

Coursera 跌掉了什么

一家收入翻了两倍的公司，股价为何跌去九成——一堂用真金白银上的估值课

费曼式写法 · 由多个 AI 代理撰写与互相审校

导读

一家收入翻了两倍的公司，股价为何跌去九成——一堂用真金白银上的估值课

先别管股票。先记住一组会让很多人愣住的数字：

2021 年到 2025 年，Coursera 的年收入从 4.2 亿美元涨到 7.6 亿美元，注册用户从不到一亿涨到近两亿。同一段时间里，它的股价从 58 美元跌到 5 美元附近。

公司在长大，股票在崩盘。如果你对股市的直觉是「公司好、股价就涨」，这组数字就是对那个直觉的一记耳光。这本书就是从这记耳光开始讲的。

这不是一本「炒股指南」

我们不会预测 Coursera 明天涨还是跌，也不会告诉你该买还是该卖。这本书做一件更值钱的事：**把一只股票九成的跌幅拆成零件**，看看每个零件长什么样——

- 有一个零件叫「上市那天的价格里灌了多少情绪」；
- 有一个叫「把一次性事件当成永久趋势」；
- 有几个零件长在公司自己身上：没人学完的课程、守不住的价格、漏气的续约率；
- 有一个零件叫「隔壁行业的尸体如何压低你的想象力」；
- 有一记外部重锤叫 ChatGPT；
- 最后还有一个最大的零件，专业名词叫「估值倍数压缩」——它听起来吓人，其实只用小学算术就能讲清楚，而它能解释跌幅的一大半。

为什么值得读一家你可能不关心的公司

也许你没买过 Coursera，甚至没上过它的课。但它的故事是一个**通用模具**：2021 年前后上市的那批成长股——做健身的 Peloton、开视频会的 Zoom、搞作业辅导的 Chegg——几乎每一只都走了同一条曲线。看懂了 Coursera 的下跌，你就有了一套检查清单，下次再遇到「人人都在讲的美好故事」，你能自己掂量：这个价格里，有多少是生意，有多少是情绪，有多少是潮水。

我们从那道伤口本身开始：先看清它到底跌了多少，以及为什么「从哪天开始算」这个貌似细节的问题，藏着整个故事的第一把钥匙。

第一章·先看清这道伤口

2021 年 3 月 31 日，Coursera 在纽交所敲钟。开盘价 39 美元，当天收盘 45 美元，比发行价 33 美元高出 36%。一周后，股价摸到 58 美元，市值约 75 亿美元。财经媒体的标题是「在线教育的里程碑」。

五年半以后，2026 年 10 月，同一家公司股价在 5 美元上下，市值约 13.5 亿美元。

从最高点算下来，跌掉了**九成多**。如果你在 IPO 那天投入 1000 美元，五年后大约只剩 150 美元。

先把事实钉在墙上

讨论「为什么跌」之前，得先把「跌了多少、从哪跌到哪」说清楚，因为这里有个常被忽略的细节：**跌幅取决于你从哪天开始算**。

- 从发行价 33 美元算：跌约 85%；
- 从首日收盘 45 美元算：跌约 89%；
- 从历史最高收盘 58 美元（2021 年 4 月 7 日）算：跌约 92%。

为什么起点这么重要？因为发行价是「一级市场定价」——投行和早期投资人商量的价格；而 58 美元是「二级市场情绪顶点」——散户和机构在公开市场用最狂热的情绪买出来的价格。一家公司跌掉九成，往往不是因为公司垮了九成，而是**起点那个价格里灌了太多情绪**。这个区别，是理解全书的钥匙，我们会在第十章把它彻底拆开。

一个反直觉的事实

现在请记住一个数字，它会贯穿这本书：

从 2020 年到 2025 年，Coursera 的年收入从 2.9 亿美元涨到了 7.6 亿美元——涨了约 1.6 倍。同期，股价跌掉了约九成。

公司没有萎缩，反而一直在长大。注册用户从 7000 多万涨到近 2 亿。亏损一年比一年小，2024 年开始有正的自由现金流（自由现金流，简单说就是公司一年经营下来真正剩下的、可以自由支配的现金）。2025 年底它甚至还有余力去收购老对手 Udemy，合并出全球最大的在线学习平台。

大白话

大白话：这就像一家面馆，五年前一天卖 300 碗面，现在一天卖 760 碗，生意明明越来越好，但市场给这家面馆的出价却从 750 万砍到了 130 万。为什么？

这就是本书要回答的问题。而答案的核心不是「这家公司做错了什么」（虽然它确实做错过一些事），而是：**股票市场给公司定价的方式，在某个时刻发生了根本变化**。Coursera 恰好站在变化的风口上，而且它的生意本身有几道结构性裂缝，让它摔得比谁都狠。

这本书怎么走

我们会先搞懂这门生意（第二章），再回到 2021 年看市场当时付了多贵的价格、为什么愿意付（第三、四章），然后一道一道检查这门生意的裂缝：没人学完的课程（第五章）、守不住的价格（第六章）、不如预期的企业业务（第七章）、隔壁破产的同行（第八章）、ChatGPT 的当头一棒（第九章）。第十章是全书的核心算术题——估值倍数。最后两章讲 2025-2026 年的自救：换帅、吞并 Udemy，以及站在今天回头看，这股票跌完了没有。

读完你会有一套可以复用的工具：下次再看到任何一家「热门成长股」，你能自己拆开它的价格，看看里面有多少是生意，有多少是情绪。

第二章 · 这门生意到底怎么赚钱

要看懂一家公司为什么跌，第一步永远是搞懂它的钱从哪来。这一章不做评判，只做解剖。

出身：两位斯坦福教授的实验

2012 年，斯坦福两位计算机教授吴恩达（Andrew Ng）和达芙妮·科勒（Daphne Koller）创办了 Coursera。前一年，吴恩达把斯坦福的机器学习课免费放到网上，十天内有超过十万人注册。这个数字让两人意识到：大学课程的供给被校园围墙卡死了，而互联网可以把边际成本（边际成本，多服务一个学生要多花的钱）压到接近零——同一门课，一万个人听和一百一百万个人听，成本几乎一样。

这类课程后来被叫作 MOOC（Massive Open Online Course，大规模开放在线课程），就是「任何人、免费或低价、在网上上的大学课」。Coursera 自己不生产课程，它是**平台**：大学（斯坦福、耶鲁、密歇根……）和企业（Google、IBM、Meta……）把课放上来，Coursera 负责分发、收费、发证，再和 content 提供方分成。

大白话

大白话：Coursera 更像淘宝而不是自营工厂——它不造课，它是课程的货架和收银台，从每笔交易里抽成。

三条进账的水管

上市后 Coursera 把收入拆成三段披露。以 2024 年（6.95 亿美元总收入）为例：

1. 个人消费者（Consumer）——约 4.56 亿，占 66%

你我个人掏钱。形态有三种：单门课证书（几十美元）、专项课程（Specialization，几门课打包的系列，按月订阅）、以及 2019 年推出的 Coursera Plus（包年随便学，399 美元/年）。这是基本盘，也是疫情红利最直接的受益者。

2. 企业客户 (Enterprise) ——约 2.39 亿, 占 34%

卖给公司、政府和非营利组织：企业按员工人头付年费，员工随便学，公司用来给员工「升级技能」(reskilling，比如把传统财务培训换成 Python 的财务)。2024 年底有约 1600 家付费企业客户。投资人最爱这段业务，因为它的收入是合同制的、可预测的，理论上像 SaaS (软件订阅服务) ——下一章会讲为什么「理论上」三个字很关键。

3. 在线学位 (Degrees) ——约 0.58 亿, 占 8%

和大学合作办正经的在线硕士、学士学位 (比如伊利诺伊大学的 iMBA)，学费几千到几十万美元，读一到三年，Coursera 从学费里抽成。这段业务客单价极高，但规模一直做不大。第八章会看到，这个赛道刚刚死过一家明星公司。

漏斗：免费是鱼饵，证书是钩子

Coursera 的商业引擎是一个漏斗：大多数课可以免费旁听 (看全部视频，但没有证书、不能交作业)。免费吸引海量注册 (2024 年底 1.68 亿注册用户)，其中一小撮人会为了证书、学分或求职背书而付钱。

这个设计的聪明之处在于**获客成本极低**：大学的名牌课程本身就是广告，搜索引擎会免费把想学「机器学习」的人导到吴恩达的课页上。对比那些要花钱买广告才能拉来学生的教育公司，Coursera 的流量近乎白捡。

但漏斗的另一面是：免费用户多到惊人，付费转化却始终是个位数百分比。第五章会讲，这既是它的护城河，也是它估值故事里最脆弱的一环——因为「注册 2 亿人」和「2 亿个客户」完全是两回事，而 2021 年的市场定价，有意无意地混淆了这两者。

小结

一句话记住这门生意：**借大学的招牌吸引免费流量，靠证书和订阅把其中一小撮人变成钱，再把同一套课程库卖给企业收第二遍钱。**模式轻、毛利高 (约 53%)、品牌硬。看起来是个好生意——那问题出在哪？下一章先回到 2021 年，看看市场为这门生意开出的价码到底有多贵。

第三章 · 上市那天，市场付了多少钱

第一章留了个悬念：股价跌九成，公司却一直在长大。要解开它，必须回到起点问一个问题——2021 年 3 月，市场为 Coursera 付的那个价格，到底假设了什么？

15 倍市销率是什么概念

Coursera IPO 定价 33 美元，对应约 43 亿美元市值。它 2020 年的收入是 2.94 亿美元。用一个最常用的标尺算一下：

市销率 (P/S) = 市值 ÷ 年收入 $\approx 43 \text{ 亿} \div 2.94 \text{ 亿} \approx \mathbf{15 \text{ 倍}}$ 。首日收盘后约 20 倍，最高点约 26 倍。

市销率的读法很直白：你为公司每 1 美元的年收入，付 15 美元。注意，Coursera 当时是**亏损**的（2020 年净亏 6680 万美元），所以根本谈不上市盈率，市场只能用收入来标价。

15 倍贵不贵？给个参照系：成熟的软件公司通常在 5-10 倍；整个美股大盘平均约 2-3 倍。愿意付 15 倍，只有一种情况下说得通——你确信这家公司能**多年高速增长、并且最终变得非常赚钱**。把这句话拆开，就是当时价格里藏着的三条剧本假设：

- **假设一：高增长会持续很多年。**2020 年增速是 59%。如果未来五年每年还能涨 30-40%，那今天 2.9 亿的收入到 2026 年就是 10 亿以上，15 倍市销率几年后就「摊薄」成 4-5 倍，不贵了。
- **假设二：最终利润率会很高。**平台生意边际成本近零，理论上规模越大越赚钱。市场把它当成一家「未来的高毛利软件公司」在买。
- **假设三：疫情带来的转变是永久的。**全世界都被迫试了在线学习，「习惯一旦养成就回不去了」——这是 2021 年几乎每个行业都在讲的叙事。

大白话：43 亿美元买的不是「现在的 Coursera」，是一张彩票——赌它十年后变成教育界的 Netflix。彩票没错，错的是按「几乎必中」的价买的。

为什么 2021 年的人愿意信这个剧本

不能全怪买家疯狂，2021 年初是一个特殊的历史时刻，三根管子同时在给估值充气：

第一根管子：零利率。美联储把利率压到接近零。利率是估值的「万有引力」：利率越低，未来的钱折算到今天越值钱，讲故事的成长股就越贵。2021 年初是整个零利率时代的顶点。

第二根管子：疫情叙事的狂热。Zoom、Peloton、Chegg、DocuSign——凡是「宅家受益股」都在翻倍。市场不是在给单个公司定价，是在给「新世界」定价。在线教育被当成新世界的基础设施。

第三根管子：一级市场的锚。就在 IPO 前九个月（2020 年 7 月），Coursera 私募融资时的估值才约 24-26 亿美元。九个月翻近一倍上市，投行和早期投资人有强烈动机把价格推高——高定价本身就是他们的收益。

剧本后来怎么样了

把三条假设和后来的现实对照一下：

- 假设一：增速 2021 年还有 41%，然后 26%（2022）、21%（2023）、**9%**（2024）、9%（2025）。五年后收入 7.57 亿——不错，但离剧本里的「10 亿以上且仍在加速」差得远。
- 假设二：公司到 2024 年才勉强实现调整后 EBITDA（剔除股权激励等之后的经营利润）转正，按会计准则算至今仍在亏损。「高利润软件公司」至今没有兑现。
- 假设三：2022 年重新开放后，人们回到办公室和校园，疫情红利如潮水般退去（第四章细讲）。

三条假设一条都没完全兑现。但请注意一个更微妙的点：**就算兑现一半，股价还是会大跌**——因为 15 倍市销率本身就是「全中才合理」的价格。下一章我们先看把假设三吹起来的

那台鼓风机：疫情。

第四章·疫情这台鼓风机

2020 年 3 月，全球 lockdown。学校关门、办公室清空，几亿人突然被困在家里，手里多出了大把时间。Coursera 的注册曲线几乎是垂直的：从 3 月中算起，几周内新增超过 2100 万注册用户，是上年同期的 3.5 倍还多。全年注册课程量暴涨 248%。

全年下来，收入 2.94 亿美元，同比增长 59%——是前一年增速的两倍多。这就是把 Coursera 送进纽交所的那台鼓风机。

鼓风机是怎么工作的

疫情对 Coursera 的助推不是单点的，是四层叠加：

- **需求爆炸**：被困在家的人要学点东西——有人为了转行，有人为了对抗焦虑，有人单纯打发时间。Coursera 最受欢迎的课程榜单里甚至出现了耶鲁的「幸福课」(The Science of Well-Being)，一门讲心理学的课成了 2020 年的爆款。
- **免费大放送**：Coursera 迅速推出面向失业者和在校生的免费证书计划，大学也纷纷把课程搬上线。这些动作短期不赚钱，但把「Coursera=在线学习」的心智钉进了几亿人的脑子。
- **供给也爆炸**：大学停课，教授们第一次认真做线上课，平台上的内容供给猛增。
- **资本追着喂钱**：2020 年 7 月 F 轮拿了 1.3 亿美元，估值 24 亿+——这笔钱和这个故事，直接铺好了九个月后的 IPO。

关键误判：把潮水当成了水位

这里有一个几乎所有「疫情受益股」都踩中的认知陷阱，值得单独讲透。

疫情给这些公司带来的增长，其实是两种东西混在一起：**水位抬升**（世界永久地更数字化了一点，这部分不会退）和**潮水涌动**（几亿人同时被迫宅家，这是一次性事件，会退）。难就难在，潮水在的时候，账面上根本分不出哪部分是水、哪部分是潮。

大白话：暴雨天水库涨水，你没法当场分清是上游来水多了（永久），还是只是这场雨大（暂时）。但如果你在暴雨天按「以后天天这么涨」来修水电站，雨停之后你就亏惨了。2021 年的市场就是这么给 Coursera 修电站的。

事后看，潮水退了多远？增速 59%（2020）→ 41%（2021）→ 26%（2022）→ 21%（2023）→ 9%（2024）。注意 2021 年还有 41%——潮水不是一夜退的，它是慢慢退的，每一年都比上一年更清楚地告诉你：那次爆发是事件，不是趋势。

为什么不能怪管理层「骗人」

公平地说，Coursera 管理层并没有承诺 59% 会永远持续。招股书里的风险因素写满了「疫情的影响可能不会持续」。真正的问题是定价：招股书写的是「可能退潮」，而 15-26 倍市销率的股价写的是「不会退潮」。公司说的是 A，市场买的是 B。

这也是成长股投资的铁律之一：**公司的基本面故事和股价里包含的故事，是两个故事**。前者可以是真的，后者仍然可以是贵的。Coursera 的招股书和财报这些年大体诚实——但诚实挡不住 2022 年的加息周期（第四章埋的线，第十章会展开讲：利率从 0 升到 5%，「未来的钱」大幅贬值，所有靠远期故事撑着的估值集体塌方，纳斯达克 2022 年跌了 33%）。

潮水退去后，露出来的是什么

潮水退了，水位确实比 2019 年高——世界还是更接受在线学习了。但水位之下，露出了这门生意本来的样子，而那副样子有几道裂缝：注册的人里没几个学完，学完的人里没几个付钱，付钱的人随时能找到更便宜的替代品。下一章先看最大那道裂缝：完课率。

第五章 · MOOC 的原罪：没人学完

前面几章讲的是「时机」和「情绪」——股价跌，一半是宏观的锅。但如果只有宏观，跌的应该是所有股票差不多多。Coursera 跌掉九成，比大盘狠得多，说明它自己身上有伤。这一章看最深的那道：**绝大多数人根本不把课学完**。

