

学大教育 (000526.SZ)

2025 年开局良好，旺季产能有望加速爬坡

优于大市

核心观点

2024 年公司全年实现归母净利润 1.80 亿元。2024 年，公司实现收入 27.86 亿元/+25.9%，实现归母净利 1.80 亿元/+16.8%，扣非后归母净利 1.64 亿元/+16.3%。全年收入符合我们预期（27.6 亿元），归母净利润低于预期（2.2 亿元），系下半年网点扩张及股权激励费用影响被淡季经营负杠杆放大。**2024Q4**，实现收入 5.4 亿元/+28.6%，归母净利 0.04 亿元/-89.2%，扣非后归母净利 0.03 亿元/-88.2%，**公司积极备战旺季，加大成本、费用投放。**

下半年加速网点扩张、教师储备、成本投放增加，净利率承压下滑。2024 年，公司归母净利率为 6.5%/-0.5pct。毛利率为 34.6%/-1.9pct，主要系网点扩张及教师储备增长，人效下滑，报告期内教学网点由 240 余家提升至 300 余家，全职教师人数由 3215 人提升至 4394 人。期间费用率为 25.7%/+2.7pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.8%/15.7%/1.3%/1.9%，分别同比-0.6/持平/持平/-0.8pct。财务费用率下滑系公司逐步还清紫光卓远借款。

2025 年开局良好，一季度扣非归母净利同比增长 28%。2025Q1 公司实现收入 8.64 亿元/+22.6%，实现归母净利润 0.73 亿元/+47.0%，实现扣非后的归母净利润 0.59 亿元/+27.9%，差值主要系公司处置部分已减值股权，形成 1328 万元收益，单季利润重回增长，系受益于逐步进入业务旺季，网点爬坡提速。2025Q1 归母净利率 8.6%/+1.5pct，毛利率 32.1%/-0.2pct 期间费率为 23.0%/-0.5pct，销售/管理/研发/财务费率分别为 6.1%/14.5%/0.9%/1.5%，分别同比+0.7/-0.7/-0.2/-0.3pct。此外，公司拟以不超过 66.8 元/股回购 1.1-1.5 亿元股份，截至期末已投入约 0.6 亿元，均价约 49.7 元/股。

风险提示：股东破产处置、政策变动、人才流失、课程技术研发不及预期。

投资建议：2025 年上半年逐步进入高中个性化辅导业务旺季，经营正杠杆下，网点扩张及师资储备增加对业绩的影响有望边际减弱，关注到公司 25Q1 业绩已重回正增长，归母净利率也同比提升。但预计公司中期仍会继续扩张网点并储备师资，叠加股权激励费用也会持续在 2025-2026 年对公司业绩造成影响，基于此我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测至 2.51/3.01 亿元（-10%/-14%），同时新增 2027 年归母净利润预测 3.63 亿元，25-27 年 CAGR 约为 20%，对应 EPS 为 2.04/2.44/2.95 元，对应 PE 为 27x/22x/18，估值处于合理范围。K12 教培为内需强刚需方向，且疫后高中 1V1 市场竞争格局向好。综合来看公司聚焦主业、发展稳扎稳打，系 A 股较稀缺、质地较好且纯正的 K12 教培龙头，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,213	2,786	3,409	4,149	4,953
(+/-%)	23.1%	25.9%	22.4%	21.7%	19.4%
净利润(百万元)	154	180	251	301	363
(+/-%)	1312.3%	16.8%	39.8%	19.8%	20.7%
每股收益(元)	1.26	1.46	2.04	2.44	2.95
EBIT Margin	11.7%	10.4%	9.4%	10.2%	10.7%
净资产收益率 (ROE)	25.5%	21.8%	25.1%	24.8%	24.8%
市盈率 (PE)	43.0	37.1	26.6	22.2	18.4
EV/EBITDA	30.4	29.3	30.2	24.3	20.9
市净率 (PB)	10.96	8.08	6.66	5.50	4.55

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

社会服务·教育

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

联系人：周瑛皓

zhouyinghao@guosen.com.cn

证券分析师：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	54.20 元
总市值/流通市值	6605/6385 百万元
52 周最高价/最低价	69.30/40.25 元
近 3 个月日均成交额	147.91 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

