

2021年01月20日

紫光学大 (000526.SZ)

创始人回归战略重塑，个性化教育龙头再出发

■学大教育创始人回归，个性化教育龙头再出发：公司前身是从事游乐设备综合服务和物业管理等业务的银润投资，2016年通过收购学大教育的股权成为A股市场K12校外培训服务龙头企业，教育部成为公司实控人。2020年学大教育创始人金鑫通过旗下控制平台积极增持公司股份，并承诺认购公司非公开发行股票份额，预计非公开发行完成后，金鑫将再次成为学大教育实控人。学大教育回归A股后，公司业务稳步增长，受制于较高的财务费用，公司盈利能力相对较弱。随着定向增发的完成，一方面降低了公司财务费用，增强公司盈利能力；另一方面解决了控股权归属问题，学大教育有望在金鑫带领下再次扬帆起航。

■校外培训市场潜力巨大，规范整顿助力龙头成长：2019年我国小学到高中阶段的在校生达到19383万人，连续5年正增长，带动K12校外培训市场规模持续扩大，初步估算2019年K12校外培训市场规模近4751亿元，预计到2024年有望达到9800亿元。校外培训市场是典型的“大行业、小公司”，2017年行业排名前六位的公司市场占有率合计约5%，2019年学大教育市场占有率仅0.62%。校外培训市场竞争充分，梯队层次显著，呈现出一个“金字塔”式的企业分布。目前，国家加大规范整顿校外培训机构，对于“无照无证”、“有照无证”、“证照不一”等培训机构将依法进行规范，达不到办学要求的，要坚决取缔，利好龙头校外培训机构的成长。

■个性化辅导龙头企业，产品迭代小班崛起：公司定位于个性化辅导综合服务运营商，能够为小学生、初中生、高中生、艺考生等客户群体提供多元化培训服务。个性化辅导主要是线下“1对1”教研模式，近几年迭代出“1对3”、“1对6”的泛“1对1”组课模式，丰富了个性化辅导的内涵和外延。同时，公司通过个性化产品矩阵推动艺考、新高考、国际教育和素质拓展等培训业务发展，增强公司成长动能。公司推行“教研+”战略、“产学研”战略和“双螺旋”战略，积极打造学大网校，通过OMO在线教育平台建设，推进线上和线下充分融合的“双螺旋”教学模式升级，实现科技赋能助力校外培训业务快速发展。

■负债率将逐步下降，定向增发助力成长。公司通过股东借款实现学大

公司深度分析

证券研究报告

住宅地产

投资评级 **买入-A**

维持评级

6个月目标价：**68.57元**

股价(2021-01-19) **47.60元**

交易数据

总市值(百万元)	4,578.89
流通市值(百万元)	4,578.89
总股本(百万股)	96.20
流通股本(百万股)	96.20
12个月价格区间	25.43/89.00元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-23.82	-27.59	23.41
绝对收益	-18.69	-21.85	55.1

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005
sudy@essence.com.cn
021-35082325

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001
jiaojuan@essence.com.cn
021-35082012

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519010001
liuwz@essence.com.cn
021-35082109

相关报告

紫光学大：紫光学大：定增后会加码主业，看好公司盈利能力持续提升/焦娟	2020-12-07
紫光学大：紫光学大：学大创始人重掌舵，业绩改善可期/焦娟	2020-07-22
紫光学大：定增助力改善财务状况，后疫情时期教学逐步恢复/刘文正	2020-07-20

教育私有化，因权益融资未能及时完成，造成公司资产负债率很高，拖累了公司业绩。2020 年公司再次启动定向增发，预计 2021 年 1 季度有望完成本次再融资，权益资金的到位将减少股东借款，公司负债率将明显下降，盈利能力有望提升。同时，本次定向增发的完成将解决公司控股权归属问题，金鑫将成为公司实控人，有利于学大教育再次起航。公司续费率逐年提升，客单价持续上涨，在读人数连年增长，公司存量网点的整顿、优化和升级，以及重点目标市场新网点建设和 OMO 在线教育平台的建设，公司有望迈入较快增长阶段。

■ **投资建议：**预计公司 2020-2022 年营业收入增速分别为-15.9%、28.2%和 12.7%，净利润增速分别为 140.1%、78.7%和 52.4%，EPS 分别为 0.35 元、0.62 元和 0.94 元，动态 PE 分别为 137.6 倍、77.0 倍和 50.5 倍，动态 PB 分别为 35.2 倍、24.2 倍和 16.3 倍。公司是个性化教育培训服务龙头企业和中概股收购回归第一股，具有较强的独特性和稀缺性。公司通过“教研+”战略、“产学研”战略和“双螺旋”战略全面提升学大品牌影响力，通过定向增发降低公司负债率，解决公司控股权归属问题。公司积极进行产品迭代和升级，续费率、客单价和在读学生等指标持续向好，未来成长性良好。我们维持公司“买入-A”评级，未来 6 个月，公司合理目标价为 68.57 元。

■ **风险提示：**K12 政策变动、疫情影响和冲击、学费上行缓慢、网点贡献营收不及预期、招生不及预期、优秀师资流失等风险。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	2,892.8	2,991.9	2,515.3	3,223.9	3,632.4
净利润	13.0	13.9	33.3	59.5	90.7
每股收益(元)	0.13	0.14	0.35	0.62	0.94
每股净资产(元)	0.87	1.03	1.35	1.97	2.91

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	353.6	330.2	137.6	77.0	50.5
市净率(倍)	54.6	46.2	35.2	24.2	16.3
净利润率	0.4%	0.5%	1.3%	1.8%	2.5%
净资产收益率	15.4%	14.0%	25.6%	31.4%	32.4%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	4.0%	6.7%	17.7%	22.3%	-249.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 公司概况：学大教育创始人回归，个性化教育龙头再出发	5
1.1. 公司简介：华丽蜕变教育培训服务，中概股收购回归第一股.....	5
1.2. 股权结构：学大教育创始人金鑫将成为公司实控人.....	5
1.3. 业务发展：教育培训业务稳步增长，小班组课模式值得期待.....	6
1.4. 盈利能力：毛利率相对稳定，财务费用拖累业绩.....	7
2. 行业分析：K12 课外培训市场潜力大，规范政策加码助力集中度提高	7
2.1. 中国的教育体系和 K12 课外培训.....	7
2.2. K12 课外培训市场潜力巨大，市场集中度低分层竞争特点显著.....	8
2.3. 校外培训市场整顿加码，行业规范发展势在必行.....	10
3. 产品与服务：个性化辅导龙头，产品迭代小班崛起	11
3.1. 公司定位：立足个性化辅导的多元化培训服务提供商.....	11
3.2. 公司产品：个性化辅导+个性化产品矩阵+学大网校.....	12
3.3. 师资队伍：高水平专业化师资队伍，个性化教育教师团队.....	14
3.4. 教研体系：推进“教研+”战略打造成成熟的教研体系.....	14
3.5. 发展前景：战略调整业务转型发展，创始人回归学大再出发.....	15
4. 成长能力：负债率将逐步下降，定向增发助力成长	16
4.1. 负债率：历史问题造成高负债，负债率有望逐步下降.....	16
4.2. 再融资：金鑫借助定增回归，轻装上阵有望发力.....	17
4.3. 成长性：续费率稳步提升，客单价持续上涨.....	18
5. 盈利预测及投资建议	19
5.1. 盈利预测与估值：公司业绩拐点即将来临.....	19
5.1.1. 盈利预测.....	19
5.1.2. 相对估值.....	20
5.1.3. 绝对估值.....	20
5.2. 投资建议：个性化教育龙头标的，维持“买入-A”评级.....	21
5.3. 风险提示.....	22

图表目录

图 1：公司发展历程及重要事件.....	5
图 2：截至 2020 9 月末公司重要股东持股情况.....	6
图 3：2015-2017 年 6 月营收构成（亿元，%）.....	6
图 4：2017 年 1-6 月公司各业务板块营收（亿元）.....	6
图 5：2016-2020.3Q 毛利率水平（%）.....	7
图 6：2016-2020.3Q 财务费用率和净利率变化（%）.....	7
图 7：中国教育体系示意图.....	8
图 8：1978 年以来 K12 在校生人数（万人）.....	8
图 9：15-19 年人均可支配收入及增速（亿元，%）.....	8
图 10：近几年校外培训市场及其增长率（亿元，%）.....	9
图 11：在线教育市场规模及其预测（亿元）.....	9
图 12：K12 校外培训市场竞争格局示意图.....	9
图 13：2017 年行业龙头的市占率（%）.....	10

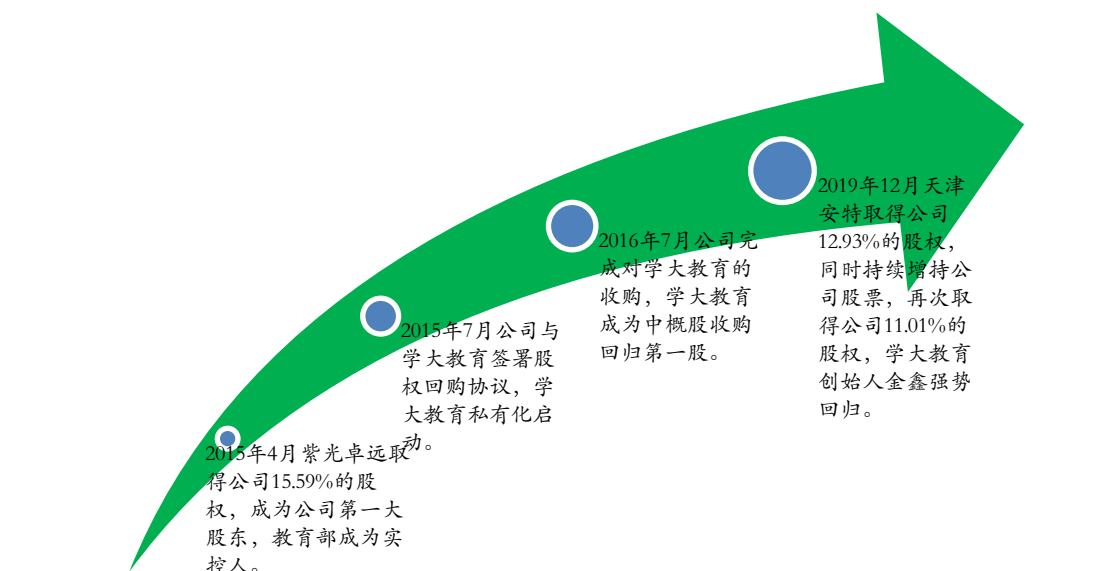
图 14: 在线教育市场规模及其预测 (亿元)	10
图 15: 政策规范整顿&疫情冲击下行业深度整合前后的竞争格局	11
图 16: 学大教育成长为多元化培训服务提供商	12
图 17: 公司个性化辅导团队配置情况	12
图 18: 公司产品及迭代	12
图 19: 学大教育的个性化产品矩阵	13
图 20: 学大教育的个性化产品矩阵	13
图 21: 学大教育的个性化教育老师梯队建设	14
图 22: 学大教育的教研+战略及其拆解	15
图 23: 学大教育的三大战略引擎	15
图 24: 2015-2019.9 公司资产负债率 (%)	16
图 25: 2019 年可比教育上市公司负债率 (%)	16
图 26: 2016-2020 年 9 月公司预收账款 (亿元)	16
图 27: 预收账款占总资产、总负债比重 (%)	16
图 28: 公司偿还债务支付的现金及计划 (万元)	17
图 29: 公司短期借款余额及预测 (万元)	17
图 30: 定向增发助力公司“顽疾”助力快速成长	18
图 31: 2017-2019 年公司学生续费率情况	18
图 32: 2017-2019 年公司单店在校生情况 (人/店)	18
图 33: 2017-2019 年公司客单价 (元/小时)	19
图 34: 2017-2019 年公司单店产值 (万元/店)	19
图 35: 紫光学大核心投资逻辑	22
表 1: 2018 年以来关于校外培训的政策文件	10
表 2: 公司定向增发计划资金去向	17
表 3: 公司营收分部预测表	19
表 4: 可比公司估值对比	20
表 5: 公司股权成本模型	20
表 6: 公司经济利润估值模型 (百万元)	21
表 7: 估值敏感性分析 (百万元)	21

