

目录

前言	5
第一章：中国托育简史.....	6
1.1 中国托育行业发展历程	6
1.2 产业链	8
1.3 市场规模：预计 2020 年市场规模约 980 亿元.....	10
第二章：2019 年市场概览	11
2.1 政策：2019 年国家政策完善&地方政策进度，预期 2020 年重要的税收政策将在地方落实推进.....	11
2.2 资本加速进入托育市场，头部优质机构获得融资.....	13
2.2.1 资本市场趋冷，但对托育关注度提升.....	13
2.2.2 获投对象多为运营成熟机构，直营+加盟模式受资本青睐.....	15
2.2.3 重点获投机构成长案例分析：纽诺教育、多乐小熊、Morecare 茂楷.....	17
2.2.4 未获投机构的成立时间、成立地点分布及未获投优秀企业成长案例分析.....	20
2.3 部分机构资金链断裂，头部早教品牌加速布局托育.....	22
2.3.1 中心数快速上升，行业供给快速提升.....	23
2.3.2 部分企业盲目使用现金流扩张导致资金断裂，或为行业带来信任危机.....	23
2.3.3 头部早托品牌通过“直营+加盟”模式快速布局，短期竞争加剧.....	24
第三章：中国婴幼儿家庭画像.....	25
第四章：2020 年市场预期与发展策略	26
4.1 市场需求增速放缓，短期利好政策将持续加速出台，长期市场将由人口驱动转向消费驱动.....	26
4.2 托育市场向多元化转变，普惠成为主要趋势.....	28
4.3 行业发展趋势	28
4.3.1 托管+早教成为中心新运营模式	28
4.3.2 托育业态日渐多元，社区托育或将成为主流模式.....	29
第五章：对机构的经营建议	29
5.1 选址是决定托育机构成败的重要因素.....	29
5.2 将服务和运营流程标准化	30
5.3 重视品牌的建设和营销手段	31
第六章：2020 年新冠疫情下企业自救措施.....	32
6.1 积极寻求外部资源支持	32
6.1.1 金融工具：短期注重股东增资、个人借款等应急措施，着手准备股权融资材料或银行借贷资料.....	32
6.1.2 积极寻求政府政策支持：与政府部门多沟通，设立专项小组跟踪政策进度.....	33
6.2 财务开源节流	34
6.2.1 企业成本：协商第三方控制租金、人工成本，切忌注意员工情绪、防止疫情后离职潮.....	34
6.2.2 企业收入：持续服务减少退费率，优惠营销提前报课续课.....	35
6.3 远程案头教研、员工培训，强化线上品宣及春招，保持用户互动.....	35
第七章：风险提示.....	36

图表目录

图表 1 中国托育行业发展历程	6
图表 2 托育行业发展第三阶段我国人口出生率显著下降	7
图表 3 2011 年-2019 年中国新生儿人口数量变化	8
图表 4 我国托育行业产业链构成	9
图表 5 我国托育服务供给模式	9
图表 6 估算 2019 年托育市场规模约 930 亿元	10
图表 7 2019 年国家地方托育相关政策意见频出	11
图表 8 全国托育机构管理规范	12
图表 9 税收优惠政策实施后，单店成熟期税后净利率预计可提升 5-6pct	13
图表 10 股权投资市场资金募集情况	14
图表 11 股权投资市场资金投资情况	14
图表 12 一级市场教育投融资数量	14
图表 13 一级市场教育投融资情况	14
图表 14 早教托育投融资案例数量	15
图表 15 早教托育投融资金额(亿元)	15
图表 16 早教托育投融资案例数量	15
图表 17 早教托育投融资金额(亿元)	15
图表 18 2019 年托育行业共统计到 14 起投融资时间（至 2019 年 12 月 19 日）	16
图表 19 获投方多为直营+加盟模式的早托中心	17
图表 20 资方背景多样，屡现教育机构参投	17
图表 21 纽诺教育发展历程	17
图表 22 纽诺教育历史融资情况	18
图表 23 多乐小熊历史融资情况	19
图表 24 Morecare 茂楷史融资情况	20
图表 25 未投获机构成立时间分布	20
图表 26 未投获机构地域分布情况	21
图表 27 全优加发展历程	21
图表 28 托育机构分布呈显著区域性	22
图表 29 各省份 2019 年新增注册的早教&托育中心	23
图表 30 2019 年早教&托育机构跑路事件频发	23
图表 31 早教头部品牌布局托育情况	24
图表 32 2015-2018 年中国女性就业人员占比	25
图表 33 中国与其他国家入托率对比	25
图表 34 2018 年 G20 各国 15 岁以上女性劳动参与率	25
图表 35 2019 年中国 0-3 岁婴幼儿照护方式选择	26
图表 36 2019 年中国 0-3 岁婴幼儿托育服务需求度	26
图表 37 2017-2021 年卫计委对放开二胎后出生人口数预测与实际出生人口数对比	27
图表 38 2018 年我国 10-35 岁各年龄段女性人数分布	27
图表 39 OECD 国家 2017 年入托率和出生率散点图	27
图表 40 城镇居民人均教育文化娱乐支出	28
图表 41 此次中小企业能用于缓解资金压力的手段主要有银行借款、股东增资、个人借款、股权融资等	32
图表 42 企业股权融资流程及时间周期（约 4-5 个月）	33
图表 43 各省市疫情政策涉及内容	34

图表 44 微博上关于员工对被迫降薪的言论	35
图表 45 远程办公工具	36
图表 46 抖音短视频宣传	36
图表 47 贝尔科教公众号疫情安全科普	36

前言

过去一年，随着国务院发布《关于促进3岁以下婴幼儿照护服务发展的指导意见》起，托育行业进入政策规范化发展阶段。资本开始入场，2019年合计13家企业获得融资，其中积木宝贝、MoreCare 茂楷、乐融儿童之家均获得亿元及以上融资。行业创业热情突出，据不完全统计，2019年新设立早教&托育相关中心点达1964个，其中经营托育业务的1528个，经营早教业务的489个。2019年12月甘肃发文鼓励家政、物业开办公益托育，潜在的新设立中心点数可能更多，放开范围可达5396家。

从市场需求来看，极低的入托率和强烈的托育需求以及高的女性劳动参与率形成鲜明对比，供需差将推动托育行业进一步发展。和世界上其他国家进行横向对比，可以发现，中国目前4.1%的入托率远低于其他国家，与此相驳的是较高的女性劳动参与率，以及较大的家庭婴幼儿照料负担。中国家庭的婴幼儿照顾方式仍以父母双方和家中长辈照顾为主。但由于中国幼儿家庭面临着新一代父母发展意愿和生育意愿间难以平衡，家中祖辈无力照料孩子、保姆带孩存在安全隐患等问题，对专业的婴幼儿托育服务的需求日趋强烈。据艾媒调查数据，65.2%的人有托育需求。

随着新生儿人口回降与托育消费习惯的演进，长期市场将由人口驱动转向消费驱动。消费驱动下托育市场向多元化形式转变，早教+托育、社区托育或将成为中心新运营模式。对托育机构实操运营来说，良好的单店盈利模型是其发展的根基，而选址是决定其单店成败的第一大元素，服务与运营流程的标准化、品牌的建设与营销等都是决定其盈利能力的重要因素。

本文通过深度访谈、案例库分析、行业调研等多维度方式，旨在为从业者展示过去一年早教托育行业的发展情况，从政策实施去把握风向，透过资本看行业，并从投融资的各方背景和分类中找出脉络所在。同时，在逐步火热的市场格局下，对当下机构经营的危机与机遇进行深度分析，总结出领先企业的成功做法和最佳实践，为机构经营实务提供细微建议。此外，针对2020年爆发的新型冠状病毒疫情，我们总结了30+企业的经验与行动，为企业在疫情影响下的自救提供解决方案。

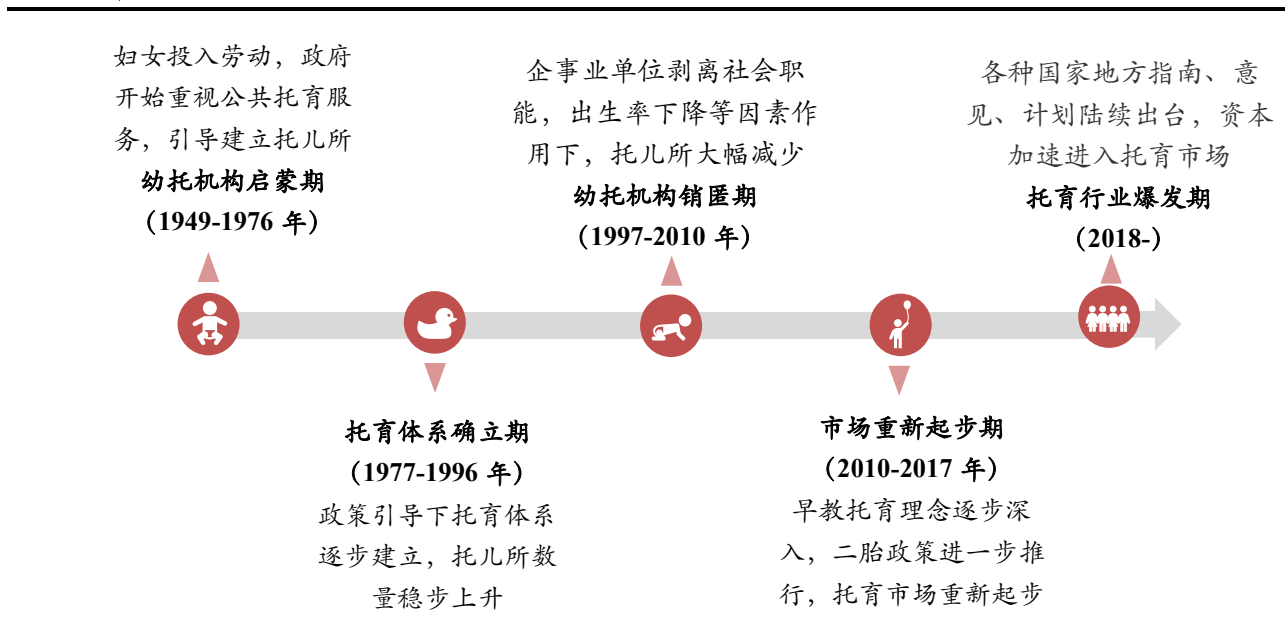
第一章：中国托育简史

1.1 中国托育行业发展历程

随着社会发展，托育服务慢慢成为了一个世界性议题。十九世纪工业革命后，劳动力需求加大，需要大量的妇女青年参与到制造中，由此带来了对婴幼儿看护的需求，托育机构应运而生。19 世纪初期开始，德国、法国等地相继出现了各种形式的托育机构，随后的西方婴儿潮爆发更是为托育机构的发展提供了一个良好的契机。目前纵观各国的托育行业发展情况，我们可以发现，美、英、法、日等国婴幼儿托育行业发展较为成熟，均出台了一系列政策法规引导其发展，比如 2018 年英国接受托育服务的儿童超 3.2 万，日本将于 2019 年 10 月无偿提供公立托育服务等。

近代以来，中国的婴幼儿教育也开始由完全的家庭教育缓慢地向社会化教育转化。我们回顾新中国成立以来托育机构的发展历史，大致可以分为如下几个阶段。

图表 1 中国托育行业发展历程



资料来源：国务院妇女儿童工作会、广证恒生

第一阶段：幼托机构启蒙期（1949-1976 年）：

新中国成立初期，全面恢复和发展生产的国家建设目标需要大量的劳动力投入，妇女们作为“未充分开发的”劳动力被视作新劳动力的重要来源之一，政府开始逐步重视起公共托育服务。伴随着一系列相关政策的出台，城镇社区和企事业单位兴办的托儿所数量快速蹿升，据国务院妇女儿童工作会提供的数据显示，新中国成立出的 643 个托儿机构到 1956 年已经增至 5775 所。但到了 60 年代，伴随着社会的浮沉，政府对托育服务的关注逐渐淡化，托育服务经历一个短暂的缩减期。

第二阶段：托育体系确立期（1977-1996 年）

1978 年，党的十一届三中全会召开，国家进入了有中国特色社会主义建设时期的同时幼儿教育事业也进入新的发展阶段。1979 年五届人大二次会议《政府工作报告》中指出“要十分重视发展托儿所、幼儿园，

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

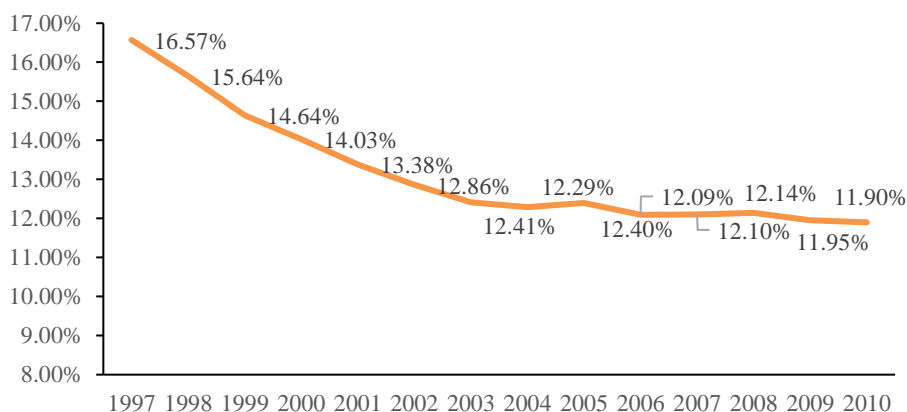
加强幼儿教育”，随后教育部、卫生部、计委等 13 个单位联合召开全国托幼工作会议，做出了由国务院设立“托幼工作领导小组”的决定，以加强对托幼工作的领导；1980 年 11 月，卫生部颁发了《城市托儿所工作条例（试行草案）》，确定了我国托儿所制度；1981 年 6 月，卫生部妇幼卫生局颁布《三岁前小儿教养大纲（草案）》，提出了托儿所教养工作的具体任务。

这一阶段伴随着相关制度、条例的推出，托育体系逐步确立，托儿所数量稳步上升。根据国家统计局 1993 年发布的第三产业普查数据显示，在社会服务业中，1991 年独立设置的托儿所 9714 个，1992 年为 10628 个，增长率高达 9.4%。

第三阶段：幼托机构销匿期（1997-2010）

90 年代起，国家开始强调家庭教育在儿童成长中的重要作用，托育行业的发展掉头向下。不过这并非根本原因，影响托育热度骤减的最主要原因是国家明确提出“企业不能办社会”的口号，自此企事业单位剥离社会职能，其主办的托儿所和幼儿园数量开始大幅度减少。原本这种剥离可以是托育自此开始市场化快速发展的契机，但从机制中脱离到市场大潮中后，却遭遇出生人口下降，以及管理归口部门不明确等现实，导致托育的市场化在此阶段并未形成，反而遭受了灭顶打击。2000 年集体性托幼机构减少 5 万家以上，到 2010 年国家集体办托儿所基本消失，入托比例仅为 0.9%。

图表 2 托育行业发展第三阶段我国人口出生率显著下降



数据来源：国家统计局、广证恒生

第四阶段：市场重新起步期（2010-2017 年）

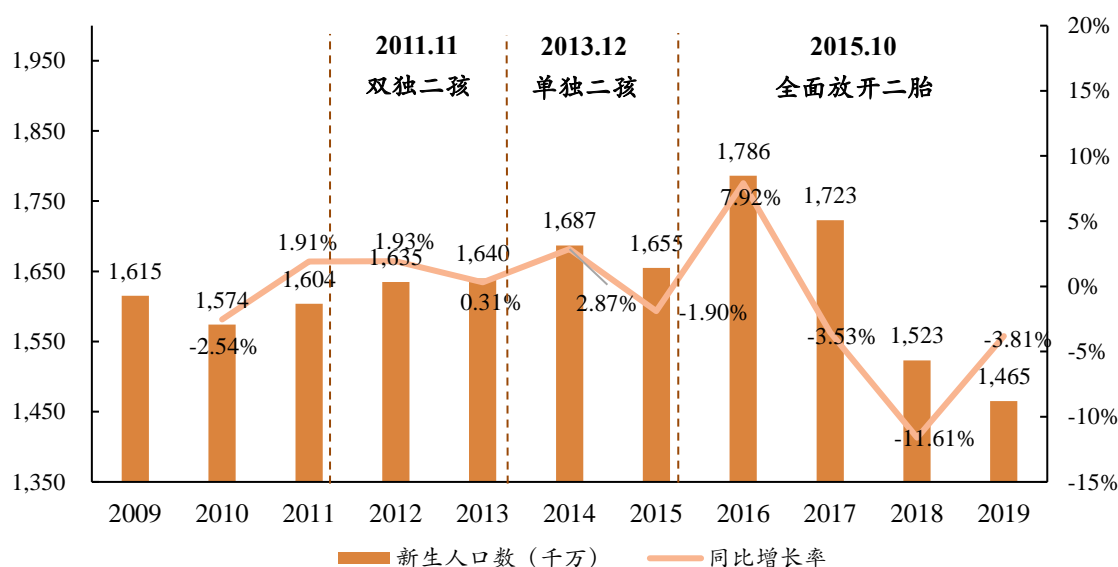
2010 年《国务院关于当前发展学前教育的若干意见》出台，国家对于学前教育责任的观念有所转变，明确了中央政府重新对托幼服务负有一定的投资责任。彼时，经历了第三阶段公办托儿所的销匿导致的市场冷却后，国内托育机构分布零散，基本没有太强的品牌化意识与动力。但随着金宝贝、美吉姆等一些优质品牌的引入和扩张，海外早教理念逐渐进入中国家长的视野，托育早教收到进一步的重视。

2013 年 12 月，“单独二胎”政策依法启动实施，2016 年 1 月 1 日，正式放开“全面二胎”，托育的需求在这个阶段逐渐旺盛起来。此时，托育行业也开始重新起步：随着早教领域的竞争加剧，一些品牌开始寻求突破创新的业务模式，尝试全日制托管业务；此外，部分幼儿园也开始尝试年龄段的下探，涉猎托育领域。在这样的背景下，连锁品牌渐露头角，但行业整体还处于摸索阶段。

第五阶段：托育行业爆发期（2018-）

最近几年我国开始逐渐出现经济增长放缓，人口红利减退的现象，人口老龄化问题凸显，预测到2030年人口将进入负增长阶段。如何减缓负增长的到来，保持良好的经济增速成为了政府的核心关注点之一。作为积极应对老龄化的策略之一而提出的二胎政策在短时间提升了中国新生人口数，但效用没有持续太久，2018年新生人口便出现了下滑。中国人民大学抽样调查显示，60.7%的一孩妈妈因为没人看孩子，而不愿生育二孩。而在有关部门组织的网上调查中，65.2%的家庭需要婴幼儿托育服务。因此，直接关乎孩子照顾问题的托育服务便成为了政策照顾重点。

图表 32011年-2019年中国新生人口数量变化



数据来源：国家统计局、广证恒生

2017年11月18日十九大报告提出，要在“幼有所育，学有所教”方面不断取得新进展，同年12月，中央经济会议明确提出，要解决好婴幼儿照顾和儿童早期教育服务问题；2018年，国务院办公厅陆续提出，明确卫健委负责“指定促进三岁以下婴幼儿照顾服务发展的指导文件”，明确要“指定试试大力发展3岁以下婴幼儿照顾服务的政策措施”，随后各种国家地方指南、意见、计划陆续出台，标志着托育行业正式进入爆发期。

1.2 产业链

早托行业主要针对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。我国早托行业产业链可以分上游、中游、下游：上游由产品内容提供商、社区交流平台提供商和企业管理技术提供商组成，主要为早教中心和家长婴幼儿提供对应的产品。中游由早教中心和托育中心组成，主要为家长及婴幼儿提供早教和托育服务。

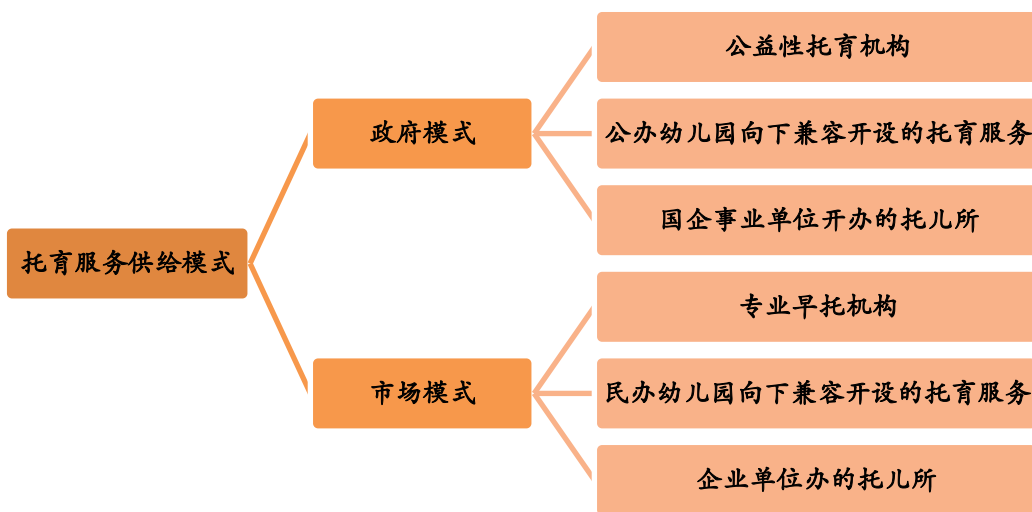
图表 4 我国托育行业产业链构成



资料来源：广证恒生整理

其中托育服务供给模式可分为政府主导模式和**市场主导模式**。政府模式下设有公益性托育机构、公办幼儿园向下兼容开设的托育服务以及**国企事业单位**开办的托儿所等；市场模式下的托育机构包括专业早托机构、民办幼儿园向下兼容开设的托育服务以及**企业单位**办的托儿所等。

图表 5 我国托育服务供给模式

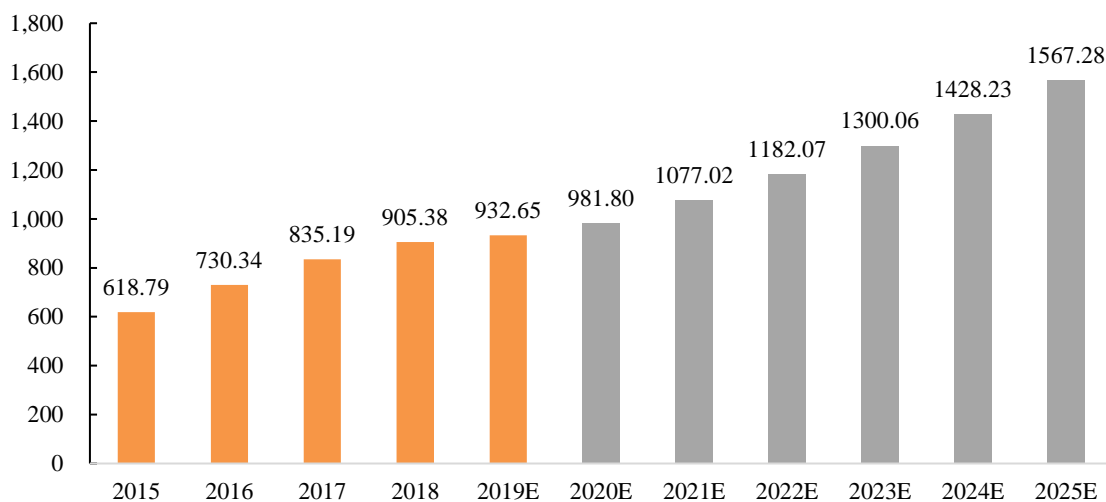


资料来源：广证恒生

1.3 市场规模：预计 2020 年市场规模约 980 亿元

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 2020 年市场规模约 980 亿元。人口方面，我国托育市场适龄人口基础大，预计 2020 年适龄人口约 4472 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。

图表 6 估算 2019 年托育市场规模约 930 亿元



数据来源：广证恒生

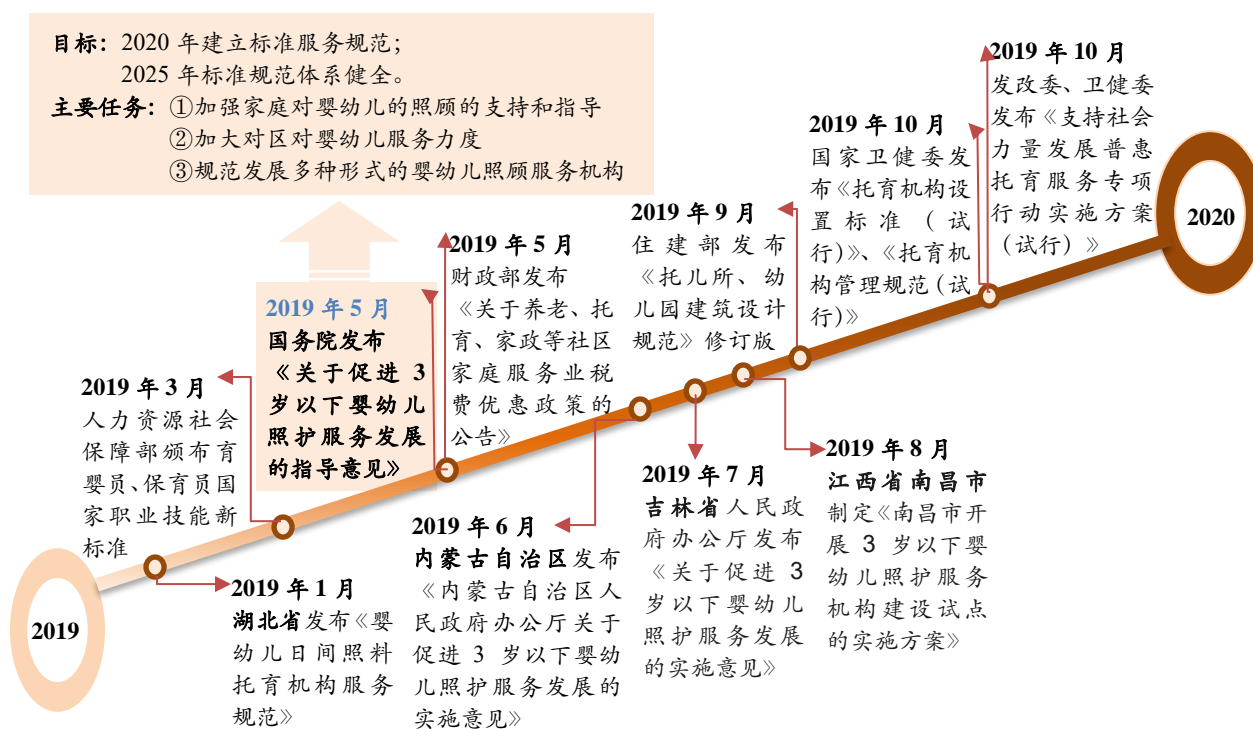
注：预测具体方式可参见广证恒生报告《一文带你读懂早教与托育两大千亿市场的异同和机遇》

第二章：2019 年市场概览

2.1 政策：2019 年国家政策完善&地方政策进度，预期 2020 年重要的税收政策将在地方落实推进

2019 年以来，国家托育相关指导意见及配套政策陆续出台，随后各省市地方也出台了一系列举措发展托育服务。

图表 7 2019 年国家地方托育相关政策意见频出



数据来源：公开资料、广证恒生整理

其中，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，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，从全国政策层面推动早教托育行业进入规范化发展阶段。2019 年 10 月 14 日，国家卫生健康委发布《托育机构设置标准（试行）》和《托育机构管理规范（试行）》，旨在加强托育机构专业化、规范化建设。此次政策严格设置了班级规模、师生比、用人资质、场地等要求。

图表 8 全国托育机构管理规范

项目	全国
出台时间	2019 年 10 月
发布部门	国家卫生健康委员会
班级规模	一般设置乳儿班（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。每个班的生活单元应当独立使用。
人员配置	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。 按有关托儿所卫生保健规定配保健人员、炊事人员。 独立设置的机构应当至少有 1 名保安人员在岗。
课程内容	应当配备符合婴幼儿月龄特点的家具、用具、玩具、图书和游戏材料等，并符合国家相关安全质量标准和环保标准。
选址要求	应当有自有场地或租赁期不少于 3 年的场地。 场地应当选择自然条件良好、交通便利、符合卫生和环保要求的建设用地，远离对婴幼儿成长有危害的建筑、设施及污染源，满足抗震、防火、疏散等要求。
建筑面积	应当设有室外活动场地，配备适宜的游戏设施，且有相应的安全防护设施。 在保障安全的前提下，可利用附近的公共场地和设施。
功能要求	建筑应当符合有关工程建设国家标准、行业标准，设置符合标准要求的生活用房，根据需要设置服务管理用房和供应用房。应设置符合标准要求的安全防护设施设备。
机构负责人资质	大专以上学历，有从事儿童保育教育、卫生健康等相关管理工作 3 年以上的经历，且经托育机构负责人岗位培训合格。
育婴员/保育员资质	保育人员应当具有婴幼儿照护经验或相关专业背景，受过婴幼儿保育相关培训和心理健康知识培训。
保健员资质	保健人员应当经过妇幼保健机构组织的卫生保健专业知识培训合格。

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

2019 年 7 月，《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》发布，其中规定社区托育免征增值税，并减按 90%征收企业所得税，这是在政策端对托育行业的最大利好消息。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。据我们测算，单店盈利模型层面看，成熟期税后净利率预计可提升 5-6pct；而投资回收周期方面，据我们测算，目前按 7 个月进入成熟期，即 90%满园状态，投资回收期约为 26.13 个月；而税收优惠实施后，同样条件下投资回收期测算约为 20.51 个月，即税收的优惠政策可以让投资回收期缩短 5 个月左右。

图表9 税收优惠政策实施后，单店成熟期税后净利率预计可提升5-6pct

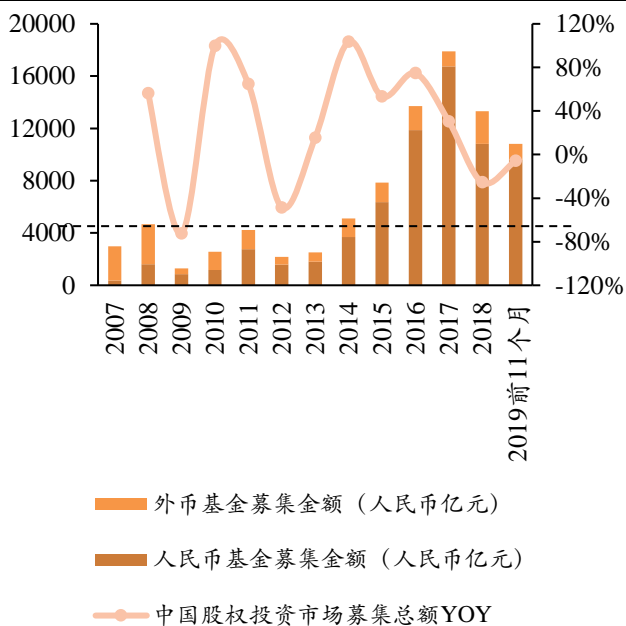
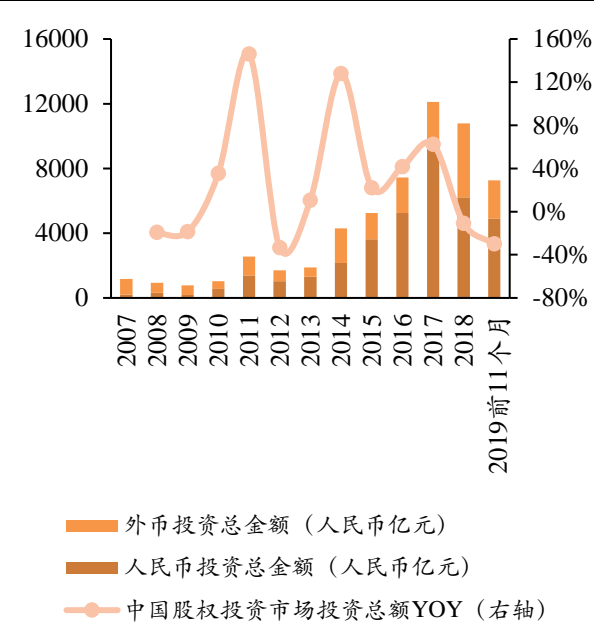
项目	税收优惠政策前		税收优惠项目	税收优惠政策后	
	绝对额	占比		绝对额	占比
运营收入	528.00	100%		528.00	100%
学费收入	480.00	90.91%		480.00	90.91%
餐费	48.00	9.09%		48.00	9.09%
不含税收入	498.11	94.34%	免增值税	528.00	100.00%
运营成本	401.16	75.98%		401.16	75.98%
租金水电	77.76	14.73%		77.76	14.73%
人力成本	155.40	29.43%		155.40	29.43%
其他成本	48.00	9.09%		48.00	9.09%
销售费用	50.40	9.55%		50.40	9.55%
管理费用	52.80	10.00%		52.80	10.00%
折旧摊销	16.80	3.18%		16.80	3.18%
税费	6.23	1.18%		2.64	0.50%
税前净利润	90.73	17.18%		124.20	23.52%
企业所得税	22.68	4.30%	减按90%计应纳税额	27.95	5.29%
税后净利润	68.05	12.89%		96.26	18.23%

数据来源：广证恒生，具体模型数据参见广证恒生报告《托育机构必读：税收新政能省多少钱？》

2.2 资本加速进入托育市场，头部优质机构获得融资

2.2.1 资本市场趋冷，但对托育关注度提升

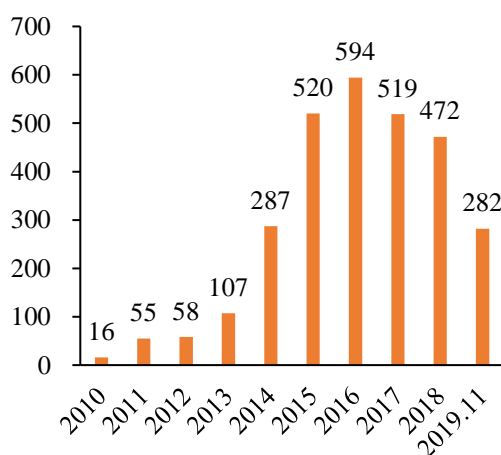
自2018年以来，二级市场估值下滑叠加中美贸易摩擦，一级市场“募资难”，机构“持币观望”现象显现，资金流入规模持续下跌，投资更趋于谨慎。头部投资机构投资放缓，企业融资周期将拉长。具体来看，2019年前11月中国股权投资市场募资金额总额为1.08万亿元，同比下降5.81%，较此前下滑程度放缓（2018年募资金额同比下降25.55%）。投资金额方面，2019年前11月全市场投资金额7257.54亿，同比下降29.71%，呈加速下滑态势（2018年投资金额同比下滑10.93%）。

图表 10 股权投资市场资金募集情况

图表 11 股权投资市场资金投资情况


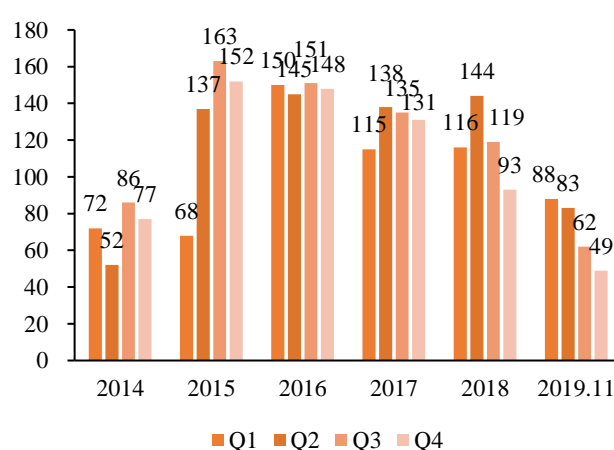
数据来源：清科、广证恒生

数据来源：清科、广证恒生

从一级市场的教育领域来看，2019年总体表现与全市场基本一致，整体趋于理性，大额投资涌向较成熟标的。从投融资数量看，教育投资自2018年Q2后投资事件数量下滑，市场回归理性。分年度来看，教育行业一级市场投资在2014至2018年保持高热度。2016年达到顶峰594起，随后市场逐渐降温，教育投资市场趋于理性。截至2019年11月30日，2019年教育投融资事件合计282起，较去年同期有所下降38%（Q3之前）。

图表 12 一级市场教育投融资数量


数据来源：IT桔子、广证恒生

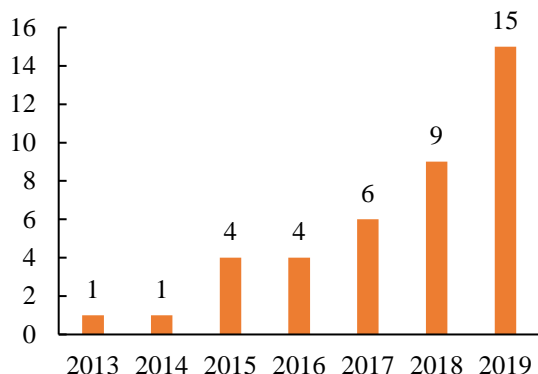
图表 13 一级市场教育投融资情况


数据来源：IT桔子、广证恒生

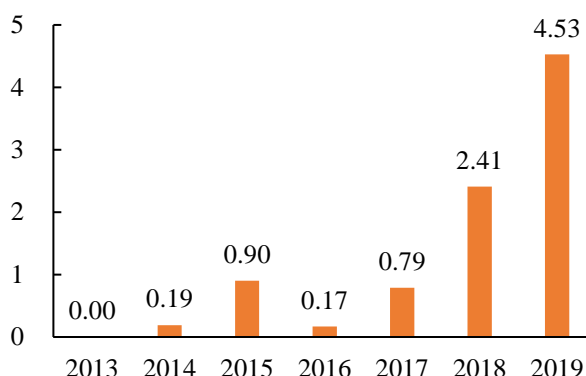
而在2019年，受益于政策出台，资本对托育的关注度提升。2019年早教托育领域，线下实体服务机构完成投融资15起，累计融资约4.5亿元。包括积木宝贝、MoreCare 茂楷、小马快跑、时光企鹅、孩子国精致托育、乐融儿童之家、多乐小熊、三优亲子、稚子社、纽约国际儿童俱乐部、十牛小镇、纽诺教育、

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

圣顿教育、Urjoyschool 等 14 家机构，其中积木宝贝分别于年初和年尾融资 2 次。

图表 14 早教托育投融资案例数量


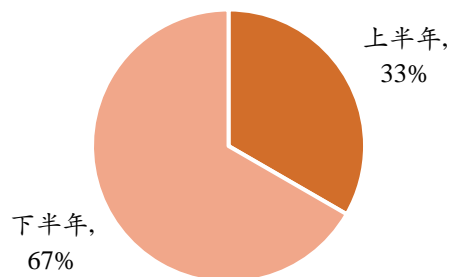
数据来源：IT 桔子、广证恒生

图表 15 早教托育投融资金额(亿元)


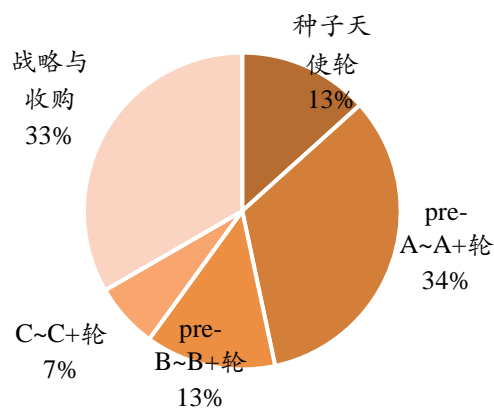
数据来源：IT 桔子、广证恒生

2.2.2 获投对象多为运营成熟机构，直营+加盟模式受资本青睐

从投资分布来看，2019 年上半年出手次数非常少，仅占 33%，且获得融资的企业多数非第一次融资；在 5 月政策更加明朗之后，出手的次数才相应增多。仅有的 15 次出手，分布在种子天使阶段的早期项目也仅有 2 例。

图表 16 早教托育投融资案例数量


数据来源：IT 桔子、广证恒生

图表 17 早教托育投融资金额(亿元)


数据来源：IT 桔子、广证恒生

从投资对象来看，资本出手也多集中在行业内已经发展多年，具有一定规模的，或者本身是教育领域的创业者，至少有 10 家以上，才能验证单店模型是否能够跨区域复制进而规模化。

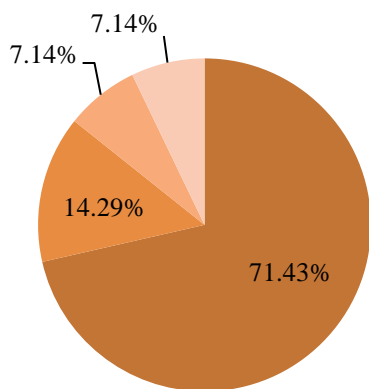
图表 18 2019 年托育行业共统计到 14 起投融资时间（至 2019 年 12 月 19 日）

融资时间	标的	轮次	金额 (万)	累计融 资次数	成立 时间	门店 数量	投资方
2019-12-09	积木宝贝	B 轮	1 亿元	3	2010	180	盈港资本
2019-10-16	MoreCare 茂楷	战略投资	1 亿元	1	2017	11	金宝贝
2019-10-09	小马快跑	战略投资	——	2	2012	76	涌铎投资
2019-09-19	孩子国	种子轮	数千万元	1	2005	27	
2019-09-17	乐融儿童之家	战略投资	亿元及以上	1	2012	23	鼎晖投资，新加坡育 脑教育集团
2019-08-29	多乐小熊	战略投资	——	3	2015	近 100	中科致知、新东方
2019-07-29	三优亲子	C 轮	数千万元	2	2013	10	
2019-07-11	稚子社	Pre-A 轮	1000 万元	1	2018	3	联创永宣（领投）、 华威国际集团 CID
2019-07-03	NYC 纽约国际	战略投资	1000 万元	1	2012	160+	瑞思英语
2019-05-22	十牛小镇	种子轮	数百万	1	2019	——	奥创联盟资本
2019-04-29	纽诺教育	B 轮	数千万元	3	2009	33	广发信德、广州市中 小企业发展基金
2019-04-14	圣顿教育	Pre-A 轮	——	2	2016	7	梅花创投、道生投 资、清科创投及北京 旭帆管理咨询中心 (有限合伙)
2019-03-26	Urjoyschool	Pre-A 轮	1000 万元	2	2017	5	众晖资本
2019-02-28	积木宝贝	A+轮	数千万元	3	2010	180	中南传媒（领投）和 信资本（财务顾问）

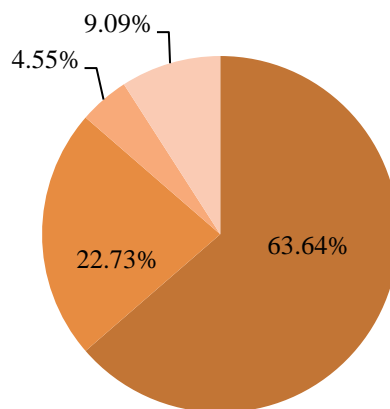
数据来源：IT 桔子、广证恒生

从获投资方运营模式看，获投资方多为直营+加盟模式的早托中心。从 2019 年早教托育行业的获投资方来看，早教托育中心依然是最热门的投资领域，其中以直营+加盟模式扩张、布局全国的早托中心更受资本青睐。

从投资方背景来看，资方北京丰富屡现教育机构参投。早托领域投资的资方背景多样，包含风险投资机构和教育机构乃至是一些传媒公司。值得注意的，一些其他教育领域的企业也通过投资纷纷参与到早托行业的竞争，比如新东方、瑞思英语等。

图表 19 获投方多为直营+加盟模式的早教中心
图表 20 资方背景多样，屡现教育机构参投


■ 直营+加盟中心 ■ 直营中心
 ■ 论坛服务 ■ 线上课程



■ 风险投资机构 ■ 教育机构 ■ 其他 ■ 未透露

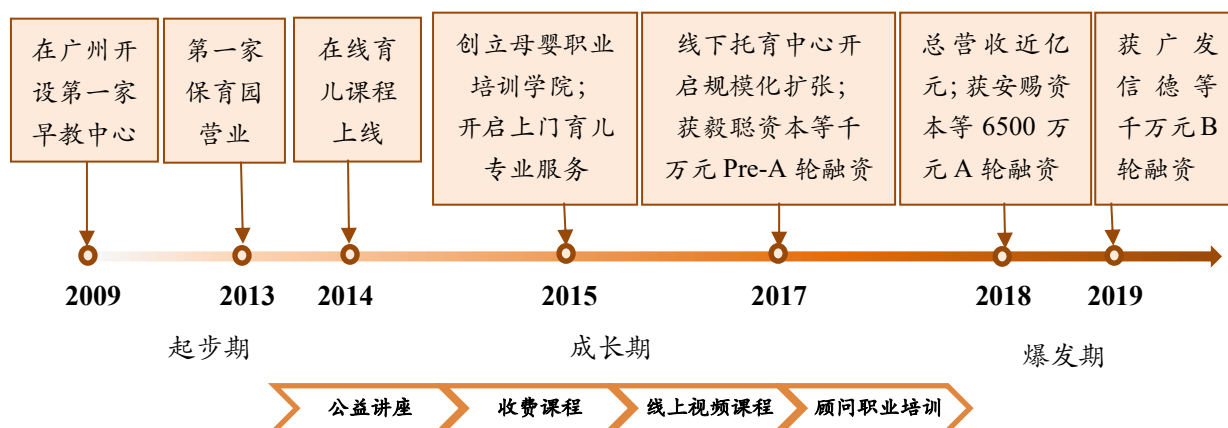
数据来源：IT 桔子、广证恒生

数据来源：IT 桔子、广证恒生

2.2.3 重点获投机构成长案例分析：纽诺教育、多乐小熊、Morecare 茂楷

1. 纽诺教育

纽诺教育成立于 2009 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。纽诺教育拥有纽诺·艾玛国际保育园、育儿在线课程、婴幼儿睡眠顾问职业培训以及婴幼儿养育上门服务四大核心业务。截至 19 年底纽诺已有 33 家直营托育中心。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。

图表 21 纽诺教育发展历程


数据来源：广证恒生

回顾纽诺教育的成长历程，自 2009 年公司成立以来，纽诺致力于为孩子提供良好的成长环境弥补孩子的不足，但在建立了 3 家早教中心后，就面临了达不到预期的问题。为了解决这个问题的纽诺开始放慢扩张步伐，在其创始人王荣辉的带领下投入学习英国、德国、澳大利亚等国家的先进早教理念，并在国外

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

的专业课程基础上，结合中国的实际情况进行了大量拓展研发形成了纽诺的早教观念和早托课程体系。

随后，纽诺完成了从漫长的公益讲座到收费课程、再到视频线上课程、最终到顾问的职业培训的自我成长“四步曲”，在 2017 年左右迎来了爆发。2017 年 3 月，纽诺教育获得广东文投创工场、毅聪资本上千万的 Pre-A 轮融资。在市场需求、纽诺多年来的教学积累、师资储备下，随后通过开设直营店，从广州拓展到深圳、佛山两地。2018 年 4 月，纽诺教育完成 A 轮 6500 万元的融资，由安赐资本、广州创玺领投，广东文化产业投资基金跟投。2018 年全年纽诺在校人次达 3000 人次，总营收近亿元。2019 年 4 月，纽诺完成第三轮融资数千万元，由广发信德领投，广州中小企业发展基金跟投，本轮融资主要用于人才培养和区域扩张，预计 2019 年纽诺营收和直营园数量将翻倍。

图表 22 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

据创始人王荣辉表示，在托育园运营上，纽诺一般选择在大型社区、CBD、企业园区开园，单园投入 200 万元左右，一般不到两年可收回成本。纽诺的托管服务按月收费，单价在 5000-6000 元/月，续费率高达 90%，成熟校区转介绍率高达 70%。

回顾纽诺教育的发展历程，我们认为其有如下经营亮点：

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。

2. 多乐小熊

多乐小熊成立于 2015 年，是全国连锁托育机构，提供针对 0-3 岁宝宝的托育和早教服务。多乐小熊目前在全国拥有近 100 家中心，提供日托直营+托育加盟+托育赋能等托育行业专业解决方案。其日常活动围绕“好习惯从多乐小熊开始”的理念进行设计和实施，以蒙台梭利教育和多元智能发展理论为指导开发了“MBD 多维平衡发展”的课程体系，为宝宝的全面发展和健全的人格奠定坚实的基础。

回顾多乐小熊的发展历程，我们可以发现，多乐小熊创立之初，就明确了要将门店开在社区内，做托育与早教相结合的社区品牌。多乐小熊日托早教社区店规模一般在 500 平方米左右，面向 0-6 岁婴幼儿开放，每店可招收 80-100 个孩子，师生配比为 1:3 或 1:5。与早教机构课消制收费方式不同，多乐小熊按月度、

季度、半年度以及年度进行收费，客单价处于行业中高端水平。

2016年12月，成立一年多的多乐小熊获得了松源资本的天使轮投资，在品牌、课程、销售管理系统、团队方面进行了全面的提升；2018年4月，多乐小熊获得新东方千万级人民币 Pre-A 轮融资，同时，新东方表示将调配各方面的资源优势推动多乐小熊全国连锁实体项目的发展，多乐小熊也将与新东方的幼教业务板块产生协同效应。

获得新东方融资后的多乐小熊采用了“城市合伙人”制度逐步取代传统加盟方式。即选择优秀的城市合伙人，利用合伙人当地的优质资源，结合总部的运营实力，共同服务于儿童日托早教创业项目发展，在当地形成多乐小熊的品牌实力。2019年8月，多乐小熊获得中科致知投资，将继续以“城市合伙人”模式快速拓展全国门店，巩固行业领先地位。

图表 23 多乐小熊历史融资情况

时间	轮次	金额	机构
2016-12-13	天使轮	未透露	松源资本
2018-04-24	战略投资	数千万	新东方
2019-08-29	战略投资	未透露	中科致知、新东方

资料来源：IT 桔子、广证恒生

回顾多乐小熊的发展历程，我们认为其有如下经营亮点：

1) **蒙特梭利教育理念下形成成熟的课程体系。**在课程的设计上，多乐小熊遵循蒙特梭利教育理念，重视儿童敏感期的发展，采用“玩中学、学中玩”的教学方式，将课程融于生活，同时多乐小熊的“MBD 多维平衡发展”课程体系，以一日流程生活课程为核心，辅以多元游戏、运动发展等特色课程，为儿童的全面发展和健全的人格奠定基础。成熟的课程体系单店模型下，多乐小熊成立4年已开设近百家门店。

2) **强大师资储备和完整的教师培训系统有效解决师资匮乏、标准不一的痛点。**2011年，创始人安娜参与的“早教创业解决方案”针对早教从业者进行一系列培训指导，涵盖入职培训、基础理论、专业技能、幼儿心理、营养健康等方面，至今已培训了上万名持有国家认可证书及 IECEA(国际幼教协会)证书的早教培训人才。

3. Morecare 茂楷

MoreCare 茂楷是一家面向 0-3 岁婴童养育教育的综合服务平台。MoreCare 旗下的茂楷婴童学苑在北京、上海、广州、深圳、武汉、济南等国内一二线城市提供 0-3 岁的全日制国际化教育，一站式解决家庭在孩子日托、早期教育、家庭教育等方面的需求。早 8 点至晚 6 点的超长营业时间，为宝宝提供专业的养育和教育服务。

MoreCare 茂楷自 2017 年创办以来就坚持规范发展，借鉴国际上先进的托育服务管理经验，编制托育服务行业团体标准，为社会提供高质量的托育服务。2018 年，为了促使托育行业规范性发展，MoreCare 茂楷联合中国标准化研究院等多家院校、机构，共同编制了《全日制婴幼儿托育机构服务规范》和《全日制婴幼儿托育机构服务评价指南》，当年 10 月两项团体标准由中国标准化协会向社会公布，这也是中国首次发布托育行业团体标准。

2019 年 10 月，MoreCare 茂楷获得了金宝贝教育集团超过 1 亿元人民币的战略投资。与此同时，

MoreCare 茂楷全面启动日托+早教+社区的新型发展战略，加速发展基于社区的城市合伙人门店，未来三年，MoreCare 茂楷计划联合金宝贝在全国开设 1000 家社区托育店。

图表 24 Morecare 茂楷史融资情况

时间	轮次	金额	机构
2019-10-16	战略投资	1 亿元	金宝贝

资料来源：IT 桔子、广证恒生

回顾 Morecare 茂楷的发展历程，我们认为其有如下经营亮点：

1) **坚持高品质体验，为社会提供高质量的托育服务。**MoreCare 茂楷自创办之日起，就坚持规范发展，借鉴国际上先进的托育服务管理经验，编制托育服务行业团体标准，自主研发课程体系，自建师资培训基地，加强与北京师范大学、复旦大学等高校的合作。

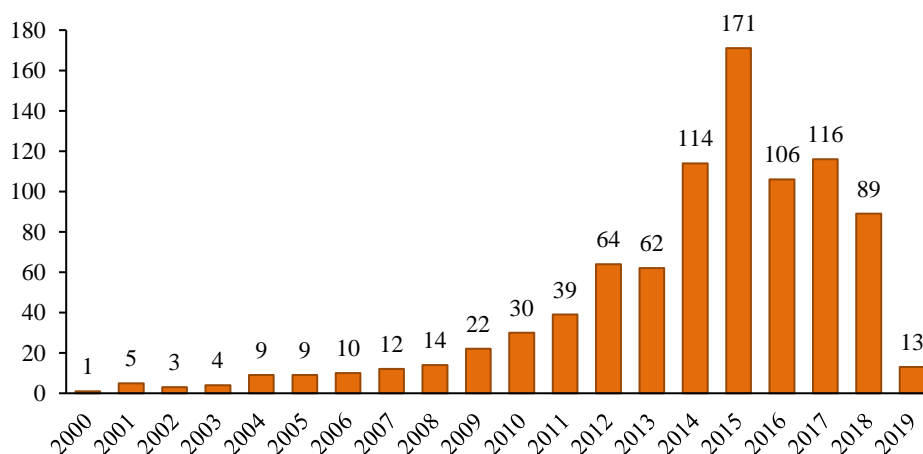
2) **实体托育师训中心为其输送托育专业人才。**2017 年，MoreCare 茂楷与北京、山东等地 17 所高校合作，在业内率先建设实体托育师训中心，位于济南的师训中心占地 1000 平方米，已研发出 500 个教案、12 个流程、5 套体系。

3) **与早教头部企业金宝贝达成合作，推动早教+托育模式发展。**Morecare 茂楷致力于打造 3.0 版托育就，即集托育服务、早教服务、亲子教育于一体的一站式早期教育服务。10 月茂楷获得了金宝贝过亿元的投资，将加速在全国布局，构建日托+早教+社区的托育生态。

2.2.4 未获投机构的成立时间、成立地点分布及未获投优秀企业成长案例分析

从未投获机构的成立时间分布中可以看到，2014 年起早托机构数量迅速增长。2013 年底开放单独二孩以及传出的全面二胎消息让早托行业看到了巨大的商机，从 2014 年开始，早托机构数量增长迅速，单 2015 年一年内便成立了 170 余家早托机构。随后由于较多机构由于经营不善等原因相继结业以及市场的竞争日趋激烈，新成立早托机构数量逐步回落。

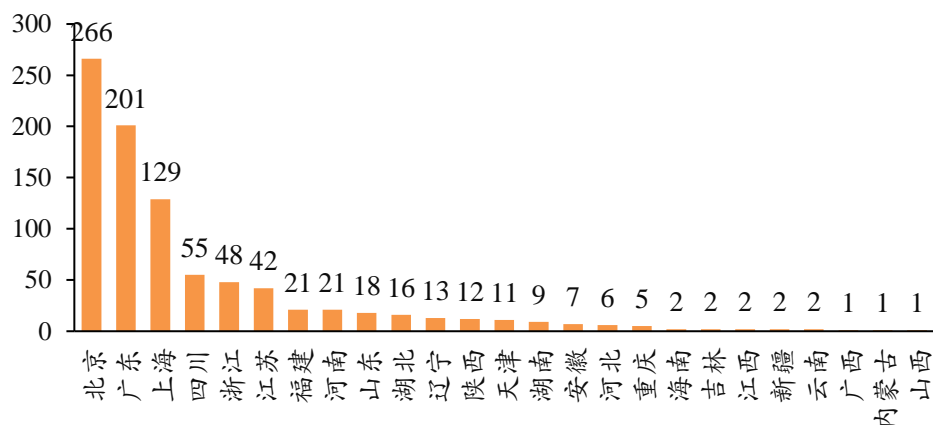
图表 25 未投获机构成立时间分布



数据来源：IT 桔子、广证恒生

从未投获机构的省市分布中可以看到，早托类机构的分布主要集中在经济发达省市，如北京、广东、上海等，分别有 266、201、129 家。

图表 26 未投获机构地域分布情况

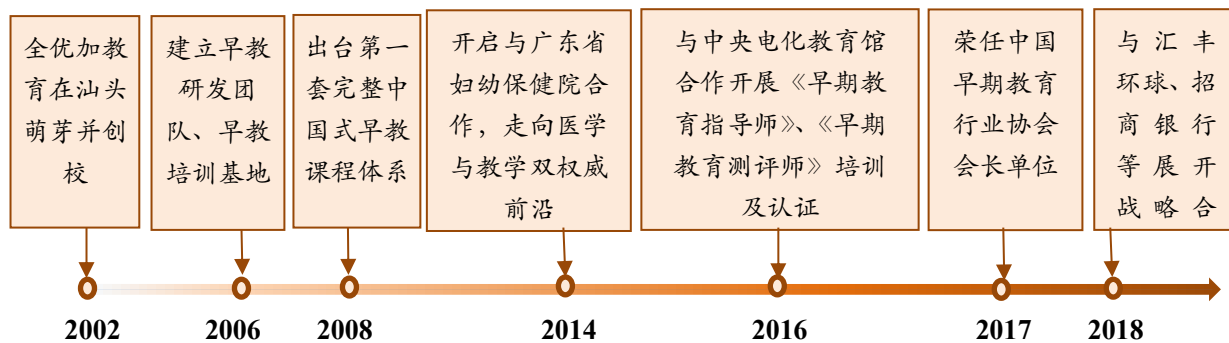


数据来源：IT 桔子、广证恒生

我们以广东省区域头部早托企业全优加为为获投企业的优秀案例，展示其成长历程：

全优加成立于 2002 年，是华南地区直营校规模最大的早教机构，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。作为国内最早从事早期教育的机构之一，全优加以“为中国宝宝提供卓越的早期教育”为使命，始终贯彻“践行于爱”的企业精神。2006 年，全优加创行业之举，成立早教人才培养基地，着力为行业打造专业师资和管理人才；2008 年，全优加出台了全国第一套完整的早教课程体系；近年来，全优加更是与汇丰环球、招商银行、建设银行、南方航空、广州市妇女儿童医疗中心等大企业建立战略合作关系，提供专属服务。根据公开披露，全优加 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。

图表 27 全优加发展历程



数据来源：全优加官网、广证恒生

回顾全优加的发展历程，我们认为其有如下经营亮点：

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。

2.3 部分机构资金链断裂，头部早教品牌加速布局托育

部分托育品牌来源于知名早教品牌，承袭原早教中心的特性，以加盟为主要扩张方式。如东方爱婴旗下的抱抱熊、运动宝贝旗下的 Mommyhome 等。自始至终独立发展的托育机构，目前以直营为主，仍呈显著的区域性特征。如广州的全优加、纽诺育儿等。

图表 28 托育机构分布呈显著区域性

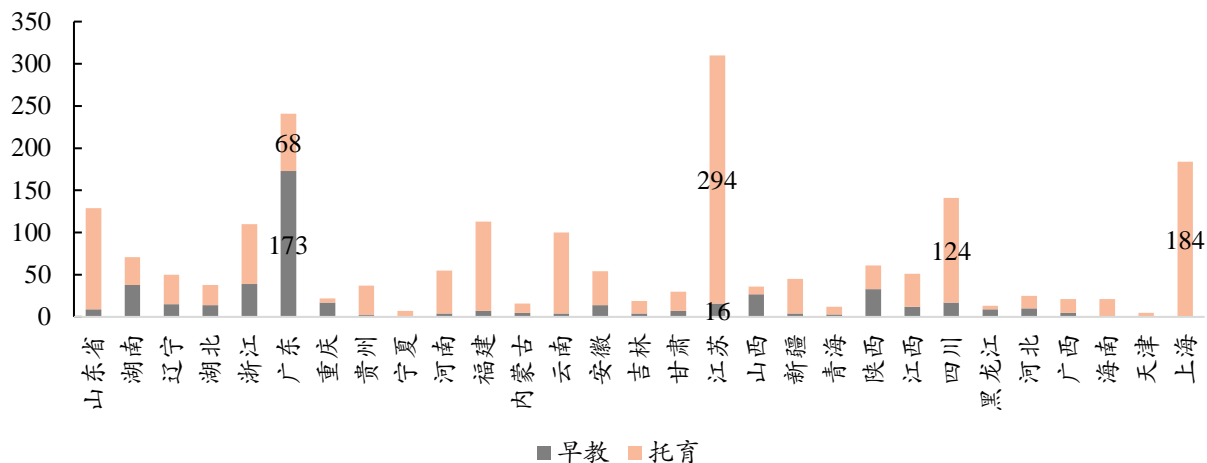
企业	抱抱熊	多乐小熊	全优加	纽诺育儿	孩盟国际	妈咪助理
成立时间	2015 年	2009 年	2002 年	2016 年	2016 年	2015 年
直营/加盟	加盟	加盟	直营+加盟	直营	直营	直营
客单价 (元/月)	3000-4500	6800-7500	3300-4300	5000-6000	3000-4000	5000-6000
定位	中高端	高端	中端	中端	中端	中端
教学中心总数	280 家	45 家	70 家	26 家	18 家	12 家
总部	北京	北京	广州	广州	杭州	北京
北京	3	25	-	-	-	12
上海	1	-	-	-	-	-
广州	3	1	33	23	-	-
深圳	1	2	8	2	-	-
一线城市中心数	11	28	41	25	0	12
一线城市占比(%)	8%	62%	59%	96%	主要在杭州	100%

数据来源：公开资料、广证恒生

2.3.1 中心数快速上升，行业供给快速提升

据不完全统计，仅2019年新增的早教&托育中心约1964个。其中经营托育业务的1528个，经营早教业务的489个，营业范围同时包含早教&托育的合计53家。2019年12月甘肃发文鼓励家政、物业开办公益托育，潜在的竞争对手可能更多，放开范围可达5396家。

图表 29 各省份 2019 年新增注册的早教&托育中心



数据来源：企查查、广证恒生

2.3.2 部分企业盲目使用现金流扩张导致资金断裂，或为行业带来信任危机

2019年被曝出经营危机或者资金链断裂的机构已达十数家。培正逗点、欧拉早教、朋恩日托等早教机构都在今年相继被曝出资金链断裂传闻。目前早教行业多为重资产经营，盲目扩张带来的资金链断裂是机构出现危机的主要原因。资金链断裂事件频出下，或为行业带来了消费者信任危机，需要行业加以政策监管进行消化。

图表 30 2019 年早教&托育机构跑路事件频发

月份	机构	所在地	现状	爆发时(月)	机构	所在地	现状
1	艾尔蒙	北京	停业关店	5	宝岛贝贝	郑州	3家门店关闭
1	培正逗点	上海	40家店停业关店	5	美之林	四川	申请破产
2	新爱婴	上海	1家门店关店	6	玛尔比恩	北京	股权纠纷
2	凯蒂·范	北京	资金链断裂	6	宝知成	上海	关店
2	美育	北京	1家店关店	6	维乐教育	上海	关店
3	艺乐宝贝	杭州	关店	7	凯瑞宝贝	上海	关店
3	创意宝贝	武汉	门店关闭、负责人疑似失联	7	馨哈早教	上海	3家关闭
3	聪明树	大连	关店	7	花园宝宝	上海	1家关闭
4	朋恩日托	北京	18家店关闭	7	爱乐乐享	成都	1加盟店关闭
4	积木宝贝	合肥	关店	7	游乐慧早教	徐州	关闭

4	爱乐乐享	重庆	2 加盟店关闭	10	爱乐乐享	北京	北京所有直营店关闭
4	悦宝园	上海	1 家店关闭	10	纽约国际	北京	1 家关闭
5	欧拉早教	北京	门店关闭、负责人疑似失联	10	迪贝芬兰	北京	关闭

资料来源：公开资料、广证恒生整理

2.3.3 头部早托品牌通过“直营+加盟”模式快速布局，短期竞争加剧

课时制早教发展受阻，头部早教品牌寻求新发展模式。过去几年来的早教市场备受资本青睐，其中以课时制为主，主打亲子早教的早教中心，迅速领跑整个市场。然而，早教机构有着天然的弊端：上课时间基本局限在周六日，耗课率低、坪效低，单凭每周六日的课时收入难以覆盖前期房租、装修、人工成本。在这个弊端下，早教机构若仅依靠加盟扩大市场份额，凭收取课时费和加盟费盈利，难免会出现增长疲软，难有新突破的情况。

伴随着近两年托育需求的增加和政策的完善推进，“早教+托育”成为了头部早托品牌的发展趋势。所谓“早教+托育”就是在提供早教课程的基础上提供托育服务，近年来，越来越多早教头部品牌通过开设托育课程、建立旗下托育品牌、战略投资托育机构达成深度合作的模式来开展“早教+托育”服务。这种模式对于早教机构来说，在门店数目不变的情况下，成倍数提高了坪比。

图表 31 早教头部品牌布局托育情况

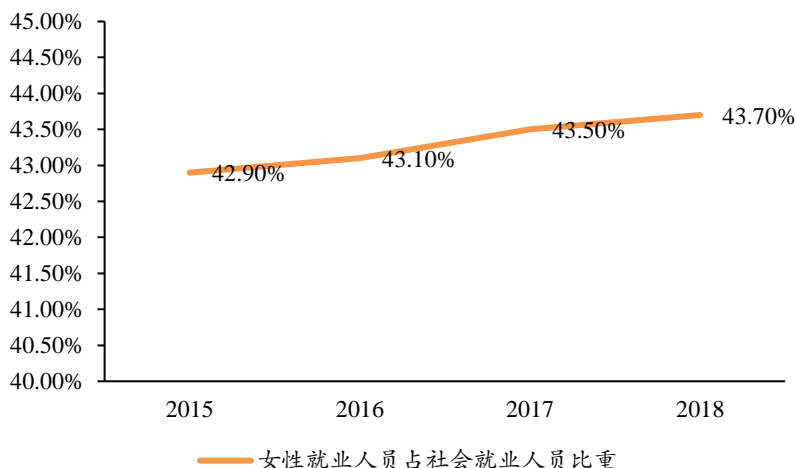
早教品牌	托育布局情况
爱乐祺	设置进阶式入园缓释课程
金宝贝	亿元战略投资托育品牌 Morecare 茂楷，并将开展深度合作
东方爱婴	开创旗下托育品牌抱抱熊托育中心
运动宝贝	推出全新托育品牌 MOMYHOME

数据来源：公开资料、广证恒生整理

第三章：中国婴幼儿家庭画像

女性就业人数比重提高，托育需求大涨。在中国传统观念中的男主外，女主内形式中，女性承担了更多的养育子女的责任。自改革开放以来，中国女性受教育程度提高，很大程度上颠覆了传统家庭中女性承担更多家庭责任的观念，近年来，女性就业率逐步提高，伴随而来的是托育需求的大涨。

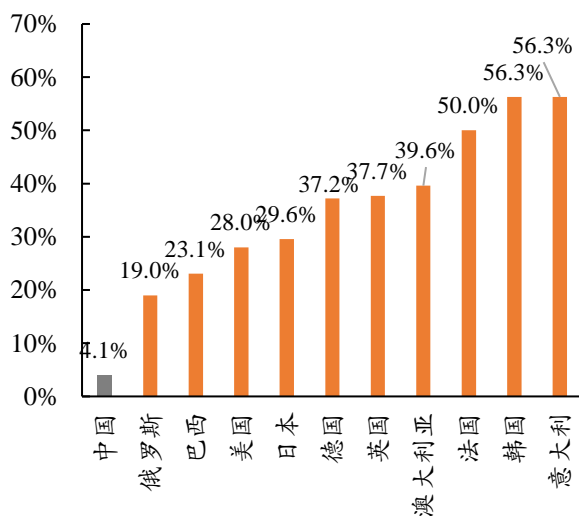
图表 32 2015-2018 年中国女性就业人员占比



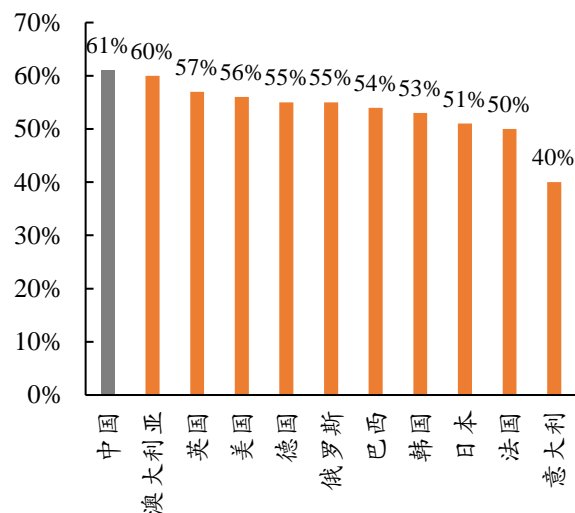
数据来源：《中国妇女发展纲要（2011—2020 年）》统计监测报告、广证恒生

极低的入托率和强烈的托育需求以及高的女性劳动参与率形成鲜明对比，巨大的供需差推动着托育行业进一步发展。和世界上其他国家进行横向对比，可以发现，中国目前 4.1% 的入托率远低于其他国家，与此相驳的是高的女性劳动参与率，家庭婴幼儿照料负担较重。

图表 33 中国与其他国家入托率对比



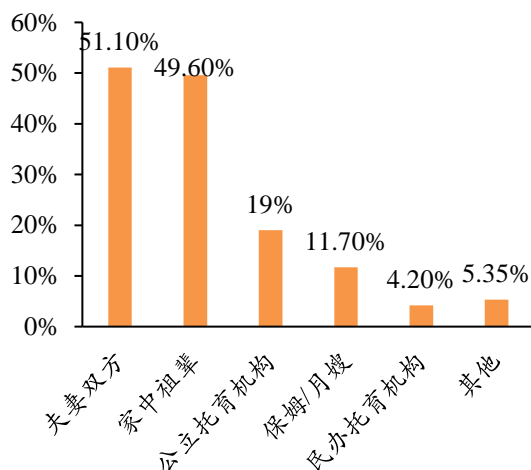
图表 34 2018 年 G20 各国 15 岁以上女性劳动参与率



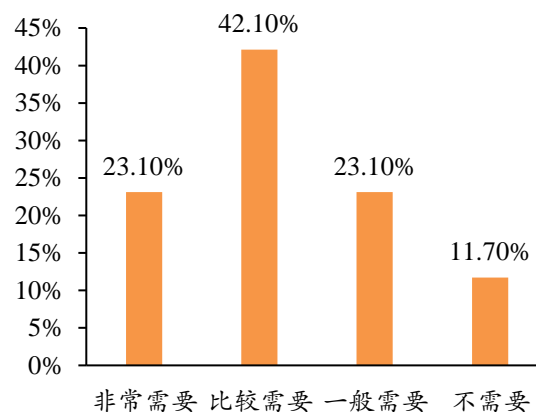
数据来源：OECD Family Database、卫计委、广证恒生

数据来源：国际劳工组织、广证恒生

就目前中国家庭的婴幼儿照顾方式来看，2019年0-3岁的婴幼儿照顾方式中仍以父母双方和家中长辈照顾为主。但由于中国幼儿家庭面临着新一代父母发展意愿和生育意愿间难以平衡，家中祖辈无力照料孩子、保姆带孩存在安全隐患等问题，对专业的婴幼儿托育服务的需求日趋强烈。据调查数据显示，目前有65.2%的人表示是有托育需求的，且中国幼儿家庭的婴幼儿托育需求日趋强烈。

图表 35 2019 年中国 0-3 岁婴幼儿照护方式选择


数据来源：艾媒数据库、广证恒生

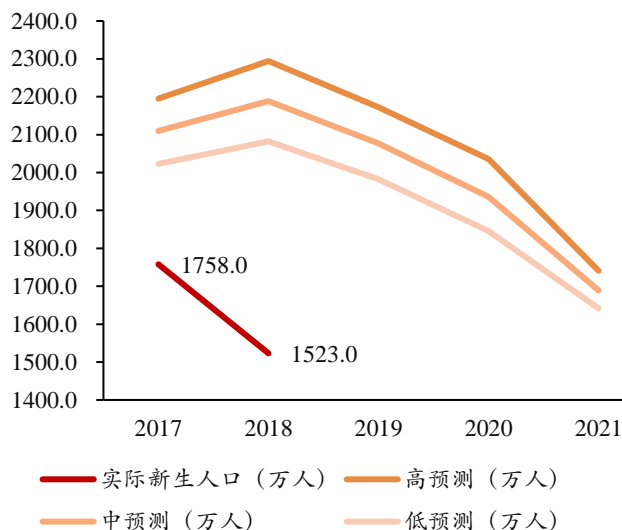
图表 36 2019 年中国 0-3 岁婴幼儿托育服务需求度


数据来源：艾媒数据库、广证恒生

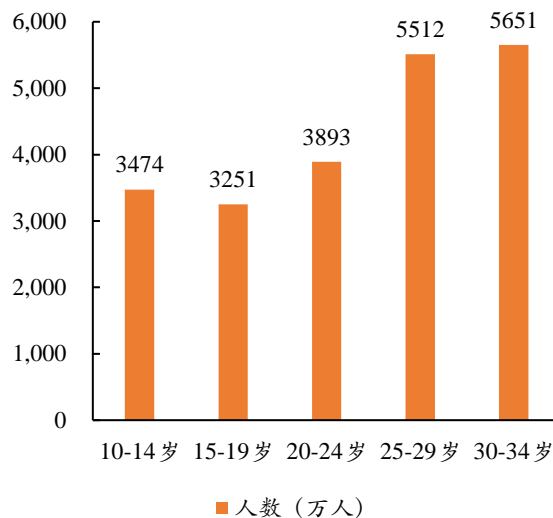
第四章：2020 年市场预期与发展策略

4.1 市场需求增速放缓，短期利好政策将持续加速出台，长期市场将由人口驱动转向消费驱动

二胎政策不达预期，新生人口回降，市场需求增速放缓。从2016年宣布正式放开“全面二孩”以来，该政策实施时间已超过两年，但随着社会竞争压力增大、育儿成本过高等原因，二孩政策实施效果低于预期，生育堆积效应逐步消退，新生人口数量回降，2018年出生人口降至1523万，同比减少12%。此外，育龄妇女规模开始下滑。从2018年的统计数据来看，我国育龄妇女（20-34岁）人数共有1.5亿人，而2028年该数据预计将降为1.1亿人，同比降幅约29%；其中25-29岁生育高峰期妇女降幅将达到41%，出生人口将继续下降。

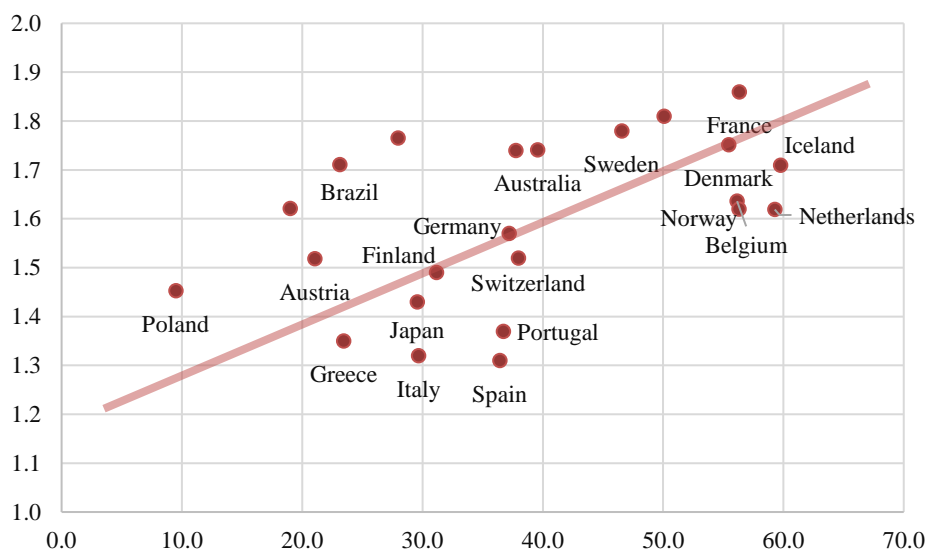
图表 37 2017-2021 年卫计委对放开二胎后出生人口数预测与实际出生人口数对比


数据来源：卫计委、国家统计局、广证恒生

图表 38 2018 年我国 10-35 岁各年龄段女性人数分布


数据来源：国家统计局、广证恒生

短期内相关托育利好政策和管理条例出台，利好托育行业发展。西方国家的发展经验表明，国家健全托育政策，提升整体入托率能够减少家庭的抚养负担，有效提升出生率。因此，出于完善社会福利制度、减少生育负担的角度，预计 2020 年托育利好政策将持续出台，有利于托育行业进一步发展。

图表 39 OECD 国家 2017 年入托率和出生率散点图


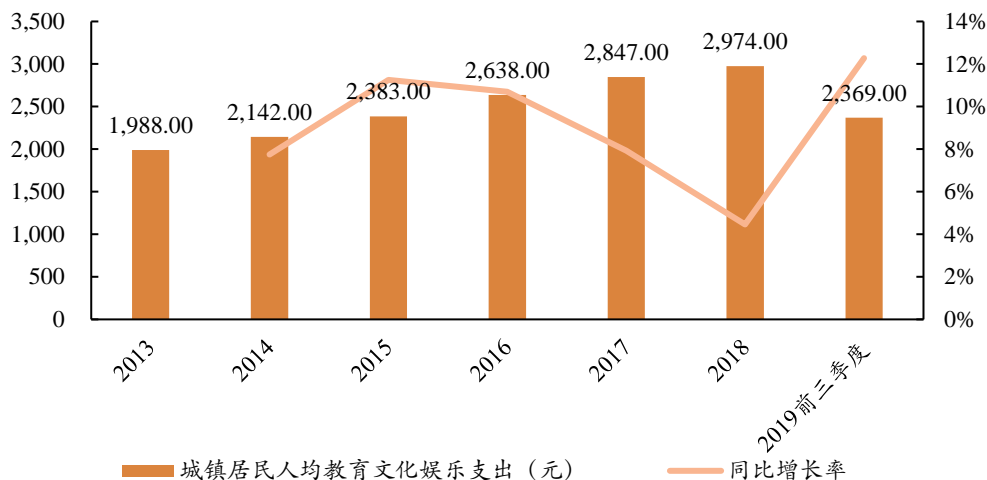
数据来源：OECDfamilydatabase、广证恒生

长期来看，渗透率和客单价进一步提升，托育市场将从市场将由人口驱动转向消费驱动。根据 2016 年原国家卫计委在十个城市的调查数据显示：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%。随着人们生活水平和文化水平的提升以及今年相关标准政策的出台，家长越来越愿意在早教教育上花钱，

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

托育渗透率将进一步提升。

图表 40 城镇居民人均教育文化娱乐支出



数据来源：统计局、广证恒生

4.2 托育市场向多元化转变，普惠成为主要趋势

消费驱动下托育市场向多元化形式转变，从资金来源来看，预计未来形成**公办、普惠民办、非普惠民办三类型机构**。消费趋向下两种不同的托育动机催生了两种不同的托育机构，一是做个性化和科学的早期教育的早托机构，主要面向少部分上层家庭，其高昂的价格能保证教学质量及安全，但受众群体小决定了只能做小而美的机构，且受政策照顾较少，为非普惠民办机构；另一种是被动型托育，客户群体是普通的工薪家庭，处于工作生活压力被动将孩子送到托育机构，其受众群体更广，伴随着 2019 年来相关政策的出台，被动型托育享受更多政策照顾，预计未来将出现更多的公办和普惠民办托育机构。

长期政策导向下，普惠成为早托行业主要趋势。托育需求大，却没有得到满足的原因，除了与我国整体托育市场发展不完善有一定的关系之外，还与托育机构收费、距离等情况有一定的关系。据草莓派数据调查与计算系统，为了满足工薪家庭在托育方面的需求，进入 2019 年以来，普惠托育被提及的次数越来越多。2019 年年初，上海市妇联将与市教委共同承接“新增 50 个普惠性托育点”2019 年市政府实事项目，为 2-3 岁儿童提供近 1400 个托育服务额度；10 月，发改委、卫健委联合发布《支持社会力量发展普惠托育服务专项行动实施方案（试行）》表示我国将在全国开展专项行动，增加 3 岁以下婴幼儿普惠性托育服务有效供给。国家、地方层面都在逐步推进托育服务走普惠化路线。

4.3 行业发展趋势

4.3.1 托管+早教成为中心新运营模式

早教与托育业态逐步融合经营，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。一方面，早教与托育融合经营可以通过提高人效和坪效来改善经营效率，进而形成更高的盈利能力；另一

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

方面，2019年6月，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，这种融合模式下机构有望享受到托育服务带来的税后优惠；最后，托育服务由于长期、高频，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。

4.3.2 托育业态日渐多元，社区托育或将成为主流模式

普惠性政策向社区托育倾斜，预计社区托育将成主流模式。据《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》显示，社区托育免征增值税，并减按90%征收企业所得税。其中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，从政策端上有利于社区托育的发展。从供给方看，社区化托育物业、租金成本更低，有利于提升利润率缩短资金回收期；从需求方看社区的托育机构便捷、普惠，更能满足家长的需求。

为摆脱80%幼儿园普惠化带来的幼儿园盈利困境，预计将有更多托幼一体化机构出现。2018年底提出的《关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》规定，到2020年，全国学前三年毛入园率达到85%，普惠性幼儿园覆盖率达到80%，给幼儿园运营带来了收费降低、成本高企、经营亏损的问题。越来越多幼儿园通过开托育班创收，弥补收入，降低亏损。预计未来更多幼儿园会转向托育+幼儿园的托幼一体化模式。

缓解企业员工后顾之忧，企业托育园业态受关注。近年来在部分企事业单位中，开始出现主要针对本单位职工的托育机构。今年4月，京东幼儿园“初然之爱托幼中心”正式开张，为本单位的4个月-2岁的孩子提供免费的托育。目前在上海总工会牵头的职工亲子工作室也大多是类似的模式。此外，一些传统的做托育的机构也开始逐渐效仿Bright Horizon，面向企业提供托育服务，如凯瑞宝贝则已经获得联合利华委托筹建并管理运营该企业园，为职工子女提供专业的托婴托育服务等。

第五章：对机构的经营建议

单店模型是每个托育机构的单元经济元，良好的单店模式是企业经营赖以生存的基础。根据广证恒生测算，不考虑税收优惠下，托育机构在90%满园率的情况下，投资回收期约26.13个月，净利率12.89%。但如何将满园率保持在90%乃至以上，是多数机构关注的问题，我们认为选址、标准化服务运营流程、品牌营销等三个方面是影响企业单店盈利能力的重要因素。

5.1 选址是决定托育机构成败的重要因素

托育机构的经营场所选择需要符合住国家和当地相关政府机构政策规定的场地使用标准。2019年国家住房和城乡建设部发布的《托儿所、幼儿园建筑设计规范》和国家卫生健康委组织发布的《托育机构设置标准（试行）》详细规定了不同规模的幼儿园、托育场所对应的场所面积、必要设施和其他注意事项，其中包括：楼层规定、最小面积规定、防护设施以及必要生活单元等等。在进行托育机构选址时，应当仔细研究当前场所是否符合国家和当地的合规标准，以确保机构没有政策和安全上的风险性。如需对选定的场所进行改造，则需仔细评估施工成本。

托育机构的选址需要进行详细的实地考察，考察因素包括：社区分布、人流潮汐、竞争机构和异业机构等等。在考察一个目标场所的周边区位时，需要重点关注场所 1.5 公里范围内的社区情况，包括：小区户数、新生儿数量、小区的定位等，以上信息可以向当地居委会询问了解。通常情况下，沿街面的商铺会有更大的人流量，但是对于人车分离的小区来说，人流和车流的经过时段、频次和时长则需要进行实地考察。在进行选址考察时建议仔细调研周边的竞品和同业机构情况，是否尚未饱和？是否经营不善？是否在之后可以进行异业合作？在实地考察时获取的信息越多越有助于之后的经营决策。

机构场所的成本控制。一般来说，托育机构的房租成本占日常运营成本的 1/3 为佳。如果房租成本太高会给机构的现金流带来很大压力，也不利于健康的财务模型构建。如果租用的是商业场所还需要根据当地情况考虑每年的房租增幅，并在当前的场所上尽可能提高坪效。

5.2 将服务和运营流程标准化

无论是直营单体型托育机构还是加盟型托育机构，标准化都是机构打造自身核心竞争力的必要内容。托育作为一种较难被标准化服务形式，其服务的质量极大地依赖于机构老师的能力和素质。如果机构想要降低运营风险，提高服务品质和运营效率就必须提升管理的精细度。

1. 产品的标准化模块形式

大多数托育机构多会根据自己的养育理念和风格制定相应的教学大纲和特色化教学模块，以便在人员交接、培训或者是拓展门店时提高效率。目前，不同的机构在执行课程标准化采用了不同的模式。

模式一：由总部开发全部教学模块，并要求所有老师按照确定的教案来执行。这种模式需要定期对全体教师进行培训，并且由总部进行督导。这种模式的好处是对于老师的要求较低，可以快速上手，并且能够保持机构服务的一致性，形成鲜明的品牌风格。代表机构：好姑姑托育园。

模式二：总部只提供教学大纲，主班老师和园长可以根据孩子的情况对教学内容进行一定程度的调整和创新。这种模式符合一些家长对于个性化养育的需求，但是对于老师的经验和素质有较高的要求，目前只应用于部分定位高端的托育园所。

2. 运营的标准化形式

国家卫健委和各地政府机构已经陆续出台了托育机构的运营标准，包括：场地环创、人员配置、餐饮、卫生、安全等等，也将陆续上线备案机制，托育机构经营者可向当地儿童保健部门咨询相关细节。

在符合国家和当地的政策规定的基础上，托育机构需要根据自己的定位制定所有岗位的 SOP（标准操作流程），并确保对所有岗位人员进行充分的培训和督导，确保机构的要求得到落实。

此外，有不少成熟的托育品牌还对业务流程进行了标准化，例如成都爱之光保育教育机构将开业筹备工作制定了详细的操作时间表，可以确保开业过程中所有人员的工作高效执行。其中爱之光对招生业务也进行了流程化规范，一般在开业前 2 个月开始收集名单，通过品牌活动、渠道合作和异业互动的方式保证每个月举办 8 场招生活动，每场不少于 500 个有效名单，并通过后续跟进转化。

3. 利用技术工具帮助优化运营管理

近年来，已经有不少例如智慧树、掌通家园、小水滴课堂等技术服务商针对早幼教机构的管理流程开发和提供 SaaS 服务。在大多数服务商提供的标准产品中包括了 CRM 管理系统、学生信息管理系统、教务内容管理系统和家校沟通系统四大模块；设置总部端、园所端和家长端三个系统角色，不同角色的账户可

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

以登录查看和进行系统权限下的操作。

通过技术工具的介入，机构可以更好地将日常运营工作可视化，对教职工和教学内容的规范化管理。通过微信小程序的端口开发可以更轻松地进行家校沟通，将孩子的日常照护内容通过规范化目标高效地向家长反馈。此外，服务商也可根据机构的业务特征定制化地提供技术解决方案。

5.3 重视品牌的建设和营销手段

随着市场的逐渐成熟，品牌会成为机构竞争中的关键因素。制定符合自身机构的品牌策略需要对用户的需求有准确的把握，再结合当地和自身情况确定机构的品牌定位。

做好用户调研，明确家长真正的需求点。在诸如北京、上海、广州、深圳等一线城市中，家长对于“托育”的了解相对较多，对于部分双职工家庭，托育是刚需，此外他们的需求也不仅停留在满足“温饱”层面，还有对于“托幼衔接”、自理能力、性格培养等多维度的需求。而在二、三线城市，家长对于单纯的照护的需求则相对较弱，更多强调孩子智力、语言或艺术等方面的培养。

强化品牌个性化标签，并将结果可视化呈现。可以发现，目前市场上的托育机构已经涌现出不少特色品牌，如主打儿童犹太式教育的哈沐德国际早教和主打专业蒙氏教育的童心童语等等。如何通过直观的方式让品牌的特点在家长的印象中不断强化呢？效果可视化很重要，可以通过邀请家长参加周末体验课、公布部分机构的运营细节（如食材采购渠道等），以及线上给家长分享孩子日常等方式让家长感受到机构的专业度，并通过讲座和日常线上分享的方式让家长对孩子的成长阶段建立合理的期待。

选择适合的传播渠道及营销手段。在武汉，不少早幼教机构和诸如儿童摄影、儿童游泳等当地机构和品牌形成合作联盟，共享资源相互导流，通过系列活动策划实现用较少的成本触达极大的潜在客群规模。此外，社区中的“明星家长”也是目标客群中的“关键意见领袖”，通过与他们的合作和交流从而获得他们的推荐将极大地推进招生工作。

第六章：2020年新冠疫情下企业自救措施

2020年新冠疫情的爆发，导致线下托育机构普遍面临现金流紧张的问题，对此我们梳理了教育行业30+企业的疫情应对措施，总结教培企业自救措施大约分为三个部分：积极寻求外部资源支持、财务开源节流以及利用在线工具辅助教学运营等。接下来，我们将从这三个部分入手，分别展示企业在金融工具、政策支持、企业收入、企业支出、在线工具等方面可采取的详细自救措施，以帮助广大企业有章可循地摆脱当下困境。

6.1 积极寻求外部资源支持

6.1.1 金融工具：短期注重股东增资、个人借款等应急措施，着手准备股权融资材料或银行借贷资料

此次疫情对教培机构影响最为直接的就是现金流的问题，解决现金流最简单最直接的方式就是金融工具。从金额市场的各类工具来看，此次中小企业能用于缓解资金压力的手段主要有银行借款、股东增资、个人借款、股权融资等。整体来看，股东增资及个人借款是到账周期最快的方式，银行借贷与股权融资耗时相对较长，且银行及投资机构等资金方对企业本身质地均有不同程度的要求。

图表 41 此次中小企业能用于缓解资金压力的手段主要有银行借款、股东增资、个人借款、股权融资等

金融工具	获取资金的基本条件/流程	资金最快到账周期	资金使用成本
银行借贷	信用贷款需三年财务报表，进行综合评级、银行授信等流程审批；小微企业抵押贷款，资产入押放款；中大型企业抵押贷款，需总行进行综合授信审批；	信用贷款约几天~一周；小微企业抵押贷款约半个月-一个月；中大型企业需要综合授信评估，周期约几个月；	小微企业部分公布利率基准4-5%，不同行业不同规模企业实际利率有所浮动，具体依各银行为准
股东增资	现有股东自行商定	立等可取	——
个人借款	企业家个人资源商定	立等可取	——
股权融资	行业信息材料、企业三年财务报表及相关财务模型，业务模式等资料准备—投资机构约访—投资机构尽调—签约打款	4-5个月	若引入第三方FA，融资费率3-5%，具体视融资规而定

数据来源：公开资料、广证恒生

由于银行借贷与股权融资，对企业的资金支持额度相对较大，但对企业的要求也较多、资金到账周期相对长、用资成本也相对较高等情况，因此我们对银行借贷以及股权融资两种资金融资方式具体情况展开分析，为企业获取外部资金支持给予一定的参考：

(1) 银行借款：

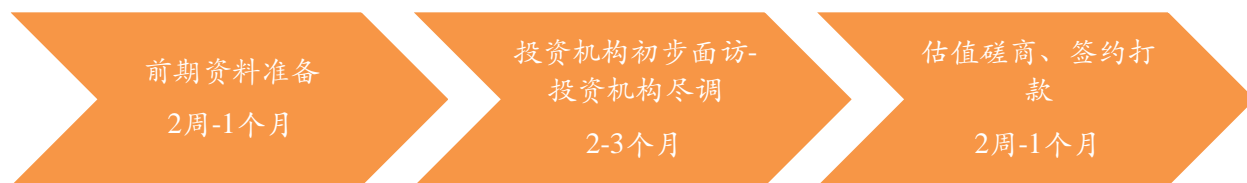
银行虽受国家政策指导会适当放款受疫情影响企业贷款，但银行本质是商业机构，且受疫情影响的行业范围之大，企业数量之多，无法全部通过银行借贷解决问题。对于企业来说，能够获得银行贷款支持的，主要还是现金流健康，或有较多抵押资产的企业。

(2) 股权融资

通常股权融资交易的时间周期在 4-5 个月左右，在投资机构面访前需花费 2 周-1 个月时间准备融资相关材料，建议在疫情期间着手准备。有需要的企业可尽早做好准备并提前启动 2020 年融资计划。

正常状态下，教育企业的预收款现金流理应可支撑 3-6 个月左右。考虑到疫情的影响和复工的情况（短期投资机构和企业见面交流比较难，线上交流效果不如线下，大部分机构的调研拜访工作会延后至少 2-4 周），融资周期预计还可能被拉长。同时考虑到 2018 年以来的融资周期下行趋势延续，有需要融资的企业更需要提前做好准备，尽早规划，对于融资经验不是非常丰富的企业强烈建议请第三方专业机构协助高效推进落地。融资工作涉及诸多环节，专业服务能够大幅提升效率，节省时间，在当下疫情背景下尤为凸显。从 2019 年创投行业发展情况来看，整体募资与投资都呈现下降趋势，主要系经济环境影响导致投资机构募资不利进而传导至投资阶段，表现为投资机构决策更加审慎、从过去对企业规模增长的关注转移到对企业盈利能力的关注。因此 2020 年，企业获取融资关键点在于现金流的健康循环，以及业务的可持续增长。

图表 42 企业股权融资流程及时间周期（约 4-5 个月）



数据来源：广证恒生

6.1.2 积极寻求政府政策支持：与政府部门多沟通，设立专项小组跟踪政策进度

本次疫情突发且来势汹汹，对大部分中小企业的短期冲击异常大。国家和各省市正陆续公布针对中小企业“共渡难关”等诸多优惠政策。强烈建议中小企业需保持与政府部分的沟通，设立专项小组跟踪本省乃至本市本区的具体政策。截至 2020 年 2 月 8 日，全国 19 个省（市、自治区）已发布对本次疫情期间促进中小企业持续健康发展的若干措施，预计后续各个省（市、自治区）具体政策也将持续发布。本次政府支持措施主要涉及降低中小企业经营负担，保障企业正常生产运营的部分税费减免、延迟缴纳、财政补贴等措施，并着手加强信贷、担保等金融支持力度等。基本上覆盖了本次疫情影响的多数行业以及可能存在的潜在危机类别，如承租国有资产类经营用房的受影响较大的企业可享受 1-3 个月的免租或减半、可申请延迟最高不过 3 个月的纳税、不裁员或少裁员的企业返还失业保险费等。这些都是实实在在的雪中送炭，能中小企业解燃眉之急。

图表 43 各省市疫情政策涉及内容

各省市疫情政策涉及内容		
财政支持	财政补贴	广东、北京、上海、山东、重庆、江西、浙江、湖南、黑龙江、广西、福建、四川、湖北、山西、内蒙古；
	国有资产免租	广东、北京、上海、山东、重庆、江西、河北、浙江、黑龙江、海南、福建、四川、湖北、山西、宁夏、内蒙古、吉林；
减税降费	税收	广东、北京、上海、山东、重庆、江西、河北、浙江、湖南、黑龙江、海南、福建、四川、湖北、山西、宁夏、内蒙古、吉林；
	社保	广东、北京、上海、山东、重庆、江西、河北、浙江、湖南、黑龙江、海南、广西、福建、四川、湖北、山西、宁夏、内蒙古、吉林；
金融支持	信贷政策	广东、北京、上海、山东、重庆、江西、河北、浙江、湖南、黑龙江、海南、广西、福建、四川、湖北、山西、宁夏、内蒙古、吉林；
	担保政策	广东、上海、山东、江西、河北、浙江、湖南、黑龙江、海南、福建、四川、湖北、宁夏、吉林；

数据来源：公开资料、董秘一家人、广证恒生

6.2 财务开源节流

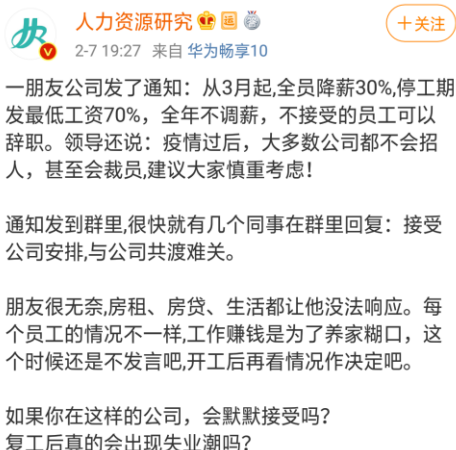
6.2.1 企业成本：协商第三方控制租金、人工成本，切忌注意员工情绪、防止疫情后离职潮

租金与人力成本并列为线下教培机构两大成本，大约占企业营业收入的 50-70%乃至更高，疫情期间无收入状态下，租金与人力成本的刚性支出是导致教育企业现金流危机的重要原因。因此，自 2020 年 2 月 5 日开始陆续发布的各地政府支持政策中，减轻企业租金压力、提供人工相关部分税费的支持等相关政策几乎是各省市政策必备条款。对企业而言，除了积极等待政策扶持外，还可以积极做以下应急协调：

租金：①协商房东减免房租，目前集团性地产房东、国有资产类房东已经实施减租措施，积极与集团性质的房东沟通，个人房东也可保持沟通；②根据疫情进展不同，战略调整扩张策略，现金流告急时刻，可适当考虑退租刚签订合同还没装修开业的门店；

人力：①协商员工共度难关，暂时减少工资支出或转移到后续月份，如携程非典时期就协商管理人员暂时只拿 60%薪酬；②不要过度追求全员薪酬暂时下降，对于员工而言各自也有“现金流困境”，员工自身也担心被协调减低工资，乃至被离职。③增加强化员工培训，以提高凝聚力。员工是教育行业核心的人力资本，长期的师资、服务人员稳定对企业发展更有益处。若非逼不得已，不要轻易采取大幅降薪、辞退等方式，若采取相关措施，需重点注意员工情绪的安抚，防止疫情后出现离职潮。

图表 44 微博上关于员工对被迫降薪的言论



疫情下，你愿意降薪与公司共渡难关吗？

哈哈哈哈哈 2020-02-05 00:46:28

今天晚上收到公司发过来的这个，明天要上报，坐标深圳，创业公司，亏损状态中，两年没融到资了。年前给我们做过一次调查类似愿不愿意调薪，我们整个部门都拒绝了，后面不了了之，现在借着疫情又来了！预计开工日期是2.10号。鹅们咋选？

2个月是暂定2个月，视情况来。。。

数据来源：微博、广证恒生

6.2.2 企业收入：持续服务减少退费率，优惠营销提前报课续课

疫情期间无收入或低收入，以及潜在的退费是企业现金流危机的直接原因。如何增加疫情期间的现金流收入是除金融支持外，最为直接、隐形成本相对较少的途径。

(1) 原收入：持续服务延期开班减少退费、转移线上尽量确认耗课收入；此次疫情影响下，主要是寒假班叫停，以及后续春季课程可能无法进行，可能有退费情况。参考非典时期以及目前部分企业的解决方案，一是可以做延期开班、退费，如美吉姆1月24日全国统一停课通知，同步延长会员课程有效期，并妥善安排各中心持续通过微信、电话等形式为会员提供各种服务；二是已开班剩余课程转移线上进行，并同时进行部分课程退还。

(2) 新增收入：视情况转化过去想投资单店的部分忠诚家长、优惠价提前报课续费等；教育领域由于家长受众众多与学生密切相关，且项目盈利能力较优，因此过往不乏家长型投资者出现。家长通常对企业服务、课程内容相对认可，值此时机可适当考虑引入家长型单店投资者。此外，对于后续报课续课也可通过短期线上营销活动，增加现金流收入。如卓越教育提供返现优惠，鼓励学生报读寒假在线课程。

6.3 远程案头教研、员工培训，强化线上品宣及春招，保持用户互动

教研及学员服务方面：远程工作持续案头教研；分配对口服务人员，持续学生服务，配合各种关怀的落实，提供必要的帮助，尽量保证3-4月份的续费。如树童英语，停课转线上后立刻分配老师跟进作业APP点评、阅读城堡打卡、词汇出门测和电话一对一检测学习效果等。

员工培训与安抚方面：收集员工的问题，及时汇报并回应，组织员工执行安全规程，进行后续业务执行相关的远程培训。

目前为教培企业提供各类工作工具的非常多，且疫情期间多为免费使用，可视情况使用。诸如钉钉、企业微信、Zoom、腾讯会议等均是本次疫情远程工作常用软件。据钉钉官方消息，截至1月31日，广东、江苏、河南、山西、山东、湖北等20多个省份纷纷加入“在家上课”计划，超过1万所大中小学、500万学生将通过钉钉直播的方式上课。

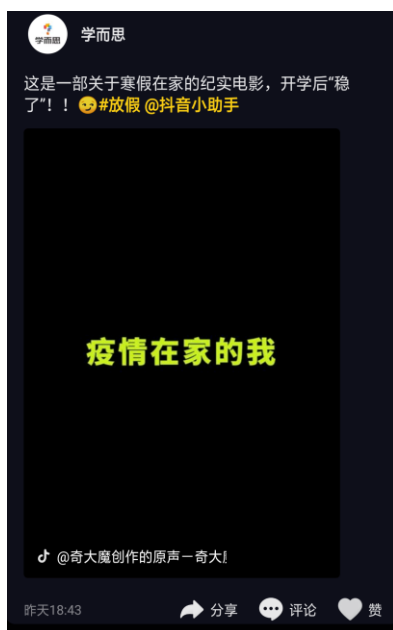
图表 45 远程办公工具

使用场景	产品
即时通讯	企业微信、钉钉、Slack、QQ、TIM、飞书
在线会议	Zoom、腾讯会议、华为云 Welink、Talkline、蓝猫微会
多人文档协作	石墨文档、WPS、印象笔记、Notion、GoogleDocs、Office365
任务管理	Trello、Teambition、Tower、TAPD、日事清、功倍、道一云
文件传输	百度云盘、坚果云、奶牛快传、GoogleDrive、文叔叔

数据来源：公开资料（三节课-张成翼）、广证恒生

品牌宣传及春季招生方面：疫情期间，做好相关宣传，准备好后续春招工作。根据目前企业行为大致有以下几类措施 1) 线上教育课程捐赠，或推出一些性价比较高的 5-10 节线上短期课程；2) 利用短视频、朋友圈、社群等线上渠道持续做招生宣传，比如提供疫情相关的安全培训、家庭教育等；3) 做好学员群和公众号的疫情跟踪、科普等，为家长学生提供“安全”品牌形象，降低后期消费情绪低落的可能性。如贝尔科教在疫情后日常发布疫情相关安全科普，学而思在抖音短视频平台上发布疫情话题短视频。

图表 46 抖音短视频宣传



数据来源：抖音、广证恒生

图表 47 贝尔科教公众号疫情安全科普



数据来源：微信、广证恒生

第七章：风险提示

1) 企业资金链断裂风险

2020 年新冠疫情的爆发，导致线下托育机构在疫情期间普遍存在着无收入或者低收入的情况，租金人力成本持续以及潜在的退费风险让机构面临现金流紧张的问题，如果疫情期间企业不能妥善控制支出、增加现金流，将会出现资金链断裂的情况。

2) 市场发展不达预期风险

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

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、2019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。

3) 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。

4) 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。

5) 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。

特别感谢子需智库提供行业专家支持。

数据支持：郑雪莹

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，熟悉一二级资本市场运作，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

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（中信证券华南股份有限公司）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。