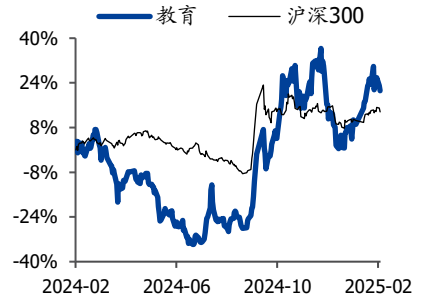


教育

K12 教育培训：教培景气度有望延续，AI 教育商业化进程加速

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 顾晟

执业证书编号: S0680519100003

邮箱: gusheng@gszq.com

研究助理 阮文佳

执业证书编号: S0680123040007

邮箱: ruanwenjia@gszq.com

相关研究

- 《教育：教育部出台首个校外培训管理行政法规，正视社会合理培训需求》 2024-02-16
- 《教育：重视民办高教估值修复机会》 2023-07-28
- 《教育：教育刚需属性凸显，情绪稳步回暖，重视板块机会》 2023-07-21

行业趋势：1) 适龄人口仍处于高位，行业景气度有望维持。预计未来 10 年内 K12 适龄人口（5-18 岁）仍保持高位，叠加毛入学率持续提升，K12 在校生人数规模稳定；同时以新中产为代表的家庭对教育的重视程度高企，校外教育培训花费在家庭教育支出中保持高占比，2023 年学科类/非学科类培训参培率达 13.5%/13.6%，行业景气度有望延续。**2) 政策环境向积极方向转变，良性监管态度日益清晰。**“双减”政策发布以来，各项配套政策推动 K12 教育行业高质量规范化发展，24 年 2 月《校外培训管理条例（意见稿）》出台，良性监管态度进一步明晰，政策环境向积极方向转变。**3) AI 引领教育变革，国内商业化进程有望加速。**教育是较为容易实现 AI 赋能且有望产生长远变革的重要场景，海外多款 AI+教育爆品已跑通，随 AI Agent 纪元的到来、叠加以 DeepSeek 为代表的高性能、低成本、开源国产大模型的涌现，我们乐观看待国内具有强产品力+清晰商业模式优势的头部教育公司产品落地速度与商业化变现机会。

教培需求相对刚性，市场空间约五千亿。根据对适龄人口数量、参培率及客单价的假设，我们测算 2023 年整体 K12 教培行业规模约达 5000+亿元：其中高中学科培训由于高考升学竞争压力仍较为严峻，需求相对刚性，市场规模保持稳定，预计当前市场规模达千亿元；素质教育则有望承接原 K9 学科类需求“接力”，于双减后蓬勃发展，当前市场规模约 4000 亿元，增长潜力较大。我们预计未来随着参培率及客单价持续提升，整体 K12 教培市场规模有望持续增长。

竞争格局改善，看好龙头市占率提升。“双减”三年以来政策监管边界逐步明晰，中小机构与非合规机构大量出清，行业竞争格局优化，利好具备合规性的龙头高质量发展。目前行业格局仍相对分散，营收口径看 2023 年 CR2 达 10.4%，我们看好未来龙头公司凭借品牌、规模、教研等优势进一步提升市场份额。

龙头运营能力较双减前提升，门店盈利模型优化。收入端看，2023H2 起龙头网点、教师数量逐步恢复，客单价持续提升，量价齐升带动龙头营收有望超过双减前体量；成本端看，双减后竞争格局优化，龙头招生模式转向口碑转介绍及私域社群招生，获客成本显著降低，同时教师人效提升有望缩减人员成本，成本端持续改善；收入增长而成本改善，龙头爬坡期普遍缩短，门店盈利模型优化，我们预测单店利润率较双减前提升 20pct 左右，持续看好龙头未来产能扩张节奏及利润率提升能力。

投资建议：“双减”后行业竞争格局优化，同时非学科等业务转型成效得到验证，K12 教培公司产能及盈利能力持续增长，我们看好合规经营且具备教研、师资和品牌力的龙头成长性，建议持续关注教培板块机会。**重点推荐 K12 龙头学大教育（A 股）及新东方（港股/美股），重点关注【A 股】豆神教育、昂立教育、盛通股份等；【港股】思考乐教育、卓越教育集团等；（美股）；【美股】好未来、高途集团等。**

风险提示：行业政策风险，行业竞争加剧，新业务开展不及预期，宏观经济波动，测算误差风险。

内容目录

1 K12 教育行业分类框架	4
2 行业趋势：政策边际改善+技术革新，行业景气度延续	6
2.1 行业趋势①：良性监管态度日益清晰，国家正视社会合理培训需求	6
2.2 行业趋势②：K12 适龄人口仍处于高位，行业景气度有望维持	10
2.3 行业趋势③：AI 引领教育变革，国内商业化进程有望加速	12
3 行业发展历程：三十年的变革与挑战	18
3.1 行业发展回顾：制度体系与商业模型的变迁	18
3.2 教培行业班型演变逻辑：逐渐形成以线下精品小班为主的多元市场	19
4 需求端：学科培训涅槃有时，素质教育方兴未艾	22
4.1 非学科培训：双减后蓬勃发展，市场空间可期	22
4.2 学科类培训：需求相对刚性，潜在客群量保持高位	25
5 供给端：竞争格局改善，看好龙头市占率提升	27
6 运营能力：“双减”后 ASP、人效提升，门店盈利模型优化	29
6.1 收入端：网点、教师数量逐步恢复，ASP 稳定提升	29
6.2 成本费用端：招生优化带动获客成本降低，人效提升有望缩减人员成本	29
6.3 利润端：盈亏平衡周期缩短，门店盈利模型优化	30
7.重点公司	32
7.1 新东方：多元化教培龙头企业，产能持续扩张	32
7.2 好未来：K12 教培龙头企业，素质教育+科技双驱动	33
7.3 学大教育：传统教培业务稳固，积极布局职教业务	34
7.4 卓越教育集团：华南教培领军企业，积极开启扩张转型之路	35
7.5 思考乐教育：深耕大湾区市场，业绩表现亮眼	35
7.6 豆神教育：AI 数智化转型，重启新征程	36
7.7 盛通股份：少儿编程龙头，布局 AI 自习室打造业绩新增长点	36
风险提示	37

图表目录

图表 1: K12 教育范围	4
图表 2: K12 教育定义	5
图表 3: 双减政策主要内容	7
图表 4: 双减相关配套政策	9
图表 5: 1980-2024 新增出生人口数及同比增速 (左轴: 万人; 右轴: %)	10
图表 6: 2023 年全国各级各类学历在校生人数及同比 (左轴: 亿人, 右轴: %)	11
图表 7: 全国各级学历毛入学率 (左轴: %)	11
图表 8: 2007-2023 年我国高校在校生数量规模及同比增速 (左轴: 万人; 右轴: %)	11
图表 9: 2023 年全国各级各类学校数 (左轴: 万人, 右轴: %)	12
图表 10: 2023 年全国各级各类专任教师数 (左轴: 万人, 右轴: %)	12
图表 11: 教育行业 AI 技术应用方向概览	13
图表 12: Operator 界面	13
图表 13: DeepResearch 界面	13
图表 14: 2024 年 7-10 月五款 AI 教育 APP 下载量 (单位: 万次)	14
图表 15: 2024 年 7-11 月三款 AI 教育网站访问量 (单位: 万次)	14
图表 16: 国内 K12 教培公司 AI 布局一览	15
图表 17: DeepSeek-V3 多项评测成绩可媲美世界顶尖闭源大模型	17
图表 18: DeepSeek 深度思考过程	17
图表 19: 国内教培行业发展历程	19
图表 20: 中国 K12 教培市场班型变迁	20
图表 21: 中国 K12 教培行业主流班型演变逻辑	21
图表 22: 双减期间原 K12 公司转型方向	22

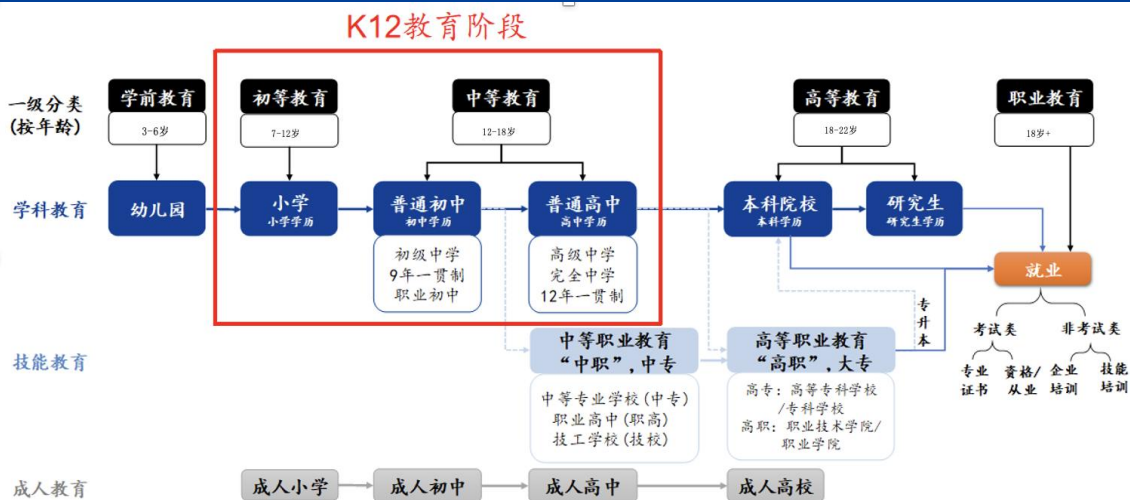
图表 23:	素质教育行业格局.....	24
图表 24:	教育产品 UE 模型.....	24
图表 25:	2009-2023 出生人口 (万人).....	25
图表 26:	2018-2023 年国内幼儿园至初中在校生 (万人).....	25
图表 27:	2022 年-2026 年素质教育市场规模.....	25
图表 28:	1990 年-2024 年中国高考报名人数 (人).....	26
图表 29:	2017 年-2023 年中国普通本科招生人数 (人).....	26
图表 30:	“双减”前后义务教育阶段学科类校外培训机构数量 (个).....	27
图表 31:	“双减”前后高中阶段学科类培训机构数量 (个).....	27
图表 32:	义务教育阶段非学科培训机构数量 (个).....	27
图表 33:	2017-2023 年新东方&好未来市占率.....	28
图表 34:	双减后新东方、好未来季度网点数量 (个).....	29
图表 35:	FY2019-2021 新东方、好未来获客成本 (美元/人次).....	30
图表 36:	FY2019-FY2023 新东方、好未来销售成本 (亿美元).....	30
图表 37:	FY2019-2024 新东方人效情况.....	30
图表 38:	线下单店模型测算.....	31
图表 39:	K12 重点公司估值.....	31
图表 40:	新东方盈利预测和估值 (单位: 美元).....	33
图表 41:	学大教育盈利预测和估值 (单位: 人民币).....	34

1 K12 教育行业分类框架

K12 教育培训通常指 6-18 岁非学历教育。据中华人民共和国教育部对各级各类学历教育学生情况的披露，我国教育行业可大致分为学前教育、初等教育、中等教育、高等教育四个阶段。其中，K12 教育，是指从幼儿园（Kindergarten，通常 6-7 岁）到十二年级（Grade Twelve，通常 17-18 岁）的教育阶段。按教育目的划分，我国教育可分为非学历教育（早教、K12 教育、职业培训）与学历教育（幼儿园、义务教育、高等教育），广义的 K12 教育培训通常指 6-18 岁非学历教育。

按培训内容，K-12 教培又可以分为学科类培训和素质教育。学科类培训以提高学生的学科成绩为目的。2021 年 7 月 30 日教育部办公厅发布《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》，明确指出根据国家义务教育阶段课程设置的规定，在开展校外培训时，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、生物按照学科类进行管理，对涉及以上学科国家课程标准规定的学习内容进行的校外培训，均列入学科类进行管理。素质教育又称非学科类教育，在开展校外培训时，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）等按照非学科类进行管理。

图表1: K12 教育范围



资料来源: 教育部, 中国人大网, 中国高教研究, 淮南帮公众号, 千际投行, 中央政府网, 国盛证券研究所

图表2: K12教育定义



资料来源: 教育部, 淮南帮公众号, 人民网, 千际投行, 中国人大网, 中国政府网, 国盛证券研究所

2 行业趋势：政策边际改善+技术革新，行业景气度延续

2.1 行业趋势①：良性监管态度日益清晰，国家正视社会合理培训需求

自 2018 年以来，各项政策推动 K12 教育行业高质量规范化发展。2018 年 2 月，为迅速遏制教育当前存在的突出问题，四部委联合印发了《关于切实减轻中小学生课外负担开展校外培训机构专项治理行动的通知》；2018 年 8 月，国务院办公厅出台了《关于规范校外培训机构发展的意见》；教育部等九部门印发《中小学生减负措施》（减负三十条），对校外培训机构和行业进行规范和整顿；2020 年 6 月，教育部和市场监管总局联合发布了《中小学生校外培训服务合同（示范文本）》，规范校外培训机构服务行为；2021 年年 3 月，国务院新闻办公室召开新闻发布会，提出今年教育部把校外培训治理列入重点工作任务；2021 年 7 月中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》。

加强学科类校外培训监管力度，压减学科类校外培训。双减政策指出：（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；（3）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，从事学科类培训的人员必须具备相应教师资格，不得泄露家长和学生个人信息；（4）坚决压减学科类校外培训，解决过多过滥问题；（5）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，明确收费标准；（6）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。

严格审批、适当引进非学科类校外培训。双减政策指出：（1）明确不同类别培训的相应主管部门，分类制定标准、严格审批；（2）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和提供境外教育课程；（3）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，并建立评估退出机制。

图表3: 双减政策主要内容

主要内容	具体概况	目的
压减线上课时长、作业总量和时长	线上培训要注重保护学生视力，每课时不超过30分钟，课程间隔不少于10分钟，培训结束时间不晚于21点。学校要确保小学一、二年级不布置家庭书面作业，小学三至六年级书面作业平均完成时间不超过60分钟，初中书面作业平均完成时间不超过90分钟。科学利用课余时间，学校和家长要积极引导学生，寄宿制学校要统筹安排好课余学习生活。	减轻学生课业负担，保障学生身心健康，做到劳逸结合
强化培训收费的监管力度	严格控制资本过度涌入培训机构，培训机构融资及收费应主要用于培训业务经营，坚决禁止为推销业务以虚构原价、虚假折扣、虚假宣传等方式进行不正当竞争，依法依规坚决查处行业垄断行为。强化培训收费监管，坚持校外培训公益属性，坚决遏制过高收费和过度逐利行为；对校外培训机构预收费进行风险管控，加强对培训领域贷款的监管。	促进教培市场良性发展
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、幼儿园内开展商业广告活动，不得利用中小学和幼儿园的教材、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。	维护教培行业公平竞争环境
严格要求教师人员资格	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。	促进教学质量提高
重视课后服务水平提高	保证课后服务时间，学校要充分利用资源优势，在校内满足学生多样化学习需求并引导学生自愿参加课后服务；提高课后服务质量，学校要制定课后服务实施方案，增强课后服务的吸引力；拓展课后服务渠道。课后服务一般由本校教师承担，也可聘请退休教师、具备资质的社会专业人员或志愿者；做强做优免费线上学习服务，教育部门要利用国家和各地教育教学资源平台以及优质学校网络平台，免费向学生提供高质量专题教育资源和覆盖各年级各学科的学习资源，推动教育资源均衡发展，促进教育公平。	提高学生素质，满足学生多样化需求
严格审批培训机构	不再新批培训机构，线上机构重新审批。对于学科类培训机构，“双减”政策指出“各地不再审批新的面向义务教育阶段的学科类校外培训机构”；对于在线培训机构，政策指出“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”；对于非学科类培训机构，政策指出“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。”	进一步规范校外培训行为
培训机构去资本化	学科类培训机构统一登记为非营利性。 “双减”政策从上市融资、二级市场投融资、以及控制外资参与等多角度全面限制学科类课外培训机构的资本化路径。具体而言，“ <u>现有学科类培训机构统一登记为非营利性机构</u> ”、“ <u>学科类机构一律不得上市融资、严禁资本化运作</u> ；上市公司不得通过股票市场融资投资学科类培训机构，不得通过发行股份或支付现金等方式购买学科类培训机构资产；外资不得通过兼并收购、受托经营、加盟连锁、利用可变实体等方式控股或参股学科类培训机构。”	强调教育的公益性
扎实做好试点探索	明确试点工作要求，确定北京市、上海市、沈阳市、广州市、成都市、郑州市、长治市、威海市、南通市为全国试点，其他省份至少选择1个地市开展试点。	确保治理工作稳妥推进