1. 公司概况：学大教育创始人回归，个性化教育龙头再出发

1.1. 公司简介：华丽蜕变教育培训服务，中概股收购回归第一股

厦门紫光学大股份有限公司（以下简称“紫光学大”或公司）前身为厦门银润投资股份有限公司（以下简称“银润投资”），银润投资主要从事游乐设备综合服务和物业管理等业务。2015年4月，银润投资控股股东深圳椰林湾投资策划有限公司（以下简称“椰林湾”）与西藏紫光卓远股权投资有限公司（以下简称“紫光卓远”）签署股权协议，紫光卓远受让椰林湾投资1500万股，交易完成后紫光卓远持有公司15.59%的股权，椰林湾投资持股比例降至12.93%，紫光卓远成为公司第一大股东。2015年7月公司与学大教育集团（以下简称“学大教育”）签署协议以每股2.75美股权收购，2016年7月公司完成对学大教育股份的收购，学大教育成为中概股收购回归第一股，公司股票简称由“银润投资”变更为“紫光学大”，主营业务由“游乐设备综合服务、物业管理”变更为“教育培训服务”，公司第一大股东是紫光卓远，实际控制人是教育部。2019年12月，学大教育创始人金鑫通过控股平台天津安特文化传播有限公司（以下简称“天津安特”）取得椰林湾100%股权，进而取得上市公司12.93%的股权，同时天津安特持续增持公司股份，截至2020年9月末天津安特持股比例达到11.01%，合计持股已达到第一大股东，学大教育创始人金鑫再次入住学大教育。

图 1：公司发展历程及重要事件



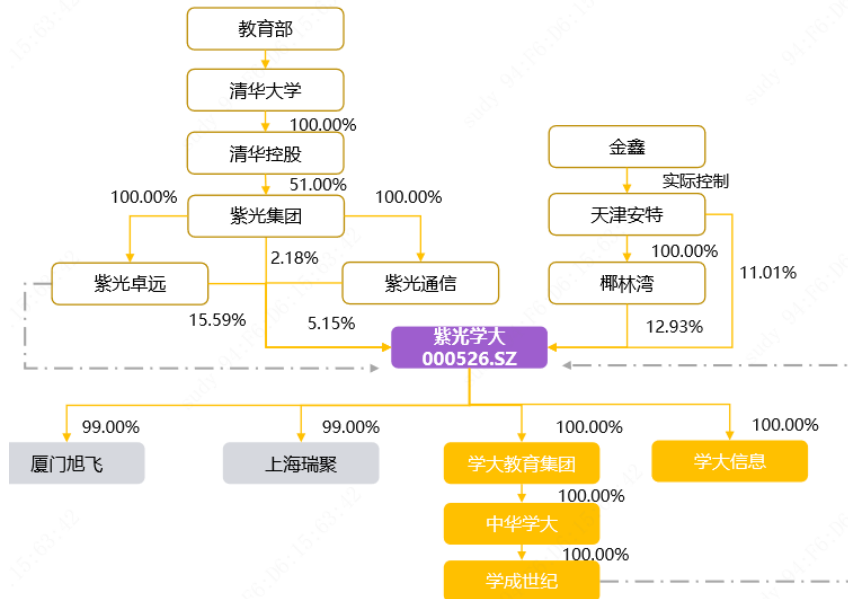
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

1.2. 股权结构：学大教育创始人金鑫将成为公司实控人

2020年以前，公司第一大股东是紫光卓远，其是紫光集团有限公司（以下简称“紫光集团”）的全资子公司，紫光集团是清华控股有限公司（以下简称“清华控股”）的控股子公司，清华控股隶属清华大学，清华大学归教育部管理，公司实际控制人为教育部。截止2019年末，清华控股旗下的子公司紫光集团、北京紫光通信科技集团有限公司（以下简称“紫光通信”）和孙公司紫光卓远分别持有公司3.02%、5.15%和13.59%，合计持有公司23.76%的股权。2019年12月学大教育创始人金鑫通过控股平台天津安特取得椰林湾100%股权，间接取得公司12.93%的股权。同时，金鑫通过天津安特在二级市场积极增持公司股份，截止2020年9月末，天津安特持股比例已经达到11.01%的股份，金鑫通过天津安特直接和间接持有的股份已经达到23.94%。2020年紫光集团减持公司部分股票，截止2020年9月末，紫光集团持股比例2.18%，紫光通信和紫光卓远持股比例不变，清华控股合计持有公司股份22.92%，已低于天津安特直接和间接持有的股份。另外，金鑫拟通过天津晋丰文化传播有限公司（简称“晋丰文化”）认购公司非公发行股票，计划认购比例不低于本次发行股票数

量的 10%，不超过本次发行股票数量的 45%。预计本次非公开发行完成后，金鑫与紫光控股的持股比例差距将进一步拉开，金鑫将成为公司实际控制人。

图 2：截至 2020 9 月末公司重要股东持股情况

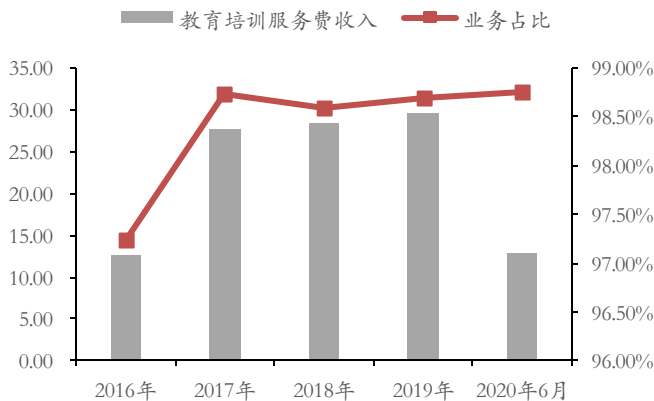


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.3. 业务发展：教育培训业务稳步增长，小班组课模式值得期待

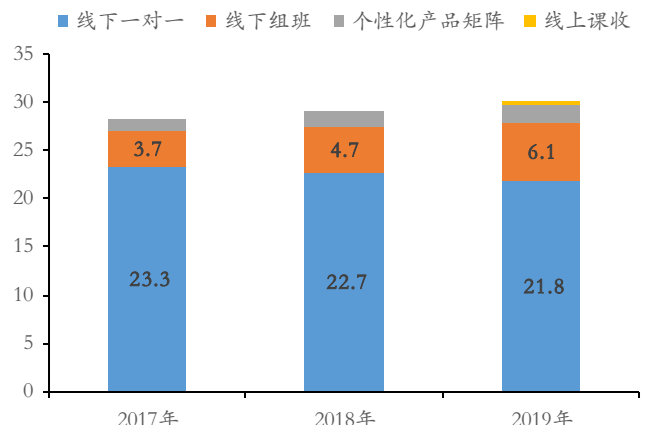
2016 年之前，公司主营业务是游乐设施运营服务和物业租赁，但业务规模和利润体量相对较小。学大教育注入上市公司后，公司主营业务变更为教育培训服务。公司旗下核心子公司学大教育集团以“一对一”教学辅导为主，为国内 K12 范畴有课外辅导需求的学生提供个性化的培训服务，授课模式包括 1 对 1 辅导、个性化小组辅导、艺考文化课辅导等。公司教育培训业务稳步增长，2017-2019 年营业收入分别为 27.76 亿元、28.52 亿元和 29.53 亿元，分别占公司同期营业收入的 98.73%、98.60%和 98.70%，教育培训业务已经成为公司最核心的业务，是公司主要营业收入和利润来源。公司游乐设施运营服务和物业租赁等业务贡献的收入和利润很低，近三年占比基本均在 1.5%以内。公司教育培训服务主要是“一对一”教学辅导为主，这几年公司积极进行产品迭代升级，在“一对一”模式的基础上迭代出“一对三”、“一对六”的小班组课模式，小班组课模式近三年贡献的营业收入分别约为 3.7 亿元、4.7 亿元和 6.1 亿元，增长速度显著高于教育服务业务增长，预计未来仍将保持较快的增长速度。

图 3：2015-2017 年 6 月营收构成（亿元，%）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 4：2017 年 1-6 月公司各业务板块营收（亿元）

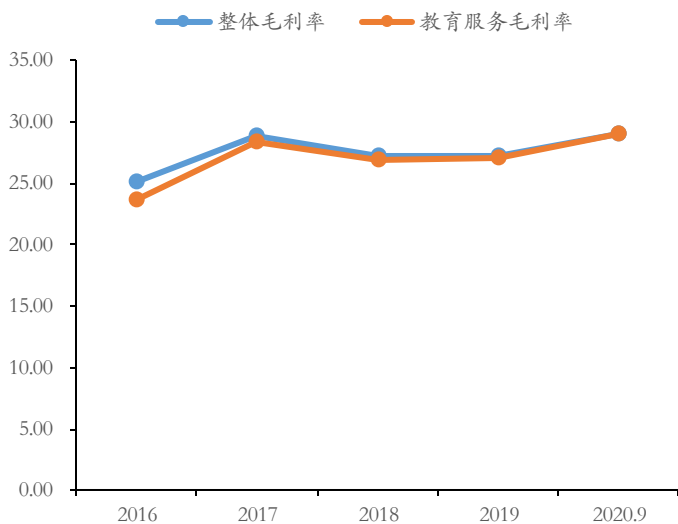


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.4. 盈利能力：毛利率相对稳定，财务费用拖累业绩

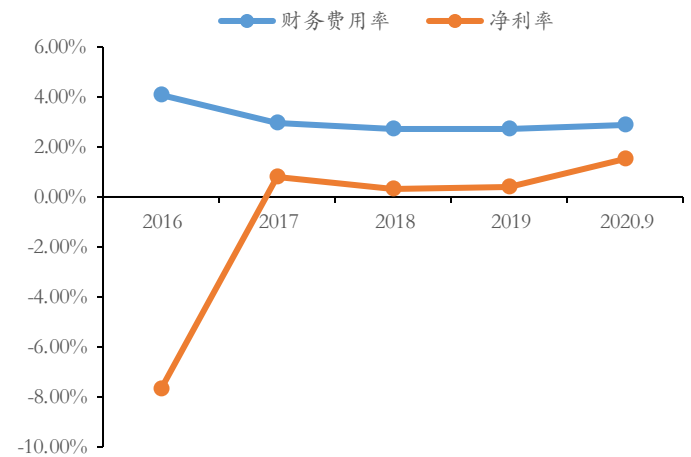
公司毛利率整体保持稳定，2017-2019 年公司毛利率分别为 28.83%、27.27%和 27.28%，其中教育服务业务毛利率分别为 28.47%、26.97%和 27.04%，公司毛利率整体相对稳定。公司借款实施了学大教育的私有化，造成公司短期借款较高，2017-2019 年公司短期借款余额分别为 18.15 亿元、18.15 亿元和 16.50 亿元。较高的短期借款，造成公司财务费用居高不下，2017-2019 年公司财务费用分别为 0.84 亿元、0.79 亿元和 0.81 亿元。财务费用拖累公司业绩，2017-2019 年公司归母净利润分别为 0.24 亿元、0.13 亿元和 0.14 亿元，净利率分别为 0.80%、0.35%和 0.41%。随着公司定向增发的完成，公司短期借款将逐渐下降，财务费用对业绩的影响将减弱，净利率有望持续提高。2020 年 1-9 月，公司短期借款已降至 15.45 亿元，定增完成后将再次偿还紫光卓远借款 3.3 亿元，其中使用募投资金约 2.89 亿元，届时公司短期借款有望降至 12.15 亿元。短期借款下降将降低公司财务费用，有助于提升公司盈利能力，预计公司净利率有望持续上行。

