

学大教育 (000526)

证券研究报告

2025 年 04 月 27 日

25Q1 归母净利同增 47%，期待经营杠杆释放

24 年扩张影响利润，25Q1 归母净利 yoy+47%、扣非归母净利润 yoy+28%

24 全年：营收 28 亿/yoy+26%，归母净利 1.80 亿/yoy+17%，扣非归母净利 1.64 亿/yoy+16%。剔除 0.45 亿股权激励费用后归母净利 2.25 亿/yoy+34%，扣非归母净利 2.10 亿/yoy+35%。

24 年毛利率 35%/yoy-1.9pct，其中教育培训服务费毛利率 33.79%/yoy-2.57pct，预计主要系网点扩张及教师增加影响，24 年末网点数 300+/yoy 约+25%，教师 4394 人/yoy+36.7%。24 年归母净利率 6.5%/yoy-0.5pct；销售/管理/研发/财务费用率 6.8%/15.7%/1.3%/1.9%，yoy-0.6/+0.1/+0.03/-0.8pct。

24Q4: 营收 5.4 亿/yoy+29%，归母净利 396 万/yoy-89%，扣非归母净利 314 万/yoy-88%。预计主要系新网点扩张成本、淡季利润率波动、股份支付费用 1319 万、计提信用减值损失 1823 万影响利润。

25Q1: 营收 8.6 亿/yoy+22%，归母 7377 万/yoy+47%，扣非 5883 万/yoy+28%。非经主要系交易性金融资产的公允价值变动损益 1328 万/去年同期负向影响 16 万，投资收益大幅增加主要系收回已减值的股权款。毛利率 32.0%/yoy-0.4pct，销售/管理/研发/财务费用率 6.2%/14.5%/0.9%/1.5%，yoy+0.7/-0.7/-0.2/-0.3pct。截止 25 年 2 月 27 日公司对紫光借款的本金已全部还清，25 年财务费用有望优化。25Q1 末合同负债 11.39 亿/yoy+14%/qoq+22%，有望带动收入持续增长。

股东回报：2月19日公告拟回购1.1亿~1.5亿元，价格不超过66.8元/股，将全部用于股权激励和或注销，优先用于注销，注销金额为6000万元，预计回购股份数量占公司总股本的1.34%~1.82%。截止Q1末已回购并注销120.86万股，注销金额6000万元已完成。

网点重回扩张阶段顺应行业需求

学大已恢复开店节奏,24 年学习中心数量从 240+所增长至 300+所,覆盖 100+城市,专职教师 4000+人;全日制培训基地 30+所。我们预计公司业绩增长持续性强,公司门店扩张顺应行业旺盛需求,有望助力收入稳定增长;且预计随着产能利用率提升,杠杆效应下年维度的利润率有望提升。

行业基本盘仍处增量区间，当前竞争环境全国性头部品牌或优先受益

公司主业专注高中个性化教培，从行业整体基本盘来看，高中适龄人口尚未进入下降通道，预计仍有约十年的增长期。聚焦现阶段对行业竞争层面的关注，我们认为高中学科牌照仍存壁垒，行业处于恢复性增长期，品牌力领先的全国性头部机构有望优先受益；且目前几大头部机构之间，各家竞争优势的差异化较为明显。

集中资源聚焦教培及中职，经营效率有望继续提升

拟终止“岳阳育盛股权收购”项目，并将剩余的 5999 万募集资金永久补充流动资金。该项目为公司此前在高职领域的新业务拓展，本次变更后公司聚焦主业集中资源发展教培及中职业务。

投资建议：内需消费重要性日益凸显，学大作为 A 股教育中业绩稳定性的稀缺标的，有望享受估值溢价。基于新开网点成本投放，我们调整 25-26 年盈利预测，预计 25-27 年归母净利润分别为 2.61/3.30/4.10 亿元(25-26 年前值为 2.77/3.48 亿元)，对应 PE 为 25/20/16 倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济不及预期，教育政策稳定性不及预期，行业竞争加剧。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,212.64	2,785.80	3,392.50	4,090.62	4,887.41
增长率(%)	23.09	25.90	21.78	20.58	19.48
EBITDA(百万元)	328.75	377.76	430.18	493.05	578.51
归属母公司净利润(百万元)	153.78	179.69	261.35	330.15	407.85
增长率(%)	1,312.29	16.84	45.45	26.33	23.53
EPS(元/股)	1.26	1.47	2.14	2.71	3.35
市盈率(P/E)	42.95	36.76	25.27	20.01	16.19
市净率(P/B)	10.93	8.00	6.08	4.67	3.62
市销率(P/S)	2.99	2.37	1.95	1.61	1.35
EV/EBITDA	15.97	10.12	10.70	8.35	5.42

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业 社会服务/教育

6 个月评级 买入（维持评级）

当前价格 542 元

目标价格 元。

基本数据

A 股总股本(百万股)	121.86
-------------	--------

流通 A 股股本(百万股)	117.80
---------------	--------

A 股总市值(百万元)	6 604.87
-------------	----------

流通 A 股市值(百万元)	6 384.67
---------------	----------

每股净资产(元)	7.00
----------	------

资产负債率(%)	80.00
----------	-------

一年内最高/最低(元)	69.30/40.25
-------------	-------------

作者

何富丽 分析师

SAC 执业证书编号: S1110521120003
hefuli@tfza.com

孙海洋 分析师

SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

来舒楠 分析师

SAC 执业证书编号: S1110524070009
laishunan@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《[学大教育-季报点评:期待明年表现](#)》 2024-10-30
- 2 《[学大教育-半年报点评:盈利能力快速提升](#)》 2024-08-31
- 3 《[学大教育-公司点评:再次还款 1.5 亿,期待加速成长](#)》 2024-08-20

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	806.61	997.28	1,693.71	2,144.29	3,002.04	营业收入	2,212.64	2,785.80	3,392.50	4,090.62	4,887.41
应收票据及应收账款	22.17	15.01	61.82	18.04	72.41	营业成本	1,404.98	1,823.14	2,221.88	2,680.34	3,201.45
预付账款	5.70	5.06	14.88	4.94	18.84	营业税金及附加	10.50	11.61	14.14	17.05	20.37
存货	10.64	21.58	20.64	10.57	30.63	销售费用	164.34	188.96	230.45	286.06	341.77
其他	68.54	226.27	252.27	283.04	311.31	管理费用	346.71	438.20	523.46	623.00	734.57
流动资产合计	913.67	1,265.21	2,043.32	2,460.87	3,435.23	研发费用	26.99	34.95	42.56	51.32	56.43
长期股权投资	59.75	73.38	73.38	73.38	73.38	财务费用	59.11	53.42	25.86	11.23	(2.13)
固定资产	164.13	179.36	150.21	120.92	91.51	资产/信用减值损失	9.13	(17.11)	(4.00)	5.00	5.00
在建工程	31.20	28.17	26.76	25.43	24.16	公允价值变动收益	(3.08)	5.37	0.00	0.00	0.00
无形资产	25.22	14.17	4.55	0.00	0.00	投资净收益	2.99	5.94	30.00	25.00	15.00
其他	1,958.33	2,268.05	2,080.98	2,057.06	2,037.45	其他	(35.15)	(10.24)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2,238.63	2,563.13	2,335.90	2,276.80	2,226.50	营业利润	226.11	251.56	360.15	451.64	554.96
资产总计	3,152.30	3,828.34	4,379.22	4,737.67	5,661.73	营业外收入	1.05	1.28	1.28	1.28	1.28
短期借款	0.00	490.52	350.00	250.00	150.00	营业外支出	6.40	13.90	13.90	13.90	13.90
应付票据及应付账款	0.05	0.05	0.10	0.07	0.13	利润总额	220.76	238.93	347.52	439.01	542.33
其他	1,214.85	1,149.98	2,541.86	2,696.51	3,340.47	所得税	68.45	62.69	91.18	115.18	142.29
流动负债合计	1,214.90	1,640.54	2,891.96	2,946.59	3,490.60	净利润	152.30	176.24	256.34	323.83	400.04
长期借款	338.22	3.40	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(1.48)	(3.44)	(5.01)	(6.32)	(7.81)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	153.78	179.69	261.35	330.15	407.85
其他	290.95	449.77	429.77	409.77	389.77	每股收益（元）	1.26	1.47	2.14	2.71	3.35
非流动负债合计	629.17	453.18	429.77	409.77	389.77						
负债合计	2,562.52	3,025.99	3,321.73	3,356.36	3,880.37						
少数股东权益	(14.35)	(23.14)	(28.15)	(34.47)	(42.28)	主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
股本	122.12	123.07	121.86	121.86	121.86	成长能力					
资本公积	929.98	984.31	984.31	984.31	984.31	营业收入	23.09%	25.90%	21.78%	20.58%	19.48%
留存收益	(384.27)	(204.58)	56.77	386.92	794.77	营业利润	260.95%	11.26%	43.17%	25.40%	22.88%
其他	(63.71)	(77.31)	(77.31)	(77.31)	(77.31)	归属于母公司净利润	1312.29%	16.84%	45.45%	26.33%	23.53%
股东权益合计	589.78	802.35	1,057.49	1,381.31	1,781.36	获利能力					
负债和股东权益总计	3,152.30	3,828.34	4,379.22	4,737.67	5,661.73	毛利率	36.50%	34.56%	34.51%	34.48%	34.50%
						净利率	6.95%	6.45%	7.70%	8.07%	8.34%
						ROE	25.46%	21.77%	24.07%	23.32%	22.36%
						ROIC	609.79%	-89.36%	-54.01%	-37.20%	-38.05%
						偿债能力					
						资产负债率	81.29%	79.04%	75.85%	70.84%	68.54%
						净负债率	-2.26%	-26.18%	-98.64%	-111.82%	-142.45%
						流动比率	0.47	0.49	0.71	0.84	0.98
						速动比率	0.47	0.48	0.70	0.83	0.98
						营运能力					
						应收账款周转率	88.63	149.83	88.31	102.45	108.07
						存货周转率	395.04	172.92	160.70	262.09	237.23
						总资产周转率	0.70	0.80	0.83	0.90	0.94
						每股指标（元）					
						每股收益	1.26	1.47	2.14	2.71	3.35
						每股经营现金流	4.98	5.47	6.81	4.00	8.01
						每股净资产	4.96	6.77	8.91	11.62	14.96
						估值比率					
						市盈率	42.95	36.76	25.27	20.01	16.19
						市净率	10.93	8.00	6.08	4.67	3.62
						EV/EBITDA	15.97	10.12	10.70	8.35	5.42
						EV/EBIT	18.35	11.41	11.80	8.99	5.73

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com