

学大教育 (000526.SZ)

预计归母净利润中值为 1.48 亿，行业高景气度再确认

增持

核心观点

预计公司 2023 年实现归母净利润中值为 1.48 亿，符合我们预期。公司发布 2023 年业绩预告，公司预计实现归母净利润 1.30-1.65 亿元/+1094%-1415%，归母净利润中值为 1.48 亿元，与我们预测一致（1.48 亿）；预计扣非净利润 1.25-1.60 亿元/+1546%-1951%，中值约 1.43 亿元，系学大教育重组以来最优表现。2023Q4，公司预计实现归母净利润 1297-4797 万元/+347%-1154%，中值 3047 万元；Q4 扣非净利润 1023-4523 万元/+440%-1604%，中值 2773 万元，同样系重组以来四季度利润首次转正。

“需求旺盛-优质供给短缺”带来赛道高景气度再度得到确认，预计公司仍将受益于赛道牌照准入的发展红利。以新东方、好未来及学大教育为代表的教培龙头最新财报经营数据均延续优异表现，我们分析“双减政策”带来的行业竞争格局改善的红利仍在显现，且对新东方对下一季财报收入表现展望积极（预计 FY2024Q3 收入同增 42%~45% VS FY2024Q2 收入同增 36%），龙头教培公司经营有望持续受益。此外，伴随收入规模扩张，经营杠杆带动下利润率有望持续改善，我们分析教培赛道目前仍处于业务需求放量增长、利润率边际改善的上行通道中。

“学历型”中织布局打开提供中线成长想象空间。除去传统教育培训业务外，公司发力职业教育板块，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。此板块业务目前虽营收体量较小，但依托公司后续运营端的赋能提效，有望成为收入与利润增量又一增长点。

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：受益于教培赛道“需求旺盛-优质供给短缺”现状，公司盈利能力修复同比提升明显，且展望未来我们分析仍将受益于赛道牌照准入带来的发展机遇，考虑到 2023 年底的合同负债等业务先行指标仍未披露，我们暂维持公司 2023-2025 年归母净利润预测 1.48/1.84/2.25 亿元，同比增速 1260.7%/23.9%/22.5%，对应 PE 估值为 35.2/28.4/23.2x，后续会根据期末合同负债等数据表现，对应调整 2024 年及以后财年业绩预测。整体而言公司传统教育业务公司高中培训基本盘稳固，经营确定性较强，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)	-9.7	478.8	35.2	28.4	23.2
EV/EBITDA	79.6	55.6	35.1	28.3	23.0
市净率 (PB)	12.22	11.97	9.67	7.81	6.32

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

zhongxiaoyao@guosen.com.cn

S0980513100003

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	44.27 元
总市值/流通市值	5406/5213 百万元
52 周最高价/最低价	57.00/15.87 元
近 3 个月日均成交额	197.15 百万元

市场走势

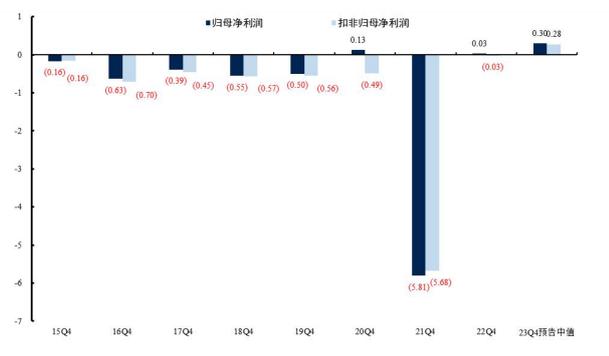


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

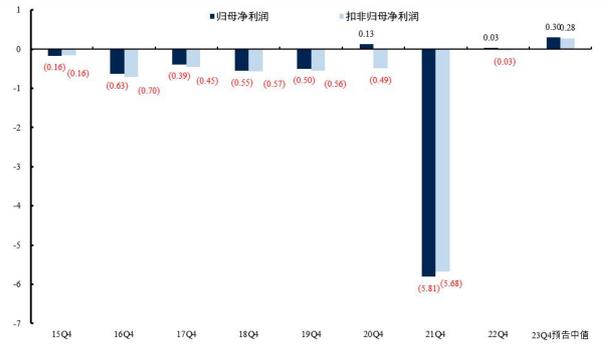
相关研究报告

《学大教育 (000526.SZ) - 业务淡季逆势盈利，高景气度再验证》——2023-10-30

《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

图1: 2014-2024 公司扣非前后归母净利润数据(单位: 亿元)


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 2015-2024Q4 公司扣非前后归母净利润(单位: 亿元)


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (22A)	PEG (23E)	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
EDU.N	新东方	76.57	125.88	-0.70	0.10	0.23	0.33	-1.87	36.05	32.91	23.33	-32.05	1.31	买入
TAL.N	好未来	10.76	68.54	-5.29	-0.64	-0.28	0.04	-1.61	-33.59	-114.24	741.57	-28.19	-	无
000526.SZ	学大教育	44.27	54.06	0.09	1.18	1.66	2.20	193.05	37.42	26.65	20.10	2.53	0.03	增持

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 以上公司均为 Wind 一致预测, 新东方及好未来的股价及市值货币单位为美元, 学大教育货币单位为人民币

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	1.3%	0.8%	0.9%	1.1%	1.3%	现金净变动	(32)	(123)	2125	0	0
P/E	(9.7)	478.8	35.2	28.4	23.2	货币资金的期初余额	1030	998	875	3000	3000
P/B	12.2	12.0	9.7	7.8	6.3	货币资金的期末余额	998	875	3000	3000	3000
EV/EBITDA	79.6	55.6	35.1	28.3	23.0	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提及的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