对话体验。**内容生成与教学材料：**多邻国利用 AI 技术自动生成教学内容和课程材料，提高内容生产的效率和质量，这项技术特别针对中级和更高水平学习者的内容生成。**语言测试与评估：**多邻国英语测试（Duolingo English Test）自 2016 年起便融入了 AI 技术，从试题开发到评分的全流程都采用了人工智能技术，确保测试的权威性和安全性。**优化用户学习提醒：**多邻国利用 AI 技术优化个性化学习提醒，鼓励用户持续学习。**视频通话功能：**2024 年，多邻国推出了视频通话功能，允许用户与虚拟角色 Lily 进行实时对话，进一步提升了口语练习的互动性和逼真度。

图23：多邻国颇具特色的“游戏化”设计



资料来源：多邻国 APP，民生证券研究院

图24：多邻国的激励界面

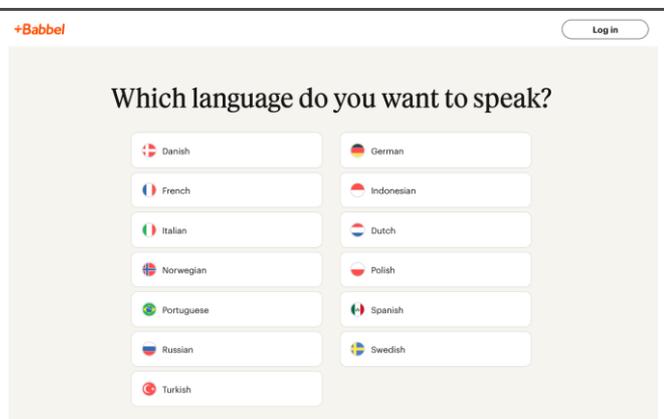


资料来源：多邻国 APP，民生证券研究院

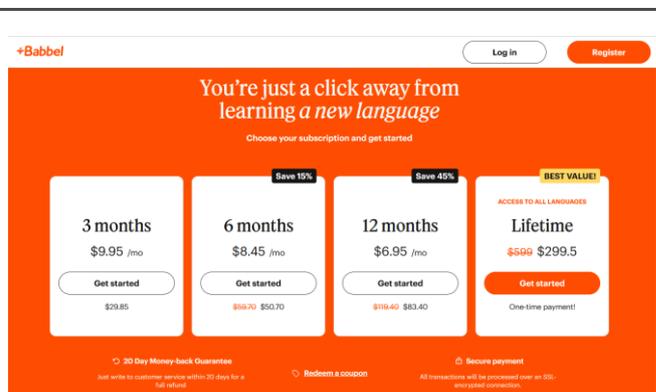
**免费增值模式在语言学习 APP 中的应用提高了其盈利的可能。**免费增值模式相较于“仅付费”模式的优点，主要在于前者能够降低新用户的尝试成本，同时增加其付费意愿。由于多邻国 APP 所有的课程都是免费提供的，新用户会有更强的使用意愿，能够深入而充分地地了解其课程质量，如果对其提供的课程满意，就会继

续学习，并且愿意为一些额外的服务付费。除此以外，多邻国的“游戏化”不仅体现在内容安排上，还体现在商业模式中。多邻国引入了精力值（红心）、排行榜、每日打卡和碎片式的内容，这都是某些网游中十分常见的要素，目的在于限制用户一次性获得的收益，而将其分布在“每日任务”中，用户需要每天登陆才能获得最大收益，这将会提高用户对于 APP 的黏性，使 APP 的使用成为用户日常生活的一部分。而 Super Duolingo 则类似网游中的 VIP 系统，通过购买这一服务，可以突破免费版受到的各种限制，比如广告和红心数量，减少用户的使用障碍。随着用户的使用频次逐渐加深，其会对 APP 会出现一种情绪上的依赖性，这种非理性因素会干扰他们的购买决策，促使他们完成从免费用户向付费用户的转变。上述两种因素相结合：近乎于零的尝试成本促使用户进入，独特的授课模式增强用户的付费意愿，最终使得月度活跃用户数量快速增加的同时，付费比例也在稳定上升。

