

学大教育 (000526.SZ)

个性化辅导享受赛道红利，全日制培训注入新动能

优于大市

核心观点

学大创始人金鑫出任董事长，聚焦教育主业再谋发展。公司2001年成立，深耕K12学科培训，是国内领先的个性化教育龙头。“双减”后剥离K9业务，营收业绩受较大冲击，但受益于高中业务（2023年收入占比80%）韧性及积极拓展复读、职教等业务，公司2023年基本面大幅改善，实现营收22.1亿元（2020年的91%），归母净利润1.5亿元（2020年的350%）。2016年学大教育回归A股后，上市公司董事长由原实控人紫光集团人员担任。学大教育创始人金鑫通过增持股份2021年成为实控人，并于2024年正式出任董事长，管理机制理顺后有望激发更强经营主动性。

高中学科培训：供给出清而牌照准入，头部集中趋势确定。2021年“双减”政策后行业供给大幅出清，教育部2022年2月数据显示，线下义务教育学科培训机构出清92%，一体化办学模式下高中培训机构预计同样出清，且高中停止审批新牌照。而需求端，普高在校人数高增（2023年较2018年提升429万至2804万），高考升学竞争推动参培率上升（2023年预计21%），呈现“供给出清-需求旺盛”格局。据测算2023年高中学科培训市场规模约1372亿元（个性化辅导约占27%），CR3约6.7%，考虑到存量牌照经营的监管现状，龙头有存量牌照及扩产能力优势，行业预计进一步向头部集中。

未来看点：1）高中个性化化学科培训：核心业务，教师产能扩张+稳步提价带动，参培人数稳步提升，预计24-26年分别实现收入23.3/29.5/36.1亿元，预估净利润贡献为2.1/2.6/3.2亿元；**2）全日制培训：**我们测算2023年全国高考复读群体200-300万，公司积极布局全日制培训业务，已有30个基地、覆盖6000余学生。24-26年收入有望达3.9/6.2/9.6亿元，模式更优预计正在构筑新成长曲线，预估净利润贡献为0.36/0.62/1.03亿；**3）中职学校：**提供学科赋能并为其它业务形成流量池，已收购6所学校，并托管、联合办学多所学校，预计2024年收入1.0亿元/+270%，暂时为微利状态。

风险提示：股东减持、政策趋严、行业竞争加剧、新业务拓展不及预期

投资建议：公司个性化教育业务受益于“需求旺盛-供给出清”行业格局，短期盈利能力明显改善，中长期份额提升逻辑顺畅。此外全日制培训业务构筑新成长曲线，结构性提升整体利润率水平。考虑到公司2024年中报业绩预告范围较宽以及股权激励行权费用，我们暂下调2024-2026年归母净利润为2.52/3.33/4.34亿元（调整方向-9%/-8%/-9%），公司系A股业务质地最为优的教培标的，分部估值法测算目标市值为89.78-95.81亿元（对应2025年PE估值为27-29x），按最新收盘价算涨幅为18%-26%，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,798	2,213	3,030	4,026	5,179
(+/-%)	-28.9%	23.1%	36.9%	32.9%	28.7%
净利润(百万元)	11	154	252	333	434
(+/-%)	-102.0%	1312.3%	64.0%	32.3%	30.0%
每股收益(元)	0.09	1.26	2.06	2.73	3.55
EBIT Margin	5.4%	11.7%	12.9%	12.2%	12.0%
净资产收益率 (ROE)	2.5%	25.5%	32.3%	32.9%	32.9%
市盈率 (PE)	637.3	46.8	28.5	21.6	16.6
EV/EBITDA	67.7	32.3	28.9	22.5	17.8
市净率 (PB)	15.93	11.91	9.22	7.10	5.46

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究·深度报告

社会服务·教育

证券分析师：曾光 0755-82150809
zengguang@guosen.com.cn
S0980511040003

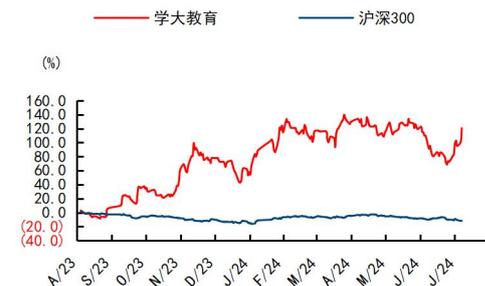
证券分析师：钟潇 0755-82132098
zhongxiaoxiao@guosen.com.cn
S0980513100003

证券分析师：张鲁 010-88005377
zhanglu5@guosen.com.cn
S0980521120002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	72.99 - 77.89元
收盘价	61.94元
总市值/流通市值	7633/7372百万元
52周最高价/最低价	70.00/25.24元
近3个月日均成交额	114.32百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《学大教育(000526.SZ)-2024年二季度业绩预告区间中值同比增长28%，股权激励稳步推进》——2024-07-08
- 《学大教育(000526.SZ)-盈利能力显著改善，季末合同负债趋势向好》——2024-04-29
- 《学大教育(000526.SZ)-预计归母净利润中值为1.48亿，行业高景气度再确认》——2024-02-01
- 《学大教育(000526.SZ)-业务淡季逆势盈利，高景气度再验证》——2023-10-30
- 《学大教育(000526.SZ)-传统培训业务基本盘稳定，职教布局具备想象空间》——2023-07-13

内容目录

公司概况：创始人新任董事长，个性化教育龙头聚焦教育主业再进一步	5
公司概况：个性化教育龙头，“双减”后打造综合性教育集团	5
股权变更：紫光系股东逐渐退出，股权向金鑫集中	6
股权激励：首次授予的第一个解锁期条件顺利达成	8
公司治理：金鑫新任上市公司董事长，资源有望倾斜支撑教育主业发展	9
核心业务透视：传统高中培训网点与全日制培训（含复读）贡献约 90%收入	10
其他业务介绍：纵向延伸职业教育，跨界布局书店医院	11
高中学科培训：供给出清后存量机构受益，强劲需求下参培率提升	12
政策回顾：“双减”三年成效显著，校外培训机构门槛提高	12
市场测算：普高在校人数增长、高考竞争烈度加剧，高中学科参培率提升	17
竞争格局：腰、尾部机构大量出清，头部集中逻辑仍在演绎途中	23
未来看点：高中培训演绎行业集中，全日制培训提升盈利能力，中职学校打开长期空间 .	25
未来看点 1：行业集中逻辑仍在演绎，教师团队扩张，内生增长确定性强	25
未来看点 2：提高全日制培训等班课占比，盈利能力改善	26
未来看点 3：中职学校打开职业教育布局想象空间	30
财务分析：主业恢复态势良好，现金流改善加速还款	36
盈利预测	38
假设前提	38
未来 3 年业绩预测	41
盈利预测情景分析	41
估值与投资建议	42
投资建议：个性化辅导稳固，全日制培训有望改善业务结构，维持“优于大市”评级	43
风险提示	44
传统业务政策风险	44
股东破产处置风险	44
股权激励解锁上市流通风险	44
贷款偿还风险	44
疫情反复的风险	45
行业竞争加剧风险	45
课程及技术研发不及预期	45
核心教师流失风险	45
舆情风险	45
附表：财务预测与估值	46

图表目录

图 1: 学大教育发展历程图	5
图 2: 公司银润投资时期及紫光学大时期控股股东信息	7
图 3: 2024 年 7 月学大教育股权示意图	8
图 4: 句象书店内的“句象”剧场	12
图 5: 句象书店阅读室、会议室等收费情况	12
图 6: 双减相关文件体系梳理	15
图 7: 截至 2024 年 7 月义务教育学段学科类辅导机构数量大幅压减	15
图 8: 学大教育传统的个性化教育业务主要作为机构向学生提供高中学科培训服务	17
图 9: 2019 我国 K12 学科培训市场结构（单位：亿元、%）	19
图 10: 2016-2020 年我国 K12 培训市场规模数据（单位：亿元）	19
图 11: 2022 年高中学科培训市场规模测算过程示意图	19
图 12: 2014-2023 年我国普通高中在校人数及增速	21
图 13: 2014-2023 年我国高中适龄人群及普通高中毛入学率	21
图 14: 2013-2024 年高考报名人数及普通高中应届毕业生人数	21
图 15: 2013-2023 年我国本科招生数量及本科录取率	21
图 16: 基础教育各阶段适龄人口数量（万人）	22
图 17: 2017 年高中学科培训市场各类班型占比	23
图 18: 2021-2023 年部分头部企业全职教师人数	24
图 19: 学大教育 2019-2024 年 7 月线下网点数量	25
图 20: 学大教育 2019-2023 教师人数及 2024 预计增长	25
图 21: 2016-2024Q1 学大教育、好未来、新东方公司层面毛利率及教育培训服务费收入毛利率	26
图 22: 新东方及学大教育 2019-2023 年单网点创收	27
图 23: 新东方及学大教育 2019-2023 年单教师创收	27
图 24: 2017-2019 年及 2023 年学大教育个性化辅导、班组课占比	27
图 25: 学大教育全日制培训（含复读）主要分布在一二线城市	28
图 26: 学大教育、龙门教育毛利率、净利率对比	29
图 27: 龙门教育 2015 年封闭式全日制培训业务营业成本构成	29
图 28: 2013-2024 年高三应届毕业生与高考报名人数差值	30
图 29: 龙门教育及学大教育全日制培训和在校学生数量对比	30
图 30: 学大教育职业教育细分领域介绍	31
图 31: 2018-2023 年中等职业教育学生人数	33
图 32: 2018-2023 年中职在校生占高中在校生比例	33
图 33: 2021 年的调查中，中职、高职生、家长、教师对职业教育的期望	33
图 34: 职业教育升学路径图示	34
图 35: 现有综合高中与传统模式学生学籍变化示意图	35
图 36: 2016-2023 年公司营收、归母净利润、营收同比	36
图 37: 2016-2023 年报表口径各项业务收入情况	36

图 38: 2017-2023 年报表口径各项业务毛利率	37
图 39: 2017-2023 年销售、管理、研发、财务费用率	37
图 40: 公司账上计息负债规模 (亿元) 及利率测算	37
图 41: 2016-2023 年公司资产负债率	37
图 42: 2021Q1-2024Q1 公司各季度营业收入及全年占比	38
图 43: 2021Q3-2024Q1 公司经营活动净现金流	38
图 44: 2016-2023 年公司货币资金及交易性金融资产合计	38
图 45: 2016-2023 年公司未分配利润情况	38
表 1: 上市公司偿还 23.5 亿元借款进度表 (单位: 亿元)	6
表 2: 截至 2024 年 7 月金鑫实际控制的三家持股主体持有上市公司股权情况	7
表 3: 2023 年限制性股票激励计划首次授予、预留授予登记分配情况	9
表 4: 学大教育报表口径对应业务拆解与 2023 各项目营收情况	9
表 5: 首次授予的第一个解除限售期可接触限售情况	9
表 6: 董事会成员、监事、高管履历	10
表 7: 学大教育报表口径对应业务拆解与 2023 各项目营收情况	11
表 8: 子版块业务介绍、收费情况及业务规模介绍	11
表 9: 2018 年至今校外培训相关政策文件梳理	14
表 10: 2024 年《校外培训管理条例》(征求意见稿) VS 2021 年“双减政策”对比解读	16
表 11: 2019 年全国分城乡中小学生学习学科培训参与率	18
表 12: 2019 年全国分城乡参培中小学生平均校外学科培训支出 (单位: 元/年)	18
表 13: 2017-2023 年 K12 校外培训参与率及支出情况	20
表 14: 2022-2032 年高中学科个性化培训市场 (含个人提供的培训) 规模测算	22
表 15: 部分头部教培企业高中学科类培训收入及市占率双减前后变化	23
表 16: 高中培训网点 2024-2026 年收入规模测算	26
表 17: 全日制培训与个性化辅导培训模式对比	28
表 18: 全日制培训 (含复读) 2024-2026 年收入规模测算	30
表 19: 公司近年所收购的中职学校梳理	31
表 20: 截至 2024 年我国职业教育政策梳理	32
表 21: 高职高考及普通高考对比	34
表 22: 中职学校 2024-2026 年收入规模测算	34
表 23: 部分省市综合高中试点情况	35
表 24: 公司收入业务拆分 (单位: 亿元)	40
表 25: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	41
表 26: 2023 至 2026 学大教育分部利润拆分	42
表 27: 可比公司估值表	43

公司概况：创始人新任董事长，个性化教育龙头聚焦教育主业再进一步

公司概况：个性化教育龙头，“双减”后打造综合性教育集团

学大教育深耕个性化教育 23 载，为国内领先的个性化教育龙头。学大教育前身是国内首家线上家教中介平台——家教网（21edu.com），成立于 2001 年；家教网为学生家长与家教老师进行信息匹配，满足学生的个性化辅导需求，在其中收取中介费。2004 年公共卫生事件得到解决，到家类家教服务需求迅速恢复，家教网明显扩张，创始人金鑫等人筹划公司未来发展，推动家教网向线下教育辅导机构转型，开始自聘全职教师，自此便专注于为中、小学生提供个性化的课程辅导服务。经过 19 年深耕，2020 年公司业务已覆盖全国 116 座城市、设有 581 所学习中心，教师团队超过 6000 人，是国内领先的个性化教育龙头。当年公司实现营收 24.30 亿元，归母净利润 0.44 亿元。

响应“双减”政策要求，公司进行业务板块调整，停止开展义务教育阶段在线学科教育培训业务。2021 年“双减”落地，明确面向义务教育系统的学科类培训机构需要登记为非营利性机构，要求不再审批新的学科类培训机构，并将针对线上学科类培训机构采取审批机制，同时坚决压减学科类培训机构数量。公司响应政策要求，缩减相关业务规模和人员、关停校区，教师人数缩减至 3498 人。受业务板块调整及疫情影响，尽管当年营收仍实现增长至 25.29 亿元，但归母净利润亏损 5.36 亿元。

图1：学大教育发展历程图



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

受益于高中业务韧性与新业务拓展，2023 年公司收入业绩迎来大幅改善。受益于高中个性化辅导业务韧性，以及公司积极向外拓展全日制培训（含复读）、职业教育等业务带来的增长，2023 年公司基本面迎来大幅改善，实现收入 22.13 亿元，

达到 2019 年的 74%，达到 2020 年的 91%；实现归母净利润 1.54 亿元，达到 2019 年的 1100%，达到 2020 年的 350%。随经营环境改善，公司教师团队重新扩张至 3215 人，保留 240 余家健康度较高的网点。

股权变更：紫光系股东逐渐退出，股权向金鑫集中

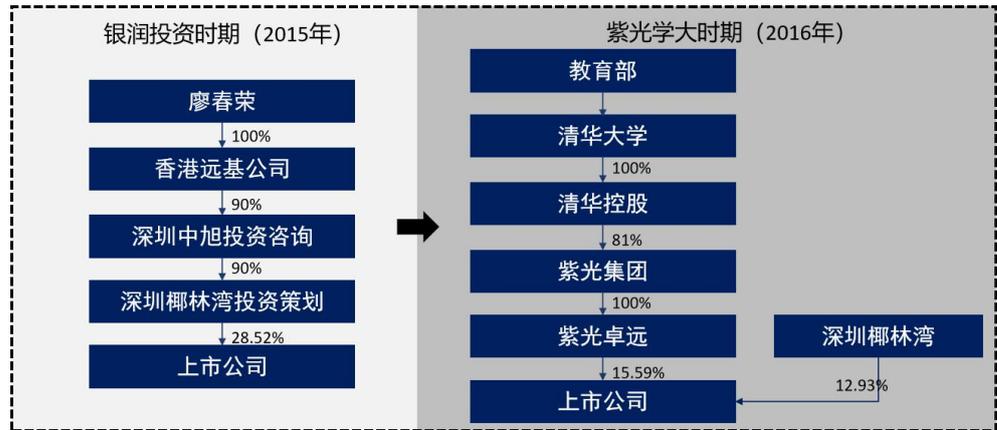
上市公司通过借款收购学大教育集团，但原计划用于置换借款的定增方案未通过证监会审批，由此背负巨额负债，2017-2019 年拟重新置出学大教育集团。上市公司前身为厦门海洋渔业开发公司，历史上曾多次更改上市公司名称（厦海发-旭飞实业-好时光-旭飞投资-银润投资-紫光学大-学大教育），主营业务也经由多次转型最终变更为 K12 教育培训。银润投资时期（2011 年至 2015 年），上市公司业绩表现不佳，计划通过资产重组改善业绩，于 2016 年向控股股东紫光卓远借款 3.7 亿美元（约 23.5 亿人民币），并以 3.6 亿美元对价完成对学大教育集团的私有化收购，计划后续通过非公开发行股票募集资金来置换借款。然而该定增方案未通过证监会审批而终止，上市公司由此背负大量借款。2017 年 3 月金鑫宣布辞去上市公司副董事长、董事及总经理职位，集中精力运营学大教育集团。2017-2019 年上市公司三次筹划重大资产收购计划，均涉及置出学大教育条款，但最终三次计划均未成行。截至 2024 年 7 月 24 日，上市公司累计偿还本金与利息合计 19.51 亿元，剩余本金 3.99 亿元待偿还。

表1：上市公司偿还 23.5 亿元借款进度表（单位：亿元）

	待偿本金余额	当期偿还本金	当期期内支付利息
2016 年 5 月 24 日	23.50	-	-
2016 年 12 月 31 日	18.50	5.0	-
2016 年小计		5.0	0.00
2017 年 5 月 23 日	18.50	-	0.80
2017 年 12 月 27 日	18.15	0.4	0.01
2017 年小计		0.4	0.81
2018 年 5 月 23 日	18.15	-	0.79
2018 年小计		-	0.79
2019 年 5 月 23 日	18.15	-	0.79
2019 年 10 月 17 日	17.45	0.7	0.01
2019 年 11 月 22 日	16.05	1.4	0.03
2019 年 12 月 4 日	15.75	0.3	0.01
2019 年小计		2.4	0.84
2020 年 1 月 21 日	15.55	0.2	0.01
2020 年 4 月 17 日	15.45	0.1	0.00
2020 年 5 月 22 日	15.45	-	0.67
2020 年小计		0.3	0.69
2021 年 6 月 8 日	11.15	4.3	0.67
2021 年小计		4.3	0.67
2022 年 7 月 4 日	11.15	-	0.42
2022 年 7 月 14 日	11.05	0.1	-
2022 年 8 月 1 日	10.93	0.1	-
2022 年 9 月 29 日	10.63	0.3	-
2022 年小计		0.5	0.42
2023 年 3 月 30 日	10.28	0.4	-
2023 年 6 月 30 日	10.14	0.1	0.03
2023 年 7 月 10 日	7.14	3.0	-
2023 年 7 月 31 日	6.54	0.6	-
2023 年 11 月 29 日	6.14	0.4	-
2023 年 12 月 29 日	6.14	-	0.23
2023 年小计		4.5	0.26
2024 年 3 月 8 日	5.64	0.5	-
2024 年 4 月 15 日	4.64	1.0	-
2024 年 5 月 5 日	3.99	0.7	-
2024 年截至 7 月 24 日小计		2.2	-

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司银润投资时期及紫光学大时期控股股东信息



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

学大教育创始人金鑫通过二级市场增持上市公司股票、协议转让及定向增发，重新成为上市公司实控人，学大教育集团归属逐渐明朗。自2019年8月底至今，金鑫通过天津安特不断自二级市场增持上市公司股票，截至2020年5月14日，天津安特直接持有上市公司股票1059万股；同时，2019年11月29日，天津安特通过协议转让方式受让银润控股、银润投资所持有的椰林湾100%的股权，即通过椰林湾间接持有上市公司股票1244万股，截至2020年7月19日，天津安特直接及间接持股比例合计达23.94%，金鑫重回总经理职位。2021年4月，金鑫实际控制的天津晋丰通过现金认购非公开发行的股份共600万股，至此金鑫通过以上三家合计持有紫光学大2903万股股份，占当时上市公司总股本的24.65%，成为上市公司实际控制人。截至2024年4月27日，金鑫通过天津晋丰、天津安特、天津瑜安合计持有上市公司3004万股，持股比例合计为24.84%。

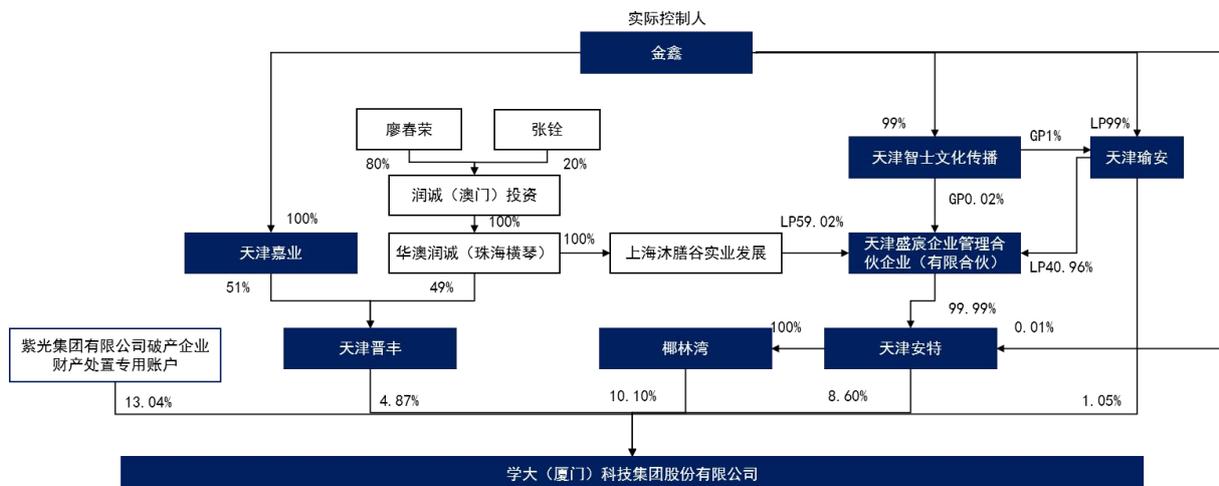
表2：截至2024年7月金鑫实际控制的三家持股主体持有上市公司股权情况

持股主体	持股方式	交易期间	交易数量	占股本比例
天津安特	集中竞价交易	2019年8月28日-2019年8月30日	581,558	0.5%
		2019年9月2日-2019年9月30日	3,680,207	3.0%
		2019年9月27日	-93 (卖出)	0.0%
		2019年11月20日-2019年11月26日	543,100	0.4%
		2019年12月18日	161,500	0.1%
		2020年1月8日-2020年1月9日	1,762,436	1.4%
		2020年2月11日-2020年2月28日	1,482,860	1.2%
		2020年3月2日-2020年3月13日	961,901	0.8%
		2020年4月23日-2020年4月30日	939,700	0.8%
		2020年5月6日-2020年5月7日	478,503	0.4%
	小计		10,591,672	8.6%
	通过持有椰林湾100%股权间接持有上市公司	2019年11月29日	12,449,032	10.1%
天津晋丰	认购增发	2021年3月17日	5,995,328	4.9%
天津瑜安	集中竞价交易	2022年1月26日	403,700	0.3%
		2022年1月27日	896,100	0.7%
合计			30,335,832	24.6%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

注：占股本比例按照2024年6月28日公告的总股本123,224,709股计算

图3：2024年7月学大教育股权示意图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：上市公司持股比例按照2024年6月28日公告的总股本123,224,709股计算；股东持股信息根据2023年年报披露统计

紫光集团重组后处置上市公司股权，不排除未来会形成妥善处置的方案缓释其对公司市值的冲击。原公司控股股东的实控人紫光集团进入实质合并重整流程，并于2022年7月完成破产重组。紫光卓远、紫光通信、新紫光集团合计持有的学大教育股票数量为2205万股（占总股本的18.73%），重组后其全部移交至破产企业财产处置专用账户。2024年第一季度报披露，紫光破产企业财产处置专用账户仍有公司13.16%股份未得到处置，该部分权益归属于紫光集团债权人，未来可能出现债权人处置该部分股份或紫光出售/转让该部分股份以货币形式偿还债权人的行为，由于该账户仍为公司账面第一大股东，且数量较大，债权人或紫光的处置行为可能引发资本市场的担忧。但我们考虑到金鑫对学大教育具有深厚感情、且实际持股24.84%，不排除金鑫会积极参与处置方案讨论，并最终形成妥善处理。但总体来说该事项确实带来一定潜在风险，后续建议持续关注处理方案的推出。

股权激励：首次授予的第一个解锁期条件顺利达成

首次授予：2023年7月，公司发布公告披露2023年限制性股票激励计划首次授予登记完成事项。此次向412人以14.05元/股的价格授予限制性股票合计436.20万股，占公告时公司股本总额的3.70%；授予人中包含董事朱晋丽（15万股）、董秘崔志勇（10万股）、副总经理刁月霞（5万股）以及其他核心员工409人（406.2万股）。**预留授予：**《2023年限制性股票激励计划》中计划110万股作为预留股份，该部分于2024年6月19日向241人以14.05元/股价格授予；授予人中董秘崔志勇（2万股）以及其他核心员工240人（108万股）。**首次授予的第一个解锁期条件顺利达成。**上市公司2023年实现净利润1.68亿元，满足首次授予第一个解除限售期对应的业绩考核。剔除已离职及考核不合格的员工，此次共有393名员工持有的限制性股票可按计划解除限制。后续股权激励有望持续绑定核心员工。

表3: 2023 年限制性股票激励计划首次授予、预留授予登记分配情况

	姓名	职务	获授数量 (万股)	占对应轮次授予数量的比例	占股本总额比例
首次授予	朱晋丽	董事	15	3.44%	0.12%
	崔志勇	董事会秘书	10	2.29%	0.08%
	刁月霞	副总经理	5	1.15%	0.04%
	其他核心员工 (409 人)		406.2	93.12%	3.30%
小计			436.2	100%	3.54%
预留授予	崔志勇	董事会秘书	2	1.82%	0.02%
	其他核心员工 (240 人)		108	98.18%	0.88%
小计			110	100.00%	0.89%
合计			546.2	100%	4.43%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理;

注: 占股本比例按照 2024 年 6 月 28 日公告的总股本 123,224,709 股计算; 股东持股信息根据 2023 年年报披露统计

表4: 学大教育报表口径对应业务拆解与 2023 各项目营收情况

	解除限售安排	业绩考核条件	解除限制比例
首次授予	第一个解除限售期	2023 年净利润不低于 5,000 万元	30%
	第二个解除限售期	2023 年-2024 年两年的净利润累计不低于 13,000 万元	30%
	第三个解除限售期	2023 年-2025 年三年的净利润累计不低于 25,000 万元	40%
预留授予	第一个解除限售期	2024 年的净利润不低于 8,000 万元	50%
	第二个解除限售期	2024 年-2025 年两年的净利润累计不低于 20,000 万元	50%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表5: 首次授予的第一个解除限售期可接触限售情况

姓名	职务	获授数量 (万股)	本次可解除限售数量 (万股)	占获授数量的比例
朱晋丽	董事	15	4.5	30.00%
崔志勇	董事会秘书	10	3	30.00%
刁月霞	副总经理	5	1.5	30.00%
其他核心员工 (390 人)		391.6	116.58	29.77%
合计		421.6	125.58	29.79%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司治理: 金鑫新任上市公司董事长, 资源有望倾斜支撑教育主业发展

金鑫新任上市公司董事长, 经营话语权进一步提升。2024 年 4 月, 上市公司董事会通过议案, 选举金鑫为公司第十届董事会董事长。金鑫此次新任董事长, 继 2020 年出任董事、2022 年续聘总经理后, 经营话语权进一步提升。学大教育集团创始人回归重掌大权, 未来有望将更多资源倾斜至教育主业。

职业教育专业人士就任独立董事, 支持职业教育发展。上市公司第十届董事会独立董事分别具备税收筹划、会计、职业教育领域专业知识。其中, 长期关注职业教育发展的中华职教社 (成立于 1917 年, 由中国共产党领导的具有“统战性、教育性、民间性”的群众团体) 副总干事杨农此次担任公司独立董事, 传递公司较为重视职业教育发展板块, 并希望引入外部人士提供专业指导意见的积极信号。

表6: 董事会成员、监事、高管履历

高管姓名	年龄	职位	是否直接持有公司股票	履历
金鑫	47	董事长、董事、总经理	无	于 2001 年 9 月 创办学大教育 ，2009 年至今任北京学大信息技术集团有限公司（学大教育在纽交所上市时 VIE 结构中承接国内网点、学校资产的公司）董事长、总裁总经理；2016 年至今任学成世纪（北京）信息技术有限公司（VIE 结构中实控人在境外的、用以协议控制学大信息的公司），执行董事，总裁（暨总经理）。
廖春荣	60	董事	无	2020 年至 2025 年任上海 银润控股(集团)有限公司董事长 ，银润控股集团有限公司（澳门）董事长，浙江台州柳林湾投资策划有限公司董事长，总经理。
朱晋丽	51	董事	公司 2023 年限制性股票股权激励计划首次授予 15 万股股票	2005 年开拓太原市场，任 学大教育太原分公司总经理 ；2013 年 7 月调任公司子公司学大教育集团总部，任 教学管理部高级总监 ；2015 年 5 月-2021 年 4 月任公司子公司学大教育集团教研资源管理中心负责人；2017 年 9 月-2020 年 8 月兼学大教育集团人力资源管理中心；2020 年 3 月至今任公司子公司学大教育江苏大区总经理，全面负责区域运营管理工作。
王震	50	独立董事	无	具有中国注册会计师、会计师资格。北京国家会计学院特聘客座教授、中国 税收筹划 研究会理事、中国商业会计学会理事，河北地质大学会计学院 税收筹划 研究中心主任。
Zhang Yun	47	独立董事	无	于 2003 年至 2009 年，任杜克大学富夸商学院 会计 助理教授；2009 年至 2015 年，任乔治华盛顿大学 会计系会计学 助理教授；2015 年至今，任乔治华盛顿大学 会计系终身会计 副教授。
杨农	62	独立董事	无	原任 中华职业教育社党组成员 ，副总干事，杭州市钱江特聘专家，北京师范大学珠海分校特聘教授，杭州师范大学职业教育研究所专家顾问， 长期关注职业教育，民办职业教育生存与发展问题 。
何俊梅	53	监事会主席	无	现任 紫光集团有限公司 职工监事、基金业务风控总监，西藏紫光卓远股权投资有限公司监事，北京紫光资本管理有限公司监事、公司控股股东西藏紫光卓远股权投资有限公司监事，担任西藏紫光卓远股权投资有限公司一致行动人紫光集团有限公司职工监事、基金业务风控总监。
李娟	43	监事	无	曾任职于中公教育咨询有限公司申论研究院， 后于 2011 年 5 月加入公司子公司学大教育集团法务部 ，现任子公司学大教育集团合规中心高级法务经理、子公司学成世纪（北京）信息技术有限公司监事。
汤文昊	34	职工代表监事	无	2014 年至今曾先后担任北京华胜天成科技股份有限公司法务专员及 证券事务代表 职务。于 2018 年 10 月加入公司担任证券事务经理，自 2019 年 8 月起担任公司职工代表监事。
刁月霞	43	副总经理	公司 2023 年限制性股票股权激励计划首次授予 5 万股股票	自 2006 年 7 月至 2014 年 1 月任职于新华联集团，历任新华联文化旅游发展股份有限公司证券事务部副经理，经理； 2014 年 2 月至 2016 年 2 月任职于紫光集团有限公司 ，历任资产运营部助理总经理及投资管理部高级投资经理；2016 年 2 月至今担任公司副总经理，并曾担任公司 董事会秘书 ，董事。
张磊	52	财务负责人	无	于 1994 年 7 月参加工作，曾任大华会计师事务所\安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）上海分所审计经理、中瑞岳华会计师事务所（特殊普通合伙）上海分所质量监管部负责人、上海海脉德创业投资管理有限公司风控及财务负责人； 于 2022 年 7 月加入学大（厦门）教育科技集团股份有限公司担任财务总监 。
崔志勇	40	董事会秘书	公司 2023 年限制性股票股权激励计划首次授予 10 万股股票	于 2018 年 5 月至 2020 年 5 月就职于佳沃食品股份有限公司，任董事会秘书、副总经理；于 2020 年 6 月加入 子公司学大教育集团总经办 。崔志勇先生自 2021 年 8 月至今担任学大（厦门）教育科技集团股份有限公司 董事会秘书 。
吴胜武	50	（已离任）董事长	无	曾任宁波市海曙区人民政府区长，宁波市信息产业局局长，国家工业和信息化部电子信息司副司长，副司长等职务。 现担任紫光集团有限公司全球执行副总裁 。

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

核心业务透视：传统高中培训网点与全日制培训（含复读）贡献约 90%收入

根据上市公司 2023 年年报披露，目前公司共有四大主要业务板块，分别为教育培训服务费收入、房屋租赁收入、设备租赁收入、其他，对应收入占比为 96.2%/0.4%/0.3%/3.1%，教育培训服务费收入来源于上市公司核心资产学大教育。

具体来看教育培训服务费收入，我们按照商业模式的差异性将其进一步拆分为四个子板块，分别为**传统高中培训网点、全日制培训（含复读）、中职学校及全日制双语学校（学历教育）**，据我们测算，2023 年四个子板块的营收占比分别为 80.0%/10.0%/1.2%/5.0%。收入端，以课外培训形式开展的传统高中培训网点及全日制培训（含复读）仍是公司主要的收入贡献来源，合计占比近 90%，“双减”

后作为转型方向发展的学历学校板块（中职、全日制双语学校）仍在起步阶段，占比未来仍有较大提升空间。

表7: 学大教育报表口径对应业务拆解与 2023 各项目营收情况

报表口径	对应业务	2023 年收入	2023 年营收占比
教育培训服务费收入	传统高中培训网点	约 17.9 亿	80.0%
	全日制培训（含复读）	约 2.2 亿	10.0%
	中职学校	约 0.3 亿	1.2%
	全日制双语学校（学历教育）	约 1.1 亿	5.0%
	小计	约 21.5 亿	96.2%
房屋租赁收入	房屋租赁	约 700 万	0.4%
设备租赁收入	设备租赁	约 500 万	0.3%
	其他	约 5400 万	3.1%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；

注：表中报表口径收入资料来源于公司公告。传统高中培训网点、全日制培训（含复读）、中职学校、全日制双语学校（学历教育）收入情况为国信社服测算所得

表8: 子版块业务介绍、收费情况及业务规模介绍

	子版块	内容	介绍
高中培训	传统高中培训网点	业务介绍	为高中生提供以升学为目的的个性化辅导教育服务， 有个性化辅导和小班组（每班 3-6 人）两种班型，个性化辅导仍是主要的班型，占培训网点收入的大部分。 由于公司所主打的个性化辅导产品具备短期内辅导突击提分的属性，且目前国内学年期期末考试、高考等考试主要集中在第二季度，因此二季度一般是该项业务确认收入的旺季。
		收费情况	单价 330-350 元/课时
	全日制培训（含复读）	业务规模	已在全国 100 余座城市布局 246 余个网点 ，较“双减”前峰值覆盖 140 座城市有所下滑
		业务介绍	针对 中高考复读生、艺考生、普通高三学生 提供封闭式的高考文化课全日制寄宿培训服务， 以精品小班模式（每班 15-25 人）为主 ，针对有进一步辅导需求的学生可以额外提供个性化辅导服务。教学形式与学生在普通高中上课的形式基本一致，与普通高中的区别在于培训基地无法提供学历。
学历教育	中职学校	收费情况	学费、学杂费、住宿费、餐费合计 80000-100000 元/年 ，分数达高优线以上的会有相应减免
		业务规模	已布局 30 余个全日制培训（含复读），覆盖学生 6000 余人
	全日制双语学校（学历教育）	业务介绍	通过 联合办学、托管办学、投资办学 等方式，开展以中职教育为主的职业学历教育，向学生收取学费、学杂费、住宿费、餐费等。校内除去提供传统的职业技能培训课程外，还为中职学生提供文化课服务助力中职学生升学（通过参加普通高考或春季职教高考等途径）。公司还通过布局高职院校及产教融通，进一步贯通中职学生升学路径
		收费情况	学费、学杂费、住宿费、餐费合计约 15000 元/年
		业务规模	截至 2024 年 7 月， 已经收购了 5 所学校、托管运营 2 所学校，在校学生人数约 4000 人。
		商业模式	通过 自建、托管办学 的形式开办全日制双语学校（学历教育）
		收费情况	据测算各学段收费平均约 4 万元/年
		业务规模	已在 浙江宁波、辽宁大连开办 3 所学校 ，并于 2024 年初中选驻马店市第五高级中学（筹）招引投资运营合作单位

资料来源：公司公告、学大教育各地培训基地、学大教育公众号、中职学校招生简章，国信证券经济研究所整理

其他业务介绍：纵向延伸职业教育，跨界布局书店医院

高职、产教融合、职业教育培训等职业教育板块内容：1) 高等职业教育方面已成功对接高等职业教育学校，更多的会以产业学院或独立学院的方式进行合作开展，但还未形成明显的收入。该业务主要是为打通中高职教学学历升学，在中职教育进入到一个较大体量后，能帮助学生通过对口升学方式纵向提升学历；2) 产教

融合方面发挥与老控股股东紫光集团的合作优势，合作探索集成电路领域的产教融合，未来也会根据国家战略需要进一步探索新能源、双碳、人工智能等方向；3) **职业教育培训**不提供学历教育、而是辅导受教育者参加职业资格证书考试、提高职业技能的培训业务。传统的职业资格证书培训竞争较为激烈，已有众多玩家布局。公司计划在未来新职业、新要求出现后，开发新的等级证书、资质证书。

句象书店是学大教育集团探索布局的服务“全民阅读”战略的创新业态，集图书借阅、销售、共享阅读、儿童成长、轻食咖啡、文化沙龙、潮玩文创、阅读导引于一体，旨在打造沉浸式文化消费空间和多元化生活场景。现阶段已在北京、深圳、成都、武汉开设了合计10家门店。书店内布设有众多大小规模不同的独立隔间，目前向公众开放并按小时收取场地费，后期如有需要可转化成辅导培训场景。

图4: 句象书店内的“句象”剧场



资料来源: 界非界 Design, 成都句象, 国信证券经济研究所整理

图5: 句象书店阅读室、会议室等收费情况



资料来源: 句象书店, 国信证券经济研究所整理

医教康领域: 孤独症、自闭症的青少年人群规模扩大, 需要医学级别的外部辅助。学大布局医教融合领域, 其初心是为孤独症、多动症、抽动症、ADHD 的孩子提供个性化康复管理方案, 为青少年的健康保驾护航。在河南开设的千翼医院已与近50家亿元和康复机构达成深度合作, 为超过500万名儿童提供测评及训练服务。

高中学科培训: 供给出清后存量机构受益, 强劲需求下参培率提升

政策回顾: “双减”三年成效显著, 校外培训机构门槛提高

2018年起教培行业政策逐渐收紧, 2021年“双减”文件落地, 学科类培训面临空前力度、持续高压。近年来, 我国针对教培行业实施了一系列重大政策调整, 以回应社会对教育公平、减轻学生负担和规范教育培训市场的强烈需求。2018年, 全国教育大会召开, 会上强调要坚决克服唯分数的顽瘴痼疾, 同年教育部等相关部门密集出台《关于加快推进校外培训机构专项治理工作的通知》、《国务院办公厅关于规范校外培训机构发展的意见》、《关于切实做好校外培训机构专项治理整改工作的通知》、《关于印发中小学生减负措施的通知》等文件, 从办学资

质、教学内容等方面对课外培训机构进行规范。而 2021 年 7 月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》，“双减”文件落地后，学科类培训面临空前力度、持续高压的监管。

“双减”文件措辞严厉、措施有力，且后续有一系列配套政策文件落实规范要求，对学科类培训机构全方面加强监管：

1) 从“双减”文件本身来看，文件从办学主体、办学性质、资质许可等方面压减学科类培训机构数量。具体在办学主体方面，文件严禁学科类培训机构资本化，禁止上市公司通过股票市场融、投资学科类培训机构，禁止外资通过兼并收购、受托经营、加盟连锁、利用可变利益实体等方式控股或参股学科类培训机构；要求各地不再审批新的面向义务教育阶段学生的学科类校外培训机构（高中参照执行），现有学科类培训机构统一登记为非营利性机构。

2) 为落实双减文件中的分类管理，加强对学科类培训机构管理、防止机构“隐形变异”规避监管，相关部门出台了更详细的分类鉴别指南。在“双减”文件落地后，管理部门出台了《教育部办公厅关于进一步明确义务教育阶段校外培训学科类和非学科类范围的通知》、《义务教育阶段校外培训项目分类鉴别指南》、《进一步加强学科类隐形变异培训防范治理工作的意见》等文件，主要从培训目的、培训内容、培训方式、评价方式等维度进行综合考量，对义务教育校外培训机构“学科类”项目鉴别管理，体现压减学科类培训机构“不留死角”的决心。

3) 经营管理上重视资金安全和消防安全，提高教培机构实际运营门槛，同时为维护教育公平，指导定价。资金安全方面，2023 年 3 月印发《校外培训机构财务管理暂行办法》，要求不得一次性收取或变相收取时间跨度超过 3 个月/60 课时的费用，并且要求预收费交由银行托管，改变由培训机构单方控制预收费资金的状况，同时也对培训机构现金流提出更高要求。消防安全方面，2022 年 5 月印发《校外培训机构消防安全管理九项规定》的通知，要求同一时段内生均培训用房建筑面积 $\geq 3\text{ m}^2$ ，提高教培机构场地门槛。定价方面，2021 年 9 月印发《关于加强义务教育阶段学科类校外培训收费监管的通知》，提出义务教育阶段线上和线下学科类校外培训收费属于非营利性机构收费，依法实行政府指导价管理，由政府制定基准收费标准和浮动幅度，上浮不得超过 10%。

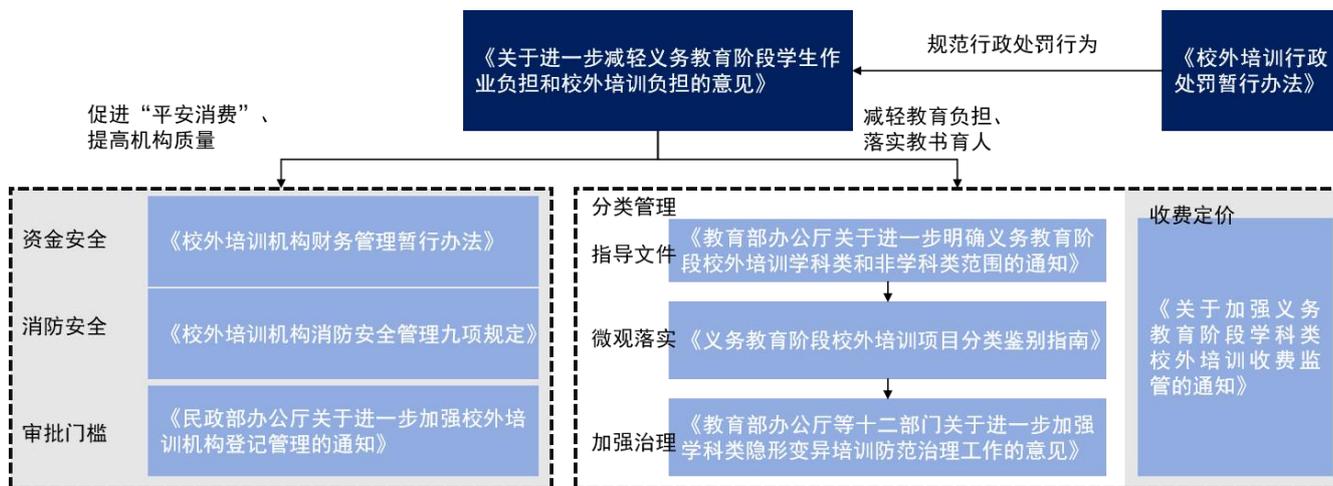
4) 2023 年 8 月出台《校外培训行政处罚暂行办法》，加强和规范校外培训行政处罚工作，通过法治方式深化校外培训治理、对违反“双减”及相关文件精神的行为以处罚形成警示震慑。

表9: 2018 年至今校外培训相关政策文件梳理

颁布时间	文件名	主要内容
2018 年 3 月	《关于加快推进校外培训机构专项治理工作的通知》	强调了各地教育行政部门需高度重视校外培训机构专项治理工作，明确责任，出台具体方案，组织摸排，准确把握政策，并要求在 4 月中旬前向社会公布各省的工作方案。通知中还提到，要通过多种途径对校外培训机构进行全面摸排，建立工作台账，逐一进行整改落实。
2018 年 8 月	《国务院办公厅关于规范校外培训机构发展的意见》	是第一个国家层面规范校外培训机构发展的系统性文件，提出了依法规范、分类管理、综合施策、协同治理的工作原则。明确了设置标准、审批登记、培训行为规范、监督管理等方面的具体措施，以减轻学生过重课外负担，维护良好教育生态。
2018 年 9 月	《关于切实做好校外培训机构专项治理整改工作的通知》	指出校外培训机构专项治理工作已进入全面整改阶段，要求增强整改工作的紧迫感，完善校外培训机构设置标准，加快整改进度，确保年底前完成整改任务。强调了对学科类培训的备案审核、教师资格条件的严格掌握，以及整改信息的通报制度。
2018 年 12 月	《教育部等九部门关于印发中小学生减负措施的通知》	涵盖了规范学校办学行为、严格校外培训机构管理、家庭履行教育监护责任以及强化政府管理监督等方面，目的是切实减轻中小学生过重学业负担，促进学生健康成长
2019 年 7 月	《教育部等六部门关于规范校外线上培训的实施意见》	要求校外线上培训机构在取得相关证照后，向省级教育行政部门提交备案材料，包括 ICP 备案、电信业务经营许可、课程介绍、教学安排、招生简章等。
2020 年 2 月	《关于进一步规范和加强疫情防控期间在线教育工作的通知》	针对新冠肺炎疫情期间在线教育的规范提出了要求，包括加强在线教育资源的内容审核，规范校外线上培训活动，确保线上教育活动健康有序。
2020 年 10 月	《关于进一步加强和改进新时代学校美育工作的意见》	强调不得将校外培训成绩作为评价学生美育素质的依据
2021 年 7 月	《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》	严禁学科类培训机构资本化，禁止上市公司通过股票市场融、投资学科类培训机构，禁止外资通过兼并收购、受托经营、加盟连锁、利用可变利益实体等方式控股或参股学科类培训机构；机构性质方面，仅能选择非营利性性质；要求各地不再审批新的面向义务教育阶段学生的学科类校外培训机构。
2021 年 7 月	《教育部办公厅关于进一步明确义务教育阶段校外培训学科类和非学科类范围的通知》	明确了义务教育阶段校外培训中学科类和非学科类的管理范围，包括道德与法治、语文、历史、地理、数学、外语、物理、化学、生物等学科按照学科类管理，而体育、艺术、综合实践活动等按照非学科类管理。
2021 年 8 月	《民政部办公厅关于进一步加强校外培训机构登记管理的通知》	要从严审查各类培训机构的章程，坚持校外培训机构的公益属性，严禁违规开展学科类培训。要严格管理措施，加强校外培训机构年度检查、财务抽查、信用管理和执法监察，对于存在超出业务范围开展学科类培训、违反财务管理制度、内部管理混乱、侵占分校校外培训机构资产等违反社会组织登记管理法规情形的机构，依法从严从重从快处理。
2021 年 11 月	《义务教育阶段校外培训项目分类鉴别指南》	制定了校外培训项目分类鉴别的指南，明确了适用范围、基本原则、鉴别依据和实施要求，以加强对义务教育阶段校外培训机构“学科类”项目的鉴别管理。
2021 年 9 月	《关于加强义务教育阶段学科类校外培训收费监管的通知》	提出义务教育阶段线上和线下学科类校外培训收费属于非营利性机构收费，依法实行政府指导价管理，由政府制定基准收费标准和浮动幅度，上浮不得超过 10%。
2022 年 5 月	《校外培训机构消防安全管理九项规定》	规定了校外培训机构消防安全管理的具体要求，包括落实消防安全主体责任、规范场所消防安全设置、严格火灾危险源管理、严格消防安全疏散条件等，以预防火灾事故，保障学生和从业人员安全。
2022 年 11 月	《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》	明确非学科类培训机构的设置标准、准入流程、日常运营规范、以及日常监管措施。要求培训机构须依法取得行政许可后进行法人登记，强调培训内容应符合教育规律，不得与中小学学校教学时间冲突，收费须明码标价，且预收费用需进行风险管控。
2022 年 11 月	《教育部办公厅等十二部门关于进一步加强学科类隐形变异培训防范治理工作的意见》	强调了对隐形变异培训的预防，包括加强对重点场所和网站如居民楼、酒店、咖啡厅等的监管，以及对招聘网站、家教网的监管，禁止发布相关校外培训招聘信息。需要聚焦违规多发的场所和重要时间节点，如寒暑假、节假日等，以及“个性化辅导”“高端家政”“众筹私教”等重点问题，强化排查整治。鼓励群众参与监督，建立健全投诉举报工作制度，拓展问题线索来源，力争不留治理死角。
2023 年 3 月	《校外培训机构财务管理暂行办法》	要求不得一次性收取或变相收取时间跨度超过 3 个月/60 课时的费用，并且要求预收费交由银行托管，改变由培训机构单方控制预收资金的情况，同时也对培训机构现金流提出更高要求
2023 年 8 月	《校外培训行政处罚暂行办法》	明确了校外培训行政处罚的适用范围，包括面向 3 周岁以上学龄前儿童、中小学生的校外培训活动。规定了行政处罚的种类，如警告、通报批评、罚款、没收违法所得、责令停止招收学员、吊销许可证件等。强化了对违法行为的处罚力度，如擅自举办校外培训机构、未经审批有组织开展学科类隐形变异培训、擅自组织社会性竞赛活动等，将面临重罚。

资料来源：教育部、国信证券经济研究所整理

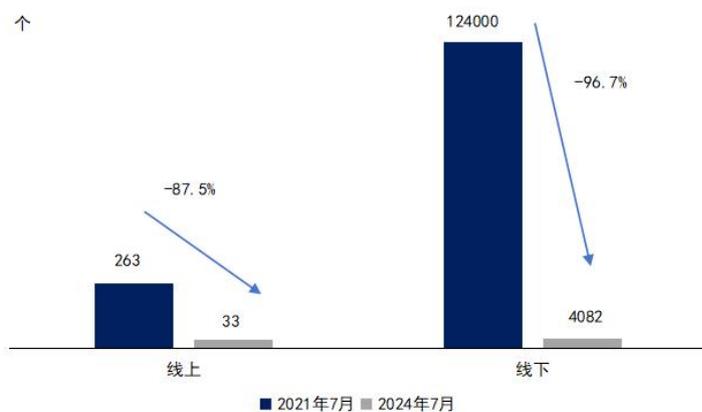
图6: 双减相关文件体系梳理



资料来源：教育部，国信证券经济研究所整理

“双减”一系列组合拳成效显著，义务教育阶段学科类教培机构大幅出清。“双减”三年，校外培训明显降温，据全国校外教培监管平台披露，截至2024年7月，义务教育阶段线下学科类培训机构数量由原来的12.4万个压减至4082个，压减率97%，线上学科类培训机构由原来的263个压减至33个，压减率87%。25家上市公司均已完成清理整治，不再从事义务教育阶段学科类培训。

图7: 截至2024年7月义务教育学段学科类辅导机构数量大幅压减



资料来源：全国校外教育培训监管与服务综合平台，国信证券经济研究所整理

注：“双减”前数据来源于教育部校外教育培训监管司有关负责人，原文表述为“原12.4万个义务教育阶段线下学科类校外培训机构压减到9728个，压减率为92.14%，原263个线上校外培训机构压减到34个，压减率为87.07%”，我们分析该数据为2021年7月数据

高中学科类培训同样被纳入“双减”监管，但各地执行过程中监管严苛程度有差异，实际上反映出总体监管相对温和的态度。“双减”文件末尾注明“面向普通高中学生的学科类培训机构管理，参照双减文件有关规定执行”，实际上是要求高中学段教培机构同样要接受以“双减”精神指导下的管理，暂停审批新的学科类培训机构，在此过程中确有不合规的机构被清理。但在各地执行过程中，地方部门对于能否以营利性开展高中学科类培训的理解有差异，部分区域监管较为严苛，如高途集团曾于2021年披露公司按照北京市政府要求暂停提供高中学科培训

服务，部分区域监管则相对温和，据全国校外教培监管平台数据，截至2024年7月，全国有2363个营利性高中学科类培训机构，而另一边营利性义务教育学科类培训机构已清零。

最新进展：2024年2月，教育部就《校外培训管理条例（征求意见稿）》公开征求意见，征求意见稿体现监管并未边际趋严、且未出现“高中参照执行”的表述。相关部门出台《校外培训管理条例（征求意见稿）》，望通过立法形式巩固“双减”成果（“双减”文件为意见，不具备法律强制力，而管理条例具有强制执行力）。在核心焦点义务教育学科培训上，延续了“双减文件”的强监管态度，如限制仅能选择非营利性、控制培训时段等。但新政定位校外培训“成为学校教育的有益补充”、未限制非学科类培训以及高中学科培训以市场化形式运营，则为校外培训可持续发展更为清晰地指明了发展方向。

表10: 2024年《校外培训管理条例》（征求意见稿）VS 2021年“双减政策”对比解读

	2024年2月 校外培训管理条例 (征求意见稿)	2021年7月 《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担 和校外培训负担的意见》	对比分析
新政策起草说明	《征求意见稿》明确了校外培训成为学校教育有益补充的基本定位，明确了校外培训公益性的基本原则，明确了规范管理、提高质量、满足多样化文化教育需求的目标导向，明确了平衡机构、家长、学生、学校等各方权利义务关系并保障各方合法权益的立法价值，进一步完善了校外培训管理制度。《征求意见稿》在推进依法管理的同时，正视家长的合理培训需求，提出鼓励、支持少年宫、科技馆、博物馆等各类校外场馆（所）开展校外培训，引导非学科类校外培训机构参与学校课后服务等举措。		
分类管理	第四条：校外培训按照学科类和非学科类实行分类管理。 第六条：开展校外培训活动，应当依法取得相应的校外培训办学许可，具备法人条件。 面向义务教育阶段的学科类校外培训机构，应当登记为非营利性法人。	13. 各地不再审批新的面向义务教育阶段学生的学科类校外培训机构，……对非学科类培训机构，各地要区分体育、文化艺术、科技等类别，明确相应主管部门，分类制定标准、严格审批。	1、2024年征求意见稿再度明确了义务教育学科培训机构只能登记为非营利性法人、同时删去了“各地不再审批新的面向义务教育阶段学生的学科类校外培训机构”表述。 2、其他培训如非学科培训、高中学科培训等则无“非营利性”限制。
机构资质	第九条 校外培训使用的材料，应当报审批机关备案。 其中，实施非学科类校外培训的，应同时报送行业主管部门备案。	14. 建立培训内容备案与监督制度，制定出台校外培训机构培训材料管理办法。严禁超标超前培训，严禁非学科类培训机构从事学科类培训，严禁提供境外教育课程。	2024年征求意见稿新增非学科类校外培训使用材料，应当报审批机关备案，应同时报送行业主管部门备案。
收费与资金监管	第十二条 面向义务教育阶段学生实施的学科类校外培训，应当依法实行政府指导价管理，由省级人民政府制定收费管理办法。 其他校外培训的收费价格，应当报审批机关备案。	26. 强化培训收费监管。坚持校外培训公益属性，充分考虑其涉及重大民生的特点，将义务教育阶段学科类校外培训收费纳入政府指导价管理，科学合理确定计价办法，明确收费标准，坚决遏制过高收费和过度逐利行为。通过第三方托管、风险储备金等方式，对校外培训机构预收费进行风险管控……	2024年新政策再次强调了义务教育学科培训要坚持政府指导价管理方针、预收费用要纳入监管两项核心准则。其他培训业态则需报审批机关备案。
广告宣传	未提及	22. 做好培训广告管控。中央有关部门、地方各级党委和政府要加强校外培训广告管理，确保主流媒体、新媒体、公共场所、居民区各类广告牌和网络平台等不刊登、不播发校外培训广告。	2024年征求意见稿中未提及对广告宣传的限制，后续是否放开广告宣传限制需进一步观察。
高中学科培训	第六条 开展校外培训活动，应当依法取得相应的校外培训办学许可，具备法人条件。面向义务教育阶段的学科类校外培训机构，应当登记为非营利性法人。 第十条 校外培训应当安排在培训所在地中小学教学时间之外的时间，不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假组织义务教育阶段学科类培训。省级人民政府教育行政部门可以会同行业主管部门对培训时长、时段等作出具体规定。 第十二条 面向义务教育阶段学生实施的学科类校外培训，应当依法实行政府指导价管理，由省级人民政府制定收费管理办法。其他校外培训的收费价格，应当报审批机关备案。	对面向普通高中学生的学科类培训机构的管理，参照本意见有关规定执行。	2024年征求意见稿明确了分类管理细则： 1、义务教育学科培训应当登记为非营利性法人，高中学科无限制。 2、义务教育学科培训不得占用法定节假日、休息日及寒暑假，高中学科培训无上述限制、仅应当安排在培训所在地中小学教学时间之外的时间。具体培训时长、时段省级人民政府作具体规定。 3、义务教育学科实行政府指导价管理，其他培训为备案制。

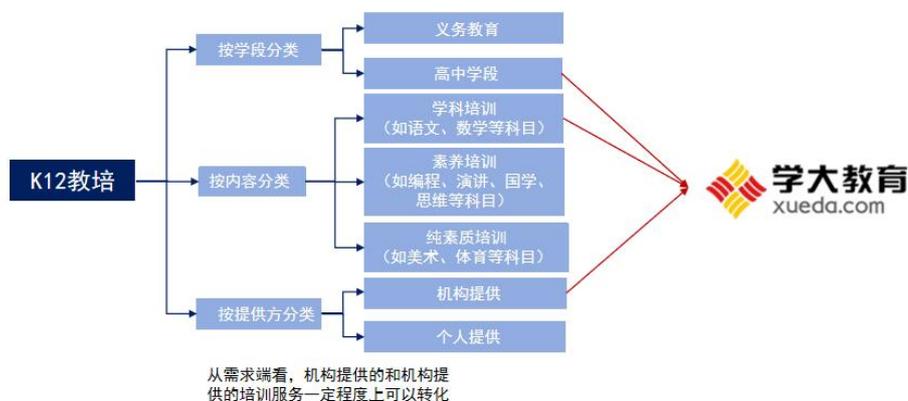
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

从 2018 年《关于加快推进校外培训机构专项治理工作的通知》，到 2024 年 2 月征求意见稿，不断细化的政策文件越来越反映出明确的政策初衷，即并非要彻底杜绝校外培训。核心在于引导校外培训行业高质量发展、推动其发挥补充国家学校教育体系的作用。我们总结为两个主要方向：1) 减轻教育负担，缓解教育焦虑：进行分类管理，对于义务教育学科培训高压、强监管，严禁资本化、禁止以营利性开展；对于非学科类培训及高中学科培训则未限制以市场化形式运营；2) 实现“平安消费”，提高教培质量：对预收费实行资金监管、加强教培机构消防安全管理、出清一批不合规企业等。

市场测算：普高在校人数增长、高考竞争烈度加剧，高中学科参培率提升

我们测算的是高中学科培训市场规模，并且不对个人提供的和机构提供的进行区分：在进行市场测算前，我们首先应对上市公司处在什么样的市场进行分析。目前整个 K12 教培市场可以分别按照学段、提供教学内容以及提供方性质三个层面进行细分，具体分类可见下图。公司提供的个性化教育业务主要是作为机构向学生提供高中学科培训，但从消费者的需求角度看，机构提供与个人提供的服务本质上区别不大，一定程度上可以相互转化。因此，我们在进行市场测算时将聚焦于反映需求的高中学科培训，而不对机构市场或个人市场进行具体拆分，将按照“学生适龄人数 x 参培率 x 客单价”的方式进行计算。

图8：学大教育传统的个性化教育业务主要作为机构向学生提供高中学科培训服务



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

据测算双减前的高中学科培训市场（含个人提供的培训）规模约 1069 亿元

根据 CIEFR（北京大学中国教育财政科学研究所）2019 年对全国 29 省，共 3.46 万户家庭的抽样调查数据，我们可先对“双减”前的高中学科培训市场进行分析：

1) 城镇参培率显著高于农村，高中学段参培率（含个人培训）相对最低。2019 年全国中小学生参培率为 24.4%。其中，城市居民（31.4%）显著高于农村（14.1%），主要系课外培训资源分布及居民可支配收入差异所致。在学段分布上，高中参培率最低（18.1%），我们认为这主要是由于中职学生参加课外培训的动力弱，稀释了高中学段整体的参培率；初中参培率最高（27.8%），主要系相较于小学阶段，初中面临中考有更直接的升学压力。

表11: 2019年全国分城乡中小學生学科培训参与率

	全部	城乡		一线城市	城镇内部	
		城镇	农村		二线城市	县城
小学	25.3%	32.4%	14.9%	44.1%	36.5%	20.8%
初中	27.8%	36.5%	16.0%	57.3%	36.0%	22.8%
高中	18.1%	23.2%	9.0%	39.6%	25.7%	16.0%
全部	24.4%	31.4%	14.1%	46.2%	34.0%	20.1%

资料来源: CIEFR, 国信证券经济研究所整理

注: CIEFR 使用抽样调查的方法测算参与率, 其中高中指“高中阶段”, 包括普通高中和中职部分及没有上学的部分, 因此对应的是分母为“高中适龄人口”的口径。

2) 人均支出随学段显著提升, 高中学段培训客单价显著高于另外两个学段。2019年全国参培的中小學生平均校外学科培训支出为 8438 元/年。人均支出随学段显著提升, 高中阶段人均支出达 12208 元/年。我们认为这主要系老师教学、知识门槛随着学段拔高, 拉升了教师薪资成本, 进而使得高中培训的客单价要高于另外两个学段。

表12: 2019年全国分城乡参培中小學生平均校外学科培训支出(单位: 元/年)

	全部	城乡		一线城市	城镇内部	
		城镇	农村		二线城市	县城
小学	6580	7811	2702	18125	7658	2895
初中	9887	11772	4167	21748	13318	5012
高中	12208	13628	6064	28602	13398	8021
全部	8438	9926	3581	20881	10169	4495

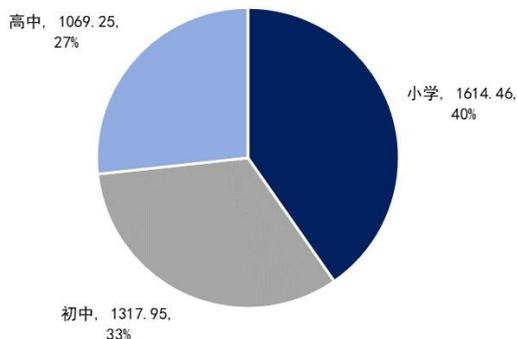
资料来源: CIEFR, 国信证券经济研究所整理

注: 此处人均支出的计算不包括未参与校外培训的群体

3) 测算得 2019 年我国高中学科培训市场(含个人培训)规模达 1069 亿元。根据国家统计局公布的人口出生数据, 可得 2019 年小学、初中、高中适龄人口分别为 9698/4637/4839 万人, 结合上述参培率及客单价数据可以测算出 2019 年我国 K12 教培市场总体规模为 4001 亿元, 其中高中教培市场为 1069 亿元, 在 K12 中占比 27%。

4) VS 素质教育培训, 学科培训增速稍慢, 但面对疫情韧性更强。根据艾瑞咨询所测算的数据, 2016-2019 年我国 K12 学科培训略小于素质教育培训, 2019 年二者规模分别为 3947/5304 亿元, 2016-2019CAGR 分别为 13.9%/16.8%。而 2020 年疫情暴发后线下 K12 培训迅速萎缩, 规模分别下滑至 3355 亿元/3248 亿元, 分别同比-15.0%/-38.8%, 面对疫情学科培训韧性更强, 一方面是学科培训主要以授课为主, 相较于素质教育培训, 能更灵活地向线上教学方式转型; 另一方面则是升学压力下, 学科培训需求刚性更强。

图9：2019 我国 K12 学科培训市场结构（单位：亿元、%）



资料来源：CIEFR，国家统计局，国信证券经济研究所整理

图10：2016-2020 年我国 K12 培训市场规模数据（单位：亿元）



资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

据测算双减后 2022 年高中学科培训市场(含个人提供的培训)规模约 1291 亿元，参培率实现增长

目前市场上暂时没有权威机构单独对高中学科培训市场规模进行的相关统计，因此我们将基于 CIEFR《减负政策的短期效果评估》对我国 2023 年 K12 校外学科参培率的调查数据、北师大中国教育与社会发展研究院《全国“双减”成效调查报告》中 2022 年 K9 学科培训数据进行测算。

图11：2022 年高中学科培训市场规模测算过程示意图



资料来源：CIEFR，国家统计局，国信证券经济研究所整理

1) 双减后 2022 年 K12 全学段校外学科参培率较 2019 年下降 10.7pct 至 17.4%。根据 CIEFR 数据，从参培率来看，“双减”成效显著，全国中小学生校外学科类参培率 2022 年下降至 17.4%，2023 年进一步下降至 13.7%，主要是小初阶段义务教育的迅速收缩所致；从人均支出来看，双减落地后的 2022 年人均支出下滑至 8669 元/年，但 2023 年迅速回升至 11862 元/年，已经超过 2021 年水平（10097 元/年）。我们分析人均支出的提升一方面来源于强劲需求下的自然提价，一方面是由于小初参培率下降、客单价更高的高中培训占比走高。

表13：2017–2023年K12校外培训参与率及支出情况

	2017	2019	2021	2022	2023
参培率（%）	38.0%	24.4%	24.3%	17.4%	13.7%
参培人数（万人）	7424.06	4717.01	4721.00	3414.05	2702.60
Yoy	-	-13.7pct	持平	-6.9pct	-3.7pct
人均支出水平（元/年）	5937.61	8323.03	10096.97	8668.55	11861.95
Yoy	-	40.2%	21.3%	-14.1%	36.8%

资料来源：CIEFR，国信证券经济研究所整理；

注：此处人均支出的计算不包括未参与校外培训的群体、参培率口径对应“全部K12适龄人口”

2) 北师大报告显示“双减”后，2022年K9学科参培率已降至16.5%，略低于K12学科总体水平（17.4%）。北师大中国教育与社会发展研究院《全国“双减”成效调查报告》对全国中小学进行抽样调查，其中小学2078所，初中965所，九年一贯制学校384所，十二年一贯学校22所，其他学校115所，因此该调查主要面向的是K9学生，高中学生占比较少，对应数据能更加直观反映K9学科参培率水平。

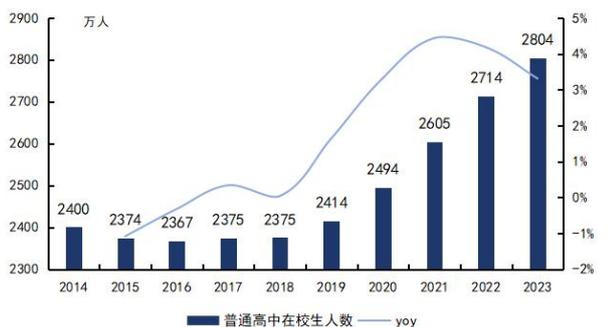
3) 进一步根据以上数据可测算出2022年高中学科参培率提升至20.2%。2022年全国K12适龄人数为1.96亿人，按17.4%参培率可测算得约有3414万人参与学科培训；而对应K9适龄人数为1.48亿人，按16.5%参培率可测算得约有2446万人参培。在此基础上我们可以计算出对应的高中参培人数为968万人，当年高中适龄人群为4795万人，对应学科参培率为20.2%，较双减前2019年的18.1%反而有所上升。

该测算结果可能存在一定的误差，但已经是较为科学的计算方法。我们分析该测算结果可能会由于原始数据的原因而存在一定的误差，例如CIEFR《减负政策的短期效果评估》未公布其调查取样的学生学段分布，如果取样时小初高各年龄段占比与2022实际的我国适龄人口结构不能很好对应，则会导致由“1.96亿人*17.4%”测算出的K12学科参培人数与现实有较大差异。但目前市场相关的权威测算数据确实较少，通过这种方法测算的高中学科参培率已经较为科学。

另一方面，我们也可以从定性分析的角度合理解释为何高中学科参培率会提升：

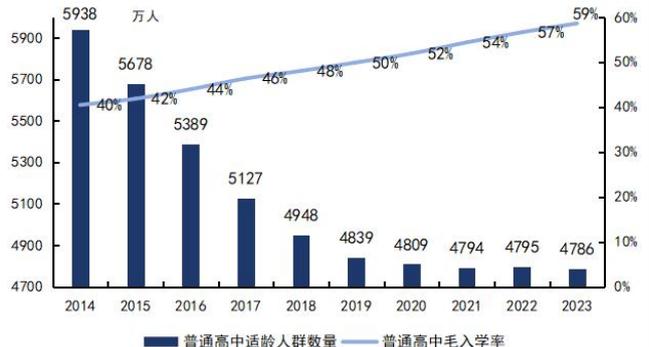
1) 普通高中毛入学率迅速提高，中职学生群体占比相对下降，进而带动高中适龄人群总体参培率上升。2014–2018年间我国普通高中在校人数并未呈现增长趋势，但自2019年起（2018年全国教育大会召开后的第二年）普通高中在校生人数进入相对高速增长阶段，2023年普通高中在校生人数达到2804万，较2018年扩招18%。而通过整理数据我们可以发现，2014–2023年间普通高中适龄人群数量呈波动下降趋势，普通高中在校生人数变化来源于普通高中毛入学率（自2014年的40%提升至2023年的59%）提升带来的增长。这一变化趋势反映的是在高中生群体中，就读普通高中的比例上升，对应中职学生群体比例下降，进而拔高高中适龄人群总体的参培率。

图12: 2014-2023 年我国普通高中在校人数及增速



资料来源: 教育部官网, 国信证券经济研究所整理

图13: 2014-2023 年我国高中适龄人群及普通高中毛入学率



资料来源: 教育部官网、国家统计局, 国信证券经济研究所整理

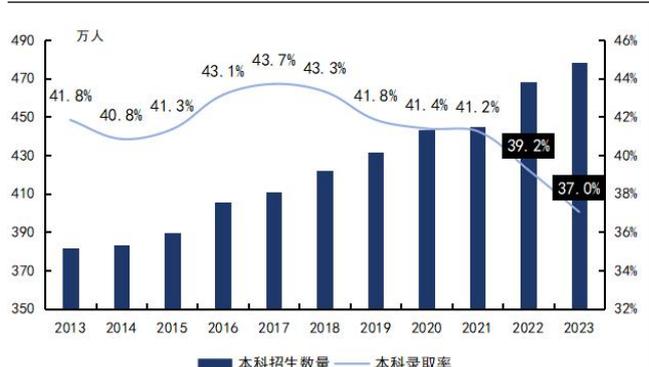
2) 高考报名人数迅速增长, 本科录取率走低, 高考竞争激烈程度加剧。高中在校人群数量增加, 叠加复读、中职考生群体扩大, 2013 至 2024 年间高考报名人数持续增加, 至 2024 年已达到 1353 万人。与之对应的本科招生数量增速却相对较慢, 导致高考本科录取率自 2017 年的高点 43.7% 逐步下降, 至 2023 年已下降至 37.0%, 而头部名校的扩招势必更慢, 在高考报名人数显著增长情况下竞争激烈程度加大在所难免。激烈竞争之下, 学生借助校外培训提升竞争力的诉求加强, 高中学科类培训参培率提升。

图14: 2013-2024 年高考报名人数及普通高中应届毕业生人数



资料来源: 教育部官网、中国教育在线、公开新闻报道, 国信证券经济研究所整理

图15: 2013-2023 年我国本科招生数量及本科录取率



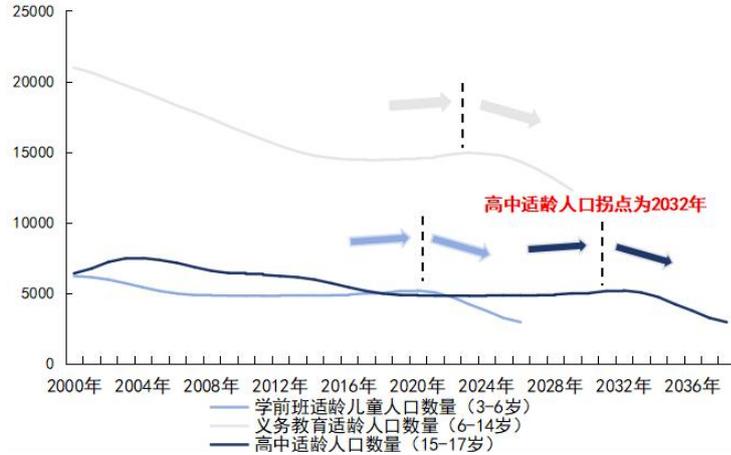
资料来源: 教育部官网、国家统计局, 国信证券经济研究所整理

注: 此处的本科录取率数据为本科招生人数/高考报名人数

我们认为以上两个驱动力, 在未来短期内仍将发挥作用, 继续提高高中学科参培率。1) 普通高中毛入学率提升背后的核心是家庭对于孩子升学的需求。就目前我国教学体系客观而言, 在普通高中就读, 相较于中职, 后续升学的可能性要大很多, 因此家长普遍更希望自己的孩子能够在普通高中就读。根据中国人民大学教育追踪调查 (CEPS) 数据显示, 2021 年仅 31.4% 的家长表示能接受子女在初中毕业后分流去职业学校。基于此后续普通高中的毛入学率大幅下降的可能性并不大。2) 高考竞争激烈短期内难以缓和。通过分析人口年龄结构可知, 2016 年我国出生人口数量达峰, 2032 年后影响才逐渐传导至高中就读适龄人群, 相对应的高三毕业生人数会在 2035 达峰。换句话说, 高考报名人数在未来十余年仍将保持增长趋势。这一趋势对本科扩招提出了较高的要求, 若本科扩招节奏未能跟上高

考报名人数增长，高考竞争烈度将进一步提高。

图16: 基础教育各阶段适龄人口数量（万人）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

结合以上分析，我们可以对 2022-2032 年间高中学科培训市场进行测算：（1）高中适龄人口数量：根据统计局公布的人口数据测算，2032 年适龄人口数量（即为 2015 至 2017 年出生人口数量总和），合计约 5164 万人；（2）参培率：假设在普高人数占比提升及高考竞争愈发激烈的驱动下，参培率逐渐走高，每年提高 0.7%，2032 年达到 27.2%；（3）参培人均支出：假设 2023-2032 年间每年人均支出增长 2%-3%，至 2032 年将达到人均 17242 元/年。由此可以测算出 2032 年全国市场规模可达 2419 亿元，较 2023 年 1372 亿元规模仍有 76% 的提升空间，预计 2023-2032CAGR 为 5.8%。

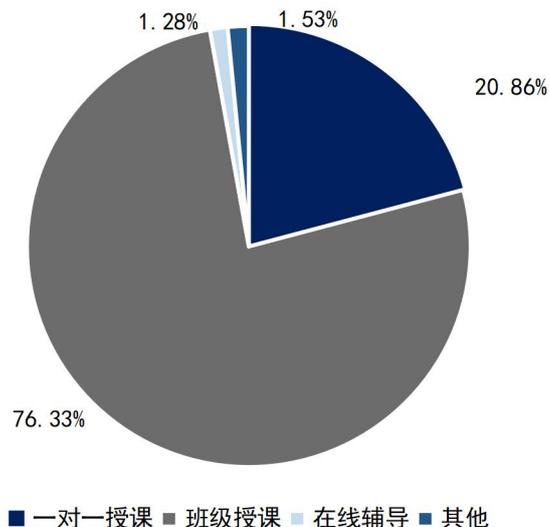
表14: 2022-2032 年高中学科个性化培训市场（含个人提供的培训）规模测算

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
参培率	20.2%	20.9%	21.6%	22.3%	23.0%	23.7%	24.4%	25.1%	25.8%	26.5%	27.2%
高中适龄人数	4795	4786	4817	4819	4815	4835	4879	4962	4982	5128	5164
参培人数（万人）	968	999	1039	1073	1106	1144	1189	1244	1284	1357	1403
yoy		3.2%	4.0%	3.3%	3.1%	3.5%	3.9%	4.6%	3.2%	5.7%	3.4%
参培人均支出（元）	13340	13740	14152	14577	15014	15465	15929	16247	16572	16904	17242
yoy		3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
市场规模（亿元）	1291	1372	1470	1564	1660	1770	1894	2021	2127	2294	2419
yoy		6.3%	7.1%	6.4%	6.1%	6.6%	7.0%	6.7%	5.3%	7.8%	5.4%
个性化辅导占比	26%	27%	28%	28%	28%	29%	29%	29%	29%	29%	29%
个性化辅导市场规模（亿元）	336	370	412	438	465	513	549	586	617	665	701
yoy		10.3%	11.1%	6.4%	6.1%	10.4%	7.0%	6.7%	5.3%	7.8%	5.4%

资料来源：CIEFR，国家统计局、国信证券经济研究所整理

预估 2023 年个性化辅导在高中学科培训中占比提升至 27%，即市场规模 370 亿元。个性化辅导，主要针对基础较差，学习方法、学习态度需纠偏的学生，由于可以个性化地发现学生问题与需求所在，短期冲刺提分的效果理论上要远超班课。此外在提供情绪价值、互动性、监督程度方面也都要优于传统班课模式，对于有短期提分需求的学生有较强吸引力。根据 CIEFR 数据，2017 年高中生约有 21% 选择个性化辅导，假设 2017-2023 年间个性化辅导凭借其较突出的教学优势实现占比的进一步上升，占比提高至 27%，则 2023 年市场规模约为 370 亿元。

图17: 2017 年高中学科培训市场各类班型占比



资料来源: CIEFR, 国信证券经济研究所整理

竞争格局: 腰、尾部机构大量出清, 头部集中逻辑仍在演绎途中

“双减”后 CR3 由 6.2% 略微提升至 6.7%。下表展示了我们对于部分头部教培企业的高中学科培训收入的测算: 双减前 (2020 年), 新东方、好未来、学大教育、卓越教育集团、思考乐教育合计约市占 6.5%; 而双减后 (2023 年), 市占率仅略微提升至 6.8%。从 CR3 来看, 由 6.2% 略微提升至 6.7%。

表15: 部分头部教培企业高中学科类培训收入及市占率双减前后变化

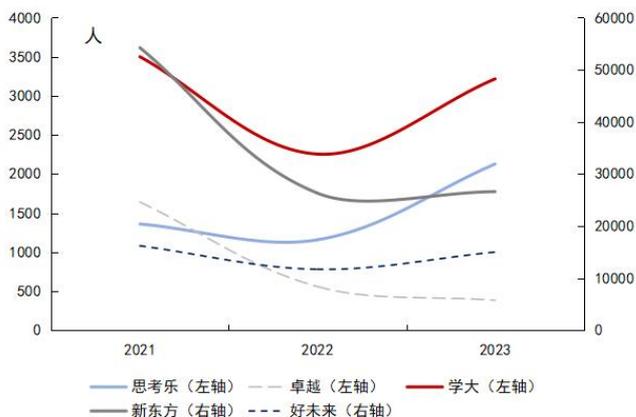
收入单位: 亿元人民币	双减前 (2020 年)		双减后 (2023 年)		增长幅度
	收入	占比	收入	占比	
全国性龙头					
新东方	35.73	3.5%	53.08	3.9%	48.5%
好未来	13.52	1.3%	18.00	1.3%	33.1%
学大教育	14.36	1.4%	19.91	1.5%	38.6%
区域龙头					
卓越教育	1.23	0.1%	1.45	0.1%	17.9%
思考乐教育	未开展	0.0%	0.58	0.0%	-
小计	64.85	6.4%	93.01	6.8%	43.4%
总体市场	1006.50	100.0%	1372.13	100.0%	36.3%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

注: 各公司未直接披露高中学科培训收入数据, 为国信社服测算, 新东方、好未来为 2023 自然年对应的财年数据

对“双减”后竞争格局演变的再思考: 通过测算, 我们发现头部企业市占率提升趋势并没有如同我们想象中显著。理论层面, 由于“双减”政策后监管部门收缩牌照发放、对机构教学场地、资金运转提出更高的要求, 腰、尾部培训机构将会大批被出清, 教培需求会更多地由头部合规企业满足, 进而头部企业实现市占率的大幅提升。但现实却没有如此演绎, 我们分析是以下因素干扰:

图18: 2021-2023 年部分头部企业全职教师人数



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

1) 企业向高中学段转型、投放资源需要时间, 受制于产能, 市占率仅有限提升, 但长期随产能落地、市占率有进一步提升空间。行业对于政策的理解需要时间, 头部企业 2022-2023 年可能仍处在观望、开始布局的阶段, 导致产能提升相对落后 (如教师人数、教学场地等)、无法迅速承接出清后的需求。我们认为后续随头部企业招聘的全职教师人数、教学场地数量增加, 其市占率有进一步提升空间。

2) 个人培训分走了部分尾部机构出清后的需求, 未来将有部分重新集中至头部机构。不再具备办学资格的腰、尾部机构的部分教师没有退出教培行业, 而是转向以个人身份继续为学生提供服务。如果个人教师的教学质量能够得到家长和学生的认可, 很容易在小范围内通过口碑推荐吸引其他家庭加入。根据 CIEFR2019 年的调查, 有超过 70% 的学生主要参与个人提供的学科培训。这些教师直接接触学生及家长, 能够较快地对接尾部机构出清后的需求。但个人教师通常缺乏大规模的市场推广能力, 在现有学生退出 (毕业) 后, 难以快速吸引大量新学生; 并且未来相关部门进一步查处违规 “地下” 培训行为, 个人培训份额将有部分重新集中至头部机构。

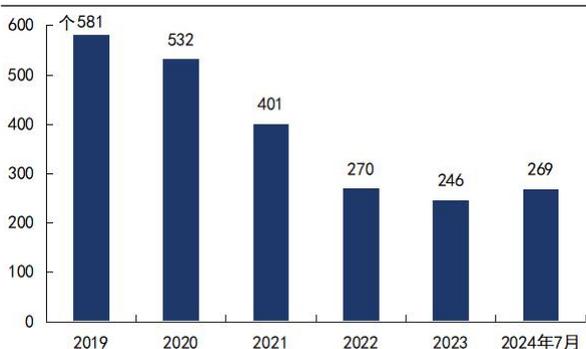
综上, 我们认为从目前的市场竞争格局来看, 头部机构集中度暂未出现明显的提升, 但随着个人培训的自然淘汰, 以及头部机构产能扩张优势 (由于目前高中学科培训牌照仍未放开发放, 双减前未取得存量牌照的玩家难以进场, 具有存量牌照优势的头部机构将更具竞争力), 行业集中度仍有较大的提升空间。换言之, 尽管头部的教培机构 2023 年已出现了较为明显的复苏, 但目前行业竞争格局的演化仍处在初步阶段, 未来可以持续关注头部机构的产能扩张, 以及能否相应实现收入增长。

未来看点：高中培训演绎行业集中，全日制培训提升盈利能力，中职学校打开长期空间

未来看点 1：行业集中逻辑仍在演绎，教师团队扩张，内生增长确定性强

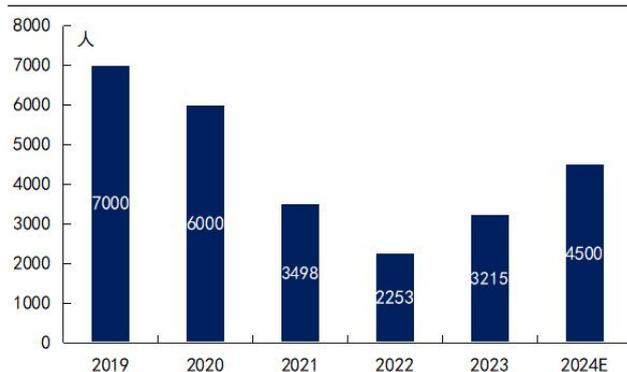
学大教育作为国内高中学科培训龙头公司，有望享受行业集中度进一步提升所带来的红利。学大教育在 20 余年的经营中形成了较好口碑，品牌知名度广。根据前文测算，学大教育高中教培板块市占率约 1.5%，低于新东方、略高于好未来，为行业龙头。我们认为当前高中板块呈现出供给出清、需求旺盛的格局，以及随着“地下”培训行为进一步被淘汰，市场将进一步向头部优质机构集中。学大教育作为行业龙头能够享受到行业集中度提升所带来的红利。这一进程将通过头部企业新一轮的产能扩张实现。

图19：学大教育 2019-2024 年 7 月线下网点数量



资料来源：公司公告、本地惠生活，国信证券经济研究所整理

图20：学大教育 2019-2023 教师人数及 2024 预计增长



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

学大教育教师团队扩张，助力内生增长，长期来看公司具备扩张网点能力。教师人数方面，2022 年仅为 2253 人，预计 2024 年可翻倍增长至 4500 人。另一方面，根据百度本地惠生活数据显示，截至 2024 年 7 月 22 日，学大教育网点数量为 269 家，考虑到该数据包含全日制培训（含复读）校区，公司网点扩张是相对谨慎的。我们预计短期内公司将主要依靠现有网点，实现内生性为主的生长，在教师产能的扩张下，学大教育培训网点所覆盖的参培人数 2024 年有望达到 11.1 万人，板块对应收入达 23.27 亿元，同比增长约 31%。另外长期来看，公司其实是具备扩张网点的能力的。尽管目前公司出于保持网点的健康度等多方面考虑，暂未大幅扩张网点，但由于公司旗下网点峰值曾覆盖过 140 余座城市（目前仅覆盖 100 余座），对应城市理论上均持有牌照，未来重新向这些城市布局的空间仍存。考虑到目前新增牌照发放仍受限（“双减”文件中明确不审批新的学科类培训机构），公司未来网点扩张具有较大潜力。

表16: 高中培训网点 2024-2026 年收入规模测算

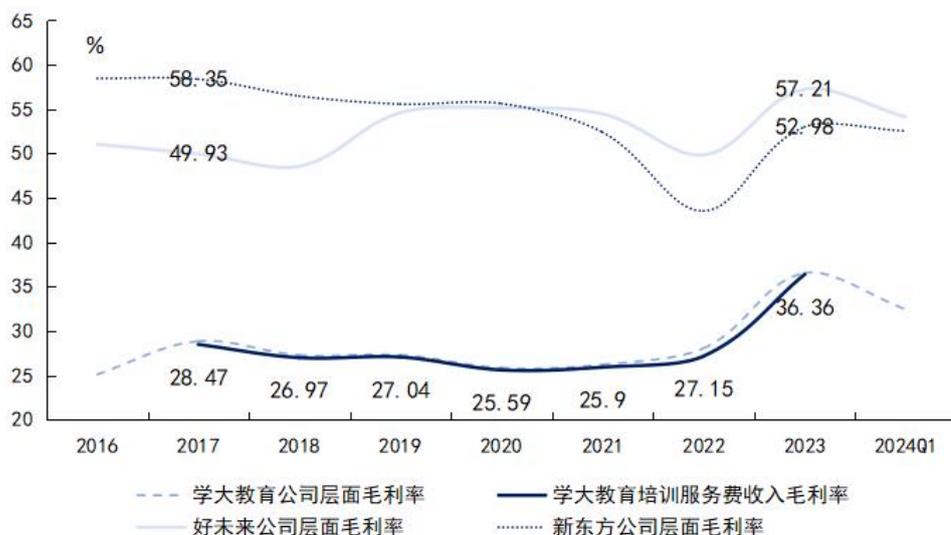
	2023E	2024E	2025E	2026E
高中培训收入(元)	1,770,820,000	2,326,611,000	2,946,914,880	3,609,077,472
yoy	24.61%	31.39%	26.66%	22.47%
参培人数(人)	88,541	110,791	134,932	158,895
yoy	13.28%	25.13%	21.79%	17.76%
高中阶段适龄人数(万人)	4,786	4,817	4,819	4,815
学大教育对应参培率%	0.19%	0.23%	0.28%	0.33%
客单价(元)	20,000	21,000	21,840	22,714
yoy	10.00%	5.00%	4.00%	4.00%

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

未来看点 2: 提高全日制培训等班课占比, 盈利能力改善

2023 年学大教育盈利能力大幅改善, 与同行毛利率差距缩小。学大教育培训板块毛利率 2016-2022 年间均保持在 25%-30%, 相对低于另外两家教育培训龙头公司新东方(同期毛利率中枢约在 54%)、好未来(同期毛利率中枢约在 53%)。而 2023 年教育龙头盈利能力普遍有所恢复的背景下, 学大教育毛利率水平提升 9.2pct 至 36.4%, 实现了与同行间差距较大幅度的缩小。

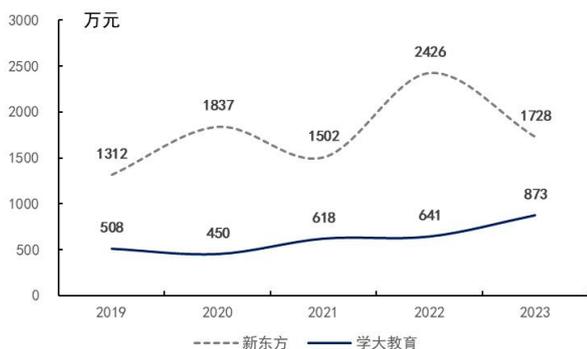
图21: 2016-2024Q1 学大教育、好未来、新东方公司层面毛利率及教育培训服务费收入毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

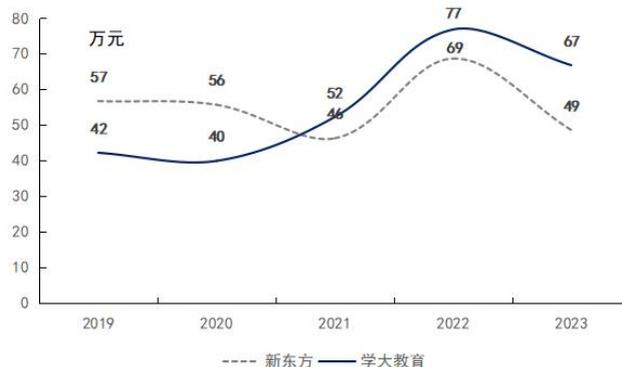
具体来看, 我们认为 2023 年学大教育毛利率上升源于三方面因素: 1) “双减”后学大教育主动淘汰落后网点。“双减”拔高网点经营门槛, 学大教育关停部分落后网点, 网点数量由 2019 年的 581 家降至 2023 年的 246 家。经过筛选、留下的网点区域更为健康, 进而提高经营效率。2) 供需关系变化, 人效及坪效大幅提升。由于行业供给出清, 能够合规提供学科类培训服务的机构数量大幅减少, 而需求依旧旺盛, 在此背景下网点参培率提升, 规模效应下教师人效及坪效提高。我们统计了新东方及学大教育 2019-2023 年的培训收入、网点数量、教师人数, 并据此计算相应单网点、教师创收水平(其中学大教育 2021 年网点数量、教师人数使用 2020 年与 2022 年年末值平均值)。可以发现“双减”后学大教育单网点创收持续走高、单教师创收也较“双减”前有较大幅度改善, 2022 年即已超过新东方。

图22: 新东方及学大教育 2019-2023 年单网点创收



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

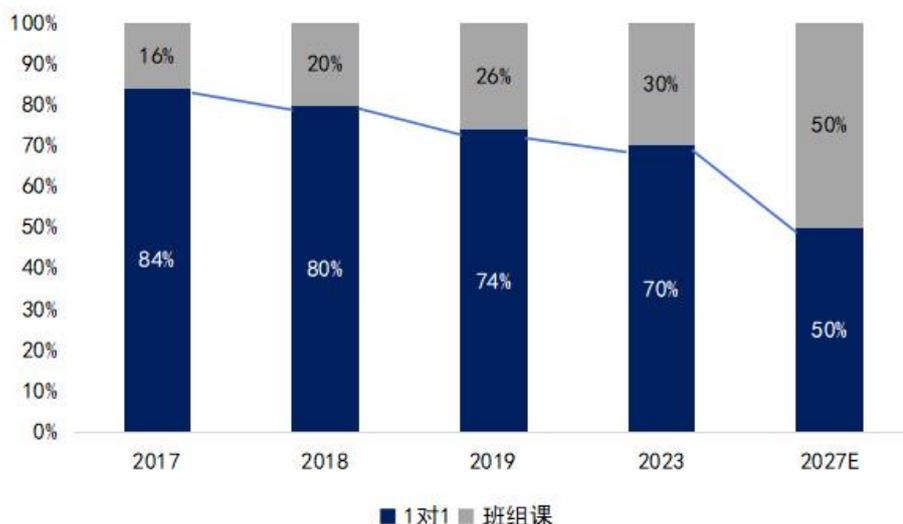
图23: 新东方及学大教育 2019-2023 年单教师创收



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

1) **班课占比提升**。根据我们测算, 2023 年公司个性化辅导培训占教育培训收入仅 70%, 而班课 (传统网点班组课、全日制培训 (含复读)、中职学校、全日制双语学校 (学历教育)) 占比合计已达 30%, 较 2017 年 (16%) 亦有较大幅度上升。前文已提到, 班课模式毛利率相对高于个性化辅导, 占比提升望有效拉动毛利率走高。我们预计 2027 年班课占比有望提升至 50%。

图24: 2017-2019 年及 2023 年学大教育个性化辅导、班组课占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

展望后续, 我们认为全日制培训 (含复读) 等班课业务占比提升, 能够支撑公司毛利率的长期改善。

学大教育提供的全日制培训 (含复读) 业务, 主要为中高考复读生、艺考生、普通高三学生提供封闭式的高考文化课全日制寄宿培训服务, 已布局 30 余个基地, 覆盖学生 6000 余人。全日制培训 (含复读) 教学内容与初、高中的学科培训没有明显区别, 且备考均是以中、高考为导向, 与公司传统的个性化辅导培训在教学内容上差异较小。此前学大教育在传统培训网点中已有班组课布局, 负责班组课教学的教师切入到全日制培训 (含复读) 难度不大。

图25: 学大教育全日制培训（含复读）主要分布在一二线城市



资料来源：福州学大教育公众号，国信证券经济研究所整理

全日制培训相较于个性化辅导班型更大、客单价及人效更高。全日制培训采用班课形式，每班 20-25 人同时上课，同一时间内培训场地和教师所能服务的学生数量远高于个性化辅导模式。由于全日制培训采用封闭式、规律课表上课的模式，相较于个性化辅导需要协商双方上课时间的模式，培训周期内学生销课节奏更具确定性、降低了学管人员在其中的重要性，人效有望进一步提高。此外，复读生是全日制培训重要的生源，相较于初次高考的学生，复读生对再次参与考试后获得较优成绩的需求更加急迫；在此背景下，机构议价能力较强，全日制培训的单价相较于个性化辅导培训模式而言更高。

全日制培训可直接根据中高考成绩筛选学生，减少筛选成本。复读机构招生时，会使用奖学金来吸引一部分基础较好的学生，这些基础较好的学生往往能带来更好的升学率和名校录取率，进而打造复读机构的品牌。由于报读复读机构的学生，都是已经过一次考试筛选的，学生的知识基础绝大部分会反映在考试成绩上。复读机构招生时可直接参考该次考试的成绩来筛选生源，减少了筛选学生的成本。

表17: 全日制培训与个性化辅导培训模式对比

对比角度	全日制培训	个性化辅导培训模式
班级规模	20-25 人	1 人
生命周期收费	8-10 万元（包括住宿费、学杂费、不包括可能存在的奖学金）	2-3 万元
用户生命周期	10 个月（艺考集训入校时间稍晚，在校参与培训约 5-6 个月）	5-8 个月
师资配备	每班配备 11 名教师：咨询师、六门文化课老师、班主任、德育老师、学业规划师、志愿填报老师	每人配备 6 名教师：咨询师、学科教师、班主任、陪读教师、心理咨询师、个性化教育专家
师资水平	对课堂组织能力要求较高，有学历学校任职经验更佳	教师角色更多是学生的私人教练或顾问，对沟通能力要求较高，但在课堂管理和组织能力要求较低
课程安排	班级单独制定课表，按照课表上课	按照学生和老师的灵活安排

资料来源：向学大教育校区咨询，国信证券经济研究所整理

商业模式差异下，全日制培训业务盈利能力显著强于个性化辅导培训班，我们估算复读业务毛利率超过 50%，而个性化辅导业务约 30%。龙门教育曾在新三板公开转让，于 2019 年为科德教育所收购，成为科德教育的全资子公司，最主要的业务是提供全封闭的中高考补习培训，龙门教育基本可以代表全封闭中高考补习培训模式。2015-2018 年间龙门教育的毛利率及净利率显著高于同期学大教育水平。

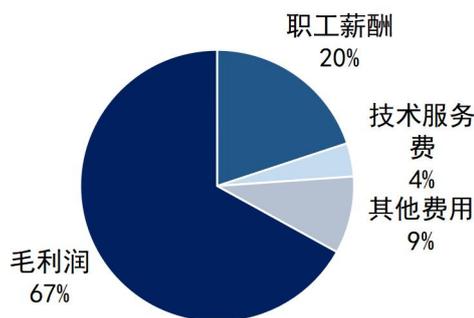
图26: 学大教育、龙门教育毛利率、净利率对比



资料来源: Wind、龙门教育公开转让说明书, 国信证券经济研究所整理

注: 2015-2016 年龙门教育毛利率为封闭式中高考业务毛利率, 其余年份均为公司层面毛利率

图27: 龙门教育 2015 年封闭式全日制培训业务营业成本构成



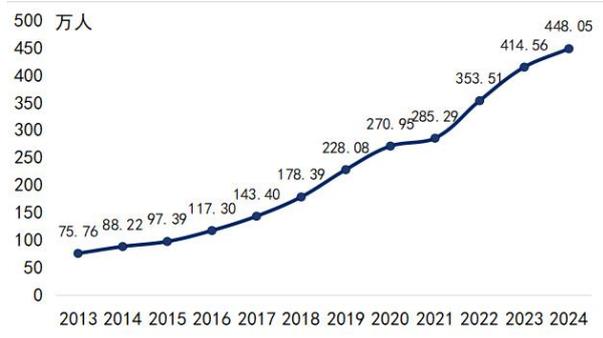
资料来源: 龙门教育公司公告, 国信证券经济研究所整理

注: 其他费用中包括会议费、材料印刷费、办公用品、租赁费等费用, 技术服务费为互联网辅助教学等的投入费用。

政策回顾: 从升学端招生方案及教育部相关条例看, 民办复读业务政策环境仍相对宽松。2002 年《教育部关于加强基础教育办学管理若干问题的通知》中明确指出自 2003 年秋季开学起, 各地公办高中不得占用学校正常的教育资源举办高中毕业生复读班, 也不得招收高中毕业生插班复读, 但没有禁止民办高中及培训机构承接这一需求。在复读生招生层面, 目前没有明文要求对复读生实行减分等歧视性政策, 高校录取分数线应与应届生无异; 仅部分城市出于保护本地学生的目的, 在中考复读层面有所限制, 如深圳仅深户学生可以再次参加中考。

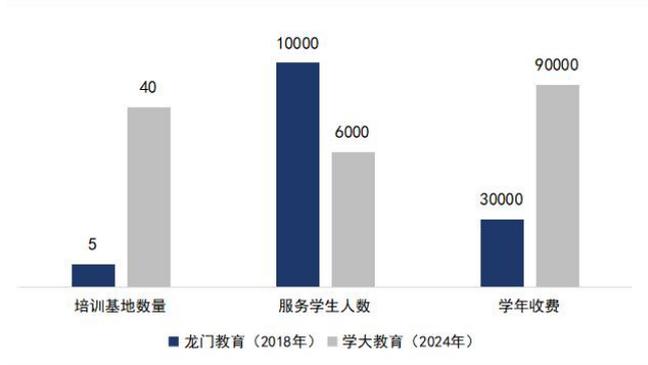
需求市场: 复读学校既面向高考、也面向中考, 潜在服务人群更为庞大。从高考端看复读考生规模增长迅猛,2024 年全国高考报名人数 1353 万人, 而 2024 年全国普通高中毕业生约 904.95 万人 (按照 2021 年普通高中入学人数计算), 差值 448.05 万人为 2024 年参加高考的复读生及中职考生数量, 约占全部高考报名人数的 30%, 规模体量相当庞大, 且保持增长趋势。**从中考端看,**尽管近年来初中升普通高中的升学率正逐步走高 (由 2013 年的 40% 上升至 2023 年的 59%), 但对于参加考试的个体而言, 不愿意过早走向职业教育、“名校情节”等心理都将成为其选择中考复读的驱动力。

图28: 2013-2024 年高三应届毕业生与高考报名人数差值



资料来源: 教育部官网、中国教育在线、公开新闻报道, 国信证券经济研究所整理

图29: 龙门教育及学大教育全日制培训和在校学生数量对比



资料来源: 龙门补习公众号、龙门教育及学大教育公司公告, 国信证券经济研究所整理; 注: 龙门教育学年收费为 2023 年数据

复读市场更为分散, 成规模的连锁复读机构较少。对比龙门教育, 学大教育全日制培训定价更高, 仍有较大内生增长空间。根据龙门教育 2018 年度报告, 其截至 2018 年 12 月 31 日, 拥有全封闭中高考补习培训校区 5 个, 2018 年春季招生 10972 人, 秋季招生 11210 人, 平均单个校区招生 2000 余人。而据我们测算, 2024 年学大教育合计约有 34 个全日制培训 (含复读), 但招生人数仅 6000 余人, 平均单个校区招生仅 150 人, 单个校区招生人数增长仍有较大爬坡空间。定价方面, 龙门教育两学期一共收取学费 26000 元, 学大教育一学年收取学费、住宿费、学杂费一共 90000 元, 学大教育定价显著高于龙门教育, 我们分析主要系学大教育在全日制培训 (含复读) 同样主打“个性化”教学, 单个班级人数控制在 30 人以内, 因此收费较高。

表18: 全日制培训 (含复读) 2024-2026 年收入规模测算

	2023E	2024E	2025E	2026E
收入规模 (元)	219,160,410	386,974,667	622,787,355	962,206,464
Yoy		77%	61%	55%
上一年度招生人数 (人)	3500	6000	9375	14063
yoy		71%	56%	50%
校区数量 (个)	30	40	50	60
单个校区学生人数 (人)	117	150	188	234
yoy		28.57%	25.00%	25.00%
ASP (元)	62617	64496	66431	68424
yoy		3.00%	3.00%	3.00%
占教育业务比重%	10.31%	13.18%	15.88%	19.00%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

未来看点 3: 中职学校打开职业教育布局想象空间

公司以中等职业教育为主抓手, 逐步实现职业教育的全生命周期覆盖。目前学大教育将职业教育业务板块划分为中等职业教育、高等职业教育、产教融合业务与技能培训 4 个不同的细分领域, 其中中职教育是职业教育生命周期中的最基础阶段, 公司以中职学校为抓手, 进一步布局学历教育层面的高职院校, 及有助于提升学生就业竞争力的产教融合业务、技能培训业务, 有望实现职业教育的全生命周期覆盖。

图30: 学大教育职业教育细分领域介绍



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司通过收购及托管、联合办学, 已初步建立起旗下职业教育学校网络。2022年9月起, 公司共计进行四次收购, 对东莞鼎文职业技术学校、大连通才中职技术学校、大连通才计算机专修学校、沈阳国际商务学校、珠海工贸技工学校、珠海工贸管理专修学校合计六所职业培训学校实现控股; 同时以托管模式运营青岛西海岸新区绿泽电影美术学校、西安市西咸新区丝路艺术职业学校等, 与30余所学校签订联合办学协议, 已初步建立起旗下中职院校网络。

表19: 公司近年所收购的中职学校梳理

收购时间	收购股权	收购院校	收购对价	被收购学校介绍
2022-09	80%	东莞市鼎文职业技术学校	1460 万元	东莞市鼎文职业技术学校是 全日制中等职业技术学校 , 位于广东省东莞市, 开设有电子商务、计算机应用、会计电算化、民族音乐与舞蹈、高星级饭店管理、汽车运用与维修等专业。
2022-10	100%	大连通才中等职业技术学校 和大连通才计算机专修学校	1386 万元	大连通才中等职业技术学校是 全日制中等职业技术学校 , 始建于1993年, 位于辽宁省大连市, 专业方向包括商务英语、计算机应用, 艺术设计等; 连续多年就业率超过98% 。大连通才计算机专修学校是大连通才教育集团下属教育机构。
2023-08	80%	沈阳国际商务学校	3040 万元	成立于1992年, 是经国家教育行政部门批准成立的 全日制中等职业学校 。2020年与拔萃高中合作办学, 开设综合高中部, 按普通高中办学模式统一管理 , 开设普通高中课程, 或者职教高考, 双渠道助力学生成长成才。在职业教育方面, 开设幼儿保育、中西面点、形象设计、计算机工程、汽车工程、交通工程、国防兵役班特招等专业。
2024-02	70%	珠海市工贸技工学校和珠海市工贸管理专修学校	5460 万元	珠海市工贸技工学校为一所 全日制中、高级技工教育和短期职业技能培训学校 , 珠海市工贸管理专修学校是经教育部门批准和民政部门登记的文化教育(国际教育)、管理类培训、自学考试辅导学校。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

预计公司已收购的学校规模不大, 或面临和个性化辅导培训类似的规模不经济问题, 后续需要扩招实现规模效应。公司以5460万元对价收购的珠海市工贸管理专修学校及技工学校(70%股权), 截至2023年9月合计中技学生数量2542人, 高技学生数量1270人。收购对价一定程度上考虑了学生人数规模这一因素, 我们推测公司收购的东莞鼎文、大连通才学校学生人数规模尚小。由于不同职业技术学校的具体专业差异明显, 管理经验较难直接复用, 若单个学校学生人数较少, 会导致单位管理成本高等规模不经济问题。后续公司需要通过赋能已收购学校实现人数爬坡、或提高收购标的的在校生规模门槛来解决这一问题。

政策回顾：强调职业教育与普通教育协同发展，鼓励社会力量市场化参与。2022年修订的《中华人民共和国职业教育法》中明确企业可以通过与职业学校、职业培训机构共同举办职业教育机构等多种形式进行合作，业务开展的合法性获得确认。在升学制度改革方面，2019年《国家职业教育改革实施方案》中明确提出建立“职教高考”制度，并要求进行本科职业教育试点。我们分析现阶段多项政策将目标落地期定于2025年，如“到2025年，职业本科教育招生规模不低于高等职业教育招生规模的10%”，我们认为近2年仍是职业教育布局发展的重要窗口期，政策端或将不断出台利好以加速职教目标实现。

表20：截至2024年我国职业教育政策梳理

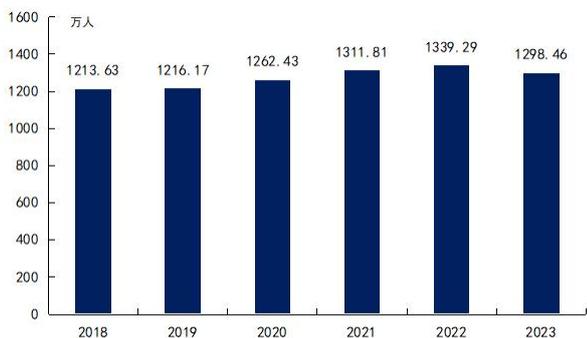
发布时间	文件名称	主要内容
2019年	《国家职业教育改革实施方案》	1) 提出建立“职教高考”制度，完善“文化素质+职业技能”的考试招生办法；2) 推动具备条件的普通本科高校向应用型转变，鼓励有条件的普通高校开办应用技术类型专业或课程。开展本科层次职业教育试点。
2021年	《民办教育促进法实施条例（2021修订）》 《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》	鼓励企业举办职业教育，实施职业教育的公办学校可以吸引企业的资本、技术、管理等要素，举办或者参与举办实施职业教育的营利性民办学校 到2025年，职业本科教育招生规模不低于高等职业教育招生规模的10%
2022年	《中华人民共和国职业教育法（2022修订）》	1) 旧版中“普职分流”改成了“在义务教育阶段后的不同阶段，因地制宜统筹推进职业教育与普通教育协调发展”，强调协调发展；2) 职业教育的目的由“培养技术技能人才”改为“培养高素质技术技能人才”；3) 明确了企业可以通过与职业学校、职业培训机构共同举办职业教育机构等多种形式进行合作。
2022年	《关于加强新时代高技能人才队伍建设的意见》	鼓励各类企业事业组织、社会团体及其他社会组织以独资、合资、合作等方式依法参与举办职业教育培训机构，积极参与承接政府购买服务等
2023年	《职业教育产教融合赋能提升行动实施方案（2023-2025年）》 《关于加快推进现代职业教育体系建设改革重点任务的通知》	在全国建设培育1万家以上产教融合型企业，产教融合型企业制度和组合式激励政策体系健全完善，各类资金渠道对职业教育投入稳步提升，产业需求更好融入人才培养全过程，逐步形成教育和产业统筹融合、良性互动的发展格局。职业教育在国家战略中的地位上升到了更高层次，同时使得产教融合的推进更为落地。 加快构建央地互动、区域联动、政企校协同的职业教育

资料来源：人民网，国信证券经济研究所整理

需求规模：中职学生人数增长承压，寻找“升学型”职业教育的结构性机会。

1) 2018-2023年间中职在校生人数规模增长承压，传统中职学校面临挑战。目前对职业教育偏见仍然存在，影响中职学校招生。在近年普通高中扩招背景下，中职在校生占高中在校生比例走低，规模增长承压。传统中职学校数量也有所收缩，2018年我国共有7850所中职学校，而2023年已缩减至7085所。

图31: 2018-2023 年中等职业教育学生人数



资料来源: 教育部官网, 国信证券经济研究所整理;

注: 此处统计范围不含人社部管辖的技工学校, 为职业高中、普通中等专业学校、成人中专。

图32: 2018-2023 年中职在校生占高中在校生比例

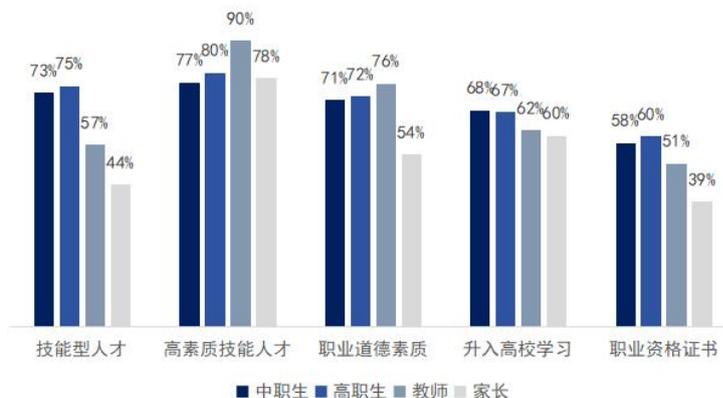


资料来源: 教育部官网, 国信证券经济研究所整理;

注: 此处统计范围不含人社部管辖的技工学校、高中在校生不包含成人高中, 为职业高中、普通中等专业学校、成人中专。

3) 有别于传统认知, 职业教育学生继续升学的意愿非常强烈, “升学型”职业教育结构性机会涌现。出于就业环境下的学历压力以及学生个人成长需求, 中职学生毕业后继续升学的意愿十分强烈。根据 2021 年《中国职业教育发展大型问卷调查报告》数据显示, 在对中职学生、高职学生、家长、教师四类人群进行的对职业教育的期望 (多选) 调查中, 可以发现四类人群对于继续升学均有较高的认可度。根据北京大学中国教育财政科学研究所 2020 年全国中职毕业生抽样调查中, 就业的比例仅为 35%, 其余约 65% 升入高等院校继续学习, 其中有约 10% 升入本科院校。

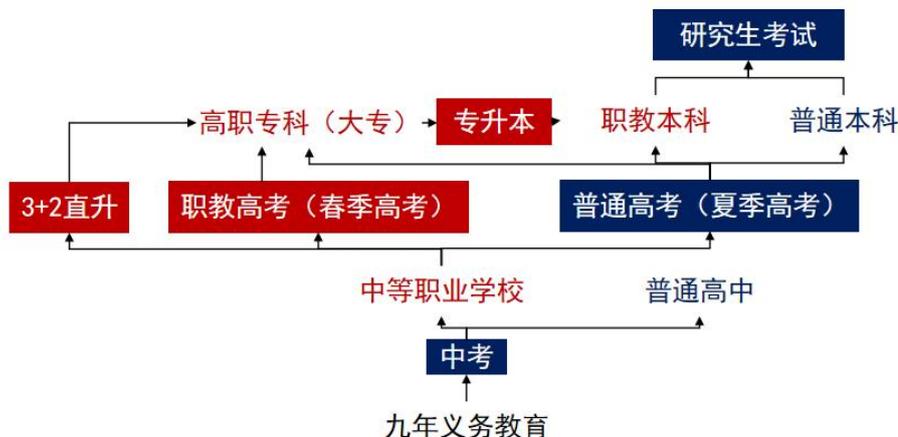
图33: 2021 年的调查中, 中职、高职生、家长、教师对职业教育的期望



资料来源: 《中国职业教育发展大型问卷调查报告》, 国信证券经济研究所整理

目前, 我国职业教育已形成相当丰富的升学体系, 可以归纳为三条路径, 分别是**职教高考**、**普通高考**、**对口升学**。**职教高考**是专门面向中职学生的升学形式, 采用“3+证书”形式。其中“3”指语文、数学、英语三个科目, 证书专门指专业技能课程证书。三门文化课程成绩作为考生录取的评判依据, 而专业技能课程证书则用以判定考生时候否具有录取资格。**对口升学**指中职学生在完成中职教育以及达到一定的评估条件后, 直接升入中职学校合作的大专进行深造的途径。

图34: 职业教育升学路径图示



资料来源: 职教网, 国信证券经济研究所整理

表21: 高职高考及普通高考对比

	高职高考	普通高考
考试时间	技能测试由各主考院校自主确定, 时间一般在每年3月; 知识考试由省级考试单位统一安排, 一般在5月中旬。	每年6月7-9日
可参加的考生类型	中职考生	中职考生、普通考生
考试科目	语、数、外、专业技能	九门学科
考试难度	学习课程少、考试难度低(难度约低于普通高考的60%)	学习课程多、考试难度大
可报考学校	大专、职业本科、普通本科	

资料来源: 职教网, 国信证券经济研究所整理

有别于传统中职院校, 学大教育切入中职教育的优势在于赋能文化课教育, 助力学生通过职教及普通高考实现升学。传统中职院校主要以提供专业技能培养为主, 而公司在文化课程教学经验、教师储备上具有优势, 公司以升学为核心切入中职教育, 有望实现禀赋互补。

表22: 中职学校 2024-2026 年收入规模测算

	2023E	2024E	2025E	2026E
中职教育收入规模	26,329,333	97,454,400	212,774,224	338,139,156
同比		487.71%	270.14%	118.33%
现存学校收入	22,568,000	48,727,200	163,672,480	280,408,080
当年新并购学校	3,761,333	48,727,200	49,101,744	57,731,075
新增学生人数	700	6,000	6,000	7,000
学校数量	1	2	2	2
平均每校人数	700	3,000	3,000	3,000
学费、住宿费、餐费(元/人·年)	16,120	16,242	16,367	16,495

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

多地开始试点“综合性高中”这一职普融通新方向。综合高中是可以同时提供文化课程与职业课程的高中。目前开展的形式是学生在高一的时候注册为普通高中学籍, 接受普通高中9门课程和职业高中课程, 高二时再根据高一的考试成绩进行分流。广州、福建、河南、西安、浙江、济宁等省市已开展了综合高中试点工作。目前综合性高中一般要求区域内的中职学校及普通高中联合申报, 由于普高学位有限, 大多放在中职学校体内进行; 分工上由中职学校提供职业教育, 由普通高中提供文化课教学。

表23: 部分省市综合高中试点情况

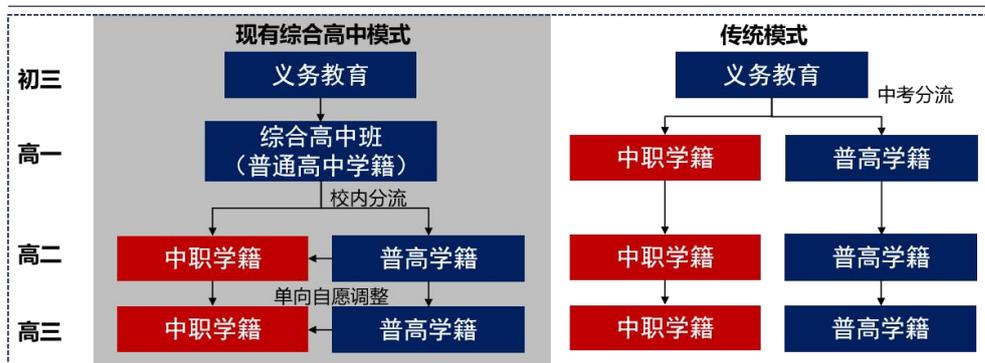
	试点形式
广州	已选择5所试点学校，均为中等职业学校 原则上应由普通高中学校和中等职业学校组成联合体申报（联合体学校数量控制在2-4所）。综合高中班可设在普通高中学校，也可设在中等职业学校，设在中等职业学校的试点班可设置为普通高中学校的教学点。综合高中班学生入学后原则上全部注册为普通高中学籍，学生最迟可自愿在高一下学期期末前申请转为中职学籍，学籍只转一次，保留普通高中学籍的按原培养计划执行。
福建	选择33所中职学校作为试点高中综合高中班新生入学后第一年集中学习，试点校为学生办理中职学校学籍。入学一年后，学生根据个人意愿和学业成绩，分流到试点的中职学校或合作的普通高中学习，分流到普通高中的学生人数原则上不超过总人数的40%。
河南	由中职学校和同市域内的普通高中学校结对开展，原则上西安市试点学校不超过6所。综合高中班单列招生计划，纳入市（区）普通高中招生录取工作，招生范围和对象与试点中职学校所在区域的普通高中一致。由中职学校实施教育教学，单独编班。
西安	分类办学改革试点方案中提出，综合高中有较为成熟的融通普通教育和职业教育课程体系及实施体系，并形成职业技能人才培养的办学优势和风格。
浙江	在部分普通高中与职业学校开展职普融通试点。参与试点的中等职业学校为济宁市艺术教育学校、济宁市高级职业学校、济宁第一职业中等专业学校，每个学校招生计划200人。
济宁	参与试点的普通高中为济宁学院附属高级中学。

资料来源：中国政府网、各省市教育部门官网，国信证券经济研究所整理

目前综合高中试点仍在初期阶段，但已反映出一些问题：1) 目前大部分综合高中仅仅只做到了课程门类层面的叠加，而没有实现知识的贯通，和实现职普融通还存在较远的距离；2) 中职学校文化课师资压力大。中职学校在普通文化课方面的师资力量本就有限，由于普通高中学位有限，综合高中班一般在中职学校试点，中职学校整体压力及大。尽管普通高中可以定点扶持，但普通高中需要维持自身教学质量，外派教师扶持的动力不强。中职学校可能需要与学大教育此类教培机构或民办学校合作，减少文化课师资压力；3) 综合高中实质上是增加中职生向普高流动的可能性，普高生流向中职的情况较少且意愿不强。中职生如果想流向普高，往往需要进行选拔考核，只有成绩优异者才能进入到普高，但是普高的学生总体上可以无条件地转入到中职学习。这些事实一定程度上矮化了职业教育，一定程度上与职普融通的要求背道而驰。

因此我们分析目前这种试点模式只是过渡，未来将要向更加科学的职普融通模式转型。但学大教育此类机构可以提早布局，尝试与试点的综合高中对接，承担文化课教学工作，后续再根据政策变动进行调整。

图35: 现有综合高中与传统模式学生学籍变化示意图



资料来源：各省市教育部门官网，国信证券经济研究所整理

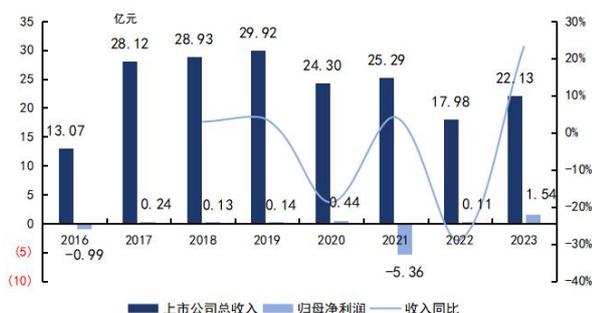
高职、产教融合、职业教育培训等职业教育板块内容目前还未形成明显收入。其中高职主要是为打通中高职教学学历升学，在中职教育进入到一个较大体量后，能帮助学生通过对口升学方式纵向提升学历，产教融合、职业教育培训则有望进一步提升学生职业能力。从这个角度出发，我们可以发现无论是高职、产教融合还

是职业教育培训，其基础都是中职业务。因此中职业务仍在布局初期的背景下，这三块业务暂未进行大规模的扩张。

财务分析：主业恢复态势良好，现金流改善加速还款

教育培训服务业务收入恢复态势良好，已恢复至“双减”前 2021 年的 87%。教育培训业务由公司核心资产学大教育集团提供，自 2016 年重组后一直是公司最为重要的收入来源，2023 年占比达 97.03%，收入规模由该业务决定。在 2016-2023 年间，公司营业收入分别有两次下滑：一次是 2020 年受疫情影响，线下培训业务开展受阻，一次是“双减”落地后公司剥离了 K9 相关的学科培训业务，导致公司 2022 年收入下滑。但教育培训业务韧性较强，次年均出现明显回升。2023 年，公司实现营收 22.13 亿元，同比增长 23.08%，已恢复至“双减”前 2021 年的 87%，2019 年的 74%。

图36：2016-2023 年公司营收、归母净利润、营收同比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

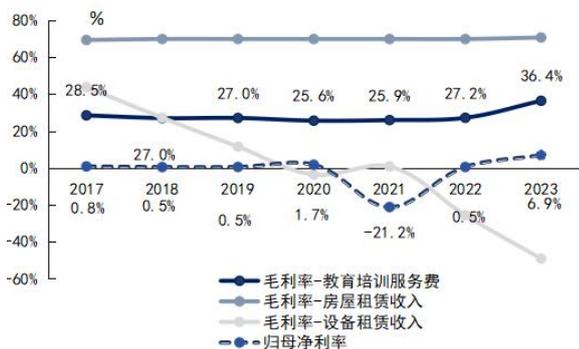
图37：2016-2023 年报表口径各项业务收入情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

强劲需求助力盈利能力大幅改善，2023 年归母净利率同比+6.4pct。毛利率端，行业高景气度叠加自身业务结构优化，2023 年教育培训业务毛利率同比+9.2pct。历史上公司受限于商业模式，教育培训业务毛利率保持在 25-30% 区间内。但 2023 年受益于行业高景气下网点、教师利用率上升以及更高毛利率的班课占比提升，教育培训业务毛利率同比+9.2pct 至 36.4%。**期间费用端**，2023 年期间费率为 27.0%，同比+1.2pct，销售/管理/研发/财务费率分别为 7.4%/15.7%/1.2%/2.7%，同比+0.9pct/+1.4pct/-0.1pct/-1.0pct，销售费率走高主要系公司积极匹配旺盛需求，扩大市场费用投放；销售费率走高主要系公司积极匹配旺盛需求，扩大市场费用投放；管理费率有所增加主要系业务回暖，管理团队相应扩大；财务费率回落主要系利息支出减少。

图38: 2017-2023 年报表口径各项业务毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图39: 2017-2023 年销售、管理、研发、财务费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

具体看财务费用, 公司还款节奏加速, 财务费用率下行。2016 年现金收购学大教育时, 上市公司自股东紫光卓远关联借款 23.5 亿元。截至 2024 年 7 月 24 日, 上市公司累计偿还本金与利息合计 19.51 亿元, 剩余本金 3.99 亿元待偿还。根据股东借款协定, 利率维持在 4.35%/年, 由于借款本金历史上多次展期, 2017-2019 年每年产生约 8000 万元的利息支出, 高企的利息费用在一定程度上拖累了教育主业的正常发展。但近年来还款节奏逐渐加快, 剩余待还本金产生的利息费用逐步走低, 公司资本结构也获得了较大改善。

图40: 公司账上计息负债规模 (亿元) 及利率测算



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理;

图41: 2016-2023 年公司资产负债率



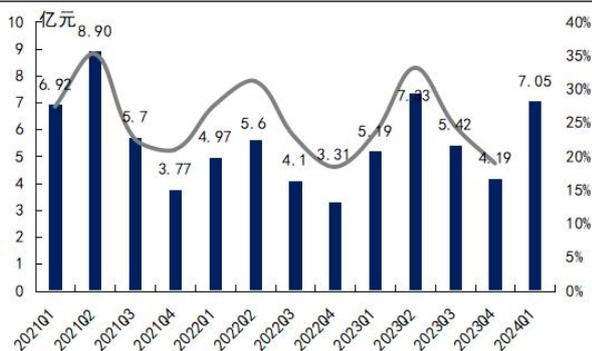
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

注: 此处计息负债包括短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券, 利率=报告期内利息费用/年末计息负债数据

公司业务呈现出较强的周期性, 第二季度单季收入占比最高, 受业务结构变化影响, 第三季度单季收入占比已超过一季度。公司主打的个性化辅导培训, 考前突击冲刺属性较强, 而国内春季学期期末考试、中高考均集中在二季度, 因此在销课创收方面, 二季度最强势、其次为一季度, 距离次年考试较远的三四季度相对较淡。但近年公司开始布局全日制培训, 招生工作自 7-8 月开始, 进而平滑了公司的周期性。2023 年第一至第四季度单季营业收入占比分别为 23%/33%/24%/19%, 第三季度营收已超过第二季度。

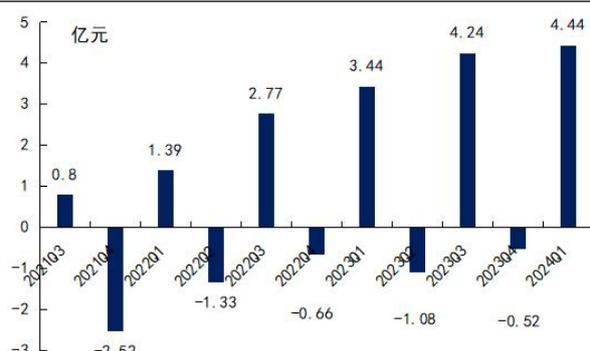
此外, 受 2021 年“双减”政策引发的业务调整影响, 公司在 2021 年财务报表中确认大额亏损, 导致当年未分配利润为负。截至 2023 年, 尽管公司的未分配利润余额仍旧呈现负数, 但相较于之前已经实现了显著的减损。

图42: 2021Q1-2024Q1 公司各季度营业收入及全年占比



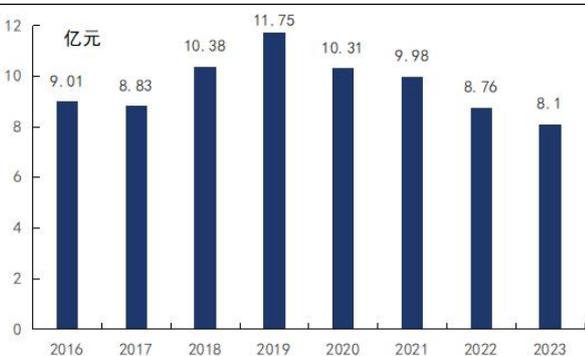
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图43: 2021Q3-2024Q1 公司经营活动净现金流



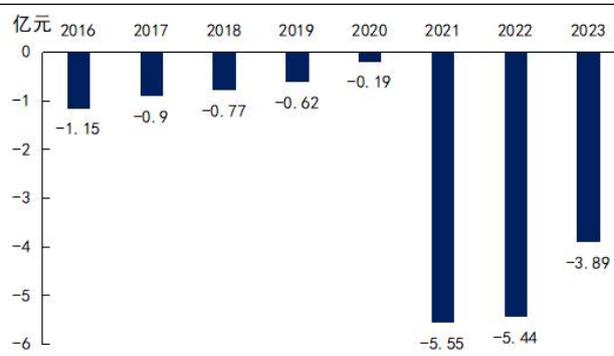
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图44: 2016-2023 年公司货币资金及交易性金融资产合计



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图45: 2016-2023 公司未分配利润情况



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

1、收入端:

1) 高中培训业务: 传统培训网点承载的高中培训仍然是公司最为主要的收入、利润来源,我们预计在普通高中在校学生人数增长、高考竞争激烈以及行业继续向头部集中的背景下,学大凭借优质的教学质量和品牌力能够进一步实现自身参培率的提升,带动服务学生人数的增长,我们预期 2024-2026 服务人数分别为 11.08/13.49/15.89 万人。客单价方面,我们认为可以维持 4-5%的提价速度。**2) 全日制培训(含复读):** 为公司后续扩张优先布局方向,通过单个学校招生人数增加与校区数量在低基数基础上实现较快的放量,我们预计 2024-2026 年间学生人数增速分别为 71%/56%/50%。由于需求旺盛,议价能力强,客单价保持在 3%的提价速度。**3) 职业教育:** 预期未来院校收购标准,特别是在人数规模上会较目前有所提升,从而实现在校人数的快速增长。2024-2026 年均收购 2 所院校,新并购学校平均每校人数 3000 人(而此前校均约 700 人),我们根据并购时点学费每年以 2%涨幅微增,住宿费与餐饮费保持平稳。**4) 全日制双语学校(学历教育):**

主要依靠存量的文谷学校及新增的托管学校开展业务，预计 2024-2026 年在校学生人数分别为 3000/3300/3600 人，学费增速同样保持在 2%的水平。5) **房屋租赁、设备租赁及其他业务**：非公司核心业务，假设趋向平稳。具体假设见下表。

2、成本端：

1) **营业成本**：我们认为未来网点内的班组课、全日制培训（含复读）、职业教育、全日制双语学校（学历教育）等业务占比将有所上升，而这些业务人效、坪效更高，有望提高公司总体毛利率水平。具体来看**高中培训业务**，由于进入新一轮的扩张期，考虑到存在教师培训周期，预计短期内高中培训的毛利率将会略微回落，但仍高于 2022 年及以前水平。**全日制培训（含复读）**业务仍在探索初期，毛利率低于较为成熟的龙门教育，但我们预估后续会逐渐提高。**全日制双语学校（学历教育）**规模不大且短期内不会有特别大的扩张，我们预期毛利率保持相对稳定。**中职教育**板块预期随着收购学校学生人数增长，规模效应释放，毛利率将略微提高。综上所述，公司主要业务毛利率能保持相对稳定，但考虑到业务结构优化，总体毛利率水平有望上升，2024-2026 年分别为 36.7%/36.9%/37.2%。

2) **费用端**：考虑到高中培训需求旺盛，且行业正在逐步向头部集中

销售费用：预计公司需要加大销售费用投放抢占份额，销售费用率将会增长。特别是全日制培训（含复读），此前部分承接网点招生资源和宣传渠道，而今年起将由更多由其自主进行招生，因此未来 2-3 年全日制培训业务的销售费用我们预计将会有所提高，保持在 15%左右的水平，公司层面的**销售费用率** 8.3%/8.6%/8.9%。

管理费用：业务扩张，总部对应招聘更多人员服务业务增长，后期公司管理团队人效提升有望降低管理费用率，但同时公司股权激励费用又会部分提高管理费用率。公司以授予日为基准日确定限制性股票的公允价值，“授予限制性股票的单位激励成本=授予日公司股票收盘价-限制性股票授予价格”。首次授予日（2023 年 7 月 17 日）对应收盘价为 28.76 元，对应单位成本为 14.71 元；125.58 万股，预留授予日（2024 年 6 月 19 日）对应收盘价为 63.04，单位成本为 48.99。据此相应测算出股权激励费用 2024-2026 分别为 1847 万元/财务费用随还款节奏逐步降低。我们假设 2024-2026 年**管理费用率** 15.7%/16.0%/15.7%（2025 年管理费用率上升主要系股权激励费用同比增速加快）

财务费用率受益于还款节奏加快而下降，假设 2024-2026 年分别为 1.5%/1.2%/1.2%，其余费用假设具体见下表。

表24：公司收入业务拆分（单位：亿元）

	2023	2024E	2025E	2026E
收入	22.13	30.01	39.88	51.30
yoy	22%	37%	33%	29%
教育培训服务	21.29	29.35	38.44	49.44
yoy	23%	38%	34%	29%
高中培训	17.71	23.27	29.47	36.09
yoy	25%	31%	27%	22%
服务学生人数（人）	88,541	110,791	134,932	158,895
yoy	13.28%	25.13%	21.79%	17.76%
客单价（元）	20,000	21,000	21,840	22,714
yoy	10.00%	5.00%	4.00%	4.00%
中职教育	0.26	0.97	2.13	3.38
yoy	488%	275%	118%	59%
招生人数	1633	6000	13000	20500
Yoy		71%	56%	50%
客单价（元）	62617	64496	66431	68424
yoy		3.00%	3.00%	3.00%
全日制双语学校（学历教育）	1.1	1.24	1.39	1.55
yoy	5%	13%	12%	11%
招生人数	2700	3000	3300	3600
Yoy	3.15%	5.00%	5.00%	5.00%
客单价（元）	40585	41397	42225	43069
yoy	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
全日制培训（含复读）	2.19	3.87	6.23	9.62
yoy		77%	61%	55%
上一年度招生人数	3500	6000	9375	14062.5
Yoy		71%	56%	50%
客单价（元）	62617	64496	66431	68424
yoy		3.00%	3.00%	3.00%
房屋租赁	0.07	0.07	0.07	0.07
yoy	2.81%	0%	0%	0%
设备租赁	0.05	0.05	0.05	0.05
yoy	-15.66%	0%	0%	0%
其他	0.54	0.54	0.5	0.54
yoy	3.00%	0%	0%	0%
毛利	8.00	11.02	14.70	19.07
%	36.50%	36.73%	36.87%	37.18%
费用端				
税金及附加	0.11	0.14	0.19	0.25
%	0.48%	0.48%	0.48%	0.48%
销售费用	1.60	2.48	3.44	4.56
%	7.29%	8.27%	8.63%	8.89%
管理费用	3.47	4.72	6.39	8.07
%	15.82%	15.71%	16.03%	15.73%
研发费用	0.27	0.33	0.44	0.56
%	1.20%	1.10%	1.10%	1.10%
财务费用	0.59	0.45	0.48	0.62
%	2.67%	1.50%	1.20%	1.20%
净利润	1.52	2.52	3.33	4.34
yoy	1728.20%	65.78%	32.37%	30.03%
归属于母公司净利润	1.53	2.52	3.33	4.34
yoy	1308.80%	64.18%	32.37%	30.03%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

按上述假设条件，我们得到公司 2024–2026 年收入分别为 30.0/39.9/51.3 亿元，同比增速 37%/33%/29%，归母净利润分别为 2.52/3.33/4.34 亿元，同比增速

64%/32%/30%。

未来 3 年业绩预测

未来 3 年盈利预测表

单位：百万元	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2212.64	3000.95	3987.53	5130.19
营业成本	1404.98	1898.55	2516.36	3221.64
营业税金及附加	10.50	14.40	19.14	24.62
销售费用	164.34	248.12	343.99	456.12
管理费用	346.71	471.51	639.02	807.07
利润总额	220.76	314.84	416.76	541.92
所得税费用	68.45	62.97	83.35	108.38
少数股东损益	-1.48	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	153.41	251.87	333.41	433.54

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测情景分析

表25：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2023	2024E	2025E	2026E
乐观预测				
营业收入(百万元)	2212.64	3102.10	4092.78	5348.92
(+/-%)	23.09%	40.20%	31.94%	30.69%
净利润(百万元)	153.41	260.38	342.52	452.65
(+/-%)	1308.89%	69.73%	31.54%	32.15%
摊薄 EPS	1.24	2.11	2.78	3.67
中性预测				
营业收入(百万元)	2212.64	3000.95	3987.53	5130.19
(+/-%)	23.09%	35.63%	32.88%	28.66%
净利润(百万元)	153.41	251.87	333.41	433.54
(+/-%)	1308.89%	64.18%	32.37%	30.03%
摊薄 EPS(元)	1.24	2.04	2.71	3.52
悲观预测				
营业收入(百万元)	2212.64	2899.79	3671.79	4473.99
(+/-%)	23.09%	31.06%	26.62%	21.85%
净利润(百万元)	153.41	243.36	306.08	376.21
(+/-%)	1308.89%	58.63%	25.77%	22.91%
摊薄 EPS	1.24	1.97	2.48	3.05
总股本(百万股)	123.22	123.22	123.22	123.22

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

相对估值：89.78–95.81 亿元

学大教育目前主要业务分为四大板块，分别为**个性化辅导、中职学校、全日制培训、全日制双语学校**。由于四板块之间商业模式存在较大差异，市场也给予其不同定价，我们将分别对其进行估值，并最终求和得出学大教育的总市值。

表26：2023 至 2026 学大教育分部利润拆分

	2023E	2024E	2025E	2026E
个性化辅导				
预计利润（百万元）	124.90	208.00	262.42	321.60
预计利润贡献%	82.2%	82.6%	78.7%	74.2%
预计利润率%	7.1%	8.9%	8.9%	8.9%
中职业务				
预计利润（百万元）	0.47	2.41	5.19	8.00
预计利润贡献%	0.3%	1.0%	1.6%	1.8%
预计利润率%	1.8%	2.5%	2.4%	2.4%
全日制培训				
预计利润（百万元）	19.68	35.83	62.43	103.44
预计利润贡献%	13.0%	14.2%	18.7%	23.9%
预计利润率%	9.0%	9.3%	10.0%	10.8%
全日制双语学校				
预计利润（百万元）	6.82	9.51	10.62	11.71
预计利润贡献%	4.5%	3.8%	3.2%	2.7%
预计利润率%	6.2%	7.7%	7.6%	7.6%

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

注：在计算预计利润时，我们已将股权激励费用等公司层面的影响利润因素按各项业务营收占比划分至各项业务的预计利润中。

1) 个性化辅导：2025 年估值 73.48–78.73 亿元

目前市场上并没有可直接对标的个性化辅导公司，因此我们在寻找可比公司时稍微放宽范围，满足“高中”、“学科培训”即可。新东方、好未来、高途集团、思考乐教育、卓越教育集团均布局了高中学科业务，但仅新东方、高途集团的高中业务占比较高，其余公司重心仍在 K9 素养板块。**基于此我们认为新东方-s 和高途及是“高中学科培训”的可比公司，高途集团目前仍处于亏损状态，我们后续以新东方为该业务的主要参考公司。新东方 FY2025 对应 PE 为 23x。**

但我们认为对比新东方 FY2025 的 23x 的市盈率，学大教育的个性化辅导业务应该上浮至 28–30x。急切需要补差的学生对个性化辅导需求十分刚性，并且个性化辅导的需求很难通过班课满足。公司目前是 A 股市场上唯一一只个性化辅导标的，应该基于其稀缺性和赛道特征给予一定溢价。并且近期新东方近期受子公司人事变动影响估值有一定承压，因此我们认为给予学大教育的个性化辅导业务 28–30x 的估值是合理的。

由于我们预测公司 2025 年公司全日制培训板块取得净利润分别为约 2.62 亿元（利润贡献占比 78.7%），以 28–30x 的市盈率进行估值，定为 **73.48–78.73 亿元**。

2) 全日制培训：2025 年估值 14.98–15.61 亿元

全日制培训板块的可比公司为科德教育。科德教育通过收购运营高中学校，覆盖职教、普高、艺体特色高中、封闭式补习学校等多元升学板块，且同样的，科德教育在其运营的中职学校内部主打“升学班”，商业模式与学大教育存在相似之处。**科德教育 2025 年 PE 仅为 20.5x，目前市盈率较低我们考虑有两方面因素，一是其收入占比过半的油墨等业务盈利能力较弱，对市盈率造成负面影响；二是其全日制培训业务扩张较为谨慎，业务收入规模稳定。**科德教育的复读业务板块主要依靠子公司

龙门教育在西安开设的 4 个校区开展，区域布局上较为受限，跨区域复制能力有待验证，而学大教育已在武汉、广州、西安、南京等多个一线城市实现布局，扩张速度较快，更具成长性。因此我们认为学大教育的全日制培训板块 2025 年估值应高于科德教育。为进一步排除无关业务对估值的干扰，我们参看科德教育收购龙门教育时的资产评估书，其 2017 年给出的龙门教育的对价是 15.8 亿元，而同年龙门教育取得归母净利润 0.7 亿元，对应一级半市盈率为 22x。因此我们认为给予公司全日制培训的市盈率 24-25x 是合理的。

由于我们预测公司 2025 年公司个性化辅导板块取得净利润为约 0.62 亿元（利润贡献占比 18.7%），以 24-25x 的市盈率进行估值，定为 **14.98-15.61 亿元**。

3) 学历学校业务：2025 年估值 1.32-1.48 亿元

目前公司的中职学校板块仍处在布局初期，收入与利润规模不大，中期公司中职业务能否高速扩张，并顺利转化为收入及业绩仍待观察。中国东方教育 2025 年的市盈率为 10.8x，我们以 9-10x 市盈率进行估值。受牌照限制，目前全日制双语学校相关的收入较难实现快速扩张，短期内也不是公司主要发展的业务，参考天立国际控股 2025 年 10x 的市盈率，我们以 8-9x 市盈率进行估值。综上，学历学校板块的两项业务合计估值约在 1.32-1.48 亿元。

综上所述，我们认为学大教育的四大主要业务合计市值为 89.78-95.81 亿元，对应公司层面 2025 年市盈率为 26.9-28.7x，对应涨幅为 17.62%-25.52%（以 2024 年 8 月 6 日学大教育收盘总市值 76.33 亿元计算）。

表27: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (元)	总市值EPS			PE				投资评级
			亿元	24E	25E	26E	24E	25E	26E	
EDU.N	新东方-s	48.15	796	1.28	2.03	2.80	37.62	23.72	17.20	无评级
300192.SZ	科德教育	13.00	43	0.51	0.63	0.77	25.49	20.63	16.88	无评级
0667.HK	中国东方教育	2.31	50	0.18	0.22	0.29	12.84	10.51	7.97	无评级
1773.HK	天立国际控股	3.60	76	0.24	0.34	0.47	15.02	10.60	7.67	优于大市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 货币单位均为人民币, 其中股价为 2024 年 8 月 6 日收盘价

投资建议：个性化辅导稳固，全日制培训有望改善业务结构，维持“优于大市”评级

学大教育传统培训业务以个性化辅导模式卡位高中学科培训。高中学科培训受益于高考竞争愈发激烈、高中学科培训必选性突显，展现较高景气度。行业内部“双减”后腰、尾部机构大量出清、办学门槛提高，存量机构享受竞争格局优化，议价能力提升，学大教育主打高中个性化辅导（占比 80%），冲刺提分效果好、品牌知名度广、口碑佳。是 A 股最纯正的也是稀缺的高中学科教培龙头标的，有望受益于行业红利。后续在新一轮扩张中有望实现主业个性化辅导高确定性增长、新业务全日制培也有望成为第二增长曲线并改善盈利能力。考虑到公司 2024 年中报业绩预告范围较宽以及股权激励行权费用影响，我们暂下调 2024-2026 年归母净利润 2.52/3.33/4.34 亿元（调整方向-8.7%/-7.9%/-8.5%），期间 CAGR 为 20%，对应 EPS 为 2.04/2.71/3.52 元，考虑公司是 A 股最为优质的，同时也是较稀缺的高中学科培训标的，**我们给予公司层面 2025 年 PE 估值 26.9-28.7x，目标市值为 89.78-95.81 亿元，对应涨幅为 17.62%-25.52%（以 2024 年 8 月 6 日收盘总市值 76.33 亿元计算）**，维持“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了相对估值的方法得出公司的合理估值在 89.78–95.81 亿元之间，我们对公司的四项主要业务进行拆分，并选取了与公司业务相同或相近的 K12 教育培训公司，如新东方、科德教育、中国东方教育、天立国际控股等的相对估值指标进行比较。但上述公司布局业务种类较为繁多，较难实现完美的直接对应。且目前市场上公司是唯一一只进行高中学科个性化辅导的标的，我们使用新东方的估值对其进行分析，可能存在未充分考虑其个性化辅导商业模式特殊性的风险。

盈利预测的风险

我们假设公司未来 3 年收入增长 36.9%/32.9%/28.7%，可能存在对公司参培率增长及全日制培训基地新招收学生人数预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。

我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 36.7%/36.9%/37.2%，可能高估公司对营业成本的控制能力，存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

传统业务政策风险

目前公司主要收入以高中培训&复读班为主，教育行业对政策的敏感度高，尽管 2021 年 7 月《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》并未对非义务教育阶段与复读社会考生明确限制，但不排除新的政策变动向非义务教育阶段传导而导致公司股价扰动的可能性。

股东破产处置风险

公司大股东紫光集团于 2022 年 7 月完成破产重组。2024 年第一季度报披露，紫光破产企业财产处置专用账户仍然持有公司 13.16% 股份，该部分权益归属于紫光集团债权人，未来可能出现债权人处置该部分股份或紫光出售/转让该部分股份以货币形式偿还债权人的行为，由于该账户仍为公司账面第一大股东，债权人或紫光的处置行为可能引发资本市场的担忧。

股权激励解锁上市流通风险

公司 2023 年股权激励计划中规定的首次授予的第一个解锁期条件顺利达成，剔除已离职及考核不合格的员工，此次共有 393 名员工持有的限制性股票可按计划解除限制，相应的股票已于 2024 年 7 月 29 日解除限售，并可上市流通，除去董、监、高之外的核心员工共有 116.58 万股可上市流通，约占总股本的 0.95%。如果持有股票的员工有较大的变现需求，可能会对股价造成一定的不利影响。

贷款偿还风险

目前公司对紫光集团的剩余借款本金金额约为人民币 3.99 亿元。公司 2024Q1 公司货币资金为 8.24 亿元，对借款具备较好的覆盖能力，但不排除公司未来因转型投入引发现金流紧缺，从而导致的贷款偿还风险。

疫情反复的风险

若未来疫情出现反复且防控政策重新趋严，则公司线下培训场景、职业教育招生和学习空间营业可能受到冲击，对公司经营造成不利影响。

行业竞争加剧风险

公司目前职业教育主要以外拓形式发展，若未来合作院校选择、渠道布局、院校收并购等方面竞争加剧，有可能影响公司转型进度，对公司盈利造成不利影响。

课程及技术研发不及预期

现阶段教育行业正处于 AI 浪潮之中，不排除短期内 AI 对教育行业造成显著影响，若公司课程研发及硬件技术研发与适配跟进不及预期，则有可能失去在教育行业中的领先地位，并影响公司长期竞争力。

核心教师流失风险

教育行业核心资源之一为师资力量，公司主打的个性化培训立足小班教育，尽管对名师依赖性不显著，但若集团总部教研名师出走则可能对公司教学研究造成负面影响，进而影响公司教学质量。

舆情风险

教育行业为社会重点关注行业，公司目前业务涉及由高中至成人的培训，受培训基数较大，若出现学生安全事故、教学设施不安全事件、教师言行不当等可能引发社会广泛讨论，冲击集团声誉进而影响远期经营。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	875	807	3000	3000	3224	营业收入	1798	2213	3030	4026	5179
应收款项	79	78	118	158	196	营业成本	1294	1405	1917	2547	3279
存货净额	1	11	6	10	16	营业税金及附加	8	11	14	18	23
其他流动资产	19	14	31	36	44	销售费用	117	164	224	298	383
流动资产合计	975	914	3159	3208	3484	管理费用	257	347	451	623	816
固定资产	200	195	149	130	65	研发费用	24	27	35	46	59
无形资产及其他	32	25	25	25	25	财务费用	66	59	27	14	(31)
投资性房地产	1889	1958	1958	1958	1958	投资收益	3	3	3	3	3
长期股权投资	85	60	61	64	56	资产减值及公允价值变动	(3)	(3)	(40)	(60)	(100)
资产总计	3181	3152	5353	5386	5589	其他收入	7	(1)	(27)	(28)	(39)
短期借款及交易性金融负债	1253	455	2060	1079	200	营业利润	63	226	333	441	573
应付款项	0	0	0	0	0	营业外净收支	(9)	(5)	0	0	0
其他流动负债	1223	1478	1803	2578	3321	利润总额	54	221	333	441	573
流动负债合计	2475	1933	3863	3657	3521	所得税费用	45	68	83	110	143
长期借款及应付债券	0	338	338	338	338	少数股东损益	(3)	(1)	(2)	(3)	(4)
其他长期负债	283	291	384	388	423	归属于母公司净利润	11	154	252	333	434
长期负债合计	283	629	723	726	761	现金流量表 (百万元)					
负债合计	2758	2563	4586	4383	4282	净利润	11	154	252	333	434
少数股东权益	(12)	(14)	(14)	(11)	(11)	资产减值准备	(485)	(10)	1	2	4
股东权益	436	604	781	1014	1318	折旧摊销	46	43	18	21	24
负债和股东权益总计	3181	3152	5353	5386	5589	公允价值变动损失	3	3	40	60	100
关键财务与估值指标						财务费用	66	59	27	14	(31)
每股收益	0.09	1.26	2.06	2.73	3.55	营运资本变动	(524)	180	368	730	730
每股红利	0.36	0.22	0.62	0.82	1.07	其它	492	9	(0)	1	(4)
每股净资产	3.70	4.95	6.39	8.30	10.79	经营活动现金流	(458)	379	678	1147	1288
ROIC	0.43%	10.14%	12%	13%	25%	资本开支	0	(11)	(13)	(63)	(63)
ROE	2.50%	25.46%	32%	33%	33%	其它投资现金流	(2)	(2)	0	0	0
毛利率	28%	37%	37%	37%	37%	投资活动现金流	(33)	12	(14)	(65)	(56)
EBIT Margin	5%	12%	13%	12%	12%	权益性融资	2	61	0	0	0
EBITDA Margin	8%	14%	13%	13%	12%	负债净变化	0	338	0	0	0
收入增长	-29%	23%	37%	33%	29%	支付股利、利息	(42)	(26)	(76)	(100)	(130)
净利润增长率	-102%	1312%	64%	32%	30%	其它融资现金流	450	(1144)	1605	(981)	(879)
资产负债率	86%	81%	85%	81%	76%	融资活动现金流	368	(459)	1529	(1081)	(1009)
股息率	0.6%	0.4%	1.1%	1.4%	1.8%	现金净变动	(123)	(68)	2193	0	224
P/E	637.3	46.8	28.5	21.6	16.6	货币资金的期初余额	998	875	807	3000	3000
P/B	15.9	11.9	9.2	7.1	5.5	货币资金的期末余额	875	807	3000	3000	3224
EV/EBITDA	67.7	32.3	28.9	22.5	17.8	企业自由现金流	0	390	665	1057	1156
						权益自由现金流	0	(416)	2249	66	300

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032