

# 传统高中教培稳健，职业教育打造第二增长曲线

## 核心观点

- **学大教育是个性化教培引领品牌。**公司成立于2001年，在个性化教培领域深耕，截至目前拥有约240个学习中心（24H1）和3000多名教师员工，覆盖城市100余座，累计辅导超200万名学员。公司实控人为创始人金鑫，管理层经验丰富。
- **行业层面：1）双减政策下行业出清，近期教培政策预期向好。**双减政策落地以来，截至目前（2024年12月）约95%的机构退出市场。2月《校外培训管理条例》征求意见稿，时间限制放开并解决扩点位问题，有望带来收入增长。两会《2024年政府工作报告》将科教兴国位列2024年政府工作报告任务第二条着重阐述。我们认为教培政策逐步预期稳定下，存量玩家具备收入业绩+估值全面提高的实际条件。  
**2）行业龙头（如新东方、好未来）在受到双减冲击后，积极调整方向，发展新业务，在供需极度变化的市场下，依靠自身研发优势+组织架构调整，优先在新的市场下走出新的教培路径。**收入业绩层面，经历约一年半-两年时间调整，我们能看到龙头公司收入逐季度明显回暖，预计盈利能力随着行业竞争格局优化也在持续向上，我们看好行业发展。  
**3）职业教育：职教体系利好政策不断出台，未来市场空间广阔。**
- **看点：公司是个性化教育领域龙头，未来有望稳健发展。**公司教学中心数量位居行业前三，全国性布局口碑好、知名度高，考虑到个性化教育行业壁垒，这些将有助于未来进一步扩张和打开市场空间。传统高中教培：以线下教学为主，覆盖主要一、二线城市。目前有教师3000余人（2017年超8000人），学习中心约240所（双减前532家），我们认为随着行业回暖，公司教师人数和网点扩张，未来传统强势高中教培有望稳健。全日制学习：公司目前拥有30多家全日制教育基地，并打造五所全全日制综合性学校。
- **新增长点：职业教育顺应行业发展趋势布局，有望打开第二增长曲线。**2022年8月末，公司宣布设立全资职业教育平台公司，截至2024年8月末，已完成7所职校收购，随着未来职校学校陆续完成收购并表，我们认为公司职教板块有望打开第二增长曲线。
- **公司业绩持续改善，未来成本费用优化空间大，看好盈利能力提升。**1) 公司24Q1-Q3实现收入22.5亿元(yoy+25%)/归母净利润1.76亿元(yoy+50%)。费用方面，公司24Q1-Q3利息费用3648万，随着公司借款偿还财务费用存在优化空间。2) 未来在公司教师产能利用率提升、课程价格提升、及规模效应作用下，公司利润率也有较大向上空间，看好公司经营持续向上。

## 盈利预测与投资建议

- 我们预测公司2024-2026年每股收益为1.76/2.25/2.76元。采用可比公司估值法，根据可比公司25年调整后PE为24x，公司25年每股收益为2.25元，对应公司目标价54.00元，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**行业监管政策风险，宏观经济波动，行业竞争加剧，商誉减值风险等

## 公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,798	2,213	2,769	3,387	3,993
同比增长(%)	-28.9%	23.1%	25.1%	22.3%	17.9%
营业利润(百万元)	63	226	292	372	456
同比增长(%)	112.9%	260.9%	29.2%	27.4%	22.5%
归属母公司净利润(百万元)	14	154	217	277	340
同比增长(%)	102.5%	1035.2%	41.1%	27.7%	22.7%
每股收益(元)	0.11	1.25	1.76	2.25	2.76
毛利率(%)	28.0%	36.5%	33.9%	34.1%	34.1%
净利率(%)	0.8%	7.0%	7.8%	8.2%	8.5%
净资产收益率(%)	3.1%	29.5%	29.1%	27.1%	25.5%
市盈率	382.6	33.7	23.9	18.7	15.3
市净率	11.9	8.6	5.9	4.5	3.5

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（首次）
股价（2024年12月31日）	42.06元
目标价格	54.00元
52周最高价/最低价	70/39.56元
总股本/流通A股（万股）	12,322/11,902
A股市值（百万元）	5,183
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2025年01月04日

## 股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-1.59	-2.19	-33.33	-15.86
相对表现%	-0.37	-2.66	-31.27	-30.54
沪深300%	-1.22	0.47	-2.06	14.68



## 证券分析师

项雯倩	021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120
李雨琪	021-63325888-3023 liyujqi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135

## 联系人

金沐阳	jimmuyang@orientsec.com.cn
-----	----------------------------

## 目录

公司概况：个性化教育领军者，业绩持续恢复 .....	5
公司概况：个性化教育行业领军者 .....	5
财务：公司业绩持续恢复 .....	7
股东和管理层：实控人为创始人金鑫，管理层经验丰富 .....	9
行业：政策致供给大幅出清+阶段边际回暖 .....	11
政策：双减政策致行业强势出清，供给大幅度收缩 .....	11
典型案例分析：新东方优先恢复，带领行业 .....	13
职业教育：政策利好，市场空间大 .....	15
看点：个性化教育领域龙头，口碑好知名度高 .....	17
新增长点：职业教育顺应行业发展趋势布局，有望打开第二增长曲线 .....	21
盈利预测与投资建议 .....	22
盈利预测 .....	22
投资建议 .....	23
风险提示 .....	24

## 图表目录

图 1: 公司发展历程时间轴.....	5
图 2: 学大教育股价复盘（左轴：元；右轴：CI005816.WI）.....	6
图 3: 公司教育培训业务分类（截至 24H1）.....	7
图 4: 学大教育营业收入及增速.....	7
图 5: 学大教育归母净利润及增速.....	7
图 6: 学大教育季度收入及增速.....	8
图 7: 学大教育单季度归母净利润.....	8
图 8: 学大教育毛利率和净利率变化.....	8
图 9: 学大教育费用率变化.....	8
图 10: 学大教育分业务收入拆分.....	9
图 11: 学大教育分地区收入拆分.....	9
图 12: 公司股权结构（截至 2024Q3）.....	9
图 13: 双减政策对多方面做出严格规定.....	11
图 14: 双减前后 K9 线上机构数目对比.....	11
图 15: 双减前后 K9 线下机构数目对比.....	11
图 16: 双减落地后，新东方学习中心及学校数量收缩.....	13
图 17: 新东方素质教育和高中教培收入.....	13
图 18: 新东方整体教育业务收入.....	13
图 19: 新东方单季营收（亿 USD）及其同比增速.....	14
图 20: 新东方单季毛利（亿 USD）及其同比增速.....	14
图 21: 好未来营业收入及增速.....	14
图 22: 好未来毛利及增速.....	14
图 23: 好未来调整后净利润及利润率.....	15
图 24: 好未来分业务收入.....	15
图 25: 初中至高中/中职升学率.....	16
图 26: 高中至本科/职业本专科升学率.....	16
图 27: 职业教育市场规模.....	16
图 28: 头部教育机构最新教学网点数量对比.....	17
图 29: 新东方高中家教业务收入（亿 USD）.....	17
图 30: 六大环节贯彻个性化理念，环环相扣深度服务学生需求.....	18
图 31: 四大特色课程因材施教，六名教师全面辅导，助力学生提升学习水平.....	18
图 32: 2016-2023 公司教学点及覆盖城市数量.....	19
图 33: 个性化学习中心省份分布（2024 年 12 月）.....	19
图 34: 公司严格筛选教师，保障优秀师资.....	19

图 35：2017 年以来公司教师规模有所精简，优化团队质量.....	20
图 36：成都学大全日制基地教室环境.....	20
图 37：兰州学大全日制基地宿舍环境.....	20
图 38：五所全日制综合学校概况.....	21
表 1：公司发展历程.....	5
表 2：公司高管.....	10
表 3：双减后教育培训相关政策梳理.....	12
表 4：职业教育培训相关政策梳理.....	15
表 5：公司职业教育业务板块.....	21
表 6：收购学校简介.....	22
表 7：收入分类预测.....	23
表 8：可比公司估值表.....	23

## 公司概况：个性化教育领军者，业绩持续恢复

### 公司概况：个性化教育行业领军者

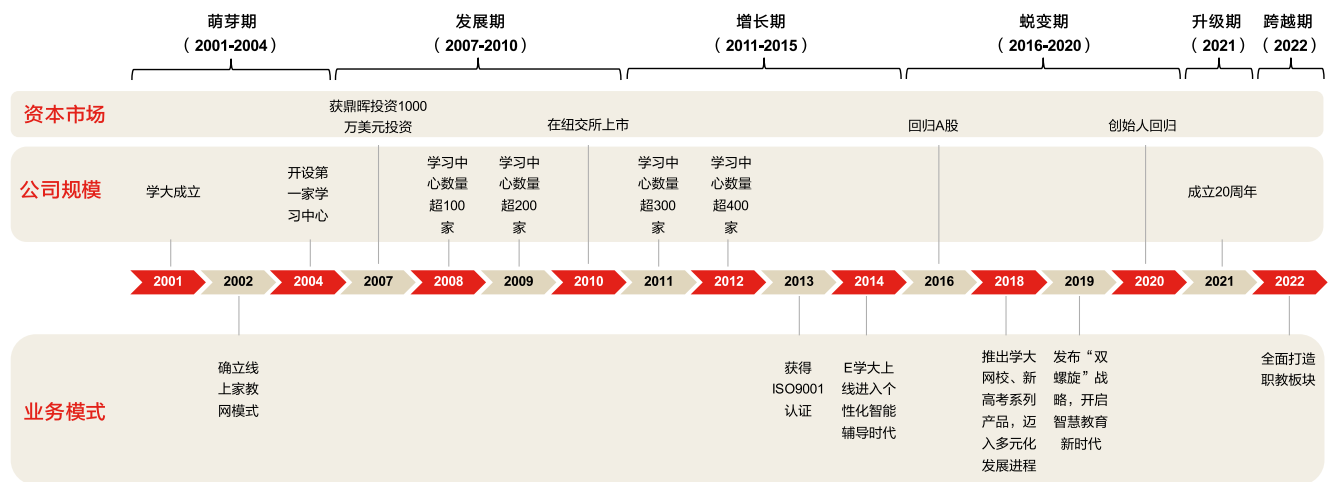
学大教育成立于 2001 年，截至 24H1 公司拥有超 240 个个性化学习中心，覆盖城市 100 余座，累计辅导超 200 万名学员。

