天风证券 TF SECURITIES

学大教育（000526）

证券研究报告
2024 年 04 月 26 日

董事长辞职，提速还款，再起航

吴胜武申请辞去公司董事长等职务

公司董事会于近日收到吴胜武先生提交的书面辞职报告，吴胜武先生由于个人发展原因，申请辞去公司董事长、董事及董事会下设专门委员会相关职务，辞职后不再担任公司及控股子公司任何职务。吴胜武先生辞职后，公司现任董事人数由 7 人减少至 6 人，未导致公司董事会成员低于法定人数，其辞职不会影响公司董事会的正常运行，其辞职申请自送达公司董事会之日起生效。公司董事会将尽快完成董事、新任董事长的选举及专门委员会人员调整工作。

据 wind，吴胜武现担任紫光集团有限公司全球执行副总裁,紫光国芯微电子股份有限公司董事,学大(厦门)教育科技集团股份有限公司董事长，北京紫光联盛科技有限公司董事长，紫光展锐(上海)科技有限公司董事长，北京紫光存储科技有限公司董事长兼 CEO 等职务。

我们认为，此次调整意味着公司有机会重新审视自身战略方向、管理模式和组织结构，“再起航”迎接新的挑战，实现新的增长和发展。

大股东稳定，公司变中有稳

西藏紫光卓远科技有限公司（由紫光集团有限公司 100%持股）于 2016 年入主公司，成为单一第一大股东，彼时持股 15.6%；目前该账户变更为紫光破产处置专用账户，仍为单一第一大股东，持股 13.2%。

天津安特文化传播有限公司于 2019 年起增持上市公司；截止 23 年 9 月 30 日，持股比例为 8.7%。其与天津晋丰文化传播有限公司、浙江台州椰林湾投资策划有限公司、天津瑜安企业管理合伙企业（有限合伙）为一致行动人。金鑫先生（学大教育创始人）通过以上四家公司控股学大教育，截至 2023 年 8 月 31 日，持股比例合计为 24.84%，为公司实际控制人。

提速还款，释放积极信号

近期再次向紫光卓远还款 1 亿元，剩余 4.64 亿元。经友好沟通，公司已于近日向紫光卓远偿还借款本金人民币 1 亿元，上述借款本金对应利息由公司在 2024 年 12 月 31 日前另行支付。**此前，2024 年 3 月公司已向紫光卓越还款 0.5 亿元。**截至目前，公司对紫光卓远的剩余借款本金金额约为人民币 4.64 亿元。**我们认为，加速还款或有利于减轻公司财务负担，加速业绩释放；同时验证教育强劲需求以及充沛现金流属性。**

学大教育集团获京津冀大工匠学院(天津)培训实践基地授牌

近期“京津冀大工匠学院”授牌活动在天津职业技术师范大学举办；天津职业技术师范大学等首批“京津冀大工匠学院”主管领导，以及学大教育集团等七家首批获批京津冀大工匠学院(天津)培训实践基地的企事业单位、机构负责人参加活动。

此次成为首批京津冀大工匠学院(天津)培训实践基地之一，是对公司紧跟国家战略布局转型、投身工匠型技术技能人才和紧缺型产业人才培养，深入推动职业教育发展所取得阶段性成果的高度认可，更是对学大教育集团深化职业教育服务拓展的激励与引领。

一直以来，学大教育持续致力于携手多方构建职业教育新生态，着力提升职业院校学生的就业前景和升学空间，为学生实现自由而全面的发展创造良好条件。学大教育不断探索将“人才链”构筑在“产业链”上，以培养面向新时代、服务新质生产力发展的新型技术技能人才为己任，全力服务更多地区在产业升级过程中实现教育优质均衡发展。

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	66 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)	8,060.23
流通 A 股市值(百万元)	7,772.34
每股净资产(元)	4.61
资产负债率(%)	83.52
一年内最高/最低(元)	70.00/15.87

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

1 《学大教育-公司点评:学大职教再下一城，打造现代中等教育新模式》2024-04-03
2 《学大教育-公司点评:多地出文推进职普融通，看好学大资源禀赋》2024-03-21
3 《学大教育-公司点评:提速还款，有望驶入发展快车道》 2024-03-11

维持盈利预测，维持“买入”评级

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 56/37/28X。

风险提示：政策风险；管理风险；新业务风险；运营成本上升风险等。

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)	(15.04)	740.22	55.52	36.70	27.83
市净率(P/B)	18.89	18.50	13.74	10.00	7.36
市销率(P/S)	3.19	4.48	3.20	2.63	2.16
EV/EBITDA	2.74	10.15	21.24	14.73	10.92

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**

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

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**

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	-15.04	740.22	55.52	36.70	27.83
市净率	18.89	18.50	13.74	10.00	7.36
EV/EBITDA	2.74	10.15	21.24	14.73	10.92
EV/EBIT	3.00	13.97	24.24	16.29	11.70

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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