

学大教育(000526)

报告日期: 2025 年 09 月 19 日

需求韧性下收入稳健, 高效率下盈利能力创新高

——学大教育 2025 半年报点评

投资要点

□ 收入端稳健增长、卡位高考冲刺培训韧性十足

1) 学大教育 25Q2 收入 10.5 亿元, 同比+15% (25Q1 同比+22.5%), 虽然收入增速同比有所放缓, 我们认为在当前消费环境下已经体现出韧性, 尤其是在高考报名人数处于历史高位, 个性化教育在高考冲刺阶段的刚需属性凸显;

2) 继续稳健扩张产能, 根据公司公告, 25Q2 个性化学习中心超过 300 所 (vs24Q2 为超过 240 所, 同比增速估计超过 25%), 专职教师超过 5200 人 (vs24Q4 为超过 4000 人, 较 24Q4 增速估计为 30%)。

3) 25Q2 合同负债 6 亿元, 同比+3.7%, 增速有所放缓, 我们认为二季度一般为公司确收时点, 主要为转化合同负债, 而三季度一般为公司拉新时点, 或对合同负债等指标有所拉动。

□ 积极发展多元业务, 全日制业务进展顺利

1) 全日制基地: 学大教育复用在个性化教育的师资、教研、运营等经验, 已布局超过 30 所全日制培训基地, 主要是为高考复读生、艺考生等提供培训课程。得益于高效运营和优异成绩, 全日制基地目前正处于收入和利润快速提升中。

2) 全日制学校: 目前全日制学校在校人数超过 7500 人, 包括大连文谷等多所, 其中已经有多个校区成为了所在地区民办学校的标杆。

3) 职业教育: 目前公司已经收购了珠海市工贸技工学校、大连通才中等职业技术学校等, 基于“文化课+职业课”独特优势, 在职教高考的背景下稳健发展。

4) 文化阅读: 目前公司开业文化空间共计 14 所, 绘本馆是为儿童提供阅读指导的阅读空间。由于该业务仍在培育发展期, 我们估计短期对利润端有影响。

□ 公司追求平衡发展, 利润端高基数下盈利能力再提高

1) 25Q2 为公司旺季, 毛利率提升到 39.8% (vs24Q2 提升 1pct), 能够反映出公司在产能扩张同时, 凭借高效运营能力改善毛利率水平。

2) 25Q2 扣非净利润 1.5 亿元, 同比+43.9%; 经调整净利润为 1.65 亿元 (主要是加回二季度股权激励费用约 1249 万元), 同比+44.4%, 对应利润率为 15.7% (vs24Q2 提升 3.2pct), 毛利率提升+规模效应摊薄管理费用, 在 24Q2 高基数下盈利能力再创新高。

□ K12 教育行业分化, 学大教育韧性凸显

2025 年以来, 在去年同期高基数和竞争环境变化下, k12 教育公司普遍呈现收入增速放缓, 行业出现明显分化, 我们认为学大教育在赛道定位细分, 市占扩张不易受到竞争环境修复的边际影响 (主要是高中段考试/高考冲刺服务, 需求更加刚性且注重培训效果); 同时公司扩张节奏相对稳健, 在高效运营和规模效应下利润率具备稳定且持续的提升空间。因此, 在独特卡位和平衡发展策略下, 学大教育收入和利润凸显韧性。

展望三季度, 虽然不是确收旺季, 但是在去年同期低基数下, 我们预计有望保持不错的同比增长趋势。

□ 盈利预测与估值

我们预计学大教育 2025-2027 年营业收入分别达到 31.97/36.50/41.49 亿元, 2025-2027 年归母净利润分别达到 2.61/3.36/4.08 亿元, 对应 PE 分别为 23.24x/18.01x/14.86x, 维持“买入”评级。

□ 风险提示

宏观环境对客户参培意愿及支付能力的负面影响; 产能扩张后爬坡进度不及预期。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 段联

执业证书号: S1230524030001
duanlian@stocke.com.cn

分析师: 马莉

执业证书号: S1230520070002
mali@stocke.com.cn

分析师: 陈钊

执业证书号: S1230524090008
chenzhao01@stocke.com.cn

分析师: 刘梓晔

执业证书号: S1230524090016
liuziye@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 48.80
总市值(百万元)	5,946.82
总股本(百万股)	121.86

