

紫光学大(000526)/教育

学大创始人重掌公司，老牌 K12 教培劲旅蓄力

评级：买入(首次)

分析师：范欣悦

执业证书编号：S0740517080004

Email: fanxy@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	96
流通股本(百万股)	96
市价(元)	64.40
市值(百万元)	6214
流通市值(百万元)	6214

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2893	2992	2596	3410	3857
增长率 yoy%	0.0	3.4	-13.2	31.4	13.1
净利润	13	14	-3	103	147
增长率 yoy%	-46.9	7.1	-121.6	-3545.0	42.9
每股收益(元)	0.13	0.14	-0.03	1.07	1.53
每股现金流量	1.69	-2.66	-4.45	4.82	1.16
净资产收益率	17.1	15.2	-3.4	76.1	57.0
P/E	480	448	-2075	60	42
PEG	-10	63	17	0	1
P/B	74.0	62.7	66.3	31.6	18.0

备注：股价为 2020 年 7 月 10 日收盘价。

投资要点

- **学大教育创始人重掌上市公司。**2019 年 8 月~2020 年 5 月，学大创始人金鑫控制的天津安特在二级市场多次购入紫光学大股票，直接持股比例增至 11.01%，加上一致行动人深圳椰林湾，合计持股 23.94%，超越紫光卓远（与一致行动人合持 23.76%），成为公司大股东。金鑫重掌公司，担任总经理职务。
- **K12 教培行业：刚需、整合、快速扩张。**我国优质教育资源稀缺，高考竞争激烈，升学的竞争压力会向前传导至初中、小学甚至幼儿园阶段，不断驱动 K12 教培需求的增长。由于 K12 教培行业小机构众多，难以按照要求规范经营，并且合规成本也会增加，小机构加速出清，而 K12 教培的需求并没有减少，仍在增长，因此合规、规范经营的机构有望获取更大的市场份额。
- **学大教育：老牌 K12 教培劲旅，教学网络下沉较深。**学大教育属于 K12 教培细分领域，为 K12 学生提供个性化 1 对 1 教学辅导为主，产品包括个性化 1 对 1、个性化小班组课、国际教育等。竞争优势包括：（1）全国化教学网络，低线级渗透较深：三线及以下城市网点占比约 28%，明显高于以一二线城市扩张为主的新东方和好未来；（2）严格筛选师资，培养体系完善：教师须通过“两阶段、三层次、四结合”培养体系考核，才能继续授课；（3）小班组课收入占比稳定提升，盈利能力具有提升潜力：学大自 2014 年推出小班组课，2019 年收入占比稳步提升至 20.6%。
- **学大教育小班组收入快速增长。**从学大教育的财务来看，2013 年以前，收入维持双位数以上的增长，2014 年推出小班组课后，叠加行业政策的影响，整体收入增速降至个位数，其中 1 对 1 收入增速放缓甚至下滑，小班组课收入快速增长。从上市公司的财务来看，借款体量大，截至 2020 年 5 月，借款本金还剩 15.45 亿元，逐步偿还贷款有助利润释放。
- **投资建议：**公司旗下主要资产学大教育是老牌全国性 K12 教培机构，网点数量位列行业前三，并且低线级城市渗透更深，未来主要看点在于网点扩张的重启、小班组课推进带来的盈利能力提升。从上市公司的角度看，若能偿还借款，将减少财务费用，带来利润的释放。预计 2020~22 年 EPS 为 -0.03/1.07/1.53 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**教育行业的政策风险；学大教育网点扩张进度不达预期，招生情况不达预期；小班组课推进不达预期。

内容目录

学大教育创始人重掌上市公司	- 3 -
K12 教培行业：刚需、整合、快速扩张	- 5 -
学大教育：老牌 K12 教培劲旅，教学网络下沉较深	- 9 -
竞争优势：低线级渗透较深，小班组课持续推进	- 11 -
经营&财务分析：教学中心数量略有下滑，小班组收入占比提升	- 12 -
上市公司财务分析：原有业务承压，财务费用高企	- 15 -
盈利预测与投资建议	- 17 -
风险提示	- 18 -

学大教育创始人重掌上市公司

- 紫光学大前身是 1984 年成立的厦门海洋渔业开发公司，1993 年在深交所上市。2015 年私有化学大教育前名为银润投资，由深圳椰林湾控股，从事设备采购、租赁及物业租赁业务。2016 年初，紫光卓远协议收购公司股权，公司向紫光卓远借款 23.5 亿元，以 3.69 亿美元对价收购学大教育，并于 2016 年 7 月完成。原计划通过定增募集资金偿还并购贷款，但由于内外部多重因素，定增于 2016 年 12 月终止。其后经历多次剥离和收购计划的终止，2020 年 5 月，公司第一大股东变更为学大教育创始人金鑫控制的天津安特，金鑫重掌公司，担任总经理职务。

