

2024年05月16日

教育

SDIC

行业专题

证券研究报告

教育政策边际改善，行业景气度上行

■ 2023年和2024Q1教育行业整体收入、业绩边际修复。2023年和2024Q1教育中信指数(CI005816.WI)整体营收322.68和73.00亿元，同比-8.01%和+10.99%，归母净利润1.02和3.35亿元，同比-97.57%和-21.17%，教育行业整体收入和业绩逐步修复。2023年教育指数累计下跌9.15%，跑输沪深300和上证综指11.44和19.12个pct，在中信指数30个一级行业中排名第20；2024年初至今教育指数累计下跌22.82%，跑输沪深300和上证综指29.63和28.64个pct，在中信指数30个一级行业中排名末位。

■ K12行业出清政策回暖，龙头企业积极布局转型。2023年和2024Q1 K12板块基本面逐步回暖，盈利能力整体有所恢复，多家K12教培龙头预收学费大幅增长，为全年业绩释放奠定基础。自“双减”政策及配套政策落地以来，学科类校外培训机构不断出清，2024年2月教育部印发《校外培训管理条例（征求意见稿）》，从措辞来看教育行业政策的着力点已经从“堵”转向“疏”，叠加K12教育公司积极布局转型，有望受益行业需求释放，实现业绩反转。

■ 职教培训需求释放，看好公考/管培赛道。2023年和2024Q1职教板块中公考培训企业业绩压力有所缓解，随着未来成本管控效果彰显以及业务开拓逐步稳定，公考培训行业业绩有望进一步提升；企业管理培训龙头行动教育基本面保持稳健，大客户战略成果显著，管理培训和咨询业务订单充裕，业绩有望持续释放。职教板块受益于政策利好叠加就业市场竞争加剧，职教培训需求有望持续释放，看好公考培训和企业管理培训赛道。

■ 投资建议：教育行业政策边际改善，行业供给出清，教育公司有望受益行业需求释放，实现业绩反转。2024年2月教育部印发《校外培训管理条例》释放教育政策持续改善信号，政策的着力点已经从“堵”转向“疏”，叠加行业供给出清，看好教育行业未来发展，给予行业“领先大市-A”评级。我们建议重点关注学大教育（个性化教育龙头）、昂立教育（沪上教培第一股）、凯文教育（国际学校第一股+产教融合龙头）、行动教育（实效商学院第一股）和华图山鼎（公考培训龙头）。同时，我们建议关注科德教育、中公教育、豆神教育等其他A股公司，好未来、新东方、有道等美股标的，以及思考乐教育、卓越教育、宇华教育等港股公司。

风险提示：教育政策变动，招生不及预期，客单价下降，优质师资流失等。

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票	目标价（元）	评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.6	-4.4	-28.6
绝对收益	2.8	3.4	-38.0

苏多永 分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005

sudy@essence.com.cn

相关报告

北京启动“双减”专项行动，九部门加快数字人才培养	2024-04-22
专项整治阳光招生，高职专业大幅调整	2024-04-15
落实特殊教育改革实验，研究制定教师优待政策	2024-04-08
启动人工智能赋能教育计划，多省联考招录规模实现正增	2024-04-01
校外培训政策改善，民办师资力量增强	2024-02-18



目 录

1. 教育行业 2023 年及 2024Q1 整体分析.....	4
1.1. 教育行业经营情况分析.....	4
1.2. 教育行业市场表现复盘.....	4
2. K12 板块积极布局转型，教培行业政策边际改善.....	5
2.1. 收入业绩逐步回暖，转型业务加速放量.....	6
2.2. 盈利能力持续提升，费用管控力度加大.....	7
2.3. 预收学费大幅增长，现金流维持正向流入.....	8
3. 职教利好政策频繁落地，看好公考和管理培训赛道.....	9
3.1. 公考培训龙头短期业绩承压，企业管理培训需求持续景气.....	10
3.2. 24Q1 多家净利率大幅改善，期间费用率整体下行.....	11
3.3. 企业管理培训订单稳定，行动教育现金流表现良好.....	12
4. 投资建议.....	13

目 录

图 1. 2019-2023 年教育行业营业收入及增速（亿元；%）.....	4
图 2. 2019-2023 年教育行业归母净利润及增速（亿元；%）.....	4
图 3. 2020-2024Q1 教育行业营业收入及增速（亿元；%）.....	4
图 4. 2020-2024Q1 教育行业归母净利润及增速（亿元；%）.....	4
图 5. 2023 年教育板块与沪深 300 涨跌幅对比（%）.....	5
图 6. 2023 年教育与中信一级行业涨跌幅情况（%）.....	5
图 7. 2024 年初至今教育板块与沪深 300 涨跌幅对比（%）.....	5
图 8. 2024 年初至今教育与中信一级行业涨跌幅情况（%）.....	5
图 9. 2022-2023 年 K12 板块公司毛利率（%）.....	7
图 10. 2022-2023 年 K12 板块公司净利率（%）.....	7
图 11. 2023-2024Q1 K12 板块公司毛利率（%）.....	8
图 12. 2023-2024Q1 K12 板块公司净利率（%）.....	8
图 13. 2022-2023 年 K12 板块公司期间费用率（%）.....	8
图 14. 2023-2024Q1 K12 板块公司期间费用率（%）.....	8
图 15. 2022-2023 年 K12 板块公司合同负债（亿元）.....	9
图 16. 2023-2024Q1 K12 板块公司合同负债（亿元）.....	9
图 17. 2022-2023 年 K12 板块公司经营净现金流（亿元）.....	9
图 18. 2019-2023 年 K12 板块公司收现比（%）.....	9
图 19. 中国职业教育培训体系.....	10
图 20. 2022-2023 年职教板块公司毛利率（%）.....	11
图 21. 2022-2023 年职教板块公司净利率（%）.....	11
图 22. 2023-2024Q1 职教板块公司毛利率（%）.....	11
图 23. 2023-2024Q1 职教板块公司净利率（%）.....	11
图 24. 2022-2023 年职教板块公司期间费用率（%）.....	12
图 25. 2023-2024Q1 职教板块公司期间费用率（%）.....	12
图 26. 2022-2023 年职教板块公司合同负债（亿元）.....	12
图 27. 2023-2024Q1 职教板块公司合同负债（亿元）.....	12
图 28. 2022-2023 年职教板块公司经营净现金流（亿元）.....	13
图 29. 2019-2023 年职教板块公司收现比（%）.....	13

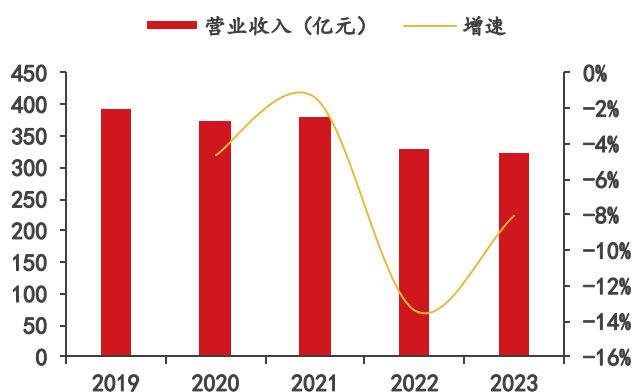
表 1: “双减”及相关配套政策梳理.....	6
表 2: K12 教育上市公司“双减”前后业务变化.....	6
表 3: K12 板块上市公司 2023 年和 2024Q1 收入业绩.....	7
表 4: 职教板块上市公司主营业务（截至 2023 年 12 月底）.....	10
表 5: 职教板块上市公司 2023 年和 2024Q1 收入业绩.....	11
表 6: 教育行业关注公司估值及涨跌幅（截至 2024 年 5 月 15 日）.....	13

1. 教育行业 2023 年及 2024Q1 整体分析

1.1. 教育行业经营情况分析

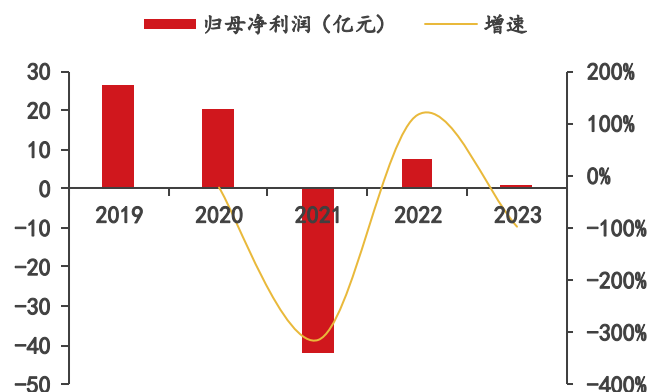
我们选取教育中信指数 (CI005816.WI) 作为 A 股教育行业指数。2023 年教育行业整体实现营业收入 322.68 亿元, 同比减少 8.01%, 降幅较 2022 年同期 (2022 年 yoy-13.35%) 有所收窄; 实现归母净利润 1.02 亿元, 同比减少 97.57%, 主要系早幼教板块上市公司*ST 美吉 2023 年归母净利润实现净亏损 9.49 亿元, 剔除早幼教板块 2023 年教育行业归母净利润同比减少 12.45%。2024 年一季度教育行业整体实现营业收入 73.00 亿元, 同比增长 10.99%; 实现归母净利润 3.35 亿元, 同比减少 21.17%, 剔除早幼教板块 2024Q1 教育行业归母净利润同比减少 7.22%, 教育行业收入和业绩整体边际修复。

图1. 2019-2023 年教育行业营业收入及增速 (亿元; %)



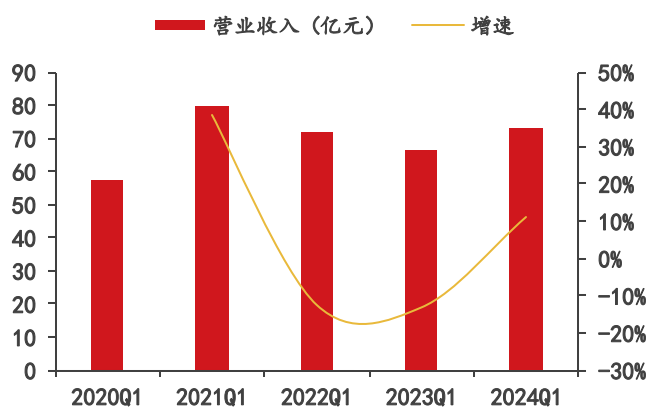
资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图2. 2019-2023 年教育行业归母净利润及增速 (亿元; %)



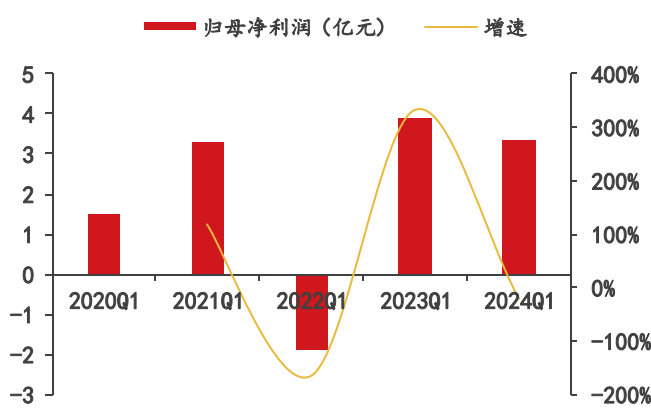
资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图3. 2020-2024Q1 教育行业营业收入及增速 (亿元; %)



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图4. 2020-2024Q1 教育行业归母净利润及增速 (亿元; %)

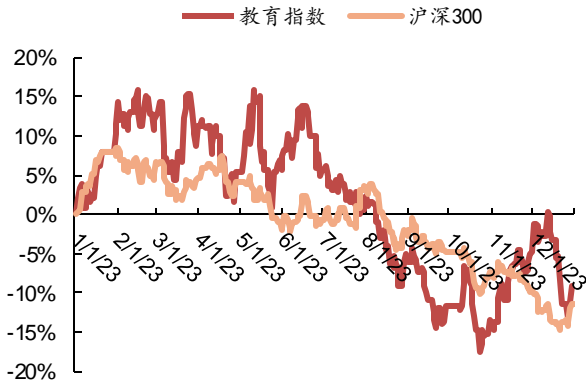


资料来源: Wind, 国投证券研究中心

1.2. 教育行业市场表现复盘

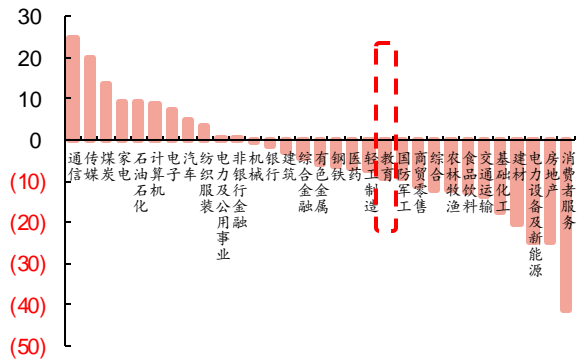
2023 年涨跌幅: 教育中信指数 (CI005816.WI) 2023 年累计涨跌幅下跌 9.15%, 同期沪深 300 涨跌幅-11.38%、上证综指涨跌幅-3.70%, 教育中信指数跑输沪深 300 和上证综指 11.44 和 19.12 个 pct。和中信指数 30 个一级行业 2023 年累计涨跌幅对比来看, 教育指数排名第 20 位。

图5. 2023 年教育板块与沪深 300 涨跌幅对比(%)



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

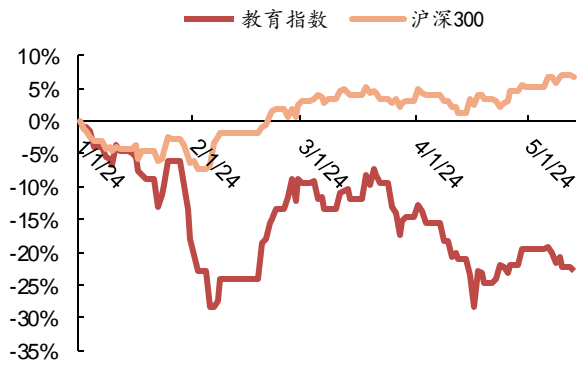
图6. 2023 年教育与中信一级行业涨跌幅情况 (%)



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

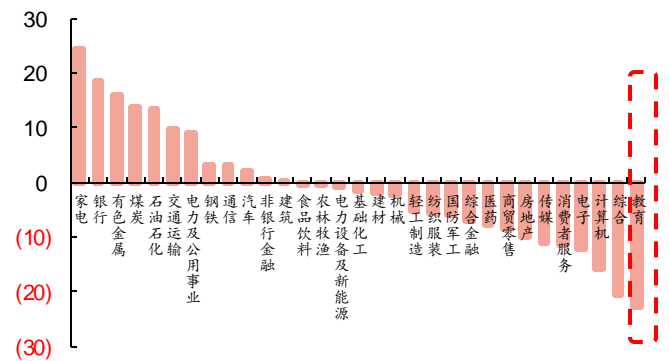
2024 年初至今涨跌幅:教育中信指数(CI005816.WI)自 2024 年年初以来(2024/1/1-2024/5/13)累计涨跌幅下跌 22.82%，同期沪深 300 涨跌幅 6.81%、上证综指涨跌幅 5.82%，教育中信指数跑输沪深 300 和上证综指 29.63 和 28.64 个 pct。和中信指数 30 个一级行业年初至今涨跌幅对比来看，教育指数目前排名末位，落后于电子(-15.93%)、计算机(-20.65%)和综合(-20.65%)子行业。

图7. 2024 年初至今教育板块与沪深 300 涨跌幅对比(%)



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图8. 2024 年初至今教育与中信一级行业涨跌幅情况 (%)



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

2. K12 板块积极布局转型，教培行业政策边际改善

2021 年 7 月以来国家陆续发布“双减”配套政策，对于义务教育阶段学生的作业负担和学科类校外培训实行严格监管控制，相关 K12 教培机构的学科培训业务遭遇了较大冲击，根据中国青年报，从教育部公布的“双减”政策落地一年多以来的成果来看，学生校外培训减压方面取得重要进展，截至 2022 年 9 月，学科类校外培训机构数量大大压减，线下机构压减比例达到 95.6%，线上机构压减比例达到 87.1%，校外培训价格明显下降，平均下降 4 成以上。2024 年 2 月 8 日教育部印发《校外培训管理条例（征求意见稿）》，是继 2023 年 9 月颁布的《校外培训行政处罚暂行办法》之后第二部校外培训专门立法，条例共计 20 条，从措辞来看校外培训政策有所缓和，同时意见稿中体现出的分类管理原则还为非学科类培训提供了充足的发展空间。我们认为教育行业前期经历了供给出清，目前政策的着力点已经从“堵”转向“疏”，叠加 K12 板块公司积极谋求转型之路，K12 教育公司有望受益行业需求释放，实现业绩反转，建议重点关注学大教育（个性化教育龙头）、昂立教育（沪上教培第一股）、凯文教育（国际学校第一股+产教融合龙头）。

表1：“双减”及相关配套政策梳理

时间	相关部门	政策文件	主要内容
2021年4月	教育部	《关于加强义务教育学校作业管理的通知》	切实发挥好作业育人功能，布置科学合理有效作业，严控书面作业总量，严禁校外培训作业
2021年7月	中共中央办公厅、国务院办公厅	《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》	全面减轻义务教育阶段学生的作业负担，坚决压减学科类校外培训
2021年9月	教育部	《关于坚决查处变相违规开展学科类校外培训问题的通知》	指导各地坚决查处学科类培训转入“地下”，换个“马甲”逃避监管等隐形变异问题
2022年2月	教育部、中央编办、司法部	《关于加强教育行政执法 深入推进校外培训综合治理的意见》	加强校外培训监管行政执法工作，全面构建校外培训执法体系，全面提高校外培训监管行政执法质量和效能，依法严格查处校外培训违法违规行为
2022年3月	教育部、国家发改委、市场监管总局	《关于规范非学科类校外培训的公告》	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年12月	教育部等十三部门	《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》	针对面向中小学生的非学科类校外培训问题，进一步深化校外培训机构治理，全面规范非学科类培训行为
2023年9月	教育部	《校外培训行政处罚暂行办法》	自然人、法人或者其他组织面向社会招收3周岁以上学龄前儿童、中小学生，违法开展校外培训，应当给予行政处罚
2024年2月	教育部	《校外培训管理条例（征求意见稿）》	鼓励、支持少年宫、科技馆、博物馆等各类校外场馆（所）开展校外培训，丰富课程设置、扩大招生数量，满足合理校外培训需求；县级以上地方人民政府应当完善经费保障机制，通过多种方式，引入质量高、信用好的非学科类校外培训机构参与学校课后服务，满足学生多样化需求

资料来源：中国政府网、教育部官网，国投证券研究中心

2.1. 收入业绩逐步回暖，转型业务加速放量

K12 板块 A 股上市公司主要包括学大教育、科德教育、昂立教育、凯文教育和*ST 豆神等。在“双减”政策推出后，K12 教培公司开始逐步从学科类培训向职业教育、素质教育等其他业务领域转型，从各 K12 教育公司公布的 2023 年和 2024 年一季度收入业绩数据来看，K12 教育公司在经过积极调整业务结构、探索新增长点后，基本面逐步回暖。2023 年学大教育/科德教育/昂立教育/凯文教育/*ST 豆神收入同比+23.09%/-2.94%/+27.00%/+47.78%/-2.03%；归母净利润同比+1035.24%/+83.60%/转亏/+48.48%/+104.60%。2024Q1 学大教育/科德教育/昂立教育/凯文教育/*ST 豆神收入同比+35.97%/+10.46%/+47.42%/+12.93%/+22.01%；归母净利润同比+886.44%/+13.94%/扭亏为盈/+66.66%/扭亏为盈。

表2：K12 教育上市公司“双减”前后业务变化

公司	“双减”前	“双减”后
学大教育	K12 学科个性化培训	停止 K9 学科培训，高中培训等合规传统业务保留；发力全日制复读、职业教育、文化服务（书店等）
昂立教育	K12 学科培训、职业教育、国际与基础教育等	传统学科培训向非学科业务转型，布局大学生考研考证、出国留学、职业教育
豆神教育	K12 大语文培训、高考升学、留学升学、智慧教育	全面转型，2B 业务包括智慧教育、公益课堂，2C 业务包括艺术类培训（豆神美育）、直播电商，直播电商通过抖音分享文学文史知识、提供课程和学习机等产品

科德教育 教培业务、胶印油墨业务，2017 年转型至教育行业，提供封闭式升学培训（中高考补习学校、职业高中）、K12 课外培训（龙门尚学）、教学软件及课程销售

剥离 K9 学科类培训业务，体内业务包括 K9 非学科培训（嘀嗒文学、文学美育等课程）、全日制复习（中高考复读）、校内课后综合服务、职业教育（职业资格证书培训课程等），高中培训等合规传统业务保留

凯文教育 主营 K12 国际教育，国际学校运营与素质教育协同发展

完成两所凯文学校举办者变更后，为其提供学校运营服务，同时拓展面向国内高考的精品素质高中项目；积极开拓素质教育和职业教育双赛道

资料来源：多鲸教育、公司公告，国投证券研究中心

表3: K12 板块上市公司 2023 年和 2024Q1 收入业绩

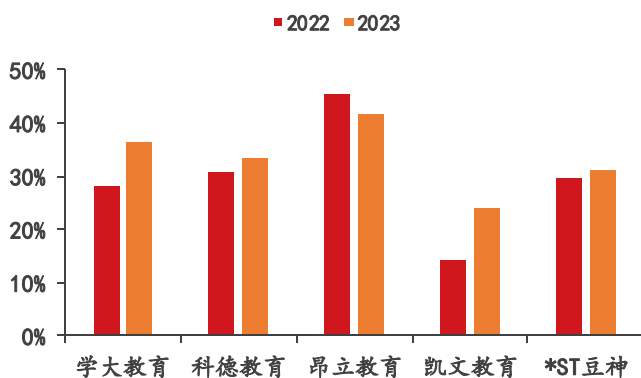
公司	2023 年				2024 年 Q1			
	收入 (亿元)	增速	归母净利润 (亿元)	增速	收入 (亿元)	增速	归母净利润 (亿元)	增速
学大教育	22.13	23.09%	1.54	1035.24%	7.05	35.97%	0.50	886.44%
科德教育	7.71	-2.94%	1.39	83.60%	1.88	10.46%	0.41	13.94%
昂立教育	9.66	27.00%	-1.88	转亏	2.79	47.42%	0.11	扭亏为盈
凯文教育	2.54	47.78%	-0.50	48.48%	0.77	12.93%	-0.04	66.66%
*ST 豆神	9.93	-2.03%	0.32	104.60%	1.91	22.01%	0.22	扭亏为盈

资料来源：Wind，国投证券研究中心

2.2. 盈利能力持续提升，费用管控力度加大

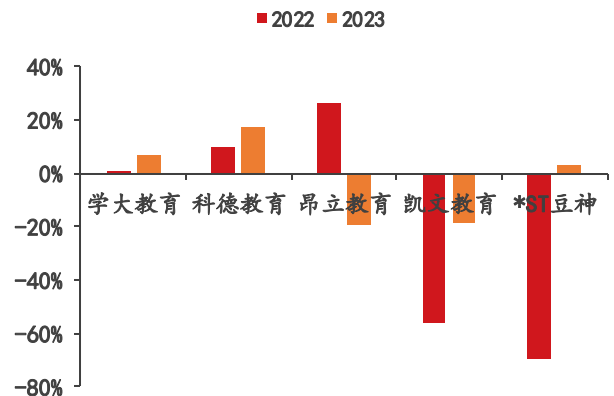
盈利能力：K12 板块上市公司受益于积极调整业务结构，新业务步入放量阶段，盈利能力整体有所提升。2023 年学大教育/科德教育/昂立教育/凯文教育/*ST 豆神毛利率分别为 36.50%/33.26%/41.73%/24.14%/31.32%，同比+8.47%/+2.39%/-3.86%/+9.79%/+1.50 个 pct；净利率 6.88%/17.27%/-19.72%/-19.09%/2.67%，同比+6.42%/+7.43%/-45.85%/+37.08%/+72.73 个 pct，昂立教育 2023 年净利润下滑主要系期内公司新开校区、新增员工等方面的投入增加、2022 年员工持股计划股份支付费用摊销、商誉减值及持有的交大昂立股份公允价值变动所致。2024Q1 学大教育/科德教育/昂立教育/凯文教育/*ST 豆神毛利率分别同比 +1.95%/-0.47%/+0.93%/+6.23%/+3.05 个 pct；净利率分别同比 +6.31%/+0.73%/+20.42%/+11.13%/+45.66 个 pct。

图9. 2022-2023 年 K12 板块公司毛利率 (%)



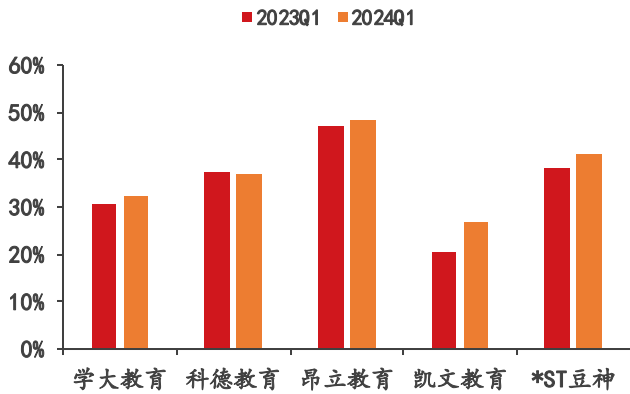
资料来源：Wind，国投证券研究中心

图10. 2022-2023 年 K12 板块公司净利率 (%)



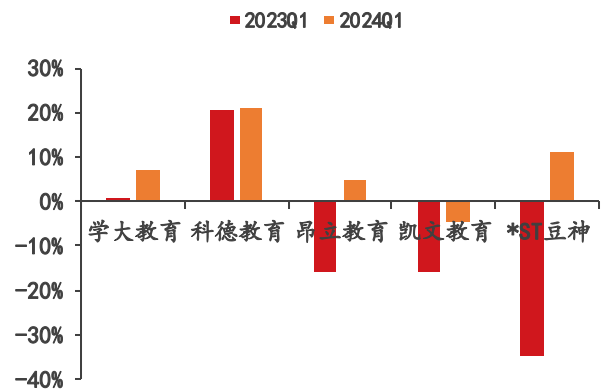
资料来源：Wind，国投证券研究中心

图11. 2023-2024Q1 K12 板块公司毛利率 (%)



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

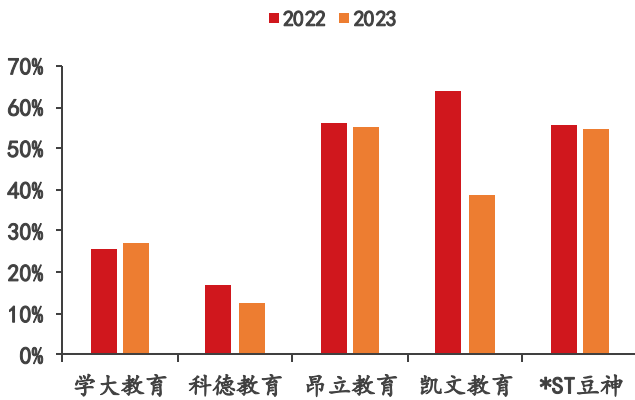
图12. 2023-2024Q1 K12 板块公司净利率 (%)



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

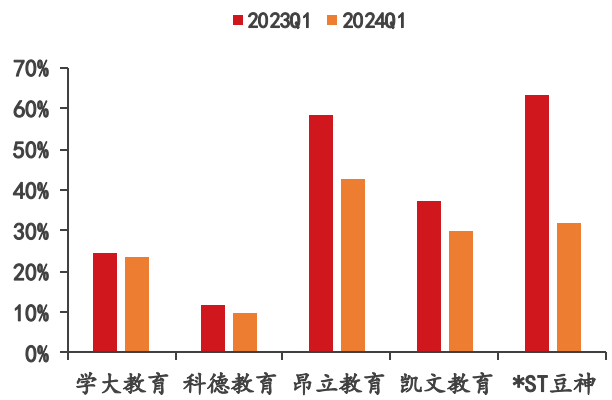
费用率: K12 板块公司持续加大费用管控力度, 期间费用率整体呈现下滑趋势。2023 年学大教育/科德教育/昂立教育/凯文教育/*ST 豆神期间费用率分别为 26.99%/12.33%/55.08%/38.82%/54.54%, 同比+1.16/-4.50/-0.93/-24.90/-1.30 个 pct。2024Q1 学大教育/科德教育/昂立教育/凯文教育/*ST 豆神期间费用率分别同比 -0.85/-2.11/-15.58/-7.32/-31.41 个 pct。

图13. 2022-2023 年 K12 板块公司期间费用率 (%)



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图14. 2023-2024Q1 K12 板块公司期间费用率 (%)

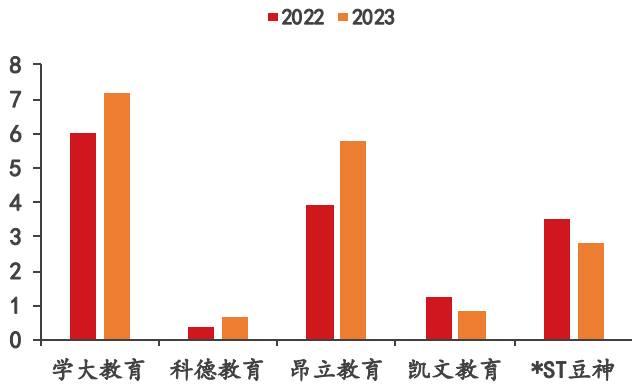


资料来源: Wind, 国投证券研究中心

2.3. 预收学费大幅增长, 现金流维持正向流入

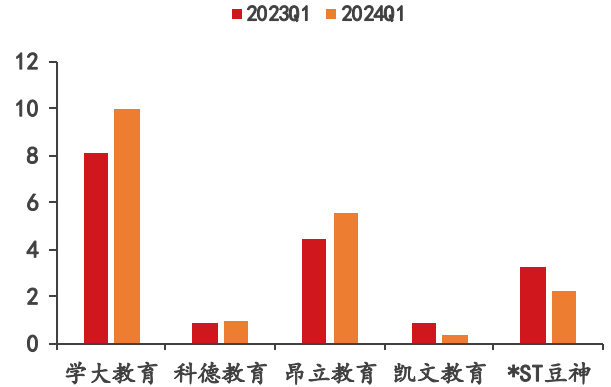
合同负债: 学大教育、科德教育和昂立教育合同负债自 2022 年以来持续增长, 截至 2024 年一季度末合同负债分别达 10.01、0.97 和 5.56 亿元, 分别同比增长 23.52%、11.71% 和 24.15%; 凯文教育和*ST 豆神由于业务转型原因, 合同负债有所减少, 截至 2024 年一季度末合同负债分别达 0.39 和 2.19 亿元, 分别同比减少 54.49% 和 32.59%。

图15. 2022-2023 年 K12 板块公司合同负债 (亿元)



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

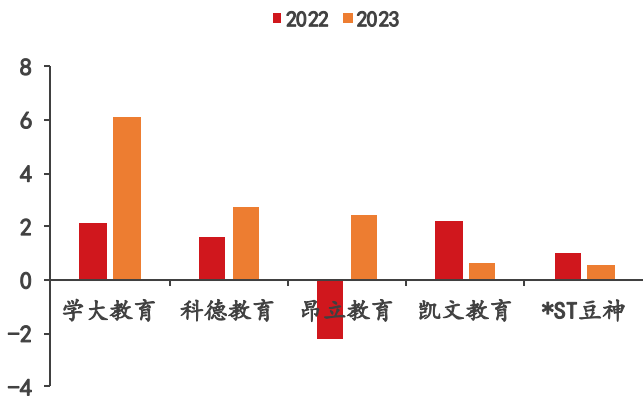
图16. 2023-2024Q1 K12 板块公司合同负债 (亿元)



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

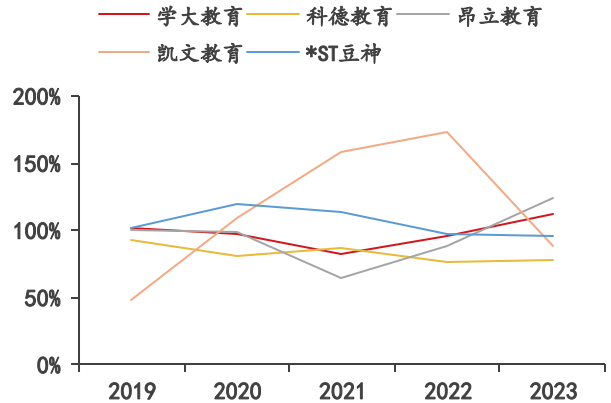
经营性净现金流: K12 板块公司经营性现金流基本维持正向净流入, 2023 年学大教育/科德教育/昂立教育/凯文教育/*ST 豆神经营性现金流净流入 6.07/2.74/2.43/0.65/0.58 亿元, 同比多增 3.91/1.09/4.68/-1.58/-0.40 亿元; 收现比分别为 111.70%/77.71%/123.90%/87.66%/95.82%。

图17. 2022-2023 年 K12 板块公司经营净现金流 (亿元)



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图18. 2019-2023 年 K12 板块公司收现比 (%)

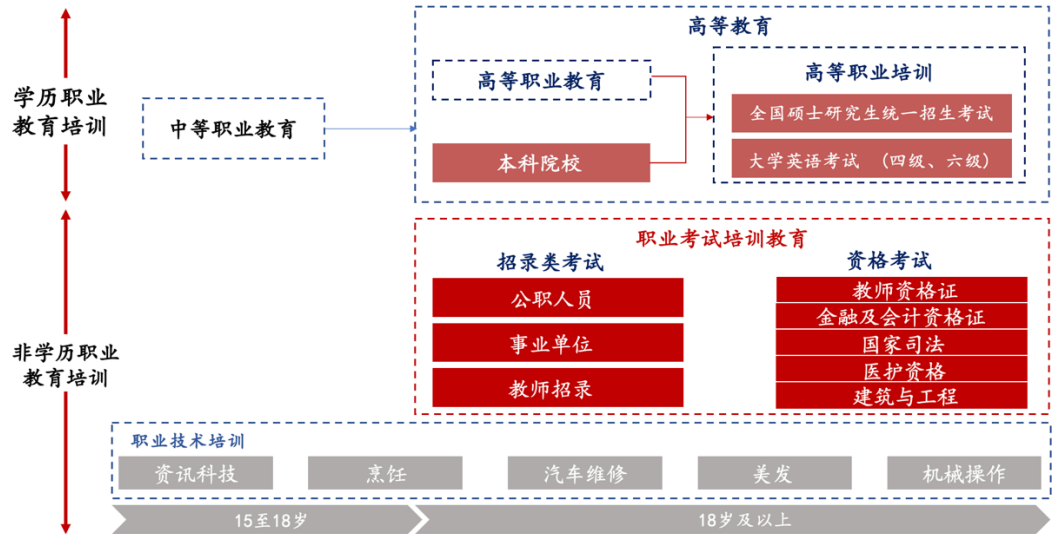


资料来源: Wind, 国投证券研究中心

3. 职教利好政策频繁落地, 看好公考和管理培训赛道

我国职业教育培训体系主要分为学历和非学历职业教育培训, 近年国家出台了多项促进职业教育培训的利好政策, 国务院 2019 年 2 月印发《国家职业教育改革实施方案》, 指出职业教育与普通教育具有同等重要地位, 鼓励企业积极支持职业培训; 国务院 2022 年 12 月印发《扩大内需战略规划纲要(2022-2035 年)》, 提出完善职业技术教育和培训体系, 增强职业技术教育适应性; 国家发改委 2023 年 6 月印发《职业教育产教融合赋能提升行动实施方案(2023-2025 年)》, 多次强调优先发展人工智能等新兴产业的重要性, 对产教融合项目给予财政、土地、金融等各方面的政策利好。受益于政策推动叠加就业市场竞争加剧, 我国职业教育培训需求不断增加, 招录考试培训市场渗透率持续增长, 企业管理培训需求不断释放, 建议重点关注行动教育(实效商学院第一股)和华图山鼎(公考培训龙头)。

图19. 中国职业教育培训体系



资料来源: Frost & Sullivan, 国投证券研究中心

3.1. 公考培训龙头短期业绩承压，企业管理培训需求持续景气

职教板块 A 股上市公司主要包括中公教育、华图山鼎、行动教育、中国高科和开元教育等，中公教育和华图山鼎为招录考试培训龙头企业，行动教育围绕企业管理培训主业发展“一核两翼”业务战略，中国高科和开元教育主营职业教育培训。2023 年中公教育/华图山鼎/行动教育/中国高科/开元教育收入同比-36.03%/+131.27%/+49.08%/+0.09%/-48.17%；归母净利润同比+80.98%/转亏/+97.95%/+96.91%/转亏。2024Q1 中公教育/华图山鼎/行动教育/中国高科/开元教育收入同比-14.08%/+4494.24%/+28.11%/-5.13%/-64.65%；归母净利润同比+240.67%/扭亏为盈/+34.42%/扭亏为盈/转亏。中公教育退费问题持续缓解，2023 年以来通过关停并转、去粗取精等方式，关停部分业绩产出低、人效比较低的网点，有效控制营业成本，业绩亏损压力逐步降低。华图山鼎 2023 年通过子公司华图教育科技正式开展非学历类培训业务，前期开展阶段存在必要的市场推广费等支出，短期造成非学历培训业务业绩亏损。2023 年行动教育执行大客户战略以来，战略成果显著，管理培训和咨询业务订单充裕，业绩有望持续释放。

表4: 职教板块上市公司主营业务（截至 2023 年 12 月底）

公司	主营业务	业务网络
中公教育	公务员招录考试培训、事业单位招聘考试培训、教师招录考试培训等	783 家直营分部和学习中心
华图山鼎	公司主业建筑工程设计及相关咨询服务，并通过全资子公司华图教育科技开展非学历类培训业务，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、医疗卫生系统招录培训及相应资格证考试培训等	300 余家分公司
行动教育	企业管理培训、管理咨询服务以及相关图书音像制品销售	30 余家分支机构
中国高科	主营教育及不动产运营业务，其中教育业务包括医学领域在线职业教育业务、高等教育产教融合业务	与数十所院校达成产教融合业务合作
开元教育	主营职业教育与新能源业务，其中职教业务提供财经教育实操培训和技能提升、职教考证培训、高级职称领域的教育培训	开办近 264 家终端校区

资料来源: 公司公告, 国投证券研究中心

表5: 职教板块上市公司 2023 年和 2024Q1 收入业绩

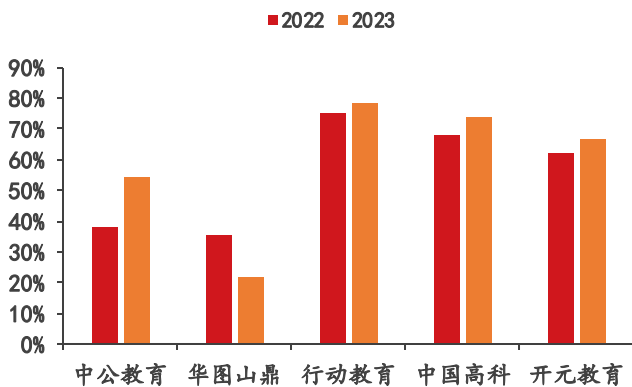
公司	2023 年				2024 年 Q1			
	收入 (亿元)	增速	归母净利润 (亿元)	增速	收入 (亿元)	增速	归母净利润 (亿元)	增速
中公教育	30.86	-36.03%	-2.09	80.98%	7.63	-14.08%	0.83	240.67%
华图山鼎	2.47	131.27%	-0.92	转亏	6.95	4494.24%	0.73	扭亏为盈
行动教育	6.72	49.08%	2.19	97.95%	1.41	28.11%	0.24	34.42%
中国高科	1.23	0.09%	-0.03	96.91%	0.27	-5.13%	0.05	扭亏为盈
开元教育	3.41	-48.18%	-2.75	转亏	0.38	-64.65%	-0.07	转亏

资料来源: Wind, 国投证券研究中心

3.2. 24Q1 多家净利率大幅改善, 期间费用率整体下行

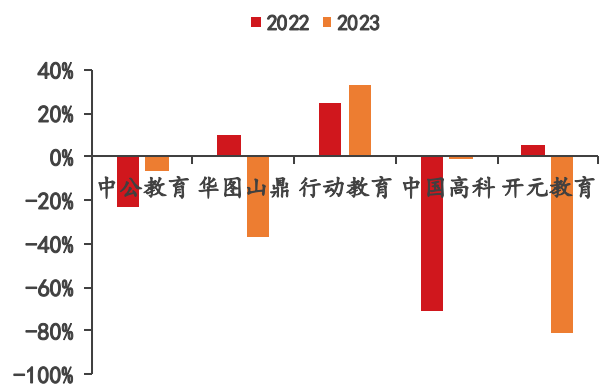
盈利能力: 2023 年中公教育/华图山鼎/行动教育/中国高科/开元教育毛利率分别为 54.12%/21.46%/78.26%/73.98%/66.60%，同比+15.88%/-14.10%/+3.07%/+6.10%/+4.74 个 pct；净利率 -6.79%/-37.22%/+32.77%/-0.35%/-80.63%，同比 +16.06%/-47.45%/+7.91%/+70.81%/-85.71 个 pct。2024Q1 中公教育/华图山鼎/行动教育/中国高科/开元教育毛利率分别为 58.71%/55.74%/71.78%/76.62%/51.86%，同比 +6.07%/+40.34%/-5.90%/-2.86%/-11.83 个 pct；净利率分别为 10.84%/10.43%/17.68%/23.54%/-19.10%，同比+8.11%/+27.45%/+2.42%/+52.81%/-22.91 个 pct，2024 年一季度除开元教育外，各家净利率均有不同程度提升，其中华图山鼎和中国高科实现扭亏。

图20. 2022-2023 年职教板块公司毛利率 (%)



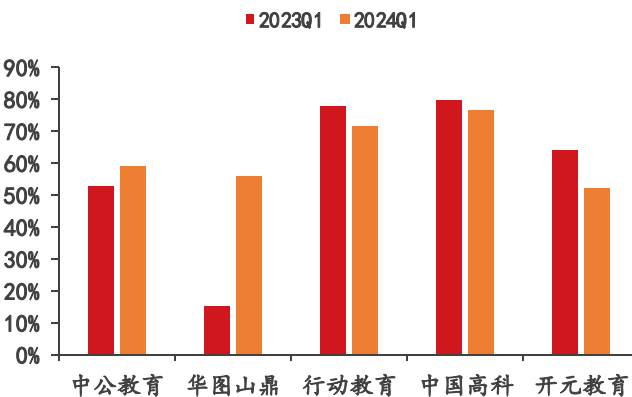
资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图21. 2022-2023 年职教板块公司净利率 (%)



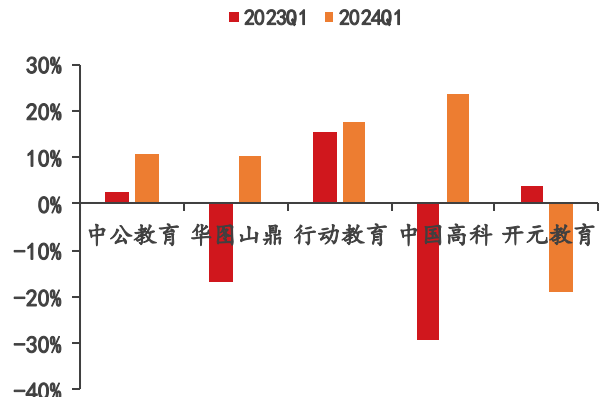
资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图22. 2023-2024Q1 职教板块公司毛利率 (%)



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

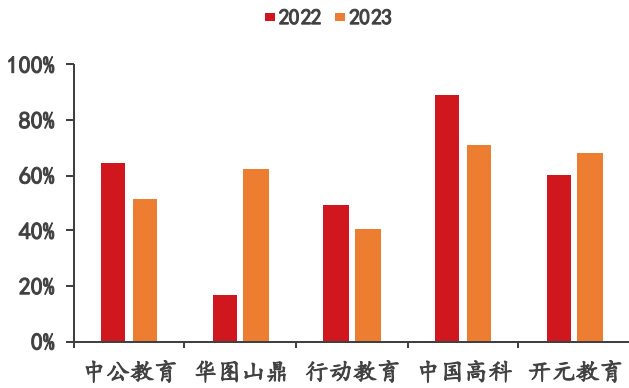
图23. 2023-2024Q1 职教板块公司净利率 (%)



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

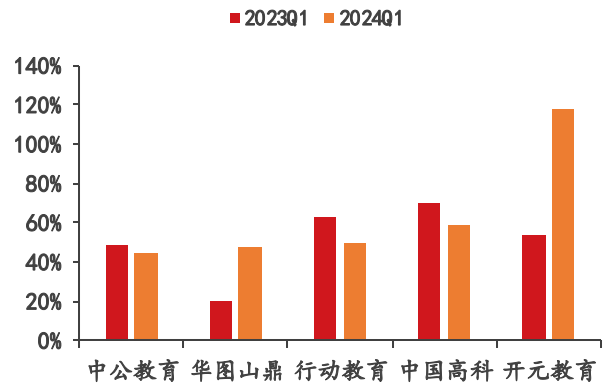
费用率：职教板块公司期间费用率整体下滑。2023 年中公教育/华图山鼎/行动教育/中国高科/开元教育期间费用率分别为 51.12%/62.07%/40.61%/71.23%/68.30%，同比 -13.66/+45.19/-8.82/-17.62/+8.13 个 pct。2024Q1 中公教育/华图山鼎/行动教育/中国高科/开元教育期间费用率分别同比-4.79/+27.84/-13.52/-11.46/+64.27 个 pct。

图24. 2022-2023 年职教板块公司期间费用率 (%)



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图25. 2023-2024Q1 职教板块公司期间费用率 (%)

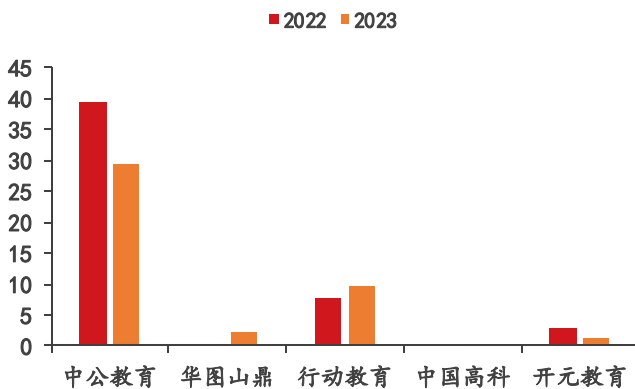


资料来源: Wind, 国投证券研究中心

3.3. 企业管理培训订单稳定，行动教育现金流表现良好

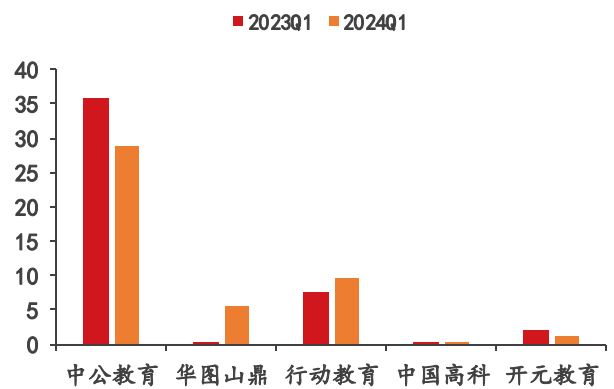
合同负债：华图山鼎开拓非学历类培训业务以来合同负债高增，截至 2024 年一季度末合同负债达 5.45 亿元，行动教育企业管理培训和咨询订单稳定增长，截至 2024 年一季度末合同负债达 9.70 亿元，同比增长 25.75%；中公教育、中国高科和开元教育由于业务规模收缩/经营模式改变等原因，合同负债有所减少，截至 2024 年一季度末合同负债分别达 28.80、0.21 和 1.25 亿元，分别同比减少 19.81%、13.26%和 41.49%。

图26. 2022-2023 年职教板块公司合同负债 (亿元)



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

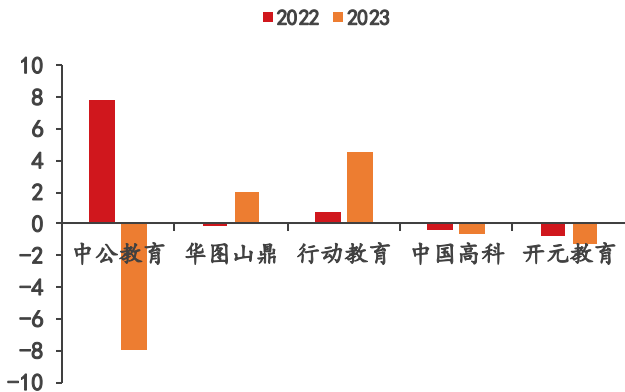
图27. 2023-2024Q1 职教板块公司合同负债 (亿元)



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

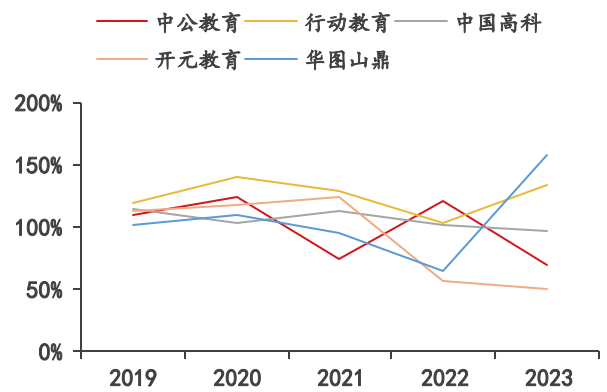
经营性净现金流：2023 年职教板块公司中华图山鼎和行动教育的经营性净现金流实现正向流入，其中行动教育的经营性现金流多年保持稳定正向流入，华图山鼎和行动教育 2023 年全年实现经营性现金流净流入 1.94 和 4.54 亿元，同比多增 1.99 和 3.82 亿元，收现比分别为 158.74%和 133.72%；2023 年中公教育、中国高科和开元教育经营性净现金流分别为-8.00、-0.61 和-1.33 亿元，同比减少 15.87、0.18 和 0.58 亿元，收现比分别为 69.22%、96.93%和 50.08%。

图28. 2022-2023 年职教板块公司经营净现金流（亿元）



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图29. 2019-2023 年职教板块公司收现比 (%)



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

4. 投资建议

教育行业政策边际改善，行业供给出清，教育公司有望受益行业需求释放，实现业绩反转。2024 年 2 月教育部印发《校外培训管理条例》释放教育政策持续改善信号，政策的着力点已经从“堵”转向“疏”，叠加行业供给出清，教育需求的释放预计将带来教育行业政策与业绩的“戴维斯双击”，看好教育行业未来发展，给予行业“领先大市-A”评级。我们建议重点关注学大教育（个性化教育龙头）、昂立教育（沪上教培第一股）、凯文教育（国际学校第一股+产教融合龙头）、行动教育（实效商学院第一股）和华图山鼎（公考培训龙头）。同时，我们建议关注科德教育、中公教育、豆神教育等其他 A 股公司，好未来、新东方、有道等美股标的，以及思考乐教育、卓越教育、宇华教育等港股公司。

表6: 教育行业关注公司估值及涨跌幅（截至 2024 年 5 月 15 日）

代码	股票简称	股价 (元)	PE (TTM)	PB (LF)	市值 (亿元)	年初至今涨跌幅 (%)	相对沪深 300 涨跌幅 (%)
000526.SZ	学大教育	65.18	40.02	12.07	79.60	30.39	24.70
600661.SH	昂立教育	12.76	-24.83	35.48	36.56	19.25	13.57
002659.SZ	凯文教育	4	-56.11	1.09	23.93	-7.62	-13.30
605098.SH	行动教育	53.43	27.97	6.41	63.09	38.60	32.92
300492.SZ	华图山鼎	110	-917.97	54.77	154.54	29.92	24.23
300192.SZ	科德教育	11.2	25.69	3.98	36.86	13.48	7.79
002607.SZ	中公教育	2.53	-103.38	24.01	156.04	-37.99	-43.67
300010.SZ	*ST 豆神	2.71	52.13	5.69	56.01	-1.45	-7.14

资料来源: Wind, 国投证券研究中心

目 行业评级体系

收益评级:

领先大市 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%及以上;

同步大市 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%及以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

目 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034