



## 托育机构必读：税收新政能省多少钱？

2019.7.12

黄莞 (分析师)	史玲林 (研究助理)
电话: 020-88832319	020-88832286
邮箱: huangguan@gzgzhs.com.cn	shi.linglin@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310517050001	A1310118080004

### 摘要:

**与市场不同之处:** 税收新政能够给托育行业经营者带来好处是行业共识,但市场上并未详细解读改善的效果到底有多少?因此本文根据税收优惠政策的细则,详细的分析税后优惠前后,对企业单店盈利模型和投资回收期改善的具体效果,以供企业与投资者参考。

#### ● 早教托育行业在政策推动下渗透率逐步提升,预期将率先在消费意识与经济水平领先的一线城市发展

1) 国家开始重视 0-3 岁托育服务,各项政策将持续推动行业渗透率提升。2019 年 5 月国务院发布《关于促进 3 岁以下婴幼儿照护服务发展的指导意见》,从国家层面促进行业发展,且我国渗透率仅 4-6%,潜在需求率约 33-48%,增长空间巨大。

2) 由于消费意识与经济水平的影响,预期未来渗透率提升逻辑将率先在一线城市得以验证。托育行业兴起较晚,社会意识中仍以家庭保育、隔代养育的观念最为普及。一线城市经济水平较高、接触国外托育、早教理念较久,适合托育企业发展。

3) 托育企业单店盈利能力在税收优惠将再上一个台阶。托育领域发展尚在初期,政府仍支持社会资本参与其中,且行业盈利能力受益于政策利好而持续改善。

#### ● 税收优惠政策能够显著提高托育企业盈利能力,和投资回收速度

1) 单店盈利模型方面:成熟期税后净利率预计可提升 5-6pct 至 22% 左右。托育机构的单店盈利模型受区域因素、标准学位设计、客单价、生师比等众多因素的影响,我们根据合理假设测算得出,税收优惠前一个面积 600 m<sup>2</sup> 的托育中心,年营收额为 594 万元,税后净利率 98.41 万元,净利率约 16.57%。考虑税收优惠后,税后净利润增加 32.46 万元至 130.87 万元,净利率增加 5.47pct 至 22.03%。

2) 投资回收周期方面:估算在原始 22 个月投资回报期上,可缩短 4 个月左右。根据假设,我们大致得到面积 600 m<sup>2</sup> 的托育中心,在税收优惠前的投资回收期约 22 个月。考虑税收优惠后的单店投资回收期可缩短约 4 个月至 18 个月,投资回报期的缩短主要来源于单店盈利能力增强:一方面是开店成长期的盈利能力,税收优惠前后,开店成长期回收的前期投入比例增长约 10%。另一方面是成熟期的净利率水平增长 5.47pct,进一步加快前期投入成本的回收速度。

#### ● 投资逻辑

基于模拟测算,我们认为税收优惠政策能够显著提高企业盈利能力,和投资回收速度。但需要注意的政策指明税收优惠对象为社区提供 0-3 岁婴幼儿托育服务的机构。因此建议关注以直营业务占比较大的、社区型的、托育业务占比较大的机构,如全优加、纽诺教育、孩盟国际、袋鼠麻麻等。

● 风险提示:税收优惠政策对象范围界定风险、市场发展不及预期风险、持续经营能力不确定的风险

### 相关报告

1. 从“幼有所育、学有所教”的上海思路与探索,看托育行业的发展机遇-20190220
2. 【早教商业模式深度专题(下)】光明地平线(BFAM)商业模式剖析与中国 2B 早教业务实践思考-20180916
3. 【早教商业模式深度专题(上)】光明地平线(BFAM)商业模式剖析与中国 2B 早教业务实践思考-20180915

广证恒生

做中国新三板研究极客





## 目录

目录.....	2
图表目录.....	3
1、税收优惠政策原文：社区托育免征增值税，并减按 90%征收企业所得税.....	4
2、税收优惠对社区托育中心单店盈利模型的影响测算.....	4
2.1（税收优惠前）成熟期税后净利率约 17%.....	5
2.2（税收优惠后）成熟期税后净利率预计可提升 5.47pct.....	7
3、税收优惠对社区托育中心投资回报周期的影响测算.....	9
3.1（税收优惠前）单店投资回收期约 22 个月.....	9
3.2（税收优惠后）单店投资回收期预计可减少 4 个月左右.....	10
4、投资逻辑：税收政策将直接利好直营的社区型托育机构，显著提高企业盈利能力与投资回收速度.....	11
4.1 全优加：华南优质早教托育综合型品牌.....	12
4.2 纽诺教育：华南领先的专业型托育机构.....	13
4.3 孩盟国际：杭州地区新锐托育机构.....	14
4.4 袋鼠麻麻：上海地区新锐托育机构.....	15
5、风险提示.....	16



## 图表目录

图表 1 托育机构配备人员数量及要求.....	5
图表 2 社区商铺租金.....	6
图表 3 (税收优惠前) 成熟期托育中心收入成本拆分 (单位: 年/万元) .....	7
图表 4 (税收优惠后) 成熟期托育中心收入成本拆分 (单位: 年/万元) .....	8
图表 5 托育中心筹备期前期投入水平 (万元) .....	9
图表 6 (税收优惠前) 托育中心投资回报测算.....	10
图表 7 (税收优惠后) 托育中心投资回报测算.....	11
图表 8 部分托育业务为主的机构 .....	12
图表 9 全优加店铺情况 (部分) .....	13
图表 10 纽诺教育历史融资情况.....	14
图表 11 纽诺教育店铺情况 (部分) .....	14
图表 12 孩盟国际历史融资情况.....	15
图表 13 孩盟国际店铺情况 (部分) .....	15
图表 14 袋鼠麻麻历史融资情况.....	16
图表 15 袋鼠麻麻店铺情况 (部分) .....	16

# 1、税收优惠政策原文：社区托育免征增值税，并减按 90%征收企业所得税

《关于养老、托育、家政等社区家庭服务业税费优惠政策的公告》

财政部 税务总局 发展改革委 民政部 商务部 卫生健康委公告 2019 年第 76 号

为支持养老、托育、家政等社区家庭服务业发展，现就有关税费政策公告如下：

一、为社区提供养老、托育、家政等服务的机构，按照以下规定享受税费优惠政策：

(一) 提供社区养老、托育、家政服务取得的收入，免征增值税。

(二) 提供社区养老、托育、家政服务取得的收入，在计算应纳税所得额时，减按 90% 计入收入总额。

(三) 承受房屋、土地用于提供社区养老、托育、家政服务的，免征契税。

(四) 用于提供社区养老、托育、家政服务的房产、土地，免征不动产登记费、耕地开垦费、土地复垦费、土地闲置费；用于提供社区养老、托育、家政服务的建设项目，免征城市基础设施配套费；确因地质条件等原因无法修建防空地下室的，免征防空地下室易地建设费。

二、为社区提供养老、托育、家政等服务的机构自有或其通过承租、无偿使用等方式取得并用于提供社区养老、托育、家政服务的房产、土地，免征房产税、城镇土地使用税。

三、本公告所称社区是指聚居在一定地域范围内的人们所组成的社会生活共同体，包括城市社区和农村社区。

为社区提供托育服务的机构，是指在社区依托固定场所设施，采取全日托、半日托、计时托、临时托等方式，为社区居民提供托育服务的企业、事业单位和社会组织。社区托育服务是指为 3 周岁（含）以下婴幼儿提供的照料、看护、膳食、保育等服务。

本公告自 2019 年 6 月 1 日起执行至 2025 年 12 月 31 日。

## 2、税收优惠对社区托育中心单店盈利模型的影响测算

税收新政能够给托育行业经营者带来好处是行业共识，但市场上并未详细解读改善的效果到底有多少？因此本文根据税收优惠政策的细则，详细的分析税后优惠前后，对企业单店盈利模型和投资回收期改善的具体效果，以供企业与投资者参考。

## 2.1 (税收优惠前) 成熟期税后净利率约 17%

托育机构的单店盈利模型受区域因素、标准学位设计、客单价、师生比等众多因素的影响，我们根据合理假设测算得出，处于成熟期的托育中心年度税后净利率为 16.57%。基本与市场草根调研信息获取的行业平均净利润在 10-20% 的信息相符。

模拟的单店模型——具体假设如下：

**1、园区规模、性质假设：**园区规模 600 m<sup>2</sup>、对应标准学位 120 个，地处一线城市、客单价对应 5000 元/月。托育行业目前仍处于发展早期，一线城市入托率仍不足 5%，二三线城市更低，因此基于实际市场情况，我们以一线城市作为托育机构经营背景，对应月收费 5000 元/人。托育中心面积以草根调研来看，多分布在 500-1000 m<sup>2</sup>，社区型托育中心普遍偏小，因此这里取 600 m<sup>2</sup> 对应 120 个标准学位计。

**2、收入假设：**成熟期满班率假设为 90%，收费周期 10 个月。托育中心由于非刚需问题，通常难以做到 100% 满班率。草根调研后发现，托育机构在运营情况良好下一般可保持 90% 左右的满班率。此外，由于过年过节等情况，托育学员通常并非 12 月均在校学习，模拟幼儿园情况，收费周期大致在 10 个月左右。

**3、人力成本假设：**教师师生比在 1: 5 左右，配备清洁、厨师、保健医等少量其余员工以及园长一位。托育中心的师生比假设在 1: 5、保健医为 1 人、园长 1 人，主要依据 2018 年 4 月发布的《上海市 3 岁以下幼儿托育机构设置标准（试行）》，并参考幼儿园设置标准。各人员薪酬水平假设：园长/月薪 1 万元、保洁/月薪 2500 元、厨师/月薪 4000 元、保健医/月薪 4000 元、老师根据级别月薪在 3000-7000 元之间。

图表 1 托育机构配备人员数量及要求

员工类别	师生比	任职要求
园长	--	大专及以上学历，同时具有教师资格证和育婴员四级及以上国家职业资格证书，有从事学前教育管理工作 6 年及以上的经历。
育婴员/ 保育员	2-3 岁幼儿：不高于 7:1 18-24 个月幼儿：不高于 5:1 18 个月以下幼儿不高于 3:1	育婴员大专及以上学历，并取得育婴员四级及以上国家职业资格证书。 保育员取得保育员四级及以上国家职业资格证书。
保健员	50 幼儿：1 名兼职 50-100 名幼儿：1 名正职 101-140 名幼儿：1 名正职+1 名兼职	中等卫生学校、幼师或高中以上文化程度，经过本市妇幼保健机构组织的卫生保健专业知识培训并考核合格。

资料来源：《上海市 3 岁以下幼儿托育机构管理暂行办法》、《上海市 3 岁以下幼儿托育机构设置标准（试行）》、广证恒生

**4、租金水电成本假设：**房租假设为 3 元/m<sup>2</sup>/天，水电物业等在租金基础上取小幅百分比。根据 58 同城社区底商商铺租赁价格，在广州各地区的日租约在 2-5 元/m<sup>2</sup>/天，我们假定模型取中间值 3 元/m<sup>2</sup>/天计算。由于水电物业多与使用面积呈相关关系，因此在租金基础上取 20% 左右。

图表 2 社区商铺租金

	<p><b>(招早教、幼儿托管) 户外活动场地400方! 地铁口</b></p> <p>550m<sup>2</sup> 社区底商 空置中 荔湾-坑口 广东省广州市荔湾区花地大道中46号</p> <p>新房 临街 上水</p>	<p>今天</p> <p><b>40000</b>元/月 2.42元/㎡/天</p>
	<p><b>汇侨新城 商业地段 全新商铺, 火热招租中! (多种面...</b></p> <p>500m<sup>2</sup> 社区底商 空置中 白云-新市 新市汇侨路16号</p> <p>临街 上水 下水 380V</p>	<p>今天</p> <p><b>75000</b>元/月 5元/㎡/天</p>
	<p><b>环市东环市东和平路社区住宅底商650临街</b></p> <p>650.00m<sup>2</sup> 社区底商 空置中 越秀-环市东 环市东和平路</p>	<p>今天</p> <p><b>89999</b>元/月 4.62元/㎡/天</p>
	<p><b>(出租) 大型小区底商业裙楼、培训、早教、托管、舞...</b></p> <p>620m<sup>2</sup> 社区底商 空置中 白云-同和 时代天朗花园</p> <p>新房 临街 上水 下水</p>	<p>07-05</p> <p><b>49600</b>元/月 2.67元/㎡/天</p>

资料来源：58 同城、广证恒生

**5、折旧摊销、管理费用、销售费用等：**折旧摊销主要由固定资产初始投入 5 年均摊成本组成，管理费用是除人力成本和折旧摊销以外的管理费用，如差旅费、会议活动会、绩效奖金等等，按照行业水平 10% 计算。销售费用主要包含宣传成本以及销售人力成本，假设 2 个招生专员/月薪 5000 元+宣传费用 5 万/月。

**6、税费：**税费主要有增值税及附加、企业所得税、印花税组成。其中增值税为 6%，附加税如城市建设税=增值税\*7%、教育附加费=增值税\*3%、地方教育附加=增值税\*2%等；企业所得税为 25%；印花税为千分之 5。

根据以上假设，我们大致得到一个面积 600 m<sup>2</sup> 的托育中心，年营收额为 594 万元，税后净利率 98.41 万元，净利率约 16.57%。

图表 3 (税收优惠前) 成熟期托育中心收入成本拆分 (单位: 年/万元)

项目	说明	绝对额 (万元)	占营收比
运营收入 (年)		594.00	100%
学费收入	成熟期满班率 90% 学费: 5000 元/月 (1 年按 10 个月计)	540.00	90.91%
餐费及其他	餐费 500 元/月 (1 年按 10 个月计)	54.00	9.09%
不含税收入	增值税 6%	560.38	94.34%
运营成本 (年)		422.16	71.07%
租金水电物业等	月租 3 元/㎡/天+水电	77.76	13.09%
教师及其他人力成本	1 个园长/月薪 1 万+1 保洁/月薪 2500 元+2 厨师/月薪 4000 元+1 保健医/月薪 4000+21 个老师	155.40	26.16%
其他服务/产品成本	餐费不赚钱	64.80	10.91%
销售费用 (含销售人力成本)	2 个招生专员/月薪 5000 元+宣传费用 5 万/月	48.00	8.08%
管理费用 (除人力成本、折旧摊销外的其他管理费用)	10% 左右	59.40	10.00%
折旧摊销	固定资产初始投入 5 年均摊	16.80	2.83%
税费	城市建设税=增值税*7%、教育附加费=增值税*3%、地方教育附加=增值税*2%、印花税=销售收入*千分之五	7.00	1.18%
税前净利润 (年)		131.21	22.09%
企业所得税	企业所得税 25%	32.80	5.52%
税后净利润 (年)		98.41	16.57%

