

学大教育 (000526.SZ)

优于大市

阶段性投入扰动当季利润表现，四季度收入业绩边际改善可期

核心观点

2024年三季度实现归母净利润1418.58万元。2024年前三季度，公司实现收入22.47亿元/+25.3%，实现归母净利润1.76亿元/+50.2%，扣非后归母净利润为1.61亿元/+40.5%。**单看第三季度**，公司实现收入6.27亿元/+15.7%，归母净利润1418.58万元/-49.7%，扣非后归母净利润为912.44万元/-46.0%，差值主要来源于期内发生的非流动性资产处置损益约231.63万元。若剔除股份支付费用则归母净利润为2975.80万元，仍低于我们此前预期（3500万元），考虑系三季度为个性化教育业务淡季，叠加进入下半年以来公司更为积极地新开网点及新招教师产能爬坡导致利润端阶段性承压。

合同负债余额同比增长18.1%，四季度收入同比有望边际回升。报告期内，公司销售商品、提供劳务获得现金10.89亿元，高基数下同比+16.6%（2023年同期为32.2%）。另一方面，期末合同负债余额为9.83亿元，同比+18.1%（2023年同期13.6%）。总体而言，期内收款增速与合同负债同比均高于收入增速，若后续消课节奏正常，四季度收入增速有望边际回升。

投入阶段性增加，利润率承压下滑。2024年三季度，公司归母净利率为2.3%/-2.9pct。扣非后归母净利率为1.5%/-1.7pct。毛利率为32.2%/-0.7pct，略微下滑考虑系三季度为应届生毕业季，公司招聘较多新老师，导致人效阶段性下滑。**期间费用率为31.0%/+2.7pct**，其中**销售/管理/研发/财务费用率**分别为6.9%/20.1%/1.5%/2.4%，分别同比-1.5pct/+4.2pct/持平/持平。其中剔除股权激励费用影响的管理费用率为17.6%，主要系网点扩张新增开办费用及储备教师、咨询师导致的成本提升。销售费用率下滑，系三季度为个性化培训淡季合理安排费用投放。

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：2024年三季度公司利润端承压，考虑是增加师资储备及扩充网点的阶段性影响在业务淡季有所放大。除利润端外，三季度收入同比也略低于我们前瞻预期（+20%），但关注到公司期内销售收款及期末合同负债同比均优于收入表现，我们分析需求边际变化较为有限，更多系收入确认节奏影响。基于此我们对公司四季度看法仍相对积极，考虑到产能爬坡效益逐步释放，四季度收入同比有望边际回升；叠加班课占比提升，利润率亦有望持续改善。综合公司三季度业绩表现及四季度在全年收入占比有限等因素，我们暂时将公司2024-2026年归母净利润预测下调至2.23/2.80/3.48亿元（-12%/-16%/-20%），对应EPS为1.83/2.29/2.85元，对应PE为26x/21x/17x，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	2,761	3,383	4,093
(+/-%)	-28.9%	23.1%	24.8%	22.5%	21.0%
净利润(百万元)	11	154	223	280	348
(+/-%)	-102.0%	1312.3%	45.1%	25.5%	24.4%
每股收益(元)	0.09	1.26	1.83	2.29	2.85
EBIT Margin	5.4%	11.7%	12.8%	12.9%	13.0%
净资产收益率 (ROE)	2.5%	25.5%	29.3%	29.3%	29.0%
市盈率 (PE)	524.1	38.5	26.5	21.1	17.0
EV/EBITDA	59.1	28.1	28.2	22.6	18.0
市净率 (PB)	13.10	9.80	7.78	6.19	4.93

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

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: 张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

证券分析师: 钟潇

0755-82132098

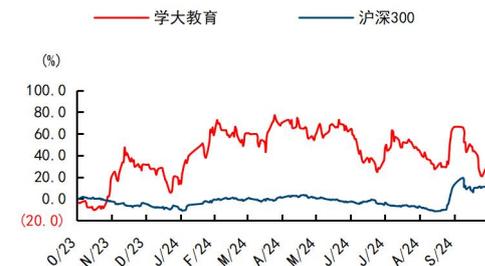
zhongxiaoyao@guosen.com.cn

S0980513100003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	48.46元
总市值/流通市值	5971/5768百万元
52周最高价/最低价	70.00/33.21元
近3个月日均成交额	192.92百万元

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) : 归母净利润处业绩预告中枢偏上, 职教业务布局持续深化》——2024-08-29
- 《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

2024 年三季度实现归母净利润 1418.58 万元。2024 年前三季度，公司实现收入 22.47 亿元/+25.3%，实现归母净利润 1.76 亿元/+50.2%，扣非后归母净利润为 1.61 亿元/+40.5%。单看第三季度，公司实现收入 6.27 亿元/+15.7%，归母净利润 1418.58 万元/-49.7%，扣非后归母净利润为 912.44 万元/-46.0%，差值主要来源于期内发生的非流动性资产处置损益约 231.63 万元。若剔除股份支付费用则归母净利润为 2975.80 万元，仍低于我们此前预期（3500 万元），考虑系三季度为个性化教育业务淡季，叠加进入下半年以来公司更为积极地新开网点及新招教师产能爬坡导致利润端阶段性承压。

图1: 公司 2020-2024 前三季度营收及同比情况



资料来源: 公司公告, 国信证券研究所整理

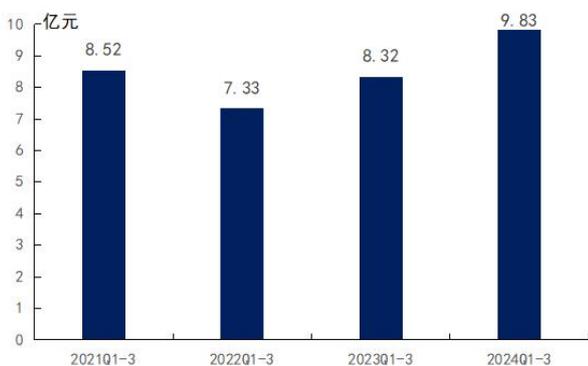
图2: 公司 2020-2024 前三季度扣非前后归母净利润



资料来源: 公司公告, 国信证券研究所整理

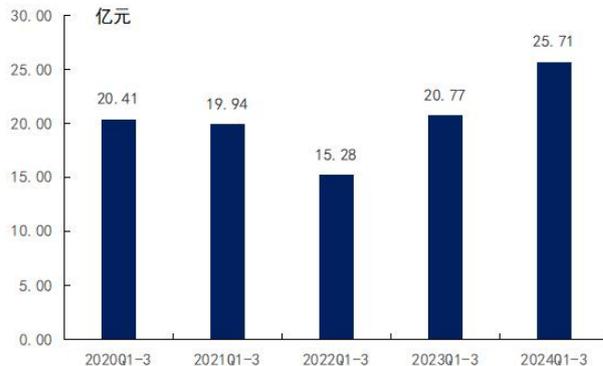
合同负债余额同比增长 18.1%，四季度收入同比有望边际回升。三季度公司销售商品、提供劳务获得现金 10.89 亿元，高基数下同比+16.6%（2023 年同期为 32.2%）。另一方面，期末合同负债余额为 9.83 亿元，同比+18.1%（2023 年同期 13.6%）。总体而言，期内收款增速与合同负债同比均高于收入增速，若后续消课节奏正常，四季度收入增速有望边际回升。

图3: 公司 2021-2024 三季度末账上合同负债余额



资料来源: 公司公告, 国信证券研究所整理

图4: 公司 2020-2024 年前三季度销售收款



资料来源: 公司公告, 国信证券研究所整理

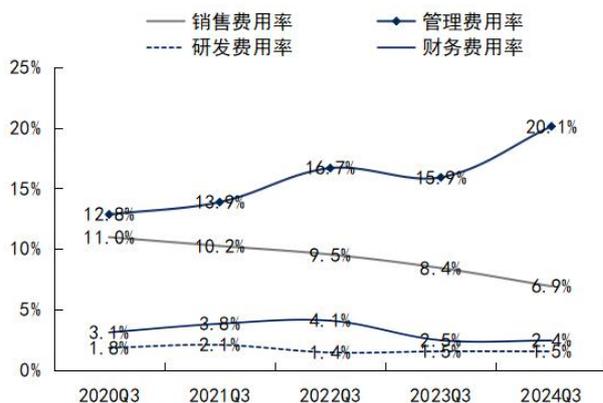
投入阶段性增加，利润率承压下滑。2024 年三季度，公司归母净利率为 2.3%/-2.9pct。扣非后归母净利率为 1.5%/-1.7pct。毛利率为 32.2%/-0.7pct，略微下滑考虑系三季度为应届生毕业季，公司招聘较多新老师，导致人效阶段性下滑。期间费用率为 31.0%/+2.7pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.9%/20.1%/1.5%/2.4%，分别同比-1.5pct/+4.2pct/持平/持平。其中剔除股权激励费用影响的管理费用率为 17.6%/+3.1pct（假设 2023 年股权激励费用在三四季度间平摊），主要系网点扩张新增开办费用及储备教师、咨询师导致的成本提升。销售费用率下滑，系三季度为个性化培训淡季合理安排费用投放。

图5: 公司 2020-2024 年 Q3 毛利率、扣非前后归母净利率



资料来源：公司公告，国信证券研究所整理

图6: 公司 2020-2024 年三季度销售/管理/研发/财务费用率



资料来源：公司公告，国信证券研究所整理

投资建议：2024 年三季度公司利润端承压，考虑是增加师资储备及扩充网点开办费用的阶段性影响在业务淡季有所放大。此外三季度收入同比也略低于我们前瞻预期（+20%），但关注到公司期内销售收款及期末合同负债同比均优于收入表现，分析需求边际变化较为有限，更多来源于收入确认节奏影响。基于此我们对四季度看法仍相对积极，考虑到产能爬坡效益逐步释放，四季度收入同比有望边际回升，叠加班课占比提升，利润率亦有望持续改善。综合考虑公司三季度业绩表现及四季度同样为淡季等因素，我们暂时将公司 2024-2026 年归母净利润预测下调至 2.23/2.80/3.48 亿元（-12%/-16%/-20%），对应 EPS 为 1.83/2.29/2.85 元，对应 PE 为 26x/21x/17x，维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司相对估值表

代码	公司简称	股价	总市值（亿元）	EPS			PE			投资评级
				24E	25E	26E	24E	25E	26E	
000526.SZ	学大教育	48.46	60	1.83	2.29	2.85	26	21	17	优于大市
9901.HK	新东方-s	44.58	795	2.28	3.49	4.78	20	13	9	优于大市
300192.SZ	科德教育	16.93	56	0.50	0.61	0.76	34	28	22	无评级
600661.SH	昂立教育	14.90	43	0.27	0.60	0.76	54	25	20	无评级

资料来源：Wind，国信经济研究所整理

注：科德教育、昂立教育为 Wind 一致预期，其余均为国信社服预测，货币单位均为人民币（港币汇率使用 0.92），新东方分别对应 FY25-FY27 数据

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	3000	营业收入	1798	2213	2761	3383	4093
应收款项	79	78	108	133	155	营业成本	1294	1405	1747	2140	2590
存货净额	1	11	5	8	13	营业税金及附加	8	11	12	15	18
其他流动资产	19	14	28	31	35	销售费用	117	164	204	250	303
流动资产合计	975	914	3145	3176	3206	管理费用	257	347	411	502	603
固定资产	200	195	149	130	65	研发费用	24	27	32	39	47
无形资产及其他	32	25	25	25	25	财务费用	66	59	31	28	(5)
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	5339	5353	5311	其他收入	7	(1)	(24)	(21)	(27)
短期借款及交易性金融负债	1253	455	2228	1535	773	营业利润	63	226	295	370	460
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	1642	2147	2588	利润总额	54	221	295	370	460
流动负债合计	2475	1933	3870	3682	3362	所得税费用	45	68	74	93	115
长期借款及应付债券	0	338	338	338	338	少数股东损益	(3)	(1)	(2)	(2)	(3)
其他长期负债	283	291	384	388	423	归属于母公司净利润	11	154	223	280	348
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	4593	4408	4123	净利润	11	154	223	280	348
少数股东权益	(12)	(14)	(14)	(12)	(12)	资产减值准备	(485)	(10)	1	2	4
股东权益	436	604	760	956	1200	折旧摊销	46	43	18	21	24
负债和股东权益总计	3181	3152	5339	5353	5311	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	31	28	(5)
每股收益	0.09	1.26	1.83	2.29	2.85	营运资本变动	(524)	180	221	479	450
每股红利	0.36	0.22	0.55	0.69	0.86	其它	492	9	(1)	0	(4)
每股净资产	3.70	4.95	6.23	7.83	9.83	经营活动现金流	(458)	379	502	842	922
ROIC	0.43%	10.14%	11%	10%	16%	资本开支	0	(11)	(13)	(63)	(63)
ROE	2.50%	25.46%	29%	29%	29%	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%	13%	13%	权益性融资	2	61	0	0	0
EBITDA Margin	8%	14%	13%	14%	14%	负债净变化	0	338	0	0	0
收入增长	-29%	23%	25%	22%	21%	支付股利、利息	(42)	(26)	(67)	(84)	(105)
净利润增长率	-102%	1312%	45%	26%	24%	其它融资现金流	450	(1144)	1773	(692)	(762)
资产负债率	86%	81%	86%	82%	77%	融资活动现金流	368	(459)	1706	(776)	(867)
股息率	0.7%	0.4%	1.1%	1.4%	1.8%	现金净变动	(123)	(68)	2193	0	0
P/E	524.1	38.5	26.5	21.1	17.0	货币资金的期初余额	998	875	807	3000	3000
P/B	13.1	9.8	7.8	6.2	4.9	货币资金的期末余额	875	807	3000	3000	3000
EV/EBITDA	59.1	28.1	28.2	22.6	18.0	企业自由现金流	0	390	492	764	810
						权益自由现金流	0	(416)	2241	51	52

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