

2024 年 12 月 13 日

## 学大教育 (000526.SZ)

投资评级：增持（首次）

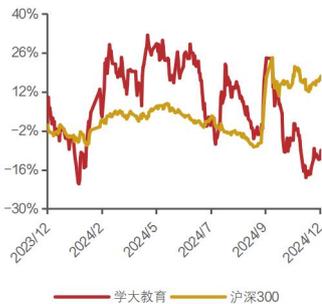
——个性化教育积累深厚，职业教育拓展第二增长曲线

## 证券分析师

朱芸  
SAC: S1350524070001  
zhuyun@huayuanstock.com

## 联系人

## 市场表现：



## 基本数据 2024 年 12 月 12 日

收盘价 (元)	46.24
一年内最高/最低 (元)	70.00/39.56
总市值 (百万元)	5,697.91
流通市值 (百万元)	5,502.72
总股本 (百万股)	123.22
资产负债率 (%)	79.44
每股净资产 (元/股)	6.55

资料来源：聚源数据

## 投资要点：

- **深耕个性化教育 20 余年，创始人历经千帆再掌舵。**公司 2001 年成立以来，深耕个性化教育并迅速扩展全国学习中心，至 2024H1 已有 240 余所学习中心，覆盖 100 多个城市。在巩固个性化教育的基础上，积极布局职业教育、文化阅读和医教融合新领域，拓展多元化业务。2016 年因定增方案终止，公司背负巨额债务，创始人金鑫失去公司控制权。2019 年起金鑫通过多种方式逐步增持股份，于 2021 年再次成为企业实控人，目前公司股权架构趋稳，期待战略重塑后再次起航。
- **全日制教育板块提升盈利能力，高中学科培训需求不减。**由于“一对一”培训模式毛利率提升空间有限，公司逐步布局以班课为主的全日制教育服务业务，未来随着全日制学习业务板块占比提升，公司毛利率有望继续抬升。据我们测算，普通高中在校人数/高考报名人数预计将分别在 2030/2035 年达到高峰，高中学科培训需求中期来看将持续增长。“双减”政策后学科类培训机构供给大幅出清，公司作为头部企业有望通过市场整合提升市占率。
- **职教业务顺应国家人才战略，外延并购推动扩张。**公司职业教育战略涵盖中职教育、高职教育及产教融合、职业技能培训，目前通过联合办学、托管办学及投资等方式运营 16 所中职院校并与多所职业院校和企业合作共建实习基地和产业学院。近期公司通过外延并购拟获得岳阳育盛教育和岳阳现代服务职业学院的控股权，进一步扩大职业教育布局。
- **平滑股权激励费用扰动后 24Q3 归母净利润同比+5.6%，利润增长具备持续性。**2024Q1-Q3 公司实现营收 22.47 亿元(yoy+25.3%)，归母净利润 1.76 亿元(yoy+50.16%)。2024Q3 公司实现营收 6.27 亿元(yoy+15.7%)，归母净利润和扣非归母净利润分别为 1418.58 万元(yoy-49.7%)和 912.44 万元(yoy-46.0%)，考虑到本季度产生 1557.22 万元的股权激励费用扰动，剔除该扰动后公司 Q3 归母净利润和扣非归母净利润同比增速分别为+5.6%和+46.3%，利润增长有可持续性。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 26.76 亿元、32.29 亿元、38.84 亿元，同比增速 21.0%、20.6%、20.3%，归母净利润预测分别为 2.05 亿元、2.64 亿元、3.35 亿元，对应 PE 分别为 28X、22X、17X。我们选取新东方-S、昂立教育、科德教育作为可比公司，2024-2026 年平均 PE 分别 59X、23X、18X，考虑到公司个性化教育培训下游需求旺盛叠加供给减少，业绩高增长确定性较强。公司持续收购托管新学校，职业教育培训有望带来第二增长点，公司 PE 低于可比公司平均水平，首次覆盖，给予公司“增持”评级。
- **风险提示。教育政策变化风险、招生情况不及预期、新业务拓展不及预期。**

