

学大教育 (000526)

证券研究报告

2024年03月11日

提速还款，有望驶入发展快车道

公司近日向紫光卓远偿还借款本金 5000 万元，截至目前对紫光卓远剩余借款本金约 5.6 亿元

公司对紫光卓远借款可追溯至 2016 年对学大美股私有化及 A 股重组上市事宜，彼时实际借款 23.5 亿元；后学大教育通过以自有现金流等方式还款，优化公司债务及财务结构。

公司在 2023 年向紫光卓远偿还借款本金 4 亿元及所对应利息约 2304 万；2016 年公司借款总额 23.5 亿，至 17 年底偿还本金 5.35 亿元，2018-22 年公司分别偿还本金 0、2.5、0.3、4.4、0.8 亿元；本次继续还款 0.5 亿元，剩余 5.6 亿元。

对于本次还款我们认为：

1、有望持续显著减轻公司财务费用，增厚归母净利润；据 wind，2021-22 年公司财务费用分别为 0.89 亿元、0.66 亿元、23Q1-3 为 0.45 亿元；伴随财务及其他关联费用降低，学大业绩规模及潜力或将逐步露出；

2、有效体现教育资产强现金流属性；2016 年以来学大已偿还近 20 亿元；侧面印证公司抗风险能力及现金流实力。

公司一方面保持个性化教育优势及品牌形象，随着经营环境逐步改善，个性化教育需求提升，有望推动公司经营业绩稳定增长；同时，深入推进职教、文化阅读等业务，夯实核心竞争力。另一方面，公司持续推进管理组织优化，提升内部精细化管理水平，加强成本管控，优化运营组织和经营效率。

目前，公司个性化学习中心 240 余所，覆盖主要一、二线城市，并辐射三、四线城市，并能通过科技赋能，将单一的线下或线上教学活动拓展为立体化的双线融合教学，升级智能化教学服务系统，提升线下校区业务能力。

全日制学习基地致力于为高考复读生、艺考生等学生群体提供无干扰、无顾虑、无隐患的学习环境，根据学生实际情况全程安排个性化的教学进度和授课内容，使学生获得高效的学习体验。

目前学大基本覆盖全国大中型城市；我们认为教培全国化发展窗口已显著收窄，现存机构或具备较强稀缺性及对未来成长锁定性。

维持盈利预测，维持“买入”评级

我们预计公司 23-25 年归母净利分别为 1.45/2.20/2.90 亿元，EPS 分别为 1.19/1.80/2.37 元/股，对应 PE 分别为 52/34/26X。

风险提示：政策风险；新业务风险；管理风险；运营成本上升风险等

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	61.99 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)	7,570.51
流通 A 股市值(百万元)	7,300.11
每股净资产(元)	4.61
资产负债率(%)	83.52
一年内最高/最低(元)	67.77/15.87

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:竞争格局改善带动盈利增长，新增高中项目丰富增长点》 2024-03-01
- 《学大教育-公司点评:加速外延整合，赋能核心业务，迎合产业趋势》 2024-02-06
- 《学大教育-公司点评:2023 刷新历史，2024 预期强劲》 2024-01-28

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)	(14.12)	695.25	52.15	34.47	26.14
市净率(P/B)	17.74	17.38	12.91	9.39	6.91
市销率(P/S)	2.99	4.21	3.01	2.47	2.03
EV/EBITDA	2.74	10.15	19.80	13.63	10.04

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	-14.12	695.25	52.15	34.47	26.14
市净率	17.74	17.38	12.91	9.39	6.91
EV/EBITDA	2.74	10.15	19.80	13.63	10.04
EV/EBIT	3.00	13.97	22.60	15.07	10.76

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