

2025 年 10 月 28 日

扩张成本和费用前置导致毛利率下降，但收款增速改善

学大教育(000526)

评级:	买入	股票代码:	000526
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	58.99/40.25
目标价格:		总市值(亿)	50.99
最新收盘价:	41.84	自由流通市值(亿)	50.01
		自由流通股数(百万)	119.53

事件概述

2025Q3 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 6.97/0.01/-0.02 亿元，同比增长 11.19%/-89.90%/-125.21%，业绩低于市场预期主要由于今年快速扩张导致人工成本和销售费用前置，毛利率和净利率下滑。2025 前三季度公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为 26.13/2.31/2.09/7.62 亿元，同比增长 16.30%/31.52%/29.75%/10.35%，经营性现金流净额高于净利主要由于教育培训业务预收款提升。

分析判断:

收入放缓主要由于行业竞争加剧、景气度略有减弱，合同负债仍保持较快增长。公司 25Q3 收入同比增长 11.19%，增速较上半年放缓我们分析主要由于行业竞争加剧、景气度略有减弱有关。25Q3 合同负债为 12.04 亿元，同比增长 22.45%，环比 25H1 的 3.7%增速大幅提升；25Q3 销售收现为 13.04 亿元，同比增长 19.8%，环比 25Q2 的 4.81%增速提升。

毛利率下降由于成本前置，净利率增幅高于毛利率主要由于管理、研发、财务费用率下降、营业外收入占比提升。25Q3 公司毛利率为 27.2%、同比下降 5.1PCT，归母净利率为 0.2%、同比下降 2.1PCT。净利率降幅低于毛利率主要由于管理费用率下降 6.2PCT、研发费用率下降 0.4PCT、财务费用率下降 0.2PCT、营业外收入占比提升 0.2PCT。

投资建议:

我们分析，（1）短期来看，虽然行业竞争加剧、景气度有所减弱，但公司作为一对一培训龙头重启扩张、净利率提升的逻辑仍存；（2）中长期来看，高利润率的小班组和全日制基地业务有望带动公司整体净利率改善；（3）职业高考升温背景下，预计中职未来人数增长和净利率改善具有空间；教育信息化、文化空间（句象书店、LUKA 智能绘本馆）有望成为远期增长点。

下调盈利预测：维持 25-27 年收入预测 32.01/35.67/39.58 亿元；下调 25-27 年归母净利预测 2.61/3.51/4.28 亿元至 2.41/3.00/3.57 亿元，对应下调 25-27 年 EPS 2.14/2.88/3.51 元至 1.98/2.46/2.93 元，2025 年 10 月 28 日收盘价 41.84 元对应 PE 分别为 21/17/14X，维持“买入”评级。

风险提示

政策调整风险、市场竞争加剧风险、管理团队和师资流失风险、运营成本上升风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,213	2,786	3,201	3,567	3,958
YoY (%)	23.1%	25.9%	14.9%	11.4%	11.0%
归母净利润(百万元)	154	180	241	300	357

YoY (%)	1035.2%	16.8%	34.2%	24.4%	19.1%
毛利率 (%)	36.5%	34.6%	34.4%	34.5%	34.6%
每股收益 (元)	1.31	1.52	1.98	2.46	2.93
ROE (%)	25.5%	21.8%	24.0%	23.0%	21.5%
市盈率	41.50	35.68	21.14	16.99	14.27

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

分析师：李佳妮

邮箱：lijn@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120003

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,786	3,201	3,567	3,958	净利润	176	241	300	357
YoY (%)	25.9%	14.9%	11.4%	11.0%	折旧和摊销	257	87	94	102
营业成本	1,823	2,101	2,338	2,591	营运资金变动	182	451	331	87
营业税金及附加	12	13	15	16	经营活动现金流	667	818	757	579
销售费用	189	218	266	289	资本开支	-134	-5	0	-1
管理费用	438	476	506	547	投资	43	0	0	0
研发费用	53	36	14	9	投资活动现金流	-187	-5	0	-1
财务费用	35	40	41	42	股权募资	20	-62	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	-25	0	-2	-4
投资收益	6	0	0	0	筹资活动现金流	-270	-95	-35	-37
营业利润	252	332	406	485	现金净流量	210	717	723	541
营业外收支	-13	-5	0	-1	主要财务指标				
利润总额	239	327	407	484	成长能力 (%)				
所得税	63	86	107	127	营业收入增长率	25.9%	14.9%	11.4%	11.0%
净利润	176	241	300	357	净利润增长率	16.8%	34.2%	24.4%	19.1%
归属于母公司净利润	180	241	300	357	盈利能力 (%)				
YoY (%)	16.8%	34.2%	24.4%	19.1%	毛利率	34.6%	34.4%	34.5%	34.6%
每股收益	1.52	1.98	2.46	2.93	净利率	6.5%	7.5%	8.4%	9.0%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	4.7%	5.6%	6.1%	6.6%
货币资金	997	1,714	2,437	2,978	净资产收益率 ROE	21.8%	24.0%	23.0%	21.5%
预付款项	5	6	0	0	偿债能力 (%)				
存货	22	0	0	0	流动比率	0.49	0.64	0.80	0.94
其他流动资产	241	132	132	132	速动比率	0.47	0.63	0.79	0.93
流动资产合计	1,265	1,852	2,569	3,110	现金比率	0.39	0.59	0.76	0.90
长期股权投资	73	73	73	73	资产负债率	79.0%	77.3%	74.1%	69.6%
固定资产	179	162	145	128	经营效率 (%)				
无形资产	14	14	14	14	总资产周转率	0.80	0.78	0.77	0.77
非流动资产合计	2,563	2,476	2,382	2,281	每股指标 (元)				
资产合计	3,828	4,328	4,951	5,391	每股收益	1.52	1.98	2.46	2.93
短期借款	491	491	491	491	每股净资产	6.70	8.24	10.71	13.64
应付账款及票据	0	0	0	0	每股经营现金流	5.41	6.71	6.21	4.75
其他流动负债	2,082	2,403	2,728	2,815	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,573	2,894	3,219	3,305	估值分析				
长期借款	3	-7	-19	-33	PE	27.54	21.14	16.99	14.27
其他长期负债	450	460	470	480	PB	6.28	6.58	5.06	3.97
非流动负债合计	453	453	451	447					
负债合计	3,026	3,347	3,670	3,752					
股本	123	122	122	122					
少数股东权益	-23	-23	-23	-23					
股东权益合计	802	981	1,281	1,639					
负债和股东权益合计	3,828	4,328	4,951	5,391					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。