

教育行业2024年中期投资策略

教培政策边际改善，机构业绩企稳向上

西南证券研究发展中心
传媒研究团队
2024年7月

核心观点

教培政策边际改善，高中和K9区别管理。通过详细对比双减后重要的教培政策，包括《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》、《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》、《校外培训行政处罚暂行办法》和《校外培训管理条例（征求意见稿）》，我们认为2024年2月9日发布的《校外培训管理条例（征求意见稿）》反应出以下几个政策走向：1）政策是在正视教培需求的背景下制定；2）高中阶段和义务教育阶段区别管理，义务教育阶段学科类培训仍延续双减政策，高中阶段则在机构审批、培训时间等方面根据实际情况，做了一些更符合学生需求的调整；3）学科类和非学科类分类管理；4）删除对招生宣传的限制。

需求刚性，造就千亿市场。在中小学激烈的升学竞争中脱颖而出、提升自身综合素养的驱动下，K12校外培训的需求偏刚性。2023年我国小学、初中和高中在校生分别为10836、5244、2804万人，参考双减前的参培率，小学、初中和高中分别为22%、36%、57%，生均补习班支出在1000-3000元之间，预计教培仍是千亿规模的市场。

教培机构历经整改，业绩拐点已现。教培机构自2021年双减落地至今，已完成教学教研内容整改，减少超前学习内容，增加逻辑、思维、阅读等素养内容，多个机构整改后的K9课程已获地方教育厅发布的非学科类培训的牌照。2023年，教培机构在疫后线下活动复苏、规范经营下，收入恢复至双减前8-10成，随着营销活动减少、经营利润率提升，利润整体恢复甚至超过双减前水平。未来随着头部持证正规教培机构持续扩张，有望从小作坊式机构吸引客流，实现稳健增长。

相关标的：新东方（9901.HK）、好未来（TAL.N）、学大教育（000526.SZ）、思考乐教育（1769.HK）、卓越教育集团（3978.HK）

风险提示：政策反复的风险；机构扩张不及预期的风险；用户付费能力和意愿提升不及预期的风险。

教培政策变迁对比

通过详细对比双减后重要的教培政策，包括《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》、《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》、《校外培训行政处罚暂行办法》和《校外培训管理条例（征求意见稿）》，我们认为2024年2月9日发布的《校外培训管理条例（征求意见稿）》反应出以下几个政策走向：

- ① 政策是在正视教培需求的背景下制定；
- ② 高中阶段和义务教育阶段区别管理，义务教育阶段学科类培训仍延续双减政策，高中阶段则在机构审批、培训时间等方面根据实际情况，做了一些更符合学生需求的调整；
- ③ 学科类和非学科类分类管理；
- ④ 删除对招生宣传的限制。

1) 意见稿提出“提高校外培训质量，满足多样化的文化教育需求，促进青少年健康成长”，一定程度认可校外培训的市场需求。

2) 高中阶段和义务教育阶段区别管理，义务教育阶段学科类培训仍延续双减政策，高中阶段则在机构审批、培训时间等方面根据实际情况，做了一些更符合学生需求的调整。

政策适用范围来看，双减政策明确提出要治理和管理高中阶段的校外培训，而后续的三个政策未明确指出高中阶段。

	《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》	《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》	《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）》
出台时间	2021年	2022年	2023年	2024年(征求意见稿)
出台部门	中共中央办公厅、国务院办公厅	教育部等部门	教育部	教育部
适用范围	各地在做好义务教育阶段学生“双减”工作的同时，还要统筹做好面向3至6岁学龄前儿童和普通高中学生的校外培训治理工作，不得开展面向学龄前儿童的线上培训，严禁以学前班、幼小衔接班、思维训练班等名义面向学龄前儿童开展线下学科类(含外语)培训。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。	生(含3至6岁学龄前儿童)	以上学龄前儿童、中小學生	生和3至6岁学龄前儿童

教培政策变迁对比

审批登记规则来看，双减明确高中阶段的学科类校外培训机构不再审批，而管理条例侧重细化如何获得校外办学许可。

《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》 《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》 《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)》

<p>审批登记</p> <p>面向义务教育阶段学生(K1-K9)的学科类校外培训机构:不再审批,现有学科类培训机构统一登记为非营利性机构。</p> <p>面向学龄前儿童的校外培训机构和面向普通高中学生(K10-K12)的学科类校外培训机构:不再审批。</p> <p>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。</p>	<p>各地根据《中华人民共和国民办教育促进法》及有关规定,进一步完善非学科类培训机构管理程序。非学科类线下培训机构须取得县级有关主管部门的行政许可后,再依法进行法人登记;跨县域开展线下培训的,要依法按要求在每个县域取得有关主管部门的行政许可。对于经营多种非学科类业务的机构,可由主要监管部门牵头实行部门联合审核。实行相对集中行政许可权改革的地区,要加强部门之间审管衔接,把监管责任落到实处,防止出现监管盲区或监管冲突。</p>	<p>开展校外培训活动,应当依法取得相应的校外培训办学许可,具备法人条件。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。校外培训办学许可由县级以上人民政府教育行政部门审批。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。涉及多个部门的,应当分别报相关行业主管部门审核同意。</p>
---	---	--

培训时间来看,双减规定的范围为学科类培训,而管理条例细化为义务教育阶段的学科类培训。

《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》 《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》 《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)》

<p>培训时间</p> <p>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。</p>	<p>不得和当地中小学校教学时间相交叉。培训结束时,不得晚于20:30。</p>	<p>校外培训应当安排在培训所在地中小学教学时间之外的时间,不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假组织义务教育阶段学科类培训。省级人民政府教育行政部门可以会同行业主管部门对培训时长、时段等作出具体规定。</p>
---	---	--

教培政策变迁对比

3) 学科类和非学科类分类管理

学科类和非学科类分类管理，一方面，非学科类培训管理办法将不断完善；另一方面，科学、科技类非学科类培训有望获得更多支持。

	《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》	《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》	《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)》
培训类别	学科类培训和非学科类培训	非学科类校外培训 各地要细化并公布各行业培训类别的清单目录，并根据新出现的培训类型，及时进行动态调整。对于同时开展多个类别培训等情形，要明确主要监管部门及相关配合部门。教育行政部门要强化统筹协调，避免出现监管盲点。	面向社会招收3周岁以上学龄前儿童中小学生的，违法开展校外培训	学校教育体系外，面向社会开展的，以中小学生和3至6岁学龄前儿童为对象， 以提高学业水平或者培养兴趣特长等为主要目的 ，有组织或系统物理、化学、生物等学科知识性的教育培训活动。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。

第十八条提出“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。”

4) 删除对招生宣传的限制

双减对招生宣传有严格的限制，但从行政处罚暂行办法到管理条例，均未提及有关招生宣传的内容。

	《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》	《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》	《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)》
招生宣传	坚决禁止为推销业务以虚构原价、虚假折扣、虚假宣传等方式进行不正当竞争，依法依规坚决查处行业垄断行为。 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。不得在中小学校、幼儿园内开展商业广告活动，不得利用中小学校和幼儿园的教材、教辅材料、练习册、文具、教具、校服、校车等发布或变相发布广告。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。	各有关部门要依法严肃查处资质不全、打擦边球开展学科类培训、不正当价格行为、传、存在安全隐患、影响招生入学秩序等违法违规行为。		

教培市场规模测算

指标	2023年	2022年	2021年	2020年	2019年	2018年	2017年
在校生学生数 (万人)							
普通小学	10836	10732	10780	10725	10561	10339	10094
初中	5244	5121	5018	4914	4827	4653	4442
普通高中	2804	2714	2605	2494	2414	2375	2375
课后教育参加人数 (万人)							
小学					2350	2260	2180
初中					1750	1680	1630
高中					1370	1360	1360
参培率							
小学					22%	22%	22%
初中					36%	36%	37%
高中					57%	57%	57%
生均补习班支出 (元)							
小学							1475
初中							2443
高中							2691

	2024	预测依据
小学在校生人数 (万人)	10724	
参培率	20%	预计小学阶段参培率较双减前有一定下降, 预计2024年为20%
生均补习班支出 (元)	2075	以2017年为基数, 按每年提价5%的幅度
小学教培市场规模 (亿元)	445	
初中在校生人数 (万人)	5240	
参培率	36%	预计初中阶段参培率维持双减前水平
生均补习班支出 (元)	3438	以2017年为基数, 按每年提价5%的幅度
初中教培市场规模 (亿元)	648	

教培机构业绩和估值对比

	新东方	好未来	学大教育	思考乐教育	卓越教育
网点数量 (个; 2023)	843	170	270	70+	-
老师数量 (个)	26600	-	3000+	2000+	2000+
K9收入 (亿元) (占比)	38 (28%)	K12共计: 50 (75%)	-	5.5 (80-90%)	11 (70%)
高中收入 (亿元) (占比)	60 (28%)		18 (90%)	0.7 (10%+)	1.6 (10%)
营收2023 (亿元)	212	106	22	5.8	集团16 上市公司5.2
利润2023 (亿元)	18	-0.25	1.5	0.9	0.9
利润2024E (亿元)	24.8	2.8	2.6	1.4	1.3
市值	1014亿港币	64亿美元	77亿	26亿港币	26亿港币
估值 (2024)	36x	163x	31x	17x	18x

注：市值、估值截至20240701
2024利润为wind一致预期

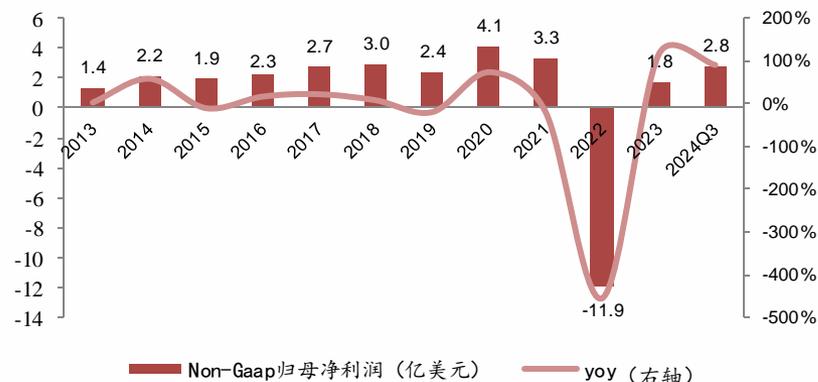
新东方 (9901.HK) : 非学科类高速增长, 利润率稳步提升

2023年基本回到2019年水平, 但盈利能力仍有提升空间。双减后, 教学网点大面积关停, 同时停止K9学科类培训, 转型素质培训。2023年, 学习中心数量恢复至FY19年(1233家)的近7成; 收入端得益于东方甄选的增量贡献, 几乎与FY19年持平; 培训方面, 高中和出国考试培训基本未受影响, K19培训转型素质后占收比有所下降。但FY23与公司最高峰时期(FY2021)表现仍有差距, 高峰期教学网点1669家, 营收272亿元。预计未来公司网点会逐步扩张, K9非学科类培训高速增长, 高中阶段以20%左右的速度增长, 叠加利润率逐步向双减、疫情前靠拢, 利润仍有显著增长空间。

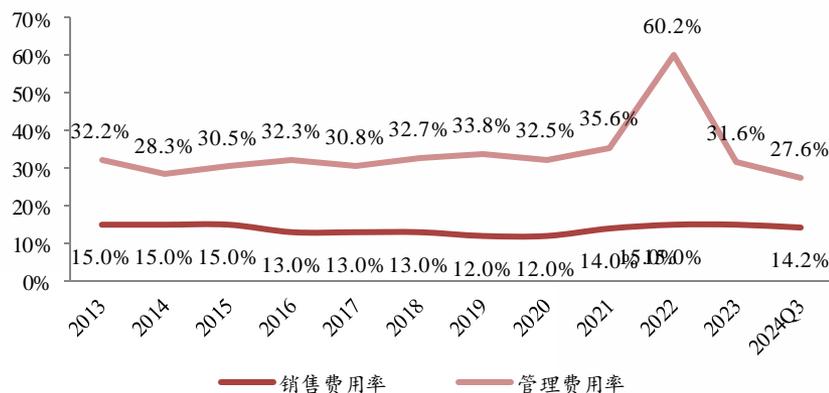
	双减前	双减期间变化	双减后 (2023)
教学网点数量 (个)	1669 (20211130)	关停部分网点	843 (20231130)
老师数量 (个)	54200	减少	26600
K9业务	占比64% (FY2019)	K9阶段仅提供非学科类课程	占比18% (非学科类+智能学习系统+设备智能业务+教育材料)
高中业务		影响较小	占比28%
其他业务	1) 出国考试准备及咨询 23% 2) 英语训练4% 3) 其他9%	1) 东方甄选贡献显著收入 2) 出国考试及英语培训几乎未受影响;	1) 出国考试准备及咨询25% 2) 成人及大学生教培4% 3) 东方甄选25%
收入 (亿元)	214 (FY2019)	回到19年水平, 但受K9业务影响, 与双减前收入高峰期仍有差距	212 (FY2023)
Non-GAAP利润 (亿元)	28	与双减前还有一定差距	18
利润率	13%	降低	8.5%

新东方 (9901.HK) : 非学科类高速增长, 利润率稳步提升

业务多元化+成功转型, 公司业绩逐步恢复。2024Q3公司营收约为双减前的75%; 净利润延续增势。且公司24财年包括东方甄选带来的业绩增量, 2024Q3营业收入已实现yoy+48.7%至31.8亿美元, Non-gaap净利润实现2.8亿美元, yoy+90.5%, 预计24全年可业绩恢复至双减前高峰水平。



成本费用均已近似双减前水平, 净利润率仍有提升空间。FY2022年公司停止K-9学科类培训且裁员, 产生大量成本和管理费用, 但作为一次性成本费用计提, 2024Q3各项利润率已呈恢复态势, 但和双减前相比, 仍有提升空间。

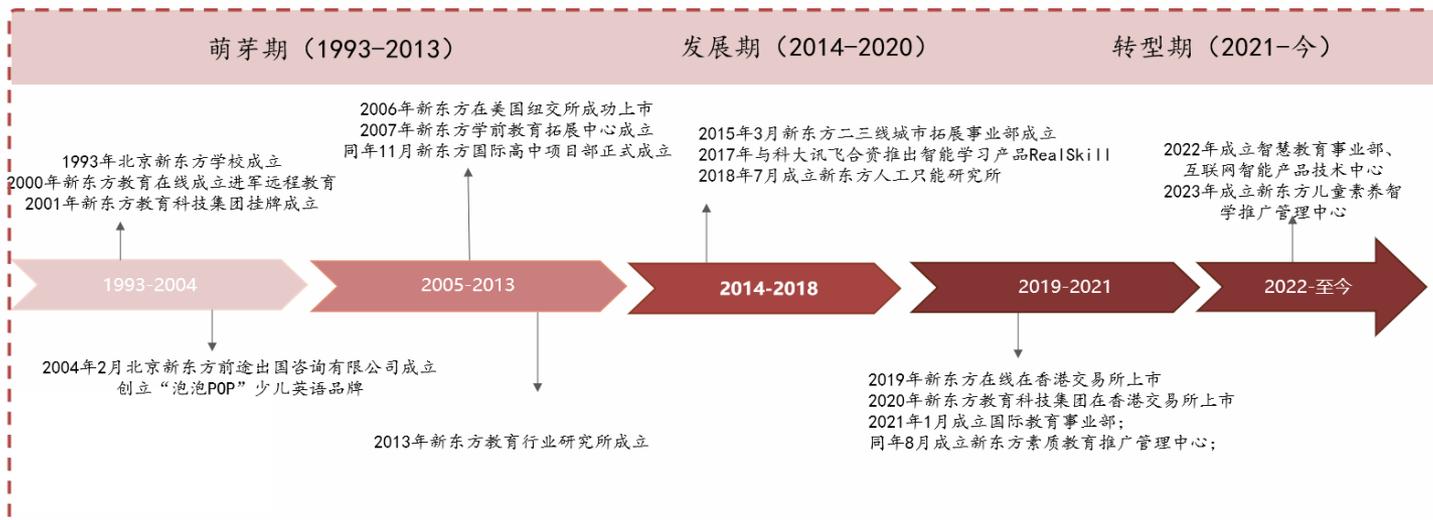
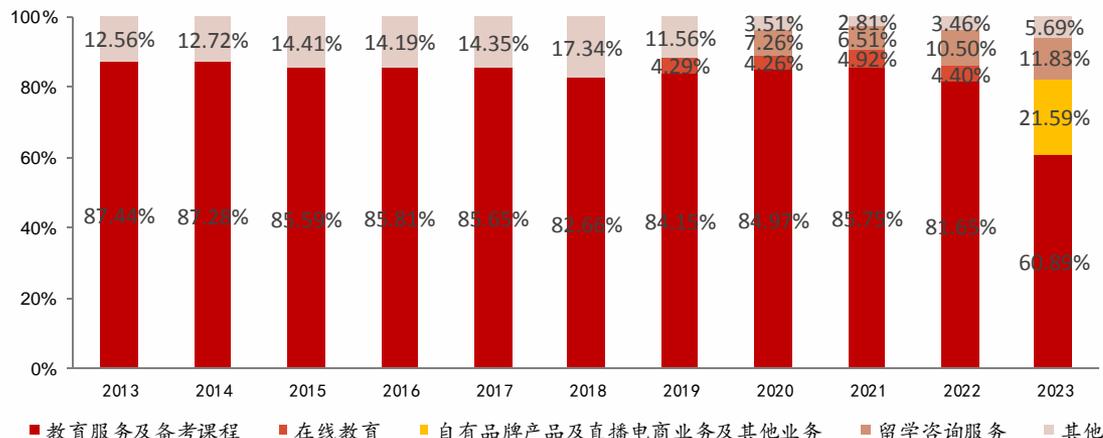


新东方 (9901.HK) : 非学科类高速增长, 利润率稳步提升

业务呈现多元化发展。双减前, 包括K12培训和出国考试辅导的教育服务业务占比较高, 约占85%, 其中k12培训占总收入比超60%。双减后, 业务呈现多元化发展, 东方甄选贡献显著的增量业绩; 教育服务中, 高中培训约占总收入比30%, 出国考试占比约15%, k9业务占比15%。

深耕教培行业30年, 创新发展能力卓越。新东方教育科技集团前身为1993年成立的北京新东方学校, 2000年新东方教育在线成立, 于2006年在美国纽交所上市, 2020年在港交所二次上市。新东方深耕教培行业30年, 目前拥有素质教育、国际教育、成人教育、直播电商等多个业务板块, 打造了新东方学习成长中心、新东方素质成长中心、新东方国际教育、新东方大学生学习与发展中心等诸多知名教育品牌。

21年双减后, 公司业务重心转向非学科类辅导, 开始拓展智能学习产品、STEAM教育、职业教育、游学研学营以及提供数字化智能学习解决方案等新业务。



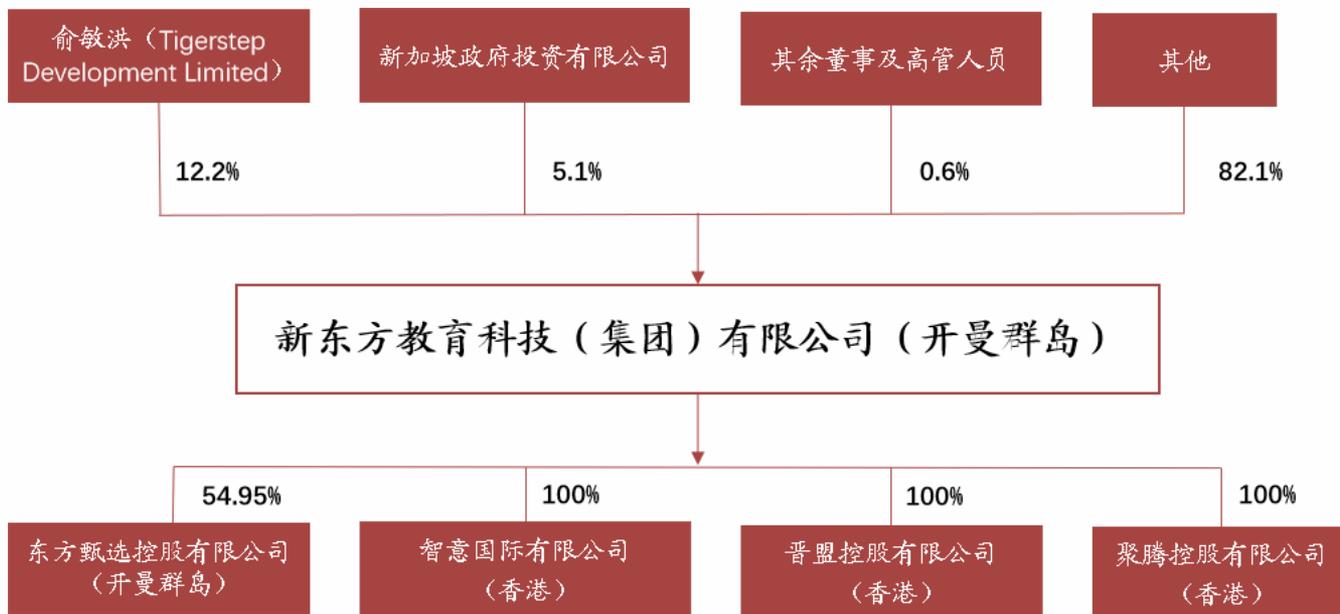
新东方 (9901.HK) : 非学科类高速增长 , 利润率稳步提升

核心高管团队成长于公司内部，稳定且业务经验丰富。俞敏洪先生为公司创始人，带领公司从创业到成功上市，再到经历“双减”后带领公司积极转型，其背后离不开一群拥有丰富行业经验的高管团队。董事长兼董事会执行主席俞敏洪负责管理投资与投后管理板块，董事兼首席执行官周成刚负责国际教育业务发展板块并暂管创新业务发展板块，执行总裁兼首席财务官杨志辉作为业务支持负责集团财务管理部、人力资源部、资产管理部、总裁办公室、法务部、上市及投资者关系部和北京新东方基金会的管理工作。高管团队均长期扎根于公司，为公司的持续成长和发展提供坚实保障。

姓名	职位	工作经历
俞敏洪	主席, 董事	公司创始人，自2001年其任董事会主席兼首席执行官。曾任北京青年企业家协会副会长，中国民主同盟中央委员会的教育委员会副主席。于2001年8月1日获委任为东方甄选控股有限公司主席兼董事。于2023年12月17日获委任为东方甄选控股有限公司执行董事及行政总裁。
杨志辉	执行总裁	自2006年4月进入公司以来先后担任多个职位，曾任 BeijingHuaDeXinInvestmentCo. Ltd. 的财务总监、普华永道会计师事务所，担任高级审计师。毕业于北京大学光华管理学院，获经济学学士学位。于2015年4月1日获委任为新东方教育科技集团财务总监。
周成刚	董事、行政总裁	2000年进入公司，自2006年12月起任执行副总裁，且自2010年11月起担任董事一职。曾任新东方学校北京区和上海区总裁。苏州大学获得英语学士学位，并在澳大利亚麦觉里大学获通信硕士学位。于2010年11月1日获委任为新东方教育科技集团董事，并自2016年起担任行政总裁。

新东方 (9901.HK) : 非学科类高速增长 , 利润率稳步提升

公司创始人兼实际控制人持股12.2%。公司的重要实际控制人为公司创始人俞敏洪先生，持有新东方集团12.2%股份，新加坡政府投资有限公司持股5.1%。新东方教育科技（集团）有限公司旗下已拥有三家持股比例为100%的全资海外子公司，分别是智意国际有限公司、晋盟控股有限公司以及聚腾控股有限公司和持股比例为54.95%的东方甄选控股有限公司。



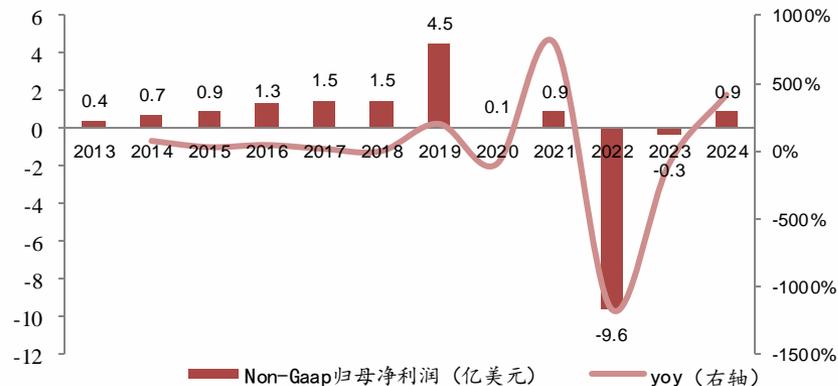
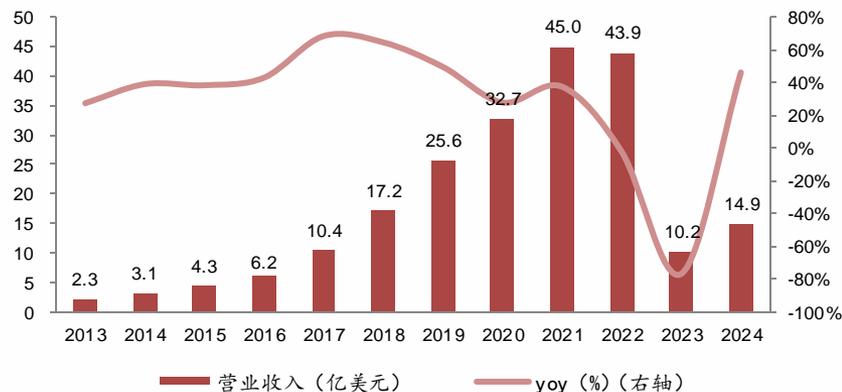
好未来 (TAL.N) : 教培复苏态度保守 , 大力投入教育科技

教培增长预期较为保守, 教育硬件对业绩贡献度显著提升。双减后, 公司关停大量网点, 截至FY2023年末, 网点数量不足双减前高峰期1/5。公司整体对教培业务复苏拓展偏保守, 培训业务增长和教学网点扩张相关度较高, 公司并未指定明确的网点拓张计划, 无论是K9素质类还是高中培训增长预期均低于行业平均。但公司积极投入教育科技, 先后推出讲题机、学习机等智能硬件, 且自研数学大模型MathGPT赋能硬件, 预计教育硬件业务对整体业绩贡献度逐步提升。

	双减前 (FY2021)	双减期间变化	双减后 (FY2023)
教学网点数量 (个)	1098	大量关停网点	170
老师数量 (个)	44800 (员工人数70900)	减少	员工人数11700
K9业务	91% (21Q4 : 学而思培优 + 学而思网校 + 1v1)	关闭K9学科类培训业务	占比75% (素质培训 + 高中培训等)
高中业务			
其他业务		发展AI相关的解决方案和硬件	1) 技术解决方案: toB提供直播、教研、AI系统相关的解决方案, 占比约10%; 2) 学习内容解决方案: 纸质/电子书、APP、AI学习机, 占比约15%
收入 (亿元)	290	受K9业务影响减少	71
Non-GAAP利润 (亿元)	5.8	-	-1.9
利润率	2%	-	-

好未来 (TAL.N) : 教培复苏态度保守, 大力投入教育科技

业绩呈恢复态势, 但较为缓慢。FY2023停止提供K9培训业务, 营收受到较大负面影响, 约为双减前高峰时期1/4, 利润亏损。FY24出现恢复态势, 营业收入超过23年全年; 另外公司大力投入教育科技, 利润端逐步释放, FY24实现利润0.9亿元, 同比大幅增长。



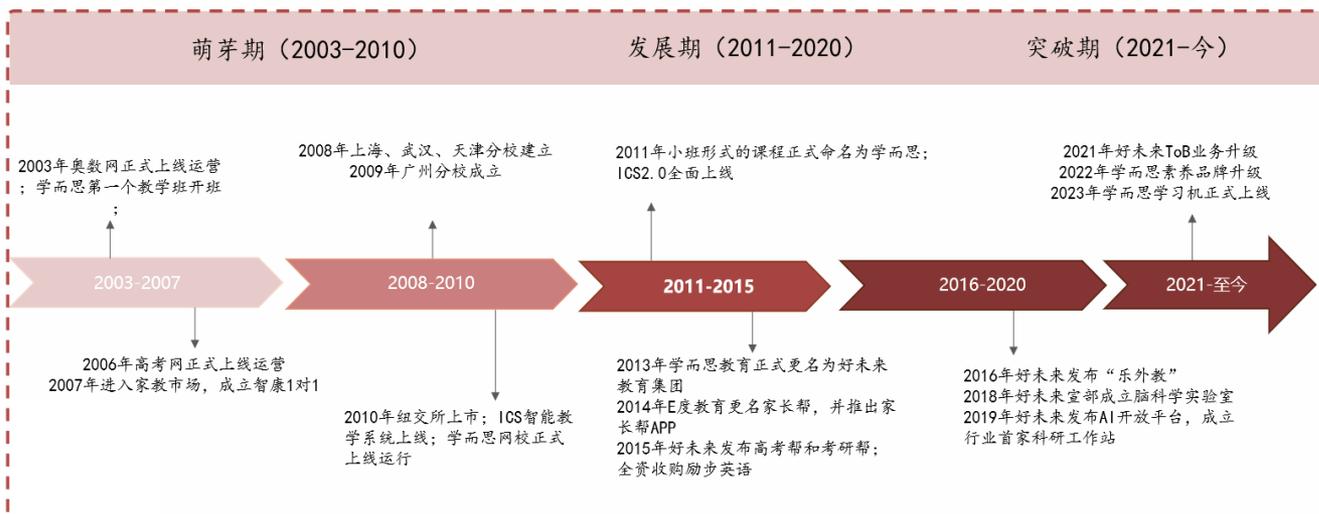
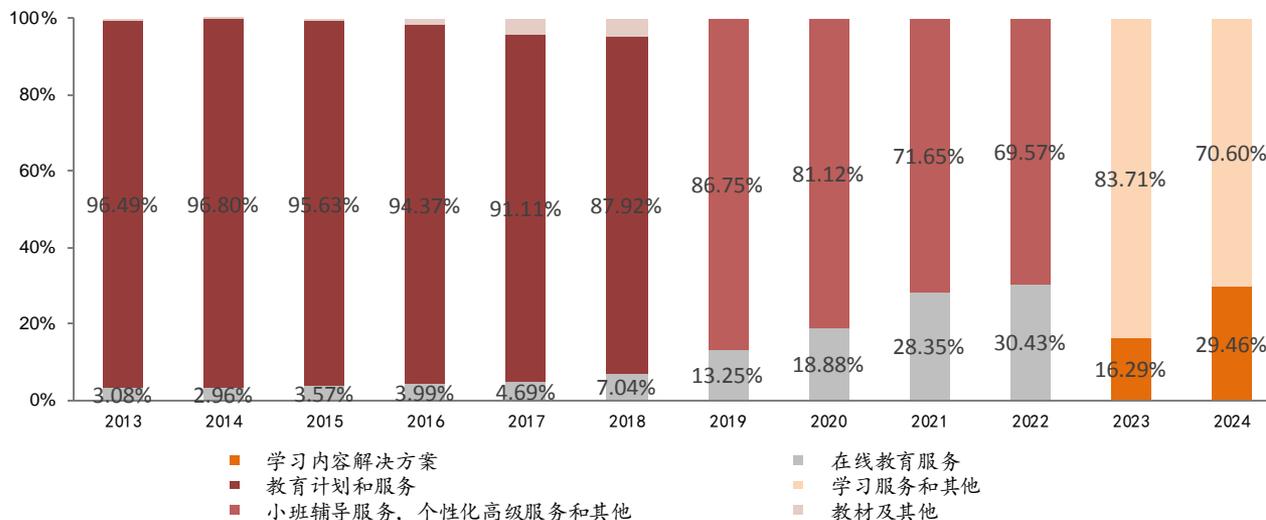
费用率仍维持在较高水平, 盈利能力仍待修复。FY24管理费用率和销售费用率分别为28.8%和31.0%, 仍在较高水平。FY2023和FY2024Non-GAAP归母净利率分别为-2.6%和5.7%, 盈利能力修复中但仍与双减前有差距。



好未来 (TAL.N) : 教培复苏态度保守, 大力投入教育科技

多次变革业务划分, 目前学习服务仍贡献主要业绩, 但包括学习机在内的学习内容业务占比有望扩张。从营收构成看, FY2024好未来学习服务和其他业务是营收大头, 占比为71%; 学习内容解决方案占比为29%。

教培巨头后来居上, 双减后转向教育科技。好未来的前身学而思成立于2003年, 开始逐渐扩张分校; 公司在2010年赴美上市后, 线下分校扩张速度加快, 到2016年覆盖全国25个城市。2015年, 学而思网校推出直播课程和双师课堂教学模式, 在2020年疫情期间学而思网校迎来爆发式增长。双减后, 公司将业务重点转向素质教育和智能硬件, 并进行素养品牌升级; 2022年, 好未来陆续发布多款教育智能硬件设备。



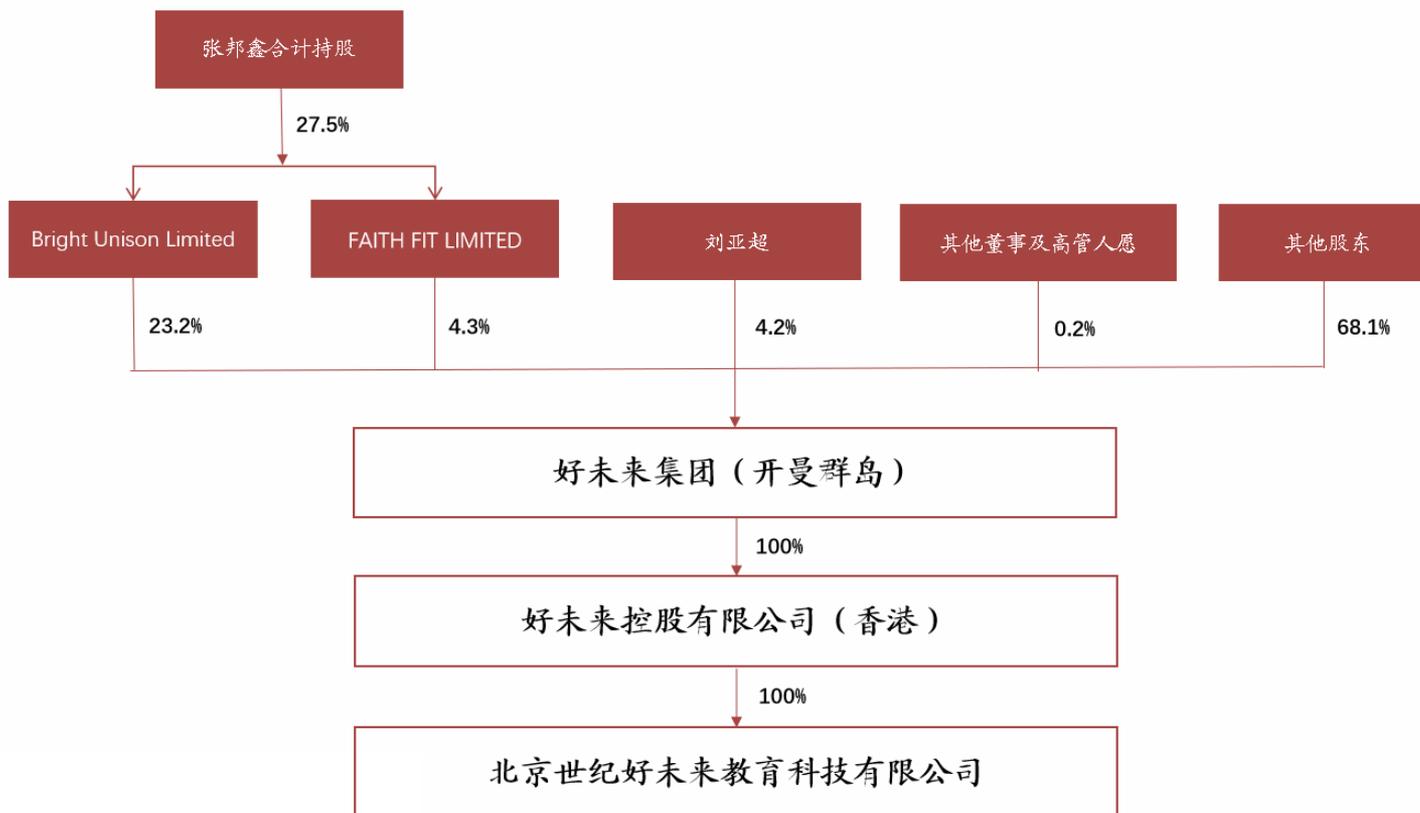
好未来 (TAL.N) : 教培复苏态度保守 , 大力投入教育科技

好未来管理层履历丰富, 专业经验带领公司前进。张邦鑫作为公司创始人之一, 自公司创立以来一直担任董事长和首席执行官, 是公司的核心人物。除此之外, 公司拥有专业性强、在各自负责的领域里有着丰富经验的一批高管。总裁兼首席财务官彭壮壮在公司战略和管理事务方面拥有丰富的经验, 首席运营官刘亚超自2011年4月担任高级副总裁并自2013年2月起负责在线课程设置, 首席技术官田密为学习机业务发展打下坚实基础。

姓名	职位	工作经历
张邦鑫	董事会主席兼首席执行官	公司创始人之一, 自公司创立以来一直担任董事长和首席执行官。为公司提供整体管理、市场战略决策、投资规划和企业发展建议。他2001年获得四川大学生命科学学士学位; 2009年获得中欧国际商学院高级工商管理硕士学位。
彭壮壮	总裁、首席财务官	自2020年3月起担任好未来战略副总裁。在加入公司之前, Peng博士在公司战略和管理事务方面拥有丰富的经验, 曾任职包括微软大中华区业务战略总经理、全球管理咨询公司麦肯锡公司顾问和合伙人。拥有哈佛大学数学学士学位和普林斯顿大学数学博士学位。
田密	首席技术官	2020年5月起担任Tal Education Group首席技术官。曾担任Tal Education Group副首席技术官, 负责技术系统管理。他于2019年5月加入Tal Education Group, 负责Xueersi Peiyou的产品技术。于2003年7月获得北京航空航天大学计算机科学学士学位, 并于2006年3月获得硕士学位。
刘亚超	首席运营官	自2011年4月担任高级副总裁并自2013年2月起负责在线课程设置。从2012年5月到2013年1月除了在线课程设置之外, 他还负责企业计划部和信息中心。于2003年获得北京大学力学学士学位; 2008年获得中国科学院力学研究所博士学位。

好未来 (TAL.N) : 教培复苏态度保守 , 大力投入教育科技

好未来创始人张邦鑫先生为公司实际控制人。公司创始人张邦鑫合计持股27.5%，其中包括Bright Unison Limited持有的23.2%股份和英属维尔京群岛公司FAITH FIT LIMITED持有4.3%股份；联合创始人刘亚超持股4.2%，其余股份由其他董事及高层人员和非重要股东持有，合计68.3%。好未来控股有限公司对中国境内的北京世纪新好未来教育科技有限公司及北京新唐思创教育科技有限公司拥有100%控股权。



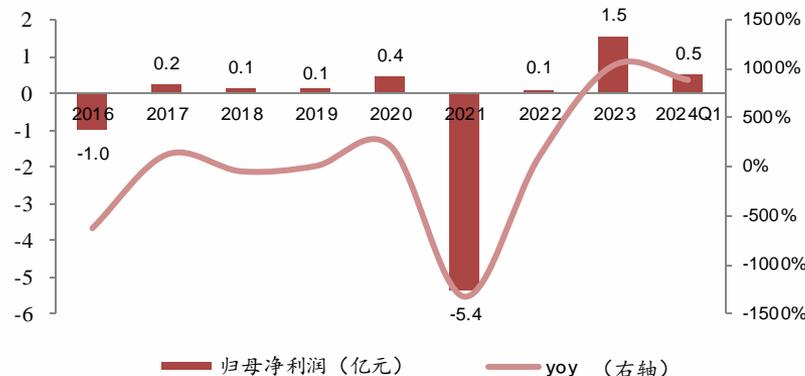
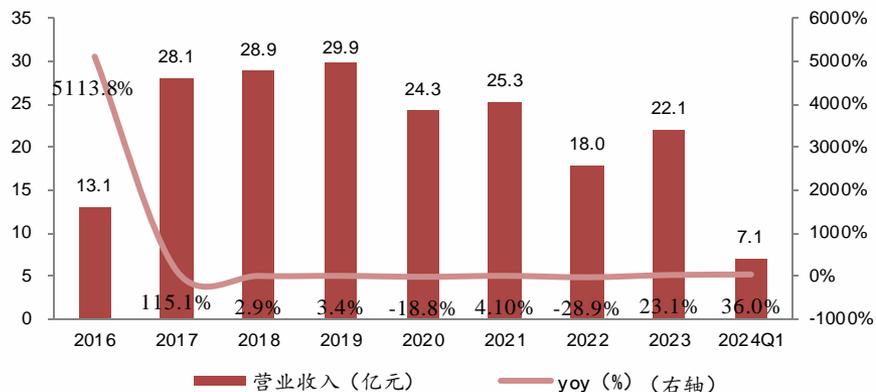
学大教育 (000526.SZ) : 高中1V1培训龙头，政策边际改善核心利好

2023盈利能力已超双减前，招生增长叠加利润率上行，盈利能力提升可期。双减后，公司关停近半数网点，且将K9学科类培训剥离，高中培训业务占比由双减前60%提升至2023年的90%。预计未来公司教学网点增速为yoy+10%，收入端增速为yoy+20%；扣除运营成本后，净利润率约10%。

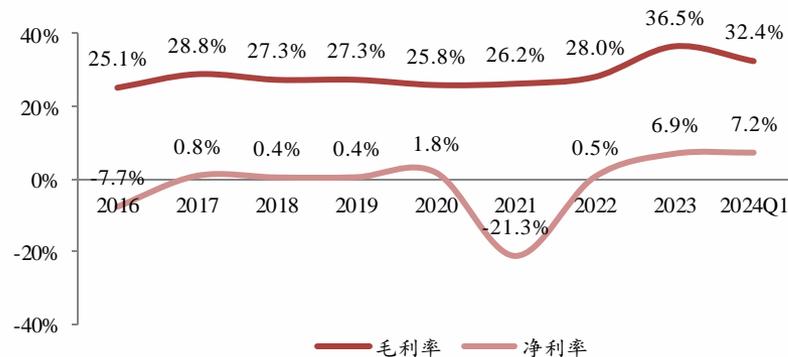
	双减前	双减期间变化	双减后 (2023)
教学网点数量 (个)	532 (2020)	关停部分网点	270
老师数量 (个)	9000	减少	3000+
K9业务	占比约40%	剥离K9学科类培训	0
高中业务	占比60%	除最严格执行阶段，其他期间基本正常运营，营收绝对值和占比均有提升	占比90%
其他业务	-	1) 32个全日制高考复读基地 2) 并购3所中职 (在校生3000) 3) 3所K12双语学校	合计2-3亿收入
收入 (亿元)	24 (2020)	受K9业务影响减少	22
利润 (亿元)	0.44	成本费用控制提升利润，超越双减前水平	1.54
利润率	1.8%	利润率提升	7%

学大教育 (000526.SZ) : 高中1V1培训龙头，政策边际改善核心利好

高中业务恢复显著，运营水平有所提升。双减后公司停止K9学科类培训，目前高中业务占比90%，2023年高中培训已呈显著恢复态势，营业收入逐渐恢复，2024年第一季度实现营业收入7.1亿元，同比上涨36.0%。公司运营水平也有所提升，2023全年实现1.5亿元利润，创历史新高。



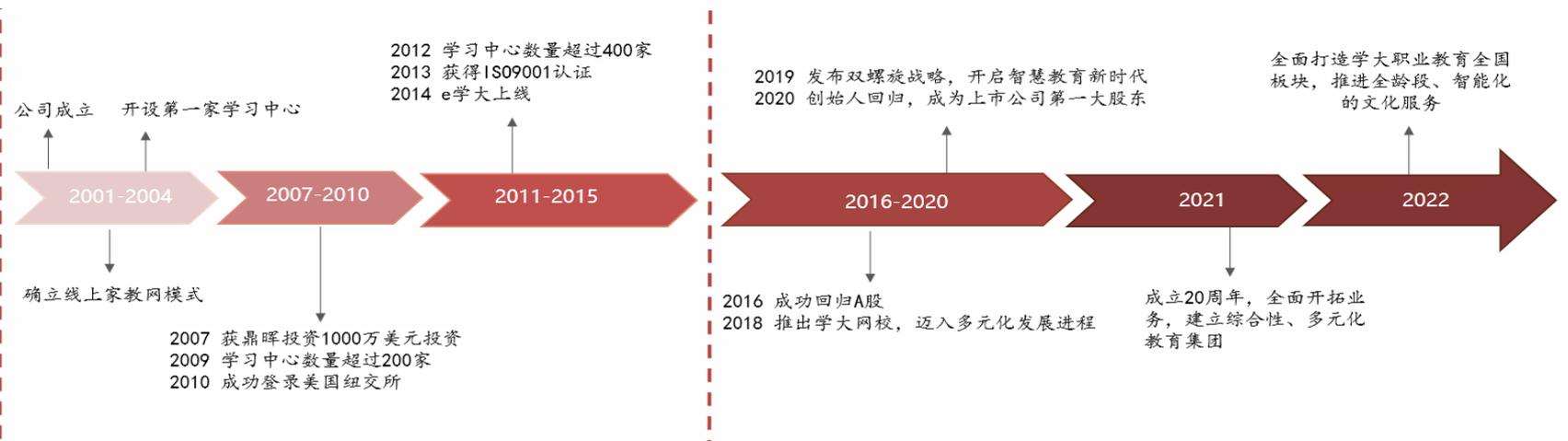
各项费用趋于稳定，利润率保持较高水平。2020年以来，公司关闭部分网点并精简员工，销售费用率呈下降趋势，2021年至今降低到5.4%，2024Q1年公司管理费用率为15.2%，基本保持稳定。网点租金下降、利用率提升、教师利用率提升，驱动整体运营效率提升，毛利率和净利率保持较高水平。



学大教育 (000526.SZ) : 高中1V1培训龙头，政策边际改善核心利好

教育培训业务业绩贡献超95%。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。上半年为业绩强周期，营收随季节波动性较大。2023年全年公司教培业务实现收入21.5亿元，同比增加24.1%，总体占比营业收入97.0%。

深入布局核心教培业务。公司成立于2001年9月，秉承“以人为本、因材施教”的个性化教育理念，打造了包括个性化教育、职业教育、文化阅读、医教康融合等在内的丰富业务模式。公司在K12一对一及一对多教培领域发展数年，2021年7月，“双减”政策颁布，公司停止线上义务教育阶段学科类教培业务，转而探索和布局职业教育、素质教育、文化服务等领域，培育新的业务增长点，建立综合性、多元化的教育集团。目前，公司主业仍为高中培训业务。



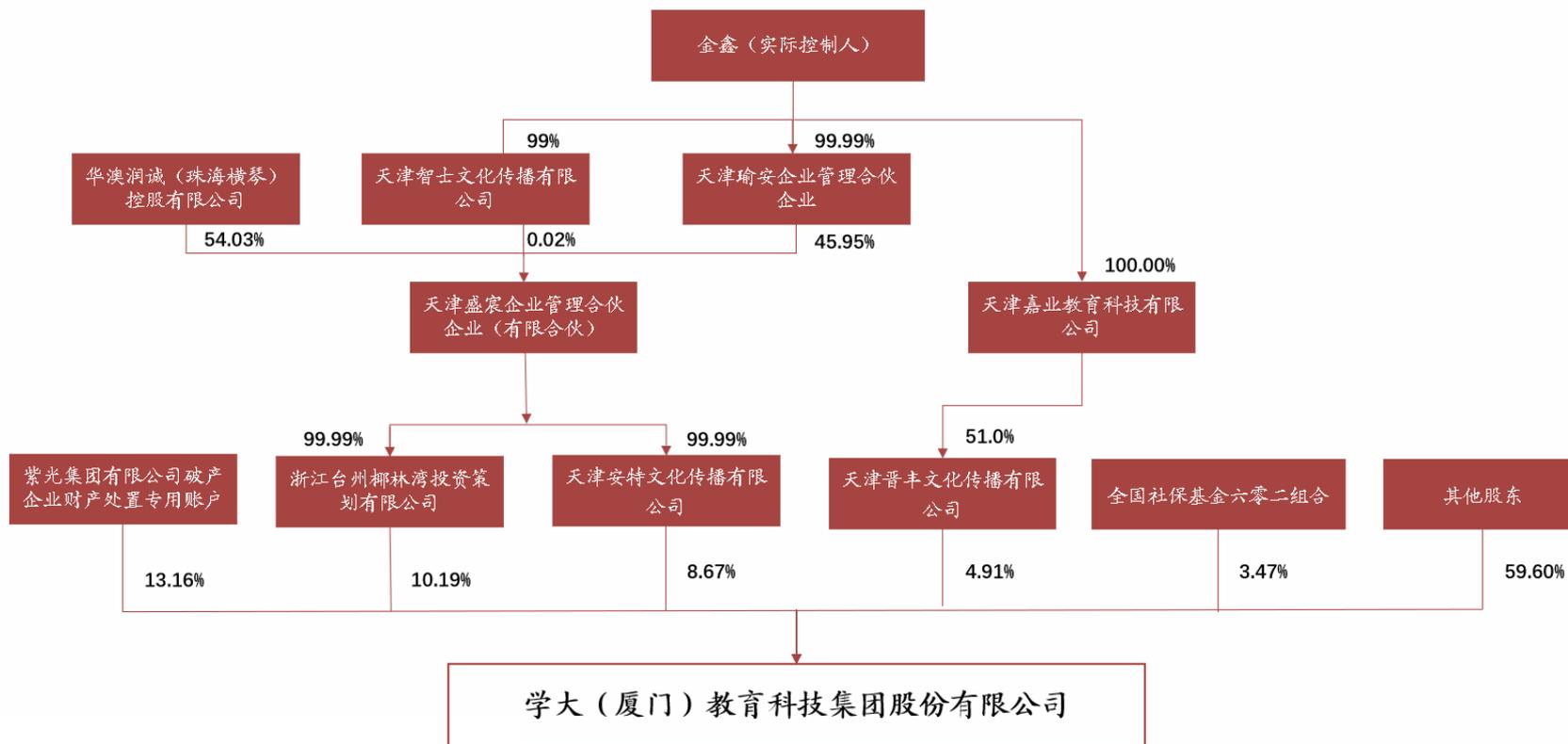
学大教育（000526.SZ）：高中1V1培训龙头，政策边际改善核心利好

创始人主管运营；高管团队学历良好。公司管理高层大多数为2016年以后加入学大教育，为公司带来新鲜血液，引领公司不断创新，开辟新业务。金鑫作为学大教育创始人，2024年04月25日起任公司董事长，兼任公司总经理。作为全国领先的综合性教育集团，学大教育公司高级管理层人员教育背景良好，为企业品牌形成良好积淀和背书。

姓名	职位	工作经历
金鑫	董事长、总经理	2016年至今任学成世纪(北京)信息技术有限公司执行董事、总裁（暨总经理）。金鑫先生自2020年5月至今担任公司总经理，并自2020年6月至今担任公司董事，自2024年4月至今担任公司董事长。
廖春荣	董事	自2011年7月至今担任学大（厦门）教育科技集团股份有限公司董事。
朱晋丽	董事	2020年3月至今任学大（厦门）教育科技集团股份有限公司子公司学大教育江苏大区总经理。2021年4月至今担任学大（厦门）教育科技集团股份有限公司董事。
何俊梅	监事会主席	北京交通大学会计专业学士学位、高级会计师。何俊梅女士自2016年2月至今担任公司监事会主席。
刁月霞	副总经理	自2016年2月至今担任学大（厦门）教育科技集团股份有限公司副总经理，并曾担任学大（厦门）教育科技集团股份有限公司董事会秘书、董事。
张磊	财务负责人	自2022年7月加入学大（厦门）教育科技集团股份有限公司担任学大（厦门）教育科技集团股份有限公司财务总监。
崔志勇	董秘	自2020年6月加入子公司学大教育集团总部，2021年8月至今担任学大（厦门）教育科技集团股份有限公司董事会秘书。

学大教育 (000526.SZ) : 高中1V1培训龙头，政策边际改善核心利好

创始人金鑫为公司实际控制人。2019年起，公司创始人金鑫通过各方增持，再次成为公司实控人。截至2024年3月末，公司前十大股东共计持有公司47.49%股份，除金鑫实控的企业外，持有10%以上股份的大股东还包括紫光集团，公司股权结构基本稳定。



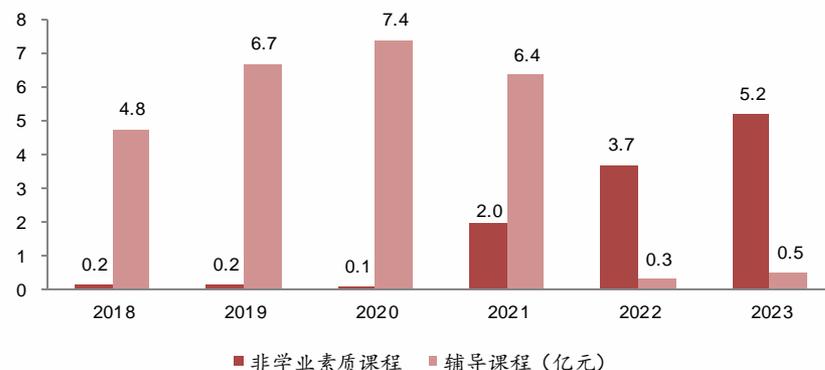
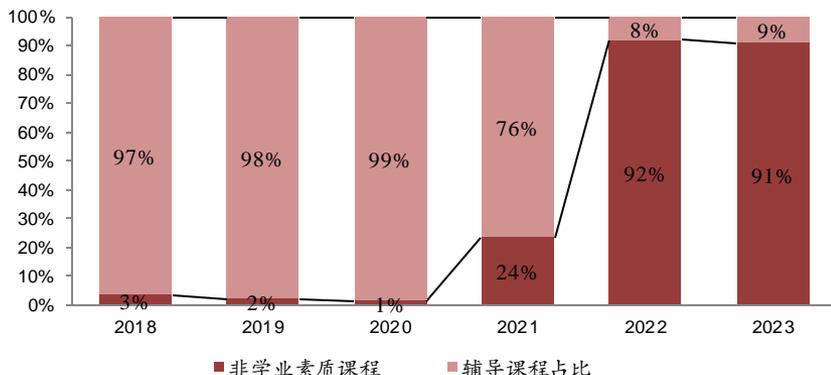
思考乐教育 (1769.HK) : 深圳教培龙头 , 业绩拐点确认

2023基本恢复双减前盈利水平, 2024开始进入稳定上升通道。双减后, 公司关闭了深圳外以及深圳内未获得牌照的校区, 校区数量从高峰时期152家降至低谷60+家 (2023年有所恢复至70+), 老师数量从4000-5000降至低谷800-900人, 随着2022和2023两年的业务转型 (1学科向素质转型; 2高中业务扩展), 2023年盈利情况已好于双减前账面利润, 预期2024K9和高中业务将持续复苏。

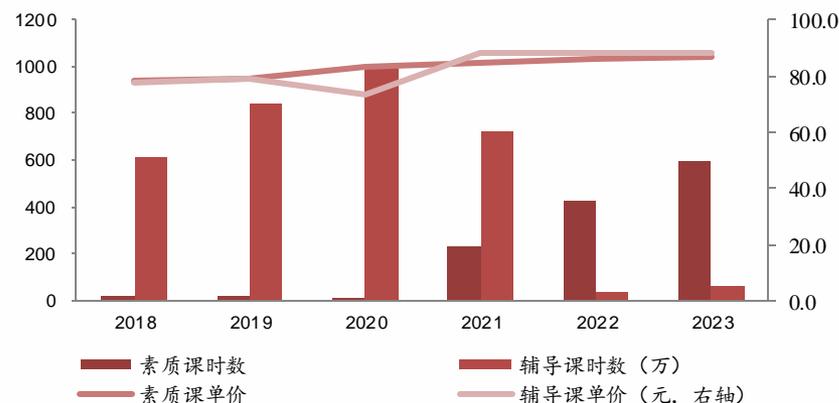
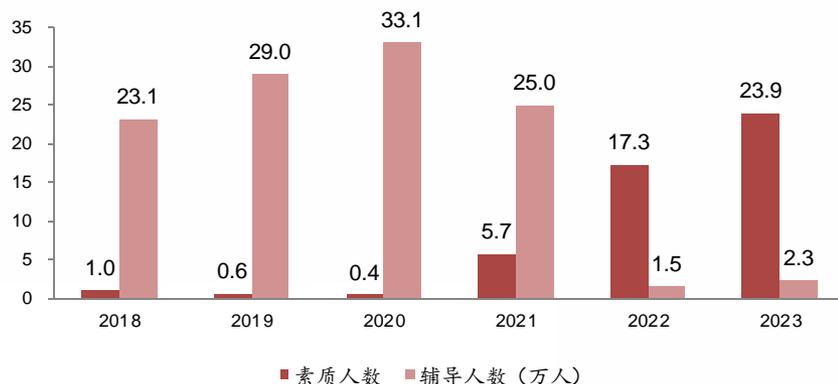
	双减前 (2021)	双减期间变化	双减后 (2023)
教学网点数量 (个)	152	1)关闭深圳外校区; 2) 关闭深圳内无牌照校区	70+
老师数量 (个)	4000-5000	裁减	2000+
K9业务	占比近100%	学科类转型素质类, 包括逻辑思维 (30%)、美术、体育、口才等, 以及和学科类相关的	占比80%-90%
高中业务	-	1v1培训, 基本正常开展	占比10%+
收入 (亿元)	8.3	网点关闭, 营收受损	5.8
利润 (亿元)	-	基本回到双减前水平	0.9
利润率	近15%	利润率提升	15%

思考乐教育 (1769.HK) : 深圳教培龙头 , 业绩拐点确认

学科类转型素质类 , 成效初显。双减后 , 公司由学科类向素质类转型 , 目前核心课程包括逻辑思维 (占比超30%)、美术、体育、口才等 , 以及和学科类内容相近的课程 ; 22年素质类课程即取得翻倍的成绩 , 收入占总收入比由2020年的1%迅速增长至23年的91%。而辅导课程目前主要是高中培训业务 , 23年占比9% , 预计未来占比呈提升趋势。

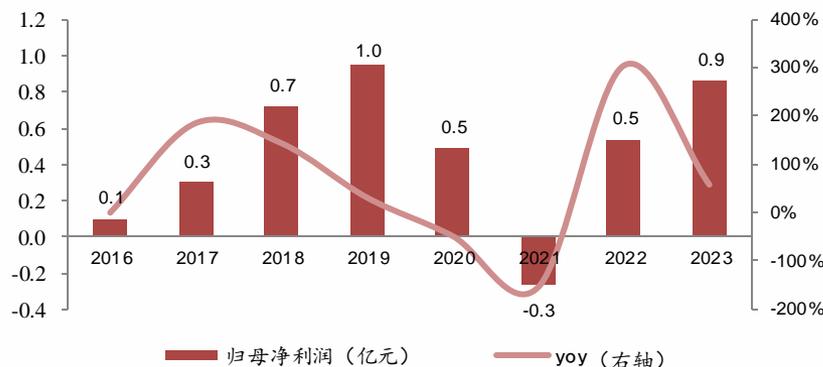
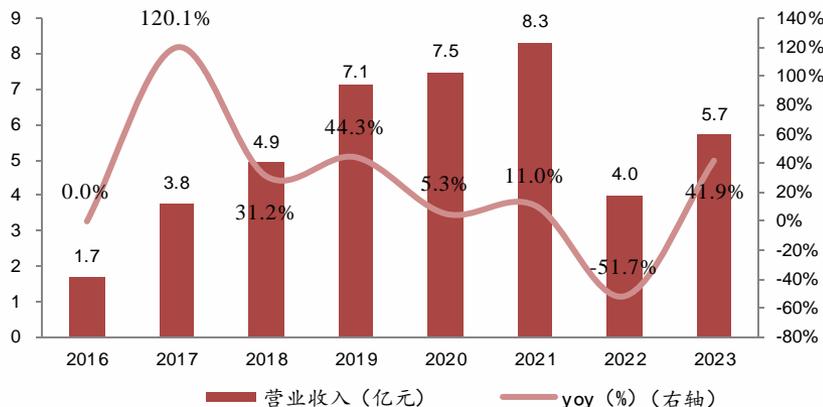


量价拆分来看 , 业绩主要由量增长带动 , 价增长小幅带动。整体业绩转型和增长 , 主要由量带动 , 素质类课程21-22年课时量实现快速增长 ; 而辅导课程21-22实现大幅下跌。价来看 , 两类课程课单价类似 , 约90元/节课。



思考乐教育 (1769.HK) : 深圳教培龙头 , 业绩拐点确认

收入仍与高峰期有差距, 利润已接近高峰水平。公司2023年营收5.7亿元, 同比增长41.9%, 其中K9业务受损与网点关闭, 仍与双减前有差距, 高中业务基本已恢复至双减前水平。2023年实现净利润8600万, 基本已与历史最高水平持平。

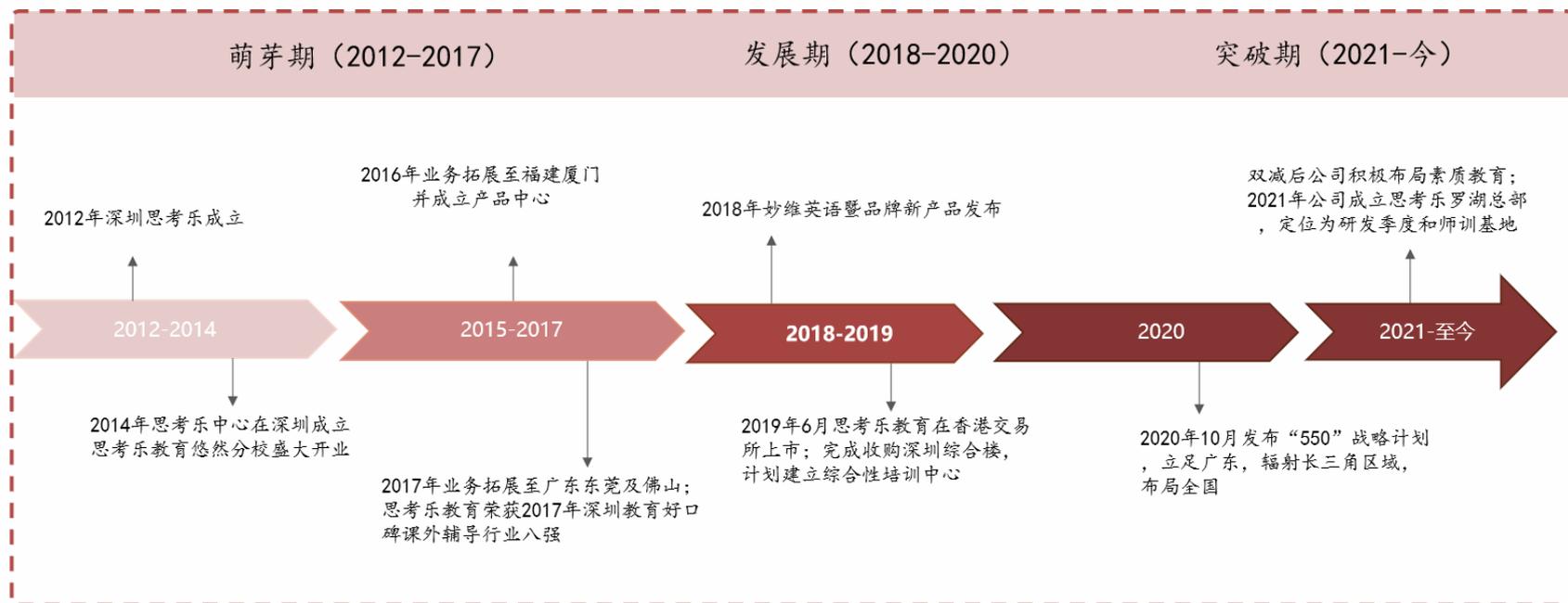


管理费用为主要费用, 利润率均为历史高位水平。管理费用为公司主要的费用项, 2023年为21%; 销售费用率维持在较低水平, 2023年为2%。利润率基本恢复至历史最高水平, 2023年毛利率为41.8%, 净利率为14.8%, 随着运营效率改善, 盈利能力仍有提升空间。



思考乐教育（1769.HK）：深圳教培龙头，业绩拐点确认

深耕大湾区，双减后积极转型素质教育。思考乐教育集团于2012年在深圳成立，2019年于香港交易所成功上市，在双减前，公司主要业务分为“升学”品牌提供的面向一至十二年级学生的学业备考课程和“乐学”品牌提供的面向一至三年级学生的初阶小学素质教育课程。双减政策后，思考乐积极转型，自2021年下半年开始推出多种非学科的素养课程。2023年公司约九成营收来自非学业素质课程。



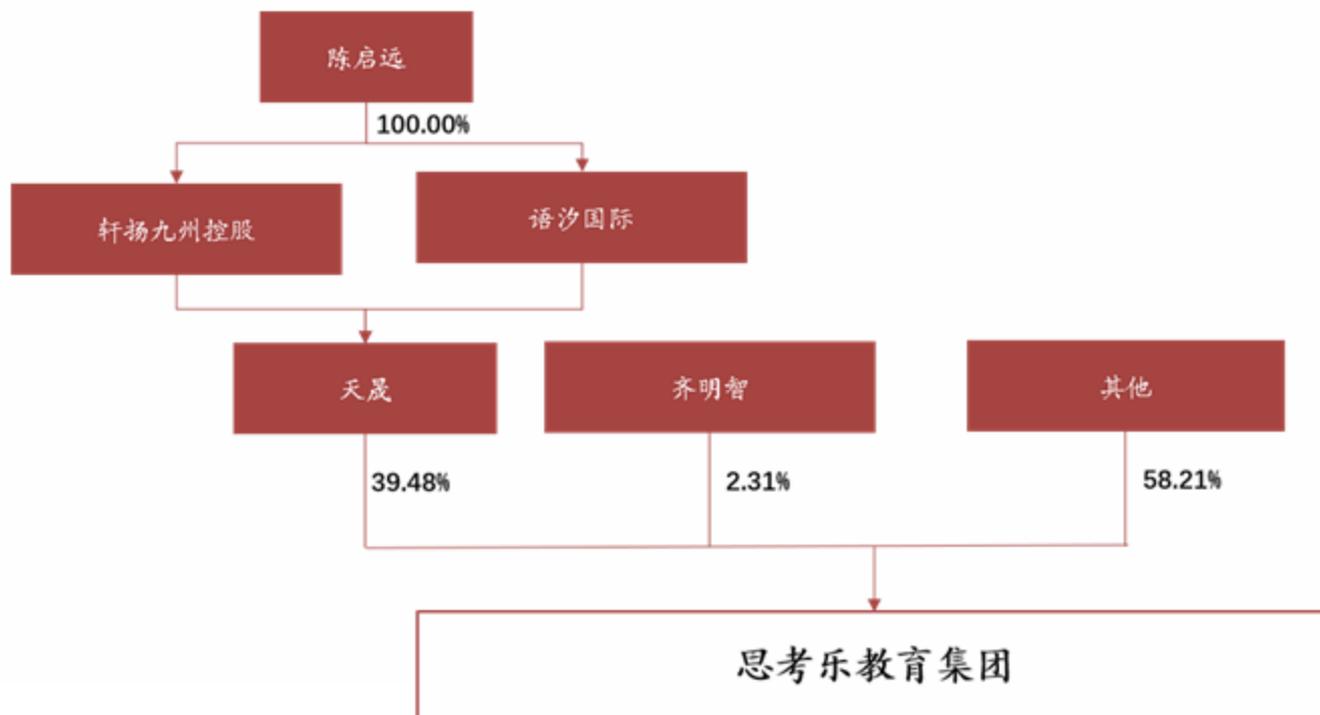
思考乐教育（1769.HK）：深圳教培龙头，业绩拐点确认

管理团队经验丰富，深耕教育行业数年。公司管理层发展成熟，且具有十年以上的经验年限以及先进的教学理念和教学方法。集团创始人以及董事会主席陈启远深耕教育行业，并且现为广东省初等数学学会副会长，行业经验丰富；公司执行董事冷新兰拥有超过13年辅导行业经验。公司各高管稳定，管理经验丰富。

姓名	职位	工作经历
陈启远	董事会主席	集团创办人，于2018年12月20日调任为执行董事。曾任职于深圳市邦德文化发展有限公司。毕业于中国湖南省邵阳的邵阳学院，获得理学学士学位。并于北京大学深圳研究生院修读工商管理硕士。现为广东省初等数学学会副会长。
沈敬武	董事会副主席	毕业于美国宾夕法尼亚大学沃顿商学院，取得美国斯坦福大学工商管理硕士学位。曾任美国及香港的贝恩管理顾问公司顾问、上海实业控股有限公司科技投资部主管、祥峰中国投资副总裁。于2018年4月16日任为思考乐教育集团董事兼董事会副主席。
冷新兰	执行董事	于2010年5月加入集团，并于2017年任为集团培训学院总监。冷女士于辅导行业拥有超过13年经验，曾任职于深圳市邦德文化发展有限公司。毕业于西南大学，并取得学士学位。于2022年5月18日获委任为思考乐教育集团执行董事。
李爱玲	执行董事	于2013年7月加入集团，并于2018年12月8日任为思考乐教育集团的副总经理兼教研总监。曾任职于深圳市邦德文化发展有限公司。毕业于中国黑龙江省哈尔滨市的哈尔滨理工大学，并取得工学学士学位。于2022年5月18日获委任为思考乐教育集团执行董事。
齐明智	行政总裁	于2012年6月加入集团，于2018年4月16日委任为董事并于2018年12月8日任为公司行政总裁。曾任职于深圳市邦德文化发展有限公司、深圳市深信会所管理有限公司。毕业于中国安徽省芜湖市的安徽师范大学，专业为化学。
李爱玲	副总经理	于2013年7月加入集团，并于2018年12月8日委任为思考乐教育集团的副总经理兼教研总监。彼曾任职于深圳市邦德文化发展有限公司。毕业于中国黑龙江省哈尔滨市的哈尔滨理工大学，并取得工学学士学位。于2022年5月18日获委任为思考乐教育集团执行董事。
花日宝	财务总监	于2016年11月加入集团，并于2017年1月4日任为思考乐教育集团之财务总监。曾担任深圳台威鞋业有限公司的财务课长、深圳苏赛特商业数据有限公司的财务部总监等。西安交通大学，并取得管理学学士学位。

思考乐教育（1769.HK）：深圳教培龙头，业绩拐点确认

公司股权结构稳定，创始人兼执行董事陈启远持股39.48%。公司实际控制人为陈启远先生。截至2023年12月31日，陈启远拥有公司39.48%的股权，天晟由语汐国际拥有100股有表决权股份，由轩扬九州控股有限公司拥有100股无表决权股份。语汐国际由执行董事兼本公司控股股东陈启远先生全资拥有。行政总裁齐明智持有公司2.31%的股权，公司股权结构较为集中。



卓越教育集团 (3978.HK) : 广州区域龙头 , 并表稳步推进

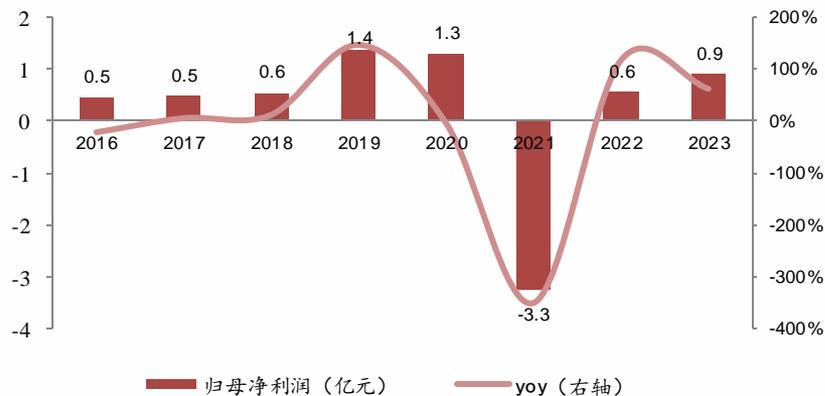
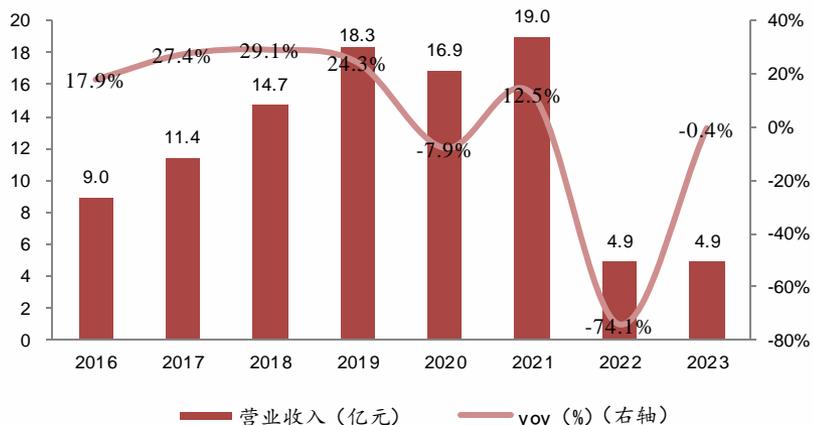
并表带来表观利润大幅增长, 经营利润稳步提升。双减后, 公司剥离K9学科类培训和K121v1至体外, 经历21H2的调整-22H1的出清-22H2的放松-23年基本恢复正常, 21年体外收入11亿, 占集团层面总收入比70%。24-25年预计公司将逐步把体外业务并进表内, 主要需获得: 1) 非学科类培训鉴定、2) 非学科类营利性办学许可, 目前广州11区均已获得非学科类营利性牌照, 表外业务并表稳步推进中。

	双减前	双减期间变化	双减后 (2023)
教学网点数量 (个)	268	部分关停, 剩下的部分按学段拆分	广州、深圳、佛山有网点布局
老师数量 (个)	5000+ (顶峰)	辞退部分	2000+
K9业务	-	剥离K9学科类和K121v1	体外11亿收入, 占比约70%
高中业务	-	剥离1v1业务	小班课1.6亿, 占比约10%
收入 (亿元)	17 (2020)	整体基本已恢复至双减前	集团16 上市公司4.9
利润 (亿元)	1.4	部分业务在体外	0.9
利润率	8.5%	提升	18%

注: 公司班课区分K9和高中, 1v1不区分学段且均在体外, 表内占比核算将1v1整体核算在K9中, 若进一步区分1v1阶段学段, 则K9占比60%, 高中占比20%。

卓越教育集团 (3978.HK) : 广州区域龙头, 并表稳步推进

K9培训业务剥离, 收入利润受到影响。2023年公司实现营收4.9亿元, 约为双减前1/4, 核心原因是K9业务剥离至体外; 实现归母净利润9000万, 同比上涨62.1%。



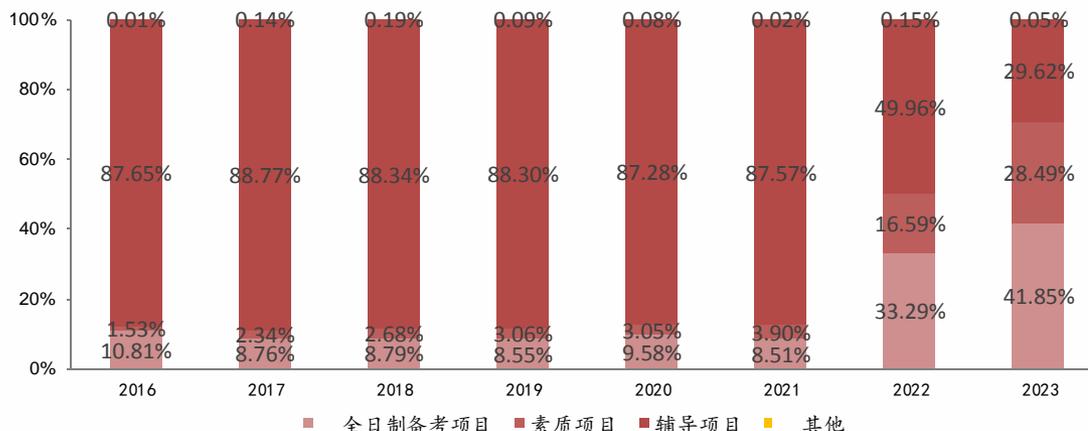
各项费用均呈下降趋势, 利润率达到历史新高。公司2023年销售和管理费用率分别为5.3%和11.8%, 均为历史低位。毛利率和净利率为47%和18.4%, 达到历史新高。但随着未来网点扩张和扩充教师团队, 净利率可能有小幅回调, 长期看保持在15-20%区间。



卓越教育集团 (3978.HK) : 广州区域龙头 , 并表稳步推进

目前公司体内业务, 包括全日制备考、素质培训、辅导培训, 各项业务较为均衡。其中, 2022-2023年公司报表端的辅导项目为高中阶段的小班课。双减后, 公司将发展重心向素质类培训和全日制备考迁移, 该两项业务在体内占比不断扩大。

历史悠久, 广州区域龙头。卓越教育集团于1997年成立, 先后成立卓越高考学校、卓越中考学校、卓越一对一个性化辅导中心以及区域分校, 依托学科教育/全日制学校深耕华南地区市场。双减后, 公司成立素质产品中心, 并开拓职业教育赛道, 增设高职高考项目, 逐步形成“素质教育+职业教育+全日制教育”的新格局。



卓越教育集团 (3978.HK) : 广州区域龙头 , 并表稳步推进

公司高管团队分工明确, 经验丰富。唐俊京任公司董事会主席、行政总裁, 负责公司整体发展、运营及管理; 唐俊膺于2018年12月12日担任高级副总裁, 负责对公司的整体管理及负责优学事业部的整体运营及管理; 周贵职务负责对公司进行整体管理及负责行政管理、校区建设、投资及战略性合作。关玮莹为集团副总裁、郑洪章担任公司财务总监。

姓名	职位	工作经历
唐俊京	董事会主席, 执行董事	于2018年6月13日担任卓越教育集团执行董事、董事会主席、行政总裁。于中国教育行业拥有逾20年经验, 自2016年12月担任霍尔果斯乐学创业投资有限公司的董事会主席。曾担任广州市瑞雅广告有限公司经理。唐俊京先生分别获得中欧国际工商学院工商管理硕士学位及深圳大学国际金融学士学位。
关玮莹	执行董事	集团副总裁, 负责优学事业部、辅导班产品部以及广州分校的全面管理。于2009年2月加入集团, 并于2018年6月13日获委任为公司副总裁。曾担任房地产开发商太古汇(广州)发展有限公司的市场经理。获得暨南大学的工商管理硕士学位和中山大学国际贸易学学士学位。
唐俊膺	执行董事	于2018年6月13日担任卓越教育集团执行董事及于2018年12月12日担任高级副总裁, 负责对公司的整体管理及负责优学事业部的整体运营及管理。曾担任广州卓越教育培训中心的法人代表。分别获得北京大学高级管理人员工商管理硕士学位及中山大学国际贸易学学士学位。
周贵	执行董事	于2018年6月13日担任卓越教育集团执行董事及于2018年12月12日担任高级副总裁, 负责对公司进行整体管理及负责行政管理、校区建设、投资及战略性合作。分别获得长江商学院高级管理人员工商管理硕士学位及中山大学国际贸易学学士学位。
郑洪章	财务总监	集团财务总监, 负责公司财务管理。郑先生于2017年2月加入集团, 并于2018年6月13日获委任为公司财务总监。获得中山大学的工商管理硕士学位。彼自2005年9月至2008年6月在麻省理工学院斯隆商学院及中山大学岭南(大学)学院进修国际工商管理硕士课程。

卓越教育集团 (3978.HK) : 广州区域龙头 , 并表稳步推进

公司股权结构集中，管理层为核心控股方。截至2023年12月31日，公司第一大股东为JTCTrustees(BVI)Limited（唐俊京、唐俊鹰及周贵一致行动人），持股比例53.93%，股权较集中。至2023年12月29日股权结构变动后，唐俊京拥有公司20.38%的股权，唐俊鹰拥有16.94%的股权，周贵持有公司16.89%的股权，三大股东持股比例达54.21%。





西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：刘言

执业证号：S1250515070002

电话：18008367544

邮箱：liuyan@swsc.com.cn

分析师：苗泽欣

执业证号：S1250524030004

电话：13608650525

邮箱：mzxin@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司
评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业
评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	张玉梅	销售经理	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	clw@swsc.com.cn	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	tsz@swsc.com.cn	欧若诗	销售经理	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	李嘉隆	销售经理	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	卞黎昶	高级销售经理	13262983309	bly@swsc.com.cn	龚怡芸	销售经理	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	田婧雯	高级销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn				
	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	王一菲	销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王宇飞	销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com
	杨薇	资深销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	张鑫	高级销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn				
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn				