



Research and  
Development Center

# 个性化教育开创者，多元化布局展新颜

—学大教育(000526)公司首次覆盖报告

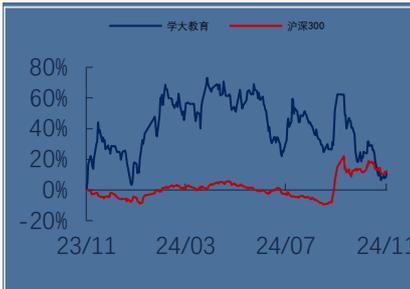
2024年11月30日

范欣悦 教育人服首席分析师  
S1500521080001  
fanxinyue@cindasc.com

**证券研究报告**
**公司研究**
**公司首次覆盖报告**
**学大教育(000526)**

 投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

**公司主要数据**

收盘价(元)	43.00
52周内股价波动区间(元)	67.26-40.15
最近一月涨跌幅(%)	-11.52
总股本(亿股)	1.23
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	52.99

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

 北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦  
 B座

邮编：100031

# 个性化教育开创者，多元化布局展新颜

2024年11月30日

**报告内容摘要：**

- ◆**个性化教育开创者。**公司成立于2001年，2010年在美国纽交所上市，2016年回归A股，是国内个性化教育的开创者，首创了个性化“一对一”教育辅导模式和体系，截至2024年6月末，拥有个性化中心超过240个，个城市。并从2021年开始积极布局职业教育领域，包括中等职业教育、高等职业教育及产教融合、职业技能培训。
- ◆**规模化快速发展期(2007~2015年)：**主营业务为向中小學生(K12)提供个性化1对1、个性化小组课、国际教育等，根据每个学生的需求和特质定制辅导方案，同时匹配专家团队实施个性化辅导。14年，推出“e学大”在线教育平台。线下校区快速扩张，CAGR达到41.8%，将地区化学习中心网络覆盖扩大到了全国。校区扩张带来报名人数的快速增长，CAGR达到59.7%。收入经历高速增长，14年业务调整扰动增速。毛利率在25~30%左右。
- ◆**调整期(2016~2020年)：**16年7月，公司前身银润投资通过向股东紫光卓远借款23.5亿元，完成收购学大教育100%股权；19~21年，金鑫先生通过天津安特增持并受让椰林湾100%股份，通过晋丰文化认购定增，成为上市公司实际控制人。校区在16~18年保持扩张态势，完成全国化布局；19年开始逐步收缩。收入增速放缓，16~19年CAGR为5.6%，从结构看，部分培训需求从一对一转成小班组。毛利率在27~29%左右。
- ◆**“双减”后升级期(2021年至今)：**“双减”政策发布后，义务教育阶段学科类培训受限，布局非学科培训、职业教育等新业务。逐渐形成了以个性化教育为核心，推进职业教育、文化阅读、医教结合的业务结构。教师数量“双减”后缩减，23年显著增加。经历22年的业务调整后，收入在23年开始恢复增长，且呈加速趋势。毛利率显著提升。
- ◆**行业分析：政策边际向好，基本面重获新生。**政策面，24年2月8日，教育部发布《校外培训管理条例(征求意见稿)》；且非学科牌照进程按下“加速键”。基本面，适龄人口数量增长&普通高中学位增加，高中学科类课外培训有望维持10年的高景气，我们测算，24年高中学科培训的市场规模为1808亿元，24~29年CAGR有望达到9.8%；非学科培训的市场规模达到3002亿元，24~29年CAGR有望达到3.1%；高考复读的市场规模约201亿元，29年有望达到291亿元，CAGR为7.6%。从行业中的上市公司来看，扩张重启，盈利能力有望提升。
- ◆**盈利预测及投资建议：**公司是个性化课外培训的开创者和龙头，“双减”后聚焦高中学科类培训，并拓展职业教育领域。“双减”促使供给出清，而需求依旧旺盛，政策边际向好，公司有望充分受益。估计24~26年每股收益为1.66/2.08/2.54元，当前股价对应估值26x/21x/17x，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆**风险提示：**教育行业的政策风险；扩张不及预期的风险；中职招生难度提升的风险；宏观经济对教育行业的影响。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	1798	2213	2753	3235	3735
增长率 YoY %	-28.9%	23.1%	24.4%	17.5%	15.5%
归属母公司净利润 (百万元)	14	154	204	256	312
增长率 YoY%	102.5%	1035.2%	33.0%	25.2%	22.0%
毛利率%	28.0%	36.5%	37.1%	37.4%	37.6%
净资产收益率ROE%	3.1%	25.5%	24.0%	23.1%	22.0%
EPS(摊薄)(元)	0.11	1.25	1.66	2.08	2.54
市盈率 P/E(倍)	391	34	26	21	17
市净率 P/B(倍)	12	9	6	5	4

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 11 月 29 日收盘价

投资聚焦 .....	6
一、公司分析：个性化教育开创者 .....	7
二、业务分析：从个性化教育到多元化教育服务 .....	9
2.1 规模化快速发展期（2007~2015 年） .....	9
2.2 调整期（2016~2020 年） .....	12
2.3 “双减”后升级期（2021 年至今） .....	18
三、行业分析：政策边际向好，基本面重获新生 .....	26
3.1 政策边际向好，非学科牌照提速 .....	26
3.3 扩张重启，盈利能力有望提升 .....	30
四、盈利预测及投资建议 .....	39
五、风险提示 .....	41

## 表目录

表 1 公司发展历史沿革 .....	7
表 2 公司 2023 年股权激励解除限售的条件 .....	8
表 3 回归进程 .....	13
表 4: 向紫光卓远借款的本金偿还进展 .....	14
表 5 四大个性化特色课程 .....	19
表 6 学大教育在职业教育领域的并购 .....	21
表 7 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》 .....	26
表 8 2024 年 2 月 8 日《校外培训管理条例（征求意见稿）》主要内容 .....	26
表 9 复读市场规模测算 .....	30
表 10 公司教育业务预测拆分 .....	39
表 11 可比公司估值 .....	39

## 图目录

图 1 公司的主营业务划分 .....	7
图 2 公司股权架构图 .....	8
图 3 学大教育个性化智能教育的流程 .....	9
图 4 学大教育（XUE.N）教学中心数量 .....	10
图 5 学大教育（XUE.N）报名人数 .....	10
图 6 学大教育（XUE.N）全职教师数量 .....	10
图 7 14~15 年学大教育的营业收入（以人民币计） .....	11
图 8 07~14 年学大教育（XUE.N）收入及同比增速（以美元计） .....	11
图 9 14~15 年学大教育的收入拆分 .....	11
图 10 学大教育的毛利率 .....	12
图 11 07~14 年学大教育（XUE.N）归母净利润及净利率（以美元计） .....	12
图 12 14~15 年学大教育归母净利润及净利率（以人民币计） .....	12
图 13 学大教育校区数量 .....	15
图 14 学大教育全职教师数量 .....	15
图 15 学大教育（公司教育业务分部）的营业收入及同比增速 .....	16
图 16 17~19 年学大教育的收入拆分 .....	16
图 17 20 年学大教育的收入拆分 .....	17
图 18 17~20 年学大教育（公司教育业务分部）的毛利率 .....	17
图 19 学大教育（公司教育业务分部）净利润及同比增速 .....	18
图 20 学大教育（公司教育业务分部）的净利率 .....	18
图 21 学大教育的校区数量 .....	19
图 22 学大教育个性化教育方案 .....	19
图 23 学大教育全日制教学安排 .....	20
图 24 学大教育全日制作息安排 .....	20
图 25 向象书店的架构和布局 .....	22
图 26 21~23 年学大教育的教师数量 .....	22
图 27 21~23 年学大教育（公司教育业务分部）的收入及同比增速 .....	23
图 28 学大教育 24H1 的收入拆分 .....	23
图 29 21~24H1 学大教育（公司教育业务分部）的毛利率 .....	24
图 30 21~24H1 学大教育（公司教育业务分部）的净利润及同比增速 .....	24
图 31 21~24H1 学大教育（公司教育业务分部）的净利率 .....	25
图 32 我国出生人数 .....	27

图 33	我国高考报名人数.....	27
图 34	我国中职和高中在校生占高中阶段在校生比例.....	28
图 35	高中学科类培训市场规模测算.....	28
图 36	K12 非学科类培训市场规模测算.....	29
图 37	A 股和港股课外培训公司网点数量.....	30
图 38	美股课外培训公司网点数量.....	31
图 39	A 股和港股课外培训公司收入.....	31
图 40	A 股和港股课外培训公司收入同比增速.....	32
图 41	美股课外培训公司收入.....	32
图 42	美股课外培训公司收入同比增速.....	33
图 43	A 股和港股课外培训公司非学科素质教育收入.....	33
图 44	A 股和港股课外培训公司非学科素质教育收入同比增速 cc.....	34
图 45	思考乐教育非学科素质课程入读人数及同比增速.....	34
图 46	新东方非学科类辅导报名人数及同比增速.....	35
图 47	A 股和港股课外培训公司毛利率.....	35
图 48	美股课外培训公司毛利率.....	36
图 49	A 股和港股课外培训公司归母净利润.....	36
图 50	A 股和港股课外培训公司净利率.....	37
图 51	美股课外培训公司归母净利润.....	37
图 52	美股课外培训公司净利率.....	38

## 投资聚焦

### 报告亮点:

将学大教育分为三个阶段，详细阐述了各个阶段的业务特点及经营、财务表现。行业部分详细测算了高中学科类培训、K12 非学科类培训及高考复读领域的市场规模，并将 A 股、港股、美股上市的 K12 课外培训公司数据进行详尽对比分析，归纳当前行业发展形势。

### 投资逻辑:

个性化教育开创者。公司成立于 2001 年，2010 年在美国纽交所上市，2016 年回归 A 股，是国内个性化教育的开创者，首创了个性化“一对一”教育辅导模式和体系，截至 2024 年 6 月末，拥有个性化中心超过 240 个，覆盖 100 个城市。并从 2021 年开始积极布局职业教育领域，包括中等职业教育、高等职业教育及产教融合、职业技能培训。

**规模化快速发展期 (2007~2015 年):** 主营业务为向中小學生 (K12) 提供个性化 1 对 1、个性化小组课、国际教育等，根据每个学生的需求和特质定制辅导方案，同时匹配专家团队实施个性化辅导。14 年，推出“e 学大”在线教育平台。线下校区快速扩张，CAGR 达到 41.8%，将地区化学习中心网络覆盖扩大到了全国。校区扩张带来报名人数的快速增长，CAGR 达到 59.7%。收入经历高速增长，14 年业务调整扰动增速。毛利率在 25~30% 左右。

**调整期 (2016~2020 年):** 16 年 7 月，公司前身银润投资通过向股东紫光卓远借款 23.5 亿元，完成收购学大教育 100% 股权；19~21 年，金鑫先生通过天津安特增持并受让椰林湾 100% 股份，通过晋丰文化认购定增，成为上市公司实际控制人。校区在 16~18 年保持扩张态势，完成全国化布局；19 年开始逐步收缩。收入增速放缓，16~19 年 CAGR 为 5.6%，从结构看，部分培训需求从一对一转成小班组。毛利率在 27~29% 左右。

**“双减”后升级期 (2021 年至今):** “双减”政策发布后，义务教育阶段学科类培训受限，布局非学科培训、职业教育等新业务。逐渐形成了以个性化教育为核心，推进职业教育、文化阅读、医教结合的业务结构。教师数量“双减”后缩减，23 年显著增加。经历 22 年的业务调整后，收入在 23 年开始恢复增长，且呈加速趋势。毛利率显著提升。

**行业分析: 政策边际向好，基本面重获新生。** 政策面，24 年 2 月 8 日，教育部发布《校外培训管理条例 (征求意见稿)》；且非学科牌照进程按下“加速键”。基本面，适龄人口数量增长 & 普通高中学位增加，高中学科类课外培训有望维持 10 年的高景气，我们测算，24 年高中学科类培训的市场规模为 1808 亿元，24~29 年 CAGR 有望达到 9.8%；非学科培训的市场规模达到 3002 亿元，24~29 年 CAGR 有望达到 3.1%；高考复读的市场规模约 201 亿元，29 年有望达到 291 亿元，CAGR 为 7.6%。从行业中的上市公司来看，扩张重启，盈利能力有望提升。

## 一、公司分析：个性化教育开创者

**个性化教育开创者。**公司成立于2001年，2010年在美国纽交所上市，2016年回归A股，是国内个性化教育的开创者，首创了个性化“一对一”教育辅导模式和体系，截至2024年6月末，拥有个性化中心超过240个，覆盖100个城市。并从2021年开始积极布局职业教育领域，包括中等职业教育、高等职业教育及产教融合、职业技能培训。

表 1 公司发展历史沿革

时间	事件	阶段
2001	成立	萌芽期
2002	确立线上家教网模式	
2004	开设第一家学习中心	
2007	获鼎辉投资 1000 万美元投资	规模化快速发展期
2008	学习中心数量超过 100 家	
2009	学习中心数量超过 200 家	
2010	成功登陆美国纽交所	
2011	学习中心数量超过 300 家	
2012	学习中心数量超过 400 家	
2014	e 学大上线，进入个性化智能辅导时代	调整期
2016	成功回归 A 股，为中概股并购回归第一股	
2018	推出学大网校、新高考系列产品，迈入多元化发展进程	
2019	发布“双螺旋”战略，开启智慧教育新时代	
2020	创始人回归，成为上市公司第一大股东	“双减”后升级期
2021	全面开拓业务，建立综合性、多元化教育集团	
2022	全面打造学大职业教育全国板块，推进全龄段、智能化的文化服务	

资料来源：学大教育公司官网，信达证券研发中心

图 1 公司的主营业务划分

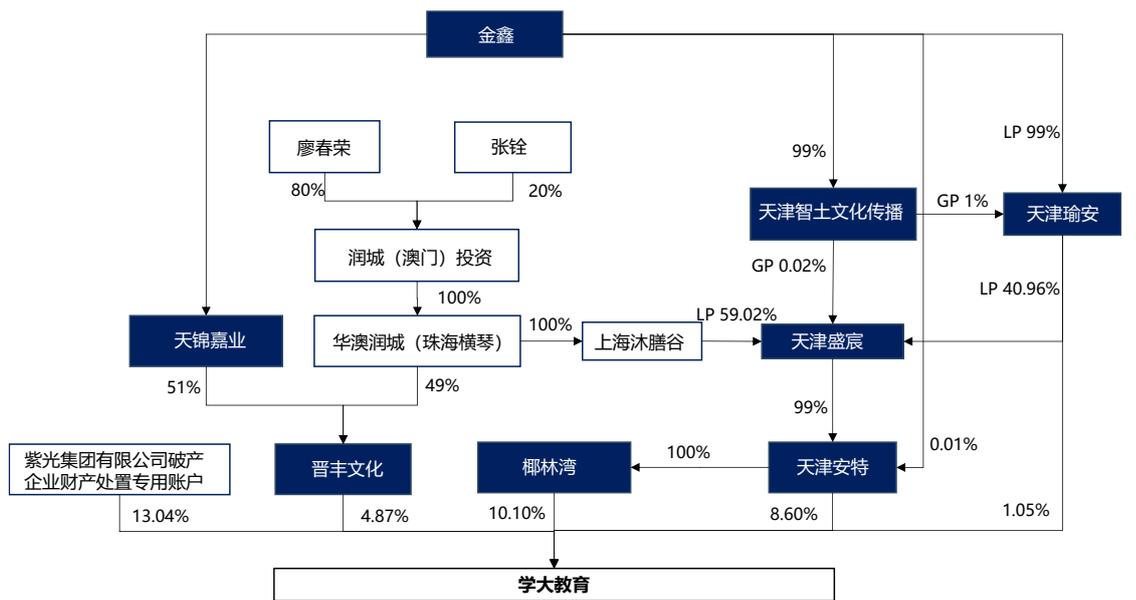
个性化教育	职业教育	文化阅读	医教融合
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 一对一</li> <li>• 小组课</li> <li>• 全日制培训</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 中等职业教育</li> <li>• 高等职业教育</li> <li>• 共建产业学院、二级学院、实习实训基地、产教融合基地、产教融合人才培养、产教融合校企合作等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 巨象书店</li> <li>• 绘本馆</li> </ul>	

资料来源：学大教育公司公告，信达证券研发中心

金鑫先生为公司实际控制人。金鑫先生通过晋丰文化、椰林湾、天津安特和天津瑜安合计持有公司 24.6% 的股份，为公司的实际控制人。金鑫先生深耕教育行业超过 20 年，是学大教育的创始人，于 2001 年 9 月创办学大教育，目前也是中国民办教育协会培训教育专业委员会第三届理事会副理事长。

紫光专用账户的影响有望逐步减弱。紫光专用账户中提存的股票为重整计划规定的偿债资源，其中因债权人未选择包含股票抵债选项的方案而结余的抵债股票。紫光专用账户截至 2024 年 9 月末持有公司 13.04% 的股份，拟通过集中竞价方式减持不超过 0.949% 的股份，随着后续紫光专用账户的逐步减持，对于股价的影响有望逐步减弱。

图 2 公司股权架构图



注：截至 2024 年 6 月 31 日

资料来源：学大教育公司公告，信达证券研发中心

提前超额完成股权激励解除限售条件。23 年 7 月，公司实施股权激励，首次授予 436.2 万股，人数 412 人，价格为 14.05 元/股；24 年 6 月，预留授予 110 万股，人数 241 人，价格为 14.05 元/股。限制性股票解除限售对应的考核为 23~25 年净利润，我们估计业绩考核完成难度较小，23 年归母净利润为 1.54 亿元，24 年前三季度归母净利润已达到 1.76 亿元，已经超过三年的累计净利润总和。

表 2 公司 2023 年股权激励解除限售的条件

解除限售安排	业绩考核
第一个解除限售期	2023 年净利润不低于 5,000 万元
第二个解除限售期	2023~24 年两年的净利润累计不低于 13,000 万元
第三个解除限售期	2023~25 年三年的净利润累计不低于 25,000 万元

资料来源：学大教育公司公告，信达证券研发中心

## 二、业务分析：从个性化教育到多元化教育服务

### 2.1 规模化快速发展期（2007~2015年）

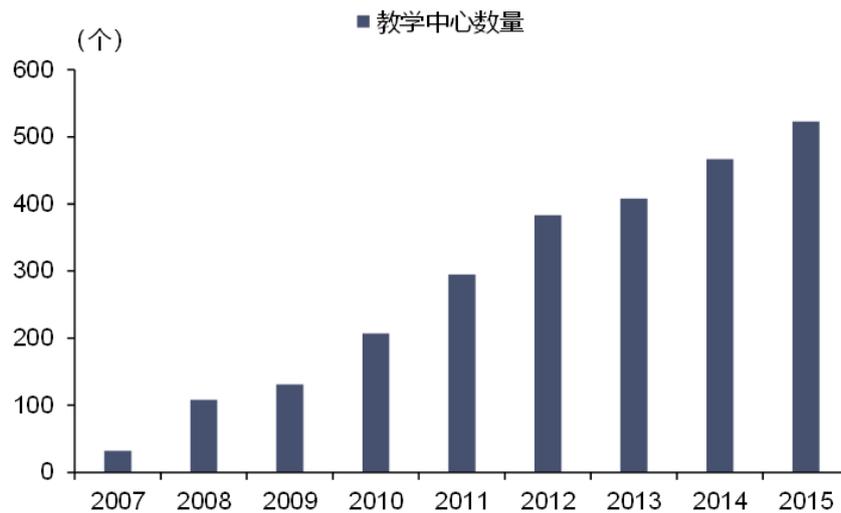
在 07~15 年，学大教育的主营业务为向中小學生（K12）提供个性化 1 对 1、个性化小组课、国际教育等，根据每个学生的需求和特质定制辅导方案，同时匹配专家团队实施个性化辅导。14 年，推出“e 学大”在线教育平台。

图 3 学大教育个性化智能教育的流程



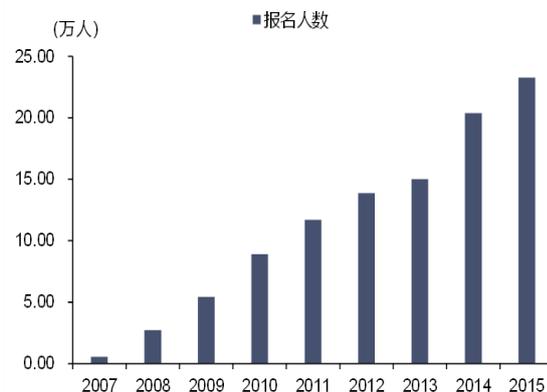
资料来源：学大教育公司公告，信达证券研发中心

这个阶段，学大教育的线下校区快速扩张，从 07 年末的 32 家增至 15 年末的 523 家，CAGR 达到 41.8%，将地区化学习中心网络覆盖扩大到了全国，覆盖全国所有一线、二线城市，涉及所有三、四线发达城市。在线上层面，“e 学大”集智能学习平台，集工具型、题库型、平台型等功能于一身，采用 ASPG 学习及辅导体系，由 A 评测 (Assessment)、S 自学 (Self-study)、P 定位 (Pinpoint)、G 辅导 (Guiding) 四个学习环节组成，形成一个可循环提高的学习及辅导闭环。

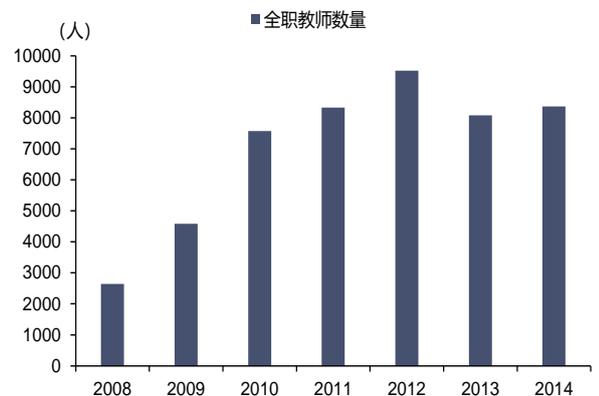
**图 4 学大教育 (XUE.N) 教学中心数量**


资料来源：公司公告 (XUE.N)，信达证券研发中心

校区扩张带来报名人数的快速增长，从 07 年的 5500 人增至 15 年的 23.3 万人、CAGR 达到 59.7%。全职教师数量在 08~12 年快速增长，从 2645 人增至 9517 人，13 年略有缩减。

**图 5 学大教育 (XUE.N) 报名人数**


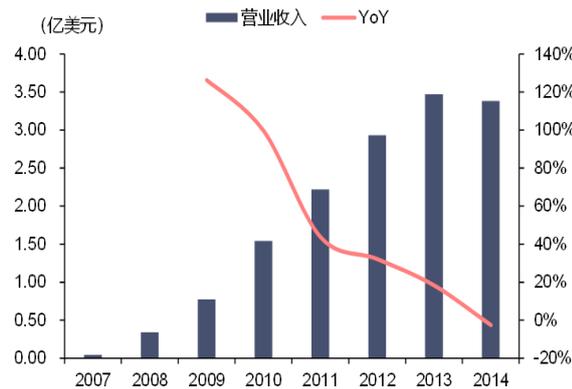
资料来源：公司公告(XUE.N)，信达证券研发中心

**图 6 学大教育 (XUE.N) 全职教师数量**


资料来源：公司公告 (XUE.N)，信达证券研发中心

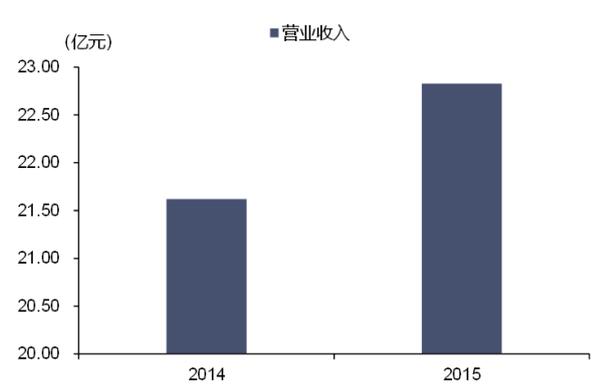
收入经历高增长，14 年业务调整扰动增速。在 07~10 年基数低，收入翻倍式增长，10~13 年收入稳定增长、CAGR 为 31%，14 年，由于开设小组课，部分一对一向小组课转化，以及课包折扣，收入略有下滑；15 年收入重新回归增长的节奏，小组课收入占比稳步提升。

图 7 07~14 年学大教育 (XUE.N) 收入及同比增速 (以美元计)



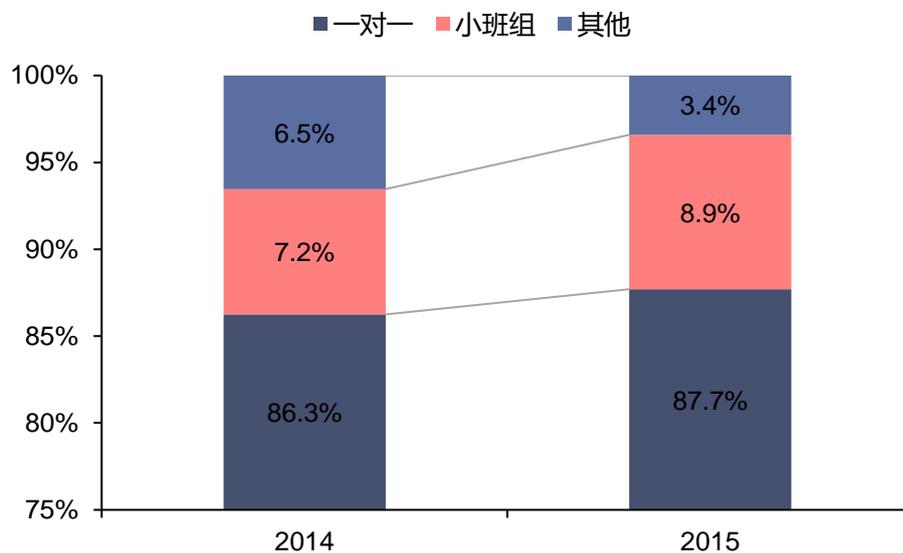
资料来源: 公司公告 (XUE.N), 信达证券研发中心

图 8 14~15 年学大教育的营业收入 (以人民币计)



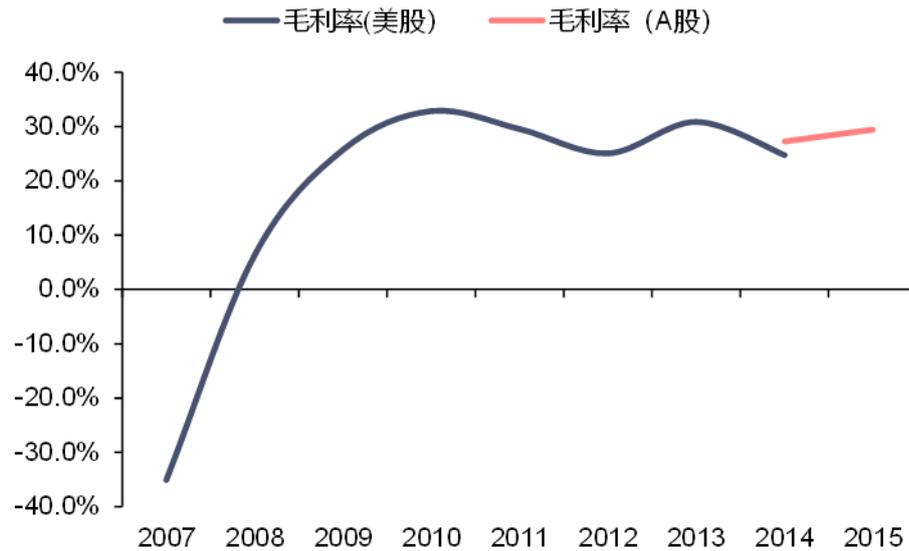
资料来源: 公司公告 (XUE.N), 信达证券研发中心

图 9 14~15 年学大教育的收入拆分



资料来源: 学大教育公司公告, 信达证券研发中心

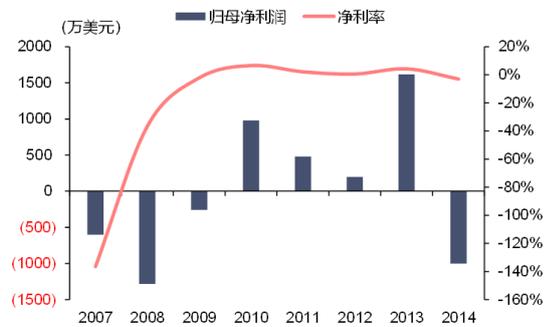
毛利率在 25~30% 左右。学大教育的授课模式以个性化一对一为主, 因此毛利率并不高, 09~15 年, 毛利率在 25~30% 左右。