4%：一个研究反复确认的数字

2013 年，宾夕法尼亚大学的研究者分析了 Coursera 上 16 门课、近 100 万注册者的数据，平均完课率约 **4%**。后来十多年来各家的研究结论大致稳定在这个区间：绝大多数 MOOC 的完课率在 **4%-10%** 之间，个位数是常态。

100 个人兴冲冲地注册，最后 4 个人走到终点。这个数字对教育来说是口碑问题，对生意来说是**结构性问题**。

为什么没人学完

不是课不好。吴恩达的机器学习课质量公认顶尖。问题出在注册这个动作的成本太低了——点一下鼠标，不花一分钱（免费旁听），不需要任何承诺。这和办健身卡的逻辑一模一样：

大白话

大白话：健身房一月会员数暴涨不是因为大家突然爱运动了，而是因为办卡这个动作本身就能带来「我在变好」的幻觉。MOOC 的「注册」就是零成本的办卡——点下注册那一刻，你就已经获得了「我是个上进的人」的心理满足，学不学完反而成了次要的事。

传统大学课的完课率超过 90%，差别不在内容，在**约束结构**：学费是沉没成本、同学老师是社交压力、学分是现实利益。MOOC 把这些约束全部拆掉了——这正是它「普惠」的一面，也恰恰是它「没人学完」的原因。同一把刀的两面。

低完课率怎么漏进财务报表

完课率低，通过三条管道漏进 Coursera 的生意：

第一，付费意愿的天花板。证书是 Coursera 向个人收费的核心卖点。但如果用户自己都知道「我大概率学不完」，买证书（或订阅）的决策就会反复犹豫。1.68 亿注册用户里，真正稳定付钱的只有几百万——转化率长期在个位数徘徊，这就是「2 亿用户」听起来震撼、收入却只有 7 亿美元的原因。

第二，免费的影子价格。同样的课可以免费旁听，YouTube 上有无数免费教程。Coursera 收的从来不是「知识费」——知识在网上是免费的——它收的是「**证明费**」：那张能写进简历的证书。问题是证书的价值取决于雇主认不认，而这十几年里雇主对在线证书的认可度增长得远比市场期待的慢。

第三，口碑循环转不起来。消费品的增长飞轮是「用了觉得好→推荐朋友→朋友也用」。但一个自己都学不完的产品，用户很难理直气壮地推荐。Coursera 的增长更多靠品牌营销和搜索流量，而不是自来水，获客成本就压不下来。

这不是 Coursera 一家的问题

要公平地说：完课率低是整个 MOOC 品类的宿命，Coursera 已经是从业界做得最好的——它把「没人学完」的生意硬是做到了 7 亿多美元收入，这本身很了不起。问题在于资本市场一度按「2 亿用户的平台」给它定价，而真实的它是一家「几百万付费用户的考证公司」。

这两家公司都叫 Coursera，但前者值 75 亿美元，后者——市场后来用五年时间告诉我们——大概值十几亿。下一章看挤压它的另一股力量：赛道里的对手们。

第六章 · 拥挤的赛道

好生意的一个重要特征是：当行业变拥挤时，你还能守住价格。这一章的问题是：Coursera 守得住吗？

对手一：Udemy，隔壁的「拼多多」

Udemy 比 Coursera 起步还早（2010 年），两家同在 2021 年上市，模式却截然相反。Coursera 是「百货商场」——品牌严选，货（课程）来自名牌大学和大公司；Udemy 是「大集市」——任何人都能开课上架，靠供给的野蛮生长取胜。

这个差异直接打在价格上。Coursera 的单课证书卖几十美元，Udemy 的日常是「原价 199 美元，限时 9.99」。集市模式的必然结果就是常年打骨折。对消费者这是好事，对整个行业是灾难：**它把「一门在线课」的心理价位锚在了 10 美元**。Coursera 可以辩解说「我是名校课」，但用户手机里两个 App 挨着放，价格差十倍，内容差多少呢？多数时候，不足以支撑十倍价差。

更扎心的是结局：这两家打得两败俱伤的公司，2025 年底宣布合并了——这是第十一章的故事，先记住一点：**如果你的主要对手最后需要靠「和你合并」来求生，说明这个赛道的价格战已经把双方都打残了。**

对手二：大学自己

Coursera 的内容命脉捏在大学手里。这是个微妙的关系：大学需要 Coursera 的渠道，但也越来越提防它。疫情逼着所有大学自建了线上教学能力，「把课放到网上」的门槛从「需要 Coursera 的技术」降到了「学校自己就能干」。2U 的破产（第八章）更让大学们看清：把品牌租给平台的长期代价可能很高。大学随时可以收回课程、提高分成比例、或者干脆自己做——供应商同时是潜在竞争者，这在谈判桌上意味着平台永远让一步。

对手三：真正的巨兽——免费

Coursera 财报里最诚实的竞争对手名单不是别的公司，而是「免费替代品」。YouTube 上有麻省理工的公开课全集、有无数行业高手的手把手教程；想学生成式 AI，OpenAI、Google、Anthropic 自己的免费教程和文档比任何付费课都新。第五章说过，Coursera 卖的是「证明」而不是「知识」——但「证明」的竞争对手也在变多：LinkedIn 的技能认证、GitHub 的作品集、黑客松的名次，都在抢「证明你会这个」的生意。

竞争的会计结果

这些挤压在财报上是有迹可循的：Coursera 的毛利率从 2021 年的约 60% 一路滑到 2024 年的约 53%。七个百分点的下滑，就是价格战、内容分成上涨、以及向低毛利业务倾斜的合计痕迹。

