

紫光学大 (000526.SZ) 买入 (首次评级)

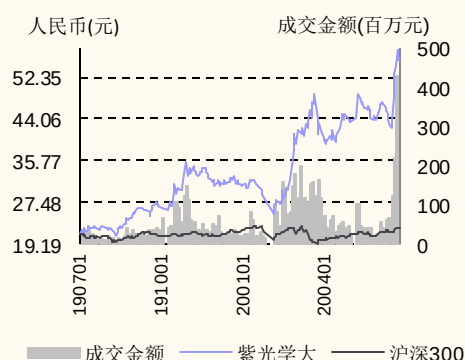
公司深度研究

市场价格 (人民币): 56.14 元

目标价格 (人民币): 78.1 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	.96
已上市流通 A 股(亿股)	.96
总市值(亿元)	54.00
年内股价最高最低(元)	58.04/42.08
沪深 300 指数	4139
深证成指	11814



创始人回归&股权理顺，学大再启程现曙光

公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,893	2,992	2,541	3,291	3,777
营业收入增长率	2.89%	3.43%	-15.07%	29.51%	14.78%
归母净利润(百万元)	13	14	-20	36	92
归母净利润增长率	-46.88%	7.06%	N/A	N/A	154.65%
摊薄每股收益(元)	0.135	0.144	-0.206	0.375	0.956
每股经营性现金流净额	2.54	2.49	0.30	6.30	5.95
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.43%	13.98%	-22.66%	33.14%	56.02%
P/E	135.48	215.77	-282.27	154.62	60.72
P/B	20.91	30.17	63.95	51.24	34.01

来源：公司年报、国金证券研究所

基本结论

- **学大创始人回归，股权关系重绑，治理关系边际改善。**2020年5月7日紫光学大公司公告，天津安特当日通过交易所增持后持股比达到23.94%，已超过紫光卓远（持股23.76%）成为上市公司第一大股东。天津安特实控人为学大教育创始人金鑫先生。5月19日公司公告，董事会、股东大会审议同意聘任金鑫先生为上市公司董事、总经理。
- **2016年上市公司借款收购学大教育，后续定增&重组未成，造成管理错配并遗留大额债务。**学大教育原本计划分两步回归A股：①向紫光学大（当时名为银润投资）股东紫光卓远借款23.5亿元以尽快完成收购；②通过定增偿还股东借款，并通过员工持股计划绑定学大教育高管。但并购后定增未能完成，因此造成管理错配并留下大额负债：①在金鑫回归之前，集团董事会中没有学大背景成员，学大系也未有持股；②截至2020年5月剩余股东借款15.45亿，2019年公司财务费用为0.81亿，其中0.69亿为净利息支出。
- **学大教育是老牌一对一K12培训龙头机构，拥有“品牌+管理”重要壁垒。**学大教育成立于2001年，2019年收入/利润为30.1/1.43亿元，同增4%/4%，收入规模在上市的国内线下K12培训公司中位列第五，截止2019年末共有581个网点覆盖全国116个城市。K12一对一培训行业需求稳固，我们认为民办摇号政策对其不会产生重大影响。作为拥有19年历史的老牌机构，学大具有丰富的管理经验和较高的品牌知名度，形成了一定的壁垒。
- **紫光学大净利改善空间大。**目前紫光学大99%以上的收入来自学大教育，2019年实现收入29.9亿/+3%YOY；归母净利0.14亿/+7.1%YOY，归母净利率仅为0.5%，主要是：①学大教育的净利率仅为4.8%，较目前成熟1V1培训企业的应有水平（10%+）有一倍以上提升空间；②紫光学大财务费用率较高（2019年为2.65%）。综上，随着紫光学大经营边际改善以及2019年底开始加快还款速度，未来其利润有望展现较高弹性。
- **投资建议：**学大教育最重要的价值和壁垒在于“品牌认知和管理能力”，公司收入规模位列1V1赛道龙头，拥有全国化的网点覆盖和品牌认知。学大创始人金鑫先生重回董事会并担任公司总经理后，股权、管理关系重新匹配，公司战略部署规划有望边际改善，未来经营管理持续优化可期。我们预计20-22年公司收入为25.4/32.9/37.8亿，净利为-0.19/0.36/0.92亿，对应PS为2.1/1.6/1.4x。由于公司目前净利率低，有较高提升空间，PS估值更为合理。首次覆盖，按21年2.28倍PS给予目标价78.1元，给予买入评级。
- **风险提示：**疫情影响持续，商誉减值，有息借款较高，控股权暂未明确等

吴劲草 分析师 SAC 执业编号: S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

郑慧琳 分析师 SAC 执业编号: S1130520020001
zhenghuilin@gjzq.com.cn

内容目录

1. 学大创始人再掌舵，教育业务边际改善在即.....	4
1.1. 学大教育创始人控制的天津安特成为紫光学大第一大股东.....	4
1.2. 学大创始人金鑫回归董事会&就任总经理，匹配经营管理权	5
2. 历史回顾：大股东紫光借款收购学大教育后续定增&重组未成，遗留大额负债问题.....	6
2.1. 2015-16 年引入紫光卓远，后向其借款收购学大教育.....	6
2.2. 2017 年 5 月至 2019 年 2 月多次尝试资产重组均告终止.....	9
2.3. 历史遗留问题迎转机，股权匹配有望释放净利弹性	10
3. 沉睡的线下 K12 巨头进入苏醒倒计时，核心资产有望重现光芒.....	10
3.1. 学大教育：全国性连锁知名培训品牌，1V1 为主，小班组业务持续扩张的老牌培训机构.....	10
3.2. 学大教育：规模大增长缓，利润率偏低，边际改善空间大.....	13
3.3. 紫光学大：负债压力较大利息支出高，良好现金流体现利润改善空间.....	16
4. 行业：K12 一对一固有需求稳固，学大为细分赛道龙头之一	18
5. 盈利预测与投资建议.....	19
风险提示	21

图表目录

图表 1：紫光学大股权图.....	4
图表 2：紫光系增持紫光学大股份数量、时间和成本统计.....	5
图表 3：天津安特增持紫光学大股份数量、时间和成本统计.....	5
图表 4：紫光学大董事会成员及高管一览：兼具紫光、银润、学大背景.....	6
图表 5：2015 年紫光学大定增主要用于收购学大教育.....	7
图表 6：定增发行对象包括员工持股计划，完成后紫光育才将成第一大股东 ...	7
图表 7：原学大教育并购回归计划分两步走，但第二步定增未能完成.....	8
图表 8：股东借款 2019 年底开始还款节奏加快，但仍有 15.45 亿元剩余	8
图表 9：2017-19 紫光学大曾尝试一系列重组计划，均告失败.....	9
图表 10：学大创始人回归管理层，历史遗留问题迎转机.....	10
图表 11：学大教育发展历程——19 年历史，从家教网转型而来.....	11
图表 12：学大教育提供全年级全科的个性化辅导课程.....	11
图表 13：1 对 1 课程每名学生配套 6 人服务团队.....	12
图表 14：学大教育的小组课人数为 3-6 人	12
图表 15：2019 年一对一辅导贡献 74%教育收入.....	13
图表 16：小班组业务高速发展，收入占比逐年提高.....	13
图表 17：学大线下教学点分布广，覆盖 100+城市.....	13
图表 18：各区域收入日趋均衡，东部仍为主要来源.....	13
图表 19：学大教育收入及增速.....	14

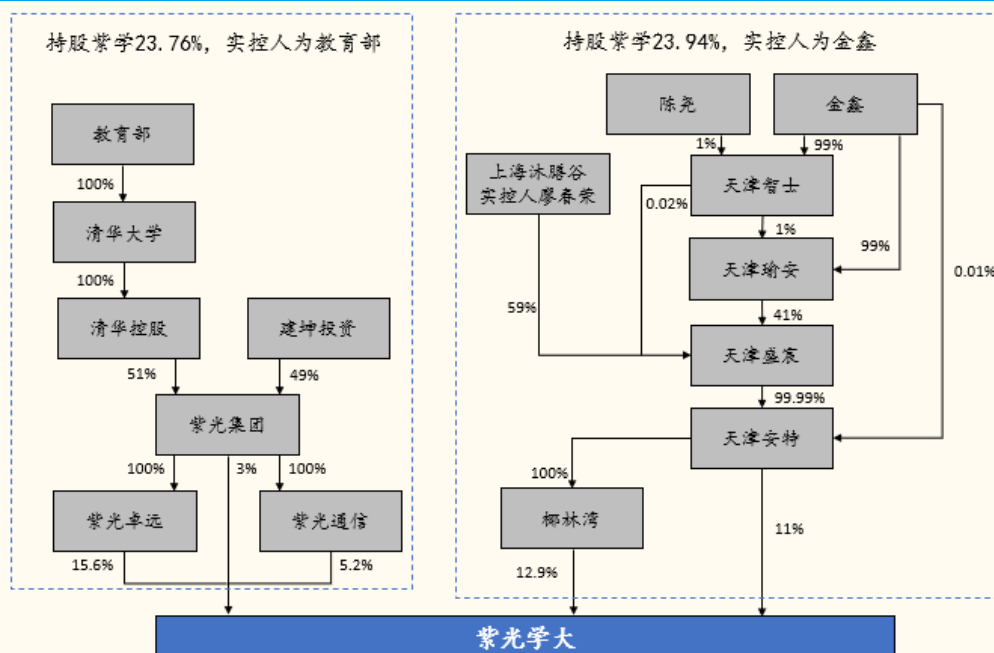
图表 20: 学大教育净利润及增速.....	14
图表 21: 教学点数量增长停滞, 所处城市数量减少.....	14
图表 22: 教师人效持续增长, 2017 年后人数下滑.....	14
图表 23: 学大教育和精锐教育收入构成相似.....	15
图表 24: 紫光学大毛利率、净利率低于其他上市 K12 一对一培训公司.....	15
图表 25: 紫光学大收入及增速.....	16
图表 26: 紫光学大集团归母净利及增速.....	16
图表 27: 紫光学大毛利率、净利率有提升空间.....	16
图表 28: 总体费率可控, 财务费用率较高.....	16
图表 29: 财务费用中大部分为利息支出.....	17
图表 30: 2019 年起还贷速度增快, 剩余贷款减少.....	17
图表 31: 经营活动净现金流高于利润, 较为稳健.....	17
图表 32: 在手现金较为充裕.....	17
图表 33: 预收账款 2017-19 年稳定增长, 受疫情影响 20Q1 同比下滑.....	18
图表 34: 预计 2020 年 K12 课后辅导整体市场规模达 6000 亿级别.....	18
图表 35: 学大教育收入规模位列国内线下 K12 上市公司第五.....	19
图表 36: 盈利预测基本假设.....	20
图表 37: PS 估值对比.....	21
图表 38: PE 估值对比.....	21

