

24年受激励费用及减值影响，25Q1扣非靓丽

学大教育(000526)

评级:	买入	股票代码:	000526
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	69.3/40.25
目标价格:		总市值(亿)	66.05
最新收盘价:	54.2	自由流通市值(亿)	63.85
		自由流通股数(百万)	117.80

事件概述

2024年公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为27.86/1.80/1.64/6.67亿元，同比增长25.90%/16.84%/16.25%/9.77%，24Q4公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为5.39/0.05/0.03亿元，同比增长28.6%/-89.2%/-88.2%，即公司下半年微利，Q4虽收入恢复较快增长，但毛利率大幅下降及信用减值（其他应收款减值）计提使得利润微利。经营性现金流净额高于归母净利主要由于教育培训业务预收款增加。非经主要为税费减免1050万元和投资收益。剔除股权激励费用（0.45亿元）及信用减值（0.17亿元）后扣非净利为2.26亿元，同比增长55%。

25Q1公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为8.64/0.74/0.59亿元，同比增长22.5%/47.0%/27.9%，归母净利高增长主要贡献来自投资收益（收回已减值的股权款）及费用率（管理、研发、财务）下降。

2025年4月26日，公司公告：1)拟将“岳阳育盛股权收购”项目终止后的剩余募集资金人民币0.6亿元转入公司自有资金账户永久补充流动资金；2)公司董事会提请股东会授权董事会决定“小额快速融资”，向特定对象发行融资总额不超过人民币3亿元且不超过最近一年末净资产20%的股票，发行价格不低于定价基准日前20个交易日公司股票均价的80%，锁定期6个月。

公司2025年1月2日公告拟回购1.1-1.5亿元、价格不超过66.80元/股、预计回购股份数量165-225万股，约占公司总股本的1.34%-1.82%。截至2025年3月31日，公司已回购股份1,208,600股并完成注销，占总股本0.99%，交易价格为48.499-52.13元/股，共计金额6000万元（已达到注销金额）。

2025年1月25日，公司公告紫光集团减持公司股份已完成，共计减持117万股，均价41.74元/股，减持比例0.9507%，减持后持股比例12.10%。

分析判断：

教育培训业务仅Q3受到影响，中职布局持续加码。（1）分业务看，教育培训/房屋租赁/设备租赁/其他收入分别为27.0/0.01/0.04/0.84亿元、同比增长25.64%/-91.67%/-20.00%/54.90%。（2）分拆主营业务来看，1)个性化教育：根据公司公告，截至24年末公司拥有超过300所个性化学习中心（同比增加超过60所）、30+所全日制培训基地。24年北京学大信息收入27.59亿元，同比增长25.5%，净利1.15亿元，对应净利率为4.2%，同比下降1.8PCT。教师人数同比增长36.7%至4394人。2)中职业务：截至24年末，公司完成了沈阳国际商务学校和珠海市工贸技工学校的收购；已收购东莞市鼎文职业技术学校、大连通才中等职业技术学校；托管运营了西安市西咸新区丝路艺术职业学校等。此外，公司与江西机电职业技术学院、重庆城市职业学院、广安经济职业学院、长春技师学院等多所职业院校以及行业头部企业达成了深度合作，包括共建产业学院、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。3)学历教育业务：公司在大连、宁波等地结合当地教育发展需要，兴办具有个性化教育特色的全日制双语学校。在校生成人数近5,000人，在校生人数近5,000人，包括大连文谷2所、宁波慈溪文谷1所、苏州常熟文谷1所、驻马店高中1所。4)文化阅读：公司拥有13家文化空间（同比增加3家）。（3）分地区看，东部/中部/西部收入为16.67/2.68/8.50亿元、同比增长31.39%/27.66%/15.92%，西部地区增长相对放缓。

Q4毛利率大幅下降及信用减值提升导致微利，24年净利率降幅低于毛利率主要由于销售和财务费用率下降、所得税率下降，25Q1净利率提升来自投资收益提升、管理+研发+财务费用率下降。（1）24年公司毛利率

为 34.6%、同比下降 1.9PCT，主要由于主业教育培训服务费毛利率同比下降 2.57PCT 至 33.79%，我们分析主要由于教师成本增加、以及扩校可能带来阶段性产能爬坡导致产能利用率下降；24 年归母净利率为 6.5%、同比下降 0.5PCT。从费用率来看，24 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.8%/15.7%/1.3%/1.9%，同比增加-0.6/0.1/0/-0.8PCT，财务费用率下降、金额减少 569 万元，主要由于借款利息支出减少，公司对紫光卓远剩余借款已还清本金；税金及附加占比下降 0.1PCT；公允价值变动收益占比提升 0.3PCT；计提减值增加 0.9PCT；营业外净收入占比减少 0.2PCT；所得税占比减少 0.8PCT，所得税率下降 4.8PCT 至 26.2%。（2）24Q4 公司毛利率为 32.8%、同比下降 12.6PCT，归母净利率为 0.7%、同比下降 8PCT；销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.9%/13.3%/1.6%/2.5%，同比下降 1.4/7.8/0.1/0.8PCT；其他收益+投资净收益（1000 万元）占比下降 1.8PCT；公允价值变动收益占比提升 1.9PCT；信用减值计提同比提升 7.1PCT（2024 年计提其他应收款坏账损失 0.17 亿元（2023 年为转回 13 万），剩余其他应收款坏账准备期末余额为 0.48 亿元，其中上海睿通应收股权转让款 0.18 亿元、北京多高创新科技教育应收合作项目款 0.21 亿元）；资产处置收益占比提升 0.2PCT；营业外支出占比同比提升 1.5PCT；所得税占比下降 2.3PCT；少数股东损益占比下降 0.4PCT。（3）25Q1 公司毛利率为 32.0%、同比下降 0.4PCT，归母净利率为 8.5%、同比提升 1.4PCT；销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.2%/14.5%/0.9%/1.5%，同比提升 0.7/-0.7/-0.2/-0.3PCT；税金及附加占比下降 0.1PCT，其他收益+投资净收益（1300 万元）占比提升 1.5PCT；减值计提同比提升 0.2PCT；营业外收入占比同比下降 0.2PCT。

培训预收款同比增加，为 25 年教育业务提供保障。截至 25Q1 公司合同负债为 11.39 亿元，同比增长 13.9%，环比增长 22.2%，主要为教育培训业务预收款增加，为 25 年教育业务经营提供保障。

投资建议：

我们分析，（1）短期来看，公司个性化培训业务受到竞争加剧、公司扩店及增聘教师影响，利润率略有下降。但中长期来看，我们判断一对一业务仍有自然拓店空间，我们预计叠加小班组业务带动净利率改善；（2）我们判断高利润率的全日制复读及艺考业务有望保持较快增长；（3）预计中职未来收购标的的人数增长和净利率改善具有空间；（4）教育信息化、文化空间（句象书店、LUKA 智能绘本馆）有望成为未来增长点。调整盈利预测，上调 25-26 年收入预测 31.66/36.42 亿元至 33.82/40.35 亿元，新增 27 年收入预测 48.26 亿元；下调 25-26 年归母净利 2.97/3.96 亿元至 2.55/3.64 亿元，新增 27 年归母净利预测 4.68 亿元，对应下调 25-26 年 EPS 2.43/3.24 元至 2.09/2.99 元，新增 27 年 EPS 预测 3.84 元，2025 年 4 月 25 日收盘价 54.2 元对应 PE 分别为 26/18/14X，维持“买入”评级。

风险提示

政策调整风险、市场竞争加剧风险、管理团队和师资流失风险、运营成本上升风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,213	2,786	3,382	4,035	4,826
YoY (%)	23.1%	25.9%	21.4%	19.3%	19.6%
归母净利润(百万元)	154	180	255	364	468
YoY (%)	1035.2%	16.8%	41.7%	43.0%	28.7%
毛利率 (%)	36.5%	34.6%	34.8%	34.9%	35.0%
每股收益 (元)	1.31	1.52	2.09	2.99	3.84
ROE (%)	25.5%	21.8%	25.0%	26.3%	25.3%
市盈率	41.50	35.68	25.95	18.15	14.10

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

分析师：李佳妮

邮箱：lijn@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120003

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,786	3,382	4,035	4,826	净利润	176	255	364	468
YoY(%)	25.9%	21.4%	19.3%	19.6%	折旧和摊销	257	87	94	102
营业成本	1,823	2,207	2,629	3,139	营运资金变动	182	556	525	313
营业税金及附加	12	14	17	20	经营活动现金流	667	936	1,016	916
销售费用	189	247	287	333	资本开支	-134	-5	0	-1
管理费用	438	503	572	667	投资	43	0	0	0
研发费用	53	36	13	5	投资活动现金流	-187	-5	0	-1
财务费用	35	42	47	51	股权募资	20	-62	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	-25	0	-2	-4
投资收益	6	0	0	0	筹资活动现金流	-270	-95	-35	-37
营业利润	252	350	493	635	现金净流量	210	836	981	878
营业外收支	-13	-5	0	-1	主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
利润总额	239	345	493	635	成长能力 (%)				
所得税	63	91	129	167	营业收入增长率	25.9%	21.4%	19.3%	19.6%
净利润	176	255	364	468	净利润增长率	16.8%	41.7%	43.0%	28.7%
归属于母公司净利润	180	255	364	468	盈利能力 (%)				
YoY(%)	16.8%	41.7%	43.0%	28.7%	毛利率	34.6%	34.8%	34.9%	35.0%
每股收益	1.52	2.09	2.99	3.84	净利率	6.5%	7.5%	9.0%	9.7%
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	总资产收益率 ROA	4.7%	5.7%	6.8%	7.7%
货币资金	997	1,833	2,814	3,692	净资产收益率 ROE	21.8%	25.0%	26.3%	25.3%
预付款项	5	6	0	0	偿债能力 (%)				
存货	22	0	0	0	流动比率	0.49	0.66	0.84	1.00
其他流动资产	241	132	132	132	速动比率	0.47	0.65	0.83	0.99
流动资产合计	1,265	1,971	2,946	3,824	现金比率	0.39	0.61	0.80	0.96
长期股权投资	73	73	73	73	资产负债率	79.0%	77.6%	74.5%	70.1%
固定资产	179	162	145	128	经营效率 (%)				
无形资产	14	14	14	14	总资产周转率	0.80	0.82	0.83	0.84
非流动资产合计	2,563	2,476	2,382	2,281	每股指标 (元)				
资产合计	3,828	4,447	5,328	6,105	每股收益	1.52	2.09	2.99	3.84
短期借款	491	491	491	491	每股净资产	6.70	8.35	11.34	15.18
应付账款及票据	0	0	0	0	每股经营现金流	5.41	7.68	8.33	7.52
其他流动负债	2,082	2,509	3,028	3,341	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,573	2,999	3,518	3,831	估值分析				
长期借款	3	-7	-19	-33	PE	35.68	25.95	18.15	14.10
其他长期负债	450	460	470	480	PB	6.28	6.49	4.78	3.57
非流动负债合计	453	453	451	447					
负债合计	3,026	3,453	3,970	4,278					
股本	123	122	122	122					
少数股东权益	-23	-23	-23	-23					
股东权益合计	802	995	1,359	1,827					
负债和股东权益合计	3,828	4,447	5,328	6,105					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

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

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

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

华西证券免责声明

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

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

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

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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