

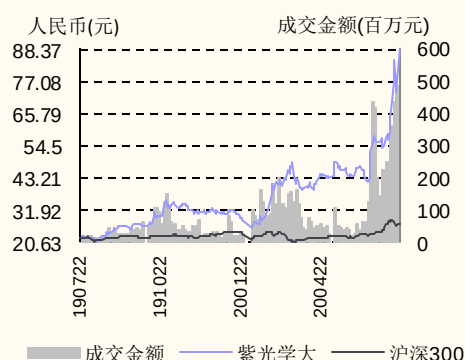
紫光学大 (000526.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 89.00 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)	85.61
年内股价最高最低(元)	89.00/54.03
沪深 300 指数	4691
深证成指	13536



相关报告

1.《创始人回归&股权理顺, 学大再启程
现曙光-创始人回归&股权理顺...》,
2020.6.30

定增方案发布, 学大创始人或成为公司实控人

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	-432.84	237.10	93.11
P/B	20.91	30.17	98.06	78.57	52.16

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 紫光学大发布非公开发行预案, 增发后金鑫先生将成为实控人。发行对象包括公司董事兼总经理金鑫先生控制的公司晋丰文化在内的不超过 35 名(含)的特定投资者(除晋丰文化外, 本次发行尚未确定其他投资者)。本次非公开发行股票募集资金总额不超过 11 亿。本次非公开发行股票采取询价方式, 发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日股票交易均价的 80%。发行数量不超过 2885.85 万股(含), 未超过公司发行前总股本 9619.51 万股的 30%。其中, 晋丰文化认购的股票数量为不低于本次非公开发行股票最终发行数量的 10%, 且不超过 45%。本次非公开发行完成后, 晋丰文化限售期为 18 个月, 其他发行对象限售期为 6 个月。本次发行后, 实控人将变更为金鑫先生, 公司治理结构改善进一步推进。

点评

- 本次非公开发行所募集的资金, 在扣除相关发行费用后, 将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、偿还股东紫光卓远借款, 有利于实现产品和业务的转型升级, 提高市场占有率, 改善财务状况及资本结构, 提升综合竞争力。具体来看: ①公司治理结构改善后, 主观能动性更强, 积极加快网点布局, 有利于推动公司业务规模扩大; ②升级优化教学点运营环境, 增强线下教学点的综合服务能力, 有望提升学员学习体验, 增加客户粘性; ③打造 OMO 线上平台, 有助于提供更具针对性和个性化的服务和产品, 以丰富扩充产品线及服务内容, 实现公司产品和服务结构的不断优化; ④假设偿还股东借款 3.3 亿元, 公司的资产负债率将从 97.47%下降至 72.72%, 流动比率从 0.42 提升至 0.70, 偿债能力将有较大改善, 资产负债结构得以优化, 按照股东借款年利率为 4.35%, 偿还借款之后, 每年可节省利息支出约 1436 万元。

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, 若本次定增完成, 金鑫将成为公司实际控制人, 治理结构改善持续推进, 提高目标价至 111 元, 维持买入评级。

- 风险提示: 审批尚有不不确定性, 项目实施风险, 疫情影响, 商誉减值等。

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

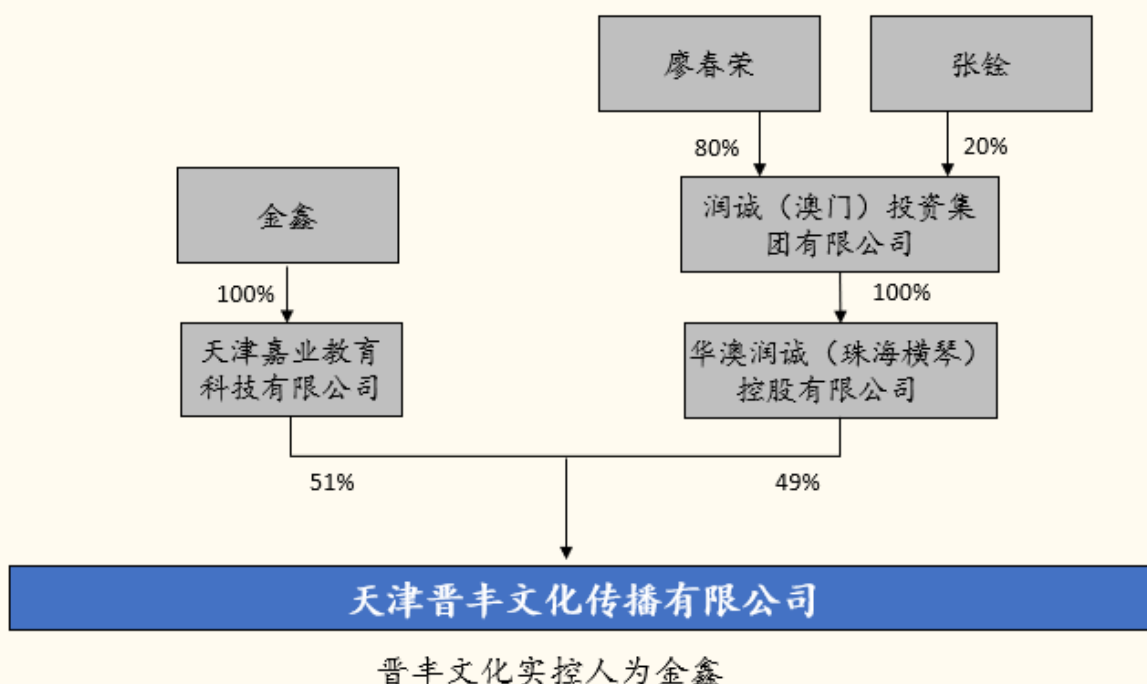
郑慧琳 分析师 SAC 执业编号: S1130520020001
zhenghuilin@gjzq.com.cn

事件

7月21日，紫光学大发布非公开发行预案，主要包括：

- **发行对象：**本次发行采用向特定对象非公开发行的方式，发行对象包括公司董事兼总经理金鑫先生控制的公司晋丰文化在内的不超过35名(含)的特定投资者（除晋丰文化外，本次发行尚未确定其他投资者）。
- **募集资金：**本次非公开发行股票募集资金总额不超过11亿。
- **发行价格及定价原则：**本次非公开发行股票采取询价方式，本次发行价格不低于定价基准日前20个交易日股票交易均价的80%。
- **发行数量：**本次非公开发行股票数量按照募集资金总额除以发行价格确定，同时公司本次非公开发行股票数量不超过2885.85万股(含)，未超过公司发行前总股本9619.51万股的30%。根据《非公开发行股份认购协议》，晋丰文化认购的股票数量为不低于本次非公开发行股票最终发行数量的10%，且不超过45%。
- **限售期：**本次非公开发行完成后，晋丰文化认购的股份自发行结束之日起18个月内不得转让，其他发行对象认购的股份自发行结束之日起6个月内不得转让。
- **本次发行后，实控人将变更为金鑫先生，公司治理结构改善进一步推进：**
公司目前无控股股东和实际控制人，根据晋丰文化与紫光学大签署的《非公开发行股份认购协议》，晋丰文化认购的股票数量为不低于本次非公开发行股票最终发行数量的10%，且不超过45%。按照本次非公开发行股票的发行数量上限2885.85万股测算，同时晋丰文化本次认购其中的10%-45%，则本次发行完成后，金鑫先生将通过晋丰文化间接持有紫光学大2.31%-10.38%的股份，通过天津安特间接持有8.47%股份，通过椰林湾间接持有9.95%股份，合计持有紫光学大20.73%-28.80%的股份。本次非公开发行完成后，金鑫先生及一致行动人将在相关法律法规规定的权利范围内，对上市公司董事会人员进行调整，使金鑫先生及一致行动人通过实际支配上市公司股份表决权能够选任公司董事会半数以上成员。紫光集团已出具承诺函，紫光集团与其全资子公司紫光卓远、紫光通信承诺支持金鑫先生成为上市公司实际控制人。根据公司的发行方案、未来公司最新股权结构和董事会成员构成情况，本次非公开发行完成后，公司实际控制人将变更为金鑫先生，公司治理结构改善进一步推进。

图表 1：晋丰文化的股权及控制关系



来源：公司公告，国金证券研究所

募投项目概况：线下网点线上平台建设并驾齐驱，为提升公司市场竞争力提供重要推动力

- 本次非公开发行股票募集资金总额不超过 11 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额计划投资于以下项目：

图表 2：项目投资估算情况

序号	项目名称	预计总投资(亿元)	拟使用募集资金额(亿元)
1	教学网点建设项目	4.73	3.70
2	教学网点改造优化项目	3.34	3.00
3	OMO 在线教育平台建设项目	2.30	1.00
4	偿还股东紫光卓远借款	3.30	3.30
合计		13.67	11.00

来源：公司公告，国金证券研究所

- **教学网点建设优化项目：**项目预计总投资金额为 4.73 亿元，使用募集资金 3.70 亿元，拟建设周期为 3 年。项目计划在未来 3 年内，在全国各级目标城市增设教学点共计 176 家（截至 2020 年 3 月 31 日，学大教育有 572 家校区，过去三年间网点扩张处于相对停滞状态），并配备先进的软硬件教学设施和管理教务人员，扩大公司业务覆盖区域，强化公司市场竞争力，进一步扩大市场占有率。
- **教学网点改造优化项目：**项目预计总投资金额为 3.43 亿元，使用募集资金投入 3.00 亿元，拟建设周期为 3 年。项目计划在未来 3 年内，对公司老旧教学点分批进行重装和设备优化升级，充分提升校区的使用率；对部分老旧教学设施和安全设施进行更换，消除安全隐患；升级改造支撑公司线上教学板块，为学员打造安全、舒适、高效的现代化教学环境，提高教学点的综合服务能力。
- **OMO 在线教育平台项目：**项目预计总投资金额为 2.30 亿元，使用募集资金投入 1.00 亿元，拟建设周期为 3 年。本项目计划对原有在线系统重构和新功能开发，通过升 30 级搭建在线业务平台、CRM 平台、教师教学系统、学生上课系统，在线营销系统、监课系统等业务模块，打造“教育互联网+”

形势下的 OMO 在线教育平台，整合线上、线下资源，实现线上线下业务的协同发展。

- **偿还股东借款：**本次非公开发行拟使用不超过 3.30 亿元偿还公司股东紫光卓远的借款。2020 年 4 月 29 日，公司与紫光卓远签署《借款展期合同（四）》，双方约定再次展期借款本金金额 15.45 亿元，再次展期借款期限自 2020 年 5 月 24 日起至 2021 年 5 月 23 日止，年利率为 4.35%。

点评

- 本次非公开发行所募集的资金，在扣除相关发行费用后，将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、偿还股东紫光卓远借款，有利于实现产品和业务的转型升级，提高市场占有率，改善财务状况及资本结构，提升综合竞争力。具体来看：①公司治理结构改善后，主观能动性更强，积极加快网点布局，有利于推动公司业务规模扩大；②升级优化教学点运营环境，增强线下教学点的综合服务能力，有望提升学员学习体验，增加客户粘性；③打造 OMO 线上平台，有助于提供更具针对性和个性化的服务和产品，以丰富扩充产品线及服务内容，实现公司产品和服务结构的不断优化；④假设偿还股东借款 3.3 亿元，公司的资产负债率将从 97.47%下降至 72.72%，流动比率从 0.42 提升至 0.70，偿债能力将有较大改善，资产负债结构得以优化，按照股东借款年利率为 4.35%，偿还借款之后，每年可节省利息支出约 1436 万元。

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，若本次定增完成，金鑫将成为公司实际控制人，治理结构改善持续推进，提高目标价至 111 元，维持买入评级。

风险提示

- 增发审批尚有不确定性
- 募投项目实施风险
- 疫情影响
- 商誉减值
- 扩张不及预期
- 有息借款较高
- 控股权暂未明确
- 民办摇号等政策风险
- 在线教育对线下的冲击

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
应收账款	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	#DIV/0!	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	二个月内	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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-06-30	买入	56.31	78.10~78.10

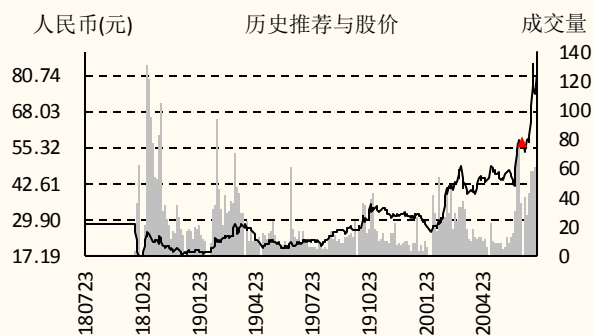
来源：国金证券研究所

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