图 5：2016-2020.3Q 毛利率水平 (%)



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 6：2016-2020.3Q 财务费用率和净利率变化 (%)



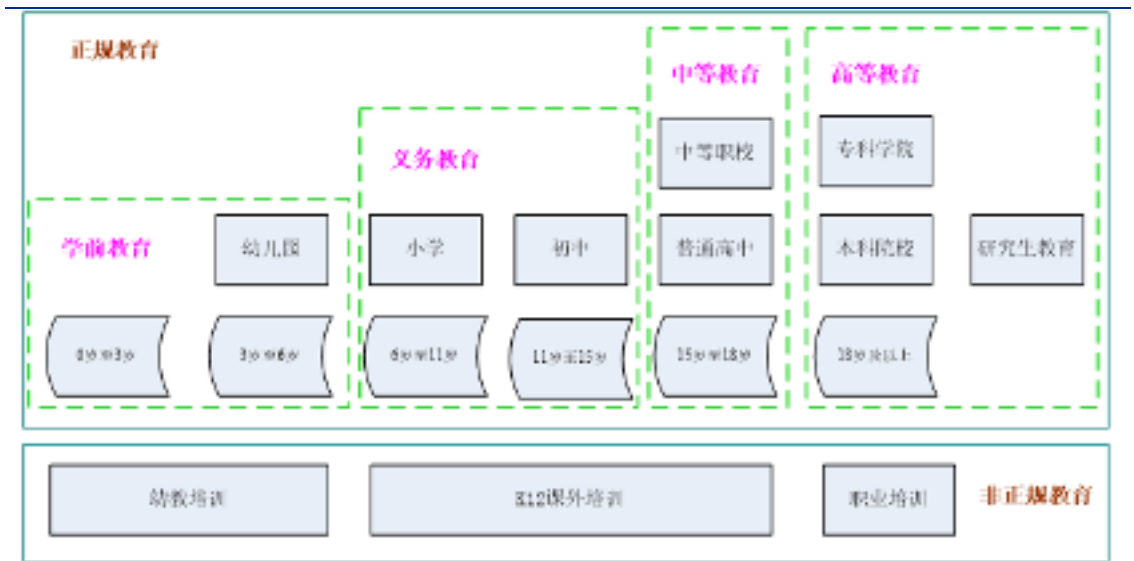
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

2. 行业分析：K12 课外培训市场潜力大，规范政策加码助力集中度提高

2.1. 中国的教育体系和 K12 课外培训

中国教育体系主要分为正规教育——学历教育和非正规教育——非学历教育，正规教育主要包括学前教育（幼儿园）、义务教育（小学和初中）、中等教育（普通高中、中等职业教育）和高等教育（专科、本科、研究生），非正规教育主要包括幼教培训、K12 课外培训和职业培训。K12 是 Kindergarten Through Twelfth Grade 的简写，是指从幼儿园（Kindergarten，通常 5-6 岁）到十二年级（Grade Twelve，通常 17-18 岁），这两个年级是美国、澳大利亚及英国、加拿大的免费教育头尾的两个年级，国际上 K-12 是对基础教育的统称。我国的 K12 主要指小学、初中和高中，K12 课外培训主要为小学生、初中生和高中生提供课外辅导与培训业务统称。

图 7：中国教育体系示意图



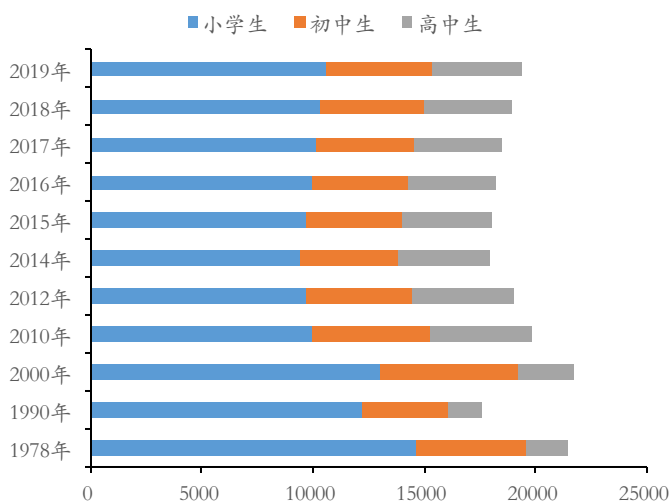
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.2. K12 课外培训市场潜力巨大，市场集中度低分层竞争特点显著

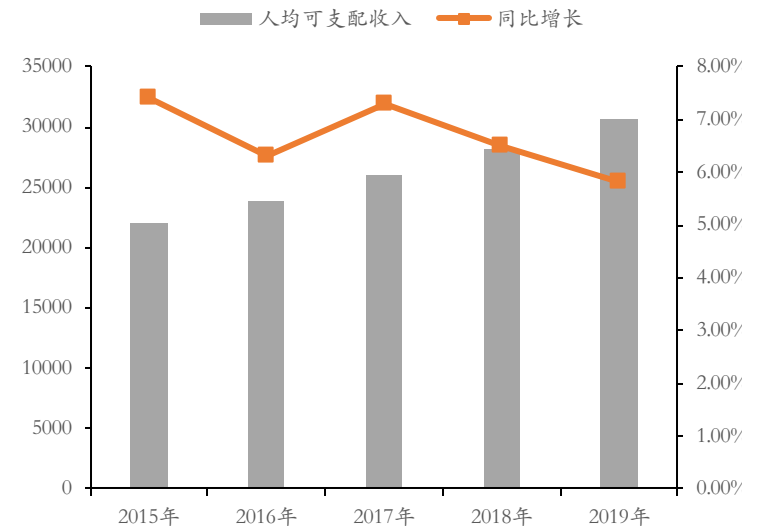
我国 K12 课外培训市场主要取决于适龄人口基数和居民可支配收入的增长。截至 2019 年末，我国小学、初中、高中在校生分别是 10561 万人、4827 万人和 3995 万人（其中普通高中在校生 2414 万人），合计 19383 万人，较 2018 年增加 456 万人，在校生规模连续 5 年增长。同时，居民可支配收入持续增长。2019 年中国居民人均可支配收入 30733 元，比上年增长 8.9%，连续多年人均可支配收入增长。按常住地分，城镇居民人均可支配收入 42359 元，同比增长 7.9%；农村居民人均可支配收入 16021 元，同比增长 9.6%。

图 8：1978 年以来 K12 在校生人数（万人）

图 9：15-19 年人均可支配收入及增速（亿元，%）



资料来源：教育部，安信证券研究中心



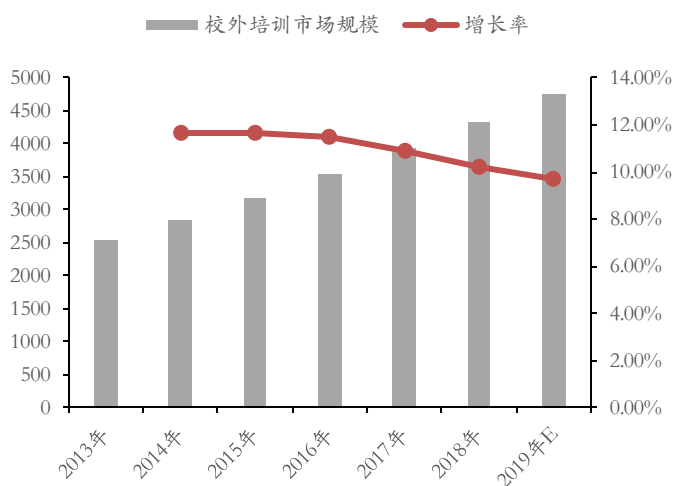
资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

在校生规模的扩大和人均可支配收入的增加带动 K12 校外培训市场的快速增长。根据全球增长咨询公司 Frost Sullivan 公司预测，2013-2018 年我国 K12 培训市场规模总体呈逐年增长态势，年均复合增速为 11.20%，2018 年我国 K12 市场规模为 4331 亿元，同比增长 14.20%，初步估计 2019 年市场规模近 4751 亿元，参与校外培训（不包括兴趣爱好类）的渗透率约 32%。同时，Frost Sullivan 公司预测到 2024 年参与校外培训的渗透率将达到 47%，校外培训市场规模

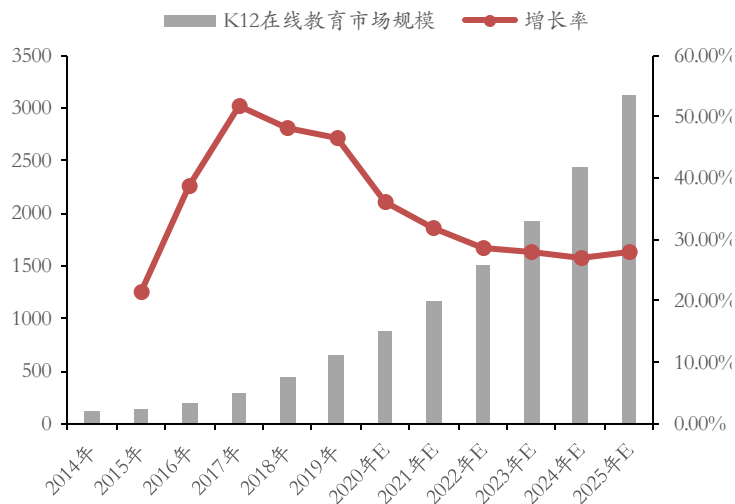
有望达到 9800 亿元，未来五年校外培训市场仍将保持 15.58% 的复合增长率。2020 年的新冠疫情催生了在线教育的蓬勃发展，K12 在线教育也出现了高速增长。另外，K12 在线教育有望保持高速增长，2011 年我国 K12 在线教育市场规模约 117 亿元，到 2019 年在线教育市场规模已达到 659 亿元，根据前瞻产业研究院的研究成功，2020 年 K12 在线教育市场规模预计将达到 884 亿元，预计到 2025 年 K12 在线教育市场规模有望达到 3127 亿元，复合增长率达到 28.76%。