1. 学大创始人再掌舵，教育业务边际改善在即

1.1. 学大教育创始人控制的天津安特成为紫光学大第一大股东

- 2020年5月7日紫光学大公告，收到天津安特出具的《增持股份告知函》，天津安特于5月7日通过深交所交易增持公司股份45.6万股，占总股本0.47%。增持完成后，天津安特直接、通过椰林湾间接持有公司股份0.23亿股，持股比例达到23.94%，超过紫光卓远（与一致行动人合持23.76%），成为新的第一大股东。
- 天津安特实控人为金鑫先生，系学大教育创始人。天津安特的股东包括金鑫、上海沐膳谷（实控人为银润控股实控人、紫光学大董事廖春荣）及陈尧。原第一大股东紫光卓远的实控人为紫光集团，最终控制人为教育部。

图表 1：紫光学大股权图



来源：公司公告，国金证券研究所

■ 天津安特从 2019 年下半年开始逐步购入紫光学大股份：

- ①紫光学大 2019 年三季报显示，天津安特为当季度新进股东，至 2019 年 9 月 30 日已持股 4.43%（426 万股），均为当季度购入。
- ②2019 年 11 月天津安特与银润投资、银润控股签署协议，受让椰林湾（原实控人为银润控股实控人、紫光学大董事廖春荣）100%股权，价格为 2.6 亿元。椰林湾持有紫光学大 12.93% 的股份（0.12 亿股）。至收购完成前，天津安特已通过深交所将其持有紫光学大股份比例增至 4.99%，收购完成后天津安特直接和间接持有紫光学大 17.93% 的股份。
- ③紫光学大于 2020 年 2 月 13 日公告，天津安特在 2019 年 12 月 18 日至 2020 年 2 月 11 日间，通过深交所增持紫光学大 2.07% 股份，总持股比例达 20%；2020 年 3 月 14 日公告，天津安特于 2 月 11 日至 28 日间增持紫光学大 1.54%，于 3 月 2 日至 13 日间增持 1% 股份，至此持股比达 22.47%；2020 年 5 月 6 日公告，天津安特于 4 月 23 日至 30 日期间增持紫光学大 94 万股，占总股本 1%，总持股比例达 23.47%。
- ④2020 年 5 月 7 日紫光学大发布第一大股东变更的提示性公告，天津安特持股比已达 23.94%，超过紫光卓远成为新的第一大股东。

图表 2：紫光系增持紫光学大股份数量、时间和成本统计

交易期间	增持数量（万股）	占总股本比(%)	平均交易价（元/股）	交易总价（亿）	交易方向
2015 年 8 月 31 日（紫光集团）	180.5	1.88%	38.08	0.69	买入
2015 年 8 月 31 日（紫光通信）	437.04	4.54%	38.28	1.67	买入
2016 年 1 月 26 日（紫光卓远）	1500	15.59%	40	6	买入
2016 年 3 月 1 日（紫光通信）	46	0.48%	42.93	0.2	买入
2018 年 1 月 17 日（紫光通信）	12	0.12%	未披露 ¹	未披露 ¹	买入
2018 年 1 月 17 日（紫光集团）	68.90	0.72%	未披露 ¹	未披露 ¹	买入
2018 年 1 月 18 日（紫光集团）	19.31	0.20%	未披露 ²	未披露 ²	买入
2018 年 1 月 19 日（紫光集团）	21.98	0.23%	未披露 ³	未披露 ³	买入
合计	2285.73	23.76%	约 39 元/股⁴	约 9 亿元⁴	-

来源：同花顺、国金证券研究所

注 1：2018 年 1 月 17 日最高价/最低价/均价分别为 27.33/29.28/28.30 元，以当日均价估算紫光通信交易总价为 0.034 亿元，紫光集团交易总价为 0.19 亿元

注 2：2018 年 1 月 18 日最低价/最高价/均价分别为 28.12/28.00/28.56 元，以当日均价估算紫光集团交易总价为 0.06 亿元

注 3：2018 年 1 月 19 日最低价/最高价/均价分别为 28.37/28.79/28.58 元，以当日均价估算紫光集团交易总价为 0.06 亿元

注 4：使用以上方法估计出的交易总价计算，紫光集团总持股成本约为 9 亿元，平均每股 39 元。

图表 3：天津安特增持紫光学大股份数量、时间和成本统计

交易期间	增持数量（万股）	占总股本比(%)	价格区间（元/股）	交易总价（亿）*	交易方向
2019 年 8 月 28 日-8 月 30 日	58.2	0.60%	24.01-26.06	0.15	买入
2019 年 9 月 2 日-9 月 30 日	368.02	3.83%	24.95-27.64	0.97	买入
2019 年 9 月 27 日	-0.01	-0.0001%	27.01	-0.00003	卖出
2019 年 11 月 20 日-11 月 26 日	54.31	0.56%	29-30.9	0.16	买入
2019 年 11 月 29 日受让椰林湾	1243.86	12.93%	20.90	2.60	买入
2019 年 12 月 18 日	16.15	0.17%	32.22-32.3	0.05	买入
2020 年 1 月 8 日-1 月 9 日	176.24	1.83%	31.66-32.82	0.57	买入
2020 年 2 月 11 日-2 月 28 日	148.29	1.54%	27.47-41.26	0.51	买入
2020 年 3 月 2 日-3 月 13 日	96.19	1.00%	39.37-43.27	0.40	买入
2020 年 4 月 23 日-5 月 6 日	93.97	0.98%	43.01-45.28	0.41	买入
2020 年 5 月 6 日-5 月 7 日	47.85	0.50%	44.13-48.83	0.22	买入
合计	2303.0	23.94%	26.2	6.04	-

来源：公司公告，国金证券研究所

注：交易对价通过价格区间中位数计算得来

1.2. 学大创始人金鑫回归董事会&就任总经理，匹配经营管理权

- 2020 年 5 月 19 日，紫光学大公告，公司董事会会议审议通过《关于聘任金鑫先生担任公司总经理的议案》、《关于补选公司第九届董事会非独立董事候选人的议案》，同意聘任金鑫先生为总经理、第九届董事会非独立董事候选人，任期至第九届董事会任期届满。2020 年 6 月 3 日，以上议案得到公司临时股东大会通过。
- 金鑫先生系学大教育创办人。2009 年至今任学大信息董事长、总裁。在紫光学大并购学大教育之初，金鑫先生曾于 2016 年 2 月起担任紫光学大董事、副董事长、总裁（暨总经理）职务，后于 2017 年 3 月申请辞去紫光学大董事、副董事长、总裁（暨总经理）职务，原因是希望将更多的时间和精力专注在教育主业的经营和管理上。

- **紫光董事会成员背景兼具紫光、银润、学大三类。**金先生加入董事会前，董事会成员以紫光背景为主，除廖春荣先生之外均为紫光背景，没有学大背景的成员。紫光学大 99% 的收入是源于学大教育，但此前公司董事会成员中没有包括具有学大背景的董事成员。此次金鑫先生就任集团董事，总经理，或为上市公司战略方向重回教育主业的一个重要信号。

图表 4：紫光学大董事会成员及高管一览：兼具紫光、银润、学大背景

姓名	职务	简历
吴胜武 (紫光背景)	董事长	现任紫光集团有限公司全球执行副总裁、500.com LIMITED 董事长、新华三集团有限公司董事、紫光摩视慧行(北京)科技有限公司董事，现任全国青联委员、IT 工作者联谊会常务理事、浙江大学宁波理工学院、宁波工程学院、宁波大学兼职教授(硕士生导师)、浙江大学电子商务研究院客座研究员、清华大学唐仲英兼职导师。
金鑫 (学大背景)	董事、总经理	2001 年 9 月创办学大教育，2009 年至今任北京学大信息技术集团有限公司董事长、总裁(暨总经理)；2016 年至今任学成世纪(北京)信息技术有限公司执行董事、总裁(暨总经理)，2016 年 2 月至 2017 年 3 月期间曾担任厦门紫光学大股份有限公司董事、副董事长、总裁(暨总经理)职务。
廖春荣 (银润背景)	董事	近五年任上海银润控股(集团)有限公司董事长，银润控股集团(澳门)有限公司董事长、浙江台州柳林湾投资策划有限公司董事长(自 2020 年 2 月 27 日起改任执行董事)、总经理。廖春荣先生自 2011 年 7 月至今担任紫光学大董事。
郑铂 (紫光背景)	董事	现任紫光集团有限公司监事、投资合作部总监，紫光国芯微电子股份有限公司监事，诚泰财产保险股份有限公司董事，北京紫光通信科技集团有限公司董事，北京紫光资本管理有限公司董事。郑铂先生自 2016 年 2 月至今担任紫光学大董事。
陈斌生 (紫光背景)	董事	历任普华永道会计师事务所(广州)审计员、高级审计员，中国邮政储蓄银行广东省分行内控及贷后审计主管，中国民生银行资产运营及监控主管，于 2018 年 8 月加入紫光集团有限公司任投资管理部高级投资经理。陈斌生先生自 2019 年 4 月 4 日起担任紫光学大董事。
刁月霞 (紫光背景)	董事、副总经理、董事会秘书	自 2006 年 7 月至 2014 年 1 月任职于新华联集团，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 月至今先后担任紫光学大副总经理、董事会秘书、董事。
刘兰玉 (紫光背景)	独立董事	曾任北京市天银律师事务所合伙人、北京市海润律师事务所合伙人，现任北京海润天睿律师事务所合伙人。刘兰玉女士目前除担任紫光学大独立董事外，还担任天津南大通用数据技术股份有限公司独立董事、恒生电子股份有限公司独立董事。
李元旭 (紫光背景)	独立董事	复旦大学工业经济学博士。李元旭先生一直执教于复旦大学，担任管理学院教授、博士生导师。李元旭先生目前除担任紫光学大独立董事外，还担任雅本化学股份有限公司、张小泉股份有限公司独立董事。
王震 (紫光背景)	独立董事	现任国家税务总局教育中心特聘专家、中国人民大学财政金融学院研究生合作导师、中南财经政法大学兼职硕士生导师、北京国家会计学院特聘客座教授、中国税收筹划研究会理事、中国商业会计学会理事，河北地质大学会计学院税收筹划研究中心主任。王震先生目前除担任紫光学大独立董事外，还担任河钢股份有限公司独立董事、石家庄以岭药业股份有限公司独立董事。

