



Research and
Development Center

佳音频传，蓄势待发

教育行业 2024 年中期策略报告

2024 年 06 月 25 日

范欣悦 教育人服行业首席分析师
执业编号：S1500521080001
邮箱：fanxinyue@cindasc.com

证券研究报告

行业研究

行业投资策略

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
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 2024 年中期策略报告：佳音频传，蓄势待发

2024 年 06 月 25 日

- **教育行业投资思路发生哪些变化？**（1）人才导向驱动升学需求：未来随着普通高中学位供给增加，以及中职转变为综合高中，升学导向相关的需求有望愈发显著；（2）“稳就业”依旧是主旋律之一：2024 年《政府工作报告》中再次强调“稳就业”，今年高校毕业生规模预计达到 1179 万人；且 25~29 岁劳动失业率（不含在校生）呈上升趋势，因此，我们预计，能促进青年人就业相关的教育需求有望不断提升。
- **课外培训：政策边际向好，需求牵引供给。**非学科牌照进程按下“加速键”，北京、深圳福田均明确加快实现非学科机构“应批尽批”。大部分公司重启扩张的节奏，从网点数量和单店经营面积的提升上考量，我们估计，未来 1 个财年行业龙头公司将以 20~30% 的速度扩张。随着疫情影响逐步减弱以及政策边际优化，23 年在收入端已经出现明显的拐点，盈利能力也得到显著提升。
- **招录培训：提升就业技能，中长期高景气。**从公务员来看，国考+省考招录人数稳定增长，报名人数弹性更强，24 年国考通过资格审查人数同增 21.3%，实际参加考试人数同增 47.7%，省考报名人数同增 13.1%。我们估计，在当前的就业环境下，公务员报考热情有望持续提升。从事业单位来看，中央事业单位招聘稳定，地方事业单位增长。H1 事业单位联考时间提前，与公务员省考联考时间接近，或影响收款，但不影响中长期趋势。
- **稳定成长&高股息兼备。**教育行业具有刚需的属性，受宏观经济和消费力影响较小，在量和价都具备稳定增长的潜力。教育产品的学费一般都是预收的，行业现金流情况优异，并对后续的收入具有较强的指引意义，同时也具备稳定分红的基础。我们筛选出，A 股的行动教育、科德教育，港股的中教控股、新高教集团是股息率较高和稳定增长兼备的公司（筛选结果会随着后续分红政策和利润水平的变动而变化）。
- **投资建议：**我们再次强调教育行业三条投资主线：（1）课外培训：政策边际优化，扩张提速，需求旺盛，供给出清，建议重点关注：A 股的科德教育、学大教育、昂立教育、豆神教育，港股的思考乐教育、卓越教育，美股的新东方、好未来；（2）招录培训：考公人数快速增长，考试时间变动不改中长期高景气，建议重点关注：A 股的华图山鼎、港股的粉笔；（3）稳定成长&高股息兼备：A 股的行动教育、科德教育，港股的中教控股、新高教集团。
- **风险提示：**教育政策具有不确定性；教育行业招生不及预期的风险；竞争格局恶化的风险。



目录

教育行业投资思路发生哪些变化？	4
课外培训：政策边际向好，需求牵引供给	5
招录培训：提升就业技能，中长期高景气	14
稳定成长&高股息兼备	24
投资建议	27
风险提示	28

表目录

表 1 “双减”政策主要内容	6
表 2 《校外培训管理条例（征求意见稿）》主要内容	6
表 3 三家招录培训龙头提供长期班的安排	18
表 4 中央公开招聘事业单位人数及同比增速	20
表 5 地方公开招聘事业单位人数及同比增速	20
表 6 A 股股息率和成长性	25
表 7 港股股息率和成长性	26
表 8 课外培训公司估值表	27

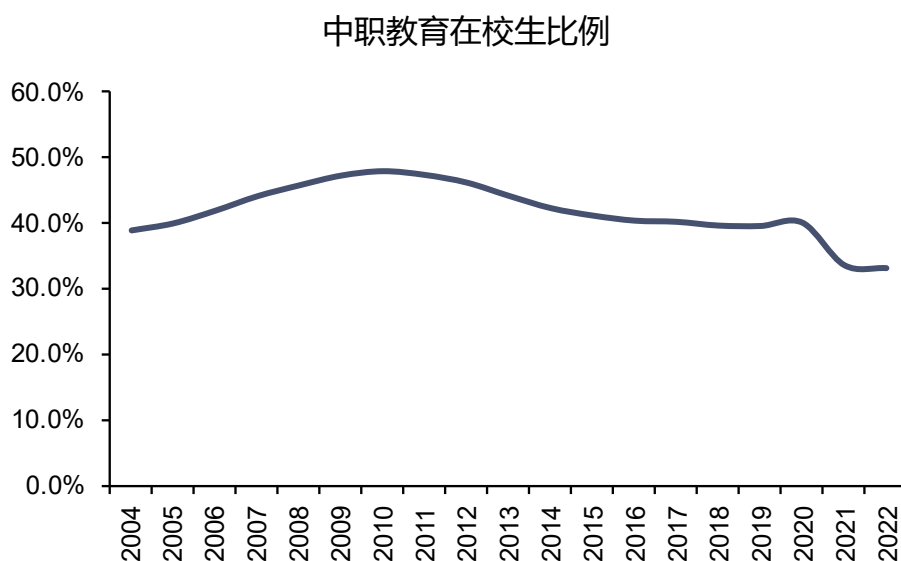
图目录

图 1 中等职业教育在校生占高中阶段在校生人数比例	4
图 2 我国 25~29 岁劳动力调查失业率（不包含在校学生）	5
图 3 普通高等学校毕业生数	5
图 4 A 股和港股课外培训公司网点数量	7
图 5 美股课外培训公司网点数量	7
图 6 A 股和港股课外培训公司收入	8
图 7 A 股和港股课外培训公司收入同比增速	8
图 8 美股课外培训公司收入	9
图 9 美股课外培训公司收入同比增速	9
图 10 A 股和港股课外培训公司非学科素质教育收入	10
图 11 A 股和港股课外培训公司非学科素质教育收入同比增速	10
图 12 思考乐教育非学科素质课程入读人数及同比增速	11
图 13 新东方非学科类辅导报名人数人次及同比增速	11
图 14 A 股和港股课外培训公司毛利率	12
图 15 美股课外培训公司毛利率	12
图 16 A 股和港股课外培训公司归母净利润	13
图 17 A 股和港股课外培训公司净利率	13
图 18 美股课外培训公司归母净利润	14
图 19 美股课外培训公司净利率	14
图 20 公务员国考招录人数	15
图 21 公务员国考报名人数	15
图 22 公务员国考实际参加考试人数	16
图 23 公务员省考招录人数	16
图 24 公务员省考报名人数	17
图 25 公务员国考录取率	17
图 26 公务员省考录取率	18
图 27 中央公开招聘事业单位工作人员及同比增速	19
图 28 地方公开招聘事业单位工作人员及同比增速	19
图 29 粉笔月活用户数及同比增速	21
图 30 粉笔年收入及同比增速	21
图 31 粉笔全职教师人数及师均收入	22
图 32 粉笔毛利率	22
图 33 粉笔经调整净利润及经调整净利率	23
图 34 华图教育营业收入及同比增速	23
图 35 华图教育毛利率	24
图 36 华图合同负债	24
图 37 我国出生人口数及小学招生数	25

教育行业投资思路发生哪些变化？

人才导向驱动升学需求。23 年 8 月，教育部、发改委、财政部发布的《关于实施新时代基础教育扩优提质行动计划的意见》提出“扩大优质高中教育资源...增加学位供给，并结合实际优化招生计划安排，有序扩大优质普通高中招生规模”“持续扩大优质普通高中教育资源总量”“积极发展综合高中”来缓解普职分流焦虑，满足更多学生上普高的需求。从 2004-2020 的历史数据来看，我国普职分流的比例一直在 5:5~6:4 左右，22 年我国中等职业教育在校生占高中阶段在校生人数的 33%，未来随着普通高中学位供给增加，以及中职转变为综合高中，升学导向相关的需求有望愈发显著。

图 1 中等职业教育在校生占高中阶段在校生人数比例

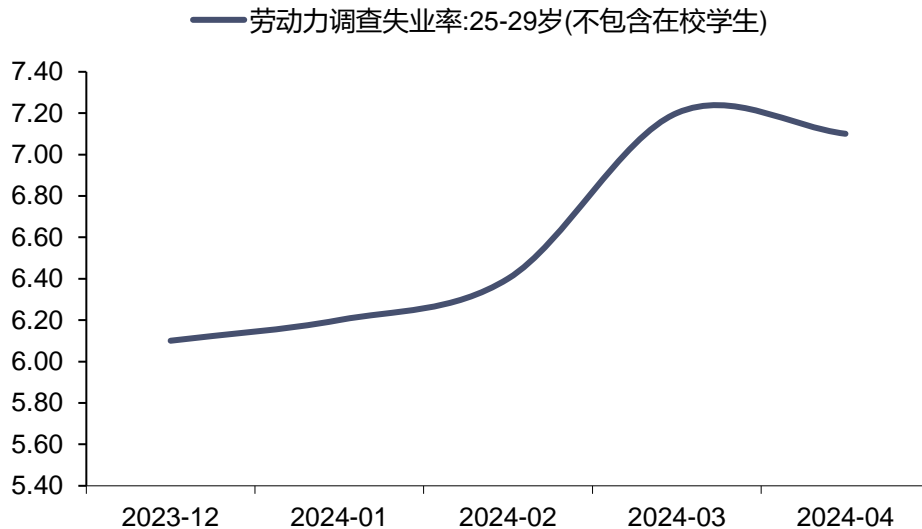


资料来源：同花顺 ifind，信达证券研发中心

“稳就业”依旧是主旋律之一。2024 年《政府工作报告》中再次强调“稳就业”：“高度重视稳就业，出台支持企业稳岗拓岗政策，加强高校毕业生等重点群体就业促进服务。”我国高校毕业生规模持续稳步增长，2024 届全国普通高校毕业生就业创业工作视频会议中指出今年高校毕业生规模预计达到 1179 万人；且 25~29 岁劳动失业率（不含在校生）呈上升趋势，因此，我们预计，能促进青年人就业相关的教育需求有望不断提升。

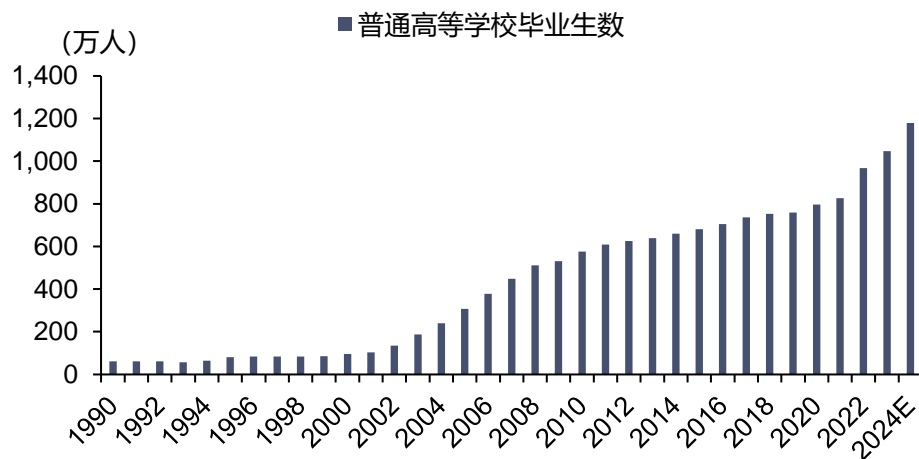


图 2 我国 25~29 岁劳动力调查失业率（不包含在校学生）



资料来源：同花顺 ifind，信达证券研发中心

图 3 普通高等学校毕业生数



资料来源：同花顺 ifind，信达证券研发中心

课外培训：政策边际向好，需求牵引供给

政策边际向好，非学科牌照提速

政策边际向好，静待高中学科&K9 非学科发力。24 年 2 月 8 日，教育部发布《校外培训管理条例（征求意见稿）》。首先，并未再次提及“双减”政策中“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”，或意味着官方认可上市公司参与高中学科培训的合理性。此外，明确提到“校外培训按照学科类和非学科类实行分类管理”，K9 非学科培训有望持续展现强需求。

非学科牌照进程按下“加速键”。4 月 16 日，北京明确加快实现非学科机构“应批尽批”，4 月 11 日，深圳福田区亦提到“尽量优化流程，加快审核、加强辅导，对达到标准的教培机构应批尽批”。牌照加速审批，叠加旺盛的需求，有望在中长期带来线下非学科课外培训的繁荣。

表 1 “双减”政策主要内容

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：中华人民共和国教育部官网，信达证券研发中心

表 2 《校外培训管理条例（征求意见稿）》主要内容

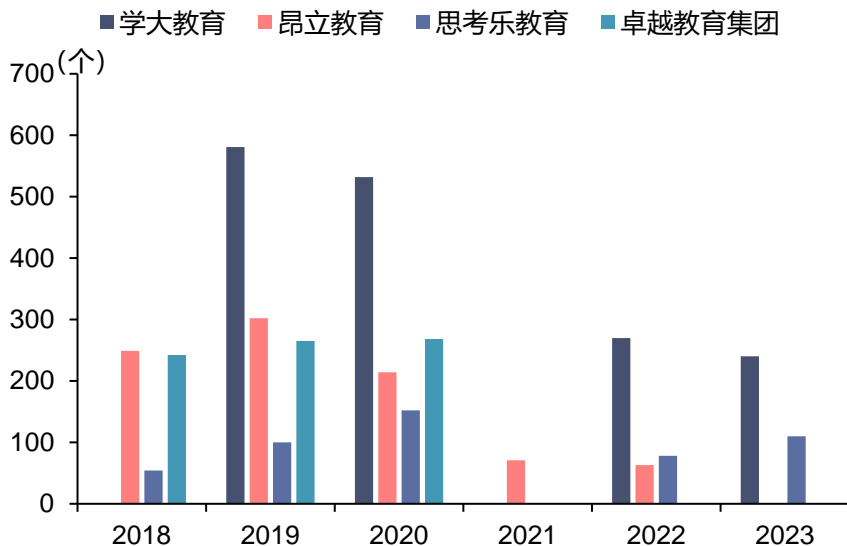
核心要点	主要内容
校外培训分类管理	校外培训按照学科类和非学科类实行分类管理。具体分类办法由国务院教育行政部门会同科技、文化和旅游、体育等部门规定。
鼓励合理校外培训需求	鼓励、支持少年宫、科技馆、博物馆等各类校外场馆（所）开展校外培训，丰富课程设置、扩大招生数量，满足合理校外培训需求。县级以上地方人民政府应当完善经费保障机制，通过多种方式，引入质量高、信用好的非学科类校外培训机构参与学校课后服务，满足学生多样化需求。

资料来源：中华人民共和国教育部官网，信达证券研发中心

扩张重启，盈利能力提升

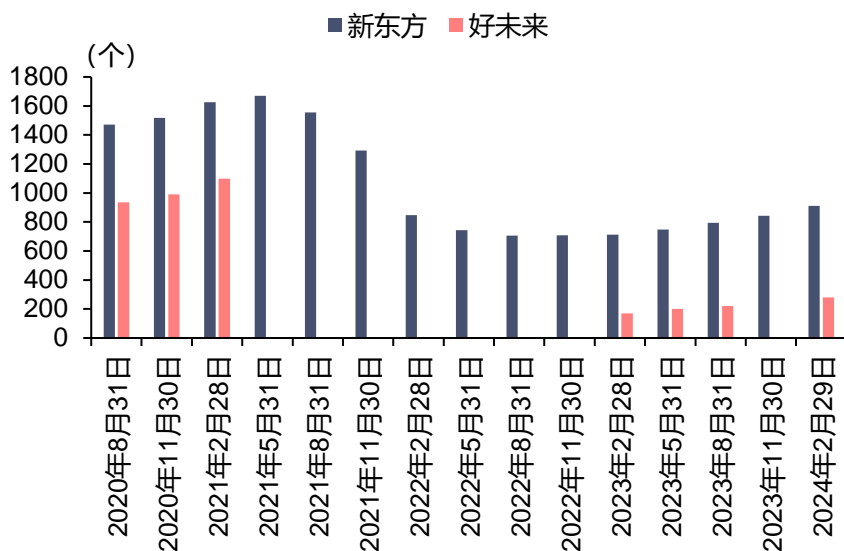
需求旺盛驱动&政策边际向好，扩张重启。非学科培训牌照“应批尽批”的加快推进，以及在 K9 非学科旺盛需求的驱动下，新东方、好未来、思考乐、卓越、学大等公司重启扩张的节奏，从网点数量和单店经营面积的提升上考量。截至季报末/23 年末，新东方（季报末）/好未来（季报末）/学大（23 年末）/昂立（23 年末）/思考乐（季报末）/卓越（季报末）网点数量恢复至“双减”政策前的 55%/25%/45%/29%/95%/36%。我们估计，未来 1 个财年行业龙头公司将以 20-30% 的速度扩张。

图 4 A 股和港股课外培训公司网点数量



资料来源：学大教育，昂立教育，思考乐教育，卓越教育集团公司公告，信达证券研发中心

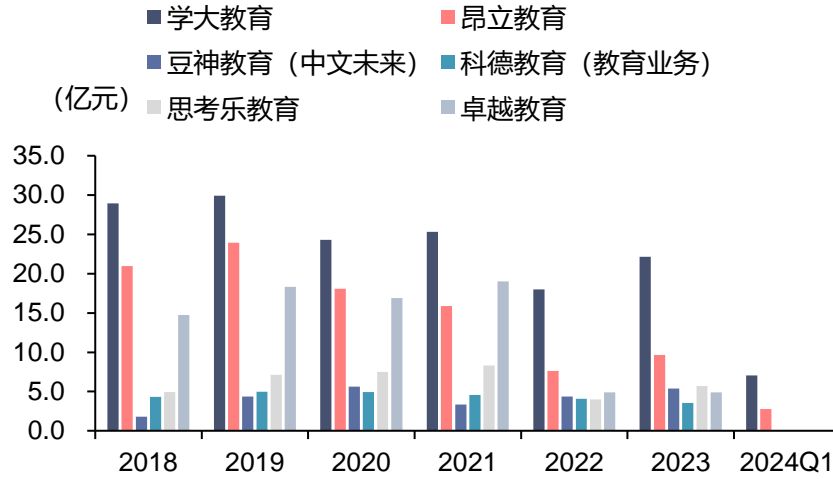
图 5 美股课外培训公司网点数量



资料来源：新东方和好未来公司公告，信达证券研发中心

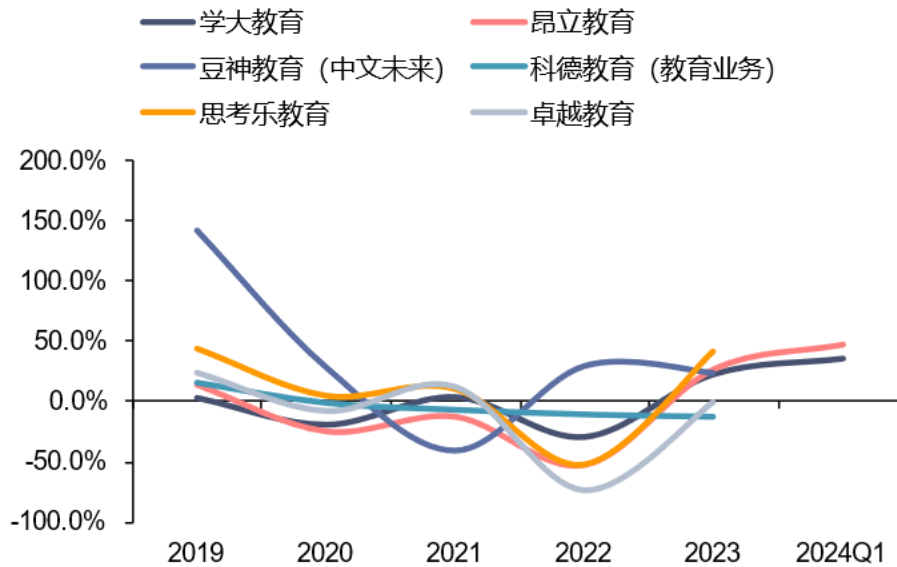
收入拐点已现。随着疫情影响逐步减弱以及政策边际优化，教培公司 23 年在收入端已经出现明显的拐点，学大、昂立、豆神旗下中文未来 2023 年收入增速超过 20%，思考乐收入增速超过 50%，科德的教育业务若剔除剥离课外培训业务的影响，收入增速亦超过 20%。

图 6 A 股和港股课外培训公司收入



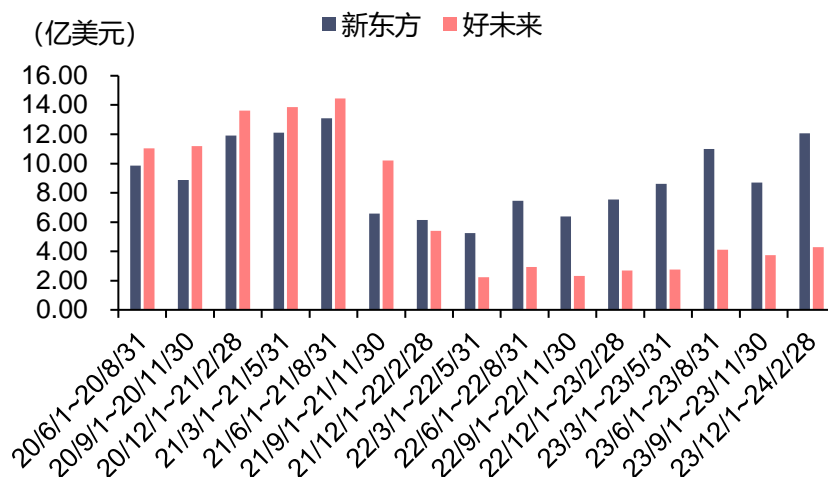
资料来源：同花顺 ifind，信达证券研发中心

图 7 A 股和港股课外培训公司收入同比增速



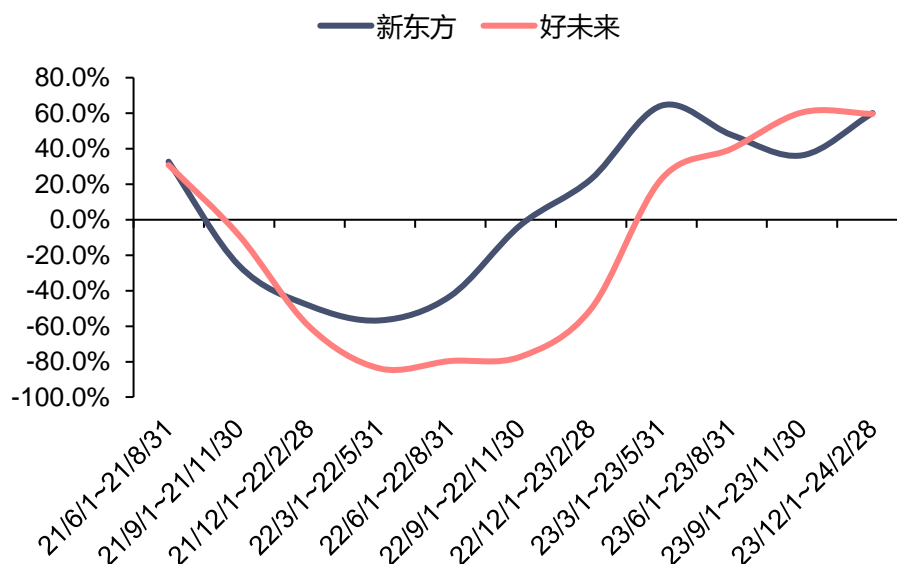
资料来源：同花顺 ifind，信达证券研发中心

图 8 美股课外培训公司收入



资料来源：同花顺 ifind，信达证券研发中心

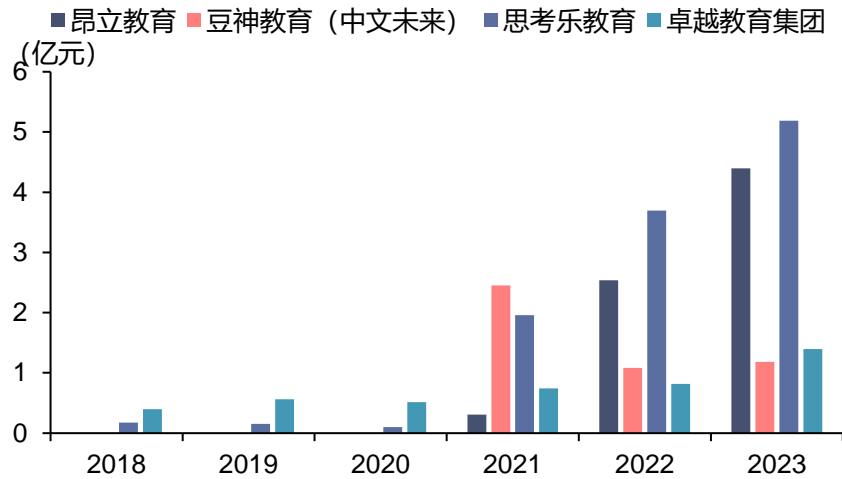
图 9 美股课外培训公司收入同比增速



资料来源：同花顺 ifind，信达证券研发中心

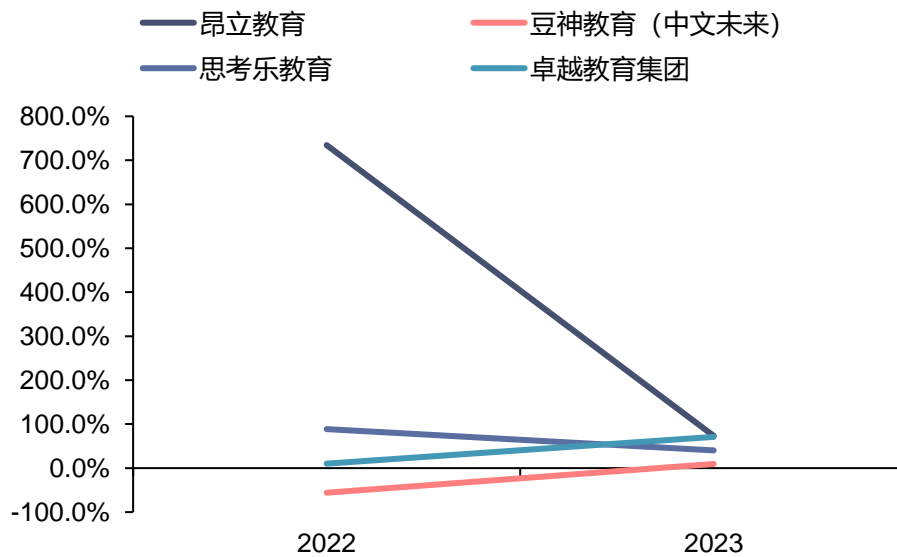
“双减”政策后，义务教育阶段非学科培训需求旺盛，而市场供给大量出清，存量机构充分受益。如 23 年昂立/豆神旗下中文未来/卓越素质教育收入增速高达 73%/40%/71%，非学科素质教育逐渐成为各培训公司主要收入来源。思考乐素质课程入读人数 22/23 年分别同比增长 202%/38%，新东方 Q1/Q2/Q3FY24 非学科辅导报名人数次同增 47%/65%/63%，我们认为非学科培训的旺盛需求具有很强的持续性，特别在业务教育阶段。

图 10 A 股和港股课外培训公司非学科素质教育收入



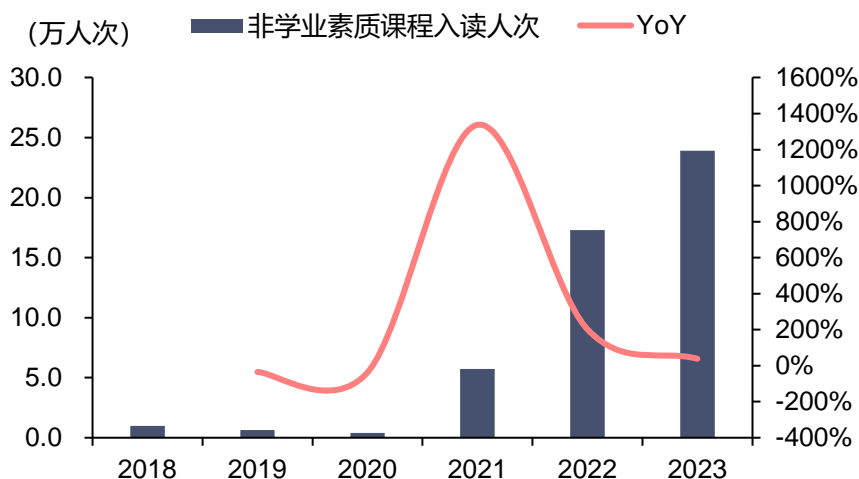
资料来源：昂立教育，豆神教育（中文未来），思考乐教育，卓越教育集团公司公告，信达证券研发中心

图 11 A 股和港股课外培训公司非学科素质教育收入同比增速



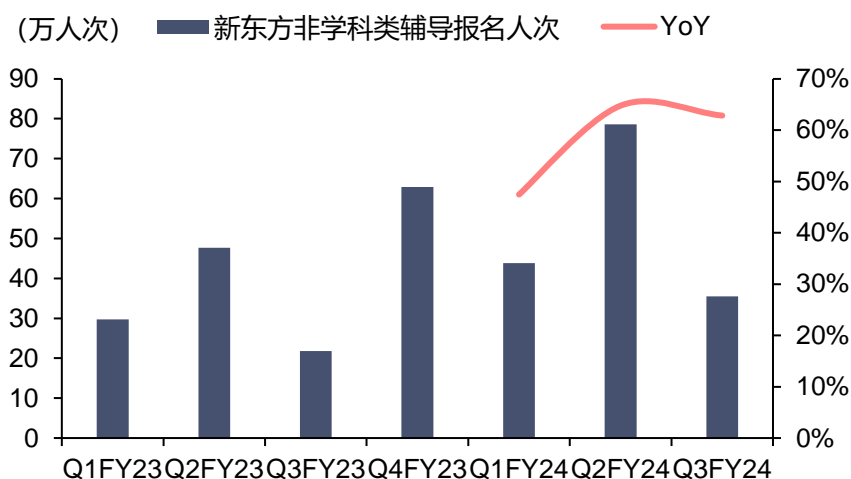
资料来源：昂立教育，豆神教育（中文未来），思考乐教育，卓越教育集团公司公告，信达证券研发中心

图 12 思考乐教育非学科素质课程入读人数及同比增速



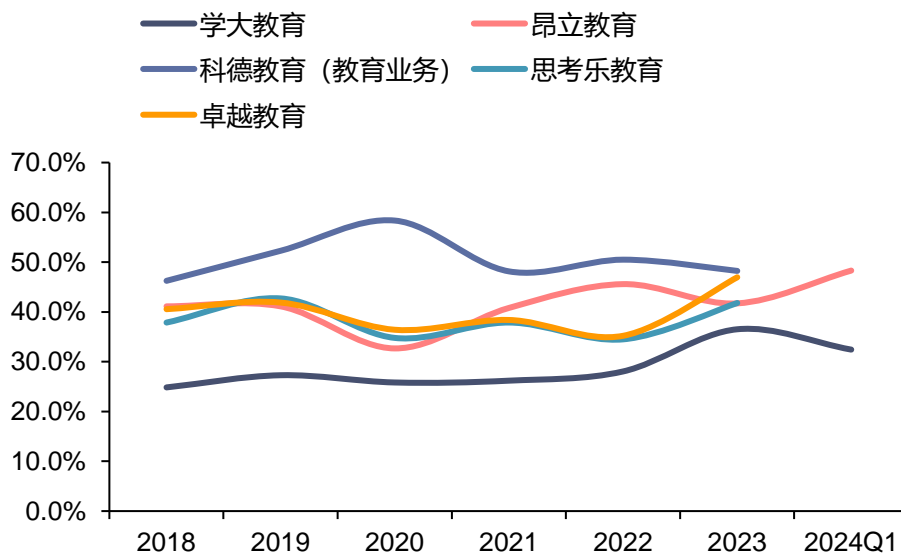
资料来源：思考乐教育公司公告，信达证券研发中心

图 13 新东方非学科类辅导报名人数及同比增速

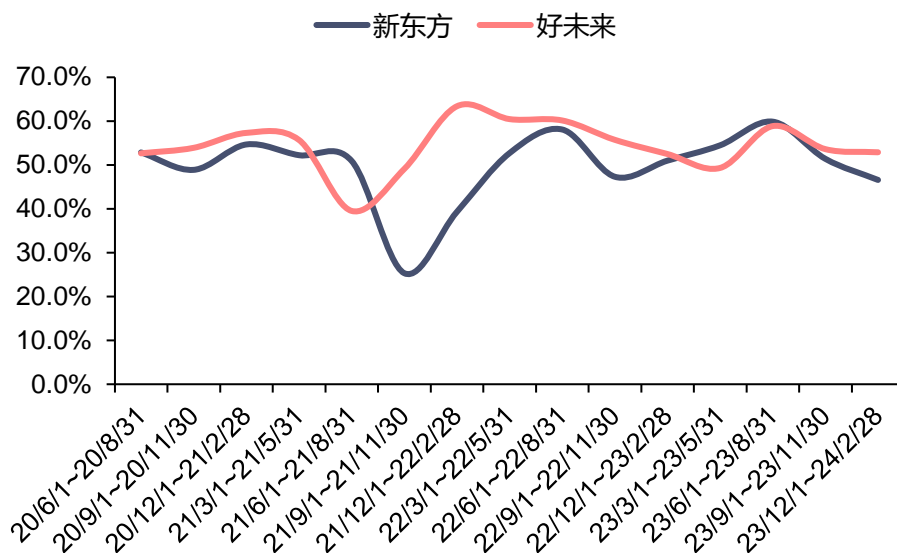


资料来源：新东方公司公告，信达证券研发中心

在市场需求旺盛&供给大量出清的背景下，教培公司的盈利能力得到显著提升。从毛利率来看，学大/思考乐/卓越教育的毛利率在 23 年显著提升，新东方的季度毛利率也呈同比提升趋势。从净利率来看，“双减”政策在 21 年造成一次性的利润影响后，22/23 年学大、科德教育业务、思考乐、卓越的净利率呈现逐年提升的趋势，23 年已接近或超过“双减”之前的净利率水平，新东方（剔除东方甄选的影响）和好未来的季度净利率亦较“双减”前得到优化。

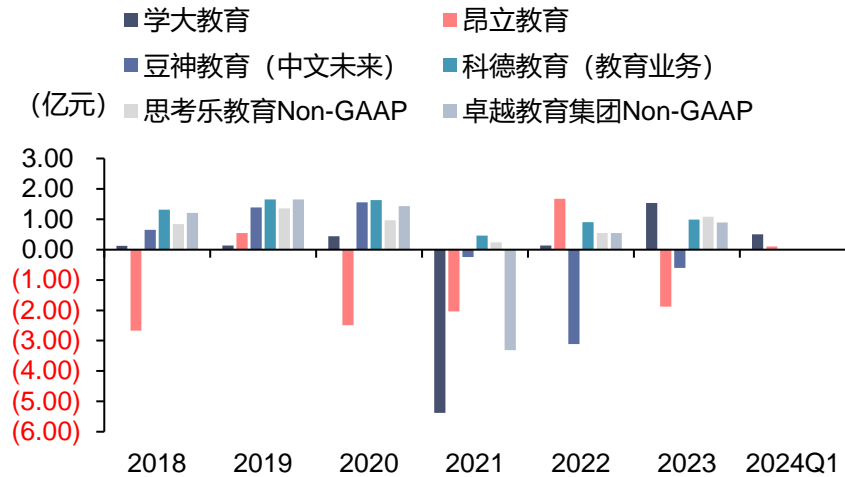
图 14 A 股和港股课外培训公司毛利率


资料来源：同花顺 ifind，信达证券研发中心

图 15 美股课外培训公司毛利率


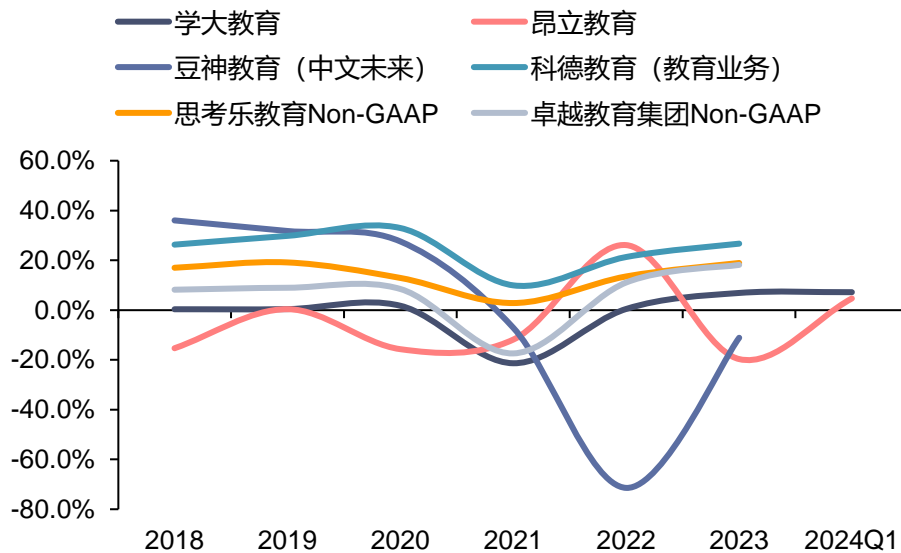
资料来源：同花顺 ifind，信达证券研发中心

图 16 A 股和港股课外培训公司归母净利润



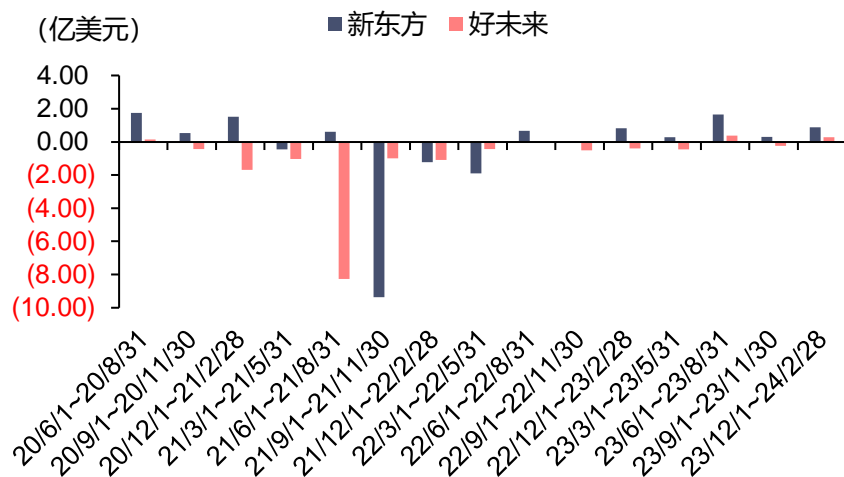
资料来源：同花顺 ifind，信达证券研发中心

图 17 A 股和港股课外培训公司净利率



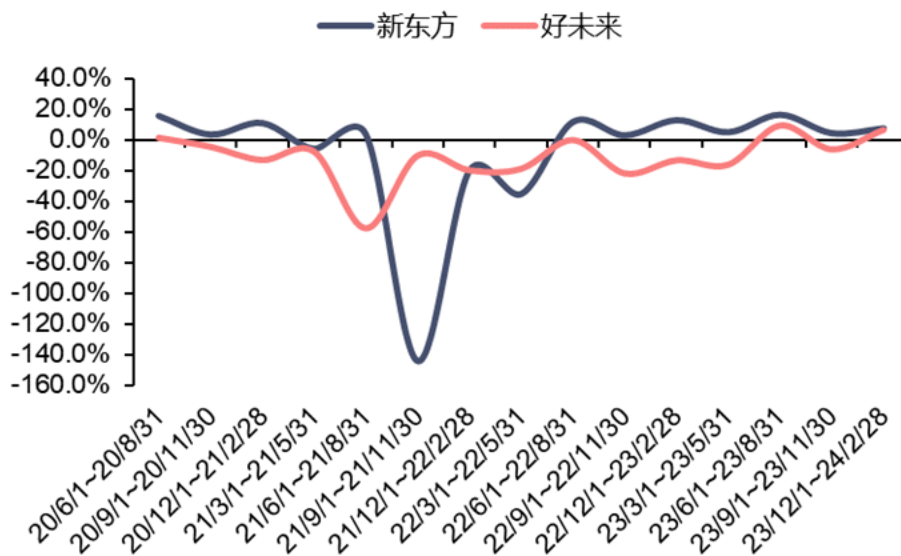
资料来源：同花顺 ifind，信达证券研发中心

图 18 美股课外培训公司归母净利润



资料来源：同花顺 ifind，信达证券研发中心

图 19 美股课外培训公司净利率

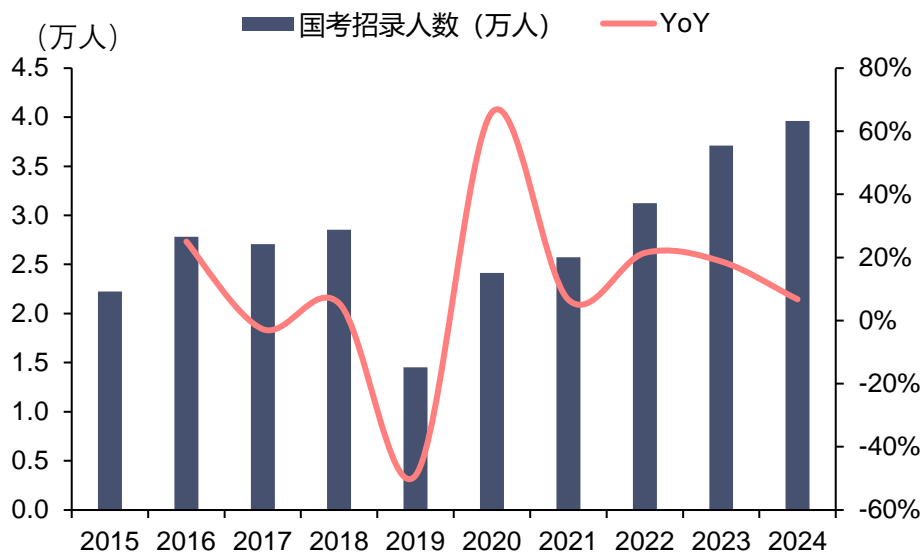


资料来源：同花顺 ifind，信达证券研发中心

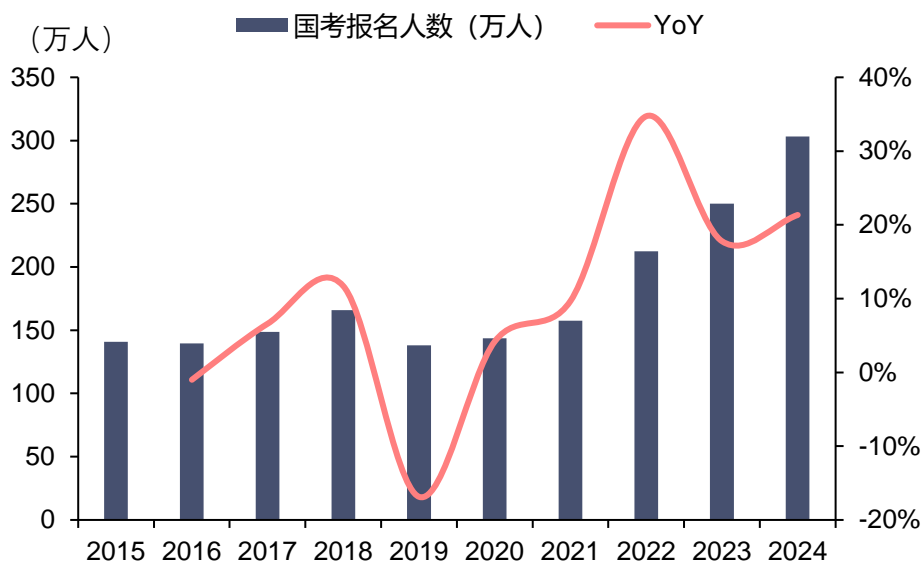
招录培训：提升就业技能，中长期高景气

公务员考试培训：报名人数快速增长，培训需求旺盛

公务员国考+省考招录人数稳定增长，报名人数弹性更强。18 年机构改革后，公务员招录人数稳定增长，24 年国考计划招录人数 4 万人、同增 6.7%；省考计划招录人数 20 万人、同增 4%。考试报名人数则以更快的速度增长，24 年国考通过资格审查人数 303 万人、同增 21%，实际参加考试人数 225 万人、同增 48%；省考报名人数 534 万人、同增 13%。我们估计，在当前的就业环境下，公务员报考热情有望持续提升。

图 20 公务员国考招录人数


资料来源：中公教育，新华网，中国新闻网，信达证券研发中心整理

图 21 公务员国考报名人数


资料来源：中公教育，新华网，中国新闻网，信达证券研发中心整理

图 22 公务员国考实际参加考试人数



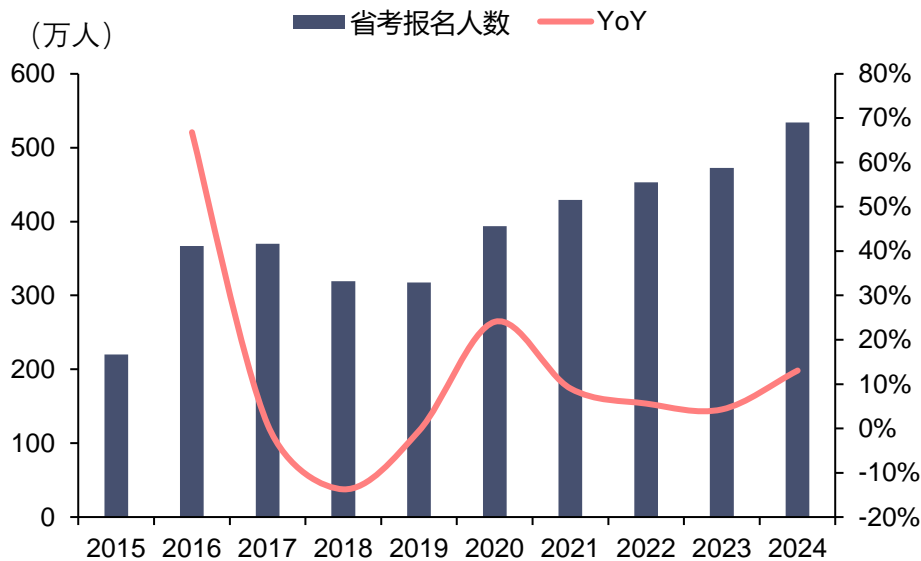
资料来源：人民网，京华时报，中国新闻网客户端，央视新闻客户端，央视网，新华网，信达证券研发中心整理

图 23 公务员省考招录人数



资料来源：中公教育，信达证券研发中心

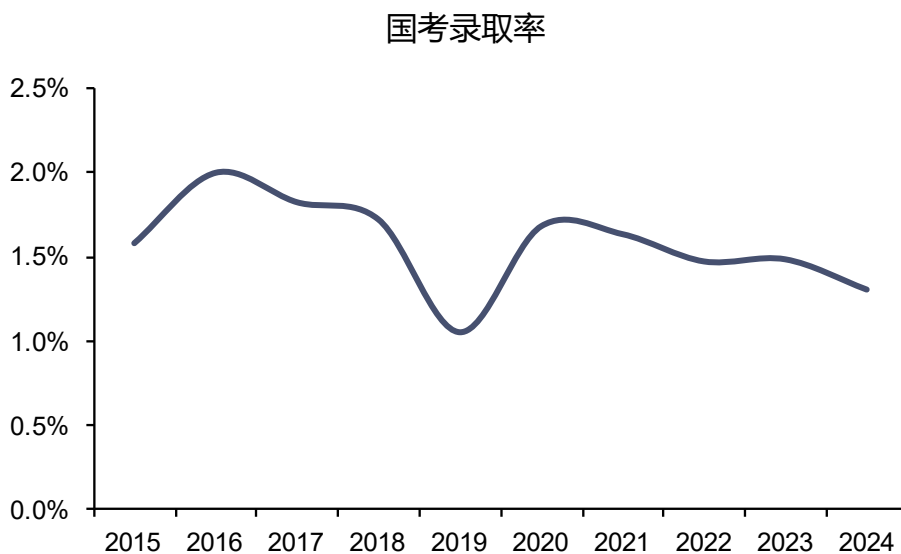
图 24 公务员省考报名人数



资料来源：中公教育，信达证券研发中心

录取率持续降低，竞争带动参培意愿提升。公务员国考的录取率约为1~2%，省考录取率约为3~4%，近年由于报名人数增长远超招录人数增长，录取率呈下降趋势。竞争日趋激烈，有望带来参培意愿进一步提升。

图 25 公务员国考录取率



资料来源：中公教育，新华网，中国新闻网，信达证券研发中心整理

图 26 公务员省考录取率



资料来源：中公教育，信达证券研发中心

备考战线拉长，平滑季节性。今年 4~5 月，随着 24 年国考、省考接近尾声，各家公司已经开始推出面向 25 年国考、省考的笔面试产品，采用全封闭/半封闭的方式。对于考生来讲，考试准备更加充分，对公司来说，有望拉长收款周期，熨平考试淡旺季带来的季节效应。

表 3 三家招录培训龙头提供长期班的安排

公司	长期班名称	长期班时间安排
华图	2025 年京笔红领培优全程营 A 班	线上 200+小时+线下 102 天（含 4 天模考、10 天自习、25 天巩固）（协议班进面赠送 5 天面试课程）
	2025 年京笔红领培优全程营 B 班	线上 200+小时+线下 88 天（含 3 天模考、8 天自习、25 天巩固）（协议班进面赠送 5 天面试课程）
	2025 年京笔红领培优班	线上 200+小时+线下 54 天（含 2 天模考、8 天自习）（协议班进面赠送 5 天面试课程）
粉笔	25 北京国市双考：OMO 精品班	线下 76 天（方法精讲 21 天、强化提升 19 天、刷题精讲 20 天、靠前冲刺 11 天、差异化刷题 5 天）+4 科辅导老师全程答疑辅导
中公	家长定制小班寄宿制	能力提升 60 天+题海实战 20 天+考前冲刺 12 天

资料来源：华图教育官网，粉笔教育 APP 和中公教育官网，信达证券研发中心

事业单位考试培训：中长期稳定，短期受考试时间变动干扰

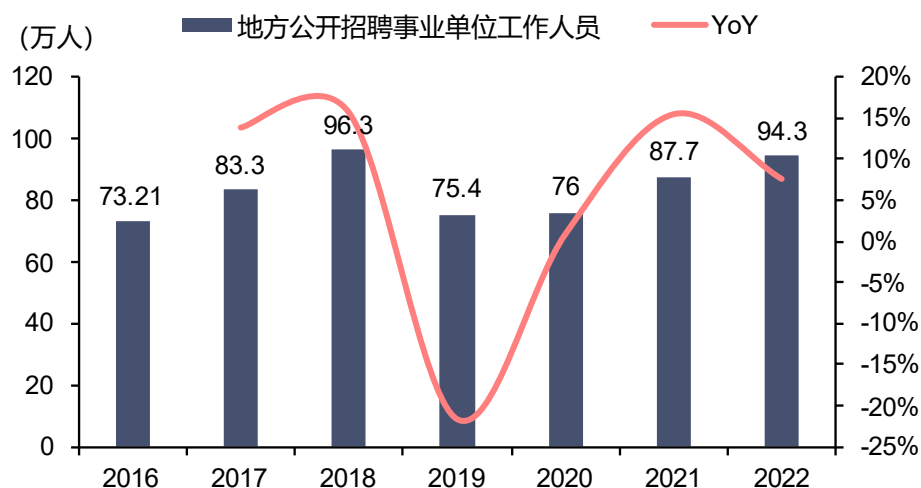
中央事业单位招聘稳定，地方事业单位增长。18 年中共中央提出《深化党和国家机构改革方案》并于 19 年进行调整后，中央公开招聘事业单位工作人员数相对稳定，每年招聘人数约在 6.4 万人左右。地方事业单位公开招聘 19~22 年稳定增长，复合增速约 7.7%。事业单位招聘的竞争激烈程度略低于公务员，我们估计每年报名人数在 1200 万人左右，录取率约为 8%。

图 27 中央公开招聘事业单位工作人员及同比增速



资料来源：人社部，信达证券研发中心

图 28 地方公开招聘事业单位工作人员及同比增速



资料来源：人社部，信达证券研发中心

H1 事业单位联考时间提前，与公务员省考联考时间接近，或影响收款。事业单位联考笔试时间一般在5月，今年提前至3月30日，根据我们的统计，共20个省/地区参加；而今年公务员省考联考的时间安排在3月16~17日，共24个省参加，两项考试有18个省/地区时间非常接近，我们估计或将影响事业单位的收款周期以及收入。

表 4 中央公开招聘事业单位人数及同比增速

年份	上半年事业单位联考笔试时间	参加省份
2021 年	5 月 22 日	内蒙古、甘肃、广西、云南、宁夏、四川(绵阳)、新疆(博州)、安徽、青海、贵州、湖北、陕西
2022 年	5 月 21 日	广西、贵州、湖北、辽宁、海南、内蒙古、宁夏、青海、四川(绵阳)、云南、新疆、江西、湖南
2023 年	5 月 7 日	黑龙江、广西、内蒙古、云南、宁夏、贵州、海南、安徽、甘肃、辽宁、江西、重庆、吉林(长春)、四川(绵阳)、新疆、陕西、湖南、青海、山西省直
2024 年	3 月 30 日	湖南、四川(绵阳)、安徽、陕西、海南、重庆、青海、吉林(长春)、宁夏、江西、湖北、贵州、云南、山西、新疆、天津、上海、黑龙江、辽宁、广西
年份	下半年事业单位联考笔试时间	参加省份
2021 年	10 月 23 日	内蒙古、湖南(省直、永州市)、四川绵阳、甘肃(省直、平凉市)、安徽、贵州(省直、三都水族自治县)
2022 年	9 月 17 日	安徽、甘肃、海南、湖北、湖南、辽宁大连、陕西、四川绵阳、云南、吉林长春、重庆市属
2023 年	8 月 26 日	黑龙江、湖南、甘肃、吉林、四川绵阳、重庆、安徽、新疆、内蒙古、湖北、辽宁、广西

资料来源：中公教育、华图事业单位公告，信达证券研发中心

表 5 地方公开招聘事业单位人数及同比增速

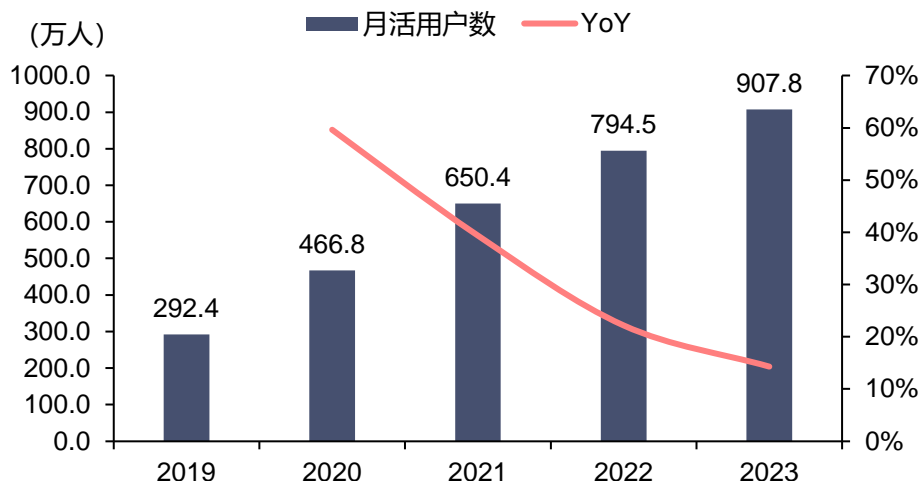
年份	公务员省考联考时间	参加省份
2021 年	3 月 27~28 日	安徽、重庆、广东、广西、贵州、甘肃、黑龙江、河南、河北、湖北、湖南、海南、江西、吉林、辽宁、内蒙古、宁夏、青海、陕西、山西、四川、天津、新疆兵团、云南
2022 年	3 月 26~27 日	四川、青海、新疆、新疆兵团
	7 月 9~10 日	浙江、吉林、福建、辽宁、河南、广西、海南、云南、湖北、重庆、湖南、宁夏、黑龙江、江西、天津、安徽、陕西、河北、甘肃、山西、河南、贵州、西藏、辽宁、内蒙古
2023 年	2 月 25~26 日	安徽、重庆、广东、广西、贵州、甘肃、黑龙江、河南、河北、湖北、湖南、海南、江西、吉林、辽宁、内蒙古、宁夏、青海、陕西、山西、四川、天津、新疆、新疆兵团、云南、福建
2024 年	3 月 16~17 日	重庆、山西、河北、河南、广东、新疆、新疆兵团、陕西、贵州、安徽、宁夏、青海、黑龙江、云南、海南、福建、甘肃、广西、天津、内蒙古、湖北、江西、辽宁、湖南、吉林

资料来源：中公教育官网，信达证券研发中心

粉笔：收入稳定增长，AI 赋能驱动盈利能力提升

月活近千万，流量蓄水池丰厚。“粉笔”APP 提供大量免费资料、刷题训练及模考等，近乎成为招录备考人手必备的 APP，23 年月活用户达到 908 万人。基于庞大的流量蓄水池，用户可以自主选择购买会员产品、系统班（线上大班课）及精品班（线上/OMO）等。23 年公务员和事业单位大班培训人次为月活的 9%，小班培训人次为月活的 4%，我们认为，随着用户参培意愿和课程口碑的提升，流量蓄水池有望逐步兑现价值。

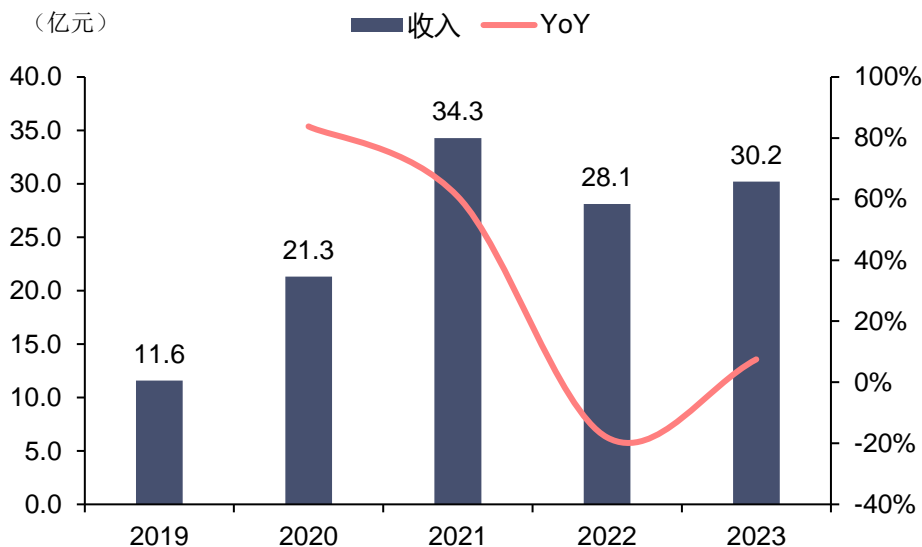
图 29 粉笔月活用户数及同比增速



资料来源：粉笔公告，信达证券研发中心

收入稳定增长，OMO 小班尤为靓丽。剔除 21、22 年线下快速扩张后主动收缩及疫情的干扰，虽然 20 年以来每年公务员和事业单位考试时间变动较大，粉笔的收入稳定增长。特别是精品班（小班）自 20 年推出以来增速靓丽，23 年增速超过 15%，并成为主要收入来源。另外，线下精品班（小班）通过 OMO 的模式提升教学效率，驱动盈利能力提高。

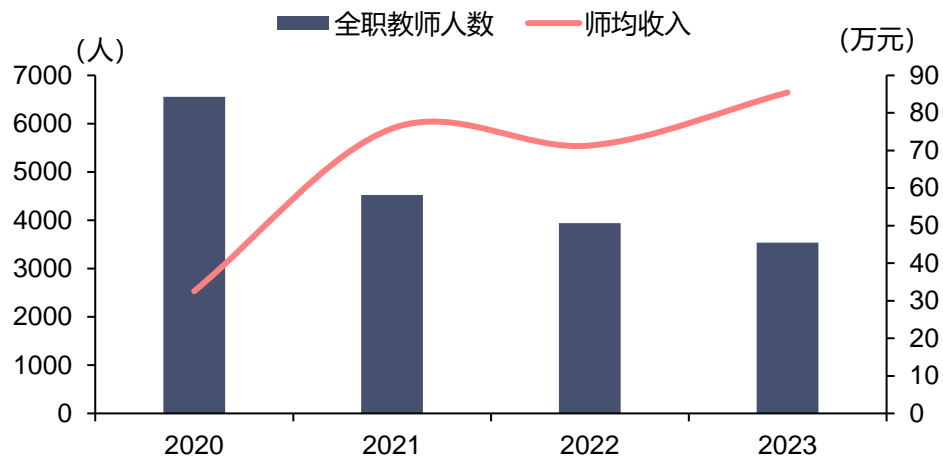
图 30 粉笔年收入及同比增速



资料来源：粉笔公告，信达证券研发中心

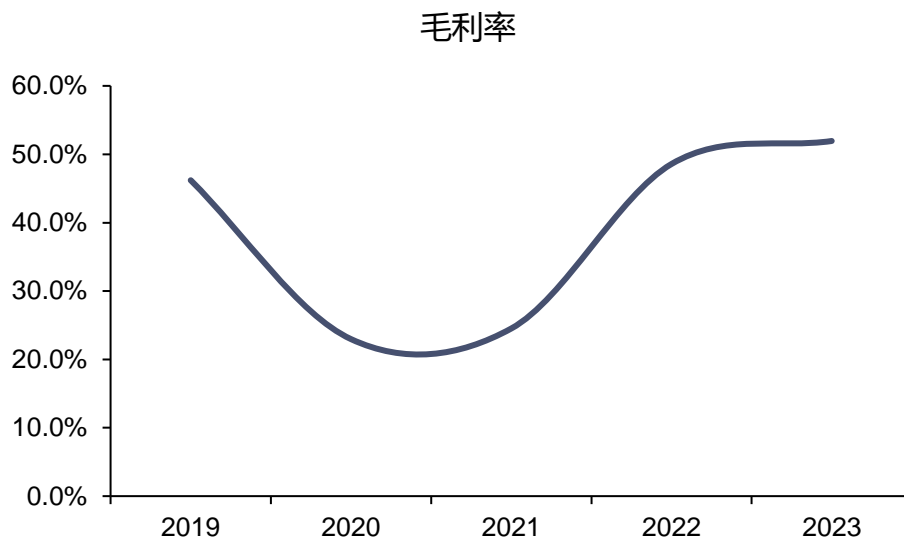
AI 赋能提升效率，利润率不断提升。粉笔基于大语言模型，结合教研的长期积累，自主研发了专注于公考行业的垂直大模型。在教师端，AI 赋能答疑和教研，大幅提升师资效率，直观可以看到师均收入贡献不断提升，进而带来利润率的提高。在用户端，推出“AI 智能老师”，提供个性化学习规划及指导、学习成果检测及辅导、题目答疑及其他做题辅导、考情答疑及报考指导、督学提醒和解压疏导共 7 大功能，给予 7*24 小时的指导和陪伴，有望进一步提升用户体验。

图 31 粉笔全职教师人数及师均收入



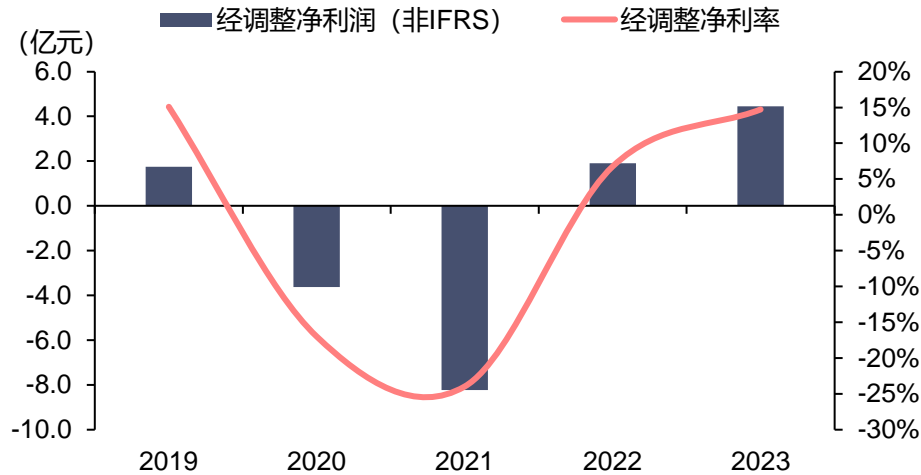
资料来源：粉笔公告，信达证券研发中心

图 32 粉笔毛利率



资料来源：粉笔公告，信达证券研发中心

图 33 粉笔经调整净利润及经调整净利率

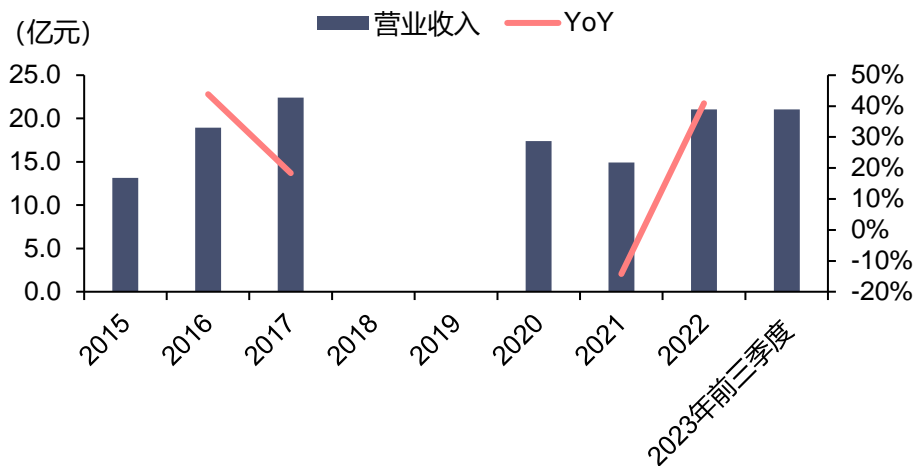


资料来源：粉笔公告，信达证券研发中心

华图山鼎：老牌劲旅，资本市场初露锋芒

华图教育收入显著修复。华图教育在 15~17 年收入稳定增长，CAGR 达 30.4%，20~21 年在疫情及行业竞争格局恶化的共同作用下，规模收缩。22 年随着行业竞争格局的优化，及战略和课程的调整，趋势反转，22 年实现收入 21 亿元，23 年我们估计收入超过 30 亿元。

图 34 华图教育营业收入及同比增速



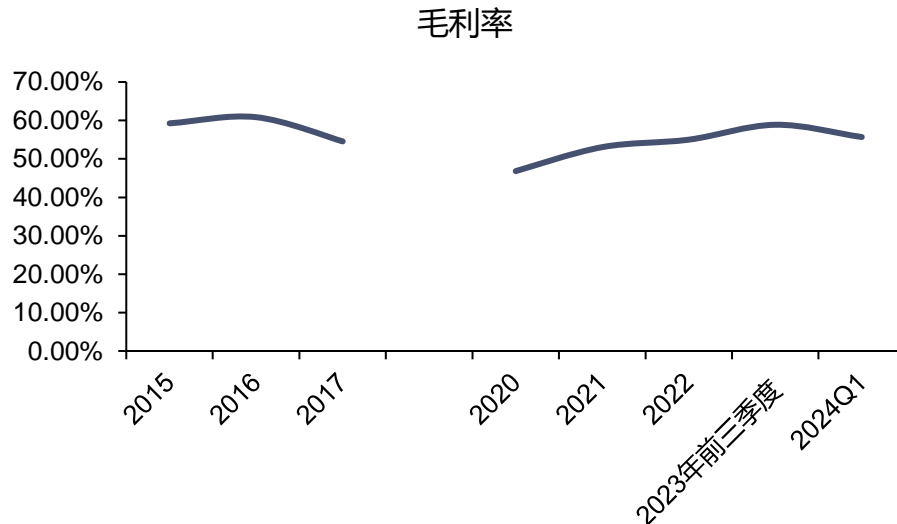
资料来源：北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司申请版本（第一次呈交）（全文档案）、《华图山鼎:关于深圳证券交易所关注函回复的公告》，信达证券研发中心

注：18-19 年无公开数据

盈利能力回到正常水平。15~16 年，华图教育毛利率在 60% 左右，20 年毛利率降至 46.9%，21~23 年前三季度毛利率稳步回升，22 年达到 55.1%，23 年前三季度达到 58.9%，24Q1 华图山鼎毛利率达到 55.7%。



图 35 华图教育毛利率



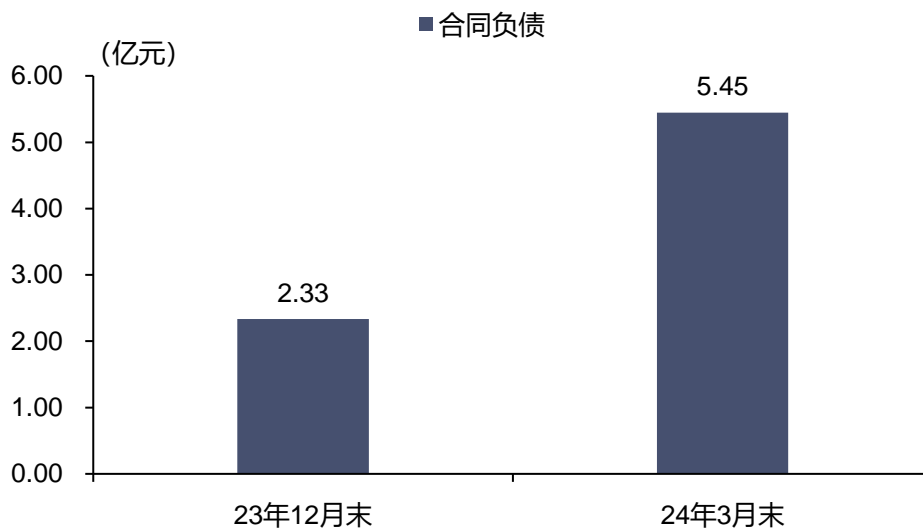
资料来源：北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司申请版本（第一次呈交）（全文档案）、《华图山鼎:关于深圳证券交易所关注函回复的公告》，信达证券研发中心

注：2024Q1 毛利率为华图山鼎的毛利率

18-19 年无公开数据

收款强劲，合同负债健康增长。24Q1，华图山鼎收款 9.8 亿元，截至 24 年 3 月末的合同负债为 5.5 亿元，环比 23 年 12 月末增加 3.1 亿元。

图 36 华图山鼎合同负债



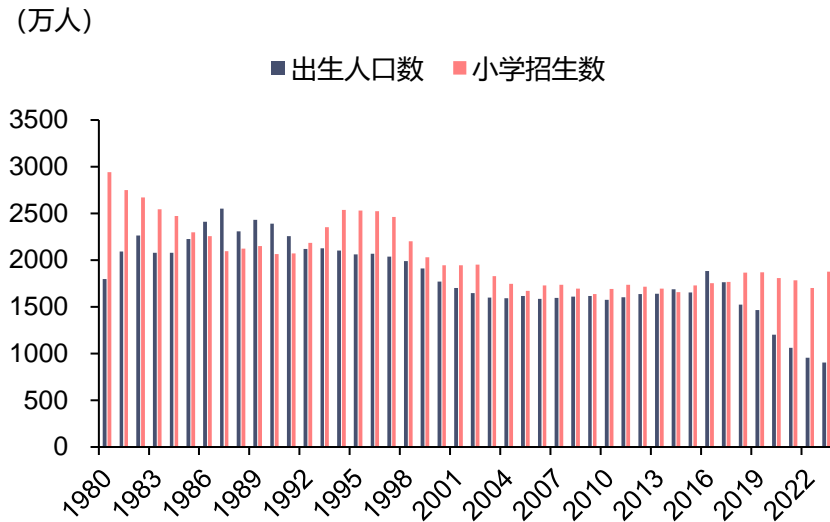
资料来源：同花顺 ifind，信达证券研发中心

稳定成长&高股息兼备

教育行业具有刚需的属性，受宏观经济和消费力影响较小，在量和价都具备稳定增长的潜力。从人口基数来看，近年来我国的出生人口从 17 年开始下滑，估计从 2024/30/33/36 年开始分别影响到小学/初中/高中/大学的入学人数，从 2040 年开始影响到大学的毕业生人数，但这与我们当前着重研究的二级市场赛道并非是直接一一对

应的关系，中间还有渗透率和参培率不断提升的趋势，如小学和初中非学科培训渗透率有望不断提高；高中在“有序扩大优质普通高中招生规模”的政策导向下，普通高中的在校生数有望不断增加（中职的在校生或将不断减少），高中学科培训需求依然旺盛。总之，我们认为，教育是在中长期具备稳定成长潜力的行业。

图 37 我国出生人口数及小学招生数



资料来源：同花顺 ifind，信达证券研发中心

教育产品的学费一般都是预收的，行业现金流情况优异，并对后续的收入具有较强的指引意义，同时也具备稳定分红的基础。因此，我们统计在 2023 财年分红的 A 股教育行业和港股 20 亿港元市值以上的上市公司，综合考量股息率和成长性，对于 A 股教育行业的上市公司，成长性指标我们选用 2019~23 年归母净利润 CAGR；对于港股教育行业的上市公司，成长型指标我们选用 2019~23 年经调整净利润 CAGR（2020~22 年疫情及政策对教育公司的增长有负面影响）。我们筛选出，A 股的行动教育、科德教育，港股的中教控股、新高教集团是股息率较高和稳定增长兼备的公司（筛选结果会随着后续分红政策和利润水平的变动而变化）。

表 6 A 股股息率和成长性

	股息率	2019~23 年归母净利润 CAGR	市值（亿元）
盛通股份	0.38%	-58.7%	27.8
传智教育	0.19%	-45.7%	34.5
科德教育	2.76%	14.5%	32.2
佳发教育	1.53%	-10.6%	38.8
国新文化	0.51%	不适用	34.5
行动教育	3.96%	16.8%	53.7

资料来源：同花顺 ifind，信达证券研发中心

注：统计日期为 2024 年 6 月 7 日

表 7 港股股息率和成长性

	股息率	2019~23 年经调整净利润 CAGR	市值（亿港元）
中国东方教育	8.97%	-25%	48.6
中教控股	6.76%	26%	125.9
天立国际控股	1.21%	8%	94.6
中国春来	1.24%	43%	56.0
新高教集团	10.34%	40%	36.2
卓越教育集团	0.95%	-14%	31.3

资料来源：同花顺 ifind，信达证券研发中心

注：统计日期为 2024 年 6 月 7 日

投资建议

我们认为，当前教育行业承担的主要任务为，提升人才素质，为高技术行业的发展输送高质量人才，以及为促进就业贡献力量，提供相关教育培训服务的公司有望充分受益。同时，教育具有刚需、抗周期、现金牛的特征，在消费领域中具有较强的比较优势。

我们再次强调教育行业三条投资主线：（1）课外培训：政策边际优化，扩张提速，需求旺盛，供给出清，建议重点关注：A股的科德教育、学大教育、昂立教育、豆神教育，港股的思考乐教育、卓越教育，美股的新东方、好未来；（2）招录培训：考公人数快速增长，考试时间变动不改中长期高景气，建议重点关注：A股的华图山鼎、港股的粉笔；（3）稳定成长&高股息兼备：A股的行动教育、科德教育，港股的中教控股、新高教集团。

表 8 课外培训公司估值表

		归母净利润（亿元）			PE			总市值(亿元)
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
EDU.N	新东方	28.18	40.43	51.64	31	21	17	867
TAL.N	好未来	4.66	11.25	13.50	121	50	42	565
1769.HK	思考乐教育	1.41	1.93	2.50	18	13	10	25
3978.HK	卓越教育集团	1.31	1.92	2.62	21	14	10	27
000526.SZ	学大教育	2.47	3.34	4.37	31	23	18	78
2469.HK	粉笔	6.06	8.09	10.19	15	11	9	90
300492.SZ	华图山鼎	3.28	4.97	8.99	45	29	16	146
002607.SZ	中公教育	8.22	13.93	16.02	14	9	7	119
605098.SH	行动教育	2.82	3.59	4.56	20	15	12	55
600661.SH	昂立教育	0.50	1.10	1.27	61	28	24	31
300192.SZ	科德教育	1.76	2.16	2.62	20	16	13	35
0839.HK	中教控股	21.32	24.14	27.24	5	5	4	115
2001.HK	新高教集团	7.67	8.51	9.35	4	4	3	30

资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：统计日期为 2024 年 6 月 7 日，万得一致预测（180 天）

豆神教育 wind 无一致预期

风险提示

教育政策具有不确定性：已发布课外培训的征求意见稿，但终稿仍未发布，具有不确定性。

教育行业招生不及预期的风险：教育公司招生存在低预期的风险，从而造成业绩不及预期。

竞争格局恶化的风险：教育行业部分公司可能会通过降价和促销吸引消费者，从而造成行业竞争格局恶化。

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。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。