**萌芽发展期（2001-2010）：**2001 年，公司正式成立，于 2004 年开设第一家学习中心。2007 年，鼎晖投资向学大投资 1000 万美元，公司学习中心数量快速增长。2010 年，学大成功在美国纽交所上市。

**增长蜕变期（2011-2020）：**上市后学大继续扩大规模，2012 年学习中心数量超过 400 家，并在次年通过了 ISO9001 认证。2014 年 E 学大平台的上线标志着学大正式进入个性化智能辅导时代。2015 年公司回归 A 股，公司实控人从金鑫变更为清华控股有限公司。2018 年，学大网校、新高考等系列产品陆续推出，次年发布的线上线下融合的“双螺旋”战略开启了智慧教育新时代。2020 年，创始人金鑫回归（于 2021 年 4 月正式重新成为学大实控人）。

**升级跨越期（2021 年至今）：**2021 年 7 月，双减政策正式发布，学大暂停 K9 教培业务，开始多元化转型之路，重点聚焦于高中教培服务，并于 2022 年起全面打造职业教育板块。2022 年 8 月，学大宣布设立全资职业教育平台，开始推进全年龄段、智能化的文化服务。

图 1：公司发展历程时间轴



数据来源：公司官网，东方证券研究所

表 1：公司发展历程

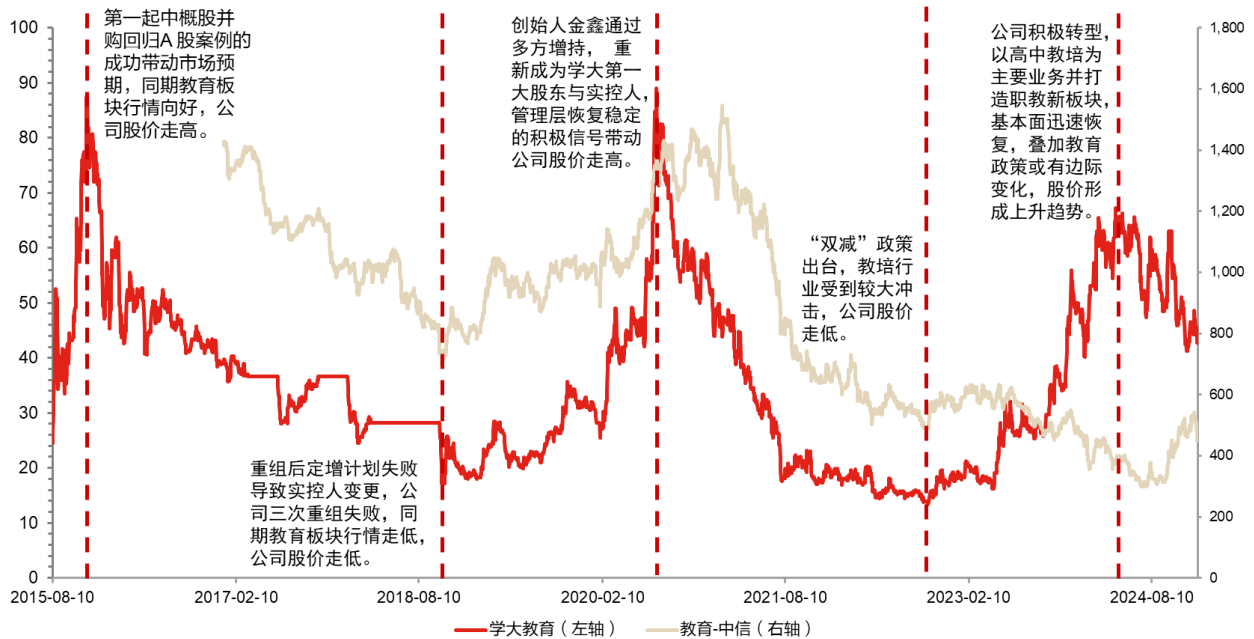
阶段	年份	内容
萌芽	2001	学大成立
	2002	确立线上家教网模式
	2004	开设第一家学习中心
发展	2007	获鼎晖投资 1000 万美元投资
	2008	学习中心数量超过 100 家
	2009	学习中心数量超过 200 家
	2010	成功登录美国纽交所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

增长	2011	学习中心数量超过 300 家
	2012	学习中心数量超过 400 家
	2013	获得 ISO9001 认证
	2014	E 学大上线，进入个性化智能辅导时代
蜕变	2016	从美股私有化退市，回归 A 股，为中概股并购回归第一股，公司实控人从金鑫变更为清华控股有限公司
	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	创始人金鑫重新成为上市公司第一大股东和公司最终实际控制人
升级	2021	成立 20 周年，全面开拓业务，建立综合性、多元化教育集团
跨越	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

数据来源：学大教育官网，东方证券研究所

图 2：学大教育股价复盘（左轴：元；右轴：CI005816.WI）



数据来源：wind，东方证券研究所

教育培训是公司的核心业务，2024H1 收入占比为 96.35%。具体看教培业务方面，公司凭借个性化教育业务起家，后 2022 年起发展职业教育。

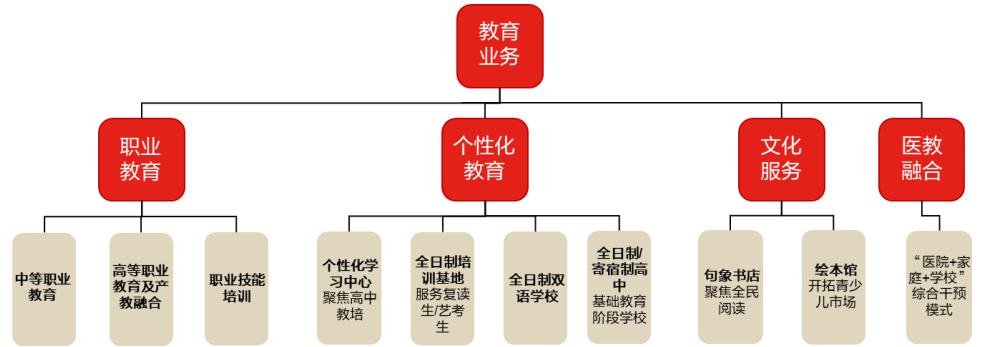
**个性化教育：公司已专注个性化教育实践 20 余年，为公司最主要业务。**

- **个性化学习：1) 教学：**公司拥有完善的个性化课程体系，四大特色课程+教师六对一服务，为每一名学生提供全方位的教学服务。**2) 师资：**公司师资力量强大，通过严格筛选和系统培养，积累了有 3000 多名骨干专职教师的团队。**3) 学习中心：**目前公司共建立了超 240 所个性化学习中心（24H1），覆盖全国 100 多个城市。
- **全日制基地：**公司已经布局了 30 余所全日制培训基地，为高考复读生、特长生等学生群体提供个性化的教学服务。此外，公司还在大连、宁波等地精心打造全日制双语学校，通过个性化基础教育培养高素质人才。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

**职业教育：通过收购职业教育学校打造全新职教板块。**职教涵盖中等职业教育、高等职业教育及产教融合、职业技能培训三个板块。通过联合办学、校企合作、投资举办、专业共建等模式全面打通职业院校学生成长成才和升学就业的通道，构建以培养高素质职业技能人才为目标的现代化职业教育发展新生态。

图 3：公司教育培训业务分类（截至 24H1）



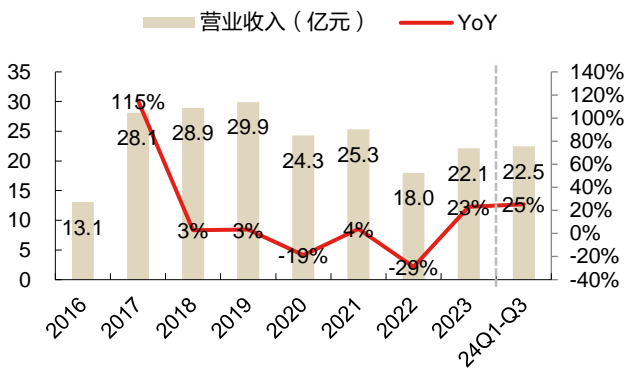
数据来源：公司官网，公司公告，东方证券研究所

## 财务：公司业绩持续恢复

**2023 年以来公司业绩持续修复。**2021 年部分地区疫情反复及“双减政策”冲击下，公司收入受到较大影响。对此公司积极应对，深化个性化教育优势，开拓职业教育、文化服务等新业务。2023 年以来公司经营持续向好，全年实现营收 22.1 亿元（yoy+23%），实现归母净利润 1.54 亿元（22 年为 0.11 亿元）。24Q1-Q3 公司实现营收 22.5 亿元（yoy+25%），实现归母净利润 1.76 亿元（yoy+50%），均已超 23 全年水平。

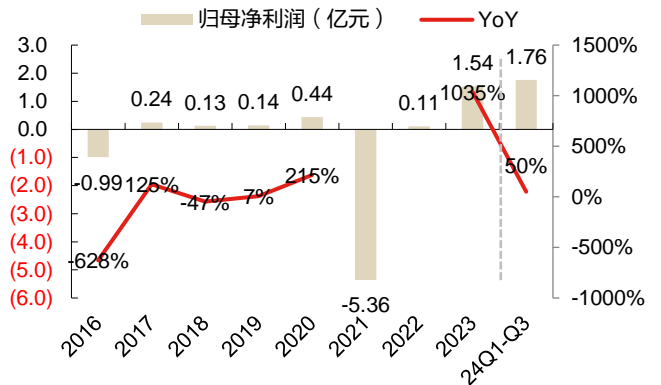
**公司上半年收入、业绩占比高。**上半年涵盖春季学期、暑假、重要考试等关键时间节点，教育培训需求多，是公司业务开展的重要时期。Q2 单季度收入在全年占比通常在 30%以上，利润占比更高。

图 4：学大教育营业收入及增速



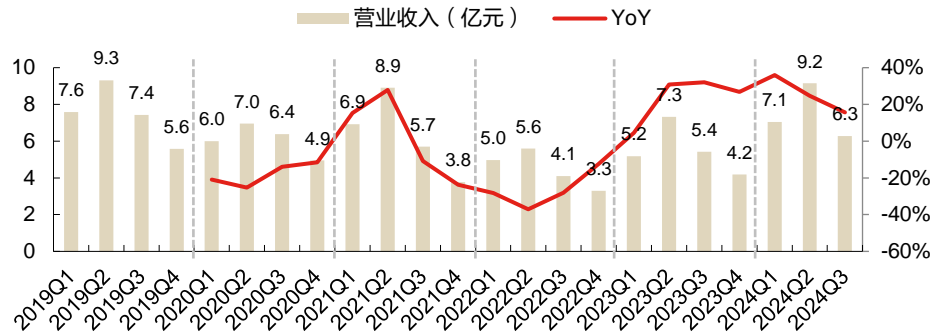
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 5：学大教育归母净利润及增速



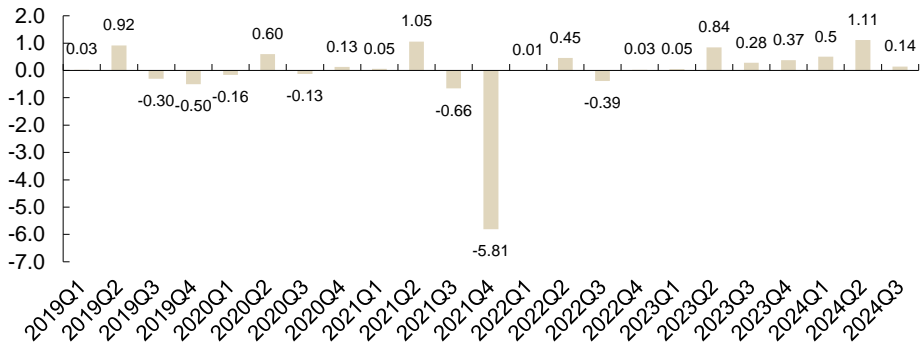
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 6：学大教育单季度收入及增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 7：学大教育单季度归母净利润（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

**公司毛利率、净利率上升。**2024 年前三季度公司毛利率提升至 35.0%（同比+0.55pct），净利率增至 7.7%（同比+1.33pct）。从期间费用率来看，2024 年前三季度公司管理/销售/财务/研发费用率分别为 16.3%/6.1%/1.8%/1.2%，同比分别+1.92pct/-0.48pct/-0.75pct/+0.06pct。管理/研发费用率有所提升主要系人力成本及股份支付增加。2024 年前三季度公司利息费用 3648 万元，公司为并购回归 A 股，于 2016 年 2 月 2 日向紫光卓远借款 23.5 亿元，利率 4.35%/年，用于支付收购学大及其 VIE 控制的学大信息的收购对价。截至 24 年 12 月 26 日，公司剩余借款本金金额约 0.99 亿元，利率 4.35%/年，未来财务费用存在优化空间。

图 8：学大教育毛利率和净利率变化

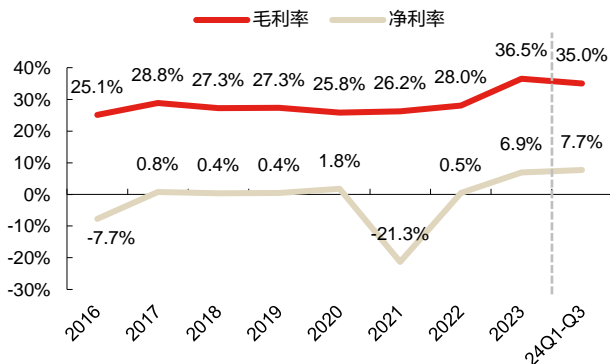
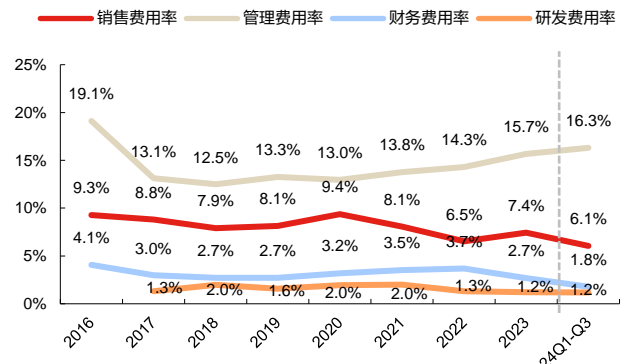


图 9：学大教育费用率变化



有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

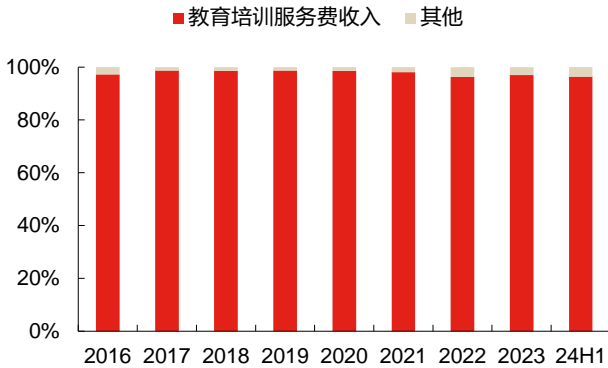


数据来源：公司公告，东方证券研究所

数据来源：公司公告，东方证券研究所

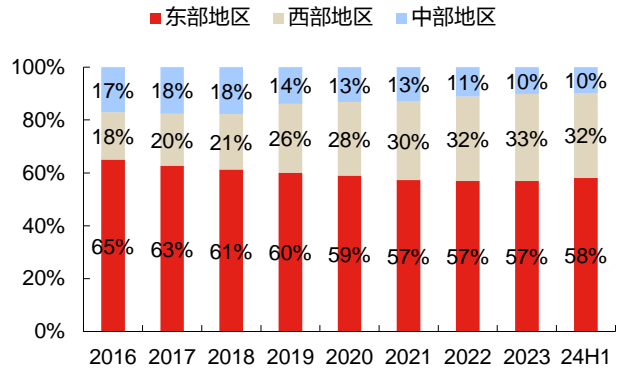
**教育培训服务费是公司主要的收入来源**，收入占比维持在 96%以上。**分地区来看**，公司业务覆盖主要一、二线城市，并辐射三、四线城市。以东部地区为主，西部地区占比呈增加趋势，2024H1 东部地区营收占比近六成，西部地区占比为 32%。

图 10：学大教育分业务收入拆分



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 11：学大教育分地区收入拆分

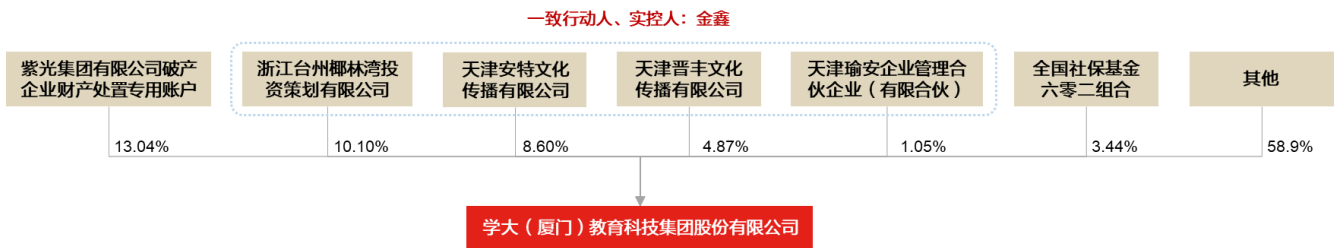


数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 股东和管理层：实控人为创始人金鑫，管理层经验丰富

**公司实控人是创始人金鑫**。金鑫于 2009 年创立公司，在 2016 年以前控股美国纽约证券交易所上市公司学大教育集团。学大从纽交所退市回归 A 股后，实控人变更为清华控股有限公司。金鑫通过浙江台州椰林湾投资策划有限公司、天津安特文化传播有限公司、天津晋丰文化传播有限公司、天津瑜安企业管理合伙企业（有限合伙）四家公司逐渐增持并于 2020 年回归，截至 2024 年三季报合计持有学大 24.62% 左右的股份。紫光集团持有 13.04% 的股份。公司前十大股东合计持有学大 46.26% 的股份。

图 12：公司股权结构（截至 2024Q3）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

**公司高管经验丰富**。学大教育创始人金鑫先生于 2001 年创立公司，目前担任公司董事、总经理。朱晋丽女士 2005 年开拓学大太原市场，2013 年 7 月调任学大教育集团总部，目前任公司董事。廖春荣先生自 2011 年起担任公司董事，至今已十余年。公司高管均拥有丰富的工作经验与行业经历，有利于公司长期发展。

表 2：公司高管

姓名	职务	任职日期	简介
金鑫	董事长、总经理、董事	2020.5.18	于 2001 年 9 月创办学大教育，2009 年至今任北京学大信息技术集团有限公司董事长、总裁（暨总经理）；2016 年至今任学成世纪（北京）信息技术有限公司执行董事、总裁（暨总经理）。自 2020 年 5 月至今担任学大（厦门）教育科技集团股份有限公司总经理，并自 2020 年 6 月至今担任学大（厦门）教育科技集团股份有限公司董事。
廖春荣	董事	2011.7.18	近五年任上海银润控股（集团）有限公司董事长，银润控股集团有限公司（澳门）董事长、浙江台州椰林湾投资策划有限公司董事长、总经理。自 2011 年 7 月至今担任学大（厦门）教育科技集团股份有限公司董事。
朱晋丽	董事	2021.4.7	2005 年任学大教育太原分公司总经理；2013 年 7 月调任公司子公司学大教育集团总部，任教管部高级总监；2015 年 5 月-2021 年 4 月任公司子公司学大教育集团教研资源管理中心负责人；2017 年 9 月-2020 年 8 月兼管学大教育集团人力资源管理中心；2020 年 3 月至今任学大（厦门）教育科技集团股份有限公司子公司学大教育江苏大区总经理，全面负责区域运营管理工作。自 2021 年 4 月至今担任学大（厦门）教育科技集团股份有限公司董事。
许惠龙	董事	2024.5.21	担任紫光集团有限公司副总裁，产业发展中心主任。曾担任北京市西城区国资委副主任，北京市华远集团有限公司常务副总经理。
崔志勇	董事会秘书、副总经理、资本市场部总经理	2021.8.16	曾任淄博启智科贸有限公司经理办主任，京东方科技集团股份有限公司管理培训生、集团投资中心重大产业投资经理、股证事务部、市值管理中心负责人、证券事务代表，佳沃食品股份有限公司董事会秘书、副总经理。于 2020 年 6 月加入公司，目前担任公司董事会秘书、副总经理、资本市场部总经理。
吕媛	副总经理、人力资源管理中心总经理	2024.10.28	曾担任北大方正集团有限公司人力资源部经理、中国高科集团股份有限公司人力资源部总经理、副总经理、中能国宏(北京)新能源有限公司副总经理等职务。于 2024 年 7 月加入公司，目前担任公司副总经理、人力资源管理中心总经理。
李玉玲	副总经理、财务负责人	2024.10.28	于 2024 年 6 月加入公司，目前担任公司财务负责人、副总经理、财务管理中心财务高级总监。