**从实际用户数量、收入和利润情况来看，多邻国的成功也验证了免费增值模式的可行性。**Babbel 是语言学习类 APP 的先驱者，也是该行业长期以来的收入龙头。它采用“仅付费”模式，用户需要订阅会员才能够享受 APP 提供的服务。公司官网显示，Babbel 的订阅分为四档：三个月价 29.85 美元，半年价 50.7 美元，一年价 83.4 美元，永久价 299.5 美元，价格与多邻国相近。于 2012 年正式发布的多邻国的年收入长期落后于 2008 年发布的 Babbel，但在 2021 年却抓住全球公共卫生事件的机会超过 Babbel，成为语言学习 APP 中收入第一的应用，Babbel 则屈居第二。Babbel 认为，订阅将会导致用户对于平台的忠诚度提高，而免费增值模式则会在新用户尝试一段时间以后被遗忘，但事实来看似乎并非如此。Business of Apps 显示，Babbel 截至 2023 年的累计订阅量为 1600 万，而截至 2023 年末，多邻国的平均月活跃用户为 8800 万，付费用户为 660 万，这一数字还在稳步提升。且多邻国在 2023 年净利润首次转正，而 Babbel 截至目前并未报告盈利。虽然两个 APP 还有很多其他不同之处，但商业模式的差异无疑是业绩差别的重要原因之一，免费增值模式在多邻国的发展历程中体现出了自己的价值。

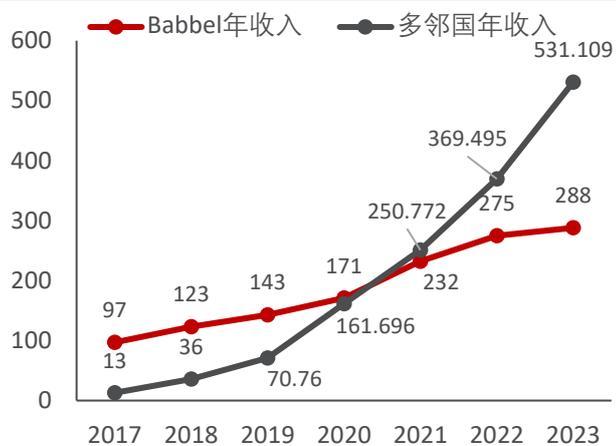
**图25: Babbel 包含的语言课程**


资料来源: Babbel 官网, 民生证券研究院

**图26: Babbel 订阅的套餐与费用**


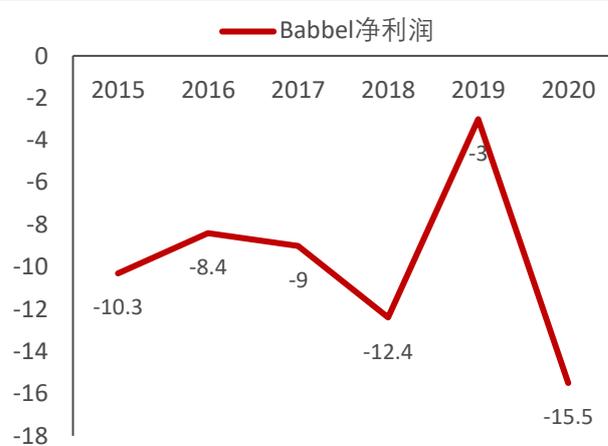
资料来源: Babbel 官网, 民生证券研究院

图27：2017-2023 年多邻国与 Babel 年收入 (单位：百万美元)



资料来源：Business of Apps, 多邻国财报, 民生证券研究院

图28：2015-2020 年 Babel 净利润 (单位：百万欧元)



资料来源：Business of Apps, 民生证券研究院

## 2 国内在线教育发展：拥抱 AI，逐步成熟，行业迭代有望再上一台阶

### 2.1 国内在线教育发展历程：初步成熟，进入提质发展阶段

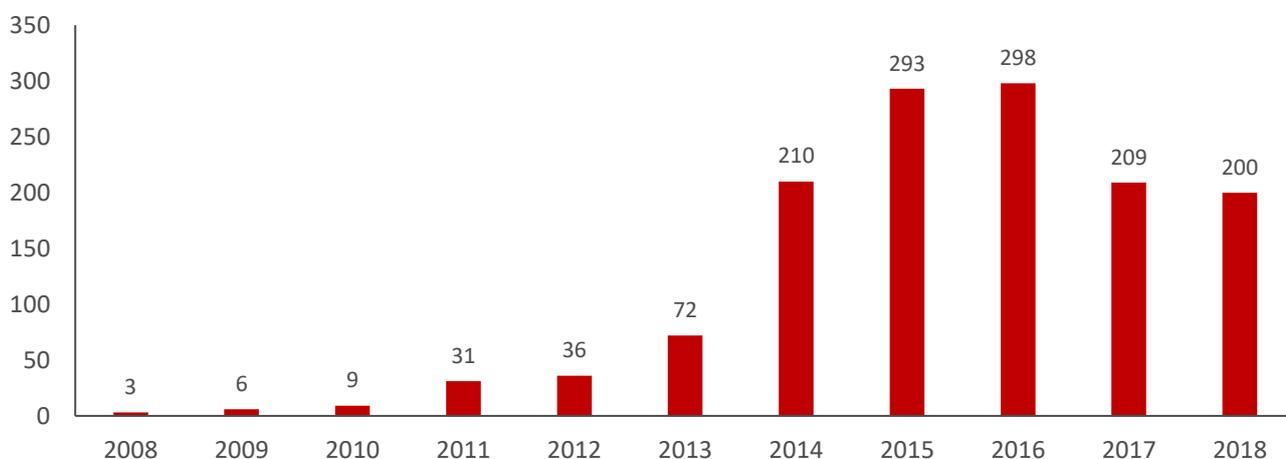
中国在线教育自上世纪 90 年代末互联网技术进入中国便开始发展，期间经历了萌芽期、模式探索期、快速发展期、初步成熟期四大阶段。

**诞生初期 (20 世纪 90 年代-2000 年)：**随着 90 年代末互联网进入中国，在线教育产品也应运而生。由于当时互联网宽带速率低、民众普及率低，在线教育在彼时的发展十分缓慢，主要以视频课件、电子书籍、电子邮件等形式进行内容传播，主要面向高校和成人教育市场。

**模式探索 (2000-2010 年)：**随着网络宽带的提升，互联网教育企业相继成立。1999 年，北京华夏大地远程教育公司成立，为国内外学员提供语言、计算机等多个领域的网络辅导课程。2000 年，中华会计网校成立，从事会计类考试培训。同年，国内著名教育机构新东方亦开始布局线上，推出“新东方在线”布局互联网教育领域。2001-2004 年期间，沪江网、财考网、环球职业教育在线等相继成立。在线教育逐步深入到 K12、素质教育、职业培训等各个赛道的领域之中。

**快速发展期 (2010-2017 年)：**随着国外大型开放式在线教育平台 Coursera、Udacity 和 edX 的出现，慕课 (MOOC) 在中国兴起。2013 年，清华大学宣布加入美国在线教育平台 edX，并开设四门慕课，随后国内各大高校陆续开始开设慕课。此外，猿辅导、作业帮、高途等从事课外辅导的线上教培机构亦纷纷设立，行业的投融资案例亦迎来高峰期。

图29：2008-2018 年中国在线教育投融资数量统计 (单位：件)



资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

**初步成熟期 (2018 年至今):** 2018 年下半年开始, 在线教育政策环境趋严, 监管进一步加强, 2019 年为规范在线教育行业发展, 教育部联合有关部门相继出台一系列调控政策和文件, 行业整体进入初步成熟。与此同时, 行业格局向头部集中, 头部在线教育企业以成熟的教育赛道为基础积极进行跨赛道布局, 进军编程、音乐、美术、早幼教等领域。2020 年全球公共卫生事件的出现, 用户对于在线教育的接受度和付费意愿进一步提升。与此同时, 随着移动端的成熟以及 AI 技术的蓬勃发展, 在线教育类 APP 的使用频率和用户数量也逐步提升。

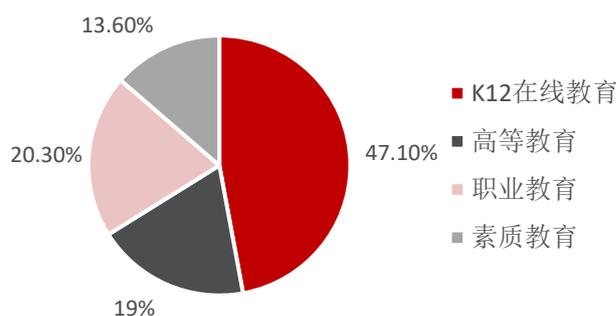
截至 2023 年, 根据 Statista 数据, 国内在线教育市场规模已经达到 742.5 亿美元, 其中在线学习平台/在线大学教育/专业证书市场规模分别为 682.5/45/15 亿美元。从细分内容来看, 根据尚普咨询, 2023 年中国在线教育市场中, K12 在线教育/高等教育/职业教育/素质教育的占比分别为 47.1%/19%/20.3%/13.6%。

图30: 2017-2028 年中国在线教育市场规模 (单位: 十亿美元)



资料来源: Statista, 民生证券研究院

图31: 2023 年在线教育市场构成



资料来源: 尚普咨询, 民生证券研究院

**从布局在线教育的上市公司来看, 主要分为在线教育起家的公司以及后续布局/转型在线教育的公司。**在线教育出身的上市公司主要有网易有道、粉笔教育、高途教育, 其中网易有道成立于 2006 年, 最初专注于搜索引擎和词典工具, 后续逐步拓展到互联网教育领域, 打造出有道精品课和网易云课堂等产品; 粉笔教育则是线上起家的公考招录类公司, 后续逐步拓展培训类目到教师资格证、事业编等类目, 目前已经是最大的线上招录类考试培训公司; 高途教育为 2014 年成立的在线教育品牌, 旗下涵盖英语、财会、公考、教资、留学、管理等实用精品课程。从后续布局/转型在线教育的公司来看, 新东方 2005 年成立新东方在线, 为国内首批布局在线业务的教育公司之一; 好未来于 2008 年成立学而思网校布局在线业务; 传智教育则是线下 IT 培训起家后布局在线教育平台博学谷; 豆神教育在“双减”政策出台后全面转型在线教育, 目前已经成为 A 股唯一的完全在线教育公司。

表3：国内主要上市教育公司在线教育业务布局情况一览

| 公司名称 | 成立时间  | 在线教育相关业务   |
|------|-------|--|
| 新东方  | 1993年 | 2005年成立新东方在线，是新东方教育科技集团（NYSE:EDU）旗下的专业在线教育平台，也是国内首批专业在线教育网站之一。 |
| 豆神教育 | 1999年 | “双减”政策后，转型在线教育，通过直播电商销售公司旗下素质录播课程以及素质直播课程                      |
| 好未来  | 2003年 | 2008年成立学而思网校，提供人文创作、科学、编程、国际象棋、自然博物等在线课程                       |
| 网易有道 | 2006年 | 网易旗下在线教育品牌，包括有道精品课程和网易云课堂，提供素质教育、考研、职教、语言、留学等多方面在线教育           |
| 传智教育 | 2006年 | 旗下拥有在线教育平台博学堂，提供JavaEE、前端开发、Python+大数据、人工智能、软件测试等多门课程培训。       |
| 粉笔教育 | 2012年 | 在线招录类培训平台，提供公考、事业单位、教师、司法、考研等辅导培训                              |
| 高途   | 2014年 | B2C在线教育机构，涵盖中小学生素质教育培训、大学教育培训、成人教育培训、职业教育培训和智能学习服务等            |

资料来源：各公司官网，民生证券研究院整理

## 2.2 便携式、智能化发展，移动端与硬件端齐头并进

在线教育载体形态正在由传统的PC端向移动端与硬件端发展，呈现出便携式、智能化发展的特点。

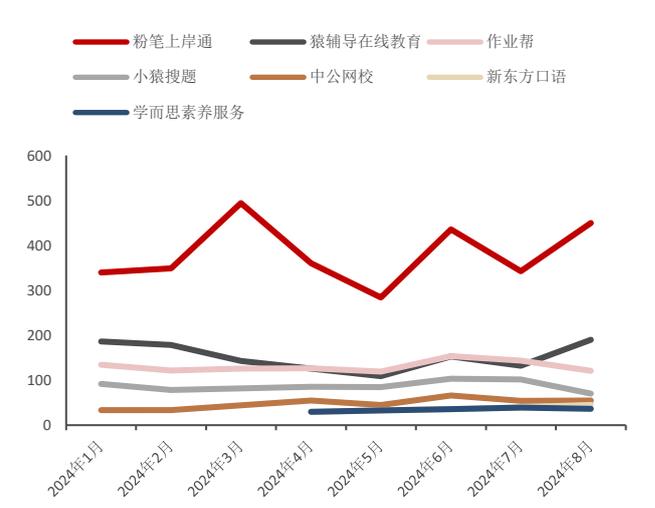
**移动端发展：**截至目前，国内在线教育公司基本都具备了移动端APP。从几款常见的APP来看，主打招录类考试的粉笔上岸通月活较高，月活在400万左右，其次是K12教育的猿辅导在线教育、作业帮以及小猿搜题。从商业模式来看，粉笔采取免费增值的商业模式，提供免费的题库产品等资料，同时也提供付费产品，猿辅导在线、作业帮则更偏向于付费产品。

图32：国内上市教育公司旗下在线教育APP梳理

| 上市公司 | 旗下APP                       |
|------|-----------------------------|
| 豆神教育 | 豆神教育、豆神AI                   |
| 网易有道 | 有道精品课                       |
| 好未来  | 学而思素养服务                     |
| 高途   | 高途                          |
| 新东方  | 新东方口语、新东方在线、新东方考研四六级、新东方雅思等 |
| 粉笔   | 粉笔考研、粉笔教师、粉笔公考平台等           |

资料来源：各公司官网，民生证券研究院整理

图33：2024年1-8月在线教育公司APP月活表现(单位：万人)



资料来源：久谦数据库，民生证券研究院

**硬件发展：AI 等技术发展下，学习机为代表的硬件教育工具正在迎来二次革新。**学习机这一硬件教育工具早在 90 年代便已诞生。1991 年小霸王推出学习机，开启了中国智能教育硬件的先河；2006 年步步高发布点读机，带来了崭新的学习方式。早期的学习机以其易携带，能提供一定学习辅助功能在中国学生中较为普及。但其所提供的词典、语法、资料等学习资源都是固化在存储器上的。也就是说，用户购买一个学习机所得到的学习辅助也仅限于该学习机所提供的内容。其功能较为单一，无法得到扩展。随着技术的发展，学习机的功能得到了提升，并具备开放式的操作系统。2021 年，科大讯飞发布的 AI 学习机覆盖了整个教学过程；2022 年，百度则推出了“小度智能学习平板”；而 2023 年，科大讯飞则发布了基于星火大模型的 AI 学习机 T20/T20 Pro，彰显出智能学习设备的进一步发展，实现了多元化多功能的目标。目前主要的智能学习机厂商有小度、科大讯飞、步步高、希沃等，此外传统的教育企业如好未来、新东方也于 2023 年 2 月和 2023 年 11 月推出学习机产品。

**整体来看，国内的在线教育呈现出便携化的特点，具体表现为移动端 APP 和学习机两种形态，**其中移动 APP 和多邻国类似，均以软件的形态呈现，同时也存在免费增值和付费两类商业模式，其中采取免费增值的粉笔 APP 月活较高；此外，国内还存在学习机这一硬件模式，在大模型问世以后，搭载大模型的学习机正在迎来二次蝶变，其发展呈现出更加智能化、个性化的特点。当前，在国内尚未诞生多邻国这样的千亿市值的在线教育公司，但随着技术的持续发展以及国内教育生态内容的完善，或将诞生内容和硬件一体化的在线教育龙头企业。

## 2.3 国内教育公司加码大模型，AI 助力国内在线教育发展更进一步

**AI 技术的突破性发展正在给国内在线教育注入第二次生命力。**随着 ChatGPT、Stable Diffusion、Gemini 等通用 AI 大模型争相发布，国内的在线教育也正在经历巨大的变革。大模型的出现使得教育环节中的个性化正在得以实现，目前在线教育巨头正纷纷拥抱 AI 技术提升教育品质：