来源：公司公告，国金证券研究所

- **综上，金鑫先生控制的天津安特成为紫光学大第一大股东，并就任集团董事、总经理，有利于增强学大教育在集团中的话语权。**以收入计，学大教育为中国头部线下教育公司。此前学大教育曾于 2010 年在纽交所上市，2016 年被紫光学大收购退市后由于一系列原因业绩增速放缓，利润率较低。此次股权、人事变动有利于学大增强在集团内的话语权，回归发展轨道，有助于进一步优化经营提升利润水平，有望重振旗鼓迎来边际改善。

2. 历史回顾：大股东紫光借款收购学大教育后续定增&重组未成，遗留大额负债问题

2.1. 2015-16 年引入紫光卓远，后向其借款收购学大教育

- **紫光学大前身是成立于 1984 年的厦门海洋渔业开发公司，**当时系由厦门市水产局批准成立。公司后续于 1992 年完成股改，于 1993 年在深交所上市。公司经历数次更名，2015 年 4 月引入紫光卓远、收购学大教育前名为银润投资，控股股东为柳林湾，实控人为廖春荣先生。
- **2015 年 4 月引入紫光卓远，并通过学大教育收购议案。**2015 年，紫光学大(当时公司名称仍为银润投资，为方便理解下文统一称为紫光学大)自

春节后 2 月 9 日起一直停牌至 4 月底，届时柳林湾直接持有紫光学大 28.52% 的股份。2015 年 4 月 20 日董事会决议公告，拟向学大教育发出收购提议，收购其全部以发行股份，作价 2.2 亿美元（约合 13.4 亿人民币）。4 月 21 日，柳林湾与紫光卓远签订股份转让协议，以 6 亿元人民币将紫光学大 15.59% 的股份转让给紫光卓远，转让完成后紫光卓远成为紫光学大的第一大股东，柳林湾将剩余 12.93% 股权持有至今。

- **2015 年 8 月公布定增预案，拟募集 55 亿元，其中绝大部分投入收购学大教育。**根据当时的预案，集团预计投入 23 亿元收购学大教育，17.6 亿元设立国际教育学校投资服务公司，14.4 亿元投入在线教育平台建设。若收购学大教育所需款项多于 23 亿元，则将其余募集资金优先用于学大的收购。定增预案中的发行对象也包括银润投资首期 1 号员工持股计划，原本计划用于绑定学大教育核心员工的利益。若此定增完成，紫光育才将成为公司第一大股东，清华控股将通过紫光育才和紫光卓远成为紫光学大的实控人。

图表 5：2015 年紫光学大定增主要用于收购学大教育

项目	预计拟投入募集金额（亿元）
收购学大教育	23.0
建立国际教育学校投资服务公司	17.6
在线教育平台建设	14.4
合计	55.0

来源：公司公告，国金证券研究所

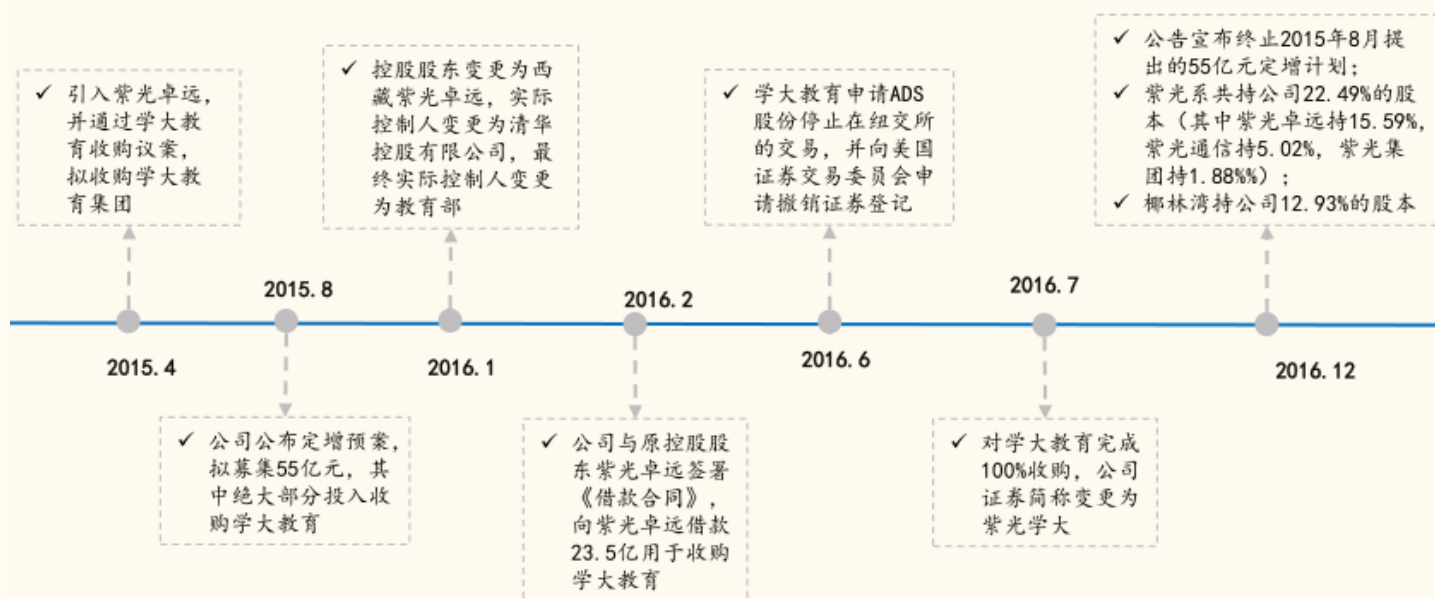
图表 6：定增发行对象包括员工持股计划，完成后紫光育才将成第一大股东

发行对象	认购方式	认购股份（万股）	认购金额（亿元）
紫光育才	现金	10663.88	20.40
长城嘉信	现金	2848.93	5.45
健坤长青	现金	156.82	0.30
学思投资	现金	2012.55	3.85
乐金兄弟	现金	679.56	1.30
乐耘投资	现金	7475.17	14.30
谷多投资	现金	1411.40	2.70
科劲投资	现金	1411.40	2.70
国研宝业	现金	1045.48	2.00
银润投资首期 1 号员工持股计划	现金	1045.48	2.00
合计		28750.65	不超过 55 亿元

来源：公司公告，国金证券研究所

- **2016 年 2 月定增未落地之际，向原控股股东紫光卓远借款 23.5 亿用于收购学大教育。**2 月，紫光学大与原控股股东紫光卓远签署《借款合同》，借款金额为不超过 3.7 亿美元的等额人民币，期限 1 年，年利率 4.35%。紫光学大实际借款本金为 23.5 亿人民币，并于 2016 年 5 月到账。
- **2016 年 7 月，公司完成对学大教育的收购，并更名为“紫光学大”。**此后，公司主营业务转变为学大教育提供的以一对一和小班组为主的 K12 课外辅导服务。
- **2016 年 12 月定增计划公告终止，2017 年 3 月学大教育创始人金鑫先生辞去公司副董事长、总经理职务。**由于经营情况、融资环境、监管政策要求和认购对象意愿等因素发生改变，2016 年 12 月公司董事会决定终止非公开发行股票事项并撤回相关申请，而定增发行对象中包含的银润投资首期 1 号员工持股计划也一并终止（该计划原定参与人员为学大教育员工）。2017 年 3 月，公司公告收到金鑫先生书面辞职报告，将辞去公司副董事长、董事、总经理暨总裁的职务，原因是金鑫先生希望将时间和精力专注于教育业务的经营和管理。

图表 7：原学大教育并购回归计划分两步走，但第二步定增未能完成



来源：公司公告，国金证券研究所

- 由于未能通过定增募集资金，部分 23.5 亿元股东借款多次展期遗留至今，目前仍剩余 15.45 亿元。原借款到期时间为 2017 年 5 月，公司于 17、18、19、20 年 4 月四次签署借款展期合同，利率保持不变的情况下展期 1 年。紫光学大于 2016 年 7 月、8 月分别偿还 3.5 亿元、1.5 亿元，至年底贷款剩余 18.5 亿元；2017 年 12 月偿还本金 0.35 亿元，至年末剩余 18.15 亿元；2018 年末偿还本金。
- 2019 年末开始偿还节奏明显加快，10、11、12 月分别提前偿还 0.7 亿元、1.4 亿元、0.3 亿元，至年底剩余本金 15.75 亿元；2020 年 1 月、4 月提前偿还 0.2 亿元、0.1 亿元，至 2020 年 5 月签订展期合同时仍有 15.45 亿元借款剩余。

图表 8：股东借款 2019 年底开始还款节奏加快，但仍有 15.45 亿元剩余

日期	偿还利息 (亿元)	偿还本金 (亿元)	剩余本金 (亿元)	备注
2016 年 5 月 24 日			23.50	借款到账
2016 年 7 月 22 日		3.50	20.00	
2016 年 8 月 22 日	0.02	1.50	18.50	
2017 年 5 月 23 日	0.80		18.50	支付利息，展期一年
2017 年 12 月 27 日	0.01	0.35	18.15	
2018 年 5 月 23 日	0.79		18.15	支付利息，展期一年
2019 年 5 月 23 日	0.79		18.15	支付利息，展期一年
2019 年 10 月 17 日		0.70	17.45	
2019 年 11 月 22 日		1.40	16.05	
2019 年 12 月 4 日		0.30	15.75	
2020 年 1 月 21 日		0.20	15.55	
2020 年 4 月 17 日		0.10	15.45	
2020 年 5 月 23 日	0.67		15.45	支付利息，展期一年
合计	3.08	8.05		共偿还本息 11.13 亿元

来源：公司公告，国金证券研究所

- 多年来该项借款利率一直保持为 4.35%，由于本金较高，利息费用给公司利润造成较高压力，此外高额还款占用现金流拖慢业务发展。2016 年来，公司共偿还利息 3.08 亿元，本金 8.05 亿元，合计 11.13 亿元。以目前的利率和剩余借款计算，每年将产生税前利息费用 0.67 亿。

