

# 24 年网点扩张提速，25Q1 利润率进一步提升

## 核心观点

24Q4 公司营收、归母净利润分别为 5.39 亿元/+28.6%、394 万元/-89%，主要系公司 24H2 加速拓展网点，24 公司个性化学习中心从 240 余所增长至超过 300 所。25Q1 公司营收+22.6%、归母净利润+47.0%，得益于公司门店爬坡效果逐步显现，24 年公司全职教师人数由 3215 人提升至 4394 人。25Q1 公司合同负债达 11.39 亿元/+14%。伴随寒假公司进入个性化辅导旺季以及 24H2 网点爬坡效果显现，25Q1 归母净利率 8.6%/+1.5pct，利润率进一步提升。

## 事件

公司发布 2024 年年报：2024 年公司实现营收 27.86 亿元/+25.90%，归母净利润 1.80 亿元/+16.84%，扣非归母净利润 1.64 亿元/+16.25%，基本 EPS 为 1.52 元/+16.33%，ROE（加权）为 25.96%/-3.99pct。

公司发布 2025 年一季报：25Q1 营业收入 8.64 亿元/+22.46%，归母净利润 0.74 亿元/+47.00%，扣非归母净利润 0.59 亿元/+27.92%；基本每股收益 0.62 元/+45.45%。

## 简评

门店爬坡效果逐步显现，25Q1 营收和业绩逐步释放。25Q1 公司营收 8.64 亿元/+22.6%、归母净利润 0.73 亿元/+47.0%，其中 25Q1 股权激励费用为 1393 万元，剔除这一部分公司归母净利润同比+49.67%、扣非归母净利润增速为 33.75%，二者差值主要系公司处置部分已减值股权、对应 1328 万元收益。营收和业绩逐步释放主要得益于公司门店爬坡效果逐步显现。25Q1 归母净利率 8.6%/+1.5pct、毛利率 32.1%/-0.2pct，25Q1 销售、管理、研发费率分别为 6.1%、14.5%、0.9%，同比+0.7、-0.7、-0.2pct。

24 年核心教育业务稳健增长，网点扩张提速、24 年底网点数达到 300+。24 年公司营收、归母净利润分别同比+25.9%、+16.84%，2024 年因实施股权激励产生的股份支付费用 4,525 万元，不考虑股份支付费用影响的情况下归母净利 2.25 亿元/+34.04%，其中对应 24Q4 营收、归母净利润分别为 5.39 亿元/+28.6%、394 万元/-89%，主要系公司 24H2 加速拓展网点，24 公司个性化学习中心从 240 余所增长至超过 300 所。分业务看，2024 年教育培训服务

## 学大教育 (000526.SZ)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100001

发布日期：2025 年 05 月 07 日

当前股价：56.36 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| 1 个月            | 3 个月        | 12 个月         |
|-----------------|-------------|---------------|
| 14.61/16.84     | 31.46/30.15 | -19.42/-27.64 |
| 12 月最高/最低价 (元)  |             | 66.30/40.56   |
| 总股本 (万股)        |             | 12,186.11     |
| 流通 A 股 (万股)     |             | 11,779.83     |
| 总市值 (亿元)        |             | 66.05         |
| 流通市值 (亿元)       |             | 63.85         |
| 近 3 月日均成交量 (万)  |             | 296.56        |
| 主要股东            |             |               |
| 浙江台州椰林湾投资策划有限公司 |             | 10.22%        |

股价表现



相关研究报告

【中信建投轻工纺服及教育】学大教育 (000526):Q3 营收平稳增长，股权激励费用拖累业绩  
24.11.08

收入为 27.00 亿元/+26%，毛利率为 33.8%/-2.6pct。25Q1 公司合同负债达 11.39 亿元/+14%。

**24 年加大投入叠加股权激励费用影响，净利率有所承压。**24 年公司毛利率为 34.6%/-1.9pct，主要系网点扩张及教师储备增长，全职教师人数由 3215 人提升至 4394 人。24 年销售、管理、研发、财务费用率分别为 6.8%/15.7%/1.3%/1.9%，分别-0.6/持平/持平/-0.8pct，其中 24 年因股权激励产生的费用为 4525 万元；财务费用率下滑系公司逐步还清紫光卓远借款。2024 年公司净利率为 6.33%/-0.55pct。

**保持个性化教育领域业务优势及品牌形象，终止岳阳育盛股权收购项目。**除个性化学习中心外，公司已经在全国多个省市布局超过 30 所全日制培训基地，致力于为高考复读生、艺考生等学生群体提个性化的教学进度和授课内容，使学生获得高效的学习体验。此外，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。公司基于整体战略布局及经营发展的需要，拟终止“岳阳育盛股权收购”项目并将剩余募集资金 5995 万元永久补充流动资金。

**盈利预测：**预计 2025-2027 年营收分别为 33.8、39.6、45.5 亿元，同比+21.3%、+17.1%、+15.1%；归母净利润分别为 2.50、3.09、3.69 亿元，同增 38.9%、23.7%、19.5%，对应 PE 分别为 28、22、19 倍，维持“买入”评级。

#### 风险提示：

1) 政策监管风险：在 K12 教育培训政策从严的背景下，公司严格遵守教育法规和政策，贯彻国家“双减政策”，密切关注行业形势变化，后续若政策出现变化，会对于公司经营产生影响。

2) 对外投资可能存在的风险：公司对外收购中职院校，但仍存在一定的市场风险、经营风险、管理风险，若本次交易第二笔付款条件未能在约定时间内实现，或违约方未能在约定期限内消除或弥补违约情形的，本次交易存在终止的风险。

3) 运营成本上升的风险：受国家宏观政策因素影响，公司将结合实际情况调整业务经营策略，可能面临品牌重建、课程打磨、教师及员工队伍重新招聘培养、市场重新投入、场地改造、证照更新等问题，可能加大公司运营成本，导致公司利润水平下降的风险。

**资产负债表 (百万元)**

| 会计年度           | 2023A        | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>914</b>   | <b>1,265</b> | <b>1,645</b> | <b>2,300</b> | <b>3,115</b> |
| 现金             | 807          | 997          | 1,351        | 1,975        | 2,757        |
| 应收票据及应收账款合计    | 22           | 15           | 35           | 41           | 47           |
| 其他应收款          | 56           | 94           | 98           | 115          | 133          |
| 预付账款           | 6            | 5            | 8            | 9            | 11           |
| 存货             | 11           | 22           | 15           | 17           | 20           |
| 其他流动资产         | 13           | 132          | 138          | 143          | 149          |
| <b>非流动资产</b>   | <b>2,239</b> | <b>2,563</b> | <b>2,271</b> | <b>1,976</b> | <b>1,848</b> |
| 长期投资           | 60           | 73           | 74           | 75           | 75           |
| 固定资产           | 566          | 793          | 673          | 552          | 430          |
| 无形资产           | 25           | 14           | 12           | 9            | 7            |
| 其他非流动资产        | 1,588        | 1,683        | 1,512        | 1,340        | 1,335        |
| <b>资产总计</b>    | <b>3,152</b> | <b>3,828</b> | <b>3,915</b> | <b>4,276</b> | <b>4,962</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>1,933</b> | <b>2,573</b> | <b>2,564</b> | <b>2,758</b> | <b>3,171</b> |
| 短期借款           | 0            | 491          | 209          | 0            | 0            |
| 应付票据及应付账款合计    | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他流动负债         | 1,933        | 2,082        | 2,355        | 2,758        | 3,171        |
| <b>非流动负债</b>   | <b>629</b>   | <b>453</b>   | <b>302</b>   | <b>163</b>   | <b>71</b>    |
| 长期借款           | 625          | 450          | 299          | 160          | 67           |
| 其他非流动负债        | 4            | 3            | 3            | 3            | 3            |
| <b>负债合计</b>    | <b>2,563</b> | <b>3,026</b> | <b>2,866</b> | <b>2,921</b> | <b>3,242</b> |
| 少数股东权益         | -14          | -23          | -26          | -29          | -32          |
| 股本             | 122          | 123          | 123          | 123          | 123          |
| 资本公积           | 930          | 984          | 984          | 984          | 984          |
| 留存收益           | -448         | -282         | -32          | 276          | 645          |
| 归属母公司股东权益      | 604          | 825          | 1,075        | 1,384        | 1,753        |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>3,152</b> | <b>3,828</b> | <b>3,915</b> | <b>4,276</b> | <b>4,962</b> |

**利润表 (百万元)**

| 会计年度            | 2023A        | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>2,213</b> | <b>2,786</b> | <b>3,379</b> | <b>3,956</b> | <b>4,554</b> |
| 营业成本            | 1,405        | 1,823        | 2,208        | 2,587        | 2,972        |
| 营业税金及附加         | 11           | 12           | 14           | 16           | 19           |
| 销售费用            | 164          | 189          | 223          | 261          | 301          |
| 管理费用            | 347          | 438          | 561          | 649          | 747          |
| 研发费用            | 27           | 35           | 41           | 47           | 55           |
| 财务费用            | 59           | 53           | 9            | -9           | -24          |
| 资产减值损失          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 信用减值损失          | 9            | -17          | -7           | -8           | -9           |
| 其他收益            | 14           | 15           | 15           | 15           | 15           |
| 公允价值变动收益        | -3           | 5            | 0            | 0            | 0            |
| 投资净收益           | 3            | 6            | 4            | 4            | 4            |
| 资产处置收益          | 3            | 7            | 9            | 9            | 9            |
| <b>营业利润</b>     | <b>226</b>   | <b>252</b>   | <b>344</b>   | <b>423</b>   | <b>504</b>   |
| 营业外收入           | 1            | 1            | 3            | 3            | 3            |
| 营业外支出           | 6            | 14           | 12           | 12           | 12           |
| <b>利润总额</b>     | <b>221</b>   | <b>239</b>   | <b>335</b>   | <b>414</b>   | <b>495</b>   |
| 所得税             | 68           | 63           | 88           | 109          | 130          |
| <b>净利润</b>      | <b>152</b>   | <b>176</b>   | <b>247</b>   | <b>306</b>   | <b>365</b>   |
| 少数股东损益          | -1           | -3           | -2           | -3           | -4           |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>154</b>   | <b>180</b>   | <b>250</b>   | <b>309</b>   | <b>369</b>   |
| EBITDA          | 524.02       | 549.46       | 639.04       | 700.91       | 599.54       |
| EPS (元)         | 1.26         | 1.47         | 2.05         | 2.53         | 3.03         |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2023A    | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>成长能力</b>     |          |          |          |          |          |
| 营业收入 (%)        | 23.09    | 25.90    | 21.28    | 17.09    | 15.11    |
| 营业利润 (%)        | 260.95   | 11.26    | 36.69    | 23.10    | 19.09    |
| 归属于母公司净利润 (%)   | 1312.29  | 16.84    | 38.85    | 23.72    | 19.51    |
| <b>获利能力</b>     |          |          |          |          |          |
| 毛利率 (%)         | 36.50    | 34.56    | 34.66    | 34.60    | 34.75    |
| 净利率 (%)         | 6.95     | 6.45     | 7.38     | 7.80     | 8.10     |
| ROE (%)         | 25.46    | 21.77    | 23.21    | 22.31    | 21.05    |
| ROIC (%)        | 12.26    | 18.22    | 15.81    | 21.05    | 35.16    |
| <b>偿债能力</b>     |          |          |          |          |          |
| 资产负债率 (%)       | 81.29    | 79.04    | 73.20    | 68.31    | 65.33    |
| 净负债比率 (%)       | -30.73   | -7.10    | -80.45   | -133.98  | -156.33  |
| 流动比率            | 0.47     | 0.49     | 0.64     | 0.83     | 0.98     |
| 速动比率            | 0.46     | 0.47     | 0.62     | 0.81     | 0.96     |
| <b>营运能力</b>     |          |          |          |          |          |
| 总资产周转率          | 0.70     | 0.73     | 0.86     | 0.93     | 0.92     |
| 应收账款周转率         | 99.79    | 185.54   | 97.24    | 97.24    | 97.24    |
| 应付账款周转率         | 27197.28 | 35291.92 | 28561.39 | 28561.39 | 28561.39 |
| <b>每股指标 (元)</b> |          |          |          |          |          |
| 每股收益 (最新摊薄)     | 1.26     | 1.47     | 2.05     | 2.53     | 3.03     |
| 每股经营现金流 (最新摊薄)  | 4.98     | 5.47     | 6.48     | 7.84     | 6.91     |
| 每股净资产 (最新摊薄)    | 4.96     | 6.77     | 8.82     | 11.35    | 14.38    |
| <b>估值比率</b>     |          |          |          |          |          |
| P/E             | 44.66    | 38.22    | 27.53    | 22.25    | 18.62    |
| P/B             | 11.37    | 8.32     | 6.39     | 4.96     | 3.92     |
| EV/EBITDA       | 12.76    | 10.85    | 11.29    | 9.24     | 9.73     |

**现金流量表 (百万元)**

| 会计年度           | 2023A       | 2024A       | 2025E       | 2026E       | 2027E      |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>607</b>  | <b>667</b>  | <b>790</b>  | <b>955</b>  | <b>842</b> |
| 净利润            | 152         | 176         | 247         | 306         | 365        |
| 折旧摊销           | 244         | 257         | 295         | 295         | 129        |
| 财务费用           | 59          | 53          | 9           | -9          | -24        |
| 投资损失           | -3          | -6          | -4          | -4          | -4         |
| 营运资金变动         | 169         | 182         | 248         | 371         | 380        |
| 其他经营现金流        | -14         | 4           | -5          | -4          | -4         |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-139</b> | <b>-187</b> | <b>7</b>    | <b>7</b>    | <b>7</b>   |
| 资本支出           | 132         | 134         | 0           | 0           | 0          |
| 长期投资           | -10         | -26         | 0           | 0           | 0          |
| 其他投资现金流        | -261        | -295        | 7           | 7           | 7          |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>-577</b> | <b>-270</b> | <b>-443</b> | <b>-339</b> | <b>-68</b> |
| 短期借款           | -1,099      | 491         | -282        | -209        | 0          |
| 长期借款           | 349         | -176        | -151        | -139        | -92        |
| 其他筹资现金流        | 174         | -585        | -9          | 9           | 24         |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>-108</b> | <b>210</b>  | <b>354</b>  | <b>624</b>  | <b>782</b> |

数据来源: wind, 中信建投

## 分析师介绍

### 叶乐

中信建投证券纺织服装及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2024 年“金牛奖”纺织服装行业最佳分析师，2023 年“新浪金麒麟”菁英分析师纺织服装第 4、家居第 5，2020 年“新财富”海外最佳分析师第 5 名团队成员，目前专注于纺织服装、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

### 黄杨璐

中信建投证券轻工纺织服装&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，专注于家居、黄金珠宝、教育人力、医美个护、运动服饰等消费服务产业研究，6 年证券从业经验。

## 评级说明

| 投资评级标准                                                                                                                                         |      | 评级   | 说明            |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对涨幅 15%以上    |
|                                                                                                                                                |      | 增持   | 相对涨幅 5%—15%   |
|                                                                                                                                                |      | 中性   | 相对涨幅-5%—5%之间  |
|                                                                                                                                                |      | 减持   | 相对跌幅 5%—15%   |
|                                                                                                                                                |      | 卖出   | 相对跌幅 15%以上    |
|                                                                                                                                                | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10%以上    |
|                                                                                                                                                |      | 中性   | 相对涨幅-10-10%之间 |
|                                                                                                                                                |      | 弱于大市 | 相对跌幅 10%以上    |

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层  
电话：（8610）56135088  
联系人：李祉瑶  
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室  
电话：（8621）6882-1600  
联系人：翁起帆  
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
福田区福中三路与鹏程一路交汇  
汇处广电金融中心 35 楼  
电话：（86755）8252-1369  
联系人：曹莹  
邮箱：caoying@csc.com.cn

### 中信建投（国际）

香港  
中环交易广场 2 期 18 楼  
电话：（852）3465-5600  
联系人：刘泓麟  
邮箱：charleneliu@csci.hk