

紫光学大

000526

审慎增持 (首次)

业绩环比改善显著，定增落地促进全面发展

2021年04月22日

市场数据

市场数据日期	2021-04-21
收盘价(元)	38.44
总股本(百万股)	118
流通股本(百万股)	96
总市值(百万元)	4,527
流通市值(百万元)	3,698
净资产(百万元)	132
总资产(百万元)	3,515
每股净资产(元)	1.46

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

主要财务指标

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,430	3,231	3,894	4,370
同比增长(%)	-18.8%	33.0%	20.5%	12.2%
归母净利润(百万元)	43	55	110	149
同比增长(%)	1.8%	1.7%	2.8%	3.4%
毛利率(%)	25.8%	28.2%	29.2%	29.6%
净利润率(%)	7.2%	5.0%	9.5%	10.5%
净资产收益率(%)	31.1%	5.4%	9.7%	11.6%
每股收益(元)	0.37	0.47	0.93	1.26
每股经营现金流(元)	1.42	1.25	2.63	2.37

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

事件: 公司公告 20 年度报告及 21 年一季度业绩预告: 2020 年实现营业收入 24.30 亿元, 同比下降 18.79%; 归母净利润 4,368.77 万元, 同比增长 215.09%; 扣非后归母净利润-8,043.53 万元, 同比下降 17,111.33%; 经营活动现金流净额 1.67 亿元, 同比下降 49.10%; 20Q4 营业收入 4.94 亿元, 同比下降 11.48%, 归母净利润 1,326.76 万元, 同比增长 126.47%, 扣非后归母净利润-4,943.47 万元, 同比下降 11.18%。21Q1 预计实现归母净利润 450-650 万元, 同比 19 年增长 78.23%-157.45%。

点评:

下半年业务稳步恢复, 营收降幅收窄, 归母利润增长主要系税收减免。 20 年公司实现营业收入 24.30 亿元, 同比下降 18.79%, 符合预期。全年盈利相较 19 年明显增厚, 主要系疫情期间税收减免等非经常性损益增长所致。20 年上半年线下培训全面停摆, 叠加中高考推迟导致业绩短期承压, 上半年营收同比下降 23.29%。Q3 复课以来, 公司业务稳步恢复、营收降幅收窄, Q4 营收已恢复至 19 年同期 88.52%。今年 1 季度盈利预计较 19 年同比增长 78.23%-157.45%, 疫情影响逐步消退。

OMO 模式占比提升显著, 严控成本对冲业绩压力。 2020 年上半年受疫情影响导致线下停课, 公司采用提升线上交付能力和严控成本费用等措施积极应对。公司 1 对 1、小班组、在线教育业务收入占比分别为 49.86%、13.86%、32.00%, 线上业务大幅增长主要系原有部分存量线下课程转为线上教学模式。2020 年, 公司期间费用率同比 19 年几乎持平。公司一方面减少广告投放、优化人员结构, 降低市场费用和人工成本, 利润率降幅显著小于收入降幅; 另一方面深耕教研、提升竞争力, 研发费用同比增长 0.59%。

定增完成金鑫回归, 募投资金将用于业务发展和偿还股东贷款。 定增完成后, 创始人金鑫重回管理层, 有助于捋顺机制、激发公司增长动能。随募投资金到位, 公司将开启新一轮扩张, 截至 20 年末, 公司已有教学中心 532 家, 覆盖全国 30 个省份、110 个城市。

盈利预测及投资评级: 随疫情防控局势向好、培训业务有序恢复, 公司聚焦 1 对 1 辅导, 并不断推进小班组模式丰富产品矩阵。定增落地后, 公司将实现管理效率、收入结构和偿债能力的多重提升: 1) 创始人金鑫回归管理层, 有助组织结构捋顺; 2) 通过募资快速展店, 扩大市占率和品牌声誉, 并通过提高小班组和 OMO 模式占比提升整体毛利率; 3) 偿还贷款优化资本结构, 降低财务费率。我们预计 21-23 年 EPS 分别为 0.47/0.93/1.26 元, 21 年 4 月 21 日收盘价对应的 PE 分别为 82/41/30 倍, 首次覆盖, 给予“审慎增持”评级。

风险提示: 竞争加剧风险、教培行业政策风险、募投项目进度不及预期等。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

分析师:

刘嘉仁

liujr@xyzq.com.cn

S0190518080001

王越

wangyue94@xyzq.com.cn

S0190520080008

报告正文

事件

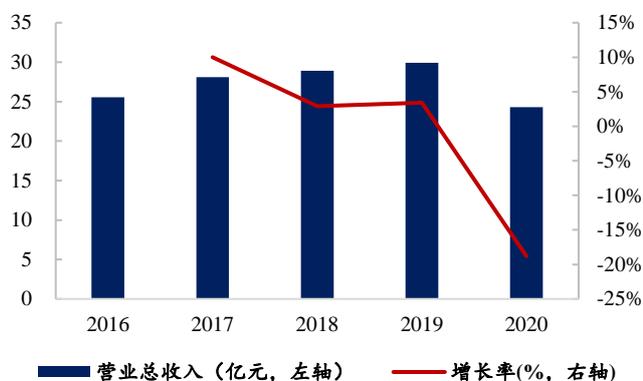
公司公告 20 年度报告及 21 年一季度业绩预告:2020 年实现营业收入 24.30 亿元, 同比下降 18.79%; 归母净利润 4,368.77 万元, 同比增长 215.09%; 扣非后归母净利润-8,043.53 万元, 同比下降 17,111.33%; 经营活动现金流净额 1.67 亿元, 同比下降 49.10%; 20Q4 营业收入 4.94 亿元, 同比下降 11.48%, 归母净利润 1,326.76 万元, 同比增长 126.47%, 扣非后归母净利润-4,943.47 万元, 同比下降 11.18%。21Q1 预计实现归母净利润 450-650 万元, 同比 19 年增长 78.23%-157.45%。

点评

下半年业务稳步恢复, 营收降幅收窄, 归母利润增长主要系税收减免

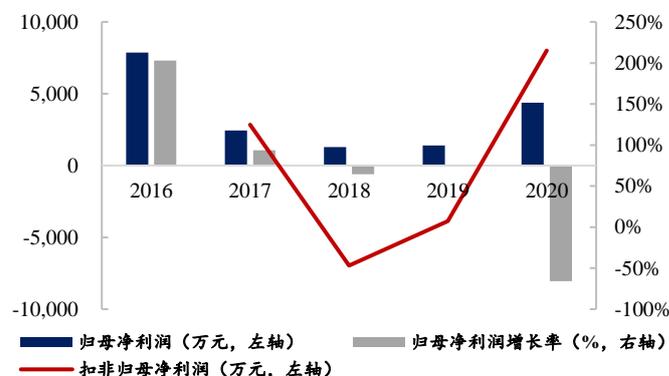
20 年公司实现营收 24.30 亿元, 同比下降 18.79%, 符合预期。全年盈利相较 19 年明显增厚, 主要系疫情期间税收减免等非经常性损益增长所致, 2020 年计入当期损益的政府补助金额为 8,080.99 万元, 同比 19 年增长 1,304.15%。

图 1、近年公司营收增速及同比变动



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：2016 年营收、净利润及扣非净利数据来自学大教育

图 2、近年公司归母净利润、扣非净利润及同比变动



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

Q1 及 Q2 期末学生参培意愿较强, 受新冠疫情影响, 20 年上半年线下培训全面停摆, 叠加中高考推迟导致业绩短期承压, 上半年营收同比下降 23.29%。Q3 复课以来, 公司业务稳步恢复、营收降幅收窄, Q4 营收已恢复至 19 年同期 88.52%。今年 1 季度盈利预计较 19 年同比增长 78.23%-157.45%, 疫情影响逐步消退。

表 1、公司 2020 年各季度财务数据

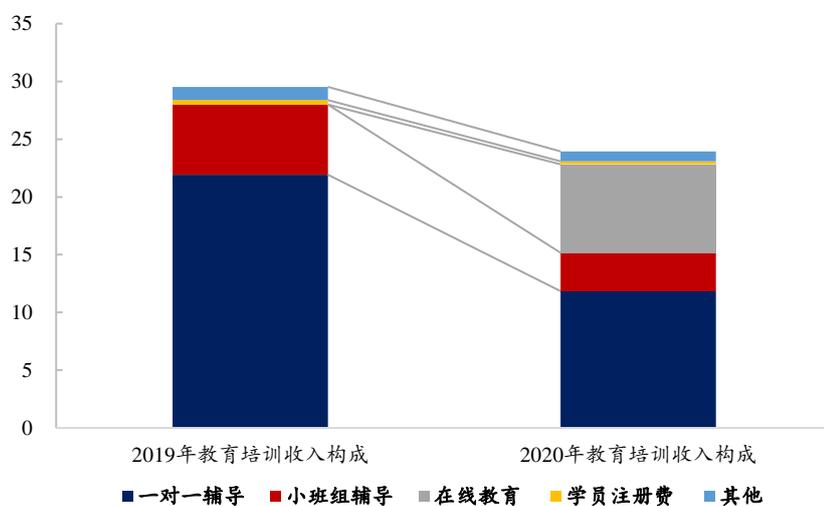
	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4
营业总收入(万元)	59,994.52	69,645.41	63,903.47	49,444.89
同比变动(%)	-20.94%	-25.20%	-14.04%	-11.48%
营业利润(万元)	-996.14	8,790.74	-1,104.96	1,456.22
归母净利润(万元)	-1,603.43	5,989.98	-1,344.54	1,326.76
扣非归母净利(万元)	-3,269.96	4,355.99	-4,186.09	-4,943.47
同比变动(%)	-3,739.85%	-51.70%	-22.57%	11.18%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

OMO 模式占比提升显著，严控成本对冲业绩压力

2020 年上半年受疫情影响导致线下停课，公司采用提升线上交付能力和严控成本费用等措施积极应对。公司 1 对 1、小班组、在线教育业务收入占比分别为 49.86%、13.86%、32.00%，同比变动-24.8%、-6.7%、30.7%，线上业务大幅增长主要系原有部分存量线下课程转为线上教学模式。各地教学中心陆续复课后，预计 1 对 1 和小班组模式占比将仍保持较高水平。

图 3、小班课与线上教育占比提高，补充业务发展



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：2019 年在线教育业务占比较低，计入其他教育服务。

2020 年，公司期间费用率同比 19 年几乎持平，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 9.37%、14.92%、1.95%、3.20%。收入承压情况下，公司一方面减少广告投放、优化人员结构，降低市场费用和人工成本，毛利率和扣非净利率降幅显著小于收入降幅；另一方面深耕教研、提升竞争力，研发费用同比增长 0.59%。

图 4、2017 年-2020 年紫光学大费用率变动情况

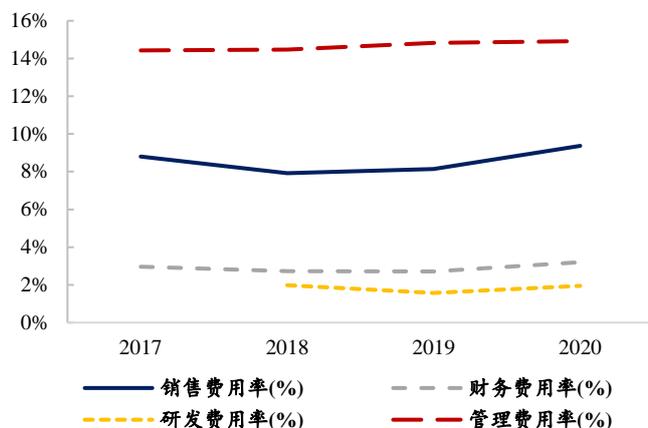
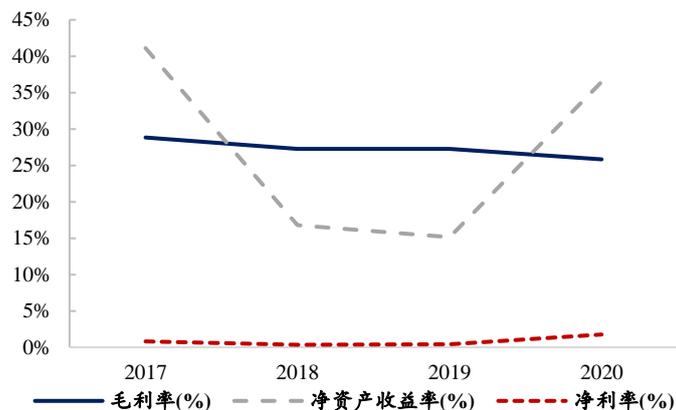