资料来源：中国政府网，国盛证券研究所

“双减”配套政策持续出台，各项政策进一步细化。2021 年“双减”政策出台后，一系列配套政策相继出台，强化对 K12 课外培训的师资、预收费、广告等方面的严格监管，全国各地亦相继出台“双减”实施细则。此后 2021-2023 年陆续出台《校外培训机构从业人员管理办法（试行）》、《关于加强校外培训机构预收费监管工作的通知》、《关于做好校外培训广告管控的通知》、《校外培训行政处罚暂行办法》等文件，多项政策出台打出组合拳，对校外培训的人员、预收费、广告等问题进行进一步的细化。

图表4: 双减相关配套政策

文件名	部门	时间	内容
《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》	中共中央办公厅、国务院办公厅	2021.07	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。对原备案的线上学科类培训机构,改为审批制。 2.学科类培训机构一律不得上市融资,严禁资本化运作;上市公司不得通过股票市场融资投资学科类培训机构,不得通过发行股份或支付现金等方式购买学科类培训机构资产;外资不得通过兼并收购、受托经营、加盟连锁、利用可变利益实体等方式控股或参股学科类培训机构。 3.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。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。
《校外培训机构从业人员管理办法(试行)》	教育部办公厅、人力资源社会保障部办公厅	2021.9	1.从事按照学科类管理培训的须具备相应教师资格证书,从事按照非学科类管理培训的须具备相应的职业(专业)能力证明。 2.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%。
《关于加强校外培训机构预收费监管工作的通知》	教育部、国家发展改革委、中国人民银行、税务总局、市场监管总局、中国银保监会	2021.10	1.义务教育阶段学科类校外培训收费实行政府指导价管理,普通高中阶段学科类校外培训参照执行。依法加强价格监督检查,严厉查处超过政府指导价收费行为;严格执行教育收费公示制度。 2.校外培训机构预收费监管工作实行属地监管原则。学科类和非学科类校外培训机构预收费应全额纳入监管范围。 3.做好学科和非学科类校外培训机构预收费监管。 4.抓好组织实施,各地要在地方党委和政府统一领导下,把做好校外培训机构预收费监管工作作为一项重要政治任务,切实做到认识到位、措施到位、责任到位。
《关于做好校外培训广告管控的通知》	市场监管总局、中央宣传部、中央网信办、教育部、民政部、住房城乡建设部、国务院国资委、广电总局	2021.11	1.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。 2.加大监管力度,要畅通举报投诉途径、加大线索梳理和广告监测力度,及时发现、制止发布校外培训广告行为。 3.加强日常管控,健全管控机制。 4.抓好组织实施,加强组织引导。
《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》	教育部十三部	2022.11	各地区制定体育、文化艺术、科技等培训机构的设置标准。培训场所、师资和运营条件需符合相关法规,对不符合标准的机构进行整改和处理。公布培训类别清单,明确监管部门。完善管理程序,线上线下培训机构需依法取得许可并登记。
《校外培训行政处罚暂行办法》	教育部	2023.8	1.自然人、法人或者其他组织面向社会招收3周岁以上学龄前儿童、中小学生,违法开展校外培训,应当给予行政处罚的,适用本办法。 2.自然人、法人或者其他组织未经审批开展校外培训、变相开展学科类校外培训,予以罚款处罚;知道或者应当知道违法校外培训活动的情况存在,仍为其开展校外培训提供场所的相关部门责令限期改正,逾期拒不改正的予以警告或者通报批评。

资料来源:教育部,中国政府网,国盛证券研究所

2024年起K12教培类政策向积极方向转变。2024年2月教育部出台《校外培训管理条例（意见稿）》，明确规定对学科和非学科机构分类管理，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。学科类课外培训方面，义务教育阶段学科培训延续“双减”监管严要求，高中阶段学科培训未再提及双减文件中“高中阶段参照执行”表述。2024年来各项政策意在推动《“双减”意见》各项举措形成长效机制，良性监管态度进一步明晰。非学科方面，《校外培训管理条例（意见稿）》延续对非学科一贯鼓励态度，支持行业增加良性供给，此外在2024年4月深圳福田区召开的“加快审批中小學生非学科类校外培训机构宣讲推进工作会”及北京“双减”专项行动启动会上，政府明确提出非学科类培训机构的办证应“应批尽批”，意在鼓励加快非学历课外培训机构牌照发放速度。

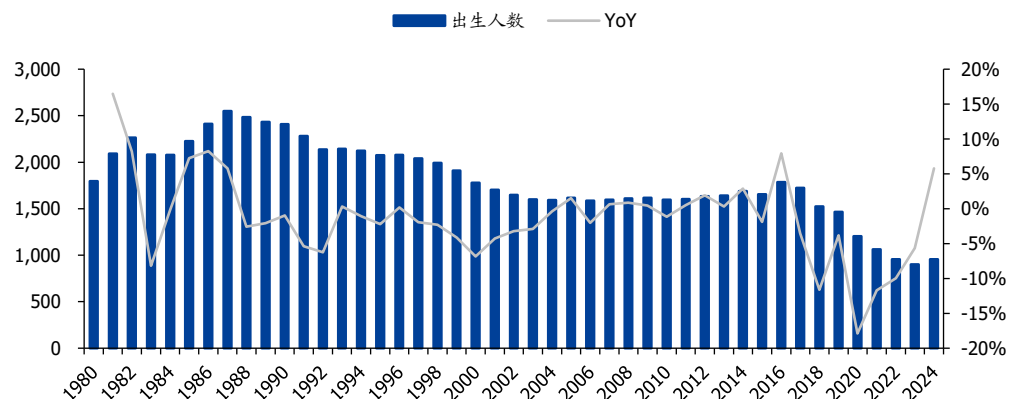
2024年8月国务院文件鼓励社会培训机构提高服务质量，满足社会个性化学习需求。2024年8月3日国务院发布《关于促进服务消费高质量发展的意见》，提出激发改善型消费，其中针对教育和培训消费，指出要推动高等院校、科研机构、社会组织开放优质教育资源，满足社会大众多元化、个性化学习需求；推动社会培训机构面向公众需求提高服务质量；指导学校按照有关规定通过购买服务等方式引进具有相应资质的第三方机构提供非学科类优质公益课后服务。我们认为，该意见鼓励社会培训机构高质量参与教育活动，为教培行业提供更多发展空间。

2025年2月起多地教育局强调严禁高中学校在法定节假日、寒暑假成建制补课，部分培训需求或向校外转移。过往多地学校默许高中学生周末返校自修，“高中恢复双休”话题引起社会广泛关注。2025年2月起，湖南长沙/浙江杭州等多地教育局明确回应将“认真落实相关政策要求，严禁高中学校在法定节假日、寒暑假成建制补课”，进一步延续行业良性监管态度。目前多所学校已落实相关规定，部分高中培训需求有望向校外合规培训机构转移。

2.2 行业趋势②：K12适龄人口仍处于高位，行业景气度有望维持

2024年出生人口增速7年来首次回正。2024年我国出生人数954万人，同比增长5.76%，自2017年连续下跌以来首次回升，人口出生率为6.77‰，同比增长0.38‰，增长主要是受近几年生育意愿累积、各地生育支持政策逐渐落实以及龙年生肖偏好等因素影响。中长期看，育龄妇女仍在减少，对我国下阶段出生人口依然存在一定影响。

图表5：1980-2024新增出生人口数及同比增速（左轴：万人；右轴：%）

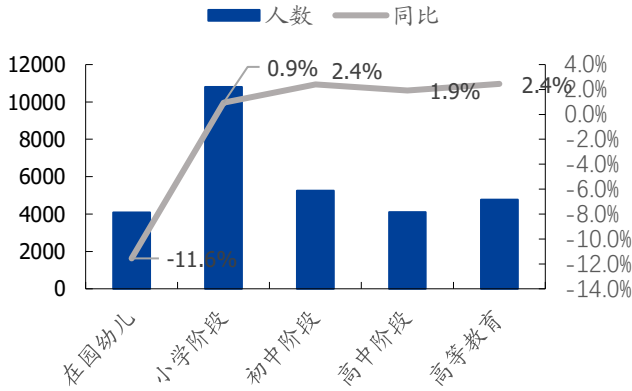


资料来源：国家统计局，Wind，国盛证券研究所

适龄人口规模稳定，叠加毛入学率提升，在校生人数规模扩大。根据出生人口及育龄人口数据预测，未来10年内K9适龄人口数（5-14岁）呈下降趋势，高中适龄人口数（15-18岁）呈稳定趋势，整体看K12适龄人口（5-18岁）虽有所下降但仍保持高位，可支撑我国K12教育市场至2035年的规模保持稳定。2023年学前教育/小学阶段（2022年）

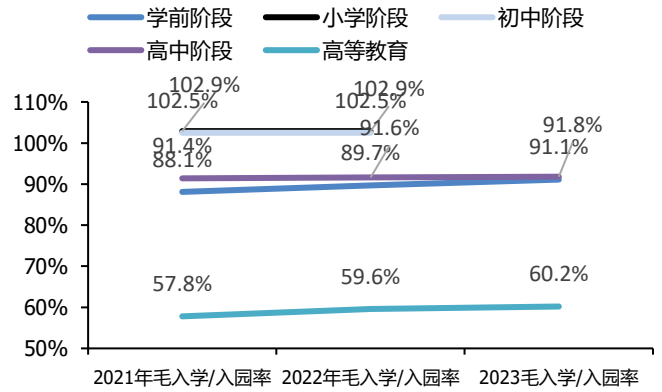
/ 初中阶段 (2022年) / 高中阶段 / 高等教育毛入学率为 91.1%/102.9%/102.5%/91.8%/60.2%，同比增加 1.4pct/2.9pct/0.0pct/0.0pct/0.6pct。目前我国各级教育普及程度持续提升，在普及化的道路上持续推进，未来仍有较大提升空间。据教育部，我国 2023 年各级各类学历教育在校生 2.91 亿人，其中幼儿园/小学阶段/初中阶段/高中阶段/高等教育在校生人数为 4093/10800/5244/4102/4769 万人，同比-11.6pct/+0.9pct/+2.4pct/+1.9pct/+2.4pct，人口及毛入学率因素共同推动我国在校生人数规模扩大。

图表6: 2023 年全国各级各类学历在校生人数及同比 (左轴: 亿人, 右轴: %)



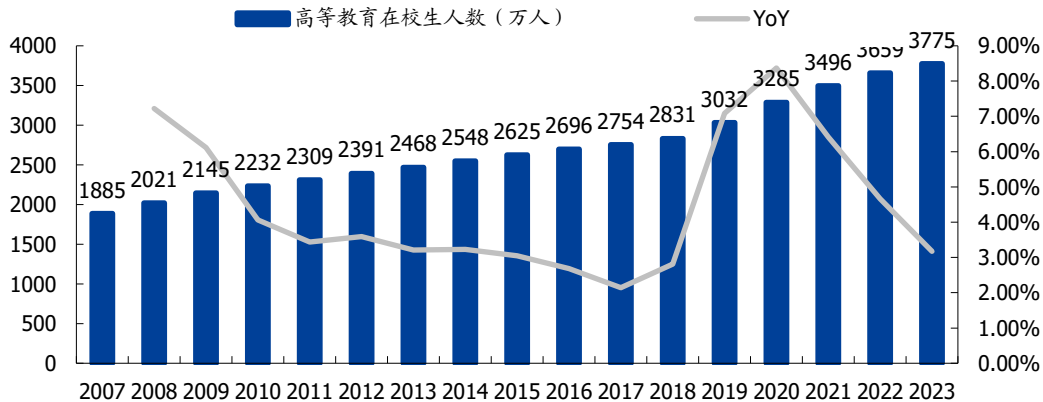
资料来源: 教育部, 国盛证券研究所

图表7: 全国各级学历毛入学率 (左轴: %)



资料来源: 教育部, Wind, 国盛证券研究所

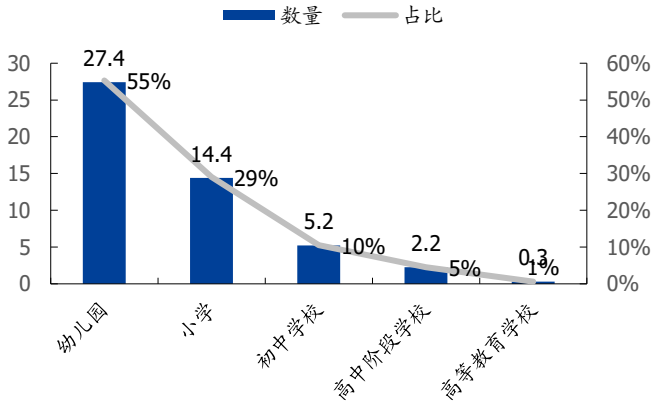
图表8: 2007-2023 年我国高校在校生数量规模及同比增速 (左轴: 万人; 右轴: %)



资料来源: Wind, 教育部, 国盛证券研究所

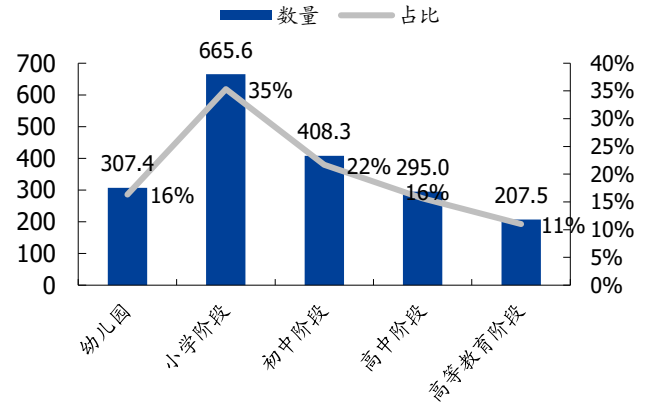
高中阶段学校数量增幅明显，K12 学校及专任教师占比较高。据教育部，2023 年全国共有各级各类学校 50 万所，其中幼儿园/小学/初中学校/高中阶段学校/高等教育学校分别 27/14/5/2/0.3 万所，同比-5.2%/-3.4%/-1.9%/49.3%/0.0%，K12 学校占比达到 44.1%，同比增加 1.5pct。2023 年专任教师数共 1892 万人，其中幼儿园/小学/初中学校/高中阶段学校/高等教育学校专任教师数分别为 307/666/408/295/207 万人，同比-5.2%/0.4%/1.4%/38.3%/4.95%，K12 学校专任教师占比达到 72.7%，同比增加 1.7pct。

图表9: 2023年全国各级各类学校数(左轴:万人,右轴:%)



资料来源:教育部,国盛证券研究所

图表10: 2023年全国各级各类专任教师数(左轴:万人,右轴:%)



资料来源:教育部,国盛证券研究所

新中产家庭重视子女教育,家庭消费中教育支出居高不下。“双减”政策执行后,新中产家庭教育需求仍居高不下,据麦肯锡《2024年中国消费趋势调研》报告,91%的受访者教育支出同比持平,53%的受访者同比有所增加,预期消费金额增长率7.2%,高居消费品类首位。

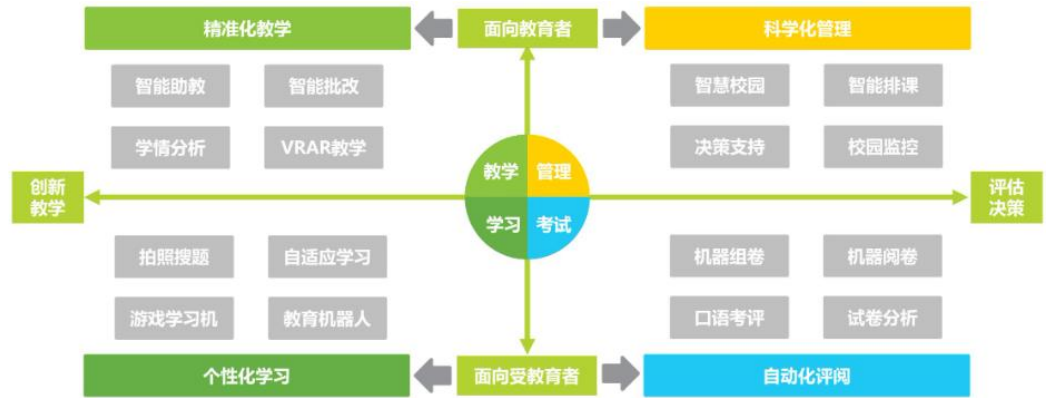
学科类培训支出在“双减”之后有所回落,但仍居于高位,非学科培训支出明显增长。校外学科类培训支出从2019年的1600元左右下降到2023年的1350元,占该生家庭教育支出的比例从2019年的13%左右下降到2023年的8.4%。校外非学科类培训的支出明显增长,从2019年的600元左右增加到2023年的914元,占该生家庭教育支出的比例从2019年的6%左右增加到2023年的8.1%,基本追平学科类支出。校内课后服务的支出占比从2019年的3.5%增加到2023年的7.8%。

2.3 行业趋势③: AI引领教育变革,国内商业化进程有望加速

教育是较为容易实现AI赋能且有望产生长远变革的重要场景。2023年起全球步入大模型时代,其中K12教育或为AI主要落地领域,大模型所具备的自然语言处理、逻辑推演及泛化等能力与教育场景高度契合,同时K12教育公司垂类数据储备丰富,相较其他领域在模型训练方面更具优势。AI技术对教育行业的影响主要体现在创新教学场景(“千人千面式”个性化教学,补充现有传统教育因时间/人力成本、资源差异而产生不足的方向)、优化教学过程(AI替代传统重复性教学工作,降低人力、时间成本,提升教学效率)、改变人才需求结构(人工智能相关人才培养)三个方面,随AI技术不断发展,AI教育需求有望持续扩大。

AI技术可在教学全流程实现应用。教师端应用方向包括:1)教学:智能助教、智能批改、学情分析等工具能辅助实现个性化教学;2)教管:智慧校园与智能排课系统统筹教务管理。学生端应用方向包括:1)学习:教育机器人、学习机等产品能根据个体特定需求实现自适应学习与个性化学习;2)考试:组卷阅卷、试卷分析与口语测评等AI应用赋能自动化评阅,节省人力资源成本。

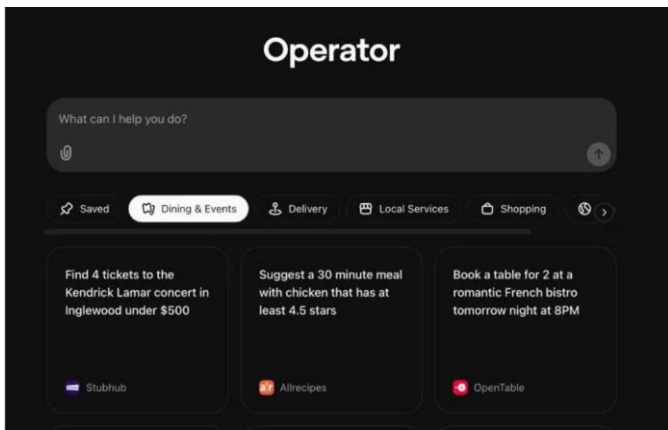
图表11: 教育行业 AI 技术应用方向概览



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

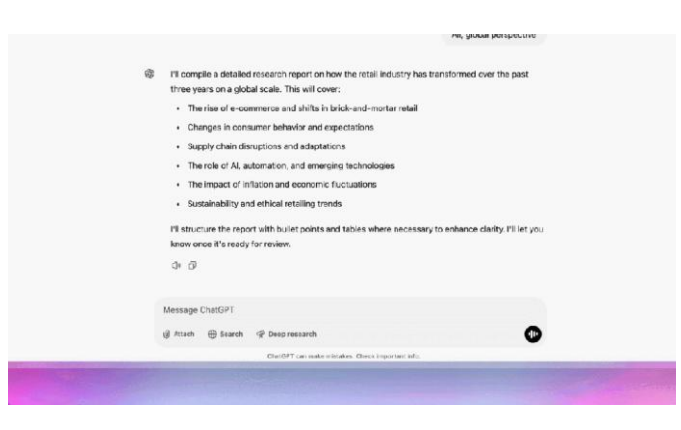
AI agent 进程加速, AI 教育应用场景想象空间较大。 LLM 算法持续迭代优化, AI Agent (人工智能体) 作为一种基于大语言模型、能够通过独立思考+调用工具逐步完成给定目标的程序, 可为 LLM 算法补充执行能力, 亦是 AI 生产力的下一个里程碑。各大 AI 巨头纷纷发力布局 agent, 2025 年 1 月 23 日, Open AI 发布首款 AI Agent——Operator, 2 月 2 日, Open AI 正式推出面向深度研究领域的 AI Agent 产品深度研究(Deep research)功能。随 Open AI Operator 的发布, 2025 年成为智能体元年, 根据咨询公司来觅 PEVC 的统计, 自 2024 年以来全球 AI Agent 赛道的融资金额已突破 665 亿元人民币, 智能体发展进程有望加速。聚焦至教育领域, 针对学生端, AI Agent 可自动收集用户过往学习数据, 并智能化、个性化设定与调整学习方案、进行学习行为分析以达到学生学习目标; 针对教师端, 我们可以展望 AI Agent 随教师授课过程实时生成或播放板书、课件, 并智能化定制随堂练习、作业自动批改等, 解放教师双手提升授课效率。AI Agent 高速发展预期下, AI 教育应用场景想象空间较大。

图表12: Operator 界面



资料来源: 亿邦动力, 国盛证券研究所

图表13: DeepResearch 界面



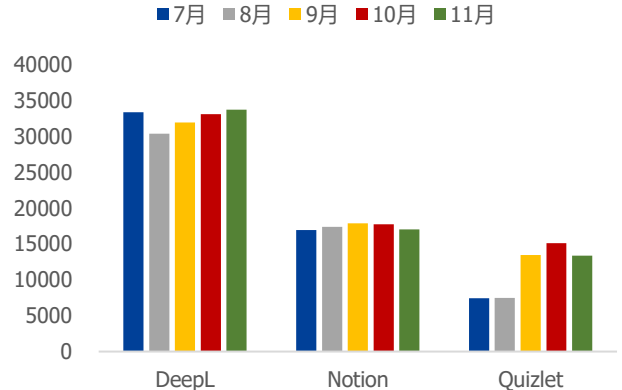
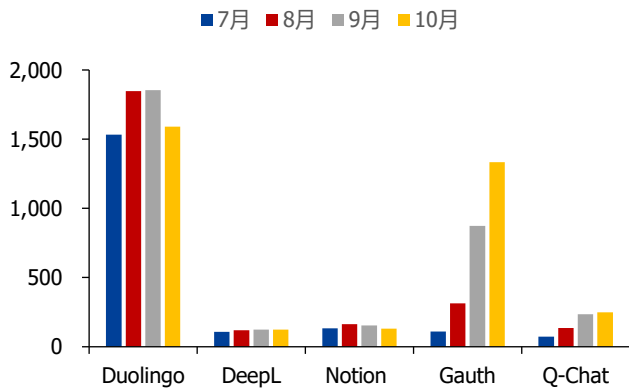
资料来源: 新浪财经, 国盛证券研究所

海外已有数家 AI+教育产品落地, 商业模式已得到验证。2023 年 3 月 OpenAI 发布 GPT-4, 在线语言学习&测评平台多邻国 (Duolingo)、涵盖数学、科学等学科的在线教育平台可汗学院 (Khan Academy) 成为首批 GPT-4 合作伙伴中唯二的教育科技公司, 两家公司分别推出涵盖 AI 语言练习的 Duolingo Max 订阅模式、人工智能助手 “Khanmigo”。此外, Quizlet (AI 导师 Q-chat)、Chegg (学习助手 cheggmate) 等在线学习平台均陆续接入 GPT。访问量看, 2023 年 Q3 开学旺季起全球 AI 教育访问量激增, 据 SimilarWeb 数据, 2023 年 9 月 CheggMate 访问量环比增长 111%, Q-chat 访问量环比增长 88%;

至 2024 年 Q3，据非凡产研与 semrush 数据，以 Duolingo、Q-chat 为代表的多家教育 APP/网站上榜 AI 榜单 TOP100。变现能力看，以 Duolingo 为例，公司业绩自 2023Q3 起表现强劲，截至 2024Q3，Duolingo 2024 前三季度实现收入 5.38 亿美元，同比增长 42%，净利润 7467 万美元，同比增长 1790%。其中单 Q3 收入达 1.926 亿美元 (YoY+40%)，净利润达 2336 万美元 (YoY+732%)，在 2023 年同期高基数基础上仍保持可观增长；日活跃用户 DAU 达 3720 万 (YoY+54%)，月活跃用户 MAU 达 1.131 亿 (YoY+36%)，付费订阅用户达 860 万 (YoY+47%)。整体看，全球 AI 教育流量增长迅猛，商业模式已逐步完善，未来随 AI 功能持续升级，商业化价值有望进一步凸显。

图表14: 2024年7-10月五款AI教育APP下载量(单位:万次)

图表15: 2024年7-11月三款AI教育网站访问量(单位:万次)



资料来源: 非凡产研, 国盛证券研究所

资料来源: semrush, 国盛证券研究所

国内 AI 教育加速迭代，未来五年为关键窗口期。随海外 AI+教育应用变现模式得以验证，国内教育公司亦纷纷切入市场。此外，大模型时代开启以来，国家积极发布人工智能相关鼓励政策，推动 AI 在各领域加快发展，其中教育领域方面看，2024 年 10 月 24 日，北京市教委等五部门发布《北京市教育领域人工智能应用工作方案》，明确人工智能在 6 大重点教育领域、29 个典型场景的应用规范，提出至 2025 年，人工智能赋能五类典型示范应用项目场景基本建成并逐步开放使用，打造 100 所人工智能应用场景标杆学校，全市大中小学普遍开展人工智能场景应用；至 2027 年需产生数个位居世界前列的教育行业 AI 大模型。同年 12 月 2 日，教育部办公厅部署加强中小学人工智能教育，要求加强中小学人工智能教育，力争到 2030 年实现全面覆盖，满足面向未来的创新型人才培养需求。政策鼓励+技术迭代，2025-2030 年 AI 教育产品有望加速落地。

国内龙头发力应用、硬件、人才培养三个方向，有望领跑。目前国内 K12 公司布局的 AI 教育方向主要包括应用类、硬件类与 AI 人才培养体系类：布局应用类方向的公司通常具有教学内容、教学场景理解度与数据积累优势，可使用大量结构化的教学数据为 AI 教育垂类模型训练沉淀丰富的数据资源，多以 C 端 App、在线平台为载体，主要包括语言类（豆神教育等）；理科类（好未来等）；综合教辅类（高途等）。布局硬件类的公司基本为双减期间转型智能教育设备相关公司，包括在教育硬件内置 AI 功能或配备搭载 AI 的硬件打造“软硬结合”AI 自习室等，代表公司包括好未来、松鼠 AI、盛通股份等。布局 AI 人才培养方向的公司多为信息科技课程培训公司，随 AI 以及相关应用技能的人才需求或持续提升，此类公司顺应市场需求布局 AI 课程，代表公司包括盛通股份等。目前部分产品已具备海外爆款相似的潜力，我们认为在个性化内容、语料库、付费模式、营销能力等方面具备优势的头部公司有望率先跑出。

图表16: 国内 K12 教培公司 AI 布局一览

公司	产品类型	AI 布局方向
豆神教育	应用类	<ul style="list-style-type: none"> · 豆神 AI APP: 语文素质能力培养型 APP, 具备 AI 课文智能互动讲解、AI 作文批改、实时电话私教问答等功能, 现已登陆各大应用商店与 PC 微软商城。截至 2024 年 11 月, 豆神 AI 下载量已突破 19 万, 年会员数超 5 万人。 · 后续将布局 AI 硬件, 包括 AI 玩具“小豆”、AI 人形教育机器人(预计落地自习室)等。
新东方	应用类、硬件类、人才培养	<ul style="list-style-type: none"> · 智能考研学习系统“慧学系统”: 在“新东方在线”APP 端上线, 打造 AI 赋能的个性化诊断、智能课程和习题推送、阶段性学习报告、自生产题目和 AI 辅助批改等应用模块。 · 新东方 AI 开放平台: 提供一系列面向教育行业的 AI 技术服务, 如 OCR 文字识别、单词听写、口算/作文批改, 适用于题库试卷练习册识别、拍照搜题、智能批改等多个场景。 · 智慧学习机: 具备 AI 智能伴学等功能。 · 东方创科人工智能开发板及配套 AI Code 在线编程平台+AI 创想课程: 专为中小学设计的高性能、多功能人工智能教育开发板, 可实现传感器控制、物联网应用以及语音识别、语音合成等人工智能教学项目, 内置 AI 大模型辅助工具——新东方智慧教育 AI 智能体, 核心功能包括实时代码建议、代码搜索等。
高途集团	应用类	<ul style="list-style-type: none"> · 高途 AI 英语 APP: 主要面向 6-15 岁用户的英语素质拓展类软件, 具备数字人外教口语带读、真题作答、AI 一对一解答等功能。 · 途途系列: 可于小程序或高途 APP 内置功能使用, 主要面向一至九年级学生, 途途朗读提供 AI 朗读测评、AI 互动看图写话等 AI 功能, 终身 SVIP 售价 339 元; 途途口算提供口算检查、口算练习。 · AI 班级管理: 可于小程序使用, 是一款辅助老师写作教学智能作文批改工具, 其现已支持小学 24 种文体、初中 18 种文体的批改。 · 预见塔塔 APP: AI 塔罗心理聊愈应用, 可提供心理咨询、情绪管理、心事倾诉、情感咨询、人际交往等服务, 收费 49.9 元/月。 · 九章随时问 APP: 基于好未来自研数学领域九章大模型研发, 包括拍照答疑、智能辅导、自由追问、知识点讲解和个性化推荐等, “小智”“小思”两大 AI 老师运用苏格拉底式讲题模式引导学生自主学习数学, 计算能力覆盖小初高数学题多个题型, 模型准确率优于 chatgpt 等语言类大模型。
好未来	应用类、硬件类	<ul style="list-style-type: none"> · 学而思学习机: 具备 AI 口语/听写/背诵/口算练习批改、AI 中英文作文助手、AI 教师等功能。
作业帮	应用类、硬件类	<ul style="list-style-type: none"> · 快问 AI (Question AI) APP: 基于 AI 模型的全学科学习助手, 旨在解决日常学习生活中的问题, 可实现智能扫描解题、中英互译, 作文写作、AI 教师答疑, 同时具备学习陪伴功能, 还可以提供聊天、兴趣探讨、讲笑话和故事等服务。2023 年 6 月起, 该产品出海美国、印尼等国家, 海外收费分为 3 天 (0.59 美元试用)、月费 (首月 8.99 美元/次月 11.99 美元) 和年费 (首年 79.99 美元/次年 99.99 美元)。截至 2024 年 8 月, 其北美市场周活跃用户近 200 万, Google Play 平台下载量超过 1000 万。 · 光速写作 APP: 面向学生和职场人士设计推出的 AI 写作工具。目前已经有付费项目, 非续期会员每月 35 元、每年 288 元; 连续包月会员每月 25 元、每年 178 元。 · AI 学习机: 内置 AI 全科作业批改、AI 教师一对一、虚拟人伙伴等功能, 通过作业、试卷、做题记录等方式诊断学生的薄弱环节, 并定制化地推送相应的练习内容, 帮助学生集中精力攻克难点。实时监控学生的学习进展, 为家长和教师提供可视化的学习数据统计和阶段性总结报告。 · AI 学习桌: 具有 AI 护眼功能和 AI 伴学功能。通过智能技术, 能够根据环境光线自动调节桌面亮度, 为学生提供适宜的学习光照条件, 有效保护学生视力。同时具有指读、语音问答、制定计划、纠正坐姿等功能, 帮助学生更好地学习和养成良好的学习习惯。

猿辅导

应用类、硬件类

· **斑马系列 APP**: 包括斑马 AI 学、斑马百科等。斑马 AI 学是专为 2-8 岁孩子设计的全学科在线学习服务平台, 拥有阅读、思维、英语、美术、音乐、写字、科学等内容, 搭载 AI 口语评测、互动、点评等功能。斑马百科是为 5-12 岁少儿打造的 3D 互动百科品牌, 聚焦自然、人文、科技三大领域, 以沉浸式 3D 动画和遵循孩子认知发展规律的 AI 交互体验为学生建立系统化知识体系。

· **海豚 AI 学 APP**: 提供 1 至 9 年级数学、物理、英语的个性化学习内容和规划, 具备 AI 答疑、AI 名人互动、个性化自习规划、沉浸式互动动画解题等功能。

· **Uknow.AI (原 CheckMath) APP (小猿搜题海外版)**: 猿辅导旗下的教育出海应用, 是一款面向 K12 阶段数学、物理、化学等多学科 AI 拍照搜题与 AI 聊天软件, 具备 AI 教师智能答疑、作业批改、智能计算机、智能在线手写练习等功能。

· **小猿学练机**: 独家载入题库、知识点、关系链路、学习大数据等学练资源, 具备智能出题、AI 批改、AI 智慧拍等功能, AI 通过全场景、全学科、全题型甚至做题时长等全维度数据的智能分析。

· **AI 智能教育硬件**: 包括智能学习机、AI 智能单词卡 R1、智能儿童手表、智学笔、打印机等。智能学习机为学生提供千人千面的个性化 AI 名师, 包括 AI 作业辅导、AI 错题本、个性化精准学习、薄弱知识点定位等; 智能儿童手表具备成长记录、习惯养成、运动健康、安全守护等功能; AI 智能单词卡 R1 具有背诵单词、古诗词等功能。

· **AI 智能老师**: 包括 S211 白鹭松鼠 AI 智能老师、S139 松鼠 AI 智能老师以及 Z29 松果 AI 智能老师, 搭载多模态智适应教育大模型, 打有眼睛、有耳朵、有嘴巴”的超级 AI 智能老师, 可深度解析学生解题过程, 精准定位题目理解、逻辑推理、计算及手写誊抄等各类错误, 算法准确度高达 90% 以上, 可识别学生情绪, 能与学生进行文字与语音互动, 助力学生精准自我提升。

· **AI 自习室**: 松鼠 AI 为国内首家开设 AI 自习室的公司, 将学习系统与智能硬件相结合, 打造出软硬一体的创新模式, 自 2022 年以来在全国范围内已开设近 4000 家 AI 自习室。

· **AI 课程培训**: 升级青少年 GPT 数字人助手项目, 开展了 ChatGPT-4o 夏令营活动, 通过定制化的营地课程帮助青少年体验前沿的人工智能技术和应用; 依托和腾讯的合作, 持续更新《AI 创作》里的 AI 视频等课程模块。

· **AI 自习室“AI 数字人学伴”**: 通过外采 AI 教育硬件和辅导老师伴读相结合的方式, 帮助学生进行课后自习。

· **中鸣机器人**: 具有多款自主研发人型机器人, 包含表演用金属形态的人型机器人以及编程教学使用类人型机器人 Robo Maker。人型机器人支持图形化编程和三维动作仿真软件, 以支持学生深入理解机器人的动作设计与仿真。

松鼠 AI

硬件类

盛通股份

人才培养、硬件类

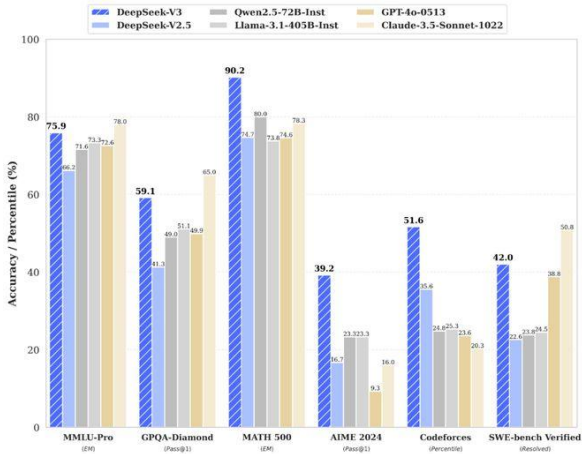
资料来源: 多知网, ifind, 新东方官网, 新京报, 长安少年派, 千龙网, 华为应用商城, 上海学而思上高中公众号, 学而思学习机官方商城, 教培攻略, 央广网, 易简财经, DoNews, 壹号买家, 作业帮官网, 斑马官网, 海豚 AI 学官网, 中商网, 中国新闻网, 中国日报网, 多鲸资本, 盛通教育公众号, 国盛证券研究所整理

以 DeepSeek 为代表的国产大模型推动算力成本革新, 多家教育公司已官宣接入。2024 年 12 月 26 日, 幻方量化旗下 AI 初创公司 DeepSeek 发布 DeepSeek-V3 并同步开源, 据专业测评, 该模型性能可对标 GPT-4o 以及 Claude-3.5-Sonnet 等世界顶尖闭源大模型, 而训练成本及训练效率则明显优于主流模型, 其训练时长仅用 2 个月, 成本仅 558 万美元。2025 年 1 月 20 日, DeepSeek-R1 正式发布, 在后训练阶段大规模使用了强化学习技术, 在仅有极少标注数据的情况下, 极大提升了模型推理能力, 在数学、代码、自然语言推理等任务上的性能可比肩 OpenAI o1 正式版, 一经发布便引发全球 AI 界广泛关注 and 讨论; 1 月 28 日, DeepSeek 发布 Janus-Pro 多模态大模型, 进军文生图领域, 在 GenEval 和 DPG-Bench 基准测试中超越 Stable Diffusion 和 OpenAI 的 DALL-E 3。DeepSeek 的出圈带来 AI 教育“诺曼底时刻”: 一方面 DeepSeek 基于算法优化实现的低成本、高性能及开源属性有望提振国产模型共建氛围、推动技术迭代, 同时本地化部署意味着不联网也可具备一定程度的人工智能效果, 对教育机器人等智能硬件推广起到决定性作用; 另一方面其创新性的“公开深度思考过程”基本接近思考逻辑, 有望提升教研深度及广度, 辅助教师提升答疑能力及效率, 助推教育等垂直场景软硬件加速落地。

截至2月12日，网易有道、学而思、中公教育、高途集团、豆神教育、盛通股份等多家教育科技公司已陆续官宣接入 DeepSeek。

图表17: DeepSeek-V3 多项评测成绩可媲美世界顶尖闭源大模型

图表18: DeepSeek 深度思考过程



资料来源: FounderPark, 国盛证券研究所



已深度思考 (用时 14 秒) ^

好的，用户现在问的是哪些工作不会被未来终极形态的AI取代。我需要仔细分析这个问题。首先，用户可能担心自己的职业前景，或者对AI的发展有深层次的担忧。他们可能希望了解哪些领域是安全的，以便做出职业规划。

接下来，我要回顾之前的对话历史。用户之前多次询问关于AI取代人类工作的问题，比如写作是否会被取代，公众号作者的前景等。这说明用户对AI对就业的影响非常关注，可能自身从事相关行业，或者正在考虑职业转型。

资料来源: 每日人物社, 国盛证券研究所

3 行业发展历程：三十年的变革与挑战

3.1 行业发展回顾：制度体系与商业模型的变迁

行业萌芽，教培公司成立（1980年-2000年）

我国现代教育培训行业的起步可以追溯到20世纪80年代，这一时期职业培训成为市场的主要焦点，如蓝翔技师学院和新东方烹饪学校分别于1984年和1988年创办。进入90年代后，政府对留学的鼓励政策显著增加，推动了出国留学培训的热潮。1993年，新东方正式成立，最初以提供英语培训和留学服务为主，标志着教育培训行业的起步。90年代末，互联网进入中国，以“101远程教育网”（1996年）为代表的第一批名校网校横空出世。1999年，高校扩招政策的实施进一步激发了课外辅导的需求。该时期，大量培训机构的师资主要来源于公立学校教师兼职，教学形式较为随意，商业模式尚未明确。家长对培训的需求日益明确，但整体观念仍然较为模糊。同时期，一批重要的培训机构涌现，如北京的巨人教育（1994年）、新通教育（1996年）、卓越教育（1997年）、龙文教育（1999年）、昂立教育（1998年）、金吉列（1999年）以及启德教育（2000年）。

基础制度建立，行业快速扩张（2001年-2012年）

2002年，《民办教育促进法》的出台为教育培训市场的规范化发展奠定了坚实基础。随着小升初选拔性招生方式的普及，以学大教育（2001年）为代表的“一对一”培训商业模式逐渐成型，标志着个性化辅导的兴起。随后，以好未来（原名学而思，成立于2003年）为代表的小班制课程商业模式雏形增加。2003年，受到特殊宏观环境影响导致大规模停课，在线教育模式受到大量关注。2005年，网络教育兴起，催生出多种创新性业务模式，吸引大量资本注入。为进一步筹集资金，扩大业务规模，提升行业竞争力，新东方（2006年）、好未来（2010年）、学大教育（2010年）等教育机构相继于美国上市，行业持续扩张。

探索政策治理方向，互联网教育热度上升（2013年-2017年）

前期快速发展后，国家政策逐步加强规范，趋向更细化的行业治理方向，如2015年，国家实施《严禁中小学校和在职中小学教师有偿补课的规定》。同时，线下教培机构也开始重视品牌建设和服务品质提升。随着互联网和移动互联网的蓬勃发展，以及带宽扩容的技术升级，在线教育热度不断上升，推动行业探索新的模式和方法。2014年，声网Agora的成立引领实时互动技术在在线教学场景中的变革。在音视频传输技术的支持下，一对一、小班课、双师大班课等直播课形式相继出现，商业模式逐渐完善。

行业严重收缩，企业相继转型（2018年-2022年）

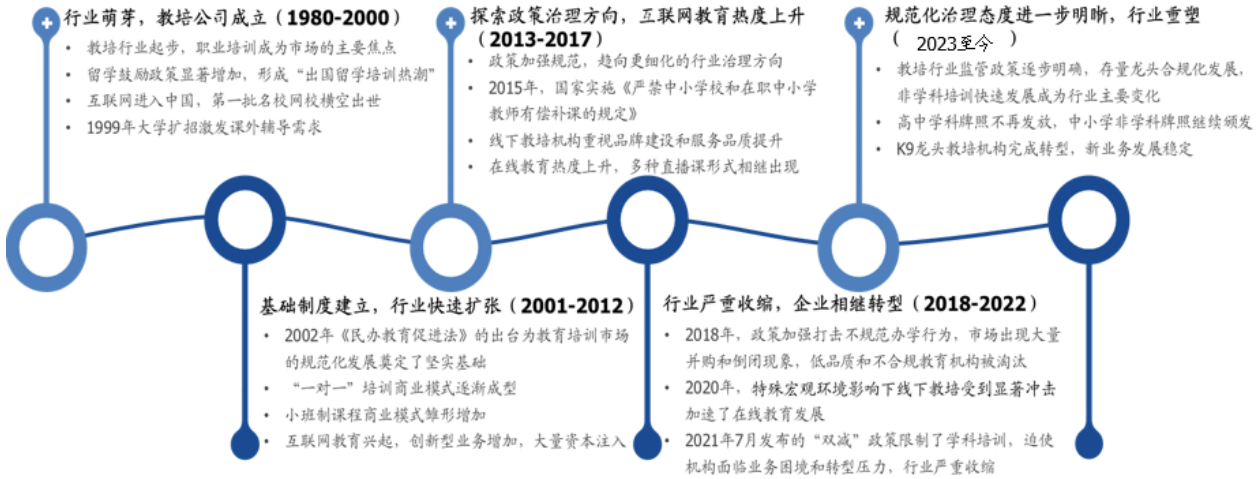
2018年，政策加强了对不规范办学行为的打击，市场上出现大量并购和倒闭现象，低品质和不合规的教育机构逐步被市场淘汰。如1998年创立的韦博英语和1999年创立的优胜教育因资金链断裂而相继“爆雷”。2020年，受到特殊宏观环境影响对线下教育培训机构造成显著冲击，加速了在线教育的发展。2021年7月发布的“双减”政策限制了学科培训的课程时间和收费标准，迫使机构面临业务困境和转型压力，导致了大规模的供给出清现象，机构网点和教师数量显著减少。上市企业相继停止K9学科类培训，如新东方宣布剥离K9学科类培训业务后，聚焦于非学科类辅导及智能教育，同时拓展农产品电商和文旅业务；好未来推出素质教育品牌和面向大学生群体的考研、留学等培训业务，并推出MathGPT大模型及智能硬件（学习机、讲题机、思维机等）；学大教育则深入布局职业教育，多元化布局个性化教育、文化服务及教育数字化等业务。

规范化治理态度进一步明晰，行业重塑（2023年至今）

教培行业监管政策逐步明确，存量龙头合规化发展，非学科培训快速发展为教培行业主要变化。同时，高中学科牌照将不再发放，限制了竞争力，进一步利好合规机构的市场份额扩展，而中小学非学科牌照的继续颁发使留存的龙头机构在获取牌照方面占据优势。历经三年调整，K9龙头教培机构已完成转型，新业务发展稳定。例如，随着新东方业务

转型，东方甄选强劲增长，电商直播等新业务在公司营收所占比重大幅提升，成为公司第二增长曲线；好未来学习机基于自研大模型 MathGPT 全面升级硬件及性能，销量持续增加，拉动公司硬件收入增长加速；学大教育主营个性化教育与职业教育稳定增长，文化阅读产业增长强劲。在受到特殊宏观环境影响后线下发展的背景下，教育刚需属性不断显现。

图表19: 国内教培行业发展历程



资料来源：艾瑞咨询，蓝象资本，读创，中国共产党新闻网，中国政府网，教育部，金融界，商业观察杂志，凤凰网财经，国盛证券研究所

3.2 教培行业班型演变逻辑：逐渐形成以线下精品小班为主的多元市场

· 1990年-2000年：优质教育资源稀缺，线下大班模式兴起：

线下大班最早存在于成人培训领域（英语/考研/招录），以“教师讲课+助教答疑”的方式开展教学服务。90年代，教育培训主要依赖线下形式，优质教育资源较为匮乏，由于教师资源有限且学生人数众多，数百人同时授课的大班模式形成。部分教育机构通过引进知名教师以提升品牌声誉，并有效把握学生对优质教育资源的需求心理，实施低课单价的营销策略，成功吸引大量学生报名，最终实现效益最大化。例如，以出国考培为主要业务的新东方，最初以线下百人大班为特色，通过“优师低价”的口碑，快速占据市场份额实现盈利增长。

· 2000年-2010年：个性化教育需求增强，“一对一”模式萌发：

随着行业的发展，教育资源供给不断增加，学生对个性化教育的需求日益增强。传统大班授课模式因其“展示型”教学特征，缺乏师生互动，难以满足学生的个体化辅导需求，整体教学质量较低，逐渐走向衰退。2001年初，“一对一”辅导模式应运而生，该教学模式针对性强，开课时间地点灵活性较高，运营模式相对简单，没有大规模成本，以其较高的收费能在短时间内为教培机构带来较好的现金流。该时期内，个性化教育龙头学大教育于2004年开设第一家学习中心后迅速扩张，四年内学习中心数量超过100家，2010年营收超10亿，同比增速超100%，至2012年，学习中心数量已超过400家。

· 2010年-2019年：为实现盈利与质量双平衡，小班模式成为主流：

随着学生学习压力的增加，辅导需求显著上升，“一对一”模式的问题逐渐显露：单个教师的利用率较低导致人力成本、营销成本相对较高。同时，由于教学过程难以实现标准化，教师教学量接受度受到限制，导致“一对一”模式整体盈利水平较低。为较好地平衡高质量个性化教学与优质财务模型，2010年起，小班教学模式逐渐超过“一对一”教学，成为主流趋势。小班模式人数一般控制在2~20人，包含2~5人的“一对多”模式，以及6~10人的“精品小班”模式，利润空间较大。以线下培优小班龙头，好未来（学

而思培优)为例, FY2010至FY2017好未来季度付费学生人次从38万增长至390万, 线下营收从0.70亿美元增至9.50亿美元, 学习中心数量从98个增长至507个。

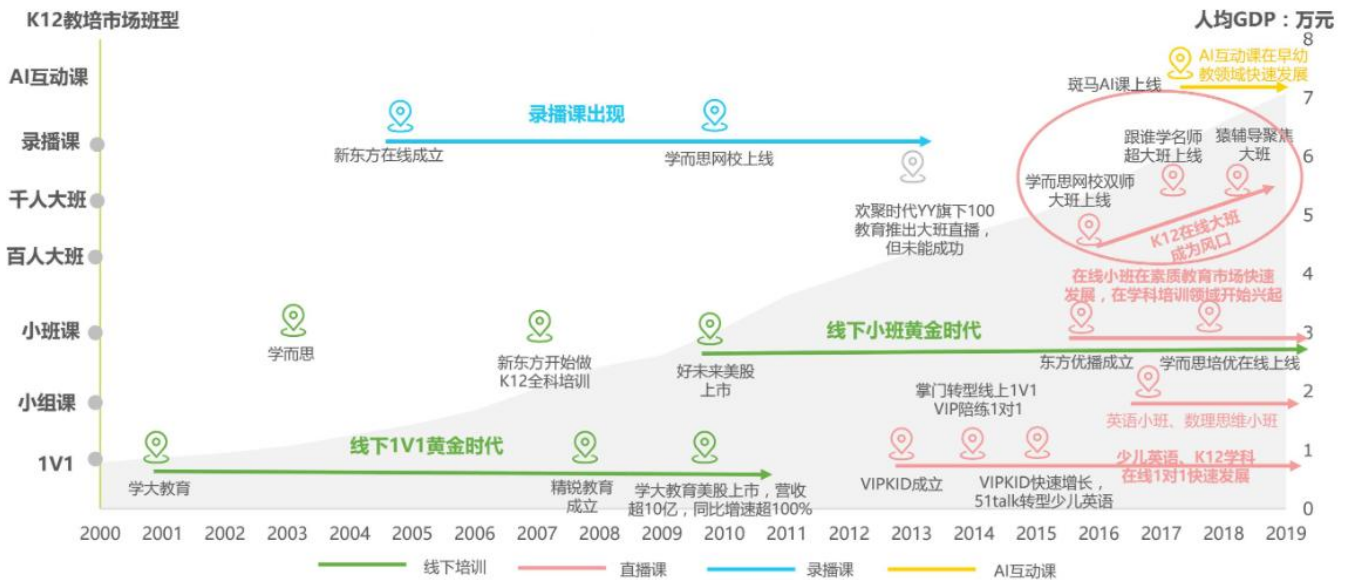
· 2019年-2021年: 受特殊宏观环境影响, 推动在线大班模式普及:

2014年, 互联网产业的迅猛发展使在线教育进入公众视野, 大量教育直播平台涌现。例如, 好未来于2015年推出学而思双师大班直播课, 采用线上名师授课与线下辅导老师答疑的模式; 2016年推出学而思网校直播课程; 2017年成立学而思在线, 采用约100人的大班授课模式。2019年, 受到特殊宏观环境的影响, 线下场地封锁, 在线教育需求急剧增长, “停课不停学”政策为头部和中型品牌带来了不同程度的市场推广机会。鉴于在线教育不涉及大规模的场地成本, 且该阶段的需求量较大, 在线大班迅速成为主流授课模式。受特殊宏观环境影响, 好未来推出全国免费直播课程, 每日观看学生人数超过6000万人次, 峰值时每节课有超过100万人同时在线; 高途教育和新东方在线的大班课程报名人数也迅速增加, 大量此前未接触过线上课程的学生成为新用户。

· 2021年至今: 教学质量需求恢复, 以线下精品小班为主的多元市场形成:

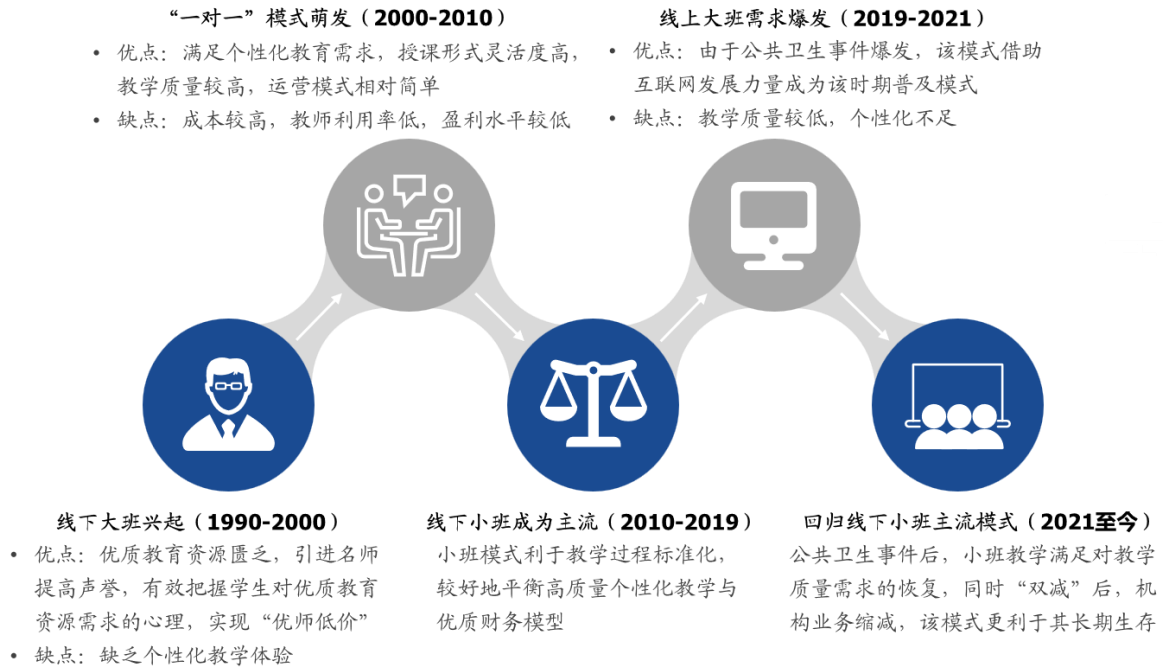
随着行业的快速发展及合规监管的加强, 市场逐渐形成了以线下精品小班为主的多元化格局。一方面, 2021年7月“双减”政策出台后, 非学科教育成为行业发展主要方向, 大量教培机构因业务缩减导致供给减少, 中小班运营模式更利于机构长期生存。另一方面, 从学生与家长角度看, “双减”与受到特殊宏观环境影响后, 就业压力延续, 同时高考竞争加剧, 客户需求重回教学质量, 线下精品中小班供需双方意愿增强。整体来看, 中小班(10人以下、10-35人)为主流, 分为线上/面授两种形式, 占比最高; 其次为大班(35人以上), 以线上为主, 线下主要集中在生源较为充足的大型机构; “一对一”相对占比较少, 主要根据个性化需求, 如基础薄弱或有冲刺需求的学生进行定制化教学。以新东方(上海)2025年春季高一数学课程为例, 官网显示共开设91个班, 其中满5人开班的为小班, 占比23%(线上/线下分别占比3%/20%), 满15人开班的为中班, 占比63%(线上/线下分别占比1%/62%), 满35人开班的为大班(线上), 占比14%; “一对一”模式根据客户报名情况开设。

图表20: 中国K12教培市场班型变迁



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

图表21: 中国 K12 教培行业主流班型演变逻辑



资料来源：芥末堆看教育，上海市民办教育协会，朋湖网，国盛证券研究所

4 需求端：学科培训涅槃有时，素质教育方兴未艾

4.1 非学科培训：双减后蓬勃发展，市场空间可期

“双减”政策后原 K12 教培龙头纷纷转型。双减政策发布以来，龙头企业普遍剥离或停止 K9（义务教育）阶段学科培训。除新东方旗下东方甄选、好未来旗下学而思等部分龙头拓展直播业务等新赛道外，其余原 K12 学科类课外培训公司主要转型方向包括素质教育、职业教育、教育硬件产品以及 To B 等。如新东方延伸素质教育布局冰上运动、艺术教育等，职业教育方面则一方面升级原有产品并投资财经类、公职类教育机构；好未来推出学而思学习机智能硬件，并研发 mathGPT 大模型，此外推出学而思素养中心、励步儿童成长中心等素质教育品牌，面向大学生群体推出好未来轻舟品牌，聚焦考研、留学等业务，并针对 To B 业务推出“美校”品牌。此外，高途集团、有道、猿辅导、作业帮等在线教育品牌亦将业务重点聚焦在素质教育和职业教育领域。

图表22: 双减期间原 K12 公司转型方向

培训机构	素质教育	职业教育	To B 业务/硬件产品
新东方	成立北京新东方素质教育成长中心 投资冰上运动培训和美育教育机构万域芳菲 投资艺术教育机构美术宝 成立首家托育中心	四六级、考研、出国考试、职业教育四大业务板块产品升级 投资财经类职业教育公司尔湾科技 投资公职类招录培训机构导氮教育 投资公职类招录培训机构课观教育	推出东方创科品牌，推出智慧教育解决方案 旗下 OK 智慧教育联合海康威视发布“三个课堂”解决方案 新东方在线与天猫精灵宣布达成合作，共同打造符合用户需求的硬件产品
好未来	推出学而思素养中心 励步儿童成长中心推出戏剧、美育、益智、口才、读物五大素质教育产品 学而思编程课程升级，推出软硬件智能学习课程 学而思编程对外发布智能硬件学习系统	整合旗下轻舟考研帮、轻舟考满分、轻舟留学，推出好未来轻舟品牌	推出新品牌“美校”，为教育行业提供完整的直播、教研、AI 系统解决方案
高途集团	推出编程、家庭教育等素质教育课程	高途在线丰富课程品类，包含语言培训、大学生考试、财经类、公职类考试等	/
有道	成立“网易有道儿童阅读研究中心”	通过网易云课堂、中国大学 MOOC 品牌	推出学习硬件新品——有道电子单词卡 M3
猿辅导	推出 STEAM 科学教育品牌南瓜科学 发布素质教育品牌“猿辅导素养课”	/	推出面向政府和学校的教育科技新品牌“飞象星球”
作业帮	上线小鹿编程、小鹿美术、小鹿学习力等素养课产品	上线“不凡课堂”APP，面向 18 岁及以上成人完成资开设成人英语、教师、财会、公考四类课程	/
学大教育	与达内教育达成战略合作，合作内容包括成人职业教育、青少年编程和智能机器人教育	成立“学大职业教育”品牌，布局东莞市鼎文职业技术	与教育部学校规划建设发展中心正式达成战略合作

	与物灵科技设立合资公司，建立实体绘本馆，布局智能教育硬件	术学校、大连通才计算机学校等 16 所中职院校	
昂立教育	通过昂立慧动体育，推出足球、篮球、轮滑、冰球等项目的体育培训课程	宣布回归大学生培训和终身教育业务，并推出“昂立考研”	/
掌门教育	以语言、艺术、科学三大领域为核心，推出多元化的素质教育系列产品	/	携手华东师范大学智能可视分析团队打造“个性化智能教育平台”
思考乐教育	加强旗下“乐学”品牌的业务发展，包括美术、体育、绘画、表演、书法等素质教育	/	/
豆神教育	推出全新艺术教育子品牌“豆神美育”，布局艺术类学习服务业务	/	通过子公司康邦科技及中文未来开展智慧教育服务业务
	通过子公司中文未来开展，布局线上软硬件结合的 AI 伴学产品		通过子公司中文未来开展课后延时服务业务、大屏端视频分发业务
卓越教育	在集团优学事业部层面成立优学成长中心，并全面升级素质教育品牌矩阵	与华南地区民办职业大学达成战略合作，布局学历职业教育	面向越秀区第一学区内小学一至五年级学生提供暑期托管服务
	推出一站式儿童多元成长空间 嘀嗒成长中心	积极开拓职业教育类的课程和培训，全面的布局 ToC 业务	与华南地区民办职业大学达成战略合作，发展 ToB 业务

资料来源：黑板洞察，中国财富网，央广网，人民资讯，高途官网，市值观察，新京报，掌门教育官网，多知网，齐鲁晚报网，鲸媒体，美通社，芥末堆教育，中国经济时报等，国盛证券研究所

其中素养教育为上市公司转型主要方向，有望承接学科类需求“接力”。原 K12 培训机构具备雄厚资金优势与较为成熟的运营模式，可快速切入素质教育赛道；此外，学科教育与素质教育目标群体重叠度高，在学科类供给缩减的环境下，诗词、思维、科学等课程可形成一定的替代作用，家长付费意愿依然较强，原 K12 培训机构大量客户群体可重新复用，获客难度相对较低。我们预计目前原 K9 客群转化率仍较低，非学科业务仍有较大的发展潜力和空间，预计未来在产品力、运营能力、渠道等多方面较为突出的龙头有望快速抢占市场。

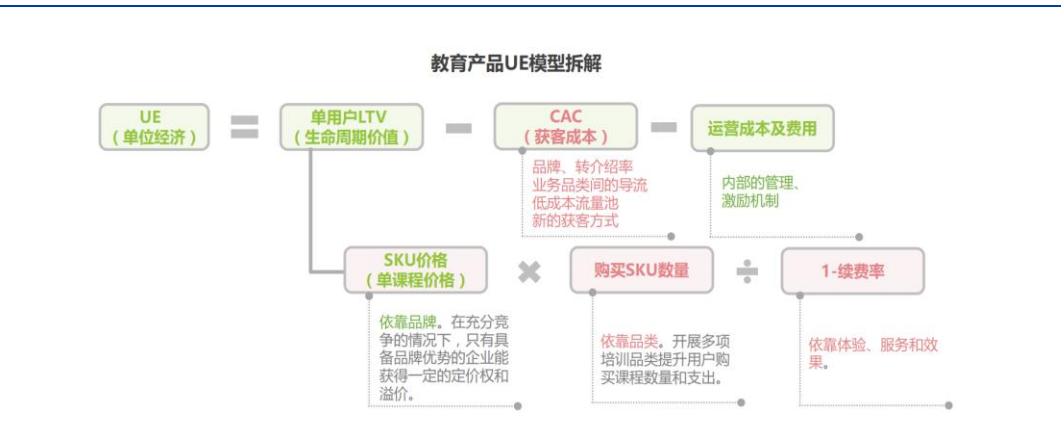
图表23: 素质教育行业格局



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

上市公司具备留存率+SKU 数量+转换率三方优势, 盈利水平具备较大提升空间。根据艾瑞咨询分析, 教育产品 UE 主要由机构的 SKU 数量及价格、续费率、单用户获客成本构成。拆解来看, 上市公司课程范围通常涵盖全学科, 较中小机构单学科更具 SKU 数量优势; SKU 价格来看, 中小机构通常会推出低客单价的引流课程以达到获客目的, 上市公司则普遍可受益于品牌效益从而保持一定议价权; 续费率方面, 以新东方为例, 其非学科类辅导业务留存率超 70%, 用户粘性较大, 未来在政策加大素养教育支持力度背景下有望持续提升; 获客成本方面, 上市公司具备较强客户粘性从而具备招生成本优势。整体来看, 上市公司具备盈利模型优势, 未来盈利水平有望进一步增长。

图表24: 教育产品 UE 模型

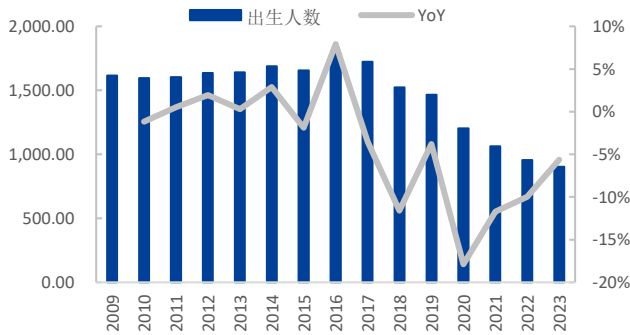


资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

预计 2022-2026 年素质教育市场 CAGR 达到 6.69%, 潜在用户数量较为充足。根据 21 世纪经济研究院测算, 2023 年我国素质教育市场规模达到 3950 亿元, 同比增加 18%, 预计 2026 年市场规模将达到 5460 亿元, 2022-2026 年 CAGR 达 6.69%。从人口数量看, 我国素质教育市场用户年龄段主要集中在幼儿园至初中阶段, 据历年《全国教育事业统计公报》、国家统计局数据统计, 2018-2023 年 K9 阶段在校生人数持续增加, 同时直至 2016 年我国出生人口增速保持正增长, 我们预计未来素质教育市场潜在用户

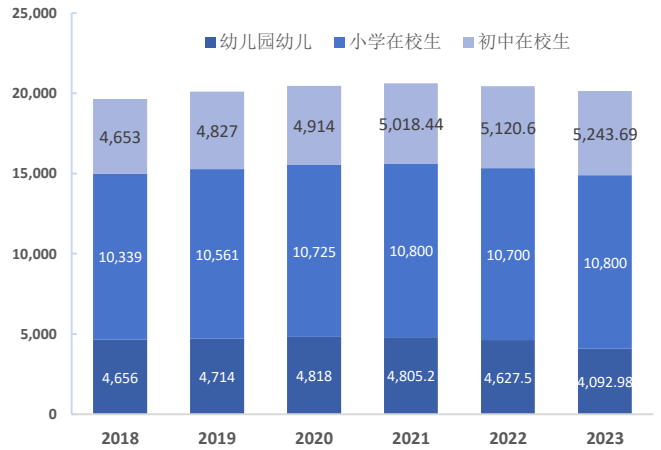
数量将保持增长态势，市场规模有望进一步扩大。

图表25: 2009-2023 出生人口 (万人)



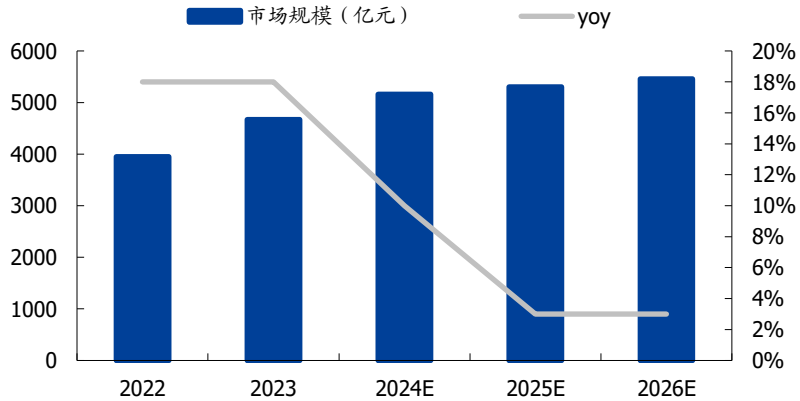
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表26: 2018-2023 年国内幼儿园至初中在校生 (万人)



资料来源: 多鲸教育研究院, 中华人民共和国教育部官网, 国盛证券研究所

图表27: 2022 年-2026 年素质教育市场规模

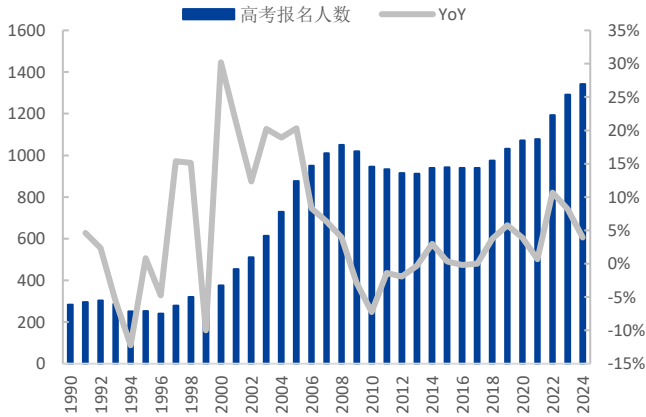


资料来源: 21 世纪经济报道, 国盛证券研究所

4.2 学科类培训: 需求相对刚性, 潜在客群量保持高位

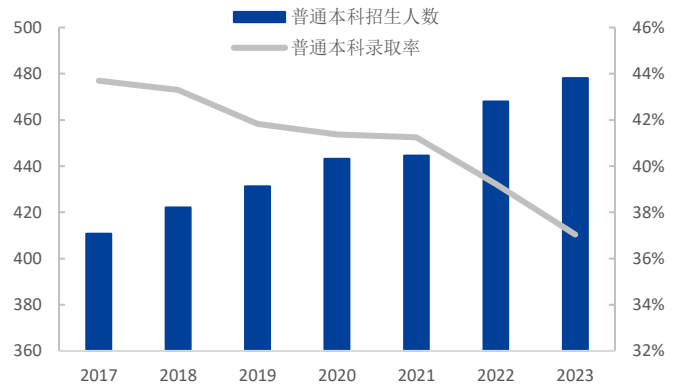
普通本科升学竞争压力较为严峻, 带动高中阶段教培需求仍相对刚性。2023 年我国高中在校生人数达 4102.09 万人 (yoy+1.9%), 其中普通高中人数 2803.63 万人 (yoy+3.31%), 根据 2008-2016 年新生人数推断 (假设 16 岁入学高中), 我国 2024E-2032E 高中在校生人数将保持稳定增长。同时高等教育招生端来看, 全国高考报名人数稳定增长, 2023 年我国普通高考报名人数达 1291 万人 (yoy+8.21%), 2024 年进一步扩大至 1342 万人 (yoy+3.95%), 创历史新高。而自 2017 年起我国普通本科录取率逐年降低, 2023 年普通本科录取率达 37.04% (yoy-2.19pct), 反映本科升学竞争压力较为险峻。学生人数稳定增长, 同时高考竞争日趋激烈, 我们推断 2024E-2032E 高中阶段教培需求预计仍将保持相对刚性。

图表28: 1990年-2024年中国高考报名人数(人)



资料来源: 中华人民共和国教育部官网, 高考直通车, 人民网教育频道, 国盛证券研究所

图表29: 2017年-2023年中国普通本科招生人数(人)



资料来源: 中华人民共和国教育部官网, 国盛证券研究所

“双减前”学科培训市场规模达数千亿。据艾瑞咨询数据, 双减前学科培训市场规模于2019年达到3947亿元, 同比增长18.96%, 2016-2019年CAGR约为19%, 2020年受到特殊宏观环境影响, 线下教培受阻, 行业规模下滑15.00%至3355亿元。整体看, 预计双减前学生人数、参培率与客单价均保持稳定增长, 学科培训市场规模呈稳健态势。

“双减”后高中学科类培训市场预计在千亿左右规模。“双减”文件提出“面向普通高中学生的学科类培训机构管理, 参照双减文件有关规定执行”, 未对高中学科培训提出明确限制, 预计高中阶段培训受影响有限。根据在校生人数测算, 以2023年为例, 按全国高中阶段在校生人数4102.09万人*高中生参培率(据观研天下数据为20.90%)*高中学科类校外补习客单价(据观研天下数据13740元), 2023年高中教培市场规模约为1178亿元。

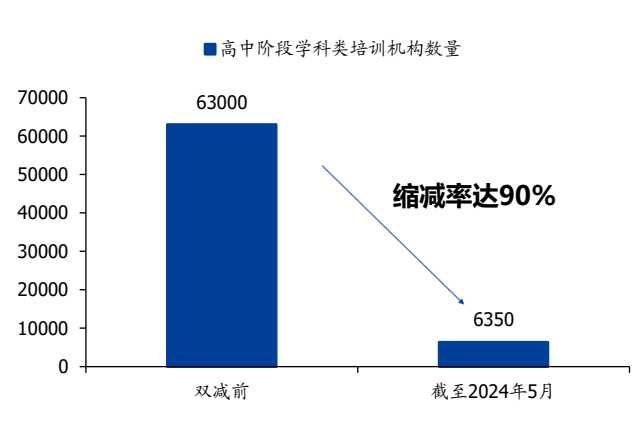
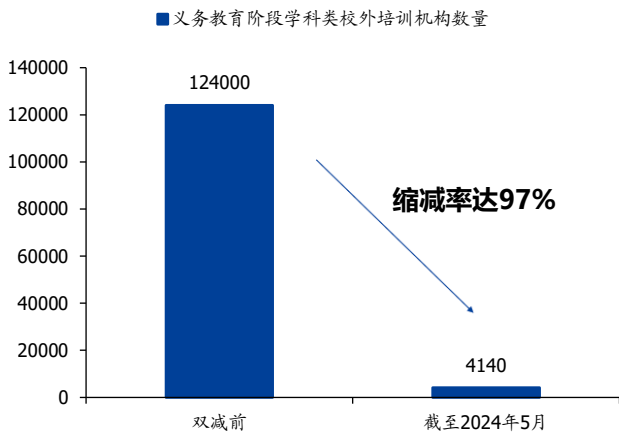
5 供给端：竞争格局改善，看好龙头市占率提升

双减政策至今，原 K12 学科类课外培训机构逐步出清。2021 年 7 月 24 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《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》，对培训机构的审批、资本化路径、培训时间做出明确限制，对 K12 学科类课外培训行业进行严格监管。双减政策发布近三年，成效明显，据思瀚产业研究院数据，截至 2024 年 5 月，义务教育阶段学科类培训机构数量由原来的 12.4 万个压减至 4140 个，压减率 96%；全国高中学科培训机构由原来的 6.3 万家压减至约 6350 家，压减率 89.9%。

非学科培训机构牌照有序发放，新机构及非合规机构生存空间有限。“双减”政策明确要求强化非学科类培训机构监管，在防范安全风险、收费标准、培训质量等方面规范非学科类校外培训行业发展，新机构获取许可证资质的难度变大，同时政策治理重点仍主要集中于非合规地下机构。据全国校外培训监督管理平台数据，截至 2024 年 7 月 16 日，义务教育阶段非学科机构大约共 11.45 万家。2023 年广东等地均有文件出台鼓励加快非学科牌照发放速度，然执行层面实际落地仍需一定时间，新入场机构与非合规机构生存格局较为严峻，利好存量合规龙头企业持续发展。

图表30：“双减”前后义务教育阶段学科类校外培训机构数量（个）

图表31：“双减”前后高中阶段学科类培训机构数量（个）



资料来源：思瀚产业研究院，教育部，国盛证券研究所

资料来源：思瀚产业研究院，国盛证券研究所

图表32：义务教育阶段非学科培训机构数量（个）

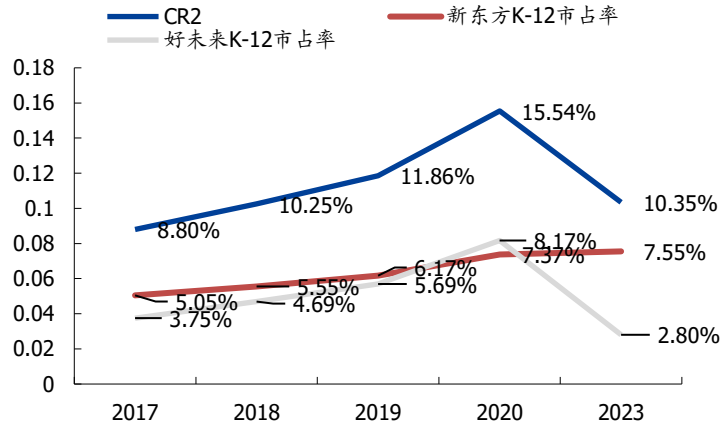
	线上		线下	
	营利性	非营利性	营利性	非营利性
2023年9月	2	0	78921	14629
2024年7月	10	0	98140	16370

资料来源：全国校外培训监督管理平台，观研报告网，国盛证券研究所

网点口径看 CR2 较“双减”前有所提升。据教育部、全国人大“双减”报告、《中国教育财政家庭调查报告 2021》及全国校外培训监督管理平台数据，“双减”前全国共有 18.7 万家 K12 学科类教培机构，其中 K9 占比 66%，高中阶段占比 34%；2020 年新东方/好未来网点数量分别为 1518/990 家，占比分别为 0.8%/0.5%，CR2 占比仅为 1.3%。“双减”后供给大幅出清，且部分网点转向非学科，截至 2024 年 5 月 14 日，根据校外培训监管平台数据，全国现有 K12 学科类校外培训机构约 9170 家，义务教育阶段非学科营利性机构共 8.90 万家（含舞蹈、美术等纯素质培训机构），合计 K12 教培机构约 9.8 万家；截至 2024 年 5 月 31 日，新东方/好未来网点数量分别为 1025/400 家，占比分别为 1.0%/0.4%，CR2 提升至 1.5%。

营收口径看 2023 年 CR2 占比 10.4%，基本恢复至双减前正常水平。据艾瑞咨询数据，“双减”前 2020 年学科培训市场规模达 3355 亿元；同年新东方/好未来营收达 247/274 亿元，占比分别为 7.4%/8.2%，CR2 占比达 15.5%。“双减”后大量 K9 学科机构转型素质教育，非学科教培市场蓬勃发展，据 21 世纪经济研究院，素质教育 2023 年市场规模达到 4670 亿元，预计其中非纯素质类（即不含艺术、体育等）市场规模约为 2204 亿元（占比 47.2%）（占比数据来自智库在线），高中市场据我们测算 2023 年市场规模约为 1178 亿元，合计 K12 教培市场预计达 3382 亿元；同期新东方/好未来营收达 255/95 亿元，占比 7.6%/2.8%，CR2 占比达 10.4%，逐步恢复至双减前正常水平。

