



学大教育 (000526.SZ)

增持 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

悄然转型，个性化教育龙头再启航

公司简介

公司为国内 K12 个性化教育领域龙头，学习中心遍布全国 100 余座城市，其教学模式以 1 对 1、小班教学为特色，另有全日制复读学习基地 30 余所；1~3Q24 公司营业收入 22.5 亿元/+25.3%，归母净利润 1.8 亿元/+50.2%。公司近年传统教培业务加大班课占比，毛利率显著提升，同时积极发展职业教育、文化空间板块，致力于转型为综合性教育集团。

投资逻辑

- 行业：**教培政策边际向好，监管界限逐渐清晰，行业乱象有效整治；供给有效出清，截至 24 年 11 月线下教培机构压减率 96.7%，高中在校生人数高增以及高考录取率走低将带动高中学科培训行业规模恢复扩张；我们综合测算得到 2024~2026E 高中学科培训市场规模为 1,364/1,481/1,602 亿元，CAGR 为 8.5%；牌照审核趋严，龙头有望借助品牌优势扩大市场份额，行业竞争格局有望持续向好，头部机构持续收益；
- 核心竞争力：**首创个性化“一对一”教辅体系，深耕 20 余载，累计服务超过 200 万学员，在行业中具有较强的品牌认知度和口碑；扩大班课占比，盈利能力显著提升，2023 年末毛利率 36.5%，较 2022 年 28%提升 8.5pct；全日制培训基地受益高考复读生数量增加和上线率降低，加密空间较大；
- 未来看点：**未来高中学科类牌照仍具备稀缺属性，看好公司全国性一对一高中教培的先发优势，此外班课占比提升有望持续提升盈利能力；个性化教育网点、师资有望不断扩张，预计 24~26E 网点达 315/390/460 个；职业教育受益职教高考与主业协同有望成为第二增长曲线。

盈利预测、估值和评级

我们预计 24-26 年归母净利润 2.02/2.52/3.05 亿元 / +31.4%/24.7%/21.2%，当前股价对应 PE 为 27.73/22.23/18.35 X，考虑到公司网点数量增长空间较大、职业教育在起步阶段，给予 2025 年 25XPE，目标价 51.13 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

教培行业政策变动风险；宏观经济下行风险；招生增长和学费提价不及预期的风险。

国金证券研究所

分析师：叶思嘉 (执业 S1130523080001)

yesijia@gjzq.com.cn

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：45.57 元

目标价 (人民币)：51.13 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,798	2,213	2,731	3,190	3,666
营业收入增长率	-28.93%	23.09%	23.44%	16.80%	14.91%
归母净利润(百万元)	11	154	202	252	305
归母净利润增长率	-	1312.29%	31.39%	24.73%	21.19%
		102.03%			
摊薄每股收益(元)	0.092	1.259	1.640	2.045	2.479
每股经营性现金流净额	1.84	4.97	5.81	6.73	7.85
ROE(归属母公司)(摊薄)	2.50%	25.46%	24.22%	21.67%	20.80%
P/E	193.05	39.70	27.73	22.23	18.35
P/B	4.82	10.11	6.72	4.82	3.82

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1、	公司概况：深耕个性化教育二十载，创始人回归引领公司再启航.....	5
1.1、	发展历程：个性化教育起家，打造综合性教育集团.....	5
1.2、	股权结构：创始人回归，股权结构逐渐清晰.....	6
2、	行业：政策仍为主要驱动因素，供给出清需求刚性利好头部.....	9
2.1、	政策梳理：政策迎来边际向好，监管界限逐渐清晰.....	9
2.2、	高中学科培训规模有望恢复扩张，供给出清利好头部公司.....	13
2.3、	韩、日课外补习行业经历波折后均恢复健康发展.....	16
3、	核心竞争力：传统业务转型扩张，新业务打造第二增长曲线.....	19
3.1、	个性化教育龙头：品牌与布局具优势、产能有望稳步复苏.....	19
3.2、	内部调整班课增加，盈利能力有望持续改善.....	22
3.3、	第二增长曲线：发展全日制培训和职业教育，打造综合性教育集团.....	24
4、	盈利预测与估值.....	25
4.1、	盈利预测与假设.....	25
4.2、	投资建议与估值.....	26
	风险提示.....	27

图表目录

图表 1：	学大教育深耕个性化教育二十余年.....	5
图表 2：	2023 年业绩相对 19 年修复明显，1-3Q24 延续修复态势.....	5
图表 3：	23 年合同负债及预收款（亿元）明显复苏，1-3Q24 持续恢复.....	6
图表 4：	学习中心与教师数量 2023 年始边际向上.....	6
图表 5：	创始人金鑫重新掌权，股权归属明朗化.....	7
图表 6：	公司 2023 年股权激励对象和授予数量.....	7
图表 7：	公司 2023 年股权激励考核目标.....	7
图表 8：	2016 年以来公司股价复盘.....	8
图表 9：	财务费用率下降原因为债务余额逐步结清.....	8
图表 10：	所有者权益净值不断增加，资产结构改善（亿元）.....	8
图表 11：	我国 K12 教育行业细分领域.....	9
图表 12：	2024 年 2 月之前教育部政策文件内容.....	10
图表 13：	2021 年 7 月《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》.....	11
图表 14：	义务教育阶段校外培训学科类机构压减率高，且目前均为非营利性牌照.....	11
图表 15：	高中阶段参照执行各地存在差异.....	11
图表 16：	双减后各公司纷纷退出义务教育学科类培训.....	12



图表 17:	双减文件与《校外培训管理条例（征求意见稿）》相关表述对比	13
图表 18:	24 年 8 月《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》节选	13
图表 19:	预计高中适龄人口（万人）拐点在 2032 年	14
图表 20:	高中在校生人数（万人）18 以来增速加快	14
图表 21:	普通高中毛入学率有所提升	14
图表 22:	近年本科录取率逐年降低	15
图表 23:	高中学科培训理论市场规模测算	15
图表 24:	员工人数（人）22 年以来企稳回暖	16
图表 25:	头部机构员工人数恢复度靠前	16
图表 26:	近代韩国教育改革历程	17
图表 27:	2020-2023 年韩国中小学生课外辅导班支出（亿人民币）	17
图表 28:	日本政府 1999 年出台《学习塾事业活动规范化自主准则实施细则》	18
图表 29:	日本学习塾协会讲师认证标准	19
图表 30:	公司为 K12 线下教育为数不多具有全国影响力的品牌	19
图表 31:	公司网点数量恢复速度处于第一梯队	20
图表 32:	营业收入恢复速度迅猛，1~3Q24 同比增长 25.3%	20
图表 33:	分季度看 1~3Q24 营收均超过 21 年同期	20
图表 34:	横向对比收入增速，公司双减受损程度相对较轻	21
图表 35:	6V1 模式分拆教学内容，淡化讲师角色	21
图表 36:	公司覆盖城市超 100 个，受益学生 200 万以上	22
图表 37:	纵向看公司毛利率、净利率稳定上升	22
图表 38:	横向看毛利逐渐向以班课为主的同行公司看齐	22
图表 39:	教师、学管、销售人员数量边际增长强劲	23
图表 40:	学管、销售人员配比基本稳定近期回归均值	23
图表 41:	纵向看销售、管理费用率整体稳定，成本管控良好	23
图表 42:	横向看学大教育销售费用低于同业	23
图表 43:	横向看学大教育管理费用低于同业	23
图表 44:	公司全日制培训基地数量超过 40 个	24
图表 45:	全日制培训基地（广州）实景	24
图表 46:	职教高考给予非普高学生攻读更高学位的机会	24
图表 47:	学大教育近期收购的职教院校	25
图表 48:	句象书店担任公司文化空间布局核心战略	25
图表 49:	小象阅读馆主要面向学龄儿童	25
图表 50:	公司 24-26 年收入预测（亿元）	26
图表 51:	公司 24-26 年毛利率、费用率预测	26



图表 52: 可比公司估值..... 27

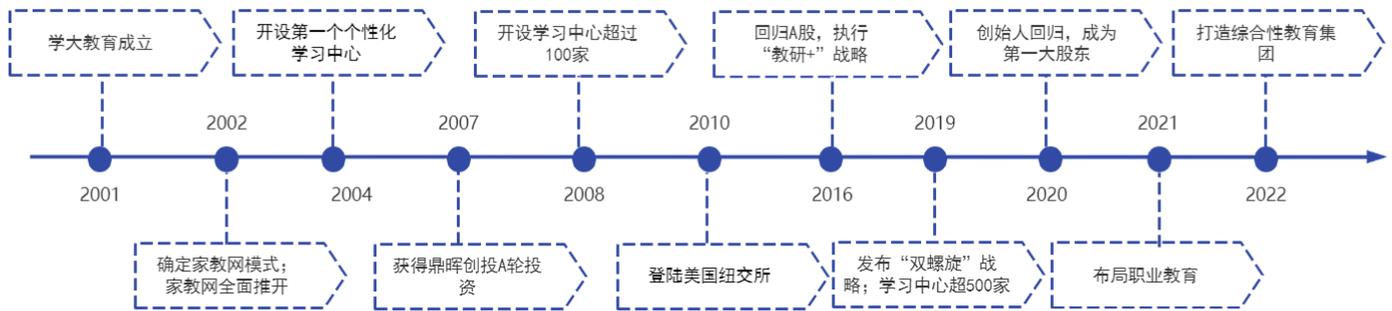


1、公司概况：深耕个性化教育二十载，创始人回归引领公司再启航

1.1、发展历程：个性化教育起家，打造综合性教育集团

学大教育成立于2001年，创始人为现任董事长金鑫。公司成立之初主要通过家教网为学生家长与家教老师进行信息匹配收取中介费；2004年在北京开设了第一家学习中心并自聘全职教师，专注于为中小學生提供个性化的课程辅导服务，开启了线下教育服务的扩展之路；2007年获得鼎晖投资1000万美元后，公司进入快速扩张期，并于2010年在美国纽约证券交易所成功上市。到2015年，学大教育已在全国范围内建立了超过500家学习中心，构建了完整成熟的一对一与小班教学体系。2016年，紫光学大完成对学大教育的并购，公司从纽交所退市并成功回归A股，成为首个中概股并购回归的案例。

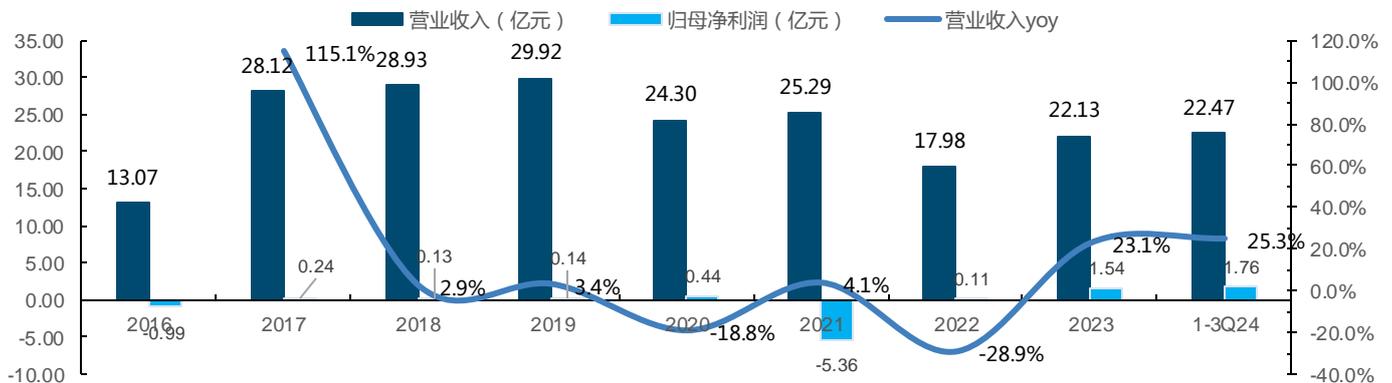
图表1：学大教育深耕个性化教育二十余年



来源：公司公告，国金证券研究所

2020-2021年，公司先后经历了公共卫生事件及教育培训监管政策“双减”的叠加影响，业务规模有所收缩。公司积极响应“双减”政策，剥离了K9学科培训业务，但保留了高中学段和中高考复读等教育培训服务，成为为数不多坚持以学科培训为主营业务的上市公司。公司近年积极拓展职业教育和教育数字化等新业务，形成了多元化的业务矩阵。由于高中学科培训行业需求具有刚性，学大教育在供给出清竞争格局改善的背景下业绩恢复亮眼，进入了新的发展阶段。截至23年末，公司营收22.13亿元/+23.1%，已恢复至业绩高点2019年的74.0%；归母净利润1.54亿元/+1035.2%，创历史新高。公司学习中心和教师人数2023年后重启扩张，截至2024年11月初，公司拥有学习中心279余所，覆盖100余座城市，教师团队4000余人。

