

教育行业：心如花木，向阳而生

- 教育关乎民生，受益于消费升级、供给侧改革结构调整、个税改革和生育政策放开，**教育行业发展确定性强、市场空间广阔**，2018年市场规模超过5万亿，其中民办教育市场规模排序：K12>职业教育>早幼教>高等教育>其他。
- **教育行业发展三个趋势**：国家鼓励民办教育发展，民办教育渗透率正在逐步提升；互联网对教育行业进行数字化改造，线上教育渗透率也在逐步提升；大数据、VR、AI等科技在教育领域已经投入使用并将带来深刻变革。
- 政策方面：**2018年，教育供给侧改革稳步推进，重点行业相关政策密集出台，政策导向出现分化，监管趋于严格**。三方面影响需要重点关注：1、民办教育领域，“送审稿”的主要改动到底能否落实需要关注2019年上半年落地的《民办教育实施条例》；2、新规提高K12课外培训机构办学标准，企业运营成本大幅上升，行业面临出清；3、幼儿园资产证券化之路被彻底阻断。根据政策制定逻辑，我们预计明后两年，改革与监管政策密集出台将成为常态，政策仍然侧重早幼教和K12领域。
- 细分领域方面：**教育行业垂直领域发展趋势明显，需求相对集中的赛道发展速度快、市场规模大**。我们持续看好以下几个细分赛道：1、**早教幼教**，生育政策放开和教育观念改进促进行业快速发展；2、**K12课外培训**，学科类教育培训在监管政策趋严的背景下增速放缓，素质类教育培训在不断膨胀的需求下将维持高增速；3、**非学历职业教育**，公务员考培、教师资格考培等招考类培训市场前景度高，非学历职业教育发展步入快车道；4、**在线教育**，未来前景：内容类>平台类和工具类教育企业，模式跑通的企业将拥有先发优势；5、**教育科技**，教育信息化改造和教育科技应用均处于早期阶段，未来发展空间可期。
- 资本市场方面：从一级市场教育行业融资情况看，**教育企业前期融资仍占据主导地位，后期融资占比正在逐步提升，部分赛道竞争格局正在明朗**。教育行业融资数量前5名分别是：K12、早教幼教、职业培训、教育信息化、素质教育。
- 银行业务层面：教育行业具有弱周期属性，现金流相对充沛，符合银行资金的风险与流动性偏好。**银行应当规避短期存在政策风险的细分领域，优选教育行业融资标的，可重点关注：非学历职业教育与少年儿童素质教育相关企业融资需求、有订单保障的教辅设备类企业融资需求等**。比如中公教育、华图教育、新东方、好未来、VIPKID、沪江网校、新爱婴、悦宝园等各细分赛道龙头企业。

夏嘉南

行业研究员

☎：0755-83894978

✉：xijianan@cmbchina.com

目录

1. 教育行业多个维度面面观	1
1.1 五大宏观因素刺激我国教育市场快速扩张	1
1.2 公办教育为主体，民办教育渗透率进一步提升	2
1.3 线上教育市场不断壮大	3
1.4 科技应用正在为教育行业带来变革	4
2. 政策：教育行业发展的“规”与“矩”	5
2.1 长久以来，我国教育政策制定的主基调是充分落实普惠、公平教育	5
2.2 聚焦 2018 年，教育供给侧改革稳步推进，行业相关政策密集出台，政策导向出现分化，监管趋于严格	5
3. 教育行业热门细分领域的市场规模、成长空间和催化剂	10
3.1 早教幼教	12
3.2 K12 课外培训	13
3.3 非学历职业教育	14
3.4 在线教育	15
3.5 教育科技	16
4. 教育机构一级市场融资特征来看行业发展	17
5. 银行应当优选教育行业融资标的	20

图目录

图 1: 个税改革教育支出抵扣规则	2
图 2: 我国教育经费支出金额及 GDP 占比	3
图 3: 我国民办教育市场规模和各阶段渗透率	3
图 4: 我国互联网教育市场规模快速扩张	3
图 5: 我国线上教育渗透率提升(以 K12 阶段为例).....	3
图 6: 科技为教育行业带来变革	4
图 7: 改革开放以来我国教育各阶段入学率变化	5
图 8: 高等教育入学率中国与发达国家对比	5
图 9: 2018 年教育行业细分领域重点政策一览	6
图 10: 送审稿民办教育新政重点	7
图 11: 新规明确要求 K12 课外培训机构办学标准	8
图 12: 幼儿园证券化之路被彻底阻断	9
图 13: 教育行业细分领域全景图	10
图 14: 教育行业筛选优质赛道	11
图 15: 我国新生人口、0~6 岁人口数缓慢增长	12
图 16: 我国早教幼教市场规模稳步扩张	12
图 17: 我国幼教教师缺口依旧很大	12
图 18: 10 大早教机构排行榜及品牌信息	12
图 19: 我国 K12 教育市场将很快突破万亿	13
图 20: K12 课外培训和在线教育市场快速增长	13
图 21: 东亚各地区课外辅导渗透率	14
图 22: K12 教育市场竞争格局	14
图 23: 非学历职业教育和公务员考试培训市场	14
图 24: 非学历职业教育细分赛道及代表企业	14
图 25: 在线教育商业模式核心指标与决定因素拆分图	15
图 26: 在线教育市场快速扩张	16
图 27: 非学历职业教育细分赛道及代表企业	16
图 28: 我国教育信息化市场处于成长期	17
图 29: 教育行业一级市场融资事件数量	18
图 30: 教育行业一级市场融资金额	18
图 31: 教育行业前期融资数量占主导	18
图 32: 教育行业一级市场后期融资占比提升	18
图 33: 教育行业细分领域融资事件数量	19
图 33: 在线教育相关行业一级市场融资事件数量占比一直较高	19

教育关乎公益民生，近几年国民关注“教育公平”、“素质教育”、“高考、考研人数屡创新高”等热门话题，时代一直在赋予教育行业新的内涵。教育行业**确定性高、市场空间大**。现阶段我国上亿人口各阶段、各类型的教育需求催生了规模庞大的教育服务市场，2017年国家公共教育支出总额就已超3.4万亿，教育市场整体规模保守估计超过5万亿。教育行业“花木般枝繁叶茂”，细分领域众多，我们在本篇文章中给出最优质的几条赛道作为参考。回顾2018年，民办教育、K12^①课外培训和学前教育（幼儿园）三大领域受到新政策冲击，行业发展与格局存在较大变数。我们预计，**2019年教育政策密集出台或将延续**，教育行业整体将在短期波动中砥砺前行，朝着中长期确定的未来“向阳而生”。

1. 教育行业多个维度面面观

为了让读者全面的了解我国教育行业特征与现状，我们通过多个维度对教育行业进行解析：

1.1 五大宏观因素刺激我国教育市场快速扩张

1992年以来，我国城镇居民教育支出年化复合增速13.6%，位列五个高于人均可支配收入12.5%增速水平的行业之一。高人口基数产生的教育需求、全民教育水平提升的需求，**教育是未来增长确定性最高的行业之一**。

近几年我国教育市场扩张的**催化剂**主要有：

- ▶ 第一，消费升级带动服务类消费快速增长，人们逐渐注重精神层面的消费体验，追求便捷、高品质和个性化的教育产品与服务，教育行业整体受益明显。
- ▶ 第二，经济下行期国民更加重视“修炼内功”，除学历教育以外技能培训、求职应试教育市场需求增大。
- ▶ 第三，教育供给侧改革，主要侧重保障师资力量供给和产业结构调整。当前时点教育供需失衡，民众日益增长的对优质教育资源的需求与欠缺的社

^① K12: Kindergarten through 12th grade, 沿用美国教育分类方法，泛指从幼儿园到高中阶段的教育

会供给之间的矛盾，为教育产业发展提供了广阔空间。保证供给增量的同时规范供给存量，实现教育产业结构调整。

- ▶ 第四，生育政策松动，全面放开“二胎”，早教幼教市场迎来发展机遇。
- ▶ 第五，个税改革释放利好，教育支出抵扣个税 2019 年正式实施，涵盖子女教育支出、继续教育支出，税额抵扣将有利于刺激教育类消费。

图 1：个税改革教育支出抵扣规则

个税改革专项附加：教育支出抵扣税

子女教育	<p>纳税人的子女接受学前教育和学历教育的相关支出，按照每个子女每年12000元（每月1000元）的标准定额扣除</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 子女年满3岁知小学入学前处于学前教育阶段。学历教育包括义务教育（小学、初中教育）、高中阶段教育（普通高中、中等职业、技工教育）、高等教育（大学专科、大学本科、硕士研究生、博士研究生教育） ■ 父母可以选择由其中一方按扣除标准的100%扣除，也可以选择由双方分别按扣除标准的50%扣除，具体扣除方式在一个纳税年度内不能变更
继续教育	<p>纳税人接受学历或非学历继续教育的支出，在规定期间可按每年4800元或3600元定额扣除</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 纳税人在中国境内接受学历（学位）继续教育的支出，在学历（学位）教育期间按照每月400元定额扣除。同一学历（学位）继续教育的扣除期限不能超过48个月 ■ 纳税人接受技能人员职业资格继续教育、专业技术人员职业资格继续教育的支出，在取得相关证书的当年，按照3600元定额扣除

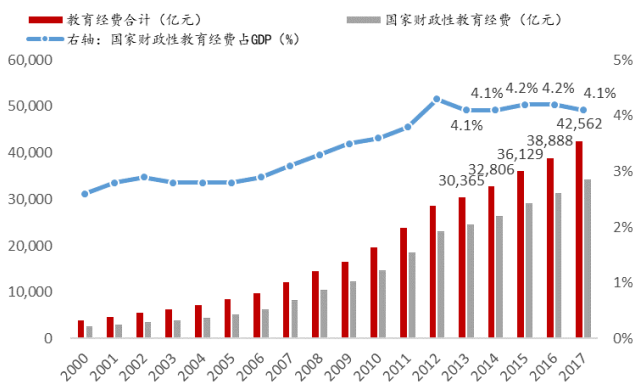
资料来源：财政部、国家税务总局，招商银行研究院

1.2 公办教育为主体，民办教育渗透率进一步提升

由于教育事业关乎民生，具有公益、公平的基本属性，决定了我国以**公办教育为主体，民办教育作为有效补充**的行业现状。国家保障教育经费支出有利于更快的实现公平、普惠教育，提升国民综合素质。公办教育具有政府公信力，尤其在学历教育方面具有天然优势，而民办教育可以减轻政府财政压力，为教育体系注入活力。民办教育可以进一步细分为营利性性质与非营利性性质，非营利性性质民办学校不能对办学收益进行分配，但是享受营利性民办学校所没有的政策倾斜与税收优惠。政策整体上鼓励民办教育发展，民办教育渗透率正在逐步提升。近几年，随着教育体制改革步入深水区，抑制资本过度逐利，政策导向在关键领域开始分化，对营利性民办教育分层管理并且整顿规范市场秩序。例如鼓励高等教育阶段营利性民办学校发展，义务教育阶段禁止设立营利性民办学校，K12 培训机构办学标准提高等。民办教育在基础教育（幼儿园+义务

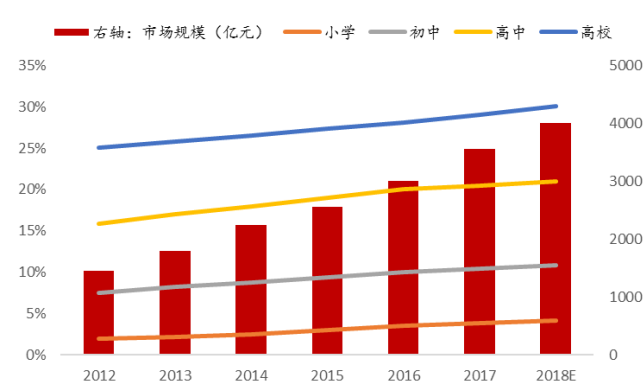
教育阶段) 阶段受到冲击, 民办学校在选择成为营利还是非营利方面面临抉择。

图 2: 我国教育经费支出金额及 GDP 占比



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 3: 我国民办教育市场规模和各阶段渗透率

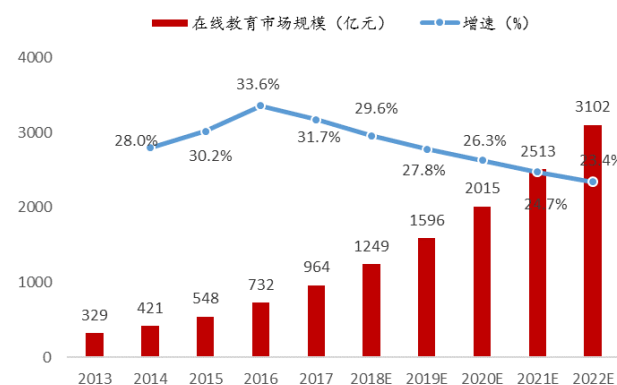


资料来源: 中商产业研究院, 招商银行研究院

1.3 线上教育市场不断壮大

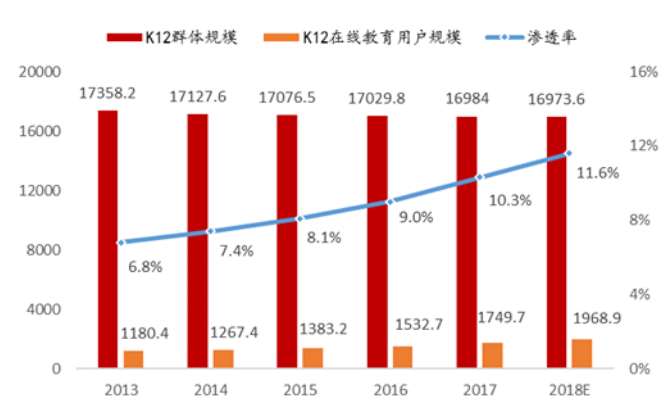
由于教育资源分布不均衡、租金成本上升、线下渠道竞争激烈、开办实体培训机构标准提高等因素影响, 线下教育发展来到瓶颈期。互联网带来产业由线下向线上迁移的浪潮, 教育行业开始数字化改造, 线上教育在部分领域的渗透率逐步提升, 比如儿童英语培训、K12 学科教育和成人职业培训等领域。

图 4: 我国互联网教育市场规模快速扩张



资料来源: 中国产业信息网, 招商银行研究院

图 5: 我国线上教育渗透率提升(以 K12 阶段为例)



资料来源: 中国报告网, 招商银行研究院

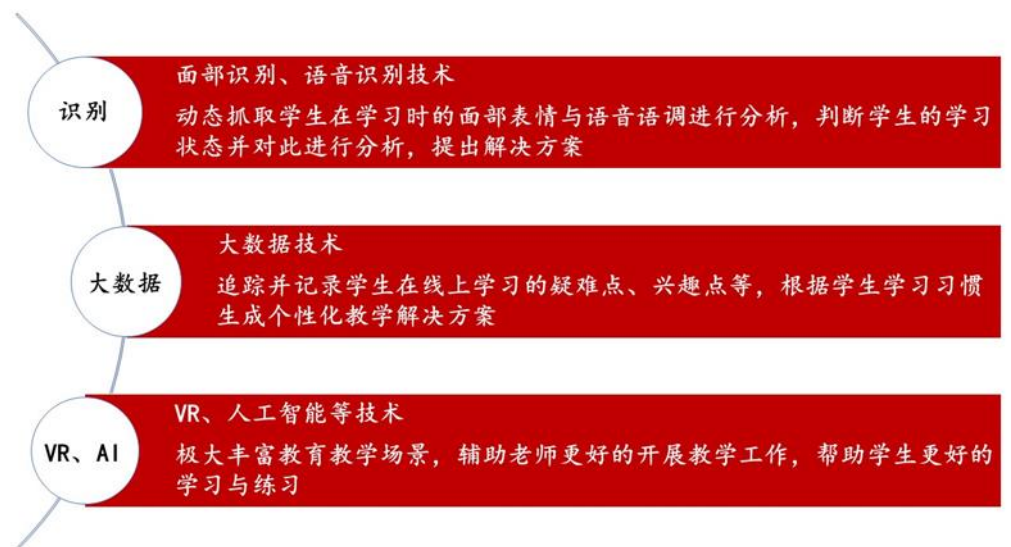
1、线上教育打破时空限制, 使优质内容更广泛的传播与使用。例如中青报《这块屏幕可能改变命运》报道成都七中利用网络直播对云贵地区贫困县提供远程教育支持, 使当地学生有机会接受优质教育内容, 促进教育脱贫; 2、线上教育更加便捷、满足个性化需求, 教育场景更加丰富。例如线上儿童英语教

学可以接触到各国英语老师，教学时间和内容定制化，家长参与度高，提升儿童学习效果；3、线上教育内容丰富、时间自由的特征带来教育需求增量；4、互联网效应带来的用户增多可以大幅摊薄教育成本，普惠教育得以更快落实；5、线上教育与线下教育相结合，优势互补。线上渠道是线下机构教育资源的有效延伸，当前部分教育机构采用“双师制”，即线上名师授课，保证优质教学内容，线下老师答疑解惑，保证教学进度，线上、线下教育资源整合，提高教学质量。

1.4 科技应用正在为教育行业带来变革

除了互联网对教育模式的改变外，先进科技在教育领域的应用也在不断提高教学效果。部分机构已经使用语音识别、图像识别和大数据等技术开发教学产品、丰富教学内容，而人工智能、虚拟现实等技术手段预计在不远的将来会为教育行业带来深刻变革。

图 6：科技为教育行业带来变革



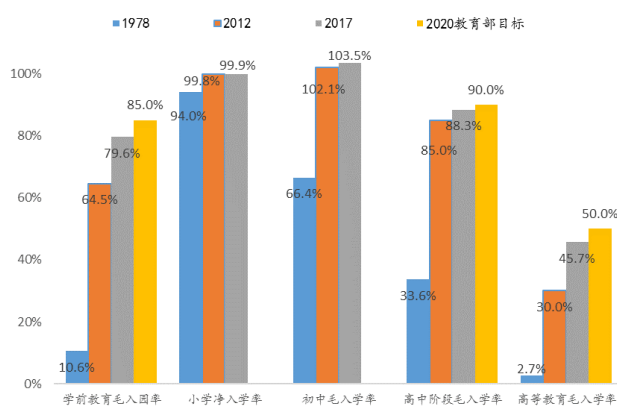
资料来源：招商银行研究院

2. 政策：教育行业发展的“规”与“矩”

2.1 长久以来，我国教育政策制定的主基调是充分落实普惠、公平教育

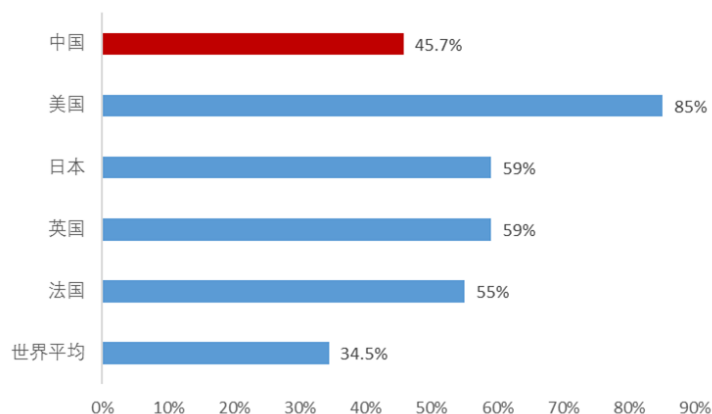
在普惠教育大前提下，针对细分领域发展中存在的特定问题制定相应细则和实施办法，达到促进与规范教育行业发展的目的。公办教育主体来看，国家对基础教育十分重视，目前义务教育阶段毛入学率接近 100%，而在 1978 年改革开放以前，这个数据是 66.4%，根据联合国教科文组织数据，过去 20 年中国减少 1.3 亿文盲，显著提高了人口素质。截止到 2017 年，基础教育高中阶段毛入学率达到 88.3%，将很快完成“十三五规划”对高中毛入学率 90% 的要求。代表精英教育的高等教育在我国毛入学率 45.7%，虽然超过中高收入国家平均线（40%），但与发达国家相比仍有很大提升空间。

图 7：改革开放以来我国教育各阶段入学率变化



资料来源：公开资料整理，招商银行研究院

图 8：高等教育入学率中国与发达国家对比



资料来源：World Bank，招商银行研究院

2.2 聚焦 2018 年，教育供给侧改革稳步推进，行业相关政策密集出台，政策导向出现分化，监管趋于严格

我们梳理了 2018 年以来教育行业出台的重点政策，从政策风向上看调整、加强监管和严格监管政策文件明显较多，鼓励发展政策则出台于成人教育方面和教育信息化建设。

图 9：2018 年教育行业细分领域重点政策一览

细分领域	发文部门	政策名称	主要内容	政策导向
早幼教	中共中央、国务院	《关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》	建国以来党中央出台的第一个关于学前教育工作的政策文件，对学前教育深化改革、规范发展做出重大决策部署	严格监管
	国务院	《关于规范校外培训机构发展的意见》	构建了校外培训机构准入标准和治理的长效管理机制	调整
K12	教育部等四部委	《关于切实减轻中小学生在课外负担开展校外培训机构专项治理行动的通知》	主要针对当前中小学生在课外辅导机构经营乱象开展为期一年半的专项治理行动	严格监管
	教育部等九部委	《关于印发中小学生减负措施的通知》	首次将校外培训与校内减负直接挂钩	
高等教育	教育部、财政部、国家发改委	《关于高等学校加强“双一流”建设的指导意见》	对当前高校落实“双一流”建设总体方案和实施办法提出了具体指导	持续鼓励
职业教培	教育部等六部委	《职业学校校企合作促进办法》	进一步深化产教融合，办好新时代职业教育	持续鼓励
教育信息化	教育部	《教育信息化2.0行动计划》	2022年基本实现“三全两高一”的发展目标，建成“互联网+教育”大平台	持续鼓励
线上教育	教育部、国家市场监督管理总局、应急管理部	《关于健全校外培训机构专项治理整改若干工作机制的通知》	线上培训机构要紧跟线下整顿政策	加强监管
民办教育	司法部	《中华人民共和国民办教育促进法实施条例（修订草案）（送审稿）》	对民办教育领域营利性和非营利性民办学校做了细化要求，对民办教育加强监管	调整/加强监管

资料来源：公开资料整理，鲸媒体，招商银行研究院

具体来看，民办教育、K12 课外培训和学前教育（幼儿园）三大领域受到明显冲击，行业发展与格局存在较大变数。下面我们详细分析 2018 年对教育行业产生影响的几个相关政策：

► 2018 年 8 月，司法部发布《民促法实施条例（送审稿）》，相比《意见稿》，首次对非营利性民办学校的资本化路径、收购兼并做了规定，要求各方加强对非营利性民办学校的监管，“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”，“公办学校举办非营利性民办学校的不得以品牌输出方式获得收益”等；同时规定“公办学校不得举办营利性民办学校”。除此之外，送审稿还对线上民办教育做出要求，“利用互联网技术在线实施学历教育的民办学校，应当取得同级同类学历教育的办学许可和互联网经营许可”，这是第一次对互联网教育进行政策层面的规范。

图 10：送审稿民办教育新政重点

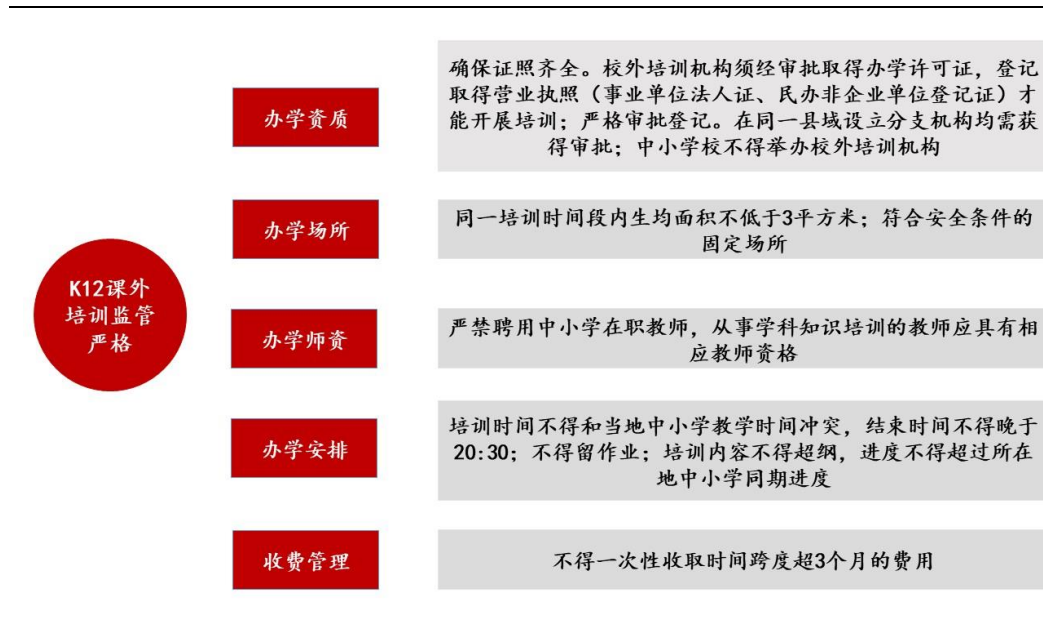


资料来源：招商银行研究院

送审稿需要报人大审核，预计 2019 年 2 季度正式落地，但从政策制定逻辑上看，民办教育尤其是 K12 阶段民办学校发展前景不容乐观，义务教育阶段民办教育只能选择非营利性；政府大力推行的集团化办学在落地层面难度增大；协议控制定义模糊（港股现行 VIE 结构是否可行，存量如何处理），民办教育营利模式依旧没有一条清晰路径。民办高校受影响相对较少，政策出现分化，国务院办公厅印发《完善促进消费体制机制实施方案（2018-2020 年）》重点鼓励高中及以上的高等职业教育的多元化供给。

▶ 2018 年 2 月四部委联合下发《关于切实减轻中小学生学习负担开展校外培训机构专项治理行动的通知》，8 月国务院办公厅发《关于规范校外培训机构发展的意见》，两份文件对校外培训机构出台严格规范，开展专项治理，从办学资质、办学场所、收费管理、师资条件、课程内容、培训时间等方面首次设立明确标准。

图 11：新规明确要求 K12 课外培训机构办学标准



资料来源：招商银行研究院

短期来看，K12 课外培训领域面临监管高压，不合格的机构将被市场出清，行业整体经营成本大幅抬升（主要体现在办学场地及设施成本、教师必须具备教师资格证），中小机构生存空间被挤压，行业将迎来一波并购热潮。长期来看，龙头企业将受益于行业整顿聚集更多优质师资，吸引更多学生，形成正向反馈，K12 课外培训市场集中度将快速提升。

▶ 2018 年 11 月 15 日中共中央国务院发布《关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》，规格之高由国务院直接发文，对之前游离于义务教育之外、监管模棱两可的学前教育阶段，彻底划清幼教资产证券化红线，引导幼儿园教育回归本质。政府一方面加大对幼教领域的投入，计划到 2020 年，全国学前 3 年毛入园率达到 85%，普惠性幼儿园覆盖率达到 80%；本专科学前教育毕业生达到 20 万人以上，分层分类培训 150 万名左右幼儿园园长、教师。另一方面坚决遏制资本在这一领域的过度逐利，阻断幼儿园以各种形式的上市之路，上市公司不允许通过任何形式控制营利性或非营利性幼儿园，民办园也不可以独立或者作为部分资产打包上市 IPO。

图 12：幼儿园证券化之路被彻底阻断



资料来源：招商银行研究院

2018 年陆续出台的教育政策在制定逻辑上实则有迹可循：早在 2017 年年底召开的中央经济工作会议上，首次提出要解决“中小学生课外负担、择校热、大班额、学前教育、婴幼儿照护”五大群众最为关心的教育问题。择校热和大班额^②问题背后实质都是教育资源分布不均衡、师资供给短缺的问题，需要持续在供给侧进行优化调整，“2020 年基本消除城镇大班额”写入政府工作报告。2018 教育新政主要解决“中小学生课外负担”以及部分学前教育（主要是幼儿园）问题，预计婴幼儿教育领域将在 2019 年迎来相关政策出台。刚刚结束的 2018 年中央经济工作会议也指出“加快教育、育幼等服务业发展”。

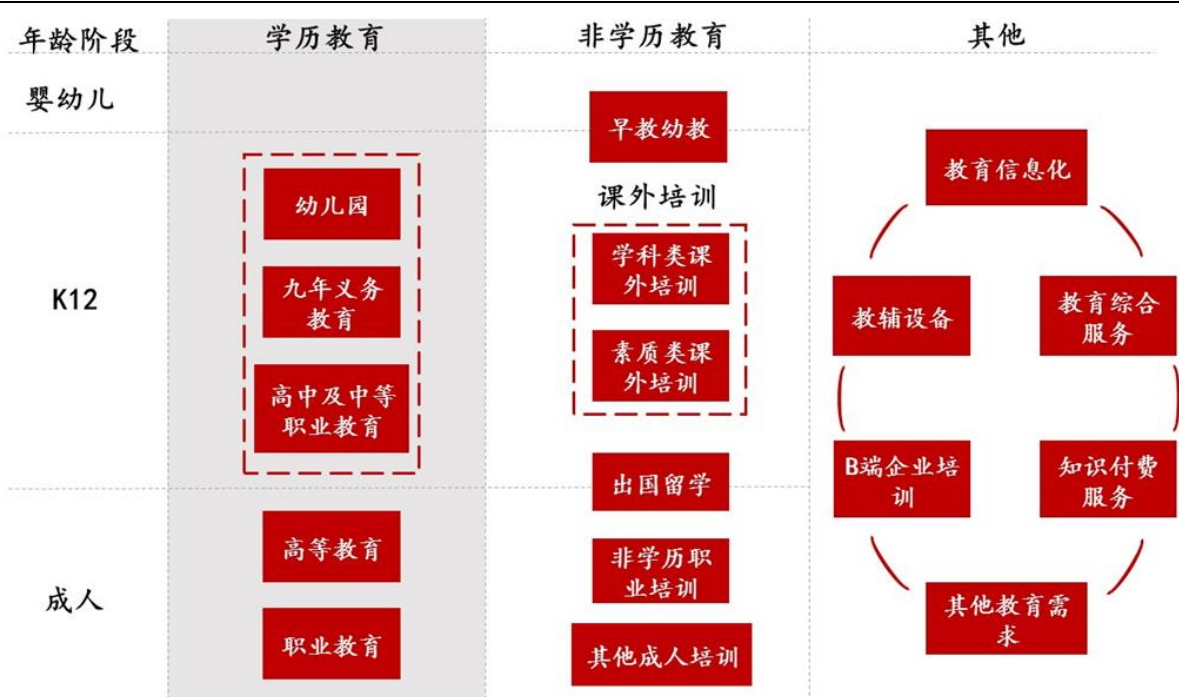
综上政策制定逻辑，我们认为教育供给侧改革仍将持续，改革与监管政策密集出台将成为常态，政策重点方向主要在早教幼教和 K12 领域，民办教育需要关注明年落地的《民促法实施条例》。

^② 大班额：56 人以上班级，超大班额为 66 人以上班级

3. 教育行业热门细分领域的市场规模、成长空间和催化劑

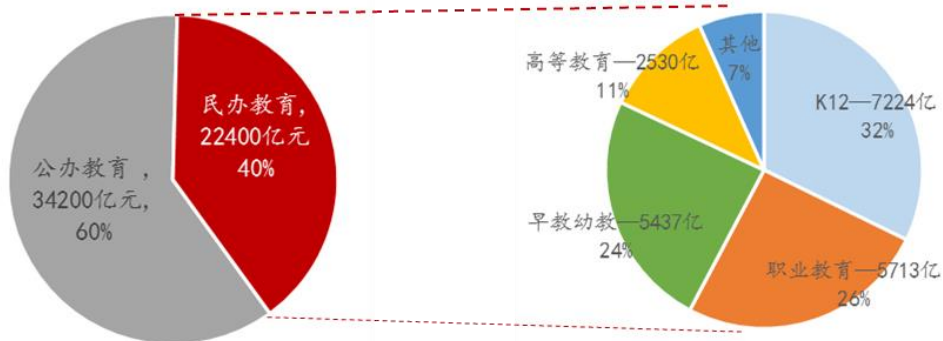
教育行业分类有多种方式，可以按照体制不同分为公办教育和民办教育，按照是否取得学历分为学历教育 and 非学历教育，按照教学地点分为线下教育和线上教育。更通常的，按照受教育的年龄段划分为早教幼教、K12、高等教育、职业教育等，每个阶段都有很多细分赛道，比如早教智力开发、K12 课外辅导、考研培训、公务员考试辅导等。教育行业垂直领域发展趋势明显，需求相对集中的赛道发展速度快、市场规模大。

图 13：教育行业细分领域全景图



注：灰色：公办教育为主导

民办教育为主导



资料来源：招商银行研究院

上图是教育行业细分领域全貌，在每个细分领域项下又有大量细分赛道，结合近期市场情况、发展动能，经过行业壁垒、竞争格局等因素的分析，我们看好以下领域或细分赛道的发展：

图 14：教育行业筛选优质赛道和龙头企业

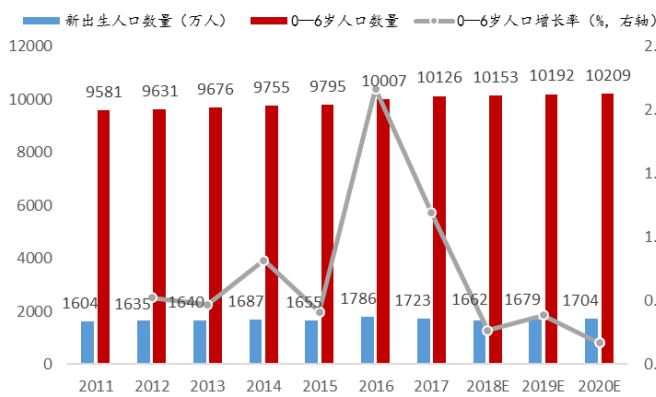
赛道	早教幼教	K12课外培训	非学历职业教育	在线教育	教育科技
市场规模 (2017A)	5437亿	3950亿	4285亿	2180亿	2089亿
市场空间 (2020E)	8146亿	6825亿	7000亿	5736亿	3606亿
行业壁垒	教师数量、渠道开发	师资水平、渠道与机构管理	师资水平、渠道与机构搭建	内容输出、产品模式、渠道引流	技术研发实力、渠道拓展、地域覆盖、产业和政府资源把控
催化剂	二胎红利，80、90后父母教育观念领先	K12学生群体数量庞大，家长重视孩子课外培训，国家鼓励K12素质类培训并规范学科类课外培训市场	岗位人才缺口，终身学习的教育观念升级，个人和企业对教育的需求提升	互联网渗透率提升，国家鼓励教育信息化建设和在线教育发展	政府教育经费专项列支教育信息化支出，龙头教育公司纷纷加大科技研发投入
增长引擎	STEAM课程类	素质教育	公务员考培等人才招聘类、教师资格证考培等资格认证类，以及B端企业培训	少儿英语类、作业辅导类、网校公开课类、成人高考类等	数字化教育设备、基于AI、VR等先进技术研发的教育产品
竞争格局	市场化程度高、行业集中度较低	K12学科类课外培训市场形成全国性龙头（好未来+新东方）、区域性龙头和地区大型连锁机构的三阶梯队；K12素质类培训市场属于蓝海，行业集中度低	细分垂直领域基本形成全国性龙头和区域连锁机构的二阶梯队	教育行业各细分赛道的在线教育方向发展迅猛，市场份额远小于线下传统教育，线上渗透率仍有很大提升空间	教育信息化市场处于成长期，头部玩家正在形成；教育科技行业处于孵化期，各教育细分领域龙头公司均开始布局
龙头企业	     	     	    	    	    

资料来源：公开资料整理，招商银行研究院

3.1 早教幼教

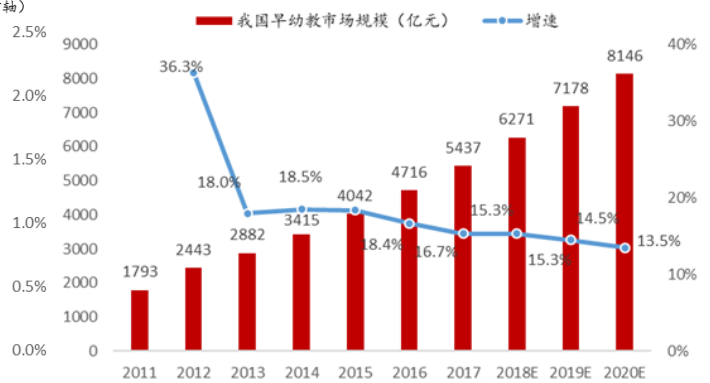
早教幼教（学前教育）更注重寓教于乐的素质培养。对比发达国家，我国长期存在学前教育体系缺失，近些年开始引入国外先进教育机构经验。受益于二胎红利，我国0~6岁人口数量近几年维持缓慢增长；同时受80、90后父母教育观念领先等因素影响，早教幼教行业处于快速发展阶段，市场规模稳步扩张，行业整体市场化程度高，集中度较低，教师数量与渠道开发是其经营壁垒。结合我国早教幼教专业教师匮乏的现状，未来一段时间内师资力量强、渠道范围广（全国性区域性连锁、线上渠道通畅等）的机构更有希望在竞争中胜出。由于行业内细分赛道多，机构间主打垂直领域差异化竞争，专注做垂直领域纵深的机构，品牌优势更容易确立，扩张速度更快。

图 15：我国新生儿人口、0~6岁人口数缓慢增长



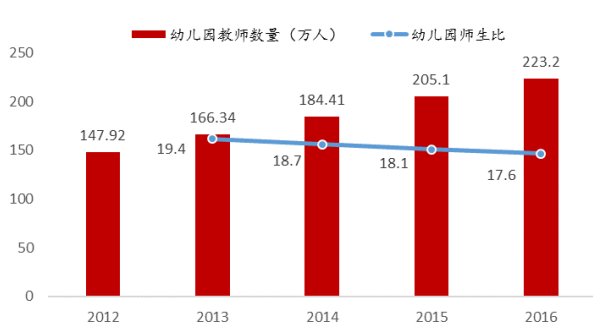
资料来源：国家统计局，招商银行研究院

图 16：我国早教幼教市场规模稳步扩张



资料来源：Frost&Sullivan，招商银行研究院

图 17：我国幼教教师缺口依旧很大



按照教育部2013年发布的《幼儿园教职工配备标准》，幼儿园师生比需达1:5至1:7来预测，我国当前幼教教师缺口达到600~900万人

资料来源：中国产业信息网，招商银行研究院

图 18：10大早教机构排行榜及品牌信息

品牌	国家	成立时间	门店数量	主要课程
红黄蓝亲子园	中国	1998年	946家	入园过渡、入学准备
新爱婴	中国	2003年	500余家	按月龄、潜质等设置课程
美吉姆	美国	1983年成立，2009年入华	400余家	欢动课、艺术课、音乐课
悦宝园	美国	2004年成立，2010年入华	400余家	英语、创意、韵律等课程
金宝贝	美国	1976年成立，2003年入华	360余家	音乐、艺术、技能等课程
东方爱婴	中国	1998年	330余家	音乐、英语等课程
积木宝贝	中国	2010年	180余家	积木相关、艺术类课程
爱乐	中国	1993年	100余家	智商、情商、财商课程
bbunion	美国	2001年成立，2012年入华	80余家	健身、艺术等素质类课程
纽约国际	美国	2001年成立，2012年入华	80余家	健身、艺术等素质类课程
亲亲袋鼠	澳大利亚	1982年成立，2004年入华	70余家	脑力、美艺、英语等课程

资料来源：公开资料整理，招商银行研究院

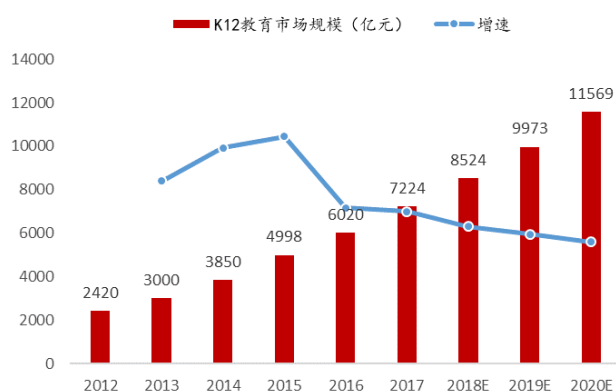
3.2 K12 课外培训

我国 K12 教育市场整体上发展较快，预计 2020 年市场规模突破万亿，其中 K12 课外培训和在线教育渠道增长更加强劲。K12 课外培训主要针对中小学学生课余时间利用，分为学科类和素质类培训。从文化相近的东亚地区对比来看，我国课外辅导渗透率 36.7%，距离港台日韩仍有很大的提升空间。K12 课外培训机构起步较早，市场发育相对成熟，行业竞争充分。线下机构经营壁垒主要是师资水平、渠道和机构管理能力。K12 课外培训竞争格局逐步明朗，第一梯队全国性龙头新东方与好未来共占据 6% 的市场份额，优势明显。学科类课外培训更看重办学质量和口碑，头部机构在保证教学供给能力的情况下优势会进一步扩大。行业规范细则出台淘汰办学力量薄弱的中小企业，学科类课外培训市场集中度有望进一步提升。

除此之外，一方面家长越来越注重孩子全方位发展和兴趣爱好培养，国家政策鼓励对少年儿童进行艺体方面教育提升综合素质，STEAM[®]教育培训市场仍是蓝海；另一方面，随着高考改革，我国高校逐渐提高以综合素质考察为主的自主招生比例。因此，我们预计素质类课外培训市场将维持高增速。

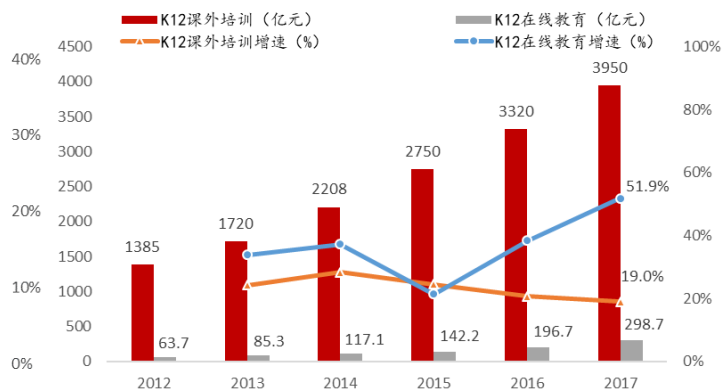
从教学渠道角度，线上 K12 课外培训目前也是热门赛道，线上经营壁垒主要在产品、内容和渠道引流三个方面。

图 19：我国 K12 教育市场将很快突破万亿



资料来源：艾瑞咨询，招商银行研究院

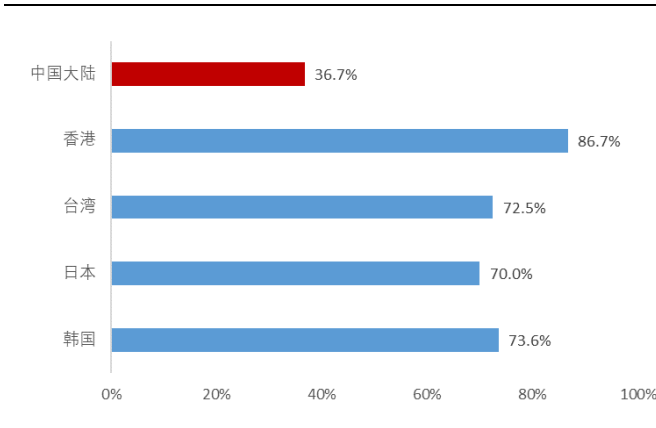
图 20：K12 课外培训和在线教育渠道快速增长



资料来源：艾瑞咨询，招商银行研究院

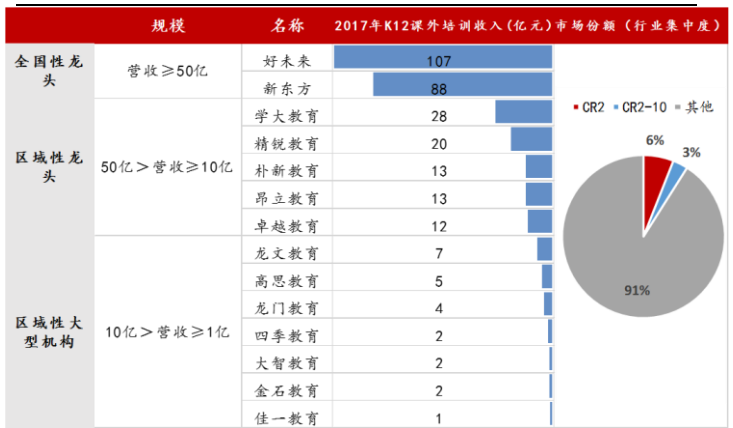
® STEAM: Science 科学, Technology 技术, Engineering 工程, Arts 艺术, Mathematics 数学逻辑, 美国开展的素质教育体系

图 21: 东亚各地区课外辅导渗透率



资料来源: 中国教育财政科学研究所, 招商银行研究院

图 22: K12 教育市场竞争格局

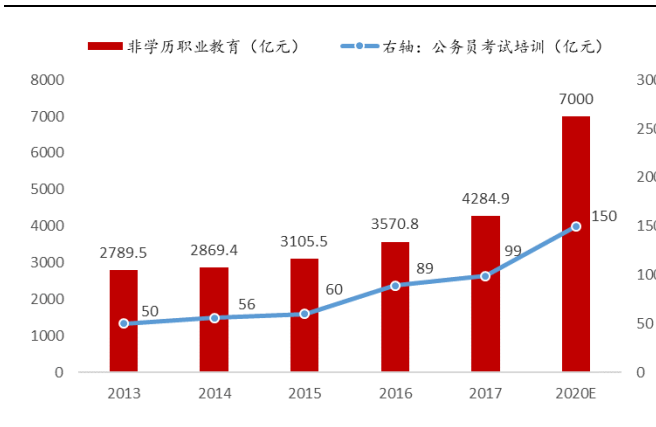


资料来源: 招商银行研究院

3.3 非学历职业教育

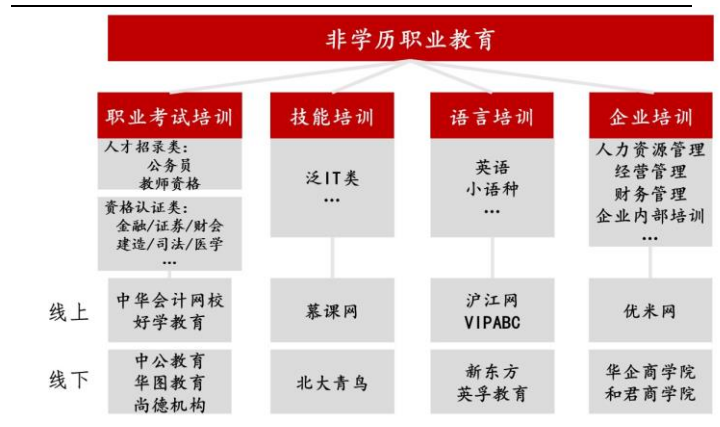
公务员考试和事业单位招聘培训市场规模逐年扩大, 近十年间国家公务员考试报名人数翻了一番, 2018 年达到 166 万人, 公务员考试培训市场预计 2020 年突破 150 亿元; 正如前文提到, 早教幼教领域急需教师资源、K12 机构教师必须具备教师资格证, 教师资格证考试改革通过难度加大等因素叠加影响教师资格证考试培训市场快速壮大。非学历职业教育市场快速增长, 整体处于发展风口。由于行业赛道较多, 涉及公务员、事业单位等职业技能考试培训, 会计、金融、计算机等相关资质证书考试培训, 市场集中度较低, 但垂直领域已有龙头显现, 如公考领域全国龙头中公教育。企业经营壁垒主要是师资水平和渠道搭建, 师资力量强(体现在学员通过率高)、线下网点多、线上教育渠道完善的机构最有机会胜出。

图 23: 非学历职业教育和公务员考试培训市场



资料来源: 中国教育财政科学研究所, 招商银行研究院

图 24: 非学历职业教育细分赛道及代表企业

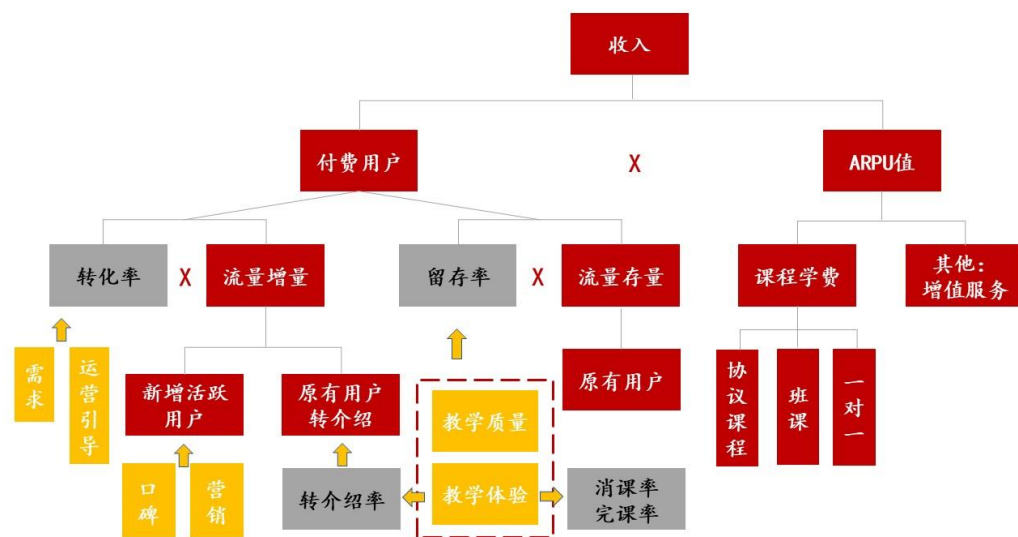


资料来源: 招商银行研究院

3.4 在线教育

区别于内容划分，渠道方面我们将在线教育单独作为一个赛道进行分析。无论是线上儿童英语、线上 K12 课外辅导、线上职业资格考试辅导，还是公办教育远程教学、高校视频公开课等，互联网在教育行业各细分领域渗透率均在提升，教育线上化趋势确定。商业模式上，线上教育模式兼具教育属性和互联网特征，因此我们看到流量指标、转化率指标、留存率指标以及 ARPU 等成为重要判断依据。

图 25：在线教育商业模式核心指标与决定因素拆分图

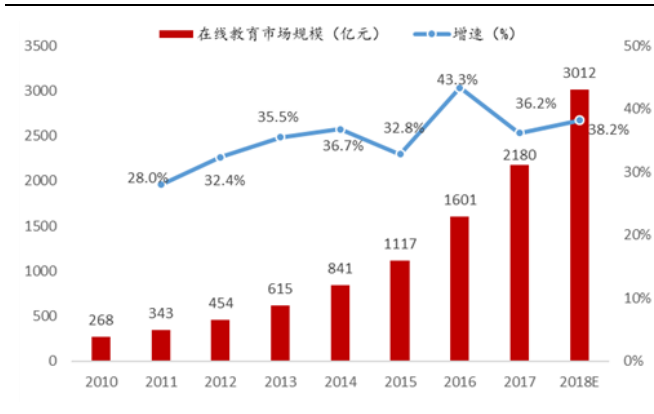


资料来源：广证恒生，招商银行研究院

在线教育市场快速扩张，近 8 年复合增速达到 31%，2018 年市场规模超过 3800 亿元。在线教育行业主要有工具类、平台类、社区类和内容类企业，切入点各不相同。从行业发展来看，工具类可替代成本较低、平台类缺乏变现渠道，内容类企业模式得到验证后具备更强的竞争力，在线教育龙头企业多为内容型教育综合平台。因此，内容输出是在线教育的核心壁垒，其次线上渠道获客能力。但是，在线教育行业也面临着获客成本高的痛点：一方面，线上教育办学成本低和门槛低导致赛道拥挤；另一方面，在线教育正处于跑马圈地的阶段，流量竞争激烈，甚至不惜“烧钱”引流。我们预计未来几年在线教育市场将激烈竞争，规范在线教育市场相关政策或将出台，行业优胜劣汰将出清大部分竞争力不足的企业，持续看好内容驱动型在线培训。



图 26：在线教育市场快速扩张



资料来源：Analysys 易观数据，招商银行研究院

图 27：6 家上市在线教育龙头企业对比

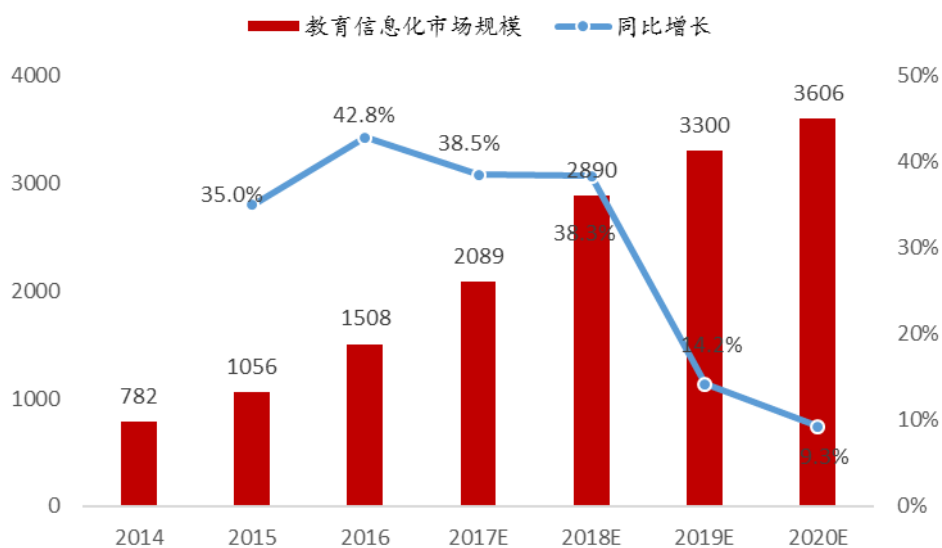
品牌	细分领域	课程形式	服务对象	平台
新东方在线	内容型教育综合平台	直播+录播；2C&2B	K12、大学生、职业人群和机构客户	新东方在线、东方优播
沪江教育科技	内容型教育综合平台	直播+录播；2C&2B	K12、大学生、职业人群和机构客户	沪江网校、CCTalk
尚德机构	职业教育	“双师”直播+录播	18—40岁城市用户	
流利说	在线英语培训	AI 定制化服务，2C 为主	所有有英语需求的人群	英语流利说
正保远程教育	职业教育	录播为主；2C&2B	职场人群、大学生	中华会计网校
无忧英语 (51TALK)	在线英语培训	一对一，纯外教，2C	主要是 K12，小部分成人	51Talk 无忧英语

资料来源：广证恒生，招商银行研究院

3.5 教育科技

除了根据教育对象划分的几个热门领域存在显著机会以外，教育科技企业为教育机构搭建技术平台和开发产品，作为教育发展的“基础设施提供商”从中受益。这其中，教育信息化行业侧重 2B 端的教育信息系统改造，模式正从“基础设备配套+应用”向“数据驱动+体验”过渡，企业的壁垒主要来自渠道拓展、地域覆盖能力和教育资源把控能力。根据蓝鲸教育数据，目前在深圳每间小学教室的信息化装备投入经费已达 50 万元，初中是 70 万元，高中是 90 万元。2011 年 6 月，教育部发布的《教育信息化十年发展规划（2011-2020 年）》明确提出各级政府在教育经费中按不低于 8% 的比例列支教育信息化经费，保障教育信息化拥有持续、稳定的政府财政投入。我国 2016 年教育信息化经费已超过 2500 亿，2020 年经费预算或将达到 3500 亿以上。

图 28：我国教育信息化市场处于成长期



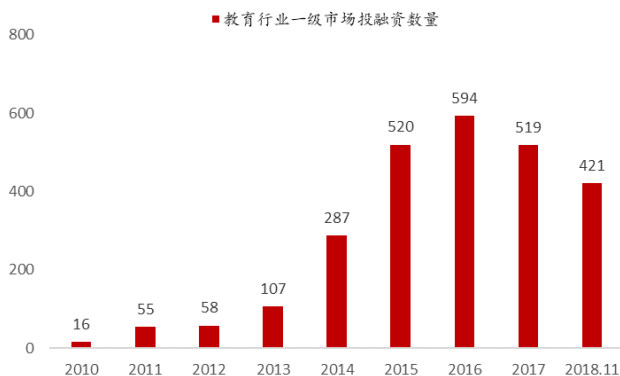
资料来源：中国产业信息网，招商银行研究院

除教育信息化以外，近几年大数据、图像识别、VR 和 AI 等技术已经在教育应用市场投入使用，丰富教学场景、提升教学质量，同时也帮助教育机构提升运营效率、降低成本。**教育科技企业的产品应用空间、研发投入是核心要素。**大型教育机构通常单独设立科技研发部门，或者投资教育科技公司，中小机构则依赖外部技术支持。

4. 教育机构一级市场融资特征来看行业发展

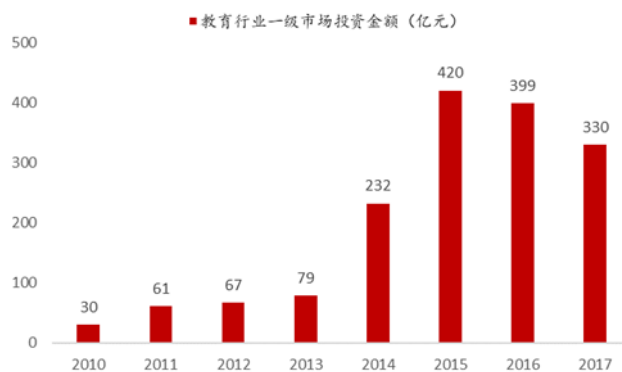
教育行业一级市场融资事件数量在 2016 年达到高点，2016 至 2018 年开始回落，市场投资机构趋于谨慎。主要原因首先是，随着 2016 年下半年市场资金面开始收紧，一级市场整体投融资热度下降，教育行业受到影响；其次是教育行业自 2010 年开始受到投资机构青睐，投融资数量 7 年间翻了 37 倍，投融资金额在 2015 年最高达到 420 亿元。教育行业快速扩张，热门赛道过于拥挤，机构鱼龙混杂，一大批初创企业倒下，给投资人造成损失。

图 29：教育行业一级市场融资事件数量



资料来源：IT 桔子，招商银行研究院

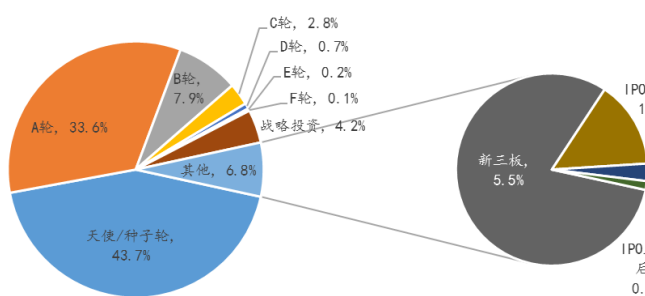
图 30：教育行业一级市场融资金额



资料来源：私募通，招商银行研究院

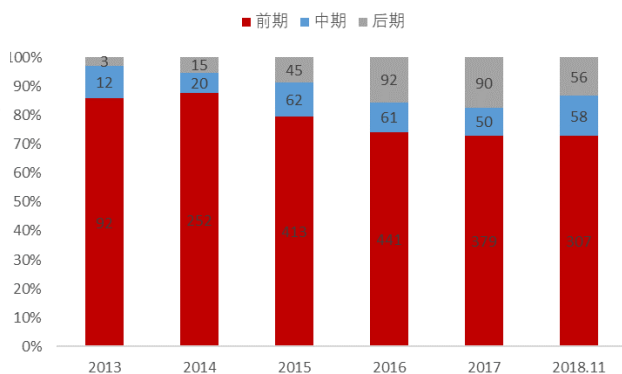
结构上看，**教育机构前期融资数量占据主导地位**，天使轮+A 轮合计占比达到 77.3%，反映了教育行业竞争激烈，不断有优质初创企业进入市场并融资发展壮大。不能忽视的是后期融资数量占比较前几年明显提升，由 2013 年的 3 起增长到 2017 年的 90 起。**后期融资事件大幅攀升**，一方面说明教育机构进入分化期，模式得到验证的成熟标的增多，存量标的融资能力持续强化；另一方面，反映了部分细分领域竞争格局逐渐明朗，行业集中度正在缓慢提升。

图 31：教育行业前期融资数量占主导



资料来源：IT 桔子，招商银行研究院

图 32：教育行业一级市场后期融资占比提升

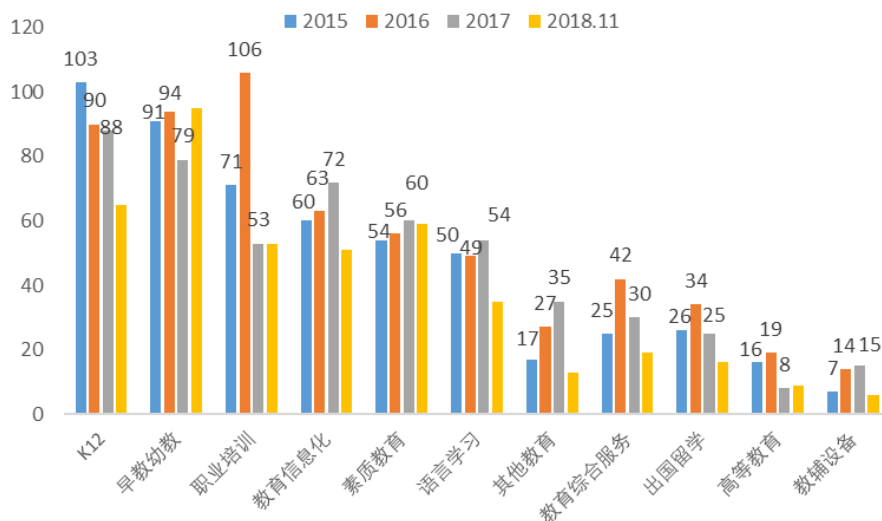


资料来源：IT 桔子，招商银行研究院

细分领域看，2015 年至今，K12、早教幼教、职业培训、教育信息化、素质教育处于投资数量前 5 位。K12 教育市场由于成熟度相对较高、行业竞争格局相对清晰，一级市场融资事件数量逐年下降；职业培训市场在 2016 年迎来投融资高峰，职业培训周期短模式验证快、行业扩张受限于专业教师数量，因此 2017 年起标的融资大幅减少；儿童早教行业一级市场融资数量多且稳定，

侧面反映了行业处于快速发展期，标的融资需求旺盛，但是今年下半年针对民办幼儿园出台的政策彻底阻断证券化道路，严重影响投资决策，我们预计2019年投融资事件数量将断崖式减少；教育信息化与素质教育行业一级市场融资事件数量逐年上升，成为投资机构看好最具潜力的两条赛道。

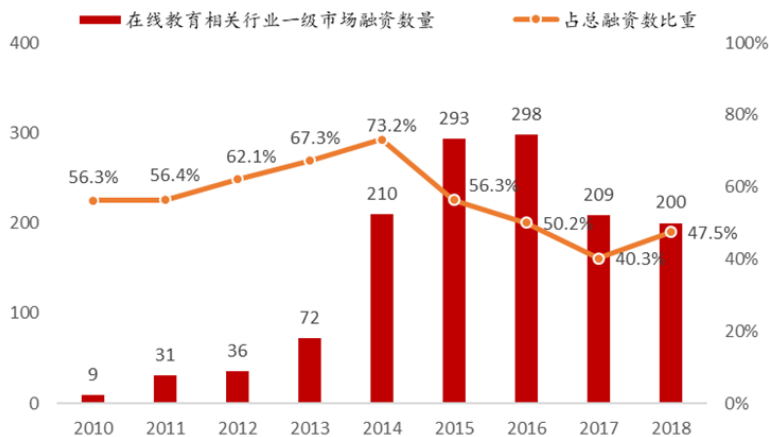
图 33：教育行业细分领域融资事件数量



资料来源：IT 桔子，招商银行研究院

另一个维度来看，在线教育一级市场融资事件数量占据教育行业整体融资的绝大多数，且复投率逐年上升，说明投资机构对“互联网+教育”领域关注度高，教育各细分领域线上化趋势得到一致认可，各细分领域的在线教育标的成为香饽饽。

图 34：在线教育相关行业一级市场融资事件数量占比一直较高



资料来源：IT 桔子，招商银行研究院

5. 银行应当优选教育行业融资标的

整体上看，教育刚性需求决定市场波动较小，教育行业是典型的弱周期行业，是银行等低风险偏好机构的目标客户。由于学费预缴的消费习惯，教育机构普遍具有良好的现金流，且毛利水平较高，成本和费用主要体现在教师成本、线下场地费用和销售费用。

结构上看，各细分领域情况不尽相同，客户筛选需要关注所在具体赛道。公立 K12 教育普惠性较强，一般由地方教育部门管辖，资金需求主要依靠财政解决，银行可以从智慧校园方面切入合作，通过搭建智慧幼儿园、智慧中小学等平台绑定客户支付结算。

民办教育领域重点关注：

- ▶ K12 课外培训（尤其是素质教育）、早教幼教、非学历职业培训（尤其是招考类培训）、在线教育、教育科技/教育信息化等几大热门赛道，其中职业资格证书考试培训、素质教育市场化程度较高，政策风险较小，是两条兼具确定性与成长性的赛道。

- ▶ 线上、线下生产优质内容、渠道搭建完善（包括线下销售与网点管理，线上流量）、师资稳定的教育机构。

- ▶ 垂直细分领域龙头企业。参照但不限于我们在文章第三部分图 14 罗列的优质赛道龙头公司，比如早教幼教赛道的新爱婴、悦宝园等；K12 课外培训赛道的新东方、好未来、学大教育、朴新教育等；非学历职业教育赛道的中公教育、华图教育等；在线教育赛道的 VIPKID、沪江网校等；教育科技赛道的科大讯飞、创显科教等。

- ▶ 为教育机构提供基础设备和教学工具的教辅设备企业（以订单确保未来业绩）。



免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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保持在最新状态。同时，本公司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。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-83195702

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