数据来源：wind，东方证券研究所

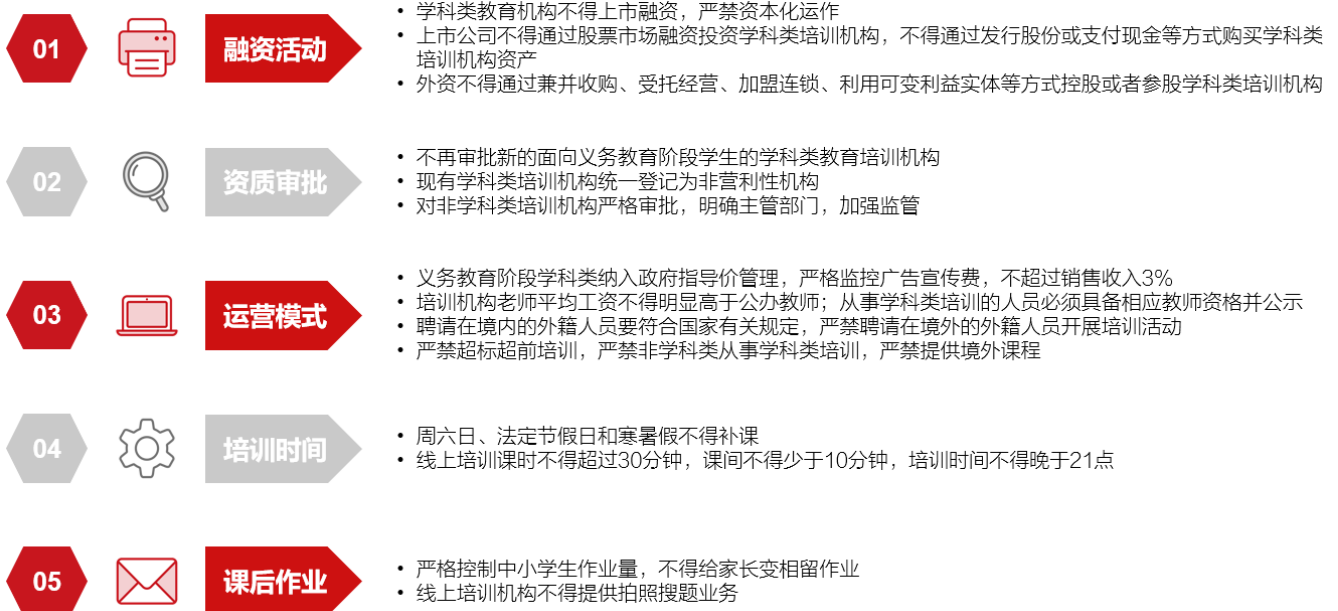
## 行业：政策致供给大幅出清+阶段边际回暖

### 政策：双减政策致行业强势出清，供给大幅度收缩

2021年7月，教育部出台“双减”意见，对K9学科融资活动、资质审批、运营模式、培训时间、课后作业等方面做出严格规定，学科类培训行业调整。

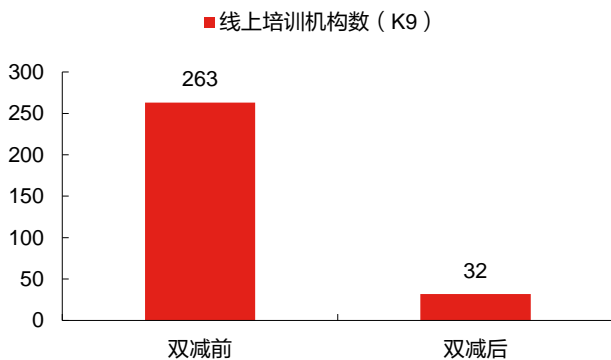
**中小教培机构退出市场，行业出清力度超预期。**根据教育部数据，双减前，义务教育阶段线下学科类培训机构数约为12.4万，线上学科类机构数为263家，根据全国校外培训监督与服务综合平台的最新数据，这两类培训机构数分别锐减至4048家和32家（截至2024.12.26），约95%以上的机构退出市场。

图 13：双减政策对多方面做出严格规定



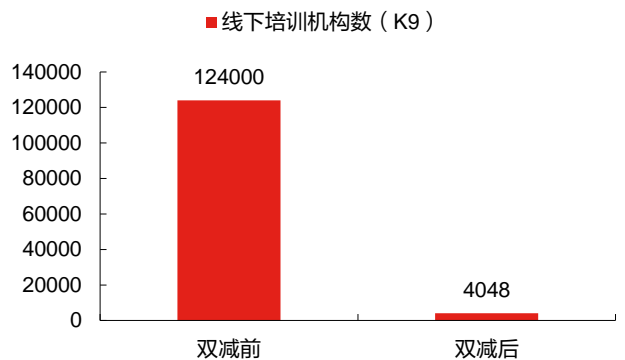
数据来源：德勤咨询、东方证券研究所

图 14：双减前后 K9 线上机构数目对比



数据来源：全国校外培训监督与服务综合平台，东方证券研究所（截至2024.12.26）

图 15：双减前后 K9 线下机构数目对比



数据来源：全国校外培训监督与服务综合平台，东方证券研究所（截至2024.12.26）

**近期教培政策预期边际向好。**2月8日发布《校外培训管理条例》征求意见稿，重点内容在于两条。

- 第一条是删除有关高中教育的相关表述。原“双减”文件不再审批新的面向普通高中生的学科类校外培训机构，高中管理参照 K9 学科类执行。本次文件明确定义，范围不包含高中阶段。市场可理解为一个明确意义的放松，政策打开后高中教育板块公司业绩有望提升，但对行业估值提升更重要。
- 第二条关于非学科类，涉及到 1-9 年级的义务教育。原“双减”文件对非学科教育相关表述更多为“严格审批”、“严禁”等，本次《校外培训管理条例》更偏积极。（i）网点许可程序进一步理顺，利于扩张。（ii）培训时间，原“双减”文件规定培训结束时间不晚于 21 点，本次文件规定「不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假组织义务教育阶段学科类培训」，不涉及非学科培训，且培训时长、时段由各地政府决定。

**总结：1）时间限制放开，预计打开部分收入空间；2）解决扩点位问题，有望带来收入增长。**

此外，8月国务院发布的《关于促进服务消费高质量发展的意见》中提到，“推动职业教育提质增效，建设高水平职业学校和专业。推动社会培训机构面向公众需求提高服务质量。指导学校按照有关规定通过购买服务等方式引进具有相应资质的第三方机构提供非学科类优质公益课后服务”。两会期间《2024年政府工作报告》将科教兴国战略位列2024年政府工作任务第二条着重阐述。《2024年政府工作报告》着重阐述科教兴国，坚持教育强国：具体内容包括把高质量发展作为各级各类教育的生命线，持续深化“双减”、大力提高职业教育质量、大力发展数字教育等。

**表 3：双减后教育培训相关政策梳理**

发布时间	发布单位	政策名称
2021-07	国务院办公厅	《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》
2021-07	教育部办公厅	《关于进一步明确义务教育阶段校外培训学科类和非学科类范围的通知》
2021-09	教育部办公厅等六部门	《关于做好现有线上学科类培训机构由备案改为审批工作的通知》
2021-09	发改委、教育部、国家市场监督管理总局	《关于加强义务教育阶段学科类校外培训收费监管的通知》
2021-09	教育部办公厅	《关于将面向义务教育阶段学生的学科类校外培训机构统一登记为非营利性机构的通知》
2021-09	教育部办公厅	《关于坚决查处变相违规开展学科类校外培训问题的通知》
2022-03	教育部等三部门	《关于规范非学科类校外培训的公告》
2022-04	教育部办公厅	《关于开展义务教育阶段学科类校外培训治理“回头看”工作的通知》
2022-06	教育部办公厅	《关于印发地方非学科类培训机构治理工作做法的通知》
2022-12	教育部等十三部门	《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》
2023-07	教育部等四部门	《关于在深化非学科类校外培训治理中加强艺考培训规范管理的通知》
2024-02	教育部办公厅	《校外培训管理条例（征求意见稿）》
2024-08	国务院	《关于促进服务消费高质量发展的意见》

数据来源：教育部，国务院，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 典型案例分析：新东方优先恢复，带领行业

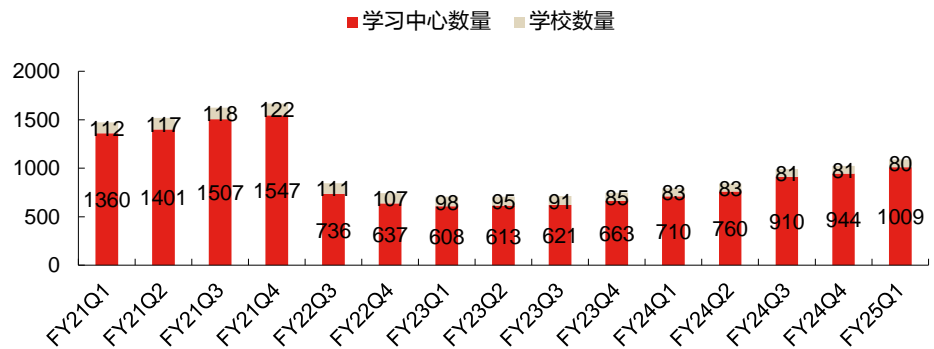
**随着教培政策带来的市场供给出清，企业们积极调整方向，发展新业务。教培龙头在供需极度变化的市场下，依靠自身研发优势+组织架构调整，优先在新的市场下走出新的教培路径。新东方作为典型代表：**