图 5、2017 年-2020 年紫光学大利润率变动情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

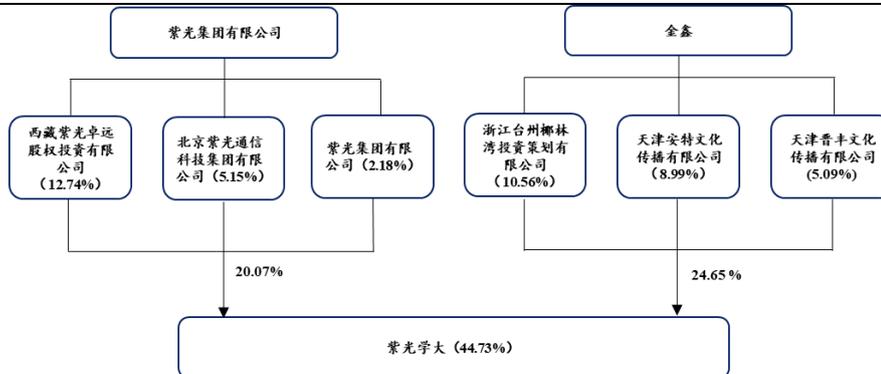
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：公司 2016 年 6 月完成收购学大教育，因此 1-5 月未纳入合并范围，与后续年份不具备可比性

定增完成金鑫回归，募投资金将用于业务发展和偿还股东贷款

公司非公开发行股票项目于 2020 年 12 月 17 日获批，并于 2021 年 3 月 19 日上市。定增完成后，金鑫合计持股 24.65% 的股份，变更为公司实际控制人。创始人金鑫重回管理层，有助于捋顺机制、激发增长动能。

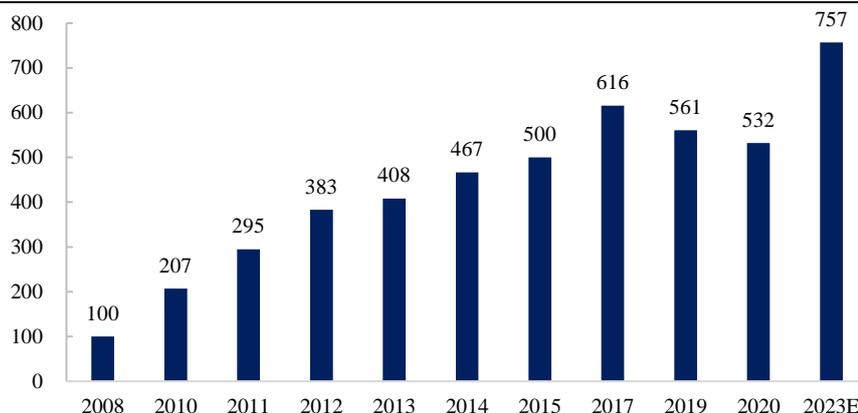
图 6、非公开发行后紫光学大股权结构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

本次募投资金将用于教学网点建设项目、教学网点改造优化项目、OMO 在线教育平台建设项目和偿还股东紫光卓远借款。截至 2020 年末，公司已在全国 30 个省份、110 个城市拥有 532 家个性化学习中心。随募投资金到位，公司将开启新一轮扩张，预计未来 3 年增设 176 家、达到 757 家。

图 7、学大教育 2008A-2023E 学习中心数量（个）变动情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司未来看点：

- 1、公司深耕 K12 教育培训领域，聚焦 1 对 1 辅导，并不断推进小班组和 OMO 模式，丰富产品矩阵。公司个性化定制服务具备较高知名度和口碑，通过持续完善业务和产品布局将充分提高流量复用率。未来小班组占比提升将提高公司整体毛利率，疫情推动 OMO 转型，公司线上交付能力已得到验证，随着收入结构进一步优化，有望实现收入和利润的双重提升。
- 2、定增落地后创始人金鑫变更为公司实控人，重回管理层。股权结构稳定保证业务发展，有利于组织结构和战略方向梳理调整，激发公司增长动能。此外，部分资金将用于偿还贷款，优化公司债务结构。
- 3、新网点建设+旧中心改造加速展店扩张，扩大品牌影响力。公司提早进行战略布局，已建立遍布全国的学习中心网络，拥有良好线下业务资源，新网点将进一步强化线下布局，加速线上、线下全面融通。
- 4、K12 校外培训监管政策方面，短期压制因素较大，行业处于震荡调整阶段，具体影响仍需等待细则落地。长期来看，治理校外培训乱象将加速中小机构出清，需求进一步集中，利好现金流充足、办学规范的头部机构。

盈利预测及投资评级：随疫情防控局势向好、培训业务有序恢复，公司聚焦 1 对 1 辅导，并不断推进小班组模式丰富产品矩阵。定增落地后，公司将实现管理效率、收入结构和偿债能力的多重提升：1) 创始人金鑫回归管理层，有助组织结构捋顺；2) 通过募资快速展店，扩大市占率和品牌声誉，并通过提高小班组和 OMO 模式占比提升整体毛利率；3) 偿还贷款优化资本结构，降低财务费率。我们预计 21-23 年 EPS 分别为 0.47/0.93/1.26 元，21 年 4 月 21 日收盘价对应的 PE 分别为 82/41/30 倍，首次覆盖，给予“审慎增持”评级。

风险提示：竞争加剧风险、教培行业政策风险、募投项目进度不及预期等。

附表

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1286	796	1072	1337
货币资金	1030	355	610	862
交易性金融资产	1	120	120	100
应收账款	38	38	47	53
其他应收款	126	126	156	176
存货	1	0	1	1
非流动资产	2229	2062	2027	1973
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	55	40	43	44
投资性房地产	73	0	0	0
固定资产	193	179	144	100
在建工程	61	30	15	8
油气资产	0	0	0	0
无形资产	55	55	55	55
资产总计	3515	2858	3099	3310
流动负债	3372	1837	1968	2030
短期借款	1586	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	0	0	0	0
其他	1786	1837	1968	2030
非流动负债	11	12	12	11
长期借款	0	0	0	0
其他	11	12	12	11
负债合计	3383	1849	1979	2042
股本	96	118	118	118
资本公积	58	859	859	859
未分配利润	-19	37	147	296
少数股东权益	-8	-8	-8	-8
股东权益合计	132	1010	1120	1268
负债及权益合计	3515	2858	3099	3310

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	44	55	110	149
折旧和摊销	138	45	50	52
资产减值准备	24	32	8	5
无形资产摊销	98	0	0	0
公允价值变动损失	5	0	0	0
财务费用	75	75	73	70
投资损失	-73	-26	-26	-26
少数股东损益	-1	0	0	0
营运资金的变动	-49	-70	106	26
经营活动产生现金流量	167	147	310	279
投资活动产生现金流量	247	-5	22	45
融资活动产生现金流量	-173	-817	-77	-72
现金净变动	232	-675	255	252
现金的期初余额	761	1030	355	610
现金的期末余额	993	355	610	862

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2430	3231	3894	4371
营业成本	1802	2319	2759	3075
营业税金及附加	4	13	16	17
销售费用	228	265	315	350
管理费用	315	488	584	651
财务费用	78	75	73	70
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	-5	0	0	0
投资收益	73	26	26	26
营业利润	81	96	173	233
营业外收入	4	1	1	1
营业外支出	8	5	5	5
利润总额	78	92	169	229
所得税	35	37	59	80
净利润	43	55	110	149
少数股东损益	-1	0	0	0
归属母公司净利润	44	55	110	149
BPS(元)	0.37	0.47	0.93	1.26

主要财务比率

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
成长性				
营业收入增长率	-18.8%	33.0%	20.5%	12.2%
营业利润增长率	70.5%	18.3%	79.8%	34.4%
净利润增长率	215.1%	26.8%	98.5%	35.2%
盈利能力				
毛利率	25.8%	28.2%	29.2%	29.6%
净利率	1.8%	1.7%	2.8%	3.4%
ROE	31.1%	5.4%	9.7%	11.6%

资产负债率	96.2%	64.7%	63.9%	61.7%
流动比率	0.38	0.43	0.54	0.66
速动比率	0.38	0.43	0.54	0.66

资产周转率	68.3%	101.4%	130.7%	136.4%
应收帐款周转率	5799.0%	7556.3%	7295.9%	6999.1%

每股收益	0.37	0.47	0.93	1.26
每股经营现金	1.42	1.25	2.63	2.37
每股净资产	1.19	8.65	9.58	10.84

PE	104	82	41	30
PB	32.2	4.4	4.0	3.5

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn