

教育行业2025年投资策略

三条掘金主线：需求复苏、业绩确定、AI赋能

行业研究 · 深度报告

社会服务 · 教育行业

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：钟潇

0755-82132098

zhongxiao@guosen.com.cn

S0980513100003

证券分析师：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

三条掘金主线：需求复苏、业绩确定、AI赋能



■ 2024年行业趋势回顾：政策清晰、供给回补、需求韧性、技术迭代

1) **政策清晰**：2024年系列政策肯定了K9学段素养培训的转型成果，进一步明确高中学科培训不再新增供给、存量玩家运营的监管方针，监管态度更为清晰；2) **供给回补**：受益于政策明确行业在2024年迎来供给回升，天眼查数据显示2024年新增教育行业注册企业15.4万家，同比+62%，且新增企业以轻资产培训机构为主；3) **需求韧性**：立信数据研究院调研显示，“未来半年内拟购买商品服务”一项，教育培训是前五大类目中唯一支出占比2024年逐季提升项目，体现出教育消费需求的韧性；4) **技术迭代**：政策引导发展+技术迭代进步，2025年有望是AI+教育成果落地验证的窗口期。

■ 2024年板块复盘：AI+教育、区域K12教培龙头、K12学历学校领涨

2024年，AI+教育相关标的（产品落地催化）、区域K12教培龙头如卓越教育集团/思考乐教育（2023年涨幅居前的K12教培龙头学大教育、新东方-S因基数以及消费力下行等因素收入增速环比下行，引发市场阶段担忧）、K12学历学校标的涨幅居前；职业培训板块（公考招录、IT培训）受行业竞争增加、消费力下行、就业不景气等因素回撤；民办高教板块选营进展缓慢、办学投入增长等影响股价同样承压。

■ 子赛道分析与展望：K12教培基本面与题材均存看点，民办高中选营顺利而高教仍需时间，职业培训赛道需待需求回暖

1) **K12教培**：受益于竞争格局红利，2024年教培龙头普遍迎经营爆发期，但受2023年暑期旺季高基数（疫后&政策稳定后的首个暑期旺季）、消费力下行影响，教培龙头季度收入增速环比有所放缓，龙头增速中枢短期存有扰动，但从竞争格局、参培率提升空间展望教培中线成长依旧具备确定性；此外教培公司积极布局AI领域，可关注产品落地带来的投资机遇；2) **学历学校**：高中选营顺利推进政策担忧缓解，关注天立国际控股的招生以及学校扩张节奏；民办高教选营仍待实质性推进，办学投入增长短期利润率仍有影响，建议关注选营推进后的估值弹性；3) **职业技能培训**：公考招录赛道景气度虽高，但竞争加剧、消费力下行扰动TOP3玩家2024年市场份额均有所下滑；而企业家培训、IT技能培训等受宏观影响景气度较低，需关注需求回暖节奏。

■ 投资建议：需求复苏、业绩确定、AI赋能，三条主线掘金教育赛道

维持板块“优于大市”评级。展望2025年，建议从三条主线关注教育板块机会：1) **顺周期主线**：建议配置顺周期经营属性较强的企业家培训、IT就业培训、公考培训等赛道，重点推荐行动教育、传智教育、粉笔、华图山鼎；2) **确定性主线**：看好需求比较刚性，供需关系利好优质龙头的K12教培及K12学历学校，待市场情绪消化新周期的稳定经营期增长中枢切换后，相关龙头的PEG仍具有更好的吸引力，重点推荐学大教育、天立国际控股、新东方-S、卓越教育集团、思考乐教育，建议关注凯文教育、好未来、高途集团、昂立教育等；3) **AI题材及估值修复主线**：AI与教育赋能融合持续提升资金关注度，重点推荐豆神教育、盛通股份、科德教育等；此外建议关注民办高教板块选营实质推进后的估值弹性。

■ **风险提示**：政策趋严、股东减持、核心人才流失、宏观经济承压、招生人数低于预期、学费提升受阻等。

- [01] 趋势回顾：政策清晰、供给回补、需求韧性、技术迭代
- [02] 板块复盘：AI+教育、区域K12教培龙头、K12学历学校领涨
- [03] 子板块分析与展望
 - K12教育培训
 - 学历学校教育
 - 非学历职业教育
- [04] 投资建议：三条掘金主线-需求复苏、业绩确定、AI赋能

行业趋势一：政策边界趋于清晰，行业归于常态化监管



■ 2024年多部重磅政策文件出台、主管部门也密集发声，教育各子板块政策态度基本趋于清晰：

- **课外教培：**1) 义务教育阶段：北京、深圳等地明确符合设置标准的非学科类校外培训机构应加快审批、应批尽批，同时针对非学科类教培的隐形变异（违规进行学科类培训）坚决处罚打击；2) 高中学科培训：广东省明确不再接受新的审批，但存量少数学科类培训机构仍可以在符合条件的标准下运营。
- **学历学校：**2024年《北京市实施民促法办法征求意见稿》明确包括高教在内的各级各类学校设立审批权限，选择设立为营利性民办学校的，可依法到市场监督管理部门办理登记。
- **职业培训：**客群对象主要为成年人，故政策限制较少，8月《促服务消费意见》提及推动社会培训机构面向公众需求提高服务质量。

表：教培行业政策逐渐清晰，非学科培训迎来发展机遇

时间	法规名称	具体措施
2024. 02	《校外培训管理条例（征求意见稿）》	K9学科培训延续了强监管态度（限制营利性、培训时段等），未限制非学科类培训以及高中学科培训以市场化形式运营，鼓励政府引入高质量非学科类校外培训参与学校课后服务，未来行业转型发展指明了发展方向。
2024. 04	北京“双减”专项行动启动会	根据“双减”专项行动方案，北京市部署各区对符合设置标准的非学科类校外培训机构，进一步强化统筹协调，畅通审批准入程序，平稳迅速完成审核、审批、法人登记信息变更等事项，加快实现非学科类机构“应批尽批”。
2024. 04	深圳福田非学科类校外培训机构宣讲推进工作会	校外非学科类培训是学校教育的有益补充，合理合规合法的前提下，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。
2024. 08	《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》	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。
2024. 11	《北京市实施民促法办法征求意见稿》	明确各级各类校外培训机构由区级不同部门审批，而此前的双减意见中并未明确规定审批部门
2024. 11	《广东省民办培训机构设置标准》	明确不再审批新的面向中小学生的学科类校外培训机构，但是现有存量的少数学科类培训机构仍需要符合一定条件，因此新修订的《设置标准》从分类管理、准入门槛、场地要求、从业人员等方面对存量的学科类校外培训机构进行监管。

资料来源：教育部、深圳教育局官网，国信证券经济研究所整理

2024年《校外培训管理条例（征求意见稿）》核心要点梳理



- 2024年《校外培训管理条例（征求意见稿）》吸收了“双减”政策过往2年多的实践经验，承接了“双减”政策对于义务教育学科培训（K9学科培训）减负的治理大方针。与“双减”政策不同的是，新政明确强调分类管理，K9学科培训延续了强监管态度（限制营利性、培训时段等），但未限制非学科类培训以及高中学科培训以市场化形式运营，鼓励政府引入高质量非学科类校外培训参与学校课后服务，未来行业转型发展指明了发展方向。此外，新政取消了除K9学科培训以外业态的培训时长/时段硬性规定，将决策权交给至地方政府因地制宜，体现了新政策的灵活性。

表：《校外培训管理条例（征求意见稿）》核心要点梳理

角度	要点
分类管理	《管理条例》（征求意见稿）第四条/第六条重申K9学科机构只能登记为非营利性法人、但删去了“双减”政策中“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”的表述。其他培训如非学科培训、高中学科培训则无“非营利性”限制，即肯定了市场化运作形式的合法性。
主管部门	《管理条例》（征求意见稿）规定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。利用互联网技术在线开展校外培训活动的，由省级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，“双减”政策对各部门责任划分较为笼统。
机构资质	《管理条例》（征求意见稿）及《双减意见》均要求教师/教研人员取得对应专业资质，《征求意见稿》中新增了非学科类校外培训使用材料，应当报审批机关备案，应同时报送行业主管部门备案的规定。
培训时长、时段	《管理条例》（征求意见稿）不再硬性规定培训时长、时段，且将权力下放至省级政府，但重申K9学科培训不得占用法定节假日、休息日及寒暑假，但非学科培训以及高中学科培训未做限制，仅要求在所在地中小学教学时间之外的时间。
收费与广告宣传	《管理条例》（征求意见稿）重申了K9学科培训坚持政府指导价管理方针，其他培训收费明确为备案制。 《征求意见稿》中未对广告宣传作出具体规定，双减政策则禁止广告投放。

资料来源：教育部，国信证券经济研究所整理

2024年《北京市实施民促法办法征求意见稿》

表：《北京市实施民促法办法征求意见稿》与此前文件中的相关表述对比

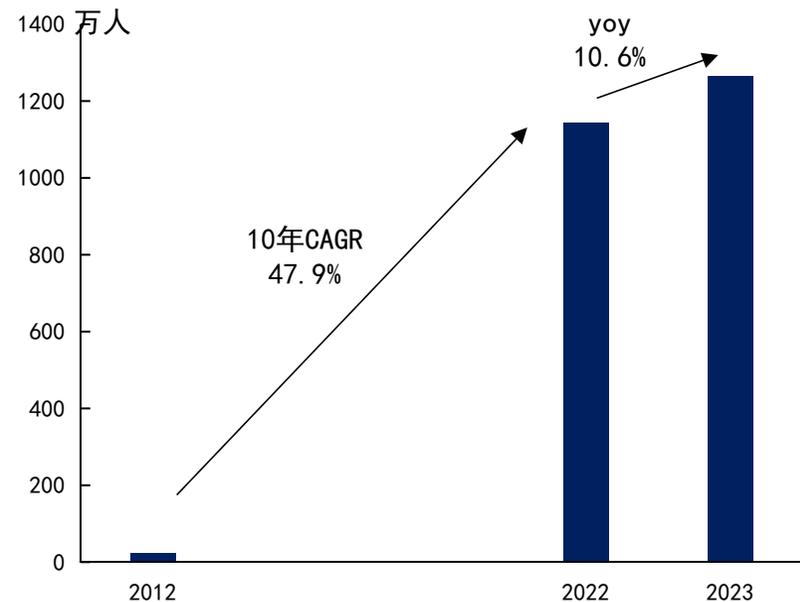
	北京市实施民促法办法征求意见稿	民促法（2018版）、民促法实施条例、双减意见
民办学历学校相关		
设立与变更	明确各级各类民办学校的审批权限：设立实施本科以上高等学历教育的民办学校，按照有关规定报国务院教育行政部门审批；设立实施专科教育的民办学校，由市人民政府审批，报国务院教育行政部门备案；设立实施中等及中等以下学历教育、学前教育以及其他文化教育的民办学校，由区教育行政部门审批，报市教育行政部门备案。	县级以上人民政府教育行政部门按照国家规定的权限审批：举办实施学历教育、学前教育、自学考试助学及其他文化教育的民办学校，由县级以上人民政府教育行政部门按照国家规定的权限审批；举办实施以职业技能为主的职业资格培训、职业技能培训的民办学校，由县级以上人民政府人力资源社会保障行政部门按照国家规定的权限审批，并抄送同级教育行政部门备案。
民办学校收费项目	强调经济与社会效益同时，新增“不得在公示项目标准外收取其他费用”：民办学校应当建立办学成本核算制度，基于办学成本和市场需求等因素，遵循公平、合法和诚实信用原则，考虑经济效益和社会效益，合理确定收费项目和标准。民办学校收费项目和标准应当于学生入学前通过招生简章、学校网站等渠道向社会公示，接受有关部门的监督，不得在公示的项目和标准外收取其他费用，收费发生变动时应当及时调整相应公示内容。	强调收费要考虑经济效益与社会效益：民办学校应当建立办学成本核算制度，基于办学成本和市场需求等因素，遵循公平、合法和诚实信用原则，考虑经济效益与社会效益，合理确定收费项目和标准。对公办学校参与举办、使用国有资产或者接受政府生均经费补助的非营利性民办学校，省、自治区、直辖市人民政府可以对其收费制定最高限价。
完善民办学校扶持与奖励制度	明确各级政府应当安排财政资金支持民办学校发展：市、区人民政府可以安排财政资金（在说明中使用的是“应当安排财政资金”），用于支持民办学校的发展，奖励和表彰有突出贡献的集体和个人。本市鼓励社会力量依法设立民办教育发展方面的基金会或者专项基金，用于支持民办教育发展。支持社会力量按照有关规定举办具有国际化特色的民办学校，支持外商投资举办营利性职业技能培训机构，发展教育新业态。	可以根据各地情况，设立专项资金支持民办学校发展：国家机构以外的社会组织或者个人可以利用非国家财政性经费举办各级各类民办学校；但是，不得举办实施军事、警察、政治等特殊性质教育的民办学校。县级以上地方人民政府可以根据本行政区域的具体情况，设立民办教育发展专项资金，用于支持民办学校提高教育质量和办学水平、奖励举办者等。国家鼓励社会力量依法设立民办教育发展方面的基金会或者专项基金，用于支持民办教育发展
校外培训相关		
设立与审批	明确各级各类校外培训机构由区审批：明确校外培训机构设立应符合“双减”工作要求。同时明确学科类校外培训机构由区级教育行政部门审批，非学科类校外培训机构由区级教育行政部门根据同级业务主管部门意见审批；线上开展校外培训，采用线下校外培训同样的机制进行审批，但由相关市级政府部门执行。	此前已有部分地区在实际执行中由区审批：双减意见中并未明确规定审批部门，但年初的《校外培训管理条例》（征求意见稿）中提到“由县级以上人民政府教育行政部门审批”。“由区审批”，实际延续了该说法。此外我们调研发现，已有部分南方地区在实际执行中按照“属地区行政部门依法审批”执行（如深圳市在2023年6月发布的《深圳市非学科类校外培训机构办学许可证审批流程指引（试行）》）。

资料来源：教育部，国信证券经济研究所整理

行业趋势二：行业供给回补，轻资产培训机构预计系增长主力军

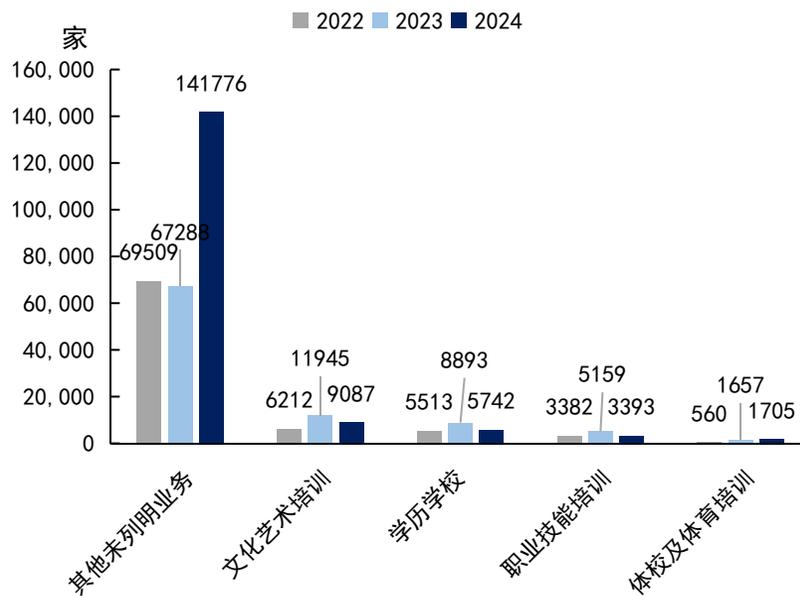
- 2024年教育行业供给回补明显。监管趋于清晰后的教育行业2024年供给也出现回补。1) 企业端，据天眼查数据，截至12月11日，2024年新增教育行业注册企业15.4万家，同比+62%，已超过2019年水平。2) 近年报名教师资格证考试的人数大幅增长，体现教师岗位对求职者吸引力较大，预计2024年进入教育行业的从业者也将有所增加。
- 供给结构上，新增企业以轻资产培训机构为主。根据天眼查数据，2024年新注册的教育行业企业中超过85%的注册资本处在0-100万元区间，预计更多主要系轻资产类的培训机构。在行业结构上，未列明具体业务的相关企业增长最多，系有较多企业营业执照仅标注“教育”行业。

图：2012-2023年报名教师资格证考试的人数大幅增长



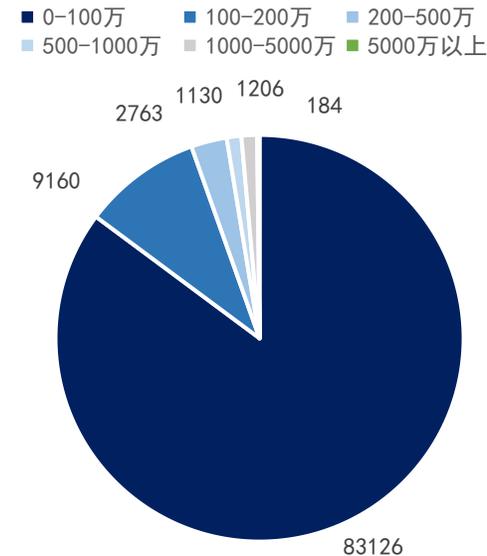
资料来源：教育部，国信证券经济研究所整理

图：2022-2024教育细分行业新注册企业数量



资料来源：天眼查，国信证券经济研究所整理

图：2024年新注册教育行业企业的注册资本规模分布

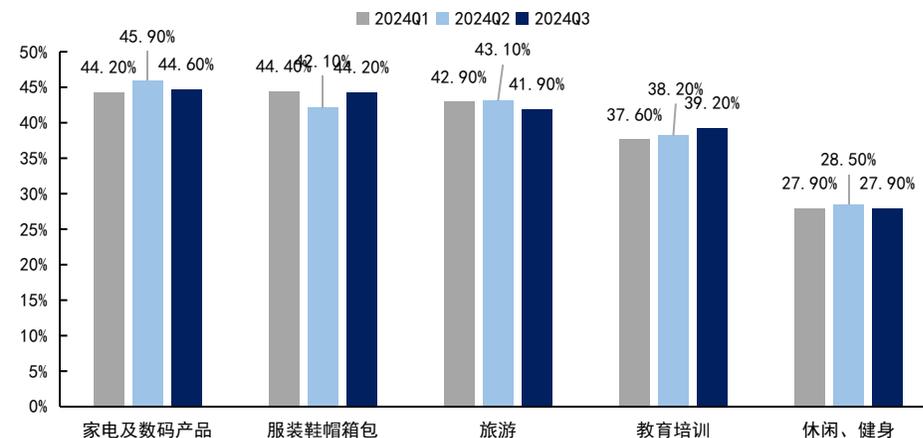


资料来源：天眼查，国信证券经济研究所整理
注：数据加总与新注册企业数量不能一一对应主要系有该部分企业未注明注册资本规模

行业趋势三：教育消费需求仍具相对韧性

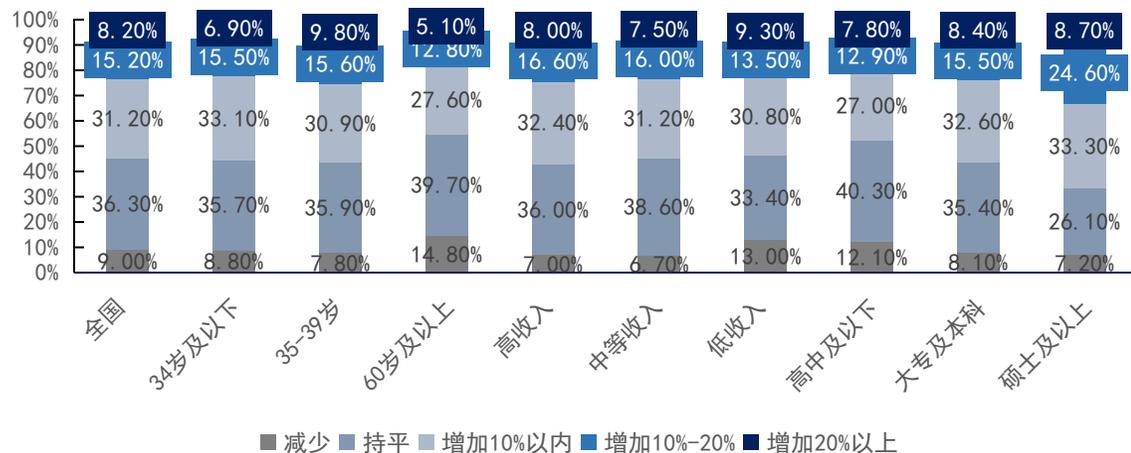
■ 2024年前三季度教育培训支出（子女+自身培训支出）意愿依旧强烈。根据立信数据研究院对消费意愿的调研，2024前三季度就“未来半年内打算购买的商品服务”一项，选择教育培训一项的消费者是前五大类目中唯一占比逐季提升，体现出消费需求的较强韧性。（注：此次调查为全国性调查，覆盖一线至四线城市以及农村地区，样本量为5000名消费者。）

图：2024前三季度越来越多受访消费者未来半年打算购买教育培训服务

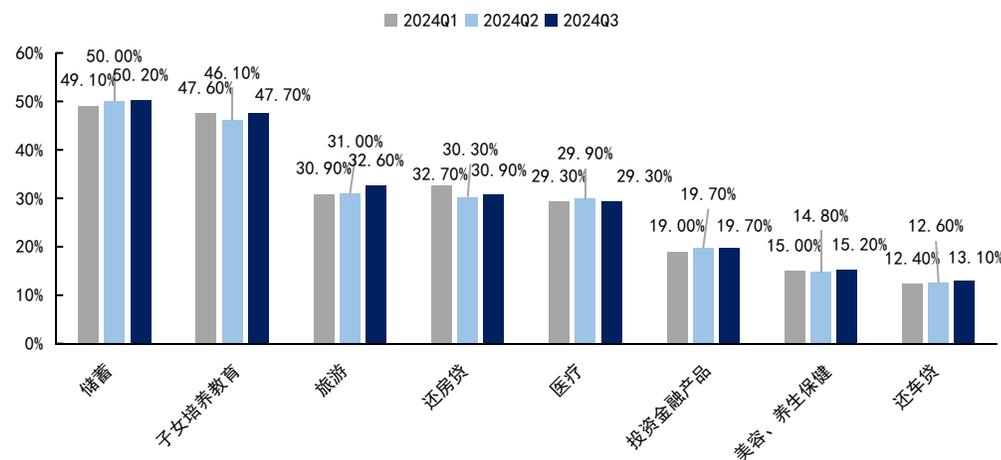


资料来源：立信数据研究院《中国消费者消费意愿调查报告》，国信证券经济研究所整理

图：2024第三季度，子女培养教育的支出金额以“持平或小幅增加”为主



图：2024前三季度除储蓄外，最多的消费者将余钱花在子女培养教育



资料来源：立信数据研究院《中国消费者消费意愿调查报告》，国信证券经济研究所整理

资料来源：立信数据研究院《中国消费者消费意愿调查报告》，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

行业趋势四：政策支持叠加技术进步，AI+教育加速迭代

- **AI+教育路径梳理**：“培养数字人才”、“提高供给效率”、“创新教育方式”。开设人工智能相关课程的教培机构有望受益于数字人才需求爆发；头部教培机构及学历学校公司受益于人工智能在处理教案、课堂管理方面的能力，人工成本有望降低、供给效率将提升；AI为创新教育方式提供了可能性，智能硬件设备和AI Agent进一步颠覆了传统教育模式，有望极大程度提学生自学能力。
- **政策明确鼓励，2025年有望是AI+教育应用落地的关键窗口期**。2024年10月24日，北京市教委等4部门发布《北京市教育领域人工智能应用工作方案》提出，到2025年，人工智能赋能5类典型示范应用项目场景基本建成并逐步开放使用，打造100所人工智能应用场景标杆学校，全市大中小学普遍开展人工智能场景应用。而12月2日教育部办公厅发布了一项通知，旨在探索和推进中小学阶段的人工智能教育，并强化这一领域的教学力度。此外AI技术也在快速更新发展，知识图谱、多模态交互技术等新技术为AI教育应用落地提供必要基础，行业有望迎来新一波快速发展。结合AI教育公司技术研发进展看，2025年有望是产品密集落地的一年，我们也建议关注技术进步带来的AI+教育板块的潜在投资机遇。

图：AI+教育应用层主要方向



资料来源：各品牌官网，国信证券经济研究所整理

案例1：AI改善用户体验、辅助内容生成--以多邻国为例分析

- “寓教于乐”的移动学习平台。多邻国将游戏闯关/道具加成/奖励系统等游戏元素，融合进语言学习内容中，为用户提供足够新奇的学习体验。这种寓教于乐的商业模式，帮忙多邻国自2022年第一季度往后的11个季度中，MAU均能维持20%以上的同比增速；付费用户数目增速更快，2022Q至2024Q3期间维持在48%以上。自2021年Q3上市以来，公司收入2021-2024CAGR达44.7%。**2024年前三季度，公司实现营业收入5.38亿美元，同比+42%；归母净利润0.75亿美元，同比+1790%。**
- AI视频对话功能带动付费率提升。公司于9月24日在年度会议Duocon 2024宣布产品创新，其中包含AI驱动的视频通话，通过模拟自然对话并提供个性化的交互式练习环境，为用户提供实时交谈的机会，新功能的发布也带来了用户付费人数的持续增长。
- 对国内AI教育商业化的启示：生成式AI在多邻国上的应用实践，主要以改进交互式体验（与AI对话/题目解答）以及辅助内容生成为主，并且确实提升了用户使用体验以及产品付费率，是AI赋能教育典型代表。目前国内教育龙头如好未来、有道、豆神教育、高途集团也在积极拥抱AI大模型改进教学供给，我们也建议关注国内广阔在线教育市场发展机遇下AI+教育的发展潜力。

图：多邻国2021Q3-2024Q3营收及经调净利润情况



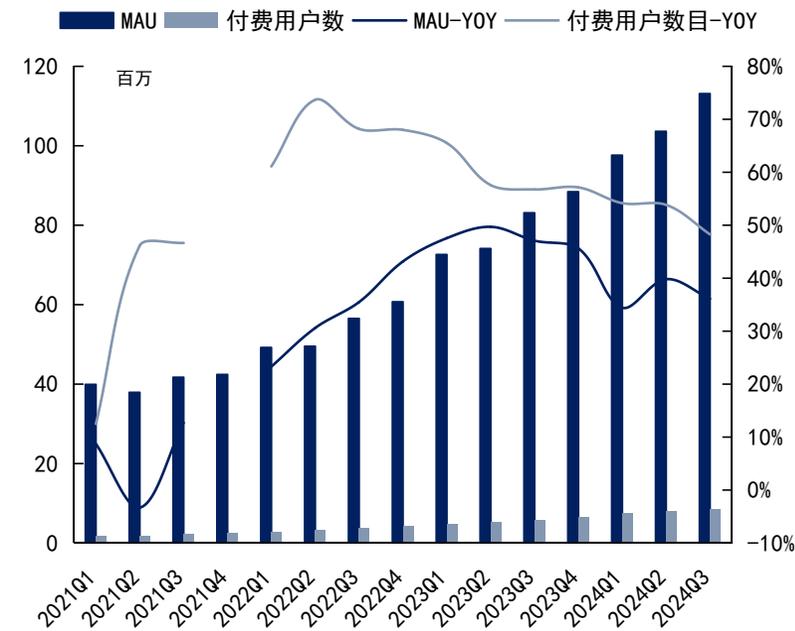
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图：多邻国上市以来PS走势



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图：多邻国2021Q1-2024Q3MAU及付费用户数



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

多邻国 (Duolingo) : AI赋能教育业务的典型代表

图：多邻国股价复盘图

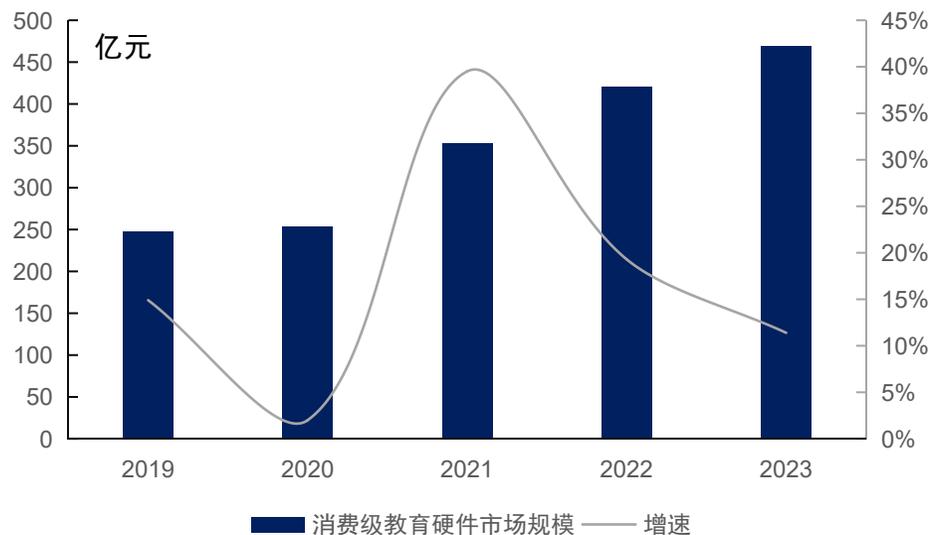


资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

案例2：智能教育硬件内置AI，性能提升刺激需求增长

- **智能教育设备需求迎来爆发增长期。**教育智能硬件作为合规产品，成为好未来等一众教培机构转型布局的方向，同时学生及家长对优质学科课外教育产品的需求并为减少，在此情况下消费教育硬件市场规模在2021年实现爆发增长，当年增速近40%至353亿元规模。截至2023年，总体市场规模达469亿元。尽管相较于传统K12教培市场规模而言仍较小，但由于产业门槛高于传统的K12教培，行业头部集中度较高，根据洛图科技2024年第三季度统计数据，目前市场销售额CR5达到79.6%。
- **学习机纳入上海“两新”家电补贴范围，有望进一步促进销售。**上海市商务委员会、上海市经济和信息化委员会11月28日公示的新增家电家居消费补贴政策补贴品类和参与企业名单(第五批)显示，学习机纳入家电补贴范围。此前家电补贴对于家电产品出货拉动作用明显，此次学习机获纳入补贴范围，有望进一步促进销售。

图：2019年-2023年中国消费级教育硬件市场规模及增速



资料来源：洛图科技，36氪，国信证券经济研究所整理

表：2024Q3中国学习平板线上市场TOP10品牌份额及变化

品牌	销售量		品牌	销售额	
	份额	同比		份额	同比
作业帮	20.60%	大于300%	学而思	21.7%	68.9%
小猿	13.50%	214.70%	小猿	18.2%	197.7%
学而思	11.90%	60.30%	科大讯飞	16.5%	77.6%
科大讯飞	9.70%	69.20%	作业帮	16.4%	大于300%
小度	9.00%	-47.30%	小度	6.8%	-60.7%
步步高	5.20%	15.80%	步步高	5.8%	7.1%
希沃	4.40%	168.30%	希沃	3.2%	32.6%
小霸王	4.00%	26.70%	小霸王	1.8%	68.0%
状元郎	2.20%	23.10%	清北道远	1.7%	291.5%
读书郎	1.40%	-4.30%	读书郎	1.2%	27.0%

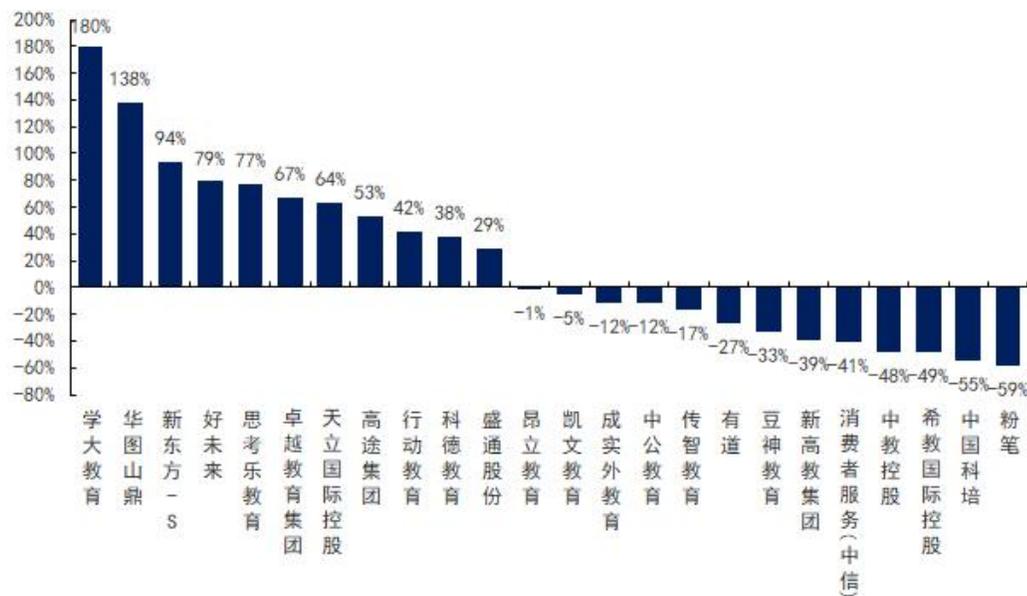
资料来源：洛图科技，国信证券经济研究所整理

- [01] 趋势回顾：政策清晰、供给回补、需求韧性、技术迭代
- [02] 板块复盘：AI+教育、区域K12教培龙头、K12学历学校领涨
- [03] 子板块分析与展望
 - K12教育培训
 - 学历学校教育
 - 非学历职业教育
- [04] 投资建议：三条掘金主线-需求复苏、业绩确定、AI赋能

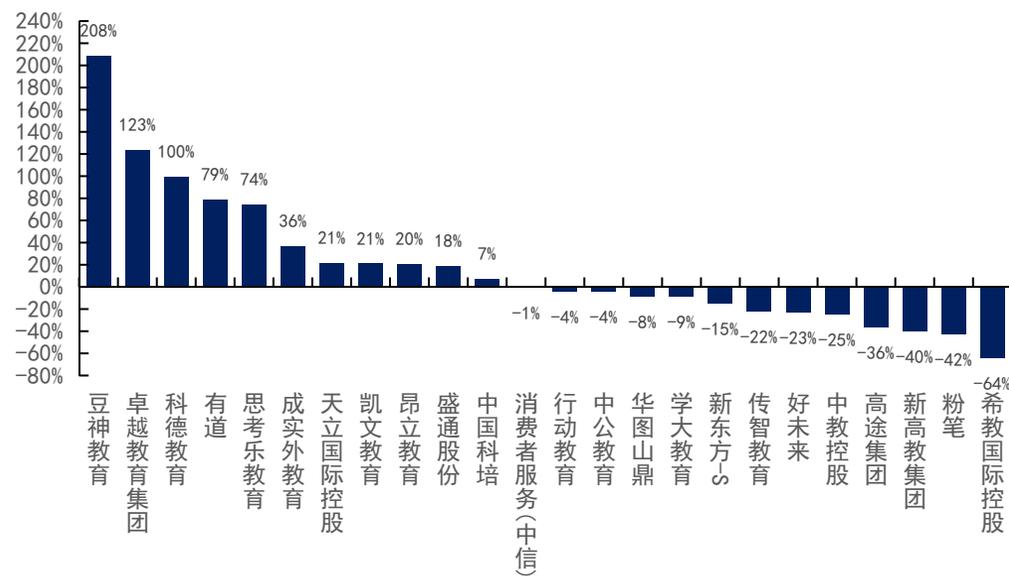
板块复盘：2024年AI+教育、区域K12教培龙头、K12学历学校领涨

- 2023年，受益于教培监管态度明确、龙头转型效果综合带动，K12教培全面复苏，学大教育（业务聚焦高中培训）以180%涨幅位居第一，其次为新东方-S（+94%）、好未来（+79%）、思考乐教育（+77%）、卓越教育集团（+67%）、高途集团（+53%）；受益于赛道高景气+资产注入推进，公考赛道龙头华图山鼎涨138%；业务转型验证+高中选营落地带动下，天立国际控股涨64%；疫后收入/利润/收款复苏良好的行动教育也表现良好。
- 2024年，AI+教育、区域K12教培龙头、K12学历学校标的涨幅居前。1) AI教育标的豆神教育、科德教育、有道及盛通股份涨幅居前，积极布局AI技术、有产品落地的标的受资金追捧；2) 经营稳定性较高+估值相对优势下，区域K12教培龙头卓越教育集团与思考乐教育分别涨123%/74%，而2023年涨幅居前的K12教培全国性龙头学大教育、新东方-S因第三季度增速环比有所下行，略低于市场乐观预期，股价阶段表现承压；3) K12学历学校天立国际控股（经营确定性）、凯文教育（扭亏预期+冰雪经济题材）涨幅同样相对良好。职业培训板块（公考、IT培训）受市场竞争增加、消费力下行、就业市场不景气影响则承压回撤；民办高教板块选营进展缓慢、办学投入增长（利润率下滑）等影响股价同样承压。

图：2023年A/H/美股教育行业公司涨跌幅



图：2024年A/H/美股教育行业公司涨跌幅（2024/1/1-2024/12/20）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

- [01] 趋势回顾：政策清晰、供给回补、需求韧性、技术迭代
- [02] 板块复盘：AI+教育、区域K12教培龙头、K12学历学校领涨
- [03] 子板块分析与展望
 - K12教育培训
 - 学历学校教育
 - 非学历职业教育
- [04] 投资建议：三条掘金主线-需求复苏、业绩确定、AI赋能

K12教培：受益于竞争格局红利，教培龙头经营迎爆发期



■ 赛道政策明确(第一章已阐述)后，持续受益于供需错配竞争红利，2024年K12教培龙头经营业绩迎来经营爆发期：

➢ 从收入层面看，受益于市场竞争格局改善，新东方、好未来、高途集团、学大教育、思考乐教育、卓越教育集团收入同比均实现快速增长（29%-162%）；业绩层面，规模效应带动、人效提升综合带动下，除个别公司阶段投放增加扰动，净利润整体增速快于收入增长，部分个股2024年前三季度经调归母净利润甚至已超过2019年同期。

表：教育板块个股前三季度收入业绩情况（亿元）

	收入				经调整归母净利润			
	2024Q1-3	同比	2024H1同比	2024Q1-3恢复至2019年的	2024Q1-3	同比	2024H1同比	2024Q1-3至2019年的
新东方-S	272.28	43%	47%	190%	29.3	20%	-6%	151%
好未来	105.43	57%	162%	65%	10.9	552%	扭亏	104%
高途集团	31.65	44%	39%	268%	-8.7	-662%	转亏	-
学大教育	22.47	25%	29%	92%	1.6	40%	55%	293%
盛通股份	15.04	-16%	-13%	107%	-0.1	80%	38%	-
昂立教育	9.65	35%	39%	54%	0.1	109%	79%	6%
科德教育	5.78	3%	4%	83%	1.1	5%	8%	157%
豆神教育	5.57	-13%	-29%	42%	1.1	223%	250%	180%
凯文教育	2.25	18%	19%	93%	-0.2	15%	48%	-

资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

注：货币单位为人民币，新东方好未来统计2023年12月至2024年8月财务数据，使用NG归母净利润

表：教育板块个股年报/中报报收入业绩情况（亿元）

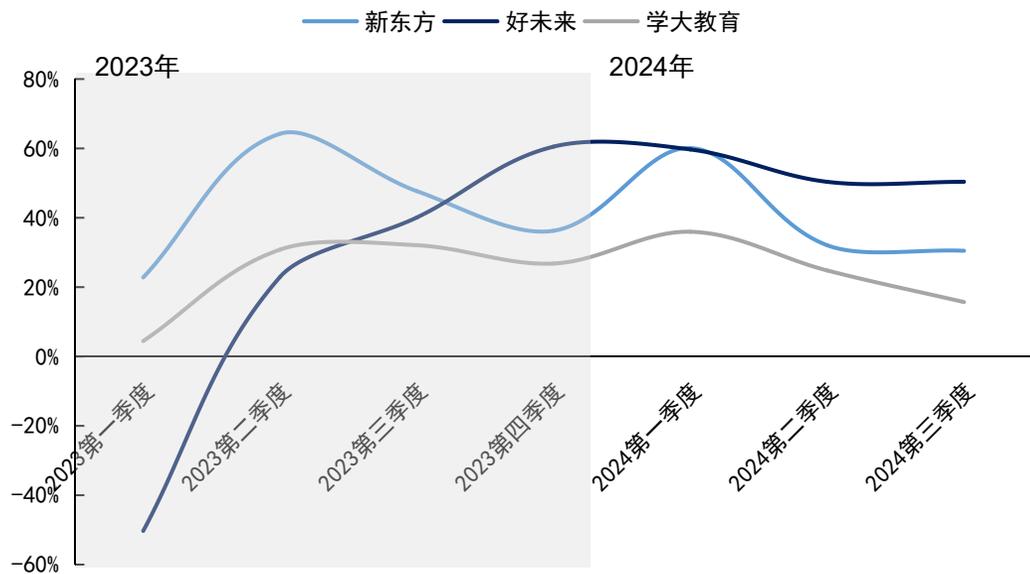
	收入			经调整归母净利润		
	2024年	同比	恢复至2019年的	2024	同比	恢复至2019年的
思考乐教育	3.99	59%	135%	0.94	101%	155%
卓越教育集团	3.17	68%	37%	0.54	170%	72%

资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

K12教培：24Q3收入增速环比放缓，龙头增速中枢短期存有扰动

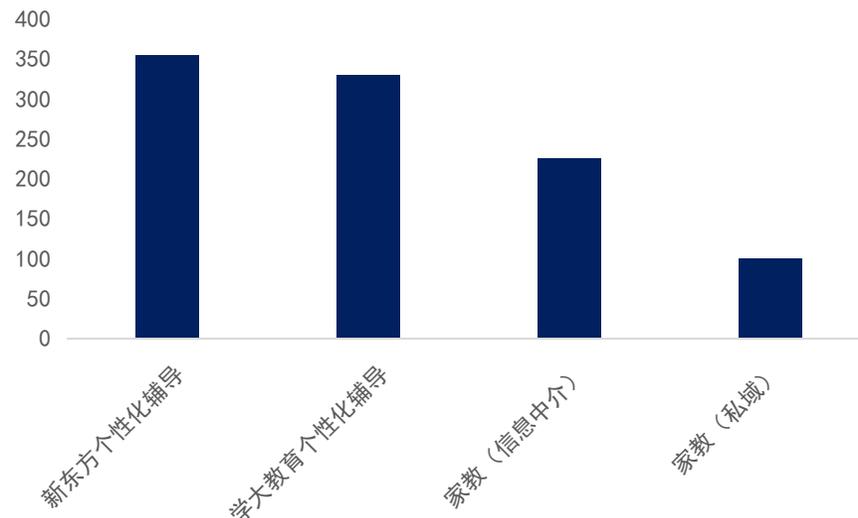
- 2023年暑期旺季高基数、叠加2024年消费力下行影响，2024第三季度K12教培收入增速环比有所放缓。新东方-S、好未来、学大教育等2024年前三季度收入增速边际略有放缓（详见下图），首先2023年暑假是疫情以及赛道政策明确后的第一个经营旺季，彼时教培机构收入利润均呈现强劲复苏态势，故2024年三季度天然面临经营高基数、增速也有所回落；其次，2024年整体消费力呈下行趋势，部分客单较高的课程会受到“平替”的挤压，也对龙头经营带来季度的扰动。
- 龙头增速中枢短期存有扰动，部分教培龙头股价走势也相对承压，但从赛道竞争格局、人口趋势等维度进行分析判断，中线维度看我们认为教培赛道依旧是需求稳定性较强、成长逻辑较为清晰的赛道。

图：新东方、好未来、学大教育2023Q1-2024Q3收入增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：2024年12月教培机构及“平替”的单课时单价对比

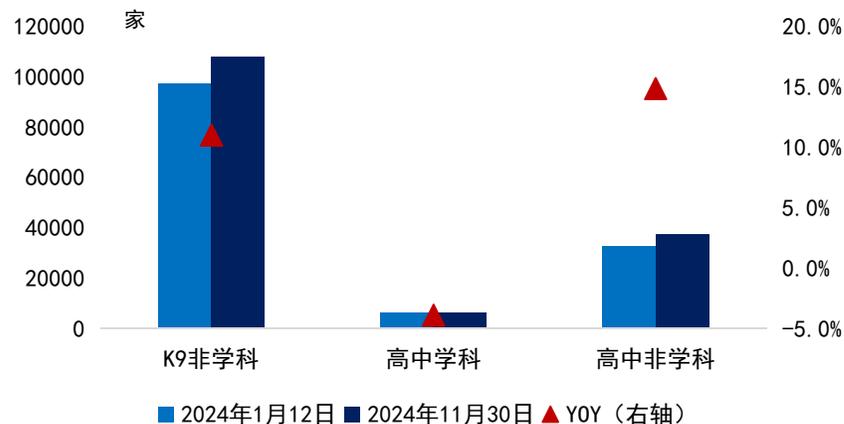


资料来源：新东方武汉学校、大众点评，国信证券经济研究所整理
注：新东方个性化辅导单价自武汉新东方公开数据，学大教育为大众点评数据，家教相关数据为根据小红书相关信息测算的大致范围。其中信息中介指经过中介介绍家教，费用包含中介费，私域指直接对接家教。

短期展望：教培机构加速扩张，头部机构仍具有相对优势

- 2024年K12非学科登记机构数+12%，头部机构年内网点增速基本快于这一水平。1) K9非学科登记机构数+11.0%，高中学科登记机构数-3.9%，高中非学科登记机构数+14.9%（2024年1月12日至12月21日期间内）。2) 头部机构网点数扩张快于行业机构登记增速，思考乐相较2023年年末新开约60%的网点（部分城市在行政区内同一机构不同网点只需登记一个牌照，因此登记机构数和网点数不是直接对应关系，但大致可以参考）。头部机构资金、教师储备以及品牌力雄厚，爆发式扩张能力更强。
- 监管持续高压打击违规无牌无证经营的机构和个人，单个小黑班或个体的经营规模上限较低，学生来源的稳定性差。学校内或培训机构在职的老师若选择辞职个体经营风险较高。在此制约下K12教育名师个体经营的案例要远少于公考培训等。

图：合规持证机构登记数对比



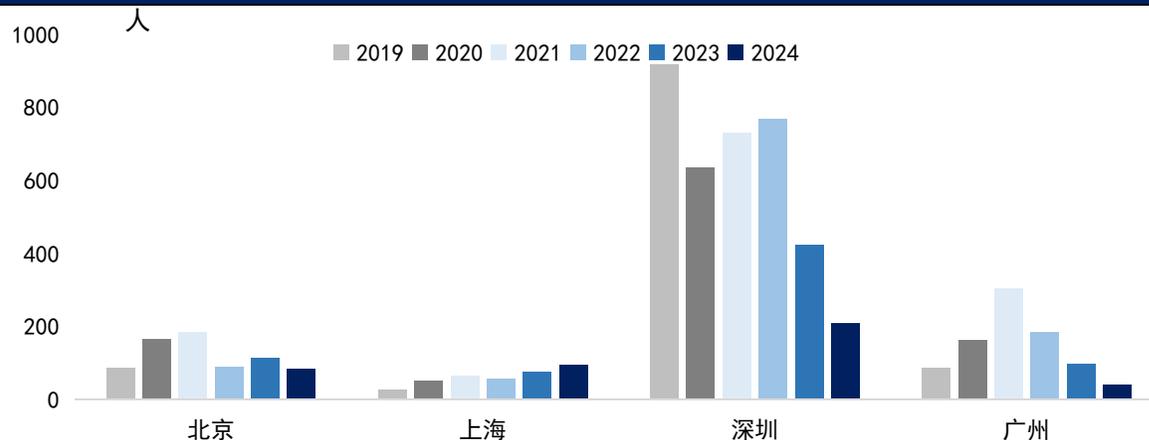
资料来源：全国校外教育培训监管与服务综合平台、《中国教育学周刊》、国信证券经济研究所整理

表：头部机构线下网点恢复情况（11月末数据）

	思考乐	新东方	学大教育	卓越教育	昂立教育	学而思	高途
布局城市数量	2	79	69	3	93	38	28
网点数量	199	1324	275	146	192 (直营)	409	208
相较2023年末新开	120 (+60%)	481 (+36%)	29 (+12%)	~40 (+27%)	60~70 (+31%)	166 (+41%)	线上转型线下
恢复至双减前的	125%	81%	62%	54%	41%	37%	-

资料来源：大众点评、思考乐校区小程序、思考乐广州、新东方App、学而思App，国信证券经济研究所整理

图：公开家教信息网站上2023-2024注册教员人数并未明显增多



资料来源：学道教育家教平台、国信证券经济研究所整理

长期展望：初高中适龄人口尚未达峰，缓释K12教育受到的人口减少冲击



■ 人口趋势总结：K12教培适龄人口规模下滑影响逐渐显现，但供给出清对冲下头部玩家影响预计相对可控。

- 小学在校学生人数已开始下行，但对头部机构而言，教培行业供需格局优化的红利短期内仍能有效对冲人口下滑影响。2018年后我国出生人口下滑，对应2024年小学入学年级人数（6岁）减少，并且毛入学率已达到较高水平（出现超过100%，系有学龄段之外的人在校园里就读），分析小学在校学生人数将开始下行。
- 初中适龄人口数受益于二胎政策尚未达峰，义务教育制度下维持高毛入学率，预计初中在校生人数仍将维持增长。
- 高中适龄人口仍在增长，且伴随高中毛入学率提升&普高学位供给提升，预计高中在校人数在中期仍能维持增长。

表：我国2018-2023年各学段在校学生人数数据及2024-2029的学生人数测算

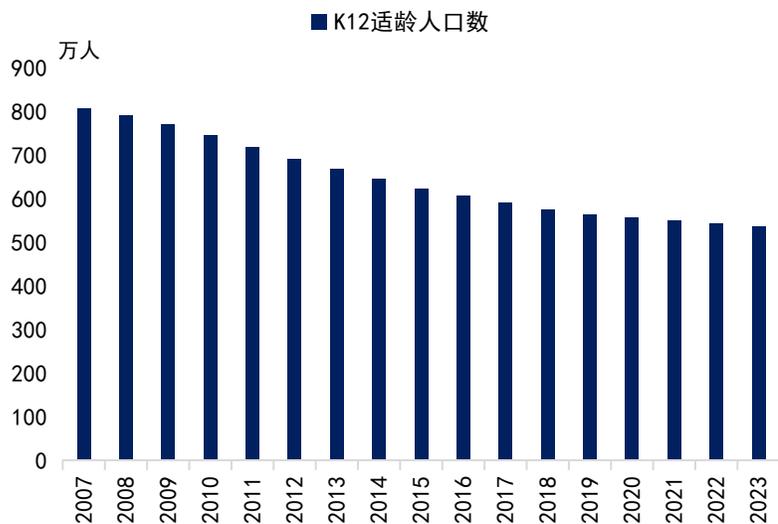
		2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年E	2025年E	2026年E	2027年E	2028年E	2029年E
适龄人口数 (亿人)	小学生	0.97	0.97	0.98	0.98	1.00	1.01	1.00	0.98	0.94	0.88	0.79	0.71
	初中生	0.48	0.48	0.48	0.48	0.48	0.48	0.48	0.49	0.50	0.50	0.51	0.52
	高中生	0.49	0.48	0.48	0.48	0.48	0.48	0.48	0.48	0.48	0.48	0.49	0.50
毛入学率	小学生	107%	109%	110%	110%	107%	107%	107%	107%	107%	107%	107%	107%
	初中生	97%	101%	103%	104%	106%	109%	109%	109%	109%	109%	109%	109%
	高中生	89%	90%	91%	91%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%
	普高学位占比	54%	56%	57%	59%	62%	64%	66%	68%	70%	72%	74%	76%
在校人数 (亿人)	小学生	1.03	1.06	1.07	1.08	1.07	1.08	1.07	1.05	1.00	0.94	0.85	0.76
	初中生	0.47	0.48	0.49	0.50	0.51	0.52	0.53	0.53	0.54	0.54	0.56	0.56
	K9合计	1.50	1.54	1.56	1.58	1.59	1.61	1.60	1.58	1.54	1.48	1.41	1.32
	普高高中生	0.24	0.24	0.25	0.26	0.27	0.28	0.29	0.30	0.31	0.32	0.33	0.35
	K12合计	1.92	1.92	1.94	1.94	1.96	1.97	1.97	1.96	1.91	1.86	1.79	1.72
YOY	小学生	-1%	0%	1%	0%	2%	1%	-1%	-2%	-5%	-6%	-9%	-10%
	初中生	-3%	2%	0%	1%	0%	0%	0%	1%	2%	0%	3%	1%
	K9合计	-1%	3%	2%	1%	0%	1%	-1%	-1%	-3%	-4%	-5%	-6%
	普高高中生	-3%	-1%	1%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	1%	1%	2%
	K12合计	-2%	0%	1%	0%	1%	1%	0%	-1%	-2%	-3%	-4%	-4%

资料来源：教育部，统计局，国信证券经济研究所

长期展望：韩国镜鉴—持续下滑的韩国出生人口，持续扩大的教培市场规模

- 韩国出生人口下滑背景下，教培市场规模仍有数十年的增长，主因参培率提升（目前韩国参培率仍未见顶）。2001年起，韩国出生人口呈现显著下滑趋势，对应K12适龄人口数（6岁-18岁）自2007年的807万人下滑34%至2023年的536万人，而K12教培市场规模自2007年的20万亿韩元增长36%至2023年的27.1万亿韩元，与之相对应的是2023年韩国K12教培参培率已至2014年的58.6%提升19.9pct至78.5%。
- 参培率提升驱动之一：重教传统&韩国社会教育精英化氛围。据《韩民族日报》报道“截至2016年10月，高级公务员中55.3%、最高法院新任命法官中84%、第20届国会议员中48.2%、500强企业CEO中50%，毕业于国内TOP3大学。”意味着较优的工作资源大量集中在头部学府，想要获得较好的工作几乎必须卷入头部的大学。
- 参培率提升驱动之二：K12教培的重新合法化。1980年韩国推出教育改革政策，禁止大学生和学校教师一律禁止提供有偿私人课外补习，但在强烈需求下家长通过“高端家政”等形式水下寻求教培服务，禁令实际上名存实亡。而在2000年，韩国最高法院称该法令违宪，宣布予以取消，从此韩国K12教培重新合法化，行业迎来快速增长。

图：2007年之后韩国K12适龄人口数量持续下滑



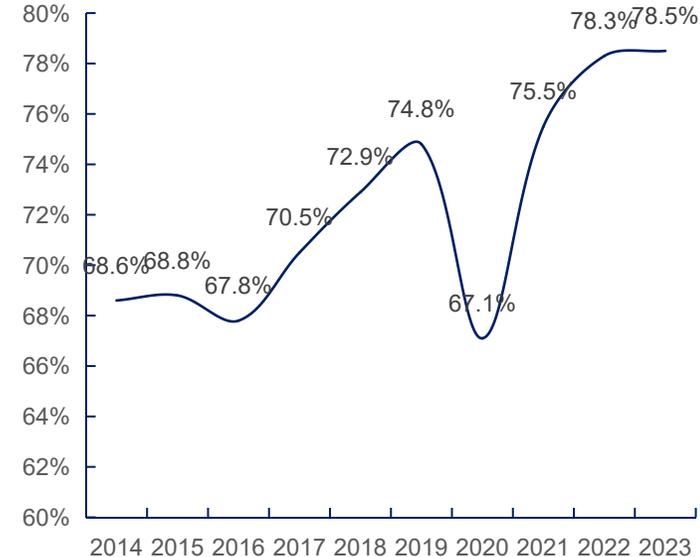
资料来源：韩国统计局，国信证券经济研究所整理

图：2015年起韩国K12教培市场规模持续走高（不考虑2020年）



资料来源：韩国统计局，国信证券经济研究所整理
注：2009年-2015年在时任韩国总统李明博促进公共教育，砍半私人教育支出的主张下规模有所收缩

图：2014-2023年间韩国K12教培参培率提升



资料来源：韩国统计局，国信证券经济研究所整理

长期展望：参培率提升有望有效对冲人口下滑影响

- 重视教育的消费观念短期内仍是主流。国内传统家庭通常较重视孩子教育，2024年5月消费调查中“预计减少支出”一项，教育占比最少
- 悲观预期假设K9参培率无法突破“双减前”水平，普高参培率进一步下行；中性预期参考韩国在高基数（60%-70%的参培率水平）上每年能维持2-3pct的参培率进行假设；乐观预期在中性预期基础上进一步提升每年增长假设

表：不同参培率增长假设下对应教培行业参培人数测算（亿人）

		2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年E	2025年E	2026年E	2027年E	2028年E	2029年E
在校人数	K9学生	1.50	1.54	1.56	1.58	1.59	1.61	1.60	1.58	1.54	1.48	1.41	1.32
	普高高中生	0.24	0.24	0.25	0.26	0.27	0.28	0.29	0.30	0.31	0.32	0.33	0.35
悲观预期													
行业参培率	K9	23.0%	24.0%	26.0%	28.9%	16.9%	17.3%	17.4%	17.6%	18.0%	18.8%	19.8%	21.0%
	普高	17.6%	18.1%	19.0%	20.0%	20.2%	20.9%	20.1%	19.5%	18.9%	18.3%	17.6%	16.8%
行业参培人数	K9	0.34	0.37	0.41	0.46	0.27	0.28	0.28	0.28	0.28	0.28	0.28	0.28
	普高	0.04	0.04	0.05	0.05	0.05	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
yoy	K9		7%	10%	12%	-41%	4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	普高		5%	8%	10%	5%	7%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
中性预期													
行业参培率	K9	23.0%	24.0%	26.0%	28.9%	16.9%	17.3%	20.0%	22.0%	24.0%	26.0%	28.0%	30.0%
	普高	17.6%	18.1%	19.0%	20.0%	20.2%	20.9%	21.6%	22.3%	23.0%	23.7%	24.4%	25.1%
行业参培人数	K9	0.34	0.37	0.41	0.46	0.27	0.28	0.32	0.35	0.37	0.38	0.39	0.40
	普高	0.04	0.04	0.05	0.05	0.05	0.06	0.06	0.07	0.07	0.08	0.08	0.09
yoy	K9		7%	10%	12%	-41%	4%	15%	9%	6%	4%	2%	1%
	普高		5%	8%	10%	5%	7%	8%	7%	6%	7%	7%	8%
乐观预期													
行业参培率	K9	23.0%	24.0%	26.0%	28.9%	16.9%	17.3%	21.0%	24.0%	27.0%	30.0%	33.0%	36.0%
	普高	17.6%	18.1%	19.0%	20.0%	20.2%	20.9%	22.0%	23.5%	25.5%	26.5%	27.5%	28.5%
行业参培人数	K9	0.34	0.37	0.41	0.46	0.27	0.28	0.34	0.38	0.42	0.44	0.46	0.48
	普高	0.04	0.04	0.05	0.05	0.05	0.06	0.06	0.07	0.08	0.10	0.11	0.13
yoy	K9		7%	10%	12%	-41%	4%	21%	13%	9%	7%	5%	3%
	普高		5%	8%	10%	5%	7%	10%	13%	16%	15%	14%	14%

资料来源：教育部官网、《中国教育财政家庭调查报告2021》，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

学大教育：阶段性影响扰动当季利润表现，2025年收入业绩增速边际改善可期

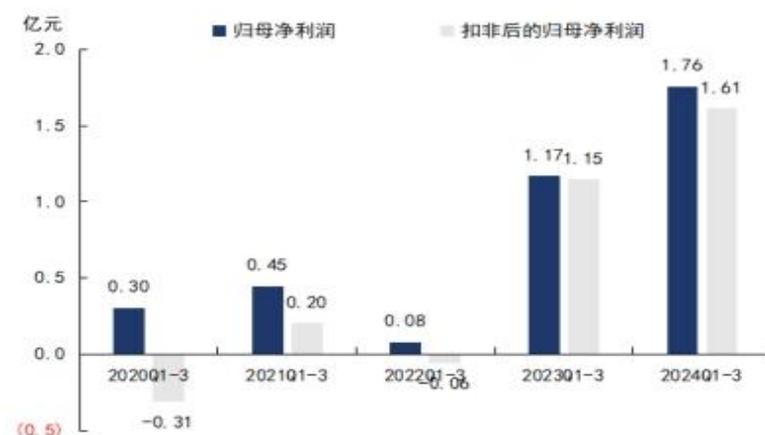


- 2024年前三季度，公司实现收入22.47亿元/+25%，实现扣非后归母净利润为1.61亿元/+40%。2024Q3若剔除股份支付费用影响则归母净利润为2976万元，仍低于我们此前预期（3500万元），考虑Q3为业务淡季，叠加H2以来公司更为积极地新开网点及新招教师产能爬坡导致利润端阶段性承压。
- 公司期内销售收款及期末合同负债同比均优于收入表现，需求边际变化较为有限。报告期内，公司销售商品提供劳务获得现金10.89亿元/+16.6%。另一方面，期末合同负债余额为9.83亿元/+18.1%。期内收款增速与合同负债同比均高于收入增速，后续消课节奏回归正常，收入增速有望边际回升。
- 12月12日，原股东紫光集团对应的破产企业财产处置专用账户），将616.2万无限售条件流通股（占上市公司总股本5%）以每股40.3元价格转让给南京江北新区产投集团旗下南京星纳赫源创业投资合伙企业，后续潜在经营赋能值得观察期待。
- 2025年展望：公司2024年9月以来积极扩张30余个网点，预计2025年经营旺季释放利润（3-4月）。且职教板块逐渐释放利润，业绩端仍有望维持较高增速。随监管关键节点顺利过渡，监管边界愈发清晰，后续销课节奏有望恢复正常，估值及情绪有望先于经营旺季恢复。

图：公司2020-2024前三季度营收及同比情况



图：公司2020-2024前三季度扣非前后归母净利润



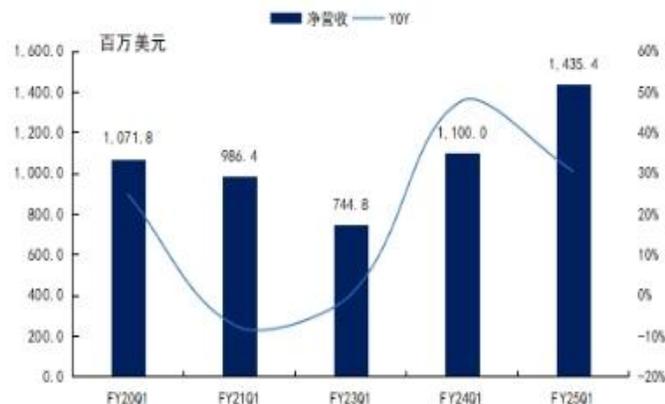
资料来源：公司公告，国信证券研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券研究所整理

新东方-S：新建网点产能爬坡释放，主业运营效率持续提升

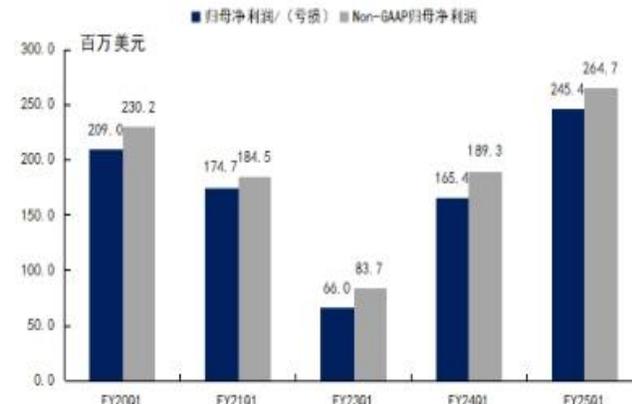
- FY2025Q1，净营收14.4亿美元/+31%，剔除东方甄选影响，实现净营收12.8亿美元/+34%。符合上一季度给出收入指引（31-34%）；Non-GAAP归母净利润2.65亿美元，同比+39.85%，优于彭博一致预期（+36.08%）。
- 教育新业务增长强劲，海外&高中增速稳健。教育新业务+50%>大学生培训+30%>高中培训+21%、留学咨询+21%>留学考培+19%>电商业务+10%。教育新业务延续强劲增长，期内非学科素养业务培训人次为48.4万/+10.5%，学习机订阅用户人数达32.3万人/+78.5%，**素养培训人次增速环比降速（+39.1%）**系部分招生提前至24Q4季度以及内部转化为学习机用户所致；电商业务同增约10%，2024年7月子公司东方甄选正式出售“与辉同行”；文旅收入约0.9亿美元，旺季支撑下已盈利。
- 截至期末，公司学校及学习中心数量达到1089间/+37%，季度环比净增64间，维持全年20-25%产能扩张指引。
- 2025年展望：公司预计FY2025Q2收入同比增25-28%。Q2教育新业务与大学生业务有望继续呈现快速增长，出国与高中业务增长相对平稳。考虑Q2为文旅业务淡季，虽教育业务利润率边际会继续改善，但文旅拖累下整体经营利润率预期会同比小幅下滑。展望后续，国外考培咨询和高中业务虽小幅度降速，但公司已针对推出高性价比产品应对外部变化，且教培行业整体仍处于高景气发展阶段，优质供给短缺的供需格局仍未改变。随着公司新建网点产能爬坡释放，教育新业务及高中板块有望得到增长新引擎。

图：新东方FY2020-2025Q1净营收及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图：新东方FY2020-2025Q1归母及经调整净利润



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

K12教培：关注区域龙头异地扩张及线上教育机构的线下转型

- **高途集团（传统线上机构布局向线下转型）**
 - 2024Q3收入同比+53.1%至12.1亿元，接近此前公司Q2给出收入指引增速的上限（50.5%-53.0%）；现金收入+67.2%至10.7亿元。NG净利亏损4.6亿元。前三季度，公司营收31.6亿元/+43.9%；净亏损9.1亿元，而2023年同期净利润1.1亿元。
 - **收入增长逐季提速，传递需求积极信号。**公司收入增速环比保持提升（FY24的第1-3季度收入增速分别为33.9%/43.6%/53.1%）。公司Q3期末递延收入同比增长89.0%，CF0预计公司将于Q4迎来收入同比增速的峰值（69.2%-71.9%）。反映新建网点逐季爬坡较顺畅，反映教培需求并未总体性收缩。
 - 我们分析公司向下游转型，大幅增开门店是收入快速增长，业绩仍大幅亏损的主要原因。**据我们在大众点评等平台上的持续跟踪，高途线下网点已自8月中旬的104家，于11月末提升至208家**（主要布局在北京、广州等一线及省会城市）。伴随公司业务向线下转型，类似投入仍需经历一段过程。
 - **2025年展望：**2024Q3公司已关闭高途佳品直播间，专注教育业务主业，随线下网点高速扩张，公司收入仍有望维持高速增长。关注公司转型进程，后续线下门店扩张若取得一定成果，资本开支降低，有望迎来业绩拐点。
- **卓越教育集团（由广州向深圳佛山扩张）：**
 - 公司2024H1实现营收3.17亿/+68%，归母净利润5400万元/+169%。其中公司全日制复习贡献收入1.23亿元/+20%；辅导项目贡献收入0.76亿元/+32%；素质教育贡献收入1.17亿元/+321%，**主要系部分校区已完成双减后的合规转型，收入重新并表。预计广州市内的剩余校区2025年1月将陆续回标。**
 - **除广州市外，公司在深圳、佛山已布局相当数量门店。**据我们跟踪，截至11月末，公司在广州的存量门店现有114个，深圳现有23个，佛山现有9个。对应城市收入占比分别约为85%/8%/7%。
 - **2024H1毛利率达45.0%，已超过双减前2020H1的35.6%。归母净利率录得17.2%，远超前2020H1的7.2%。**受益于供需格局影响，公司满班率及带班率呈现饱满状态，老师人效处在高位，预计全年归母净利率仍能维持在17-18%。
 - **2025年展望：**作为华南地区K12培训龙头，基于需求现状以及公司前期的积累储备，我们认为公司有望更好地发挥在语文素养教育领域的品牌效益，素质教育业务仍有望实现较高速增长，且K9业务回表预计会贡献更大的业务增量。
- **思考乐教育（由深圳向广州扩张）：**
 - 公司2024年H1实现收入3.99亿元/+59%，实现归母净利润0.83亿元/+93%，经调整归母净利润0.94亿元/+101%。其中素质课程实现收入3.67亿元/+58%，辅导课程实现收入0.33亿元/+71%。**课时费略有提高，收入增长得益于课时数量增加。**
 - **下半年度公司积极在深圳扩张网点，并向广州扩张。**截至11月末，公司在深圳已有超过190家学习网点，下半年度新增约50家。根据思考乐广州相关公众号，**11月公司在广州新开约9个网点，并将开办冬季班招生。**
 - 2024H1经调整净利润率提升4.9pct至23.4%，高于双减前2020H1的19.7%。随着教师人效提高，公司2024H1毛利率同比+3.0pct至44.4%。
 - **2025年展望：**思考乐教育同属华南地区K12培训龙头，对比卓越教育集团，公司传统优势在于提分更为显著的数理化课程，双减后逻辑思维训练、科学素养等素养产品则更为突出。公司广州业务重启后，有望进一步形成收入增量。

豆神教育：AI旗舰产品转化前夕，直播&录播课为最主要业务

■ 2024年第三季度，公司主营业务盈利能力环比显著改善。2024年前三季度，公司收入5.57亿元/-12.9%，归母净利润1.11亿元，扭亏增210%；扣非归母净利润1.10亿元，扭亏增223%。回顾2024年上半年度，公司实现收入3.3亿元、归母净利润6909万元，但利润中信用减值损失冲回贡献了6046万（扣税前），这部分减值冲回主要来自于前期to G业务应收账款的收回，故上半年公司教育主业盈利能力并不十分显著。而2024Q3，公司毛利率与期间费率同比、环比均改善明显，伴随着线上直播课收入增长以及控费组合拳，公司三季度呈现出较为明显的盈利改善趋势。

■ 目前最为主要的业务是直播课与录播课程：主营业务包括艺术类学习服务业务（直播课）、直播电商销售业务（以卖录播课为主）、文旅游研学业务以及智慧教育服务业务，2024H1年四部分业务分别取得营业收入0.78亿元/1.19亿元（其中销售自营直播课金额为0.35亿元）/未披露/1.01亿元，AI教育业务前三季度收入占比不足4%，仍在商业转化前夕。

图：豆神教育2020-2024Q3营业收入及扣非前后归母净利润



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

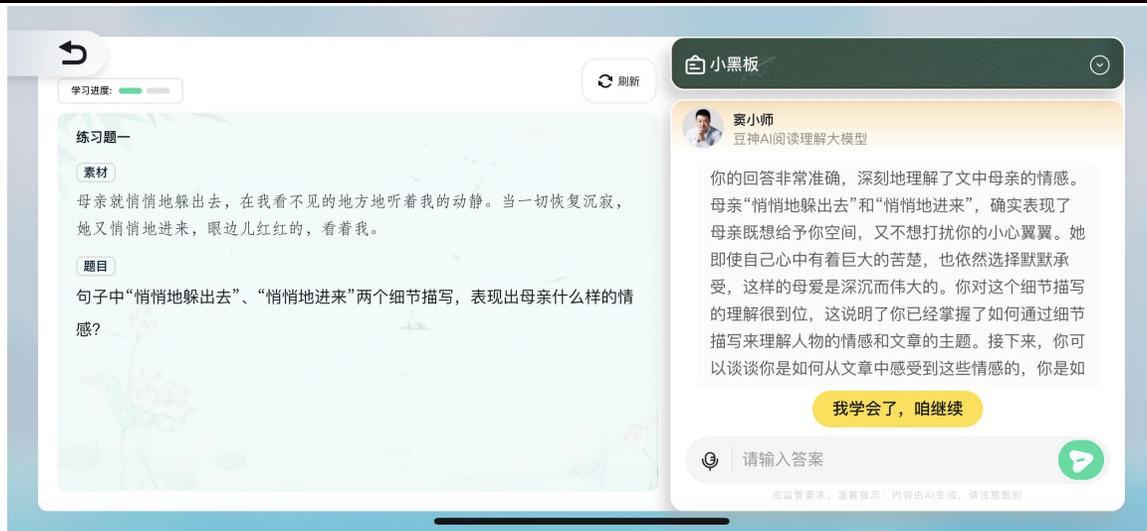
表：2024年秋季豆神教育核心直播课程

班型	对应年龄段	收费	课程内容	每节课配备讲师
底阅作突破	1-9年级 分为四个阶段课程单独购买，分别对应1-2年级/3-4年级/5-6年级/7-9年级	899元（12讲）	语文技巧、例文讲评、原理、练习、文史课以及时事热点直播课	每节课配备4名授课老师
寰神归来	3-9年级	2999元（60讲）	讲解经典文言文：中考四记、儒学五经、天道四寓、史书六传、书表五篇、托物三志、笔记六则	窦昕、赵伯奇、朱雅特
王者美育班	1-9年级	13660元（L1为45讲，L2-L8为24讲）	综合覆盖古代文史、外国文学、策略阅读、创意写作	每节课配备4名授课老师
专项班-戏剧文学班（原大语文拔尖班）	1-6年级文史、文学、文化 7-8年级读写综合班	3970元（16讲）	在东西方文史、文人、文学作品的螺旋体系中，完成古代文史通译、外国文学赏取、现代文本题目的讲授	每节课配备2名授课老师
专项班-戏剧文本解析（原阅读班）	3-8年级 分为三个阶段课程单独购买，分别对应3-4年级/5-6年级/7-8年级	3010元（16讲）	讲解现代文、名著、文言文、古诗词阅读	每节课配备2名授课老师
专项班-影视美术赏析（原写作班）	3-9年级	3010元（16讲）	从大师的名著名画名篇中萃取小学到中学作文所需的全部108个写作技法	每节课配备2名授课老师

资料来源：豆神教育抖音直播间，国信证券研究所整理

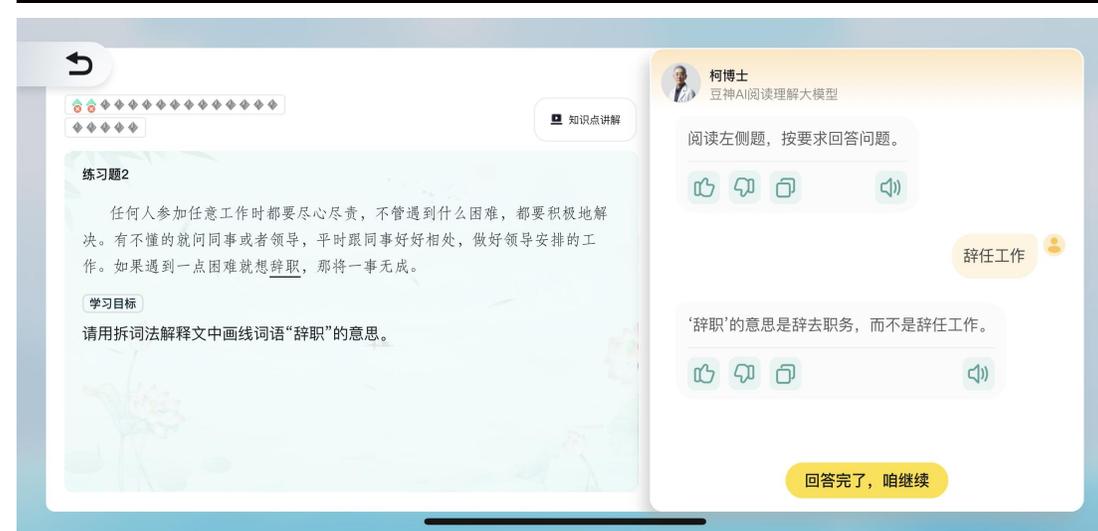
- 目前公司已正式推出多模态AI教育应用豆神AI，但目前收入层面还未形成以足够体量的收入（2024年前三季度AI教育产品产生的相关收入占营业收入不超过4%），我们更多以使用者的角度对豆神AI应用功能进行解读：1) 私密课堂功能，系豆神AI最突出的功能。AI大模型在语音、语调、情感以及气口高度仿真真人教师进行授课。基于该项技术后续可以由文本材料直接生成课程，将极大助力于节约老师成本、释放名师资源紧缺的压力。课后会根据课文内容提出3-4道习题，学生回答后AI大模型会给予相应反馈和评价。由于阅读理解的回答一般较为主观、且更多情况下是没有标准答案的，我们认为要能准确识别并给予相应的评价，技术门槛较高。2) 私密问答功能，与传统聊天互动AI功能类似，但进一步强化语文垂直领域知识图谱及解答能力。例如，不同于其他大模型，会将“我的腿像灌铅了一样”归类为使用了比喻的修辞手法，豆神AI能够精准地解答出此处使用的是夸张的修辞手法，并为读者补充相关知识，提示比喻和夸张修辞手法的差异性。3) 写作积累功能，由三部分组成，分别是主题视频（即录播课程《写作宝箱》），金句摘抄运用，好词积累运用。在好词运用上，交互方式为豆神AI提供一个“好词”，由使用者回答所联想到的场景及实物，进一步由AI造句。4) 快解阅读功能，即快解3.0，主要以题库形式训练阅读理解相关能力，包括理解词意、理解修辞、理解文章中心思想等。

图：豆神AI私密课堂课后训练



资料来源：豆神AI，国信证券经济研究所整理

图：豆神快解阅读功能



资料来源：豆神AI，国信证券经济研究所整理

好未来、有道：领先的智能硬件设备制造商

■ 好未来 (TAL.N)：学习服务与内容解决方案共同发力

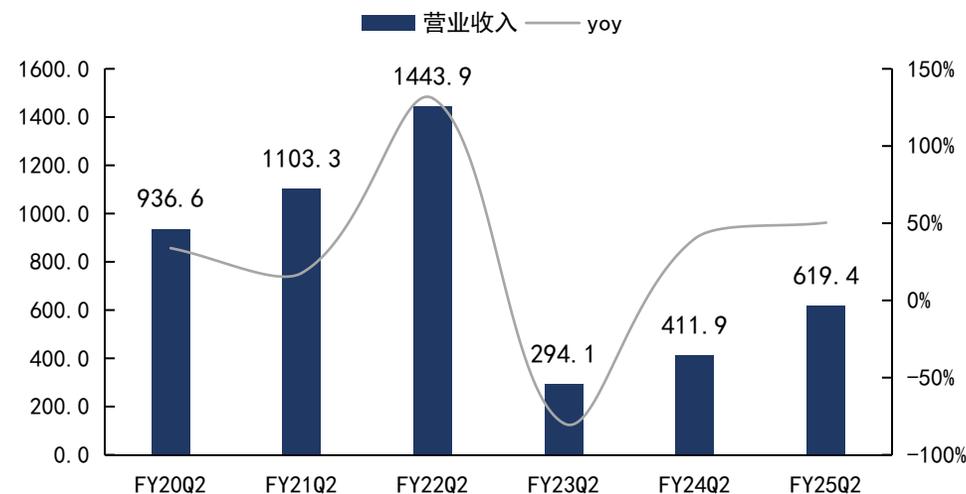
➢ FY2025Q2实现营收6.19亿美元/+50%，实现经调归母净利润0.74亿美元/+26%，截至期末账上短期递延收入为4.85亿美元/+55%。6-8月系K9教培的传统经营旺季，目前来看虽然公司营收还未恢复至2019年水平，但净利润已经开始向“双减”前以及疫情前表现恢复，同时净利润率也创下了更高水平。经营旺季的FY25Q2（6-8月）虽然营收还没恢复到2019年之前，但是净利润已经开始向“双减”前以及疫情前靠拢，净利润率创更好水平。

■ 有道 (DAO.N)：词典笔龙头智能设备季度性表现向好逆转，AI助力在线营销业务高增

➢ 2024年前三季度，总营收42.86亿元/+9.66%；净利润79万元，上年同期亏损6.06亿元，有望达成公司上市以来全年首次扭亏为盈的目标。单三季度，营收15.73亿元人民币/+4.87%；净利8600万元，去年同期录得亏损1.03亿元。

➢ 分业务来看，2024Q3公司学习服务/智能设备/在线营销业务分别占比48.8%/20.0%/31.1%，同比分别-7.6pct/+1.6pct/+6.0pct。公司学习服务营业收入实现营收7.68亿元/-19.2%，线上培训业务受到线下同业竞争冲击显著，但公司以AI驱动的数字内容服务表现较好；智能设备营收+25.2%，季度增速转正，毛利率同比+0.2个pct，环比提升更大，供应链优化效果显现；在线营销营收+45.6%，毛利率同比+4.4%，AI助力下广告效果获得客户认可。此外，Q3公司销售费用率同比-10.8个pct，管理费用同比-0.9个pct，研发费用率-4.6个pct。期间费用的显著优化推动Q3扭亏为盈并实现最强劲盈利。

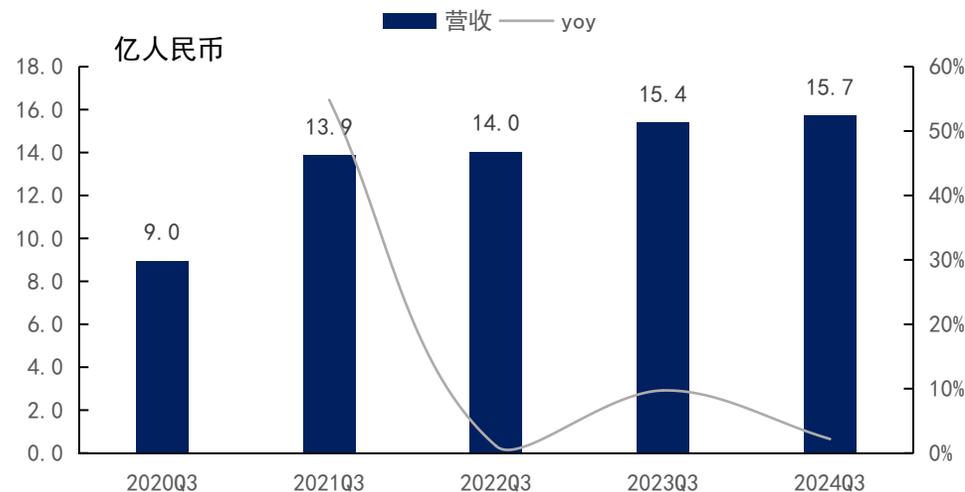
图：FY20Q2-FY25Q2好未来营业收入及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：FY20Q2-FY25Q2有道营业收入



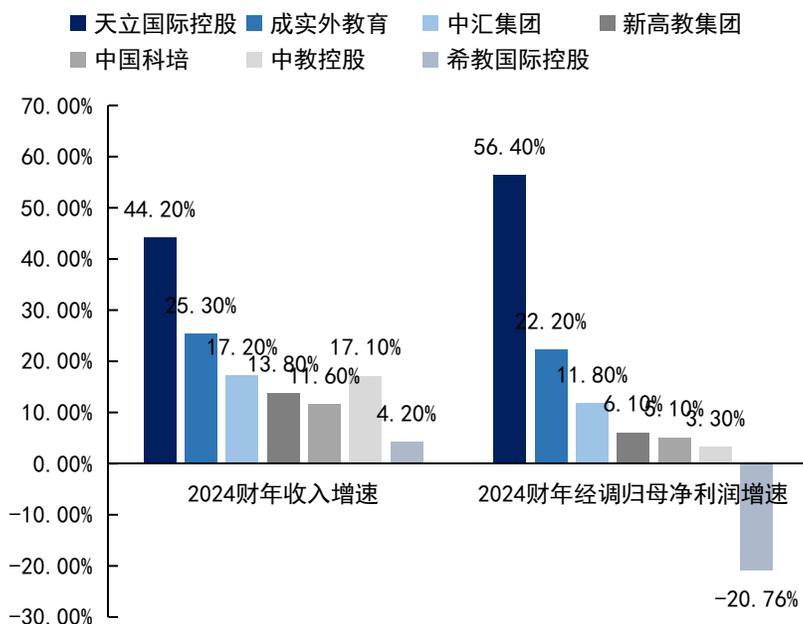
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- [01] 趋势回顾：政策清晰、供给回补、需求韧性、技术迭代
- [02] 板块复盘：AI+教育、区域K12教培龙头、K12学历学校领涨
- [03] 子板块分析与展望
 - K12教育培训
 - 学历学校教育**
 - 非学历职业教育
- [04] 投资建议：三条掘金主线-需求复苏、业绩确定、AI赋能

学历学校：普高&本科在校生人数稳健增长，中职人数下滑

- 民办普通高中、本科教育认可度高，在校学生人数仍能维持增长。对学生而言，就读普通高中意味着更大的通过高考升入名牌大学的可能性，而公办普通高中学位仍相对稀缺，尽管民办普通高中学费相对更贵，但性价比仍高。另一方面本科学校的社会认可度相对更高，2024-25年上市公司民办本科在校生人数也呈现稳健增长态势。
- 受就业方面社会认可度差异影响，中职学校在校人数下滑。社会对职业教育学历的认可度仍有待提高，同时学校学费也并不便宜，2023年我国公办和民办中职学校在校人数均有所下滑。目前高教集团积极推进专科学校“升本”提前布局应对，2024年部分高教上市公司资本开支走高部分来源于此。

图：民办学历学校中高中板块收入及业绩增速高于高教



表：全国各学段在校人数

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
义务教育学校	14991.84	15388.38	15639.44	15798.37	15852.65	16079.71
普通高中	2375.37	2414.31	2494.45	2605.03	2713.87	2803.63
中等职业学校（2020-21官方口径调整）	1555.26	1576.47	1663.37	1311.84	1339.29	1298.46
高校	3833.00	4002.00	4183.00	4430.00	4655.00	4763.19

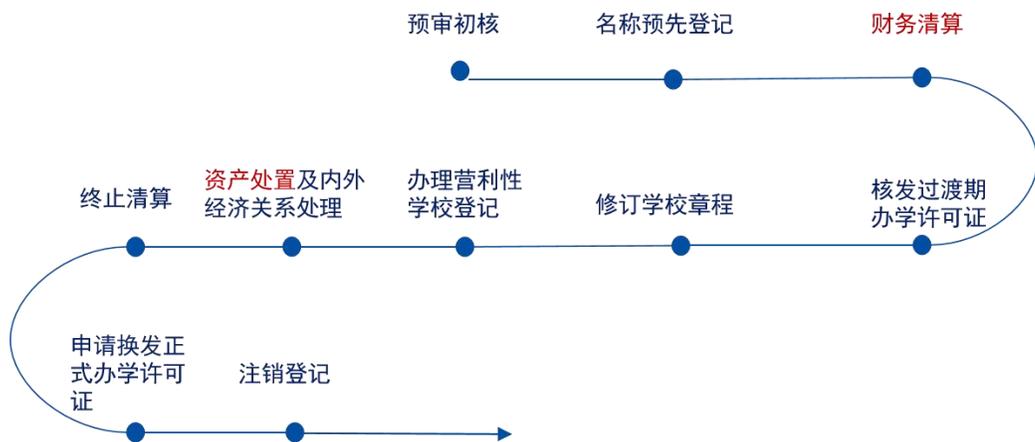
表：可比口径上市公司旗下各学段学生人数对比

公司	学段	2023-2024	2024-2025	YOY
天立国际控股	普高	33000	40000	21.20%
成实外教育	普高	8455	9609	13.60%
	本科	21884	24698	12.90%
中汇集团	中职	19600	18270	-6.80%
	高职	37200	45370	22.00%
	本科	29300	31990	9.20%
中国科培	中职+高职	11000	7667	-30.30%
	本科	65000	69000	6.20%
新高教集团	中职+高职+本科	140000	139000	-0.1%
中教控股	高等教育	224000	245280	9.50%
	中职+成人教育	46000	38760	-15.7%

学历学校：民办高中选营已有成功案例，高教财务清算难度大，选营仍未见实质进展

- 2021年《民促法实施条例》指出禁止义务教育阶段民办学校选营，但未限制高中及高教阶段学校选择营利性。高中如天立国际控股已实现多所一贯校高中部的独立分拆及转营工作，而民办高教大多仍未取得实质性进展。
- 在财务清算及资产处置，高教资产及税收规模、土地面积远大于高中，盘点难度更大。申请转营需要依法明确出资者出资、土地、校舍、办学积累、财政投入、社会捐赠等资金资产和债权债务情况，并缴纳相关税费。对于债权债务不清、资产存在争议、历史遗留尚未解决的需要暂缓办理。高教土地面积、校舍都远大于高中，资产盘点难度更大，历史税收交付及土地出让相关费用由于体量大，需要更多方协调，导致选营较难取得实质进展。而高中学校体量及历史包袱都远小于高教，选营进展相对更顺利。
- 虽未禁止民办高中及高教进行关联交易，但进行关联交易需真实且合理，市场对选营进展仍有较大期待。2021年《民促法实施条例》中未禁止非营利性的高中及高教进行关联交易，但上市公司就学校资产取得收入的关联交易必须真实且合理，若相关上市公司能顺利选营经营灵活度将极大提升，因此市场对选营仍有较大期待。

图：《四川省民办学校分类登记实施办法》（2019）中明确的选营流程



资料来源：四川省教育厅、国信证券经济研究所整理

表：部分地方存量学校选营的政策中财务清算及资产处置的相关条例

地方	相关表述
北京市	学校应当在审批机关、法人登记机关以及国有资产管理职能部门的指导下，自主清算资产，并委托会计师事务所出具清算报告。国有资产的清算与处置，须经国有资产管理职能部门批准；接受捐赠形成的资产的处置，须经法人登记机关和捐赠方同意。将符合规定的原法人资产转移到新营利性法人名下，并按相关规定，缴纳税费。依据实际，可进行补充财务清算。原法人完成清税工作。
贵州省	选择登记为营利性民办学校的，应当在审批机关以及相关职能部门的指导下，进行财务清算，依法明确土地、校舍、办学积累等财产权属，按照国家规定缴纳相关税费，办理新的办学许可证，重新办理法人登记，继续办学。
温州市	原始出资额按照历史成本原则认定为学校举办者所有。学校清偿后的剩余资产仍有结余的，按不低于学校结余资产20%的比例给予奖励，具体由民办学校所在地县级以上政府确定。返还给举办者的原始出资额（含学校续存期间追加投资额）和给予举办者奖励后的剩余资产为社会公共资产（含办学期间历年的财政拨款和社会捐赠），其所有权划归温州市民办教育公益基金会所有。

资料来源：北京教委会、贵州省政府、温州教育局，国信证券经济研究所整理

学历学校：高中学校轻重结合转型，高教学校高质量办学加大资本开支



- 行业外延并购阶段放缓，并购形成的资本开支下行。民促法限制了义务教育阶段民办学校并购，高等教育由于高质量办学要求（追求并购本科院校）&估值倒挂等原因，外延收购暂停；高中学校并购仍在进行，如2023年天立收购上海美达菲国际学校，但案例数量较少。
- 高教学校满足办学质量要求&专科院校寻求提升为本科层次，资本开支仍维持相对高位。尽管加大资本开支，但除新高教集团外港股高教公司仍能维持30%-40%的分红率，在相对较低的估值下股息率远高于高中学校。
- 高中学校资本开支下行。天立国际控股及成实外教育均开展托管学校等轻资产业务，此外天立国际控股在外延扩张方面也采取轻重结合的方式，除核心城市有重资产自建打算外，其余计划通过租赁等资本开支较少的方式推进。

表：2025年高等职业学校办学条件重点监测指标

	综合、 师范、 民族	工科、农、 林院校	医学院校	语文、财 经、政法 院校	体育院校	艺术院校
师生比	18	18	16	18	13	13
具有研究生学位教师占比 (%)	15	15	15	15	15	15
生均教学行政用房 (平方米/生)	14	16	16	9	22	18
生均教学科研仪器设备价值 (元/生)	4000	4000	4000	3000	3000	3000
生均图书 (册/生)	80	60	60	80	50	60

资料来源：教育部，国信证券经济研究所整理

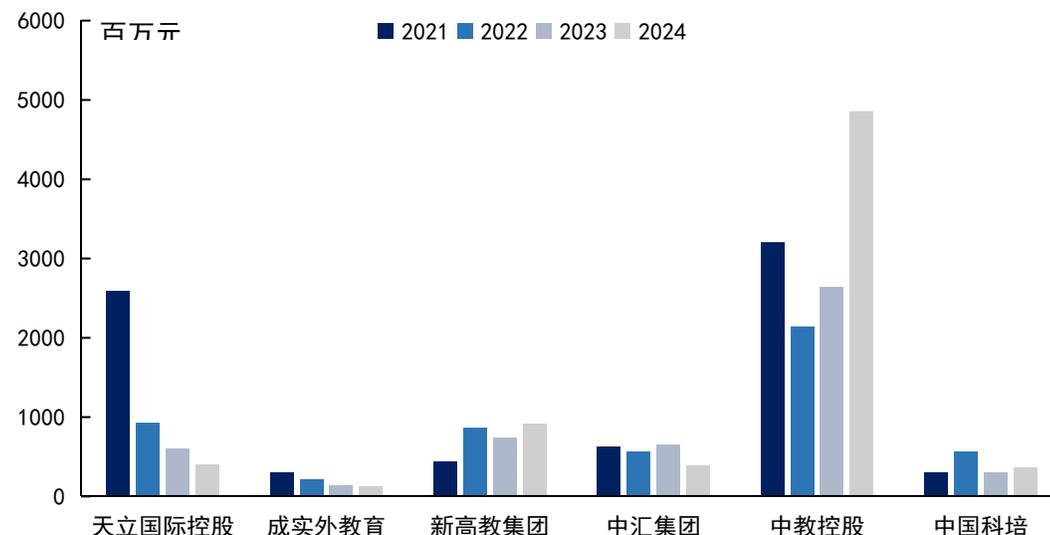
表：本科层次职业学校设置标准中的部分数据指标

范畴	数据指标
学校全日制在校生规模	>8000人
专业安排	>3个专业群，每个专业群有3-5个专业
师资队伍	师生比>18，企业一线兼职教师占比>25%对应课时占比>20% 专任教师总数>450人，研究生学位教师占比>50%，高级专业技术职务专任教师不低于30%
科研与社会服务	近五年累计立项厅级及以上科研项目>20项，近5年横向技术服务与培训年均到账经费1000万元以上（文科专业为主的学校500万元以上）。
土地	>800亩
生均教学科研仪器设备价值 (元/生)	生均教学科研仪器设备值，综合、理工、农林、医药、师范类院校应不低于10000元，文科类院校应不低于7000元，体育、艺术类院校应不低于8000元
生均图书 (册/生)	生均图书不低于100册，可包括电子图书。

资料来源：教育部，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：2021-2024民办高中及民办高教公司资本开支规模



2024财年现金分红率

30% 82% - 30% 40% 30%

2024财年计划派发现金股息对应12月24日收盘价现金股息率

2.26% 7.14% - 9.16% 9.16% 9.42%

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

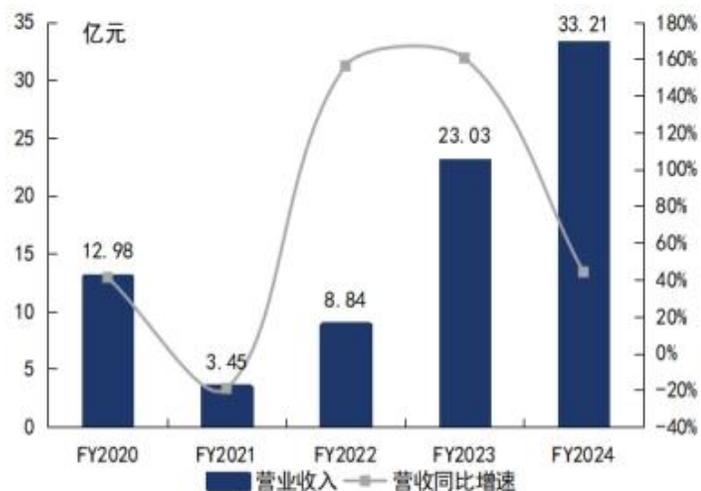
注：成实外教育未单独披露资本开支，此处统计投资活动相关的资本性支出

天立国际控股：新学年集团高中生人数增长良好，托管及多支业务望加速贡献新动能

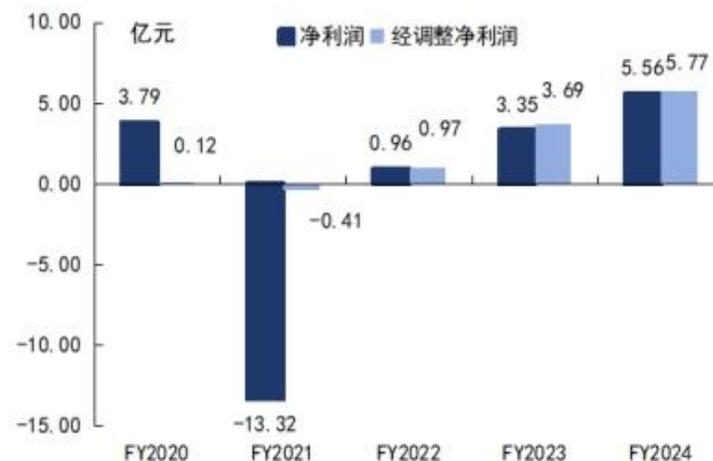


- 2024财年公司实现收入33.2亿元/+44%，经调整净利润5.8亿元/+56%，超出我们预期5.6亿元。各项业务收入，2024财年综合教育+43%，产品销售+66%，综合后勤+23%，托管业务+53%，占53%（持平）/28%（+4pct）/18%（-4pct）/2%（持平）。
- **综合教育业务仍实现较高增长**，受益于高中在校生持续增加（对应学年在校生人数3.7万人+45%），以及疫情后游学业务的快速增长。**产品销售业务增速较快**，受益于多地加密销售渠道布局，其中供应链业务+97%。**托管业务**受益于托管项目增加而实现较快增长，本财年公司新增14个托管学段。
- 近年轻重资产结合转型，本财年资本开支-32.2%至4.1亿元，ROE也进一步提升8.5pct至新高24.3%。**但考虑到多支业务快速增长需要资金支出，预计后续将维持30%的派息政策。**
- **2025年展望**：学历学校商业模式决定公司收入确定性强。2024-2025学年初在校生人数达5.4万人/+47%，**直接影响学费收入的自营在校生人数同增超30%，对2025财年收入业绩形成较强支撑。**后续多支业务也有望带来更多收入业绩弹性，可重点关注高利润率托管业务的持续放量及启鸣云校AI助学的建设进展。

图：公司2020-2024财年营业收入及增速（单位：亿元、%）



图：公司2020-2024财年经调前后净利润（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

民办高教经营对比：营收稳健增长，利润受投入增加影响



- **2024财年民办高教营收、业绩实现稳健增长。**中汇集团、中教控股、新高教集团、中国科培分别实现营收65.8/16.9/24.1/23.1亿人民币，分别实现增长17.2%/17.1%/13.8%/11.6%。中汇集团受益于新建校区，招生规模快速增长，营收增速较快。2024财年中教控股、中国科培、新高教集团、中汇集团经调整归母净利润分别为19.7/8.3/7.7/7.5亿元人民币，分别同比+3.3%/5.1%/+6.1%/+11.8%。
- **主要民办高教公司经调整归母净利率均出现下滑。**中教控股/中国科培/新高教集团/中汇集团归母净利率分别下降4.0/3.0/1.6/0.4pct，分析系为满足《职业学校办学条件达标工程实施方案》中职业学校办学条件 2025 年底考核要求，叠加目前求职环境下要维持较高就业率需要加大教学投入，行业仍处在高投入阶段，相关费用支出对公司盈利能力造成拖累。

图：主要民办高教公司2023/2024年报营业收入及归母净利润情况

		2023年	2024年	同比	分红率
中教控股	营业收入	56.2	65.8	17.1%	
	经调整归母净利润	19.1	19.7	3.3%	约40%
	经调整归母净利率	34.00%	30.00%	-4.0pct	
中国科培	营业收入	15.2	16.9	11.6%	
	经调整归母净利润	7.9	8.3	5.1%	约30%
	经调整归母净利率	52.10%	49.00%	-3.0pct	
新高教集团	营业收入	21.2	24.1	13.8%	
	经调整归母净利润	7.3	7.7	6.1%	约50% 改为以股代息形式
	经调整归母净利率	28.80%	27.20%	-1.6pct	
中汇集团	营业收入	19.7	23.1	17.2%	
	经调整归母净利润	6.7	7.5	11.8%	约30%
	经调整归母净利率	31.32%	30.93%	-0.4pct	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

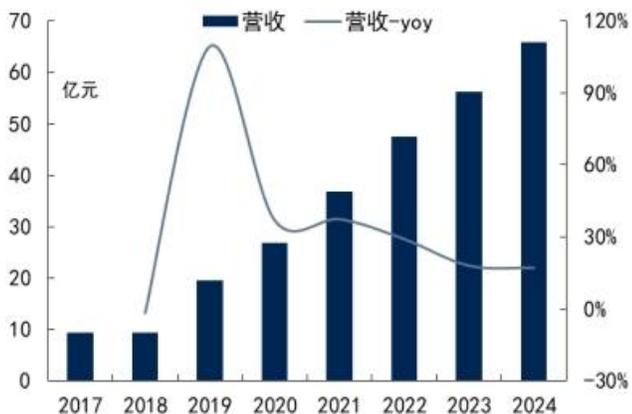
注：货币单位均为亿元人民币

中教控股：商誉减值致归母净利下滑，2024财年现金分红比例40%



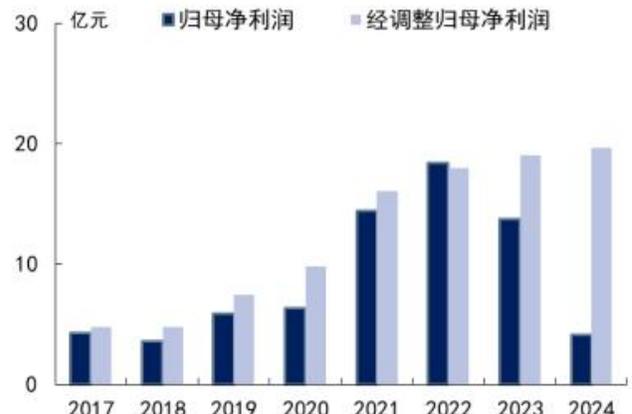
- 受学校减值影响，2024财年公司归母净利润下滑70%。2024财年，公司实现收入65.79亿元/+17.2%，接近我们此前预期的营收66.04亿元；归母净利润4.18亿元/-69.7%，经调整归母净利润19.71亿元/+3.3%，差值主要来源本财年集团三所学校发生商誉及无形资产减值。分市场看，本财年公司国内市场取得营收63.35亿元/+17.4%。截至2024年8月，集团全日制在校学生人数约27.0万/+9%，其中高教在校生22.4万人/+12.5%，中职人数4.6万人/-6.1%。国际市场分部营收2.44亿元/+10.9%。
- 商誉及无形资产减值主要系四川、西安、澳大利亚经营不及预期。三校分别计提11.6/5.6/1.9亿元，扣除递延所得税后合计减值亏损17.2亿元。四川校系学费未如预期上涨，西安校与澳大利亚校系招生低于预期，目前四川以及陕西校无形资产较低，再次减值概率较低。期末公司账上有商誉24.9亿元及其他无形资产40.8亿元。
- 高质量办学要求指引下毛利率下行，财务费率改善明显。2024财年公司经调归母净利率为30.0%/-4.0pct。毛利率55.4%/-1.0pct，系新建校舍的折旧摊销及教师薪酬增加。期间费率为24.7%/-0.7pct，其中管理费14.7%/+0.9pct，系学生数增加及新校区楼宇开始确认折旧；销售费率为2.9%/-0.3pct，财务费率为7.2%/-1.2pct改善明显。此外，商誉及无形资产相关的递延税项负债，受减值影响有1.93亿金额终止确认。该项金额计入损益且未经调整，约占收入3%。

图：2017-2024财年公司营收及对应增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图：2017-2024财年公司经调整前后归母净利润



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

- [01] 趋势回顾：政策清晰、供给回补、需求韧性、技术迭代
- [02] 板块复盘：AI+教育、区域K12教培龙头、K12学历学校领涨
- [03] 子板块分析与展望
 - K12教育培训
 - 学历学校教育
 - 非学历职业教育
- [04] 投资建议：三条掘金主线-需求复苏、业绩确定、AI赋能

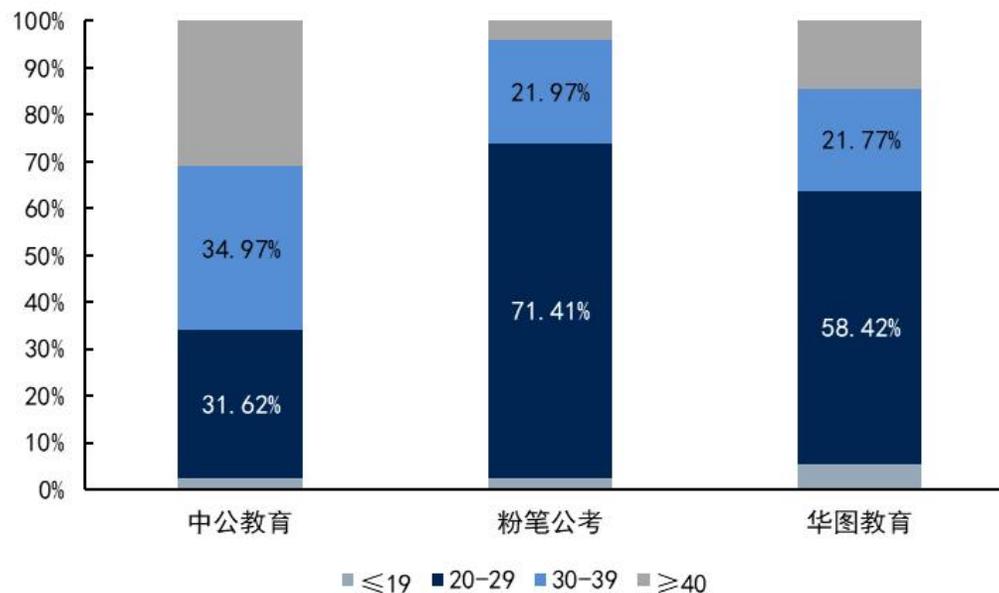
招录培训：2025年国考维持高景气度，应届生招聘占比走高

- **2025年国考报名人数超340万，再度验证公考行业高景气度。**2025年国考报名于10月15日开始，本年度计划招录3.97万人/+0.4%。保持稳中有升，但扩招速度边际有所放缓（2024年扩招7%）。10月26日国考资格审查完成，2025年国考共有341.6万报考过审，同比+13%，到考口径上岸率（录取人数/到考人数）仅1.54%，预计招录培训赛道维持高景气度。
- **应届生岗位招录人数占比提升至68%。**2025年度国考按照党中央、国务院关于做好高校毕业生就业工作有关部署要求，设置2.67万个计划专门招录应届高校毕业生，约占总招录人数的68.0%，同比提升2.4pct，以服务和促进高校毕业生就业。根据百度指数用户画像九月数据（国考公告发布前的一个月），粉笔、华图教育、中公教育20-29岁用户占比分别为71.41%/58.42%/31.62%。

表：2020年以来国考报录比持续走高

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
报名合格人数	143.7	157.6	212.3	259.8	303.3	341.6
yoy	4%	10%	35%	22%	17%	13%
实际到考人数	96.5	101.7	142.2	152.2	225.2	258.6
yoy	-24%	5%	40%	7%	48%	15%
招录计划（人数）	2.4	2.6	3.1	3.7	3.96	3.97
yoy	66%	7%	21%	19%	7%	0%
招录职位数	1.4	1.3	1.7	1.8	1.9	2.1
yoy	42%	-4%	27%	6%	7%	10%
上岸率（审核口径）	1.68%	1.63%	1.47%	1.43%	1.31%	1.16%
上岸率（到考口径）	1.97%	2.12%	2.99%	2.75%	2.52%	1.54%
公告时间	2019/10/14	2020/10/14	2021/10/15	2022/10/24	2023/10/14	2024/10/14
笔试时间	2019/11/24	2020/11/29	2021/11/28	2022/12/4	2023/11/26	2024/12/1
备考周期	41	46	44	41	43	48

图：中公、粉笔、华图用户年龄画像（最近一月数据）



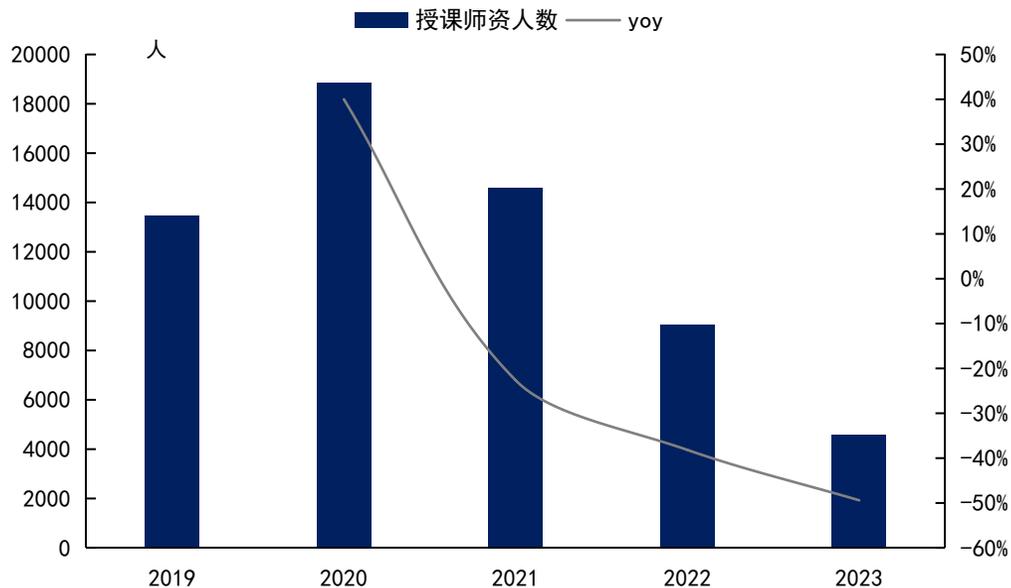
资料来源：国家公务员局，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

招录培训：教师流失&消费力下行，公考龙头增长阶段性受阻

- **高景气度下受限于行业竞争格局，收入体量预计有所降低。**三家公考龙头2024三季度收入体量大致相仿，收入同比去年均有不同幅度降低（华图无可比数据、粉笔不披露三季报，相关数据为我们前瞻预期）。行业高景气度下收入体量下滑，一方面系头部机构仍在解决“协议班”遗留问题，减少协议班占比；另一方面也是头部机构有较多老师外出单干，导致竞争恶化，预计主要系较多老师外出单干，相对应我们也根据弗若斯特沙利文数据测算得CR3同比有所下滑。但考虑到单个教师招生能力远逊于专业机构，长远来看有望重新向CR3集中。
- **上岸率走低，宏观消费力减弱，使得课程消费更价格敏感。**公考报考中应届生人数占比走高（消费能力相对有限）以及总体消费力减弱，在上岸率持续走低的情况下，学生会更加需要考虑课程的性价比。头部公考机构的线下培训班客单价均上万元，一定程度上会影响学生的支付意愿。

图：中公教育2019-2023年授课教师人数



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表：中公教育、华图山鼎、粉笔2024Q3经营一览

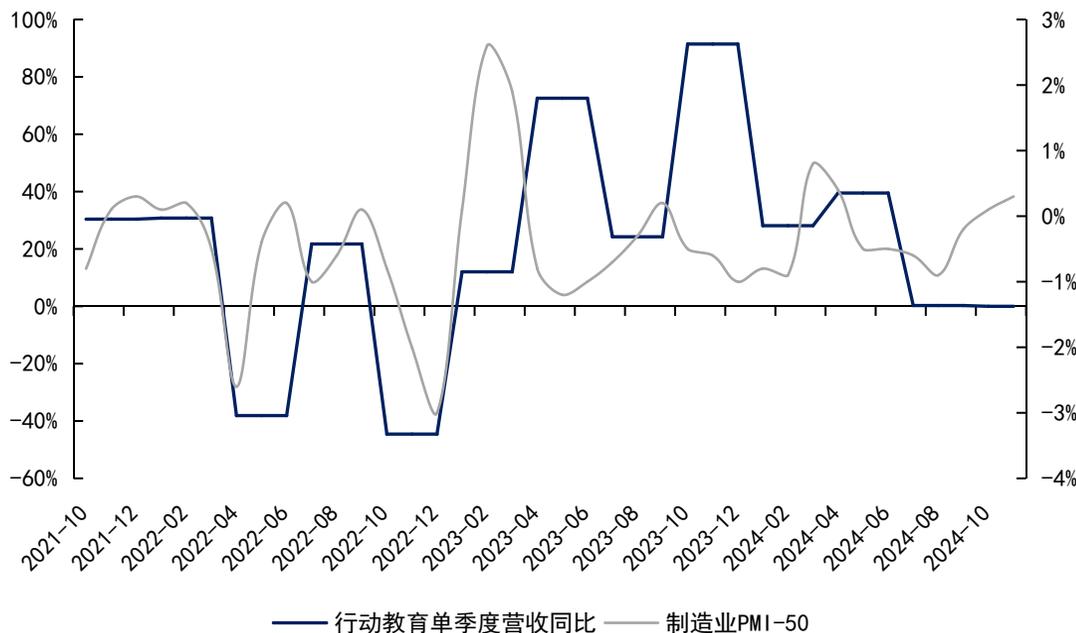
	中公教育	华图山鼎	粉笔
营业收入	6.53	6.25	预计约6.2亿收入
yoy	-0.30%	不可比	
毛利率	63.84%	61.18%	
yoy	+2.87pct	不可比	
销售费率	24.74%	36.58%	
yoy	+5.05pct	不可比	
管理费率	12.91%	17.69%	
yoy	+0.36pct	不可比	
研发费率	6.54%	5.29%	
yoy	-1.02pct	不可比	
财务费率	4.60%	1.17%	
yoy	+3.05pct	不可比	
归母净利润	1.16	0.08	预计NG归母近利润0.8亿
yoy	-67.35%	不可比	
归母净利率	8.01%	1.25%	
yoy	-9.06pct	不可比	
合同负债	29.02	8.94	
yoy	-13.13%	不可比	

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

非学历职业培训：需求与就业环境强相关，需静待宏观环境企稳

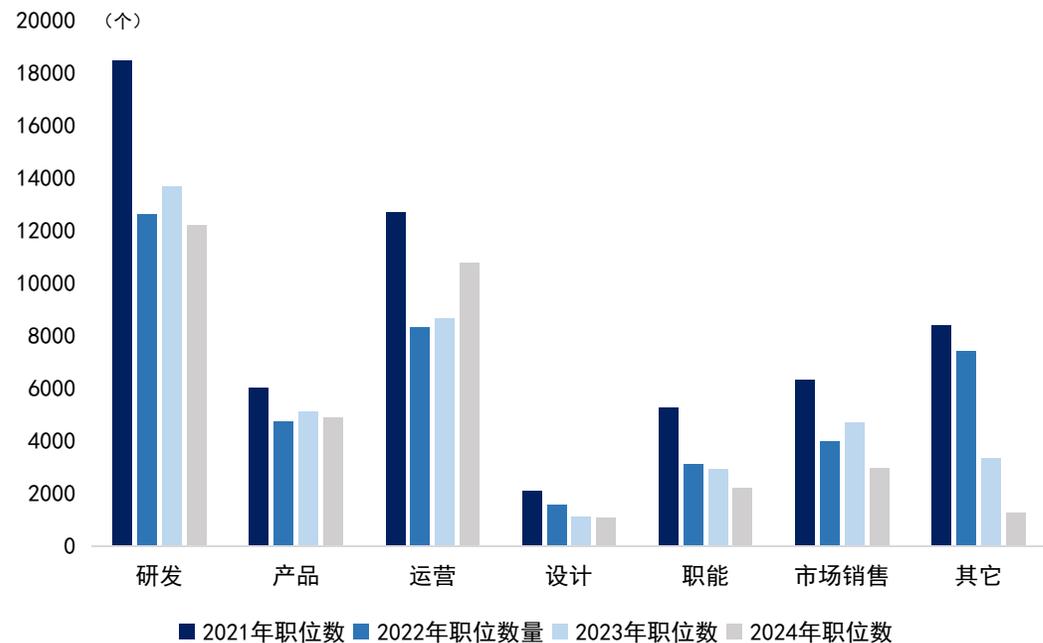
- 从需求端来看，学员参与非学历职业培训的目的是为提高职业技能，谋求职业岗位。对应行业经营及招聘的景气度很大程度会影响到非学历职业培训机构的收入规模。
- 行动教育：主营业务系为企业管理层提供EMBA课程，其中50%以上的客户为消费品赛道客户。消费品行业景气度高时，企业管理层更有动力提升经营管理能力、助力企业成长。景气度低时，企业对采购此类课程更谨慎，同时企业家也需要花费更多精力先维持公司正常经营。
- 传智教育：主营业务是提供编程相关的课程。当互联网、计算机行业景气度较高时，放出岗位数及放薪更多，求职者会更有动力寻求相关岗位，并相应参加岗位所需能力的培训。2021年互联网大厂招聘岗位数出现显著下滑，对传智教育相关课程需要造成较大影响。

图：行动教育单季度营收同比与制造业的景气程度具有较强关联性



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图：2021年后互联网大厂招聘岗位数显著下滑



资料来源：万氪人力、国信证券经济研究所整理
注：数据统计了同口径下25家头部互联网企业招聘人数

非学历职业培训：需求与就业环境强相关，需静待宏观环境企稳

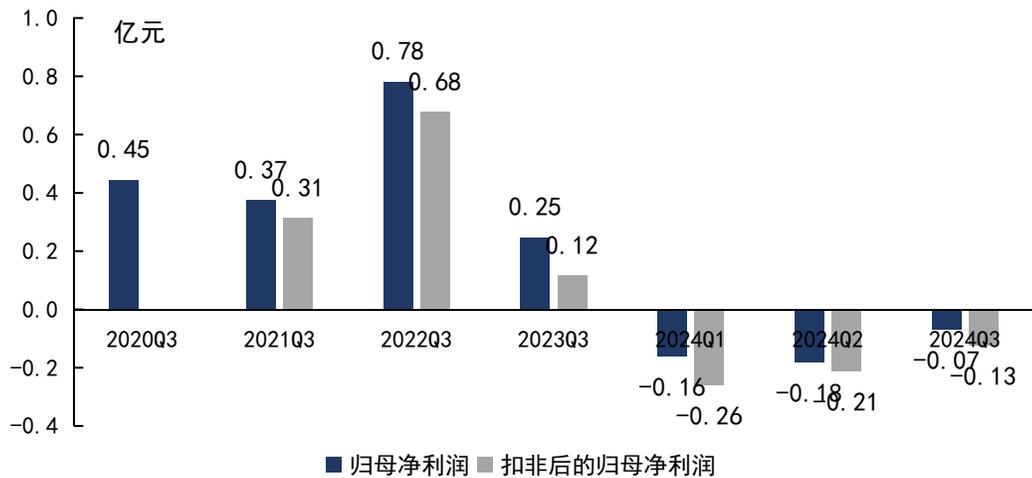
■ **传智教育**：公司是一家以就业为导向的数字化人才职业教育机构，学员培训需求受到IT人才招聘岗位数影响。前三季实现营收1.81亿元/-59.5%，归母净利润转亏为-0.41亿元（基期1.02亿元）；扣非归母净利润转亏为-0.60亿元（基期0.73亿元），差值系部分校区提前退租产生资产处置收益，**亏损系公司短训需求不振收入承压而成本较刚性。**

➢ **2025年展望**：Q3报告期内公司季度收款环比有所改善，一部分系公司推出更新鸿蒙课程，另一方面也可通过后续季度验证宏观需求是否边际有所改善。公司旗下职业高等学校布局稳推进，是相较于非学历职业培训更具韧性的业务，2025年公司业务抗风险能力有望持续提高。

■ **行动教育**：前三季度公司实现收入5.63亿元/+22.1%；归母净利润1.95亿元/+21.1%，扣非归母净利润1.86亿元/+18.7%。**公司三季度报表端收入及利润表现逊于我们此前预期，总体来看系企业客户较难避免地受宏观经济环境影响，付费报班&到场消课决策更为谨慎。**

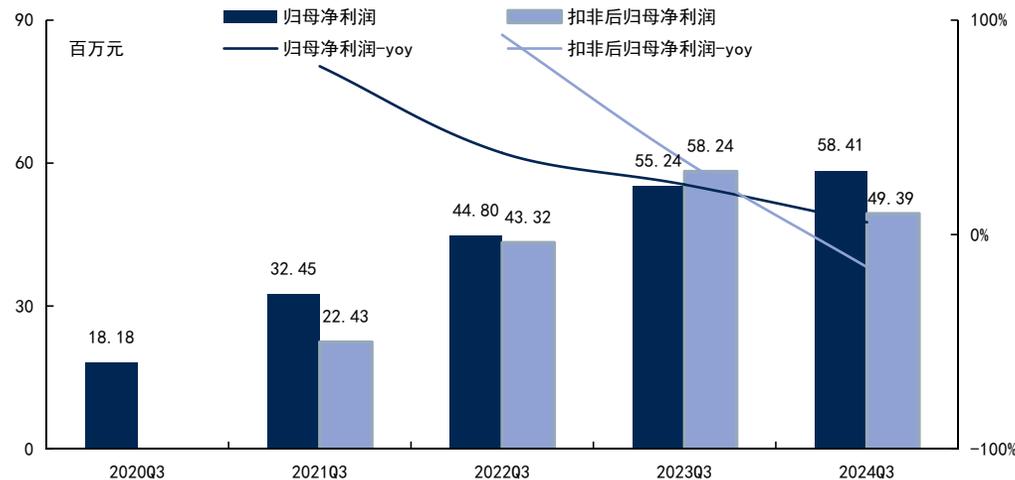
➢ **2025年展望**：公司主营企业家培训，客户以消费类公司管理层为主。若宏观环境逐渐改善，消费类公司为进一步扩张需要提升团队管理能力，同时也有更充沛的经费用于团队学习充能，因此分析行动教育经营同样有望受益于周期切换。

图：2020-2024Q3传智教育扣非前后归母净利润



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图：2020-2024Q3行动教育扣非前后归母净利润



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

- [01] 趋势回顾：政策清晰、供给回补、需求韧性、技术迭代
- [02] 板块复盘：AI+教育、区域K12教培龙头、K12学历学校领涨
- [03] 子板块分析与展望
 - K12教育培训
 - 学历学校教育
 - 非学历职业教育
- [04] 投资建议：三条掘金主线-需求复苏、业绩确定、AI赋能

■ **投资建议：**维持板块“优于大市”评级。2024年教育行业政策更加明确，在需求依旧旺盛的前提下，头部教育机构依靠强品牌力以及前瞻的转型尝试，持续受益于行业的复苏。展望2025年，我们建议从以下三条主线关注教育板块机会：

1、顺周期主线：2025年提振内需是经济发展的重中之重，我们建议配置消费力复苏后经营存在弹性的企业家培训、IT就业培训、公考培训等赛道，重点推荐行动教育、传智教育、粉笔、华图山鼎；

2、确定性主线：我们看好需求比较刚性，供需关系利好优质龙头的K12教培及K12学历学校，待市场情绪消化新周期的稳定经营期的增长中枢切换后，相关龙头的PEG仍具有更好的吸引力，重点推荐学大教育、天立国际控股、新东方-S、卓越教育集团、思考乐教育，建议关注凯文教育、好未来、高途集团、昂立教育等；

3、AI题材及估值修复主线：教育作为AI落地的重要场景，2025年AI技术迭代进步有望持续带动提升的资金关注度，建议关注豆神教育、盛通股份、科德教育等。此外若高教板块在选营&并购落地等方面有进展，也可关注选营推进后的板块估值弹性。

教育行业估值表



表：A/H/美股教育公司盈利预测及估值水平

分类	股票代码	公司名称	市值(百万元)	归母净利润(百万元)			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
	000526.SZ	学大教育	54.63	2.2	2.8	3.5	24.50	19.51	15.70
	003032.SZ	传智教育	40.37	-0.5	-0.2	0.3	-	-	122.32
	300192.SZ	科德教育	58.55	1.6	2.0	2.5	36.38	29.78	23.81
	605098.SH	行动教育	40.86	2.6	3.2	3.8	15.48	12.85	10.75
	300010.SZ	豆神教育	128.96	1.3	2.1	3.2	99.28	61.50	40.02
	600661.SH	昂立教育	33.84	0.3	1.7	2.2	101.02	20.20	15.07
	002659.SZ	凯文教育	27.64	0.0	0.3	0.6	719.81	86.00	50.24
	300492.SZ	华图山鼎	42.90	1.7	2.0	2.4	25.54	21.13	17.80
	002599.SZ	盛通股份	44.24	0.2	0.6	1.0	189.40	80.31	45.98
H股	9901.HK	新东方-S	730.35	37.9	57.2	78.6	19.25	12.77	9.30
	0839.HK	中教控股	87.08	21.6	23.5	25.2	4.03	3.71	3.46
	1773.HK	天立国际控股	74.93	7.8	10.6	14.8	9.61	7.07	5.06
	1769.HK	思考乐教育	26.12	1.7	2.3	3.0	15.73	11.61	8.65
	3978.HK	卓越教育集团	27.58	1.9	3.3	4.1	14.91	8.36	6.69
	2469.HK	粉笔	53.80	5.8	7.3	9.0	9.32	7.40	5.96
美股	TAL.N	好未来	424.31	1.4	3.4	2.4	97.81	41.33	58.61
	DAO.N	有道	59.27	0.2	1.2	2.7	357.05	47.80	21.85
	GOTU.N	高途	40.94	-2.3	-1.3	0.1	-	-	333.276

资料来源：Bloomberg, Wind, 国信证券经济研究所整理

注：学大教育、传智教育、行动教育、新东方-S、华图山鼎、中教控股、天立国际控股、粉笔为国信社服预测，其余A股为Wind一致预期，H/美股为彭博一致预期；因财报口径不同，新东方-S、中教控股、好未来、新东方统计为2025-2027财年的数据；A股使用归母净利润数据，H股及美股使用经调归母净利润数据

- **政策风险：**“双减”政策再度严格执行，并对高中阶段教培进行管控，导致K12教培行业的高中业务收入萎缩，影响公司业绩增长；民办学历领域政策趋严，影响相关上市公司业务存续稳定性；港股教育公司若VIE架构受到政策监管，合法性受到挑战，导致境外上市公司资金出境受阻，分红困难；政策对并购市场存在潜在限制，导致行业外延并购受限。
- **行业竞争加剧：**目前K12教培领域处于供需错配的状态，受益于此趋势部分上市公司经营数据亮眼，而未来若行业竞争再度趋严，预计对相关上市公司经营会产生影响。
- **招生放缓风险：**目前出生人口逐渐下滑，未来业务招生会面临适龄受众减少的问题；教育部及各省教育厅在发放高等教育招生计划时向公办倾斜，导致民办高校招生增长放缓，不及市场预期。
- **学费提升风险：**教培机构、民办高校市场化定价机制推进受阻，政策端出现对学费的调控方案，导致行业学费提升困难，影响公司收入及利润增长。
- **疫情反复：**教育行业机构依赖线下交付场景，若后续疫情反复，预计对公司业务经营会有影响。
- **宏观经济承压：**消费水平下滑，教育行业受众的参培意愿降低，最终影响上市公司经营。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032