

学大教育（000526）

证券研究报告

2024年03月01日

竞争格局改善带动盈利增长，新增高中项目丰富增长点

双减以来我们预计行业供给或显著收缩

过去几年持续受政策及疫情等影响，校外培训行业多数参与者面临转型或转业问题；少数头部机构得益规范的资金管理，相对完善的在手牌照，在合规前提下稳健运营；我们预计由于行业供给减少，留存机构招生及运营成本或显著降低，进而带动收入特别是利润端增长明显。

目前，公司个性化学习中心 240 余所，覆盖主要一、二线城市，并辐射三、四线城市，并能通过科技赋能，将单一的线下或线上教学活动拓展为立体化的双线融合教学，升级智能化教学服务系统，提升线下校区业务能力。

此外，公司全日制学习基地致力于为高考复读生、艺考生等学生群体提供无干扰、无顾虑、无隐患的学习环境，根据学生实际情况全程安排个性化的教学进度和授课内容，使学生获得高效的学习体验。经过多年发展和沉淀，全日制培训业务在系统、师资、课程、教研、运营、管理等方面积累了强大的能力和资源，已成为公司优势业务之一；目前在全国已经布局 30 余所全日制基地。

参与运营建设驻马店市第五高级中学（筹），丰富利润增长点

据官微，北京学大信息技术集团有限公司和北京锦学信息技术有限公司中选驻马店市第五高级中学（筹）招引投资运营合作单位；其中北京锦学信息技术有限公司系学大教育集团全资子公司。

学大教育预计该项目计划投资 4 亿元，目前校园主要建筑已封顶，将于 2024 年 9 月开学；该校是一所全日制普通高中，用地面积约 90 亩，建面 7.1 万平方米；计划开设普通班、特长班、国际班和复读班，首年计划招生 850 人。

校址建成后，学大教育将负责该校的整体运营与管理。公司将积极统筹多年来积淀的优质教育资源，立足当地教育发展规划，助推该校在办学理念、管理团队、师资队伍和教学质量、制度建设、校园文化建设、智慧校园打造等多方面实现创新与跨越式发展。

2018 年学大凭借其在在一对一辅导领域积淀的丰富经验进入办学领域，依托集团化办学优势，先后于浙江慈溪和辽宁大连兴建了 3 所文谷双语学校。

我们认为本次参与民办高中，对于学大发展具备积极意义：

一方面，目前国内多地特别是三四线地区，优质教育资源短缺；以驻马店为例，在河南高考考生人数攀升背景下，当地优质生源外流现象明显，教育资源发展亟需通过自我革新带动质量升级；学校建成后我们预计生源需求向好，或快速爬坡，逐步贡献收入增量，丰富收入结构，形成新的业绩增长点。

另一方面，学大作为全国化教培公司，目前开展一对一及全日制教育培训业务，需要场地及教育资源等多方面投入；本次投资民办高中，预计可较好实现资源复用，多方面协同；打通学历非学历，贯穿普通高中及中职/高职业务，多板块协同发展。

维持盈利预测，维持“买入”评级

我们预计公司 23-25 年收入分别为 25.18/30.70/37.30 亿元，归母净利分别为 1.45/2.20/2.90 亿元，EPS 分别为 1.19/1.80/2.37 元/股，对应 PE 分别为 53/35/27X。

风险提示：政策风险；新业务风险；管理风险；运营成本上升风险等。

投资评级

行业	社会服务/教育
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	62.96 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	122.12
流通 A 股股本(百万股)	117.76
A 股总市值(百万元)	7,688.97
流通 A 股市值(百万元)	7,414.34
每股净资产(元)	4.61
资产负债率(%)	83.52
一年内最高/最低(元)	66.25/15.87

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	

股价走势

资料来源：聚源数据

相关报告

- 《学大教育-公司点评:加速外延整合，赋能核心业务，迎合产业趋势》 2024-02-06
- 《学大教育-公司点评:2023 刷新历史，2024 预期强劲》 2024-01-28
- 《学大教育-季报点评:多项指标超历史峰值水平》 2023-10-29

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,529.43	1,797.61	2,518.46	3,070.00	3,730.05
增长率(%)	4.10	(28.93)	40.10	21.90	21.50
EBITDA(百万元)	603.01	167.36	341.11	442.00	557.76
归属母公司净利润(百万元)	(536.02)	10.89	145.17	219.64	289.65
增长率(%)	(1,326.94)	(102.03)	1,233.16	51.30	31.87
EPS(元/股)	(4.39)	0.09	1.19	1.80	2.37
市盈率(P/E)	(14.34)	706.13	52.97	35.01	26.55
市净率(P/B)	18.02	17.65	13.11	9.54	7.02
市销率(P/S)	3.04	4.28	3.05	2.50	2.06
EV/EBITDA	2.74	10.15	20.15	13.89	10.26

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	998.14	874.95	1,208.86	1,381.50	1,678.52	营业收入	2,529.43	1,797.61	2,518.46	3,070.00	3,730.05
应收票据及应收账款	29.82	27.76	37.15	51.83	53.99	营业成本	1,866.95	1,293.62	1,694.42	2,002.87	2,389.10
预付账款	13.20	4.55	33.62	11.35	33.49	营业税金及附加	9.02	8.49	9.22	12.89	15.06
存货	2.32	0.56	1.24	1.41	2.31	销售费用	204.36	117.16	173.77	211.83	253.64
其他	86.03	67.40	171.58	152.72	185.87	管理费用	348.27	257.29	329.92	417.52	503.56
流动资产合计	1,129.51	975.22	1,452.46	1,598.82	1,954.18	研发费用	50.48	23.52	37.78	51.83	63.41
长期股权投资	53.98	85.42	85.42	85.42	85.42	财务费用	89.26	66.40	32.69	9.57	11.46
固定资产	177.28	170.65	140.66	110.67	80.68	资产/信用减值损失	(485.63)	(0.70)	0.00	0.00	0.00
在建工程	50.04	29.34	29.34	29.34	29.34	公允价值变动收益	(9.87)	(2.59)	0.09	(0.21)	0.11
无形资产	46.83	31.63	19.37	7.11	0.00	投资净收益	5.66	3.11	25.42	26.90	15.27
其他	2,005.79	1,889.03	1,617.02	1,574.33	1,626.99	其他	935.01	(31.33)	0.00	0.00	(0.00)
非流动资产合计	2,333.92	2,206.07	1,891.81	1,806.87	1,822.43	营业利润	(484.09)	62.64	266.17	390.18	509.20
资产总计	3,463.43	3,181.29	3,344.27	3,405.69	3,776.62	营业外收入	1.43	5.28	2.95	3.51	3.29
短期借款	1,145.69	1,099.27	826.57	222.75	158.23	营业外支出	28.09	14.20	13.89	16.03	18.05
应付票据及应付账款	0.05	0.05	0.04	0.08	0.07	利润总额	(510.75)	53.72	255.23	377.67	494.44
其他	868.91	777.16	1,788.15	2,216.42	2,346.63	所得税	28.05	45.41	124.81	179.77	238.57
流动负债合计	2,014.65	1,876.48	2,614.75	2,439.26	2,504.92	净利润	(538.81)	8.31	130.42	197.90	255.87
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(2.79)	(2.58)	(14.75)	(21.74)	(33.78)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	(536.02)	10.89	145.17	219.64	289.65
其他	374.23	282.53	170.13	209.40	259.07	每股收益(元)	(4.39)	0.09	1.19	1.80	2.37
非流动负债合计	374.23	282.53	170.13	209.40	259.07						
负债合计	3,047.95	2,758.03	2,784.88	2,648.66	2,764.00	主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	(11.23)	(12.43)	(27.18)	(48.92)	(82.70)	成长能力					
股本	117.76	117.76	122.12	122.12	122.12	营业收入	4.10%	-28.93%	40.10%	21.90%	21.50%
资本公积	859.03	859.03	859.03	859.03	859.03	营业利润	-694.28%	-112.94%	324.90%	46.59%	30.50%
留存收益	(549.94)	(539.05)	(393.89)	(174.25)	115.40	归属于母公司净利润	-1326.94%	-102.03%	1233.16%	51.30%	31.87%
其他	(0.15)	(2.05)	(0.70)	(0.97)	(1.24)	获利能力					
股东权益合计	415.48	423.26	559.39	757.02	1,012.62	毛利率	26.19%	28.04%	32.72%	34.76%	35.95%
负债和股东权益总计	3,463.43	3,181.29	3,344.27	3,405.69	3,776.62	净利率	-21.19%	0.61%	5.76%	7.15%	7.77%
						ROE	-125.62%	2.50%	24.75%	27.25%	26.44%
						ROIC	-118.98%	-12.51%	473.26%	-91.72%	-36.32%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债率	88.00%	86.70%	83.27%	77.77%	73.19%
净利润	(538.81)	8.31	145.17	219.64	289.65	净负债率	85.51%	89.28%	-52.19%	-138.15%	-136.20%
折旧摊销	166.07	151.10	42.25	42.25	37.10	流动比率	0.42	0.39	0.56	0.66	0.78
财务费用	95.45	71.40	32.69	9.57	11.46	速动比率	0.42	0.39	0.56	0.65	0.78
投资损失	(5.66)	(3.11)	(25.42)	(26.90)	(15.27)	营运能力					
营运资金变动	(745.75)	(157.33)	490.42	513.88	40.85	应收账款周转率	74.92	62.45	77.60	69.01	70.50
其它	941.73	146.06	(14.66)	(21.95)	(33.67)	存货周转率	1,684.92	1,248.13	2,791.10	2,311.93	2,006.17
经营活动现金流	(86.97)	216.43	670.45	736.49	330.12	总资产周转率	0.72	0.54	0.77	0.91	1.04
资本支出	(799.13)	173.10	112.41	(39.28)	(49.67)	每股指标(元)					
长期投资	(1.34)	31.44	0.00	0.00	0.00	每股收益	-4.39	0.09	1.19	1.80	2.37
其他	668.91	(299.10)	(86.02)	66.49	64.61	每股经营现金流	-0.71	1.77	5.49	6.03	2.70
投资活动现金流	(131.56)	(94.56)	26.38	27.22	14.94	每股净资产	3.49	3.57	4.80	6.60	8.97
债权融资	(321.71)	(166.99)	(368.63)	(590.80)	(47.76)	估值比率					
股权融资	822.28	(1.90)	5.71	(0.26)	(0.27)	市盈率	-14.34	706.13	52.97	35.01	26.55
其他	(400.17)	(61.67)	(0.00)	0.00	0.00	市净率	18.02	17.65	13.11	9.54	7.02
筹资活动现金流	100.40	(230.56)	(362.92)	(591.06)	(48.03)	EV/EBITDA	2.74	10.15	20.15	13.89	10.26
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	3.00	13.97	23.00	15.36	10.99
现金净增加额	(118.13)	(108.69)	333.91	172.64	297.02						

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com