

2025年03月18日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 需求刚性供给出清，龙头修复释放弹性

## —教育行业深度报告

### 推荐(首次)

分析师：孙山山 S1050521110005

✉ sunss@cfsc.com.cn

联系人：肖燕南 S1050123060024

✉ xiaoyn@cfsc.com.cn

### 行业相对表现

表现	1M	3M	12M
教育(申万)	3.2	-5.0	18.8
沪深300	2.1	1.4	10.9

### 市场表现



资料来源：Wind, 华鑫证券研究

### 相关研究

### 投资要点

#### 政策：双减政策卓有成效，边际优化深化细则

1) 双减及配套政策：大力压减校外培训，取得阶段性成果。2021年7月24日，教育部发布双减政策，减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担；并密集出台配套政策，细化强化校外培训机构管理。2022年10月28日，“双减”报告指出义务教育阶段线下学科类培训机构数量由原来的12.4万个压减至4932个，压减率96%，线上学科类培训机构由原来的263个压减至34个，压减率87%。2) 政策复盘及展望：义务教育减负为长期主线，非学科校外培训为有益补充。  
 ①我国教育政策分为两条主线：规范义务教育阶段校外培训发展，从初步探索到强力管控再到分类管理，支持非学科类发展，主旨始终不变即为学生减负并促进全面发展；支持职业教育发展，培养高素质劳动和技术技能人才。  
 ②展望：规范校外培训机构，鼓励非学科类校外培训。

#### 需求：校外培训仍为刚需，素质教育快速增长

1) 高中学科培训基本盘稳固，非学科培训参培率有望提升。  
 ①K12总在校生规模保持稳增态势，2017-2023年义务教育/特殊教育/高中教育在校生人数CAGR分别为+2%/+8%/+1%。  
 ②高中阶段毛入学率提升明显，普通本科录取率有所下降。高中毛入学率从2014年87%提升至2024年92%，而2023年普通本科录取率为37%，较2017年下降7pcts。  
 ③非学科培训基数庞大，素质教育需求旺盛。2023年K9在校生人数共1.60亿名，同增1.2%；校外学科/非学科培训/校内课后服务参与率分别为13.5%/13.6%/30.8%。

2) 教育支出持续增长，支付意愿仍足。  
 ①宏观层面：教育经费支出占比整体稳定，K12整体支出持续增长。  
 ②微观层面：居民人均教育支出保持增长，兴趣班投入金额多数增长。2019年全国/城镇/农村家庭生均教育支出/人均可支配收入比重分别为28.8%/28.1%/37.5%，双减后85%的家庭教育对兴趣班投入金额不变或增加。

3) 校外培训市场回暖，素质教育空间广阔。  
 ①根据测算，2024年K12学科培训市场规模预计为2241亿元，其中高中预计为1473亿元，2024-2027CAGR分别为12%/14%。  
 ②2024年我国素质教育市场规模预计6463亿元，同增29%，2023-2027年CAGR预计为20%。

## ■ 供给：出清利于龙头，回归良性竞争

1) 转型方向潜力仍足，头部具先发优势。素质教育业务为教培企业主流转型方向，内容迁移与复用难度更小；高中学科培训中以全日制培训基地形式开展的，先发优势明显。**2) ① 双减后教育培训机构数量减少，行业供给侧大幅出清。**双减前2019年5月全国共约86.4万家教育培训机构，其中K12学科培训校外机构约18.7万家；截至目前我国约12.62万家教培机构，其中学科培训机构仅9312家。**② 双减后随着中小规模企业加速出清，同时申请牌照等入行门槛持续提高，竞争格局进一步向龙头集中。**

## ■ 行业评级及投资策略

我们认为目前行业整体处于需求刚性、供给出清、政策风险缓和状态，对在行业中具备较深积累、业务转型成功的头部企业是较好的困境反转机会，并已在去年起得到初步验证，当前时点教培机构业绩恢复仍具弹性空间；中小规模企业出清叠加行业准入门槛提升，竞争格局预计进一步向头部集中。我们看好以K12学科培训为原点，向素质教育、高中培训转型较成功的思考乐教育、卓越教育、学大教育，建议关注昂立教育。

## ■ 风险提示

(1) 政策趋严风险；(2) 招生放缓风险；(3) 竞争加剧风险；(4) 宏观经济承压风险；(5) 市场化定价受限风险。

### 重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2025-03-18		EPS (元)			PE			投资评级
		股价(元)	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E		
000526.SZ	学大教育	51.03	1.31	1.72	2.30	39.08	29.64	22.21	未评级	
002599.SZ	盛通股份	11.45	0.01	0.01	0.07	1145.00	916.00	153.07	未评级	
002607.SZ	中公教育	3.48	-0.03	0.06	0.07	-116.00	57.43	48.74	未评级	
002659.SZ	凯文教育	4.90	-0.08	-0.01	0.05	-61.25	-490.00	98.20	未评级	
003032.SZ	传智教育	8.55	0.04	-0.10	0.06	213.75	-87.51	152.95	未评级	
300010.SZ	豆神教育	8.26	0.02	0.06	0.10	485.88	131.32	81.38	未评级	
300192.SZ	科德教育	18.29	0.42	0.50	0.62	43.46	36.72	29.46	未评级	
300492.SZ	华图山鼎	88.48	-0.65	1.12	2.15	-136.12	78.70	41.06	未评级	
600661.SH	昂立教育	11.28	-0.69	0.12	0.58	-16.35	96.49	19.30	未评级	
2469.HK	粉笔	2.45	0.09	0.16	0.18	27.24	15.27	13.97	未评级	
1773.HK	天立国际控股	3.88	0.16	0.28	0.36	24.40	14.10	10.84	未评级	
0839.HK	中教控股	2.42	0.55	0.16	0.78	4.38	15.03	3.12	未评级	
0667.HK	中国东方教育	3.83	0.13	0.21	0.26	30.65	18.00	14.96	未评级	
605098.SH	行动教育	43.90	43.90	2.22	2.65	1.00	19.78	16.59	未评级	

资料来源：Wind，华鑫证券研究（注：盈利预测取自万得一致预期；港币兑人民币汇率为0.92）

## 正文目录

1、政策：双减政策卓有成效，边际优化深化细则.....	7
1.1、双减及配套政策：大力压减校外培训，取得阶段性成果 .....	7
1.2、政策复盘及展望：义务教育减负为长期主线，非学科校外培训为有益补充.....	13
2、需求：校外培训仍为刚需，素质教育快速增长.....	19
2.1、高中学科培训基本盘稳固，非学科培训参培率有望提升 .....	19
2.2、教育支出持续增长，支付意愿仍足 .....	23
2.3、校外培训市场回暖，素质教育空间广阔 .....	27
3、供给：出清利于龙头，回归良性竞争.....	30
3.1、转型方向潜力仍足，头部具先发优势 .....	30
3.2、竞争格局分散，头部集中趋势不变 .....	35
4、行业评级及投资策略.....	37
4.1、思考乐教育：优势区城市占提升，网点扩张加速放量 .....	37
4.2、卓越教育：高复业务优势释放，素质教育快速增长 .....	40
4.3、学大教育：高中教培根基稳固，职业教育驱动增长 .....	43
5、风险提示.....	44

## 图表目录

图表 1：《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》政策主要内容 .....	7
图表 2：双减配套政策及内容 .....	8
图表 3：义务教育阶段线下学科类培训机构数量变化 .....	10
图表 4：线上学科类培训机构数量变化 .....	10
图表 5：中央对非学科类培训管理的总体政策《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》	10
图表 6：各地区细化政策 .....	11
图表 7：教育产业分类 .....	13
图表 8：教育减负政策发展阶段划分 .....	14
图表 9：2010-2021 年教育行业投融资事件数量及增速 .....	14
图表 10：2010-2021 年教育行业投融资规模及增速 .....	14
图表 11：新东方在线（现为东方甄选）2014-2023 财年销售费用率 .....	15
图表 12：好未来 2014-2023 财年销售费用率 .....	15
图表 13：学大教育、昂立教育、豆神教育、思考乐教育、卓越教育 2014-2023 年销售费用率 .....	15
图表 14：2019-2021 年期间几大在线教育为引流而推出的低价课 .....	16
图表 15：新东方在线（现为东方甄选）2014-2023 财年毛利率 .....	16
图表 16：好未来 2014-2023 财年毛利率 .....	16
图表 17：学大教育、昂立教育、豆神教育、思考乐教育、卓越教育 2014-2023 年毛利率 .....	17

图表 18: 2020 年教育广告制造教育焦虑.....	17
图表 19: 在线教育虚假宣传 .....	17
图表 20: 教育部发布《校外培训管理条例（征求意见稿）》 .....	18
图表 21: 部分省市对非学科类培训进行细化管理 .....	19
图表 22: 2014-2023 年 K12 总在校生人数及增速.....	20
图表 23: 2014-2023 年 K12 主要学段学生人数占比.....	20
图表 24: 2015-2023 年 K12 主要学段学生人数增速.....	20
图表 25: 2014-2023 年高中阶段在校生人数及增速及毛入学率.....	21
图表 26: 2014-2023 年普高和中专在校生人数占比.....	21
图表 27: 2015-2023 年普高和中专在校生人数增速.....	21
图表 28: 2014-2024 年高考报名人数、普通本科招生人数及增速、本科录取率.....	22
图表 29: 2014-2023 年高等教育在学总规模人数及增速、毛入学率.....	22
图表 30: 2014-2023 年 K9 在校生人数（万人） .....	22
图表 31: 2015-2023 年 K9 在校生人数增速.....	22
图表 32: 2017-2023 年校外培训参与率.....	23
图表 33: 2019 年中小学生兴趣班参与率.....	23
图表 34: 全国教育经费细项拆解图 .....	23
图表 35: 2014-2023 年全国教育经费总投入规模及增速.....	24
图表 36: 2014-2023 年全国一般公共预算教育经费规模、增速及占一般公共预算支出比重 .....	24
图表 37: 2014-2023 年教育经费细项投入规模（亿元） .....	24
图表 38: 2015-2023 年教育经费细项投入增速.....	24
图表 39: 一般公共预算教育经费拆解图 .....	25
图表 40: 2018-2023 各类学校生均一般公共财政预算教育经费占比 .....	25
图表 41: 2019-2023 年各类学校生均一般公共财政预算教育经费增速 .....	25
图表 42: 2014-2023 年各类学校生均一般公共财政预算教育事业费占比 .....	25
图表 43: 2015-2023 年各类学校生均一般公共财政预算教育事业费增速 .....	25
图表 44: 2014-2023 年各类学校生均一般公共财政预算公用经费支出占比 .....	26
图表 45: 2015-2023 年各类学校生均一般公共财政预算公用经费支出增速 .....	26
图表 46: 2013-2024 年我国居民教育文娱人均消费支出规模及增速 .....	26
图表 47: 2013-2024 年我国城镇与农村居民教育文娱人均消费支出规模及增速 .....	26
图表 48: 双减前中小学生平均校外兴趣班支出（元/年） .....	27
图表 49: 双减后家庭教育投资兴趣班投入金额变化 .....	27
图表 50: 2015-2027E 我国 K12 适龄人口（万人） .....	28
图表 51: 2015-2027E 我国 K12 毛入学率 .....	28
图表 52: 2015-2027E 我国 K12 在校生人数（万人） .....	28
图表 53: 2015-2027E 我国 K12 参培率 .....	28

图表 54: 2015-2027E 我国 K12 学科培训参与人数 (万人) .....	29
图表 55: 2015-2027E 我国 K12 学科培训客单价 (元/人/年) .....	29
图表 56: 2015-2027E 我国 K12 学科培训各年级市场规模 (亿元) .....	29
图表 57: 2015-2027E 我国 K12 学科培训总市场规模及增速.....	29
图表 58: 2021-2027E 非学科培训 (素质教育) 市场规模及增速.....	30
图表 59: 2024 年非学科培训细分市场占比.....	30
图表 60: 2014-2025E 体育培训市场规模及增速.....	30
图表 61: 2017-2027E 少儿编程市场规模及增速.....	30
图表 62: 双减前后主要教育机构业务转型情况 .....	31
图表 63: 2014-2023 年 K12 主要上市教育企业营收情况 (亿元) .....	32
图表 64: 新东方与好未来营收情况 (亿元, FY2014: 新东方/好未来为 2014.06-2015.05/2014.03-2015.02, 下同) .....	32
图表 65: 2016-2023 年 K12 主要上市教育企业主要教育企业招生人数及增速.....	33
图表 66: FY 2014-2024Q2 新东方招生人数及增速.....	33
图表 67: 2016-2023 年 K12 主要上市教育企业职工数量 (名) .....	33
图表 68: FY 2014-2023 年新东方与好未来职工数量及增速.....	33
图表 69: 2016-2023 年 K12 主要上市教育企业教师数量 (名) .....	34
图表 70: FY2014-2023 年新东方教师数量及增速.....	34
图表 71: 2016-2023 年 K12 主要上市教育企业网点数量 (家) .....	34
图表 72: FY2012-2024Q1 新东方网点数量及增速.....	34
图表 73: 2014-2023 年主要教育企业销售费用率.....	35
图表 74: FY2014-2023 年新东方在线与好未来销售费用率.....	35
图表 75: 双减前后全国教育机构数量对比 .....	36
图表 76: 2015-2023 年 K12 学科培训竞争格局.....	36
图表 77: 重点关注公司及盈利预测 .....	37
图表 78: 2016-2024H1 思考乐教育营收及增速.....	38
图表 79: 2018-2024H1 思考乐教育营收及增速.....	38
图表 80: 2016-2024H1 思考乐教育归母净利润及增速.....	38
图表 81: 2018-2024H1 思考乐教育归母净利润及增速.....	38
图表 82: 2016-2024H1 思考乐教育毛利率及净利率.....	39
图表 83: 2016-2024H1 思考乐教育 ROE .....	39
图表 84: 2016-2024H1 思考乐教育分业务收入 (亿元) .....	39
图表 85: 2016-2024H1 思考乐教育分业务收入增速.....	39
图表 86: 2016-2024H1 思考乐教育素质教育业务招生人次及增速.....	40
图表 87: 2016-2024H1 思考乐教育辅导课程业务招生人次及增速.....	40
图表 88: 2016-2024H1 思考乐教育素质教育业务客单价及增速.....	40
图表 89: 2016-2024H1 思考乐教育辅导课程业务客单价及增速.....	40

图表 90: 2016-2024H1 卓越教育营收及增速.....	41
图表 91: 2018-2024H1 卓越教育营收及增速.....	41
图表 92: 2016-2024H1 卓越教育归母净利润及增速.....	41
图表 93: 2018-2024H1 卓越教育归母净利润及增速.....	41
图表 94: 2016-2024H1 卓越教育毛利率及净利率.....	42
图表 95: 2016-2024H1 卓越教育 ROE .....	42
图表 96: 2016-2024H1 卓越教育分业务收入（亿元）.....	43
图表 97: 2016-2024H1 卓越教育分业务收入增速.....	43
图表 98: 2016-2024 前三季度学大教育营收及增速.....	43
图表 99: 2017-2024Q3 学大教育单季度营收及增速.....	43
图表 100: 2016-2024 前三季度学大教育归母净利润及增速.....	44
图表 101: 2017-2024Q3 学大教育单季度归母净利润及增速.....	44

# 1、政策：双减政策卓有成效，边际优化深化细则

## 1.1、双减及配套政策：大力压减校外培训，取得阶段性成果

**规范校外培训行为，压减 K9 学科类校外培训。**2021 年 7 月 24 日，教育部发布《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》，其重点包括：**1) 规定课后服务时长，规范培训服务行为。**确保作业布置科学合理，学校课后服务基本满足学生需要，结束时间原则上不早于当地正常下班时间。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。**2) 从严审批机构，压减学科类校外培训。**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。**3) 强化常态运营监管，做好校外培训广告管控。**严格控制资本过度涌入培训机构，坚决禁止为推销业务以虚构原价、虚假折扣、虚假宣传等方式不正当竞争。加强校外培训广告管理，确保高传播媒介不刊登、不播发校外培训广告。

图表 1：《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》政策主要内容

分类	具体内容
保证课后服务时间	课后服务结束时间原则上不早于当地正常下班时间；对有特殊需要的学生，学校应提供延时托管服务；初中学校工作日晚上可开设自习班。
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。各省（自治区、直辖市）要对已备案的线上学科类培训机构全面排查，并按标准重新办理审批手续。未通过审批的，取消原有备案登记和互联网信息服务业务经营许可证（ICP）。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。依法依规严肃查处不具备相应资质条件、未经审批多址开展培训的校外培训机构。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。
规范培训服务行为	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。依法依规坚决查处超范围培训、培训质量良莠不齐、内容低俗违法、盗版侵权等突出问题。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。培训机构不得高薪挖抢学校教师；从事学科类培训的人员必须具备相应教师资格，并将教师资格信息在培训机构场所及网站显著位置公布；不得泄露家长和学生个人信息。
强化常态运营监管	严格控制资本过度涌入培训机构，培训机构融资及收费应主要用于培训业务经营，坚决禁止为推销业务以虚构原价、虚假折扣、虚假宣传等方式不正当竞争，依法依规坚决查处行业垄断行为。
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。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。
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；依法依规严肃查处存在不符合资质、管理混乱、借机敛财、虚假宣传、与学校勾连牟利等严重问题的机构。

资料来源：中国政府网，华鑫证券研究

请阅读最后一页重要免责声明

**配套措施密集出台，细化强化校外培训机构管理。**《双减》政策发布后，教育部陆续发布一系列配套政策，明确划分学科类和非学科类范围，同时给出鉴别指南，K9 学科类机构需登记为非营利性机构，并从培训材料、违规行为、审批制度、预收款监管、收费监管、广告管控等方面做出详细指导和要求，同时组建公众监督队伍，加强日常监管和执法巡查。另外对于线上培训，2021 年底前完成对已备案线上学科类培训机构的审批工作，同步建立监督管理制度。在依法获得办学许可证及相关证照前，现有线上机构应暂停新的招生及收费行为。

图表 2：双减配套政策及内容

时间	政策文件	相关内容
2021. 7. 29	《关于进一步明确义务教育阶段校外培训学科类和非学科类范围的通知》	明确义务教育阶段校外培训学科类和非学科类范围如下： 1) 学科类：道德与法治、语文、历史、地理、数学、外语（英语、日语、俄语）、物理、化学、生物。 2) 非学科类：体育（或体育与健康）、艺术（或音乐、美术）学科，以及综合实践活动（含信息技术教育、劳动与技术教育）。
2021. 9. 1	《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》	各级人民政府应当依法支持和规范社会力量举办民办教育，保障民办学校依法办学、自主管理，鼓励、引导民办学校提高质量、办出特色，满足多样化教育需求。
2021. 9. 1	《中小学生校外培训材料管理办法（试行）》	抓住培训材料编写审核、选用备案、检查监督等各个环节，健全管理制度，对培训机构自编的面向中小学生的所有线上与线下、学科类与非学科类培训材料提出全面规范要求。
2021. 9. 2	《关于加强义务教育阶段学科类校外培训收费监管的通知》	1) 实行政府指导价管理：义务教育阶段线上和线下学科类校外培训收费属于非营利性机构收费，依法实行政府指导价管理，由政府制定基准收费标准和浮动幅度，并按程序纳入地方定价目录。 2) 科学制定收费标准：各地要坚持学科类校外培训公益属性，以有效减轻学生家庭教育支出负担为目标，以平均培训成本为基础，统筹考虑当地经济发展水平、学生家庭承受能力等因素，合理制定基准收费标准和浮动幅度。
2021. 9. 3	《关于面向义务教育阶段学科类校外培训机构统一登记为非营利性机构的通知》	2021 年底前完成面向义务教育阶段学生的学科类校外培训机构统一登记为非营利性机构的行政审批及法人登记工作，培训机构在完成非营利性机构登记前，应暂停招生及收费行为。
2021. 9. 6	《关于坚决查处变相违规开展学科类校外培训问题的通知》	具有下列情形之一的学科类培训行为，应依法依规予以查处： 1) 证照不全的机构或个人，以咨询、文化传播、“家政服务”“住家教师”“众筹私教”等名义违规开展学科类培训。 2) 不具备教师资格人员违规学科培训，在职中小学教师违规有偿补课。 3) 通过“直播变录播”等方式违规开展学科类培训。 4) 组织异地培训，在登记场所之外开展“一对一/多”等学科类培训。 5) 以游学、研学、夏令营、思维素养、国学素养等名义，或者在科技、体育、文化艺术等非学科类培训中，违规开展学科类培训。 6) 线下机构通过即时通讯、网络会议、直播平台违规开展线上学科培训。 7) 其他违反相关规定的隐形变异学科类培训。
2021. 9. 13	《校外培训机构从业人员管理办法（试行）》	校外培训机构专职教学、教研人员原则上不低于机构从业人员总数的 50%。面向中小学生的线下培训，每班次专职教学人员原则上不低于学生人数的 2%；面向 3 周岁以上学龄前儿童的线下培训，每班次专职培训人员原则上不低于儿童人数的 6%。
2021. 9. 16	《关于做好现有线上学科类培训机构由备案改为审批工作的通知》	2021 年底前完成对已备案线上学科类培训机构的审批工作，并同步建立相应的监督管理制度，在依法获得办学许可证及相关证照前，现有线上机构应暂停新的招生及收费行为。

请阅读最后一页重要免责声明

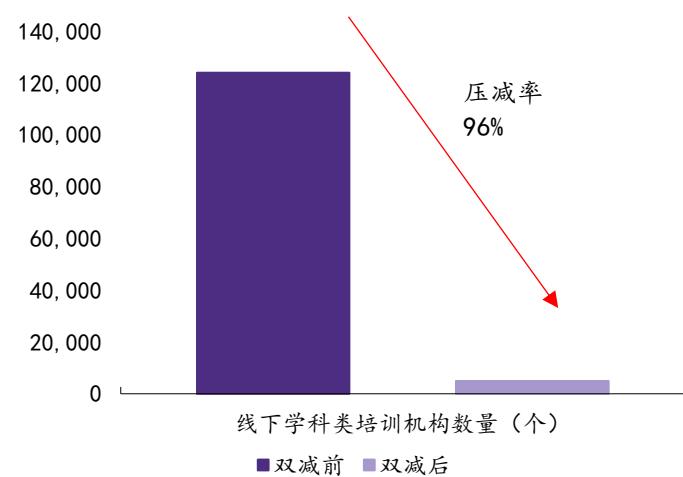
2021. 10. 12	《中小学生校外培训服务合同（示范文本）》	将其作为落实“双减”工作的重要环节加以推进，多措并举，宣传引导合同当事人使用《培训合同（示范文本）》。
2021. 10. 21	《关于加强校外培训机构预收费监管工作的通知》	1) 校外培训机构预收费须全部进入本机构培训收费专用账户，面向中小学生的培训不得使用培训贷方式缴纳培训费用。校外培训收费时段与教学安排应协调一致，不得一次性收取或以充值、次卡等形式变相收取时间跨度超过3个月或60课时的费用。 2) 实行预收费监管全覆盖和银行托管，设立预收费风险保证金，加强对培训领域贷款的监管。
2021. 11. 3	《关于做好校外培训广告管控的通知》	确保做到主流媒体及其新媒体、网络平台以及公共场所、居民区等线上线下空间不刊登、不播发面向中小学（含幼儿园）的校外培训广告。
2021. 11. 15	《义务教育阶段校外培训项目分类鉴别指南》	明确“学科类”项目鉴别依据，即要从培训目的、培训内容、培训方式、评价方式等维度，对培训项目进行综合考量。
2022. 1. 25	《关于选荐校外培训社会监督员的通知》	面向各地各行业选聘校外培训社会监督员，组建公众监督队伍参与校外培训治理。
2022. 1. 25	《关于加强教育行政执法深入推进校外教育部、中央编办、培训综合治理的意见》	1) 建立校外培训行政执法与刑事司法衔接机制，健全教育与公安、检察、审判机关的信息共享、案情通报、案件移送等制度。 2) 加强日常监管和执法巡查，从源头上预防和化解违法风险。建立完善严重违法惩罚性赔偿和巨额罚款制度、终身禁入机制，对违法违规开展培训的校外培训机构、网站平台，“发现一起、处置一起”。
2022. 3. 3	《关于规范非学科类校外培训的公告》	规范非学科类校外培训行为，有效防范培训质量不高、价格肆意上涨、存在安全隐患等问题，保护学生及家长合法权益。
2022. 3. 9	《面向中小学生的全国性竞赛活动管理办法》	竞赛应坚持公益性，不得以营利为目的，确保任何单位、组织及个人不得向学生、学校收取成本费、活动费、报名费、食宿费、参赛材料费、器材费和其他各种名目费用，做到“零收费”；不得面向参赛的学生、家长或老师开展培训；不得借竞赛之名开展等级考试违规收取费用。
2022. 3. 31	《开展义务教育阶段学科类校外培训治理“回头看”工作》	全面对照中央“双减”文件，对义务教育阶段线上、线下学科类校外培训机构进行全面排查，从机构运营、收费管理、培训内容、从业人员资质等方面，切实巩固义务教育阶段学科类培训治理成果。
2022. 5. 6	《义务教育六科超标超前培训负面清单（试行）》	贯彻落实“坚决禁止应试、超标、超前培训及与招生入学挂钩的行为”要求，为各地规范面向中小学生的校外培训机构超标超前培训行为提供依据。
2022. 5. 26	《校外培训机构消防安全管理九项规定》	发挥“双减”协调机制作用，强化对学科类校外培训机构的行业监管，督促非学科类校外培训机构落实消防安全标准化管理。
2022. 6. 22	《关于做好2022年暑期校外培训治理有关工作的通知》	各地要依托街道网格化治理体系，建立健全“街乡吹哨、部门报到”联合检查工作机制，在暑期采取“日查+夜查”“联检+抽检”等方式，严防学科类培训机构隐形变异违规开班、面向3至6岁学龄前儿童的培训机构违规开展学科类培训、非学科类培训机构超范围开展学科类培训等问题发生。
2022. 6. 24	《教育部办公厅关于印发地方非学科类培训机构治理工作做法通知》	将上海市、山东省、湖北省、浙江省温州市、江苏省常州市、重庆市铜梁区等6地深化非学科类培训机构治理工作的做法引发给全国各省、自治区、直辖市教育厅（教委），新疆生产建设兵团教育局。
2022. 10. 28	《国务院“双减”报告：学科类培训隐形变异难题还需破解》	指出“双减”前后，义务教育阶段线下学科类培训机构从263家下降至34家，压减率96%，线上学科类培训机构从12.4万家下降至行业整治已取得阶段性成果4932家，压减率87%，“学生校外培训负担有效减轻”，行业整治已取得阶段性成果。
2022. 11. 30	《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》	工作目标：到2023年6月底，各地非学科类培训政策制度体系基本建立，常态化监管机制基本健全。到2024年，非学科培训治理成效显著，家庭支出负担有效减轻，非学科类培训成为学校教育的有益补充，人民群众对教育的满意度明显提升。

资料来源：教育部官网，华鑫证券研究

请阅读最后一页重要免责声明

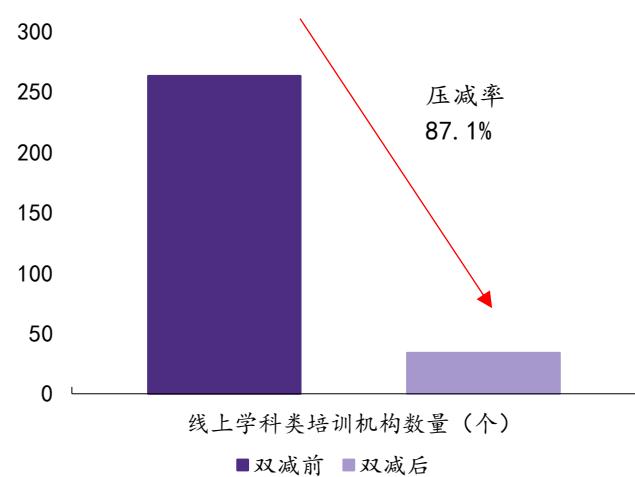
校外培训机构数量骤减，“双减”取得阶段性成果。2022年10月28日，第十三届全国人民代表大会发布“双减”报告，2021年底实现“营转非”、“备改审”完成率100%，义务教育阶段线下学科类培训机构数量由原来的12.4万个压减至4932个，压减率96%，线上学科类培训机构由原来的263个压减至34个，压减率87.1%，绝大多数学生校外培训时长较“双减”前减少50%以上。另外，学科类培训收费在政府指导价标准出台后平均下降4成以上，家庭教育支出有效减轻；更注重实施素质教育，注重身心健康成长。

图表3：义务教育阶段线下学科类培训机构数量变化



资料来源：中国人大网，华鑫证券研究

图表4：线上学科类培训机构数量变化



资料来源：中国人大网，华鑫证券研究

**打击隐形变异培训，对非学科类培训影响亦大。**2022年11月30日，教育部等十三部门印发《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》，主要内容包括：1) 明确非学科类培训机构设置标准、人员资质、日常规范。不得聘用中小学在职在岗教师，线下培训结束时间不得晚于20:30，线上不得晚于21:00，不得一次性收取时间跨度超3个月或60课时的费用，且不得超过5000元。2) 各地建立联合执法机制，推进“互联网+监管”。将非学科类培训机构全部纳入全国校外教育培训监管与服务综合平台统一管理，严厉打击违法行为。3) 强化学校教育主阵地，公益性引进非学科类培训服务。补充校内素质教育资源配备，支持各地适当引进非学科类培训机构参与学校课后服务，但费用标准须明显低于培训机构在校外提供同质培训服务。但此时学科类与非学科类之间的划分与界定无统一标准，正规非学科类培训仍受影响。

图表5：中央对非学科类培训管理的总体政策《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》

分类	相关内容
各地要明确非学科类培训主管部门、设置标准和准入流程	各省（区、市）要区分体育、文化艺术、科技等类别培训机构，明确相应主管部门。由省级主管部门牵头制定相应类别线上和线下培训机构的基本设置标准，培训场所必须符合国家关于消防、住建、环保、卫生、食品经营等法律法规及政策要求，从业人员必须具备体育、文化艺术、科技等相应类别的职业（专业）能力资质。不得聘用中小学在职在岗教师，聘用外籍人员须符合国家有关规定。非学科类机构须依法取得有关主管部门的行政许可后，再依法进行法人登记。
规范非学科类培训日常运营	非学科类培训内容应符合培训对象的身心特点和教育规律，不得开设学科类培训相关内容。培训时间不得与当地中小学校教学时间冲突，线下培训结束时间不得晚于20:30，线上

## 加强非学科类培训日常监管

## 做好非学科类培训规范治理的配套改革

资料来源：教育部官网，华鑫证券研究

不得晚于 21:00。非学科类培训机构要坚持公益属性，实行明码标价和信息公开，收费实行指定银行、专用账户、专款管理，不得使用培训贷方式缴纳培训费用，鼓励“先培训后收费”。不得一次性收取或以充值、次卡等形式变相收取时间跨度超 3 个月或 60 课时的费用，且不得超过 5000 元。

培训机构法定代表人和实际控制人为安全管理第一责任人，要切实履行好安全职责，遵守建筑、消防等安全相关规章制度，及时消除安全隐患。各地要建立联合执法机制，严肃查处违法违规培训行为。推进“互联网+监管”，将非学科类培训机构全部纳入全国校外教育培训监管与服务综合平台统一管理。推进行业自律，引导机构规范运行。

加强音乐、体育、美术等紧缺学科教师配备补充，开齐开足上好音体美课程；统筹利用科普、文化、体育等各方面社会资源，积极聘请退休教师、具备资质的社会专业人员或志愿者等参与支持学校课后服务工作，满足学生多样化学习需求。改进体育、艺术中考测试内容、方式和计分办法，扭转片面应试教育倾向，切实加强过程性考核，弱化选拔功能，注重对学生运动习惯和艺术素养的培养，不得将非学科类校外培训结果与大中小学招生入学挂钩。各地根据需求可以适当引进非学科类培训机构参与学校课后服务，要坚持公益性原则，引进的培训项目费用标准要明显低于培训机构在校外提供同质培训服务的收费标准。

**各地非学科类培训管理呈现差异，监管较严且标准不一。**自 2021 年底到 2024 年，地方关于“非学科培训”政策呈现逐步深入、不断细化和完善趋势，利于非学科培训规范发展，头部机构彰显优势。各地细化方向包括：**1) 关注校外培训机构的场地要求，强化培训机构从业人员的资质标准。**浙江、上海、广东、江苏、陕西等地区对机构的开办资金、建筑面积以及生均面积等进行明确规定，同时要求从业人员持有相应的执教资格并具备一定学历水平。**2) 加强非学科类校外培训收费管理，少数明确非学科项目分类标准。**上海市设定非学历文化知识校外培训机构的收费管理政策，要求实施预收费管理及与银行合作；贵州、广东使用专门鉴别法对无法直接判断的校外培训项目分类鉴别。

图表 6：各地区细化政策

时间	政策文件	相关内容
2021. 11- 2022. 1	《浙江省体育类校外培训机构准入指引（试行）》、《浙江省文化艺术类校外培训机构准入指引（试行）》、《浙江省科技类校外培训机构准入指引（试行）》	<p>1) 机构场所：开办资金应不少于 30 万元；教学用房建筑面积应不少于开办场所建筑面积的 2/3，科技类、艺术类同一培训时段内生均面积不小于 3 平方米，棋牌类体育项目每班次培训的人均培训面积不小于 3 平方米，其他体育项目每班次培训的人均培训面积不小于 5 平方米。</p> <p>2) 从业人员：体育类聘用教练应持有至少一种相关证书，且必须根据所开设培训项目及规模配备不少于 3 人的专职人员，科技类、艺术类聘用师资应具备大学专科及以上学历，并持有政府部门颁发或认可的与培训内容相对应的《教师资格证》或相应的职业（专业）能力证明；签订一年以上任职合同的专职教学、教研人员原则上不低于机构从业人员总数的 50%。</p>
2022. 4	《上海市校外培训机构设立与管理办法》、《上海市非学历文化知识校外培训机构设置标准》	<p>1) 机构场所：非学历文化知识校外培训机构（含培训点）的线下培训场所，建筑面积不得少于 200 平方米，应配备视频监控设备和数据存储设施，视频信息保存时间不少于 30 天。</p> <p>2) 线上机构：非学历文化知识校外培训机构开展线上培训业务的，应具备自有或者租用的性能可靠的服务器，且服务器必须设置在中国内地；依法取得 ICP（互联网信息服务）备案证明或者电信业务经营许可证（涉及经营电信业务的）、网络安全等级保护三级以上（含）定级备案证明和等级测评报告。</p> <p>3) 收费管理：非学历文化知识校外培训机构应当执行政府制定的培训收费管理政策，与商业银行等专业机构合作，开立预收费专用账户，执行预收费银行定期划扣机制。实施全日制培训的，不得跨学期收取预收费。鼓励非学历文化知识校外培训机构实施培训后收费。</p>

请阅读最后一页重要免责声明

		1) 学科类培训项目：道德与法治、语文、历史、地理、数学、外语（英语、日语、俄语）、科学（物理、化学、生物）等国家课程标准规定的学科类学习内容。在以上内容以外的属于非学科类项目。 2) 构建“1+9+N”三级专家鉴别组，对无法直接判断的校外培训项目开展分类鉴别，并作出鉴别决定。教培机构可自主申请鉴定。
2022. 4. 22	《贵州省义务教育阶段校外培训项目分类鉴别指南（试行）》	1) 机构场所：艺术类开办资金应不少于 30 万元；艺术类培训场所建筑面积不得低于 200 平方米，科技类、体育类培训机构教学场所面积应不少于办学场所总面积的 80%，艺术类、科技类同一培训时段内生均面积不小于 3 平方米，棋牌类体育项目每班次培训的人均培训面积不小于 3 平方米，其他体育项目每班次培训的人均培训面积不小于 5 平方米； 2) 从业人员：体育类聘用教练应持有至少一种相关证书，科技类、艺术类、科技类聘用师资应具备大学专科及以上学历，并持有政府部门颁发或认可的与培训内容相对应的《教师资格证》或相应的职业（专业）能力证明；体育培训机构应配齐具有相应任职资格和任职条件的专兼职体育执教人员，原则上不低于机构从业人员总数的 50%，艺术类签订一年以上任职合同的专职教学、教研人员原则上不低于机构从业人员总数的 50%。
2022. 9-2022. 11	《陕西省文化艺术类校外培训机构准入指南（暂行）》、《陕西省科技类校外培训机构准入指引（试行）》、《陕西省体育类校外培训机构准入指导意见（试行）》	1) 机构场所：开办资金、注册资本一般不少于 10 万元，以到账实有货币资金为准；科技类、艺术类要求培训场所总建筑面积不少于 200 平方米，后者要求同一培训时段内生均面积不少于 3 平方米，体育类要求棋牌类培训项目每班次人均场地面积不少于 3 平方米，其他培训每班次人均场地不少于 5 平方米； 2) 从业人员：科技类要求教学教研人员应具备大学专科及以上学历，并持有理工类毕业证书或从事科技类相关工作满 2 年及以上；艺术类申请开办器乐类、声乐类、舞蹈类、戏曲戏剧类、美术类别课程的培训机构，应分别具备相应的专业条件；体育类教练员应熟悉运动项目教学训练规律和青少年身心发展特点，至少持有一种相关证书。
2022. 12	《广东省非学科类校外培训机构办学许可证审批流程指引（试行）》	1) 机构场所：科技类开办资金不少于 50 万元人民币，文化艺术类风险保证金按照总额不低于该机构收取的所有学员单个收费周期（3 个月）费用总额的标准缴纳，并由金融机构实行第三方托管；科技类校外培训机构要求建筑面积不少于 300 平方米，同一培训时段内生均面积不低于 3 平方米，文化艺术类要求实际教学场所面积不低于 100 平方米，舞蹈、戏剧类同一培训时段内生均面积不低于 8 平方米，音乐、体育类同一培训时段内生均面积不低于 5 平方米； 2) 从业人员：必须具有相应的教师资格证或该类别的相应资质，科技类校外培训机构要求专职教师不得少于从业人员总数的 50%，每班次专职教师数不低于学生人数的 2%，单个教学场所的专职教师数不得少于 3 人。
2023. 3-2023. 4	《江苏省科技类校外培训机构准入指引（试行）》、《江苏省文化艺术类非学科类校外培训机构准入指引（试行）》	将非学科类划分为体育类、文化艺术类、科技类、其他非学科类，目录清单项目可直接认定为非学科类培训项目，无需进行学科和非学科鉴定，未列入目录清单的交叉学科（如珠心算、国学、传统人文素养、语言艺术、逻辑思维/科学思维训练等），使用“综合鉴定法”“专家组鉴定法”进行鉴定。
2023. 5. 11	《广东省中小学生校外教育培训非学科类目录清单》	1) 机构场所：长沙市要求货币出资 50 万元以上；培训机构的场地面积应与培训内容、规模相适应，同一培训时段内，生均面积不低于 3 平方米； 2) 从业人员：应具备大学专科及以上学历，持有政府部门颁发或认可的与教学内容相对应的《教师资格证》或职业（专业）能力证明。
2023. 6. 20	《湖南省非学科类校外培训机构审批管理办法（试行）》	1) 适用范围：面向 3-6 岁学龄前儿童的文化艺术类校外培训机构（音乐、舞蹈、美术、戏曲戏剧、曲艺五类）。 2) 主要内容：对注册资本、培训场所、党建工作、管理及教学人员、培训材料管理、应急管理、消防安全、财务管理等方面提出具体要求。
2024. 3. 19	《北京市文化艺术类校外培训机构设置标准（试行）》	

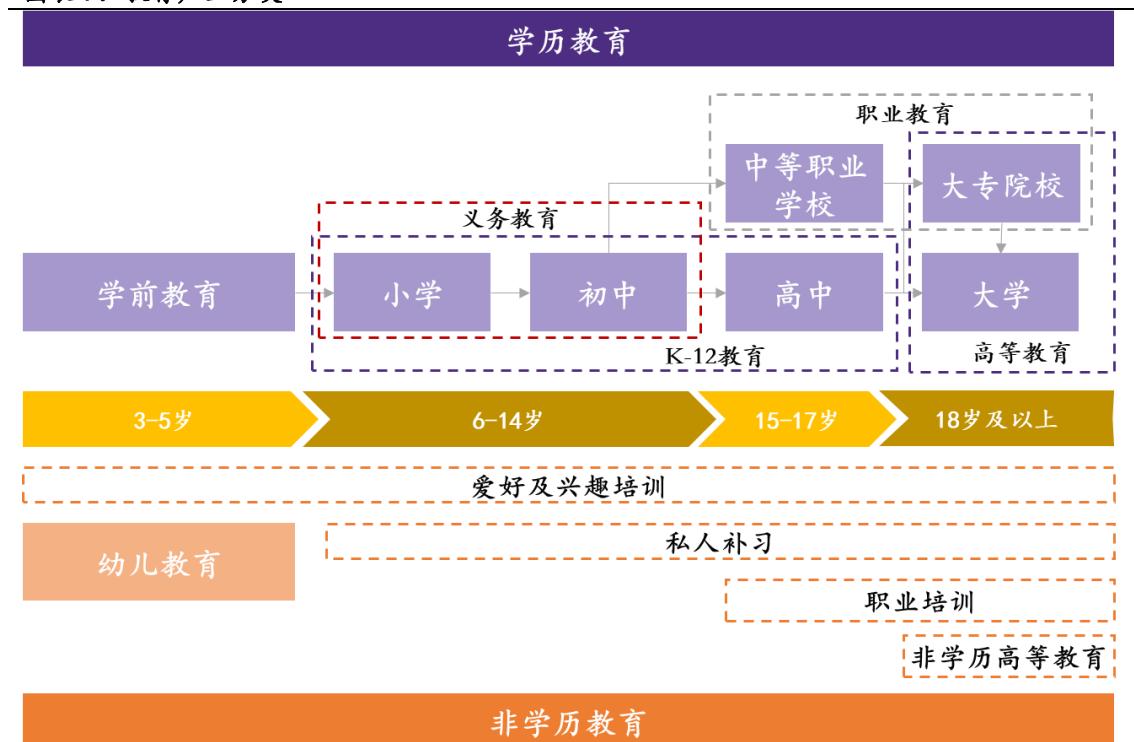
资料来源：各省市教育厅官网，华鑫证券研究

## 1.2、政策复盘及展望：义务教育减负为长期主线，非学科校外培训为有益补充

### 1.2.1 教育产业政策复盘：校外培训监管长期存在，市场动作变形后加大力度

教育产业细分类别较多，非学历教育为重要补充。我国教育产业可分为学历教育与非学历教育，学历教育主要包括学前教育、义务教育、高中阶段学历教育、大学教育及职业教育；非学历教育包括幼儿教育、素质教育、校外补习、职业培训、非学历高等教育；其中义务教育阶段学历教育与素质教育为过去校外培训机构主阵地。

图表 7：教育产业分类

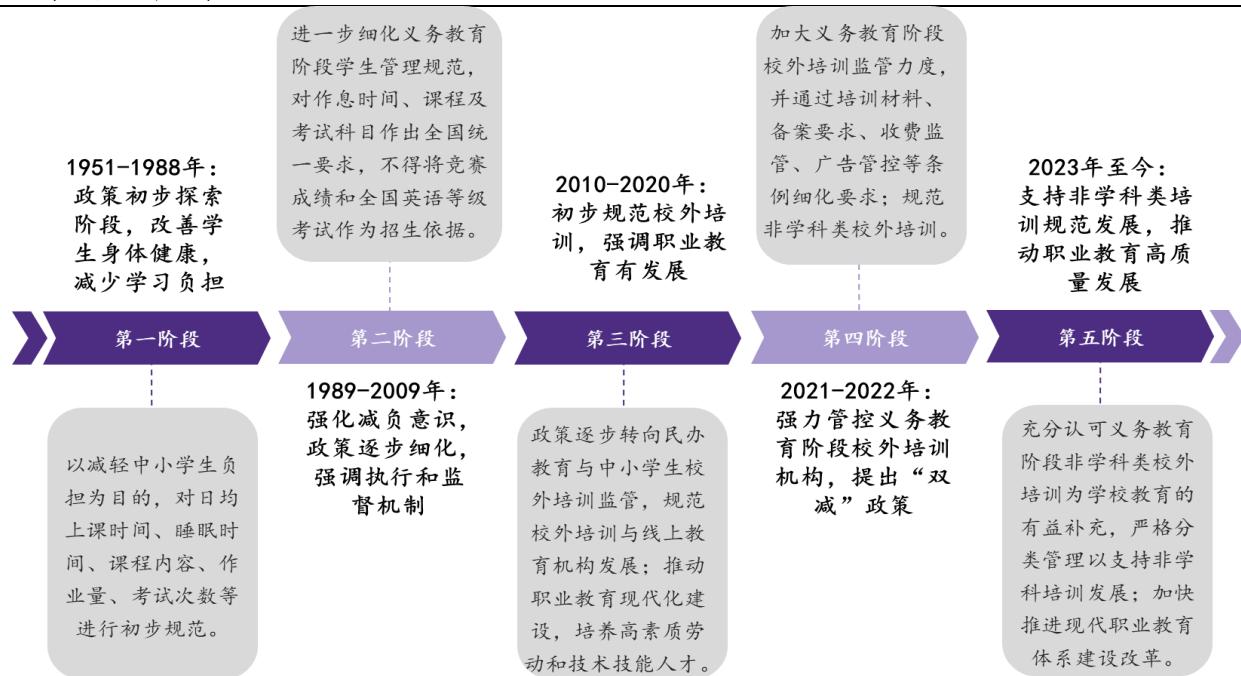


资料来源：弗若斯特沙利文，华鑫证券研究

持续深化校外培训规范，充分支持职业教育发展。我国教育减负政策发展可分为几个发展阶段：1) 初步探索期（1951-1988年）：以改善学生身体健康，减少学习负担为初步方向，对课程、作业量、考试次数等进行初步规范。2) 强化减负期（1989-2009年）：教育减负政策逐步细化，强调执行和监督机制。3) 深化改革期（2010-2020年）：初步规范校外培训，强调职业教育有发展。政策重点转向民办教育与中小学生校外培训监管，推动职业教育现代化建设。4) “双减”治理期（2021-2022年）：“双减”政策出台，强力管控义务教育阶段学科类校外培训，同时规范非学科类校外培训。5) 校外培训协同发展期（2023年至今）：支持非学科类培训规范发展，推动职业教育高质量发展。总体看，我国教育政策分为两条主线：1) 规范义务教育阶段校外培训发展，从初步探索到强力管控再到分类管理，支持非学科类发展，主旨始终不变即为学生减负并促进全面发展；2) 支持职业教育发展，培养高素质劳动和技术技能人才。

请阅读最后一页重要免责声明

图表 8：教育减负政策发展阶段划分

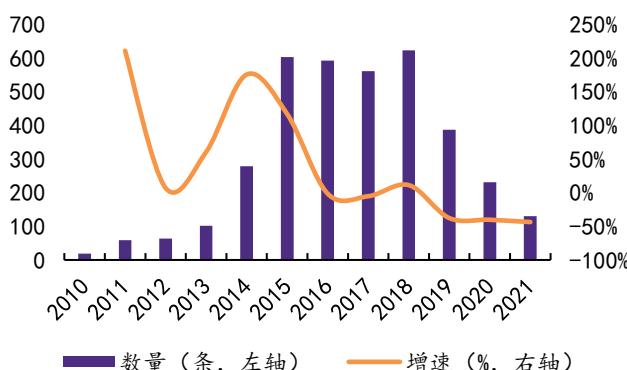


资料来源：教育部官网，华鑫证券研究

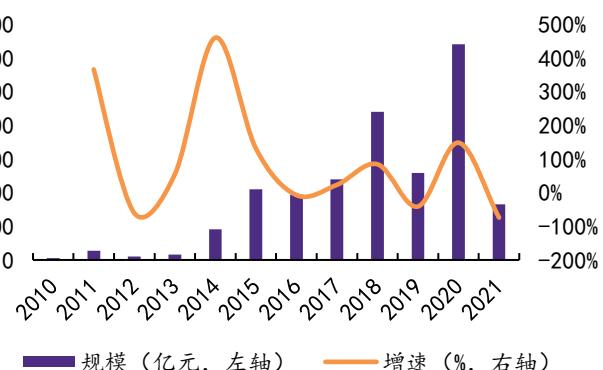
长久以来我国义务教育坚持以公益性和社会性为方向，从而校外学科类培训规范化便成为减负的重要环节。“双减”政策的发布虽因力度之大、监管之严超出市场预期，但符合整体主旨，且在资本疯狂投入、价格持续下探、营销费用不断加大、学生家长焦虑程度放大等市场化动作变形情况下，规范管理校外培训政策的出台存在其必要性。

资本疯狂进入教育行业，投融资规模持续扩大。根据 IT 桔子，2018 年我国教育行业投融资事件/金额分别达 622 件/439.7 亿元，2020 年分别为 231 件/640.5 亿元，分别同比-40.31%/+148.06%，较 2014-2018 年投融资事件有所减少，较多项目由早期进入中后期融资阶段，投融资规模持续扩大，教育行业成为资本最为青睐的板块之一，2013-2020 年教育行业投融资规模 CAGR 达 69.10%。

图表 9：2010-2021 年教育行业投融资事件数量及增速



图表 10：2010-2021 年教育行业投融资规模及增速



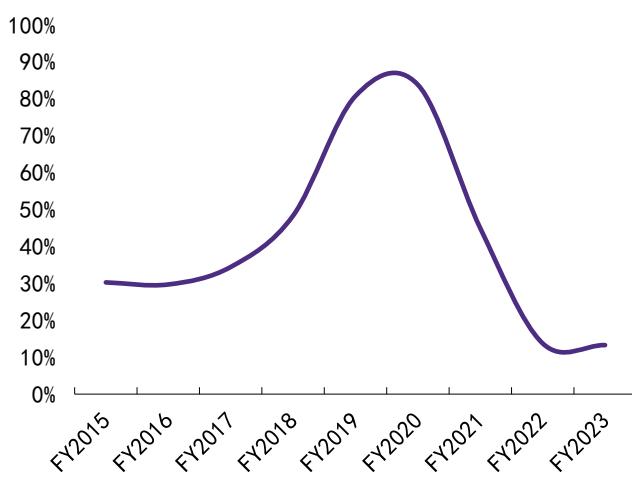
资料来源：IT 桔子，前瞻产业研究院，华鑫证券研究

资料来源：IT 桔子，前瞻产业研究院，华鑫证券研究

请阅读最后一页重要免责声明

大规模资本支持下，各企业大力度投放销售费用。资本密集投入驱动教育行业快速扩张，各企业为抢占市场份额，不断扩大投入加码营销以引流，导致获客成本不断提高，费投规模进一步加大，形成负向循环。2020 财年新东方在线/好未来销售费用率分别为 83.81%/37.37%，较 2015 财年分别提升 53.55%/25.50pcts。其中新东方在线业务均为线上教育，面临的营销战更为激烈，销售费用率急剧飙升。

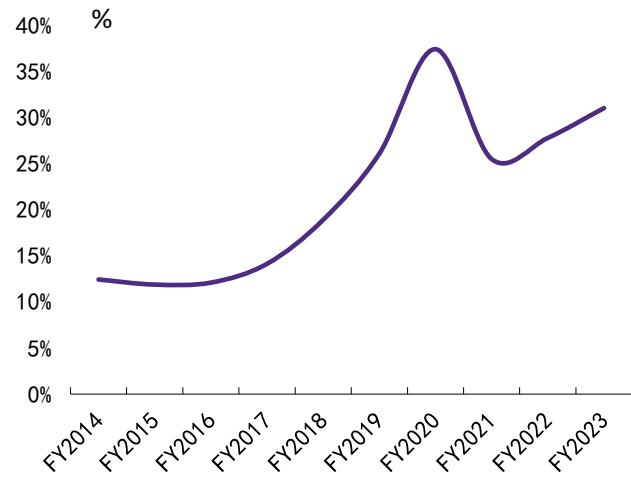
图表 11：新东方在线（现为东方甄选）2014–2023 财年销售费用率



资料来源：Wind，华鑫证券研究

注：新东方财年为本年 5 月 31 日至次年 5 月 31 日

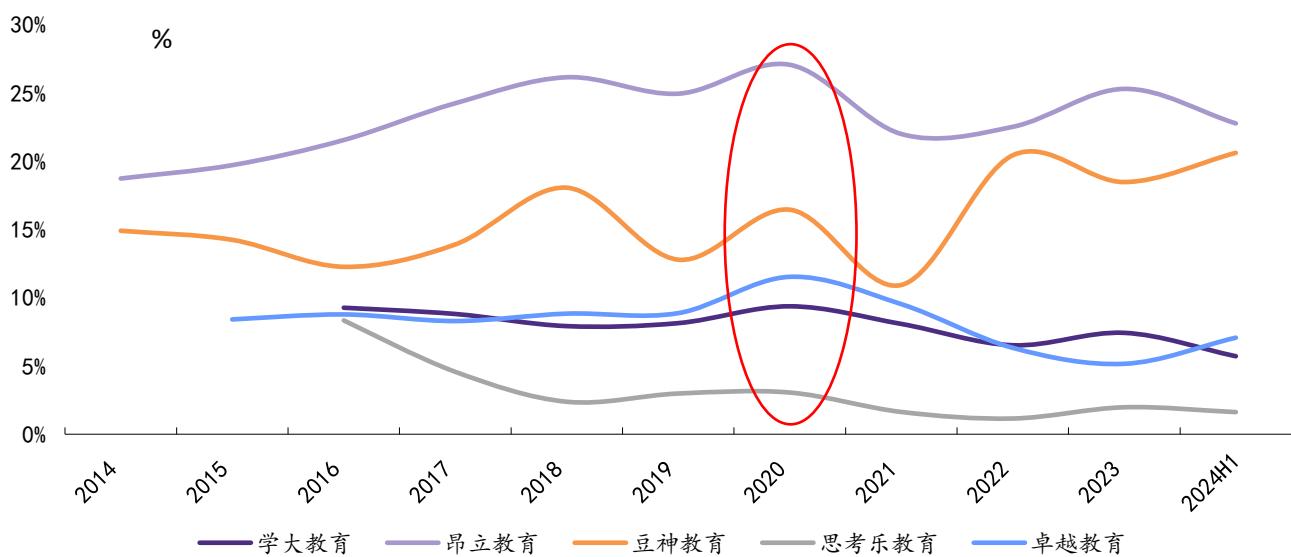
图表 12：好未来 2014–2023 财年销售费用率



资料来源：Wind，华鑫证券研究

注：好未来财年为本年 2 月 28 日至次年 2 月 28 日

图表 13：学大教育、昂立教育、豆神教育、思考乐教育、卓越教育 2014–2023 年销售费用率



资料来源：Wind，华鑫证券研究

请阅读最后一页重要免责声明

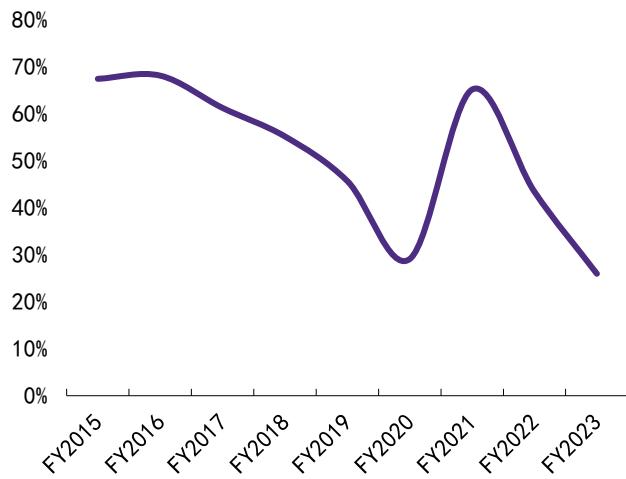
**在线教育营销战激烈，推出低价课引流获客。**多数在线教育平台通过推出低价课程、限时免费体验、折扣促销等方式吸引客户，如学而思推出适用于小初高全科的 9 元课，涵盖名师方法、知识点和答题模板；高途课堂推出适用于小初高的 9 元课，包括特色主科名师直播互动课。低引流课导致客单价持续下探，销售费用率居高不下的同时毛利率不断下降，无序竞争与内卷严重。2020 财年新东方在线毛利率较 2015 年下降 38.31pcts；2020 年昂立教育/豆神教育/卓越教育毛利率分别较 2016 年下降 9.76/13.33/5.54pcts。

图表 14：2019–2021 年期间几大在线教育为引流而推出的低价课

品牌	价格	适用学龄	课程内容
学而思	9 元	小、初、高全科	小初 13 课时名师方法课堂、50 类新学期核心知识点提炼、高中 8 次课全科难点突破、高中 16 个万能答题模板。
高途课堂	18 元	初、高	24 课时北大清华毕业名师直播课，初高中语文物理核心课程。
猿辅导	49 元	2-8 岁儿童	斑马 AI 课英语、思维双周体验课，10 节 AI 互动课 + 10 天专属老师辅导+配套教材包邮送。
新东方	20 元	小、初、高	暑期完整课程共分为 9 天，20 元可购买暑期上（前 3 天）课程，暑期下（后 6 天）课程。

资料来源：网易新闻，澎湃新闻，搜狐新闻，华鑫证券研究

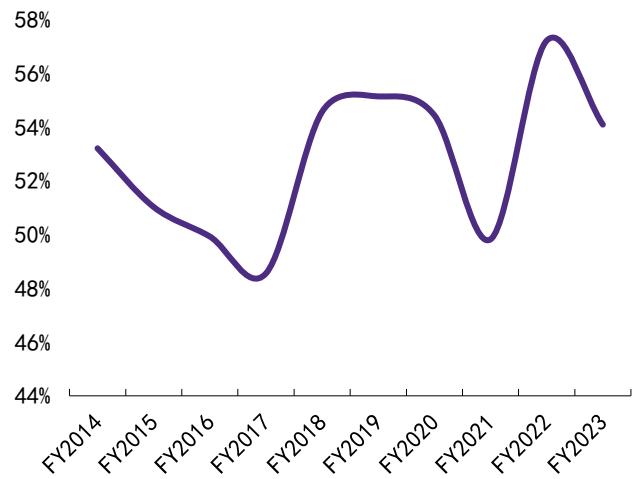
图表 15：新东方在线（现为东方甄选）2014–2023 财年毛利率



资料来源：Wind，华鑫证券研究

注：新东方财年为本年 5 月 31 日至次年 5 月 31 日

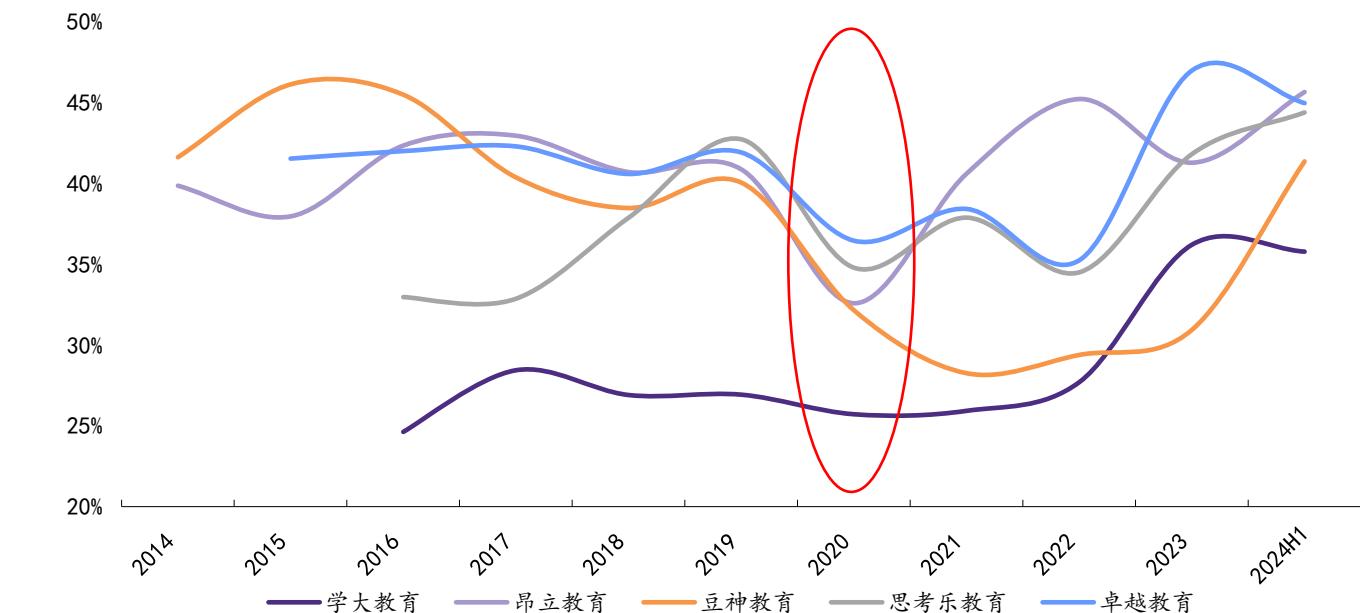
图表 16：好未来 2014–2023 财年毛利率



资料来源：Wind，华鑫证券研究

注：好未来财年为本年 2 月 28 日至次年 2 月 28 日

图表 17：学大教育、昂立教育、豆神教育、思考乐教育、卓越教育 2014-2023 年毛利率



资料来源：Wind，华鑫证券研究

为引流获客教育企业放大内卷宣传，制造教育焦虑。随着线上广告引流成本越来越高，各家教育企业通过夸大课程作用及学生不报网课的后果，提高家长的焦虑程度，同时掺杂虚假宣传，制造持续内卷的教育环境。2021年初央视停播在线教育学科类广告，与春节期间黄金时间段5家在线大班课广告轮番播放形成鲜明对比。

图表 18：2020 年教育广告制造教育焦虑



资料来源：教培行业观察，华鑫证券研究

图表 19：在线教育虚假宣传



资料来源：校长邦，华鑫证券研究

### 1.2.2 教育产业政策展望：校外培训分类管理，K12 非学科培训规范发展

分类管理校外培训，非学科类规范发展。2024年2月8日，教育部发布《校外培训管理条例（征求意见稿）》，明确校外培训的定义为“学校教育体系外，面向社会开展的，

请阅读最后一页重要免责声明

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，有组织或系统性的教育培训活动”，认可非学科类校外培训为义务教育阶段学校教育的有益补充。其主要内容包括：1) 实行分类管理，规范校外培训机构。校外培训按照学科类和非学科类实行分类管理，对校外培训机构的设置标准、从业人员和培训时间提出具体要求。2) 建立全国统一监管服务平台，协同各部门健全联合执法机制。面向义务教育阶段的学科类校外培训，应当依法实行政府指导价管理。3) 鼓励非学科类校外培训。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。

图表 20：教育部发布《校外培训管理条例（征求意见稿）》

分类	具体内容
实行分类管理	校外培训按照学科类和非学科类实行分类管理。具体分类办法由国务院教育行政部门会同科技、文化和旅游、体育等部门规定。
建立校外培训工作协调机制	国务院教育行政部门负责全国校外培训工作的统筹规划、综合协调、宏观管理和调控规模结构。县级以上地方各级人民政府教育行政部门主管本行政区域内的校外培训工作。国务院科技、文化和旅游、体育等部门是相应领域校外培训的行业主管部门，制定相关标准和资质，实施行业管理，开展专业指导。县级以上地方各级人民政府科技、文化和旅游、体育及其他有关部门分别负责有关校外培训的行业管理工作。国务院和地方其他有关部门在职权范围内，分别负责校外培训有关方面的管理工作。
校外培训机构规范	<ul style="list-style-type: none"> <li>1) 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。</li> <li>2) 校外培训机构应当具有良好的信用状况以及与实施培训活动相适应的组织结构、从业人员、经费、场地和设施、管理制度等条件。</li> <li>3) 学科类校外培训机构的教学和教研人员，应当取得教师资格。非学科类培训机构的教学和教研人员，应当取得相应专业的资质。幼儿园、中小学在职教师、教研人员不得从事校外培训活动。</li> <li>4) 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。</li> </ul>
禁止组织考试竞赛	校外培训机构不得组织或参与组织面向中小学生及 3 至 6 岁学龄前儿童的等级考试、竞赛，不得公布培训对象的学业成绩和排名。幼儿园、中小学校不得将参加校外培训或者培训结果作为招生的依据。
加强监管力度	<ul style="list-style-type: none"> <li>1) 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。</li> <li>2) 校外培训机构采用预收费方式收取费用的，应当将预收费用纳入监管。具体办法由省级人民政府教育行政部门会同同级有关部门制定。</li> <li>3) 国务院教育行政部门会同有关部门建立统一的全国校外培训监管服务平台。校外培训机构应当及时填报、更新相关信息，保证信息真实准确。</li> </ul>
健全联合执法机制	<ul style="list-style-type: none"> <li>1) 县级以上人民政府教育、科技、文化和旅游、体育等部门会同市场监管部门健全联合执法机制，加强对校外培训的日常监管。</li> <li>2) 违反本条例及相关法律、法规规定，存在擅自开展校外培训、变相开展学科类校外培训、超出许可范围培训、管理混乱、违规组织竞赛等行为的，依照教育法、民办教育促进法、民办教育促进法实施条例等法律、法规及规章规定予以处罚。</li> </ul>
鼓励非学科类校外培训	<ul style="list-style-type: none"> <li>1) 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。</li> <li>2) 县级以上地方人民政府应当完善经费保障机制，通过多种方式，引入质量高、信用好的非学科类校外培训机构参与学校课后服务，满足学生多样化需求。</li> </ul>

资料来源：教育部官网，华鑫证券研究

各地非学科类培训政策进一步细化，目的均为鼓励其规范发展。双减政策对义务教育阶段学科类与非学科类校外培训均造成较大影响，主要系防范非学科类培训形成变异学科类培训。2024 年 2 月教育部发布校外培训管理条例以来，各省市再次细化监管方案，支持非学科类培训规范发展。

图表 21：部分省市对非学科类培训进行细化管理

时间	省份单位	政策文件	内容
2024年1月30日	山西省教育厅等二十一部门	《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训实施方案》	1) 全面规范非学科类培训，力争到2024年6月底，非学科类培训治理成效显著，成为学校教育的有益补充。 2) 非学科类培训机构需符合场地、师资、培训内容等要求，培训内容不得包含学科类相关内容。 3) 非学科类线下培训机构须在属地县（市、区）先取得办学许可证，再依法办理营业执照或民办非企业单位登记证书；跨县域开展线下培训的，要依法按要求在每个县域取得办学许可证。
2024年9月30日	湖南省教育厅等八部门	《关于规范非学科类校外培训机构管理的通知》	1) 依法对体育类、文化艺术类、科技类及其他非学科类校外培训机构进行审核，由教育行政部门颁发办学许可证。 2) 非学科类校外培训机构只有同时取得办学许可证、营业执照或民办非企业单位登记证书，才能在许可范围内面向中小学生开展培训活动。 3) 加强对非学科类校外培训机构的常态化监管，全面落实负面清单制度，加强年检年报、收费与资金监管、广告管控、培训内容备案、培训材料审核等管理工作。
2024年11月5日	北京市人民政府	《北京市实施〈中华人民共和国民办教育促进法〉办法（修订草案征求意见稿）》	1) 设立实施学科类校外培训机构，由区教育行政 部门审批，其中利用互联网技术在线开展学科类校外培训活动的，由市教育行政 部门审批。 2) 设立实施非学科类校外培训的机构，由区教育行政 部门根据同级科技、文化旅游、体育等部门意见审批，其中，利用互联网技术在线开展非学科 类校外培训活动的，由市教育行政 部门根据同级科技、文化 旅游、体育等部门意见审批。
2024年11月11日	广东省教育厅	《广东省民办培训机构设置标准》	1) 不再审批新的面向中小学生的学科类校外培训机构，但现存的少数学科类培训机构仍需要符合《设置标准》要求。 2) 明确设立民办职业培训机构和中小学生非学科类民办教育培训机构的场所要求、开办资金和注册资本要求。 3) 新增互联网线上培训规定和上级文件直接适用的规定。
2024年11月12日	黑龙江省教育厅等十三部门	《关于进一步加强面向中小学生的非学科类校外培训规范管理的实施意见》	1) 省级教育行政 部门重点做好制定行业标准等工作，市级教育行政 部门主要负责监督指导等工作，县级教育行政 部门负责非学科类校外培训机构日常监管等工作。科技、文化和旅游等部门也有相应监管职责分工。 2) 非学科类线上培训机构须依法取得省级同意设立的批准文件或办学许 可等，非学科类线下培训机构须取得县级有关主管 部门行政许可。

资料来源：各教育部官网，华鑫证券研究

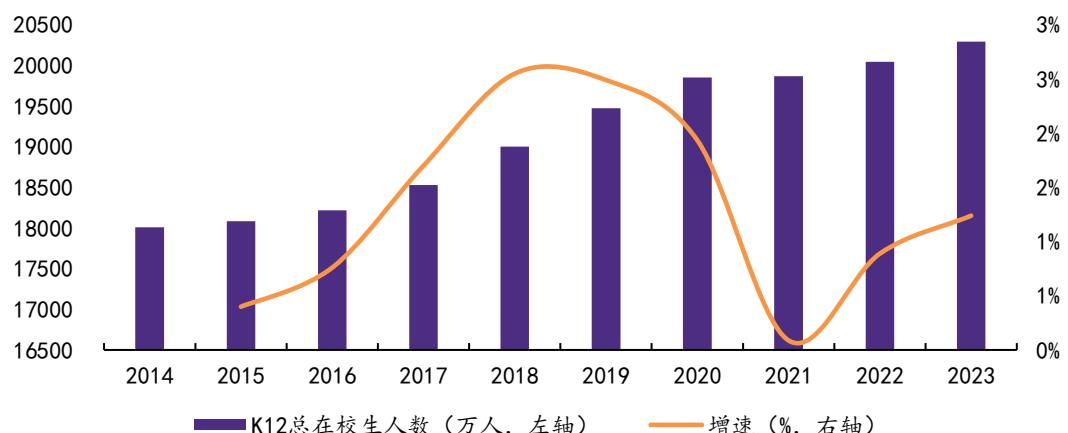
## 2、需求：校外培训仍为刚需，素质教育快速增长

### 2.1、高中学科培训基本盘稳固，非学科培训参培率有望提升

K12 总在校生规模保持稳增态势，义务教育阶段在校生复合增速较快。2023 年我国 K12

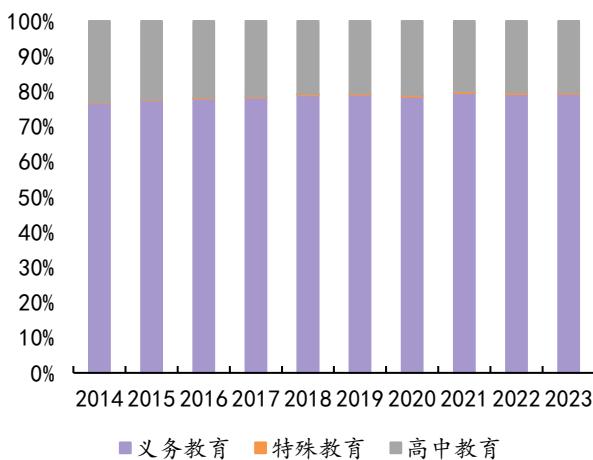
总在校生人数为 2.02 亿人，同比增长 1.20%，2017–2023 年 CAGR 为 1.37%，保持稳定增长。其中，2023 年义务教育/特殊教育/高中教育在校生人数占比分别为 79.28%/0.45%/20.27%，分别较 2017 年+0.88/+0.14/-1.02pcts。拉长维度看，2017–2023 年义务教育/特殊教育/高中教育在校生人数 CAGR 分别为+1.56%/+7.87%/+0.54%。

图表 22：2014–2023 年 K12 总在校生人数及增速



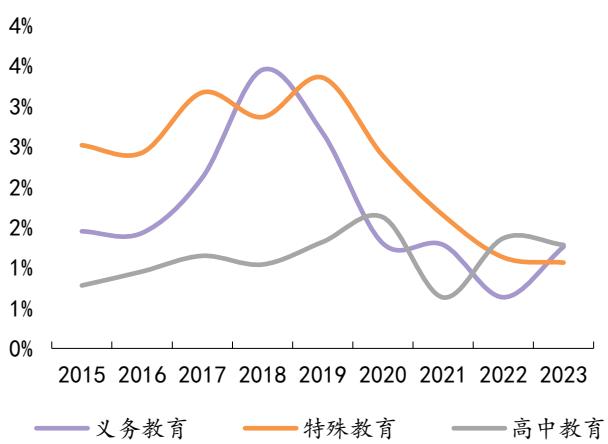
资料来源：教育部官网，华鑫证券研究

图表 23：2014–2023 年 K12 主要学段学生人数占比



资料来源：教育部官网，华鑫证券研究

图表 24：2015–2023 年 K12 主要学段学生人数增速

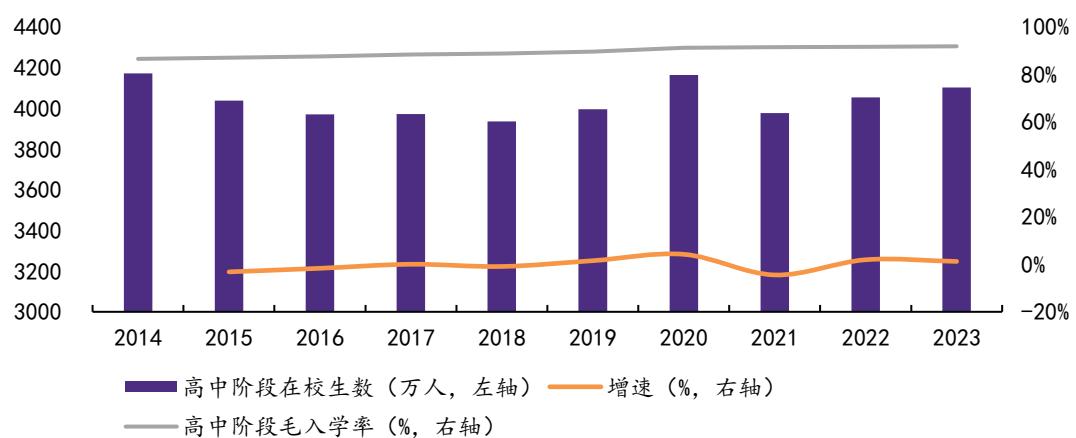


资料来源：教育部官网，华鑫证券研究

### 2.1.1 高中学科培训基本盘稳固，本科录取竞争激烈

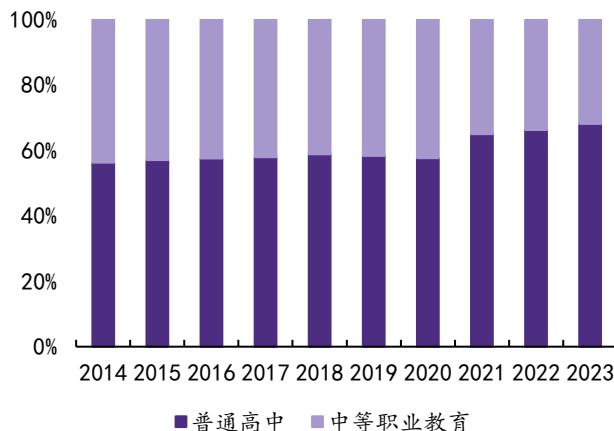
高中阶段毛入学率提升明显，其中普通高中在校生比例提升。2014–2023 年高中阶段在校生数基本保持在 3900–4200 万名，2017–2023 年在校生数 CAGR 为 0.54%，保持稳定水平，而毛入学率从 2014 年 86.50% 提升至 2024 年 92.00%，高中阶段普及程度持续提高。分板块看，普通高中在校生比例持续提升，中等职业教育在校生数增速略波动。2023 年普通高中/中等职业教育在校生数分别为 2803.63/1298.46 万名，分别占比 68.35%/31.65%，2017–2023 年人数 CAGR 分别为 2.81%/-3.34%。

图表 25：2014-2023 年高中阶段在校生人数及增速及毛入学率



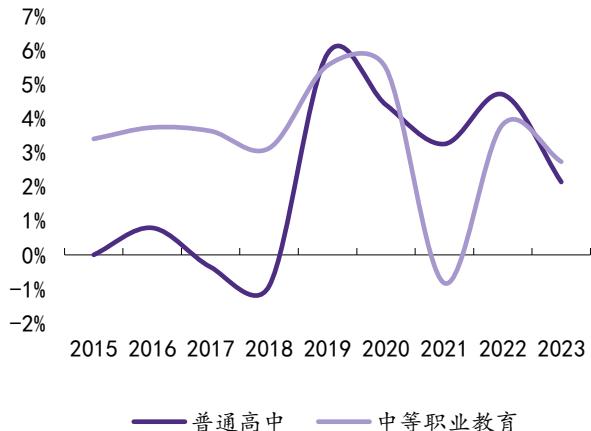
资料来源：教育部官网，华鑫证券研究

图表 26：2014-2023 年普高和中专在校生人数占比



资料来源：教育部官网，华鑫证券研究

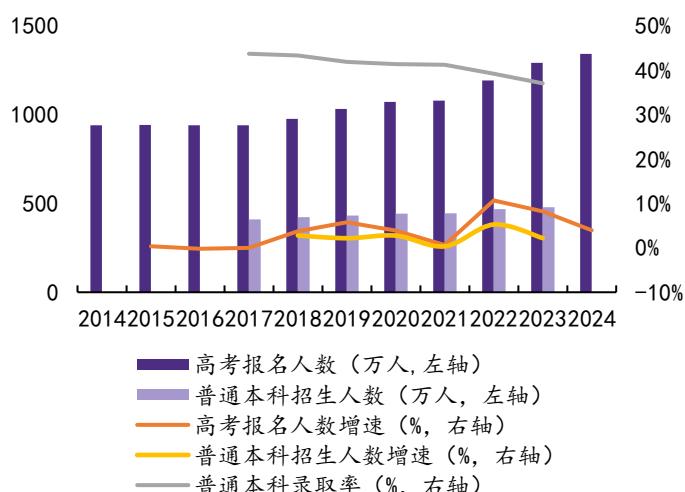
图表 27：2015-2023 年普高和中专在校生人数增速



资料来源：教育部官网，华鑫证券研究

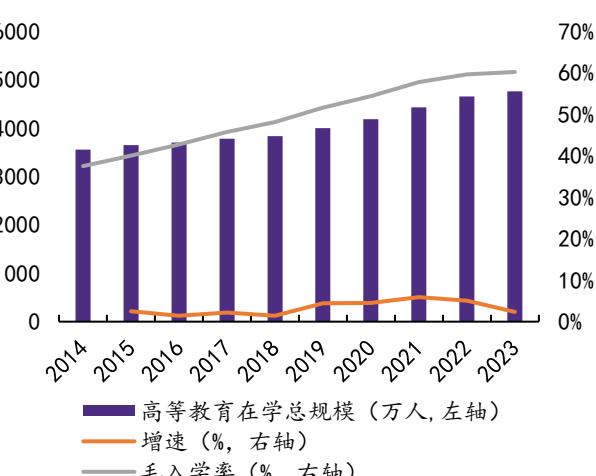
高考报名人数持续增加，普通本科录取率有所下降。2023 年我国高考报名人数/普通本科招生人数分别为 1291/478 万名，分别同比增长 8.21%/2.18%，2017-2023 年 CAGR 分别为 5.43%/2.57%，高考报名人数增速快于普通本科招生人数。2023 年普通本科录取率为 37.04%，较 2017 年下降 6.66pcts，随着高考阶段毛入学率持续提升，高考报名人数不断扩大，本科录取竞争仍激烈。

图表 28: 2014-2024 年高考报名人数、普通本科招生人数及增速、本科录取率



资料来源：教育部官网，华鑫证券研究

图表 29: 2014-2023 年高等教育在学总规模人数及增速、毛入学率

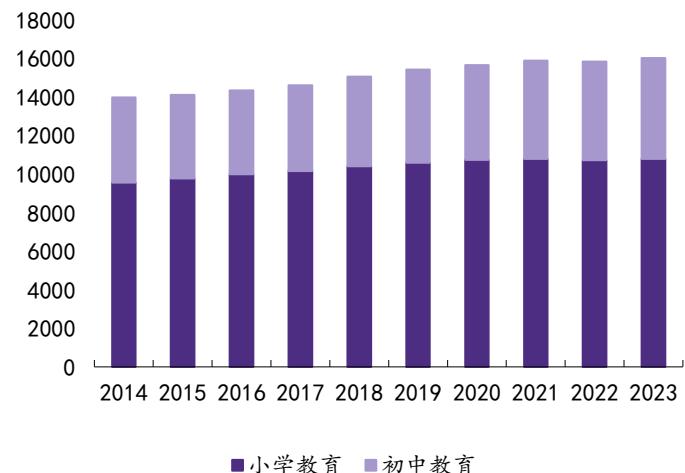


资料来源：教育部官网，华鑫证券研究

## 2.1.2 非学科培训基数庞大，素质教育需求旺盛

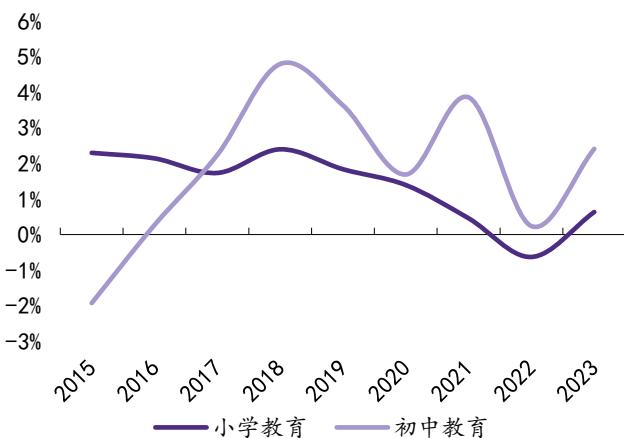
义务教育阶段在校生数保持小幅增长，基本盘稳固。2023 年 K9 在校生人数共 1.60 亿人，同比增长 1.21%，其中小学/初中在校生人数分别占比 67.32%/32.68%。拉长维度来看，2017-2023 年小学/初中在校生人数 CAGR 分别为 +1.01%/+2.75%，在校生人数保持稳步微增，同时 2014-2023 年初中在校人数占比小幅增长 1.03pcts，变动较小。

图表 30: 2014-2023 年 K9 在校生人数（万人）



资料来源：教育部官网，华鑫证券研究

图表 31: 2015-2023 年 K9 在校生人数增速

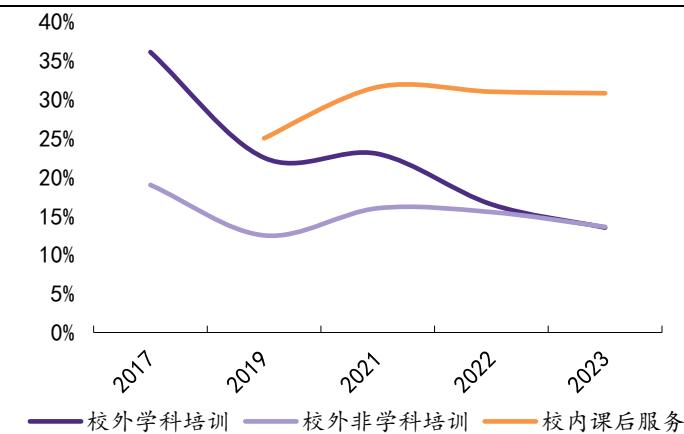


资料来源：教育部官网，华鑫证券研究

非学科培训参培率略受双减影响，整体提升空间较大。根据中国教育财政家庭调查，双减前后校外培训参与率明显下降，其中校外非学科培训参与率下降幅度小于学科培训参与率，分别为 5.4/22.6 pcts。2023 年校外学科培训/非学科培训/校内课后服务参与率分别为 13.5%/13.6%/30.8%，校外非学科培训具备修复空间。另外，校外非学科培训在不同环境下参与率差异较大，根据北大中国教育财政科学研究所，2019 年各地区小初参与率高于

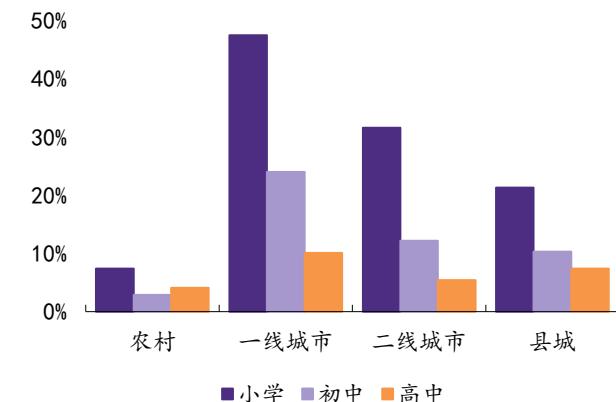
高中；其中小学生一线/二线/县城/农村兴趣班参与率分别为 47.50%/31.60%/21.30%/7.40%，一二线城市非学科培训渗透率较高，而县城参培率提升空间较大。

图表 32：2017-2023 年校外培训参与率



资料来源：多鲸，华鑫证券研究

图表 33：2019 年中小学生兴趣班参与率



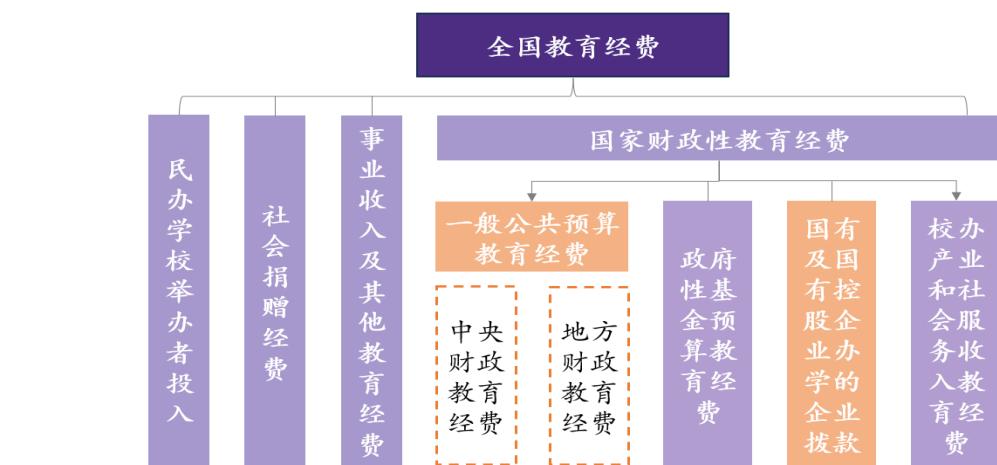
资料来源：中国教育财政家庭调查报告（2021），华鑫证券研究

## 2.2、教育支出持续增长，支付意愿仍足

### 2.2.1 宏观层面：教育经费支出占比整体稳定，K12 整体支出持续增长

全国教育经费来源多元，一般公共预算教育经费占预算支出比例稳定。全国教育经费来源包括国家财政性教育经费、民办学校举办者投入等；其中，一般公共预算教育经费为国家财政性教育经费重要组成部分，2023 年占比 63.18%，较 2017 年下降 7.11pcts，表明政府性基金预算教育经费等其他来源经费占比提升。2023 年全国教育经费总投入规模/国家财政性教育经费分别为 64595.04/50439.47 亿元，2017-2023 年年复合增长 7%左右；其中，一般公共预算教育经费为 40813.92 亿元，占一般公共预算支出比重 14.86%，保持稳定水平。

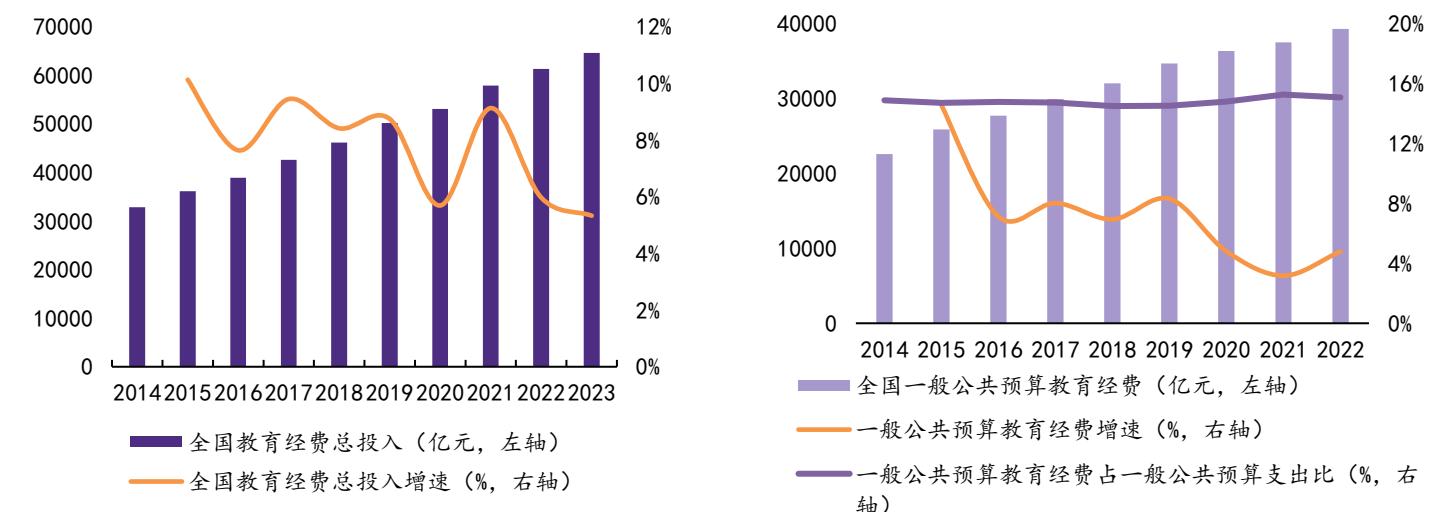
图表 34：全国教育经费细项拆解图



资料来源：教育部官网，华鑫证券研究

图表 35：2014-2023 年全国教育经费总投入规模及增速

图表 36：2014-2023 年全国一般公共预算教育经费规模、增速及占一般公共预算支出比重

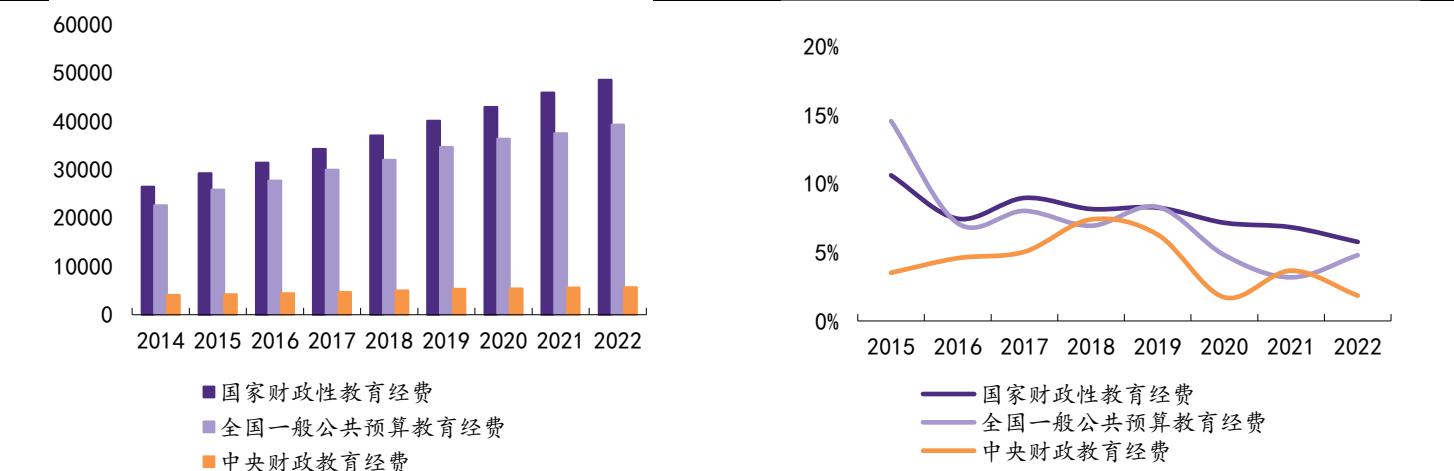


资料来源：教育部官网，华鑫证券研究

资料来源：教育部官网，华鑫证券研究

图表 37：2014-2023 年教育经费细项投入规模（亿元）

图表 38：2015-2023 年教育经费细项投入增速

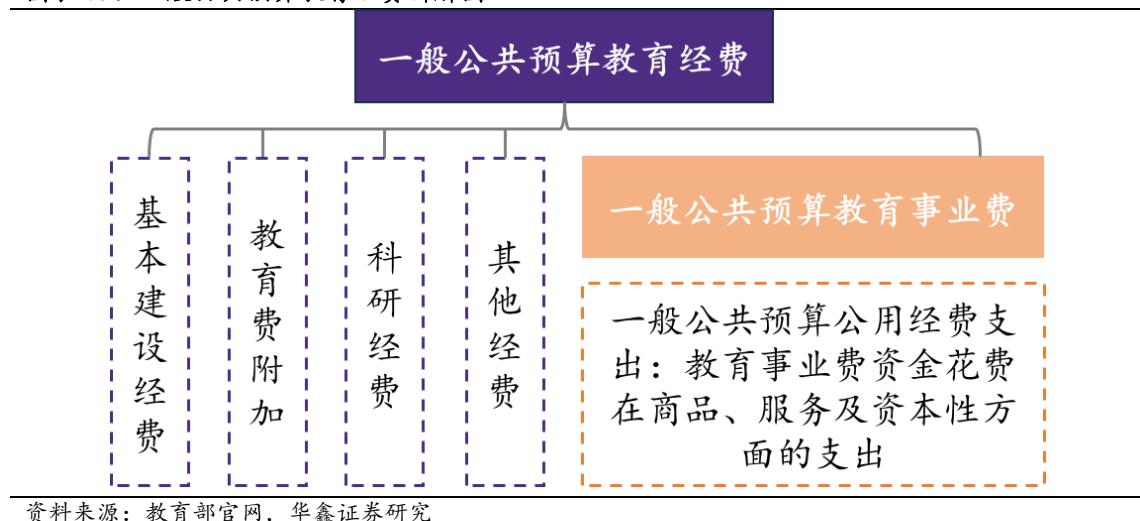


资料来源：教育部官网，华鑫证券研究

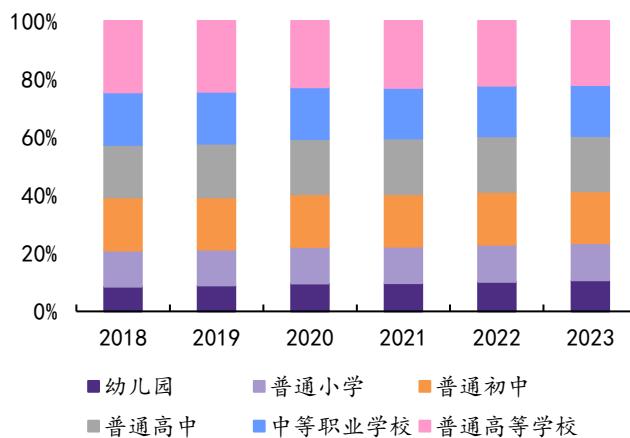
资料来源：教育部官网，华鑫证券研究

一般公共预算教育事业费构成主要教育经费，K12 教育经费整体支出持续增长。拆解一般公共预算教育经费来看，教育事业费为重要组成部分，指中央、地方各级财政或上级主管部门在预算年度内安排，并划拨到学校或单位的教育经费拨款；相对应地，一般公共预算公用经费支出是教育事业费资金在商品、服务及资本性方面的支出。2017-2023 年教育事业费/公用经费支出 CAGR 分别为 4.94%/3.77%，处于稳定上升态势。其中，除普通高等学校外，各类学校生均教育经费支出整体持续增长，2017-2023 年普通小学/初中/高中/中等职业学校公用经费支出 CAGR 分别为 0.71%/1.95%/4.20%/3.55%，高中与中等职业学校经费支出占比明显提升。

图表 39：一般公共预算教育经费拆解图

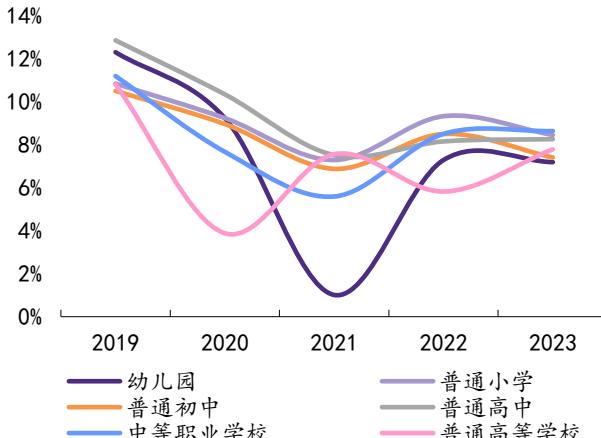


图表 40：2018–2023 各类学校生均一般公共财政预算教育经费占比



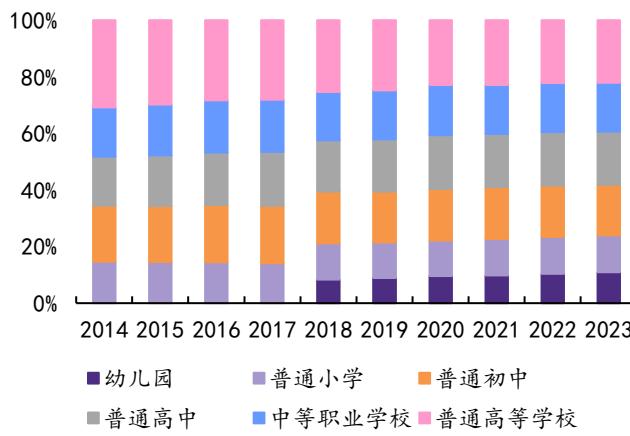
资料来源：教育部官网，华鑫证券研究

图表 41：2019–2023 年各类学校生均一般公共财政预算教育经费增速



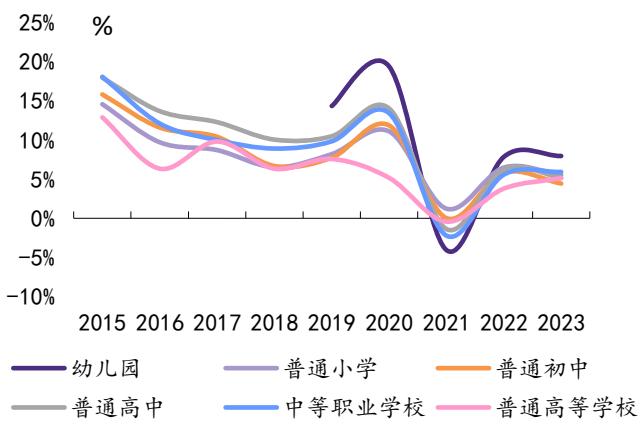
资料来源：教育部官网，华鑫证券研究

图表 42：2014–2023 年各类学校生均一般公共财政预算教育事业费占比



资料来源：教育部官网，华鑫证券研究

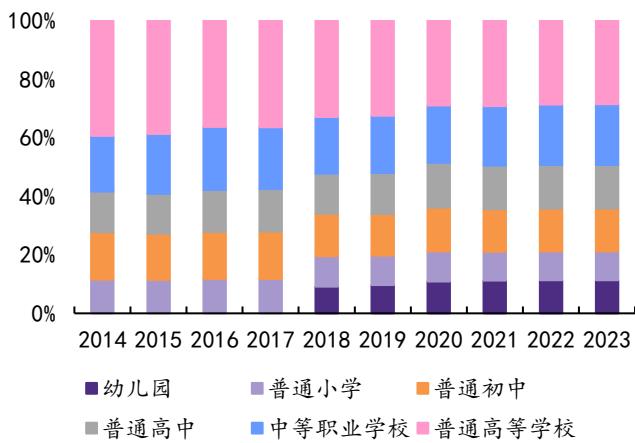
图表 43：2015–2023 年各类学校生均一般公共财政预算教育事业费增速



资料来源：教育部官网，华鑫证券研究

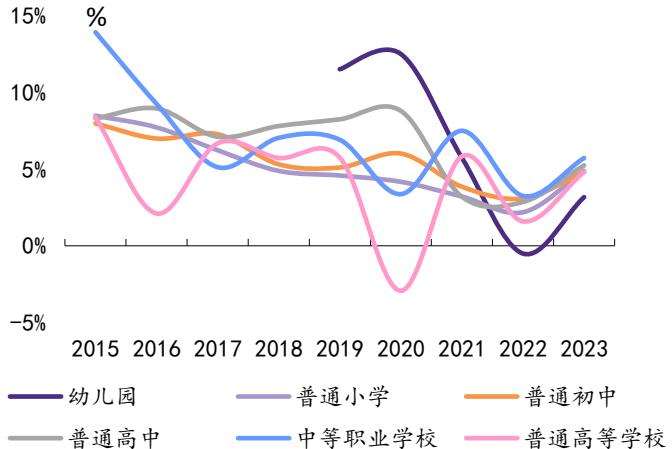
请阅读最后一页重要免责声明

图表 44: 2014-2023 年各类学校生均一般公共财政预算公用经费支出占比



资料来源：教育部官网，华鑫证券研究

图表 45: 2015-2023 年各类学校生均一般公共财政预算公用经费支出增速

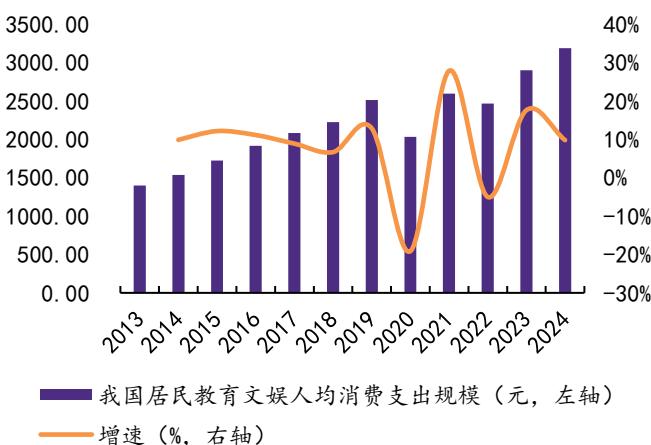


资料来源：教育部官网，华鑫证券研究

## 2.2.2 微观层面：居民人均教育支出保持增长，兴趣班投入金额多数增长

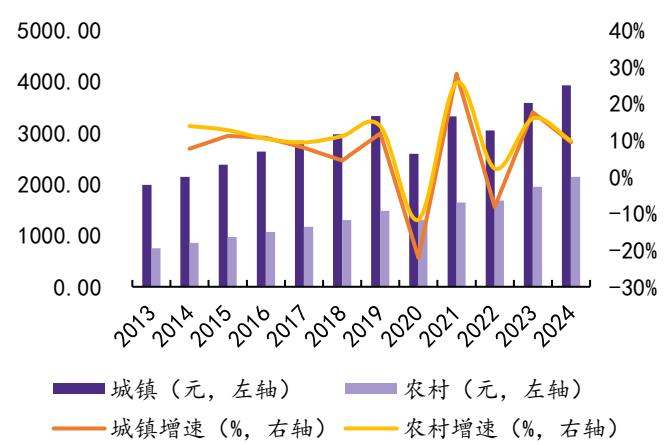
全国居民教育文娱人均支出增长趋势明确，支出意愿整体提升。2024 年我国居民教育文娱人均消费支出为 3189.00 亿元，在 2023 年高基数下仍同增 9.81%，2017-2024 年 CAGR 为 6.25%，仍处于整体提升态势。其中，2024 年城镇/农村居民教育文娱人均消费支出分别为 3928.00/2144.00 亿元，分别同比 +9.45%/+9.89%，2017-2024 年 CAGR 分别为 +4.71%/+9.02%，均处于稳步提升状态，同时农村居民规模仍有较大提升空间。

图表 46: 2013-2024 年我国居民教育文娱人均消费支出规模及增速



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 47: 2013-2024 年我国城镇与农村居民教育文娱人均消费支出规模及增速



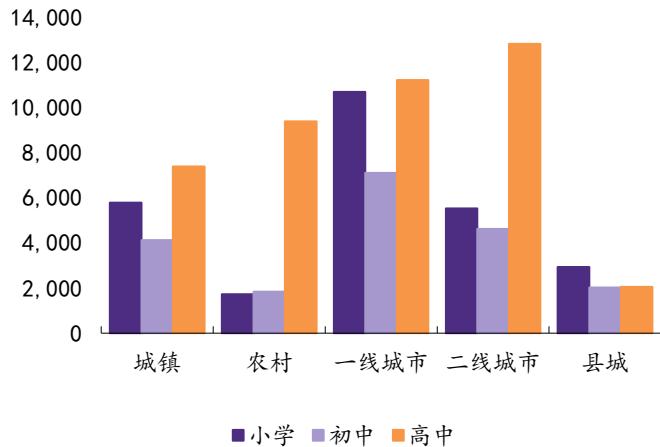
资料来源：Wind，华鑫证券研究

双减前高中兴趣班平均支出较高，双减后兴趣班投入金额变小比例较低。根据中国教育财政家庭调查报告，2019 年全国/城镇/农村家庭生均教育支出/人均可支配收入比重分别为 28.8%/28.1%/37.5%，其中 2019 年全国中小学生兴趣班每年平均支出为 5340 元/年，其

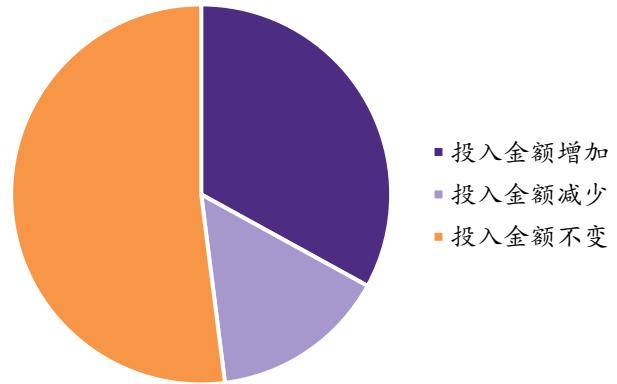
中一线/二线/县城/农村分别为 10170/5809/2668/3657 元，一线城市平均支出为全国平均水平的 2 倍，农村地区高中阶段校外兴趣班支出高于城镇地区，主要系农村地区中对子女教育期望较高的家庭为高中阶段选择兴趣班。根据多鲸，双减后 85%的家庭教育对兴趣班投入金额不变或增加，教育支出意愿上受到影响较小。

图表 48：双减前中小学生平均校外兴趣班支出（元/年）

图表 49：双减后家庭教育投资兴趣班投入金额变化



资料来源：中国教育财政家庭调查报告（2021），华鑫证券研究



资料来源：简知，多鲸教育研究院，华鑫证券研究

## 2.3、校外培训市场回暖，素质教育空间广阔

**K12 学科培训市场规模明显回暖，高中学段占比较高。**根据 2019 年中国教育财政家庭调查报告，我们假设：1) 毛入学率：2024-2027 年小初中延续 2023 年态势不变；2025-2027 年高中毛入学率每年增长 1pcts；2) 参培率：2016-2018 年年均增长 1pcts，2020 年受疫情影响参培率略下降，2021 年“双减”发布，2022 年义务教育阶段学科培训明显压减，小初参培率分别下降 17/18pcts，高中参培率略受影响，2024-2027 年年均分别增长 0.1/0.2/0.8pcts；3) 客单价：2020/2022 年分别因疫情/双减政策增速下滑，2023 年起校外培训机构年均提价，涨价幅度为 5-10%，其中高中涨价幅度大于小初中。通过测算得出：

**1) K12 适龄人口：**2024/2030 年起小学（6-11 岁）/初中（12-14 岁）适龄人口下滑，高中（15-17 岁）保持稳定。2024-2027 年 K9 适龄人口预计分别为 14849/14718/14317/13744 万人，高中适龄人口分别为 4817/4819/4815/4835 万人。

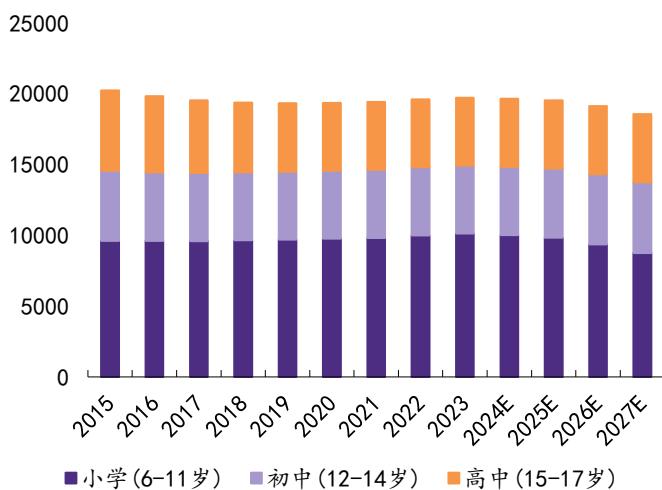
**2) K12 在校生人数：**根据毛入学率假设，2024-2027 年小学与初中在校生人数基本与适龄人口同幅度变动；高中在校生人数随毛入学率提升而稳定增长，2024-2027 年高中在校生人数 CAGR 为 1.40%，保持在 4100-4400 万人。

**3) K12 参培人数：**根据参培率假设，2020 年 K12 参培人数受疫情影响下滑 9%左右，2022 年受“双减”影响 K12 参培人数预计整体下滑 59%左右，其中小学/初中预计分别下滑 71%/69%，高中学段略受影响，预计个位数下滑；2023 年起逐步恢复。2024-2027 年 K12 整体参培人数预计分别为 2083/2134/2159/2182 万人。

**4) K12 学科培训市场规模：**根据客单价假设，2022 年小学/初中学科培训市场规模预

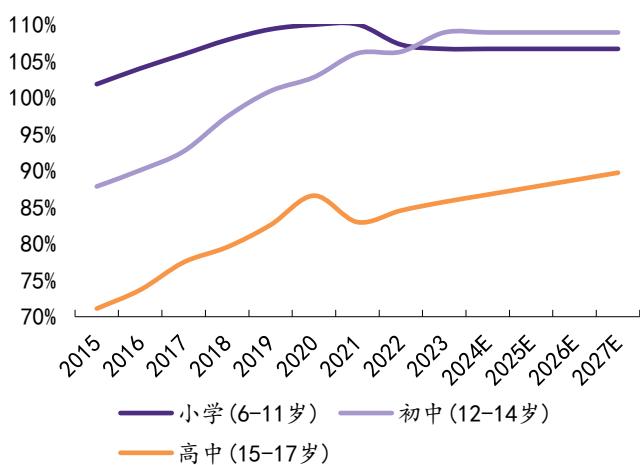
计分别下滑 81%/80%，高中学段预计个位数增长。2024–2027 年 K12 学科培训整体市场规模预计分别为 2241/2521/2791/3097 亿元，2023–2027 年 CAGR 预计为 11.82%。其中，2024–2027 年高中学科培训规模预计分别为 1473/1688/1912/2174 亿元，2024–2027 年 CAGR 预计为 14.26%。

图表 50：2015–2027E 我国 K12 适龄人口（万人）



资料来源：WIND，华鑫证券研究测算

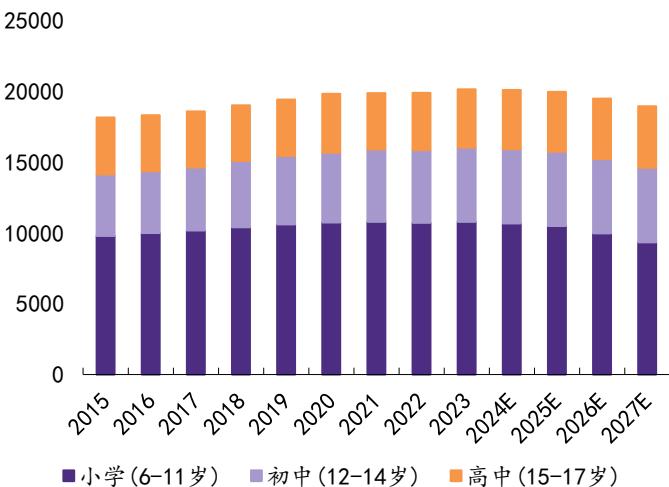
图表 51：2015–2027E 我国 K12 毛入学率



资料来源：WIND，华鑫证券研究测算

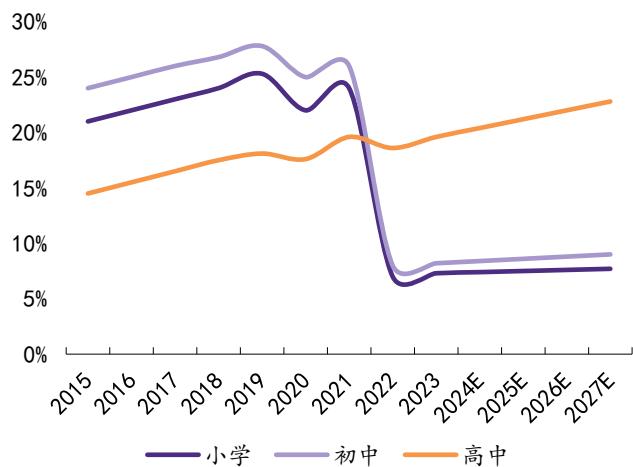
注：为保持数据统一性，此处 2023 年及之前毛入学率用适龄人口与在校生人数倒推而得

图表 52：2015–2027E 我国 K12 在校生人数（万人）



资料来源：WIND，华鑫证券研究

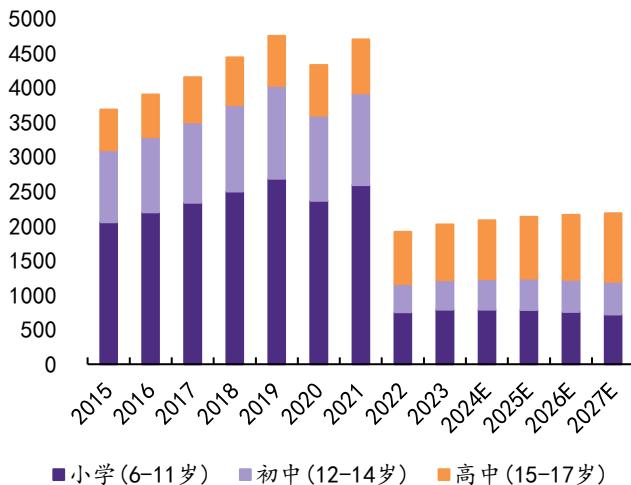
图表 53：2015–2027E 我国 K12 参培率



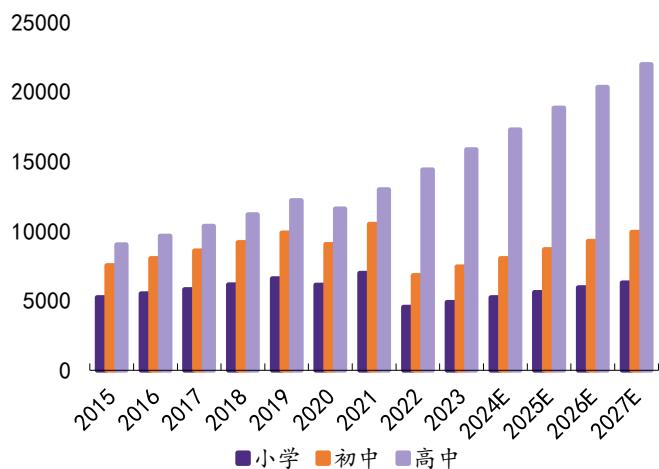
资料来源：WIND，中国教育财政家庭调查报告（2021），华鑫证券研究测算

图表 54: 2015-2027E 我国 K12 学科培训参与人数 (万人)

图表 55: 2015-2027E 我国 K12 学科培训客单价 (元/人/年)



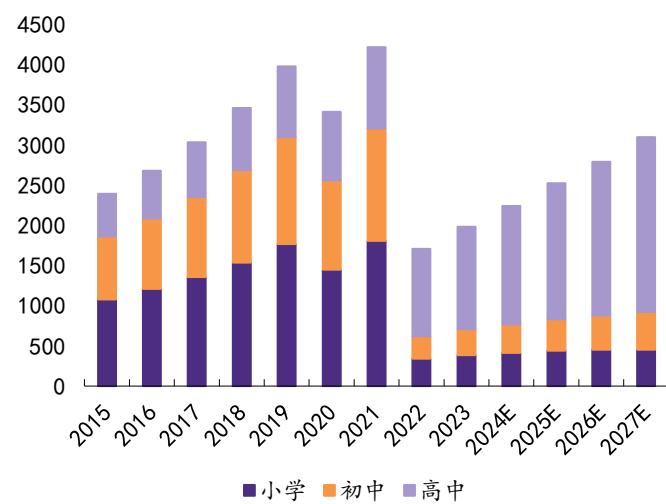
资料来源: WIND, 中国教育财政家庭调查报告 (2021), 华鑫证券研究测算



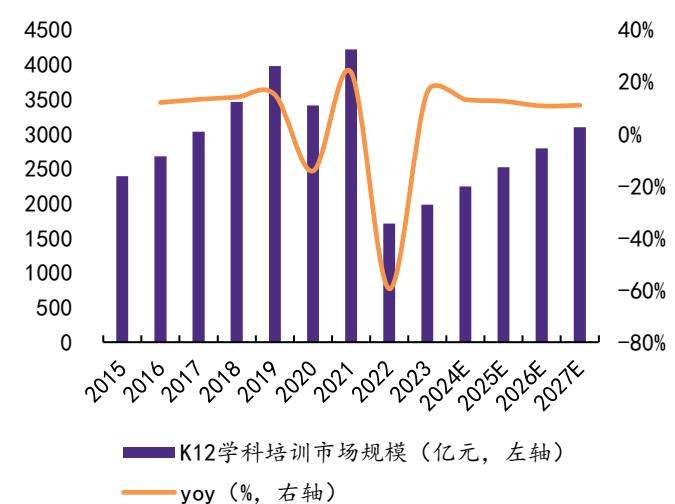
资料来源: WIND, 中国教育财政家庭调查报告 (2021), 北京日报, 华鑫证券研究测算

图表 56: 2015-2027E 我国 K12 学科培训各年级市场规模 (亿元)

图表 57: 2015-2027E 我国 K12 学科培训总市场规模及增速



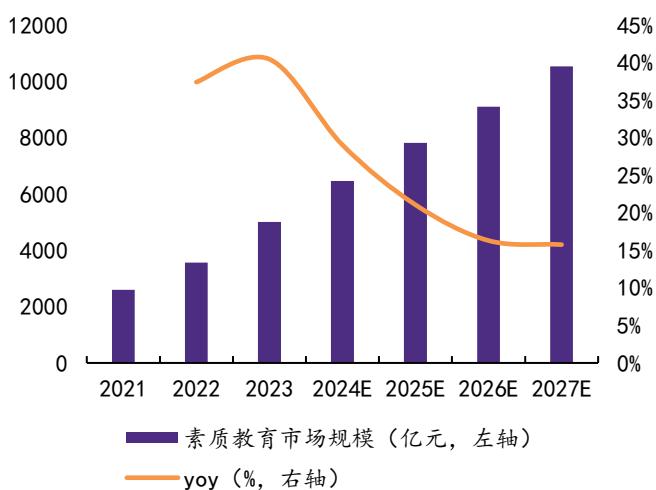
资料来源: WIND, 中国教育财政家庭调查报告 (2021), 北京日报, 华鑫证券研究测算



资料来源: WIND, 中国教育财政家庭调查报告 (2021), 北京日报, 华鑫证券研究测算

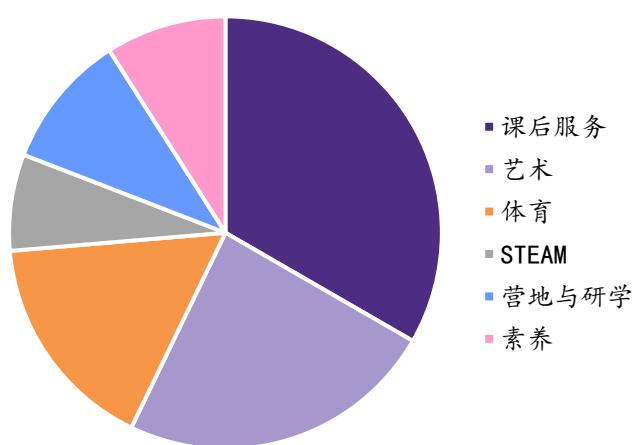
**K12 素质教育市场空间广阔, 需求向多元化个性化深入。**根据多鲸, 2024 年我国素质教育市场规模预计 6463 亿元, 同比增长 29.05%, 2023-2027 年 CAGR 预计为 20.44%, 处于快速增长状态, 2027 年预计突破万亿元。同时素质教育需求呈现多元化、个性化、广泛化, 亦在“双减”后加强与校内教育合作, 强调学科融合, 强化科技属性。2024 年课后服务/艺术/体育/营地与研学/STEAM 教育市场规模占比分别为 33%/24%/16%/10%/7%, 其中课后服务受益于素质教育进校, 预计占比提升; STEAM 教育受我国科技行业快速发展催化, 2027 年市场规模预计达 686 亿元, 2024-2027 年 CAGR 预计为 13.05%。

图表 58: 2021-2027E 非学科培训（素质教育）市场规模及增速



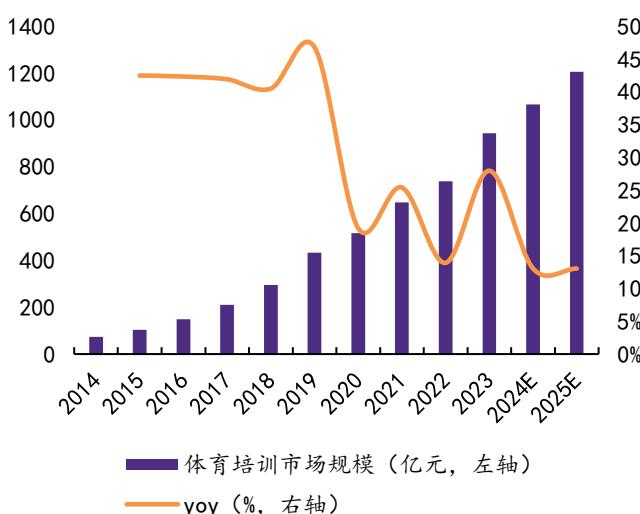
资料来源：多鲸，华鑫证券研究

图表 59: 2024 年非学科培训细分市场占比



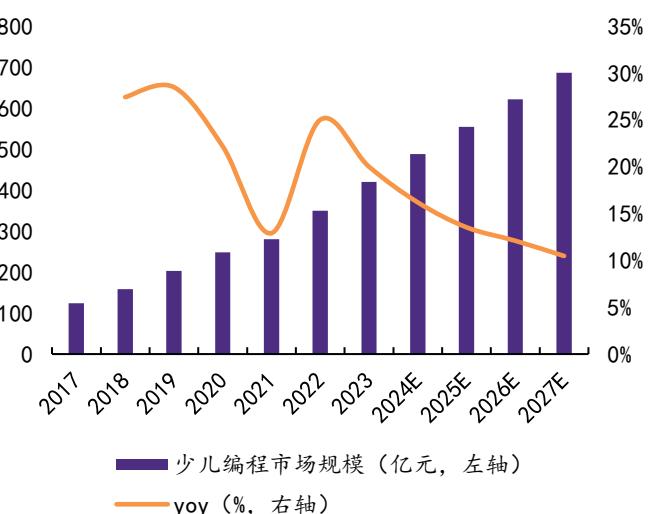
资料来源：多鲸，华鑫证券研究

图表 60: 2014-2025E 体育培训市场规模及增速



资料来源：多鲸，华鑫证券研究

图表 61: 2017-2027E 少儿编程市场规模及增速



资料来源：多鲸，华鑫证券研究

### 3、供给：出清利于龙头，回归良性竞争

#### 3.1、转型方向潜力仍足，头部具先发优势

双减后 K12 学段教培企业战略明晰，素质教育与高中学科培训教育为主要转型方向。双减后 K12 教培企业业务以 4 条主线转型：1) K9 学科业务全面关停，若有子公司为学校营利主体，均转为非营利机构。2) 着力打造 K12 非学科培训即素质教育业务，部分以产品形式进入校内课后服务。3) 重视高中学科培训与高复教育，其中学大教育、卓越教育在全日

请阅读最后一页重要免责声明

制备考业务中发力明显。4) 强化职业教育业务，与中职、高职院校合作专业共建，或自行提供职业培训业务。其中，素质教育业务为教培企业主流转型方向，内容迁移与复用难度更小；高中学科培训中以全日制培训基地形式开展的，先发优势明显。

图表 62：双减前后主要教育机构业务转型情况

公司	双减前	双减后
新东方	公司布局多个教育业务板块：K-12 课后辅导；考试预备；成人语言培训；学前教育、小学和中学学校；教育材料和分销；在线教育。截至 FY2022，公司拥有 1669 个学习中心及学校。	1) 2021 年 9 月宣布回归大学生业务，将现有四六级、考研、出国考试、职业教育四大业务板块进行课程及产品升级。2) 发布对公业务品牌“东方创科”，面向 B 端、G 端提供科技创新教育。3) 关闭 K9 业务，扩大素质教育课程，侧重培养学生的创新能力。4) 以“东方甄选”品牌开启直播电商业务，以“新东方文旅”品牌打造文旅业务。
好未来	主要为 K12 学生提供辅导服务，分别通过“学而思”/“Mobby”/“Firstleap”品牌提供学科培训小班/STEM/英语课程。截至 2021.02，拥有 1098 个学习中心及 990 个服务中心。	1) 2021 年底停止在中国大陆提供 K9 学科课后辅导服务，业务重点转向学习技术解决方案和内容解决方案。2) 整合成人教育品牌“轻舟”覆盖考研、语言培训、留学三大业务。3) 提供素质教育课程。
豆神教育	专注 K12 学科培训业务，以大语文学习业务为核心不动摇，搭载大语文运营渠道带动其他学科发展。2020 年公司大语文直营合作学习中心数量为 98 个，加盟学习中心数量 376 个；报名学生人次/当期累计在读学生人次分别为 38.76/36.27 万人。	转型业务规划为：1) To B 端业务：智慧教育服务业务、公益课堂业务；智慧教育业务中公司自主研发应用服务支撑平台、教学应用软件、管理应用软件三大软件产品线。2) To C 端业务：艺术类学习服务业务、直插电商销售业务。
昂立教育	以传统 K12 学科培训为主，分为中学生事业群、幼少儿事业群、在线教育事业群、素质教育事业群和全国业务发展中心。2020 年末公司直营教学中心 214 所，K12 培训在读学员近 15 万人。	全面向素质素养类非学科转型升级：1) 幼儿段，依托“昂立凯顿成长中心”和“昂立凯顿书画中心”，聚焦“语言、科学、艺术”三大方向，致力于为 3-9 岁儿童打造全方位素质成长课程。2) 中学段，依托“昂立青少年发展中心”和“昂立新课程”，打造实践创造营、科创竞赛、留学咨询，AI 个性化产品发展的 OMO 产品体系。
学大教育	K12 全学段课后培训，其中 K9 占整体营收 40%；另外对高复生和特长生进行“一对一辅导”、“个性化小组辅导”、全日制辅导等个性化教育培训。2020 年末拥有 532 家个性化学习中心。	停止 K9 学科类培训，保留个性化教育培训。同时：1) 探索布局职业教育，与中等和高等职业院校合作，包括专项培训、专业共建等。2) 布局素质教育及科技类教育，包括少儿编程教育、智能机器人课程、赛事合作等。3) 深入实践智慧阅读领域，开展面向儿童和青少年的智能中英文双语阅读馆。
卓越教育	K12 培训为主，包括优学项目（学科类）、英才项目（素质类）和全日制备考项目。截至 2021 年中，在全国有 276 间培训中心。	构建“全日制备考+素质教育+职业教育+自主学习”教育战略为核心，推进多领域布局。2022 年多个产品实现素质转型，是广东省首批通过非学科鉴定的素质类产品。
思考乐教育	通过 K12 学业备考课程和初阶小学素质教育课程提供全面课后教育服务。2020 年末在广东省、江苏省及浙江省经营 152 间学习中心，为深圳收益第二大的公司。	2021 年秋季推出针对中小学的非学科类素养课程，包括科学素养、乐爱国学、逻辑思维训练及妙维国际素养课程。另外，提供课后托管业务。
猿辅导	K12 在线教育服务	1) 推出斑马逻辑思维学习机和斑马 AI 指读机、小猿智能练习本；2) 以“飞象星球”进入 To B 市

作业帮

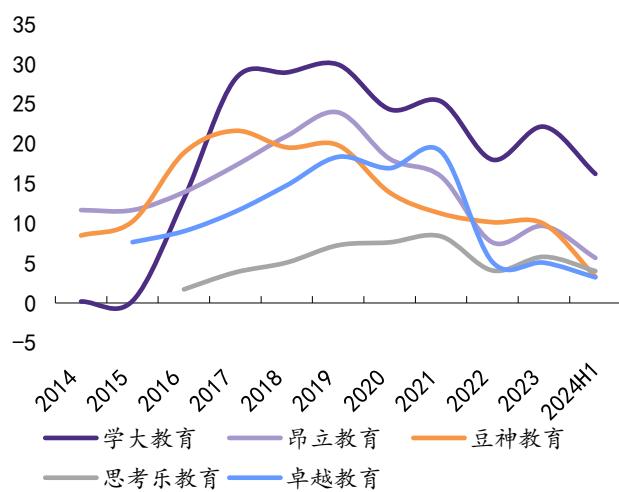
K12 在线教育服务

以小鹿为素质教育品牌形象，推出编程、美术、学习力等系列素养课。

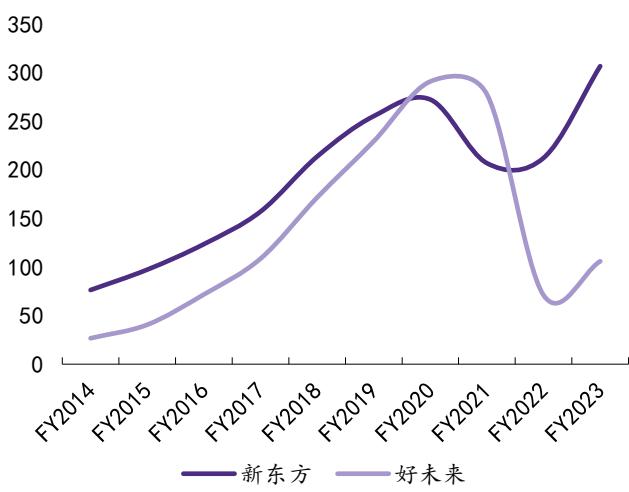
资料来源：界面新闻，澎湃新闻，多知网，蓝鲸新闻，各公司公告，华鑫证券研究

**双减后教培机构营收大幅下滑，目前处于业绩恢复期。**过去 K12 教培企业收入增长迅猛，2016–2019 年学大教育/昂立教育/思考乐教育/卓越教育收入 CAGR 分别为 32%/20%/62%/27%。2022 年为双减后第一年，K12 教培企业营收锐减，学大教育/昂立教育/思考乐教育/卓越教育收入分别同比-29%/-52%/-51%/-73%，收入同比下降幅度越大亦表明此前义务教育阶段学科培训占比越高，如 FY2021 新东方/FY2022 好未来收入分别同比-24%/-74%。2023 年起通过业务转型，教培企业业绩逐步恢复且体现较大弹性，2024H1 学大教育/昂立教育/思考乐教育/卓越教育收入分别同比+29%/+39%/+58%/+68%。

图表 63：2014–2023 年 K12 主要上市教育企业营收情况（亿元）



图表 64：新东方与好未来营收情况（亿元，FY2014：新东方/好未来为 2014.06–2015.05/2014.03–2015.02，下同）



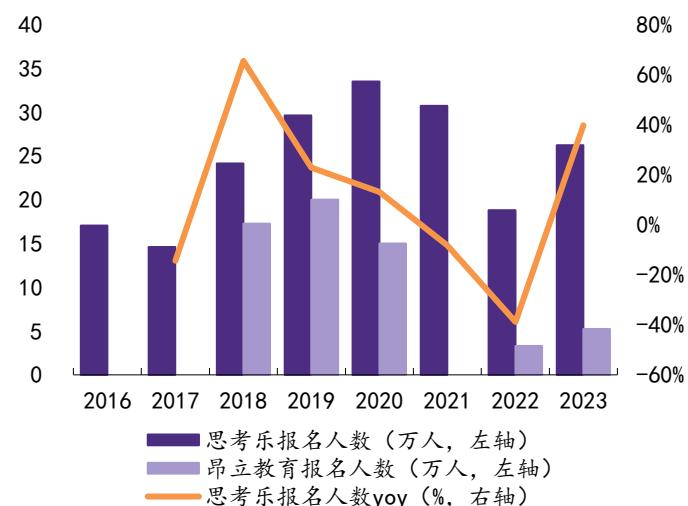
资料来源：Wind，华鑫证券研究

资料来源：Wind，华鑫证券研究

注：为与双减时间线匹配及增强可比性，两家公司财年划分有所调整，下文与该划分均保持一致

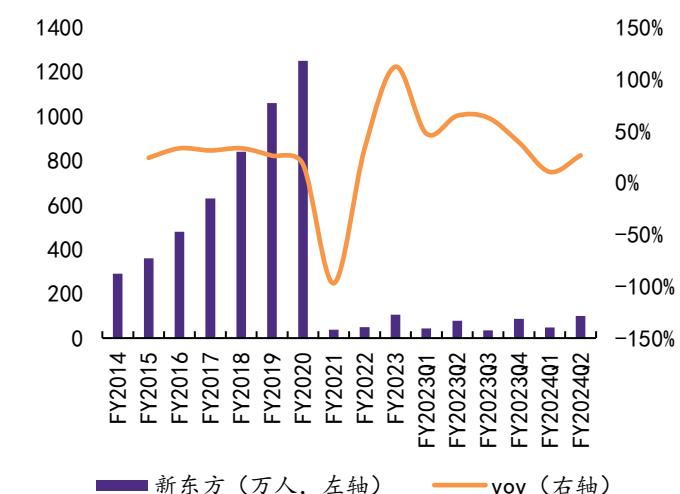
**报名人数骤减为营收承压主因，业务转型调整下逐步恢复。**2022 年思考乐/昂立教育报名人数分别为 18.78/3.30 万人，分别下滑至 2020 年的 56.10%/22.00%。2021 年 6 月至 2022 年 5 月，新东方报名人数下降至 37.2 万名（非学科培训学生），对比过去千万级报名人数大幅下滑。FY2023–2024 单季度恢复情况较明显，2024 年 9 月至 11 月报名人数 99.4 万名，同比增长 26%。

图表 65: 2016–2023 年 K12 主要上市教育企业主要教育企业招生人数及增速



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

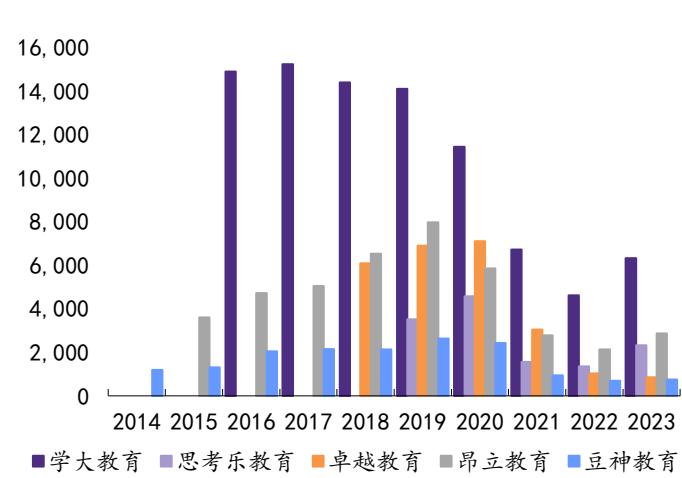
图表 66: FY 2014–2024Q2 新东方招生人数及增速



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

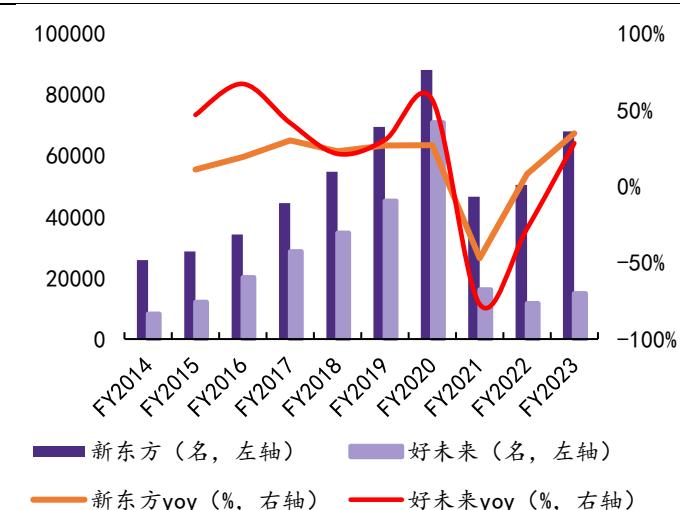
从业人员快速出清，教师流出幅度大持续时间长。在政策与业绩双重承压情况下 K12 教培企业优化成本提升效率，员工数量快速减少，2022 年学大教育/思考乐教育/卓越教育/昂立教育职工人数分别同比 -31%/-13%/-66%/-23%，FY2021 新东方/好未来职工人数分别同比 -47%/-77%，从业人员快速出清。其中以教师出清为主，2021 年学大教育/卓越教育/昂立教育教师数量分别同比 -34%/-58%/-61%，2023 年部分企业仍在出清，学大教育/卓越教育教师数量分别同比 -18%/-31%。

图表 67: 2016–2023 年 K12 主要上市教育企业职工数量 (名)



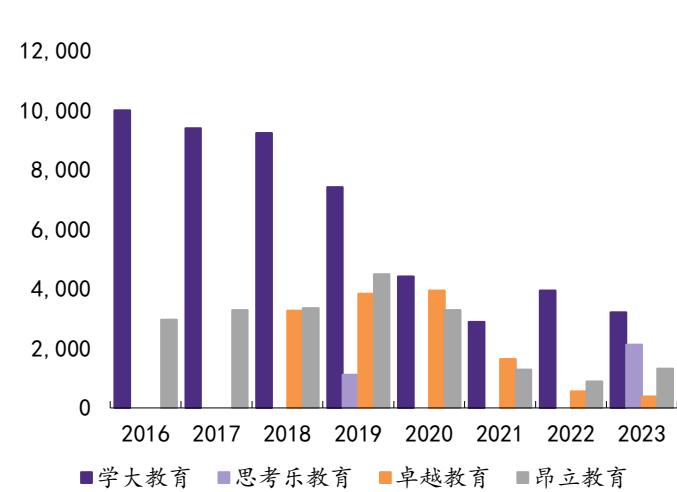
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 68: FY 2014–2023 年新东方与好未来职工数量及增速



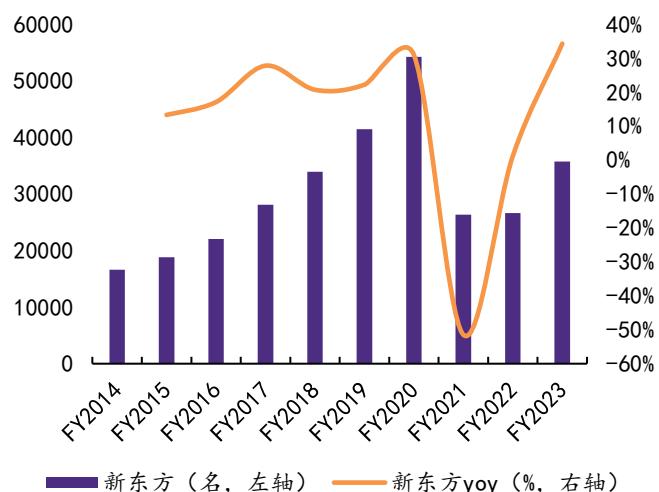
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 69: 2016–2023 年 K12 主要上市教育企业教师数量  
(名)



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

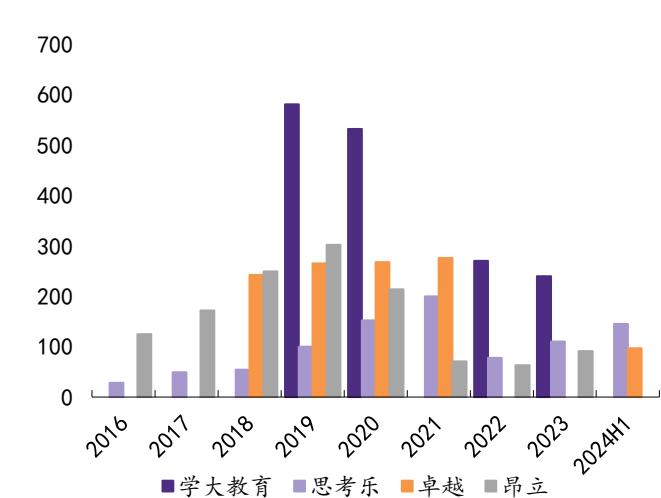
图表 70: FY2014–2023 年新东方教师数量及增速



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

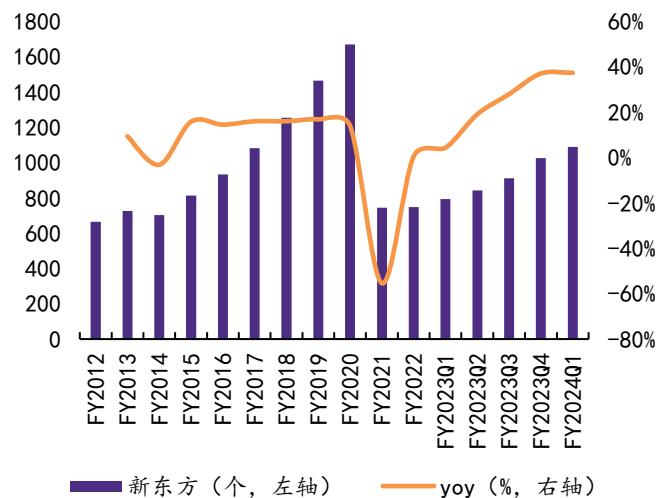
头部教培机构网点关停比例较大，明确转型后逐步恢复。从网店数来看，2022 年 K12 教培机构关停较多网点，学大教育/思考乐教育/昂立教育网点数分别减少至 2020 年的 51%/51%/29%，同时对现存网点进行业务转型和内容调整，提高运营效率，防范经营风险。2023 年以来部分企业网点数量有所恢复，新东方 FY2023 网点逐季增长，FY2024Q1 学校及学习中心合计恢复至 1089 家，同增 37%；已恢复至高峰期 FY2020 网点数量 1669 家的 65%。

图表 71: 2016–2023 年 K12 主要上市教育企业网点数量  
(家)



资料来源: 各公司公告, 龙岩学院官网, 华鑫证券研究

图表 72: FY2012–2024Q1 新东方网点数量及增速

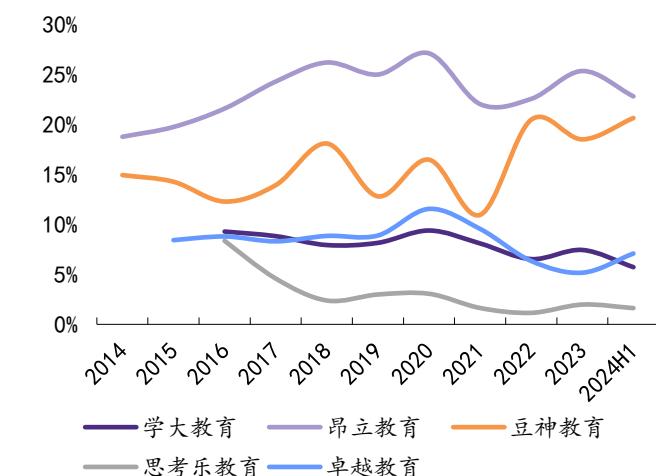


资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

销售费用率优化，经营效率稳步提升。2020 年学大教育/昂立教育/豆神教育/卓越教育

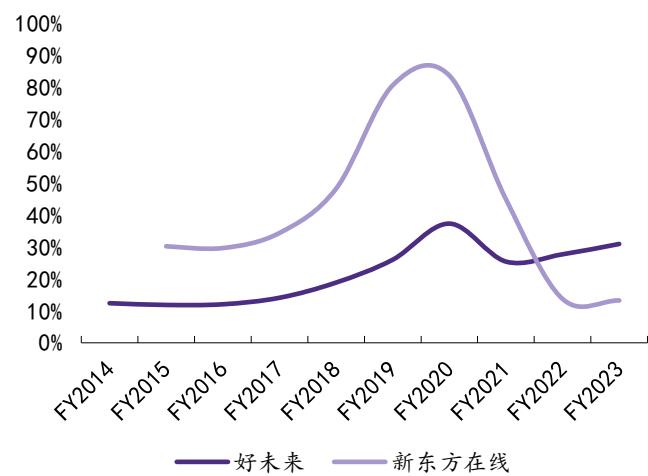
销售费用率分别较 2016 年提升 0.11/5.51/4.18/2.75pcts，同质化激烈竞争下销售费用率提升明显。尤其是在线教育企业如新东方在线，2020 财年销售费用率高达 83.81%。双减后销售费用率同比下降明显，FY 2023 新东方在线/好未来销售费用率分别为 13.27%/30.99%。

图表 73：2014–2023 年主要教育企业销售费用率



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 74：FY2014–2023 年新东方在线与好未来销售费用率

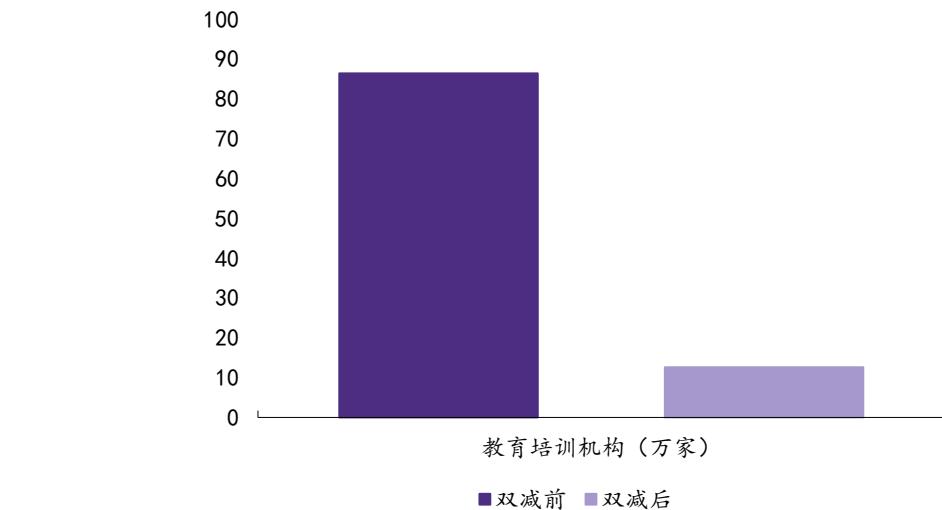


资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 3.2、竞争格局分散，头部集中趋势不变

双减后教育培训机构数量减少，行业供给侧大幅出清。根据中国教育财政家庭调查报告，双减前 2019 年 5 月全国 325 个城市共约 86.4 万家教育培训机构，其中，K12 学科培训校外机构约 18.7 万家，数量庞大且分散。双减后教培机构压减效果明显，根据全国校外教育培训监管与服务综合平台最新数据，截至目前我国约 12.62 万家教培机构，其中学科培训机构仅 9312 家，供给侧出清明显，且以腰尾部机构为主。一方面，中小规模机构在双减后原业务受限下转型难度更高；另一方面，过去多数尾部机构在内容、教师资质、面积、消防等方面合法合规性偏弱，难以存续。

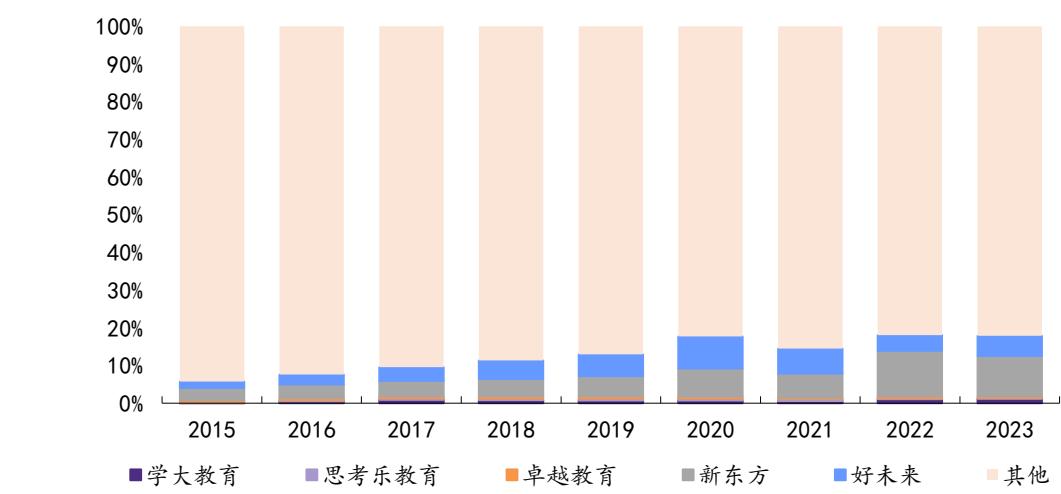
图表 75：双减前后全国教育机构数量对比



资料来源：中国教育财政家庭调查报告 2021，全国校外教育培训监管与服务综合平台，华鑫证券研究

**行业布局分散，双减利于集中度提升。**双减后新东方与好未来为 K12 学科培训两大全国性龙头，2021 年合计市占率约 13%，受限于重资产、各区域升学教培重点有所不同等特点，其他 K12 教培机构以区域龙头为主，2021 年学大教育/思考乐教育/卓越教育市占率分别为 0.60%/0.45%/0.38%。双减后随着中小规模企业加速出清，同时申请牌照等入行门槛持续提高，竞争格局进一步向龙头集中，2023 年新东方市占率预计提升至 10.72%，我们认为后续竞争格局将持续提升。

图表 76：2015-2023 年 K12 学科培训竞争格局



资料来源：WIND，华鑫证券研究测算

## 4、行业评级及投资策略

我们认为目前行业整体处于需求刚性、供给出清、政策风险缓和状态，对在行业中具备较深积累、业务转型成功的头部企业是较好的困境反转机会，并已在去年起得到初步验证，当前时点教培机构业绩恢复仍具弹性空间；中小规模企业出清叠加行业准入门槛提升，竞争格局预计进一步向头部集中。我们看好从 K12 学科培训为原点，向素质教育、高中培训转型较成功的思考乐教育、卓越教育、学大教育，建议关注昂立教育。

图表 77：重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2025-03-18	EPS (元)			PE			投资评级
		股价(元)	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
000526.SZ	学大教育	51.03	1.31	1.72	2.30	39.08	29.64	22.21	未评级
002599.SZ	盛通股份	11.45	0.01	0.01	0.07	1145.00	916.00	153.07	未评级
002607.SZ	中公教育	3.48	-0.03	0.06	0.07	-116.00	57.43	48.74	未评级
002659.SZ	凯文教育	4.90	-0.08	-0.01	0.05	-61.25	-490.00	98.20	未评级
003032.SZ	传智教育	8.55	0.04	-0.10	0.06	213.75	-87.51	152.95	未评级
300010.SZ	豆神教育	8.26	0.02	0.06	0.10	485.88	131.32	81.38	未评级
300192.SZ	科德教育	18.29	0.42	0.50	0.62	43.46	36.72	29.46	未评级
300492.SZ	华图山鼎	88.48	-0.65	1.12	2.15	-136.12	78.70	41.06	未评级
600661.SH	昂立教育	11.28	-0.69	0.12	0.58	-16.35	96.49	19.30	未评级
2469.HK	粉笔	2.45	0.09	0.16	0.18	27.24	15.27	13.97	未评级
1773.HK	天立国际控股	3.88	0.16	0.28	0.36	24.40	14.10	10.84	未评级
0839.HK	中教控股	2.42	0.55	0.16	0.78	4.38	15.03	3.12	未评级
0667.HK	中国东方教育	3.83	0.13	0.21	0.26	30.65	18.00	14.96	未评级
605098.SH	行动教育	43.90	43.90	2.22	2.65	1.00	19.78	16.59	未评级

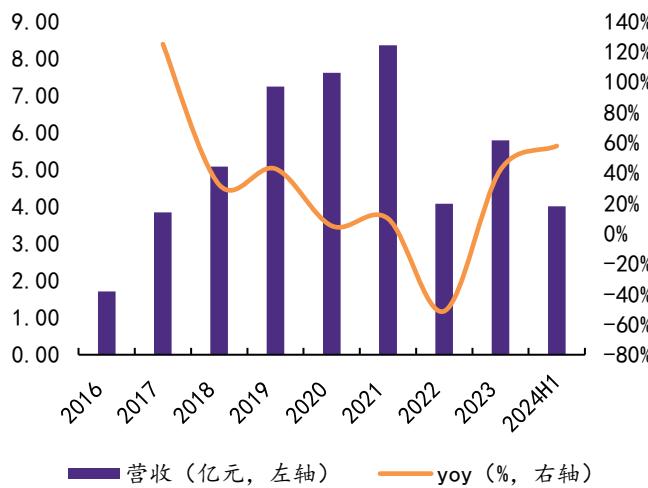
资料来源：Wind，华鑫证券研究（注：盈利预测取自万得一致预期；港币兑人民币汇率为 0.92）

### 4.1、思考乐教育：优势区域市占提升，网点扩张加速放量

**内部机制为核心优势，处于业绩加速释放期。**公司于 2012 年成立于深圳，并逐步将学习中心思考乐中心扩张至福建、东莞及佛山等，深耕以深圳为基点的华南优势区域。2015 年公司内部推行校长负责制、合伙人模式等变革，将公司发展与老师自身利益绑定，同时推出合伙人激励模式、学习中心经营模式等强化晋升与激励，降低流失率；2016 年成立教研中心，注重标准化教研体系；2019 年升级为教学研究院，推出教学 5T 管控系统，进一步强化教学管理；2021 年向苏州、宁波区域进军，并在局部城市组建教研团队。“双减”政策出台后，公司积极转型，2021 年秋季推出素质教育课程，同时逐年关闭部分业绩未达预期的学习中心；2023 年起业绩释放明显，2023/2024H1 收入分别为 5.79/4.01 亿元，分别

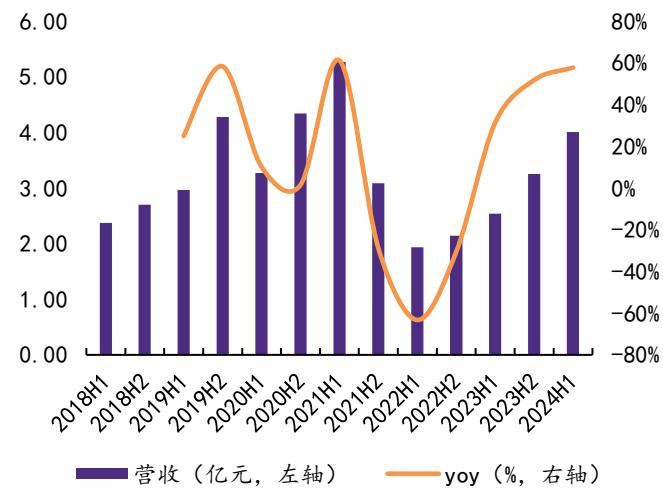
同增 42%/58%。根据公司最新盈利预告，2024 年收入/归母净利润分别预计为 8.35/1.65 亿元，分别同增 46.3%/52.8%。

图表 78：2016–2024H1 思考乐教育营收及增速



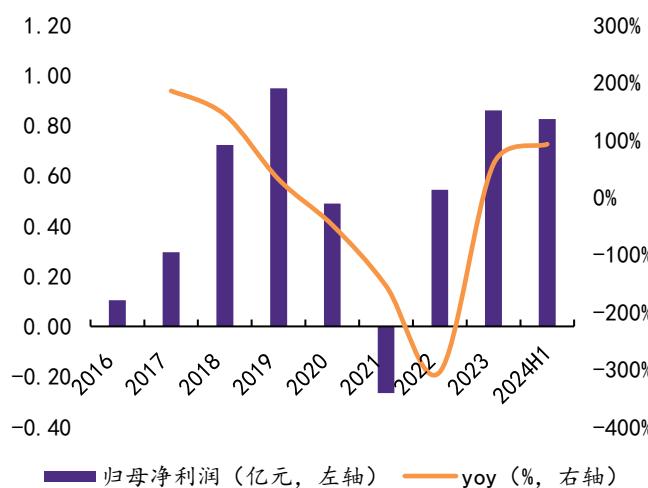
资料来源：Wind, 华鑫证券研究

图表 79：2018–2024H1 思考乐教育营收及增速



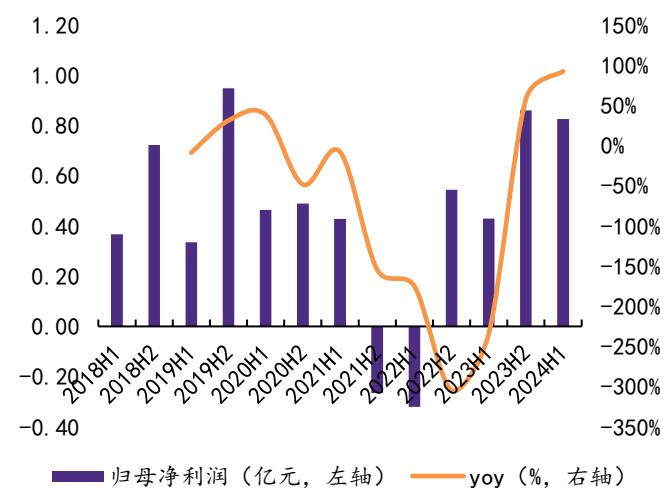
资料来源：Wind, 华鑫证券研究

图表 80：2016–2024H1 思考乐教育归母净利润及增速



资料来源：Wind, 华鑫证券研究

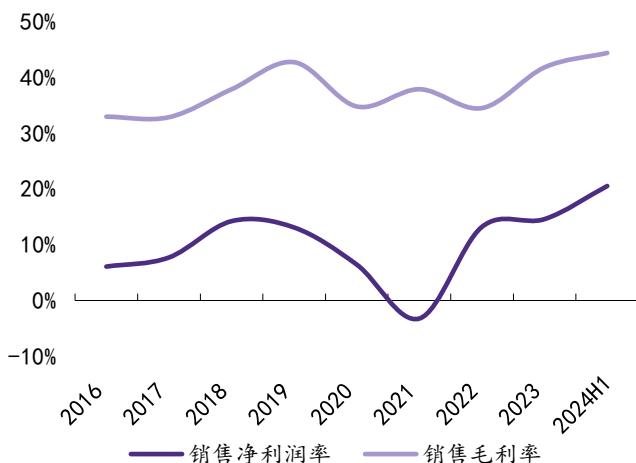
图表 81：2018–2024H1 思考乐教育归母净利润及增速



资料来源：Wind, 华鑫证券研究

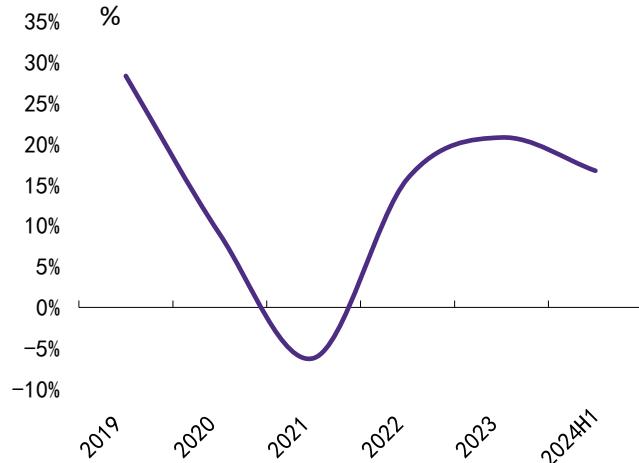
盈利能力逐步恢复，ROE 仍有提升空间。2024H1 公司销售毛利率/净利率分别为 44.38%/20.52%，逐步恢复至双减前水平，主要系公司关停部分学习中心后整体运营效率有所提升。2024H1 ROE 为 16.74%，较 2019 年下降 11.61pcts，仍有较大提升空间。

图表 82：2016-2024H1 思考乐教育毛利率及净利率



资料来源：Wind，华鑫证券研究

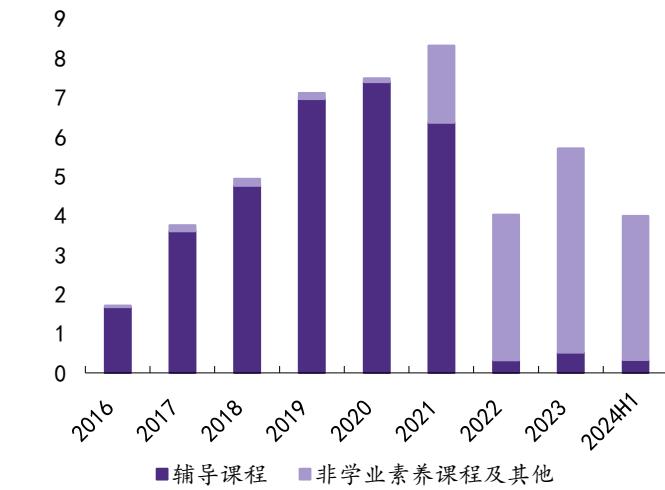
图表 83：2016-2024H1 思考乐教育 ROE



资料来源：Wind，华鑫证券研究

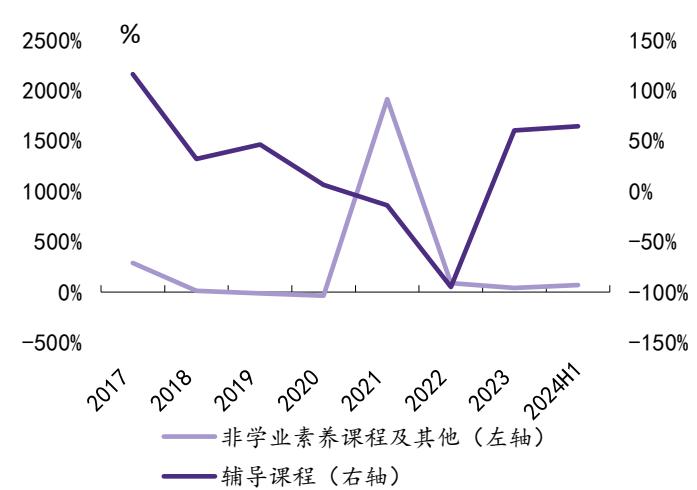
**素质教育业务快速发展，辅导业务逐步恢复。**公司原业务以 K12 学科培训为主，2020 年辅导课程/素养课程收入分别为 7.39/0.10 亿元，分别占比 98.70%/1.30%。2021 年秋季公司推出素养课程，包括科学素养、乐学国学、逻辑思维训练及妙维国际素养等课程，得益于公司此前积累的教研与教学管理资源，及在深圳市优势积淀，素养课程以较快速度取得成效。2023 年辅导课程/素养课程收入分别为 0.52/5.19 亿元，分别同增 60.29%/40.31%，分别占比 9.07%/90.93%。

图表 84：2016-2024H1 思考乐教育分业务收入（亿元）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 85：2016-2024H1 思考乐教育分业务收入增速

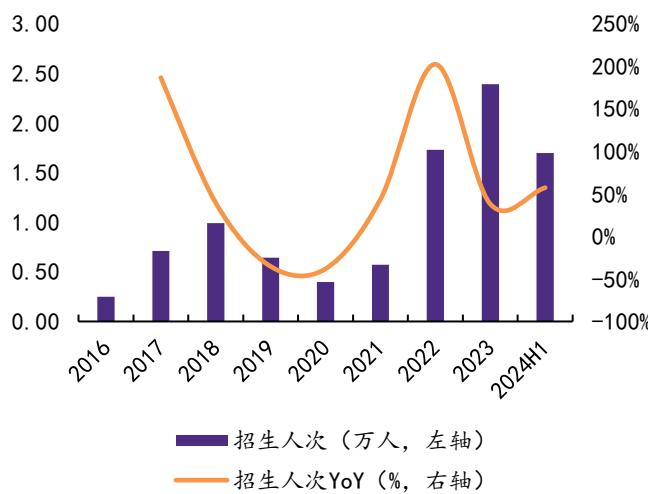


资料来源：Wind，华鑫证券研究

**两大业务招生规模扩大确定性强，区域扩张驱动长期增长。**2024H1 素质教育/辅导课程招生人次分别为 1.70/1.47 万人，分别同增 57.30%/70.10%；客单价分别为 2.16/0.22 万元

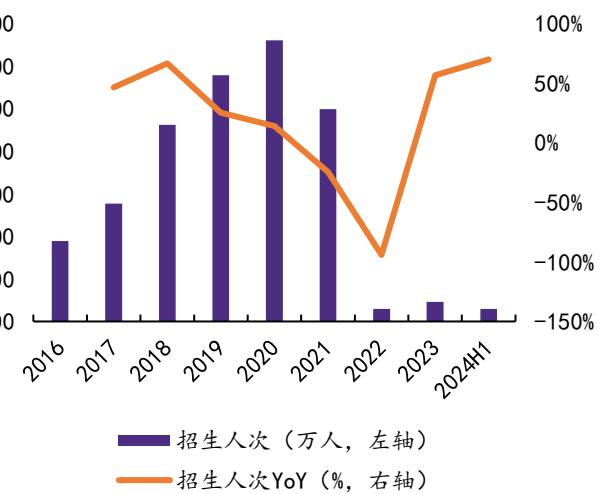
/人，分别同增 4.40%/0.27%，整体以招生人次增长为主要拉动力，客单价平稳增长。后续公司主要增长点在于：1) 深圳校区持续增长以进一步稳固优势，强化龙头地位并提高渗透率；2) 较高的续班率表明教育产品与体系获得认可，利于向周边区域持续扩张；3) 高中教培与素质教育培训两大发展方向均有较大增长潜力。

图表 86：2016–2024H1 思考乐教育素质教育业务招生人次及增速



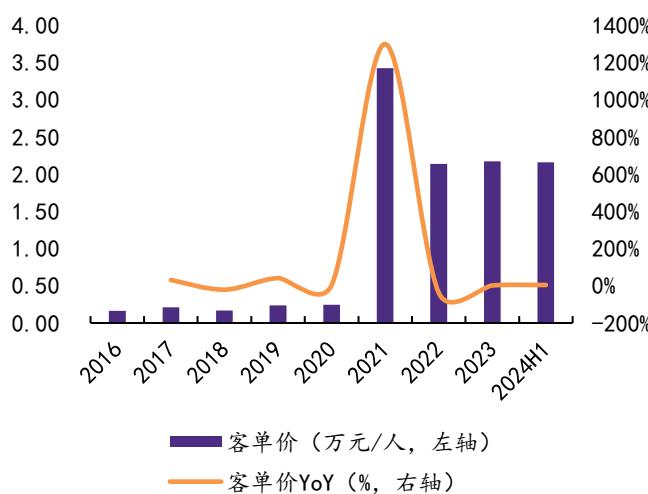
资料来源：Wind, 华鑫证券研究

图表 87：2016–2024H1 思考乐教育辅导课程业务招生人次及增速



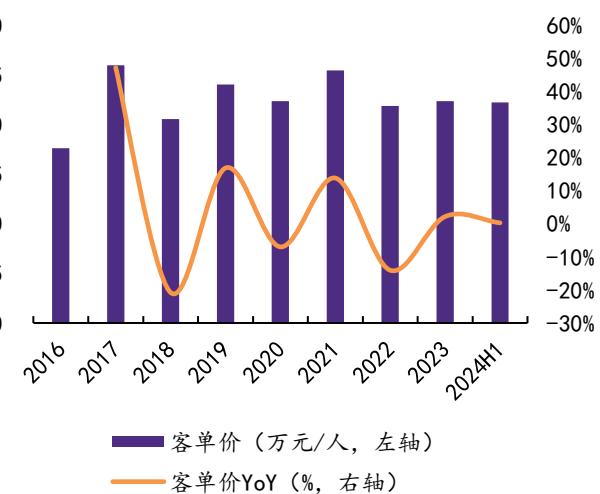
资料来源：Wind, 华鑫证券研究

图表 88：2016–2024H1 思考乐教育素质教育业务客单价及增速



资料来源：Wind, 华鑫证券研究

图表 89：2016–2024H1 思考乐教育辅导课程业务客单价及增速



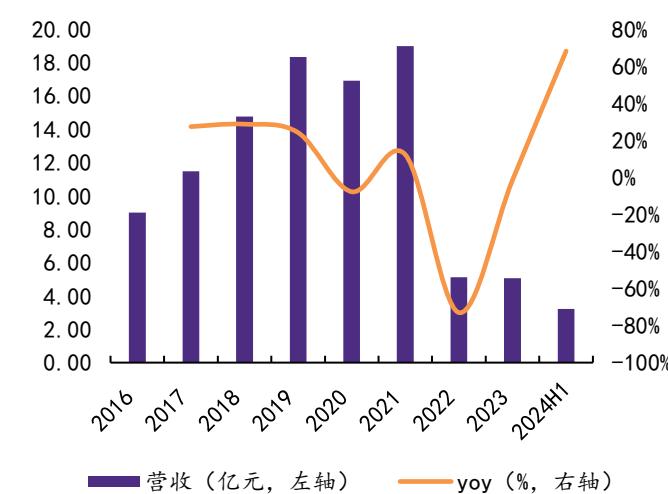
资料来源：Wind, 华鑫证券研究

## 4.2、卓越教育：高复业务优势释放，素质教育快速增长

多业务线同步发力，业绩快速恢复。公司于 1997 年成立于广州，2000 年/2005 年起分

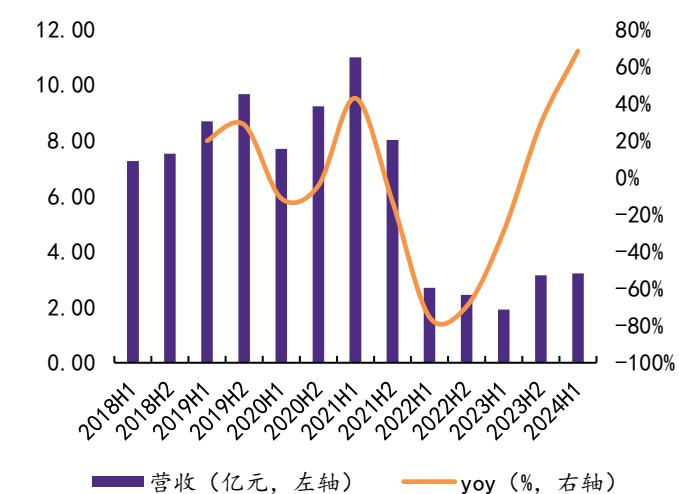
别为高复生/中复生提高全日制备考课程，2007 年起业务扩张至佛山、上海、东莞、深圳等地；2012 年将高考及中考复读课程合并为新成立的全日制业务分部。2014 年起推出“卓越大语文”、“少儿英语”等品牌提供 K12 学科培训课程。截至 2020 年底，公司已拥有 268 间培训中心，主要分布在粤港澳大湾区，业务包括以 K12 培训为主的小班辅导和个性化辅导、素质教育、全日制备考项目；2020 年收入/归母净利润分别达 16.92/1.30 亿元。“双减”政策发布后，K9 培训全面关停，构建“全日制备考+素质教育+职业教育+自主学习”业务布局，将原有 K12 校区转为素质教育成长中心。2023/2024H1 收入分别为 5.06/3.21 亿元，分别同比 +62.11%/+160.68%。

图表 90：2016–2024H1 卓越教育营收及增速



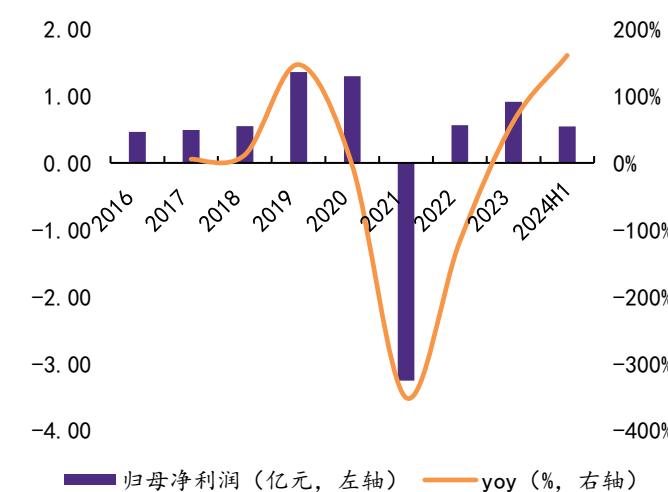
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 91：2018–2024H1 卓越教育营收及增速



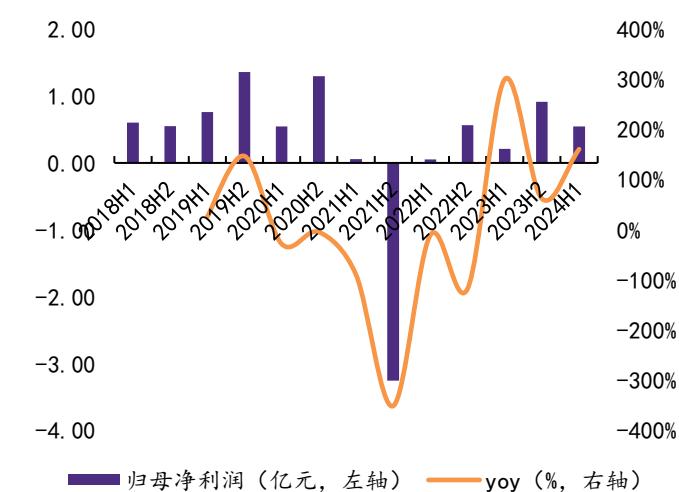
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 92：2016–2024H1 卓越教育归母净利润及增速



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 93：2018–2024H1 卓越教育归母净利润及增速



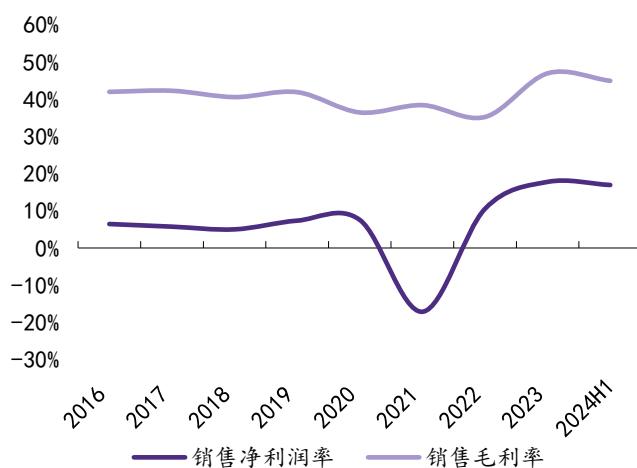
资料来源：Wind，华鑫证券研究

盈利能力逐步恢复，ROE 具备提升空间。2024H1 公司销售毛利率/净利率分别为

请阅读最后一页重要免责声明

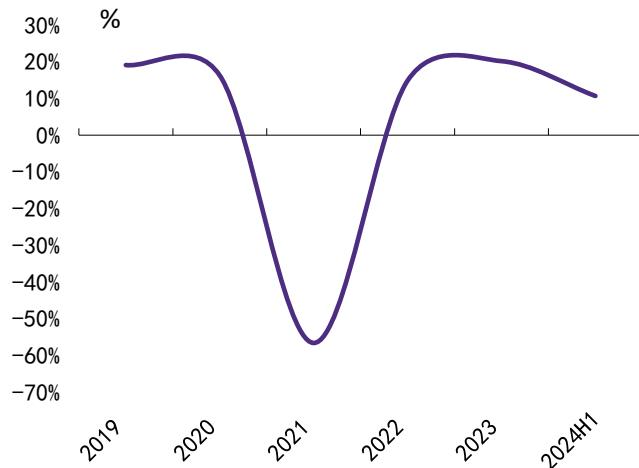
44.96%/16.94%，逐步恢复至双减前水平，主要系公司关停部分K12校区，同时将部分校区转型为素质教育成长中心；在上海、南宁、惠州区域直接关停K12学科培训业务，聚焦发展目前业务，提升运营效率；后续在扩张网点、培养老师及应对竞争情况下利润率预计将回归稳态水平。2024H1ROE为10.67%，较2019年下降8.42pcts，仍有较大提升空间。

图表 94：2016-2024H1 卓越教育毛利率及净利率



资料来源：Wind，华鑫证券研究

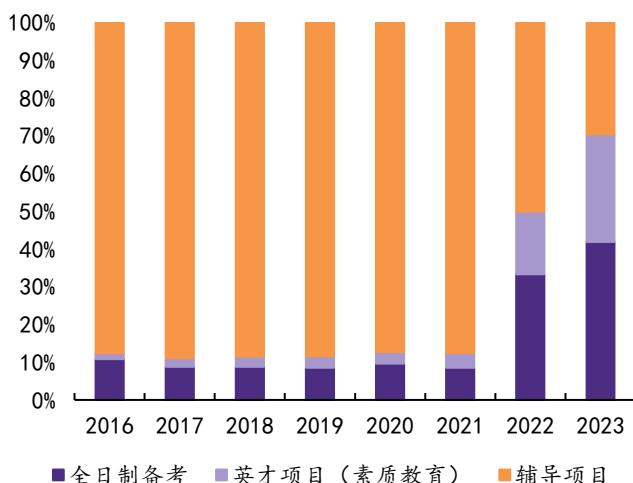
图表 95：2016-2024H1 卓越教育 ROE



资料来源：Wind，华鑫证券研究

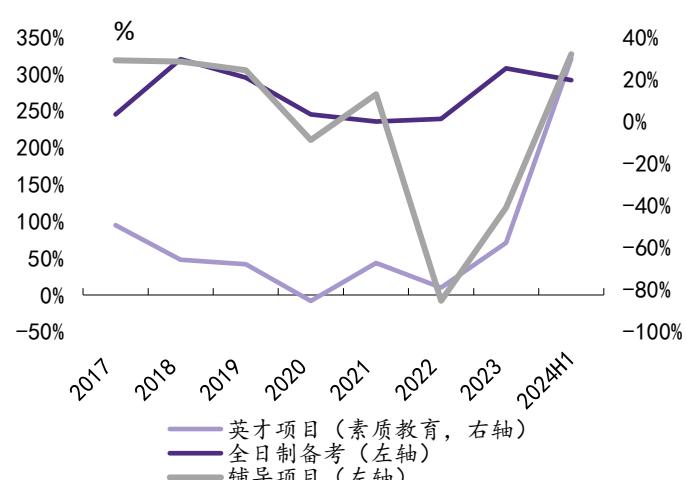
高复业务与素质教育双轮驱动，网点扩张空间较大。2021年公司全日制备考/素质教育/辅导项目营收分别为1.62/0.74/16.63亿元，分别占比8.52%/3.90%/87.59%，K12学科培训为公司核心业务。“双减”发布后原全日制备考与素质教育为主要发力点，2024H1全日制备考/素质教育/辅导项目营收分别为1.24/1.18/0.76亿元，分别同比+19.65%/+320.94%/+31.93%，分别占比39.04%/37.16%/23.80%。其中，素质教育课程内容多元，囊括多个标准化素质教育产品，为广东省首批通过非学科鉴定的素质类产品，2023年与50所广州中小学可提供校内课后综合服务；高复业务在全封闭管理基础上推出卓越3+证书高职高考班，以小班化教学为模式创新业务。后续增长点在于：1)以广州为原点的华南区域网点校区扩张，受益于龙头市占率提升；2)高复业务具备较深积累，素质教育业务处于快速增长期，业务基本盘与第二增长曲线同步发力。

图表 96: 2016-2024H1 卓越教育分业务收入 (亿元)



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 97: 2016-2024H1 卓越教育分业务收入增速

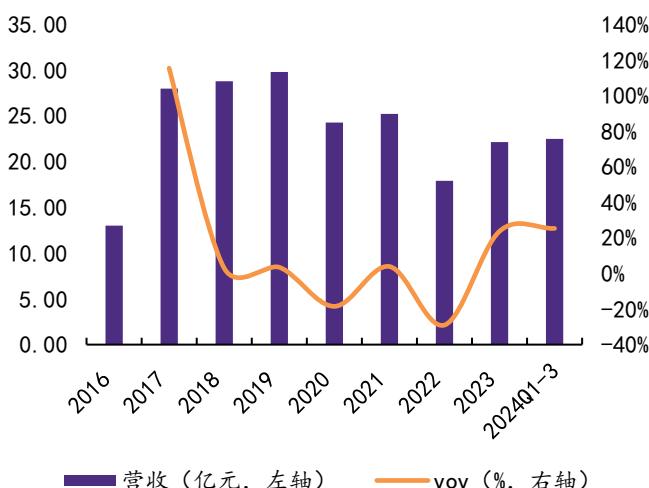


资料来源: Wind, 华鑫证券研究

### 4.3、学大教育: 高中教培根基稳固, 职业教育驱动增长

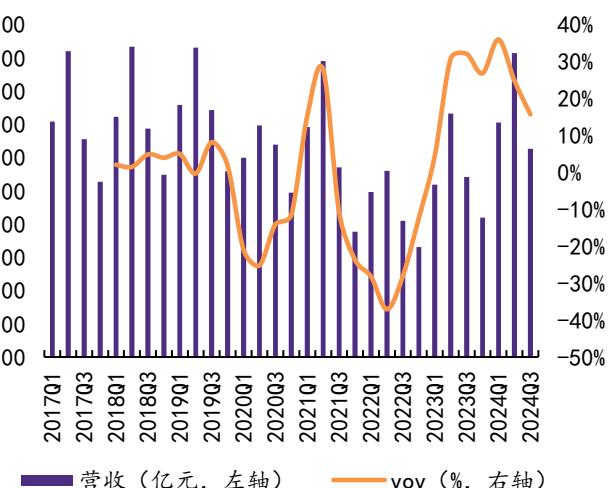
高中培训业务基础扎实, 职业教育发力增长。公司以线上家教中介平台起家, 2004 年起向线下辅导转型, 为 K12 学段提供个性化辅导; 2010 年公司在纽交所上市, 2015 年学习中心数量超过 500 家。2016 年从美股退市后计划借壳在 A 股上市, 但由于定增方案未通过, 公司有息负债额大幅增长, 对实际运营产生一定影响。业务上, 2020 年公司拥有 532 家学习中心, 实现营收/归母净利润分别为 24.26/0.44 亿元。2021 年“双减”政策发布的同时, 创始人金鑫成功回到实控人位置, 2022 年重新调整战略, 以高中阶段个性化辅导培训为主要业务, 同时发力职业教育, 成效明显。2023/2024Q1-3 公司营收分别为 22.13/22.47 亿元, 分别同比增长 23.67%/25.29%。截至 2024 年上半年, 公司拥有超过 240 所个性化学习中心与 30 所全日制培训基地, 同时与多家职业院校合作进行专业共建或学院并购, 与全日制培训业务形成协同效应。

图表 98: 2016-2024 前三季度学大教育营收及增速



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

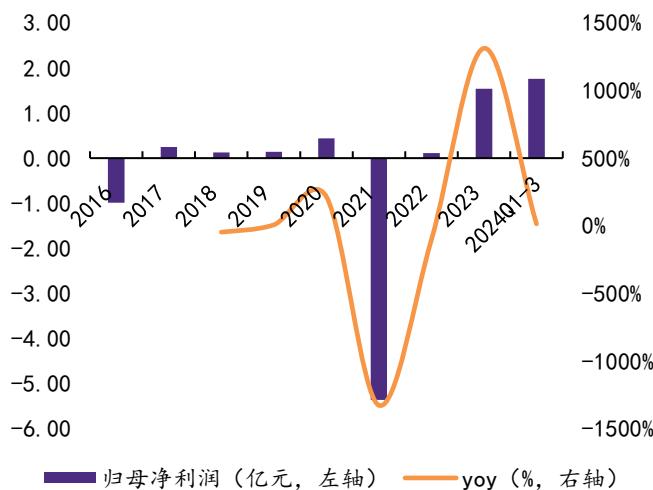
图表 99: 2017-2024Q3 学大教育单季度营收及增速



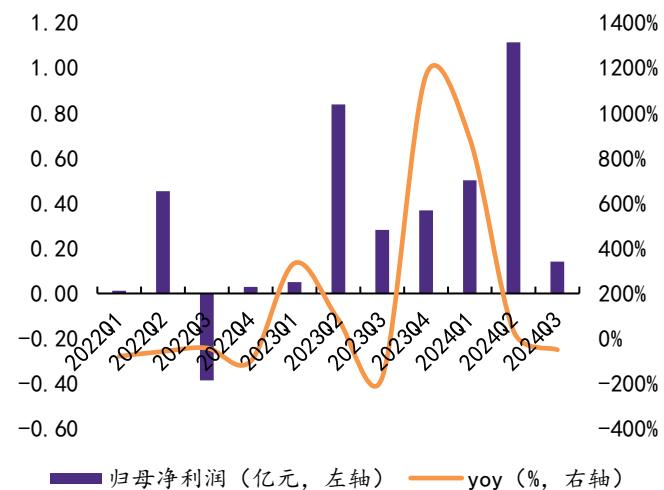
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

请阅读最后一页重要免责声明

图表 100：2016-2024 前三季度学大教育归母净利润及增速



图表 101：2017-2024Q3 学大教育单季度归母净利润及增速



资料来源：Wind, 华鑫证券研究

资料来源：Wind, 华鑫证券研究

## 5、风险提示

- (1) 政策趋严风险；
- (2) 招生增速放缓风险；
- (3) 竞争加剧风险；
- (4) 宏观经济承压风险；
- (5) 市场化定价受限风险。

## ■ 食品饮料组介绍

**孙山山：**经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号，2023年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

**肖燕南：**湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

**张倩：**厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**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

请阅读最后一页重要免责声明

45

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。