2.2. 2017 年 5 月至 2019 年 2 月多次尝试资产重组均告终止

- **2017 年 3-5 月公告拟收购 PFI，并出售学大教育及学大信息技术有限公司等资产。**2017 年 3 月 20 日起紫光学大因筹划重大事项停牌；4 月公司披露年报后，由于连续两年亏损触发退市预警；5 月 19 日披露拟购买 Prime Foundation Inc. 51% 股权，PFI 系台湾上市公司大众全球投资旗下孙公司。交易中拟以现金方式出售学大教育、学大信息、上海瑞聚实业、厦门旭飞房地产的全部股权。**2017 年 6 月公告取消上述议案，改为仅出售厦门旭飞房地产，**原因是国内证券市场环境、政策等客观情况及投资风险等因素。
- **2017 年 10 月-2018 年 1 月因重大事项停牌，拟购买软通动力并出售学大教育等资产。**公司 2017 年 10 月起停牌，12 月 16 日披露“初步计划拟购买的标的资产涉及软件与信息技术服务业；初步计划拟出售的标的资产涉及教育和/或租赁业等行业”。**2018 年 1 月 10 日披露该重组计划已终止，**原具体重组方案为出售学大教育、学大信息和上海瑞聚实业，并购买软通动力全部股权。
- **2018 年 1 月通过国有产权挂牌的方式出售厦门旭飞，**后因未找到合适的买家而宣告终止。4 月因未能得到报价，公司决议下调出售底价 10%。但下调底价后仍未能找到有效的意向受让方，于 8 月底宣布终止出售厦门旭飞。
- **2018 年 3 月 22 日开市停牌，披露天山铝业收购计划。**2018 年 8 月，公司公告交易预案，拟以 236 亿元收购天山铝业 100% 股权，交易完成后公司股东变更为锦隆能源，实控人变更为天山铝业方的曾超懿等。交易完成后，公司将置出学大信息和学大教育，业务由教育培训服务变更为原铝、铝深加工等。**天津安特原本计划在天山铝业交易完成后接手学大教育，**根据上述交易预案中披露的《股权转让框架协议》，重组完成后紫光学大将把学大教育及学大信息 100% 转让给天津安特，并以天津安特支付的转让对价清偿向紫光卓远的借款。
- **2019 年 2 月，公司宣布终止收购天山铝业，置出学大教育等事项也一并终止。**原因为资产重组推进期间宏观经济环境及国内外资本市场情况发生较大变化，重组双方认为本次重组无法达到双方预期，继续推进存在较大风险和不确定性。

图表 9：2017-19 紫光学大曾尝试一系列重组计划，均告失败



来源：公司公告，国金证券研究所

2.3. 历史遗留问题迎转机，股权匹配有望释放净利弹性

- **学大教育 2016 年回归 A 股的计划原本是两步走，但后续定增未能完成引发连锁反应：**①向紫光学大（当时名为银润投资）股东紫光卓远借款以尽快完成收购，②通过定向增发偿还股东借款，并通过员工持股计划绑定学大教育高管。但由于种种原因，公司并购学大后定向增发未能完成，因此一直无法偿还股东借款。
- **学大教育利息费用较高压利润。**而学大教育本身利润率不算高，2019 年毛利率/净利率分别为 27.04%/4.75%。每年大多数利润用于偿还利息，2019 年紫光学大集团财务费用率高达 2.65%，其中 85%为净利息支出，在财务费用等因素的综合影响下紫光学大的归母净利率仅为 0.5%。
- **学大教育管理层未能和上市公司捆绑造成管理错配。**在金鑫成为董事前原董事会中没有学大背景的成员。原本公司计划员工持股计划（银润首期 1 号员工持股计划）绑定学大教育核心人员，但该计划随 2016 年定增预案而终止，造成管理错配，一定程度影响业务扩张进展和管理运营效率。
- **总体来看，我们认为：**①学大是个优质品牌，在全国范围内拥有广泛而显著影响力，其品牌力拥有壁垒与核心价值，公司回归 A 股后定增失败重组没有成功，未能绑定股权关系造成管理错配。②现在金鑫归来董事会，担任上市公司总经理，股权关系重新绑定，是一个重要信号，预示着股权管理一致化，未来上市公司有望将战略重点放在学大上，治理关系边际改善经营反转，毛利率、费用率有较大改善空间。

图表 10：学大创始人回归管理层，历史遗留问题迎转机



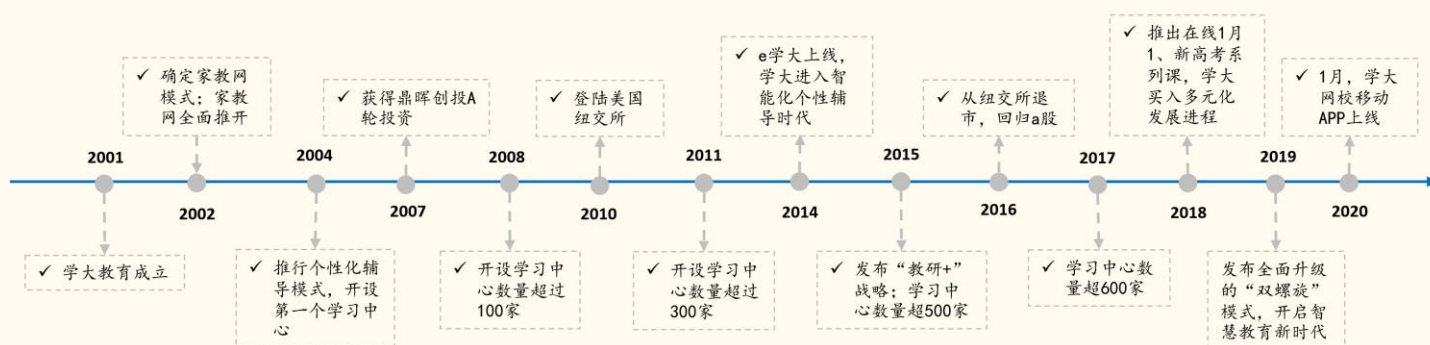
来源：国金证券研究所

3. 沉睡的线下 K12 巨头进入苏醒倒计时，核心资产有望重现光芒

3.1. 学大教育：全国性连锁知名培训品牌，1V1 为主，小班组业务持续扩张的老牌培训机构

学大教育是一家拥有 19 年历史的老牌 K12 培训机构。公司成立于 2001 年，创立之初为家教网，是一个撮合老师和学生的网上家教中介平台。2004 年，学大在北京开设第一个教学中心，转型向线下发展，推行的是个性化 1V1 的辅导模式。2007 年学大获得鼎晖创投领投的首轮 1000 万美元融资。2010 年公司登陆纽交所，同年开始小班组业务的试点拓宽业务面。2016 年 7 月紫光学大完成对学大教育的并购，公司回归 A 股。2019 年开始线上化，发布全面升级的“双螺旋”模式开启智慧教育进程，并于 2020 年 1 月上线“学大网校”移动 app。

图表 11：学大教育发展历程——19 年历史，从家教网转型而来



来源：公司官网，国金证券研究所

- 学大教育提供全年级全科的个性化辅导课程。除各年级各个学科之外，也有作文、中高考押题冲刺等专项课程提供。由于学大以 1V1 和 3-6 人小班组课程为主，其授课内容课根据学生情况灵活定制，分为五大阶段（基础、进阶、优化、拔高、超越）四大特色课程（同步巩固、专项巩固、潜能特色、冲刺突破）。不论是需要全方位恶补的基础薄弱的学生还是存在某项短板的偏科生都能够得到充分照顾。

图表 12：学大教育提供全年级全科的个性化辅导课程



来源：公司官网，国金证券研究所

- 业态：1 对 1 和小组教学为主。公司拥有完整成熟的 1 对 1 课程体系，学习流程包括课前评测、辅导计划定制、效果监测评估等环节。除每名学生拥有专门的培训教师外，还配套由教育咨询、班主任、心理咨询、教研组和陪读教师组成的服务团队。

图表 13：1 对 1 课程每名同学配套 6 人服务团队



来源：公司官网，国金证券研究所

- **学大教育小班课班型较小，人数为 3-6 人。**由于班型较小，学大的小班课一定程度上沿袭部分 1V1 的特点，可为每位学生定制专属方案保留灵活性，且配备专属的教学服务团队。小班课和 1 对 1 的高相似降低切换班型所需适应时间，有利于提高教师人效和产能利用率，同时使用同一品牌提供客单价差异化产品（6 人小班定价约为 1 对 1 三分之一），有利于扩大目标消费者群体，有望降低集团的综合营销成本。

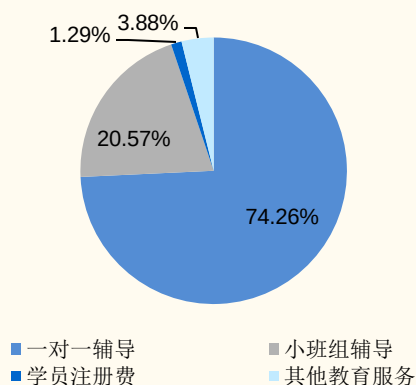
图表 14：学大教育的小组课人数为 3-6 人



来源：公司官网，国金证券研究所

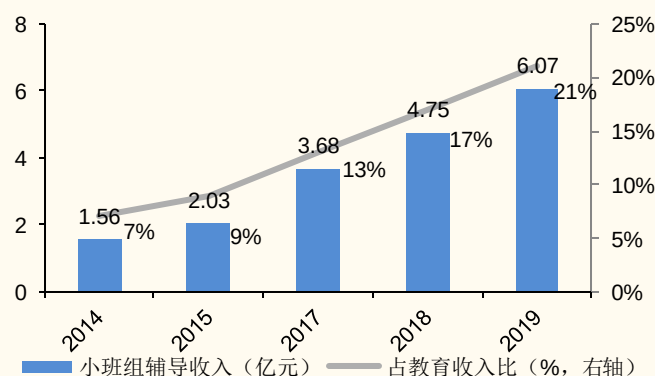
- **1V1 仍是主力，2014 年开始加大小班课辅导发展力度。**2019 年公司教育业务收入中主力 1V1 课程占比 74%，小班课占比 21%，学员注册费和其他教育服务分别占比 1.29%/3.88%，其他教育服务主要是自主招生收入和在线教育收入等。2014 年公司开始加大小班课业务发展力度，其收入由 2014 年的 1.56 亿提升至 2019 年的 6.07 亿，期间 CAGR 高达 40.4%；占收入的比重由 7%提升至 21%。

图表 15：2019 年一对一辅导贡献 74% 教育收入



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 16：小班组业务高速发展，收入占比逐年提高



来源：公司公告，国金证券研究所

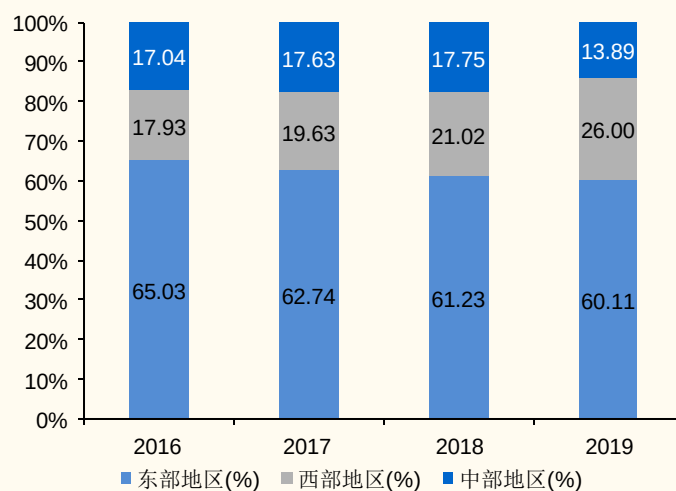
■ 教学点遍布全国，东部为优势区域，非东部区域占比提升。经过多年发展，学大拥有的 570+ 个教学点遍布全国 100+ 城市，于我国东部、西部、中部均有覆盖。近年来各区域发展区域均衡，非东部地区收入占比提升。覆盖广是较为重要的优势，因为对于线下培训机构来说，进入新地区存在一定的壁垒。首先，口碑和知名度会在相当程度上影响招生，因此进入新地区需要一定的时间成本打造口碑和知名度；其次，各地教材和考试重点有所不同，尤其是对于小升初和中考，机构若想在某一地区扎实地发展起来需要时间进行本地化积累。

图表 17：学大线下教学点分布广，覆盖 100+ 城市



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 18：各区域收入日趋均衡，东部仍为主要来源



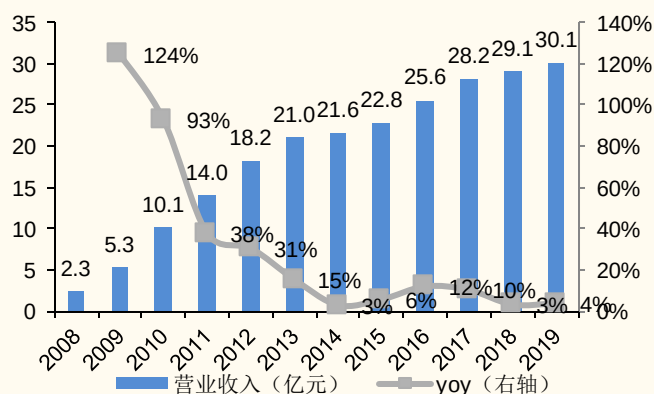
来源：公司公告，国金证券研究所

■ 从业务发展上看，学大教育具有如下核心优势：①拥有 19 年历史的大型老牌机构，拥有较高的知名度，竞争对手难以快速复制；②业务覆盖区域广，无需花费大量时间开拓区域，具备在已有的渠道基础上，边际投入较小的情况下，实现良好增长的潜力；③业务模式成熟，近年来利用 1 对 1 业务基础开拓受众面更广的小班组课程市场，有望进一步打开成长空间。

3.2. 学大教育：规模大增长缓，利润率偏低，边际改善空间大

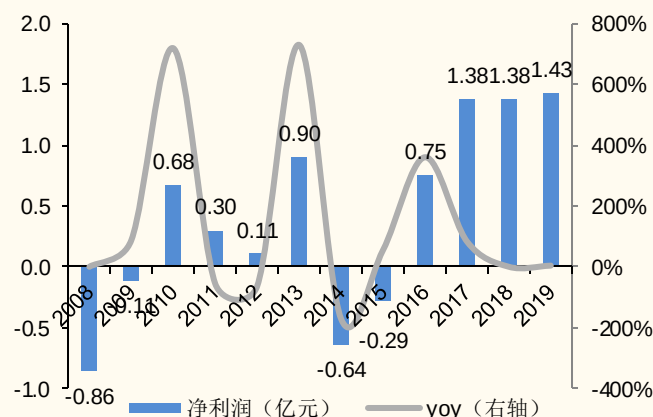
■ 学大教育 2018-19 业绩增长有所放缓。学大教育 2018-19 年收入分别为 29.06 亿/30.12 亿（据公司 2018 年报，学大教育收入高于紫光学大收入的原因是分部间抵消），同比增长 3%/4%，收入年增速有所放缓。利润也随之进入平台期，2018-19 年净利润分别为 1.38 亿、1.43 亿，同比持平/+4%。我们认为业务放缓的重要原因在于 2016 年的定增未能完成，造成较大的负债、利息压力以及管理错配，此外 2017-19 年集团多次尝试重组置出学大教育，未能给公司业务发展提供稳定的环境也是影响因素之一。

图表 19：学大教育收入及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

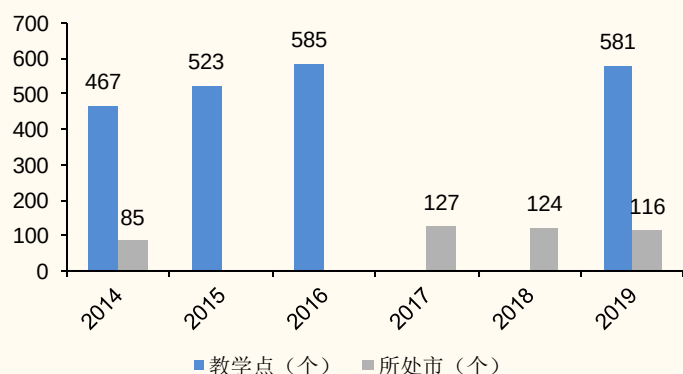
图表 20：学大教育净利润及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

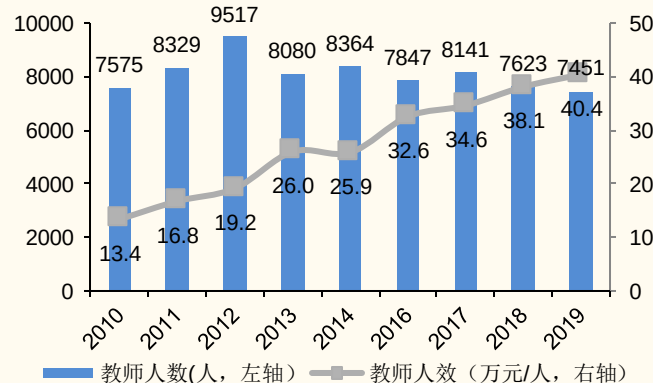
- 教学点数量增长有所停滞，所处城市数量和教师人数有所下降。公司在 2016 年前教学点数量均保持 10% 以上的年增速；据公司官网，2017 年学大教学点数量超 600 家，之后教学点数量和所处城市数量均开始减少，至 2019 年，教学点数量为 581 个，少于 2016 年的 585 个，根据 2020 年 6 月 20 日学大官网显示，目前学习中心数量为 570+。教师人数自 2017 年之后也持续减少，2018/19 年分别同减 6.4%/2.3%。教师人数下降的部分原因是公司小班组业务相对 1V1 业务占比提升，这也体现在教师人效的提升上：学大教师平均人效从 2010 年的 13.4 万/人增至 2019 年的 40.4 万/人，对应 CAGR 为 14.8%，2019 年同比增幅为 6.0%。

图表 21：教学点数量增长停滞，所处城市数量减少



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 22：教师人效持续增长，2017 年后人数下滑

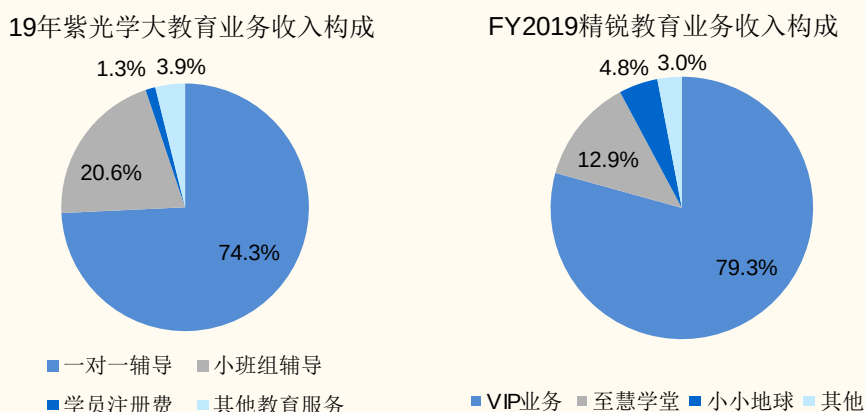


来源：公司公告，国金证券研究所

注：教师人效=学大教育收入/教师人数

- 我们选取另一家以 1V1 为主的大型上市机构精锐教育与学大对比：FY2019 精锐教育 VIP 业务收入占比为 79.5%，紫光学大 2019 年 1V1 业务收入占教育业务收入之比为 74.3%；精锐教育 FY2019 收入为 39.94 亿元，学大为 30.12 亿元。从收入规模和业态构成来看二者都较为接近，可比性较强。

图表 23：学大教育和精锐教育收入构成相似



来源：公司公告，国金证券研究所

注：精锐教育财年 2019-08-31

- 对比行业水平来看，学大教育的利润率有较大提升空间。精锐教育 FY2016-17 净利率均高于 10%，FY2018-19 因并购、加速拓展新网点等因素净利率有所下滑。因此我们认为成熟稳定的一对一培训机构净利率应该与精锐教育 FY2016-17 年的水平相当，约在 10% 左右。学大教育 2019 年的净利率仅为 4.75%，与 10% 的合理水平相比仍有一倍以上的提升空间。
- 学大教育和精锐教育毛利率相差较大，我们认为主要有两方面因素：①学大教育定价较低，具体以上海初三为例，学大教育价格为 300 元/小时，精锐教育价格为 445 元/小时，上海地区 K12 综合来看，学大价格约在 200-400 元/小时，而精锐价格约在 300-600 元/小时（低年级价差相对小，高年级价差相对大，需注意以上价格均为原价，各机构会提供不同程度的折扣，折扣额根据学生情况、购买课程数量等不同而改变）；②核算方式差异。

图表 24：紫光学大毛利率、净利率低于其他上市 K12 一对一培训公司

一对一、小班机构对比	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019
收入				
学大教育	25.56	28.17	29.06	30.12
精锐教育 ¹	15.29	20.58	28.63	39.94
净利润				
学大教育	0.75	1.38	1.38	1.43
精锐教育	1.87	2.43	2.15	1.66
毛利率				
学大教育 ²		28.47%	26.97%	27.04%
精锐教育	52.25%	51.29%	50.64%	48.12%
销售+管理费用率				
紫光学大 ³		20.42%	21.39%	19.50%
精锐教育	36.94%	36.48%	42.62%	42.40%
财务费用率				
紫光学大 ³		2.73%	2.71%	2.65%
精锐教育	-0.81%	-0.65%	-0.18%	-0.52%
净利率				
学大教育	2.94%	4.89%	4.75%	4.75%
精锐教育	12.22%	11.82%	7.49%	4.16%

