

“三维共振”助力成长，中期业绩值得期待

2025 年 06 月 26 日

► **教育行业“三维共振”，中高考迎来“黄金十年”。**近几年，教育行业迎来政策边际改善、行业供给出清、需求持续释放的“三维共振”。教育政策在教育强国的背景下呈现边际改善的趋势，为行业发展提供相对宽松的环境；教育行业经历了政策推动型供给侧出清，行业龙头采取收缩战略，中小机构大多关停并转，行业供给出清；择校、升学等刺激教育需求的释放，且伴随客单价的上行。同时，受“二胎”政策放开和“龙宝”的到来，2011-2017 年我国迎来生育小高峰，中高考有望迎来“黄金十年”，中高考市场有望迎来持续增长。

► **存量竞争+剩者为王，教育公司业绩释放。**教育行业整体进入存量竞争+剩者为王的阶段，行业龙头、区域龙头是当前教育市场的主要参与者，线下网点（复点+新开）增长较快，并积极布局 AI+教育，有望充分受益行业复苏及新业务的发展。同时，受政策影响，之前“跑路”的机构和以资本为导向、并寻求资产证券化退出的机构很难回归或入局。我们认为经历了“双减”没有“跑路”，“活下来”的教育公司都是“好公司”，并享受了市场复苏红利，近几年业绩持续释放。学大教育、行动教育、科德教育、华图山鼎实现了营收和利润的“共振”，利润保持较高的水平；凯文教育、昂立教育实现了营收快速增长，未来业绩释放可期。

► **教育公司经营良好，中期业绩值得期待。**新招生、续费率、客单价、排课及报到率等“四大变量”决定了教育公司盈利空间。当前的市场环境有利于教育上市公司，合同负债较快增长，订单收入比相对较高，中期业绩增长无忧，部分公司中期业绩值得期待。校外培训弹性较大，学大教育预计仍将保持较快的业绩增长，昂立教育有望扭亏为盈；学校类教育公司稳中有升，凯文教育迎来趋势性经营拐点，预计中报继续保持盈利状态，下半年业绩有望提速；“公考”行业格局变化显著，华图山鼎华丽蜕变“公考”线下新龙头，业绩有望加速释放；管理培训相对稳定，行动教育预计业绩增长放缓，利润端将保持一定幅度增长。

► **投资建议：业绩估值“戴维斯双击”，维持行业“推荐”评级。**我们认为教育行业迎来政策边际改善、行业供给出清、行业需求释放的“三维共振”，中期业绩值得期待，估值优势日益显著，有望迎来业绩与估值的“戴维斯双击”。同时，教育行业是 AI 重要应用场景，AI+教育崛起有望提升行业估值空间。我们认为教育行业配置正当时，维持行业“推荐”评级，重点推荐凯文教育（国际学校“第一股”，积极布局 AI+教育）、华图山鼎（公考线下“新龙头”，业绩有望加速释放）、学大教育（“个性化”教培龙头，受益中高考需求释放）、行动教育（实效管理“第一股”，“一体两翼”战略发力）；审慎推荐科德教育（油墨龙头战略转型，AI+教育值得期待）、昂立教育（沪上全科教培龙头，战略转型前景可期）。

► **风险提示：**政策变动、行业竞争加剧、招生不及预期、业绩释放缓慢等风险。
重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
002659	凯文教育	4.99	-	0.07	0.16	-	71	31	推荐
300492	华图山鼎	66.66	0.27	1.64	2.06	246	41	32	推荐
000526	学大教育	47.48	1.47	2.11	2.54	32	23	19	推荐
605098	行动教育	35.23	2.25	2.79	3.29	16	13	11	推荐
300192	科德教育	14.41	0.44	0.48	0.51	33	30	28	审慎推荐
600661	昂立教育	10.57	-	0.13	0.34	-	77	30	审慎推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测（备注：股价为 2025 年 6 月 26 日收盘价）。

推荐

维持评级



分析师 苏多永

执业证书：S0100524120001

邮箱：suduoyong@mszq.com

相关研究

1. 教育行业 2025 年中期策略：“三维共振”未来可期，AI+教育助力估值提升-2025/05/31

目录

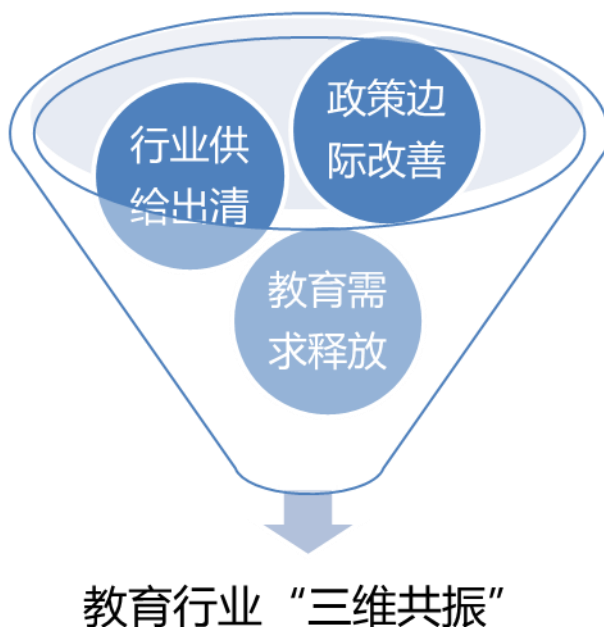
1 教育行业“三维共振”，中高考迎来“黄金十年”	3
1.1 教育行业“三维共振”，行业发展迎来机遇	3
1.2 教育投入持续加码，未来空间值得期待	4
1.3 “二胎”放开人口红利再现，中高考迎来“黄金十年”	4
1.4 素质培训强势崛起，升学培训需求强劲	5
2 “存量竞争+剩者为王”，教育公司业绩释放	8
2.1 “存量竞争+剩者为王”，行业竞争格局生变	8
2.2 AI+教育政策持续加码，教育龙头有望充分受益	9
2.3 上市公司跑马圈地，业绩有望加速释放	11
2.4 收现比高现金流好，负债率低盈利能力强	13
3 教育公司经营良好，中期业绩值得期待	15
3.1 四大变量决定空间，业绩释放动力十足	15
3.2 订单收入比相对较高，中报业绩值得期待	15
3.3 校外培训弹性较大，管理培训相对平稳	16
4 业绩估值“戴维斯双击”，维持行业“推荐”评级	21
4.1 “三维共振”未来可期，存量竞争+剩者为王	21
4.2 估值整体处于较低水平，教育+AI助力估值提升	21
4.3 业绩估值“戴维斯双击”，维持行业“推荐”评级	22
5 风险提示	24
插图目录	25
表格目录	25

1 教育行业“三维共振”，中高考迎来“黄金十年”

1.1 教育行业“三维共振”，行业发展迎来机遇

近几年，教育行业迎来政策边际改善、行业供给出清、需求持续释放的“三维共振”。从政策面来看，《校外培训管理条例（征求意见稿）》、《北京市民办教育促进法（修订草案征求意见稿）》和《教育强国建设规划纲要（2024-2035）》等政策文件的推出，彰显出教育政策持续边际改善，尤其是教育强国建设彰显了教育基础性、战略性支撑地位，实施国家教育数字化战略、促进人工智能助力教育改革，开辟发展新赛道，塑造发展新优势。从行业供给来看，“双减”带来了行业供给侧出清，根据教育部校外教育培训监管司有关负责人介绍，截至2022年2月，线下校外培训机构压减率为92.14%，线上校外培训机构压减率为87.07%。从市场需求来看，未来十年我国将迎来中高考的“黄金十年”，报名人数、招录人数均有望再创新高，“中高考”教育需求强劲；素质教育站上时代“风口”，成为“双减”之后教育公司布局的主要细分赛道，市场规模也呈现快速增长的态势；出国留学重拾增长，非美地区留学增长强劲，出国留学人数有望挑战前期新高。

图1：教育行业迎来“三维共振”：政策边际改善、行业供给出清、需求持续释放

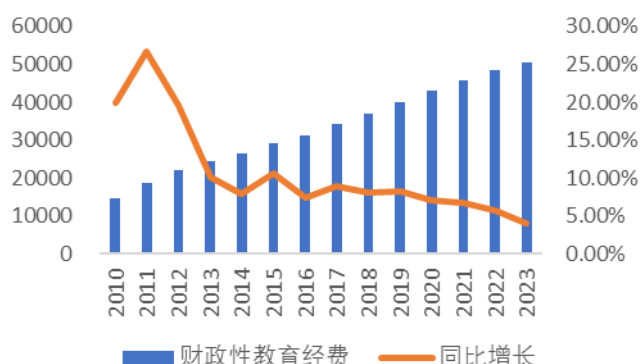


资料来源：中共中央、国务院、教育部等，民生证券研究院

1.2 教育投入持续加码，未来空间值得期待

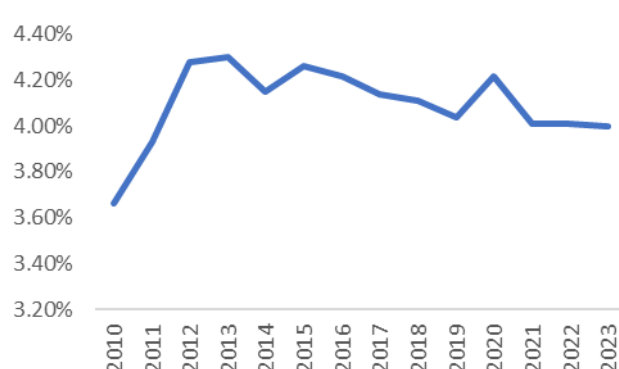
2010 年 7 月《国家中长期教育改革和发展规划纲要(2010 - 2020 年)》对外发布，提出财政性教育经费占国内生产总值的比例为 4%，其中财政学教育经费主要包括一般公共预算安排的教育经费、政府性基金预算安排的教育经费、国有及国有控股企业办学中的企业拨款、校办产业和社会服务收入用于教育的经费等。2010 年国家财政性教育经费为 14670 亿元，同比增长 19.94%，占同期 GDP 的比重 3.66%；2023 年国家财政性教育经费为 50439 亿元，同比增长 4.06%，占同期 GDP 的比重 4%；2010-2023 年国家财政性教育经费连续增长，复合增长率 9.97%，2012 年以来国家财政性教育经费占比均达到或超过 4%，其中 2013 年占比最高，达到 4.3%。预计未来国家财政性教育经费高占比能够得到维持，《教育强国建设规划纲要（2024—2035 年）》提出健全教育战略性投入机制，各级政府要加大财政投入力度，确保财政一般公共预算教育支出逐年只增不减，确保按在校学生人数平均的一般公共预算教育支出逐年只增不减，保证国家财政性教育经费支出占国内生产总值比例高于 4%，教育行业未来发展空间值得期待。

图2：2010-2023 年财政性教育经费（亿元）及增速



资料来源：教育部，民生证券研究院

图3：2010-2023 年财政性教育经费占 GDP 比重



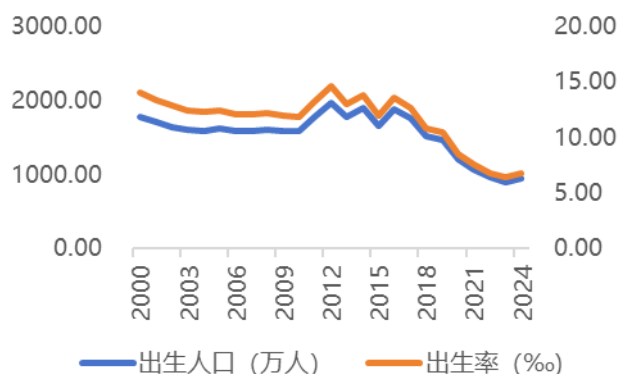
资料来源：教育部，民生证券研究院

1.3 “二胎”放开人口红利再现，中高考迎来“黄金十年”

随着“龙宝”到来和“二胎”政策的放开，2011-2017 年我国迎来了生育小高峰。根据国家统计局数据，2012 年我国出生人口约 1973 万人，出生率 14.57‰，均创下 2000 年以来新高；2011-2017 年年均出生人口 1819 万人，较 2020-2010 年年均出生人口高出 192 万人。出生人口的变化趋势，决定了适龄儿童小学入学高峰是 2023 年，初中入学高峰是 2028 年，高中入学高峰是 2030 年。普通小学招生人数从 2014 年的 1658 万人增加到 2023 年的 1878 万人，2024 年普通小学招生人数 1617 万人，在校生 10584 万人，毕业生 1857 万人。初中招生从 2015

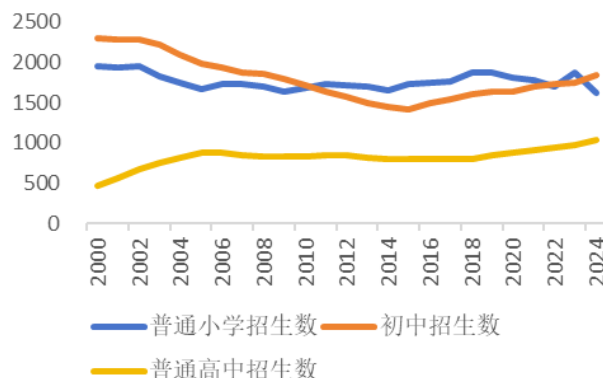
年的 1411 万人增加到 2024 年的 1849 万人,2024 年初中在校生约 5386 万人,毕业生约 1698 万人;普通高中招生从 2018 年的 793 万人增加到 2024 年的 1036 万人,2024 年普通高中在校生约 2922 万人,毕业生约 891 万人。未来几年,初高中招生人数、在校生人数均将稳步提升,中高考有望迎来“黄金十年”。

图4: 我国出生人口 (万人) 及出生率 (‰)



资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

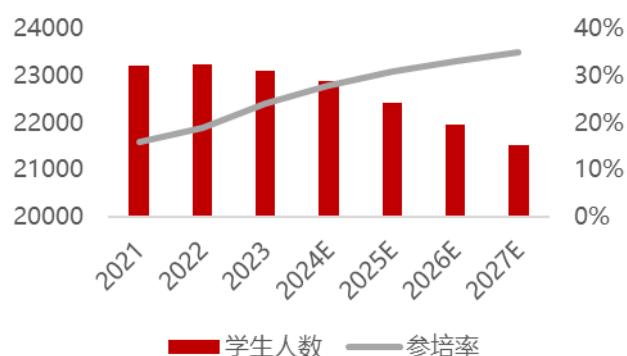
图5: 我国普通小学、初中和普通高中招生人数 (万人)



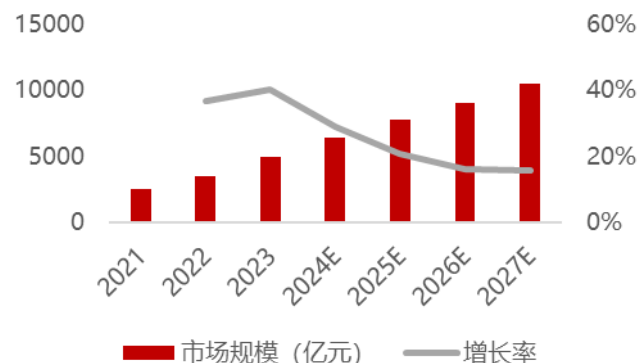
资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

1.4 素质培训强势崛起，升学培训需求强劲

“双减”前，学科培训是校外培训的核心内容，尤其是语数外的培训贯穿了从学前教育到义务教育的全过程。“双减”后，学科培训受到严格限制，培训机构纷纷转型，聚焦学科素养、素质教育等，如好未来的学而思素养、昂立教育的hello科学等，同时打通升学链，积极发展面向中高考的素质教育升学辅导。近几年，素质教育可谓一枝独秀，强势崛起，艺术、体育、STEAM、营地、研学、素养等素质教育快速发展，且上海中考有综合素质评价，增强了素质教育参培的主动性和粘性。根据多鲸教育研究院发布的《2024 素质教育行业发展趋势报告》，素质教育总市场规模=校外市场规模+校内市场规模，其中校外市场规模测算以“市场规模=在校生人数*渗透率*年客单价”进行估算，并假设 2023 年学前至高中人数 2.31 亿人，参培率 24%，客单价 6229 元/年，测算出 2023 年我国素质教育校外市场规模 3454 亿元。同时，多鲸教育研究院结合专家访谈数据，2023 年校内素质教育市场约等于校外素质教育市场的 45%，测算出 2023 年素质教育总市场规模约 5008 亿元，并预测未来几年仍保持较快增长，即 2024-2027 年素质教育总市场规模分别为 6463 亿元、7825 亿元、9101 亿元和 10536 亿元，分别同比增长 23%、21%、16%和 16%。

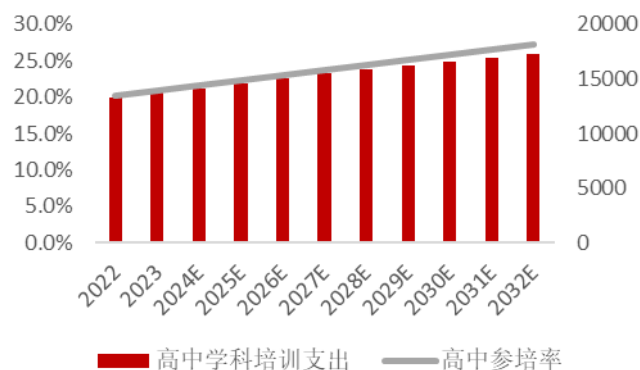
图6：我国幼儿园到高中学生数（万人）及参培率（%）


资料来源：多鲸教育研究院，民生证券研究院

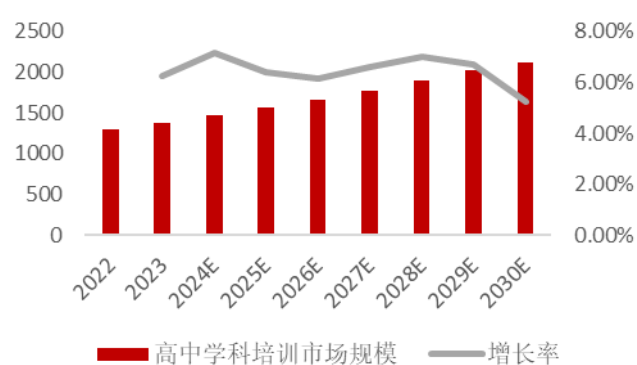
图7：我国素质教育市场规模（亿元）及增速预测


资料来源：多鲸教育研究院，民生证券研究院

随着中高考人数增加，以升学为导向的校外培训需求增加。根据观研天下研究报告，2022-2023 年我国高中学科参培率分别为 20.2%和 20.9%，在“双减”背景下，学科校外培训控制较严，但高中学科参培率不降反升，显示出以升学为导向的校外培训需求释放。观研天下研究报告显示，2024 年我国高中学科培训市场规模达 1470 亿元，预计到 2032 年我国高中学科培训市场规模达 2419 亿元，呈现出稳步增长的发展态势。一是高中适龄人口快速增加，预计到 2032 年适龄人口数量（对应 2015-2017 年出生人口总和，这三年出生的孩子预计 2032 年在高中读书）5164 万人；二是参培率有望持续提高，考虑到高考人数增加、高考复读生增长和中职考生群体扩大，升学竞争增加，以升学为导向的校外培训有望持续走高，预计到 2032 年高中学科参培率有望提高至 27.2%；三是参培人均支出走高，2022 年高中学科培训人均支出 12208 元/年，预计到 2024 年达到 14152 元/年，预计到 2032 年提高至 17242 元/年。

图8：高中学科培训支出（元/年）及参培率（%）


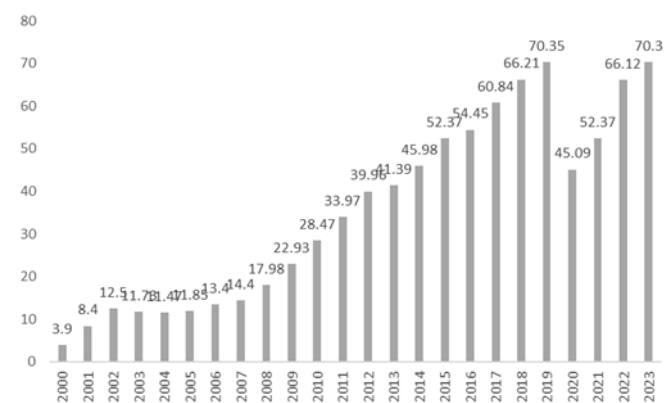
资料来源：观研天下，民生证券研究院

图9：高中学科培训市场规模（亿元）及增长率（%）


资料来源：观研天下，民生证券研究院

国内中高考竞争越来越激烈，出国留学成为家长和学生的一种选择。2000-2019 年我国出国留学人数从 3.9 万人增加至 70.35 万人，复合增长率 6.46%。2020 年受中美经贸关系和公共卫生事件等因素影响，我国出国留学人数急剧下降，但之后持续增长，2023 年再次挑战前期新高。根据教育部数据，2020-2023 年我国出国留学人数分别为 45.09 万人、52.37 万人、66.12 万人和 70.3 万人，若包含短期交流、访问学者等项目，2023-2024 学年期间总量可能接近 100 万人，出国留学恢复性增长。从出国留学的国别选择来看，美国仍是中国大陆留学生第一选择，但人数显著下降。根据美国国际教育协会（IIE）最新发布的《2024 美国门户开放报告》显示，2023-2024 学年中国大陆在美高校读书学生为 27.74 万人，占美国国际学生总数的 24.6%，较 2019-2020 学年峰值相比下降近 10 万人，中国首次被印度反超，结束了连续 14 年的留美第一生源国地位。但英国、澳大利亚、新西兰、日本、德国、意大利等增长较快，并成为这些国家留学第一生源国。根据英国高等教育统计局 HESA 数据，2023-2024 学年在英国读研究生的中国内地学生人数已达到 88755，比 2020-2021 学年增长 6%，相较于 5 年前，增长 46.36%。澳大利亚 2023 年新批准的中国内地学生签证数量达 70834 个，同比增长 42%，中国内地学生占比达到 21%，位居第一。

图10：2000-2023 年我国出国留学人数走势图（万人）



资料来源：教育部、IIE 等，民生证券研究院

图11：2023 年中国大陆高等教育阶段留学生占比



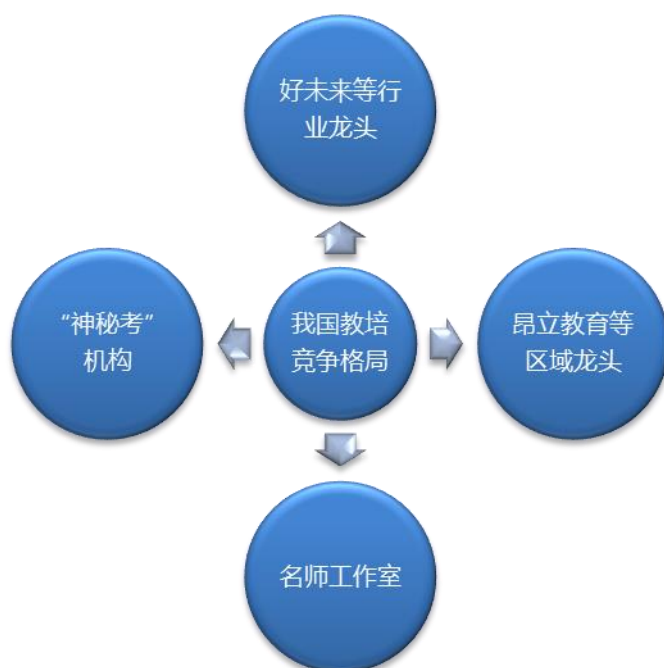
资料来源：《2024 年中国留学白皮书》，民生证券研究院

2 “存量竞争+剩者为王”，教育公司业绩释放

2.1 “存量竞争+剩者为王”，行业竞争格局生变

“双减”带来了教培行业的供给侧出清，大量存量机构跑路、收缩、退出和转型，教培行业无论是线下还是线上均出现供给侧出清。同时，《管理条例》关于关联交易、资产证券化等方面的严格规定，资本导向型的新进入者大幅减少。因此，教育行业整体进入存量竞争+剩者为王的阶段。教育行业具有典型的“大行业、小公司”的特点，“双减”前各路资本争相进入，行业竞争十分激烈，但行业商业模式和盈利空间仍然较好；“双减”后，教育行业进入存量竞争+剩者为王的时代，随着市场需求的逐步释放，行业供给也明显增加，但主要局限于行业龙头、区域龙头的复点+新开，名师工作室、有“神秘考”等升学通道的中小机构，名师工作室和“神秘考”机构供给缺乏弹性，不大可能跨区域扩张，之前“跑路”的机构和以资本为导向、并寻求资产证券化退出的机构很难回归或入局。行业竞争格局已经从“行业龙头+区域龙头+资本导向的教育机构+名师工作室+有升学通道的机构”演变成“行业龙头+区域龙头+名师工作室+有升学通道的机构”，且当前的行业龙头、区域龙头和之前的相比也发生“量变”，机构数量下降较大，市场真正进入了存量竞争时代，并呈现剩者为王的特点。因此，我们认为经历了“双减”没有“跑路”，仍然“活下来”的，且依然从事教育服务的教育公司都是具有竞争力，随着教育市场的复苏，这些公司能够充分享受时代红利，实现高质量发展。

图12：当前我国校外培训行业竞争格局

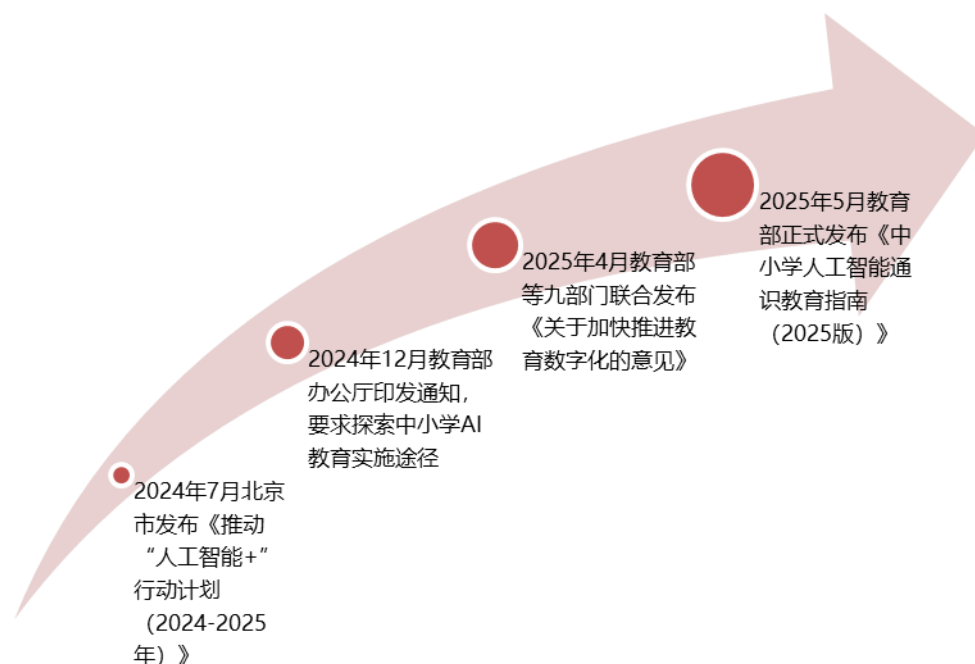


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2 AI+教育政策持续加码，教育龙头有望充分受益

2024 年 3 月教育部启动 AI 能教育行动，围绕 AI 通识教育、国家智慧教育平台智能升级、教育专用大模型应用示范和数字教育出海实施“四大行动”，促进 AI 推动教与学融合应用，提高全民数字教育素养与技能，开发教育专用 AI 大模型，同时规范 AI 使用科学伦理。2024 年 7 月北京市发布《推动“人工智能+”行动计划（2024-2025 年）》，提出“人工智能+教育”标杆应用工程，要求发挥教育资源优势，加强大模型企业、教育机构和管理部门协同联动，培育跨学科、跨学段的教育大模型平台，提供智能备课、课件生成、课程分析、学习跟踪、家校联动等辅助工具，平衡班级制授课和个性化学习。2024 年 12 月教育部办公厅印发通知，要求探索中小学 AI 教育实施途径，加强中小学 AI 教育，小学低年级段侧重感知和体验 AI 技术，小学高年级段和初中阶段侧重理解和应用 AI 技术，高中阶段侧重项目创作和前沿应用。2025 年 1 月中共中央、国务院印发《教育强国建设规划纲要（2024—2035 年）》，明确要求以教育数字化开辟发展新赛道、塑造发展新优势，明确提出促进人工智能助力教育变革。2025 年 4 月教育部等九部门联合发布《关于加快推进教育数字化的意见》，提出加强 AI 等前瞻布局，推动学科专业、课程教材、教学等数字化变革，加快建设 AI 教育大模型，推动与教育教学深度融合，完善知识图谱，构建能力图谱，推动课程体系、教材体系、教学体系智能化升级，将 AI 技术融入教育教学全要素全过程，推动科技教育和人文教育融合，营造“AI+教育”创新应用场景，构建多元参与的 AI 应用生态。2025 年 5 月教育部正式发布《中小学人工智能通识教育指南（2025 版）》，构建分层递进、螺旋上升的中小学 AI 通识教育体系，培养学生适应智能社会的核心素养，通过知识、技能、思维与价值观的有机融合，形成四位一体的 AI 素养，培育科技创新思维、批判性思维、人机协作能力、AI 素养及社会责任意识。

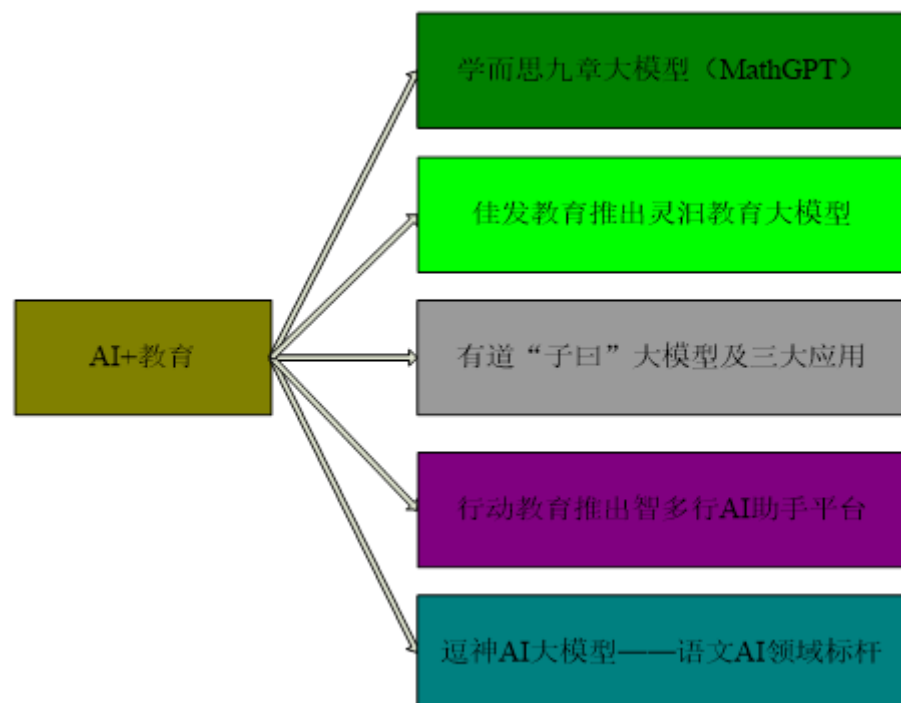
图13：2024 年以来 AI+教育相关政策及文件一览



资料来源：中共中央、国务院、教育部、发改委等官网，民生证券研究院

2025 年 AI 领域的热议话题已经从大语言模型（LLMs）转向了 AI 智能体（AI Agent）。根据 Gartner 最新预测，企业软件中整合自主型 AI 的比例将从 2024 年的不足 1% 跃升至 2028 年的 33%；同时超过 15% 的日常工作决策将交由 AI 智能体自主完成。随着生成式 AI 加速普及、AI 智能体迅猛发展，以及智能流程自动化不断突破，企业正迎来第三波人工智能助手浪潮，专家、业界人士预测 2025 年将是“AI 智能体元年”，DeepSeek “接入潮” 将引爆 AI 应用。2025 年《政府工作报告》也明确提出，持续推进“AI+”行动，AI+教育有望成为重要的应用场景。行业龙头有望受益 AI+教育的市场风口，并在新一轮的行业竞争中占据更有利的地位。好未来推出了学而思九章大模型（MathGPT），面向全球用户和科研机构提供以数学领域的解题和讲题算法为核心的大模型，也是国内首个专为数学打造的大模型；有道推出了“子曰”大模型，并发布三大应用，即 AI 全科学习助手“有道有 P”、新一代虚拟人口语教练和新一代知识库问答引擎；豆神教育推出了豆神 AI 大模型，打造语文 AI 领域的标杆。此外，作业帮、猿辅导、新东方、学大教育、行动教育、佳发教育等都推出了教育大模型或者教育+AI 产品，并纷纷接入 DeepSeek，进一步加大 AI+教育产品新形态的商业化落地。由于布局 AI 需要较大的资本开支，因此行业龙头或区域龙头有望深度受益 AI+教育的“盛宴”，有助于行业龙头或区域龙头扩大招生、提高效率、节约成本，增强行业龙头或区域龙头的竞争力，行业龙头或区域龙头的市占率有望提升。

图14：主要教育公司推出的 AI+教育大模型



资料来源：相关公司公告，民生证券研究院

2.3 上市公司跑马圈地，业绩有望加速释放

教育行业是轻资产行业，大多采取租赁方式实现业务扩张，反映到教育公司报表中，就是使用权资产和租赁负债科目。2022-2024 年 A 股教育上市公司使用权资产和租赁负债均呈现快速增长态势，反映出教育上市公司正在跑马圈地，快速扩张。学大教育 2022-2024 年使用权资产分别为 4.06 亿元、4.02 亿元和 6.14 亿元，租赁负债分别为 2.76 亿元、2.87 亿元和 4.46 亿元；昂立教育 2022-2024 年使用权资产分别为 1.09 亿元、3.10 亿元和 4.91 亿元，租赁负债分别为 0.58 亿元、2.16 亿元和 3.66 亿元；华图山鼎 2022-2024 年使用权资产分别为 0.03 亿元、3.85 亿元和 5.24 亿元，租赁负债分别为 0.02 亿元、2.08 亿元和 3.16 亿元；凯文教育 2022-2024 年使用权资产分别为 0.16 亿元、0.08 亿元和 1.78 亿元，租赁负债分别为 0.10 亿元、0.04 亿元和 3.66 亿元。凯文教育、科德教育、行动教育主要以学校（或补习学校）为载体实施教育服务，持有性房地产、固定资产金额较大，如凯文教育持有性房地产 2025 年 3 月末余额 18.32 亿元，主要是兴建朝阳凯文学校所形成的。使用权资产和租赁负债的增长彰显出教育公司正在完善业务网络，跑马圈地带动教育上市公司未来发展。教育行业采取预收学费的收费模式，合同负债彰显公司成长能力。2025 年 3 月末，学大教育、行动教育、华图山鼎、

昂立教育、科德教育和凯文教育的合同负债余额分别为 11.39 亿元、10.48 亿元、8.34 亿元、5.40 亿元、0.91 亿元和 0.21 亿元，合同负债较快增长彰显出教育上市公司未来发展的确定性。

表1：教育行业上市公司轻资产扩张财务数据对比

上市公司	使用权资产 (亿元)			租赁负债 (亿元)			合同负债 (亿元)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
学大教育	4.06	4.02	6.14	2.76	2.87	4.46	7.18	9.32	11.39
华图山鼎	0.03	3.85	5.24	0.02	2.08	3.16	2.33	7.79	8.34
凯文教育	0.16	0.08	1.78	0.10	0.04	1.57	0.83	0.37	0.21
昂立教育	1.09	3.10	4.91	0.58	2.16	3.66	5.79	6.22	5.40
科德教育	0.69	0.56	0.33	0.32	0.20	0.12	0.67	0.65	0.91
行动教育	0.24	0.43	0.39	0.14	0.30	0.26	9.58	10.80	10.48
均值	1.04	2.01	3.13	0.65	1.28	2.20	4.40	5.86	6.12

资料来源：wind，民生证券研究院

对教育行业，尤其是教培行业而言，经历了“双减”没有“跑路”，又兢兢业业做教育的公司具有竞争力，并能够充分享受行业复苏带来的市场红利，整个行业呈现出“剩者为王”的特点，收入和利润快速增长。(1) 教培行业：2023 年以来，以外校培训为主业的教育公司呈现出营业收入快速增长，业绩加速释放的特点。学大教育 2023-2025 年 1 季度营业收入分别同比增长 23.09%、25.90%和 22.46%，归母净利润增速分别为 1035.24%、16.84%和 47.00%，A 股教培行业龙头收入利润快速增长；昂立教育 2023-2025 年 1 季度营业收入分别同比增长 27.00%、27.32%和 10.78%，归母净利润增速分别为-211.89%、亏损收窄和 22.93%，区域龙头收入稳健增长，扭亏为盈未来可期。(2) 国际学校：凯文教育是以国际学校为核心资产的 A 股上市公司，经历了学校“出表”冲击后，公司收入在经历了大幅下降后重拾增长，2023-2025 年 1 季度营业收入分别同比增长 47.78%、25.92%和 17.68%，归母净利润增速分别为亏损收窄、亏损收窄和扭亏为盈。(3) 管理培训：行动教育定位于世界级实效商学院，2023-2025 年 1 季度营业收入分别同比增长 49.08%、16.54%和-7.21%，归母净利润增速分别为 97.95%、22.39%和 17.80%。(4) 公考：华图山鼎是通过资产的无偿赠予实现上市公司转型非学历培训，业绩快速增长，2023-2025 年 1 季度营业收入分别同比增长 131.27%、1046.34%和 18.91%，归母净利润增速分别为-939.01%、扭亏为盈和 67.38%。整体上来看，教育公司实现了快速复苏和业绩的释放，并具有较强的持续增长潜力。

表2：教育行业上市公司营收增速（%）与归母净利润增速（%）

上市公司	营业收入增速（%）			归母净利润增速（%）		
	2023	2024	2025Q1	2023	2024	2025Q1
学大教育	23.09	25.90	22.46	1,035.24	16.84	47.00
昂立教育	27.00	27.32	10.78	-211.89	亏损收窄	22.93
科德教育	-2.94	3.10	-2.27	83.60	4.73	-6.80
行动教育	49.08	16.54	-7.21	97.95	22.39	17.80
华图山鼎	131.27	1,046.34	18.91	-939.01	扭亏为盈	67.38
凯文教育	47.78	25.92	17.68	亏损收窄	亏损收窄	扭亏为盈
均值	45.88	190.85	10.06	-	-	-

资料来源：wind，民生证券研究院

2.4 收现比高现金流好，负债率低盈利能力强

预收款的商业模式决定了教育行业收现比高，现金流好。2024 年行动教育、学大教育、华图山鼎、昂立教育、科德教育和凯文教育的收现比（销售商品提供劳务所收到的现金/营业收入）分别为 119.10%、108.51%、122.17%、108.34%、90.85%和 88.90%，均值为 106.31%，收现比较高。同时，公司经营性净现金流较好，2024 年行动教育、学大教育、华图山鼎、昂立教育、科德教育和凯文教育的经营性净现金流分别为 4.00 亿元、6.67 亿元、8.24 亿元、1.74 亿元、2.26 亿元和 0.56 亿元，均为正值，且远大于同期净利润水平，说明教育上市公司的业绩具有较强的现金流支撑，业绩增长的质量较高。

表3：教育行业上市公司收现比（%）及经营性现金流（亿元）对比

上市公司	收现比（%）			经营性净现金流（亿元）		
	2023	2024	2025Q1	2023	2024	2025Q1
行动教育	133.72	119.10	80.54	4.54	4.00	-0.51
昂立教育	123.90	108.34	76.00	2.43	1.74	-0.84
科德教育	77.71	90.85	97.31	2.74	2.26	0.51
学大教育	111.70	108.51	125.68	6.07	6.67	4.69
凯文教育	87.66	88.90	47.61	0.65	0.56	-0.25
华图山鼎	158.74	122.17	108.36	1.94	8.24	1.43
均值	115.57	106.31	89.25	3.06	3.91	0.84

资料来源：wind，民生证券研究院

教育上市公司整体负债率较低，尤其是剔除预收款的资产负债率更低。截至 2025 年 3 月末，科德教育、凯文教育、行动教育、学大教育、华图山鼎和昂立教育的资产负债率分别为 23.43%、28.47%、54.33%、80.00%、81.01%和 90.17%；剔除预收款的资产负债率分别为 17.25%、27.95%、12.18%、70.96%、67.39%

和 85.01%。同时，教育上市公司盈利能力较强。2025 年 1 季度行动教育、华图山鼎、昂立教育、科德教育、凯文教育和学大教育的毛利率分别为 73.77%、61.36%、44.96%、36.79%、32.40%和 32.02%，净利率分别为 21.99%、14.69%、4.57%、20.43%、0.60%和 8.51%。

表4：教育行业上市公司资产负债率、利润率等指标情况

上市公司	资产负债率			剔除预收款的资产负债率			毛利率 (%)			净利率 (%)		
	2023	2024	2025Q1	2023	2024	2025Q1	2023	2024	2025Q1	2023	2024	2025Q1
行动教育	54.09	56.63	54.33	15.46	16.01	12.18	78.26	76.05	73.77	32.77	34.65	21.99
昂立教育	85.70	92.39	90.17	76.19	87.98	85.01	41.73	44.73	44.96	19.72	-2.79	4.57
科德教育	24.08	23.24	23.43	19.44	18.86	17.25	33.26	33.37	36.79	17.27	18.03	20.43
学大教育	81.29	79.04	80.00	73.82	70.80	70.96	36.50	34.56	32.02	6.88	6.33	8.51
凯文教育	29.24	30.43	28.47	27.29	29.58	27.95	24.14	27.45	32.40	19.09	10.87	0.60
华图山鼎	79.47	84.58	81.01	73.38	73.43	67.39	21.46	53.48	61.36	37.22	1.87	14.69
均值	58.98	61.05	59.57	47.60	49.44	46.79	39.22	44.94	46.88	-3.18	7.87	11.80

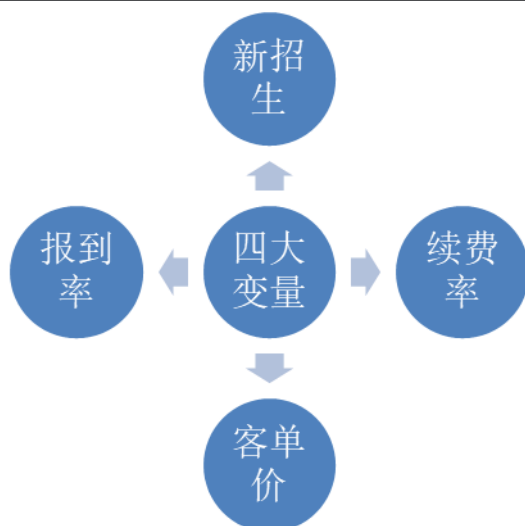
资料来源：wind，民生证券研究院

3 教育公司经营良好，中期业绩值得期待

3.1 四大变量决定空间，业绩释放动力十足

教育公司的业绩释放主要取决于：(1) 新招生人数，新招生人数越多，扩张就越快，业绩释放就会加速；(2) 存量学生续费情况，续费率越高，增长基础越夯实，反映了一个公司发展的基本盘；(3) 客单价，客单价越高，公司竞争力越强，盈利能力越强，毛利率、净利率越高；(4) 排课及报到率，排课约到、报到率越高，消课就越多，营业收入增长越快。新招数+存量学生续费反映教育公司获客、市场等情况，表现在财务上是销售商品、提供劳务收到的现金、合同负债等增减情况；客单价、排课及报到率等直接反映公司营业收入、毛利率、净利率等财务指标的走势。从短期来看，主要教育上市公司合同负债增长较快，订单收入比（合同负债余额/营业收入）相对较高，只要排课、报到率正常，教育公司就能实现稳定增长。同时，教育上市公司扩张相对较快，反映到财务上是使用权资产和租赁负债较快增长，考虑到当前教育政策相对缓和，且教育需求稳步释放，预计新招生情况良好，有利于合同负债、收入、利润的增长。当前，教育行业进入了“存量竞争+剩者为王”的阶段，市场的回暖带动网点的恢复与扩张、新招生的增长及续费率提高、客单价的上升等，进而带动合同负债快速增长，收入与业绩加速释放，教育上市公司业绩释放动力十足，中期业绩存在超预期的可能性。

图15：教育公司业绩释放的四大变量



资料来源：民生证券研究院

3.2 订单收入比相对较高，中报业绩值得期待

教育公司采取预收款模式，合同负债反映了公司预收学费的情况，合同负债越多，收入、业绩释放的确定性越强；合同负债增长越快，收入、业绩增长的弹性就

越大。整体来看，教育上市公司订单收入比较高。从 2024 年订单收入比来看，行动教育最高，达到 1.38，这意味着 2025 年行动教育的营业收入、业绩增长基本无忧；其次是博通股份，订单收入比为 0.66，对 2025 年的收入、业绩具有积极影响；校外培训的教育公司受交付周期影响（一般不超过 3 个月），订单收入比相对较低，昂立教育、学大教育和科德教育的 2024 年的订单收入比分别为 0.51、0.33 和 0.08。从季度保障来看，截至 2025 年 1 季度末，行动教育、学大教育、昂立教育、科德教育、凯文教育和华图山鼎的季度订单收入比分别为 8.01、1.32、1.75、0.50、0.23 和 1.01，若超过 1，则意味着 2025 年 2 季度收入、业绩增长的确定性较强，若 2 季度新签订单再能转化为当期收入，则收入、业绩增长的弹性就更大；科德教育、凯文教育季度订单收入比低于 1，主要受学校类资产预收模式影响，一般都是 9 月开学预收，逐季结转收入，一季度、二季度合同负债相对较小。较高的合同负债和订单收入比增强了教育上市公司业绩的确定性和弹性，我们预计主要教育公司 2025 年中期业绩依旧“亮眼”，中报业绩值得期待。

表5：教育行业上市公司轻资产扩张财务数据对比

上市公司	合同负债（亿元）		营业收入(亿元)		订单收入比	
	2024	2025Q1	2024	2025Q1	2024	2025Q1
行动教育	10.80	10.48	7.83	1.31	1.38	8.01
学大教育	9.32	11.39	27.86	8.64	0.33	1.32
昂立教育	6.22	5.40	12.30	3.09	0.51	1.75
科德教育	0.65	0.91	7.95	1.83	0.08	0.50
凯文教育	0.37	0.21	3.20	0.91	0.12	0.23
华图山鼎	7.79	8.34	28.33	8.27	0.28	1.01
豆神教育	2.11	1.83	7.57	1.90	0.28	0.96
佳发教育	0.14	0.15	4.30	0.55	0.03	0.27
博通股份	1.91	1.19	2.87	0.74	0.66	1.60
均值	4.37	4.43	11.36	3.03	0.41	1.74

资料来源：wind，民生证券研究院

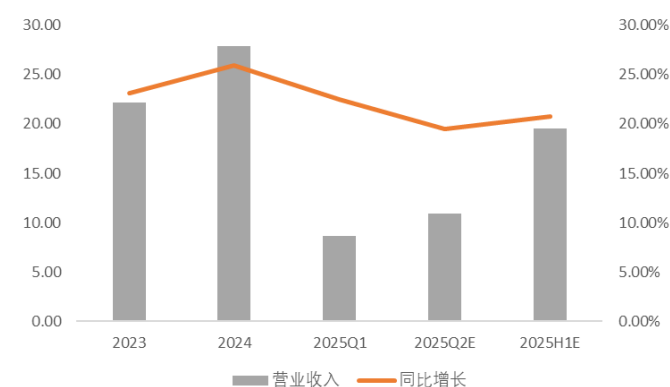
3.3 校外培训弹性较大，管理培训相对平稳

预计 2025 年中报，校外培训板块业绩弹性较大，预计学大教育仍将保持较快增长，昂立教育有望实现季度平滑；国际学校及全日制复读学校业绩相对稳定，预计凯文教育实现扭亏为盈，科德教育业绩保持相对稳定；“公考”市场竞争加剧，华图山鼎持续抢占线下“公考”市场，并巩固线下“公考”新龙头的地位；管理培训相对稳定，预计行动教育二季度及中报收入略下滑，利润稳步增长。

1) 学大教育：个性化教育绝对龙头。2023-2025 年 1 季度学大教育营业收入

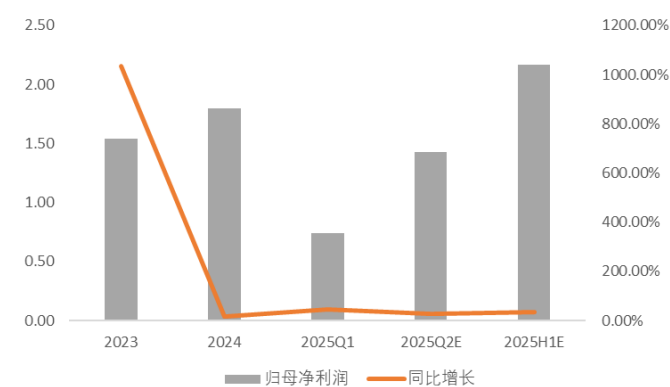
分别同比增长 23.09%、25.90%和 22.46%，归母净利润分别同比增长 1035.24%、16.84%和 47.00%，合同负债分别同比增长 19.94%、29.76%和 13.85%。受中高考及期末考试等影响，二季度是公司传统“旺季”，2023-2024 年学大教育二季度单季收入分别为 7.33 亿元、9.15 亿元，分别同比增长 30.82%、24.81%；归母净利润分别为 0.84 亿元、1.11 亿元，分别同比增长 84.56%、32.95%。考虑到学大教育业务网络扩张、师资队伍的强大以及 2025 年 1 季度末的合同负债等情况，我们预计 2025 年二季度学大教育继续保持业绩持续释放，预计二季度单季及中报营业收入分别为 10.93 亿元、19.57 亿元，分别同比增长 19.50%、20.79%；归母净利润分别为 1.43 亿元、2.17 亿元，分别同比增长 28.60%、34.32%。

图16：学大教育营业收入（亿元）及增速（%）预测



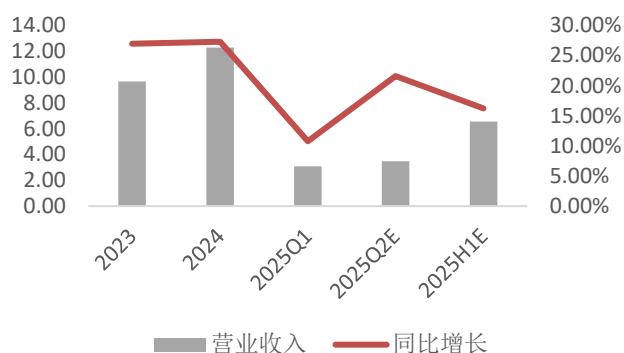
资料来源：WIND，民生证券研究院预测

图17：学大教育归母净利润（亿元）及增速（%）预测

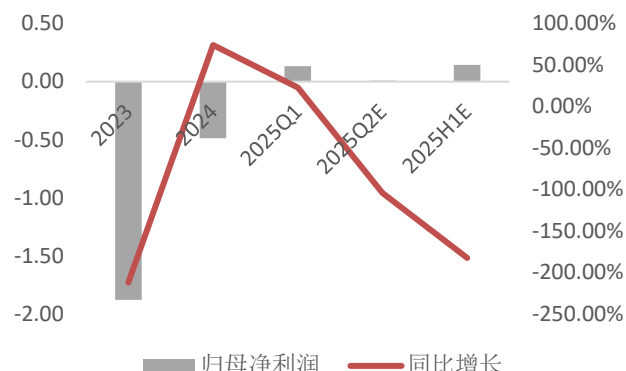


资料来源：WIND，民生证券研究院预测

2) 昂立教育：沪上全科教培龙头。2023-2025 年 1 季度昂立教育营业收入分别同比增长 27.00%、27.32%和 10.78%，受商誉减值、股权激励费用、扩店的前期费用等因素影响，2023-2024 年公司最终亏损，2025 年 1 季度归母净利润 0.14 亿元，实现扭亏为盈。考虑到公司改变了“打法”，力争实现季度“平滑”，再加上公司网点扩张较快，在读人数增长显著，且合同负债相对较多，我们预计二季度昂立教育有望维持盈利。我们预计昂立教育二季度单季及中报营业收入分别为 3.48 亿元、6.57 亿元，分别同比增长 21.60%、16.26%；归母净利润分别为 0.01 亿元、0.14 亿元，实现二季度单季度和上半年业绩扭亏为盈。

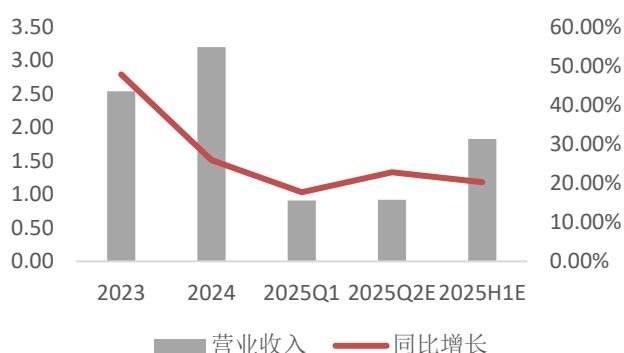
图18：昂立教育营业收入（亿元）及增速（%）预测


资料来源：WIND，民生证券研究院预测

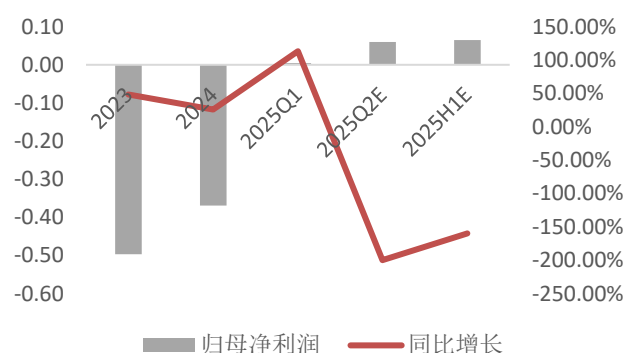
图19：昂立教育归母净利润（亿元）及增速（%）预测


资料来源：WIND，民生证券研究院预测

3) 凯文教育：国际学校“第一股”。凯文教育旗下两所学校在校生稳步增长，2025 年公司国内精品高中招生有望超预期，带动公司在校生再上新台阶。同时，凯文教育产业学院、党政干部培训等业务开始发力，预计对公司收入及业绩将产生积极影响。2023-2025 年 1 季度凯文教育营业收入分别同比增长 47.78%、25.92% 和 17.68%，受固定资产折旧、摊销等因素影响，转型教育后至 2025 年前，凯文教育持续亏损，随着在校生增长，公司迎来了长期经营性拐点，2025 年 1 季度公司实现扭亏为盈，我们预计二季度有望维持盈利状态，下半年随着新生的增长，公司业绩释放有望加速。我们预计凯文教育二季度单季及中报营业收入分别为 0.92 亿元、1.83 亿元，分别同比增长 22.80%、20.21%；归母净利润分别为 46 万元、558 万元，实现二季度单季度和上半年业绩扭亏为盈。

图20：凯文教育营业收入（亿元）及增速（%）预测


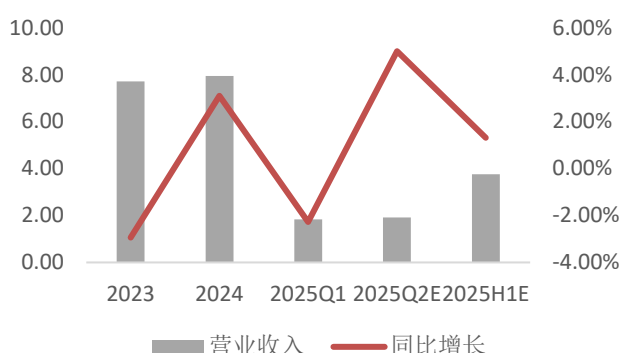
资料来源：WIND，民生证券研究院预测

图21：凯文教育归母净利润（亿元）及增速（%）预测


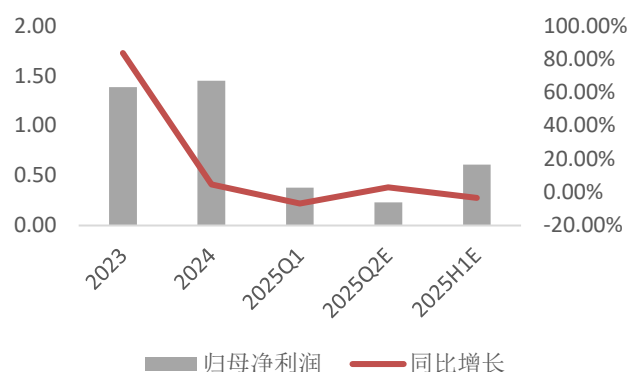
资料来源：WIND，民生证券研究院预测

4) 科德教育：油墨+中高考复读双主业，业绩整体稳中有升。科德教育采取“双主业”发展战略，油墨业务与中高考复读业务整体稳定，2023-2025 年 1 季

度科德教育营业收入分别同比增长-2.94%、3.10%和-2.27%，归母净利润分别同比增长 67.44%、4.73%和-6.80%。科德教育旗下的龙门教育主要做全日制中高考复读业务，这类业务季度整体稳定，若有增减主要是插班生、退学生等影响，若净生源没有变化，则业务稳定。我们预计科德教育二季度单季及中报营业收入分别为 1.92 亿元、3.75 亿元，分别同比增长 5.00%、1.31%；归母净利润分别为 0.23 亿元、0.61 亿元，分别同比增长 3.00%、-3.36%。

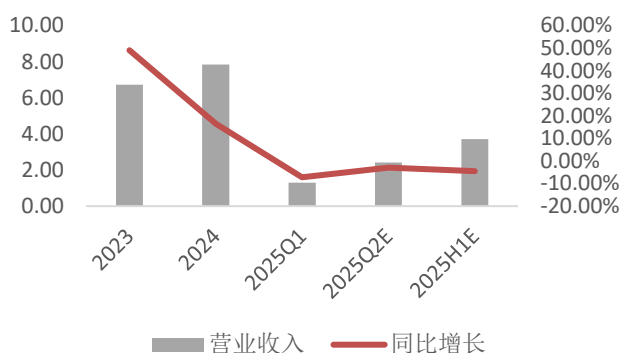
图22：科德教育营业收入（亿元）及增速（%）预测


资料来源：WIND，民生证券研究院预测

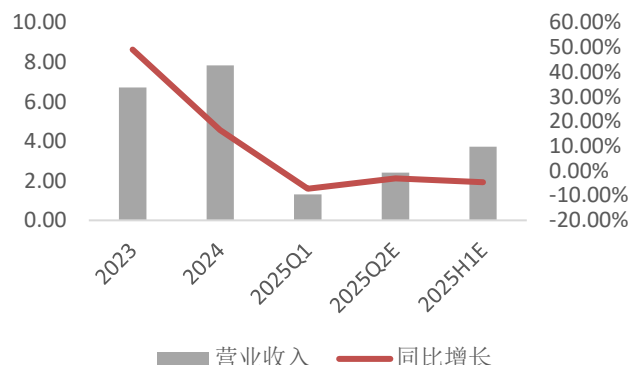
图23：科德教育归母净利润（亿元）及增速（%）预测


资料来源：WIND，民生证券研究院预测

5) 行动教育：实效管理“第一股”。行动教育主要提供管理培训及管理咨询两大业务，致力于成为全球实效商学院。2025 年上半年浓缩 EMBA 开课 17 场次，较去年同期增加 1 场；校长 EMBA 整体保持每月新开一个班，班级人数从之前的 100 人增加到 110 人，校长 EMBA 增长较为显著；管理咨询业务受 2024 年上半年高基数影响，预计 2025 年上半年将有所下滑。2023-2025 年 1 季度行动教育营业收入分别同比增长 49.08%、16.54%和-7.21%，归母净利润分别同比增长 97.95%、22.39%和 17.80%，合同负债分别同比增长 24.90%、12.73%和 8.04%。2025 年 2 季度行动教育开课场次有所增加，报到率有所提升，我们预计行动教育二季度单季及中报营业收入分别为 2.41 亿元、3.72 亿元，分别同比增长-3%、-4.52%；归母净利润分别为 1.26 亿元、1.54 亿元，分别同比增长 12.00%、13.02%。

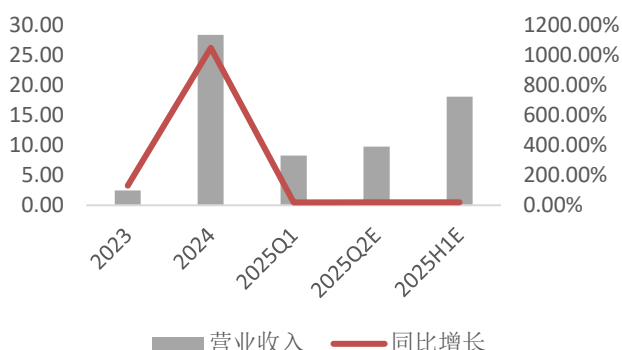
图24：行动教育营业收入（亿元）及增速（%）预测


资料来源：WIND，民生证券研究院预测

图25：行动教育归母净利润（亿元）及增速（%）预测


资料来源：WIND，民生证券研究院预测

6) 华图山鼎：线下“公考”新龙头，业务平移助力业绩快速。华图山鼎通过无形资产共享、业务无偿平移等方式将公务员、事业单位、医疗系统等考试培训业务纳入上市公司，华图山鼎的考试培训业务高速增长，并快速成长为线下“公考”新龙头。2023-2025 年 1 季度，华图山鼎营业收入分别同比增长 131%、1046% 和 19%，归母净利润分别同比增长-939%、扭亏为盈和 67%。控股股东旗下还有教师、军队文职等多个考试培训事业部，考虑到同业竞争等问题，未来存在平移上市公司的可能性。同时，华图山鼎推出了股权激励，预计 2025 年行权条件是扣非后净利润目标值 3.20 亿元，触发值 2.56 亿元，预计 2025 年公司业绩将实现高速增长。我们预计华图山鼎二季度单季及中报营业收入分别为 9.77 亿元、18.04 亿元，分别同比增长 20.5%、19.8%；归母净利润分别为 0.81 亿元、2.02 亿元，分别同比增长 60.0%、66.4%。

图26：华图山鼎营业收入（亿元）及增速（%）预测


资料来源：WIND，民生证券研究院预测

图27：华图山鼎归母净利润（亿元）及增速（%）预测

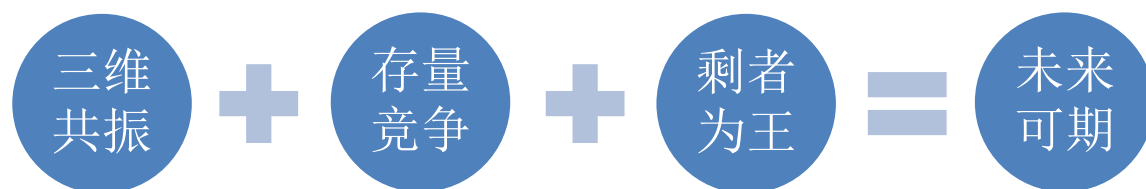

资料来源：WIND，民生证券研究院预测

4 业绩估值“戴维斯双击”，维持行业“推荐”评级

4.1 “三维共振”未来可期，存量竞争+剩者为王

当前，教育行业迎来了“三维共振”，即政策边际改善，行业供给出清，公司业绩释放，教育行业未来发展可期。“双减”、《实施条例》等政策的“最严”时刻已经过去，当前的政策导向主要以“疏”为主，正常的、合理的教育需求应当得到满足，在此背景下教育政策呈现出边际改善的态势，预计未来在教育强国、强基计划背景下，“早培”、“点招”、“丘班”等将得到政策支持，未来教育政策边际改善可期。过去几年，教育行业出现了政策推动型供给侧出清，转型、倒闭、“跑路”屡见不鲜。受营利性选择、资产证券化等教育政策影响，在行业回暖背景下，教育行业也很难吸引以资本为导向的投资，教育行业更多是存量竞争，因此教育行业呈现出“剩者为王”特点，即行业龙头和区域龙头通过新开、复点、扩建等方式享受了此轮的教育行业复苏。另外，教育上市公司业绩持续释放，我们认为经历了行业阵痛，没有“跑路”，并通过转型、创新业务模式的教育公司都是“好公司”，并能够享受行业复苏带来的市场红利，呈现出营业收入、净利润、合同负债、使用权资产、租赁负债、现金流等多个财务指标的良性共振，教育行业有望迎来趋势性机会。从短期看，预计 2025 年 2 季度教育上市公司业绩仍可圈可点，校外培训弹性较大，学校类资产稳重有升，管理培训业绩持续释放，“公考”新龙头行业地位进一步巩固。

图28：教育行业迎来：三维共振+存量竞争+胜者为王



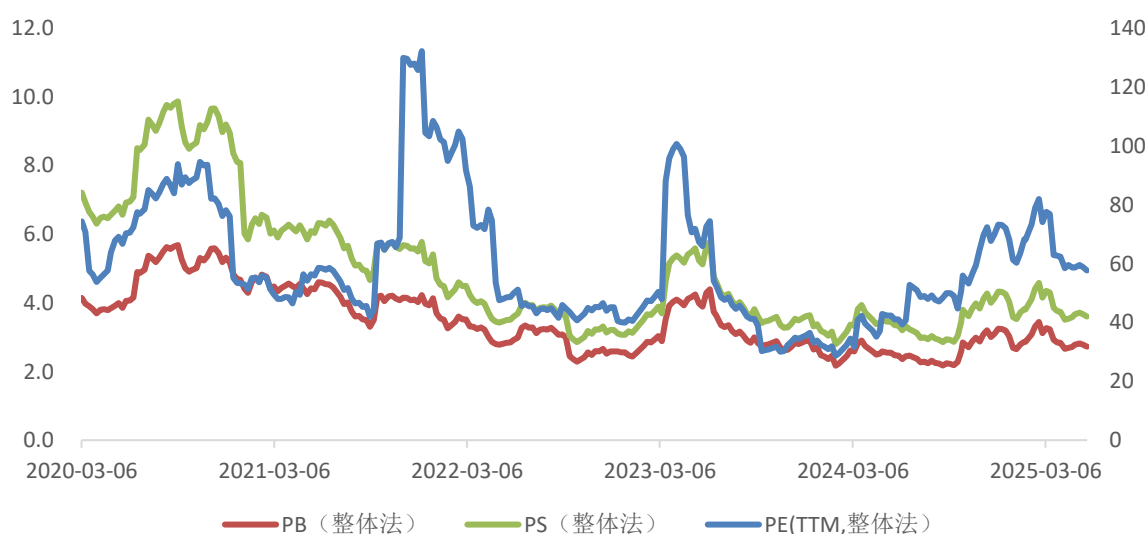
资料来源：中共中央、国务院、教育部等，民生证券研究院

4.2 估值整体处于较低水平，教育+AI 助力估值提升

当前，教育行业估值整体处于较低水平。截至 2025 年 6 月 25 日，WIND 教

育指数成份 PE (TTM, 整体法) 56.38 倍, PB (整体法) 2.96 倍, PS (整体法) 3.25 倍, 较历史峰值下降较为明显 (备注: 2021 年 12 月 10 日 WIND 教育指数成份 PE (TTM, 整体法) 132.21 倍, PB (整体法) 4.23 倍, PS (整体法) 5.78 倍)。教育行业受“双减”和《条例》等规范政策的影响, 教育公司退出了禁止性、限制性业务, 部分公司直接将主要的资产进行出表, 造成收入和利润快速下降, 进而影响行业估值水平。2022 年以来, 教育公司积极进行战略转型, 大力布局素质教育、职业教育, 并聚焦政策限制较小、迎来生源红利的“中高考”, 教育上市公司收入重拾增长, 业绩加速释放, 预计教育行业动态估值 (PE、PB、PS) 有望下降。当前, 人工智能 (AI) 发展如火如荼, 2025 年或是 AI 智能体发展元年, DeepSeek “接入潮” 引爆 AI 应用, 今年《政府工作报告》明确提出了持续推进“AI+”行动, AI+教育有望成为重要的应用场景。教育公司积极把握 AI 的市场风口, 好未来推出了九章大模型 (MathGPT), 有道推出了“子曰”大模型, 豆神教育推出了豆神 AI 大模型, 行动教育推出了“智多行”AI 助手平台。同时, 教育公司纷纷接入 DeepSeek, 进一步加大 AI+教育产品新形态的商业化落地, 助力招生、提高效率和节约成本。同时, 国家出台政策, 加快 AI+教育快速发展。《教育强国建设规划纲要》明确提出促进 AI 助力教育改革, 打造 AI 教育大模型。《北京市推进中小学 AI 教育工作方案 (2025-2027 年)》要求, 从今年起, 通过创新培育“京娃”系列智能体, 中小学开设 AI 通识课、打造一批“助教、助学、助育、助评、助研、助管”应用场景, 推动 AI 赋能基础教育。我们认为 AI+教育有助于行业估值提升, 打开教育行业估值空间, 估值修复行情值得期待。

图29：教育行业整体估值水平：PE (TTM, 整体法)、PB (整体法) 和 PS (整体法)



资料来源：WIND，民生证券研究院，右轴为 PE (TTM, 整体法) 估值数据

4.3 业绩估值“戴维斯双击”，维持行业“推荐”评级

我们认为教育行业正迎来政策边际改善、行业供给出清和需求释放的“三维共振”，教育公司业绩快速释放，中报业绩值得期待，估值优势日益显著，教育行业有望迎来业绩与估值的“戴维斯双击”。同时，教育行业是 AI 重要的应用场景，AI+教育有望提升估值空间，教育行业有望迎来趋势性机会。我们认为教育行业配置正当时，维持行业“推荐”评级，重点推荐凯文教育（国际学校“第一股”，积极布局 AI+教育）、华图山鼎（公考线下“新龙头”，业绩有望加速释放）、学大教育（“个性化”教培龙头，受益中高考需求释放）、昂立教育（沪上全科教培龙头，战略转型前景可期）、科德教育（油墨龙头战略转型，AI+教育值得期待）和行动教育（实效管理“第一股”，“一体两翼”战略发力）。

图30：教育行业核心投资逻辑：三位共振+AI 助力



资料来源：WIND，民生证券研究院

5 风险提示

1、行业政策变动风险。教育行业是政策敏感性行业，教育政策的变动对行业影响深远，如“双减”、《实施条例》对教育行业影响是颠覆性的。未来有可能再出台类似教育政策，对行业的影响和冲击不容忽视。同时，出国留学也面临海外对留学生政策变动的的影响，最近美国拟对“与中国政府有联系”和“关键领域学习”的学生进行重点审查，并可能吊销中国学生的签证，进而影响出国留学，尤其是赴美留学，相关公司业务可能受到影响。

2、行业竞争加剧风险。当前教育行业龙头、区域龙头、名师工作室、有升学通道的机构加大了市场布局，新开及复点较多，行业竞争有加剧影响，进而影响获客、客单价，进而影响公司未来成长及业绩释放。

3、招生不及预期风险。当前新生人口下降显著，虽然中高考迎来了“黄金十年”，但学前教育和一二年级学生较少，后续增长相对乏力。同时，当前参培率相对较低，虽然市场容量较大，但存在招生不及预期风险。

4、业绩释放缓慢风险。教育行业采取预收款模式，通过消课确认收入，从合同负债增长情况来看，教育公司业绩释放确定性大，但是学生请假、教育核查、老师病事假等问题，造成消课缓慢，进而影响教育公司业绩释放等。

插图目录

图 1: 教育行业迎来“三维共振”: 政策边际改善、行业供给出清、需求持续释放	3
图 2: 2010-2023 年财政性教育经费 (亿元) 及增速	4
图 3: 2010-2023 年财政性教育经费占 GDP 比重	4
图 4: 我国出生人口 (万人) 及出生率 (‰)	5
图 5: 我国普通小学、初中和普通高中招生人数 (万人)	5
图 6: 我国幼儿园到高中学生数 (万人) 及参培率 (%)	6
图 7: 我国素质教育市场规模 (亿元) 及增速预测	6
图 8: 高中学科培训支出 (元/年) 及参培率 (%)	6
图 9: 高中学科培训市场规模 (亿元) 及增长率 (%)	6
图 10: 2000-2023 年我国出国留学人数走势图 (万人)	7
图 11: 2023 年中国大陆高等教育阶段留学生占比	7
图 12: 当前我国校外培训行业竞争格局	8
图 13: 2024 年以来 AI+教育相关政策及文件一览	10
图 14: 主要教育公司推出的 AI+教育大模型	11
图 15: 教育公司业绩释放的四大变量	15
图 16: 学大教育营业收入 (亿元) 及增速 (%) 预测	17
图 17: 学大教育归母净利润 (亿元) 及增速 (%) 预测	17
图 18: 昂立教育营业收入 (亿元) 及增速 (%) 预测	18
图 19: 昂立教育归母净利润 (亿元) 及增速 (%) 预测	18
图 20: 凯文教育营业收入 (亿元) 及增速 (%) 预测	18
图 21: 凯文教育归母净利润 (亿元) 及增速 (%) 预测	18
图 22: 科德教育营业收入 (亿元) 及增速 (%) 预测	19
图 23: 科德教育归母净利润 (亿元) 及增速 (%) 预测	19
图 24: 行动教育营业收入 (亿元) 及增速 (%) 预测	20
图 25: 行动教育归母净利润 (亿元) 及增速 (%) 预测	20
图 26: 华图山鼎营业收入 (亿元) 及增速 (%) 预测	20
图 27: 华图山鼎归母净利润 (亿元) 及增速 (%) 预测	20
图 28: 教育行业迎来: 三维共振+存量竞争+胜者为王	21
图 29: 教育行业整体估值水平: PE (TTM, 整体法)、PB (整体法) 和 PS (整体法)	22
图 30: 教育行业核心投资逻辑: 三位共振+AI 助力	23

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 教育行业上市公司轻资产扩张财务数据对比	12
表 2: 教育行业上市公司营收增速 (%) 与归母净利润增速 (%)	13
表 3: 教育行业上市公司收现比 (%) 及经营性现金流 (亿元) 对比	13
表 4: 教育行业上市公司资产负债率、利润率等指标情况	14
表 5: 教育行业上市公司轻资产扩张财务数据对比	16

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层；200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室；518048