

学大教育 (000526.SZ)

增持

传统培训业务基本盘稳定，职教布局具备想象空间

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 社会服务 · 教育

◆ 投资评级：增持(维持评级)

证券分析师：	曾光	0755-82150809	zengguang@guosen.com.cn	执证编码：S0980511040003
证券分析师：	钟潇	0755-82132098	zhongxiao@guosen.com.cn	执证编码：S0980513100003
证券分析师：	张鲁	010-88005377	zhanglu5@guosen.com.cn	执证编码：S0980521120002
联系人：	白晓琦	0755-81981232	baixiaoqi@guosen.com.cn	

事项：

- 1) 2023年6月9日，公司拟与紫光卓远签署《展期协议书三》，约定就本金10.14亿元继续向公司展期，继续展期借款期限自2022年9月30日起至2025年12月31日止，展期借款利率为4.35%/年。
- 2) 2023年6月9日，公司发布《2023年限制性股票激励计划》，拟授予限制性股票数量550万股，占激励计划草案公告时公司股本总额的4.67%，授予价格为14.05元/股；其中首次授予拟向包含董事朱晋丽、董秘崔志勇、副总经理刁月霞、财务负责人张磊在内的720人授予440万股股份，另外110万股作为预留股份。授予股份锁定12个月后分三期解锁，其中第一个解锁期要求2023年净利润不低于5,000万元，第二个解锁期要求2023年-2024年两年的净利润累计不低于13,000万元，第三个解锁期要求2023年-2025年三年的净利润累计不低于25,000万元。自股东大会审议通过激励计划起60日内(2023/08/08前)向满足授予条件的激励对象首次授予限制性股票并完成公告及登记。
- 3) 2023年7月10日，公司发布《关于借款事项的进展公告》，已向紫光卓远偿还借款本金人民币3亿元，上述借款本金对应利息由公司在2023年12月31日前另行支付。截至目前，公司对紫光卓远的剩余借款本金金额约为人民币7.14亿元。

■ 国信社服观点如下：

- ✓ 1、**学大教育：传统个性化辅导龙头，正积极探索职业教育多元化发展。**公司成立于2001年，主业为教育(学大教育)、设备租赁(瑞聚实业)、物业租赁(旭飞房地产)，其中教育业务收入占比约96%。自2021年“双减”政策以来，公司关停K9学科培训，保留高中阶段业务，同时探索职业教育、智能硬件、文化空间等新业务。2022年营收17.98亿元/-28.9%，其中教育业务17.30亿元/-30.3%；归母净利润0.11亿元，较2021年同期亏损5.36亿元大幅扭亏；2023Q1营收5.19亿元/+4.5%；归母净利润0.05亿元/+334.5%。
- ✓ 2、**高中培训(传统业务基本盘)：参培需求偏刚性&竞争对手出清，传统业务护城河犹存。**具体包含高中培训(一对一)、全日制基地(组课)、全日制学校三部分，2022年分别贡献总收入的72%/8%/15%，从供需维度分析，我们认为在未出现政策强监管的背景下，高中培训业务收入具备稳定抬升的能力：
 - ✓ 1) **需求端**，高中阶段适龄人口数稳定(据卫计委数据推算，2023-2030E高中入学适龄人数CAGR≈0.8%)&升学压力犹存(高考普通本科升学率2017年起小幅下滑，至2022年~40%)，参培需求偏刚性；若以参培率30-40%(据观研天下，2020年高中学生参培率~57.8%)，客单价1万元估算，预计2024年高中培训市场规模1436-1915亿元。
 - ✓ 2) **供给端**，“双减”后线下/线上学科类培训机构数量分别-92%/-87%，原教培龙头相继剥离学科培训相关业务，向素质教育(好未来/新东方/作业帮/豆神/猿辅导)、职业教育(学大)、教育信息化(好未来/有道/学大)、直播电商(东方甄选/思考乐)路径转型，**目前仅学大及高途仍保留高中阶段业务，以往高度“红海”的教培市场竞争环境趋温和。**
 - ✓ 3) **高中培训(一对一)为主要收入来源(2022年收入贡献72%)**，据弹性测算，若2023年客单价与CPI增速持平，参培率分别为2022年90%/100%/110%/120%时，预计2023年高中培训业务收入分别为

11.94/13.27/14.92/15.92 亿元。如上供需分析，考虑到高中培训需求偏刚性&监管后行业出清度较高，预计在未出现政策强监管背景下，公司 2023 年参培率将较 2022 年提升，为公司收入稳定性提供保障。

- ✓ **3、转型之路：学大教育新业务转型进展如何？**除保留传统高中培训业务外，公司也在不断进行转型新尝试，核心布局职业教育（尤其是中职教育），兼顾发力教育信息化及文化空间布局。虽目前职业教育板块仍处于探索阶段，未来并购节奏及经营效果需持续跟踪验证，但综合政策、现有落地进展及同行玩家对比分析，我们认为学大教育在中等职业教育板块布局具备一定的优势与想象空间：
 - ✓ 1) 近年政策在社会力量参与、专项资金支持等方面持续赋能职业教育，“职教高考”催生中职升学路径，且多项政策将目标落地期定于 2025 年，预计未来 2 年将是职业教育布局发展的重要窗口期。
 - ✓ 2) 已收购 2 所并托管 1 所中职院校，完成中职院校网络初步布局，同时“升学班”复用传统教培经验，兼顾职业课程差异化设置；**经测算，预计公司 2025 年中职板块毛利贡献比例达到 15-30%。**
 - ✓ 3) **学大教育 VS 科德教育**，据科德旗下天津旅外职高官方公众号公布，其 2022 年秋季高考本科上线率 38%(2021 年收购时整体录取率 30%)，且 2022 年&2023Q1 利润改善(其中 2022 年公司整体毛利率 30.9%/-1.2pct，职校及复读产品毛利率 52.2%/+5.3pct)，**“升学班”职教模式初见成效；对比之下，学大总经理为教育行业元老（科德仍为原科斯伍德董事长）&全国网点布局便于师资平移复用（科德教学资源集中于西安），较科德具差异化优势。若未来公司“升学班+职教课程”办学质量得到验证，且轻资产的托管办学模式外拓顺利，则有望打开远期成长空间。**
- ✓ **4、历史复盘：历数学大教育回归 A 股后的两起两落，当前兼具板块主题&股权激励催化。**学大教育在 2015 年回归 A 股之后曾历经两轮起落，究其原因均与板块热度&公司基本面拐点预期相关，其中两轮大涨系在线教育主题投资&借壳上市成功（2015-2016）以及在线教育主题投资&创始人多方增持成为最大股东（2019-2020）；两轮下跌则系公司定增失利且三次尝试出售学大教育板块均失败（2016-2019），以及民促法和“双减”政策落地（2021-2022）所致。**本轮逻辑下，职教鼓励政策阶段性披露&“AI+教育”场景落地预期提升板块关注度，叠加股权激励计划提振市场信心，板块主题&资本赋能兼具催化。**
- ✓ **风险提示：**传统业务政策风险、股东破产处置风险、贷款偿还风险、疫情反复的风险、行业竞争加剧风险、课程及技术研发不及预期、核心教师流失风险、舆情风险等。
- ✓ **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 21.59/25.17/29.12 亿元，同比增速 20.1%/16.6%/15.7%（其中中职业务 1.12/2.02/3.19 亿元，同比增速 656.4%/80.9%/58.2%）；归母净利润分别为 0.62/0.93/1.31 亿元，同比增速 470.5%/49.9%/40.2%（其中中职业务 0.20/0.37/0.59 亿元，同比增速 2866.4%/86.4%/62.2%）；EPS 0.53/0.79/1.11 元，对应 2023-2025 年 PE 分别为 50/33/24x。自“双减”政策以来，公司保留高中业务并发力探索职业教育新模式，2022 年归母净利润扭亏为盈，我们认为未来公司一看参培偏刚需&教培玩家出清，高中培训业务基本盘稳固；二看职教政策利好频发，公司已完成中职院校初步布局，且“职业课程+升学班”模式具备差异化属性，若未来办学质量与收购项目能力得以持续验证，则有望持续贡献新收入增量，维持“增持”评级。

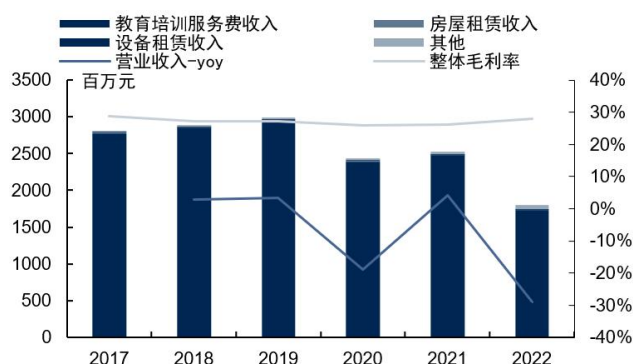
评论：

◆ 学大教育：传统个性化辅导龙头，正积极探索职业教育多元化发展

学大教育系传统个性化辅导龙头，正积极探索职业教育多元化发展。学大教育成立于2001年，为“一对一”个性化辅导培训龙头，其跟随教育资本化浪潮奔赴美国纳斯达克上市，并于2015年回归A股。公司主业分为教育（学大教育）、设备租赁（瑞聚实业）、物业租赁（旭飞房地产）三大板块，其中教育业务收入占比约96%。自2021年“双减”政策以来，公司停止义务教育阶段学科培训，仍保留高中阶段业务，同时探索职业教育、智能硬件、文化空间等新业务模式；截至目前，公司已收购2所并托管1所中职院校，以“职业课程+升学班”模式运营，转型已具进展。

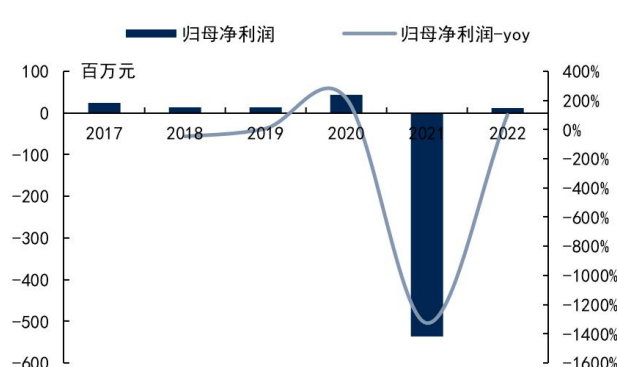
业务转型初见成效，2022年归母净利润扭亏为盈。2022年，公司实现营业收入17.98亿元/-28.9%，恢复至2019年的60.1%，其中教育业务收入17.30亿元/-30.3%，占比96.2%/-1.8pct，恢复至2019年的58.6%；归母净利润0.11亿元/+102.0%，相较于2021年同期亏损5.36亿元大幅扭亏，恢复至2019年的78.5%；扣非归母净利润-0.09亿元，2021年同期亏损5.48亿元，在业务结构积极调整与内部降本驱动下利润端表现显著改善。**2023Q1**，公司实现营业收入5.19亿元/+4.46%，恢复至2019Q1的68.4%；归母净利润0.05亿元/+334.46%，为2019Q1的201.5%；扣非归母净利润0.11亿，同比2022Q1亏损0.05亿元实现扭亏。

图1：2017-2022年学大教育收入及同比增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：2017-2022年学大教育归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 高中培训（传统业务基本盘）：参培需求偏刚性&竞争对手出清，传统业务护城河犹存

“双减”后保留高中阶段业务，当前经营平稳。“双减”政策后，公司快速剥离义务教育培训业务，旗下个性化学习中心由2020年的532所下降至2022年近270所；由于政策端并未对高中阶段培训做出具体限制，公司仍保留高中阶段相关业务，其具体包含高中培训（一对一）、全日制基地（组课）、全日制学校三部分，2022年约分别贡献公司总收入的72%/8%/15%。

图3：不同阶段学科培训的政策及运营情况

年龄段	政策情况	运营情况
义务教育阶段	具体措施出台打压，高压政策限制	市面上义务教育培训基本关停
高中阶段	未有明确限制，仅指出“参照双减施行”	中小机构出清，但是仍然存在
高中复读	属于社会考生，不属于双减规定范畴	多以全日制基地形式运营
艺体考文化课	未有政策明确限制	多以全日制基地形式运营

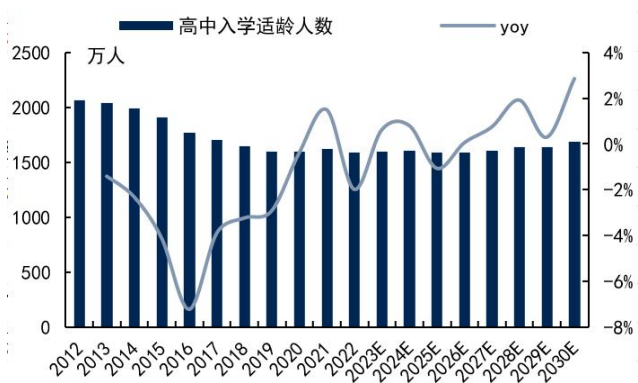
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

展望未来，从需求和供给两个维度分析，我们认为公司高中培训业务的规模中枢具备稳定抬升的能力：

1) 需求端：

高中入学适龄人口数稳定&升学压力犹存，为行业提供中长期稳定需求。需求端以高中入学适龄人口数量及高考普通本科升学率为参考指标，据国家卫计委数据推算，预计 2023-2030E 高中阶段入学适龄人数（2007-2014 年新生儿人数）CAGR 约为 0.8%，保持稳定增长态势；与此同时，近年全国高考普通本科升学率自 2017 年以来略有回落，2022 年至 40% 左右。我们判断在适龄人口规模预期稳定增长，且普通本科升学率水平相对平稳的背景下，高中阶段学生升学竞争依旧激烈，中期维度学生参培需求相对刚性。若以参培率 30-40%，客单价 10000 元进行大致估算（据观研天下，2020 年高中阶段学生参培率约 57.8%），预计 2024 年高中培训行业仍有 1436-1915 亿元的市场规模。

图4：2012-2030E 高中适龄人口数量及同比增速



资料来源：国家卫计委，国信证券经济研究所整理

注：假设 16 岁入学高中，以出生人口推算适龄人口数；此处为当年入学高中的适龄人口数（16 岁），若测算高中全阶段适龄人数，则需将高一/高二/高三学生人数加和

图5：2001-2022 年全国高考报名人数及普通本科升学率



资料来源：教育部，国信证券经济研究所整理

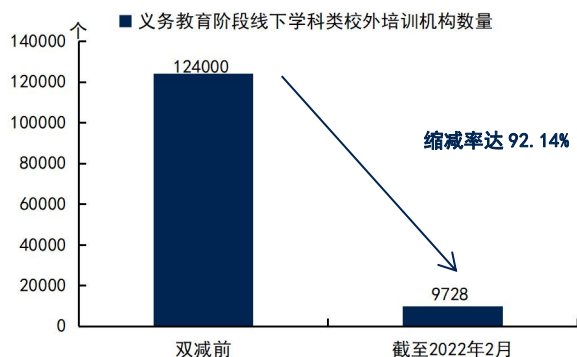
注：普通本科升学率=普通本科招生人数/当年高考报名人数

2) 供给端：

双减后学科培训机构出清，数量缩减率达 90%。据教育部发布的双减成效报告显示，截至 2022 年 2 月，原

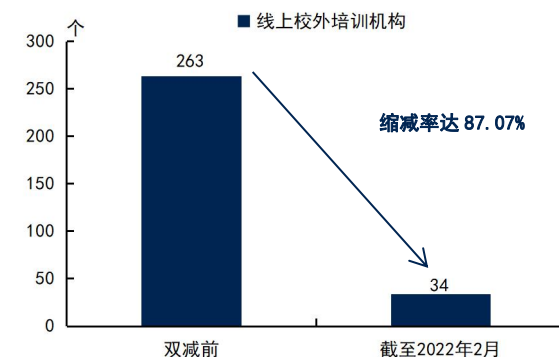
12.4万个义务教育阶段线下学科类校外培训机构压缩减为9728个/-92.1%，原263个线上校外培训机构压缩减到34个/-87.1%，“营转非”和“备改审”完成率达100%。

