

揭秘 AI 教育顶流的成长密码：

全球化/IP 化/游戏化/AI 化

投资逻辑

- **是什么：**多邻国是一款伪装成语言学习 APP 的手游。公司 24 年实现营业收入约 7.5 亿美元，主要依靠游戏化的闯关学习机制实现忠实用户的订阅付费转化。多邻国 90 日留存数据约 10%对标全球知名消消乐糖果传奇，24 年订阅收入超 43 亿元，约为王者荣耀的 1/3。
- **驱动因子：MAU*付费率*ARPU 值拆解，关注全球化/IP 化/游戏化/AI 化。**我们认为，全球化、IP 化、游戏化能够支撑公司 MAU 的持续高增，而 AI 化则有望同时提升付费率与 ARPU 值，进而实现三因子共振的超预期增长。1) 全球化（增长的极限）：非美国地区 MAU 渗透率较低，中国、印度渗透率仅为 0.1%，出海潜力有待释放。2) IP 化（低成本拉新）：重视品牌 IP 打造，效果广告拉新占比低于 30%，单次安装成本仅为 \$0.47。3) 游戏化（长线留存）：渗透在课程内外的游戏化学习机制，超过 800 万用户连续打卡时间超过 1 年。4) AI 化（提价提付费）：落地 AI 对话学习功能，Max 版本远期有望为 ARPU 值创造约 50%提升空间。
- **竞争壁垒：全球唯一提供 40+语言免费学习 APP，三重壁垒积累 1 亿+MAU。**1) AI 时代还有必要学习语言吗？—16 年 Google Translate 优化算法、22 年 ChatGPT 问世、24 年 GPT-4O 发布不改公司 MAU 高速增长。2) 游戏化学习能学到东西吗？—英语课程设计为欧洲共同语言参考标准 CEFR B2 水平（普通白领工作水平）。3) 竞争对手如何？—全球唯一提供 40+语言免费学习 APP，AI 付费订阅互动可玩性较强。4) 再造小绿鸟的壁垒在哪？—每日打卡带来“意义感”（设计壁垒），高频 A/B 测试降低打卡阻力（技术壁垒），IP 角色深入人心+专业化课程编排（IP 壁垒）。

盈利预测、估值和评级

- 我们预计公司 25~27 年营业收入分别为 9.95/12.78/16.77 亿美元，归母净利分别为 1.74/3.06/5.34 亿美元，EPS 分别为 3.84/6.76/11.80 美元。采用市盈率法，给予公司 27 年 30X PE 估值，目标 354.0 美元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 付费用户增长趋缓的风险；稳态 ARPU 值不及预期的风险；高阶英语课程、数学、音乐等新科目拓展效果不及预期的风险；费用率降低不及预期扰动利润释放节奏的风险。

计算机组

分析师：孟灿（执业 S1130522050001）

mengcan@gjzq.com.cn

联系人：孙恺祈

sunkaiqi@gjzq.com.cn

市价（美元）：306.17 元

目标价（美元）：354.00 元



公司基本情况（百万美元）

项目	12/23	12/24	12/25E	12/26E	12/27E
营业收入(百万美元)	531.11	748.02	994.63	1,278.12	1,677.30
营业收入增长率	43.74%	40.84%	32.97%	28.50%	31.23%
归母净利润(百万美元)	16.07	88.57	173.75	305.68	534.08
归母净利润增长率	126.97%	451.28%	96.16%	75.94%	74.72%
摊薄每股收益(美元)	0.38	1.97	3.84	6.76	11.80
每股经营性现金流净额	3.61	6.35	4.34	8.32	13.88
ROE(归属母公司)(摊薄)	2.45%	10.74%	18.31%	25.36%	31.60%
P/E	600.42	164.49	79.73	45.31	25.94
P/B	14.72	17.67	14.60	11.49	8.20

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、引子.....	4
1.1 从哪来：验证码之父的二次创业，源于教育平权的梦想.....	4
1.2 是什么：一款伪装成语言学习 APP 的手游.....	4
二、驱动因子.....	5
2.1 驱动因子拆解：MAU、付费渗透率快速提升，ARPU 值趋稳.....	5
2.2 驱动因子一/全球化：非美国地区 MAU 基数较低，出海潜力有待释放.....	6
2.3 驱动因子二/IP 化：控制效果广告投入，重视品牌 IP 降低获客成本.....	7
2.4 驱动因子三/游戏化：游戏化学习新物种，留存曲线对标全球知名消消乐手游.....	8
2.5 驱动因子四/AI 化：Max 版本远期有望为 ARPU 值创造约 50%提升空间.....	9
三、几个关键问题.....	11
3.1 问题一：AI 时代还有必要学习语言吗？—文化/交流/应试需求.....	11
3.2 问题二：游戏化学习能学到东西吗？—CEFR B2 白领工作水平.....	11
3.3 问题三：竞争对手如何？—全球唯一提供 40+语言免费学习 APP.....	12
3.4 问题四：再造小绿鸟的壁垒在哪？—三重壁垒积累 1+亿 MAU.....	13
四、盈利预测与投资建议.....	14
4.1 盈利预测：2025 年公司有望实现约 10 亿美元营收，归母净利润 1.7 亿美元.....	14
4.2 投资建议及估值：2027 年进入偏稳态净利率阶段，30X PE 看 160 亿美元目标市值.....	15
五、风险提示.....	16



图表目录

图表 1:	公司创业源起: 验证码之父的二次创业, 源于教育平权的梦想	4
图表 2:	多邻国实质是一款伪装成语言学习 APP 的手游	5
图表 3:	订阅收入 MAU、付费渗透率快速提升, ARPU 值趋稳 (中间图的说明)	5
图表 4:	订阅收入 MAU/付费渗透率/ARPU 值三因子模型, 关注全球化、IP 化、游戏化、AI 化	6
图表 5:	公司在非美国地区的 MAU 基数较低 (万人)	6
图表 6:	公司 MAU 在各地区总人口中渗透率仍然较低	7
图表 7:	全球化或成为公司重要增长引擎 (公司收入结构)	7
图表 8:	公司销售费率显著低于 A 股游戏公司	7
图表 9:	公司销售费率显著低于绝大多数 A 股教育公司	7
图表 10:	公司获客成本远低于中度/休闲手游	7
图表 11:	透视公司品牌 IP 四要素, 小投放撬动大流量	8
图表 12:	公司 90 日留存曲线对标全球知名消消乐手游糖果传奇	8
图表 13:	透视多邻国游戏化学习机制	9
图表 14:	Max 版本两大新增功能: AI 对话学习+Adventure 场景学习	9
图表 15:	公司 Max 版本相对 Super 版本大幅提价	10
图表 16:	Max 版本起量有望为 ARPU 值创造约 50% 的潜在提升空间 (历史回溯)	10
图表 17:	Max 版本起量有望为 ARPU 值创造约 50% 的潜在提升空间 (定量测算)	10
图表 18:	16 年 Google Translate/22 年 ChatGPT/24 年 GPT-4O 发布不改公司高速发展	11
图表 19:	公司英语课程通关后可达到 CEFR B2 水平	11
图表 20:	公司筹备新增中高级英语内容, 英语学习者付费尚有提升空间	11
图表 21:	全球唯一提供 40+ 语种免费学习 APP, AI 付费订阅互动可玩性较强	12
图表 22:	每日打卡带来“意义感”(设计壁垒), 高频 A/B 测试降低打卡阻力(技术壁垒), IP 角色深入人心(IP 壁垒)	14
图表 23:	2025 年公司有望实现约 10 亿美元营收, 归母净利润 1.7 亿美元	15
图表 24:	2027 年可比公司 PE 均值约为 30X	16



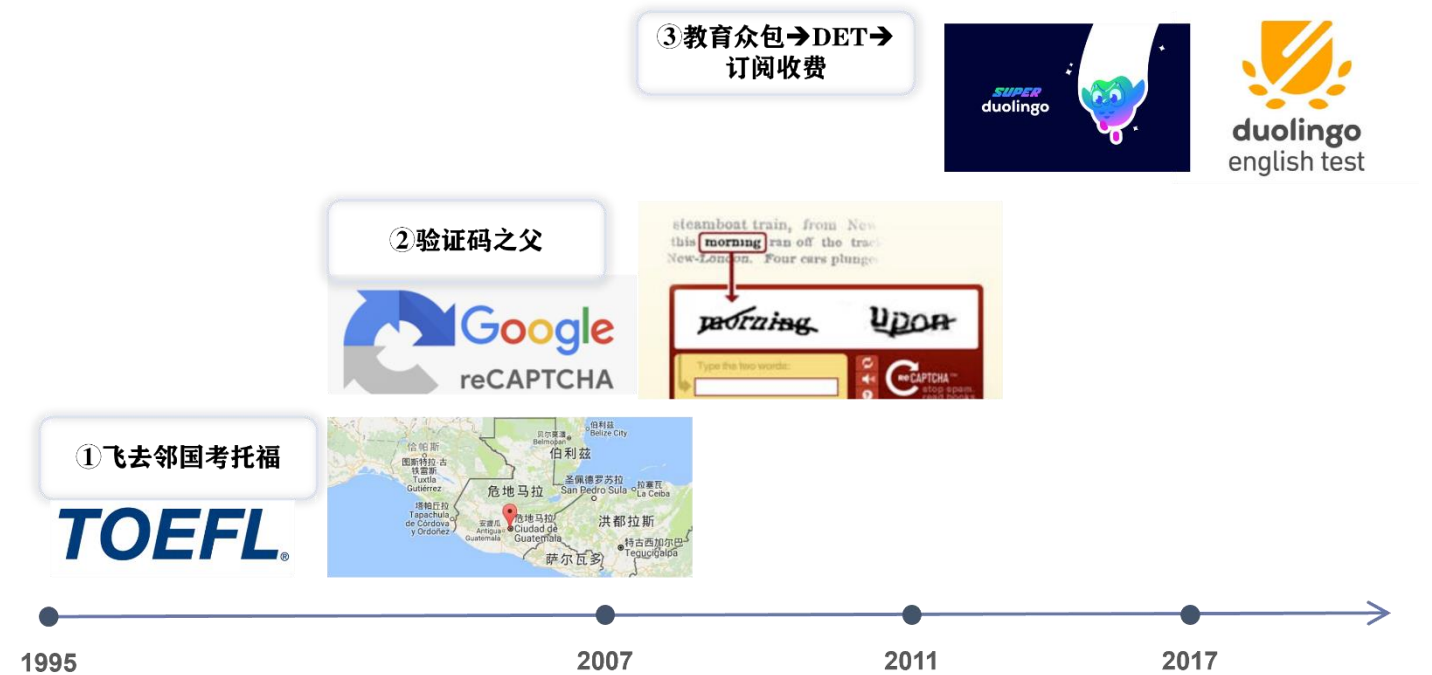
一、引子

1.1 从哪来：验证码之父的二次创业，源于教育平权的梦想

公司诞生于创始人 Luis von Ahn 对教育平权的梦想：

- 飞去邻国考托福：Luis 出生于危地马拉的一个医生家庭。他自幼对科技充满兴趣，在母亲的帮助下学会使用了初代计算机，少年时就读于当地一所英语私立学校。1995 年申请美国大学时，由于危地马拉的托福考试席位全部被注册完毕，Luis 不得不花费 1,200 美元飞到邻国萨尔瓦多完成考试，这件事让他意识到了优质英语教育的重要性，但世界上还有许多人根本负担不起昂贵的教育成本，Luis 自此萌生出一个想法：让所有人都能享受到优质平等的教育。
- “验证码之父”：Luis 攻读博士期间，设计了名为“CAPTCHA”的人机识别测试，CAPTCHA 将随机产生的字符扭曲之后发送给用户，只要用户能够正确识别字符，就说明其是真人——这个设计便是沿用至今的验证码。Luis 采用“众包”的方式推广了 CAPTCHA 验证码系统，通过与《纽约时报》合作，利用 CAPTCHA 验证码技术识别文字，将 130 年的报纸内容进行了数字化转录。2007 年，Luis 成立了 reCAPTCHA 公司，该公司两年后被谷歌收购，被收购后的 reCAPTCHA 每年帮助谷歌完成约 200 万本书的数字化，大力推动了谷歌图书项目的建设。
- 二次创业：2011 年，Luis 与他的博士生 Severin Hacker 共同创立了 Duolingo 免费语言学习平台，以游戏化的方式帮助用户学习语言。公司的课程内容完全免费，大大降低了语言学习的门槛。2016 年，Duolingo 英语测试（DET）上线，考试费用远低于雅思、托福。2017 年，公司推出 PLUS 会员，形成了“广告+订阅制”收入的商业模式。Super 版本的订阅会员主要提供“无限红心+免广告”两项核心权益。

图表 1：公司创业源起：验证码之父的二次创业，源于教育平权的梦想



来源：托福官网，出海 Club，SADESIGN，FocusEducation，量子位微信公众平台，钛媒体 AGI 微信公众平台，多知微信公众平台，国金证券研究所

1.2 是什么：一款伪装成语言学习 APP 的手游

多邻国实际上是一款伪装成语言学习 APP 的手游。相比传统的教育类应用，公司的运营策略更偏向于手游，公司将课程内容设计成关卡，以游戏化的形式进行语言教学，通过每天花式督促用户打卡学习，并且设计了排行榜机制激励用户持续学习以获取积分，最终达到长期吸引用户，进而转化付费的目的。

从流水数据看，公司 24 年实现 1.17 亿 MAU、付费渗透率 8.8%、59 美元 ARPU，合计约 43 亿元人民币的订阅收入。与此同时，MOBA 类手游顶流王者荣耀的年收入约为 132 亿人民币。我们认为，多邻国作为一款教育类 APP 实现了约为王者荣耀 1/3 的收入体量，可见至少从流水数据而言，多邻国更像是一款手游而非一般的语言学习软件。



图表2: 多邻国实质是一款伪装成语言学习APP的手游



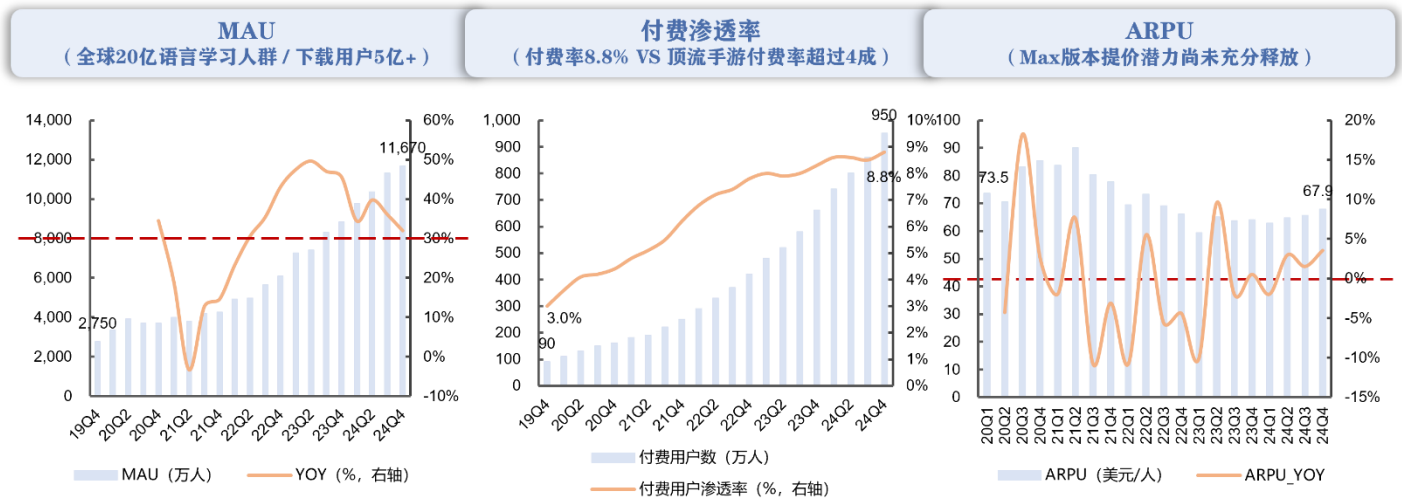
来源: 公司财报, 腾讯官网投资者工具包, 手游那点事微信公众平台, 游戏研究社微信公众平台, 腾讯应用宝, 国金证券研究所