图表33: 2017-2023 年新东方&好未来市占率



资料来源: 艾瑞咨询, ifind, 智库在线, 21 世纪经济报道, 国盛证券研究所

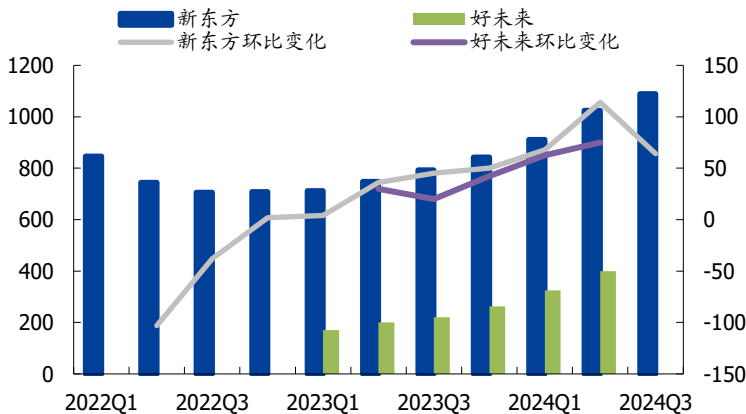
长期看合规治理下上市公司市占率提升空间较大。“双减”后腰、尾部机构出清，部分不再具备办学资格的机构教师却并未退出教培行业，而是转向个人培训身份继续留存，这部分教师较大型机构可快速实现产能转换，预计承接大部分尾部机构出清后的需求。据 CIEFR2019 年的调查，有超过 70% 的学生主要参与个人提供的学科培训，我们预计“双减”后该比例进一步增加，因此短期看头部公司市占率提升幅度较小，但长期看合规治理下上市公司具备师资教研、品牌粘性等优势，市占率有进一步提升空间。

6 运营能力：“双减”后 ASP、人效提升，门店盈利模型优化

6.1 收入端：网点、教师数量逐步恢复，ASP 稳定提升

“双减”后龙头网点扩张速度提升，中长期看仍有较大修复空间。截至 2024 年 5 月 31 日，新东方网点数量达 1025 个（QoQ+12.51%，YoY+37.03%），恢复至 2021 年峰值的 61.4%；好未来网点数量达 400 个（YoY 翻倍），恢复至 2021 年峰值的 36.4%；FY2025 新东方目标网点扩张幅度达 20-25%，好未来将平衡运营效率和学习中心增长率，供给出清后头部机构有望进一步提高市占率，潜在发展空间进一步扩大，龙头线下网点若能够恢复至“双减”前峰值，仅从数量上看，新东方扩张空间近 1 倍，好未来扩张空间约 2 倍，同时随门店盈利模型较双减前优化，实际扩张空间可能高于网点恢复空间，中长期看仍有较大修复空间。

图表34：双减后新东方、好未来季度网点数量（个）



资料来源：ifind, Wind, 新浪财经, 鲸媒体, 21 世纪经济报道, 多知网, Wind 公众号, 界面新闻, 国盛证券研究所测算

教师数量逐步恢复。2023H2 起头部机构扩张速度加快，教师人数持续增长，截至 2024 年 5 月 31 日，新东方教师数量为 35700 人，恢复至双减前峰值的 65.9%，BOSS 直聘公司在招岗位数达 9300 位（数据截至 2024 年 10 月 27 日）；截至 2024 年 2 月 29 日，好未来拥有 15000 名全职员工（包括教师与其他人员），此外合约教师达 2200 位，（双减前峰值为全职雇员 44849 人、合约教师 11142 人），据 BOSS 直聘公司在招岗位数达 2863 位（数据截至 2024 年 10 月 27 日）。

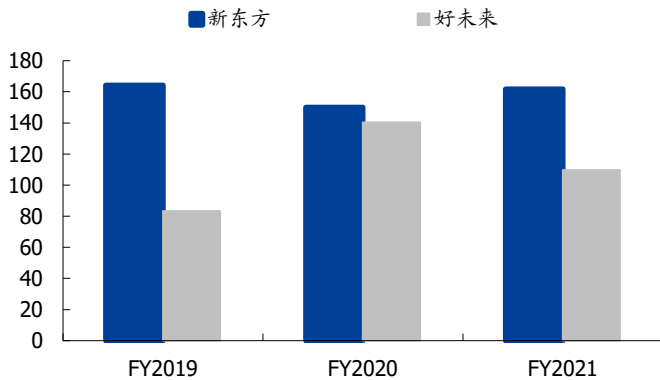
ASP 每年普遍提升 4-6%。“双减”后供给侧出清，现存龙头培训机构议价能力提升，采取老生价、新生价、以老带新价等策略提价，普遍提价幅度约为每年 4-6%。

6.2 成本费用端：招生优化带动获客成本降低，人效提升有望缩减人员成本

政策要求下现存龙头以口碑转介绍、私域社群招生为主，销售费用显著减少。根据中央“双减”政策和《市场监管总局等八部门关于做好校外培训广告管控的通知》要求，学科类和非学科类校外培训机构都不得在主流媒体及其新媒体、网络平台以及公共场所、居民区以及网络平台等刊登、播发面向中小学（含幼儿园）的校外培训广告；龙头营销模式逐渐转向学生与家长间的口碑介绍及私域社群。口碑介绍依托具体的教学效果和增值服务，从而促进老带新，家长转介绍；私域、社群招生营销在“双减”后重要性凸显，借助短视频直播、微信公众号等渠道，与客户建立深度连接，实现长期价值输出。销售模式更新后，销售费用下降。新东方销售成本由 FY21 的 20.37 亿美元降至 FY23 的 14.09 亿美元，好未来销售成本由 FY21 的 20.49 亿美元降至 FY23 的 4.36 亿美元，高途由 FY21 的 23.98 亿元降至 FY23 的 7.9 亿元。

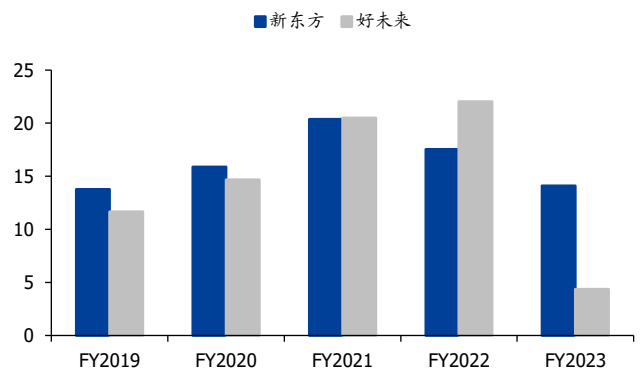
客户粘性增长带动续班率提升，机构获客成本降低。另一方面，双减后供给格局改善，龙头凭借品牌力带动客户粘性增长，推动续班率提升，进一步降低营销成本，推动获客成本保持低位。

图表35: FY2019-2021 新东方、好未来获客成本 (美元/人次)



资料来源: ifind, 国盛证券研究所 (注: 新东方 FY21Q4 财报未披露入学人次, 故依据前三季度的平均值计算)

图表36: FY2019-FY2023 新东方、好未来销售成本 (亿美元)



资料来源: ifind, 国盛证券研究所

教师人效提升至 12 万美金/年, 有望降低人员成本。“双减”后公司普遍聚焦学生体验、教师教学质量、教研内容研发等优化公司发展路径, 教师人效亦逐步提升, 以新东方为例, 按当年营收/教师数量计算人效, 新东方平均每位教师创造的收入在 FY21 达到最低值 7.89 万美元/年, “双减”后 FY24 人效已逾 12 万美元/年, 人效持续增长, 有望带动人员成本下降。

图表37: FY2019-2024 新东方人效情况

	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024
收入 (万美元)	309649	357868	427654	310525	299776	431360
教师数量 (万名)	3.39	4.14	5.42	2.63	2.66	3.57
人效 (美元/年)	91341.89	86441.55	78902.95	118070.34	112697.74	120829.13

资料来源: ifind, 前瞻网, 投资时间, 新浪财经, 国盛证券研究所

6.3 利润端: 盈亏平衡周期缩短, 门店盈利模型优化

教培机构爬坡期普遍由 12 个月缩减为 6 个月, 线下单店模型优化。据连线 Insight, “双减”前教培机构的投资回收期为 1.5-3 年, 需至少 12 个月才能达到盈亏平衡。而“双减”后市场竞争环境改善, 教育市场供给侧改革下供需错配, 学习中心爬坡期普遍转为 6 个月。“双减”前以思考乐教育为例估算: 成熟门店的收入约为 650 万元, 单店总成本约 605 万元, 其中装修费用 126 万元, 固定资产约 53 万元, 租金约 60 万元, 杂项 (水电等) 约 11 万元, 人员成本约 355 万元, 单店的税前利润约 45 万元, 利润率约为 6.98%。“双减”后, 教师人效有所提升, 满班率、续班率、学费预计均有提升, 租金、水电、固定资产、装修费用均有变动。为验证其模型是否得到优化, 我们测算了 2024 年 1000 平方米面积的线下单店模型: 平均每个学习中心坪效约 1 万元/平, 收入约为 1000 万元, (收入=面积*坪效); 总成本约 694 万元, 单店的税前利润约 306 万元, 利润率约为 30.63%。较“双减”前大幅提升, 盈利水平提高。

图表38: 线下单店模型测算

	双减前	双减后
收入 (万元)	650	1000
成本 (万元)	605	694
利润 (万元)	45	306
利润率	6.98%	30.63%

资料来源: 公司公告, Insight, Wind, BOSS 直聘, 《培训班应该这样开》, 广东省发展和改革委员会, 深圳市发展和改革委员会, 国盛证券研究所测算

图表39: K12 重点公司估值

		股价	归母净利润 (百万元)			PE			市值
		元	23A	24A/E	25E	23A	24A/E	25E	亿元
9901.HK	新东方	286.88	1857	2733	3595	47	27	20	4691
TAL.N	好未来	106.07	-974	-26	740	-34	-2626	3	641
000526.SZ	学大教育	51.55	154	222	299	41	29	21	63
3978.HK	卓越教育集团	3.59	91	162	290	14	17	10	30
1769.HK	思考乐教育	3.40	86	177	244	17	10	7	19
300010.SZ	豆神教育	8.53	32	130	210	180	136	84	176
002599.SZ	盛通股份	9.44	4	-	-	626	-	-	51

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 1) 表格中好未来、卓越教育集团、思考乐教育、豆神教育归母净利润采用 wind 一致预期, 其他公司均为国盛证券研究所预测; 2) 收盘价采用 2024 年 2 月 13 日, 美元兑人民币汇率 7.1719; 3) 好未来财年截止日为 2 月 28 日, 新东方财年截止日为 5 月 31 日, 对应 2023、2024 财年归母净利润为实际值

7.重点公司

7.1 新东方：多元化教培龙头企业，产能持续扩张

公司概况：国内多元化教培龙头。新东方成立于1993年，以留学考试培训起家，逐步实现K12全学科、国内考试培训、留学咨询等教培业务全覆盖。2021年“双减”政策出台后公司及时剥离K9学科业务，并积极向非学科教培、智慧教育服务、直播电商、文旅等新业务转型。转型调整后传统教培业务逐步恢复+新业务快速起量，业绩步入快速修复轨道，公司FY2024/FY2025H1实现净营收43.14/24.74亿美元(yoy+43.9%/+25.6%)，已恢复至双减前水平，增长主要受益于教育属性新业务以及直播电商业务收入增长。利润端FY2024/FY2025H1 Non-GAAP归母净利润3.81/3.00亿美元(yoy+47.2%/+25.4%)，其中FY2024较双减前业绩最好的年份(FY2021)+14.07%，利润增长主要受益于教育业务门店爬坡能力提升。其中，FY2025Q2经营利润率/Non-GAAP经营利润率达1.9%/2.7%，同比-0.6/-3.2PCTs，其中不含东方甄选的经营利润率/Non-GAAP经营利润率达2.8%/3.2%，同比+1.0/+0.1PCTs，整体经营利润率同比有所下滑，主要由于Q2为全线业务淡季+文旅、电商等业务成本相对刚性，剔除电商后的利润率则保持增长，略超预期。

网点持续扩张，传统教育业务盈利模型改善。目前新东方教育的传统教育业务包括教育服务及备考课程和留学咨询业务。截至2024年11月30日，学校及学习中心的总数为1143间，QoQ+5%，YoY+35.59%，公司目标FY2025教学点容量同比增幅在20-25%左右，公司选择有增长潜力、备有更高设施利用率的城市开设学校及学习中心，加速扩展教学空间，以提高公司营收和利润率。FY2025Q2传统教育业务保持增长，其中出国考试准备/出国咨询业务/成人及大学生考试的净营收分别同比增长约21.1%/31.0%/34.9%。

双减后加速转型，教育新业务增速显著。新东方于2014年便已布局相关研究与发展中心，2021年8月新公司设立素质成长中心，10月发布公告表明剥离中国内地K9服务，原K9教培业务正式转型，目前公司教育新业务包括非学科辅导和智能学习系统及设备等业务，转型以来收入持续保持高增长，FY2025Q2营收同比增长42.6%，其中，非学科类辅导业务在近60个城市开展，报名人次约99.4万(YoY+26.46%)；智能学习系统及设备在约60个城市中采用，财季活跃用户达26.1万(YoY+44.20%)。

电商开启新征程，联动文旅及教育业务。2021年11月公司推出直播带货平台“东方甄选”，以农产品为主打的直播业务，采取多平台、多矩阵的策略，截至2025年2月16日，已在抖音、淘宝、自营APP平台布局形成渠道矩阵，主账号粉丝数量达2887.4万。2024年7月公司公告集团知名电商主播董宇辉离任，并批准将与辉同行(北京)科技有限公司(‘与辉同行’)的所有余下未分配溢利分派。公司FY2024自营产品及直播电商分部的净营收达人民币65.0亿元(yoy+68.1%)，持续经营业务的调整后净利润为人民币7.09亿元(yoy-22.6%)，利润下滑主要由于选品扩张及与辉同行剥离带来的一次性费用，其中与辉同行影响预计于8月消除。公司的多渠道策略推动自营产品快速增长，FY2024公司已推出自营产品488款(yoy+306.67%)，营业收入达65亿元(yoy+68.1%)。与辉同行剥离后，直播业务联动公司其他业务开启新征程，文旅方面通过直播间推广国际游学、国内研学等文旅产品，教育方面意图与文旅合作打造生态链，运用线下网点将电商产品向学生家长推广，多线并进下有望提升电商业务业绩。

风险提示：新业务开展不及预期；行业竞争加剧；宏观经济波动影响消费。

图表40: 新东方盈利预测和估值 (单位: 美元)

财务指标	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入 (百万美元)	2,998	4,314	5,286	6,392	7,465
增长率 YoY(%)	-3.5	43.9	22.6	20.9	16.8
Non-GAAP 净利润(百 万美元)	258.9	381.1	501.3	623.4	743.6
增长率 YoY(%)	124.7	47.2	31.5	24.4	19.3
Non-GAAP EPS(美 元)	1.58	2.33	3.07	3.81	4.55
净资产收益 率(%)	6.2	8.0	10.5	12.3	12.5
P/E(倍)	47.3	27.1	19.7	15.3	12.6
P/B(倍)	2.2	2.1	1.9	1.6	1.4

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算(收盘价采用 2025 年 2 月 13 日数据)

7.2 好未来: K12 教培龙头企业, 素质教育+科技双驱动

公司概况: 中国领先教育科技企业, 积极转型发力素质教育培训+AI 教育领域。公司创立于 2003 年, 以数学辅导班起家, 经过多年发展, 已覆盖线下辅导、线上在线课程, 业务从国内扩展至海外留学, 从中小學生群体扩展至大学生等群体, 为国内教培行业龙头公司。双减政策出台后, 公司全面停止国内 K9 学科类培训, 并于 2022 年春季起转型, 全面布局素质教育, 依次推出智能教辅和教育智能硬件产品, 以科技赋能教育业务。2023 年公司在战略调整后形成全新的 3+2+1 业务布局, 目前公司业务以非学科类素养培训和创新教育科技产品为主, 收入快速增长, 业绩逐步扭亏。FY2024 营收 14.9 亿美元 (yoy+46.2%); FY2024non-GAAP 归母净利润 0.85 亿美元 (yoy+415.5%)。其中 FY2024Q1 公司营收增速首次回正, 随后收入加速增长, FY2025Q1~Q3 营收达 16.40 亿美元 (yoy+54.6%), 收入增长主要由学习服务以及学习内容解决方案等新业务驱动。FY2025Q1~Q3 Non-GAAP 归母净利润 1.43 亿美元 (yoy+281.9%)。

行业集中度有望提升, 公司显著受益。 双减前 (FY2021) 公司线下网点峰值达到 1098 家, 覆盖 110 个城市, 由于公司 K9 业务占比较高 (约 80%), 双减期间公司业务缩减严重。2023 年起行业回暖, 公司重启扩张, 截至 2024 年 5 月 31 日, 好未来网点数量已超过 400 家, “双减”后中小机构与非合规机构大量出清, 行业竞争格局优化, 同时非学科等业务转型成效得到验证, 龙头公司转型阵痛期已过。

学习机产品矩阵持续丰富, 搭载国内首个数学大模型 MathGPT (九章大模型)。 2023 年起公司布局学习机赛道, 并运用自身教培经验优势推出自研课程, 较其他学习机厂商的外部第三方课程更受学生家长青睐, 优势在中高阶产品, 根据洛图科技, 学而思 FY2024 年位列学习平板线上市场销量第二、线上线下全渠道销量第三。公司学习机产品持续迭代, 2024 年 8 月公司推出新品类 “学练机”, 集练习、学习、阅读为一体, 在自研教学内容外还与五三、万唯等行业知名教辅品牌达成合作。学而思学习机产品搭载自研的九章大模型, 作为国内首个数学大模型, 该模型相较于 GPT 更适用于中文教育场景, 根据开源测试, MathGPT 英文解题正确率略高于 GPT-4, 中文解题正确率显著高于 GPT-4, 助力 AI+教育模式快速打开全学科领域。2025 年 2 月随时间 APP 接入 DeepSeek R1 为用户提供深度思考模式下的问答功能。

风险提示：行业政策变化；宏观经济波动；网点扩张、业务发展不及预期。

7.3 学大教育：传统教培业务稳固，积极布局职教业务

公司概况：个性化教育龙头公司，转型多元化业务布局。公司成立于2001年，深耕一对一及一对多个性化教培服务多年，双减后公司剥离K9业务，巩固高中阶段业务，积极拓展全日制基地等业务应用场景，同时积极深入探索和布局职业教育、文化服务、教育数字化等领域。转型后公司业绩恢复亮眼，公司2024Q1~Q3实现营业收入22.47亿元（yoy+25.29%），实现归母净利润1.76亿元（yoy+50.16%）。

供给改善+需求韧性赋予个性化教育业务成长确定性。公司教培业务主要分为个性化教育（即高中教培业务）、全日制教育业务和职业教育业务。2024年2月教育部发布《校外培训管理条例（征求意见稿）》进一步明确校外培训为学校教育的有益补充，重点强调良性监管态度，同时双减后中小机构与非合规机构大量出清，行业竞争格局优化，叠加教培刚需属性，行业集中度提升，利好合规经营的龙头高质量发展。2024H1公司个性化教育收入（传统校区）13.19亿元（YoY+29.34%），全日制教育收入（培训基地、双语学校）2.26亿元（YoY+23.68%），截至2024年8月25日公司共有300余家个性化学习中心、5所全日制学校与30余所全日制基地，有望凭借其品牌力、网点规模、教研师资等优势实现业绩进一步增长。

职教业务前景广阔，有望成公司第二增长曲线。《中华人民共和国职业教育法》颁布以来，教育部多次强调职普通融、职教建设等主题，提出强化职教升学路径，政策端持续加码。公司职教业务以中职业务为主，转型路线布局思路清晰，“升学”+“就业”双头并进，依托个性化定制课程打造差异化优势。公司已初步建立较为完善的职业院校网络，截至2024年10月，已收购7所职业学校，2024H1职教业务实现收入2083万元（YoY+48.97%），未来有望依托公司运营提效提质实现快速扩张，有望成为收入与利润增量又一增长点。

风险提示：行业监管政策风险；宏观经济波动；行业竞争加剧。

图表41：学大教育盈利预测和估值（单位：人民币）

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1,798	2,213	2,700	3,302	3,820
增长率 YoY(%)	-28.9	23.1	22.0	22.3	15.7
净利润(百 万元)	14	154	221.7	299.0	369.1
增长率 YoY(%)	-102.5	1035.2	44.2	34.9	23.5
EPS(元)	0.11	1.25	1.80	2.43	3.00
净资产收益 率(%)	2.6	25.8	25.82	25.81	24.37
P/E(倍)	468.9	41.3	28.65	21.24	17.21
P/B(倍)	14.5	10.5	7.7	5.6	4.3

资料来源：公司公告，国盛证券研究所预测（收盘价采用2025年2月13日数据）

7.4 卓越教育集团：华南教培领军企业，积极开启扩张转型之路

公司概况：立足华南，提供综合教育服务产品。公司成立于1997年，2018年12月27日在香港联交所主板上市，以“大语文”学科作为拳头产品。双减后公司积极转型素质教育，实现素质教育、高中及职教辅导、全日制备考三部分业务均衡发展。FY2024H1营业收入达3.17亿元（yoy+68.1%），归母净利润0.55亿元（yoy+160.7%）。

公司素质教育业务快速发展，网点分布深圳、广州、佛山三地。双减后公司持续优化素质产品服务，聚焦于文学、科学素质等核心素养的培养，凭借良好口碑带动招生人次、课时数等快速增长，FY2023/FY2024H1公司素质教育业务营业收入1.39亿元（yoy+71.1%）/1.18亿元（yoy+320.9%），据多鲸公众号，截至FY2024H1公司已在广东省内布局162个素质教育网点，并已取得广州市10个行政区的营利性牌照，正计划向深圳、佛山、中山等城市扩张；同时公司依托社群、转介绍与品牌知名度进一步提升获客效率，叠加AI赋能教师人效提升，公司利润率显著提升，2024H1归母净利率达17.18%（yoy+6.10pct），已超过2019年水平。

积极拥抱AI，提升教育质量和水平。2025年2月14号，卓越教育鲸准教“青椒助教”应用接入Deepseek R1，升级后“青椒助教”在逻辑性、内容精准度等方面表现出色，助力解析综合题型与创新教学策略，实现教学场景全覆盖，从撰写反馈、教案到设计教学活动、分析学生学习情况，大幅提升教师备课效率。语文、英语、数学等AI赋能的产品正在开发中，有望陆续落地；此外，AI也将赋能运营管理方面，在人事行政、财务、排课、考勤等系统上，提高集团运营效率。

风险提示：运营成本上升；政策变化；公司流通市值较小。

7.5 思考乐教育：深耕大湾区市场，业绩表现亮眼

公司概况：大湾区领先民办教育服务提供商。2008年思考乐集团成立，双减前网点覆盖深圳、佛山、惠州、东莞、广州、珠海、宁波等12个城市。双减后公司境内仅保留深圳校区，聚焦素质教育和高中辅导业务，并拓展游学、国际教育业务板块。FY2023/FY2024H1公司营收5.71亿元（yoy+49.71%）/3.99亿元（yoy+58.80%），归母净利润8599万元（yoy+58.03%）/8265万元（yoy+92.49%）。

重启广州市场，成长节奏亮眼。2024H1公司学业备考/素质教育（包括科学素养、乐学国学、逻辑思维训练、妙维国际素养等课程）收入占比分别为8.2%/91.8%，分别同比增长70.6%/57.8%。其中素质教育入读学生人次/辅导课时数同比分别增长57.3%/57.1%，学业备考入读学生人次/辅导课时数同比分别增长70.1%/70.2%，截至24H1末合同负债2.5亿元，为后续收入端增长奠定基础。据壹度Pro，截至2024H1公司在深圳共有145家线下教学网点，2024年起随行业环境转暖，公司计划进一步扩张教学网点至广州等地区。

经营效率持续改善。近年来公司持续提升服务质量，通过家校互联及时反馈学生学情、组织大型公益升学培养家长会、免费课后托管等方式提高口碑，客户粘性加强，续班率及课程转介绍率不断提升，带动公司经营效率持续改善。2024H1公司毛利率达44.38%（yoy+3.0PCT），销售/管理费用率1.63%/16.7%（yoy-0.4PCT/-6.8PCT），费用率低于同业平均水平，经调整净利率达23.6%（yoy+6.5PCT）。

多元化布局积极推进，涉足游学及国际课程业务。2023年暑期公司推出游学业务及国际课程，旗下“妙维国际”已开设新加坡、英国、新西兰等多个国际研学营，2024年6月与新西兰长湾中学达成战略合作，海外业务积极拓展。此外公司持续加强旗下“乐学”品牌的业务发展，包括美术、体育、绘画、表演、书法、科学素养、国学、逻辑思维训练及国际素养等素质教育，非学科业务不断扩张。

风险提示：素质教育业务需求不及预期；素质教育行业竞争加剧；监管政策变化风险。

7.6 豆神教育：AI 数智化转型，重启新征程

公司概况：历经转型与重组，现聚焦教育科技。1999年豆神教育前身北京立思辰办公设备有限公司成立，2009年在深交所上市，2015年收购教育信息化公司康邦科技，2018年收购K12语文培训领先企业中文未来，并形成大语文培训+智慧教育技术服务的双轮驱动模式。2020年，公司正式更名为“豆神教育”，业务重心正式转移至教育领域，截至2021Q1，公司大语文直营网点达98个，加盟网点达384个。“双减”政策出台后，公司经营承压，后续因业绩连续亏损与债务逾期触发退市风险，2023年3月公司进入预重整程序，并于2023年末完成破产重组，股权架构理顺，2024年6月公司成功摘星脱帽。公司现主营业务包括非学科培训、直播电商课程销售、智慧教育服务等（原立思辰传统办公业务将不再进行扩张，主要服务原有老客户），2024年Q1~Q3公司实现营收5.57亿元，同比下降12.96%，归母净利润达1.11亿元，同比大幅增长209.9%，实现扭亏为盈。

直播+素养课程+智慧教育解决方案三驾马车，公司有望开启业绩增长新篇章。“双减”后，公司大语文学科培训业务关停，仅保留艺术、文学类非学科“豆神美育”业务，包含文艺创作、文艺演出、书法培训等，2024H1实现收入7812.42万元（YoY+25.34%），并积极布局研学文旅方向。此外，公司自2021年起涉足直播领域，凭借自身名师优势，通过抖音等平台进行文史文化输出并售卖多品类课程与产品，包括线上豆神美育、智能办学软件与学习机、及图书与周边知识产品等，公司长期合作知名达人与优质品牌，产品曝光度及销售转化率已得到市场验证，2024H1实现收入1.19亿元（YoY+58.10%），预计主要是受到直播行业竞争加剧影响。智慧教育服务业务则主要包括2B端智慧校园解决方案，2024H1实现收入1.01亿元（YoY+78.64%）。

携手领先科技公司智谱华章、微软打造AI教育生态圈，产品有望加速变现。借助公司多年大语文培训经验与教学资源，公司AI团队将国内外文史知识全量图谱和模型向量化，已完成了国内语言文学领域较为领先的模型图谱，多套相关模型算法已完成算法备案。2024年9月，公司将DeepSeek模型接入到豆神MoE（混合模型专家）基座中，服务于对语文作文输出等有高文采要求的相关场景调用。2024年10月，公司携手智谱、微软推出注重语文领域素质能力培养的自研垂类产品“豆神AI”，具备AI课文智能互动讲解、AI作文批改、实时电话私教问答等功能，注重引导学生思考并解析步骤。产品采用免费增值模式，用户可通过充值“悟性石”体验收费模块，其产品形态与商业模式可对标多邻国。截至2024年12月，豆神AI下载量已突破19万，年会员数超5万人。公司持续布局AI领域，现有AI功能已经将一节语文培训课程成本由2600元降至4元，未来有望进一步降本增效；12月豆神AI PC端1.0版本登陆微软商城，同月公司宣布在持续深耕软件基础上，后续还将布局AI硬件，包括AI玩具“小豆”、预计落地自习室的AI人形教育机器人，打造低价格、高品质、全学科的AI教育生态圈。

风险提示：新业务拓展不及预期相关风险；品牌声誉风险；行业监管风险。

7.7 盛通股份：少儿编程龙头，布局AI自习室打造业绩新增长点

公司概况：立足出版印刷，深耕科学教育。公司于2000年成立，主营出版印刷，后于2017年收购乐博乐博，布局编程教育业务，拓展素质教育版图，形成“出版综合服务+青少年STEAM课外培训（主要为机器人编程课程）”双板块主业。公司2024Q1~Q3营收同减16.32%至15.04亿元，归母净利润同比增长102.03%至45.22万元。

教育业务亏损收窄，门店提质增效有望扭亏为盈。2024H1教育业务实现营收1.78亿元（yoy-4.05%），其中学员服务/机构服务分别实现营收1.35亿元/0.42亿元，同比分别-1.78%/-10.66%，毛利率分别为30.54%/53.08%。截至2024H1教育业务合同负债2.04

亿元（包含课程培训收款、比赛报名收款、加盟收款、教具教材收款），相较期初有所下降，主要是由于交付节奏变快+公司主动管控预收款节奏，其中教材教具收款较期初增长 60.5%。子公司乐博乐博 2024H1 净亏损 1707.8 万元，同比收窄 38.8%，运营管理机制逐步完善，截至 2024 年 2 月，乐博乐博共有直营店 137 家，加盟店约 550 家，近年来公司关闭部分低效网点，计划单个门店提高招生和交付产能后再进行扩张，运营改善背景下全年有望实现正向盈利。

编程课程持续升级，布局 AI 自习室有望打造业绩新增长点。乐博乐博课程不断升级，报告期内升级线下 C++ 课程与 GPT 数字人助手，开展 ChatGPT-4o 夏令营、清北科技营研学等活动，辅导累计 2 万余名学员参与信奥赛等教育部白名单赛事并斩获世界机器人大赛、全国青科赛区域赛等多个大赛奖项，学员粘性保持高水平，有利于降低获客成本以降本增效。同时，在中长期教培行业的持续规范下，公司作为合规存量龙头将提升市场份额。此外，2023 年末公司推出的“AI 数字人学伴”AI 自习室服务稳步推进，该业务有望复用公司 K9 客群与少儿编程课程形成业务协同，打造业绩新增长点。

风险提示：培训监管政策趋严；加盟商管控风险；业务拓展过程中盈利不达预期。

风险提示

行业政策风险：教育行业公司经营情况可能因政策变化产生影响；

行业竞争加剧：因政策调整导致众多教培企业转向非学科市场，行业参与者增加致使竞争加剧，可能影响教培公司未来收入与利润率；

新业务开展不及预期：各类教培公司新业务（非学科、直播电商、文旅、职教等）开展速度不及预期，大规模前期投入、人力、资金等不可控因素较多；

宏观经济波动：由于居民购买意愿与购买力或将受到宏观经济下行影响而下降，部分业务可能因此受到直接影响；

测算误差风险：市场空间与相关公司的弹性测算包含主观假设，结论与实际可能存在误差。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。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，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可能会随时调整。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 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；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com