

教育行业系列报告之早教：教 儿婴孩，早教奠定成人之基

核心观点：

两个层面因素驱动教育行业势头正劲，其中早教作为后发细分领域当前市场增速最为快速。1) 政策层面：财政支出占比教育总投入 7.65%，同比 2016 年增速达 16.2%，远高于其他教育板块；《新民促法》等提出的到 2020 年 85%毛入园率和 80%普惠园的计划也给行业明确了发展方向。2) 社会层面：随着二孩政策全面开放，2016 年新增人口小幅激增超过 1800 万达到近十年来峰值，新生二孩数量开始超过一胎，成为新生儿中的主力军。小幅婴儿潮将短期利好早教行业；教育投入在家庭支出的占比持续增加和新生代家长的教育观念转变给予了行业发展的内生动力。

1) 幼儿园教育是早教的核心服务内容，行业集中度低，CR5 仅为 1.3%。当前发展增速稳定，供给侧的压力逐渐缓解。80%普惠型幼儿园的学前教育计划在一定程度上限制了民办盈利性幼儿园的市场扩展，行业正面临整合；当前部分幼儿园过载、师生比不合理和城乡发展不均衡问题仍需解决，行业尚有较大增长空间。2) 早期教育市场于国内渗透率较低，三大分类均处于发展的起步阶段，未形成行业标准，行业 CR5 不足 0.3%，发展空间巨大。2017 年我国早教市场规模达到了 2709 亿，远超幼儿园市场。但渗透率极低，如亲子园仅为 17.5%，与发达国家相差甚远，未来发展空间主要来自于向三四线城市下沉与市场集中度提升；托育服务相对匮乏，尽管其商业模式成熟但参与者较少，千亿市场有待开发；学前培训可涉及音乐、美术、体育、英语等诸多培训内容，市场广阔。当前尚未形成行业独角兽，行业规范及标准化的教学方案和内容正在酝酿之中。3) 互联网向早教延伸相对较晚，其本质上是面向家长的内容服务行业。高质量的内容输出是核心竞争力，当前内容生产相对单一，多以益智类游戏和学科知识为主，相关 APP 占比超过 50%。新生代家长成长于信息时代，对在线教育认可度高，2016 年全年早教 APP 平均月活已超过 1 亿人次，用户粘性大未来市场可期。

重点推荐：1) 威创股份旗下 4 条业务线服务中高端家庭，截止 2017 年底，其共拥有直营和加盟幼儿园近 5000 家，办学数量占比市场第一。此外，公司结合多线上流量平台，正初步打造线上线下一体化的幼教生态体系；2) 三垒股份通过收购楷德教育成功切入教育行业，2018 年，公司继续在教育赛道加码，拟作价 33 亿收购北京美杰姆 100%股权。两次高效并购，实现公司华丽转型；3) 红黄蓝学前教育领域的绝对领头羊，市占率国内第一，截止今年三月，直营与加盟幼儿园共 298 家，直营与加盟亲子园 973 家，公司扎实做好品牌，树立标准化规范化的行业标杆；4) 瑞思学科英语是中国学科英语首创品牌，近三年营收增长年均超 30%，2017 年全年营收 9.7 亿元。公司多维度的优势助力，促成了其在少儿英语领域尤其是学龄前儿童英语培训市场一枝独秀。

互联网传媒

维持

买入

武超则

wuchaoze@csc.com.cn

010-85156318

执业证书编号：S1440513090003

曾荣飞

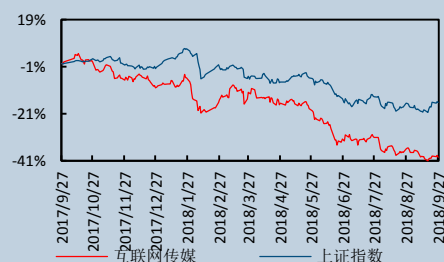
zengrongfei@csc.com.cn

010-85130578

执业证书编号：S1440518030003

发布日期：2018 年 09 月 28 日

市场表现



相关研究报告

目录

一、早幼教育市场成长性好，多因素共驱高速发展.....	1
1.1 国家引领市场发力早幼教育，增速领先行业各细分板块.....	1
1.2 早幼教市场独角兽尚未形成，头部市占率提升空间大.....	2
1.3 各因素全面驱动早幼教育将迎来短期快速发展，长期市场趋向整合.....	3
1.3.1 人口红利尚未殆尽，全面二胎政策短期利好渐显.....	3
1.3.2 消费升级与教育观念转变，家庭教育投入不断增加.....	5
1.3.3 政策面继续全力推进学前教育，普惠和提质是当下主旋律.....	7
二、幼儿园教育：民办价值凸显，稳定发展盼头部市占率提升.....	10
2.1 当前市场发展增速稳定，供给侧压力释放，教师力量薄弱仍需解决.....	10
2.1.1 政策面明确发展目标，市场发展动力充足.....	10
2.1.2 供给侧压力缓解，降低单园入园人数和均衡城乡发展为未来园数增加的主要动力.....	10
2.1.3 师资力量缺口严重，财政经费支持与市场化竞争带来民办办幼儿园师资结构倒挂.....	11
2.2 政策影响下民办学前教育市场或受到压缩.....	12
2.2.1 民办幼儿园行业集中度低，市场增速仍旧强劲头部机构扩张空间大.....	12
2.2.2 民办幼儿园办学数量占比下降，未来民办幼儿园市场趋于整合.....	14
2.3 幼儿园办学细节：流程规范，盈利能力强.....	15
三、早期教育：正高速起飞，行业标准尚在成形初期.....	19
3.1 早教市场渗透率较低，市场规模增速远超幼儿园市场.....	19
3.2 早教三大分类，全方位提供婴幼儿教育服务.....	19
3.2.1 早教行业的主要形态，亲子园打开 0-3 岁婴幼儿市场.....	20
3.2.2 托育服务严重不足，国内婴幼儿入托率远低于发达国家水平.....	21
3.2.3 学前培训风头正劲，但行业划分尚不明确，标准化之路仍需努力.....	23
四、互联网学前教育：新兴领域，行业洼地.....	26
4.1 互联网学前教育市场尚处起步阶段，内容生产匮乏成破局难点.....	26
4.2 儿童教育用户粘性高，新生代父母对在线教育接受程度高.....	27
五、重点标的.....	29
5.1 威创股份：幼教龙头孕育多品牌，18 年业绩成长性叠加想象空间.....	29
5.2 三垒股份：快步迈入教育行业，实现公司华丽转型.....	30
5.3 红黄蓝：领头早幼教行业，深入巩固品牌影响力.....	32
5.4 瑞思学科英语：精细化运营与服务，多维打造细分领域独角兽.....	33
六、风险分析.....	35

图表

图 1：教育行业全景图.....	1
图 2：早幼教育内容分块.....	1
图 3：早幼教育 C 端市场规模（亿元）.....	2
图 4：国家财政学前经费投入（亿元）.....	2

图 5: 全国教育各领域经费支出（亿元）	2
图 6: 2016 年五大民办早幼教育机构市占率统计	3
图 7: 2016 年五大民办早幼教育机构营收（亿元）	3
图 8: 2016 年五大民办早幼教育机构办学数量占比	3
图 9: 2016 年五大民办幼儿园办学场所数量	3
图 10: 2011-2017 年中国出生率统计情况（‰）	4
图 11: 2010-2016 年婴幼儿人口结构统计	4
图 12: 2000 年以来每年新增人口数（万人）	4
图 13: 二孩政策推出以来人口出生情况（2011-2017）	4
图 14: 未来一年内计划怀孕或孩子出生的一孩家庭比例	5
图 15: 2016 年中国家长对于要二胎的态度	5
图 16: 2013-2016 年居民人均可支配收入情况	5
图 17: 2013-2017 年我国人均消费教育文娱支出与占比	5
图 18: 儿童教育家长用户消费能力情况	6
图 19: 2016 中国 0-6 岁家庭月收入/平均月教育产品支出	6
图 20: 各年龄段家长用户画像	6
图 21: 2016 年 0-18 岁孩子家长年龄分布	6
图 22: 家长认为孩子参加教育培训的重要性	7
图 23: 2016 年 0-6 岁中国各城市家长选择早教产品情况	7
图 24: 幼儿园市场规模（亿元）	10
图 25: 2010-2017 年幼儿园毛入园率	10
图 26: 2010-2017 年幼儿园办学总数量	11
图 27: 2011-2017 年全国在园人数及增速	11
图 28: 民办公办幼儿园平均在园人数	11
图 29: 城镇人口及幼儿园分布	11
图 30: 2010-2017 年幼儿园园长和专任教师人数及增速	12
图 31: 2010-2017 年幼儿园师生比（1: X）	12
图 32: 2011-2016 公办、民办园专任教师在教职工的比例	12
图 33: 2011-2016 年公办、民办园保育员在教职工的比例	12
图 34: 2016 年五大幼儿园品牌市占率（民办市场）统计	13
图 35: 2016 年五大民办幼儿园品牌业务营收（亿元）	13
图 36: 2016 五大民办幼儿园品牌办学数量占比（民办市场）	13
图 37: 2016 年五大民办幼儿园办学场所（仅幼儿园）数	13
图 38: 2006-2016 年我国公办和民办幼儿园所占比	15
图 39: 中国民办公办幼儿园市场规模	15
图 40: 2008-2016 我国民办幼儿园在园幼儿数及占比情况	15
图 41: 中国民办幼儿园增长情况	15
图 42: 民办幼儿园办学流程	16
图 43: 我国早教市场规模（亿元）	19
图 44: 我国早教参加人数	19
图 45: 我国亲子园入园人数（百万人）	20

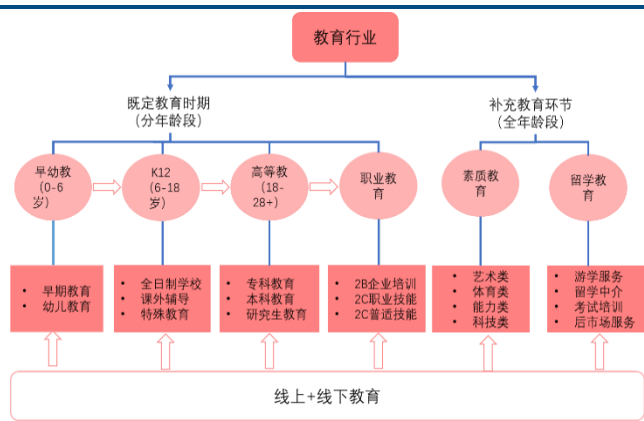
图 46: 中国亲子园市场规模（万元）	20
图 47: 亲子课堂剪影	21
图 48: 早期托育机构规模	22
图 49: 3 岁以下婴幼儿托育服务需求占比调查结果	22
图 50: 托育机构商业模式	22
图 51: 托育课堂	23
图 52: 家长更愿意选择的培训科目占比图	25
图 53: 2010-2015 年少儿英语培训规模（亿元）	25
图 54: 孩子最喜欢的体育培训	25
图 55: 多样的体育培训项目	25
图 16: 2017-2019 年中国互联网教育市场规模（亿元）	26
图 57: 2017-2019 年中国互联网学前教育市场规模（亿元）	26
图 58: 中国互联网学前教育产业生态图谱	26
图 29: 中国互联网学前教育盈利模式分析	27
图 30: 中国互联网学前教育 AMC 模型	27
图 61: 2016 年中国互联网学前教育市场实力矩阵	27
图 42: 互联网学前教育 App 涉及类型及比例	27
图 63: 2016 中国互联网儿童教育领域月活用户规模（万人）	28
图 54: 2016M4 互联网学前教育 App 活跃用户规模（万人）	28
图 66: 宝宝巴士家长用户学历分布	28
图 76: 宝宝巴士家长用户月收入分布	28
图 67: 威创股份幼儿教育业务发展历程	29
图 68: 威创股份 2015-2017 年分类营收占比	29
图 69: 威创股份 2015-2017 营业收入及净利润（亿元）	29
图 70: 2015-2017 红缨教育、金色摇篮营收及净利（亿元）	29
图 71: 红缨教育 3S 课程设置	30
图 72: 金色摇篮 0-12 岁成长管理优质教育生态圈	30
图 73: 三垒股份 2013-2017 营收情况	31
图 74: 三垒股份 2013-2017 归母净利润情况	31
图 75: 美吉姆课程介绍	31
图 76: 美杰姆旗下加盟和直营门店的城市分布	32
图 77: 美杰姆股东 2018-2020 业绩承诺	32
图 78: 红黄蓝公司业务组成	32
图 79: 红黄蓝历年营收与净利润	33
图 80: 红黄蓝“金三角体系”	33
图 81: 瑞思学科英语历年营收与净利润	34
图 82: 瑞思学科教育课程设置	34
表 1: 国家层面出台相关学前教育政策	7
表 2: 《民促法（送审稿）》相关要点及解读	8
表 3: 优质民办幼儿园情况介绍	13

表 4：幼儿园办学面积定额	16
表 5：一线城市幼儿园收费情况	17
表 6：各家幼儿园加盟费用等情况	17
表 7：幼儿园教师等薪资水平	17
表 8：早教中心市场主要参与企业	20
表 9：亲子园主流课程及内容	21
表 10：部分托育机构办学情况	22
表 11：部分学前培训机构办学情况	23
表 12：部分幼儿培训收费情况	24

一、早幼教育市场成长性好，多因素共驱高速发展

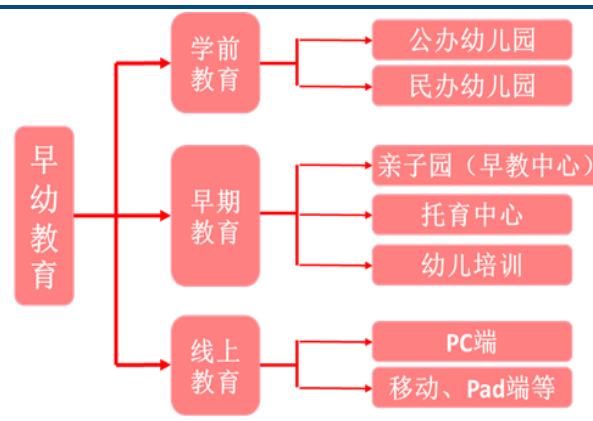
教育行业可以按照既定教育时期和补充教育环节分为两大部分，其中既定教育时期根据年龄段的不同可划分为早幼教育（0-6 岁）、K12（6-18 岁）、高等教育（18-28 及以上）和职业教育；补充教育环节可分为素质教育和留学教育。早幼教育：指 0-6 岁婴幼儿的全部教育环节及内容，作为教育行业和个人成长的基础环节其包括早期教育（亲子园、托育和幼儿培训）和学前教育（幼儿园涵盖学前班），线上教育作为信息时代的特殊产物存在早幼教育的诸多环节，并形成了具有自身特点和内容的教育形式。此外，我们需明确：1）学前教育：教育部部长陈宝生在 2018 年全国两会记者会上明确了学前教育指的是 3—6 岁儿童的教学，即幼儿园阶段的教学。2）早期教育：指 0-6 岁婴幼儿在幼儿园以外场所获得的教育，具体包括：亲子园（早教中心）、托育中心和学前培训。

图 1：教育行业全景图



资料来源：和君集团，中信建投证券研究发展部

图 2：早幼教育内容分块



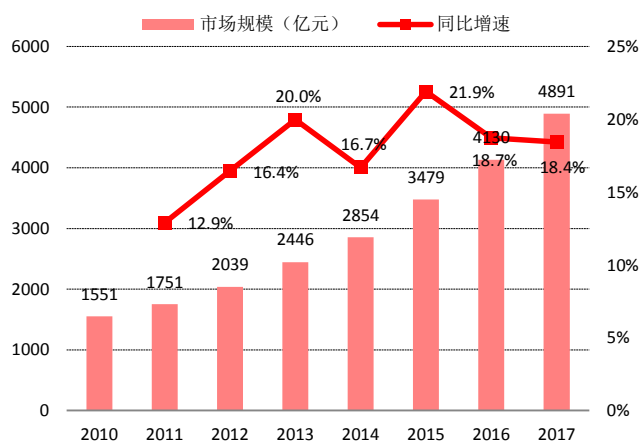
资料来源：Frost & Sullivan，中信建投证券研究发展部

1.1 国家引领市场发力早幼教育，增速领先行业各细分板块

早幼教育的存在形式较多，除公办幼儿园外均为民办市场。由于市场起步较晚，家长对早幼教育的重视程度不高，同时市场缺乏标准和强有力的监管制度，全行业市场集中度极低，发展仍处在饱和阶段，存在很大的上升空间。早幼教育作为教育市场重要的一部分，其市场份额也在不断提升。2010-2017 年，我国早幼教育市场规模不断扩大，2011 年我国学前教育市场规模仅为 1793 亿元，至 2017 年已达到 5437 亿元，增长超两倍，到 2018 年预计市场规模 6271 亿元，同比增长 15.3%。预计 2020 年市场规模达到 8100 亿元，2018-2020 年复合平均增长率达 8.91%。

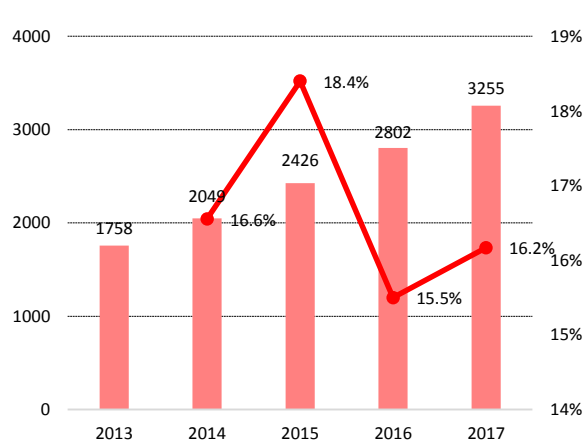
与其他教育行业各细分板块相比，政府重点扶持学前教育，尽管当前投入占比较低，但增速明显。根据国家教育部相关信息，自 2010 年起，国家颁布实施了《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020 年）》，并出台了加速发展学前教育的文件，如《关于当前发展学前教育的若干意见》提出了财政投入要求，学前经费投入显著增加，投资增速加快。2013 年，我国财政学前经费投入为 1758 亿元，2014 年上升至 2049 亿元，2014-2017 年间，经费投入持续上升，至 2017 年学前经费投入已达到 3255 亿元，占比教育总投入 7.65%，相比其他细分板块的教育经费投入，占比较小，但同比增速最快，为 16.2%。

图 3：早幼教育 C 端市场规模（亿元）



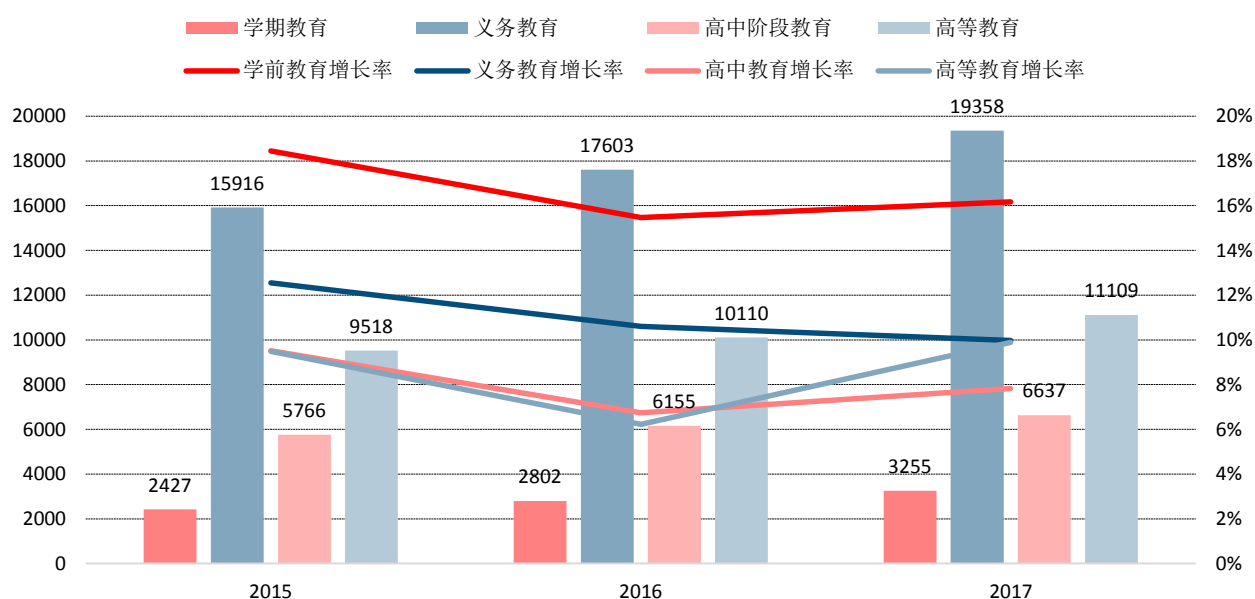
资料来源：前瞻产业研究院，中信建投证券研究发展部

图 4：国家财政学前经费投入（亿元）



资料来源：教育部，中信建投证券研究发展部

图 5：全国教育各领域经费支出（亿元）

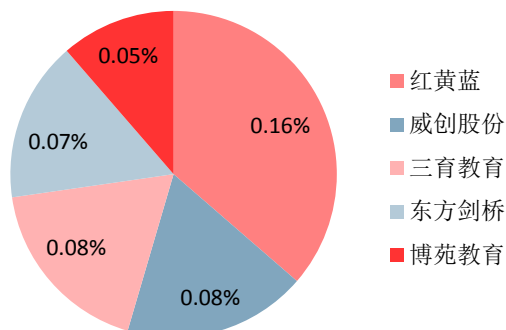


资料来源：教育部，中信建投证券研究发展部

1.2 早幼教市场独角兽尚未形成，头部市占率提升空间大

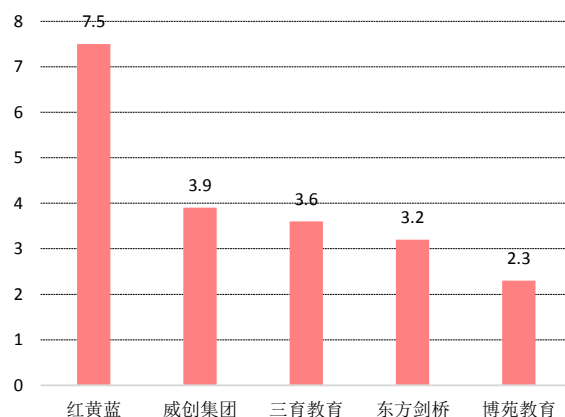
国内早幼教品牌数量众多，市场集中度很低。按市场总利润，2016 年市场前五大早幼儿教育机构的总市占率仅为 0.4%，其中红黄蓝年盈利 7.5 亿元占比最大，也只达到 0.16%。威创股份、三育教育、东方剑桥和博苑教育分列二至五名，市场率分别为 0.08%、0.08%、0.07%、0.05%。

图 6：2016 年五大民办早幼教育机构市占率统计



资料来源：Frost & Sullivan，中信建投证券研究发展部

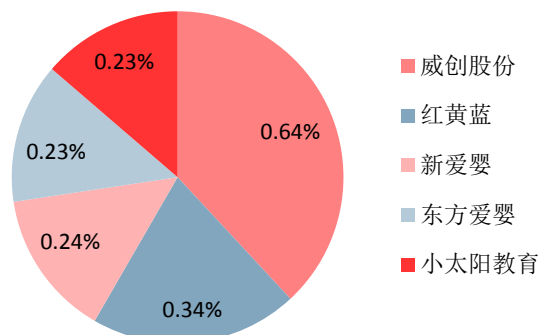
图 7：2016 年五大民办早幼教育机构营收（亿元）



资料来源：Frost & Sullivan，中信建投证券研究发展部

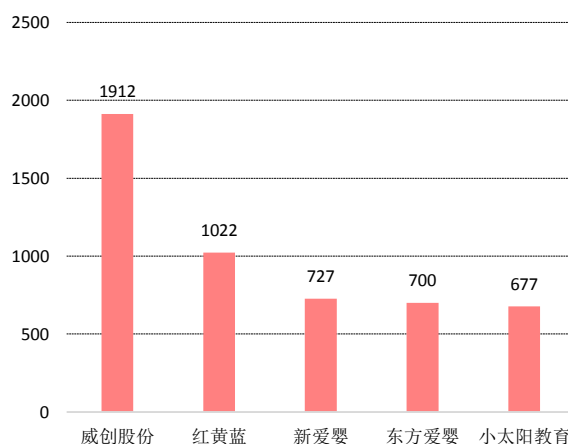
从办学数量上看，微创股份下具有两条业务线红缨和金色摇篮，2016 年，其以 1912 家幼儿园及亲子园占据市场 0.64% 的份额，红黄蓝则以 1022 家占比市场 0.34%。新爱婴、东方爱婴和小太阳教育的占比分别为：0.24%、0.23%和 0.23%。

图 8：2016 年五大民办早幼教育机构办学数量占比



资料来源：Frost & Sullivan，中信建投证券研究发展部

图 9：2016 年五大民办幼儿园办学场所数量



资料来源：Frost & Sullivan，中信建投证券研究发展部

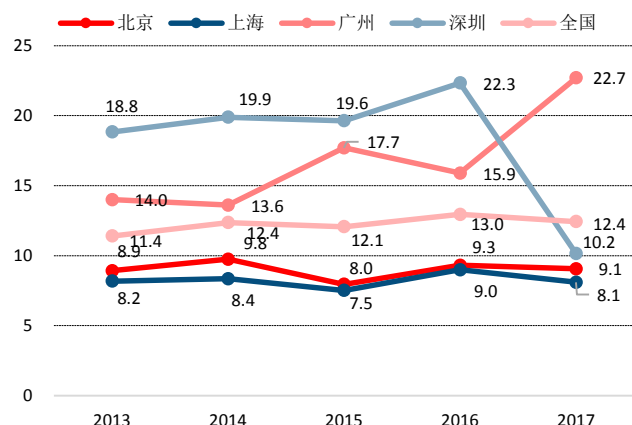
1.3 各因素全面驱动早幼教育将迎来短期快速发展，长期市场趋向整合

1.3.1 人口红利尚未殆尽，全面二胎政策短期利好渐显

随着我国人口红利拐点的出现以及人口老龄化程度的加深，维持或者适度提高人口出生率有利于改善“未富先老”的状况，为经济社会可持续发展提供丰富的劳动力保障。从国内出生率上可以看到，2010 年达到最低点 11.90‰，随着“双独二孩政策”的提出，计划生育逐步放开，国家出生率随即提升，2012 年以来保持在 12‰ 以上。2017 年中国出生人口数量达到 1723 万，同比减少 63 万人，人口出生率为 12.43‰，同比下降 0.52‰。地方出生率受到人才引进及发达程度等多因素影响，具有自身特点。在人口结构上，2010-2016 年出生人数连续

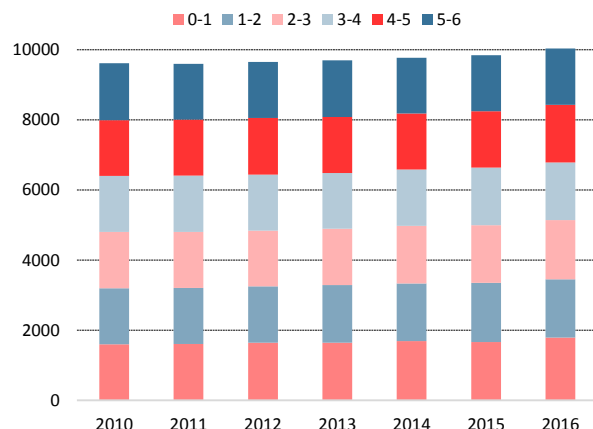
7 年高于对应 5 年前出生人口数，也给 0-6 岁儿童的总数带来了持续增量。2015 年我国 0-6 岁幼儿人数达到 9817 万人，同比增长 0.41%。2016 年新出生人口 1867 万，比 2015 年增长 11%。据 2016 年统计，0-6 岁婴幼儿约有 1.05 亿。

图 10：2011-2017 年中国出生率统计情况（%）



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

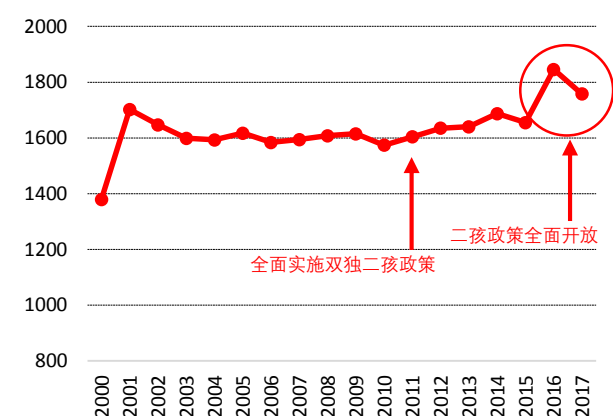
图 11：2010-2016 年婴幼儿人口结构统计



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

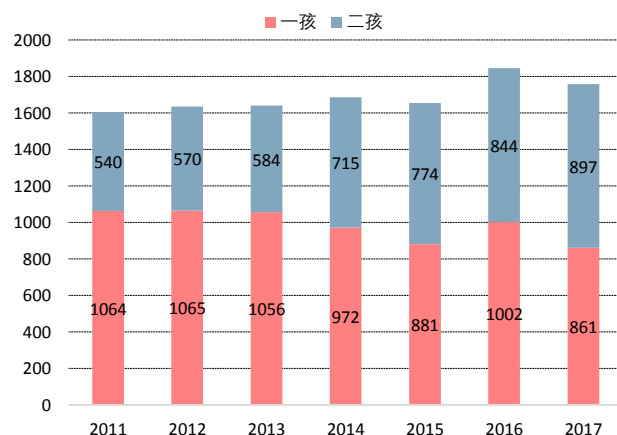
二孩政策全面开放短期提振人口新增，2016 年的小幅婴儿数激增将会在 2019 年进入幼儿园教育阶段。“全面二孩”政策施行两年来，出生人口徘徊在 1800 万左右。从一胎二胎出生数可以看出，全国二胎占比明显高于一胎。预计，未来二孩将在相当一段时间内取代一胎成为新生儿童的主力军。值得注意的是，在 2016 年的婴儿潮出生的孩子将在明年达到进入幼儿园的年龄，将会对学前教育行业发展产生明显的推动作用。

图 12：2000 年以来每年新增人口数（万人）



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

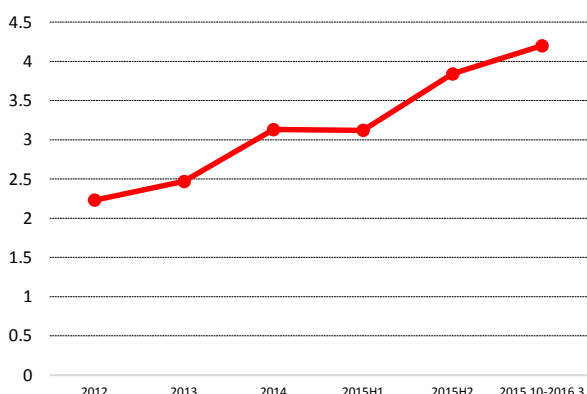
图 13：二孩政策推出以来人口出生情况（2011-2017）



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

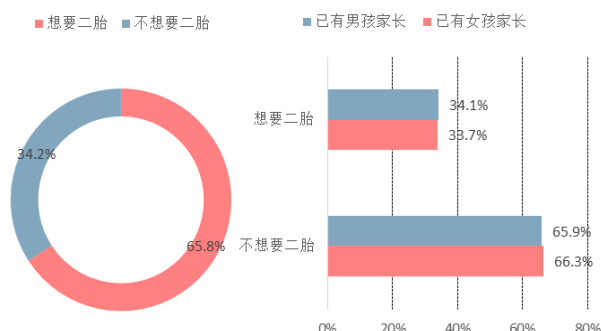
有生育计划的家庭比例逐年攀升，三成以上家庭想要二胎且已有一孩性别不对是否想要二胎产生影响。2012 年计划未来一年内怀孕或孩子出生的一孩家庭比例不足 2.5%，而在全面二孩政策放开后，该比例上升超 4%。而中国家长对于二胎的态度积极，2016 年有 34.2% 的家长表明想要二胎，且对于已有男孩家长对于二胎的想法和已有女孩家长无异。未来二胎的出生率将保持稳定增长态势。

图 14：未来一年内计划怀孕或孩子出生的一孩家庭比例



资料来源：CTR，中信建投证券研究发展部

图 15：2016 年中国家长对于要二胎的态度

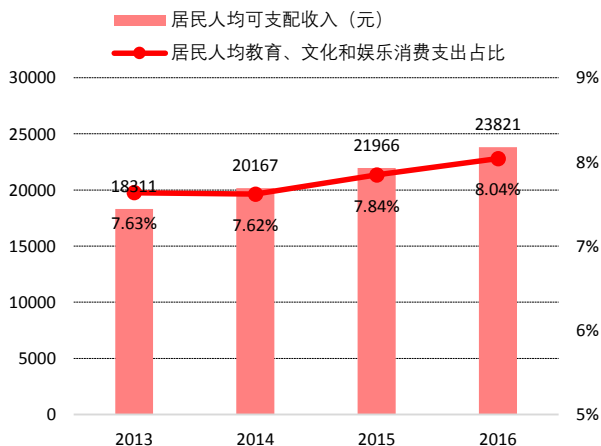


资料来源：艾瑞数据，中信建投证券研究发展部

1.3.2 消费升级与教育观念转变，家庭教育投入不断增加

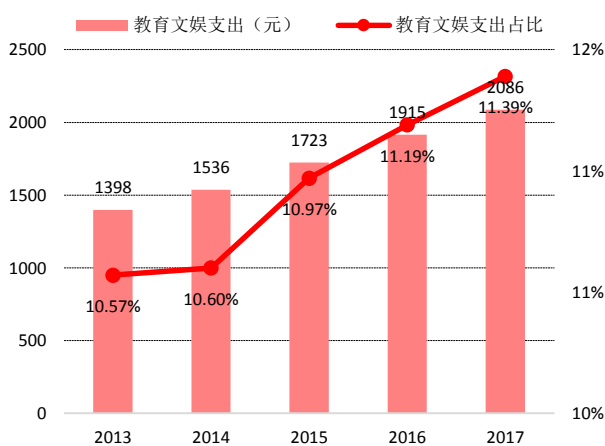
随着人民生活质量的提升，近年来我国居民人均可支配收入逐年增长，其中教育与文化娱乐项目的支出额和占比总消费支出不断提升，反映了社会大众对教育的重视程度及消费意愿的不断增强，家庭在教育方面的支出将更加自由。2016 居民人均可支配收入达 2.38 万元，其中教育、文化和娱乐消费支出占比总收入的 8.04%，连续 3 年上升。2017 年人均教育文娱支出达 2086 元，占比总支出 11.39%，连续 5 年持续上升。

图 16：2013-2016 年居民人均可支配收入情况



资料来源：xxx，中信建投证券研究发展部

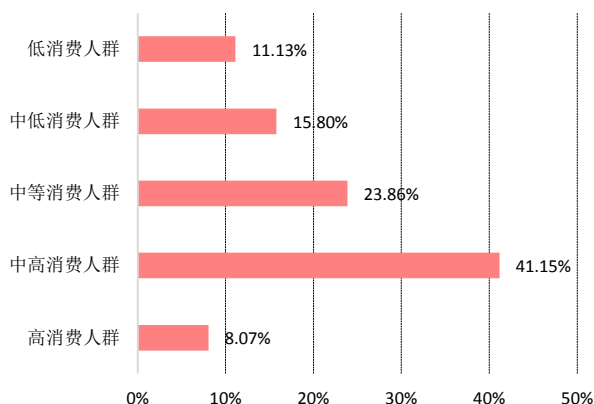
图 17：2013-2017 年我国人均消费教育文娱支出与占比



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

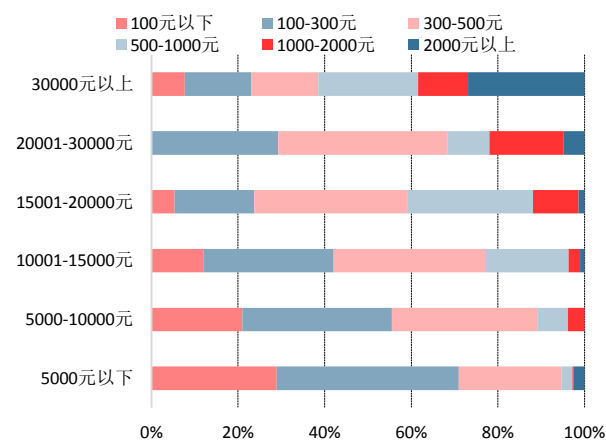
处于儿童教育阶段的家长消费能力普遍较强，家庭收入水平决定教育投入的多少。儿童家长中除去 11.13% 的低消费人群和 8.07% 的高消费人群，中档消费人群占了绝大部分，其中中高消费人群占比达 41.15%，成为比重最大的部分。从 0-6 岁孩子家庭收入上看，月收入低于 3 万元的家庭教育投入主体在 500-2000 元/月之间，月收入超过 3 万元的家庭在教育上的投入更多，2000 元/月以上占比最多。

图 18：儿童教育家长用户消费能力情况



资料来源：易观智库，中信建投证券研究发展部

图 19：2016 中国 0-6 岁家庭月收入/平均月教育产品支出



资料来源：艾瑞数据，中信建投证券研究发展部

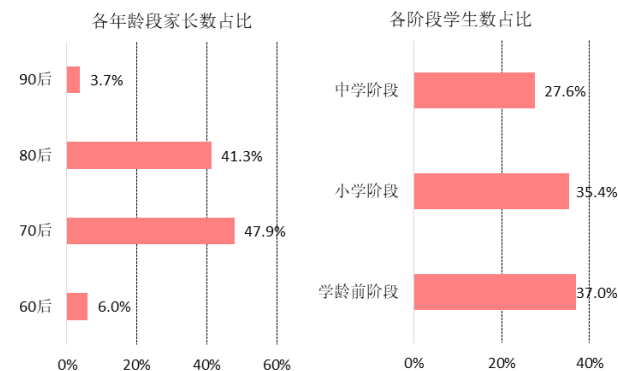
随着新生代父母教育观念的升级，中国父母对于早幼教育更加认可和重视。相对于 60、70 后而言 80、90 后家长具有更高的学历，对新事物接受能力强，更重视素质教育。作为第一代的独生子女，初为父母的同时也受到了各自父母的支持，在经济上更有保障。2018 年《早教蓝皮书》指出 25-35 岁的父母，尤其是 25-28 岁的 90 后父母，更愿意在孩子的早期教育上做出更高的经济投入。目前 80、90 后仍占 0-18 岁孩子家长比重的近 90%，正是具有最强消费能力的一代人。

图 20：各年龄段家长用户画像



资料来源：艾瑞数据，中信建投证券研究发展部

图 21：2016 年 0-18 岁孩子家长年龄分布

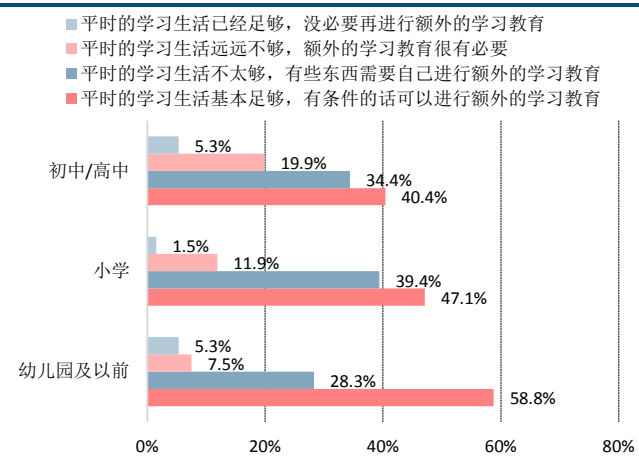


资料来源：艾瑞数据，中信建投证券研究发展部

家长的教育观念正在转变，对学前教育的认知度大大提高。从 2017 年数据来看，家长对孩子参加早教额外教育的重视度很高。在经济条件允许的情况下，超过一半的家长认为孩子除了基本的学习生活，还可以进行额外的学习教育。

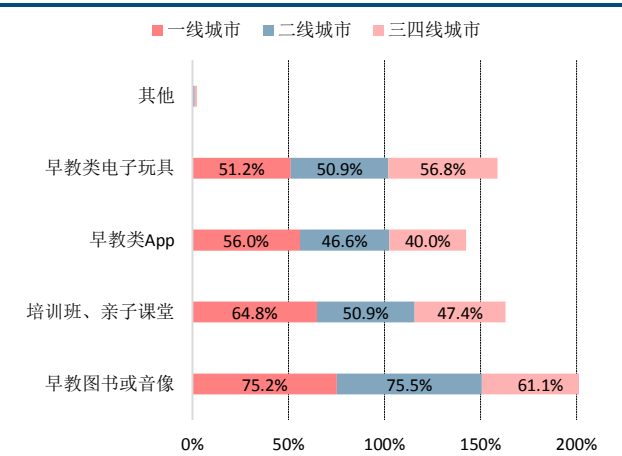
但由于经济发达程度不同，不同城市家长对早教产品的选择有很大差异。整体上看，一线城市对早教产品的购买力更强。一线城市教育资源较好，优秀教师聚集，并且家长由于工作繁忙等原因更倾向于送孩子去辅导班进行课外学习。因此，一线城市选择培训课程和亲子课程的家长远多于二线，三线城市。而选择购买早教类电子玩具的三线城市家长更多，高于一，二线城市。根据不同城市对早教产品的需求不同，各大教育机构与商家更倾向于在一线城市建设与投入。

图 22：家长认为孩子参加教育培训的重要性



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

图 23：2016 年 0-6 岁中国各城市家长选择早教产品情况



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

1.3.3 政策面继续全力推进学前教育，普惠和提质是当下主旋律

国家层面出台了多部指导学前教育发展方向的有关政策，如：《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的若干意见》、《关于实施第三期学前教育行动计划的意见》和《关于修改〈中华人民共和国民办教育促进法〉的决定》等。

在《关于实施第三期学前教育行动计划的意见》中，国家计划到 2020 年全国学前三年入园率达到 85%，各级政府设计本省的学前教育事业发展的计划时，会以此意见为标准。对于民办幼儿园来说，此为好的发展契机。在 15 年二胎政策全面开放之后，学前教育一直处于供不应求的状况，各地公办园入园难，家长彻夜排队难入学的新闻不绝于耳，再加上如今的 85%入园率计划，学前教育市场前景会更加可观。计划中还提到，到 2020 年要将全国普惠性幼儿园覆盖率要达到 80%左右，表示国家计划调控合理的收费。此计划会有效的避免由于公办幼儿园减少，民办幼儿园大幅度增长，而出现的“入园贵，入园难”现象。

在 2017 年 9 月国家审议通过的《关于修改〈中华人民共和国民办教育促进法〉的决定》中，非营利性民办学校可以享受与公办学校同等的税收优惠和用地政策，还可以享受政府补贴、基金奖励、捐资激励等扶持措施。国家会大力鼓励非营利性民办幼儿园的兴办，提高全国普惠性幼儿园的覆盖率。而对于营利性幼儿园来说，创办教育机构的税务成本与政策成本都会有所提高。因此，会有一部分营利性幼儿园向非营利性幼儿园转变。新《民促法》正式实施后，将会对学前教育行业产生一定影响：1) 大型民办学前教育集团增加，行业集中度将提升。大量资本及优秀管理人才涌入学前教育行业，民办幼儿园市场面临大整合，相关教育集团借助规模效应和先发优势将快速占据市场。2) 办园资质和水平要求更高。从整体来看，整个学前教育行业在“优胜劣汰”后将实现全方位提升，最终惠及更多的孩子及家庭。3) 品牌打造加强。新《民促法》的颁布将让幼儿园面临激烈的竞争，这对于拥有独特品牌与定位的幼儿园而言，极具利好。而对于徘徊在普通水平的民办幼儿园而言，随时都有可能被淘汰，选择盈利性的幼儿园必须尽快找到突破点，品牌打造自身提质为必由之路。

表 1：国家层面出台相关学前教育政策

时间	政策名称	主要内容
2015 年 9 月	《关于申报国家学前教育改革发展试验区的通知》	大力发展公办园，结合本地公办资源现状，采取积极有效的措施，新建、改扩建教育部门办园，管理好城镇小区配套幼儿园，支持企事业单位、

2016 年 2 月	《教育部基础教育二区 2016 年工作要点》	集体办园，探索公办园领办分园等多种方式；积极扶持普惠性民办园，探索引导和支持民办园提供普惠性服务的政策和措施。
2016 年 12 月	《民办学校分类登记实施细则》和《营利性民办学校监督管理实施细则》	大力发展普惠性早期教育，推进国家早期教育改革发展试验区建设。全面推进实施第二期学前教育三年行动计划和国家学前教育重大项目。推进学前教育改革国家试验区建设，完善普惠性幼儿园发展机制。出台新修订的《幼儿园工作规程》，研究制订第三期学前三年行动计划。
2017 年 1 月	《国家教育事业发展规划“十三五”规划》	继续扩大普惠性学前教育资源，基本解决“入园难”问题；以区县为单单位实施学前教育行动计划及后续行动；支持企事业单位和集体办园，扩大公办学前教育资源；完善普惠性民办幼儿园扶持政策；发展 0-3 岁婴幼儿早期教育，探索面向社区、指导家长的公益性婴幼儿早期教育服务模式。
2017 年 1 月	《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的若干意见》	鼓励社会力量兴办教育，促进民办教育健康发展。
2017 年 5 月	《关于实施第三期学前教育行动计划的意见》	到 2020 年，基本建成扩覆盖、保基本、有质量的学前教育公共服务系统。全国学前三年入园率达到 85%，普惠性幼儿园覆盖率（公办幼儿园和普惠性民办幼儿园在园幼儿数占在园幼儿总数的比例）达到 80%左右。
2017 年 9 月	《关于修改〈中华人民共和国民办教育促进法〉的决定》	非营利性民办学校可以享受与公办学校同等的税收优惠和用地政策，还可以享受政府补贴、基金奖励、捐资激励等扶持措施。

资料来源：教育部，中信建投证券研究发展部

8 月《民促法（送审稿）》公布，此次公布的“送审稿”中，对民办教育的分类管理做了进一步的细化，坚定了健康发展教育行业的初心。1）在第七条中明确公办学校不得举办或者参与举办营利性民办学校，不得以品牌输出的方式获利。因少有公办幼儿园做品牌输出发展业务，故此对早幼教行业影响较小；2）第十二条提出集团化办学的不允许兼并收购、加盟连锁、协议控制非盈利性民办学校。限制了民办教育集团化办学的扩张模式，也就是说幼儿园需要选择盈利性的形式进行加盟，而另一方面又受到普惠性幼儿园 80%占比的限制，品牌幼儿园未来的扩展可能会收到一定限制；3）第十五条明确了民办培训机构的资质审核，推动了全年龄段培训机构的规范性运营；4）在第四十五条里则加强协议监管和信息披露机制，规范 VIE 架构下的上市主体与办学实体间的资金运作。未来对 VIE 架构控制非营利性学校的合法性尚未明确。

表 2：《民促法（送审稿）》相关要点及解读

条例序号	条例内容	条例解读	主要影响领域
第七条	公办学校不得举办或者参与举办营利性民办学校。公办学校举办或者参与举办非营利性民办学校的，应当经主管部门批准，并不得利用国家财政性经费，不得影响公办学校教学活动，不得以品牌输出方式获得收益。	禁止了民办学校使用公办学校品牌等合作形式，推进公办民办独立分离	K12、高等教育
第十二条	同时举办或者实际控制多所民办学校、实施集团化办学的社会组织应当具有法人资格，具备与其所开展办学活动相适应的资金、人员、组织机构等条件与能力，并对所举办民办学校承担管理和监督职责。实施集团化办学的，不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校。	限制了民办教育集团化办学的扩张模式，非营利性学校不能够被并购	K12、高等教育

第十五条	设立招收幼儿园、中小学阶段适龄儿童、少年，实施与学校文化教育课程相关或者与升学、考试相关的补习辅导等其他文化教育活动的民办培训教育机构，应当依据民办教育促进法第十二条的规定，由县级以上人民政府教育行政部门审批。	明确了民办培训机构的资质审核问题，对培训机构教育培训机构
第四十五条	民办学校与利益关联方发生交易的，应当遵循公开、公平、公允的原则，不得损害国家利益、学校利益和师生权益。民办学校应当建立利益关联方交易的信息披露制度。教育行政部门、人力资源社会保障部门应当加强对非营利性民办学校与利益关联方签订协议的监管，对涉及重大利益或者长期、反复执行的协议，应当对其必要性、合法性、合规性进行审查审计。	加强协议监管和信息披露机制，规范 VIE 架构下的相关教育类港上市主体与办学实体间的股资金运作

资料来源：公开信息整理，中信建投证券研究发展部

二、幼儿教育：民办价值凸显，稳定发展盼头部市占率提升

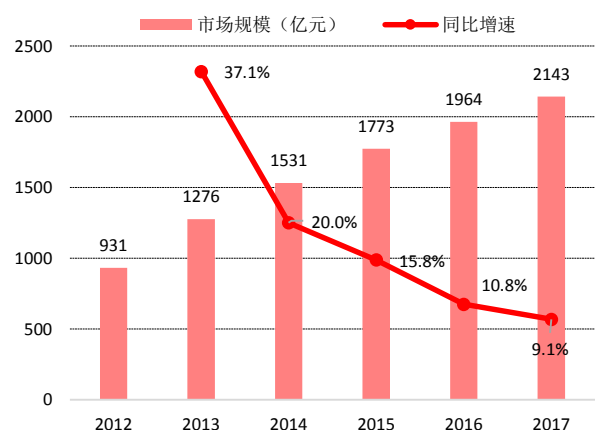
幼儿园以游戏为基本活动形式，寓教于乐、寓教于动。幼儿园分为公办和民办幼儿园两类，其中 1) 公办幼儿园，又可分为由各级教育行政部门、公办大中小学举办的**教育部门办模式**(附属幼儿园、学前班、幼儿班等)；由城市街道办事处、居民委员会、农村乡(镇)、村民委员会利用集体所有的资产(包括校舍、师资、经费等)，或辅以财政专项补贴所举办的**集体办模式**(学前班、幼儿班等)；由政府及有关部门、国有企事业单位、军队、妇联、工会、共青团等群众团体，利用国有资产(包括房屋、土地、设备)，或国家财政性经费举办的**集体办模式和其他部门办模式**(学前班、幼儿班等)。2) 民办幼儿园，指经有关主管部门批准，由公民个人、非国有企业、社会团体及其他社会组织等利用非国家财政性教育经费举办的、幼儿园(学前班、幼儿班等)。

2.1 当前市场发展增速稳定，供给侧压力释放，教师力量薄弱仍需解决

2.1.1 政策面明确发展目标，市场发展动力充足

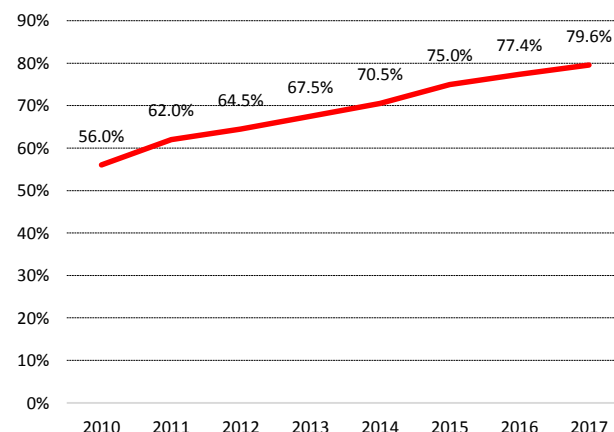
由于政策的普惠导向，整体市场增速稍有下降，但伴随着 85%毛入园率的要求，学前市场仍旧具有长足发展动力。2017 年，市场规模达到 2143 亿元，同比增速达 9.1%。毛入园率方面，2010 年，我国学前教育毛入园率仅为 56.6%，远低于发达国家水平，同时落后于世界平均水平。随着我国加大对学前教育的投入，2010 年后我国学前教育毛入园率不断上升，到 2017 年末，我国学前教育入园率达到 79.6%，较上年提高 2.2 个百分点。

图 24：幼儿园市场规模（亿元）



资料来源：教育部，中信建投证券研究发展部

图 25：2010-2017 年幼儿园毛入园率

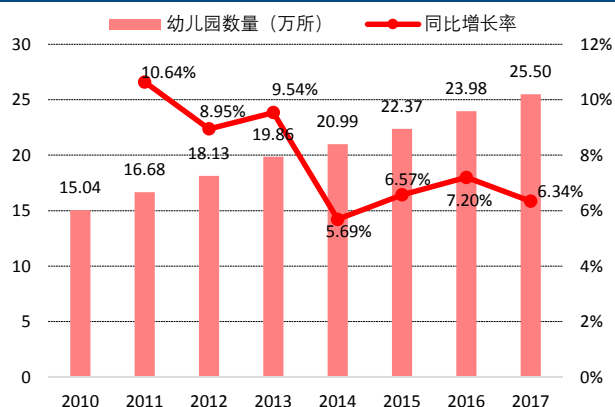


资料来源：教育部，中信建投证券研究发展部

2.1.2 供给侧压力缓解，降低单园入园人数和均衡城乡发展为未来园数增加的主要动力

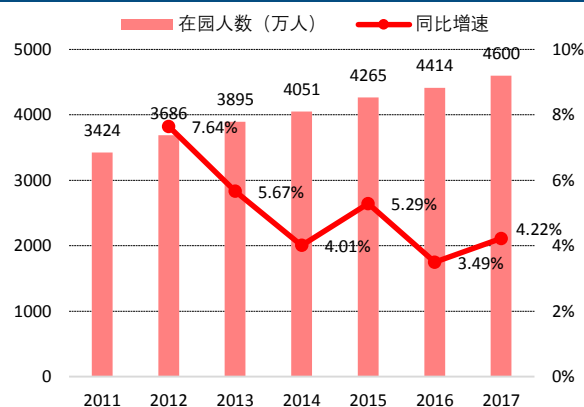
2010-2017 年以来，我国幼儿园数量及在园幼儿数(包括学前班)整体呈现逐年增长趋势。至 2017 年底，幼儿园规模继续持续增长。全国共有幼儿园 25.5 万所，在园幼儿 4600 万人，学前三年毛入园率接近 80%，入园难的问题得到缓解。然而根据近 3 年人口出生情况，到 2020 年将会有 5259 万 3-6 岁儿童，按照 85%的入园率要求来算，需要解决 4470 万幼儿入园问题，当前即可基本解决毛入园率问题。

图 26：2010-2017 年幼儿园办学总数量



资料来源：教育部，中信建投证券研究发展部

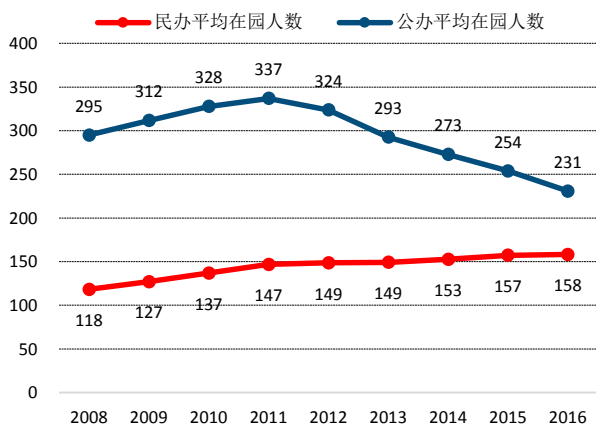
图 27：2011-2017 年全国在园人数及增速



资料来源：教育部，中信建投证券研究发展部

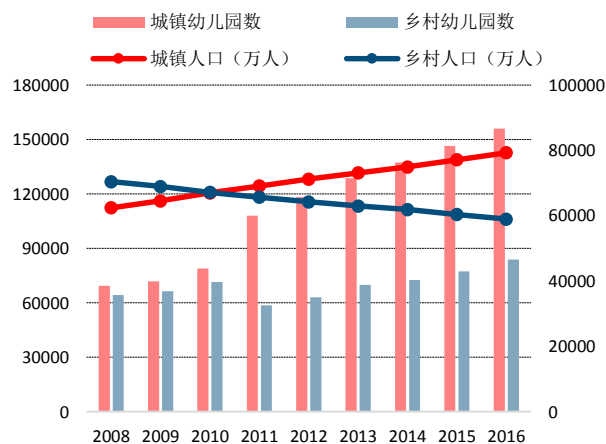
然而公办民办幼儿园的发展差异和城乡之间的发展差距使得当前幼儿园的入园质量和整体发展存在着较为明显的不均衡。2011-2016 年，公办幼儿园平均在园人数一直在下降，但仍旧达到 231 人/园，虽然公办幼儿园在师资力量上不存在问题，但单园面积有限，人员超标问题普遍存在。而民办幼儿园在人数上保持相对稳定水平，2017 年平均在园人数为 158 人。民办公办之间存在较大的人员分配差异。另一方面，2016 年我国城乡人口相差在约为 2 亿人，但城乡的幼儿园数量却相差较大，城镇幼儿园数量几近乡村数量的两倍，可见城乡发展存在较大的不均衡。

图 28：民办公办幼儿园平均在园人数



资料来源：教育部，中信建投证券研究发展部

图 29：城镇人口及幼儿园分布



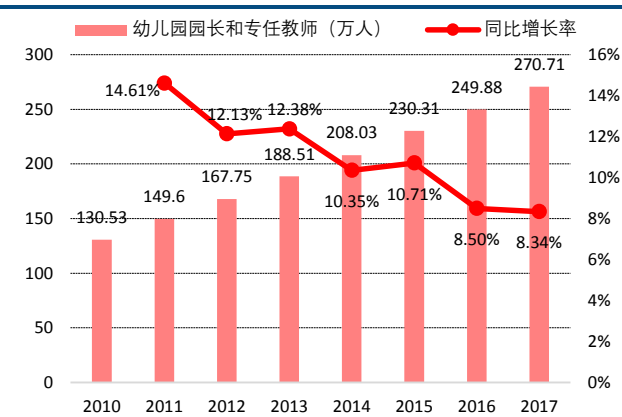
资料来源：教育部，中信建投证券研究发展部

2.1.3 师资力量缺口严重，财政经费支持与市场化竞争带来民办公办幼儿园师资结构倒挂

幼儿教师质量直接关系到学前教育质量，关系幼儿良好的行为习惯和优秀品质的养成。2010 年以来，我国幼儿教师逐渐增多，学历层次逐年提高。2016 年，全国幼儿园园长和专任教师总数为 249.88 万人，比上年增加 19.57 万人。其中，研究生毕业的幼儿园园长和专任教师 6654 人，本科毕业人数为 52.26 万人，占幼儿园园长和专任教师总数的 21.18%。2017 年估算全国幼儿园和专任教师总数为 270.71 万人，同比增速为 8.34%。尽管增长明显，但实际上，我国学前教育师资数量缺口依旧较大。《幼儿园教职工配备标准（暂行）》规定：幼儿园小、中、大班师生比分别应大于 1:12.5、1:15、1:17.5，平均生师比为 1:15。而国内 2010-2017 年间，我国幼儿专任

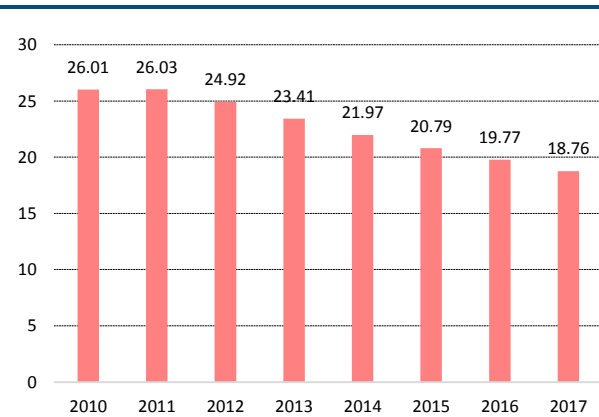
教师总量一直保持持续增长的态势，但师生比却大幅度低于国家标准基线，远未达到国家要求。2017 年，全国学前教育师生比为 1:18.76。可见目前我国学前师资总量仍旧不足，缺口 30 余万。

图 30：2010-2017 年幼儿园园长和专任教师人数及增速



资料来源：教育部，中信建投证券研究发展部

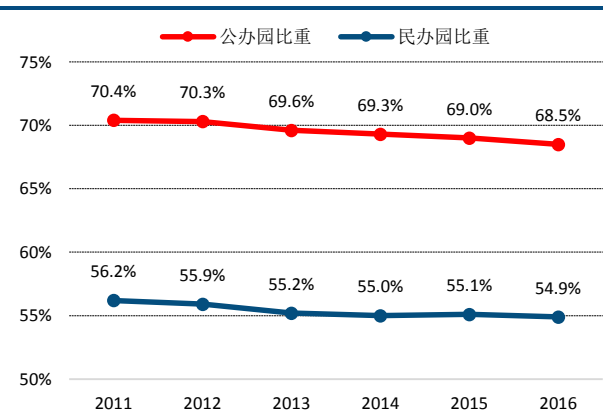
图 31：2010-2017 年幼儿园师生比 (1: x)



资料来源：前瞻产业研究院，中信建投证券研究发展部

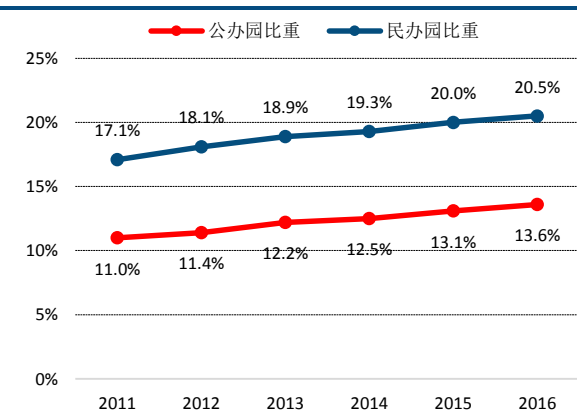
公办幼儿园受惠于政府补贴，而民办园收到市场化竞争的影响，二者出现师资结构倒挂的现象。公办幼儿园由政府财政支持，而后者由创办者负责。专任教师的工资相较于保育员要高很多，市场化的竞争，民办园为增加净利润倾向于招收薪资较低的保育员来使其保教人员（保育员和专任教师）配备达到教育部要求的班级师生配比。从 2011-2016 年，民办园中专任教师在教职工的比例一直低于 60%，且基本一致保持下滑态势，从 2011 年的 56.2% 下降至 2016 年的 54.9%，相反公办园中专任教师的比例则远远高于 60%，受到一定的市场影响比例从 2011 年的 70.4% 下降至 68.5%，但仍旧维持高比例。公办、民办园保育员数量在教职工中的比例则相反且比例一直在上升。2016 年，民办园长的保育员比例已超过 20%，高过全国 18.6% 的平均水平，而公办园中保育员的比例在仍未超过 14%，可见民办园的竞争激烈，同时民办园的师资力量仍需继续增强。

图 32：2011-2016 年公办、民办园专任教师在教职工的比例



资料来源：育投汇教育产业研究院，中信建投证券研究发展部

图 33：2011-2016 年公办、民办园保育员在教职工的比例



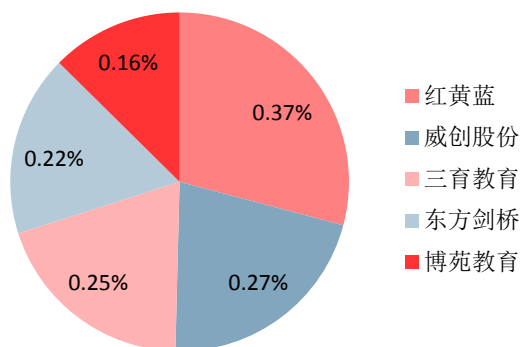
资料来源：育投汇教育产业研究院，中信建投证券研究发展部

2.2 政策影响下民办学前教育市场或受到压缩

2.2.1 民办幼儿园行业集中度低，市场增速仍旧强劲头部机构扩张空间大

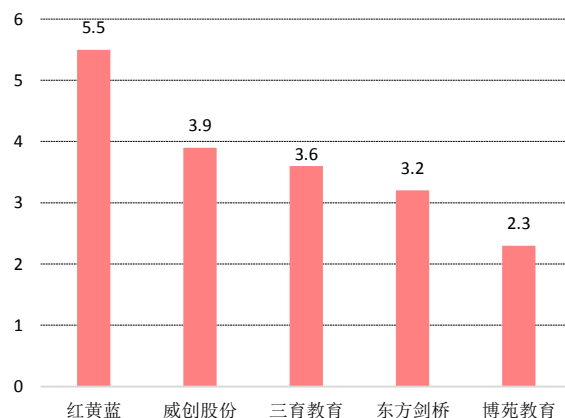
在不考虑公办幼儿园的情况下，国内民办市场集中度很低。按市场总利润，2016 年市场前五大民办早幼儿教育机构的总市占率为 1.3%，其中红黄蓝在幼儿园业务上年盈利 5.5 亿元占比最大，占比达到 0.37%。威创股份、三育教育、东方剑桥和博苑教育分列二至五名，市场率分别为 0.27%、0.25%、0.22%、0.16%，年营收分别为 3.9 亿元、3.6 亿元、3.2 亿元、2.3 亿元。

图 34：2016 年五大幼儿园品牌市占率（民办市场）统计



资料来源：Frost & Sullivan，中信建投证券研究发展部

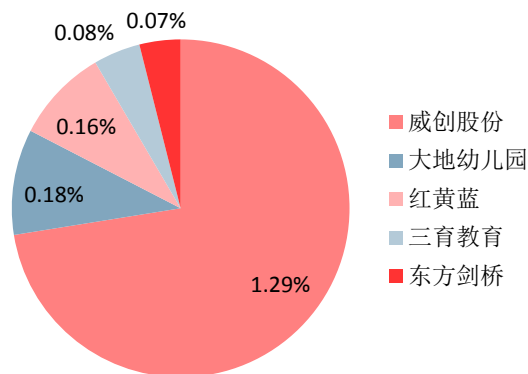
图 35：2016 年五大民办幼儿园品牌业务营收（亿元）



资料来源：Frost & Sullivan，中信建投证券研究发展部

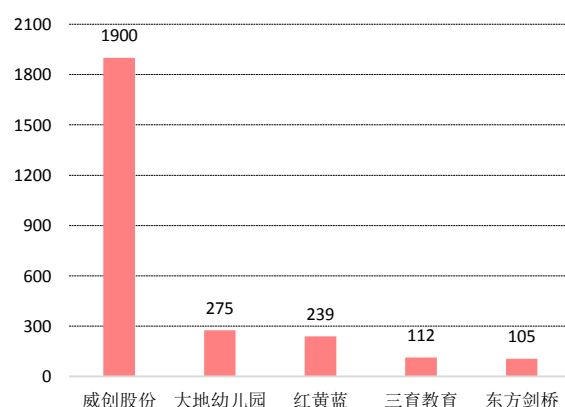
从办学数量上看，2016 年，威创股份以 1900 家幼儿园占据市场 1.29% 的份额，在数量上占有了绝对的优势。大地幼儿园则以 275 家占比市场 0.18%。红黄蓝、三育教育和东方剑桥的占比分别为：0.16%、0.08%和 0.07%。

图 36：2016 五大民办幼儿园品牌办学数量占比（民办市场）



资料来源：Frost & Sullivan，中信建投证券研究发展部

图 37：2016 年五大民办幼儿园办学场所（仅幼儿园）数



资料来源：Frost & Sullivan，中信建投证券研究发展部

幼儿园的经营模式主要以直营、加盟和直营&加盟结合的形式。从国内优质民办幼儿园的情况来看，绝大多数采用直营&加盟的运营模式，一方面通过直营高效率创造利润，另一方面同过加盟做布局和打响品牌。

表 3：优质民办幼儿园情况介绍

品牌	成立时间	学费	校区数量	运营模式	主要分布地区
21 世纪	1995 年	3150-3500 元/月，国际班 5400 元/月，住宿费 400-800 元/月	28 家直营，3 家加盟	直营为主	北京

请参阅最后一页的重要声明

北京博苑	1998 年	1000 元/月	超过 800 所，其中 50 所直营园	直营&加盟	全国中东部大部分省份
大地	1985 年	3000-4000 元/学期	500 多所	参股&直营	覆盖除青海外的所有省市自治区，140 余座城市
大风车	2001 年	500-1500 元/月	119 家	直营&加盟	覆盖全国各地
东方剑桥	1986 年	上海地区 980-1300 元/月，不同地区差异较大	105 所	直营	北京、江苏、湖南、安徽、福建
红黄蓝	1998 年	1200-3700 元/月	287 家	直营&加盟	覆盖中国大陆全部省份
红缨	1998 年	北京地区 3000 元/月，二三线城市 600-1500 元/月	拥有连锁幼儿园 2000 多家，	加盟为主	覆盖中国大陆全部省份
金色摇篮	1996 年	15000-25000 元/ 年	14 所直营园，300 多所品牌园	直营&加盟	覆盖中国大陆全部省份
诺贝儿	2006 年	10000 元/年	直营园 46 所，品牌加盟园 132 所	直营&加盟	覆盖上海、江苏、广东、福建、山东、江西、云南、山西等地
三之三	2003 年	1500-3000 元/月	75 家直营园，30 家加盟园	直营&加盟	主要分布在华东、华中地区
山东银座英才	2001 年	1200 元/月	300 余家联盟园	直营&加盟（为主）	覆盖全国 22 个省份
伟才	2001 年	2500-5000 元/学期	400 多家，分布全国 20 多个省市	直营&加盟（为主）	覆盖中国大陆全部省份
香港艾乐	2003 年	不同地区收费不同	200 多家	加盟	覆盖中国大陆全部省份
香港跨世纪	1990 年	1000-2000 元/月	401 家（含加盟园）	加盟	主要分布在三四线城市
小红帽	1997 年	1200-1400 元/月	110 家	直营&少数加盟	主要分布在广西及华南地区
小太阳	1989 年		149 家	加盟	覆盖中国大陆全部省份
幸福泉	1997 年	北京地区 3000 元/月	87 家	加盟为主	覆盖中国大陆全部省份

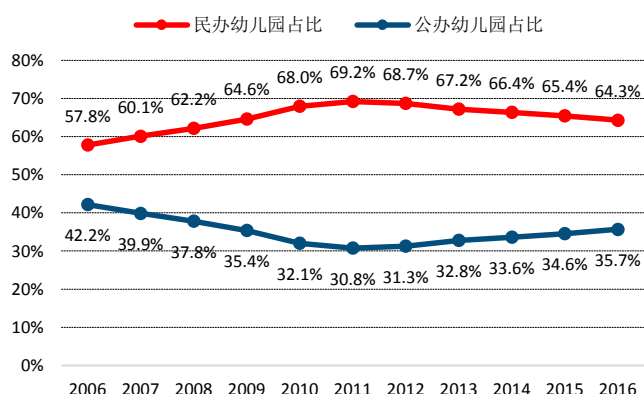
资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