二、驱动因子

2.1 驱动因子拆解: MAU、付费渗透率快速提升, ARPU 值趋稳

公司订阅收入可拆解为 MAU、付费渗透率和 ARPU 值的三因子模型。过去十几个季度, 公司实现了 MAU 与付费率的双因子共振, ARPU 则相对平稳。19-24 年公司 MAU 从 2,750 万人增长至 1.17 亿人; 付费渗透率从 3.0% 增长至 8.8%。2021 年 7 月, 公司 Super 版本推出家庭套餐, 通过社交流量裂变推动付费率提升, ARPU 值有所回落。2023 年, 公司引入 AI 功能推出 Max 版本, ARPU 值明显企稳, 2024 年 9 月, 公司进一步在 Max 版本中新增 AI 对话与 Adventure 场景化学习功能, 有望提升 Max 版本付费率。

图表3: 订阅收入 MAU、付费渗透率快速提升, ARPU 值趋稳 (中间图的说明)

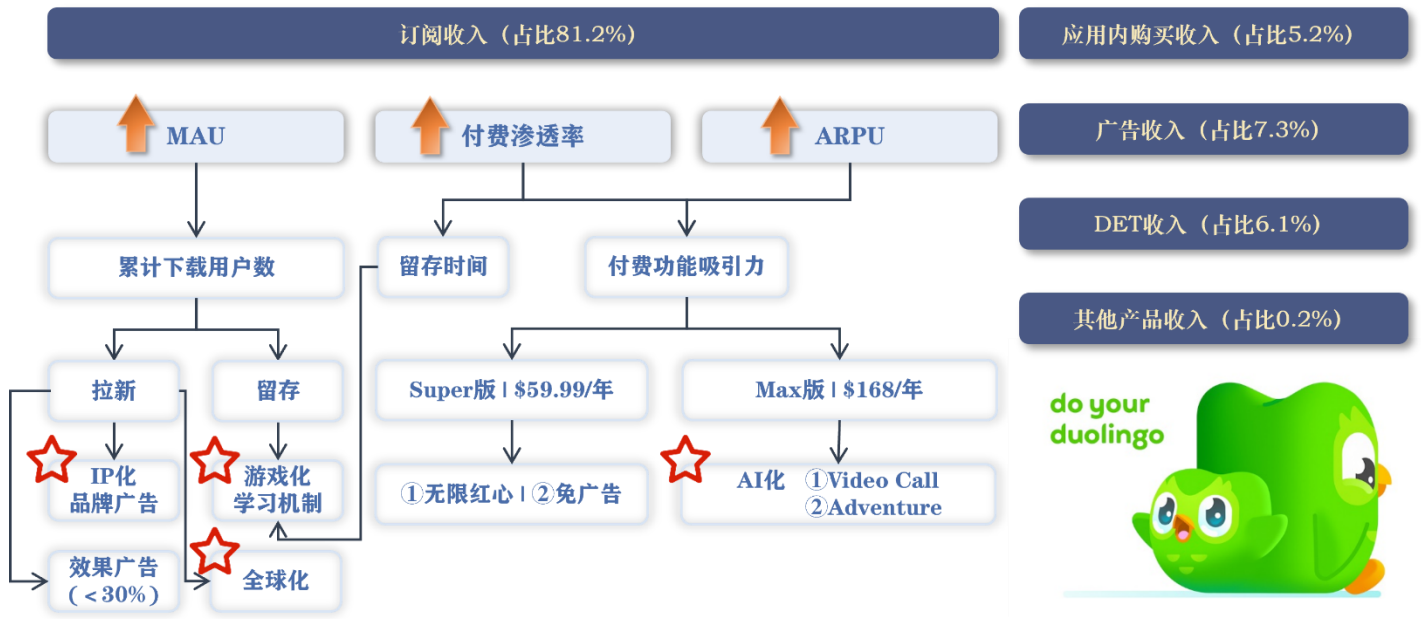


来源: 公司官网, 国金证券研究所

订阅收入核心驱动看全球化、IP 化、游戏化和 AI 化。MAU 主要包括拉新和留存两个维度, 拉新维度看, 公司主要依靠全球化推广与品牌 IP 获取“自来水”式获客; 留存维度看, 公司利用游戏化的学习机制实现长线用户的运营留存和付费转化。付费渗透率与 ARPU 值主要受到用户留存时间和付费功能吸引力的影响。我们认为, 公司目前主推的 Max 版本中的 AI 对话功能有助于持续提升用户的付费率和付费金额。从三因子订阅收入模型来看, 全球化、IP 化、游戏化和 AI 化是公司目前核心的四个驱动因子。



图表4: 订阅收入 MAU/付费渗透率/ARPU 值三因子模型, 关注全球化、IP 化、游戏化、AI 化

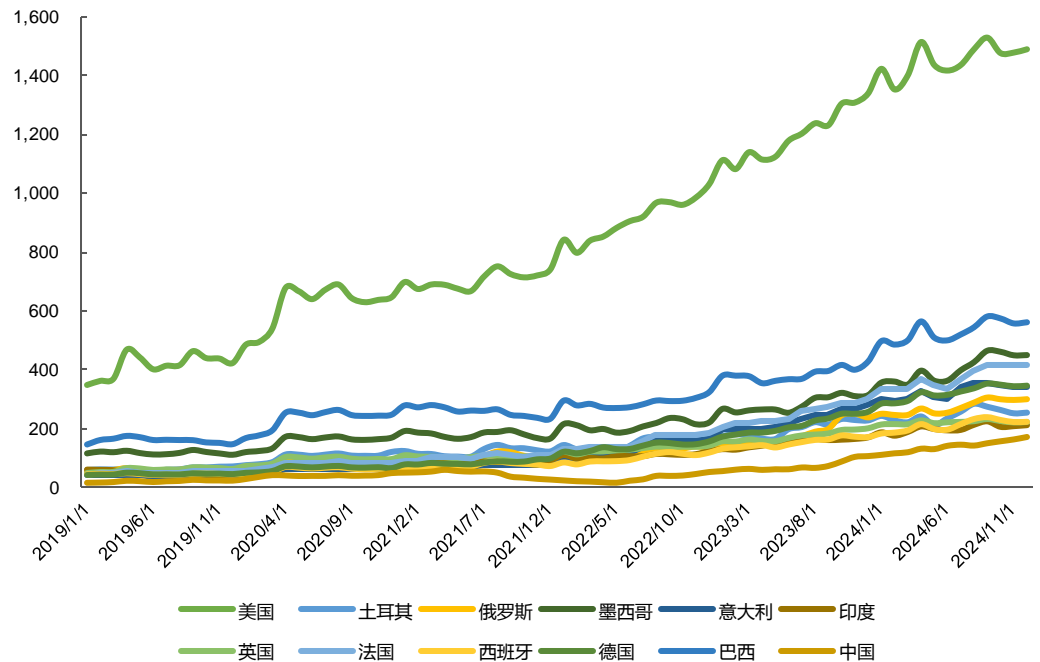


来源: 公司财报, 国金证券研究所 (注: ①图中收入占比为 2024 年数据; ②DET 全称为 Duolingo English Test, 为多邻国英语考试收入。)

2.2 驱动因子一/全球化: 非美国地区 MAU 基数较低, 出海潜力有待释放

目前多邻国的学习用户覆盖全球主要国家和地区。美国月活用户数仅占全球月活用户数的 19.1%。其余用户广泛分布于欧洲、南美洲、亚洲等地区。

图表5: 公司在非美国地区的 MAU 基数较低 (万人)



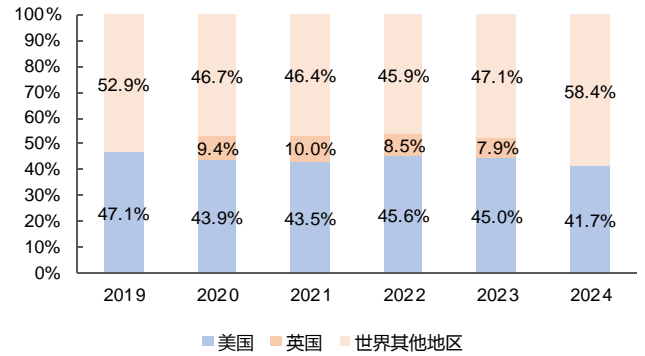
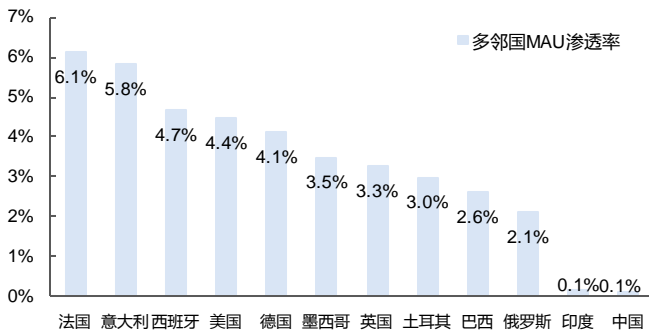
来源: Sensor Tower, 国金证券研究所

从用户结构看, 多邻国在美国与部分欧洲地区的月活用户占总人口的渗透率已达到 4-6%, 而在中国和印度的月活用户渗透率仅为 0.1%, 尚处于早期的起步阶段。从收入结构看, 24 年月活用户占比不到 20% 的美国地区贡献了公司超过四成的收入。我们认为, 非美国地区的月活用户付费挖掘或成为公司重要增长引擎之一。



图表6: 公司 MAU 在各地区总人口中渗透率仍然较低

图表7: 全球化或成为公司重要增长引擎(公司收入结构)



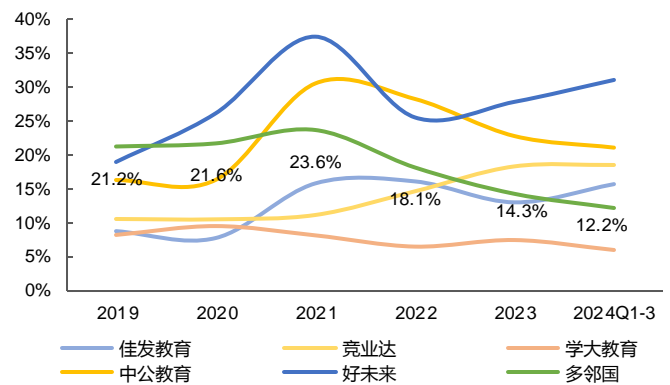
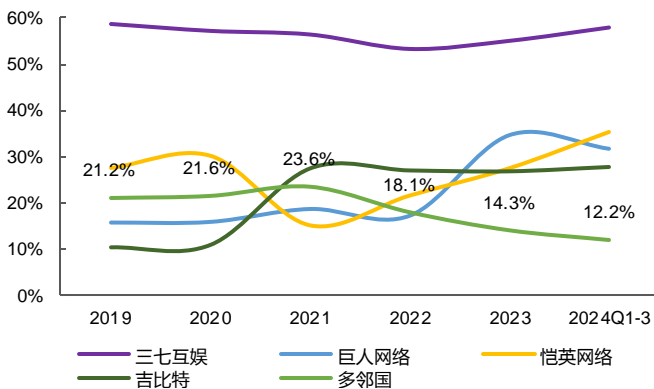
来源: SensorTower, 世界银行, 国金证券研究所 (注: 图中为 2024 年渗透率数据。) 来源: Wind, 国金证券研究所

2.3 驱动因子二/IP化: 控制效果广告投入, 重视品牌 IP 降低获客成本

公司长期控制效果广告投入, 在投流买量方面极度克制。19-24 年多邻国销售费率整体呈下降趋势, 24 年前三季度销售费率仅为 12.2%, 远低于 A 股游戏公司, 显著低于绝大多数 A 股教育公司。

图表8: 公司销售费率显著低于 A 股游戏公司

图表9: 公司销售费率显著低于绝大多数 A 股教育公司

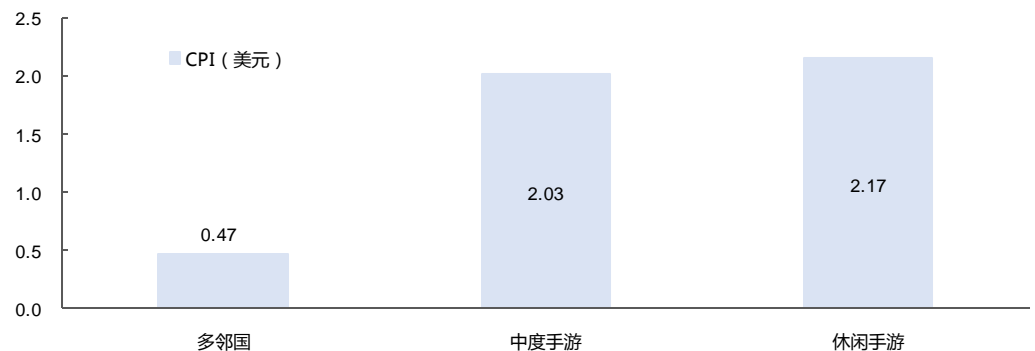


来源: iFinD, 国金证券研究所

来源: iFinD, 国金证券研究所

获客成本低, CPI 远低于手游平均水平。当下手游市场竞争激烈, 游戏厂商获客成本较高。Sensor Tower 数据显示, 2023 年中度手游单次安装成本 (CPI, Cost Per Install) 平均约为 2.03 美元, 休闲手游约为 2.17 美元。而多邻国 CPI 仅为 0.47 美元, 远低于手游平均水平。

图表10: 公司获客成本远低于中度/休闲手游



来源: SensorTower, 国金证券研究所 (注: CPI 为 Cost Per Install, 单次安装成本。)



长期品牌 IP 运营打造促进用户自然增长。公司通过长期的品牌 IP 打造，实现了小投放撬动大流量的“自来水”式传播。公司首先创造了醒目且具有记忆点的小绿鸟 IP 形象，再通过“疯狂劝学”的提醒机制促进小绿鸟的“疯批劝学”人设深入用户心智。进而，公司巧妙运用 Tiktok、小红书等社交媒体，主动造梗形成流量传播，并利用用户生成内容（UGC，User Generated Content）与用户共创品牌形象。同时，公司也通过与芭比等知名 IP 跨界联动形成“破圈”效应，进一步提升品牌形象，扩大品牌影响力。

图表11: 透视公司品牌 IP 四要素，小投放撬动大流量

要素一：醒目的IP设计→形成记忆点

2011 2012 2014 2019

要素二：独特的IP定位→“疯批劝学”人设深入用户心智

Quirky (古怪) Unhinged (疯批) Learning supervisor (劝学)

要素三：社交媒体传播模因→主动造梗形成流量传播

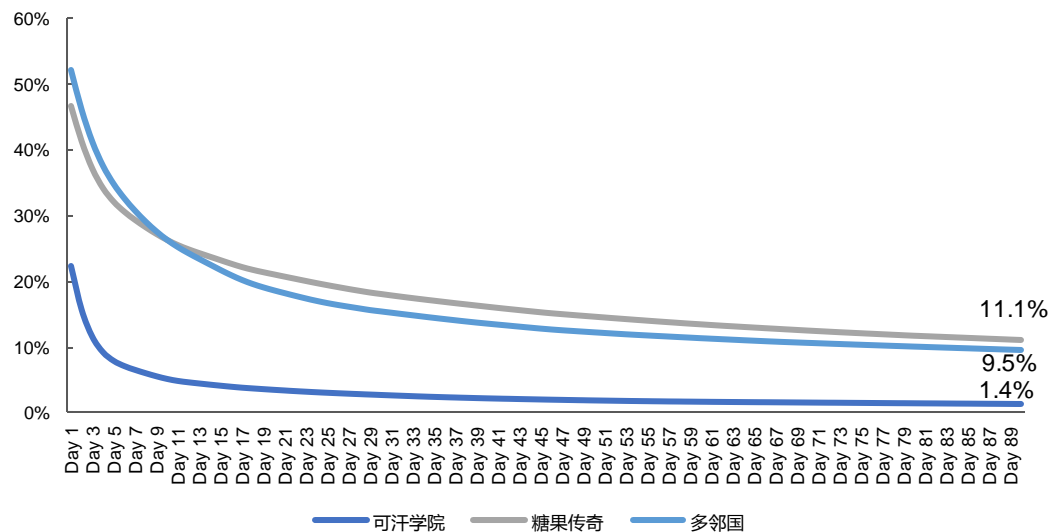
要素四：品牌联名内容共创→打造“朋友圈”扩大影响力

来源：公司小红书账号，晚点 LatePost 微信公众平台，教英 Digitaling 微信公众平台，国金证券研究所

2.4 驱动因子三/游戏化：游戏化学习新物种，留存曲线对标全球知名消消乐手游

公司用户留存曲线对标全球头部休闲手游。Sensor Tower 数据显示，公司用户留存曲线与全球知名消消乐手游糖果传奇（Candy Crush Saga）接近，90 日留存率超过 10%。传统教育类 APP 如可汗学院的 90 日留存率仅为 1.4%，远低于多邻国。多邻国的用户留存数据更偏向于休闲手游，而非传统教育 APP。

图表12: 公司 90 日留存曲线对标全球知名消消乐手游糖果传奇



来源：Sensor Tower，国金证券研究所

游戏化学习机制解决教育类 APP 用户留存难题。多邻国在课程内外采用了游戏化的产品设计策略，以趣味性的课程学习提升用户留存率。其闯关夺宝式的课程设置、可玩性较强的道具体系与鼓励竞争的排位机制等激励用户持续使用产品。上述游戏化机制帮助多邻国



实现了超过 800 万用户连续打卡超过一年的留存效果。

图表13: 透视多邻国游戏化学习机制



来源: 多邻国 App, 数英 Digitaling 微信公众平台, 国金证券研究所

2.5 驱动因子四/AI化: Max 版本远期有望为 ARPU 值创造约 50%提升空间

2023 年, 公司与 OpenAI 合作, 在 Max 版本中推出了三个 AI 功能: Explain my Answer (解释我的答案)、Roleplay(角色扮演)、In Lesson Coach(课堂教练)。2024 年 9 月, 公司进一步在 Max 版本中新增 AI Video Call 与 Adventure 两个 AI 功能。AI 一方面提高了公司生产语言课程内容的效率, 另一方面提升了产品的趣味性, 为用户提供个性化的定制服务, 这有助于提高用户的付费意愿。

图表14: Max 版本两大新增功能: AI 对话学习+Adventure 场景学习



来源: 数英 DIGITALING 微信公众平台, 多知微信公众平台, 量子位微信公众平台, duocomer, 国金证券研究所

多邻国 Super 版本功能主要为基础的无限红心和免广告等, 相比于免费版本而言, 高附加值内容较少, 价格也相对较低。加入 AI 功能的 Max 版本为用户提供了更具趣味化、更高质量的个性化服务, 定价相比 Super 版本有 1 倍以上提升, 有助于促进用户付费率与 ARPU 值的提升。



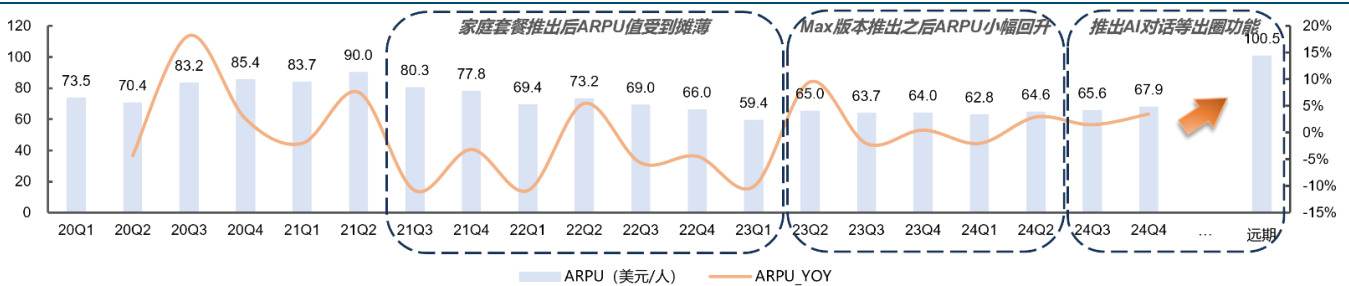
图表15: 公司 Max 版本相对 Super 版本大幅提价

订阅类型	价格	人数	功能
Super Duolingo (个人版)	①12.99 美元/月 ②59.99 美元/年	1	无限红心 免广告 专项技能练习 专属错题重温 免费参加挑战
Super Duolingo (家庭版)	119.99 美元/年	2~6	无限红心 免广告 专项技能练习 专属错题重温 免费参加挑战
Duolingo Max (个人版)	①30 美元/月 ②168 美元/年	1	角色扮演游戏 场景探险 解释我的回答
Duolingo Max (家庭版)	240 美元/年	2~6	角色扮演游戏 场景探险 解释我的回答

来源: Duo Comer, 国金证券研究所

综合考虑家庭套餐带来的费用摊薄与 Max 版本付费提升, 我们认为, Max 版本起量有望为 ARPU 值创造约 50% 的潜在提升空间, 远期 ARPU 值有望达 100 美元。2024 年四季度业绩会中, 公司披露 Max 版本上线 AI 新功能之后付费率提升至 5%, 同时披露家庭套餐用户占比约 23%, 我们预计远期公司有望实现 50% Max 版本付费用户占比, 家庭套餐用户远期提升至约 30%, 最终有望实现 100 美元 ARPU 值。

图表16: Max 版本起量有望为 ARPU 值创造约 50% 的潜在提升空间 (历史回溯)



来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表17: Max 版本起量有望为 ARPU 值创造约 50% 的潜在提升空间 (定量测算)

