

豆神教育 (300010.SZ)

优于大市

教育主业收入快速增长，AI 教育重塑毛利率显著提升

核心观点

K12 大语文教培龙头，转型国内 AI 教育探索先驱。豆神教育主营 K12 语文、英语素养线上教培，由董事长窦昕等管理层担任教师，名师 IP 强大，结合公司双减前积累教培经验，驱动学生增长。25H1 教育主业实现收入 4.10 亿元/+43%，其中艺术类学习服务业务实现收入 2.94 亿元/+277%，高速增长预计主要系推广有效转化下，参培学生人数提升。语文课程名师效应强，借助 AI，公司名师产能有望实现规模化供给。公司自 24 年起，与智谱等 AI 技术龙头公司密切合作，打造豆神 AI、AI 超拟人课堂、AI 超能训练场等产品。

AI 超能训练场发布以来销售良好。公司于 2025 年 7 月推出“AI 超能训练场”新产品，并计划将 AI 融入艺术类学习服务业务打造“AI 双师课”。根据辞源算法实验室数据，“超练阅读+作文”产品上线后一周时间 GMV 已突破 1740 万元，而我们通过第三方平台“考古加”数据统计，截至 9 月 5 日抖音平台 GMV 已突破 2100 万。AI 超能训练场产品矩阵计划每月发布 1 款超练 SKU，共计 12 款 SKU。单独一款 SKU 售价为 1200 元。

2025 年上半年公司教育主业收入快速增长。2025H1，公司实现营业收入 4.49 亿元/+36%；归母净利润 1.04 亿元/+50%；扣非归母净利润 0.67 亿元，同比略有下滑，二者差值主要系 4000 万元的业绩补偿款冲回。若剔除大额应收账款坏账冲回计算实际营业利润为 4522 万元，同口径下同比增长 134%。

AI 赋能及业务结构优化，毛利率大幅提升。2025H1 公司毛利率为 66%/+24.5pct，主营规模效应、AI 赋能及结构优化。期间费用率方面，销售费用率因市场推广增加提升 23.3pct 至 43.9%，规模效应下管理费用率下降 3.2pct 至 13.0%，研发费用率下滑 2.5pct 至 0.6%，主要系有约 5739 万元的研发支出已资本化。综合来看，2025H1 剔除应收账款坏账冲回相关影响后的实际营业利润率为 10.1%，同比提升 4.2pct。

风险提示：股东减持、销售不及预期、技术迭代、政策风险等。

投资建议：名师加持及 AI 赋能下，2025H1 公司艺术类服务业务实现快速增长。展望下半年，公司新推出的 AI 双师课及超能训练场，及计划推出的学伴机器人，有望成为新的收入增长点。根据公司新产品市场反响，未来品类投放节奏、我们中性预测公司 2025-2027 年归母净利润 2.11/3.33/5.24 亿元。但作为行业技术应用与公司经营双拐点型的公司，目前公司在 AI 教育产品运营上具有品牌优势与用户基础，后续有 AI 产品迅速放量的可能性，我们建议密切跟踪，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	993	757	1,236	1,872	2,674
(+/-%)	-2.0%	-23.8%	63.3%	51.5%	42.9%
归母净利润(百万元)	32	137	211	333	524
(+/-%)	-104.6%	334.0%	53.8%	58.1%	57.4%
每股收益(元)	0.02	0.07	0.10	0.16	0.25
EBIT Margin	-9.2%	1.6%	11.0%	17.7%	19.6%
净资产收益率 (ROE)	3.3%	8.5%	11.5%	15.4%	19.5%
市盈率 (PE)	532.4	122.7	79.8	50.5	32.1
EV/EBITDA	-355.4	434.5	111.0	48.9	31.7
市净率 (PB)	17.48	10.37	9.18	7.77	6.25

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

社会服务 · 教育

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

联系人：周瑛皓

zhouyinghao@guosen.com.cn

证券分析师：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	8.14 元
总市值/流通市值	16822/13540 百万元
52 周最高价/最低价	13.50/2.47 元
近 3 个月日均成交额	1115.73 百万元

市场走势



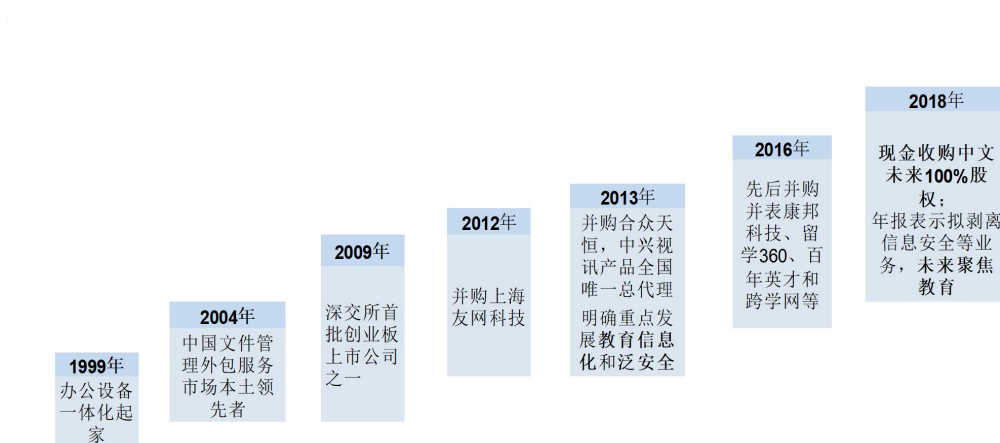
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

历史沿革：多次转型确定素养培训主业方向，AI 赋能打造 AI 教育产品

民企背景，办公信息化——教育信息化——教育 2C 多次转型后确定语文教培方向。豆神教育（原名：立思辰）2009 年以办公信息化主业登陆资本市场，但由于传统业务行业景气度下行，公司 2013 年后开始试水教育布局，2016 年先后并购康邦科技（智慧教育领军企业）、留学 360、百年英才（中高考升学咨询服务提供商）和跨学网登教育服务类公司，强化 2B 和 2C 教育业务布局。**2018 年公司以合计 12.9 亿元全资并购中文未来，正式转型大语文赛道。**中文未来主营语文学科辅导业务，创始人窦昕为《思泉语文课程体系》主编，在语文学科辅导领域拥有较高知名度，创始团队主要毕业于北京大学、北京师范大学等重点院校中文系。2020 年 8 月公司证券简称变更为“豆神教育”。

图1：豆神教育双减政策落地前发展大事件（1999 年至 2018 年）



资料来源：公司官网及公司公告，国信证券经济研究所整理

“双减”落地经营停摆、债务逾期、商誉减值亏损，内忧外患下公司面临退市风险，但公司积极调整自救，1）业务端：以所积累的教学资料打造“豆伴匠”录播课，并以此逐步完成非学科培训转型。期间公司技术团队快速将原有的大语文课程重构为轻量化互动录播产品（即后续豆伴匠的前身），为公司运营提供了必要的收入及现金流。公司基于该产品继续发力以线上课程为主的大语文产品，逐步完成适配监管要求的非学科培训转型，形成了**“直播课+录播课+线下游研学+2B智慧教育+AI 教育”**的教育主业结构。

