

战略转型创始人回归，个性化教育龙头再启航

2025 年 04 月 12 日

➤ **教育中概股回归“第一股”，华丽蜕变个性化教育龙头。**学大教育原名是银润投资，主要从事游乐设备租赁和物业管理等业务，通过“股权转让+定向增发+股东借款+私有化”等方式实现了控股股东的变更和学大教育的回归，2016 年 6 月学大教育私有化完成，主业正式变更为教育服务，公司华丽蜕变为个性化教育龙头和教育中概股回归“第一股”。2019 年以来，学大教育创始人金鑫先生谋划回归，并通过二级市场增持+协议转让+参与定增等方式成为公司第一大股东和实控人。公司在金鑫先生掌舵下，积极战略重塑与转型，大力发展个性化教育，积极布局职业教育、文化阅读和医教融合等业务板块，业务重拾增长，盈利能力持续提高，业绩加速释放。

➤ **“双减”加速供给出清，AI+教育龙头受益。**2021 年 7 月“双减”政策来袭，校外培训行业受到严重的影响和冲击，教培公司大多采取收缩、转型和退出等策略，教培行业供给出清。根据教育部数据，截至 2022 年 2 月末，线下教培机构减少 92.14%，线上教培机构减少 87.07%。“双减”带来素质教育的崛起，根据多鲸教育研究院预测 2027 年我国素质教育市场有望突破万亿规模。同时，中高考迎来“黄金十年”，预计 2028 年、2030 年我国分别迎来初中、高中入学高峰，以中高考为导向的校外培训需求强劲。另外，预计 2025 年 AI 智能体快速发展，AI+教育有望成为重要应用场景，行业龙头有望受益 AI 市场风口，有望在新一轮行业竞争中脱颖而出。

➤ **战略转型多元发展，个性化龙头再启航。**面对“双减”的影响和冲击，公司积极进行战略重塑和业务调整，停止线上义务教育阶段学科类教培业务，聚焦中高考个性化教育，通过个性化学习中心、全日制培训基地等方式开展教育服务，持续巩固和提高个性化教育的龙头地位。同时，公司积极布局职业教育、文化阅读和医教融合等业务，通过“收购+托管运营+联合举办”等方式管理运营中高职院校，通过句象书店打造文化阅读空间，通过“医院+家庭+学校”综合干预模式，为特殊儿童提供适应性发展的解决方案。公司业务网点快速恢复，个性化学习中心已达到 300 所；师资力量雄厚，教学经验丰富；产品矩阵相对完善，教学服务系统完备。公司推出了股权激励计划，覆盖面广，激励力度大，有助于激发员工积极性，个性化龙头再启航。

➤ **资产优良现金流好，订单充裕助力成长。**公司资产主要由货币资金、交易性金融资产、使用权资产等组成，截至 2024 年 9 月末分别为 8.44 亿元、3.80 亿元和 6.01 亿元，三者合计占比 47.31%，公司资产质量较高。公司采取预收款商业模式，现金流好，收现比高。2022-2024 年 9 月公司经营性净现金流分别为 2.16 亿元、6.07 亿元和 6.90 亿元，收现比分别为 0.95 倍、1.12 倍和 1.14 倍。公司订单充裕，合同负债较快增长，2022-2024 年 9 月公司合同负债分别为 5.99 亿元、7.18 亿元和 9.83 亿元，分别同比增长-9.11%、19.94%和 18.11%。目前，公司个性化学习中心扩张较快，合同负债有望继续保持增长，公司未来成长性相对较好。

➤ **投资建议：个性化教育龙头再启航，首次覆盖“推荐”评级。**预计 2024-2026 年公司营收分别同比增长 21.4%、20.0%和 15.3%；归母净利润分别同比增长 17.3%、34.8%和 22.9%，EPS 分别为 1.48 元、1.99 元和 2.45 元，PE 分别为 35 倍、26 倍和 21 倍，PB 分别为 8.1 倍、6.6 倍和 5.0 倍，PS 分别为 2.4 倍、2.0 倍和 1.7 倍，估值优势较为显著。公司是个性化教育龙头企业和教育中概股回归“第一股”，个性化教育、职业教育、文化阅读和医教融合等发展良好。公司拥有较为完善的业务网络，丰富的产品矩阵，雄厚的师资力量，较多的研发投入，竞争力强，受益中高考“黄金十年”。同时，另外，公司推出了股权激励计划和回购计划，有利于员工的积极性，彰显对公司价值认可。看好公司未来的成长性，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**政策风险、市场竞争加剧风险、名师流失风险、退费风险及减持风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2,213	2,686	3,223	3,717
增长率 (%)	23.1	21.4	20.0	15.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	154	180	243	299
增长率 (%)	1035.2	17.3	34.8	22.9
每股收益 (元)	1.26	1.48	1.99	2.45
PE	41	35	26	21
PB	10.5	8.1	6.6	5.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 11 日收盘价）

推荐
首次评级
当前价格：
51.99 元

分析师 苏多永

执业证书：S0100524120001

邮箱：suduoyong@mszq.com

目录

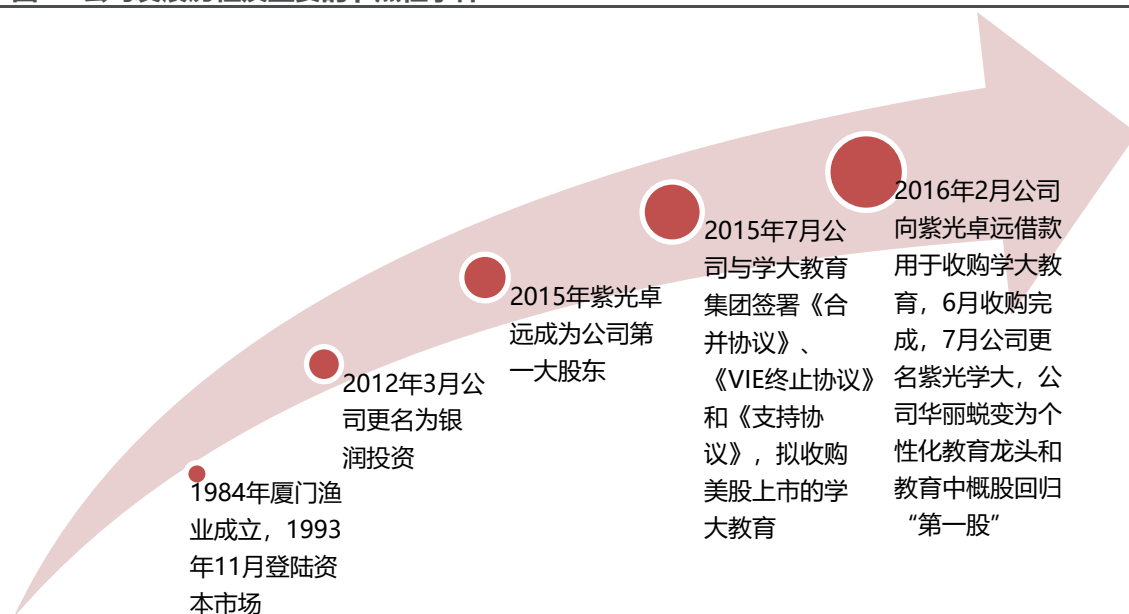
1 公司概况：创始人回归，个性化教育龙头再启航	3
1.1 华丽蜕变个性化教育龙头，创始人回归助力高增长	3
1.2 学大创始人金鑫回归，股权激励力度较大	4
1.3 学习中心+全日制发力，个性化教培龙头再启航	5
1.4 毛利率快速提高，盈利能力大幅增强	6
2 行业分析：“双减”加速行业出清，AI+教育龙头受益	8
2.1 “双减”政策强势来袭，校外培训供给出清	8
2.2 “二胎”放开人口红利再现，中高考迎来“黄金十年”	9
2.3 素质培训强势崛起，升学培训需求强劲	10
2.4 行业竞争格局生变，AI+教育渐成趋势	12
3 公司分析：战略转型多元发展，个性化龙头再启航	14
3.1 战略转型多元发展，个性化龙头强势回归	14
3.2 业务网点快速恢复，加大研发师资雄厚	15
3.3 产品矩阵相对完善，教学服务系统完备	16
3.4 股权激励助力成长，回购注销彰显信心	17
4 财务分析：资产优良现金流好，订单充裕助力成长	19
4.1 资产质量相对较高，合同负债占比较高	19
4.2 现金流：收现比持续提高，现金流整体良好	19
4.3 成长能力：使用权资产增长较快，合同负债助力成长	20
5 盈利预测、估值与投资建议	22
5.1 业务拆分、关键假设与盈利预测	22
5.2 估值分析	23
5.3 投资建议	24
6 风险提示	26
插图目录	28
表格目录	28

1 公司概况：创始人回归，个性化教育龙头再启航

1.1 华丽蜕变个性化教育龙头，创始人回归助力高增长

学大（厦门）教育科技集团股份有限公司（以下简称“学大教育”或公司）的原名为厦门银润投资股份有限公司（以下简称“银润投资”），前身是成立于1984年的厦门市海洋渔业开发公司（以下简称“厦门渔业”），1992年5月厦门渔业正式股改，并于1993年11月成功登陆深交所主板市场。之后，公司经历了多次更名，2012年3月变更为银润投资，主要从事游乐设备综合服务和物业管理等业务。公司通过“股权转让+定向增发+股东借款+私有化”等方式实现了控股股东的变更和学大教育集团的中概股回归，2015年4月西藏紫光卓远股权投资有限公司（以下简称“紫光卓远”）受让深圳椰林湾投资策划有限公司（以下简称“椰林湾”）的1500万股，约15.59%的公司股权，紫光卓远成为公司第一大股东；2015年7月公司与学大教育集团签署《合并协议》、《VIE终止协议》和《支持协议》，拟收购美股上市的学大教育；2015年8月公司公布了非公开发行预案，拟募资55亿元，主要用于收购学大教育，但受市场环境影响，2016年12月终止非公开发行；2016年2月公司与紫光卓远签署借款协议，借款3.7亿美金用于收购学大教育，并于2016年6月完成收购；2016年7月公司更名为厦门紫光学大股份有限公司（以下简称“紫光学大”），公司主业正式变更为教育服务，成为个性化教育龙头企业和教育中概股回归“第一股”。

图1：公司发展历程及重要的节点性事件

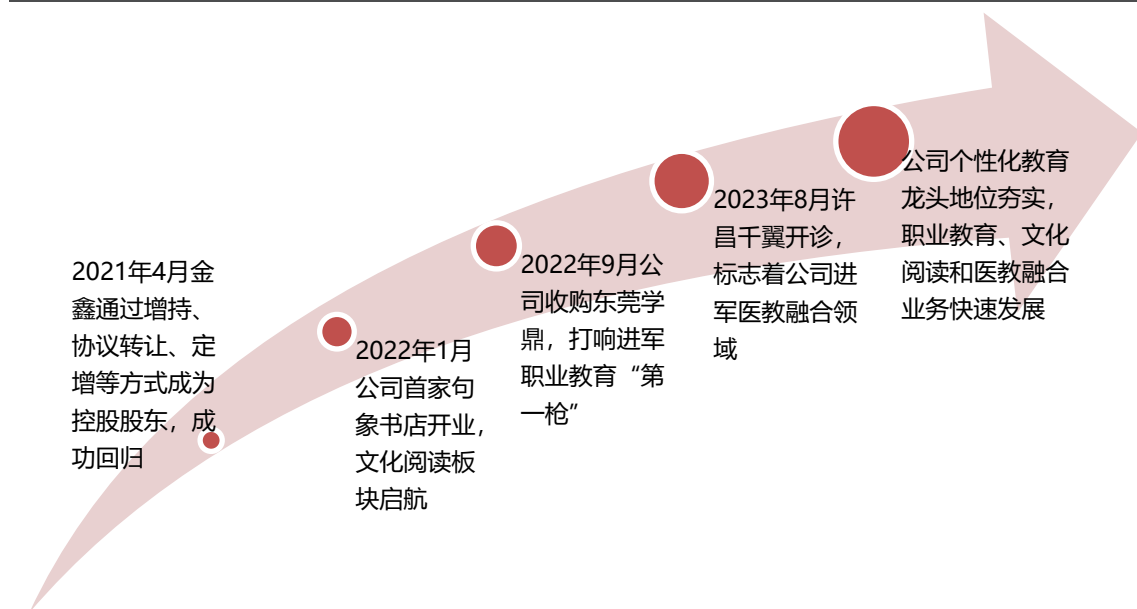


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2019 年开始，学大教育集团创始人金鑫先生开始谋划战略回归。2019 年 8

月-2020年7月期间，金鑫控制的子公司天津安特文化传播有限公司（以下简称“天津安特”）、椰林湾和天津晋丰文化传播有限公司（以下简称“天津晋丰”）通过二级市场增持、协议转让、参与定增等方式取得了公司24.65%的股份（截至2021年3月19日），而同期的紫光卓远、北京紫光通信科技集团有限公司（以下简称“紫光通信”）和紫光集团有限公司（以下简称“紫光集团”）的合计持股比例18.72%。2021年4月公司公告金鑫先生成为公司实际控制人，并正式更名为学大教育，公司在金鑫先生掌舵下，积极战略重塑与转型，布局文化阅读、职业教育、医教融合等领域，打造四大业务板块。2022年1月公司旗下首家句象书店亮相深圳罗湖宝能环球汇，文化阅读板块正式启航；2022年9月公司拟收购东莞市学鼎教育投资有限公司80%的股权，打响了职业教育布局的“第一枪”；2023年8月许昌千翼康复医院正式开诊，标志着公司正式进军医教融合领域。截至2024年6月末，公司拥有超过240个学习中心和超过30所全日制基地，覆盖100个城市，夯实个性化教育龙头地位；完成3所中职院校收购、2所中职院校托管运营，职业教育初具规模；句象书店持续落地，开业文化空间已达10所，文化阅读高速增长；优化“医院+家庭+学校”综合干预模式，为面临孤独症、注意力缺陷、学习困难等挑战的儿童提供适应性发展的解决方案。

图2：金鑫回归及公司战略重塑转型的标志事件



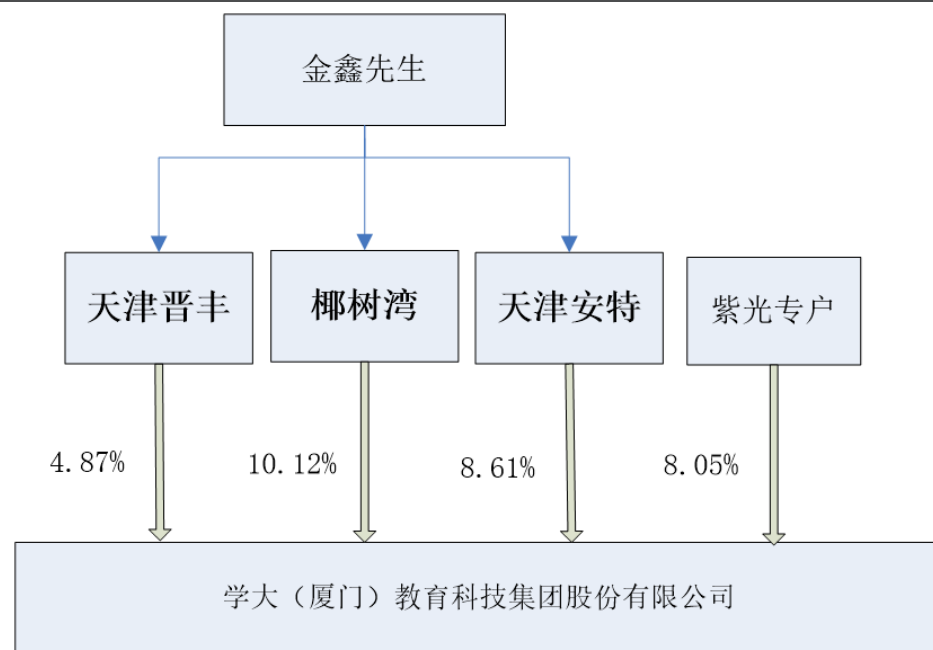
资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2 学大创始人金鑫回归，股权激励力度较大

2019年8月以来，学大创始人金鑫开始回归，并于2021年4月成为公司实际控制人。截至2025年2月19日，金鑫控制的椰林湾持有公司1244.9032万股，持股比例为10.12%；天津安特持有公司1059.1672万股，持股比例为8.60%；

天津晋丰持有公司 599.5328 万股，持股比例为 4.87%；金鑫控制的股份合计为 2903.6032 万股，持股比例 23.59%，是公司第一大股东和实控人。2022 年 1 月北京一中院裁定紫光集团、紫光卓远、紫光通信等 7 家公司实质合并重整，2022 年 6 月紫光卓远、紫光通信和紫光集团所持公司 4.99% 的股权直接登记到债权人名下，13.74% 的股权划转至紫光集团有限公司破产企业财产处置专用账户（以下简称“紫光专户”）。2023 年 5 月以来，紫光专户划转 11.8854 万股，集合竞价减持了 117 万股，协议转让 616.2 万股，截至 2025 年 2 月 19 日紫光专户持股 991.17 万股，持股比例 8.05%。同时，公司推出了 550 万股的股权激励方案，占方案公告时总股本的 4.67%，其中首次授予 440 万股，董监高获授 32 万股，716 名核心员工获授 408 万股；预留 110 万股，股权激励力度较大。另外，公司正在回购公司股份，回购股份主要用于注销（已完成）、股权激励或者员工持股，预计回购金额 5000-9000 万元，若按照 50 元/股价格进行回购，预计回购股数 100-180 万股，预计未来也将产生较好的激励效果。

图3：截至 2025 年 2 月 19 日公司股权结构及一致行动人持股情况

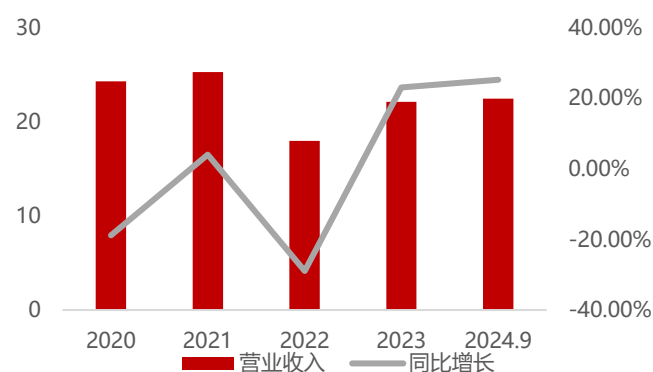


资料来源：公司公告，民生证券研究院

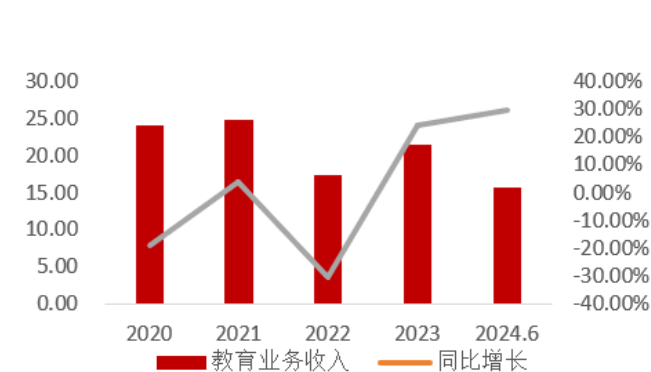
1.3 学习中心+全日制发力，个性化教培龙头再启航

公司秉承“以人为本、因材施教”的个性化教育理念，打造了个性化教育、职业教育、文化阅读、医教融合等业务模式。公司聚焦一对一、小范围个性化教育服务，服务模式灵活多样，且以中高考、提分为主，再加上战略转型相对较早，“双减”对公司收入影响相对较小。2020-2024 年 9 月公司实现营业收入分别为 24.30 亿元、25.29 亿元、17.98 亿元、22.13 和 22.47 亿元，分别同比增长-18.79%、