## 盈利预测与估值 (人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1,798	2,213	2,676	3,229	3,884
同比增长率 (%)	-28.93%	23.09%	20.95%	20.64%	20.30%
归母净利润 (百万元)	11	154	205	264	335
同比增长率 (%)	102.03%	1,312.29%	33.26%	29.05%	26.53%
每股收益 (元/股)	0.09	1.25	1.66	2.15	2.72
ROE (%)	2.50%	25.46%	25.33%	24.64%	23.76%
市盈率 (P/E)	523.28	37.05	27.80	21.54	17.03

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 26.76 亿元、32.29 亿元、38.84 亿元，同比增速 21.0%、20.6%、20.3%，归母净利润预测分别为 2.05 亿元、2.64 亿元、3.35 亿元，对应 PE 分别为 28X、22X、17X。我们选取新东方-S、昂立教育、科德教育作为可比公司，2024-2026 年平均 PE 分别 59X、23X、18X，考虑到公司个性化教育培训下游需求旺盛叠加供给侧减少，业绩高增长确定性较强。公司持续收购托管新学校职业教育培训有望带来第二增长点，公司 PE 低于可比公司平均水平，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

### 关键假设

结合公司 2024Q1-Q3 业务收入情况及后续战略发展规划，我们假设：

1) 个性化教育：我们预计 2024-2026 年个性化教育业务收入同比增速分别为 15%/20%/20%，对应个性化教育业务收入分别约为 21.65 亿元、25.98 亿元、31.17 亿元。

2) 全日制教育：我们预计 2024-2026 年全日制教育收入同比增速分别为 53%/20%/18%，对应全日制教育业务收入分别约为 3.62 亿元、4.34 亿元、5.12 亿元。

3) 职业教育：我们预计 2024-2026 年职业教育收入同比增速分别为 72%/50%/45%，对应职业教育业务收入分别约为 0.50 亿元、0.75 亿元、1.09 亿元。

4) 文化阅读：公司仍将继续扩展文化空间布局版图，我们预计 2024-2026 年文化阅读收入同比增速分别为 119%/50%/45%，对应文化阅读业务收入分别约为 0.30 亿元、0.45 亿元、0.65 亿元。

未来随着公司业务结构进一步优化，全日制学习业务板块占比提升，公司整体教育培训毛利率有望继续抬升。我们预计 2024-2026 年综合毛利率分别为 36.0%、36.3%、36.5%。

### 投资逻辑要点

高中学科培训需求仍未见顶，行业出清后头部效应更加显著。根据我们测算，普通高中在校人数及高考报名人数预计分别将在 2030/2035 年达到高峰，中期来看高中学科培训需求较强，确保公司核心业务（个性化教育+全日制学习）需求稳定增长，“双减”后的行业出清+牌照停发有利于公司进一步发挥品牌优势，公司业绩持续修复。

外延并购加码扩张，职业教育拓展第二增长曲线。目前，公司通过联合办学、托管办学、投资办学等方式运营中职院校 16 所，与多所职业院校、行业头部企业达成合作。并购脚步并未停滞，2024 年 8 月 29 日公司公告拟出资 2.14 亿收购持有岳阳育盛教育投资有限公司 90% 股权，并实现间接持有岳阳现代服务职业学院 90% 的举办者权益。我们认为职业教育业务符合长期国家战略，公司抢先布局提前抢占市场份额，未来将具备先发优势。

### 核心风险提示

教育政策变化风险、招生情况不及预期、新业务拓展不及预期。

## 内容目录

---

1. 个性化教育叠加多领域教育产品 创始人力挽狂澜再掌舵 .....	5
2. 全日制培训提升盈利中枢 职业教育拓展第二增长曲线 .....	6
3. 营收利润实现双增 加速还款轻装上阵 .....	8
4. 盈利预测与评级 .....	9
5. 风险提示 .....	10

## 图表目录

图表 1: 学大教育发展历程.....	5
图表 2: 截至 2024Q3 主要股东股权穿透图.....	6
图表 3: 2024H1 公司主要业务总览.....	6
图表 4: 普通高中在校人数/高考报名人数预计在 2030/2035 年达到高峰.....	7
图表 5: 双减后义务教育学科类校外培训机构大幅压减.....	7
图表 6: 预计职业教育市场规模将于 2024 年突破万亿.....	8
图表 7: 职业教育产教融合多元化参与主体价值链.....	8
图表 8: 2024Q1-Q3 实现营收利润双增长.....	8
图表 9: 2024Q1-Q3 公司销售/管理/研发费用同比略增.....	8
图表 10: 2021 年以来公司对紫光卓越借款还款进度加快.....	9
图表 11: 可比公司估值表.....	10

## 1. 个性化教育叠加多领域教育产品 创始人力挽狂澜再掌舵

深耕个性化教育二十余载，品牌优势根基稳固，多领域教育产品矩阵遍地开花。2001年9月，学大教育成立并推出全国首家网上家教服务网站，2002年确定线上家教网模式。自公司创建以来，学大教育秉持“以人为本，因材施教”的教育理念，深耕个性化教育赛道。2004年，公司开设首家学习中心，开启从“家教匹配”模式向“一对一个性化辅导”转型的成长之路。2007年，公司获得鼎晖投资1000万美元投资，在此后两年的时间内，全国学习中心迅速扩张并于2009年突破200家。2010年学大教育宣布在纽约证券交易所正式挂牌交易，2012年全国学习中心数量突破400家。2016年7月，银润投资(公司变更前名称)向其控股股东西藏紫光卓远投资借款23.5亿元用于支付收购学大教育及其VIE控制下学大信息的收购对价，至此公司成功回归A股并成为首个并购回归的中概股。截至2024年6月30日，公司共有个性化学习中心240余所，覆盖100+城市，在全国各省市布局30多个全日制培训基地。在个性化教育领域持续巩固其传统优势业务的同时，公司积极顺应职业教育发展趋势，依托多年的教育资源沉淀积累，围绕中高职业教育、产教融合及技能培训业务，多模式打通职业院校学生升学就业通道；在文化阅读及医教融合领域，公司旗下“句象”书店通过搭建定制化阅读场景和沉浸式空间将业务范围扩展至儿童和青少年阅读市场，公司子品牌“千翼健康”专注于为孤独症、注意力缺陷及学习困难儿童提供集筛查与干预为一体的综合解决方案。

图表 1：学大教育发展历程



资料来源：公司官网，iFinD，华源证券研究所

**公司创始人历经千帆再掌舵。**复盘学大教育控制权更迭，2016年2月公司向控股股东紫光卓远借款23.5亿人民币，用以实现私有化，同时推进55亿元定增方案来置换借款，而由于资本市场监管政策变化导致定增方案终止，致使公司背负巨额债务、学大教育创始人金鑫也失去控制权。其后自2019年起，创始人金鑫通过天津安特、天津晋丰等持股主体在二级市场上采用增持、协议转让、定向增发认购等方式间接持有上市公司股份，再次成为公司实控人。截至2024Q3，公司实际控制人金鑫间接控股比例约为11.20%；在前十大股东中，浙江台州椰林湾投资、天津安特、天津晋丰为一致行动人，合计持股比例达23.57%。当前公司股权结构架构趋稳，内部管理理顺，学大教育战略重塑后有望再次扬帆起航。

图表 2：截至 2024Q3 主要股东股权穿透图



资料来源：iFinD，公司公告，华源证券研究所

## 2. 全日制培训提升盈利中枢 职业教育拓展第二增长曲线

**品牌优势稳固，全日制培训提升盈利中枢。**公司已在个性化教育模式下运营多年，在全国“一对一教育”领域品牌效应显著，截至 2024H1 公司约 67% 收入来自“一对一”教育培训。受一对一培训模式的影响，此板块业务毛利率进一步提升空间有限，人效及客单价提升能力低于班课形式。公司自 2019 年起开始布局全日制教育服务业务，以班课为主要形式，其中包括服务于高考复读生及艺考生群体的全日制学习基地和分布在大连、宁波等地的全日制双语学校，截至 2024H1 全日制教育收入占公司总收入的 13.95% (yoy+23.68%)。此外，与 2019 年公司初步开展全日制学习业务时相比，2023 年毛利率提升 9.22pct (2019 年毛利率为 27.28%)，未来随着公司业务结构进一步优化，全日制学习业务板块占比提升，公司毛利率有望继续抬升。

图表 3：2024H1 公司主要业务总览

业务体系	业务模式	业务群体	收入占比
个性化教育	个性化课程+个性小组课	K12	81%
全日制学习	封闭集训学习营，针对高考复读和艺考	高三	14%
职业教育	职教高考、职普融通	初三至高三	1%
综合性学校	双语学校、民办中学	学前至高中	*

资料来源：公司官网，iFinD，华源证券研究所。\*综合性学校收入包含在全日制学习业务中。

**高中学科培训需求仍未见顶，行业出清后头部效应更加显著。**根据我们测算，普通高中在校人数及高考报名人数预计分别将在 2030/2035 年达到高峰，中期来看高中学科培训需求较强。“双减”政策后学科类培训行业供给大幅出清，根据全国校外教育培训监管与服务综合平台数据显示，截至 2024 年 10 月 10 日义务教育阶段线下学科培训机构数量共 4086 个，较原来 12.4 万个压减 97%，义务教育阶段线上学科培训机构数量共 31 个，较原来 263 个压减 88%。考虑到存量牌照经营的监管现状，头部企业市占率有望进一步提升。公司在 2021 年“双减”政策调整后剥离 K9 在线教育业务，截至 2024H1，公司上半年营业收入实现 16.20

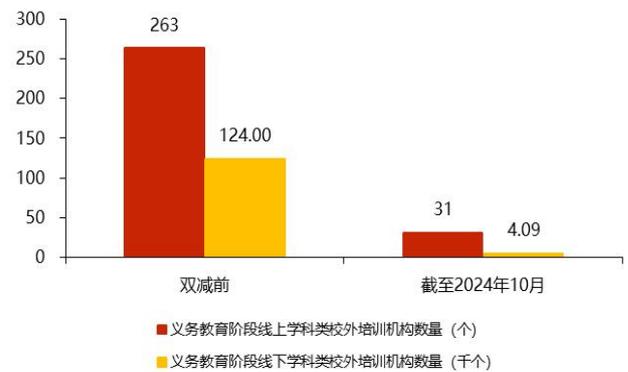
亿元，三年来首次超过 2021 年上半年“双减”政策出台前的营业收入。因此，短期来看国内高考人数仍在向上攀升，确保公司核心业务（个性化教育+全日制学习）需求稳定增长，“双减”后的行业出清+牌照停发有利于公司进一步发挥品牌优势，公司业绩将持续修复。

图表 4：普通高中在校人数/高考报名人数预计在 2030/2035 年达到高峰



资料来源：教育部，华源证券研究所

图表 5：双减后义务教育学科类校外培训机构大幅压减



资料来源：中国人大网，全国校外教育培训监管与服务综合平台，华源证券研究所

**顺应国家人才战略，职业教育拓展第二增长曲线。**自 2021 年下半年起，公司开始实施职业教育战略并在 2022 年后不断深化，据弗若斯特沙利文咨询预测，中国职业教育市场规模将于 2024 年突破万亿。公司职业教育板块涵盖中等职业教育、高等职业教育及产教融合、职业技能培训三个方面，既能利用自身传统优势帮助中等职业学校学生进入高等职业教育或职业本科院校，又可为高职院校或职业本科院校提供建设服务，未来将通过提供多样化服务和关联交易来实现经济效益。目前，公司通过联合办学、托管办学、投资办学等方式运营中职院校 16 所，与多所职业院校、行业头部企业达成合作，实现共建产业学院、二级学院、实习实训基地、产教融合基地等项目。