订阅类型	20Q1			24Q4			远期 E		
	付费占比	订阅比例	ARPU	付费占比	订阅比例	ARPU	付费占比	订阅比例	ARPU
Super 个人版月费订阅用户		14%	\$155.9		10%	\$155.9		5%	\$155.9
Super 个人版年费订阅用户	100.0%	86%	\$60.0	95.0%	67%	\$60.0	50%	65%	\$60.0
Super 家庭版订阅用户					23%	\$30.0		30%	\$30.0
Max 个人版月费订阅用户					10%	\$360.0		5%	\$360.0
Max 个人版年费订阅用户	0.0%			5.0%	67%	\$168.0	50%	65%	\$168.0
Max 家庭版订阅用户					23%	\$60.0		30%	\$60.0
合计			\$73.4			\$67.9			\$100.5

来源: 公司财报, 公司官网, 公司 Earning Call, 国金证券研究所 (注: 表中标黄单元格为核心假设。)



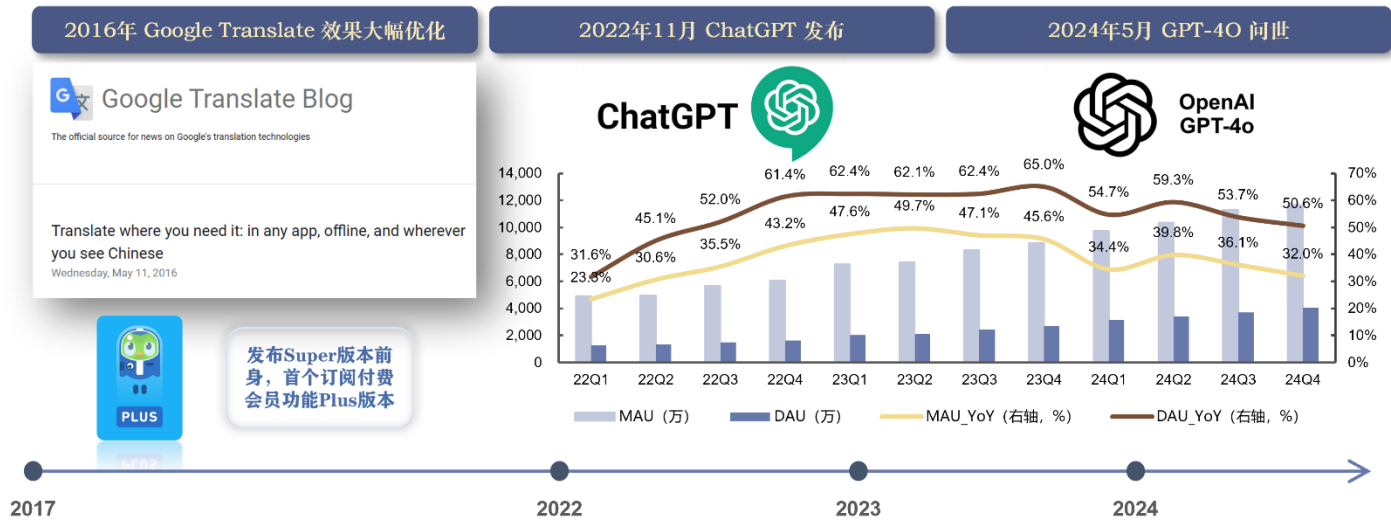
三、几个关键问题

3.1 问题一：AI 时代还有必要学习语言吗？—文化/交流/应试需求

AI 翻译的发展没有妨碍公司的高速发展。早在 16 年 Google Translate 的翻译算法便进行了大幅优化，而 17 年多邻国便首次推出了订阅付费会员功能 Plus 版本，并取得了良好的反响。22 年底 ChatGPT 和 24 年 GPT-4O 发布的同期，多邻国实现了从 MAU 到 DAU 层面的高速增长。从结果来看，AI 翻译的发展并没有影响到多邻国作为一款语言学习软件的蓬勃发展。

AI 时代的语言学习更偏向于文化、交流或应试需求，AI 翻译不能完全替代语言学习。从底层的语言学习动因出发，即使在 AI 时代，基于文化吸引、面对面的商务交流以及升学应试的语言学习需求仍是刚性的、不可替代的。我们认为，AI 只是为语言学习提供了更加便利化和高效的学习工具，并不能替代语言学习本身。

图表 18: 16 年 Google Translate/22 年 ChatGPT/24 年 GPT-4O 发布不改公司高速发展



来源：Google Translate Blog, duoplanet, ui42, Malwarebytes, 公司财报, 国金证券研究所

3.2 问题二：游戏化学习能学到东西吗？—CEFR B2 白领工作水平

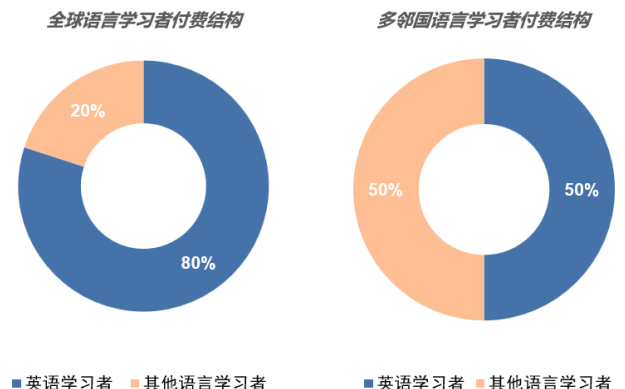
公司英语课程全部通关后可达到 CEFR B2 水平。根据欧洲共同语言参考标准认证，多邻国的英语课程最高可达 CEFR B2 水平，相当于雅思 5.5-6.0 分，能够在英语母语地区找到一份普通的白领工作。

公司目前正在筹备新增中高级英语课程以提升英语学习者付费。全球语言学习者付费结构中，有 80% 为英语学习者。而多邻国语言学习者付费结构中，英语学习者仅占 50%。中高级英语学习者的需求没有得到满足，其付费尚有一定的提升空间。公司未来的中高级英语课程将满足这部分学习者的需求。

图表 19: 公司英语课程通关后可达到 CEFR B2 水平

测试类型	CEFR B2 对应分数	CEFR B2 水平描述
雅思考试	5.5-6.0	1. 能够理解具体和抽象主题的复杂文本的主要思想，包括他/她专业领域的技术讨论。 2. 可以以一定程度的流利和自发性进行互动，这使得与母语人士的定期互动成为可能，而不会给任何一方带来压力。
托福考试	72-94	3. 可以就广泛的主题撰写清晰、详细的文本，并解释对热门问题的观点，给出各种选项的优缺点。

图表 20: 公司筹备新增中高级英语内容，英语学习者付费尚有提升空间





托业考试	785-940
------	---------

来源：数英 Digitaling 微信公众平台，多邻国 Earning Call，国金证券研究所

来源：数英 Digitaling 微信公众平台，多邻国 Earning Call，国金证券研究所

3.3 问题三：竞争对手如何？—全球唯一提供 40+语言免费学习 APP

多邻国是全球唯一一款免费提供 40 种以上语言学习的教育类 APP。目前全球市面上大部分语言教育类 APP 都采取订阅制收费和课程收费，且可供学习的语言主要为英语，小语种的涉及相对较少。多邻国提供 40 种以上语言的学习功能，且其课程内容和绝大多数功能完全免费，同时订阅制收费的 AI 功能互动可玩性较强，优于同类 APP。