图6：双减后义务教育线下学科类校外培训机构数量变化



资料来源：教育部，国信证券经济研究所整理

图7：双减后义务教育线上学科类校外培训机构数量变化



资料来源：教育部，国信证券经济研究所整理

教培龙头相继跨行业转型尝试，仅学大/高途仍保留高中阶段业务。站在“双减”落地将满两年的节点梳理K12教培龙头的转型之路，我们发现龙头们的转型方向主要为教育部建议的七类转型方案中的加强素质教育、发展职业教育以及助力校内教育。相比其他转型方案，这三类路径具备具体的落脚点与营利可行性：其中**素质教育**能够很好复用原有教培机构生源、师资力量与网点设施，而**职业教育**为国家政策大力鼓励的方向且展业方式较为多样；**助力校内教育**则主要以教育信息化软硬件的形式实现。**由于高考复读不属于“双减”规定面向普通高中生的培训，诸如学大教育、高途教育等在高中阶段具备优势的机构则保留相应教学资源**；除此之外，部分龙头尝试开拓全新赛道，其中新东方旗下的东方甄选（原名新东方在线）直播电商业务已经收获业绩验证，思考乐等公司也开设直播账号尝试线上带货。

表1：头部K12教培机构转型情况

机构名	是否保留学科培训	保留培训对应阶段	转型方向	收入变化（2022VS2020）
新东方	完全关停	-	电商直播（东方甄选） 素质教育（研学） 成人/职业教育（轻舟系列产品）	-19.0%
好未来	剥离至非营利机构	-	素质教育（素养中心、少儿编程等） 直播电商（学家优品） 职业教育（中职为主）	-75.6%
学大教育	剥离至非营利机构	高中	学习空间（句象书店、绘本场景） 教育信息化 素质教育	-26.0%
高途	剥离至非营利机构	高中	成人/职业教育（专业资格考试等） 电商直播（高途佳品） 素质教育（豆神美育）	-64.9%
豆神教育	剥离至非营利机构	-	直播电商（豆神优品） 教育信息化	-26.9%
作业帮	剥离至非营利机构	-	素质教育（小鹿编程） 成人/职业教育（不凡课堂）	未上市
猿辅导	剥离至非营利机构	-	素质教育（南瓜科学、斑马AI） 月子中心；羽绒服、咖啡品牌 教育信息化-智能硬件	未上市
有道	剥离至非营利机构	-	素质教育（有道纵横） 成人教育	+58.2%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理估算

我们认为经过前期严厉的政策监管：（1）市场中小培训机构整体出清程度较高，**学科培训机构数量缩减率达90%，事实上等同于非义务教育培训细分赛道的出清，公司成为现存高中阶段培训赛道上少数具备较大规模的玩家**；（2）原教培龙头相继剥离学科培训相关业务，收入规模普遍大幅收缩，其中好未来/高途2022年较2020年收入规模缩减率60%+；在转型过程中，多数龙头玩家向素质教育、职业教育、直播电商

等路径转型，学大教育及高途集团仍保留高中阶段相关业务，以往高度“红海”的教培市场竞争环境趋温和。

3) 收入测算：

高中培训（一对一）业务为当前公司主要收入来源，2022 年约贡献总收入的 72%，此部分业务经营表现直接关系到未来公司整体收入的稳定性及新业务布局的资金充沛度。我们假设客单价与 CPI 增速同步（约为 2%），并基于该板块业务的不同参培率（学大该项业务参培人头数/适龄高中生规模）差异测算高中培训业务收入弹性，当 2023 年学大参培率分别为 2022 年参培率的 90%/100%/110%/120% 时，预计 2023 年高中培训业务收入分别为 11.94/13.27/14.92/15.92 亿元。如上所述，考虑到高中培训需求偏刚性&监管后行业出清程度较高，我们预计在未出现政策强监管的背景下，公司参培率具备稳定抬升的能力（即高于 2022 年参培水平），并持续贡献收入增量赋能新业务发展。

表2：2023 年学大教育高中培训（一对一）业务收入弹性测算（基于不同参培率及客单价假设）

2022 年客单价（元）	10000				
2022 年学大参培率	0.27%				
2023 年高中培训阶段适龄人数（万人）	4797				
假设项	2023 年客单价涨幅				
	较 2022 年恢复程度	对应参培率数值	0%	2%	5%
参培率假设	90%	0.24%	1170	1194	1229
	100%	0.27%	1301	1327	1366
	110%	0.31%	1463	1492	1536
	120%	0.33%	1561	1592	1639

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：学大参培率=学大该项业务参培人头数/适龄高中生规模；其中红色字体为 2023 年盈利预测所采用假设的对应收入

板块小结：高中培训仍为公司教育业务的主要收入来源（占比~70%），目前高中阶段业务需求偏刚性，且经过前期教培行业出清，公司成为现存赛道上少数具规模的玩家，竞争环境偏温和；此外，公司通过全日制学习基地服务高考复读生及艺考生实现教培禀赋的复用，涉足学业规划、职业填报、选科选课等业务，构建基于已积累学生客群的产品组合，在一定程度缓冲未来可能面临的政策风险。综合供求端，在未出现政策强监管的背景下，我们认为公司高中培训业务收入具备稳定抬升能力，同时考虑到培训业务为“预付模式”，现金流供应良好，有能力充当“资金蓄水池”角色，为职业教育等新业务布局提供资金支持。

◆ 转型之路：学大教育新业务转型进展如何？

除保留传统高中培训业务外，公司也在不断进行转型新尝试，当前经营战略为核心布局职业教育（尤其是中职教育），兼顾发力教育信息化及文化空间布局。

1、职业教育（新业务）：四大细分板块，中等职业教育完成初步布局

职教赛道政策端利好明晰，未来两年为政策推动的重要窗口期。政策对职教赛道鼓励态度明确且各项指标均较为清晰，2021 年《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》明确指出到 2025 年职业本科教育招生规模不低于高等职业教育招生规模的 10%；2022 年《推动现代职业教育高质量发展有关工作情况》与《中华人民共和国职业教育法》则针对职业教育定位进行调整，明确普职融通的发展方向，提出力争 2025 年建成 1000 所左右国家级优质中职学校；2022 年 12 月，国家发改委亦提出积极将优质职业教育项目纳入地方政府专项债券储备范围，给予充分资金支持。总体来说，政策始终强调职业教育与普通教育协同发展，在社会力量参与、专项资金支持等方面持续赋能，且现阶段多项政策将目标落地期定于 2025 年，我们认为未来 2 年将是职业教育布局发展的重要窗口期，政策端或将不断出台利好以加速职教目标实现。

表3: 职业教育政策支持情况

日期	发布部门	政策名	相关内容
2021 年 10 月	中共中央办公厅、国务院办公厅	《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》	到 2025 年职业本科教育招生规模不低于高等职业教育招生规模的 10%。
2022 年 2 月	教育部	《推动现代职业教育高质量发展有关工作情况》	推动中职学校多样化发展，从原来单纯的“以就业为导向”转变为“就业与升学并重”；“ 用 3 到 5 年的时间，建成 1000 所左右国家级优质中职学校 ”
2022 年 5 月	全国人大	《中华人民共和国职业教育法》	明确职业教育是与普通教育具有同等重要地位的教育类型，并对推动职业教育与普通教育融通、不同层次职业教育贯通做出规定
2022 年 10 月	中共中央办公厅、国务院办公厅	《关于加强新时代高技能人才队伍建设的意见》	鼓励各类企业事业组织、社会团体及其他社会组织以独资、合资、合作等方式 依法参与举办职业教育培训机构 ，积极参与承接政府购买服务等
2022 年 11 月	教育部等五部门	《职业学校办学条件达标工程实施方案》	通过科学规划、合理调整， 持续加大职业教育投入和政策供给 ，使职业学校布局结构进一步优化，办学条件显著提升，师资队伍水平整体提高，职业教育办学质量和吸引力显著增强
2022 年 12 月	中共中央办公厅、国务院办公厅	《关于深化现代职业教育体系建设的意见》	指出以提升职业学校关键能力为基础， 以深化产教融合为重点，以推动职普融通为关键 ，以科教融汇为新方向，充分调动各方面积极性，统筹职业教育、高等教育、继续教育协同创新
2022 年 12 月	国家发改委	《将优质职业教育项目纳入地方政府专项债券储备范围》	在地方政府专项债券方面，国家发改委积极 将优质职业教育项目纳入地方政府专项债券储备范围，鼓励引导地方政府安排专项债券支持职业教育基础设施建设
2023 年 6 月	国家发改委等 8 部门	《职业教育产教融合赋能提升行动实施方案（2023—2025 年）》	提出 5 个方面 19 条政策措施，推动人才培养与产业发展相融互促

资料来源：教育部，国务院，发改委，国信证券经济研究所整理

公司以中等职业教育为主抓手，探索布局职业教育领域。目前学大教育将职业教育业务板块划分为中等职业教育、高等职业教育、产教融合业务与技能培训 4 个不同的细分领域，其中中职教育为重点布局领域。“职教高考”使中职学生获得升学机会，中职办学亦由“就业导向”增长出“升学路径”；不同于传统中职院校，学大教育定位“职业课程+升学班”模式，一方面通过“升学班”模式实现传统教培经验复用，另一方面对职业课程也进行差异化设置，重点布局护理、康养、学前教育等社会紧缺专业以及集成电路、半导体、新能源、人工智能等国家鼓励专业，为学生提供相对具有竞争力的升学路径。公司于 2022 年 9 月宣布子公司东莞学大投资 1460 万元收购东莞市学鼎教育投资有限公司 80%的股权，以间接持有东莞市鼎文职业技术学校（中职院校）；10 月子公司学大职教出资 1386 万元收购大连市通才汇国际教育控股有限责任公司 100%股权，交易完成后将间接持有大连通才中等职业技术学校（中职院校）和大连通才计算机专修学校（非全日制成入教育培训机构），同时以托管模式运营青岛西海岸新区绿泽电影美术学校，已经初步建立起旗下中职院校网络。

表4: 学大教育转型职业教育所进行的并购情况

公司名称	收购时间	持股占比	收购院校	收购对价	被收购学校介绍
学大教育	2022/10	100%	大连通才中等职业技术学校 和大连通才计算机专修学校	1386 万元	大连通才中等职业技术学校是 全日制中等职业技术学校 ，始建于 1993 年，位于辽宁省大连市，专业方向包括商务英语、计算机应用、艺术设计等； 连续多年就业率 98%+ 。 大连通才计算机专修学校是大连通才教育集团下属教育机构。
学大教育	2022/9	80%	东莞市鼎文职业技术学校	1460 万元	东莞市鼎文职业技术学校是 全日制中等职业技术学校 ，位于广东省东莞市，开设有电子商务、计算机应用、会计电算化、民族音乐与舞蹈、高星级酒店管理、汽车运用与维修等专业。

资料来源：公司公告，院校官网，国信证券经济研究所整理

预计 2025 年中职板块毛利贡献比例达到 15-30%。参考目前市场上中等职业教育模型的成本结构，一般而言，教师薪酬占比为 30-35%，教学相关消耗品占比为 20-30%，租金及使用权折旧占比 15-20%，校区维护及折旧占比 15-20%，支其他成本约 6-10%，成本较为刚性影响下模型毛利率一般为 50-60%左右。对学大教育中职板块收入和毛利润弹性进行测算，如下表所示，假设在现有 3 所院校基础上，2023-2025E 平均每年新并购学校数量为 2/5/8 所时，2025 年中等职业教育收入预计分别为 2.64/3.08/3.52 亿元，收入贡献

占公司总收入的比重达到 9%/10%/11%；毛利润预计分别为 1.03-1.66/1.20-1.94/1.37-2.22 亿元，毛利润贡献占公司总毛利的比重达到 14-22%/15-24%/16-26%。

表5：中等职业教育板块收入/毛利润弹性测算（基于不同并购节奏）

单位：百万元		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
假设项										
平均每年新并购学校数量		2	2	2	5	5	5	8	8	8
收入端										
中等职业教育业务收入		111	184	264	155	228	308	199	272	352
yoy		650%	66%	44%	950%	47%	35%	1250%	37%	30%
收入贡献占比%		5%	7%	9%	7%	9%	10%	9%	10%	11%
单生收入										
学费（元/人·年）		12,750	13,005	13,265	12,750	13,005	13,265	12,750	13,005	13,265
住宿费（元/人·年）		8,000	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000
餐食费（元/人·年）		9,000	9,000	9,000	9,000	9,000	9,000	9,000	9,000	9,000
现存学校										
收入		81	154	234	81	154	234	81	154	234
学校数量		3	5	7	3	8	13	3	11	19
平均每校人数		917	1,045	1,135	917	1,045	1,135	917	1,045	1,135
当年新并购学校										
收入		30	30	30	74	74	74	118	118	118
学校数量		2	2	2	5	5	5	8	8	8
平均每校人数		1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
成本端										
师资成本	30~35%	17~22	28~37	40~53	23~31	34~46	40~53	30~40	41~54	53~70
教学相关消耗品及其他成本	20~30%	11~17	18~28	26~40	15~23	23~34	26~40	20~30	27~41	35~53
租赁及使用权资产折旧	15~20%	6~11	9~18	13~26	8~15	11~23	13~26	10~20	14~27	18~35
校区维护及折旧	15~20%	6~11	9~18	13~26	8~15	11~23	13~26	10~20	14~27	18~35
公共设施	3~5%	1~3	2~6	3~8	2~5	2~7	3~8	2~6	3~8	4~11
办公开支	3~5%	1~3	2~6	3~8	2~5	2~7	3~8	2~6	3~8	4~11
利润端										
毛利润		43~70	72~116	103~166	60~98	89~144	120~194	78~125	106~171	137~222
毛利润（中值）		56	94	135	79	116	157	102	139	180
毛利贡献占比%		8~13%	11~19%	14~22%	11~18%	13~21%	15~24%	14~22%	15~24%	16~26%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2、同行比较：学大教育 VS 科德教育

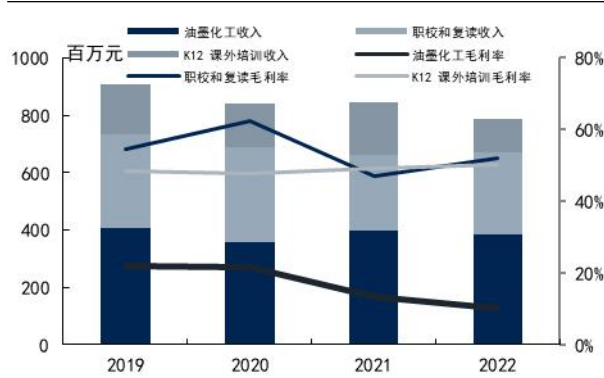
科德教育前身为以油墨起家的科斯伍德，2017 年 12 月以现金收购陕西龙门教育 49.76% 股权，成为龙门教育第一大股东，2020 年 3 月公司收购龙门教育剩余 50.24% 股权，正式实现胶印油墨与教育培训业务的双主业布局；同年 12 月，公司证券简称由“科斯伍德”变更为“科德教育”。**依托于龙门教育“中高考复读班及 K12 培训”禀赋，公司相继布局西安培英育才职业高中、天津旅游外事职业学校，打造“升学班”职教模式，目前来看其中职升学模式初见成效：**

1) **教学成果**，据科德旗下天津旅外职高官方公众号公布，其 2022 年春季高考本科（含艺术类）上线率为 20%；秋季高考本科（含艺体类）上线率为 38%（2021 年收购时整体录取率 30%，全国平均的中职本科上线率 10%），其中艺术班本科/专科上线率为 71%/100%。

2) **业绩端**，科德教育 2022 年实现营收 7.95 亿元/-7.3%，其中职校和复读产品收入 2.85 亿元/+8.6%，占

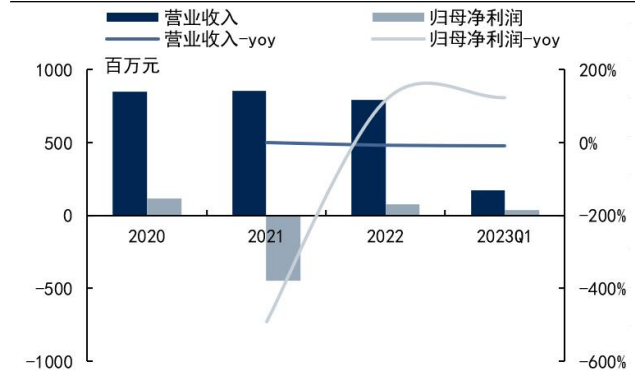
比 35.9%/+5.3pct；归母净利润 0.74 亿元/+116.6%，自 2021 年清理 K12 业务以来实现扭亏，主要系职业教育招生人数增加，盈利能力较上年同期提升（其中 2022 年公司整体业务毛利率 30.9%/-1.2pct，职校及复读产品毛利率 52.2%/+5.3pct）；2023Q1 营收 1.7 亿元/-9.2%，归母净利润 0.36 亿元/+123.2%。

图8：科德职校和复读产品收入及毛利率提升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9：科德教育在职教业务发力下实现扭亏



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

科德教育与学大教育的中职教育布局理念高度相似，但对比来看，我们认为学大教育在管理层及教师禀赋上存在差异化优势：

1) 管理层：学大与科德在高管结构均较为复杂，学大创始人金鑫（教育出身）现已全面接管公司。学大教育由于上市重组原因，仍存在部分紫光系与银润系董事与高管，创始人金鑫现目前担任总经理负责公司教育业务的日常开展，除此之外董事会非独立董事朱晋丽曾担任学大分校区校长与总部教研负责人；而科德教育尽管在收购龙门教育之后逐渐将教育业务作为主业发展，但公司目前董事长与总经理仍为原科斯伍德董事长吴贤良，而公司目前有一位教育出身的非独立董事董兵，其曾担任西安龙门补习学校校长。我们认为两家公司均历经较为复杂的教育资产注入历史背景，现阶段仍然存在外部或原有业务体系的董事与高管，但均配备了具备多年教育行业经验的高管协助公司发展教育主业，其中学大创始人金鑫回归成为最大股东之后，全面掌握公司管理权，学大有望在这位教育行业元老级人物手中再次迈向新增长。

表6：学大教育与科德教育核心高管情况对比

学大教育核心管理层					
姓名	职务	任职时间	是否为教育出身	主要履历	
金鑫 (实际管理)	总经理/董事	2016. 6-2017. 3 2020. 5-至今	是	学大教育创始人，常年从事教育行业，曾开创互联网家教交易平台和个性化辅导模式，2020 年 5 月起重新担任公司总经理一职。	
吴胜武 (紫光系)	董事长/董事	2019. 10-至今	否	曾任宁波市海曙区人民政府区长，宁波市信息产业局局长，国家工业和信息化部电子信息司副书记、副司长等职务。现担任紫光集团全球执行副总裁，紫光国芯微电子董事，学大(厦门)董事长，北京紫光联盛科技董事长，紫光展锐(上海)科技董事长，北京紫光存储科技有限公司董事长兼 CEO、公司独立董事。	
廖春荣 (银润系)	非独立董事	2011. 7-至今	否	廖春荣先生近五年任上海银润控股有限公司董事长，银润控股集团有限公司(澳门)董事长、浙江台州椰林湾投资策划有限公司执行董事、总经理，现担任公司董事。	
朱晋丽 (学大系)	非独立董事	2021. 4-至今	是	历任学大教育太原分公司总经理、学大教育教管部高级总监；教研资源管理中心负责人，人力资源管理中心负责人，江苏大区总经理。现担任公司董事，公司子公司学大教育集团资产管控中心负责人。	
刁月霞 (紫光系)	副总经理	2016. 2-至今	否	历任新华联文化旅游发展股份有限公司证券事务部副经理、经理；2014 年 2 月至 2016 年 2 月任职于紫光集团有限公司，历任资产运营部助理总经理及投资管理部高级投资经理；2016 年 2 月至今担任公司副总经理，并曾担任公司董事会秘书、董事。	
科德教育核心管理层					
姓名	职务	任职时间	是否为教育出身	主要履历	
吴贤良	董事长/总经理	2003-至今	否	2003 年归国创建科斯伍德并一直经营管理至今，拥有多年油墨行业经验，同时兼任中国日用化工协会油墨分会副理事长、中国印刷技术协会理事等职务。现任本公司董事长、总经理和董事。	
张锋	副总经理	2011. 2-至今	否	历任苏州工业园区五角星礼仪展示有限公司总经理助理、苏州市顺意牛翔食品有限公司销售经理；2007 年 4 月起担任本公司总经理助理；2008 年 1 月起担任本公司董事会秘书。现任本公司董事、董事会秘书、副总经理。	
董兵	非独立董事	2021. 5-至今	是	2006 年 6 月至今，就职于陕西龙门教育科技有限公司，担任西安龙门补习学校校长。现担任本公司董事。	

陈建 非独立董事 2021.5-至今

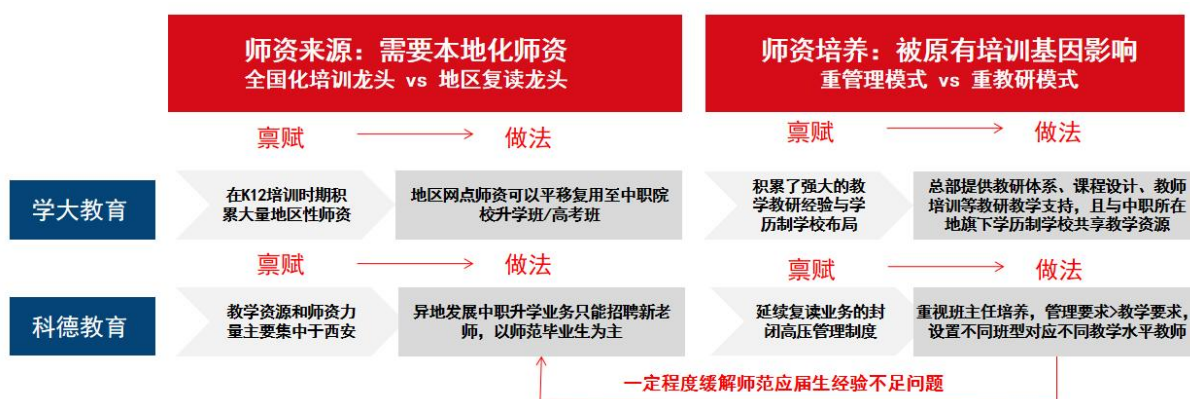
否

曾担任苏州联合化工有限公司质检科副科长。2003年2月起在本公司技术研发部任职。现任本公司董事、技术研发部经理。

资料来源：公司公告，院校官网，国信证券经济研究所整理

2) 师资：禀赋差异是师资差异的主要来源，学大具备较强的师资复用&教学研提升能力。将师资拆解为师资来源与师资培养两个角度，师资来源上，中职为全日制线下授课，师资须与所在地高度绑定。学大教育拥有遍布全国主要城市的网点，截至2022年公司教师人数达2253人，地区多余师资可以向所在地中职院校平移实现复用；而科德旗下龙门教育为地区性复读&K12培训龙头，教学资源主要集中于西安地区，因此其师资主要为新招聘应届师范毕业生；过往培训基因深刻影响了师资的培养路径：学大总部提供包括教研体系、课程设计、教师培训等在内的教研教学支持，且可以与中职所在地公司旗下学历制学校共享教学资源，整体培养目的为教学研能力的提高；而科德延续复读业务“管理大于教学”理念，将重心放在班主任培养上，设立不同班型对应不同教学能力的教师，一定程度也缓解了新教师经验不足的问题。

图10：原有禀赋影响中职升学培训的师资来源与师资培训路径



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

板块小结：虽然公司目前职业教育板块仍处于探索阶段，未来并购节奏及经营效果需持续跟踪验证，但综合政策、现有落地进展及同行玩家对比分析，我们认为学大教育在中等职业教育板块布局具备一定的优势与想象空间。1) 政策端，近年政策在社会力量参与、专项资金支持等方面持续赋能职业教育，“职教高考”催生中职升学路径，且多项政策将目标落地期定于2025年，预计未来2年将是职业教育布局发展的重要窗口期。2) 现有落地进展，目前已收购2所并托管1所中职院校，完成中职院校网络的初步布局，同时“升学班”实现传统教培经验复用，兼顾职业课程差异化设置，有望为旗下院校长期增长助力，经测算，预计公司2025年中职板块毛利贡献比例达到15-30%；3) 对比同行玩家，据院校公众号公布，科德教育旗下天津旅外职高2022年秋季高考本科上线率38%（2021年收购时整体录取率30%），且2022年&2023Q1利润显著改善（其中2022年公司整体毛利率30.9%/-1.2pct，职教及复读产品毛利率52.2%/+5.3pct），证明“升学班”职教模式已初见成效；对比之下学大总经理出身教育&全国网点布局便于师资平移复用，较科德仍具差异化优势。如果未来“升学班+职教课程”办学质量得到验证，且轻资产的托管办学模式外拓顺利，则有望打开公司远期成长空间。

3、其他业务：积极探索文化空间&教育信息化，探索新兴领域可能性

除职业教育转型之路外，亦积极布局文化服务空间与教育信息化领域。公司开拓文化服务空间探索线下阅读新的盈利模式，目前已开设三家“句象书店”及一家“Luka青少年绘本馆”，文化服务空间为长期会员提供读书会、分享会、家庭教育及职场提升讲座等，未来可以为职业培训课程精准发现和服务用户，还可以与职业培训课程交付、图书销售相结合；教育信息化方面，公司积极拓展OMO业务模式支撑个性化培训业务发展，同时涉足了新高考智能云管理系统、K12精准化教学作业管理系统、VR教学实验室等服务产品。

图11: 北京首家句象书店



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图12: 学大教育与物灵科技合作推出的 Luka 智能绘本馆



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

◆ 历史复盘: 历数学大教育回归 A 股后的两起两落, 当前兼具板块主题&股权激励催化

对学大教育 2015 年上市以来的行情走势进行复盘, 我们认为学大教育几次股价大幅变动均与市场对公司基本面拐点的预期高度相关, 且公司基本面拐点的时间点均位于教育行业两轮主题投资浪潮之下: 其中公司行情第一次大幅上涨主要与上市公司拟注入学大教育资产, 学大教育借壳上市 A 股相关 (2015.08-2016.01), 第二次上涨则与创始人多方增持成为最大股东, 市场预期公司经营改善有关 (2019.10-2020.08); 公司股价第一次大幅下修, 则系公司定增失利且后续三次尝试出售学大教育板块均失败, 导致 (2016.02-2019.09) 股价回撤; 2021 年民促法和“双减”政策落地亦带动公司股价再次下跌 (2021.03-2022.10), 此后公司积极探索新的转型方向, 基本面持续改善, 股价逐渐企稳, 并在 2023 年以来“AI+教育”主题投资的带动下触底反弹 (2022.10-至今)。

图13: 2015 年以来学大教育股价走势复盘



资料来源: Choice, 国信证券经济研究所整理

1、破局回归拥抱 A 股，重组上市驱动股价上行（2015.08-2016.01）

学大教育赴美上市不久后中概股遭遇危机，2010 年下半年中概股公司遭遇集体诉讼事件，此后两年中概股公司股价全面下跌，美股教育类上市公司诸如中国教育集团、安博教育等集体退市；而彼时中国各大线下教育机构纷纷求变拥抱互联网战略，带动 A 股教育板块一路高歌猛进，2015 年学大教育毅然从美股退市回归 A 股追寻上市之路，2016 年 A 股上市公司银润投资收购学大教育 100% 股权，至此学大教育借壳上市成功。此阶段，学大教育（此时名称为银润投资）伴随 A 股教育板块大行情，将其并购上市预期充分演绎，2015 年 8 月-2016 年 1 月，公司涨幅一度高达 257%。

2、定增、三次出售均折戟，估值承压大幅回撤（2016.02-2019.09）

银润投资在完成对学大教育的收购后正式更名为紫光学大，为偿还紫光卓远 22.5 亿元借款及建设在线和国际教育平台，2015 年 8 月 7 日，紫光学大发布 55 亿元定增预案，然而由于定价及监管日渐趋严等原因，紫光学大于 2016 年 12 月发布公告撤回了向中国证监会申报的定增预案，同时终止银润投资首期 1 号员工持股计划；此次定增失败，使得紫光学大在背负 23.5 亿元的负债的同时每年支付 4.35% 的借款利息，公司在 2015-2016 连续两年录得亏损，改名“ST 紫学”面临退市风险。为了摆脱困境，紫光学大尝试三次出售学大教育板块并通过上市平台收购新资产，然而均以失败告终。该阶段公司高额的负债及频繁的出售举动使得公司形象严重受损，此时 A 股教育板块在长达两年主题投资带动的持续上攻后也走向回调，公司面临戴维斯双杀大幅回撤，股价一度接近上一轮上涨起点。

表7：紫光学大 3 次出售学大教育板块与收购新资产情况

序号	日期	拟出售资产	拟收购资产
1	2017 年 5 月	Xueda Education Group 及北京学大信息技术有限公司、上海瑞聚实业有限公司、厦门旭飞房地产开发有限公司全部股权	Prime Foundation Inc. 51% 股权
2	2017 年 10 月	Xueda Education Group 及北京学大信息技术有限公司、上海瑞聚实业有限公司全部股权	软通动力全部股权
3	2018 年 3 月	将学大信息、学大教育 100% 的股权转让给安特教育	天山铝业全部股权

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理估算

3、创始人多方增持成为第一大股东，经营向好预期驱动股价上行（2019.10-2020.08）

2019 年 11 月，学大创始人金鑫通过实际控制的天津安特收购银润控股拥有的椰林湾 100% 股权；2019 年 12 月至 2020 年 2 月期间，在紫光学大寻求出售学大教育板块的同时，金鑫在二级市场多次买入公司股份，累计增持股份占公司总股本的 2.07%；截至 2020 年 7 月，金鑫通过实际控制的天津安特和椰林湾合计持有紫光学大 23.94% 的股份，成为紫光学大第一大股东。A 股教育板块大多上市公司的上市途径为借壳或由母公司业务并购，因此一些教育业务主体公司的创始人在其上市后并未担任高管参与公司治理，学大教育创始人金鑫多方增持股份并成为最大股东无疑向市场释放出公司经营权和治理权将实现匹配的积极信号，市场预期创始人回归将带领学大教育再次走向稳定的发展，而此时教育行业正处第二波主题投资热潮之中，在线教育主题叠加市场对公司的乐观预期，2019 年 7 月-2020 年 8 月学大教育股价走出亮眼行情，股价最大涨幅接近 330%。

4、定增成功不久后迎来“双减”打击，股价再次承压回调（2021.03-2022.10）

2021 年 3 月 16 日，公司定向增发宣告成功，累计募得资金 8.22 亿元用于教学网点建设项目、教学网点改造优化项目、OMO 在线教育平台建设项目以及偿还紫光卓远的借款。然而《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》与《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》的相继发布，沉重打击了教育培训相关公司，2021 年 3 月-2022 年 10 月学大教育跌超 67%。

5、公司基本面改善叠加“AI+”主题投资带动股价触底反弹（2022.10-至今）

“双减”过后，公司积极调整业务结构并快速变更此前募集资金用途，除加大发力包括高考复读、艺考文化课培训在内的全日制培训等优势业务外，公司积极开拓职业教育与文化空间业务，并搭建教育信息化系统。2022 年实现营业总收入 17.98 亿元/-28.93%，归母净利润 0.11 亿元，在基本剥离义务教育阶段学科类培训后公司经营资本面改善实现扭亏为盈，2023 年以来教育板块的第三次主题投资“AI+”教育浪潮启

