

# 教育行业2024年投资策略

## 经营拐点初显，商业模式迭代进行时

社会服务 · 教育行业

投资评级：超配（维持评级）

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：钟潇

0755-82132098

zhongxiao@guosen.com.cn

S0980513100003

证券分析师：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

## ■ 板块回顾复盘：K12教培&职业技能培训赛道收入利润仍未恢复至双减前，但K12教培赛道股价领涨板块

VS2020年同期，收入方面，民办高教（+138%）>K12教培（-47%）>职业技能培训（-56%），民办高教收入增速稳健，而职业技能培训/K12教培仍未恢复双减前状态；利润方面，民办高教（+80%）>K12教培（-39%）>职业技能培训（-64%），民办高教增速依旧稳健，K12教培利润恢复优于收入系经营效率提升带动、职业技能培训赛道承压。2023年，板块涨幅居前为学大教育（180%）、新东方-S（110%）、好未来（79%）、思考乐教育（77%）、卓越教育集团（67%）；跌幅居前为粉笔、中国科培、中国东方教育、希望教育、中教控股。

## ■ 政策回顾：K12学科培训&K9学历学校龙头被迫转型，民办高教&职业培训赛道未受到监管影响

结合民促法实施条例、双减政策相关规定：1) **K9（小学+初中）学科培训**：不再审批新牌照、切断上市&并购等资本化路径、大面积取消营利性牌照。不再审批新的普通高中学生的学科类校外培训机构，高中学科类培训机构参照本意见有关规定执行。由于政策的强监管，K12教培机构被迫走上转型之路。2) **K9学历学校类**：限制相关公司的兼并收购&协议控制，上市公司相关业务需剥离或退市。3) **学历类高中&高教**：无明确政策限制，但政策后行业并购、学校选营等进展确实较为缓慢。4) **职业技能培训**：未受到明确监管影响。

## ■ 子赛道分析与展望：K9素养培训风起，职业培训赛道景气度分化，K9学校转型良好、而民办高教选营仍在推进

1) **K12教培**：政策带来供给侧的出清、素养培训转型卓有成效以及监管态度清晰，是赛道的三大变化。展望未来，我们分析赛道需求旺盛、而优质内容供给的缺位现状预计仍将维持，头部玩家预计将持续受益；2) **职业技能培训**：公考招录赛道迎来“景气度仍较高、内部竞争格局切换、竞争策略回归理性”三大变化，看好赛道向头部集中的趋势；而技能培训如IT、烹饪等由于下游招聘意愿较低，短期景气度较差；企业家培训展现出一定逆周期属性；3) **学历教育**：K9学校尝试非学科的配套服务转型，高中民办选营进展领先；民办高教关注转营&并购进展。

## ■ 投资建议：行业最差时间已过，三条主线掘金2024年

维持板块“超配”评级。监管边界趋于清晰，行业供给出清而需求旺盛，优质供给缺位下头部机构预计将持续受益于本轮行业复苏，我们建议从三条主线布局教育板块机会：1) **高景气保障业绩确定性**：重点推荐学大教育、新东方-S、行动教育、中公教育、粉笔，建议关注华图山鼎；2) **基于赛道中线逻辑**，重点推荐新东方-S、学大教育、天立国际控股，建议关注好未来；3) **事件催化基本面改善**，若经济预期转暖，顺周期就业标的传智教育、中国东方教育预计受益；若选营/并购落地等有实质性推进，高教板块中教控股/新高教集团/中国科培/希望教育估值有望回归；AI技术应用带来经营效率提升，建议关注新东方-S、好未来。

## ■ 风险提示：政策趋严、股东减持、核心人才流失、宏观经济承压、招生人数低于预期、学费提升受阻等。

- [ 01 ] 板块回顾复盘
- [ 02 ] 板块政策回顾
- [ 03 ] 子板块分析与展望
  - K12教培
  - 职业培训
  - 学历教育
- [ 04 ] 投资建议

## ■ 收入概览

- **K12教培**：除盛通股份（主业含印刷业务）、新东方（孵化电商新业务）外，各家公司收入均未恢复至双减前状态。
- **职业培训**：除中公教育因自身战略调整收入规模下滑外，传智、行动教育收入均超过2020年水平。
- **学历教育**：最新期财报收入均超出双减前状态。

表1：教育板块最新财报季收入恢复情况（单位：A/H为亿元；美股为亿美元）

所在赛道	公司名称	股票代码	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	VS2020年
K12课外培训	学大教育	000526.SZ	23.44	24.33	19.35	21.52	14.67	17.93		-7.34%
	盛通股份	002599.SZ	13.68	14.01	14.53	18.32	16.93	17.98		23.74%
	高途集团	GOTU.N	0.31	1.67	7.22	8.15	2.63	3.06		-57.54%
	新东方	EDU.N	6.61	8.60	10.72	9.86	13.09	7.45	11.00	2.64%
	好未来	TAL.N	7.78	12.50	16.39	20.14	28.29	5.18	6.87	-58.07%
职业技能培训	中公教育	002607.SZ	43.67	61.59	74.39	63.01	38.94	26.66		-64.16%
	传智教育	003032.SZ	-	-	4.41	4.90	6.23	4.46		1.13%
	行动教育	605098.SH	-	-	2.26	3.56	3.41	4.61		103.91%
学历教育	天立国际控股	1773.HK	6.44	9.24	13.05	3.55	8.89	23.15		77.46%
	中教控股	0839.HK	9.70	20.22	27.58	38.29	49.51	58.44		111.89%
	中国科培	1890.HK	5.92	7.31	9.67	6.88	15.21	16.36		69.15%
	希望教育	1765.HK	11.01	13.91	9.11	24.49	31.58	36.99		306.06%
	新高教集团	2001.HK	7.07	12.22	7.58	17.16	22.04	24.23		219.62%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

注：A股公司数据均为“前三季度”口径、H股公司均为全年收入口径（8/31为年报披露期）、美股新东方为Q1数据、好未来为H1数据、高途为前三季度数据

## ■ 利润概览

- **K12教培**：与双减前相比，个股利润表现分化，学大教育、高途利润表现亮眼，而新东方、好未来较前期高点仍有距离。
- **职业培训**：除中公教育因自身战略调整利润下滑外，传智、行动教育收入均超过2020年水平。
- **学历教育**：除去天立教育外，民办高教板块利润增速稳健。

表2：教育板块最新财报季利润恢复情况（单位：A/H为亿元；美股为亿美元）

所在赛道	公司名称	股票代码	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	VS2020年
K12课外培训	学大教育	000526.SZ	0.68	0.64	0.30	0.45	0.08	1.17		284.71%
	盛通股份	002599.SZ	0.72	0.79	0.24	0.70	0.01	-0.22		-194.33%
	高途集团	GOTU.N	-0.05	0.04	-1.12	-5.23	-0.08	0.16		113.91%
	新东方	EDU.N	1.58	1.23	2.09	1.75	0.61	0.66	1.65	-68.42%
	好未来	TAL.N	0.88	1.44	-0.22	0.97	-9.29	-0.45	-0.07	-105.57%
职业技能培训	中公教育	002607.SZ	0.40	9.59	13.21	-8.91	-8.23	2.42		-81.68%
	传智教育	003032.SZ	-	-	0.14	0.64	1.66	1.02		638.85%
	行动教育	605098.SH	-	-	0.58	1.09	0.94	1.61		177.86%
学历教育	天立国际控股	1773.HK	1.95	2.65	3.79	-13.34	0.97	3.34		-11.87%
	中教控股	0839.HK	3.58	5.93	6.33	14.44	18.45	13.80		117.94%
	中国科培	1890.HK	3.42	4.56	5.65	2.72	7.04	7.43		31.61%
	希望教育	1765.HK	1.68	4.90	1.19	6.06	4.45	2.10		76.22%
	新高教集团	2001.HK	2.43	3.86	1.75	5.68	6.20	7.03		302.09%

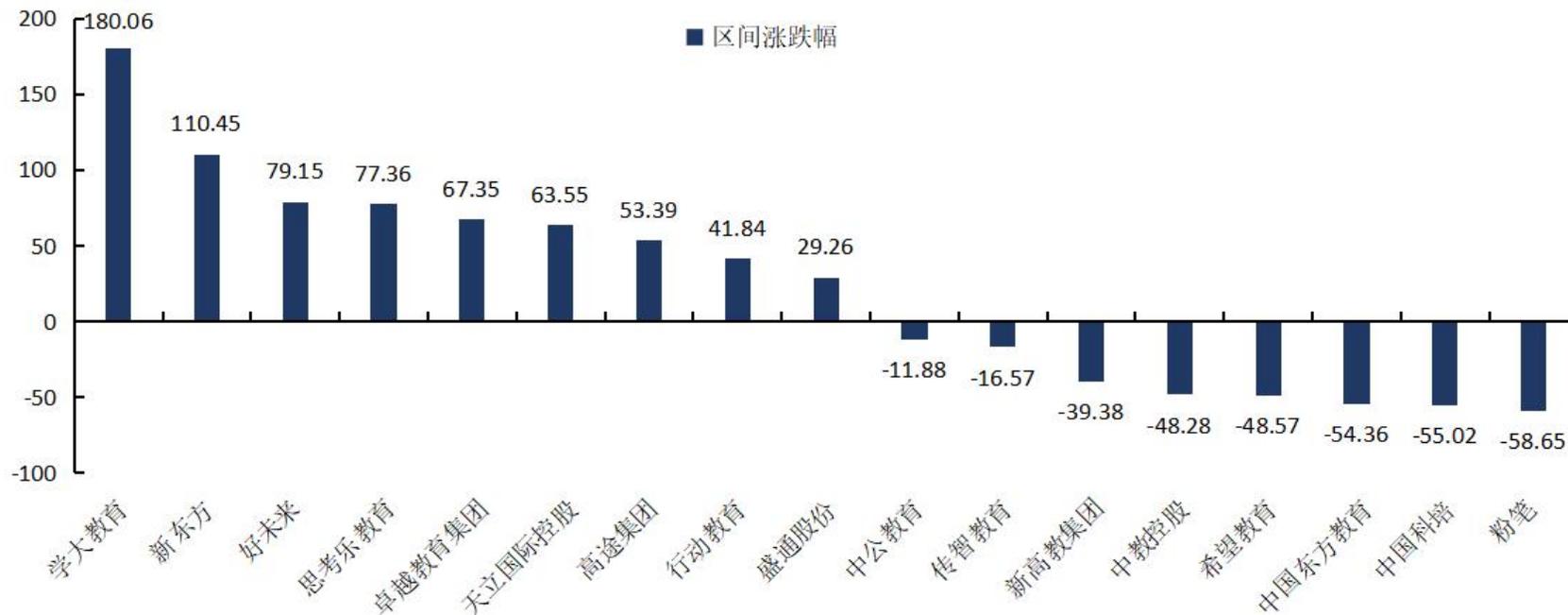
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

注：A股公司数据均为“前三季度”口径、H股公司均为全年收入口径（8/31为年报披露期）、美股新东方为Q1数据、好未来为H1数据、高途为前三季度数据

## ■ 股价复盘：超跌赛道深蹲起跳，K12教培个股领涨

➤ **K12教培赛道个股领涨教育板块**，受益于行业供给侧的出清与需求的强势复苏，2023年K12教培赛道个股经营数据均呈现出不俗复苏态势，其中学大教育涨超180%，新东方股价也实现翻倍，好未来、高途集团、思考乐教育以及卓越教育集团涨幅也超过50%。而**职业培训板块**（公考、IT培训）个股则承压回撤，仅行动教育依靠自身经营高确定性实现正收益。学历教育板块中，天立国际控股转型良好，今年上涨超60%，而民办高教板块由于选营进展较慢、办学投入增长（利润率下滑）等影响股价同样承压。

图1：2023年A/H/美股教育行业公司涨跌幅



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

01

板块回顾复盘

02

板块政策回顾

03

子板块分析与展望

——K12教培

——职业培训

——学历教育

04

投资建议

# 中国教育行业体系示意图

■ 按照年龄段由小到大、教学内容是否属于学历教育范畴，我们将教育行业分成4部分：

①**义务教育阶段（K9）学历教育**：以民办小学、初中学校为主，相关上市公司名称为天立国际控股、成实外教育等。

②**非义务教育阶段（非K9）学历教育**：业务存续形态为普通高中/职业高中、应用型二本等民办院校，相关上市公司名称为中教控股、希望教育、中国科培、新高教集团等。

③**义务教育阶段（K9）非学历教育**：双减后K9学科培训基本消失，目前素养培训新业态正在承接双减前的学科培训需求，如全国范围内龙头新东方、好未来、学大教育；区域K12培训龙头思考乐教育、卓越教育集团。

注：部分公司业务版图也涉及高中阶段培训

④**职业技能培训教育**：以成人培训业务为主，如公务员考试、考研、IT技能培训等，上市公司名称为公考培训龙头粉笔（2469.HK）、中公教育；IT培训龙头传智教育等。此外新东方也从事考研、留学相关业务。

图2：中国教育行业体系示意图



资料来源：教育部，国信经济研究所整理

# 教育行业商业模式对比

## ■ 大市值的教育公司具备什么样的特征？

- 1、用户生命周期/复购率、资本开支高低（影响复制难度）、需求刚性程度、获客难度、产品提价能力是评判不同教育赛道商业模式优劣的重要参考指标。
- 2、教育公司历史最高市值的公司前三名分别为好未来（4131亿元）、中公教育（2688亿元）、新东方（2360亿元），这些公司均具有用户生命周期长（复购率高、但中公教育用户生命周期近1年）、资本开支低（规模复制难度低）、需求刚性、提价能力强的特点。

图3：A/H/美股教育公司商业模式比较及历史最高市值对比

赛道类型	代表公司	用户生命周期	资本开支	需求刚性	获客难度	提价能力	历史最高市值（人民币亿元）
K12教培	好未来	长	低	强	低	强	4131
公务员培训	中公教育	短	低	强	低	强	2688
K12教培	新东方	长	低	强	低	强	2360
民办高教（本专科）	中教控股	中	高	强	低	中	444
职业技能培训	中国东方教育	中	中	中	高	中	359
公务员培训	粉笔	短	低	强	低	中	310
民办高教（本专科）	希望教育	中	高	强	低	中	249
K12学历学校	天立国际控股	长	中	强	低	强	200
IT培训	传智教育	短	低	中	低	中	166
民办高教（本专科）	中国科培	中	高	强	低	中	121
K12教培	学大教育	中	低	强	低	强	109
民办高教（本专科）	新高教集团	中	高	强	低	中	96
幼儿素质培训	盛通股份	中	低	中	低	中	76
K12教培(线上)	高途集团	长	低	强	低	强	70
企业家培训	行动教育	短	低	中	低	中	53

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

# 教育行业政策分析四象限图

图4：中国教育行业体系示意图



按照政策监管的严格程度，我们将相关赛道排序如下：

1) **K9 (小学+初中) 学科培训**：暂停审批新牌照（不再审批新的面向义务教育阶段学科类校外培训机构）、**切断一切资本化路径**（学科类培训机构不得上市、兼并收购）、**禁止营利性牌照**（现有学科类培训机构统一登记为非营利性机构）。不再审批新的面向学龄前儿童&普通高中学生的学科类校外培训机构。**对面向普通高中学生的学科类培训机构的管理，参照本意见有关规定执行。**

2) **K9学历学校类**：限制义务教育阶段K9学校以及非营利性幼儿园兼并收购、**协议控制的合法性**（上市公司的必要条件），存在相关业务的上市公司面临业务剥离或退市的问题，但并没有取缔现有模式合法性。

3) **学历类高中&高教**：高教、高中外延整合担忧消除（法规并未提及之前所传的禁止并购及禁止选营），但法规后上市公司层面并购案例确实大幅减少。

4) **职业技能培训**：政策限制少，未受到明确监管影响。

资料来源：《民办教育促进法实施条例正式稿》、《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》，国信经济研究所整理

# 《民办教育促进法实施条例（正式稿）》核心要点梳理



- **政策态度**：对社会资本参与职业教育办学持鼓励态度，而对参与学前教育&义务教育阶段（K9）民办学校明确约束。
- **收购/兼并**：禁止K9学校兼并收购、协议控制行为，但并未涉及民办高教上市公司（2018年送审稿部分说法曾引发此担忧）。
- **关联交易**：明确非义务教育民办学校关联交易的可行性（义务教育阶段明令禁止），但需遵循“公开、公平、公允”原则，合理定价、规范决策。

表3：民促法实施条例送审稿与正式稿对比

	民促法送审稿（2018年）	民促法正式稿（2021年）	解读
<b>民办学校设立（公参民说法）</b>	<p>第五条（节选）：鼓励社会力量依法设立基金会举办非营利性民办学校。以捐资等方式举办，不设举办者的非营利性民办学校，其办学过程中的举办者权责由捐赠人、发起人或者其代理人履行。</p> <p>第七条（节选）：公办学校不得举办或者参与举办营利性民办学校。公办学校举办或者参与举办非营利性民办学校的，应当经主管部门批准，并不得利用国家财政性经费，不得影响公办学校教学活动，不得以品牌输出方式获得收益。</p>	<p>第五条（节选）：国家鼓励以捐资、设立基金会等方式依法举办民办学校。以捐资等方式举办民办学校，无举办者的，其办学过程中的举办者权责由发起人履行。</p> <p>第七条（节选）：实施义务教育的公办学校不得举办或者参与举办民办学校，也不得转为民办学校。其他公办学校不得举办或者参与举办营利性民办学校。但是，实施职业教育的公办学校可以吸引企业的资本、技术、管理等要素，举办或者参与举办实施职业教育的营利性民办学校。</p> <p>第九条：国家鼓励企业以独资、合资、合作等方式依法举办或者参与举办实施职业教育的民办学校。</p>	<p>将捐资、设立基金会方式举办院校的范围由非营利性民办学校扩展至民办学校，放松了营利性民办学校的资金筹措来源。</p> <p>对义务教育阶段与职业教育阶段施以不同政策态度，义务教育政策更加严格，职业教育政策更加灵活，<b>明确允许职业教育阶段的公办学校可以举办和参与营利性民办学校。</b></p> <p>明确鼓励企业以资本化方式参与职业教育阶段民办学校经营。</p>
<b>举办者变更</b>	<p>第十一条（节选）：非营利性民办学校举办者变更的，应当签订变更协议，不得从变更中获得收益；现有民办学校的举办者可以根据其依法享有的合法权益与继任举办者协议约定变更收益，但不得以牟利为目的，不得涉及学校的法人财产。</p>	<p>第十二条（节选）：民办学校举办者变更的，应当签订变更协议，但不得涉及学校的法人财产，也不得影响学校发展，不得损害师生权益；现有民办学校的举办者变更的，可以根据其依法享有的合法权益与继任举办者协议约定变更收益。</p>	<p>送审稿要求非营利性学校变更举办者时，<b>不得从变更中获益，引发投资人对于上市公司是否能够收购非营利性学校的担忧。</b>正式稿删除不得获取收益的表述，明确允许新老举办者约定变更收益，可以消除对于上市公司获取民办学校举办权的担忧。</p>
<b>收并购</b>	<p>第十二条（节选）：实施集团化办学的，不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校。</p>	<p>第十三条（节选）：任何社会组织和个人不得通过兼并收购、协议控制等方式控制实施义务教育的民办学校、实施学前教育的非营利性民办学校。</p>	<p>删除“集团化办学”表述，明确禁止K9学校以及非营利性幼儿园兼并收购、协议控制行为，<b>但并未涉及民办高教上市公司。</b></p>
<b>关联交易合法界定</b>	<p>第十三条：实施国家认可的教育考试、职业资格考试和技术等级考试等考试的机构，不得举办与其所实施的考试相关的民办学校。</p> <p>第四十四条：非营利性民办学校与利益关联方发生交易的，应当遵循公开、公平、公允的原则，不得损害国家利益、学校利益和师生权益。</p>	<p>第十四条：实施国家认可的教育考试、职业资格考试和职业技能等级考试等考试的机构，举办或者参与举办与其所实施的考试相关的民办学校应当符合国家有关规定。</p> <p>第四十五条：实施义务教育的民办学校不得与利益关联方进行交易。其他民办学校与利益关联方进行交易的，应当遵循公开、公平、公允的原则，合理定价、规范决策，不得损害国家利益、学校利益和师生权益。</p>	<p>拓展职业教育参与主体的范围。</p> <p><b>明确非义务教育民办学校关联交易的可行性（义务教育阶段明令禁止），</b>但需遵循“公开、公平、公允”原则，合理定价、规范决策。</p>
	<p>第四十六条：在每个会计年度结束时，非营利性民办学校应当从年度净资产增加额中，营利性民办学校应当从年度净收益中，按不低于年度净资产增加额或者净收益的25%的比例提取发展基金，用于学校的建设、维护，教学设备的添置、更新和教职员工的进修培训等。</p>	<p>第四十六条：在每个会计年度结束时，民办学校应当委托会计师事务所对年度财务报告进行审计。非营利性民办学校应当从经审计的年度非限定性净资产增加额中，营利性民办学校应当从经审计的年度净收益中，按不低于年度非限定性净资产增加额或者净收益的10%的比例提取发展基金，用于学校的发展。</p>	<p>发展基金的比例由25%下降至10%，营利性学校资金安排更加灵活自主。</p>

资料来源：《民促法实施条例（送审稿）》，《民促法实施条例（正式稿）》，国信证券经济研究所整理

# “双减政策”核心要点梳理

表4：2021年7月“双减政策（校内服务+课外辅导）”核心要点梳理

		意见内容
总体要求	指导思想	强化学校教育主阵地作用，深化校外培训机构治理，坚决防止侵害群众利益行为，有效缓解家长焦虑情绪，促进学生全面发展、健康成长
	工作目标	学校教育教学质量和服务水平进一步提升，作业布置更加科学合理，学校课后服务基本满足学生需要，学生学习更好回归校园，校外培训机构培训行为全面规范。学生过重作业负担和校外培训负担、家庭教育支出和家长相应精力负担1年内有效减轻、3年内成效显著，人民群众教育满意度明显提升
全面压减作业总量和时长，减轻学生过重作业负担	健全作业管理机制	学校要完善作业管理办法，加强学科组、年级组作业统筹，合理调控作业结构，确保难度不超国家课标。严禁给家长布置或变相布置作业，严禁要求家长检查、批改作业。
	分类明确作业总量	学校要确保小学一、二年级不布置家庭书面作业，可在校内适当安排巩固练习；小学三至六年级书面作业平均完成时间不超过60分钟，初中书面作业平均完成时间不超过90分钟
	加强作业完成指导	教师要指导小学生在课内基本完成书面作业，初中生在课内完成大部分书面作业。
	科学利用课余时间	学校和家长要引导学生放学回家后完成剩余书面作业，进行必要的课业学习，从事力所能及的家务劳动，开展适宜的体育锻炼，开展阅读和文艺活动。
坚持从严治理，全面规范校外培训行为	坚持从严审批机构	<b>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。</b> 对原备案的线上学科类培训机构，改为审批制。各省（自治区、直辖市）要对已备案的线上学科类培训机构全面排查，并按标准重新办理审批手续。未通过审批的，取消原有备案登记和互联网信息服务业务经营许可证（ICP）。 <b>2、学科类培训机构一律不得上市融资，严禁资本化运作；</b> 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；外资不得通过兼并收购、受托经营、加盟连锁、利用可变利益实体等方式控股或参股学科类培训机构。
	规范培训服务行为	建立培训内容备案与监督制度，制定出台校外培训机构培训材料管理办法。严禁超标超前培训，严禁非学科类培训机构从事学科类培训，严禁提供境外教育课程。依法依规坚决查处超范围培训、培训质量良莠不齐、内容低俗违法、盗版侵权等突出问题。严格执行未成年人保护法有关规定，校外培训机构不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假组织学科类培训。培训机构不得高薪挖抢学校教师；从事学科类培训的人员必须具备相应教师资格，并将教师资格信息在培训机构场所及网站显著位置公布；
	强化常态运营监管	-
强化配套治理，提升支撑保障能力	做好培训广告管控	中央有关部门、地方各级党委和政府要加强校外培训广告管理，确保主流媒体、新媒体、公共场所、居民区各类广告牌和网络平台等不刊登、不播发校外培训广告。不得在中小学校和幼儿园内开展商业广告活动，不得利用中小学和幼儿园的教材、教辅材料、练习册、文具、教具、校服、校车等发布或变相发布广告。依法依规严肃查处各种夸大培训效果、误导公众教育观念、制造家长焦虑的校外培训违法违规广告行为。
扎实做好试点探索，确保治理工作稳妥推进	明确试点工作要求	在全面开展治理工作的同时，确定北京市、上海市、沈阳市、广州市、成都市、郑州市、长治市、威海市、南通市为全国试点，其他省份至少选择1个地市开展试点。
	坚决压减学科类校外培训	对现有学科类培训机构重新审核登记，逐步大大压减，解决过多过滥问题；依法依规严肃查处存在不符合资质、管理混乱、借机敛财、虚假宣传、与学校勾连牟利等严重问题的机构
	强化培训收费监管	坚持校外培训公益属性，充分考虑其涉及重大民生的特点，将义务教育阶段学科类校外培训收费纳入政府指导价管理，科学合理确定计价办法，明确收费标准，坚决遏制过高收费和过度逐利行为。通过第三方托管、风险储备金等方式，对校外培训机构预收费进行风险管控，加强对培训领域贷款的监管，有效预防“退费难”、“卷钱跑路”等问题发生。
精心组织实施，务求取得实效	明确部门工作责任	宣传、网信部门要加强舆论宣传引导；机构编制部门要及时为中小学校补齐补足教师编制；发展改革部门要会同财政、教育等部门制定学校课后服务性或代收费标准，会同教育等部门制定试点地区校外培训机构收费指导政策；财政部门要加强学校课后服务经费保障；人力资源社会保障部门要做好教师绩效工资核定有关工作；民政部门要做好学科类培训机构登记工作；市场监管部门要做好非学科类培训机构登记工作和校外培训机构收费、广告、反垄断等方面监管工作，加大执法检查力度，会同教育部门依法依规严肃查处违法违规培训行为；政法部门要做好相关维护和谐稳定工作；公安部门要依法加强治安管理，联动开展情报信息搜集研判和预警预防，做好相关涉稳事件应急处置工作；人民银行、银保监会、证监会负责指导银行等机构做好校外培训机构预收费风险管控工作，清理整顿培训机构融资、上市等行为。
	联合开展专项治理行动	建立“双减”工作专门协调机制，集中组织开展专项治理行动。在教育部设立协调机制专门工作机构，做好统筹协调，加强对各地工作指导。各省（自治区、直辖市）要完善工作机制，建立专门工作机构，按照“双减”工作目标任务，明确专项治理行动的路线图、时间表和责任人。

不得开展面向学龄前儿童的线上培训，严禁以学前班、幼小衔接班、思维训练班等名义面向学龄前儿童开展线下学科类（含外语）培训。**不再审批新的面向学龄前儿童的校外培训机构和面向普通高中学生的学科类校外培训机构。对面向普通高中学生的学科类培训机构的管理，参照本意见有关规定执行。**

资料来源：《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》，国信证券经济研究所整理

01

板块回顾复盘

02

板块政策回顾

03

子板块分析与展望

——K12教培

——职业培训

——学历教育

04

投资建议

- **素质技能类培训**：面向3-15岁年龄阶段（即幼儿园、小学、初中学段）儿童提供stem类、艺术类、体育类等素质类教育培训，以帮助其达到德智体美劳全面发展的教育形态。主要公司有盛通股份、天鹅湖畔（钢琴课）等。
- **K9素养培训**：主要为K9学段的学生提供人文、科学、编程、思辨、国际象棋等多种素养课程，帮助孩子打好科学和人文的根基，培养独立思维，和素质技能类培训相比，其授课内容与学校内容联系更为紧密。主要公司有新东方、好未来、思考乐、卓越教育、高途等。
- **高中学科培训**：存续业态主要为一对一个性化辅导、全日制学习基地、学校托管等形式，主要公司有上述K9素养公司以及学大教育等。
- **在线教育**：主要教学模式有直播大班课、一对一、在线外教和启蒙互动课等，多家龙头均有布局。

图5：K12教培赛道公司示意图

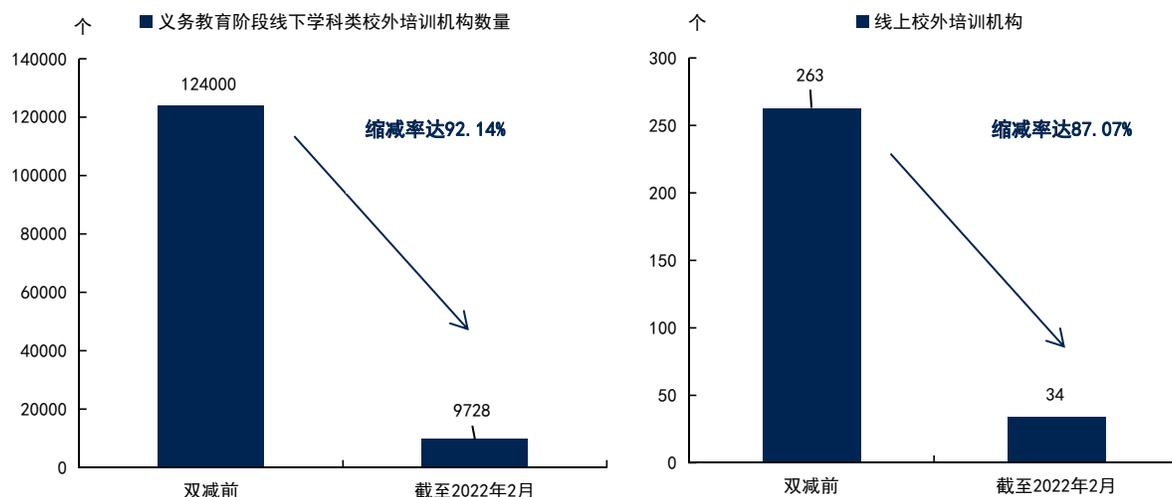


资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

# K12教培-赛道变化：行业供给大幅出清，转型效果初显

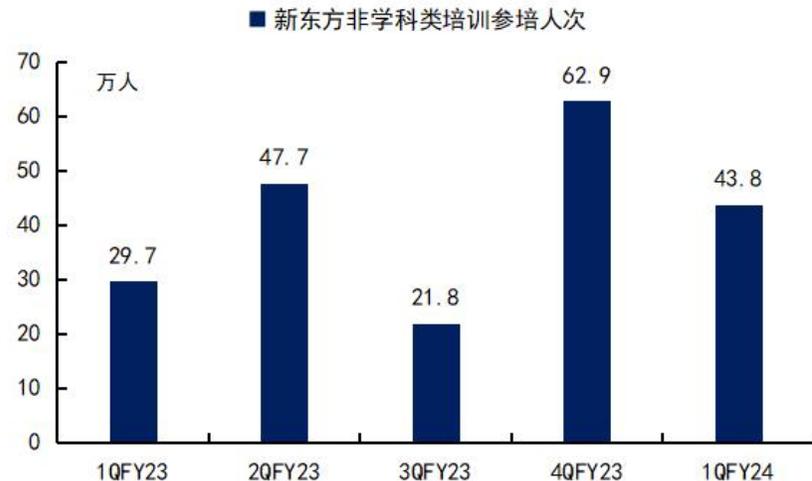
- **变化一：政策监管加码、行业供给大幅出清。**《国务院关于有效减轻过重作业负担和校外培训负担，促进义务教育阶段学生全面发展健康情况的报告》显示，“双减”后义务教育阶段线下学科类培训机构数量由12.4万个压减至4932个/-96%，线上学科类培训机构由原来的263个压减至34个/-87%，大量中小培训机构因资金、经营合规、盈利能力等问题逐渐退出市场。
- **变化二：转型效果初显，新商业模式逐渐受认可。**政策收紧K9学科培训供给大幅收缩后，该年龄段培训需求转向非学科类发展，目前主要以数理思维和人文素养为主。由于新培训业态与原学科培训的用户画像及运营模式具备较高相识度，故原有流量及线下网点等资源可直接复用，所以转型也具备一定的前提基础。FY2024Q1，新东方素养班报名人数约43.8万人/+48.1%，家长端反馈良好。

图6：双减后义务教育线上学科类校外培训机构数量变化



资料来源：教育部，国信经济研究所整理

图7：新东方的非学科类培训参培人次整体呈快速增长趋势



资料来源：新东方公司公告，国信经济研究所整理

# K12教培-赛道变化：监管边界趋于清晰

■ **变化三：政策出台初期存在诸多模糊领域，逐渐过渡至“精细立法、规范执法”阶段。**2021年7月“双减”政策出台后，K9阶段培训未来如何开展、高中学科培训是否参照K9一样强监管，政策执行方及行业从业者其实均有疑问。补丁政策陆续出台后，我们分析政策对于K9及高中学段培训的监管态度逐渐趋于清晰。

➤ **K9学段培训：学科培训仍明令禁止，素养培训需求有望快速发展。**双减后《义务教育阶段校外培训项目分类鉴别指南》、《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》等政策不断明确学科&非学科类培训区别：

✓ **课程内容：禁止学科培训，非学科类培训内容需通过非学科类认定。**

✓ **网点牌照：非学科培训网点可新增，但需相关主管部门许可（见右表）。**

表5：双减后出台的教培相关政策

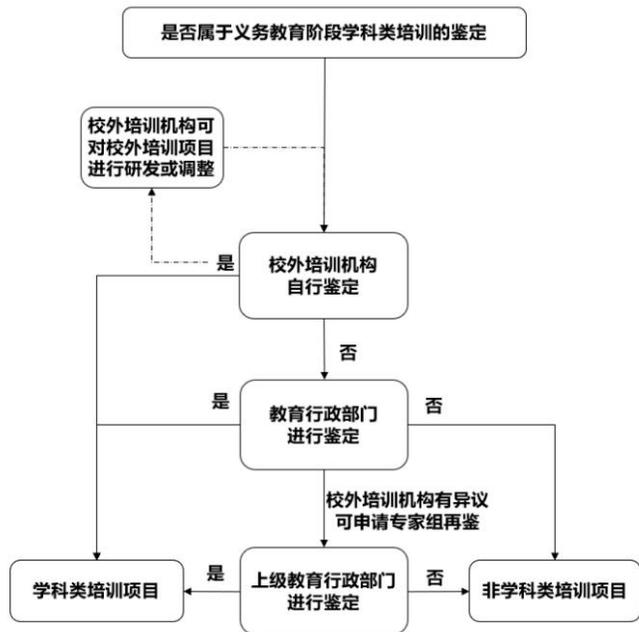
时间	政策名称	主管部门	主要内容
2021.11	《关于做好校外培训广告管控的通知》	市场监管总局等部门	1、不区分学科类、非学科类，要确保做到主流媒体及其新媒体、网络平台以及公共场所、居民区等线上线下空间不刊登、不播发面向中小学（含幼儿园）的校外培训广告。 2、要集中时间、集中力量对主流媒体及其新媒体、网络平台以及公共场所、居民区等线上线下空间校外培训广告开展全面排查，清理存量、杜绝增量。
2021.11	《义务教育阶段校外培训项目分类鉴别指南》	教育部	明确了鉴别依据，即要从培训目的、培训内容、培训方式、评价方式等维度，对培训项目进行综合考量，如符合以下特征，即判定为学科类培训： 一是培训目的以学科知识与技能培训为导向，主要为提升学科学习成绩服务。 二是培训内容主要涉及道德与法治、语文、历史、地理、数学、外语（英语、日语、俄语）、物理、化学、生物等学科学习内容。 三是培训方式重在进行学科知识讲解、听说读写算等学科能力训练，以预习、授课和巩固练习等为主要过程，以教师（包括虚拟者、人工智能等）讲授示范、互动等为主要形式。 四是结果评价侧重甄别与选拔，以学生学习成绩、考试结果等作为主要评价依据。
2022.03	《关于规范非学科类校外培训的公告》	教育部等	规范非学科类校外培训行为，有效防范培训质量不高、价格肆意上涨、存在安全隐患等问题，保护学生及家长合法权益
2022.12	《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》	教育部等十三部门	1、准入程序：非学科类线上培训机构须依法取得省级有关主管部门的行政许可后，再依法进行法人登记，并向所在地省级电信主管部门履行互联网信息服务核准手续。非学科类线下培训机构须取得县级有关主管部门的行政许可后，再依法进行法人登记；跨县域开展线下培训的，要依法按要求在每个县域取得有关主管部门的行政许可。对于经营多种非学科类业务的机构，可由主要监管部门牵头，实行部门联合审核。 2、收费管理：非学科类培训机构要坚持公益属性，遵循公平、合法、诚实信用的原则，根据培训成本、市场供需等因素，合理确定收费项目和标准，控制调价频率和幅度，并报送主管部门。各地可探索通过建立价格调控区间、发布平均培训成本等方式，引导培训机构合理定价。 3、强化预收费监管：非学科类培训机构培训收费实行指定银行、专用账户、专款管理。培训机构收费应全部进入本机构收费专用账户，不得使用本机构其他账户或非本机构账户收取培训费用，收费账户应向社会公开。 4、信息化管理：各地要将非学科类培训机构全部纳入全国校外教育培训监管与服务综合平台（以下简称监管平台）统一管理，同步完成注册登录，按时接受年检年审，开展信息伴随式采集，确保机构无遗漏、数据全采集、信息摸准确。
2023.07	《校外培训行政处罚暂行办法》	教育部	对自然人、法人或者其他组织擅自举办校外培训机构的的行为、对自然人、法人或者其他组织未经审批有偿开展学科类隐形变异培训的行为、对校外培训机构拒不执行预收费监管有关规定的行为、对擅自组织面向中小学生的社会性竞赛活动的行为，宣布具体处罚规定。
2023.07	全国校外教育培训监管与服务综合平台上线	教育部	全国校外教育培训监管与服务综合平台已纳入首批10万多家白名单的校外培训机构（含线上、线下和学科、非学科），各地主管部门已完成对入驻培训机构相关资质、资金、人员、材料、场地、课程等信息的审核备案。

资料来源：教育部官网，国信证券经济研究所整理

# K12教培-赛道变化：监管边界趋于清晰

- ✓ **非学科认定鉴定流程**：校外培训机构使用“名录鉴定法”和“综合鉴定法”进行自行鉴定并提交自行鉴定情况材料。属地教育行政部门使用“名录鉴定法”和“综合鉴定法”进行审查鉴定。教育行政部门如有必要，使用“专家组鉴定法”进行鉴定。审查鉴定后，向机构发送鉴定结果意见书。（注：上述内容来自《广东省中小学校外培训项目学科和非学科类别鉴定工作指引（试行）》）
- **高中学段学科培训**：“双减”政策对高中学段的表述“对面向普通高中学生的学科类培训机构的管理，参照本意见有关规定执行”，引发了市场对高中学科培训是否参照K9一样强监管的担忧。但从政策落地看，**目前行业监管并未参考K9阶段执行，即并未限制学科培训合法性。**
- ✓ **课程内容**：可做学科培训，但需遵守地方政策规定。
- ✓ **网点牌照**：不新批准牌照。

图8：学科和非学科类别鉴定工作程序



资料来源：广东省教育厅，国信经济研究所整理

图9：“铁头惩恶扬善”举报线下教培处理结果



资料来源：杭州教育局官网，国信经济研究所整理

表6：《民办教育促进法实施条例（正式稿）》部分章节节选

第十二条	<p>民办学校举办者变更的，应当签订变更协议，但不得涉及学校的法人财产，也不得影响学校发展，不得损害师生权益；现有民办学校的举办者变更的，可以根据其依法享有的合法权益与继任举办者协议约定变更收益。</p> <p><b>民办学校的举办者不再具备法定条件的，应当在6个月内向审批机关提出变更；逾期不变更的，由审批机关责令变更。</b></p> <p>举办者为法人的，其控股股东和实际控制人应当符合法律、行政法规规定的举办民办学校的条件，控股股东和实际控制人变更的，应当报主管部门备案并公示。</p> <p>举办者变更，符合法定条件的，审批机关应当在规定的期限内予以办理。</p>
第六十二条	<p>民办学校举办者及实际控制人、决策机构或者监督机构组成人员有下列情形之一的，由县级以上人民政府教育行政部门、人力资源社会保障行政部门或者其他有关部门依据职责分工责令限期改正，有违法所得的，退还所收费用后没收违法所得；情节严重的，1至5年内不得新成为民办学校举办者或实际控制人、决策机构或者监督机构组成人员；情节特别严重、社会影响恶劣的，永久不得新成为民办学校举办者或实际控制人、决策机构或者监督机构组成人员；构成违反治安管理行为的，由公安机关依法给予治安管理处罚；构成犯罪的，依法追究刑事责任：</p>
第六十三条	<p>民办学校有下列情形之一的，依照民办教育促进法第六十二条规定给予处罚：</p> <p>（一）<b>违背国家教育方针，偏离社会主义办学方向，或者未保障学校党组织履行职责的；</b></p> <p>（二）<b>违反法律、行政法规和国家有关规定开展教育教学活动的；</b></p> <p>法律、行政法规对前款规定情形的处罚另有规定的，从其规定。</p>
第六十四条	<p>民办学校有民办教育促进法第六十二条或者本条例第六十三条规定的违法情形的，由县级以上人民政府教育行政部门、人力资源社会保障行政部门或者其他有关部门依据职责分工对学校决策机构负责人、校长及直接责任人予以警告；情节严重的，1至5年内不得新成为民办学校决策机构负责人或者校长；情节特别严重、社会影响恶劣的，永久不得新成为民办学校决策机构负责人或者校长。</p>

资料来源：《民办教育促进法实施条例正式稿》，国信证券经济研究所整理

# K12教培-未来展望：供需错配，存量公司受益

## ■ 展望一：行业进入壁垒提升、需求依旧刚性，供需错配现状有望维持

- 行业壁垒：素养培训业态承接K9学段需求，但牌照审批节奏审慎，且内容要求高；高中阶段仍可做学科培训，但牌照审批是暂定的。
- ✓ K9学段：牌照审批制，课程内容需通过鉴定机构鉴定、资质（合规性/社会责任/财务风险）较强的培训机构更受审批青睐。
- ✓ 高中学段：牌照暂停新批，预计以存量牌照经营为主。

表7：《广东省中小学校外培训项目学科和非学科类别鉴定工作指引（试行）》关于K9学段内容审批相关说法

1. 鉴定材料的提交	(1) 《校外培训机构自行鉴定结果书》； (2) 教材、教学大纲、课件、教辅材料等； (3) 招生材料，包括但不限于：课时、费用、上课时间、上课地点（含所在区域）、学员对象、培训方式、培训内容、培训目的、培训结果等； (4) 鉴定所需的其他佐证材料。
2. 鉴定材料的补充	鉴定佐证材料不完整、不充分，不能满足鉴定需要的，鉴定机构应当向校外培训机构发出补充材料要求，经补充后能够满足鉴定需要的，应当进行鉴定。
3. 鉴定机构优先办理鉴定的情况	有下列情形之一的鉴定申请， <b>鉴定机构应当优先办理：</b> (1) <b>承担当地较多的社会责任义务的（包括但不限于：主动接收当地其他校外培训机构关停或倒闭后其学员的转课）；</b> (2) 涉及重大社会影响案件的； (3) 需要紧急办理的其他情形。
4. 鉴定机构可以不予受理鉴定申请的情况	有下列情形之一的鉴定申请， <b>鉴定机构可以不予受理校外培训机构的鉴定申请：</b> (1) <b>校外培训机构出现重大经营或财务风险；</b> (2) 鉴定佐证材料不完整、不充分，经补充后仍无法满足鉴定需要的； (3) 同一校外培训机构同一项目（或培训内容高度接近）同时在我省两个或以上鉴定机构申请鉴定的； (4) 同一校外培训机构同一项目每年只受理鉴定申请一次（一次指同一项目的首次鉴定和有异议申请再次鉴定的整个鉴定过程），一年内不予受理同一校外培训机构同一项目的第二次鉴定申请；同一校外培训机构项目名称不同但培训内容高度接近的，视为同一项目一并进行鉴定； (5) 法律法规政策规定的其他情形。

资料来源：《广东省中小学校外培训项目学科和非学科类别鉴定工作指引（试行）》，国信证券经济研究所整理

# K12教培-未来展望：供需错配，存量公司受益

- 行业需求：需求依然刚性，2026年有望达到4000亿元市场规模。
- ✓ K12课外培训市场规模=K12在校生人数x渗透率x客单价，将市场拆分为小学、初中和高中培训市场，参考统计局数据及招股书进行处理：
- ✓ 在校生人数：测算逻辑为X年（如2023年）在校生人数=前一年在校生人数-x年毕业生人数+x年招生人数，可得2022-2026年在校生人数分别为18534/18649/18573/18435/18010万人，CAGR为-0.5%，年化增速为负系2017年以来新生儿基数降低所致。

表8：在校生人数大致测算思路（X为自然年份，如2023年）

小学在校生人数	初中在校生人数	普通高中在校生人数
$x$ 年小学招生人数= $x-6$ 年出生人数*入学率，假设入学率为105%	$x$ 年初中招生人数= $x$ 年小学毕业生人数* $x$ 年小升初升学率，假设未来小学升初中升学率为100%	近 $x$ 年高中阶段(普高+中职)招生人数= $x$ 年初中毕业生人数* $x$ 年初中升高中升学率，假设未来初升高(普高+中职)升学率为95%
$x$ 年小学毕业生人数= $x-6$ 年小学招生人数	$x$ 年初中毕业生人数= $x-3$ 年初中招生人数	$x$ 年高中毕业生人数= $x-3$ 年高中招生人数
		$x$ 年普通高中在校生人数= $x$ 年高中阶段在校生人数*普通高中人数平均占比

资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图10：2017-2026年K12在校生人数统计



资料来源：教育部，国家统计局，国信经济研究所整理

- ✓ 渗透率：弗若斯特沙利文数据显示2017/2018/2019/2020/2021年参培率约为30.4%/30.6%/31.4%/32.4%/33.4%。在此基础上保守预测供给侧出清后，2022年至2026年总参培率匀速增长至20%。历史数据显示，双减前高中教培市场渗透率稳定在55-60%，小初教培市场渗透率水平约为25-30%，说明高中课外培训需求更为刚性，且由于未出台强制监管措施，故我们分析这部分需求在双减后反弹更为迅速，因此我们预测2022-2026年高中教培市场渗透率从40%匀速增至48%，而小初教培市场渗透率为4.9%/6.9%/10.1%/13.2%/15.2%。

# K12教培-未来展望：供需错配，存量公司受益



- **客单价**：据上市公司数据，目前客单价和双减前相比已有所提升，主要系刚需大，家长报班意愿强烈所致。预计未来仍将保持个位数的增长空间。假设年增长率为4%，2022-2026年预计客单价水平为10000/10000/10400/10816/11249元。
- **行业需求**：**K12课外培训市场规模**：预计2026年赛道规模增长至4051.9亿元，2022-2026EK12课外培训市场规模CAGR16.93%。历史来看，双减前K12教培市场规模最高达6361亿元，一线城市参培率达62.9%。受政策环境变化影响，行业供给出清后需求也有一定程度萎缩，2022年K12课后培训市场规模测算为1853.4亿元。其中，高中课外培训市场预计规模为1085.6亿元，小初课外培训市场规模预计为767.9亿元，我们认为短期内高中教培市场规模可能会大于小初市场，小初课外培训的参培率恢复仍需时间；2026年高中课外培训市场预计规模为1068亿元，小初课外培训市场预计规模为1970.4亿元，远期来看，随着政策环境逐渐稳定，家长对于素质教育的信任度建立和教培公司新商业模式的转型完成，小初市场仍具有更大的潜力和增长空间，预计K12课后培训市场结构将回归传统。

表11：K12课后培训市场规模测算数据

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
K12在校生人数（万人）	16914.25	17371.24	17806.80	18139.10	18403.40	18534.47	18649.34	18572.99	18435.16	18010.44
高中在校生人数	2378.49	2379.41	2418.43	2499.65	2605.03	2713.87	2713.87	2713.87	2713.87	2713.87
小初在校生人数	14535.76	14991.84	15388.37	15639.44	15798.37	15820.60	15945.55	15827.95	15644.20	15134.95
<b>总渗透率%</b>	<b>30.4%</b>	<b>30.6%</b>	<b>31.4%</b>	<b>32.4%</b>	<b>33.4%</b>	<b>10.0%</b>	<b>12.0%</b>	<b>15.0%</b>	<b>18.0%</b>	<b>20.0%</b>
高中课外培训渗透率	56.3%	57.6%	59.5%	59.6%	60.7%	40.0%	42.0%	44.0%	46.0%	48.0%
小初课外培训渗透率	26.2%	26.3%	27.0%	28.0%	28.9%	4.9%	6.9%	10.1%	13.2%	15.2%
<b>客单价（元）</b>	<b>8120.42</b>	<b>8583.05</b>	<b>9196.77</b>	<b>9784.28</b>	<b>10360.41</b>	<b>10000.00</b>	<b>10000.00</b>	<b>10400.00</b>	<b>10816.00</b>	<b>11248.64</b>
YOY								4%	4%	4%
高中课外培训市场规模	1088.14	1175.88	1324.34	1457.86	1636.95	1085.55	1139.83	1241.87	1350.25	1465.31
小初课外培训市场规模	3093.88	3381.72	3825.86	4285.52	4724.35	767.90	1098.10	1655.52	2238.86	2586.55
<b>K12课后培训市场规模（亿元）</b>	<b>4175.46</b>	<b>4557.60</b>	<b>5150.19</b>	<b>5743.37</b>	<b>6361.29</b>	<b>1853.45</b>	<b>2237.92</b>	<b>2897.39</b>	<b>3589.10</b>	<b>4051.86</b>

资料来源：公司公告，国家统计局数据，国信证券经济研究所整理 注：标蓝部分为假设数据

# K12教培-未来展望：盈利能力提升，合规致远

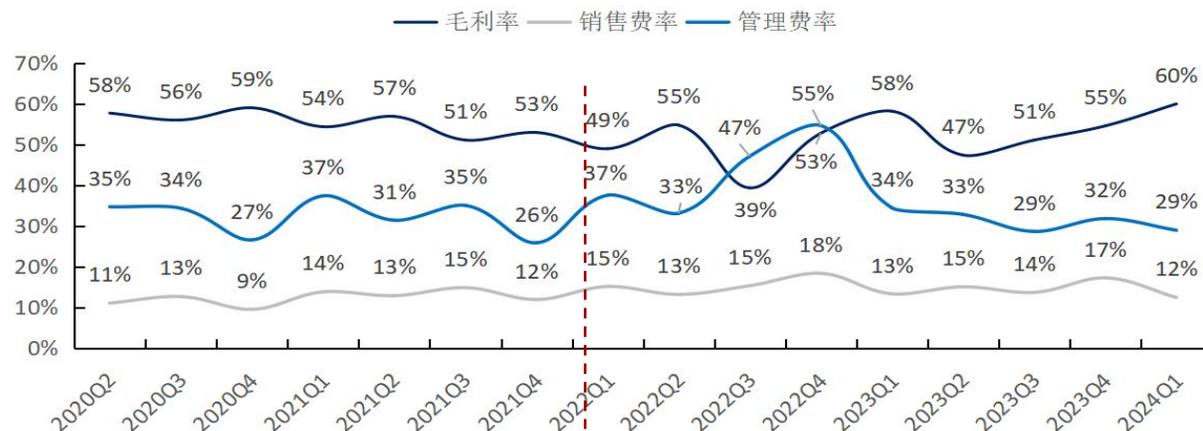
■ **展望二：新竞争格局下，初期校区UE模型盈利能力提升明显（利润率超双减前），但后续会趋于稳定。**

- ✓ **教师产能：**双减后2年教培公司均作出较大人员优化，而2023年以来线下培训需求复苏强劲，机构老师带班产能均有大幅提升，带动毛利率反弹。
- ✓ **营销费用：**目前行业暂无公开广告营销，更多来自私域流量转化及电话营销，营销费率预计也有优化。
- ✓ **受益于供给侧的出清，需求爆发初期行业内机构毛利率及成本费率较之双减前甚至有优化，但后续随着教师储备增长及供给侧逐渐回归，高利润率水平预计会逐渐回归至正常状态。**

■ **展望三：内容&经营合规机构行稳致远**

- ✓ **行业正在经历“应试”类培训需求向“能力培养”类训练转变的过程，未来素养课程既能符合义务教育质量评价体系，又能满足家长的要求（切实提升孩子综合素质），是未来的课程的核心思路。**

图11：新东方毛利率以及各项成本费率变化（红线为双减政策出台）



资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

图12：中国学生发展核心素养（2016）



资料来源：教育部，国信经济研究所整理

# EDU.N/新东方-S：经营持续超预期，转型成效显著



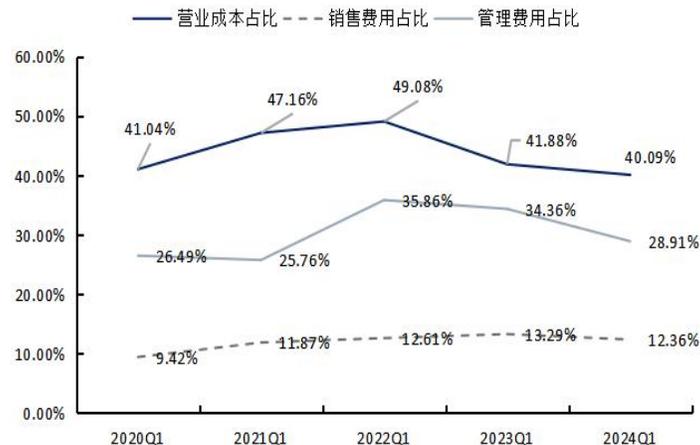
- **最新季报收入超管理层指引，各业务条线均强势反弹。** FY2024Q1（2023/6/1-8/31），公司净营收11亿美元/+48%，大幅超出收入指引（9.8~10.1亿美元/+32~35%）。**教育新业务**（素养培训班/智能学习系统等）收入2.31亿美元/+103%，非学科类辅导业务本季度报名人数约43.8万人/+48%；智能学习系统及设备本季度活跃付费人数约18.1万/+38%。**留学业务**中考培/咨询收入同比+52%/+27%。**国内考培业务**（高中+考研）同比增长26%。**电商业务**收入2.31亿美元。
- **经营杠杆带动，利润率大幅提升超预期。** Non-GAAP经营利润2.45亿美元/+152%，Non-GAAP经营利润率 22.2%/+9.2pct，Non-GAAP净利润1.89亿美元/+126%，Non-GAAP净利率17.2%/+6.0pct，本季度盈利能力提升显著，我们分析系收入增长下经营杠杆驱动。拆分来看，毛利率同比+1.8pct，销售/行政费用率分别同比-0.9/-5.5pct。
- **预收学费表征业务高景气度。** FY2024Q1，公司季度递延收入为14.01亿美元/+38.4%，表征各业务势头良好且产能积极扩张。

图13：新东方历史Q1净营收数据及FY2024Q1收入分拆



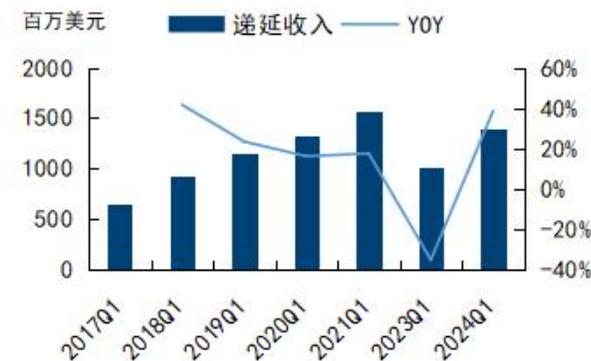
资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

图14：公司历史Q1各项成本费用占比



资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

图15：公司历史Q1递延收入及增速

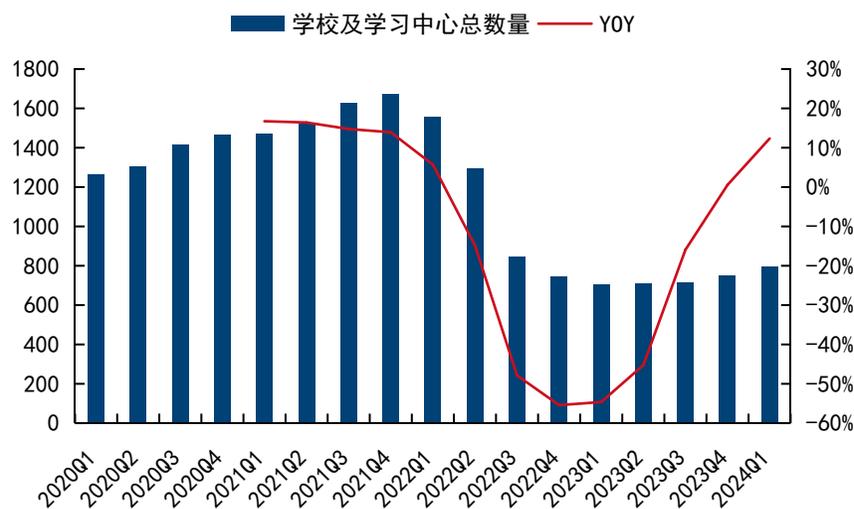


资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

# EDU.N/新东方-S：经营持续超预期，转型成效显著

- **网点扩张重新提速。**报告期末，新东方学校及学习中心总数为793间/+12.3%，环比23Q4增45间/+6%，恢复至双减前FY2021Q4的47.5%。全年新增学习中心产能指引为15~20%。
- **文旅业务：**根据新东方文旅公众号，截至12月新东方已成立22个文旅分公司，共打造了70余条原创国内旅游线路，此外国际文旅路线亦在筹备中。公司已与全国多个城市相关政府部门达成战略合作，有望深化文旅产业上下游协同，并进一步扩大新东方品牌影响力。我们认为公司深厚的教育资源和人才积累、良好的品牌口碑、线上线下广泛的渠道布局等优势有望赋能文旅业务较快成长。
- **未来展望/投资建议：**公司指引FY2Q24收入7.85~8.04亿美金/+23%~26%，综合考虑递延收入及行业需求旺盛而优质培训供给相对缺乏的背景，全年业绩高增趋势有望维持。从更长期维度看电商业务与文旅业务规划逐步清晰，有望构筑新成长曲线。

图16：公司学校及学习中心数量与变化情况



资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

图17：文旅业务部分产品展示

产品名称及目的地	时长	价格（元/人）
广西*邀山赴文之旅	6天5晚	5999
海南*诗心东坡之旅	8天7晚	11999
潮州*慕贤访古之旅	4天3晚	3999
新疆+雪漫疆北线路	6天5晚	4480
青岛*经典山海之旅	4天3晚	4899
河南*大宋梦华穿越之旅	5天4晚	4999
长沙*古今楚湘	5天4晚	4980
匠心苏州三日营	3天2晚	3280
苏锡*诗韵江南	6天5晚	5999



资料来源：新东方官方微信，国信经济研究所整理

# 学大教育：A股最纯正K12教培龙头，牌照准入保障高景气度

- **业务淡季逆势盈利。**2023Q1-3，公司营收17.93亿元/+22%；归母净利润1.17亿元/+1365%；扣非归母净利润1.15亿元/+2136%，已超过股权激励本年度的利润目标。2023Q3，公司营收5.41亿元/+32%；归母净利润2818万元/+173%；扣非净利润1689万元/+138%，公司自2015年以来首次单Q3实现盈利。公司传统教育业务（高中学段个性化辅导、全日制基地）贡献最为主要的收入以及利润来源。
- **利润率改善明显。**前三季度，公司毛利率为34.43%/+6.0pct；期间费率为24.57%/-1.6pct。其中销售/管理/研发/财务费率分别-0.08/-0.39/-0.14/-1.00pct，受益于收入的超预期复苏以及关闭亏损网点、裁撤冗余教师等举措，费用率均有优化，其中财务费用改善明显，系公司今年先后向股东紫光卓远偿还借款本金3.6亿元（借款利率为4.35%/年），财务压力大幅减轻。（注：2015年上市公司收购学大教育时向股东紫光卓远举债23.5亿元，借款利率为4.35%，其后多次展期，截至目前余额为6.14亿元。）
- **合同负债保持高速增长。**2023年9月底，合同负债为8.32亿元/+38.9%，前三季度销售商品&提供劳务收到现金为20.77亿元/+35.96%。

图18：学大教育前三季度及单三季度经营数据表现



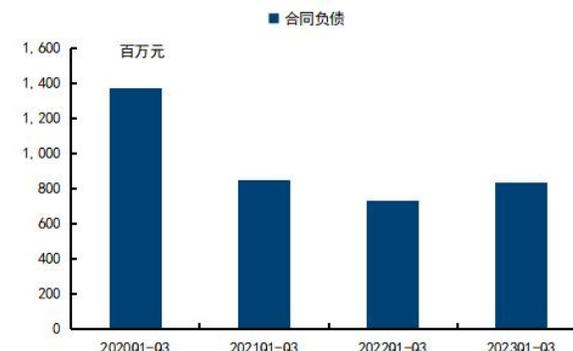
资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

图19：学大教育前三季度毛利率、净利率变化



资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

图20：学大教育三季度末合同负债



资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

# 学大教育：A股最纯正K12教培龙头，牌照准入保障高景气度



- **股权激励**：2023年6月9日公司发布《2023年限制性股票激励计划》，拟授予限制性股票数量550万股（占总股本4.67%），授予价格为14.05元/股，首次授予对象包含董事朱晋丽/董秘崔志勇/副总经理刁月霞/财务负责人张磊等高管。授予股份锁定12个月后分三期解锁，三个解锁期分别要求2023年净利润不低于5000万元，第二个解锁期要求2023年-2024年两年的净利润累计不低于1.3亿元，第三个解锁期要求2023年-2025年三年的净利润累计不低于2.5亿元。
- **职教布局**：不同于传统中职院校，学大教育定位“职业课程+升学班”模式，一方面通过“升学班”模式实现传统教培经验复用，另一方面对职业课程也进行差异化设置，重点布局护理、康养、学前教育等社会紧缺专业以及集成电路、半导体、新能源、人工智能等国家鼓励专业，为学生提供相对具有竞争力的升学路径。公司于2022年9月/10、以及2023年8月先后收购3所中职类院校，同时以托管模式运营青岛西海岸新区绿泽电影美术学校，已经初步建立起旗下中职院校网络。

表12：《2023年限制性股票激励计划》公司层面业绩考核

解除限售安排	业绩考核
第一个解除限售期	2023年净利润不低于5,000万元
第二个解除限售期	2023年-2024年两年的净利润累计不低于13,000万元
第三个解除限售期	2023年-2025年三年的净利润累计不低于25,000万元

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表13：学大教育在职业教育领域并购情况

收购时间	持股占比	收购院校	收购对价	被收购学校介绍
2023/08	80%	沈阳国际商务学校	3040万	沈阳国际商务学校成立于1992年，经国家教育行政部门批准成立的全日制中等职业学校，现已发展成中专、大专、本科、出国及考前培训为一体的教育机构。
2022/10	100%	大连通才中等职业技术学校 和大连通才计算机专修学校	1386万元	大连通才中等职业技术学校是全日制中等职业技术学校，始建于1993年，位于辽宁省大连市，专业方向包括商务英语、计算机应用、艺术设计等；连续多年就业率98%+。是大连通才教育集团下属教育机构。
2022/9	80%	东莞市鼎文职业技术学校	1460万元	东莞市鼎文职业技术学校是全日制中等职业技术学校，位于广东省东莞市，开设有电子商务、计算机应用、会计电算化、民族音乐与舞蹈、高星级酒店管理、汽车运用与维修等专业。

资料来源：公司公告，院校官网，国信证券经济研究所整理

- **展望&投资建议**：受益于需求端高景气度以及政策带来供给侧出清，公司盈利能力修复超出我们预期，故提升2023-2025年归母净利润预期至1.48/1.84/2.25亿元（原预测为0.62/0.93/1.31亿元），同比增速1261%/24%/23%。展望未来，我们分析传统教育业务受益于行业牌照准入的壁垒，业绩确定性较强，随着中职院校布局逐渐完善，远期成长空间也值得期待，维持公司的“增持”评级。

# TAL. N/好未来：教培业务与智能硬件双轮驱动

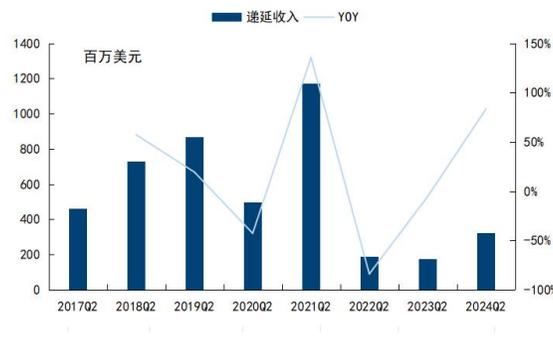
- **暑期招生&学习机业务放量，收入表现超预期。** FY2024Q2（2023.06.01-08.31），公司净营收4.12亿美元/+40.1%，超彭博一致预期（+34%），系教育暑期招生超预期以及新业务如学习机业务放量带动。其中学习业务实现了两位数的收入增长；内容解决方案（销售、印刷、学习和数字内容）：图书类销售额实现了两位数同比增长，学习机新业务保持环比增长。
- **管理费率优化明显，双减后首度扭亏。** 报告期内毛利率为58.9%/-1.3pct，系低毛利学习机业务比重上升；销售费率占比28.2%/+1.7pct，系学习机业务处于渠道推广阶段叠加618大促致营销费用增加所致；管理费率23.6%/-9.5pct，收入杠杆效应明显。Non-GAAP经营利润为5267万美元/+25%；归母净利润3790万美元/+4916%；Non-GAAP归母净利润5879万美元/+121%，双减后季度首度扭亏。
- **网点数均衡扩张，合同负债表现亮眼。** 截止FY2024Q2，公司线下学习中心数量共约220个，环比增加20家。本季度递延收入为3.25亿美元/+83.3%，系素养类课程报名驱动以及学习机内置课程销售综合带动。
- **未来展望：** 经过公司积极转型，教培业务进入放量阶段，学习中心重新进回归扩张态势；此外，公司内容解决方案中学习机增长强劲、后续仍有技术升级及开拓更多付费增长点的潜力，建议关注公司两项核心业务的进展。

图21：好未来历史Q2收入以及利润表现



资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

图22：好未来历史Q2递延收入及增速



资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

图23：学而思xPad2 Pro系列



资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

## ■ 盛通股份

- 2023Q3利润边际改善，单季扭亏为盈。2023年Q1-3，营收17.98亿元/+6.2%，归母净亏损2231万元。2023Q3，公司营收6.33亿元/-6.9%，归母净利润890.08万元/-73.9%，环比扭亏为盈。
- 教育业务持续恢复，印刷业务维持盈利。23Q1-3印刷收入14.8亿元/+4.5%；教育（乐博乐博）收入3.1亿元/+15.1%。公司三季度月度新招人数较往年同期继续提升。2023Q1/Q2/Q3期末合同负债分别为2.78/2.56/2.47亿元。
- AI技术赋能。公司目前在元宇宙、数字人等课程实现了不同应用。
- 未来展望：公司以印刷服务为基，布局幼儿编程培训打造第二增长曲线。重点关注教育板块网点拓展以及存量运营效率的提升。

## ■ 高途集团

- 2023Q3收入同增3成，利润亏损收窄。2023Q3营收为7.89亿元/+30.2%；净亏损为5766万元，同比收窄。第三季度末现金收入为6.39亿元/+5.3%。
- 教培&直播多轮驱动。2023Q3非学科类培训和其他传统学习服务业务贡献了约70%收入，这项业务收入同比增长超过40%，是业务的主要驱动因素。此外公司今年已经开始尝试线下布点。2023年12月14日晚，高途直播间粉丝破100万。
- 未来展望：教育业务经营有望维持高速增长且经营效率有望持续改善，未来若直播业务放量，则会成为新增长看点。

## ■ 思考乐教育

- 上半年业绩承压下滑。2023H1，公司营收0.35亿元/+32%；扣非归母净利润0.05亿元/-16%。
- 停止对直播业务的投入与发展，回归发展校外培训。双减后公司仅保留深圳网点（约60家），推出非学科类的素质课程，其“乐学”品牌旗下推出科学素养、国学、逻辑思维训练等课程类别、积极申请非学科校外培训许可证，截至三季度，公司在深圳市有线下网点76家。
- 未来展望：作为华南地区K12培训龙头，基于需求现状以及公司前期的积累储备，我们认为公司有望受益于非学科培训业务的发展。

## ■ 卓越教育集团

- 上市公司FY2023H1的上半年实现营收1.9亿，归母净利润2000万元，核心系高中&复读业务贡献（K9业务全部出表，1元钱转让给集团，并已计提减值）。
- K9的学科培训转为素养类培训，存在重新回表预期。从政策上完成非学科鉴定程序后，K0业务有望回表，且预计“回表”的成本可控。
- 未来展望：作为华南地区K12培训龙头，基于需求现状以及公司前期的积累储备，我们认为公司有望受益于非学科培训业务的发展，且K9业务回表预计会贡献更大的业务增量。

01

板块回顾复盘

02

板块政策回顾

03

子板块分析与展望

——K12教培

——职业培训（公考招录）

——学历教育

04

投资建议

- 依据其特点及需求差异划分，本文重点关注的职业培训行业细分赛道有：**公务员培训、IT培训、企业家培训和技能培训**等。
- ✓ **公务员培训**：以高等教育在读生&毕业生及部分在职人士为目标，为其提供以公务员、事业编和教师三类职业为主的选拔考试的培训服务并以通过考试为终极目的。主要公司有中公教育、华图教育、粉笔、高顿教育等。
- ✓ **IT培训**：归属于不颁发学历证书、重技能提升的培训类型。主要公司有传智教育、达内科技等。
- ✓ **企业家培训**：目前企业管理培训行业的参与方主要有四类机构：高等院校商学院、跨国培训公司在华机构、咨询专注型公司及企业管理培训公司。其中管理培训公司主要有行动教育、和君商学等。

图24：职业技能培训行业上市公司所在赛道示意图



资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

# 国考招录—赛道变化：赛道景气度仍高

■ 国考参考人数持续增长。2023年参考人数为152.6万人，同增7%，赛道维持高热度；国考招考岗位出现结构性调整，中西部地区涌现更多机会。

图25：历年国考参考人数变化



资料来源：中公教育官网，国信证券经济研究所整理

图26：各地区招录岗位数及变化情况



资料来源：中公教育官网，国信证券经济研究所整理

■ 多地区平均报录比超60:1，公务员考试竞争激烈。需求端，受宏观&就业形势等因素影响，体制内岗位热度不减反增；2024年国考计划招生3.996万人，同比增加7%，招录需求逆势仍在增长。激烈的竞争下，为了提升上岸的概率，考生报培意愿增加，市场空间持续增长。

图27：招录类考试培训参培率攀升

北京	招考人数1837人，过审人数18万人，平均报录比99:1
山东	招考人数1095人，过审人数14万人，平均报录比63:1
广东	招考人数1327人，过审人数22万人，平均报录比65:1
河南	招考人数927人，过审人数13万人，平均报录比74:1



图28：招录类考试市场持续扩容



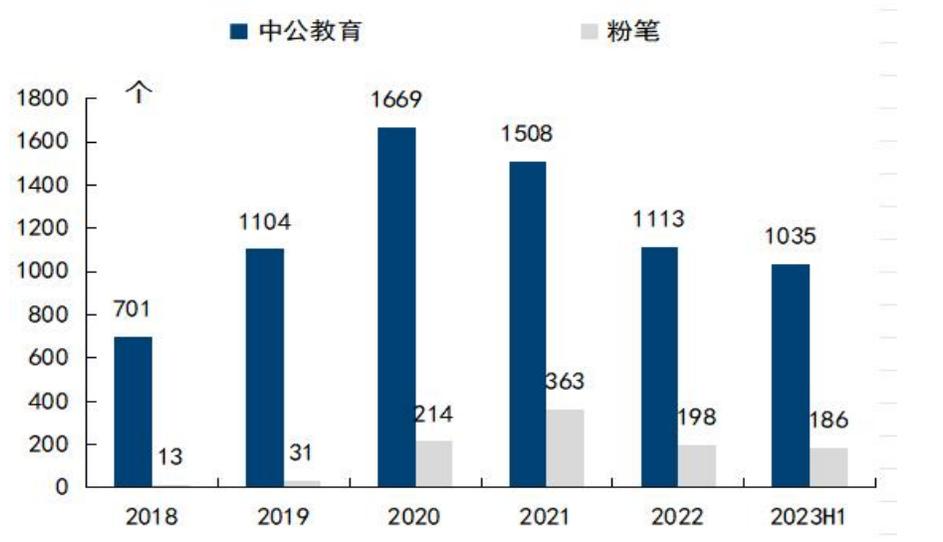
资料来源：中公教育官网，弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理

# 国考招录—赛道变化：竞争格局切换

## ■ 行业TOP3短期境遇不同，各家市场份额也在动态变化中

- ✓ **中公教育**：历史诸多原因致公司产生了较多规模学费欠款，品牌口碑及团队稳定性受损，2021年以来网点&收入规模持续下行。2023年以来公司发力优化欠款问题，同时内部降本增效改善盈利能力。
- ✓ **粉笔**：2020-2021年处于战略调整阶段，目前公司确定战略收缩线下业务，聚焦精力发展线上业务。
- ✓ **华图教育**：历史包袱相对较少，2023年产品保实收以及推进上市进展。
- ✓ **粗略测算各家龙头市场份额**，以2022年规模计算，中公教育招录类考试收入达48.02亿元，市占率约14.00%/-8.49pct，但仍居行业NO.1；粉笔居次席，2022年收入为23.54亿元，市占率约6.86%/-2.02pct；华图教育位居第三，2022年收入21.03亿元，市占率为5.37%/+1.12pct。

图29：中公与粉笔最新网点数量对比



资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

表14：2016-2022年国考培训龙头公司市占率测算

单位：亿元	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
中公教育培训收入			62.14	91.19	111.39	68.6	48.02
中公教育市占率%			23.81%	37.53%	36.17%	22.49%	14.00%
华图教育培训收入	18.9	22.4			17.41	14.93	21.03
华图教育市占率%	9.40%	9.37%			5.65%	4.90%	6.13%
粉笔培训收入				10.12	18.73	30.13	23.54
粉笔科技市占率%				4.16%	6.08%	9.88%	6.86%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：份额占比系估算，如中公教育收入中包含考研业务

# 国考招录—赛道变化：产品策略回归理性

■ 行业竞争回归理性，产品实收比例提升。2020年国考行业竞争激烈，不少机构推出“高收高退/不过全退”协议班产品，如中公教育协议班收入一度达到营收75%，而此类激进的产品策略也导致了退费困难与口碑受损。2023年以来行业龙头纷纷调整产品策略，降低协议班比例的退费比例，注重实收班型的推广，行业竞争逐渐回归理性。

表15：行业龙头部分产品展示

国考	中公教育	粉笔科技	华图教育
课程	2024广东国考黄埔学仕计划班A	2024国考62天精品全程营	新大纲红领培优笔面协议魔鬼抢分营（国考）
学习时长	集训25天25晚+刷题12天+国庆7天7晚+考前7天7晚+面试4天4晚	精讲30天+刷题21天+冲刺11天+面试（8天内）	培优启蒙线上30课时+培优基础15天+培优冲刺13天
价格	39800（笔试面试未过均退27000）	49800（笔试不过退33000，面试不过退49800）	双考笔面协议30800（不过退16000）
教师服务	班主任管理+名师课程	班群服务+线上答疑	全程跟进伴学
班容量	无具体人数限制，20人开班	30人左右	-
实收比例	32.1%	33.7%	48%
省考	中公教育	粉笔科技	华图教育
课程	(0A0) 省考新大纲实验班	2024广东省考封闭基地班	2024红领决胜笔面协议冲锋基地营
学习时长	30天30晚+面试4天4晚	12月15日-1月18日（34天34晚+面试8天8晚）	基础阶段14天12晚+题海阶段10天8晚+冲刺阶段9天+面试基地班
价格	35800（面试笔试不过均退18000）	39800（笔试不过退29000，面试不过退24000）	26400（笔试不过退15600，面试不过退13600）
教师服务	直播课+线上课后答疑+班群	辅导老师伴学+班主任督学+线上人工批改	导学直播课+全程跟进伴学
班容量	-	70人	30人左右
实收比例	49.7%	至少约20%	至少40.9%

资料来源：中公教育官网，粉笔官网，华图教育官网，国信证券经济研究所整理

图30：2019-2022中公教育协议班收入比重变化

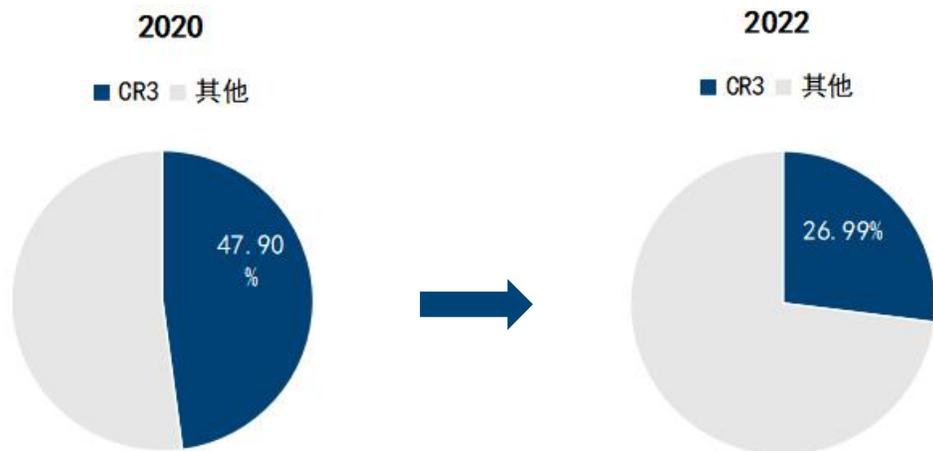


资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

# 国考招录—未来展望：行业份额向头部集中

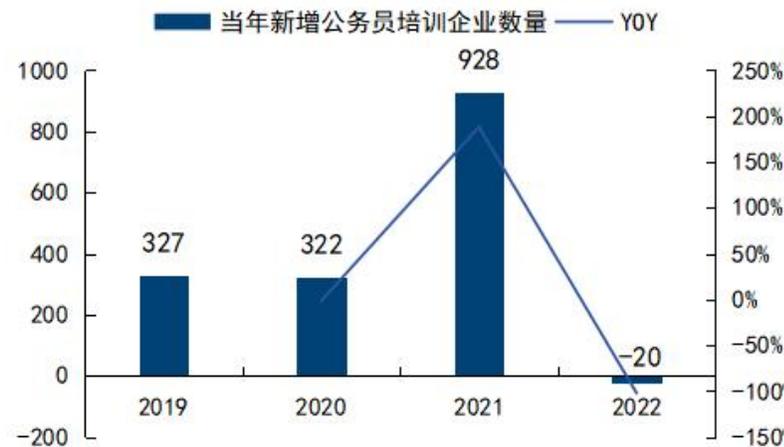
- 龙头调整期间，中小机构填补一定市场空白。2020/2021/2022年CR3分别为47.90%/37.27%/26.99%，随着行业龙头业务受疫情&经营策略调整影响，过去三年中中小机构不断涌现，行业集中度下降。

图31：2020-2022年中公、华图和粉笔CR3数据



资料来源：弗若斯特沙利文，公司公告，国信经济研究所整理

图32：2019-2022行业净增企业数



资料来源：企查查，国信经济研究所整理

- 国考赛道试题迭代快、对机构教研应变能力要求高，中小机构基础能力弱，难以长时间穿越周期，待头部公司经营调整完毕，行业份额最终仍会头部集中。

国考/省考命题每年更新30%，换题期为3年，题目更新换代快

龙头机构研发、运营和教学机构相互独立，教研实力强

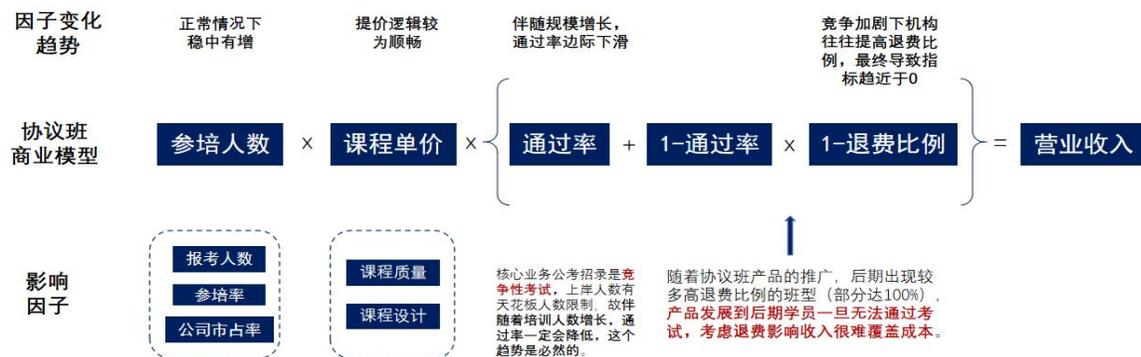
中小教培机构受限于资金和团队人数，教学团队无法独立

即使中小机构具有一定口碑或有名师教学，精力有限导致其体量难以做大

资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理

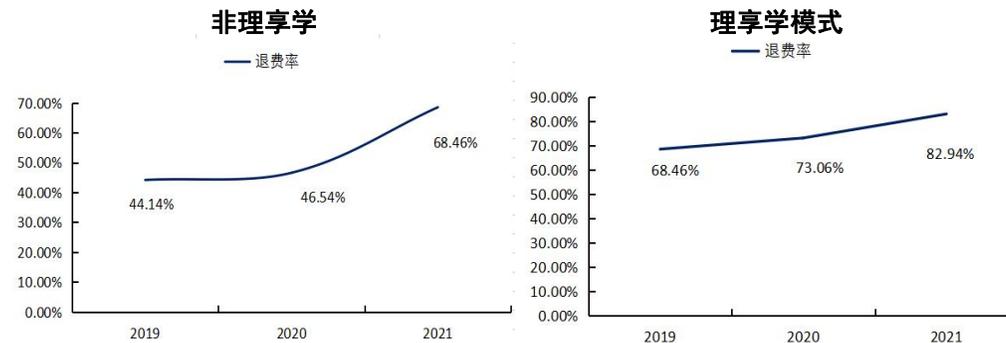
- **高收高退协议班的逻辑痛点：模型天然存在成长天花板。**协议班模式的收入一部分来自顺利通过考试的学生所缴纳的学费，即参培人数\*课程单价\*通过率，另一方面来自未通过考试学生收费的留存，即参培人数\*课程单价\*(1-通过率)\*(1-退费比例)。由于国考&省考招录人数是相对稳定的，故伴随招录培训参培人数的大幅增长，通过率会边际下降。故随着企业收入规模扩张，通过率下降会限制企业收入的进一步增长，也就是说主打协议班产品的培训机构（尤其退费比例较高的机构）营收规模存在理论天花板。
- **公考类机构中线需要寻找新增长极。**公考教育类公司，资产较轻、在手现金流良好，而这是公司孵化新增长极的基础。参考过往行业内部其他公司的经营策略，依靠招录培训类提升自身品牌知名度后，后续寻求跨赛道至其他培训领域，如教师资格证、招录类培训、考研等赛道打造新的增长极，如中公教育在传统公务员、事业单位培训基础上，考研、教师招录业务也贡献了可观增量。

图33：协议班（不过退费）确认收入的商业逻辑图解



资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

图34：中公教育协议班产品退费率及（理享学）下协议班产品退费率



资料来源：中公教育监管问询函，国信经济研究所整理

# 中公教育：盈利能力&资金压力边际改善，关注业务旺季表现



■ **降本增效助力，2023Q3盈利显著改善。**2023Q1-3，公司营收26.66亿元/-32%；归母净利润2.42亿元/扭亏增+129%；2023Q3，公司营收9.38亿元/-44%，归母净利润为1.60亿元/+135%，收入下滑系降低高退费班占比及校区人数减少收款下滑所致。

✓ 前三季度，公司毛利率57.9%/+20pct，超19年同期0.3pct。期间费率为45.7%/-17.1pct，其中销售/管理/研发费用大幅改善，系优化销售/管理/非核心业务研发人员助力。

■ **资金压力逐渐缓解。**2023年初实控人连续转让股权为公司补充流动资金（具体见右表），2023年9月公司向财信信托借款不超过18亿元（利率9.5%/年），用于补充公司流动资金。

■ **AI技术助力运营。**2023年9月公司推出了基于AI技术的首款人工智能课程——“AI数智系统班”，并首次公开亮相了虚拟数字讲师“小鹿，面向就业人群免费内测。

■ **投资建议：**公司降本增效成效显著，经营数据已经进入环比改善通道。且2024年国考报名人数再创新高，当前就业形势背景下公司培训业务预计有望直接受益。但公司短期仍面临一定资金压力，且成长中枢仍需时间去重新确认，后续我们继续保持密切跟踪。

表16：2022年底以来公司大股东减持信息整理

转让协议签订日期	受让方	转让股份数量	转让股份比例	转让后大股东及其一致行动人持股比例	转让价格(元/股)	转让价款(亿元)	转让资金用途
2023.01.12	陕西省国际信托股份有限公司	314,537,300	5.10%	24.40%	4.31	13.56	用于股东偿还个人相关债务。
2022.12.22	江苏熙华私募基金管理有限公司	126,423,500	2.05%	29.50%	3.62	4.58	专项用于偿还股票质押协议项下的融资本金、利息及违约金。
	信达证券股份有限公司	28,204,104	0.46%		3.62	1.02	偿还所涉股票质押合约项下部分负债本金及相关利息；偿还存量金融负债；偿还其他存量负债。
	信达证券股份有限公司	95,143,884	1.54%		3.62	3.44	偿还所涉股票质押合约项下部分负债本金及相关利息；偿还存量金融负债。
	王骏飞	158,803,785	2.57%		3.62	5.75	优先用于归还股票质押式回购交易融资负债。
2022.12.17	大股东向上市公司提供总额不超过人民币10亿元的无息、无担保借款，使用期限自借款协议生效之日起一年。						
2022.12.09	上海凯双私募基金管理有限公司	275,000,000	4.46%	34.58%	3.89	10.68	专项用于偿还股票质押协议项下的融资本金、利息及违约金。
	上海通怡投资管理有限公司	275,000,000	4.46%		3.89	10.68	专项用于偿还股票质押协议项下的融资本金、利息及违约金。
2022.11.30	广州康祺资产管理中心	308,369,970	5.00%	43.50%	4.48	13.82	用于支持上市公司经营发展。
2022.11.22	湖南省财信常勤壹号基金合伙企业	339,820,822	5.51%	48.50%	4.70	15.96	用于支持上市公司经营发展。
2022.11.10	上海拓牌资产管理有限公司	308,369,970	5.00%	54.02%	4.37	13.48	用于支持上市公司经营发展。
2022.11.08	大股东向上市公司提供总额不超过人民币10亿元的无息、无担保借款，使用期限自借款协议生效之日起一年。						

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图35：历史Q3收入、归母净利润及扣非净利润



资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

图36：前三季度毛利率及净利润率



资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

# 粉笔：受益于赛道高景气度，增长确定性高

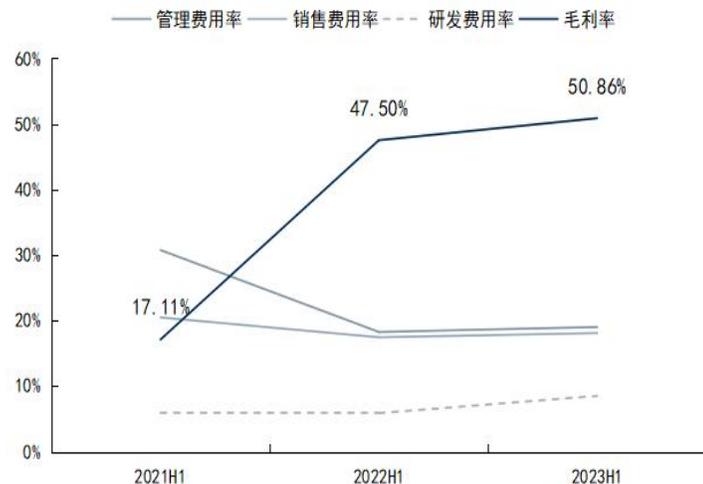
- **运营效率提升带来盈利能力显著提升。**2023H1，公司营收16.82亿元/+16%；净利润8147.6万元/+122%；经调整净利润2.9亿元/+20%。期间毛利率为50.9%/+3.4pct，在线培训/线下培训/图书销售毛利率同比分别+0.7/+10.0/+2.5pct，线下冗余网点关闭及教师收缩带来效率提升；期间费率为45.6%，其中销售/管理/研发费率分别同比+0.6/+0.8/2.6pct，预计与上半年业绩恢复较佳背景下主动计提员工奖金有关。
- **模式创新构筑差异化优势，成长路径清晰。**1) **模式创新：**OMO商业模式（线上为主、线下为辅）实现对多层次学员需求的覆盖；2) **无历史经营包袱：**公考行业2020年恶性竞争给不少业内公司带来财务压力，但粉笔在本报告期合约负债1.88亿元/+59.68%；退款负债2.22亿元/-19.38%。合约负债增长代表课程销量增加，而退款负债继续下降，表征公司财务风险可控。3) **流量漏斗：**粉笔APP2023H1月活达920万人，是正价班流量源头。
- **短期关注小股东减持节奏。**腾讯、高瓴、经纬创投等PreIPO股东短期有减持意愿，或对股价产生情绪压制。
- **投资建议：**与公考行业的传统线下模式相比，粉笔OMO模式可更好兼顾效率（如名师资源）和学习效果，且粉笔拥有近千万的APP端流量，未来流量漏斗转化下，各条线产品有望进入增长快车道。且公司较早从上轮行业恶性竞争中脱身，自身并无历史包袱拖累，业务经营确定性也较高。

图37：2021-2023H1粉笔收入及业绩表现



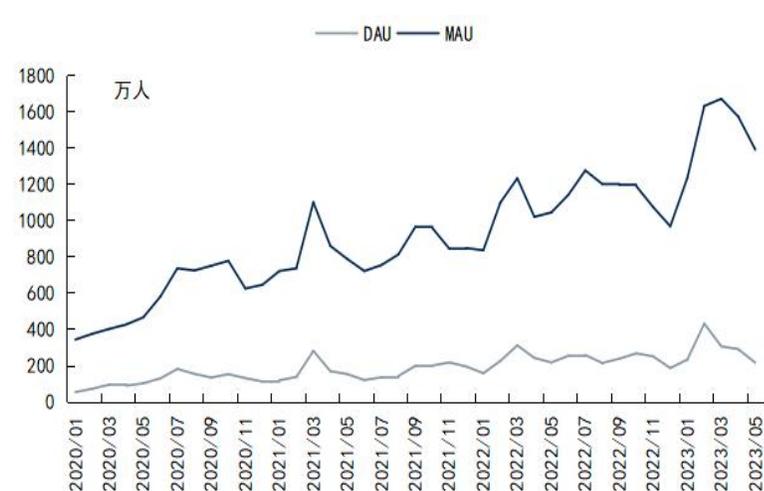
资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

图38：2021-2023H1粉笔毛利率、期间费率情况



资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

图39：截止2023年5月粉笔MAU、DAU数据

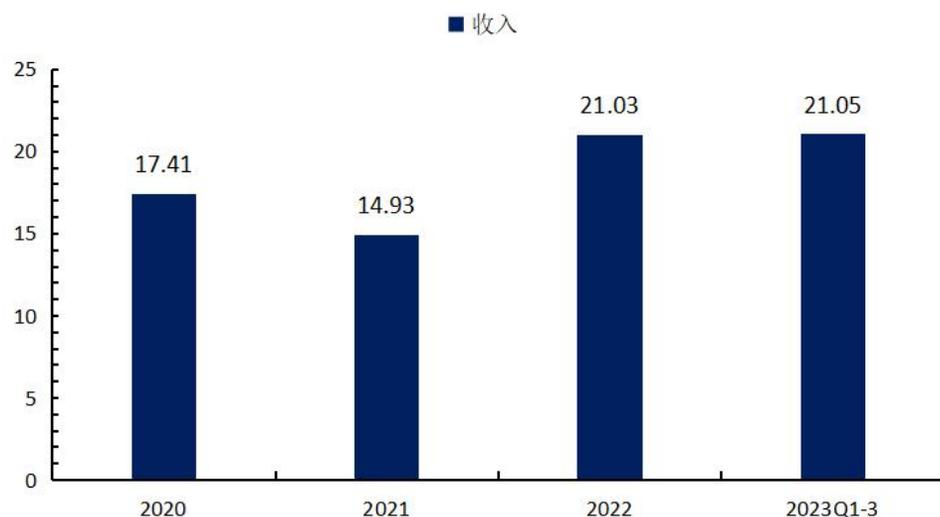


资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

# 华图山鼎：老牌公考龙头，关注资产注入上市公司节奏

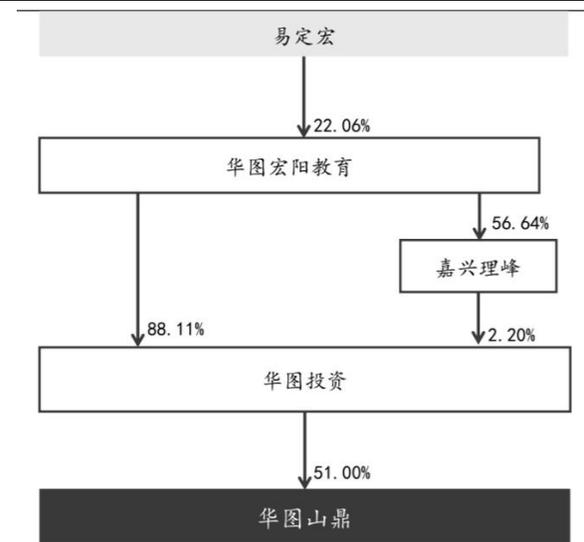
- **承接华图教育品牌，布局招录培训。**公司拟通过全资子公司华图教育科技有限公司从事非学历类培训业务，主要包括国家及地方公务员招录考试培训、事业单位招聘考试培训、医疗卫生系统的招录培训及其相应的资格证考试培训。目前全资子公司华图教育科技有限公司已经在全国分批次设立分公司，待分公司开展招生工作，华图教育将停止在该分公司业务区域内同类业务的招生工作。根据天眼查资料显示，华图教育科技有限公司于23年10~11月在全国设立319家分支机构。
- **华图教育盈利能力改善明显。**华图教育2020年~2023Q1-3分别实现销售收入为17.41、14.93、21.03、21.05亿元，。从毛利率来看，21~23年前三季度稳步回升，22年达到55.1%，23年前三季度达到58.9%，已接近15~16年水平。
- **投资建议：**未来教育业务平移 to 上市公司后，公司收入和毛利率有望呈现良好的增长及盈利能力。近年来公考培训赛道竞争格局切换，呈“三足鼎立”之势，基于华图教育的品牌与运营经验积累，公司在新一轮行业竞争中有望呈现出较强的竞争态势。

图40：华图教育2020-2023Q1-3收入数据



资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

图41：华图宏阳教育控制上市公司 51%股权



资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

01

板块回顾复盘

02

板块政策回顾

03

子板块分析与展望

——K12教培

——职业培训（技能培训）

——学历教育

04

投资建议

# 职业技能培训：下游招聘需求弱复苏，关注新技术孕育的产业机遇



- **行业现状：各行业招聘需求承压。**久谦数据库显示，技术、服务业、产品及生产制造岗位招聘规模同比均下滑，其中技术类岗位（包括后端开发、项目管理、运维技术支持等）自22M11的1717千个下滑至23M11的1342千个，普遍同比降幅超20%，IT岗位招聘意愿复苏犹弱。
- **未来展望：1) 新技术孕育的产业机遇。**GPT和AIGC（生成式人工智能）通过利用AI技术对海量数据及图像进行训练并生成高质量的图像，有望以其创新性的内容生产模式推动生产力的变革并带动AI人才需求增长；此外，华为自主开发的新一代智能终端操作系统鸿蒙系统受到政府、企业和开发者广泛的关注。截至今年9月，鸿蒙生态已吸引超过220万鸿蒙开发者。2) **新增长极构筑：**无论是考虑主业与经济周期波动的相关性，还是从职业技能培训赛道远期成长性看，职业技能培训供应商均需不断探索新的成长曲线，如传智教育探索职业大学之路，还是中国东方教育对烹饪主业之外其他赛道的探索。

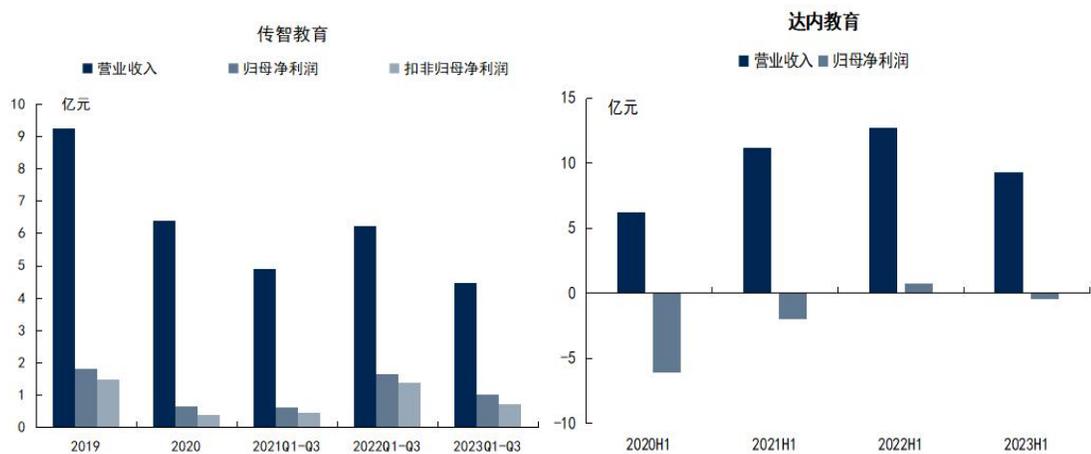
表17：技能培训行业下游企业招聘岗位数（单位：千个）

行业	职位	22M12	23M1	23M2	23M3	23M4	23M5	23M6	23M7	23M8	23M9	23M10	23M11	同比(%)	环比(%)
服务业	餐饮	729	744	790	770	725	714	753	736	771	754	755	719	-3.6	-4.8
	美容保健	291	292	297	304	299	298	311	312	303	299	306	296	-1.0	-3.3
	后端开发	348	335	351	351	329	309	302	301	302	293	294	284	-25	-3.3
技术	项目管理	219	215	230	235	215	207	198	193	188	185	188	184	-21	-2.5
	运维/技术支持	175	170	181	181	172	162	156	154	155	151	154	149	-21	-3.0
	硬件开发	156	154	161	163	159	153	142	134	135	132	133	131	-20	-1.5
产品	产品	163	160	171	175	157	149	142	140	142	141	142	138	-21	-2.8
	技工/普工	314	314	344	336	332	331	346	347	362	358	373	365	14	-2.3
生产制造	机械设计/制造	202	200	216	219	215	209	213	207	208	202	207	203	-2.7	-1.8
	汽车服务	122	125	137	134	128	126	131	134	139	138	142	139	12	-2.2

资料来源：久谦数据库，国信证券经济研究所整理

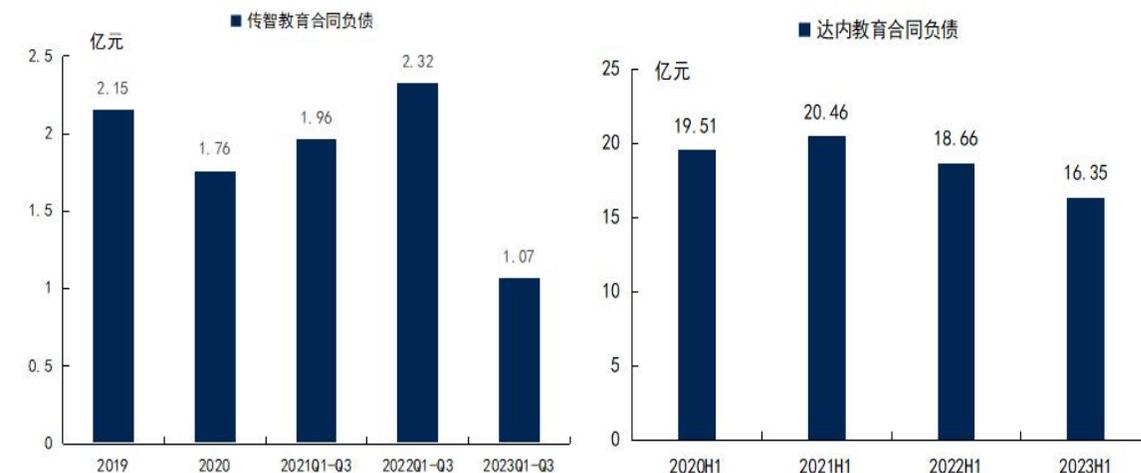
- **经营数据承压。**2023Q1-3，传智营收4.46亿元/-28%；归母净利润为1.02亿元/-39%；扣非归母净利润为7302万元/-47%。2023H1，达内教育营收9.30亿元/-27%，归母净利润为-4270.6万元/-157%。2023Q3期末，传智教育合同负债为1.07亿元/-542%，2023H1期末达内教育合同负债16.35亿元/-12%，主要系IT培训班就业率水平较低，致学员报名意愿不强，最终行业龙头业绩表现也相对低迷。

图42：2019-2023Q1-3传智教育和达内教育营收及业绩表现



资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

图43：传智教育和达内教育最新披露合同负债情况



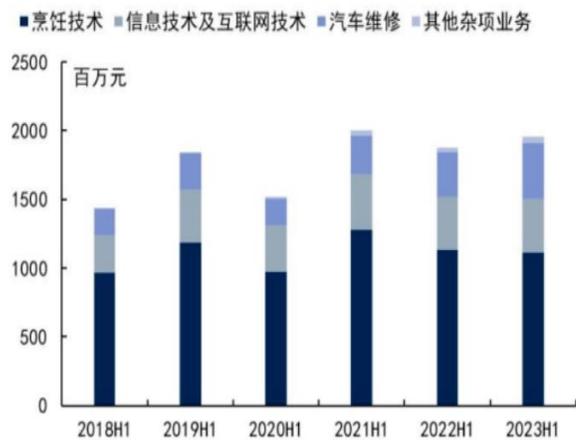
资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

- **关注新成长曲线构筑。**除去持续深耕自身主业创新外，传智持续布局学历教育，山西大同将于2024年启动招生并开始贡献收入。达内完善成人职业培训+青少年素质教育布局，坚持两条路走路，旗下少儿编程品牌童程童美业绩不断改善，2023Q2营收3.48亿元，环比增长约39%，经营利润2533.3万元，报读人数持续回升。
- **投资建议：**受制于当前下游产业较低招聘意愿，以就业为导向的IT培训机构主业表现均承压。但未来伴随国内经济的复苏以及新技术孕育的产业机会，龙头公司不断迭代自身课程有望承接下游的新招聘需求。且相关机构均积极探索新成长曲线，中线成长仍值得期待。

# 中国东方教育：疫后招生复苏，长期生影响仍需时间消化

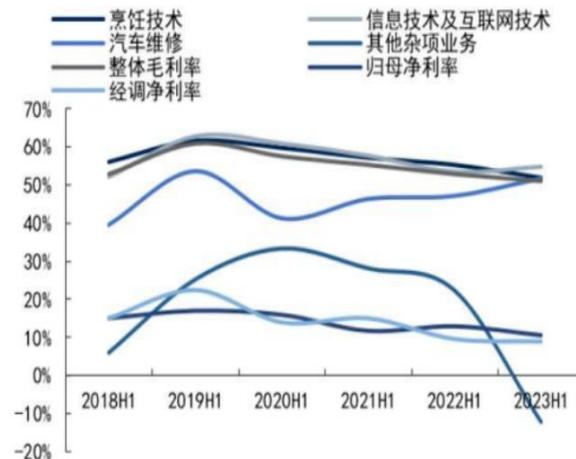
- **招生带动收入回暖。**2023H1，公司实现营收19.53亿元/+3.9%，系培训人数（+2.6%）&生均学费（+1.5%）增长带动；归母净利润2.04亿元/-15.7%；经调净利润1.76亿元（期内汇兑收益4407万元）/-2.8%，系疫情间产生的1-3年的长期课程收入下滑&教学成本刚性所致。
- **烹饪&信息技术招生缺口消化仍需时间，招生结构出现新变化。**2023H1公司新生人数增长8.5万人/+20.0%。烹饪课程收入11.12亿元/-1.9%，信息及互联网技术收入3.95亿元/+2.5%，汽车服务实现收入4.04亿元/+24.5%，对比疫情前，新东方和新华电脑仍未恢复至2019年同期水平。此外公司3年期长期课程招生占比提升至第二大新增长来源，1-2年期和2-3年期课程新培训人次则同比下降，招生结构变化。
- **积极推进区域中心建设，提高办学层次。**公司已经在安徽、山东、四川、贵州、河南五个招生大省的区域中心已投入建设，未来还将布局江西和江苏。多校区集合、综合办学模式有助于辐射周边地区生源加大规模效应，同时也有助于公司提升办学层次，向技师学院升级。
- **投资建议：**长训招生恢复、区域中心建设，以及公司新业务的孵化，经营数据有望持续复苏。

图44：2018-2023H1中国东方教育收入情况



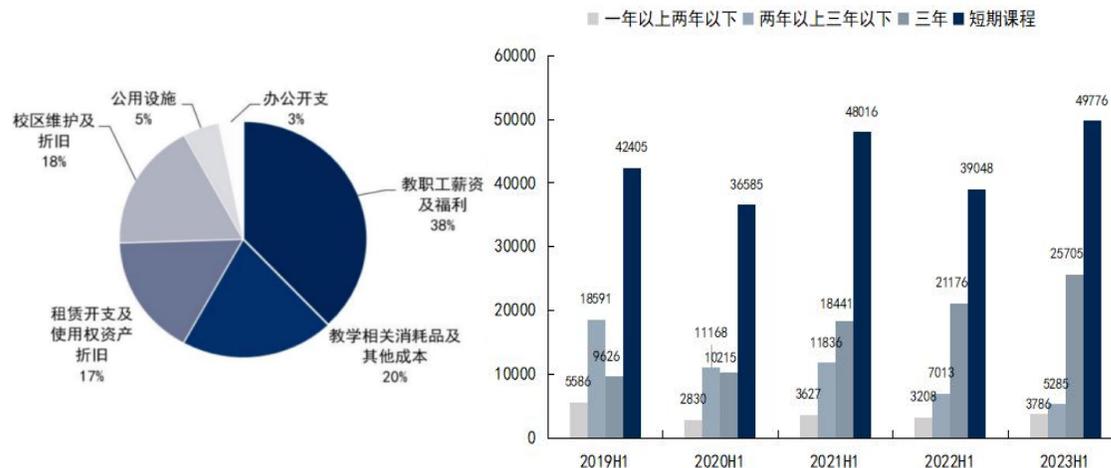
资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

图45：中国东方教育各课程类型毛利率及成本结构



资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

图46：2019-2023H1中国东方教育各课程新培训人次



资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

# 行动教育：大客户战略成效显著，合同负债指引未来增长

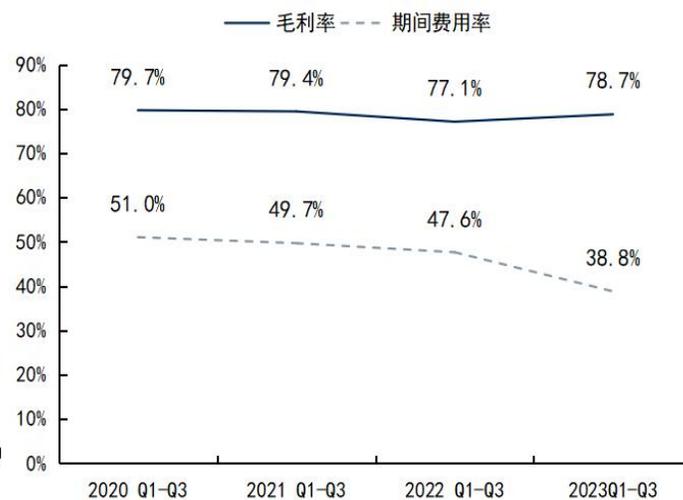
- 各项经营指标良好，合同负债充裕保障营收。2023Q1-3，公司营收4.61亿元/+35%；归母净利润1.61亿元/+71%。2023Q3，公司营收1.73亿元/+24%；归母净利润5524万元/+23%。截至2023年9月底合同负债为8.76亿（3月底/6月底合同负债分为7.72/8.68亿）。期内毛利率78.7%/+1.7pct，期间费率为38.8%/-8.8pct，其中销售/管理/研发/财务费率分别-4.6/-5.4/-2.1/+3.3pct。
- 坚持大客户策略，提价蓄力增长。近两年来行动教育瞄准具有稳定续费能力的客户群进行拓展；据公司官网，公司核心产品校长EMBA课程单价由29.8万/人提升至35.8万/人，浓缩EMBA也有20%+涨价幅度。
- 投资建议：考虑到目前公司在手订单依旧充足且保持增长，配合销售团队扩增及课程提价，且大客户战略推进以及公司知名度提升，我们认为下半年以及次年业绩仍有支撑。公司目前推出多类矩阵课程（团课、校长EMBA），竞争力有望持续提升。

图47：行动教育前三季度及单三季度经营数据表现



资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

图48：前三季度毛利率期间费率变化情况



资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

图49：行动教育三季度末合同负债



资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

01

板块回顾复盘

02

板块政策回顾

03

子板块分析与展望

——K12教培

——职业培训

——学历教育

04

投资建议

# 民办学历教育（小学、初中、高中、高等教育）

- 与K12教培与职业技能培训不同，民办学校运营主体归属于学历教育范畴，按照学段从高到低排序如下：
  - ✓ **民办小学&初中&高中**：基础教育学段，主要为K12学生提供学历教育服务，毕业后会发放相应学历证书，主要公司有天立国际控股、成实外教育、光正教育等。
  - ✓ **民办高教**：考虑到目前国内高教自身办学定位，民办高教主要涵盖专科、二大本（本科）学历教育阶段（公办院校大多是一本、二本），参与公司主要有中教控股、希望教育、新高教集团、中国科培等。

图50：民办学历教育赛道相关上市公司



资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理

# 学历教育：经营合规性提升，营利性选择稳步推进

## ■ 赛道变化：行业经营乱象肃清，分类登记稳步推进

- 义务教育学校乱象肃清，行业发展回归合规：考虑行业存在“假民办”等乱象，2021年民促法对K9民办学校营利性、外延并购等方面做出限制，部分地区更是按照执行“5%的民办义务教育占比”目标落实执行，持续提升公办学位占比。

图51：《广东省“民生十大工程”五年行动计划（2023—2027年）》教育相关内容

领域	序号	指标	2022年 (基准值)	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	属性
教育领域 民生工程	1	公办在园幼儿占比(%)	46	>46	>47	>50	>50	>50	约束性
	2	义务教育公办学位比例(%)	96.73	>95	>95	>95	>95	>95	约束性
	3	高中阶段教育毛入学率(%)	>95	>95	>95	>95	>95	>95	约束性

资料来源：广东省人民政府官网，国信经济研究所整理

图52：2022年开始义务教育阶段民办学校数/在校生人数占比降低



资料来源：教育部官网，国信经济研究所整理

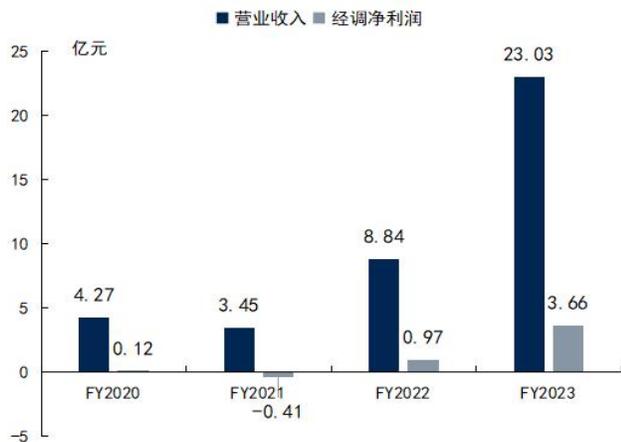
- 营利性分类登记稳步推进。2023年年报公告，天立教育已实现自一体化学校独立出5所独立运营牌照的营利性高中；新高教集团也公告东北、广西、云南和贵州学校正在根据省级主管部门的指引办理分类登记手续。
  - 行业外延并购阶段放缓。民促法限制了义务教育阶段民办学校并购、高等教育由于高质量办学要求&估值倒挂等原因，外延收购暂停。
- ## ■ 未来展望：合规经营、保障教育质量，经营方能行稳致远

- 主管部门出台政策规范民办教育的日常经营，本意并非限制规范民办教育发展，提升教育质量、整治行业经营乱象才是目的。考虑到优质学位的紧缺性（部分地方政府需通过购买民办学校学位来缓解入学压力）以及民办学校的办学活力，作为教育产业的重要一环，民办教育未来依旧会存在，但会以更加合规的方式发展壮大。同时民办学历教育行业接下来也会面临新生儿下滑的影响（小学最先面临该压力，其次是初中、高中、高等教育），提升学校教学质量，实现对基础薄弱的生源的成绩提升，才是发展的硬道理。

# 天立国际控股：战略重新聚焦，转型效果良好

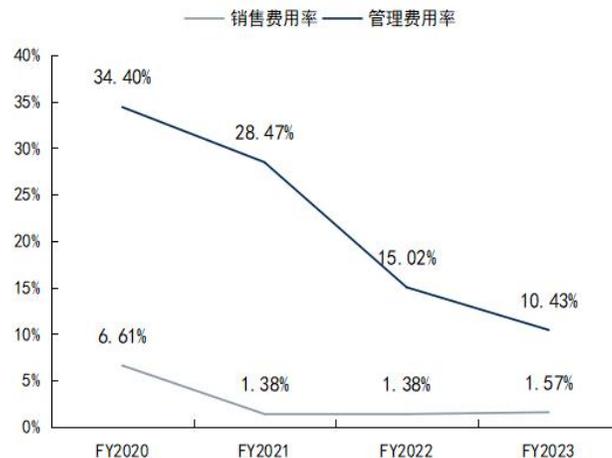
- 在校生高速增长，业务转型效果良好。FY2023，公司实现收入23.03亿元；实现经调净利润3.66亿元。股息派付率30%。分业务看，综合教育服务收入12.23亿元，占比53.1%；学校餐厅营运收入4.85亿，占比21.1%；管理及特许经营费收入0.39亿，占比1.7%；销售学生用品收入5.55亿，占比24.1%。
- 营利性高中为战略重心，教育增值服务锦上添花。1) 高中业务：23/24学年初高中生人数3.67万/+43.8%，且公司未来5年内保持每年新开3-5所高中。2) 教育增值服务：公司独创的立达课程集综合素养、科技国学特色、游研学为一体，其中综合素养课程已在集团内30余所学校落地，覆盖学生超4万名，国学特色书院班、游研学活动需求伴随旅游业复苏均快速增长。
- 投资建议：作为中国西部地区领先的综合教育服务运营商，四川省内布局坚实、且稳步扩张至全国36座城市，已经证明了自身优秀的运营能力。伴随公司战略的重新调整聚焦，以及素质教育等综合运营服务的持续开展，我们分析公司收入业绩体量有望快速扩张，后续关注内生校区招生进展以及托管业务发展情况。

图53：天立国际控股历史收入以及经调整净利润



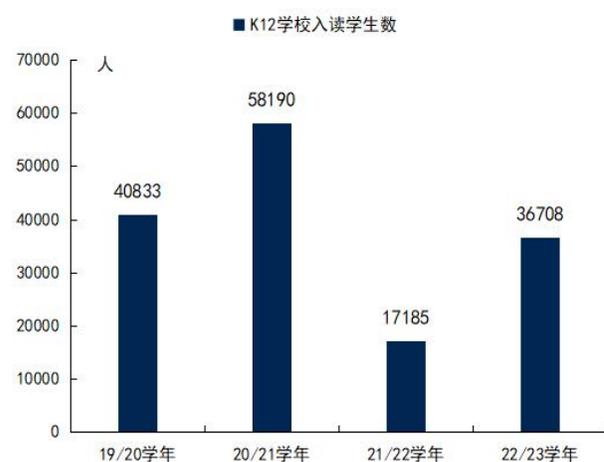
资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

图54：天立国际控股销售&管理费率



资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

图55：天立国际控股K12学校入读学生人数



资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

# 民办高教板块：内生增长稳健，期待选营落地

- **收入内生增速表现稳健。** FY2023中教控股实现营收56.16亿元/+18%，希望教育实现营收35.82亿元/+18%，新高教集团营收21.19亿元/+20%。依托在校生人数以及学费提升，收入内生增长较为稳健。
- **办学投入增长致利润率走低。** 在国家“高质量办学”指引下，各家高教公司均加大在教师、办学设施等方面的办学投入，故高教公司利润率今年普遍呈现走低趋势。
- **分红率差异较大。** 中教控股、新高教集团均保障分红，而希望教育由于自身债务偿还压力，仍暂不分红。
- **选择营利性暂无省份落地，并购目前也处于暂停状态。**
- **投资建议：** 考虑到目前国家对高等教育的高质量办学要求，后续高教公司预计仍会对旗下学校进行较高的办学投入，故短期利润率预计仍有一定下行压力。但职业教育是我国政策鼓励方向，龙头公司仍能实现稳健的内生增速以及可观的股息率，目前估值水平逐渐具备性价比，未来选择营利性以及并购的重启均会对板块形成正面情绪支撑，建议关注板块估值回升机会。

表18：民办高教板块经营情况综述

	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	
中教控股	营业收入（百万元）	1,955	2,678	3,682	4,756	5,616
	yoy		37.00%	37.50%	29.15%	18.08%
	在校生人数	173462	180179	240004	304487	334936
	yoy		3.87%	33.20%	26.87%	10.00%
	毛利率	57.37%	59.78%	59.06%	57.91%	56.34%
	经调净利率	43.95%	39.63%	44.37%	39.76%	36.98%
	分红率	22.12%	38.70%	38.98%	20.89%	40.00%
希望教育	营业收入		1,568	2,324	3,043	3,582
	yoy			48.22%	30.91%	17.71%
	在校生人数		140125	196747	232059	290927
	yoy			40.41%	17.95%	25.37%
	经调毛利率		52.44%	53.23%	49.04%	49.16%
	经调净利率		36.72%	37.27%	24.93%	24.42%
	分红率		10.49%	30.00%	0.00%	0.00%
新高教集团	营业收入		1,292	1,497	1,922	2,119
	yoy			15.87%	28.33%	10.27%
	在校生人数		113,507	125,692	143,764	140000
	yoy			10.74%	11.81%	/
	毛利率	47.72%	44.55%	44.55%	39.05%	38.04%
	经调净利（百万元）			592	671	728
	经调净利率			39.52%	34.93%	34.33%
分红率			36.71%	46.21%	46.07%	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

01

板块回顾复盘

02

板块政策回顾

03

子板块分析与展望

——K12教培

——职业培训

——学历教育

04

投资建议

图56: “供给-需求-政策” 赛道对比选股模型

	行业供给	行业需求	政策态度	
高中学科培训	大幅收缩 且牌照准入	刚性	态度明朗	赛道推荐顺序 ↓
K9素养培训（数理思维、文学素养等）	大幅收缩 牌照审批严格	刚性	态度明朗	
招录考试培训	疫情下短期出清 行业新进无壁垒	刚性	无政策限制	
企业家培训	供给无明显出清 新进无壁垒	较为刚性	无政策限制	
K9民办学历教育	供给小幅收缩 行业准入严格	刚性	政策逐渐明朗	
民办高教	供给基本无变化 行业准入严格	刚性	政策态度有待观察	
IT技能培训	供给无明显出清 新进无壁垒	弱	无政策限制	
K9纯素质培训（如体育、绘画等）	供给无明显出清 新进无壁垒	弱	无政策限制	

资料来源：公司公告，教育部，国信证券经济研究所整理

# 投资建议：行业最差时间已过，三条主线掘金2024年



■ **维持板块“超配”评级。**2021年“民促法实施条例”、“双减政策”的先后出台，教育行业迎来有史以来最为严格的监管，相关教育行业龙头也均被迫开启转型之路，教育板块股价也迎来至暗时刻。2023年以来，政策的监管边界逐渐清晰，同时由于政策监管行业供给显著去化，在需求依旧旺盛的前提下，头部教育机构依靠强品牌力以及前瞻的转型尝试，显著受益于本轮教育行业的复苏。结合上述变化以及前文的“供给、需求、政策”赛道对比选股模型，我们建议从以下三条主线关注接下来的教育板块机会：

- 1、赛道需求端高景气保障公司业绩确定性，重点推荐学大教育、新东方-S、行动教育、中公教育、粉笔，建议关注华图山鼎资产重组的进展；**
- 2、基于赛道的中线成长逻辑、需求刚性程度以及政策潜在演变趋势，重点推荐新东方-S、学大教育、天立国际控股，建议关注好未来；**
- 3、部分教育子赛道短期受到基本面某些因素压制，但未来若情况改善也会带来较为客观的股价弹性，若经济预期转暖，相关顺周期就业标的如IT培训龙头传智教育、技能培训龙头中国东方教育；若高教板块在选营&并购落地等方面有进展，则民办高教龙头中教控股、新高教集团、中国科培、希望教育有望迎来估值回归行情；AI技术应用带动经营效率提升，建议关注新东方-S、好未来。**

# 教育板块估值情况

表19: A/H/美股教育公司盈利预测及估值水平

分类	股票代码	公司名称	市值(百万元)	经调整净利润(百万元)			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
A股	002607.SZ	中公教育	24,916	401	830	1,206	62	30	21
	000526.SZ	学大教育	6,094	141	190	235	43	32	26
	003032.SZ	传智教育	5,582	141	194	244	40	29	23
	605098.SH	行动教育	4,606	216	279	350	21	17	13
	002599.SZ	盛通股份	3,559	12	83	121	289	43	29
H股	9901.HK	新东方-S	87,829	3,048	4,143	5,082	29	21	17
	0839.HK	中教控股	11,287	2,163	2,384	2,520	5	5	4
	2469.HK	粉笔	9,385	382	581	795	25	16	12
	0667.HK	中国东方教育	5,176	443	654	842	12	8	6
	1890.HK	科培	2,440	898	936	1,031	3	3	2
	1765.HK	希望教育	2,545	965	1,095	1,224	3	2	2
	2001.HK	新高教集团	2,930	814	909	933	4	3	3
美股	TAL.N	好未来	56,900	240	934	1,557	237	61	37
	GOTU.N	高途	6,700	-3	120	244	/	56	27

资料来源: Bloomberg, 国信社服组整理

注: 经调整净利润、EPS和PE均为彭博一致预期; 因财报口径不同, 新东方-S、中教控股、希望教育、新高教集团、好未来、新东统计为2024-2026财年的数据

- **政策风险：**“双减”政策再度严格执行，并对高中阶段教培进行管控，导致K12教培行业的高中业务收入萎缩，影响公司业绩增长；民办学历领域政策趋严，影响相关上市公司业务存续稳定性；港股教育公司若VIE架构受到政策监管，合法性受到挑战，导致境外上市公司资金出境受阻，分红困难；政策对并购市场存在潜在限制，导致行业外延并购受限。
- **行业竞争加剧：**目前K12教培领域处于供需错配的状态，受益于此趋势部分上市公司经营数据亮眼，而未来若行业竞争再度趋严，预计对相关上市公司经营会产生影响。
- **招生放缓风险：**目前出生人口逐渐下滑，未来业务招生会面临适龄受众减少的问题；教育部及各省教育厅在发放高等教育招生计划时向公办倾斜，导致民办高校招生增长放缓，不及市场预期。
- **学费提升风险：**教培机构、民办高校市场化定价机制推进受阻，政策端出现对学费的调控方案，导致行业学费提升困难，影响公司收入及利润增长。
- **疫情反复：**教育行业机构依赖线下交付场景，若后续疫情反复，预计对公司业务经营会有影响。
- **宏观经济承压：**消费水平下滑，教育行业受众的参培意愿降低，最终影响上市公司经营。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032