

# 学大教育 (000526.SZ)

优于大市

## 归母净利润处业绩预告中枢偏上，职教业务布局持续深化

### 核心观点

**2024H1 归母净利润 1.62 亿元，处业绩预告中枢偏上位置符合预期。**2024H1，公司实现营收 16.20 亿元/+29.4%；归母净利润 1.62 亿元/+81.8%；扣非归母净利润为 1.52 亿元/+55.4%，处于业绩预告中枢偏上位置符合预期。若剔除股权激励费用 1648 万元，归母净利润/扣非净利润分别为 1.78/1.69 亿元。**2024Q2**，公司实现营收 9.15 亿元/+24.8%，归母净利润 1.11 亿元/+33.0%，扣非归母净利润 1.06 亿元/+21.9%，经营最旺季节维持良好增长态势。

分业务看，2024H1，受益于高中学科培训强劲需求及良好竞争格局，个性化培训同增 29.3%，收入占比为 81.4%系主要收入贡献来源；全日制教育（培训基地及双语学校）同增 23.7%，收入占比约 14.0%，考虑到复读及艺考学生培训需求集中在下半年，全年全日制教育收入占比有望持续提升；职业教育同增 49.0%，营收占比 1.3%。其他新业务（包含文创阅读等）/房屋租赁/设备租赁/分别实现收入 0.57/0.01/0.02 亿元，分别同比-83.3%/-20.0%/+48.6%，分别占比 3.49%/0.03%/0.12%。

**归母净利率创历史新高，盈利能力增强逻辑持续验证。**2024H1 毛利率 36.04%/+1.0pct，系收入规模效应带动人效、坪效走高；归母净利率 9.97%/+2.9pct，首次接近双位数净利率；期间费率为 23.12%/+0.2pct，其中，销售费率为 5.71%/基本持平；剔除股权支付费用后的管理费率为 13.82%/基本持平，体现良好费用管控能力；研发费率为 1.04%/+0.1pct；财务费率为 1.53%/-1.0pct，系公司加速偿还借款、财务费用压力减轻。

**还款加速缓解财务费用压力，职教布局持续深化。**2024 年初至今，公司共计偿还紫光集团借款 4.15 亿元，剩余待偿本金为 1.99 亿元，还款节奏明显提速。8 月 28 日，公司公告拟以 2.14 亿元收购岳阳育盛并间接持有岳阳现代服务职业学院 90% 股权，收购落地后公司将形成中职与高职协同的升学闭环。

**风险提示：**股东破产处置、政策变动、人才流失、课程技术研发不及预期。

**投资建议：**中报符合前期市场合理预期，考虑股权激励费用持续确认，我们维持 2024-2026 年归母净利润预测 2.52/3.33/4.34 亿元(+64%/+32%/+30%)，对应 EPS 为 2.04/2.71/3.52 元，对应 PE 为 27x/20x/16x。此前因业绩预告范围较宽引发了市场对经营业绩的担忧，中报的良好表现打消了上述质疑与担忧，且期内公司归母净利率创新高，再度验证行业“需求旺盛-供给出清”格局带来的盈利能力改善逻辑。此外，下半年公司全日制培训业务放量，也将平滑个性化培训的季节性影响，结构性改善公司利润率表现。综合以上，我们维持公司“优于大市”评级，看好公司发展前景。

### 公司研究 · 财报点评

#### 社会服务 · 教育

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

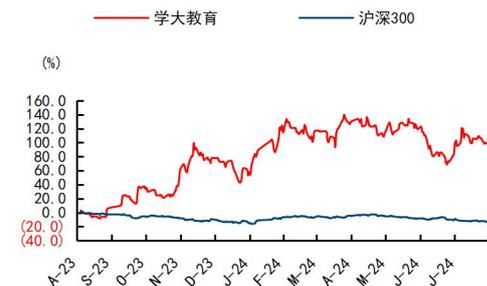
证券分析师：钟潇 0755-82132098 zhongxiaoxiao@guosen.com.cn  
S0980513100003

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	
收盘价	55.86 元
总市值/流通市值	6883/6648 百万元
52 周最高价/最低价	70.00/25.50 元
近 3 个月日均成交额	125.88 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)：个性化辅导享受赛道红利，全日制培训注入新动能》——2024-08-07
- 《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

### 盈利预测和财务指标

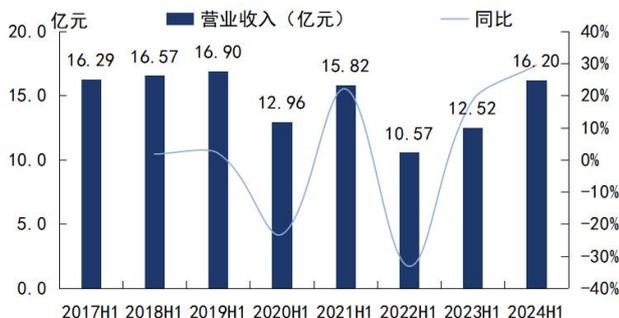
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,798	2,213	3,030	4,026	5,179
(+/-%)	-28.9%	23.1%	36.9%	32.9%	28.7%
净利润(百万元)	11	154	252	333	434
(+/-%)	-102.0%	1312.3%	64.0%	32.3%	30.0%
每股收益(元)	0.09	1.26	2.06	2.73	3.55
EBIT Margin	5.4%	11.7%	12.9%	12.2%	12.0%
净资产收益率 (ROE)	2.5%	25.5%	32.3%	32.9%	32.9%
市盈率 (PE)	637.3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

**2024H1 归母净利润 1.62 亿元，处于业绩预告中枢偏上位置。**2024H1，公司实现营收 16.20 亿元，同比增长 29.4%；归母净利润 1.62 亿元，同比增长 81.8%；扣非后的归母净利润为 1.52 亿元，同比增长 55.4%，处于业绩预告中枢偏上位置符合预期。若剔除股权激励费用 1648 万元，归母净利润/扣非净利润分别为 1.78/1.69 亿元。

图1：2017-2024 上半年度公司营收及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：2017-2024 上半年度公司扣非前后归母净利润（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

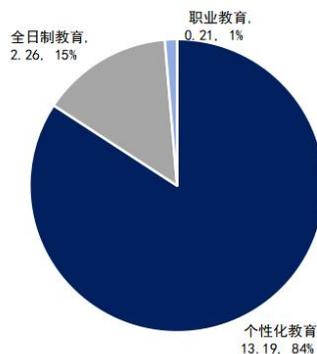
**具体看各项业务，2024H1，教育培训服务费实现收入 15.61 亿元/+29.2%，占比 96.4%，同比占比基本持平。**其中个性化教育培训同增 29.3%，受益于高中学科培训的强劲需求及良好的竞争格局，收入占比为 81.4%仍为主要收入贡献来源；**全日制教育（培训基地及双语学校）同增 23.7%，收入占比约 14.0%，**考虑到复读及艺考学生培训需求集中在下半年，展望全年全日制教育收入占比有望边际提升；**职业教育同增 49.0%，约占总营收 1.3%，**报告期内公司新与江苏明升教育集团联合创办常熟市明升职业技术学校，收购珠海市工贸技工学校 and 珠海市工贸管理专修学校 70%股份。8 月 28 日，公司披露拟以 2.14 亿元对价收购岳阳育盛并间接持有岳阳现代服务职业学院 90%股权（将成为为公司布局的第一所民办高职学校），此外拟以货币出资 160 万元与岳阳鸿盛（岳阳育盛现股东）设立有限责任公司，为高职学校的办学及日常经营管理提供教育资源机运营管理等服务和支持。

图3：2017-2024 上半年度公司营收结构（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：2024 上半年度公司教育服务费收入结构（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理  
注：报告中仅单独披露个性化教育、全日制教育、职业教育三项业务收入，我们分析该教育培训服务费收入主要由该三项业务构成

**此外，房屋租赁/设备租赁/其他业务分别实现收入 0.01/0.02/0.57 亿元，分别同比-83.3%/-20.0%/+48.6%，分别占比 0.03%/0.12%/3.49%，其中其他业务收入增速较快，预计主要系文化阅读贡献收入 1255.89 万元，同比增长 373.14%。**

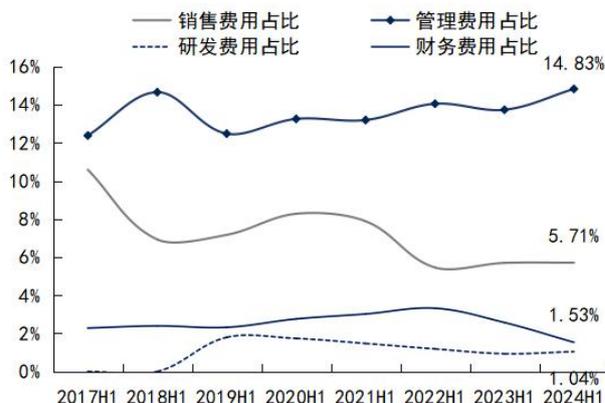
净利率再创历史新高，首次接近双位数，盈利能力增强逻辑持续验证。2024H1，公司归母净利率 9.97%，同比增加 2.87pct，为教育资产上市以来首次接近双位数。毛利率 36.04%，同比增加 0.95pct，主要系收入增长释放规模效应，传统网点人效、网点坪效走高。期间费用率为 23.12%，同比略微增加 0.18pct，期间费用管控良好，其中，销售费用率为 5.71%/基本持平，我们分析主要系行业快速复苏，头部竞争仍温和，销售费用投放可控；管理费用率为 14.83%/+1.09pct，剔除股权支付费用后的管理费用率为 13.82%/基本持平，体现良好费用管控能力；研发费用率为 1.04%/+0.11pct；财务费用率为 1.53%/-1.04pct，系公司加速偿还向紫光集团的借款，利息费用占比下行。

图5：2017-2024H1 公司归母毛利率、扣非前后归母净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：2017-2024 上半年度公司期间费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

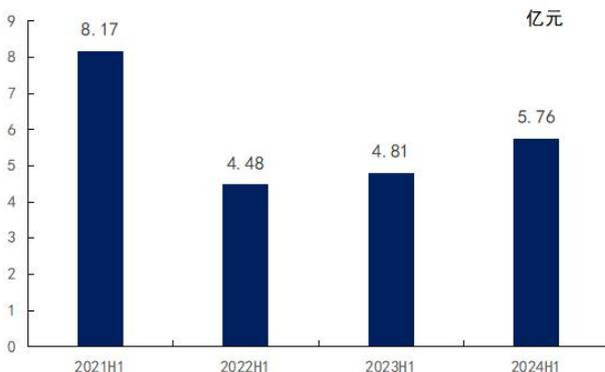
销售商品、提供劳务收到的现金保持同步增长，合同负债增长 20%。上半年度销售收到的现金 14.82 亿元，同比增长 29.7%，与收入保持同步增长。截至 2024 年 6 月 30 日，账上合同负债 5.76 亿元，同比增长 19.8%，环比一季度末 (+23.52%) 有所降速，预计主要系二季度为消课旺季，恢复至双减前 2021H1 的 70%，表征后续收入仍有望保持较快增长。

图7：2017-2024H1 公司销售商品&提供劳务收到的现金



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：2017-2024H1 公司期末合同负债



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

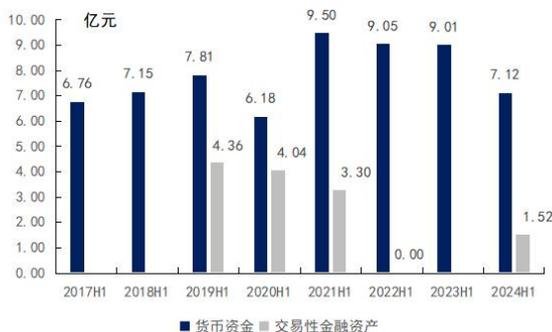
账上现金充沛，公司加速还款，未分配利润亏损加速收窄。报告期末，公司账上的货币资金及交易性金融资产合计为 8.64 亿元，同比略微减少 4.1%，主要系期内公司加速还款，2024 年 1 月 1 日至 2024 年 8 月 28 日，公司共计偿还向紫光集团的借款 4.15 亿元，截至 8 月 28 日，相应借款余额为 1.99 亿元，到期期限为

2025年12月31日。公司加速还款，有望减轻未来财务费用负担。另一方面，此前受2021年“双减”政策引发的业务调整影响，公司在财务报表中确认大额亏损，导致2021年未分配利润为负（-5.55亿元）。截至2024年6月30日，公司未分配利润负数加速缩窄，为-2.27亿元，较2023年同期缩窄近50%（2023年6月30日为-4.53亿元）。

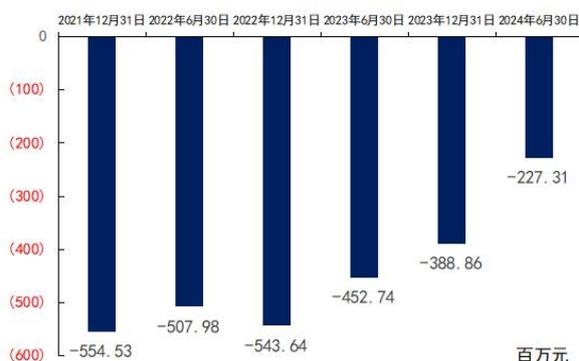
表1：上市公司偿还向紫光集团的23.5亿元借款进度表（单位：亿元）

	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	-
<b>2016年小计</b>		<b>5.0</b>	<b>0.00</b>
2017年5月23日	18.50	-	0.80
2017年12月27日	18.15	0.4	0.01
<b>2017年小计</b>		<b>0.4</b>	<b>0.81</b>
2018年5月23日	18.15	-	0.79
<b>2018年小计</b>		<b>-</b>	<b>0.79</b>
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
<b>2019年小计</b>		<b>2.4</b>	<b>0.84</b>
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
<b>2020年小计</b>		<b>0.3</b>	<b>0.69</b>
2021年6月8日	11.15	4.3	0.67
<b>2021年小计</b>		<b>4.3</b>	<b>0.67</b>
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	-
<b>2022年小计</b>		<b>0.5</b>	<b>0.42</b>
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
<b>2023年小计</b>		<b>4.5</b>	<b>0.26</b>
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	0.65	-
2024年8月2日	3.49	0.5	-
2024年8月20日	1.99	1.5	-
<b>2024年截至8月28日小计</b>		<b>4.15</b>	<b>-</b>

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**图9：2017-2024H1 公司期末货币资金及交易性金融资产**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图10：2017-2024H1 公司期末未分配利润**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议：**中报符合前期市场合理预期，考虑股权激励费用持续确认，我们维持2024-2026年归母净利润预测2.52/3.33/4.34亿元(+64%/+32%/+30%)，对应EPS为2.04/2.71/3.52元，对应PE为27x/20x/16x。此前因业绩预告范围较宽引发了市场对经营业绩的担忧，中报的良好表现打消了上述质疑与担忧，且期内公司归母净利率创新高，再度验证行业“需求旺盛-供给出清”格局带来的盈利能力改善逻辑。此外，下半年公司全日制培训业务放量，也将平滑个性化培训的季节性影响，结构性改善公司利润率表现。综合以上，我们维持公司“优于大市”评级，看好公司发展前景。

**表2：可比公司估值表**

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE			业绩增速 CAGR	投资评级
		人民币元/股	亿元	23A	24E	25E	26E	24E	25E	26E		
000526.SZ	学大教育	55.86	69	1.26	2.06	2.73	3.55	27.12	20.46	15.74	41.20%	优于大市
9901.HK	新东方-s	46.34	766	1.29	2.28	3.44	4.72	20.32	13.47	9.82	54.10%	优于大市
300192.SZ	科德教育	10.80	36	0.42	0.51	0.63	0.77	21.18	17.14	14.03	22.40%	无评级
GOTU.N	高途集团	12.65	49	-0.04	-1.76	-1.08	0.2	-	-	63.24	-	无评级
TAL.N	好未来	19.02	344	-0.14	0.95	3.84	6.62	20.02	4.95	2.87	-	无评级

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，其中科德教育高途集团、好未来为Wind一致预测，

注：新东方、好未来24E对应的是2025财年，后面依次类推；好未来、高途集团股价为每股价值（非ADR价值）；货币单位均为人民币，人民币美元汇率取7.1326，港币兑人民币汇率取0.9140

## 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
<b>流动资产合计</b>	<b>975</b>	<b>914</b>	<b>3159</b>	<b>3208</b>	<b>3484</b>	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)
<b>资产总计</b>	<b>3181</b>	<b>3152</b>	<b>5353</b>	<b>5386</b>	<b>5589</b>	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	<b>利润总额</b>	<b>54</b>	<b>221</b>	<b>333</b>	<b>441</b>	<b>573</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2475</b>	<b>1933</b>	<b>3863</b>	<b>3657</b>	<b>3521</b>	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	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>11</b>	<b>154</b>	<b>252</b>	<b>333</b>	<b>434</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>283</b>	<b>629</b>	<b>723</b>	<b>726</b>	<b>761</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>2758</b>	<b>2563</b>	<b>4586</b>	<b>4383</b>	<b>4282</b>	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
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3181</b>	<b>3152</b>	<b>5353</b>	<b>5386</b>	<b>5589</b>	公允价值变动损失	3	3	40	60	100
<b>关键财务与估值指标</b>						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	<b>经营活动现金流</b>	<b>(458)</b>	<b>379</b>	<b>678</b>	<b>1147</b>	<b>1288</b>
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%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(33)</b>	<b>12</b>	<b>(14)</b>	<b>(65)</b>	<b>(56)</b>
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%	<b>融资活动现金流</b>	<b>368</b>	<b>(459)</b>	<b>1529</b>	<b>(1081)</b>	<b>(1009)</b>
股息率	0.6%	0.4%	1.1%	1.4%	1.8%	<b>现金净变动</b>	<b>(123)</b>	<b>(68)</b>	<b>2193</b>	<b>0</b>	<b>224</b>
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