图表21：全球唯一提供 40+语种免费学习 APP，AI 付费订阅互动可玩性较强

产品名称	产品类型	产品定位	产品特色	商业模式	收费模式	用户规模	估值
多邻国	移动端; PC 端	多语种, 适合初学者, 偏兴趣导向; 多邻国英语水平考试服务	游戏化学习体验, 大量练习题目, 会员 AI 个性化服务	基础功能免费, 会员功能收费	super: 588 元/年	MAU: 1.17 亿 付费用户数: 901 万 累计下载用户超 5 亿	125.2 亿美元
SPEAK	移动端	重在英语口语训练, 开设研发英语课程	AI 辅助学习, 提供沉浸式、互动式的口语练习体验	订阅制收费	每月订阅: 25 美元/月 年费模式: 175 美元/年	累计用户超 1000 万	10 亿美元
ELSA	移动端; PC 端	重在改善英语口语发音	利用 AI 识别用户发音, 私人定制口语增强方案	基础功能免费, 高级分析功能收费	根据用户所在地区和方案的不同, 价格为 4-20 美元/月不等	累计用户超 5000 万	累计融资超 4,500 万美元
Fluently	移动端	英语口语进阶	通过 AI 技术为用户提供英语口语的实时反馈和建议, 场景丰富	订阅制收费	25 美元/月	/	种子轮融资 200 万美元
Loora	移动端	系统性英语水平提高	随时随地的 AI 导师和英语练习环节	订阅制收费	20 美元/月, 120 美元/年	DAU: 5 万	累计融资 2,130 万美元
Praktika	移动端	沉浸式英语学习, 交互英语会话联系	可以选择不同形象和口音的 AI 老师, 满足用户学习特定风格英语要求	订阅制收费	8 美元/月	DAU : 32.7W	累计融资 3,550 万美元
Babbel	移动端; PC 端	专注小语种, 适合初学者, 偏兴趣导向	通过简短的互动课程帮助用户学习, 提供丰富多样的课程内容	部分课程免费, 订阅制收费	51 美元六个月; 83 美元/年; 终身版 300 美元	累计付费用户 1600 万	/
Mondly Languages	移动端; PC 端	专注小语种, 适合初学者, 偏兴趣导向	游戏化设计, 动态的视觉效果和激励奖励	部分课程免费, 订阅制收费	1 种语言 58 元/月; 33 种语言 298 元/年	累计用户 1.25 亿	(已被培生收购)
Lingokids	移动端; PC 端	2-8 岁儿童英语学习平台	儿童英语教育, 游戏化学习	部分课程免费, 订阅制收费	15 美元/月	累计用户 7800 万	累计融资 6,500 万美元
Busuu	移动端; PC 端	多样语言课程, 语言学习社区, 与母语者社交	互动式教学, 拥有庞大的语言学习社区, 提供多种课程	部分课程免费, 订阅制收费	30 元/月	累计用户 1.2 亿	收购价格 4.36 亿美元 (2021 年)



Lingo bus	PC端	4-15岁海外青少年中文教育	沉浸式、趣味化学习体验，针对不同文化背景儿童设置不同课程；推出中文基础电视节目《汉语时间》	部分课程免费，一对一课程收费	课时费20美元/节	累计用户超10万	(VIPKID旗下品牌)
百词斩	移动端	专注英语单词记忆，偏应试导向	图片卡片视觉记忆，多种学习模式	基础功能免费，课程收费	根据课程类型和时间不同，价格不等	累计用户2亿	45亿元(2023年)
流利说	移动端	专注英语口语训练，多场景练习	沉浸式口语练习、AI发音测评	基础功能免费，课程收费	根据课程类型和时间不同，价格不等	累计用户2.165亿	680万美元(2022年6月宣布私有化时)
扇贝单词	移动端	扇贝英语单词和阅读联动，个性化学习，偏应试导向	智能的个性化英语学习计划制定，小组互动打卡	试用期免费，过后彩贝收费，会员收费	各资源价格不同，1元=100彩贝；会员108元/年；大会员271.5/年	/	/
奶酪单词	移动端	专注英语单词背诵，偏应试导向	界面风格可爱，融入抽卡养成等游戏元素	基础功能免费，会员功能收费	终身会员98元，年会员78元/年，季会员48元/季	用户数715万	/
不背单词	移动端	专注英语单词背诵，偏应试导向	界面简洁，复习程序严格，例句记忆	基础功能免费，会员功能收费	终身会员298元，可通过签到获得代币兑换	/	/

来源：各类教育APP或官网，FounderPark微信公众平台，ZPotential微信公众平台等，国金证券研究所

3.4 问题四：再造小绿鸟的壁垒在哪？—三重壁垒积累1+亿MAU

我们认为，多邻国具有设计、技术、IP三重壁垒，难以被潜在进入者从再造层面推翻。

- 设计壁垒方面，多邻国抓住了当下年轻人“又懒又卷还要意义”的需求。某种程度上说，多邻国可被视为“抖音的心理代偿品”。年轻人刷抖音会产生虚度时间的愧疚感，而多邻国则为他们提供了学习的心理代偿，让他们在打卡连胜与助学中获得“意义感”。
- 技术壁垒方面，多邻国平均每季度数百次以上的高频A/B测试帮助公司实现最佳的用户体验。其最大程度帮助用户降低了打卡的阻力，形成了适合用户长期留存的UI交互界面。
- IP壁垒方面，相比于缺乏人设的单纯机器ChatBot，多邻国的AI对话采用了深入人心的IP角色“拽姐”的形象，更具用户吸引力和亲切感。此外，相对于开放式漫谈，多邻国的AI Video Call拥有专业化的课程编排设计，更有学习的针对性。



图表22: 每日打卡带来“意义感”(设计壁垒), 高频 A/B 测试降低打卡阻力(技术壁垒), IP 角色深入人心(IP 壁垒)



来源：TikTok 官网，Working Not Working，数英 DIGITALING 微信公众平台，创意广告，腾讯云，国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测：2025 年公司有望实现约 10 亿美元营收，归母净利润 1.7 亿美元

营业收入方面，我们预计公司 25/26/27 年分别实现 9.95/12.78/16.77 亿元收入，同比增速分别为 33.0%/28.5%/31.2%。结构端分解预测如下：

1) 订阅收入：公司订阅收入=MAU*付费渗透率*ARPU，我们预计 25/26/27 年公司订阅收入分别为 8.39/11.05/14.85 亿美元，同比增速为 38.1%/31.7%/34.4%。其中：

- MAU: 公司 24 年底 MAU 约为 1.17 亿，考虑到公司全球化过程中语言课程的本地化运营有望持续拓展美国及欧洲以外的用户客群，我们预计 25/26/27 年公司 MAU 维持高速增长，分别为 24%/23%/21%。
- 付费渗透率: 公司 24 年的付费率约为 8.8%，考虑到公司 Max 版本中 AI 新功能在 24 年 9 月份发布不久，我们预计 25/26/27 年公司付费率仍将维持提升趋势，分别为 9.2%/9.6%/9.9%。
- ARPU: 公司 24 年 ARPU 值约为 59.2 美元，综合考虑家庭套餐的比例提升与 Max 版本渗透率的提升，我们预计 25/26/27 年公司 ARPU 值有望持续提升，分别为 63/65/70 美元。

2) 广告收入：公司坚持产品导向的收入模式，对广告收入的依赖度相对较低，预计未来 3 年保持平稳增长。我们预计 25/26/27 年公司广告收入分别为 0.60/0.66/0.73 亿美元，同比增速为 10%/10%/10%。

3) 英语考试收入：公司 DET 收入在 2020 年公共卫生事件期间起量较快，近年来进入平稳增长阶段，2023 年完成一次提价动作，预计未来 3 年保持平稳增长。我们预计 25/26/27 年公司英语考试收入分别为 0.51/0.56/0.61 亿美元，同比增速为 11%/10%/10%。

4) 应用内购买收入：公司应用内购买收入主要为多邻国 APP 内虚拟道具的一次性购买费用，与用户活跃程度具有一定的相关性，在 MAU 持续增长的背景下有望同步增长。我们预计 25/26/27 年公司应用内购买收入分别为 0.43/0.47/0.51 亿美元，同比增速为 11%/10%/8%。

5) 毛利率：综合考虑 AI 对语言课程开发的人力优化与 Max 版本外接 GPT 模型所带来的算力成本，预计 25/26/27 年公司综合毛利率分别为 72.5%/73.0%/73.5%，先小幅下降后企稳回升。

我们预计未来 3 年公司员工数量端延续过往趋势平稳增长，费用端稳中微增。预计公司 25 年起进入撬动经营杠杆释放利润的阶段，预计 25/26/27 年归母净利润分别为



1.7/3.1/5.3 亿元，对应归母净利润率分别为 17.5%/23.9%/31.8%。

图表23: 2025 年公司有望实现约 10 亿美元营收，归母净利润 1.7 亿美元

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
订阅收入 (亿美元)	0.55	1.18	1.81	2.74	4.05	6.08	8.39	11.05	14.85
YOY		114.2%	53.8%	51.4%	48.0%	50.1%	38.1%	31.7%	34.4%
MAU (万)	2,750	3,700	4,240	6,070	8,840	11,670	14,471	17,799	21,537
MAU_YOY		34.5%	14.6%	43.2%	45.6%	32.0%	24.0%	23.0%	21.0%
付费用户渗透率	3.0%	4.4%	6.2%	7.8%	8.3%	8.8%	9.2%	9.6%	9.9%
付费用户渗透率_YOY		1.4%	1.8%	1.6%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%
ARPU (美元/人)	66.48	72.18	68.74	57.77	55.16	59.16	63.00	65.00	70.00
ARPU_YOY		8.6%	-4.8%	-16.0%	-4.5%	7.3%	6.5%	3.2%	7.7%
广告收入 (亿美元)	0.14	0.27	0.39	0.45	0.50	0.55	0.60	0.66	0.73
YOY		91.5%	42.4%	16.2%	11.5%	10.1%	10.0%	10.0%	10.0%
英语考试收入 (亿美元)	0.01	0.15	0.25	0.33	0.41	0.46	0.51	0.56	0.61
YOY		1382.9%	62.7%	32.7%	26.0%	10.7%	11.0%	10.0%	10.0%
其中: 考试费用 (美元)	49	49	49	49	59	59	59	59	59
其中: 考试人次 (万人)	2	31	50	67	70	77	86	94	104
考试人数_YOY		1382.9%	62.7%	32.7%	4.6%	10.7%	11.0%	10.0%	10.0%
应用内购买收入 (亿美元)			0.07	0.18	0.35	0.39	0.43	0.47	0.51
YOY				162.1%	93.6%	11.5%	11.0%	10.0%	8.0%
其他收入 (亿美元)	0.01	0.02	0.00	0.01	0.01	0.01	0.02	0.04	0.07
YOY		158.7%	-96.0%	691.1%	9.1%	89.6%	50.0%	100.0%	80.0%
总营收 (亿美元)	0.71	1.62	2.51	3.69	5.31	7.48	9.95	12.78	16.77
YOY		128.5%	55.1%	47.3%	43.7%	40.8%	33.0%	28.5%	31.2%
综合毛利率	70.7%	71.6%	72.4%	73.1%	73.2%	72.8%	72.5%	73.0%	73.5%
研发费用率	44.6%	32.8%	41.4%	40.7%	36.6%	31.5%	27.4%	24.3%	20.2%
销售费用率	21.2%	21.6%	23.6%	18.1%	14.3%	12.1%	10.7%	9.6%	8.2%
行政费用率	23.1%	27.0%	31.3%	31.9%	24.9%	20.9%	17.1%	14.2%	11.0%
归母净利润 (亿美元)	-0.1	-0.2	-0.6	-0.6	0.2	0.9	1.7	3.1	5.3
YoY		-16.4%	-281.2%	0.9%	127.0%	451.4%	96.1%	75.9%	74.7%
归母净利率	-19.2%	-9.8%	-24.0%	-16.1%	3.0%	11.8%	17.5%	23.9%	31.8%

来源: 公司财报, 国金证券研究所 (注: 表格中标红部分为预测值。)

4.2 投资建议及估值: 2027 年进入偏稳态净利率阶段, 30X PE 看 160 亿美元目标市值

多邻国是一家纯软件 SaaS 公司, 商业模式与 Adobe、Salesforce、金山办公、合合信息等高度一致, 预期公司远期能够达到 25%以上净利率水平。我们预计公司 25~27 年收入端 CAGR 约 30%, 25 年开始撬动经营杠杆进入规模化释放利润阶段, 预计 27 年进入稳态净利率阶段, 利润增速与收入增速同步, 综合考虑 5 家可比公司 PE 估值, 我们给公司 27 年 30XPE 看 1,122 亿元目标市值 (对应约 160 亿美元目标市值)。


图表24: 2027年可比公司PE均值约为30X

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	净利润(亿元)					PE				
			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
TAL.N	好未来	607	-9.4	-0.3	7.9	14.2	19.6	-33.6	-2626.1	77.2	42.7	31.0
ADBE.O	奥多比	12,158	386.0	399.6	503.7	563.9	645.2	31.5	30.4	24.1	21.6	18.8
CRM.N	赛富时	19,241	293.8	444.3	495.9	606.1	646.6	65.5	43.3	38.8	31.7	29.8
688111.SH	金山办公	1,497	13.2	16.5	19.3	22.6	26.5	113.6	91.0	77.8	66.4	56.5
688615.SH	合合信息	241	3.2	4.0	4.6	5.4	/	74.6	60.1	53.0	44.5	/
中位数								65.5	43.3	53.0	42.7	30.4
DUOL.O	多邻国	994	1.1	6.4	12.2	21.4	37.4	873.4	156.1	79.7	45.3	25.9

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: ①市值截止 2025.3.21; ②好未来、奥多比、赛富时盈利预测采用 Wind 一致预期; ③金山办公、合合信息盈利预测采用国金计算机此前预测; ④上表中币种统一采用人民币。)

五、风险提示

■ MAU&付费渗透率: 付费用户增长趋缓的风险。

公司主要依靠品牌 IP 传播带来的自然流量以及产品本身的吸引力来促进用户增长和付费转化, 若公司无法持续吸引用户兴趣、延长用户生命周期, 则可能难以实现付费转化。

■ ARPU 值: 稳态 ARPU 值受到低收入国家占比提升扰动的风险。

公司在全球范围内经营业务, 不同国家或地区的用户支付能力和产品定价可能存在一定差异, 用户结构的变化以及用户对不同定价套餐的偏好差异将直接影响公司收入, 若相对低客单价的套餐的收入占比增加, 可能导致公司整体 ARPU 下滑。

■ 新产品: 高阶英语课程、数学、音乐等新科目拓展效果不及预期的风险。

公司计划持续拓展数学、音乐和其他科目, 以及推出高阶英语课程等新产品。新科目和新产品尚不成熟, 拓展效果需要时间检验, 若难以吸引用户兴趣, 则可能无法带来显著的增量收入。

■ 盈利节奏: 费用率降低不及预期扰动利润释放节奏的风险。

公司 25 年开始撬动经营杠杆进入规模化释放利润阶段, 若受到新产品开发或 AI 投入导致费用率降低不及预期, 或对 25-27 年利润释放节奏产生扰动。


附录：利润表预测摘要（单位：百万美元）

项目/报告期	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	369	531	748	995	1,278	1,677
营业成本	99	142	204	274	345	444
毛利	270	389	544	721	933	1,233
其他收入	0	0	0	0	0	0
销售费用	67	76	90	106	123	137
管理费用	118	132	156	170	181	185
研发费用	150	194	235	273	310	340
营业利润	-65	-13	63	172	319	571
利息收入	7	31	43	29	34	47
利息支出	0	0	0	0	0	0
权益性投资损益	0	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	-1	-0	-3	-1	-1	-1
其他损益	0	0	0	0	0	0
除税前利润	-59	18	102	201	353	617
所得税	1	2	14	27	47	83
净利润（含少数股东损益）	-60	16	89	174	306	534
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
净利润	-60	16	89	174	306	534
优先股利及其他调整项	0	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	-60	16	89	174	306	534

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究