图 10：近几年校外培训市场及其增长率（亿元，%）

图 11：在线教育市场规模及其预测（亿元）



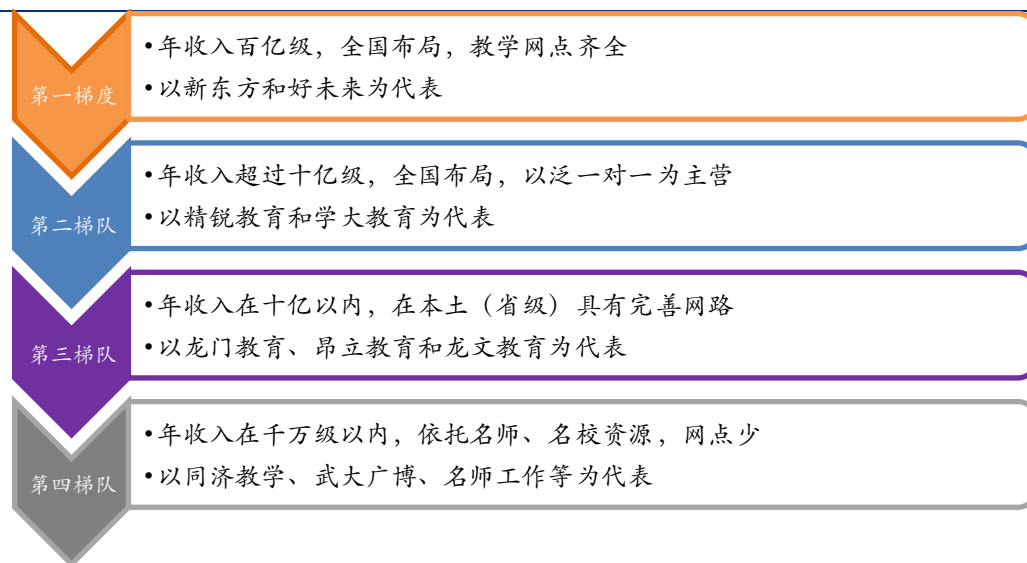
资料来源：Frost Sullivan、安信证券研究中心



资料来源：Frost Sullivan、安信证券研究中心

我国 K12 市场呈现出“集中度低、竞争格局分散且激烈、地域性强”的特点，标准化扩张难度大，跨地域进入门槛相对较高。K12 校外培训的两大龙头新东方和好未来，营业收入达到百亿级，属于 K12 校外培训第一梯队；其次是学大教育、精锐教育等营业收入在 30 亿元左右的 K12 校外培训机构，积极布局全国市场，以泛一对一为主营业务，属于 K12 校外培训第二梯队；第三梯队的校外培训机构主要有龙门教育、昂立教育、龙文教育、高思教育等，这些公司营业收入基本 10 亿元以内，以升级区域性教育龙头自居，全国扩张能力较弱；第四梯队主要是年营业收入在千万级或百万级别，主要是地方性连锁培训机构，对名师、名校资源依赖度较高。

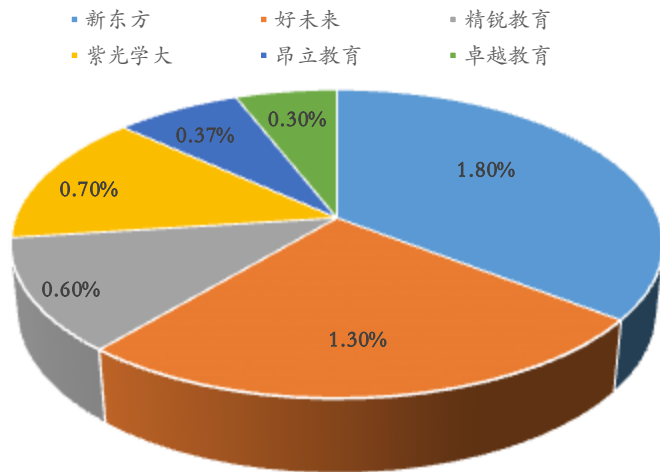
图 12：K12 校外培训市场竞争格局示意图



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

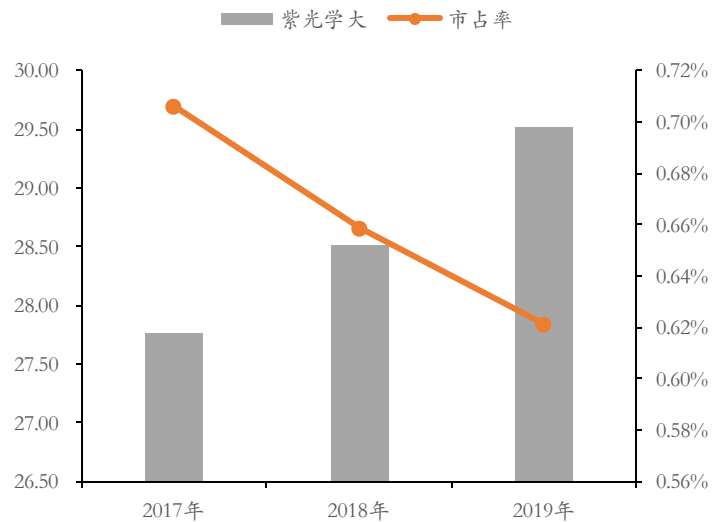
K12 校外培训市场集中度低，2017 年课外培训两大龙头企业新东方和好未来市占率分别为 1.80%和 1.30%，学大教育、精锐教育、昂立教育和卓越教育的市占率分别为 0.70%、0.60%、0.37%和 0.3%，行业前 6 的市占率约 5%，“大行业小公司”的行业特点非常显著。从紫光学大的市占率来看，整体呈现下滑趋势，2019 年学大教育的市占率约为 0.62%，连续两年下降。学大教育市占率下降与学大教育创始人金鑫离职有关，预计随着金鑫再次回归学大教育，学大教育的市占率有望逐年提升。

图 13: 2017 年行业龙头的市占率 (%)



资料来源: Frost Sullivan、安信证券研究中心

图 14: 在线教育市场规模及其预测 (亿元)



资料来源: Frost Sullivan、安信证券研究中心

2.3. 校外培训市场整顿加码，行业规范发展势在必行

2018 年 8 月，国务院办公厅印发《关于规范校外培训机构发展的意见》，明确提出校外培训机构要确保证照齐全、严格审批登记，培训机构需要有符合安全条件的固定场所，同一培训时段生均面积不低于 3 平方米；不得聘用中小学在职老师，从事学科知识培训的老师必须具备教师资格证；细化培训安排，开展学科知识培训的内容不得超纲，培训对象必须与招生对象所处年级相匹配，培训进度与所在区县中小学同期进度，培训时间最晚不能超过 20:30。同时，要求落实年检年报制度和白黑名单制度，加大行业的规范整顿力度。2018 年 11 月，教育部、国家市场监督管理总局及应急管理部等三部门联合发布《关于健全校外培训机构专项治理整改若干工作机制的通知》，明确提出加大跨部门联合执法力度，对无证开展培训、非学科类培训机构开展学科培训及其他违规开展培训的机构予以严查，同时加强线上培训监管，按照线下培训机构管理政策，同步规范线上教育培训机构。2019 年 7 月，教育部等六部委联合印发《关于规范校外线上培训的实施意见》，从内容健康、时长适宜、师资合格、信息安全、经营规范、限期整改等方面要求加大对线上教育的排查和监管，校外线上培训规范加码。

表 1: 2018 年以来关于校外培训的政策文件

时间	政策文件	政策要点
2018 年 2 月	《教育部 2018 年工作要点》	推动解决中小学生学习减负
2018 年 8 月	《民办法(修订草案)(送审稿)》	对民办学校实施分类管理，不得设立实施义务教育的营利性民办学校
2018 年 8 月	《关于规范培训机构发展的意见》	对校外培训机构的设置批准、审批登记、监管等作出具体规定
2018 年 11 月	《关于健全校外培训机构专项治理整改若干工作机制的通知》	针对校外培训机构从业证件执照与在线教育进行专项治理
2018 年 12 月	《中小学生减负措施三十条》	严禁超标培训、严禁招生与升学挂钩

2019年2月

《教育部2019年工作要点》

深化入学改革，规范校外培训机构

2019年7月

《教育部等六部门关于规范校外线上培训的实施意见》

对校外线上培训机构实施备案审查制度，开展排查整改，健全监管机制

资料来源：中华人民共和国教育部，安信证券研究中心

政策整顿规范校外培训市场，中小培训机构面临较大的生存压力，尤其是在2020年新冠疫情的影响和冲击下，中小培训机构压力更大。21世纪经济报道，根据2017年上海市教育、工商等部门排摸调查发现，上海目前各类教育培训机构近7000家，其中“有证有照”的约占四分之一，“有照无教育培训资质”的体量最大，而“无证无照”的有1300多家。根据上海市教委要求，辖区内有照无证、无证无照的培训机构将不再招新生，逐步减小办学规模；自行撤销小于培训相关广告；继续按照已有服务合同完成教育教学任务，不再对现有学员进行开办续费。国家对校外培训机构的规范整顿使得不规范的中小培训机构逐渐退出校外培训市场，尤其是无证无照、有照无证的培训机构被迫关停，行业规范发展势在必行，行业龙头企业集中度有望持续提高。2020年的新冠疫情对校外培训机构冲击是深远的，行业龙头可以通过提供线上教育代替线下教学，对冲疫情带来的冲击，但中小校外培训机构则无法提供或者提供效果较差，中小培训机构倒闭、跑路的现象时有发生，校外培训机构集中度有望持续提高。

图 15：政策规范整顿&疫情冲击下行业深度整合前后的竞争格局



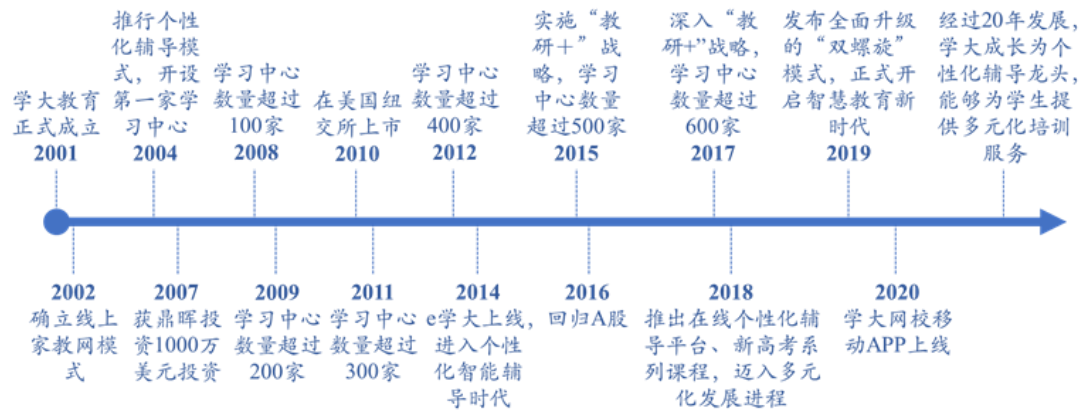
资料来源：相关资料，安信证券研究中心

3. 产品与服务：个性化辅导龙头，产品迭代小班崛起

3.1. 公司定位：立足个性化辅导的多元化培训服务提供商

学大教育创立于2001年9月，2002年确立了线上家教业务模式，2004年全面推行个性化辅导模式，开设了第一家学习中心；2009年学大教育PPTS2.0个性化教育辅导系统全面升级，学习中心数量超过200家；2014年学大教育“e学大”上线，学大进入个性化智能辅导时代；2018年学大教育全面推出在线个性化辅导平台、新高考系列课程，学大迈入多元化发展进程。学大教育是个性化教育的首创者和倡导者，秉承因材施教的教育理念，制定和实施以学生为中心的教学体系及模式，并在其基础上逐步形延伸、发展成多形式、多场景、多产品、覆盖K12差异化需求民办客户群体的“个性化智能教育”。经过20年的发展，学大教育已经成长为个性化辅导龙头，能够为小学生、初中生、高中生、艺考生等客户群体提供多元化培训服务。

