

紫光学大（000526）：定增预案落地，创始人将成实控人

2020 年 07 月 22 日

强烈推荐/维持

紫光学大

公司报告

事件：紫光学大拟非公开发行不超过 28,858,532 股（含），拟募集资金总额不超过 11 亿元。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。

拟定增融资 11 亿元，用于教学网点建设及优化、OMO 建设和股东借款偿还。本次定增共计划融资不超过 11 亿元，（1）3.7 亿元用于**教学网点建设**，公司共计划投入 4.7 亿元在未来 3 年增设 176 家教学点，届时公司将在全国拥有近 750 家教学点，较 2020Q1 截止的 572 家增长 30.8%，在全国各级城市覆盖面将进一步扩大。（2）另有 3 亿元将用于**教学网点改造优化**，支撑公司线上教学板块，公司单校区使用效率有望进一步提升。此前学大平均单店营收由 2016 年的 441 万元逐年提升至 2019 年的 518 万元，我们认为，随着公司在教学网点优化改造的投入落地，未来单店模型持续优化。（3）**OMO 教育平台建设项目计划投入**包括 1 亿元融资在内的 2.3 亿元，公司将用 3 年时间升级现有平台，整合资源，未来将实现线上线下协同发展。学大于 2019 年提出以 OMO 为本质的“双螺旋”教学模式，长期看，随着 OMO 平台不断完善，公司有望借此实现下沉市场的进一步扩展。（4）剩余的 3.3 亿元将用于**偿还股东紫光卓远借款**。

偿还部分股东借款，带来资本结构和财务状况改善，提升上市公司盈利水平。由于此次定增用于偿还债务的比例不得超过募集资金总额的 30%，因此只有 3.3 亿可用来偿债。若此次偿还 3.3 亿元借款，这笔债务本金将减少至 12.15 亿元，公司资产负债率将从 97.5%下降至 72.7%，流动比率将由 0.42 提升至 0.70，偿债能力将有较大改善。同时，根据 4.35%的借款利率，3.3 亿本金偿还还将节省 1435.5 万元利息支出，带来上市公司的利润增厚。我们认为，随着机制理顺和定增助力下的业务扩张，未来剩余债务问题有望逐步得到解决。

创始人间接认购 10%-45%，将成公司实控人。本次定增晋丰文化将认购 10%-45%，该公司由学大创始人金鑫 51%控股。因此，本次发行完成后，金鑫将通过晋丰文化间接持有紫光学大 2.31%-10.38%的股份，合计持有紫光学大 20.73%-28.80%的股份。同时，紫光集团已出具承诺函，承诺支持金鑫先生及其一致行动人提名达到半数以上的董事成员人选，并支持其成为上市公司实际控制人。此外，晋丰文化在本次定增认购的股份锁定期为 18 个月，其他发行对象认购的股份锁定期为 6 个月。我们认为，从创始人成为第一大股东，到此次定增认购并成为公司实控人，叠加 18 个月的长期锁定，可以看出创始人对未来大力发展学大的决心，公司未来前景可期。

公司盈利预测及投资评级：公司定增方案验证了我们此前对公司的判断：短期关注创始人回归、公司机制理顺，债务逐步解决；中期关注门店加密和单店模型优化；未来长期关注 OMO 模式下实现进一步扩张。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 PE 分别为 507、149 和 105 倍。若单看学大教育层面，以此前约 5%的净利率计算，预计 20-22 年净利润约为 1.3、1.8、2.0 亿元；若按 7%的净利率计算，预计学大 20-22 年净利润约为 1.8、2.5、2.8 亿元。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：市场环境等原因导致定增被暂停或终止，疫情反复影响线下培训复课，政策监管趋严，行业竞争加剧。

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课课外辅导，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。

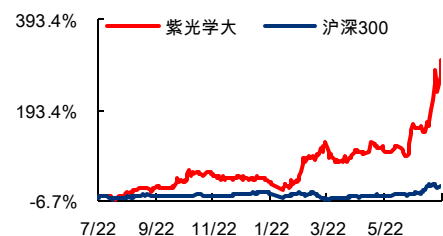
未来 3-6 个月重大事项提示：

2020-08-06 2020 年第三次临时股东大会
2020-08-26 2020 年中报预计披露

交易数据

52 周股价区间（元）	89.0-20.99
总市值（亿元）	85.61
流通市值（亿元）	85.61
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	1.74

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

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	661.22	617.63	507.26	149.25	105.21
PB	102.00	86.33	75.63	54.32	38.91

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

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						
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						总资产净利润(%)	0.35%	0.39%	0.52%	1.87%	2.74%
						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	661.22	617.63	507.26	149.25	105.21
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	102.00	86.33	75.63	54.32	38.91
现金净增加额	163	-255	74	-191	-97	EV/EBITDA	49.22	51.87	62.27	40.68	32.66

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	紫光学大（000526）：定增有望改善财务状况，创始人拟参与彰显信心	2020-07-15
公司深度报告	紫光学大（000526）：创始人回归有望改善困局，OMO 打开未来空间	2020-06-22

资料来源：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