

学大教育 (000526)

证券研究报告

2024年02月06日

加速外延整合，赋能核心业务，迎合产业趋势

收购珠海两院校 70% 举办者权益，加速外延整合

公司拟以 5460 万元收购珠海隆大 70% 股权，收购后将间接持有珠海市工贸技工学校和珠海市工贸管理专修学校 70% 的举办者权益；珠海隆大 23Q1-3 收入 3157 万，净利润 485 万，净利率 15%。

标的资产中珠海市工贸技工学校系全日制中、高级技工教育和短期职业技能培训学校（即技校，人社部管理），目前设 14 个中技专业+15 个高技专业；珠海市工贸管理专修学校系文化教育、管理类培训、自学考试辅导学校。

截至 23 年 9 月 30 日，技工学校和专修学校合计拥有学生数 4123 人，其中中技（相当于中专学历待遇）2542 人，高技（相当于大专学历待遇）1270 人。

我们认为本次收购：

1、迎合当前政策引导方向及学生诉求

2024 年初教育部答复职普融通及建设等话题，总结来看，方向为增强中职文化课内容，强化中职升学路径；学大天然具备高中阶段升学基因，在提升标的学校招生能力、升学成绩等方面具有先天优势及能力；而且符合国家对于技校/中职发展方向与家长学生的核心诉求。

2、协同学大全日制等业务发展

公司持续巩固个性化教育业务优势，大力发展全日制（培训）+（中等教育）学历制；我们认为本次整合学历资产，对于夯实业务内容、丰富发展路径、提升教师场所等复用能力等方面具备积极意义。

3、实现公司规模及业绩增厚

伴随标的的并表，公司在校生成规模及营收利润体量有望直接增厚，奠定业绩兑现能力，提升公司整体规模及实力；且不排除后续继续整合收购。

坚持推进发展战略，积极优化业务布局

公司保持个性化教育领域业务优势及品牌形象，伴随经营环境改善、市场需求提升，公司业绩稳定增长；同时积极推进业务职教等业务布局，夯实核心竞争力，提升持续盈利能力。

除个性化教育及职教、文化阅读等，公司深入布局医教康融合领域，通过自营医院、合作医院等，为面临孤独症、注意力缺乏、发育迟缓、学习困难等挑战的儿童提供个性化康复方案，优化“医院+家庭+学校”综合干预模式；23 年 8 月，公司子品牌千翼健康在河南许昌开设首家自营康复医院—许昌千翼康复医院，并与河南省多个城市的二级和三级医院达成合作。

维持盈利预测，维持“买入”评级

公司密切跟踪教育政策及市场需求变化完善业务结构，优化校区布局，保持传统个性化教育领域业务优势、品牌形象的同时，持续布局职业教育、教育数字化、文化服务等业务，夯实核心竞争力。我们预计公司 23-25 年归母净利润为 1.45/2.2/2.9 亿，EPS 分别为 1.2/1.8/2.4 元/股，对应 PE 分别为 43/28/21x。

投资评级

行业	社会服务/教育
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	50.53 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	122.12
流通 A 股股本(百万股)	117.76
A 股总市值(百万元)	6,170.96
流通 A 股市值(百万元)	5,950.55
每股净资产(元)	4.61
资产负债率(%)	83.52
一年内最高/最低(元)	57.00/15.87

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《学大教育-公司点评:2023 刷新历史，2024 预期强劲》 2024-01-28
- 《学大教育-季报点评:多项指标超历史峰值水平》 2023-10-29
- 《学大教育-公司点评:传统业务优势凸显，全日制基地+职教稳步推进》 2023-09-26

风险提示：政策风险；新业务风险；管理风险；运营成本上升风险；收购交易终止风险等。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,529.43	1,797.61	2,518.46	3,070.00	3,730.05
增长率(%)	4.10	(28.93)	40.10	21.90	21.50
EBITDA(百万元)	603.01	167.36	341.11	442.00	557.76
归属母公司净利润(百万元)	(536.02)	10.89	145.17	219.64	289.65
增长率(%)	(1,326.94)	(102.03)	1,233.16	51.30	31.87
EPS(元/股)	(4.39)	0.09	1.19	1.80	2.37
市盈率(P/E)	(11.51)	566.72	42.51	28.10	21.31
市净率(P/B)	14.46	14.16	10.52	7.66	5.63
市销率(P/S)	2.44	3.43	2.45	2.01	1.65
EV/EBITDA	2.74	10.15	15.70	10.46	7.54

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	998.14	874.95	1,208.86	1,381.50	1,678.52
应收票据及应收账款	29.82	27.76	37.15	51.83	53.99
预付账款	13.20	4.55	33.62	11.35	33.49
存货	2.32	0.56	1.24	1.41	2.31
其他	86.03	67.40	171.58	152.72	185.87
流动资产合计	1,129.51	975.22	1,452.46	1,598.82	1,954.18
长期股权投资	53.98	85.42	85.42	85.42	85.42
固定资产	177.28	170.65	140.66	110.67	80.68
在建工程	50.04	29.34	29.34	29.34	29.34
无形资产	46.83	31.63	19.37	7.11	0.00
其他	2,005.79	1,889.03	1,617.02	1,574.33	1,626.99
非流动资产合计	2,333.92	2,206.07	1,891.81	1,806.87	1,822.43
资产总计	3,463.43	3,181.29	3,344.27	3,405.69	3,776.62
短期借款	1,145.69	1,099.27	826.57	222.75	158.23
应付票据及应付账款	0.05	0.05	0.04	0.08	0.07
其他	868.91	777.16	1,788.15	2,216.42	2,346.63
流动负债合计	2,014.65	1,876.48	2,614.75	2,439.26	2,504.92
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	374.23	282.53	170.13	209.40	259.07
非流动负债合计	374.23	282.53	170.13	209.40	259.07
负债合计	3,047.95	2,758.03	2,784.88	2,648.66	2,764.00
少数股东权益	(11.23)	(12.43)	(27.18)	(48.92)	(82.70)
股本	117.76	117.76	122.12	122.12	122.12
资本公积	859.03	859.03	859.03	859.03	859.03
留存收益	(549.94)	(539.05)	(393.89)	(174.25)	115.40
其他	(0.15)	(2.05)	(0.70)	(0.97)	(1.24)
股东权益合计	415.48	423.26	559.39	757.02	1,012.62
负债和股东权益总计	3,463.43	3,181.29	3,344.27	3,405.69	3,776.62

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	(538.81)	8.31	145.17	219.64	289.65
折旧摊销	166.07	151.10	42.25	42.25	37.10
财务费用	95.45	71.40	32.69	9.57	11.46
投资损失	(5.66)	(3.11)	(25.42)	(26.90)	(15.27)
营运资金变动	(745.75)	(157.33)	490.42	513.88	40.85
其它	941.73	146.06	(14.66)	(21.95)	(33.67)
经营活动现金流	(86.97)	216.43	670.45	736.49	330.12
资本支出	(799.13)	173.10	112.41	(39.28)	(49.67)
长期投资	(1.34)	31.44	0.00	0.00	0.00
其他	668.91	(299.10)	(86.02)	66.49	64.61
投资活动现金流	(131.56)	(94.56)	26.38	27.22	14.94
债权融资	(321.71)	(166.99)	(368.63)	(590.80)	(47.76)
股权融资	822.28	(1.90)	5.71	(0.26)	(0.27)
其他	(400.17)	(61.67)	(0.00)	0.00	0.00
筹资活动现金流	100.40	(230.56)	(362.92)	(591.06)	(48.03)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(118.13)	(108.69)	333.91	172.64	297.02

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,529.43	1,797.61	2,518.46	3,070.00	3,730.05
营业成本	1,866.95	1,293.62	1,694.42	2,002.87	2,389.10
营业税金及附加	9.02	8.49	9.22	12.89	15.06
销售费用	204.36	117.16	173.77	211.83	253.64
管理费用	348.27	257.29	329.92	417.52	503.56
研发费用	50.48	23.52	37.78	51.83	63.41
财务费用	89.26	66.40	32.69	9.57	11.46
资产/信用减值损失	(485.63)	(0.70)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(9.87)	(2.59)	0.09	(0.21)	0.11
投资净收益	5.66	3.11	25.42	26.90	15.27
其他	935.01	(31.33)	0.00	0.00	0.00
营业利润	(484.09)	62.64	266.17	390.18	509.20
营业外收入	1.43	5.28	2.95	3.51	3.29
营业外支出	28.09	14.20	13.89	16.03	18.05
利润总额	(510.75)	53.72	255.23	377.67	494.44
所得税	28.05	45.41	124.81	179.77	238.57
净利润	(538.81)	8.31	130.42	197.90	255.87
少数股东损益	(2.79)	(2.58)	(14.75)	(21.74)	(33.78)
归属于母公司净利润	(536.02)	10.89	145.17	219.64	289.65
每股收益(元)	(4.39)	0.09	1.19	1.80	2.37

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	4.10%	-28.93%	40.10%	21.90%	21.50%
营业利润	-694.28%	-112.94%	324.90%	46.59%	30.50%
归属于母公司净利润	-1326.94%	-102.03%	1233.16%	51.30%	31.87%
获利能力					
毛利率	26.19%	28.04%	32.72%	34.76%	35.95%
净利率	-21.19%	0.61%	5.76%	7.15%	7.77%
ROE	-125.62%	2.50%	24.75%	27.25%	26.44%
ROIC	-118.98%	-12.51%	473.26%	-91.72%	-36.32%
偿债能力					
资产负债率	88.00%	86.70%	83.27%	77.77%	73.19%
净负债率	85.51%	89.28%	-52.19%	-138.15%	-136.20%
流动比率	0.42	0.39	0.56	0.66	0.78
速动比率	0.42	0.39	0.56	0.65	0.78
营运能力					
应收账款周转率	74.92	62.45	77.60	69.01	70.50
存货周转率	1,684.92	1,248.13	2,791.10	2,311.93	2,006.17
总资产周转率	0.72	0.54	0.77	0.91	1.04
每股指标(元)					
每股收益	-4.39	0.09	1.19	1.80	2.37
每股经营现金流	-0.71	1.77	5.49	6.03	2.70
每股净资产	3.49	3.57	4.80	6.60	8.97
估值比率					
市盈率	-11.51	566.72	42.51	28.10	21.31
市净率	14.46	14.16	10.52	7.66	5.63
EV/EBITDA	2.74	10.15	15.70	10.46	7.54
EV/EBIT	3.00	13.97	17.92	11.56	8.07

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com