

教育行业策略报告

——政策见底，需求刚性

华西教育团队 证券分析师：唐爽爽

SAC NO: S1120519090002

2024年11月6日

目录

01 K12教育：政策利好，需求旺盛

02 职考培训：增速阶段性扰动，抢份额是更大看点

03 民办高教：民办高教持续扩容，行业增长空间广阔

04 投资推荐

05 风险提示

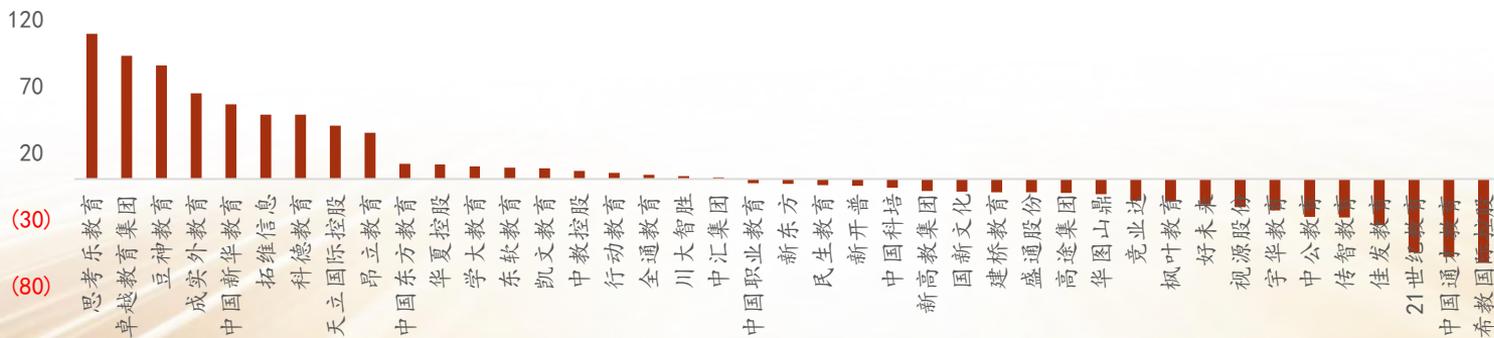
- **复盘：**
- 年初至今（2024.1.1-10.17）教育行业指数跑输大盘。以中信教育指数为参考，回顾年初至今教育板块行情，整体承压回调，年初至今跌幅16.6%，跑输沪深300指数29.8PCT。
- K12教培及学历教育涨幅最高。教育板块实现上涨的有19家，下跌的22家，其中涨幅最高前五个标的为思考乐教育（108.9%）、卓越教育集团（92.8%）、豆神教育（85.5%）、成实外教育（64.5%）、中国新华教育（56.1%），跌幅前五的标的为希教国际控股（-63.1%）、中国通才教育（-58.8%）、21世纪教育（-55.2%）、佳发教育（-35.1%）、传智教育（-29.1%）。
- **投资建议：**
- 1. 推荐困境反转的职业教育标的中国东方教育；
- 2. K12 教培和学历教育：我们分析，政策相对见底，是较为确定的投资方向之一，供给出清带来利润率改善仍有望延续，暑期招生增速维持较快增长。推荐学大教育、天立国际控股；
- 3. 高教领域中低估值、高股息标的较多，推荐中教控股。
- **风险提示：**教育政策变化风险、招生不及预期、市场风险、行业竞争加剧、经营管理风险。

图1：教育（中信）指数vs 沪深300（2024.1.1-2024.10.17）



资料来源：wind，华西证券研究所

图2：教育股票涨跌幅 (%)



资料来源：wind，华西证券研究所



01 K12教育

政策利好，需求旺盛

- **K12教育分为教育培训&学历教育：**
- **K12教培：**2024年2月教育部公布《校外培训管理条例(征求意见稿)》，强调按照学科类与非学科类进行分类管理，未限制非学科类培训以及高中学科培训以市场化形式运营，取消了除 K9 学科培训以外业态的培训时长/时段硬性规定，将决策权下放到地方政府，意味着政策最严厉阶段基本过去，而行业大幅出清，龙头在收入端增长、净利率提升（教师产能利用率提升）方面均有较大受益。
- **学历教育：**2021年 5 月新修订《民办教育促进法实施条例》发布，对义务教育阶段民办学校在关联交易、协议控制、兼并收购、招生、教材等领域进行严格限制，禁止义务教育学校与利益关联方进行交易。学历教育公司顺应最新调控政策进行战略转型，将发展重心逐步由基础教育转向营利性高中，同时义务教育学段调整为以托管及综合素质服务为主的经营模式。

图3：K12教育分类

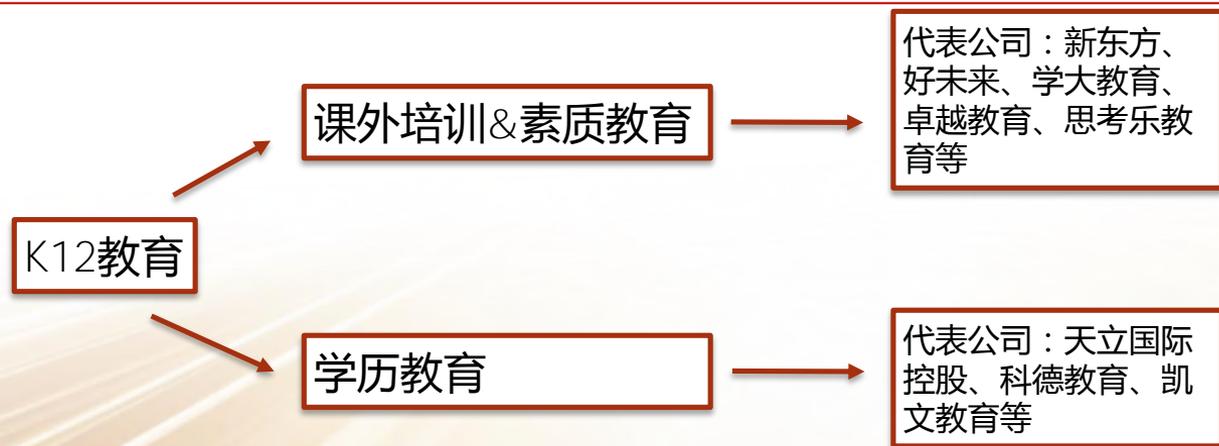
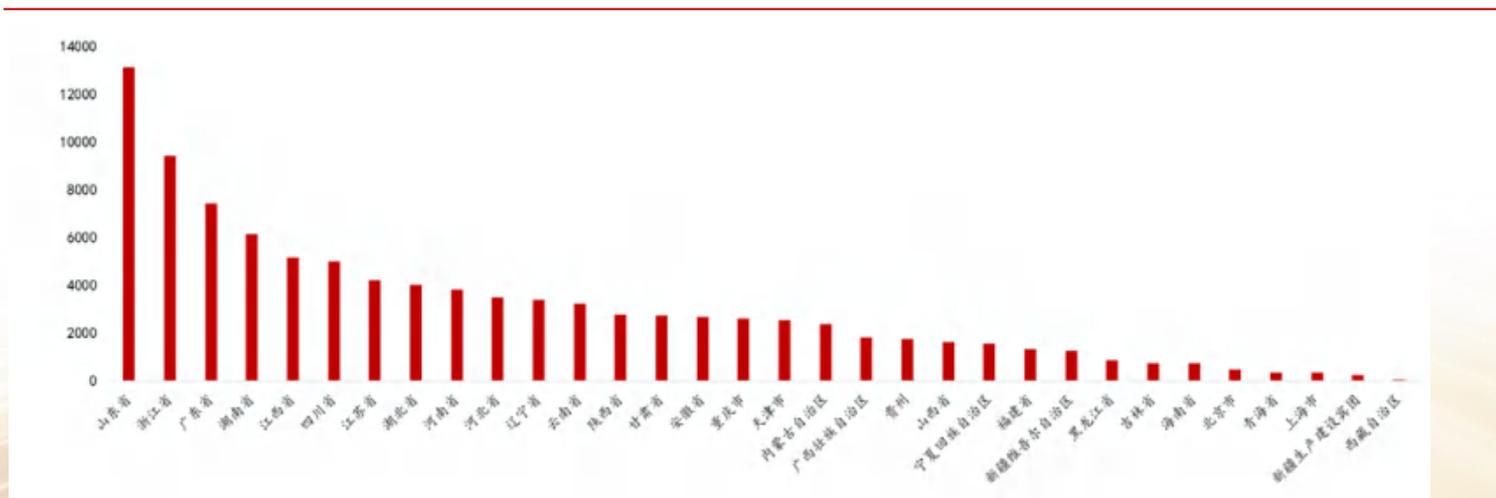


表1 K12校外培训政策变化对比

比较维度	“双减”政策	《校外培训管理条例(征求意见稿)》	政策变化
主基调	“坚持从严治理，全面规范校外培训行为”	“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”“促进素质教育的实施，成为学校教育的有益补充”	√进一步明确校外培训定位，肯定合理的校外培训的作用
经营许可	“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”	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。 “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。”	√进一步明确审批主体，对线上培训的审批主体作出特别规定 √未对高中阶段的学科类校外培训机构的经营类型作出规制，
融资用途	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。	√融资用途有所放宽
监管学段	“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”	“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”	√删去高中表述
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…，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。”	√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 √删去对线上培训的培训时间、时段的规定
收费	“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…”	“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。”	√进一步明确监管主体； √未对高中阶段和非学科类培训作出规定 √允许各省分别规定
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，满足学生多样化需求。	√更积极地鼓励非学科类校外培训机构参与课后服务
培训材料	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	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，应报送审批机关和行业主管	√进一步落实合规措施部门备案。

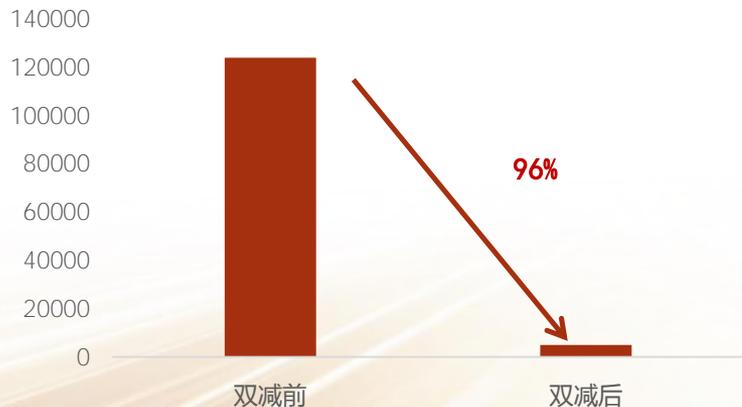
素质教育得到政策积极引导，逐步发放营利性非学科办学许可证。素质教育的教育监管细则自2014年提出后，正逐年完善，素养教育以培养学生的学习方法、探究和时间能力、社会认知等为主。双减后，政策积极引导素质教育，目前全国大部分地区已出台《非学科类校外培训类别细目清单》，并逐步发放营利性非学科类办学许可证，截至2024年6月，全国校外教育培训监管与服务综合平台登记在册数量已超9万个。

图4：营利性非学科牌照发放情况（截至2024年6月）



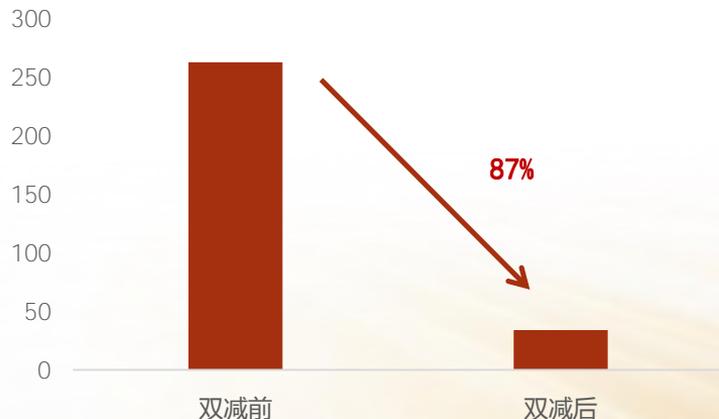
行业大幅出清，刚需旺盛，龙头受益。根据中研网数据，截至 2022 年底义务教育阶段线下学科类培训机构数量由12.4 万个压减至 4932 个，压减率 96%，线上学科类培训机构由 263 个压减至 34 个，压减率 87.1%，行业供给端大幅出清。双减政策前，国内校外培训机构数量众多；双减政策后，非学科类培训业务增加，2022年12月底《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》发布，主要目的在于规范非学科类校外培训机构存在的资质不全、行为不规范、质量良莠不齐等问题，并未对非学科类培训做出非营利性限制。对比国内市场教培机构，许多培训机构开始向素质教育领域、STEAM教育、高中及全日制复读，以及学习机、教育AI应用等转型，同时受双减政策及疫情双重影响，一些小型机构不得不退出市场。

图5：双减前后线下学科培训机构数量



资料来源：中研网，华西证券研究所

图6：双减前后线上学科培训机构数量



资料来源：中研网，华西证券研究所

表2 教育培训机构经营数据对比 (2023)

	卓越教育	思考乐教育	好未来 (FY2024)	新东方 (FY2024)	学大教育
成立/上市时间	1997/2018	2012/2019	2003/2010	1993/2006	2001/2010
总市值	26亿港元	33亿港元	61亿美元	112亿美元	64亿元
收入 (亿元)	5.06	5.79	105.87亿美元	306.64亿美元	22.13
净利润 (亿元)	0.91	0.86	-0.25亿美元	22.01亿美元	1.52
毛利率/净利率	46.98%/17.78%	41.81%/14.60%	54.09%/-0.28%	52.5%/7.2%	36.5%/6.9%
学生人次 (万)	53.08 (2020)	26.2	466.9 (2021)	350.4	-
人均学费 (元)	3178	2179	6740	6109	-
教师数	846	2126	-	6109	3215
双减前学习中心数	276 (21H1)	127 (2020)	1098 (2021)	1669 (2021)	532
双减后学习中心数	-	150 (2024)	300-350 (FY24Q4)	944 (FY2024)	246
店数扩张计划	-	2020年推出“550战略规划”：5年，在超过50座城市中建设超过500所分校	-	FY23Q4提出计划新财年产能增加约15%-20%。主要是扩大学习中心的教室面积，其次少量开设新的学习中心。	-
营收占比	全日制备考/辅导/素质教育占比 41.8%/29.6%/28.5%	学业备考/素质教育占比 9.1%/90.9%	素质教育/学习内容解决方案占比83.7%/16.3% (2022)	FY2024教育服务/直播电商/留学咨询服务占比 67.0%/22.2%/10.8%	教育培训服务费/房屋租赁/设备租赁/其他 96.2%/0.4%/0.3%/3.1%
学生人数	137,300 (2020)	65,546 (2023)	1,175,000 (2020)	2,650,000 (2020)	-
师生比	1:185 (2020)	1:123 (2023)		1:98 (FY2024)	

资料来源：公司公告，wind，华西证券研究所（市值为2024/10/17，汇率1美元=7.01元人民币，1港元=0.91元人民币）

双减政策后，各K12机构开始纷纷转型，主要转向素质教育、直播电商业务、学习机、高中教培、职业教育等业务。1) 对比教培机构，从经营数据来看，新东方仍为规模最大教培机构，24财年收入达307亿元，学习中心数量虽双减后有减少，但较同业相比仍具明显优势。学大教育主要以一对一为主，双减后迅速剥离K9业务，公司积极顺应行业发展趋势，聚焦高质量职业教育发展目标重点打造的核心板块。卓越教育也将核心业务转为高中业务及复读业务，K9业务转为素质教育。从财务数据来看，新东方、好未来毛利率最高，主要因为收费相较其他机构更高。思考乐和卓越教育净利率最高，主要系销售费用、管理费用率相对较低。好未来销售费用率显著高于同行，主要由于其学习机业务处于渠道推广阶段。

表3 同业公司费用率对比（19年）

	新东方	好未来	豆神教育	学大教育	思考乐	卓越教育
毛利率	55.55%	54.57%	40.44%	27.28%	42.72%	41.91%
销售费用率	12.41%	18.88%	12.87%	8.14%	2.98%	8.87%
管理费用率	33.39%	22.62%	16.88%	14.83%	18.26%	13.22%
研发费用率	0.00%	0.00%	4.11%	1.57%	0.00%	0.00%
财务费用率	0.05%	0.68%	4.83%	2.71%	3.29%	2.62%
净利率	7.36%	14.22%	2.04%	0.41%	13.09%	7.36%

资料来源：WIND，华西证券研究所

表4 同业公司费用率对比（23年）

	新东方 (FY2024)	好未来 (FY2024)	豆神教育	学大教育	思考乐	卓越教育
毛利率	52.45%	51.71%	31.32%	36.50%	41.81%	46.98%
销售费用率	15.31%	29.56%	18.47%	7.43%	1.98%	5.16%
管理费用率	29.02%	26.48%	21.50%	16.89%	21.17%	11.45%
研发费用率	0.00%	0.00%	4.22%	1.22%	0.00%	0.00%
财务费用率	-0.00%	0.00%	14.56%	2.67%	0.33%	-0.97%
净利率	7.20%	-0.28%	2.67%	6.88%	14.59%	17.78%

资料来源：WIND，华西证券研究所

- 国内中高考报名人数持续增加，市场需求旺盛。我国新生儿人口在2016年达到顶峰，后保持持续下跌，但考虑人口出生的影响具有滞后性，我们预计未来二十年左右我国高中辅导行业市场需求仍然旺盛。
- 1) 从学校数量来看，2019-2023年全国初中数量CAGR为-0.76%，学校数量在公共卫生事件过后开始小幅度减少，大部分是源于乡镇中学裁撤合并，对学生数量影响不大。高中数量自2015年以后持续保持正增长，持续加大高中学位供给，根据教育部数据，2019-2023年我国普通高中数量从1.4万增加至1.54万所，对应5年CAGR达1.92%。
- 2) 受益于上一代人口生育潮，根据教育部数据，2023年我国普通小学/初中/高中生在校人数增长至1.08/0.52/0.28亿人，对应2015-2023CAGR为1.21%/2.2%/1.86%；我们预计2023年全国普高毛入学率约为60%，高中建设的推动为教培市场规模提供增长驱动。

图7：全国新生儿人口数量及增速（单位：万）



图8：全国普通中学数量及增速（单位：万）

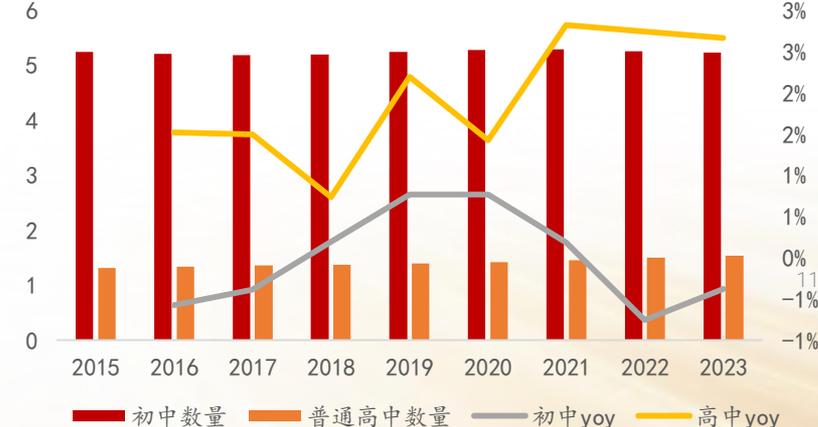


图9：全国小学/初中/高中在校生数（万）及增速



资料来源：教育部，华西证券研究所

图10：全国初中毕业/高考人数（万）及增速



资料来源：教育部，华西证券研究所

图11：全国普通高中招生数量（万人）及增速



资料来源：各市统计局，wind，华西证券研究所

根据K12课外培训市场规模=K12在校学生人数*参培率*客单价，将市场主要分为K9素质教育和高中教培，具体测算假设如下：

- **(1) 在校生学生人数:** 1) 按小学/初中/高中生入学年龄为7/13/15岁，即2023年入学小学/初中/高中适龄学生人数=2017/2010/2008年出生人数；2) 小学/初中/高中生适龄人口数=过去三年/六年招生人数之和；3) 以23年各学级在校生人数为基数，根据各学级适龄人口增速测算未来各小学/初中/高中生在校生人数。
- **(2) 客单价:** 根据市场价格，假设小初/高中课时费为80/120元，每次上课3课时，每周1次，假设小初/高中多科率分别为1.5/2，则小初/高中客单价分别为 1.87/3.74万元/年，由于市场刚性需求较大，家长报班意愿强烈，并且随着市场逐渐向高质发展，不断提升师资、教学环境以及配套设施等相关条件，未来客单价仍有较大提升空间，假设未来全国小初/高中客单价每年提升3%/5%。
- **(3) 参培率:** 我们预计双减前高中课外参培率在40%左右，小初参培率在30%左右，主要由于高中教培需求更加刚性，假设高中参培率每年提升1PCT；考虑市场对素质教育需求逐渐加大，以及小初教培市场逐渐规范化，预计28年小初参培率有望提升至32.5%。
- 根据以上假设，我们测算预计 2024年全国小初/高中教培市场规模有望达9606/4609亿元，长期来看，2028年有望达12321/6686亿元，对应23-28年CAGR 6.5%/9.8%，合计有望突破1.9万亿元。

表5 全国K12培训市场规模测算

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
全国小初学生人数 (万)	16043.69	16319.32	16599.69	16884.87	17174.95	17470.02
小初素质教育参培率	30%	30.5%	31%	31.5%	32%	32.5%
客单价(万元)	1.87	1.93	1.98	2.04	2.1	2.17
全国小初培训市场规模 (亿元)	9001	9606	10189	10850	11542	12321
全国普通高中学生人数 (万)	2803.6	2862.9	2923.5	2985.3	3048.4	3112.9
高中参培率	40%	41%	42%	43%	44%	45%
客单价(万元)	3.74	3.93	4.12	4.33	4.55	4.77
全国高中培训市场规模 (亿元)	4194	4609	5063	5558	6098	6686
全国K12教培市场规模 (亿元)	13195	14216	15252	16408	17639	19007

1.2.1 K12学历教育：普高入学人数预计2031年达顶峰，民办高中行业市场规模长期有望突破3000亿元

普高入学人数预计2031年达顶峰，民办高中行业市场规模长期有望突破3000亿元。2010-2022年民办普高学校数量/学生人数CAGR分别为5.5%/7.1%，远高于全国普高/学生人数CAGR0.8%/0.9%，民办普高学生占比从2010年的9%稳健提升至2022年的18%，2022年民办普高/学生人数同比增长7%/11%至4300家/497.8万人，保持稳健且快速的发展趋势。

根据我们测算，受中国生育率下降影响，2031年全国普高学生招生人数将达到最高峰，但长期来看，受民办高中渗透率及生均收入驱动，民办高中市场仍存在广阔的成长空间，具体假设依据如下：

按高中生入学年龄为15岁，即2022年入学高中适龄学生人数=2007年出生人数；2) 根据22年普高招生人数/22年高中生适龄人数计算得22年普高毛入学率为59.4%，2010-2022年平均每年提升1.6PCT，假设2023-2030年每年提升1.0PCT，2030年毛入学率有望提升至67.4%；3) 根据21年民办普高招生人数/全国普高招生人数=18.7%，2015-2022年平均每年基本提升1PCT以上，假设2023-2030年每年提升1.0PCT，2030年民办普高占比有望提升至26%；4) 根据各线城市民办高中学费平均值，假设高中人均学费+寄宿费为2.5万元/人，随着民办普高教学质量、教学环境等进一步升级，假设每年增长6%，预计2030年人均收费有望增长至3.9万元/人。

根据以上假设预计，1) 2031年全国普高学生招生人数将达到最高峰为1786万人，2031-2045年受生育率下降传递影响预计普高招生人数对应CAGR下降至-5%；2) 根据我们测算，2020-2023年受民办高中渗透率快速提升影响，民办高中行业市场规模CAGR为17%，2023年民办普高市场规模约为1442亿元，长期来看2030年有望增长至3270亿元，对应CAGR为12.4%，行业具备较为充足增长空间。

表6 民办普高市场规模测算(亿元)

年份	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
高中入学适龄人口(万)	1594	1608	1615	1596	1604	1635	1640	1687	1655
普高毛入学率	59.4%	60.0%	61.0%	62.0%	63.0%	64.0%	65.0%	66.0%	67.4%
普高招生人数(万)	947.5	971.9	992.3	996.6	1017.6	1053.7	1073.3	1120.9	1116.2
民办渗透率	19.5%	20.3%	21.1%	21.9%	22.7%	23.5%	24.3%	25.1%	25.9%
民办普高招生人数(万)	184.5	197.0	209.1	217.9	230.7	247.3	260.5	281.0	288.7
民办普高在校学生人数(万)	506.8	550.4	590.5	624.0	657.7	695.9	738.4	788.7	830.2
人均收费(万)	2.5	2.6	2.8	2.9	3.1	3.3	3.5	3.7	3.9
市场规模(亿元)	1252.7	1442.1	1640.1	1837.0	2052.4	2301.9	2589.1	2931.5	3270.7
YOY		15.1%	13.7%	12.0%	11.7%	12.2%	12.5%	13.2%	11.6%

1.2.1 K12学历教育：普高入学人数预计2031年达顶峰，民办高中行业市场规模长期有望突破3000亿元

图12：全国高中及民办高中学校数量



资料来源：教育部，华西证券研究所

图14：公办和民办普高历年在校生人数增长率



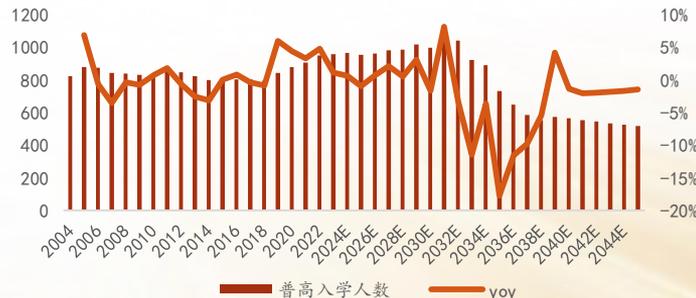
资料来源：教育部，华西证券研究所

图13：全国高中及民办高中学生数量



资料来源：教育部，华西证券研究所

图15：全国普高招生人数及预测



资料来源：wind，育娲人口，华西证券研究所

政府多次发布文件鼓励企业、社会组织合法开办、运营学校及各类型教育机构，2020年文件明确非营利性民办学校与公办学校享有同等待遇，为民办教育的发展提供便利。2023年7月，教育部等三部门联合印发《关于实施新时代基础教育扩优提质行动计划的意见》，《意见》明确提出要扩大优质高中教育资源，即深入挖掘优质普高的校舍资源潜力，有序扩大优质普高招生规模。鼓励普通高中的多样化发展，即要求建设一批具有科技、人文、艺术等特色的普通高中，在保证必修课程水准的基础上，适时开发多样特色选修课程，发挥特色办学的示范引领作用，有利于促进民办普高教育的高质健康发展。

表7我国民办教育相关政策

时间	法规/政策文件	法规/政策内容
2015年12月	《教育法》	政府制定教育发展规划及开办学校及其他教育机构，原则上亦鼓励企业、社会组织及个人根据中国法律及法规开办及营运学校及其他类型的教育机构。
2016年12月	《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的若干意见》	对民办学校（含其他民办教育机构）实行非营利性和营利性分类管理。非营利性民办学校举办者不取得办学收益，办学结余全部用于办学。营利性民办学校举办者可以取得办学收益，办学结余依据国家有关规定进行分配。
2018年8月	《民办教育促进法实施条例（修订草案）（送审稿）》	对民办学校的设立、组织活动与活动、教师和资产管理等做出了规定，其中第十二条明确说明实施集团化办学的，不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校，此外送审稿强调了关联交易的事前审查。
2020年11月	《关于政协十三届全国委员会第三次会议第4842号(教育类379号)提案答复的函(摘要)》	教育部对合法合规的关联交易持开放态度；非营利性民办学校与公办学校享有同等待遇。
2021年04月	《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。国家机构以外的社会组织或者个人可以单独或者联合举办民办学校。国家鼓励以捐资、设立基金会等方式依法举办民办学校。以捐资等方式举办民办学校，无举办者的，其办学过程中的举办者权责由发起人履行。
2022年12月	《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》	鼓励社会力量提供多样化教育服务，支持和规范民办教育发展，全面规范校外教育培训行为，稳步推进民办教育分类管理改革，开展高水平中外合作办学。
2023年7月	《关于实施新时代基础教育扩优提质行动计划的意见》	《意见》明确提出要扩大优质高中教育资源，即深入挖掘优质普高的校舍资源潜力，有序扩大优质普高招生规模；《意见》鼓励普通高中的多样化发展，即要求建设一批具有科技、人文、艺术等特色的普通高中，在保证必修课程水准的基础上，适时开发多样特色选修课程，发挥特色办学的示范引领作用。

对比学历教育上市公司来看：1) 民促法实施条例颁布后，各公司纷纷谋求转型升级，天立国际选择顺应自身优势，全面整合现有资源，开始以“一千多支（即以高中业务为主干线，提供多元化运营增值服务）”为驱动引擎，并在较强的战略定力下成功步入成长新阶段，实现率先转型，22/23年收入和净利规模快速实现复苏，23/24年收入快速增长，K12学历教育中，天立国际及宇华教育收入最高，但宇华教育收入大部分为民办大学，天立国际K12收入最高。2) 对比毛利率和净利率来看，天立国际毛利率相对较低主要由于公司仍在扩张期、人数爬坡影响；公司净利率处于中等水平，低于宇华、科德主要受毛利率和管理费用率影响，宇华教育毛利率、净利率最高。3) 从高中业务来看，天立国际旗下高中数量及在校生人数均远高于同业，主要受益于其办学资源积累以及将战略发展中心转移到营利性高中业务；从人均收费来看，枫叶教育高于同业主要由于国际高中收费较高。

表8 民办教育公司财务数据对比（23财年）

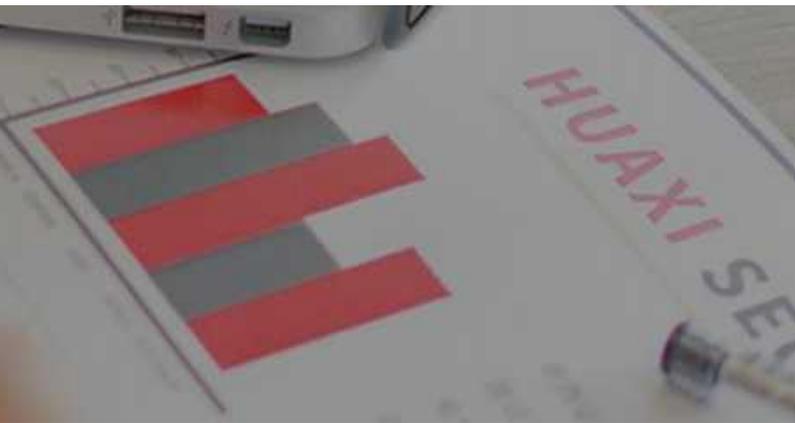
股票简称	天立国际	枫叶教育	宇华教育	科德教育	博骏教育	成实外教育	凯文教育
净资产收益率	17.04%	0.35%	17.81%	15.63%	24.49%	3.91%	-2.26%
销售净利率	14.30%	0.44%	47.74%	17.27%	61.14%	5.00%	-19.09%
毛利率	33.83%	43.72%	48.22%	33.26%	14.66%	33.03%	24.14%
销售费用率	1.56%	1.23%	1.04%	4.00%	-	1.00%	2.66%
管理费用率	10.37%	26.20%	8.40%	17.27%	45.76%	13.79%	19.39%
财务费用率	2.55%	18.42%	-0.37%	8.51%	19.11%	12.79%	16.77%
资产周转率	0.26	0.18	0.20	-0.18%	0.03	0.18	-0.18%
权益乘数	4.51	4.26	1.84	0.68	12.55	5.16	0.08

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表9 民办教育公司经营数据对比（23财年）

	天立国际	枫叶教育	宇华教育	科德教育	博骏教育	成实外教育	凯文教育
成立/上市时间	2002/2018	2007/2014	2016/2017	2003/2011	2016/2018	2015/2016	1999/2012
总市值(亿元)	92	6.4	15	46	1.5	6	27
收入(亿元)/增速	23.15/160.53%	11.57/14.51%	23.88/-5%	7.71/-2.94%	0.83/131.56%	7.71/35.69%	2.54/47.78%
归母净利(亿元)/增速	3.34/245.80%	0.05/-91.04%	11.35/0.80%	1.39/83.60%	0.51/642.88%	0.32/183.51%	-0.50/48.48%
毛利率/净利率	33.83%/14.30%	43.7%/0.4%	48.22%/47.7%	33.26%/17.27%	14.7%/-42.6%	33.03%/5.0%	24.14%/-19.10%
学校数量/高中学校数量	50/37	33/11	10/5	4/2	5/1	8/7	2/2
业务结构(营收占比)	教育服务/学校餐厅运营/销售货物/管理费占53%/21%/24%/2%	中国运营/海外运营占比40.4%/59.6%	高中/大学学费占比7%/93%	教育培训/油墨业务占比53.68%/46.32%	学费及膳宿费/教育咨询及管理服务费占比55.0%/45.0%	学费/住宿费/学校食堂营运费/教育管理及培训服务费/非学历培训费/海外升学咨询服务费/其他占比79.16%/5.76%/7.29%/3.94%/2.53%/0.9%/0.4%	教育服务/培训服务/其他占比72.13%/26.24%/1.63%
在校生人数/增速(万)	8.2/22%	1.02/12.1%	11.03/-12%	1.1	3.34/3874.52%	3.03/11.73%	超过4000人
高中人数/增速(万)	3.67/30.5%	0.41/32.67%	-	0.8	0.10/60.6%	0.85/23.05%	-
生均收入(万/人)	2.8	11.34	2.17	3.78	0.25	2.54	-
教师人数/增速	2090/85.94%	297/1.37%	7205/21.35%	650/3.3%	1700/2400%	1481/12.28%	335(员工数)
师生比	15.79	34.34	15.31	16.9	19.65	20.46	-

资料来源：公司公告，华西证券研究所（市值为2024/10/17日数据，生均收入=总收入/学生总人数，师生比=学生总人数/教师人数）



02 职考培训：

增速阶段性扰动，抢份额是更大看点

2.1 职考培训行业：报考人数持续双位数增长，24H主要受事业单位和公考撞车影响

向新而行 聚势而上

华西证券2025年资本市场投资与产业年会

国考招录人数整体平稳，19年大幅下降后逐步增长。公务员招录需求主要受到政府机构改革、部门设置变动影响，但均呈现短暂下跌后迅速反弹的趋势，整体平稳增长，如2013年政府机构改革导致2014年国考招录人数下降6%，但2015年恢复增长14%；受国地税合并影响，2019年国考招录人数大幅下降49%至1.45万人，但2020年则显著增长66%至2.41万人、20-24年CAGR13.2%至3.96万人，24年同比增长6.6%。

国考报考人数在历史上同样缓慢增长、近三年来增速较快，2022年增长34.7%至212万人、2023年增长22.4%至约260万人、2024年增长16.8%至303万人，创历史新高。

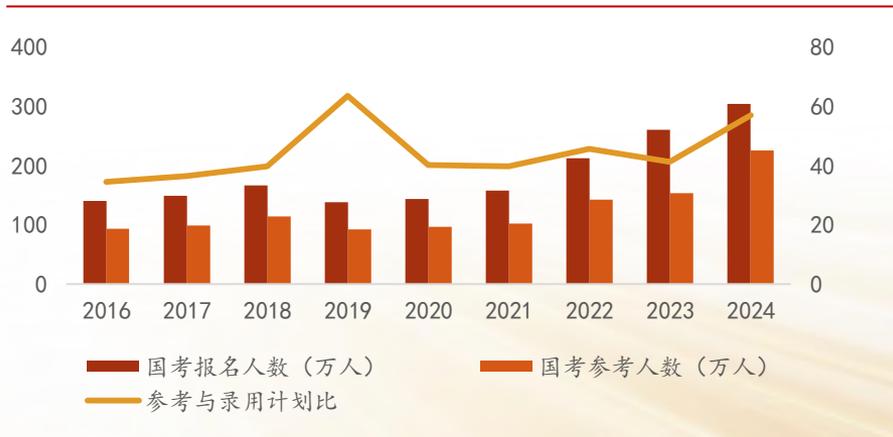
24H事业单位考试安排在3月，和公考有所冲突，从而影响了报名人数。24H粉笔/华图/中公收入增长3%/17%/-16%。

图16：国考招录人数19年大幅下跌、近五年稳健增长



资料来源：wind，华西证券研究所

图17：国考报考人数整体平稳、22—24年大幅增加



资料来源：wind，华西证券研究所

2.1 职考培训行业：报考人数持续双位数增长，24H主要受事业单位和公考撞车影响

向新而行 聚势而上

华西证券2025年资本市场投资与产业年会

就市场空间而言，我们测算25年招考培训市场规模约为630亿元，23-25年市场规模CAGR为9.03%，预计公务员/事业单位/教师/综合规模分别为341/238/54亿元。未来对于公职人员需求仍有提升空间，（1）城镇化提升：2022年末中国城镇化率为65.22%，社科院魏后凯预计2035年中国城镇化率有望达74%、可带来年增量城镇人口790万且稳中略升，参考2016年公职比例6.4%、将带来公职人员年增量需求约70万且稳中略升；（2）50、60后退休：根据我们保守推测，我国公职人员约5000万人且稳中略升，参考我们测算的公务员退休率2.6%，也将带来公职人员年增量需求约100万且稳中略升。（3）报考率提升：产业升级红利释放减缓、人才内卷化倾向加剧推动职业考试报考率提升。（4）参培率提升：2023年全国高校毕业生同比增加82万至1158万人，规模再创新高，预计在高校扩招背景下，大学毕业生人数仍将稳步增长，从而相对拉低通过率、提升参培率，我们测算，目前行业参培率大约20%、长期30%左右。

图 18 招考培训市场规模（分赛道）-2025E

单位：人数及付费一、空间一亿	招录/通过人数	录取/通过率	报考人数	假设参培率	假设参培人数	假设人均付费	25E 市场规模	粉笔规模	粉笔市占率
招考培训	166.0	6.7%	2494.2	28.2%	1133.9	0.55	632.7	48.82	6.8%
1、公务员	21.2	2.1%	1003.2	35.4%	355.1	0.9	340.7	37.1	10.9%
(1) 国考	3.8	1.2%	348.5	37.6%	131.02	0.9	117.9		
(2) 省考	17.4	2.5%	691.6	34.4%	237.8	0.9	222.8		
2、事业单位	100.0	8.5%	1175.9	33.7%	396.5	0.6	238.1	8.8	3.7%
(1) 中央	7.0	7.3%	94.9	29.7%	28.2	0.7	19.1		
(2) 地方	93.1	8.6%	1081.0	34.1%	368.3	0.6	219.1		
3、教师	137.8	9.9%	1712.8	22.9%	382.3	0.14	53.87	2.92	2.1%
(1) 资格	91.1	7.5%	1530.7	19.9%	304.6	0.04	12.18		
(2) 招录	46.8	25.7%	182.1	32.7%	59.55	0.7	41.69		

资料来源：公司公告、国家公务员局、各地公务员局、wind、华西证券研究所（注：线上线下合计）

中公自22年下半年开始面临退费问题、核心员工离职等问题，华图、粉笔存在较大抢份额空间。2023年中公教育、粉笔全年收入为30.86/30.21亿元，2024H1粉笔/中公/华图教育非学历培训收入为16.45/14.48/14.88亿元，三家机构收入水平相近；而高峰期中公2020年收入为112亿元。

表10 招考领域参与者对比（2023）

机构	成立	创始人/师资	付费人次	人均价格(元)	授课形式/产品定价	收入	网点数	员工数
中公教育	1999年成立、2001年提供国考培训	李永新/名师化有限且以校招为主	195万	1582	线下面授为主、线上及OMO/协议班占70%+ 协议班类型多、定价及退费数万元，普通班定价万元左右	2023年收入30.86亿元，公务员/事业单位/教师/综合分别占比37%/13%/13%/36%	直营分支机构783个	11125
粉笔教育	2013年提供公考培训、2015年从猿题库分拆	张小龙/线上名师化，线下逐步去名师	908万	333	线上笔试为主、线下主要为面试以及笔试冲刺培训。 课程包时长比中公长、定价与中公类似，因此课时费较中公更低	2023年收入30.21亿元，培训服务/图书销售占比83.2%/16.8%。	908万名月活跃用户，营运中心202家	7325
华图教育	2003年成立、2004年提供国考培训	易定宏/线下名师化，经历名师出走潮	19万 (2024H1)	7830 (2024H1)	线下面授为主、线上及OMO/协议班占50%+ 协议班类型少、定价及退费较中公略低，普通班定价与中公相近	2024年中期非学历培训收入14.88亿元，公职类主导；推出“模块教学法”“红领培优”	500余家分公司	-

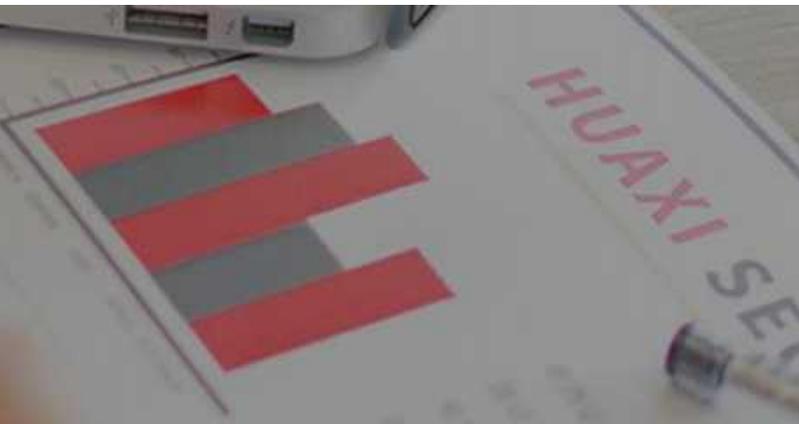
从营收能力来看，2019年粉笔/中公收入分别为12/92亿元，公务员/事业单位/教师序列分别占比69%/10%/5%及45%/15%/21%，中公规模远超粉笔，但受疫情、退费影响，中公连续两年收入下滑，2020-2023年CAGR为-34.9%，而粉笔20-23年CAGR则为12.5%，粉笔与中公收入已经持平，2023年粉笔/中公营收分别为30.3/30.9亿元。

从毛利率来看，2019年粉笔/中公毛利率分别为46.2%/58.5%，粉笔毛利率较低主要由于主要由于公司图书销售及线下培训业务毛利率较低，近年来粉笔在大语言模型（LLM）领域的深厚积累，自主研发了首个专注于公考行业的垂直大模型，并推出“AI智能老师”，提供可靠、准确且有针对性的辅导服务，节省辅导老师成本，毛利率有所提升，2023年粉笔/中公/华图山鼎毛利率分别为52.0%/53.7%/21.2%。

从盈利能力来看，2019年粉笔/中公净利率分别为13.2%/19.7%，2023年粉笔/中公/华图山鼎净利率分别为6.2%/-6.9%/-35.4%，中公主要由于退费问题出现亏损，华图山鼎主要由于教育资产23年11月才注入，导致报表亏损，粉笔主要由于股利支付公允价值变动，2023年经调整净利率为14.7%。粉笔、中公销售及管理费用率相近，华图山鼎销售费用率、管理费用率较高，粉笔在OMO的模式下随着线下满班率以及线上精品班师生比的提高，净利率有望进一步提高。

表11 公考培训公司财务数据对比（23财年）

股票简称	粉笔	中公教育	华图山鼎
净资产收益率	-3.93%	-31.10%	-35.77%
销售净利率	6.22%	-6.85%	-35.35%
毛利率	51.96%	53.71%	21.18%
销售费用率	22.21%	22.88%	30.04%
管理费用率	15.54%	16.14%	28.22%
财务费用率	-1.38%	3.35%	2.35%
资产周转率	1.62	0.40	0.36
权益乘数	1.67	12.59	4.87



03 民办高教

民办高教持续扩容，行业增长空间广阔

曾经的青睐：

(1) 2017年-2018年8月，上涨高估值阶段：17年3月第一个高教公司民生教育在港股上市，同年新高教、中教控股陆续上市，高教板块估值持续走高，我们分析主要由于：(1) 稀缺性：普通本科牌照稀缺，而新建只能从专科做起、一般需要7年投资回收期；(2) 业绩持续性强（学费具备提价空间、大部分仅备案即可）、确定性强（学额、学费、净利率）；(3) 上市后外延并购逻辑支持进一步做大；(4) 现金牛、高股息。

(2) 2018年8月-2020年5月，股价开始下跌，我们分析主要由于：(1) 2018年8月，《民促法实施条例(修订草案送审稿)》发布，其中新增“实施集团化办学的，不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校”的内容引发了市场对于高教板块未来通过并购扩张的担忧。

(3) 2020年5月-2021年7月，**独立学院转设政策+民促法落地+受疫情影响小+核心资产估值提升驱动**：2020年5月，教育部发布《关于加快推进独立学院转设工作的实施方案》，要求独立学院尽快通过转为民办、转为公办、合并转设或终止办学的方式完成转设；转设对于高教公司的直接好处是：1) 无需再每年交管理费给大校、增厚毛利；但部分学校的分手费同样较高。2) 可供并购标的增加。2021年5月，民促法实施条例（正式稿）发布，较大程度上消除市场在送审稿中产生的政策担忧，股价持续上升并达阶段性高点。

现在的低迷：2021年7月-至今，2021年7月，“双减”政策出台，高教板块和双减政策无关，但外资投资者出于政策疑虑、选择了统一卖出；2022年初，市场传言部分高教上市公司实控人单独约谈的文件，继续引发市场对VIE架构合法性、限制学费上涨、限制收购并购的担忧。

我们分析，当年板块估值不足10XPE，担心点主要在于：

- (1) 市场担心国家对VIE架构的管控，由于外商投资限制等原因，在港股市场上市的高教公司大多都是采用VIE架构，如果国家禁止VIE架构，将对行业造成冲击；23年初部分公司不分红（希望教育）、以配股替代分红（中汇集团）、资金能否外流（宇华教育）等行为进一步引发资本外流及分红受到影响，股价再度大幅下跌。
- (2) 选营选非推进较慢，目前仅上海完成（建桥教育），江西、哈尔滨相对较快，其他省份进展不明显；且选营选非后，公司仍将面临：补土地出让金、所得税提高、补贴减少等影响。
- (3) 条例提出提高民办学校教学质量，市场担忧为提高质量增加成本投入，压缩利润空间；
- (4) 一二级估值倒挂，并购逻辑破裂。
- (5) 人口是长期担忧。根据测算，预计本科/高职（专科）人数未来几年小幅上升，2034年为峰值，此后开始快速下滑。
- (6) 宇华教育、希望教育可转债违约，引发市场担忧。

我国民办高教在校生人数持续提升，2023年达994.38万人，市场规模持续提升，2024年有望增长至1984亿元。（1）我国在校生人数自2015年的611万人增长至2023年的994万人，CAGR为6.3%；（2）民办本科市场规模2015-19CAGR为10.0%，根据弗若斯特沙利文估算，2020-2024年有望从1472亿元复合增长7.9%至1984亿元，我们认为未来有望保持5-8%的复合增速，基于三点增长驱动因素：

1) 毛入学率：我国高等教育毛入学率从2020年的12.5%提升至2023年的60.2%，未来规划到2035年达到65%，对比22年美国/英国达到62%/73%。且2035年前接受高等教育的人口基数并未受到生育率下行影响。

2) 民办高教渗透率提升空间大（中国/美国分别25%/56%）。

3) 民办高等教育学费有望持续提升。2019年我国民办高教平均学费达为1.4万元，2015-2019年CAGR达5.9%，预计2024年将提升至1.8万元，2019-2024年CAGR达5.4%。对比发达国家，美国2023年公立大学学费为1.13万美元，私立大学学费为4.15万美元。

图19：中国民办高校在校生人数及同比增长



资料来源：教育部，华西证券研究所

图20：中国民办高校规模及同比增长



资料来源：中国通才教育招股书，若弗若斯特沙利文，华西证券研究所

3.3 民办高教行业驱动力：量上看高等教育升学率及民办教育渗透率提升，价上看学费提价能力

图21：中国高教毛入学率

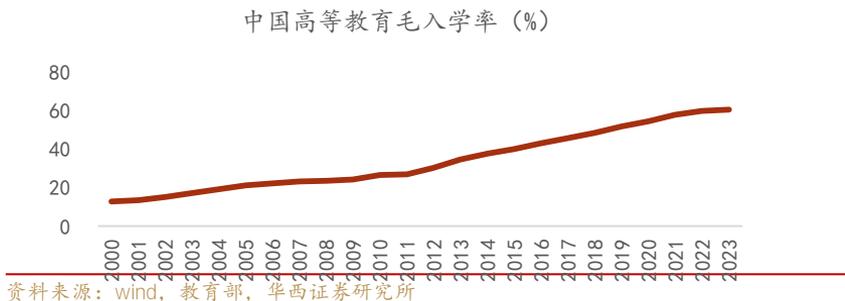


图22：中国2006-2017年出生人口

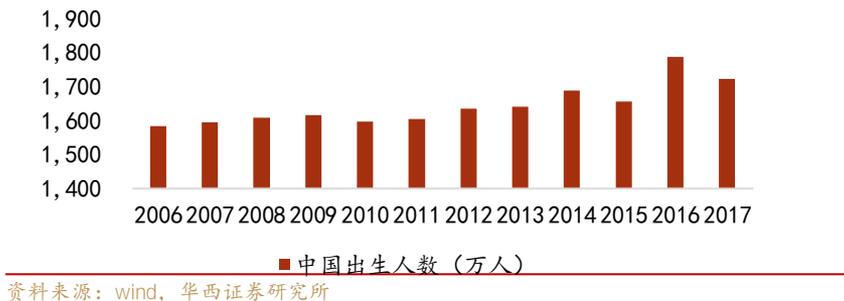
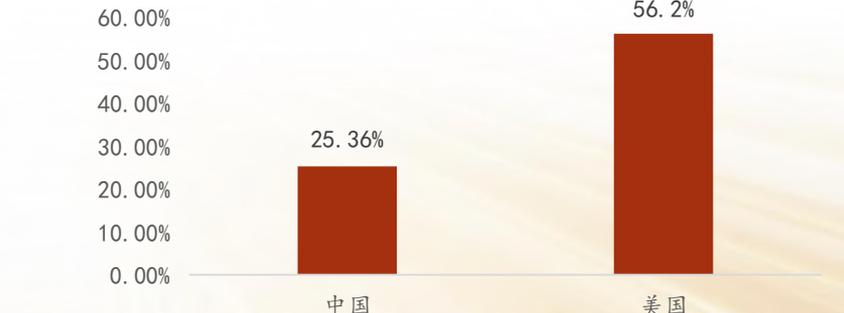


图23：中国民办高教渗透率



图24：中国/美国2022年民办高等教育渗透率



- 2021-2023年新高教/希望教育/中国科培/中教控股/中国春来学生人数的CAGR分别为-1.3%/12.0%/7.4%/15.4%/6.6%，中教控股在校生人数最多，中教控股、希望教育在校生CAGR增速较快。
- 中教控股在校高教学生规模最大、营收及净利润规模最高，宇华教育注重以高质量收购整合大学尤其本科，希望教育虽整体在校生人数多，但陷入债务危机，利润大幅度下跌，中国科培实现了最高的人均产出，而中汇集团实现了最高的学费水平。中国春来未来在财务费用率下降、学费提升后利润率仍有较大提升空间。

表12民办高教集团经营数据对比

股票代码	中国春来	宇华教育	希望教育	中国科培	中汇集团	中教控股
成立/上市时间	2004/2018	2001/2017	2005/2018	2000/2019	2003/2019	1999/2017
总市值 (亿元)	53	15	11	25	27	130
营收 (亿元)	15.0	23.8	35.8	15.2	19.7	56.2
归母净利 (亿元)	6.84/+23.9%	11.35/+0.8%	2.10/-52.7%	7.43/+5.5%	6.18/+9.0%	13.80/-25.2%
学校数量 (至最新)	5 (4高教+1职教)	18 (5高教+8基础教育+5幼儿教育)	25 (3海外+7本科+13专科+2技校)	4 (3高教+1职教)	9 (4高教+1职教+1技校+3海外院校)	14 (8高教+4职教+2国际)
业务结构 (营收占比)	教育业务占100%	教育业务占100%	国内/国际占比 89.9%/10.1%	教育业务占100%	国内/国际占比 98.7%/1.3%	国内/国际占比96.1%/3.9%
在校生人数 (万)	10.3/+6%	11/-12%	29/+3.7%	12/+0.8%	8.61/+11%	24.8/+7%
人均学杂费	14,543	21,639	12,350	12,646	22,915	22,645
员工人数	4,750	8,386	15,582	3,871	7,800	16,468
人均年利润 (万元)	14.4	13.5	1.3	19.2	7.9	8.4

资料来源：公司公告，华西证券研究所（港币：人民币汇率0.91:1）（截至2024.10.17）

3.5 民办高教同业对比：中教学生规模最大、科培人均产出最高

向新而行 聚势而上

华西证券2025年资本市场投资与产业年会

对比民办高教上市公司，PE在3-6X左右，估值处于历史低位。春来教育 ROE排名第1，主要系归母净利率与资产周转率较高。春来教育毛利率较同业最高，主要系公司教职人员成本较低，人均薪酬仅69,642元，而同业其他高教公司人均薪酬多数位于75,000-90,000元；宇华教育净利率最高，主要因为行政费用率、销售费用率较低。中教控股2023净利率仅为26.37%主要系计提无形资产减值3.9亿元影响公司净利润，去掉一次性损益后，公司经调整净利率为34%。希望教育因归母净利下滑严重导致ROE偏低，科培则处于中等水平。

中教控股、中国春来为分红最稳定公司，近几年及24H1均有分红，中教控股分红率更高，并预计未来每年分红比例不低于可供分配净利润的40%。东软教育、民生教育、新高教集团2022-2023全年均有分红，分红比例在25-50%区间。

表13 民办高教集团财务数据对比（2023）

股票简称	中国春来	宇华教育	希望教育	中国科培	中汇集团	中教控股
净资产收益率	23.23%	17.81%	2.55%	18.25%	18.98%	9.33%
净利率	44.05%	47.74%	5.70%	45.44%	38.85%	26.37%
毛利率	59.42%	48.22%	46.91%	57.64%	51.62%	56.34%
销售费用率	0.33%	1.04%	7.78%	0.43%	2.72%	3.11%
行政费用率	11.22%	8.40%	14.8%	8.49%	14.28%	13.26%
财务费用率	6.19%	-0.37%	7.65%	4.35%	0.62%	6.71%
资产周转率	0.54	0.50	0.35	0.50	0.45	0.35
固定资产周转率	0.25	0.20	0.17	0.22	0.26	0.17
权益乘数	2.09	1.84	2.71	1.82	2.41	2.34
PE	6.56	1.79	261	3.23	3.48	6.70
PS	2.95	0.54	0.38	1.46	1.01	1.55
PB	1.34	0.19	0.17	0.52	0.61	0.61

表14 民办高教公司年度现金分红比例

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H
中国科培	51.4%	40.0%	35.3%	36.0%			28.6%
宇华教育	57.5%	81.5%	249.7%	41.2%			
中教控股			81.0%	52.8%	44.0%	56.1%	46.0%
希望教育	62.8%	31.3%	55.0%				
东软教育			20.0%	28.2%	25.3%	50.5%	
民生教育		31.9%	28.7%	33.5%	33.8%	27.2%	
新高教集团	28.4%	27.3%	36.6%		50.5%	48.7%	
中国春来					20.6%	9.3%	28.4%



04 投资推荐

- **公司介绍：**学大教育于2001年成立，以线上家教平台起家，深耕K12一对一及一对多多年，双减后剥离K9业务，聚焦高中个性化教育，同时深入推进职业教育、高考复读业务、文化阅读、医教康融合等业务，23年一对一业务/全日制业务/中职收入占比分别为89%/11%/1%。
- **公司优势：**（1）公司 2004 年首创一对一模式，先发积淀深厚、口碑效应强，学生保留率较高；双减后保存高中一对一个性化教育，从纯学科发展成多元化业务；全日制教育具备先发优势，截止目前有2所全日制学校和30多所全日制基地；（2）职业教育依托个性化定制课程打造差异化优势。目前公司已初步建立较为完善的中职院校网络，截至 2024年10月，公司共收购和托管沈阳国际商务学校、东莞市鼎文职业技术学校、大连通才中等职业技术学校、青岛西海岸新区绿泽电影美术学校、西安市西咸新区丝路艺术职业学校等，并与中等职业学校达成联合办学、专业共建、职教升学、托管等多元化合作，已初步建立较为完善的中职院校网络。目前预计营收体量仍较小，预计有望依托公司运营提效提质实现快速扩张。24年8月收购岳阳育盛布局高职。
- **成长驱动：**我们分析，（1）短期来看，公司业务迎来政策和疫情相对见底，公司也是唯一一个在政策之前完成再融资、在手现金最为充裕的企业；在市场普遍对消费信心低迷背景下，教育政策底方向明确，同行新东方业绩超预期也有望提振市场信心。中长期来看，我们判断一对一业务仍有自然拓店空间，我们预计叠加小班组业务带动净利率改善；（2）我们判断高利润率的全日制复读及艺考业务有望保持较快增长；（3）预计中职未来仍存并购空间及收购标的的人数增长和净利率改善空间；（4）教育信息化、文化空间（句象书店、LUKA 智能绘本馆）有望成为未来增长点。
- **盈利预测和估值：**维持盈利预测，预计24-26年收入预测27.75/33.42/39.88亿元；24-26年归母净利2.80/3.87/4.82亿元，对应24-26年EPS 2.30/3.17/3.95元，2024年10月31日收盘价47.1元对应PE 分别为21/15/12X，维持“买入”评级。

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,798	2,213	2,775	3,342	3,988
YoY (%)	-28.9%	23.1%	25.4%	20.4%	19.3%
归母净利润（百万元）	14	154	280	387	482
YoY (%)	102.5%	1035.2%	82.3%	38.0%	24.5%
毛利率 (%)	28.0%	36.5%	36.7%	36.8%	36.9%
每股收益（元）	0.12	1.31	2.30	3.17	3.95
ROE	3.1%	25.5%	31.7%	30.4%	27.5%
市盈率	409.57	36.07	20.51	14.86	11.94

- 公司介绍：**天立国际控股有限公司成立于2002年，于2018年7月在港交所主板上市。公司上市初期定位为K12一贯制民办学校，但由于21年5月《实施条例》发布后（社会组织及个人不得通过并购或协议控制的方式控制提供义务教育的民办学校以及提供学前教育的非营利性民办学校；提供义务教育的民办学校不得与关联方进行交易），公司决定自2021年8月31日起将其受影业务从综合财务报表的范围中剥离，并提出“一千多支发展战略”，重点发展营利性高中，辅以“多支”教育增值服务，主要包括素养课程、游学活动、后勤综合服务、智慧教育“云”平台以及托管业务。FY23公司收入/净利分别为23.15/3.34亿元，综合教育服务/产品销售/餐厅运营/管理及特许经营费收入占比分别为53%/24%/21%/2%。
- 公司优势：**1) “高质量升学率铸就区域品牌影响力”。2023学年，公司旗下高中生人数大幅增长的同时，升学率也保持着较高水平，本科率及一本率远高于四川省平均水平；2) 独创“六立一达”课程体系，优化教学质量；3) 优秀教师供给充足，管理及激励均到位；4) 集中及标准化管理，助力集团全国扩张。
- 成长驱动：**我们分析，1) 从内生来看天立现有的校网容量最高可达20万人，而天立目前的在校生总人数为10万人左右，现有校网容量具备翻倍空间。从外延来看，根据公司规划，预计5年内将保持每年新开 3-5 所高中，到 2027 年实现全国运营 40-50 所高中，为6-8万名在校高中生提供综合教育服务，高中学生人数有望实现翻倍。2) 公司积极发展多元升学及多支增值服务业务，通过拓展自身校园网及托管学校，素养教育服务有望快速增长；3) 目前市面上对优质民办教育服务的需求非常旺盛，公司目前已经签约10所托管学校，预计接近30学段（假设每所学校签约3个学段），随着签约项目加速落地，预计加大业绩贡献。
- 盈利预测和估值：**维持盈利预测，预计2024-2026年公司收入32.83/45.39/61.17亿元，预计24-26年归母净利6.16/9.31/13.34亿元，对应24-26年EPS0.29/0.43/0.62元。公司2024年10月31日收盘价4.7港元，对应 24-26PE 为 15/10/7X（1港元=0.91元），维持“买入”评级。

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	884.37	2302.54	3282.86	4539.16	6117.18
YoY (%)	156.20%	160.36%	42.58%	38.27%	34.76%
归母净利润(百万元)	96.54	333.83	615.56	931.20	1333.76
YoY (%)	108.69%	245.80%	84.40%	51.28%	43.23%
毛利率 (%)	33.19%	33.83%	34.83%	35.03%	35.23%
每股收益 (元)	0.04	0.15	0.29	0.43	0.62
ROE	0.05	0.16	0.23	0.26	0.27
市盈率	79.39	22.96	14.97	9.89	6.91

资料来源：公司公告，华西证券研究所（1港元=0.91元人民币）

- **公司介绍：**中国东方教育于1988年成立、2019年上市，是国内最大的职业技能培训提供商，旗下包括新东方烹饪/新华电脑/万通汽修/欧米奇西点/美味学院/华信智原/时尚美业及其他等7个品牌，2023年公司收入/归母净利/经调归母净利分别为39.79/2.73/2.81亿元、同比增长4.2%/-25.8%/5.4%。24H平均培训人次为14.5万人，目前共234所学校。
- **公司优势：**我们分析，职业技能培训的特点在于：（1）强就业：与职业学历教育以“升学”为导向不同，职业技能培训体现出“强就业”导向，就业的专业对口率、薪资与学费之间的投资回报率是关键；（2）管理难度大：职业技能培训所面对的应届生主要来自初中生群体、部分学生甚至属于未能进入正常学历升学路径的学生群体，存在较大的管理难度，叠加封闭式管理对重资产的要求、教学消耗品的采购等均需精细化管理。公司优势主要体现为：就业导向+品牌力强+管理能力强+多赛道复制拓展能力强。中国东方教育通过市场化研发、实训教学、多元就业支持等解决就业难的需求痛点，建立起需求端的核心竞争力，从长期课程毕业生的平均引荐就业率看：新东方和新华达90%以上，而万通则达95%以上。切合经济及市场发展需求，侧重人才缺口较大且薪资吸引力较强的专业。
- **成长驱动：**我们分析，（1）短期来看，我们预计随着成本控制业绩有望持续超预期；（2）中期来看，预计招生正常化后长期生长逐步恢复；分品类来看，我们预计IT承压，但烹饪恢复、汽车和美业维持快速增长，欧米奇和美业减亏趋势持续、汽车服务净利率提升；（3）公司长期优势在于就业竞争力、针对市场变化快速调节课程的能力，公司第一所技师学院资质已获批、有望拉长学制。
- **盈利预测和估值：**维持盈利预测预计24/25/26年营业收入41.5/44.1/48.4亿元；预计24/25/26年归母净利4.96/5.96/7.25亿元，对应24-26年EPS 0.23/0.27/0.33元，2024年10月31日收盘价2.85港元对应24/25/26年PE为11/9/8倍（1港元=0.91元人民币），股息率8%，维持“买入”评级。

盈利预测与估值

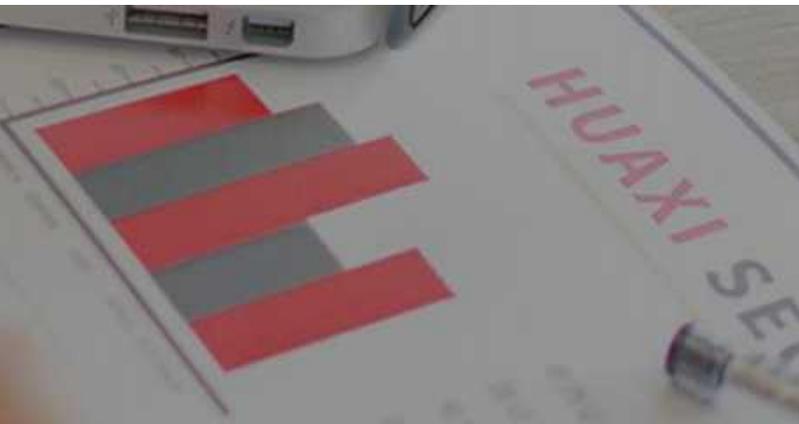
财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3819.02	3978.65	4149.49	4405.82	4841.54
YoY (%)	-7.75%	4.18%	4.29%	6.18%	9.89%
归母净利润(百万元)	366.57	272.62	496.06	596.04	725.32
YoY (%)	21.31%	-25.63%	81.96%	20.16%	21.69%
毛利率(%)	49.52%	47.96%	50.72%	51.52%	52.32%
每股收益(元)	0.17	0.13	0.23	0.27	0.33
ROE	0.06	0.05	0.08	0.09	0.10
市盈率	33.66	19.49	11.39	9.48	7.79

资料来源：公司公告，华西证券研究所（1港元=0.91元人民币）

- **公司介绍：**中教控股于1999年成立、2017年在港交所上市。目前旗下涵盖13所学校，包含一所澳大利亚的学校，并跟英国学校拥有国际合作；截至FY23公司在校生成规模24.8万人。2023财年，公司实现营收/经调整归母净利润56.16亿元/19.08亿元。
- **公司优势：**（1）办学质量优异推动学生人数和收入齐升：公司紧贴时代发展方向，始终向学生提供以就业为导向的高质量课程，得到了学生广泛欢迎。公司通过开设新学校、使用新校区及校区扩建为规模增长提供了充足容量，新生人数及在校生成人数持续突破新高。（2）区域与品牌优势：卡位毛入学率低且高教资源供不应求的生源大省。（3）公司注重校企合作产教融合，加强建设产教院，实现教学内容与职业标准深度匹配。
- **成长驱动：**我们分析，公司未来成长空间在于：（1）短期来看，我们预计9月新生有望继续迎来增长；（2）肇庆学校新校区一期和二期建设顺利完成，同时肇庆学校已再购买一块面积约372亩的土地用于建设新校区第三期，已经开始顺利进行；山东学校在当地政府的大力支持下，于烟台市正式开始建设新校区，新校区一期规划面积700余亩，计划于24/25学年投入使用；澳洲学校获批准设立新校区，初步招生名额为1,000人，并有望进一步增加至2,000人。我们预计24年资本开支与23年持平。（3）净利率方面：公司收购的学校仍存在净利率改善空间；公司财务费用增加主要由于公司美元计值浮息借款利率上升，预计美元降息后财务费用有望改善。
- **盈利预测和估值：**维持盈利预测，预计24/25/26财年收入预测64.11/73.63/84.47亿元；24/25/26年经调归母净利润预测21.81/25.52/30.05亿元，对应24/25/26财年经调EPS 0.85/1.00/1.18元。2024年10月31日收盘价4.85港元对应PE分别为5.2/4.4/3.8X（注：1港元=0.91元人民币），维持“买入”评级。

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4756.00	5616.00	6410.82	7362.54	8446.54
YoY (%)	29.15%	18.08%	14.15%	14.85%	14.72%
归母净利润(百万元)	1800.00	1908.00	2181.14	2551.93	3004.72
YoY (%)	24.67%	6.00%	14.32%	17.00%	17.74%
毛利率 (%)	57.91%	56.34%	57.10%	57.90%	58.70%
每股收益 (元)	0.71	0.75	0.85	1.00	1.18
ROE	0.13	0.12	0.13	0.14	0.15
市盈率	8.84	8.12	5.16	4.41	3.75



05 风险提示



华西证券

HUAXI SECURITIES

风险提示

向新而行 聚势而上

华西证券2025年资本市场投资与产业年会

- 教育政策变化风险
- 招生不及预期
- 市场风险
- 行业竞争加剧
- 经营管理风险

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。