

2021 年 08 月 26 日

净利率持续改善，未来致力于向高中阶段战略倾斜

学大教育 (000526) ——2021 半年报点评

评级:	买入	股票代码:	000526
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	72.85/16.71
目标价格:		总市值(亿)	23.71
最新收盘价:	20.13	自由流通市值(亿)	19.36
		自由流通股数(百万)	96.20

事件概述

公司 2021H1 收入/归母净利/扣非净利 15.82/1.11/0.90 亿元，同比 20H1+22%/+153%+725%、同比 19H1-6%/+18%/+0%，业绩偏预告下限；非经常性收益为 2115 万元、以投资收益为主。2020Q2 收入/归母净利/扣非净利 8.90/1.05/1.01 亿元，同比 20Q2+28%/+76%+131%、同比 19Q2-6%/+15%/+12%。

分析判断:

我们关注：(1) 教培业务致力于提高高中占比：21H1 教培服务费收入为 15.65 亿元，同比 20H1 增长 22%、同比 19H1 下降 6%，高中阶段收入占约 60%，义务教育阶段收入占约 40%、其中初三阶段收入占约 20%，未来将落实双减政策要求提高普通高中阶段收入占比、规范义务教育阶段学科培训业务模式；丰富产品线布局，计划在义务教育阶段提供素质类、科技类等课程产品和教学服务，计划探索职业教育等领域业务等。(2) 学大教育在创始人回归后净利率改善：21H1 学大教育收入和净利为 15.76/1.37 亿元，较 20H1 增长 22%/65%、净利率提升 2.3pct 至 8.7%，较 19H1 增长-6%/46%、净利率提升 3.1pct。

2021H1 毛利率/归母净利率为 33.72%/7.00%，同比+4.68/+3.62PCT，销售/管理/研发/财务费用率为 7.89%/13.20%/1.47%/3.02%、同比-0.39/-0.06/-0.27/0.26PCT，其他收益/收入同比-1.78PCT 至 1.67%主要系政府补助及税费减免减少等有关。

预收与现金流来看，2021 半年度末合同负债 8.17 亿元、比上年末下降 11.91%，经营活动现金流净额 0.84 亿元、同比下降 26%，主要系应收性项目减少额下降等。

投资建议:

考虑净利率提升超预期，上调 2021-23 年收入预测从 30.3/37.4/45.2 亿元到 31.3/37.7/45.1 亿元、归母净利预测从 0.92/1.64/2.3 亿元到 1.7/2.2/2.7 亿元。尽管受双减政策扰动，但公司向高中阶段战略倾斜、渠道的全国化布局、对教研的重视、以及未来盈利改善空间为未来业绩增长提供支撑，维持“买入”评级。

风险提示

疫情带来的不利影响、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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,992	2,430	3,131	3,774	4,523
YoY (%)	3.4%	-18.8%	28.9%	20.5%	19.8%
归母净利润(百万元)	14	44	173	215	268
YoY (%)	7.1%	215.1%	295.8%	24.3%	24.8%
毛利率 (%)	27.3%	25.8%	31.8%	31.7%	31.6%
每股收益 (元)	0.12	0.37	1.47	1.82	2.28
ROE	14.0%	31.1%	51.6%	39.1%	32.8%
市盈率	170.97	54.26	13.71	11.03	8.84

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

分析师: 何富丽

邮箱: hefli@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080002

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,430	3,131	3,774	4,523	净利润	43	169	209	260
YoY (%)	-18.8%	28.9%	20.5%	19.8%	折旧和摊销	138	83	83	83
营业成本	1,802	2,136	2,578	3,094	营运资金变动	-49	394	300	405
营业税金及附加	4	5	6	7	经营活动现金流	167	694	622	759
销售费用	228	272	331	401	资本开支	-122	-10	-26	-32
管理费用	315	413	501	605	投资	-3	0	0	0
财务费用	78	64	63	52	投资活动现金流	247	-19	-29	-26
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	1	22	0	0
投资收益	73	16	23	32	债务募资	0	-250	-250	-250
营业利润	81	235	290	362	筹资活动现金流	-173	-292	-303	-292
营业外收支	-4	0	0	0	现金净流量	232	383	291	441
利润总额	78	235	290	362	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	35	66	81	101	成长能力				
净利润	43	169	209	260	营业收入增长率	-18.8%	28.9%	20.5%	19.8%
归属于母公司净利润	44	173	215	268	净利润增长率	215.1%	295.8%	24.3%	24.8%
YoY (%)	215.1%	295.8%	24.3%	24.8%	盈利能力				
每股收益	0.37	1.47	1.82	2.28	毛利率	25.8%	31.8%	31.7%	31.6%
资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	1.8%	5.4%	5.5%	5.8%
货币资金	1,030	1,413	1,703	2,145	总资产收益率 ROA	1.2%	4.4%	5.1%	5.7%
预付款项	17	21	25	30	净资产收益率 ROE	31.1%	51.6%	39.1%	32.8%
存货	1	1	1	1	偿债能力				
其他流动资产	238	285	329	379	流动比率	0.38	0.48	0.56	0.66
流动资产合计	1,286	1,719	2,058	2,555	速动比率	0.38	0.48	0.55	0.65
长期股权投资	55	55	55	55	现金比率	0.31	0.40	0.46	0.55
固定资产	193	174	160	152	资产负债率	96.2%	91.7%	87.4%	83.1%
无形资产	55	43	32	21	经营效率				
非流动资产合计	2,229	2,182	2,150	2,124	总资产周转率	0.69	0.80	0.90	0.97
资产合计	3,515	3,901	4,208	4,679	每股指标（元）				
短期借款	1,586	1,336	1,086	836	每股收益	0.37	1.47	1.82	2.28
应付账款及票据	0	0	0	0	每股净资产	1.19	2.84	4.67	6.95
其他流动负债	1,786	2,231	2,580	3,040	每股经营现金流	1.42	5.89	5.28	6.44
流动负债合计	3,372	3,567	3,666	3,876	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	11	11	11	11	PE	54.26	13.71	11.03	8.84
非流动负债合计	11	11	11	11	PB	43.93	13.14	8.00	5.38
负债合计	3,383	3,578	3,676	3,887					
股本	96	118	118	118					
少数股东权益	-8	-12	-18	-26					
股东权益合计	132	323	532	792					
负债和股东权益合计	3,515	3,901	4,208	4,679					

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。

何富丽：对外经济贸易大学管理学硕士、学士，CPA，3年研究经验，曾任职国盛证券研究所，覆盖休闲服务行业，2020年3月加入华西证券研究所，并拓展覆盖至纺服教育行业。

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。