

目 录

1、需求侧：需求刚性，家庭付费意愿高	7
1.1 数千亿市场规模，行业稳定增长	7
1.2 新课改落地，推动教培需求	11
2、供给侧：政策属性强，行业逐步规范	12
2.1 政策复盘：以“双减”政策为指导，逐步回归教育本质	12
2.2 “双减”后，头部机构开始转型	14
2.2.1 “学科”业务向“非学科”转型	14
2.2.2 网点数量大幅收缩，区域型机构聚焦大本营	16
2.3 头部企业“基因”差别，促使转型侧重有异	18
3、竞争格局改善，龙头盈利恢复	20
4、投资建议	23
4.1 新东方 (9901.HK)：教育行业深耕多年，多元化业务蓬勃发展	23
4.1.1 开拓教培新业务，在探索中成长	24
4.1.2 “双减”过后再出发，各项业务恢复向好	25
4.1.3 非学科教培高速发展，考培业务恢复增长	26
4.1.4 盈利预测与评级	29
4.2 学大教育 (000526.SZ)：个性化教育龙头，多元化领域布局	32
4.2.1 顺应政策市场趋势，拓宽多元发展空间	32
4.2.2 优化经营结构，实现扭亏为盈	34
4.2.3 个性化辅导优势显著，全方位产品布局完善	35
4.2.4 盈利预测与评级	37
4.3 好未来 (TAL.N)：教育头部企业，转型重启增长	40
4.3.1 善于把握行业机会，顺势而为成头部	40
4.3.2 扭亏为盈，收入逐季恢复	41
4.3.3 素质教育快速扩张，学习机业务共同发展	42
4.3.4 盈利预测与评级	43
4.4 卓越教育集团 (3978.HK)：深耕华南市场，书写教育新篇章	46
4.4.1 稳中求进，新赛道扬帆起航	47
4.4.2 “双减”受创积极转型，盈利缓慢恢复	48
4.4.3 积极转型新业务，多元化布局	49
4.4.4 盈利预测与评级	51
4.5 思考乐教育 (1769.HK)：积极转型再起航，业绩恢复向好	54
4.5.1 优质服务，打造差异化竞争优势	55
4.5.2 盈利预测与评级	55
5、风险分析	57

图目录

图 1: 中国教育体系示意图	7
图 2: 高考报名比例不断提升	8
图 3: “双减”前后义务教育阶段学生校外培训情况变化	8
图 4: 日本中小学生校外培训机构参与率	8
图 5: 韩国中小学生校外培训机构参与率	8
图 6: 2016 年之后出生人数及出生率逐步下滑	9
图 7: 2004-2029E 年中国小学至高中在校生人数 (万人)	9
图 8: 上海、北京、深圳家长为孩子报名培训班的动因 (多选)	9
图 9: 上海、北京、深圳被访者对孩子教育培训支出的预判情况	9
图 10: 新东方及好未来 FY2015-FY2024 学校及学习中心数量 (个)	17
图 11: 学大教育学习中心数量 (个)	17
图 12: 卓越教育学习中心数量 (个)	17
图 13: 思考乐学习中心数量 (个)	17
图 14: 新东方企业文化	19
图 15: 好未来企业文化	19
图 16: 新东方 FY2024 收入结构	19
图 17: 好未来 FY2024 收入结构	19
图 18: “双减”后义务教育阶段线下学科类校外培训机构数量变化	21
图 19: “双减”后义务教育阶段线上学科类校外培训机构数量变化	21
图 20: 教培机构收入成本拆解	21
图 21: 新东方、好未来、学大教育的营业收入及归母净利润变化	22
图 22: 新东方各业务收入结构 (百万美元)	24
图 23: 新东方业务体系	24
图 24: 新东方收入及学习中心数量	25
图 25: FY2006-FY2024 新东方归母净利润及净利率	25
图 26: FY2021Q1-FY2025Q1 新东方学校及学习中心分季度数量	25
图 27: FY2021Q1-FY2025Q1 新东方单季度营业总收入	26
图 28: FY2021Q1-FY2025Q1 新东方单季度毛利率	26
图 29: FY2021Q1-FY2025Q1 新东方单季度归母净利润	26
图 30: FY2022-FY2024 教育服务及备考课程收入及同比增长	27
图 31: FY2022-FY2024 教育服务及备考课程毛利率	27
图 32: FY2022-FY2024 留学咨询业务收入及同比增长	27
图 33: FY2022-FY2024 留学咨询业务毛利率	27
图 34: FY2022-FY2024 自有品牌产品及直播电商业务收入及同比增长	28
图 35: FY2022-FY2024 自有品牌产品及直播电商业务毛利率	28
图 36: 2017 年-24H1 学大教育营业收入结构 (亿元)	32
图 37: 2017 年-24H1 学大教育分区域收入结构 (亿元)	32
图 38: 学大教育发展历程	33
图 39: 学大教育股价复盘	34

图 40: 2017 年-2024 年前三季度学大教育营业收入变化	34
图 41: 2017 年-2024 年前三季度学大教育毛利率及净利率变化	34
图 42: 21Q1-24Q3 学大教育季度收入及归母净利润	35
图 43: 2017 年-2024 年前三季度学大教育各项费用率变化	35
图 44: 2017 年-24H1 学大教育个性化学习中心数量(所)	35
图 45: 2017-2023 年学大教育员工数量(人)变化情况	35
图 46: 学大教育职业教育业务分布情况	36
图 47: 学大教育主要文化空间布局	37
图 48: 2013-2022 年中国国民图书阅读情况	37
图 49: FY2021-FY2024 公司各业务结构(百万美元)	40
图 50: 公司主要业务分类	40
图 51: 好未来年总收入及教学网点数量变化	41
图 52: FY2021Q1-FY2025Q2 好未来单季度营业总收入	42
图 53: FY2021Q1-FY2025Q2 好未来单季度归母净利润	42
图 54: FY2021Q1-FY2025Q2 好未来毛利率、销售费用率和管理费用率	42
图 55: 学而思素养课程(下图为人工智能编程课和机器人课)	43
图 56: 2017-2026E 中国 2C 智能学习设备市场规模及同比增长	43
图 57: 2018 年-24H1 卓越教育各业务收入结构(单位:百万元)	47
图 58: 卓越教育 1997 年至今发展历程	48
图 59: 2015 年-24H1 卓越教育营业收入及其同比增速	48
图 60: 2015 年-24H1 卓越教育毛利率和归母净利率	49
图 61: 2015 年-24H1 卓越教育销售、管理、研发费用率	49
图 62: 2018 年-24H1 卓越教育辅导项目收入及同比增长	50
图 63: 2018 年-24H1 卓越教育全日制复读业务收入及同比增长	50
图 64: 2018 年-24H1 卓越教育素质教育业务收入及同比增长	51
图 65: 2016 年-24H1 思考乐教育业务收入结构	54
图 66: 2016 年-24H1 思考乐教育入学学生人次及同比增速	54
图 67: 2016 年-24H1 思考乐教育辅导课时数及同比增速	54
图 68: 2016 年-24H1 思考乐主营业务收入及增速	55
图 69: 2016 年-24H1 思考乐净利润及净利率	55

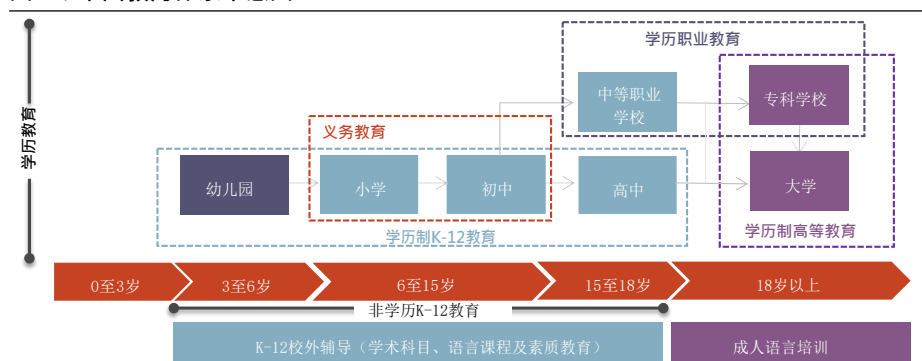
表目录

表 1: 全国小初高教培行业市场规模测算	10
表 2: 广东小初高教培行业市场规模测算	11
表 3: 新课标变化	12
表 4: “双减”政策前的政策动态	12
表 5: “双减”政策实施以来的政策动态	13
表 6: “双减”政策和《校外培训管理条例（征求意见稿）》对比	14
表 7: K12 校外培训龙头	14
表 8: “双减”对教育培训公司的影响	15
表 9: K12 校外教育龙头积极寻求业务转型	15
表 10: K12 校外教育龙头“双减”前后业务变化	16
表 11: 头部教培机构“双减”前后收入利润变化	22
表 12: 头部教培机构“双减”前后收入利润变化	23
表 13: 新东方主营业务收入预测（百万美元）	29
表 14: 新东方毛利率及费用率预测	31
表 15: 新东方可比公司估值对比	31
表 16: 新东方盈利预测与估值简表	31
表 17: 学大教育细分业务	36
表 18: 学大教育盈利预测（百万元）	38
表 19: 学大教育各项成本及支出占收入的比重	39
表 20: 学大教育可比公司估值对比	39
表 21: 学大教育盈利预测与估值简表	40
表 22: 好未来主营收入预测（百万美元）	44
表 23: 好未来各项成本及支出占收入的比重	45
表 24: 好未来可比公司估值对比	45
表 25: 好未来盈利预测与估值简表	46
表 26: 卓越教育主营收入预测（千元）	52
表 27: 卓越教育集团毛利率及费用率预测	53
表 28: 卓越教育集团可比公司估值对比	53
表 29: 卓越教育集团盈利预测与估值简表	53
表 30: 思考乐教育主营业务收入预测（千元）	56
表 31: 思考乐教育毛利率及费用率预测	56
表 32: 思考乐教育可比公司估值对比	56
表 33: 思考乐教育盈利预测与估值简表	57

1、需求侧：需求刚性，家庭付费意愿高

中国教育体系分为学历教育和非学历教育。学历教育为学生提供获得教育部认证的证书或学位，包括学前教育、义务教育（即小学及初中教育）、高中教育以及涵盖大专及大学教育的高等教育。中国的非学历教育是学历教育的补充，其中包括校外辅导、备考、外语培训、幼儿教育、业余爱好培训以及职业培训。

图 1：中国教育体系示意图



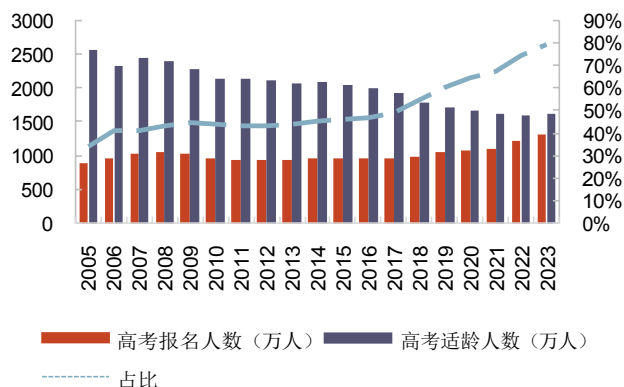
资料来源：新东方招股说明书，

1.1 数千亿市场规模，行业稳定增长

对于教培行业来说， $\text{行业规模} = \text{参培率} \uparrow * \text{K12 学生人数} \downarrow * \text{客单价} \uparrow$ ，竞争加剧使参培率逐渐提升，一定程度上抵销了出生人口下滑带来的影响，家长对教育支出的低敏感性推动行业稳定增长。

教育及社会竞争压力不减，教培需求依旧坚挺，参培率逐年提升。由于教育考核和选拔机制，竞争持续不断且长期存在，“内卷”之下对于教培的需求刚性坚挺。从高考报名比例来看，2012-2023 年高考适龄人数持续走低，但高考报名人数却呈上升趋势，高考报名比例不断攀升，由此可见高考竞争压力并未得到减缓，“内卷”现象犹存。“双减”前国内前参培率不断提升（日韩亦有类似趋势），受“双减”政策影响，22 年国内春季义务教育阶段学生参培率较“双减”前下降。预计随着政策常态化，国内义务教育阶段学生参培率有望趋稳，高中阶段学生参培率有望提升（即延续“双减”前趋势）。

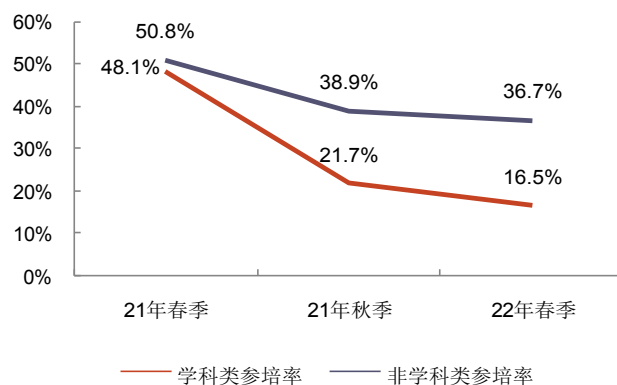
图 2：高考报名比例不断提升



资料来源：教育部，国家统计局，

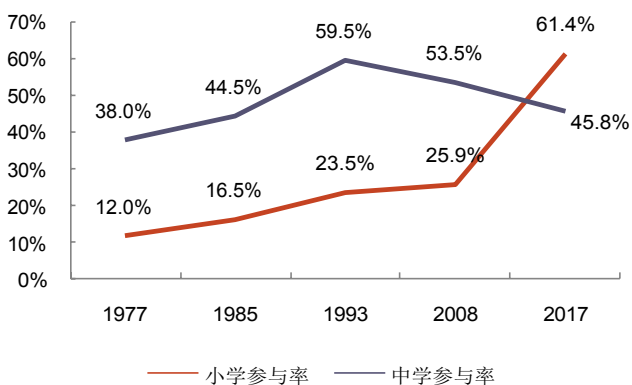
注：高考适龄人数是按向前推算 18 年的出生人口数量统计得出

图 3：“双减”前后义务教育阶段学生校外培训情况变化



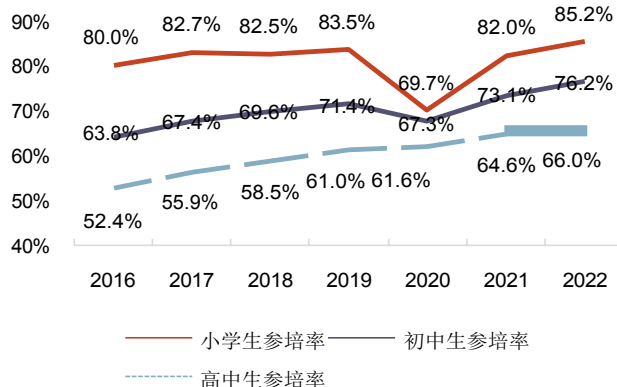
资料来源：光明日报，《全国“双减”成效调查报告》，

图 4：日本中小生校外培训机构参与率



资料来源：《日本学习塾的历史发展》牛敏，

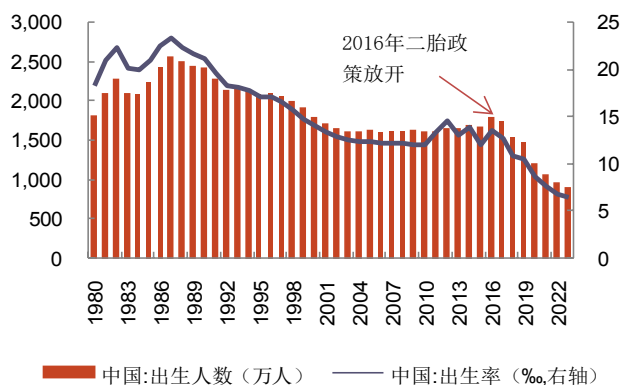
图 5：韩国中小生校外培训机构参与率



资料来源：KOSIS，

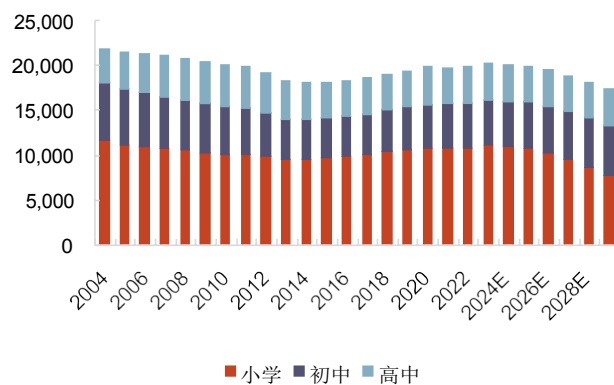
受出生率下滑影响，K12 人数预计从 2023 年起逐渐减少。2003-2015 年出生人数基本维持在 1600 万人左右，2016 年二胎政策放开，出生人数出现小高峰，对应 2009-2022 年 K12 学生人数稳中有升；2016 年之后出生人数开始明显下滑，预计从 2023 年起 K12 人数受出生率下滑的影响逐渐显现。根据教育部统计数据，2022 年小学至高中在校生人数为 1.99 亿人。按照历史出生人口数据对应未来各阶段适龄人口规模，以及小学/初中/高中近 3 年毛入学率均值进行测算，我们预计到 2029 年，K12 在校生人数约为 1.74 亿人，较 2022 减少 2472 万人。

图 6：2016 年之后出生人数及出生率逐步下滑



资料来源：国家统计局，

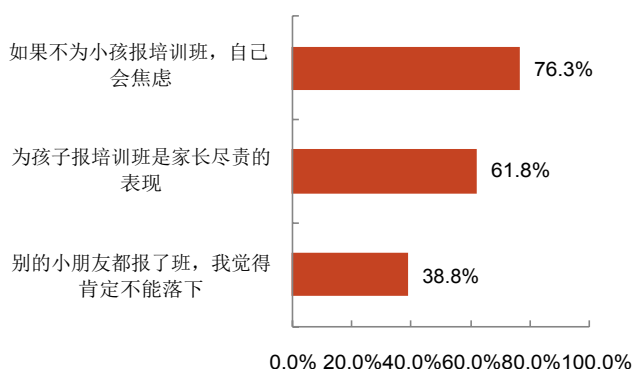
图 7：2004-2029E 年中国小学至高中在校生人数 (万人)



资料来源：教育部，wind， 预测

教育培训家庭付费意愿高，价格敏感度低，客单价提升也驱动教培行业规模稳定增长。从上海市消保委的《上海、北京、深圳青少年教育培训消费调查报告》来看，家长普遍会因为教育焦虑而给孩子报名培训班，且接近 7 成家长有增加孩子培训支出的意愿。随着人均可支配收入的提升，预计对孩子教育培训支出金额仍有提升空间。

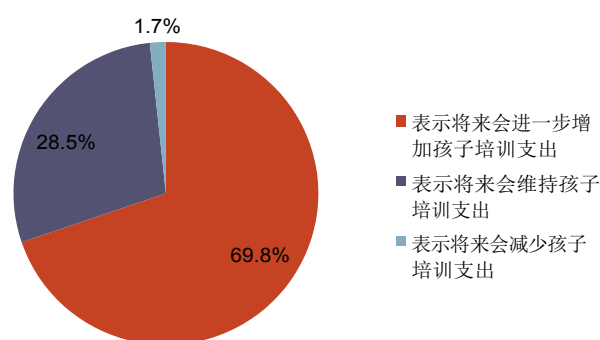
图 8：上海、北京、深圳家长为孩子报名培训班的动因 (多选)



资料来源：《上海、北京、深圳青少年教育培训消费调查报告》上海市消保委，光大证券研究所

注：调查时间为 2019 年 10 月至 2020 年 1 月

图 9：上海、北京、深圳被访者对孩子教育培训支出的预判情况



资料来源：《上海、北京、深圳青少年教育培训消费调查报告》上海市消保委，光大证券研究所

注：调查时间为 2019 年 10 月至 2020 年 1 月

➤ **参培率**：我们根据弗若斯特沙利文测算的 2017-2021 年小、初、高参培人数，以及教育部公布的在校生人数，可以计算出 2017-2021 年整体参培率分别为 30.5%/30.6%/31.5%/32.4%/33.4%，其中 2021 年高中/小初参培率分别为 60.7%/28.9%。考虑到“双减”政策对高中阶段仍有影响，我们估计 2022 年高中参培率降至 40%，2023-2026 年逐年递增 2pct。考虑到“双减”后义务教育阶段教培机构数量缩减 90%，我们预计参培率也有类似下降幅度，再考虑到仍有部分“小黑班”的存在，我们估计 2022 年小初课外培训参培率为 5.8%，2023-2025 年参培率提升加速，分别为 7.3%/9.8%/12.8%，预计 2026 年小初参培率增速恢复至与高中阶段的 2pct 一致，参培率预计为 14.8%。

- **在校生数**：按照历史出生人口数据对应未来各阶段适龄人口规模，以及 2022 年各阶段毛入学率计算得出 2023-2026 年在校生人数，预计在校生人数于 2026 年有较明显下滑。
- **客单价**：参考 2017-2021 年客单价变化，我们预计 2022-2026 年客单价增速维持在 6%。
- **市场规模**：经测算，我们预计 2022-2026 年全国小初高校外培训市场规模分别为 2197/2681/3400/4274/4955 亿元，对应增速分别为 -65%/+22%/+27%/+26%/+16%。

表 1：全国小初高教培行业市场规模测算

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
小初高在校生人数（万人）	16911	17367	17802	18133	18403	18567	18728	18648	18521	18090
高中在校生人数（万人）	2375	2375	2414	2494	2605	2714	2709	2726	2715	2713
小初在校生人数（万人）	14536	14992	15388	15639	15798	15853	16019	15922	15806	15378
总参培率（%）	30.5%	30.6%	31.5%	32.4%	33.4%	10.8%	12.3%	14.8%	17.6%	19.8%
高中课外培训参培率	56.4%	57.7%	59.6%	59.7%	60.7%	40%	42%	44%	46%	48%
小初课外培训参培率	26.2%	26.3%	27.0%	28.0%	28.9%	5.8%	7.3%	9.8%	12.8%	14.8%
参培人数（百万人）	51.5	53.1	56	58.7	61.4	20.0	23.0	27.6	32.7	35.7
客单价（元）	8120	8583	9197	9784	10360	10982	11641	12339	13080	13865
yoy		6%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
高中课外培训市场规模（亿元）	1088	1176	1324	1458	1637	1192	1324	1480	1634	1805
小初课外培训市场规模（亿元）	3094	3382	3826	4286	4724	1005	1356	1920	2641	3150
小初高校外培训市场规模（亿元）	4182	4558	5150	5743	6361	2197	2681	3400	4274	4955
yoy		9%	13%	12%	11%	-65%	22%	27%	26%	16%

资料来源：弗若斯特沙利文，教育部，

广东是全国教培行业的重要市场，高在校生人数和高参培率使得 2023 年广东小初高校外培训市场规模约占全国的 11%。

- **参培率**：参考前文的测算方法，2021 年广东高中和小初的校外培训参培率分别为 66.9%/32.3%，估计“双减”后 2022 年高中和小初参培率分别降至 45%/6.5%，2023-2026 年高中参培率假设每年提升 2pct；小初参培率假设 2023-2025 年每年分别提升 1.5pct/2.5pct/3pct，假设 2026 年小初参培率增速恢复至与高中阶段的 2pct 一致。
- **在校生数**：按照历史出生人口数据对应未来各阶段适龄人口规模，以及 2022 年各阶段毛入学率计算得出 2023-2026 年在校生人数，预计 2024-2026 年广东在校生人数仍保持增长。
- **客单价**：参考 2017-2021 年客单价变化，我们预计 2022-2026 年客单价增速维持在 6%。
- **市场规模**：经测算，我们预计 2022-2026 年广东小初高校外培训市场规模分别为 233/290/376/486/580 亿元，对应增速分别为 -58%/+25%/+30%/+29%/+19%，增速高于全国平均。

表 2：广东小初高教培行业市场规模测算

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
小初高在校生人数（万人）	1,487	1,545	1,606	1,653	1,709	1738	1804	1852	1898	1926
高中在校生人数（万人）	189	184	184	190	201	204	207	210	211	210
小初在校生人数（万人）	1,298	1,361	1,422	1,463	1,508	1534	1597	1642	1686	1716
总参培率（%）	31.3%	31.3%	31.5%	32.2%	32.3%	11.0%	12.4%	14.8%	17.6%	19.5%
高中课外培训参培率	59.5%	61.5%	65.6%	68.7%	66.9%	45%	47%	49%	51%	53%
小初课外培训参培率	31.3%	31.3%	31.5%	32.2%	32.3%	6.5%	8.0%	10.5%	13.5%	15.5%
参培人数（百万人）	4.3	4.4	4.5	4.7	4.8	1.9	2.2	2.7	3.3	3.8
客单价（元）	9425	9767	10336	10928	11508	12198	12930	13706	14528	15400
yoy		4%	6%	6%	5%	6%	6%	6%	6%	6%
高中课外培训市场规模（亿元）	106	110	125	143	154	112	126	141	157	171
小初课外培训市场规模（亿元）	383	416	463	514	560	121	164	235	330	408
小初高校外培训市场规模（亿元）	405	428	463	509	557	233	290	376	486	580
yoy		6%	8%	10%	9%	-58%	25%	30%	29%	19%

资料来源：弗若斯特沙利文，教育部，

1.1 新课改落地，推动教培需求

新世纪以来，我国经历了三次重大教育改革，平均约 10 年改革一次。2001 年版的新课程标准注重的是“双基”，即基础知识和基本技能，以“育分”为主；2011 年版的新课程标准由“双基”到“四基”，由原来注重培养学生的“分析问题、解决问题”能力转变为培养学生“发现问题、提出问题、分析问题、解决问题”的能力，以“育能”为主；2022 年版的新课程标准由“育分”“育能”向“育人”转换，提出了更高要求。

2022 年教育部发布了《教育部关于印发义务教育课程方案和课程标准（2022 年版）的通知》，对教育目标、教育内容和教学方式提出了新要求。根据教育部通知，2024 年教材将迎来全面改版，2024 年 9 月，小学、初中所有科目的教材全面改革。

2024 年秋季的教材更换情况如下：1) 小学一年级：语文、英语、科学使用新版教材。2) 小学三年级：英语使用新版教材。3) 初中一年级：所有学科（可能包括五四制的六七年级）使用新版教材。4) 初中八年级：物理使用新版教材。5) 初中九年级：化学使用新版教材。

此外，2025 年秋季：更换八年级、九年级物理、小学二三年级的相关科目教材。2026 年秋季：更换九年级、小学四五年级的相关科目教材。用三年时间，使新教材覆盖所有年级。

新课改对学生阅读广度、深度，知识灵活运用以及跨学科学习能力有了更高的要求。例如，小学语文阅读的种类与数量大幅度增加，考查面更广泛，要求整本阅读名著；小学数学主观题的发挥空间会越来越大，题目更加灵活，而且强调真实背景下的考查方式；小学英语词汇数量增多、难度提升，更贴近原版教材，听力、口试考试比重提升。

表 3：新课标变化

变化方面	内容
新目标	从对“分数”、“能力”的查考转为培育“全面发展的人”。
新教材	所有教材围绕培育核心素养改革，今年秋季义务教育阶段起始年级改为新版本；到 2026 年秋季，1-9 年级所有学科教材更换为新版本。
新题型	基础知识考察更深入，考查对原理、方法、技能的深入理解和综合运用；新增综合性考查要求具备完整、体系化的知识结构，能够做到对知识本身的融会贯通。
新能力	强调阅读、思辨和表达能力。

资料来源：教育部，小猿智能设备公众号，

当前 K12 校外辅导机构的素养课程能较好的满足新课标要求，随着新课标的落地，后续校外培训需求有望提升。

2、供给侧：政策属性强，行业逐步规范

2.1 政策复盘：以“双减”政策为指导，逐步回归教育本质

K12 教育作为基础教育的重要组成部分，发展趋势受到政策导向的影响。近年来，学生学业负担日渐沉重，校外培训机构无序扩张等问题日益凸显，为打击教育行业乱象，教育部对学科培训的监管逐渐收紧。

早在 2000 年，国务院和教育部就出台过相关政策为小学生减负；2018 年后中小学生学习减负和校外培训机构规范政策开始密集出台，为“双减”政策的推出做好了铺垫。

