

2021年4月20日

020 业务占比提升，期待疫情后业绩加速复苏

紫光学大(000526)——2020 年报点评

评级:	买入	股票代码:	000526
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	89.0/25.43
目标价格:		总市值(亿)	54.06
最新收盘价:	56.2	自由流通市值(亿)	54.06
		自由流通股数(百万)	96.20

事件概述

公司 2020 年收入/归母净利/扣非净利 24.30/0.44/-0.80 亿元，同比-18.79%/215.09%/-17111.33%，业绩符合业绩快报指引、符合预期；非经常性收益为 1.24 亿元，其中税前政府补助为 673 万元、此外有税费减免等，处置交易性金融资产实现投资收益为 4304 万元，主要系出售参股公司江苏曲速教育科技有限公司股权。2020Q1-4 收入 6.00/6.96/6.39/4.94 亿元，归母净利-0.16/0.60/-0.13/0.13 亿元，扣非净利-0.33/0.44/-0.42/-0.49 亿元。

分析判断:

我们关注：(1) 教培服务费收入为 23.94 亿元，同比下降 18.92%；其中分拆开店来看，20 年末为 532 家、同比-9%；(2) 一对一之外的小班组和 020 比例提升情况，2020 年一对一辅导/小班组辅导/在线教育/学员注册费/其他教育服务 11.84/3.32/7.66/0.26/0.86 亿元、同比下降 46%/45%/NA/-32%/-25%，其中小班组/020 占比为 14%/32%；(3) 学大教育在创始人回归后的净利率改善情况，受疫情影响，学大教育收入和净利为 24.65/1.77 亿元、同比增长-18%/24%，净利率提升 2.4pct 至 7.2%、预计与投资收益大幅增加有关但未来随疫情后逐步复课及重启扩张后强化管理、净利率仍有提升空间；分拆来看，增长主要来自学大信息，学大教育/学大信息净利分别为 8856/8885 万元，学大教育净利同比下降 35%，2019 年学大信息净利仅 794 万元。

2020 年毛利率/归母净利率为 25.83%/1.80%，同比-1.46/+1.33PCT，销售/管理/研发/财务费用率为 9.37%/12.97%/1.95%/ 3.20%、同比+1.23/-0.28/+0.38/+0.49PCT，其他收益/收入同比+3.13PCT 至 3.33%主要系政府补助及税费减免等增加，投资收益/收入同比+2.37PCT 至 3.02%主要系处置投资及持有投资收益。

预收与现金流来看，2020 年底末合同负债 10.61 亿元、同比下降 7.46%，经营活动现金流净额 1.67 亿元、同比下降 32.73%，主要系营收及预收有所下降。

投资建议:

维持 2021-22 年归母净利 0.92/1.64 亿元、新增预测 23 年归母净利 2.3 亿元。我们关注实控人回归后公司收入多元化带来的店效提升、以及净利率改善空间，新高考、艺考等提供了品类扩张空间，小班组、020 提供了班型多样化选择。短期公司受教培政策不确定性影响，关注线下复课进展；中长期来看，尽管公司一对一赛道规模效应偏低，但公司渠道的全国化布局、对教研的重视提升、以及未来盈利改善空间，均未在估值中得以体现，当前估值处在底部区间，维持“买入”评级。

风险提示

疫情带来的不利影响、政策调整风险、市场竞争加剧风险、管理团队和师资流失风险、运营成本上升风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,992	2,430	3,031	3,735	4,523
YoY (%)	3.4%	-18.8%	24.8%	23.2%	21.1%
归母净利润(百万元)	14	44	94	169	237
YoY (%)	7.1%	215.1%	115.4%	79.7%	40.1%

毛利率 (%)	27.3%	25.8%	27.3%	27.8%	28.0%
每股收益 (元)	0.12	0.37	0.80	1.44	2.01
ROE	14.0%	31.1%	36.7%	39.8%	35.8%
市盈率	317.40	100.73	46.76	26.03	18.58

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 唐爽爽

邮箱: tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话:

分析师: 何富丽

邮箱: hef1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080002

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,992	2,684	3,331	3,891	净利润	12	10	89	159
YoY(%)	3.4%	-10.3%	24.1%	16.8%	折旧和摊销	130	87	87	88
营业成本	2,176	1,978	2,415	2,801	营运资金变动	35	-65	272	264
营业税金及附加	15	13	16	19	经营活动现金流	249	96	496	547
销售费用	243	221	261	295	资本开支	-163	-15	-34	-37
管理费用	397	380	428	481	投资	-17	0	0	0
财务费用	81	66	55	45	投资活动现金流	-256	-37	-50	-52
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	1	0	0	0
投资收益	20	3	8	10	债务募资	75	-250	-250	-250
营业利润	48	26	128	228	筹资活动现金流	-247	-316	-305	-295
营业外收支	-5	0	0	0	现金净流量	-256	-258	140	200
利润总额	43	26	127	227	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	31	16	38	68	成长能力				
净利润	12	10	89	159	营业收入增长率	3.4%	-10.3%	24.1%	16.8%
归属于母公司净利润	14	12	92	164	净利润增长率	7.1%	-15.9%	688.1%	78.4%
YoY(%)	7.1%	-15.9%	688.1%	78.4%	盈利能力				
每股收益	0.14	0.12	0.96	1.71	毛利率	27.3%	26.3%	27.5%	28.0%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率率	0.4%	0.4%	2.7%	4.1%
货币资金	818	560	701	900	总资产收益率 ROA	0.4%	0.4%	2.7%	4.5%
预付款项	50	45	55	64	净资产收益率 ROE	14.0%	10.5%	45.3%	44.7%
存货	0	0	0	0	偿债能力				
其他流动资产	590	574	607	635	流动比率	0.42	0.37	0.42	0.49
流动资产合计	1,457	1,179	1,363	1,600	速动比率	0.40	0.36	0.41	0.47
长期股权投资	29	29	29	29	现金比率	0.23	0.18	0.22	0.28
固定资产	136	112	92	74	资产负债率	97.5%	96.9%	94.4%	90.4%
无形资产	57	45	34	23	经营效率				
非流动资产合计	2,139	2,092	2,063	2,037	总资产周转率	0.83	0.82	0.97	1.07
资产合计	3,596	3,271	3,426	3,637	每股指标 (元)				
短期借款	1,650	1,400	1,150	900	每股收益	0.14	0.12	0.96	1.71
应付账款及票据	0	0	0	0	每股净资产	1.03	1.15	2.11	3.81
其他流动负债	1,842	1,757	2,072	2,374	每股经营现金流	2.59	1.00	5.16	5.68
流动负债合计	3,492	3,157	3,222	3,274	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	13	13	13	13	PE	617.48	734.09	93.14	52.20
非流动负债合计	13	13	13	13	PB	30.17	77.24	42.23	23.34
负债合计	3,505	3,170	3,235	3,287					
股本	96	96	96	96					
少数股东权益	-8	-9	-12	-17					
股东权益合计	91	101	191	350					
负债和股东权益合计	3,596	3,271	3,426	3,637					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券等，曾获得2014-2015年纺织服装行业新财富第1名团队。

何富丽：对外经济贸易大学管理学硕士、学士，CPA，2年研究经验，曾任职于国盛证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。