

国家育人战略、个人需求共振下的 教育行业投资框架解析

行业研究 · 行业投资策略

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

- **教育行业概况。**教育行业作为与升学、就业紧密相连的赛道，曾凭借其刚需和预付款的商业模式孵化出多家千亿市值企业。另一方面，行业受限于“大规模、低成本、个性化”的不可能三角，同时在结果导向的子赛道中，教学结果易被学生规模稀释，导致行业集中度较低（除协议班模式下公考CR3曾短期接近40%外），据弗若斯特沙利文，K12教培17年CR5仅4.7%。AI教育具备低成本、个性化的特征，有望为解决不可能三角提供新思路，同时也可作为分层产品设计中的引流产品，实现规模扩张同时减少对核心产品口碑稀释，是教育行业现阶段重要发展方向。
- **“五五分流”调整、普高扩招等中高考改革响应国家人才战略需求，对升学相关的教育服务公司是挑战亦是机遇。**“双减”四周年之际，政策一方面持续调整“五五分流”、推进普高扩招（按出生人口规模测算普通高中毛入学率已从2018年的约48%提升至2024年的65%）、缓解应试焦虑；另一方面通过中高考改革、强基计划等，削弱“刷题”效益，发挥考试筛选创新潜力人才功能，推动实现教育、科技、人才的良性循环。不同于双减快速压降K9学科培训供给，预计此轮和升学相关的教育服务将面临需求持续调整。如中职、民办高中预计会面临公办普高扩招竞争生源，补差为目的的学科培训预计会面临“刷题套路提分弱”、“焦虑缓释而削弱培训动力”等问题。但对调整能力相对较强的上市公司则也存在市占提升的机遇，目前头部K12教培公司已开始侧重质量提升、转向真实赋能能力，民办高中借助AI精准教学、提升自身办学质量，中职学校开始拓宽高中生源等等。
- **教育服务需求旺盛，但不同赛道消费驱动不同。**1) **公考：**2026年我国国考报考人数创新高高达371.8万人/+9%，目前就业环境下公务员岗位稳定性具有较强吸引力，预计报考维持高景气度。日本1990年代初同样经历类似公考潮（自1990年的6.5万人提升至1996年的12.4万人），直至日本公务员薪酬与私企无明显优势。2) **职业教育：**我国强技能人才得到重视，技能培训需求旺，人社部2024年调查显示近半大学生赞同“回炉”学习技能有助就业。日本招聘受“终身雇佣制”和“大量招聘应届生”影响，招聘时学历和忠诚度更受重视，但后续企业会持续提供OJT&OFF-JT培训帮助员工更新技能。我国更多由市场化机构提供服务，市场潜力空间大。3) **学历需求抗周期性强。**我国高等教育入学率自2018年的48.1%提升至2024年的60.8%，硕士研究生招生人数自2018年的76万人提升至2024年的119万人，追求更高学历的意愿强烈。日本就业冰河期下本科就读率自90年的53.7%迅速提升至2000年的70.5%。分析尽管就业压力致高学历的经济回报阶段性下滑，但学历教育作为较明确的提升竞争力的路径持续得到追捧。4) **K12教培：**日本虽经历“宽松教育”，但初三培训班参培率自1985年的47%提升至2007年的65%，表明需求客观存在，但部分由过去刷题套路转向“学力提升”。根据CIEFR《减负政策的短期效果评估》22年调查显示，我国K12学科培训参培率为17.4%，合规转型后预计参培率仍有较大提升空间。
- **细分赛道&个股投资逻辑。**K12教培线下网点扩张节奏放缓，行业龙头明确质量提升战略、注重股东回报；此外年内包括豆神教育、好未来、有道、凯文教育、高途集团、思考乐教育、盛通股份等积极发展AI业务，打造新增量。民办高中受外部影响，招生增速放缓，提升办学质量应对竞争。存量民办高教转营仍待推进，部分省市释放积极信号，上市公司加大资本开支提升办学质量。职教龙头中国东方教育龙头地位稳固，受益于生源扩充、区域中心建设，利润率快速修复。公考报考维持高景气，华图教育、粉笔分别通过大单品战略与AI赋能应对尾部机构竞争。
- **投资建议：**教育行业与政策导向及个人教育服务需求密切相关。综合行业竞争格局和外围经营环境宽松度，1) 我们优先推荐和就业关联度最高、市场需求相对旺盛的公考招录及职业教育赛道。公考赛道推荐受益于线下头部竞争优化的华图山鼎及积极布局AI应对竞争的粉笔；职业教育赛道持续看好中国东方教育维持蓝领技术培训行业的龙头地位，关注利润率进一步修复。2) 学历服务需求刚性依旧，但与升学相关的教育服务行业面临需求结构性调整，建议优选能够积极顺应变化、提升办学质量的K12教培龙头，如卓越教育集团、新东方-S、学大教育、豆神教育等，此外建议持续关注行业AI教育硬软件龙头产品迭代和进展。3) 存量民办高教此前转营进展较缓，估值中枢低于教育板块其他赛道，年内广东、湖南释放转营边际信号，建议关注后续进展，若转营落地，预计具备一定估值修复弹性。4) 以行动教育为代表的企业家培训顺周期属性较强，企业家信心修复时到课率弹性较显著，但本报告侧重升学及就业方向，暂不展开讨论。
风险提示：政策趋严、股东减持、核心人才流失、宏观经济承压、招生人数低于预期、学费提升受阻等。

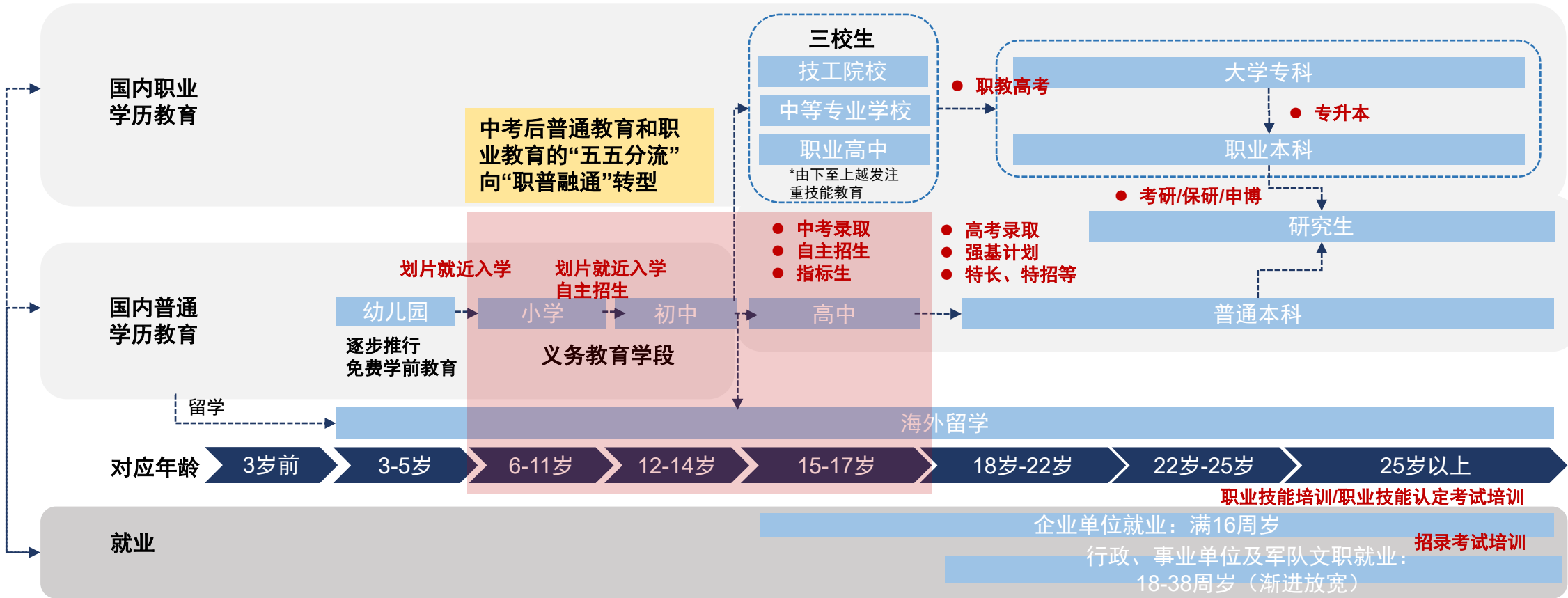
- [01] 行业简介：与升学、就业强相关，曾孕育多只千亿市值标的
- [02] 政策分析：从国家人才战略理解教育行业政策导向
- [03] 需求分析：以日为鉴，观察个人教育服务需求的演变
- [04] 细分赛道投资逻辑
- [05] 投资建议

【 01 】 教育行业简介： 与升学、就业强相关，曾孕育多只千亿市值标的

国内教育、升学、就业体系示意图

■ 升学与就业是人才发展历程中的动态统一体，二者共同构成贯穿个体职业生命周期的闭环。升学和就业不仅是硬币两面的选择，不同学历背景与专业方向直接影响就业结构与职业发展路径。因此，我们并未将“升学”与“就业”割裂看待，而是将其视为一个贯穿人才发展全周期的连贯体系进行系统性研究。为便于投资者理解，在正文前，我们绘制个人升学与就业全生命周期示意图，以展示各个年龄段升学就业的相关性。

图：国内教育与就业相关体系



资料来源：教育部、人社部，国信证券经济研究所整理；注：对应年龄仅作大致参考

教育板块标的及相对估值表



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(亿元)	归母净利润(百万元)				PE			行业
				2025E	2026E	2027E	2024E	2025E	2026E		
	000526.SZ	学大教育	49.89	251.0	301.0	363.0	19.9	16.6	13.7	优于大市	K12教培
	300192.SZ	科德教育	59.71	154.5	170.0	187.0	38.6	35.1	31.9	暂无评级	K12教培
	605098.SH	行动教育	48.98	304.0	340.0	383.0	16.1	14.4	12.8	优于大市	企业家培训
	300010.SZ	豆神教育	137.43	211.0	333.0	524.0	65.1	41.3	26.2	优于大市	K12教培
	600661.SH	昂立教育	31.00	67.0	99.0	121.0	46.3	31.3	25.6	暂无评级	K12教培
	002659.SZ	凯文教育	34.76	20.7	49.3	78.4	168.2	70.5	44.3	暂无评级	民办学校
	300492.SZ	华图山鼎	134.00	349.0	427.0	510.0	38.4	31.4	26.3	优于大市	公考招录
	002599.SZ	盛通股份	43.20-	-	-	-	-	-	-	暂无评级	K12教培
	9901.HK	新东方-S	602.03	3045	3421	3768	19.8	17.6	16.0	优于大市	K12教培
	0839.HK	中教控股	74.78	1938.0	2055.0	2280.0	3.9	3.6	3.3	暂无评级	民办高教
H股	2001.HK	新高教集团	21.21-	-	-	-	-	-	-	暂无评级	民办高教
	1890.HK	中国科培	27.35-	-	-	-	-	-	-	暂无评级	民办高教
	1981.HK	华夏控股	19.61	360.0	470.7	588.0	5.4	4.2	3.3	暂无评级	民办高教
	0667.HK	中国东方教育	127.66	860.0	1091.0	1343.0	14.8	11.7	9.5	优于大市	职业教育
	1773.HK	天立国际控股	43.25	651.0	728.0	829.0	6.6	5.9	5.2	优于大市	民办高中
	1769.HK	思考乐教育	17.53	174.3	238.8	330.1	10.1	7.3	5.3	暂无评级	K12教培
	3978.HK	卓越教育集团	38.07	339.0	419.0	517.0	11.2	9.1	7.4	优于大市	K12教培
	2469.HK	粉笔	64.20	255.8	324.1	392.4	25.1	19.8	16.4	优于大市	公考招录
美股	TAL.N	好未来	483.02	1426.0	2034.4	2860.1	33.9	23.7	16.9	暂无评级	K12教培
	DAO.N	有道	78.50	106.9	219.7	317.1	73.4	35.7	24.8	暂无评级	K12教培
	GOTU.N	高途集团	42.78	-249.5	65.8	215.9-		65.0	19.8	暂无评级	K12教培

资料来源：Bloomberg，Wind，国信证券经济研究所整理

注：学大教育、新东方-S、豆神教育、天立国际控股、华图山鼎、中国东方教育、卓越教育集团为国信社服预测，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

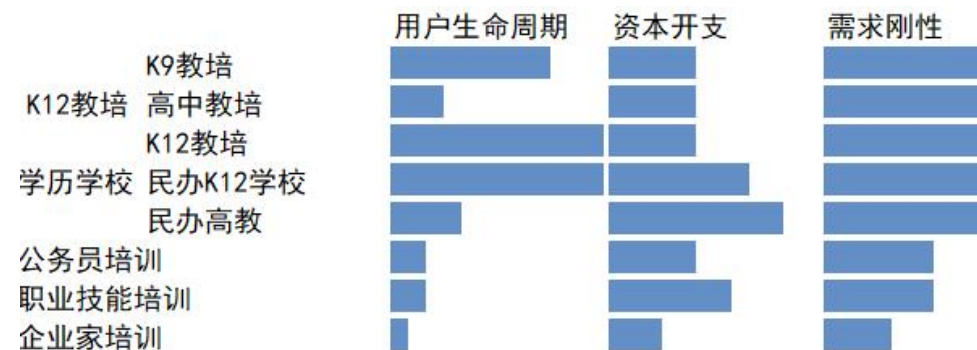
- “双减”及疫情前，K12教培与公考备考均跑出过千亿大市值。K12教育底层刚需且用户生命周期长，树立口碑后能进一步吸引优质生源，进而更容易打出好的升学成绩，实现正循环。好未来、跟谁学（后更名为高途集团）、新东方在2021年初分别达到历史最高市值3493、2350、2178亿元人民币。好未来和新东方是线下教培的传统品牌机构，分别主打提分效率高的数学和英语课程，好未来旗下“学而思培优”强教研模式可复制性极强，因此市值天花板也最高；新东方名师基因更明显。高途集团则主推线上双师课程。公考备考强结果导向，“考试未通过则按协议比例退还学费”的协议班提升前期付费意愿，中公教育借此迅速抢占份额，市值最高达2658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

表：部分教育行业上市公司历史最高市值

赛道类型	代表公司	历史最高市值（亿人民币）
K12教培	好未来	3493.01
公务员培训	中公教育	2658.15
K12教培	高途集团	2349.64
K12教培	新东方-S	2178.15
职业技能培训	中国东方教育	394.27
民办高教	中教控股	381.09
公务员培训	粉笔	266.47
民办高教	希教国际控股	202.17
K12学历学校	天立国际控股	185.31
IT培训	*ST传智	154.34
民办高教	中国科培	122.20
民办高教	新高教集团	100.36
K12教培	学大教育	85.61
K12教培	盛通股份	73.22
企业家培训	行动教育	65.39

资料来源：Wind，国信证券经济研究所

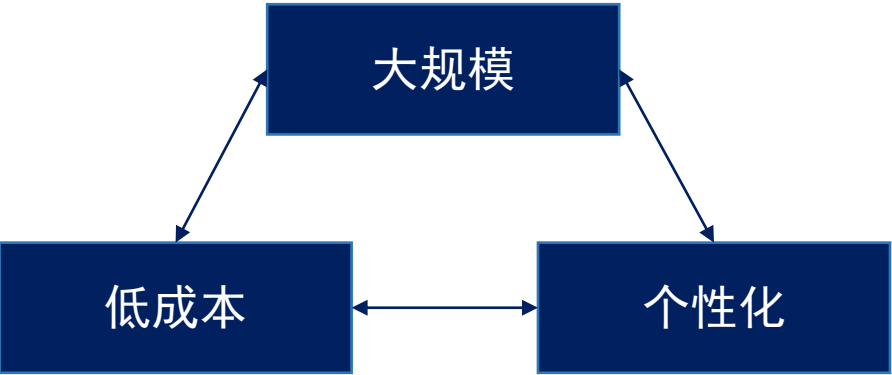
图：不同子赛道商业模式指标初步对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 教育行业是典型的劳动密集行业，为实现经营效率，有强烈的降低人工成本的意愿。据《中国统计年鉴2024》按行业划分城镇非私营单位就业人员数来看，2023年底我国共有1940.5万人从事教育行业，吸纳了近11.9%的就业，从就业人口数看，是继制造业、公共管理社会保障和社会组织后的第三大产业。教育行业公司为实现经营效率，有强烈的降低人工成本的需求。
- 教育行业此前降低人工成本的核心方式之一是扩大班容，但受到“不可能三角”的严格限制。大班制能够迅速提高单个教师的人效进而降低人工成本，但扩大班容会导致单个学生获得的教育资源下降，进而导致教学质量下降、教学个性化缺失。此前头部的教育机构也试图通过OMO（online-merge-offline，即线上名师授课，线下助教提供服务）来兼顾个性化和降低人工成本，但在此过程中同样增加了助教老师人数和对应的人工成本。

图：教育行业的不可能三角



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：不同交付模式对比

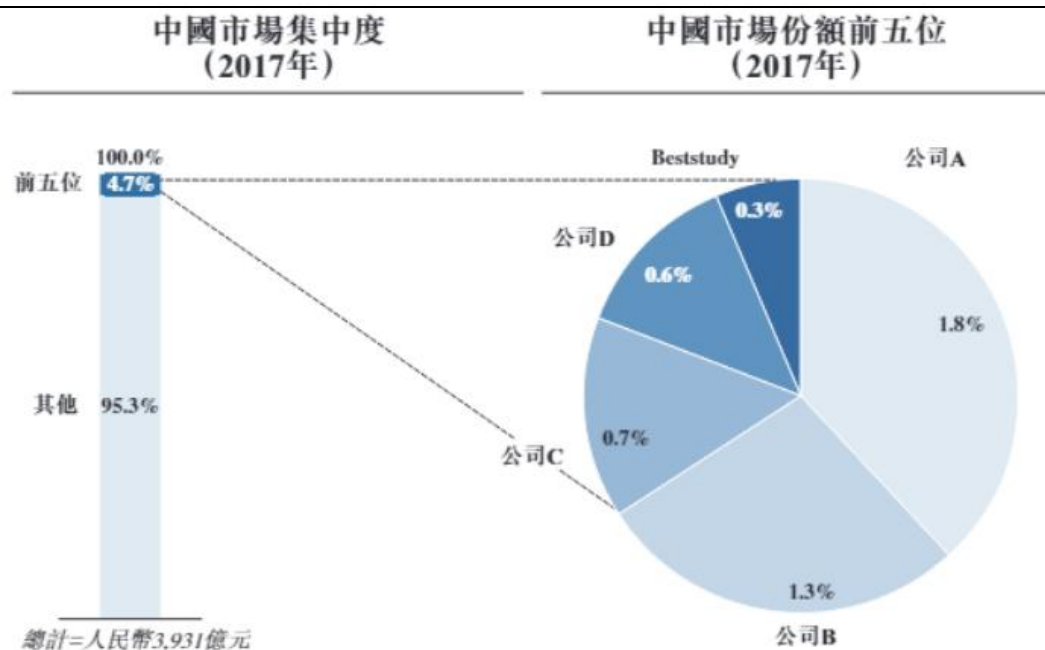
	一对一 (线上&线下)	线下班课	线上班课	AI 教育
核心诉求	个性化培优、培养学习习惯	学习氛围和教学效果	名师资源	性价比与高效便捷
课时费	200元	100-200元	100元	-
个性化程度	内容、进度、方法全方位个性化	有限个性化（分层教学）	有限个性化（数据驱动）	学习路径个性化
师资依赖度	常规一对一对师资依赖度低，但也有主打名师一对一的服务	可以通过标准化教研降低教师依赖度	授课教师依赖度高、辅导老师相对低	研发阶段名师数据依赖度高 交付阶段师资依赖度低
毛利率范围	30%-40%	50%-60%	60-70%	60-70%

资料来源：学大教育、新东方-S、高途集团、多邻国公司公告，国信证券经济研究所整理

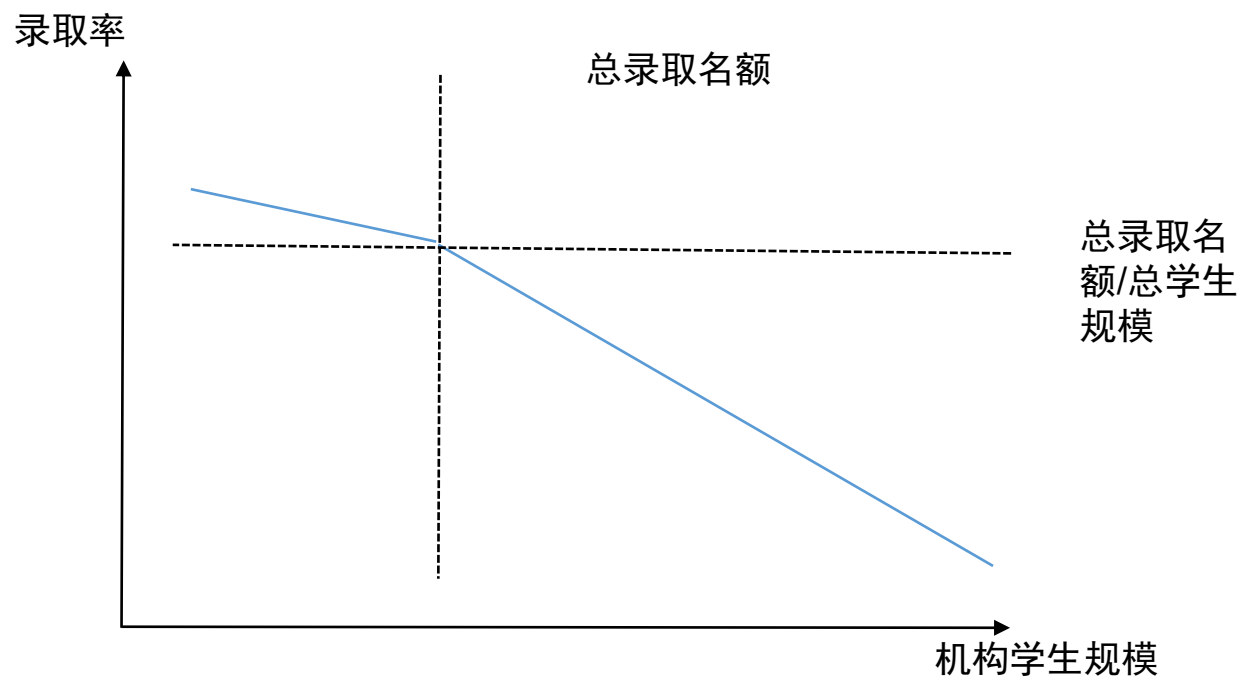
教学效果易被学生规模稀释，教育行业普遍集中度低

- 教育行业各子赛道普遍存在行业集中度低的现象，K12教培行业中，数量众多的中小型机构占据绝大部分市场，2017年CR5不及5%。学历学校领域分散程度更高，头部的民办高中集团一般自有的学校数不超过五十所，而全国有上万所高中。曾经相对较优的是公考行业，测算CR3曾在协议班模式下达达到接近40%的水平。
- 一方面是此前所提到的“不可能三角”和名师供给刚性的影响，如果要兼具个性化高质量办学和大规模普及，则无法实现低成本。
- 另一方面，教学效果存在被学生规模稀释的现象，特别是在强单一结果导向的细分赛道。当教育机构进行规模化扩张时，其学员的绝对数量增加，但其所追逐的结果目标（如学校录取名额、岗位）并未同步增加，将直接导致机构整体成功率的均值回归，即其录取率/通过率将无可避免地收敛于社会平均水平。机构早期因小而精带来的高成功率光环将随之消退，从而削弱其对潜在学员的吸引力。
- 过去部分机构通过分班教学/分层产品设计试图解决这个问题。分班教学和分层产品设计，一方面是对学生因材施教，另外一方面也可以控制核心班级的规模大小，维护核心产品口碑。

图：K12教培赛道2017年市场集中度仅4.7%



图：假设某能维持较优教学质量的机构的录取率和学生规模关系



资料来源：卓越教育集团上市文件，弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

AI教育：有望助力克服“不可能三角”及规模稀释



- AI能以极低的边际成本替代人力、扩大个性化教育资源供给，有望为破解“不可能三角”提供新路径。以虚拟教师、AI答疑大模型、AI录播课、AI教育监督管理平台等为核心的AI教育产品，有望以边际成本趋近于零的方式为每个学生匹配教学资源、降低人力依赖、提高教学管理效率，推动“大规模高质量因材施教”的个性化培养理念走向现实，为教育质量、公平、个性化升级注入技术动力。而对于教育企业而言，低成本大规模高效普及意味着更强劲的用户增长潜力，个性化培养方案与高质量信息输出意味着以学习效果提高用户粘性

表：AI对教育行业的赋能方式

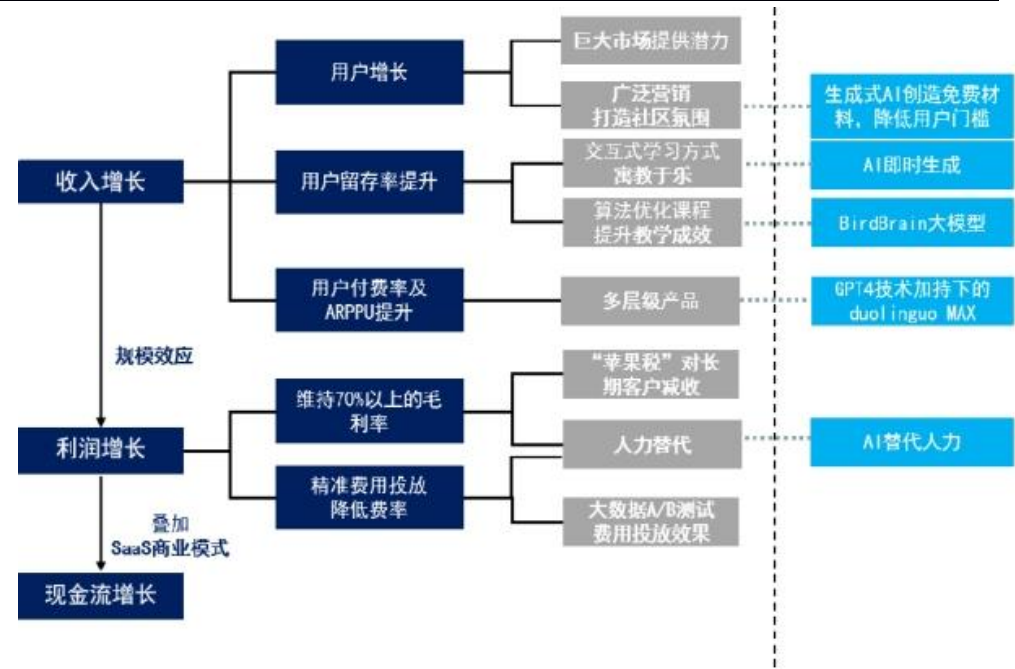
赋能点	功能	解释	案例	AI类型
教育成本的节约	生成重复性较高的内容	减少教师的重复工作	Duolingo重复训练、出题	生成式AI
	根据文本生成音频、视频	提高课堂稿件的生成效率	豆神“超拟人”系统	生成式AI
有效提高教学质量	提供个性化教育内容	通过满足个性化需求提高教学质量	粉笔的智能出题和天立的智能网课	决策式AI
	提供超越时空限制的知识资源库	低成本且高效的获取高质量的信息和辅导	引入ChatGPT或DeepSeek的教育软件或智能学习平板	生成式AI
	行为识别提高课堂效率	能围绕教学场景为师生提供教学辅助	教学监督管理平台	决策式AI
	创造实践环境	能根据学生反馈的薄弱点加强训练	盛通中鸣机器人	决策式AI
	提供情感陪伴	通过个性化干预方案为患者及其家庭带来情感支持	Buddy In少儿自闭症数字疗法	生成式AI