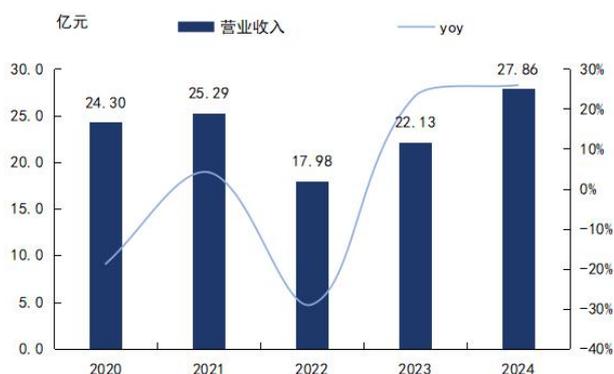
相关研究报告

- 《学大教育 (000526.SZ) - 阶段性投入扰动当季利润表现，四季度收入业绩边际改善可期》——2024-10-29
- 《学大教育 (000526.SZ)：归母净利润处业绩预告中枢偏上，职教业务布局持续深化》——2024-08-29
- 《学大教育 (000526.SZ)：个性化辅导享受赛道红利，全日制培训注入新动能》——2024-08-07
- 《学大教育 (000526.SZ) - 2024 年二季度业绩预告区间中值同比增长 28%，股权激励稳步推进》——2024-07-08
- 《学大教育 (000526.SZ) - 盈利能力显著改善，季末合同负债趋势向好》——2024-04-29

2024 年公司全年实现归母净利润 1.80 亿元，同比增长 16.8%。2024 年，公司全年实现收入 27.86 亿元/+25.9%，实现归母净利润 1.80 亿元/+16.8%，扣非后归母净利润为 1.64 亿元/+16.3%；不考虑股份支付费用影响的情况下，实现归母净利润 2.25 亿元/+34.0%。全年收入符合我们此前预期（27.6 亿元），归母净利润低于此前预期（2.2 亿元），分析主要系下半年进入业务相对淡季，网点扩张及股权激励费用影响被淡季经营负杠杆放大。2024Q4，公司实现收入 5.4 亿元/+28.6%，归母净利润 0.04 亿元/-89.2%，扣非后归母净利润为 0.03 亿元/-88.2%；若不考虑股份支付费用影响，Q4 实现归母净利润 0.16 亿元，分析系公司备战旺季，加大成本及费用的投放。

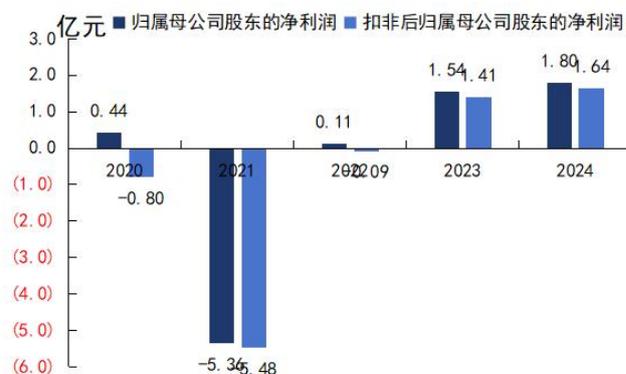
分业务看，2024 年公司教育培训服务费/房屋租赁/设备租赁/其他业务分别实现收入 26.97 亿元 /54.79 万元 /400 万元 /8386 万元，分别同比 +25.64%/-91.67%/-20.00%/+54.90%。

图1：公司 2020-2024 年营收及同比情况



资料来源：公司公告，国信证券研究所整理

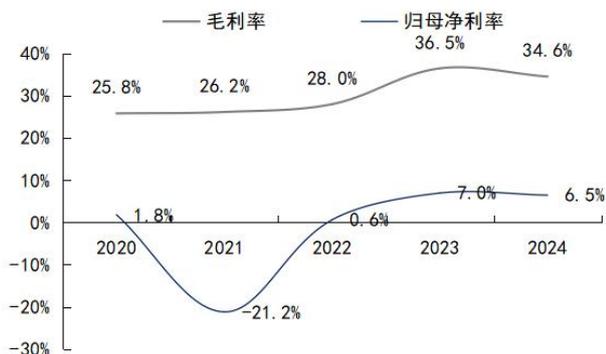
图2：公司 2020-2024 年扣非前后归母净利润



资料来源：公司公告，国信证券研究所整理

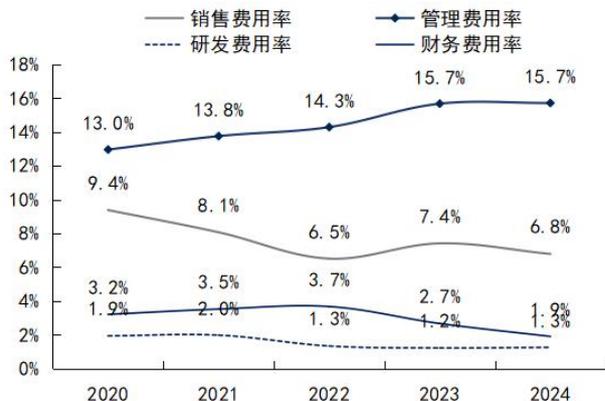
下半年成本投放增加，净利率承压下滑。2024 年，公司归母净利率为 6.5%/-0.5pct。毛利率为 34.6%/-1.9pct，主要系网点扩张及教师人数增长，报告期内公司个性化教学网点由 240 余家提升至 300 余家，全职教师人数由 3215 人提升至 4394 人，人效有所回落。期间费用率为 25.7%/+2.7pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.8%/15.7%/1.3%/1.9%，分别同比-0.6pct/持平/持平/-0.8pct。销售费用率略微下滑，受益于行业供需格局优化；财务费用率下滑系公司逐步还清紫光卓远借款。

图3: 公司 2020-2024 年毛利率归母净利率



资料来源: 公司公告, 国信证券研究所整理

图4: 公司 2020-2024 年销售/管理/研发/财务费用率

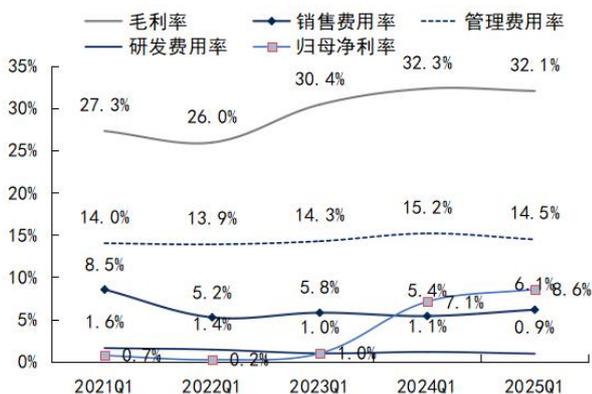


资料来源: 公司公告, 国信证券研究所整理

2025 年开局良好, 一季度归母净利润同比增长 47.0%。2025Q1 公司实现收入 8.64 亿元/+22.6%, 实现归母净利润 0.73 亿元/+47.0%, 实现扣非后的归母净利润 0.59 亿元/+27.9%, 差值主要系公司处置部分已减值的股权, 形成 1328 万元收益。单季利润重回增长, 分析系受益于逐步进入业务旺季(高考冲刺阶段), 网点爬坡提速。

2025Q1 成本费用率控制良好。2025Q1 公司归母净利率为 8.6%/+1.5pct。毛利率为 32.1%/-0.2pct。期间费用率为 23.0%/-0.5pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.1%/14.5%/0.9%/1.5%, 分别同比+0.7pct/-0.7pct/-0.2pct/-0.3pct。

图5: 公司 2021-2025Q1 毛利率、归母净利率及期间费率



资料来源: 公司公告, 国信证券研究所整理

图6: 公司 2019-2024 年期末教师人数及人效



资料来源: 公司公告, 国信证券研究所整理

2025Q1 期末合同负债余额同比增长 13.8%, 维持相对较好态势。2025Q1 公司销售商品、提供劳务获得现金 10.85 亿元, 同比+12.6%。期末合同负债余额为 11.39 亿元, 同比+13.8%, 依然维持相对较好态势。

图7: 公司 2021-2025Q1 未账上合同负债余额


资料来源: 公司公告, 国信证券研究所整理

图8: 公司 2021-2025Q1 期内销售收款


资料来源: 公司公告, 国信证券研究所整理

此外,公司于 2025 年 1 月启动股份回购计划,拟以不超过 66.8 元/股回购 1.1-1.5 亿元股份。回购的股份将优先用于注销,计划注销股份金额为 6000 万元。截至一季度末已投入 5999.52 万元(为 6000 万元前一手,均价约 49.65 元/股),回购进度符合预期。2025 年一季度末未分配利润为-1.35 亿元,2023 年以来逐步收窄。预计年内有望实现未分配利润转正,为后续制定分红方案提供基础。

投资建议: 2025 年上半年逐步进入高中个性化辅导业务旺季,经营正杠杆下,网点扩张及师资储备增加对业绩的影响有望边际减弱,关注到公司 25Q1 业绩已重回正增长,归母净利率也同比提升。但预计公司中期仍会继续扩张网点并储备师资,叠加股权激励费用也会持续在 2025-2026 年对公司业绩造成影响,基于此我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测至 2.51/3.01 亿元(-10%/-14%),同时新增 2027 年归母净利润预测 3.63 亿元,25-27 年 CAGR 约为 20%,对应 EPS 为 2.04/2.44/2.95 元,对应 PE 为 27x/22x/18x。估值处于合理范围。K12 教培为内需强刚需方向,且疫后高中 1V1 市场竞争格局向好。综合来看公司聚焦主业、发展稳扎稳打,系 A 股较稀缺、质地较好且纯正的 K12 教培龙头,维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司相对估值表

代码	公司简称	股价	总市值(亿元)	EPS			PE			投资评级
				25E	26E	27E	25E	26E	27E	
000526.SZ	学大教育	54.20	66.05	2.04	2.44	2.95	26.57	22.21	18.37	优于大市
9901.HK	新东方-s	33.67	550.54	2.02	2.52	3.03	16.68	13.35	11.12	优于大市

资料来源: Wind, 国信经济研究所整理

注: 货币单位均为人民币(港币汇率使用 0.9288, 美元汇率使用 7.2066), 新东方分别对应 FY25-FY27 数据

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	807	997	1727	2630	3649	营业收入	2213	2786	3409	4149	4953
应收款项	78	109	134	157	192	营业成本	1405	1823	2311	2796	3333
存货净额	11	22	15	24	30	营业税金及附加	11	12	15	19	22
其他流动资产	14	29	31	36	47	销售费用	164	189	232	280	327
流动资产合计	914	1265	2016	2956	4027	管理费用	347	438	492	581	684
固定资产	195	208	315	317	287	研发费用	27	35	39	48	57
无形资产及其他	25	14	14	13	12	财务费用	59	53	5	(7)	(22)
投资性房地产	1958	2268	2268	2268	2268	投资收益	3	6	3	3	3
长期股权投资	60	73	80	78	84	资产减值及公允价值变动	(3)	5	3	(60)	(100)
资产总计	3152	3828	4693	5632	6678	其他收入	(1)	(30)	(31)	(29)	(37)
短期借款及交易性金融负债	455	784	941	1129	1354	营业利润	226	252	329	393	475
应付款项	0	0	0	0	0	营业外净收支	(5)	(13)	0	0	0
其他流动负债	1478	1789	2293	2772	3257	利润总额	221	239	329	393	475
流动负债合计	1933	2573	3234	3901	4612	所得税费用	68	63	82	98	119
长期借款及应付债券	338	3	3	3	3	少数股东损益	(1)	(3)	(5)	(6)	(7)
其他长期负债	291	450	475	539	622	归属于母公司净利润	154	180	251	301	363
长期负债合计	629	453	478	542	625	现金流量表 (百万元)					
负债合计	2563	3026	3712	4443	5237	净利润	154	180	251	301	363
少数股东权益	(14)	(23)	(21)	(23)	(24)	资产减值准备	(10)	26	10	1	(4)
股东权益	604	825	1001	1212	1466	折旧摊销	43	43	25	33	40
负债和股东权益总计	3152	3828	4693	5632	6678	公允价值变动损失	3	(5)	(3)	60	100
						财务费用	59	53	5	(7)	(22)
关键财务与估值指标						营运资本变动	180	129	519	507	512
每股收益	1.26	1.46	2.04	2.44	2.95	其它	9	(29)	(8)	(3)	3
每股红利	0.22	0.48	0.61	0.73	0.88	经营活动现金流	379	343	794	899	1013
每股净资产	4.95	6.71	8.14	9.85	11.91	资本开支	0	(73)	(130)	(117)	(105)
ROIC	10.14%	13.46%	18%	28%	42%	其它投资现金流	(2)	(104)	0	0	0
ROE	25.46%	21.77%	25%	25%	25%	投资活动现金流	24	(190)	(136)	(115)	(111)
毛利率	37%	35%	32%	33%	33%	权益性融资	0	20	0	0	0
EBIT Margin	12%	10%	9%	10%	11%	负债净变化	338	(335)	0	0	0
EBITDA Margin	14%	12%	10%	11%	11%	支付股利、利息	(26)	(59)	(75)	(90)	(109)
收入增长	23%	26%	22%	22%	19%	其它融资现金流	(1095)	805	157	188	226
净利润增长率	1312%	17%	40%	20%	21%	融资活动现金流	(471)	38	81	98	117
资产负债率	81%	78%	79%	78%	78%	现金净变动	(68)	191	739	881	1019
股息率	0.4%	0.9%	1.1%	1.4%	1.6%	货币资金的期初余额	875	807	997	1727	2630
P/E	43.0	37.1	26.6	22.2	18.4	货币资金的期末余额	807	997	1736	2609	3649
P/B	11.0	8.1	6.7	5.5	4.6	企业自由现金流	0	312	653	741	844
EV/EBITDA	30.4	29.3	30.2	24.3	20.9	权益自由现金流	0	782	806	935	1086

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032