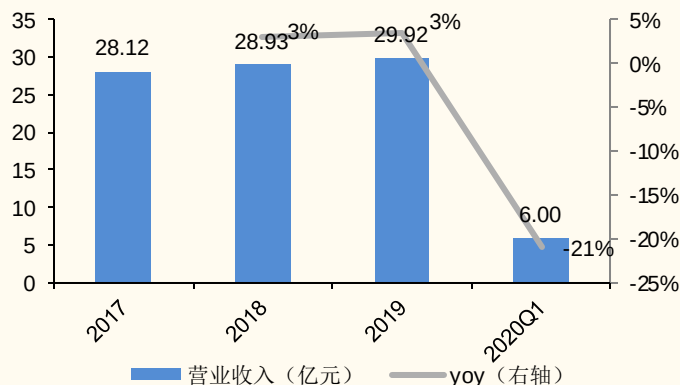
来源：wind，国金证券研究所

注：1.精锐教育财年为 0831；2.为紫光学大教育业务毛利率；3.学大教育费用率未披露，用紫光学大费用率代替

3.3. 紫光学大：负债压力较大利息支出高，良好现金流体现利润改善空间

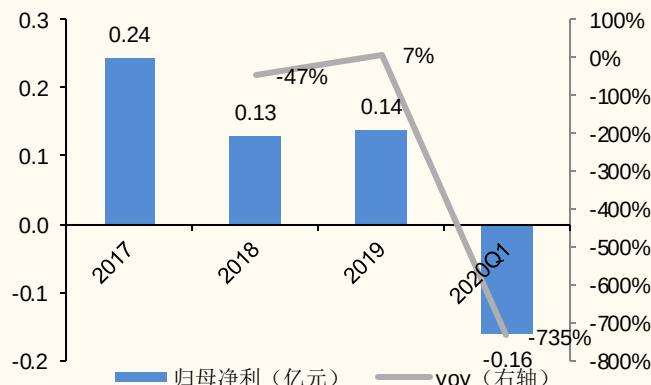
- 紫光学大的负债压力一定程度上影响集团业绩增长。从收入上看，紫光学大 99%以上收入来源于学大教育，其余动产、房产租赁业务占比不足 1%。集团 2017-19 年收入增速均在 3%左右，在 K12 培训业内属于较低水平；2020Q1 受疫情线下培训停课等原因收入同比-21%。从利润上看，集团 2017-19 归母净利分别为 0.24 亿/0.13 亿/0.14 亿，2018-19 同比增速为-46.9%/+7.1%。2017-19 年紫光学大集团净利率仅为 0.9%/0.4%/0.5%，显著低于学大教育的 4.9%/4.8%/4.8%，一大原因系受到股东借款利息影响。总体上来看，公司体量高而利润率低，若未来能偿还贷款并改善经营，其利润有望展现较高弹性。

图表 25：紫光学大收入及增速



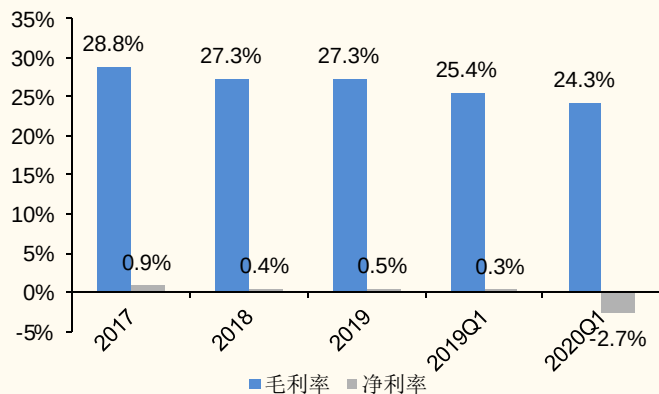
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 26：紫光学大集团归母净利及增速



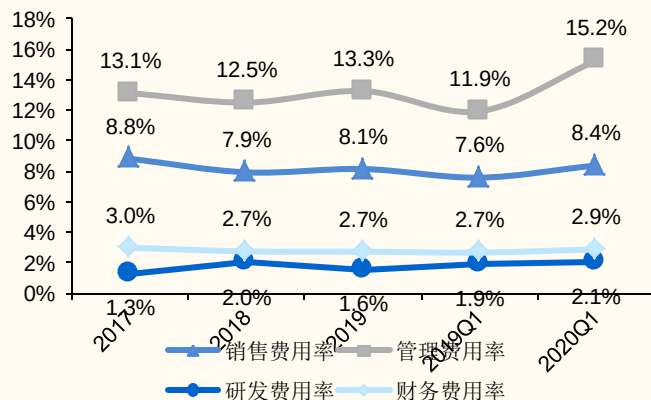
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 27：紫光学大毛利率、净利率有提升空间



来源：公司公告，国金证券研究所

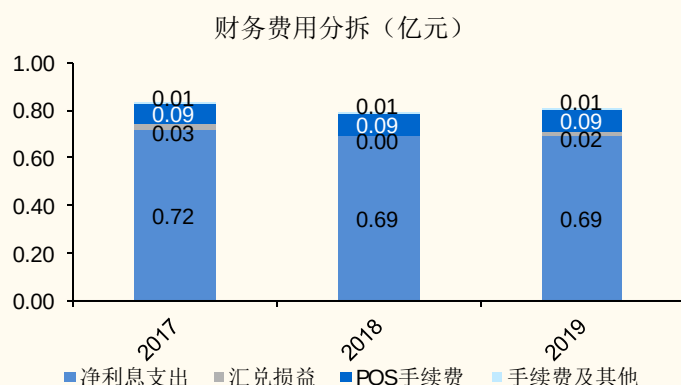
图表 28：总体费率可控，财务费用率较高



来源：公司公告，国金证券研究所

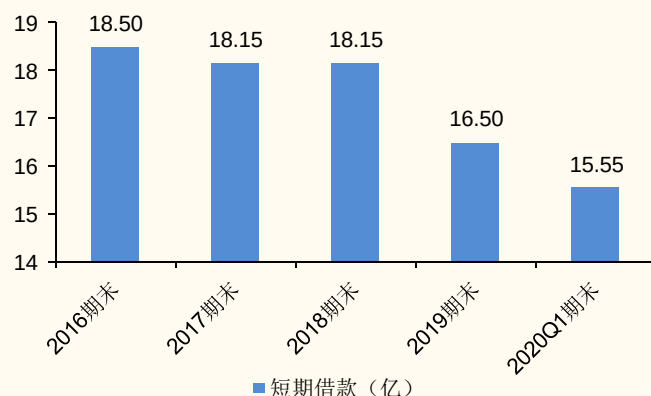
- 财务费用中大部分为利息支出；2019 年加快贷款偿还，短期借款余额减少。2017-19 年公司财务费用分别为 0.84 亿/0.79 亿/0.81 亿，其中 0.72 亿/0.69 亿/0.69 亿为净利息支出，利息支出占比为 86%/87%/86%。公司短期贷款为欠原第一大股东紫光卓远的借款，原本用于收购学大集团。虽然该借款始于 2016 年，但由于是一年一续借所以归入短期借款。2019 年公司加快还贷节奏，随着短期贷款余额减少未来还贷压力减轻，利息支出和财务费用率有望同步下降。

图表 29：财务费用中大部分为利息支出



来源：公司公告，国金证券研究所

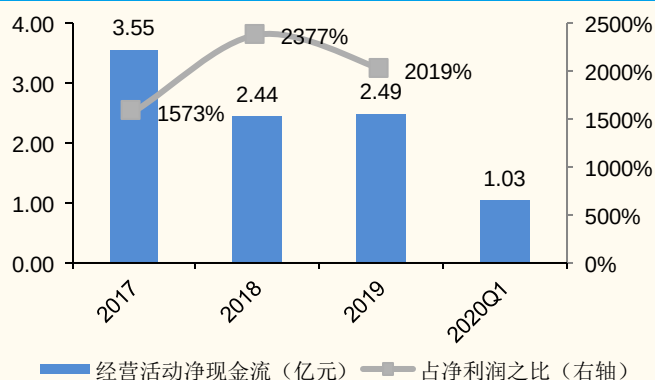
图表 30：2019 年起还贷速度加快，剩余贷款减少



来源：公司公告，国金证券研究所

- **经营活动现金流、在手现金保持稳健水平。**2017-19 年由于净利润受利息支出较大负面影响，经营活动现金流大幅高于净利润，盈利质量高，我们认为这是集团净利润拥有较高边际改善空间的一个直观体现。尽管欠债压力较大幅度影响利润，集团仍有超过 11 亿货币资金+交易性金融资产（主要为理财产品），保障日常经营所需。

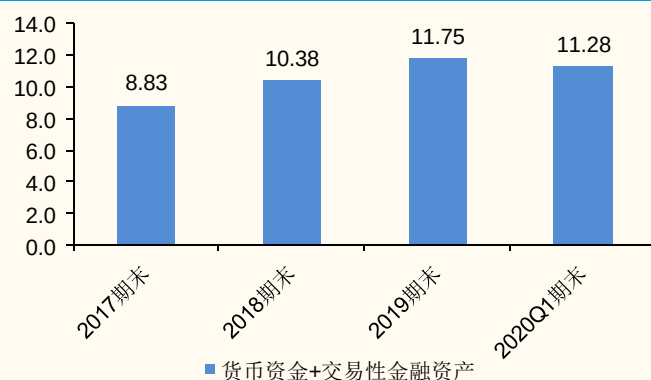
图表 31：经营活动净现金流高于利润，较为稳健



来源：公司公告，国金证券研究所

注：20Q1 公司净亏损 0.16 亿，故不计算占比

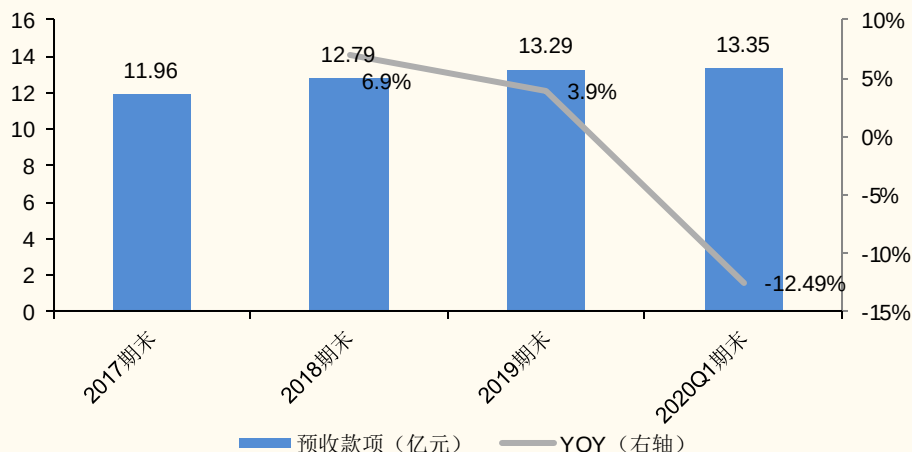
图表 32：在手现金较为充裕



来源：公司公告，国金证券研究所

- **预收账款 2017-19 年稳定增长。**2017-19 年紫光学大整体预收账款分别为 11.96 亿/12.79 亿/13.29 亿，18、19 年同增 6.9%/3.9%，与学大教育的收入增速匹配。20Q1 受疫情影响预收账款同比出现较大下滑，为 13.35 亿/-12.49%YOY，但仍高于 2019 年末。

图表 33：预收账款 2017-19 年稳定增长，受疫情影响 20Q1 同比下滑

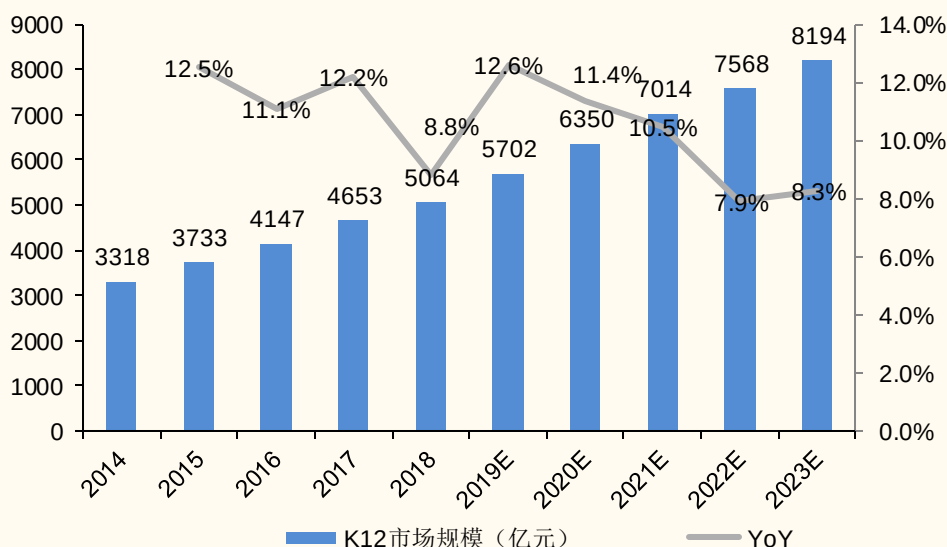


来源：公司公告，国金证券研究所

4. 行业：K12 一对一固有需求稳固，学大为细分赛道龙头之一

- **K12 课后辅导市场规模约 6000 亿，未来仍具增长潜力。**据弗若斯特沙利文数据显示，2018 年国内 K12 课后辅导市场规模达 5064 亿，预计至 2020 年市场规模将达到 6350 亿，且在相当一段时间内具备良好的成长性，预计 2023 年市场规模将达到 8194 亿，20-23 CAGR 为 8.8%。
- **一对一培训固有需求稳固，持续增长可期。**沙利文预计，2017 年国内 K12 一对一市场规模为 558 亿，17-22CAGR 为 12.0%。以该 CAGR 预计，2020 年一对一市场规模将达到 784 亿。K12 一对一培训的需求主要来源于“灵活个性化辅导”和“充分反馈”的固有诉求，适合于查漏补缺，因此一对一的需求稳固且将长期存在。

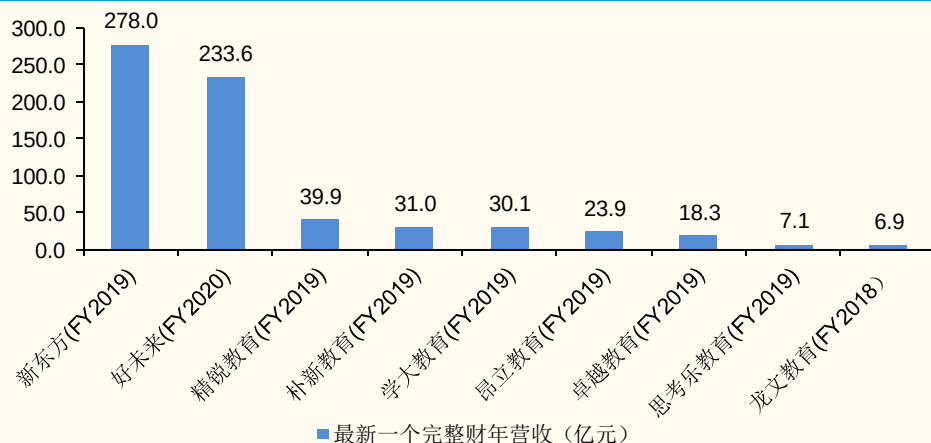
图表 34：预计 2020 年 K12 课后辅导整体市场规模达 6000 亿级别



来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

- **学大教育规模较大，目前在上市线下 K12 培训公司中位列第五。**总体上看，我国 K12 培训市场格局呈“二超多强”，学大教育规模位列诸强前列，目前排名市场第五。

图表 35：学大教育收入规模位列国内线下 K12 上市公司第五



来源：wind，国金证券研究所

注：新东方财期 2019-05-31，好未来财期 2020-02-29，精锐教育财期 2019-08-31

■ 从赛道特性上看，学大教育如下优势：

- **1V1 固有需求特性稳固。**尽管 1V1 毛利率相对其他 K12 培训模式较低，扩张边际成本高于其他培训业态，但 1V1 是一种固有需求，可替代性低，因此赛道根基牢固。预计 2020 年市场规模 784 亿，未来有望保持 10% 以上的年增速，拥有良好发展空间，学大教育作为赛道龙头有望充分受益。
- **1V1 的壁垒主要体现在①品牌知名度重要性高，②管理难。**具体来看：①1V1 相对小班教学价格更高，因此其主要面向的高净值客户对教学效果和服务也要求更高，此外 1V1 签约周期通常长达一年以上，长签约 X 高单价造就大订单，因此客户绑定周期长转移成本高，品牌的规模和知名度成为决定客户签约意愿的重要因素；②1V1 即要让教师留住学生，又不能让学生和教师私自联系绕过公司私下上课，因此管理机制的设计及落地对于全国性的 1V1 机构来说是较难突破的壁垒之一。
- **学大教育是老牌一对一 K12 培训龙头机构，拥有“品牌+管理”重要壁垒，具备核心价值。**学大教育是一家拥有 19 年历史的老牌机构，积累了丰富的管理经验；目前在上市线下 K12 培训公司中体量排在第五，教学点覆盖全国，形成了较高的品牌知名度。

5. 盈利预测与投资建议

■ 盈利预测基本假设：

- 公司公告因疫情原因，年初至 6 月中旬收入同比减少约 30%。我们预测下半年恢复 5% 的正常增速，考虑到上半年（尤其是第二季度）收入占比较高，2020 年教育业务收入增速约为 -15%YOY，总营收 -15.07%YOY。
- 21/22 年考虑到公司业务逐渐恢复，人效提升以及经营边际改善外拓加速，教育业务收入 +30%/+15%YOY，设备租赁、其他业务不是经营重心，未来收入略有下降，综上预计 21/22 年公司营业总收入 +29.5%/+14.8%YOY。
- 由于 2020 收入预计较大幅度下降，毛利率将受到一定影响；2021、22 年随着公司经营逐渐转好，毛利率逐渐提高，预计 20-22 年毛利率分别为 25.1%、28.8%、30.2%。

- 随着公司教育业务外拓加速，费用率略有上升。预计 20-22 年销售费用率分别为 7.7%、8.7%、9.1%；管理费用率分别为 13.1%、13.5%、13.8%；研发费用率分别为 2.0%、2.1%、2.4%。

图表 36：盈利预测基本假设

单位：百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
教育培训服务费					
营业收入	2,852	2,953	2,510	3,263	3,752
YOY	2.75%	3.53%	-15.00%	30.00%	15.00%
毛利率(%)	26.97%	27.04%	25.69%	29.03%	30.48%
设备租赁					
营业收入	10	9	6	4	3
YOY	-24.71%	-12.64%	-30%	-30%	-30%
毛利率(%)	27.20%	11.52%	8.06%	7.26%	6.53%
房屋租赁					
营业收入	6	6	6	6	6
YOY	2.09%	0.00%	-10.00%	10.00%	0.00%
毛利率(%)	69.82%	69.82%	48.87%	69.82%	69.82%
其他					
营业收入	29	24	19	17	15
YOY	76.36%	-16.19%	-20.00%	-10.00%	-10.00%
毛利率(%)	58.86%	51.46%	48.89%	47.91%	46.95%
合计					
营业总收入	2,897	2,992	2,541	3,291	3,777
YOY	3.04%	3.27%	-15.07%	29.51%	14.78%
毛利率(%)	28.83%	27.38%	25.87%	29.18%	30.59%
费用率假设					
销售费用率	7.92%	8.14%	7.73%	8.66%	9.09%
管理费用率	12.50%	13.26%	13.12%	13.52%	13.79%
研发费用率	1.98%	1.57%	2.05%	2.15%	2.36%

来源：wind，国金证券研究所预测

- **投资建议：**学大教育最重要的价值和壁垒在于“品牌认知和管理能力”，公司收入规模位列 1V1 赛道龙头，拥有全国化的网点覆盖和品牌认知。1V1 培训需求稳固，且民办摇号政策对其不会产生重大影响，公司有望从 1V1 赛道的发展中深度收益。学大创始人金鑫先生重回董事会并担任公司总经理后，股权、管理关系重新匹配，公司战略部署规划有望边际改善，未来经营管理持续优化可期。我们预计 20-22 年公司收入为 25.4/32.9/37.8 亿，净利为 -0.19/0.36/0.92 亿，对应 PS 为 2.1/1.6/1.4x，对应 PE 为 -288/150/59x。由于公司目前净利率低，有较高提升空间，PS 估值更为合理。首次覆盖，按 21 年 2.28 倍 PS 给予目标价 78.1 元，给予买入评级。

图表 37：PS 估值对比

证券简称	股票代码	市值 ¹ (亿元)	收入 (亿元)				对应 PS			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
紫光学大 ²	000526.SZ	54.00	29.92	25.41	32.91	37.78	1.80	2.13	1.64	1.43
新东方 ³	EDU.N	1491.33	213.63	262.34	339.20	428.47	6.98	5.68	4.40	3.48
好未来 ³	TAL.N	2861.76	229.35	327.12	448.61	589.00	12.48	8.75	6.38	4.86
精锐教育	ONE.N	45.95	39.94	35.45	53.42	63.91	1.15	1.30	0.86	0.72
朴新教育	NEW.N	32.77	31.04				1.06			
昂立教育	600661.SH	44.99	23.91	30.11	34.93	41.91	1.88	1.49	1.29	1.07
立思辰	300010.SZ	158.12	19.79	21.47	27.31	33.27	7.99	7.36	5.79	4.75
卓越教育集团	3978.HK	27.78	18.34	21.30	27.18	32.66	1.52	1.30	1.02	0.85
思考乐教育	1769.HK	81.50	7.24	9.14	12.18	16.21	11.25	8.91	6.69	5.03
勤上股份	002638.SZ	35.39	12.85				2.75			
平均值							5.12	4.62	3.51	2.77

来源：wind，国金证券研究所

注 1：市值基于 2020 年 6 月 28 日收盘价

注 2：除紫光学大外，20-22E 收入为 wind 一致预期；

注 3：新东方财期 0531；好未来财期 0228，收入、PS 数据对应 FY2020A、2021-23E

图表 38：PE 估值对比

证券简称	股票代码	市值 ¹ (亿元)	净利润 (亿元)				对应 PE			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
紫光学大 ²	000526.SZ	54.00	0.1	-0.19	0.36	0.92	389.50	-288.83	149.82	58.61
新东方 ³	EDU.N	1491.33	15.7	30.58	42.37	58.19	94.87	48.76	35.20	25.63
好未来 ³	TAL.N	2861.76	-8.9	28.62	48.53	71.60	-319.96	100.01	58.96	39.97
精锐教育	ONE.N	45.95	2.5	-1.23	2.81	4.09	18.73	-37.36	16.35	11.23
朴新教育	NEW.N	32.77	-5.2				-6.32			
昂立教育	600661.SH	44.99	0.5	1.17	2.07	2.54	83.07	38.56	21.73	17.70
立思辰	300010.SZ	158.12	0.3	1.72	3.78	5.61	516.85	92.15	41.85	28.19
卓越教育集团	3978.HK	27.78	1.4	1.72	2.53	3.23	20.49	16.15	10.97	8.60
思考乐教育	1769.HK	81.50	0.9	1.58	2.05	2.61	85.98	51.64	39.75	31.22
勤上股份	002638.SZ	35.39	0.3				111.06			
平均值							631.64	74.50	45.60	32.03

来源：wind，国金证券研究所

注 1：市值基于 2020 年 6 月 28 日收盘价

注 2：除紫光学大外，20-22E 净利润为 wind 一致预期；

注 3：新东方财期 0531；好未来财期 0228，净利、PE 数据对应 FY2020A、FY2021-23E

风险提示

- **疫情影响持续**：公司业务主要通过线下进行，疫情中线下教学点将会停课，从而影响公司收益，2020 年上半年公司收入同减 30%。若疫情出现反复，或疫情收尾过程中学员恢复上课的意愿不强，公司收入将会继续受到影响。
- **商誉减值**：公司 2016 年收购学大教育和学大信息时确认商誉 15.3 亿元，至今从未计提减值准备，若学大教育长时间经营不达预期公司将有可能计提商誉减值，从而造成高额的一次性损失。

- **扩张不及预期：**收入增长很大程度上依靠教学点的扩张，若开点速度不及预期，将影响未来的收入增长空间。
- **有息借款较高：**2016 年收购学大教育时向原控股股东紫光卓远所借款项尚有 15.5 亿未还，年利率 4.35%。尽管该借款没有实质上的明确偿还期限，高额利息仍会大幅度拖累业绩；此外背负高额债务也不利于公司放开手脚拓展经营。
- **控股权暂未明确：**公司 18 日公告中指出，学大教育创始人所控制的天津安特及其一致行动人持股 23.94%，原控股股东紫光卓远及其一致行动人持股 23.76%，均未超过 30%且持股比例较为接近。因此，目前公司无控股股东及实际控制人。另外公司在 2017-19 年间数次尝试重组，未来资本运作方面或存不确定性。
- **民办摇号等政策风险：**2019 年 7 月国务院发布的民办摇号体现平均化改革思路，意在减少幼龄化筛选，或将对以培训幼升小、小升初为主的机构产生一定影响，对于中学培训为主的机构影响较小，除了目标客群的年龄阶段之外，目标客群的基础成绩定位不同，培训机构受到的影响程度也会有所差异；教培新规加强对于校外培训机构的监管，或影响扩张速度。
- **在线教育对线下的冲击：**公司在线教育业务尚处起步阶段，主要收入、利润来自线下。随着疫情期间在线教育渗透率的提升，未来受到在线教育的冲击程度可能会加剧。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	2,812	2,893	2,992	2,541	3,291	3,777
增长率		2.9%	3.4%	-15.1%	29.5%	14.8%
主营业务成本	-2,001	-2,104	-2,176	-1,884	-2,331	-2,622
%销售收入	71.2%	72.7%	72.7%	74.1%	70.8%	69.4%
毛利	811	789	816	657	960	1,156
%销售收入	28.8%	27.3%	27.3%	25.9%	29.2%	30.6%
营业税金及附加	-16	-15	-15	-13	-16	-19
%销售收入	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-248	-229	-243	-196	-285	-343
%销售收入	8.8%	7.9%	8.1%	7.7%	8.7%	9.1%
管理费用	-406	-362	-397	-333	-445	-521
%销售收入	14.4%	12.5%	13.3%	13.1%	13.5%	13.8%
研发费用	0	-57	-47	-52	-71	-89
%销售收入	0.0%	2.0%	1.6%	2.0%	2.1%	2.4%
息税前利润 (EBIT)	142	127	115	63	143	183
%销售收入	5.0%	4.4%	3.8%	2.5%	4.4%	4.9%
财务费用	-84	-79	-81	-70	-70	-65
%销售收入	3.0%	2.7%	2.7%	2.8%	2.1%	1.7%
资产减值损失	-1	-17	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	-2	0	0	0
投资收益	19	23	20	21	6	21
%税前利润	26.5%	44.7%	45.2%	314.4%	8.0%	15.7%
营业利润	79	59	48	13	79	140
营业利润率	2.8%	2.1%	1.6%	0.5%	2.4%	3.7%
营业外收支	-6	-9	-5	-6	-6	-6
税前利润	73	51	43	7	72	133
利润率	2.6%	1.8%	1.4%	0.3%	2.2%	3.5%
所得税	-50	-41	-31	-29	-34	-39
所得税率	69.0%	79.8%	71.5%	441.7%	47.0%	29.0%
净利润	23	10	12	-22	38	95
少数股东损益	-2	-3	-2	-3	2	3
归属于母公司的净利润	24	13	14	-20	36	92
净利率	0.9%	0.4%	0.5%	n.a	1.1%	2.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	23	10	12	-22	38	95
少数股东损益	-2	-3	-2	-3	2	3
非现金支出	139	141	130	119	129	150
非经营收益	63	57	62	57	70	50
营运资金变动	131	36	35	-125	369	278
经营活动现金净流	355	244	239	29	606	573
资本开支	-122	-149	-163	-145	-219	-216
投资	0	-17	-17	64	-17	-17
其他	-126	179	-76	21	6	21
投资活动现金净流	-248	13	-256	-61	-230	-211
股权募资	0	0	1	0	0	0
债权募资	-35	0	-165	-5	-93	-149
其他	-88	-94	-85	-64	-84	-101
筹资活动现金净流	-123	-94	-248	-69	-177	-250
现金净流量	-16	163	-265	-101	199	111

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	883	1,038	818	716	916	1,027
应收款项	101	131	152	129	156	175
存货	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	516	382	487	379	368	393
流动资产	1,500	1,551	1,457	1,225	1,440	1,595
%总资产	41.8%	42.5%	40.5%	36.2%	39.1%	40.9%
长期投资	130	129	136	138	139	141
固定资产	181	187	224	239	296	334
%总资产	5.1%	5.1%	6.2%	7.1%	8.0%	8.6%
无形资产	1,747	1,764	1,763	1,770	1,793	1,811
非流动资产	2,085	2,101	2,139	2,161	2,246	2,307
%总资产	58.2%	57.5%	59.5%	63.8%	60.9%	59.1%
资产总计	3,585	3,652	3,596	3,386	3,686	3,902
短期借款	1,815	1,815	1,650	1,645	1,552	1,403
应付款项	1,371	1,429	1,500	1,355	1,646	1,897
其他流动负债	316	317	343	297	374	431
流动负债	3,502	3,561	3,492	3,296	3,573	3,731
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	18	15	13	12	12	12
负债	3,520	3,576	3,505	3,309	3,585	3,744
普通股股东权益	71	84	99	87	109	164
其中：股本	96	96	96	96	96	96
未分配利润	-90	-77	-62	-74	-52	3
少数股东权益	-5	-8	-8	-11	-8	-6
负债股东权益合计	3,585	3,652	3,596	3,386	3,686	3,902

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.253	0.135	0.144	-0.206	0.375	0.956
每股净资产	0.734	0.873	1.031	0.908	1.133	1.706
每股经营现金净流	3.693	2.536	2.488	0.297	6.301	5.952
每股股利	0.000	0.000	0.000	-0.082	0.150	0.382
回报率						
净资产收益率	34.53%	15.43%	13.98%	-22.66%	33.14%	56.02%
总资产收益率	0.68%	0.35%	0.39%	-0.58%	0.98%	2.36%
投入资本收益率	2.32%	1.34%	1.86%	-12.38%	4.56%	8.26%
增长率						
主营业务收入增长率	115.14%	2.89%	3.43%	-15.07%	29.51%	14.78%
EBIT增长率	N/A	-10.75%	-9.47%	-45.14%	127.98%	27.94%
净利润增长率	-124.71%	-46.88%	7.06%	N/A	N/A	154.65%
总资产增长率	4.18%	1.86%	-1.52%	-5.86%	8.87%	5.86%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.6	3.2	4.3	4.6	4.3	4.1
存货周转天数	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转天数	0.7	0.3	0.0	0.1	0.1	0.1
固定资产周转天数	19.6	18.6	16.6	23.2	21.4	19.9
偿债能力						
净负债/股东权益	1422.31%	1023.98%	521.67%	829.76%	327.06%	33.99%
EBIT利息保障倍数	1.7	1.6	1.4	0.9	2.0	2.8
资产负债率	98.17%	97.92%	97.47%	97.74%	97.27%	95.94%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH