

**【勘误版】东吴证券K12教培行业深度：
需求刚性，供给出清，行业涅槃**

证券分析师：吴劲草

执业证书编号：S0600520090006

联系邮箱：wujc@dwzq.com.cn

证券分析师：谭志千

执业证书编号：S0600522120001

联系邮箱：tanzhq@dwzq.com.cn

2024年2月2日

- **“双减”以来，K9学科类培训头部公司业务转型拐点已至。**2021年7月“双减”拉开帷幕，K-9阶段校外培训机构培训行为受到严格限制，校外学科类培训机构被大量裁撤。原有教培机构业务受到较大影响，各公司也在积极转型中，从行业主要公司目前的经营业绩来看，转型已经初见成效，经营业绩恢复明显，或已呈现出拐点向上的趋势。
- **“双减”主要针对义务教育阶段，高中及以上阶段培训受压制较小。**“双减”主要针对的为义务教育阶段的学科类培训，高中及以上的教育受压制较小，高中阶段的教培业务仍可以正常开展，这也是新东方和学大教育等类似高中及以上业务（如英语，留学等业务）占比较高的机构恢复较快的原因。
- **“双减”以来教培机构供给侧改革，行业竞争格局改善，现存机构利润率或提升。**“双减”以来，监管部门对教培机构的办学许可证要求有所提高，使得部分教培机构因本身网点不达标而关闭，行业出清，实质上形成了供给侧改革，现有的持牌网点的稀缺性提升的现象，我们预期未来现存网点的经营利润率也有望提升。
- **投资建议：**K12阶段培训需求刚性，现存头部机构目前业务转型顺利，行业竞争格局改善明显，推荐新东方，学大教育，建议关注好未来。
- **风险提示：**政策监管，网点扩张不及预期，招生不及预期等



- 1、教育行业细分方法论图谱

- 2、“双减”后教培行业政策趋稳，竞争格局改善，需求旺盛

- 3、新东方：高中&出国业务恢复韧性强，素质类培训新业务需求旺盛

- 4、好未来：素质类培训需求旺盛，亏损逐季收窄

- 5、学大教育：高中1V1培训需求刚性

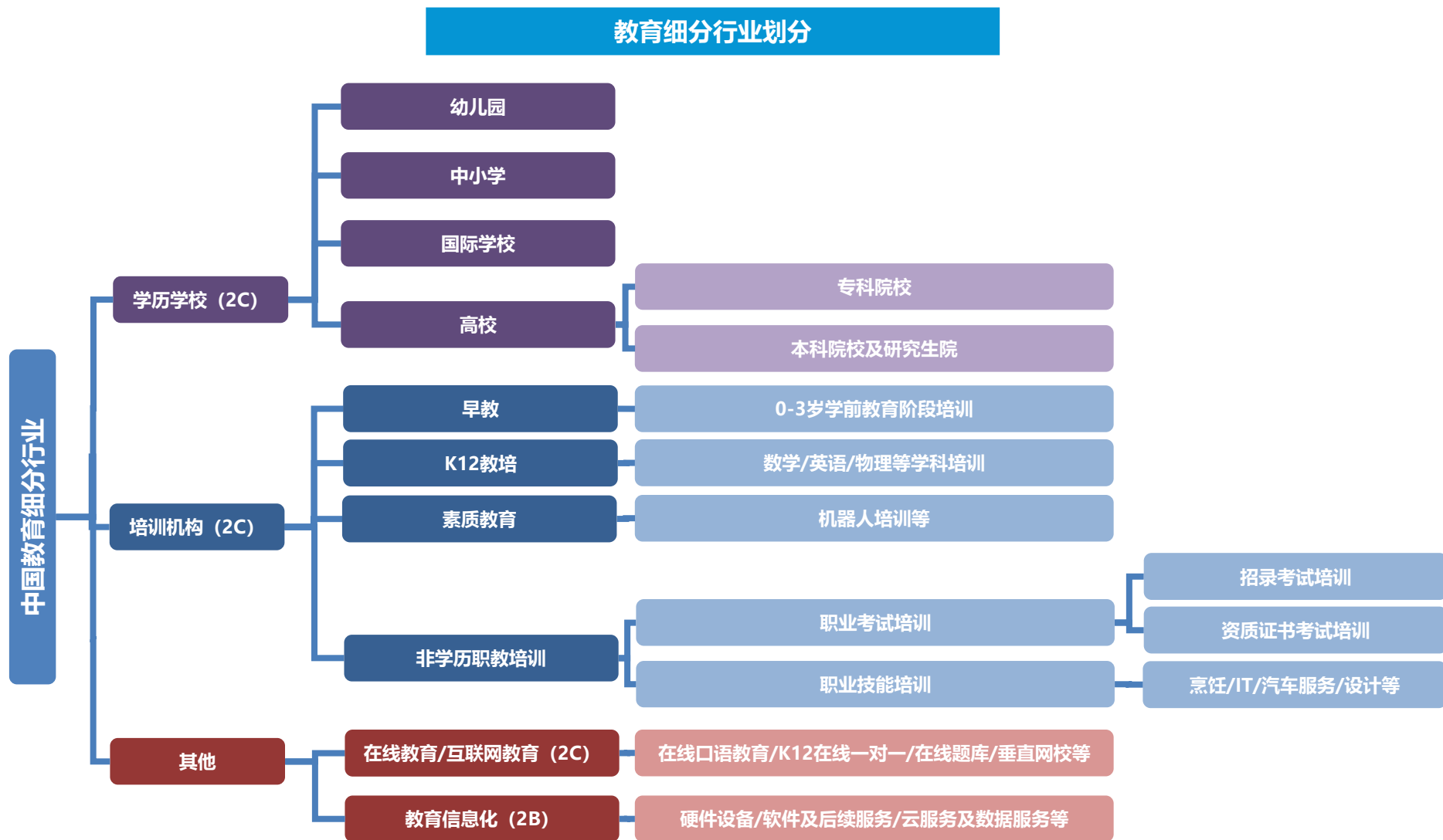
- 6、投资建议

- 7、风险提示

1、教育行业细分方法论图谱

1.1 教育细分行业分类

教育行业细分可以主要分为学校类公司和培训类机构，以及教育信息化等服务类机构。



1.2 教育细分行业特点

- 学校行业资产重，门槛高，扩张速度较慢，收入稳定，净利率一般在30%-50%之间，一般有稳定的分红。
- 培训行业资产轻，门槛低，扩张速度较快，收入稳定性较弱，净利率一般在15%-30%之间，ROE较高。

教育细分行业特点

	培训行业	学校行业
轻&重资产	轻资产	重资产
扩张速度	较快	较慢
稳定性	较弱	较强
净利率常见范围	15%-30%	30%-50%
营销费用	较高 (10%以上, 甚至可超过30%)	较低 (5%以下)
ROE	较高 扩张期可超过20%甚至30%	一定程度低于教育培训 15%左右较为常见
共同核心竞争力	口碑、管理	
差异核心竞争力	跨区域监管、激励制度, IT系统, 招生营销等	升学情况, 政府资源, 区位资源 等

2、“双减”后教培行业政策趋稳，竞争格局改善，需求旺盛

2.1 双减以来，K9学科类培训机构出清，头部公司业务转型拐点已至

- **双减严格规范义务教育阶段校外学科类培训。**2021年7月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合印发《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》（以下简称“双减”政策），严格规范K-9阶段校外培训机构培训行为。
- **主要措施包括：**1) K-9阶段学科类培训机构统一登记为非营利性机构，禁止资本化运作；2) 严禁超标超前培训，校外培训机构不得占用法定节假日、休息日和寒暑假组织学科类培训；3) 限制校外培训广告宣传；4) 监管校外培训收费。

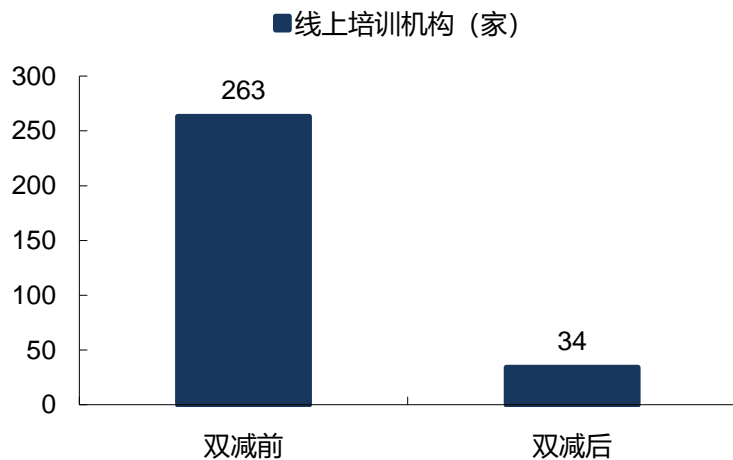
“双减”意见中涉及学科类校外培训的主要内容

核心要点	具体内容
坚持从严审批机构	<ul style="list-style-type: none">• 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。对原备案的线上学科类培训机构，改为审批制；• 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；• 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。外资不得控股或参股学科类培训机构。
规范培训服务行为	<ul style="list-style-type: none">• 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；• 根据市场需求、培训成本等因素确定培训机构收费项目和标准，向社会公示、接受监督；• 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。
做好培训广告管控	<ul style="list-style-type: none">• 加强校外培训广告管理，确保主流媒体、公共场所和网络平台等不刊发校外培训广告；• 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。
强化培训收费监管	<ul style="list-style-type: none">• 坚持校外培训公益属性，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。