动，学大教育估值跟随板块一齐走高，股价迎来触底反弹。

本轮逻辑下，我们认为当前在板块主题及基本面拐点预期两方面均存在一定催化因素。如前所述，国家始终强调职业教育与普通教育协同发展，且预期未来 2 年将是职业教育布局发展的重要窗口期；此外，学大亦试水教育信息化相关布局，教育作为“AI+”可行性较高的布局领域，**职教鼓励政策阶段性披露&“AI+教育”场景落地预期均为板块关注度提供催化**。资本端，**股权激励进一步提振市场信心**，2023 年 6 月，公司发布《2023 年限制性股票激励计划》，拟授予限制性股票数量 550 万股，占激励计划草案公告时公司股本总额的 4.67%，授予价格为 14.05 元/股；其中首次授予拟向包含董事朱晋丽、董秘崔志勇、副总经理刁月霞、财务负责人张磊在内的 720 人授予 440 万股股份，另外 110 万股作为预留股份。授予股份锁定 12 个月后分三期解锁：其中 1) 第一个解锁期：要求 2023 年净利润不低于 5,000 万元，2) 第二个解锁期：要求 2023 年-2024 年两年的净利润累计不低于 13,000 万元，3) 第三个解锁期：要求 2023 年-2025 年三年的净利润累计不低于 25,000 万元。**股权激励进一步绑定核心员工，同时，公司在转型关键时期发布股权激励计划也有助于提振市场信心。**

表8: 学大教育股权激励计划授予的限制性股票的分配情况

序号	姓名	职务	获授数量（万股）	占授予总数的比例	占股本总额的比例
1	朱晋丽	董事	15.00	2.73%	0.13%
2	崔志勇	董事会秘书	10.00	1.82%	0.08%
3	刁月霞	副总经理	5.00	0.91%	0.04%
4	张磊	财务负责人	2.00	0.36%	0.02%
	公司（含子公司）其他核心员工（716 人）		408.00	74.18%	3.46%
	预留		110.00	20.00%	0.93%
	合计		550.00	100.00%	4.67%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表9: 学大教育股权激励解除限售条件

解除限售安排	业绩考核
第一个解除限售期	2023 年净利润不低于 5,000 万元
第二个解除限售期	2023 年-2024 年三年的净利润累计不低于 13,000 万元
第三个解除限售期	2023 年-2025 年三年的净利润累计不低于 25,000 万元

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设条件：

1、收入端：

1) **新职教业务**：中职教育为公司未来主要发力方向，预期未来院校收购标准（规模、质量、价格等）与当前已收购学校类似，2023-2025 年分别收购 2/3/3 所院校，新并购学校平均每校人数 1000 人，参考中职行业普遍学生人数增速，假设收购后每年每校学生人数保持 10%的增速，学费每年以 2%涨幅（持平于 CPI 增速）微增，住宿费与餐饮费保持平稳。

2) **传统业务**：教育培训服务中，高中培训业务竞争环境趋温和&参配需求偏刚性，预计有效培训人次具备稳定提升的能力，客单价以同步于 CPI 增速的水平小幅增长；**全日制学校**学生人数与客单价平稳增长，**全日制基地**具备复读班及艺考生培训定位，预计收入增速与高中培训业务相似。**房屋租赁、设备租赁及其他业务**：非公司核心业务，合计收入占公司总收入的 3.8%，假设这三项业务趋向平稳。具体假设见下表。

2、成本端：

1) **销售成本**：职教业务参考中职布局较为成熟的中国东方教育，其院校毛利率水平普遍位于 50-60% 区间，考虑到学大中职业务尚处于培育期，我们预计 2023-2025 年公司中职业务毛利率水平分别为 54.4%/54.8%/55.2%；传统业务中教育培训业务布局已经成型，预计后续利润率水平相对平稳，2023-2025 年分别为 27.1%/27.3%/27.5%；**房屋租赁、设备租赁及其他业务**假设毛利率相对稳定。

2) **费用端**：考虑公司传统教培业务对营销依赖程度相对较大，且其线上课程对研发支出具有一定要求，随着义务教育培训业务关停&高中培训业务趋向存量发展，预计销售费用占比及研发费用占比小幅优化，管理费用占比相对平稳。我们假设公司 2023-2025 年**销售费用占比** 6.2%/6.0%/5.9%，**管理费用占比** 14.1%/14.1%/14.1%，**研发费用占比** 1.2%/1.1%/1.0%。

表10: 学大教育盈利预测表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
收入	1,797.61	2,158.68	2,516.94	2,911.70
yoy	-28.9%	20.1%	16.6%	15.7%
其中：				
一、新职教业务				
1、中职教育	14.75	111.56	201.78	319.22
yoy		656.4%	80.9%	58.2%
收入占比	0.8%	5.2%	8.0%	11.0%
现存学校				
收入	0.00	81.81	156.78	273.82
学生总人数	0	2,750	5,225	9,048
学校数量	0	3	5	8
当年新并购学校				
收入	14.75	29.75	45.01	45.40
学生总人数	2,500	2,000	3,000	3,000
学校数量	3	2	3	3
学费（元/人·年）	12,500	12,750	13,005	13,265
住宿费（元/人·年）	8,000	8,000	8,000	8,000
餐食费（元/人·年）	9,000	9,000	9,000	9,000
二、传统业务				
1、教育培训服务	1,729.70	2,087.19	2,443.71	2,836.66
yoy	-30.3%	20.7%	17.1%	16.1%
1) 高中培训	1,300.00	1,492.35	1,693.69	1,902.70
yoy		14.8%	13.5%	12.3%
人头数	130,000	146,309	162,792	179,296
yoy		12.5%	11.3%	10.1%
高中阶段适龄人数（万人）	4,795	4,797	4,788	4,794
学大教育对应参培率	0.27%	0.31%	0.34%	0.37%
客单价	10,000	10,200	10,404	10,612
yoy		2.0%	2.0%	2.0%
2) 全日制学校	264.95	310.78	355.04	398.35
yoy		17.3%	14.2%	12.2%
学生人数	4,000	4,600	5,152	5,667
yoy		15.0%	12.0%	10.0%
客单价	66,237	67,562	68,913	70,291
yoy		2.0%	2.0%	2.0%
3) 全日制基地	150.00	172.50	193.20	216.38
yoy		15.0%	12.0%	12.0%
2、房屋租赁	6.39	6.39	6.39	6.39
yoy	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
3、设备租赁	5.93	6.71	6.71	6.71
yoy	-21.0%	13.3%	0.0%	0.0%
4、其他	55.59	58.37	60.12	61.93
yoy	57.0%	5.0%	3.0%	3.0%
营业成本	1,293.62	1,525.21	1,755.86	2,003.59

%	72.0%	70.7%	69.8%	68.8%
毛利率	28.0%	29.3%	30.2%	31.2%
新职教业务	54.0%	54.4%	54.8%	55.2%
传统教育培训	26.9%	27.1%	27.3%	27.5%
房屋租赁	69.8%	69.8%	69.8%	69.8%
设备租赁	-25.6%	-1.0%	-0.5%	0.4%
其他	56.4%	56.5%	56.6%	56.7%
费用端				
税金及附加%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用%	6.5%	6.2%	6.0%	5.9%
管理费用%	14.3%	14.1%	14.1%	14.1%
研发费用%	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%
财务费用%	3.7%	3.5%	3.3%	3.1%
归母净利润	10.89	62.13	93.14	130.58
yoy	102.0%	470.5%	49.9%	40.2%
其中：				
预计来源于中职业务的利润贡献占比	1.8%	9.6%	14.5%	19.4%
预计来源于中职业务的利润	0.66	19.60	36.52	59.25
yoy		2866.4%	86.4%	62.2%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

按上述假设条件，我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 21.59/25.17/29.12 亿元，同比增速 20.1%/16.6%/15.7%，其中来自于中职业务的收入为 1.12/2.02/3.19 亿元，同比增速 656.4%/80.9%/58.2%；归母净利润分别为 0.62/0.93/1.31 亿元，同比增速 470.5%/49.9%/40.2%，其中来自于中职业务的净利润为 0.20/0.37/0.59 亿元，同比增速 2866.4%/86.4%/62.2%。

◆ 投资建议：高中培训基本盘稳定，中职业务完成初步布局，维持“增持”评级

我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 21.59/25.17/29.12 亿元，同比增速 20.1%/16.6%/15.7%，其中来自于中职业务的收入为 1.12/2.02/3.19 亿元，同比增速 656.4%/80.9%/58.2%；归母净利润分别为 0.62/0.93/1.31 亿元，同比增速 470.5%/49.9%/40.2%，其中来自于中职业务的净利润为 0.20/0.37/0.59 亿元，同比增速 2866.4%/86.4%/62.2%；EPS 0.53/0.79/1.11 元，对应 2023-2025 年 PE 分别为 50/33/24x。自“双减”政策以来，公司保留高中业务并发力探索职业教育新模式，2022 年归母净利润扭亏为盈，我们认为未来公司一看参培偏刚需&教培玩家出清，高中培训业务基本盘稳固；二看职教政策利好频发，公司已完成中职院校初步布局，且“职业课程+升学班”模式具备差异化属性，若未来办学质量与收购项目能力得以持续验证，则有望持续贡献新收入增量，维持“增持”评级。

表11：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (元)	总市值		EPS (元)				PE			ROE		PEG	投资评级
			亿元	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	(22A)	(23E)		
002607.SZ	中公教育	4.77	294.18	-0.38	0.09	0.22	0.23	-	53.00	21.68	20.74	-141.30	0.35	0.35	买入
003032.SZ	传智教育	14.42	58.03	0.45	0.52	0.62	0.73	32.04	27.73	23.26	19.75	13.51	1.07	1.07	增持
000526.SZ	学大教育	25.82	30.41	0.09	0.53	0.79	1.11	279.24	48.95	32.66	23.30	2.50	0.52	0.52	增持
300559.SZ	佳发教育	15.79	63.08	0.17	0.43	0.58	0.75	92.88	36.72	27.22	21.05	6.66	0.66	0.66	无评级

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：佳发教育来自于 Wind 一致预期

◆ 风险提示

传统业务政策风险：目前公司主要收入以高中培训&复读班为主，教育行业对政策的敏感度高，尽管 2021 年 7 月《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》并未对非义务教育阶段与复读社会考生明确限制，但不排除新的政策变动向非义务教育阶段传导而导致公司股价扰动的可能性。

股东破产处置风险：公司大股东紫光集团于 2022 年 7 月完成破产重组，现紫光破产企业财产处置专用账户仍然持有公司 13.74%股份，该部分权益归属于紫光集团债权人，未来可能出现债权人处置该部分股份或紫光出售/转让该部分股份以货币形式偿还债权人的行为，由于该账户仍为公司账面第一大股东，债权人或紫光的处置行为可能引发资本市场的担忧。

贷款偿还风险：公司拟与紫光卓远签署《展期协议书三》，约定就本金 10.14 亿元继续向公司展期继续展期，借款期限自 2022 年 9 月 30 日起至 2025 年 12 月 31 日止，期借款利率为 4.35%/年。至 7 月 11 日，公司已向紫光卓远偿还借款本金人民币 3 亿元，剩余借款本金金额约为人民币 7.14 亿元。公司 2023Q1 货币资金为 11.03 亿元，对借款具备较好的覆盖能力，但不排除公司未来因转型投入引发现金流紧缺，从而导致的贷款偿还风险。

疫情反复的风险：若未来疫情出现反复且防控政策重新趋严，则公司线下培训场景、职业教育招生和学习空间营业可能受到冲击，对公司经营造成不利影响。

行业竞争加剧风险：公司目前职业教育主要以外拓形式发展，若未来合作院校选择、渠道布局、院校收并购等方面竞争加剧，有可能影响公司转型进度，对公司盈利造成不利影响。

课程及技术研发不及预期：现阶段教育行业正处于 AI 浪潮之中，不排除短期内 AI 对教育行业造成显著影响，若公司课程研发及软硬件技术研发与适配跟进不及预期，则有可能失去在教育行业中的领先地位，并影响公司长期竞争力。

核心教师流失风险：教育行业核心资源之一为师资力量，公司主打的个性化培训立足小班教育，尽管对名师依赖性不显著，但若集团总部教研名师出走则可能对公司教学研究造成负面影响，进而影响公司教学质量。

舆情风险：教育行业为社会重点关注行业，公司目前业务涉及由高中至成人的培训，受培训基数较大，若出现学生安全事故、教学设施不安全事件、教师言行不当等可能引发社会广泛讨论，冲击集团声誉进而影响远期经营。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	998	875	3000	3000	3000	营业收入	2529	1798	2159	2517	2912
应收款项	96	79	107	110	133	营业成本	1867	1294	1525	1756	2004
存货净额	2	1	1	1	1	营业税金及附加	9	8	11	13	15
其他流动资产	33	19	44	37	44	销售费用	204	117	134	151	172
流动资产合计	1130	975	3154	3150	3181	管理费用	348	257	306	356	412
固定资产	227	200	154	135	72	研发费用	50	24	26	28	29
无形资产及其他	47	32	31	31	31	财务费用	89	66	50	58	40
投资性房地产	2006	1889	1889	1889	1889	投资收益	6	3	3	3	3
长期股权投资	54	85	104	120	143	资产减值及公允价值变动	(463)	(3)	(40)	(60)	(100)
资产总计	3463	3181	5332	5326	5315	其他收入	(39)	7	(18)	(9)	(9)
短期借款及交易性金融负债	1353	1253	3132	2791	2328	营业利润	(484)	63	78	117	164
应付款项	0	0	0	0	0	营业外净收支	(27)	(9)	0	0	0
其他流动负债	1320	1223	1358	1502	1812	利润总额	(511)	54	78	117	164
流动负债合计	2674	2475	4490	4293	4140	所得税费用	28	45	19	29	41
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(3)	(3)	(4)	(6)	(8)
其他长期负债	374	283	372	493	532	归属于母公司净利润	(536)	11	62	93	131
长期负债合计	374	283	372	493	532	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	3048	2758	4863	4786	4673	净利润	(536)	11	62	93	131
少数股东权益	(11)	(12)	(10)	(5)	7	资产减值准备	462	(485)	(0)	(0)	(0)
股东权益	427	436	479	544	636	折旧摊销	53	46	20	22	26
负债和股东权益总计	3463	3181	5332	5326	5315	公允价值变动损失	463	3	40	60	100
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	89	66	50	58	40
每股收益	(4.55)	0.09	0.53	0.79	1.11	营运资本变动	341	(524)	172	268	319
每股红利	0.57	0.36	0.16	0.24	0.33	其它	(465)	492	3	5	12
每股净资产	3.62	3.70	4.07	4.62	5.40	经营活动现金流	318	(458)	296	448	588
ROIC	-1.48%	0.43%	3%	3%	6%	资本开支	0	484	(13)	(63)	(63)
ROE	-125.62%	2.50%	13%	17%	21%	其它投资现金流	1	(2)	0	0	0
毛利率	26%	28%	29%	30%	31%	投资活动现金流	2	451	(32)	(79)	(85)
EBIT Margin	2%	5%	7%	8%	10%	权益性融资	(1)	2	0	0	0
EBITDA Margin	4%	8%	8%	9%	11%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	4%	-29%	20%	17%	16%	支付股利、利息	(67)	(42)	(19)	(28)	(39)
净利润增长率	-1327%	-102%	471%	50%	40%	其它融资现金流	(218)	(34)	1879	(341)	(463)
资产负债率	88%	86%	91%	90%	88%	融资活动现金流	(353)	(116)	1860	(369)	(502)
股息率	2.2%	1.4%	0.6%	0.9%	1.3%	现金净变动	(32)	(123)	2125	0	0
P/E	(5.7)	282.6	49.5	33.0	23.6	货币资金的期初余额	1030	998	875	3000	3000
P/B	7.2	7.1	6.4	5.7	4.8	货币资金的期末余额	998	875	3000	3000	3000
EV/EBITDA	59.0	40.7	44.9	33.3	25.3	企业自由现金流	0	21	296	388	493
						权益自由现金流	0	(13)	2138	3	(0)

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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