东兴证券 DONGXING SECURITIES

紫光学大（000526）：定增进展顺利，公司迎经营拐点

2020 年 12 月 01 日

强烈推荐/维持

紫光学大 | 公司报告

事件：紫光学大非公开发行股票申请获得证监会发审委审核通过。

定增进展顺利，落地后公司盈利能力有望逐步提升，业绩持续增长可期。从公司角度来看，学大计划未来三年在全国增设 176 家教学网点，主要对已覆盖城市进行门店加密。同时通过 OMO 的方式，实现线上与线下协调发展，通过线上的方式增加学生周中上课频次，增加区域小组课，并提供一些需要专家老师交付的高毛利课程，从而提高单网点效率，扩大收入规模，提升毛利率水平。此外，随着创始人回归，公司各方面管理正在不断规范化，在费用管理、提升效率方面有望得到改善，我们认为未来几年公司净利率水平有望得到持续改善。**从行业来看，**随着自主招生转变为强基计划，高考成绩的重要性进一步提升，学生对于培训效果更好的一对一培训需求将进一步提升。同时，随着国民收入水平的不断提升，具备一对一培训付费能力的人群将不断扩大，长期看一对一培训在 K12 市场中的占比有望从当前的 15%提升至 20%以上，市场空间将进一步扩大。

紫光集团债务问题对公司影响有限，定增完成后创始人将成为公司实控人。此前紫光集团 13 亿私募债违约，给公司定增及未来发展带来了一些市场担忧。但紫光集团及其一致行动人目前在紫光学大并无股权质押，因此目前不存在债务违约等问题带来的平仓风险。当前紫光集团及其一致行动人持有紫光学大 22.92%的股份，公司创始人金鑫及其一致行动人持有公司 23.94%的股份，若按定增发行数量上限测算，发行完成后金鑫将合计持有公司 20.73%-28.80%的股份，紫光集团及其一致行动人持有公司的股份比例将被稀释至 17.63%。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。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。

定增落地后，债务问题有望逐步得到解决。此前公司下调定增募集金额至约 9.6 亿元，其中近 2.9 亿元用于债务偿还，但总体计划用于偿还债务的投资不变，仍为 3.3 亿元，若完成还款，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。

盈利预测与投资评级：短期关注创始人回归、公司机制逐步理顺，未来债务问题有望解决；中期关注已覆盖城市的门店加密和单店模型优化；未来长期关注 OMO 模式下实现业务进一步扩张。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 2020-2022 年 PE 值分别为 299、88 和 62 倍。若定增落地，我们预计 2021-2023 年学大教育层面净利润有望

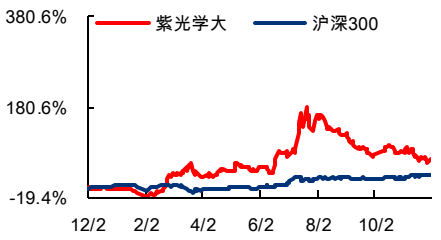
公司简介：

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）	89.0-25.43
总市值（亿元）	50.47
流通市值（亿元）	50.47
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	1.84

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

分别达到 2.15、2.67、3.35 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。

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	3,500.33	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%	21.72%	239.88%	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	389.82	364.12	299.07	87.99	62.03
PB	60.14	50.89	44.59	32.03	22.94

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		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%	21.72%	239.88%	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
应收帐款减少	-12	-7	7	-12	-6	**营运能力**					
预收帐款增加	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	389.82	364.12	299.07	87.99	62.03
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	60.14	50.89	44.59	32.03	22.94
现金净增加额	163	-255	74	-191	-97	EV/EBITDA	30.70	32.47	37.99	24.65	19.57

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）：Q3 收入端降幅收窄，定增有序推进，未来经营改善可期	2020-10-29
公司普通报告	紫光学大（000526）：疫情推动线上快速发展，中高考延期至收入小幅错位	2020-08-26
公司普通报告	紫光学大（000526）：定增预案落地，创始人将成实控人	2020-07-22
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，重点专注于旅餐饮旅游、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，未来也将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