

持续推进职教并购项目落地，二次成长有望加速

学大教育(000526)

推荐 (维持)

核心观点：

- **事件：**公司以 5460 万元收购珠海隆大 70% 股权，并实现间接持有珠海市工贸技工学校、珠海市工贸管理专修学校 70% 的举办者权益。此外，公司董事会决议，授权下属并表范围内子公司未来 12 个月内，在 2 亿元人民币额度内，针对职业教育、个性化教育、文化阅读、医教康融合领域进行对外投资。

- **并购标的学校具备较强综合实力，估值合理**

截至 2023 年 9 月 30 日，并购标的合计拥有在校学生 4123 人，包括中技 2542 人+高技 1270 人。其中，珠海市工贸技工学校办学涵盖全日制中、高级技工教育和短期职业技能培训学校，2020 年被评为省重点技工学校，2019 年 3 月被评定为省一类技工学校和广东省当代优秀民办学校称号，学校设有“双师型”教师，目前设 14 个中技专业和 15 个高技专业，致力培养中高级技能型人才。参考目标公司财报，截止 2023 年 9 月 30 日，目标公司实现营收 3157 万元，净利 485 万元，对应 PE 约为 12 倍，生均并购成本 1.9 万元/人，估值较为合理。

- **个性化教育经验赋能职教升学，并购提速有望加快二次成长曲线形成**

公司作为国内个性化教育龙头，在教研知识体系、师资优势、技术优势、产业资源等方面具备多年积累，充分匹配当前中、高职院校学生对升学与就业并重的需求。截止 2023 年，公司已完成对 4 所中职院校的并购，但利润体量贡献较为有限，我们预计未来公司将对存量并购学校进行整合，带动招生进一步提升，叠加外延并购加速推进，公司职教业务有望形成二次成长曲线。

- **投资建议**

公司当前成长逻辑清晰，传统个性化教育业务受益产业规范化发展趋势，供需优化驱动盈利能力提速。职教业务在外延并购加速推进下，有望充分享受当前职教升学+就业并重的双重需求。我们预计 2023-25 年归母净利润至 1.47 亿元、2.17 亿元、3.08 亿元，对应 PE 各为 39X、26X、19X，维持“推荐”评级。

风险提示：行业政策变化的风险；招生进展、新业务拓展低于预期的风险。

主要财务指标预测

| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 1797.61 | 2333.05 | 2813.99 | 3390.30 |
| 收入增长率% | -28.93 | 29.79 | 20.61 | 20.48 |
| 归母净利润(百万元) | 10.89 | 146.90 | 216.58 | 307.56 |
| 利润增速% | 102.03 | 1249.08 | 47.43 | 42.01 |
| 毛利率% | 28.04 | 32.64 | 32.85 | 33.06 |
| 摊薄 EPS(元) | 0.09 | 1.20 | 1.77 | 2.52 |
| PE | 525.11 | 38.92 | 26.40 | 18.59 |
| PB | 13.12 | 9.81 | 7.15 | 5.17 |
| PS | 3.07 | 2.36 | 1.96 | 1.63 |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

分析师

顾熹闽

☎：18916370173

✉：guximin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070001

市场数据

2024-02-02

| | |
|--------------|----------|
| 股票代码 | 000526 |
| A 股收盘价(元) | 46.82 |
| 上证指数 | 2,730.15 |
| 总股本(万股) | 12,212 |
| 实际流通 A 股(万股) | 11,776 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 55 |

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河社服】学大教育：业绩改善趋势延续，关注个性化教育盈利能力提升与职教增量

附录:
(一) 公司财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 975.22 | 853.61 | 1495.67 | 2251.03 | 营业收入 | 1797.61 | 2333.05 | 2813.99 | 3390.30 |
| 现金 | 874.95 | 665.61 | 1323.46 | 2009.21 | 营业成本 | 1293.62 | 1571.46 | 1889.51 | 2269.37 |
| 应收账款 | 27.76 | 42.59 | 42.40 | 60.97 | 营业税金及附加 | 8.49 | 10.97 | 13.23 | 15.93 |
| 其它应收款 | 51.00 | 117.49 | 101.37 | 148.81 | 营业费用 | 117.16 | 146.98 | 174.47 | 206.81 |
| 预付账款 | 4.55 | 8.99 | 9.85 | 11.58 | 管理费用 | 257.29 | 338.29 | 393.96 | 457.69 |
| 存货 | 0.56 | 2.14 | 1.39 | 2.87 | 财务费用 | 66.40 | 47.07 | 42.83 | 18.11 |
| 其他 | 16.39 | 16.79 | 17.19 | 17.59 | 资产减值损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 非流动资产 | 2206.07 | 1866.12 | 1725.41 | 1647.26 | 公允价值变动收益 | -2.59 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期投资 | 85.42 | 105.03 | 125.09 | 146.90 | 投资净收益 | 3.11 | -11.67 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 170.65 | 165.68 | 164.49 | 166.83 | 营业利润 | 62.64 | 197.29 | 283.11 | 402.04 |
| 无形资产 | 31.63 | 31.75 | 31.69 | 31.67 | 营业外收入 | 5.28 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 1918.37 | 1563.66 | 1404.14 | 1301.87 | 营业外支出 | 14.20 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资产总计 | 3181.29 | 2719.73 | 3221.08 | 3898.29 | 利润总额 | 53.72 | 197.29 | 283.11 | 402.04 |
| 流动负债 | 2475.50 | 1535.92 | 1804.93 | 2160.62 | 所得税 | 45.41 | 53.27 | 70.78 | 100.51 |
| 短期借款 | 1099.27 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 净利润 | 8.31 | 144.02 | 212.33 | 301.53 |
| 应付账款 | 0.05 | 0.06 | 0.08 | 0.08 | 少数股东损益 | -2.58 | -2.88 | -4.25 | -6.03 |
| 其他 | 1376.18 | 1535.87 | 1804.86 | 2160.54 | 归属母公司净利润 | 10.89 | 146.90 | 216.58 | 307.56 |
| 非流动负债 | 282.53 | 616.53 | 636.53 | 656.53 | EBITDA | 437.79 | 392.52 | 473.24 | 561.19 |
| 长期借款 | 0.00 | 314.00 | 314.00 | 314.00 | EPS (元) | 0.09 | 1.20 | 1.77 | 2.52 |
| 其他 | 282.53 | 302.53 | 322.53 | 342.53 | | | | | |
| 负债合计 | 2758.03 | 2152.45 | 2441.47 | 2817.15 | 主要财务比率 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 少数股东权益 | -12.43 | -15.31 | -19.56 | -25.59 | 营业收入 | -28.93% | 29.79% | 20.61% | 20.48% |
| 归属母公司股东权益 | 435.69 | 582.59 | 799.17 | 1106.73 | 营业利润 | 112.94% | 214.94% | 43.50% | 42.01% |
| 负债和股东权益 | 3181.29 | 2719.73 | 3221.08 | 3898.29 | 归属母公司净利润 | 102.03% | 1249.08% | 47.43% | 42.01% |
| | | | | | 毛利率 | 28.04% | 32.64% | 32.85% | 33.06% |
| | | | | | 净利率 | 0.61% | 6.30% | 7.70% | 9.07% |
| 现金流量表(百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | ROE | 2.50% | 25.21% | 27.10% | 27.79% |
| 经营活动现金流 | 216.43 | 429.11 | 700.99 | 773.62 | ROIC | 0.90% | 13.78% | 15.63% | 16.72% |
| 净利润 | 8.31 | 144.02 | 212.33 | 301.53 | 资产负债率 | 86.70% | 79.14% | 75.80% | 72.27% |
| 折旧摊销 | 324.46 | 141.16 | 147.30 | 141.04 | 净负债比率 | 651.61% | 379.43% | 313.16% | 260.57% |
| 财务费用 | 71.40 | 64.57 | 56.14 | 44.58 | 流动比率 | 0.39 | 0.56 | 0.83 | 1.04 |
| 投资损失 | -3.11 | 11.67 | 0.00 | 0.00 | 速动比率 | 0.39 | 0.54 | 0.81 | 1.03 |
| 营运资金变动 | -173.26 | 72.36 | 285.21 | 286.47 | 总资产周转率 | 0.57 | 0.86 | 0.87 | 0.87 |
| 其它 | -11.37 | -4.67 | 0.00 | 0.00 | 应收帐款周转率 | 64.76 | 54.78 | 66.37 | 55.61 |
| 投资活动现金流 | -94.56 | 191.39 | -6.99 | -63.30 | 应付帐款周转率 | 34797.90 | 42344.60 | 36633.24 | 40361.80 |
| 资本支出 | -77.83 | 241.20 | 31.93 | -22.58 | 每股收益 | 0.09 | 1.20 | 1.77 | 2.52 |
| 长期投资 | -29.04 | -38.15 | -38.92 | -40.72 | 每股经营现金 | 1.77 | 3.51 | 5.74 | 6.33 |
| 其他 | 12.32 | -11.67 | 0.00 | 0.00 | 每股净资产 | 3.57 | 4.77 | 6.54 | 9.06 |
| 筹资活动现金流 | -230.56 | -829.84 | -36.14 | -24.58 | P/E | 525.11 | 38.92 | 26.40 | 18.59 |
| 短期借款 | -46.42 | -1099.27 | 0.00 | 0.00 | P/B | 13.12 | 9.81 | 7.15 | 5.17 |
| 长期借款 | 0.00 | 314.00 | 0.00 | 0.00 | EV/EBITDA | 6.30 | 14.82 | 10.94 | 8.04 |
| 其他 | -184.14 | -44.57 | -36.14 | -24.58 | P/S | 3.07 | 2.36 | 1.96 | 1.63 |
| 现金净增加额 | -106.52 | -209.35 | 657.86 | 685.75 | | | | | |

数据来源: 公司数据 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

顾熹闽，社会服务业首席分析师，同济大学金融学硕士。长期从事社服及相关出行产业链研究，曾任职于海通证券、民生证券、国联证券，2022年7月加入中国银河证券。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

| 评级标准 | 评级 | 说明 |
|---|----------------------------|---------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。 | 行业评级 | 推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上 |
| | | 中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 10% 之间 |
| | | 回避：相对基准指数跌幅 5% 以上 |
| 公司评级 | 推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上 | |
| | 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5% ~ 20% 之间 | |
| | 中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间 | |
| | 回避：相对基准指数跌幅 5% 以上 | |

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn