

2024 年 10 月 29 日

Q3 存在激励费用扰动，预收款持续增长

学大教育(000526)

评级:	买入	股票代码:	000526
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	70.0/33.21
目标价格:		总市值(亿)	59.71
最新收盘价:	48.46	自由流通市值(亿)	57.68
		自由流通股数(百万)	119.02

事件概述

2024Q3 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 6.26/0.14/0.09 亿元，同比增长 15.70%/-49.67%/-45.97%。非经常性损益主要为非流动资产处置损益 232 万，24Q3/23Q3 非经常性损益分别为 506/1130 万元，24Q3 因股权激励产生的股份支付费用为 1557 万元，若不考虑股份支付费用影响，24Q3 归母净利润/扣非归母净利润分别为 0.30/0.25 亿元，同比增长 5.6%/46.3%，归母增幅低于扣非主要由于 23Q3 存在处置股权收益 1033 万。2024 前三季度公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为 22.47/1.76/1.61/6.90 亿元，同比增长 25.29%/50.16%/40.45%/4.66%，经营性现金流净额高于净利主要由于教育培训业务预收款提升。

分析判断:

收入放缓主要由于全日制业务影响，合同负债仍保持较快增长。公司 24Q3 收入同比增长 15.7%，增速较上半年放缓我们分析主要由于全日制业务影响。24Q3 公司预收款为 1.75 亿元、同比增长 30.2%；24Q3 合同负债为 9.83 亿元，同比增长 18.1%，我们分析主要由于课程订单增加。

24Q3 净利率降幅高于毛利率主要由于管理费用率提升（股权激励费用）、投资收益占比下降。（1）24Q3 公司毛利率为 32.2%、同比下降 0.7PCT；24Q3 归母净利率/扣非净利率为 2.3%/1.5%、同比下滑 2.9/1.7PCT。从费用率来看，24Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.9%/20.1%/1.5%/2.4%，同比增加 -1.5/4.2/0.0/0.0PCT；管理费用率增加主要由于股份支付费用增加。投资净收益占比下降 1.5PCT；公允价值变动损益占比下降 0.2PCT；信用减值损失占比下降 0.6PCT；资产处置损益占比下降 0.2PCT；所得税/收入占比下降 1.4PCT；（2）2024 前三季度公司毛利率为 35.0%、同比提升 0.5PCT，归母净利率/扣非净利率为 7.8%/7.2%、同比提升 1.3/0.8PCT；2024 前三季度销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.0%/16.3%/1.2%/1.8%，同比增加 -0.5/1.9/0.1/-0.8PCT；投资净收益占比提升 0.4PCT；信用减值损失占比提升 0.4PCT；资产处置损益占比提升 0.1PCT；所得税/收入占比下降 0.5PCT；

投资建议

我们分析，（1）短期来看，公司个性化培训业务收入增速、利润率有望迎来最好阶段，超过历史水平。中长期来看，我们判断一对一业务仍有自然拓店空间，我们预计叠加小班组业务带动净利率改善；（2）我们判断高利润率的全日制复读及艺考业务有望保持较快增长；（3）预计中职未来收购标的的人数增长和净利率改善具有空间；（4）教育信息化、文化空间（句象书店、LUKA 智能绘本馆）有望成为未来增长点。下调盈利预测，下调 24-26 年收入预测 27.75/33.42/39.88 亿元至 27.39/31.66/36.42 亿元；下调 24-26 年归母净利 2.80/3.87/4.82 亿元至 2.20/2.97/3.96 亿元，对应下调 24-26 年 EPS 2.30/3.17/3.95 元至 1.80/2.43/3.24 元，2024 年 10 月 28 日收盘价 48.46 元对应 PE 分别为 27/20/15X，维持“买入”评级。

风险提示

政策调整风险、市场竞争加剧风险、管理团队和师资流失风险、运营成本上升风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,798	2,213	2,739	3,166	3,642

YoY (%)	-28.9%	23.1%	23.8%	15.6%	15.0%
归母净利润(百万元)	14	154	220	297	396
YoY (%)	102.5%	1035.2%	42.8%	35.0%	33.6%
毛利率 (%)	28.0%	36.5%	36.7%	36.8%	36.9%
每股收益 (元)	0.12	1.31	1.80	2.43	3.24
ROE	3.1%	25.5%	26.7%	26.5%	26.1%
市盈率	485.74	42.78	26.94	19.95	14.93

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,213	2,739	3,166	3,642	净利润	152	192	275	361
YoY (%)	23.1%	23.8%	15.6%	15.0%	折旧和摊销	244	30	15	15
营业成本	1,405	1,734	2,001	2,298	营运资金变动	169	-508	104	100
营业税金及附加	11	13	15	17	经营活动现金流	607	-212	447	550
销售费用	164	178	155	255	资本开支	-129	-9	4	3
管理费用	347	438	543	481	投资	-10	0	0	0
财务费用	59	32	11	5	投资活动现金流	-139	-9	4	3
研发费用	27	33	35	37	股权募资	61	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	-449	0	-2	-4
投资收益	3	0	0	0	筹资活动现金流	-577	-25	-27	-29
营业利润	226	288	394	521	现金净流量	-108	-246	423	523
营业外收支	-5	-9	4	3	主要财务指标				
利润总额	221	279	398	524		2023A	2024E	2025E	2026E
所得税	68	86	123	162	成长能力				
净利润	152	192	275	361	营业收入增长率	23.1%	23.8%	15.6%	15.0%
归属于母公司净利润	154	192	275	361	净利润增长率	1035.2%	25.1%	42.8%	31.6%
YoY (%)	1035.2%	25.1%	42.8%	31.6%	盈利能力				
每股收益	1.31	1.57	2.25	2.96	毛利率	36.5%	36.7%	36.8%	36.9%
资产负债表 (百万元)					净利率率	7.0%	7.0%	8.7%	9.9%
货币资金	807	560	984	1,506	总资产收益率 ROA	4.9%	6.9%	8.6%	9.7%
预付款项	6	7	8	9	净资产收益率 ROE	25.5%	24.1%	25.6%	25.2%
存货	11	0	0	0	偿债能力				
其他流动资产	91	13	13	13	流动比率	0.47	0.42	0.66	0.92
流动资产合计	914	580	1,005	1,529	速动比率	0.46	0.41	0.65	0.91
长期股权投资	60	60	60	60	现金比率	0.42	0.41	0.65	0.90
固定资产	164	134	119	104	资产负债率	81.3%	72.0%	67.0%	61.7%
无形资产	25	25	25	25	经营效率				
非流动资产合计	2,239	2,209	2,194	2,179	总资产周转率	0.70	0.92	1.06	1.05
资产合计	3,152	2,789	3,198	3,707	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	1.31	1.57	2.25	2.96
应付账款及票据	0	0	0	0	每股净资产	4.95	6.52	8.77	11.73
其他流动负债	1,933	1,378	1,514	1,666	每股经营现金流	4.97	-1.74	3.66	4.50
流动负债合计	1,933	1,378	1,514	1,666	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	338	328	316	302	估值分析				
其他长期负债	291	301	311	321	PE	37.11	30.77	21.55	16.37
非流动负债合计	629	629	627	623	PB	10.11	9.98	7.42	5.55
负债合计	2,563	2,007	2,141	2,289					
股本	122	122	122	122					
少数股东权益	-14	-14	-14	-14					
股东权益合计	590	782	1,057	1,418					
负债和股东权益合计	3,152	2,789	3,198	3,707					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。