三重成长逻辑共振，高中培训龙头重估

学大教育深度报告

核心观点

- **估值复盘：从政策扰动到业绩兑现驱动**。2021.01–2023.04，受 K9 业务关停、商誉减值冲击，估值持续下探，行情底部阶段动态 PE 一度失效，市场对行业存续性极度悲观；2023.05-2025.08，行业供给出清红利兑现、盈利修复，叠加治理改善预期，迎来戴维斯双击，动态 PE 中枢抬升至 25-35x 区间；2025 年下半年至今，市场担忧远期人口下行、AI 替代效应，叠加公司 Q3/Q4 阶段性业绩亏损，估值持续回落，各类悲观预期已充分计价，当前 PE 仅 10-15x 处于历史底部区间。

- **双减后业务转型持续盈利，多元业务布局平滑淡旺季。**2021 年“双减”冲击下公司剥离 K9 培训业务，计提大额商誉减值，全年亏损超 5 亿元。2022 年公司全面聚焦高中个性化辅导，通过严控成本实现扭亏为盈。2023 至 2025 年经营持续回暖，营收连续三年保持双位数增长，归母净利润逐年稳步抬升，净利率稳定维持 6%至 7%区间。公司经营具备鲜明季节性，二季度为全年盈利高峰，三四季度易出现微利或亏损。为此公司大力布局复读艺考全日制基地、学历制学校、职业教育三类错季业务，对冲淡季业绩压力，持续平滑季度波动，强化整体经营抗风险韧性。

- **成长逻辑：供给稀缺、需求刚性、治理改善**。参考教培监管平台数据，供给端“双减”后高中教培机构出清约 9 成，且行业不再新增审批牌照，存量龙头竞争壁垒持续加固；需求端普高在校生持续扩容，高中适龄人口红利延续至 2032 年，高考人数 2034 年前后达峰，本科录取率逐年下行，升学竞争催生稳定培训刚需；治理端公司 9 年历史遗留债务全部清偿，创始人出任董事长掌握经营主导权，叠加股权激励绑定核心员工，经营活力充分释放。

盈利预测与投资建议

- 我们维持公司 2026-2028 年归母净利润预测为 2.8/3.4/4.1 亿元，对应 PE 估值为 14.1x/11.6x/9.7x。资金风格、人口叙事以及 AI 替代担忧等综合因素扰动下，公司估值已经回落至历史底部区间，**但我们分析公司系 A 股稀缺高中学科培训个性化教育龙头，供给稀缺、需求刚性、治理改善三重逻辑不改**，未来 3 年归母净利润 CAGR 约 28%维持较快增长。参考可比公司估值维持 2026 年 16x 目标估值，对应目标价 36.8 元，维持公司“买入”评级，继续重点推荐。
- 风险提示：招生不及预期、成本控制不及预期、政策风险、股东减持、行业竞争加剧、核心师资流失等

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,786	3,227	3,695	4,220	4,762
同比增长(%)	*25.9%*	*15.8%*	*14.5%*	*14.2%*	*12.8%*
营业利润(百万元)	252	274	385	467	550
同比增长(%)	*11.3%*	*8.8%*	*40.6%*	*21.3%*	*17.7%*
归属母公司净利润(百万元)	180	195	281	341	407
同比增长(%)	*16.8%*	*8.6%*	*43.9%*	*21.5%*	*19.2%*
每股收益（元）	1.47	1.60	2.30	2.80	3.34
毛利率(%)	34.6%	33.5%	33.5%	33.7%	33.9%
净利率(%)	6.5%	6.0%	7.6%	8.1%	8.5%
净资产收益率(%)	25.1%	22.0%	24.4%	22.4%	21.4%
市盈率	22.0	20.3	14.1	11.6	9.7
市净率	4.8	4.2	2.9	2.3	1.9

资料来源：公司数据.东方证券研究所预测.每股收益使用最新股本全面摊薄计算.

投资评级	买入（维持）
股价（2026年07月24日）	32.48 元
目标价格	36.8 元
52 周最高价/最低价	56.9/23.8 元
总股本/流通 A 股（万股）	12,186/11,993
A 股市值（百万元）	3,958
国家/地区	中国
行业	社会服务
报告发布日期	2026 年 07 月 28 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	22.57	24.64	-6.8	-36.5
相对表现%	19.92	30.58	-4.28	-48.55
沪深 300%	2.65	-5.94	-2.52	12.05



证券分析师

张鲁
执业证书编号：S0860526060001
zhanglu1@orientsec.com.cn
010-66210535

相关报告

长线成长逻辑未改，估值具备吸引力：学大教育动态跟踪 2026-07-03

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

学大教育经营与估值复盘 4
估值复盘：从政策扰动到业绩兑现驱动，估值目前处历史低位 4
经营回顾：转型效果显著，拓展业务布局平滑淡旺季 5
成长逻辑：供给稀缺、需求刚性、治理改善 7
政策环境：供给出清且暂停新批，高中政策友好存量受益 7
经营卡位：高中仍处人口红利期，优质升学资源稀缺需求刚性 9
治理结构：创始人出任董事长，股权激励绑定核心团队 10
投资建议 13
风险提示 14

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：学大教育 2021 年以来累计涨跌幅以及动态 PE 估值复盘 5
图 2：2021-2025 年学大教育收入/净利润稳步增长 5
图 3：双减政策后公司归母净利润率自底部逐渐恢复 5
图 4：学大教育经营数据呈现显著季节性特征 6
图 5：截至 2024 年 7 月义务教育学段学科辅导机构数量大幅压减 7
图 6：国内普通高中在校生人数稳步增长 9
图 7：国内普高毛入学率逐年提升 9
图 8：2021-2024 年国内普通本科升学率边际走低 9
图 9：高考报名人数以及高三应届毕业生人数稳步增长 9
图 10：普通高中在校生人数预计 2034 年达到顶峰 10
图 11：2023 年股权激励计划对象囊括核心管理团队 12
图 12：2023 年股权激励计划业绩考核目标顺利达成 12
图 13：2021 年至今合并报表层面未分配净利润已经转正 12
图 14：2023-2025 年母公司层面未分配净利润仍为负值 12

