

## 少儿英语系列（线下篇）：刚需铸就千亿赛道，证券化窗口开启

2019.08.08

	黄莞（分析师）	田鹏（分析师）
电话：	020-88832319	020-88836115
邮箱：	huangguan@gzgzhs.com.cn	tian.peng@gzgzhs.com.cn
执业编号：	A1310517050001	A1310519080001

### 摘要：

#### ● 供需共同驱动，少儿英语培训行业前景广阔

**(1) 需求端：千亿级朝阳赛道，少儿英语方兴未艾。**据弗若斯特沙利文统计，青少儿英语培训赛道（3-18岁）2017年市场规模约1050亿，对应2012-2017过去5年复合增速达19%；预期2021年市场规模接近2400亿，对应复合增速约23%。**(2) 供给端：整体竞争格局分散，头部企业脱颖而出。**中国青少年英语培训市场的前三大供应商为英孚少儿、泡泡少儿和瑞思英语，合计占市场份额的3.6%；仅从一线城市来看，前五大供应商占据21.9%的市场份额，整体集中度较高。

#### ● 商业模式：重视课程及师资体系，“直营+加盟”快速扩张

**(1) 课程体系：课程设置先进有效，教学内容结合年龄特点。**国外先进教育体系配套自主研发教材，全方位帮助孩子掌握语言；课程内容学生年龄层次划分清晰，注重沉浸式英语教学，并且拥有完整课上课下闭环，加强与家长沟通反馈。**(2) 师资体系：严选优质教师团队，重视教研体系打造。**大多数机构的教师筛选过程都包括，每个筛选过程的通过率都较低，以保证老师质量。**(3) 扩张模式：有效平衡“直营+加盟”模式，运营能力与管理边界是核心。**直营店选址大部分集中在一线城市，加盟店选择二三线城市以跑马圈地。

#### ● 行业趋势：证券化明显提速，互联网技术融入传统线下教学

**(1) 英语培训赛道迈入证券化的重要窗口期。**2016-2018起语培赛道证券化明显提速，头部企业整合开启，并购重组、IPO事件开始增多，例如精锐教育收购小小地球，美联英语IPO、瑞思英语IPO等。**(2) 政策促门槛进一步提升，赛道集中度提升趋势确立。**预收款长度相关限制下，传统“以店养店”快速扩张模式受限，企业竞争维度由经营层面延伸至资本层面，资金储备雄厚、募资能力强的大型机构的扩张窗口期来临。**(3) 互联网技术加持，新模式、新产品异军突起。**信息化技术与少儿英语深度融合，在线真人外教等新模式、线上+线下融合的浸泡式教学、海量过程数据下的个性化教学、toB类内容输出等新产品持续出现及成熟。

#### ● 投资逻辑：看好具备规模化异地扩张能力的头部少儿英语培训机构。

**从整个行业的维度来看：**行业大趋势向好，未来的核心增量主要来自于一二线城市新生儿人口红利，低龄化、素质化带来的整体渗透率提升（尤其是低线城市）。**从竞争格局维度来看：**（1）目前线上以VIPKID为代表的在线少儿英语机构主要满足用户类似口语培训等较为轻度的培训需求，与线下面授机构形成互补业态；（2）目前线下青少儿英语培训赛道整体集中度相对分散，但格局相对明朗清晰，全国头部及区域型头部基本脱颖而出。在目前赛道证券化趋势明显提速、校外培训整顿政策落地带来的行业门槛提升的背景下，我们判断未来行业集中度会快速提升。在当前时点，我们更看好已经具备规模化异地扩张及体系输出能力、课程体系及师资体系扎实、产品体系积极拥抱线上的头部少儿英语培训机构。建议关注：泡泡少儿（新东方EDU.N）、瑞思英语（REDU.O）、英孚少儿、树童英语、贝乐英语、爱贝英语。

● **风险提示：**非上市企业数据披露不完全、市场竞争加剧、政策推进的不确定性、直营与加盟模式存在的风险

### 相关报告

1. 【广证恒生教育】首份教育行业网点深度专题：忆往昔，展今朝，未来K12培训行业网点布局路在何方》-20180729



## 目录

<b>1. 供需共同驱动，少儿英语培训行业前景广阔</b> .....	<b>4</b>
1.1 需求端：千亿级朝阳赛道，少儿英语方兴未艾.....	4
1.2 供给端：整体竞争格局分散，头部企业脱颖而出.....	8
<b>2. 商业模式：重视课程及师资体系，“直营+加盟”快速扩张</b> .....	<b>10</b>
2.1 课程体系：课程设置先进有效，教学内容结合年龄特点.....	10
2.2 师资体系：严选优质教师团队，重视教研体系打造.....	13
2.3 扩张模式：有效平衡“直营+加盟”模式，运营能力与管理边界是核心.....	15
<b>3. 行业趋势：行业整合、证券化窗口开启，互联网技术融入传统线下教学</b> .....	<b>16</b>
3.1 英语培训赛道迈入资本化的重要窗口期.....	16
3.2 政策促门槛进一步提升，赛道集中度提升趋势确立.....	17
3.3 互联网技术加持，新模式、新产品异军突起.....	18
<b>4. 投资逻辑：看好具备规模化异地扩张能力、教研及师资体系扎实的头部少儿英语培训机构</b> .....	<b>20</b>
4.1 泡泡少儿（新东方 EDU.N）：覆盖全学科的少儿教育龙头.....	21
4.2 瑞思英语（REDU.O）：率先登陆美股的少儿英语头部机构.....	22
4.3 英孚少儿（英孚教育）：高端线下少儿英语龙头品牌.....	23
4.4 树童英语：专注“PRT”教学体系，华南领先的少儿英语品牌.....	24
4.5 贝乐英语：主打浸入式教学，提供一流美式英语课程.....	25
4.6 爱贝英语：重视教研教学，主打全外教沉浸式英语教学.....	26
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>27</b>



## 图表目录

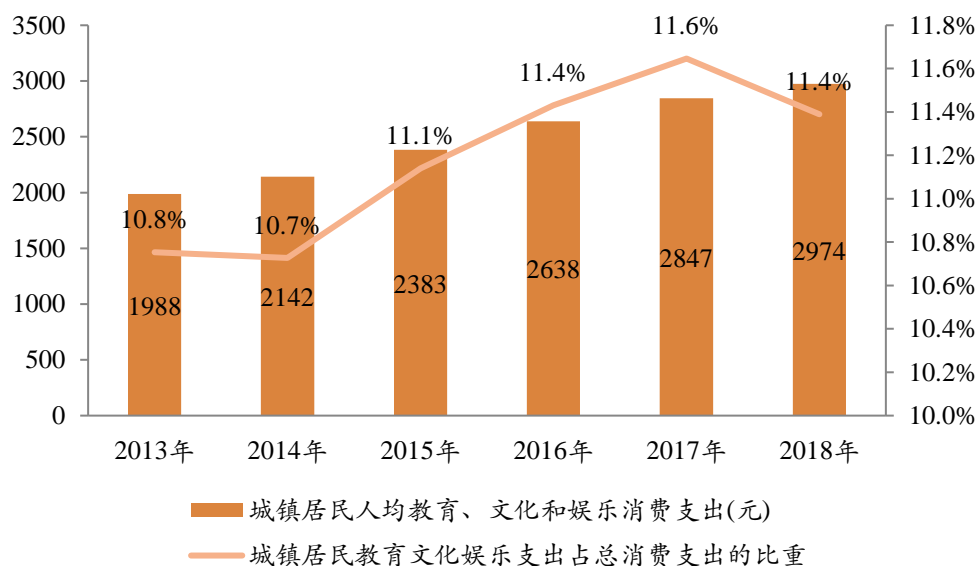
图表 1 中国城镇居民人均教育、文化和娱乐消费支出不断增加.....	4
图表 2 仅通过线下培训机构进行学习是主要的学习形式，占比为 60.0%.....	5
图表 3 少儿英语市场是千亿级的高增长市场，应试方向占据主流.....	5
图表 4 按年龄段分，少儿英语市场中 7-12 岁市场规模最大.....	6
图表 5 少儿英语市场中，3-6 岁市场增速最快.....	6
图表 6 一线城市英语课外培训市场规模占比高，增长势头强劲.....	6
图表 7 一线城市过去 5 年复合增速约 20.3%，预计后续提升至 22.1%.....	7
图表 8 中国的少儿英语培训行业的整体渗透率与日本、韩国有不小差距.....	7
图表 9 一线城市新生儿人口红利逐步传导至各个年龄层次（以广州为例）.....	8
图表 10 一线城市新生儿人口红利逐步传导至各个年龄层次（以深圳为例）.....	8
图表 11 我国少儿英语培训市场高度分散.....	9
图表 12 一线城市 CR5 达 21.9%，集中度较高.....	9
图表 13 整体竞争格局分散，头部企业逐步脱颖而出.....	9
图表 14 国外先进教育体系配套自主研发教材.....	10
图表 15 英孚对“沉浸式英语教学”十分重视.....	11
图表 16 少儿英语机构根据不同年龄的层次学生特点制定课程.....	12
图表 17 英孚“课上-课下”的反馈体系.....	13
图表 18 爱贝拥有完善的反馈体系.....	13
图表 19 树童英语有严格的教师入职选拔体系.....	14
图表 20 各个机构的教师培训、考评体系完善.....	14
图表 21 瑞思组织教师进行教学研究及其成果.....	15
图表 22 少儿英语教育机构采用直营+加盟模式.....	15
图表 23 瑞思应对加盟商进行严格把控.....	16
图表 24 2016-2018 起语培赛道证券化提速.....	16
图表 25 资本持续涌入线上、线下语培赛道.....	17
图表 26 瑞思在营收维持正常增长的情况下，2019Q1 递延收入出现显著下滑.....	18
图表 27 瑞思英语营收增速维持在 30% 以上.....	18
图表 28 泡泡少儿近年来营收增速维持在 40% 以上.....	18
图表 29 2014 年后语言培训赛道在线模式异军突起.....	19
图表 30 课下的线上工具起到巩固、诊断的作用.....	19
图表 31 瑞思打造的 Rise Link 在线生态平台积累学生全方位过程数据.....	20
图表 32 toB 类模式快速发展.....	20
图表 33 泡泡少儿 FY2018 招生人数突破 240 万.....	22
图表 34 泡泡少儿近年来营收维持高增长.....	22
图表 35 瑞思英语营收和学生人数保持高速增长.....	23
图表 36 英孚少儿因材施教的课程体系.....	24
图表 37 树童英语的课程体系.....	25
图表 38 贝乐学科英语有根据年龄段设置的教学体系.....	26
图表 39 爱贝布局 100 多座城市.....	27