- 网易有道：推出国内首个教育领域垂直大模型“子曰”。2023 年 7 月，网易有道推出国内首个教育领域垂直大模型“子曰”，并发布了基于“子曰”大模型研发的六大创新应用——“LLM 翻译”、“虚拟人口语教练”、“AI 作文指导”、“语法精讲”、“AI Box”以及“文档问答”。
- 腾讯云与高途达成战略合作，AI 大模型助力个性化学习。2023 年 11 月 22 日，在 2023 MEET 教育科技创新峰会上，腾讯云与高途教育宣布达成战略合作。双方将基于腾讯云领先的 AI 技术和云产品能力，结合高途在教育行业丰富的深耕经验，于教育行业模型建设、教育生态建设等方

面展开深度合作，共同探索并落地 AI 大模型在教育领域的多维应用。目前，高途已将腾讯云行业大模型能力与教育场景紧密结合，并率先在基于会话内容的学情提取场景落地，这一举措将有效提升顾问老师工作效率，拓宽师生服务场景。未来，高途还计划推出智能助教系统，针对学生在学习中的问题提供个性化解答，逐步实现更为贴近学生需求的个性化教学。

- **好未来**：2023 年 11 月，学而思大模型 MathGPT 完成了相关备案并已通过审核，正式成为首批通过备案的教育大模型。学而思九章大模型 (MathGPT) 是好未来自研发的，面向全球用户和科研机构提供以数学领域的解题和讲题算法为核心的大模型，也是国内首个专为数学打造的大模型。
- **猿辅导**：2024 年 5 月 15 日，“网信北京”公布人工智能备案新进展，猿辅导旗下看云大模型正式通过大模型备案。猿辅导大模型已形成多种参数规模和形态的模型矩阵，具备学情分析、作文辅导、阅读对话、计算解题等十几种核心教育能力，并实现产品化落地。以大模型为技术底座，猿力科技旗下飞象星球、海豚 AI 学、斑马 APP、猿辅导素养课、小猿学练机等教育类软硬件产品得以重塑升级。猿辅导也借此率先实现大模型技术在习题练习、口语学习、作业检查、作业设计、作文批改、课后服务等多个真实教育场景中的规模化落地应用。
- **豆神教育**：携手智谱华章和微软，打造豆神 AI 大模型。在微软 GraphRAG 的支持下，豆神 AI 教研团队的工作效率得到了显著提升，从以往的人均一天生成 1-2 篇课堂内容稿件，到现在的人均一天生成 20 篇以上高质量内容，效率提升高达 10 倍以上。此外，豆神 AI 在微软 GraphRAG 的基础上，进一步开发出第 5 代课程内容生成系统——九霄内容生产平台。该系统与微软 GraphRAG 相辅相成，使大模型能够输出符合老师教学风格的内容，并保证信息的准确性。每一次系统的迭代都旨在提升用户体验和教学效果。10 月 25 日，豆神教育发布公告，公司与北京智谱华章、海南何尊签署战略合作框架协议，将共同成立合资公司专注于 AI 教育产品的技术研发及销售，智谱华章为国内领先的 AI 大模型研发商。
- **粉笔**：7 月 12 日粉笔推出首个职教领域垂域大模型，8 月 1 日，粉笔 AI 老师“粉笔头”正式上线。粉笔 AI 老师具备个性化学习规划及指导、学习成果检测及辅导、题目答疑及其他做题辅导、知识点答疑讲解、考情答疑及报考指导、督学提醒和解压疏导共七大功能。

**政策提挈，AI+教育融合发展提速。**政策的引导和支持为“AI+教育”的融合发展提供了有力保障，助力行业加速发展。近年来，教育部等主管部门通过

开展人工智能助推教师队伍建设行动试点工作、发布中小学人工智能教育基地名单等多重举措，不断推动 AI 教育发展，利用 AI 技术对传统教学进行改造。10 月 24 日，北京市教育委员会等四部门发布了《北京市教育领域人工智能应用工作方案》，其中提出到 2025 年，北京市大中小学普遍开展人工智能(AI)场景应用，人工智能赋能学生学习与发展、教师教学方式变革、学生身心健康、家校社协同育人、教育治理模式创新 5 类典型示范应用项目场景基本建成并逐步开放使用，《方案》指出要聚焦学情诊断分析、家校社协同育人、学生身心健康、综合素质评价、教师研修备课、教育现代化治理等关键业务，形成一批教育垂直领域的专用大模型。该方案的出台使得 AI 和教育行业融合发展进一步提速。

**表4：AI 教育行业政策梳理**

| 时间          | 部门        | 政策                               | 相关内容   |
|-------------|-----------|----------------------------------|--|
| 2021 年 9 月  | 教育部       | 《关于实施第二批人工智能助推教师队伍建设行动试点工作的通知》   | 积极推进人工智能、大数据、第五代移动通信技术（5G）等新技术与教师队伍建设的融合，形成新技术助推教师队伍建设的不新路径和新模式，打造高水平专业化创新型教师队伍，支撑教育强国战略与教育现代化 |
| 2022 年 4 月  | 文旅部、教育部   | 《关于促进新时代文化艺术职业教育高质量发展的指导意见》      | 积极探索利用“互联网”、5G 通信技术、大数据、人工智能、区块链、虚拟现实等技术对传统教育进行改造升级  |
| 2022 年 8 月  | 科技部       | 《关于支持建设新一代人工智能示范应用场景的通知》         | 针对青少年教育中“备、教、练、测、管”等关键环节，运用学习认知状态感知、无感知异地授课的智慧学习和智慧教室等关键技术，构建虚实融合与跨平台支撑的智能教育基础环境               |
| 2023 年 12 月 | 教育部       | 《关于开展 2023 年职业教育国家在线精品课程遴选工作的通知》 | 鼓励运用大数据、人工智能等技术开展学习行为的精准分析，个性化评价学生的学习成效  |
| 2023 年 12 月 | 教育部       | 《关于推荐首批全国中小学科学教育试验区、实验校的通知》      | 鼓励运用人工智能、大数据等技术手段，支持学生随时随地开展科学活动   |
| 2023 年 2 月  | 教育部       | 《中小学人工智能教育基地名单》                  | 经各省级教育行政部门遴选推荐、教育部集中公示等环节，最终确定 184 个中小学人工智能教育基地。   |
| 2024 年 3 月  | 教育部       | 《北京市推动“人工智能+”行动计划(2024-2025 年)》  | 促进人工智能加速赋能千行百业，围绕机器人、教育、医疗、文化、交通等领域组织实施一批综合型、标杆性重大工程   |
| 2024 年 10 月 | 北京市教委等四部门 | 《北京市教育领域人工智能应用工作方案》（以下简称《方案》）    | 面向全市大中小学推广 AI 学伴和 AI 导学应用，聚焦学情诊断分析、家校社协同育人、学生身心健康、综合素质评价、教师研修备课、教育现代化治理等关键业务，形成一批教育垂直领域的专用大模型。 |

资料来源：中国人民政府网，中国新闻网，民生证券研究院

### 3 投资建议

互联网科技的成熟以及移动端的兴起正推动在线教育的蓬勃发展，其中在线语言教育作为在线平台教育的重要分支，正迎来快速发展，并孕育了千亿人民币市值龙头公司多邻国，通过复盘多邻国，我们得到了两点重要的启示，也即用“游戏化”的模式做产品提升用户留存率以及用免费增值的模式提升用户的付费意愿从而提升商业模型跑通的概率。目前，中国作为全球第二大在线教育市场，正迎来蓬勃的发展，而以Chatgpt为代表的AI技术的问世，也促使在线教育和科技的关联度逐渐紧密，在线教育巨头高途、好未来、网易有道、豆神教育等纷纷拥抱AI大模型提升教育品质，对标海外多邻国，我们认为未来国内广阔的在线教育市场下或将诞生千亿在线教育龙头企业，**建议关注豆神教育、高途、网易有道、粉笔。**

