

对比“双减”前后的变化，核心逻辑的演绎

2024年03月25日

► **K12 教培股价上涨背后：**2023 年以来，教培政策清晰化成为推动股价回升的重要原因，尤其 2024 年 2 月发布的征求意见稿极大稳定行业长期发展预期，推动板块估值回升。另一方面，2022 年暑期板块业绩触底反弹，2023 年暑期、秋季营收等指标高增，驱动股价上涨。

► **“双减”政策复盘：**2018 年开始校外培训政策收紧。2021 年 7 月“双减”文件发布后到 2022 年 6 月，配套政策密集出台，也是校外培训机构压减最严格的阶段。2022 年 12 月《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》出台，国家对非学科培训的支持态度逐步显现，行业迎来政策拐点。

► **K12 教培市场规模有多大？**（1）“双减”前，据艾瑞咨询，2019 年我国 K12 教培市场规模 9251 亿元，2016-2019 年 CAGR 21%，其中学科培训市场规模 3947 亿元，占比约 43%；在线教培市场估计 2020 年突破 1000 亿元，线上化率约为 15-17%。（2）据中国教育财政研究，2019 年全国中小学生学科类校外补习参与率 24%/平均支出 8438 元，一线城市参与率 46%/支出 2.1 万元，城乡差距较大。（3）“双减”后 K9 学科培训供给、价格受限，后续可重点关注非学科培训市场。

► **竞争格局发生什么变化？**（1）据中国教育财政及全国人大“双减”报告，2019 年 5 月全国共 86.4 万家教培机构，K12 学科类 18.7 万家，其中 K9 占比 66%。连锁型 K12 学科培训机构 1.2 万家，连锁化率 6.5%。全国性大型连锁仅新东方、好未来两家，直营网点数 800 家+，营收体量 150-200 亿元。但两家 CR2 不到 10%。（2）老牌企业存在一定先发优势，能够形成品牌壁垒。知名机构往往能吸引更多生源，行业有集中度提升逻辑。“双减”前龙头增速持续跑赢行业，CR2 缓慢提升。（3）“双减”后 K12 学科培训机构减少 90%+，供给大幅出清，且行业门槛提升，无证经营难度变大，利好存量合规机构。此外，跨区域拓展难度或较“双减”前加大，拥有异地存量网点的机构优势更加明显。

► **教培机构盈利模型有无变化？**教培机构的主要成本费用包括教师薪酬、场地租金、营销费用等。传统线下模型来看，“双减”后由于竞争弱化或能推动利润率上升，并缩短新店爬坡期；纯素养或文艺类培训续班率相对低，或对利润率产生负面作用。线上模型来看，“双减”后典型机构如高途的获客成本有所下降，或与竞争格局优化有关。

► **投资建议：**校外培训政策环境稳定向好，监管坚持打击违法、保护合规，利好合规企业发展。2023 年来行业内公司业绩集体反弹，基于竞争格局的优化和供给恢复的节奏受限，我们认为板块性机会仍将持续。个股方面，推荐新东方-S，积极关注好未来、高途、学大教育、卓越教育集团、思考乐教育。

► **风险提示：**政策趋严；新业务拓展不及预期；行业竞争加剧；产品质量下滑。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价	EPS (美元/元)			PE (倍)			评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
9901.HK	新东方-S	75.15	0.11	0.23	0.33	35	42	29	推荐
TAL.N	好未来	11.86	-0.21	-0.09	0.16	—	—	77	—
000526.SZ	学大教育	60.05	0.09	1.21	1.76	193	51	35	—
GOTU.N	高途	6.98	0.05	-0.04	0.05	320	—	948	—
3978.HK	卓越教育集团	3.22	0.07	0.08	0.14	13	35	19	—
1769.HK	思考乐教育	4.46	0.10	0.19	0.26	14	24	17	—

资料来源：同花顺 iFinD，彭博，民生证券研究院预测。（注：股价为 2024 年 3 月 22 日收盘价，新东方-S、卓越教育集团、思考乐教育股价为港币，好未来、高途股价为美元；未覆盖港股/美股公司数据分别采用 iFinD/彭博一致预期；新东方-S、好未来数据为 FY2023、FY2024E、FY2025E，新东方-S 财年截止日期为 5 月 31 日，好未来财年截止日期为 2 月 28 日；高途已经披露 2023 年年报，因此此处数据为 2022A、2023A、2024E；汇率取 1USD=7.2CNY，1HKD=0.92CNY）



分析师 易永坚

执业证书：S0100523070002

邮箱：yiyongjian@mszq.com

分析师 徐熠雯

执业证书：S0100523100002

邮箱：xuyiwen@mszq.com

相关研究

1.海外周报：持续关注海外财报季，看好汽车后市场连锁品牌-2024/03/18

2.海外周报：关注中概垂类龙头，重视财报超预期-2024/03/10

3.海外周报：关注海外财报季-2024/03/04

4.海外教育行业点评：高途（GOTU.N）发布 2023Q4 业绩：营收超出此前指引，现金收入重回较快增长-2024/03/02

5.短视频行业点评：爱奇艺（IQ.O）发布 2023 年 Q4 业绩：23Q4 利润超预期，ARM 环比持续提升-2024/03/01

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

目录

1 教育行业框架背景	3
1.1 教育行业板块划分	3
1.2 中国教育资产上市特征	3
1.3 中国教育的基础数据	5
2 K12 教培股价复盘：政策走向和业绩变化是主要影响因素	7
3 “双减”政策复盘：校外减负成效显著，国家正视合理培训需求，支持合法合规产品发展	8
4 K12 教培行业发展回顾：激荡三十年	14
4.1 从线下走向线上，从大班到个性化教学，模式创新不断	14
4.2 班型演变的底层逻辑：商业模型和学习效果的平衡	16
5 K12 教培市场有多大，发生什么变化？	17
5.1 “双减”前市场规模超 9000 亿，CAGR 约 21%，素质教育、在线教育增速快于大盘	17
5.2 参培率是关键，“双减”前学科类参培率 24%，城乡差距极大	19
5.3 “双减”后市场探讨：非学科培训是关注重点，K9 学科培训供给、价格受限	21
6 竞争格局如何，发生什么变化？	22
6.1 行业特点：品牌知名度高的机构能吸引更多生源，行业有集中度提升逻辑	22
6.2 竞争格局：新东方、好未来长期领先，“双减”前 CR2 尚不到 10%	23
6.3 “双减”后变化：供给大幅出清，行业门槛提升，利好存量合规机构	27
7 教培机构的盈利模型如何，发生什么变化？	30
7.1 在线与线下教培的财务模型孰优孰劣？	30
7.2 线下模型变化：“双减”后爬坡期缩短，而稳态利润率影响因素复杂	32
7.3 在线模型变化：获客成本较“双减”前有所下降	33
8 行业标的梳理	35
8.1 “双减”前后重点公司业务变化	35
8.2 重点公司营收、利润修复情况	36
9 投资建议	39
10 风险提示	40
11 附录：重要政策原文摘录	41
11.1 《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》原文摘录	41
11.2 《校外培训行政处罚暂行办法》原文摘录	44
11.3 《校外培训管理条例（征求意见稿）》原文摘录	46
插图目录	48
表格目录	48

1 教育行业框架背景

1.1 教育行业板块划分

教育行业如何分类？ 我们综合考虑国家监管要求、商业模式、面向群体等因素，将教育行业分为外体系、内体系及相关板块三类。其中，外体系主要指与学历教育相关度不高的部分，包括托育（学前）、K12 教培、职业培训，特征是对政府资源要求低，行业门槛低，市场化程度高，更像传统商业连锁，注重产品服务及营销，商业模式偏轻资产、扩张速度快。内体系主要指涉及学历教育的学校，包括幼教、民办高校、K12 民办学校，特征是较为依赖政府土地和牌照资源，商业模式偏重资产、扩张速度慢。其他相关板块主要包括教材教辅/教育出版、教育信息化。

图1：教育行业的分类



资料来源：民生证券研究院整理

1.2 中国教育资产上市特征

- **美股：**以 K12 教培资产为主。2006 年新东方在美上市，打开教育公司赴美上市先河，2010 年好未来、学大教育美股上市，随后 2015-2020 年间，51Talk、四季教育、瑞思教育、流利说、精锐教育、朴新教育、网易有道、跟谁学（高途）、一起教育等陆续上市，绝大多数为 K12 教培公司。
- **A 股：**早期，教育资产因权属不清、财务核查困难等问题，很难在 A 股上市，2013 年上海政策趋势向好，2014 年新南洋（昂立教育）收购昂立教育 K12 教培资产，并购上市热潮开启，2016 年学大教育回 A，2017 年科德教育、勤上股份收购 K12 教培资产，2018 年立思辰并购豆神。相较于 K12 教培，职业培训在 A 股证券化相对容易，包括 2016 年上市的东方时尚、2019 年借壳上市的中公教育，以及 2021 年上市的传智教育、行动教育。
- **港股：**2014 年开始陆续有民办学校赴港上市，2017 年后迎来高峰期，宇华

教育、民生教育、新高教集团、中教控股等纷纷上市。2018 年开始，陆续有 K12 教培机构赴港上市，包括卓越教育、思考乐教育，以及 2020 年回港二次上市的新东方。2023 年，职业培训机构粉笔在港上市。

表1：A/H/美股教育公司一览（因多数公司 2023 年报未披露，财务数据取 2022 年度数据；单位：亿人民币）

证券代码	证券名称	子版块	董事长	上市日期	总市值	总营收	归母净利润
002230.SZ	科大讯飞	教育信息化	刘庆峰	2008-05-12	1,161	188	5.6
9901.HK	新东方-S	K12 教培	俞敏洪	2020-11-09	1,078	207	-79.2
TAL.N	好未来	K12 教培	张邦鑫	2010-10-20	568	277	-71.7
002841.SZ	视源股份	教育信息化	王洋	2017-01-19	265	210	20.7
002261.SZ	拓维信息	教育信息化	李新宇	2008-07-23	210	22	-10.1
002607.SZ	中公教育	职业培训	李永新	2019-02-21 借壳上市	189	48	-11.0
300492.SZ	华图山鼎	职业培训	吴正杲	2023 年 10 月教育资产注入	146	1	0.1
GOTU.N	高途	K12 教培	陈向东	2019-06-06	143	25	0.1
0839.HK	中教控股	民办高校	谢可滔,于果	2017-12-15	103	48	18.5
2469.HK	粉笔	职业培训	张小龙	2023-01-09	89	28	-20.9
1773.HK	天立国际控股	民办 K12 学校	罗实	2018-07-12	84	9	1.0
001339.SZ	智微智能	教育信息化	袁微微	2022-08-15	80	30	1.2
000526.SZ	学大教育	K12 教培	吴胜武	2010 年 11 月纽交所上市, 2016 年回归 A 股	74	18	0.1
002093.SZ	国脉科技	教育信息化	陈维	2006-12-15	72	5	0.7
002955.SZ	鸿合科技	教育信息化	孙晓蕾	2019-05-23	61	45	4.0
0777.HK	网龙	教育信息化	刘德建	2007-11-02, 2010 年布局教育	58	79	8.3
600880.SH	博瑞传播	教育信息化	母涛	1995-11-15	53	5	0.4
1969.HK	中国春来	民办高校	侯春来	2018-09-13	52	13	5.5
300559.SZ	佳发教育	教育信息化	袁斌	2016-11-01	52	4	0.7
605098.SH	行动教育	职业培训	李践	2021-04-21	51	5	1.1
300010.SZ	*ST 豆神	K12 教培	窦昕	2018 年 2 月立思辰并购豆神	51	10	-6.9
003032.SZ	传智教育	职业培训	黎活明	2021-01-12	51	8	1.8
600636.SH	国新文化	教育信息化	王志学	1993-03-16	50	5	1.3
0667.HK	中国东方教育	职业培训	吴伟	2019-06-12	49	38	3.7
003005.SZ	竞业达	教育信息化	钱瑞	2020-09-22	43	4	0.5
600661.SH	昂立教育	K12 教培	周传有	1993-06-14, 2014 年收购教培资产	38	8	1.7
300654.SZ	世纪天鸿	教材教辅	任志鸿	2017-09-26	38	4	0.4
300248.SZ	新开普	教育信息化	杨维国	2011-07-29	38	11	1.1
DAO.N	网易有道	K12 教培	丁磊	2019-10-25	37	50	-7.3
000812.SZ	陕西金叶	民办高校	袁汉源	1998-06-23	34	13	0.6
2001.HK	新高教集团	民办高校	李孝轩	2017-04-19	34	19	6.2
300192.SZ	科德教育	K12 教培	吴贤良	2011-03-22, 2017 年收购龙门教育	33	8	0.7
002638.SZ	勤上股份	K12 教培	李俊锋	2011-11-25, 2017 年收购龙文教育	32	6	0.4
300359.SZ	全通教育	教育信息化	毛剑波	2014-01-21	32	6	0.1

1890.HK	中国科培	民办高校	叶念乔	2019-01-25	29	14	7.0
600730.SH	中国高科	民办高校	聂志强	1996-07-26	29	1	-0.9
301185.SZ	鸥玛软件	教育信息化	任年峰	2021-11-19	29	1	0.5
002308.SZ	威创股份	教育信息化	陆宇	2009-11-27	26	5	0.4
603377.SH	东方时尚	职业培训	徐劲松	2016-02-05	23	10	-0.4
1769.HK	思考乐教育	K12 教培	陈启远	2019-06-21	23	4	0.5
3978.HK	卓越教育集团	K12 教培	唐俊京	2018-12-27	23	5	0.6
300645.SZ	正元智慧	教育信息化	陈坚	2017-04-21	21	11	0.7
6169.HK	宇华教育	民办高校	李光宇	2017-02-28	21	24	11.3
1569.HK	民生教育	民办高校	李学春	2017-03-22	14	24	4.9

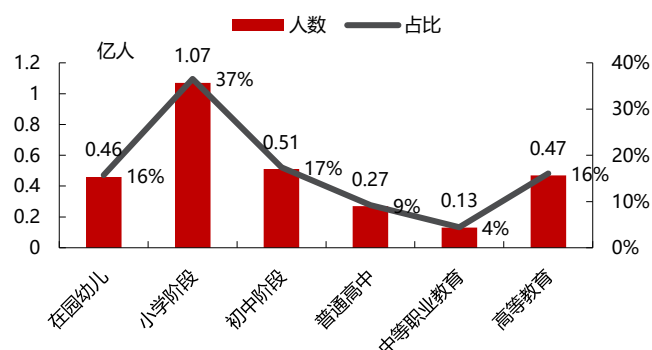
资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院

注：总市值为 2024 年 3 月 15 日数据

1.3 中国教育的基础数据

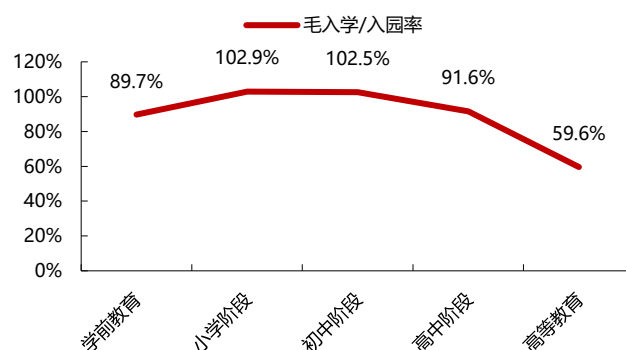
学生人数及入学率、升学率：据教育部，2022 年全国各级各类学历教育在校生人数为 2.93 亿人，其中幼儿园/小学阶段/初中阶段/高中阶段/高等教育在校生人数为 4628/10732/5121/4053/4655 万人，各阶段毛入学率为 90%/103%/103%/92%/60% (毛入学率=某学段在校生 (不考虑学生年龄大小) 占适龄年龄组人口数的百分比，小学/初中阶段为 2021/2020 年数据)，各级教育普及程度达到或超过中高收入国家平均水平，其中义务教育普及程度达到世界高收入国家平均水平，高等教育已经实现从大众化到普及化的跨越。我们根据教育部数据测算，2022 年普通高中/普通本科/硕士的升学率为 58%/57%/23% (升学率=该学段录取数/上一个学段毕业数)。

图2：2022 全国各级各类学历在校生数



资料来源：教育部，民生证券研究院

图3：全国各级学历毛入学率（最新）

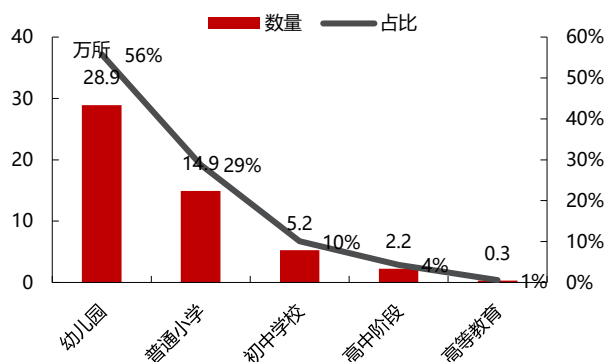


资料来源：教育部，民生证券研究院

注：学前教育、高中阶段、高等教育毛入学率为 2022 年数据，小学/初中阶段为 2021/2020 年数据

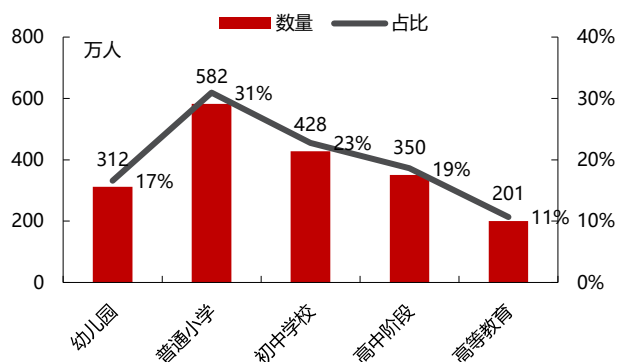
学校数及教师数：2022 年全国学校总数 52 万所，其中幼儿园/小学/初中学校/高中阶段学校/高等教育学校分别 29/15/5/2/0.3 万所，绝大部分为 K9 学校，占比 94%。2022 年专任教师数共 1880 万人，其中幼儿园/小学/初中学校/高中阶段学校/高等教育学校专任教师数分别为 312/582/428/350/201 万人。

图4：2022 全国各级各类学校数



资料来源：教育部，民生证券研究院

图5：2022 全国各级各类专任教师数



资料来源：教育部，民生证券研究院

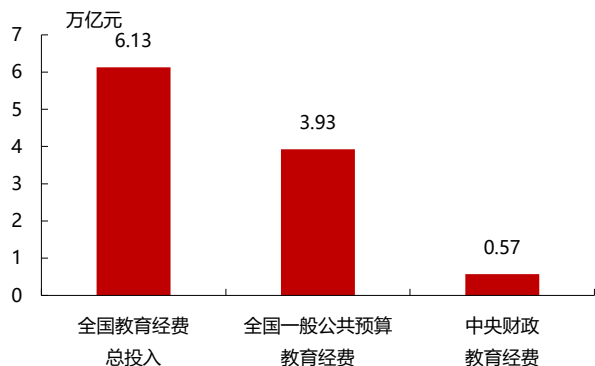
教育投入：(1) 教育经费来源：2022 年全国教育经费总投入为 6.1 万亿元。

其中，约 80% 来自国家财政性投入 (4.8 万亿元，政府投入是教育经费的第一大来源，其他来源还有学生承担和其他收入)，国家财政性教育经费支出占 GDP 比例为 4.01%，连续 12 年保持在 4% 以上。财政性教育经费中，81% 来自一般公共预算教育经费 (3.9 万亿元，其他来源还有政府性基金安排的教育经费、企业办学中的企业拨款、校办产业和社会服务收入用于教育的经费)。一般公共预算教育经费中，80%+ 来自地方 (中央财政教育经费 5726 亿元)，地方政府是教育支出的第一大主体。

(2) 教育经费用在哪里？2022 年，教育部财务司司长郭鹏介绍，总体上，

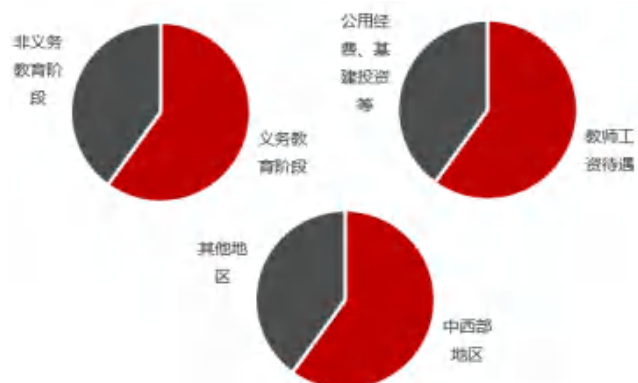
教育经费使用结构是“三个一半以上”：各级教育中，一半以上用于义务教育；各项支出中，一半以上用于教师工资待遇 (支出类型主要包括：①教育事业费，即各级各类的学校的人员经费和公用经费，②教育基本建设投资，即建筑校舍和购置大型教学设备的费用)；各地区间，一半以上用于中西部地区。

图6：2022 全国教育经费总投入



资料来源：教育部，民生证券研究院

图7：全国教育经费支出结构

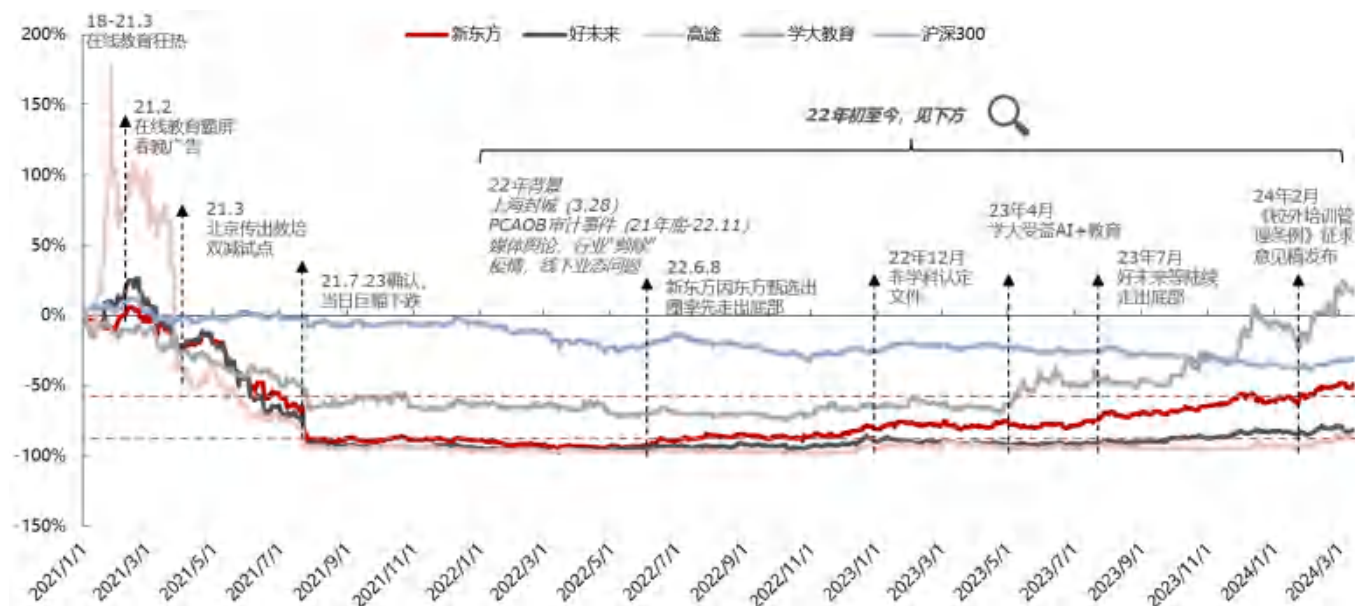


资料来源：教育部，民生证券研究院

2 K12 教培股价复盘：政策走向和业绩变化是主要影响因素

复盘 2021 年至今重点 K12 教培标的的股价变化，我们总结主要影响因素为政策变化、业绩驱动、中概映射。(1) **政策变化**：2021 年 3 月北京传出教培“双减”试点，2021 年 7 月 24 日“双减”文件发布，新东方、好未来等两天股价跌去 70%+。此后，政策的愈发清晰化成为推动股价回升的重要原因：2022 年底非学科培训政策发布，2023 年 9 月《校外培训管理处罚办法》发布，2024 年 2 月《校外培训管理条例》征求意见稿发布，国家对于“使校外培训成为学校教育的有益补充”的定位越来越明确，且允许合法合理合规的校外培训机构展业，稳定行业长期发展预期，推动板块的估值回升与修复。(2) **业绩驱动**：行业的业绩触底发生在 2022 年暑期，业务调整、转型的成本基本出清，到 2023 年春季季度（2023 年 3-5 月季度）开始，龙头财报所体现的营收/现金流/递延收入等指标恢复到双位数增长，且暑期、秋季业绩连续超预期。(3) **中概映射**：A 股标的的股价上涨更多是新东方、好未来等中概龙头的跟涨，行业贝塔同样受益。

图8：2021 年 1 月 1 日至今重点 K12 教培标的的股价的累计涨跌幅



资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院整理

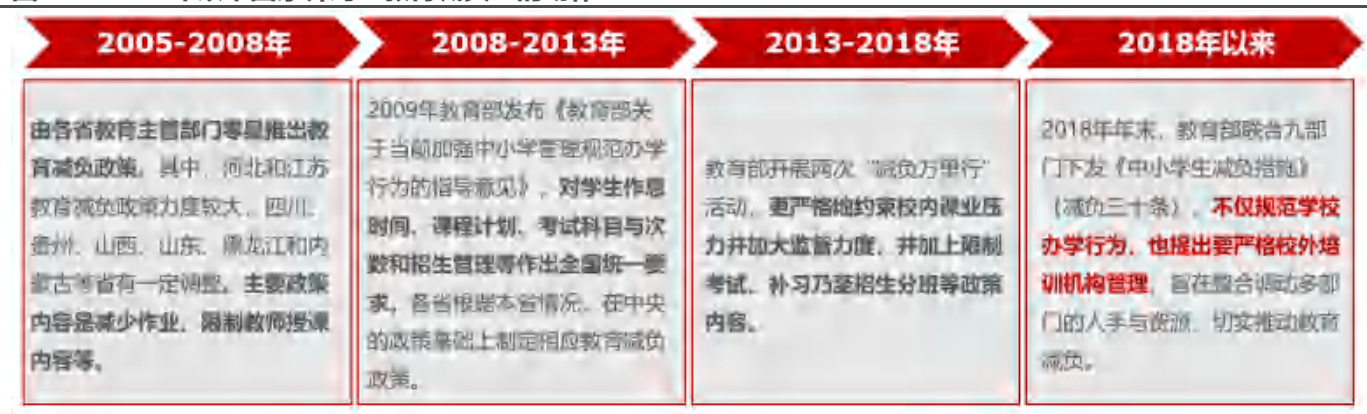
图9：2022 年 1 月 1 日至今重点 K12 教培标的的股价的累计涨跌幅


资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院整理

3 “双减”政策复盘：校外减负成效显著，国家正视合理培训需求，支持合法合规产品发展

“教育减负”并非新话题，对校外减负的强化管理始于2018年。早在21世纪初，各省教育部门就已经开始零星推出教育减负政策，主要内容围绕校内，关注减少作业、限制教师授课内容。2009年国家教育部发布《教育部关于当前加强中小学管理规范办学行为的指导意见》，对学生作息時間、课程计划、考试科目等作出全国统一要求。2013-2018年，教育部开展过两次“减负万里行”活动，仍然主要针对校内减负。2018年开始，针对校外减负、校外培训的管理显著增多。2018年2月教育部联合民政部等多个部门开展了关于校外培训机构的专项治理，同年8月国务院办公厅发布《关于规范校外培训机构发展的意见》，是第一个从国家层面规范校外培训机构发展的重要文件。2018年年末，教育部联合九部门下发《中小学生减负措施》（减负三十条），不仅规范学校办学行为，也提出要严格校外培训机构管理。

图10：2000 年以来国家针对“教育减负”的动作



资料来源：《教育减负、家庭教育支出与教育公平》（周子焜等，2023 年 5 月），民生证券研究院整理

2021 年 7 月的“双减”文件对校外培训的监管力度空前，在此之前政府态度已有征兆。

- 2021 年 1 月，中央纪委、国家监委发文讨论《谁在办？怎么管？资本漩涡下的在线教育》，直指在线教育超前超标培训、收费高退费难、过度营销盲目扩张等问题。关于校外培训的讨论逐渐成为社会的焦点。同月，全国教育工作会议上，时任教育部部长陈宝生表示，要大力度治理整顿校外培训机构，重点整治唯利是图、学科类培训、错误言论、师德失范、虚假广告等行为。
- 2021 年 3 月，两会期间，多位人大代表和政协委员也在提案、议案中提及校外培训机构治理。2021 年 3 月，北京严查教培市场，要求中小学学科类、外语语言能力及与中高考高度相关的学科类培训机构，停止线下培训和集体活动。
- 2021 年 3 月底，教育部基础教育司司长吕玉刚回应“双减”问题，表示“对校外培训机构，将坚持依法治理、综合施策，严格落实国家有关法律法规的规定要求，从严审批培训机构，强化培训内容监管，创新收费管理方式，规范培训行为，严肃查处违法违规培训行为，切实维护广大家长和学生的合法权益。”
- 2021 年 4-6 月，一批校外培训机构因价格欺诈、虚假宣传等违法行为，受到监管顶格罚款处罚。2021 年 6 月，新修订的《未成年人保护法》正式实施，规定幼儿园、校外培训机构不得对学龄前未成年人进行小学课程教育，部分教培机构相继停止小早启蒙招生工作。2021 年 6 月，教育部办公厅成立了校外教育培训监管司，体现长远治理的监管态度。

2021年1月
钟南山、作业帮、高途课堂、浩北网校四家在线教育企业请了同一位“老师”演员为其做广告，中央纪委、国家监委发文讨论《谁在搞？怎么管？资本挟持下的在线教育》。直播在线教育超前超标培训、收费高退费难、过度营销盲目扩张等问题。关于校外培训的讨论迅速成为社会的焦点。

2021年1月
全国教育工作会议上，时任教育部部长陈宝生表示，要大力度治理整顿，重点整治超标培训、学科类培训、虚假广告等不良行为。

2021年3月
两会期间，多位人大代表和政协委员也在提案、议案中提及校外培训机构的治理，更有政协委员倡议彻底取缔校外培训机构。
网络“双减”文件掀起教育行业震动。
教育部基础教育部司长吕玉刚回应“双减”传闻。

2021年3月
北京严查教培市场，要求中小学学科类、外语语言能力及与中考高度相关的学科类培训机构，停止线下培训和集体活动。

2021年4月
北京市市场监管局对跟谁学、学而思、新东方在线、高思四家校外教育培训机构的价格违法行为发出警告并50万元顶格罚款的行政处罚。

2021年7月
抖音、微信、小红书等平台企业关停培训广告，其中，抖音明确禁止发布K12学科类课程、非学科类课程广告。

2021年7月
中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》。

2021年6月
教育部办公厅成立校外教育培训监管司。

2021年6月
新修订的《未成年人保护法》于6月1日正式实施，明确规定校外培训机构不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假时间组织学科类培训。

2021年6月
市场监管总局使用公布一批校外培训机构虚假宣传、价格欺诈典型案，对新东方、学而思、精锐教育等13家校外培训机构予以行政处罚。

2021年5月
北京市《商业教育培训行业广告发布重点内容提示书》公布，规定不得渲染焦虑、广告不得出现贬损形象、不得刷榜、不得“一考一赞”。

2021年5月
北京市市场监管局对作业帮、猿辅导、高思教育、价格违法行处以警告并250万元顶格罚款。

如何理解 2021 年 7 月的“双减”文件：(1) “减”什么？一是减轻义务教育阶段学生的作业负担，二是坚决压减学科类校外培训。(2) 工作目标：学生过重作业负担和校外培训负担、家庭教育支出和家长相应精力负担 1 年内有效减轻、3 年内成效显著，人民群众教育满意度明显提升。(3) 两个目的：缓解教育焦虑和促进学生全面发展、健康成长。(4) 三个具体措施：管控作业；提升课后服务水平；规范校外培训行为。

主要方面	内容概括
一、全面压减作业总量和时长，减轻学生过重作业负担	学校要确保小学一、二年级不布置家庭书面作业，可在校内适当安排巩固练习；小学三至六年级书面作业平均完成时间不超过 60 分钟，初中书面作业平均完成时间不超过 90 分钟。
二、提升学校课后服务水平，满足学生多样化需求	课后服务结束时间原则上不早于当地正常下班时间。
三、坚持从严治理，全面规范校外培训行为	各地不再审批新的面向义务教育阶段学生的学科类校外培训机构，现有学科类培训机构统一登记为非营利性机构，线上学科类机构改为审批制，学科类培训机构一律不得上市融资，严禁资本化运作，校外培训机构不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假组织学科类培训。
四、大力提升教育教学质量，确保学生在校内学足学好	促进义务教育优质均衡发展，提升课堂教学质量，考试成绩呈现实行等级制。深化高中招生改革。
五、强化配套治理，提升支撑保障能力	保障学校课后服务条件。完善家校社协同机制。做好培训广告管控，主流媒体、新媒体、公共场所、居民区各类广告牌和网络平台等不刊登、不播发校外培训广告。
六、扎实做好试点探索，确保治理工作稳妥推进	确定北京市、上海市、沈阳市、广州市、成都市、郑州市、长治市、威海市、南通市为全国试点，其他省份至少选择 1 个地市开展试点，试点内容坚决压减学科类校外培训、合理利用校内外资源、强化培训收费监管
七、精心组织实施，务求取得实效	全面系统做好部署，各省党委和政府要把“双减”工作作为重大民生工程。明确部门工作责任。联合开展专项治理行动，建立“双减”工作专门协调机制，集中组织开展专项治理行动。强化督促检查和宣传引导。

本公司

表3：“双减”政策中涉及校外培训的表述

条目	原文表述
第十三条	坚持从严审批机构。 各地不再审批新的面向义务教育阶段学生的学科类校外培训机构，现有学科类培训机构统一登记为非营利性机构。 对原备案的线上学科类培训机构，改为审批制。各省（自治区、直辖市）要对已备案的线上学科类培训机构全面排查，并按标准重新办理审批手续。未通过审批的，取消原有备案登记和互联网信息服务业务经营许可证（ICP）。 对非学科类培训机构 ，各地要区分体育、文化艺术、科技等类别， 明确相应主管部门，分类制定标准、严格审批。 依法依规严肃查处不具备相应资质条件、未经审批多址开展培训的校外培训机构。 学科类培训机构一律不得上市融资，严禁资本化运作；上市公司不得通过股票市场融资投资学科类培训机构，不得通过发行股份或支付现金等方式购买学科类培训机构资产；外资不得通过兼并收购、受托经营、加盟连锁、利用可变利益实体等方式控股或参股学科类培训机构。 已违规的，要进行清理整治。 【牌照审批、上市融资】
第十四条	规范培训服务行为。建立培训内容备案与监督制度，制定出台校外培训机构培训材料管理办法。 严禁超标超前培训，严禁非学科类培训机构从事学科类培训，严禁提供境外教育课程。依法依规坚决查处超范围培训、培训质量良莠不齐、内容低俗违法、盗版侵权等突出问题。严格执行未成年人保护法有关规定， 校外培训机构不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假组织学科类培训。 培训机构不得高薪挖抢学校教师；从事学科类培训的人员必须具备相应教师资格，并将教师资格信息在培训机构场所及网站显著位置公布；不得泄露家长和学生个人信息。根据市场需求、培训成本等因素确定培训机构收费项目和标准，向社会公示、接受监督。全面使用《中小学生校外培训服务合同（示范文本）》。进一步健全常态化排查机制，及时掌握校外培训机构情况及信息，完善“黑白名单”制度。 【培训材料、时间、收费】
第十五条	强化常态运营监管。 严格控制资本过度涌入培训机构，培训机构融资及收费应主要用于培训业务经营，坚决禁止为推销业务以虚构原价、虚假折扣、虚假宣传等方式进行不正当竞争，依法依规坚决查处行业垄断行为。 线上培训要注重保护学生视力，每课时不超过 30 分钟，课程间隔不少于 10 分钟，培训结束时间不晚于 21 点。 积极探索利用人工智能技术合理控制学生连续线上培训时间。线上培训机构不得提供和传播“拍照搜题”等惰化学生思维能力、影响学生独立思考、违背教育教学规律的不良学习方法。聘请在校内外的外籍人员要符合国家有关规定， 严禁聘请在境外的外籍人员开展培训活动。 【培训时长、方式、教师】
第二十二	做好培训广告管控。 中央有关部门、地方各级党委和政府要加强校外培训广告管理， 确保主流媒体、新媒体、公共场所、居民区各类广告和网络平台等不刊登、不播发校外培训广告。 不得在中小学校、幼儿园内开展商业广告活动，不得利用中小学校和幼儿园的教材、教辅材料、练习册、文具、教具、校服、校车等发布或变相发布广告。依法依规严肃查处各种夸大培训效果、误导公众教育观念、制造家长焦虑的校外培训违法违规广告行为。 【培训广告】
第二十三	明确试点工作要求。 在全面开展治理工作的同时，确定 北京市、上海市、沈阳市、广州市、成都市、郑州市、长治市、威海市、南通市为全国试点，其他省份至少选择 1 个地市开展试点 ，试点内容为第 24、25、26 条所列内容。 【确定试点城市】
第二十四	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。
第二十五	合理利用校内外资源。 鼓励有条件的学校在课余时间向学生提供兴趣类课后服务活动，供学生自主选择参加。课后服务不能满足部分学生发展兴趣特长等特殊需要的，可适当引进非学科类校外培训机构参与课后服务，由教育部门负责组织遴选，供学校选择使用，并建立评估退出机制，对出现服务水平低下、恶意在校招揽生源、不按规定提供服务、扰乱学校教育教学和招生秩序等问题的培训机构，坚决取消培训资质。
第二十六	强化培训收费监管。 坚持校外培训公益属性，充分考虑其涉及重大民生的特点，将义务教育阶段学科类校外培训收费纳入政府指导价管理，科学合理确定计价办法，明确收费标准，坚决遏制过高收费和过度逐利行为。通过第三方托管、风险储备金等方式，对校外培训机构预收费进行风险管控，加强对培训领域贷款的监管，有效预防“退费难”、“卷钱跑路”等问题发生。
文末	各地在做好义务教育阶段学生“双减”工作的同时，还要统筹做好面向 3 至 6 岁学龄前儿童和普通高中学生的校外培训治理工作， 不得开展面向学龄前儿童的线上培训，严禁以学前班、幼小衔接班、思维训练班等名义面向学龄前儿童开展线下学科类（含外语）培训。不再审批新的面向学龄前儿童的校外培训机构和面向普通高中学生的学科类校外培训机构。对面向普通高中学生的学科类培训机构的管理，参照本意见有关规定执行。 【关于 3-6 岁学龄前儿童、普通高中的校外培训管理】

资料来源：教育部，民生证券研究院

2021 年 7 月-2022 年 6 月是“双减”配套政策密集出台阶段，政策制度体系逐步完善，同时也是校外培训机构压减最为严格的阶段。一年时间里，一系列配套文件陆续出台，在实行政府指导价、预收费监管、培训材料管理、从业人员管理、作业管理、课后服务、暑期托管、考试管理、家庭教育等方面明确了具体规定，制度体系逐步完善。与此同时，这段时间也是国家对校外培训机构压减执行最为严格的阶段。根据 2022 年 10 月全国人大“双减”报告所述，一年多来，义务教育阶段线下学科类培训机构数量由原来的 12.4 万个压减至 4932 个，压减率 96%，线上学科类培训机构由原来的 263 个压减至 34 个，压减率 87.1%，绝大多数学生校外培训时长较“双减”前减少了 50%以上。

表4：2021 年 7 月-2022 年 6 月《“双减”意见》和若干配套文件的“1+N”政策制度体系逐步完善

时间	部委	政策
2021 年 7 月 24 日	中办、国办	关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见
2021 年 7 月 29 日	教育部	关于进一步明确义务教育阶段校外培训学科类和非学科类范围的通知
2021 年 9 月 1 日	教育部	中小學生校外培训材料管理办法（试行）
2021 年 9 月 2 日	发改委、教育部、市场监管总局	关于加强义务教育阶段学科类校外培训收费监管的通知
2021 年 9 月 6 日	教育部	关于坚决查处变相违规开展学科类校外培训问题的通知
2021 年 9 月 13 日	教育部、人力资源社会保障部	校外培训机构从业人员管理办法（试行）
2021 年 9 月 16 日	教育部等六部门	关于做好现有线上学科类培训机构由备案改为审批工作的通知
2021 年 10 月 13 日	教育部 市场监管总局	中小學生校外培训服务合同（示范文本）（2021 年修订版）
2021 年 10 月 26 日	教育部等六部门	关于加强校外培训机构预收费监管工作的通知
2021 年 11 月 9 日	市场监管总局等八部门	关于做好校外培训广告管控的通知
2021 年 11 月 10 日	教育部	义务教育阶段校外培训项目分类鉴别指南
2022 年 3 月 9 日	教育部等四部门	面向中小學生的全国性竞赛活动管理办法
2022 年 5 月 6 日	教育部	义务教育六科超标超前培训负面清单（试行）
2022 年 6 月 6 日	教育部、应急管理部	校外培训机构消防安全管理九项规定

资料来源：教育部，民生证券研究院

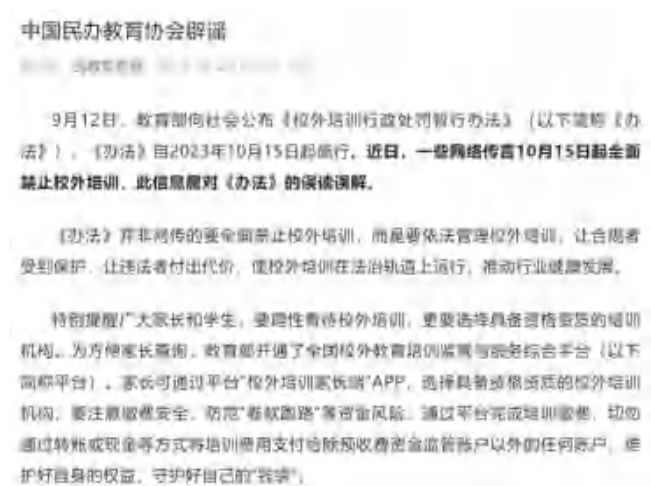
以 2022 年 12 月底为标志，国家对非学科培训的支持态度逐步显现，且越来越明确，非学科培训应成为学校教育的有益补充。

- 2022 年 12 月 28 日教育部等十三部门出台《关于规范面向中小學生的非学科类校外培训的意见》，在“总体要求-指导思想”中明确“全面规范非学科类培训，使其成为学校教育的有益补充”，明确工作目标为“到 2023 年 6 月底，各地非学科类培训政策制度体系基本建立，常态化监管机制基本健全，群众反映强烈的突出问题得到基本解决。到 2024 年，非学科类培训治理成效显著，家庭支出负担有效减轻，非学科类培训成为学校教育的有益补充，人民群众对教育的满意度明显提升。”
- 2023 年 9 月 12 日国家出台《校外培训行政处罚暂行办法》（10 月 15 日起正式实施），对未经审批开展校外培训、变相开展学科类培训、超出办学许可范围等违法行为和法律责任作出明确界定，并明确行政处罚实施机关。据民办教育协会，《处罚办法》“并非全面禁止校外培训，而是要依法管理校外培

训，让合规者受到保护，让违法者付出代价，使校外培训在法治轨道上运行，推动行业健康发展。”

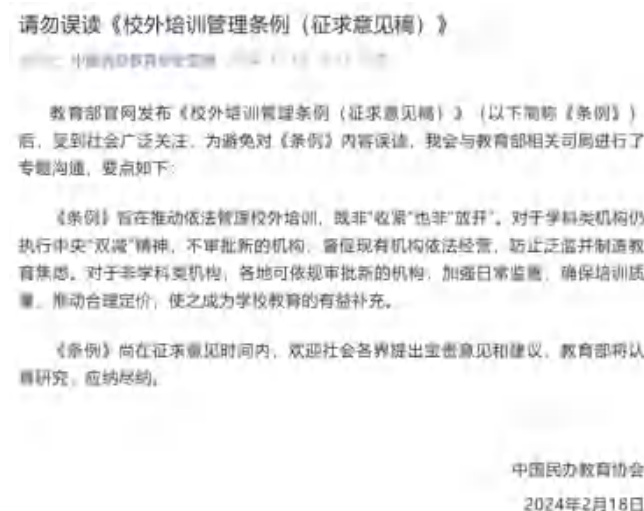
- 2024 年 2 月 8 日，教育部公开《校外培训管理条例（征求意见稿）》，一方面再次明确义务教育阶段学科类培训在机构属性、价格等方面的红线，另一方面表达了正视家长合理培训需求的管理态度，明确义务教育阶段非学科培训的合法地位。据民办教育协会，“《意见稿》既非“收紧”也非“放开”。对于学科类机构仍执行中央“双减”精神，不审批新的机构，督促现有机构依法经营，防止泛滥并制造教育焦虑。对于非学科类机构，加强日常监管，确保培训质量，推动合理定价，使之成为学校教育的有益补充。”

图12：2023 年以来民办教育协会第一次辟谣



资料来源：民办教育协会官方微信公众号，民生证券研究院

图13：2023 年以来民办教育协会第二次辟谣



资料来源：民办教育协会官方微信公众号，民生证券研究院

表5：2022 年 12 月 28 日教育部等十三部门《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》原文摘录

政策方面	内容
指导思想	…… 全面规范非学科类培训，使其成为学校教育的有益补充 ，进一步减轻学生过重校外培训负担，促进学生全面发展和健康成长。
总体要求	工作原则 ➤ 坚持服务育人。坚持社会主义办学方向，强化非学科类培训的公益属性，着眼提高培训质量，推动其为学生发展兴趣特长、拓展综合素质发挥积极作用。 ➤ 坚持问题导向。综合运用行政、经济、法律手段，着力破解在标准、价格、安全、质量等方面的突出问题，加强政策宣传解读，提升校外培训治理水平，切实回应人民群众急难愁盼。 ➤ 坚持内外联动。统筹校内与校外，强化学校教育主阵地作用，落实德智体美劳全面发展要求，增加非学科类学习供给，同步深化非学科类培训治理，更广泛地满足学生多样化需求。 ➤ 坚持部门协同。针对非学科类培训行业属性突出、种类繁多等特点，健全在地方党委和政府统一领导下，各部门齐抓共管、高效联动、密切配合的协作机制，形成治理合力，提升治理效能。 到 2023 年 6 月底，各地非学科类培训政策制度体系基本建立，常态化监管机制基本健全，人民群众反映强烈的突出问题得到基本解决。到 2024 年，非学科类培训治理成效显著，家庭支出负担有效减轻，非学科类培训成为学校教育的有益补充，人民群众对教育的满意度明显提升。

资料来源：教育部，民生证券研究院

4 K12 教培行业发展回顾：激荡三十年

4.1 从线下走向线上，从大班到个性化教学，模式创新不断

国内教培行业迄今约三十年历史，大致经历了几个阶段。

(1) 萌芽 (1997-2000 年): 教培机构最早在成人培训领域萌芽，以出国考培为主要业务的新东方于 1993 年成立，以线下百人大班为特色。1999 年大学开始扩招，课外辅导需求被激发，辅导形式多为家教，商业行为颇具随意性。与新东方同时代成立的，还有北京的巨人教育（1994）、上海的昂立教育（1995 年开始英语培训）、广州的卓越教育（1997）。

(2) 成型 (2001-2006 年): 2002 年《民办教育促进法颁布》推动了教培行业的发展，同时小升初颇具选拔性的招生方式不断催化 K12 校外培训的发展，学大教育（2001）、学而思（2003）成立，分别成为线下一对一、线下班课模式的代表。

(3) 扩张 (2007-2012 年): 2006 年开始，新东方、好未来、学大教育、环球雅思等相继上市，刺激一大批机构入行。资本助力下，上市公司在全国范围开始跨区域加速扩张。同时，由于当时一对一模式更被行业看好，以一对一为主要模式的龙文教育（2006）、精锐教育（2008）、高思教育（2009）等相继成立，行业加速发展，但也一定程度出现无序扩张。

(4) 反思 (2013-2017 年): 家长逐步积累培训机构选择经验和辨别能力，行业也开始反思，确立教学为本、产品为王的共识，线下机构开始打磨品牌和口碑。同时，在线教育开始发展。

(5) 整合 (2018-2020 年): 2018 年，政策严厉打击不规范办学的机构，市场出现并购和倒闭，如成立 20 年的韦博英语暴雷等。资本推动下，在线教育迎来加速发展，多家独角兽顺利 IPO，2019 年暑期在线教育营销战掀起，2020 年疫情催化下在线教育发展迎来高峰。

(6) 被动出清 (2021-2022 年): 疫情对线下业态形成冲击，不少教培机构因现金流无法支撑而倒闭，叠加“双减”坚决压减学科类培训机构，行业大幅裁员、出清，上市企业纷纷停止 K9 学科培训或“营转非”，网点/教师大幅收缩，部分抗风险能力差的直接倒闭/退市。

(7) 重启 (2023 年以来): 校外培训行业经历了三年整顿，K9 学科培训基本整顿到位，国家明确非学科培训合法合规，转型非学科的教培机构重回增长。

图14：国内教培行业发展历程



资料来源：艾瑞咨询，教培校长参考，腾讯新闻，民生证券研究院整理

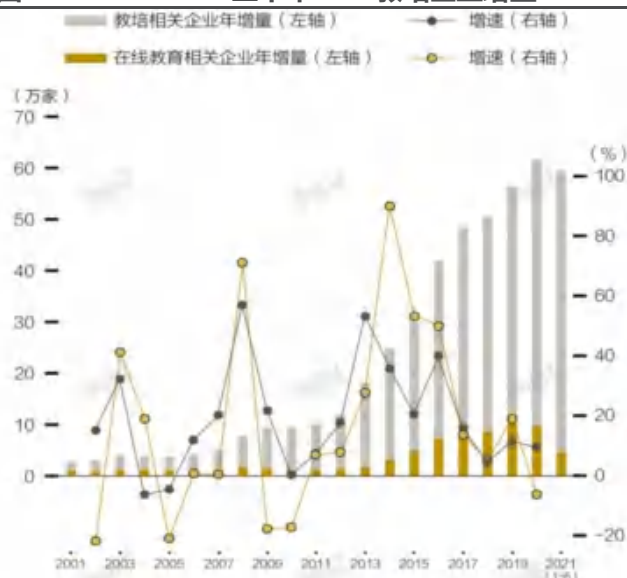
在线教育从 2000s 开始萌芽，随着网络条件、直播技术的成熟，2018 年左右迎来迅猛发展。互联网+教育从 2005 年开始兴起，在二级市场上潮的刺激下，资本开始涌入在线教育。国内出现在线教育 VC 热潮，从第一波的职业教育/高等教育（正保远程（2000）、高顿网校（2006）、嗨学（2010）），到语言培训（新东方在线（2005）、沪江英语（2009）、有道（2006）、51Talk（2011）、流利说（2012）、VIPKID（2013）、DaDa（2013）），再到 K12 教育（一起教育（2011）、猿辅导（2012）、跟谁学（高途）（2016）、掌门教育（2009）、松鼠 AI（2014）），再到素质教育/早幼教（编程猫（2015）、火花思维（2017）、核桃编程（2017）、美术宝（2014））。这些企业多数在 2014 年前后成立，并在 4-5 年后成为独角兽企业或 IPO 上市，以 VIPKID、51Talk 为代表。2017 年直播技术走向成熟，在线教育加速发展，直播大班课迅猛发展，2019 年跟谁学准备上市，暑期学而思网校、猿辅导、作业帮等掀起营销战，持续近两年。营销战下，中小型企业退场、学而思网校、猿辅导、作业帮稳住第一梯队，跟谁学紧跟其后。疫情催化下，在线教育发展又上高峰。直到 2021 年广告处罚落地、“双减”政策落地，在线教育开始熄火。

图15：国内在线教育发展历程



资料来源：艾瑞咨询，教培校长参考，腾讯新闻，民生证券研究院整理

图16: 2001-2021 上半年 K12 教培企业增量



资料来源：界面新闻，数据线 x 天眼查，民生证券研究院
注：统计数据截至 2021 年 6 月 24 日，数据来自天眼查

图17: 2016-2021 上半年 K12 教培企业注销数量

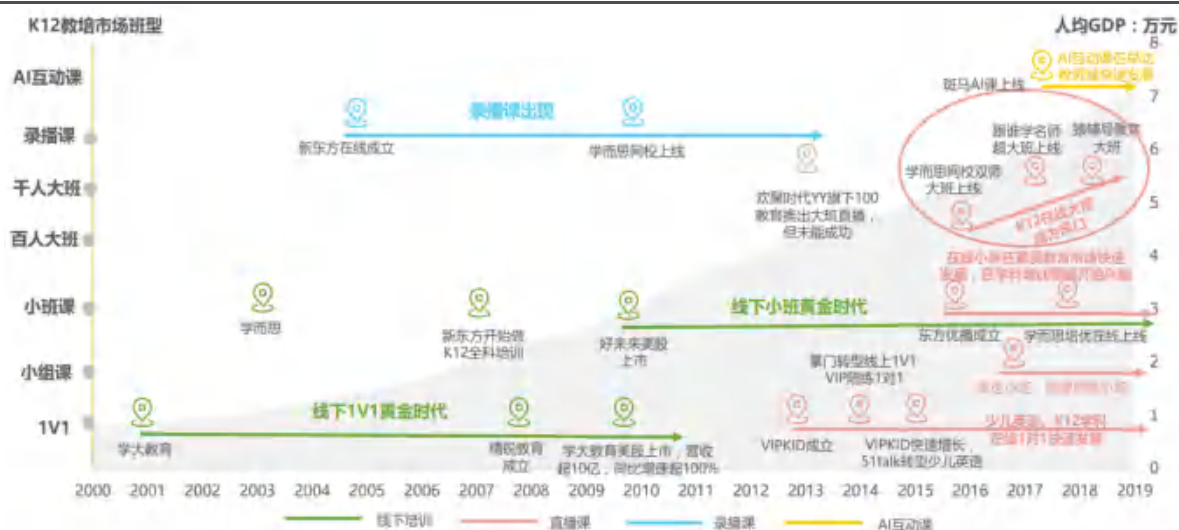


资料来源：界面新闻，数据线 x 天眼查，民生证券研究院
注：统计数据截至 2021 年 6 月 28 日，数据来自天眼查

4.2 班型演变的底层逻辑：商业模型和学习效果的平衡

K12 教培课程班型变迁：**(1) 线下教培：**主流班型经历了大班（以新东方为代表的语言培训）-1V1（以学大教育为代表）-小班（以好未来为代表）的演变，当前以小班为主流、多种教学模式并存，具备一定规模的机构同时具备小班、1V1 等多种班型。**(2) 在线教培：**最早以 1V1 为主流（尤其外教 1V1），而后在线大班模式先于在线小班模式规模化，在线小班在数理思维、少儿英语领域发展较快，K12 赛道以东方优播和学而思培优在线为代表，但未迎来大规模增长。

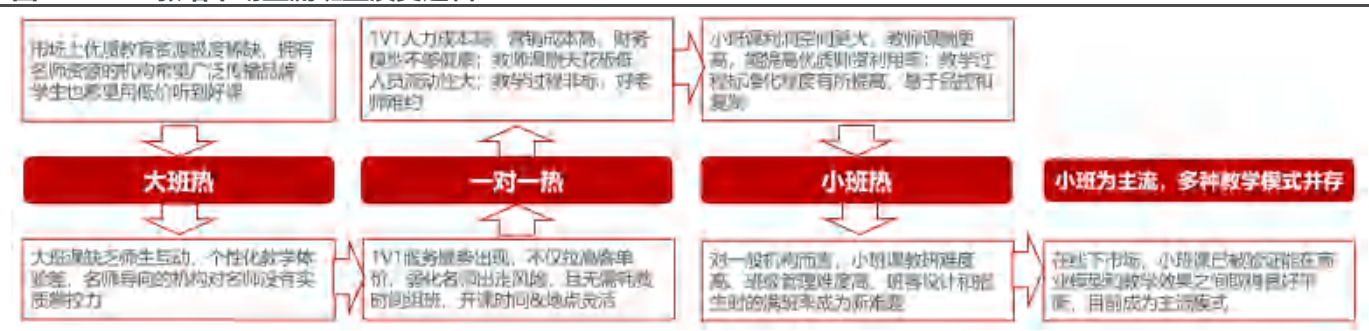
图18: K12 教培市场班型变迁



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

班型演变的背后是商业模式和学习效果的平衡结果。(1) 最初在市场优质教育资源稀缺的背景下，线下培训以大班课为主。但大班课存在个性化教学体验差、师生互动差的问题，随后一对一服务应运而生。(2) 一对一培训客单价高、开课时间地点灵活、无需耗费时间组班，一度成为主流班型。但由于人力成本、营销成本高，教师的课酬天花板低（教师周转/师生比受限），且教学非标，一对一培训财务模型健康度较低。(3) 随后小班课赶超一对一培训，小班课利润空间更大，教师课酬高、优质师资利用率高，且教学过程标准化程度高、易于品控和复制，但也对机构的教研、班级管理（班容设计和满班率）提出更高要求。总体而言，小班课是最能够较好平衡商业模式和教学效果的班型。直至今日，K12 线下培训仍以小班课为主流。

图19：K12 教培市场主流班型演变逻辑



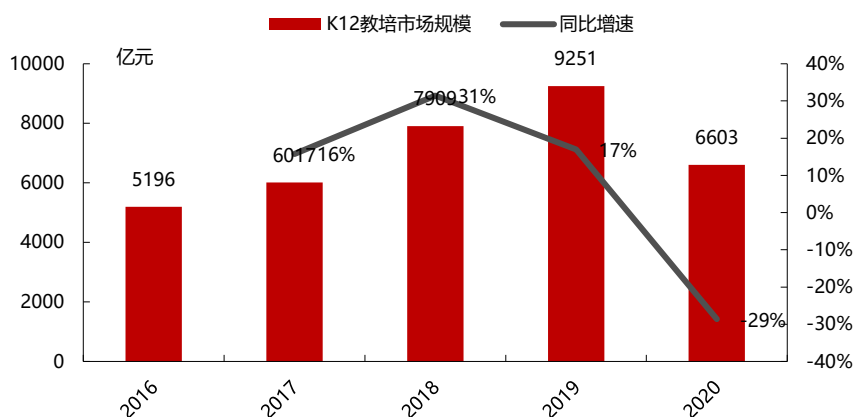
资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院整理

5 K12 教培市场有多大，发生什么变化？

5.1 “双减”前市场规模超 9000 亿，CAGR 约 21%，素质教育、在线教育增速快于大盘

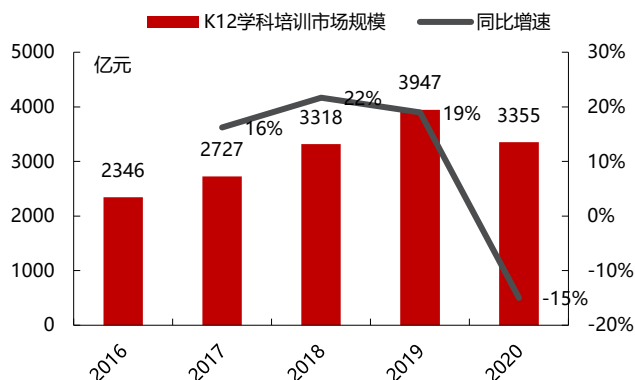
“双减”前 K12 教培市场规模多大？据艾瑞咨询，2019 年 K12 教培市场规模达到 9251 亿元，2016-2019 年 CAGR 约为 21%。(1) 学科培训、素质教育培训拆分看，2019 年 K12 学科培训市场规模 3947 亿元，2016-2019 年 CAGR 约为 19%，占比 43%；2019 年素质教育市场规模 5304 亿元，2016-2019 年 CAGR 约为 23%，素质教育市场更大、增速更快。2020 年受疫情影响，线下教培受阻，行业规模有所下滑。

图20: 2016-2020 年 K12 教培市场规模及增速



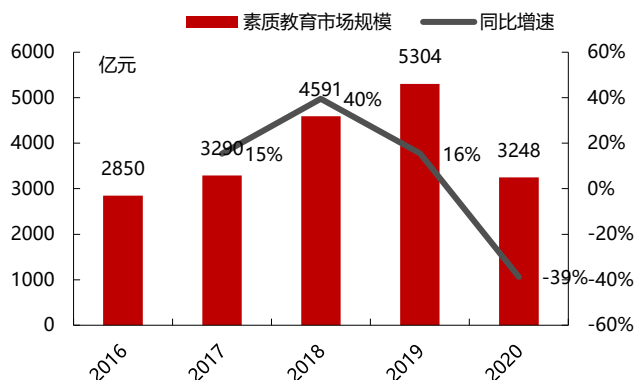
资料来源: 艾瑞咨询, 民生证券研究院

图21: 2016-2020 年 K12 学科培训市场规模及增速



资料来源: 艾瑞咨询, 民生证券研究院

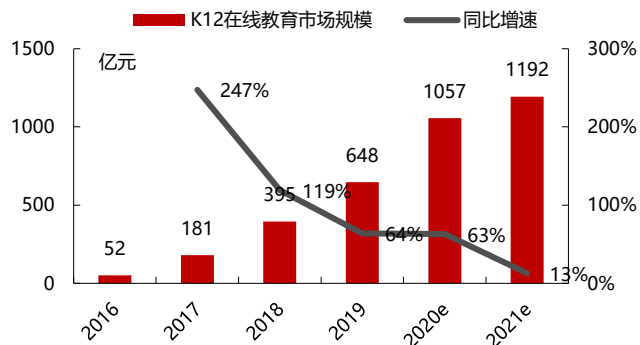
图22: 2016-2020 年 K12 素质教育市场规模及增速



资料来源: 艾瑞咨询, 民生证券研究院

(2) 线上、线下拆分看, 据艾瑞咨询, 2020 年估计 K12 在线教育市场规模超过 1000 亿元, 同比增长 63%, 线上化率 15-17%, 而在 2016 年 K12 教培的线上化率仅 1% 左右, 2019 年仅 6-8%。

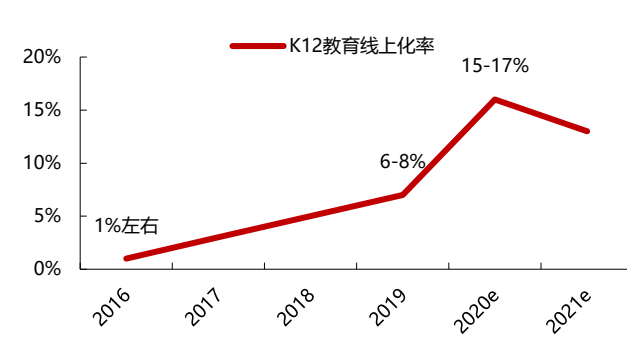
图23: 2016-2021e K12 在线教育市场规模及增速



资料来源: 艾瑞咨询, 民生证券研究院

注: 2021e 数据预测是基于 2019 年的政策和市场环境进行的

图24: 2016-2021e K12 教培线上化率



资料来源: 艾瑞咨询, 民生证券研究院

注: 2021e 数据预测是基于 2019 年的政策和市场环境进行的

5.2 参培率是关键，“双减”前学科类参培率 24%，城乡差距极大

“双减”前我国中小学生校外培训参与率有多少？参考北京大学中国教育财政科学研究所《中国教育财政家庭调查报告 2021》的研究结果，2018-2019 学年，全国平均有 24.4%的中小学生参加过学科类校外补习，15.5%的中小学生参加过校外兴趣班。

(1) 分地区看，一线城市/二线城市/县城/农村学科类补习的平均参与率分别为 46.2%/34.0%/20.1%/14.1%。一线城市参与率是县城的 2 倍以上，是农村的 3 倍以上。一线城市/二线城市/县城/农村校外兴趣班的平均参与率为 34.9%/20.8%/15.2%/5.5%，显著小于学科类补习参与率。

(2) 分学段看，小学/初中/高中校外补习参与率分别为 25.3%/27.8%/18.1%，初中生参与率高于小学、高中。小学/初中/高中校外兴趣班参与率为 22.3%/9.6%/5.8%，小学阶段兴趣班参与率接近补习班参与率，从初中阶段开始下降到补习班参与率的 1/3 左右。

表6：全国分城乡中小学生校外补习班/兴趣班参与率

学段	全部	城乡		城镇内部		
		城镇	农村	一线城市	二线城市	县城
学科类补习班参与率						
小学	25.3%	32.4%	14.9%	44.1%	36.5%	20.8%
初中	27.8%	36.5%	16.0%	57.3%	36.0%	22.8%
高中	18.1%	23.2%	9.0%	39.6%	25.7%	16.0%
全部	24.4%	31.4%	14.1%	46.2%	34.0%	20.1%
校外兴趣班参与率						
小学	22.3%	32.5%	7.4%	47.5%	31.6%	21.3%
初中	9.6%	14.5%	2.9%	24.0%	12.2%	10.3%
高中	5.8%	6.7%	4.1%	10.1%	5.4%	7.4%
全部	15.5%	22.2%	5.5%	34.9%	20.8%	15.2%

资料来源：《中国教育财政家庭调查报告 2021》（魏易，北京大学中国教育财政科学研究所副研究员，2023 年 7 月），民生证券研究院

注：样本覆盖了全国 29 个省份、345 个区县、34643 户家庭、107008 个家庭成员。其中，幼儿园到高等教育在校生样本总数为 18418 人。

根据上述的同一研究，平均支出来看，2018-2019 学年，全国中小学生学科类校外补习平均支出 8438 元，校外兴趣班平均支出为 5340 元。

(1) 分地区看，一线城市/二线城市/县城/农村学科类补习的平均支出为 20881/10169/4495/3581 元，一线城市平均支出是全国平均的 2.5 倍，是县城地区的 4.6 倍、农村地区的 6 倍左右。一线城市/二线城市/县城/农村校外兴趣班的平均支出为 10170/5809/2668/3657 元，城镇地区兴趣班平均支出约为学科补习的 1/2，而农村地区两者则较为接近。

(2)分学段看,小学/初中/高中学科类补习的平均支出为 6580/9887/12208 元,学科补习的支出随着学段增长而增长。小学/初中/高中兴趣班平均支出为 5265/3808/9307 元,高中阶段支出最高,其次是小学阶段。

表7: 全国分城乡中小学生学习校外补习支出

学段	全部		城乡		农村		一线城市		城镇内部		县城	
			城镇						二线城市			
	平均值	中位数	平均值	中位数	平均值	中位数	平均值	中位数	平均值	中位数	平均值	中位数
学科类补习班平均支出												
小学	6580	3000	7811	4000	2702	1200	18125	10000	7658	5000	2895	2000
初中	9887	4000	11772	5000	4167	2000	21748	10000	13318	6000	5012	2550
高中	12208	5000	13628	6000	6064	2125	28602	20000	13398	8000	8021	3000
全部	8438	3600	9926	5000	3581	1500	20881	10000	10169	5500	4495	2200
兴趣班平均支出												
小学	5265	3000	5776	3000	1730	1200	10693	5000	5530	3600	2931	2400
初中	3808	2400	4122	2600	1833	1600	7097	5000	4624	3000	2026	1500
高中	9307	2000	7391	2000	9385	2250	11222	7000	12813	3000	2059	1550
全部	5340	3000	5612	3000	3657	1350	10170	5000	5809	3400	2668	2000

资料来源:《中国教育财政家庭调查报告 2021》(魏易,北京大学中国教育财政科学研究所副研究员,2023 年 7 月),民生证券研究院

学生参与的大部分学科类补习班是由个人举办的。根据上述的同一研究,2018-2019 学年,参与商业公司补习班的学生占有参加校外补习学生的 26.6%,而参加个人补习班的比例达到 70.6%。**分地区看**,越是高线地区参加商业公司举办的补习班的比例越高,参加个人举办的补习班的比例越低。其中,一线城市/二线城市/县城/农村参与商业公司补习班的学生比重为 60.4%/37.7%/16.1%/8.1%,参与个人举办的补习班的学生比重为 35.4%/60.4%/80.9%/87.6%。

表8: 商业公司和个人举办的补习班的参与率

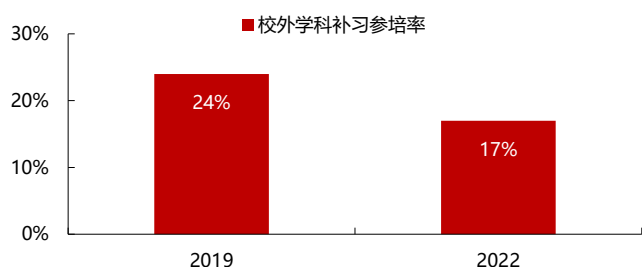
学段	全部	城乡		城镇内部		
		城镇	农村	一线城市	二线城市	县城
商业公司举办						
小学	27.4%	33.5%	7.0%	64.7%	38.7%	16.9%
初中	26.3%	31.4%	10.2%	53.8%	37.9%	17.5%
高中	24.3%	27.5%	7.9%	56.4%	33.1%	10.9%
全部	26.6%	32.0%	8.1%	60.4%	37.7%	16.1%
个人举办						
小学	71.2%	65.9%	88.7%	34.2%	60.9%	80.9%
初中	70.8%	65.7%	86.7%	37.4%	58.8%	82.5%
高中	68.2%	65.1%	84.1%	36.4%	61.7%	78.2%
全部	70.6%	65.7%	87.6%	35.4%	60.4%	80.9%

资料来源:《中国教育财政家庭调查报告 2021》(魏易,北京大学中国教育财政科学研究所副研究员,2023 年 7 月),民生证券研究院

5.3 “双减”后市场探讨：非学科培训是关注重点，K9 学科培训供给、价格受限

市场供给正在多元化，部分学科培训需求转为非学科、素质课等。“双减”后，北京大学中国教育财政科学研究所对中小學生校外培训情况做了跟踪调查，中小學生校外学科补习率从 2019 年的 24% 下降到了 2022 年的 17%，近似于补课人数下降了近 30%。我们分析这部分减少的学科培训需求可能几个去向：①不再进行校外培训；②非学科培训，我们认为是最有市场潜力的一部分；③艺术、体育等纯素质类培训。

图25：“双减”前后全国中小学校校外学科补习参与率



资料来源：中国教育财政，民生证券研究院

图26：2024 年线下 K12 教培机构主要提供的课程



资料来源：大众点评，民生证券研究院

估计当前大部分的 K12 校外培训需求仍是被单体小机构或者“水下”机构所满足。以上海地区为例，我们统计了连锁门店数超过 10 家的 K12 教培品牌网点情况，这类头部机构的网点总数为 222 家。假设每个网点 10 间教室，每个教室满班 20 人，每周 11 个时间段上课（周一至周五晚间，周末上午、下午、晚上）。满班率 100% 的理想假设下，理论上单个网点每周可容纳的学生人数为 2200 个（10*20*11），那么 222 家头部连锁网点理论可承载学生数为 49 万人。参考上海市教委数据，2022 年上海市 K12 阶段在校生总数为 217 万人，头部连锁机构仅能承载其中的 23%。

图27：上海地区主要的 K12 教培品牌（2024.3）

	品牌	网点数
1	新东方	34
2	好未来	22
3	昂立（含昂立青少儿、昂立、昂立 hello 科学、斯坦星球、慧动体育、昂立智立方品牌）	120
4	英孚青少儿	29
5	瑞思少儿中心	17
	其他较具规模的连锁品牌有童程童美（9）、锐思教育（8）、伊莱教育（8）等	

资料来源：大众点评，各品牌官网，民生证券研究院
注：网点数据统计于 2024 年 3 月 19 日

图28：上海地区头部 K12 连锁教培机构份额测算

指标	假设值
单网点教室数（个）	10
每个教室满班人数（人）	20
可排课时段（个）	11
理论可容纳学生数（个）	2200
TOP 机构理论可承载学生数（人）	49 万
上海市 K12 阶段在读学生数（人）	217 万
TOP 机构理论可承载学生数占比	23%

资料来源：上海市教委，民生证券研究院测算
注：学而思春秋季节周一至周三全天休息，实际排课时间段为 8 个

学科培训市场供给受限、价格受限，K9 学科培训价格较“双减”前下降 40% 以上。当前 K12 学科培训市场整体供给受限，K9 学科牌照不再新增，各地陆续出台《校外培训机构白名单》。另外，K9 学科培训价格需要严格执行政府指导价。从全国各地出台的收费标准来看，以线下小班课为例，政府指导价为每课时 10-60 元，多数为 40 元左右。根据全国人大“双减”报告，相较于“双减”前，学科类培训收费平均降幅至少 40%。

表9：2022 年全国多地 K9 学科类校外培训政府指导收费标准（元/课时）

地区	线下			线上
	10 人以下	10-35 人	35 人以上	
北京	80	60	40	20
上海	80	60	40	20
南京	60	40	25	
郑州	55	43	32	
厦门	50	40	30	
天津	50	40	30	20
成都	中心城区	50	42	35
	非中心城区	41	35	30
广西	45	40	30	
西安	45	35	25	
云南	一类地区	45	35	25
	二类地区	35	25	15
	三类地区	25	15	10
哈尔滨	30	25	20	
内蒙古	30	15	12	
海南	25	10	7	
地区	线下			
	10 人以下	11-20 人	21-30 人	31-40 人
广州、深圳	70	50	40	35

资料来源：中国教育网，民生证券研究院整理（注：一个课时 40-45 分钟）

6 竞争格局如何，发生什么变化？

6.1 行业特点：品牌知名度高的机构能吸引更多生源，行业有集中度提升逻辑

“双减”前教培行业进入门槛极低，个体户众多。这里一方面由于监管相对宽松，对机构的场地、教师、教研要求低，牌照获取较为容易，而且对小黑班的检查力度也相对较弱。另一方面，加盟模式的存在也让入局变得容易，相当于用品牌授权费购买一套系统，门店几乎不需要课程研发能力，整体开店门槛低。

老牌企业存在一定先发优势，能够形成品牌壁垒。分析上市企业成立时长和营收、市值的关系，营收和市值规模较大的，大多历史较为“悠久”。我们认为这与

长期经营积累而来的品牌效应、教研体系、家长与学生需求洞察、优质的产品与服务高度相关。

知名机构往往能吸引更多生源，行业有集中度提升逻辑。随着行业慢慢走向成熟，行业也呈现出向头部集中的趋势，拥有更强的教研能力、师资水平、品牌知名度的培训机构，往往生源更多。大型连锁机构的入驻可能会冲击地方培训市场，具备一定的垄断能力。但这也考验公司跨区域的管理能力。

表10：K12 教培上市企业成立时间与营收/市值规模

序号	证券代码	证券名称	成立时间	总营业收入（2019 年）	总市值（2020 年 12 月 31 日）
1	EDU.N	新东方	1993	214	2063
2	TAL.N	好未来	2003	171	2801
3	000526.SZ	学大教育	2001	30	50
4	600661.SH	昂立教育	1995	24	43
5	GOTU.N	高途	2016	21	859
6	300010.SZ	*ST 豆神	1999	20	85
7	3978.HK	卓越教育集团	1997	18	21
8	DAO.N	网易有道	2006	13	203
9	1769.HK	思考乐教育	2012	7	61

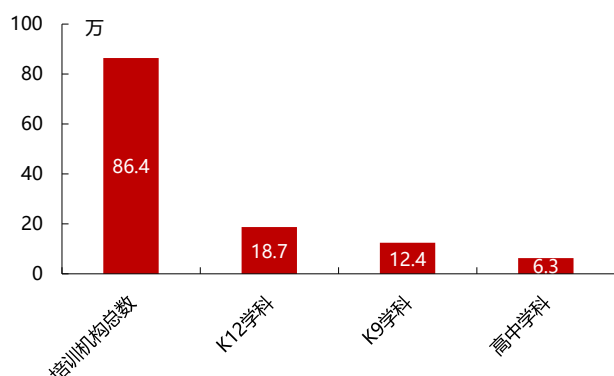
资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院

注：考虑到 2020 年有疫情影响，营业收入取 2019 年；总市值取“双减”前，2020 年底数据

6.2 竞争格局：新东方、好未来长期领先，“双减”前 CR2 尚不到 10%

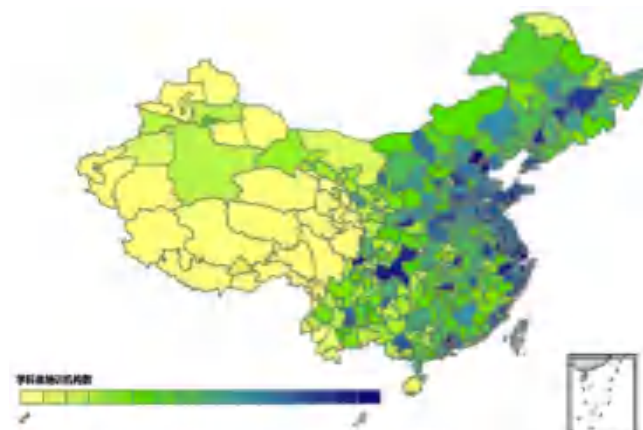
“双减”前全国约有 86 万家教培机构，其中 K12 学科培训机构近 19 万家。参考《中国教育财政家庭调查报告 2021》在大众点评上的统计，2019 年 5 月全国 325 个城市共约 86.4 万家教培机构，其中 K12 学科类教培机构约 18.7 万家，占比 22%。进一步结合《全国人大“双减”报告》数据，“双减”前 K9 学科类培训机构约 12.4 万家，占 K12 学科类教培机构的 66%。据此估算高中学科类培训机构约 6.3 万家，占 K12 学科类教培机构的 34%。东部沿海地区（尤其江浙沪、山东和京津地区）聚集了大量培训机构，中西部的若干省会城市同样驻扎较多机构。城市来看，北京、上海、广州的培训机构数量最多，均超过 4000 家。

图29：“双减”前全国教培机构数量



资料来源：《中国教育财政家庭调查报告 2021》，全国人大网，民生证券研究院

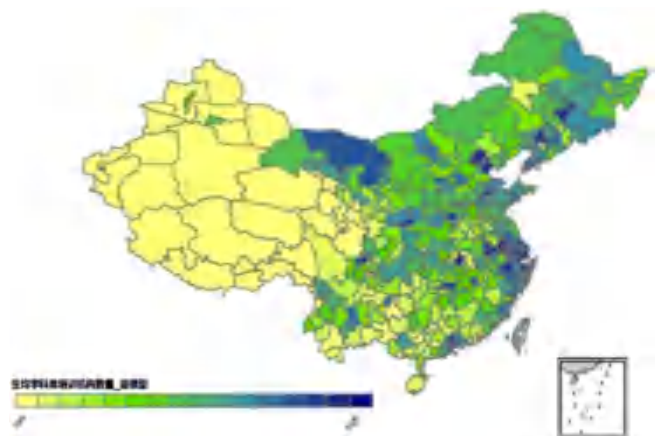
图30：2019 年全国学科类教培机构绝对数分布



资料来源：《中国教育财政家庭调查报告 2021》，民生证券研究院

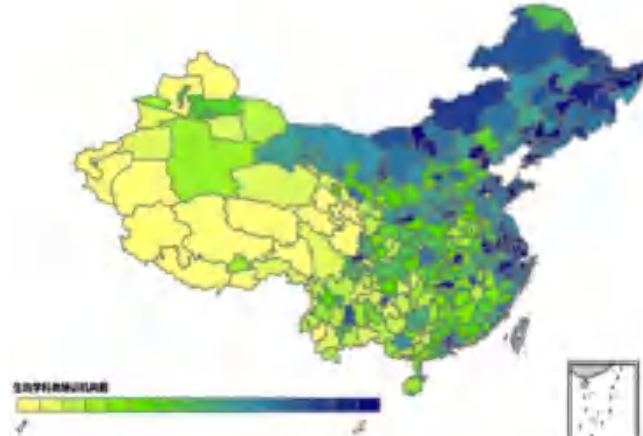
“双减”前 K12 学科培训机构的连锁化率仅约 6.5%。据《中国教育财政家庭调查报告 2021》统计，2019 年 5 月，全国连锁性质的 K12 学科类培训机构数量约 1.2 万家，占全部学科类培训机构的 6.5%，这部分连锁型机构主要集中在二线城市。结合学龄人口规模来看，东部沿海地区和多个大城市连锁机构密度较高，以上海为最（连锁机构数量超过 1000 家），中西部地区、东北部地区密度较低，其中东北部地区尽管培训市场火热，但以小型培训机构为主，连锁化程度不高。较低的连锁化率可能与各区县教学大纲、考试内容不同有关，难以用全国统一的标准化产品在全国各地快速复制。

图31：2019 年全国每千人中小学生拥有的连锁型学科类培训机构数



资料来源：《中国教育财政家庭调查报告 2021》，民生证券研究院

图32：2019 年全国每千人中小学生拥有的学科类培训机构数



资料来源：《中国教育财政家庭调查报告 2021》，民生证券研究院

根据机构的连锁化程度，我们将线下 K12 教培市场参与者分为五类：**(1) 全国性大型连锁机构：**以新东方、好未来为代表，主要分布在一二线城市，直营网点数超过 800 家、营收体量 150-200 亿元，早期通过相对标准化的产品，例如托福雅思、奥数等课程，成功在全国铺开；**(2) 全国领先型连锁：**以学大教育、精锐教育、朴新教育等为代表，覆盖全国多座省会城市，直营网点数 300-600 家、营收

体量 20-40 亿元；**(3) 区域性连锁：**以思考乐教育、卓越教育、昂立教育等为代表，多布局于某区域的省会城市级周边，直营网点数多在 100-300 家、营收体量 5-20 亿元；**(4) 地方性连锁：**主要布局于单个城市或 2-3 座临近城市，例如同济数学、武大广博等，直营网点数 50 家以内、营收体量 1-5 亿元；**(5) 各类个体户。**

表11：2019 年中国 K12 线下教培市场参与者五大类型

类型	城市覆盖与分布	机构代表	直营网点数	营收规模
行业巨头	全国一二线城市为主	新东方、好未来	800+个	150-200 亿元
领先型连锁	全国多座省会城市	学大、朴新、精锐等	300-600 个	20-40 亿元
区域性连锁	某区域的省会城市及周边	昂立、思考乐、卓越、明师、邦德、四季等	100-300 个	5-20 亿元
地方性连锁	单个城市或 2-3 座临近小城市	同济数学、武大广博等	< 50 个	< 5 亿元
各类个体户	全国各地，尤其是三四线城市	名师工作室、个体户等	< 5 个	几十万-几百万

资料来源：各公司公告，前瞻研究院，艾瑞咨询，民生证券研究院

集中度来看，2019 年 CR2 按收入计不到 10%，按网点数计不到 2%，趋势上 CR2 缓慢提升。**(1) 营收口径，**2019 年新东方、好未来 K12 线下业务收入约为 180 亿元，以艾瑞咨询 2019 年 K12 学科类校外培训市场规模 3947 亿元测算，行业 CR2 不到 10%。**(2) 网点口径，**2019 年新东方、好未来线下教学点数分别为 1465、871 个，按照《中国教育财政家庭调查报告 2021》统计的 18.7 万家 K12 学科培训机构总数测算，两大龙头网点占有率仅约 1.2%。**(3) 趋势来看，**2016-2019 年新东方、好未来 K12 培训相关收入增速均跑赢行业，市占率持续提升，并且在疫情等外部冲击下，龙头的抗风险能力更加凸显。**相较于其他连锁商业，K12 教培行业集中度提升较为缓慢，我们认为这是业务属性决定的，持续增长的背后是良好的教学口碑、持续的复购和续课，难以通过激进的营销、扩张换来市场份额的暴增。**

表12：2019 年/FY2019 中国主要的 K12 线下培训机构的直营网点、营收、入学人次情况

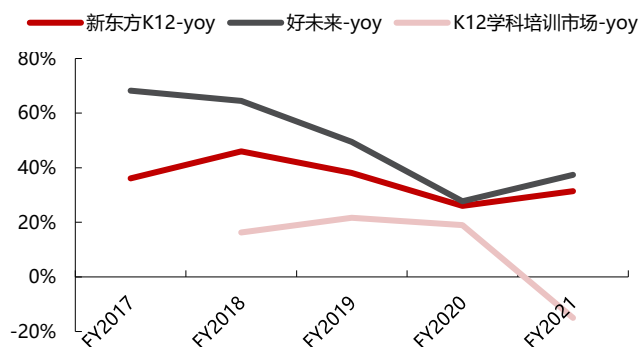
公司	成立时间	网点数	覆盖城市数	主要地区	K12 业务营收	入学人次
全国连锁巨头						
新东方	1993	1465	91	北京、上海、广州、武汉、天津、西安、南京、沈阳、重庆、成都、深圳、太原、长沙、济南、郑州、杭州、长春、石家庄、苏州、合肥、无锡、福州、南昌、厦门、青岛、南宁等	约 25 亿美元 (约 175 亿人民币)	974 万
好未来	2003	871	70	北京、南京、上海、深圳、广州、杭州、天津、武汉、西安、重庆、郑州、成都、苏州、沈阳、济南、长沙、太原、合肥、福州等	约 33 亿美元 (约 230 亿人民币，线下/线上 27/6 亿美元)	1200 万
全国领先型连锁						
学大教育	2001	581	116	北京、上海、广州、深圳、杭州、南京、大连、西安、青岛、洛阳、天津、成都、重庆、济南、沈阳、苏州、长沙、郑州、银川、南宁、昆明、石家庄、哈尔滨、西宁、宁等	30 亿元	/

精锐教育	2008	432	35	北京、上海、广州、深圳、合肥、厦门、珠海、湛江、重庆、哈尔滨、青岛、常州、马鞍山、台州、徐州、江阴、承德、宝坻、桐乡、张家港、嘉兴、余姚、靖江、湖州、南通、昆山、德清、长兴、海宁、海门、泰州、盐城、镇江、温州、湛江、东莞、惠州、包头、乌鲁木齐等	40 亿元	135 万
朴新教育	2014	446	35	北京、上海、天津、重庆、广州、长春、沈阳、成都、昆明、大连、杭州、宁波、西安、绍兴、济南、泸州、洛阳、南京、吉林、福州、盐城、贵阳等	19 亿元	280 万
区域性连锁						
昂立教育	1997	302	6	上海（主要）、南京、南通、无锡、苏州、慈溪	18 亿元	20 万
卓越教育	1997	265	10	主要集中在粤港澳大湾区的广州、深圳、佛山、东莞、中山、惠州，及北京、上海和南宁	18 亿元	71 万
思考乐教育	2012	100	7	深圳、东莞、佛山、惠州、厦门、中山、江门	7 亿元	30 万
大山教育	2011	99	2	郑州（主要）、新乡	4 亿元	25 万
四季教育	2007	53	11	上海为主，辐射江浙	4 亿元	20 万

资料来源：各公司公告，36Kr，民生证券研究院

注：新东方数据为截至 2019 年 5 月 31 日，好未来数据为截至 2020 年 2 月 29 日，精锐教育数据为截至 2019 年 8 月 31 日，四季教育为截至 2020 年 2 月 29 日，大山教育为截至 2019 年 12 月 31 日；网点为直营店数据，营收为各家 K12 教培相关收入，含直营+加盟（或有，收取品牌授权费）收入

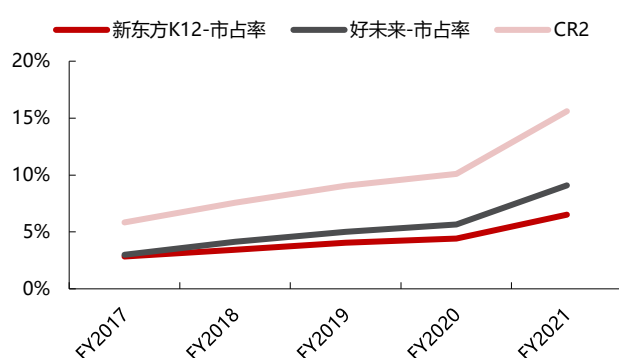
图33：FY2017-FY2021 两大龙头收入增速跑赢行业



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

注：新东方财年截止日期为 5 月 31 日，新东方 K12 数据来自民生估算；好未来财年截止日期为 2 月 28 日，收入取公司收入；行业数据来自艾瑞咨询，FY2017 对应 2016 自然年

图34：FY2017-FY2021 两大龙头市占率持续提升



资料来源：各公司公告，民生证券研究院测算

注：新东方财年截止日期为 5 月 31 日，新东方 K12 数据来自民生估算；好未来财年截止日期为 2 月 28 日，收入取公司收入；行业数据来自艾瑞咨询，FY2017 对应 2016 自然年

线上 K12 培训市场格局较为集中。营收口径看，2020 年学而思网校、猿辅导、高途等头部企业合计收入超过 250 亿元，以艾瑞咨询估计的 K12 在线教培市场规模 1057 亿元为基数，测算 CR3 约为 24%，行业集中度高于线下。

表13：2020 年中国主要的 K12 在线培训机构营收、付费人次情况

公司	成立时间	营收 (2020 年 K12 业务)	付费人次 (2020 年 K12 业务)
学而思网校	2008	13 亿美元 (约 89 亿人民币)	/
高途	2014	62 亿元	543 万 (99 元以上)
猿辅导	2012	100 亿元 (总营收), 斑马 50 亿元	402 万 (正价课用户)
作业帮	2015	/	780 万 (暑期付费课学员总人次); 171 万 (暑期正价班学员就读人次)
有道	2014	20 亿元 (在线课程服务)	163.96 万
51talk	2011	21 亿元 (总营收)	47 万 (总活跃学生人数)
火花思维	2016	12 亿元 (总营收)	38 万 (2021 年 3 月学生人数)
新东方在线	2005	14 亿元 (总营收), 8 亿元 (K12)	332 万 (K12)
流利说	2012	10 亿元 (总营收)	240 万 (总付费人次)

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

6.3 “双减”后变化：供给大幅出清，行业门槛提升，利好存量合规机构

“双减”后，K12 阶段学科培训机构数量减少约 94%，高中阶段学科培训机构减少 90%，供给大幅出清。根据校外培训监管平台数据，截至 2024 年 3 月 17 日，全国共有 K12 阶段学科+非学科培训机构 19.5 万家，其中学科培训机构 1.1 万家，较“双减”前的 18.7 万家（来自《中国教育财政家庭调查报告 2021》）减少 94%，非学科培训机构 18.4 万家。学科培训机构中，高中学科培训机构数 6474 家，较“双减”前的 6.3 万家减少 90%。

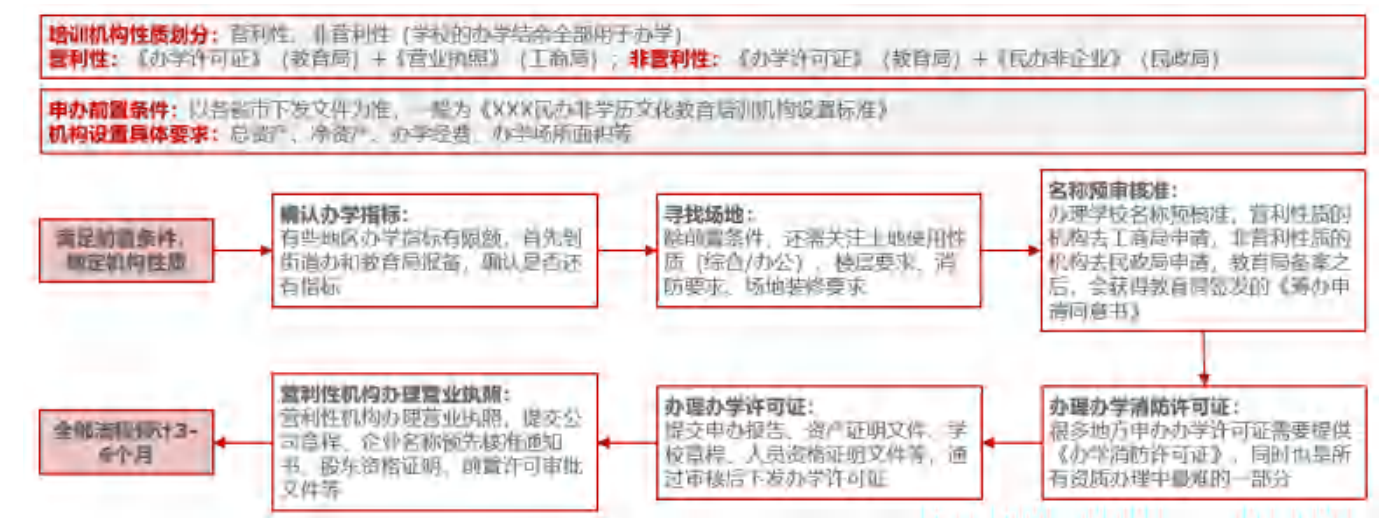
表14：全国学龄前/义务教育/高中阶段校外教培机构数量（统计于 2024 年 3 月 17 日）

培训类型	机构类型	学龄前	义务教育	高中
线上				
学科	营利	0	0	1
	非营利	0	33	29
	小计	0	33	30
非学科	营利	0	7	2
	非营利	0	0	0
	小计	0	7	2
线下				
学科	营利	0	0	2472
	非营利	0	4208	3972
	小计	0	4208	6444
非学科	营利	4.6 万	8.4 万	2.8 万
	非营利	7149	1.4 万	5216
	小计	5.3 万	9.8 万	3.3 万
线上+线下总计		5.3 万	10.2 万	4.0 万

资料来源：全国校外教育培训监督与服务综合平台，民生证券研究院

“双减”后行业进入门槛提升，新进入者需要付出更高的时间成本与合规成本，而且无证经营难度变大，利好存量合规机构。(1) 合规路径：“双减”后国家明确了校外培训的管控框架，分为营利性机构和非营利性机构，前者需要办学许可证+营业执照（工商局），后者需要办学许可证+民办非企业（民政局）。办学许可证申办具有前置条件（即机构设置标准），一般对于机构负责人、办学经费、办学场所面积等有要求，各省市对于前置条件要求不同。培训机构申办流程包括几个环节：确认办学指标、寻找场地、名称预审核准、营业执照办理、消防许可证办理、办学许可证申办，一般全程需要 3-6 个月。另一方面，与“双减”前比，国家对于校外培训机构的教材内容、预收费、财务规范等要求显著提升，行业的合规成本显著增加，进入门槛抬高。(2) 无证机构：预计未来各地方对于培训机构的巡查将持续存在，无证经营的机构预计生存空间较小，而各类“小黑班”可能持续以“地下”形式存在，但难以规模化。

图35：2023 年申请校外培训办学资质的一般流程



资料来源：知乎，民生证券研究院

跨区域拓展难度或较“双减”前加大，拥有异地存量网点的机构优势更加明显。国家对校外培训机构实行属地管理，在线教培机构由省级有关部门主管，而线下教培机构下放至县级有关部门主管。跨县域开展线下培训的，要依法按要求在每个县域取得有关主管部门的行政许可。这意味着教培机构每到新的区县开设新的线下网点，都需要与当地的监管部门进行从 0-1 的牌照申请。在此背景下，已经拥有异地存量网点的机构在跨区域扩张中更有优势。

图36：2022 年 12 月 28 日教育部等十三部门《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》中关于非学科校外培训机构主管部门的规定

三、严格准入流程

7. 发布清单目录。各地要细化并公布各行业培训类别的清单目录，并根据新出现的培训类型，及时进行动态调整。对于同时开展多个类别培训等情形，要明确主要监管部门及相关配合部门。教育行政部门要强化统筹协调，避免出现监管盲点。

8. 明确准入程序。各地根据《中华人民共和国民办教育促进法》及有关规定，进一步完善非学科类培训机构管理程序。非学科类线上培训机构须依法取得省级有关主管部门的行政许可后，再依法进行法人登记，并向所在地省级电信主管部门履行互联网信息服务核准手续。非学科类线下培训机构须取得县级有关主管部门的行政许可后，再依法进行法人登记；跨县域开展线下培训的，要依法按要求在每个县域取得有关主管部门的行政许可。对于经营多种非学科类业务的机构，可由主要监管部门牵头，实行部门联合审核。实行相对集中行政许可权改革的地区，要加强部门之间审管衔接，把监管责任落到实处，防止出现监管盲区或监管冲突。

资料来源：教育部，民生证券研究院

“双减”过程中，头部企业展现更强的抗风险能力，保留相对完整的全国性布局以及核心的教研能力。从最新的网点情况看，“双减”后新东方、好未来仍然是目前直营网点数最多的机构，学大教育直营网点数也超过 250 家。卓越教育、思考乐教育、昂立教育等位列第二梯队，直营网点数 100 家左右，“双减”后业务范围缩减到 1-2 个城市。“双减”后，头部企业保留了相对完整的全国性布局，核心的教研能力仍在，业务转型速度快，受冲击后恢复快。区域性、地方性连锁抗风险能力偏弱，网点降幅普遍 70-80%且恢复速度慢，仅有少数机构“大本营”所在地业务得到较好保留。部分企业倒闭，其中包括精锐教育、巨人教育等。

表15：K12 教培企业最新的网点情况，以及“双减”前后对比

公司	“双减”后			“双减”前		“双减”前后 网点数降幅
	线下网点数	覆盖城市数	主要地区	线下网点数	覆盖城市数	
新东方	843 (2023.11)	70+	全国一二线城市为主	1465	91	-42%
好未来	250-300 (2023.11)	30+	全国一二线城市为主	871	70	-68%
学大教育	约 260	近 70	全国一二线城市为主	581	116	-55%
精锐教育		2021.10.12 宣布倒闭		432	46	倒闭
朴新教育	61	32	多个一二线城市	446	35	-86%
昂立教育	91 (2023.6)	1	上海	302	6	-70%
卓越教育	110+	3+	广州、深圳、佛山等	265	10	-58%
巨人教育		2021.8.31 宣布倒闭		100+	15+	倒闭
思考乐教育	97	1	深圳	100	7	-3%
大山教育	9 (2022.6.30)	1	郑州	99	2	-89%
四季教育	7 (2024.3)	1	上海	53	11	-87%

资料来源：各公司公告，各公司官网，民生证券研究院

注：“双减”前数据参考上文表 12，新东方数据为截至 2019 年 5 月 31 日，好未来数据为截至 2020 年 2 月 29 日，精锐教育数据为截至 2019 年 8 月 31 日，四季教育为截至 2020 年 2 月 29 日，大山教育为截至 2019 年 12 月 31 日；网点为直营店数据

7 教培机构的盈利模型如何，发生什么变化？

7.1 在线与线下教培的财务模型孰优孰劣？

教培机构的主要成本费用包括教师薪酬、场地租金、营销费用等。以两种模式的代表企业新东方、高途为例，**(1) 营业成本与毛利**：线下教培机构的成本包括教师薪酬、租金、教辅教材等，其中教师薪酬占收入比重 25%左右，租金成本占比 10%左右；在线教培机构的成本包括教师薪酬、办公租金、教材和带宽成本等，其中教师薪酬占比 15-30%，办公租金、教材等占比 10%左右；**在线教育规模效应更强**，教师成本易摊薄，且无物理网点租赁，毛利率高 20pct 左右；**(2) 销售费用**：线下、线上模型差异较大，线下模型销售费用较为稳定，通常仅占收入的 12-13%；在线教育销售费用率较高，可占收入的 30-80%，2019-2020 年品牌和营销活动费用的增加是推升销售费用率上涨的重要原因，另外销售人员（用户增长团队、班级导师）、流量费用等占收入比重 15-20%；**(3) 管理&研发费用**：线下模型管理费用率较为稳定，通常占收入的 32-33%；在线模型研发+管理费用率在 15-30%，在线教育更容易摊薄这部分中后台费用。

图37：以新东方、高途的利润表为例，看线下和在线教培盈利模型差异

新东方集团FY2018-FY2020成本费用结构				在线模型特征	高途集团2017-2020成本费用结构				
财年	FY2018	FY2019	FY2020		财年	2017	2018	2019	2020
净营收	100%	100%	100%	教师薪酬占收入比重 25%左右	营业收入	100%	100%	100%	100%
毛利	56%	56%	56%		毛利	74%	64%	75%	75%
营业成本	44%	44%	44%		营业成本	26%	36%	25%	25%
教师薪酬	24%	24%	24%		教师薪酬	14%	29%	-	-
租金成本	9%	9%	9%	办公租金、教材和带宽成本等	办公租金、物业设备折旧、教材和带宽成本	11%	7%	-	-
教辅教材折旧摊销	11%	11%	11%		销售费用	77%	31%	49%	82%
销售费用	13%	12%	12%		品牌和营销活动	5%	12%	34%	63%
市场推广开支	5%	5%	5%		销售人员、流量获取、办公租金等其他	72%	18%	15%	19%
人力资源开支	5%	4%	4%	研发费用	研发费用	54%	19%	10%	10%
管理费用	32%	33%	32%		教育内容&技术开发人员	45%	17%	-	-
人力资源开支	18%	18%	18%		办公租金、服务器&带宽租金等其他	9%	2%	-	-
行政开支	5%	5%	5%		管理费用	38%	10%	5%	8%
Non-GAAP经营利润	13%	12%	13%	Non-GAAP经营利润	Non-GAAP经营利润	-89%	6%	13%	-21%
归母净利润	12%	8%	12%		归母净利润	-129%	-5%	9%	-20%

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

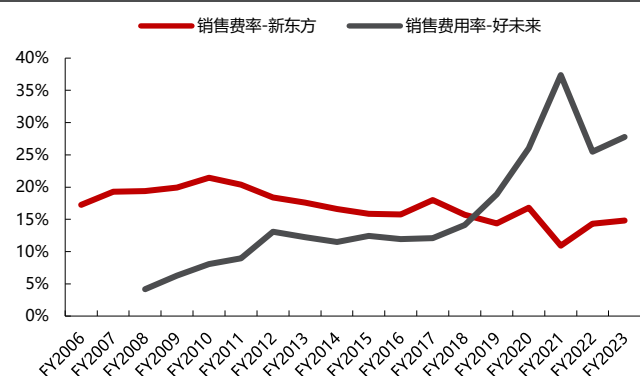
揭秘教培机构的获客方式：教培机构的市场推广及招生途径较为丰富，一般途径包括学生与家长的口碑传播、不同课程和产品的交叉销售、举办公开的讲座或会议等宣传品牌和课程、提供促销课（尤其暑期、促进秋季报班）、提供试听课程、社媒平台内容营销（亲自话题、书单推荐、知识技能等内容引流）、线下网点/校内地推（分发产品及课程小册子、海报、传单）等。“双减”后，教培机构被禁止在主流的线上线下媒体平台刊登广告，社群运营、私域运营更加重要，对营销更加依赖的在线教培机构而言，短视频直播内容获客、线下地推等成为其主要的获客来源。

表16: K12 培训机构市场推广及招生方式汇总

序号	具体举措
1	品牌、产品及服务口碑传播、推荐
2	交叉销售不同课程产品与服务
3	举办公开讲座、研讨会、进行推广演讲等宣传品牌和课程
4	通过暑期促销课程吸引学生，促进秋季报班
5	提供试讲课
6	在主流的线上线下媒体平台刊登广告（“双减”后被禁止）
7	以亲子、书单推荐、知识技能等为主题进行线上文章或短视频内容营销
8	在教学网点、校内向学生和家长分发宣传资料（如小册子、海报、传单等）
9	参加教育行业的展览和会议等

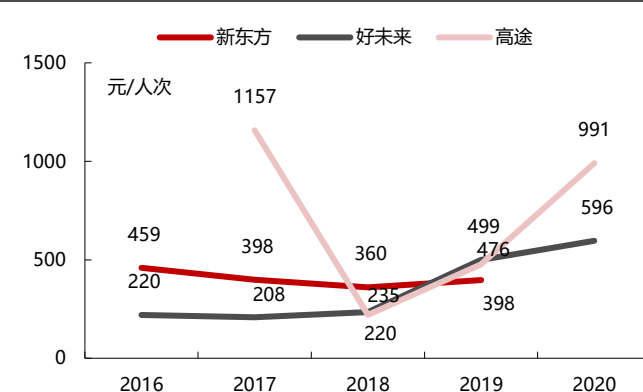
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

对于获客成本的进一步思考：生源结构与续班率是摊薄获客的关键。我们测算了 2016-2020 年代表性上市公司每入学人次所支出的销售费用，好未来获客成本较低，2018 年前约为 200 元/人次（2018 年后因发力在线教育获客成本有所提升），新东方获客成本约为 400 元/人次。(1) 生源结构上，好未来的优势主要在小学阶段，形成小学 > 初中 > 高中的正三角形生源结构，有利于低龄向高龄的生源流转，摊薄获客成本，而新东方优势主要在中学和成人，整体生源结构偏倒三角形。(2) 续班率上，根据行业经验，“双减”前小学/初中/高中平均续班率在 75%/70%/50%+，而好未来“双减”前的续班率可达到 90%，也是获客成本保持低位的重要原因。

图38: FY2006-FY2023 新东方、好未来销售费率


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

注：新东方财年截止日期为 5 月 31 日，好未来财年截止日期为 2 月 28 日，例如 FY2006 指截至 2006 年 5 月 31 日年度

图39: 2016-2020 年代表性 K12 培训机构获客成本


资料来源：各公司公告，民生证券研究院测算

注：获客成本计算方式为当年的销售费用/当年入学人次，新东方、好未来 2016 年指 FY2017

7.2 线下模型变化：“双减”后爬坡期缩短，而稳态利润率

影响因素复杂

线下教培机构成熟单店模型估算：参考上市公司数据，我们测算了 1000 平方米、以小班为主要模式的单店模型：**(1) 收入层面**，平均每个学习中心收入约为 1200 万元，坪效约为 1.2 万元/平，客单价 1.4 万元（可以看作每名学生报 2 门课，每门课上课周期为 1 年，每周上一次课，每次课 150 元），学生人头数约 833 人。**(2) 成本费用层面**，①前期投入：一般每平米装修成本为 3000 元/平，则装修支出约 300 万元；设备、教具等投入额约 50 万元；②租金成本：不同城市、不同区域的租金成本差异较大，参考房天下、连线 Insight 数据，假设 3-7 元/平/天，则每年租金 105-245 万元，一般情况下租赁合同一次最少签 3-5 年，交 3-6 个月押金；③老师成本：假设老师数量为 25-30 人，年薪 12 万元/人，则老师成本约为 300-360 万元；④其他运营支出：包括校长、销售费用，假设各占收入的 5%，水电杂费花费 150 万元/年。**(3) 利润层面**，上述假设下，单店的税前利润约为 315-521 万元，利润率 23-38%。

表17：线下教培机构单店模型估算

项目	金额	占收入比	备注
收入层面			
收入（万元，人民币，下同）	1,200	100%	
面积（平方米）	1,000		假设门店面积 1000 平
坪效（万元/平）	1.2		假设成熟门店坪效 1.2 万元/平
客单价（万元/人）	1.6		假设每门课每年花费约 8000 元，每人报 2 门
入学人头数（人）	750		收入/客单价
成本费用层面			
租金（万元）	105-245	8-18%	参考房天下、连线 Insight 数据，假设 3-7 元/平/天
老师薪酬（万元）	324-383	23-28%	
老师数量（名）	28-33		假设配备 28-33 名全职或兼职教师
平均每个老师薪酬（万元）	12		假设 12 万元/年
运营支出（万元）	270	24%	
校长及运营人员薪酬（万元）	69		假设占营收比 5%
销售相关（万元）	69		假设占营收比 5%
水电杂费（万元）	150		假设每年 150 万
税前利润（万元）	315-521	23-38%	

资料来源：连线 Insight，房天下，民生证券研究院测算

“双减”后，竞争弱化或推动单店利润率上升，但转型非学科培训后续班率的降低又或对利润率产生负面作用。**(1) 利润率上升的推动因素：**竞争弱化，推动教师的周转提升，以及营销活动减少带来的市场费用下降，此外部分地区存在租金下降现象；另外，收入端看，非学科产品的价格与“双减”前学科类产品差别不大，而未来仍有涨价预期；**(2) 利润率下降的影响因素：**纯素养或文艺类产品续班率

较“双减”前的学科类产品续班率低，长期获客成本走高，可能对利润率产生负面影响。**(3) 爬坡期层面：**据连线 Insight 调研，“双减”前，经营较好的教培机构的投资回收期为 1.5-2 年，经营相对差的需要 3 年左右回本。而“双减”后，由于供需的错配，校区“填满”的速度可能变快，门店的爬坡期可能缩短。

表18：2023 年重点 K12 教培机构非学科课程价格（元/课时）

品牌	课程	主力课程单价	授课方式	主流班型
新东方	双语故事表演、脑力与思维、思辨与口才、编程、围棋、美术等	130-150	面授、在线等	20 人线下小班
好未来	创新思维、人文创作、科学实验、编程	130-150	面授、在线等	20 人线下小班，40 人在线大班
卓越	文学美育、滴答文学、围棋、双语文化、多元思维	130-170	面授	20 人线下小班
思考乐	科学素养、乐学国学、逻辑训练、妙维国际素养、美术、书法等	90-120	面授	20 人线下小班

资料来源：各公司官方 APP，草根调研，民生证券研究院

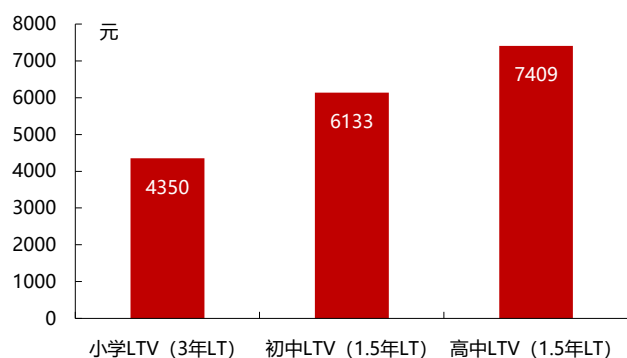
注：课程单价主要统计一线城市情况

7.3 在线模型变化：获客成本较“双减”前有所下降

在线教育 UE 模型的核心变量为学期客单价、正价课获客成本、学期留存率。

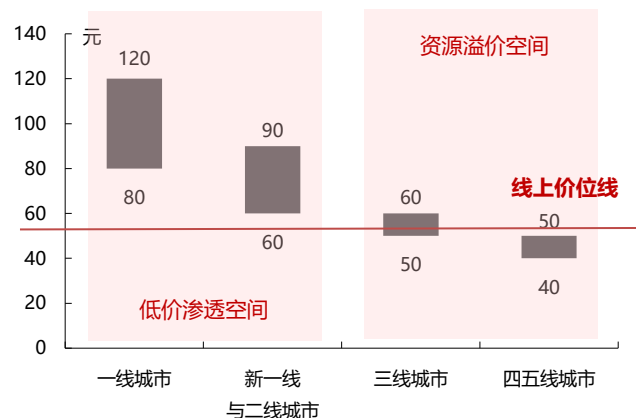
根据艾瑞咨询调研数据，从 LTV 的角度看，小学/初中/高中阶段用户留存周期保守估算为 3 年/1.5 年/1.5 年，新用户平均 LTV 为 4350/6133/7409 元，首单用户的 LTV 多超过 5000 元。从盈利模型来看，以单位新用户终身毛利-正价课获客成本衡量，2020 年行业平均的 UE 利润为 250-1510 元。

图40：2020 年 K12 在线大班机构各学段新用户 LTV 预测



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

图41：2020 年各级城市线下机构单位课时价格区间

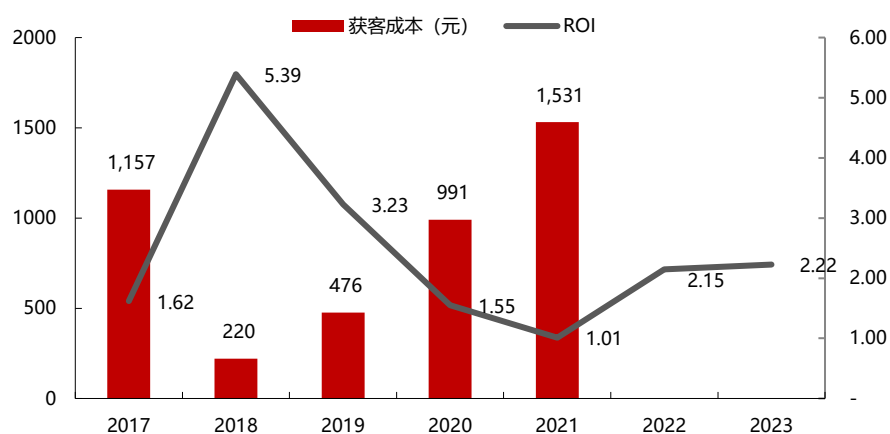


资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

“双减”后，典型机构如高途的获客成本有所降低。参考上市公司高途的数据，由于入学人次不再披露，我们难以计算单用户的获客成本绝对值，但可以通过现金收入/销售费用这一指标衡量获客效率（ROI，即每投入 1 元销售费用换回的现金

收入金额)。整体而言，2022、2023 年高途销售费用 ROI 约为 2.2，高于 2020、2021 年，是 2021 年的 2 倍多，意味着公司的获客成本较“双减”前有所降低，我们预计这与竞争格局优化有关。

图42：2017-2023 年高途的获客成本与销售费用 ROI 情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

注：获客成本计算方式为当年的销售费用/当年入学人次，ROI 计算方式为当年的现金收入/销售费用

8 行业标的梳理

8.1 “双减”前后重点公司业务变化

“双减”后，K12 教培上市公司纷纷停止或剥离 K9 学科培训业务，并谋求转型。转型方向主要包括 K9 非学科培训、智能学习设备、直播电商、游学研学、成人及大学生培训、职业教育、课后服务（课后三点半）等。以新东方为例，“双减”前 K9 学科培训业务营收占比 50-60%，其余主要为出国考培、出国咨询、高中培训业务。“双减”后新东方停止了 K9 学科培训业务，拓展直播电商、K9 非学科培训、智能学习系统、游学研学等新业务，出国考培、出国咨询、高中培训等合法合规的传统业务得到保留。好未来“双减”前 K9 学科培训业务占收入的绝大部分，受政策冲击更大，“双减”后发力 K9 非学科培训、智能学习设备销售等，高中业务得到保留。

表19：重点 K12 教培上市公司“双减”前后业务变化

上市公司	“双减”前	“双减”后
新东方	出国考培、留学咨询、K12 学科培训（泡泡少儿、优能全科）、国内备考、成人语言培训、在线教育等	停止 K9 学科培训，拓展 K9 非学科培训、K9 智能学习系统、文旅等新业务；拓展直播电商业务；出国考培、留学咨询、高中培训等合规传统业务保留
好未来	K12 学科培训为主（学而思培优、跃步、爱智康、学而思网校等）	停止 K9 学科培训，拓展 K9 非学科培训，布局国际教育、海外教育等；发力教育科技，开发销售智能硬件产品；高中培训等合规传统业务保留
高途	K12 学科培训为主（高途课堂）	停止 K9 学科培训，拓展成人和大学生培训、K9 非学科培训、直播电商等；高中培训等合规传统业务保留
学大教育	K12 学科个性化培训	停止 K9 学科培训，高中培训等合规传统业务保留；发力全日制复读、职业教育、文化服务（书店等）
昂立教育	K12 学科培训、职业教育、国际与基础教育等	传统学科培训向非学科业务转型，布局大学生考研考证、出国留学、职业教育
豆神教育	K12 大语文培训（网校、直营校、加盟校、教育硬件、对公合作等）、高考升学、留学升学、智慧教育（区域教育云、智慧校园顶层设计、校本课程及核心学科应用服务）	全面转型，2B 业务包括智慧教育、公益课堂，2C 业务包括艺术类培训（豆神美育）、直播电商，培训课程包括文艺创作文学表演、影视艺术美术赏析、美育通识课等，直播电商通过抖音分享文学文史知识、提供课程和学习机等产品
科德教育	教培业务、胶印油墨业务，2017 年转型至教育行业，提供封闭式升学培训（中高考补习学校、职业高中）、K12 课外培训（龙门尚学）、教学软件及课程销售	关闭 K12 学科培训业务，教育板块发力中等职业学校（营利性全日制职业高中）、全日制学校（中高考复读）、职业技能培训
卓越教育	K12 学科培训为主（小班、个性化辅导、素质教育、全日制备考）	剥离了 K9 学科类培训业务，体内业务包括 K9 非学科培训（嗨咯文学、文学美育等课程）、全日制复习（中高考复读）、校内课后综合服务、职业教育（职业资格证书培训课程等），高中培训等合规传统业务保留
思考乐教育	K12 校外培训，提供学科培训（升学）、素质教育培训（乐学）	业务转型，推出非学科课程（乐学），发展课后托管服务、直播电商业务（现已停止）等，高中培训等合规传统业务保留

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

8.2 重点公司营收、利润修复情况

从各家季报数据来看，2022 年底开始陆续有公司营收恢复正增长。其中，新东方最早重回双位数增长，得益于直播电商东方甄选的带动，以及传统出国业务的恢复。学大教育营收也在 2023Q1 增速回正。2023 年春季，新东方、好未来、学大教育、高途、有道、昂立教育的营收增速均在 20% 以上，随着线下消费的复苏，存量业务显著恢复，K9 非学科等新业务贡献新增量，板块出现集体性的营收反弹。

增速上看，(1) 好未来因基数较小、整体增速最快，K9 非学科业务、学习机业务是最主要的增长来源；(2) 新东方在较大规模体量的基础上仍保持行业领先的增速水平，其中 K9 新业务、出国相关业务增速较快；(3) 学大教育受益格局优化，留存的高中培训业务呈现较好增速；(4) 以在线教育为主的高途在 2023 年增速偏弱，主要系线下消费复苏对线下业态为主的公司有一定加持。

表20：2022 年以来教培行业重点公司单季度营收情况（更新于 2024 年 3 月 19 日，单位：百万美元/百万元）

自然年	22 年 3-5 月	22 年 6-8 月	22 年 9-11 月	22 年 11 月-23 年 2 月	23 年 3-5 月	23 年 6-8 月	23 年 9-11 月
财年	FY22Q4	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2
新东方	524	745	638	754	861	1,100	870
YoY	-57%	-43%	-3%	23%	64%	48%	36%
财年	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3
好未来	224	294	233	269	275	412	374
YoY	-84%	-80%	-77%	-50%	23%	40%	61%
自然年	22 年 4-6 月	22 年 7-9 月	22 年 10-12 月	23 年 1-3 月	23 年 4-6 月	23 年 7-9 月	23 年 10-12 月
财年	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4
学大教育	560	410	331	519	733	542	尚未发布
YoY	-37%	-28%	-12%	4%	31%	32%	尚未发布
高途集团	538	606	630	707	703	789	761
YoY	-76%	-46%	-51%	-2%	31%	30%	21%
有道	956	1402	1454	1163	1207	1,539	1,481
YoY	-2%	35%	39%	-3%	26%	10%	2%
昂立教育	147	199	215	189	218	306	尚未发布
YoY	-65%	-54%	-15%	-5%	48%	54%	尚未发布
科德教育	203	199	206	170	187	204	尚未发布
YoY	-12%	-2%	-2%	-9%	-8%	2%	尚未发布
ST 豆神*	244	198	403	156	307	176	尚未发布
YoY	4%	1%	-11%	-7%	26%	-11%	尚未发布

资料来源：同花顺 iFinD，各公司公告，民生证券研究院

注：新东方、好未来营收单位为百万美元，其余为百万人民币

各家盈利能力持续改善。趋势上看，新东方、学大教育连续多个季度利润率超过“双减”前水平，我们预计这与业务结构变化有关，如新东方低利润率的在线业务缩减，学大教育低利润率的 K9 个性化辅导业务停止。好未来 2023 年暑期旺季利润率已经接近“双减”前水平，但由于学习机业务仍处于投入期，季度间的盈利

能力波动较大。高途 2023 年上半年利润率同比提升明显，但下半年亏损较多，主要系销售费用增长所致：在线教育的销售费用偏“前置”，学生消课产生的营收一般在未来两个季度体现。

表21：2022 年以来教培行业重点公司单季度利润率情况（更新于 2024 年 3 月 19 日，单位：百万美元/百万元）

自然年	22 年 3-5 月	22 年 6-8 月	22 年 9-11 月	22 年 11 月-23 年 2 月	23 年 3-5 月	23 年 6-8 月	23 年 9-11 月
财年	FY22Q4	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2
新东方	-14.7%	13.0%	2.6%	11.7%	9.1%	22.3%	5.9%
同比变动	-7.9%	7.2%	114.6%	29.8%	23.8%	9.3%	3.3%
较 FY2019 同期	-35.1%	-7.4%	5.0%	-2.6%	-3.1%	1.9%	8.3%
财年	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3
好未来	-0.8%	14.4%	-2.0%	-6.7%	-11.7%	12.8%	-2.7%
同比变动	3.5%	36.1%	4.7%	-6.9%	-10.9%	-1.6%	-0.8%
较 FY2019 同期	-17.2%	0.2%	-17.8%	-25.6%	-28.1%	-1.4%	-18.6%
自然年	22 年 4-6 月	22 年 7-9 月	22 年 10-12 月	23 年 1-3 月	23 年 4-6 月	23 年 7-9 月	23 年 10-12 月
财年	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4
学大教育	7.7%	-10.8%	-0.9%	2.1%	11.9%	3.1%	
同比变动	-3.6%	1.4%	149.7%	3.1%	4.1%	13.9%	
较 2019 同期	-1.9%	-6.2%	9.1%	2.2%	2.2%	7.7%	
高途集团	-1.9%	-8.7%	0.6%	16.2%	7.2%	-10.6%	-22.6%
同比变动	29.5%	83.3%	-22.7%	7.4%	9.0%	-1.9%	-23.2%
较 2019 同期	-10.7%	-10.1%	-19.9%	-1.1%	-1.6%	-11.9%	-43.0%
有道	-47.6%	-15.6%	1.7%	-16.8%	-24.0%	-3.7%	5.2%
同比变动	-21.6%	6.1%	25.4%	-6.4%	23.6%	11.9%	3.5%
较 2019 同期	-21.9%	52.2%	51.4%	18.2%	1.8%	64.2%	54.9%
昂立教育	-10.6%	-23.3%	-22.2%	-12.3%	-27.6%	7.9%	
同比变动	-9.7%	-15.3%	97.5%	-1.8%	-16.9%	31.2%	
较 2019 同期	-14.0%	-29.6%	-8.5%	-17.0%	-31.0%	1.6%	
科德教育	5.4%	13.2%	12.3%	21.0%	11.6%	20.8%	
同比变动	-2.2%	4.4%	257.5%	12.5%	6.3%	7.6%	
较 2019 同期	-3.0%	0.9%	8.4%	13.3%	3.3%	8.5%	
ST 豆神*	0.1%	-48.7%	-126.6%	-30.0%	0.6%	-25.1%	
同比变动	66.7%	-28.4%	-15.4%	-4.4%	0.5%	23.6%	
较 2019 同期	-2.0%	-54.3%	-113.4%	-36.1%	-1.5%	-30.7%	

资料来源：同花顺 iFinD，各公司公告，民生证券研究院

注：新东方、好未来、高途为 Non-GAAP 经营利润率口径；有道为 GAAP 经营利润率口径；学大教育、科德教育、昂立教育、*ST 豆神为扣非归母净利润率口径

各家经营性现金流普遍回正，持续好转。“双减”后第二个财年，新东方、好未来、学大教育、高途集团经营性现金流净额在全年维度均已回正。其中，新东方已经连续 7 个季度实现正向流入，好未来淡旺季间有波动，学大教育季度间有波动，但 2023Q1-3 累计经营活动现金净流入创 5 年新高，达到 6.60 亿元（5 年最高点 3.89 亿元），科德教育、昂立教育经营性现金流也已连续 4-5 个季度为正。

表22：2022 年以来教培行业重点公司单季度经营活动现金流净额情况（单位：百万元）

自然年	22 年 3-5 月	22 年 6-8 月	22 年 9-11 月	22 年 11 月-23 年 2 月	23 年 3-5 月	23 年 6-8 月	23 年 9-11 月	
财年	FY2023 全年	FY22Q4	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2
新东方	971	29	185	174	190	422	336	301
财年	FY2023 全年	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3
好未来	7	未公开	-3	未公开	未公开	126	-43	247
自然年	22 年 1-12 月	22 年 4-6 月	22 年 7-9 月	22 年 10-12 月	23 年 1-3 月	23 年 4-6 月	23 年 7-9 月	23 年 10-12 月
财年	2022 全年	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4
学大教育	216	-133	277	-66	344	-108	424	尚未发布
高途集团	55	94	-35	477	-216	289	210	492
有道	-603	104	-294	84	-437	133	-295	161
科德教育	164	-26	129	44	99	10	144	尚未发布
昂立教育	-224	-40	-2	61	12	101	64	尚未发布
ST 豆神*	97	33	11	126	-71	17	17	尚未发布

资料来源：同花顺 iFinD，各公司公告，民生证券研究院

注：新东方、好未来经营活动现金流净额单位为百万美元，其余为百万人民币

9 投资建议

K12校外培训行业在2021年受到极大冲击，“双减”文件中，国家明确义务教育阶段学科类校外培训是行业“红线”，K9学科培训机构不可营利，上市公司不可拥有该类资产。2022年底，国家明确K9非学科类培训“可为”，定位其为学校教育的有益补充，态度积极。从近半年来国家出台的数份政策来看，监管坚持“打击违法、保护合规”的管理口径，这为合规企业提供良好的长期发展土壤。

以新东方、好未来为代表的教培企业在“双减”后坚定转型，发展K9非学科类培训新业务，部分公司也有合规的传统业务保留下来。经过两年多的恢复与发展，教培行业出现集体的业绩反弹，多家企业的营收、利润、现金流、递延收入、开店等指标重回高增，表现亮眼。

我们认为板块性的机会仍将持续。一方面，“双减”后供给出清超9成，行业进入门槛提升，预计供给恢复缓慢，存量机构存在“甜蜜期”。另一方面，在企业扩张速度没有大幅加快的情况下，竞争格局的优化或将推动利润率超预期修复。

个股方面，重点推荐K12教培龙头新东方-S，品牌、产品、渠道优势显著，出国考培等传统业务加速增长，K9新业务持续放量，重视文旅业务的进展。积极关注另一K12教培龙头好未来，品牌与渠道优势、教研与管理能力仍在，看好K9业务的恢复弹性。积极关注在线教育龙头高途，线上业务持续增长，线下模式摸索打开想象空间。积极关注A股K12教培龙头学大教育，显著受益格局优化。积极关注华南地区K12教培龙头卓越教育集团、思考乐教育，同享行业贝塔。

表23：K12 教培行业重点关注公司估值表

代码	简称	股价	EPS (美元/元)			PE (倍)			评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
9901.HK	新东方-S	75.15	0.11	0.23	0.33	35	42	29	推荐
TAL.N	好未来	11.86	-0.21	-0.09	0.16	—	—	77	—
000526.SZ	学大教育	60.05	0.09	1.21	1.76	193	51	35	—
GOTU.N	高途	6.98	0.05	-0.04	0.05	320	—	948	—
3978.HK	卓越教育集团	3.22	0.07	0.08	0.14	13	35	19	—
1769.HK	思考乐教育	4.46	0.10	0.19	0.26	14	24	17	—

资料来源：同花顺 iFinD，彭博，民生证券研究院预测；

注：股价为 2024 年 3 月 22 日收盘价，新东方-S、卓越教育集团、思考乐教育股价为港币，好未来、高途股价为美元；未覆盖港股/美股公司数据分别采用 iFinD/彭博一致预期；新东方-S、好未来数据为 FY2023、FY2024E、FY2025E，新东方-S 财年截止日期为 5 月 31 日，好未来财年截止日期为 2 月 28 日；高途已经披露 2023 年年报，因此此处数据为 2022A、2023A、2024E；汇率取 1USD=7.2CNY，1HKD=0.92CNY

10 风险提示

1) 政策趋严。近期校外培训领域新政策频出，整体基调维持保护合法、打击违法，将校外培训定位为学校教育的有益补充，并且管理细则不断理清，政策环境持续改善。但若后续相关政策出现收紧，例如取消非学科牌照发放、严格管理非学科教学内容等，则可能对相关企业业务发展造成不利影响。

2) 新业务拓展不及预期。“双减”后，K12 教培企业纷纷停止或剥离义务教育阶段学科类校外培训，开拓非学科培训、学科类非培训（例如销售学习机智能硬件、开发 AI 课程等）业务。新业务的前期投入包括开新网点、教学内容研发、AI 及软件开发、硬件供应链投资等，花费较多资金，若新业务的技术研发、产品开发、市场拓展等进展不佳，则可能影响企业盈利水平。

3) 行业竞争加剧。非学科培训、智能硬件等领域成为教培行业新热点，存量机构业务拓展速度加快，同时跨界参与者逐渐变多，若企业核心竞争力不够强，竞争加剧可能导致盈利能力恶化、市场份额下降等。

4) 产品质量下滑。教培企业核心能力在于提供优质的教育产品与服务，这与企业的教研能力有关。近两年行业非学科课程、智能硬件等新品众多，若产品不够优质，业务拓展速度过快，出现产品及服务质量下滑等问题，可能对公司口碑和业务发展造成不利影响。

11 附录：重要政策原文摘录

11.1 《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》原文摘录

表24：2022 年 12 月 28 日教育部等十三部门《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》原文摘录

政策内容	
指导思想	 全面规范非学科类培训，使其成为学校教育的有益补充 ，进一步减轻学生过重校外培训负担，促进学生全面发展和健康成长。
总体要求	坚持服务育人。坚持社会主义办学方向，强化非学科类培训的公益属性，着眼提高培训质量，推动其为学生发展兴趣特长、拓展综合素质发挥积极作用。
	坚持问题导向。综合运用行政、经济、法律手段，着力破解在标准、价格、安全、质量等方面的突出问题，加强政策宣传解读，提升校外培训治理水平，切实回应人民群众急难愁盼。
	坚持内外联动。统筹校内与校外，强化学校教育主阵地作用，落实德智体美劳全面发展要求，增加非学科类学习供给，同步深化非学科类培训治理，更广泛地满足学生多样化需求。
	坚持部门协同。针对非学科类培训行业属性突出、种类繁多等特点，健全在地方党委和政府统一领导下，各部门齐抓共管、高效联动、密切配合的协作机制，形成治理合力，提升治理效能。
工作目标	到 2023 年 6 月底，各地非学科类培训政策制度体系基本建立，常态化监管机制基本健全，群众反映强烈的突出问题得到基本解决。 到 2024 年，非学科类培训治理成效显著，家庭支出负担有效减轻，非学科类培训成为学校教育的有益补充，人民群众对教育的满意度明显提升。
制定设置标准	各地要区分体育、文化艺术、科技等类别培训机构，明确相应主管部门。省级主管部门要结合本地实际，牵头制定相应类别线上和线下培训机构的基本设置标准。省域内各地市线下培训机构情况差距大的，可由省级主管部门提出底线要求，授权地市级主管部门在此基础上制定细化标准，并向省级主管部门备案。
明确设置标准	各地非学科类培训机构标准必须达到以下基本要求。在培训场所条件方面，必须符合国家关于消防、住建、环保、卫生、食品经营等法律法规及政策要求。在师资条件方面，所聘从事培训工作的人员必须具备体育、文化艺术、科技等相应类别的职业（专业）能力（具体由省级以上主管部门明确）或具有相应类别的教师资格证，不得聘用中小学在职在岗教师（含民办中小学在职在岗教师），聘用外籍人员须符合国家有关规定。在运营条件方面，必须有规范的章程和相应的管理制度。线上机构还应符合网络安全有关标准。
全面对标整改	各地要对照非学科类培训机构设置标准，对现有机构进行全面排查，不符合设置标准的要对标整改。对 2023 年 6 月底前仍不能完成整改的培训机构依法依规严肃处理。
发布清单目录	各地要细化并公布各行业培训类别的清单目录，并根据新出现的培训类型，及时进行动态调整。对于同时开展多个类别培训等情形，要明确主要监管部门及相关配合部门。教育行政部门要强化统筹协调，避免出现监管盲点。
严格准入流程	各地根据《中华人民共和国民办教育促进法》及有关规定，进一步完善非学科类培训机构管理程序。非学科类线上培训机构须依法取得省级有关主管部门的行政许可后，再依法进行法人登记，并向所在地省级电信主管部门履行互联网信息服务核准手续。非学科类线下培训机构须取得县级有关主管部门的行政许可后，再依法进行法人登记；跨县域开展线下培训的，要依法按要求在每个县域取得有关主管部门的行政许可。对于经营多种非学科类业务的机构，可由主要监管部门牵头，实行部门联合审核。

规范日常运营	规范培训内容及时间	非学科类培训内容应与培训对象的年龄、身体素质、认知水平相适应，符合身心特点和教育规律，满足学生多层次、多样化学习需求， 不得开设学科类培训相关内容 。全面落实《中小学生校外培训材料管理办法（试行）》， 加强对培训材料的全流程管理 ，强化对培训材料的审核、备案管理和抽查巡查，确保培训正确方向。培训时间不得与当地中小学校教学时间相冲突， 线下培训结束时间不得晚于 20:30，线上培训结束时间不得晚于 21:00。
	加强收费管理	非学科类培训机构要坚持公益属性，遵循公平、合法、诚实信用的原则，根据培训成本、市场供需等因素，合理确定收费项目和标准，控制调价频率和幅度，并报送主管部门。各地可探索通过建立价格调控区间、发布平均培训成本等方式，引导培训机构合理定价。 培训机构收费应当实行明码标价，培训内容、培训时长、收费项目、收费标准等信息应当向社会公开，接受社会监督。 禁止虚构原价、虚假优惠折价等任何形式的价格欺诈行为。各地要建立健全非学科类培训市场监管体系，重点加强对体育、艺术及中小学生广泛参与的其他非学科类培训收费的监测。
	强化预收费监管	非学科类培训机构培训收费实行指定银行、专用账户、专款管理。培训机构收费应全部进入本机构收费专用账户，不得使用本机构其他账户或非本机构账户收取培训费用，收费账户应向社会公开。面向中小学生的非学科类培训不得使用培训贷方式缴纳培训费用。鼓励培训机构采取先提供培训服务后收费方式运营，采取预收费方式的，培训机构预收费应全额纳入监管范围，各地根据工作需要，采取银行托管、风险保证金的方式，对培训机构预收费进行风险管控。培训机构在主管部门遴选指定的银行范围内，选择确定监管银行，签订监管协议并向主管部门备案，开立预收费资金托管专用账户或风险保证金专用账户，将预收费资金与其自有资金分账管理。 培训机构不得一次性收取或以充值、次卡等形式变相收取时间跨度超过 3 个月或 60 课时的费用，且不得超过 5000 元。 培训机构应按照主管部门的监管要求，主动报送或授权托管银行推送有关资金监管账户、大额资金变动、交易流水等信息。要明确非学科类培训机构境内外上市标准和程序，严格把关，做好监管和引导，防止野蛮生长。培训机构融资及收入应主要用于培训业务经营。全面使用《中小学生校外培训服务合同（示范文本）》（2021 年修订版），明确培训项目、培训要求、培训收退费及违约责任、争议处理等内容，保护群众合法权益。
	强化安全管理	线下培训场所要配备符合相关技术标准的音视频监控设备，确保教室、户外活动场地、活动室、周边等场所无死角，设置明显提示性标识，并应具备与公安、教育等部门实时联网的接口。.....
加强日常监管	健全执法机制	教育行政部门要加强对非学科类培训综合执法、联合执法、协作执法的组织协调，各有关部门要依法严肃查处资质不全、打擦边球开展学科类培训、不正当价格行为、虚假宣传、存在安全隐患、影响招生入学秩序等违法违规行为。.....定期梳理群众反映强烈的突出问题，适时部署集中专项整治，及时通报非学科类培训违法违规典型案例，形成警示震慑。
	推进信息化管理	各地要将非学科类培训机构全部纳入全国校外教育培训监管与服务综合平台（以下简称监管平台）统一管理，同步完成注册登录，按时接受年检年审，开展信息伴随式采集，确保机构无遗漏、数据全采集、信息摸准确。.....
	促进行业自律	各地要指导校外培训相关行业协会建立健全行业经营自律规范、职业道德准则和行业性惩戒机制等，推动培训机构诚信经营、公平竞争，着力规范行业秩序。鼓励行业协会制定相关行业服务标准，提升服务质量。支持行业协会发挥在纠纷处理、权益保护、行业信用建设等方面的作用，促进行业规范运行。
做好配套改革	强化学校教育主阵地作用	各地各校要加快构建“双减”背景下德智体美劳全面培养的教育体系，坚持减轻负担与提质增效并重，整体提升学校育人水平，促进学生学习更好回归校园。.....
	健全非学科类培训机构进校园监管机制	各地根据需求可以适当引进非学科类培训机构参与学校课后服务。 要坚持公益性原则，由教育行政部门会同发展改革等相关部门按照政府采购法律制度规定，在监管平台的白名单中确定允许引进的培训机构，形成培训机构和服务项目名单及引进费用标准，加强日常监管并建立动态调整机

		制。引进费用标准要通过招标等竞争性方式确定，并要明显低于培训机构在校外提供同质培训服务的收费标准。……
	深化考试评价改革	各地各校要全面落实学前教育、义务教育和普通高中教育质量评价指南，健全以发展素质教育为导向的质量评价体系。改进体育、艺术中考测试内容、方式和计分办法，扭转片面应试教育倾向，切实加强过程性考核，逐步实现考试成绩等级呈现，弱化选拔功能，注重对学生运动习惯和艺术素养的培养。严格招生工作纪律，不得将非学科类校外培训结果与大中小学招生入学挂钩。规范并减少面向中小学生的体育、文化艺术、科技类考级活动，各类考级和竞赛的等级、名次、证书等，除另有规定外，不得作为体育艺术科技特长测评、招生入学的依据。
	全面系统部署	各地要在党委和政府统一领导下，切实提高思想认识，将规范非学科类培训作为重大民生工程，列入重要议事日程，研究制定工作方案，摸清底数，明确时间表、路线图、任务书，倒排工期、挂图作战，压紧压实责任。……全国“双减”工作试点城市要发挥示范引领作用，敢于先行先试，探索有益经验。
加强组织	明确部门分工	各地教育行政部门要充分发挥“双减”工作专门协调机制作用，加强统筹协调，与相关部门对非学科类培训共同进行日常监管，指导学校做好教育教学工作；体育、文化和旅游、科技等部门重点做好制定行业标准、日常监管等工作；发展改革部门会同教育行政等部门重点做好收费政策制定等工作；民政部门重点做好非营利性非学科类培训机构违反相关登记管理规定的监管工作；市场监管部门做好营利性非学科类培训机构登记、价格行为、广告宣传等方面的监管工作；人民银行、银保监、证监部门指导金融机构配合教育行政部门等主管部门做好预收费管理和上市融资管控等工作；网信、电信主管部门配合做好线上机构监管工作；有关行业协会、群众团体、科研院所等要发挥专业支撑作用，开展监测评估研究，充分利用行业资源助力中小学校开展学生实践和教师培训活动。
	强化督导和宣传工作	国务院教育督导委员会办公室将加强对各地政府的督导考核力度，定期对各地规范非学科类培训进展情况进行通报。教育部与相关部门将适时开展明查暗访，加强针对性指导。各地要加强对规范非学科类培训的督导评估，建立问责机制，对责任不落实、措施不到位、群众反映强烈的地方及相关责任人进行严肃问责。要通过多种途径加强政策解读，及时总结经验做法，做好宣传推广，营造良好氛围。

资料来源：教育部，民生证券研究院

11.2 《校外培训行政处罚暂行办法》原文摘录

表25：2023年9月12日教育部《校外培训行政处罚暂行办法》原文摘录（2023年10月15日起施行）

方面	条例内容
总则	第二条 自然人、法人或者其他组织面向社会招收3周岁以上学龄前儿童、中小學生，违法开展校外培训，应当给予行政处罚的，适用本办法。
	第三条 实施校外培训行政处罚，应当遵循公正、公开的原则，坚持处罚与教育相结合、宽严相济，做到事实清楚、证据确凿、依据正确、程序合法、处罚适当。
	校外培训行政处罚的种类包括：
	第五条 （一）警告、通报批评；（二）罚款、没收违法所得、没收非法财物；（三）责令停止招收学员；（四）责令停止举办；（五）吊销许可证件；（六）限制从业；（七）法律、行政法规规定的其他行政处罚。
实施机关、管辖和适用	第八条 对线下校外培训违法行为的行政处罚，由违法行为发生地县级人民政府校外培训主管部门管辖。 违法行为发生地与机构审批地不一致的，机构审批地有关部门应当依法予以协助。
	第九条 对经审批的线上校外培训机构违法行为的行政处罚，由机构审批机关管辖；对未经审批进行线上校外培训活动的行政处罚，由违法主体所在地省级人民政府校外培训主管部门管辖。
	违法行为发生地省级人民政府校外培训主管部门先行发现线上校外培训违法线索或者收到投诉、举报的，也可以进行管辖，机构审批地或者违法主体所在地校外培训主管部门应当依法予以协助。
	第十七条 自然人、法人或者其他组织 未经审批开展校外培训 ，同时符合下列条件的，构成擅自举办校外培训机构，由所在地县级人民政府校外培训主管部门会同同级公安、民政或者市场监督管理等有关部门 责令停止举办、退还所收费用，并对举办者处违法所得一倍以上五倍以下罚款 ：（一）线下培训有专门的培训场所，线上培训有特定的网站或者应用程序；（二）有2名以上培训从业人员；（三）有相应的组织机构和分工。
	第十八条 自然人、法人或者其他组织 变相开展学科类校外培训 ，尚不符合本办法第十七条规定条件，有下列情形之一的，由所在地县级以上人民政府校外培训主管部门会同其他有关部门 责令改正，退还所收费用，予以警告或通报批评；情节严重的，处5万元以下罚款；情节特别严重的，处5万元以上10万元以下罚款 ：
违法行为和法律责任	（一）通过即时通讯、网络会议、直播平台等方式有偿开展校外培训的；（二）利用居民楼、酒店、咖啡厅等场所组织开展“一对一”“一对多”等校外培训的；（三）以咨询、文化传播、素质拓展、竞赛、思维训练、家政服务、家庭教育指导、住家教师、众筹私教、游学、研学、冬夏令营、托管等名义有偿开展校外培训的；（四）其他未经审批开展学科类校外培训，尚不符合本办法第十七条规定条件的。
	第十九条 自然人、法人或者其他组织知道或者应当知道违法校外培训活动的情况存在，仍为其开展校外培训提供场所的，由县级以上人民政府校外培训主管部门会同其他有关部门 责令限期改正 ；逾期拒不改正的，予以警告或者通报批评。
	网络平台运营者知道或者应当知道其用户通过即时通讯、网络会议、直播平台等方式违法开展线上校外培训，仍为其提供服务的，适用前款规定处理。
	第二十条 校外培训机构 超出办学许可范围 ，有下列行为之一的，由县级以上人民政府校外培训主管部门或者其他有关部门 责令限期改正，并予以警告；有违法所得的，退还所收费用后没收违法所得；情节严重的，责令停止招收学员、吊销许可证件 ：
	（一）线下培训机构开展线上校外培训的，但是以现代信息技术辅助开展培训活动的除外；（二）线上培训机构开展线下校外培训的；（三）非学科类培训机构开展学科类校外培训的；（四）学科类培训机构开展非学科类校外培训的；（五）其他超出办学许可范围开展培训活动的。
	第二十一条 校外培训机构 违反法律、行政法规和国家有关规定开展培训活动 ，有下列行为之一的，由县级以上人民政府校外培训主管部门或者其他有关部门 责令限期改正，并予以警告；有违法所得的，退还所收费用后没收违法所得；情节严重的，责令停止招收学员、吊销许可证件 ：

（一）违背国家教育方针，偏离社会主义办学方向，阻碍国家教育制度实施的；（二）培训内容违反法律法规和国务院校外培训主管部门有关规定，影响未成年人身心健康的；（三）超前超标开展学科类培训的；（四）培训时间违反法律法规和国务院校外培训主管部门有关规定的；（五）其他违反法律、行政法规和国家有关规定开展培训活动的。校外培训机构有前款第（一）（二）项规定行为的，从重处罚。

校外培训机构**管理混乱**，有下列行为之一的，由县级以上人民政府校外培训主管部门或者其他有关部门**责令限期改正，并予以警告；有违法所得的，退还所收费用后没收违法所得；情节严重的，责令停止招收学员、吊销许可证件：**

第二十二
条

（一）与中小学联合招生等违反规定招收学员的；（二）校外培训机构从业人员的聘任与管理违反法律、法规和国务院校外培训主管部门有关规定的；（三）校外培训机构收费价格、收费行为、预收费管理等违反法律法规和国务院相关部门有关规定的；（四）线上校外培训包含与培训无关的网络游戏内容及链接的；（五）线上校外培训未按照国务院校外培训主管部门有关规定留存培训内容、培训数据、直播培训影像的；（六）校外培训机构违法违规发布广告的；（七）其他管理混乱严重影响教育教学的。校外培训机构有前款第（一）项规定行为的，从重处罚。

第二十三
条

校外培训机构擅自组织或者参与组织面向 3 周岁以上学龄前儿童、中小学生的社会性竞赛活动，由县级以上人民政府教育行政部门会同其他有关部门责令改正，退还所收费用，予以警告或者通报批评；情节严重的，处 5 万元以下罚款；情节特别严重的，处 5 万元以上 10 万元以下罚款。

资料来源：教育部，民生证券研究院

11.3 《校外培训管理条例（征求意见稿）》原文摘录

表26：2024年2月8日《校外培训管理条例（征求意见稿）》原文

条例内容	
第一条	为规范校外培训活动，提高校外培训质量，满足多样化的文化教育需求，促进青少年健康成长，根据教育法、义务教育法、民办教育促进法、未成年人保护法等法律，制定本条例。
第二条	本条例所称校外培训是指学校教育体系外，面向社会开展的，以中小学生和3至6岁学龄前儿童为对象，以提高学业水平或者培养兴趣特长等为主要目的，有组织或系统性的教育培训活动。 校外培训工作坚持中国共产党的领导。
第三条	校外培训贯彻国家的教育方针，落实立德树人根本任务，遵循公益性原则，促进素质教育的实施，成为学校教育的有益补充。
第四条	校外培训按照学科类和非学科类实行分类管理。 具体分类办法由国务院教育行政部门会同科技、文化和旅游、体育等部门规定。 县级以上各级人民政府建立校外培训协调机制，加强工作统筹。 国务院教育行政部门负责全国校外培训工作的统筹规划、综合协调、宏观管理和调控规模结构。 县级以上地方各级人民政府教育行政部门主管本行政区域内的校外培训工作。
第五条	国务院科技、文化和旅游、体育等部门是相应领域校外培训的行业主管部门，制定相关标准和资质，实施行业管理，开展专业指导。县级以上地方各级人民政府科技、文化和旅游、体育及其他有关部门分别负责有关校外培训的行业管理工作。 国务院和地方其他有关部门在职权范围内，分别负责校外培训有关方面的管理工作。
第六条	开展校外培训活动，应当依法取得相应的校外培训办学许可，具备法人条件。 面向义务教育阶段的学科类校外培训机构，应当登记为非营利性法人。 校外培训办学许可由县级以上人民政府教育行政部门审批。利用互联网技术在线开展校外培训活动的，由省级人民政府教育行政部门审批。非学科类校外培训办学许可，在向教育行政部门申请许可前，应当报同级行业主管部门审核同意。涉及多个部门的，应当分别报相关行业主管部门审核同意。
第七条	校外培训机构应当具有良好的信用状况以及与实施培训活动相适应的组织结构、从业人员、经费、场地和设施、管理制度等条件。 校外培训机构的名称应当载明“培训”字样。
第八条	学科类校外培训机构的教学和教研人员，应当取得教师资格。非学科类培训机构的教学和教研人员，应当取得相应的专业资质。 幼儿园、中小学在职教师、教研人员不得从事校外培训活动。
第九条	校外培训使用的材料，应当报审批机关备案。其中，实施非学科类校外培训的，应同时报送行业主管部门备案。
第十条	校外培训应当安排在培训所在地中小学教学时间之外的时间， 不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假组织义务教育阶段学科类培训。 省级人民政府教育行政部门可以会同行业主管部门对培训时长、时段等作出具体规定。
第十一条	校外培训机构不得组织或参与组织面向中小学生的等级考试、竞赛，不得公布培训对象的学业成绩和排名。 幼儿园、中小学不得将参加校外培训或者培训结果作为招生的依据。
第十二条	面向义务教育阶段学生实施的学科类校外培训，应当依法实行政府指导价管理，由省级人民政府制定收费管理办法。其他校外培训的收费价格，应当报审批机关备案。 校外培训机构融资及收取的费用，应当主要用于培训业务活动、改善培训条件和保障员工待遇。
第十三条	校外培训机构采用预收费方式收取费用的，应当将预收费用纳入监管。具体办法由省级人民政府教育行政部门会同同级有关部门制定。

- 第十四条** 国务院教育行政部门会同有关部门建立统一的全国校外培训监管服务平台。校外培训机构应当及时填报、更新相关信息，保证信息真实准确。校外培训机构应当与培训对象或其监护人签订合同，应当使用国务院教育行政部门制定的培训合同标准文本并在全国校外培训监管服务平台登记备案。
- 第十五条** 县级以上人民政府教育、科技、文化和旅游、体育等部门会同市场监管部门健全联合执法机制，加强对校外培训的日常监管。
- 第十六条** 教育行政部门、行业主管部门及其他有关部门应当依法开展校外培训执法工作，在调查过程中可以采取检查、询问、查阅或复制相关材料，先行登记保存以及法律、法规规定的其他措施。
- 第十七条** 违反本条例及相关法律、法规规定，存在擅自开展校外培训、变相开展学科类校外培训、超出许可范围培训、管理混乱、违规组织竞赛等行为的，依照教育法、民办教育促进法、民办教育促进法实施条例等法律、法规及规章规定予以处罚。
- 第十八条** 鼓励、支持少年宫、科技馆、博物馆等各类校外场馆（所）开展校外培训，丰富课程设置、扩大招生数量，满足合理校外培训需求。
- 第十九条** 县级以上地方人民政府应当完善经费保障机制，通过多种方式，引入质量高、信用好的非学科类校外培训机构参与学校课后服务，满足学生多样化需求。
- 第二十条** 本条例自 年 月 日起施行。

资料来源：教育部，民生证券研究院

插图目录

图 1: 教育行业的分类.....	3
图 2: 2022 全国各级各类学历在校生数.....	5
图 3: 全国各级学历毛入学率 (最新)	5
图 4: 2022 全国各级各类学校数.....	6
图 5: 2022 全国各级各类专任教师数.....	6
图 6: 2022 全国教育经费总投入.....	6
图 7: 全国教育经费支出结构.....	6
图 8: 2021 年 1 月 1 日至今重点 K12 教培标的股价的累计涨跌幅.....	7
图 9: 2022 年 1 月 1 日至今重点 K12 教培标的股价的累计涨跌幅.....	8
图 10: 2000 年以来国家针对“教育减负”的动作.....	9
图 11: 2021 年国家针对校外培训机构的管理态度.....	10
图 12: 2023 年以来民办教育协会第一次辟谣.....	13
图 13: 2023 年以来民办教育协会第二次辟谣.....	13
图 14: 国内教培行业发展历程.....	15
图 15: 国内在线教育发展历程.....	15
图 16: 2001-2021 上半年 K12 教培企业增量.....	16
图 17: 2016-2021 上半年 K12 教培企业注销数量.....	16
图 18: K12 教培市场班型变迁.....	16
图 19: K12 教培市场主流班型演变逻辑.....	17
图 20: 2016-2020 年 K12 教培市场规模及增速.....	18
图 21: 2016-2020 年 K12 学科培训市场规模及增速.....	18
图 22: 2016-2020 年 K12 素质教育市场规模及增速.....	18
图 23: 2016-2021eK12 在线教育市场规模及增速.....	18
图 24: 2016-2021eK12 教培线上化率.....	18
图 25: “双减”前后全国中小学校校外学科补习参与率.....	21
图 26: 2024 年线下 K12 教培机构主要提供的课程.....	21
图 27: 上海地区主要的 K12 教培品牌 (2024.3)	21
图 28: 上海地区头部 K12 连锁教培机构份额测算.....	21
图 29: “双减”前全国教培机构数量.....	24
图 30: 2019 年全国学科类教培机构绝对数分布.....	24
图 31: 2019 年全国每千人中小学生拥有的连锁型学科类培训机构数.....	24
图 32: 2019 年全国每千人中小学生拥有的学科类培训机构数.....	24
图 33: FY2017-FY2021 两大龙头收入增速跑赢行业.....	26
图 34: FY2017-FY2021 两大龙头市占率持续提升.....	26
图 35: 2023 年申请校外培训办学资质的一般流程.....	28
图 36: 2022 年 12 月 28 日教育部等十三部门《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》中关于非学科校外培训机构主管部门的规定.....	29
图 37: 以新东方、高途的利润表为例, 看线下和在线教培盈利模型差异.....	30
图 38: FY2006-FY2023 新东方、好未来销售费率.....	31
图 39: 2016-2020 年代表性 K12 培训机构获客成本.....	31
图 40: 2020 年 K12 在线大班机构各学段新用户 LTV 预测.....	33
图 41: 2020 年各级城市线下机构单位课时价格区间.....	33
图 42: 2017-2023 年高途的获客成本与销售费用 ROI 情况.....	34

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: A/H/美股教育公司一览 (因多数公司 2023 年报未披露, 财务数据取 2022 年度数据; 单位: 亿人民币)	4
表 2: “双减”政策的主要方面.....	10
表 3: “双减”政策中涉及校外培训的表述.....	11

表 4:	2021 年 7 月-2022 年 6 月《“双减”意见》和若干配套文件的“1+N”政策制度体系逐步完善	12
表 5:	2022 年 12 月 28 日教育部等十三部门《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》原文摘录	13
表 6:	全国分城乡中小学生校外补习班/兴趣班参与率	19
表 7:	全国分城乡中小学生平均校外补习支出	20
表 8:	商业公司和个人举办的补习班的参与率	20
表 9:	2022 年全国多地 K9 学科类校外培训政府指导收费标准 (元/课时)	22
表 10:	K12 教培上市企业成立时间与营收/市值规模	23
表 11:	2019 年中国 K12 线下教培市场参与者五大类型	25
表 12:	2019 年/FY2019 中国主要的 K12 线下培训机构的直营网点、营收、入学人次情况	25
表 13:	2020 年中国主要的 K12 在线培训机构营收、付费人次情况	27
表 14:	全国学龄前/义务教育/高中学段校外教培机构数量 (统计于 2024 年 3 月 17 日)	27
表 15:	K12 教培企业最新的网点情况, 以及“双减”前后对比	29
表 16:	K12 培训机构市场推广及招生方式汇总	31
表 17:	线下教培机构单店模型估算	32
表 18:	2023 年重点 K12 教培机构非学科课程价格 (元/课时)	33
表 19:	重点 K12 教培上市公司“双减”前后业务变化	35
表 20:	2022 年以来教培行业重点公司单季度营收情况 (更新于 2024 年 3 月 19 日, 单位: 百万美元/百万元)	36
表 21:	2022 年以来教培行业重点公司单季度利润率情况 (更新于 2024 年 3 月 19 日, 单位: 百万美元/百万元)	37
表 22:	2022 年以来教培行业重点公司单季度经营活动现金流净额情况 (单位: 百万元)	38
表 23:	K12 教培行业重点关注公司估值表	39
表 24:	2022 年 12 月 28 日教育部等十三部门《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》原文摘录	41
表 25:	2023 年 9 月 12 日教育部《校外培训行政处罚暂行办法》原文摘录 (2023 年 10 月 15 日起施行)	44
表 26:	2024 年 2 月 8 日《校外培训管理条例 (征求意见稿)》原文	46

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026