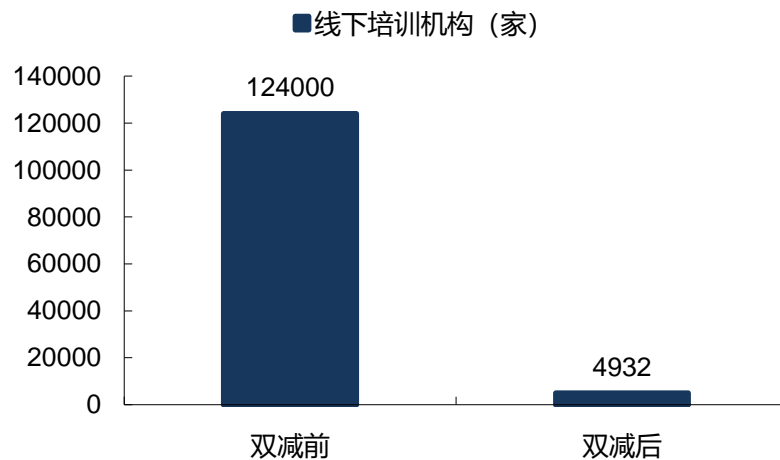
2.1 学科类培训机构大幅出清，进入门槛提升

- 双减后教培机构大幅减少，行业供给侧大幅出清。
- 双减后教培机构开始面临牌照监管，进入门槛变高，现存机构网点已成为稀缺资产。

双减前后线上教育培训机构数目



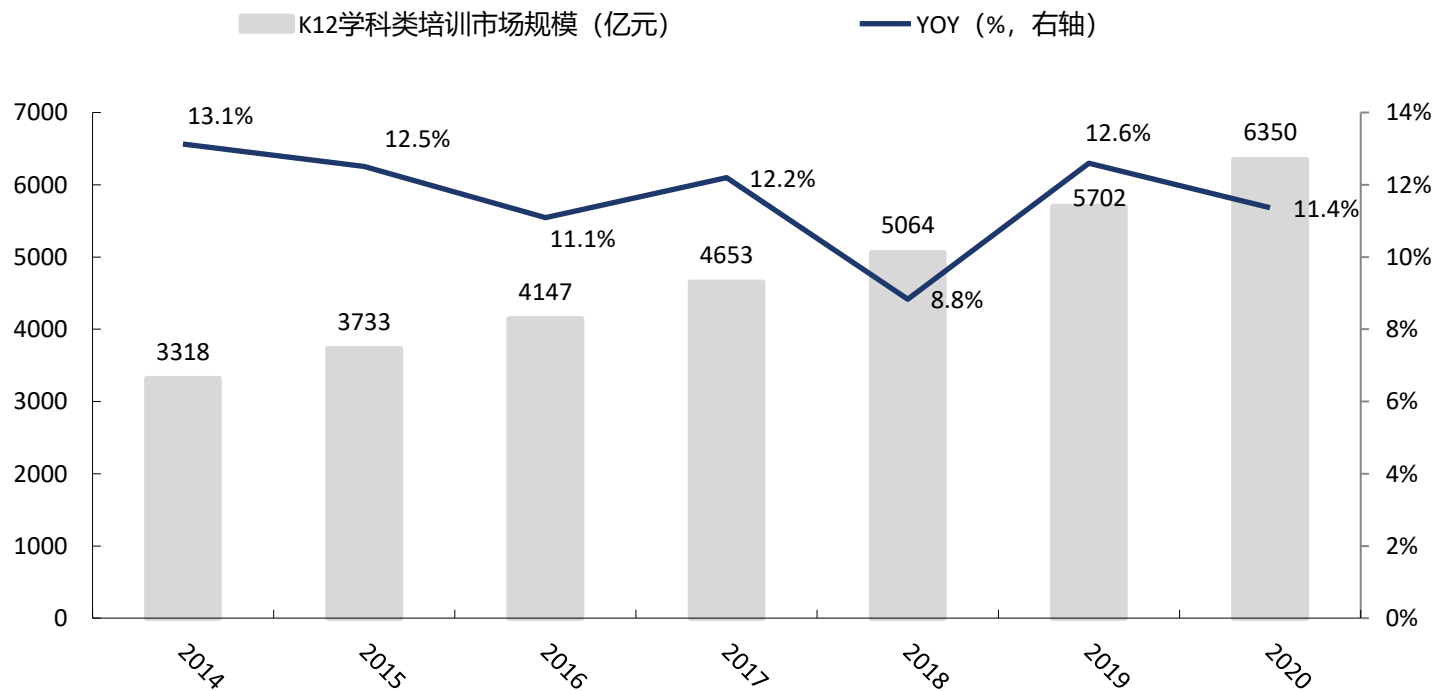
双减前后线下教育培训机构数目



2.1 “双减前” K12学科类培训市场规模达到6000亿元左右

- 双减前K12学科类培训市场规模达到6000亿元左右，同比增速约11%。

双减前K12学科类培训市场规模



2.1 学科类培训机构主要转型方向

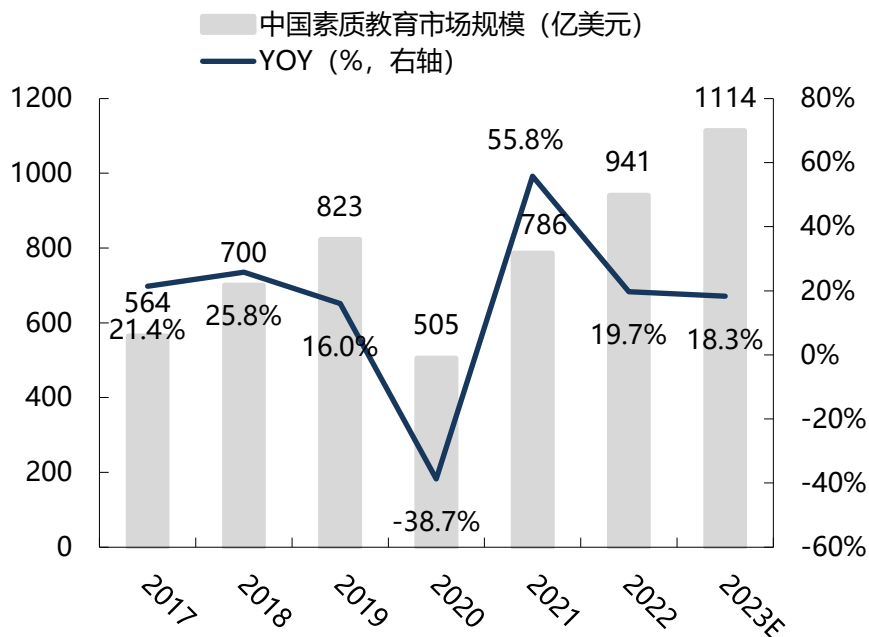
培训机构主要转型方向

培训机构	素质教育	职业/成人教育	学习硬件	高中教培
新东方	多地分校成立素质教育成长中心;非学科类培训业务在约60个城市开展	成立大学事业部, 推出四六级、考研、升本、出国考试、职业考试等	新东方在线词典笔T1; 新东方智能学习系统及设备	保留高中学科类培训
好未来	学而思培优: 专注3-16岁孩子素养教育; 学而思网校: 同步转型素质教育, 探索AI结合新模式。	/	推出学习机、摩比思维机、讲题机等多款智能学习硬件; 投入大模型开发, 推出好未来MathGPT	/
有道	推出STEAM课程	成立“有道成人教育事业部”, 整合了有道精品课成人学段、网易云课堂、MOOC等	推出学习设备(智能硬件): 网易有道词典笔X6 Pro、有道听力宝Pro、AI学习机等	/
高途	推出全新素质教育课程: 包括STEAM科学课、编程课等	高途在线包含语言培训、大学生考试、财经类、公职类考试等	/	保留高中阶段传统教培业务
学大教育	与达内教育达成战略合作, 合作内容包括青少年编程和智能机器人教育	涵盖中等职业教育、高等职业教育、产教融合、职业技能培训四个版块; 已收购4所中职业院校	与物灵科技合作推出Luka智能绘本馆, 提供智能硬件+阅读指导	个性化辅导服务高中生, 全日制基地包括高考复读、艺考培训等

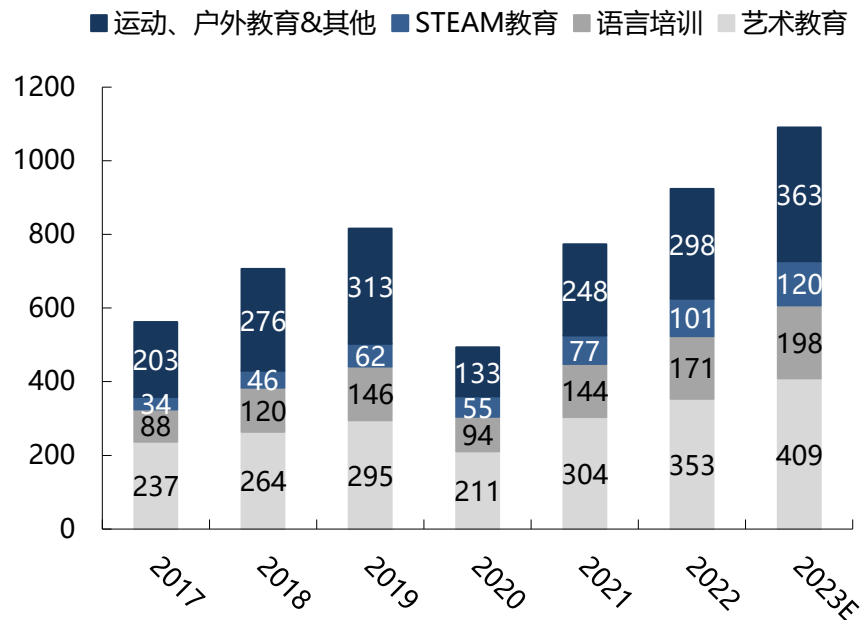
2.1 素质类教育行业情况

- **非学科类培训需求提升，政策环境宽松。**“双减”后，得益于学生课外时间增多，以及家长对学生素质拓展的愈发重视，非学科类培训需求持续提升。政策端也为素质教育市场的拓展提供了较宽松的环境，未对非学科类培训做出非营利性限制。
- **中国素质教育行业市场空间广阔，STEAM教育增速显著。**2021年疫情企稳后素质教育市场规模达786亿美元，同比+55.8%，预计2023年市场规模将达1114亿美元。细分赛道看，STEAM教育市场增速最快，预计2023年将达120亿美元。

2017-2023年中国素质教育市场规模及增速



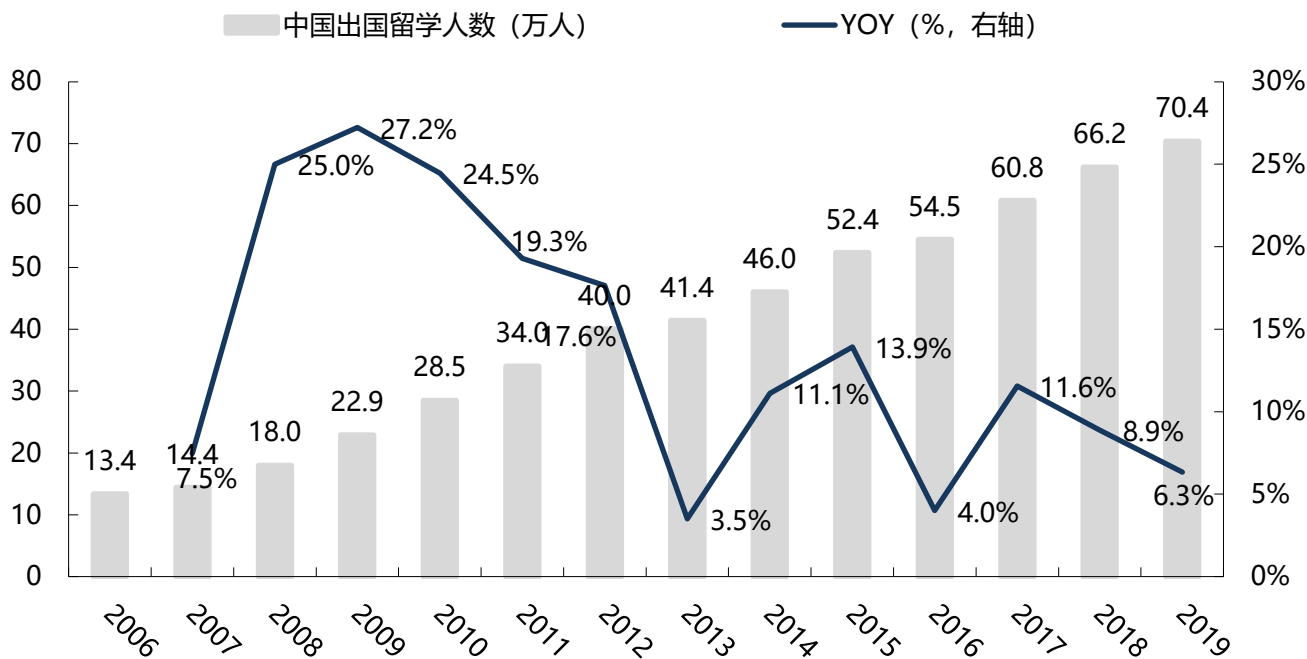
2017-2023年中国素质教育细分赛道规模 (亿美元)



2.1 出国留学服务市场仍具增长空间

- **主要留学目的国入境政策放开，留学服务需求回暖。**2022年以来，伴随疫苗接种的普及，英美澳新逐步放松入境限制，叠加我国放开后国际机票价格下跌至正常水平，留学生开始重返校园，留学服务需求亦逐步回暖。
- **出国留学人数预计持续增长，留学服务市场仍具增长空间。**2006-2019年，中国留学生人数由13.4万人快速增长至70.4万人，CAGR达13.6%。近年来我国企业招聘对学历的要求逐年提升，而国内考研竞争程度日益激烈，在此背景下，预计未来出国留学人数仍将保持增长，留学服务市场仍具有较大增长空间。

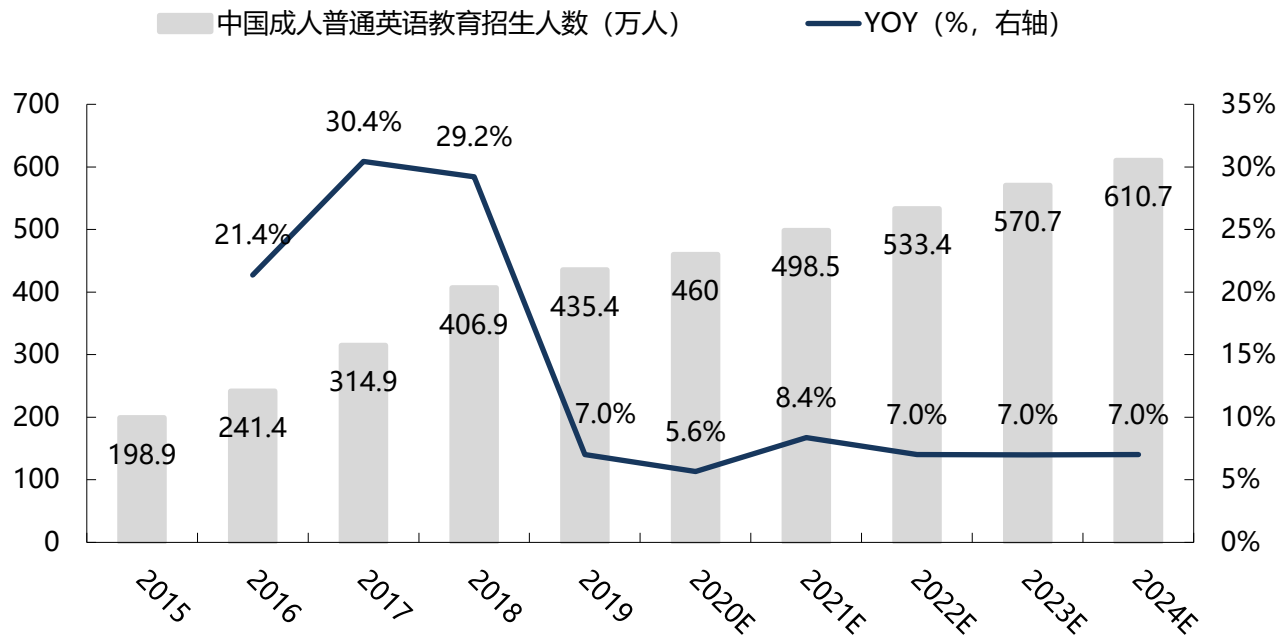
2010-2019年中国出国留学人数及增速



2.1 成人普通英语教育招生人数增长，带动培训市场需求释放

- **成人普通英语教育招生人数持续增长，带动培训需求释放。**随着高等教育扩招推进，2015年以来我国成人普通英语教育招生人数持续增长，预计2024年招生将达到610.7万人，2015-2024年CAGR达13.3%，带动成教英语培训市场需求释放。

2015-2024年中国成人普通英语教育招生人数及增速

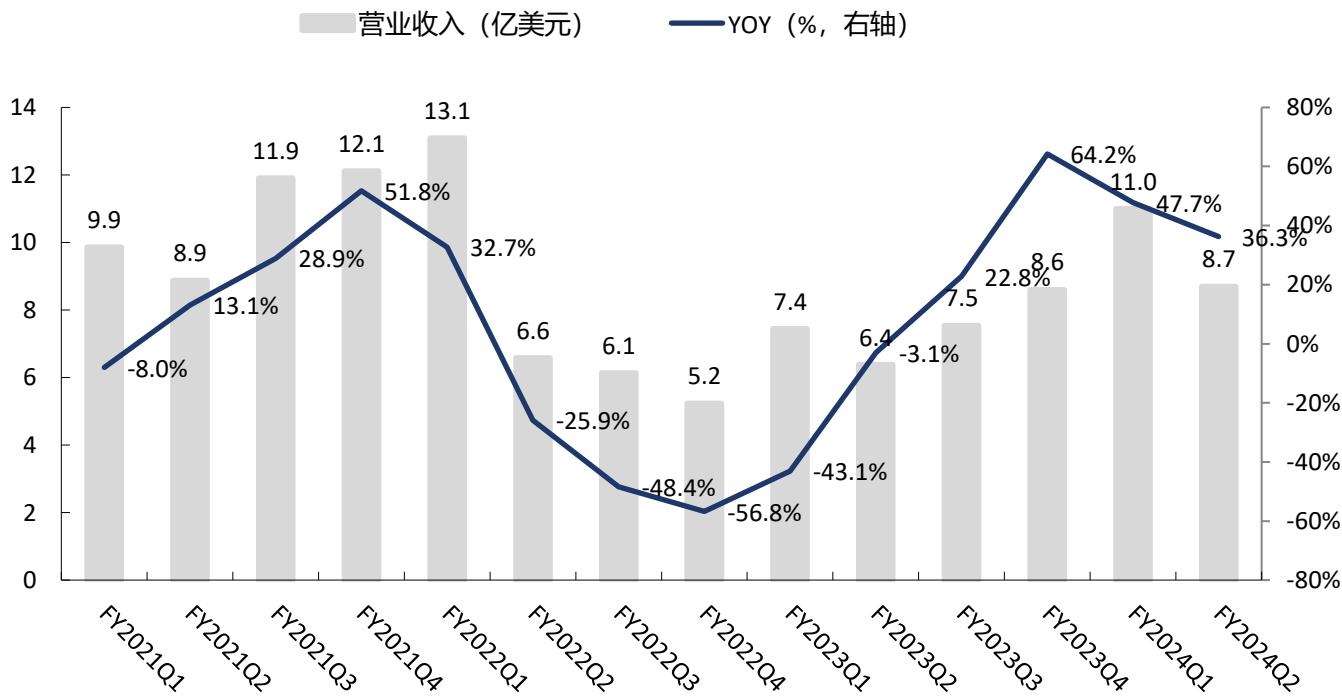


3、新东方：高中&出国业务恢复韧性强，素质类培训新业务需求旺盛

3. 新东方：业绩拐点显现，单财季递延收入创双减以来新高

- 营业收入恢复增长。自FY2022Q1的“双减”政策以来，受K-9业务关停影响，公司营业收入连续经历了5个财季的同比下滑，自FY2023Q3起公司营业收入开始恢复增长趋势，FY2024Q2公司实现营业收入8.7亿美元，同比增长36.3%。

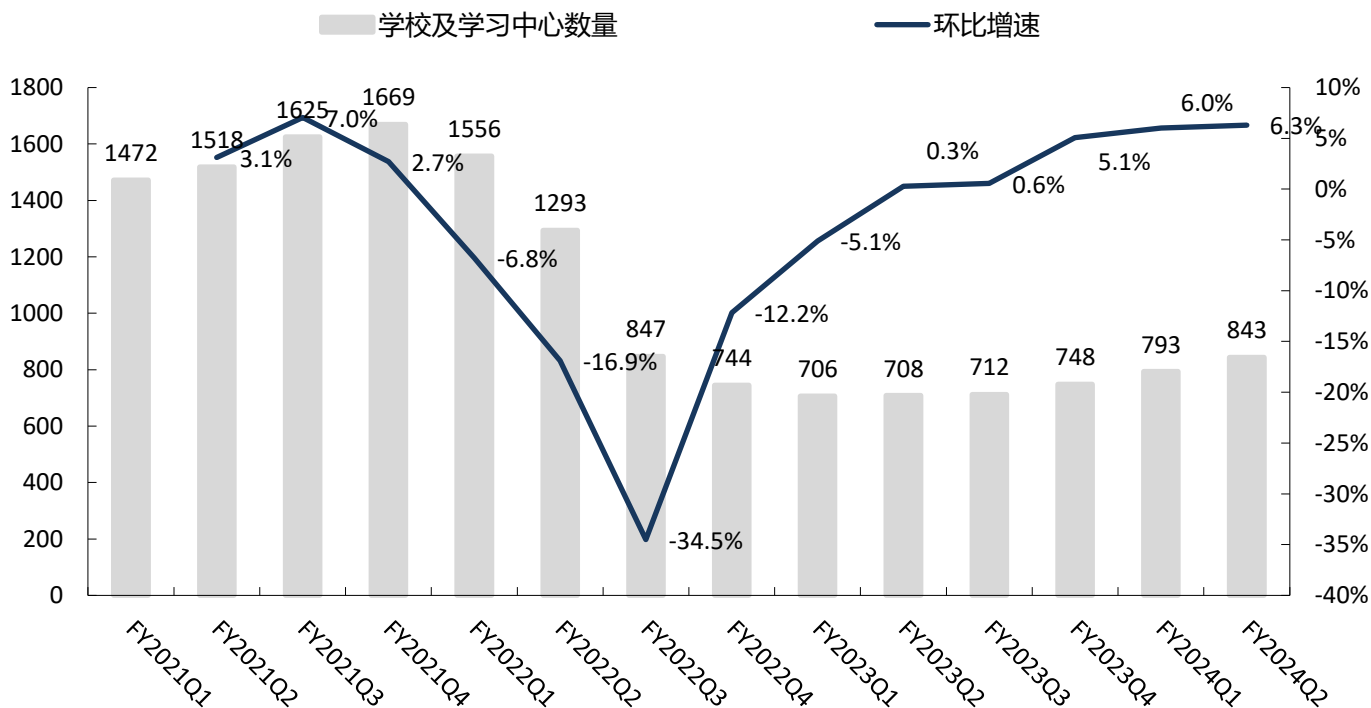
FY2021Q1-FY2024Q2新东方营业收入及增速



3. 新东方：线下网点恢复稳定增长

- **学校及学习中心数量恢复增长。**“双减”政策后，公司大量关闭线下网点。伴随公司素质培训、成教、职教等业务逐步培育成熟，公司学校及学习中心数量开始恢复增长，截至FY2024Q2，公司学校及学习中心数量为843家，进入稳定增长。

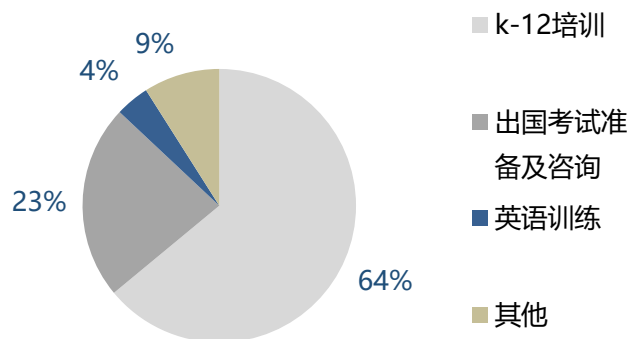
FY2021Q1-FY2024Q2新东方学校及学习中心数量及环比增速（家）



3. 新东方：双减前K12学科类培训占公司收入比重超过60%，双减后转变经营重心

- **义务教育阶段培训业务禁止，头部公司业务转型。**以新东方为例，FY2019公司K-12培训业务收入占比达到64%，是公司营收的核心来源；FY2020-FY2021，公司提供K-9学科类培训服务产生的收入占比约为50~60%。“双减”后，新东方于2021年底前全国所有学习中心停止提供K-9学科类培训服务，同时转变经营重心。

FY2019新东方分业务营业收入构成



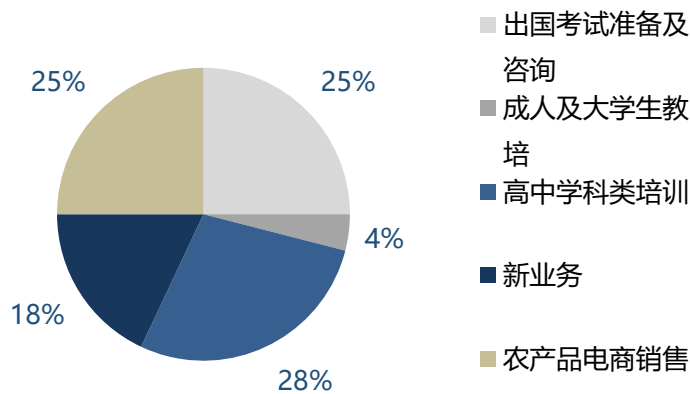
FY2019分季度各项业务营收情况 (亿美元)

	FY2019Q1	FY2019Q2	FY2019Q3	FY2019Q4
k-12培训	5.25	3.70	5.02	5.85
yoy	41.7%	41.5%	40.0%	29.0%
海外考试准备&咨询	2.24	1.49	1.91	1.48
yoy	12.7%	10.2%	10.5%	-17.0%
英语训练	0.34	0.24	0.32	0.34
yoy	4.0%	2.2%	3.1%	218.9%
其他	0.77	0.54	0.72	0.76
yoy	30.0%	15.0%	28.9%	29.9%

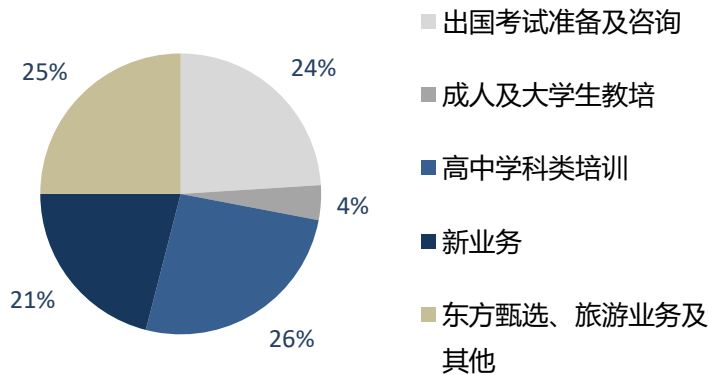
3. 新东方：双减后公司主营业务包括出国考试，高中学科培训以及K12类素养培训

- **截至FY2023，公司主要业务包括：**出国考试准备及咨询、成人及大学生教培（含专升本辅导）、高中学科类培训、新业务（含非学科类培训、智能学习设备、游学和研学营、智能教育、教学材料、数字化智能学习方案）、农产品电商销售。FY2024Q1起，公司新增旅游相关业务。

FY2023新东方分业务营业收入构成



FY2023Q3-FY2024Q4合计4个季度新东方营业收入构成



3. 新东方：双减后公司主营业务包括出国考试，高中学科培训以及K12类素养培训

- **截至FY2023，公司主要业务包括：**出国考试准备及咨询、成人及大学生教培（含专升本辅导）、高中学科类培训、新业务（含非学科类培训、智能学习设备、游学和研学营、智能教育、教学材料、数字化智能学习方案）、东方甄选等。

FY2023分季度各项业务营收情况（亿美元）

	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4
出国考试准备及咨询	1.79	1.39	1.73	2.58
成人及大学生教培	0.45	0.38	0.24	0.13
高中学科类培训	2.53	1.34	2.11	2.41
新业务	1.19	1.30	1.36	1.55
东方甄选	1.49	1.97	2.10	1.94

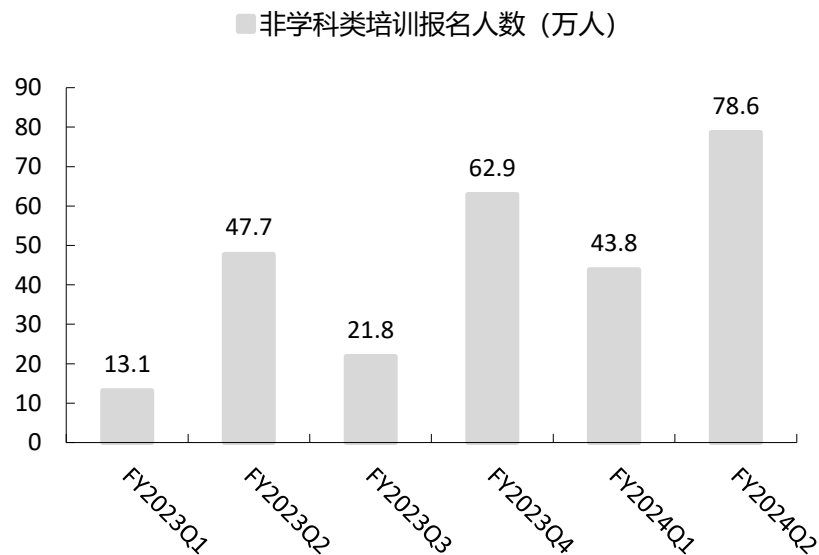
3. 新东方：线下网点恢复增长，类素养培训潜力大

- 截至FY2024Q2，公司非学科类培训业务在约60个城市开展，单财季报名学生人数约78.6万人。
- 智能学习系统和设备业务提供了为学生提供定制数字学习体验的服务，已在大约60个城市展开。FY24Q2有约18.1万活跃付费用户。

新东方非学科类培训产品



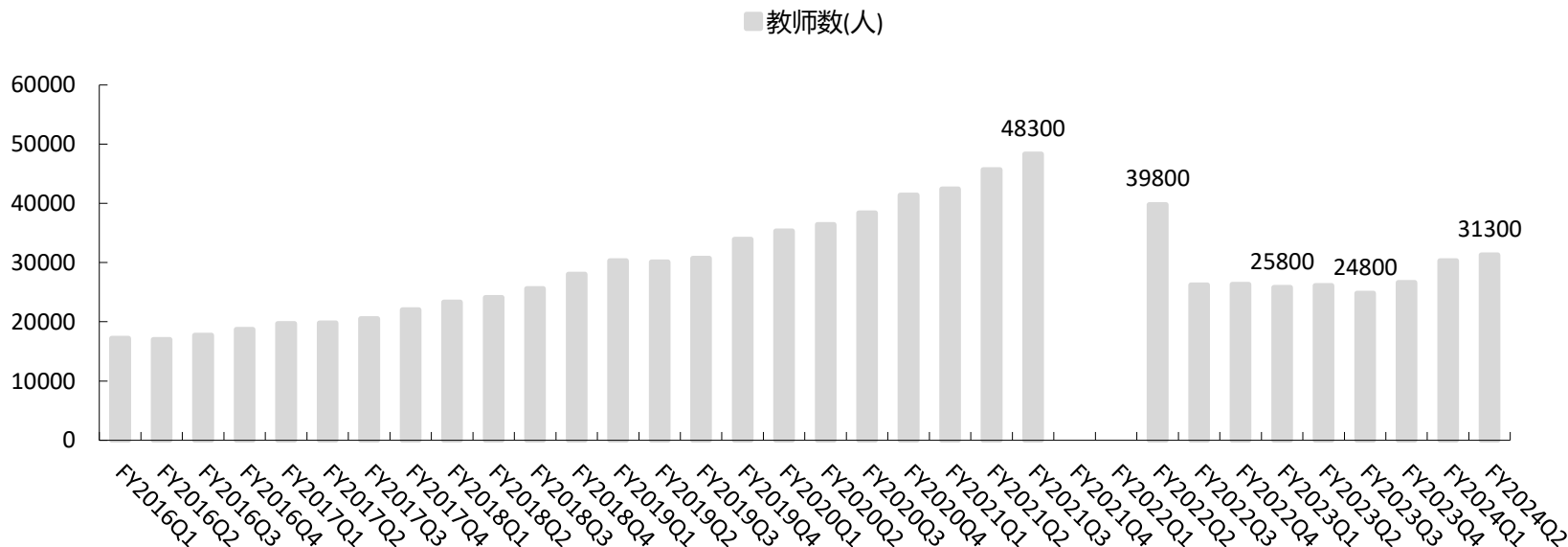
FY2023Q1-FY2024Q2新东方非学科类培训报名人数



3. 新东方：保留教师数量约3万名，教师供给充足

- **公司保留教师数量约3万名，教师供给充足。**自2022Q1“双减”政策后，新东方教师数量减少，但公司仍保留了3万名教师，并且教师数量从2023Q4起逐步增长，2024Q2教师数量达31300人，供给充足。

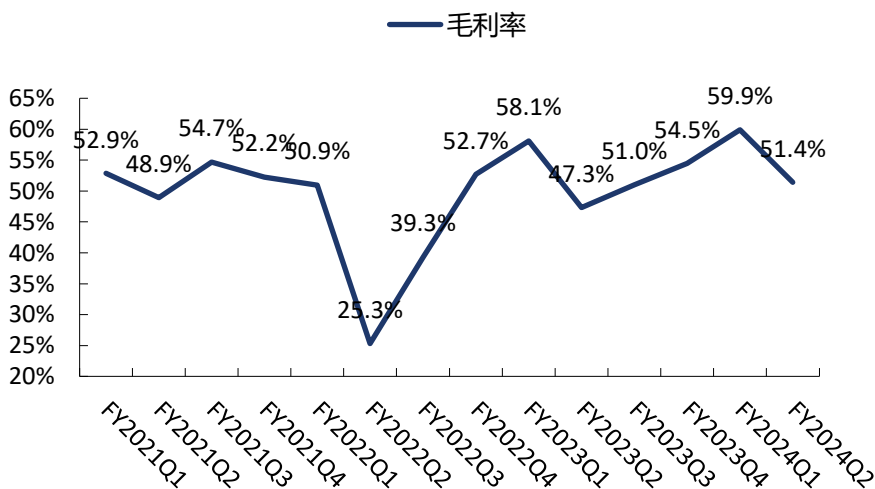
新东方教师数量（分季度数据）



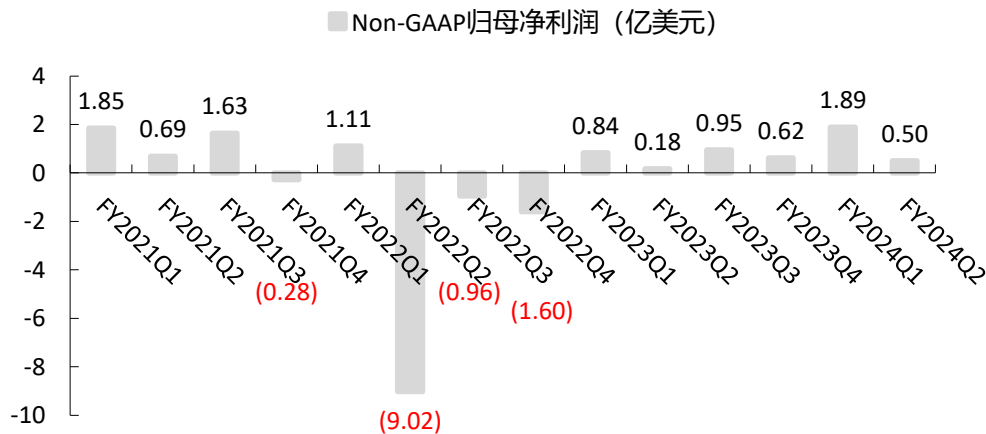
3. 新东方：毛利率回升至“双减”前水平，单财季递延收入创双减以来新高

- **毛利率回升至“双减”前水平。**“双减”后公司毛利率大幅下滑，FY2022Q2环比大跌25.6pct至25.3%，截至FY2022Q4公司毛利率已回升至“双减”前水平，此后稳定在50%左右，FY2024Q2公司毛利率为51.4%。
- **Non-GAAP归母净利润扭亏。**受业务重组影响，FY2022Q2-FY2022Q4公司单财季Non-GAAP归母净利均出现较大亏损，伴随业务重组基本结束，公司实现Non-GAAP归母净利润扭亏，FY2023Q3-FY2024Q2公司分别实现Non-GAAP归母净利润0.95/0.62/1.89/0.50亿美元。

FY2021Q1-FY2024Q2新东方毛利率



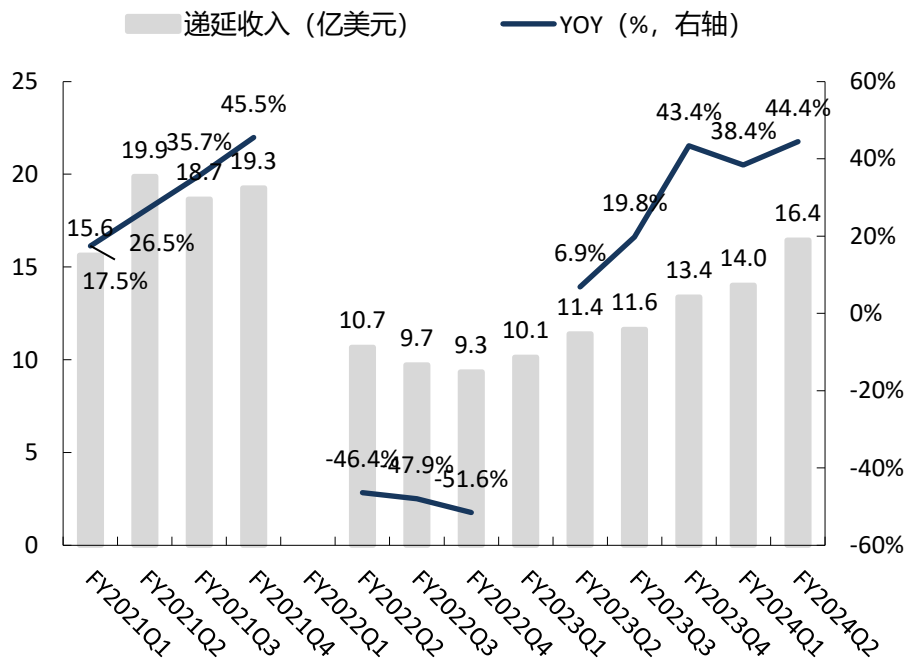
FY2021Q1-FY2024Q2新东方Non-GAAP归母净利润



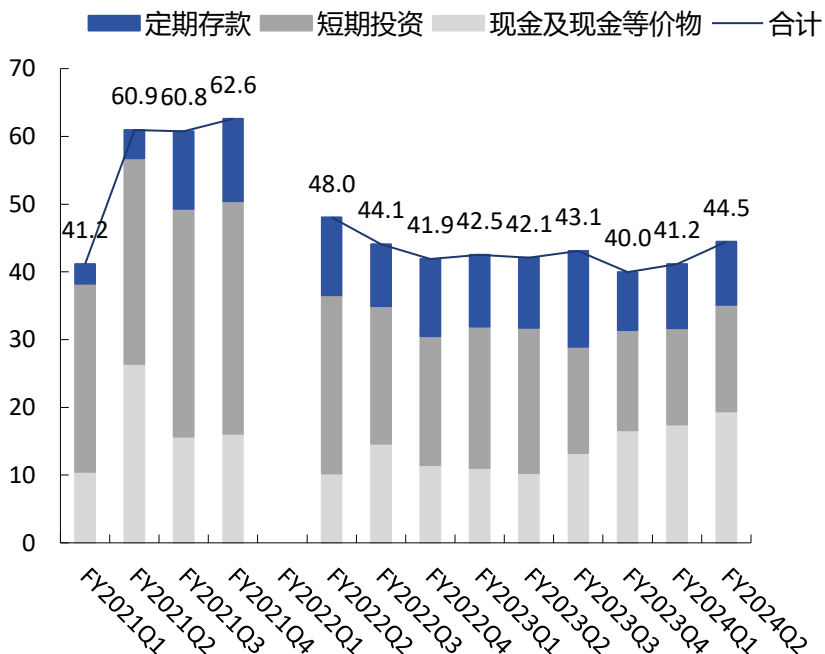
3. 新东方：递延收入稳步增长，账面现金储备充裕

- **FY2024Q2递延收入稳步向上恢复中。** 递延收入主要反映公司的预收学费，可支撑公司未来的业绩增长。截至FY2024Q2，公司递延收入达16.4亿美元，同比+44.4%，为“双减”政策以来的最高水平，收款趋势向好。
- **公司账面现金充裕。** 公司重视账面现金管理，目前现金储备充足。截至FY2024Q2，公司拥有现金及现金等价物、短期投资和定期存款合计44.5亿美元。

FY2021Q1-FY2024Q2新东方递延收入



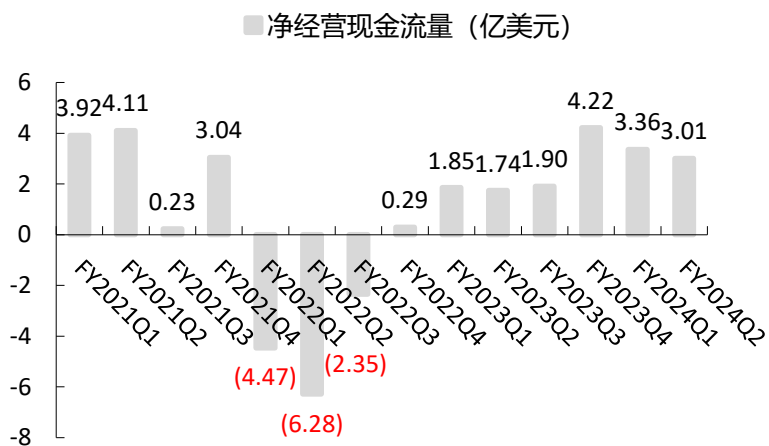
FY2021Q1-FY2024Q2新东方账面现金 (亿美元)



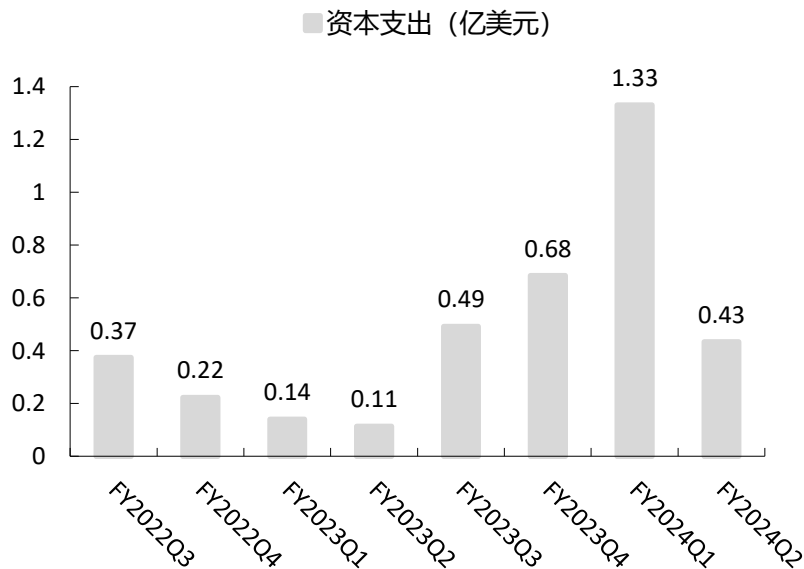
3. 新东方：经营性现金流回升

- 净经营现金流量覆盖公司资本支出后仍宽裕。“双减”政策后，公司净经营现金流量由正转负，FY2022Q2公司净经营现金流量触底，FY2022Q4起公司净经营现金流量转正，达到0.29亿美元，FY2024Q2公司实现净经营现金流量3.01亿美元，同时资本开支也在一个正向恢复中，FY2024Q1资本支出大幅增加至1.33亿美元，FY2024Q2资本支出为0.43亿美元。

FY2021Q1-FY2024Q2新东方净经营现金流量

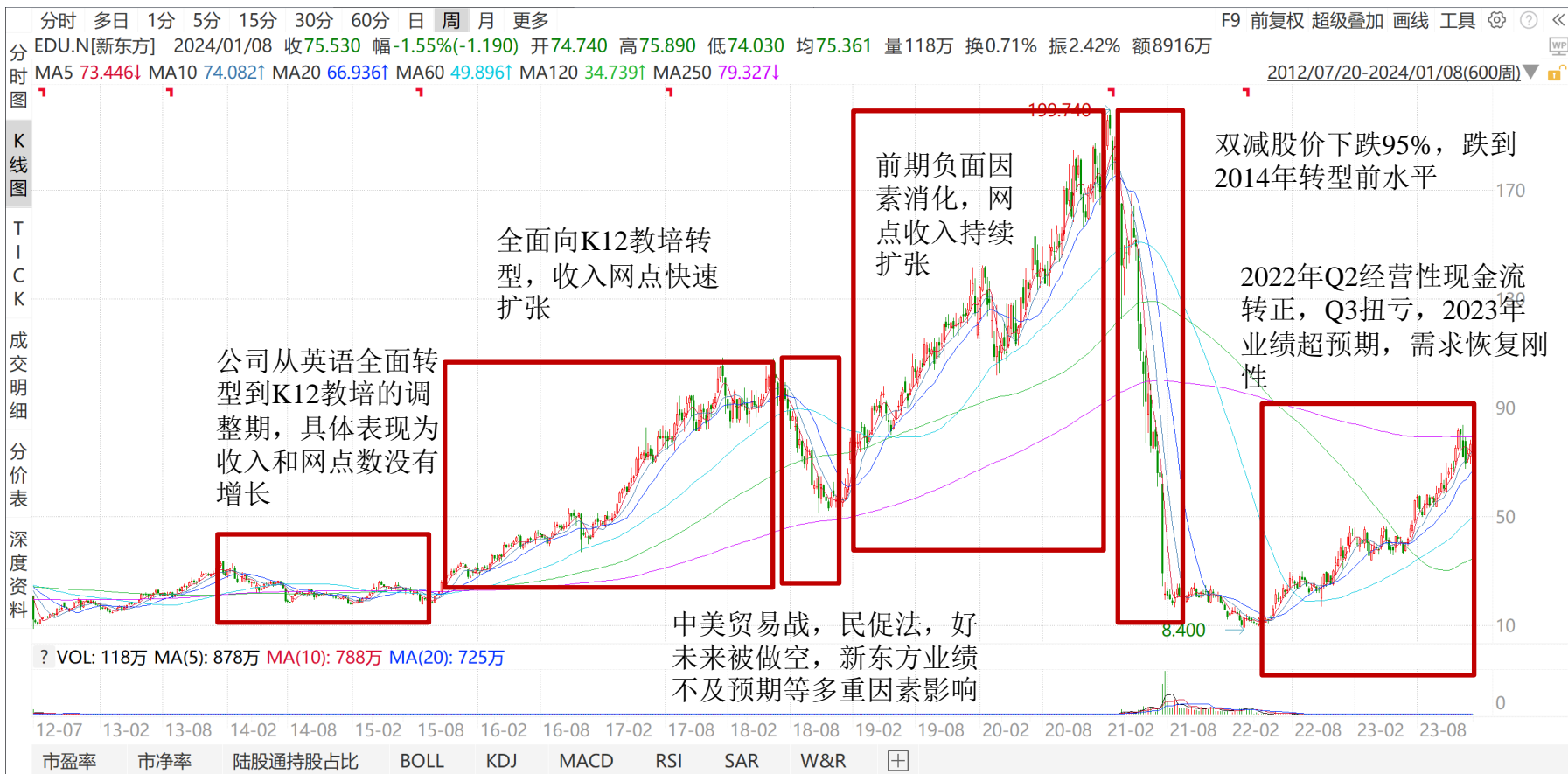


FY2022Q3-FY2024Q2新东方资本支出



3. 新东方：股价复盘

新东方股价复盘



4、好未来：素质类培训需求旺盛，亏损逐季收窄

4. 好未来：打造“3-2-1”业务布局，硬件产品发力

- **转型素质教育，打造“3-2-1”业务布局。**“双减”之后，好未来谋求转型，形成“3-2-1”业务布局：
- **3个场景：**1) 学习服务场景：为家庭提供高品质的素质教育课程内容，包括科学、编程、人文等一系列课程体系；2) 内容解决方案：以教辅出版物和数字化产品为载体，推出一系列教育消费产品；3) 技术解决方案：通过旗下的toB业务品牌“美校”，对外开放完整解决方案，为教育机构及从业人员等提供技术解决方案和服务支持。
- **2个市场：**指国内市场与国外市场，目前好未来的海外品牌Think Academy已经在美国、英国、澳大利亚、马来西亚等7个国家和地区开展业务，面向海外K12学生提供多样化课程服务。
- **1个平台：**指AI科技平台，为好未来的业务和产品提供技术支持，也是好未来作为一家科技公司的基石。

好未来“3-2-1”业务布局



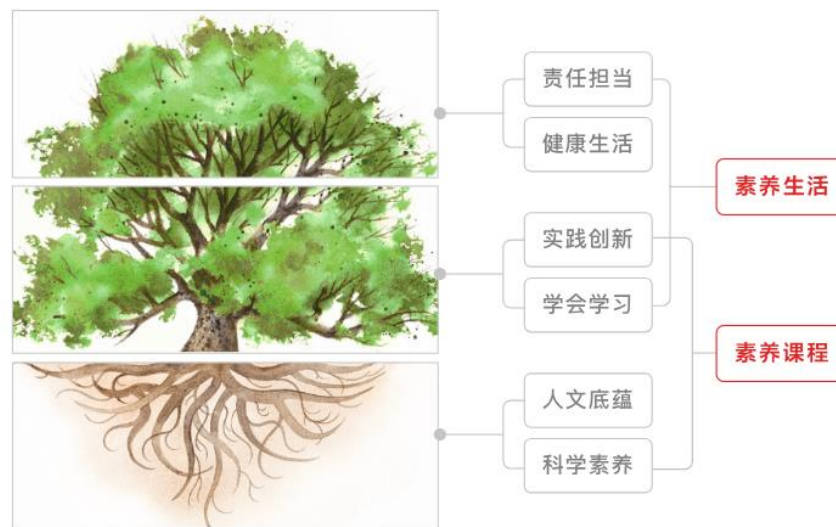
4. 好未来：打造“3-2-1”业务布局，硬件产品发力

- ❑ **学而思培优：专注3-16岁孩子素养教育。**学而思培优成立于2003年，是好未来旗下综合教育品牌。2021年9月，学而思培优推出全新素养课程，专注3-16岁儿童和青少年的创新素养教育，自主研发了编程、科学实验和围棋等多款素养产品。
- ❑ **学而思网校：同步转型素质教育，探索AI结合新模式。**2021年底学而思网校停止全部学科类培训产品，转型为6-14岁孩子提供素质教育服务。学而思网校首创“直播+辅导”的双师教学模式，投入AI和全真互联网等前沿技术，推动教育创新。

学而思培优秀养课程



学而思网校素养培养体系



4. 好未来：打造“3-2-1”业务布局，硬件产品发力

- **内容业务：持续推出数字化硬件产品，具备独特内容优势。**公司推出学习机、摩比思维机、讲题机等多款智能学习硬件。以学而思Xpad学习机为例，其在内容方面充分发挥了学而思的师资优势，95%为学而思S级老师参与录制，取得热销反馈。
- 学习机一台标价4000元，30%的收入将递延未来2-3年确认，是因为在购买学习机的同时，也购买了学习机里面的内容，考虑到用户使用周期，会将30%的部分归属到软件与内容的部分，在未来2-3年摊销。
- **投入大模型开发，AI+教育发力中：**好未来MathGPT是国内首个专门为数学打造的大模型，其数学计算能力覆盖小学、初中和高中的数学题，2023年8月24日已开启内测。好未来个性化学习产品AI Tutor正在开发中，预计近期将开启内测。AI投入5000万美元。

学而思学习机位居热销榜第1名

天猫榜单
学习机热销榜
近7日销量与成交金额排序，10月11日13点更新

好评榜 新品榜 热销榜

学而思学习机
值得买 近7天销售700+件
“非常好，小朋友非常喜欢！”
蝉联榜首1周 a**8 7分钟前付款

¥4599 券后价 12期免息 假一赔四 去购买>

MathGPT界面展示

MathGPT
开始新会话

今日

- 新会话
- 小亮在一次考试中，数学和语...
- 已知函数 $y = \sqrt{|x|} + \sqrt{|x|}...$
- 不等式 $2n - 5 < -2n$...
- 在平面直角坐标系中，过一点...
- In the following events, the ...
- $\$ \$ 21\$ \$$ 张积分卡分给 $\$ \$$...
- 在□□□□▲□□□□...
- 某校要了解家长对学校延时...
- B的四次方根是 $\sqrt[4]{...}$
- 近日
- 下面的信息资料中，最该合用...
- 满足下列条件时， $\sqrt{...}$
- 下列说法中错误的是 () A...

中文 | En

MathGPT

小学示例 初中示例 高中示例

开始新会话

小学示例

- 箱子有大小相等的15个球，其中有10个红球，3个黄球，2个白球，任意摸出一个，可能出现 ____ 种情况，摸出 ____ 球的可能性最大。
逻辑观察
- 按要求，画一画。
第一行：△△△
第二行：____ (第二行的个数比第一行多2个) ...
逻辑分析
- 新邵到张家界的高速公路长382千米。小杨自驾车从新邵去张家界旅游，出发前把油箱加满，当行驶到240千米的时候看了一下油表，发现油箱里的油还剩下 $\frac{1}{4}$ 。请问在汽...
计算求解
- 如果 $5x = 15$ ，那么 $7x - 4 =$ ____。
符号代换

初中示例

- 有一人患了流感，经过两轮传染后共有64人患了流感，设每轮传染中平均一个人传染了 x 个人，列出的方程是 ()
运算能力
- 在平面直角坐标系中，对于点 $P(x, y)$ ，我们把点 $P'(y - 1, -x - 1)$ 叫做点 P 的友好点。已知点 A_1 的友好点为点 A_2 ，点 A_2 的友好点为点 A_3 ，点 A_3 的友好点为点 A_4 ...
综合与实践
- 中国体操队，是中国体育军团的王牌之师，是目前现役中国运动员中拥有最多奥运冠军的团队，为了发现和培养更多优秀的体操后备人才，某校进行了一次团体操比赛，已...
统计与概率
- 要加工300个零件，甲先单独加工了5小时，然后又与乙一起加工了4小时完成了任务。已知甲每小时比乙多加工3个零件，问甲...

高中示例

- 集合 $M = \{a, b, c, d, e\}$ ，集合 $N = \{b, d, e\}$ ，则 ()
集合
- 在同一个平面内有一组平行线共6条，另一组平行线共7条，这两组平行线互不平行，则它们共能构成 ____ 个平行四边形。(用数字作答)
计数原理
- 在 $\triangle ABC$ 中， $a = 4$ ， $b = 5$ ， $c = 6$ ，则 $\cos A =$ ____， $\triangle ABC$ 的面积为 ____。
解三角形
- 下列说法正确的是 ()
A. 为了了解东北地区中学生每天体育锻炼的时间，应采用普查的方式...

请输入内容，换行可通过shift+回车

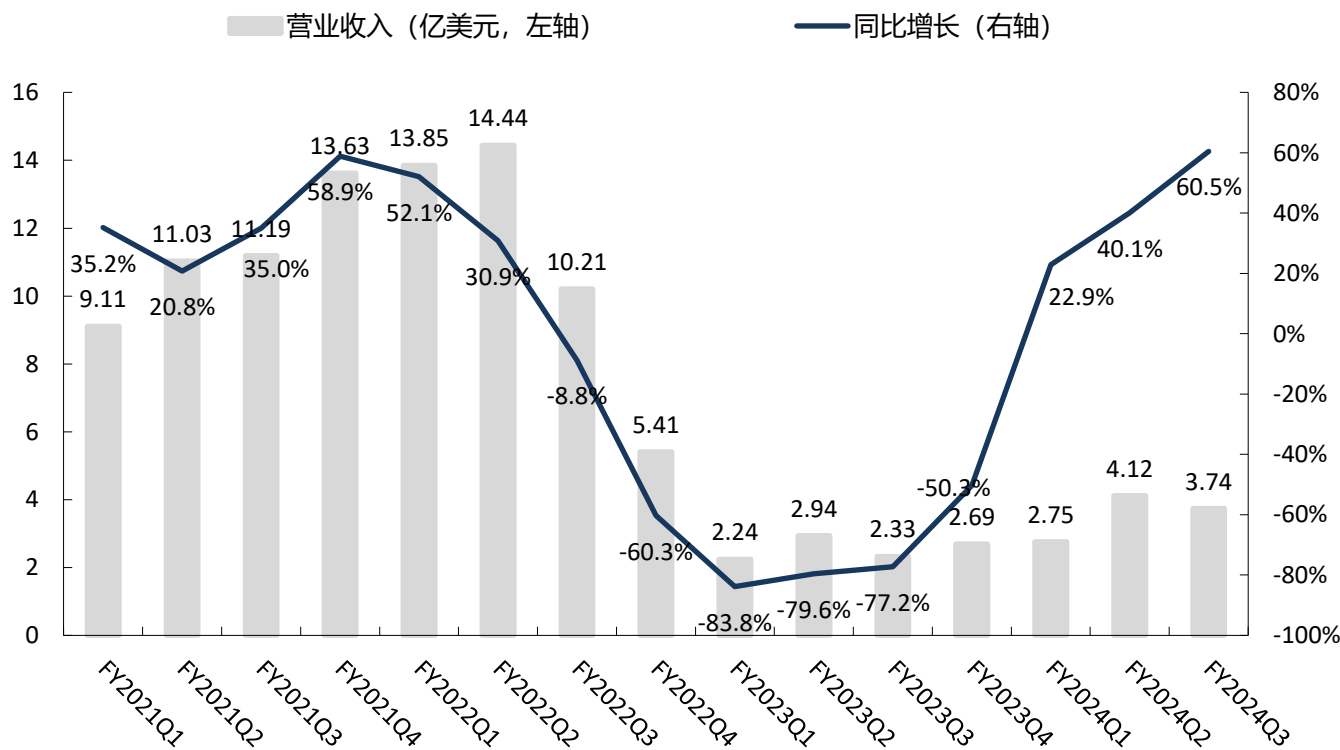
随机来一题

用户协议 | 隐私政策 | 反馈邮箱: MathGPT@hail.com | 京ICP备2023017317号 | 京公网安备11010802042583号

4. 好未来：收入恢复增长，亏损收窄显著

- “双减”后营业收入首次恢复增长。FY2022Q2“双减”政策出台后，好未来经历了连续6个财季的营业收入同比下降。FY2024Q3，好未来实现营业收入3.74亿美元，同比+60.5%，收入恢复速度进一步加快。

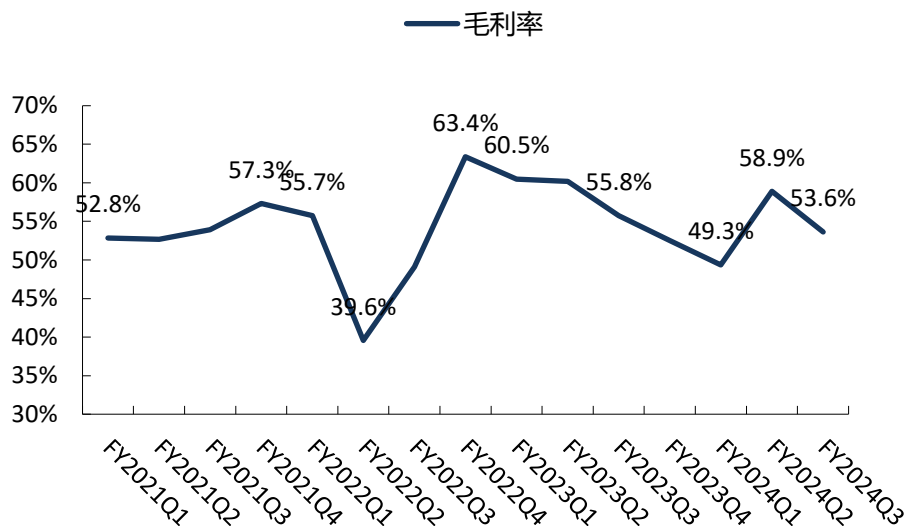
FY2021Q1-FY2024Q3好未来营业收入及增速



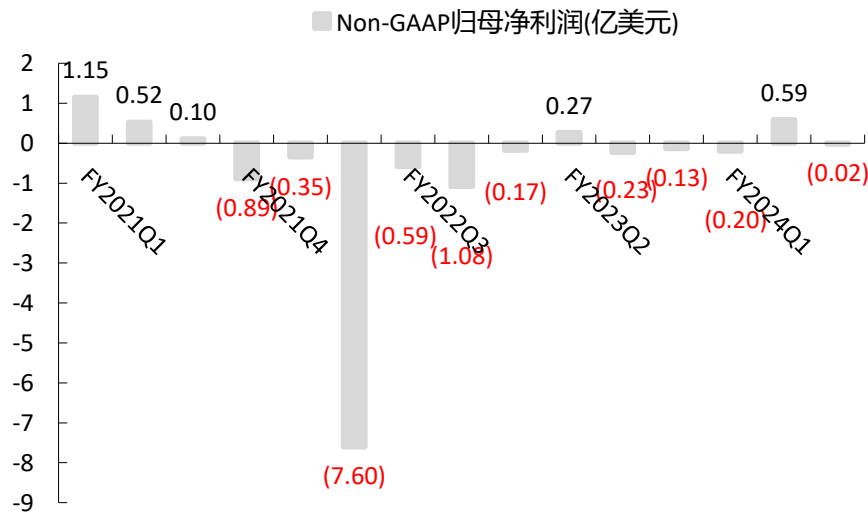
4. 好未来：收入恢复增长，亏损收窄显著

- 毛利率结构性下降。**“双减”前，公司毛利率稳定在50%以上。FY2022Q2“双减”后，公司当财季毛利率环比减少16.2pct至39.6%。FY2024Q2公司毛利率为58.9%，环比+9.6pct，主要得益于暑期业绩高峰及经营杠杆优化，FY2024Q3公司毛利率为53.6%。
- FY2024Q2在职人员数大约1.3万，Q1为1.2万左右，Q2人数多出的部分主要是老师，50%是承担教学任务，剩余包括营销，行政等人员。
- Non-GAAP归母净利润亏损收窄。**FY2022Q2“双减”后，单财季看，公司Non-GAAP归母净利润于FY2023Q2短暂扭亏，但此后转为亏损状态，全年看，FY2023同比仍大幅减亏。FY2024Q2，公司Non-GAAP归母净利润实现扭亏，达到0.59亿美元，FY2024Q3，公司Non-GAAP归母净利润为亏损0.02亿美元，亏损收窄。

FY2021Q1-FY2024Q3好未来毛利率



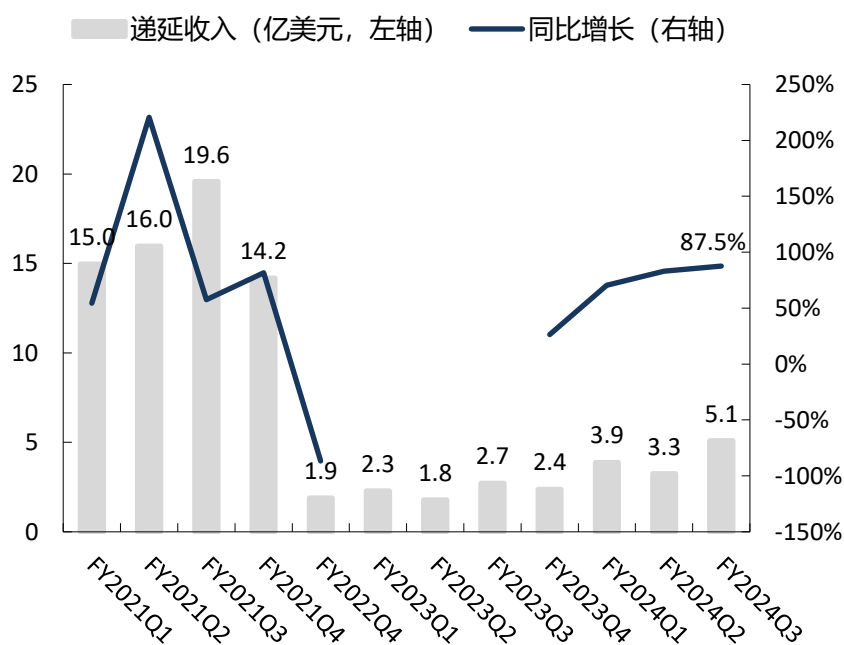
FY2021Q1-FY2024Q3好未来Non-GAAP归母净利润



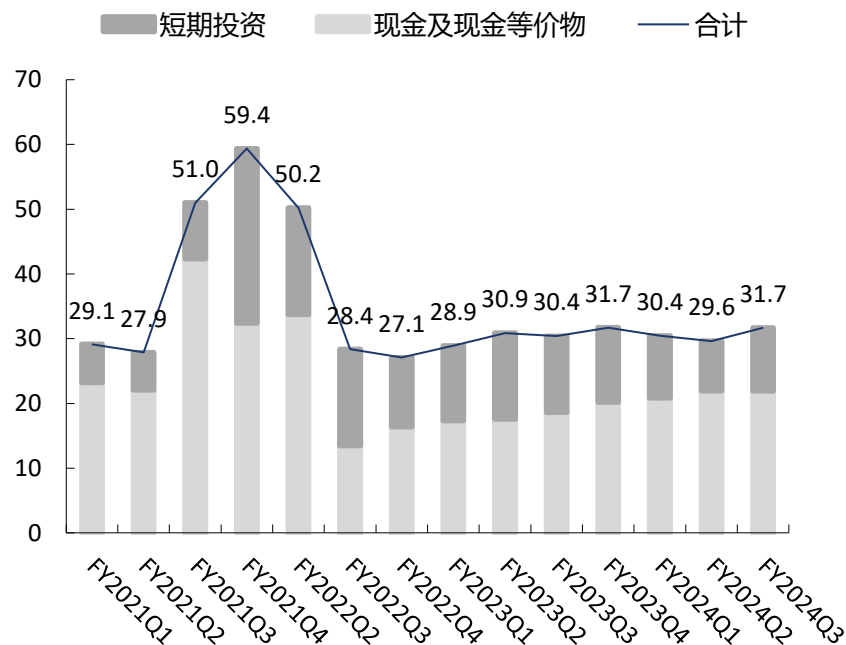
4. 好未来：递延收入恢复，账面现金充裕

- **递延收入稳步恢复中。**递延收入主要反映公司的预收学费，可支撑公司未来的业绩增长。截至FY2024Q3，公司递延收入达5.1亿美元，同比+87.5%，收款趋势向好。
- **公司账面现金充裕。**公司重视账面现金管理，目前现金储备充足。截至FY2024Q3，公司拥有现金及现金等价物和短期投资合计31.7亿美元。

FY2021Q1-FY2024Q3好未来递延收入及增速



FY2021Q1-FY2024Q3好未来账面现金 (亿美元)

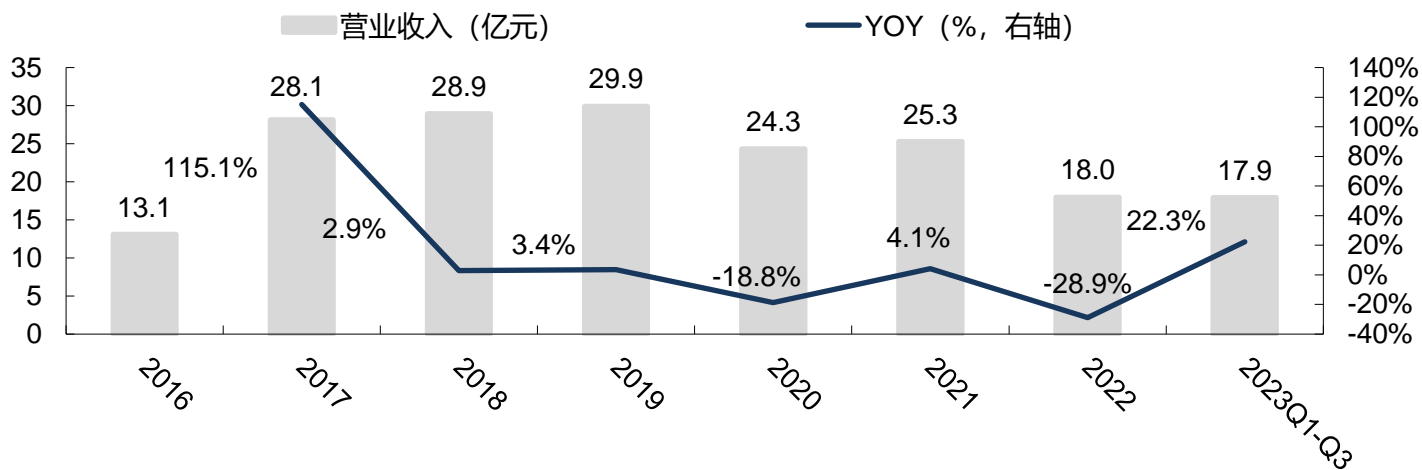


5、学大教育：高中1V1培训需求刚性

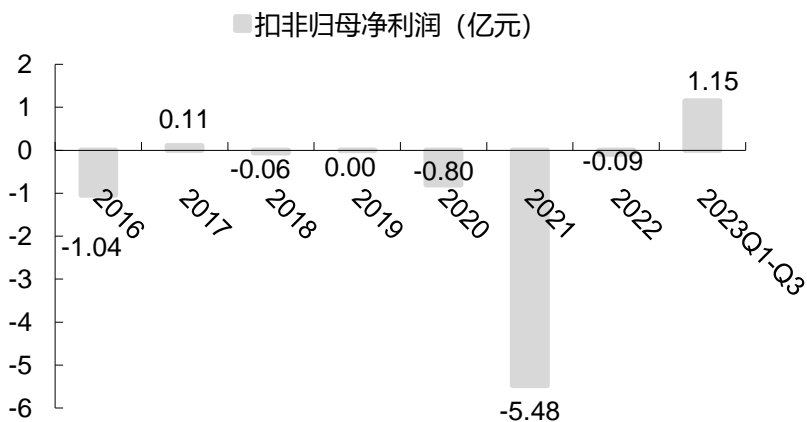
5. 学大教育：2023年扭亏为盈，2024年利润率进一步恢复

- **双减后公司业务恢复较快。**公司2023年度预计实现归属于上市公司股东的净利润约为1.30亿元-1.65亿元，同比增速在1093.88%-1415.30%；预计实现扣除非经常性损益后的净利润约为1.25亿元-1.60亿元，同比增速在1545.99%-1950.87%，实现扭亏。

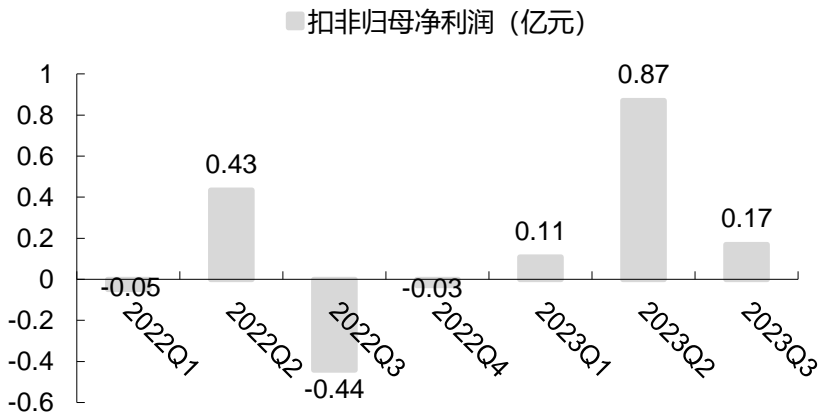
2016-2023Q1-Q3学大教育收入及增速



2016-2023Q1-Q3学大教育扣非归母净利润



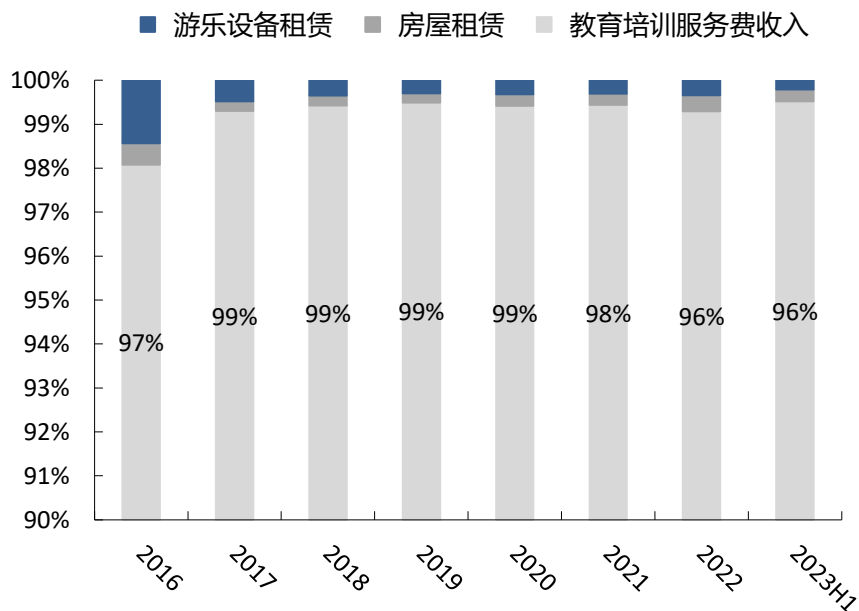
学大教育2022年以来分季度扣非归母净利润



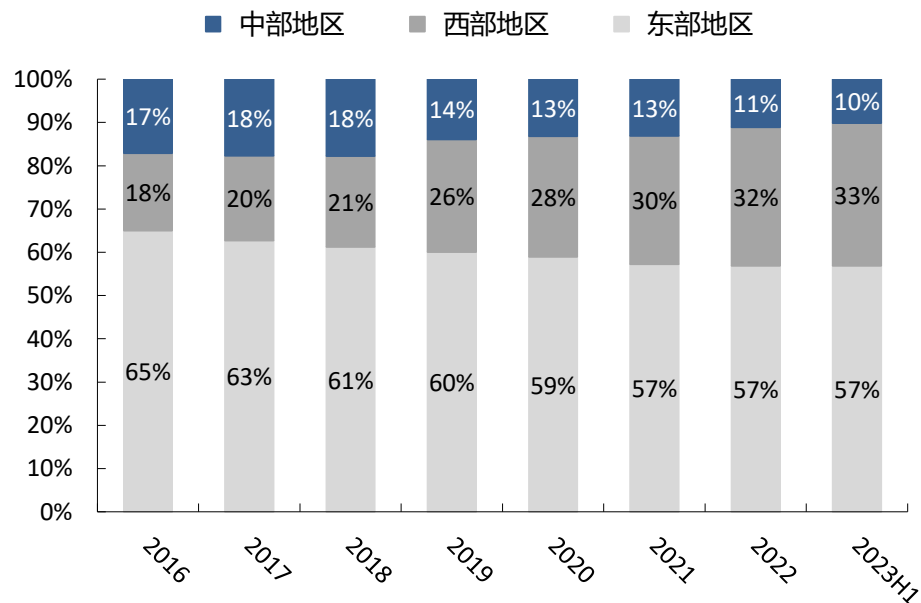
5. 学大教育：教育培训业务贡献主要收入，东西部营收占比近90%

- **教育培训业务贡献主要收入，东西部营收占比近90%**。分业务来看：教育培训业务为公司主要营收来源，占比始终维持在96%以上。分地区来看：东部地区营收贡献过半，近年来西部地区营收占比增大，2023H1公司东西部总体营收占比接近90%，主要与公司东西部学校网点数众多相关。

2016-2023H1学大教育分业务营收结构



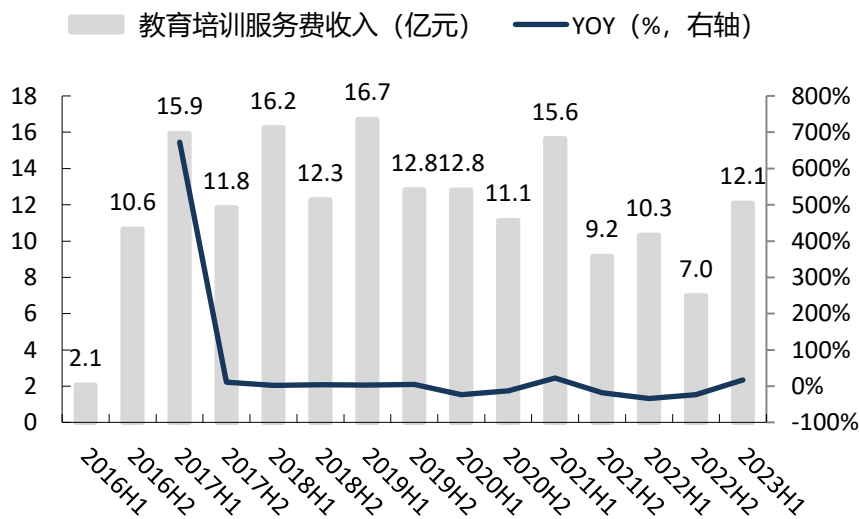
2016-2023H1学大教育分地区营收结构



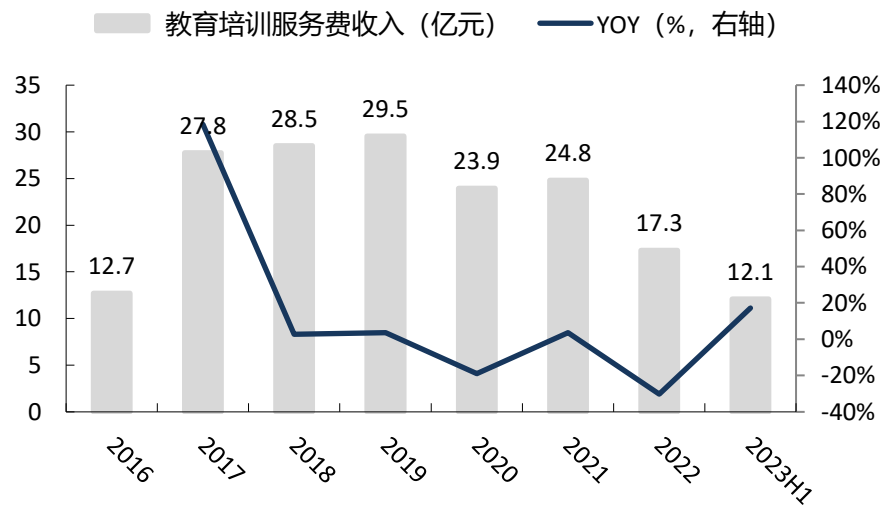
5. 学大教育：上半年为教培业务强周期，2023H1恢复亮眼

- **上半年为教培业务强周期，2023H1恢复亮眼。**公司以教培为主要业务，上半年为业绩强周期，营收随季节波动性较大。2023H1公司教培业务实现收入12.1亿元，同比增加17.1%，培训业务恢复亮眼。由于教培业务中高中培训需求稳定，职业教育等新业务有望创造新增长点，预计教育培训业务营收将继续保持良好增长态势。

2016-2023H1分半年度学大教育教育培训业务营收



2016-2023H1学大教育教育培训业务营收



6、投资建议

6. 投资建议

- **K12阶段培训需求刚性，现存头部机构目前业务转型顺利，行业竞争格局改善明显，推荐新东方，学大教育，建议关注好未来。**

教育公司估值表

细分行业	代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)					PE		
					2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
K12教培	000526.SZ	学大教育	53	43.3	-5.4	0.1	1.51	2.26	3.07	32	21	16
	EDU.N	新东方	129	78.2	-11.9	1.8	3.64	4.80	5.79	32	25	20
	TAL.N	好未来	70	10.9	-11.4	-1.4	-0.55	0.13	0.84	n.a	486	76
	600661.SH	昂立教育	22	7.6	-2.0	1.7	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
职业教育	0667.HK	中国东方教育	50	2.28	3.0	3.7	4.44	6.62	8.71	10	7	5
	003032.SZ	传智教育	43	10.8	0.8	1.8	1.18	1.84	2.36	34	21	17
高教	0839.HK	中教控股	101	3.96	14.4	18.5	13.80	21.94	24.49	7	4	4
	1765.HK	希望教育	25	0.31	6.1	4.4	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
	6169.HK	宇华教育	14	0.39	8.2	11.3	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
	0382.HK	中汇集团	25	2.21	4.1	5.7	6.18	7.16	7.51	4	3	3
	1890.HK	中国科培	24	1.21	2.7	7.0	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
	2001.HK	新高教集团	31	2.00	5.7	6.2	7.03	7.67	8.47	4	4	3
	1981.HK	华夏视听教育	11	0.69	0.6	1.0	1.70	2.19	n.a	6	5	n.a
	1569.HK	民生教育	10	0.24	5.8	4.9	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
K12学校	1525.HK	建桥教育	14	3.33	1.8	2.2	2.74	3.18	3.64	5	4	3
	002659.SZ	凯文教育	21	3.6	-1.2	-1.0	-0.27	0.07	0.18	n.a	288	110
	1773.HK	天立国际控股	64	2.97	-13.3	1.0	3.34	5.60	8.62	17	10	7
	1317.HK	枫叶教育	9	0.30	-31.3	0.6	0.05	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
公考	6068.HK	光正教育	7	0.30	-21.2	1.0	1.63	n.a	n.a	4	n.a	n.a
	002607.SZ	中公教育	204	3.3	-23.7	-11.0	5.07	7.31	8.85	37	25	21
	2469.HK	粉笔	95	4.2	-20.5	-20.9	4.00	6.00	7.50	22	14	12
素质教育	300492.SZ	华图山鼎	122	87.2	0.1	0.1	-0.68	0.51	0.66	1	219	169
	002599.SZ	盛通股份	27	4.9	0.7	0.0	0.05	0.85	1.74	482	28	14
教育信息化	300559.SZ	佳发教育	44	11.1	0.8	0.7	1.63	2.32	3.04	25	17	13
企业培训	605098.SH	行动教育	46	39.0	1.7	1.1	2.21	2.83	3.51	19	15	12

注：学大教育，新东方，中教控股，中公教育，华图山鼎，盛通股份和佳发教育盈利预测来自于东吴证券预测，其他公司盈利预测来自于wind一致预期

数据来源：港股市场数据为港币，财务数据为人民币，美股市场数据和财务数据都是美元，新东方好未来2023年数据对应为FY2024，其他年份类推，数据更新至2024年2月1日，港币兑人民币汇率0.91。

7、风险提示

- **政策监管或社会舆情风险：**目前监管对于K9阶段培训仍保持定期检查，教培机构仍受到政策强监管，此外也可能会受到社会新闻等负面舆情的影响。
- **网点扩张不及预期：**现存教培机构合规经营需要持牌，牌照受到监管，可能会存在因为牌照受限而网点扩张不及预期的风险。
- **招生不及预期等：**招生是公司经营的重要部分，如果存在宏观大环境，政策监管等多方制约的话，也有可能影响最终的实际招生。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园