再看一个细节：2024 年初，Coursera 把全年收入指引从 7.3–7.4 亿美元下调到 6.95–7.05 亿，股价应声大跌，创下历史新低附近。管理层点名的原因正是需求不及预期、竞争环境艰难。一家号称「平台」的公司，增长却要靠不断调低预期来对齐现实——市场从这时起彻底收回了「平台股」的待遇。

大白话

大白话：判断一个赛道好不好，别听故事，看两个数字——毛利率在不在降，指引在不在砍。Coursera 两个都中了。

小结

上有大学捏着内容，旁有 Udemy 拖着价格，下有免费内容挖着地基。Coursera 的品牌依然硬，但「品牌硬」和「能提价」是两回事——这几年它一次真正意义上的提价都没有。消费端守不住，市场的希望就全压在了企业端（B2B）身上。下一章就看看这根被寄予厚望的柱子，为什么也没撑住。

第七章 · 企业培训为什么没成为救星

2021 年市场给 Coursera 定价时，最爱讲的故事不是个人课程，而是企业业务（Coursera for Business）。逻辑听起来无懈可击：消费教育又卷又便宜，但企业培训是个几千亿美元的大市场；把课卖给公司按人头收年费，收入就变成了合同制、可预测的「订阅收入」——那就可以享受 SaaS 软件公司的估值了。

这个故事是 Coursera 能卖出 15 倍市销率的关键支柱。它后来为什么没有兑现？

先看好的部分：故事的前半段是真的

企业业务确实长起来了：从 2021 年的 1.2 亿美元涨到 2024 年的 2.39 亿，三年翻倍，占总收入三分之一。付费企业客户超过 1600 家。如果故事停在这里，这就是下一个明星 SaaS。

问题出在一个指标上：NRR

NRR（Net Revenue Retention，净收入留存率）是 SaaS 投资里最被看重的指标：同一批老客户，今年付的钱是去年的百分之几？100% 意味着客户不增不减；超过 100% 意味着老客户在加购、扩招——这时公司就算一个新客户不签也能增长。

Coursera 企业业务的 NRR，2024 年底是 **87%**。

大白话

大白话：你开一家健身房，指望靠老会员续费越来越贵来增长。结果年底一算，去年那批会员今年只续了 87%——有人在退卡。那么所有增长都必须靠拉新，而拉新永远比留旧贵得多。

NRR 87% 的意思就是：这台引擎在漏气。

优秀的 SaaS 公司 NRR 通常在 110%-120% 以上。87% 意味着老客户在**收缩**——缩减席位、降级套餐、甚至流失。这个数字揭穿了「SaaS 估值故事」的核心：它根本不是一台复利机器，而是一台需要不断灌新客户的漏斗。

为什么企业在砍这笔预算

三个原因，一个比一个结构性：

第一，培训预算是最软的预算。经济一有风吹草动，公司先砍的就是「锦上添花」的支出——员工学习福利几乎永远排在裁员之前被砍。2022-2024 年科技行业大裁员，砍的正是买 Coursera 席位买得最多的那批客户。

第二，买了没人用。企业采购课包是 HR 的决策，但学不学是员工的决定——又回到了第五章那个完课率问题。HR 年底一看使用率低，明年续约自然就砍席位。「按人头收费」的模式在「实际使用率低」的现实面前特别脆弱。

第三，AI 把培训内容贬值了。2023 年之后，员工想学一个新工具，第一反应是问 ChatGPT 或 Claude，而不是登录公司的学习平台。企业学习部门的整个存在逻辑都在被重新拷问——这是第九章的引子。

「第二增长曲线」的真相

回头看，企业业务没有失败——2.4 亿美元、还在增长。它失败的地方是**没能扮演估值故事给它安排的角色**：市场要的是 110%+ NRR 的 SaaS 复利机器，它交出的是 87% NRR、跟宏观景气高度同步的企业服务公司。

这个落差是 Coursera 跌幅远超大盘的第二个自身原因（第一个是完课率）。而 Coursera 的第三段业务——在线学位——背后躺着一具更惨烈的尸体，那公司的故事值得用一整章来讲。

第八章 · 2U 的尸体与学位业务

讲 Coursera 的学位业务之前，必须先讲另一家公司——2U。因为 2U 的一生，就是「在线学位」这门生意最完整的一次压力测试，而它的结局是破产。

2U 是干什么的

2U 的模式叫 OPM (Online Program Management, 在线项目运营商)：大学想办在线硕士，但不懂技术、不懂招生、不懂运营，于是把整个项目外包给 2U。2U 出钱出力把项目跑起来，然后从学费里抽成——通常抽 **50%-60%**。

你没看错：学生交 6 万美元学费，2U 拿走 3 万多。作为交换，2U 承担前期投入和招生成本。这门生意在 2010 年代风光无两，合作的大学名单亮瞎眼：南加大、北卡、乔治城……2018 年 2U 市值约 50 亿美元。

从 50 亿到破产，只用了六年

时间线快得惊人：

- **2021 年**：2U 借钱 8 亿美元收购 edX——哈佛和 MIT 创办的 MOOC 平台、Coursera 一辈子的对标。这是 OPM 模式顶峰期的豪赌。
- **2022-2023 年**：招生成本（主要靠买广告）越来越贵，疫情后报名下滑，大学开始自建在线项目、或者压分成。2023 年 11 月，合作 15 年的南加大宁可付 4000 万美元违约金也要解约——旗舰客户用脚投票。
- **2024 年 2 月**：公司自曝「持续经营能力存疑」，股价单日暴跌 59%，只剩 0.37 美元。
- **2024 年 7 月 25 日**：申请破产保护，背着约 9.45 亿美元债务。两个月后削债一半、摘牌退市，被债主收走。

从市值 50 亿到股票归零，教育史上有名的崩塌。而杀死它的，不是某一记重锤，是这门生意地基里的三块烂砖：**获客成本失控**（学生越来越贵）、**分成模式被大学和监管两头挤压**、**债务在加息周期里变成绞索**。

回头看 Coursera：同一个雷区，绕着走

Coursera 的学位业务（Degrees）和 2U 干的是一件事——在线学位——但走法不同，而这些不同恰恰解释了它为什么「小而稳」：

- **Coursera 不背债、不垫钱。**它只做平台抽成，前期投入主要是大学自己扛。2U 那种「我先砸钱、学费分我一半」的重模式，Coursera 从不碰。
- **主打平价学位。**Coursera 上的招牌项目如伊利诺伊大学 iMBA，学费两万多美元，是线下项目的一个零头。低价=招生容易=不需要疯狂买广告。
- **结果：增速平庸但健康。**Degrees 2024 年收入 5800 万美元，增长 14%——只占总收入的 8%，不上不下，不死不活。

这就是学位业务对估值的杀伤方式：**2U 的尸体证明了这条赛道的天花板很低、坑很多，于是市场把 Coursera 在这块业务上的所有想象力都折价了。**2021 年的剧本里，学位业务是「颠覆大学教育」的浪漫故事；2024 年之后，市场看它的眼神只剩「别变成 2U 就行」。预期落差，比业务本身更伤股价。

小结

至此，Coursera 的三段业务都检查完了：消费端被免费和价格战挤压，企业端 NRR 漏气，学位端被隔壁的尸体压住了想象力。而就在公司努力修补这三块板的时候，2023 年 5 月的一天，整个行业被一记晴天霹雳劈中——那一幕，是教育股投资史上最戏剧性的 24 小时。

第九章 · ChatGPT 劈下来的那天

2023 年 5 月 2 日，教育股历史上最值得记住的一天。

一句话，十亿美元

那天在线教育公司 Chegg 发财报。Chegg 的主业是「作业帮手」——学生每月付 15 美元，把题目贴上去，有人（后来是 AI）给答案。财报电话会上，CEO 说了一句后来被反复引用的话：

「从 3 月起，我们看到学生对 ChatGPT 的兴趣显著上升。我们现在认为它正在影响我们的新客增长。」

这是商业史上第一次有一家上市公司公开承认：一个免费的 AI 聊天机器人正在吃掉自己的生意。市场反应是即时的：Chegg 股价当天暴跌约 **48%**，市值蒸发约十亿美元。

更值得注意的是连坐效应：当天 Pearson 跌约 15%，2U 跌约 26%，语言学习应用 Duolingo 跌约 14%，Coursera 和 Udemy 也各跌约 5%。资本市场在那天完成了对整个教育板块的一次重新定价：**如果 AI 免费答疑，「付费学知识」这个类别的天花板就要重估。**

后来的走向验证了恐慌：Chegg 从此一路下坠，裁员近半，到 2025 年股价比 2021 年高点跌去 99%，还起诉了 Google——指控其 AI 搜索摘要直接掐断了流量入口。

为什么 AI 对教育公司的打击是结构性的

回忆第五章：Coursera 们卖的是「知识+证明」。生成式 AI 对这两样的打击是不对称的——

对「知识」是**毁灭性**的。ChatGPT 是个随叫随到、免费、耐心、一对一的老师。YouTube 时代的免费内容还只是「视频录像」，AI 是「会回答你具体问题的家教」。「想学知识」这个需求，付费的必要性被釜底抽薪。

对「证明」的打击小得多——AI 不能给你发一张雇主认证的证书。这成了 Coursera 相对 Chegg 的一道屏障，也是它没有像 Chegg 那样跌掉 99% 的原因。

Coursera 的双面处境

但事情更微妙。AI 对 Coursera 同时是威胁和机会，而且机会那面是真的：

- **需求侧的机会**：AI 越颠覆职场，「学 AI 技能」的需求越旺。Coursera 上生成式 AI 课程的报名在 2023-2025 年是增长最快的类目，平均每分钟都有人注册一门 GenAI 课程。危机感本身就是流量。
- **供给侧的机会**：Coursera 用 AI 做课程翻译、自动生成教学内容（Coursera Course Builder）、以及 AI 助教 Coursera Coach——机器辅助教学恰恰是它这种规模化平台玩得起的。
- **叙事侧的折价**：问题在于，资本市场没有耐心区分「AI 受益者 Coursera」和「AI 受害者 Chegg」。在基金的股票池分类里，它们都躺在「教育科技」这一个格子里。格子被打上「AI 受害者」的标签，格子里的每只股票都先砍一刀再说。

大白话

大白话：地震来的时候，救援队不会逐栋评估哪栋楼结构好——先把整个街区圈成危区，里面的房价一起跌。Coursera 那栋楼的钢筋确实比 Chegg 粗，但街区估价牌被统一改了。

这一章的教训

AI 对 Coursera 的冲击，一半是真实的基本面威胁（知识付费贬值），一半是板块情绪的「连坐税」。而「连坐税」恰恰是成长股估值里最顽固的部分：一旦市场给整个类别贴上「被颠覆」的标签，单个公司要证明自己例外，需要用很多个季度的财报——Coursera 此后两年的股价，就一直背着这个税在走。

到这里，故事的外部冲击讲完了（疫情退潮、加息、AI）。下一章回到全书的核心问题，做一道决定性的算术题：这九成的跌幅里，到底有多少是「公司变差」，有多少是「定价方式变了」？

第十章·估值课：跌掉的不是收入，是倍数

前九章讲了疫情、完课率、竞争、AI、加息……原因列了一串。但「原因多」不等于「理解深」。这一章把所有原因归结成一道算术题——做完你会看到，九成的跌幅可以被一个乘法式子干净地解释。

把市值拆成一个乘法

任何一家还在亏损的成长股，市值都可以拆成两个数的乘积：

市值 = 年收入 × 市销率（你为每 1 美元收入付几美元）

把 Coursera 的两头代进去：

- **2021 年 4 月（顶点）**：收入约 3 亿美元 × 市销率约 26 倍 ≈ **75 亿美元**。
- **2026 年 10 月**：收入约 8.85 亿美元（近十二个月，含合并后的 Udemy）× 市销率约 1.5 倍 ≈ **13.5 亿美元**。

看左边：收入**涨了三倍**。看右边：市销率从 26 倍压到 1.5 倍，**缩了约 94%**。三倍的增长被十七分之一的倍数碾压，净结果就是市值跌去八成多（股价因股本变化跌去九成多）。

大白话

大白话：市值 = 生意 × 倍数。Coursera 的生意变大了 3 倍，倍数缩水到 1/17。3 × (1/17) ≈ 0.18——市值只剩 18%。这五年它其实一直在「基本面」上爬坡，但坐的是一部下行快得多的「估值」扶梯。

所以答案是：Coursera 跌掉的九成里，绝大部分不是收入跌出来的，是倍数跌出来的。真正的问题变成：倍数为什么会从 26 缩到 1.5？

倍数压缩的三次换挡

第一次换挡（2022）：利率换挡。美联储把利率从 0 一路加到 5% 以上。利率是所有估值的地心引力——利率 0 时，「十年后才兑现的利润」折算到今天依然值钱；利率 5% 时，同样的利润大打折扣。于是「靠远期故事撑估值」的成长股集体塌方：2022 年纳斯达克跌 33%，而最贵的那个梯队（像 Coursera 这种没利润的）跌 70%-80%。这一刀砍的是整个类别，与 Coursera 自身无关。

第二次换挡（2023-2024）：增速换挡。市场给倍数的潜规则是：增速决定倍数的档位。年增 40% 的公司配 15 倍以上；年增 20% 配 8-10 倍；年增个位数的公司，市场只肯按「成熟慢公司」给 2-4 倍——若再叠上「还在亏损」和「可能被 AI 颠覆」，就直接打到 1-2 倍。Coursera 的增速曲线 41%→26%→21%→9%，每下一个台阶，倍数就被市场强行换到低一档。**收入还在涨，但每涨一美元收入，市场愿意为整家公司多付的钱越来越少。**

第三次换挡（2023 起）：叙事换挡。第九章的「连坐税」——整个教育板块被贴上「AI 受害者」标签，格子里所有股票的倍数被统一再砍一档。

为什么倍数跌了很难再涨回来

这是最容易被忽视、也最重要的一点：**倍数是一种「共识」，共识一旦翻转，需要远远超过当初建立它的时间才能翻回来。**2021 年的共识是「在线教育在未来」；今天的共识是「教育是个低增长、被 AI 威胁的苦行业」。哪怕 Coursera 连续几个季度超预期，市场也只会说「不错，但……」——共识的移动以年为单位。

这就是成长股投资里最残酷的不对称：**涨倍数靠故事，跌倍数靠失望，而修复倍数要靠很多年的、无聊的、持续的执行。**

小结：一个可以带走的公式

下次再分析任何一只暴跌的成长股，先写这个乘法：市值 = 收入 × 倍数。然后分别问：收入怎么了？倍数怎么了？你会发现绝大多数「暴跌九成」的案例里，凶手都是倍数——而倍数的尸检报告上，写的永远是老三样：利率、增速、叙事。

那么，坐在 1.5 倍市销率上的 Coursera 自己怎么想？它的管理层在 2025-2026 年做了一个大动作——把整个老对手买了下来。最后两章，看这步棋。

第十一章·两个落水者抱在一起

第十章结尾说，坐在 1.5 倍市销率上的 Coursera 做了一个大动作。这个动作在 2025 年底揭晓：收购斗了十三年的老对手 Udemy。要理解这步棋，先看棋手下场前的换人。

先换帅

2025 年 1 月 29 日，Coursera 宣布掌舵七年的 CEO 杰夫·马吉翁卡尔达（Jeff Maggioncalda）退休，继任者是格雷格·哈特（Greg Hart）——在亚马逊干了二十多年的老将，带过 Alexa 和 Prime Video。事后披露的合并文件透露了一个耐人寻味的细节：换帅前后，正有一家未具名的买家开价约 18 亿美元求购 Coursera，而 Coursera 与 Udemy 的合并谈判当时已在暗中进行。换句话说，董事会在 2025 年初已经认定：单打独斗的故事讲不下去了。

一场追了两年的合并

后来公开的合并说明书显示，Coursera 在两年里三次叩 Udemy 的门，Udemy 一度拒绝过 20 亿美元的现金方案。直到 2025 年秋天，两位新 CEO（Udemy 也在 2025 年 3 月换了将）认真坐下来，几周内谈成了交易。

2025 年 12 月 17 日宣布的条款：

- 全股票交易：每 1 股 Udemy 换 0.8 股 Coursera，合并后公司价值约 25 亿美元；
- 原 Coursera 股东占约 59%，Udemy 股东占约 41%；
- 合并年收入约 15 亿美元，成为全球最大的在线学习平台：2.9 亿学习者、约 1.8 万家企业客户；
- 目标两年内砍出 1.15 亿美元的成本协同（协同效应，两家公司合并后重叠的部门、系统、营销费用可以只留一份，省下的就是协同）；
- 哈特任 CEO，吴恩达任董事长。

2026 年 4 月 9 日双方股东投票通过，5 月 11 日交割完成。

为什么说这是「两个落水者抱在一起」

合并宣布时两家公司的股价合计较高点都跌了约九成。这种合并有一个专门的味道：**防御性合并**——不是因为「我们在一起会更强」，而是因为「我们各自都太弱了」。

判断一场合并是进攻还是防守，看三个信号，这场全中：

- **用股票不用现金**：全股票交易说明买方不想（或不能）掏真金白银；本质是把两家便宜的股票拼成一家大一点的便宜股票。
- **卖点是「省钱」不是「增长」**：1.15 亿协同、裁员整合——财报电话会上讲得最多的是成本，而不是新市场。进攻型合并讲蛋糕做大，防御型合并讲开支做少。
- **动机写在行业格局里**：第六章说过，这两家多年互相压价把整个赛道的心理价位拖垮了。合并最直接的效果是**少了一个打价格战的对手**——竞争烈度下降，对整个行业都是好事，只是对两边股东来说，这是用「承认打不赢」换来的。

市场怎么看：股价用脚投票

宣布合并时 Coursera 股价在 8 美元附近；交割五个月后，2026 年 10 月，5 美元上下——又跌了三四成，离历史最低不远。市场的态度很清楚：协同效应那 1.15 亿美元听起来不少，但改变不了「增速个位数 + 还在亏损 + AI 悬顶」的三重底色。合并解决的是「太贵」的问题，没解决「没人相信增长」的问题。

不过，悲观里也有值得注意的事实：合并后的公司账上有可观的现金、2024 年起持续为正的自由现金流、还授权了 5 亿美元的股票回购。管理层在用真金白银下注「市场错了」。最后一章，我们站在今天，把多空两边的理由摆开，回答那个最实际的问题：跌完了吗？

第十二章 · 跌完了吗

2026 年 10 月，Coursera（现在肚子里装着 Udemy）股价约 5 美元，市值约 13.5 亿美元，52 周最低 4.53 美元。分析师的目标价中位数在 8 美元附近，评级大多是「持有」。市场既不恐慌，也不兴奋——像是对这家公司失去了讨论的兴趣。

现在可以回答本书开头的问题了：**跌完了吗？**诚实的答法不是给结论，而是把多空两边最硬的牌摆开，让你自己判断。

多头的牌

- **估值已经压到地板**：市销率约 1.5 倍，而账上还有大量净现金。市销率 1.5 倍意味着市场几乎没为「未来」付任何钱——只要公司不死，估值里就没有多少情绪可挤了。
- **现金流是正的**：2024 年自由现金流 5900 万美元，2025 年继续为正。一家能产生现金的公司可以一直熬，而「熬得起」是被低估的前提。
- **管理层在用真金白银下注**：5 亿美元回购授权——相当于市值的三分之一还多。合并文件里还披露过有人开价 18 亿美元想买，比当时市值高出一大截。
- **AI 的双面性可能翻转**：如果「全民学 AI」的需求持续爆发（第九章），Coursera 是卖铲子的人；而它的 AI 助教、AI 生产内容，都是规模化平台才玩得起的成本优势。
- **合并后没有像样的对手了**：全球两大平台合一，价格战烈度下降，毛利率有修复空间。

空头的牌

- **增长没有回来**：2026 年合并后收入指引 14.9-15.2 亿美元；剔除并表带来的拼凑增长，两家各自的内生增速仍是个位数。增速换挡后倍数的「档位」就上不去（第十章），便宜可以一直便宜。
- **还在亏损**：近十二个月净亏损约 1.36 亿美元。自由现金流为正是好事，但按会计准则算，这家公司成立十四年了还没赚过钱。
- **整合风险真实存在**：吃掉一个同样深陷困境的对手，历史上失败的案例远多于成功——文化整合、裁员动荡、两个平台两套系统，协同的 1.15 亿要先花成本才能省出来。

- **AI 的悬顶之剑没落下来**：企业学习预算还在被重新拷问（第七章），「知识付费贬值」的逻辑仍在兑现途中。BMO 在 2026 年 10 月把目标价从 8 美元下调到 6 美元，理由就是企业端逆风。
- **「没人讨论」本身就是风险**：成交量萎缩、分析师撤离的小盘股，可能很多年都躺在原地——价值陷阱的典型长相。

这本书的答案

回到贯穿全书的问题：Coursera 为什么跌这么多？现在可以把答案收拢成三层：

第一层（一半以上的跌幅）：倍数。市场为它的收入付的价格，从 26 倍压到 1.5 倍。这是利率换挡 + 增速换挡 + 叙事换挡的合力，与公司努力无关。

第二层：三道结构裂缝。完课率决定付费天花板、竞争决定守不住价格、NRR 漏气决定企业业务撑不起 SaaS 估值。这些让它的倍数被压得比同类别更狠。

第三层：起点的情绪。58 美元里灌满了零利率时代最后的狂热。从错误的高处量跌幅，天然显得惨烈。

至于「跌完了吗」——这本书给的是判断工具而非水晶球：盯住两个数字就行。**一是增速**：什么时候收入增速重新回到双位数并稳住，倍数的档位才有资格上移；**二是盈利**：什么时候会计准则下也能持续赚钱，「苦行业叙事」才会真正松动。在那之前，5 美元的 Coursera 既不是骗局也不是礼物，它是一家真实但不性感的公司，顶着一个被挤干了情绪的便宜价格。

而这套拆法——先看乘法（收入×倍数），再尸检倍数（利率、增速、叙事），最后检查生意的裂缝——属于你自己了。下一次，当又一只明星股跌掉八成、所有人都在问「它做错了什么」的时候，你会知道先去看右边那个乘数：**多数时候，它跌掉的不是公司，是 2021 年。**