

2023年08月30日

# 业绩处于预告上限，主业毛利率大幅提升

## 学大教育(000526)

评级:	买入	股票代码:	000526
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	32.51/13.00
目标价格:		总市值(亿)	32.79
最新收盘价:	26.85	自由流通市值(亿)	23.47
		自由流通股数(百万)	87.43

### 事件概述

2023H1 公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为 12.52/0.89/0.98/2.35 亿元，同比增长 18.4%/90.8%/154.2%/3954.5%，归母净利及扣非归母净利均处在预告区间上限。归母净利增幅高于收入主要由于降本增效带来毛利率提升；扣非归母净利高于净利主要由于非流动资产（包含长期股权投资）处置损失达 0.15 亿元；经营性现金流净额高增长主要由于教育培训业务预收款提升以及应收项目减少。23Q2 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 7.33/0.84/0.87 亿元，同比增长 30.8%/84.6%/100.4%。

### 分析判断:

上半年个性化教育培训强周期，教育培训业务快速回升。（1）分业务看，教育培训/房屋租赁/设备租赁/其他收入分别为 12.08/0.03/0.02/0.38 亿元、同比增长 17.1%/2.8%/-27.3%/106.5%。根据公司公告，23H1 个性化教育培训业务处在较强周期，当前公司拥有近 270 所个性化学习中心、30+所全日制培训基地（23H1 新增 2 所）。公司同步深化在职业教育、教育数字化、文化服务等业务的布局，公司拥有 6 家文化空间，教育数字化业务接入百度文心一言，成为首批生态合作伙伴。（2）分地区看，东部/中部/西部收入为 7.12/1.27/4.13 亿元、同比增长 22.9%/2.8%/16.5%，中部地区恢复相对较为缓慢。

净利率增幅低于毛利率主要由于资产处置收益下降及费用率增长。（1）23H1 公司毛利率为 35.08%、同比提升 4.56PCT，其中主业教育培训服务费毛利率同比提升 14.44PCT 至 34.56%；23H1 归母净利率为 7.10%、同比增长 2.69PCT，扣非归母净利率为 7.82%、同比提升 4.18PCT。从费用率来看，23H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.7%/13.7%/0.9%/2.57%，同比减少-0.24/0.32/0.26/0.75PCT。投资净收益占比下滑 1.2PCT，主要由于处置长期股权投资损失 0.16 亿元；其他收益占比减少 0.24PCT；资产处置收益占比同比减少 0.18PCT；所得税率增长 1.36PCT 至 3.53%。（2）23Q2 公司毛利率为 38.35%、同比提升 3.68PCT，归母净利率为 11.43%、同比提升 3.33PCT；四大费用率合计减少 1.85PCT；其他收益及投资净收益占比下降 1.01PCT；净营业外收入占比同比增长 0.14PCT；所得税率提升 1.33PCT。

培训预收款同比增加，为下半年教育业务提供保障。23H1 公司教育培训服务预收款为 4.81 亿元、同比增长 7.31%。课程培训预收款同比增长，为下半年教育业务经营提供一定的确定性保障。

### 投资建议:

我们分析，（1）短期来看，公司业务迎来政策和疫情双底，公司也是唯一一个在政策之前完成再融资、在手现金最为充裕的。（2）中长期来看，教育信息化、职业教育、文化空间（句象书店、LUKA 智能绘本馆）有望成为未来增长点。前期公司股权激励、此次业绩超预期均有望提振市场信心，维持 23/24/25 年收入预测 20.97/24.21/27.64 亿元，考虑公司降本增效效果超预期，上调 23/24/25 年归母净利预测 1.02/1.22/1.65 亿元至 1.15/1.39/1.61 亿元，对应调整 23/24/25 年 EPS 预测 0.86/1.04/1.40 元至 0.98/1.18/1.36 元，2023 年 8 月 29 日收盘价 26.85 元对应 PE 分别为 28/23/20X，维持“买入”评级。

### 风险提示

政策调整风险、市场竞争加剧风险、管理团队和师资流失风险、运营成本上升风险。

## 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,529	1,798	2,097	2,421	2,764
YoY (%)	4.1%	-28.9%	16.7%	15.4%	14.2%
归母净利润(百万元)	-536	11	115	139	161
YoY (%)	-	102.0%	956.1%	20.9%	15.5%
毛利率 (%)	26.2%	28.0%	28.5%	28.8%	29.1%
每股收益 (元)	-4.55	0.09	0.98	1.18	1.36
ROE	-125.6%	2.5%	20.9%	20.2%	18.9%
市盈率	-5.90	290.38	27.50	22.75	19.70

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 唐爽爽

邮箱: tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,798	2,097	2,421	2,764	净利润	8	88	135	156
YoY (%)	-28.9%	16.7%	15.4%	14.2%	折旧和摊销	324	50	51	51
营业成本	1,294	1,499	1,725	1,961	营运资金变动	-173	248	142	181
营业税金及附加	8	10	11	13	经营活动现金流	216	416	326	392
销售费用	117	124	143	163	资本开支	-78	-9	-16	-26
管理费用	257	298	339	387	投资	-29	0	0	0
财务费用	66	34	29	22	投资活动现金流	-95	-33	-16	-31
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	2	0	0	0
投资收益	3	1	25	19	债务募资	0	0	0	0
营业利润	63	120	182	211	筹资活动现金流	-231	-34	-29	-29
营业外收支	-9	2	6	6	现金净流量	-107	349	281	331
利润总额	54	122	187	216					
所得税	45	34	52	61	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
净利润	8	88	135	156	<b>成长能力</b>				
归属于母公司净利润	11	115	139	161	营业收入增长率	-28.9%	16.7%	15.4%	14.2%
YoY (%)	102.0%	956.1%	20.9%	15.5%	净利润增长率	102.0%	956.1%	20.9%	15.5%
每股收益	0.09	0.98	1.18	1.36	<b>盈利能力</b>				
					毛利率	28.0%	28.5%	28.8%	29.1%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	净利润率	0.5%	4.2%	5.6%	5.6%
货币资金	875	1,224	1,505	1,837	总资产收益率 ROA	0.3%	3.3%	3.6%	3.8%
预付款项	5	5	6	7	净资产收益率 ROE	2.5%	20.9%	20.2%	18.9%
存货	1	1	1	1	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	95	108	122	137	流动比率	0.39	0.49	0.56	0.64
流动资产合计	975	1,339	1,634	1,982	速动比率	0.39	0.49	0.56	0.64
长期股权投资	85	85	85	85	现金比率	0.35	0.45	0.52	0.59
固定资产	171	188	210	243	资产负债率	86.7%	85.5%	83.1%	80.8%
无形资产	32	23	14	4	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	2,206	2,193	2,189	2,195	总资产周转率	0.57	0.59	0.63	0.66
资产合计	3,181	3,531	3,823	4,177	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	1,099	1,099	1,099	1,099	每股收益	0.09	0.98	1.18	1.36
应付账款及票据	0	0	0	0	每股净资产	3.70	4.68	5.86	7.22
其他流动负债	1,376	1,638	1,796	1,993	每股经营现金流	1.84	3.53	2.77	3.33
流动负债合计	2,475	2,738	2,895	3,092	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	283	283	283	283	PE	290.38	27.50	22.75	19.70
非流动负债合计	283	283	283	283	PB	4.82	6.10	4.87	3.95
负债合计	2,758	3,020	3,177	3,375					
股本	118	118	118	118					
少数股东权益	-12	-40	-44	-48					
股东权益合计	423	511	646	802					
负债和股东权益合计	3,181	3,531	3,823	4,177					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，11年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015 年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

### 分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。