### 1) 双减落地，公司网点收缩，公司积极进行业务调整，推进素质教育和高中教培。

**网点收缩：**2021年7月，双减政策发布后，新东方关停一半以上的网点，学习中心及学校数量由FY21年末的1669所缩减至FY22年末（2022年5月）的744所。

**业务调整：**2021年8月，政策发布仅一个月后，新东方迅速开始教育业务转型，成立新东方素质教育推广管理中心，包含儿童美术、书法、编程、口才、象棋等素质教育类课程。新东方剥离K9教培业务后，保留K12教培业务，并将其更名为“教育服务及备考课程”。

图 16：双减落地后，新东方学习中心及学校数量收缩



数据来源：公司公告，东方证券研究所（新东方 FY25 对应 2024.6.1-2025.5.31，其他年份同理）

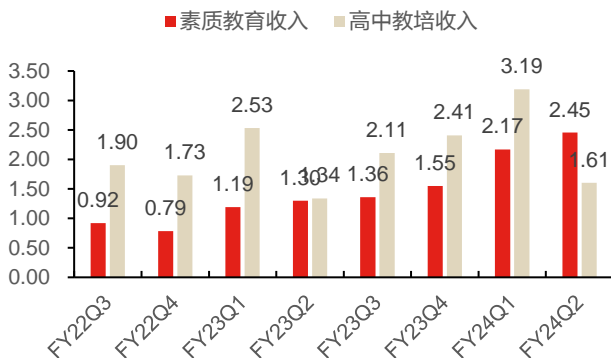
### 2) 经历约 1 年半时间调整，新东方教育业务自 FY23Q1 呈现逐季度回暖。

**素质教育：** FY23Q1 至今，公司素质教育收入逐季提升，FY24Q1/Q2 分别实现营收同比增长 103.3%/68.3%。FY24Q2，非学科类辅导业务在近 60 个城市开展，报名人数为 786000。

**高中教培：** 作为公司传统业务，高中教培收入在 FY24 两季度均实现同比增长。

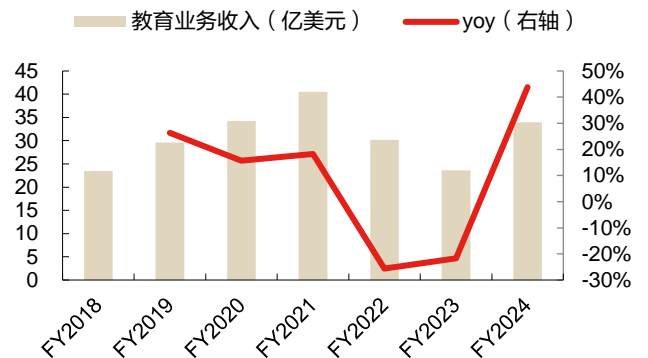
**整体：** 整体教育板块快速恢复，经历 FY22 和 FY23 的收入下滑后，FY24 迎来同比增长。

图 17：新东方素质教育和高中教培收入（亿美元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 18：新东方整体教育业务收入



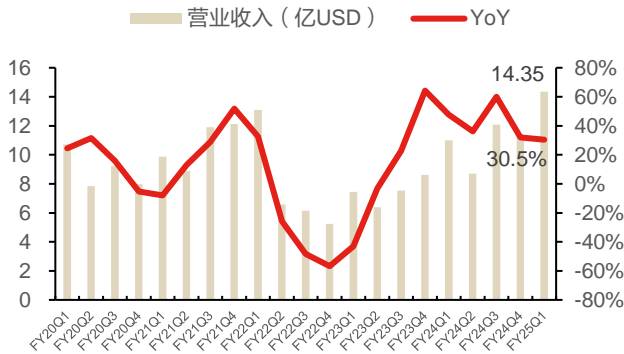
数据来源：公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 3) 预计教育经营利润率持续向好，行业格局优化盈利能力向上。

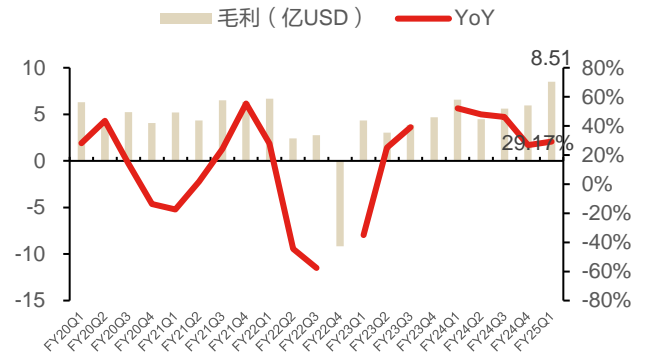
公司收入和毛利 2023 年以来逐渐回暖，FY25Q1（对应 2024.6.1-2024.8.31）实现营收 14.35 亿美元，同比增速 30.5%；毛利润达 8.51 亿美元，同比增速 29.2%。盈利能力方面，公司 FY22 受双减影响，教育业务经营亏损；随着行业出清、竞争格局优化，叠加公司业务调整，公司教育业务盈利能力改善。

图 19：新东方单季营收（亿 USD）及其同比增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 20：新东方单季毛利（亿 USD）及其同比增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

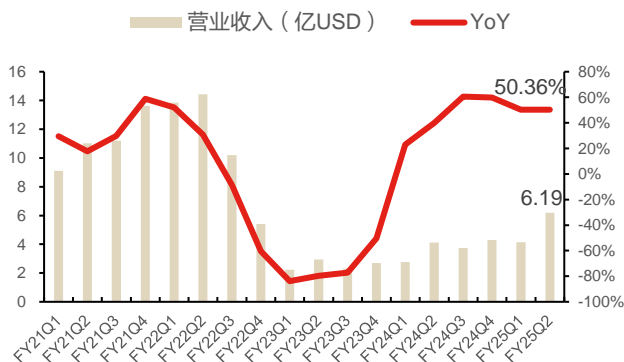
**好未来积极调整，布局素质教育，收入、业绩回暖。**2022 年 4 月，好未来旗下学而思素养的品牌主张升级为“面向未来的能力”；同月，学而思网校推出了丰富的学习计划，如科学与创造力、编码与编程以及人文与美学。收入业绩端：

**收入：**好未来单季营收从 FY24Q1（对应 2023 年 3 月-5 月）开始同比增速转正，FY25Q2 达 6.19 亿美元，同比增长 50.4%。

**毛利：**自 FY23 以来首次在 FY24Q2 突破 2 亿美元。FY25Q2 毛利达 3.49 亿美元，同比增速 43.9%，盈利能力向好。

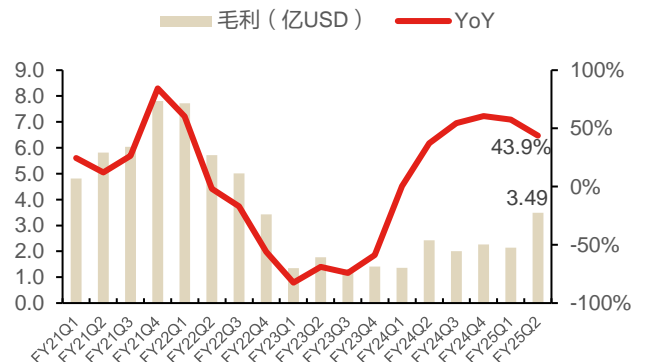
**调整后净利润：**FY24Q2 扭亏为盈后连续实现盈利，FY25Q2 实现调整后净利润 0.74 亿美元，调整后利润率达 12.0%。

图 21：好未来营业收入及增速



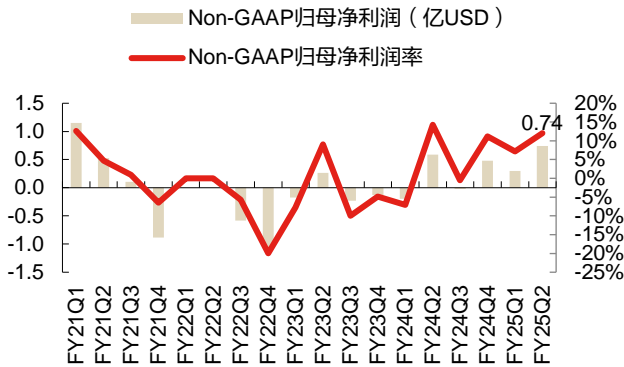
数据来源：好未来财报，东方证券研究所（好未来 FY25 对应 2024.3.1-2025.2.28，下同）

图 22：好未来毛利及增速



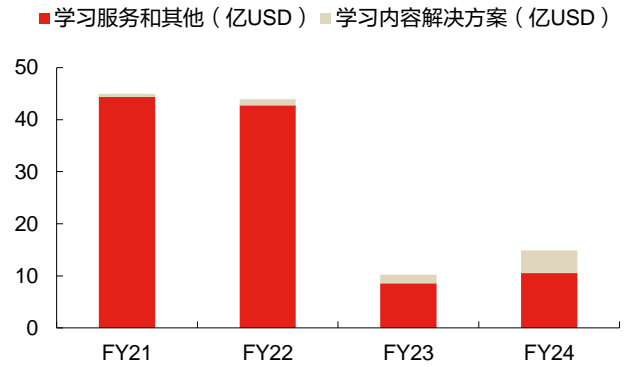
数据来源：好未来财报，东方证券研究所

图 23：好未来调整后净利润及利润率



数据来源：好未来财报，东方证券研究所

图 24：好未来分业务收入



数据来源：好未来财报，东方证券研究所

综上所述，以新东方、好未来为代表的龙头双减后业务受到冲击，但经过约 1 年半-2 年调整，经营在持续向好，具体看：

- 1、业务层面剥离 K9，重点布局高中、素质教育等；网点数收缩，2023 年起有所回暖。
  - 2、随着业务转型、网点数回暖，两大龙头公司收入、业绩自 2023 年起逐步恢复。
- 教培两大龙头公司经过调整走出了自己的路，行业竞争格局向好，看好行业的发展。

## 职业教育：政策利好，市场空间大

职教体系利好政策不断出台，未来市场空间广阔。近年职业教育相关政策主要强调以下几个方面。

- 1) 职业教育的发展目标不断明确。2021 年 9 月，国务院《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》提出，到 2025 年，现代职教体系基本建成，**职业本科教育招生规模不低于高等职业教育招生规模的 10%**的总体目标。
- 2) 强化产教融合落地，推动职业教育体系构建。2022 年 12 月，国务院办公厅又出台了《关于深化现代职业教育体系建设改革的意见》，进一步深化了职业教育的重要地位，将改革中心由“教育”转向“产教”。以产业园区为基础，打造兼具人才培养、创新创业和促进经济发展的产教联合体，支持企业和高校联合，帮助学生完成学业的同时，为企业提供稳定的人力资源和技术支撑。
- 3) 推动职业教育办学主体多元化，鼓励社会力量参与。2022 年的《意见》中还提出，要完成政府办学为主向社会多元参与办学的转变。鼓励支持地方和重点行业结合自身特点和优势，在职业教育体系建设改革上先行先试、率先突破、示范引领。
- 4) 注重职业教育信息化建设，推动信息技术和办学融合。2023 年 7 月，教育部发布《关于加快推进现代职业教育体系建设改革重点任务的通知》，强调各地院校要推动建设校本大数据中心，建设一体化智能化教学平台。到 2025 年，建成 300 所左右的全国性信息化标杆学校，推动信息技术与职业院校办学深度融合。

表 4：职业教育培训相关政策梳理

发布时间	发布单位	政策名称
------	------	------

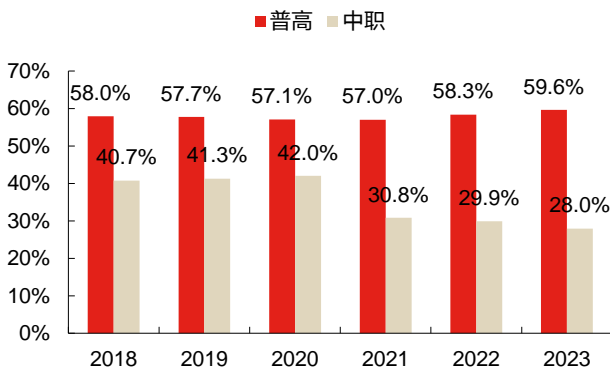
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2021-09	国务院办公厅	《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》
2021-12	教育部办公厅	《“十四五”职业教育规划教材建设实施方案》
2022-09	教育部办公厅	《关于发布新版〈职业教育专业简介〉的公告》
2022-10	教育部办公厅等五部门	《关于实施职业教育现场工程师专项培养计划的通知》
2022-12	国务院办公厅	《关于深化现代职业教育体系建设改革的意见》
2023-03	教育部办公厅	《关于公布 2023 年高等职业教育专科专业设置备案和审批结果的通知》
2023-07	教育部办公厅	《关于加快推进现代职业教育体系建设改革重点任务的通知》
2023-12	教育部办公厅	《关于开展 2023 年职业教育国家在线精品课程遴选工作的通知》
2024-01	人力资源社会保障部等七部门	《关于实施高技能领军人才培养计划的通知》
2024-04	财政部、教育部	《关于下达 2024 年现代职业教育质量提升计划资金预算的通知》

数据来源：教育部官网，中央人民政府网，东方证券研究所

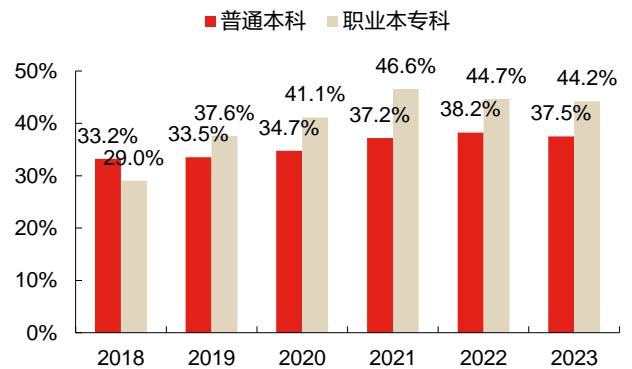
**中职、高职教育需求庞大。**根据教育部数据计算，近五年普高升学率均未达到 60%，剩余 40%以上的人群都有接受中等职业教育的需求。2023 年初中毕业生共 1624 万人，普高招生人数 968 万人，对应普高升学率 59.6%，职普比近 1:2，在政策持续强调“职业教育与普通教育具有同等教育地位”的背景下，预计中职的招生规模有较大的增长空间。在高等教育阶段，职业本专科的升学率在大多数年份均高于普通本科。以教育部 2023 年数据为例，高中阶段毕业生有 1276 万人，而普本招生人数仅 478 万人，剩余接近 800 万人均为高职教育的需求人群。

图 25：初中至高中/中职升学率



数据来源：教育部，东方证券研究所

图 26：高中至本科/职业本专科升学率

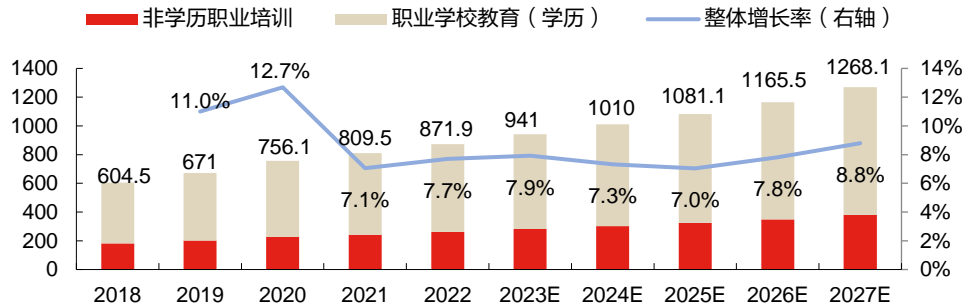


数据来源：教育部，东方证券研究所

**职业教育市场规模持续扩大。**根据多鲸研究院，中国职业教育市场规模由 2018 年的 6045 亿元，增长至 2022 年的 8719 亿元，年均复合增长率 9.6%，预计 2024 年中国职业教育市场将突破万亿规模，并于 2027 年达到 12681 亿元，22~27 年 CAGR 为 7.8%。其中学历/非学历占比约 7:3，非学历职业培训 18~22 年 CAGR 达两位数，增长更为明显。

图 27：职业教育市场规模（十亿元）





数据来源：多鲸研究院，东方证券研究所

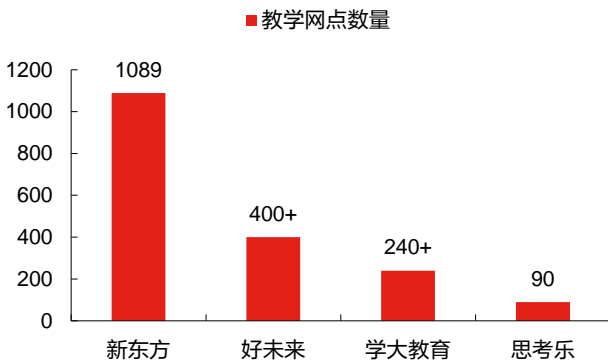
## 看点：个性化教育领域龙头，口碑好知名度高

**学大教育是个性化教育领域龙头，教学中心数量位居行业前三，品牌口碑好知名度高，未来市场空间广阔。**

1) **市场地位领先，品牌知名度高。**截至 24H1，公司拥有超 240 个学习中心，位居行业前三，相较于其他区域性机构，公司属于全国性布局的细分领域龙头。公司品牌知名度高，市场口碑好，有助于未来公司进一步扩张和打开市场空间。

2) **参照龙头公司，未来空间广阔。**参考新东方高中家教业务收入，FY24 每个季度均实现同比增长，未来公司个性化教育业务也有充分发展空间。

图 28：头部教育机构最新教学网点数量对比



数据来源：各公司官网，公司公告，东方证券研究所

图 29：新东方高中家教业务收入（亿 USD）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

**目前公司个性化教育以高中教培（一对一，小班组课，线下个性化学习中心）为主，通过全日制基地为高考复读生、艺考生等学生提供个性化的教学服务。**

教学模式方面，公司首创了个性化“一对一”教育辅导模式和体系，运营成熟，致力于培养提高学生的综合能力。此外，公司还于 2014 年推出小班组课程，沿用个性化理念，丰富产品矩阵，较低的课时费用吸引更多学生群体，同时一定程度上提升了教师团队人效。目前小班组课程已经成为公司教育培训收入的重要来源之一。公司个性化教育通过前期咨询、科学评估、定制计划、个性化学习、个性化服务、学情反馈，六大环节环环相扣，为学生提供了完整全面的教育辅导。

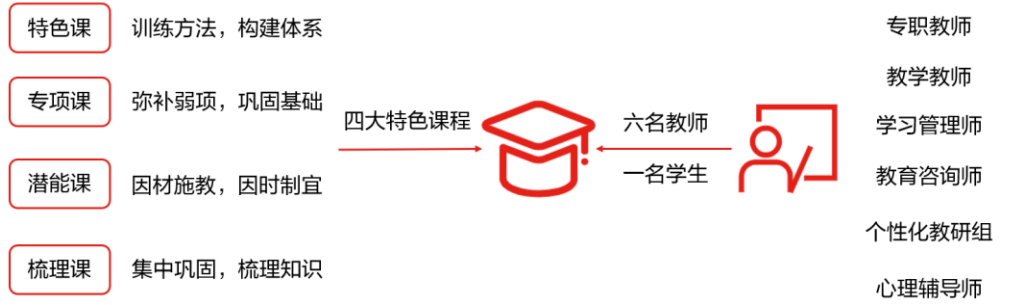
图 30：六大环节贯彻个性化理念，环环相扣深度服务学生需求



数据来源：公司官网，东方证券研究所

公司个性化课程体系完善，坚持“以人为本，因材施教”。公司共设有四大特色课程：特色课、专项课、潜能课、梳理课。每类课程针对性不同，分别适用于基础薄弱、专项不足、学习时间短、需要巩固的学生，照顾了不同学习程度、学习能力的学生的不同需求。此外，公司以“六对一”的形式，为每一名学生配备六名教师，全方位陪伴式贴心服务，完善了学生的学习体验。

