

教育

行业评级 强于大市（首次评级）

2024年6月8日

教育行业深度： 政策为先需求刚性，积极转型重回扩张期

证券分析师：

赵雅楠 执业证书编号：S0210524050007

来舒楠 执业证书编号：S0210523040002

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

- **适龄人口决定行业长期规模。**教育行业细分赛道众多，人口走势决定行业规模上限，以历史出生人口预计幼儿园/小学/初中/高中适龄人口分别于2021/2024/2030/2033年开始下降。其中早教/素质教育/高中学科培训/就业类培训/企业培训/民办K12学校/中等职业学校/民办高教均为千亿以上规模市场。其中K9课外培训市场受双减政策影响后积极转型创新，我们预计2024年K9课外培训行业规模为3335亿元，未来3年/5年CAGR仍处于16%/13%的较高增速。2023年至今7支教育行业个股实现翻倍以上涨幅。
- **政策清晰化保障稳定运营环境。****双减：**2021年7月双减政策发布以来减负理念不变，执行层面逐渐规范，涉及资金管制、培训内容备案与监督、广告宣传、营业时间、价格指导等多方面管制。针对违规机构的处罚与合规牌照的新增并存，持续印证双减不是禁止而是引导行业走向规范化发展。**民促法：**限制K9学历学校的并购及关联交易，未限制高中及高教，其中民办高中选营落地进展领先。
- **教育培训供给大幅收缩，刚需性及客户流量池领先，属于教育子赛道中最为优异的投资选择。**供需结构及龙头运营效率优化，新东方网点数仅恢复至高峰期55%的前提下，FY24Q3单季度营收已超越双减前同期，毛利率接近双减前同期，主要系单用户LTV提升，禁止广告带来获客成本降低，薪酬及租金优化带来运营成本费用下降。由于教培地域及人群需求差异大，2019年CR2仅6.3%格局高度分散。双减及疫情打击下盈利模型欠佳的中型机构大量出清；部分小机构在经营环境回暖后复苏，但相比龙头丰富的产品体系、完备的组织架构、持续创新的OMO模式，很难形成规模效应。展望后续，由于牌照发放相对谨慎，头部机构在政府和学生双角度的信任度更优，因此无论是从产能供给增长还是市场需求匹配的角度，我们认为龙头都将继续维持优势，竞争不会大幅加剧。
- **非学历职业教育当前就业环境下首选高考及企业培训。**高考招录培训需求驱动主要来源于毕业生人数增长，就业形势倒逼高考需求强劲，60年代婴儿潮退休释放岗位供给，保就业下公务员事业编岗位扩招，报考人数×参培渗透率推升参培规模。格局三足鼎立。
- **学历教育选营推进速度高中优于高教。**民促法后，素质教育阶段禁止兼并收购、协议控制、关联交易，高中及高等教育阶段则允许。实际执行层面，高中选营落地进展快，优质民办高中高速发展；高教选营进展较慢。
- **投资建议：**从政策、竞争、商业模式等维度选择优先级：教培>职教>学历。**教育培训：**K12教培监管边界日益清晰，需求相对刚性，供给大幅出清，留存的全国龙头和区域龙头都在重回扩张阶段。行业创新成果已获认可，在监管规则下形成新的平衡。优先推荐【新东方】绝对龙头。建议关注【学大教育】【好未来】【卓越教育集团】【思考乐教育】。**高考招录：**就业环境倒逼考公需求，竞争加剧推升参培率。优先推荐【粉笔】。建议关注【华图山鼎】【中公教育】。**职业教育：**就业类职教短期受压制，企业培训需求旺盛。优先推荐【行动教育】。**学历教育：**民办高中选营落地进展领先；民办高教低估值，港股红利税减免直接利好，优选基本面稳健及分红稳定的龙头。建议关注【天立国际控股】【中教控股】【中国科培】【新高教集团】【中国春来】。
- **风险提示：**监管政策再度趋严，宏观经济影响培训需求，考试缩招或改革，行业竞争加剧，负面舆论风险。

目 录

- 1. 赛道总览：规模及商业模式对比
- 2. 政策梳理：双减及民促法影响几何
- 3. 教育培训：供需错配，剩者为王
- 4. 职业教育：公考三足鼎立，就业类强 β
- 5. 学历教育：高中选营进度领先
- 6. AI+教育：内容+AI助力学习机市场扩容
- 7. 投资建议
- 8. 风险提示

➤ 教育行业主要可分为教育培训、非学历职业教育、学历教育赛道

中国教育行业图谱（规模均为2023年预测值）

教育培训

早教 3299亿元	素质教育 7152亿元	高中学科培训 2038亿元	考研培训 211亿元	留学培训 202亿元
--------------	----------------	------------------	---------------	---------------



非学历类职业教育

公考培训 387亿元	IT/烹饪/汽修等就业类培训 1809亿元	企业培训 2733亿元
---------------	--------------------------	----------------



学历教育

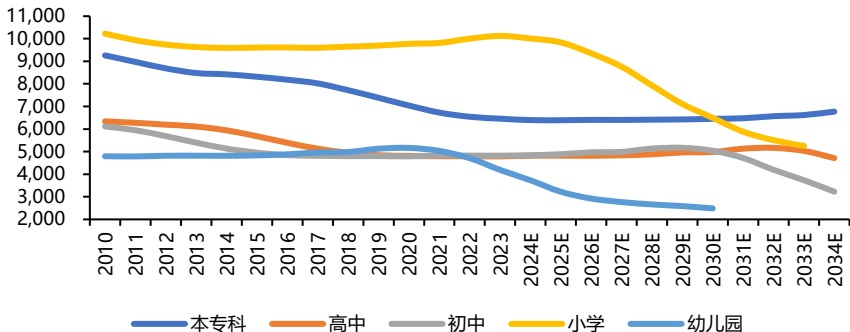
民办K12学校 7137亿元	国际学校 670亿元	中等职业学校 2850亿元	民办高教 1849亿元
-------------------	---------------	------------------	----------------



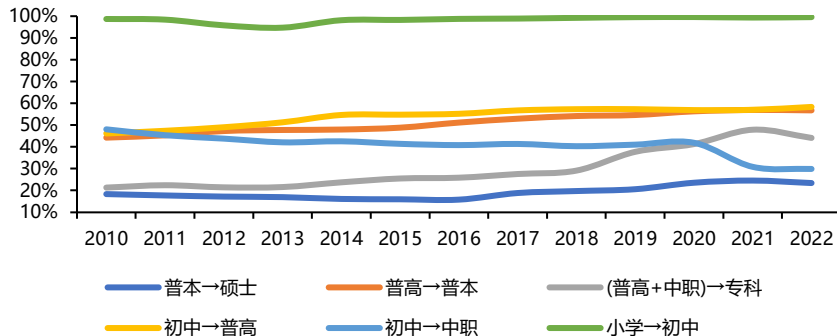
小学及以下阶段适龄人口已进入下降通道

- 幼儿园适龄人口自2021年起开始大幅下降，小学阶段适龄人口预计2024年开始下降，初中阶段适龄人口2030年开始下降，高中阶段适龄人口2033年开始下降十年内仍将平稳
- 初中→普高、普高→普本升学率均低于60%，K12课外培训及学历类职业教育需求旺盛

中国教育分阶段适龄人口(万人)



中国教育不同阶段升学率



适龄人口(万人)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
18-21岁 本科	9,257	8,968	8,682	8,476	8,417	8,311	8,181	8,016	7,716	7,380	7,036	6,726	6,541	6,456	6,393	6,388	6,403	6,401	6,413	6,423	6,450	6,475	6,566	6,617	6,768
15-17岁 高中	6,339	6,273	6,190	6,107	5,938	5,678	5,389	5,127	4,948	4,839	4,809	4,794	4,795	4,786	4,817	4,819	4,815	4,835	4,879	4,962	4,982	5,128	5,164	5,032	4,711
12-14岁 初中	6,107	5,938	5,678	5,389	5,127	4,948	4,839	4,809	4,794	4,795	4,786	4,817	4,819	4,815	4,835	4,879	4,962	4,982	5,128	5,164	5,032	4,711	4,191	3,730	3,221
6-11岁 小学	10,228	9,936	9,742	9,634	9,595	9,611	9,614	9,601	9,652	9,698	9,777	9,817	10,007	10,126	10,014	9,839	9,355	8,762	7,932	7,111	6,494	5,880	5,505	5,249	
3-5岁 幼儿园	4,795	4,786	4,817	4,819	4,815	4,835	4,879	4,962	4,982	5,128	5,164	5,032	4,711	4,191	3,730	3,221	2,920	2,764	2,659	2,585	2,485				

升学率	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
普本→硕士	18%	18%	17%	17%	16%	16%	16%	16%	19%	20%	21%	24%	23%
普高→普本	44%	45%	47%	48%	48%	49%	51%	53%	54%	55%	56%	57%	57%
(普高+中职)→专科	21%	22%	21%	22%	24%	26%	26%	28%	29%	38%	41%	48%	44%
初中→普高	46%	47%	49%	51%	55%	55%	55%	57%	57%	57%	57%	57%	58%
初中→中职	48%	45%	44%	42%	43%	41%	41%	41%	40%	41%	42%	31%	30%
小学→初中	99%	98%	96%	95%	98%	98%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%

➤ 预计2024年小初阶段校外培训市场规模3335亿元，未来5年CAGR 13%

- 小初阶段校外培训市场环境变化较大，我们测算2024年有望超越双减及疫情前学科培训规模。其中2020年受疫情影响参培率及客单价下降；2021年7月双减落地，2022年行业开始非学科培训创新，转型首年参培率受影响。历史在校人数取自教育部，未来在校人数结合历史出生人数、适龄人口、历史在校/适龄等指标测算。2018-2020年参培人数取自大山教育招股书援引弗若斯特沙利文数据。2019年客单价取自北大调查数据中“补习班”客单价，常规年份假设年化增速4%。

- 其他赛道规模预测详见后文。

小初阶段校外培训市场规模预测（标黄为假设）															
	单位	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	24-27 CAGR	24-29 CAGR
K9课外培训市场规模	亿元	3,027	3,277	2,371	2,714	2,039	2,560	3,335	4,017	4,613	5,163	5,683	6,126		
yoy	%	7.5%	8.2%	-28%	14%	-25%	26%	30%	20%	15%	12%	10%	8%	16%	13%
初中	亿元	1,597	1,730	1,240	1,401	1,152	1,367	1,709	2,030	2,366	2,699	3,120	3,509		
小学	亿元	1,430	1,546	1,131	1,313	887	1,193	1,626	1,987	2,247	2,464	2,563	2,618		
在校人数	万人	14,992	15,388	15,639	15,818	15,821	16,290	16,189	16,043	15,600	14,969	14,212	13,348		
初中	万人	4,653	4,827	4,914	5,018	5,121	5,152	5,173	5,221	5,309	5,331	5,487	5,525		
小学	万人	10,339	10,561	10,725	10,800	10,700	11,139	11,015	10,823	10,291	9,638	8,725	7,822		
参培率	%	26.3%	26.6%	20.0%	22.0%	15.6%	18.5%	23.6%	27.6%	31.3%	34.9%	38.5%	42.1%		
初中	%	36.1%	36.3%	26.9%	28.9%	22.4%	25.4%	30.4%	34.4%	37.9%	41.4%	44.7%	48.0%		
小学	%	21.9%	22.3%	16.9%	18.9%	12.4%	15.4%	20.4%	24.4%	27.9%	31.4%	34.7%	38.0%		
参培人数	万人	3,940	4,100	3,130	3,487	2,469	3,019	3,815	4,432	4,879	5,229	5,476	5,621		
初中	万人	1,680	1,750	1,320	1,448	1,145	1,307	1,571	1,794	2,010	2,205	2,451	2,650		
小学	万人	2,260	2,350	1,810	2,039	1,324	1,713	2,244	2,638	2,869	3,024	3,026	2,971		
客单价	元/人/年	7,683	7,992	7,576	7,783	8,257	8,479	8,741	9,064	9,456	9,873	10,378	10,900		
初中	元/人/年	9,507	9,887	9,393	9,674	10,061	10,464	10,882	11,318	11,770	12,241	12,731	13,240		
小学	元/人/年	6,327	6,580	6,251	6,439	6,696	6,964	7,242	7,532	7,833	8,147	8,473	8,812		
参培率yoy	pct	0.1%	0.4%	-6.6%	2.0%	-6.4%	2.9%	5.0%	4.1%	3.6%	3.7%	3.6%	3.6%		
初中	pct	-0.6%	0.1%	-9.4%	2.0%	-6.5%	3.0%	5.0%	4.0%	3.5%	3.5%	3.3%	3.3%		
小学	pct	0.3%	0.4%	-5.4%	2.0%	-6.5%	3.0%	5.0%	4.0%	3.5%	3.5%	3.3%	3.3%		
客单价yoy	%	3.9%	4.0%	-5.2%	2.7%	6.1%	2.7%	3.1%	3.7%	4.3%	4.4%	5.1%	5.0%		
初中	%	4.0%	4.0%	-5.0%	3.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%		
小学	%	4.0%	4.0%	-5.0%	3.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%		

教育细分赛道市场规模预测															
	单位	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	24-27CAGR	24-29CAGR
招录类职业考培市场规模	亿人民币	261	243	308	305	343	387	430	468	505	543	584	627		
yoy	%	9.2%	-6.9%	26.7%	-1.0%	12.5%	12.8%	11.1%	8.8%	7.9%	7.6%	7.5%	7.4%	8.1%	7.9%
留学培训市场规模	亿人民币	170	188	92	127	174	202	230	259	285	311	337	361		
yoy	%	13%	11%	-51%	38%	37%	16%	14%	13%	10%	9.2%	8.1%	7.1%	10.7%	9.4%
考研市场规模	亿人民币	60	84	112	139	170	211	234	257	282	303	325	346		
yoy	%	39.5%	40.0%	33.3%	24.1%	22.3%	24.1%	10.7%	10.2%	9.6%	7.5%	7.1%	6.6%	9.1%	8.2%
高中培训市场规模	亿人民币	1,620	1,672	1,294	1,798	1,908	2,038	2,213	2,341	2,471	2,618	2,785	2,982		
yoy	%	4.0%	3.3%	-22.6%	39.0%	6.1%	6.8%	8.6%	5.8%	5.6%	6.0%	6.4%	7.1%	5.8%	6.2%

➤ 教培赛道，资产平移、持续高增、转型推进顺利的个股涨幅亮眼

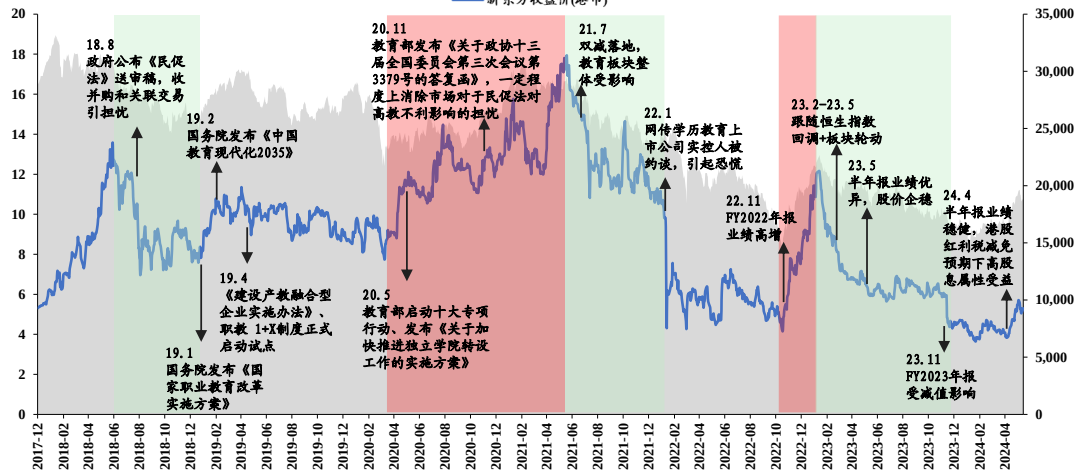
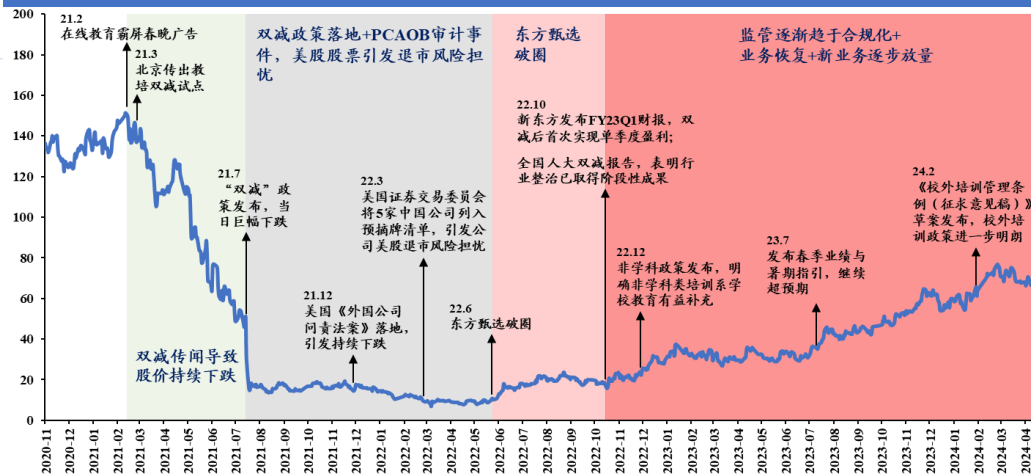
- 2023年初至今7支教育个股实现翻倍以上涨幅

教育个股涨跌幅及总市值

分类	证券简称	2023年初至今涨跌幅	最新总市值(亿人民币)
教育培训	卓越教育集团	265%	27
	学大教育	233%	73
	思考乐教育	208%	25
	高途集团	133%	101
	新东方	120%	898
	新东方-S	109%	898
	好未来	56%	473
	盛通股份	0%	28
	昂立教育	-10%	28
	*ST豆神	-29%	60
非学历职业教育	有道	-30%	32
	华图山鼎	190%	145
	行动教育	71%	54
	传智教育	-51%	34
	中公教育	-61%	112
	中国东方教育	-61%	45
学历教育	粉笔	-62%	88
	天立国际控股	137%	91
	中国春来	40%	52
	科德教育	39%	33
	中汇集团	-26%	25
	凯文教育	-28%	20
	新高教集团	-35%	33
	中教控股	-43%	124
	中国科培	-48%	29
	希教国际控股	-68%	17

注：收盘价截止2023年6月6日

资料来源：，国务院，教育部，美国证券



更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

➤ K12教培商业模式最为优异

- 教育行业子赛道繁多，可通过政策严格程度、刚需性、供给竞争格局、牌照壁垒、扩张速度、客户生命周期等角度，判断商业模式的优异性并决定投资顺序；
- 其中非学科培训及高中学科培训政策逐步明朗，供给大幅收缩，刚需性及客户流量池领先，属于教育子赛道中最为优异的投资选择。

子赛道商业模式对比

		政策层面	刚需性	供给竞争格局	牌照壁垒	扩张速度	客户生命周期
教培	非学科培训	已确立清晰的合规发展方向	刚需 (相对纯学科较弱)	分散	有	较快	长
	高中学科培训	明确合规	刚需	分散	有	稳健	中
非学历职教	公考培训	无限制	刚需	较激烈	无	初期较快， 现行业竞争下降速	短
	企业培训	无限制	刚需 (相对其他赛道较弱)	高度分散	无	较快	短
	就业类职教	无限制	较弱	分散	无	有快速扩张能力， 现就业环境下降速	短
学历类	民办K12学校	禁止K9学校的兼并收购、协议控制、关联交易；不影响高中阶段，且选营落地较快	刚需	分散	有	较慢	长
	民办高教	允许选营、并购、公允的关联交易；但选营落地进展较慢，并购进展受一二级估值倒挂压制，关联交易通道已获得验证	刚需	分散	有	慢	较长

目 录

- 1. 赛道总览：规模及商业模式对比
- 2. 政策梳理：双减及民促法影响几何
- 3. 教育培训：供需错配，剩者为王
- 4. 职业教育：公考三足鼎立，就业类强 β
- 5. 学历教育：高中选营进度领先
- 6. AI+教育：内容+AI助力学习机市场扩容
- 7. 投资建议
- 8. 风险提示

边界愈发清晰，监管逐步规范

- 2021年7月双减政策发布以来，整体思路一脉相承，减轻学生负担理念不变，具体执行层面逐渐规范，涉及资金管制、培训内容备案与监督、广告宣传、营业时间、价格指导及资金监管等多个方面的严格管制。尤其是在义务教育阶段（K9），学科类培训机构受到严格监管，包括不再批准新的K9阶段学科类校外机构，并要求存量机构转为非营利性。针对高中学科培训，从初始文件的“参照执行”逐步过渡到政策口径的合规，而牌照审批未见增量。

K12 教培政策及文件梳理

时间	部门	政策/文件	内容
2021年7月24日	国务院、中共中央办公厅	《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》	坚持从严审批机构： 义务教育阶段（K9）学科类校外培训机构不再新增审批，存量机构统一登记为非营利性；非学科类分类制定标准，严格审批；学科类培训机构一律不得上市融资，严禁资本化运作； 规范培训服务行为： 建立培训内容备案与监督制度；严控学科类培训机构开班时间； 管控培训广告： 限制校外培训广告宣传； 强化培训收费监管： 学科类校外培训收费纳入政府指导价管理；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。
2021年7月28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》	对学科类和非学科类范围界定。学科类： 涉及以上学科国家课程标准规定的学习内容进行校外培训。 非学科类： 体育（或体育与健康）、艺术（或音乐、美术）学科，以及综合实践活动（含信息技术教育、劳动与技术教育）等。
2021年11月8日	教育部	《义务教育阶段校外培训项目分类鉴别指南》	明确了“学科类”项目鉴别依据，即要从 培训目的、培训内容、培训方式、评价方式 等维度，对培训项目进行综合考量。
2022年3月3日	教育部等三部门	《关于规范非学科类校外培训的公告》	规范非学科类校外培训行为，有效防范培训质量不高、价格肆意上涨、存在安全隐患等问题，保护学生及家长合法权益。
2022年10月28日	国务院	《国务院“双减”报告：学科类培训隐形变异难题还需破解》	指出“双减”前后，义务教育阶段 线下学科类培训机构从12.4万家下降至4932家，压减率96%，线上学科类培训机构从263家下降至34家，压减率87% ，“学生校外培训负担有效减轻”， 行业整治已取得阶段性成果。
2022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》	强调并不是要禁止非学科类培训，而是要 加快规范非学科类培训，使非学科类培训尽快回归学校教育的有益补充定位上来 ，满足人民群众多样化需求，加强规范非学科类培训机构准入程序，收费管理，预收费监管和信息化管理等方面。
2023年7月24日	教育部	全国校外教育培训监管与服务综合平台上线	深化校外培训监管，不断巩固学科类培训治理成果，深化非学科类培训监管， 促进校外培训成为学校教育有益补充。 全国校外教育培训监管与服务综合平台已纳入首批10多家白名单的校外培训机构（含线上、线下和学科、非学科）。
2023年8月23日	教育部	《校外培训行政处罚暂行办法》	自2023年10月15日起施行，对自然人、法人或者其他组织擅自举办校外培训机构、自然人、法人或者其他组织变相开展学科类校外培训、擅自组织面向中小学生的社会性竞赛活动等行为制定处罚规定。其中，明确对擅自举办校外培训机构的（小黑班），具有2名以上培训从业人员的，处违法所得一倍以上五倍以下罚款。
2023年9月26日	中国民办教育协会	针对上述《办法》谣言的辟谣	《办法》并非网传的要全面禁止校外培训，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	《校外培训管理条例（征求意见稿）》	界定校外培训学段范围 ，即中小学及3-6学龄前阶段，不包括高中阶段； 明确办学许可证审批流程 ，线下培训机构先由行业主管部门进行界定分类并审核同意，再由政府教育行政部门审批。线上培训机构则由省级人民政府； 规范校外培训机构 ，针对从业人员、机构名称、收费价格、培训时长（义务教育阶段学科类培训不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假假期，且培训时长、时段由地方政府决定）等方面进行规范。 鼓励非学科类校外培训 ，鼓励少年宫、科技馆、博物馆等场所开展校外培训，且支持地方政府引入优质校外培训机构参与学校课后服务。 删除“高中阶段参照执行”的表述。
2024年3月15日	北京市文旅局、北京市教委	《北京市文化艺术类校外培训机构设置标准（试行）》	适用范围： 面向3-6岁学龄前儿童的文化艺术类校外培训机构（音乐、舞蹈、美术、戏曲戏剧、曲艺五类）。机构主要开展目的为培养兴趣爱好、提高艺术素养和综合素质、推进全民艺术普及而进行的非学历类培训。 主要内容： 明确校外培训机构的设置条件，对注册资本、培训场所、党建工作、管理及教学人员、培训材料管理、应急管理和消防安全、财务管理等方面提出了具体要求。

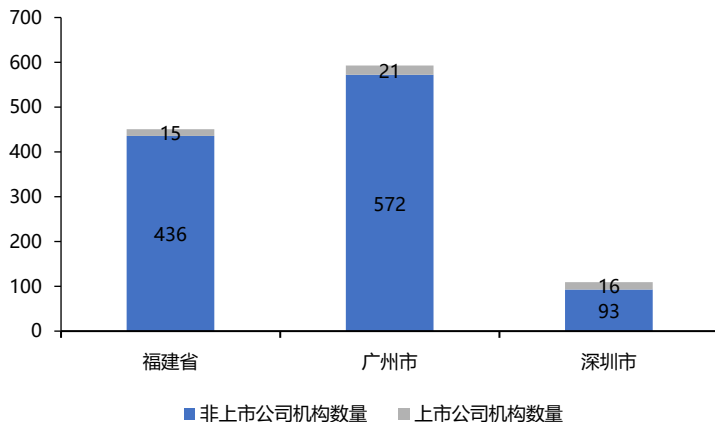
广东政策更加细化，便于合规化从业者理解政策方向

- 各省市具体政策及执行各有不同，其中广东省政策细则相对明确。《广东省非学科类校外培训机构办学许可证流程指引（试行）》规范要求现存非学科类校外机构整改并办理相关许可证。2022年12月1日起，设置一年过渡期。对于已经取得市场监管部门颁发的营业执照（或者在机构编制、民政部门登记注册）的非学科类校外培训机构，继续办学的机构应当在过渡期限内全部完成从业人员、培训材料、场地、消防、党建、财务资金、收费监管等方面的所有材料和现场的合规整改，申请办学许可并取得相应的办学许可证。广东省同时明确了非学科类校外培训机构办学许可证的审批流程，确保教育质量和合规性，包括名称审核、申请提交、受理、审批、公告发布、法人登记六个关键阶段，每阶段都配有详细的操作指引。
- 福建、广州、深圳陆续公布校外培训机构白名单，引导行业选择合规供给，其中福建/广州/深圳分别包含451/ 593/ 109个机构。三地“白名单”中上市公司机构包括新东方15家、好未来6家、学大教育4家、卓越教育6家、思考乐教育16家、昂立教育5家。上市公司具有规模和资源优势，更有能力适应和符合政策要求，其历史积累的品牌力在学生和家长端也更能获得信赖，在逐渐明确的政策环境下保持竞争力，优先受益。

教培机构登记变更流程



三地“白名单”机构中上市公司情况



➤ 对不合规的层面依然严格禁止，对合规的方向给予支持

- 从政策落地以来执行层面的跟踪和观察看，针对违规机构的处罚与合规牌照的新增并存，进一步印证双减不是禁止而是引导行业走向规范化发展。双减两年多至今，政策执行边界逐渐明确，叠加头部机构的转型，在经营层面已形成新的平衡。
- 1) 从近期罚款案例看，对不合规的层面依然严格禁止。“双减”政策初期末端执行力度严格，K9 学科类培训迅速出清或转为非营利性或转至地下。政策逐渐清晰后，明确 K9 非学科类培训&高中培训为合规。非合规校外培训的罚款事件时有发生，但都明确针对无证办学及隐形变异等行为，从监管行为上鼓励培训机构合法、合规运营与展业。
- 2) 从新增牌照看，对合规的方向给予支持。自2023年8月10日起，广东开启线上非学科牌照发放，准许开展中小学体育、文化艺术、科技等非学科类线上培训。

针对非合规校外培训的罚款事件

时间	地点	事件	罚款金额
2023年9月13日	杭州	2023年8月，网红“铁头惩恶扬善”发布视频，举报杭州一新东方学校违规补课。	责令停止办学、退还所收费用，并处违法所得一倍罚款15.4万元
2023年9月15日	无锡	无锡学而思未取得办学许可擅自开展学科类培训活动：今年5月，当事人以托管班名义招收了3名学生，开展为期4课时的数学培训课程，共计收费2160元。此外，当事人所属集团下属新加坡公司在无锡市区招收了两个“MC培训班”，每个培训班招收15名学生，截至被发现，当事人承担了2课时的线下MC培训(奥数培训)，并按照150元/课时每人收取费用，共计收取费用9000元。上述3个学科类培训班33名学生共计收费11160元。	处违法所得1.12万元三倍的罚款3.35万元
2024年2月26日	哈尔滨	新东方彼岸(哈尔滨)教育科技有限公司南京分公司未取得办学许可证，进行雅思托福英语培训，属擅自举办培训机构。	停止违规办学行为；有序退费；没收违法所得23万余元并处五倍罚款115余万
2024年1-2月	长沙	查处44起无证办学培训，其中学科类隐形变异学科培训32起，无证非学科培训12起，有证培训机构违规开展学科培训7起。	

广东省中小学线上非学科类培训机构办学许可证

时间	许可决定文书名称	行政相对人名称	许可内容	许可编号	培训项目限制
2023年8月10日	关于同意正式设立广东省核桃线上非学科培训学校有限公司的决定	广东省核桃线上非学科培训学校有限公司	中小学科技类线上培训	教民244010671000039号	-
2023年8月25日	关于同意正式设立广东省童喜线上非学科培训学校有限公司的决定	广东省童喜线上非学科培训学校有限公司	中小学体育、文化艺术、科技、其他非学科类线上培训	教民244010671000059号	-
2023年8月25日	关于同意正式设立广东省唯爱培思线上非学科培训学校有限公司的决定	广东省唯爱培思线上非学科培训学校有限公司	中小学体育、文化艺术、科技类线上培训	教民244010671000049号	-
2023年9月28日	关于同意正式设立广东省简小知线上非学科培训学校有限公司的决定	广东省简小知线上非学科培训学校有限公司	中小学体育、文化艺术、科技、其他非学科类线上培训	教民244010671000069号	-
2023年9月28日	关于同意正式设立广东省高途云集线上非学科培训学校有限公司的决定	广东省高途云集线上非学科培训学校有限公司	中小学体育、科技类线上培训	教民244011271000039号	-
2023年10月26日	关于同意正式设立广东省豌豆线上非学科培训学校有限公司的决定	广东省豌豆线上非学科培训学校有限公司	中小学体育、科技类线上培训	教民244011271000049号	围棋、编程
2023年10月26日	关于同意正式设立广东省六一线上非学科培训学校有限公司的决定	广东省六一线上非学科培训学校有限公司	中小学文化艺术类线上培训	教民244010671000079号	美术
2023年12月29日	关于同意正式设立广东省探月线上非学科培训学校有限公司的决定	广东省探月线上非学科培训学校有限公司	中小学科技类线上培训	教民244030571000059号	编程

➤ 关注学额学费

- 6月起2024/2025学额情况将逐步确定，升学为纾解就业压力的重要途径之一，预计目前宏观环境下，学额分配将延续友好趋势，支撑内生成长性。2023/2024学年高校学额已确定，以中教控股为例，学额依然保持双位数高增长。

➤ 静待选营落地

- 民办高校选择营利性后，在编制合并报表、利润分配、税收与土地等方面的政策不确定性可得到解除，学费设定方面享有更高的自主权。办法落地&政策不确定性消退。

营利性 & 非营利性学校性质属性对比

	非营利性学校	营利性学校
法人属性	1、民政部门或者编委登记； 2、民办非企业单位或事业单位	1、工商部门登记； 2、企业法人
会计制度	1、民间非营利组织会计制度； 2、事业单位会计制度	企业会计制度
投资回报	1、不取得办学收益； 2、办学结余全部用于办学	1、可以取得办学收益； 2、办学结余依据国家有关规定进行分配
退出机制	1、捐资举办的学校，清偿后剩余财产用于教育等社会事业； 2、出资举办的学校清偿债务后的剩余财产继续用于其他非营利性学校办学； 3、新法颁布前的学校，按照国家有关规定给予出资者相应的补偿或者奖励，其 他财产继续用于其他非营利性学校办学	1、学校财产依法清偿后如有剩余，依照《公司法》 有关规定处理，具体办法由省、自治区、直辖市制定； 2、新法颁布后设立的民办学校终止时，财务处置按照有关规定和学校章程处理
税收政策	1、非营利性民办学校与公办学校享有同等待遇； 2、按照税法规定进行免税资格认定后，免征非营利性收入的企业所得税	1、免征增值税，征收企业所得税； 2、税收优惠政策适用国家鼓励发展的相关产业政策,享受相应的税收优惠
土地政策	享受公办学校同等政策，按划拨等方式供应土地	1、土地供应方式包括招拍挂、协议方式、长期租赁、先租后让、租让结合等多种方式 2、只有一个意向用地者，可按协议方式供地。
扶持政策	政府补贴、政府购买服务、基金奖励、捐资激励、土地划拨、税费减免	政府购买服务、税收优惠
收费政策	1、通过市场化改革试点，逐步实行市场调节价 2、具体政策由省级人民政府确定	1、实行市场调节价； 2、具体收费标准由民办学校自主确定，由政府部门监督

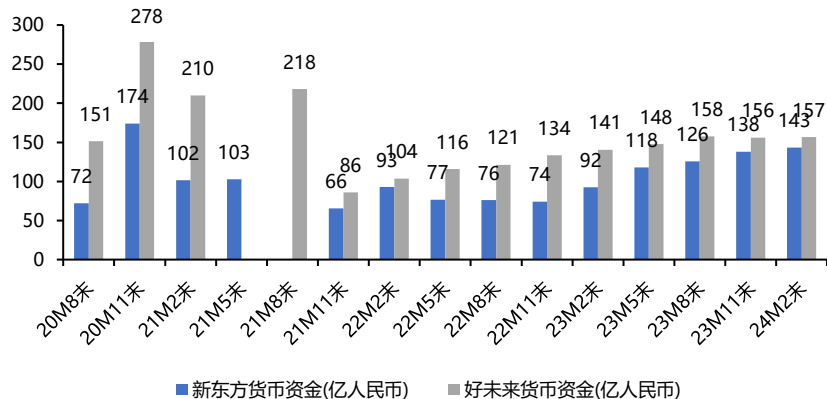
目 录

- 1. 赛道总览：规模及商业模式对比
- 2. 政策梳理：双减及民促法影响几何
- 3. 教育培训：供需错配，剩者为王
- 4. 职业教育：公考三足鼎立，就业类强 β
- 5. 学历教育：高中选营进度领先
- 6. AI+教育：内容+AI助力学习机市场扩容
- 7. 投资建议
- 8. 风险提示

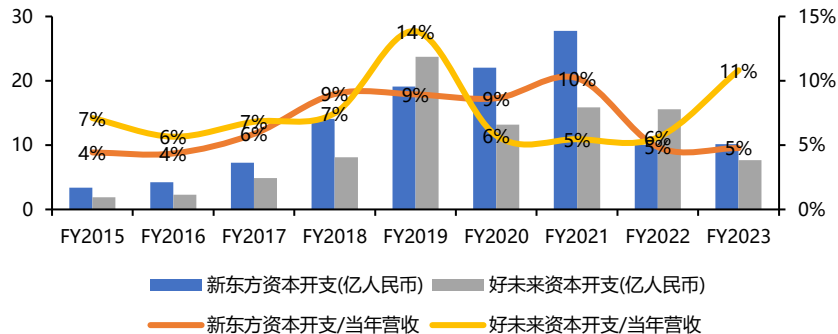
➤ 轻资产扩张+预付费模式带来充沛现金

- 由于教培机构网点多为租赁模式，资本开支占营收比例较低，快速恢复期弹性大，其中新东方资本开支占当年营收比保持在10%以下，好未来快速扩张期资本开支占营收比有所上升。
- 预付费模式下现金储备充裕，且递延收入指引高速增长。22年11月末TOP2货币资金同比恢复增长。新东方双减后期末递延收入/当季营收仍维持110%以上水平；好未来双减后受恢复期爬坡及季节性影响，期末递延收入/当季营收均值在90%。

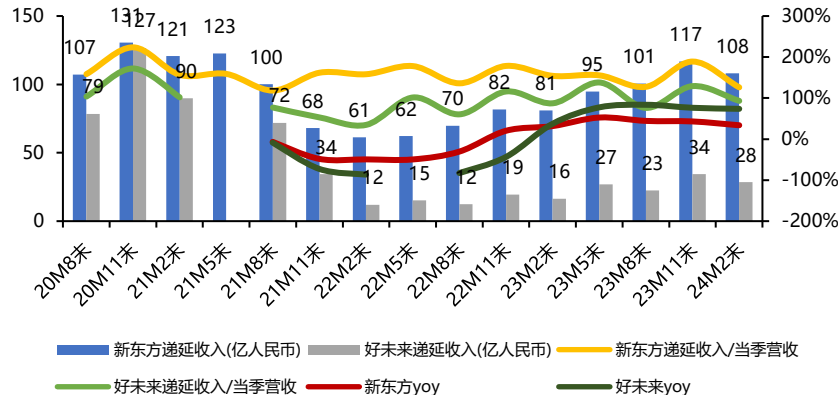
教培TOP2货币资金



教培TOP2资本开支

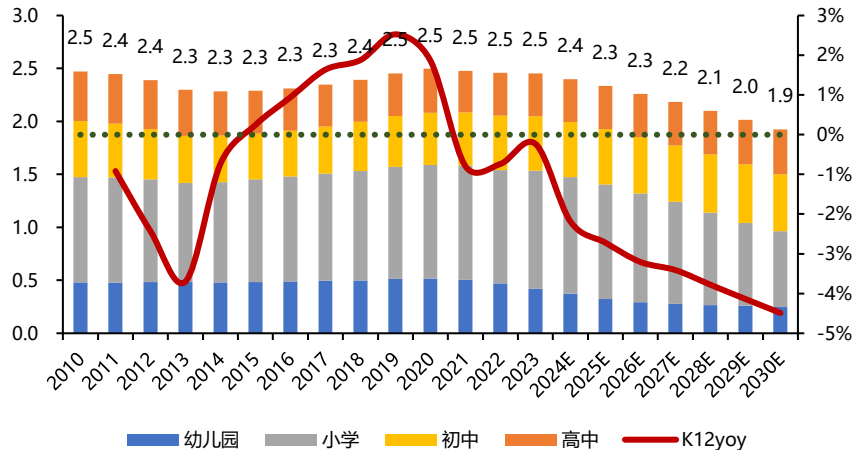


教培TOP2递延收入

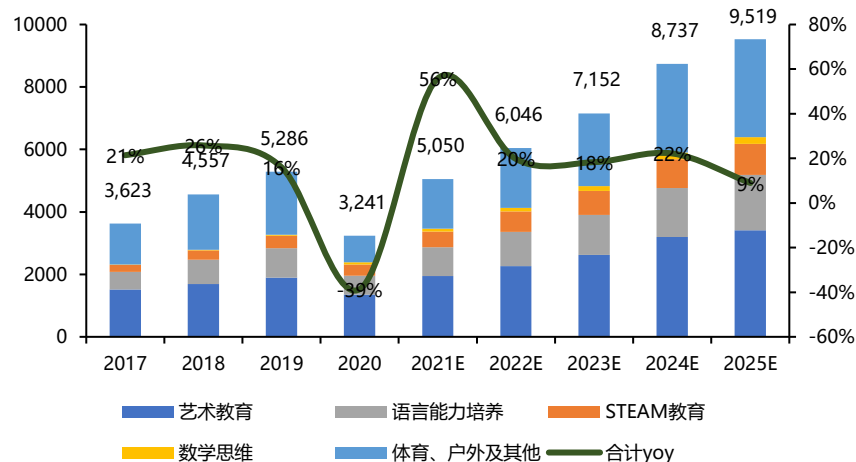


- **直观地看，素质教育刚需性相对双减前学科培训有所下降，但需求持续叠加优质供给稀缺，头部机构课程转型效果获得认可，产品需求依然强劲。**从留存率层面看刚需程度，新东方非学科培训留存率70%，对比双减前小学学段学科培训留存率80%；初中主要转型方向学习机的续费率60%，对比双减前初中学段学科培训留存率70%。由于班型设置与双减前差异不大，而行业经营环境在成本费用端有所优化，我们预计新教育业务整体利润率接近双减前学科培训业务利润率。
- **展望非学科培训长期市场空间，我们认为将展现渗透率和客单价共同提升的态势。**根据出生人数及教育部的在校人数，我们预计2023年K12在校人数为2.5亿人，且未来K12在校人数将进入下降通道，至2030年逐步下降至1.9亿人，GAGR为-3.4%。但参考韩国历史，由于教育需求的长期存在，以及对相对稀缺的优质教育资源的抢夺意愿，预计后续参培率及客单价仍有望提升，整体市场规模仍将稳中有升。结合教育部的在校人数数据、中国教育财政科学研究所的参培率和人均支出数据、艾瑞咨询数据，我们预计2025年素质教育市场整体规模将达到9519亿元，2023-2025年CAGR为15%，其中语言能力培养、数学思维类素质教育的占比将提升。

分学段在校生人数(万人，含预测)

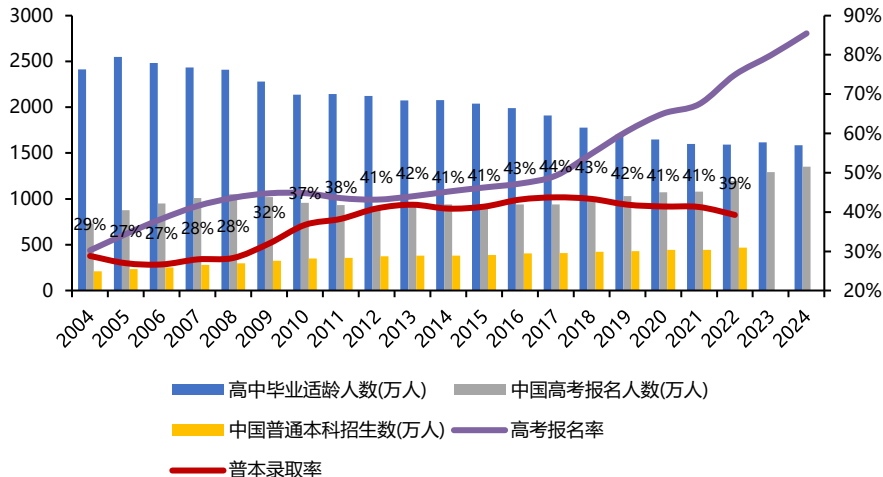


中国素质教育市场规模



- **2018年至今高考竞争加剧。**2018至2022年，高中毕业适龄人口年化收缩2.7%至1593万人，高考报名人数年化增长5.2%至1193万人，但普本招生人数仅年化增长2.6%至468万人，逐年攀升的高考报名率导致普本录取率下降。展望后续，以出生人数测算的适龄人口高中毕业至2030年前将维持稳定，而普本招生扩张速度预计相对有限，因此高考仍将维持较为激烈的竞争态势。
- **升学压力带来稳定的高中培训需求，高中培训仍有增长空间。**2024年2月8日《校外培训管理条例（征求意见稿）》草案中已删除“高中阶段参照执行”的表述，且在行业实际执行层面高中培训业务开展稳定。预计到2025年高中在校人数相对稳定，主要由升学压力带来的参培率提升带动高中培训市场规模增长，预计2025年市场空间扩张至2341亿元，2023-2025年CAGR为7.2%。由于尚未出现新增高中学科培训牌照的落地，预计行业供给扩张集中于已有牌照的产能优化，头部存量机构的竞争优势仍将维持。

2018年起普本录取率逐年下降



高中培训市场规模测算

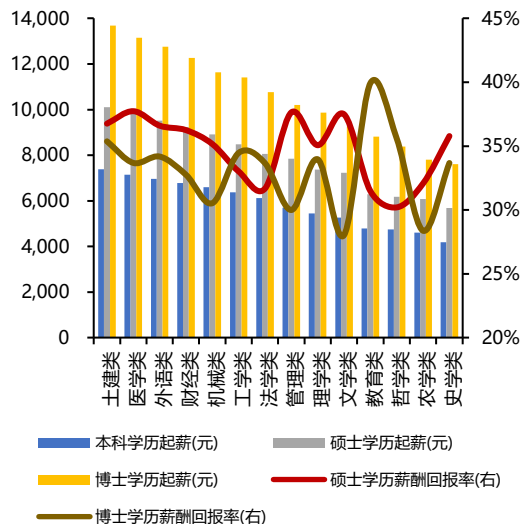
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
高中培训市场规模(亿人民币)	1,557	1,620	1,672	1,294	1,798	1,908	2,038	2,213	2,341
yoy	4.1%	4.0%	3.3%	-22.6%	39.0%	6.1%	6.8%	8.6%	5.8%
高中在校人数(万人)	3,971	3,935	3,995	4,163	3,917	4,053	4,046	4,072	4,073
高中yoy	0%	-1%	2%	4%	-6%	3%	0%	1%	0%
高中培训参培人数(万人)	1,340	1,360	1,370	1,060	1,430	1,480	1,550	1,650	1,712
高中培训yoy	1.5%	1.5%	0.7%	-22.6%	34.9%	3.5%	4.7%	6.5%	3.7%
高中培训渗透率	33.7%	34.6%	34.3%	25.5%	36.5%	36.5%	38.3%	40.5%	42.0%
高中培训客单价(元/人)	11,620	11,910	12,208	12,208	12,574	12,889	13,146	13,409	13,677
yoy	2.5%	2.5%	2.5%	0.0%	3.0%	2.5%	2.0%	2.0%	2.0%

- **考研最主要的动机为就业前景和薪酬提升。**根据新东方白皮书，2023年硕博学历的薪酬回报率（起薪相对前一档学历起薪的提升幅度）普遍在28%以上，分专业来看，医学、管理、文学类的硕士学历薪酬回报率最高，教育、哲学、土建类的博士学历薪酬回报率最高。
- **考研竞争激烈带动参培率提升，进而推升考研培训市场规模。**预计2023年考研培训市场规模为211亿元，2024-2025年仍将保持10%的增长。根据我们的测算，2022年剔除保研名额后的真实报录比为5.6，预计后续研究生总量扩招有限而保研比例进一步小幅上升，叠加二战三战考生人群的沉淀，考研竞争日趋激烈，进而推升考研参培率和考研培训的市场规模，预计2025年真实报录比提升至5.8，统考报名人数470万，参培率67%，考研市场规模将增长至257亿元。由于招生规模制约以及统招比例下降，预计考研培训行业规模长期增长空间存在天花板，因此后续成人培训业务需依靠探索四六级、商务英语、资格证等职业教育培训打开新增长点。

考研市场规模测算

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
考研市场规模(亿元)	43	60	84	112	139	170	211	234	257
yoy		39.5%	40.0%	33.3%	24.1%	22.3%	24.1%	10.7%	10.2%
参培人数(万人)						229	276	297	317
yoy							20.5%	7.5%	7.0%
参培率						54.3%	63.4%	65.4%	67.4%
客单价(元/人)				7,000	7,210	7,426	7,649	7,879	8,115
yoy					3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
研究生招生人数(万人)	81	86	92	111	118	124	130	136	141
yoy	20.8%	6.4%	6.8%	20.7%	6.3%	5.6%	4.8%	4.4%	4.0%
硕士报名人数(万人)	201	238	290	341	377	457	474	495	514
yoy	13.6%	18.4%	21.8%	17.6%	10.6%	21.2%	3.7%	4.3%	3.9%
表观报录比	2.49	2.77	3.16	3.08	3.20	3.68	3.64	3.64	3.64
yoy	-0.16	0.28	0.39	-0.08	0.12	0.47	-0.04	0.00	0.00
硕士统招人数(万人,不含推免)						75	76	79	81
yoy							1.4%	3.3%	2.9%
统招比例						68.1%	66.1%	65.6%	65.1%
硕士统考报名人数(万人)						422	435	453	470
yoy							3.1%	4.2%	3.8%
真实报录比						5.61	5.71	5.76	5.81
yoy							0.10	0.05	0.05

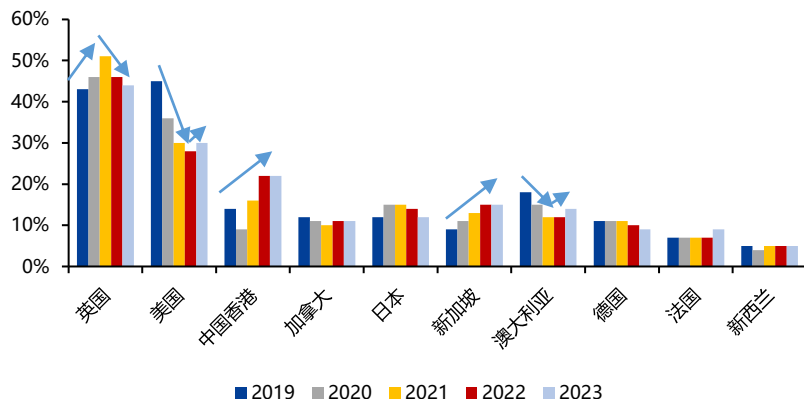
23年硕博学历薪酬回报率28%以上



留学市场疫后格局优化

- 2019年，出国留学总人数、留学培训参培人数、新东方海外考培招生人数分别为70万人、55万人、28.9万人，行业渗透率及新东方渗透率分别为79%、41%，从市占率来看为行业的绝对龙头，行业规模188亿人民币，客单价3.4万元/人。2020年全球公共卫生事件下出境受限，出国留学总人数、留学培训参培人数、新东方海外考培招生人数均有下降，收缩幅度分别为36%、51%、31%，从当年降幅对比来看，留学培训行业需求相对可选，而新东方作为龙头，凭借强大的品牌力、优异的教研能力及产品服务，具有一定的韧性。根据教育部及公司招股书数据，我们预计2025年留学培训市场规模有望增长至259亿元，2023-2025年CAGR为13%。由于相对低的抗风险能力及对品牌的信任度，疫情期间小机构大量出清，格局优化后龙头集中及利润率提升的优势更加明显。

意向留学人群的留学地区

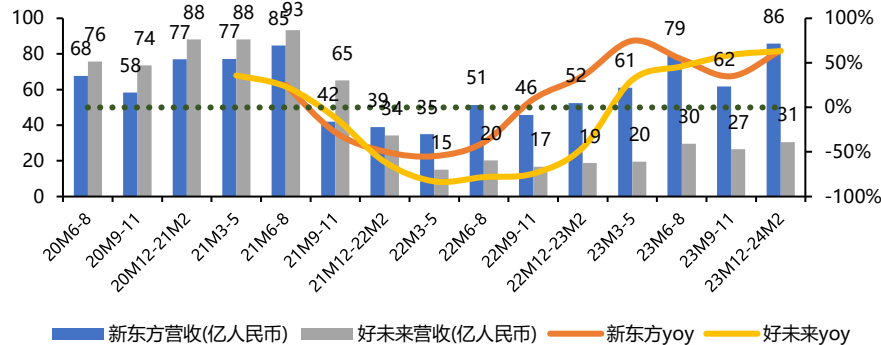


留学培训市场规模测算

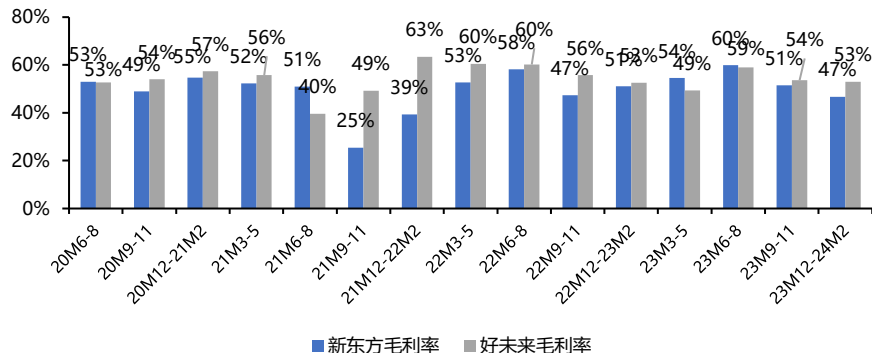
	单位	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
留学培训市场规模	亿元	150	170	188	92	127	174	202	230	259
	yoy		15%	13%	11%	-51%	38%	37%	16%	13%
出国留学人数	万人	61	66	70	45	52	66	73	79	86
	留学yoy		12%	9%	6%	-36%	16%	26%	10%	9%
	恢复至2019				64%	74%	94%	104%	113%	122%
留学培训参培人数	万人	47	52	55	27	37	50	56	62	68
	留学培训yoy		12%	10%	8%	-51%	36%	35%	13%	10%
	留学培训渗透率		77%	78%	79%	60%	70%	75%	77%	78%
新东方海外考培招生人数	万人	28.0	29.6	28.9	19.8	21.7	28.4	36.9	44.3	52.3
	新东方留学招生yoy		-6%	6%	-2%	-31%	10%	31%	30%	20%
	以人次计新东方渗透率		46%	45%	41%	44%	41%	43%	51%	56%
留学培训客单价	元/人	31,915	33,010	33,935	33,935	34,614	34,960	36,009	37,089	38,202
	yoy		1.8%	3.4%	2.8%	0.0%	2.0%	1.0%	3.0%	3.0%

➤ **供需结构优化，龙头优先受益。**从龙头公司的财务表现来看，运营效率及盈利能力较双减前均有所优化，印证了行业经营环境优化及头部公司转型成功逻辑。新东方网点数仅恢复至高峰期55%的背景下，FY24Q3（23年12月~24年2月）单季度营收已达86亿人民币/12.1亿美元，超越双减前同期FY21Q3（20年12月~21年2月）的77亿人民币/11.9亿美元；毛利率已接近双减前同期水平，Non-GAAP经营利润已连续7个季度实现盈利。另一全国性机构好未来也呈现相似特征，虽然网点数仅恢复至高峰期的16%，但FY24Q4（23年12月~24年2月）营收30.5亿人民币/4.3亿美元，美元口径恢复至双减前同期FY21Q4（20年12月~21年2月）的32%，毛利率亦接近双减前同期，Non-GAAP经营利润率超越双减前水平。

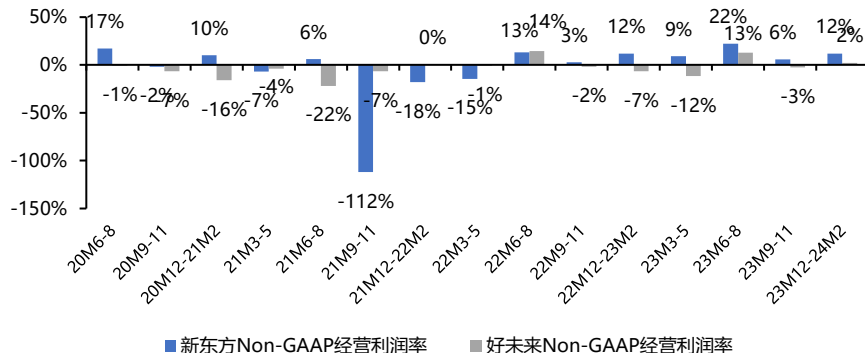
新东方好未来双减前后营收



新东方好未来双减前后毛利率

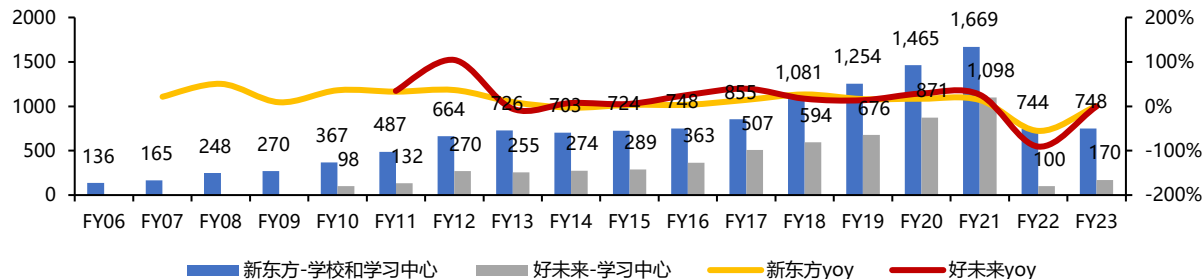


新东方好未来双减前后NG OPM

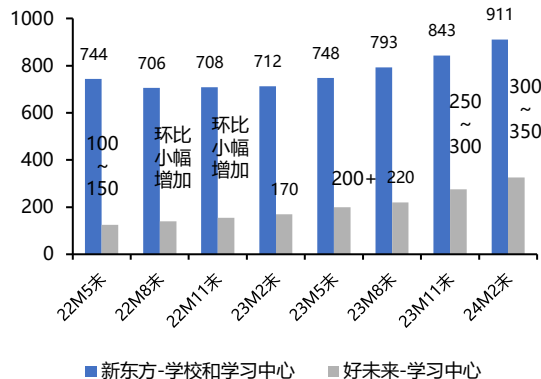


- 培训业务线下互动和服务效果更优，且家长普遍倾向于选择3-5km内的就近生活圈，培训机构的线下网点数量和核心城市的密度决定招生和业务规模。以新东方和好未来FY21末至FY22末（新东方FY21末为2021年5月31日，好未来FY21末为2021年2月28日）的压缩情况为对比，新东方学校和学习中心数量从1669家降至744家，压缩率55%；好未来学习中心数量从1098家降至100家，压缩率88%；新东方覆盖城市数量从108个收缩至98个，收缩率9%；好未来覆盖城市数量从110个收缩至30个，收缩率73%。其中缘由除业务结构差异之外，也与公司组织架构和运营风格的差异有关，新东方地方校长的权限更大，对其管理和创新能力的要求更高，因此双减后各地校长自发带领老师进行业务转型和模式创新，抵御行业风险；好未来则是总部话语权更强，扩张期增速较快，同样收缩时执行效果也更明显。
- 2022年末以来两大全国性龙头线下网点均进入恢复性扩张阶段，新东方24M2末（FY24Q3末）网点数量恢复至911家/同比+28%/环比+8%，恢复至FY21末的55%，我们预计FY24全年新增网点30%；好未来24M2末（FY24Q4末）网点数量恢复至300~350家，以中值计算恢复至FY21末的16%，预计FY25继续扩张。新东方FY23全年非学科培训招生人数达到162万人次，FY24Q3非学科招生人数35.5万人次/同比+63%。

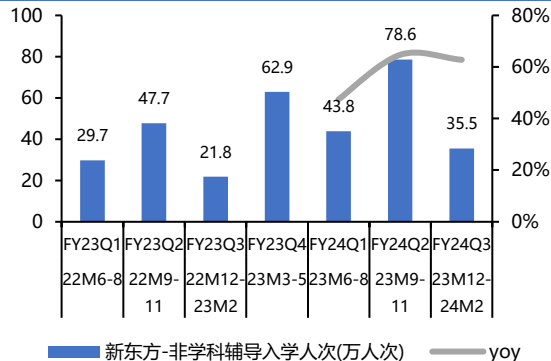
双减后教培TOP2网点压缩



教培TOP2新增网点

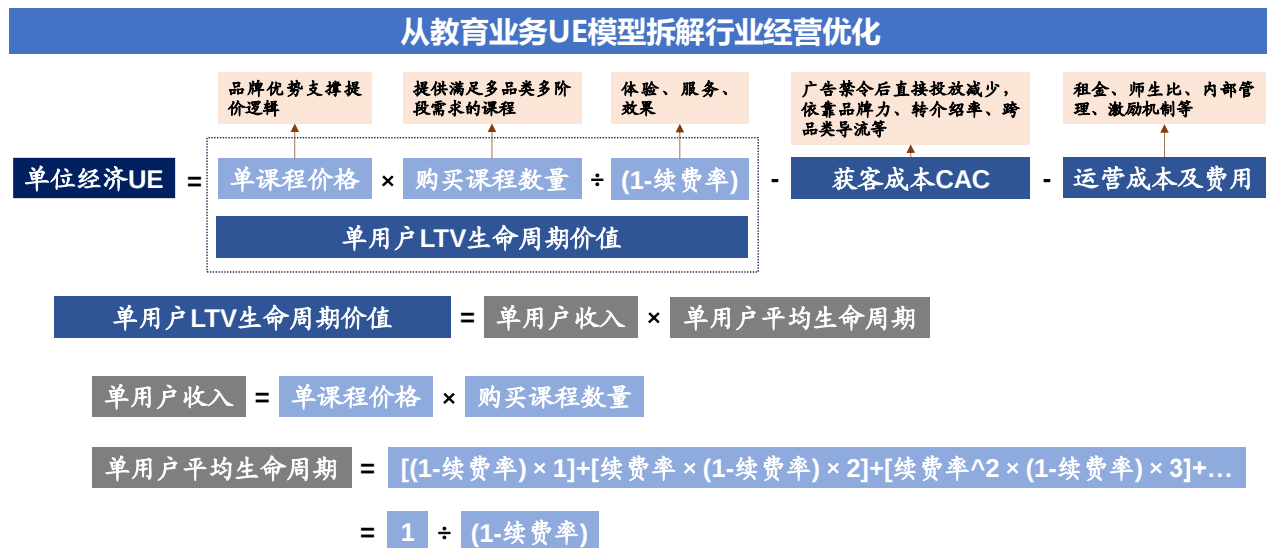


新东方非学科培训人次



➤ **结合教育业务UE模型究其原因，我们认为有以下几点因素：**

- **单用户LTV层面：**总部教研能力保障课程质量和及时迭代、教师体系化培训保障优质服务，共同支持课程提价逻辑；头部机构全面且多元化的业务，提供单用户购买课程数量的底盘；由于家长对孩子的教育选择存在信任度的培养过程，课程内容和优质的服务优异的头部K12教育拥有稀缺的续费逻辑，从而形成长生命周期的生意模式。
- **获客成本层面：**禁止广告后，教培直接的销售费用收缩，直接优化获客成本。头部机构领先的品牌力在获客上具有直接的优势，且全品类的产品体系能有效产生跨品类的导流。
- **运营成本及费用层面：**网点和教师大幅收缩后，租金和员工薪资短期内明显下降。行业进入恢复期后，由于招聘及培训需要一定的时间成本，大部分机构的师生比较双减前优化，例如单个老师的带班量提升，因此教师薪酬的成本率下降；同时OMO模式及学习机降低了线下网点的需求，一方面实现了收入的恢复度领先于网点的恢复度，另一方面促成租金成本率的下降。

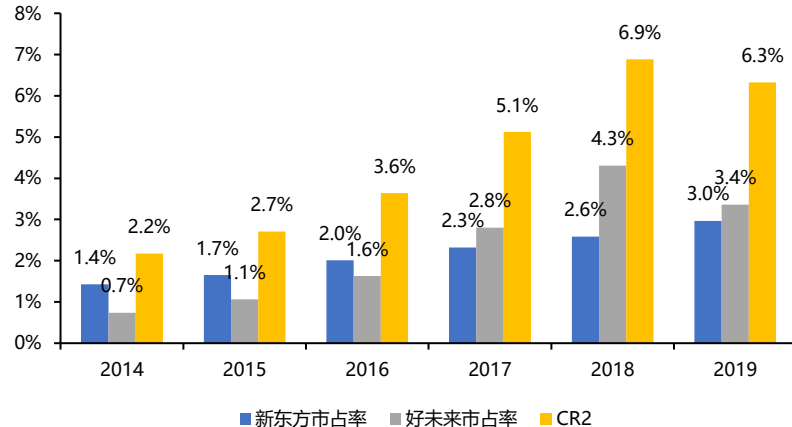


- **非学科及营利性校外培训机构扩张。**截止2024年6月6日，全国校外培训机构共12.2万家，季度环比增长5.6%，其中非学科机构11.3万家，季度环比增长6.3%，占比92%；K9营利性非学科机构9.4万家，占K9机构端84%。
- **中长尾机构出清，龙头韧性支撑市占率提升。**
 - 双减和疫情前，新东方和好未来两大龙头在K12校外培训行业的市占率迅速上升，新东方以人数计的市占率在2019年提升至3%，但由于教育行业地域及人群需求的差异较大，行业CR 2仅6.3%，格局高度分散。双减及疫情对教培行业造成双重打击，盈利模型欠佳的中型机构大量出清。部分小机构在行业经营环境回暖后有所复苏，但长尾小机构受地域、教师、教研等因素限制难以做大，相比于龙头丰富的产品体系、完备的组织架构、持续创新的OMO模式，小机构很难形成规模效应。展望后续非学科培训市场的竞争格局，由于牌照发放相对谨慎，头部机构在政府和学生双角度的信任度更优，因此无论是从产能供给增长还是市场需求匹配的角度来看，我们认为龙头都将继续维持优势，中短期内行业竞争不会大幅加剧。

全国校外培训机构数量及结构

统计日期		2024/6/6			
		机构数	单季净增	qoq	占比
校外培训机构总数		122,480	6,453	5.6%	
线上/线下	线上	50	0	0.0%	0.0%
	线下	122,430	6,453	5.6%	100.0%
学科/非学科	学科	9,554	-288	-2.9%	7.8%
	非学科	112,926	6,741	6.3%	92.2%
营利/非营利	营利性	98,940	7,177	7.8%	80.8%
	非营利性	23,540	-724	-3.0%	19.2%
总数		112,803	6,797	6.4%	
学龄前及义务教育阶段	学科营利性	0			0.0%
	学科非营利性	4,132			3.7%
	非学科营利性	94,195	7,321	8.4%	83.5%
	非学科非营利性	14,476			12.8%
总数		42,117	2,868	7.3%	37.3%
高中阶段	学科营利性	2,357	-119	-4.8%	5.6%
	学科非营利性	3,980	-34	-0.8%	9.4%
	非学科营利性	30,664	3,143	11.4%	72.8%
	非学科非营利性	5,116	-122	-2.3%	12.1%

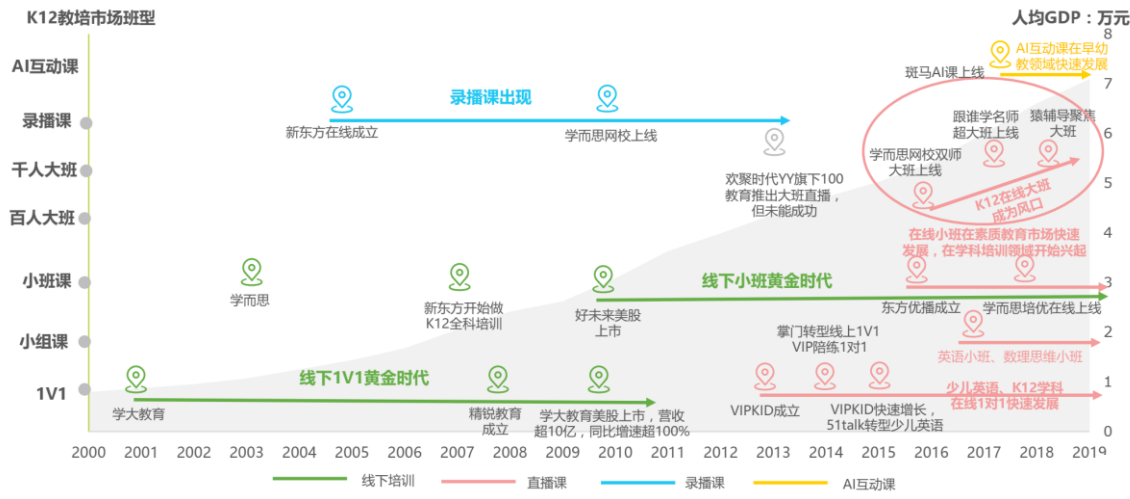
双减前教培TOP2市占率



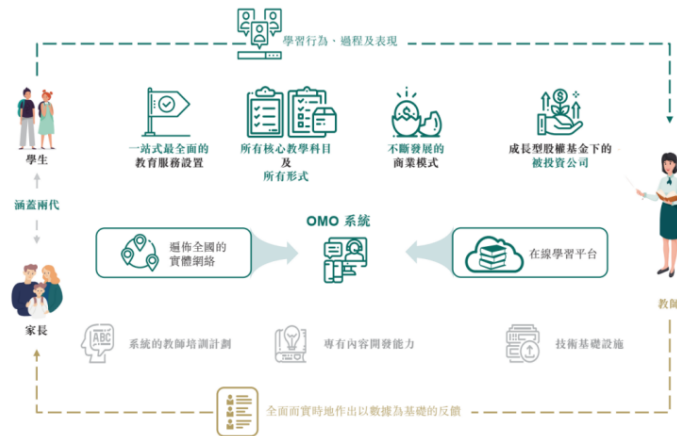
➤ 教培行业班型历经变迁，逐步形成小班为主，多班型并存的业态，且头部机构积极向OMO模式发展。

- 市场上优质教育资源极度稀缺，拥有名师资源的机构希望广泛传播品牌，学生希望用低价听到好课→**大班热**→大班课缺乏师生互动，个性化教学体验差；名师导向的机构对名师没有实质掌控力→**一对一模式**顺势出现，对机构来说，一对一不仅能拉高客单价、弱化名师出走风险，而且无需耗费时间组班，开课时间地点灵活，是市场争夺阶段快速增大规模的重要方式→**一对一热**→一对一人力成本高、营销成本高，财务模型欠佳；教师课酬天花板低，人员流动性大；教学过程非标准化，好老师难约→小班课理论上利润空间更大，教师课酬更高，更能提高优质师资利用率；教学过程标准化程度有所提高，易于做品控和复制→**小班热**→对于一般机构而言，小班课教研难度高、班级管理难度高，班容设计和招生时的满班率成为新难题→在线下市场，小班课已被验证能在商业模型和教学效果之间取得良好平衡，成为主流模式→**小班为主流，多种教学模式并存**

K12教培课程班型变迁



新东方为例的龙头OMO模式



目 录

- 1. 赛道总览：规模及商业模式对比
- 2. 政策梳理：双减及民促法影响几何
- 3. 教育培训：供需错配，剩者为王
- 4. 职业教育：公考三足鼎立，就业类强 β
- 5. 学历教育：高中选营进度领先
- 6. AI+教育：内容+AI助力学习机市场扩容
- 7. 投资建议
- 8. 风险提示

➤ 招录类考培属于职业教育中后续增速仍相对较高的赛道

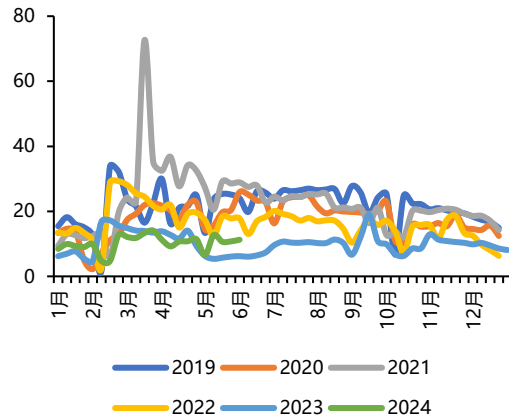
- 根据沙利文预计，2023年职业教育培训行业市场规模9097亿元，其中职业考试培训规模861亿元，招录类考培规模387亿元。2023-2026年招录类考培市场规模增速CAGR预计为9.3%，为细分赛道中增速最快的行业，主要由人数增长驱动，预计2026年行业规模达到505亿元，学生数量扩张至900万人。**我们认为招录培训市场增长空间的核心驱动来源于五点：1) 毕业生人数增长，贡献需求端基数规模扩大；2) 就业形势倒逼国考需求强劲，3) 60年代婴儿潮退休释放岗位供给，4) 保就业下公务员事业编岗位扩招；5) 报考人数×参培渗透率推升参培规模。**

报名人次及参培渗透率共同推升招录考培市场规模

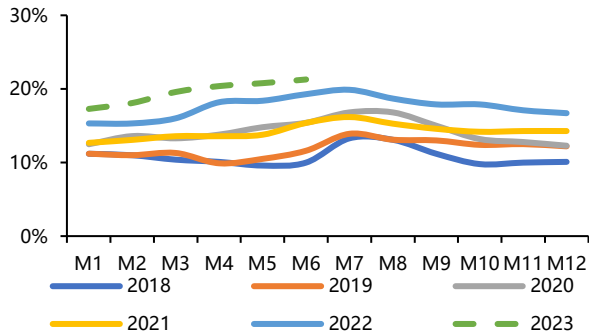
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	23-26CAGR
招录类考培规模(亿元)	201	239	261	243	308	305	343	387	430	468	505	9.3%
yoy	-	18.9%	9.2%	-6.9%	26.7%	-1.0%	12.5%	12.8%	11.1%	8.8%	7.9%	
招录类考培学生数(万人)	420	500	540	480	580	620	680	740	810	850	900	6.7%
yoy	-	19.0%	8.0%	-11.1%	20.8%	6.9%	9.7%	8.8%	9.5%	4.9%	5.9%	
客单价(元/人)	4,786	4,780	4,833	5,063	5,310	4,919	5,044	5,230	5,309	5,506	5,611	2.4%
yoy	-	-0.1%	1.1%	4.7%	4.9%	-7.4%	2.5%	3.7%	1.5%	3.7%	1.9%	
招录考试报名人次(万人)	1,628	1,923	2,061	1,825	2,197	2,288	2,394	2,508	2,664	2,751	2,866	4.5%
招录考培渗透率	25.8%	26.0%	26.2%	26.3%	26.4%	27.1%	28.4%	29.5%	30.4%	30.9%	31.4%	
独立学员人次(万人)	420	500	540	480	580	620	680	740	810	850	900	6.7%
yoy	-	19.0%	8.0%	-11.1%	20.8%	6.9%	9.7%	8.8%	9.5%	4.9%	5.9%	
公考培训	130	140	150	130	180	190	210	240	260	270	290	6.5%
事业单位考培	250	300	340	270	290	320	340	360	390	400	420	5.3%
教师招录考培	40	60	50	80	110	110	130	140	160	180	190	10.7%

- **就业形势倒逼高考需求强劲。**企业招聘收缩、失业焦虑、收入压力下，未来稳定的工作机会更加紧俏、考生考取资格证以提升自我需求会提升，参培意愿有望进一步增强，行业渗透率提升可期。2023全年的新增招聘贴数均是2017年以来最低水平，招聘收缩情况明显。2023年新增招聘贴数为534.06万个，同比-37.4%，较2019年-52.6%；2024年4月末起招聘需求相较2023年同期有所回暖，但距离以往年份仍有修复空间。2023年16-24岁失业率达到了2018年以来最高水平，而这部分年轻人也是公务员的主要招聘对象。
- **保就业下公务员事业编岗位扩招。**国考招录人数2019年大幅下降主要系机构改革首年中央部门合并重组，2020年起恢复增长，2024年招录人数yoy+6.6%至4万人，净增2461人，预计后续如不发生重大改革，招录人数中期内将稳步扩张。预计后续在政府保就业背景下，公务员岗位供给端有望稳健增长。
- 毕业生人数增长叠加招聘市场景气度承压，导致**2024年国考和省考的考生规模与竞争激烈程度同增**，国考过审人数yoy+16.8%至303万人，参考人数yoy+47.7%至225万人；过审/招录比例yoy+7至77，参考/招录比例yoy+16至57。2024年省考报名人数合计yoy+17.2%至605万人，净增89万人；报录比+3至33。

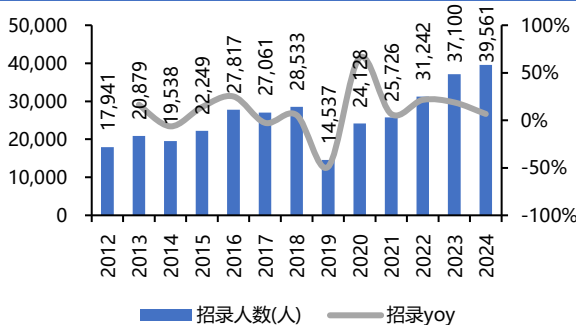
周度新增招聘贴数



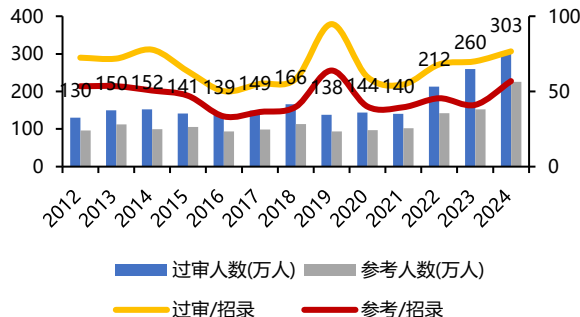
历年城镇调查失业率:16-24岁人口



国考招录人数



国考过审和参考人数



- **TOP 3：行业调整下招录考试培训行业集中度下降。**2022年招录考培行业CR3为27%，其中粉笔排名第2占比6.9%。2020-2022年CR3持续下降，TOP3经营模式各异。中公教育协议班退款问题与资金链掣肘暂未解决，预计后续通过银行贷款解决退费、新业务模式拓展等手段，经营状况将有所缓解；粉笔2020年疫情期间选择线下逆势快速扩张抢占份额，但单纯的线下激进扩张导致利润端承压，且难以追赶当时收入增速的教师质量及学生通过率对品牌口碑造成一定程度的损耗，最终传导至收入端的下滑，后续积极探索OMO模式降本增效重回增长；华图教育疫情后市占率基本稳定在5%~6%。
- **TOP 3 vs 长尾：我们认为行业龙头与长尾小机构将共同存在，而龙头地位稳固。**不同于K12课外培训行业的严格限制，职业教育培训行业政策限制几乎为0，且对于行业新进入者的资金和技术要求较低，因此导致行业进入壁垒低。同时，省考及事业编具有地域性差异，各地或多或少存在已经积累了本地优势和一定口碑的小机构，且线下教学模式受生活半径影响，行业长尾供给将长期存在。但受制于教研能力、教师人均产出提升限制等维度的影响，长尾小机构的规模难以做大，很难形成规模优势以及跨区域性的扩张能力；而其他中型机构由于经营模型欠佳，在疫情期间加速出清。

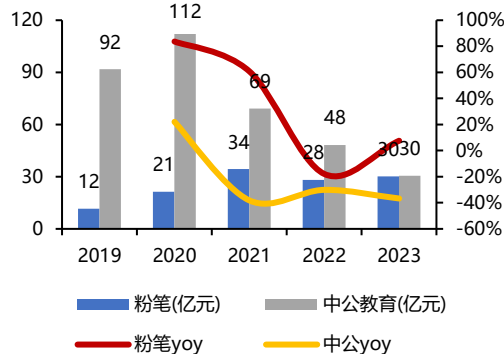
招录考培三足鼎立

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
招录考培市场规模(亿元)	201	239	261	243	308	305	343	387
中公教育培训收入(亿元)			62.1	91.2	111.4	68.6	48.0	30.5
粉笔培训收入(亿元)				10.1	18.7	30.1	23.5	25.1
华图教育培训收入(亿元)	18.9	22.4			17.4	14.9	21.0	
行业yoy		19%	9%	-7%	27%	-1%	12%	13%
中公教育yoy				47%	22%	-38%	-30%	-37%
粉笔yoy					85%	61%	-22%	7%
华图教育yoy		19%				-14%	41%	
CR3					47.9%	37.3%	27.0%	
中公教育市占率			23.8%	37.5%	36.2%	22.5%	14.0%	7.9%
粉笔市占率				4.2%	6.1%	9.9%	6.9%	6.5%
华图教育市占率	9.4%	9.4%			5.7%	4.9%	6.1%	

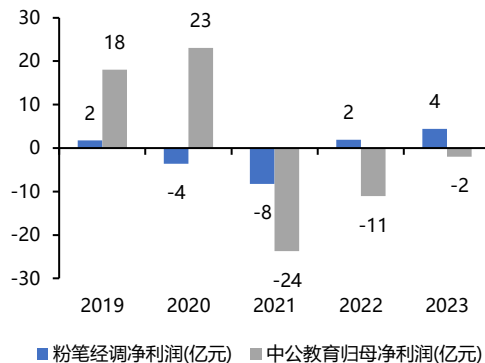
资料来源：招股书，华福证券研究所

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

招录考培TOP2营收对比



招录考培TOP2归母净利润对比



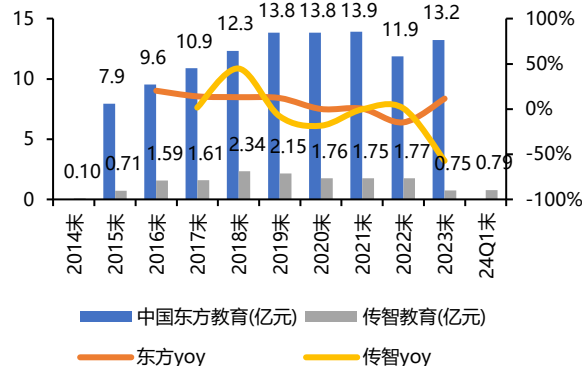
➤ 职普分职业教育长期为政策支持的方向

- 2022年我国初中毕业生人数为1624万人，普通高中招生人数948万人，占比58%；高中毕业生人数824万人，普本招生人数468万人，占比57%。22年4月的职业教育法强调“在义务教育后的不同阶段实施职业教育与普通教育的分类发展”，长期来看，职业教育顺应政策导向，为升学类学历教育提供有益补充。

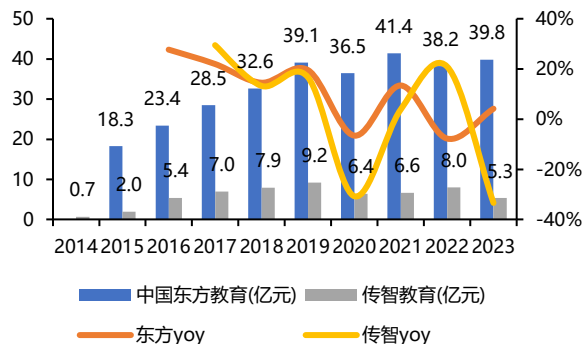
➤ 以就业为导向的职业教育短期承压

- 由于就业率→招生→业绩的传导，就业类职教公司的业绩受经济周期影响较大，具有强β属性，在疫情后以及之后经济弱复苏阶段经营受到压制；
- 传智教育依托自身IT培训优质课程研发能力开发出华为鸿蒙课程，培训及就业质量优异，作为卖水人角色紧跟科技发展浪潮；
- 中国东方教育在烹饪主业以外，探索汽修、美业等行业的新增长曲线。

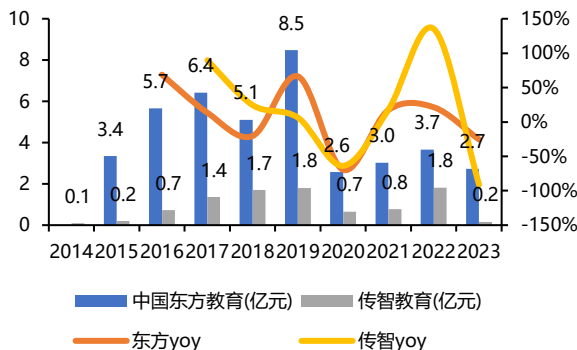
就业类职教合同负债



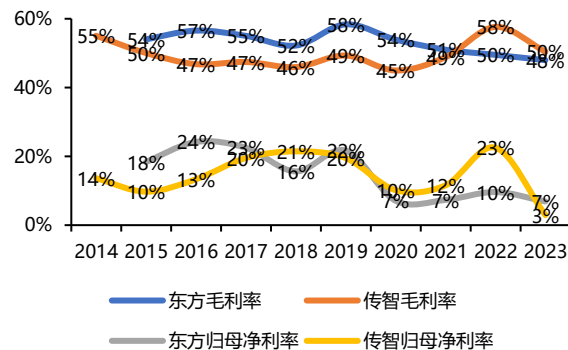
就业类职教营收



就业类职教归母净利润



就业类职教利润率



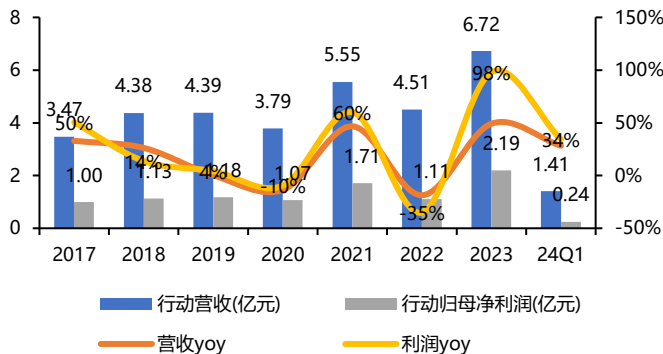
➤ 行动教育：导师+研发+服务保障实效性口碑

- 行动教育与企业培训行业竞品的核心差异主要体现在导师、课程研发、后续服务三方面的实效性，导师方面，汇聚知名成功企业家及名校教授；研发方面，采取制片厂模式不依赖单一明星导师，且课程内容可实际落地；后续服务方面，设立学习官陪伴机制，督促学员将学习成果实际落地于企业管理。全方位保障产品口碑，驱动不依赖流量广告的高速增长，复购和转介绍率高达85%。

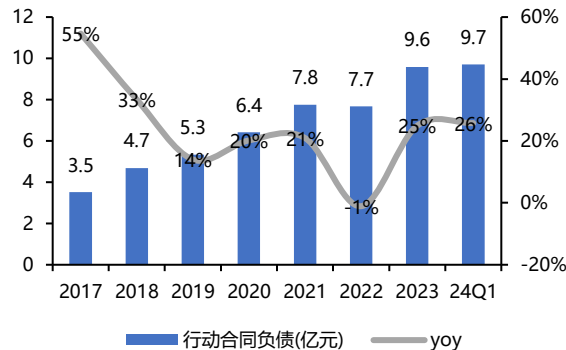
➤ 大客户战略与销售人效共筑增长

- 1) 大客户战略卓有成效，2023年大客户数量实现240+，公司瞄准细分行业龙头积极突破，收获业绩的同时在各行业打开品牌声量，从而保障中长期的规模增长。
- 2) 销售人员激励充分考核严格，2023年末销售人员720人/ yoy +18.6%，人均贡献提升。

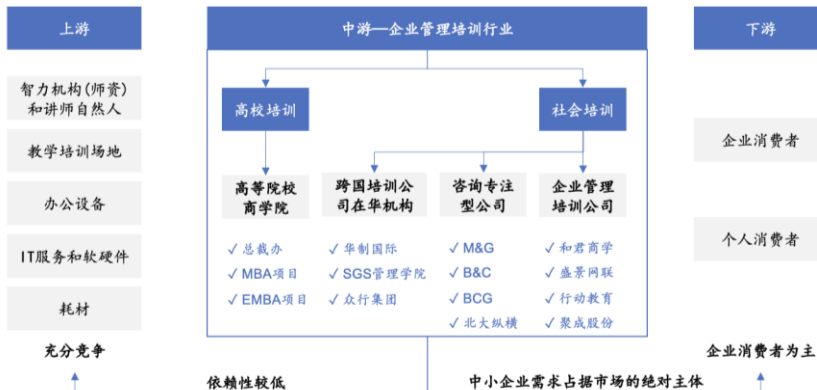
24Q1行动教育归母净利润yoy+34%



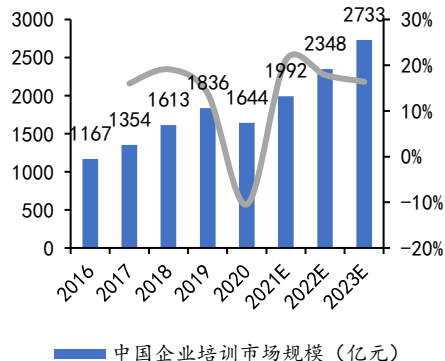
24Q1末行动教育合同负债yoy+26%



企业培训产业链



企业培训市场规模

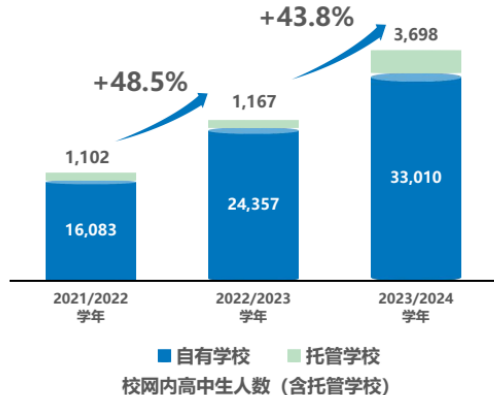


目 录

- 1. 赛道总览：规模及商业模式对比
- 2. 政策梳理：双减及民促法影响几何
- 3. 教育培训：供需错配，剩者为王
- 4. 职业教育：公考三足鼎立，就业类强 β
- 5. 学历教育：高中选营进度领先
- 6. AI+教育：内容+AI助力学习机市场扩容
- 7. 投资建议
- 8. 风险提示

- 民促法后，素质教育阶段禁止兼并收购、协议控制、关联交易，高中及高等教育阶段则允许，实际执行层面高教选营进展较慢。
- 天立国际控股高中学段拆分选营并表节奏较快，核心原因在于高中阶段审批单位为市级层面，而高教的审批单位为省级层面，因此高中选营落地在推进的及时性上更优。后续高中学校持续拓展，叠加综合素养等创新业务打开空间，业绩弹性较大。

天立高中在校生人数快速增长



截止24年2月末天立校网规模

四川省

- 泸州天立学校
- 泸州市龙马潭区天立小学
- 泸州天立附属幼儿园(托管)
- 泸州合江天立学校(托管)
- 泸州天立绿韵幼儿园(托管)
- 泸州天立春雨学校
- 宜宾市翠屏区天立学校
- 广元天立学校
- 广元剑阁天立学校
- 广元苍溪天立学校
- 内江天立学校
- 西昌天立学校
- 雅安天立学校
- 德阳天立学校
- 资阳天立学校
- 成都龙泉天立学校
- 成都郫县天立学校
- 成都市武侯区凯星幼儿园
- 达州天立学校
- 宜宾第一高级中学(托管)
- 成都新学高考复读学校

甘肃省

22. 兰州天立学校

陕西省

23. 汉中略阳天立学校(托管)

重庆市

24. 涪陵天立学校

云南省

25. 保山天立学校
26. 彝良天立学校
27. 楚雄天立学校(公办托管)
28. 楚雄天立高中(租赁)

贵州省

29. 遵义天立学校
30. 铜仁天立学校

内蒙古自治区

31. 乌兰察布天立学校

山东省

37. 潍坊天立学校
38. 东营天立学校
39. 日照天立学校
40. 威海天立学校
41. 济宁天立学校
42. 烟台天立学校

河南省

43. 周口天立学校
44. 新乡天立中学
45. 新乡盛景天立(托管)

上海

46. 上海美达菲国际高中

安徽省

47. 来安天立学校

浙江省

48. 宁波象山山大目湾实验学校(托管)
49. 宁波象山高级中学(托管)

湖北省

50. 洪湖天立学校

广西

32. 百色天立学校
33. 玉林天立学校

广东

35. 深圳天立学校

江西省

36. 宜春天立学校

34. 靖西天立学校(托管)

➤ 收购受限后增速回落至15%~20%区间

- 2021年之前，收购支撑民办高教集团30%+增速。目前由于一二级市场估值倒挂，外延扩张策略暂时受限，内生增速主要依靠在校生人数和生均学费提升。

➤ 龙头公司毛净利率维持高位

- 高教集团毛利率40%~60%；龙一中教控股FY24H1归母净利率33%，中国科培归母净利率50%+，科培的高净利率主要系财务费用管控良好。行业龙头阶段性的利润率下降主要系高质量办学投入影响。

高教集团营收（亿人民币）及增速

	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY24H1
中教控股	20	27	37	48	56	33
yoy		37%	38%	29%	18%	18%
中国科培				14	15	9
yoy					5%	10%
新高教集团			15	19	21	13
yoy				28%	10%	14%
希教国际控股	13	9	23	30	36	20
yoy	29%	-34%	167%	31%	18%	6%
中国春来	6	7	10	13	15	8
yoy	15%	26%	48%	26%	14%	9%
中汇集团	7	8	13	17	20	12
yoy	11%	14%	56%	35%	17%	19%

高教集团归母净利润（亿人民币）及增速

	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY24H1
中教控股	6	6	14	18	14	11
yoy		7%	128%	28%	-25%	10%
中国科培				7	7	5
yoy					6%	7%
新高教集团			6	6	7	4
yoy				9%	13%	11%
希教国际控股	5	1	6	4	2	2
yoy	192%	-76%	408%	-27%	-53%	-48%
中国春来	2	1	6	6	7	4
yoy	38%	-14%	329%	-9%	24%	16%
中汇集团	2	3	4	6	6	3
yoy	34%	34%	42%	37%	9%	13%

高教集团毛利率

	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY24H1
中教控股	57%	60%	59%	58%	56%	56%
中国科培				63%	58%	61%
新高教集团			45%	39%	38%	40%
希教国际控股	51%	43%	51%	46%	47%	44%
中国春来	52%	53%	61%	63%	59%	61%
中汇集团	49%	50%	50%	50%	52%	50%

高教集团归母净利率

	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY24H1
中教控股	30%	24%	39%	39%	25%	33%
中国科培				49%	49%	52%
新高教集团			38%	32%	33%	33%
希教国际控股	37%	14%	26%	15%	6%	11%
中国春来	29%	20%	58%	42%	46%	47%
中汇集团	31%	36%	33%	34%	31%	29%

- 由于学校的预付费模式，高教集团在手现金情况普遍表现优异；
- 由于自有用地资产较重，高教集团固定资产占比普遍在40%~60%
- 收购受限后，内生增长叠加高质量发展投入，通过自建新校区和原有校区扩建，重资产模式下对应的资本开支相对教培等商业模式更大，其中中教控股及希教国际控股资本开支较大

高教集团现金及现金等价物 (亿人民币)

报告期末	2019/8/31	2020/8/31	2021/8/31	2022/8/31	2023/8/31	2024/2/29
亿人民币	FY2019末	FY2020末	FY2021末	FY2022末	FY2023末	FY24H1末
中教控股	35	34	33	48	52	40
占总资产比	22.8%	18.9%	12.4%	14.3%	14.5%	11.2%
中国科培			12.3	12.0	9.0	8.7
占总资产比			18.2%	16.3%	12.1%	12.0%
新高教集团		6.1	7.8	10.8	8.6	2.7
占总资产比		10.4%	9.8%	11.9%	9.3%	2.9%
希教国际控股		29	43	27	29	26
占总资产比		23.3%	21.9%	12.2%	12.9%	11.8%
中国春来	4.7	2.0	4.0	6.3	7.9	3.8
占总资产比	13.7%	5.4%	7.9%	10.7%	12.2%	5.8%
中汇集团	14	12	8	13	20	14
占总资产比	43.2%	33.6%	12.9%	18.3%	23.3%	16.9%

高教集团借款余额 (亿人民币)

	2019/8/31	2020/8/31	2021/8/31	2022/8/31	2023/8/31	2024/2/29
	FY2019末	FY2020末	FY2021末	FY2022末	FY2023末	FY24H1末
中教控股	21	27	61	89	86	89
中国科培			15	21	18	10
新高教集团		19	24	33	27	28
希教国际控股		31	31	41	35	38
中国春来	15	18	24	24	22	19
中汇集团	6	7	13	17	18	17

高教集团固定资产净值 (亿人民币)

报告期末	2019/8/31	2020/8/31	2021/8/31	2022/8/31	2023/8/31	2024/2/29
亿人民币	FY2019末	FY2020末	FY2021末	FY2022末	FY2023末	FY24H1末
中教控股	59	68	121	157	177	193
占总资产比	38.1%	38.1%	45.3%	46.8%	49.4%	53.3%
中国科培			30	32	34	35
占总资产比			44.4%	43.6%	45.5%	47.8%
新高教集团		31	41	49	54	56
占总资产比		52.9%	51.6%	53.8%	58.9%	60.5%
希教国际控股		51	84	104	109	112
占总资产比		40.8%	42.4%	46.7%	48.7%	51.5%
中国春来	14	19	28	28	30	31
占总资产比	40.3%	51.4%	55.0%	47.7%	46.3%	47.0%
中汇集团	12	17	36	42	49	51
占总资产比	37.7%	47.1%	58.3%	57.7%	58.0%	62.5%

高教集团资本开支 (亿人民币)

	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY24H1
中教控股	8.1	10	30	21	26	20
中国科培				5.7	3.1	2.2
新高教集团			4.5	8.7	7.5	4.0
希教国际控股		7.9	44	26	15	
中国春来	6.0	6.3	2.0	0.8	1.3	1.3
中汇集团	5.5	5.5	6.3	5.7	6.5	2.7

从地理位置判断经济基础和生源规模

- 珠三角、长三角等发达区域生源经济基础好，高考大省提供广泛的生源规模基础，中教控股、中国科培、中汇集团、中国春来区位优势明显。

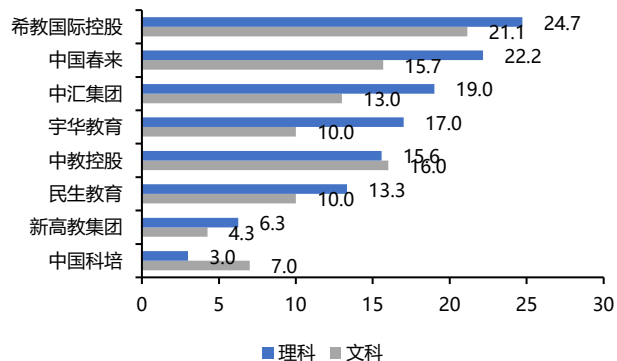
从办学层次判断资产质量

- 本科是最好的资产，中教、希教、科培、新高教、春来本科学校数量相对多。

从录取分数线和就业率判断生源和教学质量

- 生源质量和就业率形成正向循环，希教、春来、中汇、宇华、中教平均分数线相对省控线较高，优质高教集团就业率普遍在80%~90%。

23年高教本科录取分数线与当地省控线平均分差



民办高教集团旗下学校一览

高教集团	学校数量	性质	数量	学校名称	地区	高教集团	学校数量	性质	数量	学校名称	地区
中教控股	14	本科	7	广州应用科技学院	广东	希教国际控股	7	本科		西南交通大学希望学院	四川
				广东白云学院	广东					山西医科大学晋祠学院	山西
				烟台科技学院	山东					西安思源学院	陕西
				成都锦城学院	四川					贵州黔南经济学院	贵州
				重庆外语外事学院	重庆					贵州黔南科技学院	贵州
				江西科技学院	江西					内蒙古大学创业学院	内蒙古
				海口经济学院	海南					银川能源学院	宁夏
	3	专科		松田职业学院	广东		23	专科	12	苏州托普信息职业技术学院	江苏
				白云工商技师学院	广东					金肯职业技术学院	江苏
				郑州城轨学校	河南					四川天一学院	四川
	2	中职		西安铁道学院	陕西					四川希望汽车职业学院	四川
				海口经济学院附属艺术学校	海南					四川文化传媒职业学院	四川
	2	海外高等院校		澳大利亚国王学院	澳大利亚悉尼					四川托普信息技术职业学院	四川
				伦敦里士满美国国际大学	英国伦敦					重庆数字产业职业技术学院	重庆
中国科培	5	本科	4	广州理工学院	广东					邢台应用技术职业学院	河北
				淮北理工学院	安徽					白银希望职业技术学院	甘肃
				马鞍山学院(利润以投资收益并表)	安徽					桂林山水职业学院	广西
				哈尔滨石油学院	黑龙江					贵州应用技术职业学院	贵州
	1	中职		肇庆科技中等职业学校	广东					南昌影视传播职业学院	江西
新高教集团	8	本科	4	兰州信息科技学院	甘肃	中汇集团	4	海外高等院校	4	四川希望汽车技师学院	四川
				哈尔滨华德学院	黑龙江					泰国西那瓦国际大学	泰国曼谷
				湖北恩施学院	湖北					马来西亚英迪国际大学	马来西亚
				云南工商学院	云南					匈牙利维克勒商学院	匈牙利
	4	专科		洛阳科技职业学院	河南		9	本科	1	广州华商学院	广东
				郑州城市职业学院	河南					广东华商技工学校	广东
				广西英华国际职业学院	广西					四川城市技师学院	四川
				贵州工商职业学院	贵州					广州华商职业学院	广东
中国春来	6	本科	5	商丘学院	河南		4	海外高等院校	4	四川城市职业学院	四川
				安阳学院	河南					大湾区商学院	中国香港
				商丘学院应用技术学院	河南					新加坡中汇学院	新加坡
				苏州科技大学天平学院	江苏					澳洲国际商学院	澳大利亚
	1	专科		荆州学院	湖北					澳洲中汇学院	澳大利亚

- **高教集团积极推进选营，但进展普遍较慢，静待最终落地或各地细则出台**
- **集团层面税率提升意味着什么？** 本质是WFOE公司通过公允的关联交易产生利润后税率提升：如果利润保留在学校端，则不需要缴纳所得税，税率为0。如果通过服务费转移到公司端，则需缴纳15%的所得税。因此印证现行政策允许公允的关联交易，优质高教集团的资金能够顺畅流转，保障分红的稳定性。
- **选营落地后的影响？税率：**学校层面税率从0提升至15%的优惠税率或25%的一般税率，通过公允的关联交易可以把学校的一部分利润放在WFOE公司层面；**土地出让金：**补缴金额相对集团整体规模影响较小，教育性质用地则不需要补地价。

民办高教集团旗下学校选营进展

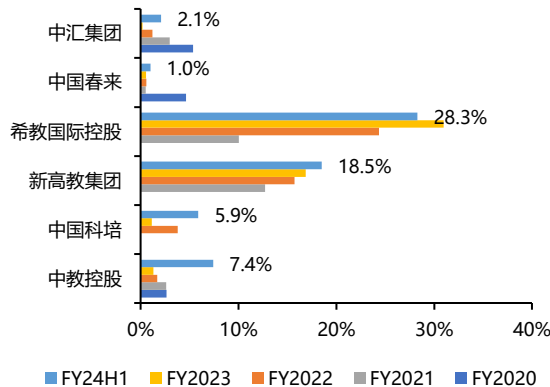
集团	选营进展
中教控股	江西学校选营已获政府同意，已完成土地款补缴，尚待最终落地
中国科培	黑龙江学校选营已获得过渡期办学许可证，补缴土地款金额尚待商定
新高教集团	黑龙江学校选营已获得过渡期办学许可证，尚待最终落地
希教国际控股	广西学校选营已获政府同意，尚待最终落地

- **优质高教集团稳定分红高股息** 受益港股红利税减免，估值弹性显著，但仍处于低位，FY2024PE仅个位数，中教控股、中国科培、新高教集团、中汇集团股息率处于高位。

民办高教集团分红率

	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY24H1
中教控股(通)	21%	52%	47%	45%	41%	45%
中国科培(通)				29%	0%	28%
新高教集团			38%	47%	47%	中报未分红，预计年末分红50%
中国春来(通)	0%	0%	0%	21%	9%	28%
中汇集团	4%	31%	30%	31%	27%	29%

民办高教集团税率变化



民办高教集团股息率

	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY24H1
中教控股(通)	0.77%	1.79%	2.79%	5.71%	5.01%	7.92%
中国科培(通)				5.94%	0.00%	8.97%
新高教集团			3.93%	9.37%	9.67%	中报未分红，全年预期11.57%
中国春来(通)	0.00%	0.00%	0.00%	3.97%	0.90%	4.17%
中汇集团	0.35%	1.65%	2.51%	8.34%	7.66%	8.06%

注：FY19~FY23为静态股息率，FY24H1为年化动态股息率，收盘价截止2024年6月6日

目 录

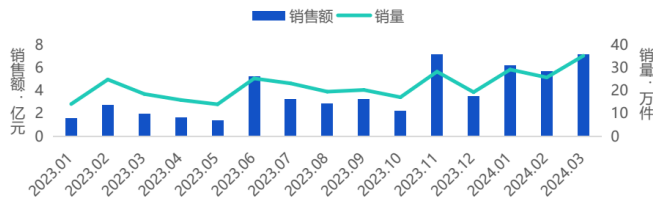
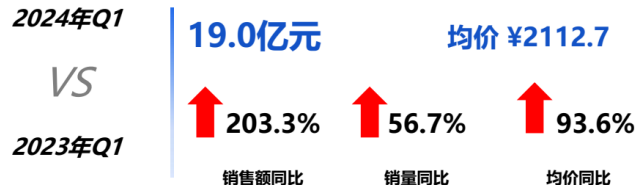
- 1. 赛道总览：规模及商业模式对比
- 2. 政策梳理：双减及民促法影响几何
- 3. 教育培训：供需错配，剩者为王
- 4. 职业教育：公考三足鼎立，就业类强 β
- 5. 学历教育：高中选营进度领先
- 6. AI+教育：内容+AI助力学习机市场扩容
- 7. 投资建议
- 8. 风险提示

- 根据魔镜数据，2024年Q1，学习机市场规模19.0亿元，销售额同比增长203.3%，销量同比增长56.7%，学而思”以4.3亿元居于品牌规模榜首。

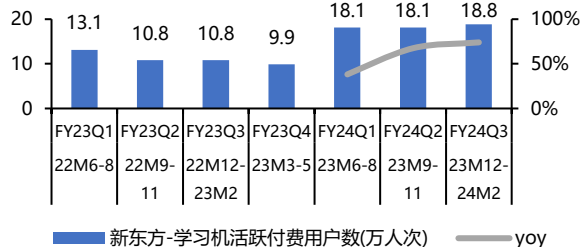
学习机为什么需求旺盛？

- 从行业层面看，疫情期间居家学习促进线上教育蓬勃发展，学习机等教育智能硬件的市场热度攀升，而学习习惯养成后具有延续性，即使疫情结束依然保留下大量需求。从公司产品层面看，新东方对学习机业务的理念是将传统线下教学体系迁移到智能系统，产品内容是新东方多年教学经验的积累，课程内容质量与口碑绩优。针对使用电子产品自制力的问题，一方面提供老师答疑和面向家长的学情报告，在监督层面提供多元化服务；另一方面提供学习机和托管服务结合的学习模式。

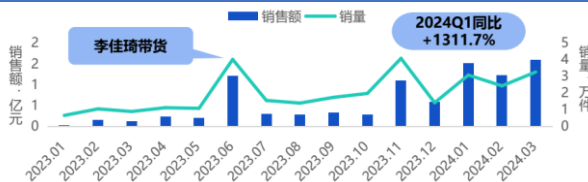
学习机市场规模



新东方学习机付费人次



24年Q1学而思电子教育市场规模



两种学习机模式对比

	新东方ok智慧学习机	学而思学习机
价位	租赁模式，无租金，押金1000元，课程内容2000元/科/三个月课程定价为原课程价格的70%80%，单科课程16次课，每节课120分钟	xPad2 Pro Max: 6599元 xPad经典款: 4369元
销售模式	✓不单独售卖，报名后开启租赁权限，在新东方线下网点租赁到卖为主，主要有学而思官方旗舰店、学而思教育旗舰店 ✓课程内容与新东方课程深度绑定，线上结合，学生可携带天猫旗舰店。此外，与网红学习机至新东方线下AI自习室在教育专家、测评博主合作进行推广； ✓课程结束后在各地地区的新东方网点进行微信预约，即可退换机器拿回押金。	✓以上官方直播间整机售 ✓课程内容包含在机器中，单个视频约20分钟，适合碎片化时间学习，互动性较强
主要功能	✓提供老师答疑服务，学生自主学习录课内容，老师在工作日晚上六点到九点随时答疑，周末早上九点到晚上九点答疑。 ✓每月1.5小时时长直播，实时深指尖翻译、AI读绘本、AI背度指导，抽查提问讲解，了解每个学生的学习情况。老师可远程提 ✓对话式学习体验，分步骤定位问题，一问一学一练，上课后台记录保留，家长可看到报告。 ✓内置三种模式：辅导小白学习机自带错题本功能，自动由系统智能规划；一键跟随按科目记录整理做过的所有错题官方教研传授经验；全能妈点击时间筛选查看今天本周本妈，匹配日常学习习惯，灵活的错题进行周期的巩固训练。活设置使用习惯。	✓10大AI辅导神器：AI作文助手、AI听写、AI口算练习、AI小思练习、AI百科问答、AI查字典、AI

目 录

- 1. 赛道总览：规模及商业模式对比
- 2. 政策梳理：双减及民促法影响几何
- 3. 教育培训：供需错配，剩者为王
- 4. 职业教育：公考三足鼎立，就业类强 β
- 5. 学历教育：高中选营进度领先
- 6. AI+教育：内容+AI助力学习机市场扩容
- 7. 投资建议
- 8. 风险提示

- **教育培训：**K12教培监管边界日益清晰，需求相对刚性，供给大幅出清，留存的全国龙头和区域龙头都在重回扩张阶段。行业非学科培训创新成果已获认可，在监管规则下形成新的平衡。
- 优先推荐【新东方】绝对龙头，领先的创新能力及经营韧性助力业绩率先复苏。建议关注【学大教育】A股唯一纯正K12标的存在溢价，高中教培环境优化+后续中职看点；【好未来】强复制能力带来教育业务高增预期+科技投入学习机双轮驱动；【卓越教育集团】广州区域龙头，并表进展预期翻倍增长；【思考乐教育】深圳区域龙头，差异化竞争招生高增。

教育培训公司估值表

分类	市场	股票代码	证券简称	总市值 (亿港元)	总市值 (亿人民币)	归母净利润(亿人民币)				利润yoy			PE		
						23A	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E
教育培训	港股	9901.HK	新东方-S	986	898	20	37	51	68	86%	39%	33%	24	18	13
		3978.HK	卓越教育集团	30	27	0.9	1.3	1.9	2.5	45%	44%	30%	21	14	11
		1769.HK	思考乐教育	27	25	0.9	1.4	2.0	2.5	64%	39%	29%	18	13	10
	市场	股票代码	证券简称	总市值 (亿美元)	总市值 (亿人民币)	营收(亿人民币)			营收yoy			PS			
						23A	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E
	美股	TAL.N	好未来	67	473	73	106	143	179	46%	35%	25%	4.5	3.3	2.6
		GOTU.N	高途集团	14	101	30	45	62	82	53%	38%	31%	2.2	1.6	1.2
		DAO.N	有道	4	32	54	60	69	78	12%	14%	13%	0.5	0.5	0.4
		股票代码	证券简称	总市值 (亿美元)	总市值 (亿人民币)	归母净利润(亿人民币)			利润yoy			PE			
						23A	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E
		TAL.N	好未来	67	473	-10	-0.3	2.8	9.3	-	-	228%	-	166	51
		GOTU.N	高途集团	14	101	-0.1	-2.2	-0.8	0.7	-	-	-	-	-	155
		DAO.N	有道	4	32	-5.5	-1.2	1.2	3.1	-	-	151%	-	26	10
		市场	股票代码	证券简称	总市值 (亿人民币)	归母净利润(亿人民币)				利润yoy			PE		
						23A	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E
	A股	000526.SZ	学大教育	73	1.5	2.5	3.3	4.4	60%	35%	32%	30	22	17	
		600661.SH	昂立教育	28	-1.9	0.9	1.7	2.2	-	88%	27%	31	16	13	
		002599.SZ	盛通股份	28	0.0	1.0	1.3	1.7	2346%	31%	30%	27	21	16	

注：收盘价截止2024年6月6日，新东方为NG经营利润，除新东方外盈利预测均来自一致预期

- **公考招录：**就业环境倒逼考公需求，竞争加剧推升参培率。
 - 优先推荐【粉笔】高通过率保障龙头品牌力，OMO模式+AI赋能降本增效。建议关注【华图山鼎】教育资产平移进度、【中公教育】改革进程。
- **非学历职业教育：**就业类职教短期受压制，企业培训需求旺盛。
 - 优先推荐企业培训龙头【行动教育】收款及业绩持续高增，合同负债指引保底增速，大客户+实效性驱动增长。
- **学历教育：**民办高中选营落地进展领先；民办高教低估值高股息，优选基本面稳健及分红稳定的龙头。
 - 建议关注【天立国际控股】办学质量和复制能力护航营利性民办高中扩张。建议关注民办高教龙头【中教控股】【中国科培】【新高教集团】【中国春来】。

职业教育及学历教育公司估值表

分类	股票代码	证券简称	总市值 (亿港币)	总市值 (亿人民币)	归母净利润(亿人民币)				利润yoy			PE		
					23A	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E
招录考培	002607.SZ	中公教育	-	112	-2.1	4.9	7.1	8.2	-	44%	17%	23	16	14
	300492.SZ	华图山鼎	-	145	-0.9	5.1	6.6	8.2	-	29%	24%	28	22	18
	2469.HK	粉笔	96	88	4.5	6.3	7.8	9.5	41%	24%	21%	14	11	9
企业培训	605098.SH	行动教育	-	54	2.2	2.9	3.7	4.6	30%	29%	25%	19	15	12
就业类非 学历职教	0667.HK	中国东方教育	49	45	2.7	4.0	4.9	5.3	48%	22%	8%	11	9	8
	003032.SZ	传智教育	-	34	0.2	1.2	1.6	2.0	658%	35%	23%	29	21	17
学历教育	1773.HK	天立国际控股	100	91	3.3	5.6	8.2	12	69%	45%	50%	16	11	7.4
	0839.HK	中教控股	137	124	14	21	24	27	54%	13%	12%	5.9	5.2	4.6
	1969.HK	中国春来	58	52	6.8	7.5	9.2	11	10%	22%	20%	7.0	5.7	4.8
	2001.HK	新高教集团	36	33	7.0	7.7	8.5	9.3	9%	11%	10%	4.2	3.8	3.5
	1890.HK	中国科培	31	29	7.4	8.0	8.4	8.8	7%	5%	5%	3.6	3.4	3.3
	0382.HK	中汇集团	27	25	6.2	7.1	7.4	8.3	14%	5%	12%	3.5	3.3	3.0
	300192.SZ	科德教育	-	33	1.4	1.6	2.0	2.4	19%	25%	19%	20	16	13

注：收盘价截止2024年6月6日，粉笔为经调整净利润，除粉笔、行动外盈利预测均来自一致预期

目 录

- 1. 赛道总览：规模及商业模式对比
- 2. 政策梳理：双减及民促法影响几何
- 3. 教育培训：供需错配，剩者为王
- 4. 职业教育：公考三足鼎立，就业类强 β
- 5. 学历教育：高中选营进度领先
- 6. AI+教育：内容+AI助力学习机市场扩容
- 7. 投资建议
- 8. 风险提示

➤ **监管政策再度趋严**

- 现阶段非学科培训行业政策已逐渐清晰，若后续出现新的严格限制，将影响整个行业经营；民办高教行业政策若趋严将直接影响行业经营及分红稳定性。

➤ **宏观经济影响培训需求**

- 教育培训存在一定的逆周期性，但如果可支配收入的下降突破一定极限，也有取消培训需求的可能性。

➤ **考试缩招或改革风险**

- 如公务员事业编等招聘计划出现意外变化，包括延迟公布、取消招聘、招考人数显著减少、考试时间更改、招聘机制改革、可参考人群明显变更等，都将影响招录考培公司的招生规模。

➤ **行业竞争加剧**

- 监管逐渐清晰后行业信心回升，头部公司均积极开拓市场，若竞争日趋激烈将影响公司经营环境。

➤ **负面舆论风险**

- 由于教育行业业务的特殊性，考生通常对公司的师资质量、服务水平等方面具有较高要求，若教育公司出现教学质量管控不力，将影响公司的声誉和品牌影响力。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