# 1. 供需共同驱动，少儿英语培训行业前景广阔

## 1.1 需求端：千亿级朝阳赛道，少儿英语方兴未艾

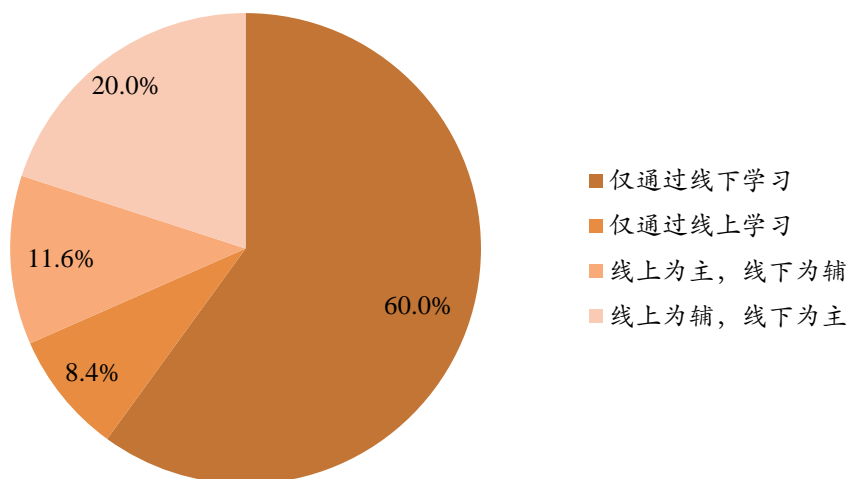
国民生活水平提高，家长对少儿英语的重视促进市场开阔。2018 年中国城镇居民人均可支配收入为 39251 元，同比增速为 7.8%，虽然增速在近年来有所放缓，但增速依然保持高位。随着国民生活水平的提高，在教育方面的支出也会水涨船高，中国城镇居民在教育、文化和娱乐消费中的支出在近年来不断上升，占城镇居民总体消费的比重达到 11.4%。此外，家长对孩子少儿阶段英语学习的重视程度在不断上升，根据艾瑞咨询的报告，87.2%的家长赞同孩子在 5 岁以内学习英语，认为孩子的语言敏感期为 3-5 岁，另外由于英语相比其他学科有工具型的属性，根据艾瑞咨询的《中国少儿英语现状白皮书》，62.7%的被调查家长认为让孩子学习英语的原因是英语作为必备的语言工具，有非常强的实用性。预计家庭对于少儿英语培训的支出规模将会继续扩大。

图表1 中国城镇居民人均教育、文化和娱乐消费支出不断增加



数据来源：国家统计局、广证恒生

通过线下培训机构学习仍是目前少儿英语培训主流模式。家长们对孩子英语教育程度的重视也进一步促进了少儿英语培训市场的繁荣，家长们认为英语培训机构更具有专业性和权威性，线下学习英语的方式也更其符合家长认知的传统的教学方法，能够提供同伴交往、团队学习氛围、情景教学环境等条件；线上学习英语的模式目前对家长来说还处于探索阶段，不确定性较强，还未得到家长的广泛信任。根据艾瑞咨询的《中国少儿英语现状白皮书》，线下培训机构是现阶段家长比较信任的学习形式，占比高达 60.0%，而仅通过线上学习英语的方式占比为 8.4%。

**图表2 仅通过线下培训机构进行学习是主要的学习形式，占比为 60.0%**


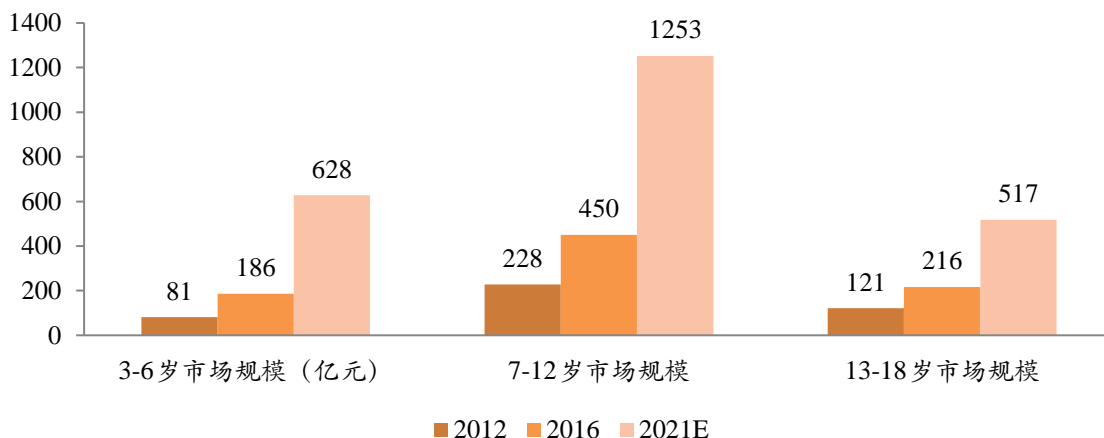
数据来源：艾瑞咨询、广证恒生

**千亿级朝阳赛道，素质导向类产品占比逐步提升。**据弗若斯特沙利文统计，青少儿英语培训赛道（3-18岁）2017年市场规模约1050亿，对应2012-2017过去5年复合增速达19%；预期2021年市场规模接近2400亿，对应复合增速约23%。在少儿英语市场中，应试方向占据主流，素质方向占比逐步提升。从产品导向的维度划分，2017年素质类及应试类的市场规模分别为275亿、773亿，分别占比26%、74%。未来素质类方向增长更快，后续占比逐步提升。

**图表3 少儿英语市场是千亿级的高增长市场，应试方向占据主流**


数据来源：弗若斯特沙利文、广证恒生

**按年龄段细分来看：7至12岁课外英语培训市场规模最大，3-6岁课外英语培训市场增长最快。**截至2017年，3-6岁、7-12岁和13-18岁年龄段对应的市场份额分别占比25%、52%和23%，在所有年龄段中的市场分额最大；而3-6岁课外英语培训市场增长最快，截至2017年，3-6岁、7-12岁和13-18岁年龄段对应后续2017-2021的复合增速分别达28%、23%和19%。

**图表4 按年龄段分，少儿英语市场中 7-12 岁市场规模最大**


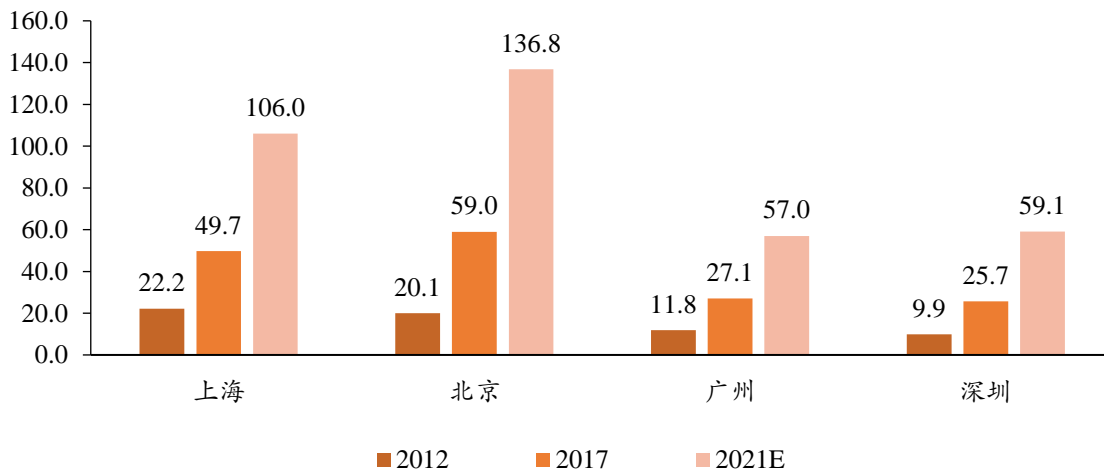
数据来源：弗若斯特沙利文、广证恒生

**图表5 少儿英语市场中，3-6 岁市场增速最快**

CAGR	2012-2017	2017-2021
整体	18.6%	23.0%
3-6 岁	23.1%	27.6%
7-12 岁	18.5%	22.7%
13-18 岁	15.6%	19.1%

资料来源：弗若斯特沙利文、广证恒生

一线城市市场规模占比约 15%，低线城市需求逐步崛起。一线城市占据了全国约 15% 的市场份额，打深打透一线城市仍然价值巨大。北上广深 2017 年市场规模合计 161.5 亿，占全国市场份额约 15.4%；对应过去 5 年复合增速约 20.3%，略高于全国平均水平，预计后续 2017-2021 年复合增速提升至 22.1%。在消费升级趋势下，低线城市需求正逐步崛起。非一线城市市场占据了 85% 的市场规模，随着低线城市消费能力提升，需求逐步释放，主战场将逐步下沉。尤其是快速发展新一线城市、以及重点二三线城市，需求增量巨大。

