

一文带你读懂早教与托育两大千亿市场的异同和机遇

2019.7.30

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

摘要:

与市场不同之处: 1) 市场普遍将早教与托育混合阐述, 事实上早教与托育是两个不同的经营业态。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。早教服务则是指为婴幼儿提供早期教育服务。本文分析过程中, 将分明两者的差异与共同性。2) 市场普遍将托育渗透率等同于早教渗透率, 事实上早教的渗透率高于托育的渗透率, 且不同城市等级具有一定的差异, 综合全国市场来看, 本文认为早教渗透率约 19%, 托育渗透率约 5%。

● 行业观点: 规范政策加速落地, 消费逐步升级, 渗透率提升推动市场扩容

1) **托育:** 国家开始重视 0-3 岁托育服务, “4+2+2” 家庭结构逐步形成, 托育行业渗透率将持续提升, 由于消费意识与经济水平的影响, 预期渗透率提升逻辑将率先在一线城市得以验证。

2) **早教:** 90 后新生代父母中超 8 成愿意子女参加早教, 消费升级下早教行业将进一步提升市场渗透率。

3) **早教托育融合经营**可提升企业经营效率, 主要体现在人效和坪效的增加, 托育服务带来的税后优惠以及两业态互相导流带来的低获客成本。

● 早教: 市场规模约 870 亿元, 直营+加盟模式助力品牌全国化 CR6 约 21%

市场规模方面, 2019 年早教市场约 870 亿, 对应渗透率约 19%。竞争格局方面, 以美吉姆、金宝贝、新爱婴、运动宝贝、东方爱婴、红黄蓝亲子园等为代表的头部企业教学网点合计约 3843 家, 市占率约 21%。商业模式方面, 早教头部品牌通过加盟已下沉至三四线城市, 其北上广深杭等一线城市网点数量占比不超过 30%。直营早教中心的净利率约 13%。

● 托育: 市场规模 930 亿元, 竞争格局仍呈显著区域性, 单店盈利能力预计在税收优惠政策落地后将再上一个台阶

市场规模方面, 2019 年托育市场约 930 亿元, 对应渗透率约 5%。竞争格局方面, 纯托育品牌兴起较晚, 目前主要集中在经济水平与消费意识领先的一线城市, 且多为区域性机构。商业模式方面, 最新税收优惠政策落地后, 预计托育中心单店成熟期税后净利率可提升 5-6pct 至 22% 左右, 投资回收期可缩短 4 个月至 18 个月。

● 投资逻辑

1) 看好借助“直营+加盟模式”实现规模化的头部早教企业, 建议关注美吉姆(002621.SZ)、金宝贝等。2) 看好具备跨区域复制能力的优质托育企业。建议关注全优加、纽诺教育等。早教托育融合经营将是大势所趋。此外由于早教托育行业的特殊性, 建议高度关注企业的安全规范程度。

● **风险提示:** 市场发展不达预期风险、行业竞争加剧风险、持续经营能力不确定风险、政策变化风险

相关报告

1. 托育机构必读: 税收新政能省多少钱? -20190712
2. 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
3. 【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
4. 【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
前言：早教托育行业简述.....	4
1、规范政策加速落地，渗透率提升推动市场扩容.....	4
1.1“幼有所育”思想下政策加速落地，行业进入规范化发展阶段.....	4
1.2 家庭结构变迁托育需求大，早期教育消费意识逐步形成.....	5
1.2.1 家庭结构变迁，“4+2+2”家庭结构逐步成型.....	5
1.2.2 90 后新生代父母早期教育消费意识已然形成.....	6
1.3 渗透率提升推动市场扩容，预计 2019 年市场规模约 1800 亿.....	7
1.3.1 预计 2019 年托育市场规模约 930 亿.....	7
1.3.2 预计 2019 年早教市场规模约 870 亿.....	10
2、早教托育竞争格局分散，直营加盟联合扩张.....	11
2.1 早教品牌已全国化 CR6 约 21%，纯托育机构仍呈显著区域性.....	11
2.2 加盟+直营模式助力早教机构扩张，纯托育机构仍需稳健直营.....	13
2.3 直营单店财务模型：早教托育融合经营可提高盈利能力，净利率区间 10-30%.....	14
3、投资逻辑.....	16
3.1 美吉姆 (002621.SZ)：A 股唯一早教龙头.....	16
3.2 金宝贝：全国性早教加盟龙头.....	17
3.3 全优加：华南优质早教托育综合型品牌.....	18
3.4 纽诺教育：华南领先的专业型托育机构.....	19
4、风险提示.....	20



图表目录

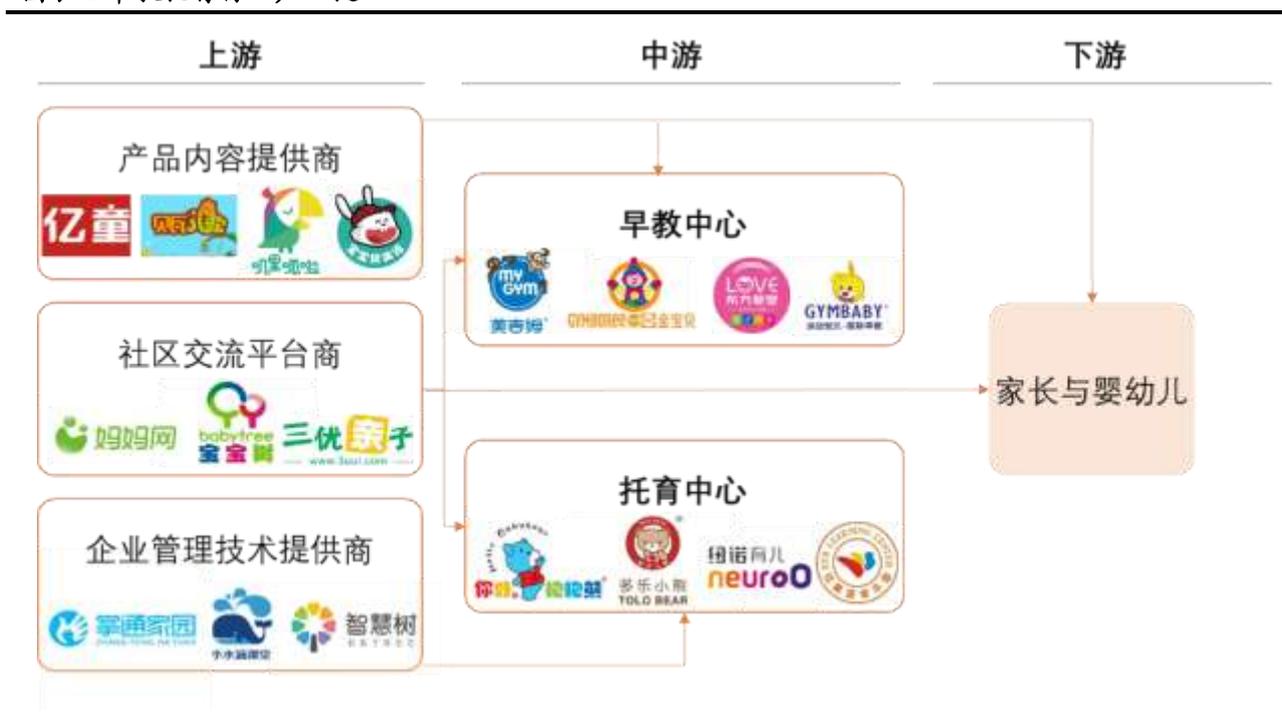
图表 1 早教托育行业产业链	4
图表 2 我国各省市组织机构/个人对 0-3 岁托育服务的看法与相关政策、文献.....	5
图表 3 二孩生育率呈上升趋势.....	6
图表 4 目前 90 后父母占比达 47%.....	6
图表 5 托育适龄人口变化.....	7
图表 6 人均教育文化娱乐支出.....	8
图表 7 托育平均客单价 (万元)	8
图表 8 OECD 国家托育渗透率.....	8
图表 9 估算 2019 年托育市场规模约 930 亿元.....	9
图表 10 托育市场规模测算表	9
图表 11 早教平均客单价 (万元)	10
图表 12 估算 2019 年早教市场规模约 870 亿元.....	11
图表 13 早教市场规模测算表	11
图表 14 全国早教为主的 TOP6 企业 (以店铺数量排序)	12
图表 15 全国托育为主的 TOP6 企业 (以店铺数量排序)	13
图表 16 直营模式与加盟模式对比.....	14
图表 17 早教中心与托育中心收入成本拆分 (成熟状态/1 年期)	15
图表 18 美吉姆店铺情况 (部分)	17
图表 19 金宝贝店铺情况 (部分)	18
图表 20 全优加店铺情况 (部分)	19
图表 21 纽诺教育历史融资情况.....	20
图表 22 纽诺教育店铺情况 (部分)	20

前言：早教托育行业简述

早教托育行业主要针对 0-6 岁婴幼儿提供家庭教育、早期教育、托育服务等相关产业，产业链主要为上游内容提供商、母婴社区平台商、企业管理系统技术提供商等，中游早教中心、托育中心等服务型机构，下游为家长与婴幼儿消费者。本文主要针对中游早教中心、托育中心展开进行分析。

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。早教服务则是指为婴幼儿提供早期教育服务。

图表 1 早教托育行业产业链



数据来源：广证恒生

1、规范政策加速落地，渗透率提升推动市场扩容

1.1 “幼有所育”思想下政策加速落地，行业进入规范化发展阶段

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》，从全国政策层面推动早教托育行业进入规范化发展阶段。2017 年底十九大所提出的“幼有所育”新要求后，2018 年 4 月 28 日，上海市发布“1+2”文件着力构建幼儿托育服务体系，从增加服务供给方案、完善监管体系、充实从业人群、规范托育机构等方面提供诸多可落地方案。随后，四川省、湖北省也先后发布了相关托育服务指导意见（草案）。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》，明确要求到 2020 年前初步建立婴幼儿照护服务的政策法规体系和标准规范体系，并建成一批具有示范效应的婴幼儿照护服务机构。

图表 2 我国各省市组织机构/个人对 0-3 岁托育服务的看法与相关政策、文献

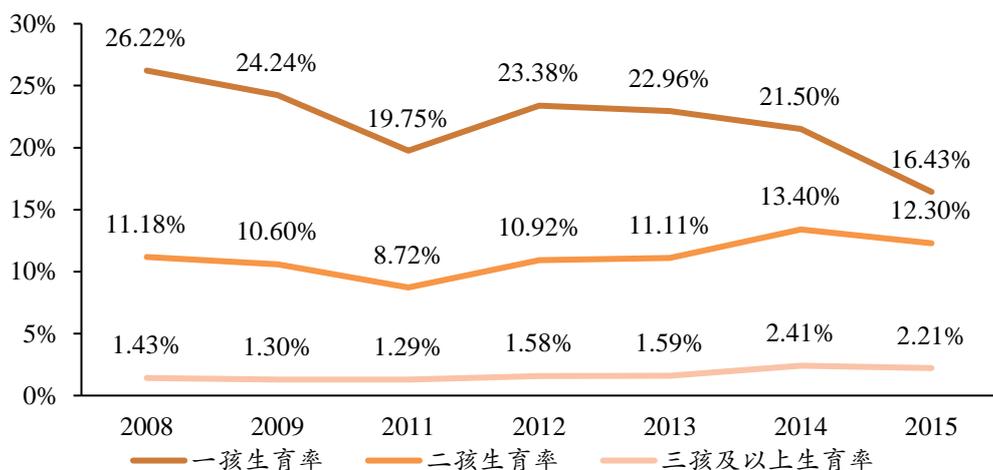
时间	组织机构/个人	政策法规/个人建议
2019-5-9	国务院发布《关于促进 3 岁以下婴幼儿照护服务发展的指导意见》	到 2020 年，初步建立婴幼儿照护服务的政策法规体系和标准规范体系，并建成一批具有示范效应的婴幼儿照护服务机构。到 2025 年，婴幼儿照护服务的政策法规体系和标准规范体系基本健全，多元化、多样化、覆盖城乡的婴幼儿照护服务体系基本形成。
2019-03-05	李克强政府工作报告	要针对实施全面两孩政策后的新情况，加快发展多种形式的婴幼儿照护服务，支持社会力量兴办托育服务机构，加强儿童安全保障。
2019-02	十八部门联合印发《加大力度推动社会领域公共服务补短板强弱项提质量促进形成强大国内市场的行动方案》	增加托育服务有效供给。制定行业准入标准、管理规范 and 监管标准。在城市建成一批示范性婴幼儿照护服务机构，在农村和贫困地区进一步提升婴幼儿照护服务能力。利用社区中心、闲置校舍等存量资源建立婴幼儿看护中心，鼓励有条件的地方举办婴幼儿照护服务机构，提供日间照料服务。积极引导社会力量举办托育服务机构，鼓励家庭育儿知识传播、社区共享平台等托育服务新模式新业态探索发展，发展多元化托育服务体系。
2019-01-12	湖北省	《婴幼儿日间照料托育机构服务规范》
2018-12-03	四川省	《关于加快推进 3 岁以下婴幼儿托育服务发展的意见》
2018-07-23	上海市	《上海市 3 岁以下幼儿托育机构从业人员与幼儿园师资队伍建设三年行动计划（2018-2020 年）》
2018-06-19	中国标准化协会	《全日制婴幼儿托育机构服务规范》（征求意见稿） 《全日制婴幼儿托育机构服务评价指南》
2017-12-03	中国人民大学国发院研究员、人口与发展研究中心杨菊华教授	建构 0-3 岁婴幼儿托育服务体系，是实现“幼有所育”的重要支撑。明确并做好“四个服务”（为谁服务、谁来服务、服务什么、怎么服务）。构建具有中国特色的福利性、公益性、市场化运作与家庭照料相结合的服务体系。
2017-11-18	十九大报告	要在“幼有所育、学有所教”方面不断取得新进展。

资料来源：公开资料、广证恒生

1.2 家庭结构变迁托育需求大，早期教育消费意识逐步形成

1.2.1 家庭结构变迁，“4+2+2”家庭结构逐步成型

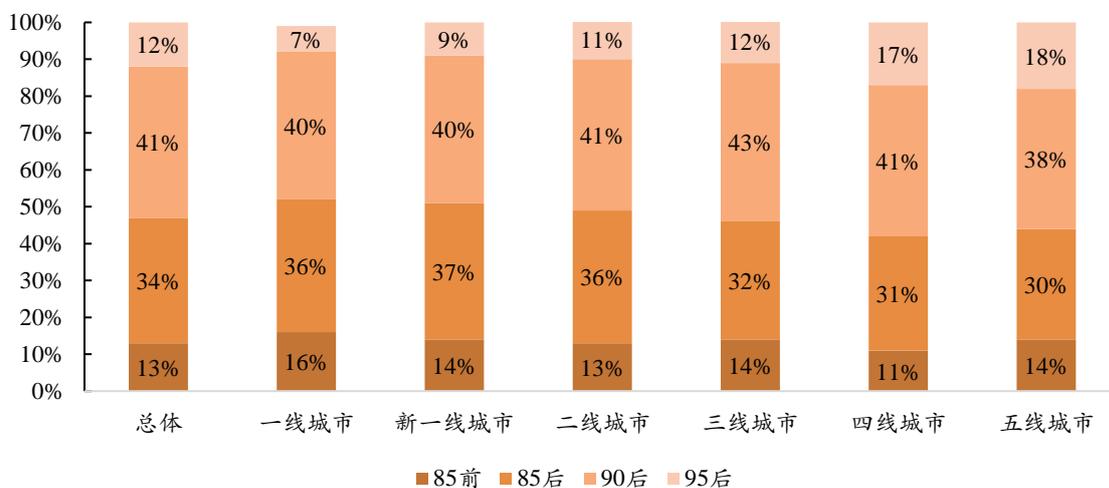
随着二孩政策的逐步放开，“4+2+1”的家庭结构逐步向“4+2+2”转变，托育需求与日俱增。自 2011 年开始，我国开始实施“双独二孩”政策，2013 年进一步放开为“单独二孩”政策，2015 年开始实施全面二孩政策。伴随着二孩政策的逐步放开，我国的二孩生育率不断攀升，根据国家统计局公布的数据，自 2011 年以来，我国一孩生育率虽明显下滑，但二孩生育率、三孩及以上生育率都呈现上升趋势，二孩数量的增长客观上扩大了托育市场的需求。

图表3 二孩生育率呈上升趋势


数据来源：统计局、广证恒生

1.2.2 90后新生代父母早期教育消费意识已然形成

90后父母占比已达47%，其中90后占比34%、95后占比13%。较前代父母而言，90后新生代父母受教育程度普遍较高，所处经济环境更好，更加注重子女的教育，有意愿、有能力进行早期教育消费，超8成父母愿意子女参加早教课程。一方面，受计划生育政策影响，90后大多为独生子女，其教育和培养受到家长的高度重视，再加之国家对教育事业大力投入，普遍接受了良好的教育，也更明白教育的重要性。另一方面，90后的成长过程伴随着中国经济的腾飞，与父辈相比，他们从小所处的经济环境更好，消费能力也更强。两相结合，当其成为新生代父母时，对孩子教育的重视程度和支付意愿更加强烈，尤其是在优质教育资源稀缺、升学竞争日益激烈的背景下，新生代父母对子女的教育观念越发提前、对早期教育的需求更加旺盛。根据《2018年中国育儿白皮书》公布的数据，超过8成的年轻父母选择在孕期进行胎教，超过8成的年轻父母会在孩子出生后让其参加早教课程。

图表4 目前90后父母占比达47%


数据来源：2018年中国育儿白皮书、广证恒生

1.3 渗透率提升推动市场扩容，预计 2019 年市场规模约 1800 亿

早教托育行业市场规模分别由托育行业市场规模与早教行业市场规模组成，根据测算 2019 年托育行业市场规模约 930 亿元，早教行业市场规模约 870 亿元，合计约 1800 亿元。目前全国早教市场渗透率大约在 19%，托育市场渗透率大约在 5% 左右，预计未来随着消费升级将进一步提升。

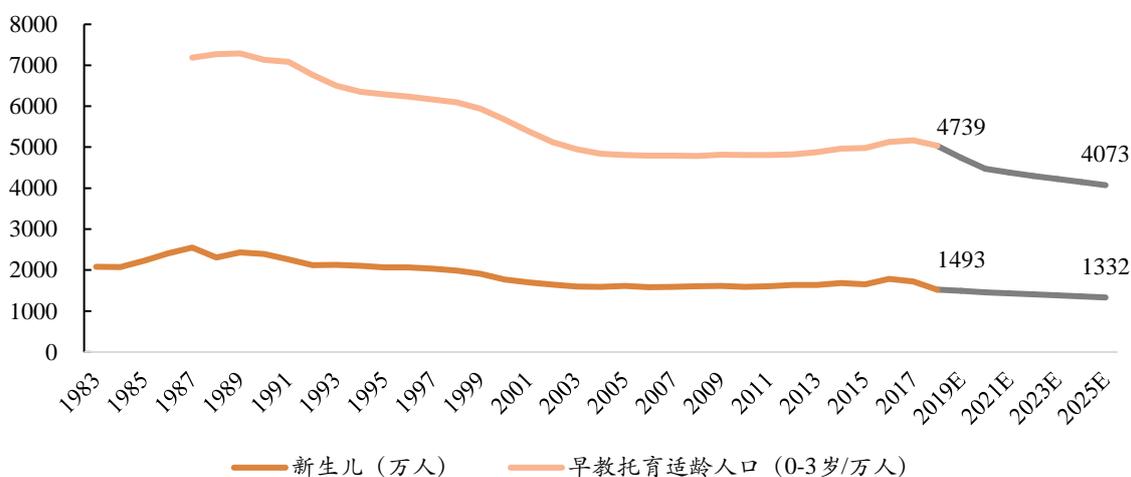
1.3.1 预计 2019 年托育市场规模约 930 亿

托育市场规模由适龄人口数量×平均支出（客单价）×渗透率计算所得，预计 2019 年市场规模约 930 亿元。人口方面，我国托育市场适龄人口基础大，预计 2019 年适龄人口约 4739 万人。平均支出方面，我国人均教育文化娱乐支出过往 5 年也保持着年复合 9.77% 的增速增长。渗透率方面，我国托育实际渗透率约 5%，但潜在需求率超 30%，增长空间巨大。

具体来看：

1) 适龄人口方面，新生儿下降趋势难以逆转，但适龄人口基础仍然庞大，2019 年估算适龄人口约 4739 万人，到 2025 年之前仍将有 4000 万以上的适龄人口。托育的适龄人口为 0-3 岁新生儿总计，即 2019 年适龄人口为 2019、2018、2017 年三年出生人口。虽然新生儿下降趋势无法逆转，但我国托育适龄人口基数庞大，截至 2025 年之前预计每年约有超 4000 万的适龄人口。

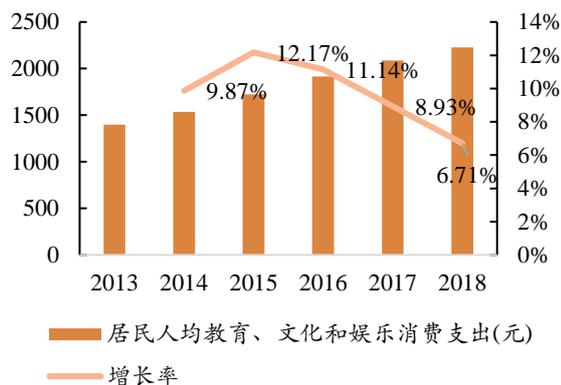
图表 5 托育适龄人口变化



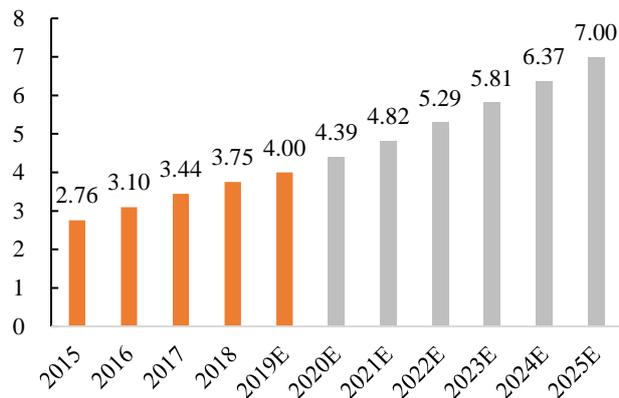
数据来源：Euromonitor、广证恒生

注：新生儿预测数据来源于 Euromonitor

2) 平均支出（客单价）方面，根据线下实际调研情况，托育平均客单价在 4 万元/年左右。根据广证恒生长期跟踪调研，托育线下价格在 4000 元/月左右，一二线城市略有差异，年内付费时间以 10 个月为主（参考幼儿园）。由此预估 2019 年托育的客单价约 4 万/人/年，2015-2018 年依据人均教育文化娱乐支出的增速进行倒推，2020-2025 年依过往 5 年我国人均教育文化娱乐支出年复合增速预测所得。

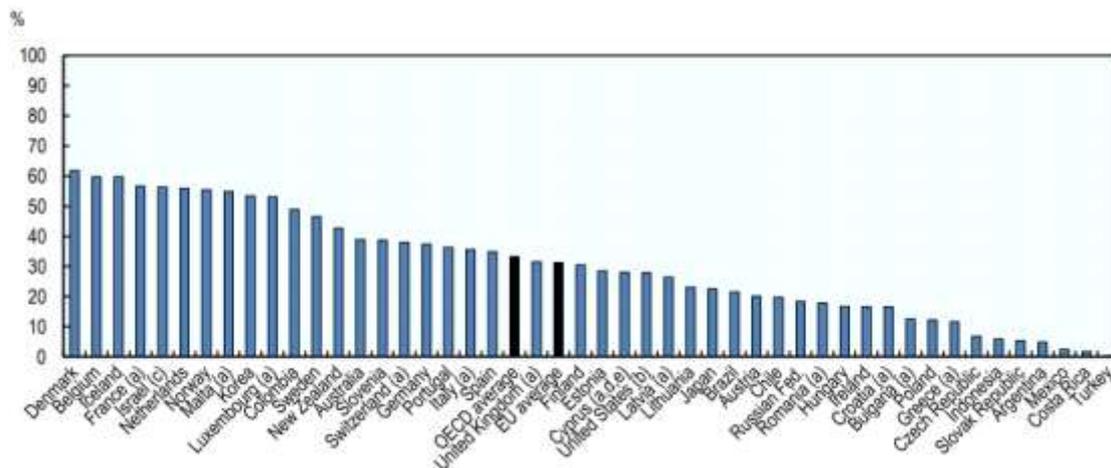
图表 6 人均教育文化娱乐支出


数据来源：统计局、广证恒生

图表 7 托育平均客单价 (万元)


数据来源：统计局、广证恒生

3) 渗透率方面，我国托育服务需求巨大，潜在需求率超 30%，但实际渗透率较低，仅 5%。在 2016 年和 2017 年，原国家卫计委和国务院儿工委做过相关的抽样调查。其中 2016 年原国家卫计委在十个城市的调查数据为：33.3%的家长有需求，而调研样本中实际的入托率为 5.55%。2017 年国务院妇儿工委在四省市的调查数据为：48%的家长有需求，而调研样本中实际的入托率为 4.29%。对比海外，我国托育渗透率也较低，OECD 国家平均渗透率约 33.2%，同东亚地区的日本、韩国，渗透率分别为 22.5%、53.4%。根据 OECDFamilyDatabase 的数据，OECD 成员中 3 岁以下儿童入托率平均值为 33.2%。有 10 个国家 3 岁以下儿童入托率超过 50%，其中最高的丹麦达到了 61.8%；东亚地区的韩国和日本分别为 53.4%和 22.5%。

图表 8 OECD 国家托育渗透率


数据来源：OECDFamilyDatabase、广证恒生

注：美国数据参考 2011 年，瑞士和马耳他数据参考 2014 年，日本和阿根廷数据参考 2015 年

4) 市场规模与潜在需求规模方面，托育目前暂无政府经费投入，市场需求主要由家庭消费支出构成。基于实际入托率，估算 2019 年托育市场规模约 930 亿元。基于卫健委与国务院的需求调研数据，我国托育的潜在需求规模约 7705 亿元。

以 2019 年为例：

实际市场规模

$$=0-3 \text{ 岁幼儿数量 (2017 至 2019 新生儿数量)} \times \text{平均支出 (客单价)} \times \text{实际入托率}$$

$$= (1723 \text{ 万}+1523 \text{ 万}+1493 \text{ 万}) \times (4000 \text{ 元/月} \times 10 \text{ 月}) \times (4.29\% \sim 5.55\%) \text{ 平均数}$$

$$=932.65 \text{ 亿元}$$
潜在需求规模

$$=0-3 \text{ 岁幼儿数量 (2017 至 2019 新生儿数量)} \times \text{平均支出 (客单价)} \times \text{潜在需求率}$$

$$= (1723 \text{ 万}+1523 \text{ 万}+1493 \text{ 万}) \times (4000 \text{ 元/月} \times 12 \text{ 月}) \times (33.3\% \sim 48\%) \text{ 平均数}$$

$$=7705.71 \text{ 亿元}$$
图表 9 估算 2019 年托育市场规模约 930 亿元


数据来源：广证恒生

图表 10 托育市场规模测算表

年份	新生儿 (万人)	适龄人口 (万人)	客单价	参考渗透率	模拟渗透率	市场规模 (亿元)	参考需求率	模拟需求率	需求规模 (亿元)
2015	1655	4982	2.76	4.29%-5.55%	4.50%	618.79	33.3%-48%	36.65%	5039.69
2016	1786	5128	3.10		4.60%	730.34		37.65%	5977.69
2017	1723	5164	3.44		4.70%	835.19		38.65%	6868.14
2018	1523	5032	3.75		4.80%	905.38		39.65%	7478.82
2019E	1493	4739	4.00		4.92%	932.65		40.65%	7705.71
2020E	1456	4472	4.39		5.00%	981.80		41.65%	8178.43
2021E	1433	4382	4.82		5.10%	1077.02		42.65%	9006.85
2022E	1408	4297	5.29		5.20%	1182.07		43.65%	9922.59
2023E	1383	4224	5.81		5.30%	1300.06		44.65%	10952.39
2024E	1358	4150	6.37		5.40%	1428.23		45.65%	12073.80
2025E	1332	4073	7.00		5.50%	1567.28		46.65%	13293.42

数据来源：广证恒生

注：参考渗透率与需求率来源于国务院和原国家卫计委的数据，在 2016 年和 2017 年，原国家卫计委和国务院儿工委做过相关的抽样调查。其中 2016 年原国家卫计委在十个城市的调查数据为：33.3%的家长有需求，而调研样本中实际的入托率为 5.55%。2017 年国务院妇儿工委在四省市的调查数据为：48%的家长有需求，而调研样本中实际的入托率为 4.29%

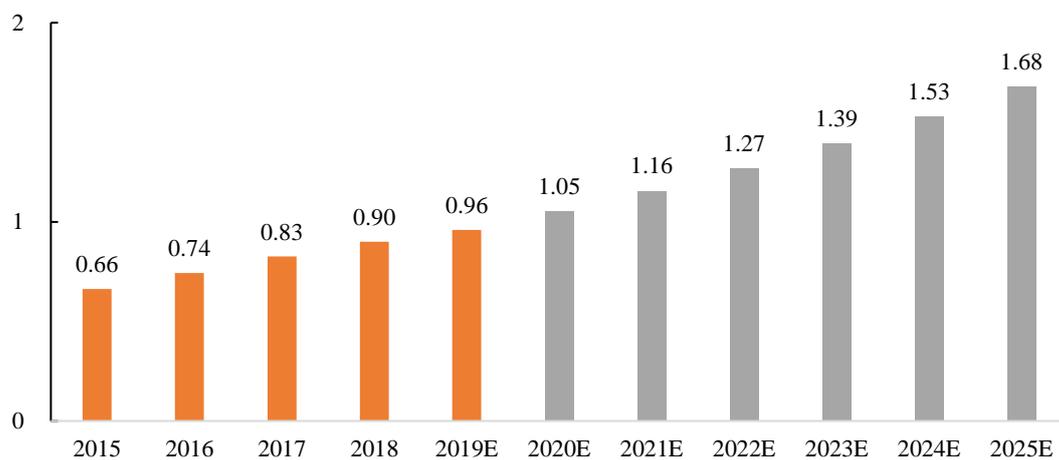
1.3.2 预计 2019 年早教市场规模约 870 亿

早教市场规模同样由适龄人口数量×平均支出（客单价）×渗透率计算所得，预计 2019 年市场规模约 870 亿元。早教市场适龄人口与托育市场相同，在此不再赘述。客单价方面，早教市场的客单价约为 1~1.5 万元/人/年。渗透率方面，我国 0-3 岁早教的渗透率在不同地区差异较大，一线城市高达 44%，全国平均约为 19%。

具体来看：

1) 客单价方面，根据我们的测算，早教市场的客单价约为 1~1.5 万元/人/年。目前，大部分早教课程课时单价介于 100~150 元之间，以一周两课时测算，早教市场客单价为 9600~14400 元/人/年。本文在测算 2019 年市场规模时，选取 120 元/课时单价进行测算，对应客单价为 9600 元/人/年，2015-2018 年依据人均教育文化娱乐支出的增速进行倒推，2020-2025 年依过往 5 年我国人均教育文化娱乐支出年复合增速预测所得。

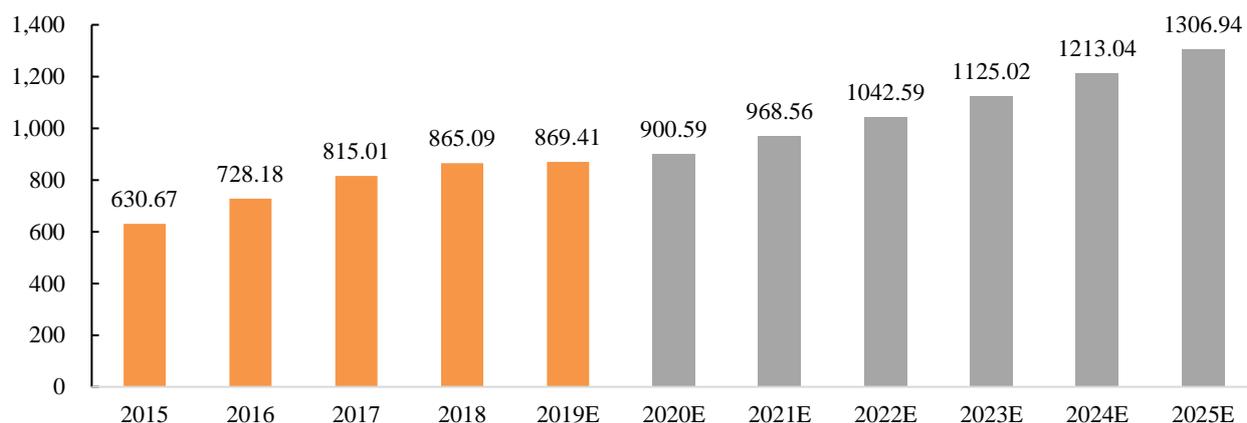
图表 11 早教平均客单价（万元）



数据来源：统计局、广证恒生

2) 渗透率方面，地域差异明显，一线城市渗透率高，西部省份渗透率较低，全国平均渗透率约 19%。根据前瞻产业研究院的《2019 年中国早教产业全景图谱》，不同级别城市间的早教渗透率差异显著，一线、二线、三线、四五线及以下城市的 0-3 岁早教渗透率分别为 44.01%、29.29%、14.26%、9.66%。一线城市中，上海的早教渗透率最高，达 76.84%，而西藏、青海、新疆均在 5% 以下。就全国而言，0-3 岁早教渗透率为 19.11%。

3) 市场规模方面，基于当前 19.11% 的渗透率，估算 2019 年早教市场规模约 870 亿元。基于当前的渗透率，保守估计到 2022 年，我国早教市场规模将突破 1000 亿元，CAGR 约为 7%。若渗透率进一步提升，我国早教市场的增长将更为迅猛。

图表 12 估算 2019 年早教市场规模约 870 亿元


数据来源：广证恒生

图表 13 早教市场规模测算表

年份	新生儿 (万人)	适龄人口 (万人)	客单价	参考渗透率	模拟渗透率	市场规模 (亿元)
2015	1655	4982	0.66	2019 年 19.11%	15.11%	630.67
2016	1786	5128	0.74		16.11%	728.18
2017	1723	5164	0.83		17.11%	815.01
2018	1523	5032	0.90		18.11%	865.09
2019E	1493	4739	0.96		19.11%	869.41
2020E	1456	4472	1.05		20.00%	900.59
2021E	1433	4382	1.16		20.50%	968.56
2022E	1408	4297	1.27		21.00%	1042.59
2023E	1383	4224	1.39		21.50%	1125.02
2024E	1358	4150	1.53		22.00%	1213.04
2025E	1332	4073	1.68		22.50%	1306.94

数据来源：广证恒生

2、早教托育竞争格局分散，直营加盟联合扩张

2.1 早教品牌已全国化 CR6 约 21%，纯托育机构仍呈显著区域性

早教和托育分属两类业态，由于受众一致，多数企业采取混业经营。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。早教服务则是指为婴幼儿提供早期教育服务。

早教行业竞争格局较为分散，CR6≈20.96%。根据百度地图显示，截至 2019 年 4 月，我国各品牌早教/托育中心共计 18331 个线下网点。我们选取了市场上规模较大的 6 家早教/托育中心，分别是美吉姆、金宝贝、新爱婴、运动宝贝、东方爱婴等。根据其官网披露的教学网点合计约 3843 家，占总数 20.96%。

各级城市的家长对早教必要性的认知程度较高，早教头部品牌通过加盟已下沉至三四线城市。受益于

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

美吉姆、金宝贝等外资品牌进入，以及东方爱婴、新爱婴、运动宝贝等本土早教品牌的崛起，我国早教行业发展较托育行业早，市场认知度较高，根据2016年中国青年报社会调查中心对1999名孩子家长的调查结果显示，认为有必要进行早教的家长中，来自北上广深的约有61.5%认同，来自二线城市的约有57.1%认同，来自三四线城市的约有50.4%认同。从头部品牌的区域分布来看，其也已通过加盟的方式下沉至三四线城市，北上广深杭等一线城市网点数量占比不超过30%。

图表 14 全国早教为主的 TOP6 企业（以店铺数量排序）

企业	美吉姆	红黄蓝	金宝贝	新爱婴	运动宝贝	东方爱婴
成立时间	2009年进入中国	1998年	2003年进入中国	2003年	2008年	1998年
早教/托育	早教	早教	早教	早教	早教	早教
直营/加盟	加盟	加盟	加盟	加盟	加盟	加盟
客单价 (元/课时)	200-300	240-298	190-350	120-200		100-200
定位	中高端	中高端	中高端	中端	中端	中端
教学网点总数	451	1300+	超500	492	超400	超700
总部	北京	北京	天津	上海	北京	北京
北京	30	26	30	1	2	5
上海	24	2	32	44	1	2
广州	15	8	25	23	0	5
深圳	5	12	18	10	1	3
杭州	22	12	20	7	1	2
一线城市 网点数	96	60	125	85	5	17
一线城市 网点占比(%)	21%	5%	25%	17%	1%	2%
最新 估值/市值	76.5亿	1.83亿	-	-	5亿	1.5亿
备注	已上市	已上市	被收购	-	保利文化产业基金 2018年5月投资亿元	成实外教育 2017年3月投资千万

资料来源：各早教中心官网、广证恒生

注：市值截至数据为2019年7月21日

托育行业则是2015年前后开始兴起，多集中在经济水平、消费意识领先一线城市。部分托育品牌最早来源于知名早教品牌，并渐渐独立于早教品牌发展，托育品牌独立的过程中，也兴起了部分区域性纯托

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

育机构。包括原早教中心拓展品牌，如东方爱婴旗下的抱抱熊、运动宝贝旗下的mommyhome、红黄蓝旗下的亲子园、全优加等，这类托育机构承袭原早教中心的特性，以加盟为主要扩张方式。此外，还有部分纯托育品牌兴起，如广州的纽诺育儿、杭州的海盟国际、北京的妈咪助理，此类纯托育品牌多为直营模式。目前托育机构主要集中在一线城市，主要受限于经济水平与消费意识。

图表 15 全国托育为主的 TOP6 企业（以店铺数量排序）

企业	抱抱熊	多乐小熊	全优加	纽诺育儿	孩盟国际	妈咪助理
成立时间	2015 年	2009 年	2002 年	2016 年	2016 年	2015 年
早教/托育	日托	日托	日托+早教	日托	日托	日托
直营/加盟	加盟	加盟	直营+加盟	直营	直营	直营
客单价（元/月）	3000-4500	6800-7500	3300-4300	5000-6000	3000-4000	5000-6000
定位	中高端	高端	中端	中端	中端	中端
教学网点总数	137 家	45 家	70 家 直营 37 家	26 家	18 家	12 家
总部	北京	北京	广州	广州	杭州	北京
北京	3	25	-	-	-	12
上海	1	-	-	-	-	-
广州	3	1	33	23	-	-
深圳	1	2	8	2	-	-
杭州	3	-	-	-	18	-
一线城市网点数	11	28	41	25	18	12
一线城市网点占比(%)	8%	62%	59%	96%	100%	100%
最新估值	-	1 亿	-	3 亿	1 亿	-
备注	东方爱婴旗下	新东方 2018 年 4 月投资数千万	-	安赐资本 2018 年 4 月投资 6500 万	高榕资本 2017 年 11 月投资	-

资料来源：各托育中心官网、广证恒生

2.2 加盟+直营模式助力早教机构扩张，纯托育机构仍需稳健直营

目前早教与托育业态逐步融合经营，但 0-3 岁早教与托育在顶层设计上的规范范围仍未定论。目前许多机构存在两类业务兼有的情况，但上海市政策中提及营利性托育机构经营范围内需注明全日制、半日制或计时制，并专营托育服务。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。因此，早教服务可能不纳入托育服务政策规范之中。若不纳入其中，则两者业态在经营规范方面以及政策优惠方面可能存在一定的差异。

在可能存在政策规范与优惠条件的差异下，部分早教机构开设成立独立的托育品牌，通过合作运营提供“早教+托班”混合服务。托育一般是周一到周五全天上课，早教一般是周六日授课或者工作日零散上课，两者合作运营，能极大地提升坪效。比如，运动宝贝及旗下托育品牌 Momyhome；东方爱婴及旗下托育品牌抱抱熊等。

加盟模式易实现规模品牌效益，直营模式相对稳健，早教机构一般采用直营+加盟模式，直营通常布局在一线城市或区域中心城市，同时通过加盟模式下沉三四线城市。托育机构服务时间更长、安全性要求更高，目前多采取直营模式。早教机构主要营收来源是直营门店的课时费收入和加盟门店的加盟费收入。目前，连锁加盟是早教中心在全国范围扩张的最主要的模式。规模较大的早教中心，如金宝贝、美吉姆、红黄蓝等，大部分的学习网点都是通过加盟布局，加盟有利于品牌知名度的快速提高，从而吸引更多消费者，实现规模品牌效益。但同时也给机构提出较大的把控要求。因此，对于服务时间更长、安全性要求更高的托育机构来说，通常采取直营模式，加强服务质量的管控。如全优加、纽诺育儿等。

图表 16 直营模式与加盟模式对比

模式	主投资方	控制人	收入来源	优势	劣势
直营	早教机构/ 托育机构	早教机构/托 育机构	课时费/ 托育费	公司直接管理，易于 把控服务质量，维护 品牌声誉	前期承担较大投入，开业后一 般至少需要 1-2 年的时间收回 成本
加盟	加盟商	加盟商控制， 早教/托育机 构负责指导和 监督	加盟费	有利于迅速扩大规 模、提升品牌知名度、 占领市场份额	难以控制加盟店的质量，容易 出现服务质量良莠不齐的情 况，可能会影响品牌信誉和口 碑

资料来源：广证恒生

注：在直营与加盟模式的利弊上各行各业都是一致的，只是由于早教与托育业态本身要求不一样，所以最终的选择有差异

2.3 直营单店财务模型：早教托育融合经营可提高盈利能力，净利率区间 10-30%

早教中心与托育中心的单店模型因城市、区位、消费客群定位等各类因素而存在变化，本文测算前提是一线城市（北上广深）核心区域，中高端园所。

早教与托育融合经营可能有效改善经营效率，进而形成更高的盈利能力。假设园区定位中高端，使用面积 600 平方米，师生比在 1: 5 左右。根据模拟测算，若单纯经营早教，则收入规模约 504 万元，税后净利润 63.7 万元，对应净利率 12.64%；若单纯经营托育，则收入规模约 594 万元，税后净利润 130.87 万元，对应净利率 22.03%（托育服务在 2019 年 6 月 28 日出台税收优惠政策后，净利率提高了 5-6pct）。若在托育基础上，周末增加一天的早教班，则收入规模约 674.64 万元，税后净利润 182.71 万元，对应净利率 27.08%。理论上早教+托育能够实现更高的经营效率，但考虑两者业态不同，消费者需求有所差异，混业经营可能不达预期。

融合经营改善效率的路径主要体现在人效和坪效的增加，以及托育服务带来的税后优惠以及低成本获客渠道。托育一般是周一到周五全天上课，早教一般是周六日授课或者工作日零散上课。在各自独立运营

中，都存在不同时间段的空间闲置问题和时间闲置问题，融合经营下，时空闲置问题理论上会有所改善。此外，2019年6月28日，财政部发布托育服务相关的税收优惠政策，托育服务能够免去增值税并减按90%计企业所得税，将带来5-6pct的净利率提升。最后，托育服务由于长期、高频，因此能为早教业务提供一定量的用户转化，进而降低早教业务的单位获客成本。

图表 17 早教中心与托育中心收入成本拆分（成熟状态/1年期）

	早教	托育	早教+托育
假设前提	定位中高端；使用面积：600平方米；直营；托育生师比：1:5；		
运营收入	504万元	594万元	674.64万元
学费收入	单园学员假设600个，早教课程150元/45min，每人每周2节，消课率70%。即学费收入504万元。	标准学位120个，实际满班率假设90%，客单价5000元/月。即学费收入540万元。	假设在托育基础上周末一天早教班。考虑消课率70%，对应收入80.64万元。即学费收入674.64万元
餐费及其他	——	客单价500元/月，即收入54万元。	54万元
不含税收入	475.47万元	594万元（免增值税）	670万元
运营成本		422.16万元	430.32万元
租金	129.6万元	77.76万元	77.76万元
教师人力	127.8万元（1个园长+1保洁+1个保健医生+18个老师）	155.4万元（1个园长+1保洁+2厨师+1个保健医生+21个老师）	155.4万元
其他服务/产品成本	——	64.8万元（餐费不赚钱）	64.8万元
销售费用	60万元（4个招生专员+活动费用）	48万元（2个招生专员+活动费用）	48万元
管理费用	50.4万元（除人力成本外的其他管理费用，估算占比10%）	59.40万元（除人力成本外的其他管理费用，估算占比10%）	67.46万元
折旧摊销	16.8万元（固定资产初始投入5年均摊）	16.8万元（固定资产初始投入5年均摊）	16.8万元
税费	5.94万元（附加税+印花税）	2.97万元（印花税）	3.93万元
税前净利润	84.93万元	168.87万元	235.75万元
企业所得税	21.23万元	38万元（减按90%计税）	53.04万元
税后净利润	63.7万元	130.87万元	182.71万元
净利率	12.64%	22.03%	27.08%

资料来源：广证恒生

注：单店模型测算具有一定的假设前提，不同区位不同城市的园区有一定差异。且托育机构以新税收优惠后的模型测算，目前税收政策暂未落地。

3、投资逻辑

早教中心与托育中心在业态上仍有显著区分，企业的盈利模式也有一定差异。1) 我国市场上，早教受益于美吉姆、金宝贝等海外品牌入驻，在 2000 年前后兴起了一批优质本土企业，目前头部企业均已实现规模化，我们看好借助“直营+加盟模式”实现规模化的头部早教企业。2) 托育行业相对于早教行业兴起较晚，大约在 2015 年成立了一批优质的纯托育机构，且多集中在经济水平、消费意识领先一线城市。我们看好具备跨区域复制能力的优质托育企业。且由于行业的特殊性，我们建议高度关注企业的安全规范程度。建议关注美吉姆 (002621.SZ)、金宝贝、全优加、纽诺育儿等。

3.1 美吉姆 (002621.SZ): A 股唯一早教龙头

美吉姆来源于美国，2009 年引入中国。截止到 2019Q1 已在全国拥有门店数 451 家，会员量逾 15 万人。2018 年营业收入 3.62 亿元，同增 67.2%，净利润 1.91 亿元，同增 118.1%。



广证恒生认为其亮点在于：

1) **品牌底蕴深厚，助力加盟业务成长。**美吉姆品牌于 1983 年在美国成立，35 年来专注于儿童早教领域，并不断完善和丰富课程体系。目前全球范围内已有 30 个国家和地区开设了美吉姆国际儿童教育中心，2009 年美吉姆进入中国，刚进入 3 年内美吉姆（中国）的上课会员量已突破 10 万人，并在此后的几年中持续保持稳步快速的的增长。美吉姆的品牌影响力逐年提升，成为越来越多中国家庭的首选早教品牌。

2) **课程设置科学合理，标准化体系助力复制。**美吉姆专注于帮助婴幼儿进行体能、情感、认知及社交能力的发展，开设欢动课、艺术课、音乐课三类课程，课程内容的科学性经过长期实践检验。美吉姆全国范围内的数百家美吉姆早教中心，均按照美杰姆的统一标准化经营规范进行运营和人员培训，并由美杰姆持续提供运营咨询等各方面支持，保证所有会员都能享受统一的、高品质的客户服务。

3) **布局二三线城市驱动成长，退费率处于下降区间。**截至 2019 年 Q1 美吉姆中心 451 家，其中 96 家位于北上广深行等一线城市，占比仅 21%，二三线城市市场前景广阔，公司率先布局将长期驱动公司成长。从退费率来看，考虑公司的品牌以及服务的优势，2017 年较 2016 年一二三线城市退费率变动分别为-24.8%/8.9%/-11.9%，从整体来看退费率从 2016 年的 2.79% 减少至 2017 年的 2.61%。

图表 18 美吉姆店铺情况（部分）



资料来源：公司官网、广证恒生

3.2 金宝贝：全国性早教加盟龙头

金宝贝起源于美国，2003 年引入中国。致力于为 0-5 岁年龄阶段的宝宝提供适合的学习课程，课程涵盖家庭教育、学校技能和生活技能等。截至 2019 年 7 月，金宝贝旗下拥有超 500 家早教中心。



广证恒生认为其亮点在于：

1) **全球布局广泛，品牌底蕴深厚。**金宝贝成立于 1976 年，已经发展成为儿童成长方式引导者，涵盖早教课程、家庭教育和游戏玩乐。目前全球范围内已有 40 个国家和地区开设了 800 多家中心，2003 年进入中国，连续多年当选最受欢迎的早教品牌之一。

2) **入乡随俗，研发区域特色课程助力市场培育。**早在 2009 年金宝贝就通过独立的研发和摸索，研发了独特的亚洲音乐课程，其内容涵盖中国、日本、韩国、印度尼西亚等各亚洲民族的特色音乐及舞蹈游戏。让中国金宝贝课程逐渐形成符合中国及亚洲特色的内容及表现形式，深受中国家庭和宝贝的喜爱。

3) **深入二三线城市，广泛布局下沉市场。**金宝贝旗下中心超 500 家，其中仅 125 家布局在北上广深杭，占比仅 25%，其余 300 多家中心，主要通过加盟模式，以品牌输出广泛布局于国内二三线城市，下沉效果良好。

图表 19 金宝贝店铺情况（部分）



资料来源：公司官网、广证恒生

3.3 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 20 全优加店铺情况（部分）



资料来源：公司官网、广证恒生

3.4 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 21 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 22 纽诺教育店铺情况（部分）



资料来源：公司官网、广证恒生

4、风险提示

1) 市场发展不达预期风险

早教托育行业市场规模与新生儿人口息息相关，2015年“全面二孩”政策后，我国新生儿数量仅增长了2年，2018年全国新生儿呈下滑状态，未来预期仍将呈下滑趋势。若行业渗透率及消费水平未能及时提高，可能导致行业市场发展不达预期。

2) 行业竞争加剧风险

当前行业仍处于初级阶段，托育市场渗透率仅5%，早教渗透率约19%，且进入门槛低。在政策利好之后，可能伴随而来的是大量新进入者的涌入，将会加剧行业竞争程度，进而增加企业的运营成本，影响企业的实际盈利能力。

3) 持续经营能力不确定风险

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。且自 2019 年 5 月 9 日国务院下发《关于促进 3 岁以下婴幼儿照护服务发展的指导意见》后，预期全国将逐步推出地方性行业规范政策，部分企业可能会增加一定的规范成本，进而影响单店盈利模型。

4) 政策变化风险

目前许多机构多数存在两类业务兼有的情况，但目前多项政策中仅提及“托育”机构与服务，将托育机构定义为采取全日托、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。托育服务定义则是为 3 周岁（含）以下婴幼儿提供的照料、看护、膳食、保育等服务。但目前行业中，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相关政策之中，存在一定的不确定性。

数据支持：邓益萌、陈双

若需进一步沟通，欢迎联系史玲林 15521156540（微信同号）

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，具有丰富的一二级市场研究经验，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

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。