股票走势图



相关报告

- 《外部扰动及扩张成本前置导致盈利承压, 关注 Q4 改善趋势》 2024.11.01
- 《主业增长与利润率提升并行, 职教布局意义深远》 2024.09.05
- 《盈利能力改善, 需求韧性收入高增》 2024.05.02

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2785.80	3197.16	3649.87	4148.68
(+/-) (%)	25.90%	14.77%	14.16%	13.67%
归母净利润	179.69	260.72	336.48	407.80
(+/-) (%)	16.84%	45.10%	29.05%	21.20%
每股收益(元)	1.45	2.10	2.71	3.28
P/E	33.72	23.24	18.01	14.86

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1265	1398	1869	2375
现金	997	1197	1635	2097
交易性金融资产	106	36	48	64
应收账款	15	33	31	34
其它应收款	94	93	107	128
预付账款	5	7	8	9
存货	22	14	21	25
其他	26	17	18	20
非流动资产	2563	2432	2448	2486
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	73	73	69	72
固定资产	179	172	171	179
无形资产	14	0	1	3
在建工程	28	27	25	24
其他	2268	2161	2182	2208
资产总计	3828	3830	4317	4861
流动负债	2573	2545	2773	2882
短期借款	491	491	491	491
应付款项	0	0	0	0
预收账款	148	225	250	265
其他	1934	1830	2032	2126
非流动负债	453	144	64	87
长期借款	3	(197)	(297)	(297)
其他	450	341	361	384
负债合计	3026	2690	2837	2969
少数股东权益	(23)	(21)	(17)	(13)
归属母公司股东权益	825	1161	1497	1905
负债和股东权益	3828	3830	4317	4861

现金流量表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	667	413	609	628
净利润	176	263	340	412
折旧摊销	88	91	78	81
财务费用	53	52	42	33
投资损失	(6)	0	0	0
营运资金变动	268	(48)	165	119
其它	87	54	(17)	(17)
投资活动现金流	(187)	(43)	(78)	(98)
资本支出	(12)	(2)	(10)	(20)
长期投资	53	(45)	12	7
其他	(228)	4	(80)	(85)
筹资活动现金流	(270)	(170)	(93)	(68)
短期借款	491	0	0	0
长期借款	(335)	(200)	(100)	0
其他	(426)	30	7	(68)
现金净增加额	209	200	438	461

利润表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2786	3197	3650	4149
营业成本	1823	2070	2383	2711
营业税金及附加	12	13	15	17
营业费用	189	225	255	288
管理费用	438	454	465	508
研发费用	35	32	36	41
财务费用	53	52	42	33
资产减值损失	17	0	0	0
公允价值变动损益	5	0	0	0
投资净收益	6	0	0	0
其他经营收益	22	0	0	0
营业利润	252	351	453	549
营业外收支	(13)	0	0	0
利润总额	239	351	453	549
所得税	63	88	113	137
净利润	176	263	340	412
少数股东损益	(3)	3	3	4
归属母公司净利润	180	261	336	408
EBITDA	333	456	534	624
EPS（最新摊薄）	1.45	2.10	2.71	3.28

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	25.90%	14.77%	14.16%	13.67%
营业利润	11.26%	39.59%	29.05%	21.20%
归属母公司净利润	16.84%	45.10%	29.05%	21.20%
获利能力				
毛利率	34.56%	35.26%	34.72%	34.64%
净利率	6.33%	8.24%	9.31%	9.93%
ROE	25.81%	26.84%	25.68%	24.19%
ROIC	8.79%	13.07%	14.24%	14.56%
偿债能力				
资产负债率	79.04%	70.23%	65.71%	61.08%
净负债比率	26.02%	22.10%	19.16%	17.12%
流动比率	0.49	0.55	0.67	0.82
速动比率	0.48	0.54	0.67	0.82
营运能力				
总资产周转率	0.80	0.83	0.90	0.90
应收账款周转率	149.83	133.51	113.81	128.08
应付账款周转率	35291.92	33350.52	31353.30	32486.05
每股指标(元)				
每股收益	1.45	2.10	2.71	3.28
每股经营现金	5.37	3.32	4.90	5.06
每股净资产	6.71	9.35	12.06	15.34
估值比率				
P/E	33.72	23.24	18.01	14.86
P/B	7.28	5.22	4.05	3.18
EV/EBITDA	15.88	12.58	9.85	7.66

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>