**图表6 一线城市英语课外培训市场规模占比高，增长势头强劲**


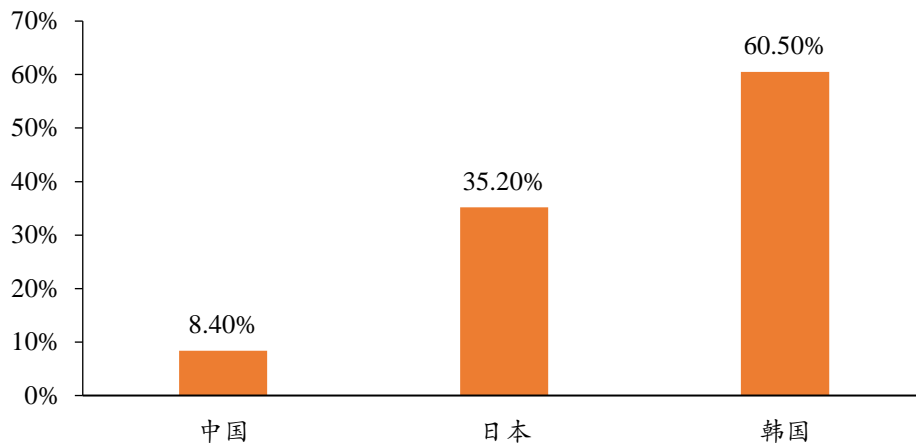
数据来源：弗若斯特沙利文、广证恒生

**图表7 一线城市过去 5 年复合增速约 20.3%，预计后续提升至 22.1%**

项目	2012	2017	2021
市场规模整体占比	14.9%	15.4%	15%
整体 CAGR	-	20.3%	22.1%
上海 CAGR	-	17.0%	20.8%
北京 CAGR	-	23.4%	24.1%
广州 CAGR	-	17.7%	20.2%
深圳 CAGR	-	20.8%	22.7%

资料来源：弗若斯特沙利文、广证恒生

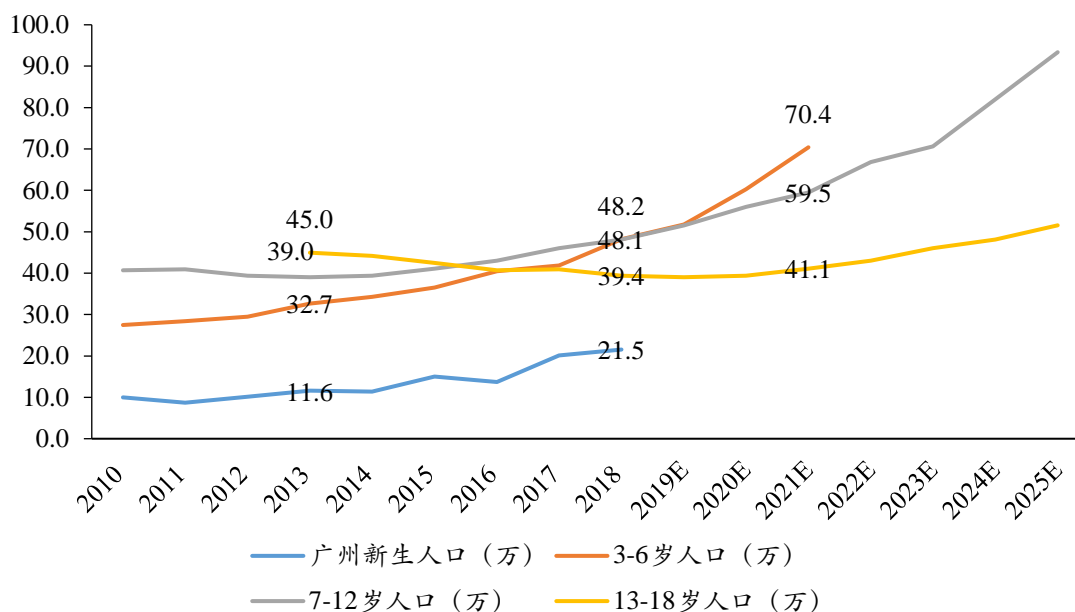
少儿英语培训行业的整体渗透率目前仅为 **8.4%**。截至 2017 年，整体青少儿英语培训市场渗透率约 8.4%；3-6 岁、7-12 岁和 13-18 岁年龄段对应的渗透率分别为 11.6%、9.3%和 5.1%，与日本（35.2%）、韩国（60.5%）相比，仍有不小差距，行业渗透率仍有提升空间。从城市划分来看，北上广深 K12 英语培训渗透率远高全国平均水平，预估达 20%-30%之间；二三线城市预计渗透率在 5%-10%不等。

**图表8 中国的少儿英语培训行业的整体渗透率与日本、韩国有不小差距**


数据来源：弗若斯特沙利文、Wind、广证恒生

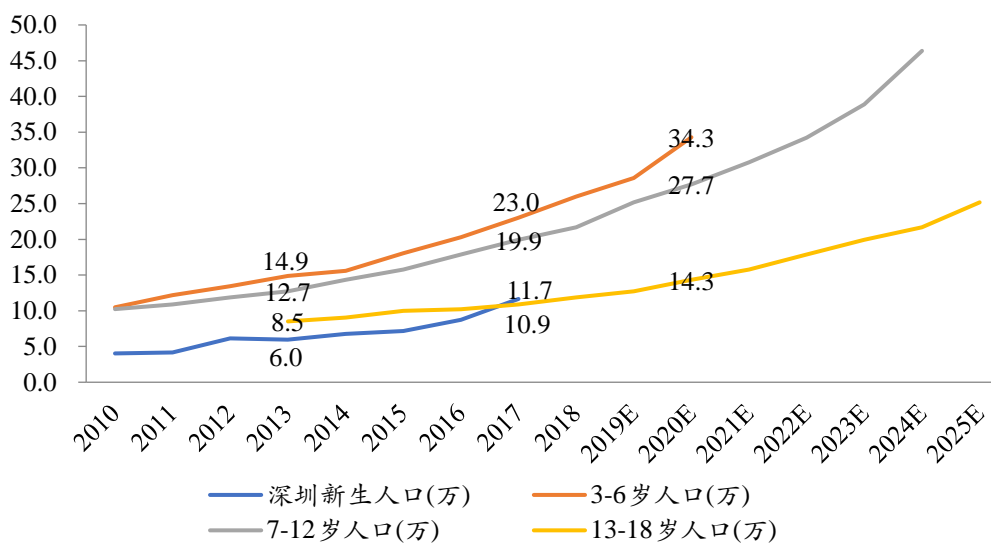
增量人口红利主要利好一线城市，二三线城市参培人数增量主要来自于渗透率提升。从新生人口的数据来看，随着新生人口走高，二胎政策带来的出生率提升主要影响一线城市，对低线城市的影响较小。一线城市增量主要受人口流入及二胎政策带来的出生率提升影响，未来人口红利效应将逐步传导至各个年龄层次；低线城市人口红利较小，但适龄人口基数巨大，未来参培人数增量主要来自于渗透率的提升。

图表9 一线城市新生人口红利逐步传导至各个年龄层次（以广州为例）



数据来源：弗若斯特沙利文、Wind、广证恒生

图表10 一线城市新生人口红利逐步传导至各个年龄层次（以深圳为例）



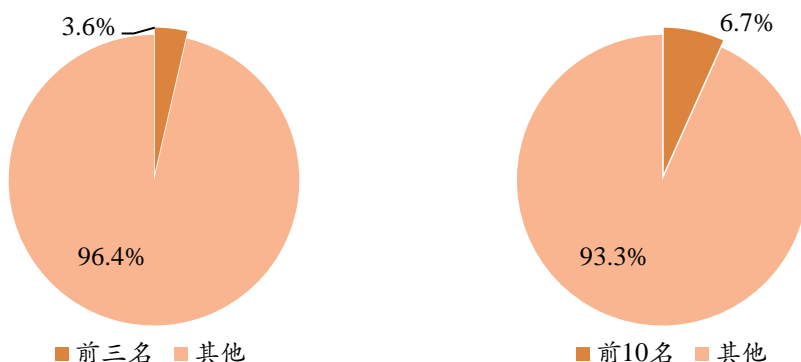
数据来源：弗若斯特沙利文、Wind、广证恒生

## 1.2 供给端：整体竞争格局分散，头部企业脱颖而出

整体竞争格局高度分散，一线城市集中度较高。少儿英语培训市场的全国 CR10 约 6.7%，CR3 约 3.6%，竞争格局较为分散。从全国的维度来看，中国青少年英语培训市场的前三大供应商为英孚少儿，泡泡少儿和瑞思英语，合计占市场份额的 3.6%。仅从一线城市来看，前三大供应商依然是英孚少儿，泡泡少儿和瑞思英语；前五大供应商占据 21.9% 的市场份额，整体集中度较高。

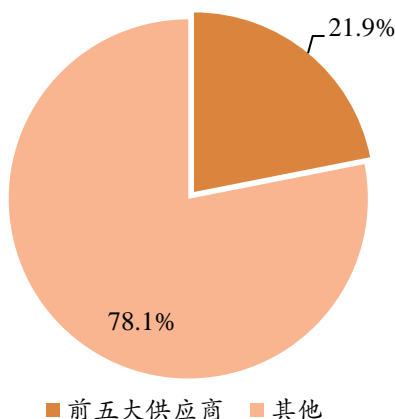


图表11 我国少儿英语培训市场高度分散



数据来源：弗若斯特沙利文、广证恒生

图表12 一线城市 CR5 达 21.9%，集中度较高



数据来源：弗若斯特沙利文、广证恒生

图表13 整体竞争格局分散，头部企业逐步脱颖而出

企业	业绩规模	校区规模	备注
泡泡少儿	2018 年泡泡分部营收 29.93 亿 (+51%)，其中英语占比约 50%，对应约 15 亿。	截至 2018 年，覆盖 60 个城市；570 家学习中心（直营）；学生人数达 241.7 万人	新东方旗下少儿教育品牌
英孚少儿	2016 年一线城市市场份额约 9%，测算对应营收约 12 亿。预估 2018 年 16-18 亿左右。	截至 2018 年，覆盖 70 个城市，超 250 个校区（直营+加盟）	英孚教育旗下少儿品牌
瑞思英语	2018 年营收 12.72 亿(+31%)，净利润 1.43 亿。	截至 2018 年，380 所校区（76 个自营学习中心、304 个加盟学习中心），覆盖全国 80 个城市；学生人数达 7.3 万人。	2013 年贝恩资本收购 2017 年 10 月美股 IPO
贝乐学科英语	2016 年现金收入 4.22 亿 (+72%)，营收 2.32 亿 (+54%)，净利润-3933.41 万。预估 2018 年营收 4-5 亿左右。	截至 2018 年，覆盖 25 个城市，66 家学习中心（直营+加盟）；整体学员超过 5 万名	2018Q1 安宏资本收购