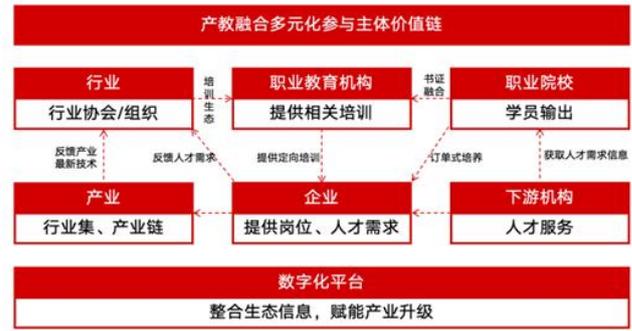
**外延并购加码扩张。**2024 年 8 月 29 日公司公告学大教育公司下属全资子公司学大信息或公司指定的其他全资子公司拟与相关各方签订《股权转让协议》、《举办者合作协议》，逐步出资持有岳阳育盛教育投资有限公司 90% 股权，并实现间接持有岳阳现代服务职业学院 90% 的举办者权益，交易对价合计为 2.14 亿元。此外，学大信息拟以货币出资 160 万元与岳阳育盛现有股东岳阳鸿盛建设有限公司（以下简称“岳阳鸿盛”）共同设立有限责任公司，为高职学校的办学及日常经营管理提供教育资源及运营管理等服务和支撑，其中学大信息持股 80%。目前职业教育业务仍处于起步阶段，形成收入占营业总收入 1%，但考虑到公司该战略符合长期国家战略，公司抢先布局提前抢占市场份额，未来或将具备先发优势。

图表 6：预计职业教育市场规模将于 2024 年突破万亿



资料来源：弗若斯特沙利文咨询，华源证券研究所

图表 7：职业教育产教融合多元化参与主体价值链



资料来源：多鲸教育研究院，华源证券研究所

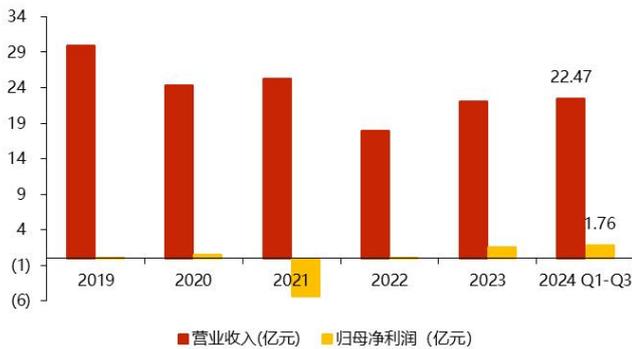
### 3. 营收利润实现双增 加速还款轻装上阵

2024 年前三季度营收利润表现亮眼，预收款稳定增长保障全年业绩。2024Q1-Q3 公司实现营业收入 22.47 亿元，同比+25.29%；归母净利润 1.76 亿元，同比+50.16%。2024 年前三季度公司合同负债共计 9.83 亿元，较年初增长 36.81%。

单季度来看，2024Q3 公司实现营收 6.27 亿元(yoy+15.7%)，归母净利润和扣非归母净利润分别为 1418.58 万元(yoy-49.67%)和 912.44 万元(yoy-45.97%)，考虑到股权激励费用对本季度产生 1557.22 万元的扰动，若剔除该扰动，公司 Q3 归母净利润和扣非归母净利润同比增速分别为+5.6%和+46.3%，利润增长具有可持续性。

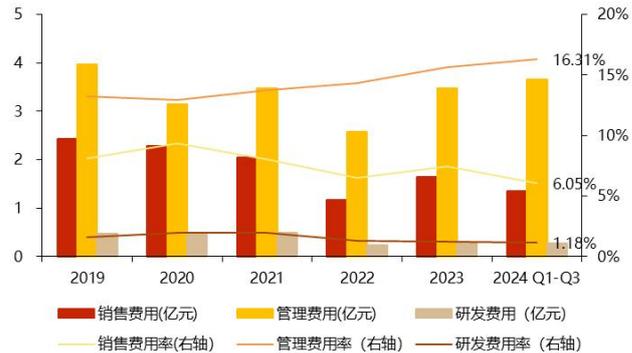
从费用端看，2024Q1-Q3 销售/管理/研发费用率分别为 6.05%/16.31%/1.18%，同比分别-0.48pct/+1.92pct/+0.06pct。管理费用增加主要为人力成本及相关股份支付增加所致。

图表 8：2024Q1-Q3 实现营收利润双增长



资料来源：iFinD，华源证券研究所

图表 9：2024Q1-Q3 公司销售/管理/研发费用同比略增



资料来源：iFinD，华源证券研究所

加速还款轻装上阵，财务费用减轻增厚企业利润。2016 年公司由于定增失败背负 23.5 亿元巨额债务，近年来公司逐步偿还债务，2023-2024 年还款步伐加快，截至 2024 年 11 月 15 日，公司剩余借款本金金额为 1.59 亿元。伴随债务进一步清偿、财务费用降低，公司利润中枢有望进一步抬升。2024Q1-Q3 公司财务费用率为 1.78%，同比-0.75pct；归母净利率 7.82%，同比+1.30pct。考虑到教育行业具有强现金流属性，公司当前在手现金充足，能较有

力支撑外延并购及还款需求。截至 2024Q3 公司期末现金余额为 7.26 亿元，较 2023 年末增加 0.67 亿元。

**图表 10：2021 年以来公司对紫光卓越借款还款进度加快**

日期	剩余借款本金金额（亿元）	备注
2016/2/2	23.5	紫光卓越借款总额
2016/7/22	20	提前还款 3.5 亿元
2017/4/26	18.5	提前还款 1.5 亿元，后展期
2017/12/27	18.15	提前还款 3500 万元，后展期
2019/10/17	17.45	提前还款 7000 万元
2019/11/22	16.05	提前还款 1.4 亿元
2019/12/4	15.75	提前还款 3000 万元
2020/1/21	15.55	提前还款 2000 万元
2020/4/17	15.45	提前还款 1000 万元，后展期
2021/6/8	11.15	使用非公开发行股票募集资金，后展期
2023/7/1	10.14	清偿芯鑫保理持有受让借款本金 1.01 亿元
2023/7/11	7.14	提前还款 3 亿元
2023/8/1	6.54	提前还款 6000 万元
2023/11/30	6.14	提前还款 4000 万元
2024/3/9	5.64	提前还款 5000 万元
2024/4/16	4.64	提前还款 1 亿元
2024/5/6	3.99	提前还款 6500 万元
2024/8/2	3.49	提前还款 5000 万元
2024/8/20	1.99	提前还款 1.5 亿元
2024/11/15	1.59	提前还款 4000 万元

资料来源：公司公告，华源证券研究所

## 4. 盈利预测与评级

结合公司 2024Q1-Q3 业务收入情况及后续战略发展规划，我们假设：

1) 个性化教育：“双减”政策后，伴随行业出清以及停止新批学科类培训牌照，市场供给相对有限。K12 学科培训需求仍然旺盛，公司深耕个性化教育多年，具备品牌优势，在当前优质高教资源相对稀缺背景下，市占率有望进一步提升，培训人次或将持续增长。我们预计 2024-2026 年个性化教育业务收入同比增速分别为 15%/20%/20%，对应个性化教育业务收入分别约为 21.65 亿元、25.98 亿元、31.17 亿元。

2) 全日制教育：全日制教育服务以班课为主要形式，其中包括服务于高考复读生及艺考生群体的全日制学习基地和分布在大连、宁波等地的全日制双语学校。根据我们测算，普通高中在校人数及高考报名人数预计分别将在 2030/2035 年达到高峰，中期来看高中学科培训高需求较强。我们预计 2024-2026 年全日制教育收入同比增速分别为 53%/20%/18%，对应全日制教育业务收入分别约为 3.62 亿元、4.34 亿元、5.12 亿元。

3) 职业教育：公司持续收购、托管运营新校区，职业教育有望成为第二增长点。我们预计 2024-2026 年职业教育收入同比增速分别为 72%/50%/45%，对应职业教育业务收入分别约为 0.50 亿元、0.75 亿元、1.09 亿元。

4) 文化阅读：截至 2024H1 公司开设了 10 所包括“句象书店”在内的，以图书销售、共享阅读、文化沙龙等业态于一体的复合型文化阅读空间作为公司教育业务的协同及扩充。公司仍将继续扩展文化空间布局版图，我们预计 2024-2026 年文化阅读收入同比增速分别为 119%/50%/45%，对应文化阅读业务收入分别约为 0.30 亿元、0.45 亿元、0.65 亿元。

未来随着公司业务结构进一步优化，全日制学习业务板块占比提升，公司整体教育培训毛利率有望继续抬升。我们预计 2024-2026 年综合毛利率分别为 36.0%、36.3%、36.5%。

由此，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 26.76 亿元、32.29 亿元、38.84 亿元，同比增速 21.0%、20.6%、20.3%，归母净利润预测分别为 2.05 亿元、2.64 亿元、3.35 亿元，对应 PE 分别为 28X、22X、17X。我们选取新东方-S、昂立教育、科德教育作为可比公司，2024-2026 年平均 PE 分别 59X、23X、18X，考虑到公司个性化教育培训下游需求旺盛叠加供给侧减少，业绩高增长确定性较强。公司持续收购托管新学校职业教育培训有望带来第二增长点，公司 PE 低于可比公司平均水平，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

图表 11：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价			EPS			PE		
		2024-12-12	24E	25E	26E	24E	25E	26E		
9901.HK	新东方-S	49.80	2.22	2.99	3.88	22	17	13		
600661.SH	昂立教育	14.58	0.12	0.58	0.78	122	25	19		
300192.SZ	科德教育	16.04	0.49	0.60	0.75	33	27	21		
平均						59	23	18		

资料来源：Wind, 华源证券研究，注：盈利预测来自 wind 一致预期，新东方-S 收盘价为港元，新东方-S 一致预测对应 2025E-2027E，EPS 单位为港元/股，其他可比公司 EPS 单位为元/股。

## 5. 风险提示

1) 教育政策变化风险：职业教育行业景气度与政策环境关联度较高，近年来为支持鼓励职业教育行业发展，国家陆续出台产业扶持政策，若政策后续存在重大变化及调整将对行业发展趋势产生重大影响。