图表2：2023年业绩相对19年修复明显，1-3Q24延续修复态势



来源：公司公告，国金证券研究所

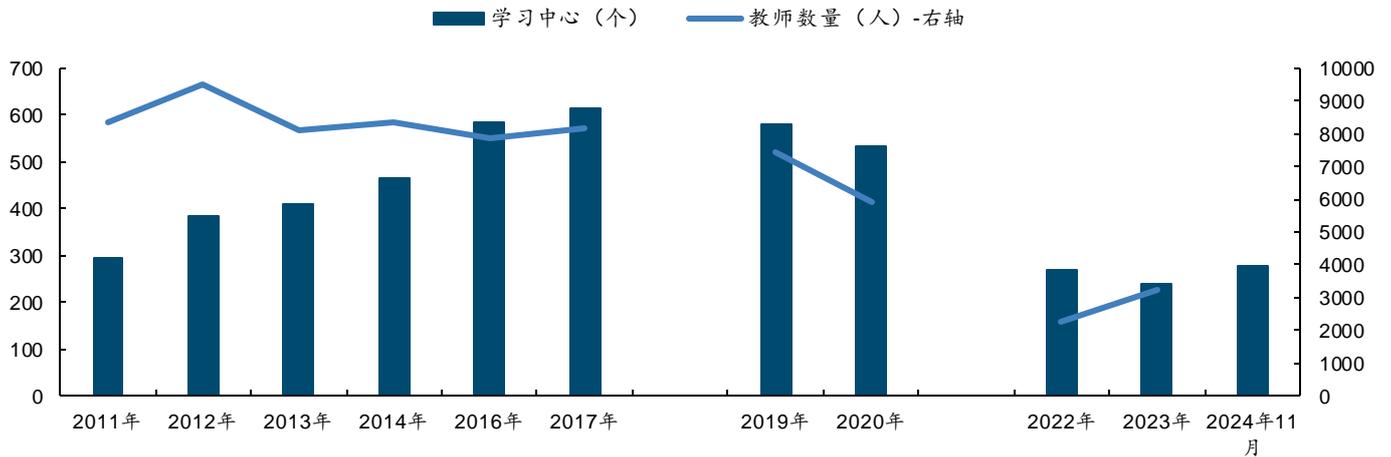


图表3: 23 年合同负债及预收款 (亿元) 明显复苏, 1-3Q24 持续恢复



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表4: 学习中心与教师数量 2023 年始边际向上



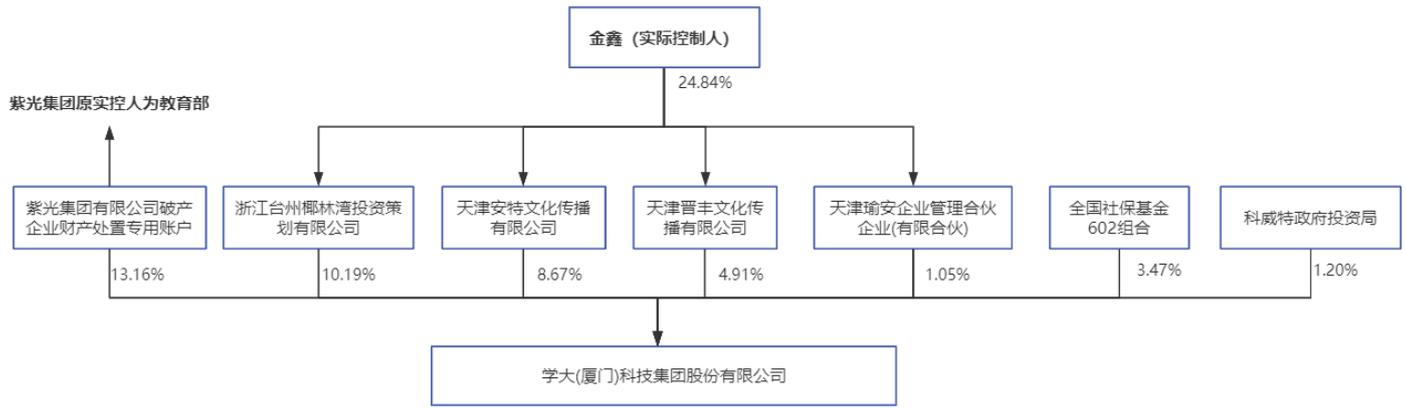
来源: 公司公告, 百度惠生活, 国金证券研究所

1.2、股权结构: 创始人回归, 股权结构逐渐清晰

创始人金鑫重新掌权, 公司股权架构趋于稳定。自 2019 年 8 月底至今, 创始人金鑫通过持股平台在二级市场不断增持上市公司股票, 并通过协议转让方式受让银润控股、银润投资所持有的椰林湾 100% 的股权, 间接持有上市公司股票。2020 年 5 月, 金鑫当选公司总经理; 2024 年 4 月, 金鑫通过天津晋丰、天津安特、天津瑜安合计持股 24.84%, 担任公司董事长、公司实际控制人。



图表5: 创始人金鑫重新掌权, 股权归属明朗化



来源: wind, 公司公告, 国金证券研究所

股权激励激活管理层和核心员工。2023年7月, 公司向董事朱晋丽、董事会秘书崔志勇等412名核心员工共授予436.20万股限制性股票, 授予价格为每股14.05元。此次股权激励的解锁条件主要基于净利润的业绩考核, 具体为2023年、2023-2024年、2023-2025年期间, 公司净利润累计需分别达到不低于5000万元、1.3亿元和2.5亿元, 23年净利润达1.68亿元(超额完成1.18亿元)。随着创始人回归与股权激励增强核心员工积极性, 公司有望明确业务方向, 降低组织内耗, 在关于教育业务的重大决策、发展定位上达成共识、形成合力。

图表6: 公司2023年股权激励对象和授予数量

序号	姓名	职务	获授数量(万股)	占首次授予数量的比例	占公司总股本的比例
1	朱晋丽	董事	15.00	3.44%	0.13%
2	崔志勇	董事会秘书	10.00	2.29%	0.08%
3	刁月霞	副总经理	5.00	1.15%	0.04%
4	公司(含子公司)其他核心员工(409人)		406.20	93.12%	3.45%
	合计	-	436.20	100.00%	3.70%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表7: 公司2023年股权激励考核目标

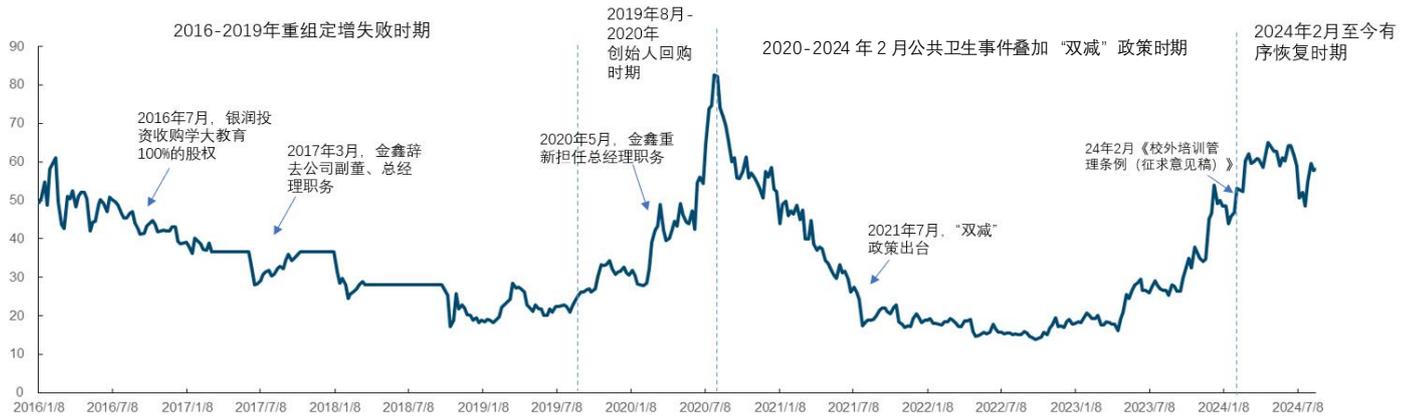
解除限售安排	业绩考核
第一个解除限售期	2023年净利润不低于5,000万元
第二个解除限售期	2023年-2024年两年净利润累计不低于13,000万元
第三个解除限售期	2023年-2025年三年的净利润累计不低于25,000万元

来源: 公司公告, 国金证券研究所

加速还款解决历史遗留, 轻装上阵聚焦经营主业。公司A股前身为厦门海洋渔业开发公司, 历经多次更名, 分别为厦海发、旭飞实业、好时光、旭飞投资、银润投资、紫光学大, 最终更名为学大教育; 主营业务也多次转型, 最终变更为K12教育培训。银润投资时期(2011年至2015年), 上市公司业绩表现不佳, 计划通过资产重组改善业绩。2016年, 上市公司向控股股东紫光卓远借款3.7亿美元(约23.5亿人民币), 并以3.6亿美元对价完成对学大教育集团的私有化收购, 计划后续通过非公开发行股票募集资金来置换借款, 但该定增方案未通过证监会审批而终止, 上市公司由此背负大量借款。2017至2019年间, 每年约有8000万元的利息支出; 2024年以来公司显著提高还款速度, 截至11月15日, 公司累计偿还本金与利息共计21.9亿元, 还款完成度为93.2%, 剩余本金1.59亿元还款期限为2025年12月31日, 利率为4.35%/年, 鉴于公司经营状况良好, 剩余借款余额对公司经营已经不构成重大影响, 公司在财务费用方面压力已经缓解, 未来将会轻装上阵聚焦于经营层面。



图表8: 2016年以来公司股价复盘



来源：公司公告，国金证券研究所

债务持续偿还，财务费用率降至新低。公司曾向紫光卓远借款约23.5亿元，截至24年11月15日剩余1.59亿元本金待偿还；随着债务逐渐偿清，公司财务费用压力逐步缓解。

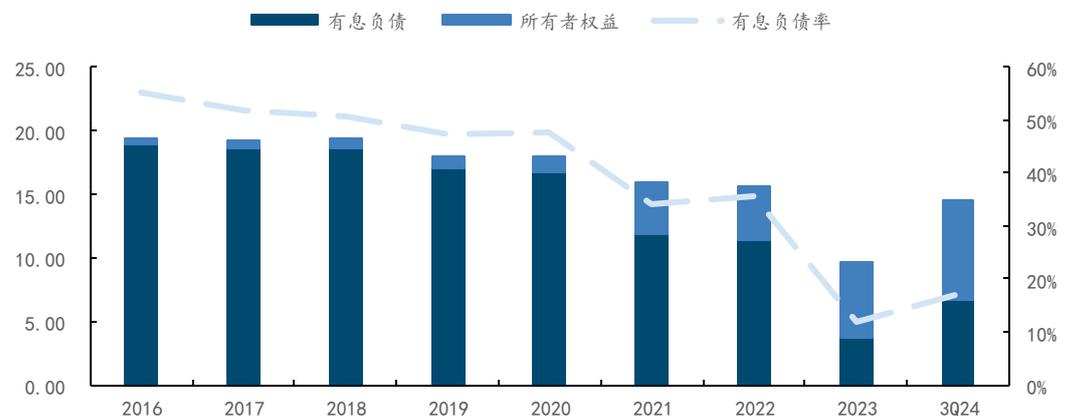
图表9: 财务费用率下降原因为债务余额逐步结清



来源：公司公告，国金证券研究所；注：由于4Q21计提减值金额较大，具有偶然性故剔除4Q21数据；

资产负债率压力减轻，资产结构改善。3Q24公司有息资产负债率为17.3%，同比提升4.5pct，主要是新增短期银行借款所致，但较16年明显下滑；近年随着对紫光卓远的偿债进度推进，公司有息资产负债率明显下降；权益净值明显上升，从19年0.9亿元上升至3Q24约7.9亿元，体现资产结构持续改善趋势。

图表10: 所有者权益净值不断增加，资产结构改善（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

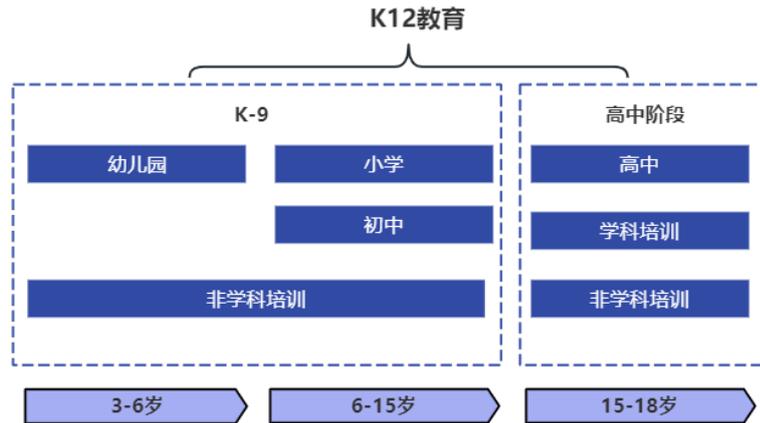


2、 行业：政策仍为主要驱动因素，供给出清需求刚性利好头部

2.1、政策梳理：政策迎来边际向好，监管界限逐渐清晰

教育行业按年龄段可划分为婴幼儿教育、K12教育和成人职教。K12即 Kindergarten through twelfth grade，指从幼儿园到高中阶段的最后一年（Grade 12）的基础教育；K12教育分为学历教育和非学历教育：学历教育为小学6年、初中3年及高中3年的校园教育；非学历教育为校园教育之外的课后培训，分为学科培训与非学科培训。

图表11：我国 K12 教育行业细分领域



来源：前瞻研究院，国金证券研究所

从政府层面来看，基础教育至少有两大任务：一是为国家培养人才，二是承担社会流动和社会公平的重任；2013年《小学生减负十条规定》的发布标志着减负政策的开端。此后政策不断强化，直至2021年“双减”政策的出台，将减负的重心放在规范校外培训市场与提升校内教学质量两大方面，核心关切是促进教育公平。经过多方共同努力，政策取得了显著成效，但是政策实施过程中部分地区也存在“一刀切”和课外培训“隐形变异”、“转入地下”问题，亟需新的政策进行补充。2024年2月，教育部意见稿中对校外培训机构的态态度转向温和，鼓励非学科类培训机构“成为学校教育的有益补充”，并将学科培训监管重点和红线基本确定为义务教育阶段，高中学科培训不再单独提及。2024年二十届三中全会提出“教育、科技、人才是中国式现代化的基础性、战略性支撑”，给予教育更高定位，体现出政府逐渐重视教育培养人才的功能。


图表12: 2024年2月之前教育部政策文件内容

时间	政策文件	核心内容
2013年8月	《小学生减负十条规定》	减轻小学生负担，促进义务教育均衡发展，采取等级评价方式，严禁学校和在校教师违规补课，不留书面作业，确保学生体育锻炼时间，“零起点”教学。
2018年8月	《国务院办公厅关于规范校外培训机构发展的意见》	明确了设置标准、审批登记、培训行为规范、监督管理等方面的具体措施，以减轻学生过重课外负担，维护良好教育生态
2018年12月	《教育部等九部门关于印发中小学生减负措施的通知》	规范学校办学行为、严格管理校外培训机构、强化家庭教育监护责任以及加强政府管理监督等方面入手，旨在切实减轻中小学生的学业负担，促进学生的健康成长。
2019年7月	《教育部等六部门关于规范校外线上培训的实施意见》	校外线上培训机构需向省级教育行政部门提交备案材料，材料包括ICP备案、电信业务经营许可、课程介绍、教学安排、招生简章等。
2021年7月	《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》	减少作业负担，明确作业量，鼓励实践性、探究性作业； 严格监管校外培训，限制培训时间和内容 ；禁止义务教育阶段学科培训；优化学校教育，提高教学质量，减少对校外培训的依赖；。突出教育公平，促进健康成长和全面发展。
2022年11月	《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》	明确非学科类培训机构的设置标准、准入流程、日常运营规范及监管措施。培训机构须依法取得行政许可并完成法人登记，培训内容应符合教育规律，不得与中小学校教学时间冲突，收费须明码标价，预收费用需进行风险管控。
2022年11月	《教育部办公厅等十二部门关于进一步加强学科类隐形变异培训防范治理工作的意见》	强调预防隐形变异培训，禁止发布校外培训招聘信息 。聚焦寒暑假、节假日等违规多发时间节点，以及“个性化辅导”“高端家政”“众筹私教”等重点问题，强化排查整治。鼓励群众参与监督，建立健全投诉举报制度，拓展问题线索来源，力争不留治理死角。
2023年8月	《校外培训行政处罚暂行办法》	规定了各种行政处罚措施，包括警告、通报批评、罚款、没收违法所得、停招学员和吊销许可证等；未经审批开展有 偿学科类隐形变异培训、擅自组织社会性竞赛活动 等，将受到严厉处罚。

来源：教育部，国金证券研究所

2021年7月中办、国办印发的《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》，也被称为“双减”政策。“双减”配有一系列配套政策文件以落实规范要求，对学科类培训机构进行全面监管，对行业产生了深远影响。文件从牌照审批、上市融资、定价、收费管理、广告宣传、机构分类等方面严格要求了校外培训机构，尤其对学科类、素质教育阶段要求更为严格。双减后学科类培训机构迎来供给出清。根据2022年10月底发布的全国人大“双减”报告以及校外培训监管平台，义务教育阶段线下学科类培训机构从12.4万家下降至24年11月的4061家，压减率96.7%；线上学科类培训机构从263家下降至34家，压减率87.8%。

文件要求面向普通高中的学科类培训机构管理参照义务教育阶段执行，但在各地实际执行层面存在差异；如北京、浙江等地对高中学科类培训机构查处力度较强，截至24年11月初北京、浙江高中阶段营利性学科类培训机构数为0。截至24年11月初，义务教育阶段营利性学科类培训机构数已经清零，而高中阶段营利性学科类培训机构数达2376个。

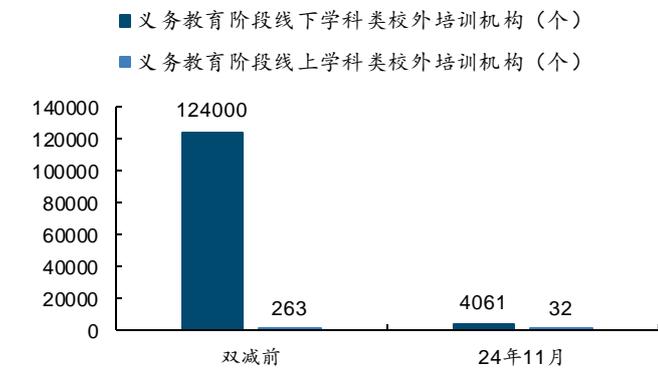


图表13: 2021年7月《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》

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。
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。

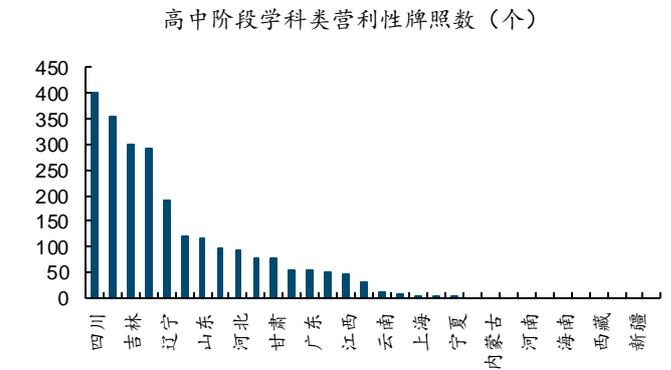
来源：教育部，国金证券研究所

图表14: 义务教育阶段校外培训学科类机构压减率高，且目前均为非营利性牌照



来源：校外培训监管与服务平台，国金证券研究所

图表15: 高中阶段参照执行各地存在差异



来源：校外培训监管与服务平台，国金证券研究所；

注：统计时间为24年11月

双减政策发布后，上市公司纷纷退出义务教育阶段学科类培训业务。削减营业网点及相关员工，探索新业务模式，主要探索方向集中在非学科类辅导、职业教育、直播电商、智能教育硬件等。



图表16: 双减后各公司纷纷退出义务教育学科类培训

	新东方	好未来	学大教育	科德教育	思考乐
保留业务	出国考试准备		高中学科类培训	初高中复读 (K12 学科类培训主体为 龙门教育, 22 年剥离完毕)	
	出国咨询		全日制培训基地 (全年全日制、艺考文化课冲刺、全学生段百日冲刺)		
	成人备考		K12 双语学校		
	高中学科类培训				高中学科类培训
教育新业务	非学科类辅导业务	非学科类辅导业务	职业教育		非学科类辅导
	智能学习系统及设备	AI 学习机、教辅、智能书等	文化服务		游学业务、国际课程
其他	直播电商“东方甄选”				抖音直播电商“思考乐 GO”

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

24 年 2 月 8 日, 教育部发布《校外培训管理条例 (征求意见稿)》。意见稿规定 K-9 学科类仍为非营利性, 但高中校外学科培训未提及, 一定程度上认可高中学科类培训上市公司; 意见稿对校外培训机构的表述一改以往严厉, 减少了“严禁”、“坚决”等用语, 并鼓励非学科类培训机构“成为学校教育的有益补充”, 对学科培训机构的政策也有变动。第一, 在资本运作方面有所放松, 要求融资所用资金只能用于培训业务和员工; 第二, 审批环节更加精简; 第三, 费用管理不再要求公安、银保监、人民银行等部门参与; 第四, 价格制定方由发改部门、财政、教育部转移至省级地方政府管理, 这有利于不同经济发展地区依据当地经济情况指定价格, 一些地区可能收费更富有弹性。总结来看, 虽然意见稿目前不是正式具有实施效力的法律文件, 但是从政策风向我们可以看到对教培机构形成政策边际向好, 其文件的出台对地方政府的当下实际执行具有参考意义。



图表17: 双减文件与《校外培训管理条例(征求意见稿)》相关表述对比

	《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》	《校外培训管理条例(征求意见稿)》
发布时间	2021年7月	2024年2月
资本运作	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 通过兼并收购、受托经营、加盟连锁、利用可变利益实体等方式控股或参股学科类培训机构。已违规的, 要进行清理整治。清理整顿培训机构融资、上市等行为。	校外培训机构 融资 及收取的费用, 应当主要用于培训业务活动、 改善 培训条件和 保障 员工待遇。
学科类审批	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。
非学科类审批	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 。	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, 申请 行业主管部门 同意
收费管理	强化培训收费监管。 公安部门 要依法加强治安管理, 联动开展情报信息搜集研判和预警预防, 做好相关涉稳事件应急处置工作; 人民银行、银保监会、证监会 负责指导银行等机构做好校外培训机构预收费风险管控工作通过第三方托管、风险储备金等方式, 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。	通过第三方托管、风险储备金 等方式, 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。
价格制定	发展改革部门 要会同 财政、教育 等部门制定学校课后服务性或代收收费标准; 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	面向义务教育阶段学生实施的学科类校外培训, 应当依法实行政府指导价管理, 由 省级人民政府 制定收费管理办法。其他校外培训的收费价格, 应当报 审批机关 备案

来源: 教育部, 国金证券研究所

2024年8月3日, 国务院发布《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》, 该意见六次提到教育, 鼓励教育应该为拉动消费做更大贡献, 同时培育和壮大数字教育, 扩大教育业对外开放, 鼓励**素质教育、职业教育、个性化教育**, 其中多次提到职业教育, 显示政府对职业教育行业发展的重视。意见还鼓励通过购买服务等方式引进具有资质的第三方机构提供非学科类优质公益课后服务; 对大型教育机构来说**资质、资金、教师团队**实力更强, 如果采用政府购买形式上市企业在投标时具有优势, 有利于提高机构在校知名度并搭建校企沟通桥梁。

图表18: 24年8月《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》节选

国务院关于促进服务消费高质量发展的意见
教育和培训消费。推动高等院校、科研机构、社会组织开放优质教育资源, 满足社会大众多元化、个性化学习需求。推动职业教育提质增效, 建设高水平职业学校和专业。推动社会培训机构面向公众需求提高服务质量。 指导学校按照有关规定通过购买服务等方式引进具有相应资质的第三方机构提供非学科类优质公益课后服务。 鼓励与国际知名高等院校在华开展高水平合作办学。

来源: 中国政府网, 国金证券研究所

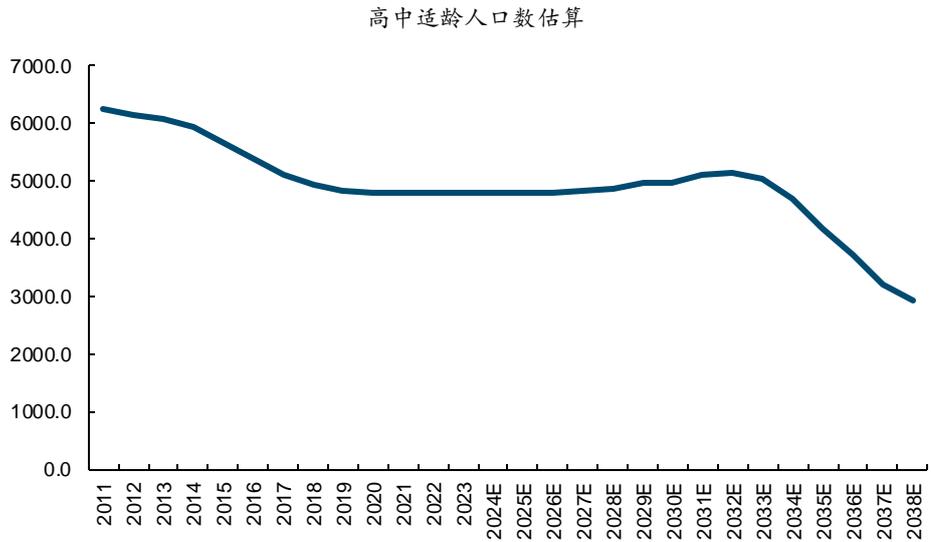
2.2、高中学科培训规模有望恢复扩张, 供给出清利好头部公司

我们采用高中适龄人口*渗透率*高中学科类培训客单价来测算高中学科类培训市场规模。

1) 我们采用国家统计局公布的出生人口数来估计高中适龄人口, 如24年高中适龄人口数=2007~2009年出生人口群体, 我们用07~09年出生群体来代表24年高三至高一的高中适龄人口群体, 以此类推。



图表19: 预计高中适龄人口(万人)拐点在2032年

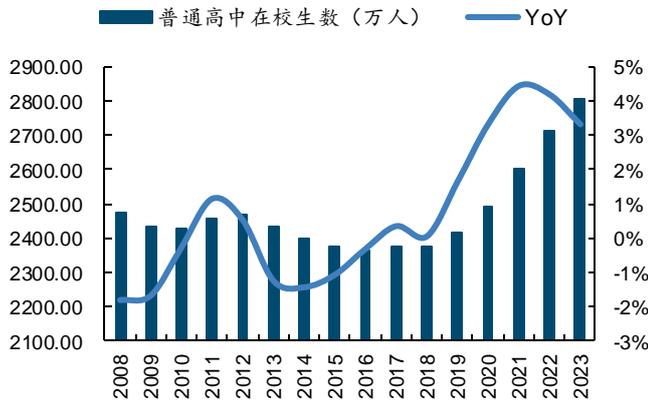


来源: iFind, 国金证券研究所

2) 渗透率我们参考17~19年弗若斯特沙利文对高中参培人数数据/高中适龄人口得到高中适龄群体参培率。20年受公共卫生事件影响, 线下培训大多无法正常开展, 21年7月恰逢行业“双减”政策冲击, 21年下半年对教培机构打击力度较大, 因此我们估计20~21年参培人数大幅下滑。由于高中学科类参培率数据可得性较差, 我们使用CIEFR公布的22年K12整体参培率17.4%以及北师大双减成效报告中公布的K9学科类培训参培率16.5% (这两个数据通过对对应年龄段群体的抽样调查得到, 样本整体为对应学段的适龄群体, 因此前后具备一定可比性), 结合K12与K9适龄人口数据可计算出22年高中学科类培训参培率为20.2%。以22年为基点我们进一步预测23~26E渗透率, 预计23年开始企稳回暖, 预计24~26年每年以1.5个点的渗透率增长逐步回升。

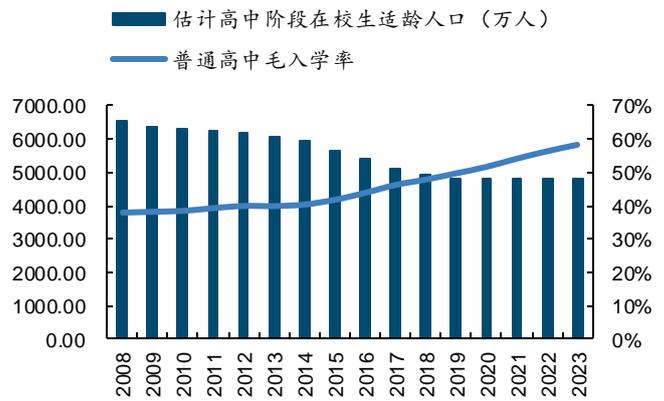
高中毛入学率提升, 有望带动高中学科类培训参培率提升。尽管据我们测算, 17~23年高中适龄人口群体逐年下滑, 但普通高中在校生人数不降反增, 主要是受益于高中阶段毛入学率逐年提升, 带动普高在校生人数不断新高, 23年普高在校生人数达2803.6万人, 17~23年CAGR达2.8%。我们预计随着高中阶段毛入学率的稳步提升, 普高人数占整体高中适龄人口比重提升, 将带动高中学科类培训参培率的提升。

图表20: 高中在校生人数(万人)18以来增速加快



来源: iFind, 国金证券研究所

图表21: 普通高中毛入学率有所提升



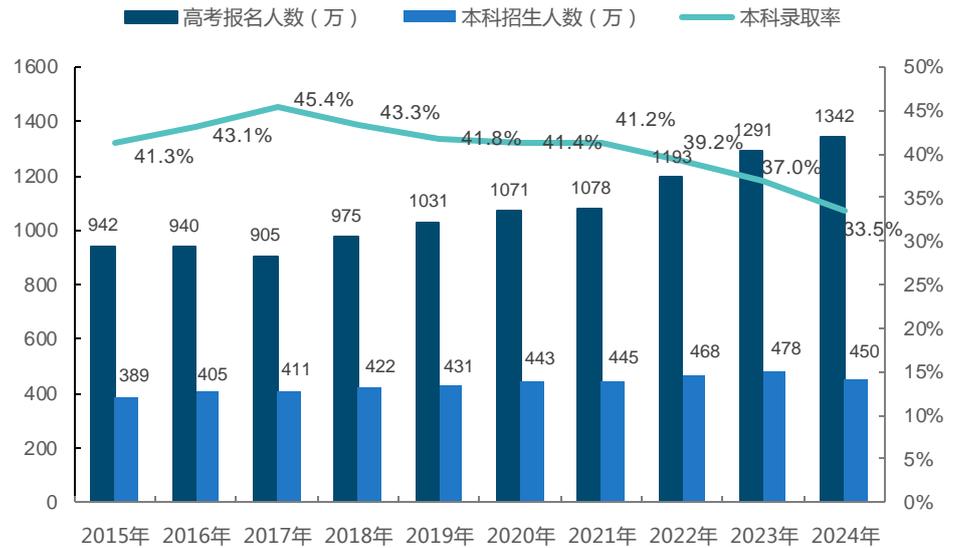
来源: iFind, 国金证券研究所

注: 毛入学率=在校生人数/在校生适龄人口

高考上线难度增加, 激烈竞争下课外培训有望受益。2017年以来, 我国本科录取率开始逐年下降, 主要因为高中毛入学率提升带来的高中入学人数逐年上涨和复读人数的增加; 2024年高考报名人数达到1342万, 创历史新高; 据新考网预计, 2024年本科录取人数为450万人, 本科录取率33.5%, 创历史新低。



图表22：近年本科录取率逐年降低



来源：教育部，新考网，国金证券研究所

3) 客单价 19 年我们参考 CIEFR 数据，而后数据根据逻辑推演估计。单价方面，受指导价价格等因素影响 2021 年出现下滑，21 年机构面临大幅出清，但学科类培训需求仍然较为旺盛，供给曲线左移而需求曲线相对不变的情况下，均衡状态后价格有望较此前价格有所提升，预计 23-26 年以 2% 速度逐步提价。

20/21/23 年渗透率数据可得性较差，因此为测算数据，23~26 年行业处于恢复性增长阶段，基数较低，因此较 17~19 年增速更快，我们综合测算得到 2024E/2025E/2026E 高中学科培训市场规模为 1,364/1,481/1,602 亿元，CAGR 为 8.5%。

图表23：高中学科培训理论市场规模测算

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
高中培训市场规模 (亿元)	1,572	1,628	1,672	1,174	1,001	1,146	1,253	1,364	1,481	1,602
yoy	4.1%	3.5%	2.8%	-29.8%	-14.8%	14.5%	9.4%	8.8%	8.6%	8.2%
高中阶段适龄人口(万人)	5120	4948	4839	4809	4794	4795	4786	4817	4815	4811
yoy	-4.9%	-3.4%	-2.2%	-0.6%	-0.3%	0.0%	-0.2%	0.6%	0.0%	-0.1%
高中培训参培人数 (万人)	1340	1360	1370	962	863	969	1039	1108	1180	1251
yoy	1.5%	1.5%	0.7%	-29.8%	-10.3%	12.2%	7.2%	6.7%	6.5%	6.0%
高中培训渗透率	26.2%	27.5%	28.3%	20.0%	18.0%	20.2%	21.7%	23.0%	24.5%	26.0%
高中培训客单价 (元/人)	11,734	11,969	12,208	12,208	11,598	11,830	12,066	12,307	12,554	12,805
yoy	2.0%	2.0%	2.0%	0.0%	-5.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%

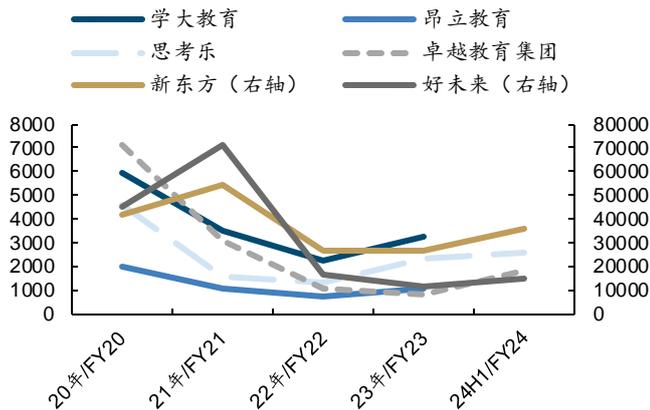
来源：弗若斯特沙利文，CIEFR，教育部，国金证券研究所测算；注：高中培训市场规模=高中培训参培人数*高中培训客单价；高中参培人数来源为弗若斯特沙利文，2020 年之前为实际数据，22 年参培率为根据 CIEFR、北师大《双减成效报告》数据测算，之后为预测数据；2019 年客单价来源为 CIEFR；

结构上看小机构、个体户将持续出清，全国性机构有望受益。根据《中国教育财政家庭调查报告 2021》，18-19 学年，参加商业公司补习班的学生占有所有参加校外补习学生的 26.6%，而超过 70% 的学生主要参与个人提供的学科培训。如前文所述，“双减”政策对于牌照审批、收费管理等做出要求，使得个人式小作坊无法获得牌照，23 年，教育部对课外培训“隐形变异”、“转入地下”出具针对性政策，进一步打击隐形教培。短期来看双减下的供给出清一部分需求或转入个人小作坊，但中长期来看无论从合规性、获客、产品质量、持续教研能力都无法与正规机构竞争。

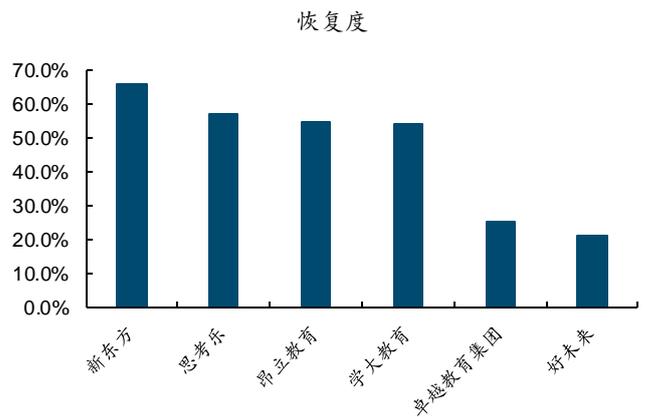
头部机构产能恢复。头部机构员工明显恢复，新东方/思考乐/昂立教育/学大教育员工恢复度分别为 65.9%/56.9%/55.1%/54.1%，学大教育及昂立教育因 1H24 未披露员工数据，我们预计实际恢复情况较 23 年末情况更好。长期来看，继续留在行业中的教培从业人员仍会寻找有资质的正规培训机构，头部机构有望吸纳更多优秀教培老师，进而拥有更多学生 and 市场份额。



图表24: 员工人数(人) 22年以来企稳回暖



图表25: 头部机构员工人数恢复度靠前



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

注: 新东方、好未来为 FY24 数据对比 FY21 恢复度; 卓越、思考乐为 1H24 对比 20 年恢复度; 学大、昂立为 23 年末对比 20 年末恢复度。

2.3、韩、日课外补习行业经历波折后均恢复健康发展

韩国补习市场

优质高等教育资源相对稀缺, 社会上升渠道有限, 导致课外补习规模屡创新高。受科举文化影响, 韩国家长对教育格外重视, 也曾出现过教育内卷化现象, 时至今日韩国课外培训规模仍屡创新高。纠结其根本, 韩国高考承载社会流动的重任, 考试竞争激烈, 导致学生课业压力较大, 补课需求刚性。此外, 韩国教育针对高中生群体进行分流, 分为普通高中与专业高中。普通高中通过高考有机会享受优质高等教育资源(S-首尔大学、K-高丽大学、Y-延世大学)后获得一份社会认可度、工资待遇更高的工作; 专业教育的高中主主要学习职业技能, 进入大学的机会相对较小, 工资待遇相对较低。因此, 教育分流后的学生未来获得的待遇与机会不对称, 在韩国民众看来普通教育的回报率远远超过专业教育, 因此通过学生家长通过购买补习班补习, 希望通过中考选拔先进入普通教育高中, 进而有希望进入优质高等院校。

韩国课外补习行业经历兴盛、违禁、转移地下, 再到恢复发展的过程。历史上韩国政府曾经针对中学阶段学生课业压力大和课外补习机构鱼龙混杂状况出台了一系列政策, 试图缓解学生竞争压力、打击补课乱象, 其改革历程如下:

1968年, 韩国初中入学竞争压力逐渐增大, 学生课业压力大, 政府决定废除初中入学考试制度, 采用就近入学的方式, 但是竞争压力很快就转移到高中阶段; 1974年, 政府决定实施高中就近入学政策, 该政策又被称为《高中平准化政策》, 平准化是指在教育方面“平等、平均、平衡、公平”和“标准、水准、统一、均衡”; 由于各地教育水平参差不齐, 高中就近入学政策非但没有减轻学生的教育压力, 反而促进了课外补习的兴盛发展;

1980年, 韩国政府规定全面禁止课外补习; 当局还派出“课外辅导打压队”震慑家长和教师, 违反补习禁令的公立学校老师将被开除, 甚至私人补课被检举后学生家长的公职也会被革除; 但是禁令并没有阻止韩国家长想让子女升入名校的决心——把老师伪装成亲戚或家政阿姨、躲到郊外别墅进行辅导, 造成的结果是补课门槛变高、费用成本更加高昂, 此后多年考进韩国三所顶尖大学的多为富人家庭; 1997年, 韩国高中生的补课率已从1980年的30%上升到了接近50%。韩国家长每年花在补习上的总费用已经达到了GDP的3%, 与韩国教育公共开支几乎持平。2000年, 韩国最高法院宣布终止禁止补课政策。



图表26: 近代韩国教育改革历程

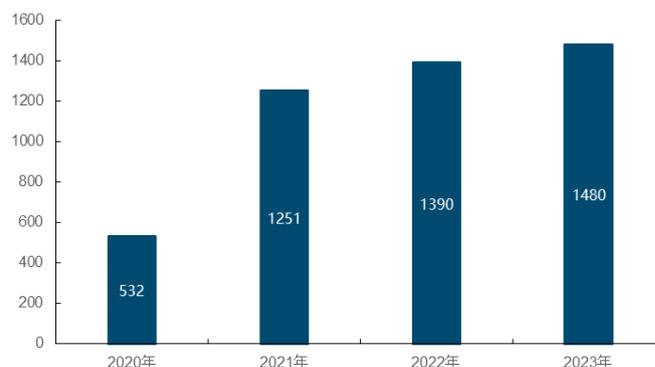
时间	政策简称	内容及影响
1968年	废除初中入学考试制度	初中就近入学，考试竞争压力转移到高中入学考试，激烈的考试竞争使高中课外补习逐步升温。
1974年	高中平准化政策	高中就近入学，意图实施“平等、平均、平衡、公平”和“标准、水准、统一、均衡”的高中教育。初期成效显著，缓和了学校差距、课外补习热、复读生累积等问题，但后续未能遏制高中课外补习，反而促进其发展。
1980年	《教育规范化及消除过热的课外补习方案》	全面禁止课外补习和通过互联网、电视等方式进行补习。政策初期抑制了课外补习需求，后续因各种原因逐步放宽禁令，允许艺术和活动课程补习、低分学生校内辅导及大学生为中小學生提供辅导；此后10年内课外补习规模再次扩大。
2000年	禁止课外补习的政策结束	《教育规范化及消除过热的课外补习方案》相关政策不再实施
2006年	“放学后学校”计划	韩国政府在全国推行“放学后的学校”计划，主要以课后在校内提供教学活动服务为主，各学校可依据学生和家长的具體需求开展丰富多彩的校内课余活动；计划要点为：（1）关注素质教育，启发学生特长及兴趣；（2）营造以社团为中心的学生文化；（3）减轻家长的私教费用负担；（4）积极促进校园及所在地区的人力资源运用

来源：中国青少年研究中心，国金证券研究所

2006年，韩国政府认识到行政手段并不能干预市场刚性需求，于是政府主导的“放学后学校”全国性项目应运而生。该项目以各级学校为主体，在社区、大学和志愿团体的协助下，通过雇佣学校老师、外部老师、特殊技能者和家长等作为指导教师，来开展包括学科类课程和素质类课程在内的各类培训活动，鼓励在校内开展课后兴趣班、学生社团、多样化的课余活动，以此来缓解学生竞争压力促进全面发展；这些有益于学生全方位成长的计划获得了韩国学生和家长的认可，目前该计划仍在韩国延续并受到广泛欢迎。

2023年，韩国统计局统计韩国中小學生教培市场规模为1480亿人民币，同比增长4.5%，连续三年刷新记录。2023年，韩国人均月均辅导费同比增长5.8%，为43.4万韩元，高于韩国教育部预定的“低于居民消费价格指数涨幅（3.6%）”的目标。按科目看，英语人均月支出12.8万韩元，数学12.2万韩元，国语3.8万韩元，社会与科学1.9万韩元。从各地区来看，首尔学生的人均月均辅导费居全国之首，为62.8万韩元。

图表27: 2020-2023年韩国中小學生课外辅导班支出（亿人民币）



来源：韩联社，韩国统计局，国金证券研究所

日本优质高等教育资源稀缺，实行终身雇佣制，促使课外补习盛行。日本企业二战后普遍



采用终身雇佣制和年功序列制,使得日本毕业生入职的第一家企业很可能成为其终身的工作单位,且跳槽的成本较高。因此,日本应届生社会地位、经济收入和升职空间在很大程度上取决于其入职的第一家企业的实力;而企业对应届生的选拔主要依据其学历和所读大学,因此日本家长对子女的学业同样比较看重,课外补习在日本同样盛行。

20世纪50-60年代被称为“乱塾时代”。“塾”是日本对课外补习机构的称呼。战后日本在1947年颁布了《学校教育法》,开始实施九年义务教育。当时,日本实施以经济增长为目标的“五五年体制”,教育思想也与之相匹配,强调学生的学习质量和学习能力,同时对中小学生学习课程进行了大量改革,融入了更多现代科学成果。这导致许多学生不能跟上教学进度,大量的“补差”需求推动了学习塾的迅速发展。此外,战后日本出现了生育高峰,但高中和大学数量有限,学生中高考竞争压力巨大,促成了日本战后学习塾的第一次发展高峰。

20世纪70年代,学习塾进入了规模化与第一次整顿阶段。连锁式学习塾逐渐在日本流行,不少小型补习机构在此期间开办分校、扩大经营,迎来了第二波发展高峰。然而,社会公众开始对学习塾和日本教育理念进行反思和批判。日本政府在70年代末开始整顿学习塾,查处在职教师校外兼职授课行为,导致学习塾在70年代末一度沉寂。

1979年开始,日本实行全国统一高考;新政策下,学生普遍寻求课外辅导帮助。据日本总务厅数据显示,到1991年,日本全国学习总塾已达到45856所。据日本文部科学省数据显示,参加校外教育培训的中学生比例从1976年的38.0%上升至1993年59.5%。校外教育行业的快速发展带来了良莠不齐的从业者和下降的教学质量,引发了社会公众的不满。

1987年,行业协会“培育优秀学习塾大会”通过了自我管理约束规约,作为行业自律规范。在行业自律和政策监管下,学习塾逐渐走向规范。同年,日本政府发布了《充实学校学习的意见》。次年,全国性行业协会“全国学习塾协会”成立,政府和从业者开始治理行业乱象。1999年,日本政府出台《学习塾事业活动规范化自主准则实施细则》,对校外培训机构予以规范。

图表28: 日本政府1999年出台《学习塾事业活动规范化自主准则实施细则》

法条	相关内容
第一条	本《自主基准》是为了防止学习塾与学生、家长之间发生纠纷,确保学习塾公开信息及合法经营,取得社会的广泛信赖,保证学习塾事业健康发展
第二条	经营者的责任:学习塾的经营者应深刻认识到学习塾事业对社会的责任,必须尊重并遵守学习塾的各项法律与基准,积极公开信息,提高教职员能力,培育学生健康发展,保持社会公正,履行契约合法化
第四条	公开信息:学习塾经营者必须公开学习塾名称、地址、固定电话,学习塾法人,教室地址及电话,交通途径及所需时间。同时适当公示学习塾教授的科目与内容;讲师人数、专业、履历、选聘方法及进修;学习塾的各项费用(包括入塾金、课时费、资料费、模拟测验费、管理费等)
第九条	真实的广告宣传:学习塾在进行宣传时不得违反相关法令和条例:不得违背事实或进行误导宣传。

来源:《学习塾事业活动规范化自主准则实施细则》(1999),国金证券研究所

2002年确立“宽松教育”的教育改革,颁布《学校教育法实施规则》,试点中小学生在学区之外自由择校,并使用个体评价法给予学生评价,替代与其他学生相互比较的相对评价法;全面实行一周上学5天的双休日制度;此外还规定削减学校教学内容和教学时间,同时降低课程难度,增设“综合学习时间”;虽然教育改革减轻了中小学生学习压力,但考试竞争却没有因此而放缓,学生在学校里学习的知识不足以应对各类考试,特别是致力于考取有名的私立学校时,学生就不得不利用课外时间去学习塾补充学校的不足;

2008年4月,日本学习塾协会推出了“学习塾讲师认证”制度,以提升教师质量和中小学生的学习能力,使行业更加规范。讲师分为三个等级,一级讲师为最高等级,需具备3年以上授课经验并通过各项考核。2013年,文部科学省规定学校、地方政府和民间企业可合作推进“星期六教育活动”,促使塾校合作进入高潮。学习塾从干扰者变为合作伙伴,提供教材、试题、教学场地和教师培训,与学校教育形成互补。



图表29：日本学习塾协会讲师认证标准

等级	考核形式	考核标准	被考核者基本要求
三级	自我检测 笔试	1.掌握基本职业伦理知识； 2.充分掌握所授学科知识	1.年满18岁
二级	模拟授课	1.言行举止得当； 2.能激发全体学生的积极性； 3.能根据学生接受程度进行指导；	1.拥有一年以上的授课经验 2.拥有三级讲师资格
一级	模拟授课	1.具有教育者应有的品格，品行得当，受学生信赖； 2.认真钻研所用教材，充分了解学生特点与需求； 3.能够调动全体学生的积极性，掌控课堂，开展高效的授课与指导；	1.拥有3年及以上授课经验 2.已通过二级资格考试

来源：日本学习塾协会，国金证券研究所

复盘日、韩教培市场，我们不难发现日、韩补习行业均经历了行业野蛮生长—政策收紧—行业复苏—与学校教育互补。从行业成长来看，供给端的收缩会在旺盛需求的带动下逐步恢复，而需求旺盛的根本源于优质高等教育资源相对稀缺。参考我国 K12 教培行业，我们认为校外培训在经历“双减”政策供给大幅出清，在旺盛需求带动下供给有望逐步恢复，行业增长可期。从竞争格局来看，韩国校外补习行业在政策打压后部分需求转向“地下”，地下教培补课门槛更高、费用更高昂，最终在政策指引下回归于政府主导的“放学后学校”全国性项目，我们认为全国性项目可以类比我国 K12 全国性龙头，行业竞争格局也将最终走向头部集中，一方面头部机构较“小黑班”更合规，另一方面选择“小黑班”的费用更高且课程质量无法保证，因此我们认为竞争格局有望头部集中。

3、核心竞争力：传统业务转型扩张，新业务打造第二增长曲线

3.1、个性化教育龙头：品牌与布局具优势、产能有望稳步复苏

公司为国内个性化教育的开创者和领导者，在个性化教育领域具备品牌优势。公司首创个性化“一对一”教育辅导体系，经过 20 余年运营发展，形成一对一、3-12 人小班、线上线下结合等业务模式，累计服务超过 200 万学员，在行业中具有较强的品牌认知度和口碑；其“个性化”服务理念已经成为品牌标识；品牌影响力在学科培训机构无法通过广告进行宣传的当下具有现实意义，多数家长在选择教培机构时会考虑机构的规模和影响力，品牌认知度有利于公司以更低的成本获客。

图表30：公司为 K12 线下教育为数不多具有全国影响力的品牌

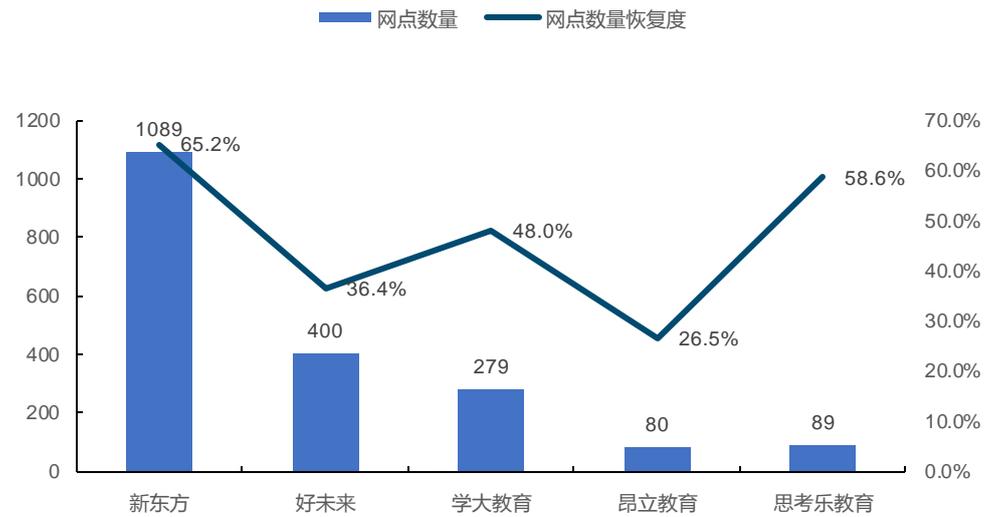
公司名称	品牌影响力	学科特点	班型特点	培训特色	23财年营业收入	教学网点数量	主营业务
新东方	全国	出国英语为特色	大班为主	多样化	212 亿元	1089个 (FY2021为1669个)	K12、留学业务
好未来	全国	理科为特色、拔尖	大班为主	尖子生拔尖	71 亿元	约400个(FY2021为1098个)	K12、教育产品
学大教育	全国	各科目均衡	一对一、小班为主	偏科学生补弱	22 亿元	279个 (19年末581个)	K12
昂立教育	地方 (上海)	英语为特色	一对一、小班为主	多样化	9.6 亿元	约80个 (19年末302个)	K12
思考乐教育	地方 (深圳)	语数英为主	大班为主	多样化	6 亿元	89个 (2020年末152个)	K12

来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所；注：新东方、好未来教学网点为最新财报数据。

恢复程度高于行业平均，有望享受头部集中红利。“双减”后学大教育关停部分落后网点，网点数量由 19 年的 581 家降至 23 年的 246 家，经过筛选、留下的网点区域更为健康。截至 24 年 11 月公司网点数量较 19 年恢复度为 48.0%，新东方/好未来/昂立教育/思考乐恢复度分别为 65.2%/36.4%/26.5%/58.6%，公司恢复速度高于五家学科培训公司平均水平。我们认为在供给出清，市场头部集中情况下，学大作为全国性头部教培机构有望充分享受行业红利。



图表31: 公司网点数量恢复速度处于第一梯队

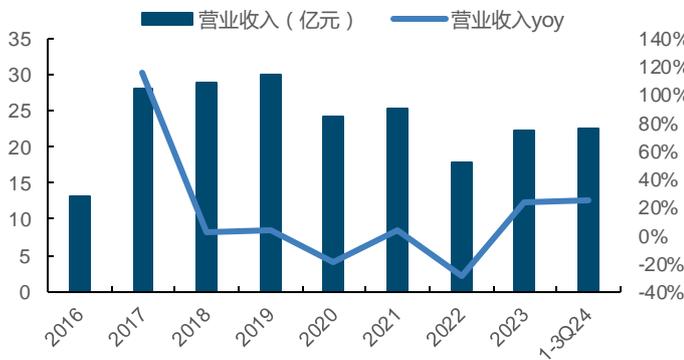


来源: 公司公告, 百度惠生活, 大众点评, 国金证券研究所; 学大教育、昂立教育及思考乐教育网点数量截至 24 年 11 月; 新东方、好未来教学网点为最新财年数据。

23 年开始, 受到政策边际利好和需求复苏、供给恢复多重鼓舞公司营收开始反弹, 1H24 公司营业收入 16.2 亿元, YOY+29.4%, 恢复势头良好。分季度看, 1Q24、2Q24 营收已经超过 21 年“双减政策”前同期, 展现出教学经营恢复情况良好。横向对比收入增速, 公司受“双减”影响收入受损程度相对较轻, 23 年恢复性增速相对较慢。

图表32: 营业收入恢复速度迅猛, 1~3Q24 同比增长 25.3%

图表33: 分季度看 1~3Q24 营收均超过 21 年同期

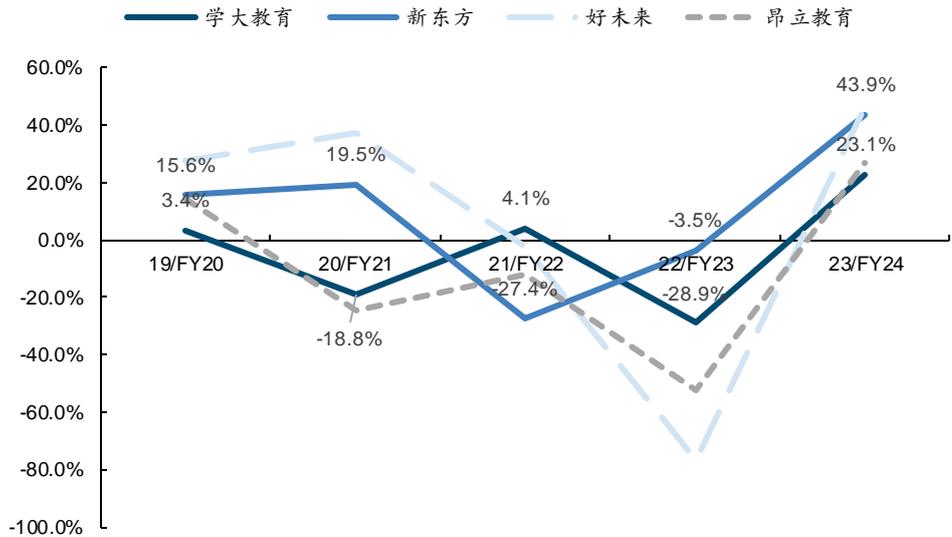


来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所



图表34: 横向对比收入增速, 公司双减受损程度相对较轻



来源: 公司官网, 国金证券研究所测算

因材施教符合教育规律、提分快, 6V1 服务有利于机构摆脱名师依赖。“一对一”模式和小班课相比大班课具有针对性强、提分见效快的特点, 对弱生、弱势学科提分尤为有效; 此外“一对一”能有效规避学生注意力不集中、同班学生水平层次不齐导致课程难度较难选择的问题, 补课老师可针对学生特点因材施教, 是一种效率更高的补习模式; 同时, “一对一”在教培行业属于高端供给、具有稀缺性、并享有更多议价权; 相对于“培优”制造教育焦虑, “一对一”补差属性更强, 更多场景为弱势学科的补习, 有利于缓解差生家长的教育焦虑。但是, 传统“一对一”教学对名师依赖性强, 机构所处角色相当于“中介”, 造成教师流动性高、学生续课率低的现象; 公司采用 6V1 教学模式, 分拆出专职教师、学习管理员、答疑老师、学科咨询老师、教研老师、心理老师六大角色; 学生在初期可以通过试听多位老师课堂来确定适合自己的老师, 同时在教学周期内在不同的知识点可以切换老师进行讲解, 实质上淡化专职老师角色并降低了讲师的门槛, 这种模式有利于公司以更快的速度招聘教学老师、扩张产能。

图表35: 6V1 模式分拆教学内容, 淡化讲师角色



来源: 公司官网, 国金证券研究所

公司全国线下布局广泛, 具备先发优势。截至 24 年 11 月, 公司已在全国 100 余座城市布局 279 个线下学习中心。全国线下 K-12 校外培训机构中, 仅新东方、好未来、学大教育三家实现了省域层面的全国化覆盖; 昂立教育立足于上海, 主要辐射江浙沪客群, 思考乐则立足于深圳, 正在发展广州业务; 全国布局对于机构的资金实力、口碑积累、教学质量及标准化程度、企业内部管理、本地化适应度、师资力量等方面都提出了更高的要求。公司采用直营方式建成遍布全国主要一、二线城市, 并辐射三、四线城市的学习中心网络, 线上+线下的模式有效打通时间和空间的教学壁垒。同时, 公司建立了全国业务管理体系, 通过自主开发的 PPTS 业务管理系统、BI 业务分析等系统, 全面管理全国学习中心的日常教研、教学和运营, 有效保证教学质量。随着各地发放学科培训牌照继续收紧, 现有头部机构在开拓空白市场和已有市场加密方面具备先发优势, 叠加教培具备服务周期长、客户



粘性高、生源可裂变的特点，公司有望保持在个性化教育行业的领先地位。

图表36：公司覆盖城市超100个，受益学生200万以上



来源：公司公告，国金证券研究所

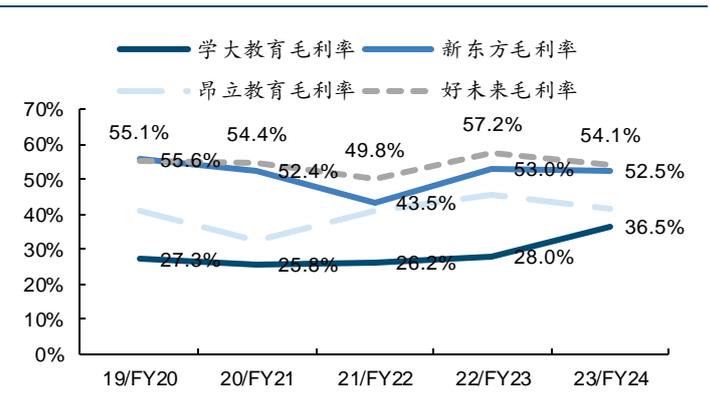
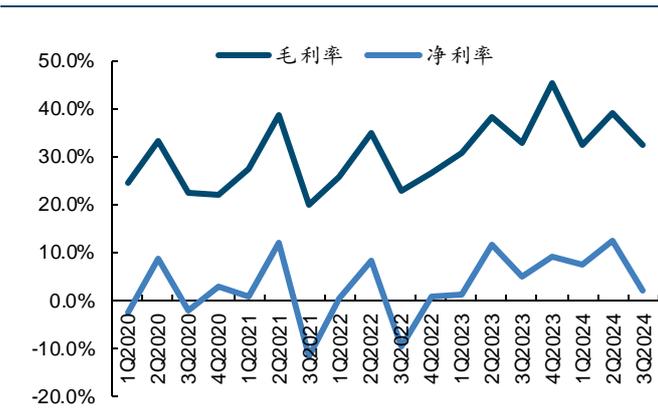
3.2、内部调整班课增加，盈利能力有望持续改善

公司进一步加大组课与班课占比，盈利能力向好。公司毛利率整体上升、净利率保持稳定、季节性有平抑倾向的主要原因为公司班课数量上升、全日制培训业务占比上升；相对于1对1补课，多人小班型有更高的毛利率和更广客群受众，且仍属于个性化教育范畴，教学流程与单独补课差异较小、家长负担更低，小班型未来占比有望进一步提升；同行业中新东方、昂立教育班课占比高、毛利较高，2023年学大教育/新东方/昂立教育毛利率分别为36.5%/47.6%/41.7%，相比2022年28%/47.2%/45.6%差距明显缩小。

1H24公司毛利率36.0%，同比提高2.7pct；净利润1.6亿元，YOY+84.9%。公司受学生暑假及中高考时间安排影响，收入有较强季节性，传统业务旺季为Q2，在20~24年Q2毛利率分别为33.1%/38.8%/34.7%/38.3%/38.8%，处于一年中峰值，2023年以来净利率波动减少。

图表37：纵向看公司毛利率、净利率稳定上升

图表38：横向看毛利逐渐向以班课为主的同行公司看齐



来源：公司公告，国金证券研究所；注：由于4Q21计提减值金额较大，具有偶然性故剔除4Q21数据；

来源：公司公告，国金证券研究所；注：新东方、好未来使用FY20-FY24数据；

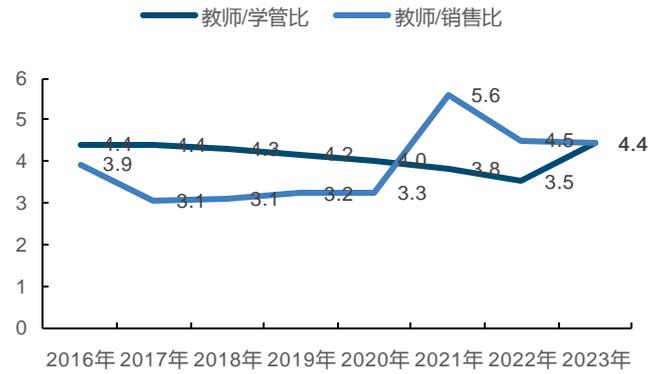
学管、销售人员配比回归均值，费用控制良好。一个典型的学习中心通常由咨询部和教学管理部组成，配有咨询总监和教务主任各一名。咨询总监下属为咨询师，实质为市场营销人员，根据签单率给予提成；教务主任下属为专职教师和学管人员，分别负责教学工作和销课环节；专职教师以课时量、授课年级为主要薪酬评价依据，学管人员以负责学生的销课率和续课率为评价依据，督促学生尽快完成合同规定课时同时维持学生好感度争取续课。在经历2021年政策变动影响后，教师、学管、销售人员数量出现边际上升，23年YOY分别为42.7%/13.6%/45.4%；公司人员配备整体稳定，21年受政策影响出现波动，2023年学管、销售人员配比回归均值，体现人员配比情况良好、团队运营情况整体健康。后续在以老带新、内部培训加持下公司个性化教学供给有望持续强劲恢复。



图表39: 教师、学管、销售人员数量边际增长强劲



图表40: 学管、销售人员配比基本稳定近期回归均值

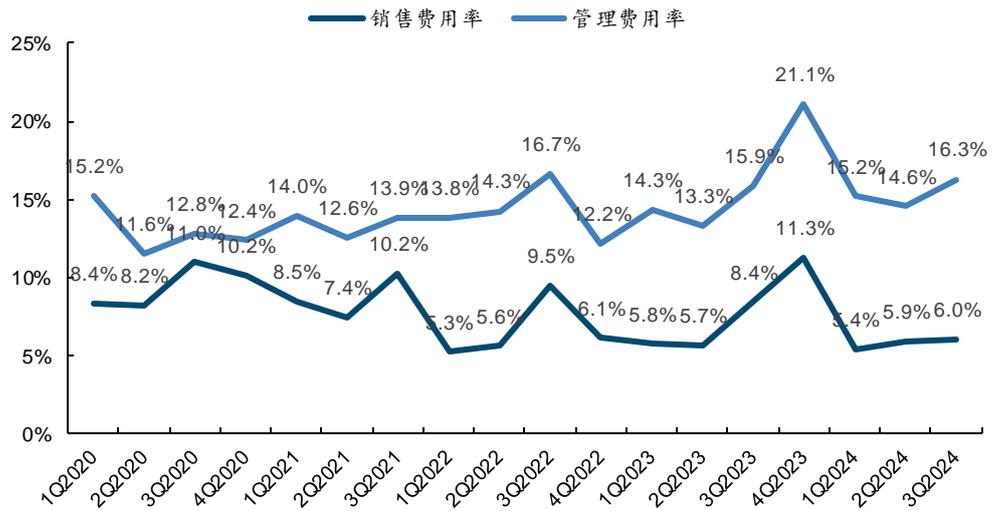


来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

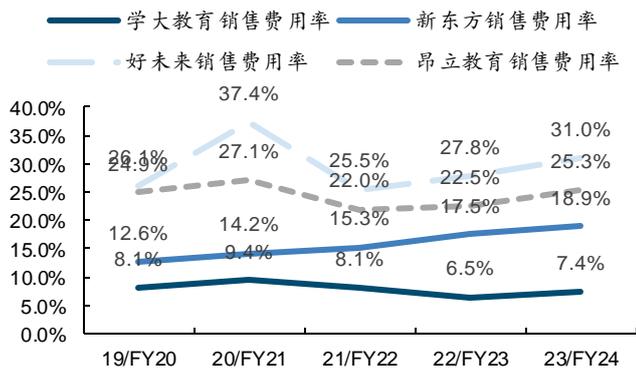
销售费用与管理费用为公司主要期间费用,1Q20至2Q24受益于品牌积淀、核心门店稳定,销售费用占比减少;管理费用占比最高,主要用于管理人员薪酬开支和房租,属于刚性支出,1Q20以来管理费用整体平稳,体现公司成本管控稳定。同业对比来看学大教育2019-2023年销售费用率、管理费用率均低于教育龙头新东方和地区龙头昂立教育,因学大主要以线下为主,线上获客投放高于线下。

图表41: 纵向看销售、管理费用率整体稳定,成本管控良好

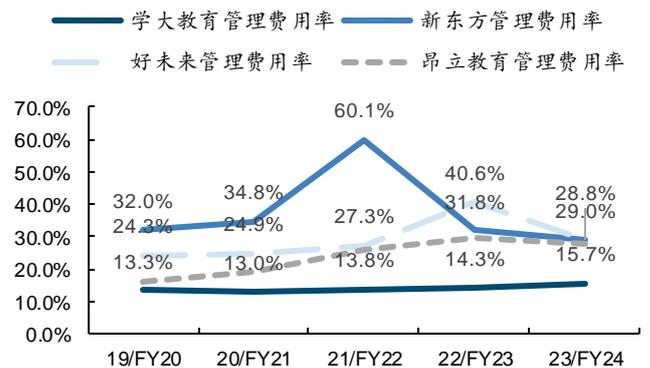


来源: 公司公告, 国金证券研究所; 注: 由于4Q21计提减值金额较大,具有偶然性故剔除4Q21数据;

图表42: 横向看学大教育销售费用低于同业



图表43: 横向看学大教育管理费用低于同业



来源: 公司公告, 国金证券研究所; 注: 新东方、好未来使用FY20-FY24数据;

来源: 公司公告, 国金证券研究所; 注: 新东方、好未来使用FY20-FY24数据;



3.3、第二增长曲线：发展全日制培训和职业教育，打造综合性教育集团

随着高考复读需求增加，叠加公立学校不再开办高三复读班，全日制封闭式培训基地未来前景越来越广阔。公司 1H24 全日制培训占收入比为 14.3%；相比个性化教育，全日制培训每位老师每节课辅导学生数量更大、毛利率更高；截至 2024 年 7 月，公司已在全国多个省市布局了超过 40 所全日制培训基地，未达到饱和状态且有进一步加密和拓展空间。公司在大连和宁波创办了个性化全日制双语学校；在驻马店与政府平台公司合作，创办全日制、寄宿制高中，开设普通班、特长班、国际班和复读班，致力于打造国内、国外的“双轨制”升学通道。公司全日制培训业务在系统、师资、课程、教研、运营、管理等方面积累了强大的能力和资源，已成为公司优势业务之一。

图表44：公司全日制培训基地数量超过 40 个

图表45：全日制培训基地（广州）实景

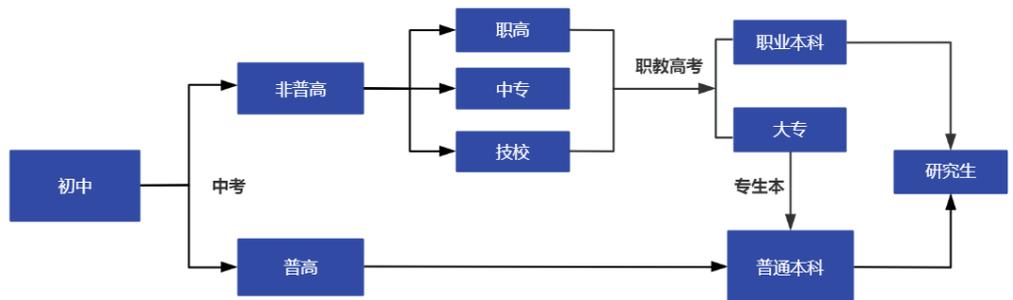


来源：学大教育公众号，国金证券研究所

来源：学大教育公众号，国金证券研究所

职业教育方面，相较于发达国家国内标准尚未成熟，市场化程度较低，为蓝海市场。公司顺应行业、政策趋势，谨慎但坚定发展中等职业教育、高等职业教育及职业技能培训三大板块。截至 1H24，公司职业教育收入 2083.5 万元/+48.9%；职普融通、职教高考、产教融合给予职业高中学生更多升学机会和更明亮的就业前景，预计未来职业教育相关市场规模有望受益增长。2024 年，山东省增加了高职本科“3+2”贯通式培养招生计划，学生先读 3 年高职，此后不需要专升本考试就可以读本科，且对口本科高校质量较高，受到考生青睐，挤占了民办普通本科招生份额。

图表46：职教高考给予非普高学生攻读更高学位的机会



来源：教育部，国金证券研究所

公司目前用较低成本和轻资产的模式，通过联合办学、校企合作、重运营轻资产、拉长周期等模式试探性开拓职业教育业务。截至 3Q24，公司完成了沈阳国际商务学校、东莞市鼎文职业技术学校、大连通才中等职业技术学校、珠海市工贸技工学校、岳阳现代服务职业学院的收购；托管运营了青岛西海岸新区绿泽电影美术学校、西安市西咸新区丝路艺术职业学校等，并与江苏明升教育集团联合创办常熟市明升职业技术学校。在高等职业教育及产教融合业务方面，公司与惠州工程职业学院、吕梁学院、重庆师范大学数学科学学院、北京联合大学机器人学院等多所职业院校、行业头部企业达成合作，项目覆盖共建产业学院、二级学院、实习实训基地、产教融合基地、产教融合人才培养、产教融合校企合作。2024 年公司收购岳阳现代服务职业学院，目前主要重心在运营端管理，预计完成爬坡期



后并表。

图表47：学大教育近期收购的职教院校

学校名称	收购时间	学校性质	交易价格	开设专业	招生人数	学费
东莞市鼎文职业技术学校	2022年9月	全日制中等职业技术学校	1460万元 (80%股权)	护理、计算机应用、电子商务、汽车运用与维修、会计、民族音乐与舞蹈、高级饭店管理等	500人/年	平均 13100 元/人/学年标准学费, 不含政府补助等情况
大连通才中等职业技术学校	2022年10月	以中专、大专、出国及考前培训为一体的中专学奖	1386万元 (100%股权)	计算机应用、微电子技术与器件制造、商务日语等	400人/年	1、学费:4500元-5000元/人/学年;2、宿舍费:500元-1000元/人/学年
沈阳国际商务学校	2023年8月	全日制中等职业学校	3040万元 (80%股权)	幼儿保育、中西面点、形象设计、计算机工程等	-	平均6900元/年
珠海市工贸技工学校和珠海市工贸管理专修学校	2024年2月	全日制中、高级技工教育和短期职业技能培训学校	5460万元 (70%股权)	幼教、烹饪、数控加工、汽修、电商、广告设计、软件开发、物联网、酒店管理等	中技1100人/年;高技500人/年	5100/7100/13800元/学年
岳阳现代服务职业学院	2024年8月	全日制民办高等职业学校	2.14亿元 (90%股权)	康复治疗、医学美容、智能机电、智能制造、电子信息工程等	统招2000人/年;单招2000人/年	13800~14900/学年

来源：公司公告，学校官网，国金证券研究所

开拓句象书店是公司在文化传媒领域面向未来的初步布局。截至 1H24，公司共有 10 家句象书店，公司文化阅读收入 1255.9 万元/+373.1%；公司创始人预计 23-28 年开设 100 家书店。书店将服务“全民阅读”战略，发挥在文化领域深耕多年的优势，打造开放的生长型共创文化聚合空间，探索全新年轻力生活方式。书店内设有小象馆区域吸引众多潜在客户和家长群体，有利于公司进行品牌推广和业务协同。

图表48：句象书店担任公司文化空间布局核心战略

图表49：小象阅读馆主要面向学龄儿童



来源：句象书店公众号，国金证券研究所



来源：句象书店公众号，国金证券研究所

教育公司在高等教育和文化传媒领域发展具有先例，如国际教育集团培生主要业务有三大板块：培生教育、数字学习、教育出版业，其中培生教育包括了高等教育；随着国内教育培养人才属性不断显现和展望更远未来，乐观情况下多元化育儿理念、职业教育标准进一步建立、教育环境更加包容将为公司在多元化教育、考试评级、出版传媒等领域提供更多机会，进而国内有望诞生综合性教育集团；公司依靠自身历史基因和前瞻布局在这一进程中占据有利位置。

4、盈利预测与估值

4.1、盈利预测与假设

我们预计公司 24-26E 营业收入为 27.31/31.90/36.66 亿元，YOY+23.4%/16.8%/14.8%，归母净利润 2.02/2.52/3.05 亿元，YOY+31.4%/24.7%/21.2%，对应 EPS 为 1.64/2.05/2.48 元，对应 PE 为 27.79/22.28/18.39X。

公司主营业务收入主要为教育培训收入，可细分为个性化教育、全日制培训、职业教育和文化空间四个板块，其中个性化教育占比最高，文化空间收入占比较小；非主营业务为设备租赁、房屋租赁和其他，占比相对较小。教育培训各个板块盈利预测与假设如下：

(1) 个性化教育收入：通过线下学习中心产生收入，公司在 2019 年末拥有 581 个学习中心；我们预计公司 24-26E 学习中心数量有所恢复，分别为 315/390/460 个，单位学习中心学员数量 310/305/300 人，一对一客单价 30461/31071/31692 元，小班客单价 10154/10357/10564 元。综合测算个性化教育 24-26E 营收为 21.92/25.94/30.08 亿元。



(2) 全日制培训收入：依靠全日制学习营基地和全日制双语学校产生收入，23 年末全日制学习营数量为 30 家，预计 24-26E 数量为 38/40/42 家，由于学习营承载量并未饱和，学员密度有上升空间，预计 24-26E 校均学员数 350/328/386 个，客单价 22440/22664/22891 元；公司 23 年末拥有全日制双语学校共 3 个，我们预计全日制培训收入 4.07/4.59/5.16 亿元。

(3) 职业教育：未来三年预计占比上升，假设 24-26E 登记学员人数为 1976/2174/2283 人，客单价 12240/12485/12734 元；24-26E 职业教育收入 0.24/0.27/0.29 亿元。

图表50：公司 24-26 年收入预测（亿元）

	2023A	1H24	2024E	2025E	2026E
营业总收入	22.13	16.20	27.31	31.90	36.66
YoY	23.1%	29.4%	23.4%	16.8%	14.9%
个性化教育收入	18.25	13.19	21.92	25.94	30.08
YoY	17.2%	29.4%	20.1%	18.3%	16.0%
全日制培训收入	3.19	2.35	4.07	4.59	5.16
YoY	-	23.7%	27.6%	12.7%	12.5%
职业教育收入	0.19	0.21	0.24	0.27	0.29
YoY	-	49.0%	26.0%	12.2%	7.1%
非主营业务收入	0.66	0.59	0.82	0.82	0.82
YoY	-2.2%	34.8%	24.1%	0.0%	0.0%

来源：公司公告，国金证券研究所测算；注：23 年/1H23 为根据网点数测算数据

公司的主要成本为教师的工资薪酬、场地费用等，成本相对刚性、具备规模效应，我们预计班课占比的逐步提升将带动毛利率稳中有增，毛利率 24-26 年为 35.7%/36.3%/36.5%。我们预计销售费用率与管理费用率控制良好，预计 24-26 年归母净利润 2.02/2.52/3.05 亿元，YOY+31.4%/24.7%/21.2%。

图表51：公司 24-26 年毛利率、费用率预测

	2023A	1H24	2024E	2025E	2026E
毛利率	36.5%	36.0%	35.7%	36.3%	36.5%
销售费用率	7.4%	5.7%	6.0%	6.0%	6.0%
管理费用率	15.7%	14.8%	17.1%	17.0%	17.0%

来源：公司公告，国金证券研究所

4.2、投资建议与估值

可比公司估值：我们选取教育培训领域的新东方-S、好未来、昂立教育、科德教育作为可比公司，24-26E 可比公司估值中位数分别为 46.9/24.7/16.6x。


图表52: 可比公司估值

代码	简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			23	24E	25E	26E	23	24E	25E	26E
9901.HK	新东方-S	105.6	3.1	4.8	6.5	8.3	34.1	21.9	16.3	12.7
TAL.N	好未来	61.8	0.0	1.0	2.2	3.9	-	61.8	28.0	15.9
600661.SH	昂立教育	39.0	-1.9	0.3	1.7	2.2	-	116.3	23.3	17.4
300192.SZ	科德教育	51.3	1.4	1.6	2.0	2.3	37.0	31.9	26.2	22.1
PE 中位数								46.9	24.7	16.6
000526.SZ	学大教育	56.0	1.5	2.0	2.5	3.1	36.4	27.7	22.2	18.3

来源: 公司公告, 国金证券研究所

注: 市值为截至 12 月 5 日收盘; 新东方-S、好未来、昂立教育、科德教育 24-26 年归母净利润为 ifind 一致预期; 新东方-S、好未来市值及归母净利润为美元计价, 其他均为人民币计价; 新东方、好未来为 FY24~FY27 数据。

投资建议: K12 行业供给出清, 竞争格局有望头部集中, 高中学科类培训空间恢复可期。公司首创个性化“一对一”, 在行业中具有较强的品牌认知度和口碑, 看好个性化教育业务网点、师资团队扩张, 班课占比提升有望持续提升盈利能力。全日制培训及职业教育有望成为第二成长曲线, 我们预计 24/25/26 年 EPS 为 1.64/2.05/2.48 元, 当前股价对应 PE 为 27.73/22.23/18.35X, 考虑到公司网点数量增长空间较大、职业教育在起步阶段, 给予 2025 年 25XPE, 目标价 51.13 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

风险提示

- 1、教培行业相关监管政策出现变动, 各地相关监管机构执法力度和口径有所不同;
- 2、宏观经济下行的影响: 经济增速下行, 消费行业需求不及预期的风险。
- 3、招生增长和学费提价不及预期的风险: 教育行业招生增长以及学费提价具有一定不确定性。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	2,529	1,798	2,213	2,731	3,190	3,666	货币资金	998	875	807	991	1,133	1,693	
增长率		-28.9%	23.1%	23.4%	16.8%	14.9%	应收款项	96	79	78	87	114	131	
主营业务成本	-1,867	-1,294	-1,405	-1,756	-2,031	-2,329	存货	2	1	11	7	8	9	
%销售收入	73.8%	72.0%	63.5%	64.3%	63.7%	63.5%	其他流动资产	33	21	19	421	415	417	
毛利	662	504	808	975	1,159	1,337	流动资产	1,130	975	914	1,506	1,669	2,249	
%销售收入	26.2%	28.0%	36.5%	35.7%	36.3%	36.5%	%总资产	32.6%	30.7%	29.0%	38.7%	40.6%	47.8%	
营业税金及附加	-9	-8	-11	-11	-16	-18	长期投资	155	195	169	169	169	169	
%销售收入	0.4%	0.5%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	固定资产	227	200	195	200	205	212	
销售费用	-204	-117	-164	-164	-191	-221	%总资产	6.6%	6.3%	6.2%	5.1%	5.0%	4.5%	
%销售收入	8.1%	6.5%	7.4%	6.0%	6.0%	6.0%	无形资产	1,358	1,388	1,441	1,411	1,387	1,366	
管理费用	-348	-257	-347	-467	-541	-624	非流动资产	2,334	2,206	2,239	2,384	2,439	2,459	
%销售收入	13.8%	14.3%	15.7%	17.1%	17.0%	17.0%	%总资产	67.4%	69.3%	71.0%	61.3%	59.4%	52.2%	
研发费用	-50	-24	-27	-33	-38	-45	资产总计	3,463	3,181	3,152	3,890	4,108	4,709	
%销售收入	2.0%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	短期借款	1,353	1,253	455	569	94	0	
息税前利润 (EBIT)	50	98	259	300	373	428	应付款项	158	223	282	315	364	419	
%销售收入	2.0%	5.4%	11.7%	11.0%	11.7%	11.7%	其他流动负债	1,162	1,000	1,197	1,422	1,637	1,920	
财务费用	-89	-66	-59	-53	-59	-43	流动负债	2,674	2,475	1,933	2,306	2,096	2,338	
%销售收入	3.5%	3.7%	2.7%	2.0%	1.9%	1.2%	长期贷款	0	0	338	239	239	239	
资产减值损失	-486	-1	9	0	0	0	其他长期负债	374	283	291	527	629	683	
公允价值变动收益	-10	-3	-3	0	0	0	负债	3,048	2,758	2,563	3,072	2,964	3,261	
投资收益	6	3	3	0	0	0	普通股股东权益	427	436	604	834	1,163	1,468	
%税前利润	-1.1%	5.8%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	118	118	122	123	123	123	
营业利润	-484	63	226	267	333	405	未分配利润	-555	-544	-389	-187	65	371	
营业利润率	n.a	3.5%	10.2%	9.8%	10.4%	11.0%	少数股东权益	-11	-12	-14	-16	-18	-20	
营业外收支	-27	-9	-5	0	0	0	负债股东权益合计	3,463	3,181	3,152	3,890	4,108	4,709	
税前利润	-511	54	221	267	333	405	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	n.a	3.0%	10.0%	9.8%	10.4%	11.0%	每股指标							
所得税	-28	-45	-68	-67	-83	-101	每股收益	-4.552	0.092	1.259	1.640	2.045	2.479	
所得税率	n.a	84.5%	31.0%	25.0%	25.0%	25.0%	每股净资产	3.623	3.700	4.947	6.770	9.438	11.917	
净利润	-539	8	152	200	250	303	每股经营现金净流	-0.739	1.838	4.974	5.808	6.731	7.847	
少数股东损益	-3	-3	-1	-2	-2	-2	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	
归属于母公司的净利润	-536	11	154	202	252	305	回报率							
净利率	n.a	0.6%	7.0%	7.4%	7.9%	8.3%	净资产收益率	-125.6%	2.50%	25.46%	24.22%	21.67%	20.80%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	-15.48%	0.34%	4.88%	5.19%	6.13%	6.49%	
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	2.99%	0.90%	12.89%	13.85%	18.91%	19.01%	
净利润	-539	8	152	200	250	303	增长率							
少数股东损益	-3	-3	-1	-2	-2	-2	主营业务收入增长率	4.10%	-28.93%	23.09%	23.44%	16.80%	14.91%	
非现金支出	908	325	235	248	295	315	EBIT 增长率	49.84%	93.75%	165.66%	15.88%	24.14%	14.70%	
非经营收益	90	56	51	42	41	32	净利润增长率	-1327%	-102.03%	1312.3%	31.39%	24.73%	21.19%	
营运资金变动	-546	-173	169	226	243	317	总资产增长率	-1.47%	-8.15%	-0.91%	23.40%	5.61%	14.62%	
经营活动现金净流	-87	216	607	716	829	967	资产管理能力							
资本开支	-165	-78	-129	-15	-40	-45	应收账款周转天数	4.9	5.8	4.1	1.6	3.0	3.0	
投资	24	-29	-10	-377	0	0	存货周转天数	0.3	0.4	1.5	1.5	1.5	1.5	
其他	9	12	0	0	0	0	应付账款周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
投资活动现金净流	-132	-95	-139	-392	-40	-45	固定资产周转天数	25.6	34.6	27.1	22.5	19.9	18.0	
股权募资	824	2	61	28	77	0	偿债能力							
债权募资	-430	-52	-449	15	-475	-94	净负债/股东权益	85.50%	89.16%	-2.69%	-68.79%	-103.0%	-126.6%	
其他	-294	-181	-189	-42	-51	-42	EBIT 利息保障倍数	0.6	1.5	4.4	5.6	6.3	10.0	
筹资活动现金净流	100	-231	-577	1	-449	-137	资产负债率	88.00%	86.70%	81.29%	78.97%	72.14%	69.25%	
现金净流量	-119	-107	-108	324	340	785								

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	8	19	26	49
增持	0	0	3	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.14	1.13	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究