

行业贝塔未变，静候暑期旺季

——K12教培行业2024中期策略

民生海外易永坚团队

- **政策大方向明确。**从近期国家发布的《校外培训行政处罚暂行办法》、《校外培训管理条例（征求意见稿）》等数份政策文件来看，义务教育阶段学科类培训是监管红线，而义务教育阶段非学科培训明确定位为学校教育的有益补充、受到政策支持。临近暑期，各地方相继开展“双减”专项行动，一方面重点查处违规的学科类培训，另一方面要求积极推进非学科类机构审批，整体监管基调为“保护合规、打击违法”，引导行业合规健康有序发展。
- **K12培训需求未变。**根据《中国教育财政家庭调查报告2021》，2019年我国小学/初中/高中生学科培训参培率分别为25.3%/27.8%/18.1%，年平均支出为6580/9887/12208元。根据教育部数据，2022年全国小学/初中/高中阶段在校生人数为10732/5121/4053万人，估算中小学学科类培训需求规模约为4090亿元。预计未来5年K12人口基数仍保持增长，出生人口下降对K9、高中阶段人适龄人口基数影响不大。
- **“双减”后合规有效供给大幅出清，竞争格局优化。**“双减”后K12学科培训机构压减约9成，义务教育阶段/高中阶段学科培训机构估计分别减少约96%/90%，合规有效供给大幅出清，存在供需错配。当前义务教育阶段主要看点来自非学科培训，目前各地非学科牌照恢复发放，但拿证门槛显著提升，全新机构难以进入，且牌照发放数量有所控制、供给恢复缓慢。高中阶段学科牌照不再新增，合规机构存量竞争。“双减”前教培市场集中度缓慢提升，2019年全国性龙头新东方+好未来市占率约10%，我们测算2023年新东方+好未来市占率合计不到5%，较“双减”前有一倍差距。
- **行业贝塔持续，静候暑期旺季。**1) 24Q1板块收入整体保持较快增长，盈利能力多持续提升。收入端，新东方、好未来寒假季度营收增速达60%，持续超预期。学大教育、高途寒假季度收入同比增速超30%。利润端，新东方/好未来/学大教育/高途利润率分别同比+0.0/+8.9/+4.4/-22.8ppt，新东方剔除东方甄选后利润率保持提升，高途短期线上招生&线下布局投入加大。2) 递延收入、产能扩张趋势较好，继续看好后续增长。24Q1新东方/好未来/学大/高途递延收入余额同比分别增长31%/70%/24%/26%，保持较快增长。产能来看，24Q1新东方/好未来净增68/约50家教学点，其中新东方FY2024拓店目标从财年初的10%逐季提升到30%，到FY2024期末教学点数有望达到972个，恢复到高点的58%，好未来近两个季度拓店速度边际加快，到FY2024期末教学点数恢复到高点的30%左右，趋势较好。
- **投资建议：**校外培训政策方向清晰，监管打击违法、保护合规，利好合规企业发展。2023年来行业内公司业绩集体反弹，由于合规有效供给与需求间仍存在错配，我们认为板块性机会仍将持续。个股方面，1) 看好品牌口碑佳、管理能力强、教研实力强、存量网点规模大的全国性龙头份额提升，推荐新东方-S，积极关注好未来、学大教育；2) 积极关注同享行业贝塔、小而美的地方性龙头卓越教育集团、思考乐教育；3) 积极关注在线教育头部企业高途，在线业务高增+线下布局回归管理层擅长领域，关注纯正的AI+教育标的有道。
- **风险提示：**政策趋严；新业务拓展不及预期；行业竞争加剧；产品质量下滑。

● 重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价	EPS (美元/元)			PE (倍)			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
9901.HK	新东方-S	59.75	0.11	0.21	0.33	35	36	23	推荐
TAL.N	好未来	10.69	-0.01	0.12	0.30	—	89	36	—
000526.SZ	学大教育	63.98	1.26	2.03	2.74	40	31	23	—
GOTU.N	高途	4.82	-0.04	-0.57	0.41	—	—	84	—
3978.HK	卓越教育集团	3.50	0.11	0.15	0.22	14	21	15	—
1769.HK	思考乐教育	4.75	0.15	0.26	0.36	17	17	12	—
DAO.N	网易有道	3.72	-4.53	-0.43	1.45	—	—	18	—

资料来源：同花顺iFinD，彭博，民生证券研究院预测；注：股价为2024年6月13日收盘价，新东方-S、卓越教育集团、思考乐教育股价为港币，好未来、高途股价为美元；未覆盖港股/美股公司数据分别采用iFinD/彭博一致预期；新东方-S数据为FY2023A、FY2024E、FY2025E，新东方-S财年截止于5月31日，好未来数据为FY2024A、FY2025E、FY2026E，财年截止于2月28日；其余标的的数据为2023A、2024E、2025E，财年与自然年一致；汇率取1USD=7.1CNY=7.8HKD)

01.政策：大方向明确

01 政策：国家引导行业健康有序发展，支持合规、打击违法

➤ “双减”精神未变，边界愈发清晰：K9非学科、高中学科合规可为

● 校外培训行业政策梳理

时间	部委	政策
2021年7月24日	中办、国办	关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见
2021年7月29日	教育部	关于进一步明确义务教育阶段校外培训学科类和非学科类范围的通知
2021年9月1日	教育部	中小学生校外培训材料管理办法（试行）
2021年9月2日	发展改革委、教育部、市场监管总局	关于加强义务教育阶段学科类校外培训收费监管的通知
2021年9月6日	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
2021年9月13日	教育部、人力资源社会保障部	校外培训机构从业人员管理办法（试行）
2021年9月16日	教育部等六部门	关于做好现有线上学科类培训机构由备案改为审批工作的通知
2021年10月13日	教育部 市场监管总局	中小学生校外培训服务合同（示范文本）（2021年修订版）
2021年10月26日	教育部等六部门	关于加强校外培训机构预收费监管工作的通知
2021年11月9日	市场监管总局等八部门	关于做好校外培训广告管控的通知
2021年11月10日	教育部	义务教育阶段校外培训项目分类鉴别指南
2022年3月9日	教育部等四部门	面向中小学生的全国性竞赛活动管理办法
2022年5月6日	教育部	义务教育六科超标超前培训负面清单（试行）
2022年6月6日	教育部、应急管理部	校外培训机构消防安全管理九项规定
2022年12月29日	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
2023年9月12日	教育部	校外培训行政处罚暂行办法
2024年2月8日	教育部	校外培训管理条例（征求意见稿）

资料来源：全国校外培训监督管理平台，民生证券研究院

01 政策：国家引导行业健康有序发展，支持合规、打击违法

➤ 监管态度：民办教育协会的两次辟谣

中国民办教育协会辟谣

秘书处 民教新观察 2023-09-26 09:55 北京

9月12日，教育部向社会公布《校外培训行政处罚暂行办法》（以下简称《办法》），《办法》自2023年10月15日起施行。**近日，一些网络传言10月15日起全面禁止校外培训，此信息属对《办法》的误读误解。**

《办法》并非网传的要全面禁止校外培训，而是要依法管理校外培训，让合规者受到保护，让违法者付出代价，使校外培训在法治轨道上运行，推动行业健康发展。

特别提醒广大家长和学生，要理性看待校外培训，更要选择具备资格资质的培训机构。为方便家长查询，教育部开通了全国校外教育培训监管与服务综合平台（以下简称平台）。家长可通过平台“校外培训家长端”APP，选择具备资格资质的校外培训机构；要注意缴费安全，防范“卷款跑路”等资金风险，通过平台完成培训缴费，切勿通过转账或现金等方式将培训费用支付给除预收费资金监管账户以外的任何账户，维护好自身的权益，守护好自己的“钱袋”。

资料来源：民办教育协会官方微信公众号，民生证券研究院

请勿误读《校外培训管理条例（征求意见稿）》

秘书处 中国民办教育协会官微 2024-02-18 18:31 北京

教育部官网发布《校外培训管理条例（征求意见稿）》（以下简称《条例》）后，受到社会广泛关注，为避免对《条例》内容误读，我会与教育部相关司局进行了专题沟通，要点如下：

《条例》旨在推动依法管理校外培训，既非“收紧”也非“放开”。对于学科类机构仍执行中央“双减”精神，不审批新的机构，督促现有机构依法经营，防止泛滥并制造教育焦虑。对于非学科类机构，各地可依规审批新的机构，加强日常监管，确保培训质量，推动合理定价，使之成为学校教育的有益补充。

《条例》尚在征求意见时间内，欢迎社会各界提出宝贵意见和建议，教育部将认真研究，应纳尽纳。

中国民办教育协会

2024年2月18日

01 政策：国家引导行业健康有序发展，支持合规、打击违法

➤ 近期动态：暑期各地方“双减”专项行动、整治“掐尖招生”

- “双减”专项行动重点内容：1) 查处：重点关注学科类违规培训，包括假期期间开展、个人名义违规组织、非学科机构擦边球等行为；2) 推进：非学科类机构审批。

● 2024年4月以来各省市“双减”专项行动内容及通报结果

地方	具体内容
北京	有序推进非学科类机构审批工作，加大违规隐形变异学科培训的查处力度，以“管住资金”为重点强化校外培训的全流程监管
北京海淀区	通报查处4起涉嫌违规组织学科培训的情况，4起均涉嫌以个人名义违规组织开展线下学科培训。区“双减”专班工作人员已立即叫停上述违规行为，并责令退还相关费用、主动拆除教学设施设备、妥善处理后续问题。下一步，区市场监管局将根据区教委移交的案件线索，依法依规对上述个人作进一步查处
广东	“五一”假期期间，任何形式的学科类校外培训都属于违法违规。任何机构或个人不得以上门服务、众筹私教、素质拓展等名义开展“一对一”、“一对多”隐形变异学科类培训，不得接受暑假期间学科类培训报名
福建	严查严处学科类违规培训、推进非学科类培训全纳监管、加强校外培训广告管控、强化校外培训安全管理、加强校外培训行政执法。依托乡镇（街道）网格化治理体系，采取“日查+夜查”“明查+暗访”等方式，对学科类培训机构开展拉网式巡查检查，严防在“五一”、暑期及双休日违规开展学科类培训，严查以“高端家政”“众筹私教”、夏令营等名义，违规开展各类隐形变异学科类培训。另一方面，加快推进非学科类校外培训机构审批工作进度。
四川	严防严控违规学科类培训、维护家长资金安全、严格规范竞赛管理等。重点排查“白名单”内学科类培训机构和隐形变异学科类培训两个重点，坚决打击已注销或转型的原学科类培训机构利用之前的场地或师资继续违规开展学科培训，坚决打击托管机构、“小饭桌”、非学科类培训机构、“AI自习室”等打擦边球开展学科培训。全面清理面向中小学生的各种竞赛活动，坚决制止未经批准或举办依据不足的竞赛活动。
江西	面向中小學生（含幼兒園兒童）開展校外培訓，必須依法依規取得辦學許可證和營業執照（或民辦非企業法人登記證書），否則不得開展校外培訓。自然人、法人或者其他組織以“一對一”、“一對多”、“眾籌私教”、“研學”、“家政服務”和非學科類等名義開展隱形變異學科類校外培訓的，均屬於違法違規行為。

资料来源：各地政府网站，中国培训教育，市场人，民生证券研究院

01 政策：国家引导行业健康有序发展，支持合规、打击违法

➤ 近期动态：暑期各地方“双减”专项行动、整治“掐尖招生”

- 国家要求小升初实行的是免试就近划片入学政策。2024年4月教育部发文开展义务教育阳光招生专项行动，坚决整治“掐尖招生”等现象。5月16日，《焦点访谈》报道小升初“掐尖招生”乱象，指出仍存在个别学校通过各种违规手段，先于派位入学之前就锁定并招收尖子生，以此来与普通学校拉开生源质量的差距，引发关注。
- 2024年4月教育部发布通知开展2024年义务教育阳光招生专项行动、2024年5月16日《焦点访谈》报道北京海淀小升初违规“掐尖招生”
- 2014年教育部发布《关于进一步做好小学升入初中免试就近入学工作的实施意见》

“掐尖招生”“暗箱操作”……教育部首次开展专项行动严查这些行为

央视新闻 2024-04-11 10:51 北京

0点蓝色字关注“央视新闻”

今天（11日），教育部发布通知将开展**2024年义务教育阳光招生专项行动**。

这是教育部首次以专项行动的方式，对全国义务教育招生作出全面系统的工作部署。全面排查群众反映强烈的突出问题，坚决整治“暗箱操作”“掐尖招生”等现象，严肃查处各类跟招生入学挂钩、关联的收费行为，健全公平入学长效机制，进一步提高人民群众的教育满意度。

《焦点访谈》实录小升初“掐尖招生”现场 为何乱象屡禁不止？

原创 央视新闻 央视新闻 2024-05-16 08:18 北京

资料来源：教育部，央视新闻，民生证券研究院

教育部关于进一步做好小学升入初中
免试就近入学工作的实施意见

教基一〔2014〕1号

各省、自治区、直辖市教育厅（教委），新疆生产建设兵团教育局：

为贯彻落实十八届三中全会精神，落实义务教育免试就近入学要求，健全科学、明晰、便利的小学升入初中制度，规范招生入学行为，提高治理水平，促进教育公平，根据《义务教育法》规定，提出如下实施意见。

一、合理划定招生范围

县级教育行政部门要在上级教育行政部门指导统筹下，根据适龄学生人数、学校分布、所在学区、学校规模、交通状况等因素，按照就近入学原则依街道、路段、门牌号、村组等，为每一所初中合理划定对口小学（单校划片）。对于城市老城区暂时难以实行单校划片的，可按照初中新生招生数和小学毕业生基本相当的原则为多所初中划定同一招生范围（多校划片）。优质初中要纳入多校划片范围。



02.市场空间：需求未变

02 市场空间：K12学科培训市场规模约4000亿元

➤ 需求侧测算：K12学科培训市场规模约4000亿元

- **学生数**：根据教育部数据，2022年全国小学阶段/初中阶段/高中阶段在校生人数为10732/5121/4053万人。
- **参培率**：参考《中国教育财政家庭调查报告2021》，2019年小学/初中/高中生参培率分别为25.3%/27.8%/18.1%。
- **客单价**：参考《中国教育财政家庭调查报告2021》，2019年小学/初中/高中生学科类校外补习平均支出为6580/9887/12208元。
- **我们对2022年K12学科培训市场规模的估算**

	在校生 (万人)	参培率	平均支出 (元)	市场规模 (亿元)
幼儿园	4628			
小学	10732	25.3%	6580	1787
初中	5121	27.8%	9887	1408
高中	4053	18.1%	12208	896
合计	24534	24.4%	8438	4090

资料来源：教育部，《中国教育财政家庭调查报告2021》，艾瑞咨询，民生证券研究院

● 2016-2020年K12学科培训市场规模及同比增速（艾瑞咨询）



● 2016-2021年K12教育线上化率情况（艾瑞咨询）

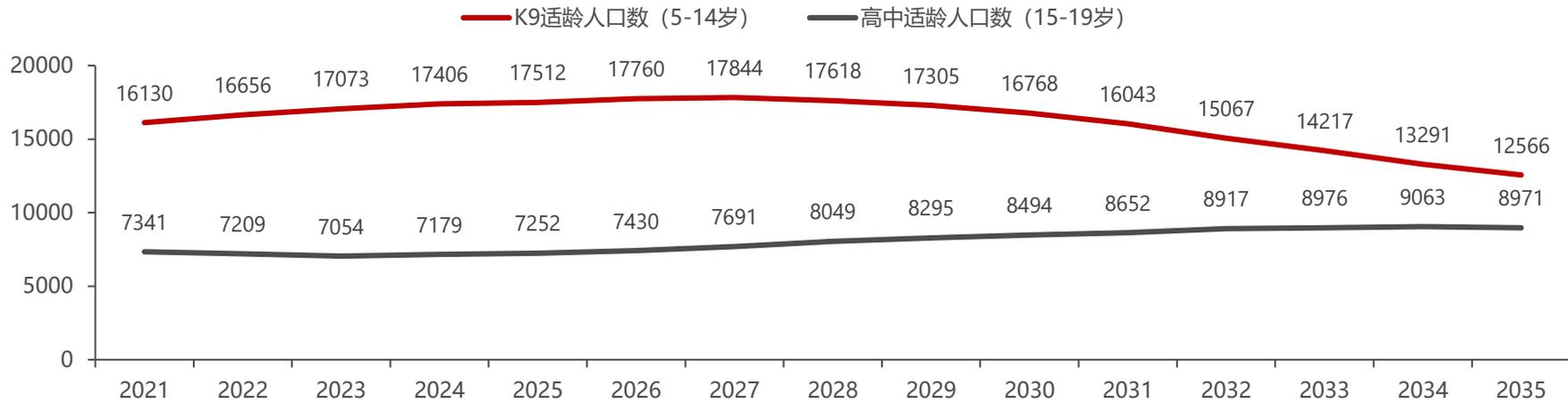


02 市场空间：出生人口下降对未来3-5年K12人口基数影响不大

➤ 需求侧测算：未来3-5年K9适龄人口数维持在1.7亿人以上，高中适龄人口数持续上升

- 根据育娲人口预测，未来5年K12人口预计保持增长。其中，K9人口数预计未来3年保持增长，2027年见顶，达到1.78亿人，2029年降至1.73亿人，较2024年减少约100万人。高中适龄人口数预计未来10年内保持增长，预计到2029年约达8295万人，较2024年增加1116万人。

● 2021-2035年K9和高中适龄人口预测（万人）



资料来源：育娲人口，民生证券研究院



03.竞争：合规有效供给大幅 出清，格局优化

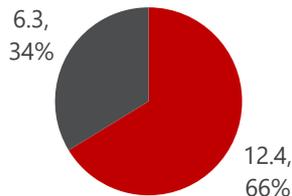
03

竞争：合规有效供给大幅出清，竞争格局优化

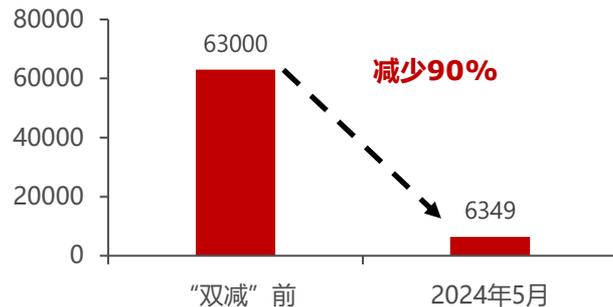
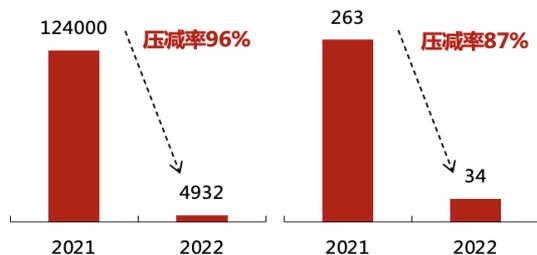
➤ “双减”后学科培训机构压减约9成

- 2022年10月底全国人大“双减”报告指出，经过各方不懈努力，校外培训市场“虚火”大幅下降，野蛮生长现象得到有效遏制，校内减负提质受到普遍欢迎，全社会支持和认可“双减”改革的良好氛围逐步形成。“双减”前后义务教育阶段线下学科类培训机构从12.4万家下降至4932家，压减率96%，线上学科类培训机构从263家下降至34家，压减率87%。
- 高中学科培训方面，结合《中国教育财政家庭调查报告 2021》和全国人大“双减”报告的统计，“双减”前全国高中学科培训机构约6.3万家。2024年5月，根据全国校外培训监督管理平台数据，高中学科培训机构总数约6350家，减少近9成。
- “双减”前学科类培训机构数（万个） ● “双减”前后义务教育阶段学科类培训机构数（个） ● “双减”前后高中阶段学科类培训机构数量（个）

■ K9学科类 ■ 高中学科类



■ 线下 ■ 线上



资料来源：《中国教育财政家庭调查报告 2021》，中国人大网，全国校外培训监督管理平台，民生证券研究院

竞争：合规有效供给大幅出清，竞争格局优化

➤ 义务教育阶段：非学科牌照恢复发放，门槛提升且控制总量，利好存量合规机构

- “双减”文件要求各地明确校外培训机构设置标准，从严审批校外培训机构。执行层面看，“双减”后各地方对于培训机构的消防安全、预收费、财务规范、培训内容等多个方面的审查力度变大，合规成本大幅提升。并且监管通常结合机构历史的教学口碑、是否发生过退款纠纷等问题，综合考量审批结果，全新机构拿证难度变大。
- 目前，各地方非学科牌照有序发放，但总量增长有限。根据全国校外培训监督管理平台数据，截至2024年5月14日，义务教育阶段非学科机构共10.3万家（含舞蹈、美术等纯素质培训机构），较2023年9月增加约10%，若以口径更宽的“双减”前K9学科类培训机构数量作为对比，仅恢复到此前的70%。另一方面，预计未来各地方对于培训机构的抽查将持续存在，无证经营等不合规办学的生存空间较小。各类“小黑班”可能持续以“地下”形式存在，但难以规模化。

● 义务教育阶段非学科培训机构数量（个）

时间	线上		线下	
	营利性	非营利性	营利性	非营利性
2023年9月	2	0	78921	14629
2024年1月	4	0	83148	14192
2024年3月	7	0	84137	14020
2024年5月	8	0	约89040	约13810

资料来源：全国校外培训监督管理平台，民生证券研究院

竞争：合规有效供给大幅出清，竞争格局优化

➤ 义务教育阶段：全国性规模化机构仅新东方、好未来两家

- “双减”后新东方、好未来积极开拓非学科培训新业务，基于此前学科培训经验，快速构建素养产品矩阵。经过两年发展，新东方K9新业务已经在全国约60个城市铺开，我们预计新东方FY2024E（2023年6月-2024年5月）K9新业务（非学科类培训+智能学习系统）收入约为60亿元，恢复到“双减”前的4成。好未来目前覆盖全国37个城市，我们估计FY2024（2023年3月-2024年2月）K9线下培训收入约为30亿元，恢复到“双减”前的15%左右。

● 全国性K9教培机构最新财年收入（亿元）

公司	课程	“双减”前 收入/占比 (FY2021)	课程	2023年 收入/占比 (FY2024)
新东方	K9学科类培训（语数外等全科）	线下：160亿元左右/50~60% 覆盖全国108座城市	K9非学科类培训（双语故事表演、脑力与思维、思辨与口才、编程等）、智能学习系统	线下：60亿元左右/20%左右 覆盖全国约60座城市
好未来	K9学科类培训（语数外等全科）	线下：180亿元左右/60~65% 覆盖全国110座城市 网校：80亿元左右/25~30%	K9非学科类培训（科学思维、人文创作、科学实验、编程等）	线下：约30亿元/30%左右 覆盖全国37座城市 网校：15亿元左右/15%左右

资料来源：各公司公告，各公司公开业绩交流，民生证券研究院估算

竞争：合规有效供给大幅出清，竞争格局优化

➤ 高中学科培训：牌照不再新增，合规机构存量竞争

- “双减”文件要求不再审批新的义务教育阶段学科类培训机构，高中阶段参照执行。根据全国校外培训监督管理平台数据，截至2024年5月，存量合规高中学科类培训机构总数约为6350家，较“双减”前减少90%，其中全国性机构有新东方、好未来、学大教育等。

● 全国性高中教培机构最新财年收入（亿元）

公司	课程	“双减”前 收入/占比 (FY2021)	课程	2023年 收入/占比 (FY2024)
新东方	高中学科培训（语数外等全科）	线下：70亿元左右/25%左右 覆盖全国108座城市	高中学科培训（语数外等全科）	线下：70+亿元/25%左右 覆盖全国70+座城市
好未来	高中学科培训（语数外等全科）	线下：22亿元左右/高个位数 覆盖全国110座城市	高中学科培训（语数外等全科）	线下：20亿元左右/15-20% 覆盖全国37座城市
学大教育	高中学科培训（语数外等全科）	线下：约9.5亿元/约60%（2021H1） 覆盖全国110座城市（2020）	高中学科培训（语数外等全科）	线下：约20亿元（2023总收入） 覆盖全国近100座城市（2023）

资料来源：各公司公告，各公司公开业绩交流，民生证券研究院估算；注：学大教育“双减”前高中业务数据是2021年上半年数据

竞争：合规有效供给大幅出清，竞争格局优化

➤ 当前水上合规供给与培训需求仍存在较大错配

以上海为样本，我们统计了连锁门店数超过10家的K12教培品牌网点理论可容纳学生情况。该类网点总数为222家，假设每个网点教室数10间，每个教室满班人数为20人，每周可排课时间段11个（周一至周五晚，周末上午、下午、晚上），理论上单个网点每周可容纳的学生人数上限为2200个（ $10 \times 20 \times 11$ ），那么222家头部连锁网点理论可承载学生数为49万人。参考上海市教委数据，2022年上海市K12阶段在校生总数为217万人，这部分机构仅能承载其中的23%。

● 上海地区主要的K12教培品牌（2024年3月）

	品牌	网点数
1	新东方	34
2	好未来	22
3	昂立（含昂立青少儿、昂立、昂立hello科学、斯坦星球、慧动体育、昂立智立方品牌）	120
4	英孚青少儿	29
5	瑞思少儿中心	17
其他较具规模的连锁品牌有童程童美（9）、锐思教育（8）、伊莱教育（8）等		

● 上海地区头部K12连锁教培机构份额测算

指标	假设值
单网点教室数（个）	10
每个教室满班人数（人）	20
可排课时段（个）	11
理论可容纳学生数（个）	2200
TOP机构理论可承载学生数（人）	49万
上海市K12阶段在读学生数（人）	217万
TOP机构理论可承载学生数占比	23%

资料来源：大众点评，各品牌官网，上海市教委，民生证券研究院（学而思春秋季周一至周三全天休息，实际排课时间段为8个，网点数据统计于2024年3月19日）

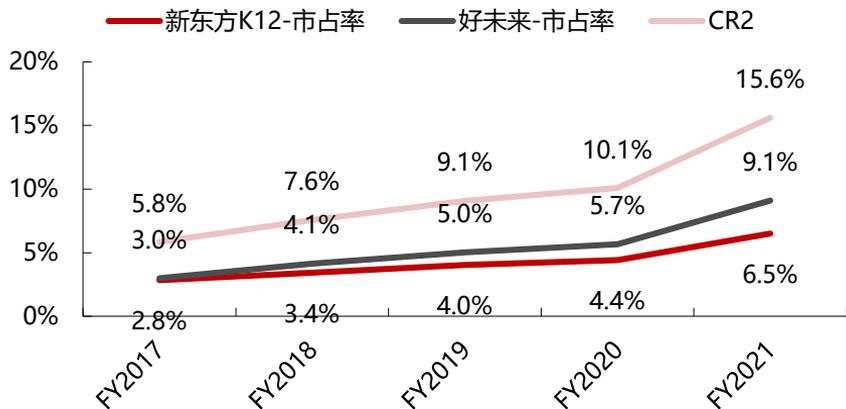
03

竞争：合规有效供给大幅出清，竞争格局优化

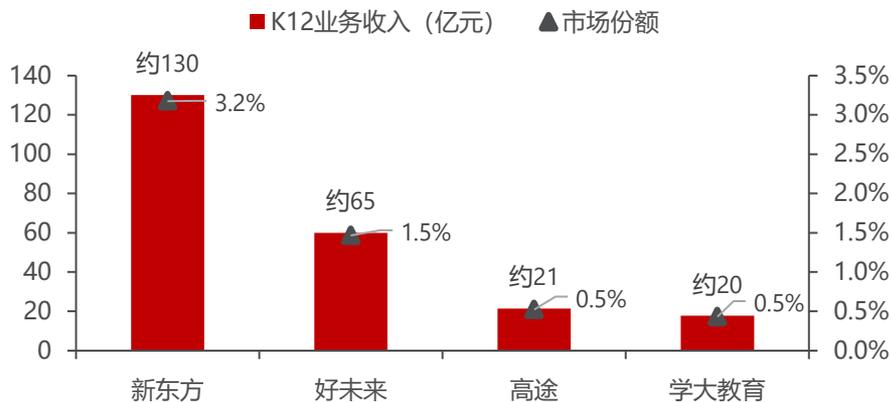
➤ 当前两大龙头合计份额不足5%，较“双减”前有一倍差距

- “双减”前K12教培市场集中度缓慢提升，2019年新东方+好未来双龙头市占率约为10.1%，增速持续跑赢行业。“双减”后，存量头部机构中，我们估计2023年新东方、好未来、高途、学大教育K12教培业务收入分别约为130/65/21/20亿元，市场份额3.2%/1.5%/0.5%/0.5%，两大龙头份额仅约4.7%，看好品牌口碑佳、管理能力强、教研实力强、存量网点规模大的头部企业份额继续提升。

● FY2017-FY2021两大龙头市占率持续提升



● 2023年全国头部K12教培机构收入及市场份额



资料来源：各公司公告，各公司公开业绩交流，民生证券研究院估算；左图：新东方财年截止日期为5月31日，新东方K12数据来自民生估算；好未来财年截止日期为2月28日，收入取公司总收入；行业数据来自艾瑞咨询，FY2017对应2016自然年；右图：新东方数据为FY2024E、截至2024年5月31日，好未来数据为FY2024、截至2024年2月29日，高途、学大教育和自然年一致，市场规模基数为我们前文的预测值。



04.后续看点：行业贝塔持续，静候暑期旺季

寒假业绩回顾：板块收入整体保持较快增长，盈利能力多持续提升

➤ 24Q1新东方、好未来收入同比增速达60%，继续超预期，学大教育、高途收入增速30%+

● 2022年以来重点K12教培公司收入（百万美元/百万元）及同比增速

自然年	22年3-5月	22年6-8月	22年9-11月	22年11月-23年2月	23年3-5月	23年6-8月	23年9-11月	23年12月-24年2月
财年	FY22Q4	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3
新东方	524	745	638	754	861	1,100	870	1,207
YoY	-57%	-43%	-3%	23%	64%	48%	36%	60%
财年	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3	FY24Q4
好未来	224	294	233	269	275	412	374	430
YoY	-84%	-80%	-77%	-50%	23%	40%	61%	60%
自然年	22年4-6月	22年7-9月	22年10-12月	23年1-3月	23年4-6月	23年7-9月	23年10-12月	24年1-3月
财年	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
学大教育	560	410	331	519	733	542	419	705
YoY	-37%	-28%	-12%	4%	31%	32%	27%	36%
高途集团	538	606	630	707	703	789	761	947
YoY	-76%	-46%	-51%	-2%	31%	30%	21%	34%
有道	956	1402	1454	1163	1207	1,539	1,481	1,392
YoY	-2%	35%	39%	-3%	26%	10%	2%	20%
昂立教育	147	199	215	189	218	306	252	279
YoY	-65%	-54%	-15%	-5%	48%	54%	18%	47%
豆神教育	244	198	403	156	307	176	353	191
YoY	4%	1%	-11%	-7%	26%	-11%	-12%	22%

资料来源：iFinD，民生证券研究院；新东方、好未来为百万美元

寒假业绩回顾：板块收入整体保持较快增长，盈利能力多持续提升

➤ 24Q1教培企业盈利能力多持续提升，高途短期投入加大

● 2024年寒假季度重点K12教培公司经营利润率及同比变动

自然年	22年3-5月	22年6-8月	22年9-11月	22年11月-23年2月	23年3-5月	23年6-8月	23年9-11月	23年12月-24年2月
财年	FY22Q4	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3
新东方	-14.7%	13.0%	2.6%	11.7%	9.1%	22.3%	5.9%	11.7%
同比变动	-7.9ppt	+35.9ppt	+57.5ppt	+29.8ppt	+23.8ppt	+9.3ppt	+3.3ppt	+0.0ppt
财年	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3	FY24Q4
好未来	-0.8%	14.4%	-2.0%	-6.7%	-11.7%	12.8%	-2.7%	2.2%
同比变动	+3.5ppt	+36.1ppt	+4.7ppt	-6.9ppt	-10.9ppt	-1.6ppt	-0.8ppt	+8.9ppt
自然年	22年4-6月	22年7-9月	22年10-12月	23年1-3月	23年4-6月	23年7-9月	23年10-12月	24年1-3月
财年	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
学大教育	7.7%	-10.8%	-0.9%	2.1%	11.9%	3.1%	6.3%	6.5%
同比变动	-3.6ppt	+1.4ppt	+149.7ppt	+3.1ppt	+4.1ppt	+13.9ppt	+7.3ppt	+4.4ppt
高途集团	-1.9%	-8.7%	0.6%	16.2%	7.2%	-10.6%	-22.6%	-6.6%
同比变动	+29.5ppt	+83.3ppt	-22.7ppt	+7.4ppt	+9.0ppt	-1.9ppt	-23.2ppt	-22.8ppt
有道	-47.6%	-15.6%	1.7%	-16.8%	-24.0%	-3.8%	5.2%	2.2%
同比变动	-21.6ppt	+6.1ppt	+25.4ppt	-6.4ppt	+23.6ppt	+11.9ppt	+3.5ppt	+19.0ppt
昂立教育	-10.6%	-23.3%	-22.2%	-12.3%	-27.6%	7.9%	-39.3%	3.9%
同比变动	-9.7ppt	-15.3ppt	+97.5ppt	-1.8ppt	-16.9ppt	+31.2ppt	-17.0ppt	+16.1ppt
豆神教育	0.1%	-48.7%	-126.6%	-30.0%	0.6%	-25.1%	-117.6%	9.4%
同比变动	+66.7ppt	-28.4ppt	-15.4ppt	-4.4ppt	+0.5ppt	+23.6ppt	+9.2ppt	+39.6ppt

资料来源：iFinD，民生证券研究院；新东方、好未来、高途为Non-GAAP经营利润率口径；有道为GAAP经营利润率口径；学大教育、昂立教育、豆神教育为扣非归母净利润率口径

春季&暑期展望：递延收入、产能扩张趋势较好，继续看好后续增长

➤ 24Q1末递延收入余额保持较快增长，预示春季季度势头良好

- 截至寒假季度末，新东方/好未来/学大教育/高途的递延收入余额同比增速分别为31%/70%/24%/26%。
- 根据公司指引，预计春季季度新东方收入同比增长28-31%，高途收入同比增长29-32%，与递延收入余额增速较为匹配。

● 2022年以来重点K12教培公司递延收入（百万美元/百万元）及同比增速

自然年	22年5月	22年8月	22年11月	23年2月	23年5月	23年8月	23年11月	24年2月
财年	FY22Q4	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3
新东方	933	1,013	1,139	1,163	1,338	1,401	1,645	1,522
YoY	-52%	-30%	7%	20%	43%	38%	44%	31%
财年	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3	FY24Q4
好未来	227	178	270	235	380	314	482	400
YoY		-84%	-50%	25%	67%	77%	79%	70%

自然年	22年6月	22年9月	22年12月	23年3月	23年6月	23年9月	23年12月	24年3月
财年	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
学大教育	448	733	599	810	481	832	718	1,001
YoY	-45%	-14%	-9%	12%	7%	14%	20%	24%
高途集团	623	605	907	683	797	631	1,114	857
YoY	-68%	-55%	-8%	16%	28%	4%	23%	26%

资料来源：各公司公告，民生证券研究院；注：递延收入指短期递延收入，不含长期递延收入

春季&暑期展望：递延收入、产能扩张趋势较好，继续看好后续增长

➤ 线下产能扩张边际加快，新东方拓店目标不断上修

- **新东方**：FY2024Q1/Q2/Q3分别净增45/50/68个教学点，同比增长12%/19%/28%，扩张速度不断加快，FY2024全年拓店目标从年初的增长10%逐季上修至增长30%，预计到FY2024期末教学点数有望达到972个，恢复到高点的58%。
- **好未来**：近两个季度单季净增约50个教学点，边际有所加快。FY2024期末教学点数量300-350个，同比接近翻倍，恢复到高点的30%左右。

● 新东方、好未来线下教学点扩张速度

	截止日	2022/5/31	2022/8/31	2022/11/30	2023/2/28	2023/5/31	2023/8/31	2023/11/30	2024/2/29
新东方	教学点数 (个)	744	706	708	712	748	793	843	911
	环比净增 (个)	-103	-38	2	4	36	45	50	68
	同比增长率	-55%	-55%	-45%	-16%	1%	12%	19%	28%
	截止日	2022/5/31	2022/8/31	2022/11/30	2023/2/28	2023/5/31	2023/8/31	2023/11/30	2024/2/29
好未来	教学点数 (个)	100-150	小幅增加	小幅增加	170	200	220	250-300	300-350
	环比净增 (个)					30	20	55 (中位数)	50 (中位数)
	同比增长率				36%	60%	47%	62%	91%

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

05.投资建议

- 校外培训政策方向清晰，监管打击违法、保护合规，利好合规企业发展。2023年来行业内公司业绩集体反弹，由于合规有效供给与需求间仍存在错配，我们认为板块性机会仍将持续。个股方面，1) 看好品牌口碑佳、管理能力强、教研实力强、存量网点规模大的全国性龙头份额提升，推荐新东方-S，积极关注好未来、学大教育；2) 积极关注同享行业贝塔、小而美的地方性龙头卓越教育集团、思考乐教育；3) 积极关注在线教育头部企业高途，在线业务高增+线下布局回归管理层擅长领域，关注纯正的AI+教育标的有道。

● 重点K12教培公司估值表

代码	简称	股价	EPS (美元/元)			PE (倍)			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
9901.HK	新东方-S	59.75	0.11	0.21	0.33	35	36	23	推荐
TAL.N	好未来	10.69	-0.01	0.12	0.30	—	89	36	—
000526.SZ	学大教育	63.98	1.26	2.03	2.74	40	31	23	—
GOTU.N	高途	4.82	-0.04	-0.57	0.41	—	—	84	—
3978.HK	卓越教育集团	3.50	0.11	0.15	0.22	14	21	15	—
1769.HK	思考乐教育	4.75	0.15	0.26	0.36	17	17	12	—
DAO.N	网易有道	3.72	-4.53	-0.43	1.45	—	—	18	—

资料来源：同花顺FinD，彭博，民生证券研究院预测；注：股价为2024年6月13日收盘价，新东方-S、卓越教育集团、思考乐教育股价为港币，好未来、高途股价为美元；未覆盖港股/美股公司数据分别采用iFinD/彭博一致预期；新东方-S数据为FY2023A、FY2024E、FY2025E，新东方-S财年截止于5月31日，好未来数据为FY2024A、FY2025E、FY2026E，财年截止于2月28日；其余标的的数据为2023A、2024E、2025E，财年与自然年一致；汇率取1USD=7.1CNY=7.8HKD)

06.风险提示

➤ 政策趋严

近期校外培训领域新政策频出，整体基调维持保护合法、打击违法，将校外培训定位为学校教育的有益补充，并且管理细则不断理清，政策环境持续改善。但若后续相关政策出现收紧，例如取消非学科牌照发放、严格管理非学科教学内容等，则可能对相关企业业务发展造成不利影响。

➤ 新业务拓展不及预期

“双减”后，K12教培企业纷纷停止或剥离义务教育阶段学科类校外培训，开拓非学科培训、学科类非培训（例如销售智能硬件、开发AI课程等）业务。新业务的前期投入包括开新网点、教学内容研发、AI及软件开发、硬件供应链投资等，花费较多资金，若新业务的技术研发、产品开发、市场拓展等进展不佳，则可能影响企业盈利水平。

➤ 行业竞争加剧

非学科培训、智能学习产品等领域成为教培行业新热点，存量机构业务拓展速度加快，同时跨界参与者逐渐变多，若企业核心竞争力不够强，竞争加剧可能导致盈利能力恶化、市场份额下降等。

➤ 产品质量下滑

教培企业核心能力在于提供优质的教育产品与服务，这与企业的教研能力有关。近两年行业非学科课程、智能硬件等新品众多，若产品不够优质，业务拓展速度过快，出现产品及服务质量下滑等问题，可能对公司口碑和业务发展造成不利影响。

THANKS 致谢

报告作者:



分析师 易永坚

执业证号: S0100523070002

邮箱: yiyongjian@mszq.com



分析师 徐熠雯

执业证号: S0100523100002

邮箱: xuyiwen@mszq.com

民生证券研究院:

上海: 上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F; 200120

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层; 100005

深圳: 广东省深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦32层05单元; 518026

分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师, 基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点, 结论不受任何第三方的授意、影响, 研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明:

投资建议评级标准	评级	说明	
以报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中:A股以沪深300指数为基准;新三板以三板成指或三板做市指数为基准;港股以恒生指数为基准;美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上

免责声明:

民生证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用, 并不构成对客户的投资建议, 不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要, 客户应当充分考虑自身特定状况, 不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期, 本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告, 但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务, 本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告, 则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记, 除非另有说明, 均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。