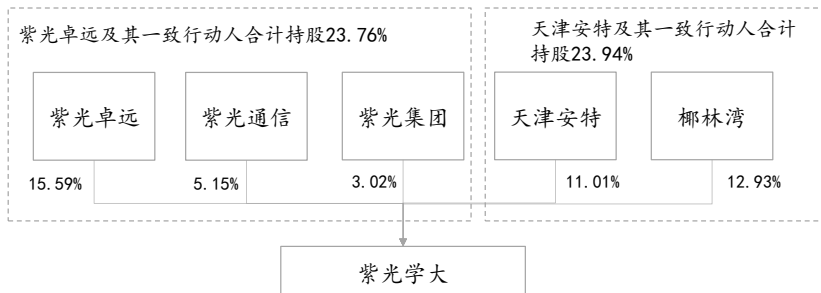
图表 1：公司近年主要事件

时间	事件
2015 年 4 月	拟收购学大教育。
2015 年 7 月	拟非公开发行股份，募集资金 55 亿元，用于支付收购学大教育的交易对价、设立国际教育学校、在线教育平台建设。
2016 年 1 月	控股股东由椰林湾变更为紫光卓远，实控人变更为清华控股，最终实际控制人变更为教育部。
2016 年 2 月	向控股股东借款用于收购学大教育
2016 年 7 月	完成学大教育的收购，公司更名为紫光学大。
2016 年 12 月	终止非公开发行股份计划。
2017 年 3 月	总经理金鑫辞去上市公司副董事长、董事、总经理（暨总裁）职务。
2017 年 5 月	拟出售学大教育、瑞聚实业、旭飞房地产开发的全部股权，并购买 Prime Foundation Inc.51% 的股权。
2017 年 6 月	终止收购 Prime Foundation Inc.51% 的股权，以及出售学大教育、瑞聚实业全部股权事项。调整为出售旭飞房地产开发全部股权。
2017 年 12 月	拟购买软通动力的全部股权，拟出售学大教育、瑞聚实业全部股权。
2018 年 1 月	终止购买软通动力全部股权，以及出售学大教育、瑞聚实业全部股权事项。
2018 年 9 月	拟以发行股份及支付现金的方式购买天山铝业 100% 股权。
2019 年 2 月	终止收购天山铝业事项。
2019 年 11 月	天津安特通过协议转让方式受让银润控股旗下深圳椰林湾 100% 股权。
2020 年 5 月	第一大股东变为紫光卓远更为天津安特。金鑫担任非独立董事和公司总经理。

来源：公司公告，中泰证券研究所

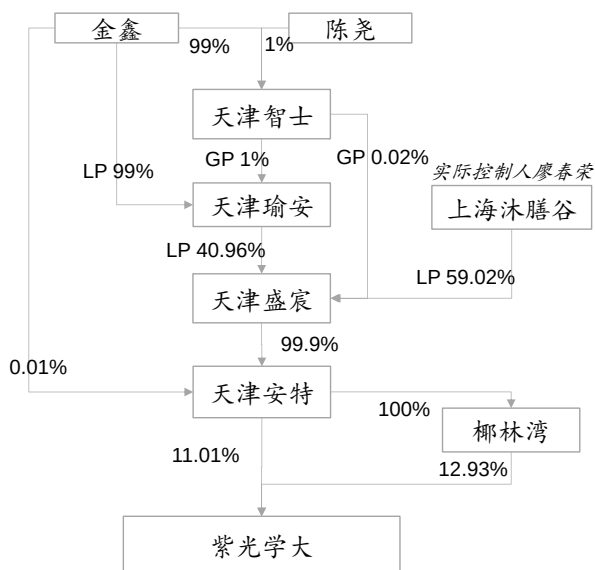
- 金鑫持股超过紫光系，公司目前无实控人。2019 年 8 月~2020 年 5 月，金鑫控制的天津安特在二级市场多次买入紫光学大股票，直接持股比例增至 11.01%，加上一致行动人深圳椰林湾，合计持股 23.94%，超越紫光卓远（与一致行动人合持 23.76%），成为公司大股东。由于双方持股比例接近且均未超过 30%，上市公司目前无控股股东及实际控制人。

图表 2：公司股权架构



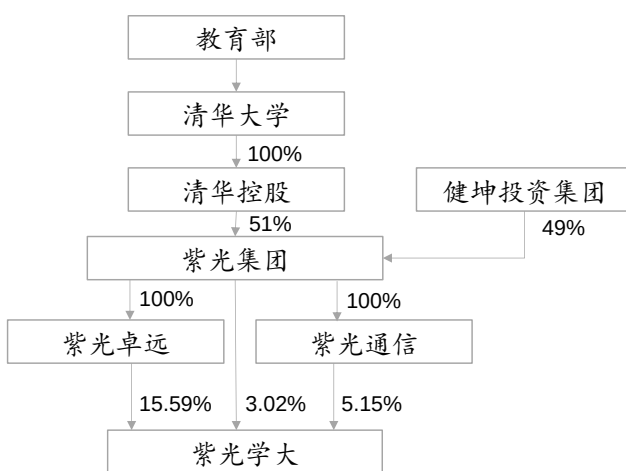
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3：天津安特股权架构



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 4：紫光系股权架构



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **学大教育为主要资产。**公司旗下目前主要有 4 家子公司，学大教育贡献主要收入和利润。其中学大教育集团、学大信息技术是收购学大教育形成的子公司，以教育服务为主业。瑞聚实业和厦门旭飞房地产开发分别以设备租赁和房屋租赁为主业，是开展传统主业的子公司。

图表 5：子公司 2019 年财务数据

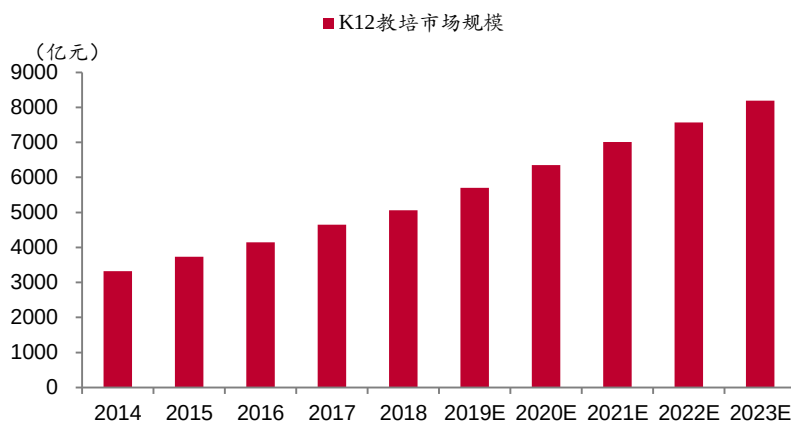
公司名称	持股比例	净资产 (万元)	营业收入 (万元)	净利润 (万元)
Xueda Education Group (学大教育集团)	100%	93107	32052	13526
北京学大信息技术集团有限公司	100%	21654	296479	794
上海瑞聚实业有限公司	99%	8004	874	-461
厦门旭飞房地产开发有限公司	99%	13197	639	198

来源：公司公告，中泰证券研究所

K12 教培行业：刚需、整合、快速扩张

- **K12 课外辅导需求刚性。**我国优质教育资源稀缺，高考竞争激烈，2019 年本科录取率约 41.8%，211 录取率约 4.4%，升学的竞争压力会向前传导至初中、小学甚至幼儿园阶段，不断驱动 K12 教培需求的增长。而我国人均可支配收入的增加以及中产阶级的崛起为课外辅导的消费奠定物质基础。根据 Frost&Sullivan 的测算，2018 年我国 K12 教培市场规模达到 5064 亿元，预计 2023 年将达到 8194 亿元。

图表 6：K12 教培行业市场规模



来源：Frost&Sullivan，中泰证券研究所

- **K12 教培市场集中度低。**K12 教培行业的参与者众多，根据 Frost&Sullivan 的测算，CR5 测算不超过 10%。从地理覆盖来看，分为全国性（如新东方、好未来、学大教育）和地方性（如精锐教育、卓越教育、昂立教育）机构；从教学模式来看，分为全封闭为主（如龙门教育）、班课为主（如新东方、好未来）和 1 对 1 为主（如学大教育、精锐教育）的机构；从扩张策略来看，分为 To C 和 To B。

图表 7: K12 教培市场参与者划分



来源：中泰证券研究所

- 政策规范有望促进行业集中度提升。2018 年以来，国务院、教育部出台多个文件对教培行业进行规范，对证照、网点面积、培训面积、教学时间、教师资格等提出详细的要求。由于 K12 教培行业小机构众多，难以按照要求规范经营，并且合规成本也会增加，小机构加速出清，而 K12 教培的需求并没有减少，仍在增长，因此合规、规范经营的机构有望获取更大的市场份额。

