教育板块2025年中期投资策略
K12教育投资守正，职业教育与AI主题投资出奇

行业研究 · 行业专题

社会服务 · 教育

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：张鲁
010-88005377
zhanglu5@guosen.com.cn
S0980521120002

联系人：周瑛皓
zhouyinghao@guosen.com.cn

写在前面

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- 教育产业两大核心功能分别是升学及就业，进一步衍生出不同细分赛道。升学方向，如**学前教育**（早教）、**K12教育**（学校及课外培训）、**中职高职及高等教育**（民办职高、高教、考研留学培训等）；就业方向包括各类非学历的**职业技能培训及考证、公考等录用类考试培训**。

- **鉴古知今，“双减”及疫情前，K12教培与公考备考均跑出过千亿大市值。K12教育是长坡厚雪赛道，**底层刚需且用户生命周期长，树立口碑后能进一步吸引优质生源，进而更容易打出好的升学成绩，实现正循环。好未来、跟谁学（后更名为高途集团）、新东方在2021年初分别达到历史最高市值3493、2350、2178亿元人民币。好未来和新东方是线下教培的传统品牌机构，分别主打提分效率高的数学和英语课程，好未来旗下“学而思培优”强教研模式可复制性极强，因此市值天花板也最高；新东方名师基因更明显。**高途集团则**主推线上双师课程。**公考备考**强结果导向，“考试未通过则按协议比例退还学费”的协议班提升前期付费意愿，中公教育借此迅速抢占份额，市值最高达2658亿元人民币。此外，学历资产兼并收购潮下也有曾最高达到381亿元人民币市值的**民办高教**集团中教控股。

- **“双减”及疫后以上公司均还未恢复至市值历史高点。**对于**K12教育公司**，核心在于传统教培龙头如好未来、新东方等**阶段性侧重于更多样业务**以防范政策风险，高途集团则在合规转型后需探索与素养培训更契合的线下教培场景。目前来看，实现市值新高的标的是受益于头部竞争格局改善的华南地区龙头卓越教育集团；东方甄选期间爆火出圈期间也创下新高，但主业已不属于K12教培；学大教育期间相对接近历史市值峰值，其以高中业务为主，处在相对温和的监管环境。对于**公考备考**而言，录取名额有限，随着参培的学生越来越多“协议班”模式也面临阵痛，行业正经历该模式的再平衡过程。**民办高教**则由于存量学校选营未取得实质性进展，面临集团层面派息可持续性的挑战。

- **总体而言，教育行业仍处在“双减”、民促法后政策环境逐步明确的修复进程中，竞争格局、具体业态也随之调整改变，因此结构性的投资机会依旧值得挖掘。**

摘要

■ **教育行业趋势回顾与展望**:1）**生育津贴等政策利好行业，K12教培实施常态化监管：**促服务消费与生育津贴等政策改善教育消费预期，预付消费法规加强资质审核，利好头部机构；地方强化分类管理细则。2）**人口形势：**受出生人口下滑影响，2024年全国小学在校学生人数已开始下行，初稿适龄人口暂未达峰，大湾区具备差异性显著人口红利。3）**升学意愿：**追求更高学历意愿仍强烈，普高入学率持续走高，普通本科学位扩张仍在进程中，高等职业教育作为补充愈发获得社会认可。4）**AI教育加速落地：**受益于技术进步，2025年初至今AI教育产品加速推新，传统教育品牌亦加快开发自研AI教育产品。**教育行业2025年中期展望：教育行业纯内需、重刚需特征稳固，但随考研、留学意愿及就业市场变迁（总体岗位招聘需求仍待回暖，但制造业蓝领岗位韧性相对强），不同教育服务付费意愿边际预计进一步分化。此外也可关注AI教育产品带来的教育供给变革。**

■ **行情回顾：个股分化显著。**2025.1.1-6.12，教育（申万）指数上涨5.04%，同期中证800下跌0.46%，跑赢大盘5.50pct。**职业教育**中国东方教育领涨，就业环境变化，蓝领技能培训价值获重估。**K12教培**分化显著，战略调整及AI赋能下高途、有道迎来盈利拐点；卓越教育集团强品牌力，大湾区人口红利&政策环境友好，公司高分红回馈股东；学大高考前冲刺旺季，25Q1业绩增速环比显著修复；盛通积极布局AI机器人，均走出超额收益；新东方及好未来K12业务稳固，但分别受留学业务、硬件销售拖累，期内股价承压。存量**高教学校**选营未取得实质进展，宇华教育、希教国际控股着手处理可转债问题，情绪有所修复。**公考备考**景气度高，但支付意愿、竞争格局待改善，华图山鼎积极回购/发布股权激励，走出超额收益。

■ **子板块分析与展望：1)小初教育：**“双减”/民促法实施条例后K9学校不得选营及关联交易；K9教培以素养课程回补供给，结构上高端培优仍缺位，强教研教学培优品牌望获得溢价。刚需特征显著，人口下滑冲击逐步传导但适龄人口数庞大，参培率也有望持续提升。大湾区有差异化人口红利优势。**2)普通高中：**政策环境相对宽松，民办高中可选营，营利性高中学科培训增量牌照发放受限，但存量机构经营的监管环境相对温和；高中近十年仍将享受人口红利；近年普通高中持续扩容。**3）中职高职：**“五五分流”调整后，契合社会主流升学理念的民办普高及高中教培需求仍旺盛，中职学校招生则承压，但强职业技能培训客观上有需求。**3)民办高教：**是政策鼓励方向同时也有客观需求，招生稳健增长，其中民办本科认可度更高，但转营实质进展较缓。**4)考研/留学：**近两年考研报考及留美人数（美国是中国留学生最主要目的地）均下滑，行业边际上存在负增长压力。**5)职业培训及考公：**均为强结果导向，职业培训与经济周期及产业景气度强相关；公考报考人数高位维持增长、通过率降低，去“协议班”后付费意愿受抑制，此外行业尾部效应明显，竞争格局分散。

■ **投资建议：维持板块“优于大市”评级。1、K12教育行业仍具长坡厚雪特征，高考备考人口红利显著，监管正走向常态化，**优先推荐K12教育主业稳固的行业龙头学大教育、天立国际控股、新东方-S，建议关注持续调整修复的好未来集团、高途集团、昂立教育等。传统教培龙头仍在修复进程中，建议关注受益于竞争格局优化的区域教培龙头卓越教育集团、思考乐教育等；**2、职业技能及录用考试培训以结果导向为主，弹性较大，**随高中及以上学历劳动力数量逐步扩张，技能型人才愈发重要，强技能培训重新得到定价。优先推荐外部旺盛需求与自身区域中心建设共振的多专业技能培训龙头中国东方教育。后续提振内需效应若逐步释放，建议关注消费力复苏后经营存在弹性的企业家培训（企业家信心）、IT就业培训（招聘需求）、公考培训（付费意愿）等赛道，推荐行动教育，建议关注华图山鼎、粉笔。**3、AI题材及高教估值修复主线，**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。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。

■ **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。**

目录

01 趋势回顾：政策利好、人口形势、升学意愿、AI浪潮

02 行情回顾：个股分化显著， K12教育领涨

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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

趋势1：生育津贴等政策利好行业，K12教培实施常态化监管

国信证券 GUOSEN SECURITIES

■ **强化分类管理细则，民办教育监管走向常态化。K9培训**非学科类培训加快审批、应批尽批，同时严厉打击违法学科类培训。**高中学科培训**广东省明确不再接受新审批，但现有存量的少数学科类培训机构仍需要符合一定条件运营。**学历学校北京**明确各级各类学校设立审批权限，选营可依法到市场监督管理部门办理登记，**职业培训**主要面向成年人，政策限制较少。

■ **促服务消费政策与生育津贴改善预期，加强资质审核有望改善竞争格局。《促进服务消费高质量发展的意见》**明确教育培训消费为激发改善型消费活力的重要一环。**地方生育津贴政策**再加码，多地已落实至一孩补贴，边际望改善长期人口下滑对教育需求的抑制。《关于审理预付式消费民事纠纷案件适用法律若干问题的解释》中要求**场地出租方履行资质审核义务，强化监管有望加速淘汰无证经营劣质机构。**

表：民办教育政策逐步清晰，走向常态化监管，且多重政策利好不断释放

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（包括限制营利性运营、规范培训时段等），同时明确未对非学科类培训及高中学科培训采取限制措施，允许其以市场化形式参与学校课后服务。这一政策导向为未来行业转型发展指明方向。
2024.04	北京“双减”专项行动启动会	北京市部署通审批准入程序，平稳迅速完成审核、审批、法人登记信息变更等事项。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，畅通审批流程，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，应按照'应批尽批'原则，对符合设置标准的非学科类教培机构，在合理合规合法的前提下，进一步优化审批流程，加快审核进度、加强专业辅导。**
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，同时鼓励具备资质的第三方机构提供非学科类优质公益课后服务。指导学校按照有关规定，通过购买服务方式引进符合条件的第三方机构参与课后服务供给
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，现有存量少数学科类培训机构业需要符合一定条件，此新修订《设置标准》从准入门槛、场地要求、从业人员等方面对存量学科类校外培训机构进行分类管理、 监管。
2024.11	《关于审理预付式消费民事纠纷案件适用法律若干问题的解释》	明确预付费用监管规则、强化退费责任与合同效力认定
2025.03	呼和浩特《关于促进人口集聚推动人口高质量发展的实施意见》	生育津贴落实到一孩，且义务教育阶段，二孩入学“幼随长走”、“就近择优”、三孩及以上孩子，入学可在全市自由选择

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

趋势2.1：受出生人口下滑影响，2024年全国小学在校学生人数已开始下行初、高中适龄人口数尚未达峰

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **人口趋势总结：**
- **2024年全国层面小学在校学生人数已开始下行。**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学校里就 读），分析小学在校学生人数将开始下行。
- **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。**
- **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	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	1.06	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	0.54	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%	-2%	-1%	-5%	-6%	-9%	-10%
	初中生	-3%	2%	0%	1%	0%	0%	4%	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

趋势2.2：大湾区具备差异性的人口红利

- **生育率持续领跑全国：**广东省连续7年位居全国第一生育大省，2023年出生人口103万（出生率8.12‰），显著高于全国平均水平（6.39‰），且大湾区核心城市如广州（11.07‰）、东莞（10.5‰）出生率超10‰，为教育行业提供持续生源基础。
- **年轻人口持续净流入：**珠三角地区凭借产业与就业机会，吸引大量适婚育青壮年迁移。2023年广州户籍迁入人口达22.05万，深圳15-59岁人口占比79.53%，东莞高达81.41%，直接扩大潜在教育消费群体。

表：**广东省K12在校学生人数规模**

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
K9在校生人数（万人）	1253.07	1298.06	1360.84	1422.46	1462.58	1508.22	1537.65	1587.18
其中：								
小学（万人）	905.22	941.96	988.37	1033.4303	1057.11	1079.01	1084.05	1110.52
初中（万人）	347.84	356.10	372.47	389.03	405.47	429.21	453.6	476.66
其中：外省户籍随迁子女							223.5	213.02
占比							14.5%	13.4%
普通高中在校生人数（万人）	197.37	189.27	183.71	183.74	190.35	200.77	211.78	222.87
YoY								
K9在校生人数（万人）		3.6%	4.8%	4.5%	2.8%	3.1%	2.0%	3.2%
其中：								
小学（万人）		4.1%	4.9%	4.6%	2.3%	2.1%	0.5%	2.4%
初中（万人）		2.4%	4.6%	4.4%	4.2%	5.9%	5.7%	5.1%
普通高中在校生人数（万人）		-4.1%	-2.9%	0.0%	3.6%	5.5%	5.5%	5.2%
入读率								
K9								
其中：								
小学（净入学率）			99.97%	100.00%	100%	100%	100%	99.90%
初中（毛入学率）			110.60%	110.80%	109.80%	109.50%	109.04%	108.60%
普通高中（毛入学率）			96.70%	96.88%	97.30%	97.70%	97.17%	97.60%

资料来源：广东省年鉴，国信证券经济研究所整理

趋势3：个人追求更高学历意愿仍强烈，高等职业教育愈发获得认可

- **对高学历、高素质人才需求显著提升。**普通高中和高等教育（尤其是普通本科）规模的持续扩大，清晰地反映了就业市场对更高学历层次和综合素质人才的需求增长。这表明产业升级正在倒逼人才结构优化，知识密集型岗位需求旺盛。
- **普通本科扩招仍在途中&技术技能型岗位需求增长，推进高等职业教育在校学生人数提升。**职业本科和高职教育（特别是职业本科从无到有且发展迅速）的蓬勃发展，直接指向就业市场对应用型、技术技能型人才的需求激增。市场对职业教育体系培养的专业技能人才接纳度和需求度明显上升，反映出经济结构中对“工匠”型人才的需求缺口正在被填补和重视。

表：**全国各学段、各类型学校数量及在校学生人数**

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
全国学校数量（单位：万）						
幼儿园	28.12	29.17	29.48	28.92	27.44	25.33
小学	16.01	15.80	15.43	14.91	14.35	13.63
初中	5.24	5.28	5.29	5.25	5.23	5.21
普通高中	1.40	1.42	1.46	1.50	1.54	1.58
中职学校	口径调整		0.73	0.72	0.71	0.69
普通本科	0.13	0.13	0.12	0.12	0.12	0.13
职业本科	-	-	32所	32所	33所	51所
高职学校	0.14	0.15	0.15	0.15	0.15	0.16
全国学校在校人数（单位：万）						
幼儿园	4714	4818	4805	4628	4093	3584
小学	10561	10725	10780	10732	10836	10584
初中	4827	4914	5018	5121	5244	5386
普通高中	2414	2494	2605	2714	2804	2922
中职学校	口径调整		1312	1339	1298	1229
普通本科	1751	1826	1893	1966	2035	2086
职业本科	-	-	13	23	32	41
高职学校	1281	1460	1590	1671	1708	1765
按出生人口测算的普高适龄人口数	4839	4809	4794	4795	4786	4817
普通高中入学率	**49.9%**	**51.9%**	**54.3%**	**56.6%**	**58.6%**	**60.7%**

资料来源：全国教育事业统计公报，国信证券经济研究所整理

趋势4：AI教育产品加速推新，传统教育公司亦加快开发自研AI教育产品

国信证券 GUOSEN SECURITIES

■ **多邻国领先验证AI+教育潜力。**多邻国自2016年起开始在内容生产、体验优化等层面应用AI技术，2025Q1借助AI技术能力一次性更新148门新语言课程，而据管理层分享，此前100门课程的开发需耗费约12年时间，再度验证AI在提升教育资源供给效率方面的潜力。

■ **AI教育产品加速推新，传统教育公司亦加快开发AI教育产品。**高性能、低成本、开源的Deepseek-R1适配教育领域，国内AI教育迎来加速落地新机遇。除使用AI实现降本增效外，目前诸多教育公司已发布对外销售的AI产品。软件端，好未来九章大模型、有道子曰大模型、高途、学大教育、粉笔等等纷纷宣布接入DeepSeekR1，对原有产品进行更新。此外有道在硬件上也更新推出集成有deepseekR1的有道AI Space One答疑笔。AI教育逐步进入落地验证期。

表：部分国内教育公司AI教育实践梳理

公司名称	AI+教育案例	对应教育场景	功能
方直科技	智慧教学评测系统	备课	帮助教师自我提升教学水平、优化教学过程
	AI数字人	备课	课程高效制作与更新
粉笔	AI老师、公考行业垂直大模型	授课	答疑解惑
	精品面试AI点评	测试	模拟面试环境
盛通股份	中鸣机器人教学方案	授课	智能教具、教学方案
传智教育	自研低成本具身智能机器人 GenkiArm.	授课	智能机器人学习模型
	人工智能课程	/	AI人才培养
科德教育	参股芯片子公司	/	投资的中昊芯英AI芯片及计算集群
凯文教育	与百度共育生成式人工智能人才	/	联合培养AI人才
昂立教育	启动昂立AI智学中心业务	授课	打造AI自习室
天立国际控股	启鸣云校·AI未来智慧学校	备课、校园管理	根据学生水平提供针对性课程
好未来	推出数学领域九章大模型MathGPT	授课	答疑解惑
新东方-S	新东方AI开放平台	备课	高效备课工具
豆神教育	豆神超拟人AI录制课程	备课	课程高效制作与更新
	豆神AI私教问答	授课	答疑解惑
视源股份	希沃旗下全系产品	授课	赋予课程交互式体验
	智慧校园管理系统	校园管理	校园管理
有道	子曰大模型	授课	答疑解惑
卓越教育集团	“鲸准教”、“青椒助教”	备课	借助AI工具助力备课
学大教育	星图AI	备课、授课	精准诊断学生学习状况和个性化方案定制

资料来源：各公司官网、国信证券经济研究所整理

目录

01 趋势回顾：政策利好、人口形势、升学意愿、AI浪潮

02 行情回顾：个股分化显著，K12教育领涨

03 子板块分析与展望

——K12教育培训

——学历学校教育

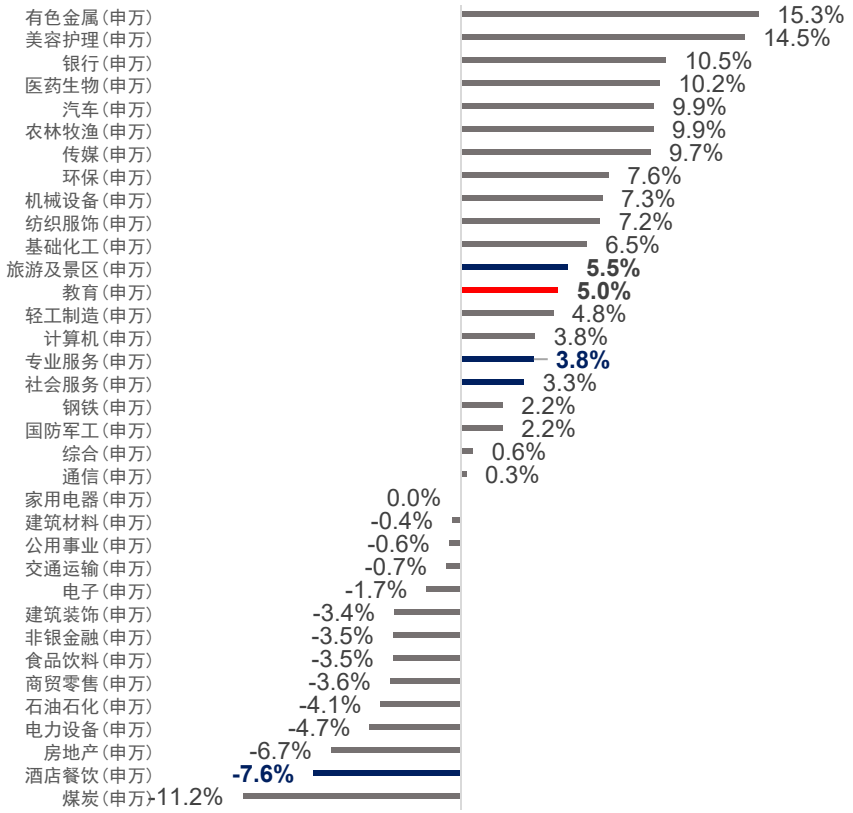
——非学历职业教育

04 投资建议

行情复盘：年初至今跑赢大盘5.50pct，个股分化显著

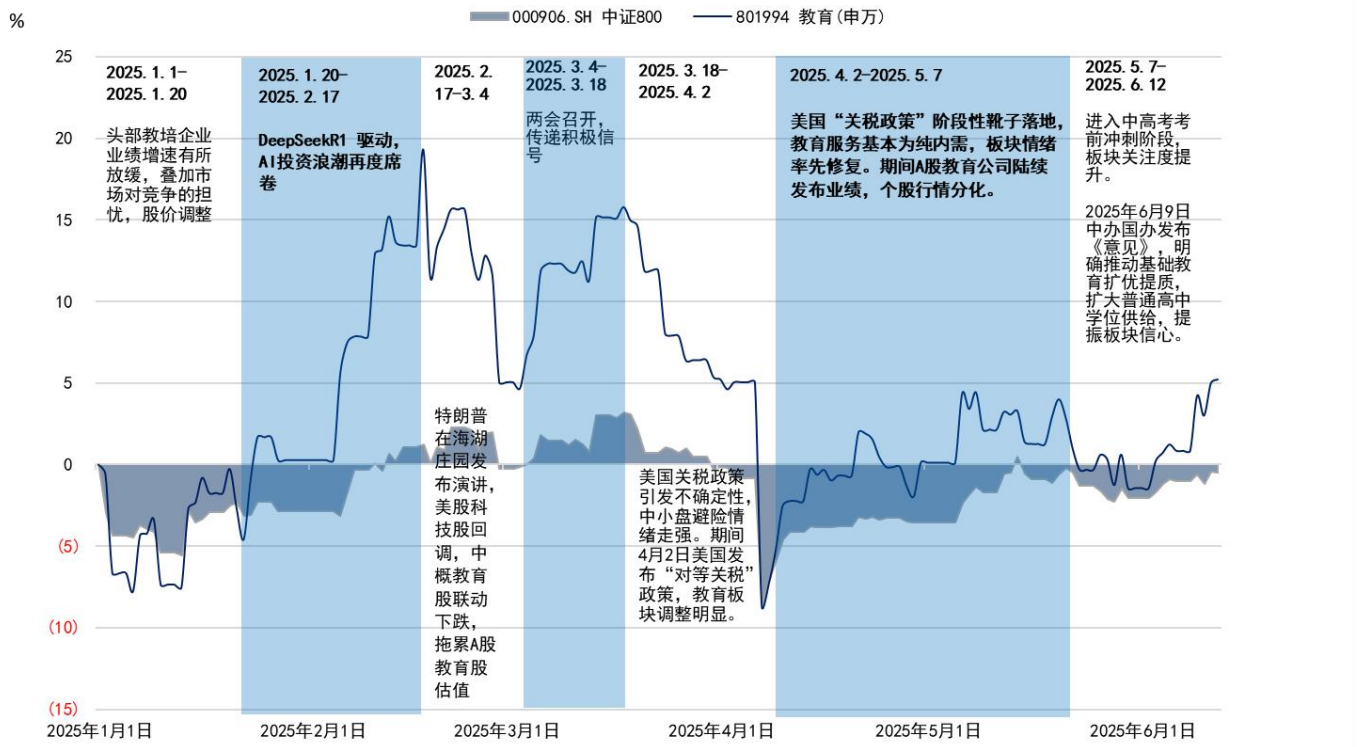
■ **2025年初至今教育（申万）跑赢大盘5.50pct。**2025.1.1-6.12，教育（申万）指数上涨5.04%，同期中证800下跌0.46%，跑赢大盘5.50pct。年初DeepSeekR1驱动新一轮AI教育主题投资浪潮，期间教育（申万）最高涨幅达27.85%，而后随着外部环境扰动，以及逐步进入业绩验证期，个股表现逐步分化。

表：2025.1.1-6.12教育（申万）与申万一级行业、社服申万二级行业涨跌幅对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：2025.1.1-6.12教育（申万）走势复盘

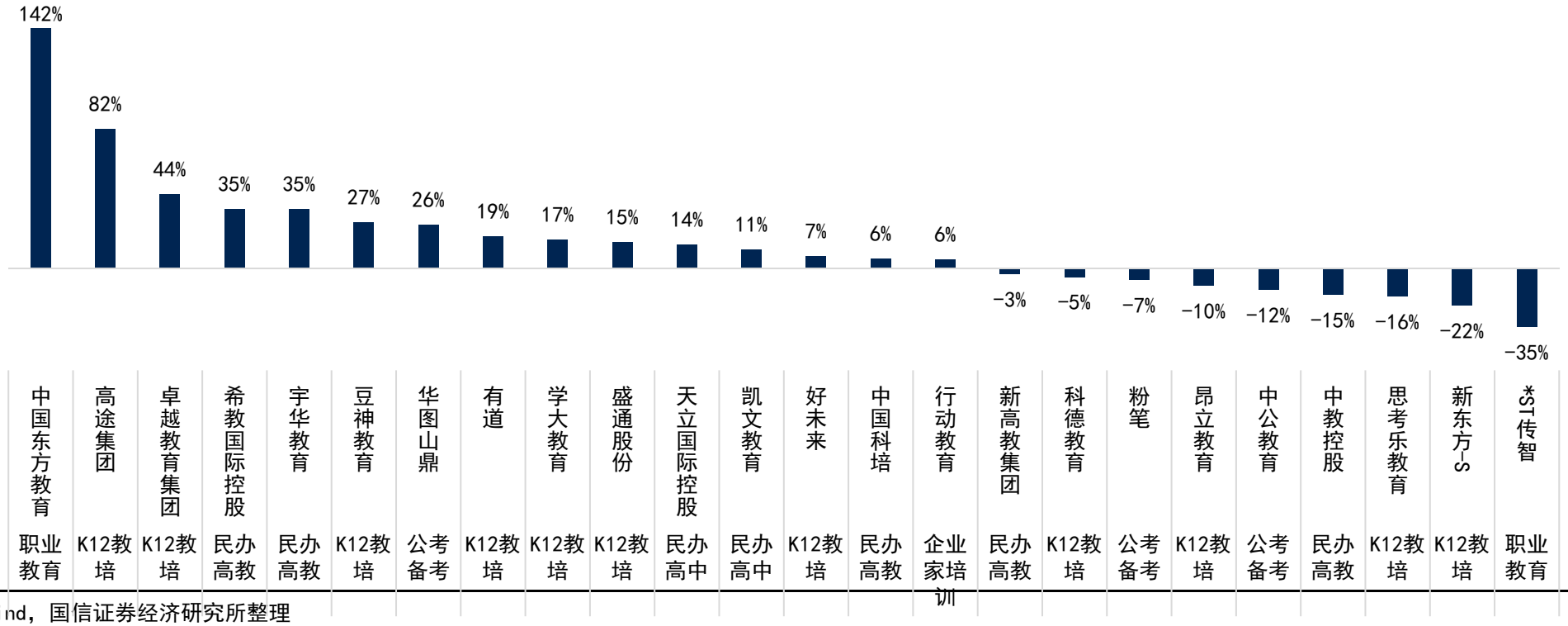


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

行情复盘：年初至今跑赢大盘5.50pct，个股分化显著

- **个股表现分化显著。职业教育**中国东方教育领涨，就业环境变化，蓝领技能培训价值获重估。**K12教培**分化显著，战略调整及AI赋能下高途、有道迎来盈利拐点；卓越教育强品牌力，大湾区人口红利&政策环境友好，公司高分红回馈股东；学大高考前冲刺旺季，25Q1业绩增速环比显著修复；盛通积极布局AI机器人，均走出超额收益；新东方及好未来K12业务稳固，但分别受留学收入承压、硬件销售节奏拖累，期内股价承压。**民办高中**天立国际控股、凯文教育分别上涨14%/11%，普高学位刚需延续。存量**高教学校**选营暂未取得实质性进展，宇华教育、希教国际控股着手处理可转债问题，情绪有所修复。**公考备考**景气度高，但支付意愿、竞争格局待改善，华图山鼎积极回购/发布股权激励，走出超额收益。

表：2025.1.1-6.12板块内A/H/美股个股涨跌幅



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

目录

01 趋势回顾：政策利好、人口形势、升学意愿、AI浪潮

02 行情回顾：个股分化显著，K12教育领涨

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

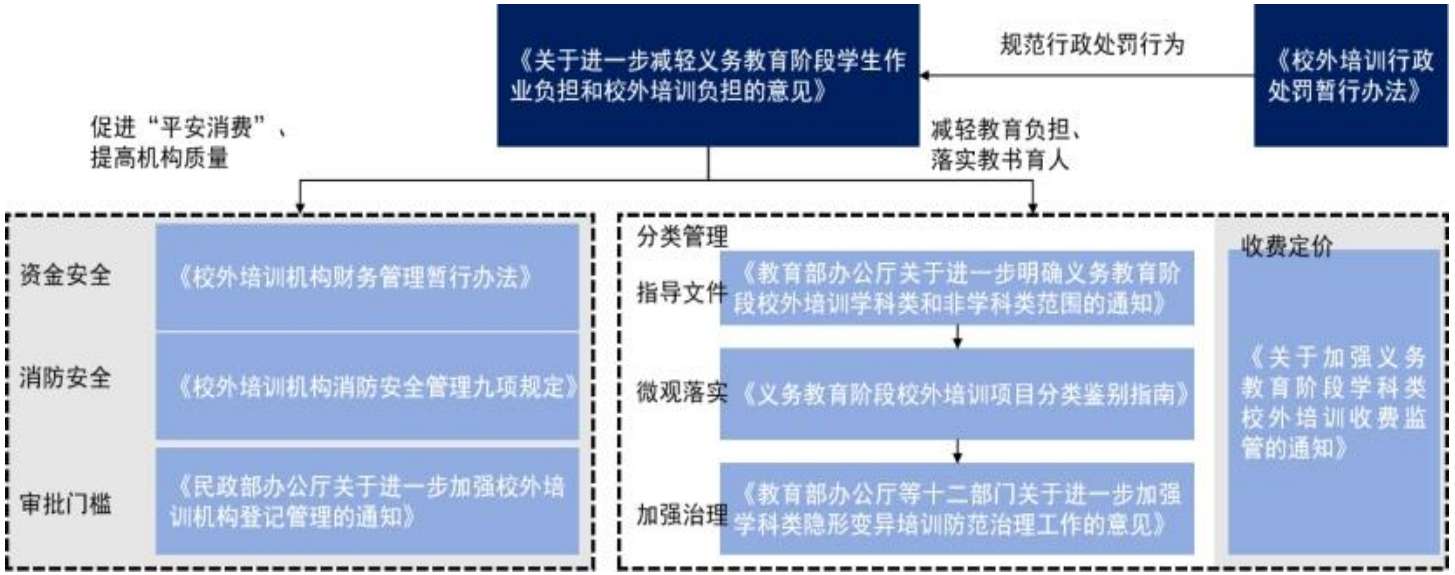
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

K12教培：校外培训政策回顾与地方具体执行政策差异

■ **政策回顾：**行业监管政策自2018年进入持续强化周期，至2021年关键文件落地实施后，管控力度达到新高度。该政策明确K9学科类培训新设主体禁入，要求现有机构向非营利模式转型并压降存量机构。后续为细化执行标准，专门出台配套规则强化"学科类"项目认定管理，不过仍以原则性框架为主，例如《分类鉴别指南》主要是定性标准；针对高中阶段则为“参照执行”。K9学科类机构承受较大监管压力，高中阶段及K9非学科类培训的裁量范畴，地方具体执行层面则仍保有差异化。

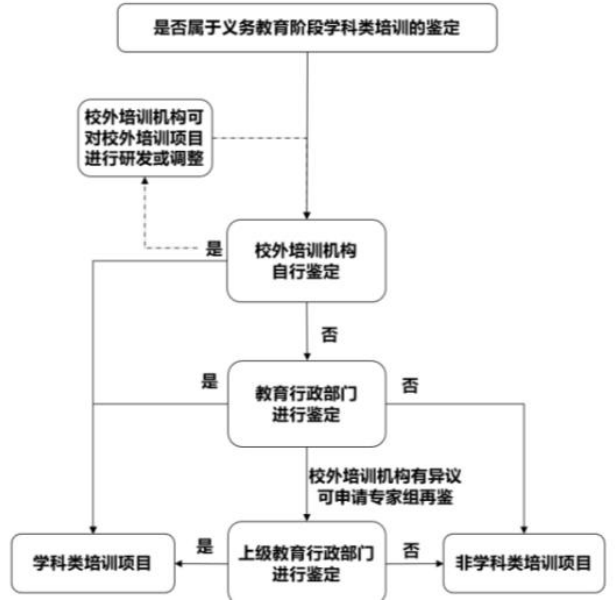
■ **地方的具体执行政策：**1、**针对学科类的判定：**广东省2021年指引，素养培训提供的内容在义务教育课标内的占比≤50%，视为不具有学科类别属性特征；上海等地区判定聚焦课标和相关教材规定的知识即为学科类培训机构；**2、网点设立：**广东省仅明确营利性培训机构跨县（市、区）设立分支机构须报所在地审批，上海明确持证校外培训机构可在住所所在区按标准设立培训点（即一区一证）。

图：双减相关文件体系梳理



资料来源：教育部，国信证券经济研究所整理

图：广东省分类鉴定流程



资料来源：教育部，国信证券经济研究所整理

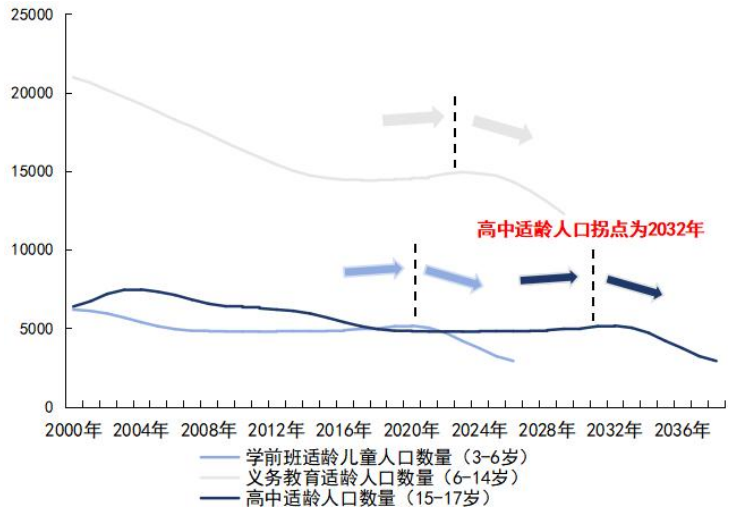
K12教培-高考参考人数预计仍将维持高位，高中、K9校外培训均有受益

国信证券 GUOSEN SECURITIES

■ **高考参考人数预计仍将维持高位。1）高中适龄人口数预计7年后达峰（15-17岁）：**2011-2017年我国迎来新一轮出生人口高峰，适龄参考人数至少十年内仍将维持高位。**2）普通高中就读人数占比仍将提升：**2018年以来，随着教育资源供给的不断完善，我国普通高中毛入学率持续走高。2025年6月9日《关于进一步保障和改善民生 着力解决群众急难愁盼的意见》提出将新/扩建千所优质普通高中，同时针对职业教育，也从中考后“五五分流一刀切”向“普职协调发展”、“职普融通”转变。预计普通高中就读人数占比仍将提升。

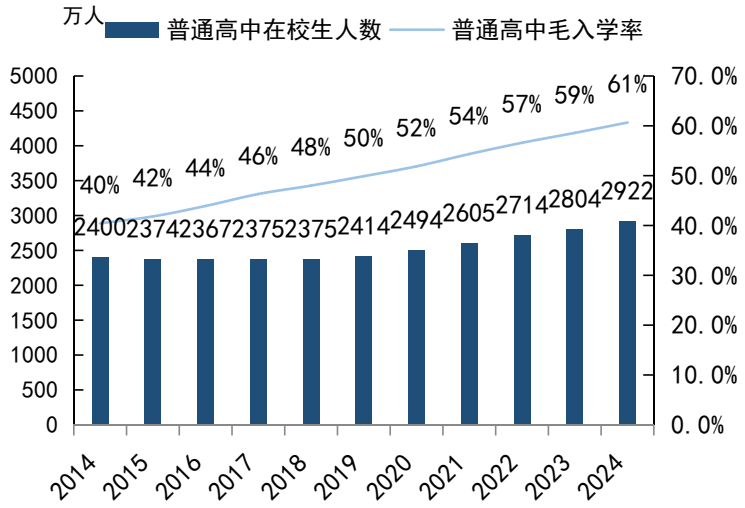
■ **高考指挥棒下升学标准量化，校外提分需求依旧刚性。**对于**高中学科培训**而言，刚性需求持续存在，市场基本盘稳定。考虑到短期内名校供给相对刚性，尖子生内部竞争会更激烈，培优冲刺需求更旺盛。**K9阶段双减后市面上已无学科类培训，**但高考指挥棒下，家庭仍通过素养培训（如科学、人文思维）间接夯实学科基础，此类内容比艺术、体育等素质类培训实际上要更贴近校内课程，因此也有受众。

图：高中适龄人口数



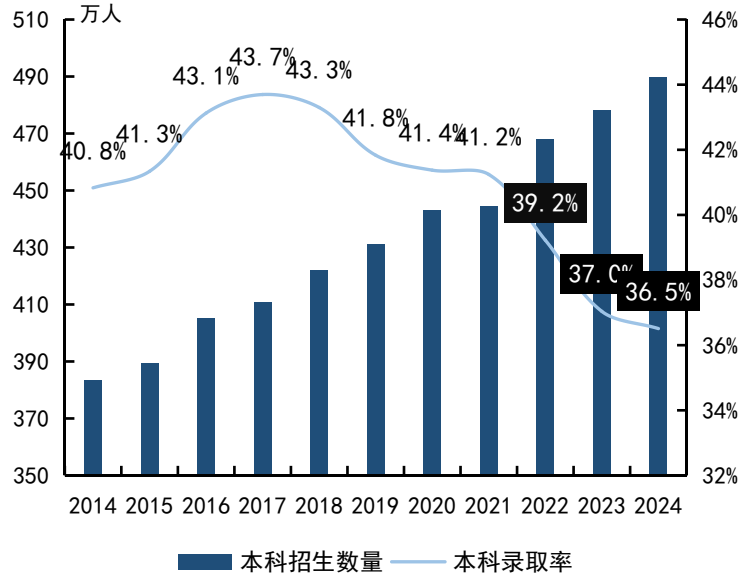
资料来源：教育部，国信证券经济研究所整理

图：普通高中在校生人数



资料来源：教育部，国信证券经济研究所整理

图：本科招生数数据



资料来源：教育部，国信证券经济研究所整理

K12教培-面对人口下滑，受益于参培率走高，韩国教培市场持续扩大

- **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



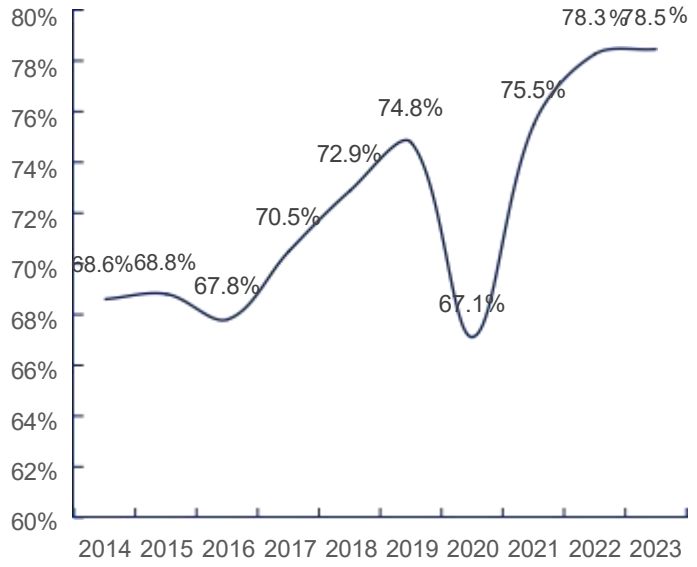
资料来源：韩国统计局，国信证券经济研究所整理

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

K12教培-参培率提升有望有效对冲人口下滑影响

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **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。
- 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%

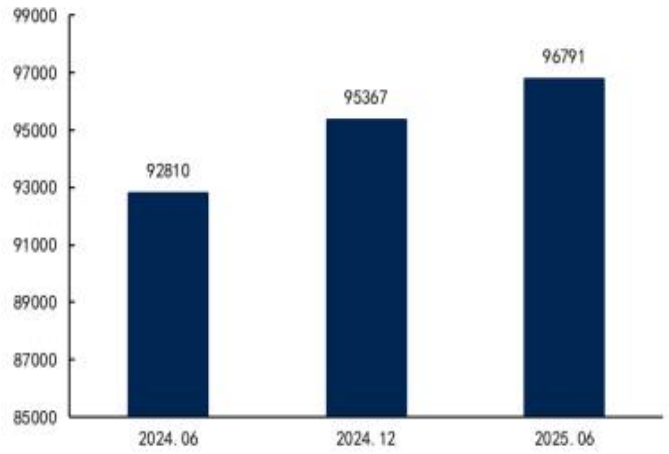
资料来源：教育部官网、《中国教育财政家庭调查报告2021》，国信证券经济研究所整理

K12教培-供给总量回补，结构上线下高端培优缺口仍显著

■ **2025年供给回补进入新阶段，预计本轮K12教培线下网点快速扩张将逐步放缓，愈发聚焦已有网点爬坡。1）K9素养：**经过2023-2024年以门店快速扩张后，门店扩张速度边际放缓。据校外培训监管平台数据统计，2024年下半年新增2557家K9营利性非学科培训机构，而2025年1-5月仅新增1386家。此外如**新东方学习中心**FY2024YOY+40%，FY2025计划YOY+20%-25%；**高途集团**我们据大众点评等平台数据统计，2025年5月末高途旗下网点仍为200+家，与2024年末相比仅有个位数门店波动。**2）高中学科培训：**以存量牌照经营为主，高中营利性学科培训机构登记数在2800家上下波动。

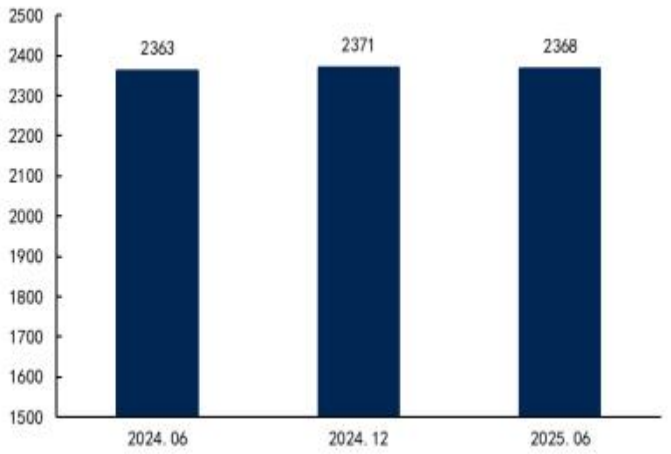
■ **线下高端培优缺口仍显著。培优和补差班除去教学内容差异外，前者还具备筛选、聚集优等生的功能。**双减前“学而思”凭借强口碑与创新性的入学考试分级教学，持续吸引优等生就读。双减后尽管转化为素养课程形式供给，但“培优”需求客观存在，需强教研、强品牌、有丰富资源积累的机构满足，目前来看好未来侧重于发力教育科技，旗下学而思网点数较双减前仍有较大差距，线下高端培优缺口仍待回补。

图：线下K9非学科营利性机构数量（单位：家）



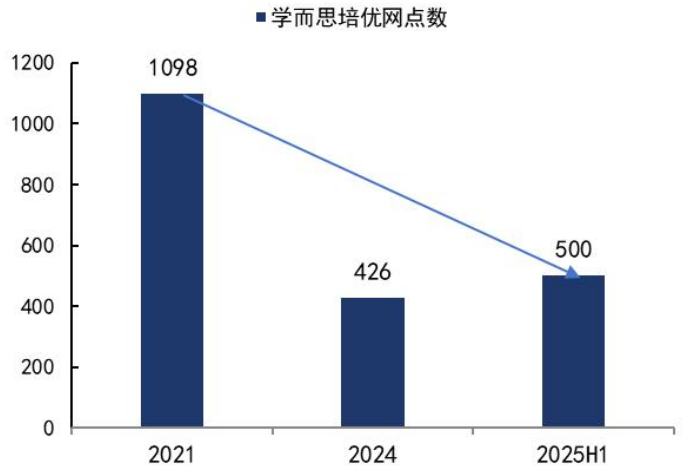
资料来源：校外监管平台，国信证券经济研究所整理

图：线下K9非学科营利性机构数量（单位：家）



资料来源：校外监管平台，国信证券经济研究所整理

图：学而思培优线下网点数量

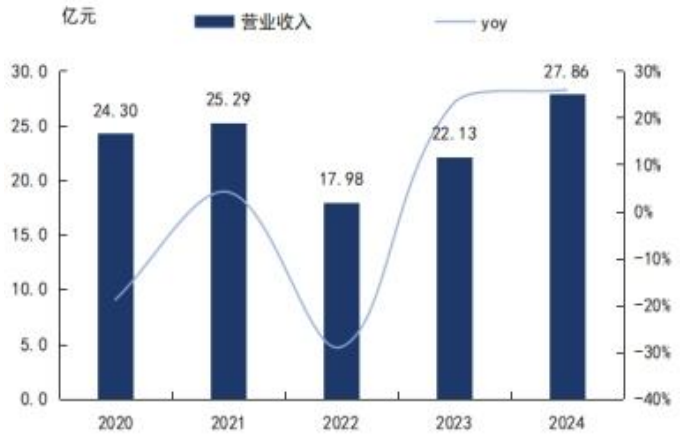


资料来源：学而思App，国信证券经济研究所整理

学大教育：高中培训收入维持快速增长，产能布局正效应逐步释放

- **2025Q1经营回顾：逐步进入旺季，扣非后归母净利增长边际提速。**2025Q1公司实现收入8.64亿元/+22.6%，实现归母净利润0.73亿元/+47.0%，实现扣非后的归母净利润0.59亿元/+27.9%，差值主要系公司处置部分已减值股权，形成1328万元收益，单季利润重回增长，系受益于逐步进入业务旺季，网点爬坡提速。2025Q1归母净利率8.6%/+1.5pct，毛利率32.1%/-0.2pct期间费率为23.0%/-0.5pct，销售/管理/研发/财务费率分别为6.1%/14.5%/0.9%/ 1.5%，分别同比+0.7/-0.7/-0.2/-0.3pct。
- **投资建议：2025年上半年逐步进入高中个性化辅导业务旺季，经营正杠杆下，网点扩张及师资储备增加等产能布局的正效应逐步释放，Q1归母净利润已重回正增长，后续展望积极。**我们维持公司2025-2027年归母净利润预测至2.5/3.0/3.6亿元，25-27年CAGR约为20%。K12 教培为内需强刚需方向，且疫后高中1V1市场竞争格局向好。综合来看公司聚焦主业、发展稳扎稳打，系A股较稀缺、质地较好且纯正的 K12教培龙头，维持“优于大市”评级。

图：公司2020-2024营收及同比情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：公司2021-2025Q1毛利率、归母净利率及期间费率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：公司219-2024年期末教师人数及人效



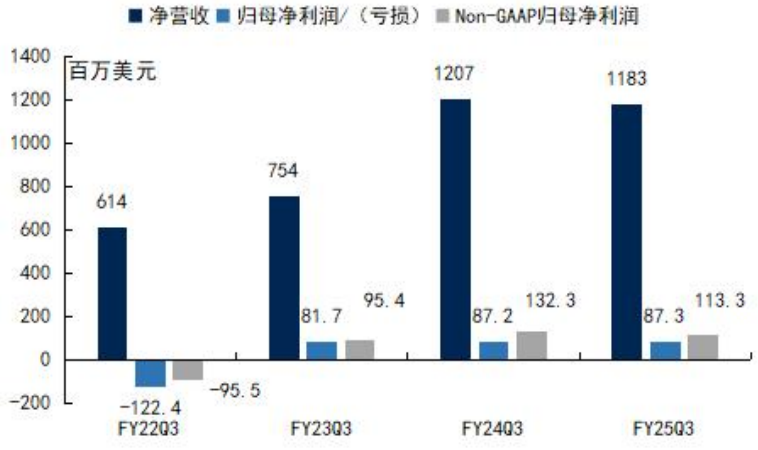
资料来源：公司公告，国信证券研究所整理

新东方-S：K12教培增速良好，留学&甄选阶段拖累，后续聚焦经营效能提升

国信证券 GUOSEN SECURITIES

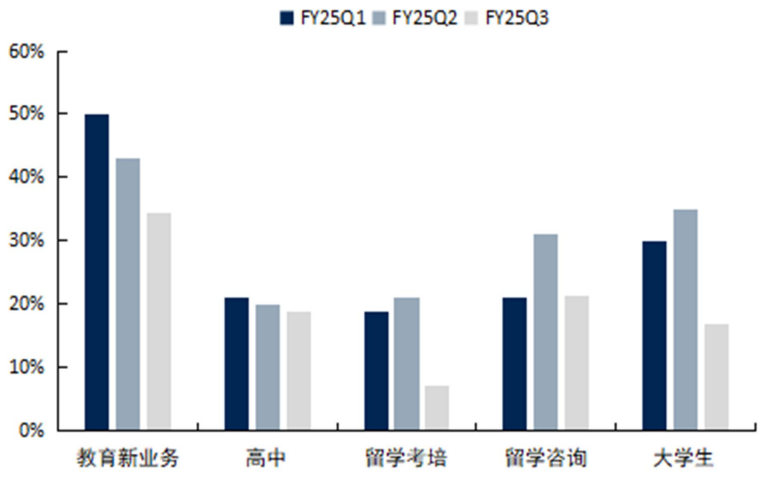
- **FY2025Q3经营回顾：K12教培增速良好，留学&甄选阶段拖累。**FY2025Q3公司收入11.83亿美元/-2.0%，**K9教育新业务**同增35%，其中非学科素养培训人次40.8万/+14.9%，学习机付费活跃用户30.9万人/+64.4%，维持韧性增长；**高中培训**同增19%需求韧性较强；**大学生业务**同增17%，受益于市场份额提升；**留学考培/咨询**同增7%/21%，受消费力下行及国际关系变化影响，增速仍在降速且展望谨慎；**电商及文旅业务**收入同比-49%，系2024年剥离“与辉同行”扰动为主。归母净利润8726万美元/+0.1%，经调增净利润1.13亿美元/-14.3%。
- **后续展望：聚焦经营效能提升。1）产能端：**维持2025财年全年20-25%产能扩张计划。2026财年网点计划同增10-15%，有所降速核心为聚焦网点的利用率提升。**2）收入端：**展望FY2025Q4，公司预计非甄选净营收人民币口径同增12-15%，留学业务需求阶段仍有压力。
- **投资建议：**我们维持2025-2027年经调整净利润至4.7/5.7/6.9亿美元。预计阶段性收入仍将面临留学需求压力及K12业务高基数下的降速，但通过内部积极降本增效及网点率提升，经营利润率有望重回扩张通道，进而部分抵消留学业务对利润的边际拖累。维持公司中线“优于大市”评级，建议密切关注调整效果以及留学需求企稳进程。

图：新东方第三季度收入及利润表现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：FY2025财年分季度新东方核心业务增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：公司季度末学习中心及学校数量



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

卓越教育集团/思考乐教育/高途集团：收入增速领先于行业平均

国信证券 GUOSEN SECURITIES

K12教培行业普遍受益于高景气度和强刚需，而部分机构能跑出领先于行业平均水平的收入增速。如华南区域品牌卓越教育集团、思考乐教育受益于大湾区差异化的人口红利、更加清晰的政策监管边界以及“双减前”头部品牌学而思仍在复苏进程中带来的竞争格局变化；以及高途集团由线上培训走向线下。

1）**卓越教育集团：**2024年公司实现收入11.0亿元，同比+125.2%；实现净利润5.1亿元，同比+121.9%。K9业务+411%，剔除广州K9业务重新回表影响，预计收入业绩增速亦能达到中高双位数增速（此外预计2025年深圳、佛山K9业务也将逐渐回表）；辅导项目+25%；全日制复习项目收入同比微增。卓越教育发源于广州，网点已覆盖广深佛三城，王牌课程是语文素养，和思考乐同列为双减前的“华南教培五虎”，且列于首位，在华南地区具备强家长号召力，是双减后较为稀缺的优质培优供给。公司2024年以50%分红率回馈股东，并计划2025年/2026年逐步提升分红率至60%/70%。Wind一致预期对应2025年PE仅为12x。

2）**思考乐教育：**2024年公司实现收入8.5亿，同比+49.4%；实现净利润.76亿，同比+62.7%。区别于卓越教育，思考乐王牌课程为数学素养课程。2024年期末公司旗下网点数达169个，同比+108.6%，公司积极向广州开拓市场，2024年下半年已在广州新开9个网点。2024年公司计划提升分红率至25%，并于2025年提升至不低于30%。Wind一致预期对应2025年PE为9.0x。

3）高途集团：FY2025Q1公司收入14.9亿人民币/YoY+58%，优于彭博一致预期14.4亿元（+3%），增速已连续三季度超出50%。季度内NG运营利润转正至4810万元（彭博一致预期1394万元），经调整净利实现1.37亿（YoY+4419%，彭博一致预期为7008万），实现规模盈利期末递延收入余额超14亿（YoY+44%）。

有道/好未来/豆神教育/盛通股份：AI教育实践引领者，业绩表现分化

1）**有道：**2025Q1公司净收入达13.0亿人民币/YoY-7%，略低于彭博一致预期13.2亿元（-2%）。实现经营利润1.0亿元/YoY+248%（显著优于彭博一致预期5800万）创一季度历史新高；NG归母净利润0.8亿元/YoY+302%（显著优于彭博一致预期3980万）。季度内学习服务收入-16%，系公司主动收缩费用投放需求较高的成人及非核心素质业务，**期间高ROI的高中AI线上教培、幼儿编程、AI订阅服务销售额分别同比+25%/+40%/+40%。**本季度验证学习服务内高ROI业务的成长性和减亏利润弹性。**此外AI智能设备及广告业务收入分别实现增长5%/3%。**

2）豆神教育：2025年Q1，豆神教育实现总营业收入1.90亿元/-0.6%；归属于上市公司股东的净利润为0.37亿/+68%；扣除非经常性损益后的净利润为0.34亿元/+86%。受益于直播课程渠道的多样化，公司营业成本同比大幅下降36.31%，带动综合毛利率提升至62.3%，已超过历史高点。公司已发布自研的教育垂类大模型“豆神辞源大模型”及“豆神AI”应用，未来公司计划通过“软硬结合”的策略，推广AI课程及相关的智能硬件，构建新的商业模式。

3）好未来：FY2025Q4公司实现收入6.1亿美元/+42.1%，环比有所降速，期内经营亏损 1601.5 万美元，净亏损 731.1 万美元，同比由盈转亏，下滑126.6%。公司培优业务经营良好，期内留存率达80%，由盈转亏核心主要系网点扩张（截至2025年5月，好未来APP显示线下网点已超500家）以及**学习机业务仍处于投入期，利润表现受产品更迭及出货节奏影响较大。**

4）盛通股份：2025Q1盛通股份实现总营业收入4.54亿元/-6%，扣非归母净利润亏损1249万元/-38%。此前2024年盛通股份实现总营业收入20.45亿元，同比减少14.64%；扣非前后归母净利润分别亏损1.92/1.99亿元，略超出前期预告上限，2023年同期分别为盈利412万元/亏损580万元。公司印刷及科教业务开展阶段性受到弱消费力环境抑制。

目录

01 趋势回顾：政策利好、人口形势、升学意愿、AI浪潮

02 行情回顾：个股分化显著，K12教育领涨

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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

民办学历学校：民办普高及民办高教覆盖人数占比持续走高

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **幼儿园、小初学民办校数逐年递减，普高、高教学校逐年增长。**覆盖人数占比上，幼儿园、小学、初中民办占比下降，普通高中、民办高教占比上升。
  - 出生人口减少冲击**学前、小学阶段**民办教育需求；学前、小学民办资源过剩或竞争加剧致尾部民办学校出清；此外此前部分区域明确压降小初阶段民办学位占比。
  - **普通高中**仍处人口红利期，且公办学校供给填补仍处进程中，民办普通高中数量增长。
  - 政策支持高教领域职业教育发展，**民办高教职校**数及占比提升。**普通本科**对办学质量要求高，加速尾部淘汰出清。

表：**民办学历学校数量及覆盖人数占比**

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
民办学校数量（单位：万）						
幼儿园	173200	168000	166700	160500	149500	135500
小学	6228	6187	12200	10500	10100	9576
初中	5793	6041				
普通高中	3427	3694	4008	4300	4567	4819
中职学校	1985	1953	1978	2073	2128	2100
普通本科	-	-	390	390	391	388
职业本科	-	-	22	22	22	23
高职学校	-	-	350	350	374	390
民办教育覆盖人数占比						
幼儿园	56.2%	49.4%	48.1%	46.0%	43.8%	42.1%
小学	8.9%	9.0%	10.6%	8.6%	7.6%	6.9%
初中	14.2%	14.6%				
普通高中	**14.9%**	**16.1%**	**17.3%**	**18.3%**	**19.5%**	**20.1%**
民办高教	-	-	24.2%	25.3%	26.3%	27.0%

资料来源：全国教育事业统计公报，国信证券经济研究所整理

民办学历学校：《民促法实施条例》要点回顾与政策边际变化

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **2021年民促法实施条例核心要点回顾：1）政策态度：**对社会资本参与职业教育办学持鼓励态度，而对参与学前教育&义务教育阶段（K9）民办学校明确约束。**2）收购/兼并：**禁止K9学校兼并收购、协议控制行为，但并未涉及民办高教上市公司。**3）关联交易：**明确非义务教育民办学校关联交易的可行性（义务教育阶段明令禁止）。**4）选营：**2018《民促法》中明确义务教育民办学校不可选营。

- **政策边际变化：**6月10日，中办、国办印发《关于进一步保障和改善民生 着力解决群众急难愁盼的意见》，提及推动教育资源扩优提质，扩容扩大现有优质中小学校（未特指公办学校），新建改扩建1000所以上优质普通高中，重点改善县域普通高中办学条件；提高优质高校本科招生规模，高等教育资源向中西部人口大省倾斜，产教融合改革。

表：2021年《民促法实施条例》

	民促法正式稿（2021年）	解读
民办学校设立（公参民说法）	第五条（节选）：国家鼓励以捐资、设立基金会等方式依法举办**民办学校**。以捐资等方式举办民办学校，无举办者的，其办学过程中的举办者权责由发起人履行。	将捐资、设立基金会方式举办院校的范围由非营利性民办学校扩展至民办学校，放松了营利性民办学校的资金筹措来源。
	第七条（节选）：实施义务教育的公办学校不得举办或者参与举办民办学校，也不得转为民办学校。其他公办学校不得举办或者参与举办营利性民办学校。**但是，实施职业教育的公办学校可以吸引企业的资本、技术、管理等要素，举办或者参与举办实施职业教育的营利性民办学校。**	对义务教育阶段与职业教育阶段施以不同政策态度，义务教育政策更加严格，职业教育政策更加灵活，**明确允许职业教育阶段的公办学校可以举办和参与营利性民办学校**。
	第九条：国家鼓励企业以独资、合资、合作等方式依法举办或者参与举办实施职业教育的民办学校。	明确鼓励企业以资本化方式参与职业教育阶段民办学校经营。
举办者变更	第十二条（节选）：民办学校举办者变更的，应当签订变更协议，但不得涉及学校的法人财产，也不得影响学校发展，不得损害师生权益；**现有民办学校的举办者变更的，可以根据其依法享有的合法权益与继任举办者协议约定变更收益。**	送审稿要求非营利性学校变更举办者时，**不得从变更中获益，引发投资人对于上市公司是否能够收购非营利性学校的担忧**。正式稿删除不得获取收益的表述，明确允许新老举办者约定变更收益，可以消除对于上市公司获取民办学校举办权的担忧。
收并购	第十三条（节选）：任何社会组织和个人不得通过兼并收购、协议控制等方式控制**实施义务教育的民办学校、实施学前教育的非营利性民办学校。**	删除“集团化办学”表述，明确禁止K9学校以及非营利性幼儿园兼并收购、协议控制行为，**但并未涉及民办高教上市公司**。
关联交易合法性界定	第四十五条：**实施义务教育的民办学校**不得与利益关联方进行交易。**其他民办学校**与利益关联方进行交易的，应当遵循公开、公平、公允的原则，合理定价、规范决策，不得损害国家利益、学校利益和师生权益。	**明确非义务教育民办学校关联交易的可行性（义务教育阶段明令禁止）**，但需遵循“公开、公平、公允”原则，合理定价、规范决策。

资料来源：《民促法实施条例（正式稿）》，国信证券经济研究所整理

民办学历学校：高教选营仍未见实质进展，部分民办高教税率走高

国信证券 GUOSEN SECURITIES

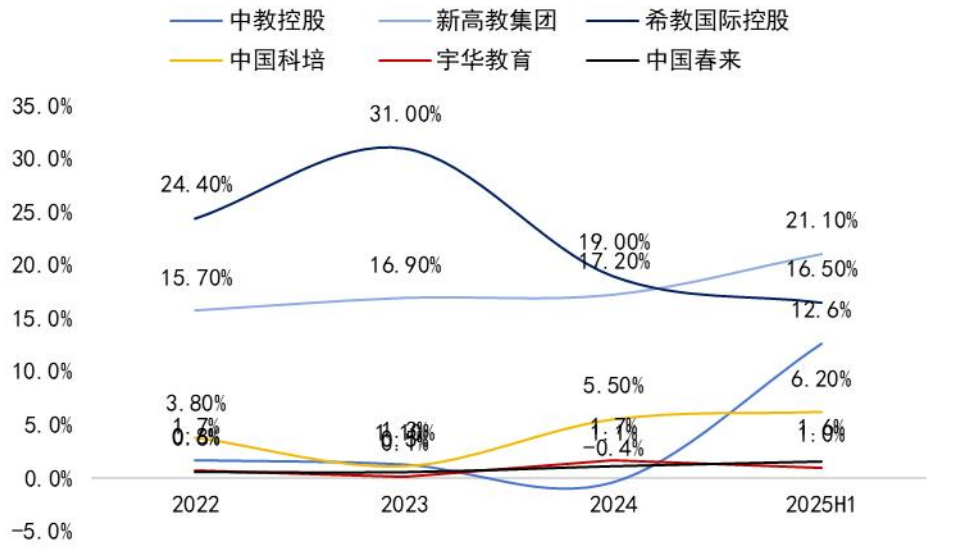
- **高中如天立国际控股已实现多所一贯校高中部的独立分拆及转营工作，而民办高教大多仍未取得实质性进展。**在财务清算及资产处置，高教资产及税收规模、土地面积远大于高中，盘点难度更大。申请转营需要依法明确出资者出资、土 地、校舍、办学积累、财政投入、社会捐赠等资金资产和债权债务情况，并缴纳相关税费。对于债权债务不清、资产存在争议、 历史遗留尚未解决的需要暂缓办理。高教土地面积、校舍都远大于高中，资产盘点难度更大，历史税收交付及土地出让相关费用 由于体量大，需要更多方协调，导致选营较难取得实质进展。而高中学校体量及历史包袱都远小于高教，选营进展相对更顺利。
- **选营落地前，关联交易对持续性分红至关重要。**此前部分高教公司利用筹集资金分红，但非营利性民办高教仅可通过关联交易转出利润，因此关联交易对持续性分红至关重要，对应将产生相关税费（上市公司层面产生收入需缴纳所得税，若仅非营利性学校层面实现利润则无需缴纳所得税）。2025H1部分民办高教所得税率（所得税/除税前溢利）有所提升。

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

表：公司2022-2025财年H1民办高教公司税率（单位：人）



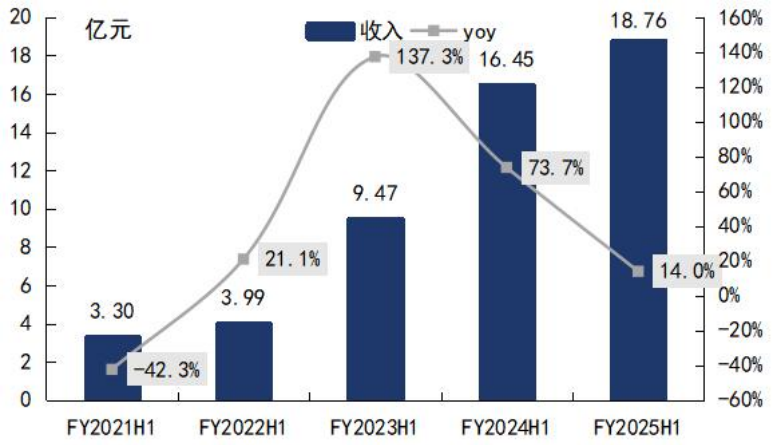
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

天立国际控股：享受普高学位供需缺口红利，高中在校生数持续快速扩张

国信证券 GUOSEN SECURITIES

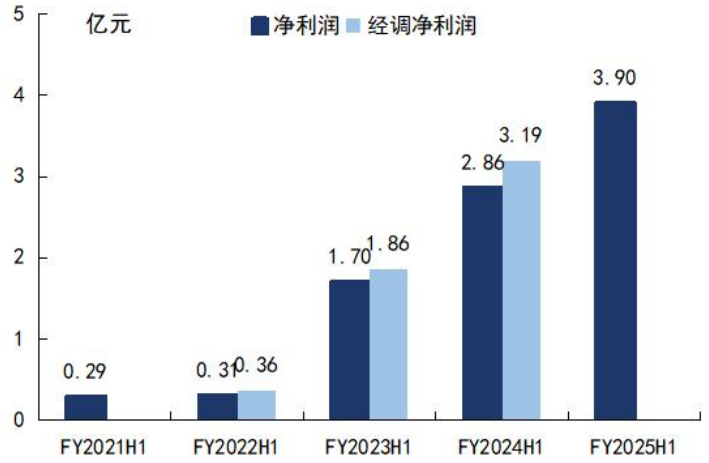
- **FY2025H1经营回顾：**FY2025H1公司实现收入18.8亿元/+14.0%，实现净利润3.90亿元/+36.3%，业绩增速略优于我们此前预测（+35%）。期间综合教育业务（高中、素养、游学）收入+19%，产品销售业务收入持平，综合后勤（即食堂等）收入+13%，托管业务收入+116%。**高中在校生人数持续快速扩张（2025学年初服务高中生人数达5.39万人/+47%，我们测算自营校人数约增长21%、预计2026学年招生仍能维持10%-20%增速）**。FY2025H1公司净利率20.8%/+3pct。毛利率37.6%/+2pct，销售费用率1.7%/-1pct，管理费用率6.3%/-2pct，受益于业务结构改善及在校人数爬坡带来的规模效应。管理及特许经营费收入同比激增116.3%至5,635万元，主要由于报告期内新增8所托管学校。
- **投资建议：**我们维持此前对公司2025-27财年的经调整归母净利预测，分别为7.8/10.6/14.8亿元，期间CAGR约37%，对应PE为10/8/6x，性价比凸显。**民办高中学历学校预计中长期仍将受益于行业供需缺口，**公司是该赛道目前港股通内唯一标的，兼顾稀缺性与良好质地，维持“优于大市”评级。后续若能凭借自有校禀赋加快AI教育产品落地，也有望进一步打开增长空间。

图：公司2021-2025上半财年营收及增速（单位：亿元、%）



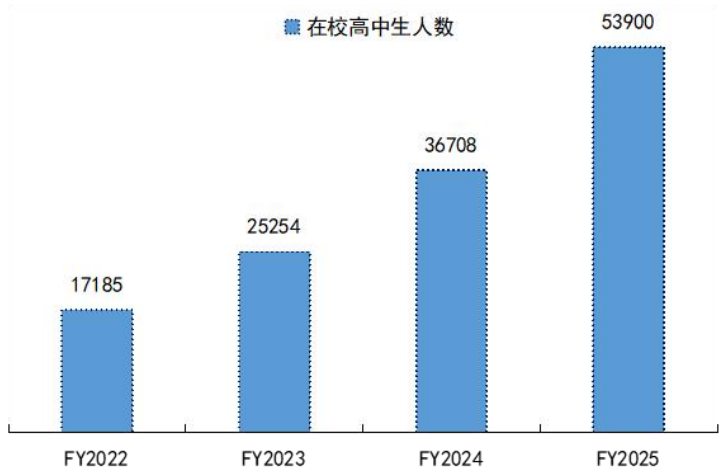
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：公司2021-2025上半财年净利润（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：公司2022-2025财年在校高中生人数（单位：人）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

民办学历学校：高教在校学生规模及收入仍能实现稳健增长

国信证券 GUOSEN SECURITIES

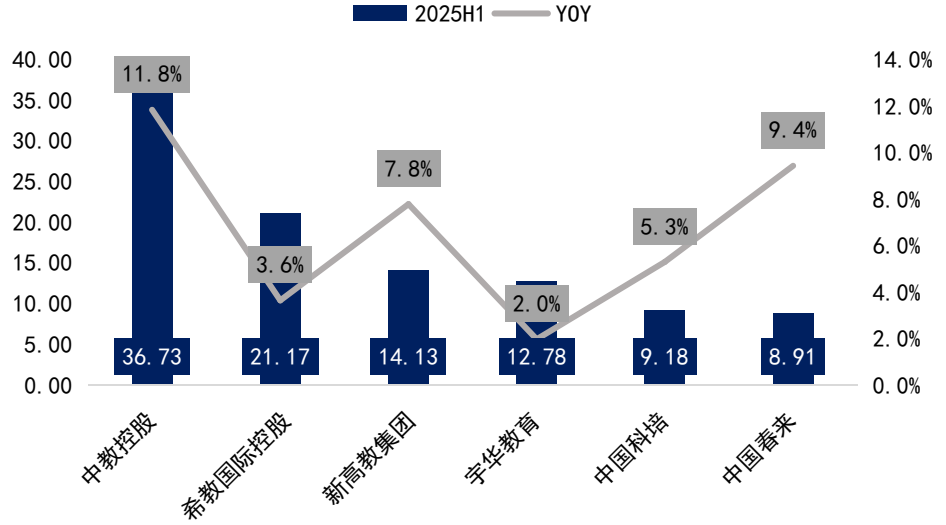
■**民办高等教育教育认可度高，大部分高教学校在校学生人数仍能维持稳健增长。**在校学生人数方面，2022-2025学年，中国春来、中国科培等多数企业呈现稳健增长，如中国春来2024-2025学年在校人数达11万人，同比增长7.32%；中汇集团、新高教集团等旗下业务也有不同程度增长，反映出民办高教学校吸引力。2025 上半财年，中教控股等公司收入规模可观，部分企业收入增速良好，侧面印证民办高等教育因受认可，在生源及营收上均有积极表现，整体发展态势稳健。

表：**港股高教公司在校学生人数（人）**

	2022-2023学年	2023-2024学年	2024-2025学年	24-25学年YoY
中国春来	103277	103301	110861	7.32%
中国科培	120800	76000	77000	1.32%
中国科培-本科生	59600	65000	69000	6.15%
中国科培-大专生	3200			
中国科培-持续教育课程	47100			
中国科培-中职教育	10900			
中汇集团	86100	95630	100300	4.88%
中汇集团-高职	66500	77360	83680	8.17%
中汇集团-中职	19600	18270	16620	-9.03%
新高教集团	140535	140000	139000	-0.71%
中教控股-全日制		270000	2840400	5.20%
中教控股-高等教育		224000	245280	9.50%
希教国际控股		290927	291264	0.12%
希教国际控股-本科		142455	138739	-2.61%
希教国际控股-大专		136772	143819	5.15%
希教国际控股-技师教育		11700	8706	-25.59%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：**2025上半财年收入规模及增速（单位：亿元）**



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

民办学历学校：高教学校优化供给质量，资本开支维持相对高位

国信证券 GUOSEN SECURITIES

■ **高职院校办学条件常态化检测，对生均资源数进行定量考核。**2025年1月教育部外发《高等职业学校办学能力评价实施方案》，省级教育行政部门需对本地高等职业学校办学条件及发展趋势实施常态化监管，要求保障适龄人口变化对学位增设要求基础上，守住办学条件底线。具体数据指标，对教师数量、校舍面积、图书设备等软硬件进行定量考核。此外为增强对学生吸引力，部分民办专科院校寻求提升为本科层次，亦需要优化服务和校内软硬件水平，总体来看高教学校资本开支仍维持相对高位。

表：**高等职业学校办学条件重点监测指标（2022发布版）**

	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

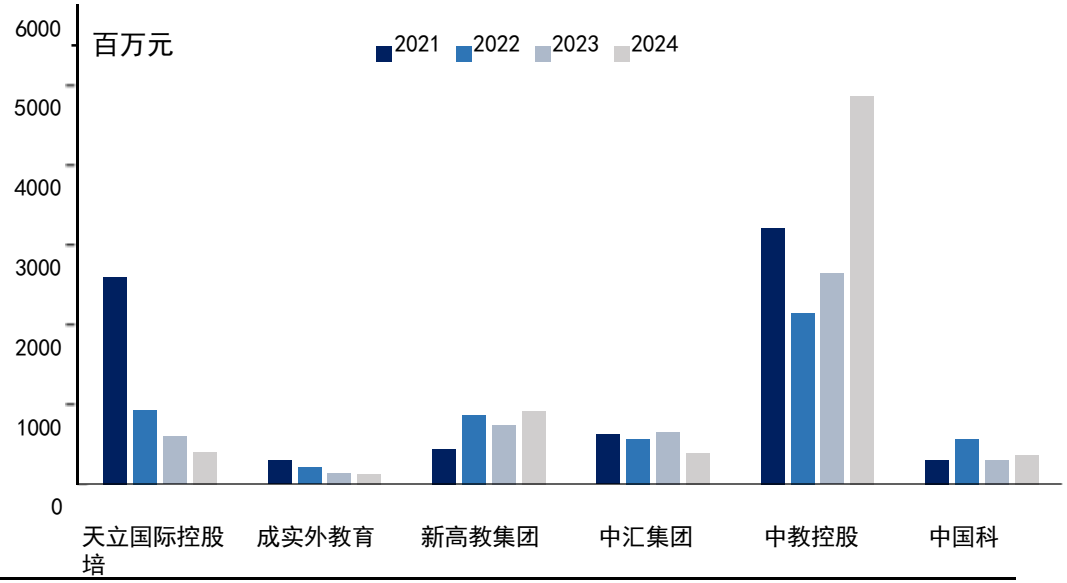
资料来源：教育部，国信证券经济研究所整理

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

图：**2021-2024民办高中及民办高教公司资本开支规模**



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

目录

01 趋势回顾：政策利好、人口形势、升学意愿、AI浪潮

02 行情回顾：个股分化显著， K12教育领涨

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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

招录培训：2025年国考维持高景气度，应届生招聘占比走高

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **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。

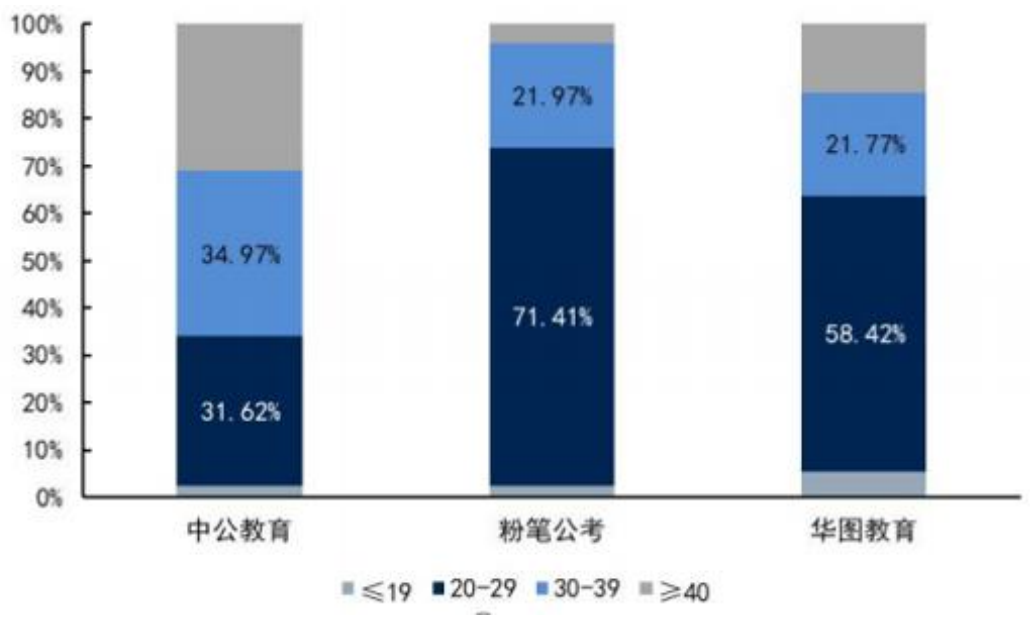
- **应届生岗位招录人数占比提升至68%。**2025年度国考按照党中央、国务院关于做好高校毕业生就业工作有关部署要求，设置2.67万个计划专门招录应届高校毕业生，约占总招录人数的68.0%，同比提升2.4pct，以服务和促进高校毕业生就业。根据百度指数用户画像九月数据（国考公告发布前的一个月），粉笔、华图教育、中公教育20-29岁用户占比分别为71.41%/58.42%/31.62%。

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

资料来源：国家公务员局，国信证券经济研究所整理

表：中公、粉笔、华图用户年龄画像

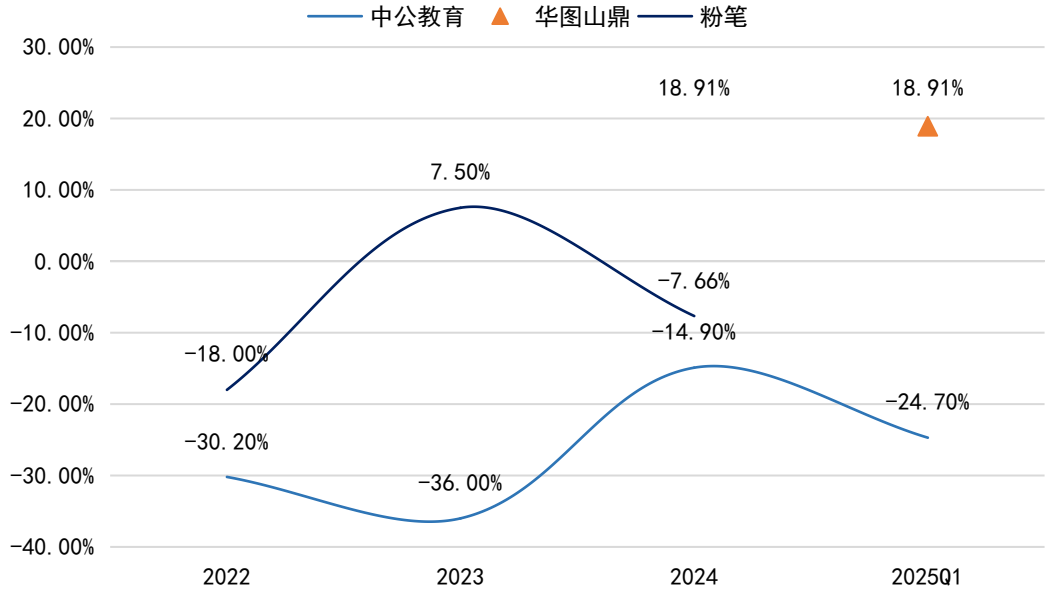


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

招录培训：付费意愿下滑&教师流失，公考龙头增长阶段性受阻

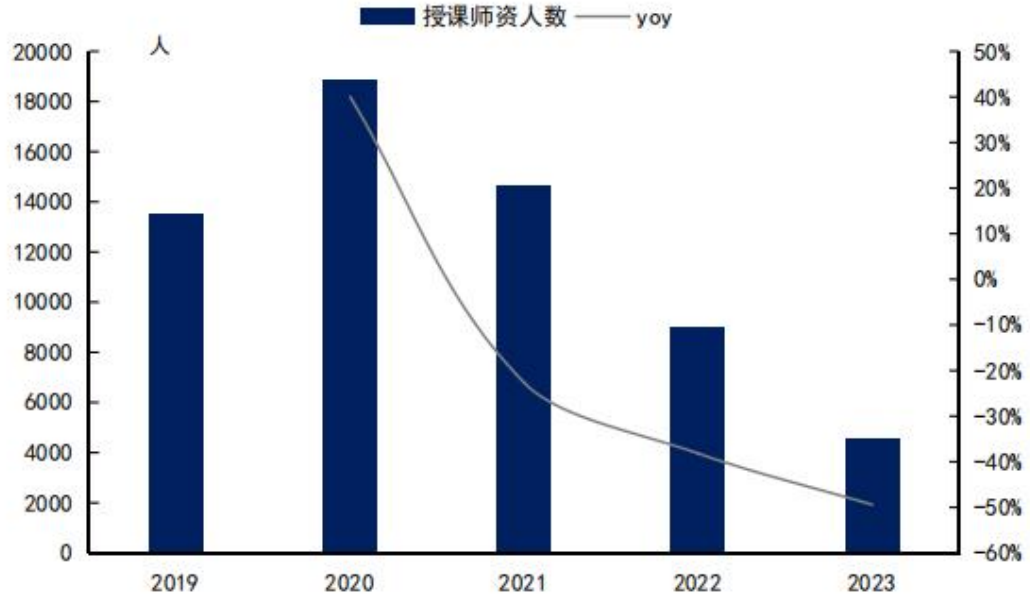
- **高景气度下受限于行业竞争格局，收入体量预计有所降低。**三家公考龙头收入体量大致相仿，除华图无可比数据外，另外两家收入同比去年均有不同幅度降低。行业高景气度下收入体量下滑，一方面系头部机构仍在解决“协议班” 遗留问题，减少协议班占比；另一方面也是头部机构有较多老师外出单干，导致竞争恶化。但考虑到单个教师招生能力远逊于专业机构，长远来看有望重新向CR3集中。
- **上岸率走低，宏观消费力减弱，使得课程消费更价格敏感。**公考报考中应届生人数占比走高（消费能力相对有限）以及总体消费力减弱，在上岸率持续走低（**参考人数持续增长，而岗位供给增长相对有限**）的情况下，学生会更加需要考虑课程的性价比。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。

表：2022-2025Q1中公/华图/粉笔收入增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：中公教育2019-2023年授课教师人数

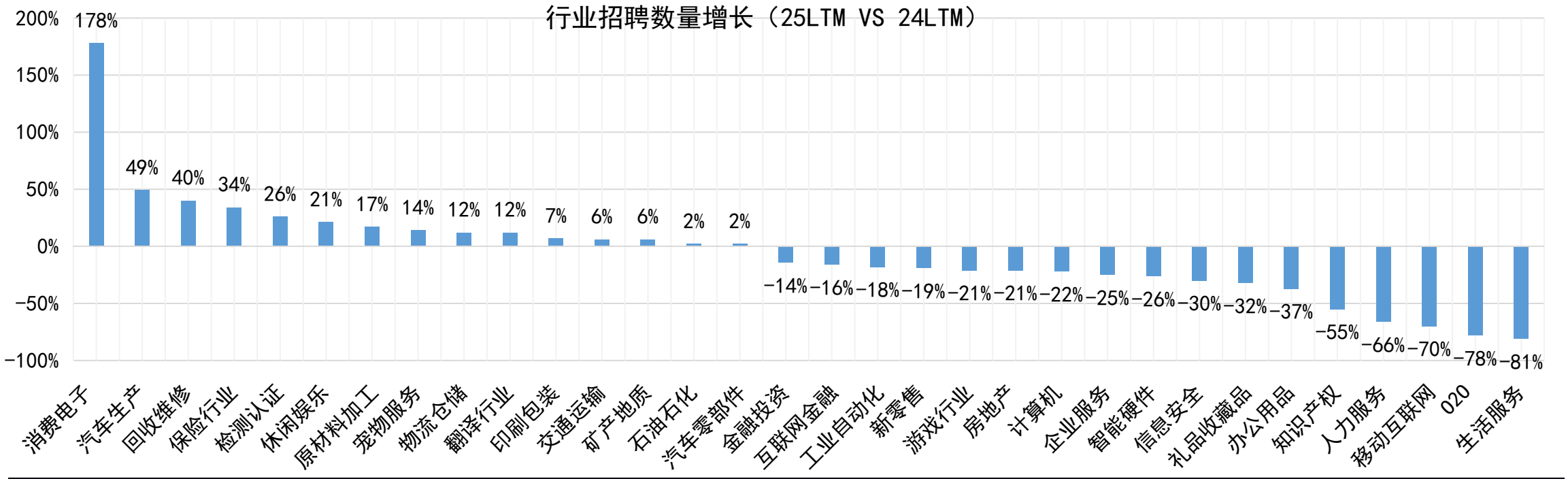


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

非学历职业培训：需求与就业环境强相关，蓝领招聘需求呈现韧性

- **中国东方教育：**旗下课程覆盖烹饪、西点、汽修、IT、美业等多个板块，以蓝领岗位为主。2025年企业端招聘意愿总体仍待复苏，但结构上蓝领岗位招聘需求呈现更强韧性。
- **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。
- ***ST传智：**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。

表：**2025招聘岗位中制造业蓝领岗位招聘需求呈现相对韧性**



资料来源：久谦，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

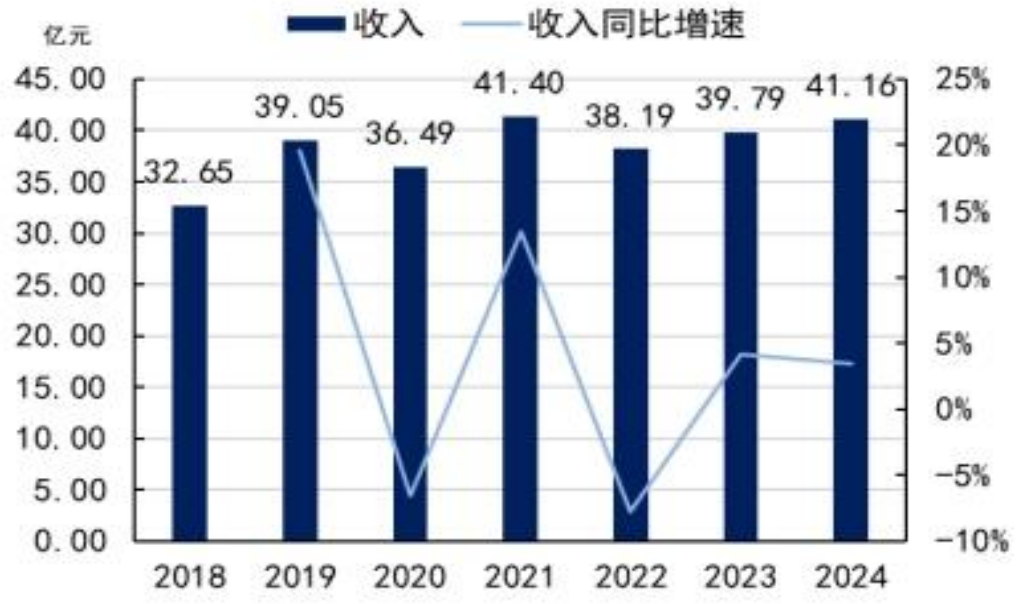
中国东方教育：蓝领强技能培训旺盛需求与区域中心建设共振

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **2024年经营回顾：2024年公司经调净利润同比增长87%。**2024年公司实现收入41.16亿元/+3.5%，优于彭博一致预期40.62亿元；实现净利润5.13亿元/+88.0%；经调净利润5.25亿元/+86.6%，显著优于彭博一致预期4.18亿元。单看2024下半年度，公司实现收入21.33亿元/+5.3%，系校区关停并转接近尾声，招生边际向好；实现净利润2.41亿元/+250.5%，经调净利润2.47亿元/+135.2%，下半年度盈利持续改善。分专业看，2024年烹饪技术/西点西餐/信息技术及互联网技术/汽车服务/时尚美业/其他杂项业务分别实现收入19.2/3.4/7.6/9.1/1.1/0.7亿元，同比分别+0.2%/+3.6%/-1.8%/+7.7%/+124.9%/+17.7%。

- **后续展望：公司发力面向高中生源的1-2年期培训课程，以及内部打通纵向升学。受益于蓝领强技能培训需求旺盛，叠加疫情对公司3年制学生人数影响逐步淡化，预计2025年总培训人次将重回上升通道。**25年春招同比+12%，其中15个月高收费专业招生增长已超过100%，上半年新招生收款的增长率已超过20%，接近30%。考虑到收入结构优化及校区调整成效逐步释放，预计盈利能力将持续修复。我们维持2025-2027年公司归母净利润6.3/7.3/8.5亿元。维持“优于大市”评级。

图：公司2018-2024年间收入表现



资料来源：公司公告、Wind、Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图：公司2018-2024年间利润表现



资料来源：公司公告、Wind、Bloomberg、国信证券经济研究所整理

行动教育：“百校计划”与AI赋能驱动长期成长，静候需求改善

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **25Q1经营回顾：**2025年Q1公司实现营业收入1.31亿元，同比下降7.21%；实现归母净利润0.28亿元，同比增长17.80%；扣非归母净利润0.23亿元，同比下降9.53%。归母净利润的增长主要得益于514.6万元的非经常性损益，其中交易性金融资产公允价值变动贡献了512.8万元，主营业务利润实际有所承压。尽管Q1收入下滑，但截至期末公司合同负债仍高达10.48亿元，为后续季度业绩释放提供了坚实保障。
- **渠道扩张与AI赋能：**2025年2月公司宣布百校计划，即在未来3-5年内，于全国重点城市开设百家分校，同步招贤城市总经理，结合最新跟踪公司已新增城市总经理5-6名，储备人选4人，全年有望新开分校10家。同时，公司持续应用“AI销售大师”等工具赋能销售团队，提升新员工出单效率与留存率。

图：公司2014-2024年间收入表现



资料来源：公司公告、Wind、Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图：2014-2024年行动教育归母净利润及扣非归母净利润



资料来源：公司公告、Wind、Bloomberg、国信证券经济研究所整理

目录

01 趋势回顾：政策利好、人口形势、升学意愿、AI浪潮

02 行情回顾：个股分化显著， K12教育领涨

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

投资建议

国信证券 GUOSEN SECURITIES

■ **投资建议：**监管逐步走向常态化，总体需求依然旺盛，**维持板块“优于大市”评级。**

■ **1、K12教育行业仍具长坡厚雪特征，高考备考人口红利显著，监管正走向常态化，**优先推荐K12教育主业稳固的行业龙头学大教育、天立国际控股、新东方-S等，建议关注持续调整修复的好未来集团、高途集团、昂立教育等。传统教培龙头仍在修复进程中，建议关注受益于竞争格局优化的区域教培龙头卓越教育集团、思考乐教育等。

■ **2、职业技能及录用考试培训以结果导向为主，弹性较大。**随高中及以上学历劳动力数量逐步扩张，技能型人才愈发重要，强技能培训重新得到定价，优先推荐外部旺盛需求与自身区域中心建设共振的多专业技能培训龙头中国东方教育。后续提振内需效应若逐步释放，建议关注消费力复苏后经营存在弹性的企业家培训（企业家信心）、IT就业培训（招聘需求）、公考培训（付费意愿）等赛道，推荐行动教育，建议关注华图山鼎、粉笔。

■ **3、AI题材及高教估值修复主线，**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。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。

教育板块相对估值表

表19：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		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
	000526.SZ	学大教育	58.21	2.5	3.0	3.6	23.2	19.3	16.0
	300192.SZ	科德教育	47.99	1.6	1.8	2.0	29.8	26.7	24.4
	605098.SH	行动教育	42.60	3.0	3.5	4.0	14.0	12.3	10.5
	300010.SZ	豆神教育	166.36	2.1	3.0	3.8	81.2	55.3	43.2
	600661.SH	昂立教育	29.63	0.4	1.0	1.3	80.1	30.5	23.1
	002659.SZ	凯文教育	29.97	0.3	0.6	0.8	103.5	51.2	37.3
	300492.SZ	华图山鼎	126.54	3.2	4.1	5.2	39.7	30.8	24.3
	002599.SZ	盛通股份	44.30	0.5	0.7	1.1	96.0	65.0	40.6
H股	9901.HK	新东方-S	550.38	33.4	40.6	49.2	16.5	13.6	11.2
	0839.HK	中教控股	68.64	21.6	23.5	25.2	3.2	2.9	2.7
	0667.HK	中国东方教育	131.36	6.3	7.3	8.5	20.9	18.0	15.5
	1773.HK	天立国际控股	79.94	7.8	10.6	14.8	10.2	7.5	5.4
	1769.HK	思考乐教育	19.63	2.2	3.0	4.0	8.9	6.5	5.0
	3978.HK	卓越教育集团	38.35	3.3	4.0	4.7	11.8	9.6	8.2
	2469.HK	粉笔	45.96	3.3	3.7	4.0	14.0	12.3	11.6
美股	TAL.N	好未来	453.22	6.1	13.2	20.1	74.7	34.2	22.5
	DAO.N	有道	75.43	1.4	2.3	3.2	54.6	32.9	23.8
	GOTU.N	高途集团	68.96	-2.7	0.5	1.7-		150.9	41.0

资料来源：Bloomberg，Wind，国信证券经济研究所整理

注：学大教育、行动教育、新东方-S、中教控股、天立国际控股、中国东方教育为国信社服预测，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、新高教集团、好未来、新东统计为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；货币单位均为人民币

风险提示

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **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。

免责声明

国信证券 GUOSEN SECURITIES

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.CSI）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中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