**图 10 学大教育的毛利率**


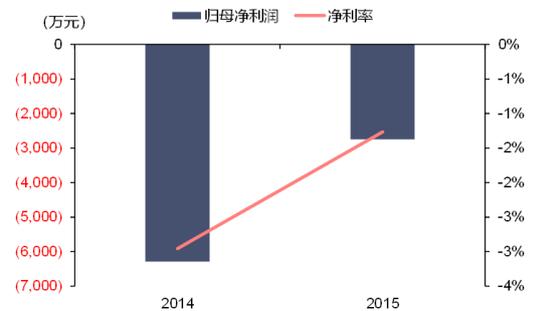
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

注：07~14年（蓝色）为学大教育在纽交所上市的披露数据，14~15年（粉色）为学大教育在A股的披露数据。

**归母净利润 10 年开始扭亏，14 年由于业务调整转亏。**07~09 年学大教育处于快速扩张期，收入翻倍式增长而利润为负。10 年开始扭亏，实现净利润 977 万美元，净利率达到这个时期的高点 6.7%，11~13 年净利率在 5% 以下。14~15 年由于业务调整，净利润转亏。

**图 11 07~14 年学大教育 (XUE.N) 归母净利润及净利率 (以美元计)**


资料来源：公司公告 (XUE.N)，信达证券研发中心

**图 12 14~15 年学大教育归母净利润及净利率 (以人民币计)**


资料来源：学大教育公司公告，信达证券研发中心

## 2.2 调整期 (2016~2020 年)

**回归 A 股之路经历波折。**16 年 7 月，公司前身银润投资通过向股东紫光卓远借款 23.5 亿元，完成收购学大教育 100% 股权；而 12 月由于经营情况、融资环境、监管政策要求和认购对象意愿等因素发生变化，终止定增，因此无法通过募集资金偿还借款，且学大教育创始人金鑫先生无法通过参与定增成为公司股东。19~21 年，金鑫先生通过天津安特增持并受让椰林湾 100% 股份，通过晋丰文化认购定增，成为上市公司实际控制人。

**表 3 回归进程**

时间	事件
2015 年 4~7 月	拟收购学大教育。
2015 年 8 月	发布《2015 年度非公开发行 A 股股票预案》，募集资金投资项目之一为全面要约收购学大教育 100% 股份，提出“在本次非公开发行募集资金到位之前，将根据与学大教育谈判的推进进度情况先以自筹资金完成收购价款的支付及合并交割程序，待募集资金到账后，再以募集资金予以置换。”
2016 年 2 月	金鑫先生担任董事。向紫光卓远借款 23.5 亿元人民币，用于支付收购学大教育及其 VIE 控制的学大信息的收购对价。
2016 年 6 月	金鑫先生担任总裁。
2016 年 7 月	完成学大教育的交割。
2016 年 12 月	终止非公开发行 A 股股票事项。
2017 年 3 月	金鑫先生辞去公司副董事长、董事、总经理（暨总裁）职务。
2019 年 11 月	天津安特与银润控股、银润投资签署了《股权转让协议》，通过协议转让方式受让银润控股、银润投资所持椰林湾 100% 股权，天津安特直接及间接持有公司 17.93% 股份。
2019 年 12 月 ~2020 年 5 月	天津安特陆续累计增持 5.54% 股份，增持完成后合计持有公司 23.47% 的股份。
2020 年 5 月	天津安特增持 0.47% 股份，增持完成后，天津安特合计持有公司 23.94% 的股份，成为公司第一大股东。
2020 年 7 月	筹划非公开发行股票，晋丰文化认购，非公开发行完成后，金鑫先生江成为上市公司实际控制人。
2021 年 3 月	非公开发行完成，晋丰文化现金认购非公开发行的股份，占发行后总股本的 5.09%，金鑫先生通过三家公司合计持有公司 24.65% 股份，成为公司实际控制人。
2024 年 4 月	金鑫先生担任董事长。

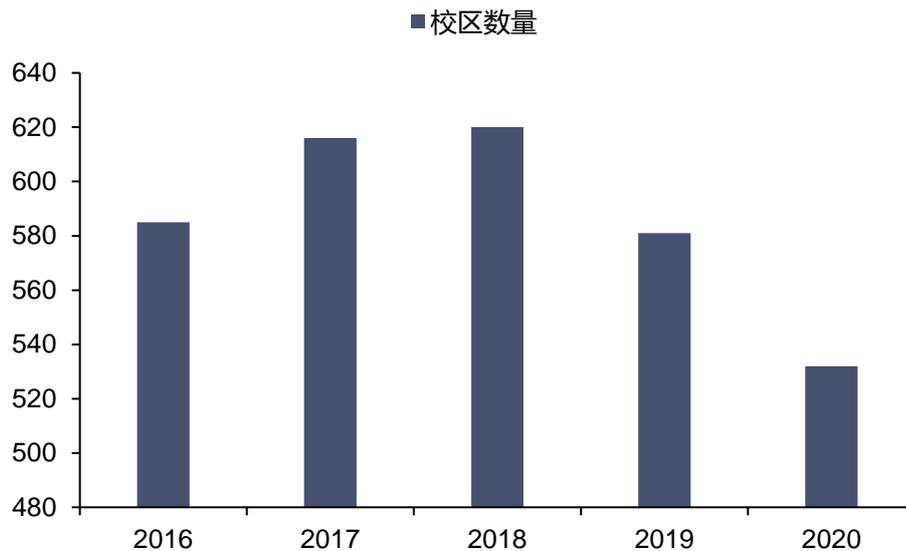
资料来源：学大教育公司公告，信达证券研发中心

**表 4: 向紫光卓远借款的本金偿还进展**

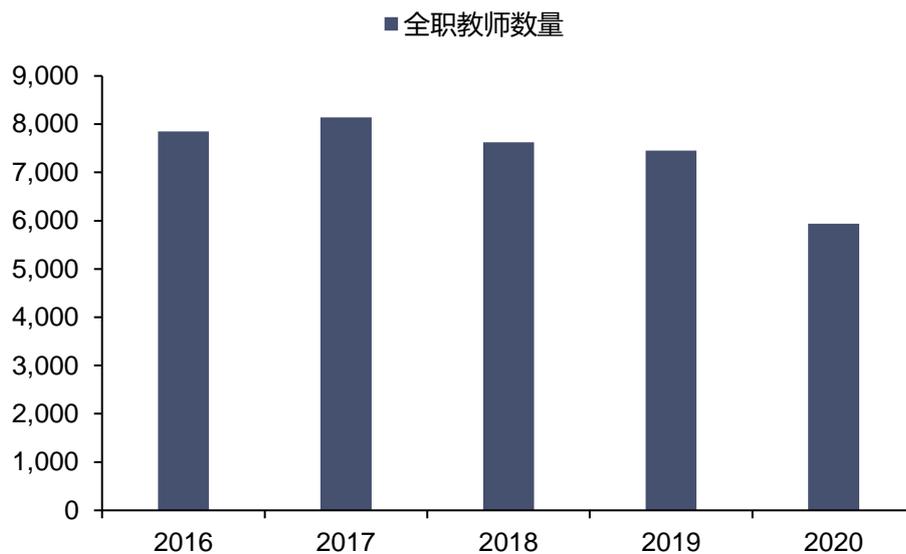
时间	偿还本金 (亿元)	剩余本金 (亿元)
2016 年 7 月	3.5	20
2016 年 8 月	1.5	18.5
2020 年 4 月	0.1	15.45
2021 年 6 月	4.30	11.15
2022 年 7 月	0.1	11.05
2022 年 8 月	0.12	10.93
2022 年 9 月	0.3	10.63
2023 年 3 月	0.35	10.28
2023 年 6 月	0.14	10.14
2023 年 7 月	3	7.14
2023 年 7 月	0.6	6.54
2023 年 11 月	0.4	6.14
2024 年 3 月	0.5	5.64
2024 年 4 月	1	4.64
2024 年 5 月	0.65	3.99
2024 年 8 月	0.5	3.49
2024 年 8 月	1.5	1.99
2024 年 11 月	0.4	1.59

资料来源: 学大教育公司公告, 信达证券研发中心

**前期扩张完成全国化布局, 后期开始收缩。**校区在 16~18 年保持扩张态势, 完成全国化布局; 19 年开始逐步收缩, 主动调整扩张策略, 对存量校区进行重构和整合, 提升校区质量。另外, 随着小班组的推进, 教师使用效率提高, 因此全职教师逐步减少。

**图 13 学大教育校区数量**


资料来源：学大教育公司公告，信达证券研发中心

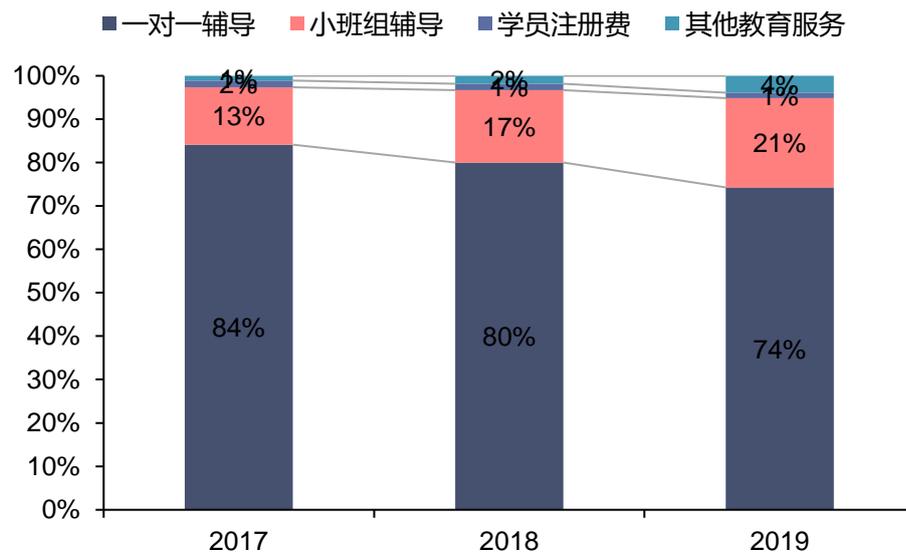
**图 14 学大教育全职教师数量**


资料来源：学大教育公司公告，信达证券研发中心

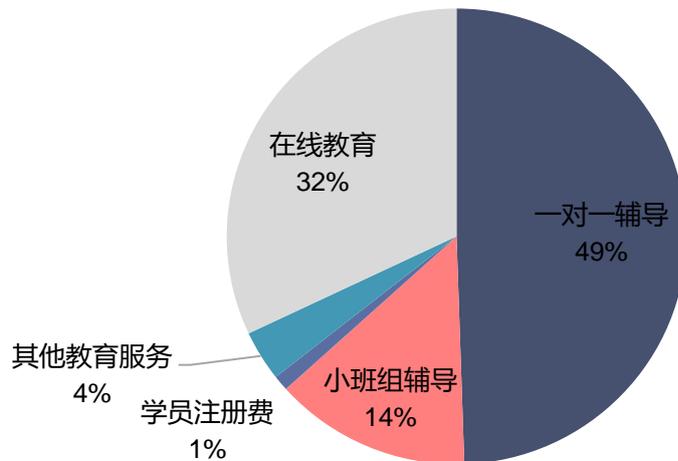
在这个阶段，学大教育的收入增速放缓，16~19年CAGR为5.6%，20年新冠疫情冲击线下培训。从收入结构看，部分培训需求从一对一转成小班组，一对一收入微降，小班组收入快速增长，收入贡献显著提升，19年达到21%；20年加速拓展在线教育，推出在线一对一、小班组、学科训练营等，将线下课程转为线上教学，收入贡献达到49%。

**图 15 学大教育（公司教育业务分部）的营业收入及同比增速**


资料来源：学大教育公司公告，信达证券研发中心

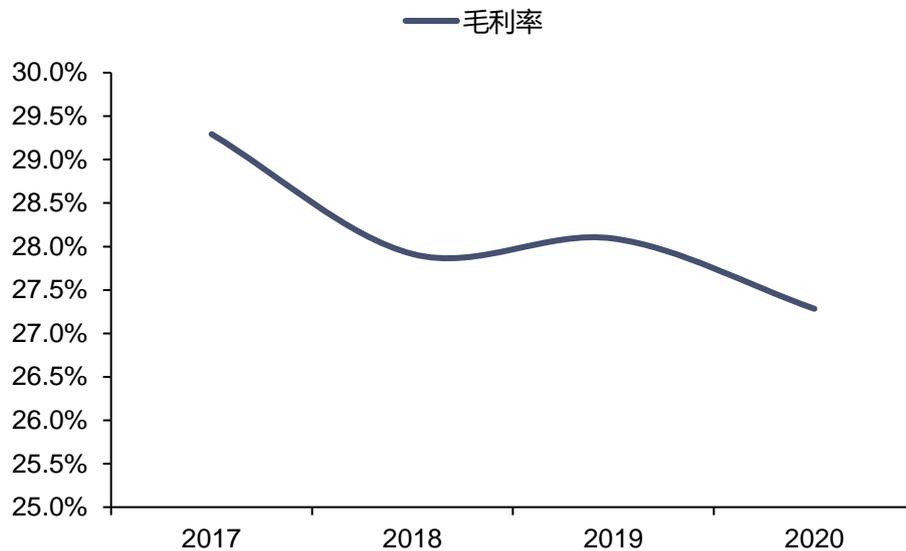
**图 16 17~19 年学大教育的收入拆分**


资料来源：学大教育公司公告，信达证券研发中心

**图 17 20 年学大教育的收入拆分**


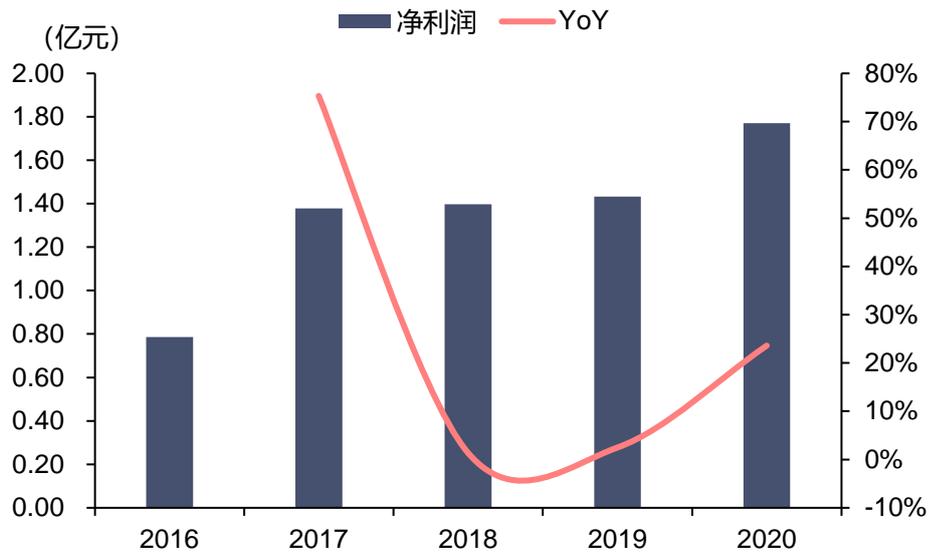
资料来源：学大教育公司公告，信达证券研发中心

毛利率在 27~29% 左右。这个阶段虽然小班组收入贡献显著提高，学大教育的盈利能力并未提升，毛利率在 27~29% 左右。

**图 18 17~20 年学大教育（公司教育业务分部）的毛利率**


资料来源：学大教育公司公告，信达证券研发中心

16 年扭亏后，利润小幅增长。经历 14~15 年业务结构调整导致的亏损之后，16 年学大教育利润扭亏，并从 17 年开始回归正常的利润和净利率水平，18~19 年净利润低个位数增长，净利率接近 5%，20 年虽然受到新冠疫情的影响，学大通过严控费用，带来了净利率的显著提升（7.2%），以及净利润的快速增长（同增 23.6%）。

**图 19 学大教育（公司教育业务分部）净利润及同比增速**


资料来源：学大教育公司公告，信达证券研发中心

**图 20 学大教育（公司教育业务分部）的净利率**


资料来源：学大教育公司公告，信达证券研发中心

### 2.3 “双减”后升级期（2021 年至今）

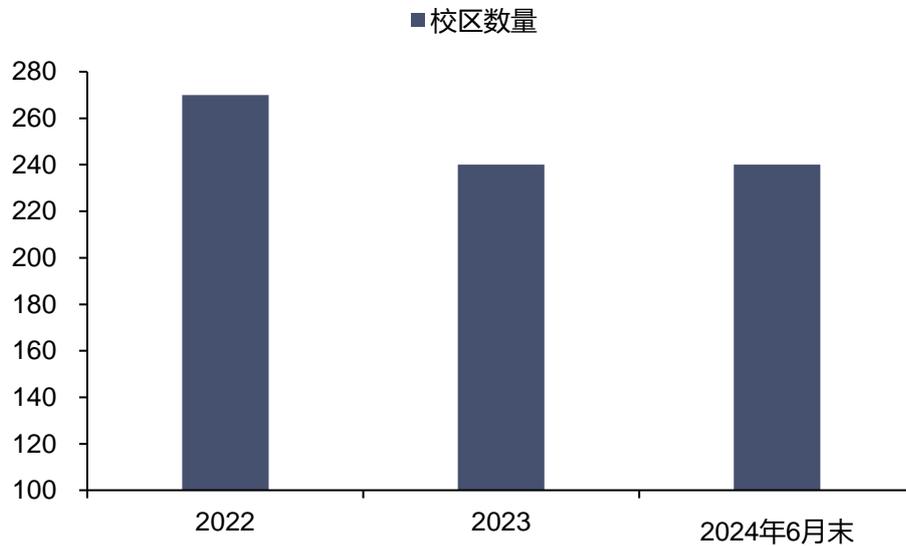
进入以个性化教育、职业教育、文化阅读、医教结合为主营业务的崭新篇章。21 年 7 月“双减”政策发布后，义务教育阶段学科类培训受限，公司积极缩减规模和人员、关停校区，同时布局非学科培训、职业教育等新业务。逐渐形成了以个性化教育为核心，推进职业教育、文化阅读、医教结合的业务结构。

#### 个性化教育

个性化教育延续传统一对一和小组课的教学模式，依托“双螺旋”智慧教育模式，线上线

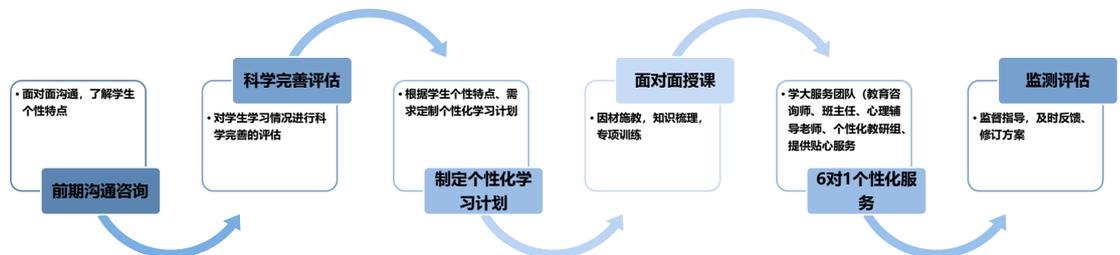
下互补教学。“双减”政策后，校区数量减少，截至 24 年 6 月末，个性化学习中心超过 240 个，覆盖 100 个城市。

图 21 学大教育的校区数量



资料来源：学大教育公司公告，信达证券研发中心

图 22 学大教育个性化教育方案



资料来源：学大教育公司官网，信达证券研发中心

表 5 四大个性化特色课程

	特色课	专项课	潜能课	梳理课
适用学生	基础薄弱、跟不上课的学生	自身存在弱势，不足的学生	学习时间短、基础薄弱的学生	需要集中巩固、梳理知识的学生
课程特色	知识梳理，训练学习方法，巩固基础，构建知识体系	针对薄弱环节，逐一进行，训练方法，弥补短板，巩固基础	遵循个性化学习理念，针对个别学生学习时间短、基础薄现状，进行因材施教、因时制宜，传授学习方法	通过数据分析，精心设计课程内容，传授学习方法，梳理知识架构

资料来源：学大教育公司官网，信达证券研发中心

针对高考复读生、艺考生提供全日制教学，采用半封闭管理模式，双班主任进行学习管理及课后落实，授课老师全天答疑，截至 24 年 6 月末，全国拥有超过 30 所全日制培训基地。另外，在大连、宁波等地举办具有个性化教育特色的全日制双语学校，在驻马店联合政府平台公司，举办全日制、寄宿制高中，开设了普通班、特长班、国际班和复读班。

图 23 学大教育全日制教学安排

<b>01</b>	<b>入学</b> 摸底考试，了解学生基本情况	<b>02</b>	<b>合理分班</b> 结合学生能力分班，因材施教精细化学习	<b>03</b>	<b>定制S、A、B级分层教学</b> 根据不同学生情况，定制专属学习计划！
<b>04</b>	<b>个人学习规划与落实</b> 清晰目标奋斗，报考方向，提高学生动力	<b>05</b>	<b>一站式服务</b> 双班主任全程跟踪指导，提高学生自觉性	<b>06</b>	<b>文化课提分</b> 8A级别教师，跟踪式教学
<b>07</b>	<b>全真模拟</b> 考前针对性模拟练习，查漏补缺	<b>08</b>	<b>心理咨询</b> 调整学生心态，全力备考	<b>09</b>	<b>志愿填报</b> 指导志愿填报

资料来源：学大北辰校区微信公众号，信达证券研发中心

图 24 学大教育全日制作息安排

2025届高三全年全日制作息表

时间	任务安排
6:40—7:00	起床洗漱
7:00—7:30	早餐
7:35—7:55	晨读
8:00—8:45	第1节课
8:55—9:40	第2节课
9:40—10:10	大课间
10:10—10:55	第3节课
11:05—11:50	第4节课
11:50—13:25	午餐+午休时间
13:35—14:20	第5节课
14:30—15:15	第6节课
15:25—16:10	第7节课
16:20—17:05	第8节课
17:15—18:00	第9节课
18:00—18:45	晚餐/休息
18:45—19:30	第10节课
19:40—20:25	第11节课
20:40—21:30	学科任课教师陪读答疑，助教落实
21:40—22:30	自主学习
23:30	洗漱，统一熄灯

资料来源：学大北辰校区微信公众号，信达证券研发中心

## 职业教育

职业教育包括中等职业教育、高等职业教育及产教融合、职业技能培训三个板块，依托联合  
 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 20

办学、校企合作、投资举办、专业共建等模式。在中等职业教育板块，收购沈阳国际商务学校、东莞市鼎文职业技术学校、大连通才中等职业技术学校，托管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，并与江苏明升教育集团联合创办常熟市明升职业技术学校。在高等职业教育及产教融合业务方面，收购岳阳现代服务职业学院，并与惠州工程职业学院、吕梁学院、重庆师范大学数学科学学院、北京联合大学机器人学院等多所职业院校、行业头部企业达成合作，项目覆盖共建产业学院、二级学院、实习实训基地、产教融合基地、产教融合人才培养、产教融合校企合作等。

**表 6 学大教育在职业教育领域的并购**

学校	时间	对价(万元)	股权比例	办学性质	学费(元/年)
东莞市鼎文职业技术学校	2022年9月	1460	80%	中等职业技术学校	11500~12900
大连通才中等职业技术学校	2022年10月	1386	100%	中等职业学校	如高考班 13800
沈阳国际商务学校	2023年8月	3040	80%	中等专业学校	/
珠海市工贸技工学校	2024年2月	5460	70%	全日制中、高级技工教育和短期职业技能培训学校	初中阶段(除护理5年) 9100~11100, 高中阶段 13800(符合国家减免学费政策减免4000)
岳阳现代服务职业学院	2024年8月	21420	90%	全日制高等职业学校	13800~16300

资料来源：学大教育公司公告及各学校招生简章，信达证券研发中心

## 文化阅读

截至 24 年 6 月末，开业文化空间共计 10 所。句象书店构建集图书销售、共享阅读、图书借阅、儿童成长、咖啡轻食、文创展销、文化沙龙、空间租赁等文化业态于一体的复合型文化阅读空间。绘本馆为儿童提供阅读评测、阅读体系、阅读推荐、阅读指导、绘本活动的个性化阅读空间，培育儿童阅读能力，激发阅读兴趣与潜力。

图 25 句象书店的架构和布局



资料来源：学大教育公司官网，信达证券研发中心

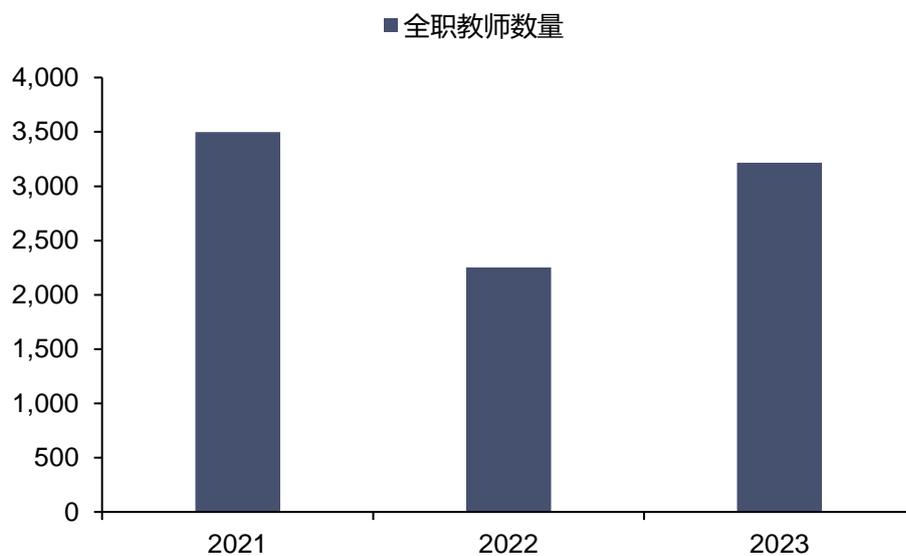
### 医教融合

23 年，成立千翼健康子品牌正式步入医教融合领域，以期服务学习困难儿童，助力其健康成长。23 年 8 月，千翼健康开设首家自营康复医院并与多个城市的二级和三级医院达成合作。千翼健康借势自身储备的专家资源、技术优势和运营管理经验，成功打造了集儿童青少年健康管理、儿童保健、儿童康复、学习困难筛查诊断与干预治疗为一体的儿童保健康复科室。

### 经营和财务分析

教师数量“双减”后缩减，23 年显著增加。“双减”政策发布后，21 年开始教师数量显著缩减；23 年随着个性化教育市场需求提升，教师数量同增 43% 至 3215 人。

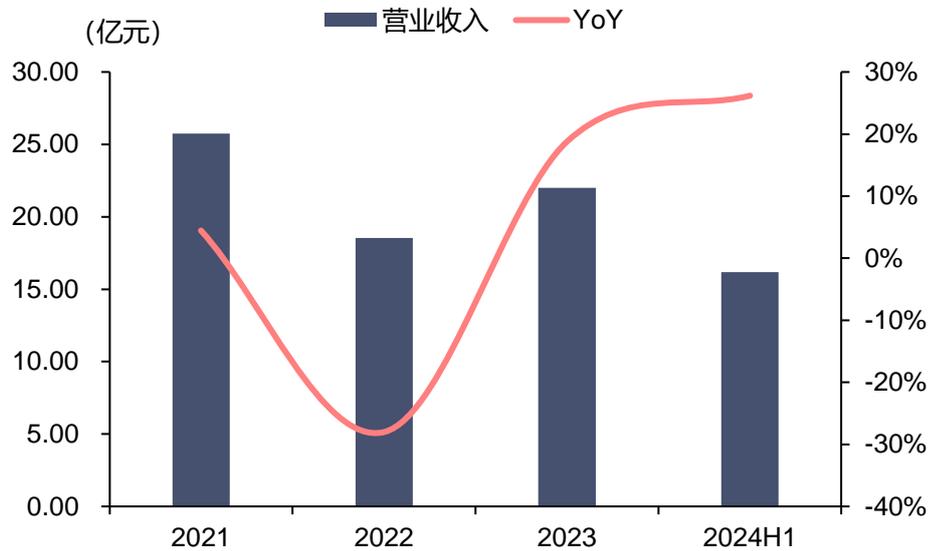
图 26 21~23 年学大教育的教师数量



资料来源：学大教育公司公告，信达证券研发中心

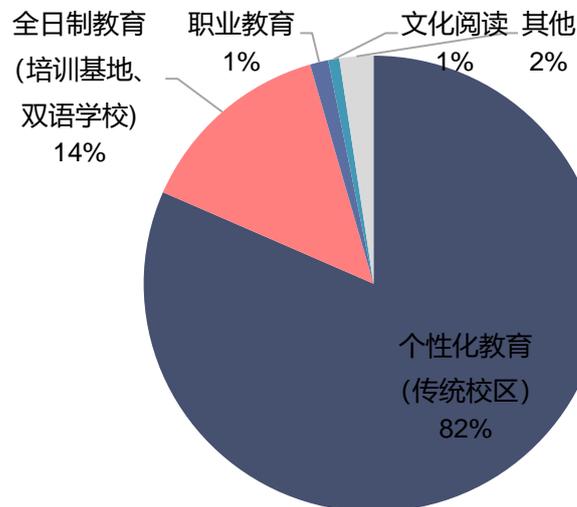
经历 22 年的业务调整后, 23 年开始恢复增长, 且呈加速趋势, 23 年收入同增 18.8%, 24H1 收入同增 26.2%。从收入结构看, 个性化教育依旧为主要收入来源, 24H1 占比 82%, 全日制教育和职业教育贡献逐步提升, 24H1 分别占比 14%/1%。

图 27 21~23 年学大教育 (公司教育业务分部) 的收入及同比增速



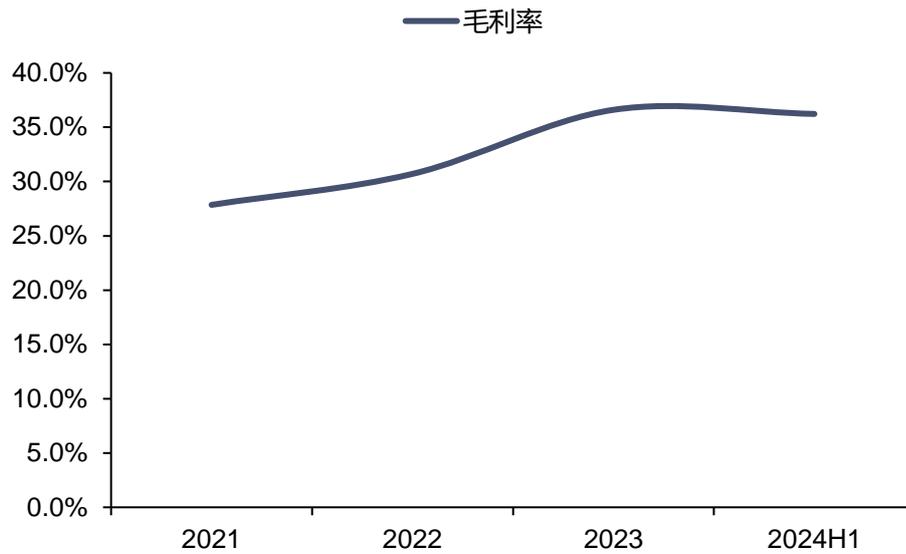
资料来源: 学大教育公司公告, 信达证券研发中心

图 28 学大教育 24H1 的收入拆分



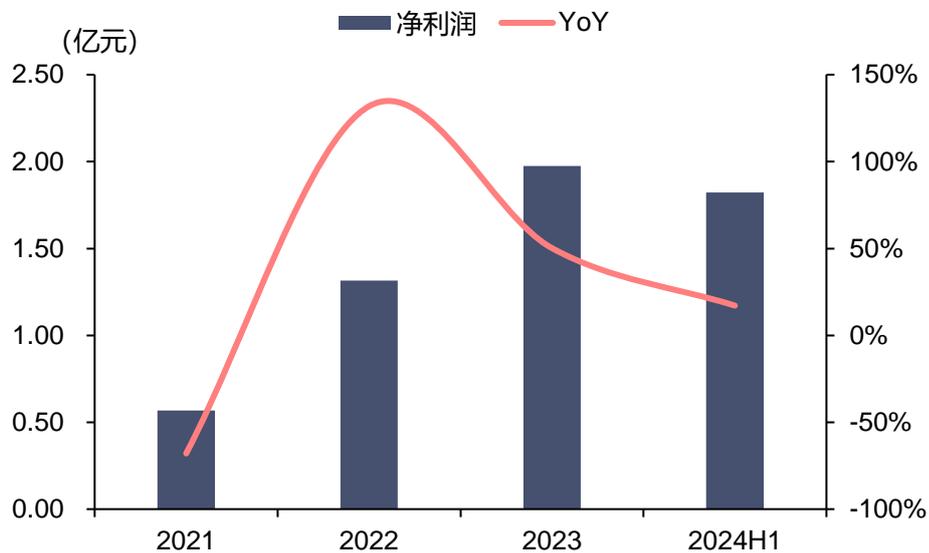
资料来源: 学大教育公司公告, 信达证券研发中心

毛利率显著提升。“双减”政策发布后, 随着市场供给的出清和公司业务结构的调整, 学大的毛利率不断提升, 23 年达到 36.6%, 24H1 达到 36.2%。

**图 29 21~24H1 学大教育（公司教育业务分部）的毛利率**


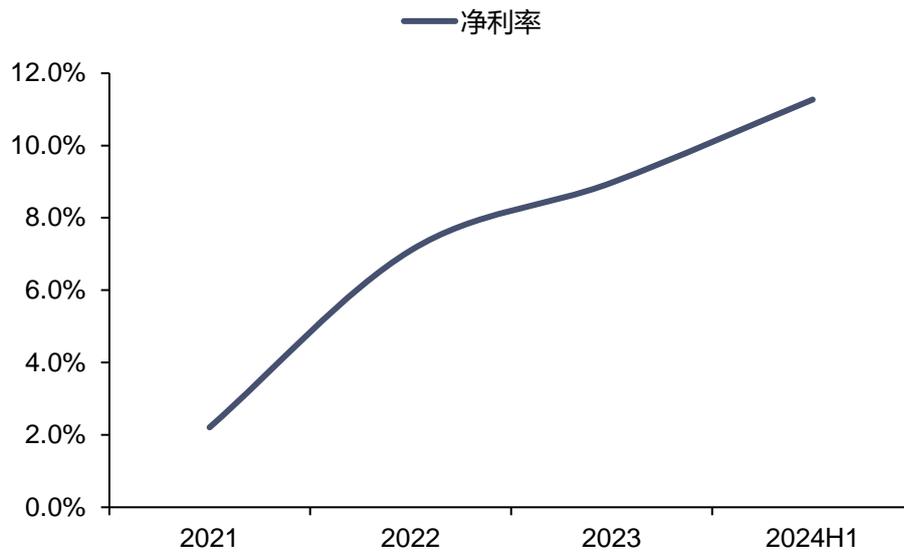
资料来源：学大教育公司公告，信达证券研发中心

**净利润快速增长，净利率不断提高。**21年“双减”政策发布、业务经历调整后，22年开始学大利润开始快速增长，23年利润1.97亿元，已经超过“双减”政策前的最高水平。净利率显著改善，23年达到9.0%，同样超过“双减”政策前的最高水平。

**图 30 21~24H1 学大教育（公司教育业务分部）的净利润及同比增速**


资料来源：学大教育公司公告，信达证券研发中心

图 31 21~24H1 学大教育（公司教育业务分部）的净利率



资料来源：学大教育公司公告，信达证券研发中心

## 三、行业分析：政策边际向好，基本面重获新生

### 3.1 政策边际向好，非学科牌照提速

**政策边际向好，静待高中学科&K9 非学科发力。**24 年 2 月 8 日，教育部发布《校外培训管理条例（征求意见稿）》。首先，并未再次提及“双减”政策中“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”，或意味着官方认可上市公司参与高中学科培训的合理性。此外，明确提到“校外培训按照学科类和非学科类实行分类管理”，K9 非学科培训有望持续展现较强需求。

**非学科牌照进程按下“加速键”。**24 年 4 月，北京明确加快实现非学科机构“应批尽批”，深圳福田区亦提到“尽量优化流程，加快审核、加强辅导，对达到标准的教培机构应批尽批”。牌照加速审批，叠加旺盛的需求，有望在中长期带来线下非学科课外培训的繁荣。8 月，湖南省教育厅发布《关于规范非学科类校外培训机构管理的通知》，促进非学科类校外培训机构规范有序发展。

**表 7 2021 年 7 月 24 日《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》**

核心要点	主要内容
坚持从严审批机构	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，现有学科类培训机构统一登记为非营利性机构。对原备案的线上学科类培训机构，改为审批制； 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； 学科类培训机构一律不得上市融资，严禁资本化运作。上市公司不得通过股票市场融资投资学科类培训机构，不得通过发行股份或支付现金等方式购买学科类培训机构资产。外资不得控股或参股学科类培训机构。
规范培训服务行为	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。 校外培训机构不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假组织学科类培训。 从事学科类培训的人员必须具备相应教师资格。
坚决压减学科类校外培训	对现有学科类培训机构重新审核登记，逐步大大压减，解决过多过滥问题
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。 坚持校外培训公益属性，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。
强化培训收费监管	对校外培训机构预收费进行风险管控，加强对培训领域贷款的监管，有效预防“退费难”、“卷钱跑路”等问题发生

资料来源：中华人民共和国教育部官网，信达证券研发中心

**表 8 2024 年 2 月 8 日《校外培训管理条例（征求意见稿）》主要内容**

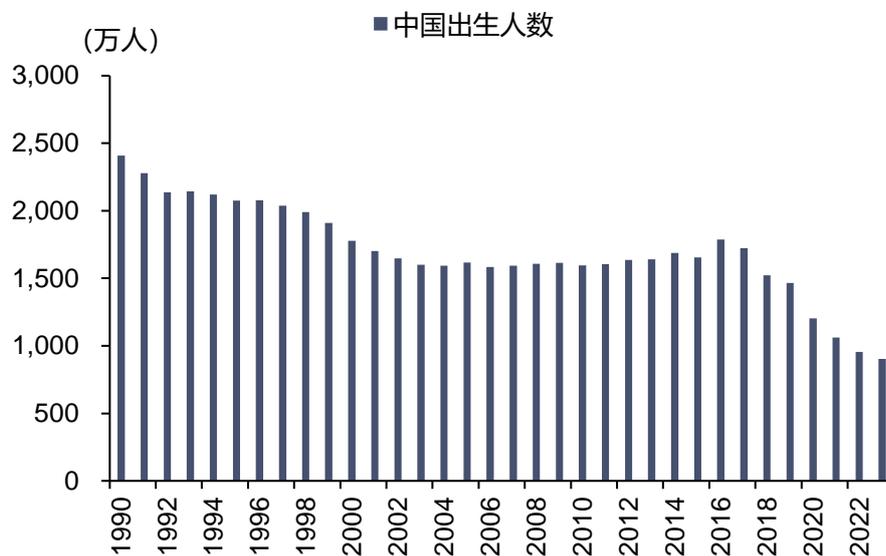
核心要点	主要内容
校外培训分类管理	校外培训按照学科类和非学科类实行分类管理。具体分类办法由国务院教育行政部门会同科技、文化和旅游、体育等部门规定。
鼓励合理校外培训需求	鼓励、支持少年宫、科技馆、博物馆等各类校外场馆（所）开展校外培训，丰富课程设置、扩大招生数量，满足合理校外培训需求。 县级以上地方人民政府应当完善经费保障机制，通过多种方式，引入质量高、信用好的非学科类校外培训机构参与学校课后服务，满足学生多样化需求。

资料来源：中华人民共和国教育部官网，信达证券研发中心

### 3.2 市场空间测算

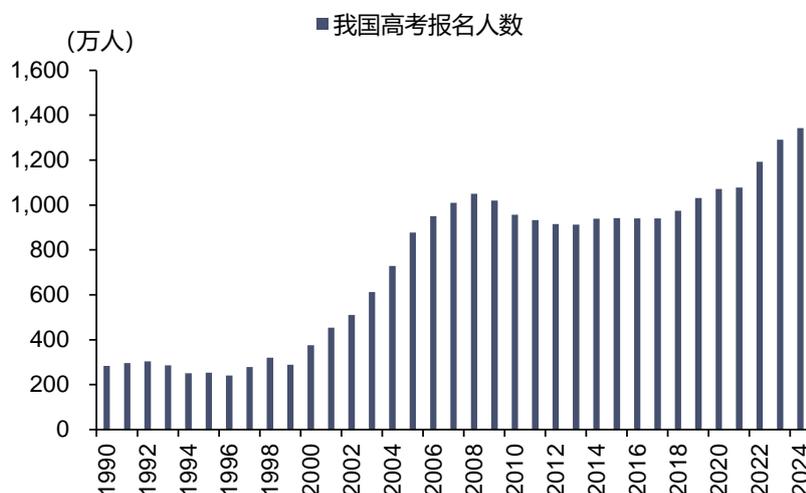
适龄人口数量增长&普通高中学位增加，高中学科类课外培训有望维持 10 年的高景气。03~17 年，我国出生人口一直稳中有增，以高中 15~17 岁的年龄段计算，18~32 年我国高中阶段招生对应的适龄人口数量都将稳中有增。23 年 8 月，教育部、发改委、财政部发布的《关于实施新时代基础教育扩优提质行动计划的意见》提出“扩大优质高中教育资源...增加学位供给，并结合实际优化招生计划安排，有序扩大优质普通高中招生规模”“持续扩大优质普通高中教育资源总量”“积极发展综合高中”来缓解普职分流焦虑，满足更多学生上普高的需求。从 2004-2020 的历史数据来看，我国普职分流的比例一直在 5:5~6:4 左右，23 年我国中等职业教育在校生占高中阶段在校生人数的 38%，未来随着普通高中学位供给增加，以及中职转变为综合高中，参加高考的群体有望不断扩大，高中学科类培训需求有望持续强劲。

图 32 我国出生人数



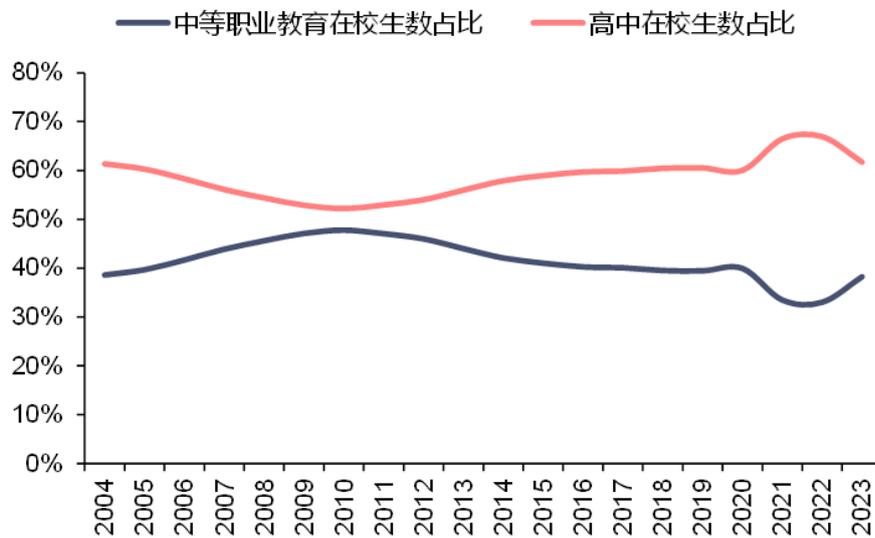
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 33 我国高考报名人数



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

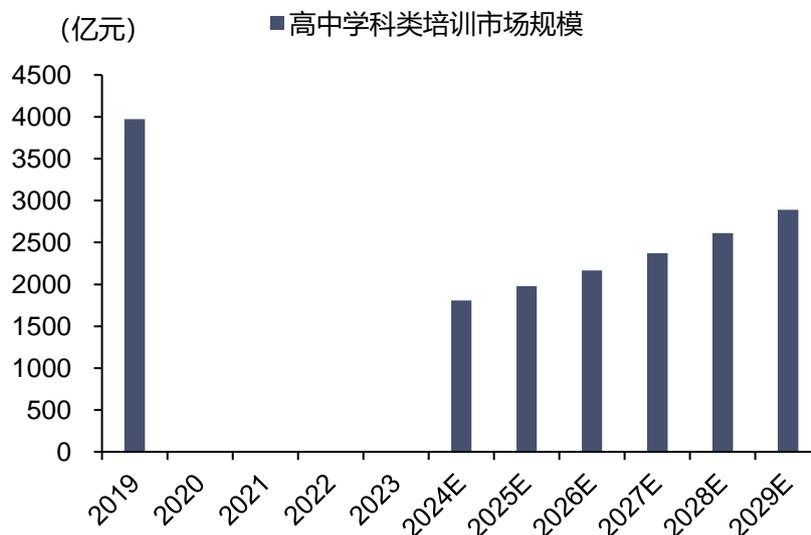
图 34 我国中职和高中在校生占高中阶段在校生比例



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**学科类培训市场规模测算:** 根据《中国教育财政家庭调查报告(2021)》, 19年学科类培训的参与率为 24.4%, 小学/初中/高中的参与率分别为 25.3%/27.8%/18.1%, 平均支出为 6580/9887/12208 元。19年小学/初中/高中阶段的在校生人数 10561/4837/3995 万人, 计算可得小学/初中/高中学科培训规模为 1758/1330/883 亿元, 整体学科类培训的市场规模为 3971 亿元。我们假设, 高中阶段学科类培训参与率每年提升 1pct; 平均支出在 20~21 年 CAGR 为 5%, 22~23 年 CAGR 为 10% (考虑“双减”政策后供给减少, 需求依旧旺盛, 带来价格提升), 24 年后 CAGR 回归 5% (考虑供给开始恢复); 在校生人数为适龄人口基数的 95%, 计算可得 24 年高中学科培训的市场规模为 1808 亿元, 24~29 年 CAGR 有望达到 9.8%。

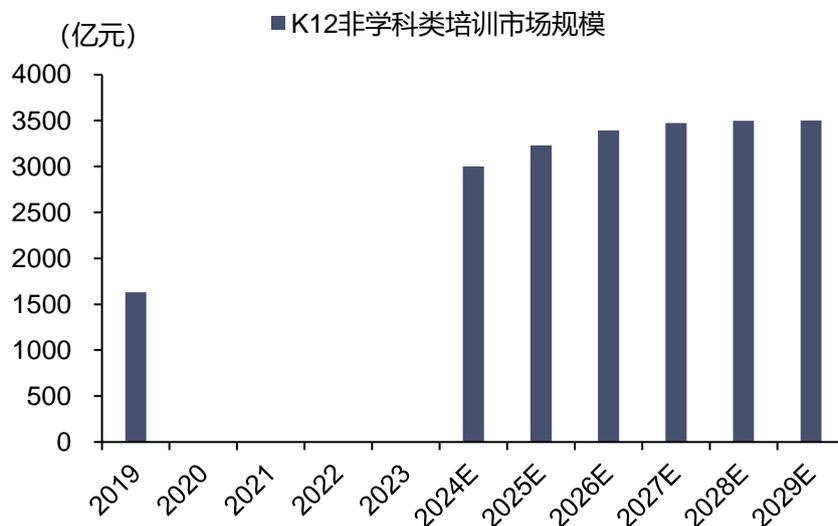
图 35 高中学科类培训市场规模测算



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**非学科类培训市场规模测算:** 根据《中国教育财政家庭调查报告(2021)》, 19年非学科(兴趣类)培训的参与率为15.5%, 小学/初中/高中的参与率分别为22.3%/9.6%/5.8%, 平均支出为5265/3808/9307元。19年小学/初中/高中阶段的在校生人数10561/4837/3995万人, 计算可得小学/初中/高中非学科培训规模为1240/177/216亿元, 整体非学科类培训的市场规模为1632亿元。我们假设24年小学/初中/高中参与率较19年提升8pct/8pct/1pct(考虑“双减”政策后义务教育阶段培训需求从学科部分转向非学科), 25年以后, 小学/初中/高中参与率每年提升1pct/1pct/0.2pct; 平均支出CAGR为5%; 小学/初中/高中在校生人数为适龄人口基数的107%/109%/95%, 计算可得24年非学科培训的市场规模达到3002亿元, 24~29年CAGR有望达到3.1%。

图 36 K12 非学科类培训市场规模测算



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**高考复读市场规模测算:** 24年高考报名人数达到1342万人, 为06年(参加高考的年龄一般为18岁左右)出生人数的85%。我们假设, 高考报名人数/18年前出生人数每年提升2%, 复读比例为高考报名人数的10%, 24年高考复读平均学费为1.5万元/人, 且未来每年增长5%, 计算可得24年高考复读的市场规模约201亿元, 29年有望达到291亿元, CAGR为7.6%。

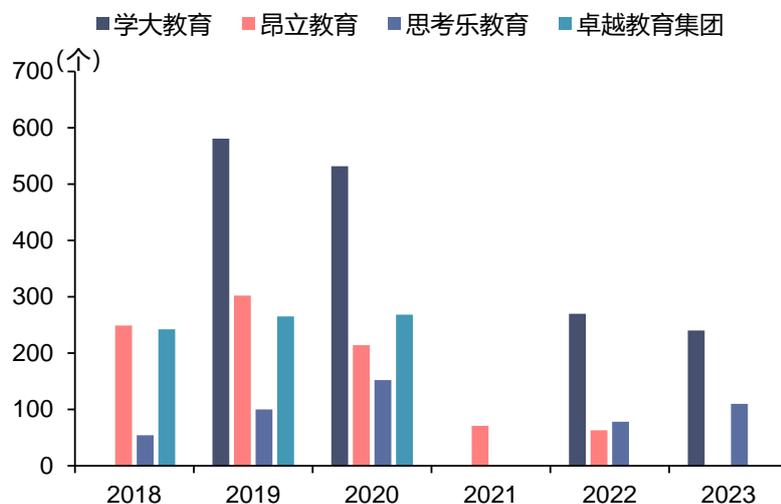
**表 9 复读市场规模测算**

年份	高考报名人数 (万人)	18 年前出生人数 (万人)	高考报名人数/18 年前出生人数	复读比例	复读人数 (万人)	人均支出 (万元/人)	市场规模 (亿元)
2024E	1342	1584	85%	10%	134	1.5	201
2025E	1382	1594	87%	10%	138	1.6	218
2026E	1427	1608	89%	10%	143	1.7	236
2027E	1465	1615	91%	10%	147	1.7	254
2028E	1480	1596	93%	10%	148	1.8	270
2029E	1519	1604	95%	10%	152	1.9	291

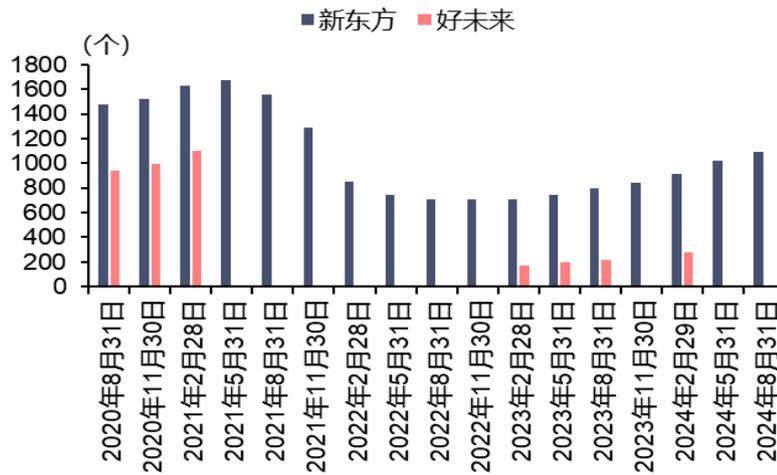
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 3.3 扩张重启, 盈利能力有望提升

**需求旺盛驱动&政策边际向好, 扩张重启。**非学科培训牌照“应批尽批”的加快推进, 以及在 K9 非学科旺盛需求的驱动下, 新东方、好未来、思考乐、卓越、学大等公司重启扩张的节奏, 在网点数量和单店经营面积的提升上考量。截至季报末/23 年末, 新东方/好未来/学大/昂立/思考乐/卓越网点数量恢复至“双减”政策前的 65%/25%/45%/29%/95%/36%。我们估计, 未来 1 个财年行业龙头公司有望以 20~30% 的速度扩张。

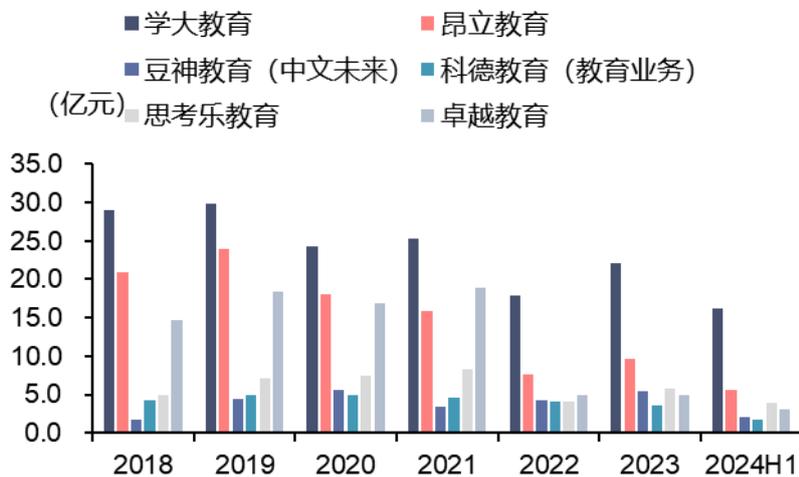
**图 37 A 股和港股课外培训公司网点数量**


资料来源: 学大教育, 昂立教育, 思考乐教育, 卓越教育集团公司公告, 信达证券研发中心

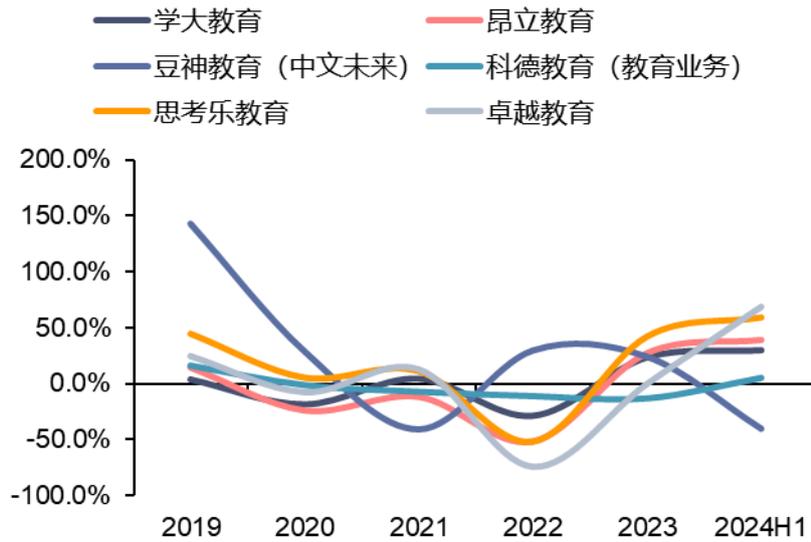
**图 38 美股课外培训公司网点数量**


资料来源：好未来教育集团公司公告、好未来公司公告，信达证券研发中心

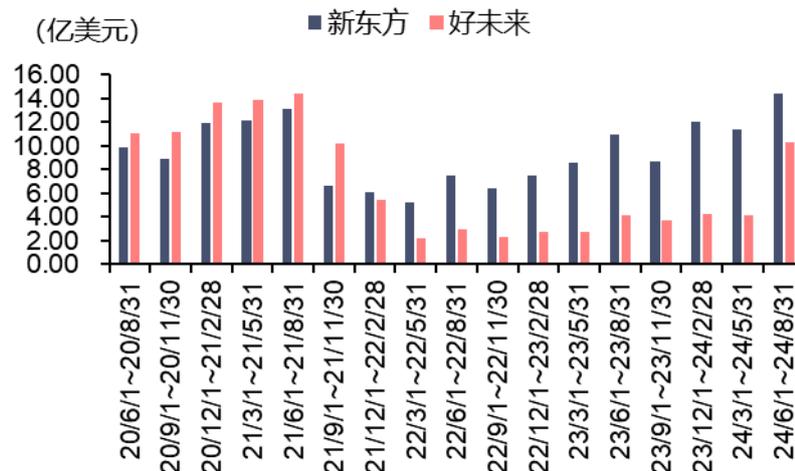
**收入拐点已现。**随着疫情结束以及政策边际优化，教培公司 23 年在收入端已经出现明显的拐点，学大、昂立、豆神旗下中文未来 2023 年收入增速超过 20%，思考乐收入增速超过 40%，科德的教育业务若剔除剥离课外培训业务的影响，收入增速亦超过 20%。24 年上半年，教培公司收入端仍保持高速增长，学大、昂立在 24 年上半年收入分别为 29.4%与 38.9%，思考乐与卓越收入同比增速超过 50%。

**图 39 A 股和港股课外培训公司收入（以人民币为单位）**


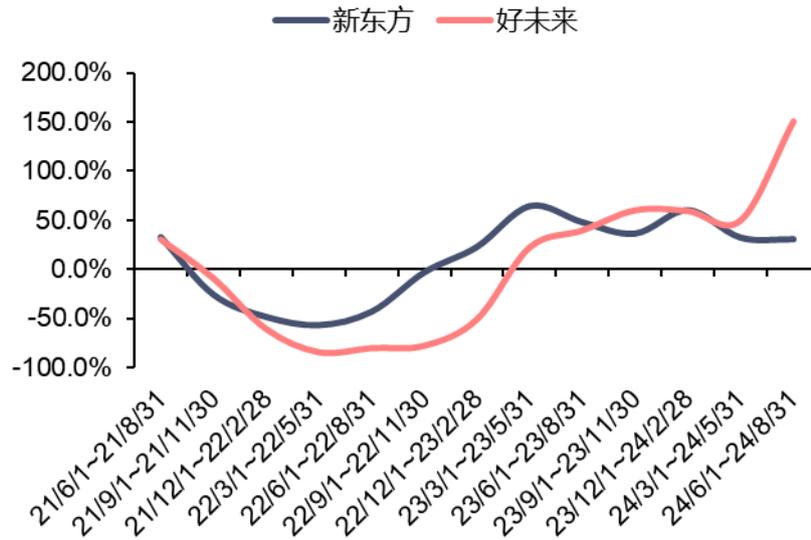
资料来源：同花顺 iFind，信达证券研发中心

**图 40 A 股和港股课外培训公司收入同比增速**


资料来源：同花顺 iFind, 信达证券研发中心

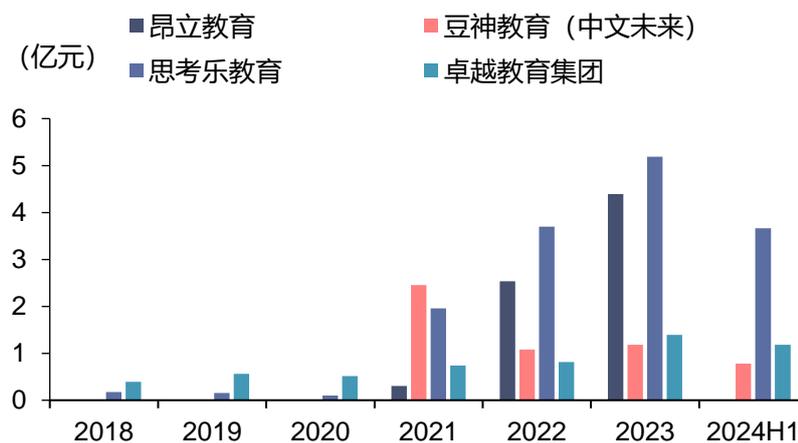
**图 41 美股课外培训公司收入**


资料来源：同花顺 ifind, 信达证券研发中心

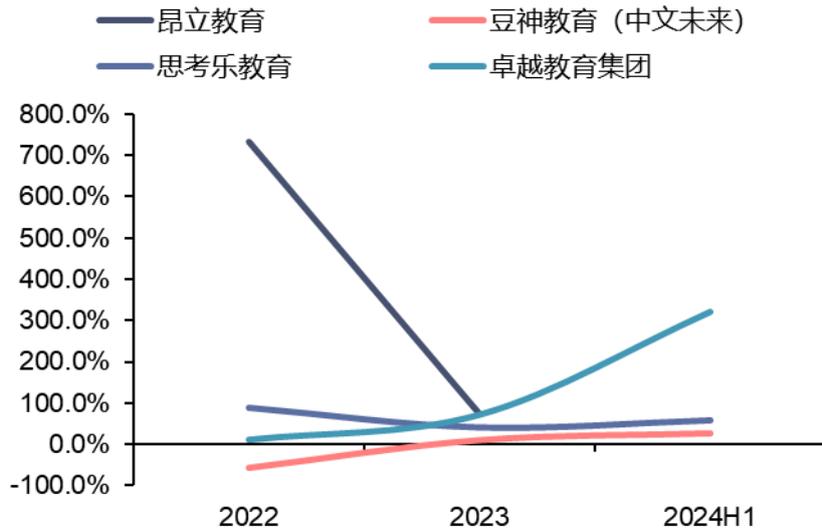
**图 42 美股课外培训公司收入同比增速**


资料来源：同花顺 ifind, 信达证券研发中心

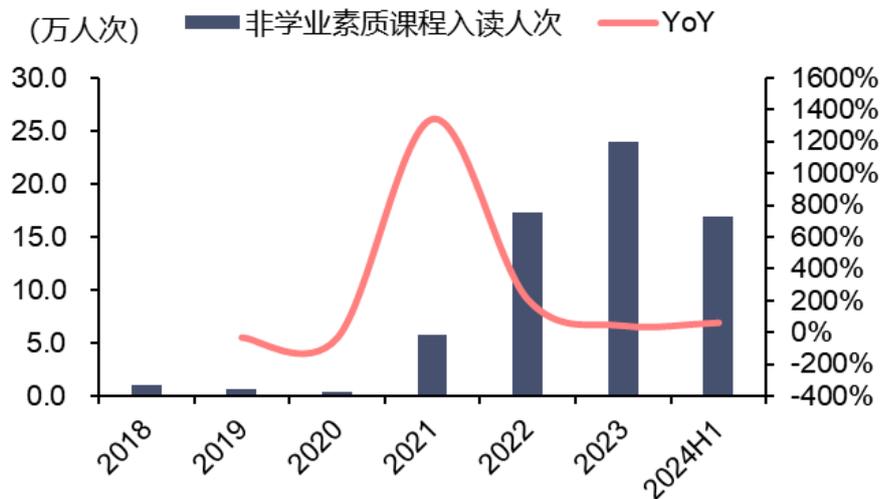
“双减”政策后，义务教育阶段非学科培训需求旺盛，而市场供给大量出清，存量机构充分受益。如 23 年昂立/思考乐/卓越素质教育收入增速高达 73%/40%/71%，非学科素质教育逐渐成为各培训公司主要收入来源。思考乐素质课程入读人数 22/23/24 年上半年分别同比增长 202%/38%/57%，新东方 Q3/Q4FY24/Q1FY25 非学科辅导报名人数人次同增 63%/39%/11%，我们认为非学科培训的旺盛需求具有较强的持续性，特别在义务教育阶段。

**图 43 A 股和港股课外培训公司非学科素质教育收入 (以人民币为单位)**


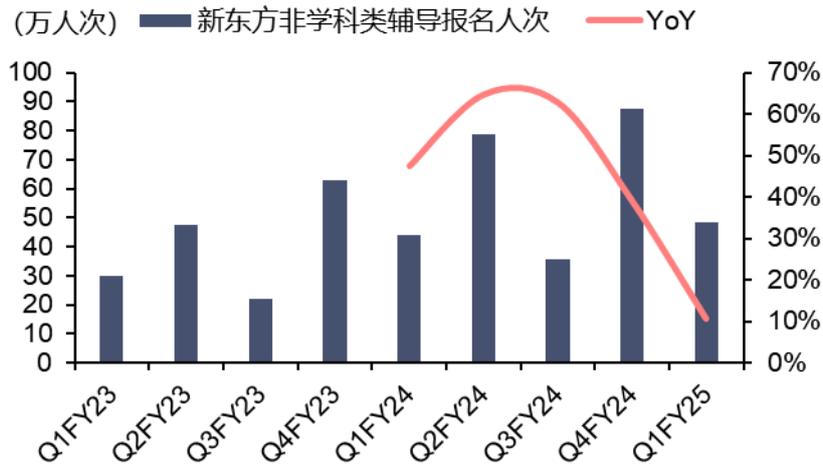
资料来源：昂立教育，豆神教育（中文未来），思考乐教育，卓越教育集团公司公告，信达证券研发中心

**图 44 A 股和港股课外培训公司非学科素质教育收入同比增速**


资料来源：昂立教育，豆神教育（中文未来），思考乐教育，卓越教育集团公司公告，信达证券研发中心

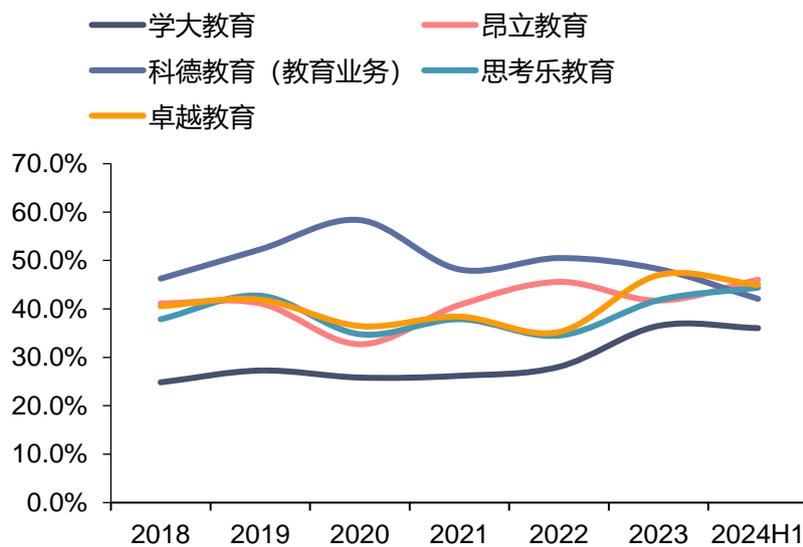
**图 45 思考乐教育非学科素质课程入读人数及同比增速**


资料来源：思考乐教育公司公告，信达证券研发中心

**图 46 新东方非学科类辅导报名人数及同比增速**


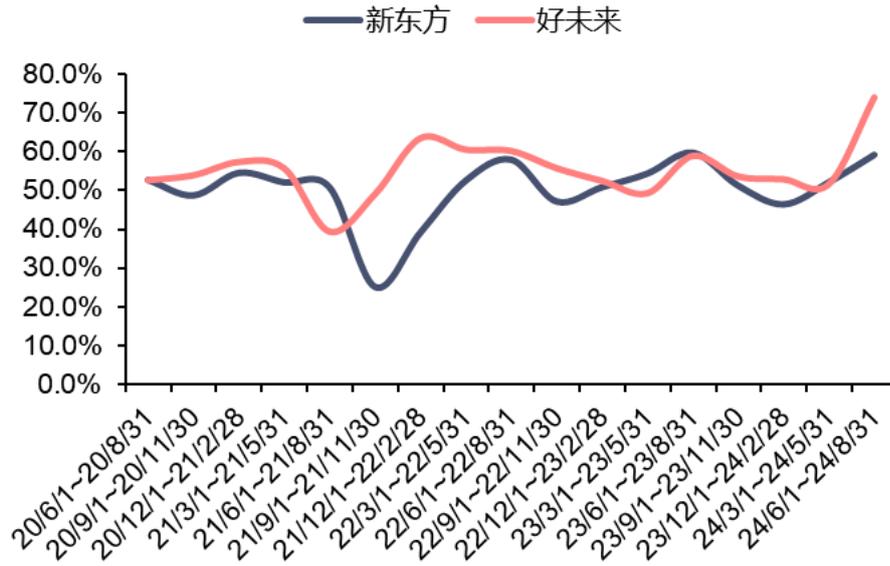
资料来源：新东方教育公司公告，信达证券研发中心

在市场需求旺盛&供给大量出清的背景下，教培公司的盈利能力得到显著提升。从毛利率来看，学大/思考乐/卓越教育的毛利率在23年和24年上半年显著提升，新东方的季度毛利率也呈同比提升趋势。从净利率来看，“双减”政策在21年造成一次性的利润影响后，22/23年学大、科德教育业务、思考乐、卓越的净利率呈现逐年提升的趋势，已接近或超过“双减”之前的净利率水平，新东方（剔除东方甄选的影响）和好未来的季度净利率亦较“双减”前得到优化。

**图 47 A 股和港股课外培训公司毛利率**


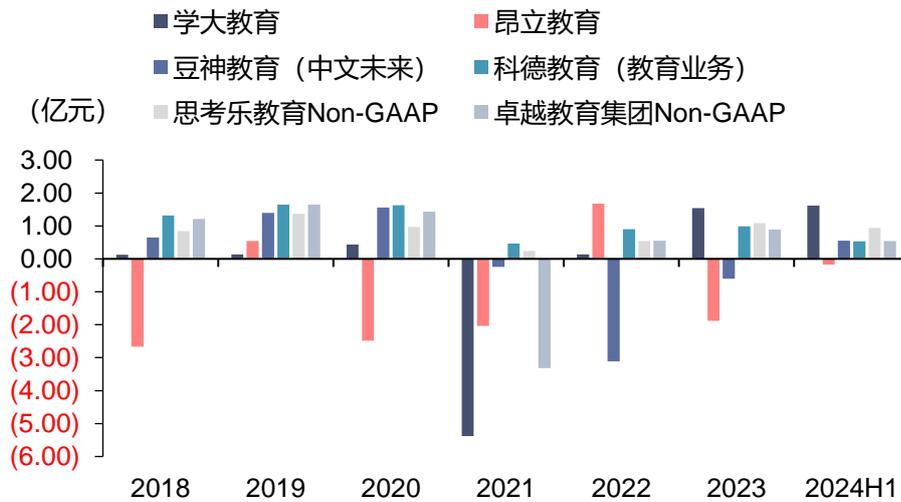
资料来源：昂立教育，豆神教育（中文未来），思考乐教育，卓越教育集团公司公告，信达证券研发中心

图 48 美股课外培训公司毛利率

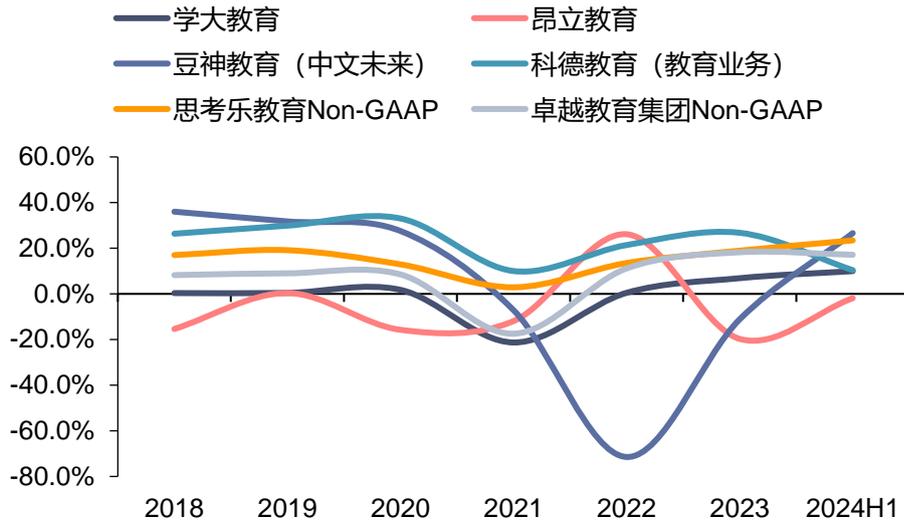


资料来源：好未来教育集团公司公告、好未来公司公告，信达证券研发中心

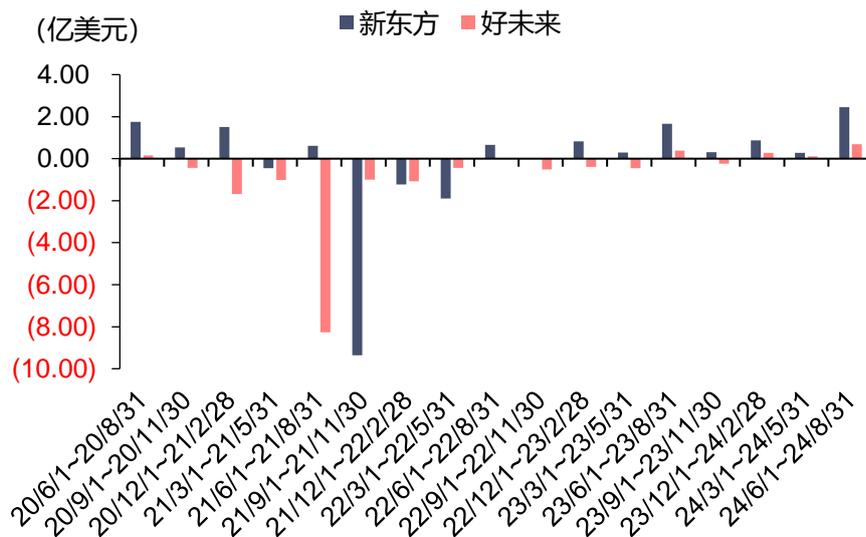
图 49 A 股和港股课外培训公司归母净利润



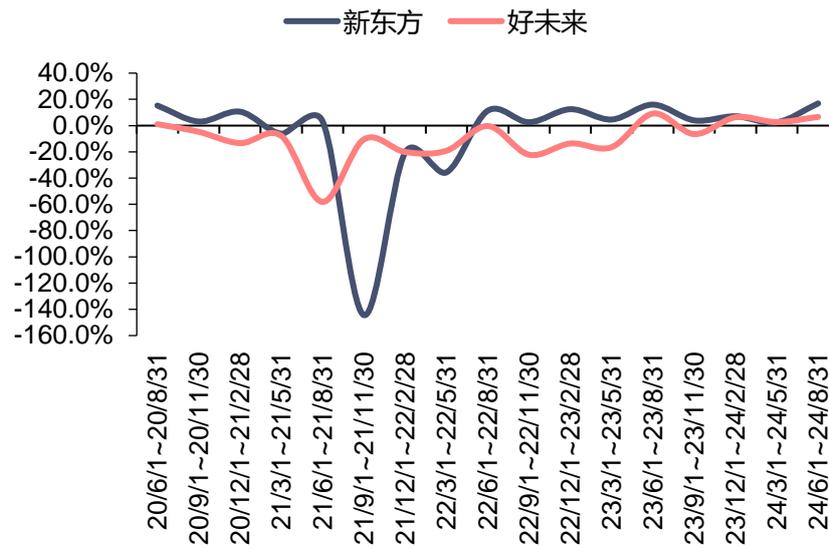
资料来源：同花顺 iFind，信达证券研发中心

**图 50 A 股和港股课外培训公司净利率**


资料来源：同花顺 iFind，信达证券研发中心

**图 51 美股课外培训公司归母净利润**


资料来源：同花顺 iFind，信达证券研发中心

**图 52 美股课外培训公司净利率**


资料来源：同花顺 iFind，信达证券研发中心

## 四、盈利预测及投资建议

**收入：**24 年前三季度，公司实现收入 22.5 亿元、同增 25.3%。考虑到 Q4 一般是个性化教育业务的淡季，我们预计 24~26 年收入为 27.5/32.3/37.3 亿元，同增 24.4%/17.5%/15.5%，其中教育培训收入 26.4/31.1/35.9 亿元，同增 22.8%/17.8%/15.7%。

表 10 公司教育业务预测拆分

(单位, 亿元)	2024E	2025E	2026E
个性化教育 (传统校区)	22.0	25.8	29.9
全日制教育 (培训基地、双语学校)	4.0	4.7	5.4
职业教育	0.4	0.5	0.6
总计	26.4	31.1	35.9

资料来源：信达证券研发中心

**毛利率：**24 年前三季度，毛利率达到 35.0%，考虑到高中学科类培训的旺盛需求，以及公司职业教育业务的发展，我们预计，盈利能力有望持续稳步提升，24~26 年毛利率为 37.1%/37.4%/37.6%。

**净利润和净利率：**24 年前三季度，公司实现归母净利润 1.76 亿元、同增 50.2%，若剔除股份支付费用，实现归母净利润 2.08 亿元。考虑到 Q4 一般是个性化教育业务的淡季，我们预计 24~26 年归母净利润为 2.04/2.56/3.12 亿元、同增 32.9%/25.2%/22.0%，净利率为 7.4%/7.8%/8.4%。

**相对估值法：**选取 A 股课外培训行业 3 家上市公司豆神教育、昂立教育、科德教育作为可比公司，其中豆神教育由于“AI+教育”，估值较高。24~26 年可比公司平均估值为 101x/48x/32x，若剔除豆神教育，24~26 年可比公司平均估值为 70x/23x/18x。

表 11 可比公司估值

公司	股价 (元/股)	EPS				PE			
		2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
科德教育	14.19	0.42	0.49	0.60	0.75	34	29	24	19
昂立教育	13.24	(0.66)	0.12	0.58	0.78	/	110	23	17
豆神教育	9.83	0.02	0.06	0.10	0.16	492	164	98	61
平均							101	48	32
剔除豆神教育的平均							70	23	18
学大教育	43.00	1.25	1.66	2.08	2.54	34	26	21	17

资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：EPS 使用 Wind 一致预期，股价使用 2024 年 11 月 29 日收盘价。

**投资建议：**公司是个性化课外培训的开创者和龙头，“双减”后聚焦高中学科类培训，并拓展职业教育领域。“双减”促使供给出清，而需求依旧旺盛，政策边际向好，公司有望充分受益。估计 24~26 年每股收益为 1.66/2.08/2.54 元，当前股价对应估值 26x/21x/17x，首

次覆盖，给予“买入”评级。

## 五、风险提示

---

**教育行业的政策风险：**课外培训政策边际向好，但仍具有不确定性。

**扩张不及预期的风险：**校区扩张不及预期，或将限制学生人数和收入的增长。

**中职招生难度提升的风险：**近年中职招生难度提升，招生费用提高，且普通高中和综合高中学位增加或将降低中职招生的吸引力。

**宏观经济对教育行业的影响：**若宏观经济持续偏弱，或将影响消费意愿，包括在教育方面的消费支出意愿。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	975	914	1,371	1,503	1,737	
货币资金	875	807	1,251	1,378	1,609	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	28	22	21	21	20	
预付账款	5	6	6	7	8	
存货	1	11	19	21	23	
其他	67	69	73	76	77	
<b>非流动资产</b>	2,207	2,239	2,581	2,855	3,128	
长期股权投资	85	60	60	60	60	
固定资产(合计)	171	164	173	181	190	
无形资产	32	25	23	21	19	
其他	1,919	1,990	2,325	2,593	2,859	
<b>资产总计</b>	3,182	3,152	3,952	4,358	4,865	
<b>流动负债</b>	2,475	1,933	2,336	2,409	2,557	
短期借款	1,099	0	500	350	250	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	0	0	0	0	0	
其他	1,376	1,933	1,836	2,059	2,307	
<b>非流动负债</b>	283	629	781	861	911	
长期借款	0	338	238	118	18	
其他	283	291	542	742	892	
<b>负债合计</b>	2,758	2,563	3,117	3,269	3,467	
少数股东权益	-13	-14	-16	-19	-22	
归属母公司股东权益	437	604	851	1,107	1,420	
<b>负债和股东权益</b>	3,182	3,152	3,952	4,358	4,865	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	1,798	2,213	2,753	3,235	3,735	
同比(%)	-28.9%	23.1%	24.4%	17.5%	15.5%	
归属母公司净利润	14	154	204	256	312	
同比(%)	102.5%	1035.2%	33.0%	25.2%	22.0%	
毛利率(%)	28.0%	36.5%	37.1%	37.4%	37.6%	
ROE%	3.1%	25.5%	24.0%	23.1%	22.0%	
EPS(摊薄)(元)	0.11	1.25	1.66	2.08	2.54	
P/E	391.15	34.46	25.91	20.70	16.96	
P/B	12.13	8.77	6.23	4.79	3.73	
EV/EBITDA	6.30	12.12	13.72	10.87	8.80	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业总收入</b>	1,798	2,213	2,753	3,235	3,735	
营业成本	1,294	1,405	1,731	2,024	2,330	
营业税金及附加	8	11	11	13	15	
销售费用	117	164	191	221	251	
管理费用	257	347	484	552	630	
研发费用	24	27	35	41	47	
财务费用	66	59	52	69	77	
减值损失合计	0	0	0	0	0	
投资净收益	3	3	4	4	5	
其他	28	23	21	25	29	
<b>营业利润</b>	63	226	275	343	418	
营业外收支	-9	-5	-5	-5	-5	
<b>利润总额</b>	54	221	270	338	412	
所得税	43	68	67	84	103	
<b>净利润</b>	11	152	202	253	309	
少数股东损益	-3	-1	-2	-3	-3	
<b>归属母公司净利润</b>	14	154	204	256	312	
EBITDA	438	526	401	488	571	
EPS(当年)(元)	0.12	1.31	1.66	2.08	2.54	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金</b>	216	607	509	633	725	
净利润	11	152	202	253	309	
折旧摊销	324	244	80	81	82	
财务费用	71	61	61	84	93	
投资损失	-3	-3	-4	-4	-5	
营运资金变动	-173	169	166	219	245	
其它	-14	-16	3	1	0	
<b>投资活动现金流</b>	-95	-139	-421	-352	-351	
资本支出	-78	-129	-376	-316	-315	
长期投资	-29	-10	-1	-1	-1	
其他	12	0	-43	-36	-35	
<b>筹资活动现金流</b>	-231	-577	356	-154	-143	
吸收投资	2	61	44	0	0	
借款	-46	-761	400	-270	-200	
支付利息或股息	-42	-26	-61	-84	-93	
<b>现金流净增加额</b>	-107	-108	444	127	231	

## 研究团队简介

范欣悦，CFA，曾任职于中泰证券、中银国际证券，所在团队 2015 年获得新财富第三名、2016 年获得新财富第四名。硕士毕业于美国伊利诺伊大学香槟分校金融工程专业，本科毕业于复旦大学金融专业。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。