2) 招生情况不及预期：教育公司招生存在低于预期的风险，从而造成业绩不及预期。

3) 新业务拓展不及预期：若公司无法应对市场变化，及时调整产品经营策略及产品结构以适应市场需求，新业务拓展可能无法达到预期效果。

**附录：财务预测摘要**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	807	1,096	1,512	2,047
应收票据及账款	22	26	31	37
预付账款	6	7	8	10
其他应收款	56	66	80	96
存货	11	5	6	8
其他流动资产	13	22	26	30
<b>流动资产总计</b>	<b>914</b>	<b>1,221</b>	<b>1,663</b>	<b>2,227</b>
长期股权投资	60	60	60	60
固定资产	566	556	524	467
在建工程	31	26	21	16
无形资产	25	24	22	20
长期待摊费用	281	280	276	267
其他非流动资产	1,275	1,282	1,268	1,279
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,239</b>	<b>2,228</b>	<b>2,170</b>	<b>2,109</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,152</b>	<b>3,449</b>	<b>3,833</b>	<b>4,336</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	0	0	0	0
其他流动负债	1,933	2,090	2,290	2,538
<b>流动负债合计</b>	<b>1,933</b>	<b>2,090</b>	<b>2,290</b>	<b>2,539</b>
长期借款	625	561	482	403
其他非流动负债	4	4	4	4
<b>非流动负债合计</b>	<b>629</b>	<b>565</b>	<b>486</b>	<b>407</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,563</b>	<b>2,655</b>	<b>2,776</b>	<b>2,946</b>
股本	122	123	123	123
资本公积	930	929	929	929
留存收益	-448	-243	21	356
归属母公司权益	604	809	1,074	1,408
少数股东权益	-14	-15	-17	-18
<b>股东权益合计</b>	<b>590</b>	<b>794</b>	<b>1,057</b>	<b>1,390</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>3,152</b>	<b>3,449</b>	<b>3,833</b>	<b>4,336</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	152	189	249	319
折旧与摊销	244	241	283	327
财务费用	59	47	40	31
投资损失	-3	-4	-4	-4
营运资金变动	169	139	174	219
其他经营现金流	-14	15	11	11
<b>经营性现金净流量</b>	<b>607</b>	<b>627</b>	<b>753</b>	<b>904</b>
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-139</b>	<b>-226</b>	<b>-218</b>	<b>-259</b>
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>-577</b>	<b>-111</b>	<b>-119</b>	<b>-110</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>-108</b>	<b>289</b>	<b>416</b>	<b>535</b>

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>2,213</b>	<b>2,676</b>	<b>3,229</b>	<b>3,884</b>
<b>营业成本</b>	<b>1,405</b>	<b>1,713</b>	<b>2,057</b>	<b>2,466</b>
税金及附加	11	12	14	17
销售费用	164	198	238	285
管理费用	347	420	506	608
研发费用	27	33	40	49
财务费用	59	47	40	31
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	9	-1	-2	-2
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	3	4	4	4
公允价值变动损益	-3	0	0	0
资产处置收益	3	9	8	7
其他收益	14	15	15	15
<b>营业利润</b>	<b>226</b>	<b>280</b>	<b>359</b>	<b>452</b>
营业外收入	1	3	3	3
营业外支出	6	10	10	10
其他非经营损益	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>221</b>	<b>272</b>	<b>351</b>	<b>444</b>
所得税	68	68	88	111
<b>净利润</b>	<b>152</b>	<b>204</b>	<b>263</b>	<b>333</b>
少数股东损益	-1	-1	-1	-1
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>154</b>	<b>205</b>	<b>264</b>	<b>335</b>
EPS(元)	1	2	2	3

**主要财务比率**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	23.09%	20.95%	20.64%	20.30%
营业利润增长率	260.95%	23.66%	28.32%	26.02%
归母净利润增长率	1,312.29%	33.26%	29.05%	26.53%
经营现金流增长率	180.64%	3.20%	20.12%	20.06%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	36.50%	36.00%	36.30%	36.50%
净利率	6.88%	7.62%	8.16%	8.58%
ROE	25.46%	25.33%	24.64%	23.76%
ROA	4.88%	5.94%	6.90%	7.72%
<b>估值倍数</b>				
P/E	37.05	27.80	21.54	17.03
P/S	2.58	2.13	1.76	1.47
P/B	9.43	7.04	5.31	4.05
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EV/EBITDA	12	10	7	5

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，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作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。