图 16: 学大教育成长为多元化培训服务提供商



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.2. 公司产品：个性化辅导+个性化产品矩阵+学大网校

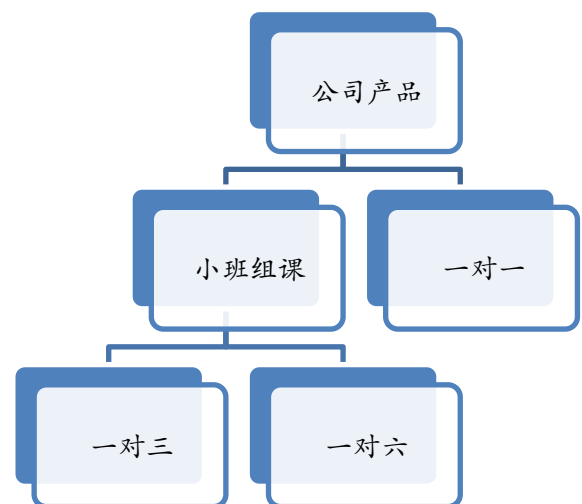
个性化辅导就是考虑到学生性格的独特性和个体差异性，为每一个孩子制定个性化成长学习方案，包括教育咨询师、学习管理师、心理咨询师、中高考专家等在内的团队为针对家庭长期的教育制定规划。学大教育的一对一辅导是为每个学生配备“六对一”（学科老师、教育咨询师、心理咨询师、学习管理师、陪读老师、个性化教研组）个性化辅导团队，针对每个孩子不同的学习情况和心理状况，制订独特且行之有效的教学辅导方案和心理辅导策略。学大教育的个性化辅导主要是线下“1对1”教研模式，近几年线下“1对1”产品又迭代出“1对3”、“1对6”的泛“1对1”组课模式，丰富了个性化辅导的内涵和外延，有利于个性化辅导业务的快速增长。

图 17: 公司个性化辅导团队配置情况



资料来源：公司网站，安信证券研究中心

图 18: 公司产品及迭代

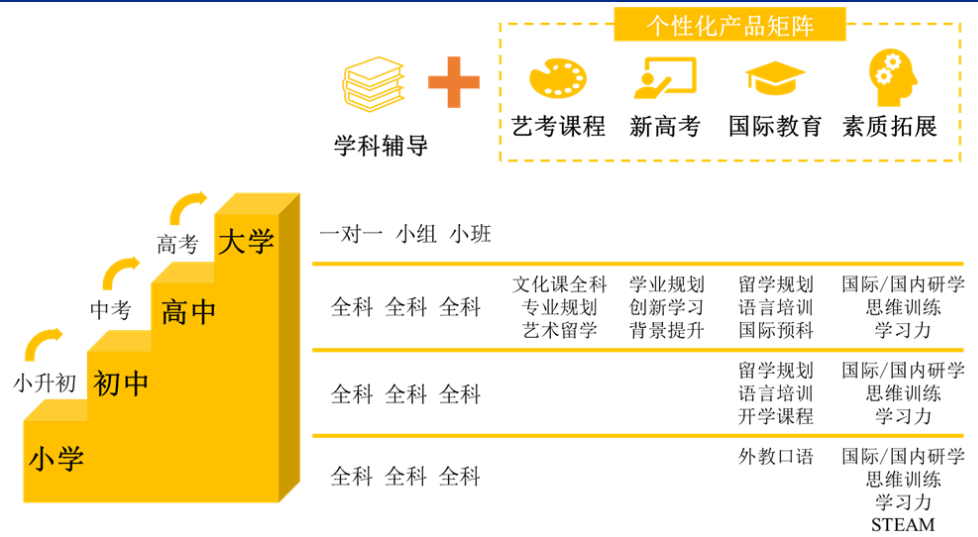


资料来源：公司网站，安信证券研究中心

个性化产品矩阵是依托学大教育个性化学科辅导，为这些客户提供艺考课程、新高考、国际教育和素质拓展等产品和服务，形成一个产品矩阵，充分挖掘客户潜力和价值。比如，针对高考生，除了可以提供一对一全科辅导外，还可以延伸出艺考文化课全科辅导、艺术专业规划和艺术留学指导等，新高考下的学业规划、创新学习和背景提升等，国际教育主要包括留学规划、语言培训和国际大学预科等，素质拓展主要包括国内国外研学、思维训练和学习力

培养等。学大教育已经在多个城市试点个性化产品矩阵，并取得较好的发展效果。2017-2019年学大教育个性化产品矩阵业务实现营业收入分别为1.27亿元、1.68亿元和1.94亿元，分别同比增长，2018-2019年增长率分别为32.28%和15.48%。

图 19：学大教育的个性化产品矩阵



资料来源：公司网站、安信证券研究中心

学大网校是学大教育旗下中小学在线直播互动教育平台，专注中小学在线个性化家教辅导，小升初、中考、高考在线名师辅导。学大网校覆盖各版本教材和中小学全部课程，精选学大线下近7000名优秀教师，汇聚了全国优秀名师，采用多终端系统全程监测教学进程。学大网校能够提供360°全程服务：PPTS测评系统、教学管理系统、直播教学系统、教研资源系统、教学资源系统和备课系统，能够进行全方位的教学掌控。2014年e学大上线，学大网校蓄势发力，2019年学大网校实现营业收入超过4000万元。2020年面对新冠疫情冲击学大线下教育全面转到线上，教学活动正常开展，且收费与线下一致，证明了学大网校已经得到学员和家长的认可。未来，学大网校将成为学生的一大选择，线上线下双融合趋势加速，学大教育开启了“双螺旋”（校区面授和在线辅导）教育模式。

图 20：学大教育的个性化产品矩阵



资料来源：公司网站、安信证券研究中心

3.3. 师资队伍：高水平专业化师资队伍，个性化教育教师团队

个性化辅导由于其辅导理念和方式的独特性，对师资储备、教师的沟通能力、易接受度、学科背景都提出了专门的高要求，师资队伍的专业化十分关键。学大教育经过 20 年个性化辅导行业积累，已经组建了一支专业的师范出身高质量师资队伍，并搭建了符合个性化教育需求的教师培养体系。在师资队伍方面，公司形成了专门定位于个性化教育的招、培、管教师培养体系，根据公司公告信息，目前学大教育已经拥有近 7000 名全职老师，能够给孩子提供切实的学习帮助；师资团队大多师范专业出身，是最懂孩子、最会与孩子沟通的教师团队；学大教育的师资平均司龄近 4 年，具有多年丰富的个性化辅导经验。同时，学大教育推行定位于个性化教育的师资梯队建设，形成一个金字塔式的师资建设梯队：教研负责人、学科组长、学科带头人，优秀教师、合格老师和新入职老师，通过总部的线上、线下培训体系和分公司的培训机制，形成了定位于个性化教育的教师梯队，有效地满足了公司发展的师资需要。

图 21：学大教育的个性化教育老师梯队建设

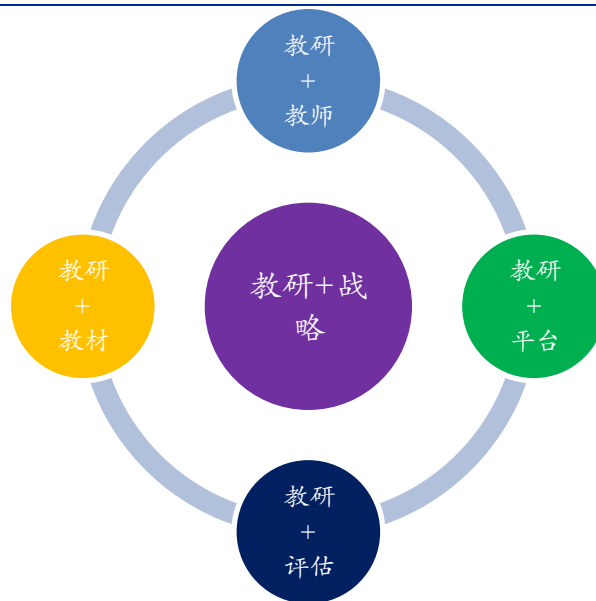


资料来源：公司网站、安信证券研究中心

3.4. 教研体系：推进“教研+”战略打造成熟的教研体系

学大教育建立了适合个性化辅导理念的“教研+”战略，形成了以个性化教育研究院为核心、以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战略。学大教育从“教研+教师”、“教研+课程”、“教研+平台”、“教研+评估”四个层面指导学大教育的教学研究，全面提升学大教育的教学质量。“教研+老师”就是要形成成熟的老师招、培、管体系，培养适合个性化课外辅导的专业化高水平教师队伍；“教学+课程”就是建立覆盖不同区域、个性化的产品体系，满足不同区域、不同层次的学生辅导需求；“产品+平台”是打造研修网、资源网和 My 工作室等平台，通过教研平台提供优质的教学资源，提供教学活动管理平台；“教研+评估”就是建立完善的教学质量评估体系，监测教学效果和教学资料，进而对教学进行优化和改良。学大教育通过“教研+”战略加强了教学研究，全面提升教育教学质量和水平，提升了学大教育的品牌知名度。

图 22：学大教育的教研+战略及其拆解

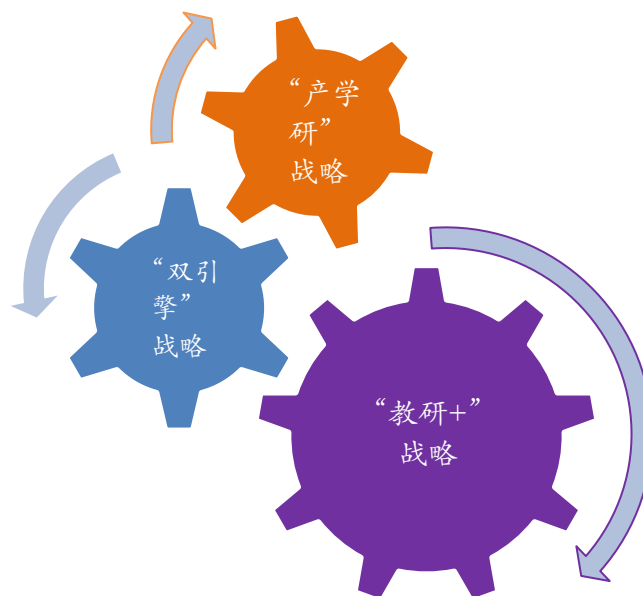


资料来源：公司网站、安信证券研究中心

3.5. 发展前景：战略调整业务转型发展，创始人回归学大再出发

2016 年学大教育回归 A 股市场，过去 4 年学大教育苦练内功，重点打造内部管理体系，储备人才，打磨产品，提质增效。在完成全国性布局后，学大主动调整扩张策略，对存量校区进行重构和整合，使得校区整体质量大幅提升。2020 年以来，学大创始人金鑫逐步回归，回归管理层和逐步取得控股券后，学大教育也积极金鑫战略调整，通过“一核两翼三融合”推动业务全面转型升级。“一核”是指坚持以教研工作为核心，稳步推进“教研+”战略，苦练内功，全面提升教育教学质量；“两翼”是指发挥科技赋能作用，推进线上和线下充分融合的“双螺旋”教学模式升级，以科技引领跨越式发展；“三融合”是指建立产学研深度融合技术创新体系，推动企业高质量发展。预计 2021 年金鑫通过参与定向增发将再次成为学大教育的实控人，学大教育有望再次扬帆起航。

图 23：学大教育的三大战略引擎



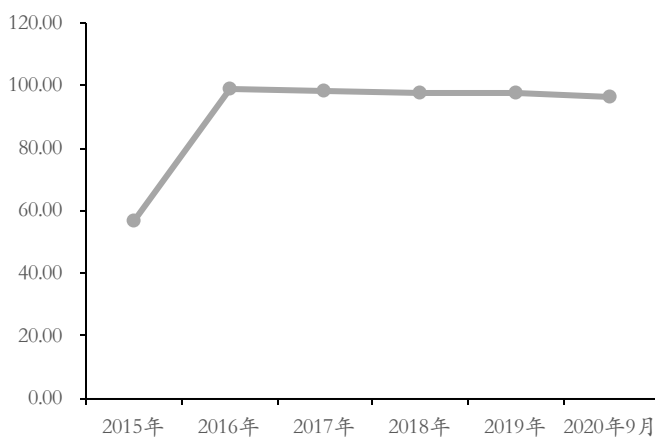
资料来源：公司网站、安信证券研究中心

4. 成长能力：负债率将逐步下降，定向增发助力成长

4.1. 负债率：历史问题造成高负债，负债率有望逐步下降

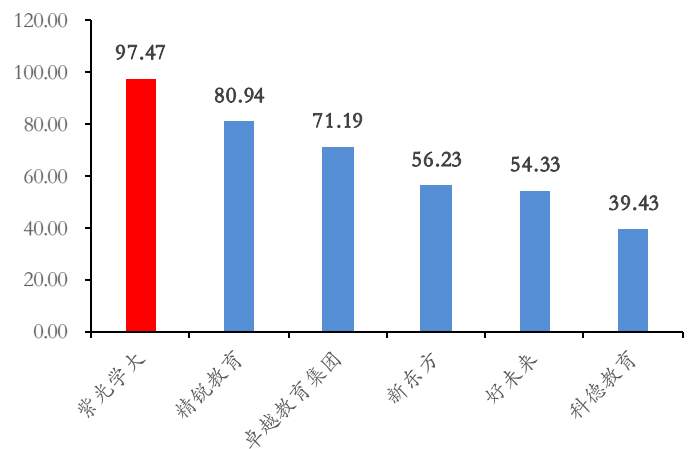
2016年2月公司与紫光卓远签署《借款合同》，合同借款金额为不超过3.7亿美元等额人民币，借款利率4.35%/年，公司实际向紫光卓远借款（本金）共计23.5亿元人民币，主要用于支付收购学大教育及其VIE控制的学大信息的收购对价。公司原计划通过2015年非公开发行股票融资偿还股东借款，但2016年12月公司终止了非公开发行股票事宜，通过权益融资偿还股东借款计划落空，造成公司有息负债高速增长，公司负债率大幅上升。2015-2019年公司资产负债率57.02%、98.70%、98.17%、97.92%和97.47%。公司负债率很高，远超过教育类上市公司负债率。2019年精锐教育资产负债率80.94%，较公司负债率低16.53个百分点；科德教育负债率仅39.43%，较公司负债率低58.04个百分点。

图 24：2015-2019.9 公司资产负债率 (%)



资料来源：Wind、安信证券研究中心

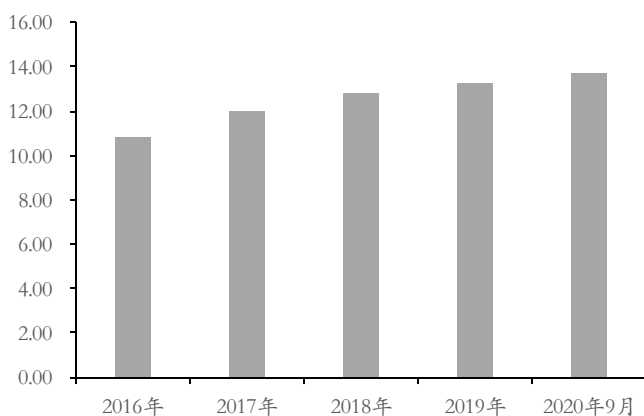
图 25：2019 年可比教育上市公司负债率 (%)



资料来源：Wind、安信证券研究中心

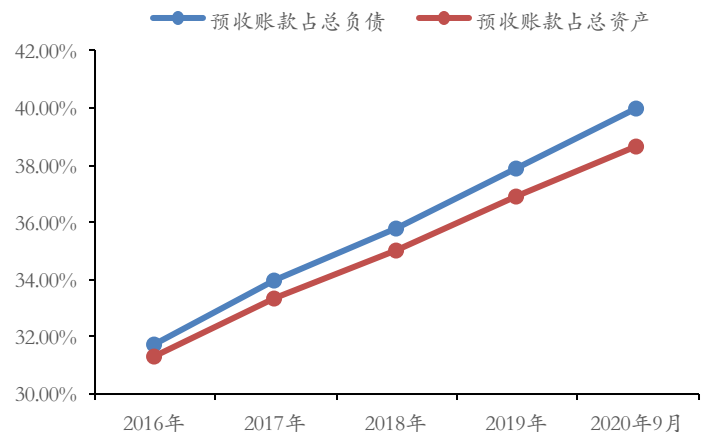
从负债结构来看，公司负债率高一方面是高额的股东借款造成的，另一方面是较高的预收账款造成的。2016-2020年9月公司预收账款分别为10.78亿元、11.59亿元、12.79亿元、13.29亿元和13.73亿元，预收账款占同期总资产的比重分别为31.34%、33.36%、35.02%、36.95%和38.64%，占同期总负债的比重分别为31.75%、33.98%、35.76%、37.91%和40.02%。若剔除预收账款对负债率的影响，公司剔除预收账款后的资产负债率分别为67.36%、64.82%、62.90%、60.52%和57.92%，剔除预收款后公司负债水平相对合理。

图 26：2016-2020 年 9 月公司预收账款 (亿元)



资料来源：Wind、安信证券研究中心

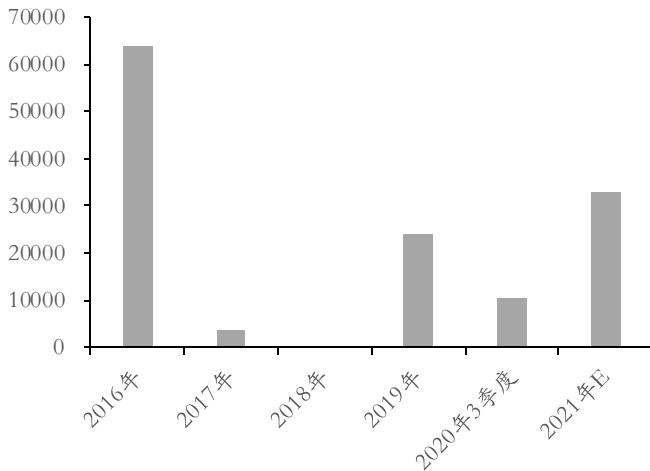
图 27：预收账款占总资产、总负债比重 (%)



资料来源：Wind、安信证券研究中心

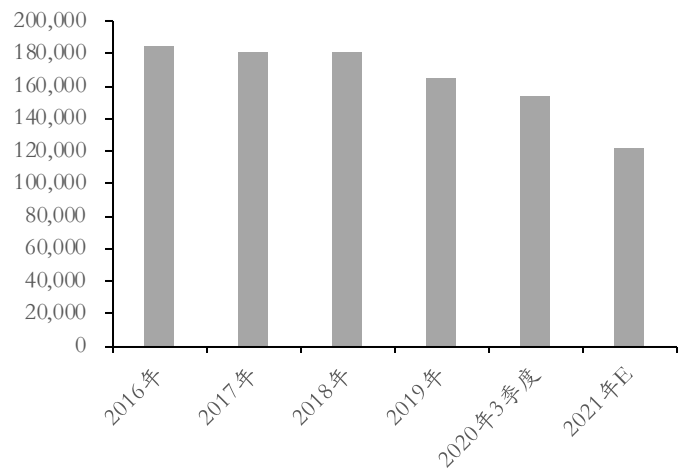
随着控股股东的变更，公司股东借款问题将得到有效解决。公司积极偿还股东借款，2016年公司偿还股东借款6.4亿元，2017年公司偿还股东借款0.35亿元，2019年公司再次偿还股东借款2.4亿元，2020年1-9月公司已经偿还股东借款1.05亿元，截至2020年9月末公司借款余额15.45亿元。预计2021年随着公司非公开发行股票事宜的完成，公司将再次偿还股东借款3.3亿元，届时公司的资产负债率有望从2019年末的97.47%降至发行完成并偿还部分股东借款后的75.32%，公司负债率有望持续下降。

图 28：公司偿还债务支付的现金及计划（万元）



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 29：公司短期借款余额及预测（万元）



资料来源：Wind、安信证券研究中心

4.2. 再融资：金鑫借助定增回归，轻装上阵有望发力

2020年7月公司启动非公开发行股票事宜，拟融资不超过9.63亿元，主要投向教学网点建设项目(2.74亿元)、教学网点改造优化项目(3.00亿元)、OMO在线教育平台建设项目(1.00亿元)和偿还股东借款(2.89亿元)。2020年12月公司非公开发行股票申请获证监会审核通过，并于同月收到证监会核准的批文，预计将在2021年1季度完成本次非公开发行业务。学大教育创始人金鑫控制下的晋丰文化承诺认购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%，本次发行完成后金鑫控制的公司股份将显著超过“紫光系”所持股份，公司实际控制人将变更为金鑫，解决了公司控股权归属问题。

表 2：公司定向增发计划资金去向

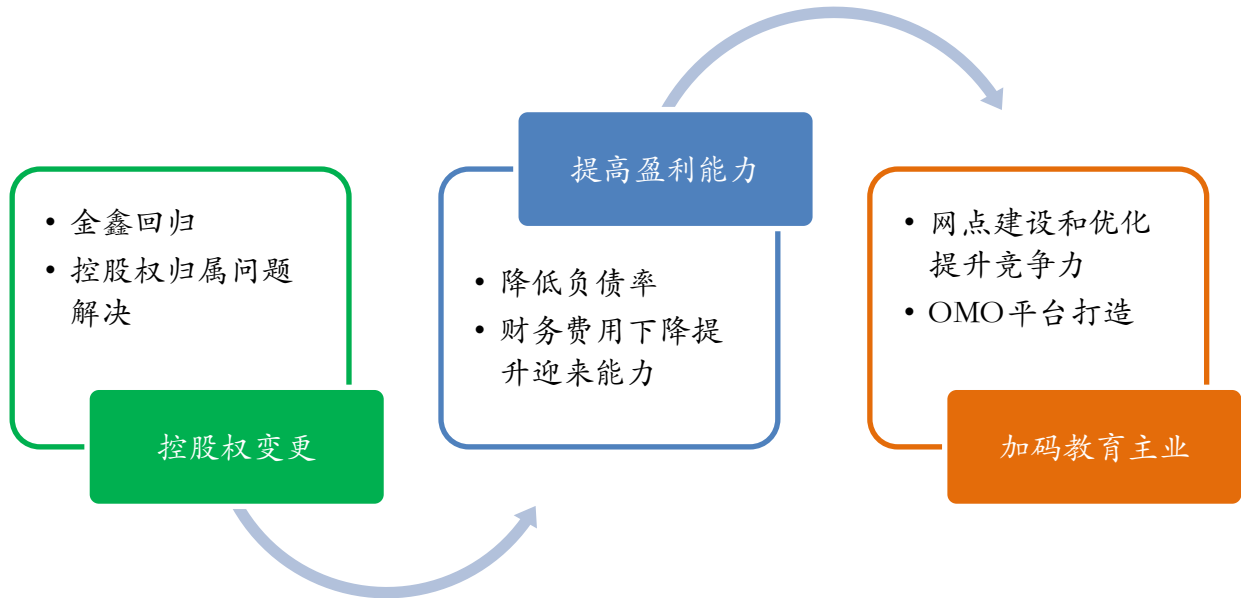
	总投资	募集资金	项目内部收益率	回收期
教学网点建设	47342	27396	17.00%	5.63年
教学网点改造优化	33430	30000		
OMO在线教育平台	22952	10000	17.61%	5.10年
偿还股东借款	33000	28883		
合计	136724	96279		

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

定向增发的完成将减少公司短期借款，降低公司财务费用，公司预计本次非公开发行完成后将减少财务费用约1256万元/年，有利于提高公司盈利能力。同时，本次定增还将加快主业发展。未来三年，公司计划投入4.73亿元在目标城市新设176家网点，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，预计项目全部投入运营后，项目内部收益率约17%，项目回收期约5.63年。公司还计划未来三年投入3.34亿元对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；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。另外，公司计划投入约2.30亿元用于OMO在线教育平台建设项目，通过对原有在线系统重构和新功能开发，升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，预计项目的内部收益率 17.61%，回收期是 5.10 年。

图 30：定向增发助力公司“顽疾”助力快速成长



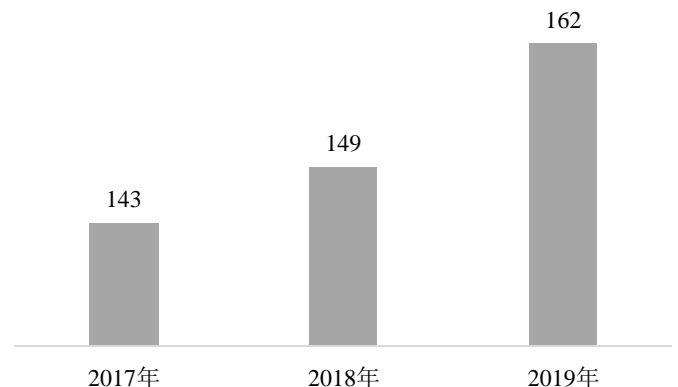
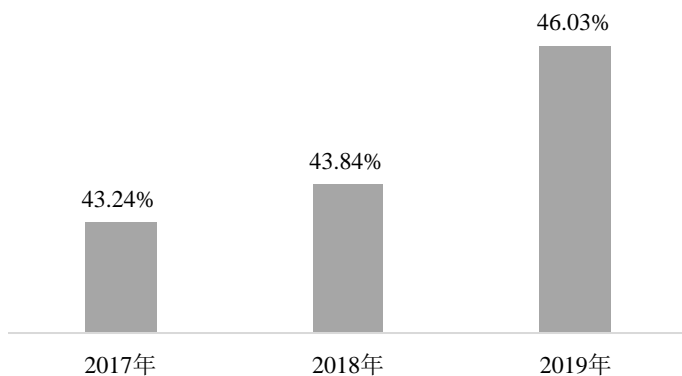
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

4.3. 成长性：续费率稳步提升，客单价持续上涨

学大教育是个性化教育培训的龙头，截至 2020 年 9 月末，学大教育已在全国 30 个省份、110 个城市设立了超过 550 家个性化学习中心，覆盖了所有一、二线城市，并辐射三、四线发达城市。学大教育的学习中心网点全部采用直营方式，从而可以在全国扩张的同时最大限度地保证教学质量。公司计划未来三年在全国目标城市新设 176 家网点，进一步提升全国市场的占有率，公司未来成长空间较大。同时，学生的续费率、单校区学生数量增长和客单价来看，公司未来具有较好的成长性。2017-2019 年学大教育的续费率分别为 43.24%、43.84%和 46.03%，学费率提升明显。2017-2019 年学大教育的单个网点的平均在校生分别为 143 人、149 人和 162 人，呈现出快速上升态势。

图 31：2017-2019 年公司学生续费率情况

图 32：2017-2019 年公司单店在校生情况（人/店）

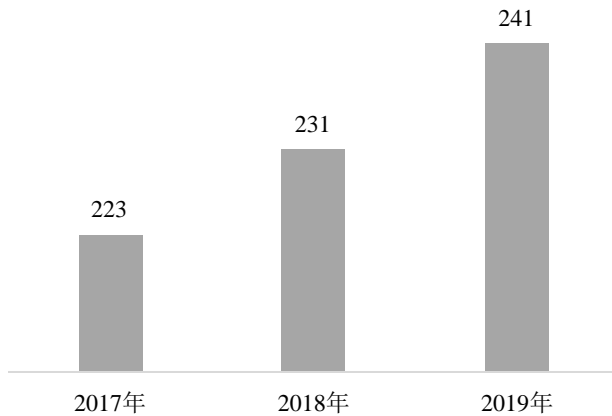


资料来源：Wind、安信证券研究中心

资料来源：Wind、安信证券研究中心

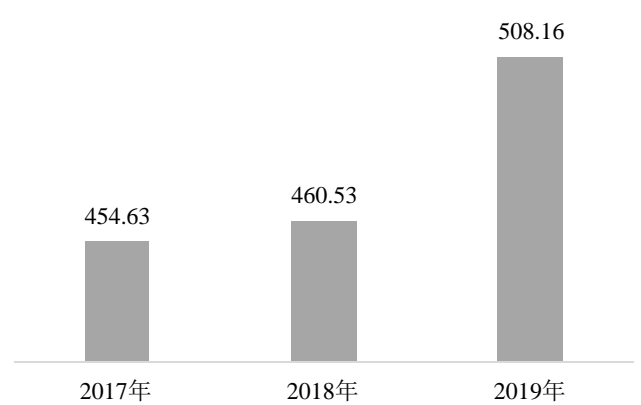
从客单价来看，学大教育的客单价也呈现出较快增长态势，2017-2019年学大教育客单价分别为223元/小时、231元/小时和241元/小时。在续费率、单点人数和客单价的联动增长，单体校贡献的收入持续上行，2017-2019年学大教育网点平均收入预计454.63万元、460.53万元和508.16万元，呈现上行态势。若按照500万一个网点贡献的收入计算，公司募投项目（176个网点）预计将增加营业收入近9亿元。考虑到续费率逐年提高、单点在读生的增加、客单价调高和新增网点，预计未来几年公司有望保持相对较快的增长，再加上存量网点改造升级和OMO在线教育平台的搭建，公司业绩释放有望提速，公司成长性较好。

图 33：2017-2019 年公司客单价（元/小时）



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 34：2017-2019 年公司单店产值（万元/店）



资料来源：Wind、安信证券研究中心

5. 盈利预测及投资建议

5.1. 盈利预测与估值：公司业绩拐点即将来临

5.1.1. 盈利预测

2020年公司面对新冠疫情的冲击，关闭和整合了部分学生规模小、盈利能力差的学习中心，预计2020年末公司学习中心数量约540家。2021-2022年公司加大在重点城市的网络布局，预计到2022年公司学习中心数量将达到2019年水平。从单点学习中心的贡献的收入来看，2020年出现了小幅下降，主要是受新冠疫情的影响，预计2021年将快速回升并超越2019年水平，2022年有望继续提升。我们预计2020-2022年公司教育培训服务收入分别为24.84亿元、31.90亿元和35.96亿元，公司营业收入分别为25.15亿元、32.24亿元和36.32亿元，营业收入的增速分别为-15.93%、28.17%和12.67%。考虑到公司加大了亏损网点的关停清算和盈利网点的升级优化，公司毛利率有望逐年提升，再叠加公司财务费用的持续下降，公司净利率有望持续上行。预计2020-2022年公司归母净利润分别为3329万元、5949万元和9067万元，分别同比增长140.1%、78.7%和52.4%。

表 3：公司营收分部预测表

	2017年	2018年	2019年	2020年E	2021年E	2022年E
教育培训服务费收入（万元）	277,587	285,223	295,290	248,400	319,000	359,600
单点营业收入（万元/家）	455	461	508	460	580	620
学习中心数量（家）	611	619	581	540	550	580
设备租赁收入（万元）	1,328	1,000	874	700	750	800
房屋租赁（万元）	626	640	640	640	640	640
其他业务（万元）	1,617	2,417	2,390	1,800	2,000	2,200
收入合计	281,159	289,280	299,194	251,540	322,390	363,240
收入增速	115.16%	2.89%	3.43%	-15.93%	28.17%	12.67%

资料来源：wind，安信证券研究中心

5.1.2. 相对估值

根据公司所从事业务，我们选择精锐教育、卓越教育集团、科德教育和昂立教育作为相对估值的可比公司，由于可比公司中部分标的 2019 年为亏损状态，因此我们将市销率 PS 作为相对估值指标，选取可比公司 2021 年 1 月 15 日收盘后数据，按照 2019 年经审计的营业收入计算，得到可比公司 2019 年市销率区间为 1.03~3.97 倍，均值为 1.93 倍；同时，基于 2020 年预测营业收入计算的 PS 区间为 1.34~4.02 倍，均值为 2.36 倍。

基于可比公司估值，同时考虑到公司将收缩亏损业务，盈利能力有望快速提升，成长迅速，财务状况有望保持良性发展，因此我们认为，2020 年公司合理估值可达 2.4-2.6 倍 PS，对应市值区间为 60.36-65.39 亿元，中位数为 62.88 亿元。

表 4：可比公司估值对比

标的公司	最新股价 (元/USD)	营业收入 (亿元)				PS			
		2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
紫光学大	49.18	29.92	25.15	32.24	36.32	1.58	1.88	1.47	1.30
精锐教育 (USD)	3.59	5.63	/	/	/	1.03	/	/	/
卓越教育集团	2.79	18.32	17.65	24.51	29.85	1.29	1.34	0.97	0.79
科德教育	12.81	9.59	9.45	11.07	12.73	3.97	4.02	3.44	2.99
昂立教育	14.71	23.91	19.13	26.78	32.14	1.76	2.20	1.57	1.31
均值		17.47	17.85	23.65	27.76	1.93	2.36	1.86	1.60

资料来源：wind，安信证券研究中心

5.1.3. 绝对估值

由于可比公司公司的收入模式为一次性收取学员的一对一辅导服务费和小班组辅导服务费，并确认为预收账款，因此公司的未来现金流充足，且已实现盈利，可对未来盈利状况和风险进行预测，并可用货币进行衡量。因而，可使用经济利润模型进行估值，我们将对经济利润模型中的参数进行合理设置，并最终计算公司发行后的合理股权价值。

经济利润模型参数设置：

- 1) 选择十年期国债利率并适当上浮作为无风险利率 R_f ，参数设置为 3.50%。
 - 2) 选择近五年沪深 300 指数年化平均收益率并适当调整作为市场投资组合预期收益率 R_m ，参数设置为 10.50%， $R_m - R_f$ 可得到股权风险收益率为 7.00%。
 - 3) 根据公司 2019 年年报披露的数据计算所得，公司适用的 β 系数为 1.71。
 - 4) 根据 CAPM 模型，计算公司权益成本率 K_e 为 15.49%。
 - 5) 公司负债成本率 K_d 取公司 2019 年短期借款的利率基础上适当上浮，取值为 4.60%。
 - 6) 所得税税率，因公司合并报表利润总额、所得税费用为母公司及各级子公司加总抵消后的数据，因此公司合并报表所得税费用占利润总额比重过高，我们预计未来公司所得税率将逐步降低，取值为 56.21%。
 - 7) 根据公司的净债权价值与股权价值之比，将 $D/(D+E)$ 的取值设定为 12.00%。
 - 8) 根据公式，计算得出公司加权资本成本率 WACC 为 13.95%。
 - 9) 预计公司十年后业务会进入到成熟阶段，增速可能有所放缓，预计永续增长率为 3%。
- 根据经济利润 DCF 估值模型，我们预计公司的合理股权价值为 60.20 亿元。

表 5：公司股权成本模型

经济模型参数	设置结果
无风险利率	3.50%
风险溢价	7.00%
β 系数	1.71
R_m	10.50%
K_e	15.49%
K_d	4.60%
WACC	13.95%

资料来源：Wind，安信证券研究中心预测

表 6: 公司经济利润估值模型 (百万元)

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	终值
经济利润	244.48	523.30	659.29	861.43	946.97	975.38	1004.64	1034.78	1065.82	1097.80	1130.7	1165	1095
贴现	214.56	403.03	445.62	510.97	492.95								2286.
						445.59	402.78	364.08	329.10	297.48	268.90	243.06	78
经济利润估值模型													
显性预测 (现值)	-	无风险利率	3.50%										
半显性预测 (现值)	-	风险溢价	7.00%										
永续价值 (现值)	2286.78	β 系数	0.74										
经济利润附加值	9581.19	Rm	10.50%										
加:投入资本和非营业资产	742.49	Ke	15.49%										
企业价值	6704.88	Kd	4.60%										
减:债务总额	685.20	D/ (D+E)	12.00%										
减:少数股东权益	0.00	E/ (D+E)	88.00%										
权益价值	6019.68	WACC	13.95%										
总股本	96.20	半显性期增长率	10.00%										

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

敏感性分析结果表明, 当永续增长率取值在 2.5%-3.5% 区间范围内, WACC 取值区间在 12%-14% 区间范围内时, 公司合理的股权价值在 57.62-80.47 亿元之间, 中位数为 69.05 亿元。

表 7: 估值敏感性分析 (百万元)

	WACC	10%	11%	12%	13%	14%	15%
永续增长率	2.0%	9138.13	7940.37	6985.13	6206.16	5559.30	5013.96
	2.5%	9677.13	8348.08	7301.88	6457.59	5762.44	5180.55
	3.0%	10293.12	8806.76	7653.82	6734.16	5984.06	5361.03
	3.5%	11003.88	9326.59	8047.16	7039.84	6226.77	5557.20
	4.0%	11833.10	9920.68	8489.67	7379.48	6493.77	5771.21

资料来源: 安信证券研究中心预测

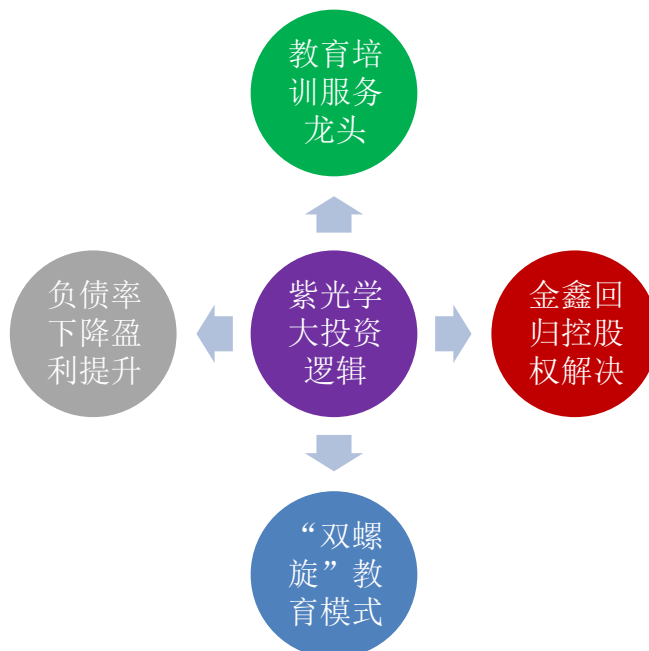
综合上述两种估值方法, 预计公司市值范围在 62.88-69.05 亿元之间, 给予未来 6 个月目标价为 68.57 元。按照 2019 年经审计的营业收入计算, 预计公司市值对应的市销率 PS 区间为 2.2 倍; 按照 2020 年预测的营业收入计算, 对应的市销率区间为 2.62 倍。

5.2. 投资建议: 个性化教育龙头标的, 维持“买入-A”评级

公司是个性化教育培训服务龙头企业和中概股收购回归第一股, 是 A 股市场唯一一家 K12 市场排名前五的上市公司, 具有较强的独特性和稀缺性。公司拥有遍布全国 30 个省市的教学网点, 近 7000 名教学经验丰富、专业水准高的师资队伍, 通过“教研+”战略全面提升教学质量和学大品牌影响力。公司稳步推进定向增发, 不仅解决了公司控股权问题, 也在一定程度上解决股东借款问题, 降低公司负债率, 提升公司盈利能力。未来公司将加大存量学习网点的规范、整顿、优化和升级, 同时加强重点区域新网点建设和 OMO 在线教育平台建设, 校区面授+在线辅导的“双螺旋”

教育模式形成。目前，公司续费率提高，客单价上涨，在读学生稳步增加，在线教育有望发力，再加上学大教育创始人金鑫回归，公司未来发展值得期待。看好公司未来发展前景，维持“买入-A”评级，目标价为 68.57 元。

图 35：紫光学大核心投资逻辑



资料来源：安信证券研究中心

5.3. 风险提示

K12 政策变动、疫情影响和冲击、学费上行缓慢、网点贡献营收不及预期、招生不及预期、优秀师资流失等风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,892.8	2,991.9	2,515.3	3,223.9	3,632.4	成长性					
减:营业成本	2,103.9	2,175.7	1,821.1	2,318.0	2,597.1	营业收入增长率	2.9%	3.4%	-15.9%	28.2%	12.7%
营业税费	14.5	14.6	11.6	14.8	16.3	营业利润增长率	-24.7%	-19.6%	120.2%	67.8%	39.5%
销售费用	229.1	243.5	206.3	264.4	290.6	净利润增长率	-46.9%	7.1%	140.1%	78.7%	52.4%
管理费用	361.6	396.6	333.3	425.6	472.2	EBITDA 增长率	17.4%	-3.8%	-6.9%	27.4%	19.7%
财务费用	79.1	81.1	57.5	45.3	29.9	EBIT 增长率	18.1%	-5.3%	-9.2%	36.4%	24.4%
资产减值损失	17.1	-	-	-	-	NOPLAT 增长率	-44.6%	31.7%	27.5%	39.9%	37.0%
加:公允价值变动收益	-	-1.8	-0.4	-	-	投资资本增长率	-22.2%	-51.8%	11.0%	-112.2%	1017.0%
投资和汇兑收益	22.8	19.5	20.0	20.8	20.1	净资产增长率	15.8%	20.0%	28.9%	42.9%	46.8%
营业利润	59.4	47.8	105.2	176.6	246.3	利润率					
加:营业外净收支	-8.5	-4.6	-5.2	-6.1	-4.7	毛利率	27.3%	27.3%	27.6%	28.1%	28.5%
利润总额	50.9	43.2	100.0	170.5	241.6	营业利润率	2.1%	1.6%	4.2%	5.5%	6.8%
减:所得税	40.6	30.8	71.2	120.1	163.0	净利润率	0.4%	0.5%	1.3%	1.8%	2.5%
净利润	13.0	13.9	33.3	59.5	90.7	EBITDA/营业收入	8.3%	7.7%	8.6%	8.5%	9.1%
						EBIT/营业收入	6.5%	6.0%	6.5%	6.9%	7.6%
						运营效率					
资产负债表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	19	17	16	8	3
货币资金	1,038.0	817.7	628.8	806.0	908.1	流动营业资本周转天数	-143	-168	-217	-180	-189
交易性金融资产	-	357.4	357.0	357.0	357.0	流动资产周转天数	190	181	185	152	159
应收帐款	128.1	150.9	9.8	192.5	20.5	应收帐款周转天数	14	17	12	11	11
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	0	0	0	0	8
预付帐款	55.7	49.7	39.4	68.9	55.8	总资产周转天数	450	436	480	367	340
存货	0.0	0.0	0.0	0.0	158.7	投资资本周转天数	78	49	40	14	-22
其他流动资产	329.2	81.4	90.0	166.8	112.7	投资回报率					
可供出售金融资产	37.2	-	-	-	-	ROE	15.4%	14.0%	25.6%	31.4%	32.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.3%	0.3%	0.9%	1.5%	2.3%
长期股权投资	15.4	29.3	29.3	29.3	29.3	ROIC	4.0%	6.7%	17.7%	22.3%	-249.3%
投资性房地产	76.8	74.8	74.8	74.8	74.8	费用率					
固定资产	147.4	135.9	94.1	52.3	10.6	销售费用率	7.9%	8.1%	8.2%	8.2%	8.0%
在建工程	39.9	88.1	88.1	88.1	88.1	管理费用率	12.5%	13.3%	13.3%	13.2%	13.0%
无形资产	66.4	56.6	45.5	34.3	23.2	财务费用率	2.7%	2.7%	2.3%	1.4%	0.8%
其他非流动资产	1,718.0	1,754.5	1,658.3	1,579.9	1,565.9	三费/营业收入	23.2%	24.1%	23.7%	22.8%	21.8%
资产总额	3,652.0	3,596.3	3,115.2	3,450.2	3,404.7	偿债能力					
短期债务	1,815.0	1,650.0	1,367.5	1,085.6	728.9	资产负债率	97.9%	97.5%	96.2%	95.1%	92.8%
应付帐款	101.8	129.0	127.2	149.3	167.0	负债权益比	4712.5%	3850.0%	2554.8%	1957.2%	1282.6%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	0.44	0.42	0.38	0.49	0.51
其他流动负债	1,643.9	1,713.2	1,487.8	2,033.0	2,248.3	速动比率	0.44	0.42	0.38	0.49	0.46
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	2.40	2.21	2.83	4.90	9.24
其他非流动负债	15.3	13.0	15.3	14.6	14.3	分红指标					
负债总额	3,576.1	3,505.2	2,997.9	3,282.5	3,158.5	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	-8.0	-8.1	-12.6	-21.7	-33.9	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	96.2	96.2	96.2	96.2	96.2	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	-14.7	0.5	33.8	93.3	183.9						
股东权益	75.9	91.0	117.3	167.7	246.3						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	10.3	12.3	33.3	59.5	90.7	EPS(元)	0.13	0.14	0.35	0.62	0.94
加:折旧和摊销	124.0	130.2	52.9	52.9	52.9	BVPS(元)	0.87	1.03	1.35	1.97	2.91
资产减值准备	17.1	9.4	-	-	-	PE(X)	353.6	330.2	137.6	77.0	50.5
公允价值变动损失	-	1.8	-0.4	-	-	PB(X)	54.6	46.2	35.2	24.2	16.3
财务费用	80.9	79.7	57.5	45.3	29.9	P/FCF	27.0	34.4	-16.4	42.4	45.7
投资损失	-22.8	-19.5	-20.0	-20.8	-20.1	P/S	1.6	1.5	1.8	1.4	1.3
少数股东损益	-2.7	-1.5	-4.5	-9.1	-12.1	EV/EBITDA	9.2	13.6	22.0	15.8	11.8
营运资金的变动	194.8	272.8	14.1	355.8	327.4	CAGR(%)	69.9%	85.5%	8.4%	69.9%	85.5%
经营活动产生现金流量	244.0	248.7	133.0	483.6	468.6	PEG	5.1	3.9	16.3	1.1	0.6
投资活动产生现金流量	13.4	-256.0	20.7	20.8	20.1	ROIC/WACC	0.5	0.8	2.1	2.7	-29.8
融资活动产生现金流量	-94.2	-247.4	-342.5	-327.2	-386.6	REP	8.6	14.9	7.6	-45.4	0.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

苏多永、焦娟、刘文正声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
	北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777
张杨		北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
温鹏		北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
刘晓萱		北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
王帅		北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
游倬源		北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
侯宇彤		北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034