

2025年03月18日

# 需求刚性供给出清，龙头修复释放弹性

—教育行业深度报告

推荐(首次)

投资要点

## 政策：双减政策卓有成效，边际优化深化细则

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

## 需求：校外培训仍为刚需，素质教育快速增长

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

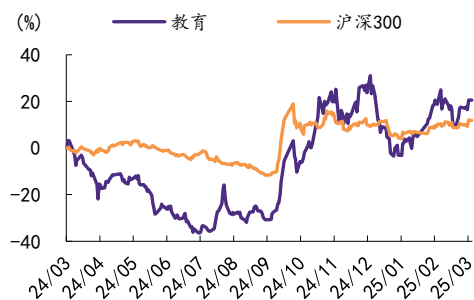
2) 教育支出持续增长，支付意愿仍足。①宏观层面：教育经费支出占比整体稳定，K12整体支出持续增长。②微观层面：居民人均教育支出保持增长，兴趣班投入金额多数增长。2019年全国/城镇/农村家庭生均教育支出/人均可支配收入比重分别为28.8%/28.1%/37.5%，双减后85%的家庭教育对兴趣班投入金额不变或增加。

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

### 行业相对表现

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

### 市场表现



### 相关研究

## 供给：出清利于龙头，回归良性竞争

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

## 行业评级及投资策略

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

## 风险提示

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

### 重点关注公司及盈利预测

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

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

## 正文目录

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

## 图表目录

图表 1：《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》政策主要内容	7
图表 2：双减配套政策及内容	8
图表 3：义务教育阶段线下学科类培训机构数量变化	10
图表 4：线上学科类培训机构数量变化	10
图表 5：中央对非学科类培训管理的总体政策《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》	10
图表 6：各地区细化政策	11
图表 7：教育产业分类	13
图表 8：教育减负政策发展阶段划分	14
图表 9：2010-2021 年教育行业投融资事件数量及增速	14
图表 10：2010-2021 年教育行业投融资规模及增速	14
图表 11：新东方在线（现为东方甄选）2014-2023 财年销售费用率	15
图表 12：好未来 2014-2023 财年销售费用率	15
图表 13：学大教育、昂立教育、豆神教育、思考乐教育、卓越教育 2014-2023 年销售费用率	15
图表 14：2019-2021 年期间几大在线教育为引流而推出的低价课	16
图表 15：新东方在线（现为东方甄选）2014-2023 财年毛利率	16
图表 16：好未来 2014-2023 财年毛利率	16
图表 17：学大教育、昂立教育、豆神教育、思考乐教育、卓越教育 2014-2023 年毛利率	17

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

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

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



# 1、政策：双减政策卓有成效，边际优化深化细则

## 1.1、双减及配套政策：大力压减校外培训，取得阶段性成果

规范校外培训行为，压减 K9 学科类校外培训。2021 年 7 月 24 日，教育部发布《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》，其重点包括：1) 规定课后服务时长，规范培训服务行为。确保作业布置科学合理，学校课后服务基本满足学生需要，结束时间原则上不早于当地正常下班时间。严禁超标超前培训，严禁非学科类培训机构从事学科类培训，严禁提供境外教育课程。2) 从严审批机构，压减学科类校外培训。各地不再审批新的面向义务教育阶段学生的学科类校外培训机构，现有学科类培训机构统一登记为非营利性机构。对现有学科类培训机构重新审核登记，逐步大大压减，解决过多过滥问题。3) 强化常态运营监管，做好校外培训广告管控。严格控制资本过度涌入培训机构，坚决禁止为推销业务以虚构原价、虚假折扣、虚假宣传等方式不正当竞争。加强校外培训广告管理，确保高传播媒介不刊登、不播发校外培训广告。

图表 1：《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》政策主要内容

分类	具体内容
保证课后服务时间	课后服务结束时间原则上不早于当地正常下班时间；对有特殊需要的学生，学校应提供延时托管服务；初中学校工作日晚上可开设自习班。
坚持从严审批机构	各地不再审批新的面向义务教育阶段学生的学科类校外培训机构，现有学科类培训机构统一登记为非营利性机构。对原备案的线上学科类培训机构，改为审批制。各省（自治区、直辖市）要对已备案的线上学科类培训机构全面排查，并按标准重新办理审批手续。未通过审批的，取消原有备案登记和互联网信息服务业务经营许可证（ICP）。对非学科类培训机构，各地要区分体育、文化艺术、科技等类别，明确相应主管部门，分类制定标准、严格审批。依法依规严肃查处不具备相应资质条件、未经审批多址开展培训的校外培训机构。学科类培训机构一律不得上市融资，严禁资本化运作；上市公司不得通过股票市场融资投资学科类培训机构，不得通过发行股份或支付现金等方式购买学科类培训机构资产。
规范培训服务行为	严禁超标超前培训，严禁非学科类培训机构从事学科类培训，严禁提供境外教育课程。依法依规坚决查处超范围培训、培训质量良莠不齐、内容低俗违法、盗版侵权等突出问题。严格执行未成年人保护法有关规定，校外培训机构不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假组织学科类培训。培训机构不得高薪挖抢学校教师；从事学科类培训的人员必须具备相应教师资格，并将教师资格信息在培训机构场所及网站显著位置公布；不得泄露家长和学生个人信息。
强化常态运营监管	严格控制资本过度涌入培训机构，培训机构融资及收费应主要用于培训业务经营，坚决禁止为推销业务以虚构原价、虚假折扣、虚假宣传等方式不正当竞争，依法依规坚决查处行业垄断行为。
做好培训广告管控	中央有关部门、地方各级党委和政府要加强校外培训广告管理，确保主流媒体、新媒体、公共场所、居民区各类广告牌和网络平台等不刊登、不播发校外培训广告。不得在中小学校、幼儿园内开展商业广告活动，不得利用中小学校和幼儿园的教材、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。
坚决压减学科类校外培训	对现有学科类培训机构重新审核登记，逐步大大压减，解决过多过滥问题；依法依规严肃查处存在不符合资质、管理混乱、借机敛财、虚假宣传、与学校勾连牟利等严重问题的机构。

资料来源：中国政府网，

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

图表 2: 双减配套政策及内容

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