

公司研究

24年平稳收官，25Q1迎开门红

——学大教育（000526.SZ）2024年年报及25年一季度点评

买入（维持）

当前价：54.20元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebscn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebscn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

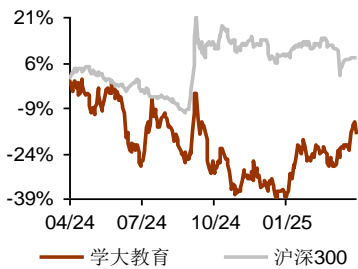
021-52523808

nieboya@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.22
总市值(亿元)	66.05
一年最低/最高(元)	40.25/69.30
近3月换手率	141.15%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	15.15	29.41	-22.37
绝对	11.78	28.62	-16.72

资料来源：Wind

要点

事件：学大教育24年实现营业收入27.9亿元，同比+25.9%；归母净利润1.8亿元，同比+16.8%；扣非归母净利润1.6亿元，同比+16.2%。其中，24Q4实现营业收入5.4亿元，同比+28.6%；归母净利润396万元，同比-89.2%；扣非归母净利润314万元，同比-88.2%。25Q1实现营业收入8.6亿元，同比+22.5%；归母净利润0.7亿元，同比+47%；扣非归母净利润0.6亿元，同比+27.9%。

个性化教育根基稳固，职业教育外延并购加速。24年公司教育培训服务费收入/房屋租赁收入/设备租赁收入/其他收入分别为26.97/0.005/0.04/0.84亿元，分别同比+25.64%/-91.67%/-20.00%/+54.90%。教育主业具体来看：1) 个性化教育业务：24年个性化学习中心从240余所增加至300所以上，覆盖城市超100座，专职教师超过4000人；全日制培训基地拓展至30余所；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，学校共5所，在校生人数近5000人。2) 职业教育：24年公司完成了对沈阳国际商务学校和珠海市工贸技工学校的收购，进一步夯实了中职教育布局。

24年毛利率同比下降，致净利率承压。1) 24年/24Q4公司毛利率分别为34.56%/32.8%，同比-1.95/-12.56pcts，主要系24H2公司个性化学习中心扩张提速，前期网点存在爬坡期影响毛利率。2) 24年/24Q4公司销售费用率分别为6.78%/9.86%，同比-0.64/-1.45pcts。3) 24年/24Q4管理费用率分别为15.73%/13.31%，同比+0.06/-7.81pcts。4) 24年/24Q4公司财务费用率分别为1.92%/2.48%，同比-0.75/-0.77pcts。24年公司偿还紫光卓远借款本金5.15亿元，截至25年2月底该笔借款本金已全部还清，改善了公司的资产负债结构，降低了财务费用。5) 综合来看，24年/24Q4公司销售净利率达到6.33%/0.61%，同比-0.56/-8.45pcts。24年公司因实施股权激励产生股份支付费用4525万元，若剔除股份支付费用，公司实现归母净利润2.2亿元，同比+34.0%，扣非归母净利润2.1亿元，同比+34.9%。

1) 25Q1公司毛利率为32.02%，同比-0.4pcts。2) 25Q1公司销售费用率为6.18%，同比+0.75pcts，主要系市场投入增加。3) 25Q1管理费用率为14.47%，同比-0.71pcts。4) 25Q1投资收益占收入比例为1.55%。同比+1.63pcts，主要系公司25Q1收回已减值的股权款。5) 综合来看，25Q1公司销售净利率达到8.51%，同比+1.31pcts。

回购彰显信心，行业红利期持续。公司2025年1月初公告，拟以自有资金和/或自筹资金1.1-1.5亿元通过集中竞价交易方式回购部分公司股票，回购价格不超过66.8元/股，回购数量164.67~224.55万股。回购股份将用于股权激励和/或注销，优先用于注销，注销股份金额为6000万元，股权激励具体方案另行制订。本次回购体现了公司中长期发展信心，除注销部分外有望继续通过股权激励充分激发业务团队活力。截至3月31日，公司累计回购120.86万股，占总股本的0.99%。

当前教育板块逐步企稳向好，学大教育作为全国性的以高中一对一培训为主的标的，具有一定稀缺性。非学科教育业务方面，学大教育正积极拓展，并展示出较好的增长势头。公司已还清股东紫光集团借款本金，财务成本压力有效缓解；叠加24年创始人金鑫重任董事长一职，后续有望推动公司加快发展。

盈利预测、估值与评级：考虑到公司加快网点扩张，前期爬坡期影响盈利能力，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测分别至 2.55/3.11 亿元（分别下调 8%/13%），引入 2027 年归母净利润预测为 3.69 亿元，对应 2025-2027 年 PE 分别为 26x/21x/18x，学大教育为高中一对一培训龙头，行业需求仍旺盛，职业教育亦稳步发展，维持“买入”评级。

风险提示：政策变化风险，出生人数严重下滑，行业竞争加剧。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,213	2,786	3,401	4,100	4,824
营业收入增长率	23.09%	25.90%	22.07%	20.58%	17.66%
归母净利润（百万元）	154	180	255	311	369
归母净利润增长率	1312.29%	16.84%	41.65%	22.22%	18.62%
EPS（元）	1.26	1.46	2.09	2.55	3.03
ROE（归属母公司）（摊薄）	25.46%	21.77%	23.57%	22.36%	20.96%
P/E	43	37	26	21	18
P/B	11.0	8.1	6.1	4.7	3.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-25
 注：2023-2027 年总股本数分别为 1.22/1.23/1.22/1.22/1.22 亿股

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,213	2,786	3,401	4,100	4,824
营业成本	1,405	1,823	2,232	2,698	3,168
折旧和摊销	43	43	53	59	63
税金及附加	11	12	14	17	20
销售费用	164	189	242	287	338
管理费用	347	438	522	617	721
研发费用	27	35	41	49	58
财务费用	59	53	36	36	34
投资收益	3	6	15	10	5
营业利润	226	252	347	422	499
利润总额	221	239	338	413	491
所得税	68	63	85	103	123
净利润	152	176	254	310	368
少数股东损益	-1	-3	-1	-1	-1
归属母公司净利润	154	180	255	311	369
EPS(元)	1.26	1.46	2.09	2.55	3.03

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	607	667	632	479	549
净利润	154	180	255	311	369
折旧摊销	43	43	53	59	63
净营运资金增加	-168	-139	104	51	54
其他	579	583	221	58	62
投资活动产生现金流	-139	-187	-458	-165	-145
净资本支出	-129	-134	-100	-100	-100
长期投资变化	60	73	0	0	0
其他资产变化	-69	-126	-358	-65	-45
融资活动现金流	-577	-270	-491	-174	-118
股本变化	4	1	-1	0	0
债务净变化	-460	-6	-457	-141	-86
无息负债变化	264	470	-330	132	135
净现金流	-108	210	-317	140	286

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	36.5%	34.6%	34.4%	34.2%	34.3%
EBITDA 率	16.4%	14.0%	12.4%	12.3%	12.3%
EBIT 率	12.3%	10.9%	10.8%	10.9%	11.0%
税前净利润率	10.0%	8.6%	9.9%	10.1%	10.2%
归母净利润率	7.0%	6.5%	7.5%	7.6%	7.6%
ROA	4.8%	4.6%	7.7%	8.6%	9.2%
ROE (摊薄)	25.5%	21.8%	23.6%	22.4%	21.0%
经营性 ROIC	21.9%	23.8%	21.2%	23.2%	25.0%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	81%	79%	68%	62%	57%
流动比率	0.47	0.49	0.42	0.51	0.64
速动比率	0.47	0.48	0.41	0.49	0.63
归母权益/有息债务	0.76	1.05	3.27	7.33	17.02
有形资产/有息债务	2.14	2.81	5.80	11.42	24.55

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	3,152	3,828	3,295	3,597	4,014
货币资金	807	997	680	820	1,106
交易性金融资产	3	106	10	10	10
应收账款	22	15	18	22	26
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	56	94	115	139	163
存货	11	22	26	32	38
其他流动资产	9	24	30	37	45
流动资产合计	914	1,265	946	1,128	1,456
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	60	73	73	73	73
固定资产	164	179	208	227	245
在建工程	31	28	25	30	34
无形资产	25	14	62	108	151
商誉	1,134	1,256	1,256	1,256	1,256
其他非流动资产	19	13	13	13	13
非流动资产合计	2,239	2,563	2,349	2,469	2,558
总负债	2,563	3,026	2,239	2,231	2,280
短期借款	0	491	227	86	0
应付账款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	181	148	181	219	257
其他流动负债	36	48	61	76	92
流动负债合计	1,933	2,573	2,230	2,219	2,266
长期借款	338	3	3	3	3
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	2	4	6	9
非流动负债合计	629	453	10	12	14
股东权益	590	802	1,056	1,366	1,734
股本	122	123	122	122	122
公积金	935	989	1,016	1,047	1,047
未分配利润	-389	-209	20	300	669
归属母公司权益	604	825	1,080	1,391	1,760
少数股东权益	-14	-23	-24	-25	-26

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	7.43%	6.78%	7.11%	7.01%	7.01%
管理费用率	15.67%	15.73%	15.35%	15.05%	14.95%
财务费用率	2.67%	1.92%	1.06%	0.87%	0.71%
研发费用率	1.22%	1.25%	1.20%	1.20%	1.20%
所得税率	31%	26%	25%	25%	25%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	4.97	5.41	5.19	3.93	4.51
每股净资产	4.95	6.70	8.86	11.42	14.44
每股销售收入	18.12	22.61	27.90	33.65	39.59

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	43	37	26	21	18
PB	11.0	8.1	6.1	4.7	3.8
EV/EBITDA	21.8	19.6	16.1	13.1	10.8
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
	无评级	因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, 致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明:		A 股市场基准为沪深 300 指数; 香港市场基准为恒生指数; 美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师, 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、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作, 光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格, 负责本报告在中华人民共和国境内(仅为本报告目的, 不包括港澳台)的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)成立于 1996 年, 是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一, 也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP