

证券研究报告—动态报告

社会服务业

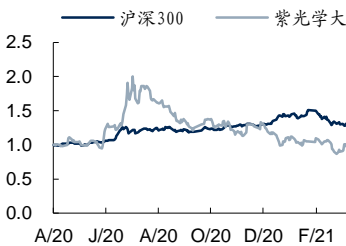
教育

紫光学大(000526)
增持

2020 年报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 20 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	118/96
总市值/流通(百万元)	4,401/3,595
上证综指/深圳成指	3,478/14,118
12 个月最高/最低(元)	89.42/35.14

相关研究报告:

《立思辰-300010-深度报告: 发力优质赛道, 经营正迎拐点》——2020-03-17
 《国信证券-社会服务行业 3 月投资策略: 营业恢复进行时, 政策前来给信心》——2020-03-15
 《国信证券-行业快评: 再融资新规下, 关注优质赛道+外延逻辑龙头成长》——2020-02-19
 《国信证券-研究框架系列之教育篇: 教育在线流量井喷, 商业模式加速进化》——2020-02-18

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809
 E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

证券分析师: 钟潇

电话: 0755-82132098
 E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100003

联系人: 张鲁

电话: 0755-81982991
 E-MAIL: zhanglu5@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评
个性化辅导业务彰显韧性 创始人正式回归再出发
● 2020 年归母净利润同增 215%, 符合预期

2020 财年, 公司收入 24.30 亿元/-19%, 疫情停课收入承压, 归母业绩盈利 4369 万元/+215%, 符合预期, 扣非业绩亏损 8044 万元, EPS0.45 元, 1.2 亿元非经损益系出售参股公司股权及税收减免。Q4 单季, 公司营收 4.94 亿元/-11%, 归母业绩盈利 1327 万元/+126%, 扣非业绩亏损 4943 万元, 同比减亏 11.18%。

● 疫情后业务逐季回暖, 学大教育全年盈利彰显韧性

2020 财年, 子公司学大教育全年营收 24.65 亿元, 其中教育业务 23.94 亿元/-19%, 实现净利润 1.77 亿元/+24%, 剔除疫情下税收减免扰动, 预计教育主业盈利约 1 亿元, 彰显个性化辅导业务强刚需性。2020 年末学大网点数为 532 个, 净减少 49 个网点, 系疫情下关闭部分亏损老旧网点; 设备租赁收入 764 万元/-13%, 房屋租赁收入 639 万元持平, 业绩对整体影响较小。公司毛利率 25.83%/-1.45pct, 系疫情教育收入承压而成本刚性, 净利率为 1.76%/+1.35pct。销售/财务/研发费率分别增 1.23/0.49/0.38pct, 管理费用率同比下降 0.29pct, 控费良好。

● 再融资方案顺利落地, 关注创始人回归后业务优化进展

2021 年公司再融资方案顺利落地, 募资资金净额为 8.22 亿元, 分别用于教学网点建设、网点改造优化、OMO 在线教育平台以及偿还股东紫光卓远的借款, 资金到位教育主业有支撑, 随着股东借款逐期偿还, 财务费用有望优化。且创始人金鑫正式成为公司实控人, 教育团队话语权加重, 以及利益机制绑定完善, 未来教育业务经营效率提升, 公司有望迎来新一轮成长。

● 风险提示: 疫情复发停课、模型优化不及预期、公司治理等风险。
● 创始人回归, 教育经营效率有望提升, 维持“增持”评级

综合考虑到再融资落地以及股东还款节奏, 预计整体 21-23 年 EPS 为 0.48/0.69/1.06 元, 其中学大教育 21-23 年 EPS 为 0.86/1.03/1.36 元, 对应 21-23 年教育业务估值为 43/36/28x, 建议跟进创始人回归经营效率提升及教育业务结构改善, 维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,992	2,430	2,873	3,134	3,381
(+/-%)	3.43%	-18.79%	18.25%	9.07%	7.89%
净利润(百万元)	14	44	57	81	125
(+/-%)	7.06%	215.09%	30.26%	42.73%	53.94%
摊薄每股收益(元)	0.14	0.37	0.48	0.69	1.06
EBIT Margin	5%	3%	8%	10%	13%
净资产收益率(ROE)	14%	31%	31%	33%	37%
市盈率(PE)	259	101	77	54	35
EV/EBITDA	33	58	32	25	18
市净率(PB)	36	31	24	18	13