图表 8：2018 年以来 K12 教培行业相关政策的主要内容

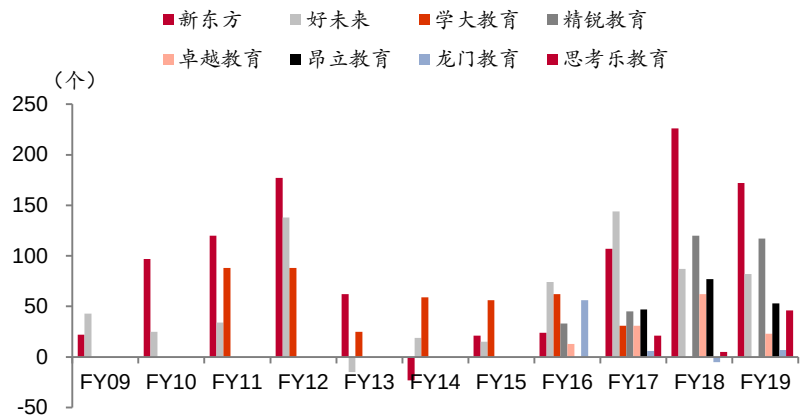
2018 年 2 月 22 日	教育部办公厅、民政部办公厅、人力资源社会保障部办公厅、工商总局办公厅	关于切实减轻中小学生课外负担开展校外培训机构专项治理行动的通知
核心要求	具体要求	
证照齐全	对未取得办学许可证、也未取得营业执照（事业单位法人证书、民办非企业单位登记证书），但具备办理证照条件的校外培训机构，要指导其依法依规办理相关证照	
禁止超纲、提前、强化应试	坚决纠正校外培训机构开展学科类培训（主要指语文、数学等）出现的“超纲教学”“提前教学”“强化应试”等不良行为。校外培训机构开展学科类培训的班次、内容、招生对象、上课时间等要向所在地教育行政部门进行审核备案并向社会公布。	
禁止竞赛与招生挂钩	严禁校外培训机构组织中小学生等级考试及竞赛，坚决查处将校外培训机构培训结果与中小学校招生入学挂钩的行为，并依法追究有关学校、培训机构和有关人员责任。	
2018 年 8 月 22 日	国务院办公厅	关于规范校外培训机构发展的意见
核心要求	具体要求	
场所条件	必须有符合安全条件的固定场所，同一培训时段内生均面积不低于 3 平方米。	
师资条件	必须有相对稳定的师资队伍，不得聘用中小学在职教师。从事语文、数学、英语及物理、化学、生物等学科知识培训的教师应具有相应的教师资格。	
证照齐全	校外培训机构必须经审批取得办学许可证后，登记取得营业执照（或事业单位法人证书、民办非企业单位登记证书），才能开展培训。	
培训时间	培训时间不得与当地中小学校教学时间相冲突，培训结束时间不得晚于 20：30	
收费管理	不得一次性收取时间跨度超过 3 个月的费用。	
2018 年 11 月 26 日	教育部办公厅、国家市场监督管理总局办公厅、应急管理部办公厅	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
核心要求	具体要求	
加快证照办理进度	各地教育部门要进一步加快办学许可审批进度，特别是重点审批学科类培训机构，符合标准的可以采用文件批复同意或颁发办学许可证等方式尽快进行办学许可，不符合标准的要依法予以停业整顿，2018 年底前不能存在无证无照还在开展培训的机构。各地市场监管部门要做好登记工作，加快为符合标准的校外培训机构办理营业执照。	
强化在线培训监管	线上培训机构所办学科类培训班的名称、培训内容、招生对象、进度安排、上课时间等必须在机构住所地省级教育行政部门备案，必须将教师的姓名、照片、教师班次及教师资格证号在其网站显著位置予以公示。	
2018 年 12 月 29 日	教育部、发展改革委、公安部、民政部、财政部、人力资源社会保障部、市场监管总局、广电总局、全国妇联	关于印发中小学生减负措施的通知
核心要求	具体要求	
严禁超标培训	开展语文、数学、英语及物理、化学、生物等学科知识培训的内容、班次名称、招生对象、培训进度、上课时间等要经所在地县级教育行政部门备案审核并向社会公布；培训内容不得超出国家课程标准，培训班次必须与招生对象所处年级相匹配，培训进度不得超过所在县（市、区）中小学同期进度。	
严格教师聘用	从事学科知识培训的教师应具有相应教师资格，并接受社会监督。严禁聘用在职中小学教师到培训机构任教，一旦发现，坚决吊销办学许可证，并对教师本人予以严肃处理，情节特别严重的，取消教师资格。	
严禁与升学挂钩	严禁将培训结果与中小学招生入学挂钩，严禁作出与升学、考试相关的保证性承诺，严禁组织举办中小学生学科类等级考试、竞赛及排名。	
控制培训时间	培训时间不得与当地中小学教学时间相冲突，培训结束时间不得晚于 20:30。	

来源：教育部官网，中泰证券研究所

- **行业整体处于快速扩张期。**从扩张情况看，行业从 2017 年开始扩张提速，2018 年部分机构受到培训行业整顿的影响扩张略有放缓，2019 年

部分维持上年的扩张速度、部分恢复快速扩张。

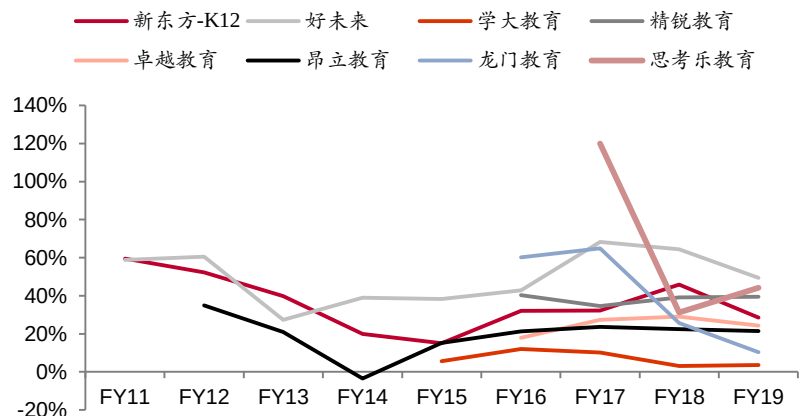
图表 9：8 家 K12 教培机构净增网点数量



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **行业龙头收入较快增长。**从收入情况看，大部分机构网点扩张带来培训人次的增长，进而带来收入的快速增长，近三年年化增速在 25~40%。

