

学大教育 (000526.SZ)

业务淡季逆势盈利，高景气度再验证

增持

核心观点

前三季度实现归母净利润 1.17 亿，超出我们预期。2023Q1-3，公司实现营业收入 17.93 亿元/+22.3%；归母净利润 1.17 亿元/+1365.1%；扣非归母净利润 1.15 亿元/+2136.3%。**2023Q3**，公司实现营业收入 5.41 亿元/+32.1%；归母净利润 2818 万元/+173.1%；扣非归母净利润 1689 万元/+138.1%，本季利润表现超出前期三季报前瞻预测（+105%），系 2015 年以来首次单三季度实现盈利。报告期末，公司合同负债为 8.32 亿元/+38.9%，前三季度销售商品&提供劳务收到现金为 20.77 亿元/+35.96%。

分业务看，我看分析公司传统教育业务（个性化辅导、全日制基地）贡献最为主要的收入以及利润来源，中职业务、文化服务以及教育数字化预计微利。

历史借款偿还节奏提速，财务费率改善明显。前三季度，公司毛利率为 34.43%，同比+6.04pct；期间费用率为 24.57%/-1.61pcts。其中销售/管理/研发/财务费率分别-0.08/-0.39/-0.14/-1.00pct，依托于关闭亏损网点、裁撤冗余教师以及收入端的超预期复苏，各项费用率均有优化，其中财务费用改善明显，系公司今年先后向股东紫光卓远偿还借款本金 3.6 亿元（借款利率为 4.35%/年），财务压力大幅减轻，剩余款项最晚将于 2025 年底前支付完毕。净利率为 6.37%，同比+5.95pct，盈利能力显著修复。

传统教育业务高景气度再验证，中职布局再下一城。新东方先于公司披露了 FY2024Q1 经营业绩，公司教育业务呈现出不俗恢复态势，且公司基于逐渐稳定的行业监管态度，对教育业务未来增长也持乐观态度。受益于需求端的高景气度以及政策带来的供给侧出清，线下教育高景气度持续得到验证。2023 年 8 月公司公告以自有资金 3040 万元出资持有沈阳双晟教育 80%股权，实现间接持有沈阳国际商务学校 80%的举办者权益，截至 2023Q3，公司已收购并托管 4 所中职学校标的（3 所年底并表），公司独特的学历考学型中职模式未来若能得到验证，有望构筑公司新成长曲线。

风险提示：政策趋严；招生人数不达预期；关键业务人员流失；商誉减值等

投资建议：我们维持 2023-2025 年收入预测分别为 21.59/25.17/29.12 亿元，同比增速 20.1%/16.6%/15.7%；受益于需求端的高景气度以及政策带来供给侧出清，公司盈利能力修复超出我们预期，故提升 2023-2025 年归母净利润预期至 1.48/1.84/2.25 亿元（原预测为 0.62/0.93/1.31 亿元），同比增速 1260.7%/23.9%/22.5%，对应 PE 估值为 30.1/24.3/19.8x。我们分析传统教育业务公司高中培训基本盘稳固，业绩确定性较强，中职院校布局逐渐完善，提供远期成长空间，维持公司“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,529	1,798	2,159	2,517	2,912
(+/-%)	4.1%	-28.9%	20.1%	16.6%	15.7%
净利润(百万元)	-536	11	148	184	225
(+/-%)	-1326.9%	-102.0%	1260.7%	23.9%	22.5%
每股收益(元)	-4.55	0.09	1.26	1.56	1.91
EBIT Margin	2.0%	5.4%	12.3%	12.9%	13.6%
净资产收益率 (ROE)	-125.6%	2.5%	27.5%	27.5%	27.3%
市盈率 (PE)	-8.3	409.9	30.1	24.3	19.8
EV/EBITDA	72.3	50.4	32.5	26.2	21.2
市净率 (PB)	10.46	10.24	8.27	6.68	5.41

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

证券分析师：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

证券分析师：钟潇

0755-82132098

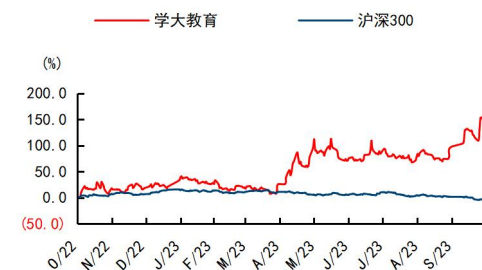
zhongxiao@guosen.com.cn

S0980513100003

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	37.90 元
总市值/流通市值	4629/4463 百万元
52 周最高价/最低价	40.95/14.73 元
近 3 个月日均成交额	113.63 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

《学大教育 (000526.SZ) - 传统培训业务基本盘稳定，职教布局具备想象空间》——2023-07-13

前三季度实现归母净利润 1.17 亿，超出我们预期。2023Q1-3，公司实现营收 17.93 亿元/+22.3%；归母净利润 1.17 亿元/+1365.1%；扣非归母净利润 1.15 亿元/+2136.3%。2023Q3，公司实现营业收入 5.41 亿元/+32.1%；归母净利润 2818 万元/+173.1%；扣非归母净利润 1689 万元/+138.1%，本季利润表现超出前期三季报前瞻预测（+105%），系 2015 年以来首次单三季度实现盈利。报告期末，公司合同负债为 8.32 亿元/+38.9%，前三季度销售商品及提供劳务收到现金为 20.77 亿元/+35.96%。

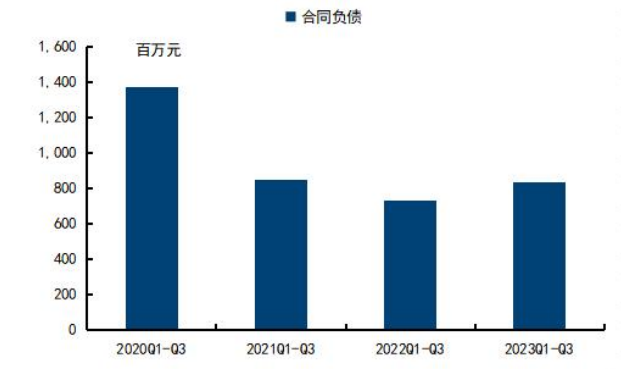
分业务看，我看分析公司传统教育业务（个性化辅导、全日制基地）贡献最为主要的收入以及利润来源，中职业务、文化服务以及教育数字化预计微利。

图1：公司前三季度收入利润及增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

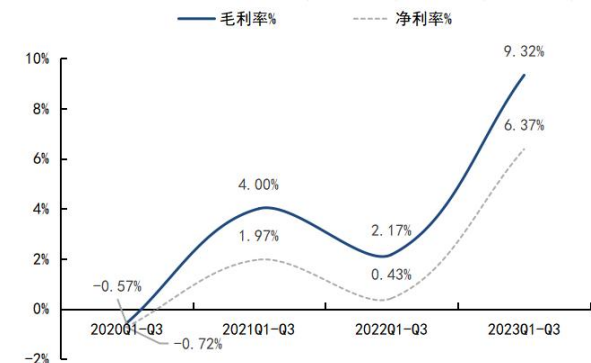
图2：公司三季度末合同负债规模



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

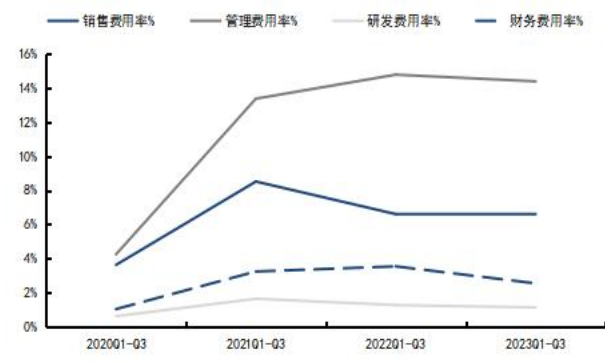
历史借款偿还节奏提速，财务费率改善明显。前三季度，公司毛利率为 34.43%，同比 +6.04pct；期间费用率为 24.57%/-1.61pcts。其中销售/管理/研发/财务费率分别 -0.08/-0.39/-0.14/-1.00pct，依托于关闭亏损网点、裁撤冗余教师以及收入端的超预期复苏，各项费用率均有优化，其中财务费用改善明显，系公司今年先后向股东紫光卓远偿还借款本金 3.6 亿元（借款利率为 4.35%/年），财务压力大幅减轻，剩余款项最晚将于 2025 年底前支付完毕。净利率为 6.37%，同比+5.95pct，盈利能力显著修复。

图3：公司毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司前三季度期间费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

传统教育业务高景气度再验证，中职布局再下一城。新东方先于公司披露了 FY2024Q1 经营业绩，公司教育业务呈现出不俗恢复态势，且公司基于逐渐稳定的行业监管态度，

对教育业务未来增长也持乐观态度。受益于需求端的高景气度以及政策带来的供给侧出清，线下教育高景气度持续得到验证。2023 年 8 月公司公告以自有资金 3040 万元出资持有沈阳双晟教育 80% 股权，实现间接持有沈阳国际商务学校 80% 的举办者权益，截至 2023Q3，公司已收购并托管 4 所中职学校标的（3 所年底并表），公司独特的学历考学型中职模式未来若能得到验证，有望构筑公司新成长曲线。

投资建议：我们维持 2023–2025 年收入预测分别为 21.59/25.17/29.12 亿元，同比增速 20.1%/16.6%/15.7%；受益于需求端的高景气度以及政策带来供给侧出清，公司盈利能力修复超出我们预期，故提升 2023–2025 年归母净利润预期至 1.48/1.84/2.25 亿元（原预测为 0.62/0.93/1.31 亿元），同比增速 1260.7%/23.9%/22.5%，对应 PE 估值为 30.1/24.3/19.8x。我们分析传统教育业务公司高中培训基本盘稳固，业绩确定性较强，中职院校布局逐渐完善，提供远期成长空间，维持公司的“增持”评级。

表1：学大教育盈利预测表

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
收入	1,797.61	2,158.68	2,516.94	2,911.70
yoy	-28.9%	20.1%	16.6%	15.7%
其中：				
一、新职教业务				
1、中职教育	14.75	111.56	201.78	319.22
yoy		656.4%	80.9%	58.2%
收入占比	0.8%	5.2%	8.0%	11.0%
现存学校				
收入	0.00	81.81	156.78	273.82
学生总人数	0	2,750	5,225	9,048
学校数量	0	3	5	8
当年新并购学校				
收入	14.75	29.75	45.01	45.40
学生总人数	2,500	2,000	3,000	3,000
学校数量	3	2	3	3
二、传统业务				
1、教育培训服务	1,729.70	2,087.19	2,443.71	2,836.66
yoy	-30.3%	20.7%	17.1%	16.1%
1) 高中培训	1,300.00	1,492.35	1,693.69	1,902.70
yoy		14.8%	13.5%	12.3%
客单价	10,000	10,200	10,404	10,612
yoy		2.0%	2.0%	2.0%
2) 全日制学校	264.95	310.78	355.04	398.35
yoy		17.3%	14.2%	12.2%
客单价	66,237	67,562	68,913	70,291
yoy		2.0%	2.0%	2.0%
3) 全日制基地	150.00	172.50	193.20	216.38
yoy		15.0%	12.0%	12.0%
营业成本	1,293.62	1,525.21	1,755.86	2,003.59
%	72.0%	70.7%	65.8%	65.0%
毛利率	28.0%	34.0%	34.2%	35.0%
费用端				
销售费用%	6.5%	6.2%	6.0%	5.9%
管理费用%	14.3%	14.1%	13.5%	13.3%
研发费用%	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%
财务费用%	3.7%	3.5%	3.3%	3.1%
归母净利润	10.89	148.13	184.17	224.58

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表2：可比公司估值表

代码	公司简称	股价（元）	总市值		EPS（元）				PE				ROE	PEG	投资评级
			亿元	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	（22A）	（23E）		
003032.SZ	传智教育	12.75	51.31	0.45	0.52	0.62	0.73	28.38	24.54	20.60	17.37	13.51	0.92	增持	
605098.SH	行动教育	40.09	47.34	0.94	1.90	2.42	3.03	42.70	21.10	16.58	13.23	13.17	0.50	增持	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

风险提示：招生人数不达预期；宏观经济下行的风险；关键业务人员流失等

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	998	875	3000	3000	3000	营业收入	2529	1798	2159	2517	2912
应收款项	96	79	107	110	133	营业成本	1867	1294	1457	1691	1954
存货净额	2	1	1	1	1	营业税金及附加	9	8	10	10	11
其他流动资产	33	19	44	37	44	销售费用	204	117	134	151	163
流动资产合计	1130	975	3154	3150	3181	管理费用	348	257	268	313	361
固定资产	227	200	154	135	72	研发费用	50	24	25	25	28
无形资产及其他	47	32	31	31	31	财务费用	89	66	50	57	36
投资性房地产	2006	1889	1889	1889	1889	投资收益	6	3	3	3	3
长期股权投资	54	85	104	120	143	资产减值及公允价值变动	(463)	(3)	(40)	(60)	(100)
资产总计	3463	3181	5332	5326	5315	其他收入	(39)	7	(17)	(7)	(8)
短期借款及交易性金融负债	1353	1253	3142	2732	2200	营业利润	(484)	63	186	230	282
应付款项	0	0	0	0	0	营业外净收支	(27)	(9)	0	0	0
其他流动负债	1320	1223	1284	1429	1733	利润总额	(511)	54	186	230	282
流动负债合计	2674	2475	4426	4161	3933	所得税费用	28	45	46	58	70
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(3)	(3)	(9)	(11)	(14)
其他长期负债	374	283	372	493	532	归属于母公司净利润	(536)	11	148	184	225
长期负债合计	374	283	372	493	532	现金流量表（百万元）					
负债合计	3048	2758	4798	4654	4466	净利润	(536)	11	148	184	225
少数股东权益	(11)	(12)	(6)	4	24	资产减值准备	462	(485)	(0)	(0)	(0)
股东权益	427	436	539	668	825	折旧摊销	53	46	20	22	26
负债和股东权益总计	3463	3181	5332	5326	5315	公允价值变动损失	463	3	40	60	100
关键财务与估值指标						财务费用	89	66	50	57	36
每股收益	(4.55)	0.09	1.26	1.56	1.91	营运资本变动	341	(524)	97	269	313
每股红利	0.57	0.36	0.38	0.47	0.57	其它	(465)	492	7	9	21
每股净资产	3.62	3.70	4.58	5.67	7.01	经营活动现金流	318	(458)	312	544	684
ROIC	-1.48%	0.43%	6%	6%	9%	资本开支	0	484	(13)	(63)	(63)
ROE	-125.62%	2.50%	27%	27%	27%	其它投资现金流	1	(2)	0	0	0
毛利率	26%	28%	32%	33%	33%	投资活动现金流	2	451	(32)	(79)	(85)
EBIT Margin	2%	5%	12%	13%	14%	权益性融资	(1)	2	0	0	0
EBITDA Margin	4%	8%	13%	14%	14%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	4%	-29%	20%	17%	16%	支付股利、利息	(67)	(42)	(44)	(55)	(67)
净利润增长率	-1327%	-102%	1261%	24%	23%	其它融资现金流	(218)	(34)	1889	(410)	(532)
资产负债率	88%	86%	90%	87%	84%	融资活动现金流	(353)	(116)	1845	(465)	(599)
股息率	1.5%	0.9%	1.0%	1.2%	1.5%	现金净变动	(32)	(123)	2125	0	0
P/E	(8.3)	409.9	30.1	24.3	19.8	货币资金的期初余额	1030	998	875	3000	3000
P/B	10.5	10.2	8.3	6.7	5.4	货币资金的期末余额	998	875	3000	3000	3000
EV/EBITDA	72.3	50.4	32.5	26.2	21.2	企业自由现金流	0	21	303	473	572
						权益自由现金流	0	(13)	2154	20	14

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	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	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±10%之间
		低配	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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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所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