图 31：四大特色课程因材施教，六名教师全面辅导，助力学生提升学习水平



数据来源：公司官网，东方证券研究所

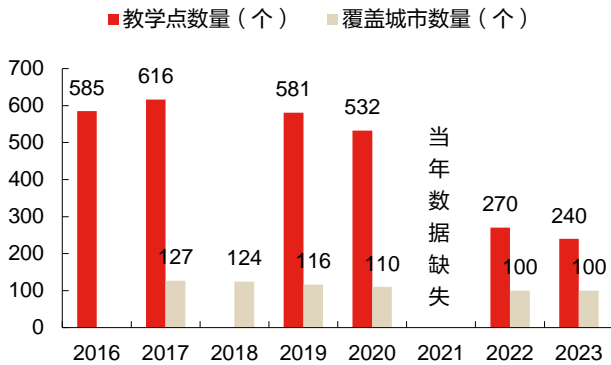
**传统高中教培：以线下教学为主，个性化学习中心覆盖全国主要一、二线城市。**

公司秉持“个性化”教育理念，聚焦高中教培业务。“双减”之后，公司确立业务转型方向，剥离 K9 阶段传统教育业务，专注于高中阶段教育培训。

**学习模式：高中阶段个性化学习以线下教学为主。**公司线下教学设计适合中国学生的面对面课程，上课时间自由，教师实时答疑解惑。截至 24H1，公司线下个性化学习中心为 240 余所，覆盖全国 100 多座城市，主要集中在一、二线城市，辐射三、四线城市。分地区来看，京津冀地区、珠三角地区网点数量较多。此外，公司通过科技赋能，打造“双螺旋”智慧教育模式，拓展立体化的线上线下融合教学，将优质课程呈现在互联网平台上，惠及全国各地学生。

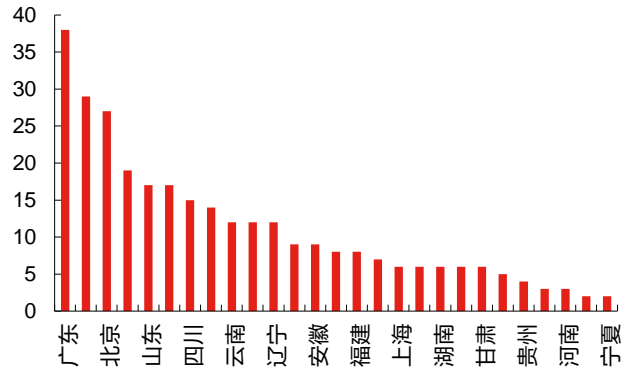
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 32：2016-2023 公司教学点及覆盖城市数量



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 33：个性化学习中心省份分布（2024 年 12 月）



数据来源：公司官网，东方证券研究所

**教师：公司目前有教师+学管近 4000 人。**高质量教师团队保障教学质量，为个性化教育业务奠定坚实基础。自 2001 年成立以来，公司在教育领域多年沉淀，积累了丰富的优秀教师团队资源。2017 年公司教师人数达到 8141 人，近年来，公司逐渐精简教师团队规模，目前拥有约 3215 名教师，全部通过教师资质认证。此外，公司还招聘学管师，更好地服务学生和家。公司严格筛选教师人才，通过 2 轮面试、多次试讲筛选出具有多年一线教学经验的优秀教师；设立“两阶段+三层次+四结合”的培养考核体系，精细培养教师能力；同时开展丰富的教研活动，定期考核教学质量，激励教师团队不断进步。

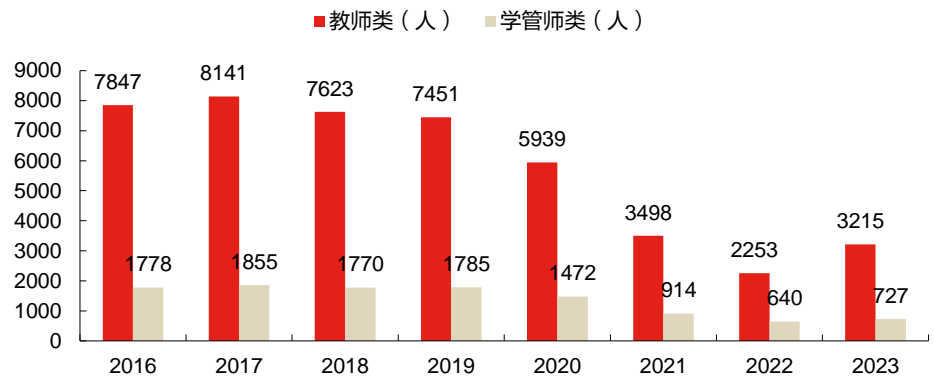
- **两阶段：1) 岗前培训**，对拥有不同教学经验的新入职教师提供不同的培训内容。2) **在岗培训**，关注教师的终身学习与发展。
- **三层次：1) 新教师**，侧重教学技能、职业规划，文化制度、沟通能力。2) **青年教师**，侧重教学技能进阶、辅导能力晋级。3) **高级教师**，侧重教研学术能力、管理能力。
- **四结合**：总部+分部，线上+线下，集中培训+自学平台，通识培训+专业培训。

图 34：公司严格筛选教师，保障优秀师资



数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 35：2017 年以来公司教师规模有所精简，优化团队质量



数据来源：公司公告，东方证券研究所

**全日制学习基地：公司目前（24H1）拥有 30 多家全日制教育基地，助力高考复读生、艺考生等学生群体。**

**教学模式：**设立 1 对 1，8-12 人小班，25 人中班等班型，按照学习水平科学分班，分层教学，根据学生实际情况安排个性化的教学辅导内容，为学生提供专属升学规划。

**教材：**学校采用自己编写的教材，学习日程安排紧凑有序，每周、每月举行考试，定期举办学情分析会，在严格管理下帮助学生沉浸式学习，有效提升成绩。

此外，公司还自主研发“学大教育全日制综合业务管理系统 V1.0”，全方位构建学大信息化赋能体系，支撑全日制业务拓展。经过多年发展，全日制学校基地已成为公司传统优势业务之一。

图 36：成都学大全日制基地教室环境



数据来源：成都学大教育公众号，东方证券研究所

图 37：兰州学大全日制基地宿舍环境



数据来源：学大教育公众号，东方证券研究所

**立足于高素质人才的个性化教育，公司打造了 5 所全日制综合性学校。**学大凭借其在个性化教育领域积淀的丰富经验于 2018 年进入办学领域，其中 3 所文谷学校标准班额均为 30 人，小班型教学下利于老师掌握学生情况，为每个学生定制个性化学习方案。

图 38：五所全日制综合学校概况

学校名称	总建筑面积（万㎡）	标准班额（人）	可容纳学生数（人）	学校特色
慈溪文谷外国语小学	2.8	30	900+	学大教育和文谷传媒共同出资兴建，国际视野双语学校，获得“浙江省轮滑运动示范学校”等荣誉
大连文谷双语学校	4.5	30	2500+	学大教育与大连兴达企业集团共同创办，集学前、小学、初中、高中为一体
大连文谷高级中学	2.6	30	2500+	于 1999 年成立的民办普通高中，获得大连市“特色普通高中”等荣誉
常熟市文谷职业技术学校	-	-	-	以综合高中和职教高考班为特色，学生可以通过职教高考升入高等职业院校
驻马店市第五高级中学	7.1	-	3000+	由驻马店市文化教育产业投资有限公司与学大教育联合办学，提供高考、小语种高考、艺考、留学等多元化升学通道

数据来源：学大教育公众号，学校官网，东方证券研究所

## 新增长点：职业教育顺应行业发展趋势布局，有望打开第二增长曲线

公司 2022 年起布局职业教育，截至 2024 年 8 月已经完成 7 所职校收购。行业层面，职教体系利好政策不断出台，未来市场空间广阔；公司层面，随着未来职教学校陆续完成收购并表，我们认为公司职教板块有望打开第二增长曲线。

**顺应行业发展趋势，聚焦高质量职业教育发展目标。**公司职业教育涵盖中等职业教育、高等职业教育及产教融合、职业技能培训三个板块，充分依托公司多年来积累的教学教研知识体系、师资力量、技术优势、产业资源等，通过联合办学、校企合作、投资举办、专业共建等模式全面打通职业院校学生成长成才和升学就业的通道，构建以培养高素质职业技能人才为目标的现代化职业教育发展新生态。

表 5：公司职业教育业务板块

业务板块	简介
中等职业教育	旨在通过联合办学、托管办学、投资办学等方式，搭建一体化的高素质技能人才贯通培养体系，助力职业学校“提质培优”，提升职校学生的就业前景和升学空间。公司将全面提供包括教研体系、课程设计、教师培训、督导体系等在内的教研教学支持，改变中等职业教育体系呈现“空、小、散、弱”的现状，全面提升中职学生升学和就业水平。
高等职业教育及产教融合业务	从产业对接、校企合作、产教融合、实习实训等方面出发，联合业内知名的产业企业，为各大高职类院校、职业本科院校提供包括产业学院共建、实训基地建设、技术输出、双师队伍培养等服务，将产业发展与教学活动开展有机结合，共同助力学生成长成才，最终达到高素质职业技能人才实现高质量就业的目的。
技能培训业务	积极探索打造的现代化、多元化、规范化职业技能培训新路径。可联合人社部门、行业龙头、知名企业，依托学大全国覆盖 100 所城市的线下学习场地、教学设施、师资团队，共同开展以就业为导向的职业资格和职业技能人才培养服务。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

完成多所职校收购，深入打造职业教育新板块。2022年8月末，公司宣布设立全资职业教育平台公司，加快布局职业教育、职业培训等领域，持续提升公司综合竞争力和未来发展动力。截至2024年8月末，公司已完成7所职校收购，聚焦职业教育提质培优，开拓布局高质量职业教育。

