



Research and  
Development Center

# 教育行业专题 K12 教培：星辰大海，柳暗

# 花明

教育行业

证券研究报告

行业研究

行业专题报告

教育行业

投资评级 看好

上次评级 看好

范欣悦 教育人服行业首席分析师

执业编号: S1500521080001

联系电话: 15201927096

邮箱: fanxinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

# 教育行业专题 K12 教培：星辰大海，柳暗花明

2024 年 04 月 18 日

## 本期内容提要：

- 目前，我国 K12 大致可分为学历教育以及非学历教育两大类。其中，1) 学历教育为小学、初中、高中；2) 非学历教育为小学至高中阶段的非学科类培训以及高中阶段的学科类培训。
- 出生人口下滑或将导致在校生人数减少。受出生人口下滑影响，22 年小学在校生人数开始下滑；根据出生人数及入学率的估计，我们预计 24~29 年小学至高中在校生人数或将以年复合增速-2.5%的速度下滑，其中主要为小学在校生人数下滑所致，初中与高中在校生人数在 29 年之前将保持稳中有增的趋势。整体 K12 教培人口基数将呈下滑趋势
- 千亿市场空间，市场格局十分分散，集中度有望提升。根据对未来在校生人数、渗透率及客单价的假设，我们测算得 23 年整体 K12 行业规模约为 3500+亿元，我们预计未来随着渗透率的逐步提升以及客单价的提升，有望以 7.8%的复合增速增长至 29 年的 5500+亿元。整体 K12 教培市场集中度较低，以测算市场空间以及龙头公司收入计算，23 年 CR3 仅为 7.0%，格局相对分散；在供给端经历大幅出清后，龙头公司有望凭借品牌势能、留存网点、师资等抢占更多市场份额。
- “双减”后供给侧大幅出清。截至 24 年 4 月 16 日，“双减”前 12.4 万个义务教育阶段线下学科类校外培训机构压减到 4176 个，压减率为 96.6%，且均为非营利性机构；“双减”前 263 个线上校外培训机构压减到 33 个，压减率为 87.5%。
- 24 年 2 月 8 日，教育部发布《校外培训管理条例（征求意见稿）》。1) K-9 学科类仍为非营利性，高中未提及。我们认为这或许意味着对上市公司进行高中学科培训的认可，目前保留高中学科培训的教培公司有望享受市场出清及政策明晰带来的业绩弹性和估值弹性。2) 提到学科类和非学科类实行分类管理，有望在全国角度打破“一刀切”。
- 非学科培训需求旺盛。以新东方为例，非学科类培训报名人数在几个季度高速增长，Q1FY24 同增 47.5%，Q2FY24 同增 64.8%，有望持续展现高成长性。
- 大部分机构剥离 K9 学科类培训业务，向素质类培训转型。主流素质教育类课程与传统学科类具备一定相关性。
- 素质教育参培率大幅提升，市场有望加速增长，承接学科类培训需求。双减后非学科类参培率大幅提升，21 年“双减”时素质教育市场为起步阶段，渗透率较低，随着素质教育快速渗透，我们预计素质教育市场将快速增长。“双减”后 8 成以上家长对兴趣班投入呈增加或不变态度，一方面我们认为非学科类素质培训与学科类培训的培养孩子能力方面趋同；另一方面能够丰富孩子业余生活，因此素质教育有望承接学科

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2

类培训需求。

- **投资建议：**K12 行业市场空间广阔，其中非学科类培训需求旺盛，参培率大幅提升，市场有望加速增长，承接学科教育培训需求；但市场格局十分分散，供给端经历大幅出清后，集中度有望提升。此外，征求意见稿有望进一步明确未来发展道路，降低市场对行业发展前景的担忧，提升板块估值。建议重点关注好未来、新东方、学大教育、昂立教育、卓越教育集团、思考乐教育、科德教育。
- **风险因素：**长期出生率下滑的风险；教育行业的政策风险

## 目录

K12 千亿市场，格局分散.....	5
政策边际向好.....	7
投资建议.....	12
风险因素.....	12

## 表目录

表 1: 我们对于 K12 市场规模的测算.....	6
表 2: 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.....	7
表 3: 我们对于 22 年 K12 市场规模的测算.....	9
表 4: 我们对于 22 年 K12 市场规模的测算.....	9
表 5: 我们对于 22 年 K12 市场规模的测算.....	10