励步英语	2017 年营收约 3.5 亿；预估 2018 年 5 亿左右。	截至 2019 年，覆盖 61 个城市；81 个直营校区	2016 年好未来收购
易贝乐英语	2018 年营收约 1.38 亿，净利润 940.95 万。	截至 2019 年，271 个校区（直营+加盟；加盟为主，数据来源于 2019 年公司对外公布数据）；学员超 5 万人。	2018Q1 一村资本收购 38% 股份，对价 2 亿，对应整体估值 5.26 亿。2019 年 7 月获得盛趣游戏战略投资。
爱贝英语	2018 年营收约 9 亿元	截至 2018 年 6 月底，已覆盖全国 140 余城市；共有分校 420 余家。	-
树童英语	-	截至 2019 年，覆盖 18 个城市；接近 140 个直营校区，其中广州校区超 40 家。	-

资料来源：弗若斯特沙利文、公司官网、广证恒生

注：非上市公司的业绩规模主要基于公开数据测算或公司自行披露

## 2. 商业模式：重视课程及师资体系，“直营+加盟”

### 快速扩张

#### 2.1 课程体系：课程设置先进有效，教学内容结合年龄特点

国外先进教育体系配套自主研发教材，全方位帮助孩子掌握语言。许多头部少儿英语机构都会引进欧美的教学体系和先进教学理念作为教学的根据，教学过程中采用以美国为代表的国外幼儿园或小学同步使用的教材，通过让孩子接触教材中同龄美国儿童的语言，最大限度地提升孩子的语言沉浸式体验，提前适应英语环境。另外，也有机构通过自己的教研团队研发教材，通常是具有丰富的教学经验和较长的教学时间的机构采用的方式，例如英孚教育等，但仍与国际语言框架接轨；也有通过“国外教材+国内自主研发教案”的搭配进行教学，例如贝乐。通过自主研发教材，能够更加贴合中国学生的学习特点和中國考试制度，做到更有针对性和适用性。

图表14 国外先进教育体系配套自主研发教材

机构	对应课程体系
贝乐	美式幼儿园阶段，课文的主体是原版的绘本，直接对接美国幼儿园课程体系；教学课件与教案由公司独立研发，结合中国小孩学习英语的特点，辅助美版教材进行教学。美式小学阶段，采用符合美国最新共同州立核心课程大纲（CCSS）的美国教材 Wonders，教学课件与教案由公司独立研发，辅助美版教材教学。
瑞思	美式幼儿园和美式小学阶段均采用霍顿·米夫林·哈考特教育集团（HMHG）研发的教材；在中学阶段，瑞思针对低龄留学的高中学生自主推出课程体系，帮助学生在出国后能够迅速适应美国教育。
英孚	英孚少儿有自己的教研机构研发教材，但是根据 CEFR(欧盟通用语言教学框架)设置，接轨托福、雅思、剑桥等国际标准化考试。
泡泡	源于美国 STEM Education (STEM 教育)教学理念，将 Science(科学)、Technology(技术)、Engineering(工程)、Mathematics(数学)四门学科内容组合形成有机整体，以更好地培养学生

	的创新精神与实践能。同时，联合国国际顶尖的专业出版物语言审校公司 THE BOOK SPECIALIST 及 BBC 音频合作团队 Givnor，共同打造了适合中国 6-12 岁小学生的英语学习体系。
树童	联合北京师范大学、华南师范大学等权威学术机构，共同研发了“PRT 国际英语课程”。PRT 国际课程体系基于国家课标，衔接欧盟语言标准，既能轻松应对国内外考试，又能提高英语综合能力。该课程在国内尤其是华南地区居于领先地位，目前全国已有 300 多所名校在使用课程资源和科研成果。

资料来源：公司官网、广证恒生

**沉浸式英语教学，注重培养母语化环境。**沉浸式学习的理论根据即在一个相对封闭的环境中，要求学生衣食住行全方位、全时间段只能使用目标语言，从而阻断母语的干扰，在短时间内形成目标语言的思维习惯，达到灵活运用该语言的目的，因此多个头部机构都非常注重“沉浸式英语教学”的理念，在日常教学中注重教师与学生的全英文交流，力求摆脱“哑巴英语”，通过这种母语式教学方法，让孩子的英语脱口而出，不用通过中文的翻译和思考。

**图表15 英孚对“沉浸式英语教学”十分重视**



数据来源：公司官网、广证恒生

**学生年龄层次划分清晰，螺旋式提升学生英语水平。**由于少儿英语教育的学生年龄跨越较大，而不同年龄阶段的学生们的学习习惯、思维方式不同，因此需要根据不同年龄的层次学生特点来制定课程。在学龄前阶段，低龄儿童注意力集中程度有限，需要更多的感官刺激，因此需要多元教学法调动积极性，同时在与同伴一起学习的过程中，既可以通过观察同伴更快掌握知识点，也可以通过观察同伴的错误避免自己犯错；小学阶段则注重单词的教学、听说读写、自然拼读法，开始注重日常运用；中学阶段则开始与国际考试接轨，更加注重专业知识，同时课业压力增大，开始注重应试教育。

**图表16 少儿英语机构根据不同年龄的层次学生特点制定课程**

学生阶段	教学特点	具体案例	
学龄前阶段	“多重教学方法+同伴学习”，注重感官刺激	英孚教育“3-6岁探索课程”	课堂中涵盖“交际教学法”、“故事教学法”、“自然拼读教学法”、“直接教学法”、“全身反应教学法”，外教让孩子在游戏、唱歌中学习，教师会鼓励孩子开口说英语，通过寓教于乐的形式，充分调动孩子的兴趣和学习乐趣。
		瑞思“Start Up” (3-5岁)	通过主题游戏、区角教学等方式培养孩子对于英语兴趣，并养成正确学习的习惯。
		励步英语“Baby Start” (2-3.5岁)	多元化的课堂主题，激发宝宝不同智能的发展，大量的生活场景让宝宝在生活中学习，在玩乐中成长。
		树童“萌芽课程” (4-6岁)	萌芽课程以世界经典童话启蒙英语，让孩子在表演中激发兴趣提升自信、在绘本故事中养成阅读习惯
小学阶段	培养听说读写能力，开始注重运用	英孚教育“7-9岁腾飞课程”、“10-14岁拓展课程”	“线下学+线上练”，结合独特的Efekta™左右脑学习法，着重建立孩子开口说英语的自信与口语技能，同时帮助孩子提高英语成绩，全面提升英语听说读写能力。
		瑞思“Rise On” (6-12岁)	掌握范围从生活英语深入到学科英语（语文、数学、科学），培养学生运用英语思维解决实际问题。
		励步英语“Language Arts” (3-10岁)	累计掌握重点词汇2206个，句型1065个；自主阅读1000字以内的同体裁的文章，全英文写作；建立英语思维，能用全英文自信发表演讲
		树童“树苗课程” (7-8岁)、“大树课程” (9-11岁)	以世界经典戏剧激发孩子兴趣、以自然拼音等先进教学带领孩子入门、在海量阅读和移动课堂中实践，初步建立英语思维，提升英语综合能力；让孩子大胆表演、海量阅读、演讲写作、应试技巧和游学看世界中轻松应对国内外考试，
中学阶段	专注学科知识、培养运用能力	英孚教育“15-18岁领先课程”	针对雅思、托福国际英语水平考试进行专业辅导。
		瑞思“Rise Up” (6-12岁)	衔接美国中学，培养地道美式英语思维，帮助解决中国学生留学后“水土不服”等问题。
		树童“森林课程” (12-15岁)	让孩子在海量阅读、演讲写作、提分技巧和游学看世界中轻松应对国内外考试，高能高分上名校

资料来源：公司官网、广证恒生

**完整课上课下闭环，注重与家长沟通反馈。**在少儿学习的过程中，家长的参与必不可少，特别是及时让家长在课后了解孩子的课堂学习效果，及时反馈，让机构教师不断地改进教学方法，因此许多机构在教学过程中增设了家长的参与环节，包括定期家长公开课、家长会。在公开课上，家长坐在课室里观察上课情况，可以了解教师的专业程度，观察孩子的真实课堂表现，考察中心位置和校区环境等，可以增强家长对机构的信赖。此外，在许多线上应用中还会增设家长与外籍教师沟通的功能，通过这个功能家长可以及时对教学质量做出有效反馈。许多机构为了加强课程反馈情况，更是设置了“多对一”的课下服务，例如爱贝的“4对一服务”：外教、中教、班主任和课程顾问组成的4对1服务，以学生为中心，量身定做个性化辅导方案，因材施教，注重学生专长、兴趣、目标和真实生活体验，形成“课上-课下”和“学生-老师-家长”闭环，真切的让家长与孩子感受每一个服务细节，对提升机构口碑也有一定帮助。

图表17 英孚“课上-课下”的反馈体系



数据来源：公司官网、广证恒生

图表18 爱贝拥有完善的反馈体系



数据来源：公司官网、广证恒生

## 2.2 师资体系：严选优质教师团队，重视教研体系打造

**严格选拔机制，重重筛选优质教师。**大多数机构的教师筛选过程都包括资格审核、初试、复试、培训、考核等，每个筛选过程的通过率都较低，以保证老师质量。以瑞思英语为例，教师的全球录取率仅为8%：初试通过率为10%，面授培训后最终通过率仅为8%。招聘过程中，教师至少经过5项考核，包括职业素养、语言能力、学科知识、教学技能，儿童心理。在外教的选择方面，大部分外教来自欧洲、美国、加拿大等以英语为母语的国家和地区。选拔外教的标准中，外教是否有TESOL、TEFL双重国际认证是选拔的重要标准之一；英孚教育的外教除了大多持有TEFL证书外，还会在英孚教育机构持续接受专业的职业培训，其中包括获取英国剑桥大学教师证书（CELTA证书）。除了证书认证外，有些机构例如英孚则会有严格的背景调查，考察外教是否有优良学术背景。而在中教的选择中，大部分一线名师来自985、211、海外

等重点大学，多数中教起到辅助外教教学、在外教与家长的沟通中起衔接作用的角色。

图表19 树童英语有严格的教师入职选拔体系



数据来源：公司官网、广证恒生

**培训+考评机制完善，淘汰教学质量不佳教师。**在选择老师后，机构一般还会对老师进行定期培训、考核，设立完整的、规范的教师成长计划，并在这个过程中及时淘汰教学质量不佳的老师，保证教学效果和口碑。

图表20 各个机构的教师培训、考评体系完善

机构	对应教师培训、考评体系
泡泡	培训机制：导师制辅导体系、学科功底培训、职业提升培训
	考核机制：教师素质模型搭建、教师标准化评价体系、周期性循环考核
瑞思	设立了完善的教师培训系统，从校区、全国到国际，教师培训环环相扣，包括日常备课、技能学习、赴美交流、课题研究等，每年瑞思教师与国外本土教师交换授课上百次，为每位教师提供系统的成长空间，让教师注重自身教学质量与同行优秀教师的对比。
贝乐	每年6次考核培训，在年中、年末分别有学术培训，严苛的末位淘汰机制和6重考核保障高质量的教学标准。

资料来源：公司官网、广证恒生

**重视研发，优质教研团队深度打造教研体系。**多数头部机构都会重视课程的教研工作，通过教研团队仔细打磨属于自己特色的教学体系。例如，英孚教育3-6岁幼儿英语探索课程历时2年研发，横跨6国，近百位国际教研团队深度打造；英孚的10-14岁英语全项突破课程根据英语为第二语言的语言学习者(ESL)的学习特点研发，帮助提升语言综合实力。贝乐教研团队由全职专业教师组成，除了对课程的研发外，还会自主研发线上学习平台，通过“技术手段+内容”的结合，产生包含自适应学习、贝乐云学生端、贝乐云教师端、贝乐云后台服务系统的线上学习平台系统。

**图表21 瑞思组织教师进行教学研究及其成果**

**教师大事记及获奖**
**◆ 承办国家十二五课题研究**

瑞思近百家校区成为实验基地，百余教师参与课题研究！

**◆ 北京朝阳区教育论文优秀奖**

北京朝阳区教育论文获奖名单中瑞思教师占81%。

**◆ 公立学校采用瑞思课程**

瑞思进入北京西城区实验小学等数家公立学校，并参与英语教学研发！

数据来源：公司官网、广证恒生

## 2.3 扩张模式：有效平衡“直营+加盟”模式，运营能力与管理边界是核心

直营+加盟是教育行业常用的扩张手段，两者结合更有利于教育机构的做大做强。具体来说，直营模式的优势主要包括：(1) 可以统一调动资金、统一经营战略，完美体现、执行公司的行销理念。在新品、技术开发、推广、应用方面易于发挥整体优势。(2) 直面市场，有利于品牌迅速获取有效的市场信息和顾客反馈信息，从而不断完善自身。(3) 省却中间环节，企业直接接触消费者，可以赚取较高的销售利润。(4) 作为品牌形象展示的窗口，能够有效彰显公司的优势和实力。加盟模式的优势主要包括：(1) 灵活性、主动性、自主性较强。(2) 能够有效开发市场盲区，特别是对二三级市场的渗透开发。(3) 可以加快入市时间，缩短资金回笼时间。(4) 节约成本投入，降低投资风险，企业可以有更多的精力专注于产品的研发和品牌的推广。

**图表22 少儿英语教育机构采用直营+加盟模式**

机构	直营店数量 (家)	加盟店数量 (家)
贝乐 (2017 年数据)	27	17
瑞思 (截止 2018 年底)	76	304
易贝乐 (2019 年数据)	29	242
芝麻街英语 (截止 2017 年底)	6	348

资料来源：公司官网、多知网、芥末堆、广证恒生

直营店选址大部分集中在一线城市，加盟店选择二三线城市以跑马圈地。大多数机构的直营店分布在一二线城市，尤其是城市中心地段，交通便捷，更方便教师学生通勤，也方便总部进行管理。以瑞思为例，瑞思的 76 个直营店分布包括：北京 (35)、上海 (17)、广州 (9)、深圳 (10)、佛山 (1)、无锡 (2)、香港 (2)，加盟点则主要为与其二三线城市。加盟店具有迅速开拓市场的功能，能够有效开发市场盲区，通过快速开拓市场以跑马圈地。

合理平衡直营和加盟两种模式，是线下少儿英语机构提高拓展速度并保证教学效果的关键。对于教育

机构本身来说，特许经营的方式控制了成本，是一种更优的扩张方案。然而，这种模式也面临着机构对加盟者管控难度大、教学质量难以统一等问题。线下少儿英语在进行“直营+加盟”的扩张模式时，必须采取一定措施，在保证拓展速度的同时保持并提高教学效果。

**图表23 瑞思应对加盟商进行严格把控**

经营维度	对应措施
内部系统	直营和加盟店都使用内部同一套系统
课程和师资	为加盟门店提供完整的教师培训、新产品、教学平台等一系列产品和服务，加盟门店采用标准化的教材和课件，教师由总部培训，教学质量严格把关，从内容和内容传递者两个方面去把控教学质量。
学生考试	每个瑞思的学生都需要完成每年4次的EAAS考试，来检测该学生的学习完成情况。一方面，这个测试可以给到家长孩子成绩的反馈，另一方面，也监控合作商的教学完成情况。
背景要求	瑞思对合作者的要求除了资金的硬性门槛外，还要有做教育的经验等软性背景。

资料来源：公司官网、广证恒生

## 3. 行业趋势：行业整合、证券化窗口开启，互联网技术融入传统线下教学

### 3.1 英语培训赛道迈入证券化的重要窗口期

2016-2018 起语培赛道证券化明显提速，头部企业整合开启。2016 年以前，英语培训赛道并购事件较少，线下少儿英语未明显受到资本市场青睐。2016 年到 2018 年线下少儿英语教育机构的并购重组、IPO 事件开始增多，证券化明显增速，形成百花齐放态势，例如精锐教育收购小小地球，朴新教育收购环球雅思、美联英语 IPO、瑞思英语 IPO 等。由于整体竞争格局还处于高度分散的状态，语培赛道证券化明显提速后，行业整合将会明显加速，行业集中度有望得到提升。此外，资本持续涌入线上、线下语培赛道，尤其是在线真人外教赛道。2016 年后，线上、线下语培赛道倍受资本市场青睐，多个语培机构的融资在几年内出现爆发式增长，带动机构扩张。

**图表24 2016-2018 起语培赛道证券化提速**

2016 年	2017 年	2018 年
好未来收购励步英语	瑞思美股 IPO	华西股份收购易贝乐部分股权，估值 5.26 亿
霸菱亚洲、中信资本 3 亿美元收购华尔街英语	美联英语 B 轮融资、3 亿元 C 轮融资	5 月 20 日，朴新教育 IPO
		美联英语美股 IPO
		5 月 15 日，威创股份收购芝麻街
		安宏资本并购贝乐英语
		精锐教育收购小小地球英语

资料来源：IT 桔子、广证恒生



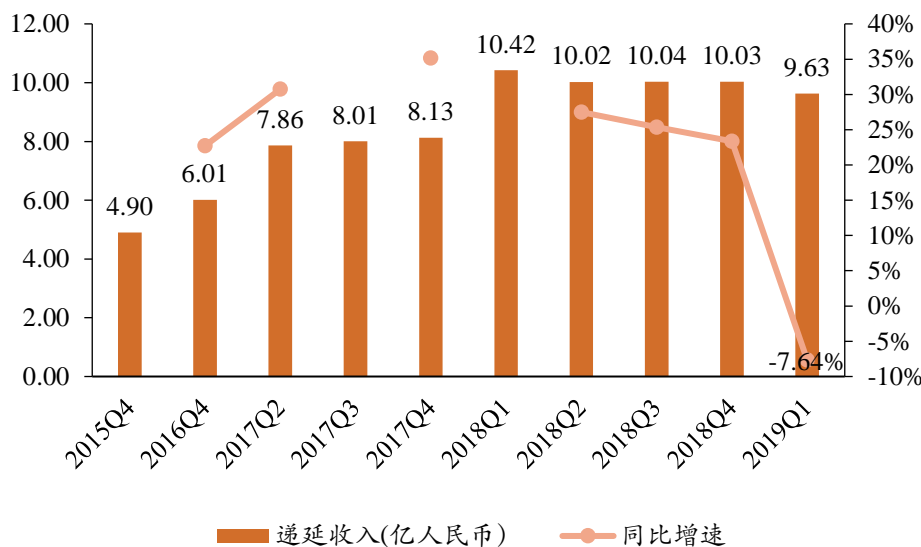
**图表25 资本持续涌入线上、线下语培赛道**

时间	公司名	轮次	金额	投资方
2019-01-02	美联英语	C 轮	3 亿人民币	道格资本,慕华投资
2018-10-11	麦田里	A 轮	未透露	未透露
2018-07-16	三立教育	B 轮	数亿人民币	复星集团
2018-06-11	乐学习	Pre-A 轮	1000 万人民币	未透露
2018-05-21	顶上英语	A+轮	数千万人民币	创新工场,梧桐树资本
2018-05-15	芝麻街英语	战略投资	2.63 亿人民币	威创股份
2019-02-28	iTutorGroup	F 轮-上市前	未透露	未透露
2019-01-16	DaDa 英语	D 轮	2.55 亿美元	好未来,华平投资,
2018-07-02	魔力耳朵	A 轮	1.2 亿人民币	真格基金,高瓴资本
2018-06-21	VIPKID	D+轮	5 亿美元	红杉资本中国,腾讯,
2018-06-19	兰迪少儿英语	C 轮	5.2 亿人民币	劲邦资本-劲霸男装
2018-06-11	皮皮鱼少儿英语	Pre-A 轮	8000 万人民币	GGV 纪源资本,蓝湖资本,
2018-04-24	英语小神童	A 轮	数百万美元	蓝湖资本
2018-01-08	哒哒英语	C 轮	1 亿美元	好未来,Tiger 老虎基金
2017-12-13	3e 口语	A 轮	数千万人民币	清科辰光教育基金
2017-12-03	伴鱼	B 轮	未透露	集富亚洲 JAFCO
2017-09-15	斑马老师	战略投资	数千万人民币	凯米宝贝