图表 10：8 家 K12 教培机构收入增速

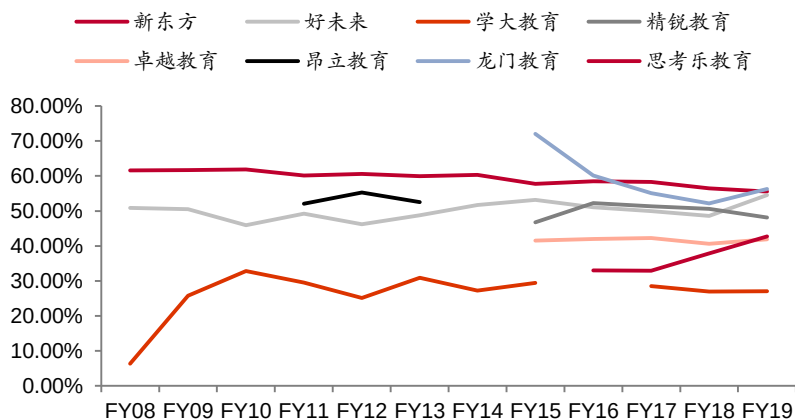


来源：公司公告，中泰证券研究所

注：新东方仅计入 K12 分部的收入增速。

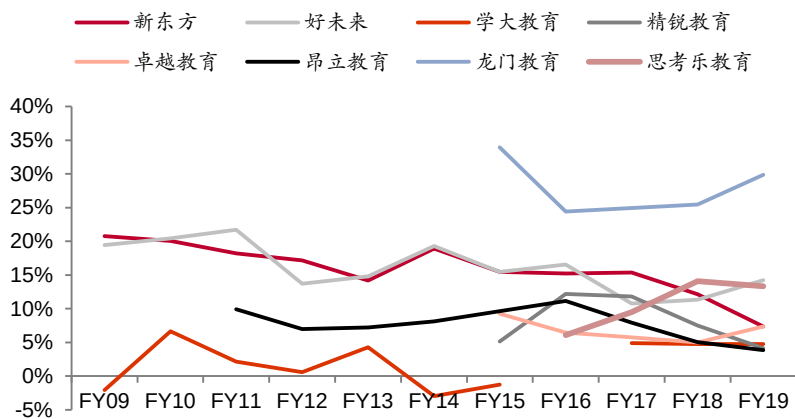
- **班课盈利能力优于 1 对 1。**从盈利能力看，班课为主的机构毛利率一般超过 50%、净利率超过 10%、全封闭模式净利率甚至可以超过 30%，1 对 1 为主的机构毛利率一般在 30~40%（还与覆盖区域有关）、净利率一般在 4~5%。

图表 11: 8 家 K12 教培机构毛利率水平



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 12: 8 家 K12 教培机构净利率水平



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

学大教育: 老牌 K12 教培劲旅, 教学网络下沉较深

- 学大教育属于 K12 教培细分领域, 为 K12 学生提供个性化 1 对 1 教学辅导为主, 产品包括个性化 1 对 1、个性化小班组课、国际教育等。学大于 2001 年成立, 以 K12 课外辅导线下 1 对 1 为传统优势业务, 2014 年 4 月推出小班组课 (1 对 3~6), 作为 1 对 1 的补充、提高经营效率。截至 2019 年末, 学大在全国 30 个省 116 个城市拥有 581 个教学网点, 教师团队超过 7000 人。资本层面, 2010 年美股上市, 2016 年被公司收购。

图表 13：学大教育历史沿革

时间	重要事件
2001 年	学大教育正式成立，并推出全国首家网上家教服务网站。
2004 年	推行个性化辅导模式，开设第一家学习中心。
2007 年	获鼎晖创投 A 轮融资 1000 万美元。
2008 年	开设超 100 家学习中心。
2010 年	美股上市。
2011 年	开设超 300 家学习中心。
2012 年	开设超 400 家学习中心。
2014 年	推出小班组辅导模式；发布个性化学习辅导系统“e 学大”。
2015 年	学习中心数量超 500 家。
2016 年	私有化完成，从纽交所退市、回归 A 股。
2017 年	学习中心数量超 600 家。
2018 年	推出在线 1 对 1、新高考系列课。
2019 年	确立线上线下融合发展的“双螺旋”教育模式。
2020 年	学大网校移动 APP 上线。