4.10%、-28.93%、23.09%和 25.29%；其中教育服务收入分别为 23.94 亿元、24.80 亿元、17.30 亿元、21.47 亿元和 15.61 亿元，分别同比增长-18.92%、3.59%、-30.26%、24.12%和 29.24%。公司学习中心和全日制基地发力，快速抢占个性化教育服务和中高考复读市场。同时，公司加大全国业务网络布局与扩张，对公司业务开展和收入增长具有积极意义，个性化教培龙头再启航。

图4：2020 年以来公司营业收入（亿元）及增长


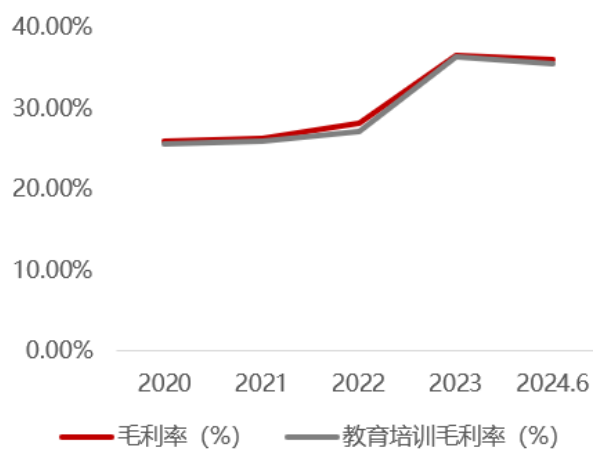
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图5：2020 年以来公司教育业务收入（亿元）及增长


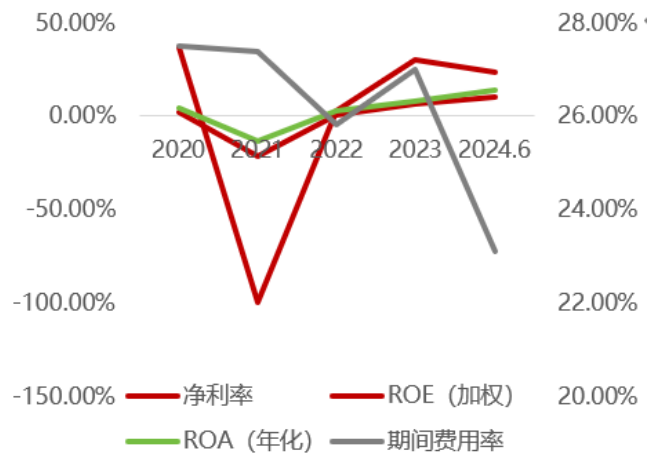
资料来源：iFinD，民生证券研究院

1.4 毛利率快速提高，盈利能力大幅增强

受行业供需关系影响，近几年校外培训客单价呈现上升态势，再加上“双减”后，教育机构大多采取节约成本、控制费用的举措，行业盈利能力稳步提高。受益行业供需格局变化和公司“节流”的应对措施，公司毛利率快速提高，盈利能力大幅增强。2020-2024 年中报公司整体毛利率分别为 25.83%、26.19%、28.04%、36.50%和 36.04%；教育培训业务毛利率分别为 25.59%、25.90%、27.15%、36.36%和 35.53%。同时，公司费用控制效果良好，期间费用率呈下降趋势。2020-2024 年中报公司期间费用率分别为 27.50%、27.37%、25.83%、26.99%和 23.12%。毛利率的快速提高和费用控制相对较好，公司盈利能力大幅提高。2020-2024 年中报公司净利率分别为 1.76%、-21.30%、0.46%、6.88%和 9.97%，ROE（加权）分别为 36.46%、-99.30%、2.53%、29.95%和 23.57%，ROA（年化）分别为 4.02%、-13.32%、2.86%、7.77%和 13.70%。

图6：2020 年以来公司毛利率情况


资料来源：iFinD，民生证券研究院

图7：2020 年以来公司盈利指标和费用率 (单位：%)


资料来源：iFinD，民生证券研究院

2 行业分析：“双减”加速行业出清，AI+教育龙头受益

2.1 “双减”政策强势来袭，校外培训供给出清

为了有效减轻校内作业负担和校外培训负担（俗称“双减”），促进学生身心健康发展，国家出台持续的规范政策。2021 年 4 月教育部印发《关于加强义务教育学校作业管理的通知》，将禁止留作业作为校外培训机构日常监管的重要内容，切实避免“校内减负、校外增负”现象。2021 年 7 月中共中央、国务院联合印发《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》，有效减轻义务教育阶段学生过重作业负担和校外培训负担，全面规范校外培训机构。同月，教育部印发《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》，明确义务教育阶段校外培训学科类和非学科类，避免执法不严和机构“伪装”行为。此后，教育部等多部门又出台了配套政策，如 2021 年 9 月教育部印发《关于坚决查处变相违规开展学科类校外培训问题的通知》，2021 年 11 月教育部等八部委印发《关于做好校外培训广告管控的通知》等，“双减”政策强势来袭，对校外培训行业产生深远影响。

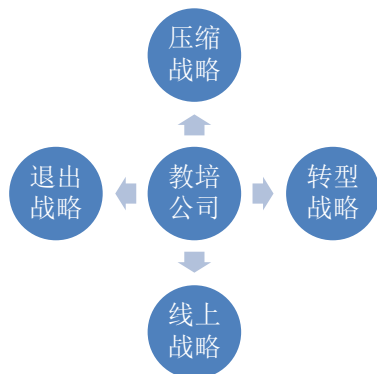
表1：近年来我国出台的“双减”政策一览表

发布时间	发布单位	政策名称	主要内容
2023 年 8 月 23 日	教育部	《校外培训行政处罚暂行办法》	明确处罚主体，提升执法能力，切实解决校外培训执法边界不清、依据不充分等难点问题
2023 年 7 月 24 日	教育部	全国校外教育培训监管与服务综合平台正式上线	推出“校外培训家长端”APP，提供全国统一校外培训官方购课服务
2022 年 1 月 5 日	教育部	《关于认真做好寒假期间“双减”工作的通知》	巩固“双减”工作成果，严防校外培训旧态重演
2021 年 11 月 3 日	教育部等八部委	《关于做好校外培训广告管控的通知》	不区分学科类、非学科类，不得发面向中小学（含幼儿园）的校外培训广告
2021 年 9 月 8 日	教育部	《关于坚决查处变相违规开展学科类校外培训问题的通知》	严厉打击校外学科培训，坚决查处学科类校外培训隐形变异问题
2021 年 7 月 30 日	教育部	《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》	明确义务教育阶段校外培训学科类和非学科类范围
2021 年 7 月 24 日	中共中央、国务院	《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》	有效减轻义务教育阶段学生过重作业负担和校外培训负担，全面规范校外培训机构
2021 年 4 月 26 日	教育部	《关于加强义务教育学校作业管理的通知》	将禁止留作业作为校外培训机构日常监管的重要内容，切实避免“校内减负、校外增负”

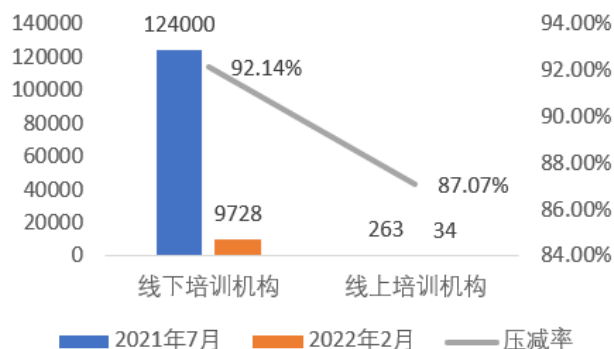
资料来源：中共中央，国务院，教育部等，民生证券研究院

“双减”政策带来教培行业供给侧出清。（1）行业龙头公司、区域龙头采取

主动收缩战略以应对政策冲击，如好未来、新东方、学大教育、昂立教育、卓越教育等，2021-2022 年线下教学网点快速下降；（2）战略转型，积极拥抱素质教育和职业教育，从教育政策导向看，国家鼓励素质教育和职业教育，大部分教培机构及 K12 教育公司采取了主动拥抱素质教育，并向职业教育转型的发展战略，如昂立教育、凯文教育等；（3）部分教培公司关闭线下教学网络，全面转向线上，如豆神教育等；（4）大部分中小教培机构及个别细分龙头采取“退出”战略，造成“消课难、退费难”等现象，这部分公司基本退出了教培行业。受此影响，教培机构大幅下降。根据教育部校外教育培训监管司有关负责人介绍，截至 2022 年 2 月，原 12.4 万个线下校外培训机构压减到 9728 个，压减率为 92.14%；原 263 个线上校外培训机构压减到 34 个，压减率为 87.07%。

图8：“双减”下教培公司的战略选择


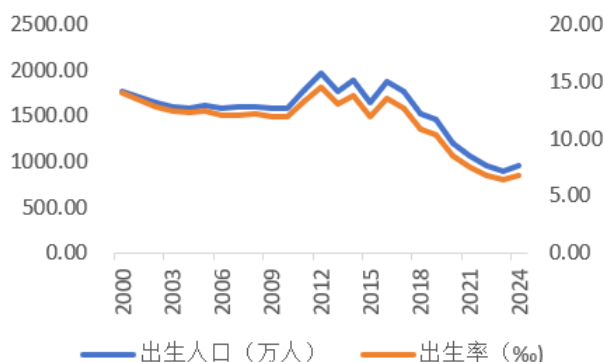
资料来源：证券时报、上市公司公告，民生证券研究院

图9：“双减”政策对行业的影响及冲击（家）


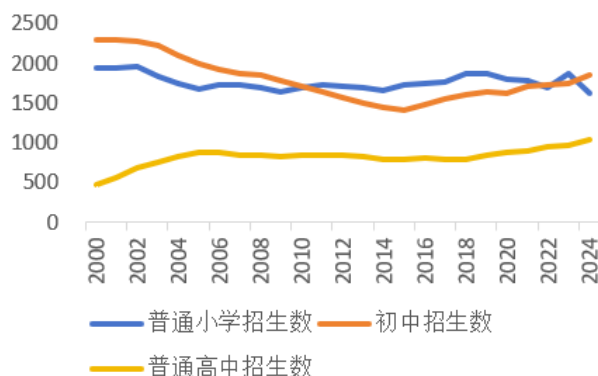
资料来源：教育部、新京报等，民生证券研究院

2.2 “二胎”放开人口红利再现，中高考迎来“黄金十年”

随着“龙宝”到来和“二胎”政策的放开，2011-2017 年我国迎来了生育小高峰。根据国家统计局数据，2012 年我国出生人口约 1973 万人，出生率 14.57‰，均创下 2000 年以来新高；2011-2017 年年均出生人口 1819 万人，较 2020-2010 年年均出生人口高出 192 万人。出生人口的变化趋势，决定了适龄儿童小学入学高峰是 2023 年，初中入学高峰是 2028 年，高中入学高峰是 2030 年。普通小学招生人数从 2014 年的约 1658 万人增加到 2023 年的约 1878 万人，2024 年普通小学招生人数 1617 万人，在校生 10584 万人，毕业生 1857 万人。初中招生从 2015 年的约 1411 万人增加到 2024 年的 1849 万人，2024 年初中在校生约 5386 万人，毕业生约 1698 万人；普通高中招生从 2018 年的约 793 万人增加到 2024 年的约 1036 万人，2024 年普通高中在校生约 2922 万人，毕业生约 891 万人。

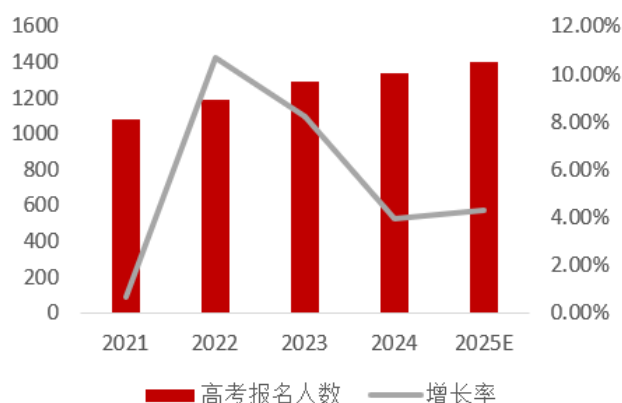
图10：我国出生人口（万人）及出生率（‰）


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

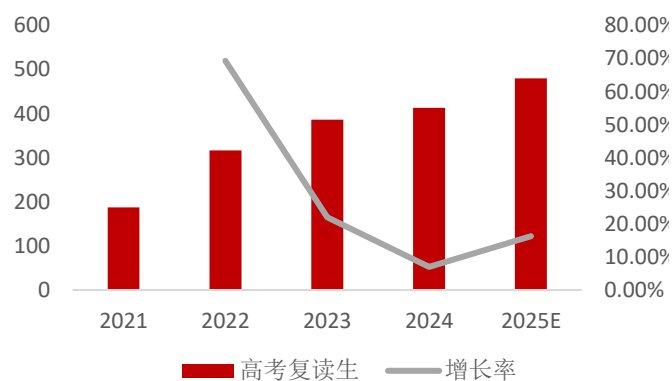
图11：我国普通小学、初中和普通高中招生人数（万人）


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

未来几年，初高中招生人数、在校生人数均将稳步提升，中高考迎来“黄金十年”。2021-2024年我国高考报名人数分别为1078万人、1193万人、1291万人和1342万人，根据教育部公布的信息，预计2025年我国高考报名人数将超过1400万人，短短五年时间，高考人数增加了近350万人。与此同时，我国高考复读人数从2021年的187万人增加值2024年的413万人，预计2025年将达到480万人，再创历史新高。

图12：近年来我国高考报名人数（万人）及增长率（%）


资料来源：教育部，民生证券研究院

图13：近年来我国高考复读生（万人）和增长率（%）


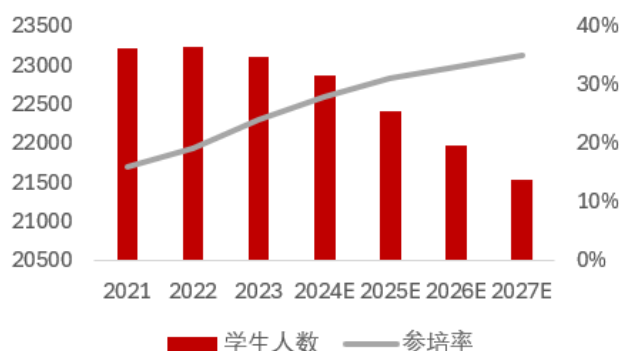
资料来源：教育部，民生证券研究院

2.3 素质培训强势崛起，升学培训需求强劲

“双减”前，学科培训是校外培训的核心内容，尤其是语数外的培训贯穿了从学前教育到义务教育的全过程。“双减”后，学科培训受到严格限制，培训机构纷纷转型，聚焦学科素养、素质教育、中高考升学辅导，如好未来的学而思素养、昂

立教育的 hello 科学等，同时打通升学链，积极发展面向中高考的升学辅导。近几年，素质教育可谓一枝独秀，强势崛起，艺术、体育、STEAM、营地、研学、素养等素质教育快速发展，且上海中考有综合素质评价，增强了素质教育参培的主动性和粘性。根据多鲸教育研究院发布的《2024 素质教育行业发展趋势报告》，素质教育总市场规模=校外市场规模+校内市场规模，其中校外市场规模测算以“市场规模=在校生人数*渗透率*年客单价”进行估算，并假设 2023 年学前至高中人数 2.31 亿人，参培率 24%，客单价 6229 元/年，测算出 2023 年我国素质教育校外市场规模 3454 亿元。同时，多鲸教育研究院结合专家访谈数据，2023 年校内素质教育市场约等于校外素质教育市场的 45%，测算出 2023 年素质教育总市场规模约 5008 亿元，并预测未来几年仍保持较快增长，即 2024-2027 年素质教育总市场规模分别为 6463 亿元、7825 亿元、9101 亿元和 10536 亿元，分别同比增长 23%、21%、16%和 16%。

图14：我国幼儿园到高中学生数（万人）及参培率（%）



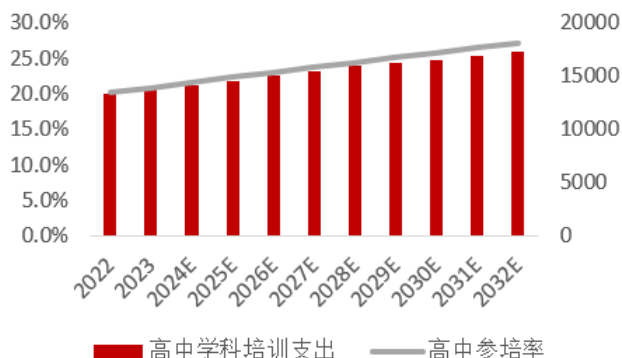
资料来源：多鲸教育研究院，民生证券研究院

图15：我国素质教育市场规模（亿元）及增速预测

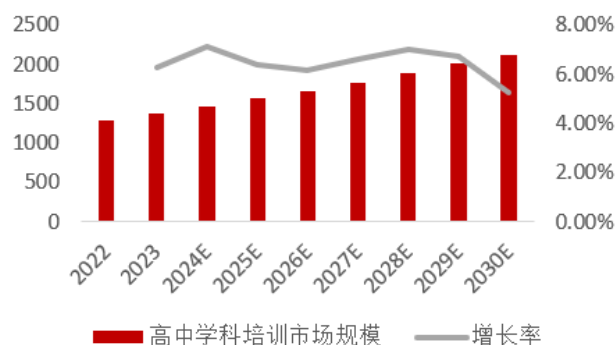


资料来源：多鲸教育研究院，民生证券研究院

随着中高考人数增加，以升学为导向的校外培训需求增加。根据观研天下研究报告，2022-2023 年我国高中学科参培率分别为 20.2%和 20.9%，在“双减”背景下，学科校外培训控制较严，但高中学科参培率不降反升，显示出以升学为导向的校外培训需求释放。观研天下研究报告显示，2024 年我国高中学科培训市场规模达 1470 亿元，预计到 2032 年我国高中学科培训市场规模达 2419 亿元，呈现出稳步增长的发展态势。一是高中适龄人口快速增加，预计到 2032 年适龄人口数量（对应 2015-2017 年出生人口总和，这三年出生的孩子预计 2032 年在高中读书）5164 万人；二是参培率有望持续提高，考虑到高考人数增加、高考复读生增长和中职考生群体扩大，升学竞争增加，以升学为导向的校外培训有望持续走高，预计到 2032 年高中学科参培率有望提高至 27.2%；三是参培人均支出走高，2022 年高中学科培训人均支出 12208 元/年，预计到 2024 年达到 14152 元/年，预计到 2032 年提高至 17242 元/年。

图16：高中学科培训支出（元/年）及参培率（%）


资料来源：观研天下，民生证券研究院

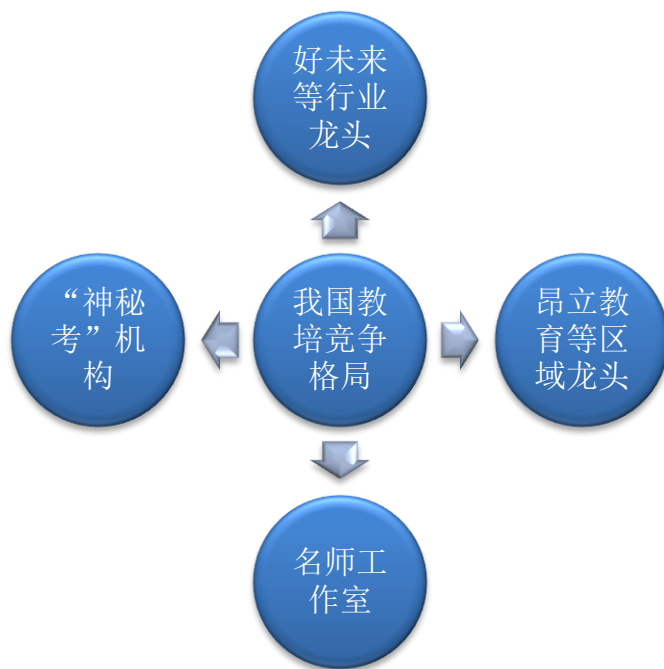
图17：高中学科培训市场规模（亿元）及增长率（%）


资料来源：观研天下，民生证券研究院

2.4 行业竞争格局生变，AI+教育渐成趋势

教培行业是典型的“大行业、小公司”，行业集中度低。“双减”带来了教培行业供给出清，大部分中小机构出局，行业龙头也急剧收缩，然而名师工作室、有“神秘考”等升学通道的中小机构却迎来了发展契机，行业竞争格局已经演变成行业龙头、区域龙头、名师工作室和有“神秘考”机会的教培机构之间的竞争，之前“跑路”的机构和以资本导向、并寻求资产证券化退出的教培机构很难回归。2025年AI智能体有望快速发展，Deep Seek“接入潮”引爆AI应用，今年《政府工作报告》明确提出，持续推进“AI+”行动，AI+教育有望成为重要的应用场景。行业龙头有望受益AI的市场风口，并在新一轮的行业竞争中占据更有力的地位。好未来推出了学而思九章大模型（MathGPT），面向全球用户和科研机构提供以数学领域的解题和讲题算法为核心的大模型，也是国内首个专为数学打造的大模型；有道推出了“子曰”大模型，并发布三大应用，即AI全科学习助手“有道有P”、新一代虚拟口语教练和新一代知识库问答引擎；豆神教育推出了豆神AI大模型，打造语文AI领域的标杆。此外，作业帮、猿辅导、新东方、学大教育、行动教育、佳发教育等都推出了教育大模型或者教育+AI产品，并纷纷接入Deep Seek，进一步加大AI+教育产品新形态的商业化落地。由于布局AI需要较大的资本开支，因此行业龙头或区域龙头有望深度受益AI+教育的“盛宴”，有助于行业龙头或区域龙头扩大招生、提高效率、节约成本，增强行业龙头或区域龙头的竞争力，行业龙头或区域龙头的市占率有望提升。

图18：当前我国校外培训行业竞争格局



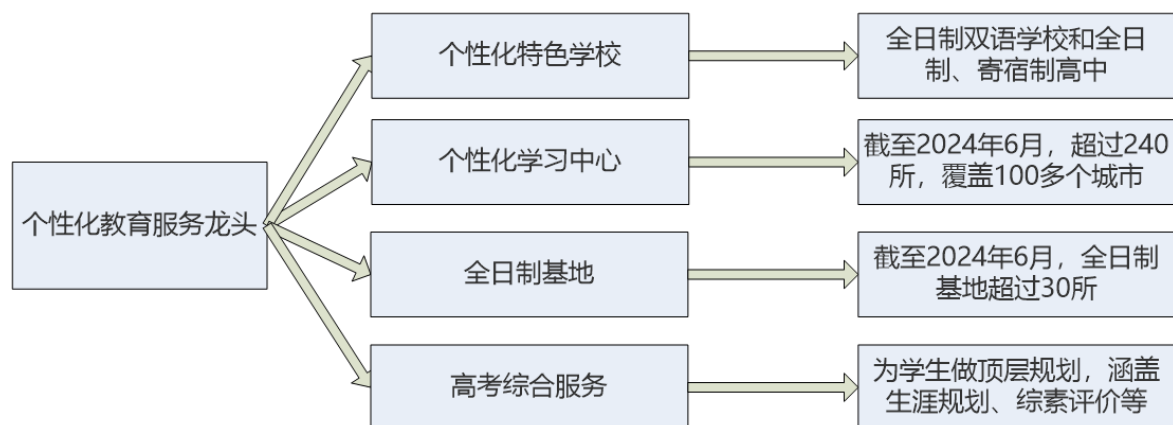
资料来源：公司公告，民生证券研究院

3 公司分析：战略转型多元发展，个性化龙头再启航

3.1 战略转型多元发展，个性化龙头强势回归

面对“双减”的影响和冲击，公司积极进行战略重塑和业务调整，停止线上义务教育阶段学科类教培业务，聚焦中高考个性化教育，通过“一对一”、“一对少”、全日制辅导等方式开展教育服务，持续巩固和提高个性化教育的龙头地位。公司秉承以人为本、因材施教的教育理念，并贯穿“成绩”、“成长”、“成才”的全路径培养，发掘个性优势，培养学习能力，提升综合素养，激发潜能，打造终身成长所需的知识和能力。公司主要通过学习中心和全日制基地来开展个性化教育，并依托学大教育“双螺旋”智慧教育模式，线上线下互补教学，让全国的学生享受优质课程学习体验。截至2024年6月末，公司个性化学习中心超过240所，覆盖100多个城市。同时，公司积极开展全日制教育业务，并在系统、师资、课程、教研、运营、管理等方面积累了强大的能力和资源，成为公司传统优势业务之一。截至2024年6月末，公司已拥有30多所全日制培训基地，致力于为高考复读生、特长生等学生群体提供无干扰、无顾虑、无隐患的学习环境。另外，公司在大连、宁波举办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兴办全日制、寄宿制高中，开设了普通班、特长班、国际班和复读班。此外，公司还开展新高考综合服务业务，为学生做顶层规划，提供包括新高考生涯规划、综合素质评价、选科指导等一系列服务。

图19：公司个性化教育业务架构示意图

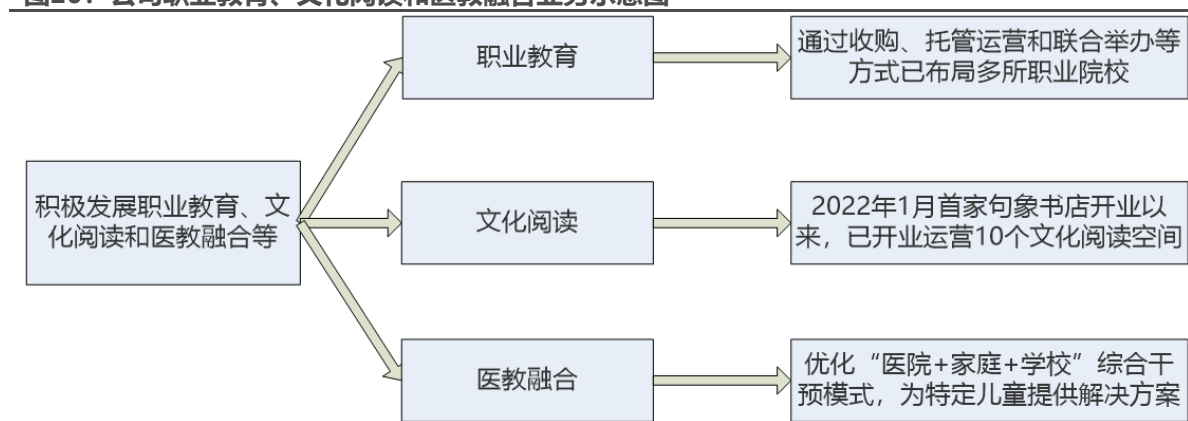


资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司在加大个性化教育服务的同时，积极进行业务转型创新，紧跟国家政策导向，顺应教育行业发展趋势，积极发展职业教育、文化阅读和医教融合等业务。公司职业教育业务涵盖中等职业教育、高等职业教育及产教融合、职业技能培训三个

板块。公司收购了沈阳国际商务学校、东莞市鼎文职业技术学校、大连通才中等职业技术学校等中职院校，托管运营了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学校，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。同时，公司与高校聚焦“专精特新”和“紧缺人才”，已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院校达成合作，涵盖专业共建、产业学院、实训基地、校企合作等。同时，公司响应国家号召，通过句象书店开展“全民阅读”活动。2022年1月公司旗下首家句象书店亮相深圳罗湖宝能环球汇，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。截至2024年6月末，公司句象书店等文化空间已经达到10所，文化阅读板块初具规模。另外，公司积极关注问题儿童的教育问题，积极发展医教融合项目，优化“医院+家庭+学校”综合干预模式，为面临孤独症、注意力缺陷、学习困难等挑战的儿童提供适应性发展的解决方案。

图20：公司职业教育、文化阅读和医教融合业务示意图

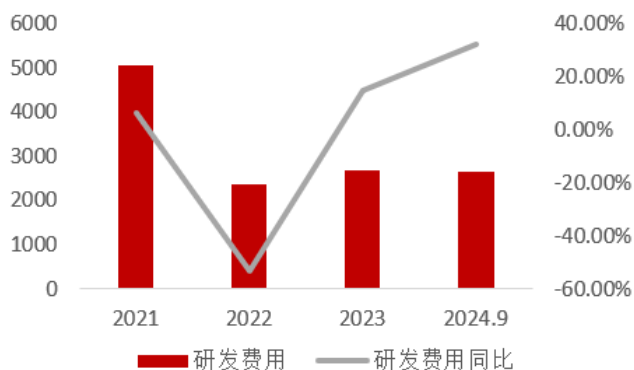


资料来源：公司公告，民生证券研究院

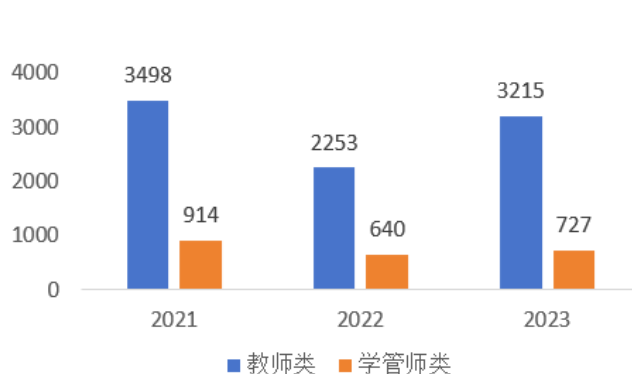
3.2 业务网点快速恢复，加大研发师资雄厚

随着中高考人数持续走高和参培率的上升，以考试和提分为目的的个性化教育服务需求持续释放，公司发展迎来了个性化教育发展契机，业务网点快速恢复，截至2024年6月末，公司个性化学习中心超过240所，覆盖了100多个城市，核心覆盖一、二线城市，并辐射三、四线城市，并依托学大教育“双螺旋”智慧教育模式，线上线下互补教学，让全国学生享受优质课程学习体验。同时，公司加大研发力度，自研了学大教育全日制综合业务管理系统、教学统计管理系统、学大百问百答系统等产品，2021-2024年前三季度公司研发费用分别为5048万元、2352万元、2699万元和2653万元，分别同比变动6.62%、-53.41%、14.75%和32.47%，研发费用率分别为2.00%、1.31%、1.21%和1.18%。公司研发人员结构持续优化，高学历研发人员占比大幅提高。2021-2023年公司研发人员分别为69人、68人和54人，其中硕士学历研发人员分别为2人、1人和39人。另外，公司师

资力量雄厚，2021-2023 年公司老师人数分别为 3498 人、2253 人和 3125 人，2023 年老师人数快速增长，预计 2024 年仍将保持增长态势。公司强大的师资力量、较强的学管能力和多年教育从业经验，既能保证教学质量，也为拓展新型业务模式奠定了坚实基础。

图21：公司研发费用（万元）及同比变动（%）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

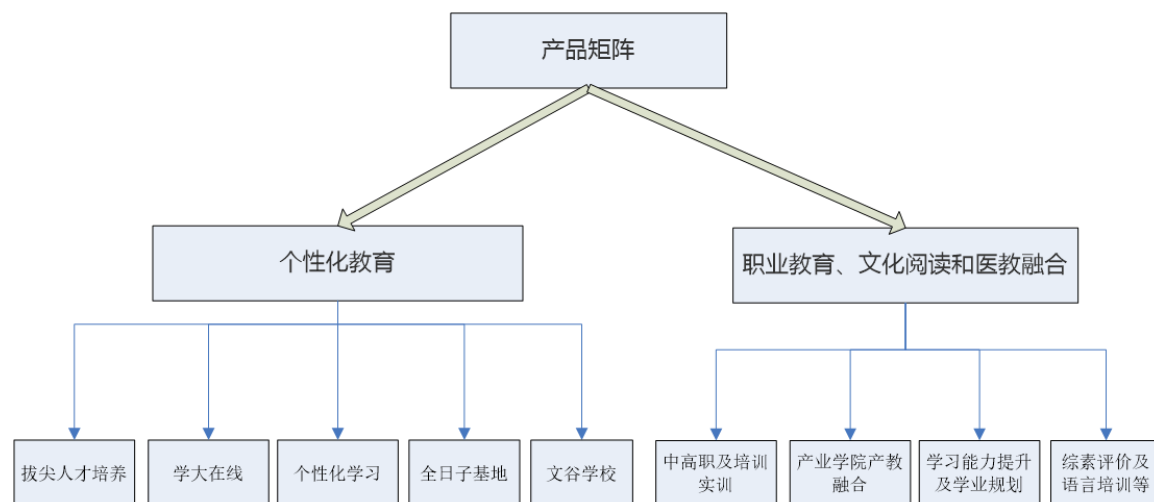
图22：2021-2023 年公司教师及学管人员数量（人）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.3 产品矩阵相对完善，教学服务系统完备

公司立足个性化教育理念，不断完善个性化产品矩阵，拥有个性化学习、全日制基地、文谷学校、学大在线、拔尖人才培养等五大产品系列，其中个性化学习又包括个性化一对一、个性化班组课；全日制基地为高考复读生、艺考生提供高效学习体会；文谷学校尊重学生个体差异，用科学的工具和方法满足学生的个性发展需求；学大在线主要是科技赋能打造在线课堂和拓展教学系统；拔尖人才培养包括了学业规划、综合评价、选科指导和志愿填报等。在巩固个性化业务优势的同时，公司快速拓展职业教育、文化阅读、医教融合等领域的产品，具备教学产品快速搭建和设计能力，产品范围包括中等职业教育、高等职业教育、职业培训、产业学院、实习实训、学习能力提升、学业规划、综合素质评价、语言培训等多品类，通过持续完善公司的业务和产品布局提高学生对于知识的易得性。同时，公司拥有完备的智能化教学服务系统，可实现“备”、“教”、“评”、“管”四大教学流程的闭环管理，通过个性化订制备课、教学统计、过程管理、家校互通等多个模块功能，有效提升教学质量，为学员提供良好的教学体验。

图23：公司产品矩阵示意图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.4 股权激励助力成长，回购注销彰显信心

2023年6月公司推出了限制性股票期权激励计划，首次授予朱晋丽、崔志勇等董监高及公司（含子公司）核心员工420万股限制性股票，占公告时公司总股本的3.74%。同时，公司预留了110万股限制性股票，占公告时公司总股本的0.93%。本次激励计划覆盖员工较多，达到720人，约占2023年末公司员工总数的11.4%，有利于激发员工积极性，保持员工稳定性。同时，本次激励计划行权条件苛刻，首次授予部分分三年行权，行权条件分别为：2023年净利润不低于0.5亿元、2023-2024年累计净利润不低于1.3亿元、2023-2025年累计净利润不低于2.5亿元；预留部分分两年行权，行权条件分别为：2024年净利润不低于0.8亿元、2024-2025年累计净利润不低于2亿元。2025年1月公司推出了回购方案，计划回购不低于1.1亿元，不超过1.5亿元，回购价格不超过66.8元，如按照最高回购价计算，预计回购股比区间为1.34%-1.82%，回购的股份主要注销及股权激励或员工持股，其中注销股权金额为6000万元。2025年2月19日公司首次回购，截至2025年2月末，公司累计回购120.86万股，约占总股本的0.98%，支付总金额约6000万元，该部分股权已于2025年3月末完成注销，彰显公司管理层对未来发展的信心。未来，公司将按照公告内容继续回购股份，预计回购上限为9000万元，主要用于股权激励或员工持股，若公司未能在股份回购完成后36个月内将回购股份用于上述用途，未使用部分将履行相关程序予以注销。

表2：公司 2023 股权激励计划及股权回购计划基本情况（单位：元/股、万股）

员工持股计划		激励对象	授予价格	授予股数	解锁比例	解锁条件
2023 年股权激励计划	首次授予	720 人董监高及核心员工	14.05	440	首次授予解锁比例为 30%、30%和 40%，	2023 年、2023-2024 年和 2023-2025 年累计净利润分
	预留授予	待定	14.05	110	预留授予解锁比例为	别不低于 0.5 亿元、1.3 亿元
	合计/均值		14.05	550	50%、50%	和 2.5 亿元
公司股权回购计划	注销部分	无	无	无	截至 2025 年 3 月末累计回购 120.86 万股已全部注销	
	股权或员工持股	待定	待定	待定	公司已累计回购约 6000 万元，预计还将回购 5000-9000 万元，该部分股份主要用于激励，具体方案待定	

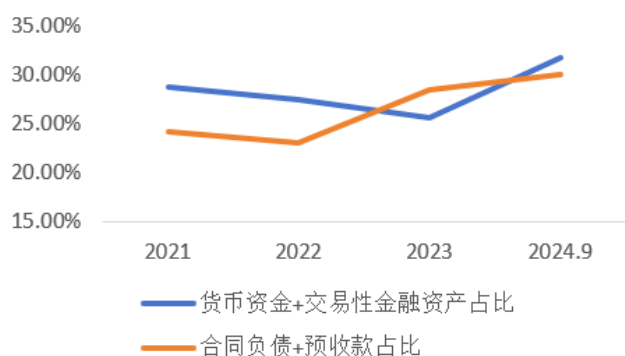
资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 财务分析：资产优良现金流好，订单充裕助力成长

4.1 资产质量相对较高，合同负债占比较高

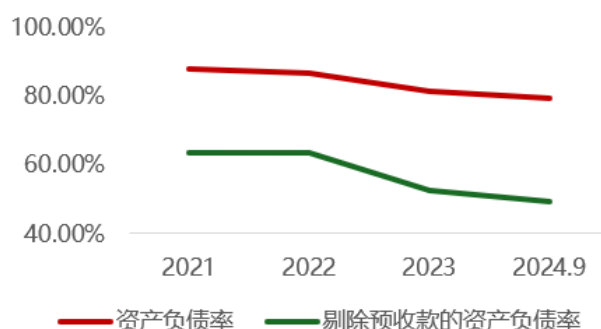
截至 2024 年 9 月末，公司总资产 38.56 亿元，其中货币资金 8.44 亿元，占比 21.89%；交易性金融资产 3.80 亿元，占比 9.84%；使用权资产（除短期租赁和低价值资产租赁以外的租赁确认为使用权资产，这一指标反映的是公司经营网点变化情况）6.01 亿元，占比 15.58%；商誉 11.92 亿元，占比 30.92%。公司资产质量整体较高，货币资金、交易性金融资产、使用权资产等占比达到 47.31%，商誉主要是收购学大教育集团和学大信息所形成的，减值压力相对较小。同时，公司总负债 30.63 亿元，其中合同负债 9.83 亿元，预收款项 1.75 亿元，合计占比 37.79%，合同负债及预收款占比较高；租赁负债 4.54 亿元，占比 14.83%；短期借款 3.9 亿元，长期借款 2.39 亿元，合计占比 20.54%，根据公司公告，2025 年 2 月公司已经偿还完毕紫光卓远的全部借款，解决了历史遗留问题，有助于公司轻装上阵，实现高质量发展。受 2021 年公司大幅亏损（商誉计提导致）影响，公司未分配利润为负值，公司净资产规模相对较小，截至 2024 年 9 月末，公司净资产 7.93 亿元，导致公司资产负债率相对较高。2021-2024 年 9 月公司资产负债率分别为 88.00%、86.70%、81.29%和 79.44%，资产负债率呈现持续下降趋势；剔除预收款后的资产负债率分别为 63.78%、63.59%、52.76%和 49.42%，剔除预收款的资产负债率整体适中，公司偿债能力相对较强。

图24：公司货币资金、合同负债等占比走势图（%）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图25：2021-2024 年 9 月公司资产负债率走势（%）

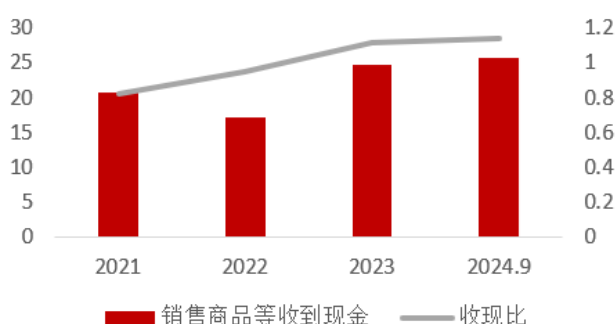


资料来源：iFinD，民生证券研究院

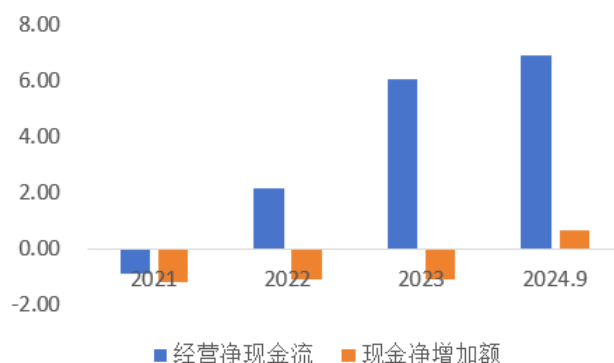
4.2 现金流：收现比持续提高，现金流整体良好

教育服务行业实行预收款制度，收现比持续提高，经营性现金流整体较好。2021-2024 年 9 月公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 20.75 亿元、17.16 亿元、24.71 亿元和 25.71 亿元，收现比（销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入）分别为 0.82 倍、0.95 倍、1.12 倍和 1.14 倍，收现比持续提高。受“双减”

政策影响，2022 年公司现金收款下降，且退费增加，导致收现比较低，且经营性净现金流为负值，但 2022 年以来，随着个性化教育需求复苏及职业教育等其他业务的启航，公司收现比和经营性净现金流大幅改善。2021-2024 年 9 月公司经营性净现金流分别为-0.87 亿元、2.16 亿元、6.07 亿元和 6.90 亿元。公司投资性现金流主要是购买理财产品，交易性金融资产相对较多，2021-2024 年 9 月公司投资性净现金流分别为-1.32 亿元、-0.95 亿元、-1.39 亿元和-4.67 亿元，整体上投资性现金流流出较多。公司筹资性现金流主要受偿还短期借款影响，呈现大幅流出。2021-2024 年 9 月公司筹资性净现金流分别为 1.00 亿元、-2.31 亿元、-5.77 亿元和-1.56 亿元，其中 2021 年公司定增完成，吸收投资收到现金 8.24 亿元。作为教育上市公司，公司现金流整体控制良好，经营性净现金流大幅流入，解决了学大教育回归 A 股造成的巨额债务问题，现金开始增加。2021-2024 年 9 月公司现金及现金等价物净增加额分别为-1.19 亿元、-1.07 亿元、-1.08 亿元和 0.67 亿元。

图26：2021 年以来公司收现比走势图（亿元、%）


资料来源：iFinD，民生证券研究院

图27：公司经营净现金流及现金净增加情况（亿元）


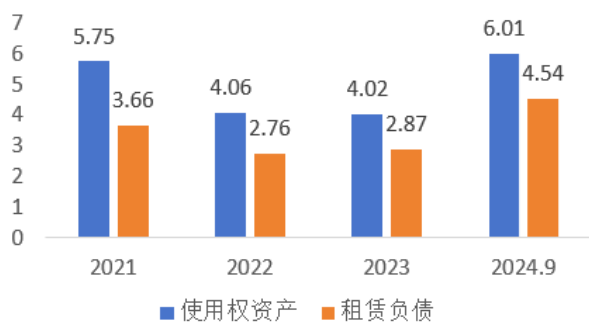
资料来源：iFinD，民生证券研究院

4.3 成长能力：使用权资产增长较快，合同负债助力成长

作为个性化教育服务龙头，公司采取全国布局战略，业务覆盖了全国 100 多个城市，核心覆盖一二线城市，辐射三四线城市，同时打造个性化教育、职业教育、文化阅读、医教融合四大业务版图，并通过网点建设实现较快增长。使用权资产和租赁负债能够较好反映公司网点复苏或扩张情况，2021-2024 年 9 月公司使用权资产余额分别为 5.75 亿元、4.06 亿元、4.02 亿元和 6.01 亿元，租赁负债余额分别为 3.66 亿元、2.76 亿元、2.87 亿元和 4.54 亿元，2024 年 9 月公司使用权资产和租赁负债双双高增反映出公司网点复苏及扩张情况，助力公司成长。同时，公司合同负债快速增长，2021-2024 年 9 月公司合同负债分别为 6.59 亿元、5.99 亿元、7.18 亿元和 9.83 亿元，分别同比增长-37.87%、-9.11%、19.94%和 18.11%。合同负债止跌回升助力公司重拾增长。2021-2024 年 9 月公司营业收入分别为 25.29 亿元、17.98 亿元、22.13 亿元和 22.47 亿元，分别同比增长 4.10%、-

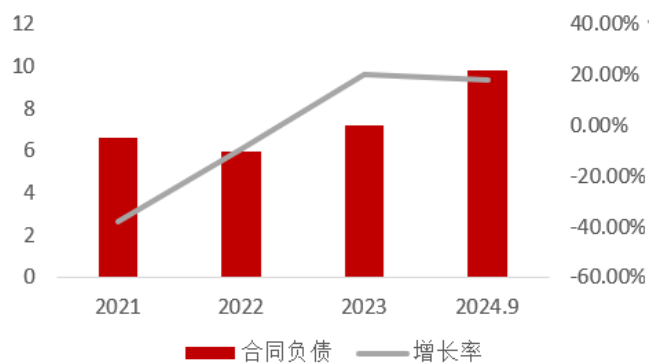
28.93%、23.09%和 25.29%。

图28：2021 年以来公司使用权资产和租赁负债（亿元）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图29：2021 年以来公司合同负债及增长率（亿元）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

5 盈利预测、估值与投资建议

5.1 业务拆分、关键假设与盈利预测

关键假设：

教育培训服务：公司是个性化教育龙头企业，通过个性化学习中心和全日制培训基地开展个性化教育，并依托学大教育“双螺旋”智慧教育模式，线上线下互补教学，实现了个性化教育业务较快发展。同时，公司积极进行战略重塑和业务调整，加大发展职业教育、文化阅读和医教融合等业务，实现了业务多元发展，增强了公司抗风险能力。目前，公司学习中心增长很快，合同负债亦同比较快增长，我们预计公司教育服务业务将实现较快增长。预计 2024-2026 年公司教育培训服务业务收入分别为 26.19 亿元、31.55 亿元和 36.47 亿元，分别同比增长 22.0%、20.5% 和 15.6%。考虑到客单价上升以及规模经济的带动，我们预计公司教育培训服务业务毛利率将显著提高，我们预计 2024-2026 年公司教育培训服务毛利率分别为 35.3%、36.1%和 36.5%。

其他业务：公司还有些游乐设备租赁、房屋租赁等其他业务，但该部分业务占比很少，对公司影响整体不大。考虑到租赁业务整体较为稳定，我们预计 2024-2026 年公司游乐设备租赁、房屋租赁及其他业务收入合计分别为 0.67 亿元、0.68 亿元和 0.69 亿元，分别同比增长 2%、1%和 2%，毛利率分别为 41.5%、42.3% 和 43.6%。

综上所述，我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 26.86 亿元、32.23 亿元和 37.17 亿元，分别同比增长 21.4%、20.0%和 15.3%，毛利率分别为 35.5%、36.2%和 36.6%。

表3：公司营业收入、业务构成、增速及毛利率等财务指标预测（单位：百万元、%）

主要财务指标		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入合计	收入（百万元）	1,798	2,213	2,686	3,223	3,717
	YoY	-28.9%	23.1%	21.4%	20.0%	15.3%
	毛利率	28.0%	36.5%	35.5%	36.2%	36.6%
教育培训服务	收入（百万元）	1,730	2,147	2,619	3,155	3,647
	YoY	-30.3%	24.1%	22.0%	20.5%	15.6%
	毛利率	27.2%	36.4%	35.3%	36.1%	36.5%
设备、房屋租赁 等其他业务	收入（百万元）	68	66	67	68	69
	YoY	37.7%	-3.2%	2.0%	1.0%	2.0%
	毛利率	50.5%	41.2%	41.5%	42.3%	43.6%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

2024 年下半年公司个性化学习中心网点布局较多，预计 2024 年销售费用率将有所增加，预计随着公司收入的较快增长，规模经济效应将凸显，公司销售费用率有望稳中有降，我们预计 2024-2026 年公司销售费用率分别为 7.5%、7.2%和 7.1%。公司推出了限制性股票激励计划，股权激励费用增长较快。目前，公司正在回购股份，预计未来将推出股权激励计划或者员工持股计划，预计将增加管理费用，我们预计 2024-2026 年公司管理费用率分别为 16.6%、16.8%和 17.1%。公司持续加大研发投入，研发费用有望稳定增长，但受收入较快增长影响，公司研发费用率稳中有降，我们预计 2024-2026 年公司研发费用率分别为 1.3%、1.2%和 1.1%。公司持续偿还银行借款，尤其是紫光卓远借款已偿还完毕，因此我们预计公司财务费用率将持续走低，预计 2024-2026 年公司财务费用率分别为 1.8%、1.5%和 1.4%。

表4：公司期间费用率预测

主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用率	6.5%	7.4%	7.5%	7.2%	7.1%
管理费用率	14.3%	15.7%	16.6%	16.8%	17.1%
研发费用率	1.3%	1.2%	1.3%	1.2%	1.1%
财务费用率	3.7%	2.7%	1.8%	1.5%	1.4%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

5.2 估值分析

我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 26.86 亿元、32.23 亿元和 37.17 亿元，分别同比增长 21.4%、20.0%和 15.3%；归母净利润分别为 1.80 亿元、2.43 亿元和 2.99 亿元，分别同比增长 17.3%、34.8%和 22.9%；EPS 分别为 1.48 元、1.99 元和 2.45 元，PE 分别为 35 倍、26 倍和 21 倍，PB 分别为 8.1 倍、6.6 倍和 5.0 倍，PS 分别为 2.4 倍、2.0 倍和 1.7 倍。公司是以个性化教育为主业，A 股市场主要可比公司有昂立教育（沪上教培龙头）、豆神教育（豆神大语文）、科德教育（中高考复读业务占比较高），我们采取 PS 估值进行比较。根据 WIND 一致预期及 2025 年 4 月 11 日收盘价计算，2024-2026 年三家可比公司预测 PS 均值分别为 7.9 倍、5.7 倍和 4.3 倍，与业务重叠度较高的昂立教育相比，PS 估值略高，与三家可比公司 PS 均值相比，公司 PS 估值优势更为显著。

表5：学大教育与可比公司估值（PS）对比（以 4 月 11 日收盘价为基准）

证券简称	收盘价（元）	最新市值 （亿元）	预测营业收入（亿元）			预测 PS（倍）		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600661.SH	昂立教育	27.4	12.4	16.0	20.8	2.2	1.7	1.3
300010.SZ	豆神教育	141.0	9.1	14.3	20.9	15.5	9.9	6.8
300192.SZ	科德教育	49.6	8.1	9.1	10.1	6.1	5.5	4.9
三家可比公司均值						7.9	5.7	4.3
000526.SZ	学大教育	63.4	26.9	32.2	37.2	2.4	2.0	1.7

资料来源：WIND，民生证券研究院预测，其中豆神教育、科德教育的收入及 PS 预测为 WIND 一致预期。

5.3 投资建议

公司是个性化教育龙头企业，是教育中概股回归“第一股”。“双减”后，公司积极进行战略重塑和业务结构调整，构建了以个性化教育服务为核心，职业教育、文化阅读和医教融合等业务板块快速发展的业务。公司通过个性化学习中心和全日制培训基地进行全国布局，完善的产品矩阵，雄厚的师资力量，持续的研发投入，随着中高考“十年红利期”的到来，公司业务快速复苏，且客单价上升提高了公司盈利能力，公司毛利率、净利率持续提高，业绩加速释放。同时，创始人金鑫先生回归，有利于公司加强管理和历史遗留问题解决，2025 年 2 月公司偿还最后一笔紫光卓远的委托借款，私有化所产生的历史遗留问题彻底解决，有利于公司中长期高质量发展。另外，公司推出了股权激励计划和上市公司回购计划，激励对象覆盖面广，行权价格相对较低，有利于激发董监高及核心员工的积极性，并助力员工的稳定性，实现公司更快发展。公司回购股份主要用于注销及股权激励（或员工持股），彰显对公司价值的看好。我们看好公司未来的成长性及创始人回归对公司发展的积极意义，首次覆盖，给予“推荐”评级。

图30：学大教育核心投资逻辑



资料来源：公司公告，民生证券研究院

6 风险提示

- 1) 政策风险：**校外培训行业是强监管行业，尤其是“双减”政策出台对校外培训行业影响很大，直接造成行业供给出清。当前，国家、地方仍在执行“双减”政策，未来仍有可能出台教培行业的规范发展政策，积极关注政策变化。
- 2) 市场竞争加剧风险：**2024 年下半年以来，新东方、好未来等行业龙头和昂立教育、卓越教育等区域龙头快速复点，全国教学网点恢复较多。同时，各种名师工作室、中小机构开始进入，市场竞争明显加剧。
- 3) 名师流失风险：**公司师资力量雄厚，教学水平较高，有利于招生、教学和升学，但“名师”最大问题是“名师”有自己的流量，一旦“名师”流失，将造成生源流失，影响公司发展。
- 4) 退费风险：**公司实施预收款制度，合同负债较多，若出现集中退费将考验公司现金储备能力，影响公司正常经营。
- 5) 减持风险：**紫光系因司法重整，其所持公司股权已经列入偿债资产，存在持续减持的可能性，截至 2025 年 2 月 19 日，紫光破产专用账户仍持有约 1489 万股，持股比例 12.1%，若持续减持，公司股价将承压。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,213	2,686	3,223	3,717
营业成本	1,405	1,733	2,057	2,356
营业税金及附加	11	13	19	22
销售费用	164	201	232	264
管理费用	347	446	542	636
研发费用	27	35	39	41
EBIT	282	271	353	419
财务费用	59	36	37	31
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	3	4	4	5
营业利润	226	243	325	399
营业外收支	-5	-4	-4	-4
利润总额	221	238	321	394
所得税	68	60	80	99
净利润	152	179	241	296
归属于母公司净利润	154	180	243	299
EBITDA	526	552	689	786

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	807	864	1,367	1,964
应收账款及票据	22	19	26	33
预付款项	6	7	8	9
存货	11	7	8	9
其他流动资产	69	468	480	491
流动资产合计	914	1,364	1,890	2,506
长期股权投资	60	60	60	60
固定资产	164	175	181	186
无形资产	25	25	25	25
非流动资产合计	2,239	2,485	2,581	2,625
资产合计	3,152	3,850	4,470	5,132
短期借款	0	390	390	390
应付账款及票据	0	0	0	0
其他流动负债	1,933	1,964	2,306	2,622
流动负债合计	1,933	2,354	2,696	3,012
长期借款	338	239	239	239
其他长期负债	291	489	589	639
非流动负债合计	629	728	828	878
负债合计	2,563	3,082	3,524	3,890
股本	122	122	122	122
少数股东权益	-14	-16	-18	-21
股东权益合计	590	767	946	1,242
负债和股东权益合计	3,152	3,850	4,470	5,132

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	23.09	21.40	20.00	15.30
EBIT 增长率	148.87	-3.82	30.15	18.71
净利润增长率	1035.24	17.26	34.75	22.94
盈利能力 (%)				
毛利率	36.50	35.50	36.20	36.60
净利润率	6.95	6.71	7.54	8.04
总资产收益率 ROA	4.88	4.68	5.44	5.82
净资产收益率 ROE	25.46	23.02	25.20	23.65
偿债能力				
流动比率	0.47	0.58	0.70	0.83
速动比率	0.46	0.56	0.68	0.82
现金比率	0.42	0.37	0.51	0.65
资产负债率 (%)	81.29	80.07	78.84	75.80
经营效率				
应收账款周转天数	4.06	2.76	2.53	2.89
存货周转天数	1.44	1.81	1.31	1.33
总资产周转率	0.70	0.77	0.77	0.77
每股指标 (元)				
每股收益	1.26	1.48	1.99	2.45
每股净资产	4.96	6.43	7.91	10.36
每股经营现金流	4.98	6.46	7.76	8.28
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	41	35	26	21
PB	10.5	8.1	6.6	5.0
EV/EBITDA	12.84	12.24	9.80	8.59
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	152	179	241	296
折旧和摊销	244	280	336	367
营运资金变动	169	286	318	293
经营活动现金流	607	787	946	1,009
资本开支	-129	-149	-93	-98
投资	-10	-376	0	0
投资活动现金流	-139	-514	-89	-93
股权募资	61	0	0	0
债务募资	-449	16	0	0
筹资活动现金流	-577	-215	-353	-319
现金净流量	-108	57	504	596

插图目录

图 1: 公司发展历程及重要的节点性事件	3
图 2: 金鑫回归及公司战略重塑转型的标志事件	4
图 3: 截至 2025 年 2 月 19 日公司股权结构及一致行动人持股情况	5
图 4: 2020 年以来公司营业收入 (亿元) 及增长	6
图 5: 2020 年以来公司教育业务收入 (亿元) 及增长	6
图 6: 2020 年以来公司毛利率情况	7
图 7: 2020 年以来公司盈利指标和费用率 (单位: %)	7
图 8: “双减”下教培公司的战略选择	9
图 9: “双减”政策对行业的影响及冲击 (家)	9
图 10: 我国出生人口 (万人) 及出生率 (‰)	10
图 11: 我国普通小学、初中和普通高中招生人数 (万人)	10
图 12: 近年来我国高考报名人数 (万人) 及增长率 (%)	10
图 13: 近年来我国高考复读生 (万人) 和增长率 (%)	10
图 14: 我国幼儿园到高中学生数 (万人) 及参培率 (%)	11
图 15: 我国素质教育市场规模 (亿元) 及增速预测	11
图 16: 高中学科培训支出 (元/年) 及参培率 (%)	12
图 17: 高中学科培训市场规模 (亿元) 及增长率 (%)	12
图 18: 当前我国校外培训行业竞争格局	13
图 19: 公司个性化教育业务架构示意图	14
图 20: 公司职业教育、文化阅读和医教融合业务示意图	15
图 21: 公司研发费用 (万元) 及同比变动 (%)	16
图 22: 2021-2023 年公司教师及学管人员数量 (人)	16
图 23: 公司产品矩阵示意图	17
图 24: 公司货币资金、合同负债等占比走势图 (%)	19
图 25: 2021-2024 年 9 月公司资产负债率走势 (%)	19
图 26: 2021 年以来公司收现比走势图 (亿元、%)	20
图 27: 公司经营净现金流及现金净增加情况 (亿元)	20
图 28: 2021 年以来公司使用权资产和租赁负债 (亿元)	21
图 29: 2021 年以来公司合同负债及增长率 (亿元)	21
图 30: 学大教育核心投资逻辑	25

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 近年来我国出台的“双减”政策一览表	8
表 2: 公司 2023 股权激励计划及股权回购计划基本情况 (单位: 元/股、万股)	18
表 3: 公司营业收入、业务构成、增速及毛利率等财务指标预测 (单位: 百万元、%)	22
表 4: 公司期间费用率预测	23
表 5: 学大教育与可比公司估值 (PS) 对比 (以 4 月 11 日收盘价为基准)	24
公司财务报表数据预测汇总	27

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048