

行业景气延续，但蕴含个股分化的开始

——教育行业2024年中报业绩综述

行业评级：看好

2024年9月7日

□ K12中报总结：行业景气延续，但个股开始呈现分化

- 1) 收入和合同负债等保持较快增长，凸显行业需求韧性，分业务增速看K9非学科 > 高中 > 出国培训。关注收入与产能增长匹配情况：新东方、好未来、昂立等收入增速慢于产能增速（收入增速分别为+32%/+50%/+31% vs 产能增速分别为+37%/+100%/+50%），主要因为新门店仍在爬坡，仅是节奏性因素，而非供给侧竞争重趋加剧的表现；学大教育下半年或开启产能扩张；卓越教育和思考乐教育收入增速与产能增长较为匹配。
- 2) 受经营节奏影响，24Q2盈利能力分化明显：新东方（同比-4pct，开店提速&奖金发放影响），高途（同比-50pct，线上高投入&线下开店影响）、好未来（同比+14pct，但预期暑期业绩同比低于去年）、学大教育（同比+1pct，班组课占比提升拉动）、昂立教育（同比+26pct，但环比-14%）、豆神教育（同比+34pct）、卓越教育（同比+6pct）、思考乐教育（同比+5pct，高基数上进一步改善）。

□ K12股价复盘：当下市场关注点在于竞争格局&利润率改善幅度

- 1) 竞争格局：供给端确实在增加（义务教育阶段线下非学科营利性牌照数量24年8月底环比24年1月增长13%），但有效供给依然具备门槛。上市公司主要转型的核心素养类（思维+人文+科学+戏剧/口才）课程占比仅约5%左右，对应24年7月机构数量我们估计仅为4,600个左右，远远少于21年之前K9学科类培训机构数量（约12.4万个）。
- 2) 利润率释放节奏：前期门店加速扩张下利润率易承压，主因新门店需爬坡，7-8月暑期经营旺季下普遍产能扩张放缓，预计24Q3利润率预期兑现依然较大（新东方指引提升2pct），后续应密切关注新门店爬坡情况。

□ 投资建议

- 我们认为当下K12教育景气度延续、存量公司扩市占快，但考虑到教培板块的动态估值水平在消费板块中已较高（隐含了市场较高预期），短期应关注产能扩张节奏与招生增长节奏的匹配性，优选利润率稳中有增的标的为佳。**优先推荐新东方、学大教育**等招生增速预计仍相对快于产能增速的公司，仍建议长期关注好未来、思考乐教育、卓越教育集团、昂立教育、科德教育、盛通股份和豆神教育等。

□ 风险提示

- 监管环境的进一步放松导致中小连锁机构供给快速扩张；利润率释放不及预期

□ 公考24中报总结：行业景气温和上行，龙头经营趋于稳态，利润短期分化

- 粉笔/中公公考收入yoy+5%/18%，龙头利润端走出分化。2024国考/省考招录岗位数yoy+6.6%/4.8%，而报名人数yoy+13%/27%（统计口径与实际增速有差异），预计中短期报考人数仍将温和增长。收入短期承压主要系事业单位错期+低价课消费意愿边际下行影响
- 利润端分化，粉笔/中公/华图24H1毛利率54.2%/57.9%/57.3%，净利率21.4%/8%/8.2%

□ 低价课消费意愿边际下行，龙头短期仍受价格战冲击。短期来看，行业竞争加剧导致客单价承压，其中线上和低线城市竞争可能更为激烈，长期来看，行业需求季节性对中小机构生存带来挑战，龙头企业具有规模效应和持续迭代的教研能力，市场份额逐渐龙头集中。

□ 预计龙头确收率提升，协议班比例优化。1) 粉笔2024H1确收率88.4%/+1.6pct，2021/2022/2023确收率80%/90%/92%，不过退款的协议班占比呈下降趋势；2) 中公：23Q4起积极调整产品结构，降低协议班占比，提升现金实收班占比；3) 华图：24H1合同负债中协议班占比48%，这一比例在2023A为78%，协议班占比明显下降，预计带来确收率提升。

□ 运营逐渐趋稳，龙头追求通过率和利润、而非规模快速扩张。1) 网点数趋于稳定。中公网点数从22H1的1440家下降至24H1的720家，预计将保持在700+家。华图24H1末网点数1000+家，一、二线城市的基地交付模式已形成规模，所有网点均下沉至四五线城市，大力发展高校终端渠道。而粉笔2023末网点数203家，OMO不断深化，24H1长线班型占线下收入比例超过70%。2) 24H1华图客单价约7800元高于中公的1500元，可能系中公的线上收入占比约40%拉低平均客单价，而华图线下为主，线上收入仅占6%。3) 粉笔中公教师人数3145/3923人稳中有降，24H1师均人效52/29万元，同比提升9%/47%。粉笔AI赋能提人效效果显著。

□ 盈利预测与估值

- 截至8月30日粉笔对应PE11X，中公教育、华图山鼎24年wind一致预期对应PE分别为24x、21x。建议关注粉笔AI赋能人效及利润率提升

□ 风险提示

- 考试政策变动导致考试形式变化、招录人数变动、考试时间变动等风险；行业竞争加剧风险；退费风险等

01

K12教育中报总 结

□ 24年二季度K12教育收入增速保持较快增长，来自于需求韧性和产能扩张，但收入增速与产能增速匹配度的不同导致了短期的股价分化及后续预期的潜在分化：

- 1) 新东方和好未来24年3-5月季度收入增速分别同比+32%/+50%，昂立24Q2收入增速同比+31%，产能增速分别为+37%/+100%/+50%，反映出新门店仍在爬坡，但同店满班率阶段性承压，我们认为上述显现仅是节奏性因素，而非供给侧竞争重趋加剧的表现；
- 2) 学大24Q2收入增速+25%，本季度产能端开启扩张，职业教育布局坚定推进，但岳阳高职预计完成爬坡期后并表；
- 3) 卓越教育和思考乐教育收入分别同比+68%/+59%，与产能增长较为匹配。

□ 分业务增速：K9非学科 > 高中 > 出国培训，增速差异在于产能

- 以新东方为例：新东方24年3-5月教育属性新业务/出国考试准备/出国咨询/成人及大学生分别同比+50.3%/+17.7%/+17.3%/+16.4%
- 新东方、好未来24年3-5月线下K9非学科收入增速均是高双位数增长，而学大24Q2收入同比+25%，增速差异在于产能扩张

资料：公司公告，wind，浙商证券研究所

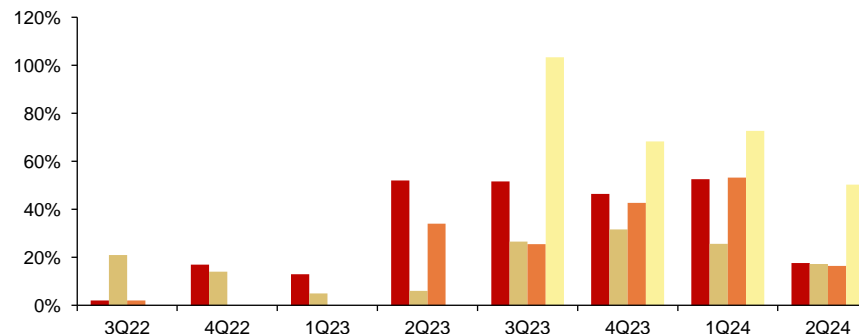
注：新东方和好未来24Q2为对应截止24.5.31季度数据

图：K12教育季度收入及增速

营业收入	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
新东方 (千美元)	754,153	860,571	1,100,021	869,600	1,207,286	1,136,679
YOY	23%	64%	48%	36%	60%	32%
好未来 (千美元)	268,986	275,440	411,931	373,506	429,563	414,187
YOY	-50%	23%	40%	61%	60%	50%
高途 (千元)	707,292	703,094	789,413	761,014	946,885	1,009,797
YOY	-2%	31%	30%	21%	34%	44%
学大教育 (千元)	518,719	732,825	541,816	419,276	705,296	914,618
YOY	4%	31%	32%	27%	36%	25%
科德教育 (千元)	169,839	186,727	204,239	210,441	187,598	182,576
YOY	-9%	-8%	2%	2%	10%	-2%
昂立教育 (千元)	189,278	217,917	306,051	252,487	279,032	286,390
YOY	-5%	48%	54%	18%	47%	31%
盛通股份 (千元)	595,986	568,655	633,045	598,287	483,354	527,443
YOY	16%	14%	-7%	10%	-19%	-7%
豆神教育 (千元)	156,429	307,243	176,064	353,079	190,859	139,172
YOY	-7%	26%	-11%	-12%	22%	-55%
卓越教育 (千元)		188,860		300,454		317,444
YOY		-30%		35%		68%
思考乐教育 (千元)		251,323		319,291		399,113
YOY		31%		52%		59%

图：新东方季度收入增速 (CY24Q2对应FY24Q4，截止于24.5.31)

■ 出国考试准备YOY ■ 出国咨询业务YOY ■ 成人及大学生国内考试准备YOY ■ 教育属性新业务YOY



□ 24年二季度K12合同负债端作为前瞻指标表现分化

- 1) 高途/卓越教育/思考乐教育合同负债增速明显快于收入增速，反映下个季度收入增长或进一步加快（高途指引24Q3收入增速介于50.5%至53.0%），驱动因素来自于高投入、门店快速扩张等带动，但能否实现利润同步提升将会导致后续分化；
- 2) 新东方/好未来合同负债增速与二季度收入增速较为接近，新东方24Q2（截止5.31季度）合同负债增速+33%、预计6-8月教育收入增速+31%~+34%。
- 3) 学大教育/昂立教育合同负债增速略慢于收入增速，其中学大教育季节性影响因素相对更重（24Q2为行业旺季，高中一对一培训会在高考前集中进行消课）。

图：K12教育合同负债及增速

合同负债	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
新东方（千美元）	1,163,165	1,337,630	1,401,420	1,644,991	1,521,733	1,780,063
YOY	20%	43%	38%	44%	31%	33%
好未来（千美元）	234,889	380,091	313,607	482,368	400,286	613,470
YOY	25%	67%	77%	79%	70%	61%
高途（千元）	682,510	796,743	631,247	1,113,480	856,790	1,391,924
YOY	16%	28%	4%	23%	26%	75%
学大教育（千元）	809,987	480,791	832,186	718,441	1,000,532	575,757
YOY	12%	7%	14%	20%	24%	20%
科德教育（千元）	87,115	47,669	119,683	66,762	97,319	52,956
YOY	-8%	-11%	-4%	75%	12%	11%
昂立教育（千元）	447,772	538,803	526,904	579,245	555,905	697,012
YOY	25%	71%	36%	48%	24%	29%
盛通股份（千元）	278,129	256,426	246,917	255,124	240,607	204,495
YOY	11%	-8%	-7%	-17%	-13%	-20%
豆神教育（千元）	325,286	384,042	382,291	282,010	219,287	240,743
YOY	-19%	-9%	-14%	-19%	-33%	-37%
卓越教育（千元）		161,507		211,784		458,425
YOY		12%		40%		184%
思考乐教育（千元）		128,851		276,316		248,940
YOY		-8%		52%		93%

资料：公司公告，wind，浙商证券研究所

- 由于教培公司不能公开投放广告，销售转化链路拉长，K12教育的销售费用率整体有上升趋势；线上获客投入明显高于线下。
- 24Q2销售费用率变化：
 - 新东方：同比+1pct，除了教育投入，也受到东方甄选自营品打折影响；
 - 好未来：同比-6pct，但费用率绝对值明显高于新东方，因为线上网校、学习机等业务投入较大；
 - 高途：同比+37pct，大幅提升来自于公司线上的高投入拉动收入增长，需关注转化效率；
 - 学大教育：较为稳定；
 - 昂立教育：同比-6pct，但费用率绝对值明显高于以线下为主的新东方、学大等公司；
 - 豆神教育：同比+5pct，聚焦线上教育；
 - 卓越教育：同比+3pct；
 - 思考乐教育：较为稳定。

图：K12教育季度销售费用及销售费用率

销售费用	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
新东方（千美元）	102,631	147,793	136,121	154,965	161,259	208,241
销售费用率	14%	17%	12%	18%	13%	18%
同比变动	-2%	-1%	-1%	3%	0%	1%
好未来（千美元）	74,512	97,657	116,268	121,977	125,949	122,428
销售费用率	28%	35%	28%	33%	29%	30%
同比变动	9%	9%	2%	2%	2%	-6%
高途（千元）	277,021	324,065	434,428	465,686	506,381	835,397
销售费用率	39%	46%	55%	61%	53%	83%
同比变动	0%	-4%	-1%	15%	14%	37%
学大教育（千元）	29,938	41,412	45,589	47,404	38,270	54,262
销售费用率	6%	6%	8%	11%	5%	6%
同比变动	1%	0%	-1%	5%	0%	0%
科德教育（千元）	5,625	5,513	11,818	7,871	4,233	4,670
销售费用率	3%	3%	6%	4%	2%	3%
同比变动	-5%	-6%	-6%	1%	-1%	0%
昂立教育（千元）	51,759	66,672	62,209	63,673	57,022	71,716
销售费用率	27%	31%	20%	25%	20%	25%
同比变动	8%	7%	-5%	3%	-7%	-6%
盛通股份（千元）	30,750	32,368	29,637	37,476	28,453	24,108
销售费用率	5%	6%	5%	6%	6%	5%
同比变动	-1%	1%	0%	1%	1%	-1%
豆神教育（千元）	28,088	52,246	40,354	62,710	37,247	30,782
销售费用率	18%	17%	23%	18%	20%	22%
同比变动	5%	-8%	-7%	2%	2%	5%
卓越教育（千元）		6,990		19,091		22,724
销售费用率		4%		6%		7%
同比变动		-8%		5%		3%
思考乐教育（千元）		5,133		6,304		6,498
销售费用率		2%		2%		2%
同比变动		1%		0%		0%

资料：公司公告，wind，浙商证券研究所

□ 24年二季度K12教育公司盈利能力表现分化明显

➢ 1) 24Q2 (中概参考相近日历年季度) 利润率同比改善:

- 好未来：同比+14pct，但预期加大投入、暑期业绩利润率释放或低于去年；
- 学大教育：同比+1pct，班组课占比提升拉动，关注产能扩张后新店爬坡；
- 昂立教育：去年低基数下同比+26pct，但环比-14%；
- 豆神教育：同比+34pct，聚焦于教育业务；
- 卓越教育：同比+6pct，低基数下的效率提升；
- 思考乐教育：同比+5pct，高基数上进一步改善。

➢ 2) 24Q2利润率同比下降:

- 新东方：同比-4pct，开店提速&奖金发放阶段性影响盈利能力，指引暑期业绩利润率提升2pct，我们估计来自于开店放缓后毛利率改善+优化管理费用；
- 高途：同比-50pct，线上高投入&线下开店影响。

资料：公司公告，wind，浙商证券研究所

注：新东方、好未来和高途均为non-GAAP利润口径

图：K12教育季度净利润

归母净利润	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
新东方 (千美元)	95,362	62,091	189,318	50,158	104,716	36,931
YOY	-200%	-139%	126%	183%	10%	-41%
利润率	13%	7%	17%	6%	9%	3%
同比变动	28%	38%	6%	3%	-4%	-4%
好未来 (千美元)	-39,417	-19,524	58,785	-1,945	48,009	29,608
YOY	-64%	13%	121%	-92%	-222%	-252%
利润率	-15%	-7%	14%	-1%	11%	7%
同比变动	5%	1%	5%	9%	26%	14%
高途 (千元)	133,595	63,159	-41,729	-103,970	3,039	-418,040
YOY	44%	9692%	-7%	-219%	-98%	-762%
利润率	19%	9%	-5%	-14%	0%	-41%
同比变动	6%	9%	2%	-28%	-19%	-50%
学大教育 (千元)	5,087	83,758	28,184	36,754	50,185	111,358
YOY	334%	85%	-173%	1167%	886%	33%
利润率	1%	11%	5%	9%	7%	12%
同比变动	1%	3%	15%	8%	6%	1%
科德教育 (千元)	35,759	21,923	41,872	38,957	40,743	22,062
YOY	123%	108%	58%	85%	14%	1%
利润率	21%	12%	21%	19%	22%	12%
同比变动	12%	7%	7%	8%	1%	0%
昂立教育 (千元)	-29,761	-77,910	21,297	-101,492	10,836	-27,960
YOY	-141%	635%	-80%	16121%	-136%	-64%
利润率	-16%	-36%	7%	-40%	4%	-10%
同比变动	-52%	-29%	-46%	-40%	20%	26%
盛通股份 (千元)	-24,380	-6,831	8,901	26,426	-8,086	-8,004
YOY	-2%	-16%	-74%	608%	-67%	17%
利润率	-4%	-1%	1%	4%	-2%	-2%
同比变动	1%	0%	-4%	4%	2%	0%
豆神教育 (千元)	-53,604	-1,933	-45,425	132,557	22,236	46,857
YOY	25%	-95%	-60%	-127%	-141%	-2524%
利润率	-34%	-1%	-26%	38%	12%	34%
同比变动	-9%	15%	31%	160%	46%	34%
卓越教育 (千元)		20,234		68,991		54,415
YOY		199%		44%		169%
利润率		11%		23%		17%
同比变动		8%		1%		6%
思考乐教育 (千元)		46,511		61,488		93,542
YOY		-245%		-29%		101%
利润率		19%		19%		23%
同比变动		35%		-22%		5%

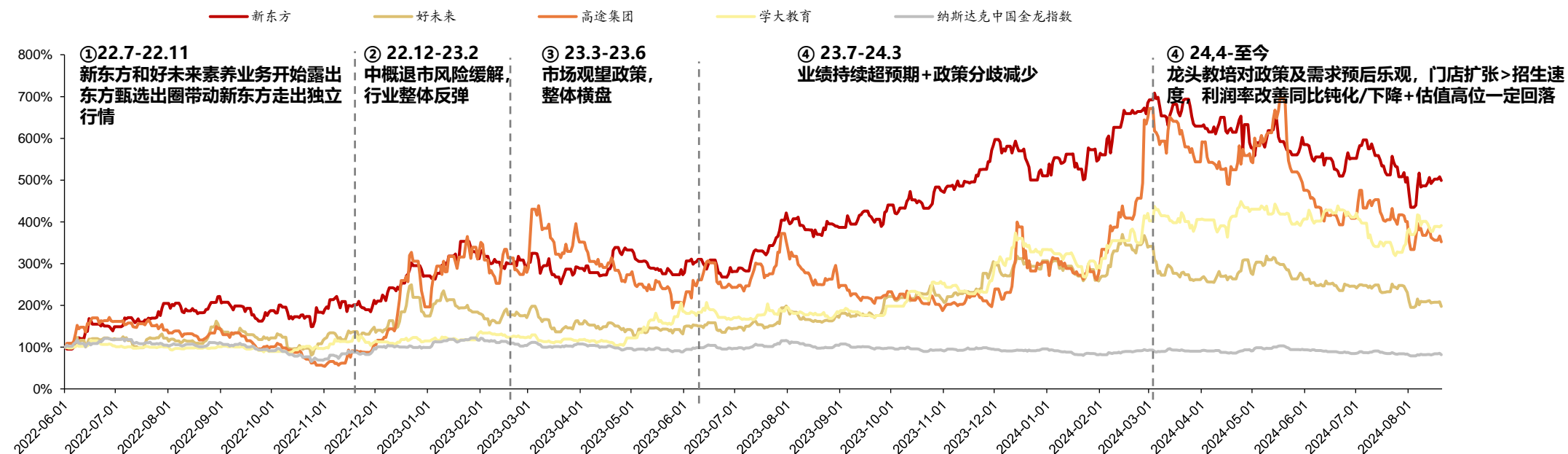
02

K12教育股价复 盘

□ 双减后伴随监管环境清晰化、转型业绩兑现等，板块市场分歧逐步减小；伴随供给端恢复，市场关注点聚焦到竞争格局&利润率释放节奏。

- ①22.6-22.11：EDUTAL等披露转型后素养素质业务进展较好，市场围绕净现金博弈阶段；新东方受益于东方甄选出圈，走出独立行情
- ② 22.12-23.2：PCAOB给出积极意见中概退市风险缓解+经济发展预期向好，市场在净现金上加入业务价值+阶段性博弈政策反转
- ③ 23.3-23.6：教监厅函[2022]15号文加强学科类隐形变异的防范，市场保持观望、整体横盘，偏向以博弈为主
- ④ 23.7-24.3：主要公司业绩持续超预期，相关监管细则落地，非学科类培训作为学校教育的有益补充，市场分歧逐步减少
- ⑤24.4-至今：龙头公司对需求端较为乐观，受到经营节奏影响利润改善幅度放缓，板块有所回落

图：K12教育公司新东方、好未来、高途和学大教育股价复盘



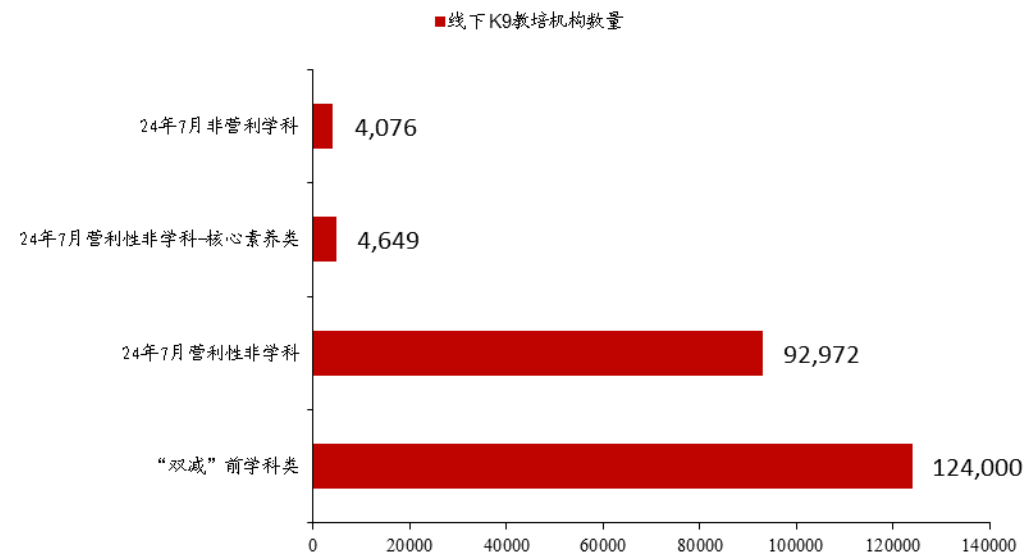
资料：公司公告，wind，浙商证券研究所

- 学科类培训供给大幅压缩后，较多机构进行了非学科方向转型，K9非学科已进入常态化审批阶段，根据全国校外教育培训监管与服务综合平台，义务教育阶段线下非学科营利性牌照数量24年8月底环比24年1月增长13%。
- 非学科培训牌照中以兴趣类为主，具备提升学习能力和效率的素养培训供给依然有限。根据全国校外教育培训监管与服务综合平台，K9营利性非学科的课程中，**上市公司主要转型的核心素养类（思维+人文+科学+戏剧/口才）课程占比仅约5%左右，对应24年7月机构数量我们估计仅为4,600个左右**（注：根据K9线下非学科营利性机构数量9.3万个*核心素养类占比5%计算得出），远远少于21年之前K9学科类培训机构数量（约12.4万个）。

图：K9线下营利性非学科牌照8月环比1月扩张13%，高中线下学科类营利性牌照近期小幅增加

阶段	形式	科目	类型	2024/1/2	2024/3/18	2024/5/6	2024/5/30	2024/6/30	2024/7/30	2024/8/30
义务教育阶段	线上	学科	营利	-	-	-	-	-	-	-
			非营利	33	33	33	33	33	33	33
		非学科	营利	2	7	10	10	10	10	10
			非营利	-	-	-	-	-	-	-
	线下	学科	营利	-	-	-	-	-	-	-
			非营利	4,275	4,209	4,130	4,104	4,092	4,076	4,052
		非学科	营利	82,726	84,128	88,280	90,494	92,195	92,972	93,332
			非营利	14,231	14,020	13,920	13,767	13,691	13,626	13,578
高中阶段	线上	学科	营利	1	1	1	1	1	1	1
			非营利	29	29	29	29	29	29	29
		非学科	营利	-	2	3	3	3	3	3
			非营利	-	-	-	-	-	-	-
	线下	学科	营利	2,491	2,471	2,370	2,347	2,354	2,363	2,391
			非营利	3,983	3,971	3,940	3,953	3,950	3,945	3,903
		非学科	营利	27,115	27,848	29,760	30,533	31,178	31,609	31,809
			非营利	5,308	5,216	5,180	5,123	5,088	5,071	5,082

图：24年7月线下K9核心素养类非学科机构及非营利学科类机构远远低于双减前机构数量（单位:个）



- 7-8月为暑期经营旺季，除高途外大部分K12公司开店环比有所缓和，但前期新门店较多，预计产能同比增长依然保持较高水平。
- 我们认为后续利润率释放节奏与新门店爬坡密切相关，不同门店利用率下利润率分化明显。

图：教培企业网点跟踪

时间	双减前最高	2023/2/28	2023/5/31	2023/8/31	2023/11/30	2024/2/28	2024/5/31	2024/3/31	2024/4/30	2024/5/31	2024/6/30	2024/7/31	2024/8/31
新东方													
教学点合计	1,669	712	748	793	843	911	1,025	983	1,025	1,068	1,111	1,128	1,128
YOY		-16%	1%	12%	19%	28%	37%		37%				42%
其中：1线城市	294		109					139	146	149	157	161	161
其中：新1线城市	676		342					425	444	459	484	483	483
其中：2线及其他	699		297					419	431	460	470	484	484
注：截止于24年5月底，跟踪数据为1021个 VS 公告数据为1025个													
跟踪来源：根据公司小程序整理													
学而思													
教学点合计	1,098	170	200	220	250-300	300-350	400+	387	399	410	412	414	414
YOY						76%+	100%+		100%				88%
其中：1线城市	415							94	95	101	104	104	104
其中：新1线城市	452							148	156	160	164	165	165
其中：2线及其他	231							145	148	149	144	145	145
其中：被芯								45	48	48	44	45	45
其中：素养及其他								342	351	362	368	369	369
注：截止于24年5月底，跟踪数据为399个 VS 公告数据为400+个													
跟踪来源：根据公司小程序整理													
高途													
教学点合计						50		62	80	90	98	125	154
其中：K9						29		37	57	62	69	86	117
其中：其他						21		25	23	28	29	39	37
跟踪来源：根据公司小程序和大众点评整理													
有道													
教学点合计							16	16	15	15	15	14	14
跟踪来源：大众点评													
时间	双减前最高	2022/12/31	2023/6/30	2023/12/31	2024/3/31	2024/4/30	2024/5/30	2024/6/30	2024/7/31	2024/8/31			
学大教育													
教学点合计	616	270		270				270	270	300+	300+		
YOY												0%	
跟踪来源：公司小程序和大众点评													
卓越教育													
教学点合计	268				150+			80	87	88	96	100+	100+
跟踪来源：大众点评 注：大众点评数据与实际情况有一定偏差，仅供参考													
思考乐教育													
教学点合计	155	78						110	110	117	120	125	126
YOY													41%
跟踪来源：公司小程序													
昂立教育													
教学点合计	302												
其中：上海	200+	63		91				100	124	132	133	137	137
YOY													59%
跟踪来源：大众点评，注：公司主要在上海直营，外地为加盟													

图：教培企业单店模型

	利用率40%	利用率50%	利用率60%	利用率70%	利用率80%	备注
门店收入(万元)	922	1,152	1,382.4	1,613	1,843	
客单价(元)	3,600	3,600	3,600	3,600	3,600	假设每季度课程为：15讲*2h*每小时120元
每季度学生人次(人)	640	800	960	1120	1,280	根据利用率计算
门店利用率	40%	50%	60%	70%	80%	60%利用率为一般门店的状态
最大容量(人)	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600	8个教室*20人*排10次(周末3场*2天+工作日1场*4天)
生师比(人)	30	30	30	30	30	假设生师比30
单个门店老师数量(人)	21	27	32	37	43	根据生师比和学生数计算
单个老师薪资(万元)	15	15	15	15	15	假设单个老师薪资15万元
老师薪酬(万元)	320	400	480	560	640	
门店面积(平)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	
租金(万元)	292	292	292	292	292	假设每平8元每天
毛利率	34%	40%	44%	47%	49%	
销售及管理费用(万元)	138	173	207	242	276	假设费用率15%
水电费及其他(万元)	100	100	100	100	100	假设费用为100万
经营利润(万元)	71	187	303	419	535	
经营利润率	8%	16%	22%	26%	29%	
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%	
净利润(万元)	54	140	227	314	401	
净利润率	6%	12%	16%	19%	22%	

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/165033230021011320>