

紫光学大（000526）：创始人回归有望改善困局，OMO打开未来空间

2020年06月22日

推荐/首次

紫光学大

公司报告

学大教育作为全国个性化教育领导品牌，深耕 K12 一对一课外辅导近 20 年，拥有全国化网点近 600 家。近几年新增 3-6 人小班组业务，形成一对一辅导业务的外缘延伸。疫情下，公司加速线上线下融合发展，OMO “双螺旋”模式以科技赋能个性化教育，为未来业务下沉扩张铺路。同时“教研+”战略夯实教学规范度与质量，不断完善公司教研资源，教师人效持续提升。

私有化时产生的债务问题拖累业绩，盈利能力仍有提升空间。学大教育私有化回 A 时，上市公司为收购学大向当时控股股东紫光卓远借款 23.5 亿元人民币。近几年公司利润结余多用于偿还相关债务，一定程度上影响了学大业务扩张的节奏，目前该项债务的本金仍有 15.45 亿元。当前上市公司由于每年 7-8 千万财务费用等支出拖累，总体净利率低于 1%。而学大教育部分净利率实际水平在 4.8% 左右，同时近期公司创始人金鑫回归第一大股东，并重新任职公司总经理，未来有望带领公司理顺机制，业务经营再上新台阶。

小班组延伸一对一市场，OMO 打开未来空间。学大已形成以一对一辅导为主，小班组为辅的业务模式。二者 2019 年营收占比分别为 74.3% 和 20.6%。当前多家龙头教育企业纷纷布局 OMO，扩大业务覆盖范围。学大 19 年推出以 OMO 为本质的“双螺旋”教学模式，产品维度将扩展到素质教育、规划发展等多个领域；打通教学在时间及空间上的壁垒，进一步延伸教学半径，师生比逐步优化；同时也有望解决低线城市教育资源问题，推动公司下沉扩张。

把握全国化、多城市布局优势，单网点模型持续改善。学大教育在全国 119 个城市有近 600 个学习中心，且公司产品力、影响力已经在多数进入的城市逐步建立。回归 A 股后，学大教育单个教学中心的平均营收在持续提升，同时近几年学大净利率维持在 4.8% 上下，已恢复至 2013 年高位水平。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年营收分别为 25、35、40 亿元，归母净利分别为 0.17、0.57、0.81 亿元，对应 EPS 分别为 0.18、0.60 和 0.85 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 331、97 和 69 倍。若单看学大教育层面，以平均 4.8% 的净利率计算，我们预计学大 2020-2022 年的净利润约为 1.21、1.66、1.91 亿元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：债务风险，疫情反复影响复课，政策监管趋严，行业竞争加剧。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,892.80	2,991.94	2,547.25	3,500.34	4,019.27
增长率（%）	2.89%	3.43%	-14.86%	37.42%	14.83%
归母净利润（百万元）	12.95	13.87	16.88	57.36	81.37
增长率（%）	-46.88%	7.06%	21.73%	239.87%	41.86%
净资产收益率（%）	15.43%	13.98%	14.91%	36.40%	36.99%
每股收益（元）	0.13	0.14	0.18	0.60	0.85
PE	431.20	402.78	330.80	97.33	68.61
PB	66.52	56.30	49.32	35.42	25.38

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

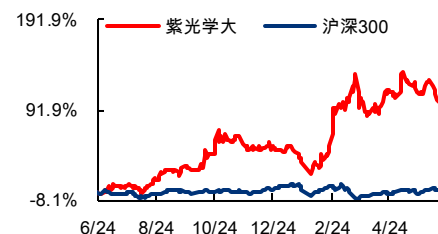
公司简介：

紫光学大主体业务为学大教育，贡献公司 99% 的收入，此外公司还有部分游乐设备综合服务与物业租赁业务。学大教育成立于 2001 年，经营中小学一对一及小班组课外辅导，公司教学网点全国化布局。2010 年在美国纽交所挂牌上市，2016 年回归 A 股。

交易数据

52 周股价区间（元）	49.11-20.6
总市值（亿元）	46.21
流通市值（亿元）	46.21
总股本/流通 A 股（万股）	9,620/9,620
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.43

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：张凯琳

010-66554087

zhangkl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480518070001

分析师：王紫

010-66554104

wangzi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520050002

目 录

1. 股权关系正逐步理顺，私有化债务拖累业绩	4
1.1 创始人互联网基因，个性化辅导不断迭代	4
1.2 私有化债务问题拖累业绩，盈利能力仍有提升空间	5
1.3 创始人回归第一大股东，困局改善可期	6
2. 教学产品：小班组延伸一对一市场，OMO 打开未来空间	8
2.1 一对一全方位服务，二季度为消课旺季	8
2.2 小班组优化业务结构，推动利润率缓升	10
2.3 OMO“双螺旋”模式助力业务延伸	12
3. 教学中心：单店效率持续改善，加密与下沉仍有空间	13
3.1 把握全国化、多城市布局优势，单网点模型持续改善	13
3.2 教学中心仍具加密与下沉空间	14
4. 教学与教研：推行“教研+”战略，教师人效持续提升	15
4.1 “教研+”战略推行，提升教学规范性与质量	15
4.2 教师培养：两阶段+三层次+四结合	16
5. 投资建议与风险提示	17
5.1 盈利预测与投资评级	17
5.2 风险提示	18

插图目录

图 1：学大教育发展阶段	4
图 2：紫光学大收入及增速	5
图 3：学大教育（公司教育培训服务）收入结构	5
图 4：学大教育毛利率与归母净利率	5
图 5：主要费用构成（占收入比例）	5
图 6：净利润及增速	6
图 7：经营活动现金流	6
图 8：资产负债率	6
图 9：ROE、ROA、ROIC	6
图 10：天津安特与紫光系的持股变化	7
图 11：紫光学大截至 2019 年 9 月 30 日股权结构	7
图 12：紫光学大截至 2020 年 5 月 7 日股权结构	8
图 13：学大教育一对一辅导 6 大环节	9
图 14：6 对 1 个性化服务团队	9
图 15：各类培训班型毛利率水平对比	10
图 16：各教育公司毛利率对比	11
图 17：各教育公司净利率对比	11
图 18：学大教育小班组模式	12

图 19：学大教育小班组辅导收入及占比	12
图 20：各 K12 培训公司线下教学中心数量对比	15
图 21：各类培训班型毛利率水平对比	17

表格目录

表 1：学大教育一对一四大个性化特色课程	8
表 2：主要培训机构一对一课程对比	10
表 3：2019 财年各公司网点布局情况	13
表 4：学大教育平均单店模型	14
表 5：学大教育教师人数及人效	16
表 6：学大教育与新东方、好未来教师及人均产值对比	16
表 7：学大教育教师培训的三层次	17

1. 股权关系正逐步理顺，私有化债务拖累业绩

紫光学大主体业务为学大教育，贡献上市公司 99% 的收入，此外还有小部分游乐设备综合服务与物业租赁的存量业务。学大教育成立于 2001 年，经营中小学个性化化学科辅导。2010 年在美国纽交所挂牌上市，2016 年通过借壳银润股份回归 A 股。

学大教育深耕 K12 一对一课外辅导近 20 年，拥有全国化网点近 600 家。近几年开设 3-6 人的小班组业务，形成一对一辅导业务的外缘延伸。疫情下，公司加速线上线下融合发展，OMO “双螺旋”模式以科技赋能个性化教育，为未来业务下沉扩张铺路；“教研+”战略夯实教学规范度与质量，不断完善公司教研资源，教师人效持续提升。

1.1 创始人互联网基因，个性化辅导不断迭代

根据业务发展，我们将公司的成长划分为四个阶段。

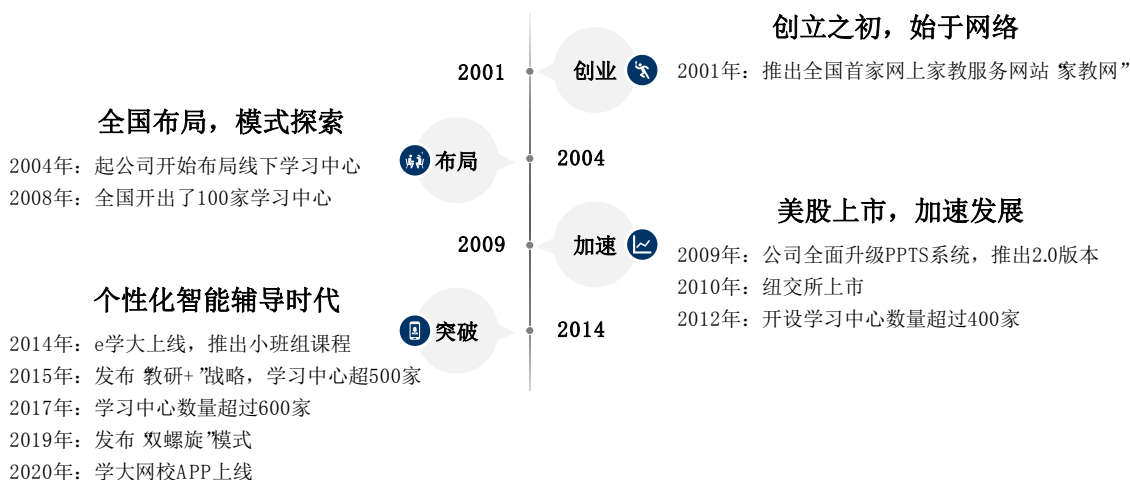
创立之初，始于网络（2001-2004）：学大在 2001 年成立后推出全国首家网上家教服务网站——家教网，为兼职老师或大学生、学生家长提供信息共享平台并从中收取中介费。早期的互联网基因或成为公司未来发展线上教育及 OMO 重要基础。

全国布局，模式探索（2004-2009）：2004 年起公司开始布局线下学习中心，通过 4 年的时间在全国开出了 100 家学习中心。线下布局的同时，公司推出全新的“个性化辅导”教育模式，自创的 PPTS 系统能够对学生的现状和潜能进行全面测试、诊断并提供针对性辅导方案。

美股上市，加速发展（2009-2014）：2009 年，公司全面升级 PPTS 系统，推出 2.0 版本；2010 年 11 月，学大教育在纽交所挂牌，公司加速线下网点布局，于 2012 年开设超过 400 家门店。

个性化智能辅导时代（2014 至今）：2014 年推出 e 学大——以评测、自学、定位、辅导（ASPG）为核心的全方位平台系统。推出小班组课程，并陆续提出“教研+”战略以及 OMO “双螺旋”模式。但同时，在 2016 年公司回归 A 股后，由于受到对大股东欠款的拖累，以及行业监管政策趋严，公司近几年放慢了发展的脚步。

图1：学大教育发展阶段



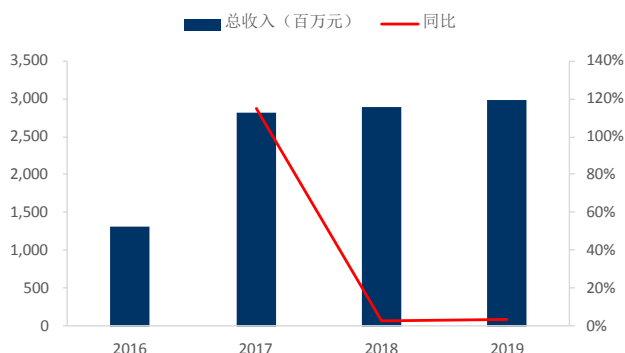
资料来源：学大教育官网，东兴证券研究所

1.2 私有化债务问题拖累业绩，盈利能力仍有提升空间

公司总体收入主要由三部分组成，分别是教育培训服务收入、设备租赁和房屋租赁收入。其中，教育培训服务收入占公司整体收入的 98.7%。2016 年 7 月学大教育并表，带来公司总体收入在 2017 年有一个较大的提升，同比增长 115.1%。2017 年后，公司收入增速稳定在 3% 左右，2019 年公司收入达到 29.9 亿元。

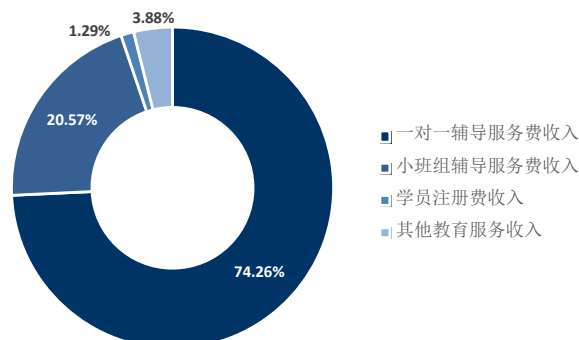
当前学大的已形成以一对一辅导为主，小班组为辅的业务模式。其中 2019 年一对一收入占教培收入的 74.3%，小班组收入占比达 20.6%。此外，设备租赁收入主要为子公司上海瑞聚实业的游乐设备租赁业务，从 2014 年开始至今，瑞聚实业与浙江银润签订租赁协议，将游乐设备租赁给其使用；房屋租赁收入主要来源于子公司厦门旭飞房地产开发有限公司将其资产海发大厦二期部分物业租赁给厦门志诚行物业管理有限公司使用至 2031 年。这两部分收入均比较固定，且占公司总体收入不足 1%。

图2：紫光学大收入及增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图3：学大教育（公司教育培训服务）收入结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司总体毛利率水平在 27%-28%，学大教育业务的毛利率也基本一致；净利率方面，上市公司总体净利率低于 1%，而学大教育净利率水平在 4.8% 左右。持续微利主要由于一对一培训业务毛利较低，同时除了授课老师成本外，咨询师、学管师等大量人员的管理费用支出较高。

合并报表后的净利率较学大本身的净利率要低 3-4 个百分点，主要由于 2016 年学大教育私有化回 A 时，上市公司为收购学大向当时控股股东紫光卓远借款 23.5 亿元人民币，因此近几年持续有 7-8 千万的财务费用支出，拖累上市公司业绩。

图4：学大教育毛利率与归母净利率

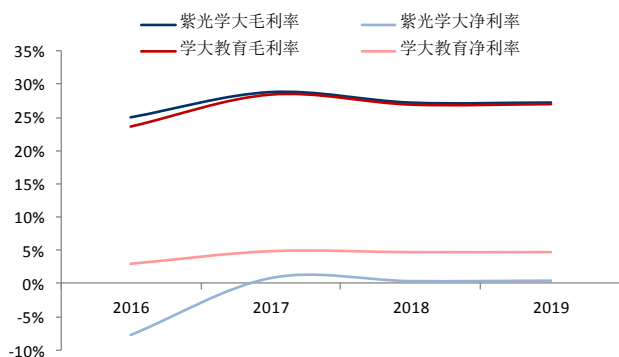
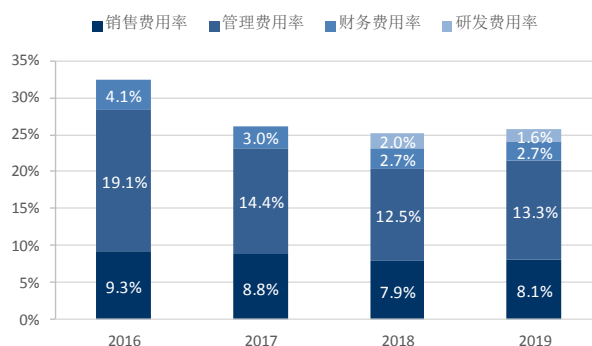


图5：主要费用构成（占收入比例）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

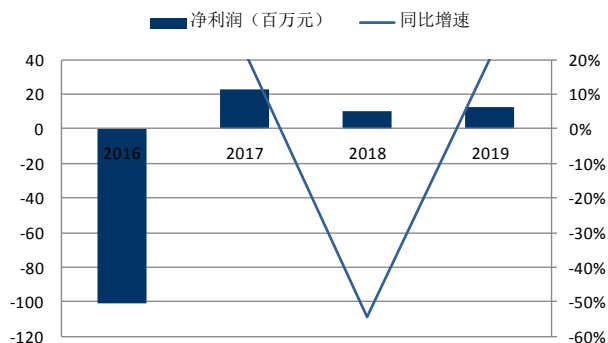
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

同时，由于需要偿还借款，且上市平台对于利润仍有一定要求，近几年公司的利润结余多用于对紫光卓远的还款。过去4年中，公司持续向紫光卓远偿还本金并支付利息，本金还款约9亿。因此，**这笔私有化产生的债务一定程度上影响了学大教育业务扩张的节奏。**

过去三年，同样由于私有化的借款问题，公司的资产负债率一直维持在97%以上，负债率较高。随着公司逐步归还本金和利息，资产负债率略有下降，目前公司向紫光卓远借款的本金为15.45亿元。同样由于较高财务费用压低净利润，导致公司资本回报率较低。

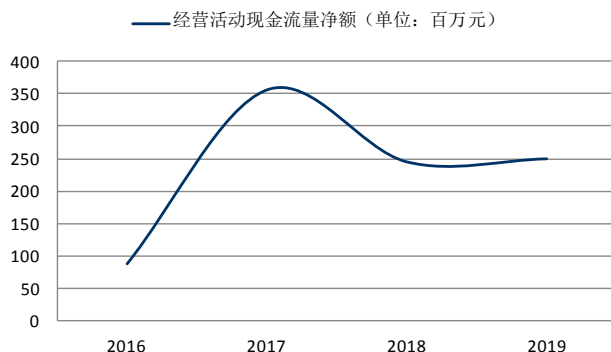
另外，2018年由于国家对校外培训机构开展专项整治行动，要求培训机构一次收费不得超过三个月或60课时，因此导致预收账款减少，导致经营活动现金流中枢下降。

图6：净利润及增速



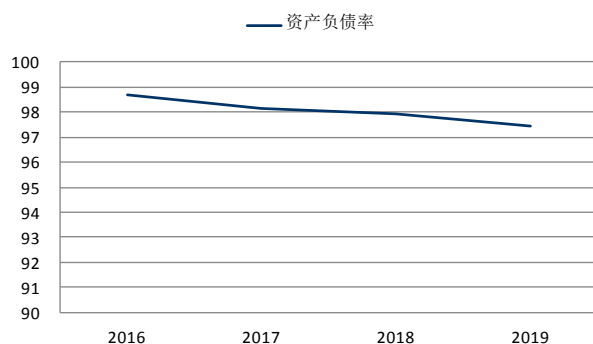
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图7：经营活动现金流



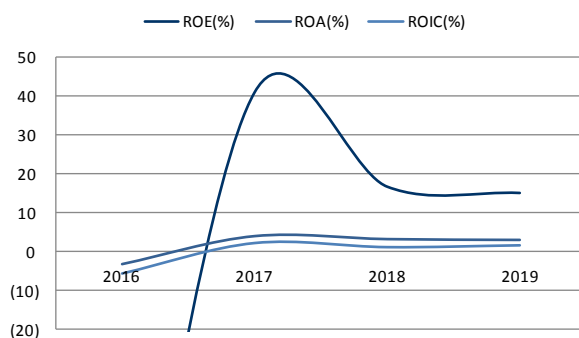
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图8：资产负债率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图9：ROE、ROA、ROIC



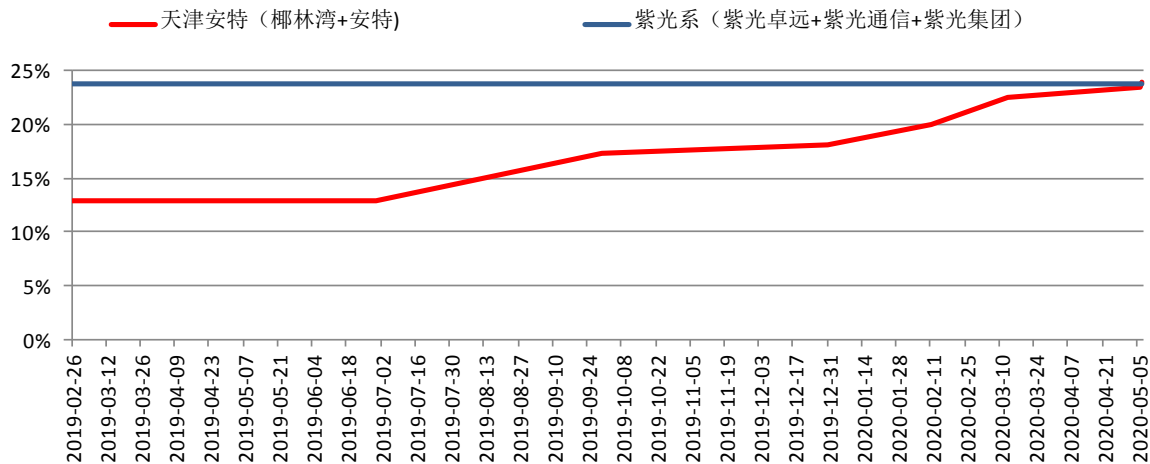
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.3 创始人回归第一大股东，困局改善可期

2019年8月至2020年5月，天津安特通过集中竞价方式取得紫光学大11.01%的股权。2019年11月29日，天津安特和银润控股、银润投资签署股权转让协议，以2.6亿元受让其持有的椰林湾100%的股权，从而间接持有紫光学大的12.93%的股权。**截至2020年5月，天津安特一共直接和间接持有紫光学大23.94%**

的股权，超过之前的第一大股东紫光系（紫光集团、紫光通信、紫光卓远）三者共计持有的 23.74% 的股权，成为公司的第一大股东。

图10：天津安特与紫光系的持股变化

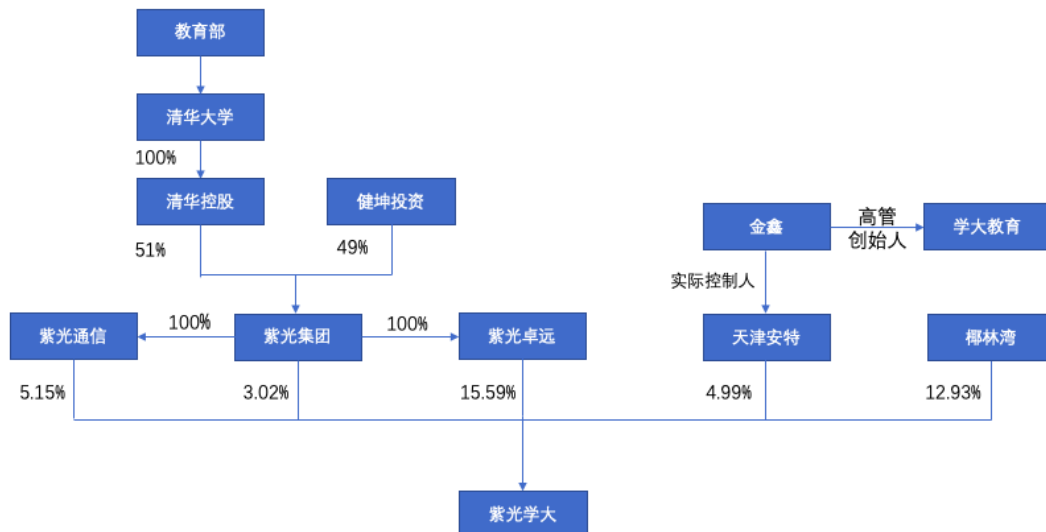


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

天津安特的实际控制人金鑫同时也是学大教育的创始人，学大回 A 后，原本为解决美股私有化而计划的定增中止发行，员工持股计划搁浅，同时金鑫表示希望将时间和精力专注于教育业务的经营和管理，于 2017 年 3 月请辞公司副董事长、董事、总经理（暨总裁）职务。2020 年 5 月 19 日公司公告，金鑫重新成为上市公司总经理。创始人回归第一大股东并重新任职公司总经理，有利于理顺未来公司业务发展。同时，依靠其对教育行业更为深入的理解，有望带来公司管理效率的提升。

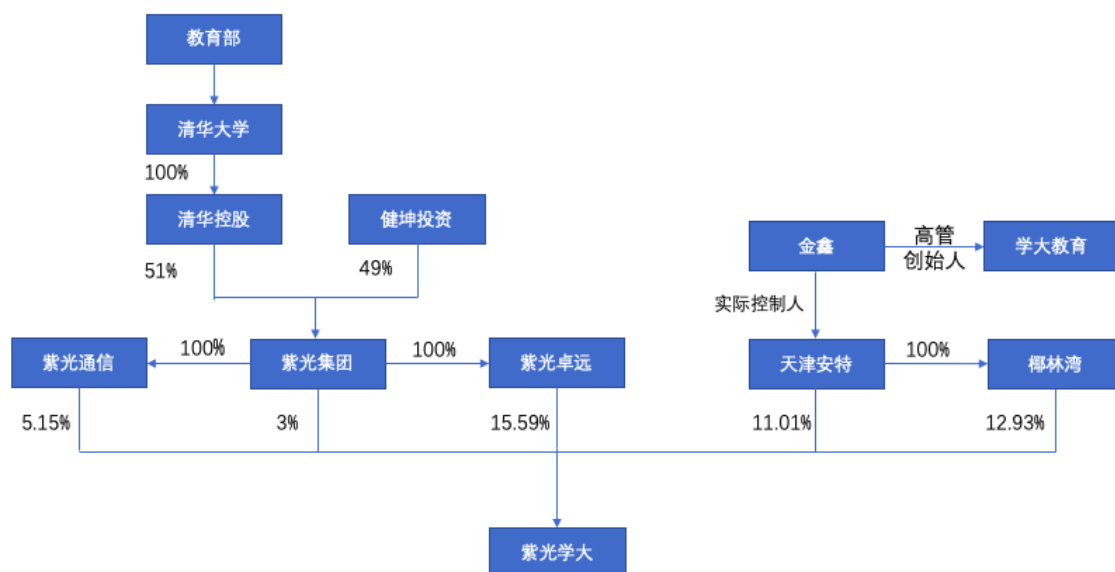
学大教育回 A 后，紫光学大实控人始终是紫光系的控股公司清华控股，随着天津安特及其一致行动人持股比例超过紫光系三家公司，且两者持股比例非常接近，目前公司正处于无实际控制人的状态。

图11：紫光学大截至 2019 年 9 月 30 日股权结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图12：紫光学大截至 2020 年 5 月 7 日股权结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2. 教学产品：小班组延伸一对一市场，OMO 打开未来空间

2.1 一对一全方位服务，二季度为消课旺季

学大的一对一辅导有四大类课程、五阶教学标准。课程种类包括同步巩固课、专项巩固课、潜能特色课、冲刺突破课，分别针对有不同应考需求和学习状况的学生。同时，一对一课程分为基础、进阶、优化、拔高、超越 5 档教学标准，针对不同学习现状的学生，每档标准侧重不同难度课程内容。

表1：学大教育一对一四大个性化特色课程

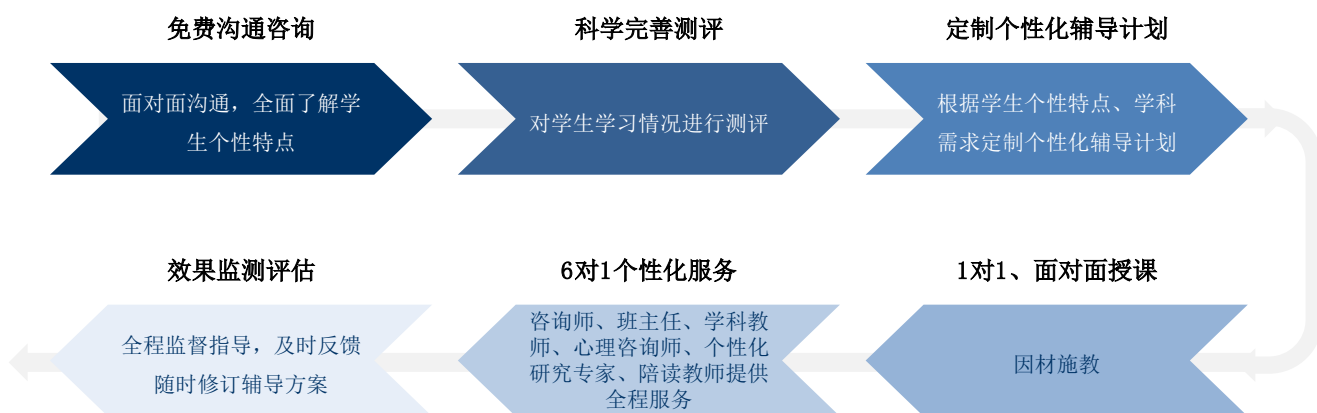
四大类课程	适用学生	课程特色
同步巩固课	基础薄弱、跟不上课的初一至高三学生。	共有暑、寒、春、夏四个部分，包括语文、数学、英语等 9 个学科，春、秋季课程与在校学习成互补，暑、寒假课程可查缺补漏。主要帮助学生打牢基础、构建知识体系、稳健进步。
专项巩固课	偏科、语文写作弱、英语听说差、理化生实验弱等小学至高中学生。	用“诊断+治疗+对症下药”的教学思想，进行针对性训练，实现点对点的突破，帮助学生认清学习问题，专项补齐短板，打破弱项瓶颈。
潜能特色课	学习时间短、文化课基础薄的艺考生。	由具有多年艺考教学经验的实力教师研发，遵循个性化教育理念，针对艺考生学习时间短、文化课基础薄现状，进行因材施教、因时制宜，有针对性的帮助艺考生辅导文化课知识。
冲刺突破课	考前需要集中巩固、梳理知识、快速进步的一年级至高三学生。	通过大数据分析及 PPTS 个性化测试，精心设计课程内容，传授学习方法、攻克重点难点，循序渐进的帮助学生突破学习瓶颈、取得进步。

资料来源：学大教育官网，东兴证券研究所

从咨询、测评到授课评估，六大环节针对学生个性化特点进行服务。首先是前期咨询师接触到学生后，会与学生进行面对面的免费沟通咨询，全面了解学生的个性特点与需求。在确定了培训辅导需求并付费后，利用公司 e 学大系统，对学生的学习情况进行测评，学管师依据测评结果以及学生个性特点和学科需求，给出个

性化的辅导方案。根据方案，学生选择时间与授课老师进行一对一上课。一对一辅导中每名教师将拥有一个 6 位老师将组成的服务团队，对其进行全方位服务。并且，在学习过程中会对学生的学习情况进行全程监控指导，及时反馈上课情况，并随时根据学生的学习变化进行辅导方案修订。

图13：学大教育一对一辅导 6 大环节



资料来源：学大教育官网，东兴证券研究所

图14：6 对 1 个性化服务团队



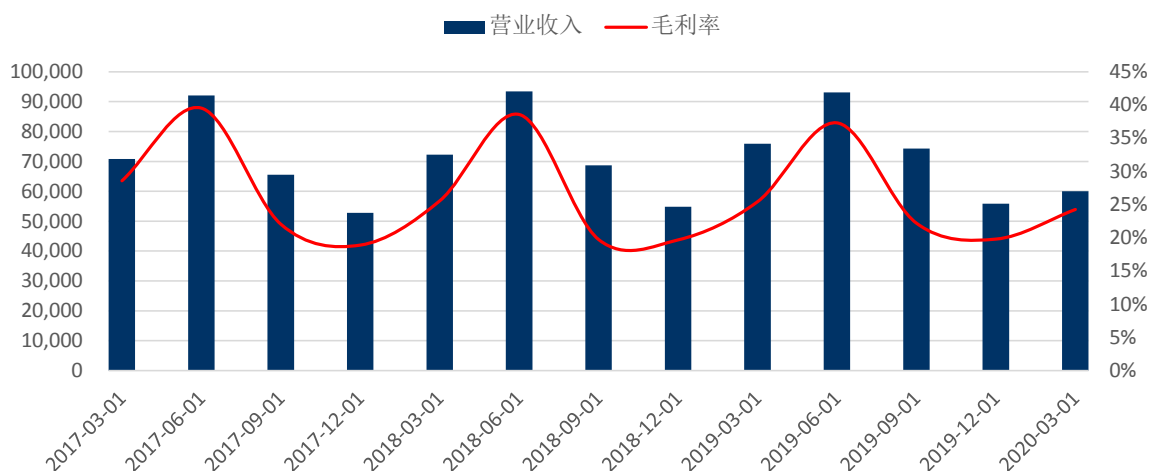
资料来源：学大教育官网，东兴证券研究所

经过多年积累，学大形成了“三师模式”的流水线工作流程。咨询师邀约家长上门进行沟通销售，学管师负责后续服务对接，教师负责授课、消课。这种模式增强了平台的作用，弱化个体老师作用，增强了团队稳定性。一对一的商业模型是强前台、强销售模式，咨询师在整个流水线中的价值最大化，咨询师前有市场人员辅助获取用户信息，后有学管师将服务落地。

较明显的季节性周期特点。学大教育收入占公司总体收入的 99%，其中一对一辅导业务 2019 年营业收入 21 亿元，占公司教育培训业务收入的 74%。由于一对一课程收费较高，一般在面临升学压力的初三三年级有更

高的付费意愿，而尤其在临近中高考的 2 季度消课数量更多，导致公司收入具有较强的季节性，每年二季度收入规模显著高于其他几个季度。

图15：各类培训班型毛利率水平对比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.2 小班组优化业务结构，推动利润率缓升

正是由于上述全方位的服务，和其他班组课程相比，一对一辅导教学效果更好，但同时也拥有较高的人工成本，导致业务毛利率、净利率较低。目前市场主要提供一对一培训服务的包括学大教育、精锐教育、掌门 1 对 1，以及新东方和好未来各自的一对一业务。学大与精锐均有线下与线上的课程，线下为主，总体服务流程与团队配置类似，并配有小组课作为补充；掌门为纯线上一对一辅导；而新东方将优能一对一与班课相结合发展，2019 年新东方优能的一对一业务已经达到了 30 多亿的规模；好未来近几年也在持续布局一对一业务，包括旗下一对一品牌智康、投资的轻轻家教，以及将大海 1 对 1 并入学而思网校，通过学而思网校进行生源导流。

表2：主要培训机构一对一课程对比

机构及业务名称	上课方式	个性化	老师	教研
学大 1 对 1	线下&线上	根据学生需求和特质定制辅导方案，匹配专家团队和师资实施个性化辅导	6 对 1：咨询师、班主任、学科教师、心理咨询师、个性化研究专家、陪读教师	公司教学资源网包含精品试卷、精品课程、教学资料、智能题库等教学内容
精锐 1 对 1	线下&线上	针对学习动力、学习能力、学习毅力三大方面 13 个维度给出全方位分析，调整教学方式	6 对 1：教育顾问、学科老师、班主任、教学副校长、校长、心理老师	把脉中高考政策方向和命题规律，推出《高考白皮书》等专业资料，推出了《赢在系列》等学科类书籍，《决胜考场》等提升学习力的系列丛书
好未来智康 1 对 1	线上+线下融合	课前硅谷智能测评，课中六步教学法打造完整课堂闭环；课后反馈数据化报告，打造个性化课堂	老师 1 对 1 直播，课程 1 年内无限次回放，依托于 16 年学而思线下教学教研体系	依托于学而思线下教学教研体系，专注本地化的学情研究

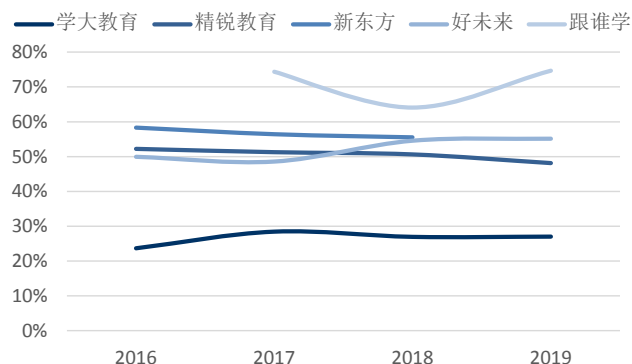
机构及业务名称	上课方式	个性化	老师	教研
新东方优能 1 对 1	线上+线下融合	全面评估学习能力以及知识掌握情况，制定相应的学习目标，制定学习内容、匹配相应的学习资源	学习规划师、教学老师、学习管理师三大团队配合服务	标准化授课内容和配套练习
掌门 1 对 1	线上	针对不同年级、学科和不同版本教材设置课程	线上真人授课，数万人的优质教师队伍	拥有超过 120 万套独立研发教材资料以及 1200 万各省各学科专业题库资源

资料来源：各公司官网，东兴证券研究所

目前学大教育毛利率水平显著低于各类 K12 培训机构，约 27%。从业务类型来看，主营一对一辅导的学大与精锐总体毛利率水平最低，主营小班辅导的新东方与好未来水平居中，而已大班网课为主的跟谁学毛利率水平显著高于前几家公司。总体来讲，人数越多的班课毛利率水平相对越高，一对一业务毛利率水平偏低，但学大与精锐的盈利能力相比仍有较大提升空间。

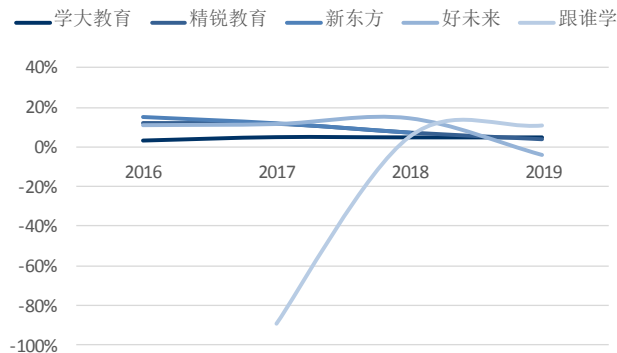
净利率方面，我们选取学大教育口径与各机构对比，由于毛利率总体低于其他公司，学大净利率仍低，但由于精锐教育净利率持续下滑，2019 年学大净利率水平已经小幅超过精锐教育。

图16：各教育公司毛利率对比



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图17：各教育公司净利率对比



资料来源：Wind，东兴证券研究所

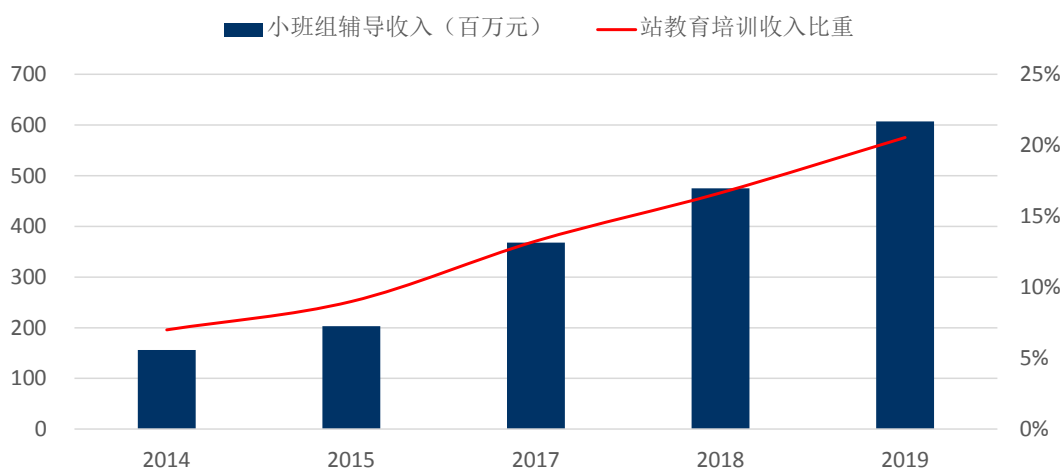
作为一对一产品的延伸，学大 2014 年起推出每班 3-6 人的小班组课程，优化产品结构，带来利润率缓升。目标群体为升学需求相对没有太强烈的非初高三学生，或者对于辅导费用接受度不如一对一高的家长群体，和一对一业务形成相互补充，丰富公司个性化产品体系。小班组业务能够提高教师使用效率，降低销售费用，因此毛利率相较一对一业务更高，能够一定程度上帮助公司盈利水平小幅增长。此外，小班组课程收费较一对一更低，可以帮助公司覆盖更多用户群体，让那些有个性化辅导需求而支付能力又相对有限的家庭可以获得培训服务。自 2014 年以来，小班组业发展迅速，从 2014 年占教育培训收入的 7%，增长到 2019 年的 21% 左右。不过目前公司主要业务仍集中在一对一，小班组业务仅作为补充。

图18: 学大教育小组模式



资料来源: 学大教育官网, 东兴证券研究所

图19: 学大教育小组辅导收入及占比



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.3 OMO “双螺旋” 模式助力业务延伸

2019年4月, 高思教育提出聚焦OMO新教育场景; 随后, 精锐教育提出投入30亿做好OMO, 其中20亿用于技术升级, 大力推动精锐大生态链OMO的形成; 5月, 朴新教育表示“期待进一步探索线上线下OMO模式的发展前景”; 以及学大教育随后推出的以OMO为本质的“双螺旋”教学模式。

OMO发展无疑成为当下教育行业的一个重要发展方向, 疫情影响下, 线上线下融合作用得以凸显。回顾龙头公司的OMO布局可以看到, OMO帮助他们扩大了业务覆盖范围。

- ◆ OMO模式代表新东方在线的品牌“东方优播”, 依靠线下门店+在线互动的方式, 实现了快速的下沉扩张。好未来的未来魔法校推出将双师课堂与在线课堂打通的OMO解决方案“双师小组课”, 同时其云学习平台就是以线上+线下相结合的OMO模式。
- ◆ 未来魔法校依靠平台输出的方式, 扩大了好未来在教育领域的影响力, 服务了超过4500个教育机构。此外, 疫情加速了教育行业OMO的发展,
- ◆ 新东方通过自主开发的OMO系统, 平稳地将线下课程转移到了线上的小班直播, 大大降低了疫情对新东方业务的影响。

学大发展 OMO “双螺旋”教育模式, 有望提高教学效果与运营效率。学大教育推出的“双螺旋”教育模式, 突破以线下为主的教育模式, 升级为线上、线下充分融合的“双螺旋”模式, 推进 OMO 发展。这一模式的核心为 D、N、A:

- ◆ **D 代表 Daily**, 是指把教学融入到学生日常生活中的每一天, 形成连贯的学习计划;
- ◆ **N 代表 New**, 即通过全新的教学服务管理模式, 让“教、学、练、测、评”每一个辅导环节都更加个性化;
- ◆ **A 代表 Anywhere**, 即通过扩充教学的空间维度, 实现全场景学习体验, 利用碎片化时间轻松、高效学习。

在教学效果上, 这一模式打通了教学在时间及空间上的壁垒, 将教学半径进行无限延伸, 将周中与周末学习构成完整的学习闭环, 保证了学习的连续性, 提高教学效果。

在运营效率上, OMO 有望提高教师人效, 提升师生比, 改善毛利率水平。此外, “双螺旋”赋能线下教学地点, 提供更多元化的课程产品、灵活可跟踪的个性化教学服务, 扩充校区内涵, 提高运营效率。参考“东方优播”, OMO 模式也将有望解决低线城市高收入人群的教育资源问题, 推动公司向低线城市扩张。

学大教育的 OMO “双螺旋”模式将在产品、场景、服务三个方面进行全面升级:

- ◆ **教学产品升级有望为公司业务带来新的增量**。教学产品将由单一化、分散化的产品升级为多元化、体系化的产品。产品维度从以书本内容为核心, 扩展到素质教育、规划发展等多个领域。
- ◆ **教学场景升级有望提升经营管理效率**。教学空间无限扩大, 学习可以随处发生。在空间方面, 校内、校外、培训机构、家庭等场所全部都可以成为教学场景; 在时间方面, 周中碎片时间也将被有效利用, 教学和生活充分融合。
- ◆ **教学服务升级有望提升溢价**。让服务有迹可循, 学习过程可追踪、可记录; 家长、教师、学生三位一体, 使个性化教学更加卓有成效; 学大教育全国 600 余所学习中心的全域老师可灵活调配, 满足多层次的学习需求; “六对一”辅导团队。

3. 教学中心: 单店效率持续改善, 加密与下沉仍有空间

3.1 把握全国化、多城市布局优势, 单网点模型持续改善

学大教育在全国 30 个省 119 个城市共有近 600 个学习中心, 覆盖了中国大陆除西藏外的所有省市自治区。与新东方和好未来分别覆盖了 83 个、70 个城市相比, 学大在覆盖城市数量上具有明显优势, 且公司品牌力、影响力已经在多数进入的城市逐步建立起来。

表3: 2019 财年各公司网点布局情况

公司	主要产品	营收 (亿元)	覆盖城市数	教学点数量
紫光学大	学大一对一, 小班组	29.92	116	581
精锐教育	1 对 1、1 对 3、VIP1 对 1、国际教育	39.94	44	432
好未来	学而思培优小班、智康一对一、网校	171.47	70	871
新东方	优能中学、泡泡少儿英语, 海外备考业务	213.63	83	1233

资料来源：各公司公告，东兴证券研究所

我们基于学大教育的历史营业收入和净利润数据，计算公司单店营收和净利润情况，由于教学中心数据年度数据披露不完整，其中 2016 年为截至 2016 年 6 月 30 日门店数，2018 年为调研获得的大致数据。

单教学中心效率持续改善。2014 年学大单店营收曾有较大幅度的下滑，回归 A 股后，公司单一教学中心的平均营收持续提升，虽然 2019 年公司教学中心数量出现了小幅下滑，但单店营收实现了近 11% 的同比增长，已经基本恢复到 2013 年的高点水平。未来随着小班组和 OMO 业务的发展，以及每年小幅的提价，单店营收仍有望呈现一定幅度的提升。**净利率方面**，学大教育近几年净利率维持在 4.8% 上下，恢复至 2013 年高位水平。

表4：学大教育平均单店模型

	2012	2013	2014	2016	2017	2018	2019
学大教育营业收入（百万元）	1,843	2,116	2,070	2,556	2,817	2,906	3,012
学大教育净利润（百万元）	12	98	-61	75	138	138	143
教学中心数量（个）	383	408	467	580	616	620	581
单店营收（万元）	481	519	443	441	457	469	518
单店营收同比		7.8%	-14.5%		3.8%	2.5%	10.6%
单店净利润（万元）	3	24	-13	13	22	22	25
净利率	0.7%	4.7%	-3.0%	2.9%	4.9%	4.7%	4.8%