2.2.2 民办幼儿园办学数量占比下降，未来民办幼儿园市场趋于整合

以 2010 年颁布的《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020 年）》为节点，国内公办民办幼儿园比重变化分为两个阶段。**第一阶段：**受到政策鼓励社会力量兴办幼儿园的影响，2006-2011 年，我国公办幼儿园所占比重持续下降，而民办幼儿园所占的比重持续上升。**第二阶段：**由于纲要中明确要大力发展公办幼儿园的政府职责，纲要颁布后，2012-2015 年我国民办幼儿园数量占比有所减少，公办幼儿园数量有所提升。2016 年，我国民办幼儿园共 15.42 万所，占幼儿园总数的 64.3%。

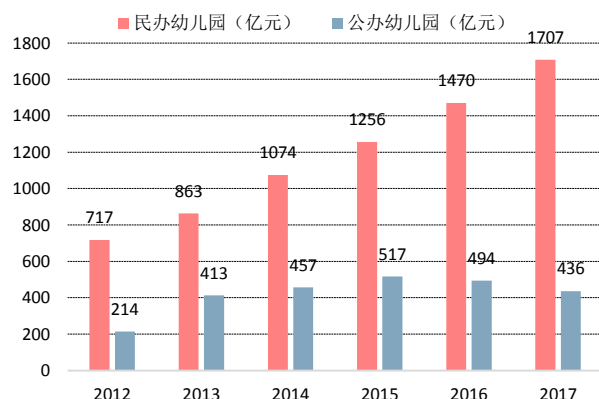
市场规模上，民办、公办幼儿规模差异较大。由于盈利性民办幼儿园可以自主定价，同时大量的民办幼儿园提供较为高档的设施条件和培育方式，收取的学费也相对较高，2017 年民办市场达到 1707 亿元，是公办的近 4 倍，增速达 16.12%。公办市场存在着政府财政补贴，所以来自 C 端付费的总规模相对显得较低。此外，近年来政府在学前教育上的投入力度加大，这是导致公办市场规模下降的主要原因。

图 38：2006-2016 年我国公办和民办幼儿园所占比



资料来源：教育部，中信建投证券研究发展部

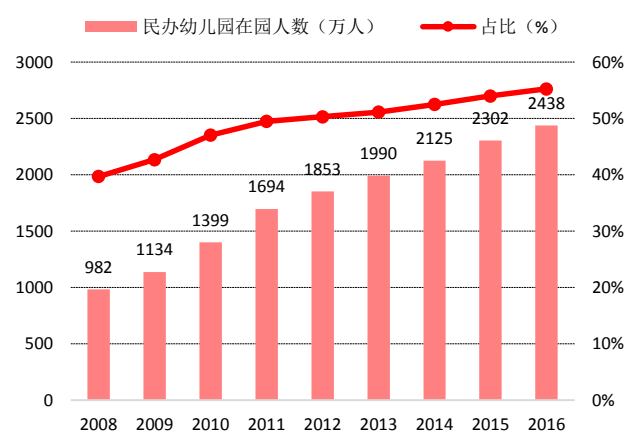
图 39：中国民办公办幼儿园市场规模



资料来源：Frost & Sullivan，中信建投证券研究发展部

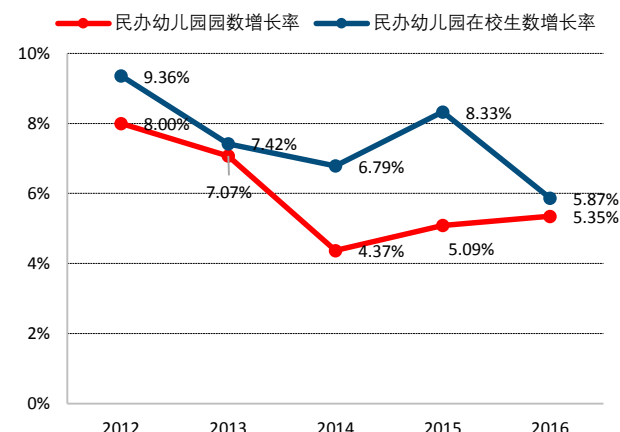
尽管市场规模在快速增长，但近年来国家大力兴办配套公办园，民办幼儿园数量的占比在下降，增长率低于整体的增长率水平，同时民办园在校生的数量增速也逐渐放缓。2008-2016 年，我国民办幼儿园在园人数从 982.03 万人增加至 2437.66 万人；民办幼儿园在园人数占幼儿园总在园人数的比重从 39.68% 上升至 55.23%，提高了 15.55 个百分点。其中，2016 年我国民办幼儿园在园人数 2438 万人，占比 55%，较上年增速为 5.87%，而民办园园数增长率更低为 5.35%。预计民办园入园人数增速的放缓将会对其市场规模的增速带来一定的限制，学费上涨成未来市场增量的主要来源。民办园品牌价值凸显，行业将进入整合阶段。

图 40：2008-2016 我国民办幼儿园在园幼儿数及占比情况



资料来源：教育部，中信建投证券研究发展部

图 41：中国民办幼儿园增长情况

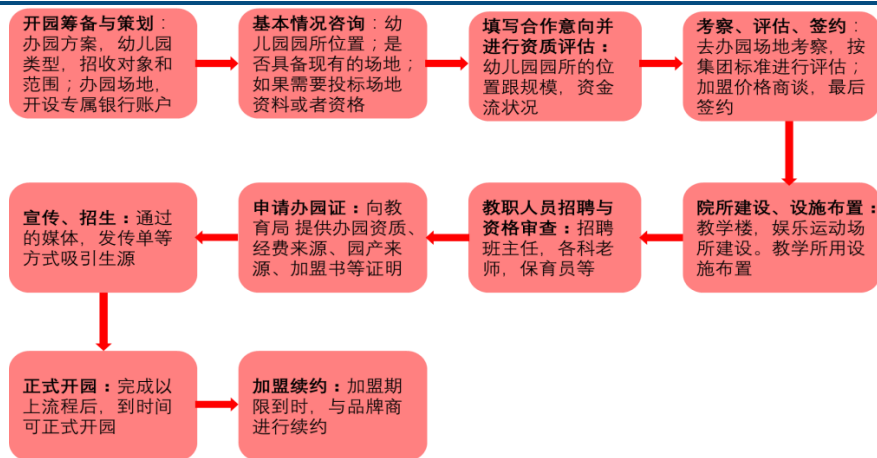


资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

2.3 幼儿园办学细节：流程规范，盈利能力强

幼儿园的办学流程规范，以一、二线城市中通过加盟形式进行办园的幼儿园为例，具体流程为：（1）与加盟商进行商谈、签约，在加盟商指导下进行开元筹备和策划；（2）租赁园所场地，月租大概在 7-12 万元，筹建幼儿园，筹建成本一线城市在 800 万左右，二线城市在 400 万左右；（3）招募教师队伍，申请办园证，从申请到批准大约耗时三个月；（4）宣传招生，增加玩教具、课程升级，成本大约在 25 万左右。

图 42：民办幼儿园办学流程



资料来源：中信建投证券研究发展部

幼儿园办学的基本设施有着明确的规定。园舍建筑面积定额按班级大小（6 班、9 班、12 班）来划分，但随着班级数的增多，每位学生的建筑面积定额会有减少。9 班比 6 班的每生建筑面积定额较少了 0.7m²，12 班又比 9 班的每生建筑面积定额较少了 0.4m²。

表 4：幼儿园办学面积定额

建筑	面积（单位：m ² ）		
	6 班	9 班	12 班
活动室	90m ² ，若寝室与活动室分设，活动室的使用面积不宜小于 54m ²		
卫生间	每班一间，15m ²		
衣帽、教具贮藏室	每班一间，9m ²		
音体活动室	120	140	160
办公室	75	112	139
资料兼会议室	22	25	30
教具制作兼陈列室	12	15	20
保健室	14	16	18
晨检、接待室	18	21	24
值班室		12	
贮藏室	36	42	48
传达室		10	
教工厕所		12	
主副食加工间及配餐间	54	61	67
主副食库	15	20	30
烧火间	8	9	10
开水消毒间	8	10	12
炊事员休息室	13	18	23
园舍建筑面积	1773	2481	3182
建筑面积定额（平米/生）	9.9	9.2	8.8

资料来源：城市幼儿园建筑面积定额（试行），中信建投证券研究发展部

一线城市幼儿园分为普惠性和营利性两种，收费情况有很大差异。普惠园收费较低，每月在 1000 元左右；营利性民办园分为国际园和非国际园，非国际园每月收费在 1500-6000 元，国际园因地区差异收费情况也有很大不同，收费范围大概在 3500/月-2.5 万/月之间。

表 5：一线城市幼儿园收费情况

	普惠园（民办+公办）	营利性民办	
		非国际园	国际园
北京	250/月-900/月	1300/月-5800/月	3450/月-2.6 万/月
上海	175/月-900/月	1400/月-6200/月	3540/月-3.2 万/月
深圳	400/月-1600/月	1650/月-6000/月	3500/月-2.2 万/月
广州	547.5/月-1672.5/月	2000/月-6000/月	3500/月-2.5 万/月

资料来源：网站信息搜索，中信建投证券研究发展部

一、二线城市主要幼儿园的费用（包括加盟费、特许使用费、投资额、保证金等）有着较大差异，但投资回报周期均相对较短，可见幼儿园办学盈利能力较强。红黄蓝、红缨幼儿园基本单店投资额在 150 万左右，回报周期大概在一年。小太阳幼儿园、金色摇篮基本单店投资额在 100-300 万，回报周期分别在 6 个月和 12 个月。其他幼儿园单店投资额基本在 50 万之下，但预计投资回报率基本都在 1 年内，说明这一行业回报率很高。

表 6：各家幼儿园加盟费用等情况

机构	合同期限	加盟费	特许使用费	投资金额	预计投资回报周期	保证金	基本单店投资额
红黄蓝	5 年	20-70 万	3 万	100 万以上	12 个月	5 万	150 万左右
东方剑桥	3 年	30 万	3 万	50-100 万	6 个月	5 万	50-100 万
博苑教育	3 年	15 万	0.5 万	10-20 万	6 个月	1 万	10-20 万
三育教育	3 年	15 万	1 万	10-20 万	6 个月	2 万	10-20 万
红缨幼儿园	5 年	10 万	2 万	100 万以上	13 个月	3 万	150 万左右
香港艾乐	1 年	12 万	1 万	10-20 万	20 个月	1 万	10-20 万
小太阳幼儿园	3 年	3 万	无	100 万以上	6 个月	5 万	100-300 万
小红帽幼儿园	2 年	10 万	2 万	20-50 万	3 个月	5 万	20-50 万
金色摇篮	3 年	30 万	5 万	100 万以上	12 个月	5 万	100-300 万
诺贝儿幼儿园	5 年	10 万	10 万	10-20 万	12 个月	10 万	10-20 万

资料来源：一路商机网站，中信建投证券研究发展部

民办幼儿园的教师、保育员等职工的薪资偏低，在一二线城市中仍处于较低水平，也是造成幼师缺口的主要原因。一线城市的幼师薪资在 4000-6000 元/月，而幼师的薪资约为保育员的两倍，但对于像英语、舞蹈类这些偏热门职业的幼师月薪比一般幼师要高出 1000 元左右。

表 7：幼儿园教师等薪资水平

机构	地区	职位	薪资（人民币/月）
金雁飞鸣幼儿园	北京	英语教师	5000-8000
红缨幼儿园	北京	教师	4000-6000
二十一世纪实验幼儿园	北京	保育员	2000-3000

请参阅最后一页的重要声明

悦田幼儿园	上海	教师	4000-6000
格林幼儿园	上海	保育员	2000-4000
同心园幼儿园	深圳	教师	2000-4000
新城幼儿园	深圳	舞蹈老师	4000-6000
华侨城阿里香幼儿园	深圳	保育员	2000-4000
世纪星月幼儿园	西安	教师	2000-4000
锦业幼儿园	西安	保育员	1000-2000
尚诚幼儿园	长沙	保育员	2000-4000
青岛美亚国际学校	青岛	教师	3000-5000
音乐之声幼儿园	青岛	保育员	2000-4000

资料来源：百聘网，中信建投证券研究发展部

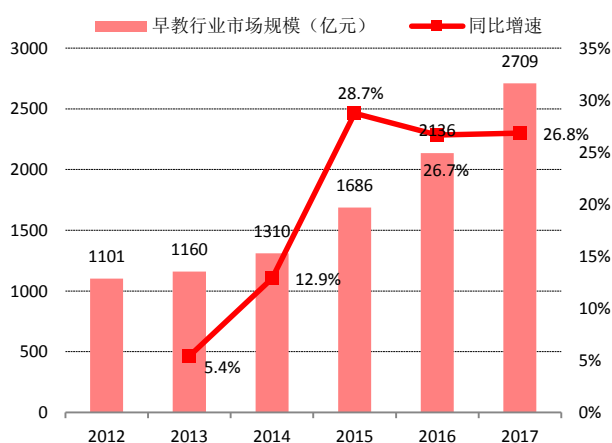
三、早期教育：正高速起飞，行业标准尚在成形初期

早教行业在国内起步较晚，认知度不高，正处在快速发展阶段，市场需求巨大。早教机构面向 0-6 岁学龄前儿童提供幼儿园教育以外的其他方面教育培训内容。我国的早教兴起于 1998 年前后，后于 2003 年开始引入海外品牌，国外育婴的先进思维慢慢开始被人们接受。近年来早教开始转变为刚性需求，到 2012 年每 5 个家庭就有 1 个家庭报名早教，未来市场空间很大。

3.1 早教市场渗透率较低，市场规模增速远超幼儿园市场

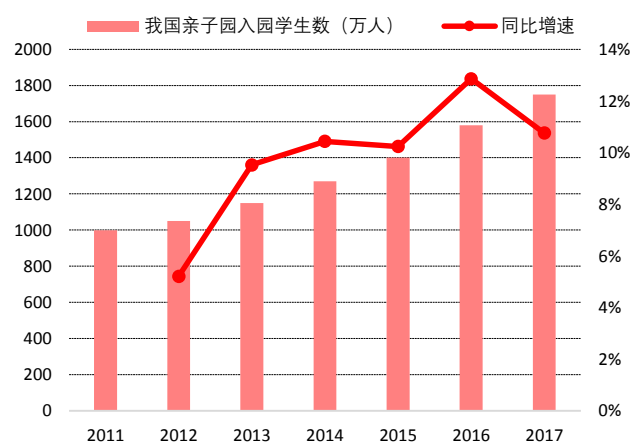
当前早教市场渗透率极低，而随着家长思维转变和消费观念的升级，促使更多人选择早教育儿，对早教增加投入，行业规模可期。2017 年根据 Frost & Sullivan 的测算，以亲子园为例，有 1770 万报名，而全国 0-6 岁儿童共计 1.01 亿人，渗透率仅为 17.5%，而 2017 年我国早教市场规模达到 2709 亿元，已超过幼儿园市场，并且行业增速达 26.8%，可见市场潜力巨大。据 2018 年《中国早教蓝皮书》预测，到 2020 年我国早教市场规模将达 3000 亿元以上。

图 43：我国早教市场规模（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，教育部，中信建投证券研究发展部

图 44：我国早教参加人数



资料来源：中国产业信息网，中信建投证券研究发展部

3.2 早教三大分类，全方位提供婴幼儿教育服务

早教可细分为：综合性亲子中心，婴幼儿托与机构和以某一专项为主的学前培训。

（1）**亲子中心**：全称婴幼儿早期教育服务中心，专为 0-6 岁婴幼儿的父母或家人提供孩子的早期教育培训指导和帮助。早教中心主要服务于孕妇和 0-6 岁孩子与其父母和家人，对孩子进行兴趣爱好培养、潜能开发等培训。亲子中心的课程特色是家长可以与孩子共同参课堂，通过与孩子一起上课，发掘孩子的天赋潜能，培养更深厚的亲子关系。

（2）**托育机构**：全称为婴幼儿托育服务机构，旨在为 0-3 岁婴幼儿提供半托、日托服务，为较为忙碌无暇照顾孩子的家长提供托管教育的场所和早教综合素质培养课程。相比早教中心，托育机构能解决费用高、上课时间不配套等问题。2016 年我国实施全面二孩政策之后，全社会对设立 0-3 岁婴幼儿托育机构的呼声越来越

高，托育机构缺口巨大。

(3) 学前培训：指学前教育以外的课余培训，针对 3-6 岁学龄前儿童提供各类兴趣及文化课程学习，是独立于幼儿园教育之外的课程培训体系，多和少儿培训整合在一起。学前培训的课程包括以音乐、绘画、舞蹈、书法、跆拳道、球类运动等为主的兴趣培养课以及幼儿英语、趣味数学等的知识性文化课程。

表 8：早教中心市场主要参与企业

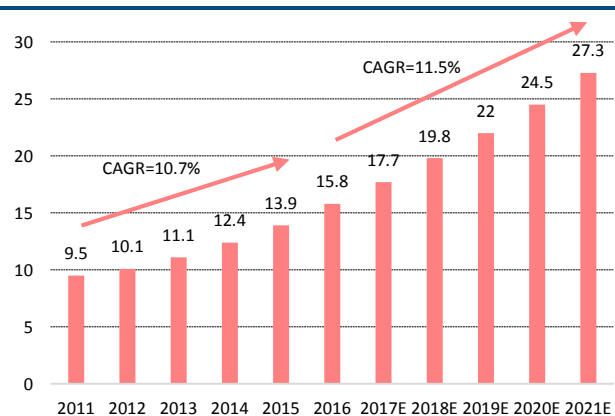
品牌	国家	门店规模	收费标准	经营模式
红黄蓝	中国	1000 多家	50-180 元/节	直营+加盟
东方爱婴	中国	700 多家	100-200 元/节	直营+加盟
金宝贝	美国	200 多家	120-300/节	直营+加盟
悦宝园	美国	100 多家	120-300/节	直营+加盟
创艺宝贝	韩国	100 多家	120-250/节	直营+加盟
亲亲袋鼠	澳大利亚	70 多家	120-250/节	加盟
天才宝贝	美国	300 多家	200-280/节	直营+加盟

资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

3.2.1 早教行业的主要形态，亲子园打开 0-3 岁婴幼儿市场

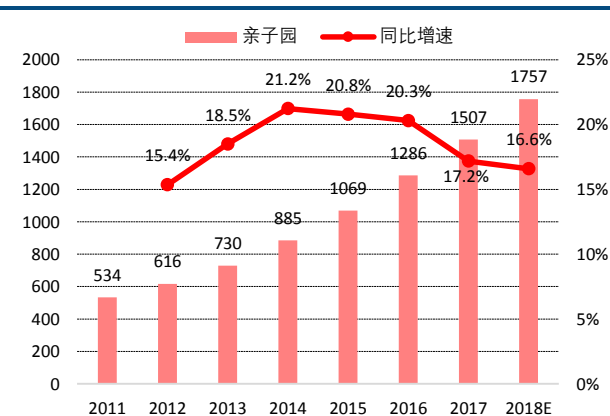
我国亲子园产业发展迅速，入园人数稳步增长，规模不断扩大。但是园所分布不均，主要运营商市占率较低，全国覆盖率有待提高。截至 2016 年末，国内大约有 60500 家亲子园，超过 1580 万学龄前儿童报名上课，在父母的带领下接受启蒙教育。预计到 2021 年，报名学习的学龄前儿童总数将达到 2730 万，市场规模从 2016 年的 1286 亿元人民币增至 2710 亿元人民币，复合年均增长率达到 16.1%。目前亲子园分布还很不均衡，主要集中在东部沿海区域和人口稠密省份的中心城市，全国亲子园的平均覆盖率仅为每 1000 个幼儿 0.6 家，明显低于一线城市的每 1000 个幼儿 2.5 家。市场格局也是高度分散，TOP5 运营商的 2016 年收入占比仅为 0.23%，比私立幼儿园市场还分散。红黄蓝教育 1998 年由亲子园起步，是国内亲子园运营的先驱，目前规模排名第一，市场占比约 0.13%。所以，亲子园未来的发展空间主要来自向三四五线城市渗透和市场集中度的提高。中国知名的亲子园机构有：金宝贝、美吉姆、积木宝贝、东方爱婴、悦宝园、红黄蓝等。

图 45：我国亲子园入园人数（百万人）



资料来源：Frost & Sullivan，中信建投证券研究发展部

图 46：中国亲子园市场规模（万元）



资料来源：Frost & Sullivan，中信建投证券研究发展部

亲子园课程是基于对孩子的生理学、心理学和社会学的深入研究，并通过科学的设计与分类而研发出的符合孩子天性的课程体系。通过个性化教程设计，全面性学习指导，帮助孩子在智力、体能、情感、社交上全面发展。并且亲子园会根据其自身特点，设计家长与孩子可以共同参与的课程，一方面增进父母和孩子的情感，一方面让父母更加了解自己孩子的年龄特点，以便有针对性地进行教育。亲子园课程多样，涉及面甚广，包括感官运动课程、音乐课程、手工绘画课程、语言阅读课程、母婴亲子课程、数理课程、外语课程等。

表 9：亲子园主流课程及内容

课程名称	课程内容
感官运动	针对婴幼儿相应年龄段发展的特定标志，通过感官训练和运动训练来提高其视觉、听觉等方面感觉统合的能力和独立行动能力，同时促进与他人互动交流，促进体能、认知、社交、情感等多方面发展。
音乐	通过歌曲欣赏、手指游戏、欢唱体验、肢体律动、乐器玩奏、现场即兴等音乐活动激发婴幼儿的音乐潜能，在轻松欢乐的课堂氛围中培养孩子对节奏、曲调及曲式等基本音乐元素的初步认知。
手工绘画	通过绘画、雕塑、版画、拼贴、印染、动画、建筑等十分丰富的艺术表现形式，让婴幼儿初步探索艺术，同时创造性地表现外部世界和自己的内心感受，提升艺术鉴赏能力、创造性、想象力等思维能力。
语言阅读	帮助婴幼儿积累词汇，在听说游戏中培养文字意识和语言理解能力，通过有组织的谈话活动，培养早期听力、语言表达能力和交往能力。
母婴亲子	帮助家长了解孩子的发展特点，学会与孩子沟通、互动，陪伴孩子玩耍与游戏，建立起良好的亲子依恋关系。
数理能力	通过数学玩具，让婴幼儿在游戏中获得数理感知，培养数学与逻辑思维能力，提高婴幼儿对数理领域探索的兴趣。
外语	从生活的角度为婴幼儿提供学习外语的环境，或以世界各国当地生活体验为题，营造一个贴近母语的环境，或以英语戏剧的形式，多方位培养婴幼儿的语感、感官能力、表现能力等。

资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

图 47：亲子课堂剪影

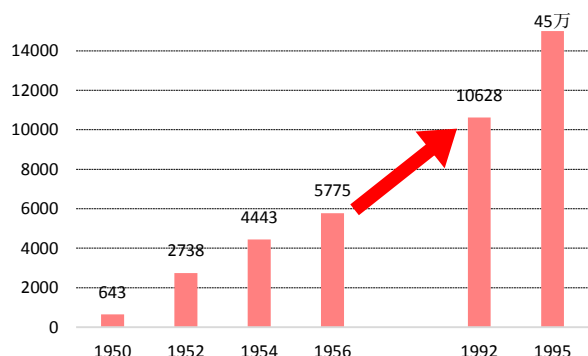

资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

3.2.2 托育服务严重不足，国内婴幼儿入托率远低发达国家水平

二胎政策全面开放，婴幼儿父母工作繁忙，公众盼望托育服务回归。上世纪的八十年代，中国的托儿所几乎遍布城乡，在大中城市的企事业单位、街道社区都能看到婴幼儿的身影。随着中国经济社会的转型，企业后勤保障社会化的改革，出生人口的减少等因素，托儿所几乎消失了。当中国从 2016 年起全面放开二胎生育时，托育服务已经成为衡量“生不生二胎”的重要因素。因此，众多专家学者、人大代表和政协委员等社会各界都在呼吁托育服务的回归。

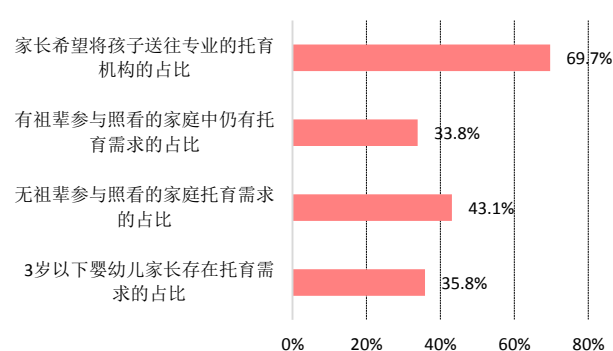
目前我国入托率较低，但家长需求度较高，托育机构需增大宣传力度，加速发展进程。据统计，目前全国婴幼儿在各类托育机构的入托率仅为 4.1%，中国城市 3 岁以下儿童的入托率不到 10%，而发达国家 3 岁以下婴幼儿的入托率在 25%-55% 之间。但是根据了解当前城市家庭 3 岁以下婴幼儿托育情况以及托育服务需求现状，调查对象更希望将孩子送往专业的托育机构。因此，表明现在市场上托育机构供不应求，发展不完全。但巨大的市场需求，会吸引众多企业来抢夺托育这块蛋糕，托育行业发展可观。

图 48：早期托育机构规模



资料来源：中国产业信息网，中信建投证券研究发展部

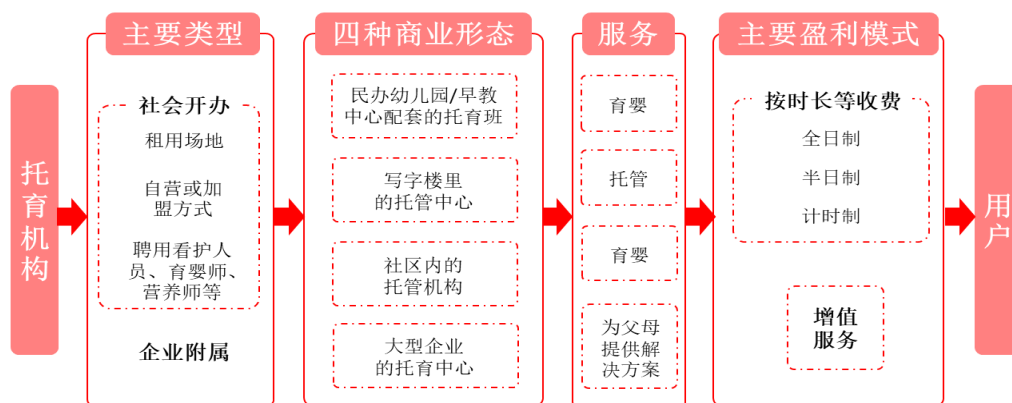
图 49：3 岁以下婴幼儿托育服务需求占比调查结果



资料来源：《中国早教蓝皮书》，中信建投证券研究发展部

我国托育机构形式众多，其主要类型分为：社会开办与企业附属托育所。托育中心以四种商业形式呈现：幼儿园或早教中心配套托育班，写字楼里的托管中心，社区内托管机构，大型企业内托育中心。企业与写字楼内的托育机构一般只提供托管服务，专业托育中心内还会有育婴，为父母提供育儿建议的服务。托育中心主要按时常收取费用，还有一些增值服务的收入。

图 50：托育机构商业模式



资料来源：搜狐号孕婴童商界，中信建投证券研究发展部

托管为主，育婴为辅，托育机构渐渐走向专业规范。目前我国托育行业的主要参与者有：朋恩日托、优贝乐、爱乐祺、东方爱婴、抱抱熊早教馆、袋鼠麻麻等。朋恩日托从事 0-3 岁宝宝的日托与临时托，专注培养婴幼儿护理+宝宝智力开发+语言训练。优贝乐专注 1-4 岁全日托管，特色托管课程共分九大阶段，涵盖：认知，探索，运动，音乐，艺术，建构，科学，数学，戏剧。袋鼠麻麻专注为 1.5-3 岁婴幼儿提供日托服务，采用最新互联网技术，衔接移动客户端，从签到接送、实时跟踪到家校互动，颠覆传统托管机构既有模式。2018 年 6 月 29 日，袋鼠麻麻宣布完成数千万元 A 轮融资，本轮融资将主要用于拓展门店、研发课程及升级家长端系统。

表 10：部分托育机构办学情况

托育机构	托育年龄分布与形式	托育课程
朋恩日托	0-3 岁宝宝日托与临时托	婴幼儿护理+宝宝智力开发+日常训练。
优贝乐	1-4 岁全日托管	优贝乐全日托课程共分九大分阶式课程，注重儿童的基础能力构建,提升情绪、情感独立、自信的素质培养。

爱乐祺	1.5-4 岁进阶式入园缓适课程	基础课程：水中早教课程、育动亲子课程；核心课程：进阶式入园缓适课程；选修课程：跆拳道、舞蹈、儿童英语、创意美术等。
东方爱婴抱抱熊早教馆	0-3 岁日托班	L4-STEAM 全面素质教育双课程体系，包含基础基础课程与增值课程。
袋鼠麻麻	1.5-3 岁 Happy Kids 日托	全人教育+生命教育+安全教育

资料来源：机构官网，中信建投证券研究发展部

图 51：托育课堂



资料来源：，中信建投证券研究发展部

3.2.3 学前培训风头正劲，但行业划分尚不明确，标准化之路仍需努力

学前培训市场规模呈现增长常态，培训机构发展空间巨大。我国少儿人口数量庞大，潜在的学前培训市场巨大，行业前景不可估量。近年来，学前培训行业蓬勃发展，学前培训行业机构类别繁多，主要分为两大类：兴趣培养类与文化提升类。兴趣培养类包括：音乐、舞蹈、体育、绘画等。文化提升类包括：英语，数学等具体科目的提前教学。我国学前培训机构主要参与者有：Isee 灰姑娘国际儿童艺术中心、美悦钢琴、乐斯教育、画啦啦、汉翔书法、华蒙里体育、VIPKID、哒哒英语、宝宝玩英语、至慧学堂。由于培训机构多为面向的 7-16 岁的少儿，学前培训市场往往没有清晰的与少儿培训划分开，缺乏适用于低龄幼儿的标准化课程。当前多采用混班、小班或精品班一对一的形式对学前儿童进行培训教学。

表 11：部分学前培训机构办学情况

机构名称	课程领域	业务拓展	融资金额	融资阶段
Isee 灰姑娘国际儿童艺术中心	少儿舞蹈，创意绘画	门店数量达 100 家以上，进驻 11 个省，54 个城市，累计达 5 万多名学员	-	-
美悦钢琴	在线钢琴培训	完成 5 大体系，30 个系列、300 余讲的标准化课程内容研发	1200 万元人民币	Pre-A
乐斯教育	幼儿音乐教育	已在国内建立 700 多家教育机构，在澳大利亚等海外地区设有教育中心	千万级	天使轮

画啦啦	线上儿童美术培训	拥有学员数十万名，覆盖全国 500 多个城市及海外华人家庭	千万级	A 轮
汉翔书法	书法，国画	共有 30 余家直营校区，分布在北京、上海等一线城市，学员总数超过一万名	千万元	A+
华蒙里体育	篮球	已与全国 4000 多所幼儿园进行了合作，并培养了 4000 余名幼儿篮球教练，在广东拥有 15 个直管俱乐部	2000 万元	A 轮
VIPKID	在线少儿英语	拥有付费学员 20 万名以上，遍布 32 个国家和地区，估值 15 亿美元	2 亿美金	D 轮
哒哒英语	1V1 外教英语	学员人均单次付费 20,000 元，每月新增学员超过 6,000 人	1 亿美金	C 轮
宝宝玩英语	英语启蒙	150 万家庭使用，覆盖 300 余座城市，客单价 2,000 元/年左右	1.5 亿人民币	B 轮
至慧学堂	少儿趣味数学	在全国范围内已拥有超过 60 家学习中心	-	-

资料来源：各培训机构官网，中信建投证券研究发展部

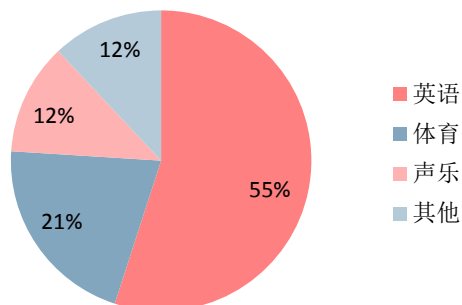
表 12：部分幼儿培训收费情况

	课时	费用
新梦想足球	1.5 小时/课时	3500 元/月
小柠檬 BMX 骑行教学俱乐部	1 小时/课时	3300 元 暑期七天特训
快乐围棋	1.5 小时/课时	200 元/课时 一周一次
蓝旗亲子游泳	0-2 岁 30 分钟/课时；2-3 岁 40 分钟/课时；3-5 岁 50 分钟/课时	周中 90 元/次；周末 150 元/次
彩翼美术	1 小时/课时	200 元/次
红舞鞋舞蹈	2 小时/课时	2800 元/年 一周一次
苍轩跆拳道馆	1.5 小时/课时	200 元/次
牛班音乐学校	1 小时/课时	一对一课程 4.5 万元

资料来源：学校官网，中信建投证券研究发展部

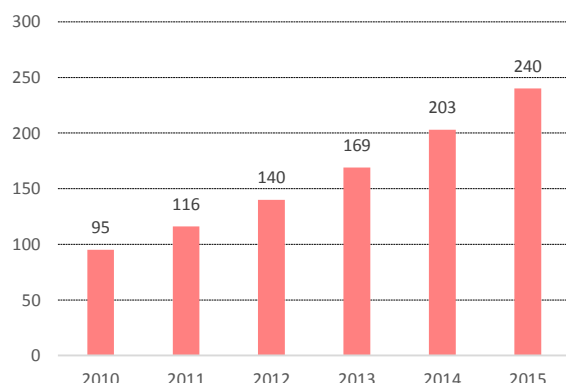
中国国际化程度的提升，英语成为家长的“第一选择”。根据调查数据，在诸多专项学前培训中，更多家长选择帮孩子报英语班，其次选择占比较高的为体育与声乐。中国家长对孩子从小学英语持支持态度随着中国国际化程度的加深，英语学习逐渐成为孩子学习生活中的重要组成部分。英语教育需求旺盛，从以前的初中，小学开始学习英语到如今新生儿学说话就开始接触英语，整体的英语学习开始阶段趋于低龄化。少儿英语培训市场规模巨大，从 10 年至今一直呈现稳步上涨趋势。截止 2015 年，我国少儿英语培训市场规模达到 240 亿元。随着我国二胎政策的全面推进，幼儿人口数量增长，渗透率提高，少儿英语培训行业的发展前景非常可观。

图 52：家长更愿意选择的培训科目占比图



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

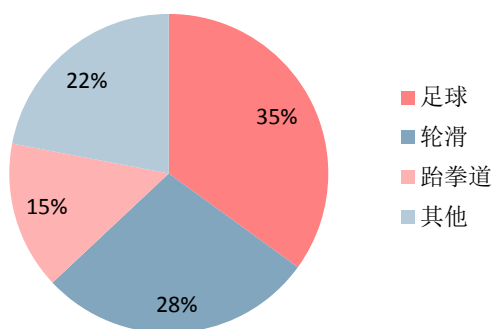
图 53：2010-2015 年少儿英语培训规模（亿元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

全民足球运动引热情，体育培训行业被重视。习主席上任之后，曾在多个场合表达自己对中国足球的期望：“中国世界杯出线、举办世界杯比赛及获得世界杯冠军是我的三个愿望。”想要提升国民足球水平，就要从娃娃抓起。因此，近几年体育行业政策加持，儿童体育行业从业热情被点燃，吸引了大量体育相关专业以及跨界人士投身其中。足球也在“孩子最喜欢的体育训练”调查中取得最高票数。其次，轮滑，跆拳道也有很多孩子选择。

图 54：孩子最喜欢的体育培训



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

图 55：多样的体育培训项目



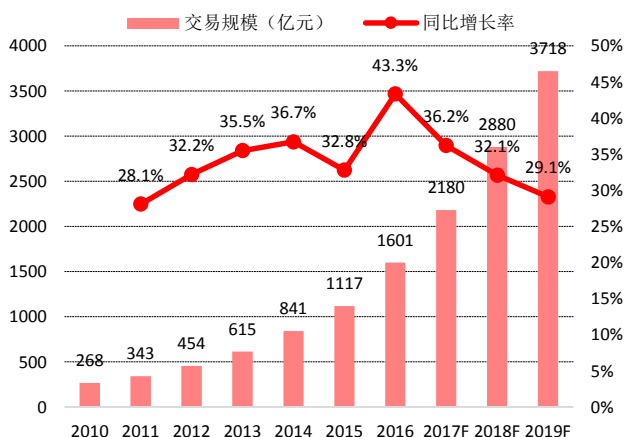
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

四、互联网学前教育：新兴领域，行业洼地

4.1 互联网学前教育市场尚处起步阶段，内容生产匮乏成破局难点

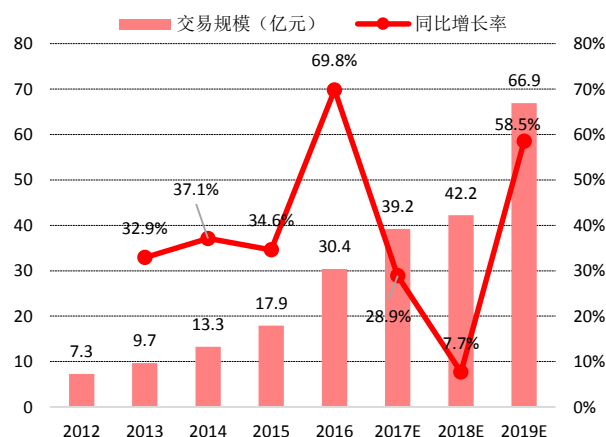
中国互联网教育市场规模持续增长，聚焦到线上学前教育市场，虽然规模相对较小，但市场潜力依然十足。2016 年中国互联网教育市场规模达 1601 亿元人民币，其中学前教育为 30.4 亿元，预计到 2019 年互联网教育市场规模能达到 3718 亿元，其中学前教育预计为 66.9 亿元，未来线上学前教育市场规模增长态势良好。

图 16: 2017-2019 年中国互联网教育市场规模 (亿元)



资料来源：易观智库，中信建投证券研究发展部

图 57: 2017-2019 年中国互联网学前教育市场规模(亿元)



资料来源：易观智库，中信建投证券研究发展部

中国互联网学前教育产业链由资料提供方、互联网学前教育厂商、第三方服务提供方、产品平台入口和用户组成。其中资源提供方包括教育培训机构、音像图书出版社、托儿所、幼儿园处于产业链的上游，是大量的资源和教研成果的起源地；互联网学前教育厂商、第三方服务提供方和平台入口处在产业链中游，是互联网学前教育的生态核心，将大量的资源通过技术手段信息化、数字化、流媒体化的呈现在下游用户面前。

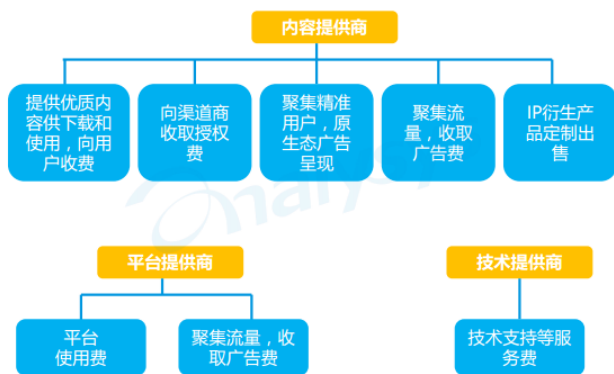
图 58: 中国互联网学前教育产业生态图谱



资料来源：易观智库，中信建投证券研究发展部

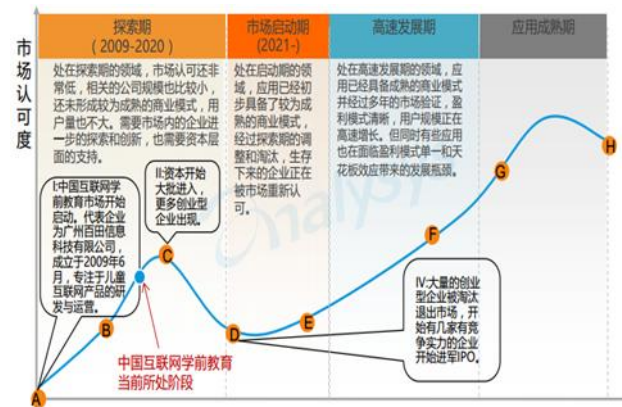
中国互联网学前教育产业按照盈利模式有三条路径：内容提供商提供优质内容供下载和使用，向用户、渠道商、广告商收费；平台提供商提供平台，收取平台费、广告费；技术提供商提供技术支持收取服务费。当前互联网学前教育正有着大量创业型企业进入阶段，整体行业处于起步阶段。

图 29：中国互联网学前教育盈利模式分析



资料来源：易观智库，中信建投证券研究发展部

图 30：中国互联网学前教育 AMC 模型



资料来源：易观智库，中信建投证券研究发展部

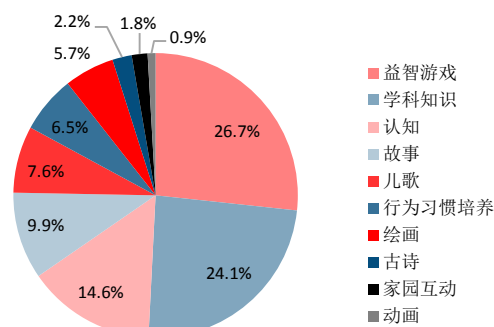
市场参与者较为分散，主要以创业型企业为主，尚未形成行业独角兽。其中，在行业中较为领先的有宝宝巴士、贝瓦网、小伴龙等。此外，在互联网学前教育相关 App 及涉足的内容形式仍旧较少，其中传统的益智类游戏和学科知识就占到了一半以上，分别为 26.7%和 24.1%。内容的相对匮乏，创新性和幼儿针对性有待提高。

图 61：2016 年中国互联网学前教育市场实力矩阵



资料来源：易观智库，中信建投证券研究发展部

图 42：互联网学前教育 App 涉及类型及比例

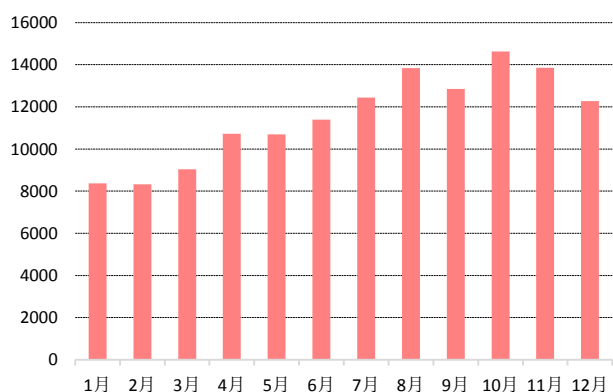


资料来源：易观智库，中信建投证券研究发展部

4.2 儿童教育用户粘性高，新生代父母对在线教育接受程度高

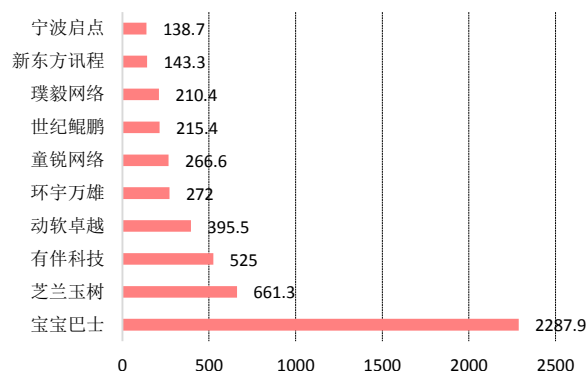
2016 年中国互联网儿童教育领域月活用户规模逐步提高，到 10 月份达到峰值，超过了 14000 万人，长期的高用户量显示了相关 App 用户粘性较高。内容提供商的企业 App 活跃用户规模众多。截止 2016 年 4 月底，宝宝巴士活跃用户规模最大，达到 2287.9 万，芝兰玉树和有伴科技活跃用户排名第二和第三，分别为 661.3 万、525.0 万，宝宝巴士的活跃用户规模远超其他 App。

图 63：2016 中国互联网儿童教育领域月活用户规模（万人）



资料来源：易观智库，中信建投证券研究发展部

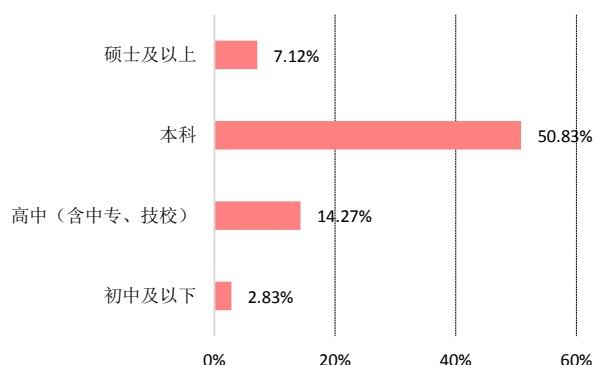
图 54：2016M4 互联网学前教育 App 活跃用户规模（万人）



资料来源：易观智库，中信建投证券研究发展部

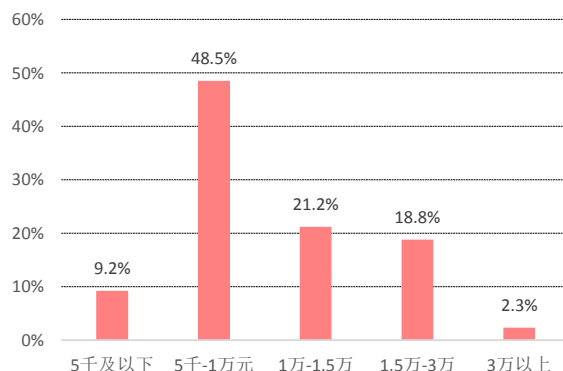
互联网学前教育家长用户画像：通过对宝宝巴士这一活跃用户最多的 App 进行分析，接受在线教育的新生代父母学历普遍是本科，占比达到了一半以上，受教育程度较高的父母对孩子的早期教育比较重视，愿意接受学前在线教育。在收入方面，5 千元-1 万元的中等收入家庭占到了 48.5%，而 1 万元-3 万元的家长用户也占到了 40%，家长层面具有较强经济实力。

图 66：宝宝巴士家长用户学历分布



资料来源：易观智库，中信建投证券研究发展部

图 76：宝宝巴士家长用户月收入分布



资料来源：易观智库，中信建投证券研究发展部

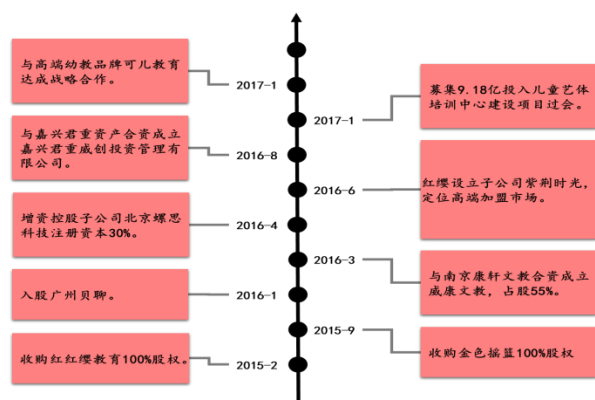
五、重点标的

5.1 威创股份：幼教龙头孕育多品牌，18 年业绩成长性叠加想象空间

领先的园所数量和卓越的地理位置覆盖形成线下渠道优势和产业先发优势。截止 2017 年底，威创股份旗下的幼教品牌共拥有加盟幼儿园近 5000 家，是目前幼教行业内管理幼儿园数量最多的公司，且公司目前的托管幼儿园主要集中在以北京为代表的一、二线城市，托管加盟园所整体定位于中高端幼儿园。自 2014 年进军教育领域后，多元化的业务发展战略使其具有较强领先优势。

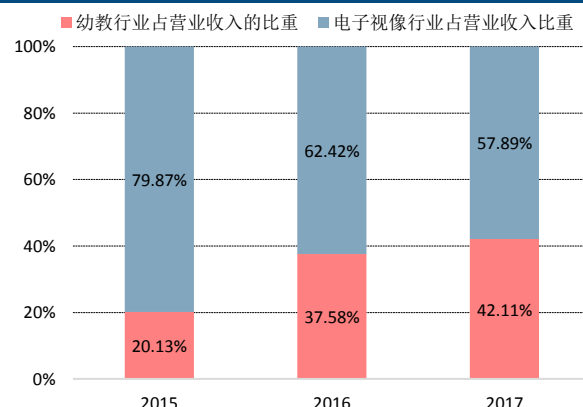
并购投后管理、多品牌管控、幼教资产运营经验日趋成熟。2015 年度至 2017 年度，红缨教育和金色摇篮实际利润均较大幅度超过并购业绩承诺；2017 年公司先后完成对可儿教育和鼎奇幼教的并购，形成集团内部四大幼教品牌布局，园所规模和覆盖区域得到进一步扩大。同时，公司在总部层面成立投后管理部门，加强集团对各个子品牌的管理和支持力度，对于幼教行业有深刻认知和丰富运营经验的管理团队逐渐成型。

图 67：威创股份幼儿教育业务发展历程



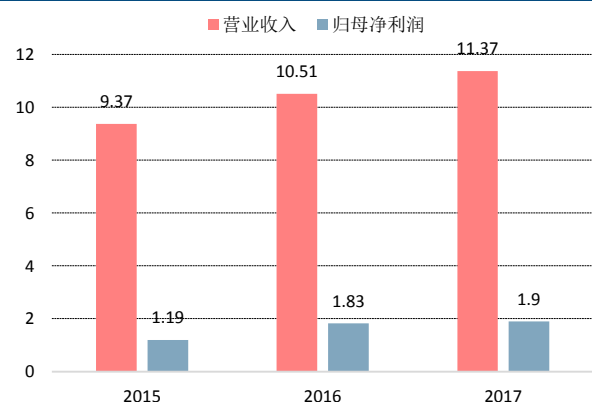
资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

图 68：威创股份 2015-2017 年分类营收占比



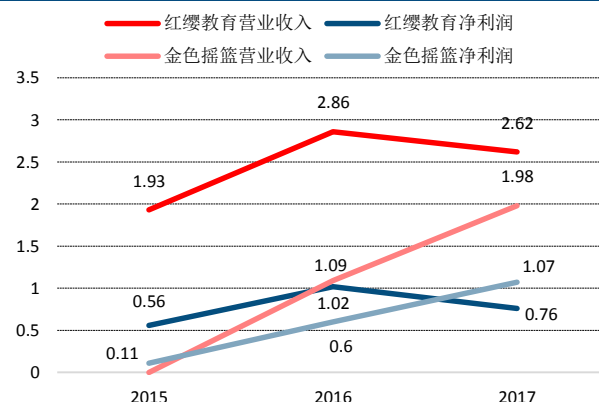
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 69：威创股份 2015-2017 营业收入及净利润（亿元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 70：2015-2017 红缨教育、金色摇篮营收及净利（亿元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

旗下幼教品牌拥有自主研发、具备自有知识产权的幼儿园课程体系。红缨教育自主研发的三 S 课程根据家

长日益增长的需要调整教育内容和表现形式并不断升级优化，相继推出《阳光体育》、《玩美时光》和《发现相似》等优质课程。金色摇篮则以“潜能发展理论”为依托，凭借儿童心理学研发经验和科学的发展测评系统对儿童成长进行跟踪指导、分析研究及记录，在 10 余年的发展过程中，积累大量的婴幼儿成长发展档案和数据，具有较强的教研价值和商业价值。

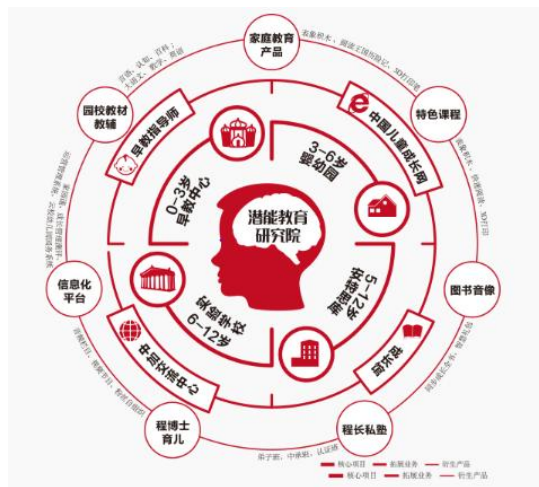
2016 年红缨教育成立红缨研究院。2017 年金色摇篮研究院独立成立公司，升级为威创潜能研究院，围绕金色摇篮独有的教育理念结合世界上优秀的教育形式和科技手段，整体升级其教育体系，实现课程内容产品化、市场化、国际化，并丰富玩教具种类，进一步提升金色摇篮的核心竞争力。

图 71: 红缨教育 3S 课程设置



资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

图 72: 金色摇篮 0-12 岁成长管理优质教育生态圈



资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

形成体系化幼教产业生态优势。公司打造喜达屋式的多品牌幼教管理集团，逐步完善在幼教行业生态体系布局，线上形成了多流量平台布局，线下形成了以红缨教育、金色摇篮、可儿教育和鼎奇幼教为主的运营服务平台布局，并与睿艺、咿啦看书、华蒙星体育、Wonder Workshop（奇幻工房）、Cloud School 等各细分领域的专业公司建立战略合作伙伴关系，初步构建线上线下一体化的幼教生态体系。公司将依托已有体系，未来在艺体培训、人工智能、消费金融、健康诊断等儿童成长领域继续寻求投资和合作机会，探索新的商业模式，进一步打通园所家庭端的入口，构建儿童成长平台。

幼教信息化和智慧幼教的研发优势和儿童成长数据的积累。公司旗下金色摇篮已经累计超过 20 年的儿童成长数据，目前公司的智慧幼教团队也和百度等顶级人工智能领域专家机构在儿童成长数据的积累和分析上进行不断的推进，未来在儿童成长大数据的积累上将逐步成为公司主要的核心竞争力，帮助儿童实现更精准和个性化的教养。

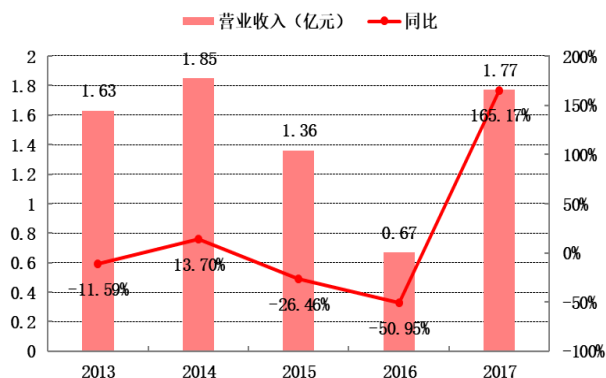
5.2 三垒股份：快步迈入教育行业，实现公司华丽转型

三垒股份成立于 2003 年，是国内规模最大、品种系列最为齐全、生产工艺领先的双壁波纹管制造装备供应商之一。近年来，受制于传统制造行业不振，公司盈利能力下滑；而随着 2017 年中植系资本入主公司，以 3 亿元收购国内知名留学培训机构楷德教育跨入“教育”赛道，公司成功迈出由传统制造行业向教育转型的第一步。

楷德教育是一家主要针对青少年美国高端留学标准化考试的留学培训机构，2017-2019 年业绩承诺实际净利润分别不低于 2000 万元、2600 万元及 3200 万元。2017 年，公司营业总收入在连续两年负增长后回归正向增

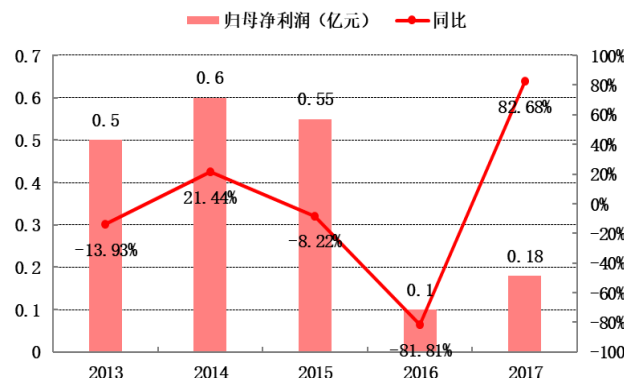
速，实际营收亦达 1.77 亿元；归母净利润同比增长 82.68%，破除连续两年下跌魔咒，其中楷德教育贡献率高达 124.7%。

图 73：三垒股份 2013-2017 营收情况



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 74：三垒股份 2013-2017 归母净利润情况



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

2018 年，三垒股份在教育赛道再加码，作价 33 亿收购北京美杰姆 100% 股权（美吉姆加盟业务）。美杰姆主要从事与婴幼儿早期教育培训服务相关的业务，拥有全球知名早教品牌“美吉姆”在中国区的独家运营权。“美吉姆”早教品牌于 1983 年在美国加利福尼亚创立，已在全球 38 个国家和地区开设了儿童教育中心；2009 年 2 月进入中国，多次在腾讯网、新浪网等机构举办的儿童教育品牌评选中获得荣誉，被《中国早教蓝皮书（2017）》列为全国十大早教品牌之一。

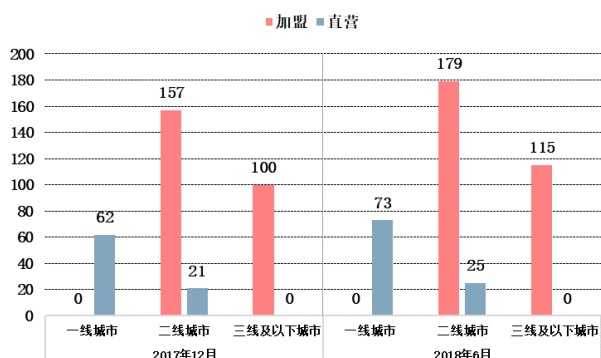
图 75：美吉姆课程介绍

课程类型	教学内容	年龄层次
欢动课	采用美吉姆品牌创始人开发的定制化教学设备，课程促进体能、认知、社交、情感等多方面发展。	7 个学阶覆盖 6 周至 6 岁
艺术课	采用 Abrakadoodle 艾涂图教材，课程内容包括绘画、雕塑、版画、拼贴、印染、动画、建筑等视觉艺术教育培养。	My Art1: 20 个月-36 个月 My Art2: 3 岁-6 岁
音乐课	采用 Music Together 教材，课程内容包括 Lap song、手指游戏、稳定节拍的感受和练习、器乐自由演奏、无歌词吟唱、自由舞蹈、现场即兴表达等一系列音乐活动	8 个月-5 岁

资料来源：Wind，公司官网，中信建投证券研究发展部

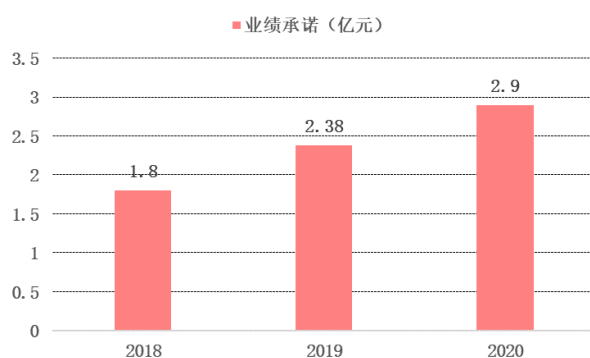
美吉姆坚持“孩子出生后前七年的经历和体验对其一生有着深远的影响”理念，认为“快乐、丰富多样和令孩子们兴奋的课程有助于真正激发孩子学习的动力”，设立欢动课（My Gym）、艺术课（My Art）及音乐课（My Music）三类特色早教课程，为适龄儿童家庭提供科学、专业的早期教育课程和服务。美杰姆股东的业绩承诺为：2018 年、2019 年、2020 年的实际净利润分别不低于 1.8 亿元、2.38 亿元及 2.9 亿元。截至 2018 年 6 月 30 日，中国的“美吉姆”早教中心达到 392 家，较 2017 年底和 2016 年底分别增加了 52 家、144 家；同时，据三垒股份测算，美吉姆早教中心的理论容量为 1,108 家，高于预测期末中心数量 793 家，具备较有延展力的未来拓展预期，在早教细分领域的发展前景广阔。

图 76：美杰姆旗下加盟和直营门店的城市分布



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 77：美杰姆股东 2018-2020 业绩承诺

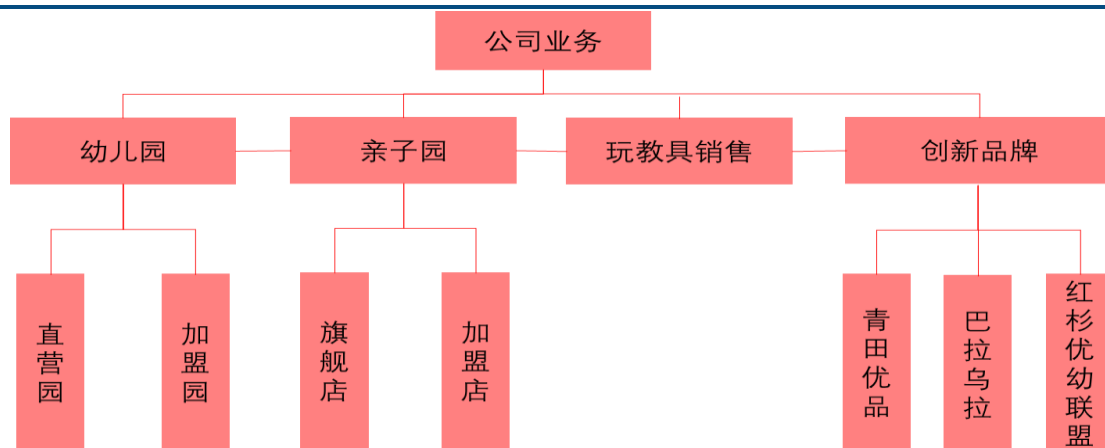


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

5.3 红黄蓝：领头早教行业，深入巩固品牌影响力

直营为盈利支柱，加盟策略打出品牌效应，在一轮高速扩展后，公司进入保证质量、提升单园收入阶段。红黄蓝是目前中国最大的学前教育机构。公司业务主要由四个方面组成：亲子园、幼儿园、玩教具的产品销售和品牌加盟业务。截止到今年三月底：直营幼儿园 86 家，加盟幼儿园 212 家，直营亲子园 7 家，加盟亲子园 966 家。从业务的角度来说，其中贡献最大的是直营幼儿园。从 2017 年的数据来看：整体业务贡献大概 70%左右，而加盟业务占一小部分大约 28%。

图 78：红黄蓝公司业务组成



资料来源：资料整理，中信建投证券研究发展部

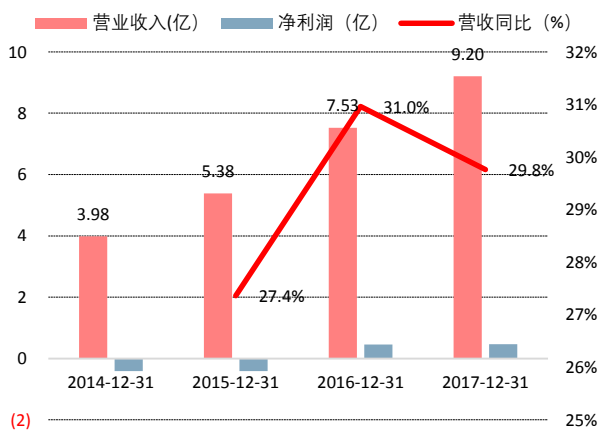
营收净利双增长，仍处于快速发展期。每年第一季度都是农历新年和学校休息期的季节性软季度，但红黄蓝仍实现了净收入从 2017 年同期的 2,650 万美元增长了 8.4%至 2,880 万美元。因直营幼儿园学生人数增加以及培训和其他服务收入增加，使公司今年第一季度服务收入达 2,600 万美元，同比增长 8.3%。而网络特许经营销售的商品数量增加，使公司产品收入从 2017 年同期的 250 万美元增长至 280 万美元，同比增长 8.8%。

全国布局，品牌强势。除了传统经营外，公司将继续推进青田优品（跨境母婴电商）、北京红杉优幼联盟、巴拉乌拉、叮咚老师等创新品牌的推广计划。成本投入方面，公司增加了直营幼儿园和学习中心的员工工资，

并且在较小的程度上增加了特许经营服务和监督团队的报酬。

创新体系，凸显优势。红黄蓝经过 20 年的摸索和积淀，搭建了适合幼教企业运行的“金三角体系”，使其在 0-6 岁早幼教行业，形成了自己独有的发展优势。金三角的顶点是人才，另两个支撑点，一边是产品，一边是系统。第一，人才是企业最重要的战略资源。红黄蓝注重对企业员工的培养和发展，拥有专业完善的亲子园培训体系和幼儿园培训体系，为盟商、管理者和教职工提供多层次的专业培训；第二，产品是企业发展的基础。红黄蓝初步建立了独具特色的教育产品体系，包括课程教材、玩教具、环境创设等。公司拥有专业的教育研究院，凝聚国内外顶尖的专家资源，保证课程每年至少 30% 的升级。第三，系统是企业长久生存的保障。红黄蓝在系统化建设方面一直有很大投入，努力夯实标准化、信息化、品牌化方面的建设，建立完善的督导服务体系和培训服务体系，推动全国园所健康、可持续发展。

图 79：红黄蓝历年营收与净利润



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

图 80：红黄蓝“金三角体系”

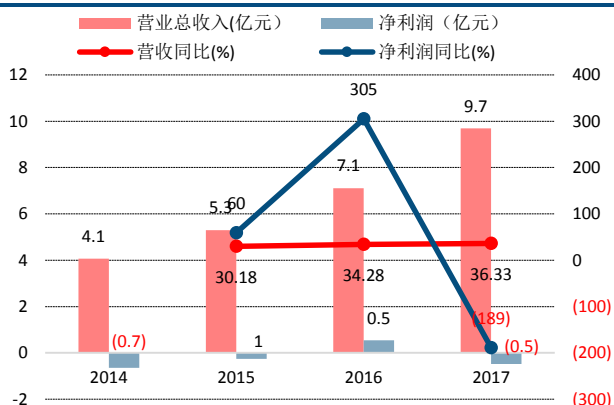


资料来源：资料整理，中信建投证券研究发展部

5.4 瑞思学科英语：精细化运营与服务，多维打造细分领域独角兽

瑞思学科英语为中国学科英语首创品牌，主要在中国为 3 至 18 岁的学生提供的课后英语教学和辅导服务。目前瑞思为学员提供三种旗舰课程：Rise Start, Rise On 和 Rise Up，分别为三至六岁，七至十二岁和十三至十八岁的学生所设。截至 2018 年 3 月 31 日，瑞思在全球共有 284 个学习中心，其中包括全国 90 个城市的 283 个学习中心和一个新加坡的学习中心。其中 64 个是自营学习中心，220 个是特许经营合作学习中心。**过去几年来瑞思的增长速度很快。**主要由于自有学习中心的增长，收入由 2015 年的 529.5 百万元增加至 2016 年的 711.0 百万元，并于 2017 年进一步增至 969.3 百万元。品牌网络扩大，品牌影响力也得到了加强。这使瑞思能够保持市场领导者的地位，控制高端定价，提高盈利能力并享受高度忠诚的客户群。根据 Frost&Sullivan 数据统计，2016 年瑞思在高档细分市场的总收入中排名第二，市场份额为 10.7%。此外，2016 年瑞思在北京的初级英语教育市场中排名第一，市场份额为 11.4%，在一线城市的初级英语教育市场中排名第二，市场份额为 5.9%。

图 81：瑞思学科英语历年营收与净利润



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

图 82：瑞思学科教育课程设置



资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

中国学前英语市场巨大，发展前景可观。中国的 3-6 岁 ELT 市场。主要为学龄前学生提供英语培训，预计它将成为中国初级英语教育市场增长最快的部分。根据 Frost & Sullivan 数据，其总支出从 2012 年 81 亿元增长到 2016 年 186 亿元，预计到 2021 年将增长到 628 亿元，CAGR 为 27.6%。2016 年，3-6 岁英语语言教育市场占 K12 英语培训市场的 21.8%，3-6 岁英语培训渗透率从 2012 年 10.0% 上升到 2016 年 11.6%，预计在 2021 年上升至 15.5%。

总体布局，精细策略。为了进一步发展业务，增加净利润，瑞思在新的一年里打算采取以下策略：1，扩大学习中心网络的规模：未来将继续开设新的校区，主要集中在一线城市。2，增加自营学习中心的学生入学率：通过增加现有学生的留学率和获得新生来扩大学生入学率。3，扩大产品类别：将扩大其他新的独立产品以及互补产品品类，包括在线产品以及其他补充产品，如海外营地，通过交叉销售进而扩大现有业务范围。4，提高运营效率：继续投资于基础设施和技术；继续完善内部业务流程，确保直营校区和加盟校区的规范运作；将继续优化组织结构，促进公司总部和分校之间的联系和互动；5，追求更多的战略伙伴关系：会考虑通过收购补充或加强现有业务。同时，加深与海外合作伙伴的联系，例如，其打算推出的美国高中信贷计划

优势明显，多重助力。瑞思先发优势明显，一直处于行业领导地位。其创新和独特的教学方法、广泛而系统的产品开发和教师培训计划、优质和可信赖的品牌形象以及高度可扩展的商业模式与经验丰富的管理团队，从多维度保证了公司的长足高效发展。

六、风险分析

- 1、政策性风险：《民促法（送审稿）》尚在公开征求意见中，部分措施细节尚不明确；
- 2、受制于家庭收入的原因带来的教育投入不足；
- 3、未来行业整合带来的市场不稳定性。

分析师介绍

武超则：通信行业首席分析师，TMT 行业组长。专注于移动互联网、在线教育、云计算等通信服务领域研究。2013 年-2017 年《新财富》连续四年最佳分析师通信行业第一名。2014 年-2017 年《水晶球》最佳分析师通信行业第一名、wind 最佳分析第一名；2015 年《金牛奖》最佳分析师通信行业第一名。

曾荣飞：清华大学互联网方向博士，北京市优秀博士毕业生，拥有互联网行业多年经验，2016 年新财富第一团队成员；目前专注互联网、阅读、影视等领域。

刘京昭 18801173793 liujingzhao@csc.com.cn

报告贡献人

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859