

主题研究

在线教育系列之三：素质教育——百舸逐浪争蓝海

观点聚焦

投资建议

我们认为素质教育目前仍是一个增量市场。短期来看，素质教育处在行业本身的红利期，进入门槛相对较低，供给将不断增加。长期来看，优质机构基于技术与教育的深度融合、以用户为中心的服务和组织化的运营能够打造品牌壁垒。我们推荐：具有头部品牌效应且布局素质教育赛道的教培机构，如好未来、新东方、有道；同时我们建议关注深耕素质教育细分赛道且具有扩科或者扩学段能力的素质教育机构，如猿辅导（斑马 AI 课，非上市）、火花思维（非上市）、编程猫（非上市）、美术宝（非上市）等。

理由

素质教育资本集中度提升，小巨头规模初显。2020 年，素质教育一级市场投资融资金额再创新高，且资本逐渐集中，意味着部分细分赛道的企业已经初具规模，行业排位初显。同时，好未来、新东方等头部公司纷纷布局素质教育。

素质教育市场规模或与 K12 学科辅导规模相当。根据我们估算，当前素质教育市场规模不及 K12 学科辅导的一半，但是未来有很高的增长空间。我们模拟了三种场景估算，在乐观场景下素质教育市场规模与 K12 学科辅导市场规模相当。**未来市场成长空间基于三个主要因素：1) 用户横跨学前至 K12，规模基数大：**我们预计 3-18 岁在学人数到 2025 年将稳步增长到 2.5 亿，同时我国政府和家庭对教育的重视程度越来越高，入学率持续提高。**2) 参培率具有较大的上升空间：**政策推动下素质教育认知将进一步深化；家长代际变化催化新需求，80、90 后家长育儿理念先进且对互联网教育接受程度较高；在线课程提供高性价比产品，素质教育供给开始下拓至中产家庭；**3) 单用户收入提高。**随着我国人均 GDP 的提高，家长对于优质教育资源支付意愿提升，未来单用户收入具有上升空间。

在线模式赋能素质教育：1) 纯线下素质教育市场分散，存在运营痛点。线下模式获客受限于 5 公里生活圈，单体坪效和人效较低，用户触达范围窄不利于形成内容的体系化设计；**2) 在线素质教育产品形态丰富，实现用户需求精细化分层。**在线技术对素质教育实现深度赋能，其中 AI 课适用于趣味需求较高的启蒙阶段和低频反复训练的陪练需求，有利于机构解决师资产能，实现低成本下地规模扩张；小班是教学效果和盈利能力最为平衡的选择，“三固定”模式提供互动性和个性化并存的教学；一对一定价最高，LTV 增长空间大，解决用户个性化的需求。

优质素质教育企业在产品线和地域空间上皆有发展空间。优质素质教育机构能够深化技术与教学的融合、具备体系化的师资管理，实现依托于口碑的招生效果。这些优质在线素质教育未来成长空间和可持续性体现在：1) 扩品类优化单客户模型，扩科速度考验中台运营能力；2) 扩学段拉长用户 LTV 价值，构建年龄和能力双维度课程体系；3) 在线模式带来产品出海和地域下沉的发展机会 4) OMO 模式仍是探索方向，有效结合线上数据化能力强、传播范围广的特点和线下互动充分、情感交流丰富的优势。

盈利预测与估值

维持覆盖公司的盈利预测和估值不变。

风险

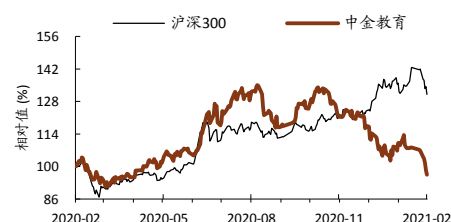
在线教育监管相关政策超预期。

赵丽萍

分析员
SAC 执证编号：S0080516060004
SFC CE Ref: BEH709
liping.zhao@cicc.com.cn

钱凯

分析员
SAC 执证编号：S0080513050004
SFC CE Ref: AZA933
kai.qian@cicc.com.cn



股票名称	评级	目标价格	P/E (x)	
			2021E	2022E
中公教育-A	跑赢行业	46.00	60.3	45.1
民生教育-H	跑赢行业	2.40	11.0	10.3
新高教集团-H	跑赢行业	7.40	11.7	9.4
希望教育-H	跑赢行业	3.60	22.5	19.4
中教控股-H	跑赢行业	18.00	22.8	18.7
新东方在线-H	跑赢行业	40.80	N.M.	N.M.
中国东方教育-H	跑赢行业	20.00	36.4	28.6
宇华教育-H	中性	8.20	16.3	13.6
有道-US	跑赢行业	46.00	N.M.	N.M.
新东方-US	跑赢行业	195.00	72.1	38.3
好未来-US	跑赢行业	88.00	542.5	54.4
中金一级行业				科技

相关研究报告

- 教育 | 在线教育系列之一：教培行业竞争深化，OMO 模式带来新增量 (2021.01.10)
- 教育 | 在线教育系列之二：抽丝剥茧，详解在线 K-12 教培经济模型 (2021.02.22)

资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部

目录

写在前面：2020 年素质教育融资创新高，赛道百花齐放	4
2020 年素质教育融资创新高，头部公司积极布局	4
细分赛道百花齐放，小巨头初露锋芒	5
素质教育市场有多大？	7
素质教育市场规模或与 K12 学科辅导市场相当	7
增长逻辑之一：横跨早教到 K12，潜在用户规模基数大	8
增长逻辑之二：政策红利期加持，代际变化催生新需求，参培率提升潜力大	9
增长逻辑之三：教育支付意愿增强，素质教育单用户收入水平较高	10
为什么发展在线素质教育？	12
必要性：纯线下素质教育模式存在运营痛点	12
合理性：在线教育认知已建立，技术赋能空间大	13
可行性：AI 课、小班、一对一多模式满足用户细分需求	15
如何筛选优质素质教育企业？	20
实现技术与教育的深度结合，打造优质的供应链	20
完善的师资培养体系，优化考核与激励机制	21
转介绍体现口碑与品牌效应	22
优质素质教育企业如何拓宽版图？	24
丰富产品组合：扩品类、扩学段实现全客群覆盖	24
扩大地域版图：产品出海、地域下沉	25
线上线下融合：OMO 仍是未来重要探索方向	25
投资建议：关注布局素质教育的头部教培企业和深耕细分赛道优质素质教育公司	26

图表

图表 1：素质教育 2020 年投资金额创新高，投资数量 52 起	4
图表 2：头部企业布局素质教育	5
图表 3：素质教育机构赛道分类	6
图表 4：素质教育融资轮次和规模示意图	6
图表 5：我们认为素质教育市场规模或与 K12 学科教育市场规模相当	7
图表 6：艾瑞咨询估算下素质教育市场 2013 年至 2022 年的复合增长率或达到 12.3%	8
图表 7：素质教育适龄学生规模横跨早教至 K12	9
图表 8：政府出台的多个文件中反复强调了素质教育的重要性	10
图表 9：家长对于素质教育报课决策逻辑相对简单	11
图表 10：人均教育文化消费支出逐年提高	11
图表 11：2018 年调研显示素质教育用户平均每人报班 2.2 个	11
图表 12：2018 年家长在素质教育兴趣班年支出集中在 5,000-15,000 元	11
图表 13：线下素质教育机构坪效和人效假设模型	12
图表 14：好未来培优线下教师人效约 50-60 万元	13
图表 15：好未来培优线下坪效约 50-60 万元	13
图表 16：斑马 AI 课 APP 月活用户数增长迅速	14
图表 17：素质教育在线化速度慢但在线化程度深	15
图表 18：智适应教学智能程度等级	16
图表 19：用户需求特征和班型特征的匹配示意图	17
图表 20：各班型毛利率与营业利润率对比	18

图表 21: 各班型成本费用拆分	18
图表 22: 火花思维主打小班课, AI 为辅	19
图表 23: 美术宝 AI、一对一、小班课全覆盖	19
图表 24: 豌豆思维自研六步法	21
图表 25: 转介绍流程示意图	23
图表 26: 核桃编程级别分类	25
图表 27: 火花思维数学模块分类	25
图表 28: 可比公司估值表	26

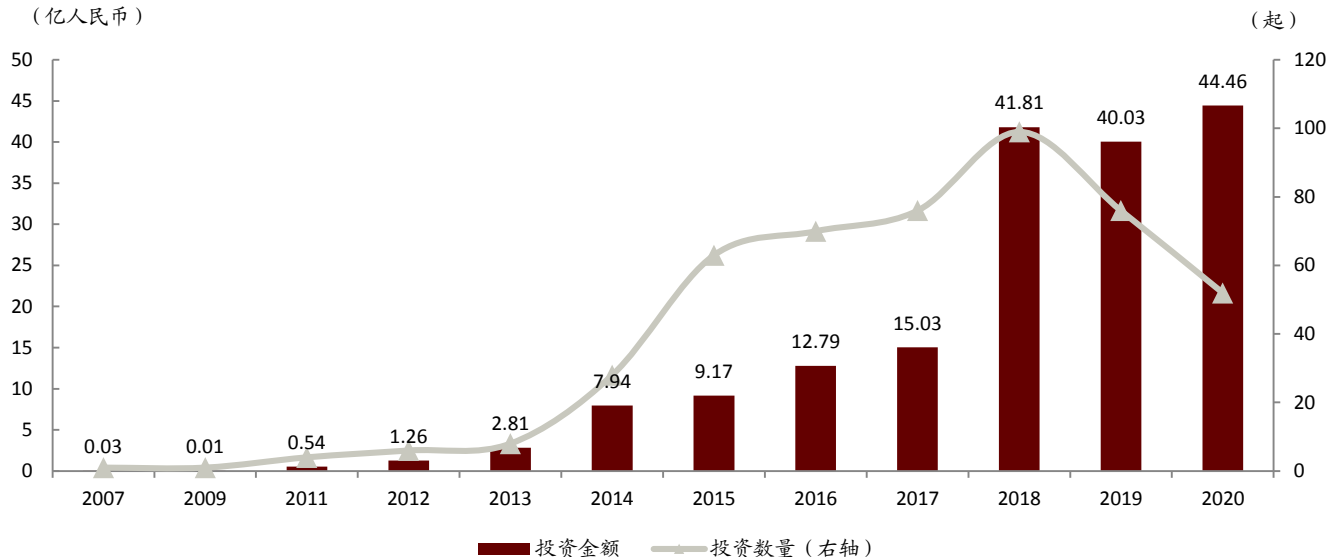
写在前面：2020年素质教育融资创新高，赛道百花齐放

2020年素质教育融资创新高，头部公司积极布局

2020年素质教育投资金额创新高，资本逐渐集中。随着国民经济水平的提高以及居民消费需求升级，家长和学生对于优质素质教育供给的需求增加，素质教育机构也得到了资本市场的青睐。2018年《中华人民共和国民办教育促进法实施条例（修订草案）（征求意见稿）》中第十五条提出“设立招收幼儿园、中小学阶段适龄儿童、少年，实施与学校文化教育课程相关或者与升学、考试相关的补习辅导等其他文化教育活动的民办培训教育机构，需要县级以上人民政府教育行政部门审批；设立实施语言能力、艺术、体育、科技、研学等有助于素质提升、个性发展的教育教学活动的民办培训教育机构可直接申请法人登记，无需前置审批”，体现了政策对素质教育机构的扶持。根据桔子IT数据，2018年素质教育赛道投资金额同比提高179%。2020年，素质教育投资数量下降但是融资金额再创新高，资本逐渐集中意味着部分细分赛道的企业已经初具规模，行业排位初显。

头部教培公司积极布局在线素质教育，完善产品供应链。我们认为素质教育对于头部教培公司具有一定的战略意义：**1）素质教育集中在学前阶段，布局素质教育可以下拓用户年龄层。**例如好未来素质教育事业群旗下有励步英语、摩比思维、ABCtime、妈妈帮、熊猫博士等少儿品牌；猿辅导在“斑马AI课”后又推出STEAM¹科学教育品牌“南瓜科学”，深挖3-8岁年龄段的用户。**2）素质教育项目多样化与学科教育形成流量复用，提高用户生命周期价值（LTV）。**例如，新东方在体育艺术教育、家庭教育、STEAM教育、少儿编程、创客教育、机器人教育、AI教育等多个素质教育细分赛道布局。网易有道针对学龄前儿童及低年级小学生推出了有道数学思维提升计划课程、有道乐读阅读力课程、有道少儿英语、有道小图灵&有道卡搭等启蒙类课程产品。

图表1：素质教育2020年投资金额创新高，投资数量52起



资料来源：桔子IT，中金公司研究部

¹ STEAM 代表科学 (Science)，技术 (Technology)，工程 (Engineering)，艺术 (Arts)，数学 (Mathematics)。STEAM 教育是集科学，技术，工程，艺术，数学多学科融合的综合教育理念，最早是美国政府提出的教育倡议。

图表 2：头部企业布局素质教育



资料来源：桔子 IT，中金公司研究部

细分赛道百花齐放，小巨头初露锋芒

素质教育科目众多且市场分散，各赛道目前均有小巨头初露锋芒。根据培训科目的特性，我们可以将素质教育分为学科类素质教育和兴趣类素质教育。学科类素质教育是以数理思维、英语、语文阅读等与 K12 学科有一定承接性的科目为载体，但以趣味性和自主性更强的教学方式呈现，例如火花思维、斑马 AI 课、瓜瓜龙启蒙等；而兴趣类素质教育范围更加广阔包括艺术、体育、STEM²及其他兴趣培养的赛道，例如以美术启蒙为主的美术宝、画啦啦，以音乐陪练为主的 VIP 陪练和以体育为主的动因体育和万国体育等。

兴趣类素质教育市场份额占比最大，学科类素质教育融资规模居前。从市场份额来看，据艾瑞统计及核算，包括音乐、绘画、舞蹈等艺术类别占 2017 年素质教育营收规模的 28%；非应试语言类如英语、日语等占 14.5%；体育运动类占 9.7%；素养类数学思维、阅读等占 7.7%。从融资规模来看，学科类素质教育整体融资规模更大，根据桔子 IT 披露数据加总，火花思维累计融资约 42 亿元³，VIPKID 累计融资超过 55 亿元。从融资轮次来看，各个赛道均有小巨头已经进入 C 轮以后的融资。火花思维 E 轮融资总额超过 4 亿美元；编程猫完成 D 轮融资 13 亿人民币；美术宝累计完成 2.5 亿美元 D 轮融资；豌豆思维获得 1.8 亿美元的 C 轮融资。我们认为目前各个赛道尚未出现巨型独角兽，均有深挖和拓展的增量空间，未来优质教育机构有巨大的整合机遇。

综上所述，我们从融资规模和头部教培机构布局力度可以看出素质教育发展进入了行业的红利期，下文我们将从宏观到微观全面分析素质教育的发展空间。在行业层面，我们将：1) 估算整个素质教育市场规模会有多大，以及讨论未来增长逻辑是什么；2) 探讨为什么素质教育行业开始发展在线化，以及目前市场上具体存在哪些在线模式。在企业层面，我们将：1) 论述成为素质教育头部机构需要具备哪些能力；2) 分析这些优质机构未来如何获取更大的市场份额。

² STEM 是指科学 (Science)，技术 (Technology)，工程 (Engineering)，数学 (Mathematics)，由美国率先提出的人才培养理念，强调培养科技理工素养。

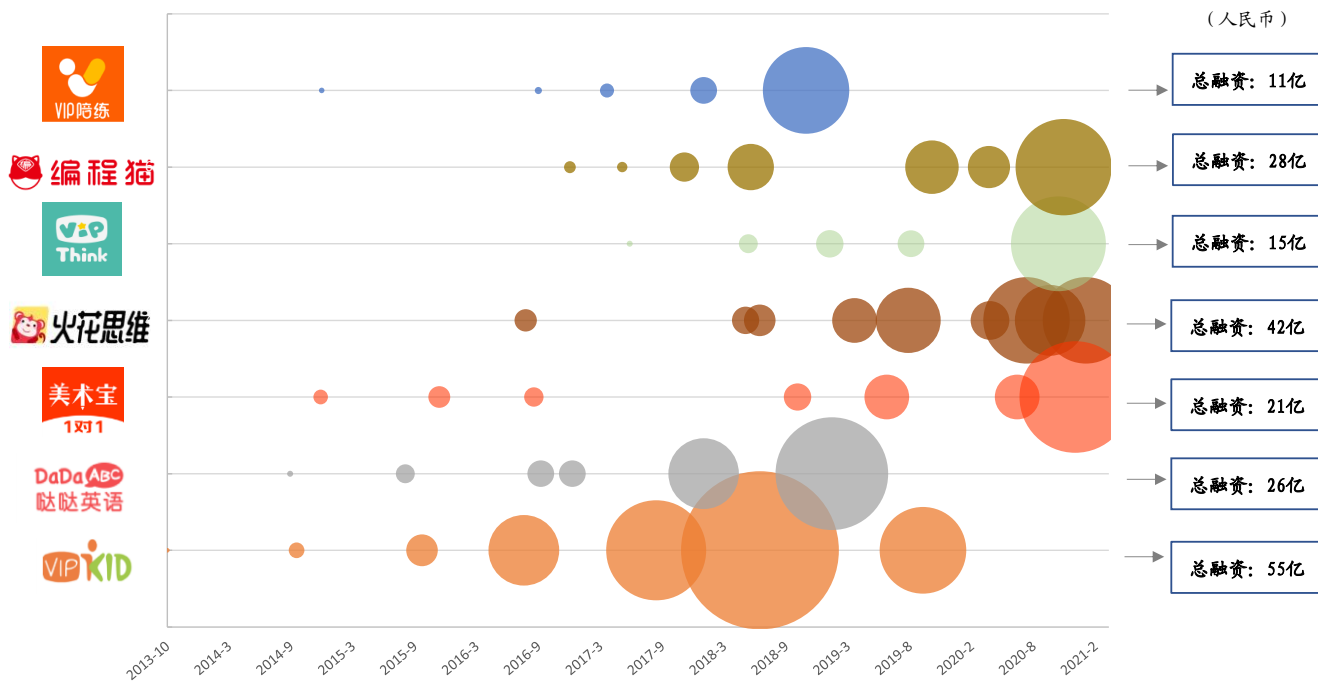
³ 按人民币美元汇率换算估计

图表3：素质教育机构赛道分类



资料来源：公司官网，中金公司研究部

图表4：素质教育融资轮次和规模示意图



资料来源：桔子IT，中金公司研究部

素质教育市场有多大？

当我们谈及“素质教育”我们在谈论什么？2005年教育部与中宣部、人事部、社科院、团中央等部门联合开展的“素质教育系统调研”活动报告中提出关于“素质”的一般定义，即人所具有的维持生存、促进发展的基本要素，它是以人的先天禀赋为基础，在后天环境和教育的影响下形成并发展起来的内在的、相对稳定的身心组织结构及其质量水平，主要包括身体素质、心理素质和社会文化素质等。虽然学界对于素质教育定义各有差异，但其共性是**强调重视孩子多样化和个性化发展的教育模式**。在我国，K12 学科课外培训以小升初、中考、高考体系下的科目为重点，家长学生参培需求更多以提分为目的。而“素质教育”是有别于“应试教育”的另一种教育模式，提倡通过趣味性过程培养学生对知识的好奇心、构建更深层次的思维模式以及激发学生的自主学习驱动力，强调的是学科素养和多样化的发展方向，比如音乐、美术、体育等艺术科目以及 STEM 等创造性思维科目。我们认为乐观估计下，素质教育市场规模未来几年或与 K12 学科辅导市场规模相当，市场规模增长主要基于规模庞大的适龄人口、不断提高的参培率和单用户收入。

素质教育市场规模或与 K12 学科辅导市场相当

根据教培市场规模测算框架，即适龄学生人数*参培率*每用户平均收入（ARPU），我们测算当前素质教育市场规模在 2,160 亿元左右，相当于 K12 课外辅导市场规模的 42%。目前市场规模相对较小主要因为参培率当前处于较低的水平。素质教育参培率当前尚无权威的统计数据，且各个赛道差别较大。例如国内知名移动互联网大数据监测平台 Trustdata 发布《2018 年中国收费类在线少儿英语教育市场研究报告》显示，2018 年成为在线少儿英语渗透率为 9.1%，而《2017-2023 年中国少儿编程市场分析预测研究报告》显示当前中国少儿编程渗透率仅为 0.96%。我们根据新东方新编的《中国教育培训行业的创新复盘与浪潮展望》的参考数据，估算当前素质教育整体参培率可能不及 10%。但是基于适龄学生人数群体庞大且稳定，参培率伴随教育认知提高而上升，素质教育 ARPU 平均水平高于 K12 学科课外辅导，我们认为未来素质教育市场规模或与 K12 学科课外辅导市场相当。在最乐观情况的估算下，我们认为素质教育 2025 年可以达到约 8,000 亿元的市场规模，与 K12 科目课外辅导近万亿市场规模接近。

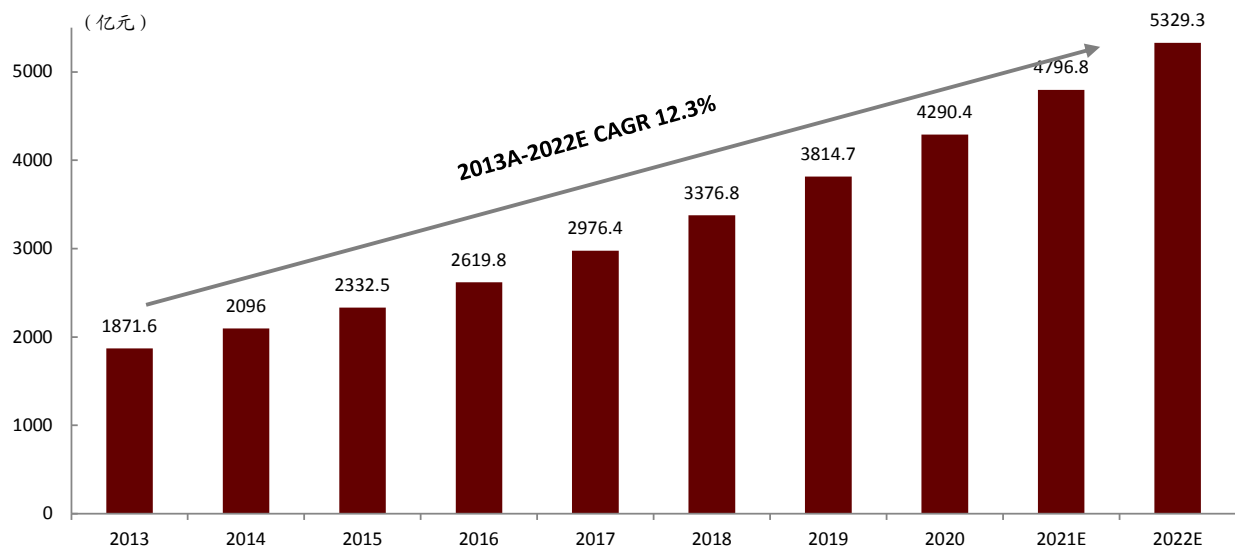
图表 5：我们认为素质教育市场规模或与 K12 学科教育市场规模相当

适龄人口 × 参培率 × ARPU = 市场规模						
整体市场规模估算						
素质教育	2019	2.4亿人	9%	10000元	~2160亿元	
K12学科辅导	2019	1.9亿人	38%	7000元	~5127亿元	
素质教育 市场预测	2025E 保守	2.5亿人	12%	12000元	~3600亿元	
	2025E 中性	2.5亿人	18%	14000元	~6300亿元	
	2025E 乐观	2.5亿人	20%	16000元	~8000亿元	
K12学科辅导 市场规模	2025E	2.0亿人	48%	10000元	~9600亿元	
2025E分学段模拟						
基于素质教育 2025E 中性 市场估算	学前（3-6岁）	0.4亿人	20%	客单价/门 7000元	报课数/学生 2.5 门	~1400亿元
	小学初中（7-15岁）	1.7亿人	18%	8000元	1.8 门	~4400亿元
	高中（15-18岁）	0.4亿人	11%	10000元	1 门	~400亿元

注：虚线框数字为假设，素质教育 2019 参培率水平参考新东方新编的《中国教育培训行业的创新复盘与浪潮展望》

资料来源：统计局，2017 年中国教育财政家庭调查，Frost & Sullivan，Haver Analytic，中金公司研究部

图表 6: 艾瑞咨询估算下素质教育市场 2013 年至 2022 年的复合增长率或达到 12.3%



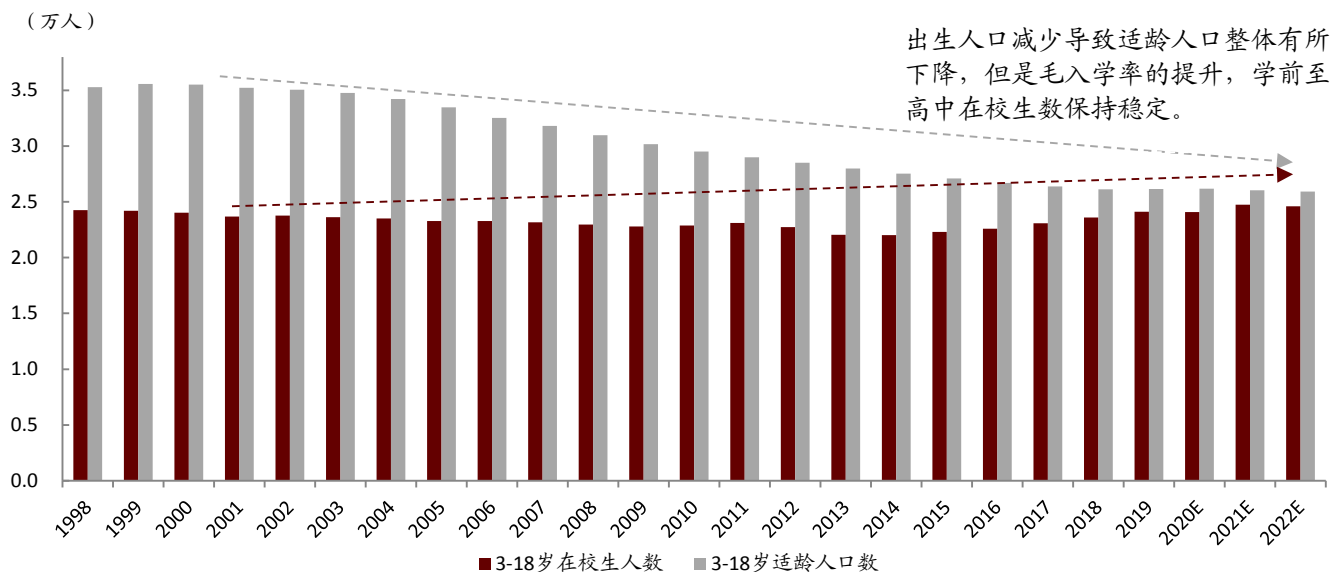
资料来源：艾瑞咨询、中金公司研究部

增长逻辑之一：横跨早教到 K12，潜在用户规模基数大

素质教育用户人群横跨学前至 K12。素质教育以素养提高、思维训练为教学目的，其对应用户群体年龄横跨学前至 K12：学前阶段素质教育产品注重简单的逻辑训练，兴趣爱好的启蒙；在小学初中阶段注重具体技能的训练；在高学段阶段有艺考、竞赛等考核性质的学习需求。据国家统计局数据，2019 年我国学前与 K12 阶段在校生人数共计 2.4 亿，其中学前人数占比 23%，小学、初中、高中占比分别为 53%、24%和 17%。总体来看，素质教育受众学生人数和学段结构稳定，能够为素质教育行业提供巨大市场空间。

我国对教育重视程度越来越高，入学率提升。1998 年以来出生人口呈下降趋势，因此 3-18 岁适龄人口整体数量下降，但我们也发现幼儿园至高中的入学率逐年提高使得学前至 K12 在校生人数保持稳定。我们预计 3-18 岁在学人数到 2025 年将稳步增长到 2.5 亿。入学率的提高体现了我国政府和家庭对教育的重视程度越来越高，即使未来出生率持续下降，随着城镇化加速、教育意识的深化，我们认为对优质教育资源的需求不会减少。

图表 7: 素质教育适龄学生规模横跨早教至 K12



注：T 年 3-18 岁适龄儿童相对于 T-18 至 T-3 期间的出生人口加总
资料来源：国家统计局，万得资讯，中金公司研究部

增长逻辑之二：政策红利期加持，代际变化催生新需求，参培率提升潜力大

素质教育需求初显，参培率有望进一步提升。当前素质教育参培率不及 10%，远低于 K12 学科辅导近 40% 的参培率（根据北京大学 2017 年中国教育财政家庭调查，全国 K12 课外辅导平均参培率已经达到 37.8%）。我们认为造成“非刚性”的参培率主要由于：家长对于素质教育的认知培养周期较长；素质教育赛道起步晚，市场中优质供给较少；教学效果难以量化影响家长对于产品性价比的衡量。未来，政策端对素质教育的重视、供给端优质素质教育企业的增加以及在线模式对素质教学过程的重塑，我们认为参培率具有较大的上升空间，具体来看：

1) 素质教育迎来政策红利期，培养人才综合能力成为改革方向。教育部近三年来的政策逐渐加强对素质教育的重视程度，并且鼓励民办力量的参与。我们认为在政策改革的背景下，素质教育企业将迎来政策红利期。其中，多项教育政策指引大体可以概括为两个方向：

- **重视素质教育发展，中考升学评价体系更加多元化。**2019 年 6 月，中共中央、国务院印发《关于深化教育教学改革全面提高义务教育质量的意见》⁴提出坚持“五育”并举，全面发展素质教育，广泛开展校园艺术活动，帮助每位学生学会 1 至 2 项艺术技能；2020 年 10 月，教育部体育卫生与艺术教育司司长王登峰⁵强调 2022 年力争全面覆盖美育中考，将音乐、美术、书法、舞蹈、戏剧等艺术类科目纳入中考改革试点；2020 年 12 月教育部在《关于政协十三届全国委员会第三次会议第 3172 号提案答复的函》⁶中表示，计划将编程教育在内信息技术内容纳入到中小学相关课程。我们认为校内考核项目的多元化能够加强家长对于素质教育的重视，为校外培训机构提供了更多的潜在生源。
- **中小学教育减负持续推进。**教育部⁷强调全面落实义务教育免试就近入学规定，按照“学校划片招生、生源就近入学”的原则进行。在中小学入学考试压力有所减弱的背景下，学生参加素质教育培训的时间得以延长，短期兴趣启蒙将可以延伸到长期优势的培养。

⁴ http://www.moe.gov.cn/jyb_xxgk/moe_1777/moe_1778/201907/t20190708_389416.html

⁵ <http://edu.people.com.cn/n1/2020/1016/c1006-31895197.html>

⁶ http://www.moe.gov.cn/jyb_xxgk/xxgk_jyta/jyta_jiaocaiju/202012/t20201209_504364.html

⁷ http://www.moe.gov.cn/srcsite/A06/s3321/201903/t20190326_375446.html

图表8：政府出台的多个文件中反复强调了素质教育的重要性

时间	政策文件	政策内容
2020年12月	《关于政协十三届全国委员会第三次会议第3172号（教育类297号）提案答复的函》	高度重视学生信息素养提升，已制定相关专门文件推动和规范编程教育发展，培养培训能够实施编程教育相关师资， 将包括编程教育在内信息技术内容纳入到中小学相关课程。
2020年10月	《关于全面加强和改进新时代学校美育工作》 《关于全面加强和改进新时代学校体育工作的意见》	将 体育科目纳入初、高中学业水平考试范围 。改进中考体育测试内容、方式和计分办法，科学确定并逐步提高分值。积极推进高校在招生测试中增设体育项目。 探索将艺术类科目纳入中考改革试点 ，纳入高中阶段学校考试招生录取计分科目，依据课程标准确定考试内容，利用现代技术手段促进客观公正评价。
2019年7月	《关于深化教育教学改革全面提高义务教育质量的意见》	坚持“五育”并举，全面发展素质教育，广泛开展校园艺术活动， 帮助每位学生学会1至2项艺术技能。
2019年6月	《关于新时代推进普通高中育人方式改革的指导意见》	强化体育锻炼，培养体育兴趣和运动习惯，使学生 掌握1-3项体育技能 。加强美育工作，积极开展舞蹈、戏剧、影视与数字媒体艺术等活动。
2018年8月	《民办教育促进法（送审稿）》	设立实施 语言能力、艺术、体育、科技、研学 等有助于素质提升、个性发展的教育教学活动的民办培训机构可直接申请法人登记，无需前置审批。
2018年2月	《关于做好2018年普通中小学招生入学工作的通知》	普通高中要在持续规范招生基础上，进一步推行初中学业水平考试和 综合素质评价 ，减少单纯记忆、机械训练性质的内容，增强与学生生活、社会实际的联系，注重考查学生综合运用所学知识分析问题和解决问题的能力，引导发展素质教育。
2017年7月	《新一代人工智能发展规划》	鼓励社会力量参与 寓教于乐的编程教学软件、游戏的开发和推广。

资料来源：国家统计局，教育部官网，中金公司研究部

2）家长群体代际变化催生新需求，在线模式下拓至中产家庭。从需求端来看，素质教育家长年龄逐步向 80、90 后转移。家长群体主要的代际变化体现在两个方面：其一受当年高校扩招的利好，这一批家长群体相对学历较高，作为知识的受益群体对兴趣发展、学科素养等育儿理念与方法认知程度更高；其二作为互联网的原住民，对在线教育的接受程度更加开放。艾瑞咨询在《2020 年中国素质教育行业研究报告》里对近一年内给孩子报过素质类课外培训的 1,001 名中国家长做的问卷调研结果显示 76.7%的家长为 80 后，7.9%为 90 后；78.8%的家长为本科学历。**从供给端来看**，素质教育加快在线布局，用户群体下拓至中产家庭。在线课程由于规模化下成本可摊销，因此与线下课程相比较，能够提供相对较低的课程单价。素质教育不再是高净值家庭才能享有的教育资源，互联网教育所带来的高性价比产品与中产家庭教育消费升级不期而遇。

3）素质教育重体验弱化结果，家长决策逻辑相对简单。根据《腾讯营销洞察——数字化时代的 K12 与学前教育行业洞察》的调研，如果将不同教育赛道按家长决策复杂程度和支付意愿两个维度来定位的话（图 9），K12 学科辅导可以定义为“刚需谨慎阵营”，而素质教育产品可以分为“非刚需易种草阵营”。这主要是 K12 学科教育是结果导向型产品，家长需要看到孩子有实质性的“提分”，因此对于产品的选择更加谨慎，但是对应的参培率也更高。而素质教育与 K12 学科教育相比，对于学习结果的实质性回报要求较低，家长更看重产品对孩子的吸引力和孩子的学习体验，因此家长对于产品选择的决策过程较为简单。如果报名成本相对合理且产品能让孩子产生兴趣，那么家长便有意愿报课。

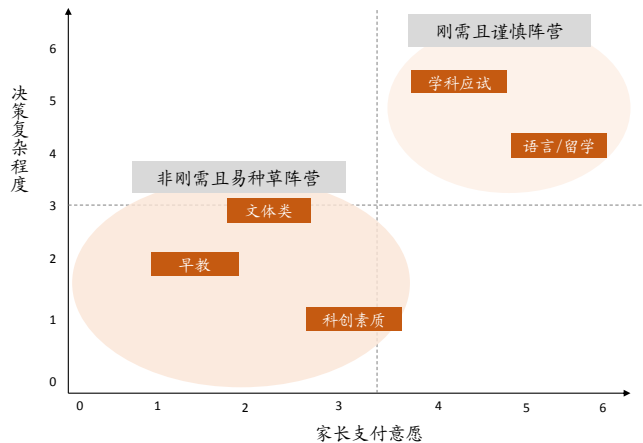
增长逻辑之三：教育支付意愿增强，素质教育单用户收入水平较高

人均教育文化和娱乐消费支出逐年提高。2013 至 2019 年随着人均可支配收入的提高，我国人均居民教育文化和娱乐消费支出逐年提高，占可支配收入比例约 8%。参考 2019 年美国娱乐和教育消费支出占比约 12%的水平⁸，我们认为未来家长对优质教育资源的支付意愿仍有上升空间。根据英国文化教育协会发布的《2018 年中国家庭子女教育与国家化人才培养研究报告》显示，较富裕的中国家庭（月收入在 1 万-5 万元）在子女教育方面的平均支出占家庭月收入约 30%，其中月入 5 万元以上高收入家庭的这一数据更高达 44%。

⁸ <https://fred.stlouisfed.org/categories/110>

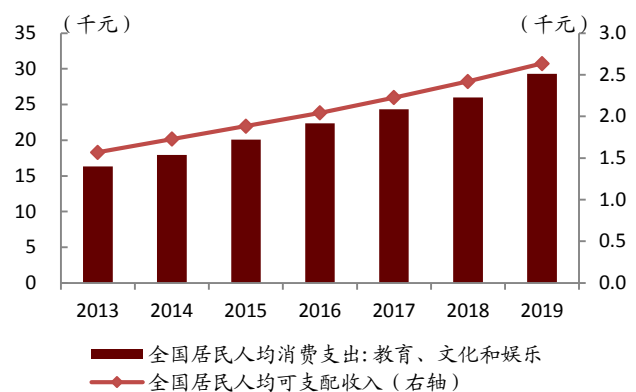
单用户素质教育平均花费较高。每用户年收入水平可以用单门课程价格乘以用户报课数来计算。由于素质教育对于互动性和指导性需求较高，授课模式多以一对一和小班模式进行，因此行业课程平均单价会高于大班为主流的K12学科辅导。艾瑞咨询《2020年中国素质教育行业研究报告》里对近一年内给孩子报过素质类课外培训的1,001名中国家长的问卷调研结果显示：报课的家长用户普遍认为4-7岁开始培养孩子各类兴趣比较适合，2018年平均每人每年给孩子报兴趣班约2.2个；超过50%的家长平均花费在5,000-15,000元左右。

图表9：家长对于素质教育报课决策逻辑相对简单



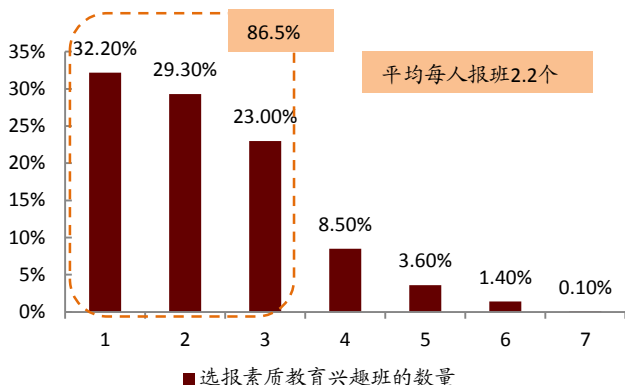
资料来源：《腾讯营销洞察——数字化时代的K12与学前教育行业洞察》，中金公司研究部

图表10：人均教育文化消费支出逐年提高



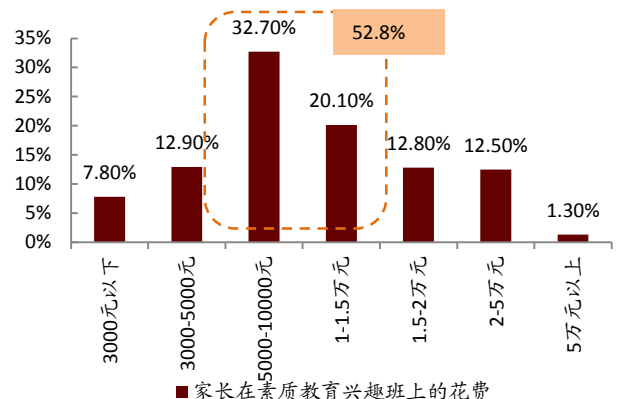
资料来源：国家统计局，万得资讯，中金公司研究部

图表11：2018年调研显示素质教育用户平均每人报班2.2个



注：本次调研对象为近一年内2017年8月至2018年7月给孩子报过一门或以上素质类课外培训的中国家长。
资料来源：艾瑞咨询，万得资讯，中金公司研究部

图表12：2018年家长在素质教育兴趣班年支出集中在5,000-15,000元



资料来源：艾瑞咨询，万得资讯，中金公司研究部

为什么发展在线素质教育？

素质教育市场之所以有上述较为乐观的发展前景，离不开在线模式的赋能。我们认为素质教育在线化发展虽然晚于 K12 学科辅导，但交互、自适应等在线技术形态更加丰富，未来发展进程有望加速。素质教育开始发展在线模式主要是因为：纯线下素质教育机构存在一些运营痛点，需要探索在线模式的转化路径；同时在线技术能够帮助素质教育用户获得性价比更高的优质教学服务；目前素质教育行业里布局的 AI 课、在线小班课和在线一对一课效果能够满足不同用户需求，证明在线模式具有可行性。

必要性：纯线下素质教育模式存在运营痛点

获客难度大，线下素质教育基于 5 公里生活圈

线下素质教育对区域性选址依赖严重。素质教育一直重度依赖线下场景且市场较为分散，这主要由于素质教育用户分散性高。素质教育需求相对非刚性，家长很少会购买离家较远的学习服务，因此地域选址对于线下素质教育获客尤为重要。2019 年美团点评教育培训业务部展示的美团平台数据表明⁹，接近一半的教育消费者会选择离家 3 公里范围内的机构，多数消费者会在 5 公里生活圈内选择。因此大多素质教育线下机构会在社区或社区周边布点，或者在商圈和购物中心等中心地带以综合体方式经营。因此，对于线下素质教育来说，获客难度较大，需要投入大量的销售和运营资源，难以快速规模化。

成本相对刚性，单体人效和坪效低

重度依赖线下场景，单店坪效和人效较低。部分素质教育机构对场馆要求较高，如音乐教学需要专业琴房设施、体育需要场馆、美术需要画室等；同时由于班型集中在一对一以及小班教学，对老师数量也有一定的要求。虽然素质教育产品平均客单价较高，但由于客户数量规模受限，在店面和人力的摊销后整体坪效和人效有限。2020 年疫情之下对于腰部 and 长尾素质教育机构来说由于没有能力转线上，大多承受了较大的现金流压力。基于我们调研假设，一个 300 平方米舞蹈教室以小班授课的小型舞蹈机构，每平方米收入约 7,000-8,500 元左右；线下教师单人收入约 24 万-30 万元左右。假设一个占地约 4 万平方米、可容纳 2000 名学员的大型美术机构，其坪效约 3,000-4,000 元，教师人效约 23-33 万元。相比之下，素质教育类机构较 K12 学科辅导机构的坪效、人效仍有差距，以好未来为例，我们测算 2019、2020 财年其线下业务每平方米收入约 9,500-11,000 元左右；线下教师人效约 50 万-60 万元左右。

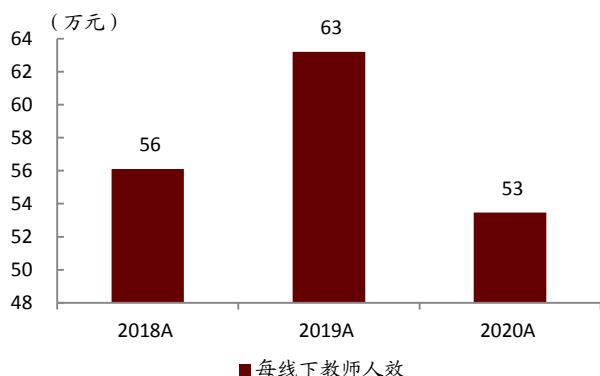
图表 13：线下素质教育机构坪效和人效假设模型

线下素质教育机构	小型舞蹈机构	大型美术机构
基础假设	假设周一至周五共排10节课，周末排12节课。每店有7名老师。	假设艺考学生按年收费，园区约300个老师。
单店面积	200-300平方米	40,000平方米
单用户收费水平	80-100元/节	5万元/年
班型规模	小班：1v20	共2000学员
单店收入/年	170-200万元	70-100百万元
坪效/年=营业额/单店面积	7,000-8,500元/平方米	3,000-4,000元/平方米
人效/年=营业额/单店老师数	24-30万元/人	23-33万元/人

注：数据假设基于市场调研，不代表任何公司
资料来源：中金公司研究部

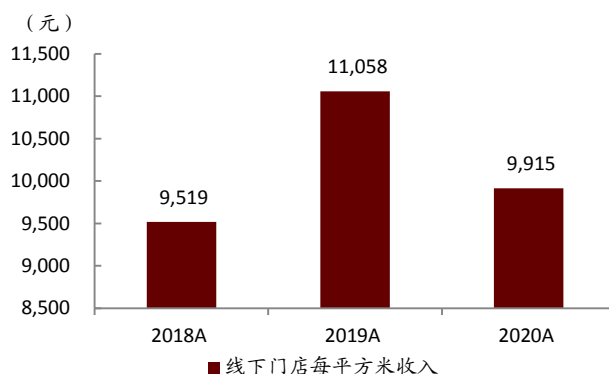
⁹ <https://www.chinanews.com/business/2019/11-11/9004263.shtml>

图表 14：好未来培优线下教师人效约 50-60 万元



注：教师人效=线下全部收入/线下老师数量（线下老师数量基于估算）
资料来源：公司年报，中金公司研究部

图表 15：好未来培优线下坪效约 50-60 万元



注：坪效=线下全部收入/线下门店总面积
资料来源：公司年报，中金公司研究部

用户触达规模有限，内容难成体系化

内容迭代与用户规模是相互作用的关系。教育产品打磨过程中，内容的迭代和用户规模是不断反哺的关系。当机构收集到足够多的用户需求才能不断迭代产品和内容，从而用优质的内容供给再次吸引更多的需求聚集。素质教育用户覆盖年龄层较宽泛，个体学习能力差异较大，因此产品需要对不同用户水平进行分层和个性化设计。但由于单体线下素质教育机构能捕捉到的用户规模有限，同时非刚需的特征导致用户学习周期不稳定，学员复购率较低，产品难以形成覆盖全部学段的体系化课程，升级迭代周期较长。反过来，缺乏体系化和阶梯化的课程设计，不利于用户生命周期的延长。

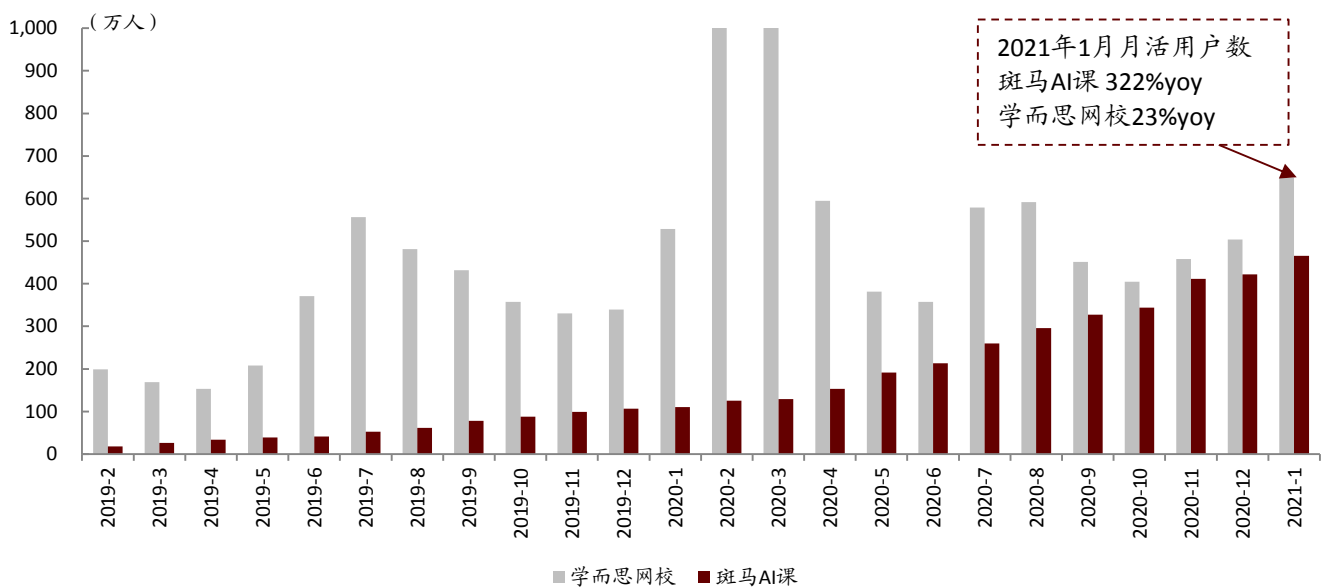
合理性：在线教育认知已建立，技术赋能空间大

在线教育模式的认知初步建立，学科类素质教育在线化快于兴趣类

素质教育在线化进程或快于 K12 学科教育。近两年来 K12 在线学科教培行业进入了发展成长期，在线行业竞争白热化以及疫情的催化下，用户对于在线教育模式的优劣性已经具有初步的认知。2020 年 3 月猿辅导融资¹⁰时公布斑马 AI 课正价课在读用户达到 50 万，6 月再次公布在读用户达到 100 万，在 10 月份公布系统课用户已经涨到 150 万人次。迅猛增长的用户数说明素质教育虽然在线化仍在发展初期，但是基于用户行为习惯的改变，其在线化的模式能够更加快速的被市场接受和普及。分类别来看，受这两年在线 K12 学科教育的影响，在线少儿英语、思维、语文阅读等学科类素质教育已经获得多数家长的认可。根据睿艺的《2018 中国家庭素质教育消费报告》显示家长对于少儿英语在线化认可度最高达 68%；而兴趣类素质教育如美术、器乐等培训由于互动指导需求更高，在线化认可度相对偏低为 15%。

¹⁰ 36 氪专访《在读正价课用户超过 100 万，「斑马 AI 课」认为教育行业的核心是解决「背猴子问题」》

图表 16：斑马 AI 课 APP 月活用户数增长迅速



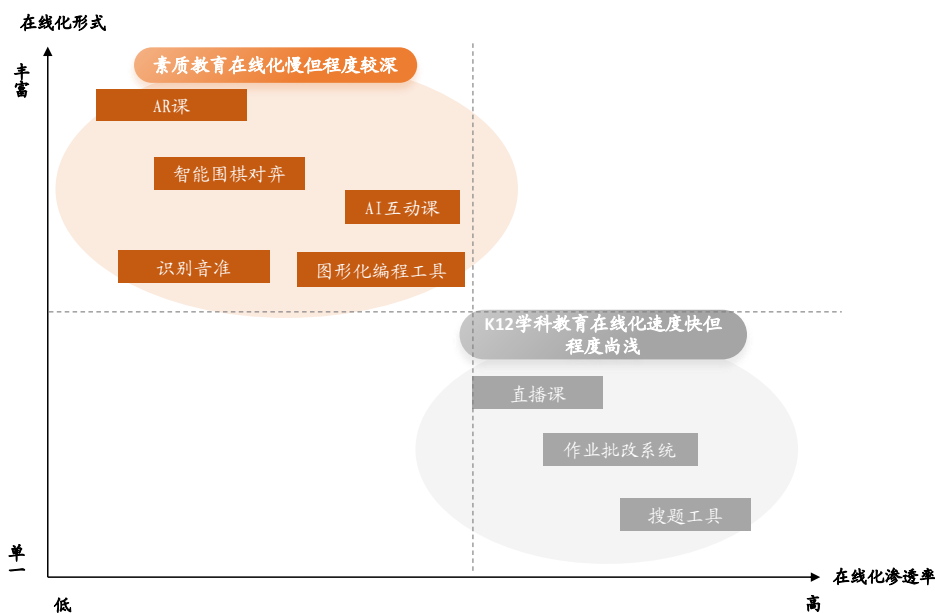
资料来源：Questmobile，中金公司研究部

素质教育与在线技术存在深度融合空间

如果从把在线化按照速度和程度两个维度来分析教培机构的“在线化”（图表 17），素质教育虽然发展速度较慢，但在线化形式可能会 K12 学科教育更加丰富。这主要基于素质教育的三大特征：

- ▶ **教学互动性需求高，交互形态丰富。**K12 学科辅导以主讲老师“教”为主，通常在直播形式下即可以满足学生上课需求。但是素质教育对于师生间的互动和学生参与需求更高，因此对于在线模式的交互性要求更高。例如美术教学时要求直播画面高色彩还原度和高清晰度、音乐教育要求摄像头能够实时跟踪学员的指法、低龄 AI 课需要通过游戏和闯关模式呈现教学内容。
- ▶ **教学内容难度相对较低，技术可操作性空间大。**素质教育需求更多集中在低龄启蒙阶段和兴趣入门级别，因此在教学内容难度和互动逻辑相对简单，AI 等在线技术在素质教育科目上教研难度低。随着科目难度增加以及学生思维不断丰富和成熟，对于技术和教学结合的教研难度也会更高。对于当前 AI 等技术的初期水平来说，内容转化存在一定难度。
- ▶ **评价体系非标，需要依托数据呈现教学效果。**素质教育不同于应试倾向的传统学科教育，家长对于学科教育产品可以根据学生考试成绩进行判断，而素质教育内容具有非标化和个性化的特征。家长难以量化孩子的教学效果，因此在线教育机构更加注重在线技术和数据化的应用，通过结构化的数据来显示孩子的阶段性学习路径。例如瓜瓜龙等产品在会形成学习报告记录每节课孩子的发音，家长可以随时查看孩子的发音对比及对应的系统打分。

图表 17：素质教育在线化速度慢但在线化程度深



资料来源：中金公司研究部

可行性：AI课、小班、一对一多模式满足用户细分需求

AI模式千军进发，实现机构与用户的双赢

2017年，猿辅导旗下斑马英语率先在启蒙领域打出“AI课”的概念，并逐步打造出英语、思维和语文为一体的产品矩阵。截止2020年底，斑马AI课系统课用户已超过150万，覆盖全国400+城市。2020年，随着头部素质教育机构课程和教研体系逐步成熟以及疫情下在线教育需求规模的提升，各家借机切入AI课模式，完善产品链。针对学前教育的阶段，火花思维推出小火花AI课、掌门教育推出小狸AI课、作业帮推出鸭鸭AI课，美术宝上线小熊美术AI课、画啦啦推出咕比AI课等。而K12和成人阶段的教学也开始尝试AI课的应用，例如松鼠AI课以及字节跳动旗下成人英语AI课“开言简单学”等。

低成本实现快速规模化，机器学习实现分层教学。我们认为AI互动课成为素质教育机构的“标配”主要在两点原因：**1）成本产出比可观，突破师资产能限制，实现快速规模化。**从价格来看，AI课单价远低于真人直播课。以火花思维为例，AI互动课大约50元/小时（根据课时换算），小班课大概在130元/小时。课时单价低主要因为AI课制作完成后可以无限反复使用，边际成本随着用户规模的扩大逐渐趋零。同时，AI课能帮助机构解决师资产能问题以及师资层次不齐带来的教学效果不稳定的问题，大幅提高排班量。因此，AI课能够帮助机构触达更多用户，通过高性价比迅速实现规模化。**2）实现分层教学和产品迭代。**AI课上可以根据学生不同的答案反馈和学习水平提供不同难度的习题；同时，随着用户规模的增长和学习数据的积累，AI可以通过算法、图论以及推断统计学等手段得到更精准的用户和课程分析，反哺于课程优化和产品迭代。

我们认为AI教育适合两类学生群体：1）趣味性需求较强的学前用户。低幼阶段儿童认知的范围和深度差异性不大，教学内容相对简单，交互逻辑单一，所以AI产品的教研难度相对较低；另一方面，早教的家长最看重的是如何提高孩子自主学习的兴趣，培养简单的逻辑思维。而AI课内容大多以动画片的形式引入，采用沉浸式教学，将知识点嵌入相对应的游戏和闯关模式中，从而提高孩子的兴趣和激发孩子的积极性。根据核桃编程公布的数据，2018年以录播模式为主的课程平均完课率为52%，2019年在切换AI互动课之后平均完课率上升至84%。**2）需要通过反复练习、实时反馈进行训练的学生群体：**

在教学环节中，如果“重练习，轻教学”，则使用 AI 能够实现低成本下进行精准评价反馈的需求。比如在语言学习中更需要一个高频练习的环境，AI 可以实现实时反馈、纠错、个性化定制，进一步提升用户体验和学习效率。葡萄英语会涉及“good、try again、close”的三级话术针对发音的精准度进行相应的反馈和引导。在音乐和美术的学习中，由于“知识点”较为固定、学习进度稳定，学生大量时间用于练习，真人陪练和指导单价高、陪练频率较低，AI 模式下如 VIP 陪练等产品在成本和精准性方面都要优于真人陪练。

AI 技术未来想象力大，真正塑造以学生为中心的学习模式。1) AI 应用领先，基础算法有待提高。在移动互联网和安防产业的推动下，人工智能在中国落地速度领先美国，但在基础算法方面落后明显（见中金报告《数字经济核心层：“AI+5G”是数字经济时代通用技术平台》）。尤其是教育行业，相应的技术和数据积累仍在初步发展阶段。2) AI 在教育层面的应用想象空间较大。根据德勤研究对智适应学习智能等级考核，目前诸多应用公司还未达到 AI 的最佳实践效果。例如猿辅导以及作业帮的工具类产品仍处于简单规则的初级阶段，大部分 AI 课当前仍是“半录播+半自动化”的“弱 AI”模式。但是随着用户规模的增加以及 AI 教学互动数据的积累，AI 机器学习也会变得越来越精确，从而应用到更深的层面。

图表 18：智适应教学智能程度等级

智适应级别	级别名称	级别名称	例子	等级
Level 0	基于难度等级的智适应学习	根据固定测试判断学生能力水平，系统根据学生能力级别，按事先定制的能力匹配，通过设计难度递增的课程，完成课程推送。	Khan Academy	初级
Level 1	基于简单规则和工具自动化的智适应学习	基于规则的智适应学习，其本质是决策树，判断学生的某种行为是否正确，从而完成题目和作业推送。在工具和测评层面使用人工智能（拍照答题，自动阅卷等），提高任务环节的效率和。	作业帮，猿辅导	初级
Level 2	基于项目反应理论模型模型的智适应测试	以 IRT 为基础的测评体系实时推荐，当学生完成得好的时候就加大挑战难度，当学生完成的有问题时，就相应减少难度，达到高效率的测试效果。	GRE, ACT	中级
Level 3	基于知识网络和概率模型的智适应学习	系统在整个知识图谱体系里析，应用知识空间理论（Education Data Mining）或贝叶斯知识追踪(Bayesian knowledge tracing)通过学生做题情况，推断知识点的掌握程度，相应调整学生实时学习路径，推荐优化的学习任务。重心在于知识点相关联形成的知识图谱的建立和针对任务的自然语言处理（Natural Language Processing）对话。	ALEKS, Cognitive Tutor, Knewton	中级
Level 4	基于多维度学习元素，能力目标和细分知识图谱的智适应学习	考虑多维度的学习元素（情感因素、学习兴趣和积极性、能动性、注意力等Multimodal Integrated Behavioral Analysis因素），增加深度学习方法，不仅采纳知识图谱，而且应用细分思想方法、能力、方法（MCM体系）的智适应学习。	IBM Watson, 义学教育—松鼠AI	中高级
Level 5	基于增强学习和遗传算法，把认知科学和深度学习相结合的智适应学习	真正AI级别的智适应学习，基于Human-in-the-loop，模拟学生和模拟学生人机对抗模型进行增强学习（RL）和遗传算法（Genetic algorithm）生成教学策略；符号推理，认知科学和深度学习相结合，综合个体学习和集体学习（Problem-Based Learning），形成场景植入和学习同伴能力的智适应学习，在学习知识的前提下，进一步培养知识体系、学习能力、学习习惯和创造力等整体学习水平。		高级

资料来源：德勤研究《揭秘智适应学习的背后原理》，中金公司研究部

小班 UE 模型最优，一对一模式高度满足个性化教学。

小班 UE 模型最为健康，重运营慢规模。根据单位经济模型（Unit Economic model, UE，即单笔利润=客单价-师资成本-营销费用-渠道成本），我们认为小班模式是目前在教学效果和盈利能力中最能够达到平衡的模式。（见报告《在线教育系列之二：抽丝剥茧，详解在线 K12 教培经济模型》）。

1) 从教学效果来看，小班互动与监督性较强。素质教育的小班大多是 6-8 人的班型，同时具有“三固定”的特性（固定学伴、固定时间、固定老师）。这种模式下老师能够关注到每个学生的表现，能够改善低龄用户在线学习时自制力较差的问题；同时增加了学伴之间互动的体验，更利于提高学生积极性和学习效果。因此与 AI 课相比（每用户年平均收入约 2,000-3,000 元），小班模式客单价更高，每用户年平均收入约 7,000-8,000 元左右。

2) 从成本费用来看，小班“三固定”的属性对于运营管理和师资供应链要求较高，规模

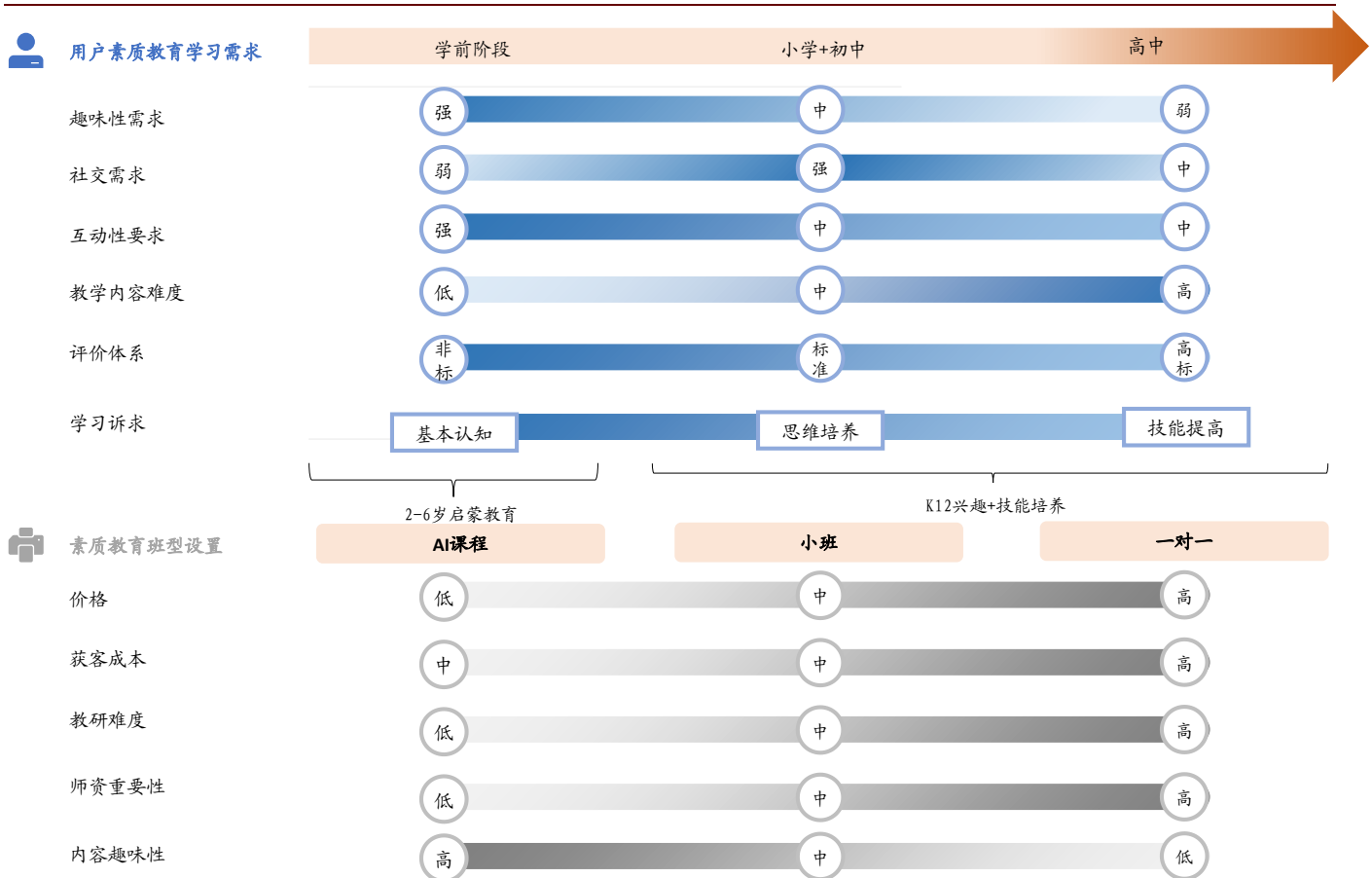
化较慢。小班模式需要配备相当数量的、合格的主讲老师，以及具备组建教研团队的能力，这一点也提高了在线小班模式的准入门槛，有助于已有玩家构筑其经营壁垒。但由于需要根据学生水平进行分层和老师排班，运营难度较大，因此规模化的速度远低于大班和AI课模式。长远来看，由于教学体验更优，一旦小班模式的首单UE为正，则理论上讲可以依靠较高的续报率和转介绍率维持长期增长。2020年小班课模式为主的豌豆思维、鲸鱼外教培优对外宣布“首单UE为正”，也意味着小班课模式基本得到市场的验证。

一对一高品质差异化教学，教师与获客成本较高。从机构战略和教学效果来看，一对一模式的优势在于：1) 高品质打造差异化教学。一对一的辅导能够高度满足用户个性化的教学需求，在产品同质化严重的行业背景下不至于被淹没；2) 运营难度低，有利于机构初期快速入场。一对一的运营来说不存在排班的难点，在机构成立初期用户体量较少时能够快速且高质量地切入赛道。从我们测算的UE模型对比来看，根据我们测算，一对一模式下主讲老师成本和获客成本各占40%，可能拖累单模型下的营业利润率，但是由于收入端每定价较高，因此从用户生命周期价值（LTV）模型下来看增长空间较大。为了解决获客成本问题，部分素质教育机构同时布局了小班课和一对一，从小班中筛选出高端需求的用户引入一对一教学，不仅能够满足学生个性化的教学需求，同时通过转化获客，降低获客成本，提高单笔UE。

多产品矩阵实现用户需求精细化分层

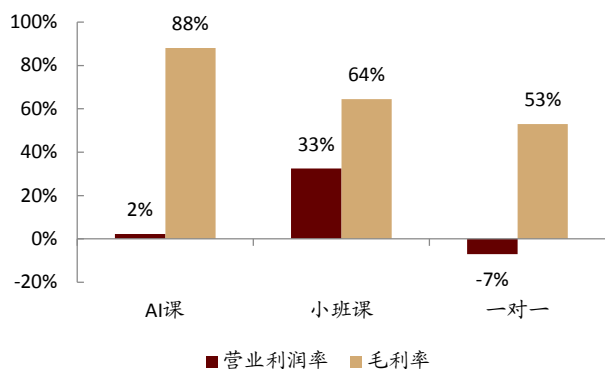
由于素质教育用户横跨学前至K12阶段，不同学段的用户需求侧重和教学内容深度有所不同，我们认为丰富产品矩阵以形成不同模式之间的导流有利于公司满足不同学段的用户需求，从而实现用户的精细化分层。目前市场上的在线素质教育产品形态主要集中在AI、小班和一对一模式。我们认为不同产品形态的选择需要与不同年龄段学生的需求特征相互对应，以达到最好的教学效果。

图表 19：用户需求特征和班型特征的匹配示意图



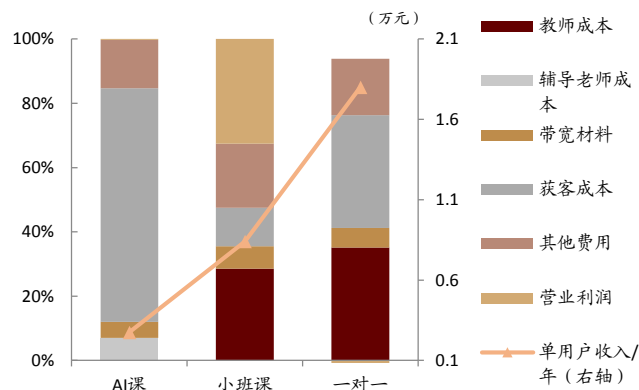
资料来源：中金公司研究部

图表 20：各班型毛利率与营业利润率对比



注：基于我们对行业平均水平的估算，与具体公司数据或有出入
资料来源：中金公司研究部

图表 21：各班型成本费用拆分



注：基于我们对行业平均水平的估算，与具体公司数据或有出入
资料来源：中金公司研究部

► 案例分析：火花思维

以真人小班教学为主打，AI 协同作用实现多人个性化教学。火花思维主打真人小班教学，目前已经推出数理思维和大语文的科目。从教学效果来看，真人小班课“三固定”的模式，不仅能实现“寓教于乐”还能通过学伴之间的互动增强孩子共同学习的乐趣，同时由于真人老师辅导下课程内容能够相对深入，真正起到思维训练的作用。为了解决小班运营和排课难度较高，火花思维经过系统的内容研发，在业界首次推出“专题化”教学模式：每 4 节课一个专题，每个专题重点讲一个思维方法在多个场景中的应用，更加符合儿童教育“最近发展区”理论；同时每个月的排课以专题为主线，能够满足家长不同时间点的报课需求。从技术层面来看，小班的产品中也应用了 AI 技术提升个性化教学水平。比如授课过程中系统会自动收集孩子每步操作的数据，AI 会根据不同孩子的学习水平进行了内容难度分层。因此同一课堂上的 6 个孩子们在互动式答题时会收到不同的题目，以此来实现多人环境下的个性化教学。

AI 有利于扩大用户触达范围，起到认知启蒙的作用。在 2020 年火花思维推出针对更低龄儿童的“小火花 AI 课”，目前覆盖科目包括数学和英语。AI 课程趣味和游戏互动性更高、课程体系相对简单，更适合 3-5 岁孩子进行启蒙认知。同时 AI 课定价较低，能够向价格敏感度更高的家庭同样输出优质教育资源，进一步扩大用户触达范围。

► 案例分析：美术宝

多模式布局，实现用户需求的无缝衔接。美术宝目前旗下有 AI 课、小班课和美术宝一对一。多模式的布局有利于实现用户需求升级的无缝衔接，同时降低单用户获客成本。

1) 内容的系统性可以保证用户在不同班型下顺利进行切换。小熊美术 AI 课主要覆盖 3-8 岁的低年龄段人群，小班和一对一对应 4-12 岁的教学。AI 课分为 S1-S3 阶段，在 S2-S3 阶段的孩子可以跟美术宝小班课的用户群（5-12 岁）无缝衔接。

2) 价格差异设置对用户进行分层。美术宝的 AI 和小班课收费水平接近，有利于实现产品的内部转化，家长不会在 AI 转小班课时产生太大价格落差。但一对一价格约是小班课的两倍，以保证为教学要求更高的用户提供差异性服务。

3) 建立师资池，构建教师发展路径。从师资培养体系来看，小班和一对一模式间可以进行教师的导流，有利于形成教师自身培养路径，发挥优秀师资作用，保持机构师资供应链优势。

图表 22：火花思维主打小班课，AI 为辅

班型		
目前覆盖科目	数学、英语	数学、语文
学生覆盖范围	3岁到6岁	3岁到12岁
每节课时长	15分钟	35分钟
正价课价格	14元/课时	150元/课时
分层教学	课程内容分为3个级别	共设置9个级别内容，当前数学已开发7各级别，语文拓展至6个级别

注：价格不包含折扣率

资料来源：公司官网，中金公司研究部

图表 23：美术宝 AI、一对一、小班课全覆盖

班型			
		用画画认识世界	在线少儿美术
学生覆盖范围	3岁到8岁	5岁到12岁	4岁到12岁
每节课时长	15-20分钟	60分钟	60分钟
正价课价格	19元/课时	50元/课时	130元/课时
分层教学	教学内容设置为3个级别，依次侧重感受与触动、认知与联想、创意与表达。	以主题课进行课程学习，设计了8级全学龄螺旋进阶美术知识体系。	课程共包含6各科目创意绘画、油画、国画、动漫、彩铅、素描，从易到难分为6个级别，强调技巧性。

注：价格不包含折扣率

资料来源：公司官网，中金公司研究部

如何筛选优质素质教育企业？

由于市场规模空间大、在线模式加持，越来越多的教育机构“跑步入场”，行业仍处于进入门槛较低的发展红利期。面对越来越多的参与者，投资者应该如何从哪些角度筛选优质素质教育企业？我们认为技术与教学的融合程度、师资运营体系以及招生能力三大方面将为优质素质教育企业筑造“护城河”。

实现技术与教育的深度结合，打造优质的供应链

提高技术在教学中的服务作用，大数据加速产品迭代

相比 K12 学科教育，素质教育的技术门槛更高。由于素质教育用户对于互动性要求更高、个性化程度更加明显，与标准化程度较高的 K12 学科教育相比，技术在素质教育教学过程中的应用水平更高。例如，音乐陪练不仅需要稳定的视频直播还需要听音辨位的技术，以及对于学生指法、坐姿等心态方面的识别；在美术学习中也对师生双方的图像清晰度、色彩还原度以及透视等有较高的要求。而目前市场上 TOB 端的平台和系统多为 K12 学科辅导直播提供，针对素质教育特征而设计的平台较少。因此素质教育机构更多需要依靠于自研的技术，比如美术宝自研了 Art Class 互动课堂平台，并且通过专利摄像头和 AI 算法，对实时视频进行镜头矫正，来解决移动设备终端在教学直播场景中产生的透视、变形等问题。而在线音乐教育如 VIP 陪练也通过自主研发摄像头来优化可视范围，解决定位学生的指法等细节问题等。

大数据实现教学结果的显化，快速迭代升级产品。素质教育弱化“成绩”结果而注重学习过程体验，但是作为付费用户的家长很难去感知孩子的教学效果。大数据可以通过结构化的形式呈现出教学过程。例如 VIP 陪练中家长可以看到孩子的练习频次和错误率报告；美术宝给学员提供可分享和随时查看的课后点评、作品装裱和分享等大量课后服务，让家长看到孩子知识图谱的完善过程、成长路径。同时，随着用户体量的增大和数据的积累，大数据分析可以更加精确的捕捉用户痛点和需求，加速产品的迭代升级，解决线下素质教育课程体系化较弱的问题。

技术是教研能力的外化，内容细节体现教研高度

技术和内容深度结合的能力才是真正的竞争优势。虽然对于技术要求高，但是目前 AI 相关技术包括机器阅读理解、语音识别、手写识别、图像识别等仍处于早期形态，短期内各机构的技术水平并不会产生差异化的竞争优势，**真正可以形成各个机构竞争壁垒的是如何将技术与教育形成更好的正反馈效应。**大数据技术赋能强调的是让数据真正在各个教学环节中流动起来，在教学过程中收集收据，通过有组织化的流程再造从而反哺教研，驱动教学业务的优化。我们认为技术与教学的融合主要可以体现在两个方面：

技术是媒介，教研为核心。以 AI 课程的推出为例，除了人工智能技术条件成熟改善了录播课缺乏互动的问题，更是教培机构教研效果的外化表现。AI 的教研一方面是基于前期在真人直播课体系下所积累的教研结果，同时还需要包括故事脚本、美工、游戏设置等多个环节共同打磨。根据多知网信息，火花思维的每一节课都需要 28 道工序，几十人的团队要花费 5 周左右的时间，背后是将近 500 个研发场景和数百名教研团队的支持；有道阅读 15 分钟左右的视频至少要拍摄一个星期；洋葱数学一个 6 分钟视频的周期要以平均两个月来计算。

内容设计体现教研高度。素质教育的学习范围要远远比学科教育宽泛，尤其在学前和小学阶段对于孩子的认知具有塑造性的影响，家长对于教育内容的质量越来越重视。例如火花思维在数学学习中，会在故事里蕴含很多生活常识和价值观（例如不伤害小动物、独自外出警惕陌生人等），并且随着年龄增加而进阶。这样的课堂不仅能够建立学科思维，更是在家庭教育方面得到了家长的高度认可。

图表 24：豌豆思维自研六步法



资料来源：公司官网，中金公司研究部

完善的师资培养体系，优化考核与激励机制

素质教育对师资供应的需求较高，主要由于：1）素质教育教师需要具备多方面能力。素质教育老师不仅需要具备相应的专业能力，例如音乐、美术等，同时由于低龄用户居多且教学需求以激发学生兴趣为主，教师性格和沟通能力也是素质教育老师考核的重点。2）教师需求体量较大。从素质教育产品形态来看，班型以小班课和一对一为主，同时由于授课周期没有学期的概念，随时招新和开班，低师生比和高排班量对于老师数量规模有很高的要求。

我们认为优质素质教育机构在师资管理方面的共性是：1）建立可持续的师资供应链；2）完善师资培训的体系化；3）建立相应的激励机制，提高教师留存率。

- **火花思维：招聘标准高，培训流程系统化。**根据多知网信息，截止 2020 年底火花思维在北京、上海、成都、武汉、西安、济南、郑州七个城市设有教师基地，师资团队超过 4000 人。火花思维大量招聘应届本科毕业，并且设立了 7 重面试关卡，仅录取 5% 的优质老师。在培训方面，教研团队借助数据反馈和课程实践，总结出教学效果最优的引导方法，形成在线化的培训系统。新老师可以通过在线系统快速进行自我学习和备课，上线前需要通过 AI 模拟课堂和真人试听听课等 8 次试讲才能够为学生呈现优质课堂，一般在一个月就可以完成培训流程。在培养理念上，火花思维着重培养老师对儿童认知过程的理解，有专门的心理团队进行指导。

考核满意率，打造老师成长路径。火花思维主张只考核满意率来降低老师对销售层面的压力，专注于教学本身和孩子交流上。在考核时，火花会结合家长学生的反馈、AI 系统对于课程表现的自动打分以及课评组的主观评分进行综合反馈，并且课评组会从视频课程里挑出可提升的地方，及时提醒老师进行优化。老师自身的成长性与教师的留存率息息相关。火花为教师设立了分级化的成长路径，随着级别的提高，排课量和薪酬也会不断增加。因此教师在工作中获得的成就感也能够进一步提高其工作的积极性。

- ▶ **美术宝：师资池庞大，培训考核严格，建立管理体系。**从师资供应链来看，美术宝由于以依靠社区起价，积累了大量高考美术毕业生的流量，从而为少儿美术业务提供了潜在师资池。从培训来看，美术宝教师的培训周期可以分为四个阶段：1）自我学习阶段，通过候选老师会通过在线方式进行学习和自助在线考试；2）新兵实训阶段，实训时会向候选老师进行模拟训练；3）通过免费课进行实操，经过培训和模拟训练的老师会通过免费课来真正教授学生，并且课堂会通过 AI 进行流程监督以及收集学生家长反馈，在达到考核标准后才能真正出营上正课。在日常授课管理中，美术宝建立了比较综合性的平台比如 AI 智能监课、教师成长中心、教学题库、教师活动平台等，能够清晰的记录教师成长、分级、薪酬、课消等管理。

转介绍体现口碑与品牌效应

素质教育家长决策过程简单，转介绍效果佳。在众多素质教育产品中我们发现“转介绍”获客尤为有效，例如火花思维表示其 85% 的学员来自于转介绍¹¹、美术宝一对一¹²转介绍超过 60%。如我们在前文提到的，由于素质教育家长对于“成绩”结果要求相对较低，更看重产品对孩子的吸引力，因此其决策过程较为简单。同时，由于素质教育非标性和难以量化的特征，家长会更加依赖于转介绍中所体现的口碑和品牌效应。

提升转介绍率依靠转介绍体系的设置以及产品和服务的优化。转介绍是基于为老用户提供优质教学体验的前提下，通过用户分享和邀请的动作以及后续试听服务等完成新用户的转化。基于对市场上素质教育产品中“转介绍”的环节拆分，我们认为影响转介绍的效果主要有三个因素：

- ▶ **学习效果外化，提高用户分享意愿。**转介绍的第一步是激励老用户的分享意愿。由于素质教育难以量化，机构需要通过阶段性的结果来让家长感受到孩子的学习的过程。例如斑马 AI 课有每周学习周报；美术宝通过“装帧”孩子的作品，将孩子上课的成果做成附有二维码的海报，家长在看到孩子作品从无到有的成长路径后分享和展示的意愿也会提高，这样效果外化大大提升了家长“邀请”的积极性。
- ▶ **提供优质产品和服务，提高新用户转化率。**做转介绍前提是基于一定的用户量和优质的服务，真正以用户为中心才能形成口碑的发酵。如火花思维将所有用户沉淀在自有 APP 中，家长无需添加辅导老师微信，辅导老师相互之间也能在自有 APP 内形成协作，保证家长随时得到答疑。核桃编程提出“一小时高效解答问题、一天内完成学员作品批改、一星期一次专业系统培训考核以及一个月一次定期回访”的“四个一”行动，在课后服务层面得到了一致的好评。
- ▶ **设立奖励阶梯，建立老用户和新用户的联系。**转介绍的效果也基于分享的频次，其核心方法是对老用户和新用户的行为深度进行划分。例如，豌豆思维把用户使用产品的流程分成注册、预约试听、成交等几个部分，根据新用户行为的深度也会老用户进行“返现”、“获得教辅材料”等相应的奖励，进一步维护老用户的权益。

¹¹ <https://www.36kr.com/p/853619190716807>

¹² <https://36kr.com/p/1022003773358856>

图表 25：转介绍流程示意图



资料来源：斑马AI课APP，中金公司研究部

优质素质教育企业如何拓宽版图？

素质教育行业一直以来较为分散，一个优质的素质教育企业在可观的市场规模中如何获取更大的“蛋糕”、聚拢需求是我们未来需要观察和思考的问题。我们认为素质教育企业未来成长空间和可持续性体现在：1）根据产品之间的关联性，打造跨品类产品矩阵，优化单客模型，但同时扩科的速度也十分考验机构中台的运营能力和组织能力；2）扩学段的方式拉长用户 LTV 价值，这就要求机构从年龄和能力的双维度构建课程体系，帮助用户实现学习的进阶；3）在线模式突破了地域的限制，为产品出海和地域下沉带来发展机会；4）由于素质教育企业互动和指导需求较高，OMO 模式仍是探索方向，通过有效结合线上数据化能力和线下情感交流丰富的优势，提供以学生为中心的产品服务。

丰富产品组合：扩品类、扩学段实现全客群覆盖

素质教育受众年龄跨度长且教学种类丰富，因此在线素质教育有很强的成长空间和可持续性。目前素质教育细分赛道里的小巨头们已经开始从**品类和学段**两个维度进行拓展，从而提高单个用户的 LTV 价值，优化单客模型，并希望形成不同品类之间和学段下的相互导流。

- **跨品类横向扩科优化单客模型**：根据素质教育消费者调研，每个学生平均会学 2.2 门素质教育的课程。因此在初始用户积累的情况下，扩科可以提高单客户的报课数，客户消费金额大幅上升，但获客成本增加相对有限，因而带来单客盈利模型的优化和内部转化。**从扩科的路径来看，可以选择内部孵化或者外部收购。**例如火花思维最初以数学思维直播课为主打，2019 年和 2020 年相继推出大语文课程和英语课；以少儿英语为名的 VIPKID 推出面向 5-10 岁儿童的数学思维课程；掌门少儿宣布新增语文思维科目；而豌豆思维（数学思维品牌）宣布与魔力耳朵（少儿英语品牌）合并。

扩科过程中对于素质教育企业运营能力和教研有着较大的考验。不管是内部孵化还是外部收购，扩科的效率依赖于机构自身能力运营和组织能力。例如，如何快速搭建新的团队进行不同品类的教研？不同科目之间如果形成联动和相互引流的效应？收购合并后的两方产品和 IP 形象如何形成统一的品牌效应？**能够快速且成功扩科，我们认为机构需要：1）具备标准化的中台产品。**例如火花思维建立了课件中台和培训中台，形成了一套产品化得 SOP 流程，对于扩科过程中可能会遇到的困难点，包括团队如何搭建、一个课程体系的周期如何设计等都有较为清晰的流程梳理。**2）选择合适的扩科的方式。**例如火花思维在扩科至语文时选择了真人小班模式，而基于英语在低龄阶段营造沉浸式语感环境尤为重要，则优先选择了 AI 课的模式。

- **跨学段纵向拉长用户生命周期价值**：素质教育用户年龄横跨学前早教至 K12，因此具有提高用户生命周期价值的空间，未来教研方面如何做好学段之间的衔接，可能成为素质教育机构筑造竞争壁垒的主要方向。**1）从学科类素质教育来看，学科思维的培养为 K12 传统应试教育打造“底层基础”。**应试教育更多侧重的是对具体知识掌握情况的考察，而素质学科教育是对底层思维和兴趣的培养，提升学生的思考能力和创造力。虽然教学的侧重点不一样，但是由于孩子在素质教育课程下已经具备了基本的逻辑思维，培养了学习的主动性，对于更加系统性的考点也能运用自如。例如火花思维扩学段战略也一直在推进，数理思维已经拓展至 L7（9-11 岁）及语文直播课扩至 L6（8-10 岁）。**2）从兴趣类素质教育来看，随着对于技能学习的深化也会出现“应试”的成分，**比如艺考中对音乐和美术的考核、2019 年教育部公示了 7 项面向中小学生开展的编程相关的全国竞赛活动。美术宝在不同学段对美育产业链进行了全面覆盖，针对需要更强技术性培养的用户可以从小班转为一对一模式，同时旗下社区产品美术宝艺考也为艺考群体提供服务，丰富的产品体系让美术宝得以触及到更多层面的用户。

构建年龄和能力双维度的课程体系。在扩学段的过程中，对不同年龄段的学习诉求需要进行区分。例如火花思维在各个科目制造了详细的分龄体系，其中 L1-L3 针对

幼儿园阶段，L4-L8 分别针对小学一到六年级；在难度层面，例如语文针对不同级别的同一模块提出了不同的学习：幼儿园阶段注重培养简单的表达和基本逻辑，在小学阶段加强了对于识字、阅读以及写作的指导等。

图表 26：核桃编程级别分类

	认知阶段 图形化编程			理解阶段 Python人工智能语言			运用阶段 信息学竞赛		
等级	V1	V2	V3	V4	V5	V6	V7	V8	V9
内容	图形化编程 初级	图形化编程 中级	图形化编程 高级	Python入门	Python进阶	Python挑战	特色C++	信息竞赛基础	信息竞赛进阶
建议年龄	6岁+	7岁+	8岁+	9岁+	10岁+	10岁+	10岁+	12岁+	12岁+
学习重点	游戏设计 编程核心概念	项目实践 应用编程	算法基础 编程进阶	代码入门 打好编程基础	项目训练 应用知识	综合算法 解决问题	深入学习 代码语言	信息学竞赛 打基础	算法深入 建立模型
能力达成	培养编程兴趣，解决问题的计算机思维，锻炼逻辑能力，激发创造力，提高沟通表达的能力			学习人工智能语言Python，培养对技术的自信和自主学习能力，挑战思维能力			深入学习算法，解决经典难题，培养抽象思维和建模能力，为孩子的升学助力		

资料来源：公司官网，中金公司研究部

图表 27：火花思维数学模块分类

L1		L2		L3		L4		L5		L6		L7		L8		L9	
思维培养				抽象思维, 转化思维, 逆向思维													
知识培养	数感运用			我们会深入探讨数量关系, 在操作和探索中理解百分关系、不等关系、加减逆关系、转化推理、加减巧算、数列规律等。													
	图形空间			我们会从二维扩展到三维, 从认知图形的本质结构到感知图形之间的比例关系; 从图形组合到图形分割; 一步步探索平面图形的基本特征; 从立体图形搭建到培养立体空间三视图; 从图形变换到三维变换, 在操作中建构立体空间。													
	逻辑关系			我们会学到多种逻辑思考方法和策略, 学到分类、组合、周期、类比、递推、代换、逻辑推理、条件排除等推理过程。													
	生活应用			我们会学到分数、小数、整数、百分数在生活现实中的应用, 同时还有图形列题、图文应用题等生活场景的数学化表达, 还会学到排列、钱币等蕴含丰富数量关系的生活问题。													
益智游戏				我们会学到空间与图形、基础图形、图形推理、数字对应游戏、策略与推理游戏、数字华容道等适合5-6岁儿童的益智游戏。在游戏化场景中培养孩子的数学思维方法和提升迁移应用能力。													
习惯培养				敢于提问													
社会目标				夯实思维基础													
能力培养				推理能力, 抽象能力, 运算能力													

资料来源：公司官网，中金公司研究部

扩大地域版图：产品出海、地域下沉

在线素质教育“扬帆出海”。素质教育与学科教育相比的一大优势在于没有本地化教学内容的限制，而在线模式又进一步突破了教学场景的局限。海外市场成为素质教育品牌拓宽地域发展的一条路径。一方面，海外华人家庭对于优质教育产品支付意愿高，而相比之下国内在线素质教育课程价格又远低于海外线下课程的价格；另一方面，海外华人群体较为聚集，家长之间转介绍的概率更大。例如美术宝 2019 年成立了相应的海外事业部，专门负责海外的投放与服务。疫情期间美术宝海外业绩提速，2020 年 3 月海外业务增速达 150%。在线音乐教育品牌 VIP 陪练为了让海外用户约课更加便捷，专门针对“海外订课时差”问题进行了功能升级，海外用户订课时可直接按照所在地时间进行换算。截至 2020 年 12 月，其 270 万学员中 20% 为海外学员，遍布了全球 168 个国家和地区。

攻向下沉城市也是头部机构当下的战略之一。素质教育需求主要集中在一二线城市，低线城市由于优质供给不足且昂贵，对素质教育的认知尚浅，需求还未显露。但是不少机构已经开始通过 AI 互动课做下沉裂变。这主要由于 AI 互动课突破了师资产能的限制能够快速输出优质公司，同时较为低价的水平也符合下沉市场的支付水平。编程猫 2020 年 11 月融资时公布，其三四线城市用户数量占比已经达到 50%。

线上线下融合：OMO 仍是未来重要探索方向

线下教育提供的情感交流不可替代。在线 K12 学科教育赛道已经认识到线下的一些需求是无法被替代的（参考《在线教育系列之一：教培行业竞争深化，OMO 模式带来新增量》）。我们认为对于互动需求更强的素质教育来说，OMO 也将成为在线素质教育机构探索的主要方向。例如学生在书法、美术学习中，除了了解步骤，也需要对于笔法或者握力有更直接的感知。舞蹈和体育教学中示范性教学以及重复操作的动作指导可以放在在线平台，而更多互动以及情感交流的部分需要线下场景来建立。

- **编程猫：OMO 的落地主要体现在获客和服务上。**1) “百城千店”计划深入下沉市场。2019 年编程猫启动了百城千店计划，通过线下开合作校的方式进一步下沉到三四线城市。截止 2020 年 7 月，编程猫的线下门店已超过 600 家，形成了线上和线下相融

合的 OMO 生态。对于合作的线下店，编程猫从平台搭建、课程体系设置、管理培训等多个维度为线下合作机构提供支持；2)进入公立校，加速校内学科教育的建设。由于编程逐渐被纳入学科教育的范围，编程猫也专门为公立教育设计了整体解决方案，通过提供课程、教材、教育平台等一系列在线产品，为合作公立校提供教师培训服务、协助公立学校全面开展编程教育。截止 2020 年 7 月编程猫已经进驻 13,000 多所公立校。

- **动因体育：**体育教育并不适合将所有环节都线上化，动因体育将整个运营流程拆分之后进行有选择的线上化。例如运营环节中，动因体育把用户报名、续费、投诉等环节全部线上化，同时在线化的还有排课系统，这样不仅可控性更高，对于师资和场馆的运营效率也有所提高。在教学环节的教、学、练、测、评中动因体育把学、练和体能三部分打造成线上课程，目前动因课程线上环节占整体的 20%-30%。

投资建议：关注布局素质教育的头部教培企业和深耕细分赛道优质素质教育公司

我们认为素质教育目前仍是一个增量市场。短期来看，素质教育处在行业本身的红利期，进入门槛相对较低，供给将不断增加。长期来看，优质机构基于技术与教育的深度融合、以用户为中心的服务和组织化的运营能够打造品牌壁垒。我们推荐：具有头部品牌效应且布局素质教育赛道的教培机构，如好未来、新东方、有道；同时我们建议关注深耕素质教育细分赛道且具有扩科或者扩学段能力的素质教育机构，如猿辅导（斑马 AI 课，非上市）、火花思维（非上市）、编程猫（非上市）、美术宝（非上市）等。

图表 28：可比公司估值表

股票代码	公司名称	财报货币	交易货币	目标价	收盘价 02-26	评级	市值（百 万美元）	市盈率			EV/EBITDA		
								2020A/E	2021E	2022E	2020A/E	2021E	2022E
002607.SZ	中公教育*	CNY	CNY	46.00	32.58	跑赢行业	31,004	79.5	60.3	45.1	56.3	43.9	33.5
00667.HK	中国东方教育*	CNY	HKD	20.00	17.46	跑赢行业	4,944	47.2	36.4	28.6	17.9	13.7	10.5
01797.HK	新东方在线*	CNY	HKD	40.80	21.70	跑赢行业	2,796	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
00839.HK	中教控股*	CNY	HKD	18.00	14.42	跑赢行业	4,224	39.1	22.8	18.7	21.1	13.9	11.4
01765.HK	希望教育*	CNY	HKD	3.60	2.65	跑赢行业	2,491	35.4	22.5	19.4	16.0	12.5	11.1
02001.HK	新高教集团*	CNY	HKD	7.40	4.63	跑赢行业	946	13.9	11.7	9.4	9.0	7.4	6.4
01569.HK	民生教育*	CNY	HKD	2.40	1.50	跑赢行业	815	12.8	11.0	10.3	7.0	6.4	7.3
06169.HK	宇华教育*	CNY	HKD	8.20	6.42	中性	2,777	90.5	16.3	13.6	24.4	10.1	8.6
06068.HK	睿见教育	CNY	HKD	n.a.	3.75	n.a.	1,053	12.5	10.6	9.3	11.9	9.1	7.8
01890.HK	中国科培	CNY	HKD	n.a.	5.35	n.a.	1,390	16.8	14.9	11.7	10.9	12.1	9.5
EDU.US	新东方*	USD	USD	195.00	177.62	跑赢行业	29,998	58.5	72.1	38.3	54.5	87.6	35.3
TAL.US	好未来*	USD	USD	88.00	77.54	跑赢行业	46,549	166.6	542.5	54.4	212.7	N.M.	60.4
DAO.US	有道*	CNY	USD	46.00	32.01	跑赢行业	3,969	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
GSX.US	跟谁学	CNY	USD	n.a.	102.85	n.a.	26,190	N.M.	N.M.	N.M.	95.1	N.M.	N.M.

注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；其余使用市场一致预期

资料来源：万得资讯、彭博资讯、公司公告、中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

截至本报告发布日前十二个月内，中金公司或其关联机构为以下公司提供过投资银行服务：民生教育-H、有道-US、好未来-US、新东方在线-H。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：赵静

中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街1号国贸写字楼2座28层 | 邮编: 100004

电话: (+86-10) 6505 1166

传真: (+86-10) 6505 1156

美国

CICC US Securities, Inc

32th Floor, 280 Park Avenue

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

英国

China International Capital Corporation (UK) Limited

25th Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

新加坡

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

香港

中国国际金融（香港）有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市福田区益田路5033号

平安金融中心72层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229