表 1：2024 年《校外培训管理条例（征求意见稿）》VS2021 年“双减政策”解读 8
表 2：公司收购教育资产历史借款归还进度梳理 11

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

学大教育经营与估值复盘

回顾学大教育 2021 年以来动态估值演变，公司估值中枢大致经历了 3 个阶段。2021 年至 2023 年 4 月，**受"双减"政策下行业经营模式调整及商誉减值影响**，公司经营阶段受损归母净利润转负，股价承压大幅回撤；**2023 年 5 月至 2025 年 8 月公司迎来盈利、估值戴维斯双击上行期**，政策预期扭转+双减出清带来的供给收缩红利充分兑现，叠加公司治理改善（高管股权激励+创始人出任董事长）与历史欠款包袱出清，市场持续给与估值溢价；**2025 下半年以来，公司经营表现略有波动，部分季度盈利走低，股价受影响同步走低**；进入 2026 年，市场风格极致演绎下，公司估值水平持续走低，目前动态 PE 估值已经低于 15x，处历史底部区域。

估值复盘：从政策扰动到业绩兑现驱动，估值目前处历史低位

阶段 1：政策冲击/承压回调期（2021.01–2023.04）

“双减”政策出台，政策冲击经营信心。2021 年 7 月“双减”政策正式落地，行业监管迎来根本性变革，公司核心义务教育阶段 K9 学科培训业务遭受直接冲击并被迫全面剥离，市场对整个教培赛道可持续经营逻辑产生根本性质疑，板块及公司估值同步进入深度下行通道。业绩端，受业务关停、资产减值双重拖累，公司当年计提商誉减值 4.53 亿元，全年归母净利润大幅亏损 5.36 亿元，基本面恶化进一步压制估值空间。面对行业变局，公司快速调整发展战略，全面收缩义务教育业务，战略重心转向高中学科个性化辅导，同步布局职业教育、文化阅读等第二增长曲线，并在 2022 年成功实现全年扭亏为盈。但市场信心修复存在滞后性，区间内公司股价长期低位横盘震荡，持续消化政策与业绩利空，为后续估值修复行情积蓄底部动能。

阶段 2：戴维斯双击上行期（2023.05–2025.08）

行业供给出清红利与公司基本面反转共振，迎来业绩、估值同步抬升的戴维斯双击行情。第一，经营基本面持续兑现，继 2022 年实现 0.11 亿元小幅盈利后，2023 年归母净利润大幅攀升至 1.54 亿元，创下上市以来盈利新高；政策监管预期持续边际缓和，叠加双减后大量中小教培机构退出带来的供给收缩红利，头部企业市场份额持续提升。第二，公司内部治理持续优化，2023 年 6 月落地核心管理层限制性股票激励计划，深度绑定核心团队利益，充分验证管理层长期经营信心；同时公司逐步偿还历史并购遗留债务，现金流稳健性持续得到市场验证。第三，创始人回归执掌经营主线，市场对高中培训十年人口红利、职教第二曲线的成长叙事认可度持续走高，多重利好催化下，公司估值持续享受溢价动态 PE 估值最高达 40-50x，股价与业绩同步上行。

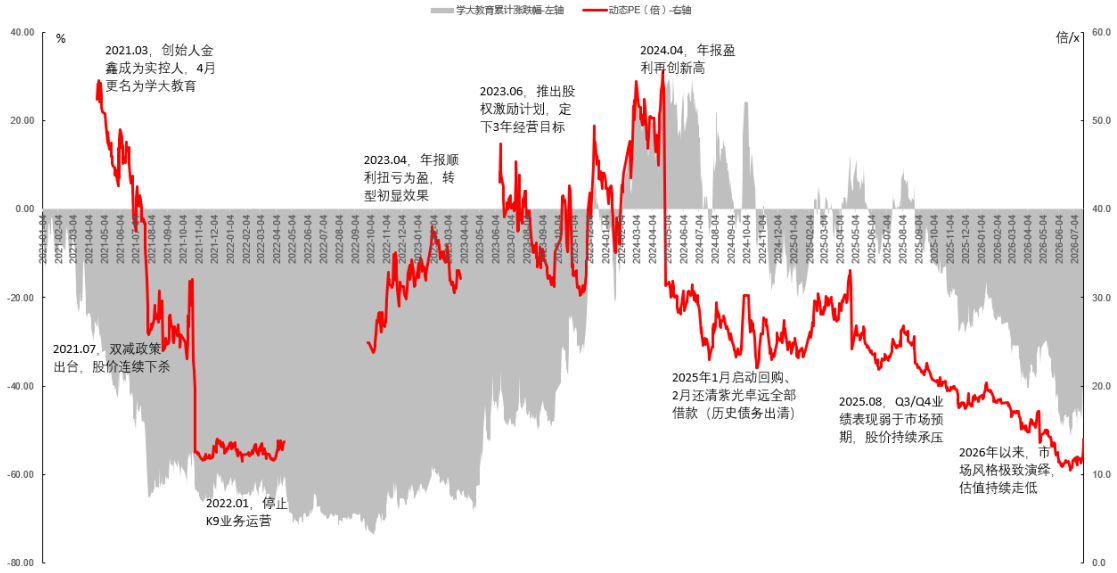
阶段 3：经营波动、震荡阴跌期（2025.08–至今）

多重悲观预期叠加季度业绩波动，公司估值持续震荡走弱。外部层面，市场开始远期担忧新生人口下行长期影响教培生源规模，同时 AI 大模型快速发展引发投资者对线下培训需求被替代的焦虑，成长预期持续下修。内部经营层面，2025 年三季度、四季度业绩出现明显阶段性波动，其中 25Q3 归母净利润仅 143 万元，25Q4 单季亏损 3602 万元，淡旺季盈利分化的特征被市场放大，短期扰动市场风险偏好。进入 2026 年后，市场资金风格极致分化，叠加前期悲观叙事持续发酵，公司动态 PE 估值持续回落至历史低位区间低于 15x，充分计价人口、AI、季度业绩波动等多重负面预期。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 1：学大教育 2021 年以来累计涨跌幅以及动态 PE 估值复盘