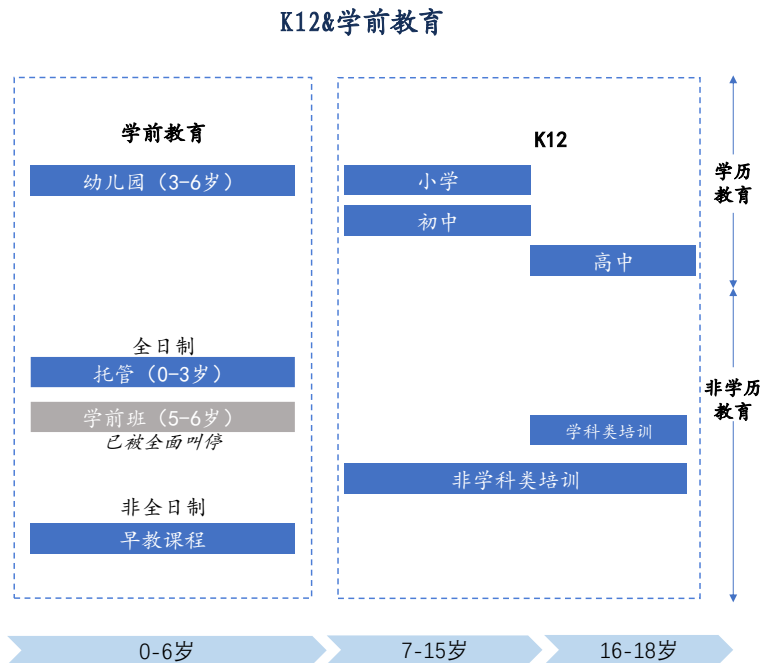
## 图目录

图 1 我们对于 K12 及学前教育的分类.....	5
图 2 幼儿园至高中在校生人数及未来在校生人数测算（万人）.....	6
图 3 K12 教培市场格局.....	7
图 4 “双减”后义务教育阶段线下学科类校外培训机构压减情况.....	8
图 5 “双减”后义务教育阶段线上学科类校外培训机构压减情况.....	8
图 6 K12 教培市场格局.....	10
图 7 “双减”后非学科类培训参培率提升.....	11
图 8 “双减”后家长对兴趣班投入金额变化占比.....	11

## K12 千亿市场，格局分散

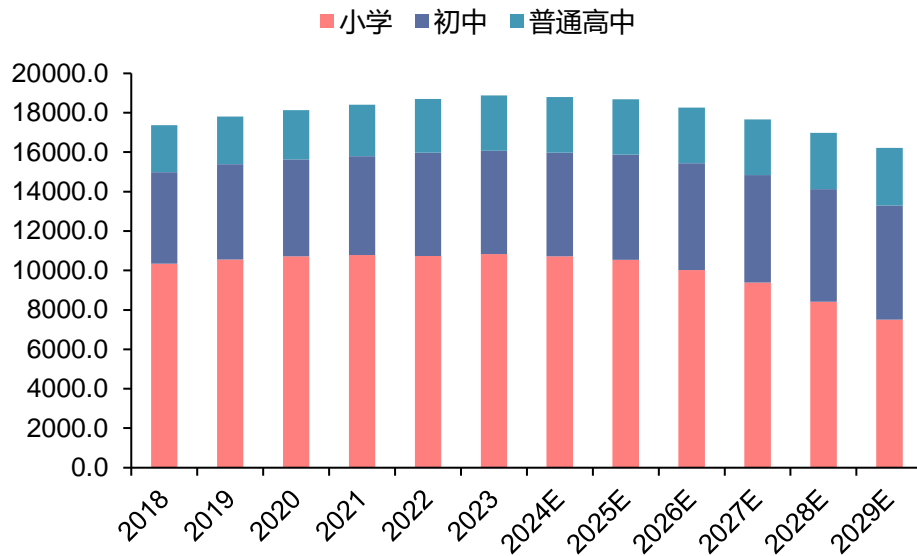
目前，我国 K12 大致可分为学历教育以及非学历教育两大类。其中，1) 学历教育为小学、初中、高中；2) 非学历教育为小学至高中阶段的非学科类培训以及高中阶段的学科类培训。

图 1：我们对于 K12 及学前教育的分类



资料来源：教育部，华经产业研究院，信达证券研究中心

**出生人口下滑或将导致在校生人数减少。**受出生人口下滑影响，22 年小学在校生人数开始下滑；根据出生人数及入学率的估计，我们预计 24~29 年小学至高中在校生人数或将以年复合增速-2.5%的速度下滑，其中主要为小学在校生人数下滑所致，初中与高中在校生人数在 29 年之前将保持稳中有增的趋势。整体 K12 教培人口基数将呈下滑趋势。

**图 2: K12 在校生人数及未来在校生人数测算 (万人)**


资料来源: 同花顺 ifind, 信达证券研发中心测算

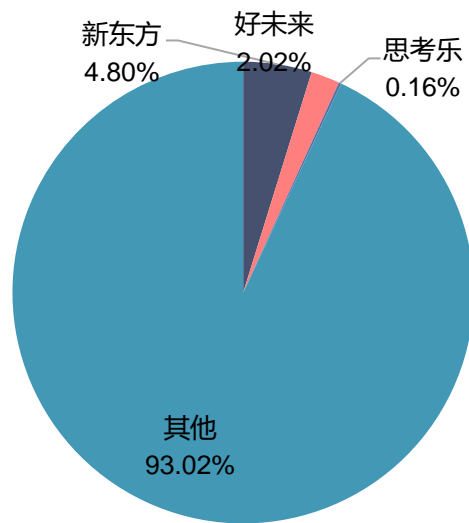
**千亿市场空间, 星辰大海。**根据对未来在校生人数、渗透率及客单价的假设, 我们测算得 23 年整体 K12 行业规模约为 3500+亿元, 我们预计未来随着渗透率的逐步提升以及客单价的提升, 有望以 7.8% 的复合增速增长至 29 年的 5500+亿元。

**表 1: 我们对于 K12 市场规模的测算**

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
小学在校生人数 (万人)	10836	10717.8	10533.0	10018.9	9393.0	8414.4	7503.4
估计渗透率	15.0%	15.5%	16.0%	16.5%	17.0%	17.5%	18.0%
估计客单价 (元)	7200.0	7416.0	7638.5	7867.6	8103.7	8346.8	8597.2
市场空间 (亿元)	1170.3	1232.0	1287.3	1300.6	1294.0	1229.1	1161.1
初中在校生人数 (万人)	5244	5265.6	5337.8	5428.6	5450.5	5716.3	5801.7
估计渗透率	20.0%	21.0%	22.0%	23.0%	24.0%	25.0%	26.0%
估计客单价 (元)	13500.0	14175.0	14883.8	15627.9	16409.3	17229.8	18091.3
市场空间 (亿元)	1415.8	1567.4	1747.8	1951.3	2146.5	2462.3	2728.9
普通高中在校生人数 (万人)	2804	2821.8	2810.0	2807.7	2819.4	2858.1	2906.7
估计渗透率	22.0%	23.0%	24.0%	25.0%	26.0%	27.0%	28.0%
估计客单价 (元)	14850.0	15592.5	16372.1	17190.7	18050.3	18952.8	19900.4
市场空间 (亿元)	915.9	1012.0	1104.2	1206.7	1323.2	1462.6	1619.6
市场空间合计 (亿元)	3502.0	3811.4	4139.3	4458.5	4763.7	5153.9	5509.7

资料来源: 同花顺 ifind, 信达证券研发中心

**市场格局十分分散, 集中度有望提升。**整体 K12 教培市场集中度较低, 以测算市场空间以及龙头公司收入计算, 23 年 CR3 仅为 7.0%, 格局相对分散; 在供给端经历大幅出清后, 龙头公司有望凭借品牌势能、留存网点、师资等抢占更多市场份额。

**图 3：2023 年 K12 教培市场格局**


资料来源：同花顺 ifind，信达证券研发中心

## 政策边际向好

21 年 7 月，中办、国办印发《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》。其中明确规定了从严审批机构，“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”，“学科类培训机构一律不得上市融资，严禁资本化运作”，并且要求“对现有学科类培训机构重新审核登记，逐步大大压减”；还对培训服务行为以及收费做出规范，“严禁超标超前培训”，“校外培训机构不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假假期”，“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”。

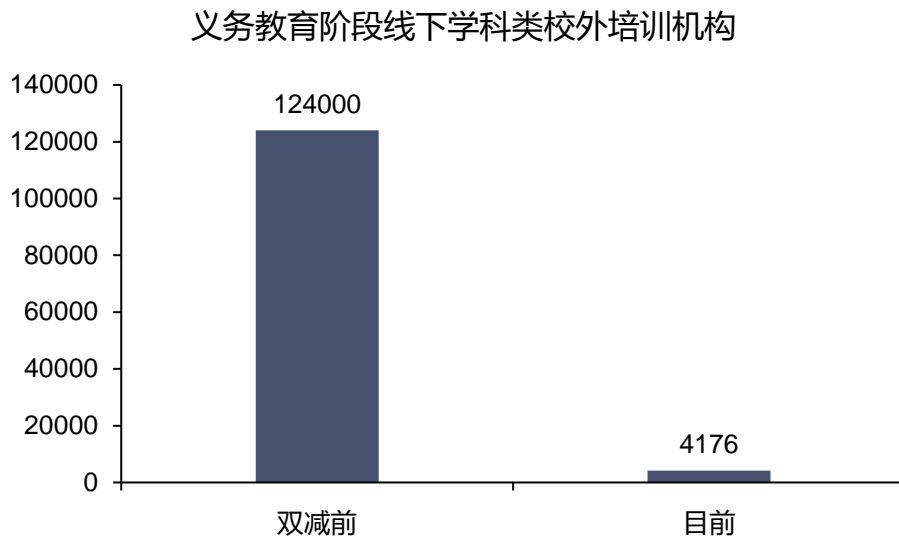
**表 2：关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见**

核心要点	主要内容
坚持从严审批机构	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	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。校外培训机构不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假假期组织学科类培训。从事学科类培训的人员必须具备相应教师资格。
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
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。
强化培训收费监管	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。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

资料来源：中国政府网，新华社，信达证券研发中心

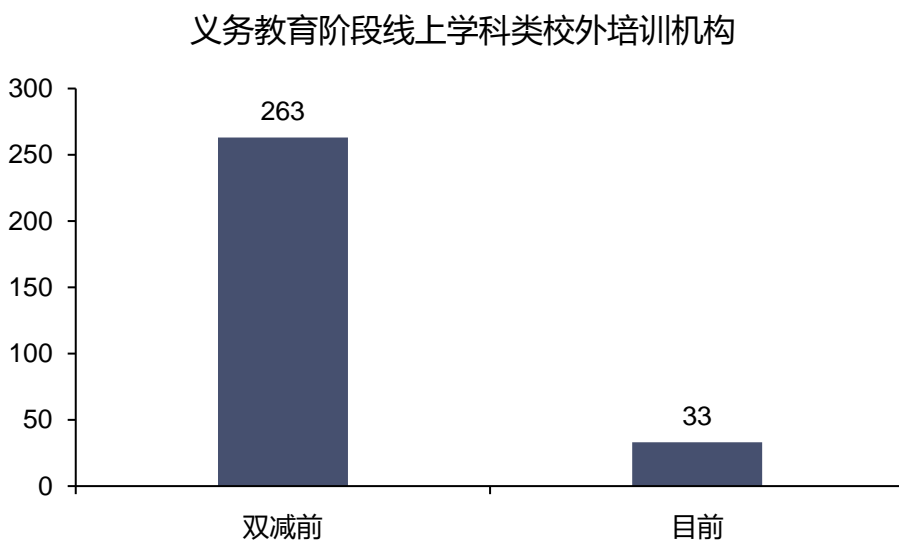
“双减”后供给侧大幅出清。截至 24 年 4 月 16 日，“双减”前 12.4 万个义务教育阶段线下学科类校外培训机构压减到 4176 个，压减率为 96.6%，且均为非营利性机构；“双减”前 263 个线上校外培训机构压减到 33 个，压减率为 87.5%。

图 4：“双减”后义务教育阶段线下学科类校外培训机构压减情况



资料来源：央视网，教育部，全国校外培训监管与服务综合平台，北京大学中国教育财政科学研究所，信达证券研发中心

图 5：“双减”后义务教育阶段线上学科类校外培训机构压减情况



资料来源：央视网，教育部，全国校外培训监管与服务综合平台，北京大学中国教育财政科学研究所，信达证券研发中心

24 年 2 月 8 日，教育部发布《校外培训管理条例（征求意见稿）》。

1) K-9 学科类仍为非营利性，高中未提及。“双减”政策中提及的“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”，在征求意见稿并未再次提及，我们认为这或许意味着对上市公司进行高中学科培训的认可，目前保留高中学科培训的教培公司有望享受市场出清及政策明晰带来的业绩弹性和估值弹性。



**表 3: 征求意见稿未提及高中阶段学科类培训**

	“双减”政策	征求意见稿
高中阶段	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。	面向义务教育阶段的学科类校外培训机构，应当登记为非营利性法人。

资料来源：教育部，信达证券研发中心

## 2) 提到学科类和非学科类实行分类管理，有望在全国角度打破“一刀切”。

广东省印发了非学科类认定方法，推进 K9 非学科类牌照审批，有望在全国得到借鉴。21 年 12 月，广东省教育厅印发《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）》，提出：项目培训内容在“学科类培训项目培训内容范围”比例>50%，视为具有学科类别属性特征，即做出学科类鉴定结果；培训内容在上述范围所占比例≤50%，则暂不视为具有学科类别属性特征。

**表 4: 非学科类分类管理**

	“双减”政策	征求意见稿
非学科类	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，制定标准、严格审批。	校外培训按照学科类和非学科类实行分类管理。非学科类校外培训办学许可，在向教育行政部门申请许可前，应当报同级行业主管部门审核同意。

资料来源：教育部，信达证券研发中心

**非学科办证“应批尽批”。**4 月 11 日深圳市福田区召开了加快审批中小學生非学科类校外培训机构宣讲推进工作会，提到“优化办证流程，达标机构应批尽批”。无独有偶，4 月 16 日，北京“双减”专项行动启动会中，也同样明确了“加快实现非学科类机构应批尽批”。非学科类机构办证流程有望实现加速。

**非学科培训需求旺盛。**征求意见稿明确提出“校外培训按照学科类和非学科类实行分类管理”，并且明晰了非学科培训申请办学许可的流程，对教师、教研、教学内容的要求以及参与学校课外服务的条件。以新东方为例，非学科类培训报名人数在近几个季度高速增长，Q1FY24 同增 47.5%，Q2FY24 同增 64.8%，有望持续展现高成长性。

### 大部分机构剥离 K9 学科类培训业务，向素质类培训转型：

**新东方：**保留出国考试准备、出国咨询、成人备考、高中学科类培训业务；新拓展非学科类辅导、智能学习系统及设备业务；并进军直播电商，成立“东方甄选”。

**好未来：**保留出国考试准备、高中学科类培训业务；新拓展非学科类辅导、AI 学习机、教辅、智能书等业务。

**思考乐教育：**保留高中学科类培训业务；新拓展非学科类辅导、游学业务。

**卓越教育集团：**体内保留高中学科类培训及复读，新拓展非学科类辅导；体外保留义务阶段校外培训业务（非营利性），不排除重新装入体内可能。

**学大教育：**保留全日制培训基地（全年全日制、艺考生文化课冲刺、全学生段百日冲刺）、K12 学历制教育学校业务；新拓展职业教育。

**科德教育：**保留业务教育中高考复读、升学型中职；K12 学科类培训，22 年剥离完毕，不排除重新装入体内可能。

**昂立教育：**保留业务职业教育、保留业务教育中高考复读、升学型中职；新拓展素质教育、考研等业务。

**K9 素质类培训与学科类培训相关度较高。**我们罗列了新东方、好未来、思考乐的素质教育类课程，发现主流素质教育类课程与传统学科类具备一定相关性。以学而思课程为例：人文创作对标语文；科学思维对标数学与理科；剑桥英语对标英语。

**表 5：新东方、好未来、思考乐素质教育类课程**

	新东方	好未来	思考乐
素质教育类课程	机器人、编程、美术、围棋、硬笔书法、思辨与口才、双语故事表演、脑力与思维等	科学思维、编程、人文创作、大阅读、剑桥英语课等	美术、体育、绘画、表演、书法、科学素养、国学、逻辑思维及国际素养等

资料来源：新东方网，学而思官网，思考乐公告

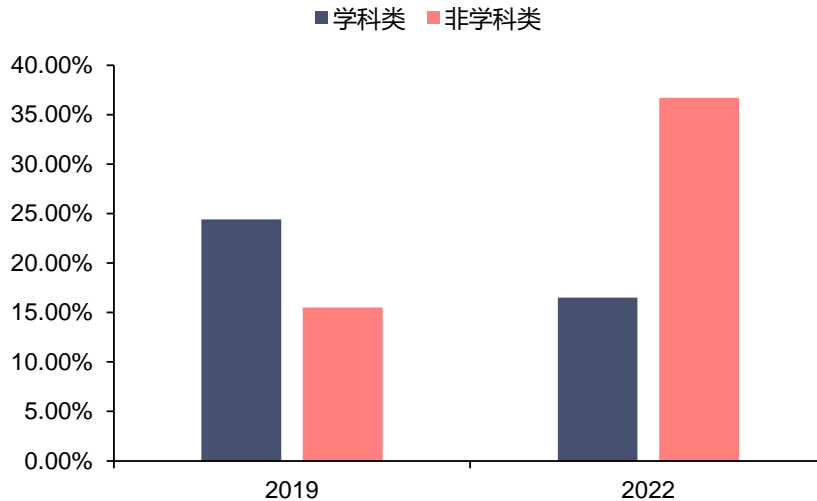
**图 6：K12 教培市场格局**



资料来源：学而思官网，信达证券研发中心

**参培率大幅提升，市场有望加速增长。**双减后非学科类参培率大幅提升，21 年“双减”时素质教育市场为起步阶段，渗透率较低，随着素质教育快速渗透，我们预计素质教育市场将快速增长。

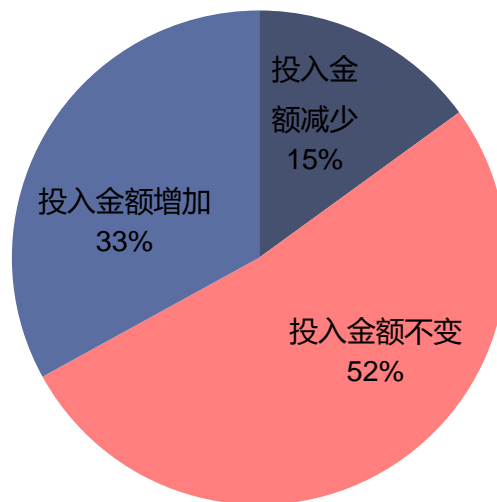
图 7：“双减”后非学科类培训参培率提升



资料来源：北京师范大学新闻网，中国教育与社会发展研究院，北京大学中国教育财政科学研究所，信达证券研发中心

**素质教育承接学科类培训需求。**“双减”后 8 成以上家长对兴趣班投入呈增加或不变态度。一方面我们认为非学科类素质培训与学科类培训的培养孩子能力方面趋同；另一方面能够丰富孩子业余生活，因此素质教育有望承接学科类培训需求。

图 8：“双减”后家长对兴趣班投入金额变化占比



资料来源：国家统计局、简知、广州市家庭教育促进会，多鲸教育研究院《2022 素质教育行业报告》，信达证券研发中心

## 投资建议

---

K12 行业市场空间广阔，其中非学科类培训需求旺盛，参培率大幅提升，市场有望加速增长，承接学科教育培训需求；但市场格局十分分散，供给端经历大幅出清后，集中度有望提升。此外，征求意见稿有望进一步明确未来发展道路，降低市场对行业发展前景的担忧，提升板块估值。建议重点关注好未来、新东方、学大教育、昂立教育、卓越教育集团、思考乐教育、科德教育。

## 风险因素

---

**长期出生率下滑的风险：**长期来看，出生率的下滑带来教育基数的减少。

**教育行业的政策风险：**教育政策具有变动的可能性。

## 研究团队简介

范欣悦，CFA，曾任职于中泰证券、中银国际证券，所在团队 2015 年获得新财富第三名、2016 年获得新财富第四名。硕士毕业于美国伊利诺伊大学香槟分校金融工程专业，本科毕业于复旦大学金融专业。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。