表 6：收购学校简介

学校	时间	持股比例	学校简介
岳阳现代服务职业学院	2024.8	90%	岳阳现代服务职业学院是 2023 年经湖南省人民政府批准、教育部备案的一所非营利性全日制民办高等职业学校，属于高职（专科）院校，开展专科教育，目前已设有智能工程学院、信息工程学院、健康管理学院、数字经济管理学院、航空工程学院、培训学院 6 个二级学院，开设专业 17 个。
珠海市工贸技工学校	2024.2	70%	<p>珠海市工贸技工学校是全日制中、高级技工教育和短期职业技能培训。2020 年被评为省重点技工学校，2019 年 3 月被评定为省一类技工学校和广东省当代优秀民办学校称号，学校设有“双师型”教师，目前设 14 个中技专业和 15 个高技专业，致力培养中高级技能型人才。</p> <p>珠海市工贸管理专修学校是文化教育、管理类培训、自学考试辅导学校。学校以国际教育集团管理的理念，打破国内传统的教育模式，培养学生能力为目标，全国首创“成功学教育+高等技能+高等学历”新模式。两所学校合计拥有学生数量 4123 人，其中中技 2542 人，高技 1270 人。</p>
珠海市工贸管理专修学校			
沈阳国际商务学校	2023.8	80%	全日制中等职业学校。成立于 1992 年，现已发展成中专、大专、本科、出国及考前培训为一体的教育机构。学校直接与国际教育接轨，培养能够在国内外升学就业、综合素质高、实际应用能力强的复合型中等经济、技能和管理方面人才。曾获得教育部门颁发的优秀学校、先进学校等称号。
大连通才中等职业技术学校	2022.10	100%	<p>大连通才中等职业技术学校是一所中职学校。围绕“升学、就业、职业发展”三大模块，打通“文化素质+职业技能”的成才之路，实现“升学有通道、就业有优势、终身发展有基础”。</p> <p>大连通才计算机专修学校是一所非全日制成人教育培训机构。采用学历教育与职业教育相结合的教育模式。学历教育按照国家教育主管部门审批的教学计划实施教学；职业技能教育实行“企业化管理，模拟式教学，员工化培训”的教学模式。按照企业“准员工”标准培训学生，职业生涯规划教学贯穿始终。</p>
大连通才计算机专修学校			
东莞市鼎文职业技术学校	2022.9	80%	中等职业技术学校。走“人文素质+职业技能+专业证书+国家学历”路径，实行就业和升学“两手抓”、文化素养和技能基础“双并重”的培养模式。学校地处珠三角经济发达地区，有利于更大限度地加深产教结合的紧密度。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们对公司 2024-2026 年盈利预测做如下假设：

- 1) 公司总体收入预计同比增长 25.1%/22.3%/17.9%。

其中传统个性化辅导收入分别为 22.8/27.4/31.7 亿元，增速保持稳健；全日制基地收入分别为 3.3/4.6/6.0 亿元；中职收入分别为 0.8/0.95/1.05 亿元。

2) 我们预测，公司 2024-2026 年毛利率分别为 33.9%/34.1%/34.1%，随着公司教师产能利用率提升及规模效应等作用下，毛利率有望提升。

3) 2024-2026 年公司销售费用率：6.5%/6.5%/6.5%；管理费用率：14.3%/14.2%/14.0%；研发费用率：1.2%/1.2%/1.2%，总体保持稳健。

表 7：收入分类预测

	2023	2024E	2025E	2026E
教育培训	2,147	2,690	3,293	3,879
教育培训 YoY	24.1%	25.3%	22.4%	17.8%
传统个性化辅导		2,280	2,736	3,174
YoY			20%	16%
全日制基地		330	462	601
YoY			40%	30%
职业教育		80	95	105
YoY			18%	11%
其他合计	66	79	95	114
其他合计 YoY	-3.2%	20%	20%	20%
合计	2,213	2,769	3,387	3,993
YoY	23.1%	25.1%	22.3%	17.9%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 投资建议

我们预测公司 2024-2026 年每股收益为 1.76/2.25/2.76 元。我们采用可比公司估值法，选取好未来、有道、新东方、科德教育、昂立教育为可比公司，这些公司均为教育行业的佼佼者，积累了一定的品牌影响力和市场口碑，业务属性相似，并且同样在行业政策变化后积极调整。根据可比公司 25 年调整后 PE 为 24x，公司 25 年每股收益为 2.25 元，对应公司目标价 54.00 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 8：可比公司估值表

公司	代码	最新价格（元）	每股收益（元）					市盈率			
			2024/12/30	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
科德教育	300192	17.37	0.42	0.49	0.60	0.75	41.28	35.52	29.08	23.25	
昂立教育	600661	12.04	-0.66	0.12	0.58	0.78	-18.36	102.99	20.60	15.36	
新东方-S	09901	46.02	0.79	1.38	2.08	2.81	58.13	33.30	22.07	16.38	
好未来	TAL.N	9.08	0.14	0.30	0.49	0.94	64.87	30.68	18.38	9.63	
有道	DAO.N	6.51	-0.55	0.01	0.16	0.33	-11.74	464.68	39.91	19.89	
	调整后平均						29.22	57.27	23.92	17.21	

数据来源：wind, Bloomberg, 东方证券研究所 注：港/美股的最新价格和每股收益单位分别为 HKD/USD。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 风险提示

### 1) 行业监管政策风险

若行业监管政策发生较大变化，则对行业内公司经营造成影响，可能遇到困难。

### 2) 宏观经济波动

若宏观经济不及预期，则对教培行业造成影响，进而影响公司经营。

### 3) 行业竞争加剧

若行业内较快涌现大量新进入者，或导致行业竞争加剧，或对公司盈利造成影响。

### 4) 商誉减值风险

24Q3 公司商誉为 11.9 亿元，若未来出现减值，或对公司业绩造成一定影响。



**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	875	807	1,246	1,355	1,597	营业收入	1,798	2,213	2,769	3,387	3,993
应收票据、账款及款项融资	28	22	28	34	40	营业成本	1,294	1,405	1,830	2,234	2,633
预付账款	5	6	7	9	10	销售费用	117	164	179	218	258
存货	1	11	14	17	20	管理费用	257	347	397	480	559
其他	67	69	78	94	109	研发费用	24	27	32	39	46
<b>流动资产合计</b>	<b>975</b>	<b>914</b>	<b>1,373</b>	<b>1,508</b>	<b>1,777</b>	财务费用	66	59	51	52	48
长期股权投资	85	60	60	60	60	资产、信用减值损失	1	(9)	0	0	0
固定资产	171	164	359	626	914	公允价值变动收益	(3)	(3)	(2)	(2)	(2)
在建工程	29	31	216	308	355	投资净收益	3	3	3	3	3
无形资产	32	25	20	15	10	其他	23	7	11	8	5
其他	1,890	1,958	1,902	1,854	1,808	<b>营业利润</b>	<b>63</b>	<b>226</b>	<b>292</b>	<b>372</b>	<b>456</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,207</b>	<b>2,239</b>	<b>2,557</b>	<b>2,864</b>	<b>3,147</b>	营业外收入	5	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>3,182</b>	<b>3,152</b>	<b>3,930</b>	<b>4,372</b>	<b>4,923</b>	营业外支出	14	6	4	4	4
短期借款	1,099	0	268	183	149	<b>利润总额</b>	<b>54</b>	<b>221</b>	<b>289</b>	<b>369</b>	<b>453</b>
应付票据及应付账款	0	0	0	0	0	所得税	43	68	72	92	113
其他	1,376	1,933	2,159	2,411	2,657	<b>净利润</b>	<b>11</b>	<b>152</b>	<b>217</b>	<b>277</b>	<b>340</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2,475</b>	<b>1,933</b>	<b>2,428</b>	<b>2,594</b>	<b>2,806</b>	少数股东损益	(3)	(1)	0	0	0
长期借款	0	338	338	338	338	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>14</b>	<b>154</b>	<b>217</b>	<b>277</b>	<b>340</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.11	1.25	1.76	2.25	2.76
其他	283	291	293	292	292	<b>主要财务比率</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>283</b>	<b>629</b>	<b>631</b>	<b>631</b>	<b>630</b>		<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,758</b>	<b>2,563</b>	<b>3,059</b>	<b>3,225</b>	<b>3,436</b>	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	(13)	(14)	(14)	(14)	(14)	营业收入	-28.9%	23.1%	25.1%	22.3%	17.9%
实收资本(或股本)	118	122	123	123	123	营业利润	112.9%	260.9%	29.2%	27.4%	22.5%
资本公积	859	869	929	929	929	归属于母公司净利润	102.5%	1035.2%	41.1%	27.7%	22.7%
留存收益	(538)	(384)	(167)	110	450	<b>获利能力</b>					
其他	(2)	(2)	0	0	0	毛利率	28.0%	36.5%	33.9%	34.1%	34.1%
<b>股东权益合计</b>	<b>424</b>	<b>590</b>	<b>870</b>	<b>1,147</b>	<b>1,487</b>	净利率	0.8%	7.0%	7.8%	8.2%	8.5%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,182</b>	<b>3,152</b>	<b>3,930</b>	<b>4,372</b>	<b>4,923</b>	ROE	3.1%	29.5%	29.1%	27.1%	25.5%
<b>现金流量表</b>						ROIC	1.5%	12.9%	15.5%	15.7%	16.6%
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	<b>偿债能力</b>					
净利润	11	152	217	277	340	资产负债率	86.7%	81.3%	77.9%	73.8%	69.8%
折旧摊销	114	76	74	94	119	净负债率	89.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	66	59	51	52	48	流动比率	0.39	0.47	0.57	0.58	0.63
投资损失	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	速动比率	0.39	0.47	0.56	0.58	0.63
营运资金变动	(65)	251	202	225	220	<b>营运能力</b>					
其它	93	72	16	1	0	应收账款周转率	62.4	88.6	110.9	109.8	108.0
<b>经营活动现金流</b>	<b>216</b>	<b>607</b>	<b>556</b>	<b>646</b>	<b>724</b>	存货周转率	898.2	250.8	149.4	145.1	142.8
资本支出	51	(51)	(401)	(401)	(401)	总资产周转率	0.5	0.7	0.8	0.8	0.9
长期投资	(30)	28	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
其他	(116)	(116)	5	1	1	每股收益	0.11	1.25	1.76	2.25	2.76
<b>投资活动现金流</b>	<b>(95)</b>	<b>(139)</b>	<b>(396)</b>	<b>(400)</b>	<b>(400)</b>	每股经营现金流	1.84	4.97	4.52	5.24	5.88
债权融资	(54)	640	0	0	0	每股净资产	3.54	4.90	7.18	9.43	12.19
股权融资	0	14	61	0	0	<b>估值比率</b>					
其他	(176)	(1,230)	217	(137)	(82)	市盈率	382.6	33.7	23.9	18.7	15.3
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(231)</b>	<b>(577)</b>	<b>279</b>	<b>(137)</b>	<b>(82)</b>	市净率	11.9	8.6	5.9	4.5	3.5
汇率变动影响	2	0	-0	-0	-0	EV/EBITDA	19.5	13.1	11.4	9.1	7.6
<b>现金净增加额</b>	<b>(107)</b>	<b>(108)</b>	<b>439</b>	<b>109</b>	<b>242</b>	EV/EBIT	36.7	16.6	13.8	11.2	9.4

资料来源：东方证券研究所

## 信息披露

---

**依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：**

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

**就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：**

截止本报告发布之日，资产管理、私募业务合计持有学大教育(000526)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。