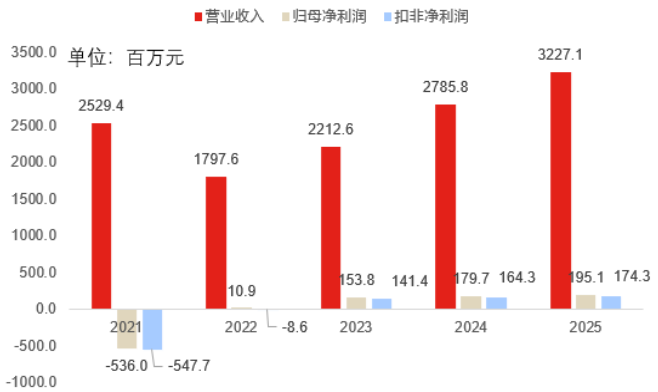
数据来源：公司公告，东方证券研究;**注：股价涨跌幅为 2021 年 1 月 1 日以来的股价累计涨跌幅；动态 PE 估值=当期市值/预期当年归母净利润**

经营回顾：转型效果显著，拓展业务布局平滑淡旺季

2021 至 2025 年，学大教育完成业务战略重构，经营基本面走出一条由深度亏损到稳健持续增长的完整修复曲线。2021 年“双减”政策落地后，公司全面清退义务教育阶段学科培训业务，同步计提 4.53 亿元大额商誉减值，当年归母净利润录得-5.3 亿元，经营陷入深度亏损。2022 年公司迅速确立以高中个性化辅导为核心的发展主线，同步布局职业教育、文化阅读等多元转型业务；受 K9 业务剥离影响，全年营收收缩至 17.98 亿元，同比下滑 28.9%，但公司通过精细化降本控费、优化人员与校区成本结构，顺利实现年度扭亏，归母净利润达 0.11 亿元。

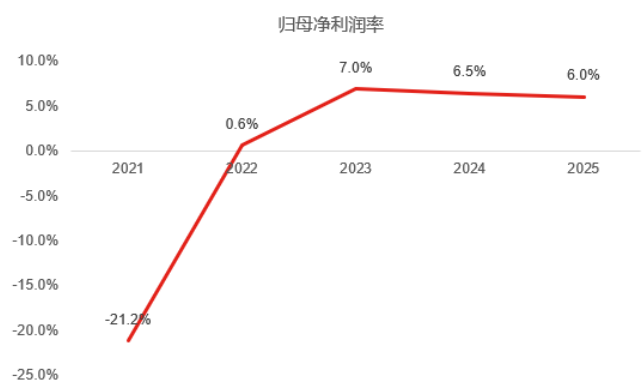
伴随双减后行业中小机构加速出清、高中培训市场需求持续回补，公司正式进入复苏通道。2023-2025 年营收连续三年保持双位数增长，收入规模由 22.13 亿元攀升至 27.86 亿元/32.27 亿元；盈利端同步稳步上行，归母净利润自 1.54 亿元逐年提升至 1.80 亿元、1.95 亿元，扣非归母净利润对应实现 1.41 亿元、1.64 亿元、1.74 亿元稳定增长。整体来看，公司转型成效充分兑现，营收规模持续扩容，盈利规模连续三年稳步抬升，基本面修复趋势明确。

图 2：2021-2025 年学大教育收入/净利润稳步增长



数据来源：公司公告，东方证券研究

图 3：双减政策后公司归母净利润率自底部逐渐恢复



数据来源：公司公告，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

经营呈现鲜明季节性，与高中个性化教育升学时点特征高度绑定。收入规模稳定呈现 Q2>Q1>Q3>Q4 格局，Q2 收入占全年约 31%–35%为四个季度最高，系高考冲刺及春季课程集中交付，上半年合计贡献约 58%–60%；利润端季节性更突出，因成本相对刚性，Q2 为全年利润高峰（2025 年 Q2 归母净利 1.56 亿元、接近全年 1.95 亿元的八成），Q1 小幅盈利，而 Q3/Q4 则逐渐进入淡季，收入回落叠加成本刚性使单季利润常为微利甚至阶段性亏损（2025Q4 为-0.36 亿元）；合同负债呈"锯齿状"波动，Q1 末、Q3 末（寒/暑假招生收款高峰）余额较高、Q2 末与 Q4 末回落，与收入确认互为镜像。

学大教育也在积极平滑经营季节性，填补下半年淡季波谷。为平滑经营的季节性特征，公司重点布局三类"错季"业务：一是全日制培训基地（复读、艺考、一考生封闭培训），招生自 7–8 月暑期开始、课时固定、交付集中于下半年，我们估算收入占比约 10%；二是全日制/双语学历学校（大连、宁波文谷及驻马店高中等），学历制按学年稳定运营、全年收入平稳。随着上述基地课程与学历制业务占比提升，公司季节性有望平滑，淡季下的经营韧性也值得关注。

图 4：学大教育经营数据呈现显著季节性特征

单位：百万元	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
营业收入	570.2	377.3	496.6	560.2	410.2	330.7	518.7	732.8	541.8	419.3	705.3	914.6	626.9	539.0	863.7	1052.2	697.1	614.1	950.6
YOY					-28.1%	-12.4%	4.5%	30.8%	32.1%	26.8%	36.0%	24.8%	15.7%	28.5%	22.5%	15.0%	11.2%	13.9%	10.1%
归母净利润	-66.0	-580.8	1.2	45.4	-38.6	2.9	5.1	83.8	28.2	36.8	50.2	111.4	14.2	4.0	73.8	155.9	1.4	-36.0	90.7
YOY					41.6%	100.5%	335.0%	84.6%	173.1%	1167.2%	885.9%	33.0%	-49.6%	-89.2%	47.0%	40.0%	-89.9%	-1009.6%	22.9%
%	-11.6%	-153.9%	0.2%	8.1%	-9.4%	0.9%	1.0%	11.4%	5.2%	8.8%	7.1%	12.2%	2.3%	0.7%	8.5%	14.8%	0.2%	-5.9%	9.5%
扣非净利润	-69.2	-568.1	-4.9	43.4	-44.1	-3.0	10.9	87.0	16.9	26.6	46.0	106.1	9.1	3.1	58.8	152.6	-2.3	-34.8	85.9
YOY					36.2%	99.5%	322.2%	100.4%	138.3%	983.4%	322.3%	22.0%	-46.0%	-88.2%	27.9%	43.9%	-125.2%	-1209.6%	45.9%
%	-12.1%	-150.6%	-1.0%	7.7%	-10.8%	-0.9%	2.1%	11.9%	3.1%	6.3%	6.5%	11.6%	1.5%	0.6%	6.8%	14.5%	-0.3%	-5.7%	9.0%
合同负债	852.2	659.1	724.4	448.1	732.6	599.0	810.0	480.8	832.2	718.4	1000.5	575.8	982.9	932.3	1139.1	597.2	1203.6	1072.0	1247.5
YOY					-14.0%	-9.1%	11.8%	7.3%	13.6%	19.9%	23.5%	19.8%	18.1%	29.8%	13.9%	3.7%	22.5%	15.0%	9.5%

数据来源：公司公告，东方证券研究



有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

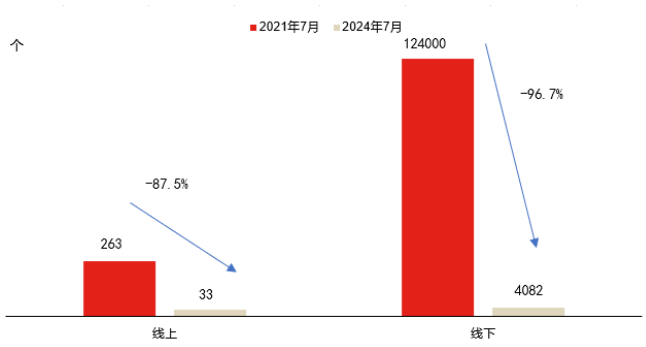
成长逻辑：供给稀缺、需求刚性、治理改善

学大教育系 A 股稀缺高中学科培训个性化教育龙头，具备"供给稀缺、需求刚性、治理改善"三重看点。其一，供给端出清筑壁垒——双减后高中学科机构出清约 90%且不再新批牌照，供给格局显著优化；其二，需求端人口红利支撑——高中适龄人口预计 2032 年前后见顶、高考报名人数 2034 年左右达峰，叠加普职融合下普高毛入学率持续提升，未来 7–9 年生源刚性旺盛；其三，治理端理顺增效——创始人金鑫回归、2025 年历史借款全部还清，经营主管能动性有望充分爆发。

政策环境：供给出清且暂停新批，高中政策友好存量受益

“双减”一系列组合拳成效显著，义务教育+高中阶段学科类教培机构均大幅出清。据全国校外教培监管平台披露，截至 2024 年 7 月，义务教育阶段线下学科类培训机构数量由原来的 12.4 万个压减至 4082 个，压减率 97%，线上学科类培训机构由原来的 263 个压减至 33 个，压减率 87%。参考思瀚产业研究院、教培监管平台数据，双减前全国高中阶段学科类培训机构约 6.3 万家，到 2024 年 5 月压减至约 6350 家，减少约 90%，供给同样大幅出清。

图 5：截至 2024 年 7 月义务教育学段学科辅导机构数量大幅压减



数据来源：全国校外教育培训监督与服务综合平台，东方证券研究

对于高中学科培训，行业不再新增审批，存量玩家经营为主。“双减”文件末尾注明“面向普通高中学生的学科类培训机构管理，参照双减文件有关规定执行”，**实际上是要求高中学段教培机构同样要接受以“双减”精神指导下的管理，暂停审批新的学科类培训机构**。但在各地执行过程中，地方部门对于能否以营利性开展高中学科类培训的理解有差异，部分区域监管较为严苛，如高途集团曾于 2021 年披露公司按照北京市政府要求暂停提供高中学科培训服务，部分区域监管则相对温和，据全国校外教培监管平台数据，截至 2024 年 7 月，全国有 2363 个营利性高中学科类培训机构，而另一边营利性义务教育学科类培训机构已清零。

2024 年 2 月，教育部就《校外培训管理条例（征求意见稿）》公开征求意见，征求意见稿体现监管并未边际趋严、且未出现“高中参照执行”的表述。相关部门出台《校外培训管理条例（征求意见稿）》，望通过立法形式巩固“双减”成果（“双减”文件为意见，不具备法律强制力，而管理条例具有强制执行力）。在核心焦点义务教育学科培训上，延续了“双减文件”的强监管态度，如限制仅能选择非营利性、控制培训时段等。但新政定位校外培训“成为学校教育的有益补充”、未限制非学科类培训以及高中学科培训以市场化形式运营，则为校外培训可持续发展更为清晰地指明了发展方向。需说明的是，截至目前该《管理条例》尚未见正式出台。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 1：2024 年《校外培训管理条例（征求意见稿）》VS2021 年“双减政策”解读

对比维度	2024.2《校外培训管理条例（征求意见稿）》	2021.7 双减《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》	核心差异解读
政策总基调/适用定位	明确校外培训为学校教育有益补充，规范管理、支持多元需求；区分学科/非学科、义务段/高中段分层监管	全面压减义务教育阶段学科培训，严控学龄前线上学科培训	2024 条例正式确立高中、非学科培训合法合规定位，义务教育学科培训延续双减以来的强约束
适用对象	覆盖学龄前、小学、初中、普通高中全学段；仅义务教育学科培训有强约束，高中/非学科无节假日禁令	严控 3-6 岁线上学科培训；不再新批义务段学科机构，高中参照义务段管理但无明确法条	2024 条例明确高中阶段学科培训不受寒暑假/休息日禁令限制，2021 双减未清晰放开高中
分类管理规则	1.义务段学科机构必须登记非营利； 2.高中、非学科培训无非营利强制要求； 3.分学科/非学科双线审批	不再审批新的义务段学科类机构；非学科分区域审批、主管部门单独管控	2024 删除“不再新批义务段学科机构”表述，仅要求义务段学科非营利；高中、素质培训盈利属性放开
主管部门划分	县级以上：教育、文旅、体育、科技多部门分条线管理；办学许可按培训类型归口审批	教育、宣传、网信、发改、民政、市监、金融多部门联合管控	2024 清晰划分县级属地管理权责，明确非学科培训跨部门联审流程
机构师资&材料资质	1.学科教师需教师资格证； 2.非学科培训教材、师资同步报备行业主管部门	学科教师持证上岗；严禁超前超纲，严控校外外教资质	2024 新增非学科培训教材、师资备案强制要求，完善全品类监管闭环
培训时长/时段限制	1.义务段学科：不得占用节假日、寒暑假、休息日； 2.高中/非学科仅要求在校教学时间之外开展； 3.培训时长细则下放省级政府自主制定	1.义务段学科严禁节假日、寒暑假、周末开课； 2.线上单课时≤30 分钟、间隔≥10 分钟、结束不晚于 21 点	核心利好：高中学科培训不限制寒暑假/周末，仅避开校内上课时间；时长权限下放地方，政策弹性提升
收费与预收款监管	1.义务段学科实行政府指导价； 2.高中、非学科收费仅需向审批机关备案； 3.全品类预收费统一纳入资金监管	义务段学科指导价+预收费第三方托管、风险准备金双重管控，严控过高收费	2024 仅义务段强制限价，高中、素质培训收费市场化备案，定价约束大幅放松
广告宣传监管	全文未提及广告管控相关条款	严格管控校内外培训广告，主流媒体、新媒体禁止投放学科培训广告	2024 征求稿暂时取消全国统一广告禁令，广告约束权限大概率下放地方

