

如何看待中国教培市场未来供需走向？

社会服务

推荐 (维持)

核心观点：

- **日韩教培监管政策变化，对供需影响几何？** 1) 韩国：受特定政治、历史背景影响，韩国政府针对课外培训市场的治理政策波动剧烈。但最终其教育体系回归精英教育，课外培训参培率与高等教育毛入学率同步提升，补习机构数量持续攀升；2) 日本：政府对课外教育行业的监管力度较为柔和，改革方向更多集中于校内和考试制度。2000 年后，受少子化影响，学习塾数量逐步保持平稳，但连锁补习机构通过拓展业务范围，营收仍实现持续增长。
- **中国民办教育行业监管严格，供给增速预计受限。** 自 2018 年以来，中国政府针对整个民办教育体系实施了较为全面的改革。对比日韩监管政策，当前中国政府针对教培行业的监管严格程度显著更高。其中，义务教育阶段学科培训机构资质已不再新增，存量机构必须转为非营利或注销。对于非学科类培训，由于资质审核、内容备案与监督、营业时间、价格指导、资金监管均较“双减”前有更高要求，中小培训机构的发展空间亦受限。此外，监管当局仍在持续清理各类变异性培训，预计将对地下供给形成制约。整体而言，我们认为当前中国教培行业政策已形成较为完备的治理框架，政策稳定性的清晰度已较高，合规学科/非学科机构的供给增速预计将较为有限。
- **市场需求依然刚性，且有增量空间。** 一方面至 2034 年中国高考适龄人口仍在增长，且高中阶段监管政策较为友好。同时，参考 CIEFR 数据，监管进一步清理非合规培训机构，将为上市教培企业在城镇市场最多带来 1.9 倍增量空间。另一方面，素质/兴趣类校外培训市场空间依然广阔，受益于“双减”带来的课后时间增加+素质教育纳入教育评价体系，我们认为未来三年 K9 素质教育有望弥补传统教培企业因学科类业务受监管而产生的空白。
- **投资建议：** 中国教培行业当前政策稳定性的清晰度已较高，行业规范化发展的界限与框架已经明晰。在此基础上，我们预计供需两端优化趋势将进一步强化，头部教培机构将充分受益集中度提升+新业务拓展带来的成长空间。推荐学大教育，受益标的新东方-S、科德教育。

重点公司盈利预测与估值

股票代码	股票名称	EPS			PE			投资评级
		2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
9901.HK	新东方-S	0.10	0.23	0.32	36	32	23	未评级
000526.SZ	学大教育	0.09	1.15	1.64	193	42	30	推荐
300192.SZ	科德教育	0.23	0.39	0.51	32	25	19	未评级

资料来源：Wind，中国银河证券研究院 注：新东方 2022-2024 数据对应为 2023-2025 财年，未评级公司数据来自 Wind 一致盈利预测

- **风险提示：** 宏观经济持续下行的风险；非合规机构清理进展低于预期的风险；新业务转型进展低于预期的风险。

分析师

顾熹闽

☎：021-2025 2670

✉：guximin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070001

行业数据

2023-12-27



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河社服】行业周报：元旦出行订单高增，教育板块受情绪影响回调

目录

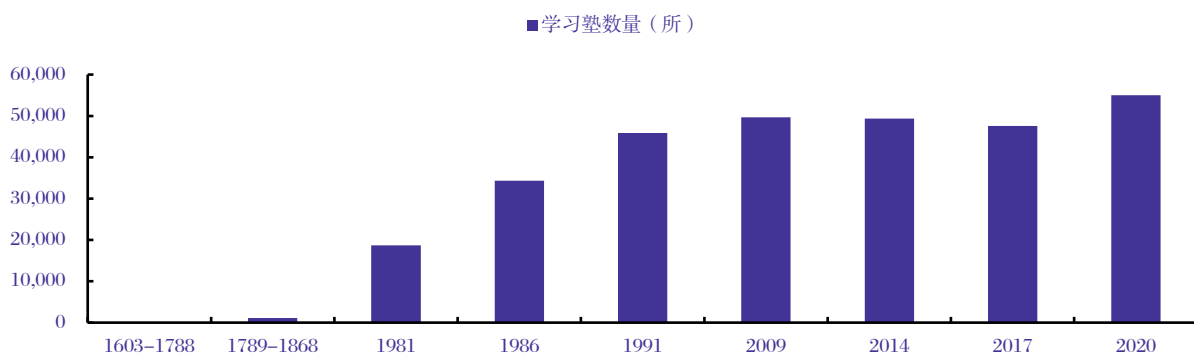
一、以日韩为鉴，看政策监管对课外教培供需走向影响	3
（一）日本：课外培训监管力度柔和，供给经历爆发增长后趋于稳定	3
（二）韩国：治理政策波动剧烈，供需持续增长	6
二、当前监管背景下，中国教培行业供需走向几何？	11
（一）优质教育资源的稀缺性催生市场需求	11
（二）中国校外培训监管力度严格，预计供给修复幅度有限	12
（三）市场需求刚性，政策+技术革新将驱动行业扩容	17
三、投资建议	21
（一）新东方-S：行业格局优化的绝对受益者	21
（二）学大教育：深耕个性化教育，职教布局初具规模	23
（三）科德教育：高复+中职升学增长稳健	25
四、风险提示	25

一、以日韩为鉴，看政策监管对课外教培供需走向影响

（一）日本：课外培训监管力度柔和，供给经历爆发增长后趋于稳定

整体而言，日本对课外教育政策的监管力度较为柔和，改革方向主要集中于校内和考试制度，对学习塾的发展并未通过强力的行政手段进行抑制。因此，自 1960 年代日本出现第一次学习塾扩张浪潮以来，整体学习塾数量并未因教育体系改革而出现明显减少。由于市场供给较为充分，即便是头部学习塾品牌河合塾，其门店市场份额、在塾学生人数市场份额均为 0.9%。

图1：1981-2020 年日本学习塾数量



资料来源：《日本校外培训机构学习塾治理探析》，中国银河证券研究院

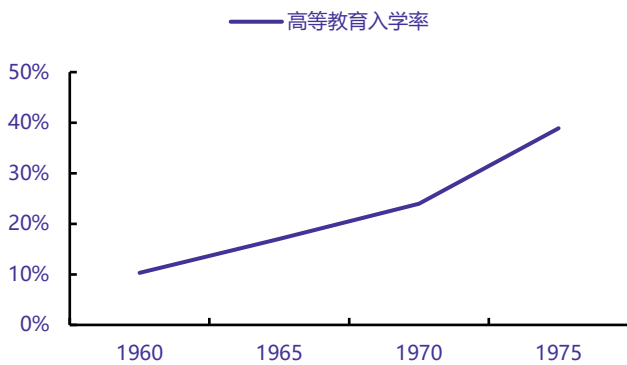
二战前：高等教育资源极度稀缺，推动私塾蜕变为学习塾

日本于 19 世纪已建立起基础的国民教育体系，1872-1907 年日本已建立完成涵盖小学的六年义务教育制。但彼时日本的中等、高等教育的普及率依然较低，至 1908 年日本中等教育、高等教育入学率仅为 4.7%、0.9%，而政府的公务员雇佣则相当看重学历及成绩。由此，传统的日本私塾逐渐由传播新学的私人教育场所转变为营利性质的补习机构——学习塾，学生入塾学习的目的以提升成绩、学习相应技能、得到相应的升学或工作机会为主。

20 世纪 50-70 年代：战后经济、人口增长叠加教改，导致学习塾市场井喷

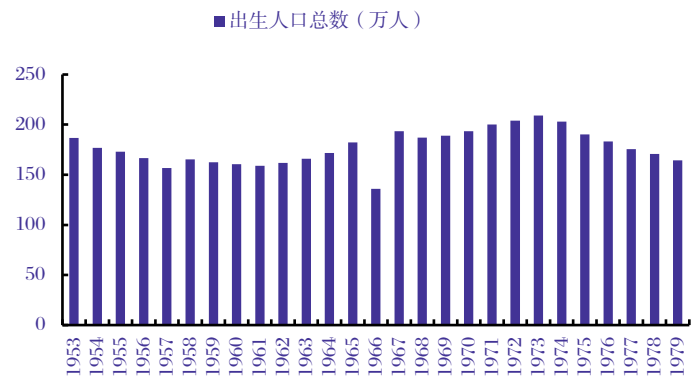
战后日本经济进入发展快车道，人口出生率的大幅提升以及 1955 年日本推出大企业终身雇佣制，推动学历竞争加剧，学习塾进入第一次爆发式增长阶段。此外，20 世纪 70 年代日本开始实施第三次教改，核心内容包括：1) 大学入学考试改革，使得教育内容范围扩展，升学难度提高；2) 初小阶段加强课程与教材的科学性，纳入现代科学的先进研究成果。虽然第三次教改的主要目的，是提高学生学习质量与学习能力，但这一改革也导致学生间的差距拉大，并进一步催生课外补习需求。在此期间，日本全国学习塾数量由 1868 年的 1100 家，增长至 1981 年的 18683 家。

图2：1950-1970 年代日本高等教育录取比例



资料来源：《日本高等教育大众化及其启示》，中国银河证券研究院

图3：1950-1970 年代日本出生人口数量



资料来源：日本国家统计局，中国银河证券研究院

20 世纪 80-90 年代：“宽松教育”改革进一步推升校外培训供需齐升，日本政府监管较为柔和

高强度的教育竞争为日本引致了较多社会问题，为改变“填鸭式”的教育模式，日本文部科学省在 1977 年开启“宽松教育”改革，当年发布的《关于规范学生校外学习活动的通知》主要内容包括：1) 充实学校教育，要求学校教育更加符合学生能力发展、社会化和升学的需要；2) 调整升学考试难度，减少学生的应试负担；3) 要求学校教师规范行为，禁止在职教师在学习塾兼职。

表1：20 世纪 80 年代以来日本宽松教育改革政策概览

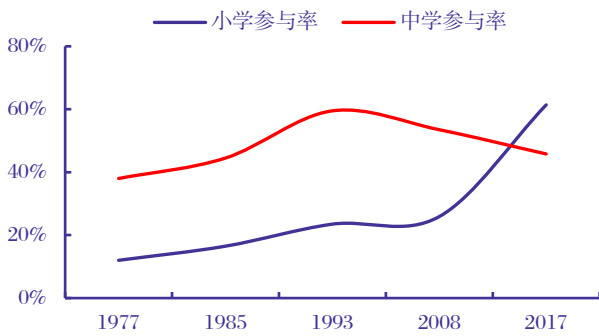
时间	政策	内容
1977-1978	1980 年版《学习指导要领》	为了让学生过上“宽松而又充实”的学校生活，减少学习内容，将小学六年的总课时数由 6135 学时减少至 5785 学时，初中由 3535 学时减少至 3159 学时，同时设立不进行常规科目教学的“宽松时间”。 小学从 1980 年度、初中从 1981 年度、高中从 1982 年度起实施。这标志着“宽松教育”的开始。 向各级教育部门和学校提出三点意见：
1977	《关于规范学生校外学习活动的通知》	1) 充实学校教育，要求学校教育更加符合学生能力发展、社会化和升学的需要； 2) 调整升学考试难度，减少学生的应试负担； 3) 要求学校教师规范行为，禁止在职教师在学习塾兼职
1987	《充实学校学习的意见》	直批学习塾存在的种种弊端：学习塾存在“对学生身体的影响”“对学生心理健康的影响”“对学生日常生活及行为的影响”“对学校正常学习指导的影响”，会导致“自发性的学习热情及逻辑思考等能力不足”，“学生游玩和生活体验不足”，也导致“学生缺席学校活动”，并“加重监护人经济负担”，在经营过程中也存在“夸大宣传及合同纠纷”等众多问题。

资料来源：《日本校外培训机构治理的历史演变及启示》，《日本校外培训机构学习塾治理探析》，《日本教育改革三十年反思与启示》，中国银河证券研究院

“宽松教育”带来的校内教学内容的减少，叠加 1960-1970 年新出生人口增长带来的考试竞争压力加剧，在实质上将学生的校内教育需求推向校外，并未减轻日本家庭的教育负担。1976-1993 年，日本中、小学生的入塾率整体呈现上升趋势，其中 1993 年日本中学生参培率达到 60% 的最高峰。同时，日本家庭的教育支出负担也并未改善，1980-1990 年日本家庭教育支出占可支配收入比重由 2.8% 增长至 3.8%。其中，以 1986 年定基的日本补课费 CPI 指数，至 2000 年涨幅超过 50%。

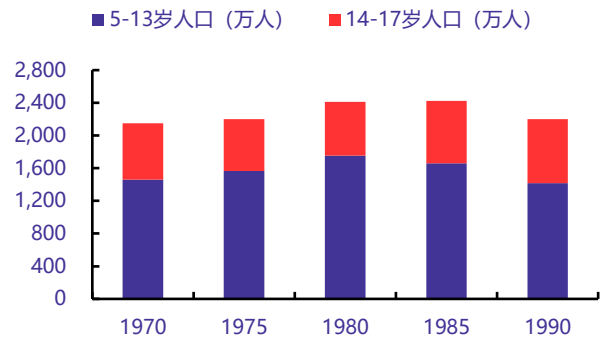
日本政府针对学习塾的治理较为柔和，主要以行业性的自律规范+治理“乱塾”现象为主，学习塾数量持续增长。日本政府于 1988 年将学习塾明确定性为“教育服务产业”，作为经营性企业的学习塾同时受到经济法规的约束，主要目标为禁止学校教师在学习塾兼职、解决学习塾场所安全问题等。在此期间，日本学习塾中正式学校的教师兼职率从 70 年代的 60% 下降到 80 年代的 1% 以下。受益于需求推动+政策监管柔和，日本学习塾的市场供给进一步增长。据文部省调查数据，1981 年日本全国有 18683 所学习塾，到 1986 年则迅速增加到 34367 所，至 1991 年进一步增长至 45856 所。

图4：日本中小生校外培训机构参培率



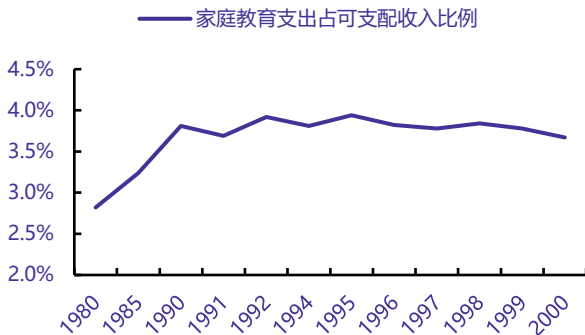
资料来源：《日本学习塾的历史发展》，中国银河证券研究院

图5：1970-1990年日本K12年龄段人口数量（5-17岁）



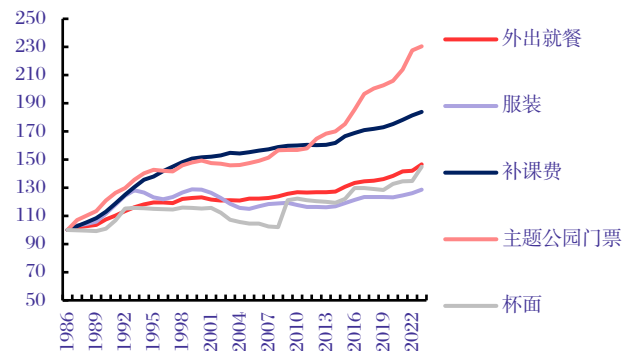
资料来源：日本国家统计局，中国银河证券研究院

图6：日本家庭教育支出占可支配收入比例



资料来源：《ALTRUISM, LIQUIDITY CONSTRAINT, AND INVESTMENT IN EDUCATION》，中国银河证券研究院

图7：日本CPI指数（1986年=100）



资料来源：日本内阁府，中国银河证券研究院

21世纪后：人口出生率下滑，学习塾数量进入平稳期

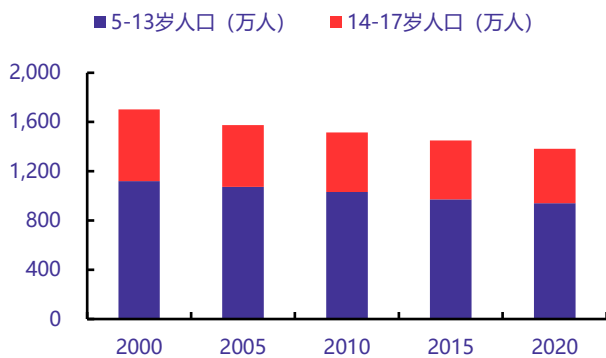
至1999年，日本文部省首次公开承认学习塾形式的存在，日本终身学习局正式将学习塾作为一种民办教育机构纳入教育体系。同时日本教育改革开始从“宽松化”向“去宽松化”转型。2002年，文部省提出推进学习、提升学力的倡议，并与学习塾团体和大型连锁学习塾代表举行会谈，提出学校、地方与学习塾开展合作的计划。2006-2013年，日本社会对学习塾基本不再持批评态度，政府更多从资格认证、学生权益等方面进一步规范行业发展。而从学习塾的数量增长情况看，据日本经济产业省的调查数据，至2009年日本全国学习塾数量为49682所达到顶峰，此后逐步下滑。其中，2014年为49319所，至2017年进一步下降至47570所，我们认为主要原因可能在于这一时期日本的少子化现象开始加剧。

表2：日本校外培训机构学习塾治理政策梳理

年份	政策	内容
2006	《教育基本法》	任何个人可以利用所有的机会在所有的场所学习，“所有的机会”和“所有的场所”再次为学习塾的合法存在和发展提供了法律依据。
2006	《学习塾学生安全指导方针》	针对学习塾的交通安全、教师素质及其安全意识、学习塾的环境和设施安全做出了详细规定，确保参加学习塾学习的中小学生的安全。
2008	《学习塾讲师检定制度》	主导对学习塾教师资格的认证和对教师专业发展的培训工作。
2011	《学习塾业认证制度认证基准》	规定了认证制度的目的、主体、范围和认证内容； 规定全国学习塾协会认证学习塾的办学条件、设施安全、广告宣传、保护消费者信息等基本条件。
2013	《教育振兴基本计划》	提出了“保证多样主体提供的学习机会、规范并提升其教育质量”的相关意见，其实施内容包括教师的研修和训练、教育内容改进等。
2015	《关于学生工作的劳动条件的保证》	依据劳动法规向学习塾提出保障劳动者权益的要求。
2016	《安心塾工作认证制度》	旨在保障学习塾教师的权利和学习塾的健康有序发展，认证主体是学习塾，在日本国内经营 3 个月以上的学习塾可以申请认证。
2018	《学习塾学生安全保障指南》	在保护塾生上下课通勤途中的人身安全、提升学习塾教职人员安全素养、为塾生提供安全的学习环境三个方面对学习塾提出了明确要求、具体建议和运用示例。
2018	《学习塾个人信息保护指南》	旨在保护相关人员个人信息安全。

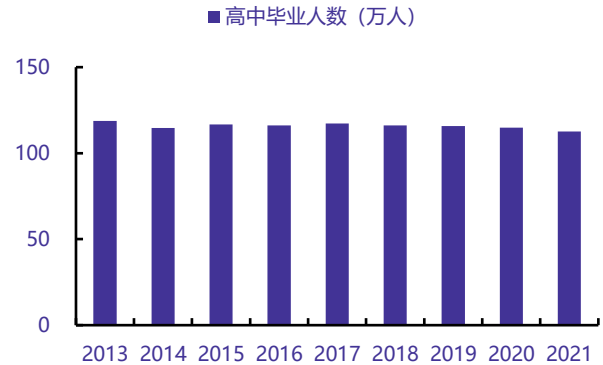
资料来源：《日本学习塾规范发展中的政府行为》，《日本校外培训机构治理的历史演变及启示》，中国银河证券研究院

图8：2000-2020 年日本 K12 人口变化



资料来源：日本国家统计局，中国银河证券研究院

图9：2013-2021 年日本高中毕业人口数量变化

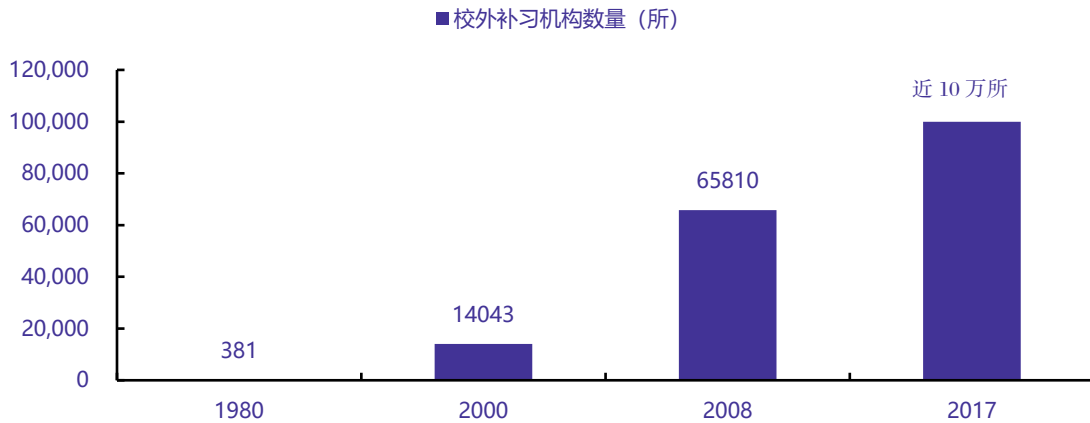


资料来源：OECD，中国银河证券研究院

（二）韩国：治理政策波动剧烈，供需持续增长

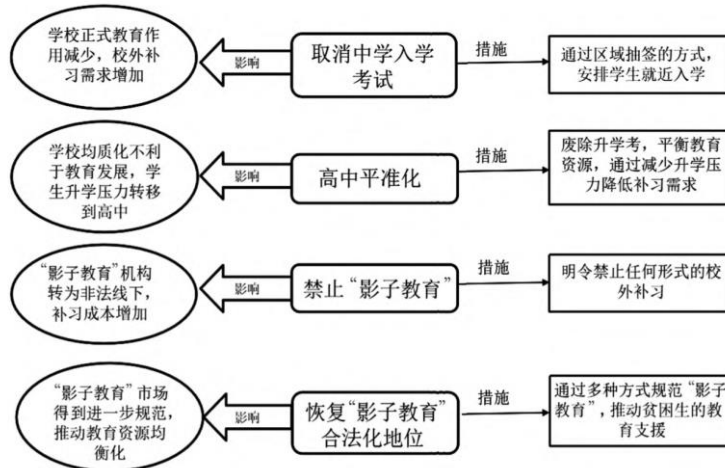
韩国针对课外补习培训的治理政策波动较为剧烈，历经校内平准化改革-全面禁止校外培训-校外培训合法化三个时期。整体而言，无论是 1960-1970 年代以教育资源均等化的改革思路、1980 年后短暂实施严格禁止、2000 年后提升校内教育质量和增加课后服务，均未能改变韩国中小学生的课外培训参培率，校外培训市场供给亦持续增长。

图10: 韩国校外培训机构数量



资料来源: Private Tutoring and Demand for Education in South Korea, Private Tutoring and its Impact on Students' Academic Achievement, Formal Schooling, and Educational Inequality in Korea, The Borgen Project, 中国银河证券研究院

图11: 韩国针对影子教育行业的改革政策历程图

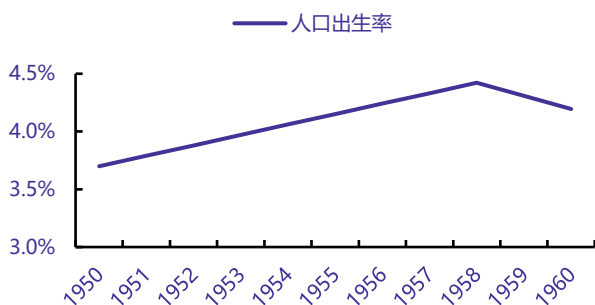


资料来源: 《“双减”背景下校外补习教育治理的思考——基于日韩两国“影子教育”政策经验的比较及分析》, 中国银河证券研究院

建国后-20 世纪 60 年代: 战后婴儿潮涌现+教改, 升学竞争压力催生课外培训需求

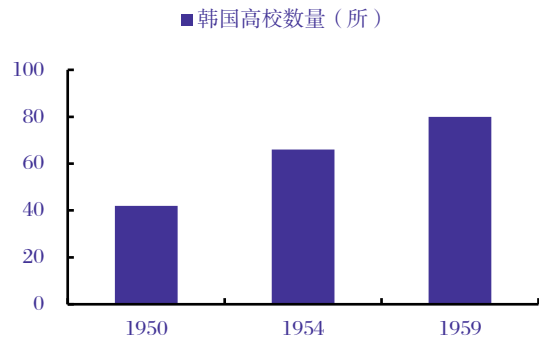
1953 年朝鲜战争结束后, 随着朝鲜半岛政局稳定以及韩国自身经济的快速发展, 韩国人口出生率提升出现第一波婴儿潮。彼时韩国国内虽然高校数量也出现较快增长, 但优质教育资源仍相对稀缺, 叠加政府主要通过统一的选拔考试挑选优质人才, 由此带来的教育竞争压力开始催生课外培训、复读等需求。

图12: 1950-1960 年韩国人口出生率



资料来源: 联合国, 中国银河证券研究院

图13: 20 世纪 50 年代韩国高校数量

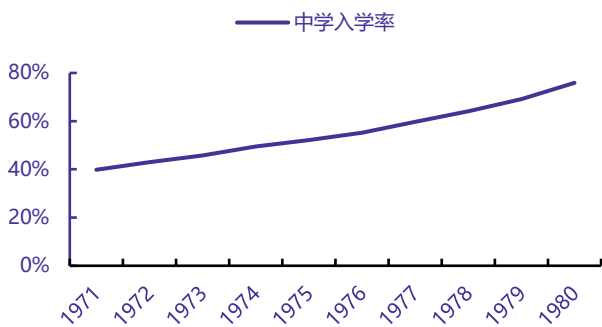


资料来源: 《无法跨越的鸿沟: 韩国影子教育发展历程、动因与治理》, 中国银

20 世纪 60-80 年代：以平准化政策为代表的教育平均化策略未能平抑课外补习需求

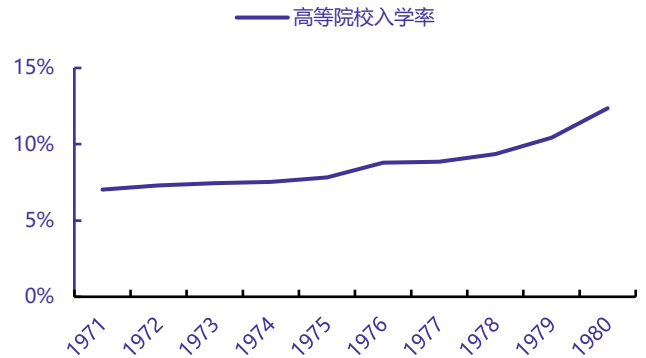
为平抑中小学生升学压力，朴正熙政府于 1968 年开始推动“平准化教育”改革，出台《取消中学入学考试的政策》并实施就近入学制度。为此，韩国政府还配套了增加公立学校数量以及平衡学校间师资、基础设施等措施。在此期间，韩国学生的中学入学率由 1971 年的 39.8% 激增至 1980 年的 75.9%。此后，朴正熙政府又于 1973 年进一步推出《高中均等化政策》，其具体措施为取消高中升学考试和引入学校随机分配系统。整体而言，韩国初、高中的教育平准化改革在一定程度上推动了九年义务教育制度的普及和区域教育资源的平衡发展。但对于解决学生课外补习需求、降低家庭教育开支并无显著作用，反而由于校内教育资源的平均化，推动学生在校外寻求更多补习，从而实现在大学入学考试中脱颖而出的机会。

图14：1971-1980 年韩国中学入学率



资料来源：世界银行，中国银河证券研究院

图15：1971-1980 年韩国高等院校入学率



资料来源：世界银行，中国银河证券研究院

20 世纪 80 年代-20 世纪末：从严禁补习，到全面合法化

1980 年，韩国政府实施“7.30 教育改革”全面抑制补习供给。其核心内容包括：1) 禁止学校组织教育补习、在职教师从事有偿补课；2) 只允许大学生和有资质的补习学院提供补习，并受政府严格监督管控；3) 进一步深化升学考试制度改革，取消部分大学的招生自主权，增加高考次数，通过整合高考成绩和高中学习记录的方式选拔人才。

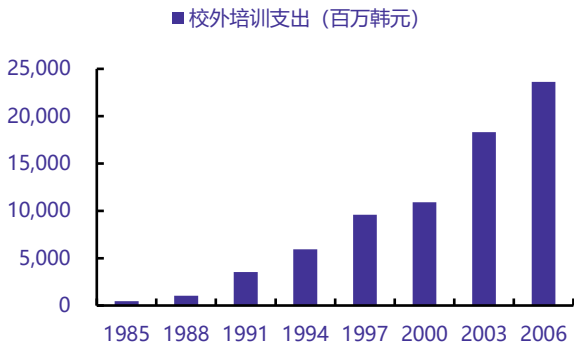
表3：韩国全面禁止的校外培训政策

年份	政府	政策	内容
1980	全斗焕政府	《教育规范化及消除过热的课外补习方案》(即“7.30 教育改革措施”)	取消个别大学招生自主权；禁止由私立所管理的大学的入学考试，并禁止预科大学入学考试系统的存在； 增加高考次数：以减少考试的激烈竞争程度； 成立教育管理委员会系统：规范课外补习秩序； 禁止有偿私人辅导和课外补习： 1) 禁止在职教师从事有偿补课，只允许大学生和补习学院提供，但补习学院必须在政府的严格管控下进行； 2) 学校禁止开设学术科目方面额外的高中课和课外补习； 3) 禁止借助互联网、电视、通信等方式的补习。
1985	全斗焕政府	成立“总统教育改革评议会”	扩大私立高中招生自主权； 改革大学招生制度，允许个别大学自主招生。
1995	金泳三政府	《5·31 教育改革计划》	1) 重新恢复了独立大学自主招生等权利； 2) 在学校内引入不同水平的差别课程，促进学校课程的多样性和个性化。
1997	金泳三政府	《缓解课外补习热及减少家庭之影子教育开支的计划》	1) 引进多元化课程，完善教育评估制度； 2) 坚持完善“平准化教育”政策，不断缩小区域、校际差距； 3) 禁止大学私自招生；四是构建国家教育网(EDUNET)满足不同学生的教育需求。

资料来源：《韩国影子教育治理政策的演变及其启示》，中国银河证券研究院

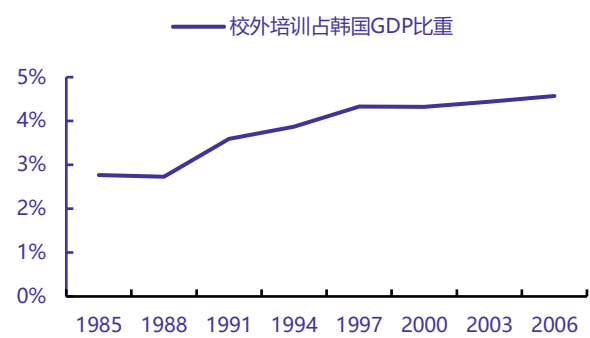
尽管“7.30 教育改革”通过行政手段全面抑制补习热取得一定成效，但非合规补习供给因需要承担更高的风险趁机抬高价格，使得中产阶级及以下家庭的教育支出负担进一步加重，引发民众强烈不满。此外，由于 7.30 教改的历史背景发生于全斗焕政府时期，属于政治高压下的特定历史产物，本身缺乏宪法支持基础。因而在 1988 年韩国重启民主化改革后，金泳三政府于 1995 年 5 月 31 日制定了《教育改革新方案》，该方案试图在实现影子教育合法化的基础上，通过提高学校教育质量、实施“课后计划”等政策来抑制影子教育的发展。**整体而言，20 世纪 80 年代-20 世纪末韩国课外培训市场历经政策“严格禁止—恢复正常”的调整过程，校外培训机构数量由 1980 年的 381 所大幅增长至 2000 年的 14043 所。**

图16: 1985-2006 年韩国校外培训支出



资料来源: The determinants of private tutoring participation and attendant expenditures in Korea, 中国银河证券研究院

图17: 1985-2006 年韩国校外培训支出占韩国 GDP 比重



资料来源: The determinants of private tutoring participation and attendant expenditures in Korea, 中国银河证券研究院

21 世纪后：治理措施回归校内，但参培率及校外培训供给仍维持高位

韩国宪法法院于 2000 年正式判决《7·30 教育改革》中的“禁止政策”违反宪法并将其废止，标志着韩国校外培训正式获得合法化地位。但对于校外培训过热的治理，仍是 2000 年后历届韩国政府教育部门的重要工作之一。从解决思路上看，这一阶段韩国政府主要围绕提高公立学校教育质量，提供课外学校服务进行改革：一方面，通过推行课程改革、考试制度改革等全面的教育改革政策，着力提升学校教育质量；另一方面，通过提供课外学校服务的政策措施，着力减轻家庭因影子教育而带来的经济负担。

表4: 2000 年后韩国教育体系改革方案

年份	政策	内容
2000	《预防课外补习热和改进公立教育的计划》	<ol style="list-style-type: none"> 1) 提高学校教育质量； 2) 扩大对贫困生的财政扶持力度，减轻因家庭经济资本对影子教育机会造成的影响； 3) 成立专门治理机构，纾解因影子教育造成的负面问题； 4) 改革高考招生制度，采取“随时招生”、“定时招生”、“追加招生”等多种招生方式。
2005	《“课下工程”计划》	<p>尝试把部分“影子教育”纳入正式教育体系中，以此均衡各地的教育资源。</p> <p>最初选定 19 个郡作为“课下工程”计划的农村示范地区，之后该计划实施区域逐年扩大。</p>
2009	《提高公立学校竞争力以减少影子教育》	<ol style="list-style-type: none"> 1) 扩大办学自主权，提高学校竞争力； 2) 改革高考招生制度，构建灵活多样的录取机制； 3) 提供课外学校服务，减轻家庭经济负担； 4) 设立专门管理机构，规范影子教育市场； 5) 成立影子教育心理咨询中心，缓解国民因影子教育而产生的焦虑情绪。
2014	《促进公共教育正常化及限制提前教育特别法令》	<p>要求包括“学院”在内的所有基础教育有关机构一律不允许对学生进行超出学校课程范围的、或早于学生所在年级的教育，内容包括：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) 禁止提前教育：各级各类学校、“学院”、教习所和家庭教师等机构或个人，不得以任何目的实施超出教育课程范围外的提前教育； 2) 禁止超纲考试：学期内的普通测试、升学结业考试内容一律不得超纲，也不能超出目前学生所学范围； 3) 禁止在招生中超纲考察学生：基础教育阶段，禁止在招生选拔中加入对校外竞赛成绩、认证考试成绩，以及资格证书的考察；高等教育阶段，禁止大学在招生特别是自主招生考试或考察中出现超出高中教育课程范围和水准的内容。

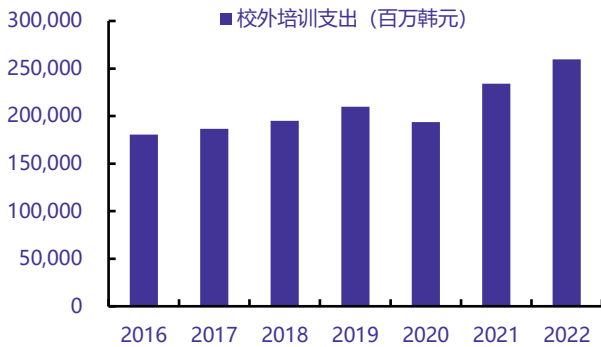
2016 《自由学期制》

在中学全面实施“自由学期制”，内容包括：
1) 不举办学科考试，尊重学生兴趣；
2) 鼓励学生参加多种求知活动和艺体类活动。

资料来源：《“双减”背景下校外补习教育治理的思考——基于日韩两国“影子教育”政策经验的比较及分析》，中国银河证券研究院

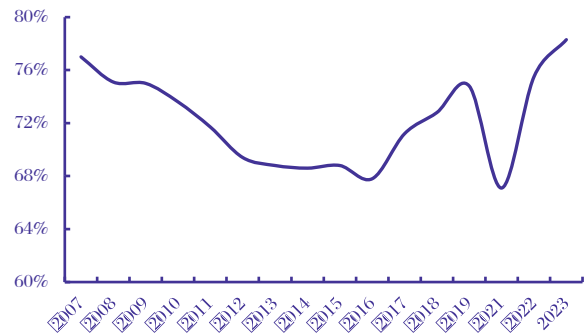
2000年后韩国的教育改革措施对平抑过热的课外培训产生了一定效果，但未从根本上改变韩国居民对课外培训的态度。2007-2017年韩国中小学生整体校外学科培训参培率在趋势上由77%下降至51%。但随着2017-2019年自由学期制度的全面推行，韩国中小学生的学科培训参培率再次重新上升。此外，随着韩国教育评价体系更加强调素养能力，韩国中小学生的非学科参培率也由2007年的37%提升至45%。因此，韩国居民为校外培训付出的费用仍在持续增长，韩国校外培训机构亦于2017年上升至近10万家。

图18：2016-2022年韩国校外培训支出费用



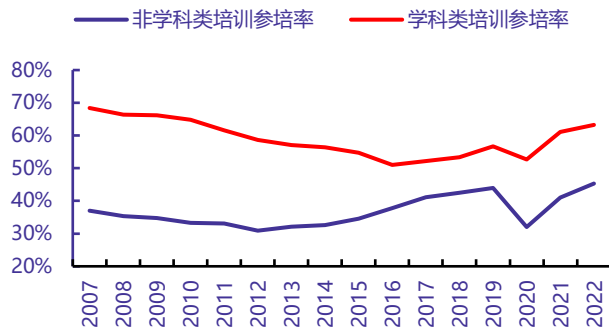
资料来源：KOSIS, 中国银河证券研究院

图19：2007-2023年韩国中小学生校外培训机构参培率



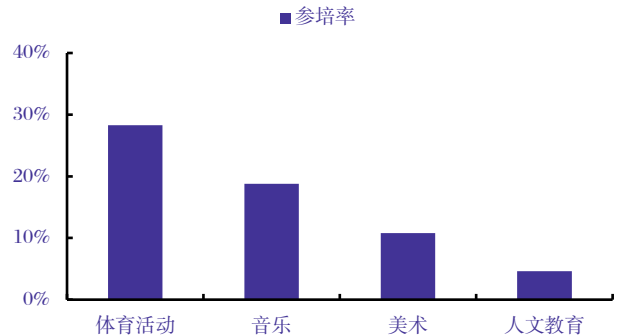
资料来源：KOSIS, 中国银河证券研究院

图20：2007-2022年韩国中小学非学科类培训参培率变化



资料来源：KOSIS, 中国银河证券研究院

图21：2022年韩国非学科培训细分科目参培率情况



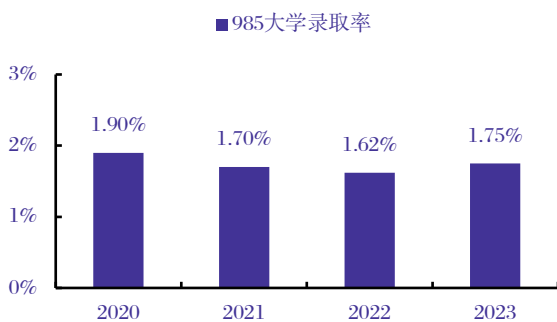
资料来源：KOSIS, 中国银河证券研究院

二、当前监管背景下，中国教培行业供需走向几何？

（一）优质教育资源的稀缺性催生市场需求

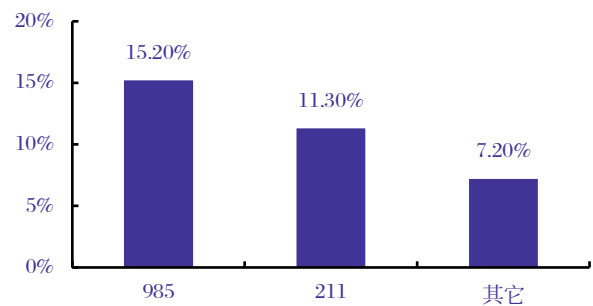
对优质教育的巨大需求和优质教育资源的稀缺性，导致“双减”前中国中小學生之间的激烈竞争越发提前。优质高等教育资源在中国仍是稀缺品，中国学生本科就读的院校等级在很大程度上决定了学生未来就业的难易程度以及职业发展的高度。2023年，中国985高校的录取率仅为1.75%；而在就业端，985高校毕业生简历的通过率达15.2%，高出211及其他院校3.9/8pct。而决定学生能否被985等优质高校录取的前提，则较大比例取决于学生所就读的高中、初中，乃至小学。因此，“双减”前中国父母之间的焦虑感以及学生间的激烈是K-12校外培训市场需求的重要来源。

图22：中国985学校录取率



资料来源：教育部，中国银河证券研究院

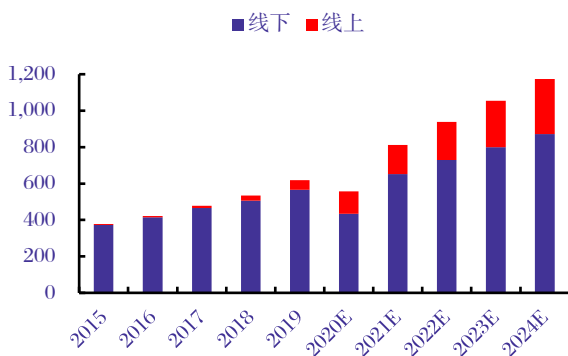
图23：不同院校毕业生简历通过率



资料来源：北森《2021届校园招聘数据分析报告》，中国银河证券研究院

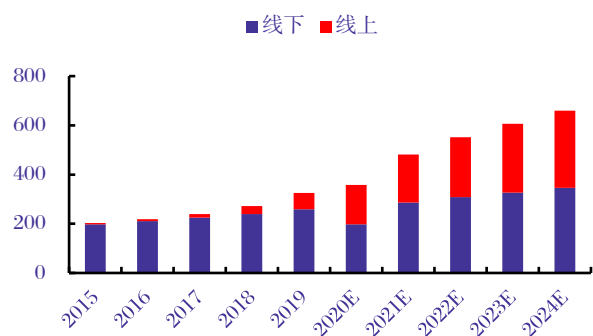
受益于庞大的课外培训需求，“双减”前中国K12课外培训市场规模超6000亿，家庭教育开支负担重。参考沙利文数据，2015-2019年，中国K12校外辅导市场规模由3775亿增长至2019年的6591亿，CAGR~13%。而参考北京大学中国教育财政科学研究所主编的《中国教育财政家庭调查（2021）》，中国家庭的教育支出占人均可支配收入高达40%，如果横向对比国际水平，2017年中国大陆家庭的平均教育支出（小学至大学本科）占人均GDP比重为243%，远高于发达地区/国家平均水平。

图24：中国K12校外培训市场规模（单位：十亿元）



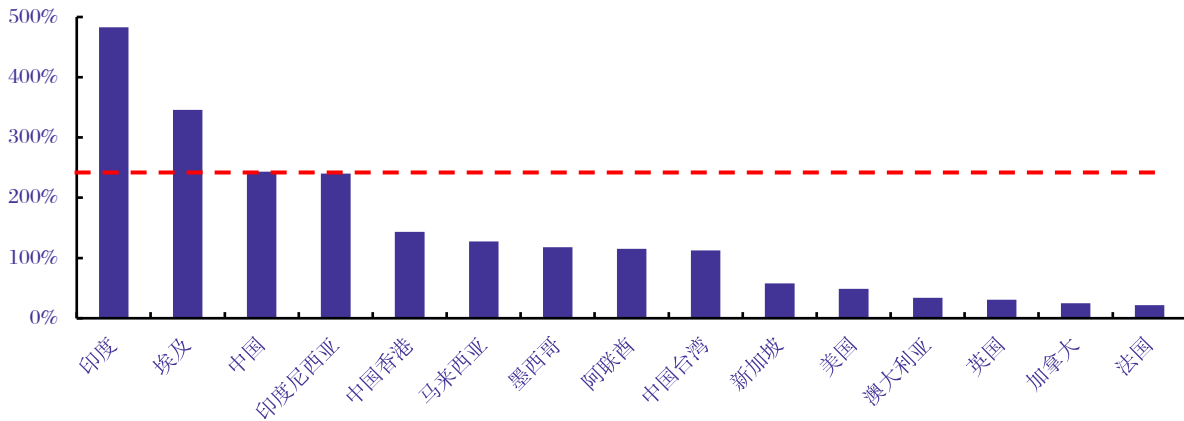
资料来源：沙利文，中国银河证券研究院

图25：中国K12校外培训就读学生人数（单位：百万人）



资料来源：沙利文，中国银河证券研究院

图26: 各国家庭教育支出占人均 GDP 的比重



资料来源:《汇丰银行 2017 年全球教育报告》, 各国统计局, 中国银河证券研究院 (注: 统计样本为目前正在为孩子的教育提供资金的家长)

(二) 中国校外培训监管力度严格, 预计供给修复幅度有限

建国以来-2018 年, 政策主要聚焦校内减负:

建国以来-20 世纪 90 年代: 从关注学生身体健康到课业层面的减负。20 世纪 70 年代以前, 减负政策主要围绕学生身体健康展开, 自 1977 年国家恢复高考后, 功利性教育现象蔓延, 为此国家针对学生的升学压力推行减负政策, 从作业量、时长及难度方面的治理逐渐清晰。

2000-2018 年: 减负政策转向以素质教育为核心。这一时期国家更关注义务教育阶段学生“德智体美”全面发展, 后续“禁止参加未经批准的各种名目的竞赛”“停止受理义务教育阶段学生参加英语等级考试”“就近入学”等规定陆续实施, 政策的监管重心仍在校内, 学生校内的负担的确有所减少, 但家长的成才观念、社会的认知导向以及学生学习动因等让矛盾难以调和, 形成了“校内减校外补”的局面, 使得学生负担越减越重。

表5: 1951-2018 年中国国义务教育阶段校内减负相关政策

文件名称	时间	部门	具体内容
《关于改善各级各类学校学生健康状况的决定》	1951	政务院	1、对学生每日上课与自习时间、睡眠时间、体育娱乐活动或生产劳动时间进行了规定; 2、调整课程内容与任务, 改善学习方法。
《关于减轻中、小学校学生过重负担的指示》	1955	教育部	课内: 掌握教材分量和授课进度; 教师要努力钻研教材和改进教法; 加强平时的成绩考查及改善考试制度; 学校领导要及时检查与作业相关方面内容, 以保证正确方向; 课余时间: 改进课外活动; 遵守作息时间表。
《关于保证学生、教师身体健康和劳逸结合问题的指示》	1960	中共中央、国务院	中等学校学生每天在校学习时间不得超过 8 小时, 增加休息和睡眠时间。
《关于全日制普通中学全面贯彻党的教育方针、纠正片面追求升学率倾向的十项规定(试行)》	1983	教育部	要正确指导和全面评定学校的工作, 科学开设课程, 加强思想政治教育, 规定课时与作业量, 保证睡眠与课外活动时间, 改革考试制度与方法。
《关于减轻小学生课业负担过重问题的若干规定》	1988	国家教委	课内: 有组织计划地教学, 不得随意增加教学内容; 按教学计划规定量布置作业; 控制考试和竞赛次数; 不得额外购买练习册; 课余时间: 保证睡眠时间与课外时间; 课余时间用于预习、复习、做作业, 或阅读课外读物, 不得用于授课或进行集体补课。
《关于减轻义务教育阶段学生过重课业负担、全面提高教育质量的指示》	1993	国家教委	按计划进行教学活动, 不得随意增减课程和授课时数; 保证睡眠时间和课外活动时间; 改革考试制度; 小学各年级和初中非毕业年级一律不准组织学生购买各种名目的复习资料, <u>作业的分量和难度要适当。</u>

《关于全面贯彻教育方针减轻小学生过重课业负担的意见》	1994	国家教委	1、加强教育改革，包括中等教育结构、教学内容和教学方法、招生考试制度、师资队伍的建设； 2、学校不得随意增减课程和课时，学生使用的教科书应在教学用书目录中，作业的分量和难度要适当，改革考试办法，不得单纯以学科考试成绩或升学率高低评价学校和教师，严格控制各种类型的竞赛、读书、评奖等活动。
《关于在小学减轻学生过重负担的紧急通知》《关于贯彻落实教育部〈关于在小学减轻学生过重负担的紧急通知〉开展专项督导检查的通知》	2000	教育部	1、严格规定教材、教辅资料的使用，严格执行课程计划，调整作息时间，布置具有活动性、实践性的家庭作业； 2、学业成绩评定实行等级制，取消百分制，禁止参加未经批准的各种名目的竞赛；3、建立课业负担监督机制与通报机制，加大社会宣传力度，形成学校、家庭与社会三方合力助推。
《关于不受理义务教育阶段学生参加英语等级考试的通知》	2007	教育部办公厅	1、各地教育行政部门和学校不得以各种形式的考试、考核、测试选拔学生，不得将各种竞赛成绩和全国英语等级考试等各种公共考试成绩作为招生依据； 2、 <u>全国英语等级考试不面向义务教育阶段学生</u> ，同时要 <u>加强督导工作</u>
《关于开展义务教育阶段学校“减负万里行”活动的通知》	2013	教育部办公厅	文件内附“义务教育学校规范办学行为专项督查项目”，其中作业时间、睡眠时间、锻炼时间作为督导的内容，建立对本行政区域内所有义务教育学校“减负”工作的考评制度，将“减负”工作纳入学校日常管理考核。
《关于加强家庭教育工作的指导意见》	2015	教育部	家长要对孩子开展性别教育、媒介素养教育，培养孩子积极的学业态度，与学校配合减轻孩子过重学业负担，引导孩子学会自主选择； 切实消除学校“减负”、家长“增负”，不问兴趣、盲目报班。
《关于印发中小学生减负措施的通知》	2018	教育部等九部门	严控书面作业总量；科学合理布置作业；坚决控制考试次数。 不得在小学组织选拔性或升学挂钩的统一考试

资料来源：各政府网站，中国银河证券研究院整理

2018年起减负政策领域扩及至校外，严格肃清校外培训对校内教育体系的干扰。2018年，教育部办公厅等四部门发布《关于切实减轻中小学生校外负担开展校外培训机构专项治理的通知》，标志着教育减负领域由校内扩及校外，尤其针对校外培训机构培训结果与中小学招生挂钩、超纲教学等扰乱校内教学秩序行为明令禁止。同年，中央全面深化改革委员会审议通过《关于规范校外培训机构发展的意见》，首次对校外培训机构治理进行了较为系统的规定，具体包括办学资质、培训内容、营业时间、收费管理等。

表6：义务教育阶段校外减负相关政策

文件名称	时间	部门	具体内容
《关于切实减轻中小学生学习负担开展校外培训机构专项治理行动的通知》	2018	教育部办公厅等四部门	停办整改存在重大安全隐患的校外培训机构；强调校外培训机构必须证照齐全；校外培训机构开展学科类培训需要向教育部门进行审核备案，坚决纠正学科类培训出现的“超纲教学”“提前教学”“强化应试”等不良行为。 该通知重申，严禁校外培训机构组织中小学生等级考试及竞赛，不得将校外培训机构培训结果与中小学校招生入学挂钩，严厉查处中小学教师“课内不讲课外讲”以及诱导或逼迫学生参加校外培训机构培训等行为。
《关于规范校外培训机构发展的意见》	2018	中央全面深化改革委员会	1) 明确设置标准 ：明确校外培训机构在场所条件、师资条件、管理条件等方面的基本设置条件，要求地方政府制定具体标准； 2) 依法审批登记 ：校外培训机构必须经审批取得办学许可证后，登记取得营业执照才能开展培训，审批登记实行属地化管理； 3) 规范培训行为 ：对校外培训机构的培训内容、班次、时间进行了原则性规定，规范了收费管理，不得一次性收取时间跨度超过3个月的费用； 4) 落实年检年报制度，公布黑白名单； 5) 将提升学校教学质量、严明入学纪律、做好课后服务作为规范校外培训机构行为的配套措施，力求标本兼治。

资料来源：各政府网站，中国银河证券研究院整理

2019年起，K12教育赛道整体进入强监管周期：

(1) 义务教育：严格禁止民办。《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）》于2018年4月发布，并于2021年完成修订正式实施。民促法进一步规定禁止任何社会组织和个人通过并购、协议控制、关联交易对义务教育或非营利性学前教育的民办学校实施控制；同时对举办营利性民办义务教育学校的办学门槛、资金监管，非营利性民办义务教育学校的利润留存分配进行了严格限制。

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

(2) **K12 校外辅导培训：学科类严格管控，非学科定位回归至“学校教育的有益补充”**。核心措施包括线上/线下培训牌照审批（民促法）、课程内容整改、营业时间限制、加强培训机构的资金监管等。其中，K9 学科培训机构不得为营利性，必须转设或注销；高中学科培训参照 K9 阶段执行，但由于高中并非义务教育阶段，因此实际各地执行情况不一。对于非学科培训则较为鼓励，根据 2022 年 12 月教育部等十三部门出台的《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》，强调“双减”政策并不是要禁止非学科类培训，其目标是在 2024 年推动“非学科类培训成为学校教育的有益补充，人民群众对教育的满意度明显提升”。因此，在满足门店规模、课程内容设置、资金监管等要求下，非学科培训机构仍可照常营业。

表7：国家针对义务教育阶段学科类/非学科类培训机构相关政策

文件名称	时间	部门	具体内容
《关于规范校外线上培训的实施意见》	2019.7	教育部等六部门	1、 备案审查 ：已开展校外线上培训的机构应当于 2019 年 10 月 31 日前提交相关材料，新成立的校外线上培训机构按照备案要求提交相关材料。 2、 排查整改 ：排查重点为内容健康、时长适宜、师资合格、信息安全、规范经营，经排查发现问题的校外线上培训机构应当按整改意见进行整改，于 2020 年 6 月底前完成整改并重新提交相关材料。 1、各地不再审批新的面向义务教育阶段学生的学科类校外培训机构，现有学科类培训机构统一登记为非营利性机构。 2、对原备案的线上学科类培训机构，改为审批制。 3、对非学科类培训机构，各地要区分体育、文化艺术、科技等类别，明确相应主管部门，分类制定标准、严格审批。 4、学科类培训机构一律不得上市融资，严禁资本化运作；上市公司不得通过股票市场融资投资学科类培训机构，不得通过发行股份或支付现金等方式购买学科类培训机构资产。 明确义务教育阶段校外培训学科类和非学科类范围如下：
《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》	2021.7	中共中央办公厅、国务院办公厅	1、学科类：道德与法治、语文、历史、地理、数学、外语（英语、日语、俄语）、物理、化学、生物。 2、非学科类：体育（或体育与健康）、艺术（或音乐、美术）学科，以及综合实践活动（含信息技术教育、劳动与技术教育）。
《关于进一步明确义务教育阶段校外培训学科类和非学科类范围的通知》	2021.7	教育部办公厅	提出 2021 年底前完成面向义务教育阶段学生的学科类校外培训机构统一登记为非营利性机构的行政审批及法人登记工作，培训机构在完成非营利性机构登记前，应暂停招生及收费行为。
《关于将面向义务教育阶段学生的学科类校外培训机构统一登记为非营利性机构的通知》	2021.8	教育部办公厅等三部门	1、 实行政府指导价管理 ：义务教育阶段线上和线下学科类校外培训收费属于非营利性机构收费，依法实行政府指导价管理，由政府制定基准收费标准和浮动幅度，并按程序纳入地方定价目录。 2、 科学制定收费标准 ：各地要坚持学科类校外培训公益属性，充分考虑其涉及重大民生的特点，以有效减轻学生家庭教育支出负担为目标，以平均培训成本为基础，统筹考虑当地经济发展水平、学生家庭承受能力等因素，合理制定基准收费标准和浮动幅度。
《关于加强义务教育阶段学科类校外培训收费监管的通知》	2021.9	国家发展改革委、教育部、市场监管总局	提出 2021 年底前完成对已备案线上学科类培训机构的审批工作，并同步建立相应的监督管理制度，在依法获得办学许可证及相关证照前，现有线上机构应暂停新的招生及收费行为。
《关于做好现有线上学科类培训机构由备案改为审批工作的通知》	2021.9	教育部办公厅等六部门	不区分学科类、非学科类，要确保做到主流媒体及其新媒体、网络平台以及公共场所、居民区等线上线下空间不刊登、不播发面向中小学（含幼儿园）的校外培训广告。
《关于做好校外培训广告管控的通知》	2021.11	市场监管总局、中央宣传部、中央网信办、教育部等八部门	

资料来源：各政府网站，中国银河证券研究院整理

与日本、韩国相比，当前中国教育监管部门对 K12 教培行业的限制显然更为严格。一方面是，中国教育监管部门不再允许新设 K9 义务阶段的学科类培训机构，并对 K9 义务阶段的学科类培训机构的公益性提出更高要求；另一方面，即使针对非学科培训机构的新增审批，中国教育监管部门也提出了更高要求，包括但不限于门店面积、营业时间、师资力量、课程内容设置、营销宣传、资金监管等，尤其是对门店面积的要求、营业时间、资金监管的要求提高，导致教培机构的单店模型、现金流周转模式较“双减”前出现显著变化，这使得品牌、规模、资金优势较弱的中小培训机构发展空间受限，间接提高了行业进入门槛。

表8：各地区非学科类培训机构办学许可证/准入规定政策梳理

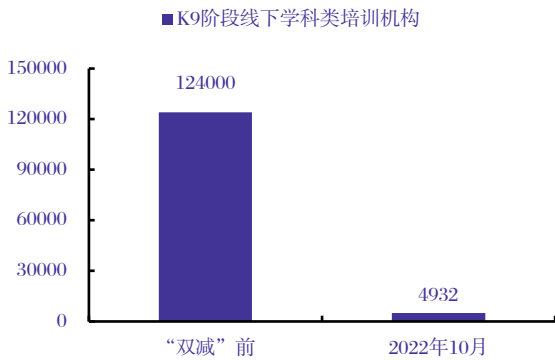
地区	时间	政策	资质要求
浙江	2021.11-2022.1	《浙江省体育类校外培训机构准入指引（试行）》、《浙江省文化艺术类校外培训机构准入指引（试行）》、《浙江省科技类校外培训机构准入指引（试行）》	开办资金： 开办资金应不少于30万元； 场地面积： 教学用房建筑面积应不少于开办场所建筑面积的2/3，科技类、艺术类同一培训时段内生均面积不低于3平方米，棋牌类体育项目每班次培训的人均培训面积不小于3平方米，其他体育项目每班次培训的人均培训面积不小于5平方米； 从业人员： 1) 基本条件：体育类聘用教练应持有至少一种相关证书，且必须根据所开设培训项目及规模配备不少于3人的专职人员，科技类、艺术类聘用师资应具备大学专科及以上学历，并持有政府部门颁发或认可的与培训内容相对应的《教师资格证》或相应的职业（专业）能力证明； 2) 人员配备：必须根据所开设培训项目及规模配备具有相应任职资格和任职条件的专兼职师资（体育类校外培训机构必须根据所开设培训项目及规模配备不少于3人的专职人员），其中签订一年以上任职合同的专职教学、教研人员原则上不低于机构从业人员总数的50%。
陕西	2022.9-11	《陕西省文化艺术类校外培训机构准入指南（暂行）》、《陕西省科技类校外培训机构准入指引（试行）》、《陕西省体育类校外培训机构准入指导意见（试行）》	开办资金： 艺术类开办资金应不少于30万元； 培训场所： 艺术类培训场所建筑面积不得低于200平方米，科技类、体育类培训机构教学场所面积应不少于办学场所总面积的80%，艺术类、科技类同一培训时段内生均面积不低于3平方米，棋牌类体育项目每班次培训的人均培训面积不小于3平方米，其他体育项目每班次培训的人均培训面积不小于5平方米； 从业人员： 1) 基本条件：体育类聘用教练应持有至少一种相关证书，科技类、艺术类、科技类聘用师资应具备大学专科及以上学历，并持有政府部门颁发或认可的与培训内容相对应的《教师资格证》或相应的职业（专业）能力证明； 2) 人员配备：体育培训机构应配备具有相应任职资格和任职条件的专兼职体育执教人员，原则上不低于机构从业人员总数的50%，其中艺术类签订一年以上任职合同的专职教学、教研人员原则上不低于机构从业人员总数的50%。
广东（深圳） 市设置 标准按 照广东 省执行	2022.12	《广东省非学科类校外培训机构办学许可证审批流程指引（试行）》	举办者投入： 开办资金、注册资本一般不少于10万元，以到账实有货币资金为准； 培训面积： 1) 科技类、艺术类要求培训场所总建筑面积不少于200平方米，且艺术类要求同一培训时段内生均面积不少于3平方米，2) 体育类要求棋牌类培训项目每班次人均场地面积不少于3平方米，其他培训项目每班次人均场地面积不少于5平方米； 培训人员： 1) 科技类要求教学教研人员应具备大学专科及以上学历（原则上应持有理工类毕业证书或从事科技类相关工作满2年及以上），2) 艺术类申请开办器乐类、声乐类、舞蹈类、戏曲戏剧类、美术（含绘画、书法、篆刻、雕塑、设计等）类别课程的培训机构，应分别具备相应的专业条件，3) 体育类教练员应熟悉运动项目教学训练规律和青少年身心发展特点，至少持有至少一种相关证书。
江苏	2023.3-4	《科技类校外培训机构准入指引（试行）》、《文化艺术类非学科类校外培训机构准入指引（试行）》	资金管理： 1) 科技类开办资金不少于50万元人民币，2) 文化艺术类风险保证金按照总额不低于该机构收取的所有学员单个收费周期（3个月）费用总额的标准缴纳，并由金融机构实行第三方托管； 办学场所： 1) 科技类校外培训机构要求场所建筑面积不少于300平方米，同一培训时段内生均面积不低于3平方米；2) 文化艺术类要求实际教学场所面积与培训规模相适应，且不低于100平方米，舞蹈、戏剧类同一培训时段内生均面积不低于8平方米，音乐、体育类同一培训时段内生均面积不低于5平方米； 师资队伍： 所有专兼职教师必须具有相应的教师资格证或该类别的相应资质，科技类校外培训机构要求专职教师不得少于从业人员总数的50%，每班次专职教师数不低于学生人数的2%，单个教学场所的专职教师数不得少于3人。
湖南	2023.6	《湖南省非学科类校外培训机构审批管理办法（试行）》	办学投入： 设立培训机构，应具有与培训类型、层次、规模相适应的资金投入和经费来源（长沙市要求货币出资50万元以上，足额实缴）； 场地面积： 培训机构的场地面积应与培训内容、规模相适应，同一培训时段内，生均面积不低于3平方米； 从业人员： 教学教研人员应具备大学专科及以上学历，持有政府部门颁发或认可的与教学内容相对应的《教师资格证》或职业（专业）能力证明。

资料来源：各地方政府网站，中国银河证券研究院

目前学科类行业供给已实现大幅出清，监管下一阶段目标在于进一步清除各类变异培训。据2022年10月28日教育部部长在全国人大常委会上汇报的数据，K9阶段线下学科类培训机构数量已由原来的12.4万个压减至4932个，压减率96%；线上学科类培训机构由原来的263个压减至34个，压减率87.1%。从下一阶段监管目标看，根据教育部2022年12月发布的《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》，未来政策目标主要包括：1) 到2023年6月，各地学科类隐形变异培训问题预防机制、发现机制、

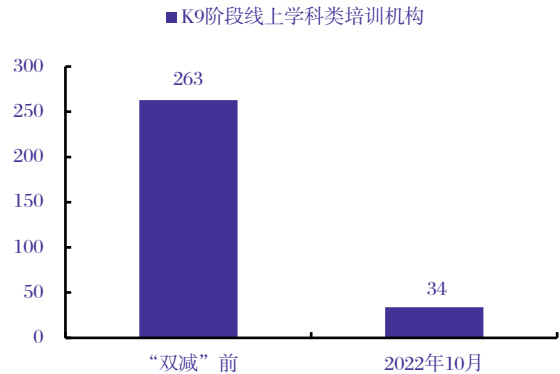
查处机制基本建立，部门和地区协同联动的工作格局得以完善，隐形变异违规培训态势得到较好控制；2) 到 2024 年 6 月，学科类隐形变异培训防范治理的长效机制得到健全，治理工作态势持续向好，隐形变异培训得以全面清除，有力确保“双减”工作取得显著成效。

图27: K9 阶段线下学科类培训机构数量变化



资料来源：教育部，中国银河证券研究院

图28: K9 阶段线上学科类培训机构数量变化



资料来源：教育部，中国银河证券研究院

当前教培行业监管政策框架已较为完备，政策稳定性的可见度已经较高。目前“双减”政策框架已全面涵盖资质审核、内容备案与监督、严控营业时间、价格指导与资金监管、资本管制等多个维度，整体政策框架已经十分完备。在执行层面，2023 年 10 月 15 日《校外培训行政处罚暂行办法》的正式实施则为监管机构提供了明晰的处罚规则，尤其是针对基层反映强烈的校外培训行政处罚痛点、难点问题，明确了违法情形、法律责任和处罚程序，为校外培训规范执法指明了方法路径。

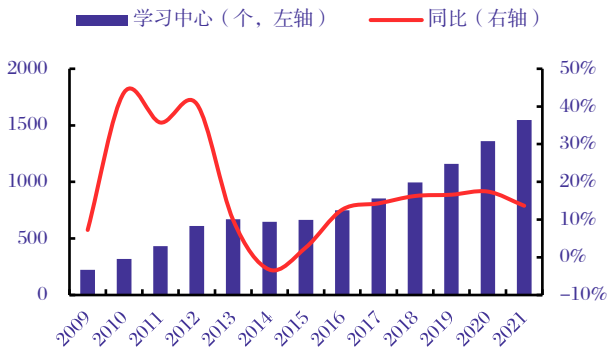
表9: 《校外培训行政处罚暂行办法》要点

适用对象	面向社会招收 3 周岁以上学龄前儿童、中小學生，违法开展校外培训的自然人、法人或者其他组织。
实施机关	由县级以上人民政府校外培训主管部门依法按照行政处罚权限实施。
违法情形	<ol style="list-style-type: none"> 1. 自然人、法人或者其他组织未经审批开展校外培训； 2. 自然人、法人或者其他组织变相开展学科类校外培训； 3. 自然人、法人或者其他组织知道或者应当知道违法校外培训活动的情况存在，仍为其开展校外培训提供场所的； 4. 校外培训机构超出办学许可范围； 5. 校外培训机构违反法律、行政法规和国家有关规定开展培训活动； 6. 校外培训机构管理混乱； 7. 校外培训机构擅自组织或者参与组织面向 3 周岁以上学龄前儿童、中小學生的社会性竞赛活动。
处罚方式	<ol style="list-style-type: none"> (一) 警告、通报批评； (二) 罚款、没收违法所得、没收非法财物； (三) 责令停止招收学员； (四) 责令停止举办； (五) 吊销许可证件； (六) 限制从业； (七) 法律、行政法规规定的其他行政处罚。

资料来源：教育部，中国银河证券研究院

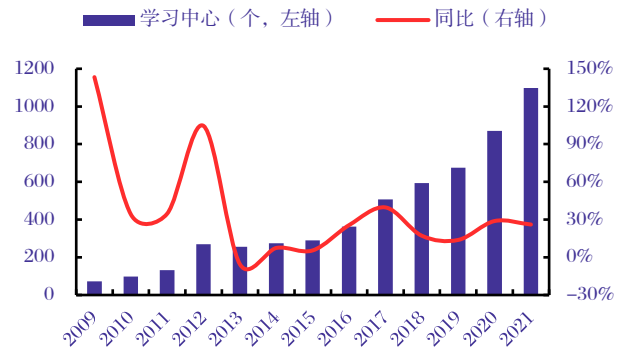
在此基础上，我们预计未来行业供给增量将以合规化机构的素养培训为主，增幅预计较为有限。根据新东方、好未来财报，“双减”政策实施后各自门店数量均有明显下降，覆盖城市范围亦有明显收缩。而随着政策实施情况逐步清晰，当前新东方、好未来的门店扩张均以 K9 新素养培训为主，其中 1) **新东方**：FY24 学习中心扩张指引增速为 15%~20%，包含新素养、海外留学、成人等，高中培训业务则无进入新城市的计划，预计高中部分扩张速度低于整体学习中心扩张速度；2) **好未来**：预计 FY24 素质类培训网点扩张速度低于 30%，高中网点扩张预计将主要来自面积调增。

图29：2016年-2021财年新东方学习中心数量 CAGR~16%



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图30：2016年-2021财年好未来学习中心数量 CAGR~25%

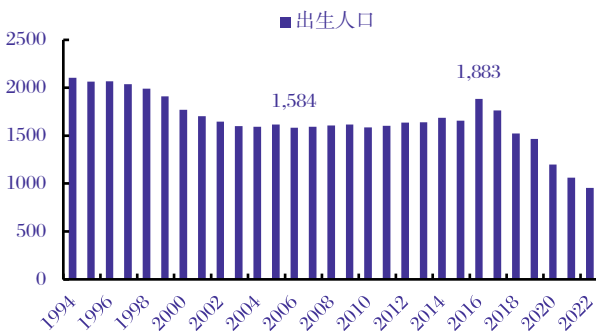


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（三）市场需求刚性，政策+技术革新将驱动行业扩容

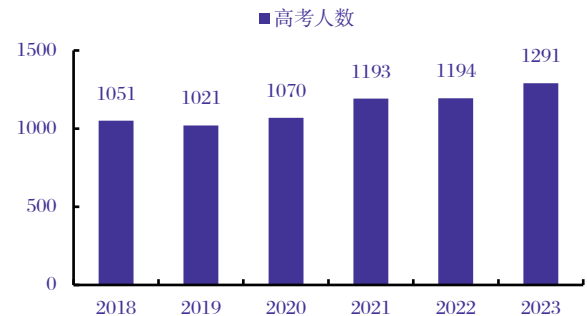
从需求端看，未来十年中国高考适龄人口将稳步增长，高中阶段培训需求预计仍较为刚性。一是2006-2016年受益二孩政策，我国出生人口保持稳步增长，这意味着2024-2034年我国参加高考的适龄人口将保持稳定增长；二是为了进一步强化教育公平、提高教育质量、发展职业教育，政策层面鼓励有序扩大普通高中招生规模、推动职普融通，也为高考培训带来潜在增量需求。

图31：2006-2016年的出生人口逐年抬升（单位：万）



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

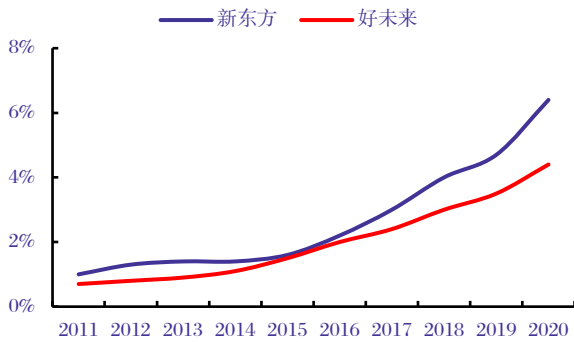
图32：2018-2023年高考人数持续增长（单位：万）



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

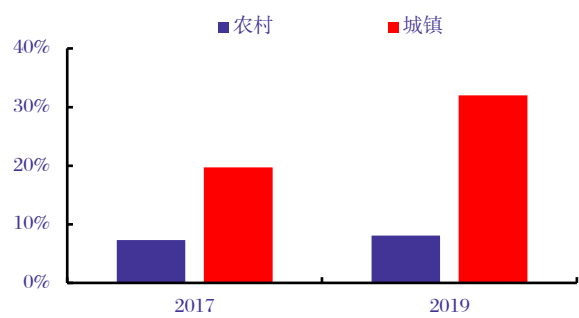
教育部进一步清理变异性培训，有望为合规教培市场带来可观增量。根据 CIEFR 样本数据，2018-2019年在参与学科类课外培训的中国中小学生中，超过70%主要参与由个人提供的学科培训，这一比例在城镇地区中小学生为65.7%，农村地区则为87.6%。这意味着在“双减”政策前，中国教培市场即已存在庞大的地下市场。而随着中国教育监管部门将下一阶段目标转向清理各类变异性培训，我们认为其中将有相当一部分需求将回流至合规机构，若仅以合规机构主要布局的城镇地区看，这一市场需求体量将为原有合规市场的1.9倍（参加商业化机构的32% VS 由个人提供的65.7%）。

图33：2011-2020年新东方、好未来学科培训市场份额变化



资料来源：公司公告，沙利文，中国银河证券研究院

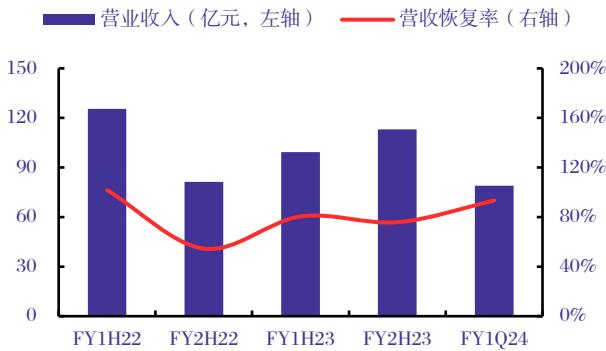
图34：2017-2019年中校学生参加个人提供的学科培训比例



资料来源：CIEFR，中国银河证券研究院

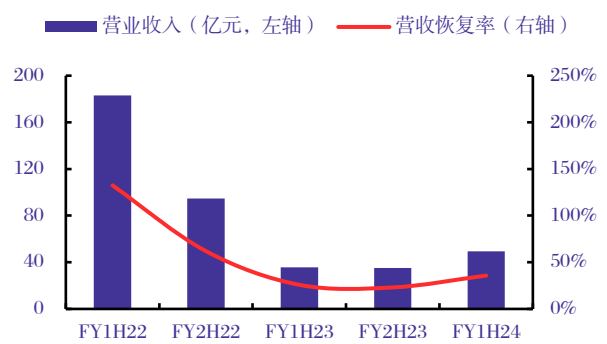
2023年中国头部教培企业经营显著改善，验证合规市场复苏强劲。新东方、好未来、学大等头部教培企业，在双减后均已剥离 K9 业务，仅保留合规高中阶段培训，同时各企业均积极布局政策鼓励的职业教育、素质教育、教育信息化等业务，并取得一定进展。从 2023 年上半年披露的财务数据看，新东方受益教育业务新业务（素养等）+东方甄选的快速发展，FY1Q24 营收体量已接近“双减”前；好未来受素养+智能硬件等学习内容及解决方案业务驱动，FY2Q24 实现扭亏。

图35：新东方营业收入和营收恢复率（较“双减”前）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

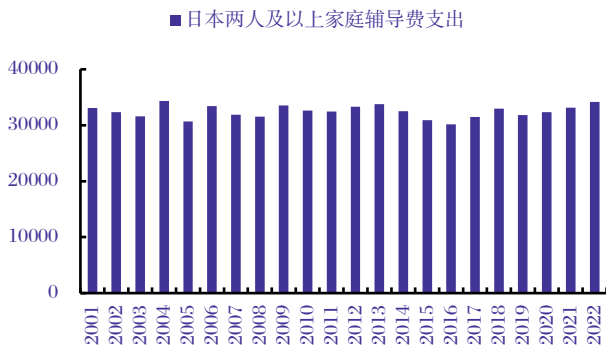
图36：好未来营业收入和营收恢复率（较“双减”前）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

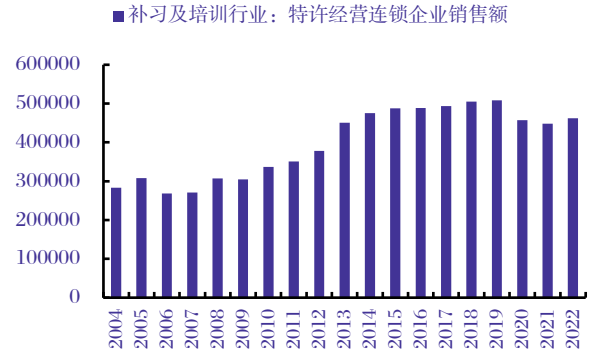
从更长期的人口因素看，随着教培公司的业务内涵扩张，我们认为人口对教培公司的影响实际上较为有限。参考日本国家统计局数据，日本两人以上家庭平均教育支出自 2001 年以来保持平稳，而连锁型的补习、培训服务机构营业额自 2004 年以来由 2833 亿日元，增长至 4623 亿日元，cagr~2.8%。其中原因在于：1) 日本大型连锁教培企业的业务覆盖面广，除传统业务外，还不断加强在线教育及拓展养老业务；2) 日本教培企业也非常重视扩张海外市场，如 Kumon 公司 2019 年服务的学生数为 419 万人，其中日本国内学生 157 万，海外学生有 262 万人。此外，韩国也有相同趋势：虽然人口出生率自 2005 年由 1% 下降至 2022 年的 0.69%，但韩国居民课外培训支出费用仍由 2006 年的 236 亿韩元增长至 2022 年的 259 亿韩元。

图37：2001-2022年日本两人及以上家庭辅导费支出平稳（单位：日元）



资料来源：日本国家统计局，中国银河证券研究院

图38：2004-2022年日本连锁补习机构营收持续增长（单位：百万日元）



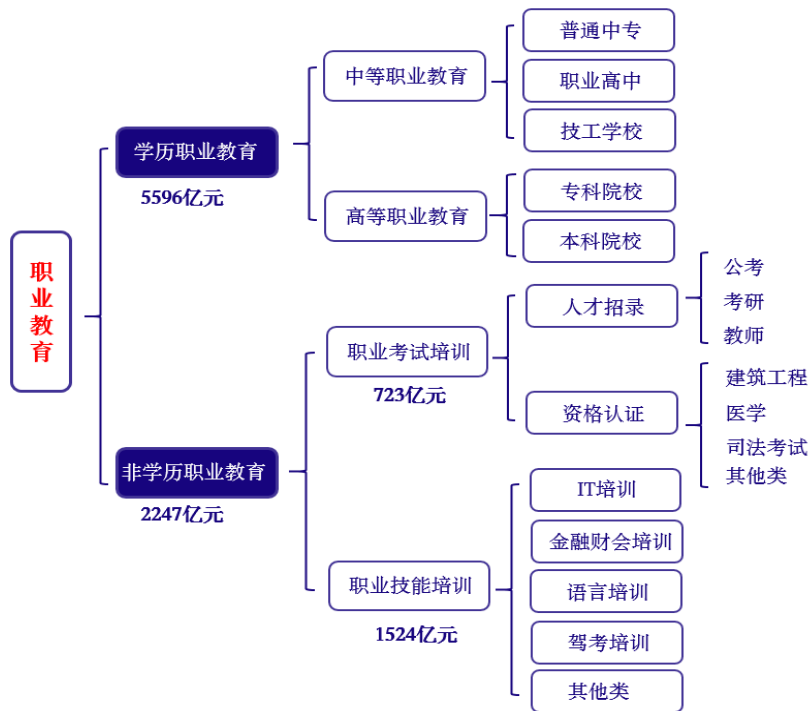
资料来源：日本特许经营协会，中国银河证券研究院

中期维度看，中国龙头教培企业自“双减”政策以来，积极响应政府号召，依托自身优势切入职业教育、教育信息化等政策鼓励方向：

（1）素质教育：有望填补教培机构 K9 学科培训的空白。素质教育主要包括启蒙教育、语言能力培养、STEAM、体育、户外营地、艺术以及其他新兴的素养提升品类。根据 CIEFR 调研数据，素质教育的用户群体主要为 K9 阶段学生（2018-2019 学年中国小学/初中/高中兴趣类校外培训参与率分别为 22.3%/9.6%/5.8%），2019 年市场规模约为 5285 亿元。考虑到 2024-2027 年中国 6-15 岁人口数 1.80/1.76/1.71/1.65 亿人，与 2019 年 1.78 亿的水平基本相当，叠加因学科类培训监管带来的素质教育参培率提升，我们预计未来三年 K9 阶段兴趣类/素质教育培训空市场间有望持平于 2019 年水平。目前新东方、好未来等头部机构，依托自身品牌、教研优势均在拓展相关业务，或可填补原先 K9 学科培训业务的空白。

（2）职业教育：政策鼓励，空间广阔。近年来职业教育鼓励政策持续推进，《职业教育法（2022 年修订）》、《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》等相关政策持续强调职业教育与普通教育拥有同等重要地位，同时逐步捋顺职业教育招生、升学路径。根据弗若斯特沙利文预测，我国的职业教育行业的市场规模从 16 年的 5167 亿元增至 21 年的 7843 亿元，CAGR 达 8.7%，预期 2026 年将会达到 1.1 万亿元，2022-2026 年 CAGR 达 6.9%。

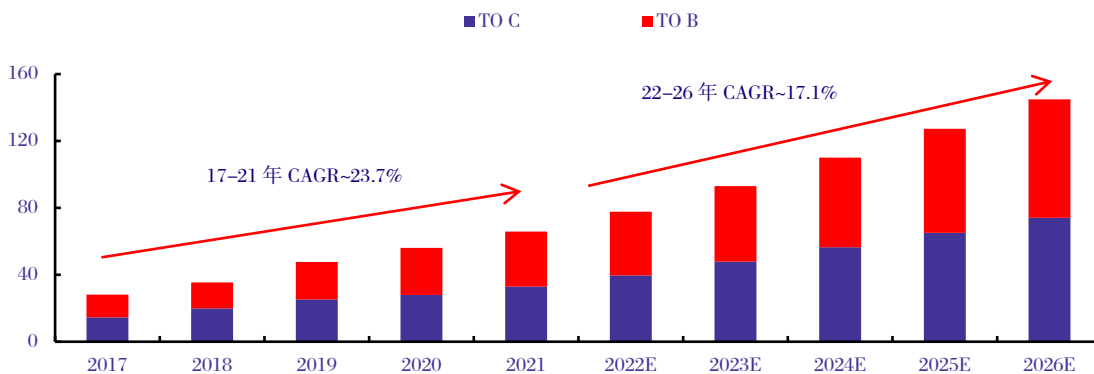
图39：中国职业教育市场分类及空间



资料来源：弗若斯特沙利文，中国银河证券研究院

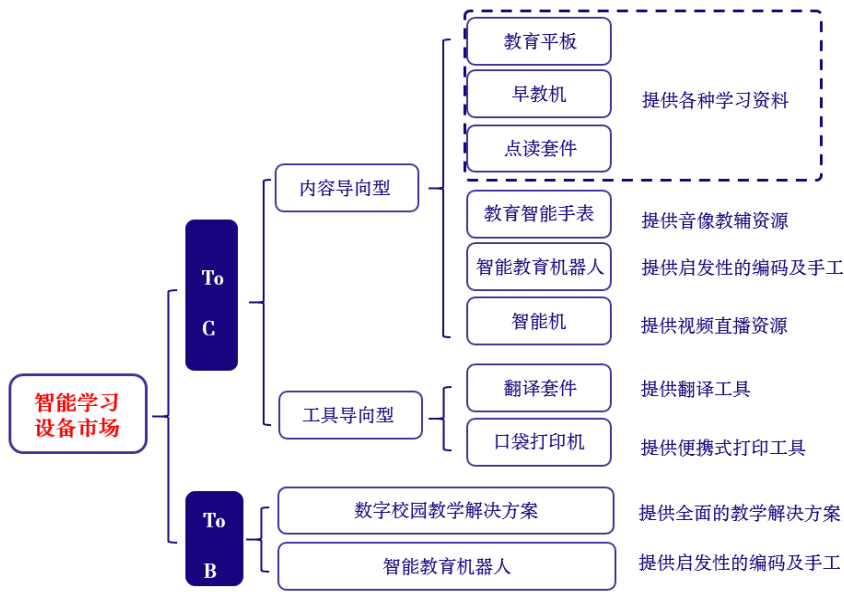
(3) 依托内容优势拓展教育信息化，AI+教育打开传统教培企业想象空间。 AI对教育的赋能主要体现在提升教育质量、促进教育公平、节约教育成本。中国自2017年开始重点加大教育信息化的投入和重视程度，2017年7月国务院印发《新一代人工智能发展规划》明确表示将形成“利用智能技术加快推动人才培养模式、教学方法改革，构建包含智能学习、交互式学习的新型教育体系”。目前AI相关技术已全面在“备”、“教”、“练”、“考”、“评”、“管”等场景开始落地，尤其是智能学习服务设备已较为成熟。根据弗若斯特沙利文数据，2021年中国智能学习服务设备市场规模已超600亿元，预计2022-2026年将保持17.1%的复合增速，2026年整体市场规模将达到1450亿元。从竞争格局角度看，目前智能学习服务设备市场主要参与者，包括互联网科技公司、教育信息化公司、教培企业。其中，我们认为传统教培企业的竞争优势，在于积淀已久的内容储备、课程研发能力。

图40：中国智能学习服务设备市场规模预测（单位：人民币，十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，中国银河证券研究院

图41：中国智能学习服务设备市场分布图



资料来源：读书郎，中国银河证券研究院

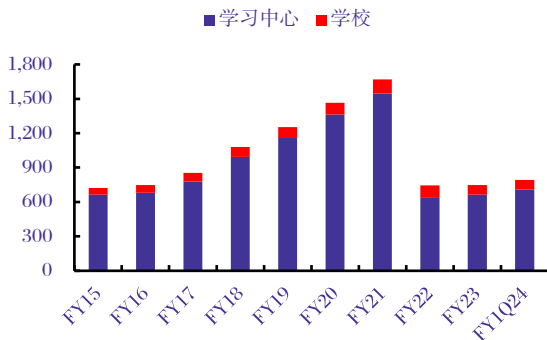
三、投资建议

我们认为当前中国教培行业的政策稳定性的能见度已较高，在当前监管政策框架下，学科类培训供给受限、非学科牌照发放有序，供需结构优化趋势确定。头部教培企业，依托品牌优势、研发优势在转型阶段具备显著优势。综上所述，我们预计聚焦 K9 新素养+高中个性化教育服务的教培公司将充分受益于当前供需格局变化。推荐学大教育，受益标的新东方-S、科德教育。

（一）新东方-S：行业格局优化的绝对受益者

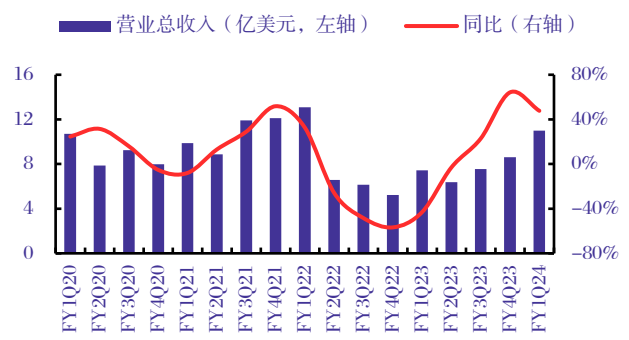
公司为国内知名课辅导机构品牌，自 1993 年成立至今已超 30 年。“双减”政策后，公司依托优势现金、品牌资源，全面拓展素质教育、直播电商等多个业务板块，成功突破行业监管政策束缚下的经营困境。截止 1Q24，公司实现营收 11 亿美元/同比+47.7%，恢复至“双减”前的 84%；学校+学习中心数量 793 个，较 FY23 财年增长 45 个。

图42：FY15–FY1Q24 新东方网点变化（所）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图43：FY2020–FY1Q24 新东方营收变化



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

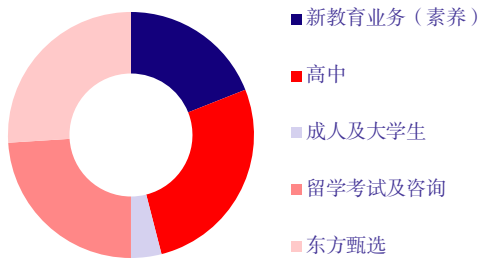
图44: 截至 2023 年 8 月 31 日新东方全国网点分布



资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

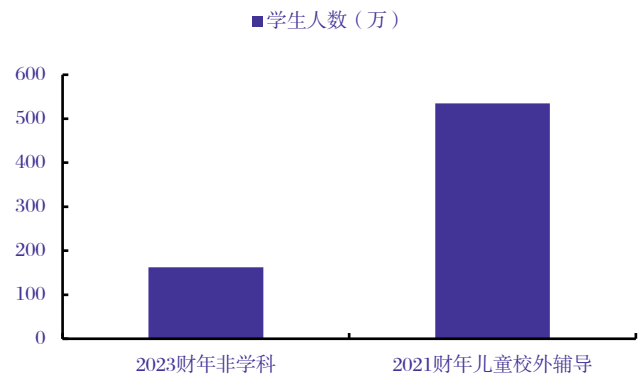
业务结构优化, 非学科培训业务预计已弥补 K9 业务量的 30%+: 1Q24 公司业务结构实现进一步优化, 各板块业务占比分布均衡。新业务方面, 非学科类辅导业务报名人次 43.8 万/同比增长 47.5%, 参考 23 财年数据, 预计 1Q24 非学科业务已弥补“双减”前业务量的 30%; 此外公司智慧学习系统及设备 Q1 活跃付费用户达 18.1 万人, 同比增长 38.1%, 环比增长 82.8%。此外, 公司于 11 月以 15 亿人民币对价收购新东方甄选在线教育业务, 该部分业务 2023 财年净利约为 1.2 亿。

图45: FY23 新东方营收结构



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

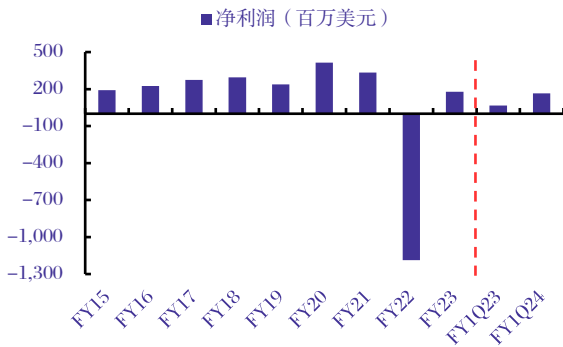
图46: 1Q24 新东方教育新业务预计回补“双减”K9 业务量的 30%+



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

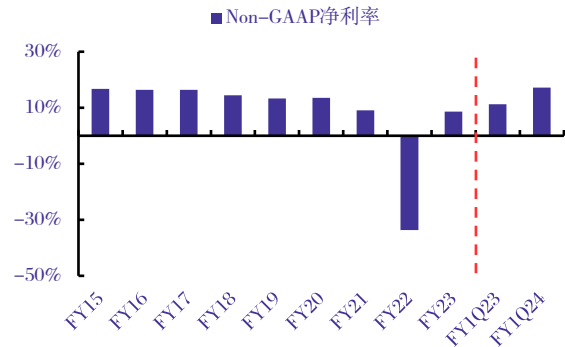
受益于市场竞争格局优化, 1Q24 公司盈利能力提升明显。其中, 销售/管理费用率 12.4%/28.9%, 同比改善 0.9pct/5.5pct; 经营利润率 18.6%, 同比+8.2pct; 剔除股权激励费用后的 Non-GAAP 经营利润率 22.3%, 同比+9.3pct。预计利润率提升主要由于学习中心利用率提升、新业务规模快速增长。此外, 公司预计 FY24Q2 (2023 年 9 月 1 日至 2023 年 11 月 30 日) 的净营收总额将为 7.85 亿美元至 8.04 亿美元之间, 同比增长 23-26%之间。

图47: 新东方历史净利润变化



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图48: 新东方历史 Non-gaap 净利率变化



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(二) 学大教育: 深耕个性化教育, 职教布局初具规模

公司深耕个性化教育, 是国内一对一教育辅导模式与体系的开创者, 拥有行业领先的教学管理体系和教研资源平台。“双减”政策前, 公司主要服务于国内 K12 学生需求, 模式以“一对一为主, 班组为辅”, 个性化学习中心约 570 个, 覆盖全国 110 座城市。“双减”政策后, 公司及时调整业务方向, 主要为高中、高复、艺考学生提供课外辅导, 同时拓展职教、文化空间等新业务布局。截至 1H23, 公司个性化学习中心约 270 个, 全日制培训基地 30 余所。

公司治理逐步理清, 创始人回归重掌话语权。公司于 2016 年从美股私有化后, 通过借壳银润投资登入 A 股。为顺利实施学大回 A 规划, 2015 年银润投资引入紫光集团成为战略投资人, 并通过紫光借款先行私有化学大教育。但受 2016 年证监会未批准定增偿还紫光借款事项影响, 公司财务费用较高, 导致经营包袱较重。2017-2019 年期间, 公司多次筹划置出学大教育但均未获成功, 创始人金鑫亦于期间卸任管理层职务, 导致学大业务发展陷入停滞。2020 年, 公司再次启动定增发力教育业务, 公司创始人借定增事项重新回归。

表10: 公司前十大股东概况

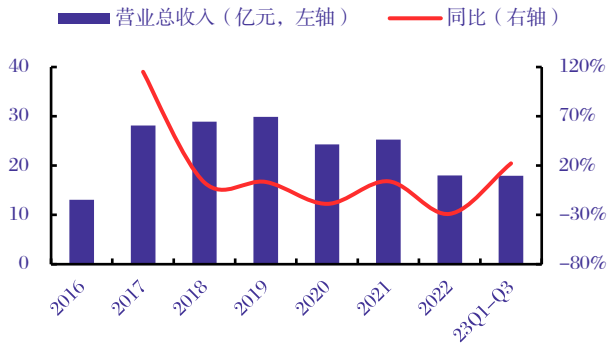
职位	持股比例	备注
紫光集团有限公司破产企业财产处置专用账户	13.21%	紫光系
浙江台州椰林湾投资策划有限公司	10.19%	学大创始人金鑫+银润系
天津安特文化传播有限公司	8.67%	学大创始人金鑫+银润系
天津晋丰文化传播有限公司	4.91%	学大创始人金鑫+银润系
全国社保基金 602 组合	2.79%	
嘉实科技创新混合型证券投资基金	2.07%	
嘉实前沿创新混合型证券投资基金	1.94%	
嘉实前沿科技沪港深股票型证券投资	1.94%	
全国社保基金 504 组合	1.62%	
俞晴	1.23%	

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

受益于行业供需格局改善, 门店结构优化与效率提升, 公司盈利能力较“双减”前显著改善。公司 3Q23 实现归母净利润 0.17 亿元, 为历史首次于 Q3 单季实现盈利。其中, 3Q23 公司毛利率为 32.9%/同比+10pct, 较 2019-2021 年同期提升 10-13pct; 期间费用率方面, 销售/管理费用率 8.4%分别同比-1.1pct/-

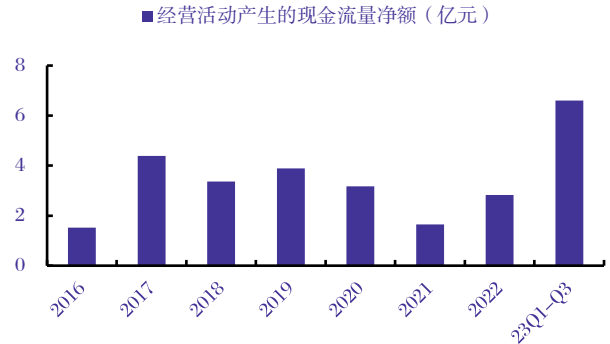
0.7pct，预计主要因学习中心数量缩减后人员数量下降，以及市场竞争趋缓背景下营销投入减少；财务费用率同比-1.5pct，主要因公司积极筹措资金用以归还借款，进一步优化债务结构。

图49：2016-2023Q1-Q3 学大教育营收变化



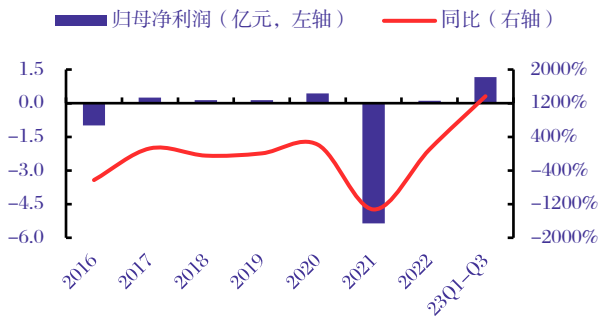
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图50：2016-2023Q1-Q3 公司经营性现金流变化



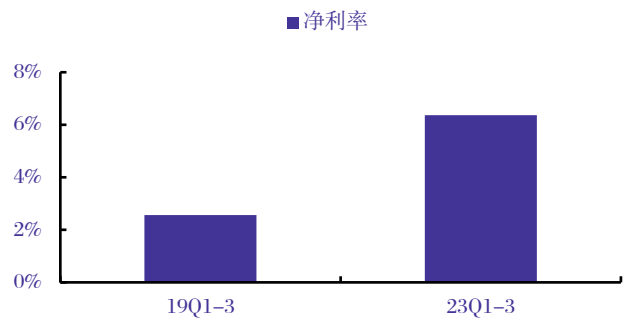
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图51：2016-2023Q1-Q3 学大教育集团归母净利润变化



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图52：23Q1-3 学大教育集团净利率较疫情前明显提升



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司目前已确立职业教育为核心业务板块，未来将通过联合办学、校企合作投资举办、专业共建等模式构建中等职业教育、高等职业教育、产教融合、职业技能培训四大版块。公司持续推动职教业务布局，2023年7月以自有资金3040万元出资持有沈阳双晟教育80%股权，实现间接持有沈阳国际商务学校80%的举办者权益。截止3Q23，公司已实现对4所中职院校收购，在当前政策鼓励职普融通的背景下，未来公司有望依托多年积累的教研知识体系、师资优势、技术优势、产业资源，提升并购院校的盈利能力。

此外，公司基于二十多年深耕中国教育行业的经验沉淀，着力推进全民阅读体验升级的全新文化业态和教育数字化业务。其中：

(1) 文化业态：1H23 公司文化空间共计 6 家，报告期内公司新开业文化空间 4 所，其中：句象书店聚焦“全民阅读”，通过搭建定制化的阅读场景和沉浸空间，让全年龄人群从人生第一本书到理解世界的阅读经历，从方法、体验到收获的全方位升级。构建集图书销售、共享阅读、图书借阅、儿童成长、咖啡文创、文化沙龙、空间租赁等文化业态于一体的复合型文化空间；小象绘本馆主要提供实体馆+线上课程OMO 阅读解决方案。持续开拓儿童和青少年阅读市场，丰富产品线布局。

(2) 教育数字化：公司利用自主研发的信息化平台进行智慧教学、智能教学服务，为校园提供多维度的信息化智能服务，助力校园降本增效，打通教学服务闭环，重构教学场景。同时公司接入“百度文心一言”，已成为百度文心一言首批生态合作伙伴。

（三）科德教育：高复+中职升学增长稳健

公司 2017 年完成对龙门教育的收购，近年来战略聚焦现代职业教育，目前已布局中等职业教育、全日制复读学校和职业技能培训服务等教育业务，目前业务包括：1）全日制复读学校：定位“中西部、中等生、中高考”，打造以高考复读业务为主的全日制继续教育。目前拥有 3 个中高考复读校区，未来有望逐步恢复教学产能；2）中职教育：拥有西安培英育才和天津旅外 2 所民办盈利性职业高中，学制 3 年。以职教升学和艺术体专业培养为特色；3）传统油墨业务：上市公司传统业务，目前经营较为稳定。

Q3 职教招生向好，业绩显著改善。3Q23 公司实现收入 2.04 亿元/同比+2.4%，实现归母净利 4187 万元/同比+58.2%，扣非净利 4248 万元/同增+61.0%。2023 年前三季度，公司实现收入 5.61 亿元/同比-4.8%，实现归母净利 9955 万元/同比+87.7%，扣非净利 9995 万元/同比+88.0%。盈利能力大幅修复，净利率同比提升 6.9pct 至 19.8%。

四、风险提示

（1）宏观经济持续下行的风险：消费行业景气度整体仍受宏观经济波动影响，若中国经济无法如期企稳复苏，则将对各消费行业增长带来较大冲击；

（2）非合规机构清理进展低于预期的风险：地下教培机构的清理存在一定难度，若清理进展低于预期，市场集中度的提升速度可能放缓；

（3）新业务拓展不及预期的风险：直播电商、智能学习硬件等新市场较传统教培业务具备更加复杂多变的竞争环境，同时若教育公司无法适应相关行业的管理模式，可能面临转型失败的风险，并导致业绩下降。

图表目录

图 1: 1981-2020 年日本学习塾数量.....	3
图 2: 1950-1970 年代日本高等教育录取比例.....	4
图 3: 1950-1970 年代日本出生人口数量.....	4
图 4: 日本中小学生校外培训机构参培率.....	5
图 5: 1970-1990 年日本 K12 年龄段人口数量 (5-17 岁)	5
图 6: 日本家庭教育支出占可支配收入比例.....	5
图 7: 日本 CPI 指数 (1986 年=100)	5
图 8: 2000-2020 年日本 K12 人口变化.....	6
图 9: 2013-2021 年日本高中毕业人口数量变化.....	6
图 10: 韩国校外培训机构数量.....	7
图 11: 韩国针对影子教育行业的改革政策历程图.....	7
图 12: 1950-1960 年韩国人口出生率.....	7
图 13: 20 世纪 50 年代韩国高校数量.....	7
图 14: 1971-1980 年韩国中学入学率.....	8
图 15: 1971-1980 年韩国高等院校入学率.....	8
图 16: 1985-2006 年韩国校外培训支出.....	9
图 17: 1985-2006 年韩国校外培训支出占韩国 GDP 比重	9
图 18: 2016-2022 年韩国校外培训支出费用.....	10
图 19: 2007-2023 年韩国中小学生校外培训机构参培率.....	10
图 20: 2007-2022 年韩国中小学非学科类培训参培率变化.....	10
图 21: 2022 年韩国非学科培训细分科目参培率情况.....	10
图 22: 中国 985 学校录取率.....	11
图 23: 不同院校毕业生简历通过率.....	11
图 24: 中国 K12 校外培训市场规模 (单位: 十亿元)	11
图 25: 中国 K12 校外培训就读学生人数 (单位: 百万人)	11
图 26: 各国家庭教育支出占人均 GDP 的比重	12
图 27: K9 阶段线下学科类培训机构数量变化	16
图 28: K9 阶段线上学科类培训机构数量变化.....	16
图 29: 2016 年-2021 财年新东方学习中心数量 CAGR~16%.....	17
图 30: 2016 年-2021 财年好未来学习中心数量 CAGR~25%.....	17
图 31: 2006-2016 年的出生人口逐年抬升 (单位: 万)	17
图 32: 2018-2023 年高考人数持续增长 (单位: 万)	17
图 33: 2011-2020 年新东方、好未来学科培训市场份额变化.....	18
图 34: 2017-2019 年中校学生参加个人提供的学科培训比例.....	18
图 35: 新东方营业收入和营收恢复率 (较“双减”前)	18
图 36: 好未来营业收入和营收恢复率 (较“双减”前)	18
图 37: 2001-2022 年日本两人及以上家庭辅导费支出平稳 (单位: 日元)	19
图 38: 2004-2022 年日本连锁补习机构营收持续增长 (单位: 百万日元)	19
图 39: 中国职业教育市场分类及空间.....	20
图 40: 中国智能学习服务设备市场规模预测 (单位: 人民币, 十亿元)	20
图 41: 中国智能学习服务设备市场分布图.....	21
图 42: FY15-FY1Q24 新东方网点变化 (所)	21
图 43: FY2020-FY1Q24 新东方营收变化.....	21

图 44: 截至 2023 年 8 月 31 日新东方全国网点分布.....	22
图 45: FY23 新东方营收结构.....	22
图 46: 1Q24 新东方教育新业务预计回补“双减”K9 业务量的 30%+.....	22
图 47: 新东方历史净利润变化.....	23
图 48: 新东方历史 Non-gaap 净利率变化.....	23
图 49: 2016-2023Q1-Q3 学大教育营收变化.....	24
图 50: 2016-2023Q1-Q3 公司经营性现金流变化.....	24
图 51: 2016-2023Q1-Q3 学大教育集团归母净利变化.....	24
图 52: 23Q1-3 学大教育集团净利率较疫情前明显提升.....	24

表格目录

表 1: 20 世纪 80 年代以来日本宽松教育改革政策概览.....	4
表 2: 日本校外培训机构学习塾治理政策梳理.....	6
表 3: 韩国全面禁止的校外培训政策.....	8
表 4: 2000 年后韩国教育体系改革方案.....	9
表 5: 1951-2018 年中国国义务教育阶段校内减负相关政策.....	12
表 6: 义务教育阶段校外减负相关政策.....	13
表 7: 国家针对义务教育阶段学科类/非学科类培训机构相关政策.....	14
表 8: 各地区非学科类培训机构办学许可证/准入规定政策梳理.....	15
表 9: 《校外培训行政处罚暂行办法》要点.....	16

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

顾熹闽，社会服务业首席分析师，同济大学金融学硕士。长期从事社服及相关出行产业链研究，曾任职于海通证券、民生证券、国联证券，2022年7月加入中国银河证券。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683chengxi_yj@chinastock.com.cn
苏一耘 0755-83479312suyiyun_yj@chinastock.com.cn
上海地区：陆韵如 021-60387901luyunru_yj@chinastock.com.cn
李洋洋 021-20252671liyongyang_yj@chinastock.com.cn
北京地区：田薇 010-80927721tianwei@chinastock.com.cn
唐嫚玲 010-80927722tangmanling_bj@chinastock.com.cn