

证券研究报告—动态报告

社会服务业

教育

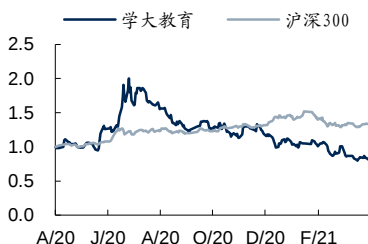
学大教育(000526)
增持

2021 年一季报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 27 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)	4,222/3,449
上证综指/深圳成指	3,441/14,224
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, 政策带来信心》——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码: 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码: 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
业务稳步复苏, 关注股权理顺后的经营效率提升
● 2021Q1 归母扣非净利润减亏 66%, 符合预期

2021Q1, 公司收入 6.92 亿元/+15%, 疫情影响消退业务逐步复苏; 归母业绩盈利 537 万元, 扭亏增 133%, 位于业绩预告中值符合预期; 扣非业绩亏损 1100 万元, 同比减亏 66%, 其中非经常性损益为 1636 万元, 主要系疫情下学大教育享受的税收减免; EPS0.05 元。

● 疫情后教育业务逐季回暖, 期间费率优化效果良好

2021Q1, 全资子公司学大教育收入恢复至 2019 年同期 9 成+水平; 预计 Q1 教育业务同比 2020 年实现双位数增长, 净利润预计盈利千万量级, 主要系疫情后的业务复苏以及税收减免带动; **设备租赁、房屋租赁**两项业务对整体影响较小。公司**毛利率** 27.25%/+2.98pct, 教育业务的复苏+整合存量网点带动毛利率提升; **净利率**为 0.68%/+3.36pct; **期间费率**同比下降 0.76pct, 其中销售/财务费率分别增 0.11/0.85pct, 管理/研发费率同比下降 1.25/0.47pct, 教育业务收入回暖摊薄刚性成本费用, 期间费率有所优化。

● 变更证券简称明确战略方向, 融资落地业务迎成长助力

2021 年公司再融资方案顺利落地, 募资金净额为 8.22 亿元, 分别用于教学网站建设、网点改造优化、OMO 在线教育平台以及偿还股东借款, 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。并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有望提升。近期公司正式更名学大教育明确未来战略方向, 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。
● 关注治理架构理顺后的经营效率提升, 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 42/35/26x, 建议跟进创始人回归经营效率提升及教育业务收入结构改善, 维持“增持”评级。

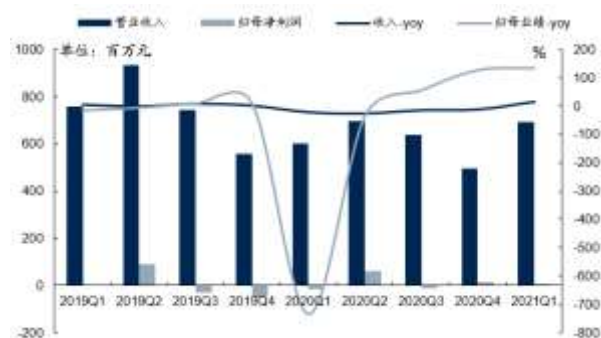
盈利预测和财务指标

	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)	249	97	74	52	34
EV/EBITDA	33	57	31	24	18
市净率(PB)	35	30	23	17	12

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

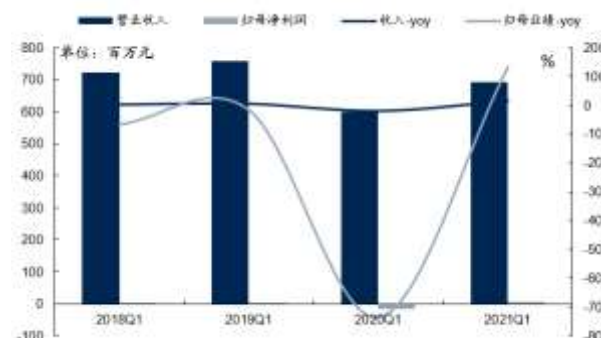
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 学大教育 2019 年以来分季度收入业绩及增速



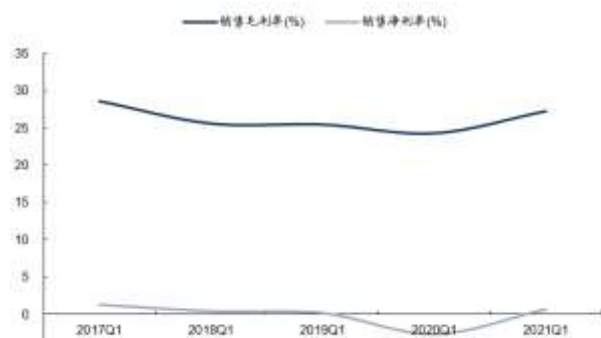
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 学大教育 2018-2021Q1 收入业绩及增速



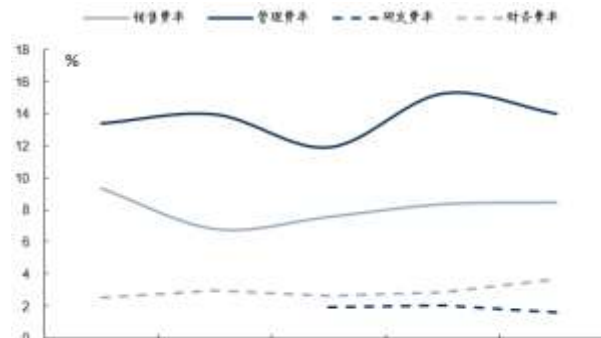
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 学大教育 2017Q1-2021Q1 毛利率、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: 学大教育 2017Q1-2021Q1 期间费率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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 21-04-26	EPS			PE			PB 2019
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
002607	中公教育	买入	26.25	0.29	0.39	0.52	89.69	68.11	50.39	47.18
300010	豆神教育	买入	7.30	-2.56	0.30	0.51	-2.85	24.66	14.37	1.89
300192	科德教育	增持	13.42	0.27	0.61	0.76	49.21	21.90	17.64	4.88

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					
负债合计	3383	3687	3829	3934					
少数股东权益	(8)	(9)	(9)	(7)					
股东权益	140	183	244	338					
负债和股东权益总计	3515	3861	4063	4265					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	44	57	81	125
资产减值准备	15	3	(2)	(3)
折旧摊销	52	26	28	28
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