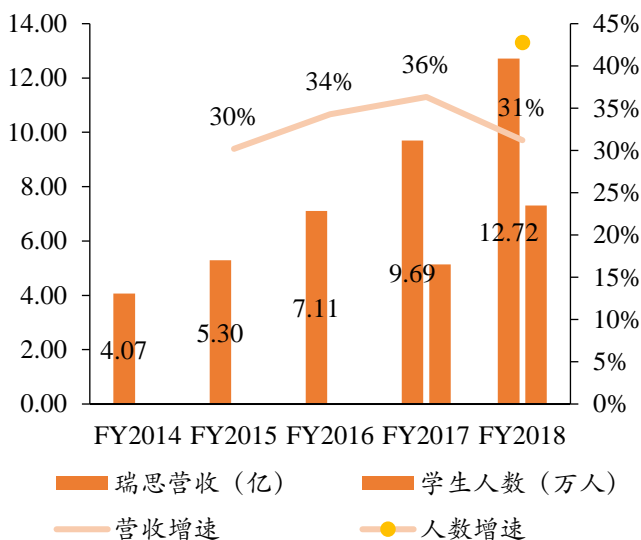
资料来源: IT 桔子、广证恒生

### 3.2 政策促门槛进一步提升, 赛道集中度提升趋势确立

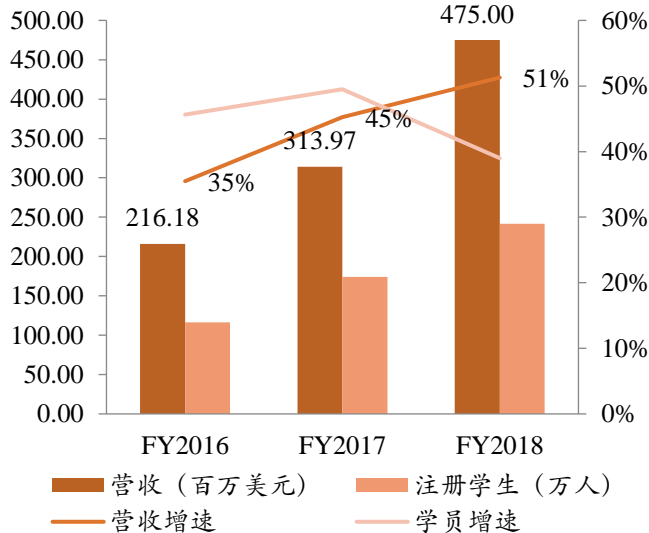
传统“以店养店”快速扩张模式受限, 大型机构迎来扩张的窗口期。2018 年校外培训专项整治行动, 对课外培训机构做出多项限制, 包括 (1) 对教师资质、生均面积规定, 使得行业整体的师资、租金等一系列成本阶段性上升; (2) 预收款长度限制在 3 个月以内, 使得切断大部分不具备直接融资能力的中小机构传统的扩张模式。我们认为, 这意味着企业竞争维度由经营层面延伸至资本层面, 资金储备雄厚、募资能力强的大型机构的扩张窗口期来临。从瑞思、泡泡少儿等上市公司层面的数据来看, 一线企业平均增速在 30%-50% 之间, 远超行业平均增速 (约 18%), 进一步验证了头部企业市场份额将显著提升, 行业集中度提升趋势确立。

**图表26 瑞思在营收维持正常增长的情况下，2019Q1 递延收入出现显著下滑**


数据来源：公司官网、广证恒生

**图表27 瑞思英语营收增速维持在 30% 以上**


数据来源：公司公告、广证恒生

**图表28 泡泡少儿近年来营收增速维持在 40% 以上**


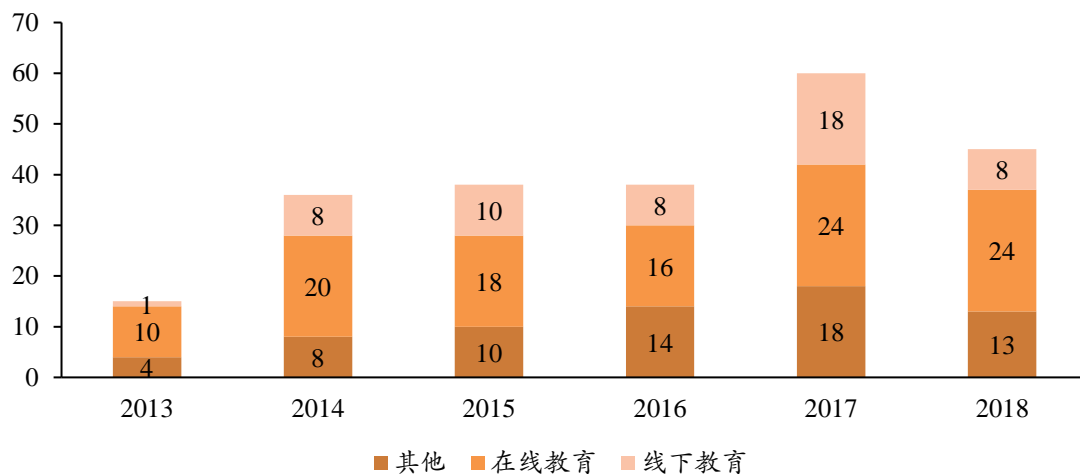
数据来源：公司公告、广证恒生

### 3.3 互联网技术加持，新模式、新产品异军突起

从模式创新的维度来看，直播技术成熟叠加资本快速涌入促使以在线真人外教模式为核心的一大批在线少儿英语异军突起。2014年后，以VIPKID为代表的一批在线少儿英语企业在资本推动下迅速崛起，典型玩家有如下几种类型：（1）以在线少儿英语机构起家的VIPKID、Dada英语、兰迪少儿英语等；（2）在线成人英语机构转型少儿英语机构的企业：51Talk、VIPjr (TutorABC)、阿卡索等；（3）线下少儿英语机构延伸到线上布局：Cantalk（瑞思）、酷学多纳及Blingabc（新东方）、VIPX（好未来）等；（4）跨界布局：gogokid（今日头条）等。在线少儿英语企业目前主要满足口语等相对轻度的培训诉求，与传统

线下机构形成互补业态。

图表29 2014年后语言培训赛道在线模式异军突起



数据来源：IT 桔子、广证恒生

从产品创新迭代的维度来看，互联网技术融入传统线下教学，沉浸式教学、个性化教学、toB 类产品在技术的不断成熟下持续推陈出新。

(1) 线上+线下的沉浸式教学。线下少儿英语机构逐步将线上课程纳入原本的课程包之中，利用线上课程的补充解决中国的孩子在英语学习的过程中缺乏英语浸泡环境、时长不足的问题。线下面授英语教学方式具备互动性强、有场景和注重体验等特点，但一周 1-2 次的教学不能很好地营造学生语言学习所需的长时间语言互动环境。因此，需要在下课后运用线上工具，在课后的家庭场景持续提供课程内容，提高课堂知识吸收率。目前很多线下少儿英语机构通过自主研发出线上工具，让学员在课下使用，起到复习、拓展课堂知识、帮助家长了解学习情况、反馈学习效果、增进学生和教师课下联系等多重作用。

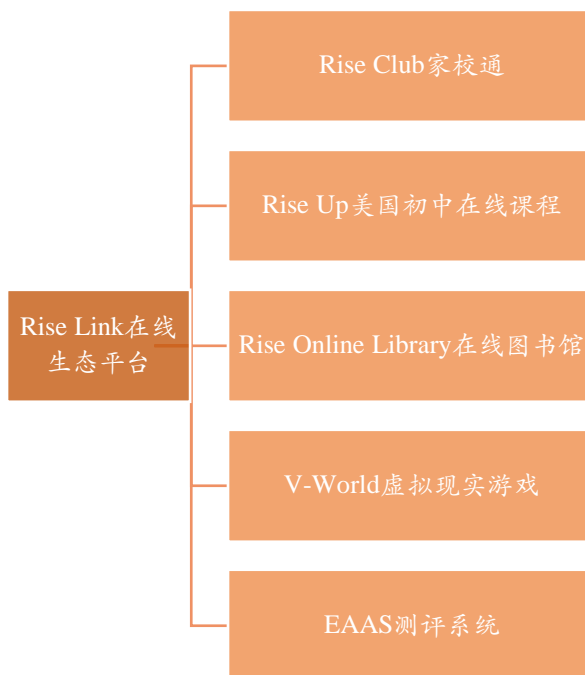
图表30 课下的线上工具起到巩固、诊断的作用

机构	线上工具及功能
英孚	EF Parents: 通过 EF Parents 应用程序，家长们能够收到完整清晰的学习进度报告，帮助他们全方位了解孩子的学习情况，并对孩子的薄弱环节加以重视并巩固提高，报告内容包括课堂知识点、作业完成情况、单元测试成绩、孩子的上课情况以及教师反馈等。
	EF STUDENT: 同步课堂所学知识点，能够让学生随时随地在线完成作业，并及时收到反馈。
	Mentor 手机应用: 英孚自行研发的单词学习工具，会根据每个学生的能力水平调整英语单词的学习进度。每当学生进入一个单元的学习，Mentor 就会相应地更新 App 词库，新单词会根据学生的记忆程度反复出现，直到学生完全掌握。
泡泡	掌上泡泡 App: 注重老师与学生之间的课后互动，学员课后可通过语音识别智能打分方式，进行课上学习内容的自主学习，同时可以同步学习视频课程，帮助孩子们快速掌握学习内容；还有报班、续班的便捷服务。
爱贝	爱贝在线学堂 ABIE Online: 该应用同步匹配线下课堂学习进度，以常规课程作为内容载体通过各类英语动画、互动练习及小游戏，达到课堂外预习、练习和复习的目的。同时，该应用包含了读故事看动画等其它模块，丰富学生线上英语学习体验。
励步	励步课程结合线上工具深度迭代，课程设置为 1: 1 (每周 4 小时线下+4 小时线上)

资料来源：公司官网、广证恒生

(2) **海量过程数据积累下的个性化教学。**随着信息化程度升级，目前教培机构能够逐步围绕教、学、练、测、评全面在线化，积累学生全方位过程数据，准确分析少儿所有学习活动的准确率、参与度，真正实现“千人千面”的个性化教学服务。例如瑞思打造的 Rise Link 在线生态平台，涵盖 Rise Club 家校通、Rise Up 美国初中在线课程、Rise Online Library 在线图书馆、EAAS 测评系统和 V-World 虚拟现实游戏等，更加注重因材施教，个性化教育。

图表31 瑞思打造的 Rise Link 在线生态平台积累学生全方位过程数据



数据来源：公司官网、广证恒生

(3) **通过线上做课程内容、教学产品输出的 toB 类模式快速发展。**此外，还可以利用在线模式输出外教课、口语课、综合在线课程，解决中小机构、传统线下机构的加产品、拓学科、布局线上等特定需求。

图表32 toB 类模式快速发展

机构	toB 类模式
爱乐奇英语	提供从教材、平台、测评、运营到视频外教等一站式解决方案；覆盖机构超 1000 家。
飞博外教：	为各类机构提供在线外教英语课程服务；超 2600 家机构入驻平台。
51talk	向少儿英语培训机构输出在线真人外教课程。

资料来源：公司官网、广证恒生

## 4. 投资逻辑：看好具备规模化异地扩张能力、教研及师资本体扎实的头部少儿英语培训机构

从整个行业的维度来看：青少儿英语是教育诸多细分赛道中发展最为成熟的赛道之一。据弗若斯特沙利文统计，青少儿英语培训赛道（3-18 岁）预期 2021 年市场规模接近 2400 亿，对应复合增速约 23%，未来的核心增量主要来自于一二线城市新生儿人口红利，低龄化、素质化带来的整体渗透率提升（尤其是低线



城市)，行业整体大趋势向好。从竞争格局维度来看：(1) 目前线上以VIPKID为代表的在线少儿英语机构主要满足用户类似口语培训等较为轻度的培训需求，与线下机构形成互补业态；同时，线下机构整体产品也在持续升级迭代，未来线上线下在产品维度及模式维度都将深度融合，真正为用户提供深度浸泡的学习环境。(2) 目前线下青少儿英语培训赛道整体集中度相对分散，但线下面授机构的竞争格局相对明朗清晰，全国头部及区域型头部基本脱颖而出，规模化能力被验证，利用“直营+加盟”模式快速提高区域覆盖程度。在目前赛道证券化趋势明显提速、校外培训整顿政策落地带来的行业门槛提升的背景下，头部机构迎来快速扩张的窗口期，我们判断未来2-3年行业集中度会快速提升。

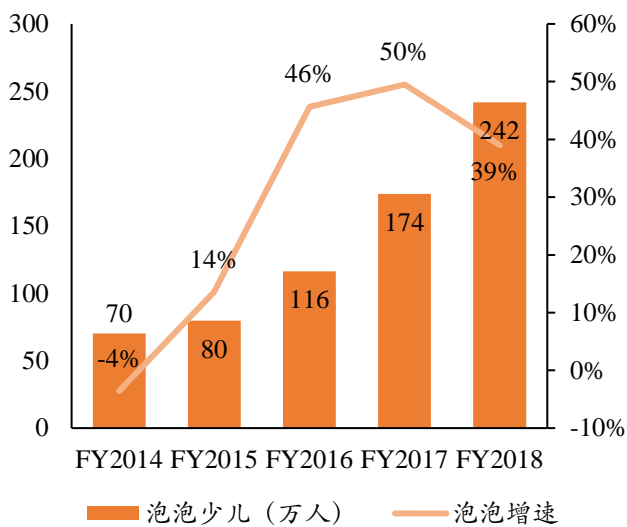
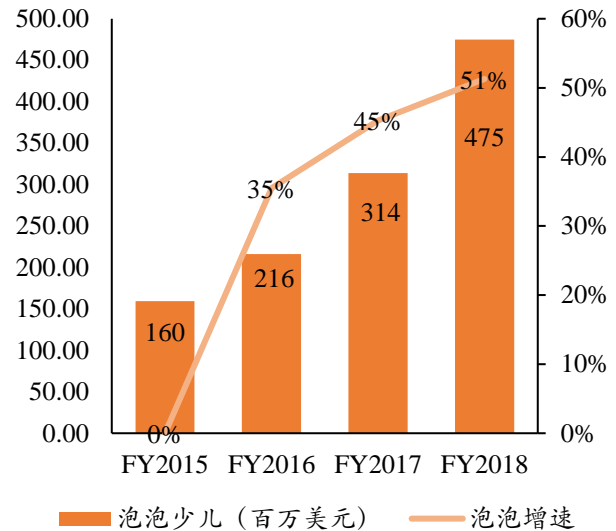
针对少儿英语的线下面授赛道，在当前时点我们更看好已经具备规模化异地扩张及体系输出能力、课程体系及师资体系扎实、产品体系积极拥抱线上的头部青少儿英语培训机构。建议关注：泡泡少儿（新东方EDU.N）、瑞思英语（REDU.O）、英孚少儿（英孚教育）、树童英语、贝乐英语、爱贝英语。

## 4.1 泡泡少儿（新东方EDU.N）：覆盖全学科的少儿教育龙头

泡泡少儿教育是新东方教育科技集团旗下的知名品牌，致力于为3至12岁的少年儿童提供全学科一站式的教育服务，包括语言学习，自然科学，人文科学等方面。英语素质教育方面的课程包括：宝贝绘本阅读，剑桥少儿英语，新概念等，应试教育方面的课程包括：双优课程以及寒暑假短期专题课。此外，背靠新东方的强大品牌和资源，也向孩子提供暑期夏令营，出国游学等服务。截至目前，泡泡少儿在全国60座大中城市设立了700多家学习中心，拥有6000余位一线名师。截至FY2018，泡泡少儿招生人数达242万人（+39%），实现营收4.75亿美元（+51%）。

(1) 覆盖全学科一站式教育，为优能中学提供低龄段生源积累。泡泡少儿以英语起家，依托于集团整体品牌、师资基础及教研实力，泡泡教育于2010年及2012年分别开设数学及语文课程，并逐步向全国分校推广。一方面，全学科一站式的教育服务有效覆盖低龄段用户的全面辅导需求，提升单用户付费价值；另一方面，更广的低龄段用户覆盖也为集团优能中学分部提供了牢固的用户基础，优化集团整体生源结构。

(2) 定位亲民化路线，打造双优系列课程产品。发展过程中，泡泡少儿在面对英孚、瑞思等主打高端美式教育的品牌时，强调自身定位为“针对中等收入家庭心目中的高端品牌”，以较为亲民的价格及优质服务聚拢更为广阔的用户群体。同时，公司也针对用户的需求进行课程体系升级，打造“Y”字形“双优”课程产品体系。“双优”产品分为三个系列：基础级Ready（1-2年级）、进阶级Steady（3-4年级）、飞跃级Speedy（5-6级）。1-4年级为统一发展线到了5-6年级就分为应试及素质两个导向，满足用户的少儿英语综合能力提高的诉求。

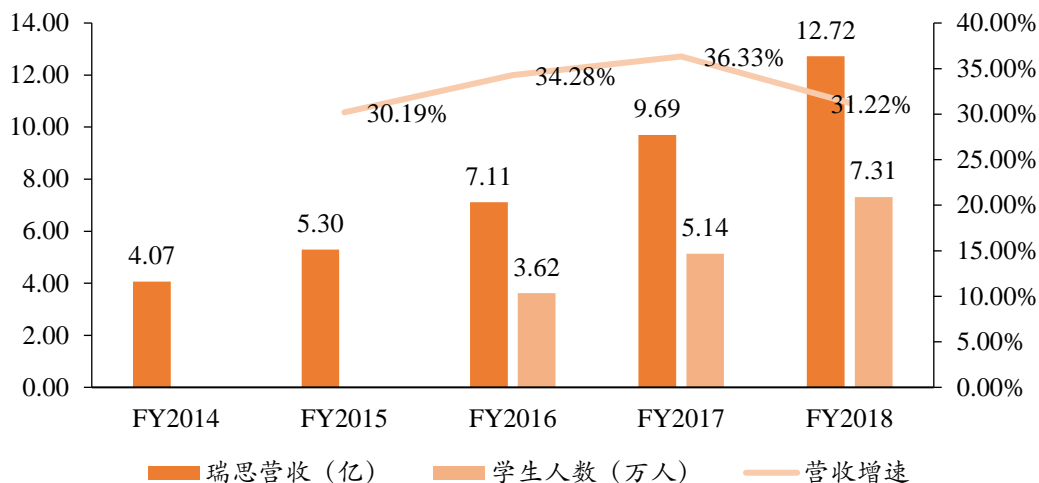
**图表33 泡泡少儿 FY2018 招生人数突破 240 万**

**图表34 泡泡少儿近年来营收维持高增长**


资料来源: Wind、广证恒生

## 4.2 瑞思英语 (REDU.O): 率先登陆美股的少儿英语头部机构

瑞思英语成立于 2007 年, 2013 年被贝恩资本收购。2017 年 10 月 20 日于纳斯达克正式挂牌上市。瑞思英语是中国青少年英语培训市场的前三大供应商之一, 引入美式幼儿园和美式小学的概念, 核心课程分为 3 类: 针对 3-5 岁孩子的 Rise start, 针对 6-12 岁孩子的 Rise on 以及针对 13-18 岁孩子的 Rise up, 侧重潜在低龄留学用户市场, 强调语言的应用和思维方式的学习。2018 年营收 12.72 亿 (+31%), 净利润 1.43 亿。截至 2018 年, 公司拥有 380 所校区 (76 个自营学习中心、304 个加盟学习中心), 覆盖全国 80 个城市; 学生人数达 7.3 万人。

(1) **严格的教师选拔与培训机制, 注重教师教研工作。**教师的全球录取率仅为 8%: 初试通过率为 10%, 面授培训后最终通过率仅为 8%。招聘过程中, 教师至少经过 5 项考核。教师培训系统也十分完善, 为每位教师提供系统的成长空间, 包括日常备课、技能学习、赴美交流、课题研究等, 每年瑞思教师与国外本土教师交换授课上百次。(2) **直营+加盟模式, 扩张迅速的同时保证教学质量。**瑞思大多数直营店分布在一线城市, 尤其是城市中心地段, 交通便捷; 加盟店选择二三线城市, 具有迅速开拓市场的功能, 能够有效开发市场盲区。瑞思有优良的加盟店管理模式, 教学质量严格把关, 提高拓展速度的同时保障教学效果。

**图表35 瑞思英语营收和学生人数保持高速增长**


数据来源: Wind、广证恒生

### 4.3 英孚少儿 (英孚教育): 高端线下少儿英语龙头品牌

英孚少儿是英孚教育旗下的少儿业务,是中国青少年英语培训市场的最大供应商,是线下少儿英语的头部品牌。英孚少儿英语针对不同年龄段的青少儿使用不同的教材和教学方法,并且在寒假和暑假期间为3~18岁的青少儿提供英语冬令营和英语夏令营课程。截至2018年,公司覆盖70个城市,有超过250个校区。

**(1) 线下少儿英语头部品牌,经营模式成熟。**英孚少儿2016年一线城市市场份额约9%,测算对应营收约12亿,是中国青少年英语培训市场的最大供应商。英孚少儿拥有完善的课程体系:根据学生年龄阶段设置课程内容,在CEFR(欧盟通用语言教学框架)下,接轨托福、雅思、剑桥等国际标准化考试;完整的“课上-课下”闭环,对学生的试听、定位、反馈环环相扣,保证教学质量。英孚教育的外教大多持有TEFL证书,还会在英孚教育机构持续接受专业的职业培训,其中包括获取英国剑桥大学教师证书(CELTA证书);除了证书认证外,教师还会有严格的背景调查,用于考察外教是否有优良学术背景。**(2) 线上+线下的浸泡式教学,切入互联网新领域。**英孚少儿目前拥有EF Parents、EF students、Mentor手机应用等线上线下结合的产品,通过互联网技术的加持开拓新模式、新产品,利用线上课程的补充解决中国的孩子在英语学习的过程中缺乏英语浸泡环境、时长不足的问题,起到复习、拓展课堂知识,了解学习情况、反馈学习效果、增进学生和教师课下联系等多重作用,营造浸泡式环境的同时,有望切入互联网新领域。

图表36 英孚少儿英语因材施教的课程体系



数据来源：公司官网、广证恒生

#### 4.4 树童英语：专注“PRT”教学体系，华南领先的少儿英语品牌

树童英语创办于 1999 年，目前是全国上规模、成体量的青少年英语教育机构，在珠三角的优势地位突出。树童英语专注 K12 领域的英语培训，坚持直营发展模式，同时开始探索特许经营模式进一步扩张。截至 2019 年，公司直营校区超 140 家，覆盖 18 个城市，其中广州校区超 40 家。公司定位为“家门口的国际学校”，运用 PRT 项目获得公办名校背书，通过搭建自身教研体系与公办名校形成教学闭环，在最大程度上提高孩子国际素养的同时，也解决了国内家长国际化教育孩子的痛点。

(1) **课程研发强强合作，拥有公办名校广泛认可的项目平台。** 华南师范大学基础教育培训与研究院和树童国际语言教育研究院强强合作，联合各地中小学，邀请国内外一流的语言学、教育学专家组建团队，共同推出中小学英语学科发展国际化共建平台 PRT 项目，包含校本课程制作、教师专业发展、学生社团活动等，具有全面而综合的教育体系。该体系已得到公办名校的广泛认可，纷纷成为 PRT 课题学校。而树童英语则是 PRT 课程唯一的课外授权实验基地。(2) **高质量的师资培训体系保证授课质量在较高水准。** 树童英语聘用全职的中外教师团队实施 PRT 课程体系教学。所属教师除接受树童研究院提供的全套系统的专业发展课程外，通过 PRT 英语学科发展国际化共建平台，还需每周与公办名校的老师进行 2-3 次的磨课。通过相互的沟通及交流，树童教师借此能够深入了解公立学校的教学体系，以便在教学过程中做到因地制宜、内容互补。



图表37 树童英语的课程体系



数据来源：公司官网、广证恒生

## 4.5 贝乐英语：主打沉浸式教学，提供一流美式英语课程

贝乐英语成立于2009年，是一家以“沉浸式英语”为教学法的少儿英语培训机构。贝乐英语全面引进了美国先进的教学理念、美国教育体系、原汁原味的“美国幼儿阶段”、“美国小学阶段”、“美国初中预科班”主流核心课程体系，拥有国际资格认证的外教老师、雄厚的研发团队以及完整的教学监督与培训系统，保证了优秀、专业的教学，让孩子不出国门即可“留学美国”。目前贝乐英语已在全国共成立了60余家分中心，服务于60000多个家庭。

(1) “国外教材+国内自主研发教案”搭配教学，服务获消费者肯定。在贝乐“美式幼儿园”、“美式小学阶段”阶段，教材使用丰富、地道、适合同龄美国儿童的语言，直接对接美国幼儿园课程体系；教学课件与教案则由公司独立研发，结合中国小孩学习英语的特点，辅助美版教材进行教学，对原有的美国教育体系做二次开发，能够在国外先进体系下因材施教，更加适合中国孩子学习英语，续费率和转介绍率达到70%和30%，保证服务质量，获得消费者肯定。(2) 师资优势明显。贝乐学科英语中的外教都是经过TESOL、TEFL专业国际英语教师资格认证，熟悉教学理念及方法，保障专业化教学水平；目前公司有30多名全职专业人员从事教研工作，教研人员在不断改进教学方法中打造优质教学体系；教师考评机制规范且严格，通过多维度的综合打分对教师优胜劣汰。

图表38 贝乐学科英语有根据年龄段设置的教学体系



数据来源：公司官网、广证恒生

## 4.6 爱贝英语：重视教研教学，主打全外教沉浸式英语教学

爱贝英语成立于2010年，专注于为3-12岁的孩子提供少儿英语培训、幼儿英语启蒙、儿童英语口语学习。公司通过自主与联合研发的课程产品，针对3-6岁、6-7岁、7-12岁三个不同年龄段的孩子，将课程分为10个级别。截至2018年6月底，爱贝已覆盖全国140余城市；共有分校420余家。除线下少儿英语外，在品类上延展了线下STEM+课程、在线少儿英语、在线编程等门类。根据爱贝官方披露数据，公司2018年营收达9亿元。

(1) **公司拥有正规的教师管理体系和严格的监督机制。**外教在爱贝所签订的劳动合同包含详细的日常工作行政规范，若外教不按要求工作或违章，则会得到相应的书面警告或被辞退；公司计划未来在课堂上完全只有一名外教上课，而不再配备中教，培养外教独立带班、通过肢体语言、眼神的交流等多种沟通方式让孩子沉浸其中并学会英语的教学能力。(2) **重视教研反馈，持续优化教学标准和课程体系。**爱贝成立了由中外籍教学专家组成的教学督导部，主要任务是下校区进班听课评课教研反馈，或下区域组织教研，督导校区教学质量的同时，通过不断的汇总和提炼，整合出爱贝的教学标准。目前督导部已经在教案模板、好课设计、听课标准、教室环创设计等方面进行了优化和规范，并打造出了几堂优秀外教模范课，录制成像，利用爱贝教师AD平台，下发420多校区作为教学参考和学习。

图表39 爱贝布局 100 多座城市



数据来源：公司官网、广证恒生

## 5. 风险提示

(1) **非上市企业信息披露不完全。**一级市场相关企业业绩规模及相关运营数据、财务数据主要基于公开信息测算或企业自行披露，数据准确性可能存在一定误差。

(2) **市场竞争加剧。**目前线下少儿英语赛道发展较为成熟，除了国内的企业，海外也有不少线下少儿英语企业参与竞争；线上少儿英语的和线下少儿英语目前虽是互补态势，倘若互补态势升级则会加大行业竞争，进而增加企业的运营成本，影响企业的实际盈利能力。

(3) **政策实施的不确定性。**2018年校外培训专项整治行动对课外培训机构做出多项限制，尤其是学科类辅导机构。由于青少儿英语培训具备学科与素质双重属性，而各地方政策具体落地执行不一，部分地区对青少儿英语辅导机构同样存在师资、生均面积、预收款等相关限制。

(4) **直营与加盟模式存在的风险。**现有的线下少儿英语培训机构大部分采用直营与加盟结合的形式。加盟业务对企业的体系化输出能力及整体监管能力有较高要求，若管控不当将会对企业盈利能力、品牌等造成不利影响。

数据支持：王睿、曹昱



### 新三板团队介绍：

在财富管理和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（新三板教育行业高级研究员）：**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，具有丰富的二三级研究经验，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。