2）治理端：重整完毕，股权结构优化，中文未来创始人窦昕成为大股东兼实控人。面对退市风险，公司债权人以公司不能清偿到期债务，且明显缺乏清偿能力为由，向法院申请对公司进行重整，并申请启动预重整程序。2023 年 3 月 31 日公司进入预重整程序，最终敲定的重整投资方案为：**按每 10 股转增约 13.8 股的比例实施资本公积转增股份**，转增后豆神教育的总股本将由 8.68 亿股增加至 20.66 亿股左右。转增股份中有 9.02 亿股由重整投资人条件受让合计剩余的转增股份，另外约 2.96 亿股占 20.66 亿股的 14.33%将以抵债价格每股 6 元用于清偿破产债权，以破产企业财产处置专用账户持有。

产业投资人对豆神教育业绩作出承诺，2024-26 的归母净利润不低于 0.4/0.8/1.6 亿元或三年归母净利润合计不低于 2.8 亿，对应 PE 为 63x/31x/16x。**认购估值较**

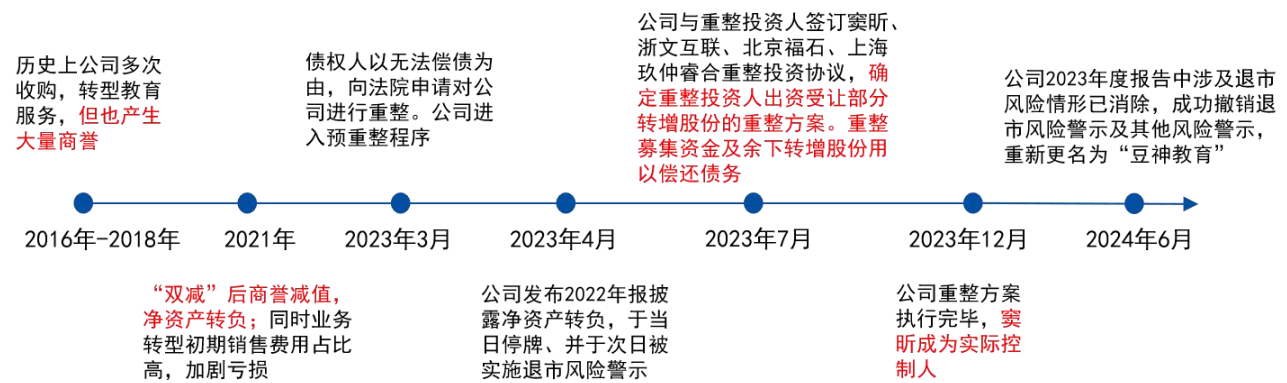
高，体现投资人对豆神教育后续发展持有较强信心。

表1：2024 年豆神教育重整中公司重整投资人认购股份情况

重整投资人	投资人背景	调减后受让股份数量 (股)	调减后受让股份总对 价 (元)	受让股份每股价格
窦昕 (产业投资人)	公司董事长兼 CEO、法定代 表人	366,345,334	293,076,267.20	0.8 元/股
浙文互联 (财务投资人)	从事数字营销业务, 浙江 省属国资的股东	88,533,457	132,800,185.50	1.5 元/股
北京福石 (财务投资人)	深厚产业资源积累的机构 投资人	128,220,867	192,331,300.50	1.5 元/股
玖仲睿合 (财务投资人)	深厚产业资源积累的机构 投资人	319,025,727	478,538,590.50	1.5 元/股
合计		902,125,385	1,096,746,343.70	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：豆神教育重整时间表梳理

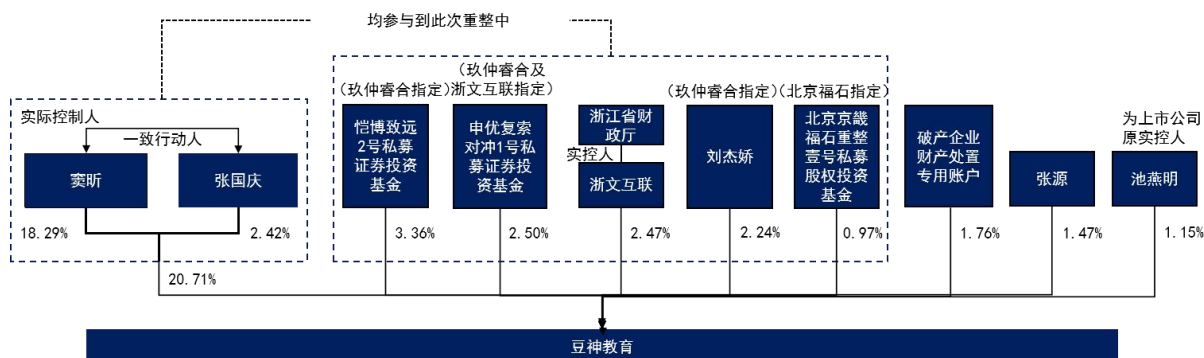


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

股权架构：中文未来创始人窦昕为公司大股东兼实控人

中文未来创始人窦昕在本次重整中起到重要作用。中文未来创始人窦昕以产业投资人身份参与本次重整计划中，并以自有资金 2.93 亿元累计受让 3.66 亿股，对公司重整摘帽起到重要作用。反映出窦昕对中文未来和豆神教育的浓厚感情，以及对大语文教培赛道、公司未来经营具有较强信心。重整后窦昕持股比例达到 18.29%，一致行动人张国庆持股 2.42%，窦昕成为公司大股东兼实控人。

图3：截止 2025 年中报期末豆神教育股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

财务分析：教育主业收入快速增长，AI 教育重塑毛利率显著提升

2025 年上半年公司归母净利润同比增长 50%。2025H1，公司实现营业收入 4.49 亿元，同比增长 36%；归母净利润 1.04 亿元，同比增长 50%；扣非归母净利润 0.67 亿元，同比基本持平，略有下滑，二者差值主要系 4000 万元的业绩补偿款冲回。上年同期存在大额应收账款坏账冲回（信用减值收益 6046 万元），基数较高，若剔除相关事项计算实际营业利润为 4522 万元，同口径下同比增长 134%。

2025Q2 实现营收 2.60 亿元，同比增长 87%；归母净利润 0.67 亿元，同比增长 42%；扣非归母净利润 0.34 亿元。

图4：公司 2021-2025 年上半年收入及收入增速表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司 2021-2025 年上半年利润表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

注：实际营业利润为我们测算所得，测算方式为营业利润减去信用减值损失

分业务看，公司聚焦核心教育业务，转型成效显著。报告期内，教育产品及管理解决方案业务实现收入 4.10 亿元，同比增长 43%，其中艺术类学习服务业务实现收入 2.94 亿元，同比增长 277%，高速增长预计主要系推广有效转化下，参培学生人数提升。直播电商业务实现收入 0.45 亿元，同比下降 47%，录播课产品有待迭代；内容（安全）管理解决方案及服务收入为 0.35 亿元，同比下降 11%。

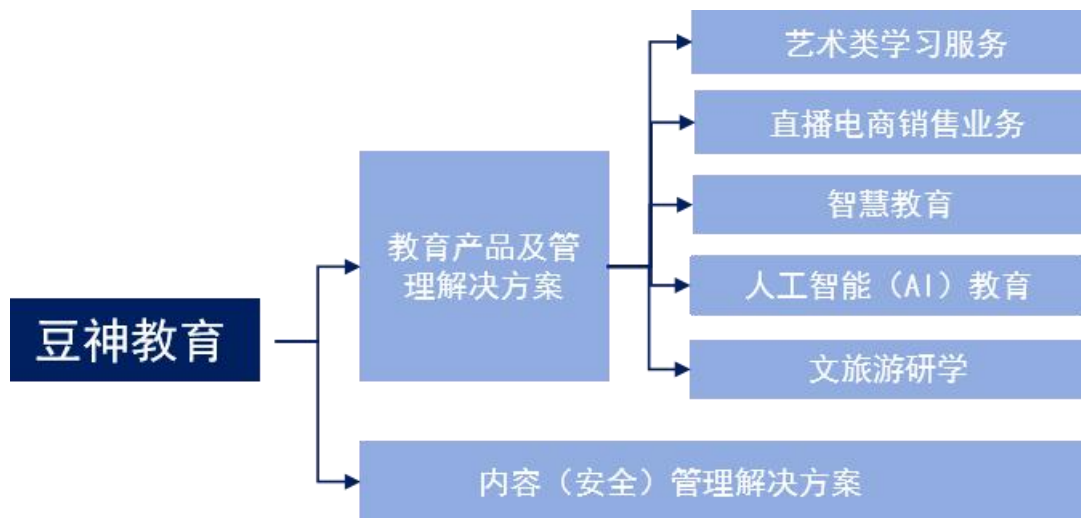
加大市场推广力度，销售收款及合同负债增长强劲。2025H1，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 3.91 亿元，同比增长 25.9%，其中 Q2 单季现金收款同比增

长 48.0%，分析系公司加大市场推广力度，带动课程销售效果显著。报告期末公司合同负债为 2.36 亿元，较上年末增长 12.1%，为未来收入增长奠定基础。

业务模式：专注发展线上 K12 素养培训

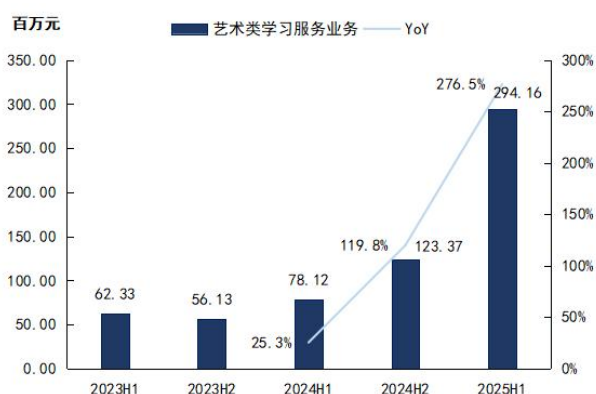
目前公司主营业务主要涵盖五类，包括艺术类学习服务业务（跨科目融合文学文史精华内容打造的“豆神美育”课）、直播电商销售业务（主要销售录播课程及其他教育相关产品）、文旅游研学业务、智慧教育服务业务、AI 教育业务。

图6：豆神教育业务版图



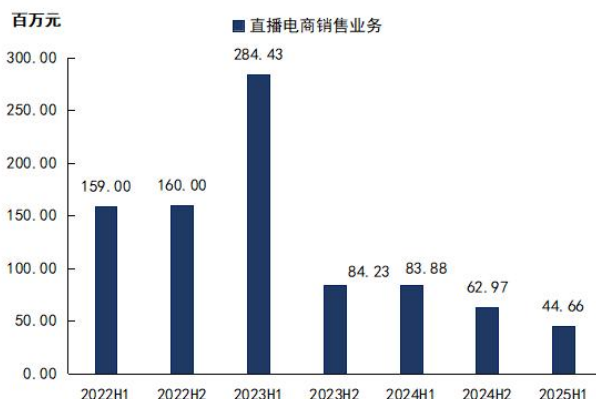
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7：艺术类学习服务业务收入及收入增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：直播电商销售及收入



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

1、艺术类学习服务业务（直播课程）：提供 K12 非学科线上直播课程服务。主要授课内容以大语文素养课程为主，即文艺创作、文学表演、影视艺术、美术赏析、线上美育通识课程等，旨在提升学生的文学素养、文化内涵和艺术审美等综合素养。2025 年 7 月公司也逐步开始推进建设英语素养课程体系。

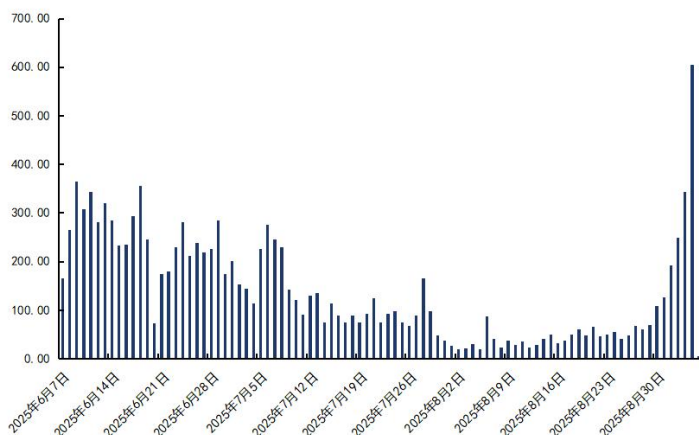
至今，公司提供的班型共有六类课程，分别是《底阅作突破》、《窦神归来》、《王者美育班》、专项课系列的《戏剧文学班》、《戏剧文本解析》、《影视美术赏析》。按照价格带及课程内容划分，《底阅作突破》偏向于入门产品，课时数较少但对大语文核心素养的各个板块基本有所涉及。《窦神归来》为直播课主力产品，该课程曾于2017年以线下班的形式开展，具有一定的口碑基础。《王者美育班》从定价来看为高端产品，亮点在于较为全面地覆盖核心素养各个板块，设立初衷是“一站解决语文学习中遇到的所有问题”。余下的三类专项班则分别侧重于通识、阅读、写作三个方面，可以视作是在综合全面课程的基础上进一步专项突破的课程。**总体来看公司课程设置合理，不同课程定位具有较大差异性，产品之间可以实现相互转化，且基本实现不同人群需求的全覆盖。**

表2：2024年秋季豆神教育核心直播课程

班型	对应年龄段	收费	课程内容	每节课配备讲师
底阅作突破	1-9 年级 分为四个阶段课程单独购买，分别对应 1-2 年级/3-4 年级/5-6 年级/7-9 年级	899 元（12 讲）	语文技巧、例文讲评、原理、练习、文史课以及时事热点直播课	每节课配备 4 名授课老师
窦神归来	3-9 年级	2999 元（60 讲）	讲解经典文言文：中考四记、儒学五讲、天道四寓、史书六传、书表五篇、托物三志、笔记六则	窦昕、赵伯奇、朱雅特
王者美育班	1-9 年级	13660 元 （L1 为 45 讲，L2-L8 为 24 讲）	综合覆盖古代文史、外国文学、策略阅读、创意写作	每节课配备 4 名授课老师
专项班-戏剧文学班（原大语文拔尖班）	1-6 年级文史、文学、文化 7-8 年级读写综合班	3970 元（16 讲）	在东西方文史、文人、文学作品的螺旋体系中，完成古代文史通译、外国文学赏取、现代文本通题的讲授	每节课配备 2 名授课老师
专项班-戏剧文本解析（原阅读班）	3-8 年级 分为三个阶段课程单独购买，分别对应 3-4 年级/5-6 年级/7-8 年级	3010 元（16 讲）	讲解现代文、名著、文言文、古诗词阅读	每节课配备 2 名授课老师
专项班-影视美术赏析（原写作班）	3-9 年级	3010 元（16 讲）	从大师的名著名画名篇中萃取小学到中学作文所需的全部 108 个写作技法	每节课配备 2 名授课老师

资料来源：豆神教育抖音直播间，国信证券研究所整理

图9：豆神教育窦神归来抖音 GMV9 月以来环比显著走高（万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：相关数据为我们借助第三方信息平台统计已知售卖窦神归来产品的账号销售额获得，除抖音外公司还有如私域、小红书等渠道，该数据不代表公司总体营收规模，仅供参考。

豆神教育的一大核心特征在于强大的名师矩阵。豆神教育汇聚了来自北大、北师大等名校中文系的硕博人才，组建一支高水平教师、教研团。

表3：公司部分核心名师履历及主授课程

公司职位	主授课程	履历
窦昕 豆神教育董事长，中文未来创始人	《窦神归来》、《豆伴匠》、《王者美育班》	甘肃高考语文高分记录保持者，以优异成绩考入北师大文学院就读。2008 年毕业后入行教育培训事业，负责语文教研，2010 年创办高思教育集团，2015 年成立中文未来，2023 年受聘担任央视中学生频道特聘语文专家 全国中小学生语文导师。
赵伯奇 豆神教育总裁，豆神大语文联合创始人	《窦神归来》、《豆伴匠》、《王者美育班》	毕业于北京大学文学系，2012 年任高思教育集团语文总监
朱雅特 豆神教育副总裁，全国总校长	《窦神归来》、《豆伴匠》、《王者美育班》	毕业于北京大学教育系
张国庆 教研总部校长	《底阅读突破》、《戏剧文学班》 《王者美育班》	北大文学博士、哈佛大学访问学者，中国现代文学馆特邀研究员、中国作协会员出版两部专著、一部译著，散文入选天津 2013 高考阅读压轴卷
周春亮 创始团队成员，教学总部校长	《王者美育班》	阅读提分总负责人
魏梦琦	《王者美育班》	2020 年北京市海淀区优秀“四有教师”
刘莹	《底阅读突破》、《戏剧文学班》 《王者美育班》	明星青年教师，为央视《开讲啦》特邀青年教师，抖音账号拥有 220 万粉丝，2023 年山东卫视《超级语文课》明星教师
黄晨	《王者美育班》、《豆伴匠 R 系列》	毕业于北大中文系，是思晨写作创始人，曾就职于广电总局监管中心，持续进行文艺创作及学术研究，作品表在《文艺报》《文汇报》《美文》《广电时评》等刊物
陈思	《王者美育班》、《豆伴匠 R 系列》	其母亲为著名诗人舒婷，从小接受文学教育熏陶

资料来源：豆神成长中心，国信证券经济研究所

豆神教育虽正积极推进 AI 教育转型，但其传统的《窦神归来》等核心直播课程仍是我们观察其业务健康度和增长潜力的重要指标。这些课程采用大班直播模式，单次课程可覆盖上万学生，其意义在于，语文学科的学习在很大程度上依赖于情感共鸣和心灵层面的沟通，而真人名师直播恰好能提供这种深度互动和人格化的影响力传递。通过窦昕等名师 IP 的塑造，豆神教育不仅能够与学生建立强烈的情感连接和信任黏性，还为后续更高阶的 AI 教育产品（如单价更高的 AI 超能训练场或学伴机器人）奠定了用户基础和转化路径。我们假设其网课课程人均消费约

5000 元/人，则 2025 年上半年以较快增速已覆盖近 6 万人次，这一庞大用户池和强大 IP 黏性，有望成为其 AI 教育产品未来实现用户转化和商业放量的重要基础。

2、直播电商销售业务（销售录播课）：“双减”后公司转型开展直播电商销售业务，主要销售渠道为抖音。区别于东方甄选，公司销售产品仅限于课程（录播课及直播课次卡）、图书、教育硬件设备等，其中最核心销售产品为豆伴匠录播课。

豆伴匠录播课程是公司自主研发推出的产品，同样是讲解大语文的核心素养阅读、写作、国学。该课程分为主线 L 系列和辅线 R 系列，其中 L 系列是基础班型，以 10 个阶段分别对应小学六个年级、初中三个年级及高中学段，定价在 1000-2000 元间；R 系列是在 L 系列上的升级班型，相较于传统的录播课，R 系列提供更多的课后练习训练，定价在 3000-5000 元间。

除去销售公司自营的录播课程外，公司也借助逐渐建设的豆神教育直播矩阵，建设“豆选联盟”，联合其他品牌，覆盖思维、语言、硬件、教育规划、体育体能等方向，如满分体育、希沃智能学习平板、伴鱼阅读营等，完善家庭教育生态布局，极力挖掘主播矩阵覆盖客户的各方面需求。

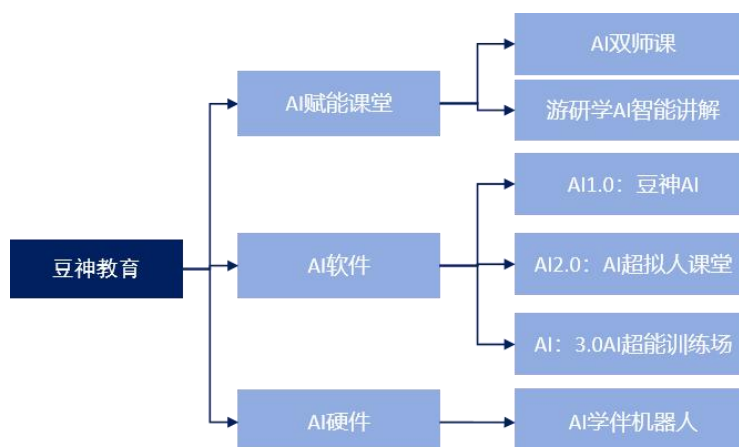
3、文旅游研学业务：公司依托豆神教育品牌核心竞争力和自身的旅游资源，打造文和旅真正融合的文化旅游产品矩阵，研学活动过程中有窦昕等老师提供讲座、伴读服务。公司现已有多款文旅游研学业务产品，包括乌镇文史游、三峡游轮行、欧洲游轮行、湖心亭看雪、宋韵文化游、爱达魔都号日韩研学、“让笔觉醒”等线路。2025H1 该业务实现营业收入 3281 万元。

4、智慧教育服务业务：主要是以康邦科技为主体开展的智慧校园业务，为学前教育至高等教育各阶段的学校提供教育信息化服务，如教学信息化服务系统顶层设计、数字化音视频课程项目、教育软件设计等。

5、AI 教育业务：豆神教育深耕大语文赛道，“双减”前多年线下教培经验，为公司储备了大量可用于训练 AI 模型的数据要素。经过持续性技术迭代与产品升级，目前豆神教育已形成了覆盖教辅、教培不同应用等级的软硬件产品矩阵。

豆神教育 AI 产品体系：

图10：豆神教育 AI 布局体系



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

1) 端模一体的底座产品“豆神 AI”

2024 年 10 月，公司推出以 GraphRAG 技术为基础的端模一体的 AI 学习产品“豆

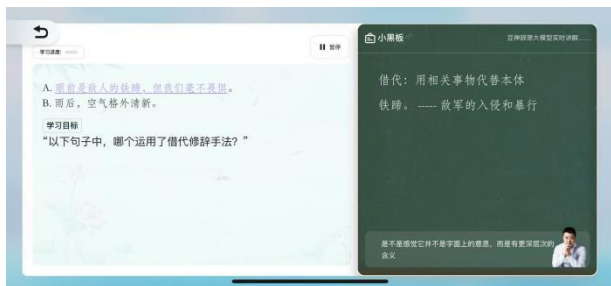
神 AI”。该产品持续更新迭代，目前形成五大功能赋能语文素养教育（详见下表）。该产品系豆神教育在 AI 教育领域的初步探索成果，覆盖市面上现有常见的 AI 教育产品所具备的功能。总体而言，“豆神 AI”展现了公司在 AI 融合教育的初步构思。目前产品定价为 680 元/年，可单独购买，此外官方在销售窦神归来等主力课程时也会赠送试用权限。

表4: 豆神 AI 模块及功能

豆神模块	功能介绍
私教问答功能	学科垂类即时问答大模型，可追问，以学生问题意图为导向，引导学生深度思考
阅读理解私教课堂	专项突破小灶课，符合学习规律及孩子学习进度，单点成科，深入讲解。搭载窦昕声线模拟技术生成课堂内容，讲解经典文章。借助 AI 技术课生成个性化学习计划并实现“讲解-赏析-拓展-测评”全流程互动，并依靠 AI 大模型批改攻克阅读理解主观题评价难题
写作参谋	类似于阅读理解私教课堂，但教授的课程为作文课
批改作文功能	主要通过层层引导的形式辅导学生书写作文，多模态，借助摄像头捕捉画面、实施识别学生手写作文内容
统编教材精讲课堂一对一	区别于阅读理解私教课堂“以老师讲课”为主的教学模式，统编教材精讲课堂借助多模态实现一问一答推进教学进度

资料来源：豆神 AI，国信证券经济研究所

图11: 豆神 AI 阅读理解私教课堂界面



资料来源：豆神 AI，国信证券经济研究所

图12: 豆神 AI 应用首页



资料来源：豆神 AI，国信证券经济研究所

2) AI 教育的教学场景探索：AI 超拟人课堂构建全真课堂场景

豆神教育在去年推出的豆神 AI APP 基础上，于 2025 年上半年上线一款创新产品——AI 超拟人多对一直播课，该产品的特点在于全真模拟课堂，并通过视觉大模型进行实时注意力监控与情绪调整，该产品同样搭载于豆神 AI APP。旨在通过先进的人工智能技术，为学生提供高度拟人化的实时互动教学体验，尤其专注于语文素质能力培养（如诗词讲解等）。课程中，窦昕老师的 AI 分身以超拟人的形态出现，配备虚拟黑板、AI 虚拟同学等元素，支持举手发言、实时问答等互动，AI 老师通过视觉大模型持续监测学生的课堂行为。如果学生出现溜号、分心或情绪波动（如贪玩、注意力不集中），系统会立即识别并提醒学生回归学习状态。这确保了课堂吸收效率，避免学生因走神而错过关键内容。

图13: 豆神教育 AI 超拟人多对一直播课全真模拟课堂



资料来源: 豆神 AI App、声网、国信证券经济研究所

图14: 豆神 AI 超拟人多对一直播课可随时打断-举手提问



资料来源: 豆神 AI App、国信证券经济研究所

3) AI 超能训练场与 AI 双师课

豆神教育在豆神 AI 及超拟人课堂的基础上进一步打磨, 打造了 AI 超能训练场产品, 目前已上架 AI 超能训练场语文素养课中的作文和阅读两款 SKU。相较此前的豆神 AI 和超拟人产品, AI 超能训练场借助 AI 实时互动、即时生成的功能进一步打破常规, 以包括游戏闯关、拆分场景视角在线等在内的更加多元的形式开展课堂教学。

其中“超练作文”产品定位为命题作文 AI 训练课程, 核心解决学生写作中“无画面感”与“语言组织难”两大痛点。根据实机演示 (《最后一投》课程), 产品创新运用“多镜头语言”, 将写作场景 (如篮球赛决胜时刻) 拆解为多个观察视角 (如球员特写、观众反应、自身视角), 指导学生构建画面细节与行文逻辑, 并最终形成一篇完整文章, 近期产品更新新增《天安门升旗》等经典场景进一步丰富课程体系。超练阅读打造游戏化闯关的模式, 激发学生参与度, 以精准解决思路混乱、要点遗漏等问题, 反复生成训练引导学生培养独立、准确的阅读思考能力。后续计划每月发布一款超练系列产品, 单独一款 SKU 售价为 1200 元。

图15: 超练作文展示 1 对 1 实施视频督学功能



资料来源: 辞源算法实验室, 国信证券经济研究所

图16: 豆神王者 club 超练阅读产品



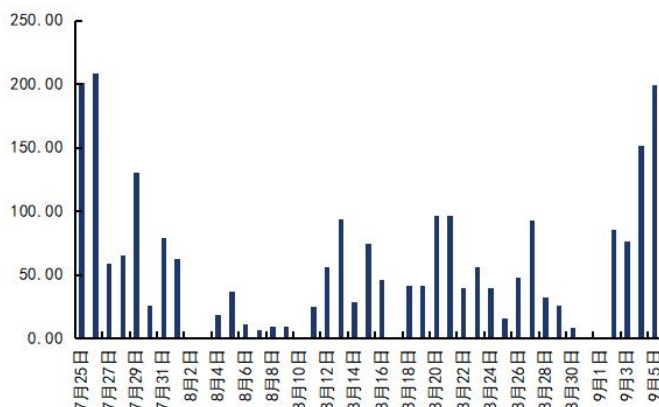
资料来源: 辞源算法实验室, 国信证券经济研究所

发售起至今, “超练”产品抖音品牌 GMV 已破 2100 万。目前豆神教育公域主要通过抖音店播的形式进行销售, 目前有包括豆神图书旗舰店、豆神知行而行门店、豆神书店等店铺进行公域销售, 此外公司也通过美育课程的私域流量销售产品。据辞源算法实验室数据, 公司自发售起截至 7 月 30 日“超练”产品公域与私域

GMV 已达 1740 万。我们通过第三方平台“考古加”数据统计，截至目前抖音平台 GMV 已突破 2100 万。

豆神教育的 AI 双师课是其 AI 教育生态矩阵中的核心组成部分，它通过真人名师与 AI 名师协同的模式，旨在提供高质量、大规模且个性化的教学服务。通过 AI 改造的《豆神小王者》班，将继续由名师担任课程主讲老师，但借助 AI 系统协同帮助学生分析学情、查漏补缺，满足名师授课的同时兼顾千人千面的个性化需求。

图17: 豆神教育超练产品抖音 GMV 跟踪（单位万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：相关数据为我们借助第三方信息平台统计已知售卖超能训练场产品的账号销售额获得，除抖音外公司还有如私域、小红书等渠道，该数据不代表公司总体营收规模，仅供参考。

4) 计划推出的 AI 硬件产品：AI 学伴机器人

豆神教育计划推出面向家庭场景的学伴机器人，定位为人工智能时代深度融入生活的全新家庭成员，旨在全方位融入孩子的生活，陪伴小朋友成长。它凝聚了对“家庭智能伙伴”的深刻理解，拥有超多角色身份，能通过肢体动作和自然语言进行深度互动，从生活、学习、游玩等方面全方位陪伴小朋友认知世界、探索成长。

行业分析：K12 素养教培维持高景气度，AI 赋能发展前景广阔

表5: 2019 年全国分城乡中小学生学科培训参与率

	全部	城乡		一线城市	城镇内部	
		城镇	农村		二线城市	县城
小学	25.3%	32.4%	14.9%	44.1%	36.5%	20.8%
初中	27.8%	36.5%	16.0%	57.3%	36.0%	22.8%
高中	18.1%	23.2%	9.0%	39.6%	25.7%	16.0%
全部	24.4%	31.4%	14.1%	46.2%	34.0%	20.1%

资料来源：CIEFR，国信证券经济研究所整理

注：CIEFR 使用抽样调查的方法测算参与率，其中高中指“高中阶段”，包括普通高中和中职部分及没有上学的部分，因此对应的是分母为“高中适龄人口”的口径。

根据 CIEFR（北京大学中国教育财政科学研究所）2019 年对全国 29 省，共 3.46 万户家庭的抽样调查数据，我们可先对“双减”前的 K12 学科类培训市场进行分析：2019 年全国中小学生参培率为 24.4%。其中，城市居民（31.4%）显著高于农村（14.1%），预计主要系课外培训资源分布及居民可支配收入差异所致。在学段分布上，初中参培率最高（27.8%），其次为小学（参培率为 25.3%）。我们分析

“双减”后 K12 教培供给逐步向素养课程转型，实现回补，参培率逐步回到 2019 年水平，并有望实现持续增长。但具体来看，据智研咨询 2017 年数据显示，双减前 K12 阶段语文、英语、数学培训参培率分别为 8.4%、31.1%、17.8%，参培率差异预计主要源于不同科目的提分难度高低，我们预计受双减前的提分思维惯性影响，双减后 K12 阶段语文素养课程参培率仍要低于外语、科学思维等课程。目前豆神教育培训课程以语文素养为主，逐步向外语、科学思维扩科。

2024 年预计中国教育科技市场合计约 3758 亿元，其中 C 端在线教育市场规模预计接近 3495 亿元。据艾瑞咨询估算，2024 年我国教育科技市场（涵盖 B 端 AI 教育系统、C 端的在线教育平台以及消费级硬件产品）规模合计约 3466 亿元。其中 C 端市场占比超过 90%，市场更为庞大。但另一方面，AI 渗透率约在 7%左右（艾瑞咨询通过专家咨询等方式估算，口径为 AI 技术在收入中的贡献），仍有较高的提升空间。

图18: 2017-2024 年我国教育科技市场规模测算



资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

盈利预测

我们认为，公司汇聚了以董事长窦昕、总裁赵伯奇为代表的一批业内名师，教学阵容实力突出，并依托多年积累的教培行业经验，奠定了扎实的教学与教研基础。在此基础上，公司积极引入 AI 技术，通过双师互动模式，将优质课程高效传递至大规模学生群体，在实现广泛覆盖的同时，也具备满足个性化学习需求的能力，供需两旺，前期公司通过加大市场投入，抢占业务布局先机，有望迅速扩大学生规模。未来，随着 AI 教育产品矩阵不断丰富，ARPPU 预计将持续提升，带动收入端加速增长。2025 年上半年艺术类学习服务业务收入增速达到 277%。

基于以上分析，我们预计公司 2025-2027 年间收入端将分别 63%/51%/43%的增速增长，同时受益于 AI 教育课程占比提升，公司盈利能力也将持续修复。**收入端假设如下：**1) **艺术类学习服务业务**，未来公司通过 AI 双师课、AI 超能训练场产品持续强化 AI 教育服务，覆盖学生人数有望快速增长，预计 2025-2027 年将分别达到 9.7 万/15.1 万/22.2 万人 2) **直播电商销售业务**，过去主要以销售豆伴匠等录播课程为主，随着后续公司经营重心逐步向艺术类学习服务转移，我们预计该项

业务收入规模将下滑。3) **文旅游研学业务**，主要系公司为线上用户提供的线下文旅增值服务，线下服务对人力团队要求较高，我们保守预计公司重心发展 AI 教育产品的战略下，游研学业务收入保持稳健增长。4) **智慧教育服务业务及内容（安全）管理解决方案及服务**预计非业务重点，收入规模预计将下滑。

成本端：我们分析公司的 AI 教育商业模式下，成本端主要系教师人力成本（授课教师及助教薪酬）及软硬件产品服务（包括算力成本、线上平台销售抽佣等）。随公司收入规模提升，算力及人力成本有望快速摊薄，因此我们预计公司毛利率有望实现快速提升，预计 2025-27 年毛利率分别为 65.3%/69.1%/69.1%。

费用端：1) **销售费用率：**预计 2025-27 年公司仍处于投流抢占市场，扩大覆盖学生群体规模阶段，但预计伴随老生持续转化，销售费用率有望下行，我们预计公司 2025-27 年销售费用率为 44%/42%/41%；2) **管理费用率：**预计在收入快速增长背景下，管理费用有望摊薄，预计 2025-27 年管理费用率（不含无形资产摊销）为 8.8%/8.5%/8.0%；3) **研发费用率：**公司每年保持一定量级 AI 技术及课程研发投入，我们预计研发支出规模维持在 5000-6000 万元体量，但预计研发周期短，每年大部分研发支出有望资本化，预计 2025-27 年研发费率为 0.6%/0.3%/0.2%。4) **财务费用率：**预计公司账上现金持续产生利息收入。

综上，我们预计 2025-27 年公司有望实现归母净利润 2.11/3.33/5.24 亿元。

表6：公司收入拆分及成本费用预测表

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1013.37	992.81	756.82	1235.62	1871.57	2674.45
YoY	-10%	-2%	-24%	63.26%	51.47%	42.90%
教育产品及管理解决方案		867.76	642.16	1139.63	1786.16	2598.46
YoY				77%	57%	45%
艺术类学习服务业务	108.19	118.46	201.49	837.48	1,507.04	2,219.68
YoY		9.5%	70.1%	315.6%	79.9%	47.3%
客单价			5000	8621.5	9746.5	9859.7
参训人数（人）			40299	97138.8	154623.6	225126.72
K9 学生人数（亿人）			1.48	1.47	1.43	1.37
语文参训率			20%	22%	24%	26%
市占率（按人数算）			0.1%	0.3%	0.5%	0.6%
寒神归来		29.0	60.0	320.5	538.4	892.4
语文王者班		89.5	141.5	355.3	349.5	349.4
AI 超练+AI 学伴				116.6	576.0	936.0
英语王者班				45	43	42
直播电商销售业务	319.00	368.66	171.09	80.00	40.00	20.00
文旅游研学业务		20.78	12.34	15.5	15.1	19.6
智慧教育服务业务	357.10	248.66	200.00	90.14	29.28	9.51
内容（安全）管理解决方案及服务	229.08	236.26	107.88	95.99	85.41	75.99
毛利	302.16	310.91	341.52	806.70	1,293.48	1,846.94
%	29.8%	31.3%	45.1%	65.3%	69.1%	69.1%
销售费用	207.10	183.40	227.05	543.67	786.06	1,096.53
%	20%	18%	30%	44.0%	42.0%	41.0%
管理费用（不含无形资产摊销）	94.23	152.24	83.20	105.00	159.08	227.33
%	9.3%	15.3%	11.0%	8.5%	8.5%	8.5%
研发费用	67.10	41.88	4.62	7.54	5.61	5.62
%	7%	4%	1%	0.6%	0.3%	0.2%
信用减值损失	-125.02	-161.24	79.63	70.00	0	0

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

此外，考虑到目前 AI 教育行业技术应用正逐步进入验证期，而公司也正推出 AI

教育 3.0 超能训练场产品。结合发售至今销售表现来看，目前 2 款 SKU 发售 40 余天已实现 2100 万元 GMV，且从单日销量来看并未出现下滑趋势。乐观来看，伴随后续 SKU 品类逐步扩张，以及 AI 硬件学伴机器人的推出，公司业绩存在实现更优表现的可能性，假设伴随 AI 超练产品逐步得到验证，在寒神归来学生群体中实现较高的渗透率，同时 AI 双师课教学质量良好，语文、英语小王者班的转化率也维持较高水平，则：

表7：公司收入、业绩乐观预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1013.37	992.81	756.82	1235.62	2050.94	3472.35
YoY	-10%	-2%	-24%	63.26%	65.99%	69.31%
教育产品及管理解决方案		867.76	642.16	1023.10	1880.01	3285.19
YoY				59%	84%	75%
艺术类学习服务业务	108.19	118.46	201.49	837.48	1,795.64	3,236.06
YoY		9.5%	70.1%	315.6%	114.4%	80.2%
客单价			5000	8621.5	11613.0	14374.4
参培人数（人）			40299	97138.8	154623.6	225126.72
K9 学生人数（亿人）			1.48	1.47	1.43	1.37
语文参培率			20%	22%	24%	26%
市占率（按人数算）			0.1%	0.3%	0.5%	0.6%
寒神归来		29.0	60.0	320.5	538.4	892.4
语文网校班		89.5	141.5	355.3	582.5	873.5
AI 超练				116.6	576.0	1248.0
英语网校班				45	99	222
直播电商销售业务	319.00	368.66	171.09	80.00	40.00	20.00
文旅研学业务		20.78	12.34	77.4	100.6	130.8
智慧教育服务业务	357.10	248.66	200.00	90.14	29.28	9.51
内容（安全）管理解决方案及服务	229.08	236.26	107.88	95.99	85.41	75.99
毛利	302.16	310.91	341.52	710.57	1,367.88	2,384.48
%	29.8%	31.3%	45.1%	63.5%	69.6%	70.9%
销售费用率	20%	18%	30%	40.0%	39.0%	38.0%
管理费用率	17%	17%	13%	8.9%	8.5%	8.2%
研发费用率	7%	4%	1%	0.6%	0.3%	0.2%
信用减值损失	-125.02	-161.24	79.63	70.00	0.00	0.00
归母净利润	-686.93	31.60	136.37	231.32	430.15	802.26

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议：名师加持及 AI 赋能下，2025H1 公司艺术类服务业务实现快速增长。展望下半年，公司新推出的 AI 双师课及超能训练场，及计划推出的学伴机器人，有望成为新的收入增长点。根据公司新产品市场反响，未来品类投放节奏、我们中性预测公司 2025-2027 年业绩 2.11/3.33/5.24 亿元。但作为行业技术应用与公司经营双拐点型的公司，目前公司在 AI 教育产品运营上具有品牌优势与用户基础，后续有 AI 产品迅速放量的可能性，我们建议密切跟踪，维持“优于大市”评级。

表8：可比公司相对估值表

	股价	市值（亿元）	营业收入			CAGR	PS			投资评级
			2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E	
多邻国 DUOL. O	1,927.11	883.04	71.6	90.5	111.7	24.9%	12.3	9.8	7.9	无评级
豆神教育 300010. SZ	8.14	168.22	12.4	18.7	26.7	47.1%	13.6	9.0	6.3	优于大市

资料来源：Wind，Bloomberg，国信证券经济研究所整理

风险提示

盈利预测的风险

我们假设公司未来3年收入增长63.3%/51.5%/42.9%，可能存在对公司赛神归来、AI产能训练场等产品销量预计偏乐观、进而高估未来3年业绩的风险。

我们预计公司未来3年毛利率分别为63.5%/69.1%/69.1%，可能高估公司对营业成本的控制能力，存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来3年盈利预测值高于实际值的风险。

业务政策风险

目前公司主要收入以通过在线网课及AI产品开展语文、英语K12素养课程为主，教育行业对政策的敏感度高，尽管2021年7月《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》并未对素养课程进行明确限制，但不排除新的政策变动及公司业务是否判定为非学科培训的变更，导致公司股价扰动的可能性。

销量不及预期的风险

市场对AI教育产品的接受程度是一个关键变量，若学生和家长反响平淡，可能导致报名人数或购买量远低于预期，从而无法支撑公司的业绩增长蓝图。

股东减持风险

公司破产处置账户仍持股1.76%，未来若进一步进行处置，及公司主要股东若因个人资金周转需求（如债务偿还或新投资布局）而进行股份减持，可能致使公司股价承压。尽管减持动机或与公司基本面无直接关联，但市场可能将其解读为股东对公司前景信心不足，从而引发短期抛压及股价波动。

产品研发不及预期的风险

AI新产品（如学伴机器人、超能训练场等）仍处于不断升级和进化过程中，存在技术突破不及预期的风险。AI教育产品的研发，尤其是在理解、表达和情感互动等主观因素上具有较高难度，技术壁垒较高。从研发到实际量产上市全过程存在不确定性，这意味着其后续产品能否如期达到设计效果和实现规模化应用仍需观察。

竞争加剧的风险

豆神教育所处的竞争环境日益激烈。AI教育赛道吸引了众多实力雄厚的企业进入，包括新东方、好未来等传统教育巨头，以及网易有道、科大讯飞等科技公司，它们均在积极研发和推广自家的AI教育产品对激烈的市场竞争，豆神教育能否持续保持技术和产品的领先优势存在疑问。我们认为公司在产品的创新型和技术上存在一定的领先，但竞争对手的策略变化、产品创新或价格竞争可能对其市场份额、续读率及盈利能力构成压力。

核心教师流失风险

教育行业核心资源之一为师资力量，公司传统业务中的 K12 教育直播大班课对名师依赖性高，若集团总部教研名师出走则可能对公司教学研发造成负面影响，进而影响公司教学质量。

历史信息披露违规导致的潜在风险

疫情和“双减”后公司重整期间公司有相关诉讼、仲裁事项应披露但未披露，于 2025 年收到中国证券监督管理委员会出具的《行政处罚决定书》。公司高度重视并已积极完成整改，包括采取补充披露公司诉讼仲裁情况、加强上市公司关键少数及相关人员学习、修订并严格执行《重大信息内部报告制度》等措施，以期全面提升公司治理水平和规范运作能力。

舆情风险

教育行业为社会重点关注行业，公司目前业务涉及 K12 培训，受培训基数较大，若出现学生安全事故、教学设施不安全事件、教师言行不当等可能引发社会广泛讨论，冲击集团声誉进而影响远期经营。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1193	648	634	994	1546	营业收入	993	757	1236	1872	2674
应收款项	233	197	31	48	68	营业成本	682	412	429	578	826
存货净额	246	159	101	136	194	营业税金及附加	6	6	6	6	3
其他流动资产	150	130	7	11	16	销售费用	183	226	544	786	1097
流动资产合计	1836	1200	840	1255	1891	管理费用	172	96	114	164	219
固定资产	217	205	314	310	306	研发费用	42	5	8	6	6
无形资产及其他	103	123	119	115	111	财务费用	145	(22)	(16)	(20)	(32)
投资性房地产	791	821	821	821	821	投资收益	592	(13)	3	3	3
长期股权投资	10	2	2	2	2	资产减值及公允价值变动	(112)	24	70	0	0
资产总计	2958	2350	2095	2503	3130	其他收入	(199)	77	(8)	(6)	(6)
短期借款及交易性金融负债	24	3	2	2	2	营业利润	87	127	225	355	559
应付款项	222	135	31	42	60	营业外净收支	(86)	(7)	0	0	0
其他流动负债	1723	500	129	182	255	利润总额	1	119	225	355	559
流动负债合计	1969	638	162	226	317	所得税费用	(25)	(19)	11	18	28
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(5)	1	3	4	7
其他长期负债	89	98	107	116	126	归属于母公司净利润	32	137	211	333	524
长期负债合计	89	98	107	116	126	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	2058	736	269	343	443	净利润	32	137	211	333	524
少数股东权益	(63)	(9)	(8)	(6)	(3)	资产减值准备	(165)	(318)	(40)	1	2
股东权益	962	1622	1833	2166	2691	折旧摊销	38	28	18	19	20
负债和股东权益总计	2958	2350	2095	2503	3130	公允价值变动损失	112	(24)	(70)	0	0
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	145	(22)	(16)	(20)	(32)
每股收益	0.02	0.07	0.10	0.16	0.25	营运资本变动	112	(1505)	(160)	19	19
每股红利	0.00	0.02	0.00	0.00	0.00	其它	159	319	41	0	1
每股净资产	0.47	0.78	0.89	1.05	1.30	经营活动现金流	289	(1362)	0	373	566
ROIC	-896.33%	4.46%	11%	28%	45%	资本开支	0	291	(13)	(13)	(13)
ROE	3.28%	8.45%	12%	15%	19%	其它投资现金流	17	(52)	0	0	0
毛利率	31%	46%	65%	69%	69%	投资活动现金流	25	247	(13)	(13)	(13)
EBIT Margin	-9%	2%	11%	18%	20%	权益性融资	0	36	0	0	0
EBITDA Margin	-5%	5%	12%	19%	20%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-2%	-24%	63%	51%	43%	支付股利、利息	(0)	(36)	0	0	0
净利润增长率	-105%	334%	54%	58%	57%	其它融资现金流	748	607	(1)	0	0
资产负债率	67%	31%	13%	13%	14%	融资活动现金流	748	571	(1)	0	0
股息率	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	1062	(545)	(14)	360	553
P/E	532.4	122.7	79.8	50.5	32.1	货币资金的期初余额	131	1193	648	634	994
P/B	17.5	10.4	9.2	7.8	6.3	货币资金的期末余额	1193	648	634	994	1546
EV/EBITDA	(355.4)	434.5	111.0	48.9	31.7	企业自由现金流	0	(1172)	(25)	340	524
						权益自由现金流	0	(565)	(12)	360	554

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032