

2024年04月29日  
学大教育(000526.SZ)

SDIC

公司快报

证券研究报告

K12 培训

投资评级

**买入-A**  
**维持评级**

6个月目标价

76.94元

股价(2024-04-26)

65.08元

交易数据

总市值(百万元)	7,947.88
流通市值(百万元)	7,664.00
总股本(百万股)	122.12
流通股本(百万股)	117.76
12个月价格区间	16.25/67.26元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.8	34.3	310.0
绝对收益	10.9	41.8	300.5

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517030005

sudy@essence.com.cn

相关报告

个性化教培龙头优势稳固,	2023-10-29
积极布局职教打开第二成长曲线	
传统培训业务优势稳固, 积极布局职教未来可期	2023-08-31

## 个性化龙头归来, 多元化助力成长

■ **事件:** 公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报, 报告期内分别为实现营业收入 22.13 亿元和 7.05 亿元, 分别同比增长 23.09% 和 35.97%; 归母净利润分别为 1.54 亿元和 0.50 亿元, 分别同比增长 10.35 倍和 8.86 倍; 每股收益分别为 1.31 元和 0.43 元。

■ **个性化教培龙头再启航, 多元发展助力高速增长。**2023 年公司实现营业收入 22.13 亿元, 同比增长 23.09%, 其中教育培训服务费收入 21.47 亿元, 同比增长 24.12%; 归母净利润 1.54 亿元, 同比增长 10.35 倍。2024 年 1 季度公司收入、利润继续高速增长, 实现营业收入 7.05 亿元, 同比增长 35.97%; 归母净利润 0.50 亿元, 同比增长 8.86 倍。公司是个性化化教育的开创者和领导者, 首创了个性化“一对一”教育辅导模式和体系, 具有较强的品牌优势和完善的个性化产品矩阵。“双减”之后, 公司快速拓展职业教育、文化服务、教育数字化等领域的产品, 具备教学产品快速搭建和设计能力, 产品范围包括中等职业教育、高等职业教育、职业培训、产业学院、实习实训、学习能力提升、学业规划、综合素质评价、语言培训等多品类, 多元发展助力公司高速增长。

■ **盈利能力快速提高, 现金流持续大幅流入。**2021-2024 年 1 季度, 公司毛利率分别为 26.19%、28.04%、36.50% 和 32.42%, 净利率分别为 -21.30%、0.46%、6.88% 和 7.19%, 毛利率和净利率呈现持续回升态势, 盈利能力快速提高。公司收入已接近历史最高水平, 但员工人数仍处于相对低位, 再加上个性化培训的客单价在持续上升, 盈利能力提高仍在持续, 未来利润增速仍有可能超过营收增速。同时, 公司现金流持续大幅流入, 2021-2024 年 1 季度, 公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 20.75 亿元、17.16 亿元、24.71 亿元和 9.64 亿元, 经营性净现金流分别为 -0.87 亿元、2.16 亿元、6.07 亿元和 4.44 亿元。现金流的大幅流入带来了货币资金的大幅增长和银行借款的持续减少, 截至 2024 年 3 月末, 公司货币资金 8.24 亿元, 交易性金融资产 3.03 亿元, 银行借款 3.72 亿元。

■ **资产负债率持续下降, 合同负债助力快速成长。**受历史遗留问题影响, 公司负债率保持相对较高的水平, 但随着公司经营的持续改善, 负债率进入下降通道。2021-2024 年 1 季度, 公司资产负债率分别为 88.00%、86.70%、81.29% 和 82.11%, 剔除预收款的资产负债率分别为 63.78%、63.59%、52.76% 和 51.32%。公司预收款与合同负债持续走高, 2021-2024 年 1 季度, 公司预收款分别

为 1.80 亿元、1.36 亿元、1.81 亿元和 1.12 亿元，合同负债分别为 6.59 亿元、5.99 亿元、7.18 亿元和 10.01 亿元。预收款和合同负债的快速上升，彰显了公司市场开拓能力的较强，为公司发展提供了动力，助力公司快速成长。

▣ **估值与盈利预测：**公司是个性化教育的龙头企业，具有较强的品牌优势和完善的个性化产品矩阵。“双减”之后，公司采取了多元化发展战略，在进一步巩固个性化教育的龙头地位的同时，通过内生+外延双轮驱动，大力发展中高职、职业培训、产业学院、实训基地等业务，公司未来成长性较好。预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 27.95 亿元、33.86 亿元和 40.07 亿元，分别同比增长 26.32%、21.13%和 18.34%；归母净利润分别为 2.24 亿元、3.15 亿元和 4.22 亿元，分别同比增长 45.48%、40.76%和 34.11%；EPS 分别为 1.83 元、2.58 元和 3.46 元，动态 PE 分别为 35.5 倍、25.2 倍和 18.8 倍，动态 PB 分别为 10.2 倍、8.5 倍和 6.9 倍，维持公司“买入-A”评级，给予 2024 年 42 倍 PE，对应目标价 76.94 元。

▣ **风险提示：**招生不及预期，升学情况较差，学费增长缓慢，学生流失严重等风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	1,797.6	2,212.6	2,795.0	3,385.6	4,006.6
净利润	10.9	153.8	223.7	314.9	422.3
每股收益(元)	0.09	1.26	1.83	2.58	3.46
每股净资产(元)	3.57	4.95	6.38	7.67	9.40

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	729.9	51.7	35.5	25.2	18.8
市净率(倍)	18.2	13.2	10.2	8.5	6.9
净利润率	8.0%	13.6%	15.9%	17.3%	19.1%
净资产收益率	2.5%	25.5%	28.7%	33.6%	36.8%
股息收益率	0.0%	3.0%	1.4%	2.0%	2.7%
ROIC	-12.5%	609.8%	-109.6%	-19886.8%	3198.4%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	1,797.6	2,212.6	2,795.0	3,385.6	4,006.6	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	1,293.6	1,405.0	1,752.2	2,128.5	2,464.0	营业收入增长率	-28.9%	23.1%	26.3%	21.1%	18.3%
营业税费	8.5	10.5	14.0	16.9	20.0	营业利润增长率	-112.9%	260.9%	40.1%	38.7%	32.9%
销售费用	117.2	164.3	167.7	196.4	200.3	净利润增长率	-102.0%	1312.3%	45.5%	40.8%	34.1%
管理费用	257.3	346.7	433.2	474.0	560.9	EBITDA 增长率	-74.0%	109.8%	47.3%	31.9%	30.3%
研发费用	23.5	27.0	36.3	47.4	60.1	EBIT 增长率	-80.4%	164.2%	52.1%	33.5%	34.0%
财务费用	66.4	59.1	77.3	86.9	121.1	NOPLAT 增长率	-104.8%	885.7%	40.2%	33.5%	34.0%
资产减值损失	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-120.2%	-880.2%	-99.3%	-933.0%	1134.5%
加: 公允价值变动收益	-2.6	-3.1	-1.5	0.3	0.3	净资产增长率	1.9%	39.3%	28.0%	18.9%	21.3%
投资和汇兑收益	3.1	3.0	3.9	3.3	3.4						
<b>营业利润</b>	62.6	226.1	316.7	439.2	583.7	<b>利润率</b>	28.0%	36.5%	37.3%	37.1%	38.5%
加: 营业外净收支	-8.9	-5.4	-12.4	-10.8	-9.1	毛利率	3.5%	10.2%	11.3%	13.0%	14.6%
<b>利润总额</b>	53.7	220.8	304.4	428.4	574.6	营业利润率	0.6%	7.0%	8.0%	9.3%	10.5%
减: 所得税	45.4	68.5	91.3	128.5	172.4	净利润率	8.0%	13.6%	15.9%	17.3%	19.1%
<b>净利润</b>	10.9	153.8	223.7	314.9	422.3	EBITDA/营业收入	5.5%	11.7%	14.1%	15.5%	17.6%
						EBIT/营业收入	-28.9%	23.1%	26.3%	21.1%	18.3%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	固定资产周转天数	35	27	22	19	17
货币资金	875.0	806.6	1,018.9	1,234.2	1,460.6	流动营业资本周转天数	-232	-203	-161	-122	-99
交易性金融资产	0.5	2.5	1.0	1.3	1.6	流动资产周转天数	211	154	134	133	139
应收帐款	78.8	77.8	108.5	79.6	254.3	应收帐款周转天数	17	13	12	10	15
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	0	1	1	1	1
预付帐款	4.6	5.7	10.9	7.0	15.0	总资产周转天数	665	515	424	371	337
存货	0.6	10.6	8.0	5.3	8.1	投资资本周转天数	-13	-18	-16	1	9
其他流动资产	15.9	10.4	14.4	12.5	7.2						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	2.5%	25.5%	28.7%	33.6%	36.8%
长期股权投资	85.4	59.7	89.7	129.7	179.7	ROA	0.3%	4.8%	6.2%	8.5%	10.2%
投资性房地产	69.0	67.1	67.1	67.1	67.1	ROIC	-12.5%	609.8%	-109.6%	-19886.8%	3198.4%
固定资产	170.6	164.1	176.4	183.8	185.7	<b>费用率</b>					
在建工程	29.3	31.2	30.6	25.3	20.2	销售费用率	6.5%	7.4%	6.0%	5.8%	5.0%
无形资产	31.6	25.2	13.0	0.8	-	管理费用率	14.3%	15.7%	15.5%	14.0%	14.0%
其他非流动资产	1,820.0	1,891.2	1,885.0	1,799.7	1,756.4	研发费用率	1.3%	1.2%	1.3%	1.4%	1.5%
<b>资产总额</b>	3,181.3	3,152.3	3,423.7	3,546.4	3,955.8	财务费用率	3.7%	2.7%	2.8%	2.6%	3.0%
短期债务	1,099.3	-	470.3	693.2	911.0	四费/营业收入	25.8%	27.0%	25.6%	23.8%	23.5%
应付帐款	222.6	281.7	399.9	579.1	214.5	<b>偿债能力</b>					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	86.7%	81.3%	78.0%	74.7%	72.5%
其他流动负债	1,153.6	1,651.7	1,144.7	982.3	1,440.9	负债权益比	651.6%	434.5%	353.7%	295.3%	263.5%
长期借款	-	338.2	338.2	98.2	-	流动比率	0.39	0.47	0.58	0.59	0.68
其他非流动负债	282.5	290.9	315.9	296.5	301.1	速动比率	0.39	0.47	0.57	0.59	0.68
<b>负债总额</b>	2,758.0	2,562.5	2,669.0	2,649.3	2,867.6	利息保障倍数	1.48	4.38	5.10	6.05	5.82
少数股东权益	-12.4	-14.4	-25.0	-40.0	-60.1	<b>分红指标</b>					
股本	117.8	122.1	122.1	122.1	122.1	DPS(元)	-	1.93	0.92	1.29	1.73
留存收益	320.0	545.7	657.6	815.0	1,026.2	分红比率	0.0%	153.6%	50.0%	50.0%	50.0%
<b>股东权益</b>	423.3	589.8	754.7	897.1	1,088.2	股息收益率	0.0%	3.0%	1.4%	2.0%	2.7%
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	0.09	1.26	1.83	2.58	3.46
净利润	8.3	152.3	223.7	314.9	422.3	BVPS(元)	3.57	4.95	6.38	7.67	9.40
加: 折旧和摊销	151.1	90.4	50.5	60.1	59.1	PE(X)	729.9	51.7	35.5	25.2	18.8
资产减值准备	0.7	-9.1	-	-	-	PB(X)	18.2	13.2	10.2	8.5	6.9
公允价值变动损失	2.6	3.1	-1.5	0.3	0.3	P/FCF	-28.2	-365.2	30.4	26.3	19.2
财务费用	71.4	60.7	77.3	86.9	121.1	P/S	4.4	3.6	2.8	2.3	2.0
投资收益	-3.1	-3.0	-3.9	-3.3	-3.4	EV/EBITDA	11.8	17.4	16.1	12.0	9.1
少数股东损益	-2.6	-1.5	-10.7	-15.0	-20.1	CAGR(%)	230.5%	38.2%	-173.4%	230.5%	38.2%
营运资金的变动	-375.7	-137.3	-213.0	99.6	-83.9	PEG	3.2	1.4	-0.2	0.1	0.5
<b>经营活动产生现金流量</b>	216.4	607.4	122.4	543.5	495.5	ROIC/WACC	-1.3	62.7	-11.3	-2,044.4	328.8
<b>投资活动产生现金流量</b>	-94.6	-139.0	-72.1	-88.1	-103.1	REP	-40.9	-0.3	343.6	-0.2	0.1
<b>融资活动产生现金流量</b>	-230.6	-576.6	162.0	-240.1	-166.0						

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 公司评级体系

收益评级:

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上;

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% (含) 至 15%;

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% (含) 至 5%;

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15% (含);

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

**■ 免责声明**

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**国投证券研究中心**

深圳市

地址：深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034