资料来源: 广证恒生

## 2.2 (税收优惠后) 成熟期税后净利率预计可提升 5.47pct

根据 2.1 假设, 我们大致得到一个面积 600 m<sup>2</sup> 的托育中心, 年营收额为 594 万元, 税后净利率 98.41 万元, 净利率约 16.57%。

考虑税收优惠后, 单店盈利模型发生的主要变化 如下: 税后净利润增加 32.46 万元, 净利率增加 5.47pct。

1、**增值税免税**: 合计减少约 39.92 万元。企业 6% 的增值税免掉后, 不含税收入由 560.38 万元, 上涨至 594 万元, 差额 33.62 万元。增值税附加通常同步减免, 即减免约 4.03 万元 (附加税=城市建设税+教育附加费+地方教育附加)。

2、**企业所得税减按 90% 计税**: 增值税免税导致应纳税额上升, 但减按 90% 计税又降低了应纳税额, 最终应交所得税增加约 5.19 万元。由于增值税及附加是在计算企业所得税应纳税额之前, 因此增值税免税会使得企业所得税的应纳税额上升 39.92 万元, 因此导致企业所得税增加。但由于企业所得税会减按 90% 计算应纳税额, 因此最终合计约增加 5.19 万元。



综合来看,税收优惠带来的税后净利润增加 32.46 万元至 130.87 万元,净利率增加 5.47pct 至 22.03%。

图表 4 (税收优惠后) 成熟期托育中心收入成本拆分 (单位: 年/万元)

项目	说明	绝对额 (万元)	占营收比
运营收入 (年)		594.00	100%
学费收入	成熟期满班率 90% 学费: 5000 元/月 (1 年按 10 个月计)	540.00	90.91%
餐费及其他	餐费 500 元/月 (1 年按 10 个月计)	54.00	9.09%
不含税收入	免增值税	594.00	100.00%
运营成本 (年)		422.16	71.07%
租金水电物业等	月租 3/元/㎡+水电	77.76	13.09%
教师及其他人力成本	1 个园长/月薪 1 万+1 保洁/月薪 2500 元+2 厨师/月薪 4000 元+21 个老师	155.40	26.16%
其他服务/产品成本	餐费不赚钱	64.80	10.91%
销售费用 (含销售人力成本)	2 个招生专员/月薪 5000 元+活动费用 5 万/月	48.00	8.08%
管理费用 (除人力成本外的其他管理费用)	10%左右	59.40	10.00%
折旧摊销	固定资产初始投入 5 年均摊	16.80	2.83%
税费	印花税=销售收入*千分之五	2.97	0.50%
税前净利润 (年)		168.87	28.43%
企业所得税	企业所得税 25%, 减按 90% 计应纳税额	38.00	6.40%
税后净利润 (年)		130.87	22.03%

资料来源: 广证恒生



## 3、税收优惠对社区托育中心投资回报周期的影响

### 测算

基于模拟单店盈利模型，我们得到在成熟状态下，税收政策对单店的盈利能力有较大幅度的改善，净利率可提高 5.47pct。税收优惠前的单店年营收额为 594 万元，税后净利率 98.41 万元，净利率约 16.57%。税收优惠后，单店年营收额保持不变，税后净利润增加 32.46 万元至 130.87 万元，净利率增加 5.47pct 至 22.03%。接下来，我们继续测算，税收优惠政策对单店投资回报期的影响。

#### 3.1（税收优惠前）单店投资回收期约 22 个月

一个托育中心开始大致会经历筹备期—开店成长期—成熟期三个状态。成熟期状态下已知单店税后净利润由 98.41 万元增加 32.46 万元至 130.87 万元，净利率由 16.57% 增加 5.47pct 至 22.03%。接下来我们主要讨论筹备期前期投入和开店成长期的单店状态，再考虑成熟期盈利水平得到我们的综合投资回收期。

1、筹备期：初始投入约 156 万元，准备周期 3 个月。主要包含装修及配套设置、租金押金、筹备期人力与宣传成本以及备用流动资金等。行业平均水平在 150-300 万元之间，主要视园区面积、区位、装修要求等而定。

图表 5 托育中心筹备期前期投入水平（万元）

	假设前提	财务数据
初始投入（筹备期 3 个月）	155.95 万元	
装修成本	1200 元/m <sup>2</sup>	72 万元
教辅教具等配套设施	1000 元/学生	12 万元
租金押金+筹备期租赁成本	押二付一，月租 3/元/m <sup>2</sup> ，筹备期三个月	16.2 万元
筹备期人力成本	1 个园长+2 个招生专员+1 保洁+6 个老师	15.75 万元
筹备期宣传成本		30 万元
备用流动资金		10 万元

资料来源：广证恒生

2、开店成长期：模型测算 7 个月进入成熟期，即 90% 满园状态，核心变动数据为学员人数，随之带来运营收入和运营成本的同比变化。开店成长期的第一个月为筹备期三个月之后，即第四月，假设每个月增长学员人数为 10 人次，7 个月后进入 90% 左右的满园状态。行业平均水平在 6-9 个月之间。此外，由于营业收入构成为 10 个月的学员托育费和餐费，而运营成本则为 12 个月计，因此成熟期的回收成本对应的月份数量为剩余前期投入与年度盈利的除数，表示月度有效盈利。

综上所述，税收优惠前，托育中心单店投资回收周期为 21.63 个月，约等于 1 年 10 个月时间。



图表 6 (税收优惠前) 托育中心投资回报测算

项目	第一月	第二月	第三月	第四月	第五月	第六月	第七月
假设学员人数	40.00	50.00	60.00	70.00	80.00	90.00	100.00
运营收入 (每月)	22.00	27.50	33.00	38.50	44.00	49.50	55.00
学费收入	20.00	25.00	30.00	35.00	40.00	45.00	50.00
餐费及其他	2.00	2.50	3.00	3.50	4.00	4.50	5.00
不含税收入	20.75	25.94	31.13	36.32	41.51	46.70	51.89
运营成本 (每月)	23.03	25.58	26.63	29.18	31.73	32.78	35.33
租金水电物业等	6.48	6.48	6.48	6.48	6.48	6.48	6.48
教师人力成本	6.95	8.45	8.45	9.95	11.45	11.45	12.95
其他服务/产品成本	2.00	2.50	3.00	3.50	4.00	4.50	5.00
销售费用	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
管理费用	2.20	2.75	3.30	3.85	4.40	4.95	5.50
折旧摊销	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40
税费 (每月)	0.26	0.32	0.39	0.45	0.52	0.58	0.65
税前净利润 (每月)	(2.53)	0.04	4.11	6.69	9.26	13.33	15.91
企业所得税 (每月)			1.03	1.67	2.32	3.33	3.98
税后净利润 (每月)	(2.53)	0.04	3.08	5.02	6.95	10.00	11.93
前期投入剩余 (万元)	157.08	155.65	151.16	144.75	136.40	125.00	111.67
<b>综合投资回收周期</b>	<b>21.63 个月 (包含 3 个月筹备期、7 个月开店成长期)</b> 注：由于营业收入构成为 10 个月的学员托育费和餐费，而运营成本则为 12 个月计，因此成熟期的回收成本对应的月份数量为剩余前期投入与年度盈利的除数，表示月度有效盈利。						

资料来源：广证恒生

### 3.2 (税收优惠后) 单店投资回收期预计可减少 4 个月左右

根据 3.1 假设，我们大致得到一个面积 600 m<sup>2</sup>的托育中心，投资回收期为 21.63 个月，约等于 1 年 10 个月。根据测算，考虑税收优惠后的单店投资回收期减少约 4 个月至 17.84 个月，投资回报期的缩短主要来源于单店盈利能力增强，具体影响如下：

1、开店成长期的盈利能力：税收优惠前后，开店成长期回收的前期投入比例增长约 10%。税收优惠后在正式进入稳定成熟期前已回收 38.13% 的前期投入，未实施税收优惠时同期回收比例 28.39%。

2、成熟期的盈利能力：税收优惠前后，成熟期的净利率水平增长 5.47pct，进一步加深了前期投入成本回收速度。



图表 7 (税收优惠后) 托育中心投资回报测算

项目	第一月	第二月	第三月	第四月	第五月	第六月	第七月
假设学员人数	40.00	50.00	60.00	70.00	80.00	90.00	100.00
运营收入 (每月)	22.00	27.50	33.00	38.50	44.00	49.50	55.00
学费收入	20	25	30	35	40	45	50
餐费及其他	2	2.5	3	3.5	4	4.5	5
不含税收入	22.00	27.50	33.00	38.50	44.00	49.50	55.00
运营成本 (每月)	23.03	25.58	26.63	29.18	31.73	32.78	35.33
租金水电物业等	6.48	6.48	6.48	6.48	6.48	6.48	6.48
教师人力成本	6.95	8.45	8.45	9.95	11.45	11.45	12.95
其他服务/产品成本	2	2.5	3	3.5	4	4.5	5
销售费用	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
管理费用	2.2	2.75	3.3	3.85	4.4	4.95	5.5
折旧摊销	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
税费 (每月)	0.11	0.1375	0.165	0.1925	0.22	0.2475	0.275
税前净利润 (每月)	(1.14)	1.78	6.21	9.13	12.05	16.47	19.40
企业所得税 (每月)			1.40	2.05	2.71	3.71	4.36
税后净利润 (每月)	(1.14)	1.78	4.81	7.07	9.34	12.77	15.03
前期投入剩余 (万元)	155.69	152.51	146.30	137.82	127.09	112.92	96.49
综合投资回收周期	17.84 个月 (包含 3 个月筹备期、7 个月开店成长期)						

资料来源: 广证恒生

## 4、投资逻辑: 税收政策将直接利好直营的社区型托育机构, 显著提高企业盈利能力与投资回收速度

早教托育行业在政策推动下渗透率逐步提升, 预期将率先在消费意识与经济水平领先的一线城市发展。

1) 国家开始重视 0-3 岁托育服务, 各项政策将持续推动行业渗透率提升。2019 年 5 月国务院发布《关于促进 3 岁以下婴幼儿照护服务发展的指导意见》, 从国家层面促进行业发展, 且我国渗透率仅 4-6%, 潜在需求率约 33-48%, 增长空间巨大。

2) 由于消费意识与经济水平的影响, 预期未来渗透率提升逻辑将率先在一线城市得以验证。托育行业兴起较晚, 社会意识中仍以家庭保育、隔代养育的观念最为普及。一线城市经济水平较高、接触国外托育、早教理念较久, 适合托育企业发展。

3) 托育企业单店盈利能力在税收优惠的基础上将再上一个台阶。托育领域发展尚在初期, 政府仍支持社会资本参与其中, 且行业盈利能力受益于政策利好而持续改善。

基于前文模拟测算, 我们认为税收优惠政策能够显著提高企业盈利能力, 和投资回收速度。但需要注

意的是：政策指明税收优惠对象为社区提供 0-3 岁婴幼儿托育服务的机构。1) 社区托育机构定义其为在社区依托固定场所设施，采取全日托、半日托、计时托、临时托等方式，为社区居民提供托育服务的企业、事业单位和社会组织。2) 社区托育服务是指为 3 周岁（含）以下婴幼儿提供的照料、看护、膳食、保育等服务，早教服务是否纳入其中暂不清晰。

因此建议关注以直营或直营+加盟（其中直营占企业收入比重较大的）模式的、社区型的、托育业务占比较大的机构。如壹号贝贝、全优加、纽诺教育、孩盟国际、袋鼠麻麻等。

图表 8 部分托育业务为主的机构

机构名称	加盟/直营	托育/早教	线下点数量	地区
全优加	直营+加盟	托育+早教	直营 23+加盟 65	广东
纽诺教育	直营	托育	25	广东
孩盟国际	直营	托育	18	杭州
袋鼠麻麻	直营	托育	13	上海

资料来源：公司官网、广证恒生

## 4.1 全优加：华南优质早教托育综合型品牌

全优加成立于 2002 年，是国内最早从事早期教育的机构之一，中国早期教育十大影响力品牌，广东省早期教育行业协会会长单位，广东省连锁经营协会副会长单位。根据公开披露，2018 年营收规模突破 1 亿元，累计学员人数 12 万人。截至 2019 年 7 月，全优加旗下合计直营店 37 家，加盟店 33 家，合计 70 家。此外，公司还成立商学院从事早教师资及营销、运营管理人才培养，至今为行业培养输送超过 13000 名专业人才。



广证恒生认为其亮点在于：

1) 长期深耕早教事业，用户口碑良好，具有良好的品牌效应。全优加以直营模式经营十来年才开始尝试加盟业务，对园区运营管控强，服务质量得以保障。是中国早期教育十大影响力品牌，广东省早期教育行业协会会长单位，广东省连锁经营协会副会长单位，具有一定的品牌效应。

2) 钻研幼儿早期教育，独创“1+2+N”课程体系，自研“卓越”系列精品内容。全优加以家园共育为基础，托育与早教为双动力，围绕素质教育方向的特色课程为补充形成“1+2+N”教学体系。还基于 0-6 岁的中国宝宝特质和各阶段发育关键期，融合教育学、医学、心理学、生物学、运动学、营养学的专业知识，遵照中国教育理念和人文环境，自研“卓越”系列精品内容。致力于科学、系统化的培养中国宝宝综合素质能力。

3) 重视人才建设与企业标准化运营。全优加致力于打造专业型人才、管理型人才和复合型的行业人

才，成立商学院专门孵化早教托育人才。与中山大学、华南师范大学 MBA 中心、广东外语艺术职业学院、广东女子职业学院等多所高校达成战略合作关系，至今为行业培养输送超过 13000 名专业人才。此外，全优加积极倡导并引领行业标准化建设，致力于为行业规范化发展作出贡献。

图表 9 全优加店铺情况（部分）



资料来源：公司官网、广证恒生

## 4.2 纽诺教育：华南领先的专业型托育机构

纽诺教育成立于 2010 年，致力于为 0-6 岁宝宝家庭提供专业、系统、安全的家庭育儿服务，产品定位在于中高端家庭。截至 18 年底已有 26 家直营托育中心，其中 70% 是社区店。此外，公司还经营在线育儿课堂以及“睡眠顾问”职业培训，目前拥有 200 万+课程用户，培养了 1,000+睡眠顾问。



广证恒生认为其亮点在于：

1) **创始人为行业 KOL，个人 IP 为品牌赋能。**王荣辉本人的在线育儿课程累计用户量超 200 万。在线上获客成本高企的市场上，具有较好的粉丝传播效应，其全网自媒体的累计粉丝数超过三百万，“王荣辉快乐育儿”、“纽诺教育”等自有流量公众号具有一定获客优势。

2) **标准化培训和管理体系，稳定的单店模型实现快速扩张。**纽诺教育以清晰的职能划分，合理的规则设置为基础，完成了教研体系、人才培养体系、运营模式的标准化。在标准化体系下，公司单店模型稳定，自 2016 年至今 2 年多时间已开设 26 家直营托育中心。

3) 自研的在线父母育儿课程体系以及睡眠顾问培训课程体系共筑专业性。其“睡眠顾问”培训课程体系，目前已累计培养了超 1000 位专业睡眠顾问，提高行业从业人员水平；其开设的在线育儿课程，从家庭端保障育儿过程的知识同步。进而实现良好的家园共育效果，获取较好的用户口碑。

融资情况：纽诺教育历史融资 3 次，2019 年 4 月完成最新一轮 B 轮融资，由广发信德、广州市中小企业发展基金投资数千万元。

图表 10 纽诺教育历史融资情况

时间	轮次	金额	机构
2017-03-22	Pre-A 轮	数千万	广东文投创工场、毅聪资本
2018-04-10	A 轮	6500 万元	安赐资本、广州创玺企业管理有限公司（领投）、广东文投创工场
2019-04-29	B 轮	数千万	广发信德（领投）、广州市中小企业发展基金

资料来源：IT 桔子、广证恒生

图表 11 纽诺教育店铺情况（部分）



资料来源：公司官网、广证恒生

### 4.3 孩盟国际：杭州地区新锐托育机构

孩盟国际成立于 2016 年，专注于中高端托管和亲子教育领域。截至 19 年 7 月已有 19 家直营托育中心，均分布在杭州地区。



广证恒生认为其亮点在于：

1) 多种模式提供育儿托管解决方案。自建自营或共建直营，为特定区域（如大型办公园区，办公楼，

居民区等) 提供幼儿园及托管中心解决方案。定制化幼儿园及托管中心, 依托雇主企业向其员工客户提供定制化的幼儿园及托管中心。

2) **引入海外精品课程、联合知名学者共建课程。**孩盟国际引入美国精品早教课程, 并联合国内知名师范院校专家教授, 合力打造了适合中国孩子的依托游戏环节的课程。并依托互联网平台, 整合中美两国专家教授, 育儿师等课程内容, 满足在职家庭提供全方位托管需求。

3) **核心管理团队丰富多元。**孩盟国际的核心管理团队来自阿里巴巴、幼教专家、儿科专家、国内知名师范院校, 技术团队来自盛大, 为孩盟国际的线下连锁运营, 线上技术支持提供强有力的人才保证。

**融资情况: 孩盟国际历史融资 2 次, 2017 年 11 月完成最新一轮 A 轮融资, 由高榕资本投资。**

**图表 12 孩盟国际历史融资情况**

时间	轮次	金额	机构
2016-10-01	天使轮	1000 万	李治国、阿米巴资本
2017-11-24	A 轮	——	高榕资本

资料来源: IT 桔子、广证恒生

**图表 13 孩盟国际店铺情况 (部分)**



资料来源: 公司官网、广证恒生

## 4.4 袋鼠麻麻: 上海地区新锐托育机构

袋鼠麻麻成立于 2016 年, 由童学汇创始人索玛创立。截至 19 年 7 月已有 13 家直营托育中心, 均分布在上海地区。



广证恒生认为其亮点在于:

1) **自研“CARE”课程体系, 独创 APIIC 教学方法。**袋鼠麻麻在著名教育家华德福倡导的“身心灵”教育理念基础上, 自研了适合中国儿童早期教养的“CARE”课程体系, 全面培养宝宝生活运动、自我认知、社会交往、思维创造、情绪管理等能力; 并独创 APIIC 教学方法, 充分挖掘儿童潜能, 培养阳光性格。

2) **严控师资准入门槛。**袋鼠麻麻要求师资需具备大专以上学历, 科班幼教出生, 熟练掌握幼儿心理学、

教育学等，还需持有育教双证，同时公司也提供定期托育教师培训，不断提升服务质量和人文素养。

3) **家园共育、实时监控。**袋鼠麻麻的袋鼠圈移动端可跟踪反馈孩子每日成长变化，生成成长报告，实时查看孩子动态等。通过随时查看宝贝课程、菜单、身体情况、一键完成报班、请假、建议、活动预约等，实现家园共育。

**图表 14 袋鼠麻麻历史融资情况**

时间	轮次	金额	机构
2016-05-09	天使轮	400 万	大众点评网
2017-07-14	Pre-A 轮	900 万	双湖资本（领投）、量创资本、华夏桃李资本（财务顾问）
2018-06-29	A 轮	数千万	光速中国（领投）、双湖资本、张涛

资料来源：IT 桔子、广证恒生

**图表 15 袋鼠麻麻店铺情况（部分）**



资料来源：公司官网、广证恒生

## 5、风险提示

### 1) 税收优惠政策对象范围界定风险

目前许多经营早教托育事业的机构多数存在两类业务兼有的情况，但政策中规定，社区托育机构定义其为在社区依托固定场所设施，采取全日托、半日托、计时托、临时托等方式，为社区居民提供托育服务的企业、事业单位和社会组织。社区托育服务是指为 3 周岁（含）以下婴幼儿提供的照料、看护、膳食、保育等服务。目前我国早教托育行业中，托育服务通常指全日制、半日制等工作日期间的服务，早教服务通常指课程制、计时制服务。早教服务可能不纳入托育服务政策规范之中。

### 2) 市场发展不及预期风险

托育市场虽然潜在需求广大，但目前我国普遍存在隔代养育的习惯，对专业托育机构的认知度较低，专业托育机构存在发展不达预期的风险。

### 3) 持续经营能力不确定的风险

托育行业发展较为早期，市场非刚需，企业运营过程中的单店盈利模型差异较大，若扩张速度较快导致持续经营能力存在风险，可能使得集团下多家机构收到牵连。





### 新三板团队介绍:

在财富管理 and 创新创业的两大时代背景下，广证恒生新三板构建“研究极客+BANKER”双重属性的投研团队，以研究力为基础，为企业量身打造资本运营计划，对接资本市场，提供跨行业、跨地域、上下游延伸等一系列的金融全产业链研究服务，发挥桥梁和杠杆作用，为中小微、成长企业及金融机构提供闭环式持续金融服务。

### 团队成员:

**袁季 (广证恒生总经理兼首席研究官):** 长期从事证券研究，曾获“世界金融实验室年度大奖—最具声望的 100 位证券分析师”称号、2015 及 2016 年度广州市高层次金融人才、中国证券业协会课题研究奖项一等奖和广州市金融业重要研究成果奖，携研究团队获得 2013 年中国证券报“金牛分析师”六项大奖。2014 年组建业内首个新三板研究团队，创建知名研究品牌“新三板研究极客”。

**赵巧敏 (新三板研究总监、副首席分析师):** 英国南安普顿大学国际金融市场硕士，8 年证券研究经验。具有跨行业及海外研究复合背景，曾获 08 及 09 年证券业协会课题二等奖。具有多年 A 股及新三板研究经验，熟悉一二级市场运作，专注机器人、无人机等领域研究，担任广州市开发区服务机器人政策咨询顾问。

**温朝会 (新三板副团队长):** 南京大学硕士，理工科和经管类复合专业背景，七年运营商工作经验，四年市场分析经验，擅长通信、互联网、信息化等相关方面研究。

**黄莞 (新三板副团队长):** 英国杜伦大学金融硕士，具有跨行业及海外研究复合背景，负责教育领域研究，擅长数据挖掘和案例分析。

**司伟 (新三板高端装备行业负责人):** 中国人民大学管理学硕士，理工与经管复合专业背景，多年公募基金从业经验，在新三板和 A 股制造业研究上有丰富积累，对企业经营管理有深刻理解。

**魏也娜 (新三板 TMT 行业高级研究员):** 金融硕士，中山大学遥感与地理信息系统学士，3 年软件行业从业经验，擅长云计算、信息安全等领域的研究。

**胡家嘉 (新三板医药行业研究员):** 香港中文大学生物医学工程硕士，华中科技大学生物信息技术学士，拥有海外知名实业工作经历，对产业发展有独到理解。重点研究中药、生物药、化药等细分领域。

**田鹏 (新三板教育行业研究员):** 新加坡国立大学应用经济学硕士，曾于国家级重点经济期刊发表多篇论文，具备海外投资机构及国内券商新财富团队丰富研究经历，目前重点关注教育领域。

**于栋 (新三板高端装备行业高级研究员):** 华南理工大学物理学硕士，厦门大学材料学学士，具有丰富的一二级研究经验，重点关注电力设备及新能源、新材料方向。

**史玲林 (新三板大消费&教育行业研究员):** 暨南大学资产评估硕士、经济学学士，重点关注素质教育、早幼教、母婴、玩具等消费领域。

**李嘉文 (新三板主题策略研究员):** 暨南大学金融学硕士，具有金融学与软件工程复合背景，目前重点关注新三板投资策略，企业资本规划两大方向。

### 联系我们:

邮箱: [huangguan@gzgzhs.com.cn](mailto:huangguan@gzgzhs.com.cn)

电话: 020-88832319



#### 广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

#### 股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

#### 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

#### 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。