表 4：“双减”政策前的政策动态

阶段	政策	摘要
双减前	2000.1 《关于在小学减轻学生过重负担的紧急通知》	<ol style="list-style-type: none"> 不得要求幼儿园、学前班的幼儿购买任何教材和幼儿读物。 不得占用节假日、双休日和寒暑假组织学生上课，更不得收费上课、有偿补课。 小学一、二年级不留书面家庭作业，其他年级书面家庭作业控制在一小时以内。严禁用增加作业量的方式惩罚学生。 要遵照本《通知》精神，做好减轻中学生过重负担工作。
	2018.2 《关于切实减轻中小学生学习负担开展校外培训机构专项治理行动的通知》	<ol style="list-style-type: none"> 对存在重大安全隐患的校外培训机构要立即停办整改。 对未取得办学许可证、也未取得营业执照，但具备办理证照条件的校外培训机构，要指导其依法依规办理相关证照。 对虽领取了营业执照，但尚未取得办学许可证的校外培训机构，具备办证条件的，要指导其办证。 坚决纠正校外培训机构开展学科类培训（主要指语文、数学等）出现的“超纲教学”“提前教学”“强化应试”等不良行为。 严禁校外培训机构组织中小学生等级考试及竞赛，坚决查处将校外培训机构培训结果与中小学校招生入学挂钩的行为。 坚决查处中小学教师课上不讲课下到校外培训机构讲，并诱导或逼迫学生参加校外培训机构培训等行为。
	2018.3 《关于加快推进校外培训机构专项治理工作的通知》	<ol style="list-style-type: none"> 抓紧明确责任。各级教育行政部门要按照通知要求，迅速明确负责专项治理工作的负责人、具体职能处室（科室）及具体工作人员。 尽快出台方案。各地要紧紧围绕专项治理工作任务要求，针对通知中指出的问题，逐项分析研究，尽快制定有针对性的工作方案。 迅速组织摸排。要立即对辖区内校外培训机构进行全面摸排，分门别类逐一建立工作台账，逐一进行整改落实。
	2018.8 《国务院办公厅关于规范校外培训机构发展的意见》	<ol style="list-style-type: none"> 依法规范。依法依规对校外培训机构进行审批登记、开展专项治理、强化日常监管，切实规范校外培训秩序。 分类管理。重点规范语文、数学、英语及物理、化学、生物等学科知识培训，坚决禁止应试、超标、超前培训及与招生入学挂钩的行为。 协同治理。强化省地（市）统筹，落实以县为主管理责任。
2018.12 《教育部等九部门关于印发中小学生减负措施的通知》	<ol style="list-style-type: none"> 严格依照课标教学。不得随意提高教学难度和加快教学进度，杜绝“非零起点”教学。 均衡编班配置师资。义务教育阶段学校严禁以任何名义设立重点班、快慢班、实验班，规范实施学生随机均衡编班。 严控书面作业总量。小学一二年级不布置书面家庭作业，三至六年级家庭作业不超过 60 分钟，初中家庭作业不超过 90 分钟，高中也要合理安排作业时间。 科学合理布置作业。作业难度水平不得超过课标要求，教师不得布置重复性和惩罚性作业，不得给家长布置作业或让家长代为评改作业。 坚决控制考试次数。小学一二年级每学期学校可组织 1 次统一考试，其他年级每学期不超过 2 次统一考试。不得在小学组织选拔性或升学挂钩的统一考试。 	

3. 采取等级评价方式。考试成绩实行等级评价，**严禁以任何形式、方式公布学生考试成绩及排名。**

2021.4《关于加强校外培训机构日常监管的重要通知》要求各地要把禁止留作业作为校外培训机构日常监管的重要内容，坚决防止校外培训机构给中小学生留作业，切实避免校内减负、校外增负。

资料来源：教育部，国务院办公厅，

2021年7月，教育部颁布《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》（“双减”），采取了校内减负提质，校外全链条治理的“组合拳”策略，对K12教育行业产生了重大影响。“双减”政策实施后，K12教育行业的发展可以划分为三个阶段：

1) **整顿期 (21.7-22.3)**：“双减”政策正式落地，针对义务教育阶段校外培训进行了严格的治理与全面规范。政策的落地标志着教培行业正式进入全面整顿规范及转型调整的新阶段，行业发展面临深刻变革。

2) **规范期 (22.3-23.10)**：政策初期存在一些模糊地带，但随着一系列补充政策的出台，政策标准逐渐细化，对学科和非学科培训的界定以及对K9和高中阶段培训的监管态度逐渐明朗。

3) **优化期 (23.10-至今)**：《校外培训行政处罚暂行办法》出台，在2023年10月生效，补充完善了政策执行层面的问题。此外，教育部门对过去三年“双减”政策的执行效果进行全面评估与验收，同时采取措施进一步巩固政策成果，推动其向更深层次发展。2024年2月出台《校外培训管理条例（征求意见稿）》，对原有“双减”政策进行了深化。

政策对教育培训机构实施了严格的规范和限制措施，严禁以商业化的方式运作，同时禁止资本投资于学科教育领域。这些措施打击了对于主要业务为学科类培训的机构，目的在于促进教育的回归本质。

表5：“双减”政策实施以来的政策动态

阶段	政策	摘要
(21.7-22.3) 第一阶段 整顿期	2021.07《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》	指导思想：强化学校教育主阵地作用，深化校外培训机构治理； 全面压减作业总量和时长，减轻学生过重作业负担； 坚持从严治理，全面规范校外培训行为： 1. 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； 2. 学科类培训机构一律不得上市融资，严禁资本化运作。
	2021.11《关于做好校外培训广告管控的通知》	不区分学科类、非学科类，要确保做到主流媒体及其新媒体、网络平台以及公共场所、居民区等线上线下空间不刊登、不播发面向中小学(含幼儿园)的校外培训广告。 要集中时间、集中力量对主流媒体及其新媒体、网络平台以及公共场所、居民区等线上线下空间校外培训广告开展全面排查，清理存量、杜绝增量。
	2021.11《义务教育阶段校外培训项目分类鉴别指南》	明确了学科类培训鉴别依据，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。南
(22.3-23.10) 第二阶段 规范期	2022.03《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。
	2022.11《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》	强化非学科类培训的公益属性，着眼提高培训质量。 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。 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。 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。
(23.10-至今) 第三阶段 优化期	2023.10《校外培训行政处罚暂行办法》	对自然人、法人或者其他组织擅自举办校外培训机构的行为、对自然人、法人或者其他组织未经审批有偿开展学科类隐形变异培训的行为、对校外培训机构拒不执行预收费监管有关规定的行为、对擅自组织面向中小学生的社会性竞赛活动的行为，宣布具体处罚规定。
	2024.2《校外培训管理条例（征求意见稿）》	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。 校外培训按照学科类和非学科类实行分类管理。

资料来源：教育部，

表 6：“双减”政策和《校外培训管理条例（征求意见稿）》对比

比较维度	“双减”政策	《校外培训管理条例（征求意见稿）》	主要变化
校外培训的定义	未作明确定义。	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。	<ul style="list-style-type: none"> 明确校外培训的定义。 明确校外培训在学校教育中的定位。
审批情况	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。	校外培训按照学科类和非学科类实行分类管理。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。	<ul style="list-style-type: none"> 明确审批主体，对线上培训审批主体作出特别规定。 对非学科类培训删掉了“严格”审批的字样。
课后服务	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。	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。	<ul style="list-style-type: none"> 对非学科类校外培训机构参与学校课后服务的态度更为积极。
培训时间	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。线上培训每课时不超过 30 分钟，课程间隔不少于 10 分钟，培训结束时间不晚于 21 点。	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。	<ul style="list-style-type: none"> 规定范围收窄至“义务教育阶段学科类培训”，非学科类和高中阶段学科类未在规定范围内。 各省份可以自行规定培训时长、时段。
课程价格	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。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。	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。	<ul style="list-style-type: none"> 进一步明确监管主体。引导非义务教育阶段学科类校外培训收费价格需备案。
融资和收费用途	培训机构融资及收费应主要用于培训业务经营。	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。	<ul style="list-style-type: none"> 融资和收费用途适当放宽，员工待遇得以保障。

资料来源：教育部，

2.2 “双减”后，头部机构开始转型

学科培训强监管的当下，教培机构开始向素质教育、职业教育等业务拓展，以对冲“双减”政策对学科类教育培训业务的影响；原有业务网点也进行了收缩。

2.2.1 “学科”业务向“非学科”转型

教培龙头企业积极向“非学科”转型。从龙头企业的转型方向来看，全国性企业由于收入、资产规模较大，可用于转型投资的资金较多，转型的方向也较多，对比来看新东方新业务涉猎范围最广；对于区域性龙头企业来说则不同，以卓越教育和思考乐教育为例，两者转型以素质教育为主，卓越教育还辅以职业教育业务。

表 7：K12 校外培训龙头

分类	机构	特点
全国性龙头	新东方	英语培训、留学辅导是优势产品
	好未来	在产品上更加注重数学
	学大教育	专做一对一及小组个性化辅导，打造个性化服务优势
区域性龙头	卓越教育	强调培良，针对成绩中等偏上的大部分孩子进行培养；语文产品优势突出
	思考乐教育	以非学科类素养培训业务及小部分学业教育课程为主

资料来源：各公司公告，

表 8：“双减”对教育培训公司的影响

课程类型	“双减”前业务	“双减”后转型
K12 学科类	K9 全学科类校外辅导	停止或剥离，转型方向为： ● 素质教育（非学科） ● 学习机（含学科内容）
	高中阶段学科类校外辅导	基本不变，谨慎扩张
K12 非学科类	美术、科学、文学等	素质教育不受影响
	出国相关（语言、备考）	
成人及大学生教育	考公	无影响
	职业教育	

资料来源：教育部，

表 9：K12 校外教育龙头积极寻求业务转型

公司	转型产品及方向				
	素质教育	职业教育/成人教育	学习硬件	直播/电商	文旅服务
新东方	少儿编程	大学考试（考研、四六级、新东方智慧学习机、单词通大学预科）、职业考试（教小书童双语启蒙学习机、口师资格证、财会考试等）	算宝	东方甄选	新东方文旅
好未来	推出了人工智能编程、机器人、科学实验、科学思维和人文创作等素养课程	学而思大学生（考研、出国考试）	研发智能学习硬件和软件，如学而思智能、摩比启蒙机推出学习机 xPad；投入大模型开发，推出好未来 MathGPT	学而思优品	/
学大教育	2021 年与达内教育达成战略合作，在线下学习中心辐射区域内开展非学科业务，包括青少年编程和智能机器人教育等	涵盖中等职业教育、高等职业教育、产教融合、职业技能培训四个板块	与物灵科技合作推出 Luka 智能绘本馆，提供智能硬件+阅读指导	/	/
卓越教育	“元语宙”（包括文学美育、嘀嗒文学、奇趣小记者）、多元思维、双语文化、卓越编程	与广州科技职业技术大学达成战略合作、高职高考	/	/	/
思考乐教育	逻辑思维训练、妙维国际、科学素养等	/	/	/	/

资料来源：各公司官网，各公司公告，

- **新东方**：“双减”政策颁布后，新东方保留了原有的高中阶段培训、留学咨询、备考业务、在线学习业务；向素质教育、智能学习系统及设备、电商直播、文旅业务转型，新业务均以“内容”为核心卖点。
- **好未来**：“双减”政策颁布后，好未来从教育培训机构向科技公司转变，业务范围扩展到智能学习硬件和软件、大力发展素养业务。公司将自身重新定位为智能学习解决方案提供商，并重新调整了业务重点，包括学习服务和其他服务（素养课程）、学习内容解决方案（推出学习教育消费品，如学习机）、技术解决方案（通过 ToB 业务品牌“美校”）。
- **学大教育**：“双减”政策颁布后，学大教育保留了原有高中阶段的培训业务，重点向职业教育转型，辅以文化服务和智慧教学服务。
- **卓越教育**：“双减”政策颁布后，卓越教育逐步形成“素质教育+职业教育+全日制教育”的新格局。

表 10：K12 校外教育龙头“双减”前后业务变化

公司	双减后关停业务	双减后新增/扩大业务
新东方	<ul style="list-style-type: none"> 自 2021 年底以来，终止中国的 K9 学科类培训； 于 2021 年 9 月将北京昌平新东方外国语学校、北京新东方扬州外语学校从公司剥离。 “双减”后取消了泡泡少儿部、优能初中部等 K9 相关业务部门建制，将业务剥离；成立青少部，该部门面向 K9 学段（含学前），主要负责非学科教育培训、学科类非培训业务（如学习机等）。 	<ul style="list-style-type: none"> 2021 年起扩大非学科课程； 2021 年推出智能学习系统及设备； 2021 年成立东方甄选； 2023 年成立新东方文旅。
好未来	<ul style="list-style-type: none"> 2021 年终止中国的 K9 学科类培训； 剥离 K9 学科类培训至体外，21 年 12 月成立“乐读”，为非营利性中小学在线学科教育机构。 	<ul style="list-style-type: none"> 2021 年 ToB 业务“美校”品牌亮相；2022 年发布子品牌“美校智慧教育”，推出四款面向公立学校的教育服务产品； 2021 年 9 月学而思素养成立，面向 3-16 岁儿童和青少年； 2022 年学而思网校全面升级素养体系，升级科学、编程与机器人等热门素养课程。 2022 年发布全品类抖音电商直播间“学家优品”，后改为“学而思优品”； 2023 年学而思学习机上线； 2023 年学而思九章大模型上线。
学大教育	<ul style="list-style-type: none"> 2021 年终止中国的 K9 学科类培训； 	<ul style="list-style-type: none"> 双减后 K12 教育板块以高中一对一为主； 布局职业教育业务，包含中等职业教育、高等职业教育、产教融合业务、技能培训业务； 布局文化服务，开设句象书店、LUKA 智能绘本馆； 进行智慧教学、智能教学服务。
卓越教育	<ul style="list-style-type: none"> 2021 年终止中国的 K9 学科类培训； 	<ul style="list-style-type: none"> 加强素质教育，推出“元宇宙”（包括文学美育、嗨嗒文学、奇趣小记者）、多元思维、双语文化、卓越编程； 进一步推动全日制备考项目； 职业教育方面，2021 年与广州科技职业技术大学正式订立战略合作协议；并开展高职高考培训业务。
思考乐教育	<ul style="list-style-type: none"> 2021 年终止中国的 K9 学科类培训； 	<ul style="list-style-type: none"> 2021 年秋季推出针对中小学的素养课程，包括科学素养、乐爱国学、逻辑思维训练、妙维国际； 2022 年推出直播电商业务，于 2023 年关停。

资料来源：各公司官网，各公司公告，

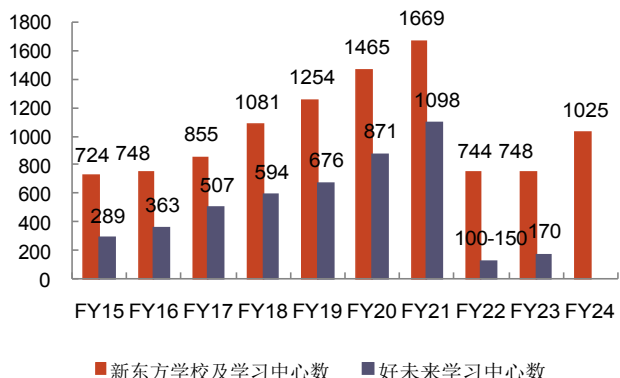
2.2.2 网点数量大幅收缩，区域型机构聚焦大本营

根据业务区域布局的不同，教育培训头部机构可以分为全国性龙头、区域性龙头、区域性大型机构。考虑到目前申请新区域的教育培训牌照仍有难度，牌照壁垒下全国性龙头优势进一步巩固。

“双减”政策实施后，全国性龙头新东方、好未来、学大教育均大幅缩减学习中心数量，但仍实行全国化布局。

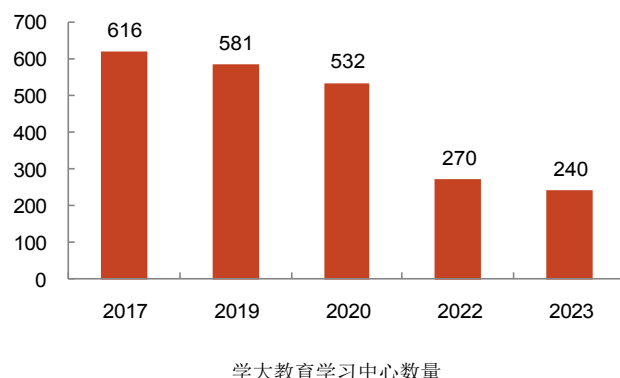
- 新东方：覆盖城市数从 FY2021 的 108 个缩减至 FY2022 年的 98 个，覆盖城市数量收缩不明显，主要缩减单个城市学习中心数量；其中北京收缩最明显，从 FY2021 的 126 个学校及学习中心缩减至 FY2022 的 26 个学校及学习中心。
- 好未来：学习中心数量收缩最明显，从 FY2021 的 1098 个缩减至 FY2022 的 100-150 个。
- 学大教育：学习中心数量从 2020 年的 532 个缩减至 2022 年的 270 个，区域覆盖上仍以一、二线城市为主，并辐射三、四线城市，截至 2023 年仍覆盖 100 余城市。

图 10 新东方及好未来 FY2015-FY2024 学校及学习中心数量(个)



资料来源：新东方公司公告，好未来公司公告，
注：新东方财年为截至同一年 5 月 31 日之前的 12 个月；好未来财年为截至同一年 2 月 28 日(或 29 日)之前的 12 个月

图 11：学大教育学习中心数量(个)

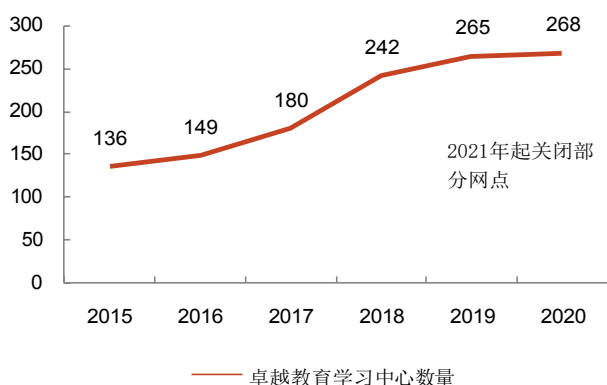


资料来源：学大教育公司公告，

区域性龙头聚焦强势区域。自“双减”以来，华南区域龙头卓越教育关停了部分校区，剩下的校区转为素质教育成长中心，学习中心数量从 2020 年的 268 个逐步下降；区域上，卓越教育也逐步关停或出售了广东省外如南宁、武汉、北京等地校区，业务聚焦至大湾区，省内以广州大本营为主，24 年之后将以深圳和佛山为重点拓展市场。

思考乐作为华南区域的领先机构，21 年关停大量校区，主要聚焦强势的华南区域，广东省外如苏州、宁波仍有分校，到 23 年底校区数量较 21 年底有所回升。23 年深圳教育局针对申请素质教育类牌照出台了较具体的指引，公司 23 年新开学校获得新的办学许可证，因此 23 年底校区数量较 21 年底有所回升。

图 12：卓越教育学习中心数量(个)



资料来源：卓越教育公司公告，卓越教育公司调研，
注：卓越教育以每年 12 月 31 日划分财年

图 13：思考乐学习中心数量(个)



资料来源：思考乐公司公告，思考乐公司调研，
注：思考乐以每年 12 月 31 日划分财年

2.3 头部企业“基因”差别，促使转型侧重有异

“双减”政策出台后，各教育培训机构的转型侧重点均有所不同，主要来自各机构的“基因”属性不一样。

1) 新东方和好未来是通常被大家相提并论的两家企业，两家的创始人均是名校毕业、都兼职做过家教；但在组织形式、优势科目带来的标准化程度、起家的辅导对象年龄段等的不同决定了两家企业“基因”的差异。

➤ 组织形式上，新东方“诸侯分制”，好未来“中央集权”。

这与两家的创业历史有关。新东方成立初期，由俞敏洪、徐小平、王强共同创业，三位各有分工，权力较为分散；张邦鑫初期与同学合伙创办学而思教育，早年经历过几次名师出走，并带走大量学员，至此张邦鑫较早通过建立完备的信息化体系来降低组织对教师的依赖，中央集权也逐渐形成。

新东方的管理体系中，地方校长权力较大，负责对分校的整体运营，总部职能部门对地方分校插手相对较少，分校长打造出的学校自然带有极重的地域特色和个人风格。

好未来总部将全国所有校区的招生、选聘、培训、教研、监控和技术等工作标准化细分，通过分权治理，实现分校的各个部门都由总部直管，保证各条线的专业化运作。分校依赖总部的支持运作，形成了一个强势的中央集权管理体系。

最终体现到对“双减”政策的反应上，两家也存在不同，与新东方相比，好未来对网点的裁撤更彻底。新东方地方校长权力大，在面对关停校区的问题上，分校长会更多从地方具体情况出发，尽可能保留住合规且盈利的校区。而好未来更多由中央决策，下属网点仅进行执行，关停网点也更为彻底。

➤ 优势科目上，新东方重文，好未来重理，学科类型的不同导致对教师的依赖度和标准化程度也不同。

新东方以英语培训起家，属于文科，讲究“先成人再成事”，对老师表达和感染力要求较高，因此新东方对于老师的重视程度也较高，内部形成了较浓的名师效应。因为对“人”的依赖度较高，新东方想要标准化的难度也较大。

好未来以数学培训起家，属于理科，讲究“先成事再成人”。理科内容相对容易形成系统性理论和流程，加上早期经历过名师出走造成不小影响，好未来对于老师的依赖度较低，追求去名师化，注重课程体系的标准化，教材研发投入大，即使老师缺乏教学经验，通过培训也能保证课程交付质量。

在“双减”政策后的转型方面，两者也据此选择了不同方向。新东方强文科属性，在新业务的选择方面始终围绕“内容”和“文化输出”，发展方向也多元化，例如新业务包括文旅业务等。好未来强理科属性，后来逐步向科技型企业转型，注重大模型的搭建，学习机业务方面也更重视硬件。

图 14：新东方企业文化

◎ 新东方的企业文化

新东方的愿景：成为中国优秀的、令人尊敬的、有文化价值的教育、生活、文旅服务机构！
 新东方的使命：提升学生终身竞争力，提高客户生活品质力，提供旅行美好体验力！

资料来源：新东方官网，

图 15：好未来企业文化



资料来源：好未来官网，

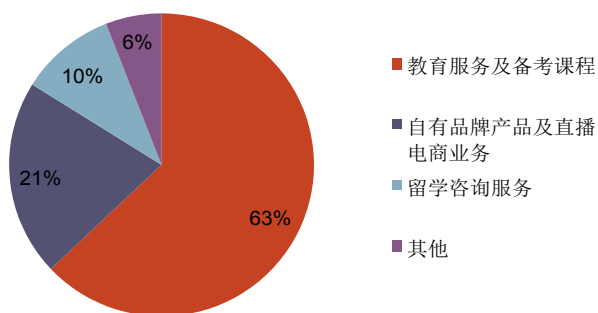
- 起家的辅导对象年龄段上，新东方以高中和大学学生的语言培训、出国备考起家，好未来以小学奥数辅导起家，更多面对的是低年级的学生。

新东方以高中和大学学生的语言培训、出国备考起家，K12 教培领域切入时间比好未来晚。业务起步阶段，各分校为了短期内快速提升营收，选择优先开展高年级业务，一方面有语言培训的客群基础，另一方面高中学生面临高考，培训需求更为刚性，好的高考成绩能快速形成口碑，但学生的延续性较差。早期新东方在K12教培领域投入的拉新费用也较高。

好未来成立初期便瞄准了当时新东方薄弱的 K12 教培领域，创始人以奥数家教起家，形成了较好的口碑效应。早期学而思（好未来前身）在招生前需要经过考试筛选，采取培优模式。好未来采取养成系辅导，从低年级学生开始辅导，形成培训粘性，逐步延伸到初中和高中，低年级学生是好未来的基本盘。

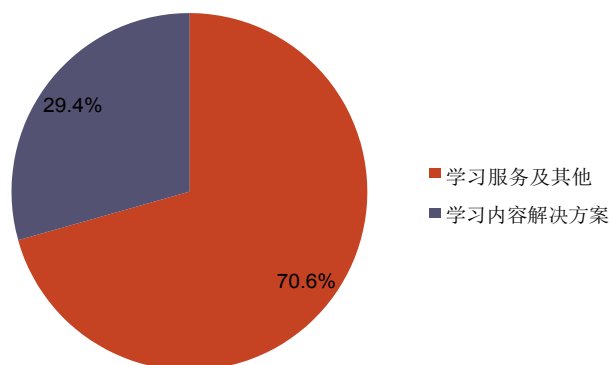
优势客群的不同，也导致“双减”后二者的收入结构不同。“双减”后，好未来大部分收入来源仍来自 K9 学生的素养业务；新东方 K9 阶段的素养业务收入则不到 1/4。

图 16：新东方 FY2024 收入结构



资料来源：新东方公司公告，
 为素养业务收入

图 17：好未来 FY2024 收入结构



资料来源：好未来公司公告，注：学习服务及其他主要

2) 学大教育的教培业务以“一对一”模式为主，与好未来和新东方的班组模式有较大区别。

学大教育创始人金鑫 2001 年创立了学大教育，起步于家教网，后正值 K12 教培需求高峰期，2004 年开始转型推行个性化教育，并开设第一家学习中心。由于创始人没有兼职家教的经验，创办培训机构很难在内容和教材等方面形成自身优势，而早期的“一对一”培训更多的为中介模式，对培训机构的教育经验要求较低，对管理能力要求更高，“一对一”模式则成为学大教育较好的切入点。

早期的“一对一”中介模式，核心思想是提供一个师生对接的平台，老师和学生可以在平台上找到彼此，完成教学活动。平台的盈利模式通常是通过收取中介费用来实现的。然而，这种模式存在一些问题，比如难以持续留住用户，因为一旦师生建立联系，他们可能会绕过平台直接进行教学活动，导致平台失去中介作用和收入来源。学大教育对该模式进行了优化，形成了适合自身发展的模式：

- 加强老师考核：学大教育通过严格培训和审核老师，提升教师质量，以确保平台上的老师具有一定的教学水平，减少用户因为找到质量不高的老师而对平台失望的情况。
- 引入教学顾问：通过教学顾问来提升中介在产业链上的重要性，降低教师的重要性。教学顾问会根据学生的需求和特点，匹配合适的老师，从而提高服务的个性化和专业性。
- 弱化教师职能：学大教育通过这种方式降低了对单个教师的依赖，减少了教师流失对平台的影响。

这种模式下，学大教育不再依赖名师，而是通过统一培训的教师团队来提供服务。通过教学顾问的匹配工作，确保每个学生都能得到适合自己的教学服务。

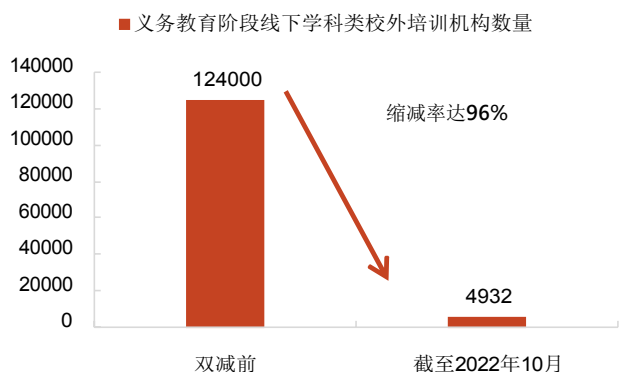
“一对一”的特点是见效快，但价格也高，因此会天然地吸引强刚需的学生和家长群体，家长也会把钱花在最关键的高考备考阶段，因此转型前学大教育高中学生的占比要大于 K9 学生的占比。

“双减”政策后，学大教育选择了职业教育作为第二增长曲线，职业教育是从个性化发展出发，对教师依赖度不高，同时也和学大擅长的高中阶段有一定承接。学大教育是从自身关键资源、撬动最大价值角度出发而选择的职业教育方向。

3、竞争格局改善，龙头盈利恢复

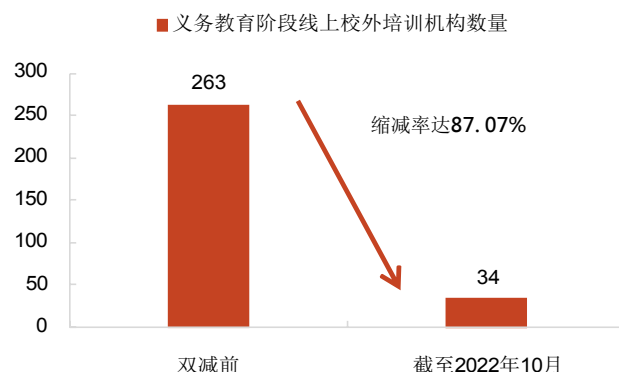
行业大幅出清，竞争格局优化利好龙头。“双减”政策落地后，大量中小教培机构因无法满足进入门槛、经营合规和资金管控等更高要求逐步被市场淘汰。而头部企业具备强大品牌信誉和资源支持，并积极转型培育新增长点，优势显著，市场集中度进一步提高。根据教育部部长怀进鹏 2022 年 10 月 28 日在第十三届全国人民代表大会常务委员会第三十七次会议上所作的报告，“不再审批新的学科类培训机构，2021 年底前实现‘营转非’、‘备改审’完成率 100%”。截至 2022 年 10 月，原 12.4 万个义务教育阶段线下学科类校外培训机构压减到 4932 个，压减率为 96%，原 263 个线上校外培训机构压减到 34 个，压减率为 87%。

图 18：“双减”后义务教育阶段线下学科类校外培训机构数量变化



资料来源：中国人大网，；单位：家

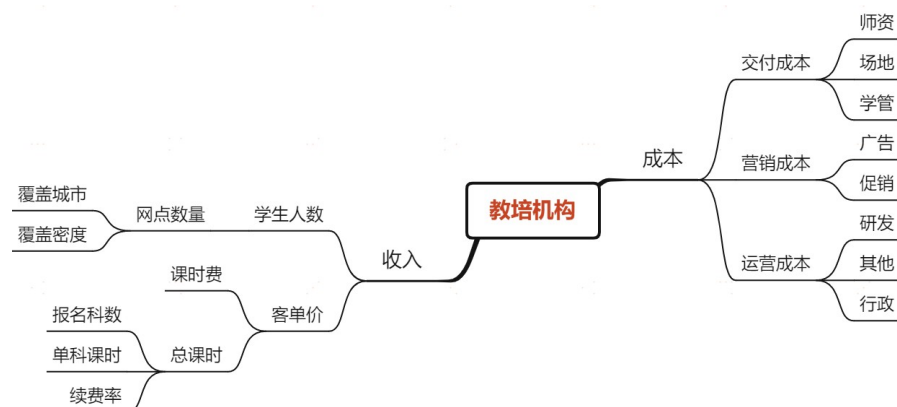
图 19：“双减”后义务教育阶段线上学科类校外培训机构数量变化



资料来源：中国人大网，；单位：家

拆解教培机构的收入成本结构来看，收入=报名人数*客单价，成本=交付成本+营销成本+运营成本。

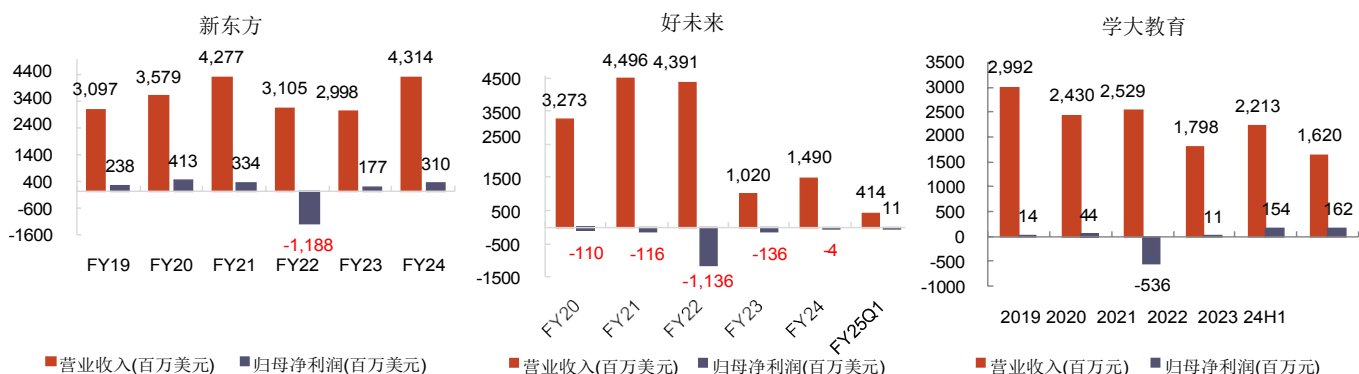
图 20：教培机构收入成本拆解



资料来源：

随着收入增长，经营杠杆释放驱动龙头业绩回暖，盈利能力有望持续修复。随着防疫政策优化，新东方考培、出国咨询等业务恢复较快，东方甄选快速放量，新东方 FY24 实现营收 43.14 亿美元，较“双减”前（FY21）同比增长 0.9%。好未来学习机等硬件销售以及素质培训的驱动也带来净利润的稳步恢复，FY24 营收达 14.90 亿美元，归母净利润为-357 万美元，同比大幅减亏。学大教育稳定运营，进行增量赋能，发展个性化多类型教育的优势，2023 年营业总收入恢复至“双减”前（2020 年）的 91.06%，恢复势头较好。

图 21：新东方、好未来、学大教育的营业收入及归母净利润变化



资料来源：，注：新东方财年为截至同一年 5 月 31 日之前的 12 个月；好未来财年为截至同一年 2 月 28 日(或 29 日)之前的 12 个月

从利润表看：2023 年头部教培行业上市公司收入尚未恢复至双减前，部分公司（如思考乐、卓越教育、学大教育）归母净利率远超“双减”前；单网点创收基本恢复至双减前水平。

- 学大教育：归母净利率提升主要来自毛利率改善（19 年 27.3% vs 23 年 36.5%）。
- 好未来：23 年归母净利率不及 19 年，主要系销售费用率提升（19 年 23.1% vs 23 年 30.9%），以及管理费用率提升（19 年 23.1% vs 23 年 31.9%）。
- 新东方：23 年归母净利率不及 19 年，主要系毛利率下降（19 年 56.9% vs 23 年 54.7%），以及销售费用率提升（19 年 11.5% vs 23 年 15.1%）。
- 思考乐教育：归母净利率提升主要来自研发费用率下降（19 年 6.4% vs 23 年 2.6%）。
- 卓越教育集团：归母净利率提升主要来自毛利率改善（19 年 41.9% vs 23 年 47.0%），以及销售费用率下降（19 年 8.9% vs 23 年 5.3%）。

表 11：头部教培机构“双减”前后收入利润变化

	收入			单网点收入			归母净利率		
	2019	2023	恢复度	2019	2023	恢复度	2019	2023	恢复度
学大教育 (百万元)	2,991.9	2,212.6	74%	5.15	9.22	179%	0.5%	7.0%	1500%
好未来 (百万美元)	3,228.3	1,329.9	41%	4.07	7.82	192%	3.3%	-5.3%	/
新东方 (百万美元)	3,496.6	3,584.3	103%	2.68	4.25	159%	11.5%	8.5%	74%
新东方剔除东方甄选 (百万美元)	3,432.3	2,843.8	83%	2.63	3.37	128%	11.5%	9.0%	78%
思考乐教育 (百万元)	711.4	570.6	80%	7.11	5.19	73%	13.3%	15.1%	113%
卓越教育集团 (百万元)	1,831.7	489.3	27%	6.91	/	/	7.4%	18.6%	252%

资料来源：各公司公告，

注：2019 年数据好未来选择 FY19Q4-FY20Q3 测算，新东方选择 FY19Q3-FY20Q2 测算；2023 年数据类似；好未来 2019 年网点数为截至 FY20Q3 的数据，2023 年网点数为截至 FY24Q3 的数据；新东方 2019 年网点数为截至 FY20Q2 的数据，2023 年网点数为截至 FY24Q2 的数据

从资产负债表看：2023 年头部教培行业上市公司现金及合同负债均未恢复至“双减”前，其中新东方和思考乐教育恢复度较高，2023 年新东方/思考乐教育现金

恢复至“双减”前（2019年）的185%/106%，合同负债恢复至“双减”前（2019年）的97%/98%。

表 12：头部教培机构“双减”前后收入利润变化

	现金			合同负债		
	2019	2023	恢复度	2019	2023	恢复度
思考乐教育（百万元）	241.5	256.5	106%	283.4	276.3	98%
卓越教育集团（百万元）	196.4	281.9	144%	775.1	211.8	27%
学大教育（百万元）	817.7	806.6	99%	1,328.8	718.4	54%
好未来（百万美元）	2,357.4	2,193.4	93%	1,240.3	482.4	39%
新东方（百万美元）	1,047.6	1,942.6	185%	1,570.4	1,521.7	97%
新东方剔除东方甄选（百万美元）	916.1	1,753.2	191%	1,519.5	1,485.5	98%

资料来源：各公司公告，

注：2019年数据好未来选择 FY20Q3 末数据，新东方选择 FY20Q2 末数据；2023年数据类似；选择 2019年数据进行对比，主要未来进一步剔除疫情影响

4、投资建议

K12 教育培训行业经过“双减”洗牌后，行业竞争格局明显改善。由于教育培训的刚性需求，格局优化下龙头网点利用率和教师排课率逐渐提升，带动网点利润率改善。叠加近期非学科营利性办学许可证的持续发放下，头部教育公司网点扩张提速，产能扩张为收入增长提供坚实基础。K12 教培行业“至暗时刻”已过，随着政策逐渐明朗，机构转型后的经营逐步进入正轨，24 年龙头企业收入较快增长和利润率改善的确定性较高，但后续仍需继续关注政策走向，首次覆盖教育板块，给予“增持”评级。推荐教育龙头新东方-S（H）、A 股一对个性化教育龙头学大教育，建议关注美股好未来、卓越教育集团（H）、思考乐教育（H）。

4.1 新东方（9901.HK）：教育行业深耕多年，多元化业务蓬勃发展

新东方于 1993 年 11 月在北京成立，从最初的留学服务机构逐步成为全面型的教育培训集团，业务涵盖少儿素质教育、留学咨询、成人+大学生考培、教育属性新业务、高中学科培训、东方甄选等多个方面。新东方从为大学生提供语言培训、留学咨询等业务开始做起，后来成功开拓了中小学生学习教育服务，“双减”后保留了高中业务。

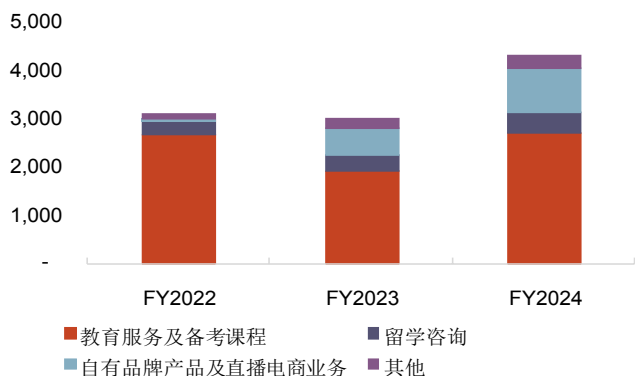
1、教育服务及备考课程：教育服务主要包括少儿素质教育、非学科教育培训、高中学科教育、智慧教育等业务，备考课程包括成人各类考试项目培训、大学生等级考试、研究生入学考试、小语种考试培训、专升本考试等方面。

2、留学咨询：提供包含美国、英国、加拿大、澳大利亚、欧洲、亚洲等多个地区的留学申请咨询服务。

3、直播电商（东方甄选）：在“双减”政策与宏观环境变化下，新东方推出自主新型销售平台——东方甄选，期待通过直播带货，利用流量和大数据变换竞争赛道。

4、其他收入：包括智能学习系统及设备、文化旅游等业务。

图 22：新东方各业务收入结构（百万美元）



资料来源：新东方公告，

注：新东方财年为截至同一年 5 月 31 日之前的 12 个月

图 23：新东方业务体系

业务板块	对应子公司
素质素养	新东方儿童素养智学中心
国际教育	新东方国际教育、新东方前途出国、新东方欧亚教育、斯芬克国际艺术学校
大学及成人教育	新东方大学生学习与发展中心
智慧教育	新东方智慧教育、新东方中学智慧学习推广管理中心
基础教育	新东方国际双语学校、新东方扬州外国语学校
教育服务与支持	新东方大愚文化、新东方满天星、比邻东方、青葵东方、新东方中学生升学服务中心、东方智学、乐词、新东方公益基金会
生活服务	东方甄选
文旅服务	新东方文旅

