

# 教育

## 人口代际、课外培训与渠道下沉

**人口结构：适龄人口持续向一二线集中，三至五线仍占比 80%，人口红利有待挖掘。**我们通过统计 2000-2017 年 4 个一线、15 个准一线、30 个二线城市出生人口，测算得到各线城市 K12 适龄人口分别有 500/1400/1900 万人，并得到三四五线城市适龄人口达 1.7 亿人，占比 81.5%，用户红利有待挖掘。一二线城市在生活质量、教育医疗上更具吸引力，带动人口在不同线级城市的结构性调整，未来五年一二线适龄人口占比将从 18.5% 增至 22.0%，三至五线城市相应从 81.5% 降至 78.0%。

**消费结构：教育支出下沉慢于整体消费，三至五线空间广阔。**教育支出在整体消费支出中占比逐步增加，17 年达 11.4%（包含城镇+农村人口）。教育支出/整体消费支出占比，一二线高于三至五线城市。以城镇人口为统计口径，一线城市整体消费支出是二线城市的 1.55 倍，三线城市的 1.94 倍，五线城市的 2.17 倍。以义务教育为例，一线城市的生均家庭教育支出是二线城市的 1.50 倍，其他城市的 2.38 倍，该比例高于一线/五线的消费支出，三至五线教育市场下沉空间广阔。

**K12 培训：二线市场空间广阔，龙头集中度持续提升。**基于各线城市人口，测算 K12 课外机构理论空间 45 万个左右（假设 500 平米的网点平均学员 250 名），其中一线/准一线/二线/三四五线分别为 2/5/5/33 万个。今年对课外培训机构摸排网点数在 40 万左右，预计整改后网点数有所减少。分各线城市看，目前一线城市存量网点已超过理论空间，前十大品牌网点数占比 7% 左右，因此一线城市容量接近饱和，而龙头品牌份额有望持续提升。准一线和二线城市空间仍然较为广阔，龙头品牌在二线城市网点份额不足 3%。

**国际学校：扩张速度与经济发展匹配，准一线及二线城市为首选赛道。**截至 2018 年 10 月，国内国际学校共计 775 所，53% 分布于一线城市，37% 分布于准一线及二线城市，三至五线占比仅 10%。单一城市的国际学校数量与经济发展高度相关，拥有 20 家以上国际学校的城市人均 GDP 收入在 12.7 万左右，拥有 0-10 家的仅为 7.4 万，国际学校数量在 10-20 家、人均 GDP 在 10 万的二线城市（武汉、南京、西安、宁波等）兼具消费能力与增长潜力，为今后重点拓展方向。

**STEAM 教育：发展初期集中于一线城市，下沉空间广阔有待市场培育。**以少儿编程市场为例，已诞生 Makeblock、编程猫等 20 亿以上估值公司，但业务范围仅限一二线城市，坐拥 165 个培训网点的童程童美仅 9% 分布于三四五线城市。

**投资建议。**综上所述，在渠道下沉速度上，K12 培训快于国际学校及 STEAM 教育。我们优先看好 K12 培训赛道，需求刚性且支付意愿强奠定持续增长基础，在整改政策落实及渠道下沉驱动下龙头机构集中度有望进一步提升。

**风险提示：**低线城市消费能力及教育需求有待培养；上市公司渠道扩张速度较慢；区域性机构竞争激烈；假设及测算可能存在误差。

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 邵璟璐

执业证书编号：S0680518030006

邮箱：shaojinglu@gszq.com

联系人 赵雅楠

邮箱：

### 相关研究

- 1、《教育：证照审批加速，线上线下政策趋同》2018-11-27
- 2、《教育：学前教育未来的路怎么走？》2018-11-16
- 3、《教育-职业培训：中公&华图双寡头全数据剖析“公职”培训行业》2018-11-05



## 内容目录

市场空间：三至五线人口红利及教育支出有待挖掘	3
人口红利：适龄人口持续向一二线集中，三至五线仍占比 80%，用户红利有待挖掘	3
消费水平：教育支出下沉慢于整体消费，三至五线空间广阔	5
K12 课外培训：二线市场空间广阔，龙头集中度持续提升	6
国际学校：扩张速度与经济发展匹配，准一线及二线城市为首选赛道	8
STEAM 教育：发展初期集中于一线城市，下沉空间广阔有待市场培育	12
风险提示	14

## 图表目录

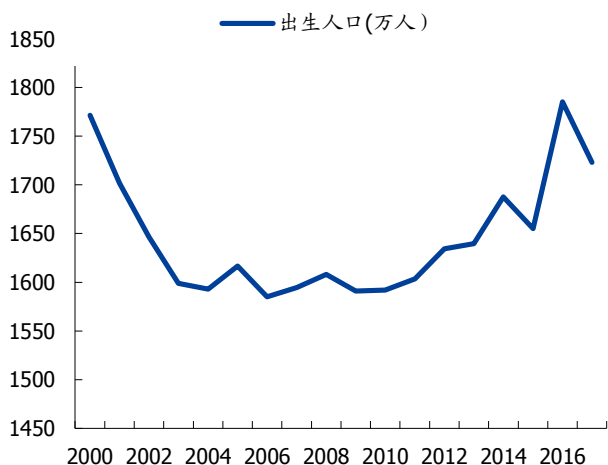
图表 1: 2000-2017 年全国出生人口数 (万人)	3
图表 2: 2000-2017 年出生人口城市等级分布	3
图表 3: 2000-2017 年北上广深一线城市出生人口数 (万人)	3
图表 4: 2018-2024 年 7-18 岁适龄人口城市分布 (万人)	4
图表 5: 2018/2024 年 7-18 岁适龄人口城市分布占比	4
图表 6: 2018-2024 年小初高分阶段适龄人口数 (万人)	4
图表 7: 2013-2016 年人均消费支出及可支配收入占比 (万元; %)	5
图表 8: 2013-2018Q1-3 居民人均消费支出及教育文娱支出占比 (元; %)	5
图表 9: 义务教育阶段生均家庭支出-按城市等级 (元)	5
图表 10: 2015-2017 年国内 K12 课外培训品牌集中度变化	6
图表 11: 2017 年国内 K12 课外培训品牌收入规模 (单位: 亿元)	6
图表 22: 国内 K12 课外培训前十大品牌 (收入和净利润单位: 亿元人民币)	6
图表 13: K12 课外培训理论网点空间测算	7
图表 14: 国内 K12 课外前十大品牌网点各线城市比例	7
图表 15: CR10 在各线城市的理论空间占比	7
图表 16: 全国型龙头品牌网点城市等级分布	8
图表 17: 区域型龙头品牌网点城市等级分布	8
图表 18: 2010-2017 年国际学校已有及新增学校数量 (所)	9
图表 19: 2010 年至今我国不同类型国际学校数量	9
图表 20: 2017-2018 年全球九个主要的国际学校中心 (个)	9
图表 21: 2017/2018 国际学校招生人数排行榜(万人)	9
图表 22: 2018 年中国国际学校城市分布占比	10
图表 23: 2018 年国际学校在不同等级城市渗透率	10
图表 24: 2017 年中国国际学校分布	10
图表 25: 国际学校城市数量分布与人均 GDP 收入 (万元; %)	11
图表 26: 2017 胡润中国国际学校百强城市分布	11
图表 27: 2017-2018 年全球九个主要的国际学校中心 (个)	11
图表 28: 2017/2018 国际学校招生人数排行榜(万人)	11
图表 29: Top8 国际学校城市等级分布 (截至 2018 年 10 月)	12
图表 30: 2017H2-2018 年素质教育融资案例对比	12
图表 31: 2017H2-2018 年素质教育融资轮次分布	12
图表 32: 少儿编程市场主要参与者	13
图表 33: 线下少儿编程机构网点数量 (个)	13
图表 34: 线下少儿编程机构网点城市分布	13

## 市场空间：三至五线城市人口红利及教育支出有待挖掘

**人口红利：适龄人口持续向一二线集中，三至五线仍占比 80%，用户红利有待挖掘**

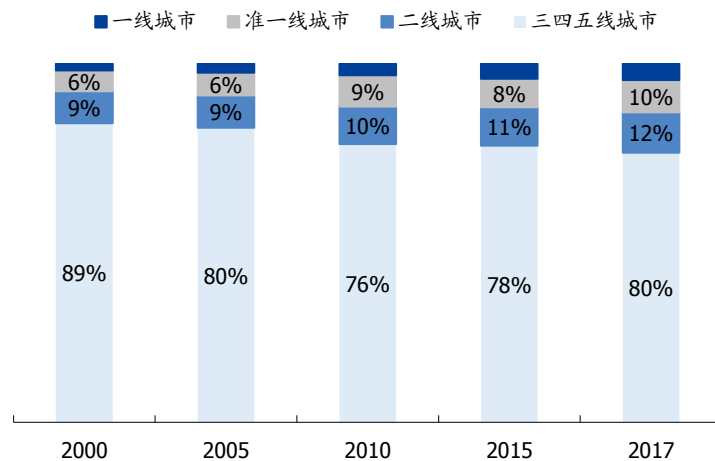
出生人口伴随二胎政策有所回暖，结构向一二线城市<sup>1</sup>倾斜。2016 年新增人口达 1785 万人，同增 7.87%，自 2000 年以来重新达到 1700 万人，17 年新增人口在 1723 万人。从城市等级来看，北上广深一线城市出生人口占比从 2000 年的 2% 增至 2017 年的 5%，从 10 万人区间增至 20 万人区间，准一线城市出生人口占比从 6% 增至 10%，二线城市占比从 9% 增至 12%，三至五线城市占比从 89% 降至 80%。

图表 1：2000-2017 年全国出生人口数（万人）



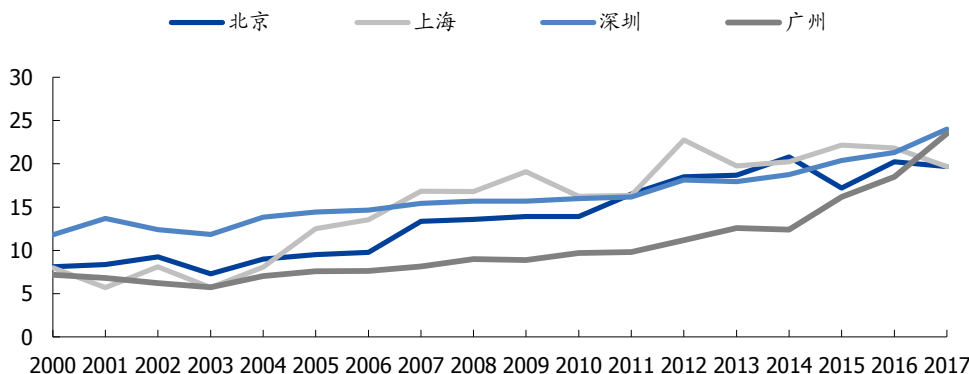
资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

图表 2：2000-2017 年出生人口城市等级分布



资料来源：各地市统计局，国盛证券研究所

图表 3：2000-2017 年北上广深一线城市出生人口数（万人）



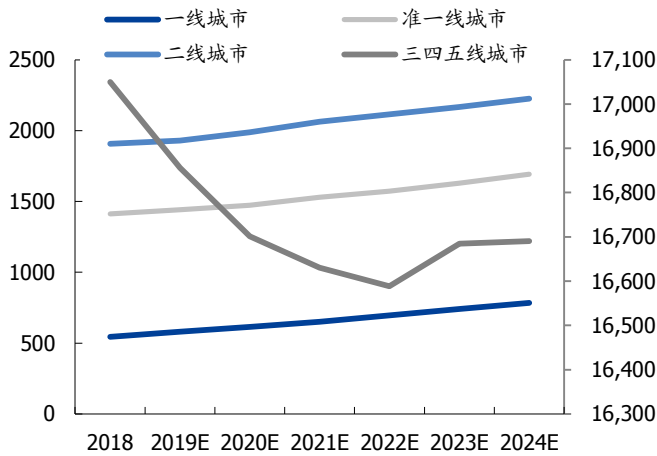
资料来源：各地市统计局，国盛证券研究所

<sup>1</sup> 根据第一财经公布的《2017 中国城市商业魅力排行榜》，截至 2018 年 4 月，全国共计 338 个地级以上城市，其中一线城市包括北上广深 4 个，准一线城市包括成都市、杭州市、武汉市、重庆市、南京市、天津市、苏州市、西安市等 15 个，二线城市包括厦门市、福州市、无锡市、合肥市等 30 个，三线城市 70 个，四线城市 90 个，五线城市 129 个。

我们通过统计4家一线城市、15家准一线城市、30家二线城市出生人口，推算7-18岁适龄人口数（如以2018年为例，7-18岁适龄人口为2000-2012年的出生人口估算），并进一步倒算出三到五线K12适龄人口数高达1.7亿人，在总适龄人口中占比82%，重点关注的一线/准一线/二线城市适龄人口约为550/1400/1900万人。

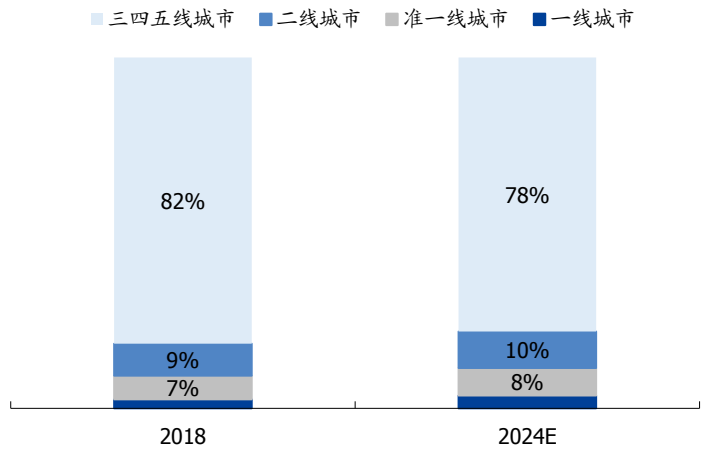
**未来五年，适龄人口预计继续向一二线城市集中。**一二线城市在生活、教育、医疗上更具吸引力，带动人口在不同线级城市的结构性调整，一二线城市7-18岁适龄人口占比将从2018年的18.5%增至2024年的22.0%，三至五线城市相应从81.5%降至78.0%。三至五线城市虽然占比下降，未来仍占据近80%的适龄人口数，海量人口红利有待挖掘。

图表4: 2018-2024年7-18岁适龄人口城市分布(万人)



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表5: 2018/2024年7-18岁适龄人口城市分布占比



资料来源: 各地市统计局, 国盛证券研究所

**小学阶段适龄人口占比50%，未来五年小初阶段人口略有提升。**按学龄来看，整个K12阶段适龄人口中，小学适龄人口1.04亿人，占比49.6%，中学5124万人，占比24.5%，高中适龄人口5439万人，占比25.9%。预计到2024年，小学和初中适龄人保持平稳并略有增加，高中适龄人口下降300万至5100万人。

图表6: 2018-2024年小初高分阶段适龄人口数(万人)

年份	小学	初中	高中
<b>2018年</b>			
一线城市	371	113	106
准一线城市	777	316	319
二线城市	1020	449	438
三四五线城市	8227	4247	4576
总计	10395	5124	5439
<b>2024年</b>			
一线城市	456	172	154
准一线城市	914	414	363
二线城市	1206	529	491
三四五线城市	8463	4085	4143
总计	11039	5200	5151

资料来源: 各地市统计局, 国盛证券研究所整理测算

### 消费水平：教育支出下沉慢于整体消费，三至五线城市空间广阔

可支配收入越高，消费支出占比越高。通过统计已披露的 200 多家地级市数据，等城市权重加权计算人均可支配收入及消费支出，我们发现 2016 年全国城镇人均消费支出为 2.31 万元，一线城市在 3.82 万元，是二线城市的 1.55 倍，三线城市的 1.94 倍，五线城市的 2.17 倍。从消费支出占可支配收入比例来看，一线城市消费支出占比有提升趋势，从 13 年的 68% 增至 16 年的 72%，三四线城市消费支出占比从 68% 降至 65%，体现为“可支配收入与消费支出/收入占比成正比”的趋势。

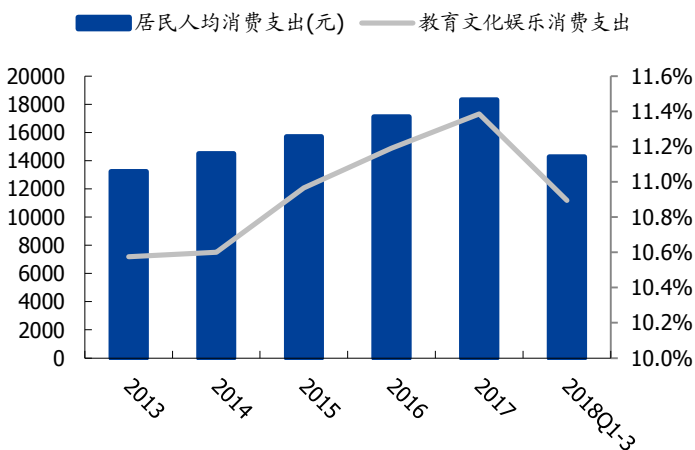
图表 7：2013-2016 年人均消费支出及可支配收入占比（万元；%）

	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016
	人均消费支出（万元）				消费支出占可支配收入（%）			
一线	2.91	3.02	3.54	3.82	68.1%	67.0%	71.9%	72.1%
准一线	2.33	2.48	2.63	2.91	66.8%	67.3%	67.0%	68.6%
二线	2.06	2.14	2.32	2.48	67.4%	66.5%	66.6%	65.9%
三线	1.66	1.71	1.85	1.97	67.7%	65.3%	65.9%	65.3%
四线	1.56	1.62	1.71	1.82	67.9%	65.8%	65.7%	65.4%
五线	1.42	1.51	1.65	1.76	67.0%	66.2%	66.7%	66.9%
全国	1.85	2.00	2.14	2.31	69.9%	69.2%	68.6%	68.7%

资料来源：国家及地方统计局，国盛证券研究所整理绘制

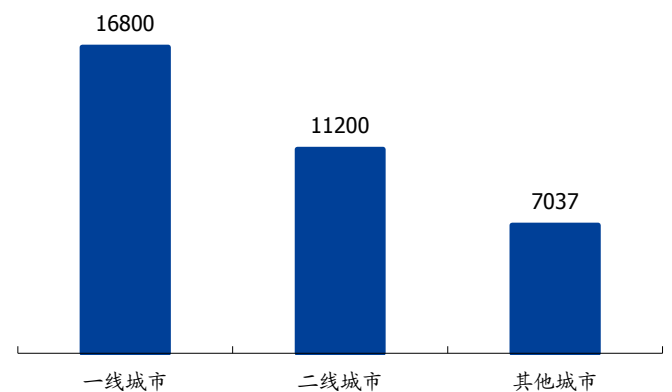
教育支出/整体消费支出占比，一二线高于三至五线城市。教育支出作为家庭消费支出的重要组成部分，近几年在消费结构占比中逐步增加，2017 年教育文娱类支出（包括城镇+农村人口）为 2086 元，在居民人均消费支出中占比达 11.4%，城镇人口教育支出占比更高。分不同城市等级来看，以义务教育为例，一线城市的生均家庭支出在 1.68 万元，是二线城市的 1.5 倍，是其他城市的 2.38 倍，该比例高于一线城市与五线城市的人均消费支出比例，从侧面证明，一二线城市教育支出在整体消费结构中占比高于三至五线城市。

图表 8：2013-2018Q1-3 居民人均消费支出及教育文娱支出占比（元；%）



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

图表 9：义务教育阶段生均家庭支出-按城市等级（元）



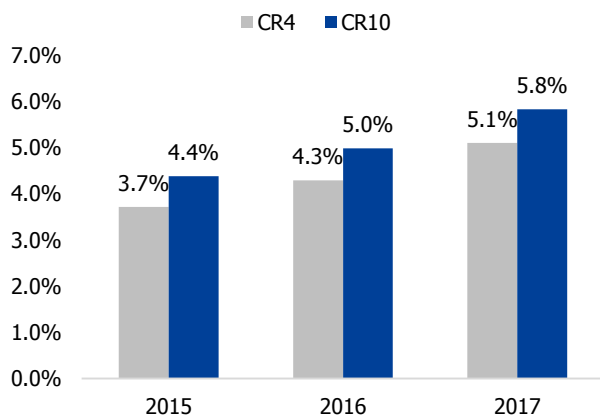
资料来源：北大财政所《2017 年中国教育财政家庭调查结果》，国盛证券研究所

## K12 课外培训：二线城市空间广阔，龙头集中度持续提升

整体竞争格局分散，CR4 仅 5%。国内民办培训机构约 2 万多家，前四大品牌份额仅 5%，之所以形成这样的格局：（1）过去行业进入门槛低，预付费模式下现金流好，进入者多；（2）内容有一定区域性差异、且对跨市场运营能力要求较高，因此规模门槛较高。

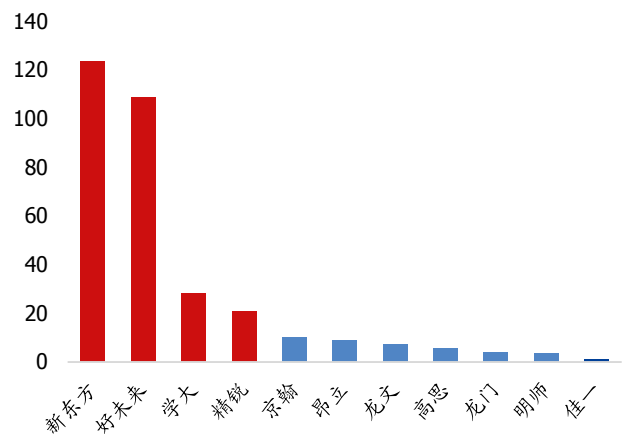
监管趋严，门槛提高，龙头份额望提升。2018 年 8 月 22 日，国务院办公厅发布《关于规范校外培训机构发展的意见》。早在 2017 年 12 月 29 日上海市率先出台针对民办培训机构的“一标准两办法”，并于 2018 年 1 月 1 日起实施。

图表 10: 2015-2017 年国内 K12 课外培训品牌集中度变化



资料来源：公司财报，国盛证券研究所

图表 11: 2017 年国内 K12 课外培训品牌收入规模 (单位: 亿元)



资料来源：公司财报，国盛证券研究所

行业的参与者可以分为：（1）全国型龙头品牌，收入规模 10 亿以上：包括新东方（157 亿 RMB）、好未来（110 亿 RMB）、精锐（30 亿）、学大（30 亿）。（2）区域型细分龙头，收入规模 1-10 亿：如北京的高思教育、陕西西安的龙门教育、广东的名师教育、江苏淮安的佳一教育，区域龙头以细分特色业务深耕区域打造品牌，着力推进异地扩张。（3）个体户老师和小型辅导班。

图表 12: 国内 K12 课外培训前十大品牌 (收入和净利润单位: 亿元人民币)

	新东方	好未来	学大	精锐	京翰	昂立	龙文	高思	龙门	明师	佳一
成立	1993	2003	2001	2008	2000	1984	1999	2009	2003	2002	2003
区域	全国	全国	全国	全国	全国	全国	区域性 (北京)	区域性 (北京)	区域性 (陕西)	区域性 (广东)	区域性 (江苏)
业务结构	综合性	K12 学科全科	K12 学科全科	K12 学科全科	K12 学科全科	K12 学科 + 素质类	K12 学科全科	K12 学科全科	中高考 + K12 学科	K12 学科全科 + 中高考	语数外
授课模式	班课 小班 1对1	小班为主 1对1为辅	1对1	1对1 1对3	1对1	班课	1对1	1对1	封闭全日制 1对1	班课 1对1	小班
收入	157	109	28	30	10	8.75	7	5.5	4	3.5	0.9
净利润	19	13	0.11	2.46	0.5	0.86	0.84	0.8	1.05	0.3	0.2
网点数量	1,000	579	616	225	100+	172	400+	20	61	70	35+
学生数量	187 万	154 万	10 万	8.3 万	/	/	3.4	约 1 万	2.3 万	2 万	2 万+

资料来源：各公司官网，国盛证券研究所整理绘制 注：新东方为 2018 年 5 月财年，好未来为 2018 年 2 月财年，精锐教育为 2018 年 8 月财年

根据我们的测算，K12培训理论空间网点总数在45万个，其中一线/准一线/二线/三四五线分别为2/5/5/33万个，整改前网点数在40万左右，预计整改后网点数有所减少。具体量化测算过程如下：

(1)根据各城市2000-2011年出生人口数据，综合考虑毛入学率(义务教育阶段100%，高中87%)、城镇化率(一线/准一线为85%，二线70%，三线及其他50%)，以100%参培率为假设，测算各城市K12课外培训对应潜在消费群；(2)假设单一网点面积在500平方米标准，可容纳250名学员，测算各线城市理论课外培训中心数量。

图表 13: K12 课外培训理论网点空间测算

2018年	适龄人数(万)	城镇化率	潜在人群(万)	理论空间(万个)	CR10 网点(个)
一线	550	85%	500	2	1300
准一线	1400	85%	1100	5	1200
二线	1900	70%	1300	5	800
三线及其他	17000	50%	8200	33	400

资料来源: 教育部, 国家统计局, 国盛证券研究所整理测算

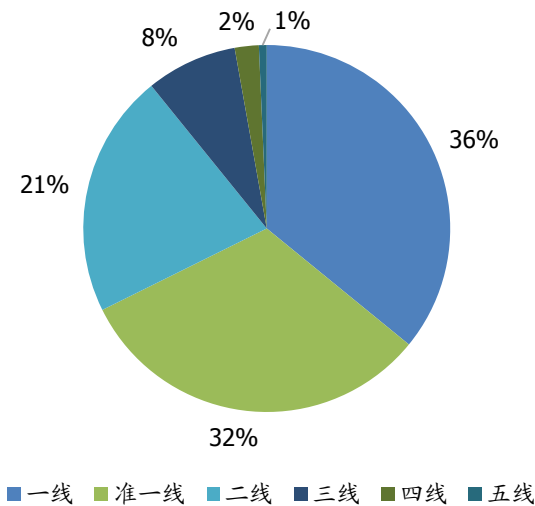
分渠道来看，一线城市基本饱和，准一线和二线空间广阔。前十大龙头在一线城市网点份额达7%，营收份额预计在10%以上，二线城市网点份额不足3%，提升空间广阔。

**一线城市：**实际网点数接近理论空间，容量接近饱和，前十大品牌占理论空间的7%，未来龙头市场份额仍将进一步提升；在整体政策环境趋严的背景下，小机构洗牌出清有利于龙头品牌抢占一线城市份额。

**准一线和二线城市：**渠道仍有较大空间，财富积累效应+对优质教育资源的培训需求旺盛，CR10市场份额不足3%，全国及地方型龙头均有较大拓展空间。

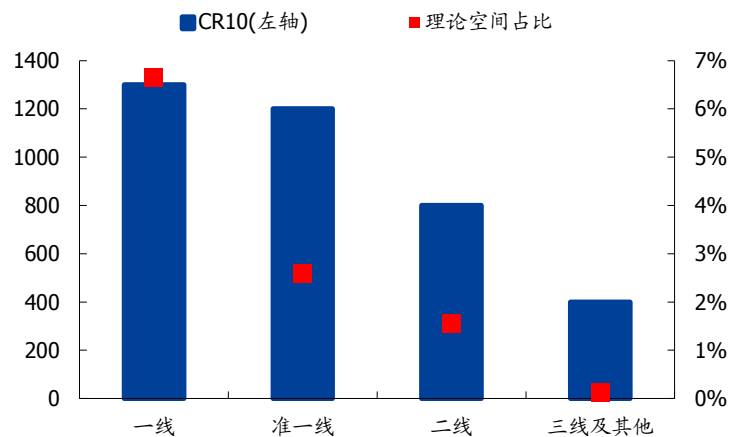
**三线及其他：**虽然理论空间较大，受制于尚未成熟的参培需求，仍需要较长的市场培育期，待二线城市需求挖掘后逐步渗透至三四五线城市。

图表 14: 国内 K12 课外前十大品牌网点各线城市比例



资料来源: 公司官网、公司财报, 国盛证券研究所

图表 15: CR10 在各线城市的理论空间占比

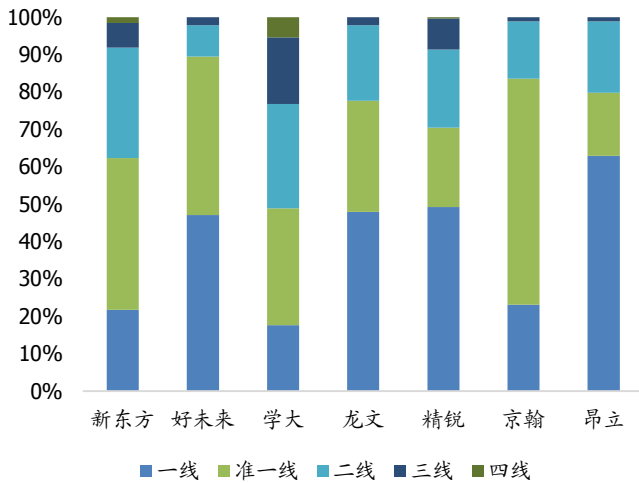


资料来源: 国盛证券研究所测算

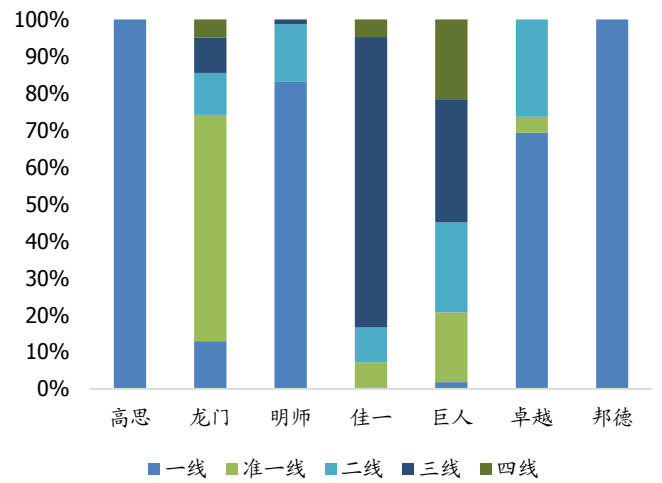
单品牌来看，全国型龙头集中于一二线城市，三至五线网点占比不到10%，新东方渠道下沉领先于好未来，两者三至五线渠道占比分别为8%、2%，以加盟为主的学大教育除外，其三至五线渠道占比达25%。区域性龙头如佳一、巨人，主营业务集中于三四线城市，两者低线网点占比分别高达83%、60%，其余以高思(北京)、邦德(深圳)、明

- 师（广州）为代表的区域龙头深耕单个一线城市，其三至五线城市渠道网点占比不足1%。
- ✓ 新东方：一线网点数量占比22%，准一线占比41%，二线占比30%，三线占比7%，四线占比2%；
  - ✓ 好未来：一线网点数量占比47%，准一线占比42%，二线占比8%，三线占比2%；
  - ✓ 学大教育：一线网点数量占比17%，准一线占比31%，二线占比27%，三至五线占比24%；
  - ✓ 龙文教育：一线网点数量占比48%，准一线占比30%，二线占比20%，三线占比2%。

图表 16: 全国型龙头品牌网点城市等级分布



图表 17: 区域型龙头品牌网点城市等级分布



资料来源：公司官网、公司财报，国盛证券研究所

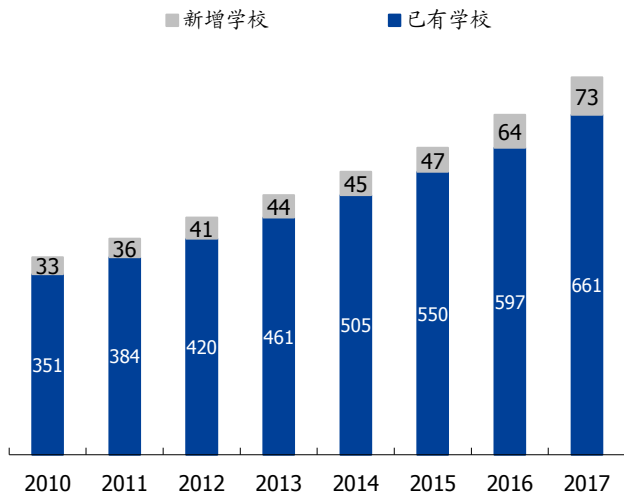
资料来源：公司官网、公司财报，国盛证券研究所

## 国际学校：扩张速度与经济发展匹配，准一线及二线城市为首选赛道

国际学校作为 K12 学校的升级品，更能反映消费升级在渠道下沉过程中的渗透速度。2000-2009 年，留学潮引领国际学校爆发增长；2010 年至今，国际学校数量加速增长，最近两年年均新增学校数在 50 所以上。近五年来，伴随出国留学需求增加、教育消费升级及民办办学的规范化，民办国际学校加速发展。

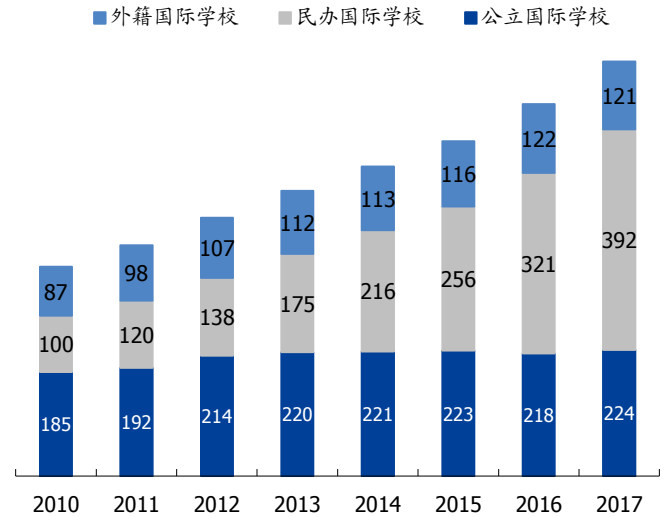
结构上看，民办国际学校占比 53%且占比持续提升，外籍国际学校占比 16%、公立国际占比 34%。增速上看，民办国际学校增速在 20%以上，公立及外籍国际学校增速 5%以内。

图表 18: 2010-2017 年国际学校已有及新增学校数量 (所)



资料来源: 新学说, 国盛证券研究所

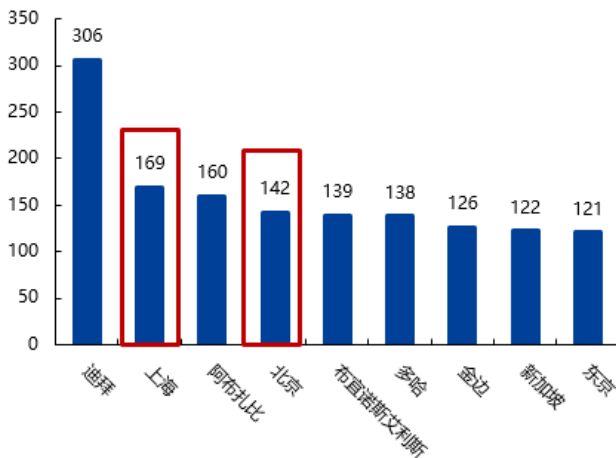
图表 19: 2010 年至今我国不同类型国际学校数量



资料来源: 新学说, 国盛证券研究所

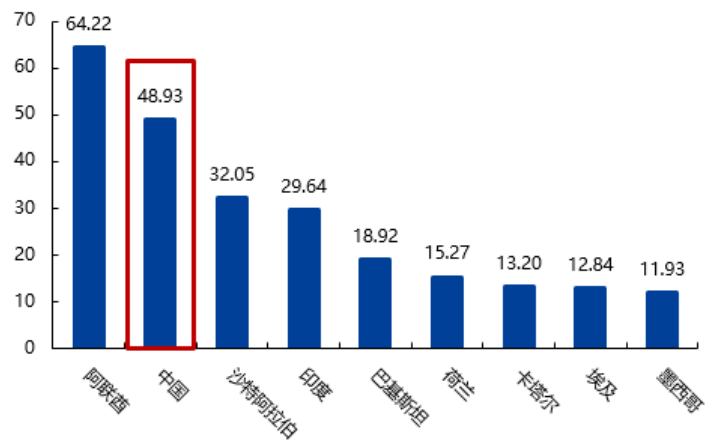
根据 ISC Research 统计, 2017 年全球共有 9605 所英语为教学语言的国际学校, 同比增长 6.3%, 五年复合年增长率近 6%, 510 万名国际学生每年创造 490 亿美元学费收入。中国作为第二大的国际学校学生数国家, 拥有 48.93 万人在校学生。上海、北京作为国内前两大国际学校中心, 拥有 169/142 所国际学校, 在全球排名位列第 2/4 名, 仅次于迪拜和阿布扎比。

图表 20: 2017-2018 年全球九个主要的国际学校中心 (个)



资料来源: ISC Research 《2018 年国际学校市场全球报告》, 国盛证券研究所

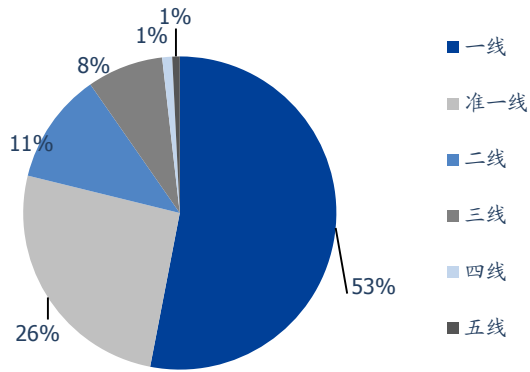
图表 21: 2017/2018 国际学校招生人数排行榜(万人)



资料来源: ISC Research 《2018 年国际学校市场全球报告》, 国盛证券研究所

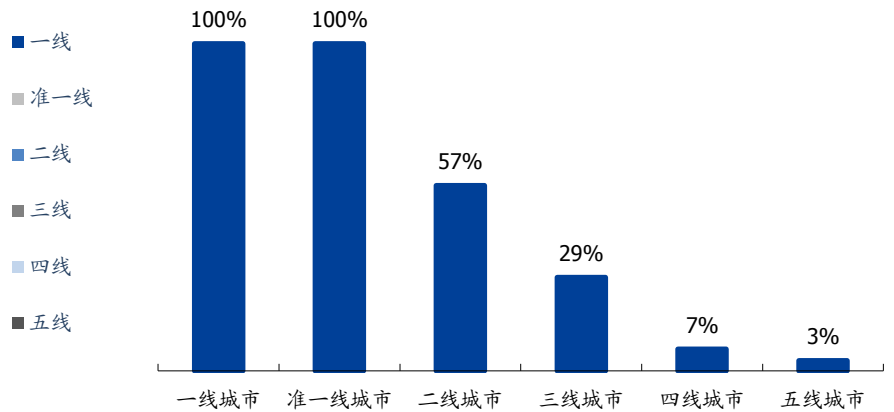
一线城市规模及品牌效应渐起, 准一线及二线城市潜力巨大。基于中国国际学校网手动统计, 截至 2018 年 10 月, 国内国际学校共计 775 所, 53% 的国际学校分布于北上广深四个一线城市, 其中上海+北京共计 311 所, 占比 40%, 拥有 30 所以上的是上海、北京、江苏、浙江、山东、广东等沿海省市。37% 分布于准一线及二线城市 (苏州、成都、杭州三市在 20 所以上), 仅有 10% 位于三至五线城市。国际学校在三到五线城市的渗透率 (已有国际学校城市数/该线城市总数) 较低, 仅为 29%/7%/3%, 二线城市 57% 的渗透率仍有提升空间, 未来可达 100%。

图表 22: 2018 年中国国际学校城市分布占比



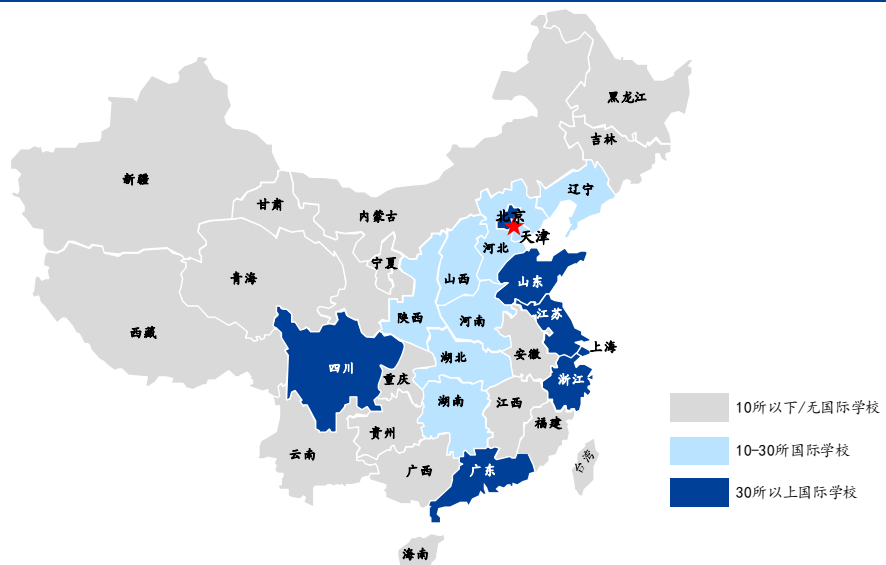
资料来源: 中国国际学校网, 国盛证券研究所整理绘制

图表 23: 2018 年国际学校在不同等级城市渗透率



资料来源: 中国国际学校网, 国盛证券研究所整理绘制

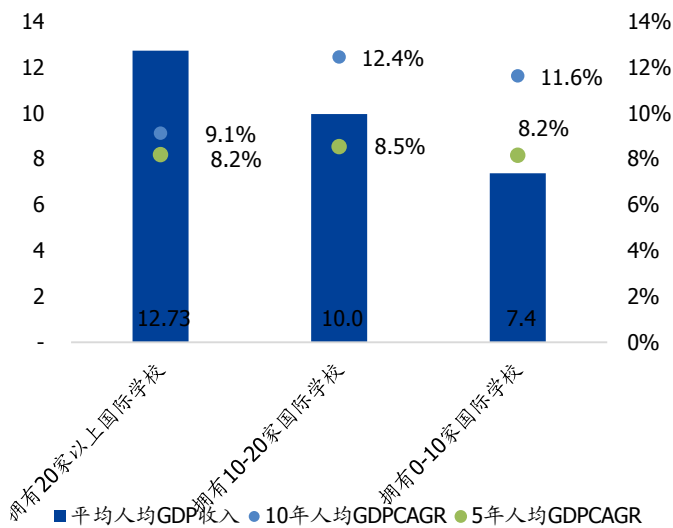
图表 24: 2017 年中国国际学校分布



资料来源: 中国国际学校网, 国盛证券研究所整理绘制 注: 统计范围不包括国际幼儿园

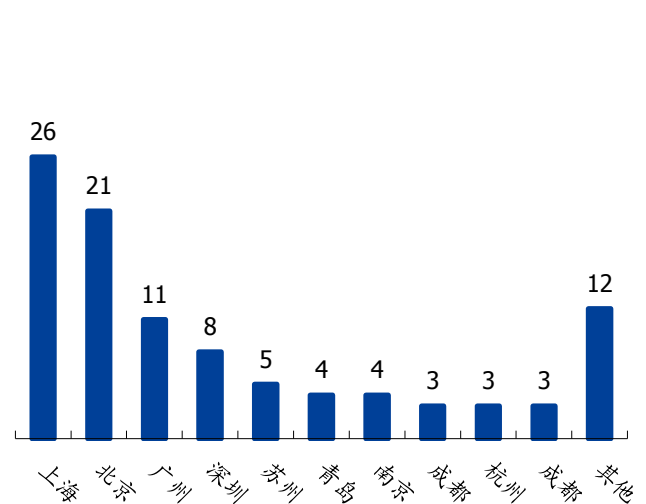
**扩张速度与经济发展匹配, 二线城市为首选赛道。**单一城市的国际学校数量与当地经济发展水平高度相关, 拥有 20 家以上国际学校的城市人均 GDP 收入在 12.7 万左右, 拥有 0-10 家的人均 GDP 为 7.4 万。国际学校数量在 10-20 家的城市 (武汉、南京、西安、宁波等) 兼具消费能力与增长潜力, 其 10 年人均 GDP 收入复合增速在 12.4% 左右, 复合增速高于拥有 20 家以上学校的一线及准一线城市。

图表 25: 国际学校城市数量分布与人均 GDP 收入 (万元; %)



资料来源: 中国国际学校网、国家统计局, 国盛证券研究所

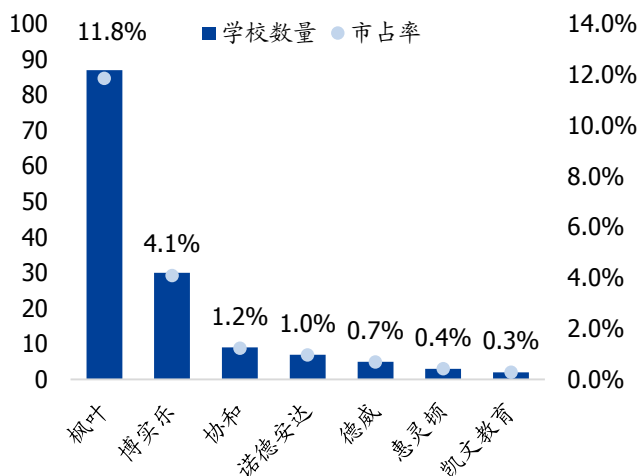
图表 26: 2017 胡润中国国际学校百强城市分布



资料来源: 2017 胡润中国国际学校百强榜单, 国盛证券研究所

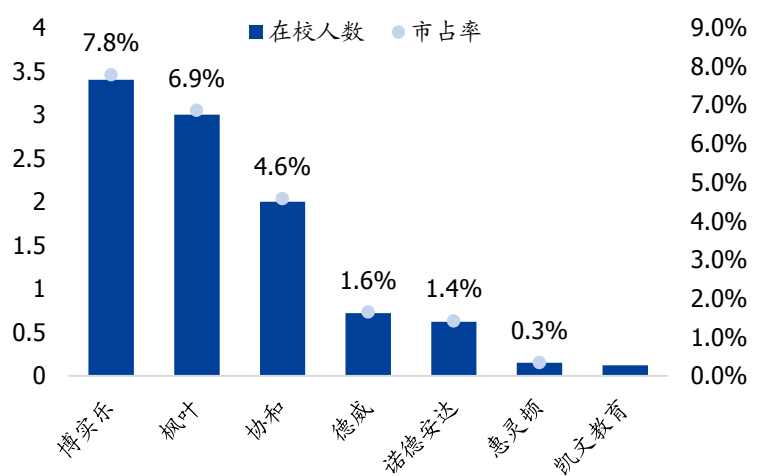
竞争格局来看, 龙头品牌份额优势较为明显, 整体格局分散。根据新学说统计, 截至 2017 年, 国内国际学校约 735 所, 仅占民办 K12 学校总数约 5%, 在校人数 43.7 万人, 在整体 K12 在校人数中占比 2.6%。学校数量方面, 前三大品牌市占率在 17.1% 左右, 枫叶教育/博实乐/协和教育分别占 11.8%/4.1%/1.2%。在校人数方面, 前三大品牌市占率 19.3%, 博实乐/枫叶教育/协和教育分别为 7.8%/6.9%/4.6%。

图表 27: 2017-2018 年全球九个主要的国际学校中心 (个)



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 28: 2017/2018 国际学校招生人数排行榜(万人)

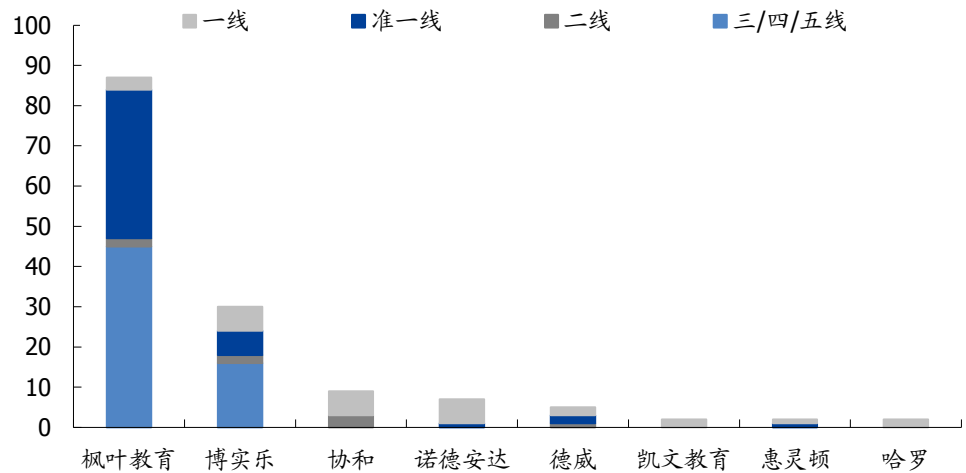


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

除枫叶教育、博实乐两家较大体量的集团以外, 其他国际学校品牌集中在一线及准一线城市:

- ✓ 枫叶教育: 共计 87 所, 一线城市 3 所, 准一线 37 所, 二线 2 所, 三至五线 45 所;
- ✓ 博实乐: 共计 30 所, 一线及准一线各 6 所, 二线 2 所, 三至五线 16 所;
- ✓ 协和: 上海 6 所, 无锡、厦门、苏州各 1 所;
- ✓ 诺德安达: 7 所, 其中北京+上海 5 所, 广州及成都各 1 所;
- ✓ 凯文: 北京 2 所, 凯文海淀和凯文朝阳。

图表 29: Top8 国际学校城市等级分布 (截至 2018 年 10 月)

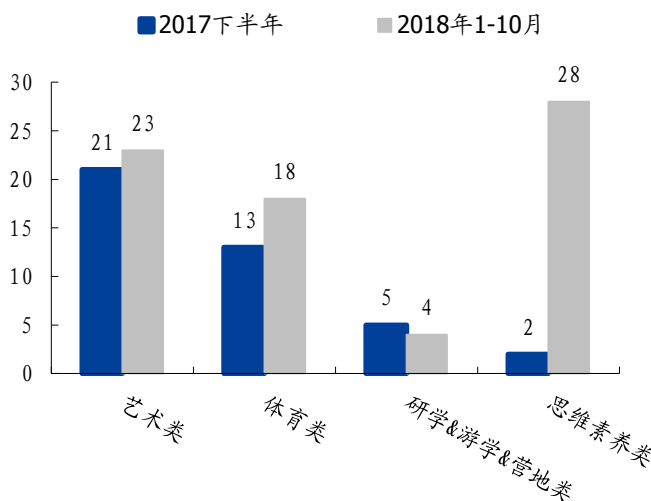


资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

## STEAM 教育: 发展初期集中于一线城市, 下沉空间广阔有待市场培育

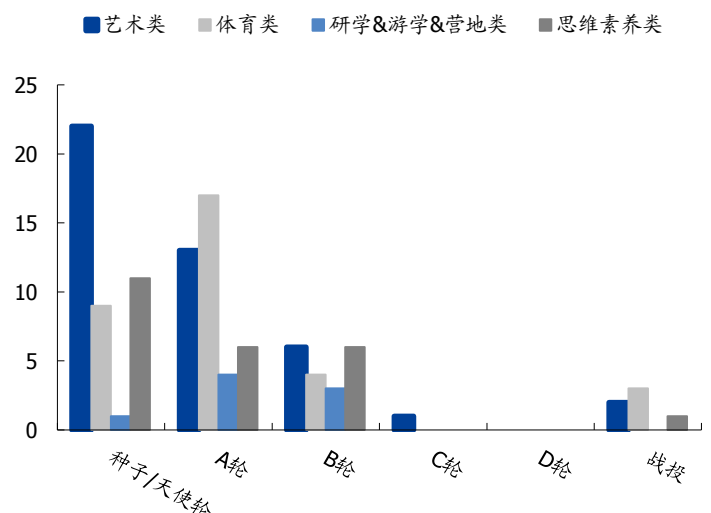
广义的素质教育, 主要指艺术类、体育类、思维素养、研学/游学/营地类细分赛道。STEAM 教育归属于素质教育的范畴, 是集 Science (科学)、Technology (科技)、Engineering (工程)、Arts (艺术)、Mathematics (数学) 多学科的综合教育理念。近年来, STEAM 教育是一级市场最热门的细分赛道之一, 仅 2018 年 1-10 月, 素质教育相关的融资项目多达 73 个, 主要集中在艺术、体育、思维素养类, 以天使轮及 A 轮融资为主。

图表 30: 2017H2-2018 年素质教育融资案例对比



资料来源: IT 桔子, 国盛证券研究所

图表 31: 2017H2-2018 年素质教育融资轮次分布



资料来源: IT 桔子, 国盛证券研究所

根据艾瑞咨询测算, 少儿编程行业为较大细分赛道, 市场规模约为 30-40 亿元, 用户规模约 1550 万。素质教育各品类各赛道都已有机构进入, 但未出现较大的龙头机构, 仍处于迅速抢占市场的行业初期。在少儿编程市场, 规模较大的参与者主要包括 Makeblock、编程猫、童程童美等, 前两者的最新估值在 20 亿元以上, 编程猫总用户量

约为300万人，平台的作品数已超过300万，而童程童美作为上市公司达内科技体内业务，最近一年营收近1亿元。

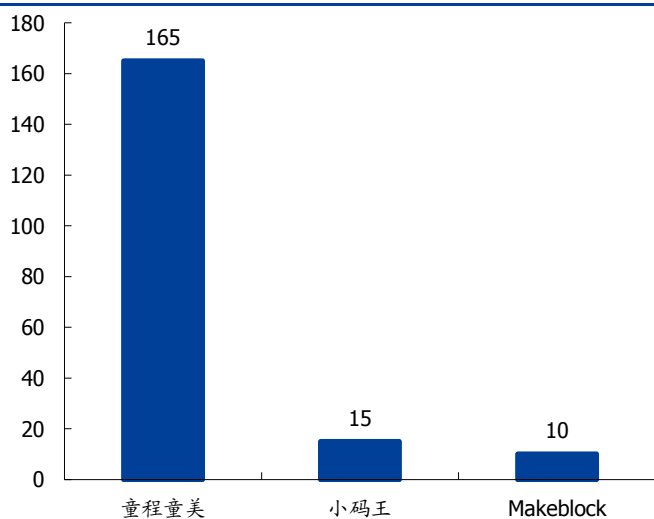
图表 32: 少儿编程市场主要参与者

主要机构	成立时间	教学模式	产品	融资轮次
Makeblock	2011年10月	产品销售为主, 教学课程为辅	机器人电子产品、编程课程	C轮3亿元融资, 估值达25亿元
编玩边学	2015年7月	小班教学(6人班)的直播课以及录播课	Scratch——代码课——Python(算法课)——C++	数千万元 Pre-B 轮融资, 投资方为科大讯飞和君联资本
傲梦	2014年1月	在线1对1真人直播教学; 线下授课模式采取6人小班教学	Scratch——Python/C++——NOIP	1.2亿元 B 轮融资
编程猫	2015年2月	在线1对1真人直播教学及1对1AI辅助教学	Kitten(源码编辑器)——3D代码岛——Python(海龟编辑器)机器人课(引起兴趣)	C轮3亿元融资, 由招银国际领投, 估值达20亿元
小码王	2016年5月	线下小班授课(8-10人)	——Scratch——AppInventor——Python——C++——NOI/NOIP	B轮1.3亿元融资, 由微光创投、钟鼎创投合投, 估值6亿
童程童美	2016年3月	线下5人小班授课+线上授课	少儿启蒙编程(Scratch)和少儿趣味编程(Python、JavaScript、HTML、CSS、Java)	上市公司体内(达内科技)

资料来源: 公司官网, 艾瑞咨询《中国少儿编程行业研究报告》, 国盛证券研究所

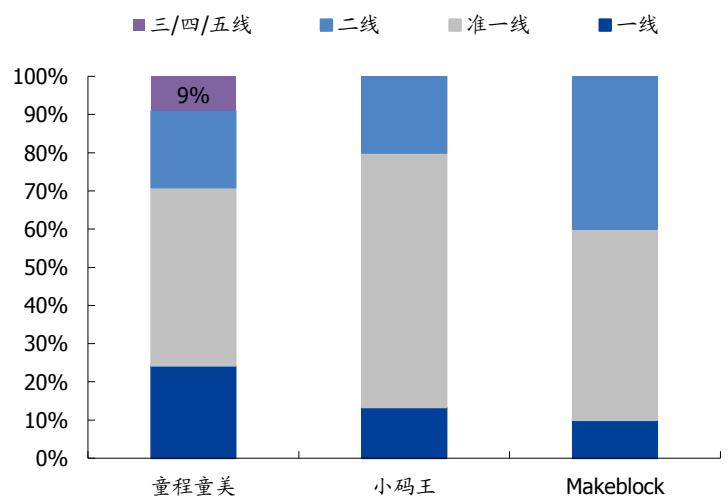
渠道分布来看, 集中于一线/准一线核心城市, 二线及以下空间巨大。技术升级使得在线教学模式从概念逐渐变为成熟的应用, 少儿编程也逐渐从线下转移线上, 具体模式可分为真人/AI教学、1对1及小班模式。以线下教学为主的三家机构为例, 童程童美线下网点多达165个, 其中9%分布于三四五线城市, 小码王及Makeblock网点数分别为15、10个, 均分布于一二线城市。由于可见, K12培训、国际学校、STEAM教育的渠道下沉进度由快到慢, 以少儿编程为代表的素质教育细分赛道二线及三四线城市的渠道下沉空间巨大, 但教育意识及付费需求有待市场培育。

图表 33: 线下少儿编程机构网点数量(个)



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所整理绘制

图表 34: 线下少儿编程机构网点城市分布



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所整理绘制

## 风险提示

低线城市消费能力及教育需求有待培养；上市公司渠道扩张速度较慢；区域性机构竞争激烈；假设及测算可能存在误差。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼  
 邮编：100033  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38934111  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com