资料来源：多鲸，国信证券经济研究所整理

AI教育：凭借极低边际成本，可以作为引流产品积攒流量池

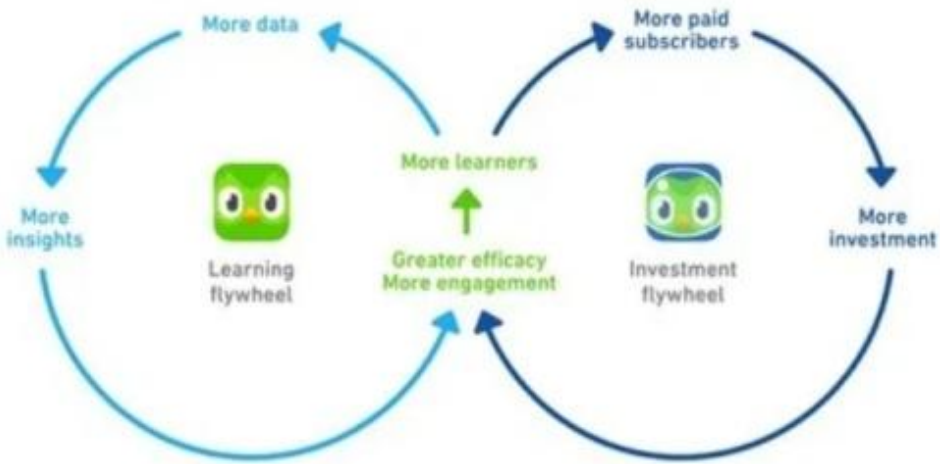
- AI降本，支撑多邻国在为用户提供大量免费内容的基础上，维持超过70%的毛利率。自2021年上市以来，多邻国的毛利率维持在70%以上，2024年第三季度为72.91%。多邻国为用户提供大量免费内容，付费用户仅占月活跃用户（MAU）的7.60%，但毛利率与高付费率的在线教育公司相当，如CHEGG（2020年以来毛利率60%-78%）和新东方在线（转型前最高毛利率71%）。凸显AI降本及推动教育普惠的重要意义。
- 多邻国前端基于生成式AI技术，能够实现以极低的边际成本向客户免费提供课程，进而降低用户门槛，打开流量入口。在此基础之上，多邻国提出“社交优先”战略，打造流行文化事件吸引用户关注并尝试使用多邻国的免费课程，构筑了“免费内容降低体验阻力→海量用户构建传播节点→流行事件营销反哺增长”的正循环逻辑。

图：多邻国免费增值模式下的新用户漏斗模型



资料来源：多邻国公司公告，国信证券经济研究所整理

图：多邻国学习飞轮与投资飞轮模型



资料来源：多邻国公司公告，国信证券经济研究所整理

行业持续推进AI教育实践，AI教育产品有望受益于新一轮模型迭代



- AI大模型迎来新一轮迭代。9月29日，深度求索公司正式发布新一代大语言模型DeepSeek-V3.2-Exp，模型引入稀疏 Attention 架构，据悉该算法能降低计算资源消耗并提升模型推理效率、降低API输入/输出成本。伴随本次模型发布，DeepSeek宣布API价格大幅下调超过50%。9月30日，OpenAI正式发布新一代视频生成模型Sora 2，模型引入3D一致性架构，据悉该架构能实现物理规律的精准模拟并提升音画同步效率、降低高保真视频创作门槛。
- 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。凯文教育与智谱华章成立主营业务为开发和运营AI智能产品的合资公司，业务版图进一步扩展至AI教育领域。

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
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
	与百度共生生成式人工智能人才	/	
凯文教育	与智谱华章成立主营业务为开放和运营AI智能产品的合资公司	授课	
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
思考乐教育	与深圳华夏隼永联手打造教育类AI机器人	授课	

资料来源：各公司官网、国信证券经济研究所整理

[02] 政策分析： 从国家人才战略需求理解教育行业监管政策导向

- **核心观点：**发展新质生产力需要畅通教育、科技、人才的良性循环。意味着教育需要筛选、培养出具备创新精神、批判性思维和实践能力的高素质人才，应试教育难以承担这一重任。“双减”一定程度上是对应试竞争的纠偏。
- 发展新质生产力是推动高质量发展的内在要求和重要着力点，而发展新质生产力要深化人才工作机制创新，促进多方面人才的协同。1) 要着力培养造就战略科学家、一流科技领军人才和创新团队，2) 着力培养造就卓越工程师、大国工匠，3) 加强劳动者技能培训，4) 不断提高各类人才素质。
- 就高端芯片、光刻机、工业设计软件、航空发动机等前沿领域创新能力，需求能够进行原始创新、交叉学科整合、解决极端复杂问题的顶尖人才，也需要卓越工程师和具备持续学习能力的大国工匠将其转化为现实的产品、可靠的工艺和高效的产线。
- 随着制造业数字化、人工智能转型的推进，“无人车间”“黑灯工厂”迅速增多，“机器换人”带来生产效率的提升，长期来看将减少标准化劳动力的需求。

表：求是网部分刊文中关于教育和人才的重要表述

文件	内容
《发展新质生产力是推动高质量发展的内在要求和重要着力点》（2024.5.31）	深化人才工作机制创新。 教育、科技、人才良性循环： 要按照发展新质生产力要求，畅通教育、科技、人才的良性循环，完善人才培养、引进、使用、合理流动的工作机制。 以科技发展新趋势指导教育和人才培养： 要根据科技发展新趋势，优化高等学校学科设置、人才培养模式，为发展新质生产力、推动高质量发展培养急需人才。 具体目标： 要着力培养造就战略科学家、一流科技领军人才和创新团队，着力培养造就卓越工程师、大国工匠，加强劳动者技能培训，不断提高各类人才素质。
《做好新时代人才工作的根本遵循和行动指南》（2024.6.13）	做好人才工作是赢得国际竞争主动的必然要求： 人才是衡量一个国家综合国力的重要指标，谁拥有了一流创新人才、拥有了一流科学家，谁就能在国际竞争中占据优势。 具体目标： 要全方位谋划基础学科人才培养，造就一大批国家创新发展急需的基础研究人才。要加快建设国家战略人才力量，努力培养造就更多大师、战略科学家、一流科技领军人才和创新团队、青年科技人才、卓越工程师、大国工匠、高技能人才。要培养造就大批哲学家、社会科学家、文学艺术家等各方面人才，为构建中国特色哲学社会科学、繁荣发展社会主义文艺提供坚实人才支撑。

资料来源：求是网，国信证券经济研究所整理

- 教育强国建设规划纲要同样提出提出人才培养的需求，同时也关注人民群众教育获得感、教育满意度等指标。
- 任务：为建设社会主义现代化强国、全面推进中华民族伟大复兴提供有力支撑。
 - 到2027年，教育强国建设取得重要阶段性成效。各级教育普及水平持续巩固提升，高质量教育体系初步形成，人民群众教育获得感明显提升，人才自主培养质量全面提高，拔尖创新人才不断涌现，关键领域改革取得实质性进展，教育布局结构与经济社会和人口高质量发展需求更加契合，具有全球影响力的重要教育中心建设迈上新台阶。
 - 到2035年，建成教育强国。党对教育事业全面领导的制度体系和工作机制系统完备，高质量教育体系全面建成，基础教育普及水平和质量稳居世界前列，学习型社会全面形成，人民群众教育满意度显著跃升，教育服务国家战略能力显著跃升，教育现代化总体实现。

表：《教育强国建设规划纲要（2024-2035年）中与K12直接相关的部分论述

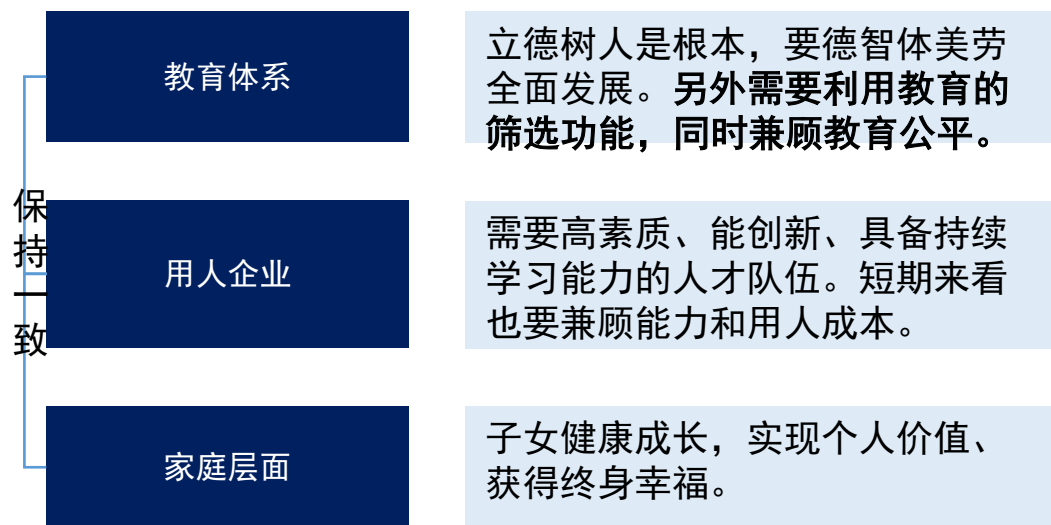
大点	内容
总体要求	上述正文部分已有相关信息
塑造立德树人新格局，培养担当民族复兴大任的时代新人	1) 加强和改进新时代学校思想政治教育；加强党的创新理论体系化学理化研究阐释和成果应用；拓展实践育人和网络育人空间和阵地。 2) 促进学生健康成长、全面发展。健全德智体美劳全面培养体系，加快补齐体育、美育、劳动教育短板。普及心理健康教育，加强宪法法治教育、国家安全教育、国防教育。深入实施青少年学生读书行动。 3) 打造培根铸魂、启智增慧的高质量教材；推广普及国家通用语言文字。
办强办优基础教育，夯实全面提升国民素质战略基点	1) 健全与人口变化相适应的基础教育资源统筹调配机制。探索逐步扩大免费教育范围。提高教育公共服务质量和水平，提升普惠性、可及性、便捷性，加强近期和中长期教育资源统筹配置。因地制宜打通使用各学段教育资源，加强跨学段动态调整和余缺调配，扩大学龄人口净流入城镇教育资源供给。 2) 推动义务教育优质均衡发展和城乡一体化。 3) 促进学前教育普及普惠和高中阶段学校多样化发展。统筹推进市域内高中阶段学校多样化发展，加快扩大普通高中教育资源供给。探索设立一批以科学教育为特色的普通高中，办好综合高中。深入实施县域普通高中振兴计划。 4) 统筹推进“双减”和教育教学质量提升。巩固校外培训治理成果，严控学科类培训，规范非学科类培训。坚持依法治理，加强数字化、全流程管理。强化学校教育主阵地作用，全面提升课堂教学水平，加强对学习困难学生的辅导。压减重复性作业，减少日常考试测试频次。提高课后服务质量，丰富服务内容。加强科学教育，强化核心素养培育。

资料来源：新华社，国信证券经济研究所整理

核心抓手：“双减”政策纠偏，驱动行业供给端出清

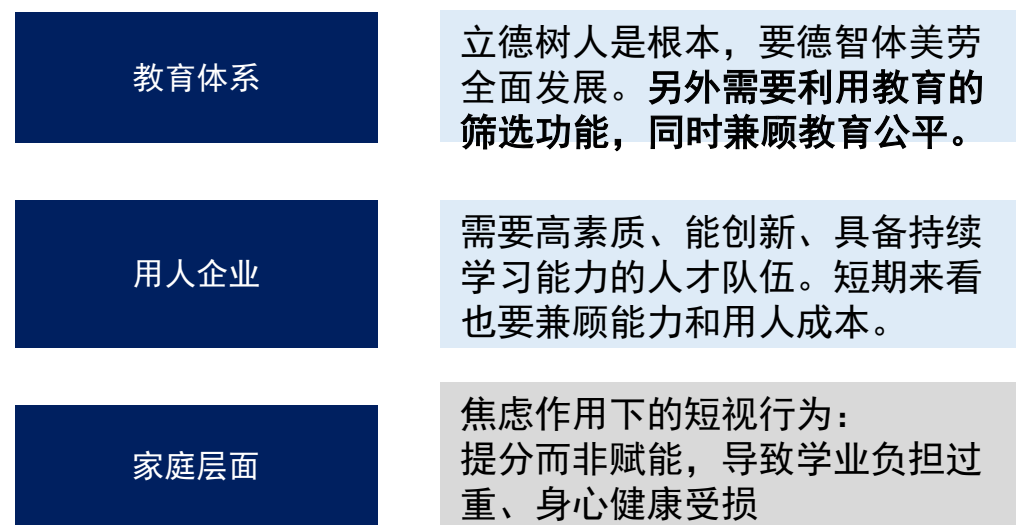
- 教育体系、用人企业、家庭，在培养人才方面的核心利益是一致的。
 - 国家教育体系的目标是“立德树人”，培养德智体美劳全面发展的社会主义建设者和接班人。这要求下一代不仅要有知识，更要有健全的人格、创新的精神、健康的体魄和家国情怀。同时也需要兼顾教育的筛选功能与教育公平。
 - 用人企业短期来看需要综合考虑学历、能力、成本。而企业的长远发展依赖于一支高素质、能创新、具备持续学习能力的人才队伍。
 - 中国家庭的核心利益在于子女能够获得终身幸福和实现个人价值，既包括一份有前景的事业，也包括一个健康、充实、有尊严的人生。
- “双减”前，受考试指挥棒和市场对焦虑情绪的渲染，实践中，家庭层面曾出现一些短视行为，如将资源投入到“提分”而非“育人”上，导致学生学业负担过重，身心健康受损、同时毕业生在能力上也有待加强。

图：教育体系、中国企业以及家庭在育人成才方面的核心利益是一致



资料来源：教育部门户网站，国信证券经济研究所整理

图：“双减”前部分家庭出现了短视功利现象，与核心利益相悖

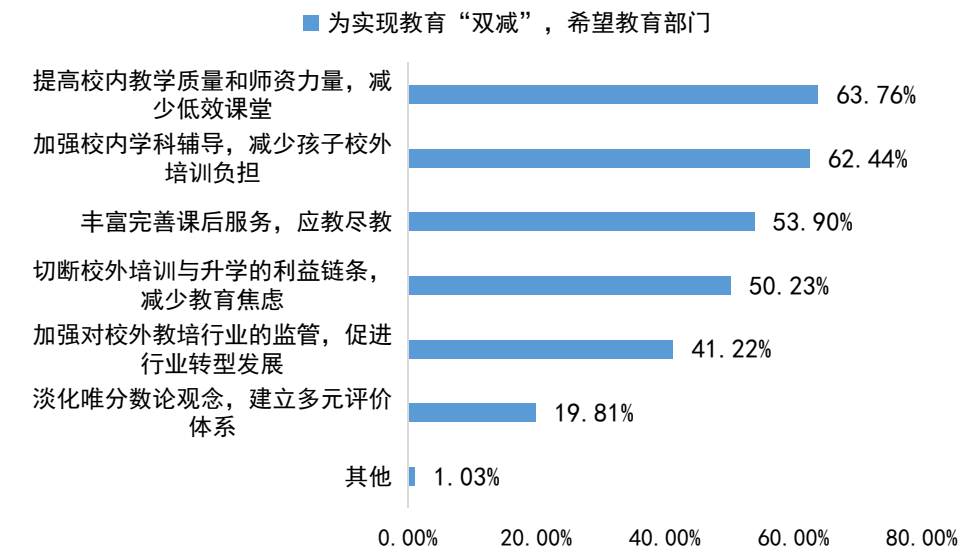


资料来源：教育部门户网站，国信证券经济研究所整理

核心抓手：“双减”政策纠偏，驱动行业供给端出清

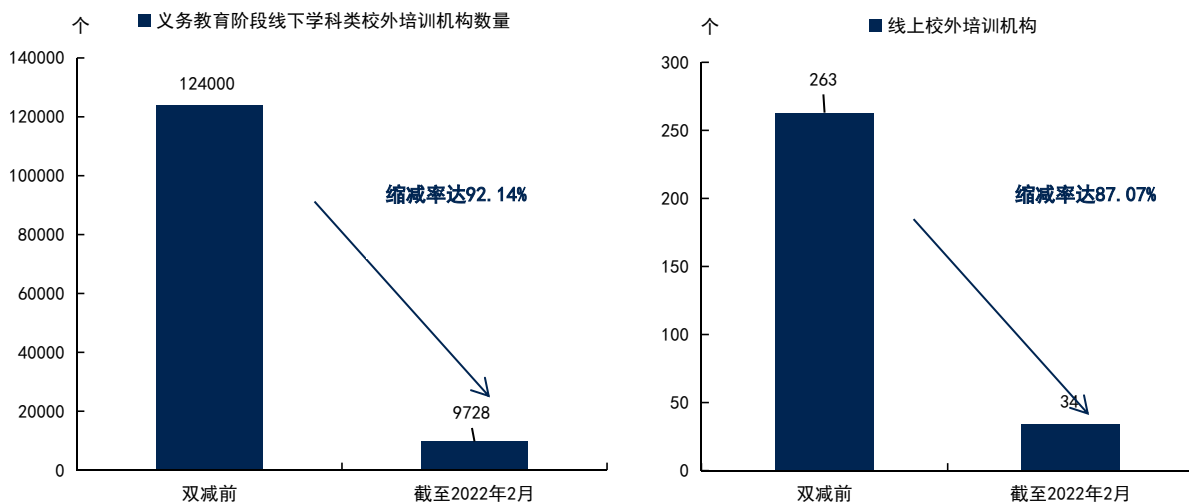
- **2021年7月，“双减”意见文件发布。**文件中指出坚决压减学科类校外培训。对现有学科类培训机构重新审核登记，逐步大大压减，解决过多过滥问题；依法依规严肃查处存在不符合资质、管理混乱、借机敛财、虚假宣传、与学校勾连牟利等严重问题的机构。
- **双减后，培训市场虚火大幅降温，广告基本绝迹，资本大幅撤离，野蛮生长现象得到有效遏制。**据教育部校外教育培训监管司，原12.4万个线下校外培训机构压减到9728个，压减率为92%；原263个线上校外培训机构压减到34个，压减率为87%；“营转非”“备改审”完成率达100%；预收费监管基本实现全覆盖，监管总额超过130亿；所有省份均已出台政府指导价标准，收费较出台之前平均下降4成以上；校内普遍实现课后服务“5+2”全覆盖；85%的家长对学校课后服务表示满意，72%的家长反映教育焦虑有所缓解，90%以上学生表示学业负担有所减轻。

图：为实现教育双减，家长对教育部门后续工作的希望



资料来源：南方都市报调研，国信证券经济研究所整理

图：双减后义务教育线上学科类校外培训机构数量变化



资料来源：教育部，国信经济研究所整理

制度护航：中高考与招生改革“指挥棒”持续推进，落实双减政策



- **中高考改革：**取消考纲、增强试题开放性等改革使纯“刷题”培训失效，在需求端倒逼教培产品向思维培养、能力提升转型。
 - **效率**主要是指选拔人才的效率，体现为考试科学、简便、易行，设计不烦琐、不过度耗费社会资源。中考选才效率不同于高考，由于学生发展是一个长线过程，对其过早定型并不合理，因此中考更多是一种“粗选拔”而非“精密筛网”式的人才遴选。
 - **公平**有多层意义，既有机会均等、亦有差异化公平、补偿性公平等。

表：近年中高考改革梳理

对应考试	视角	内容
中考	效率角度	<p>相对弱化一考定终身观念，关注长远发展</p> <p>1) 取消考试大纲，显著增强试题开放性、综合性与应用型。2019年起取消中考考试大纲，不再划定具体的知识范围，转而依据课程标准命题。</p> <p>2) 两考合一，即合并初中毕业考试及高中升学考试，减轻学生考试压力。</p> <p>3) 缩减中考总分、减少考试科目。如北京市2025年发布的新中考政策将总分从670分降至510分，统考科目从10科减为6科；广州市中考总分不变，持续优化科目权重，2027至2029年语、数、英三科将增加70分；陕西省自2026年起，生、地、化三科将退出中考，计分科目从10门缩减为7门，总分从820分降至600分。</p> <p>4) 由等级制向分数制改革，改变强学科优势被制度性抹平，极易因为单科短板失去优质学校的升学机会，陷入“一科定生死”的困厄境地。</p> <p>5) 试点六年一贯制/十二年一贯制教学：进入贯通式学校学生，可以免除“小升初”和中考。初三时无需过度准备中考，教学端可以侧重于授予初高衔接课程。</p>
	公平角度	<p>省级统考：多个省份改变过去市县自主命题、自行组织考试的形式，改为省级统考。不仅消除命题质量差异，还使得考试成绩可以横向比较，检测省内市县教育差距，倒闭教育行政部门加大资源统筹，给予薄弱地区更多支持。</p>
高考	效率角度	<p>1) 同样取消考试大纲，增强试题开放性、综合性与应用型</p> <p>2) 新高考选科模式 ("3+1+2"或"3+3")：增加学生的选择权，打破文理分科局限</p>
	公平角度	<p>规范考试：通过强化从命题、运卷、保管到施考的全过程安全管理和技术保障，严防作弊；同时，严格执行招生政策，强化信息公开，并综合治理“高考移民”，以维护考试的公平公正。</p>

资料来源：《光明社教育家》刊文《公平VS效率：中考改革的困局与出路》（作者：程红艳 王健怡 华中师范大学教育学院），国信证券经济研究所整理

■ 高中、高校招生制度方面的改革：

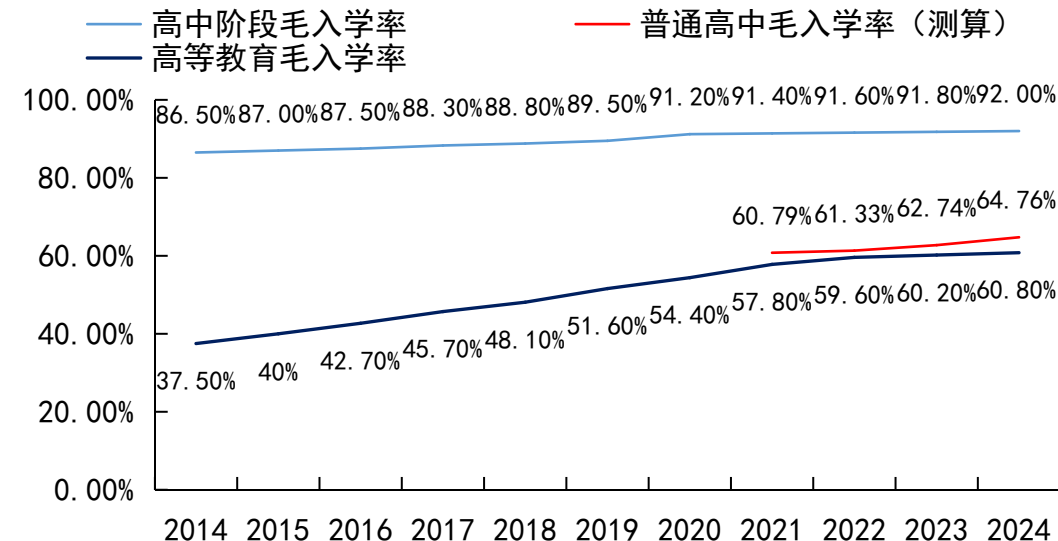
- **效率角度：**1) **高中自主招生：**深圳、青岛等多地开展高中自主招生，给予学校一定的选拔自主权，从而发掘和培养在特定领域有突出潜质或专长的学生。2) **打造特色高中：**打破“千校一面”的通才培养模式，为学生提供基于个性特长和职业志向的多元化发展路径。3) **高校招录的自主招生向强基计划转型：**2020年起取消高校自主招生，逐步推进强基计划。强基计划和原自主招生选拔定位不同，主要选拔“有志于服务国家重大战略需求且综合素质优秀或基础学科拔尖的学生”；招生专业不同，强基计划突出基础学科的支撑引领作用，重点在数学、物理、化学、生物及历史、哲学、古文字学等相关专业安排招生；入围校考的依据不同，自主招生的入围依据主要是考生的申请材料，强基计划的入围依据是考生高考成绩。
- **公平角度：**1) 普通高中、高等教育扩招，满足大众化的普通教育需求；2) 面向农村和脱贫地区学生开展招生专项计划工作。

图：从六大角度观察强基计划



资料来源：择校无忧，国信经济研究所整理

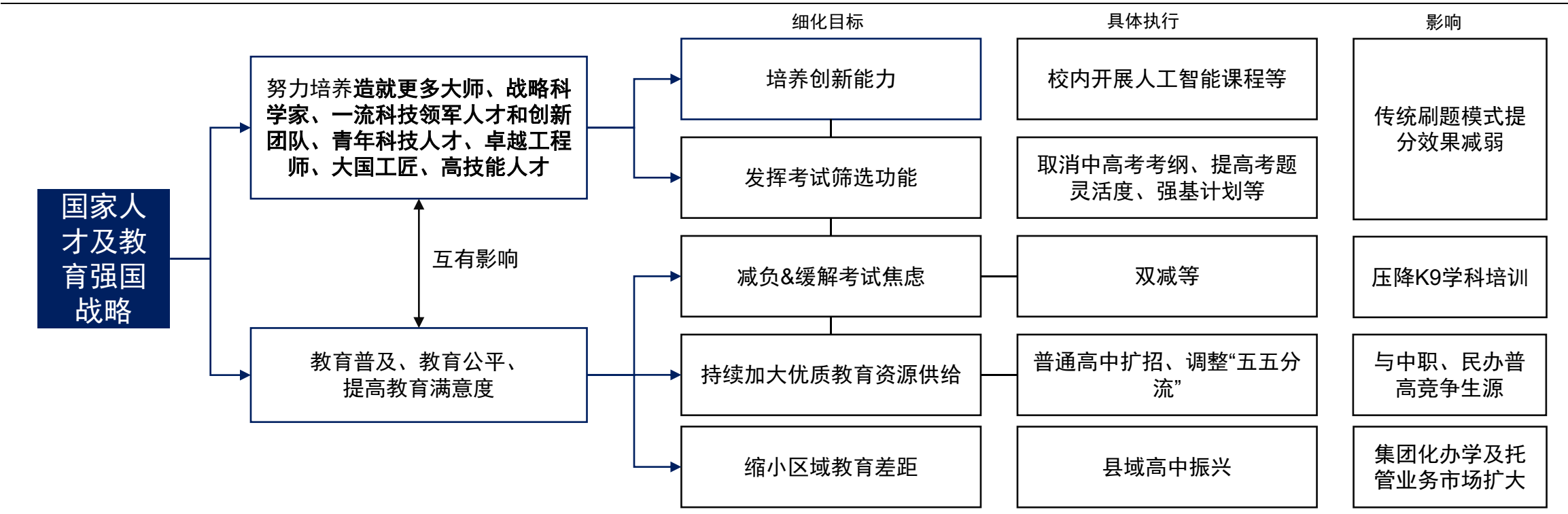
图：高中、普通高中、高等教育持续扩招



资料来源：教育部，国信经济研究所整理

小结：中高考与招生改革进一步驱动教育服务转型

图：“从国家人才战略需求理解教育行业监管政策导向”示意图



资料来源：多鲸，国信经济研究所整理

- “双减”及配套改革并非短期冲击，而是服务于国家人才战略的顶层设计。核心逻辑在于破除与“新质生产力”需求相悖的“解题套路”式教育，引导资源流向创新人才筛选与培养。分析其将持续对K12教培行业造成深刻影响。
- 1) 双减压降K9阶段学科培训，快速出清违规供给，并实施常态化监管，成效显著，基本完成对“焦虑驱动、应试导向”旧商业模式的颠覆。另一方面监管难度大，仍有小黑班“隐形变异”违规开展学科培训。
- 2) 中高考改革及普通高中扩招、高校扩招系统性降低应试价值，进一步从需求端纠偏应试之风。同时预计会对尾部民办普通高中招生造成一定压力。

附1：K12教培行业相关的其他政策



- 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。
- 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
2025. 09	商务部等9部门印发《关于扩大服务消费的若干政策措施》的通知	规范发展文化艺术、科技、体育类非学科教育培训，完善许可条件，符合条件的线上、线下非学科类培训机构可依法依规申请行政许可。鼓励相关机构以市场化为导向开展职业技能培训，完善培训评价机制。有序发展社区学院、市民夜校、老年培训，提供优质技能培训、文化艺术培训，鼓励有条件的地方提供免费或低租金场地设施。

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

附2：《民促法实施条例》要点回顾与政策边际变化



- 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》

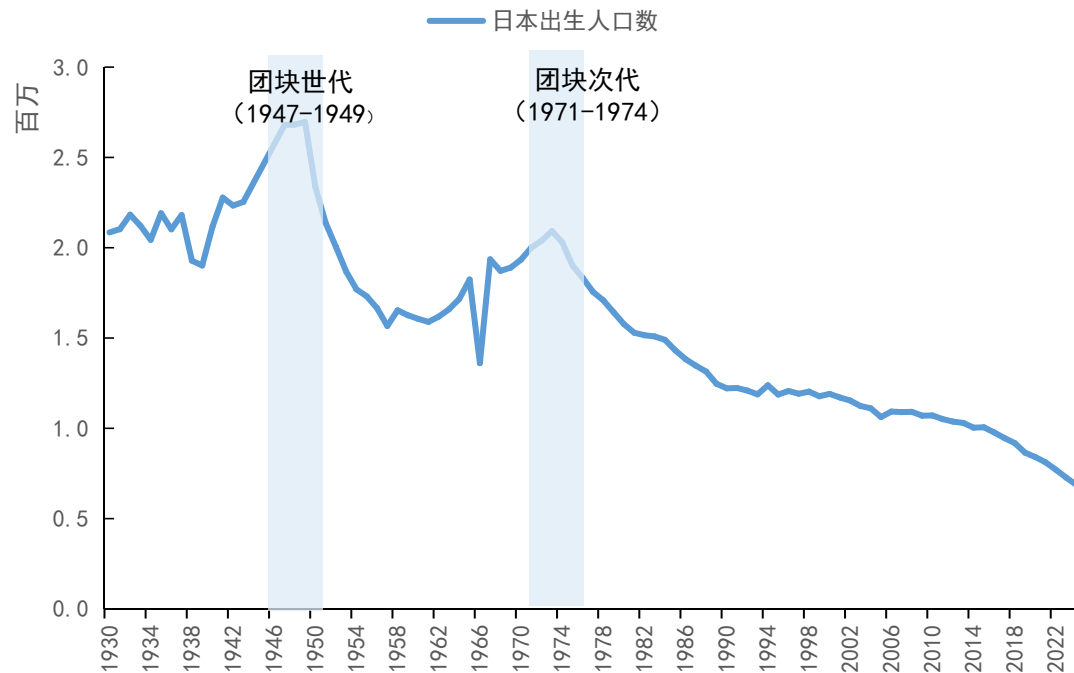
	民促法正式稿（2021年）	解读
民办学校设立 （公参民说法）	第五条（节选）：国家鼓励以捐资、设立基金会等方式依法举办 民办学校 。以捐资等方式举办 民办学校 ，无举办者的，其办学过程中的举办者权责由发起人履行。	将捐资、设立基金会方式举办院校的范围由非营利性民办学校扩展至 民办学校 ，放松了营利性民办学校的资金筹措来源。
	第七条（节选）：实施义务教育的公办学校不得举办或者参与举办 民办学校 ，也不得转为 民办学校 。其他公办学校不得举办或者参与举办 营利性民办学校 。但是， 实施职业教育的公办学校可以吸引企业的资本、技术、管理等要素，举办或者参与举办实施职业教育的营利性民办学校 。	对义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
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

[03] 需求分析： 以日为鉴，观察个人教育服务需求的演变

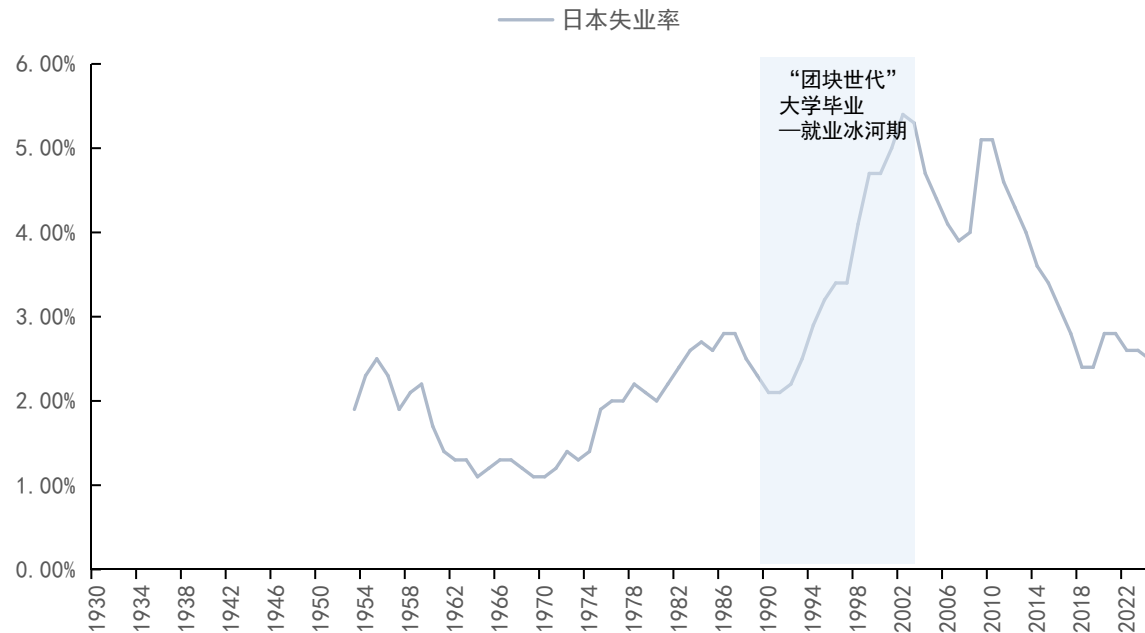
- “团块世代”特指日本战后第一次婴儿潮（1947-1949年）期间出生的一代人，是日本经济高速增长期的主力军。“团块次代”则特指日本战后第二次婴儿潮期间（1971-1974年）出生的人群，他们大多属于团块世代的第一代子女。不同于其父母一辈人生大部分时间都在日本经济快速增长期度过，“团块次代”出生时仍在经济快速发展阶段，失业率较低，而其毕业时则面临着日本经济增速快速放缓，失业率急剧走高的现象。
- 日本“团块世代”和“团块次代”经历了经济高速增长到放缓的转型，失业率上升影响了个人教育选择。日本出生人口持续下滑，但学历需求仍显韧性。

图：日本出生人口数



资料来源：Wind，国信经济研究所整理

图：日本失业率



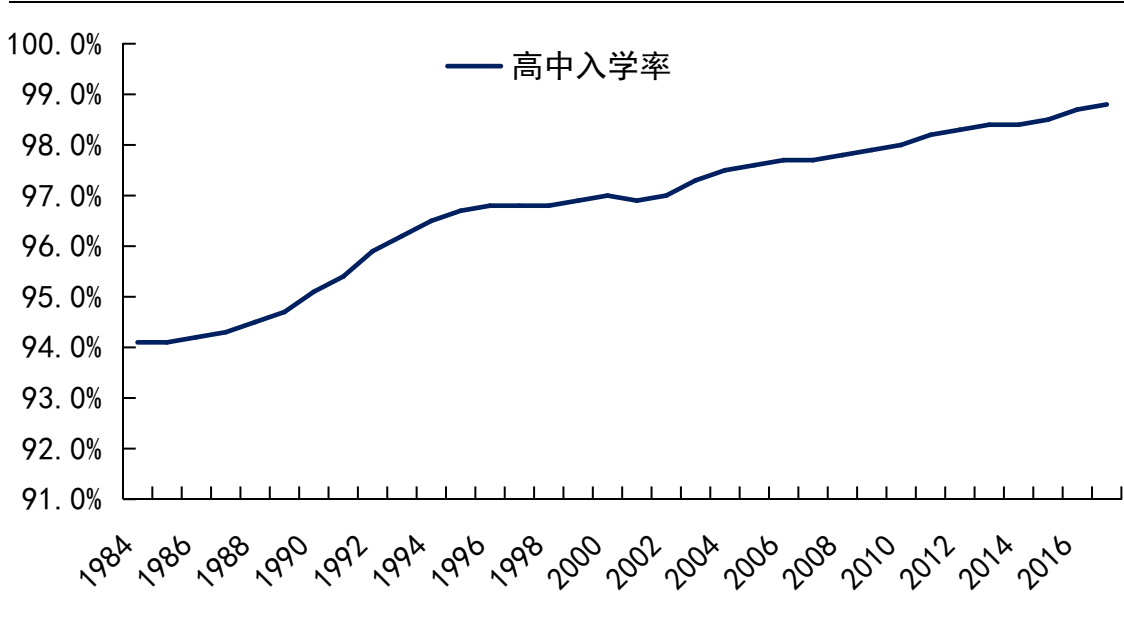
资料来源：Wind，国信经济研究所整理

日本普通学历学校：穿越经济周期，升学率走高，追求更高学历意愿未减



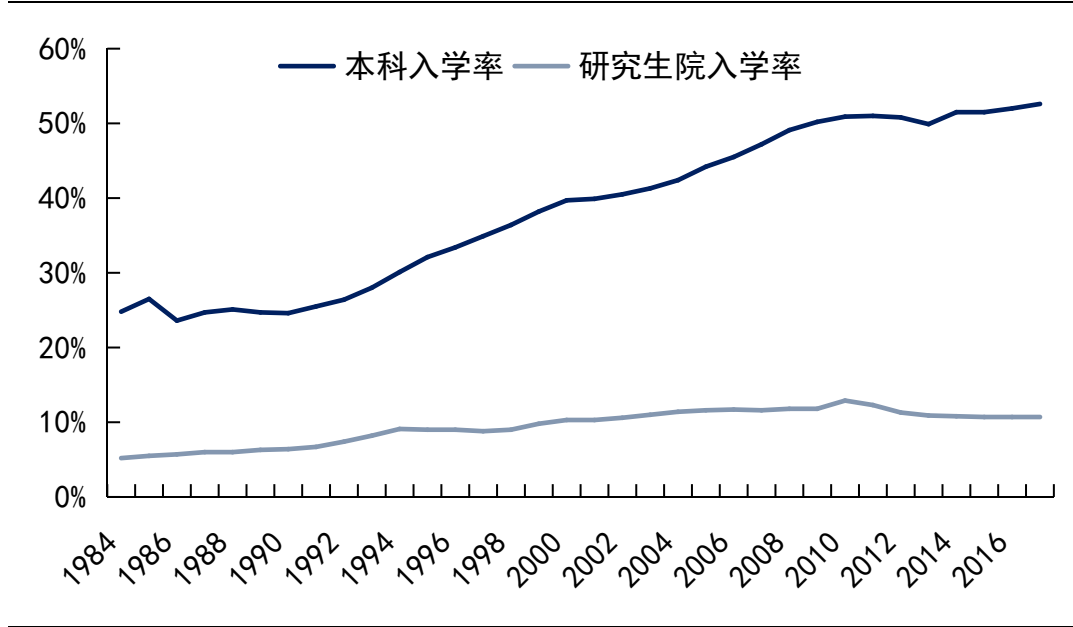
- 自1984年起，日本高中、大学本科及研究生院阶段的入学率呈现显著上升趋势。尽管升学率的提升在一定程度上受到适龄人口基数下降以及高中、高等教育学校持续扩招等因素影响，导致入学竞争缓和，但整体升学率提升仍反映出家庭及个人对获取更高学历的重视程度未减，在有机会入学时仍会选择入学。
- 与“学历贬值论”不同演绎，学历学校就读意愿展现了穿越经济周期的强抗周期属性。自1990年代日本进入“就业冰河期”以来，经济形势急剧下行，企业信心受挫，新增就业岗位萎缩，社会整体失业率大幅攀升。在此背景下，日本高中与高等教育升学率仍保持上升态势，与“就业形势恶化必然引致学历需求下降”的传统推论存在差异，反映出教育选择在就业压力下仍具备较强的抗周期属性。

图：日本高中入学率



资料来源：日本文部科学省，国信经济研究所整理
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：日本高等教育（本科/研究生院）入学率



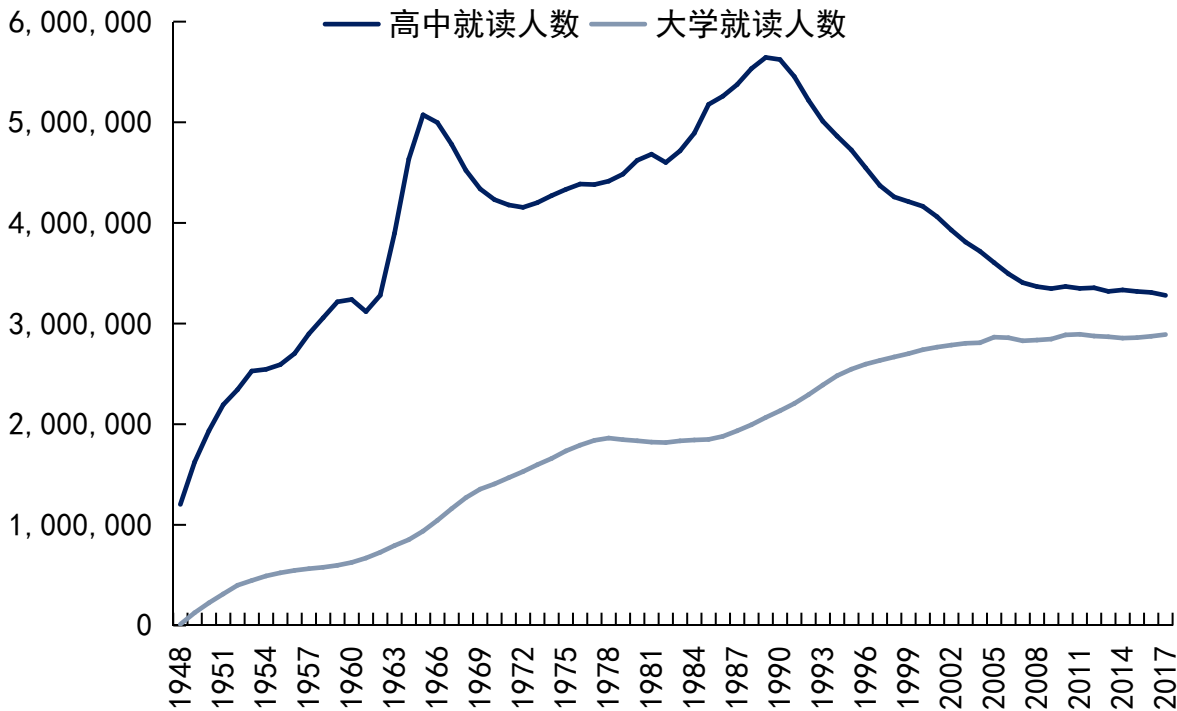
资料来源：Wind，日本文部科学省，国信经济研究所整理

日本普通学历学校：受人口规模收缩影响，高中学历学校受冲击，行业出清



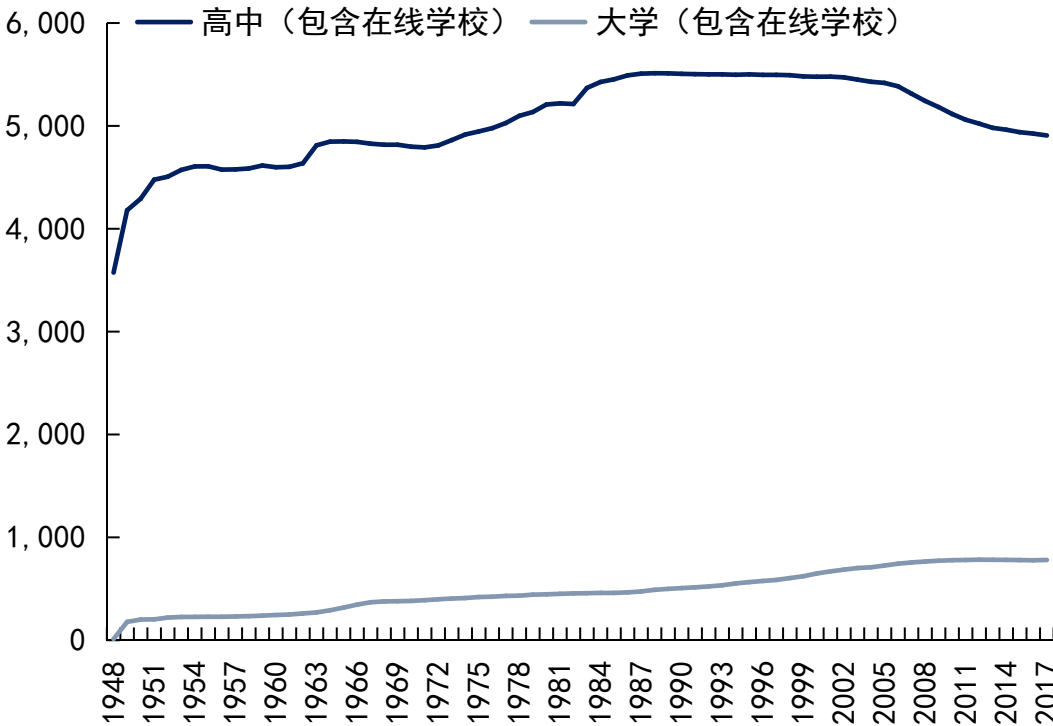
- 日本高中阶段入学率已接近饱和，整体升学率的提升难以完全抵消适龄人口基数下降带来的影响。自1990年起，高中阶段在校生规模出现显著回落，并进一步带动高中学校数量进入下行通道。
- 相比之下，大学教育仍具备较强的渗透率提升空间。在高等教育普及化趋势推动下，大学在校生规模保持稳步增长，亦支撑高等教育机构数量持续扩张，该阶段教育需求仍具备结构性增长潜力。

图：日本高中、大学就读人数



资料来源：日本文部科学省，国信经济研究所整理

图：日本高中、大学数量

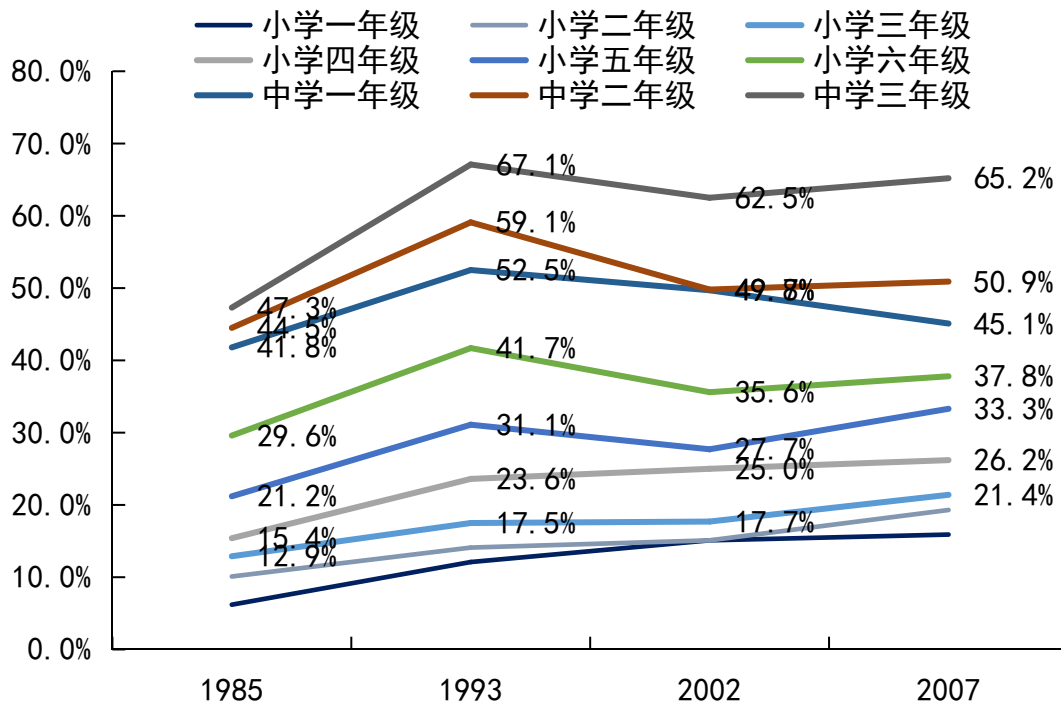


资料来源：日本文部科学省，国信经济研究所整理

日本K12学历培训：参培率随宽松教育政策波动，但整体呈现较强韧性

- 整体而言，日本K9课外辅导市场展现出强大的需求刚性。在适龄入学人口下滑的背景下，行业总参培率仍维持高位，并未出现明显萎缩，同时得益于家庭付费意愿的增强，学科培训相关的培训班、家教客单价持续提升。
- 分学段看，市场呈现结构性增长特征。特别是初中阶段，参培率显著高于小学且持续攀升，至2007年中学三年级渗透率已达65.2%，表明升学关键期的需求最为刚性且付费动力强劲。
- 分时段看，1993年日本各个年龄层参培率均有所走高，对应就业冰河期初期，焦虑驱动下，家庭普遍认为提升学历是提升求职竞争力的有效方式；**2002年有显著回落**，与日本宽松教育《学习指导纲领》的实施相关，但随后由于宽松教育下日本学生PISA（国际学生评估项目）排名迅速下降，“学力崩塌”论渐起，家庭焦虑感再度上升，寻求校外培训。

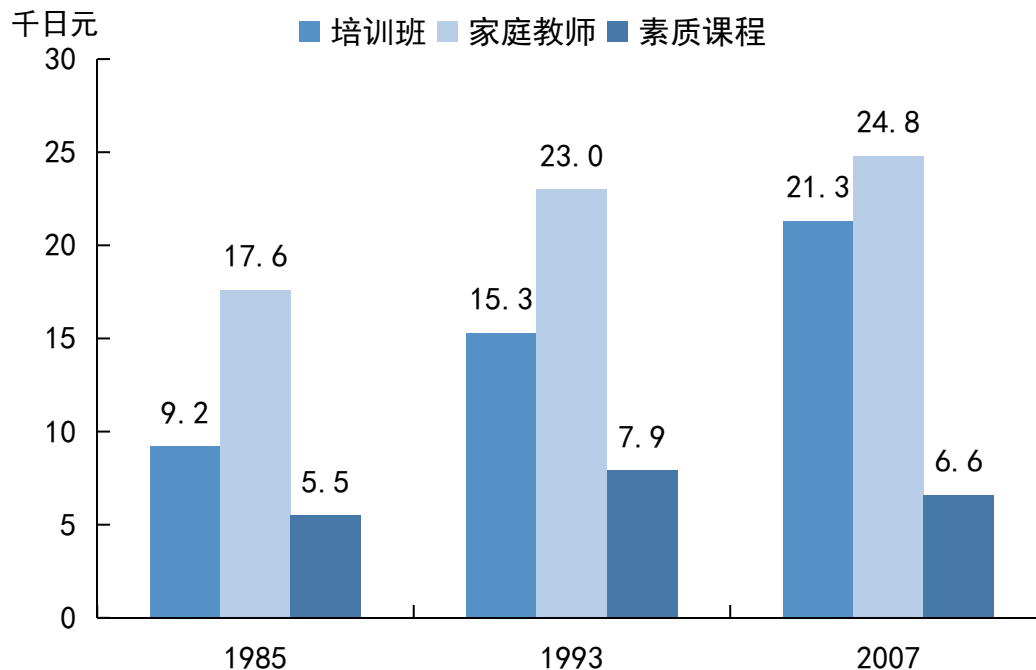
图：日本关于K9年龄段不同学年的培训班参培率情况



资料来源：日本文部科学省《子どもの学校外での学習活動に関する実態調査報告》（2008年），国信经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：日本不同类型培训的年均费用



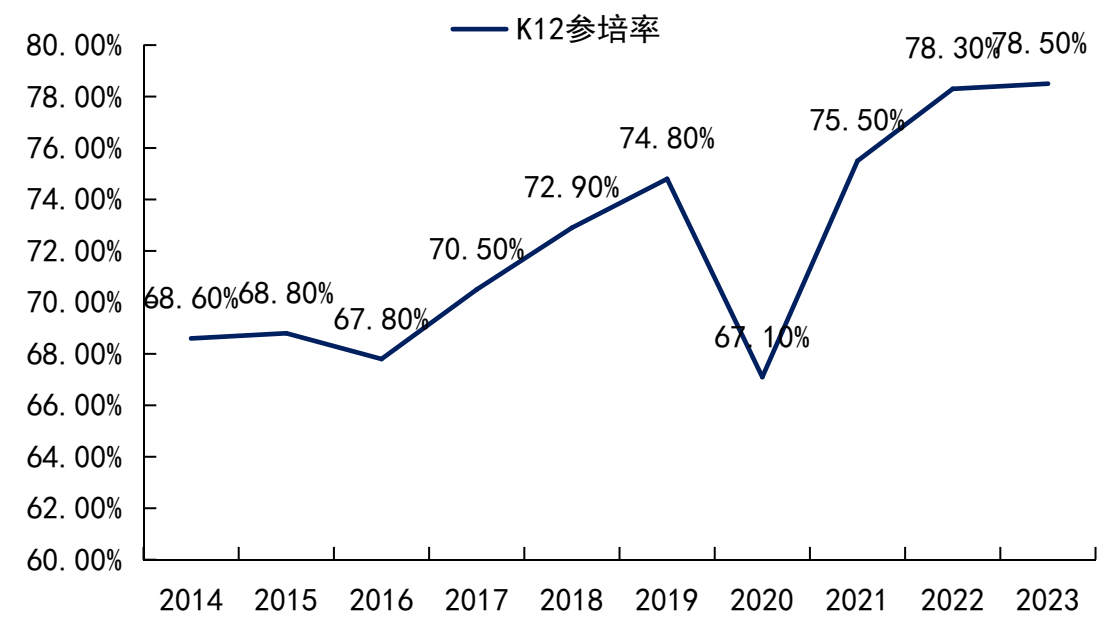
资料来源：日本文部科学省《子どもの学校外での学習活動に関する実態調査報告》（2008年），国信经济研究所整理

日本K12学历培训：VS韩国，日本升学路径多元，参培率相对稳定



- 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%。韩国较优的工作资源大量集中在头部学府，“卷高考”性价比较高。
- 日本分流筛选机制运作较早。不同于日本公办学校承担教育普及的作用，日本优质私立学校自成体系，部分承担了精英教育任务。此外私立大学也能搭建从基础教育直达高等教育的直升通道。这使得一部分志在名校的学生及其家庭，很早就将资源投入于冲击顶尖私立中小学，从而降低了在最终高考阶段的直接竞争压力，这种模式弱化了针对统一高考的校外培训需求，使得日本参培率未如同韩国高涨，且在培训内容上更加偏向真实学力提升。

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

表：2020年日本东京大学及庆应义塾大学的前十大生源高中

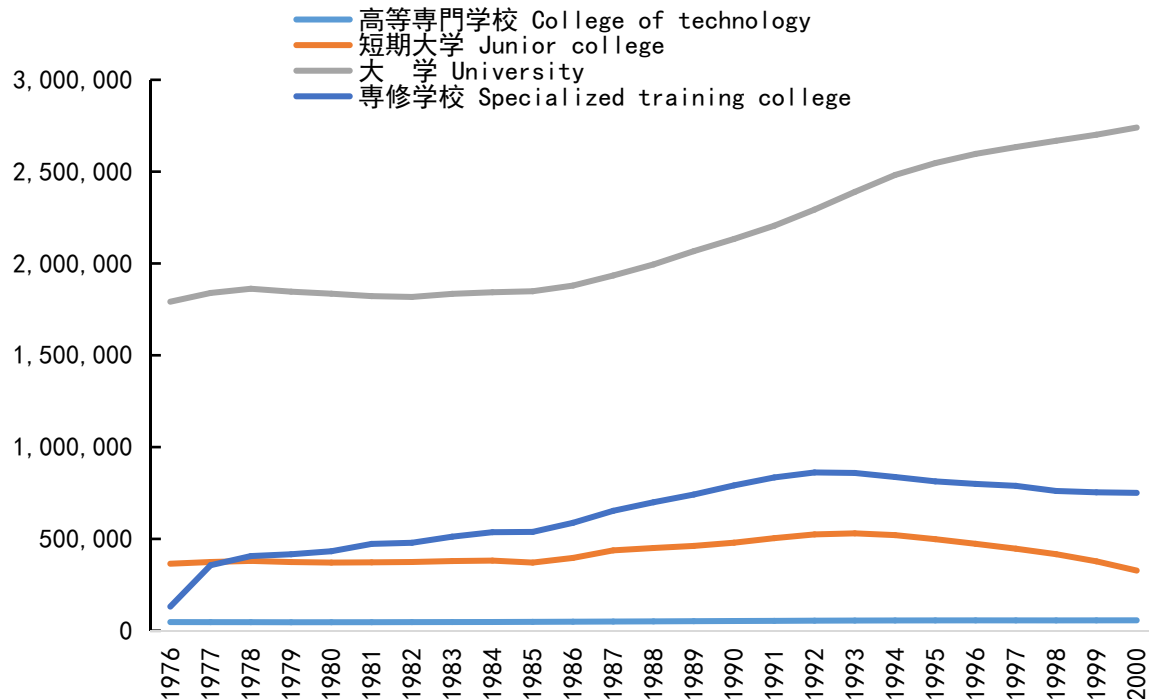
顺位	东京大学		庆应义塾大学	
1位	开成中学	东京·私立·男子校	庆应义塾高等学校	神奈川·私立·男子校
2位	筑波大学附属驹场中学	东京·公立·男子校	庆应义塾志木高等学校	埼玉·私立·男子校
3位	樱荫中学	东京·私立·女子校	庆应义塾湘南藤泽高等部	神奈川·私立·共学
4位	涩谷教育学园幕张中学	千叶·私立·男女共学	庆应义塾女子高等学校	东京·私立·女子校
5位	麻布中学	东京·私立·男子校	开成中学	东京·私立·男子校
6位	驹场东邦中学	东京·私立·男子校	涩谷教育学园幕张高等学校	千叶·私立·共学
7位	圣光学院中学	神奈川·私立·男子校	东京都立日比谷高等学校	东京·公立中高一贯制·共学
8位	海城中学	东京·私立·男子校	丰岛冈女子学园高等学校	东京·私立·女子校
9位	荣光学园中学	神奈川·私立·男子校	千叶县立千叶高等学校	千叶·公立中高一贯制·共学
10位	浅野中学	神奈川·私立·男子	市川高等学校	千叶·私立·共学
			神奈川县立横滨翠岚高等学校	神奈川·公立中高一贯制·共学

资料来源：日本招生资讯网站大学通信，国信证券经济研究所整理

日本职业教育：90s职业学校侧重培训制造技能，未适配日本产业结构变化而规模走低

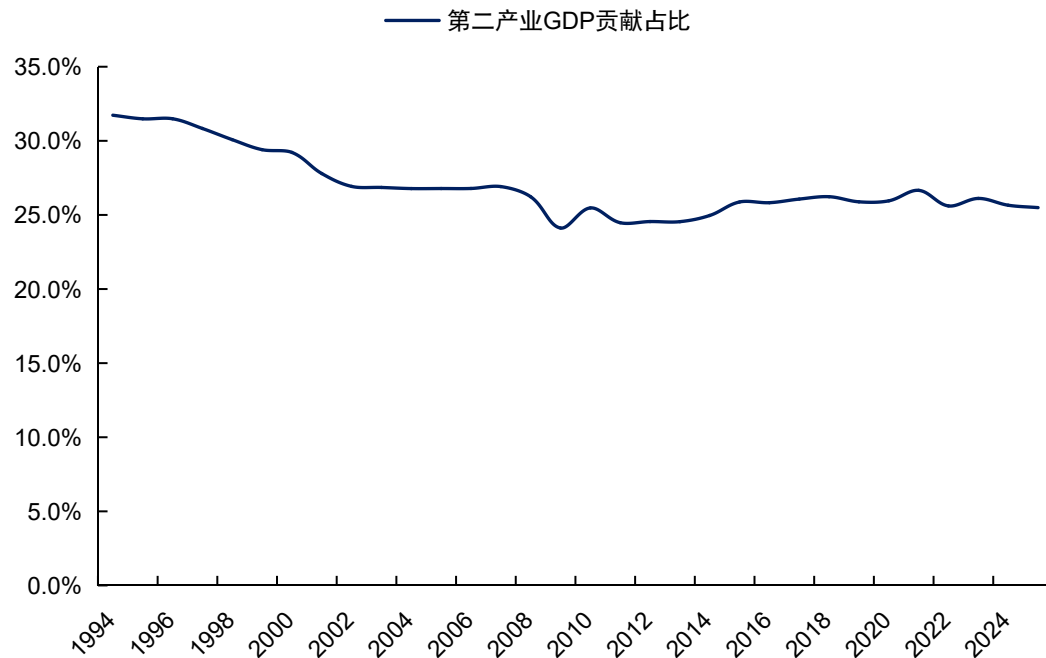
- 日本职业学历教育体系主要由专门学校（课程时长多样，侧重实用技能，类似我国大专）、短期大学（学制2-3年，侧重于通识类授课）及高等专门学校（招收初中毕业生，五年一贯制，主攻机械、电气等工业学科）等构成。
- 经济增速放缓时，学历职业教育并未如期展现较强韧性，分析核心在于课程集中在高级制造产业，而彼时日本产业结构转型，制造业表现相对疲软。1993年前，日本重化等产业快速发展，叠加政府加大支出大兴基建，市场对中级技术人才需求高涨，职业学校较多以高级技能为核心，职业学校招生表现良好。但93年后随着日本经济走向成熟，增速放缓，产业结构调整，第三产业比重上升，不同类型的职业学校学校表现分化，高等专门大学低基数上保持稳定，专修学校招生规模波动下滑，短期大学则由于定位较模糊，多提供过渡性的通识教养教育，则出现了更显著的下滑。

图：日本学历职业学校与大学招生规模



资料来源：日本文部科学省，国信经济研究所整理
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：日本第二产业在GDP中的占比



资料来源：Wind，国信经济研究所整理

日本职业教育：企业坚持内部培训机制，助力员工更新技能

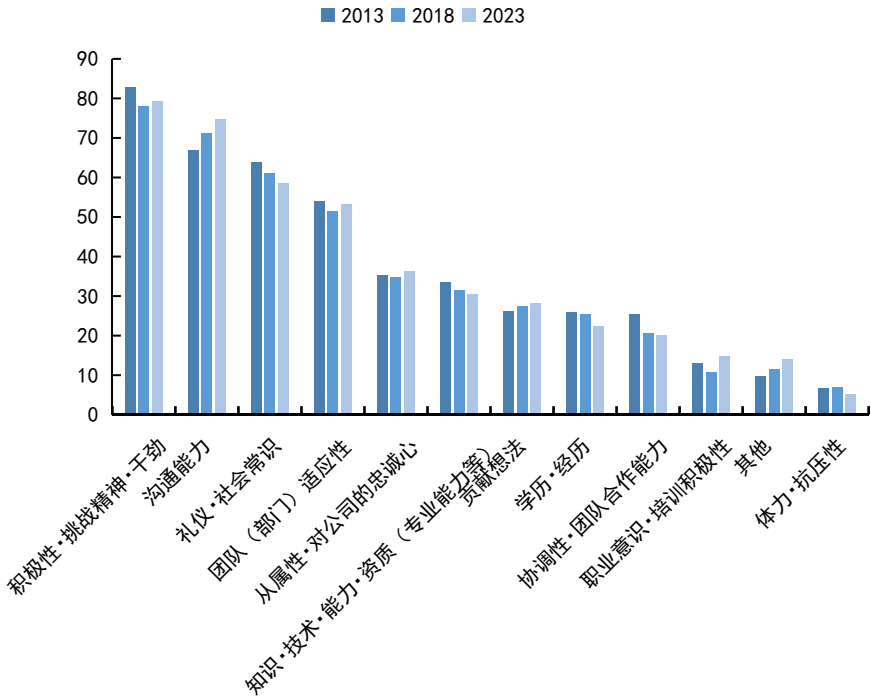


- 企业端长期执行“新卒一括採用”制度，偏好进行大量校招。日本广为人知的招聘制度包括“终身雇佣”、“年功序列”、“企业工会”，强调职工稳定性及对企业的忠诚度。基于这一观念，企业更愿意大量招聘标准化的名校应届生，并在后续持续向其植入企业文化，这一制度被称为““新卒一括採用”。在招聘标准化的名校应届生时，企业核心评估其潜在素质与文化契合度，而非具体的岗位技能。招聘过程中，沟通能力、责任感、挑战精神等软实力被置于首位，这导致求职者个人缺乏投资于短期硬技能培训的强烈动机，因为此举对其成功求职的边际效用实际上要低于名校应届毕业生身份。
- 长期雇佣理念下，企业坚持“内部培训机制”，助力员工更新技能。日本企业，尤其是大型企业，普遍奉行长期雇佣理念，并建立了完善的内部研修体系和在岗培训制度，比如说有OJT、Off-JT等模式。企业坚信，岗位所需的特定技能，尤其是与企业流程和文化紧密相关的“隐性知识”，必须通过内部培养才能有效传承。这种将人力资本投资高度内部化的模式，使得员工更习惯于依赖公司提供的成长路径。

图：日本在招聘应届生时对技术能力的重视程度靠后

表：日本招聘制度的核心特征

制度	核心内涵	现状与演变
终身雇佣	员工自学校毕业入职一家公司，直至法定退休，公司原则上不因经济周期或普通绩效问题解雇正式员工。	已大幅松动。越来越多采用合同工、派遣员工，以增加用工灵活性。
年功序列	员工的工资、福利和职位晋升与其在本公司的连续工作工龄强相关，而非完全由绩效决定。	转向“年功绩效并存制”。绩效成分加大，但工龄仍是重要参考因素。完全按能力给付的纯粹绩效制仍非主流。
企业工会	以单个企业为单位组织的工会（如“丰田汽车工会”），而非跨企业的行业工会。	
新卒一括採用	企业每年春季统一招聘大批应届毕业生，经过内部系统培训后，再分配至不同岗位。	
内部培训制度	公司为员工整个职业生涯提供的系统性、持续性的在职培训，主要包括OJT和Off-JT。	培训预算可能收紧，但OJT核心地位不变。培训内容更注重全球化、数字化等新能力。



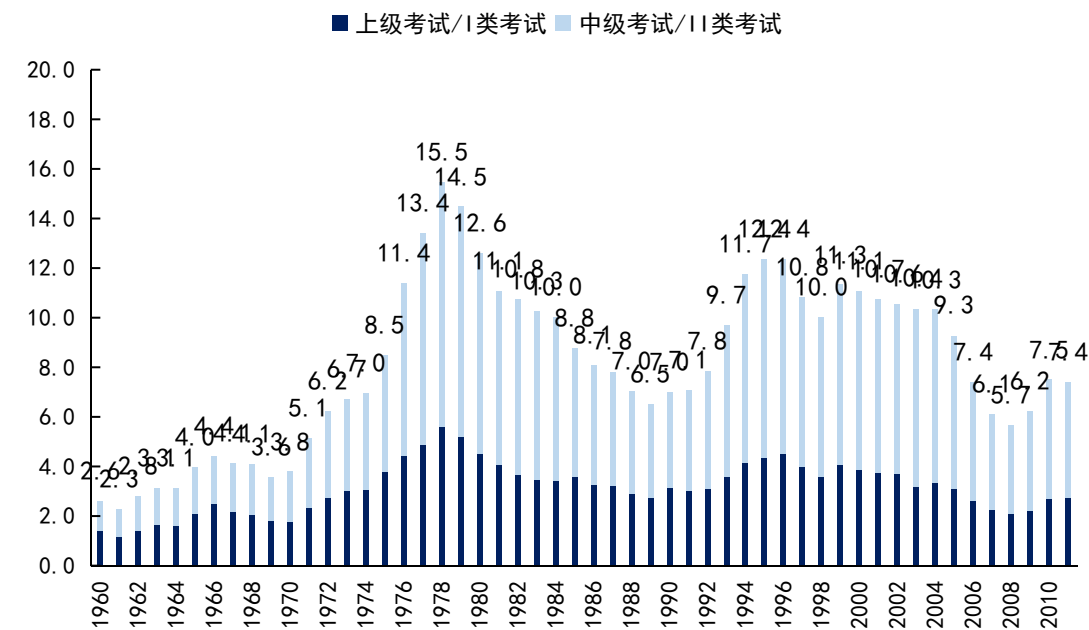
资料来源：JILPT，国信证券经济研究所整理

资料来源：厚生劳动省，国信经济研究所整理

日本公务员考试报名：报考热度与薪酬调整幅度呈现一定相关性

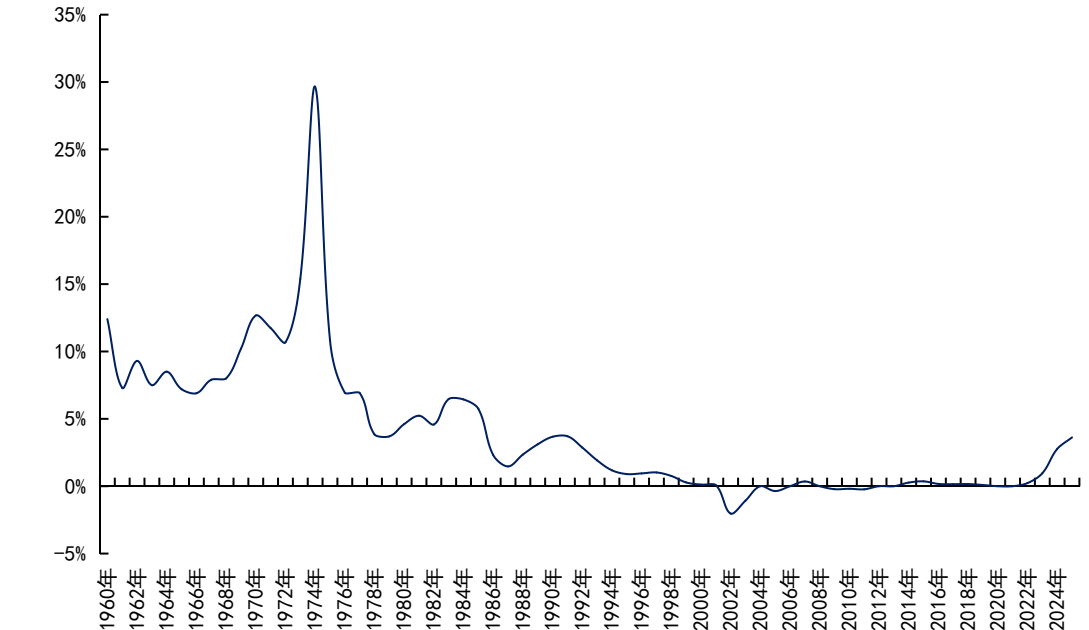
- 日本民间企业同样推行“长期雇佣制度”，稳定性并非吸引公务员报考的主要因素，反而和调薪幅度有较明显的关系。
- 日本曾出现两轮明显的“公考热”。第一轮发生在1970至1980年代，受石油危机带来通胀影响，当时公务员的年调薪幅度频繁达到10%以上的高水平。第二轮热度出现在1990年代初，随政府加大基建支出，尽管调薪幅度已不及上一轮，在经济泡沫破裂后的不确定性中，公务员的相对薪酬优势突出。但后续随着日本经济进入长期低迷，公务员的调薪幅度也持续收窄，甚至在多数年份接近零增长。薪酬优势的消退，直接导致了公务员职业吸引力的下降，报考热随之降温，竞争倍率逐步回落至低位并长期保持平稳。

图：日本公务员报考数量（万人）



资料来源：日本人事院，国信经济研究所整理

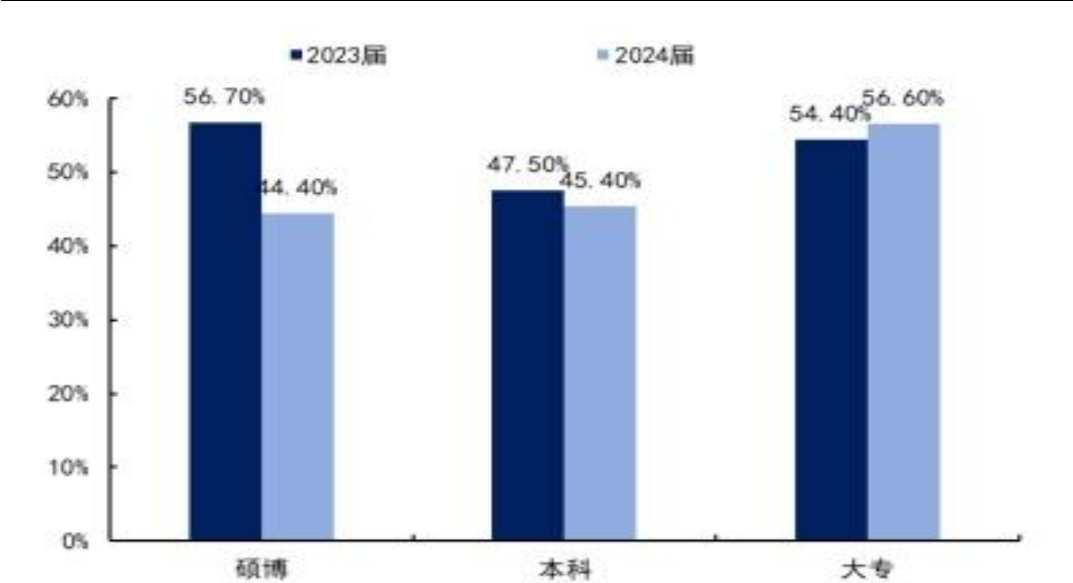
图：日本公务员年调薪幅度



资料来源：日本人事院，国信经济研究所整理

■ 从求职端看，2024-2025年一定程度上出现了“技能型人才重要性突显”的现象。根据人社部信息中心发布的《2024大学生就业力调研报告》，从学历来看，截至2024年6月大专应届毕业生获得offer的比例最高，占比56.6%，同比提升2.2pct。而本科、硕博学历的应届毕业生对应比例分别为45.4%/44.4%，分别同比下降2.1pct/12.3pct，根据猎聘大数据，2025年这一趋势也有所维持。人社部信息中心分析其背后的原因在于，大专学历毕业生拥有技能优势，同时也会合理调整就业预期，offer进展更顺利。硕博学历毕业生offer获得率主要是由普本院校毕业生带来，今年普本院校的硕博毕业生offer获得率为33.2%/同比下降17pct，因此对于硕博应届生而言，学历并非是唯一关键因素，院校选择同样重要。

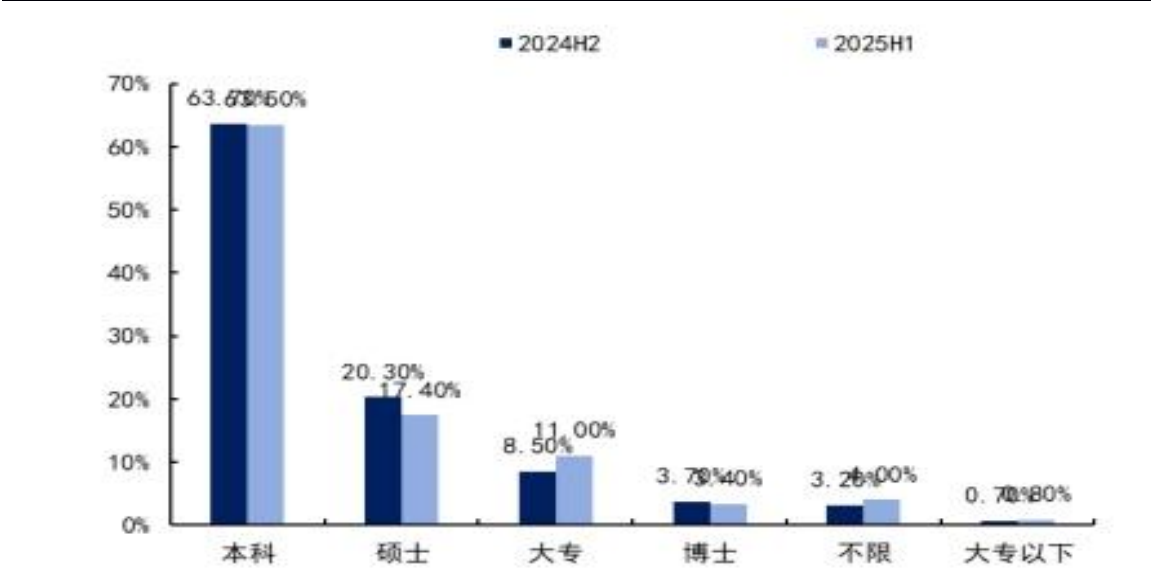
图：2023年及24年6月不同学历应届生获得offer情况



资料来源：人社部信息中心，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：2024H2VS2025H1招聘岗位大学生学历要求



资料来源：猎聘大数据，国信证券经济研究所整理

我国现状：但总体看个人追求更高学历意愿仍强烈

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%

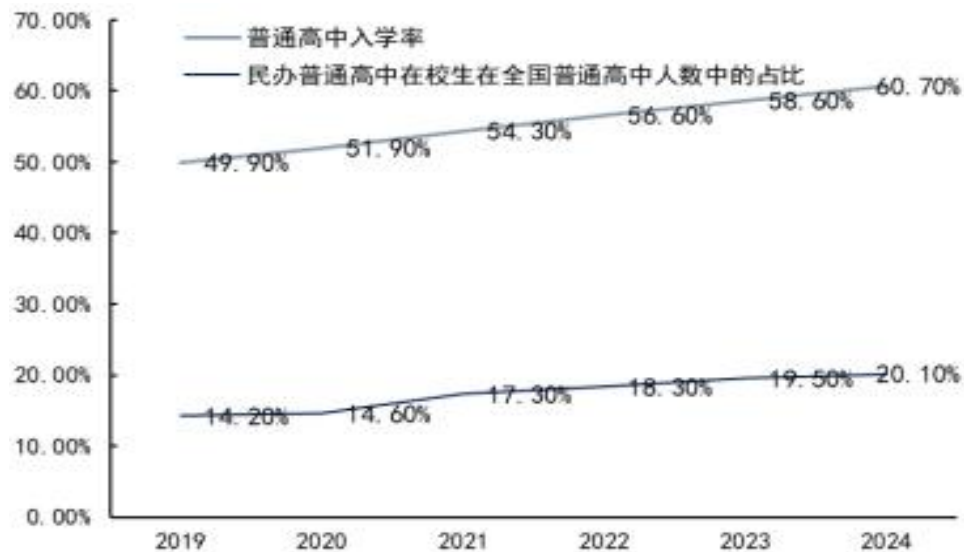
资料来源：全国教育事业统计公报，国信证券经济研究所整理

我国现状：五五分流政策调整，公办普高扩招，中职/民办普高招生受到挤压



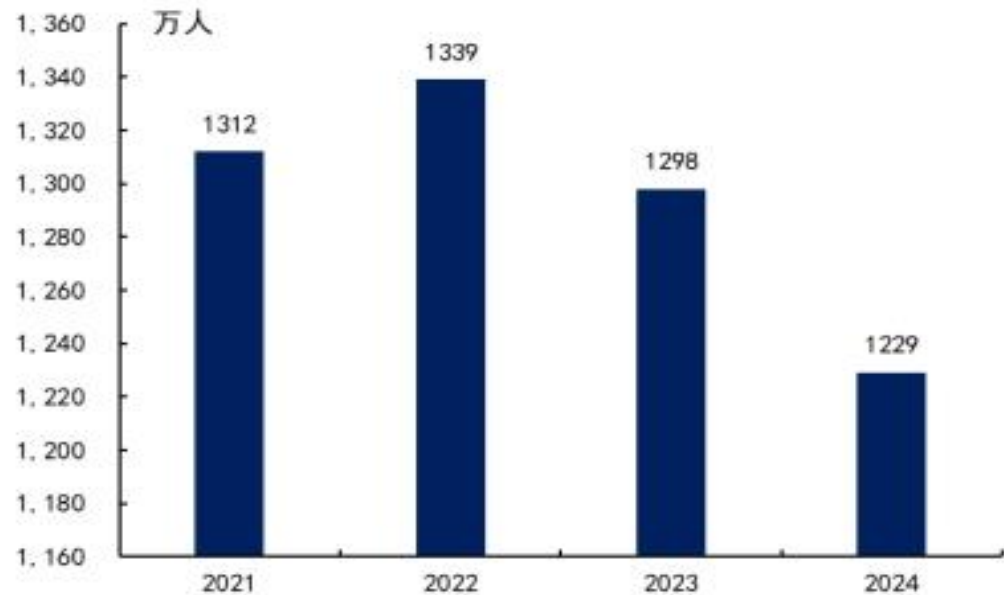
- “五五分流”政策调整，普通高中毛入学率提升，中等职业学校招生面临压力。伴随2018年以来义务教育后的“五五分流”逐步向“职普融通”转型，普通高中扩招。

图：2019-2024年普通高中毛入学率及民办普高学生人数按出生人口规模占比测算



资料来源：教育部官网，国信证券经济研究所整理

图：中等职业教育学生数量



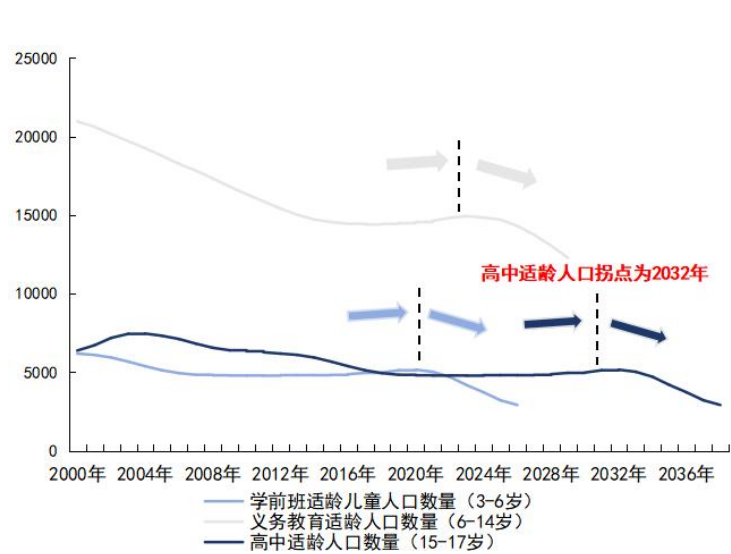
资料来源：教育部官网，国信证券经济研究所整理

我国现状：高考参考人数预计仍将维持高位，K12校外培训有望受益



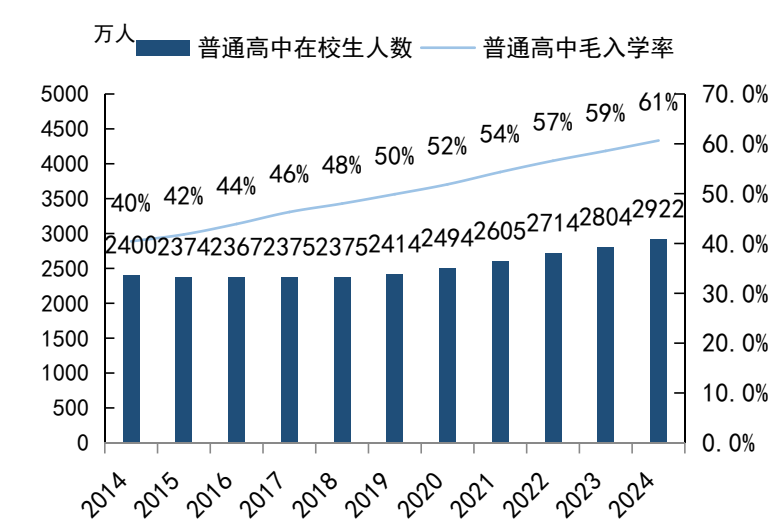
■ 高考参考人数预计仍将维持高位。1) 高中适龄人口数预计7年后达峰（15-17岁）：2011-2017年我国迎来新一轮出生人口高峰，适龄参考人数至少十年内仍将维持高位。2) 普通高中就读人数占比仍将提升：2018年以来，随着教育资源供给的不断完善，我国普通高中毛入学率持续走高。2025年6月9日《关于进一步保障和改善民生 着力解决群众急难愁盼的意见》提出将新/扩建千所优质普通高中，同时针对职业教育，也从中考后“五五分流一刀切”向“普职协调发展”、“职普融通”转变。预计普通高中就读人数占比仍将提升。

图：高中适龄人口数



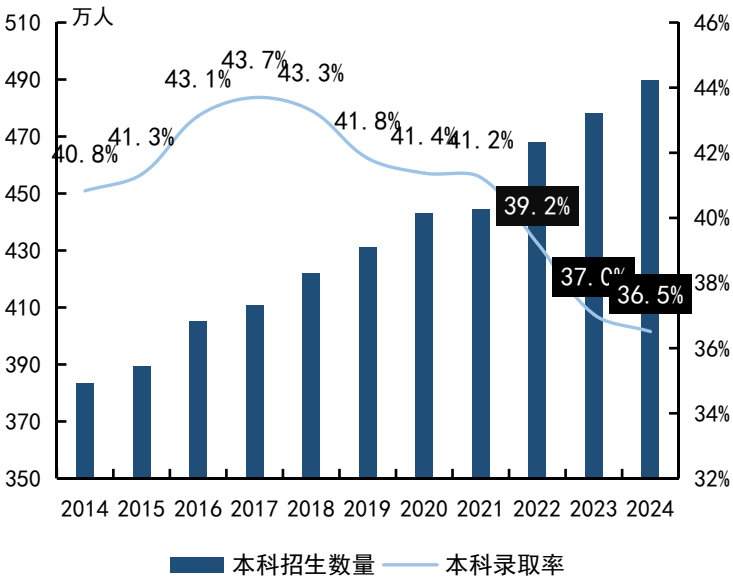
资料来源：教育部，国信证券经济研究所整理

图：普高毛入学率数据测算



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



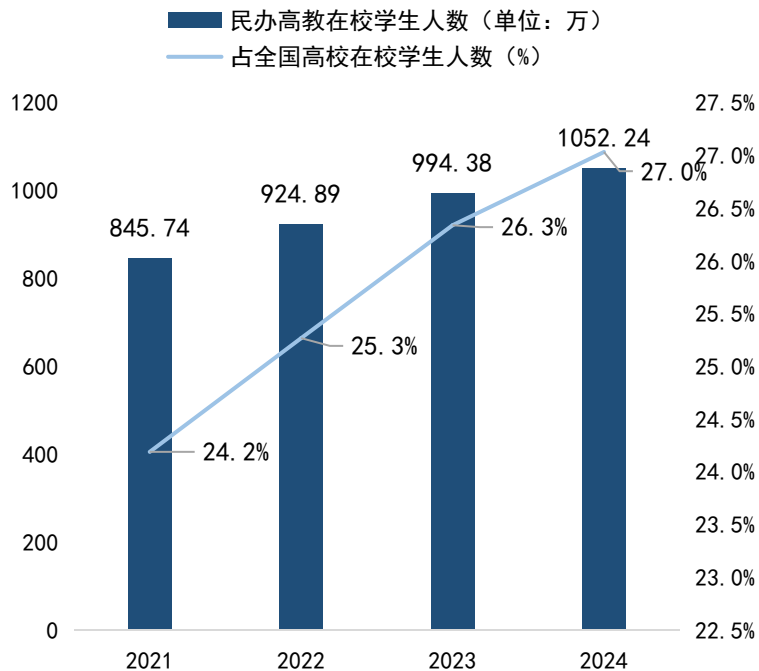
资料来源：教育部，国信证券经济研究所整理

我国现状：高等教育需求旺盛，民办高教边际上受外部环境冲击，头部高校韧性较强



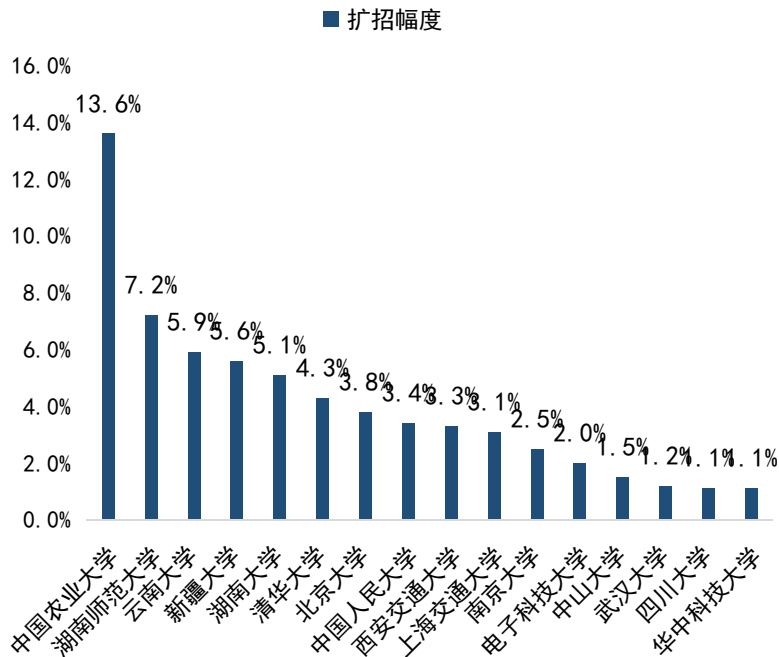
- 高等教育需求旺盛，民办高教总体受益，在校学生人数走高。1) **庞大的生源基数**：中国每年有超过1000万的高考考生，即使公办高校持续扩招，仍然有大量学生因为分数、地域、专业选择等原因，无法进入理想的公办院校。民办高校是重要的补充。2) 当前就业环境下，本科文凭仍然是一块重要的“敲门砖”。对于分数在本科线边缘的考生来说，民办本科是其获得全日制本科学历的重要途径。
- 随就业环境变化及公办高校扩招，近年部分民办高校招生遇冷，但办学质量突出、就业率靠前的民办高校依旧获得学生追捧。我们观察到部分上市公司旗下高等教育在校学生人数仍能实现稳健扩张。我们分析目前头部民办高等教育学校在就业率方面仍有优势，因此新招生也相对更顺利。

图：民办高教学校在校人数（万）



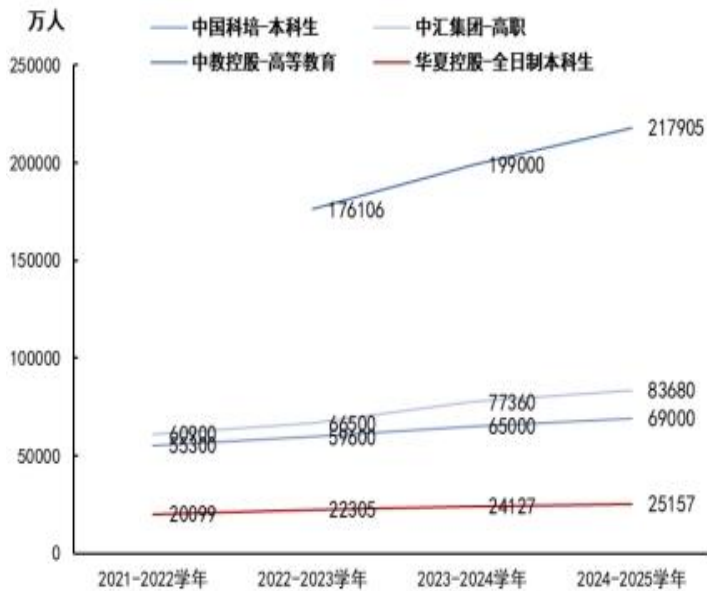
资料来源：软科职教等，国信证券经济研究所整理

图：公办高校2025年扩招幅度



资料来源：软科职教等，国信证券经济研究所整理

图：2021-2024学年部分民办高校在校人数



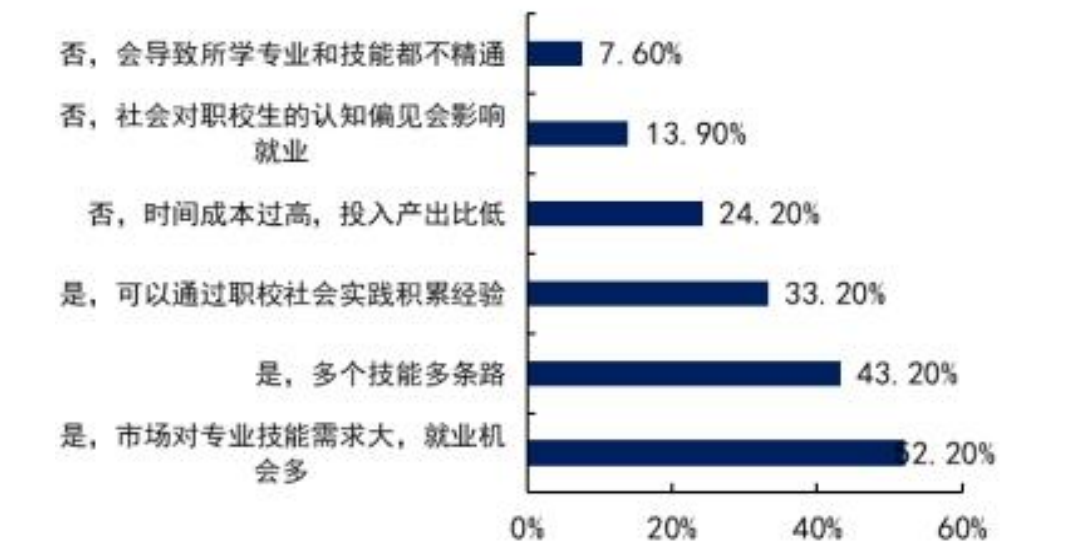
资料来源：上市公司公司公告，国信证券经济研究所整理

我国现状：强技能培训需求旺盛，第三方技能培训市场机构大有可为



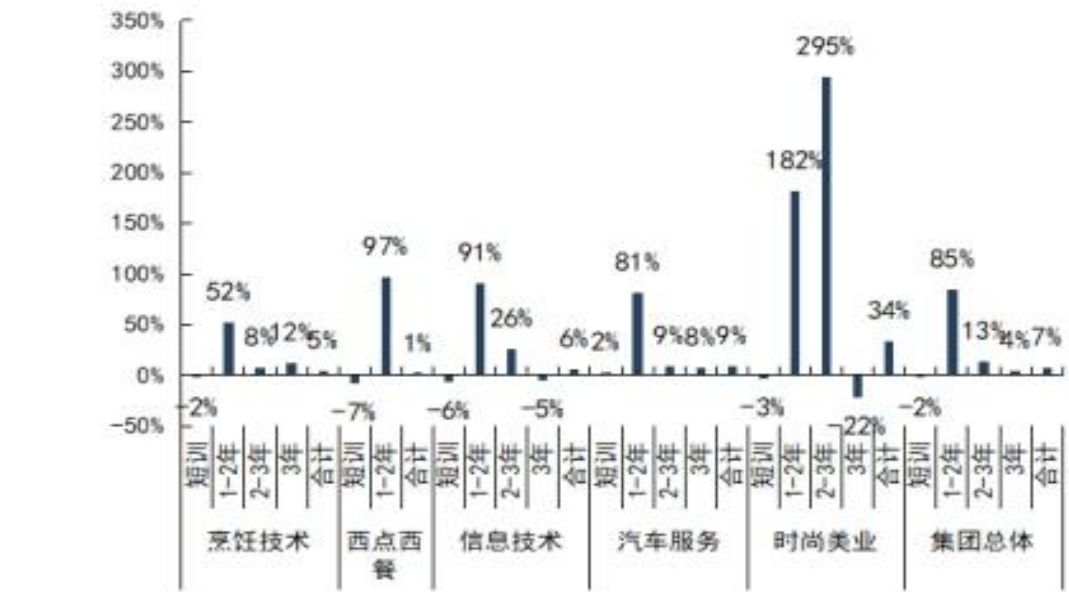
- 近年出现许多大学毕业生“回炉”职校学技能趋势，希望获得本科学历和实用技能的双重优势，拓宽求职之路。据人社部信息中心2024年6月作出的调研，对于“回炉”学习技能是否有助于就业这一问题，52.2%的毕业生给出了肯定答案，认为市场对专业技能需求大，“回炉”后就业机会更多，占比最高。其次，43.2%认为多个技能多条路，33.2%认为可以以此积累社会经验。可见，多数毕业生对此表示赞同。但是，也有一部分毕业生考虑到时间成本、社会偏见、学习精通程度等原因，认为“回炉”学习技能并不能帮助就业。
- 港股中国东方教育受益于这一趋势，2025年上半年度15个月课程招生高增。2025H1长训表现良好，其中公司主要面向四校生的1-2年课程（主要为15个月课程）受益于就业趋势变化，增速领先，2-3年及3年的新招生人数（除就业门槛较高的信息技术专业外）同比均转正。

图：2024年6月对大学毕业生是否愿意“回炉”学技能的调研



资料来源：人社部信息中心，国信证券经济研究所整理
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：中国东方教育2025年上半年各专业新招生人数同比



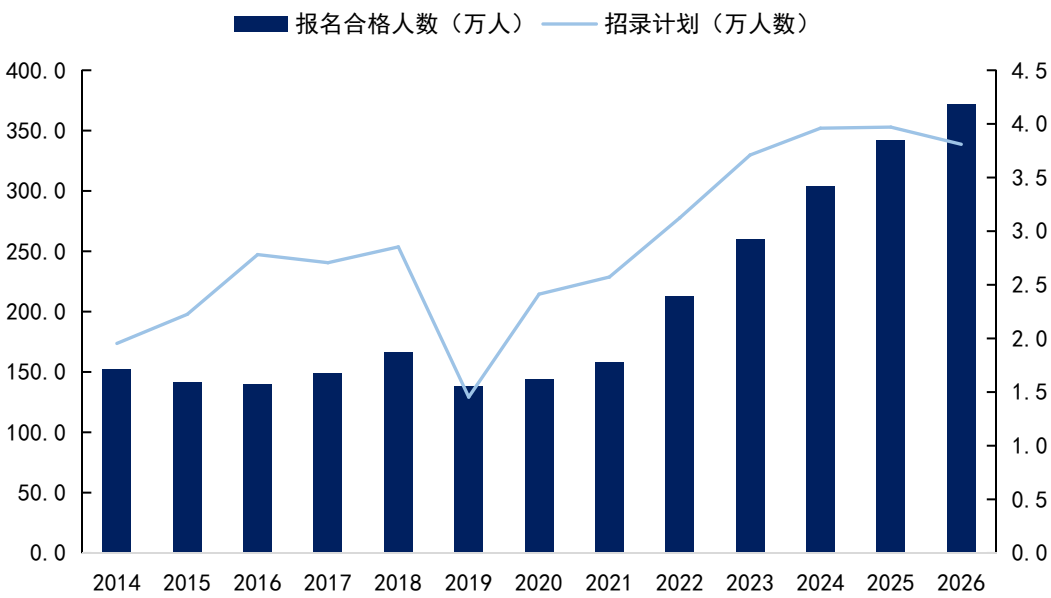
资料来源：国家公务员局，国信证券经济研究所整理

我国现状：公考报考热度延续，竞争愈发激烈，备考周期拉长，年龄学历报考门槛放宽



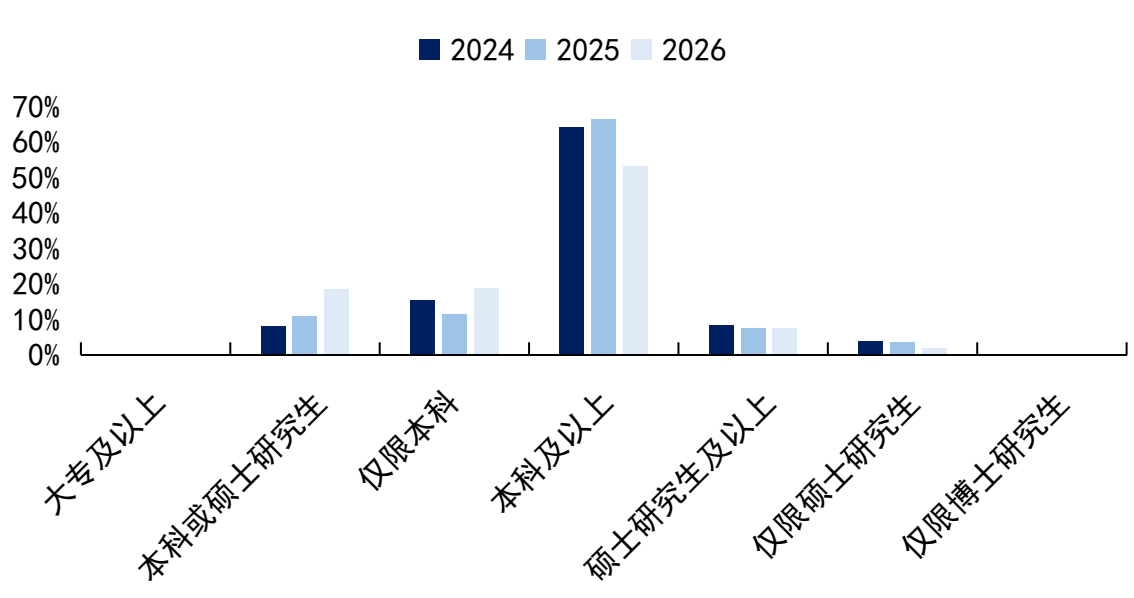
- 公务员岗位对非技术岗的高学历人群具有较强吸引力，报名人数持续高涨。2025年国考在招录人数小幅下滑的背景下，报名合格人数仍刷新新高，达371万人/+9%。报名人数持续高涨，一方面考虑系总体就业环境下，对于部分非技术岗的高学历人群而言，公务员岗位保持较强吸引力，另一方面也与本年度招聘放宽限制有关，如此次国考明确放宽到38周岁以下，另外不限制工作经历的岗位占比也有所提升。
- 随着报名人数持续高涨，公务员考试通过率进一步走低，已回落至1.0%。考试通过难度加大，备考周期加长，有更多学生二战、三战多年备考。
- 国考学历要求较高，但门槛略有所放宽。以广东为例，2026年国考本科及以上学历的要求岗位仍是主流，但占比有所下滑，取而代之的是本科或硕士研究生及仅限本科生学历招聘岗位的占比提升，一定程度上反映国考招考门槛略有放宽。

图：公考报考合格人数及招录计划人数



资料来源：人社部信息中心，国信证券经济研究所整理
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：2024-2026年国考广东省招聘岗位学历要求分布



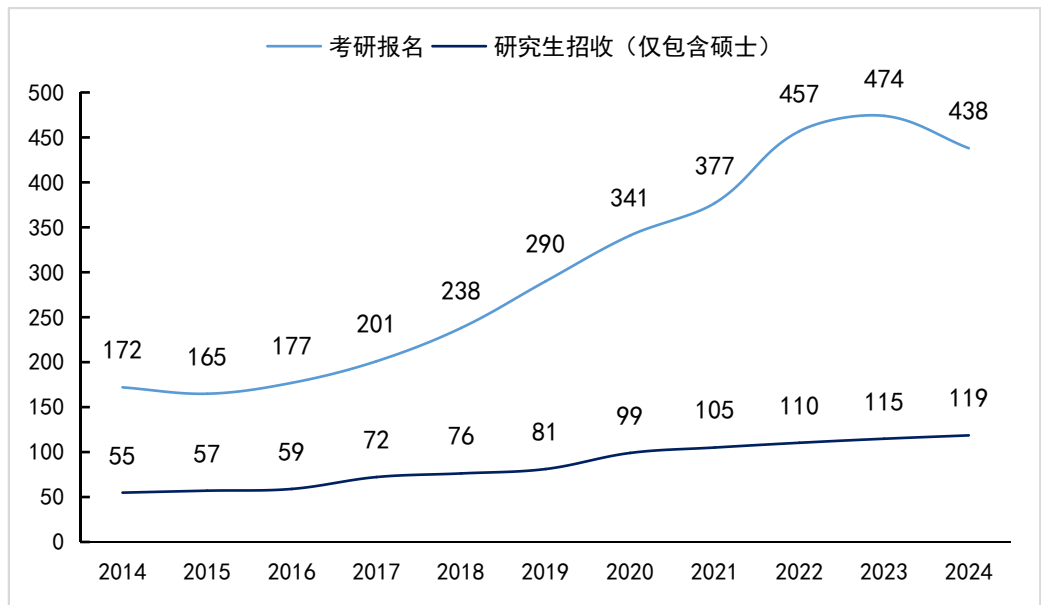
资料来源：广东华图，国信证券经济研究所整理

我国现状：考研报考人数下滑，但研究生招录人数提升，预计回归真实需求



- 研究生招生规模稳步扩大反映产业升级对高端人才的旺盛需求，以及个人仍然对高学历有较高认可度。招录人数的持续增长证明研究生学历在劳动力市场中的硬通货地位未明显动摇，社会对高学历人才的总体需求仍在扩大。
- 报名人数拐点则更多反映应对阶段性就业环境的个人备考选择。1) 直接就业以对抗就业环境快速变化的不确定性：公共卫生事件期间就业环境变化剧烈，部分学生硕士毕业后面临就业环境相对本科时显著恶化，疤痕效应下部分考生认为降低就业预期、直接就业是对抗不确定性的较优方式。2) 转向公考等其他赛道。
- 当前的现象更应解读为考生群体决策的成熟化，随考研上岸率逐步回落，预计报考人数也将实现筑底。研究生教育的价值依然获得社会认可，但考生不再将其视为唯一出路，而是根据自身条件、竞争强度和替代路径（如就业、考公）进行综合权衡。

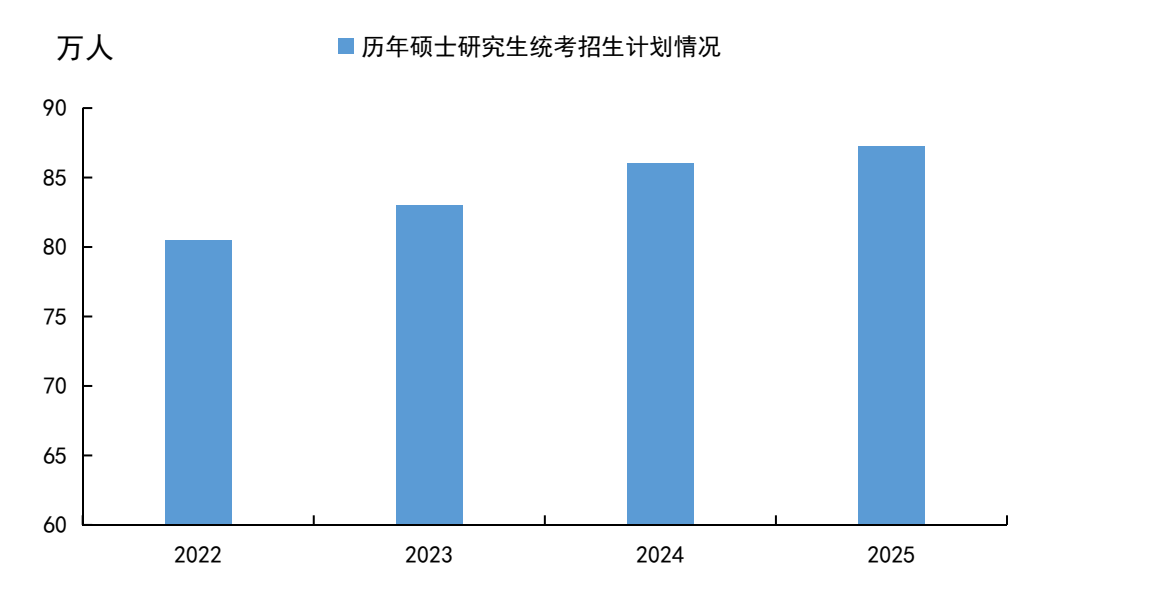
图：考研报名及最终硕士招生人数



资料来源：研招网，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：2022-2025年硕士研究生统考（即通过考研）招生计划



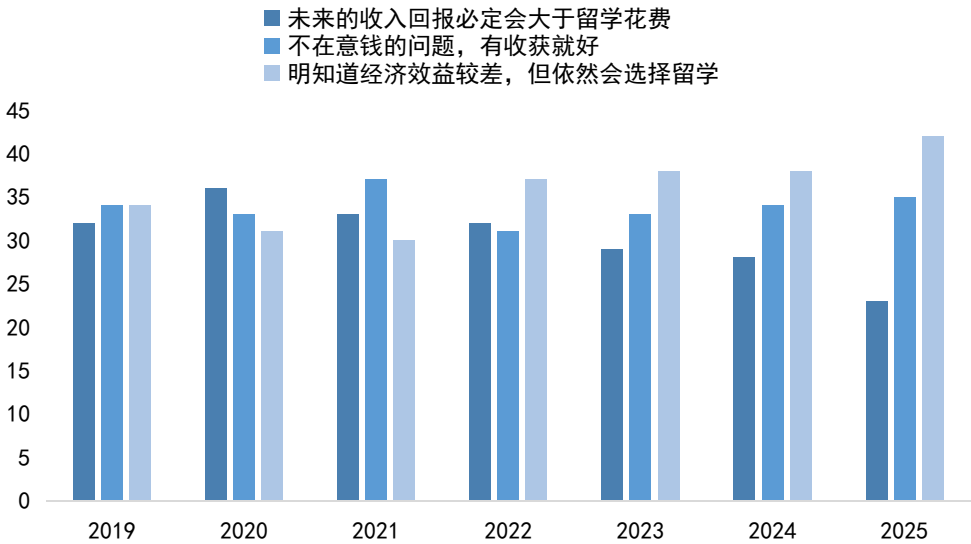
资料来源：研招网，国信证券经济研究所整理

我国现状：留学经济效益边际下滑，部分人群更看重留学“软回报”



- 留学市场需求发生结构性变迁，就业难致经济效益边际下滑。留学需求其核心驱动力已从追求短期经济回报，转向更为看重长期软性价值的“价值投资”。有42%的已留学人群接受“收入不及花费仍值得”的现实，显示“软回报”价值获得更高认可。“自我提升”“文化体验”“世界观拓展”成为学生和家长重视的新维度，留学不再只是通往名利场的通道，而是构筑独立人格和人生广度的重要旅程。
- 对于留学机构而言核心竞争力须从信息中介转向价值创造，侧重于更注重软价值的高端客户，构建覆盖生涯规划、软技能培养与精准就业支持的一体化服务能力。

图：出国留学人群对经济效益较悲观，但仍看重出国留学的软价值



资料来源：新东方前途出国，国信证券经济研究所整理

表：2022-2023年间留学生群体整体就业形势趋紧

年份	有工作	没有工作	退出劳动力市场		
2022	85.9	8.1	6.1		
2023	75.5	8.1	16.4		
寻找工作周期：					
年份	不到一个月	1-3个月	4-6个月	7-12个月	一年以上
2022	39.3	34.5	16.2	4.2	5.8
2023	25.0	33.1	32.8	4.7	4.4

资料来源：《中国留学发展报告（2024-2025）》，国信证券经济研究所整理

小结：从上世纪日本到现今中国，学历需求维持强刚性，职教及公考走向不同演化



- **一、日本教育服务个人需求特点总结：**1) **人口与就业背景：**日本“团块世代”和“团块次代”经历了经济高速增长到放缓的转型，失业率上升影响了个人教育选择。2) **学历学校需求：**高中和大学入学率长期走高，显示出学历需求的抗周期性；但高中阶段受人口收缩冲击，学校数量下降，而大学教育入学率提升空间较大，能保持增长。3) **K12课外培训：**参培率随政策波动（宽松教育政策），但整体呈现韧性，初三阶段参培率尤其高。4) **职业教育：**职业学校侧重制造技能，未适配第三产业上升的产业结构变化，导致规模走低；企业招聘时侧重校招，看重忠诚度及学历，但后续会持续进行内部培训。5) **公务员考试：**报考热度与薪酬调整幅度相关。
- **二、中国教育服务个人需求现阶段特点总结：**1) **学历需求强劲：**面对就业结构性矛盾，追求高学历以提升竞争力的意愿强烈，推动高中及高等教育持续扩招，民办教育占比提升，反映出“质量优先”趋势。2) **K12教培转型：**高考人数维持高位支撑校外培训刚需，但需求内核正从“应试提分”向“素养提升”转变。3) **职教与公考火热：**技能培训需求旺盛，“回炉”学技能成趋势；公务员考试竞争白热化，备考周期拉长。4) **考研留学理性化：**考研报名人数虽下滑，但招生人数提升，需求回归真实；留学选择更看重“软回报”，经济效应边际减弱
- **三、中日比较与共性分析：**1) 中国和日本的学历服务需求均显示出强抗周期性，学历提升意愿强烈。就业难背景下，提升学历以提升自己就业竞争力、延后就业竞争是主流观点。2) 日本K12教培参培率要弱于韩国，分析核心在于基础教育和基本的高等教育相对较为普及，需求端从应试能力培训向“真实学力培训”转向，预计伴随我国基础教育持续扩张，后续也可能呈现这一趋势，K12教培机构需聚焦高质量课程研发，适应“质量优先”新范式。3) 受企业招聘文化和“内部培训机制”影响，第三方职业技能培训市场。但目前来看国内职业技能培训更多由企业外第三方承担，市场机构大有可为。4) 日本曾经历两次公考热，核心都是基于公务员薪酬对私企存在相对优势（而非稳定性&福利待遇）。

【 04 】 细分赛道投资逻辑：K12教育

- **K12教育定义：**在我国K12教育主要指涵盖小学6年、初中3年和高中3年共计12年的基础教育（即不包含职业教育），具体形式上包括学校学历教育及校外培训（即非学历培训）。
- **K9教育定义：**指小学6年及初中3年合计的九年基础教育，在我国也对应九年义务教育。
- **K12教培定义：**主要是指K12教育中非学历教育的部分。素质和素养培训边界较为模糊，其中素养培训指“双减”后教培机构在原学科课程基础上合规转型形成的侧重于学生思维的培训课程，素质培训指艺术、体育等培训课程。“双减”后仅高中学段有学习辅导课程。

图：民办K12教育产业分类及相关上市公司业务分布示意图



资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

K12教培商业模式及交付模式对比

- **K12教培商业模式：**K12教培机构向家长承诺交付校外培训服务，满足基于孩子成长的一系列需求，向**家长预收取课程费用**。并在后续实现课程交付和消耗，实现利润。
- **K12教培细分商业模式的差异主要在课程的交付环节。**根据交付的不同，可以分为一对一、线下班课、线上班课和AI教育四大类。班课兼顾学习效果个性化及规模效应，商业模式较优，是核心的K12教培模式，此前K12教培板块千亿市值以上公司新东方-S、好未来、高途集团均主要布局班课。而一对一强个性化，作为高端定制化服务双减前市场规模预计已达千亿规模。

表：K12教培商业模式对比

	一对一 (线上&线下)	线下班课	线上班课	AI教育
核心诉求	个性化培优、培养学习习惯	学习氛围和教学效果	名师资源	性价比与高效便捷
课时费	200元	100-200元	100元	-
个性化程度	内容、进度、方法全方位个性化	有限个性化（分层教学）	有限个性化（数据驱动）	学习路径个性化
师资依赖度	常规一对一对师资依赖度低，但也有主打名师一对一的服务	可以通过标准化教研降低教师依赖度	授课教师依赖度高、辅导老师相对低	研发阶段名师数据依赖度高 交付阶段师资依赖度低
毛利率范围	30%-40%	50%-60%	60-70%	60-70%
典型获客渠道	地推、转介绍	门店、品牌、转介绍	线上广告、电销	硬件销售、应用市场
代表机构/品牌 *标粗为上市公司	学大教育、掌门一对一、VIPKID、51talk等	新东方、好未来、卓越教育集团、昂立教育、思考乐教育、桃李未来、蓝天教育等	高途集团（原跟谁学）、作业帮、猿辅导等	多邻国、豆神教育、有道、GauthMath（字节旗下应用）等

资料来源：学大教育、新东方-S、高途集团、多邻国财务报告，国信证券经济研究所整理

- 机构的创始基因与王牌学科对其整体运营模式、师资策略及品牌形象产生着深刻的“路径依赖”效应。目前以两类模式为主：
- 1) 以学而思为代表的数学-“体系化”路径：发轫于对数学思维的标准化解构，机构呈现出强烈的工程化与系统化特征。它侧重于打造高度标准化、可快速复制的教学产品与师训体系，其核心优势在于教学流程的稳定输出与规模化扩张能力。
- 2) 以新东方为代表的语文/英语-“名师化”路径：业务根植于语言与人文素养领域，该学科的教学效果高度依赖于教师的个人魅力、知识底蕴与情感共鸣。倾向于塑造和依赖强大的名师IP，其机构特征表现为对教师个人才华的极大包容与激励，以此构建深厚的品牌护城河。

表：K12教培课程模式对比

	数学/编程	语文、英语素养	科学思维	艺术/体育
学科特征	逻辑与技能 <ul style="list-style-type: none">• 阶梯式结构• 确定性答案	人文与素养 <ul style="list-style-type: none">• 网状式结构• 开放性答案	探究与实证 <ul style="list-style-type: none">• 探究循环式结构• 答案基于证据、可被验证	身体与情感 <ul style="list-style-type: none">• 训练式/肌肉记忆• 成果表现性、审美性
教学核心内容	传授“方法与技巧” 解题套路和模型	激发“兴趣与感悟”，教授文 化底蕴和思想	培养“探究精神与批判思维” •重过程而非仅结果，鼓励试错与 质疑	锤炼“技能与心性”
师资特征	体系化的“教练”， 可替代性强	个人IP属性强， 强调与学生间的情感共鸣	看重科学素养和知识跨界能力， 要求高	专业“教练”， 看重专业背景和示范能力
课程产品	高度标准化、流程化	个性化、故事化	个性化、以实验套材和主题项目 为核心	小班化、个性化
机构画像	提分训练营	大师读书会	趣味实验室	专业训练场
代表机构/品牌	学而思培优等	新东方、豆神教育、卓越教育 集团等	盛通股份等	高途集团、昂立教育等

资料来源：学大教育、新东方-S、高途集团、多邻国财务报告，国信证券经济研究所整理

- **双减前：**部分头部机构凭借强口碑与创新性的入学考试分级教学，实现优等生聚集，并进一步承接学校掐尖需求，实现招优生-优异升学结果-打造口碑进一步吸引优生入学的长坡厚雪模式，将学科培优商业模式打磨到了较高水平。
- **双减后：**教培向素养模式转型。政策如教育部印发《义务教育阶段校外培训项目分类鉴别指南》（2021.11）、《广东省中小学校外培训项目学科和非学科类别鉴定工作指引（试行）》中分类鉴定详见左下图。目前客观存在部分“小黑班”违规借素养名义授学科培训内容，但学而思等机构也存在真正打磨素养课程的能力，如人民日报社主管的中国城市报2025.9刊登《教培机构如何从“知识灌输”转向“素养培育”》介绍到“标志着教培功能从“提分工具”重新回归“育人服务”，推动素质教育进入更系统、更专业的发展新阶段，以好未来旗下学而思网校“100元玩转城市”为例，这类活动将考纲知识点转化为‘生活任务包’，通过把抽象的加减乘除变为预算平衡的实际操作、将百分数用于真实折扣比较、让统计图成为记录消费占比的可视化工具。”

图：《广东省中小学校外培训项目学科和非学科类别鉴定工作指引（试行）》中
学科鉴定流程及鉴定方法



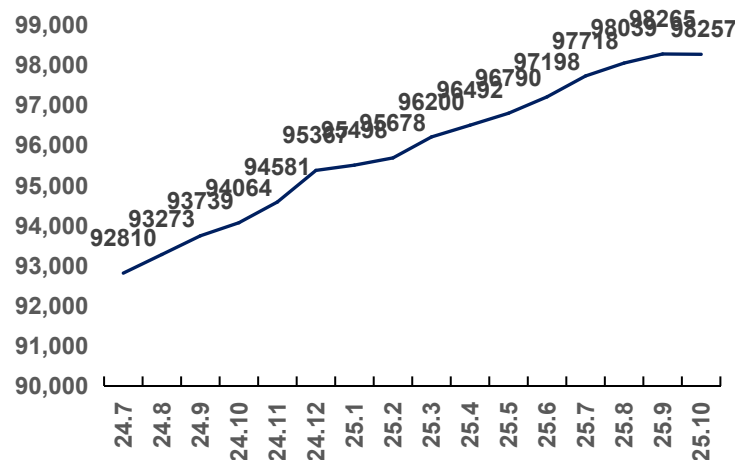
表：以新数学素养及传统数学教培为例进行对比

	数学素养	传统数学教培
课程目标	培养数学思维和解决真实问题的能力，核心是“想得清、理得明”	追求计算熟练度和解题准确率，核心是“算得快、算得对”
内容	强调数学思想的渗透，如建模、归纳、演绎、优化、规划等；知识来源于生活场景	围绕教材和考纲，大量进行题型归纳和套路训练。比如，看到“鸡兔同笼”教用假设法，“工程问题”套用公式。
方法	项目式学习、探究式学习。老师是“引导者”，设计情境，提出问题；学生是“探索者”和“思考者”	讲解-练习-纠错的循环。老师是权威的“方法传授者”，学生是“模仿者”和“记忆者”。

K12教培：转型后供给总量有回补，头部机构重视发展质量及股东回报

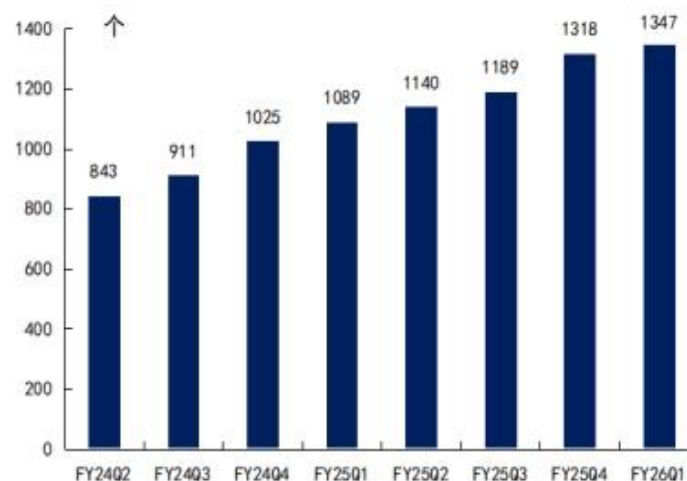
- 2025年供给回补进入新阶段，预计本轮K12教培线下网点快速扩张将逐步放缓，愈发聚焦已有网点爬坡。1) K9素养：经过2023-2024年以门店快速扩张后，门店扩张速度边际放缓。据校外培训监管平台数据统计，2025年10月，K9线下非学科营利性机构出现了自双减后首次净关店。同时头部机构网点扩张也有所放缓，新东方学习中心FY2026计划Y0Y+10%；2) 高中学科培训：以存量牌照经营为主。
- 头部机构重视发展质量及股东回报：1) 新东方：宣布一项为期三年的股东回报计划，拟将前一财年归母净利润不低于50%用于回馈股东。为实施2026财年的回报计划，董事会已批准派发总额约1.9亿美元的现金股息。以及一项未来12个月内最多3亿美元的股份回购计划，金额合计达2025财年归母净利的132%。2) 好未来：公司持续推进股票回购，自2025年7月宣布新计划以来，已回购约1.35亿美元股票。3) 卓越教育集团：宣派中期股息每股10.7分人民币，总金额为9075万元，分红率约为60%（2024年分红率约50%），三年分红计划持续兑现。4) 学大教育：公司于2025年1月启动股份回购计划，拟以不超过66.8元/股回购1.1-1.5亿元股份

图：2025年10月 K9线下非学科营利性机构数量增速放缓



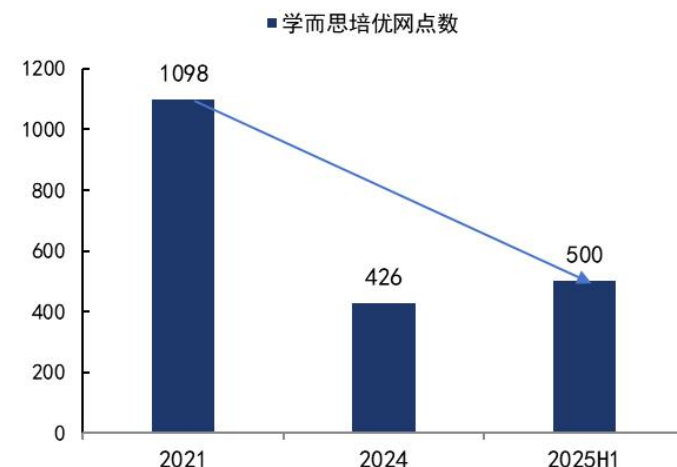
资料来源：校外监管平台、国信证券经济研究所整理

图：新东方季度末学习中心及学校数量



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图：学而思培优线下网点数量



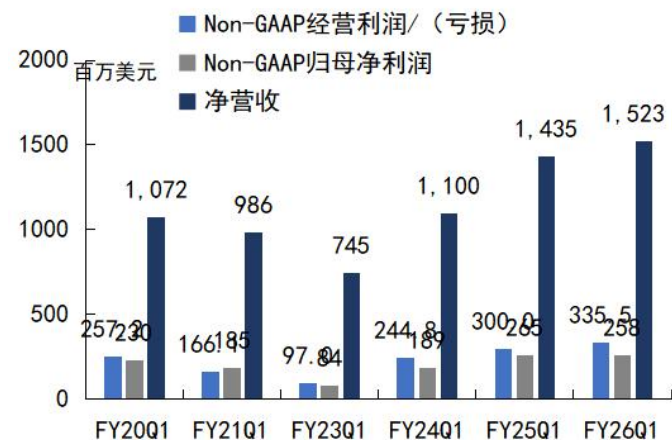
资料来源：学而思App、国信证券经济研究所整理

新东方-S：经调经营利润率提升，K12业务展望积极，更新股东回报计划



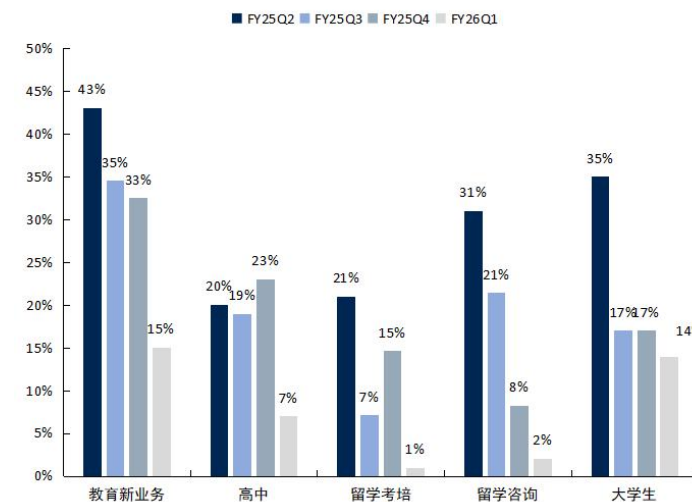
- **提升能力与品质战略下，Non-GAAP经营利润率稳步提升。** 2026财年第一季度，公司实现收入15.23亿美元，同比提升6.1%，超出此前预期区间的上限（5%）。实现Non-GAAP经营利润3.36亿美元/+11.3%。Non-GAAP经营利润率提升1pct至22%。实现Non-GAAP归母净利润2.58亿美元/-1.6%，下滑分析主要系分红预提所得税影响。截至期末，递延收入19.07亿美元/+10.0%。
- **具体看各业务表现：留学及大学生业务优于预期，K12业务展望积极**1) K9教育新业务收入同增15%，非学科素养培训人次为53万/+10%，学习机付费活跃用户45.2万人/+40%，依旧维持较为快速增长。收入同比增速环比上季度有所放缓（33%），预计主要系暑期排课和部分区域折扣影响；但另一方面学生人次环比提速（FY25Q4非学科+5%，学习机+36%），体现品牌口碑对家庭仍有较强吸引力。2) 高中培训收入同增7%，高基数上同样受排班和区域折扣影响；**展望FY26Q2，公司将进一步提升K12业务产品能力与质量，预计续班率提升下K12业务收入有望提速。**3) 留学考培/咨询期内收入分别同增1%/2%，预计受益于外部环境的阶段性转好及公司在非美国家和年轻群体留学业务上的布局，优于此前下滑预期；4) 大学生业务收入同比+14%，优于此前预期（预计增长10%），分析公司凭借教学和服务实现份额提升。
- **FY2026Q2收入预计提速，全年维持稳健展望，并更新股东回报计划。**展望FY2026Q2，公司预计净营收同增9%-12%。同时维持FY2026全年净营收同比增长5%-10%的指引。**股东回报方面**，宣布一项为期三年的股东回报计划，拟将前一财年归母净利润不低于50%用于回馈股东。为实施2026财年的回报计划，董事会已批准派发总额约1.9亿美元的现金股息。以及一项未来12个月内最多3亿美元的股份回购计划，金额合计达2025财年归母净利的132%。

图：新东方第一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

图：FY2025财年分季度新东方核心业务增速

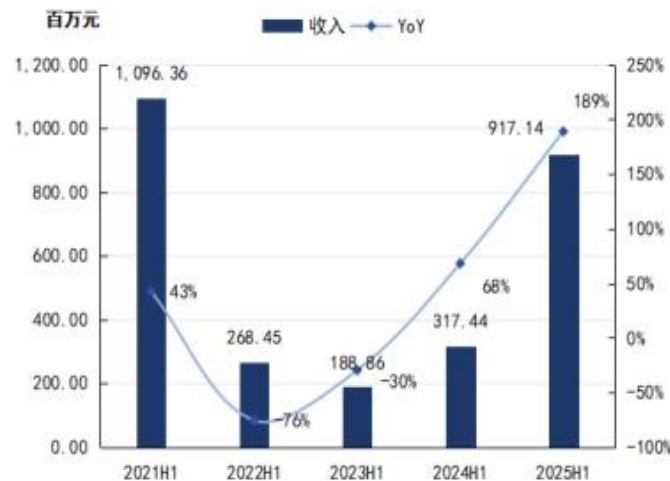


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

卓越教育集团：2025H1收入业绩快速增长，三年分红计划持续兑现

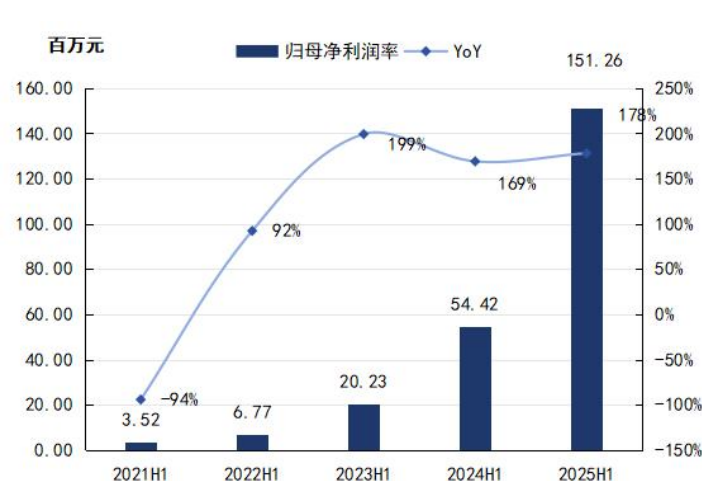
- **2025年上半年公司收入、业绩维持快速增长。**2025H1，公司实现营收9.17亿元/+189%；实现经调整净利润1.52亿元/+179%。收入与业绩表现均优于此前盈利预告（预告期内营收/净利分别不低于8.5/1.4亿元），受益于素质教育产品与服务质量不断提升、合规转型后素养业务重新并表、市场开拓效果显著。分业务看，2025H1综合素养业务实现收入7.23亿元/+513%，辅导项目实现收入0.89亿元/+18%，素养及辅导业务期内报读人次和续保率等各项指标创新高。全日制复习项目实现收入1.01亿元/-18%，分析系省内普通高中扩招，初四复读需求承压，但我们预计对高四复读业务影响相对有限。
- **快速扩张的同时成本费用控制能力表现突出，研发等其他经营开支略微影响归母净利率。**2025H1公司毛利率为45.0%，同比持平；费用端，销售开支收入占比为6.8%/-0.3pct；公司行政开支收入占比为12.5%/-0.4pct，成本控制成效初显；其他经营开支收入占比为5.9%/+1.4pct，分析系“ALL IN AI”战略下加大相关投入。总体来看，受其他经营开支项目影响，期内归母净利率略微下滑0.7pct至16.5%，但综合考虑公司目前处于快速扩张阶段，净利率保持在可控范围内，已能体现公司较优的成本费用管控能力。
- **合同负债同比增长28%，人才储备支撑持续成长。**截至2025年上半年末，公司账上合同负债为5.87亿元/+28.2%，员工总数从3072人增至3592人。
- **全面推进“ALL IN AI”战略，三年分红计划持续兑现。**一方面公司积极打造人工智能课程，培养学生使用AI工具能力，另一方面公司将AI技术广泛应用于经营各个环节，助力降本增效。此外，公司本次宣派中期股息每股10.7分人民币，总金额为9075万元，分红率约为60%（2024年分红率约50%），三年分红计划持续兑现。

图：卓越教育集团营业收入及增速



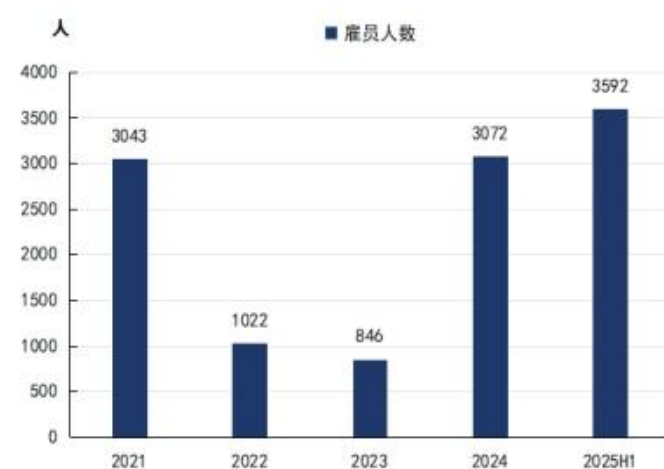
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图：卓越教育集团归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图：卓越教育集团雇员人数

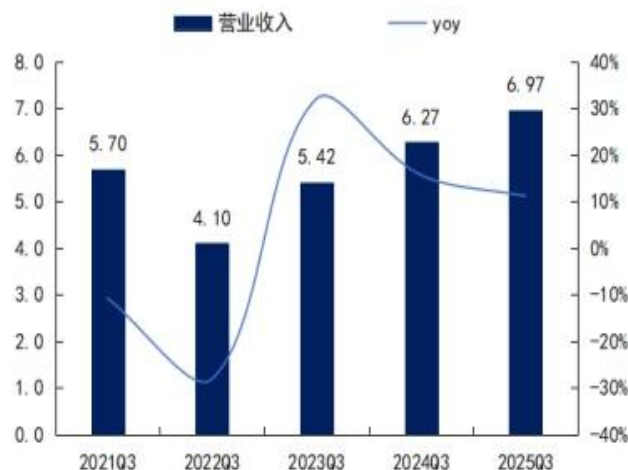


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

学大教育：前置性投入致淡季利润承压，但收款增速回升初步印证成效

- 2025年前三季度公司实现归母净利润2.31亿元，同比增长31.5%。2025Q1-Q3，公司实现收入26.13亿元/+16.3%；实现归母净利润2.31亿元/+31.5%；扣非后归母净利润为2.09亿元/+29.8%，差值主要系1642万元非流动性资产处置损益等。其中2025Q3单季实现收入6.97亿元/+11.2%，归母净利润143万元/-89.9%。Q3利润下滑主要受股权激励产生的股份支付费用576.74万元影响，若不考虑该影响，Q3归母净利润为720万元。前三季度累计股份支付费用达3220万元。
- 前置性成本费用投放增加，单季盈利能力承压，但投入取得一定成效，前置性指标合同负债、收款增速回升。2025年三季度末，公司合同负债余额为12.04亿元，同比增长22.5%，增速边际明显回升（2025年二季度末合同负债余额5.97亿元，同比增长3.73%）。2025第三季度，公司销售商品或提供劳务收到的现金为13.0亿元，同比增长19.8%，增速同样显著回升（2025年单二季度同比增长4.81%）。我们分析公司第三季度前置性投入取得一定成效，考虑到公司商业模式仍以预收款模式为主，伴随后续消课有望逐步确认收入利润。

图：公司2021-2025Q3营收及同比情况



资料来源：公司公告，国信证券研究所整理

图：公司2021-2025Q3扣非前后归母净利润



资料来源：公司公告，国信证券研究所整理

图：公司2024Q1-2025Q3期末账上合同负债规模及同比增速



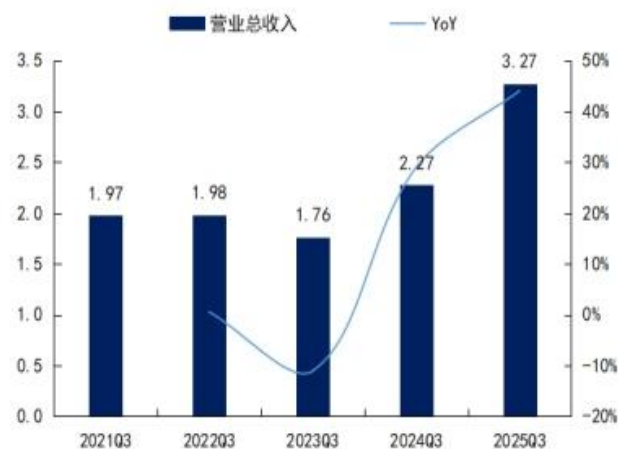
资料来源：公司公告，国信证券研究所整理

豆神教育：收入维持高增验证动能，市场投入走高致单季亏损

- 2025年第三季度收入增长44.1%，AI教育收入增长潜力持续验证。2025Q1-Q3，公司实现收入7.76亿元，同比增长39.4%；实现归母净利润0.92亿元，同比下滑17.2%；扣非后归母净利润为0.44亿元，同比下滑60.0%。核心原因是公司多款AI产品上市，为加速扩大市场规模，扩充C端体量，本季度有较大额的销售费用投放。2025Q3末，公司账上合同负债2.44亿元，同比增长10.5%，是“双减”后公司合同负债余额首次实现同比上升，一定程度上为后续收入增长提供支撑。
- AI赋能教育业务毛利率显著改善，但同时因加大市场推广，销售费率显著走高。2025Q3公司毛利率为78.6%/+28pct，分析系1) 业务结构中高毛利的教育业务走高，“AI超能训练场”及“AI双师”产品第三季度累计收入达到约5000万元，已占第三季单季收入比例的15.3%，而2024年AI教育业务仅实现收入2730.91万元；2) 窦神归来等直播课程覆盖学生规模扩大，规模效应下摊薄成本；3) AI赋能教育业务，提高人效。2025Q3期间费用率走高，其中销售费率走高61pct至81.7%，预计主要系AI教育产品推新，需进行市场投放，以培养消费习惯及消费者付费意愿，且当前面临流量成本走高的外部压力。2025Q3管理费率控制良好，第三季度缩减7pct至9.0%。

图：豆神教育营业收入及增速（单位：亿元、%）

图：豆神教育扣非前后归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

有道/好未来/高途集团：积极布局AI教育业务，教育业务收入增速快于行业平均



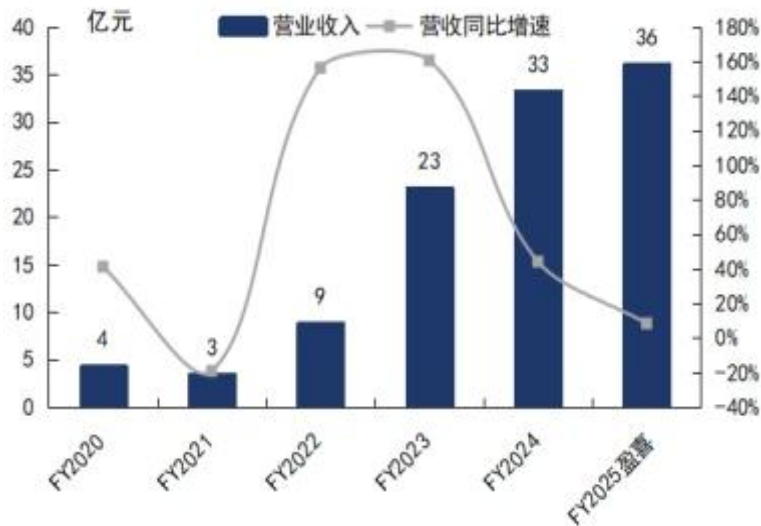
1) **有道**: 2025Q2净收入达14.2亿元，同比增长7.2%;经营利润为2880万元，首次实现二季度盈利。学习服务作为有道AI技术落地的重要业务，二季度净收入达6.6亿，同比增长2.2%。其中，数字内容服务净收入4.5亿元。有道领世（高中）净收入同比增长约30%，环比提速。AI作文批改、AI高考志愿填报等功能进一步带动用户留存率提升至75%以上，突破历史峰值。在强大技术推动下AI订阅服务也实现强劲增长。**在线营销服务**板块创下6.3亿元收入新高，同比增长23.8%。全链路AI化是增长关键。报告期内，有道推出AI广告投放优化师“有道小智”，基于AI投放决策模型和自有数据库，该产品能实现从需求分析到效果追踪的全链路AI决策。此外，有道加强了与网易游戏和其他游戏广告商在国内外活动中的合作，驱动游戏广告收入同比上涨50%以上。智能硬件业务在报告期内持续改善业务健康度，聚焦于词典笔细分赛道。有道词典笔保持市场领先地位，连续6年蝉联电商平台销量冠军。

2) **好未来**: 据公司财报，好未来FY26Q2财年营收达 8.61亿美元，同比增长39.1%，超出彭博一致预期。非美国会计准则（Non-GAAP）经营利润为1.08亿美元，同比增长67.2%，利润率提升至12.5%；Non-GAAP净利润为 1.36亿美元，同比增长82.7%。增长主要由学习服务和智能学习硬件业务驱动，两者收入均实现同比及环比增长。期末递延收入达8.23亿美元，同比增长58.9%。公司持续推进股票回购，自2025年7月宣布新计划以来，已回购约1.35亿美元股票。

3) **高途集团**: 据公司财报，2025Q2，高途实现收入约13.9亿元，同比增长37.6%；现金收入达22.5亿元，同比增长36.2%。经营质量得到改善，经营净现金流入近5.9亿元，同比增加超过2亿元，同时非美国会计准则下的净亏损同比大幅收窄。递延收入同比增长38.9%至约22亿元。高途在2025年提出“All with AI, Always AI”战略，据公司公告，公司目前将AI深度融入教学与服务全流程。其打造的“名师主讲+二讲服务+AI伴学”的“三师模式”有效提升了个性化学习体验和教学精准度。运营端，AI技术的应用助力公司经营费用占收入比重显著下降，获客效率显著提升。

- 2025财年公司预计溢利同比增长17%，主业稳健增长。公司发布正面盈利预告，预计2025财年公司将实现收入36亿元/+8%，实现净利润6.5亿元/+17%，分析主要受益于综合教育服务客户人数增长。本财年利润增速显著高于收入增速，分析系公司聚焦于核心教育服务业务，盈利质量得到优化，同时学校利用率爬坡，摊薄固定成本。本财年净利润低于我们此前预期（7.8亿元），分析下半年度公司在AI教育建设、教师激励、后勤服务优化（如优化食谱、更新设施设备等）等方面有一次性投入。
- 外部环境导致招生增速放缓，集团办学质量坚实。2025年秋季学期初服务学生人数同比增长8%，高中服务学生人数同比增长11%，增速边际放缓。考虑主要系学生家长消费行为更加谨慎保守，同时公办普通高中扩招影响家庭决策。但另一方面公司办学质量坚实，2025年集团共培养28位清北学子，成熟期学校维持高标准水平，高考本科率维持约90%，一本率约58%（2024年：55%）。成长期学校本科率、一本率较生源入口成绩也分别提升32%/14%，预计对具备支付能力的家庭仍有较强的吸引力。

图：公司收入及收入增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司净利润及经调整净利润



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

【 04 】 细分赛道投资逻辑：民办高教

民办高教：上市公司招生韧性相对强，本科层次更具吸引力

- 招生仍能维持稳健增长（但最新2025年秋季招生情况尚未披露），其中学历层次更高的本科教育招生表现更好（未展示全部学校，部分学校未在年报中披露数据）

表：民办高教上市公司招生

	2021-2022学年	2022-2023学年	2023-2024学年	2024-2025学年
中国春来	97685	103277	103301	110861
YoY		5.7%	0.0%	7.3%
中国科培	119900	120800	76000	77000
YoY		0.8%	-37.1%	1.3%
中国科培-本科生	55300	59600	65000	69000
YoY		7.8%	9.1%	6.2%
中国科培-大专生	4700	3200		
中国科培-持续教育课程	48400	47100		
中国科培-中职教育	11500	10900		
中汇集团	77600	86100	95630	100300
YoY		11.0%	11.1%	4.9%
中汇集团-高职	60900	66500	77360	83680
YoY		9.2%	16.3%	8.2%
中汇集团-中职	16700	19600	18270	16620
YoY		17.4%	-6.8%	-9.0%
中教控股-全日制总体		231776	248000	260896
YoY			7.0%	5.2%
中教控股-高等教育		176106	199000	217905
YoY			13.0%	9.5%
华夏控股	24508	27527	29155	29742
YoY		12.3%	5.9%	2.0%
华夏控股-全日制本科生	20099	22305	24127	25157
YoY		11.0%	8.2%	4.3%
华夏控股-职教及国际预科	4409	5222	5028	4585
YoY		18.4%	-3.7%	-8.8%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

- **独立学院是指特殊历史阶段出现的由公办高校和社会力量合办的本科层次的二级学院。**1999年，我国高等教育大众化发展战略正式实施，普通高等学校招生规模单年扩张47%至159万，由于当时配套政策和办学条件有待优化，普通高校有限的承载能力不能很好地满足激增的招生规模的需要。为保障扩招政策有效落地，江苏、浙江等省份在办学体制机制方面进行了大胆探索，由部分公办普通高校联合社会力量按照新机制新模式举办本科层次的二级学院，即为独立学院。
- **独立学院发展过程中出现了国有资产产权归属不清、挂靠等一系列问题，转设存在必然性。**在2016年民办教育促进法颁布前，公办和民办学校的边界非常模糊，进一步带来了产权归属模糊不清、内部治理不完善、甚至造成国有资产损失的一系列问题。2020年5月，教育部印发《关于加快推进独立学院转设工作的实施方案》，明确了到2020年末独立学院全部制定转设方案的时限要求，提出转为民办、转为公办、终止办学3个路径和转设标准。转设的核心在于独立学院名下的资产（特别是土地、房产）必须从母体高校或举办者名下过户到新成立的独立学校法人名下，为后续的资产确权（转营的核心）打下了基础。
- 上市公司有一批学校均是独立学院转设而来，如华夏控股旗下的南京传媒学院（原中国传媒大学南广学院）、中教控股旗下的重庆外语外事学院（四川外国语大学重庆南方翻译学院）、广州应用科技学院（原广州大学松田学院）等等。

民办高教政策回顾之二：非营利性与管理性分类管理



以民促法实施条例、《外商投资负面清单》为据，“民办学校的举办者可以自主选择设立非营利性或者营利性民办学校”

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（2018年送审稿部分说法曾引发此担忧）。3) 关联交易：非营利性学校利润无法直接提取至上市公司。因此在非营利性学校背景下，上市公司若需分红，则需通过关联交易自学校提取利润，期间会有利润的折损。此外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。

表：民促法实施条例送审稿与正式稿对比

	民促法送审稿（2018年）	民促法正式稿（2021年）	解读
	第五条（节选）：鼓励社会力量依法设立基金会举办非营利性民办学校。以捐资等方式举办，不设举办者的非营利性民办学校，其办学过程中的举办者权责由捐赠人、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或者其代理人履行。	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。
民办学校设立	第七条（节选）：公办学校不得举办或者参与举办营利性民办学校。公办学校举办或者参与举办非营利性民办学校的，应当经主管部门批准，并不得利用国家财政性经费，不得影响公办学校教学活动，不得以品牌输出方式获得收益。	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	第十一条（节选）：非营利性民办学校举办者变更的，应当签订变更协议，并不得从变更中获得收益；现有民办学校的举办者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，但不得以牟利为目的，不得涉及学校的法人财产。	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	第十二条（节选）：实施集团化办学的，不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校。	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。
	第十三条：实施国家认可的教育考试、职业资格考试和技术等级考试等考试的机构，不得举办与其所实施的考试相关的民办学校。	第十四条：实施国家认可的教育考试、职业资格考试和职业技能等级考试等考试的机构，举办或者参与举办与其所实施的考试相关的民办学校应当符合国家有关规定。	拓展职业教育参与主体的范围。
关联交易合法性界定	第四十四条：非营利性民办学校与利益关联方发生交易的，应当遵循公开、公平、公允的原则，不得损害国家利益、学校利益和师生权益。	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。
	第四十六条：在每个会计年度结束时，非营利性民办学校应当从年度净资产增加额中，营利性民办学校应当从年度净收益中，按不低于年度净资产增加额或者净收益的25%的比例提取发展基金，用于学校的建设、维护，教学设备的添置、更新和教职工的进修培训等。	第四十六条：在每个会计年度结束时，民办学校应当委托会计师事务所对年度财务报告进行审计。非营利性民办学校应当从经审计的年度非限定性净资产增加额中，营利性民办学校应当从经审计的年度净收益中，按不低于年度非限定性净资产增加额或者净收益的10%的比例提取发展基金，用于学校的发展。	发展基金的比例由25%下降至10%，营利性学校资金安排更加灵活自主。

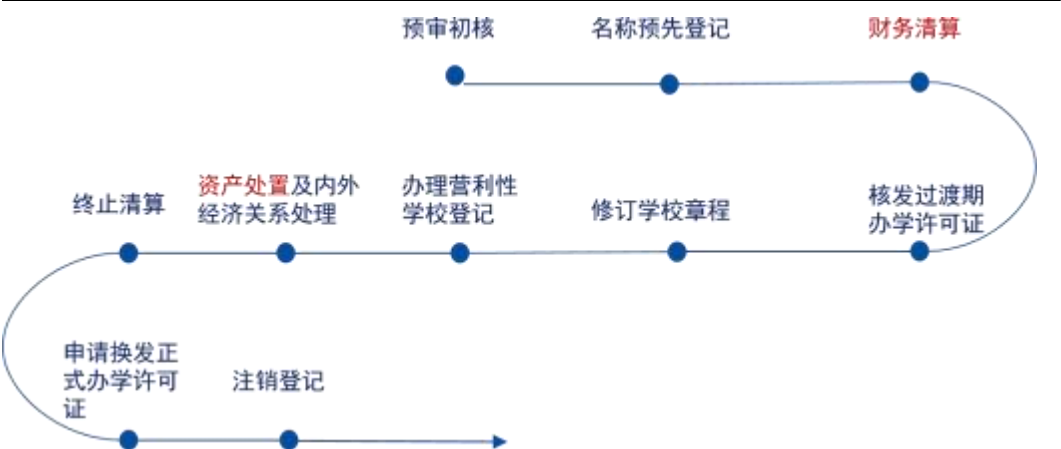
资料来源：《民促法实施条例（送审稿）》，《民促法实施条例（正式稿）》，国信证券经济研究所整理

民办高教政策回顾之二：存量转营未取得实质进展，但近期边际变化积极



- 进展回顾：实际执行中，有诸多新设立的民办学校在成立伊始便可设置为营利性。而存量的民办高教大多未取得实质性进展，近期湖南、广东等地释放积极信号。
 - 完成转营：1) 上海建桥教育：2021年已完成转营，但2023年上海发布《上海市营利性民办高等学校办学结余分配工作管理办法》，额外提出1) 学校人员经费支出比例不低于学费收入的50%或者学校专职专任教师平均工资不低于本市同类高校教师平均工资水平；2) 学校的资产负债率不超过60%，学校利润分配后流动资金可覆盖下一年度年度债务及利息。3) 民办高校名下占地面积和生均教学行政用房面积基本达标，设施设备基本满足教育教学，学费5%作为奖学金，10%作为发展基金等一系列条件。2) 民生教育于2023年11月24日公告旗下云南大学滇池学院已于2024-2025学年开始以营利性办学主体名义招生。
 - 近期释放积极信号：宇华教育2025年湖南涉外经济学院拿到批复；广东省2025年11月出台分类管理细则，但后续仍需进一步观察进展。
- 堵点分析：1) 税费、土地费用补缴。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；土地定价需协商；同时多年补税体量大，是否能够分期缴款都是需要协商的要点。2) 教育关系社会民生，政策性相对较强。

图：《四川省民办学校分类登记实施办法》（2019）中明确的选营流程



资料来源：四川省教育厅、国信证券经济研究所整理

表：部分地方存量学校选营的政策中财务清算及资产处置的相关条例

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

资料来源：北京教委会、贵州省政府、温州教育局、国信证券经济研究所整理

民办高教：优化供给质量，资本开支维持相对高位



■ 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

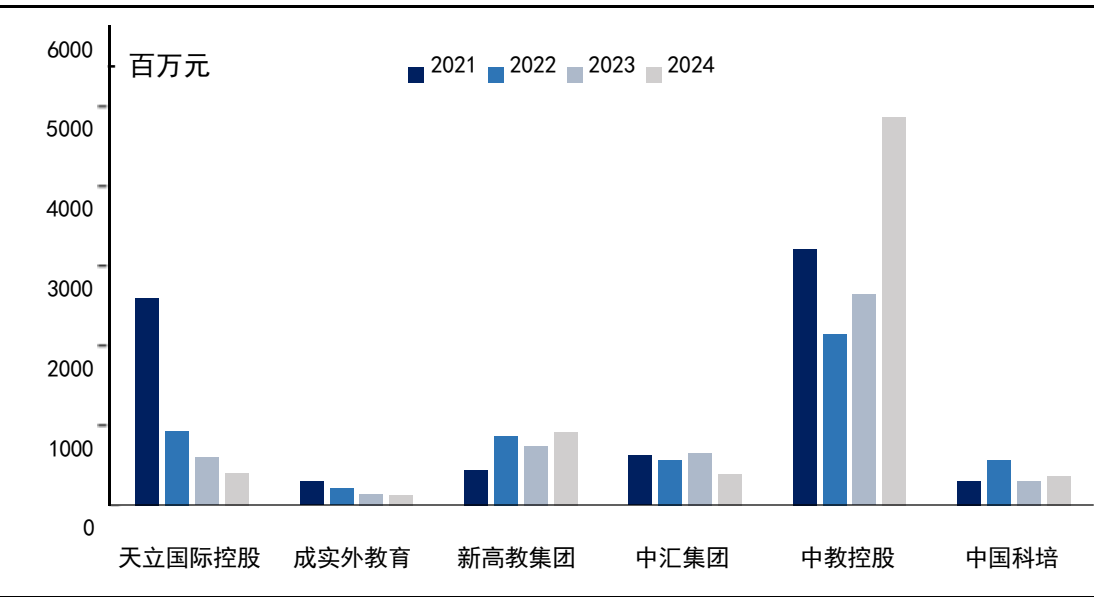
资料来源：教育部，国信证券经济研究所整理

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	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	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

民办高教上市公司最新半年度报表对比

表：民办高教上市公司最新半年度报表对比

	2001. HK 新高教集团	0839. HK 中教控股	1890. HK 中国科培	1981. HK 华夏控股	0382. HK 中汇集团	1765. HK 希教国际控股	6169. HK 宇华教育	1525. HK 建桥教育
财务数据								
收入	14.13	36.73	9.18	3.79	12.47	21.17	12.78	5.34
YoY	7.8%	11.8%	5.3%	-1.9%	7.8%	3.6%	7.8%	-0.3%
毛利	5.44	19.78	4.79	2.08	4.83	9.24	5.98	3.17
毛利率	38.5%	53.9%	52.1%	54.8%	38.7%	43.7%	46.8%	59.4%
经调整净利润	4.56	11.82	4.27	1.41	2.59	4.79	4.44	1.62
YoY	7.0%	-2.9%	-5.7%	29.7%	-25.4%	11.7%	113.1%	-9.9%
经调整净利率	32.3%	32.2%	46.5%	37.1%	20.7%	22.6%	34.7%	30.3%
所得税								
所得税	1.26	1.57	0.28	0.01	0.06	0.61	-0.04	0.5
所得税率	21.2%	12.6%	6.2%	0.7%	2.1%	16.5%	-	23.6%
偿债能力								
账上现金（亿元）	5.23	38.14	12.64	3.29	18.65	16.3	12.94	2.47
流动比率	27.3%	70.2%	85.6%	457.7%	88.8%	31.7%	62.6%	86.2%
分红情况								
中期分红率	0%	0%	30%	0%	可自选现金/以股代息 占经调整净利润的 30%	0%	0%	21%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：货币单位均为亿元人民币

【 04 】 细分赛道投资逻辑： 公考招录

公考招录行业：2026年国考维持高景气度，报考年龄放宽



■ 2026年国考报名人数超371万，再度验证公考行业高景气度。公务员报考维持高景气度，2026年国考报名合格人数创新高，达371.8万人/+9%。此外，山东、广东、江苏等地笔试提前到年内，预计推动行业加快销课收入确认。此外2026年国考报考年龄限制放宽至38岁，后续多个省份在省考中同样跟进了这一政策，有望进一步扩大潜在的考生基数。

表：国考报名合格人数及招录计划人数

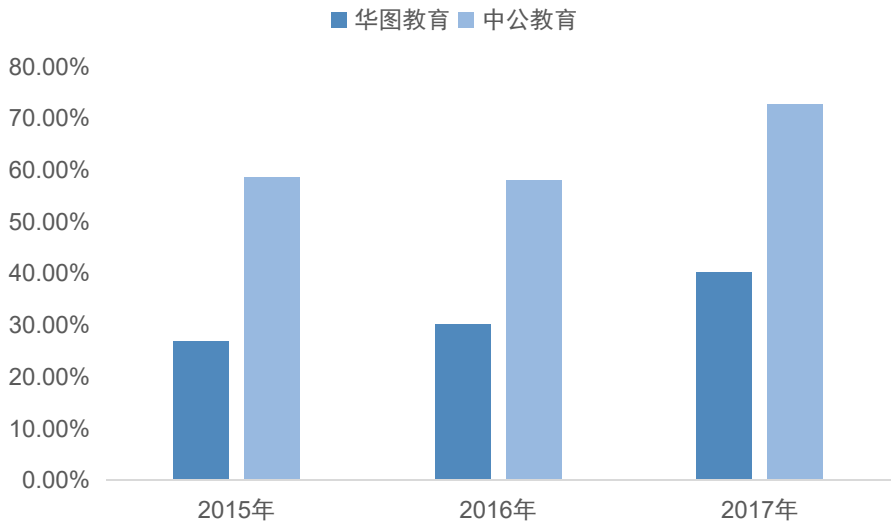
	2022	2023	2024	2025	2026
报名合格人数（万人）	212.3	259.8	303.3	341.6	371.8
yoy	35%	22%	17%	13%	9%
实际到考人数（万人）	142.2	152.2	225.2	258.6	—
yoy	40%	7%	48%	15%	—
招录计划（人数）	3.1	3.7	3.96	3.97	3.81
yoy	21%	19%	7%	0%	-4%
招录职位数	1.7	1.8	1.9	2.1	—
yoy	27%	6%	7%	10%	—
上岸率（审核口径）	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%	1.0%
上岸率（到考口径）	2.2%	2.4%	1.8%	1.5%	—

资料来源：公务员局、国信证券经济研究所整理

公考招录行业：协议班曾帮助头部机构抢占份额，但模型天然存在成长天花板

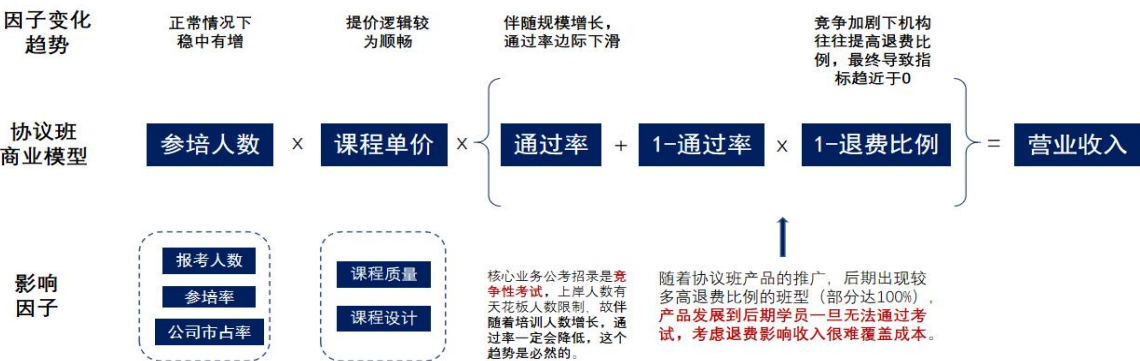
- 协议班曾助力头部机构市占集中，行业CR3测算历史最高接近40%，集中度远高于其他教育赛道。由于公考行业强调考试结果，同时验证周期较短。过去行业头部机构以高收高退协议班为亮点吸引学生报班入读，而协议班对机构现金流和品牌口碑要求较高，因此协议班的推出有效促进了市占率的提升。据我们此前测算，2019年时头部机构（中公、粉笔、华图）合计CR3已接近40%，集中度远高于其他教育赛道。
- 高收高退协议班的逻辑痛点：模型天然存在成长天花板。协议班模式的收入一部分来自顺利通过考试的学生所缴纳的学费，即参培人数*课程单价*通过率，另一方面来自未通过考试学生收费的留存，即参培人数*课程单价*（1-通过率）*（1-退费比例）。由于国考&省考招录人数是相对稳定的，故伴随招录培训参培人数的大幅增长，通过率会边际下降。故随着企业收入规模扩张，通过率下降会限制企业收入的进一步增长，也就是说主打协议班产品的培训机构（尤其退费比例较高的机构）营收规模存在理论天花板。

图：2015年-2017年中公教育及华图教育协议班营收占比



资料来源：中公教育2018年重大资产置换重组说明书，国信经济研究所整理

图：协议班（不过退费）确认收入的商业逻辑图解



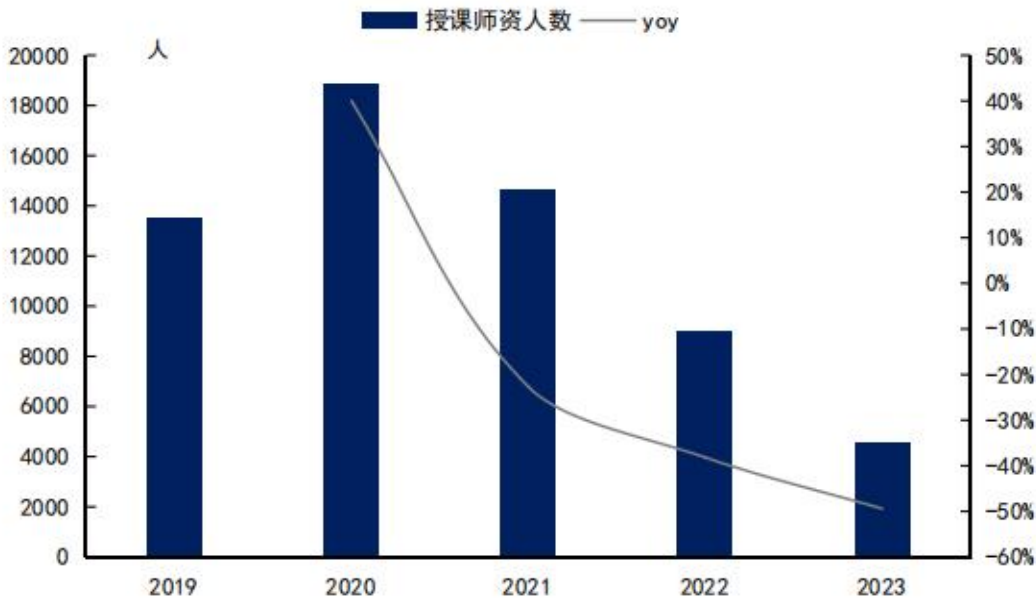
资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

公考招录行业：此前行业持续消化协议班遗留影响，行业竞争格局有待优化



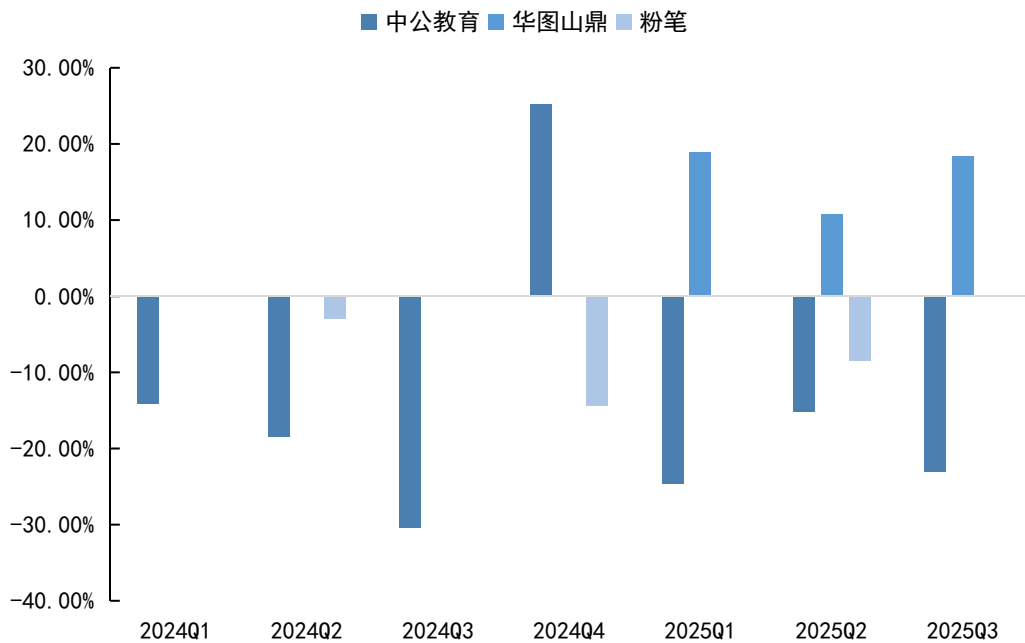
- 此前行业持续消化协议班遗留影响。一方面系头部机构解决“协议班”遗留问题，减少协议班，导致收入相较此前高基数有所下滑；另一方面，历史诸多原因致此前行业绝对龙头中公教育团队稳定性受损，有较多老师外出单干，成立小黑班导致竞争恶化。2024年头部机构除华图山鼎无可比数据外，粉笔及中公教育收入端均有下滑，预计市占率有所降低。
- 但长远来看公考赛道试题迭代快、且伴随考生备考周期拉长、参与考试种类和次数种类，对机构教研应变和助力选岗能力要求高，中小机构基础能力弱，难以长时间穿越周期，我们看好头部公司经营调整完毕后，行业份额最终仍会头部集中。

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

图：头部机构2024Q1-2025Q3单季度收入增速（其中粉笔对应为上半年报及下半年报）

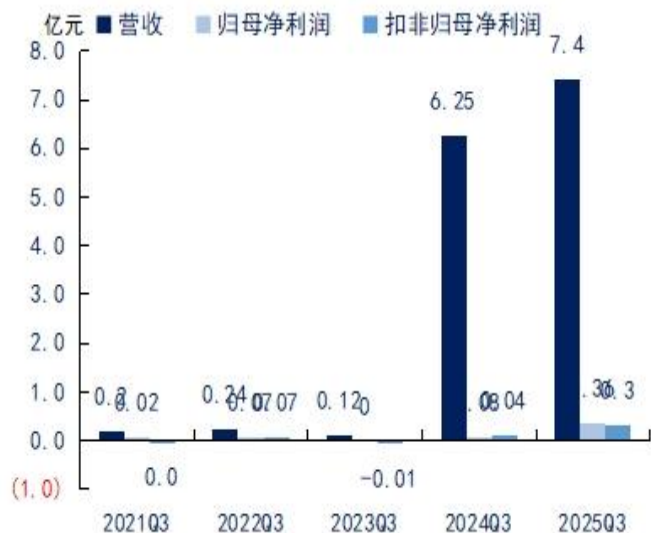


资料来源：公司公告、国信经济研究所整理

国考招录行业：头部机构产品差异化创新，有望修复市占率—华图山鼎大单品战略

- **华图山鼎：**公司2025年8月对产品体系进行了更新，推出行业创新产品“考编直通车”与高端“书院培优”产品。1）“考编直通车”其核心创新在于集约化的大单品“基地交付模式”，将不同课程体系的相同科目合班授课，即改变过去“公务员考试辅导班”、“事业单位考试辅导班”学生分开授课的模式为“常识班”、“言语班”、“数资班”等，符合目前考生多线备考的趋势。同时大单品模式下可支持全年开课，即时试听，不仅有望提升师资、场地等核心资源的利用率，同时也可将销售人员转化为交付人员。将成本优势转化为消费端的性价比优势，支撑下沉市场扩张。2）“书院培优”产品定位高端，创新点在于利用大数据与AI技术提供个性化辅导。这不仅提升了考生的备考效率和效果，也通过技术赋能优化了师资的工作效率，从而支撑其高端定价。
- 2025年前三季度公司实现归母净利润2.49亿元，同比增长92%。2025年前三季度，公司实现营业收入24.64亿元，同比增长15.7%，基地班下沉战略成效显著；实现归母净利润2.49亿元，同比增长92%；扣非后归母净利润2.32亿元，同比增长127.5%。其中，核心的非学历培训业务在前三季度实现营业收入24.43亿元，业务以剔除3502万元股份支付费用影响后的净利润为2.94亿元，业务基本盘稳固增长。

图：华图山鼎2021-2025年Q3收入及利润表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图：公司直通车产品设置背景：教学学科化

	公基	言语	数资	判断	申论	综合	专业课	
国考	✓	✓	✓	✓	✓		✓	原排课规划
省考	✓	✓	✓	✓	✓		✓	
选调	✓	✓	✓	✓	✓			
文职	✓	✓	✓	✓			✓	
事业单位	✓	✓	✓	✓		✓		
三支一扶	✓				✓			新排课规划
社工	✓				✓		✓	
黄委会	✓	✓	✓	✓			✓	
带编入伍	✓	✓	✓	✓	✓			
银行	✓	✓	✓	✓			✓	
国央企	✓	✓	✓	✓			✓	

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图：直通车产品创新下基地班排课模式变动示意图



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

国考招录行业：头部机构产品差异化创新，有望修复市占率—粉笔AI

- **粉笔**：此前于4月2日推出AI刷题系统班，搭载全新升级的粉笔AI老师2.0，首次实现数字人导师从“被动应答”到“主动引导”的功能跃迁。通过启发式对话交互，AI老师不再仅提供答案，而是以连续追问引导学生深度思考，通过系统动态规划最优学习路径，精准定位薄弱考点，推送适配的专项训练任务，避免用户陷入盲目备考困境。
- **笔试备考刷题模式与AI系统高度契合，AI系统班进一步扩充粉笔AI产品矩阵**。国考分为笔试和面试两个阶段。笔试阶段中行测涉及知识面十分广泛，因此许多考生会倾向于选择刷题，在练中备考。而刷题模式本身与AI精准识别与生成题目等功能高度契合。面试阶段相对灵活，具体的评价标准可能与考官存在紧密联系，因此对AI面试备考产品提出较高要求，若后续技术能进一步更新，也有望能够为考生提供高性价比的AI面试备考产品。此前粉笔已布局AI老师（粉笔头）、AI面试点评等服务。其中截至2025年4月，粉笔头累计会话量已达4000万次，日活峰值22万次，用户满意度高达4.92分（满分5分），印证技术落地的有效性。
- **公司预计后续将进一步将产品矩阵推进至事业单位班、面试班、冲刺班等**。

图：公务员考试笔试培训课程单价中粉笔课程价格优势显著



资料来源：新途径、高途、中公教育、橙啦、粉笔官网，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

表：测算AI刷题系统班成本有望显著优化

	AI刷题系 系统班	AI刷题系 统班（25 年）	AI刷题系 冲刺班（25 年）	AI刷题系 统班（预 计26年）
图书	21%	15%	0%	12%
师资	15%	2%	0%	1%
学习激励	2%	5%	6%	6%
毛利率	62%	78%	94%	81%

资料来源：粉笔AI、国信证券经济研究所整理

图：粉笔AI刷题系统班操作界面



资料来源：粉笔、国信证券经济研究所整理

【 04 】 细分赛道投资逻辑：职业教育

中国东方教育：收入增速拐点如期而至，提效控费利润快速释放

- 2025年上半年度公司收入增长提速明显，经调净利润维持较快增长。2025年上半年度公司实现收入21.86亿元，创上市以来新高，同比+10.2%，收入增速环比提速明显；实现净利润4.03亿元，同比+48.4%，接近此前预告上限（同比增长不超过50%）；经调净利润4.16亿元，同比+49.6%。公司区域中心建设饶有成效，收入增长提速，利润维持较快增长。
- 分专业看，2025年上半年度烹饪技术/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10.2/1.8/3.7/4.9/0.7/0.4亿元，同比分别+11.4%/+14.3%/-3.0%/+9.6%/+90.2%/+18.2%。信息及互联网技术长训平均学生人数占比较高（2025H1为95%，其余低于90%），考虑此前年度招生下滑对平均就读人数持续造成影响，但伴随新招生人数同比回正，后续收入有望恢复增长。
- 2025年上半年长期课程招生表现良好。从新培训人次看，公司2025年上半年度招生8.35万人次/+7%，各专业增速来看，时尚美业>汽车服务>信息技术>烹饪技术>西点西餐，时尚美业在低基数上维持较快增速；各训期增速来看，长训表现良好，其中公司主要面向四校生的1-2年课程受益于就业趋势变化，增速领先，2-3年及3年新招生人数同比亦转正；从平均培训人次看，公司2025年上半年度平均培训15.3万人次/+6%，各专业增速来看，时尚美业>西点西餐>烹饪技术>汽车服务>信息技术，西点西餐平均训期较短，此前年度招生下滑的负面影响得以快速消化。

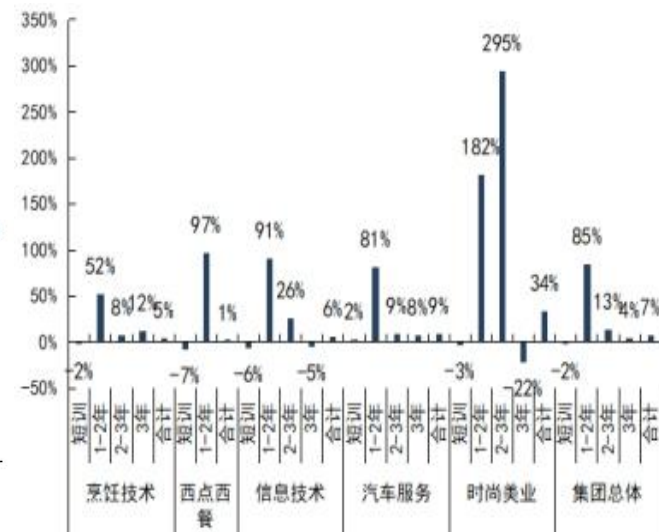
图：公司2018-2024年间收入表现



图：公司2018-2024年间利润表现



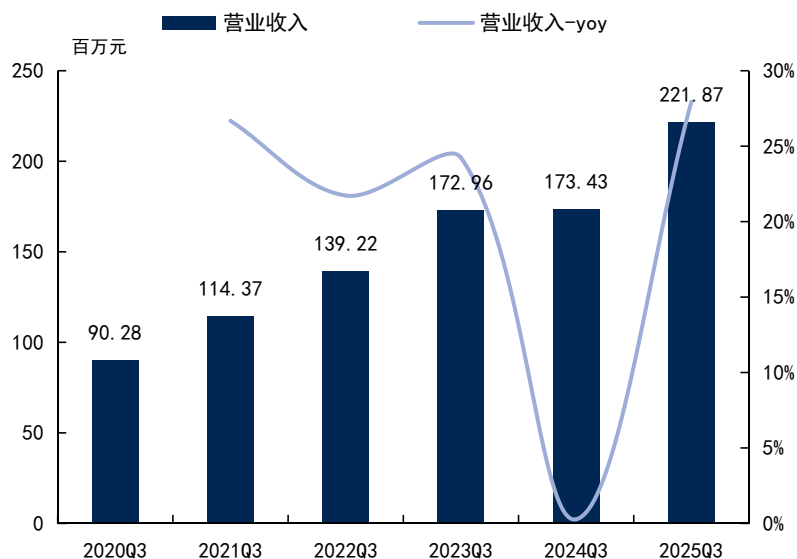
图：公司2025年上半年各专业新招生人数同比



行动教育：外部扰动边际消退，业绩拐点显现

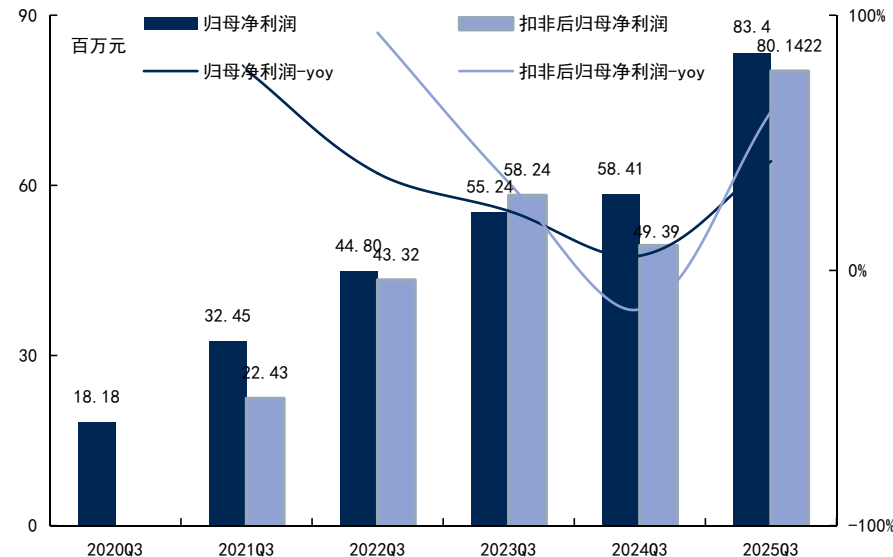
- **25Q3经营回顾：**1) 营收与收款增速拐点显现，需求持续复苏前期积压的培训需求得到集中释放，浓缩EMBA等核心课程到课率提升，推动Q3营收增速快速回升，并带动前三季度收入同比转正。在外部环境好转的背景下，公司“百校计划”渠道建设协同发力，推动Q3收款实现同比53%的高增长，为后续业绩奠定坚实基础。
- 2) AI赋能驱动人效提升，盈利能力改善：公司前三季度毛利率提升至78.5%，主要得益于高毛利课程报到率上升。销售费用率同比微降至24.6%，体现出AI技术对销售团队的赋能效果显著，有效提升了新人留存率与成单率；研发费用率提升至3.2%，公司在AI陪练、AI教练等数字化系统上持续投入。
- 3) 高股息属性凸显，股东回报丰厚：三季度每股派现0.5元（含税）的分红方案。前三季度累计派发红利1.79亿元，占同期归母净利润的比例达83%。按最新收盘价其TTM股息率达到5.6%，高股息特性显著。
- 4) 未来展望：企业家信心边际改善，外部扰动边际消退，增长动能有望延续：公司Q3业绩拐点的出现，与BOSS直聘等平台反映的招聘景气度回升相互印证。随着外部扰动边际消退及内部政策发力，企业家信心预计将进一步修复。叠加第四季度为企业年终培训、咨询需求旺季，以及公司“百校计划”的持续推进和AI教练的效能释放，对公司Q4业绩展望积极。

图：公司2025Q3营业收入同比显著走高



资料来源：公司公告、Wind、Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图：公司2025Q3业绩同比显著走高



资料来源：公司公告、Wind、Bloomberg、国信证券经济研究所整理

- **投资建议：**教育行业与政策导向及个人教育服务需求密切相关。综合行业竞争格局和外围经营环境宽松度，1) 我们优先推荐和就业关联度最高、市场需求相对旺盛的公考招录及职业教育赛道。公考赛道推荐受益于线下头部竞争优化的华图山鼎及积极布局AI应对竞争的粉笔；职业教育赛道持续看好中国东方教育维持蓝领技术培训行业的龙头地位，关注利润率进一步修复。2) 学历服务需求刚性依旧，但与升学相关的教育服务行业面临需求结构性调整，建议优选能够积极顺应变化、提升办学质量的K12教培龙头，如卓越教育集团、新东方-S、学大教育、豆神教育等，此外建议持续关注行业AI教育硬软件龙头产品迭代和进展。3) 存量民办高教此前转营进展较缓，估值中枢低于教育板块其他赛道，年内广东、湖南释放转营边际信号，建议关注后续进展，若转营落地，预计具备一定估值修复弹性。4) 以行动教育为代表的企业家培训顺周期属性较强，企业家信心修复时到课率弹性较显著，但本报告侧重升学及就业方向，暂不展开讨论。

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

免责声明



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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

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

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



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032