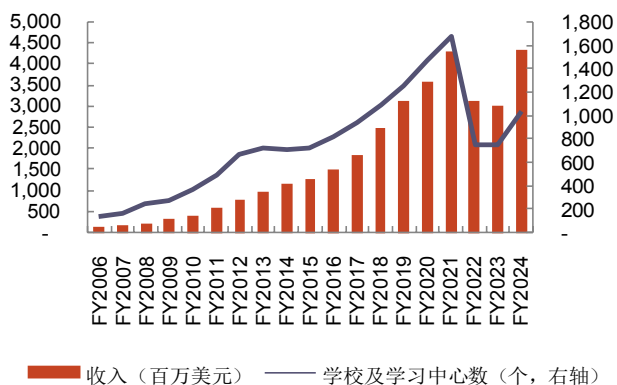
资料来源：新东方官网，

4.1.1 开拓教培新业务，在探索中成长

新东方的发展历程大致可以分成四个阶段：

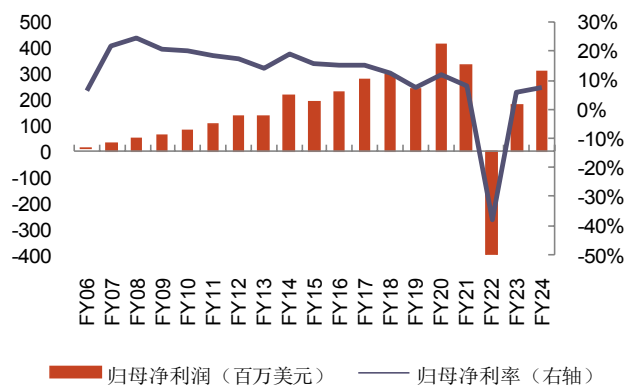
- **1993-2007 年专注语言培训：**成立初期，陆续成立出国咨询服务中心及新东方在线教育，在 2000 年占据全国留学培训市场约 50% 的市场份额，于 2001 年成立新东方中国国内控股公司。2004 年在英属维尔京群岛设立境外控股公司。2006 年在美国纽约证券交易所上市。2007 年 5 月成立新东方留学直通车全国推广管理中心，同年 11 月与美国教育考试服务中心(ETS)签署战略合作协议。
- **2008-2013 年开拓 K12 教培：**在这段时间中，新东方有收获但同时也存在不足之处。**1) 收获方面：**2008 至 2010 年间 K12 教培市场快速发展，新东方面对新风口果断改变业务结构，大力拓展 K12 教培业务，创新教学方法，推行 O2O 交互学习系统，不断培育在 K12 教培市场中的竞争优势。**2) 不足之处：**激进的扩张策略导致收入和净利润增速下滑。2010 至 2013 年间公司教学网点数量快速增长，增收不增利的问题于 2013 财年显现，2013 财年净利润同比增长仅 2.7%。
- **2014-2021 年激进扩张后调整重启，加强 OMO (Online-Mobile-Offline) 模式：**在激进的扩张政策导致盈利能力下滑后，新东方停止扩张，将企业重心重新转回到教学质量上。彼时大数据技术发展迅速，在线教育需求增长，新东方开始实施互联网创新战略。2014 年，建立线上直播教学网站酷学网。2016 年，东方优播成立，开展线上小班业务。2020 年受疫情影响线上教学需求暴增，新东方加强 OMO 线上线下融合业务。
- **2022 年至今，“双减”后探索新业务多元化发展：**“双减”政策出台之后，K9 学科类培训业务被要求退出市场，新东方核心业务受损，同时，随着劳动力市场的逐渐扩大，政府加大对素质教育和职业教育的支持，教育培训市场赛道迎来新的发展机遇。因此，新东方于 22 年明确以下几大转型方向：非学科类辅导、智能学习系统及设备、游学与研学营、教材和数字化智能学习解决方案、素质教育，同年成立智慧教育事业部。

图 24：新东方收入及学习中心数量



资料来源：新东方公告，

图 25：FY2006-FY2024 新东方归母净利润及净利率



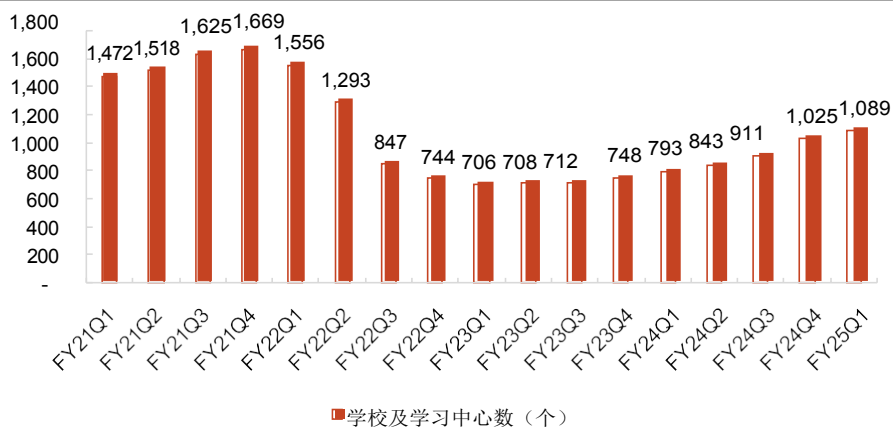
资料来源：，

4.1.2 “双减”过后再出发，各项业务恢复向好

新东方经过“双减”后近两年的调整，各项业务逐步恢复向好。

学校及学习中心数量在“双减”后砍半，短暂调整后自 FY2023Q2 起恢复增长。在 21 年“双减”政策出台之后，新东方积极响应政策，关闭了大量教学网点，学校及学习中心的数量急剧下降，由原来 FY2021Q4 的 1,669 家减少至 FY2023Q1 的 706 家。新东方核心业务受损，开始转型发展素质教育、职业教育、直播电商等业务，发展状况较好。学校及学习中心数量也在逐渐增加，截至 2024 年 8 月 31 日，已增加至 1,089 家，这些教学网点现在主要用于非学科业务。

图 26：FY2021Q1-FY2025Q1 新东方学校及学习中心分季度数量

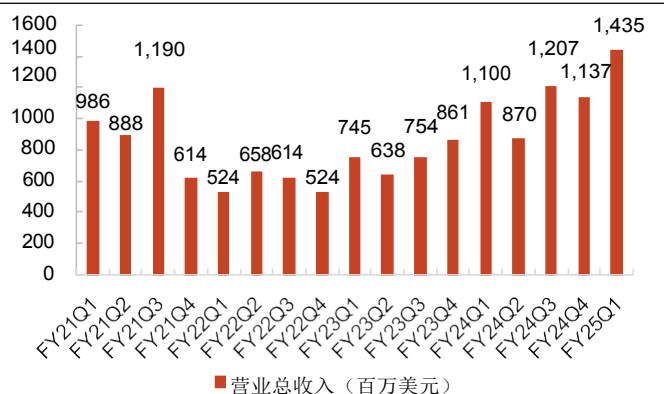


资料来源：新东方公告，

营业总收入逐渐恢复增长。自“双减”政策出台之后，新东方核心业务受损，营业收入直线下降，自 FY2023Q3 起开始恢复增长，FY2025Q1 营业总收入达 14.35 亿美元，超过“双减”前水平。

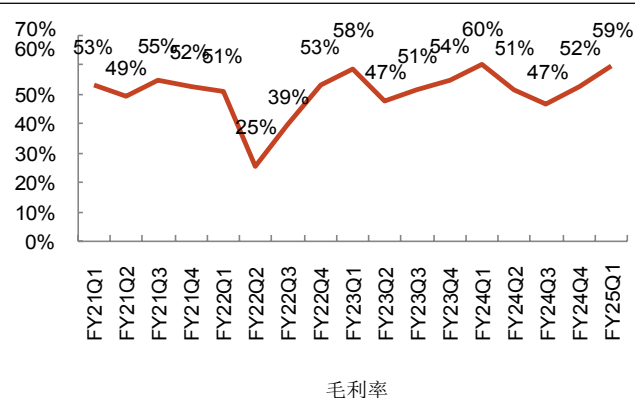
毛利率恢复至“双减”之前的水平。“双减”政策出台之前，新东方毛利率维持在 50% 上下，最高达到 54.7%。在“双减”政策出台之后，FY2022Q2 毛利率降至 25.3%，此后毛利率波动上升，至 FY2025Q1 毛利率为 59.3%。

图 27：FY2021Q1-FY2025Q1 新东方单季度营业总收入



资料来源：新东方公告，

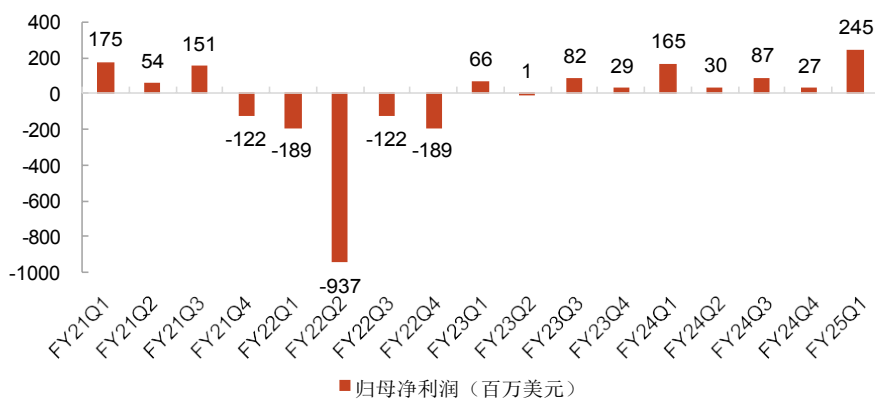
图 28：FY2021Q1-FY2025Q1 新东方单季度毛利率



资料来源：新东方公告，

归母净利润上下波动幅度较大。“双减”政策出台之后，新东方核心业务发展受阻，转型其他业务。在业务结构调整期间，FY2022Q2 至 FY2022Q4 一直处于亏损状态，在 FY2023Q1 恢复增长实现扭亏，自此直到 FY2025Q1 基本都处于盈利状态。

图 29：FY2021Q1-FY2025Q1 新东方单季度归母净利润



资料来源：新东方公告，

4.1.3 非学科教培高速发展，考培业务恢复增长

教育服务及备考课程：

➢ 教育属性新业务（非学科类培训业务）：

需求旺盛以及智能系统设备加持，巩固业务发展：①在“双减”政策影响之下，针对中小学生的非学科教育是当下发展的重心，市场需求旺盛。②智能教育系统及设备大大提高了教学质量和教师的工作效率。教育属性新业务将成为未来核心增长来源。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/786131051042011012>