## 4 风险提示

**1) 行业竞争加剧的风险。**技术快速迭代和成熟下，在线语言教育行业竞争较为激烈，正在涌现越来越多的语言教育应用。若行业竞争加剧，或将进一步影响到行业内的“玩家”的市场份额和利润率。

**2) 用户留存低于预期。**对在线语言学习应用来说，用户留存率十分关键，若留存率低于预期，则会进一步导致应用的付费用户下降，进而影响公司财务表现。

**3) 内容合规风险。**在线教育具备一定程度的智能化，若其自动生成的文案/内容具备歧义甚至触发合规风险，可能会导致公司面临较大的合规风险和品牌力受损风险。

**4) 政策风险。**在线教育行业目前处在快速发展阶段，后续或有政策出台进一步规范行业发展秩序，或对行业整体增速有影响。

## 插图目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1: 全球在线教育市场规模 (单位: 十亿美元)                  | 4  |
| 图 2: 全球在线教育用户人数 (单位: 百万人)                   | 4  |
| 图 3: 全球在线教育用户渗透率                            | 4  |
| 图 4: 美国在线教育收入情况                             | 5  |
| 图 5: 中国在线教育收入情况                             | 5  |
| 图 6: 2023 年教育和学习服务在线用户份额                    | 6  |
| 图 7: 2018-2023 年在线语言学习类 APP 总收入 (单位: 亿美元)   | 7  |
| 图 8: 2018-2023 年在线语言学习类 APP 总下载量 (单位: 百万次)  | 7  |
| 图 9: 2018-2023 年按 APP 划分的语言学习收入 (单位: 亿美元)   | 8  |
| 图 10: 2023 年在线语言学习类 APP 使用量份额 (单位: %)       | 8  |
| 图 11: 多邻国股价复盘 (单位: 美元)                      | 9  |
| 图 12: 多邻国发展历程图                              | 10 |
| 图 13: 多邻国 App 语言课程内容展示                      | 10 |
| 图 14: Doulingo ABC 内容展示                     | 10 |
| 图 15: Super Duolingo 功能介绍                   | 11 |
| 图 16: Duolingo Max 功能介绍                     | 11 |
| 图 17: Duolingo App 月活跃用户及增速                 | 12 |
| 图 18: Duolingo App 付费用户数量及比例                | 12 |
| 图 19: 2020-2024Q2 每季度各类产品预定额比例              | 12 |
| 图 20: 2020-2024Q2 每季度总预定额及增速                | 12 |
| 图 21: 2019-2023 年多邻国收入分业务情况 (单位: 百万美元)      | 13 |
| 图 22: 2019-2023 年公司净利润及净利率表现 (单位: 百万美元)     | 13 |
| 图 23: 多邻国颇具特色的“游戏化”设计                       | 14 |
| 图 24: 多邻国的激励界面                              | 14 |
| 图 25: Babbel 包含的语言课程                        | 15 |
| 图 26: Babbel 订阅的套餐与费用                       | 15 |
| 图 27: 2017-2023 年多邻国与 Babbel 年收入 (单位: 百万美元) | 16 |
| 图 28: 2015-2020 年 Babbel 净利润 (单位: 百万欧元)     | 16 |
| 图 29: 2008-2018 年中国在线教育投融资数量统计 (单位: 件)      | 17 |
| 图 30: 2017-2028 年中国在线教育市场规模 (单位: 十亿美元)      | 18 |
| 图 31: 2023 年在线教育市场构成                        | 18 |
| 图 32: 国内上市教育公司旗下在线教育 APP 梳理                 | 19 |
| 图 33: 2024 年 1-8 月在线教育公司 APP 月活表现 (单位: 万人)  | 19 |

## 表格目录

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 重点公司盈利预测、估值                 | 1  |
| 表 1: 在线教育分类                 | 3  |
| 表 2: 全球热门在线语言学习类 APP 简介     | 7  |
| 表 3: 国内主要上市教育公司在线教育业务布局情况一览 | 19 |
| 表 4: AI 教育行业政策梳理            | 22 |

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

| 投资建议评级标准  | 评级   | 说明                  |
|---|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 15%以上      |
|   | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
|   | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|   | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |
| 行业评级  | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上       |
|   | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|   | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026