数据来源：教育部官网，东方证券研究

当前校外培训行业实行清晰的分层差异化监管框架，义务教育阶段学科培训延续双减以来的强约束，强制非营利登记、限制节假日授课并执行政府指导价；而高中学科培训监管尺度显著宽松，允许机构市场化营利运营、自主制定收费标准，周末与寒暑假授课不受硬性禁令约束，合法经营空间明确。同时政策明确不再新增高中学科培训办学许可，行业供给永久收缩，存量合规龙头持续收获格局红利。监管仅设置统一合规底线，要求机构持证办学、预收学费纳入资金托管、教学内容规范，不存在针对合规高中培训的一刀切限制。**这一相对温和且渐趋清晰的监管环境，对以高中个性化培训为主业的学大教育等标的提供了较为友好的政策背景**。

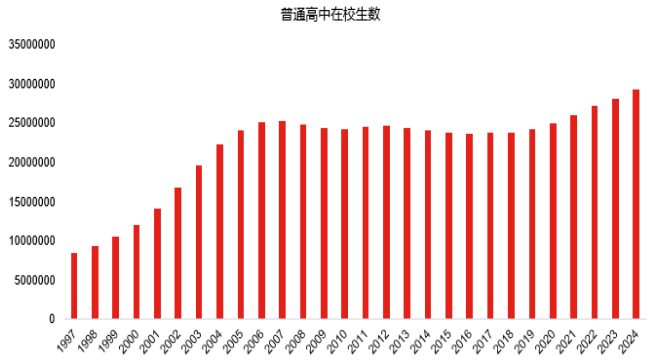
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

经营卡位：高中仍处人口红利期，优质升学资源稀缺需求刚性

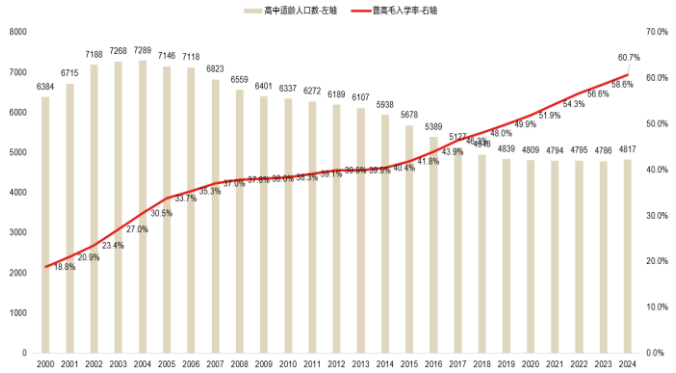
普高毛入学率持续提升、中职生源占比回落，推动高中适龄人群整体参培率上行。2014-2018 年普通高中在校生规模基本持平；2019 年之后普高在校生进入快速增长期，2023 年规模达到 2804 万人，较 2018 年增长 18%。2014-2024 年高中适龄人口整体稳定，普高人数扩张更多依靠毛入学率拉动，普高毛入学率自 40%（2014 年）提升至 61%（2024 年）。生源结构持续向普高倾斜、中职占比相对萎缩，是高中阶段参培需求持续扩容的底层逻辑。

图 6：国内普通高中在校生人数稳步增长



数据来源：国家统计局，东方证券研究

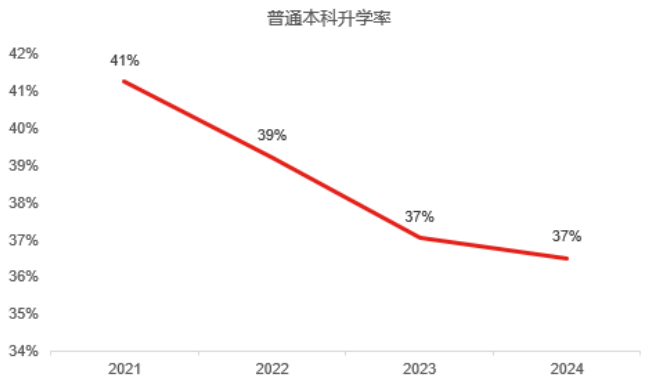
图 7：国内普高毛入学率逐年提升



数据来源：教育部，东方证券研究

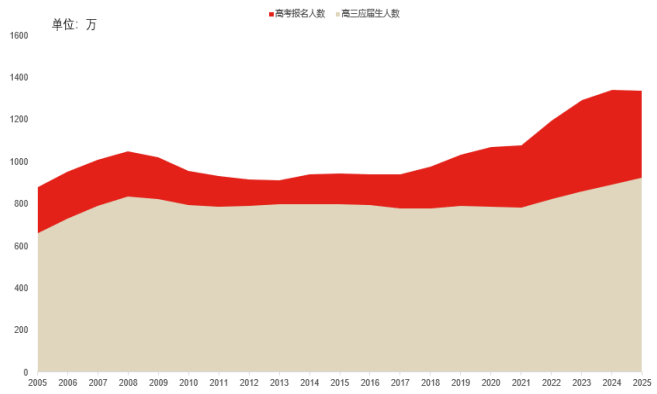
生源扩容带来高考报名基数持续抬升，而本科录取供给增速难以匹配报考需求，持续推高高中阶段升学竞争强度。一方面，普高在校生规模扩张，　同时复读群体、参与高考的中职毕业生不断增多，共同驱动 2013-2024 年高考报名人数持续增长，2024 年规模达到 1353 万；另一方面，本科招生计划扩张相对温和，本科录取率从 2017 年峰值 43.7%下滑至 2024 年 37.0%，重点院校招生规模弹性更小。升学赛道内卷程度加深，促使更多学生选择校外辅导提升应试能力，成为高中学科培训市场需求扩容的重要支撑。

图 8：2021-2024 年国内普通本科升学率边际走低



数据来源：教育部，东方证券研究；**注：普通本科升学率=普通本科招生人数/当年高考报名人数；2025 年数据尚未披露**

图 9：高考报名人数以及高三应届毕业生人数稳步增长



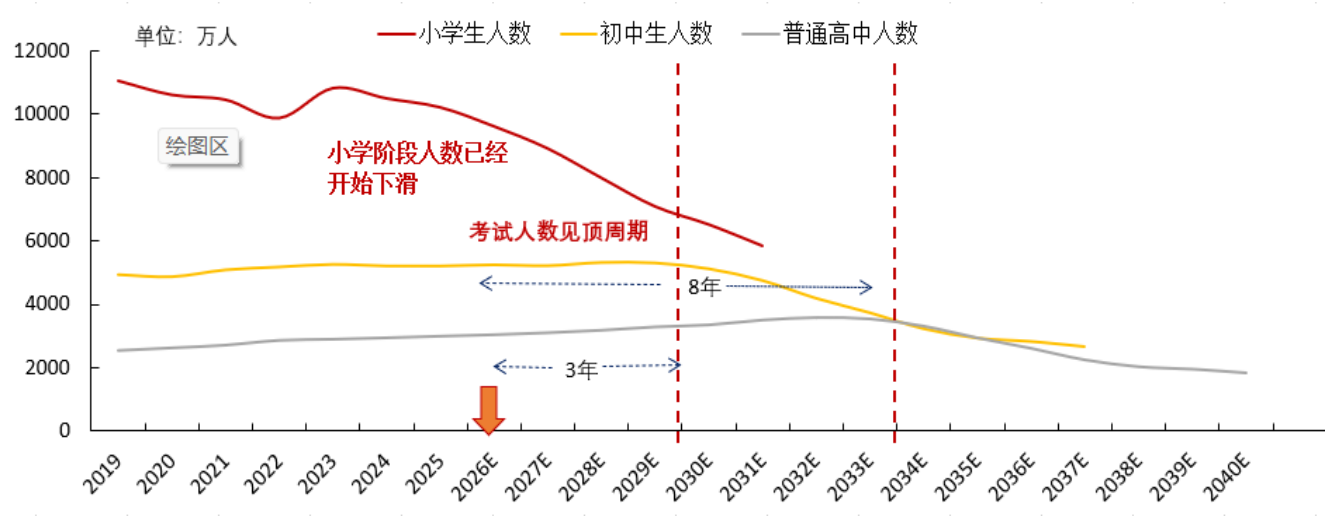
数据来源：教育部数据、国家统计局，东方证券研究

展望未来，高考竞争烈度短期内难以缓和。通过分析人口年龄结构可知，2016 年我国出生人口数量达峰，2032 年后影响才逐渐传导至高中就读适龄人群，相对应的高三毕业生人数会在 2035 达峰（未考虑复读生贡献）。换句话说，高考报名人数在未来十余年仍将保持增长趋势。**这一趋势对本科扩招提出了较高的要求，若本科扩招节奏未能跟上高考报名人数增长，高考竞争烈度将进一步提高**。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 10：普通高中在校生人数预计 2034 年达到顶峰



数据来源：国家统计局、教育部，东方证券研究

治理结构：创始人出任董事长，股权激励绑定核心团队

公司历经多轮更名、业务转型与资本运作，曾背负巨额并购遗留债务，而随着历史债务全额清偿、创始人全面执掌经营，公司治理结构顺利理顺，经营主观能动性有望爆发。

历史收购教育资产形成巨额债务负担。上市公司发展历程历经多轮主体更名与业务迭代，公司最早前身是厦门海洋渔业开发公司，上市证券简称先后更迭为厦海发、旭飞实业、好时光、旭飞投资、银润投资、紫光学大，最终正式更名为学大教育，经过多轮业务剥离与资产整合，确立 K12 教育培训为核心主营业务。2011-2015 年公司以银润投资为运营主体，原有主业增长乏力、经营业绩持续承压，公司计划通过重大资产重组切换赛道，修复基本面。2016 年公司向控股股东紫光卓远借款 3.7 亿美元（折合人民币 23.5 亿元），耗资 3.6 亿美元完成学大教育集团私有化收购；公司原本配套推出非公开发行方案，拟通过募资全额置换本次并购形成的大额借款。但受监管审批节奏影响，定增计划最终终止落地，上市公司账面因此形成长期高额有息负债，持续产生财务费用拖累盈利水平。

债务与治理层面迎来双重拐点。历时 9 年的并购遗留债务于 2025 年 2 月全部结清，公司长期财务包袱彻底出清，财务费用显著压降、直接增厚企业利润，同时验证高中个性化培训业务具备稳健充沛的现金流造血能力。2024 年 4 月董事会审议通过议案，选举创始人金鑫出任公司第十届董事长，回顾任职路径，金鑫 2020 年进入董事会、2022 年续聘总经理，此次履新董事长后彻底掌握上市公司经营主导权，治理架构全面理顺，核心业务经营自主权充分释放，团队经营积极性与长期发展战略一致性大幅提升。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 2：公司收购教育资产历史借款归还进度梳理

日期	本金当期归还金额亿元(亿元)	归还利息金额(亿元)	剩余贷款余额(亿元)	相关配合动作
2016.7.22	3.5	0.0	20	
2016.8.22	1.5	0.0	18.5	
2017.5.23	0	0.8	18.5	
2017.12.27	0.35	0.0	18.15	
2018.5.24	0	0.8	18.15	
2019.5.23	0	0.8	18.15	
2019.10.18	0.7	0.0	17.45	
2019.11.23	1.4	0.0	16.05	
2019.12.5	0.3	0.0	15.75	
2020.01.22	0.2	0.0	15.55	
2020.4.17	0.1	0.0	15.45	
2020.5.23	**0**	**0.7**	**15.45**	**2020 年 6 月，公司变更为无实控人状态**
2021.06.08	**2.5**	**0.0**	**11.15**	**2021.4 教育业务创始人金鑫通过天津安特、椰林湾、晋丰文化等一致行动人合计约 24.65%重获控制权**
2023.7.11	3	0.0	7.15	
2023.8.1	0.6	0.0	6.55	
2023.11.30	0.4	0.0	6.15	
2023.12.30	0	0.2	6.14	
2024.3.9	0.5	0.0	5.64	
2024.4.16	**1**	**0.0**	**4.64**	**原紫光系董事长吴胜武于 2024.4.20 辞任，创始人金鑫 2024.4.25 接任董事长**
2024.5.6	0.65	0.0	3.99	
2024.8.2	0.5	0.0	3.49	
2024.8.20	1.5	0.0	1.99	
2024.11.14	0.4	0.0	1.59	
2024.12.26	0.6	0.0	0.99	
2024.12.31	0	0.51	0.99	
2025.1.16	0.5	0	0.49	
2025.2.27	0.49	0	0	

数据来源：公司公告，东方证券研究

2023 年股权激励考核目标已经顺利达成，期待新一轮激励方案。2023 年 7 月，公司发布公告披露 2023 年限制性股票激励计划首次授予登记完成事项，合计向 412 人以 14.05 元/股的价格授予限制性股票合计 436.20 万股，占公告时公司股本总额的 3.70%；授予人中包含董事朱晋丽（15 万股）、董秘崔志勇（10 万股）、副总经理刁月霞（5 万股）以及其他核心员工 409 人（406.2 万股）。截至目前，公司业绩考核目标均已顺利达成。考虑到教培行业依赖核心团队的主观能动性，我们也期待公司新一轮股权激励方案的启动。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

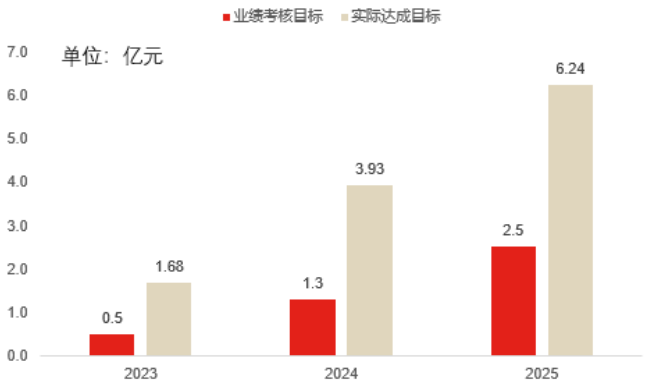
下载日志已记录，仅供内部参考

图 11：2023 年股权激励计划对象囊括核心管理团队

序号	姓名	职务	获授数量（万股）	占首次授予数量的比例	占公司总股本的比例
1	朱晋丽	董事	15.00	3.44%	0.13%
2	崔志勇	董事会秘书	10.00	2.29%	0.08%
3	刁月霞	副总经理	5.00	1.15%	0.04%
4	公司（含子公司）其他核心员工（409 人）		406.20	93.12%	3.45%
合计			436.20	100.00%	3.70%

数据来源：公司公告，东方证券研究

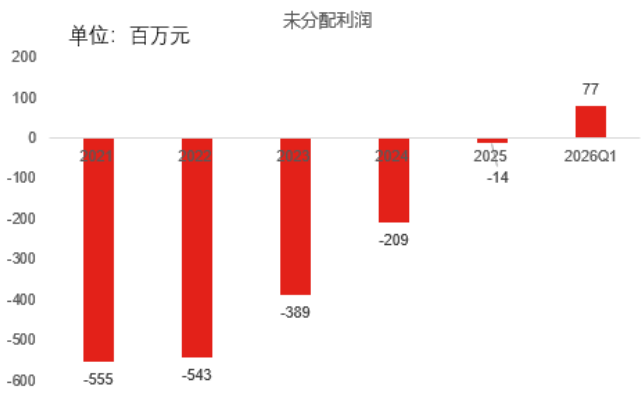
图 12：2023 年股权激励计划业绩考核目标顺利达成



数据来源：公司公告，东方证券研究；注：目标为累计值，如 2024 年目标为 2023-2024 年归母净利润累计值，2025 年同理；**业绩考核归母净利润目标会剔除股权激励费用影响；**

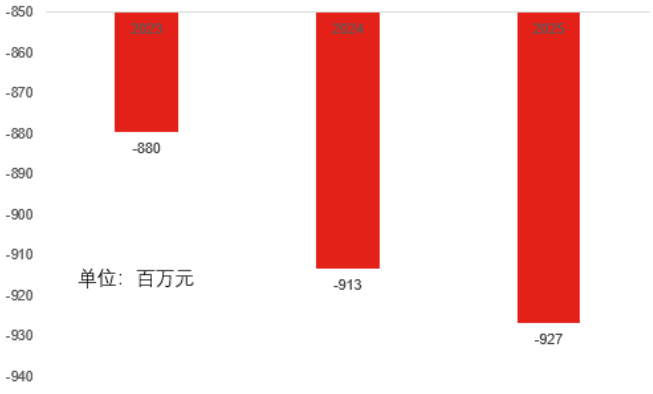
股东回报主要以股份回购为主，现金分红暂不具备条件。2016 年上市公司借款收购学大教育集团形成商誉，2021 年"双减"后集中计提减值，截至 2025 年底母公司层面未分配利润仍为-9.27 亿元。由于《公司法》规定，只要合并报表或母公司报表任一累计未分配利润为负，公司在法律上就不能派发现金红利。未来若子公司启动向母公司分红（成本较高）、或母公司通过资本公积等方式弥补亏损，才能逐步打通分红派现的条件，我们判断短期公司股东回报更多以回购替代现金分红。

图 13：2021 年至今合并报表层面未分配净利润已经转正



数据来源：公司公告，东方证券研究

图 14：2023-2025 年母公司层面未分配净利润仍为负值



数据来源：公司公告，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

投资建议

我们维持公司 2026-2028 年归母净利润预测为 2.8/3.4/4.1 亿元，对应 PE 估值为 14.1x/11.6x/9.7x。资金风格、人口叙事以及 AI 替代担忧等综合因素扰动下，公司估值已经回落至历史底部区间，但我们分析公司系 A 股稀缺高中学科培训个性化教育龙头，供给稀缺、需求刚性、治理改善三重逻辑不改，未来 3 年归母净利润 CAGR 约 28%维持较快增长。参考可比公司估值维持 2026 年 16x 目标估值，对应目标价 36.8 元，维持公司“买入”评级，继续重点推荐。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

招生不及预期的风险

我们假设公司未来收入增长依赖招生人数持续增长，若招生人数低于预期，公司经营将受到影响。

成本改善不及预期的风险

我们预计公司未来毛利率逐年改善，若成本控制节奏低于预期，公司经营将受到影响。

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。

股东减持风险

公司大股东紫光集团于 2022 年 7 月完成破产重组。2026 年第一季度报披露，紫光破产破产企业财产处置专用账户仍然持有公司 7.16%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

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。

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发造成负面影响，进而影响公司教学质量。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	997	945	1,710	2,300	2,980
应收票据、账款及款项融资	15	12	13	14	16
预付账款	5	6	6	6	7
存货	22	20	20	20	19
其他	226	285	239	238	237
流动资产合计	**1,265**	**1,268**	**1,987**	**2,578**	**3,258**
长期股权投资	73	77	75	74	73
固定资产	179	191	194	184	166
在建工程	28	31	31	31	31
无形资产	14	7	0	0	0
其他	2,268	2,407	2,270	2,203	2,137
非流动资产合计	**2,563**	**2,714**	**2,570**	**2,492**	**2,408**
资产总计	**3,828**	**3,981**	**4,557**	**5,070**	**5,666**
短期借款	491	440	440	435	428
应付票据及应付账款	0	0	0	0	0
其他	2,082	2,087	2,263	2,446	2,646
流动负债合计	**2,573**	**2,527**	**2,703**	**2,881**	**3,074**
长期借款	3	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	450	531	530	530	530
非流动负债合计	**453**	**531**	**530**	**530**	**530**
负债合计	**3,026**	**3,058**	**3,233**	**3,411**	**3,604**
少数股东权益	(23)	(24)	(31)	(36)	(40)
实收资本（或股本）	123	122	122	122	122
资本公积	910	840	962	962	962
留存收益	(205)	(9)	271	612	1,019
其他	(3)	(5)	0	0	0
股东权益合计	**802**	**923**	**1,324**	**1,660**	**2,062**
负债和股东权益总计	**3,828**	**3,981**	**4,557**	**5,070**	**5,666**

现金流量表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	176	189	274	336	403
折旧摊销	90	96	105	101	103
财务费用	53	61	15	8	1
投资损失	(6)	(13)	(10)	(11)	(12)
营运资金变动	254	90	179	181	200
其它	99	315	69	(5)	(5)
经营活动现金流	**667**	**739**	**631**	**610**	**690**
资本支出	(86)	(34)	(32)	(24)	(19)
长期投资	53	(4)	2	1	1
其他	(154)	(204)	57	21	22
投资活动现金流	**(187)**	**(242)**	**28**	**(2)**	**4**
债权融资	(497)	(57)	0	(5)	(5)
股权融资	42	(71)	122	0	0
其他	184	(469)	(15)	(13)	(8)
筹资活动现金流	**(270)**	**(598)**	**107**	**(18)**	**(13)**
汇率变动影响	1	(0)	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	**210**	**(101)**	**765**	**590**	**680**

利润表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**2,786**	**3,227**	**3,695**	**4,220**	**4,762**
营业成本	1,823	2,147	2,456	2,796	3,146
销售费用	189	246	288	329	371
管理费用	438	476	528	591	657
研发费用	35	35	41	46	52
财务费用	53	61	15	8	1
资产、信用减值损失	17	13	(1)	0	0
公允价值变动收益	5	6	3	5	5
投资净收益	6	13	10	11	12
其他	10	6	4	2	(0)
营业利润	**252**	**274**	**385**	**467**	**550**
营业外收入	1	5	2	3	3
营业外支出	14	9	10	11	10
利润总额	**239**	**270**	**378**	**459**	**543**
所得税	63	81	104	123	141
净利润	**176**	**189**	**274**	**336**	**403**
少数股东损益	(3)	(6)	(7)	(5)	(4)
归属于母公司净利润	**180**	**195**	**281**	**341**	**407**
每股收益（元）	1.47	1.60	2.30	2.80	3.34

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	25.9%	15.8%	14.5%	14.2%	12.8%
营业利润	11.3%	8.8%	40.6%	21.3%	17.7%
归属于母公司净利润	16.8%	8.6%	43.9%	21.5%	19.2%
获利能力					
毛利率	34.6%	33.5%	33.5%	33.7%	33.9%
净利率	6.5%	6.0%	7.6%	8.1%	8.5%
ROE	25.1%	22.0%	24.4%	22.4%	21.4%
ROIC	15.1%	14.7%	16.1%	16.0%	16.2%
偿债能力					
资产负债率	79.0%	76.8%	71.0%	67.3%	63.6%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	0.49	0.50	0.73	0.89	1.06
速动比率	0.48	0.49	0.73	0.89	1.05
营运能力					
应收账款周转率	149.8	242.6	301.4	309.4	316.8
存货周转率	113.2	102.1	122.4	142.6	163.6
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
每股指标（元）					
每股收益	1.47	1.60	2.30	2.80	3.34
每股经营现金流	5.42	6.06	5.19	5.01	5.67
每股净资产	6.77	7.77	11.11	13.91	17.25
估值比率					
市盈率	22.0	20.3	14.1	11.6	9.7
市净率	4.8	4.2	2.9	2.3	1.9
EV/EBITDA	7.6	6.9	5.9	5.2	4.6
EV/EBIT	9.8	8.9	7.5	6.3	5.4

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

东方证券 ORIENT SECURITIES

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。