

研究所:

证券分析师:

姚蕾 S0350521080006

yaol02@ghzq.com.cn

证券分析师:

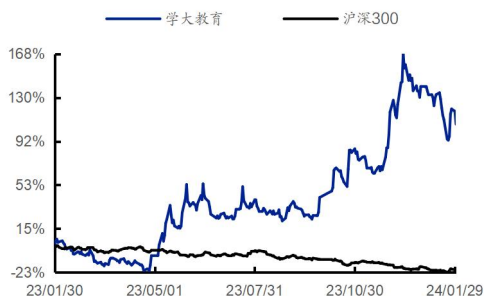
谭瑞峤 S0350521120004

tanrq@ghzq.com.cn

个性化基因筑基，职教新业务发力

——学大教育（000526）2023 年业绩预告点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/01/30

| 表现 | 1M | 3M | 12M |
|--------|--------|-------|--------|
| 学大教育 | -13.8% | 11.7% | 106.6% |
| 沪深 300 | -5.4% | -9.5% | -22.8% |

市场数据

2024/01/30

| | |
|-------------|-------------|
| 当前价格(元) | 43.08 |
| 52 周价格区间(元) | 15.87-57.00 |
| 总市值(百万) | 5,261.13 |
| 流通市值(百万) | 5,073.22 |
| 总股本(万股) | 12,212.47 |
| 流通股本(万股) | 11,776.27 |
| 日均成交额(百万) | 153.50 |
| 近一月换手(%) | 2.70 |

事件:

2024 年 1 月 26 日，公司公告 2023 年度业绩预告，归属于上市公司股东的净利润预计在 1.3-1.65 亿元，YOY+1094%至+1415%，扣非归母净利润预计为 1.25-1.6 亿元，YOY+1546%至+1951%。对应 2023Q4 归母净利润 1297-4797 万元，YOY+347%至+1554%，扣非归母净利润 1023-4523 万元，YOY+440%至+1604%。

投资要点:

- 内外兼修驱动个性化教育业务利润释放。2023 年，公司从事的传统个性化教育业务外部经营环境改善，内部推进管理及组织优化、经营效率提升，带来利润释放。分季度看，2023Q1/Q2/Q3 实现归母净利润 509/8376/2818 万元，归母净利率 1%/11.4%/5.2%，较 2019Q1/Q2/Q3 的 0.3%/9.8%/-4.1%均有明显改善，2023Q4 预计归母净利润 1297-4797 万元，相比 2019Q4 归母净利润-5012 万元亦有明显提升，各季度经营业绩稳定性更强。截至 2023H1，公司个性化学习中心近 270 所，覆盖主要一二线城市、辐射三四线城市，维持全国线下基本盘，同时具备线上教学交付能力。此外，截至 2023H1，公司布局全国 30 余所全日制教学基地，为高考复读生和艺考培训生提供教育服务。在手现金充裕(截至 2023Q3 约 6 亿元)，具有稳健经营的能力。
- 顺应国家政策和产业趋势，锐意布局职教赛道。公司职业教育涵盖中等职业教育、高等职业教育、产教融合、职业技能培训四个版块，中职方面，公司已陆续整合东莞市鼎文职业技术学校（80%举办者权益）、大连通才中等职业技术学校（100%举办者权益）、大连通才计算机专修学校（100%举办者权益）、沈阳国际商务学校（80%举办者权益）等中职，建议持续关注职教布局进展。
- 盈利预测和投资评级：我们认为公司是 A 股少有的老牌教育公司，2001 年成立以来始终坚持以个性化教育为核心理念，当前我们看好公司的原因包括，①传统业务在外部经营环境改善和内部经营效率提升双重作用下带来的收入增长及利润率改善，②公司基于传统培训业务延伸出高考复读、艺考培训、中职教育的高考（包括职教高考）业务，其中以中职为代表的新业务的收入贡献有望提升。中职

业务经营模式更为稳健、且盈利能力更强，对于季节波动性较大、经营效率较低的传统个性化业务而言，既有交叉销售的优势、从公司整体业绩角度又是十分有益的补充。我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 1.56/2.15/3.23 亿元，对应 PE 分别为 34/25/16x，首次覆盖，给予“买入”评级。

- 风险提示：公共卫生事件相关风险、估值中枢下移风险、监管相关风险、管理层相关风险、新业务拓展不及预期、解禁减持风险、出生人口下滑等。

| 预测指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 1,798 | 2,247 | 2,927 | 3,701 |
| 增长率(%) | -29 | 25 | 30 | 26 |
| 归母净利润（百万元） | 11 | 156 | 215 | 323 |
| 增长率(%) | 102 | 1,333 | 38 | 51 |
| 摊薄每股收益（元） | 0.09 | 1.28 | 1.76 | 2.65 |
| ROE(%) | 2 | 24 | 25 | 27 |
| P/E | 193 | 34 | 25 | 16 |
| P/B | 5 | 8 | 6 | 4 |
| P/S | 1 | 2 | 2 | 1 |
| EV/EBITDA | 6 | 12 | 8 | 5 |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：学大教育盈利预测表

| 证券代码: | 000526 | | | | 股价: | 43.08 | | | | 投资评级: | 买入 (首次) | | | | 日期: | 2024/01/30 | | | |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------|---------|-------|-------|-------|------|------------|-------|-------|-------|
| 财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 每股指标与估值 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 每股指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 每股指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | | | | | | | | | | | |
| ROE | 2.50% | 23.65% | 24.55% | 27.00% | EPS | 0.09 | 1.28 | 1.76 | 2.65 | | | | | | | | | | |
| 毛利率 | 28.04% | 30.19% | 31.63% | 33.10% | BVPS | 3.70 | 5.40 | 7.16 | 9.81 | | | | | | | | | | |
| 期间费率 | 24.52% | 21.80% | 19.41% | 18.86% | 估值 | | | | | | | | | | | | | | |
| 销售净利率 | 0.61% | 6.94% | 7.33% | 8.74% | P/E | 192.97 | 33.72 | 24.51 | 16.27 | | | | | | | | | | |
| 成长能力 | | | | | P/B | 4.82 | 7.97 | 6.02 | 4.39 | | | | | | | | | | |
| 收入增长率 | -28.93% | 25.02% | 30.26% | 26.44% | P/S | 1.17 | 2.34 | 1.80 | 1.42 | | | | | | | | | | |
| 利润增长率 | 102.03% | 1333.00% | 37.57% | 50.64% | | | | | | | | | | | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | | | | | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.54 | 0.70 | 0.82 | 0.85 | 营业收入 | 1797.61 | 2247.38 | 2927.35 | 3701.25 | | | | | | | | | | |
| 应收账款周转率 | 62.45 | 76.22 | 81.46 | 80.41 | 营业成本 | 1293.62 | 1568.98 | 2001.36 | 2476.27 | | | | | | | | | | |
| 存货周转率 | 898.19 | 2681.59 | 2882.84 | 2844.16 | 营业税金及附加 | 8.49 | 4.49 | 5.85 | 7.40 | | | | | | | | | | |
| 偿债能力 | | | | | 销售费用 | 117.16 | 136.96 | 169.79 | 203.57 | | | | | | | | | | |
| 资产负债率 | 86.70% | 79.84% | 78.02% | 75.44% | 管理费用 | 257.29 | 297.94 | 351.28 | 444.15 | | | | | | | | | | |
| 流动比 | 0.39 | 0.63 | 0.94 | 1.19 | 财务费用 | 66.40 | 55.07 | 47.18 | 50.38 | | | | | | | | | | |
| 速动比 | 0.39 | 0.62 | 0.92 | 1.18 | 其他费用 / (-收入) | 23.52 | 22.47 | 29.27 | 37.01 | | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 营业利润 | 62.64 | 210.89 | 357.74 | 526.88 | | | | | | | | | | |
| 现金及现金等价物 | 875.45 | 1017.91 | 1894.27 | 2938.61 | 营业外净收支 | -8.92 | -6.00 | -3.50 | -2.00 | | | | | | | | | | |
| 应收款项 | 27.76 | 31.21 | 40.66 | 51.41 | 利润总额 | 53.72 | 204.89 | 354.24 | 524.88 | | | | | | | | | | |
| 存货净额 | 0.56 | 0.61 | 0.78 | 0.96 | 所得税费用 | 45.41 | 50.39 | 141.70 | 204.70 | | | | | | | | | | |
| 其他流动资产 | 71.45 | 142.44 | 182.33 | 225.77 | 净利润 | 8.31 | 154.49 | 212.54 | 320.18 | | | | | | | | | | |
| 流动资产合计 | 975.22 | 1192.17 | 2118.03 | 3216.75 | 少数股东损益 | -2.58 | -1.54 | -2.13 | -3.20 | | | | | | | | | | |
| 固定资产 | 170.65 | 167.50 | 158.84 | 148.43 | 归属于母公司净利润 | 10.89 | 156.04 | 214.67 | 323.38 | | | | | | | | | | |
| 在建工程 | 29.34 | 29.34 | 29.34 | 29.34 | 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | | | | | | | | | |
| 无形资产及其他 | 1920.66 | 1728.45 | 1513.45 | 1317.49 | 经营活动现金流 | 216.43 | 472.52 | 828.55 | 973.11 | | | | | | | | | | |
| 长期股权投资 | 85.42 | 85.42 | 85.42 | 85.42 | 净利润 | 10.89 | 156.04 | 214.67 | 323.38 | | | | | | | | | | |
| 资产总计 | 3181.29 | 3202.89 | 3905.09 | 4797.43 | 少数股东损益 | -2.58 | -1.54 | -2.13 | -3.20 | | | | | | | | | | |
| 短期借款 | 1099.27 | 59.27 | 49.27 | 39.27 | 折旧摊销 | 324.46 | 195.08 | 218.66 | 201.38 | | | | | | | | | | |
| 应付款项 | 0.05 | 0.04 | 0.06 | 0.07 | 公允价值变动 | 2.59 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | | | | | | |
| 预收帐款 | 136.12 | 157.32 | 204.91 | 259.09 | 营运资金变动 | -173.26 | 65.66 | 342.34 | 387.64 | | | | | | | | | | |
| 其他流动负债 | 1240.07 | 1662.55 | 2006.78 | 2394.62 | 投资活动现金流 | -94.56 | 5.03 | 7.35 | 10.40 | | | | | | | | | | |
| 流动负债合计 | 2475.50 | 1879.17 | 2261.02 | 2693.04 | 资本支出 | -77.83 | 1.25 | 4.43 | 6.70 | | | | | | | | | | |
| 长期借款及应付债券 | 0.00 | 314.25 | 314.25 | 314.25 | 长期投资 | -29.04 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | | | | | | |
| 其他长期负债 | 282.53 | 363.73 | 471.54 | 611.69 | 其他 | 12.32 | 3.78 | 2.93 | 3.70 | | | | | | | | | | |
| 长期负债合计 | 282.53 | 677.99 | 785.79 | 925.94 | 筹资活动现金流 | -230.56 | -333.60 | 40.45 | 60.83 | | | | | | | | | | |
| 负债合计 | 2758.03 | 2557.16 | 3046.81 | 3618.98 | 债务融资 | -52.00 | -339.24 | 97.81 | 130.15 | | | | | | | | | | |
| 股本 | 117.76 | 122.12 | 122.12 | 122.12 | 权益融资 | 1.96 | 67.03 | 0.00 | 0.00 | | | | | | | | | | |
| 股东权益 | 423.26 | 645.73 | 858.27 | 1178.45 | 其它 | -180.52 | -61.39 | -57.36 | -69.32 | | | | | | | | | | |
| 负债和股东权益总计 | 3181.29 | 3202.89 | 3905.09 | 4797.43 | 现金净增加额 | -106.52 | 142.46 | 876.35 | 1044.34 | | | | | | | | | | |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【传媒小组介绍】

姚蕾，传媒教育行业首席分析师，同济大学本科，香港大学硕士，从业 7 年，曾获新财富、水晶球、保险资产管理业最佳分析师。主要研究方向为游戏、视频、营销、潮玩、出版、教育、体育等赛道。

谭瑞娇，传媒教育行业分析师，厦门大学本科，中央财经大学、哥伦比亚大学硕士，从业 3 年，主要研究方向为游戏、教育、出版、直播电商等赛道。

方博云，传媒教育行业分析师，西南财经大学本科，上海财经大学硕士，从业 4 年，主要研究方向为影视、潮玩、营销、泛娱乐等赛道。

【分析师承诺】

姚蕾，谭瑞娇，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。