

人口专题：持续下滑的新生人口，对教育行业意味着什么？

2020.03.18

相关报告

- 1、2020 年教育行业年度策略：棋至中局，长期掘金素质教育-20191220
- 2、2019 年教育行业中期策略：证券化提速持续，关注素质教育行业性机会-20190618
- 3、少儿英语系列（线上篇）：渗透率提升促市场扩容，新机遇就在下沉市场！-20191205
- 4、少儿英语系列（线下篇）：刚需铸就千亿赛道，证券化窗口开启-20190808
- 5、大语文专题：乘“学科素质化”之东风，孕育千亿市场新机遇-20191015
- 6、数学思维专题：引领“学科素质化”风口，冉冉升起的千亿级赛道-20190809

	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：

从教育行业市场空间=适龄人数*渗透率*客单价的测算公式来看，人口数量是决定市场空间的重要变量。在少子化浪潮袭来的大背景下，我们通过划分不同教育阶段以研究新生人口变化对教育行业的影响，重点从适龄人口、渗透率及客单价三方面的变化挖掘人口红利逐渐消失下教育行业的未来发展途径。

● 人口结构变化：2019 年新生人口 1465 万人，出生人口情况持续低迷

(1) 历史人口变动：第四轮婴儿潮消失，出生人口整体下滑。1949 年以来，我国长期执行计划生育政策，出生人口受控后下滑。二孩政策生育效应释放后消退，2019 年新生人口仅为 1465 万。

(2) 未来人口走向：生育率走低，育龄妇女规模逐年下滑，出生人口情况持续低迷。2018 年我国总和生育率仅为 1.52，育龄妇女规模在 2003 年见顶下滑，2018 年跌至 2.9 亿人。二孩政策未能扭转低迷生育趋势。

(3) 人口区域性差异：大城市新生人口增量稳定。我国整体出生人口处于下滑通道，但大城市持续吸引流动人口，适育人群得以补充，出生人口数量稳定增长。

● 教育行业展望：适龄人数变动影响市场规模，渗透率和客单价提升为破局思路

我们以历史出生人数推算各阶段适龄人数变化，试图洞察不同教育市场未来发展。

(1) 托育早教：适龄人口基数庞大，托育早教需求旺盛，渗透率提升将带来可观市场增量。看好通过直营、加盟等方式实现规模化扩张的头部企业，此外建议高度关注托育企业的安全规范程度。

(2) K12 教育：校内教育仍存结构性机会，需求导向下校外学科辅导、素质教育市场保持稳健增长。(i) 整体出生人口下降趋势已定情况下，校内学校供给调整仍需谨慎；但仍可关注移民城市快速增长的适龄人口带来的机会，看好办学质量良好、有能力通过并购和轻资产模式快速扩张的民办学校集团。(ii) 渗透率提升推动校外培训市场高速发展。学科辅导市场兼备成长性和结构性，看好线下全国性和区域性龙头及具有互联网基因的教培机构；素质教育从非刚需到半刚需提升，中长期内存在较大的行业性机会，关注产品成熟、业绩初步规模化放量的头部企业。

(3) 高等教育：适龄人数到 2036 年前维持增长，量+价+渗透率共同驱动行业发展。看好教学品质较好、募资能力领先、具备内生增长和外延并购能力的民办高校。

● 海外对标：看日韩教育如何应对少子化危机

日本、韩国的教育体系与我国情况相似，且均面临“少子化”挑战，出生人口持续、大幅减少。研究日韩两国教育行业在少子化浪潮中的演变发展，得到以下启示：(1) 市场渗透率低且具备较大上升空间的细分教育行业，在适龄人数减少时仍可关注渗透率提升带来的市场增量；而渗透率触及天花板的行业在适龄人数下降时

则将承受更大的冲击。(2) 我国教育行业在当下出生人口下滑时间尚短的时点，应实现做好长远布局，以应对渗透率饱和后适龄人口下降带来的市场萎缩问题。具体包括提供高质量教学以建立品牌竞争力和跨领域多元布局两方面。(3) 课后学科辅导渗透率提升空间大，关注行业政策限制的负面影响。

- 风险提示：新生人口增长不及预期、政策变动风险、市场扩张不达预期

目录

导语.....	5
1. 2019 年出生人口 1456 万，预计持续低迷.....	5
1.1 中国人口变动情况：第四轮婴儿潮消失，出生人口整体下滑.....	5
1.2 生育情况演变：生育率走低，育龄妇女规模逐年下滑，出生人口情况持续低迷.....	6
1.3 人口结构性差异：大城市新生儿数量稳定增长.....	8
2. 人口结构变动与教育行业展望.....	9
2.1 托育早教：早幼教适龄人口基数庞大，渗透率提升推动市场扩容.....	9
2.1.1 托育：渗透率提升推动市场扩容，预计 2019 年市场规模约为 930 亿.....	9
2.1.2 早教：渗透率预计持续提升，预计 2019 年早教市场规模约 870 亿.....	12
2.2 K12 教育：校内教育存结构性机会，校外培训整体需求坚挺.....	14
2.2.1 校内教育：整体学校扩张需谨慎，关注移民城市民办学校机会.....	14
2.2.3 校外培训：需求稳固行业地位，渗透率提升推动市场成长.....	16
2.3 高等教育：2035 年前适龄人数持续增长，“量+价+渗透率”共同驱动.....	20
3. 海外对标：少子化浪潮下日韩教育行业演进.....	21
3.1 日本教育演变经验.....	22
3.1.1 托育需求庞大，仍有巨大空间.....	22
3.1.2 适龄人口长期下降冲击 K12 校内供给，刚需促校外学科辅导持续增长.....	23
3.1.3 教学需求萎缩下私立高校首当其冲，“调整学科+海内外扩招”应对危机.....	24
3.2 韩国教育演变经验.....	25
3.2.1 学前教育：政府重视程度高，财政投入保障幼儿教育机会.....	26
3.2.2 义务教育普及化，升学竞争成课外补习强劲推力.....	27
3.2.3 高等教育供给过剩，高校以吸收国际化学生维持正常运行.....	28
3.3 日韩教育行业演变的启示：回归教育本质，多元化布局.....	29

图表目录

图表 1 1949 年以来中国出现了三轮婴儿潮	5
图表 2 总和生育率持续走低	6
图表 3 育龄妇女规模自 2011 年后持续下降	7
图表 4 二孩出生人口占比逐渐上升至 2017 年达峰值 51.8%	7
图表 5 2019 年常住流动人口排名前 10 的城市	8
图表 6 千万级超大城市和 500-1000 万人特大城市新生人口增长稳定	9
图表 7 适龄人口数量变化	10
图表 8 2016 年 OECD 国家 0-2 岁儿童入托率 TOP10	10
图表 9 估算 2020 年托育市场规模约 980 亿元	11
图表 10 一线、新一线、二线城市出生人口占比 27%	12
图表 11 20-24 岁青年结婚登记人数占比减少	12
图表 12 不同层级城市早教市场渗透率	12
图表 13 早教平均客单价 (万元)	13
图表 14 估算早教 2019 市场规模约 870 亿元	13
图表 15 小学、初中、高中适龄人数分别在 2023 年、2029 年和 2032 年以前单向增加	15
图表 16 中小学毛入学率近 100%，高中毛入学率 88.8%	15
图表 17 K12 教育适龄人数在 2023 年以前单向增加	16
图表 18 渗透率水平较低，仍有提升空间	16
图表 19 各级院校高考录取率	17
图表 20 家长付费意愿增强，课外辅导及备考开支增加	18
图表 21 STEAM 教育培训市场未来增长的核心逻辑在于渗透率提升，预计 2020 年市场规模 313 亿元	19
图表 22 高考适龄人数于 2035 年前保持增长，高考报名人数上升	20
图表 23 民办高校数量稳步增长	21
图表 24 民办高校在读学生数增加，渗透率提升	21
图表 25 日本历年出生人口情况	22
图表 26 日本 0-6 岁儿童教育情况	23
图表 27 日本幼儿园在读人数逐渐下滑	23
图表 28 适龄人口长期下滑，各级学校数量减少	24
图表 29 课外补习学生人数不减反增	24
图表 30 K12 课外培训市场规模持续扩大	24
图表 31 日本大学数量持续上升，2015 年私立高校占比 77.53%	25
图表 32 韩国历年出生人口数	26
图表 33 韩国入托儿童数	26
图表 34 韩国幼儿园数量及在园人数	26
图表 35 各级学校数与人口结构调整相关性弱 (所)	27
图表 36 各级在读学生数持续下滑 (万人)	27
图表 37 韩国学生课后培训参加率	28
图表 38 韩国学生课后培训平均消费	28
图表 39 韩国高等教育适龄人数 (人)	28
图表 40 在韩留学生数量 (人)	28
图表 41 BENESSE 国内教育业务营业收入和学生人数	30
图表 42 BENESSE 海外业务和护理/保育业务营业收入 (亿日元)	30
图表 43 Megastudy 初高中阶段在线业务收入	31

导语

建国以来，我国出现了三次婴儿潮，第四次婴儿潮因长期执行计划生育政策而未如期出现。为提振出生人口情况，我国分别于 2014 年和 2016 年放开单独二孩政策和全面二孩政策，其生育效应在 2016 后集中释放后逐渐消退，2017、2018 年出生人口再次下滑。据国家统计局数据，2019 年出生人口再次下滑，新生人口仅为 1465 万。二孩政策难以逆转生育下滑情况，我国出生人口情况恶化，并预计将维持长期低迷。

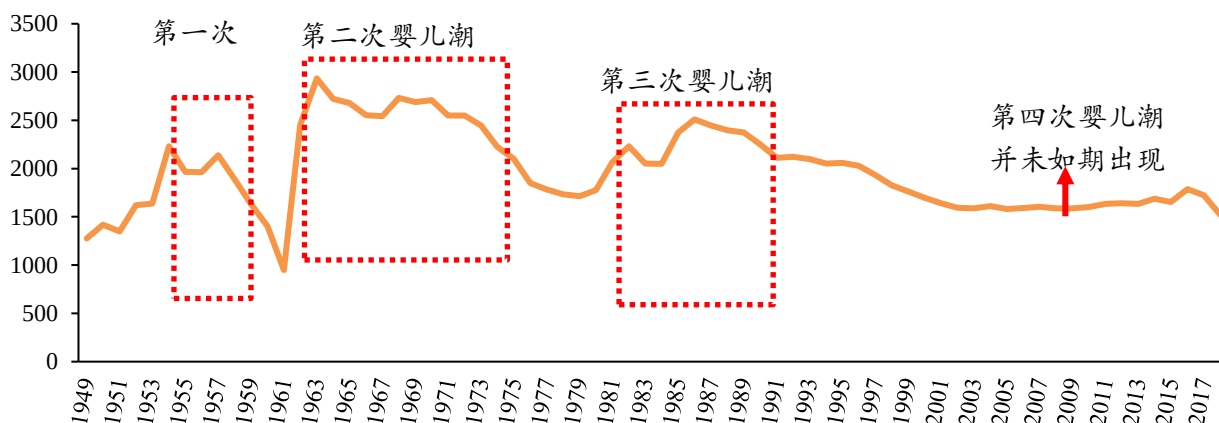
从教育行业市场空间=适龄人数*渗透率*客单价的测算公式来看，人口数量是决定市场空间的重要变量。2019 年新生人口大幅下跌预示着未来适龄人数规模的锐减，未来新生人数长期低迷将深刻影响教育行业的发展空间。在少子化浪潮袭来的大背景下，我们通过划分不同教育阶段以研究新生人口变化对教育行业的影响，重点从适龄人口、渗透率及客单价三方面的变化挖掘人口红利逐渐消失下教育行业的未来发展途径。

1. 2019 年出生人口 1456 万，预计持续低迷

1.1 中国人口变动情况：第四轮婴儿潮消失，出生人口整体下滑

1949 年以来我国出现了三轮婴儿潮，第四轮婴儿潮因长期严格执行计划生育并未如期出现，出生人口整体呈下滑趋势。1950-1958 年为我国第一轮婴儿潮时期，期间年均出生率 35‰最高但人口基数较小，出生人口年均 2100 万，主要是建国后生育政策鼓励、经济社会发展、医疗卫生条件改善等因素促成。1962-1975 年为第二轮婴儿潮时期，期间年均出生率 33‰小幅下调但人口基数有所扩张，出生人口年均 2628 万，该婴儿潮出现主要与三年自然灾害结束后的补偿性生育和文革时期计划生育工作受冲击有关。1970-1977 年间出生率从 33‰降至 19‰，1977 年出生人口仅 1798 万，主要受 1970 年代的“晚稀少”政策影响。1981-1991 年为第三轮婴儿潮时期，年均出生率为 21‰，出生人口年均 2260 万，本质为第一次婴儿潮的回声。1991 年之后出生人口逐渐降至 2003 年的约 1600 万。第四轮婴儿潮因长期严格执行计划生育而并未如期，二胎政策开放后，2014-2016 年出生人口短暂回升，2019 年出生人口数继续下滑为 1456 万人。

图表1 1949 年以来中国出现了三轮婴儿潮

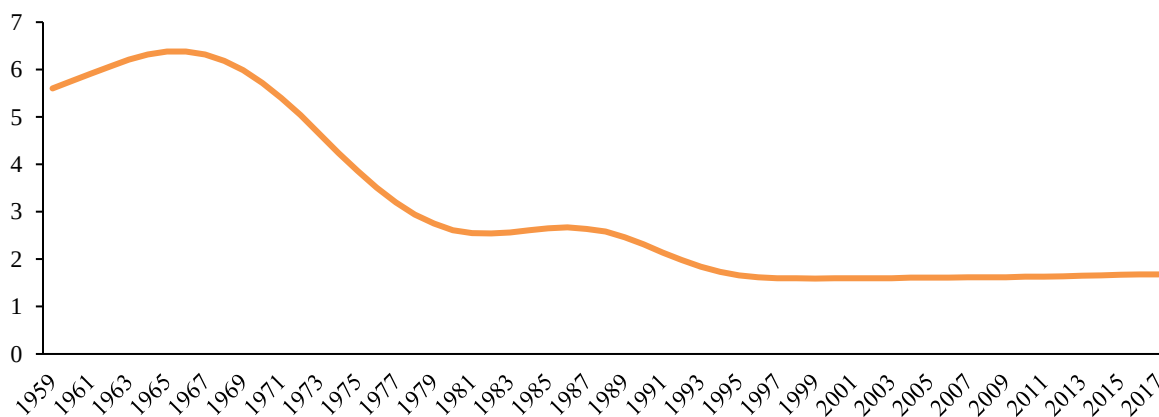


资料来源：国家统计局、广证恒生

1.2 生育情况演变：生育率走低，育龄妇女规模逐年下滑，出生人口情况持续低迷

1991 年至今生育率在地徘徊，养育成本提高约束生育行为，总和生育率走向低迷。总和生育率是指妇女在育龄期间平均生育的子女数，是衡量生育水平最常用的指标之一，同时左右着人口总量的变化。一般来说，总和生育率小于 2.1 时，新生人口不足以弥补生育妇女及其伴侣数量。1949 年以来，我国妇女总和生育率经历了迅速上升（1950-1957）、大幅下降（1958-1961）、猛烈反弹（1962-1963）、高位整理（1964-1971）、逐渐下降（1972-1990）、低位徘徊（1991 至今）六个阶段，2018 年总和生育率为 1.52，低于人口更替水平 2.1，生育水平保持低位。根据生育理论，我国生育率下降受死亡率、生育需求和生育意愿等因素的影响。而在现代社会，生育率的进一步下降主要是受到生育成本约束。住房、教育、医疗等持续提高的直接成本，“四二一”结构的家庭养老负担，以及女性劳动参与率较高但就业权益保障不够下的高机会成本，均导致人们的生育意愿不能完全实现，总和生育率将维持走低态势。

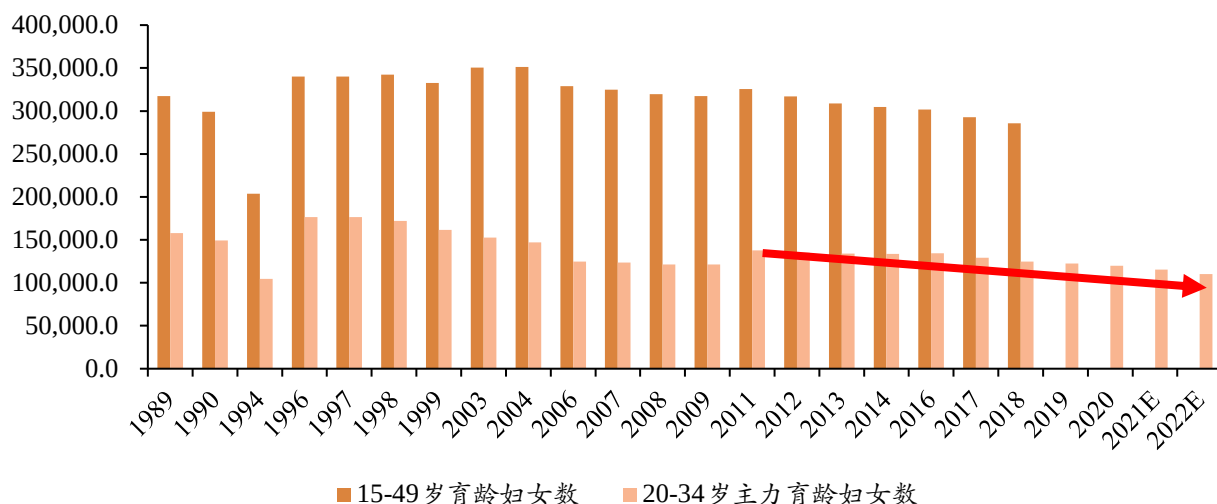
图表2 总和生育率持续走低



资料来源：国家统计局、Wind、广证恒生

育龄妇女规模逐年下滑，叠加低生育率下预计出生人口情况持续低迷。根据国家统计局的数据显示，我国 15-49 岁育龄妇女人数与 20-34 岁主力育龄妇女人数走势一致，整体育龄妇女人数在 2003 年见顶后缓慢下滑。自 2011 年后，15-49 岁育龄妇女人数持续下降至 2018 年约 2.9 亿人；20-34 岁主力育龄妇女数持续下降至 2018 年的 1.2 亿人，降幅约 9.6%。以往年育龄妇女人数推算 20-34 岁主力育龄妇女数（20-34 岁主力育龄妇女数=上一年主力育龄妇女数+上年 19 岁育龄妇女数-上年 34 岁育龄妇女数），未来主力育龄妇女数呈持续下降趋势，我国整体生育基础逐渐削弱。叠加我国自 1991 年逐渐降低的生育率影响，预计我国出生人口情况将持续低迷。

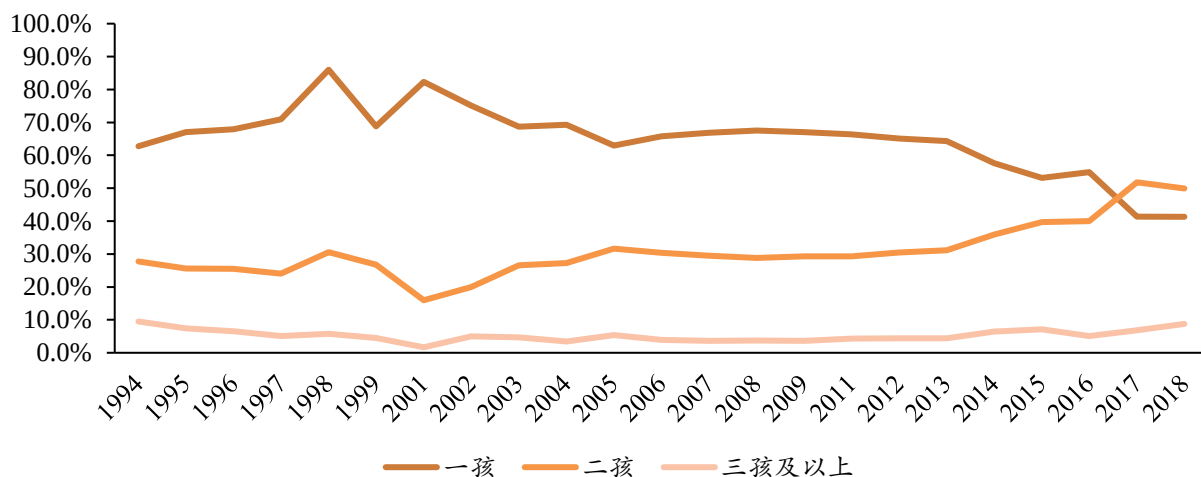
图表3 育龄妇女规模自 2011 年后持续下降



资料来源：国家统计局、Wind、广证恒生

二孩生育堆积效应已渐消退，“单独二孩”和“全面二孩”政策均未能扭转低迷生育趋势。2014 年我国推出“单独二孩”政策，生育效应小幅释放，2014 年/2015 年出生人口为 1687 万/1655 万，相比 2013 年增加 47 万/15 万。2016 年“全面二孩”放开，同年出生人口上升至 1786 万，但随后出现较大幅回落，2017 年/2018 年/2019 年出生人口降至 1723 万/1523 万/1465 万。二孩生育堆积效应集中释放后逐渐消退。从分孩次生育情况看，2014 年以来二孩出生人口占比上升，2017 年达到峰值 51.8%，75 后的二孩生育意愿集中释放后 2018 年回跌至 49.9%，全面二孩生育政策效果不达预期。近年来，在总和生育率走低和育龄妇女规模下滑的双重影响下，我国出生人口数量整体呈下降趋势，二孩政策释放了短期的累计生育效应但未能从根本上扭转低迷生育趋势，预计出生人口将持续低迷。

图表4 二孩出生人口占比逐渐上升至 2017 年达峰值 51.8%



资料来源：国家统计局、Wind、广证恒生

1.3 人口结构性差异：大城市新生儿数量稳定增长

我国整体出生人口处于下滑通道，但大城市持续吸引流动人口，适育人群得以补充，出生人口数量稳定增长。影响城市生育能力的主要因素有该城市适育人群数量的变化以及政策允许的家庭生育数量等，由于生育意愿具有稳定性，因此生育能力对出生率的变化产生直接的影响。1995 年至今，全国出生人口及出生率持续下跌，然而北京、上海、广州、深圳、杭州、武汉、长沙、重庆等人口净流入的一二线大城市的出生人口不仅未出现明显下滑甚至出现了反弹。人口流入给城市带来了适婚适育人口的结构变动，补充了城市的生育能力，使得城市出生人口保持稳定的增长。2011-2018 年，一线城市人口年均增速为 1.45%，二线城市为 1.05%，均高于全国人口增速 0.5%，表明人口向一二线城市集聚。三四线城市人口年均增速为 0.29%，表明三四线城市整体人口持续净流出。考虑到人口流入以及随着经济社会发展产生的行政区划挑战，到 2030 年中国有望形成 10 个以上 1000 万级城市和 12 个 2000 万级大都市圈，可关注大城市和大都市圈的出生人口增量。

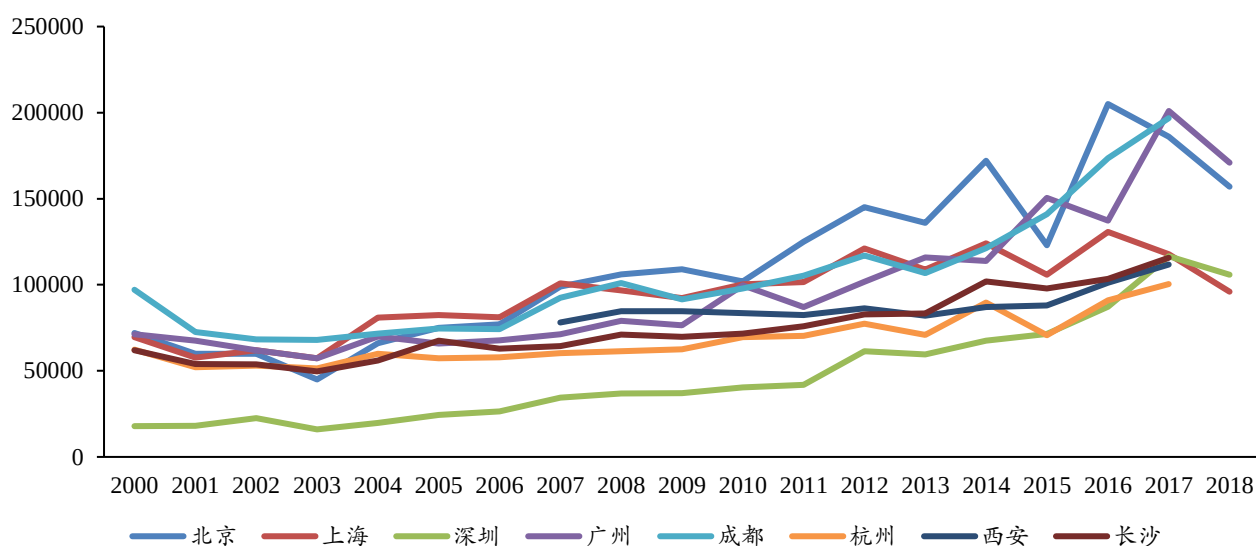
图表5 2019 年常住流动人口排名前 10 的城市

排名	城市	城市规模	常住流动人口数量（万）
1	上海	千万级大城市	972.69
2	广州	千万级大城市	967.33
3	深圳	千万级大城市	818.11
4	北京	千万级大城市	794.3
5	苏州	500-1000 万人城市	538
6	天津	千万级大城市	498.23
7	杭州	500-1000 万人城市	437
8	成都	千万级大城市	430
9	宁波	1000 万-2000 万人大都市圈	415.86
10	东莞	500-1000 万人城市	360.09

资料来源：中国产业信息网

注：以市辖区常住人口划分城市规模，宁波以都市圈常住人口划分规模

图表6 千万级超大城市和 500-1000 万人特大城市新生人口增长稳定



资料来源：各地市统计局、广证恒生

2. 人口结构变动与教育行业展望

由于新生人口成长为适龄学生需要一定的时间，新生人口数量的变化对各阶段教育行业的影响取决于传导周期的长短及人口的累积变化。当前，我国出生人口下滑周期尚短，各细分教育市场渗透率、客单价水平不一，教育市场（教育行业市场空间=适龄人数*渗透率*客单价）发展所受影响各异。为了更细致地探讨人口变化下教育行业的应对，下文划分根据学制阶段划分，从适龄人口、渗透率及客单价三方面变化讨论人口结构变化对教育行业发展的影响。

2.1 托育早教：早幼教适龄人口基数庞大，渗透率提升推动市场扩容

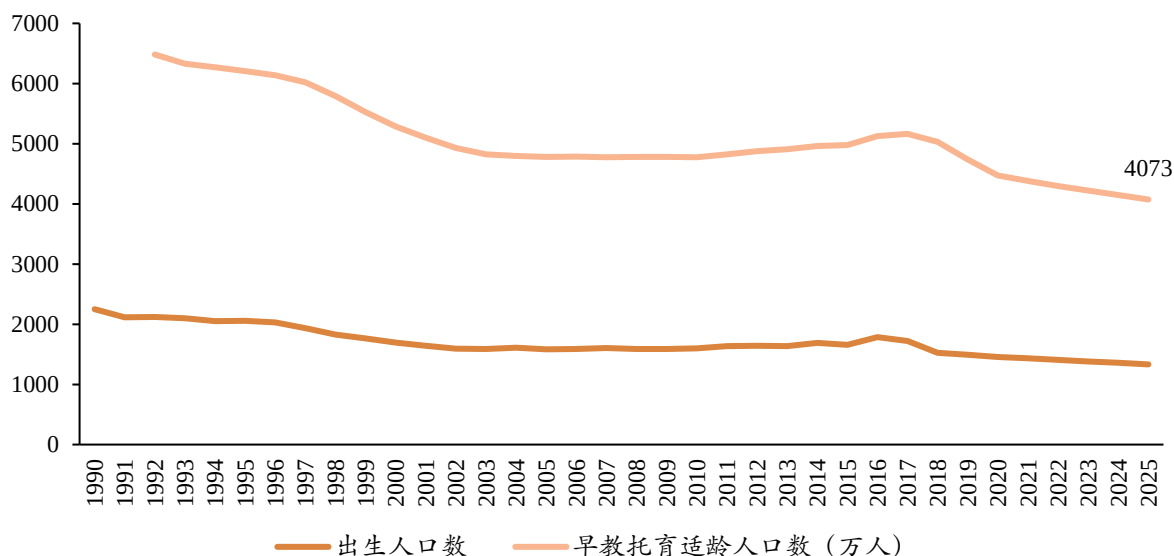
早教托育市场的适龄人口为 0-3 岁儿童，出生人口下降迅速反映为适龄人口的减少。出生人口下降趋势难以逆转，但适龄人口基础仍然庞大，预计到 2025 年之前仍有 4000 万以上的适龄人口。目前我国早教市场渗透率大约在 19%，托育市场渗透率大约在 5% 左右，预计未来随着消费升级将进一步提升。

市场普遍将托育与早教混合阐述，但实际上早教与托育是两个不同的经营业态。托育服务是指未三周岁及以下婴幼儿提供照料、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服务，下文分析中将分开阐释人口变动的影响。

2.1.1 托育：渗透率提升推动市场扩容，预计 2019 年市场规模约为 930 亿

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 4711 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。

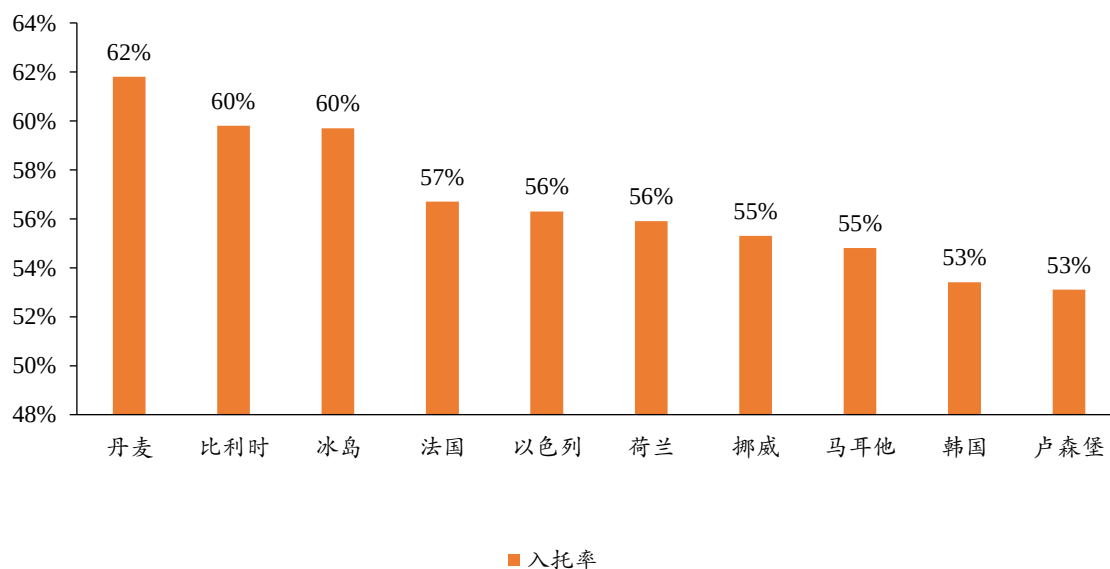
图表7 适龄人口数量变化



资料来源：Euromonitor、广证恒生

渗透率方面，我国托育服务需求巨大，潜在需求率超过 30%，但目前实际渗透率仅 5%。在 2016 年和 2017 年，原国家卫计委和国务院妇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 2016 年 OECD 国家 0-2 岁儿童入托率 TOP10



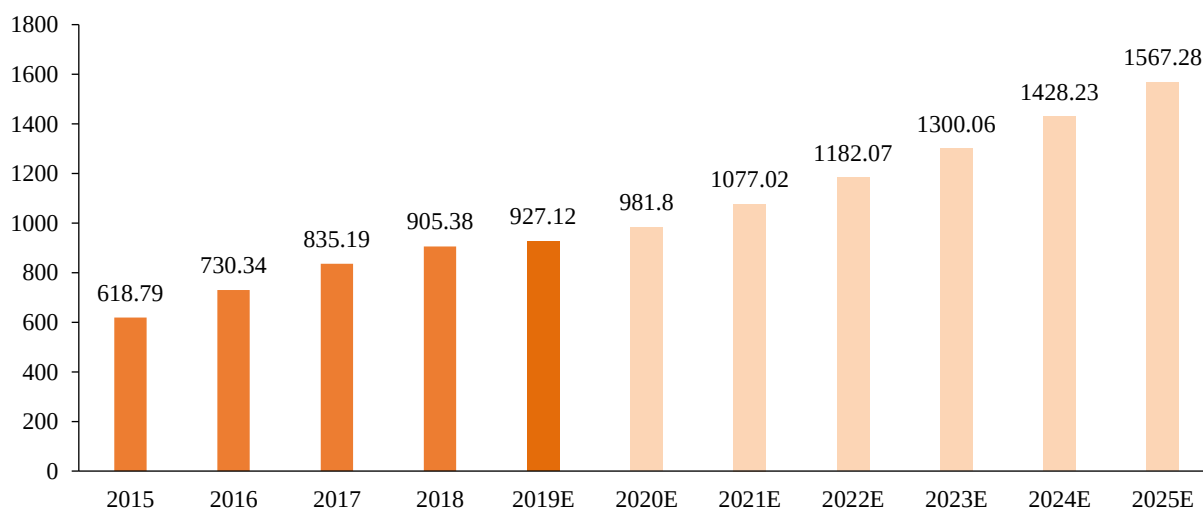
资料来源：OECDFamilyDatabase、广证恒生

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

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，综合一二线与三四线托育机构平均定价，假设线下平均托育价格在4000元/月左右，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。

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。基于实际入托率和2019年出生人数，估算2019年托育市场规模约930亿元。托育市场未来增长逻辑在于渗透率的提升，渗透率每提升1%，带来市场增量190亿元。

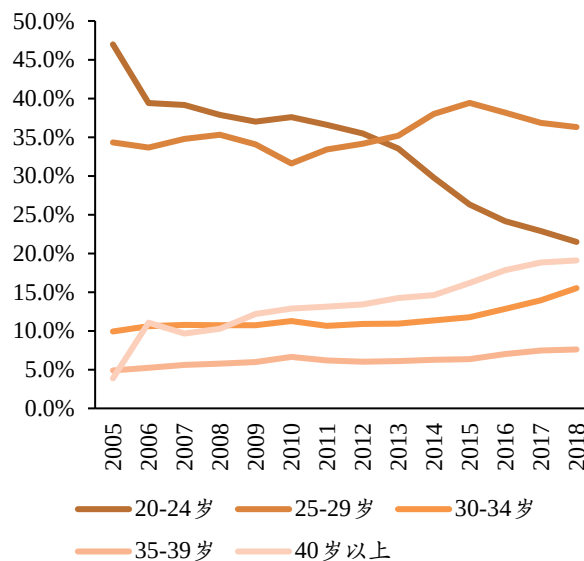
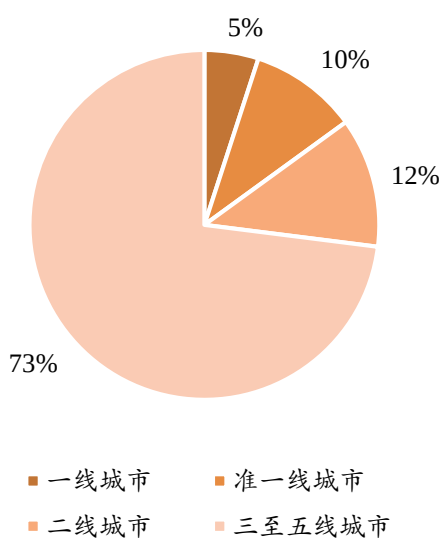
图表9 估算2020年托育市场规模约980亿元



资料来源：广证恒生

城市层级方面，一二线大城市稳定的新生儿增量和强劲的需求将推动托育市场进一步发展；三四线城市新生人口低迷，托育意识有待培养以拓宽市场空间。2017年北上广深等一线城市出生人口占比5%，准一线城市出生人口占比10%，二线城市占比12%。城市化进程下，整体一至二线城市出生人口占比由2000年的16%增至27%，托育市场具有较稳定的生源基础。此外，一二线城市家庭生活压力大，双职工家庭占比高，对托育需求更为旺盛，预计托育渗透率仍存在较大提升空间。三至五线城市新生人口增速放缓，但整体适龄儿童规模大；隔代抚养现象普遍，但随着年轻人婚育时间推迟、祖辈年龄增大，新生儿托育需求或逐步由内部解决转向外部寻求帮助，托育意识有待崛起转为实际托育意愿，渗透率可望提高。自2005年，我国20-24岁青年结婚登记人数占比大幅下降，2018年为21.5%。

图表10 一线、新一线、二线城市出生人口占比 27% 图表11 20-24 岁青年结婚登记人数占比减少



资料来源：各地市统计官网、广证恒生

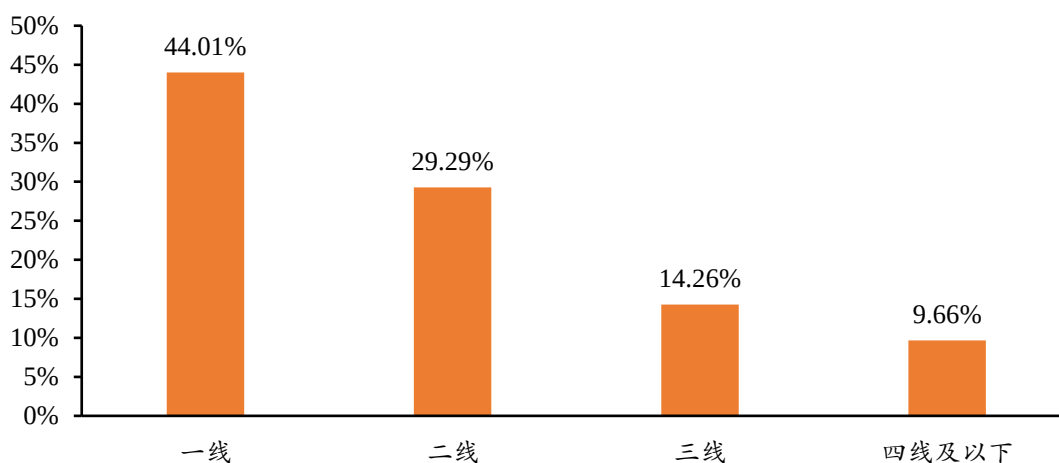
资料来源：国家统计局、广证恒生

2.1.2 早教：渗透率预计持续提升，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，下文不再赘述。

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%。

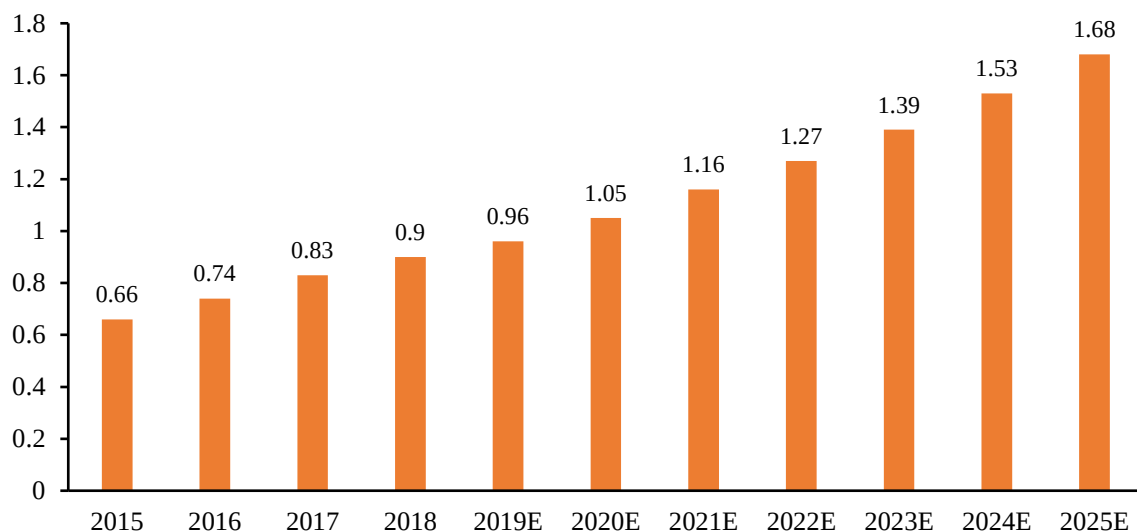
图表12 不同层级城市早教市场渗透率



资料来源：前瞻产业研究院、广证恒生

客单价方面，根据此前我们在研报《一文带你读懂早教与托育两大千亿市场的异同和机遇》中测算，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。

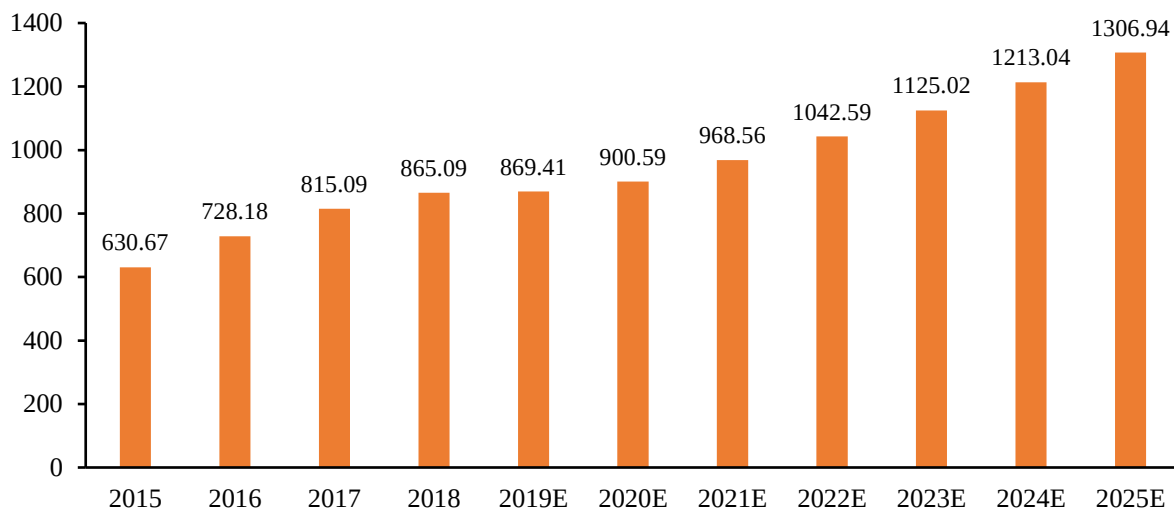
图表13 早教平均客单价（万元）



资料来源：国家统计局、广证恒生

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。未来客单价和渗透率提升为早教市场增长的两大驱动因素。

图表14 估算早教2019市场规模约870亿元



资料来源：广证恒生

总结来看，在出生人口减少趋势不可逆转的背景下，早教托育适龄人口逐年减少，但由于我国出生人口基数大，到 2025 年前仍有 4000 万适龄人口为早教托育市场奠定基础。此外，我国早教托育市场发展较晚，现较低的市场渗透率和客单价均有望随着 80、90 代父母教育意识的提升和社会消费升级而大幅增长，有望抵消适龄人数减少的冲击并带动托育早教千亿市场发展。目前我国托育早教行业竞争格局分散，多集中在经济水平、消费意识较高的一线城市，以加盟、直营等方式扩张；早教行业 CR6 仅约 21%，头部品牌通过加盟下沉三四线城市。出生人口保持下降趋势的背景下，托育早教行业保持千亿发展空间，在未来 5-10 年内托育早教头部企业通过加盟、直营等方式提高市场份额的逻辑不变。

对于兴起较晚的托育行业，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，建议高度关注企业的安全规范程度。对于起步较早的早教行业，已经实现规模化的头部企业有望进一步扩张以提升市场份额，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、全优加、纽诺育儿等。

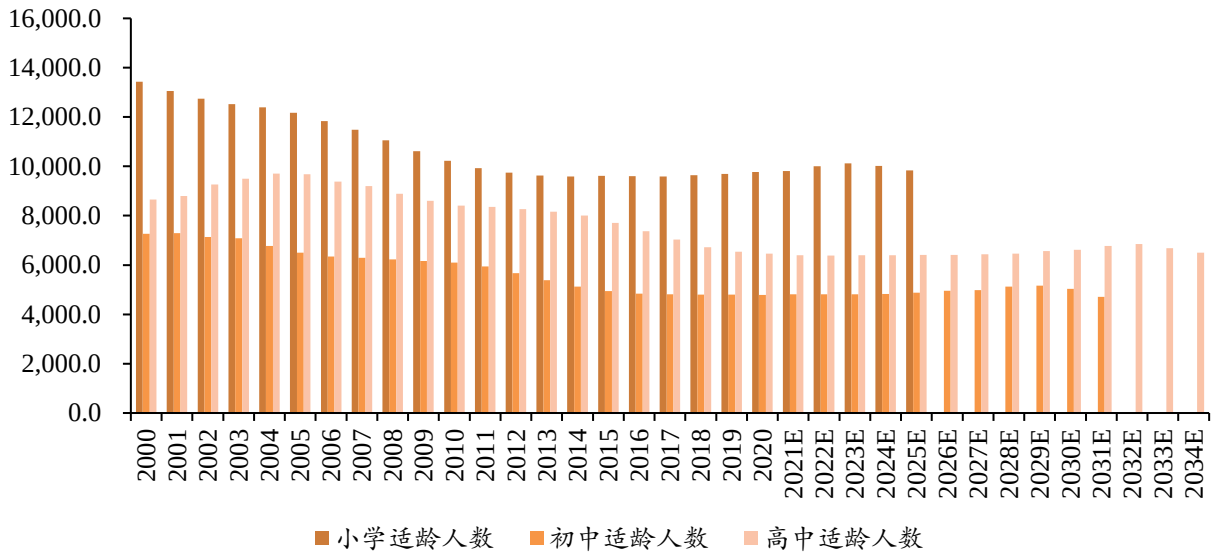
2.2 K12 教育：校内教育存结构性机会，校外培训整体需求坚挺

K12 阶段是人们接受教育的重要时期，不仅包括校内教育知识的学习，还包括校外教育中学科知识的巩固和素质教育的提升。校内教育更注重公平性，且普及水平较高，适龄人口变动成为该细分市场的主导变量。校外教育涵盖的细分领域更多，旨在从德智体美劳各方面提升学生素养，需求指引下渗透率有望大幅提升。

2.2.1 校内教育：整体学校扩张需谨慎，关注移民城市民办学校机会

适龄人口方面，中小学适龄人口在 2023 年以前将持续增长，高中适龄人口在 2032 年前维持稳定增长。考虑到出生人口转变为适龄人口具有一定的传导周期，下文根据往年出生人口数推算出适龄人口数量变化。以 2019 年适龄人数为例，小学阶段（6-11 岁）适龄人口数量为 2008-2013 年出生人数总和，初中阶段（12-14 岁）适龄人口为 2005-2007 年出生人数总和，高中阶段（15-18 岁）为 2001-2004 年出生人数总和。根据此推算，我国小学适龄人数在 2019-2023 年间单向增长，年均适龄人口数为 9900 万人。初中适龄人数在 2019-2029 年间单向增加，年均适龄人数为 4905 万人。高中适龄人数在 2020-2032 年间维持稳定增长趋势，年均适龄人口数量约为 6500 万人。

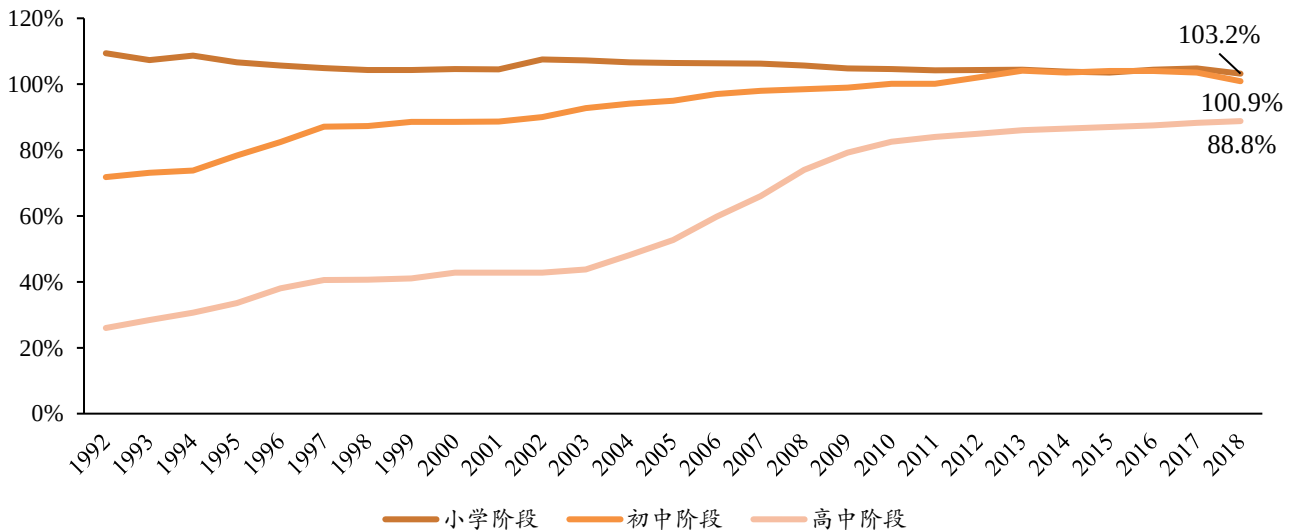
图表15 小学、初中、高中适龄人数分别在 2023 年、2029 年和 2032 年以前单向增加



资料来源：国家统计局、Wind、广证恒生

义务教育阶段毛入学率接近 100%，高中教育毛入学率 88.8%仍有提升机会。我国 K12 教育涵盖小学、初中、高中三个时期教育，其中中小学为我国义务教育阶段。自 1986 年《中华人民共和国义务教育法》通过后，我国中小学教育不断普及，1990 年小学适龄儿童毛入学率达 109.5%，并长期维持在 104%的水平，2010 年初中教育毛入学率突破 100%后保持稳定，实现全阶段义务教育的普及化。高中阶段教育尚未实现全面普及，毛入学率由 1992 年的 26%快速提升至 2010 年的 82.5%，此后增速减缓，到 2018 年毛入学率为 88.8%，2010-2018 年毛入学率年均增长 0.79pct，高中阶段毛入学率仍有提升空间。

图表16 中小学毛入学率近 100%，高中毛入学率 88.8%



资料来源：国家统计局、Wind、广证恒生

移民城市学位供给滞后于适龄学生数增长，民办学校为校内教育的重要补充。由上文分析可知，我国人口流动现象明显，移民城市人口净流入带来稳定的新生儿增量，并随着儿童成长，累计扩大人口净流入城市的学龄人口规模，学位压力将从小学逐步向初高中传递。由于我国现行各市教育主要在于解决本市学

生学位需求问题，外来流动学生的庞大需求难以仅依靠公办教育得以满足。以深圳、东莞、广州这三个城市为珠三角人口流入最多的城市为例，城市内非本地户籍在校生数量庞大，其中深圳和东莞均超过了80万人，广州超过60万人。公办学位不足，民办学校成为重要教学补充。

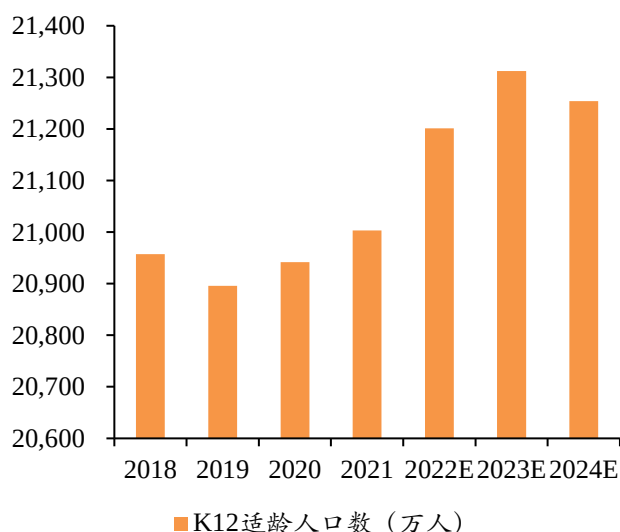
K12校内教育毛入学率较高，学费制定受相关政府管控，适龄人口变动成为校内教育市场变动的主导因素。由于新生人口成长为K12教育适龄学生所需时间长，未来5-6年适龄人数由历史出生人口决定，据测算我国小学阶段、初中阶段、高中阶段适龄人数依次在2023年、2029年、2032年前单向增长，短期来看校内教育供给存在扩张需求，且移民城市因公办学位供给滞后于适龄学生增长，可关注该地民办学校的扩张机会；而中长期来看，我国K12阶段适龄人口呈下滑趋势，冲击校内教育供给，学校扩张应考察城市所在适龄人口的后续增长情况。目前我国民办学校办学门槛高、单体学校异地扩张难度较大，利用收购或轻资产输出的模式有利于民办学校实现快速扩张。由于K12阶段对学校品牌实力的敏感度较高，轻资产模式更有利于解决建设投入大、办学资质获取难的问题。综合人口变动情况和K12学校办学的特性，我们认为整体出生人口下降趋势已定情况下，校内学校供给调整仍需保持谨慎；同时可关注移民城市快速增长的适龄人口带来的机会，看好办学质量良好、有能力通过并购和轻资产模式快速扩张的民办学校集团。

2.2.3 校外培训：需求稳固行业地位，渗透率提升推动市场成长

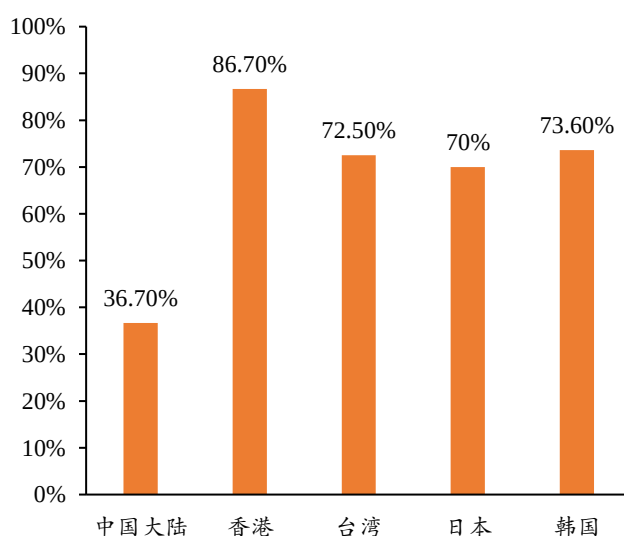
(1) 学科辅导：用户群体奠定市场基础，市场成长性结构性并存。

适龄人口方面，K12阶段覆盖学生人数超2亿，潜在K12用户数于2023年出现拐点。以出生人口数推算，我国2019年K12教育适龄人数对应为2001-2013年的出生人口数。2001-2013年间，我国出生人口在1600万左右徘徊，适龄群体大且较为稳定，对应2019年K12教育适龄人数为2.09亿人。2014年、2016年我国实行先后实施单独二孩和全面二孩政策，生育意愿于2014-2016年集中释放，为2020-2022年K12教育市场补充大量适龄人数，截至2023年我国K12教育适龄人数稳定上升。我国K12教育潜在用户群体庞大超2亿，但随着全面二孩政策堆积效应逐渐消退、出生人口情况持续低迷，预计K12教育用户数于2023-2024年出现拐点。

图表17 K12教育适龄人数在2023年以前单向增加



图表18 渗透率水平较低，仍有提升空间

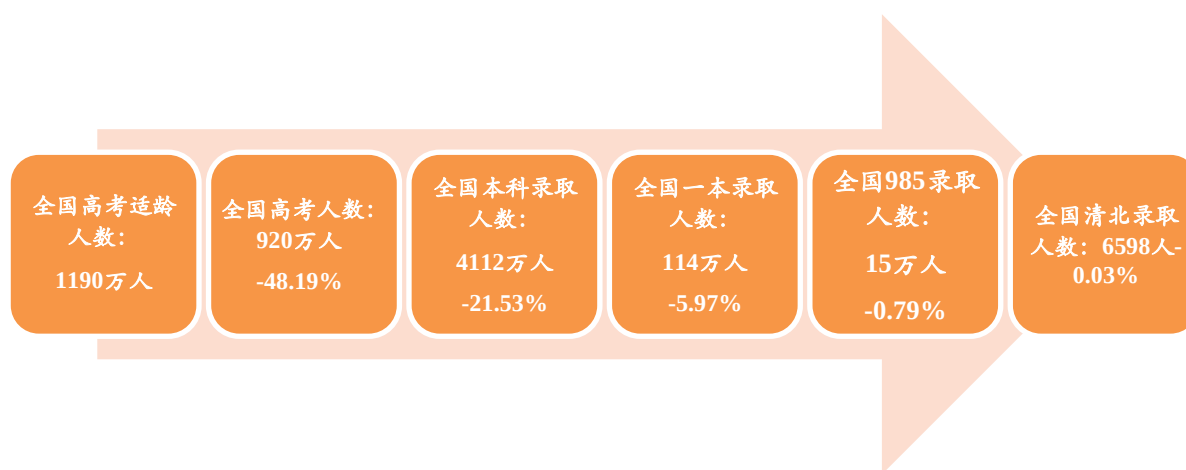


资料来源：国家统计局、广证恒生

资料来源：中国产业信息网、广证恒生

渗透率方面，2018 年课外培训渗透率为 36.7%，升学压力不减下渗透率仍有提升空间。根据中国产业信息网测算，2018 年我国 K12 课外培训的参培率约为 36.7%，预计 2020 年将提升至 42%。而根据北京大学教育财政研究所发布的论文《2017 年中国教育财政家庭调查：中国家庭教育支出现状》中的调研统计，我国 2017 年全国中小学生学科类校外辅导的参培率约 37.8%。在社会经济下行、就业压力加剧的大背景下，社会对求职者学历要求收紧，学生对高等教育学历尤其是知名大学教育的需求旺盛不减。而我国高等教育录取仍然以高考分数为考核机制，知名大学录取比低，单纯的课内学习难以满足学生考取知名大学的竞争力需求。课外培训根据学生特性提供个性化的学习补充，其提升考生应试升学能力的作用得以验证，学生和家长对其需求庞大。我国高考竞争激烈，在分数选拔制不改变的情况下，学生和家长对课外培训的需求就持续存在，且随着竞争程度的提升而不断增加。对标其他同样具备激烈升学竞争的东亚国家如日本和韩国，我国 K12 课外培训渗透率水平仍较低，K12 课外培训渗透率有望稳步提升。

图表19 各级院校高考录取率

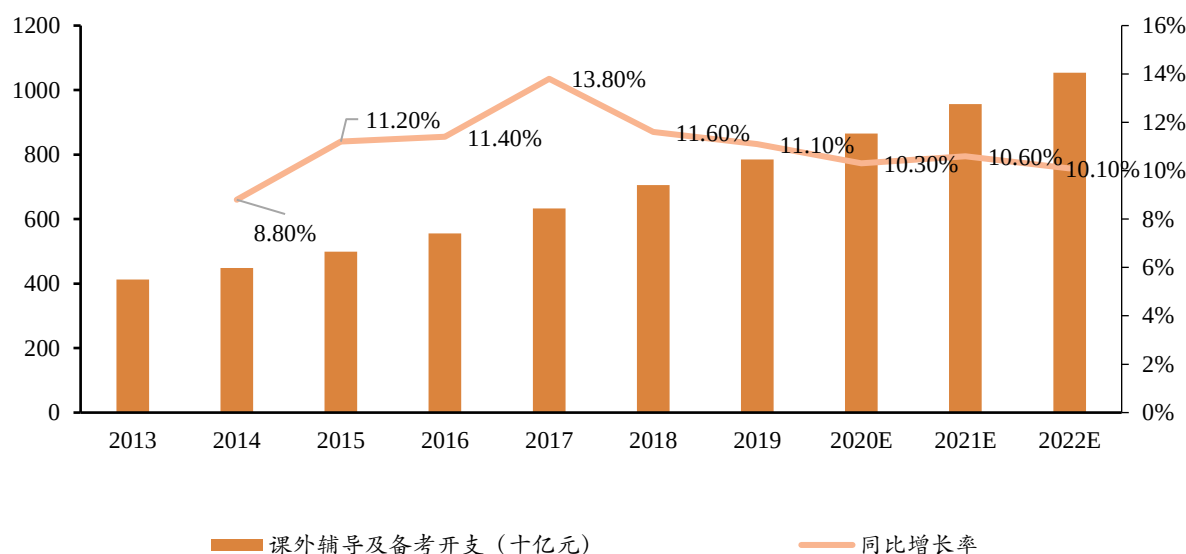


资料来源：各省教育厅、广证恒生

注：以 2017 年数据为例

支出水平方面来看，优质教育内容成为家长选择标准，家长付费意愿增强。根据弗若斯特沙利文的数 据，中国课外培训及备考方面的总开支由 2013 年的 4123 亿元增至 2017 年的 6325 亿元，复合年增长率为 11.3%。由于家长及学生越来越重视学校表现，随着可支配收入的增加，家长愿意为优质教育付出更高溢价。预计到 2022 年，中国课外培训及备考方面的总开支将进一步增加至 10537 亿元，自 2017 年起的复合年增长率为 10.7%。

图表20 家长付费意愿增强，课外辅导及备考开支增加



资料来源：弗若斯特沙利文、广证恒生

K12 课后学科辅导刚需性强，适龄人数减少不等于实际参培人数的减少，且出生人口成长为 K12 适龄学生需要较长的时间周期，在短期内不会影响 K12 课后学科辅导市场的发展。具体来看，K12 适龄人数到 2023 年前单向增长，适龄人数、渗透率和客单价三方因素共同拉动市场增长；2024 年后 K12 适龄人数出现下降，但适龄人口基础仍较为庞大，为市场提供较为坚实的基础，从中长期来看 K12 课后学科辅导市场仍存在较大的挖掘空间。划分城市层级来看，一二线城市出生人数稳定增加，在维持较高市场渗透率的前提下，可以发掘适龄人口的持续补充和消费水平的提升带来的机会；而三四线等低线城市新生人口增长疲软导致适龄人数的下降，但三四线城市适龄人口基数较大且目前市场渗透率较低，对比一二线城市有更大的增量机会。

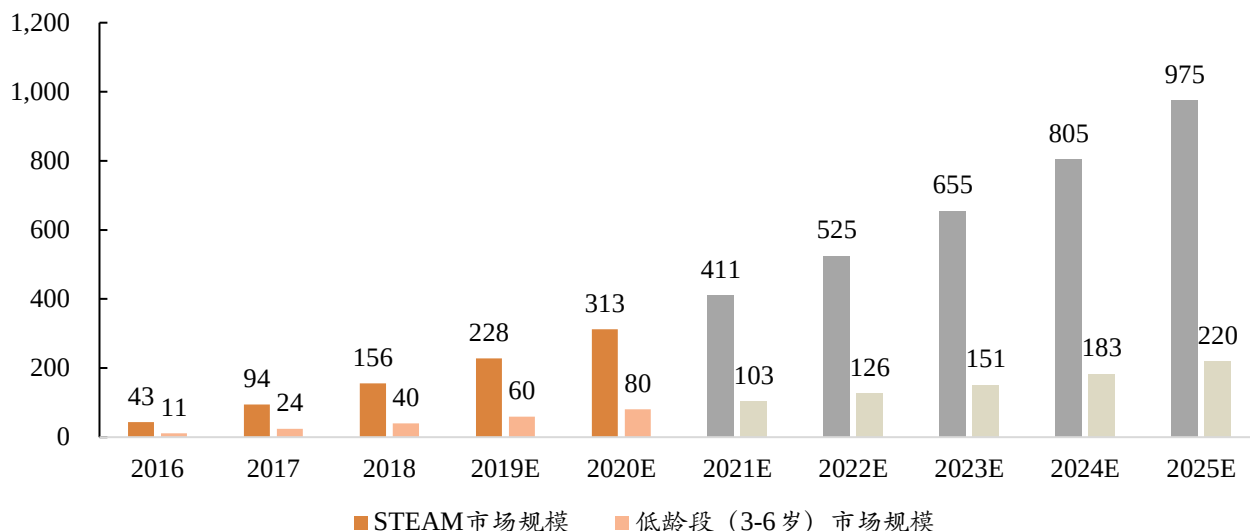
新生人口减少背景下 K12 课后学科辅导培训市场成长性保持良好，行业整顿规范加速行业集中度提升的逻辑不变，长期看好全国性和区域性龙头。我国 K12 课后学科辅导行业竞争格局分散，全国双巨头新东方、好未来市占率仅为 5%，存在大量中小机构。而自 2018 年以来，针对 K12 课后学科辅导行业的监管政策频出，专项治理逐步推行，中小机构被迫加速离场，头部企业将享受行业集中度提升的红利。其中全国性龙头凭借强大品牌影响力和标准化教研体系实现进一步全国扩张，具备较强核心竞争力的优秀区域龙头凭借本土化优势深耕区域市场加速渠道下沉，同时抓住机遇布局全国，同样具备增长机会。K12 课后学科辅导行业整顿趋势延续下，长期看好全国性和区域性龙头。此外，新生人口区域性增长现象明显，建议关注 K12 课后学科辅导行业的结构性，看好具备互联网基因的教培龙头。根据广证恒生测算，三四五线城市新生人口占比超 80%，对应 K12 课后学科辅导市场容量巨大。除了线下全国性和区域性龙头通过扩张以加速渠道下沉，在线教育亦能够解决师资不足、地域阻隔问题而存在巨大的渗透空间。同时，目前 K12 课后学科辅导在线教育商业模式得到验证并迈入业绩爆发高增长期，同时在此次疫情影响下行业渗透率有望加速提升，在线 K12 课后学科辅导机构迎来机会，看好头部优质在线培训类企业。

(2) 素质教育：中长期内渗透率提升推动市场扩容，从半刚需向刚需发展过渡下存行业性机会。

适龄人口基数庞大，中长期内渗透率提升推动市场扩容。适龄人口方面，预计 2020 年适龄人数（3-18 岁）为 2.6 亿，K12 阶段适龄人口为 2.09 亿，庞大的适龄群体奠定了市场基础。渗透率方面，目前市场整

体渗透率仍比较低，在国家政策推动和家长教育意识提升的助力下，素质教育市场渗透率提升将带来较大市场增量。以 STEAM 教育细分领域为例，当前我国 STEAM 教育培训的渗透率为 2.5%。客单价方面，分线上线下业态来看，线下业态主流课时价为 100-200 元，线上课时价视教学方式 1v1 或小班课以及录播、直播等有不同价格，大致范围为 40-200 元。我们以 100 元/课时作为 STEAM 教育平均课时价水平，估算年度客单价大约为 4800 元/年。测算得 2020 年市场空间预计为 313 亿元。未来市场增长的空间主要在于渗透率的提升，渗透率每提升 1%，对应行业市场空间提升接近 125 亿左右。

图表21 STEAM 教育培训市场未来增长的核心逻辑在于渗透率提升，预计 2020 年市场规模 313 亿元



资料来源：广证恒生

近年来在国家政策的引导下需求加速释放，素质教育从非刚需到半刚需提升。行业发展也逐渐步入正轨，头部企业已经进入了产品成熟、业绩初步规模化放量的阶段，中长期内存在较大的行业性机会。细分两大赛道来看：(1) 纯素质教育总市场规模巨大，但细分赛道众多，大部分天花板较低。且各细分领域师资兼容性较差，线下还有天然的区域屏障，最终导致各领域独立发展，企业天花板较为显著，未来各细分赛道领先企业做到营收 5-10 亿级别将面临一道坎，对企业竞争者的管理能力和系统运营能力要求非常高。目前，各细分赛道的领先企业已有一定规模，下一阶段我们认为依靠多品类布局进一步实现企业规模化加深护城河是关键。在从单品突围到多元品牌布局的过程中，教研能力的深耕、师训体系的建立、标准化教学体系的打造以及获客成本的控制都是决定企业最终经营效益和规模化程度的关键。(2) 学科素质教育是学科教育与素质教育的结合，学科素质教育虽不以应试为目的，但刚需性更强，潜在的市场空间更大。在政策引导、消费升级和资本推动的三轮助力下，头部企业有望在未来几年快速放量成为巨头，特别是在线模式。在扩张过程中，一方面要强化规模化异地扩张及体系输出能力，另一方面，也要关注教研实力、师资体系等基本商业要素以及获客成本的控制。

我们往往高估近期 1-2 年的发展而低估未来 5-10 年的变化，泛素质教育企业仍需相当长的耐心与战略布局。从未来竞争格局来看，素质教育大势所趋，跨赛道竞争将无可避免，经营者不能仅关注自身赛道的竞争变化。目前网易有道已经全面进军泛素质教育各赛道，好未来、新东方等 K12 巨头更是长期关注、不断通过内生及外延投资方式加码素质教育。各品类巨头也在尝试跨赛道布局，火花思维扩科大语文、久趣英语内测数学思维等。当前阶段对于单一品类如何构建自身的核心壁垒加深护城河是关键，此外战略性跨

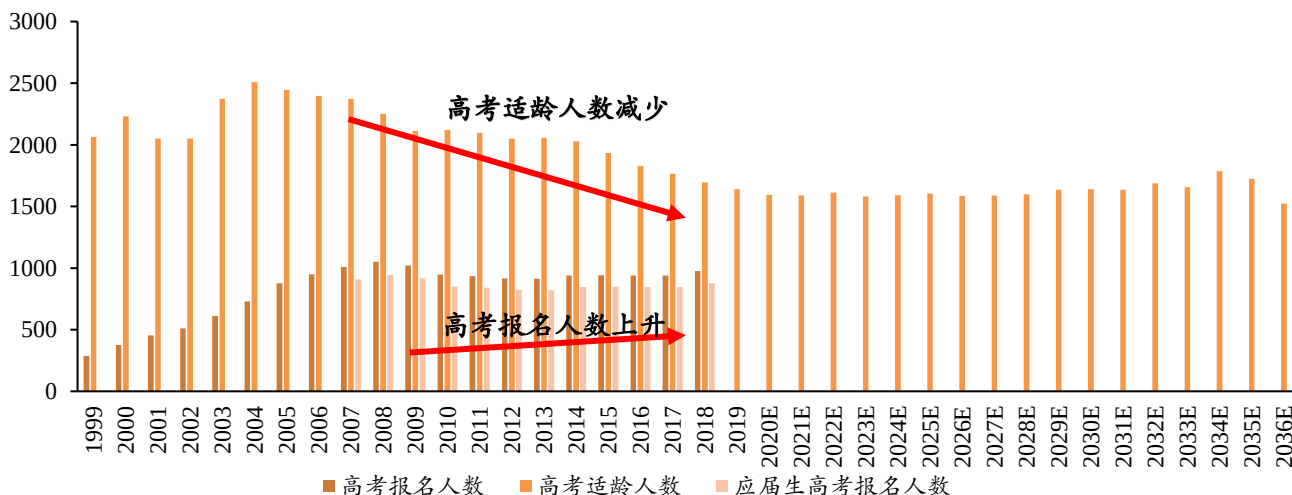
赛道布局是长期竞争壁垒所在，长期看好教育综合体和在线教育的跨赛道发展前景。

2.3 高等教育：2035 年前适龄人数持续增长，“量+价+渗透率”共同驱动

高考适龄人数于 2035 年前保持增长，高考复读生壮大考生大军。1991 年至今，我国出生人口数于 2005 年触底后缓慢回升，以 18 岁作为参加高考的学生年龄来计，可推算出 2009-2023 年参加高考的适龄人口是单向减少的，而 2023-2035 年参加高考的适龄人口呈持续增加的趋势。2018 年我国出生人口数下降对高考的影响要到 2036 年才体现。其次，随着社会竞争加剧，学历文凭已成为大学毕业生们求职的敲门砖。学生为了考上心仪高校，在激烈的升学竞争中选择复读，高考复读生渐成群体。根据清华大学中国大学生学习与发展追踪研究，2011-2018 年全国本科高校第一代大学生参加过不止一次高考的学生比例为 19.91%，非一代大学生参加过不止一次高考的学生比例为 11.76%。

高考报名人数增长规模大于高考适龄人口减少规模，高考参加率不断提升。对应于 1992-2000 年出生人口，2010 到 2018 年间高考适龄人数由 2120 万人减少至约 1700 万人，而同年实际高考人数由 2010 年的 946 万人增加到 2018 年的 975 万人，应届高考人数由 851 万人增加到 878 万人（报考总人数-以 10%计得高考复读生数），显示出对于适龄高考人数（对应人数）来说，高考参加率在持续提升，且提升幅度大于同时段高考适龄人数下降的幅度。到 2035 年前，高考适龄人数和高考参加率双重提升，预计推动高考人数持续增长，高等教育供给存在扩张需求。

图表22 高考适龄人数于 2035 年前保持增长，高考报名人数上升



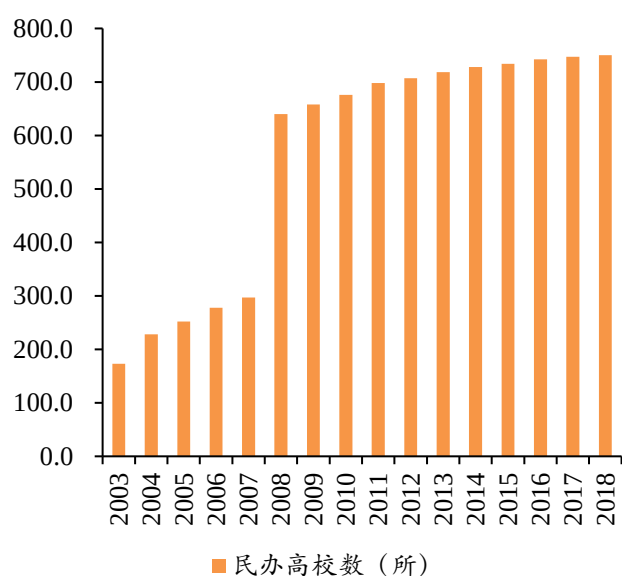
资料来源：教育部、wind、广证恒生

我国高等教育毛入学率、本科录取率相对较低，高等教育市场潜力巨大。2018 年我国高等教育毛入学率为 48.1%，与中上收入国家高等教育 52% 的毛入学率相比差距较小，但与欧洲/北美洲国家高等教育 71%/87% 毛入学率相比差距较明显。同年我国高考适龄人口中仅 369 万人被本科院校录取，本科录取率仅为 25.7%。较低的高等教育毛入学率和本科录取率均反映出我国高等教育资源的稀缺，毛入学率较大的提升空间背后是潜力巨大的高等教育市场。

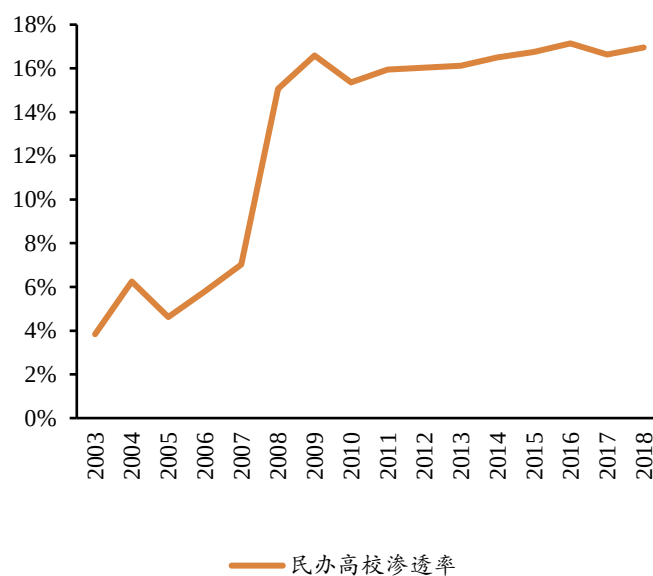
民办高等教育重要性及认可度提高，渗透率有提升空间，学费收入存调整空间。民办高校是我国高等

教育的重要组成部分，2003-2018 年民办高校数量由 173 所增加至 750 所，民办高校在读学生数由 81 万人增至 750 万人，民办高校渗透率（民办学校在校生占整体高等教育在校生规模）由 3.8% 提升至 16.9%。民办教育的办学满足了社会及个人对高等教育的需求，民办学校数量及在读学生数的增加反映出我国认识到民办高等教育的重要性并逐渐认可民办高校的办学质量。民办高校专业设置灵活，针对性地培养适应就业市场的高等教育毕业生，贴切学生就业需求。随着我国少子化和老龄化问题逐渐凸显，社会对幼教、护理、养老等专业人才的需求逐渐增大，民办高等学校可灵活设置专业以吸引生源，未来市场渗透率有望进一步提升。

图表23 民办高校数量稳步增长



图表24 民办高校在读学生数增加，渗透率提升



资料来源：教育部、Wind、广证恒生

资料来源：教育部、Wind、广证恒生

民办高等教育行业成长性明显，新生人口减少对高等教育的影响在 2036 年后才得以体现，在此之前高考适龄人数、市场渗透率和学费收入三者共同提升推动市场进一步发展的行业趋势不变。从竞争格局来看，目前全国拥有 942 所民办高校，考虑上市及准备上市学校不超过 40 所，行业整合空间巨大。在未来 10-15 年内，民办高等教育仍具有良好的成长性和盈利性，看好率先登陆资本市场的民办高校集团借助资本市场实现行业资源的快速整合，进一步提升市场份额，建议关注教学品质较好、募资能力领先、具备内生增长和外延并购能力的民办高校标的。

3.海外对标：少子化浪潮下日韩教育行业演进

在过去几十年期间，日本、韩国均面临“少子化”挑战，出生人口持续、大幅减少，对教育行业产生较大冲击。相较我国出生人口短期下滑尚未对教育行业产生直接影响的情况，日韩两国出生人口长期的下滑带来适龄人数累计减少，对教育行业的影响业已显现。

日本、韩国的教育发展历程与我国情况相似，学制上均为“六三三四”，义务教育阶段包括六年小学及三年初中，追求高中教育和高等教育的普及化。在非义务教育阶段中，私立办学作为教育资源的重要补充。研究日韩两国教育行业在少子化浪潮中，如何发展、演变对于我国教育行业发展具有重要启示：(1)

学前教育尤其托育为应对少子化的重要对策之一，具有庞大社会需求、备受政府关注。其发展应以政府为主导，借助民间资本力量，以进一步提升渗透率。(2) K12 教育课内供给受适龄人数影响较小，课外培训的高渗透率及高费用维持市场发展。(3) 优质高等教育资源需求不减，普通私立高等资源供给过剩，应结合社会就业需求转变教学定位、开拓新的服务对象。

3.1 日本教育演变经验

日本历史上曾出现过两次婴儿潮，第三次婴儿潮缺席，此后日本出生人口整体呈减少趋势。第一次婴儿潮发生在二战后 1947-1949 年，期间每年出生人口超过 260 万；第二次婴儿潮发生在 1971-1974 年间，本质上是第一次婴儿潮的回声，年均出生人口超过 200 万。1978 年后日本出生人口整体呈现下降趋势，第三次婴儿潮缺席，2018 年出生人口仅 91.8 万，少子化问题凸显。根据历史出生人数推算，各教育阶段适龄人口逐年减少，教育需求不断萎缩。

图表25 日本历年出生人口情况



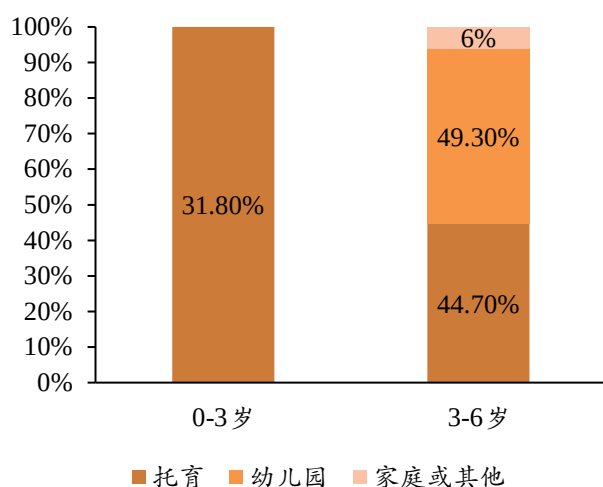
资料来源：日本厚生劳动省、广证恒生

3.1.1 托育需求庞大，仍有巨大空间

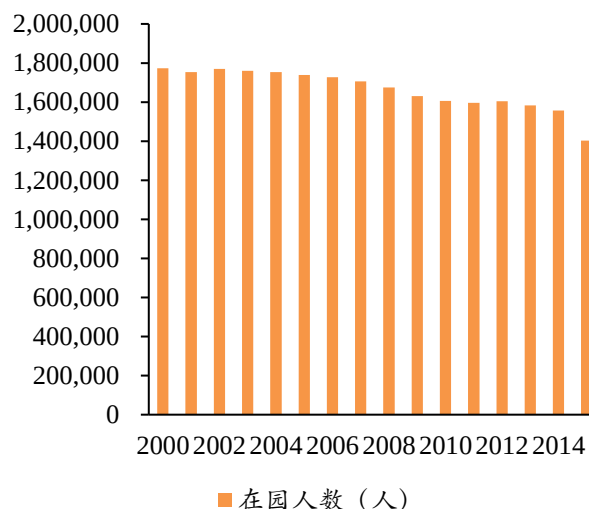
多元幼教体系保障幼儿教育需求，适龄人数持续下降，财政补贴有助提升托育渗透率，幼儿园需求萎缩。日本学前教育采取双园制体系，包括针对 0-6 岁儿童保育的保育体系和针对 3-6 岁儿童的幼稚园，近年来集保育、教育功能为一体的儿童园也逐渐增加，功能各异的幼教机构较好保障幼儿教育需求。根据 2017 年日本统计数据，2017 年平均有 31.8% 的 0-3 岁婴幼儿入读保育园；3-6 岁儿童中有 49.3% 就读于幼稚园，44.7% 就读于保育园，另外约 6% 儿童在家照看或其他形式。单就保育来说，日本保育园具有福利性质，实施保育费用的弹性制和对保育所的高额财政补贴，有助于减轻家庭儿童托育负担。此外，为满足企业职工的儿童托育需求和减轻保育机构不足的压力，日本鼓励企业兴办托育机构。托育作为日本应对少子化的重要对策之一，日本政府通过加大财政补贴力度和鼓励私立办学，日本托育渗透率有望提升。对于幼儿园来说，私立园所为主要办学力量，早期在政府补贴下快速发展。而随着适龄人口减少，在园人数逐渐下滑，

幼儿园需求萎缩。

图表26 日本 0-6 岁儿童教育情况



图表27 日本幼儿园在读人数逐渐下滑



资料来源：日本厚生劳动省、广证恒生

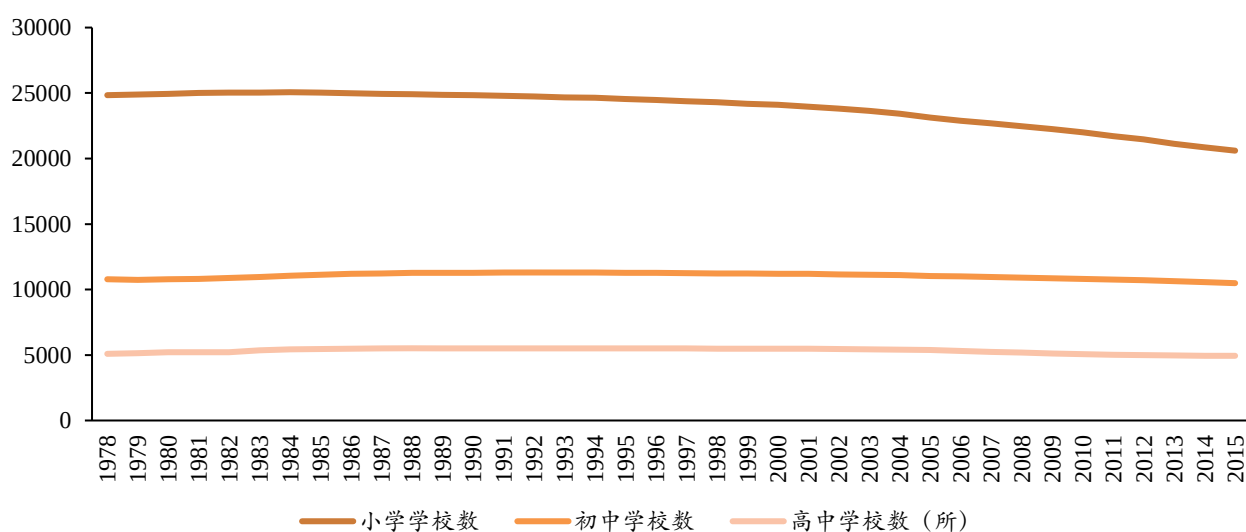
资料来源：日本厚生劳动省、广证恒生

3.1.2 适龄人口长期下降冲击 K12 校内供给，刚需促校外学科辅导持续增长

日本已实现小学至高中教育全阶段的普及化，适龄学生毛入学率约 100%。日本义务教育起步于明治时期，从 1868 年到 1912 年，日本实现了 6 年制免费义务教育的基本普及，1912 年学龄儿童的平均入学率达到 98.2%，此后小学阶段毛入学率稳步上升并维持 100% 的水平。二战后，日本国会通过《教育基本法》和《学校教育法》两部重要法则，确立了六三三四学制，义务教育延长至 9 年，初中阶段毛入学率同样接近 100%。而高中教育在新学制实施下也迅速由大众化转为高度普及化，2015 年高中入学率达到了 98.5%。

学校数量对适龄人口调整的敏感度较低，但日本适龄人数长期减少，引致课内各级学校数量逐年下滑。小学学校数量于 1957 年达到峰值 26988 所后持续下滑，2015 年小学数量仅为 20601 所，减少 23.67%。初中学校数量自 1949 年的 16285 所大幅减少 35.6% 至 2015 年的 10484 所。高中学校数量在 1990 年以前快速增长，由 1948 年的 3575 所增至 1989 年的 5511 所，此后受人口减少的影响，高中学校数量下降 20.3% 至 2015 年的 4349 所。

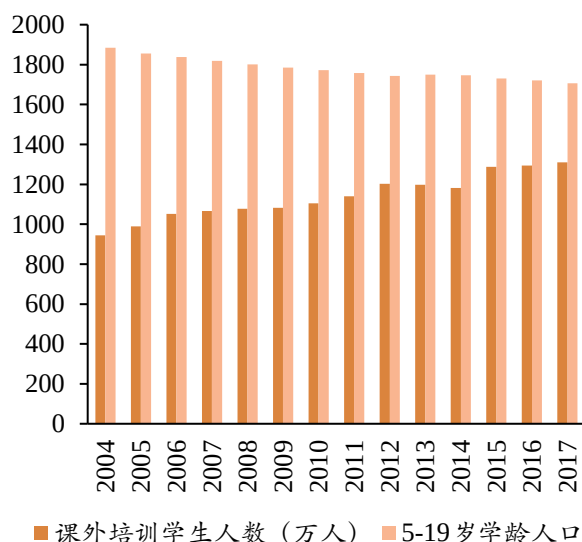
图表28 适龄人口长期下滑，各级学校数量减少



资料来源：日本厚生劳动省、广证恒生

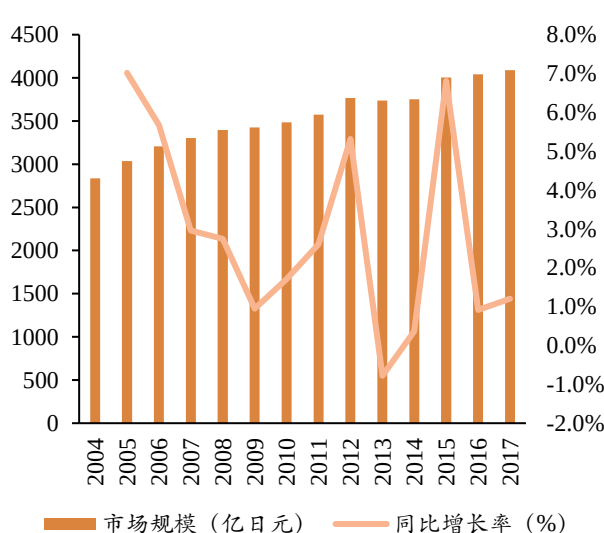
课外补习需求不减，学生人数不减反增，市场规模平稳扩大。日本是典型的学历社会，在终身雇佣制度的影响下，应聘者的最终学历决定了其一生的职业发展和收入水平。在少子化的浪潮中，日本的高等教育供给呈过剩状态，然而知名大学的入学竞争仍旧激烈。为应对升学压力，考生积极寻求课外培训以提升考试竞争力，课外培训需求持续高涨，课外培训市场规模持续扩大。根据日本经济产业省的特定服务业统计调查，日本参与课外培训的学生人数不减反增，2004-2017 年间，学生人数由 944.6 万人增加至 1310.5 万人，市场规模由 2837.3 亿日元增加至 4090.6 亿日元。

图表29 课外补习学生人数不减反增



资料来源：日本经济产业省、广证恒生

图表30 K12 课外培训市场规模持续扩大



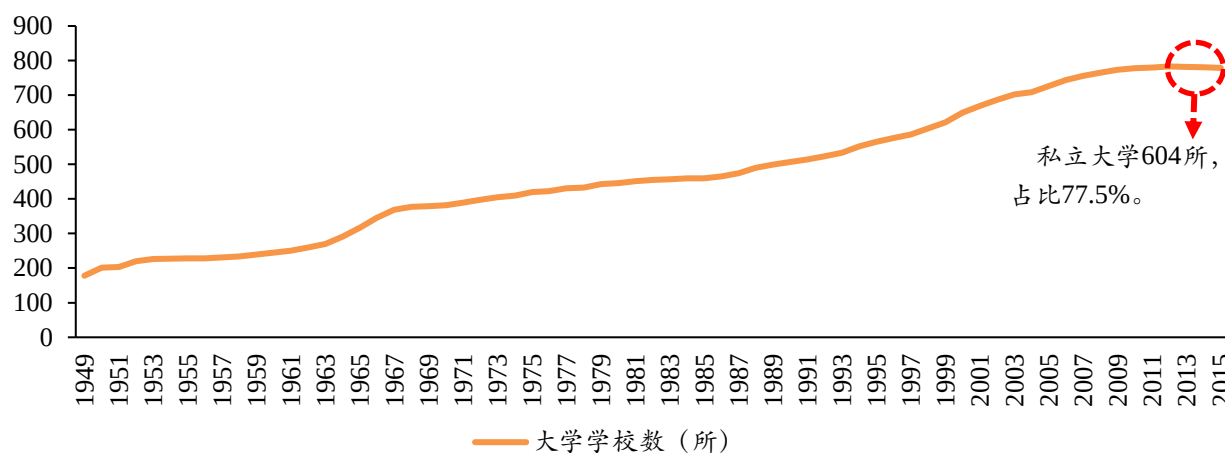
资料来源：日本经济产业省、广证恒生

3.1.3 教学需求萎缩下私立高校首当其冲，“调整学科+海内外扩招”应对危机

高等教育实现普及化，规模过度扩张致供给过剩，教学需求萎缩下私立高校首当其冲。二战后日本经济得到重建，人民收入水平有所提高，公众对高等教育的需求大幅增加。为了响应社会和个人需求，日本

现代高等教育不断扩张和快速，通过促进私立高校的发展以快速满足人民需求，高等教育毛入学率超 50% 实现大众化。1991-2015 年，日本大学的数量从 507 所增至 779 所，增幅达 54%；其中私立高校增至 604 所，占比 77.5%。日本依靠私立高校进行高等教育的定量扩张，出现数量过度和教学差异等问题。高等教育供过于求，适龄人口持续下跌首先冲击私立高校。日本私立高校的经费主要来源于学费收入、政府补贴收入、经营性收入及银行贷款，其中学费收入是主要来源，这意味着招生情况决定着私立高校的存亡。一方面，适龄人口持续减少，私立高校无法招到充足的学生；另一方面，在经济萧条背景下，大多数家庭收入惨淡，私立高校无法通过提高学费以增加收入。生源不足造成私立高校经费来源萎缩、师资冗余和经济上的入不敷出，出现办学危机。

图表31 日本大学数量持续上升，2015 年私立高校占比 77.53%



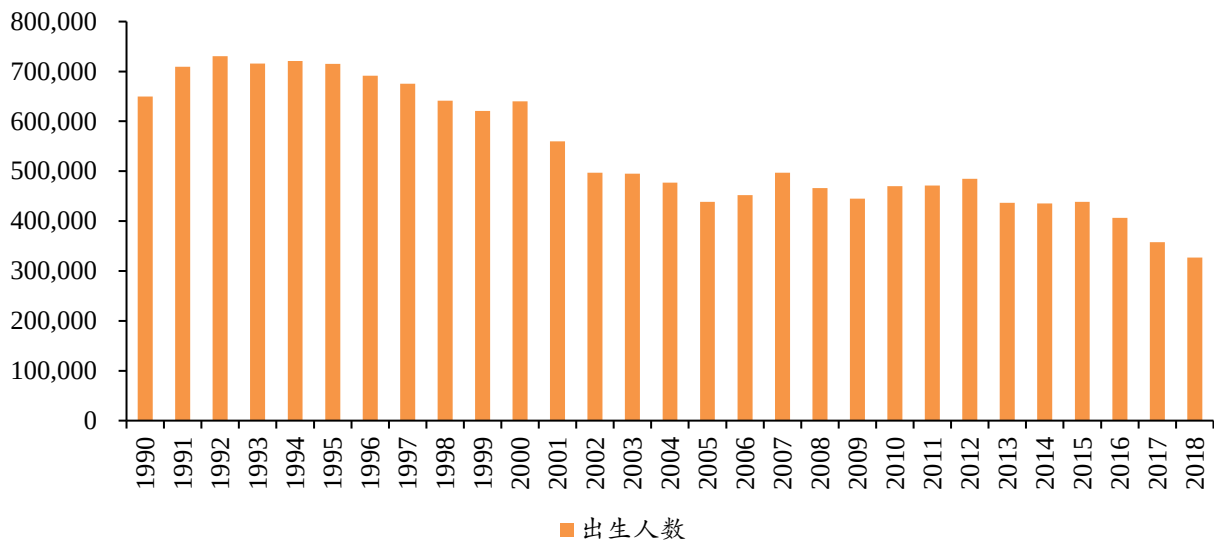
资料来源：日本厚生劳动省、广证恒生

日本私立高校尝试通过学科调整及扩招外国留学生和成人学生以应对生源危机。(1) 学科调整。随着日本少子化和老龄化程度的不断加深，日本社会对儿童教育和老人护理的需求均迅速提升，这两个领域的专业人才出现了供不应求的局面。许多私立大学洞察到了就业市场的动向，在压缩传统学科专业的同时，大量增设或该社看护、营养、医疗、保育、儿童教育等相关学科专业。2013 年向文部科学省提出增设院系申请的 17 所私立大学中，15 所大学新设院系中均包含上述专业。社会人口结构变动衍生出对应的潜在升学需求，开设上述学科专业有助于私立高校吸引客观生源。(2) 扩招外国留学生和成人学生。日本私立高中积极前往海外进行招生宣传以吸引外国留学生就读。2008 年，日本政府自 1983 年提出的“10 万留学生计划”后再次提出截至 2020 年实现现在日留学生 30 万人的计划。2018 年赴日留学的中国大学生达 7.2 万人，较 2017 年增长 7.1%。除留学生外，日本的私立大学也逐步将招生对象扩大至老年人，开设以退休老年人作为对象的“老年大学”和“老年研究生院”以应对适龄人数下降的冲击。

3.2 韩国教育演变经验

二战和朝鲜战争结束后，韩国政府推行奖励生育政策，1950 年-1960 年出现婴儿潮；随后政府采取控制人口政策，强制措施下韩国出生人口自 1970 年持续下降。截至 2018 年，韩国出生人口数仅为 32.7 万。据此推算，韩国各教育阶段适龄人数持续下滑，教育需求大幅萎缩。

图表32 韩国历年出生人口数

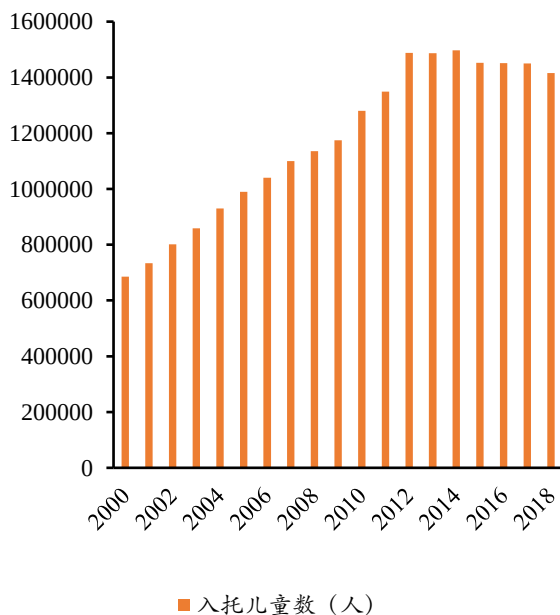


资料来源：韩国 Kosis 统计网、广证恒生

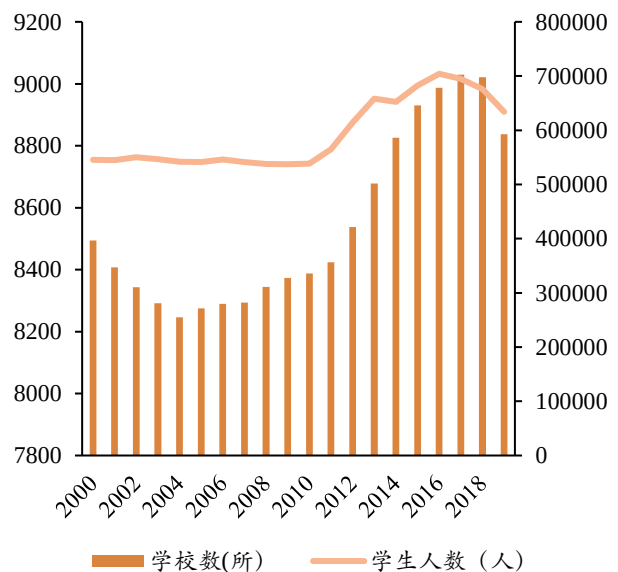
3.2.1 学前教育：政府重视程度高，财政投入保障幼儿教育机会

与日本情况相似，韩国学前教育采取双轨制，学前教育机构由幼儿园和日托中心构成。日托中心办学主体多元，所有种类办园类型都能受到国家相应的公共财政支持，幼儿公平教育得以保障；幼儿园以政府主导，公办学校占比超 50%。在政府的主导作用下，韩国入托率达 53.4%，幼儿园入园率超 90%。韩国重视学前教育，幼儿园数量及在园人数不断提升，2016 年达到峰值后数量下降，适龄人口减少引起的需求萎缩明显。

图表33 韩国入托儿童数



图表34 韩国幼儿园数量及在园人数



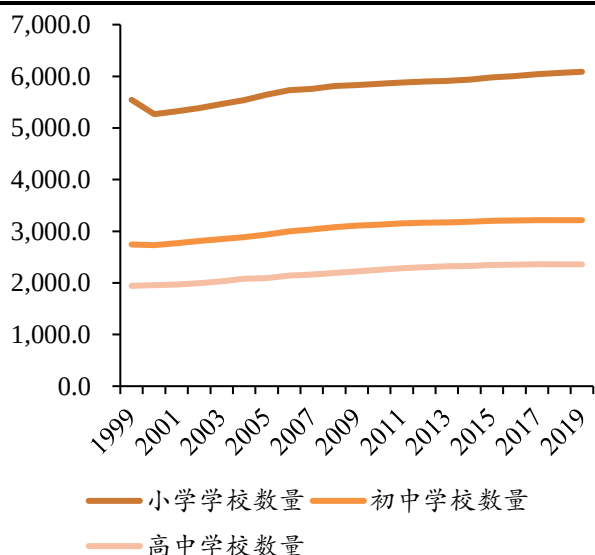
资料来源：韩国教育统计厅、广证恒生

资料来源：韩国教育统计厅、广证恒生

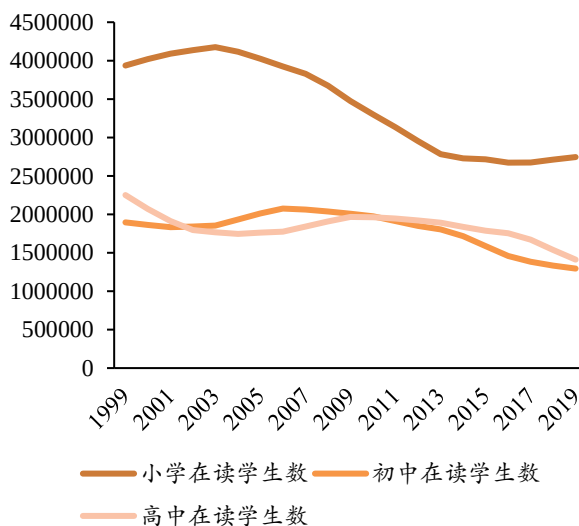
3.2.2 义务教育普及化，升学竞争成课外补习强劲推力

校内义务教育供给受适龄人数减少的调整敏感性较低。韩国义务教育起步于1948年，到2004年完成了中小学九年制义务教育的普及化，中小学毛入学率接近100%。少子化背景下，适龄人口数量持续减少，对课内教育的影响具体表现为在读学生的减少。与日本学校数量受适龄人数减少影响而减少的情况不同，韩国各级学校数与人口结构变动相关性较低，学校数量有所回升。

图表35 各级学校数与人口结构调整相关性弱（所）



图表36 各级在读学生数持续下滑（万人）



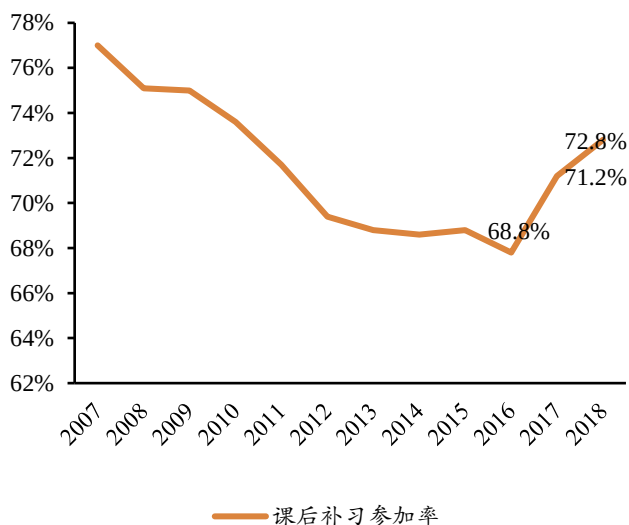
资料来源：韩国教育统计厅、广证恒生

资料来源：韩国教育统计厅、广证恒生

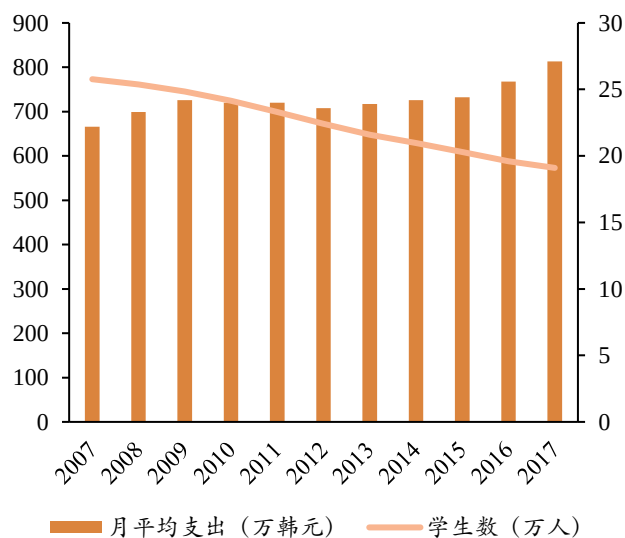
适龄人数下降预计在2021年前对整体高中教育影响较小；私立精英高中供不应求，适龄人口减少及招生限制下仍有较大需求。韩国高中教育现存在两个问题，一个为在2021年前全面普及高中义务教育，另一个为解决教育公平问题。韩国高中教育毛入学率超90%，实施高中义务教育有助于进一步提升高中教育渗透率，预计在2021年实现高中教育义务教育改革前，韩国高中教育适龄人口下降对整体高中教育影响较小。教育公平问题为韩国允许设立私立精英化高中所引致。20世纪90年代中期起，韩国政府允许民间资本开设高中，外语高中、科学高中、文艺高中等私立教育日渐崛起，上述精英高中筛选门槛高企、生源管控严格以保证优越的升学率，供给规模小。精英高校升学效应显著，学生和家长对其持有强烈需求。在韩国教育部提出限制招生权限以废除精英化教育和适龄人口减少的双重冲击下，精英化的私立高中仍有较大需求，预计知名大学需求无法满足前，精英化的私立高中仍能以优质教学吸引生源、以溢价收费保证收入。

课外培训：课内均等化教育难以应对升学压力，学历焦虑叠高课外补习需求。韩国社会分化严重，通过考取顶级学府以入职大公司重要上升通道。在高等教育普及的韩国社会，70%的青年拥有本科学历，但只有2%的人有机会进入SKY级别名校（S指首尔大学，K指高丽大学，Y指延世大学，三校为韩国大学最顶级代表），升学压力巨大。普通的课内教育以满足大部分学生的教学需求为指向，课后培训成为韩国学生教育刚需。少子化影响下，韩国K12课外补习适龄人口数量持续下降，但总消费额持续上升。根据韩国统计厅数据，参加课外学院补习的学生人数2017年降至573万人，而月平均消费额持续上升至27.1万韩元。课后培训参加率自2007年有所下降，至2016年触底后逐步回升至2018年的72.8%。

图表37 韩国学生课后培训参加率



图表38 韩国学生课后培训平均消费



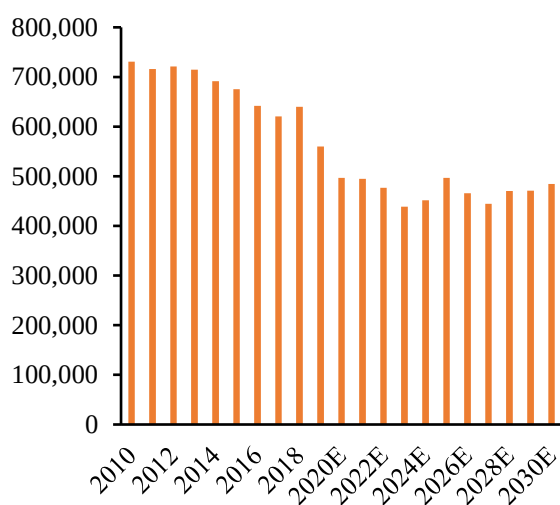
资料来源：韩国 Kosis 统计网、广证恒生

资料来源：韩国 Kosis 统计网、广证恒生

3.2.3 高等教育供给过剩，高校以吸收国际化学生维持正常运行

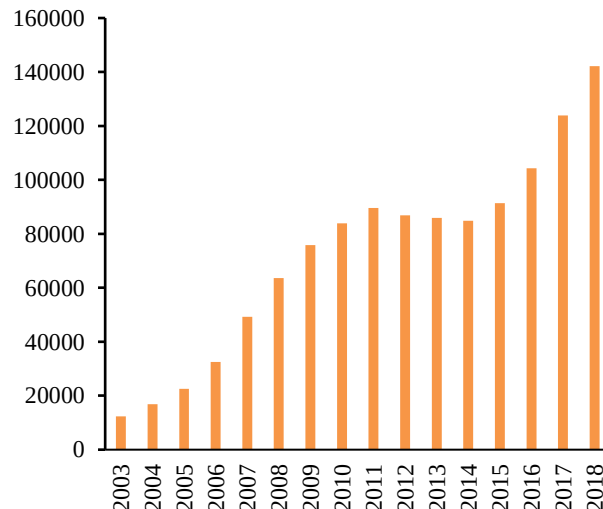
韩国高等教育供给充足，毛入学率高，高等教育适龄人数减少冲击普通私立高校，国际化招生成重要对策之一。儒家文化熏陶下的韩国注重高等教育发展，70 年代后大学升学率已超过 50%，实现高等教育大众化。此后韩国高等教育进行多次改革扩张，到 2017 年包括本科和高职院校的韩国高等教育入学率达 93.8%。而随着出生人口的持续下滑，高等教育适龄人数减少，对韩国高等教育造成较大冲击。为了人口减少造成的生源减少，韩国积极推动高等教育国际化，试图以增加留学生规模来维持学校正常运行。2004 年，韩国政府发布《留学韩国计划》，在韩外国留学生数量自此迅速增加，2018 年在韩留学生数达 14.2 万人，缓解部分高校生源短缺问题。

图表39 韩国高等教育适龄人数 (人)



资料来源：韩国 kosis 统计网、广证恒生

图表40 在韩留学生数量 (人)



资料来源：韩国 Kosis 统计网、广证恒生

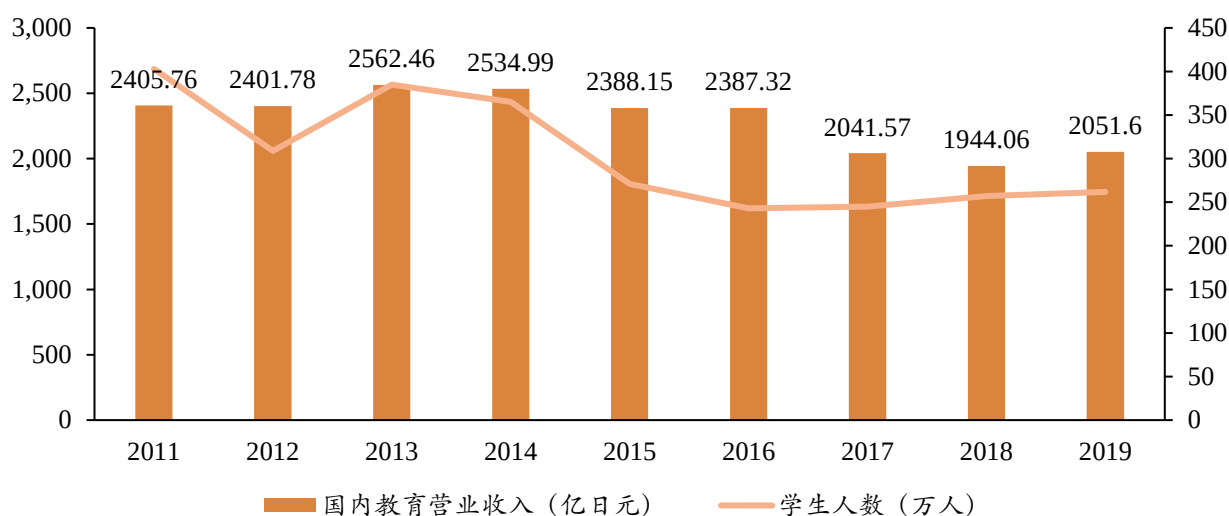
3.3 日韩教育行业演变的启示：回归教育本质，多元化布局

日韩两国出生人口持续、大幅下滑等少子化问题突出，且教育市场发展较为成熟，出生人口下降导致的适龄人数减少对教育行业发展带来了较大的冲击。仍从教育市场规模=适龄人数*渗透率*客单价的测算公式来看，市场渗透率低且具备较大上升空间的细分教育行业，在适龄人数减少时仍可关注渗透率提升带来的市场增量；而渗透率触及天花板的市场在适龄人数下降时则将承受更大的冲击。具体来看，（1）日韩托育等学前教育市场渗透率水平较高，适龄人数减少下市场承压，学前教育机构招生人数减少。但随着少子化问题的加深，政府逐渐加大对托育机构的补贴力度，政策推动下托育需求有望进一步释放从而推动托育行业二次发展。（2）发展成熟、供给过剩的高等教育市场在适龄人口减少的背景下所受冲击最大，招生不足导致普通高校面临破产危机。优质的高等教育始终是学生的最终追求，适龄人数冲击下，首先被市场所淘汰的为教学水平较低、就业质量较差的民办高校。（3）K12 课外培训渗透率提升空间大，短期内渗透率提升能够抵消适龄人口的小幅下降，但长期适龄人口的下降会冲击细分市场。整体来看，在出生人口下降不可逆转的趋势下，K12 课外培训由于渗透率提升空间较大，市场应对人口变动有更大的灵活性，行业发展周期更为长久。

日韩两国的经验从更长期的维度阐释了在出生人口持续下降的背景下，任何细分教育市场最终会出现大幅度萎缩的事实。我国教育行业在当下出生人口下滑时间尚短的时点，应实现做好长远布局，以应对渗透率饱和后适龄人口下降带来的市场萎缩问题。拆分来看，我国教育行业企业长期布局应考虑两个方面：（1）回顾教育本质，提供高质量教学以建立品牌竞争力，做大做强。（2）跨领域多元布局，密切跟踪人口结构变动后教育需求的变化。

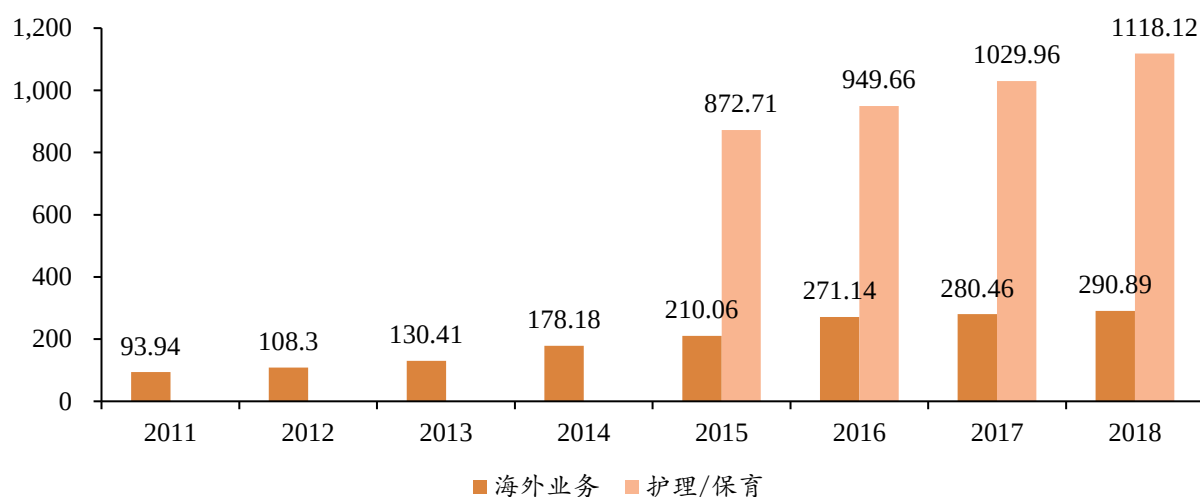
以日本上市公司 BENESSE 为例，公司国内业务（主要包括函授课程）招生人数持续下滑，业务营收下降但仍维持一定的体量。国内业务学生人数由 2010 年的 408 百万人下降至 2019 年的 262 万人，下降幅度达 35.8%；而对应的业务营收由 2010 年的 2405 亿日元下降至 2019 年的 2051 亿日元，降幅为 14.7%。BENESSE 在行业中占据 84% 的市场份额，是日本函授课程行业的龙头。新生人口持续下降导致公司招生情况受到较大影响，但公司仍凭借较大的品牌竞争力维持较大的业绩体量。此外，公司积极寻求海外机会和护理及养老市场机会，多领域布局业务以维持公司发展。2011-2018 年公司海外业务稳定发展，业务营收由 93 亿日元增长至 290 亿日元；护理保育业务增速明显，2018 年营收突破千亿级。核心业务较为稳定的支撑和海外、护理保育等新型业务的快速发展下，BENESSE 整体业绩表现平稳。

图表41 BENESSE 国内教育业务营业收入和学生人数



资料来源：公司官网、广证恒生

图表42 BENESSE 海外业务和护理/保育业务营业收入 (亿日元)

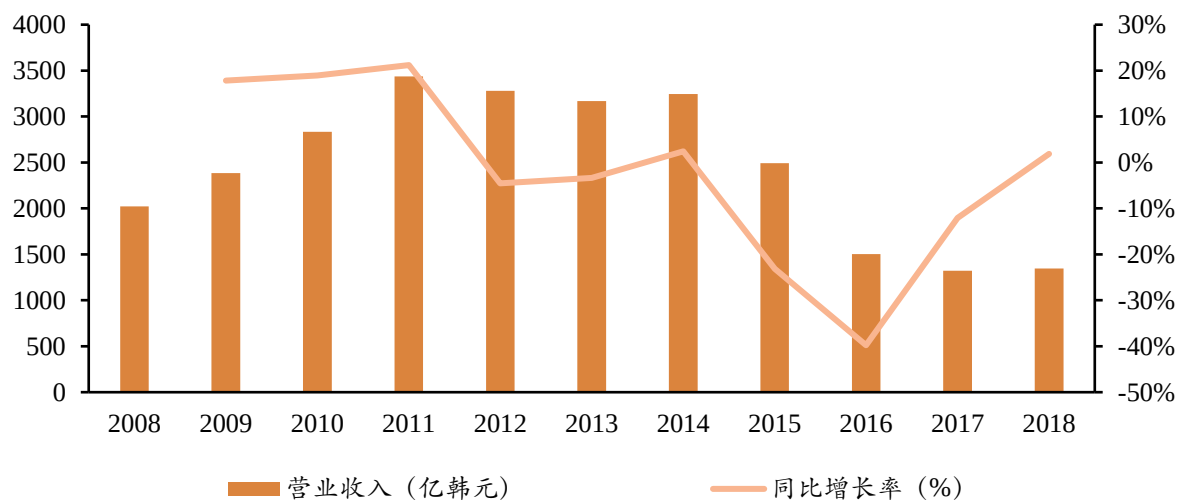


资料来源：公司官网、广证恒生

课后学科辅导渗透率提升空间大，行业政策限制冲击市场发展。韩国上市公司 megastudy 是课后学科辅导在线教育市场龙头，早期在韩国人口下降的冲击下公司业绩保持平稳发展，后随着韩国政策限制课程单价，公司业绩明显下滑。Megastudy 主营初中高在线教育业务，2008-2011 年期间韩国初高中适龄学生逐年下降但维持在 400 万人的水平以上，公司参培人数和平均消费额逐年增长，公司业绩发展受到适龄人数减少的影响较小，2011 年总营收增长至近 3435 亿韩元。2013 年后韩国初高中适龄人口大幅下跌，至 2018 年仅为 310 万人，同时韩国政府为打压补习市场，严格限制课程价格上限、补习时间和退费标准，适龄人数和客单价双双下降至公司业绩大幅受挫。总营收由 2013 年的 3279 亿韩元下降至 2018 年 1345 亿韩元。课后学科辅导刚需性强，渗透率大幅提升可以抵消适龄人数减少的影响并推动市场进一步发展，然而在减负号召和行业规范性要求提高的限制下，市场发展会受到较大冲击。近年来，我国和韩国一样提出教育减

负理念，同样对教培行业提出课程时间、收费等限制要求，应进一步关注课外学科辅导行业的政策变动。

图表43 Megastudy 初高中阶段在线业务收入



资料来源：megastudy 公司官网、广证恒生

数据支持：陈静仪

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 一二级研究经验，重点关注电力设备及新能源、新材料方向。

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

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

联系我们:

邮箱: huangguan@gzgzh.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。