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

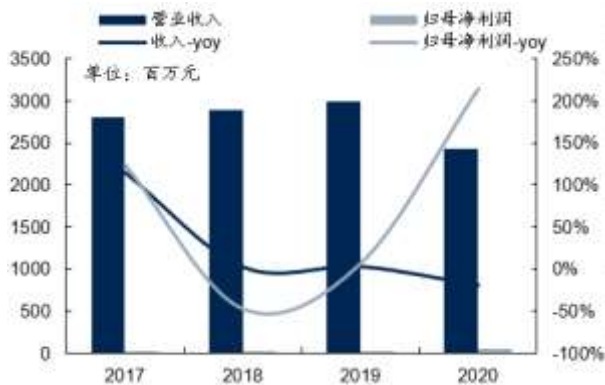
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

2020 年归母净利润同增 215%，符合预期

2020 财年，公司实现收入 24.30 亿元，同比下滑 18.79%，疫情停课致公司收入端承压，归母净利润盈利 4369 万元，同比增 215.09%，与业绩快报一致符合预期，扣非业绩亏损 8044 万元，同比下滑 17111.33%，EPS0.45 元，主要系出售参股公司股权以及税收减免带动的非经常性损益扰动。

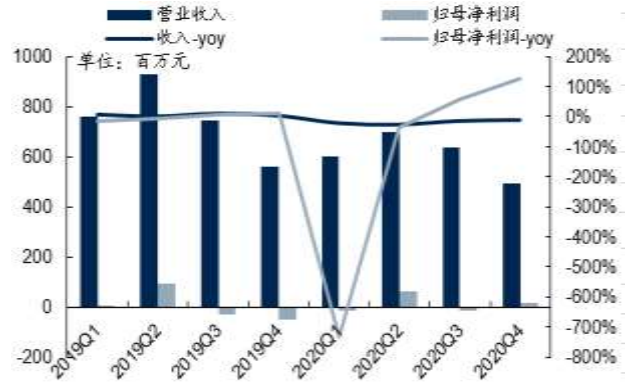
Q4 单季，公司实现营收 4.94 亿元，同比下滑 11.48%，归母业绩 1327 万元，同比增长 126.47%，扣非业绩亏损 4943 万元，同比减亏 11.18%。

图 1：紫光学大 2017-2020 年收入业绩及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：紫光学大分季度收入业绩及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

疫情后业务逐季回暖，学大教育依旧盈利韧性十足

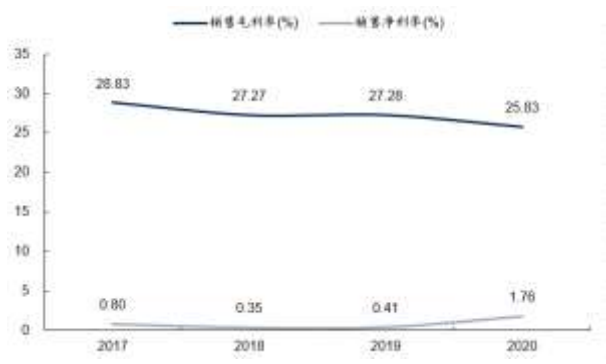
分季度来看，Q1-4 分别实现收入 6.00、6.96、6.39、4.94 亿元，分别恢复至 2019 年同期的 79%、75%、86%、89%，国内疫情影响逐渐消弭，业务环比持续恢复。

分收入类型看，2020 年教育业务收入 23.94 亿元，同比下滑 18.92%，收入占比 98.53%，同比下降 0.17pct；设备租赁收入 764 万元，同比下滑 12.59%，收入占比 0.31%，同比增 0.02pct；房屋租赁收入 639 万元，与去年同期持平，收入占比为 0.26%，同比增 0.05pct。

具体看各子公司，子公司学大教育全年实现营收 24.65 亿元，其中教育业务 23.94 亿元，同比下滑 18.92%，实现净利润 1.77 亿元，同比增 23.78%，若剔除疫情下税收减免扰动，预计教育主业盈利约 1 亿元，在疫情下显示出 1 对 1 业务的强刚需性。教学网点数方面，截至 2020 年末学大教育在全国 110 个城市拥有 532 个教学网点，同比净减少 49 个网点，预计主要为公司在疫情下关闭部分亏损老旧网点；房屋租赁、设备租赁整体业绩影响较小。

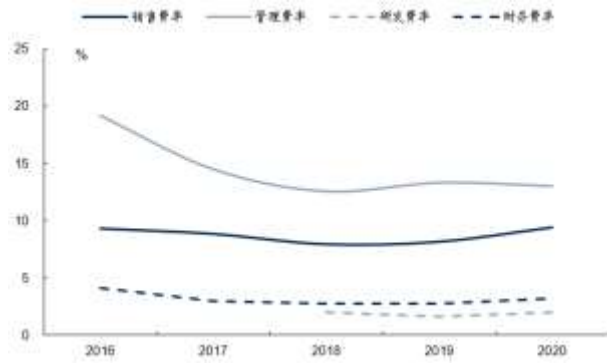
2020 年，公司毛利率为 25.83%，同比下滑 1.45pct，主要系疫情影响线下教育收入而成本端员工薪酬、租金成本刚性所致，公司净利率为 1.76%，同比增 1.35pct，主要系税收减免与出售参股公司贡献。公司期间费用率同比上升 1.81pct，其中销售/财务/研发费率分别增 1.23/0.49/0.38pct，管理费率同比下降 0.29pct，整体而言费用控制相对良好。

图 3：2017-2020 年公司毛利率与净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：2017-2020 年公司期间费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

再融资方案顺利落地，关注创始人回归后业务优化进展

公司再融资方案顺利落地，创始人金鑫正式成为实控人。2021 年公司再融资方案顺利落地，募资资金净额为 8.22 亿元，分别用于教学网点建设、网点改造优化、OMO 在线教育平台以及偿还股东紫光卓远的借款，本次融资落地后公司将更有充足的资金去扩张现有教育业务，同时随着股东关联借款的逐期偿还，未来财务费用有望得到优化。且学大教育创始人金鑫正式成为公司实控人，教育团队在上市公司内话语权进一步加重，以及利益机制进一步绑定完善，未来教育业务经营效率提升，也有望带来公司新一轮成长。

风险提示

疫情复发停课、业务模型优化不及预期、公司治理结构等风险。

投资建议：创始人回归，教育经营效率有望提升，维持“增持”评级

综合考虑到再融资落地以及股东还款节奏，预计整体 21-23 年 EPS 为 0.48/0.69/1.06 元，其中学大教育 21-23 年 EPS 为 0.86/1.03/1.36 元，对应 21-23 年教育业务估值为 43/36/28x，建议跟进创始人回归经营效率提升及教育业务结构改善，维持“增持”评级。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 21-04-19	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019
002607	中公教育	买入	25.58	0.29	0.39	0.58	87.42	65.36	44.14	45.97
002621	美吉姆	增持	6.15	0.20	-0.18	0.23	30.75	-34.17	26.74	3.78
300010	豆神教育	买入	8.04	0.04	-0.08	0.32	228.20	-95.28	25.26	2.08
300192	科德教育	增持	14.20	0.27	0.61	0.76	52.38	23.22	18.70	5.17

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1030	1194	1478	1656	营业收入	2430	2873	3134	3381
应收款项	164	194	212	228	营业成本	1802	2074	2226	2318
存货净额	1	1	1	1	营业税金及附加	4	14	15	17
其他流动资产	90	250	157	169	销售费用	228	230	251	270
流动资产合计	1286	1640	1848	2055	管理费用	315	328	341	340
固定资产	254	227	203	180	财务费用	78	45	40	35
无形资产及其他	55	53	51	49	投资收益	73	0	0	0
投资性房地产	1865	1865	1865	1865	资产减值及公允价值变动	(5)	0	0	0
长期股权投资	55	76	96	116	其他收入	9	0	0	0
资产总计	3515	3861	4063	4265	营业利润	81	183	261	401
短期借款及交易性金融负债	1586	1640	1636	1653	营业外净收支	(4)	0	0	0
应付款项	0	0	0	0	利润总额	78	183	261	401
其他流动负债	1786	2038	2182	2269	所得税费用	35	128	182	281
流动负债合计	3372	3678	3819	3922	少数股东损益	(1)	(2)	(3)	(5)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	44	57	81	125
其他长期负债	11	8	10	11					
长期负债合计	11	8	10	11	现金流量表 (百万元)				
负债合计	3383	3687	3829	3934	净利润	44	57	81	125
少数股东权益	(8)	(9)	(9)	(7)	资产减值准备	15	3	(2)	(3)
股东权益	140	183	244	338	折旧摊销	52	26	28	28
负债和股东权益总计	3515	3861	4063	4265	公允价值变动损失	5	0	0	0
					财务费用	78	45	40	35
					营运资本变动	(51)	63	219	57
					其它	(14)	(4)	1	5
					经营活动现金流	50	145	328	212
					资本开支	(79)	0	0	0
					其它投资现金流	356	0	0	0
					投资活动现金流	251	(20)	(20)	(20)
					权益性融资	1	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(68)	(14)	(20)	(31)
					其它融资现金流	48	54	(3)	17
					融资活动现金流	(88)	40	(24)	(14)
					现金净变动	212	164	284	178
					货币资金的期初余额	818	1030	1194	1478
					货币资金的期末余额	1030	1194	1478	1656
					企业自由现金流	(34)	157	337	216
					权益自由现金流	14	197	322	222

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032