

基于单店模型敏感性分析，看早教&托育谁更赚钱？

2019.11.20

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:

自2018年国家政策推动下，托育开始快速发展，与此同时先行发展的早教也随之不断的被提及，0-3业态中两者盈利能力究竟如何、混合经营是否能创造收益？

本文假设单店面积600m²，生师比1:5，以广州区位来考虑市场装修、器材、机构日常运营支出，分别构建早教、托育的单店盈利模型，并对满班率、消课率进行了盈利能力的敏感性分析。进一步验证早教与托育业态的盈利能力，以及探讨早教和托育如何配比才能达到最优坪效。基于一定假设的单店模型敏感性分析，我们得出以下3点结论，以供企业与投资者参考：

● **结论一：在80%满班率的较优运营水平下，托育中心的净利率为12.89%；55%的满班率是托育企业的生命线，满班率每提升1%，对应平均净利率提升约0.37%**

假设托育客单价5000元/月，满班率80%，年营收528万元，净利率12.89%。对满班率进行敏感性分析后发现，55%的满班率是托育企业的生命线，低于此阈值托育机构将面临亏损。且满班率每提升1%，对应平均净利率提升0.37%。此外，预期2020年将进一步落地税收优惠政策，托育机构净利率可提升5-6pct。对于部分普惠性托育机构还将有每个学位1万元的政策补贴。

● **结论二：在70%满班率、60%消课率的较优运营水平下，早教机构的净利润率为11.26%；消课率影响强于满班率，半数组合净利率在0-20%之间**

假设早教课时价为180元/课时，满班率70%、消课率60%，其年营收约435万元，净利率约11.26%。满班率与消课率共同决定企业的运营效率，消课率每提升1%，对应平均净利率提升0.91%；满班率每提升1%，对应平均净利率提升0.46%。在1681个市场组合中，超70%的组合可实现正盈利，其中6%的组合净利率超25%；在满班率与消课率同步优化下，57%满班率&57%消课率是早教正盈利的分界岭。

● **结论三：在市场普遍运营能力下，托育盈利能力强于早教业态，若单日早教客流量达12人次，可分离独立早教教室**

从经营的角度来看，若单一早教业务能达到60%消课率及70%满班率、托育能达到80%满班率的情况下，单一业态的坪效也较好。但市场多数机构难以具备上述运营能力，因此满足消费者多种需求，将早教和托育混合经营是可选模式。

以市场普遍运营水平来看，可优先考虑托育业态，当单日早教人流达到一定水平时可分离独立课室。以市场上180元课时价的早教机构与5000元客单价的托育机构相比，早教需保持60%消课率才能获得托育机构同等盈利能力，因此混合经营中可优先考虑托育业态。并且以课室价值为标准，80%出勤率下托育的课室价值为2000元，当单日早教学员流量达到12个人次/天时，早教的课室价值基本等同于托育的，并随着人流增加快速提升。

● **风险提示：市场发展不及预期、行业竞争加剧、持续经营能力不确定**

相关报告

- 1、【深度解读】发改委&卫健委：每个新增托位给予1万元补助！-20191025
- 2、【深度解读】国家卫健委发布，托育全国性标准出炉！-20191016
- 3、维度剖析10万字深度！广证恒生为您解读早教&托育赛道机遇！-20191008
- 4、一文带你读懂早教与托育两大千亿市场的异同和机遇-20190730
- 5、托育机构必读：税收新政能省多少钱？-20190712
- 6、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
- 7、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



目录

目录.....	2
图表目录.....	3
导语.....	4
1、托育中心：单店盈利模型及敏感性分析.....	4
1.1 成熟期单店盈利模型：客单价 5000 元&满班率 80%下，净利率约 12.89%.....	4
1.2 盈利能力敏感性分析：55%满班率是企业的生命线，满班率每提升 1%对应净利率提升约 0.37%.7	
2、早教中心：单店盈利模型及敏感性分析.....	8
2.1 成熟期单店盈利模型：课时价 180 元&满班率 70%&消课率 60%下，净利率约 11.26%.....	8
2.2 盈利能力敏感性分析：消课率的影响强于满班率，半数组合净利率在 0-20%之间.....	10
2.2.1 满班率的影响情况：满班率每提升 1%对应净利率提升约 0.46%.....	10
2.2.2 消课率的影响情况：消课率每提升 1%对应净利率提升约 0.91%.....	11
2.2.3 满班率&消课率共同影响：消课率的影响强于满班率，半数组合净利率在 0-20%之间.....	12
3、混合经营下优先布局托育，单日早教人流>12 时可考虑分离独立早教课室.....	14
3.1 在市场普遍运营能力水平下，托育盈利能力强于早教，可优先考虑托育业态.....	14
3.2 单日早教人流>12 人次时，可考虑独立 1 间早教课室专门运营.....	15
4、风险提示.....	17



图表目录

图表 1 2019.10 国家卫健委对托育机构的规范化要求.....	5
图表 2 广州社区商铺租金.....	5
图表 3 成熟期托育中心收入成本拆分（单位：年/万元）.....	6
图表 4 托育中心单店盈利模型敏感性分析.....	7
图表 5 早教课程课时价参考.....	9
图表 6 成熟期早教机构收入成本拆分（单位：年/万元）.....	9
图表 7 早教机构-满班率对盈利能力影响的敏感性分析.....	10
图表 8 早教机构-满班率对盈利能力影响的敏感性分析.....	11
图表 9 满班率&消课率共同影响下，早教机构运营情况的可能性分布为：亏损-微利-一般-较优-非常好 =27%-24%-30%-13%-6%.....	12
图表 10 早教机构-满班率&消课率对盈利能力影响的敏感性分析.....	13
图表 11 早教&托育盈利情况对比.....	15
图表 12 早教&托育教室单日价值对比.....	16
图表 13 考虑出勤率后早教&托育教室单日价值对比.....	16

导语

自 2018 年以来，在国家一系列指导意见、规范标准、税收优惠、财政补贴等政策的推动下，托育开始快速发展，0-3 业态的关注度不断提高。与此同时先行发展的早教也随之不断的被提及，部分头部早教企业开始发力布局托育。

在托育行业蓬勃发展，关于 0-3 业态的争议也随之而出，托育的盈利能力到底如何？早教和托育究竟谁的盈利能力更强？混合经营是否能创造收益？2019 年 8 月凯瑞宝贝“爆雷”，本质上是企业盲目扩张、缺乏财务管理下导致的现金流断裂，但也引发了行业对托育&早教盈利能力的再次审视。

为了帮助投资者了解早教&托育行业企业经营的实际情况与真实的盈利水平，进一步研究决定企业经营的两大指标的满班率、耗课率对企业盈利能力的确切影响程度。本文通过构建早教和托育的单店盈利模型，分析两种业态的盈利能力在不同耗课率、满班率情况下的变化，并在此基础上，进一步验证同一场地在混合经营的情况下，早教和托育如何配比才能达到理论最优坪效，以供企业与投资者参考。

1、托育中心：单店盈利模型及敏感性分析

1.1 成熟期单店盈利模型：客单价 5000 元&满班率 80%下，净利率约 12.89%

托育中心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，以广州为例，园区规模 600 m²的托育中心为模板，客单价 5000 元/月，在市场较优状况下，即满班率 80%，处于成熟期的托育机构年度营业收入 528 万元，税后净利率约为 12.89%。我们在市场草根调研信息获取的行业平均 5-20%的单店净利润信息相符。

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 m²、对应标准学位 120 个，地处一线城市（以广州为例）、客单价 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 m²，社区型托育中心会偏小，这里取 600 m²对应 120 个标准学位计。

2、收入假设：成熟期满班率假设为 80%，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 80%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：教师生师比在 5: 1 左右，配备清洁、保健医、客服等少量其余员工以及园长一位。托育中心的综合生师比假设在 5: 1，依据 2019 年 10 月发布的布《托育机构设置标准（试行）》和《托育机构管理规范（试行）》，不同年龄段配备比例不同，考虑托育机构的主流客群在 1 岁-3 岁之间，取综合比

例 5: 1. 园区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。一名班主任 (月薪 7000 元)、一名主教 (月薪 5000 元) 与一名助教 (月薪 3000 元) 构成一个教师班组, 一个班组对应 15 名学生, 学生最大不超过 18 人。

图表 12019.10 国家卫健委对托育机构的规范化要求

类别	2019.10 国家卫健委标准
班级规模	设置乳儿班 (6-12 个月, 10 人以下)、托小班 (12-24 个月, 15 人以下)、托大班 (24-36 个月, 20 人以下) 三种班型。18 个月以上的婴幼儿可混合编班, 每个班不超过 18 人。
师生比	合理配备保育人员, 与婴幼儿的比例应当不低于以下标准: 乳儿班 1:3, 托小班 1:5, 托大班 1:7。按照有关规定配备保健人员、炊事人员、保安人员等。

资料来源: 《托育机构设置标准 (试行)》和《托育机构管理规范 (试行)》、广证恒生

4、租金水电成本假设: 房租假设为 3 元/㎡/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/㎡/天, 我们假定模型取中间值 3 元/㎡/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 广州社区商铺租金

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, 主要固定资产包括 72 万元装修成本以及 12 万元的教辅教具等配套设施。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 6000 元+宣传费用 3 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。

注：托育机构按照 2019 年 6 月新的税收政策享受增值税全免，企业所得税减按 90%征收，目前具体政策细则仍在落地推进中，为了保持可比性，本文暂不考虑托育机构的税收优惠。预计相关的税收优化于 2020 年落地，我们预计税收新政落地后，单店成熟期税后净利率可提升 5-6pct，投资回收周期可缩短 4 个月左右。如果想进一步深入了解，可参考广证恒生于 2019 年 7 月 12 日正式外发的专题报告《**托育机构必读：税收新政能省多少钱？**》

根据以上假设，我们大致得到一个面积 600 m²的托育中心，在 80%的满班率情况下，年营收额为 528 万元，税后净利润约 68.05 万元，净利率约 12.89%。

图表 3 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）		528.00	100%
学费收入	成熟期满班率 80% 学费：5000 元/月（1 年按 10 个月计）	480.00	90.91%
餐费及其他	餐费 500 元/月（1 年按 10 个月计）	48.00	9.09%
不含税收入	增值税 6%	498.11	
运营成本（年）		401.16	75.98%
租金水电物业等	月租 3 元/m ² /天+水电	77.76	14.73%
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 客服/月薪 4000 元+1 保健医/月薪 4000+21 个老师	155.40	29.43%
其他服务/产品成本	餐费不赚钱	48.00	9.09%
销售费用（含销售人力成本）	2 个招生专员/月薪 6000 元+宣传费用 3 万/月	50.40	9.55%
管理费用（除人力成本、折旧摊销外的其他管理费用）	10%左右	52.80	10.00%
折旧摊销	固定资产初始投入 5 年均摊	16.80	3.18%
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	6.23	1.18%
税前净利润（年）		90.73	17.18%
企业所得税	企业所得税 25%	22.68	4.30%
税后净利润（年）		68.05	12.89%

资料来源：广证恒生

1.2 盈利能力敏感性分析：55%满班率是企业的生命线，满班率每提升1%对应净利率提升约0.37%

为考察托育机构的盈利能力在不同满班率情况下的变动，我们对该单店模型进行敏感性分析，得出了以下2点结论：

1、假设客单价5000元情况下，55%的满班率是托育企业的生命线，低于此阈值托育机构将面临亏损；

2、目前市场上的托育机构满班率一般分布在50%~90%之间，满班率每1%的提升，对应平均净利率提升0.37%。其中在4000元、5000元、6000元、7000元、8000元课单价下，满班率每1%的提升，分别对应平均净利率提升0.61%、0.40%、0.33%、0.28%、0.25%。

图表4 托育中心单店盈利模型敏感性分析

净利率 (%)	客单价 (元/月)				
	8000	7000	6000	5000	4000
90%	30.43%	26.84%	22.05%	15.36%	5.31%
89%	30.15%	26.52%	21.68%	14.90%	4.74%
88%	29.86%	26.19%	21.29%	14.44%	4.16%
87%	31.03%	27.53%	22.86%	16.32%	6.51%
86%	30.75%	27.20%	22.48%	15.86%	5.94%
85%	30.46%	26.87%	22.09%	15.40%	5.36%
84%	30.16%	26.53%	21.69%	14.92%	4.76%
83%	29.85%	26.18%	21.28%	14.43%	4.15%
82%	29.54%	25.82%	20.87%	13.93%	3.52%
81%	29.22%	25.45%	20.44%	13.41%	2.88%
80%	28.89%	25.08%	20.00%	12.89%	2.22%
79%	28.55%	24.69%	19.55%	12.35%	1.55%
78%	28.20%	24.30%	19.09%	11.79%	0.85%
77%	27.85%	23.89%	18.61%	11.23%	0.14%
76%	27.48%	23.47%	18.13%	10.64%	-0.78%
75%	28.81%	24.99%	19.90%	12.77%	2.07%
74%	28.45%	24.58%	19.42%	12.19%	1.35%
73%	28.08%	24.16%	18.92%	11.60%	0.61%
72%	27.70%	23.72%	18.42%	10.99%	-0.20%
71%	27.31%	23.27%	17.89%	10.36%	-1.25%
70%	26.90%	22.81%	17.35%	9.71%	-2.33%
69%	26.49%	22.34%	16.80%	9.05%	-3.43%
68%	26.06%	21.85%	16.23%	8.37%	-4.57%
67%	25.62%	21.34%	15.64%	7.66%	-5.75%
66%	25.17%	20.83%	15.04%	6.94%	-6.96%
65%	24.70%	20.29%	14.42%	6.19%	-8.20%
64%	24.22%	19.74%	13.77%	5.42%	-9.49%
63%	23.72%	19.17%	13.11%	4.62%	-10.82%
62%	25.27%	20.94%	15.17%	7.10%	-6.69%
61%	24.77%	20.38%	14.51%	6.30%	-8.01%



60%	24.26%	19.79%	13.83%	5.48%	-9.38%
59%	23.73%	19.18%	13.12%	4.64%	-10.79%
58%	23.18%	18.56%	12.39%	3.76%	-12.25%
57%	22.61%	17.91%	11.63%	2.85%	-13.77%
56%	22.02%	17.23%	10.85%	1.91%	-15.34%
55%	21.41%	16.54%	10.04%	0.93%	-16.96%
54%	20.78%	15.82%	9.19%	-0.11%	-18.65%
53%	20.13%	15.07%	8.32%	-1.51%	-20.40%
52%	19.45%	14.29%	7.41%	-2.96%	-22.22%
51%	18.74%	13.48%	6.47%	-4.47%	-24.10%
50%	20.56%	15.56%	8.89%	-0.59%	-19.25%

资料来源：广证恒生

注：由于教师人力的配比与机构日常运营的情况息息相关，不存在小数位的人力变动，均为整数位变动。因此在部分临界值点会出现满班率提升但净利率下降的问题，主要是因为人力成本整额变动影响。

2、早教中心：单店盈利模型及敏感性分析

2.1 成熟期单店盈利模型：课时价 180 元&满班率 70%&消课率 60% 下，净利率约 11.26%

由于早教与托育两种商业模式较为相近，因此我们构建的早教机构单店盈利模型大致与托育中心相同，即以广州为例、单店面积 600 m²、生师比 5: 1、房租 3 元/m²/天、管理费 10%。主要区别如下：

1、收入假设：课单价为 180 元，一年 96 课时，成熟期满班率为 70%、消课率为 60%。市场上的早教课时价分布在 100~250 元/课时之间，此处我们选取中间值 180 元作为课单价。我们假设早教机构每日课程分为 5 个课时，同一时间内最多可容纳 120 名学生（与托育的 120 个学位假设对应），按一周两课时计算，一年标准课时为 96 个（2 课时/周*4 周/月*12 月/年=96 课时/年）。由于早教业态中学生的流动性、稳定性均大于托育机构，早教机构满班率普遍低与托育中心，另一方面早教业态还需考虑消课率，头部企业美吉姆的消课率约 70%，我们以 60% 来代表良好运营下的普通早教机构成熟期水平进行测算。

2、人力成本假设：早教机构不提供餐饮服务，因而不需要雇佣厨师。老师方面由于满班率下调并且老师可以轮班上课，因次教师配置较托育少。

3、销售费用：早教机构对招生宣传的需求更强、要求更高，因此增加招生人员至 4 名。

除以上三点外，其余假设与托育机构保持一致。由此，我们大致得到一个面积 600 m²的早教机构，在 70% 满班率以及 60% 消课率情况下，年营业收入约 435.46 万元，税后净利润约 49.03 万元，净利率约 11.26%。

图表 5 早教课程课时价参考



美吉姆国际儿童教育中心(花都骏壹万邦广场店) 分店

151 条点评 | 人均 ¥18422

感觉综合 | 佳东骏壹万邦 曙光大道81号

团购: 仅售99元, 价值646元美吉姆单人儿童体验之旅



金宝贝早教(增城万达广场中心) 分店

161 条点评 | 人均 ¥12973

综合早教中心 | 增城万达 荔城街增城大道69号万达广场1楼1F01

团购: 仅售9.9元, 价值632元秋日温馨成长体验礼



小马快跑国际早教(天河万菱汇中心) 分店

68 条点评 | 人均 ¥21008

综合早教中心 | 天河城/体育中心 天河路230-232号万菱汇3层

团购: 仅售9.9元, 价值387元新加坡国际早教课+特别定制礼

资料来源: 大众点评、广证恒生

图表 6 成熟期早教机构收入成本拆分 (单位: 年/万元)

项目	说明	绝对额 (万元)	占营收比
运营收入 (年)		435.46	
学费收入	成熟期满班率 80%、消课率 70% 课时费: 150 元 (年课包按 96 课时计)	435.46	100.00%
不含税收入	增值税 6%	410.81	
运营成本 (年)		340.31	78.15%
租金水电物业等	月租 3 元/m ² /天+水电	77.76	17.86%
教师及其他人力成本	1 个园长/月薪 1 万+1 保洁/月薪 2500 元+1 保健医/月薪 4000+2 客服/4000 元+18 个老师	137.40	31.55%
销售费用 (含销售人力成本)	4 个招生专员/月薪 6000 元+宣传费用 3 万/月	64.80	14.88%
管理费用 (除人力成本、折旧摊销外的其他管理费用)	10% 左右	43.55	10.00%
折旧摊销	固定资产初始投入 5 年均摊	16.80	3.86%
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	5.14	1.18%
税前净利润 (年)		65.37	15.01%
企业所得税	企业所得税 25%	16.34	3.75%
税后净利润 (年)		49.03	11.26%

资料来源: 广证恒生

2.2 盈利能力敏感性分析：消课率的影响强于满班率，半数组合净利率在 0-20%之间

2.2.1 满班率的影响情况：满班率每提升 1% 对应净利率提升约 0.46%

基于 2.1 单店模型的假设，课时价 180 元、消课率 60% 的情况下，满班率每 1% 的提升（50-90% 之间），对应平均净利率提升 0.46%。

图表 7 早教机构-满班率对盈利能力影响的敏感性分析

假设：课单价 180 元，消课率 60%					
满班率	净利率	净利率边际变化	满班率	净利率	净利率边际变化
90%	17.79%	0.50%	69%	10.52%	0.76%
89%	17.29%	0.51%	68%	9.76%	0.79%
88%	16.78%	-1.97%	67%	8.97%	0.81%
87%	18.75%	0.51%	66%	8.16%	0.83%
86%	18.24%	0.52%	65%	7.33%	0.86%
85%	17.72%	0.53%	64%	6.47%	0.89%
84%	17.19%	0.54%	63%	5.58%	-2.58%
83%	16.65%	0.56%	62%	8.16%	0.89%
82%	16.09%	0.57%	61%	7.27%	0.92%
81%	15.52%	0.59%	60%	6.36%	0.95%
80%	14.93%	0.60%	59%	5.41%	0.98%
79%	14.33%	0.62%	58%	4.43%	1.02%
78%	13.72%	0.63%	57%	3.41%	1.05%
77%	13.09%	0.65%	56%	2.36%	1.09%
76%	12.44%	-2.23%	55%	1.26%	1.13%
75%	14.67%	0.64%	54%	0.13%	1.52%
74%	14.02%	0.66%	53%	-1.39%	1.63%
73%	13.36%	0.68%	52%	-3.01%	1.69%
72%	12.68%	0.70%	51%	-4.70%	-4.03%
71%	11.98%	0.72%	50%	-0.67%	-
70%	11.26%	0.74%	平均值		0.46%

资料来源：广证恒生

注：由于教师人力的配比与机构日常运营的情况息息相关，不存在小数位的人力变动，均为整数位变动。因此在部分临界值点会出现满班率提升但净利率下降的问题，主要是因为人力成本整额变动影响。

2.2.2 消课率的影响情况：消课率每提升1%对应净利率提升约0.91%

基于 2.1 单店模型的假设，课时价 180 元、满班率 70%的情况下，消课率每 1%的提升（40-80%之间），对应平均净利率提升 0.91%。

图表 8 早教机构-满班率对盈利能力影响的敏感性分析

假设：课单价 180 元，满班率 70%					
消课率	净利率	净利率边际变化	消课率	净利率	净利率边际变化
80%	24.04%	0.49%	59%	10.39%	0.90%
79%	23.55%	0.50%	58%	9.50%	0.93%
78%	23.05%	0.51%	57%	8.57%	0.96%
77%	22.54%	0.52%	56%	7.61%	1.00%
76%	22.02%	0.54%	55%	6.61%	1.03%
75%	21.48%	0.55%	54%	5.58%	1.07%
74%	20.93%	0.57%	53%	4.51%	1.11%
73%	20.36%	0.58%	52%	3.39%	1.16%
72%	19.78%	0.60%	51%	2.24%	1.20%
71%	19.18%	0.62%	50%	1.04%	1.32%
70%	18.56%	0.63%	49%	-0.29%	1.74%
69%	17.93%	0.65%	48%	-2.03%	1.81%
68%	17.27%	0.67%	47%	-3.84%	1.89%
67%	16.60%	0.69%	46%	-5.73%	1.98%
66%	15.90%	0.71%	45%	-7.71%	2.07%
65%	15.19%	0.74%	44%	-9.77%	2.16%
64%	14.45%	0.76%	43%	-11.93%	2.26%
63%	13.69%	0.79%	42%	-14.20%	2.37%
62%	12.91%	0.81%	41%	-16.57%	2.49%
61%	12.10%	0.84%	40%	-19.06%	-
60%	11.26%	0.87%	平均值		0.91%

资料来源：广证恒生

注：由于教师人力的配比与机构日常运营的情况息息相关，不存在小数位的人力变动，均为整数位变动。因此在部分临界值点会出现消课率提升但净利率下降的问题，主要是因为人力成本整额变动影响。

2.2.3 满班率&消课率共同影响：消课率的影响强于满班率，半数组合净利率在0-20%之间

在 180 元课单价条件下，市场机构的运营水平主要分布在如下范围内，即满班率在 50%~90%之间、消课率在 40%~80%之间，对应利润率区间为 (-42.59%~28.94%)。根据敏感性分析我们锁定了 1681 个组合模型，根据其分布状态，我们归纳出以下几点结论：

在 1681 个组合中——

(1) 约有 27% 的组合处于亏损状态。反应了目前市场上的早教机构在运营能力较差的情况下，满班率和消课率都相对偏低，从而导致了运营亏损。

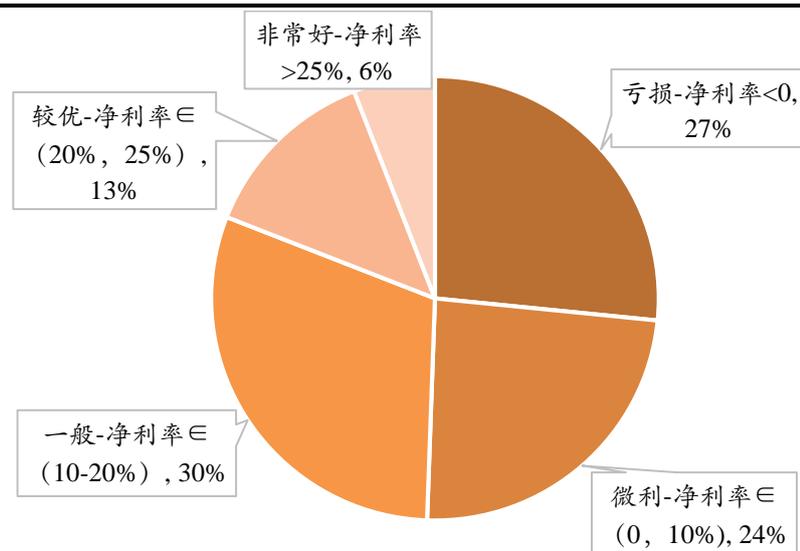
(2) 约 24% 的组合处于微利状态，净利率介于 0-10% 之间。反应了目前市场上的早教机构有相当一部分概率仅能获取微薄的利润空间。

(3) 约有 30% 的组合净利率介于 10-20% 之间，是组合中分布最多的区间，反映了在对消课率与满班率进行调整改善后，市场上大多数机构均能获取的一般的单店净利率。

(4) 分别 13% 的组合净利率超过了 20%，其表示若企业在 180 元客单价的水平下，对消课率与满班率进一步调整改善后，能获取的较优的单店净利率。

(5) 6% 的组合净利率超过了 25%。其表示若企业在 180 元客单价的水平下，获取了超过 25% 的净利率，那么它已属于早教领域非常优秀的运营机构。

图表 9 满班率&消课率共同影响下，早教机构运营情况的可能性分布为：亏损-微利-一般-较优-非常好 =27%-24%-30%-13%-6%



资料来源：广证恒生

从满班率与消课率对盈利能力的边际贡献来看：

(1) 消课率是影响早教机构盈利水平的重要因素，消课率每提升1%，对应平均净利率提升在0.87%以上，最高可达1.45%。满班率对早教机构的盈利能力也有一定的边际贡献，其对净利率的边际贡献最低0.34%，最高可达0.91%。

(2) 增加满班率或者消课率之间任意一个都能带来利润的提升，在课时价180元前提下，两者同步优化至，约57%满班率&57%的消课率是正盈利的分界岭。约62%满班率&62%的消课率是10%净利率的分界岭。约71%满班率&71%的消课率是20%净利率的分界岭。

图表 10 早教机构-满班率&消课率对盈利能力影响的敏感性分析

假设：课单价 180 元										满班率 1%边 际贡献 均值
净利率	满班率									
消课率	90%	85%	80%	75%	70%	65%	60%	55%	50%	
80%	28.9%	28.9%	26.8%	26.6%	24.0%	21.1%	20.4%	16.5%	15.2%	0.34%
75%	26.7%	26.7%	24.4%	24.2%	21.5%	18.3%	17.6%	13.5%	12.1%	0.37%
70%	24.2%	24.1%	21.7%	21.5%	18.6%	15.2%	14.4%	10.0%	8.5%	0.39%
65%	21.2%	21.2%	18.6%	18.3%	15.2%	11.6%	10.7%	6.0%	4.3%	0.42%
60%	17.8%	17.7%	14.9%	14.7%	11.3%	7.3%	6.4%	1.3%	-0.7%	0.46%
55%	13.7%	13.7%	10.6%	10.3%	6.6%	2.3%	1.3%	-5.7%	-8.3%	0.55%
50%	8.9%	8.8%	5.4%	5.1%	1.0%	-4.9%	-6.5%	-14.6%	-17.4%	0.66%
45%	2.9%	2.8%	-1.2%	-1.6%	-7.7%	-14.7%	-16.4%	-25.5%	-28.6%	0.79%
40%	-6.0%	-6.1%	-11.7%	-12.2%	-19.1%	-26.9%	-28.9%	-39.1%	-42.6%	0.91%
消课率1%边 际贡献均值	0.87%	0.88%	0.96%	0.97%	1.08%	1.20%	1.23%	1.39%	1.45%	

资料来源：广证恒生

注：由于教师人力的配比与机构日常运营的情况息息相关，不存在小数位的人力变动，均为整数位变动。因此在部分临界值点会出现消课率、满班率提升但净利率下降的问题，主要是因为人力成本整额变动影响。

注：由于篇幅限制，图表仅展示5%的变化情况，平均值的计算依旧按照1%的刻度计算

3、混合经营下优先布局托育，单日早教人流>12 时可考虑分离独立早教课室

早教与托育本身是两个业态性质，早教侧重于教育属性，带有素质教育的特性；托育侧重于保育属性，以养育需求为主。海外市场通常以纯托育机构为主，比如光明地平线等，但国内市场由于教育体系和社会环境因素的影响，消费者倾向于将托育和早教结合在一体完成。再加上托育业务受到政府广泛支持，能够获得额外的税收政策优惠和补贴等，目前市场上也逐步形成早教+托育混合经营的业态。

从经营的角度来看，若单一早教业务能够保持 60% 的消课率 & 70% 的满班率、托育能够形成 80% 的满班率的情况下，单一业态的坪效也相对良好。但受限于区域消费结构和机构运营能力来看，达到这一水平是非常不容易的。因此基于运营的考虑，满足消费者多样的需求，将早教和托育混合经营以实现坪效的优化是可选的途径。

3.1 在市场普遍运营能力水平下，托育盈利能力强于早教，可优先考虑托育业态

在用户的接受程度方面，0-3 领域市场认知度和接受度都相对较低，过去普遍以隔代养育或者保姆月嫂为主，金宝贝、美吉姆等海外早教品牌的海外原型本身是月付制度的托育业态，如美国的光明地平线等。到国内转变为课程制的早教业态正是考虑到当时托育接受度较低的社会现实。但 2018 年以来，受益于国家对托育行业的大力支持，社会对托育的接受程度正在逐步提高。

我们在 5000 元托育价格和 180 元早教价格前提下，排除地理位置等因素的影响，分别考虑不同的满班率情况下两者的净利率水平，得出以下结论：早教需要保持 60% 左右的消课率才能获得托育机构同等水平的净利率。参考市场上早教机构的现实经营状况，头部企业美吉姆的消课率在 70% 左右，小型机构消课率实际大多在 50-60% 左右（1 周 1 节课左右）。因此市场普遍运营能力的水平下，经营托育业态的盈利能力大概率要优于早教业态。

图表 11 早教&托育盈利情况对比

净利率		满班率								
托育	5000 元	90%	85%	80%	75%	70%	65%	60%	55%	50%
			15.36%	15.40%	12.89%	12.77%	9.71%	6.19%	5.48%	0.93%
消课率		早教 180 元								
70%		24.16%	24.10%	21.71%	21.48%	18.56%	15.19%	14.36%	9.99%	8.48%
69%		23.61%	23.55%	21.12%	20.89%	17.93%	14.51%	13.66%	9.23%	7.70%
68%		23.04%	22.98%	20.52%	20.28%	17.27%	13.80%	12.95%	8.45%	6.89%
67%		22.45%	22.39%	19.89%	19.65%	16.60%	13.08%	12.21%	7.65%	6.06%
66%		21.85%	21.78%	19.25%	19.00%	15.90%	12.33%	11.45%	6.82%	5.21%
65%		21.22%	21.16%	18.58%	18.34%	15.19%	11.56%	10.67%	5.96%	4.33%
64%		20.58%	20.52%	17.90%	17.65%	14.45%	10.77%	9.86%	5.08%	3.42%
63%		19.92%	19.85%	17.19%	16.94%	13.69%	9.95%	9.02%	4.17%	2.49%
62%		19.23%	19.17%	16.46%	16.20%	12.91%	9.10%	8.16%	3.24%	1.52%
61%		18.52%	18.46%	15.71%	15.45%	12.10%	8.23%	7.27%	2.27%	0.52%
60%		17.79%	17.72%	14.93%	14.67%	11.26%	7.33%	6.36%	1.26%	-0.67%
59%		17.04%	16.97%	14.13%	13.86%	10.39%	6.39%	5.41%	0.23%	-2.10%
58%		16.26%	16.19%	13.30%	13.02%	9.50%	5.43%	4.43%	-1.12%	-3.57%
57%		15.45%	15.38%	12.44%	12.16%	8.57%	4.43%	3.41%	-2.60%	-5.09%
56%		14.61%	14.54%	11.55%	11.26%	7.61%	3.39%	2.36%	-4.13%	-6.66%
55%		13.74%	13.67%	10.62%	10.33%	6.61%	2.32%	1.26%	-5.72%	-8.30%
54%		12.84%	12.76%	9.66%	9.37%	5.58%	1.21%	0.13%	-7.37%	-9.99%
53%		11.91%	11.83%	8.67%	8.37%	4.51%	0.06%	-1.39%	-9.07%	-11.75%
52%		10.94%	10.86%	7.64%	7.33%	3.39%	-1.52%	-3.01%	-10.85%	-13.57%
51%		9.93%	9.85%	6.56%	6.25%	2.24%	-3.18%	-4.70%	-12.69%	-15.47%
50%		8.88%	8.80%	5.45%	5.12%	1.04%	-4.91%	-6.46%	-14.61%	-17.44%
49%		7.79%	7.70%	4.29%	3.96%	-0.29%	-6.71%	-8.29%	-16.60%	-19.49%
48%		6.65%	6.56%	3.08%	2.74%	-2.03%	-8.58%	-10.20%	-18.68%	-21.63%
47%		5.46%	5.38%	1.81%	1.47%	-3.84%	-10.53%	-12.18%	-20.85%	-23.86%
46%		4.23%	4.14%	0.50%	0.15%	-5.73%	-12.57%	-14.25%	-23.11%	-26.19%
45%		2.94%	2.84%	-1.17%	-1.65%	-7.71%	-14.69%	-16.42%	-25.47%	-28.62%
44%		1.58%	1.49%	-3.09%	-3.58%	-9.77%	-16.92%	-18.68%	-27.94%	-31.16%
43%		0.17%	0.07%	-5.09%	-5.59%	-11.93%	-19.25%	-21.05%	-30.52%	-33.82%
42%		-1.75%	-1.88%	-7.19%	-7.71%	-14.20%	-21.68%	-23.53%	-33.23%	-36.60%
41%		-3.82%	-3.95%	-9.40%	-9.92%	-16.57%	-24.24%	-26.13%	-36.07%	-39.52%
40%		-5.99%	-6.13%	-11.71%	-12.25%	-19.06%	-26.93%	-28.87%	-39.05%	-42.59%

资料来源：广证恒生

3.2 单日早教人流>12 人次时，可考虑独立 1 间早教课室专门运营

以早教课时价 180 元以及托育价格 5000 元为基础进行模拟推算：

由于托育主要占用周一至周五白天时间，早教还占用除此之外的晚上或者周末全天的时间，因此只有周一至周五白天时段课用于混业经营。我们将按早上 2 次、下午 2 次，全天 4 次课时安排分别计算早教和托育教室的单日价值。

托育教室：按月付费 5000 元、一月 30 天计算，托育学位每天的价值为 166.67 元。一间容量为 15 学位的托育教室单日价值约为 $166.67 \times 15 = 2500$ 元。

早教教室：按 180 元课时费、一天 4 课时计算，一个早教学位每天的价值为 720 元，一间容量为 15 学位的早教教室单日价值约为 $720 \times 15 = 10800$ 元

图表 12 早教&托育教室单日价值对比

托育课时价 (元/课时)	托育单位学位价值 (元/天)	托育课室价值 (元/天)
41.67	166.67	2500.00
早教课时价 (元/课时)	早教单位学位价值 (元/天)	托育课室价值 (元/天)
180.00	720.00	10800.00

资料来源：广证恒生

以上课室价值计算基础上，考虑出勤率的影响，现加入该因素分析。托育的出勤率一般在 80% 以上，对应当天课室的价值约为 2000 元+。对应来看，早教课室达到同等价值需要 20% 的出勤率，对应当天学员流量为 12 人次。即当单店当天早教学员流量达到 12 个人次以上，即可分离 1 个教室作为早教课室。当第一间早教课室饱和后 (60 人次/天)，若人次继续增加至 $12 + 60 = 72$ 人次，可分离出第 2 个教室，以此类推。

图表 13 考虑出勤率后早教&托育教室单日价值对比

出勤率	托育课室价值 (元/天)	早教课室价值 (元/天)	对应学员流量 (人次/天)
5%	125	540	
10%	250	1080	
15%	375	1620	
20%	500	2160	12
25%	625	2700	15
30%	750	3240	18
35%	875	3780	21
40%	1000	4320	24
45%	1125	4860	27
50%	1250	5400	30
55%	1375	5940	33
60%	1500	6480	36
65%	1625	7020	39
70%	1750	7560	42
75%	1875	8100	45
80%	2000	8640	48
85%	2125	9180	51
90%	2250	9720	54
95%	2375	10260	57
100%	2500	10800	60

资料来源：广证恒生

4、风险提示

1) 市场发展不及预期

早教托育行业的服务对象年龄在0~6岁之间，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，可能导致早教托育行业市场发展不达预期。另一方面，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。

2) 行业竞争加剧

当前早教托育行业仍处于初级阶段，市场渗透率不足10%，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

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。

注：本文对单店模型的敏感性分析基于一定的场地、收费及成本的假设，具体问题需具体分析，结论仅供投资者参考，欢迎联系分析师进一步沟通交流。（史玲林：15521156540-添加请备注姓名-机构）

数据支持：邓益萌

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。