资料来源：公司公告，Wind，东兴证券研究所

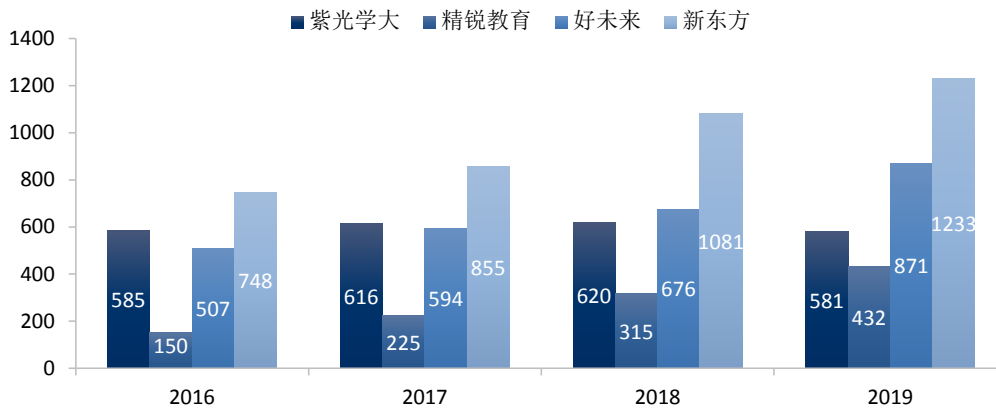
另外，通常一对一模式获客成本较高，学大当前营销以进校送书、电话销售、搜索引擎和平面媒体等较传统的方式为主。随着新媒体的发展以及疫情对市场的影响，未来将营销手段多元化，提高线上获客比例，或能够降低公司营销费用，提升盈利能力。

3.2 教学中心仍具加密与下沉空间

受政策一次性影响，学大 2019 年教学中心数量呈现小幅收缩。主要由于每年关店数量高于新开店数量，除了业绩不理想的网点关闭外，近几年由于行业监管趋严，处于合规考虑公司关闭了部分门店。2018 年教育部发布了《关于切实减轻中小学生课外负担开展校外培训机构专项治理行动的通知》，将针对面向中小学生的课外培训机构展开规范整治。此后相继出台了一系列针对 K12 校外培训机构的政策，如办学许可证、校区场地楼层与面积、消防要求等。处于合规考虑，在没有找到合适的新网点的情况下，公司关闭了在消防和楼层等方面不符合政策规定的教学中心。

我们认为，随着不合规门店的陆续关闭，以及今年不超过 80 家的新开门店，今年教学中心数量有望转为正向增长。未来机制理顺后，门店仍有较大的扩张空间。而从区域化到全国化布局的核心壁垒在于品牌力的认知，学大已经在早些年实现全国化布局，除了拥有全国化布局的几个品牌，其他区域化培训机构在一对一领域很难实现超越。

图20：各 K12 培训公司线下教学中心数量对比



资料来源：各公司公告，东兴证券研究所

未来教学中心布局短期内看现有市场加密，中长期看低线市场下沉。目前学大在一线城市、新一线城市、二线城市、三线及以下城市的教学中心分布分别为 15%、31%、28%和 26%。在一线城市中，网点分布较密，一个城区可以分布 2-9 个教学中心不等；新一线和二线则稍稀疏，一个区为 1-3 家不等；而三线及以下城市则基本每座城市只有 1-2 个教学中心。未来短期看，一线、新一线和二线城市内部仍有继续加密的空间，尤其是近几年经济正在快速发展的二线城市。此外，随着各大培训机构纷纷开启下沉路线，未来三线及以下的一对一下沉市场也有望被开拓。

市场下沉首先要解决的是下沉的进入痛点。我们认为，对于一对一课外辅导而言，低线城市的下沉痛点在于优秀教师资源的缺乏以及平均付费能力相对较低。当前我国大部分连锁 K12 教培机构集中开设在一、二线城市，竞争非常激烈。在三四线城市以中小机构或者小作坊为主，市场较为散乱，集中度低。但是低线城市 K12 教育适龄人口量远大于一、二线城市，这部分人群的课外培训需求还没有得到充分释放。根据北京大学教育财政研究所数据，三线及以下城市接受个人补课的参与率达到 83%及以上，说明低线城市对于接受培训和服务的理念和需求是存在的，只是缺少合适的产品和机构提供服务来激发这部分潜在需求。

- ◆ 付费能力方面，随着我国居民收入水平和购买力的提升，部分三四线城市高收入人群开始具备给孩子 1 对 1 课外辅导课程的支付能力的。
- ◆ 师资方面，我国教育资源的失衡现象长期存在，发达地区教育资源丰富，欠发达地区的培训机构教师资源紧张。这以问题未来则有望依靠公司 OMO “双螺旋”模式得到一定缓解，一、二线优秀教师资源通过线上方式给学生上课，本地老师作为辅助教学。

4. 教学与教研：推行“教研+”战略，教师人效持续提升

4.1 “教研+”战略推行，提升教学规范度与质量

为了加强教研教学能力的建设，学大于 2016 年推行“教研+”战略：以个性化教育研究院为核心、以集团教研资源管理中心为引领、以各分公司教研室为载体的教研升级。从“教研+教师”、“教研+课程”、“教研+平台”、“教研+评估”四个层面指导学大的教学研究，旨在全面提升公司的教育教学质量。

- ◆ **“教研+教师”旨在形成教师成长体系。**学大教育成立了个性化教育研究院，开展了多层次、多角度的教师培训，建立了教师的晋升考级制度；且同时引进教育专家为教师们解读教学和中高考政策，提供系统化的指导培训，这些举措都使教师的教学教研能力提升。
- ◆ **“教研+课程”旨在形成个性化的课程体系，开发新型课程结构，从而延长学生的在校时间，拉动新业务增长，提升学生的满意度和续费留存率。**公司小班组课产品营收占比持续提高，未来在 OMO “双螺旋”模式下，课程有望向素质教育、规划发展等多个领域扩展。
- ◆ **“教研+平台”旨在形成优质教学资源。公司的 e 学大、研修网和资源网三大教育平台赋能教学，辅助个性化教学全流程。**其中，“e 学大”以 ASPG（评测、自学、定位、辅导）闭环体系为核心，分析学生问题，帮助教师有针对性的开展教学，提升培训效率，帮助家长了解培训情况，从而实现更好的教学效果和更高的用户粘性。“研修网”是学科研讨及教学过程管理平台，包括教研活动、高级研修班、特色主题、师训课程等，帮助老师教学水平的提升。“资源网”是精品资源的共享平台，包含精品试卷、精品课程、教学资料、智能题库等教学内容，可以实现多维度查询、便捷分享、个性化订制备课内容、智能组卷、学生档案管理等多元化功能，有助于教学资料的轻松获取，减少成本。
- ◆ **“教研+评估”旨在提升教学的质量管理。**其教研能力的提升将极大地利好其个性化教育的成果，将成为长周期的行业变局中的竞争优势。

4.2 教师培养：两阶段+三层次+四结合

公司教师人均产值持续提升。2019 年学大共有教师 7451 人，人均带来收入超 40 万元。但与新东方、好未来以小班教学为主的公司超 60 万的人效对比，学大教师人效还有进一步提升的空间。

表5：学大教育教师人数及人效

	2010	2011	2012	2013	2014	2016	2017	2018	2019
教师人数	7575	8329	9517	8080	8364	7847	8141	7623	7451
营业收入（百万元）	1020.85	1397.15	1,843	2,116	2,070	2556	2,817	2,906	3,012
教师人均产值(万元)	13	17	19	26	25	33	35	38	40

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表6：学大教育与新东方、好未来教师及人均产值对比

公司	营收（亿元）	教师	人均产值（元）
学大教育	30.12	7451	404258
好未来	171.47	21387 全职教师+4616 合约教师	659424
新东方	213.63	33900	630177

资料来源：各公司公告，东兴证券研究所

学大老师培训分为岗前培训和在岗培训两个阶段。学大教师团队通常为师范院校毕业，超过半数的老师拥有三年以上的教学经验。入职学大成为老师需要经过多层筛选与培训，首先需要通过专业知识笔试与授课技巧面试，通过者参加初次试讲以及针对不同教学经验的入职培训，在通过培训考核后经过多次试讲成功的，才能够担任学大的授课老师。在入职后，公司也为教师提供广泛的学习平台，以推动教师的终身学习与发展。

图21：各类培训班型毛利率水平对比



资料来源：学大教育官网，东兴证券研究所

同时对老师的培养也是富有个性化的，学大根据教师的教学经验与能力，将教师培训课程划分为新教师、青年教师、高级教师三个层次，针对不同经验的老师指定不同的培训内容、不同层级的老师强调不同能力的培养。新教师培训，侧重教学技能、职业规划，文化制度等维度；青年教师培训，侧重教学技能进阶、辅导能力晋级等维度；高级教师培训，侧重教研学术能力、管理能力等维度。

表7：学大教育教师培训的三层次

教师层次	培训内容侧重
新教师	侧重教学技能、职业规划，文化制度等维度。
青年教师	侧重教学技能进阶、辅导能力晋级等维度。
高级教师	侧重教研学术能力、管理能力等维度。

资料来源：学大教育官网，东兴证券研究所

此外，公司实行四个结合的培养体系，即总部与分部培训结合，线上与线下的方式相结合，集中培训与自学平台相结合，通识培训与专业培训相结合，驱动每位教师不断增强教学水平和辅导能力。

同时，一对一模式中，咨询师和学管师的角色非常重要。咨询师通过与学生及家长的沟通，使得家长建立最初的信任从而付费，同时也防止了老师课下私自转化学生，带走生源的情况。学管师一方面在学生端，负责课程配套的阶段考试、自习管理、汇报孩子情况、续费、调换老师等；另一方面在教学端，负责教学督导，监控老师课前备课是否和教学目标一致，课中是否按照备课计划完成等内容等。

5. 投资建议与风险提示

5.1 盈利预测与投资评级

未来，随着公司股权关系的逐步理顺以及债务清偿工作的逐步完成，公司的运营管理及盈利能力有望迎来边际改善。此外，依靠近 20 年积累的品牌及教育资源、全国化门店渠道优势，叠加 OMO “双螺旋” 模式下新产品、新场景、新服务的逐步推进，公司业务有望迎来更大的发展空间。我们预计公司 2020-2022 年营收分别为 25、35、40 亿元，归母净利分别为 0.17、0.57、0.81 亿元，对应 EPS 分别为 0.18、0.60 和 0.85 元。

当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 331、97 和 69 倍。若单看学大教育层面，以平均 4.8% 的净利率计算，我们预计学大 2020-2022 年的净利润约为 1.21、1.66、1.91 亿元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

5.2 风险提示

债务风险：学大教育对大股东借款还剩 15.45 亿元，2020 年一季度公司资产负债率高达 97.8%，公司债务风险较高。

疫情风险：受到新冠疫情影响，2020 上半年学大教育线下教学受影响较大。截至目前，在北京等部分省市线下教学仍处于停滞状态。考虑到疫情发展情况尚不明朗，局部地区有出现反复的可能，从而进一步影响公司业务开展。

政策风险：近年来关于 K12 课外培训的相关政策不断趋严，《中华人民共和国民办教育促进法》、《关于切实减轻中小学生课外负担开展校外培训机构专项整治行动的通知》、《关于规范校外培训机构发展的意见》等多项规范民办教育行业发展的法律法规、规范性文件陆续出台对培训机构的经营范围、经营方式等有所影响，加大了运营管理成本。未来仍或出台其他相关政策，影响公司经营。

行业竞争加剧风险：《民办教育促进法》等相关教育法律法规的正式实施，鼓励民间加大对教育的投资，行业竞争加剧，传统行业机构面临更激烈的市场竞争。同时，在线教育逐步兴起并快速发展，相对于线下教育更容易复制而在全中国布局并迅速占领市场，获得资本的追捧。公司“一对一”辅导业务毛利率较低，高企的营销成本、人工成本，以及市场份额的冲击、招生分流等风险，或对公司盈利产生影响。

附表：公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	1551	1457	1148	1004	933	营业收入	2893	2992	2547	3500	4019
货币资金	1038	818	892	700	603	营业成本	2104	2176	1851	2510	2858
应收账款	31	39	31	43	50	营业税金及附加	15	15	18	25	28
其他应收款	97	112	96	131	151	营业费用	229	243	204	280	322
预付款项	56	50	50	50	50	管理费用	362	397	331	455	523
存货	0	0	0	0	0	财务费用	79	81	68	55	45
其他流动资产	326	80	80	80	80	研发费用	57	47	38	53	60
非流动资产合计	2101	2139	2095	2064	2036	资产减值损失	17.10	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	15	29	29	29	29	公允价值变动收益	0.00	-1.80	0.00	0.00	0.00
固定资产	147	136	125	114	103	投资净收益	22.76	19.52	20.51	20.93	20.32
无形资产	66	57	53	50	47	加:其他收益	5.77	5.76	4.54	5.35	5.22
其他非流动资产	15	10	0	0	0	营业利润	59	48	63	150	209
资产总计	3652	3596	3243	3068	2969	营业外收入	0.60	0.73	0.84	0.72	0.76
流动负债合计	3561	3492	3138	2919	2757	营业外支出	9.12	5.36	7.27	7.25	6.63
短期借款	1815	1650	1342	1053	810	利润总额	51	43	56	143	203
应付账款	0	0	0	0	0	所得税	41	31	39	86	122
预收款项	1279	1329	1380	1450	1530	净利润	10	12	17	57	81
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	-3	-2	0	0	0
非流动负债合计	15	13	0	0	0	归属母公司净利润	13	14	17	57	81
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	3576	3505	3138	2919	2757	成长能力					
少数股东权益	-8	-8	-8	-8	-8	营业收入增长	2.89%	3.43%	-14.86%	37.42%	14.83%
实收资本(或股本)	96	96	96	96	96	营业利润增长	-24.75	-19.58%	31.21%	139.15%	39.59%
资本公积	58	58	58	58	58	归属于母公司净利润增长	-46.88	7.06%	21.73%	239.87%	41.86%
未分配利润	-77	-62	-52	-18	31	获利能力					
归属母公司股东权益合计	84	99	113	158	220	毛利率(%)	27.27%	27.28%	27.33%	28.30%	28.89%
负债和所有者权益	3652	3596	3243	3068	2969	净利率(%)	0.35%	0.41%	0.66%	1.64%	2.02%
现金流量表			单位:百万元			总资产净利润(%)	0.35%	0.39%	0.52%	1.87%	2.74%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	15.43%	13.98%	14.91%	36.40%	36.99%
经营活动现金流	244	249	112	152	196	偿债能力					
净利润	10	12	17	57	81	资产负债率(%)	98%	97%	97%	95%	93%
折旧摊销	124.04	130.20	41.02	37.85	35.14	流动比率	0.44	0.42	0.37	0.34	0.34
财务费用	79	81	68	55	45	速动比率	0.44	0.42	0.37	0.34	0.34
应收账款减少	-12	-7	7	-12	-6	营运能力					
预收账款增加	83	50	51	70	80	总资产周转率	0.80	0.83	0.74	1.11	1.33
投资活动现金流	13	-256	384	15	15	应收账款周转率	115	86	73	94	87
公允价值变动收益	0	-2	0	0	0	应付账款周转率	1666	16625	49763	58593	54660
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	23	20	21	21	20	每股收益(最新摊薄)	0.13	0.14	0.18	0.60	0.85
筹资活动现金流	-94	-247	-422	-359	-308	每股净现金流(最新摊薄)	1.70	-2.65	0.77	-1.99	-1.01
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	0.87	1.03	1.18	1.64	2.29
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	431.20	402.78	330.80	97.33	68.61
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	66.52	56.30	49.32	35.42	25.38
现金净增加额	163	-255	74	-191	-97	EV/EBITDA	33.52	35.43	41.69	27.09	21.57

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016 年 1 月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于旅游、餐饮、免税及教育领域研究。

王紫

对外经济贸易大学管理学学士，法国诺欧高等商学院管理学硕士。2018 年 5 月加入东兴证券研究所，一年港股消费及策略研究经验，目前从事社会服务行业研究，重点覆盖教育培训、人力资源服务、餐饮酒店、旅游免税等领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526