来源：公司官网，中泰证券研究所

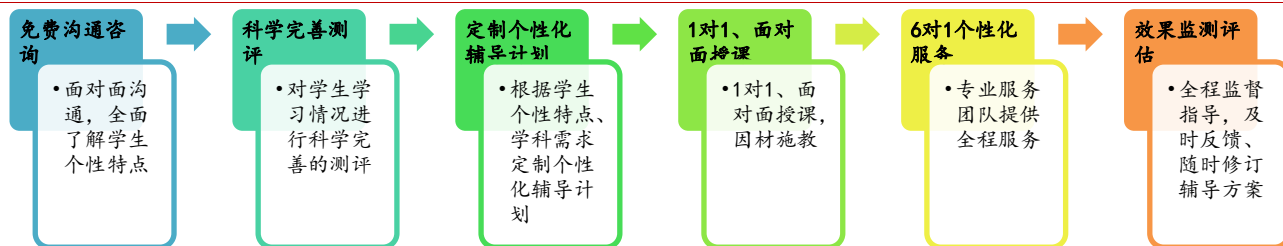
- 6 对 1 个性化服务。**从课程类型来看，1 对 1 辅导和小班组同样针对不同基础的学生区分四大特色课程体系，包括同步巩固课、专项巩固课、潜能特色课、冲刺突破课。从教学环节来看，先对学生的学习情况进行沟通和测评，进而制定辅导计划，6 名教师组成的服务团队（教育咨询师、班主任、学科教师、心理咨询师、个性化教研组、陪读教师）对学生授课和服务，全程及时反馈并调整。

图表 14：学大教育四大特色课程体系

 同步巩固课 • 适用学生 • 基础薄弱、跟不上课的初一至高三学生。 • 课程特色 • 共有暑、寒、春、夏四个部分，包括语文、数学、英语等 9 个学科，春、秋季课程与在校学习成互补，暑、寒假课程可查缺补漏。主要帮助学生打牢基础、构建知识体系、稳健进步。	 专项巩固课 • 适用学生 • 偏科、语文写作弱、英语听说差、理化生实验弱等小学至高中学生。 • 课程特色 • 用“诊断+治疗+对症下药”的教学思想，进行针对性训练，实现点对点的突破，帮助学生认清学习问题，专项补齐短板，打破瓶颈瓶颈。	 潜能特色课 • 适用学生 • 学习时间短、文化课基础薄的艺考生。 • 课程特色 • 由具有多年艺考教学经验的实力教师研发，遵循个性化教育理念，针对艺考生学习时间短、文化课基础薄现状，进行因材施教、因材施教，有针对性的帮助艺考生辅导文化课知识。	 冲刺突破课 • 适用学生 • 考前需要集中巩固、梳理知识、快速进步的一年级至高三学生。 • 课程特色 • 通过大数据分析及 PPTS 个性化测试，精心设计课程内容，传授学习方法、攻克重点难点，循序渐进的帮助学生突破学习瓶颈、取得进步。
---	--	--	---

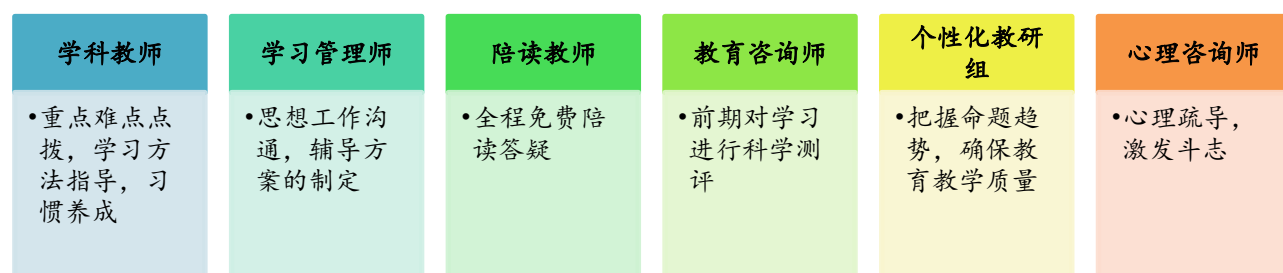
来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 15: 学大教育的教学环节



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

图表 16: 学大教育 6 对 1 辅导体系

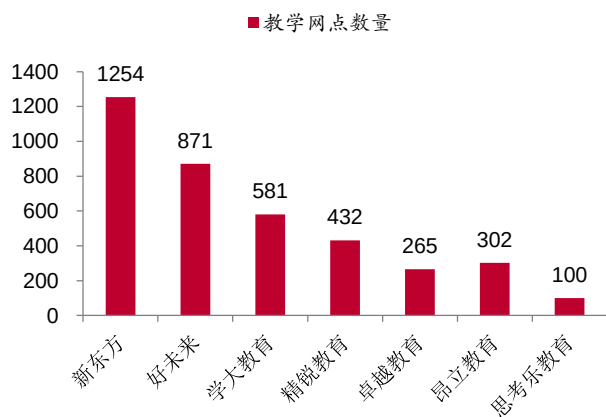


来源: 公司官网, 中泰证券研究所

竞争优势: 低线级渗透较深, 小班组课持续推进

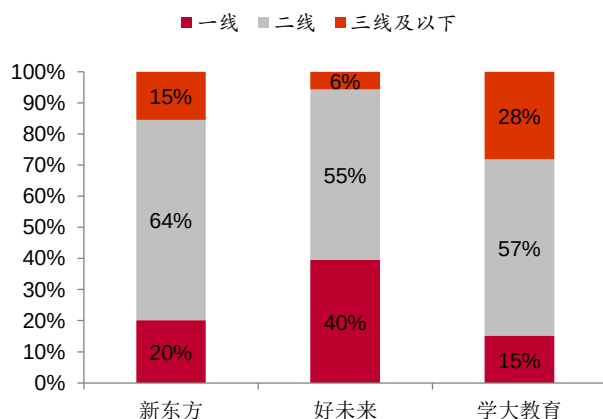
- **全国化教学网络, 低线级渗透较深。**新东方、好未来、学大是全国性的线下 K12 教培机构, 其他机构目前多为地方性。从教学网点数量来看, 学大教育 581 家网点 (截至 2019 年末) 位列行业前三。从网点分部来看, 学大在 3 家全国性机构中对低线级的城市渗透更深, 三线及以下城市占比约 28%, 明显高于以一二线城市扩张为主的新东方和好未来。

图表 17: 学大教育网点数量行业前三



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 18: 3 家全国性 K12 教培机构网点分布

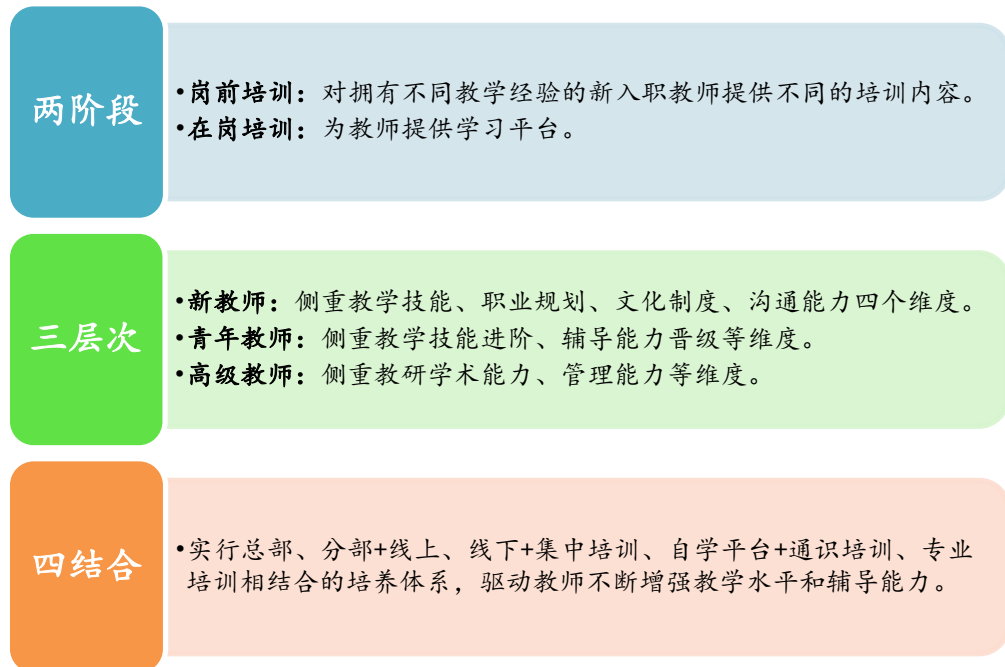


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **严格筛选师资, 培养体系完善。**教师参加学大招聘, 需有多年一线教学

经验，经过筛选后进入 2 轮面试、初次试讲环节。通过初次试讲之后，参加 1~3 个月的统一专业培训，考核通过才能成为学大教师，通过“两阶段、三层次、四结合”培养体系考核，才能继续授课。

图表 19：学大教育教师培养体系



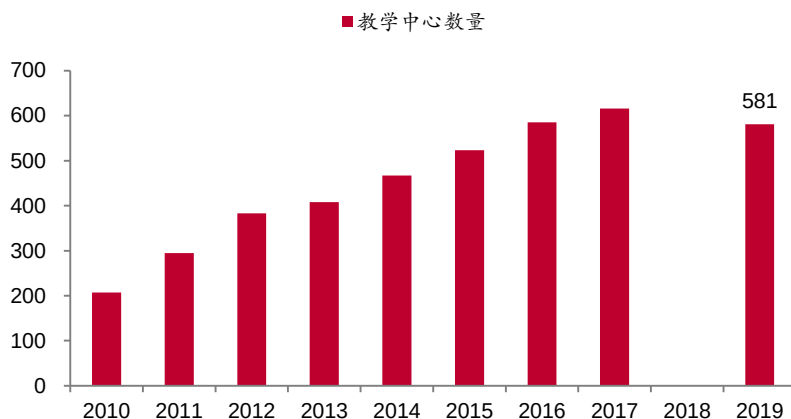
来源：公司官网，中泰证券研究所

- **小班组课收入占比稳定提升，盈利能力具有提升潜力。**学大建立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+”战略。学大自 2014 年推出小班组课，2019 年收入占比稳步提升至 20.6%。以草根调研为例，上海 1 对 1 的课程单价约 250~300 元/小时，小班组课(1 对 3~6)的课程单价约 70~100 元/小时，小班组课满员(6 人)的情况下，收入可以达到 1 对 1 的 2 倍左右，而成本基本是固化的，因此小班组课的推进有望提升学大的盈利能力。

经营&财务分析：教学中心数量略有下滑，小班组收入占比提升

- **近年教学中心数量略有下滑。**2010~17 年，学大的教学中心数量呈上升趋势。而 2019 年末 581 家，较 2017 年末 616 家略有下滑，我们估计与教培行业整顿有关。

图表 20: 公司教学中心数量

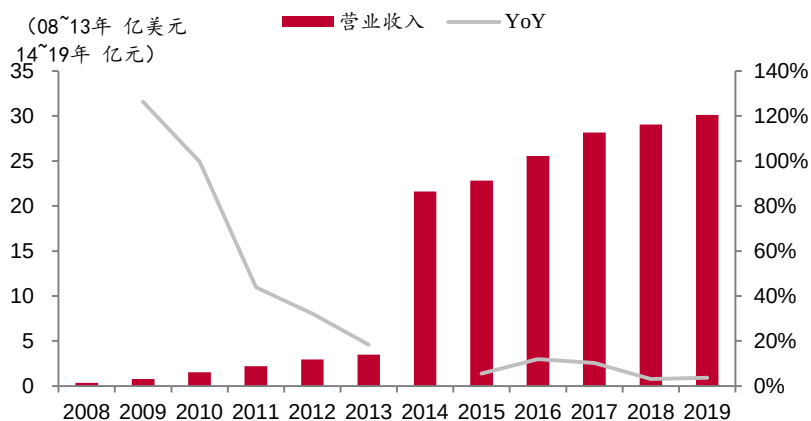


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

注: 2018 年末公告教学中心数量。

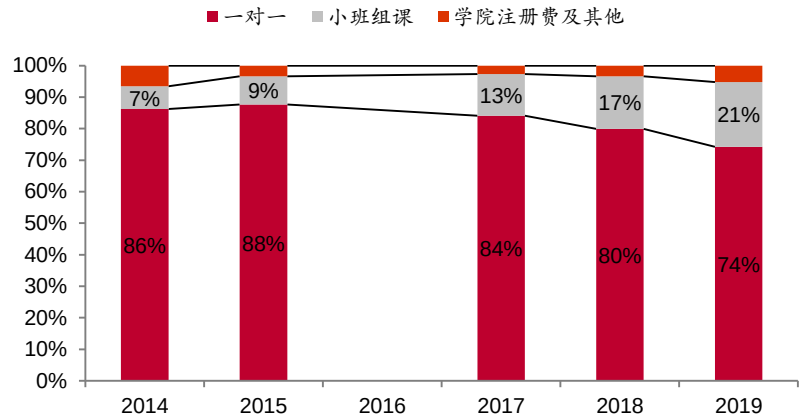
- **收入增速放缓, 小班组课收入占比稳步提升。**2013 年以前, 学大的收入维持双位数以上的增长, 2014 年推出小班组课后, 叠加行业政策的影响, 整体收入增速降至个位数, 其中 1 对 1 收入增速放缓甚至下滑, 小班组课收入快速增长, 2014~19 年 CAGR 达到 31%, 带来小班组课收入占比的提升。

图表 21: 学大教育营业收入及同比增速



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

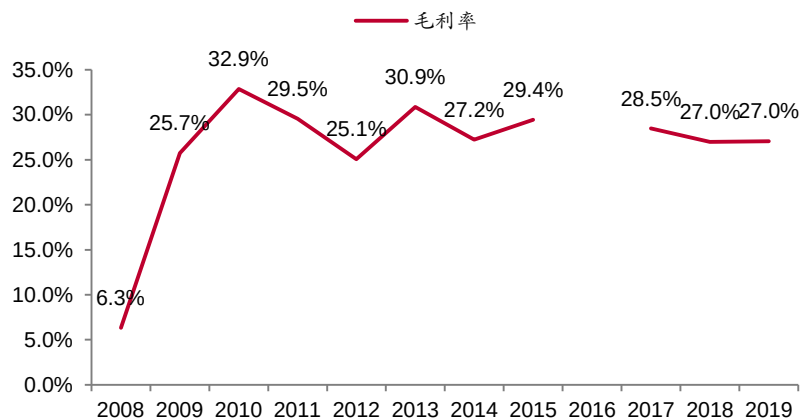
注: 2008~2013 年为学大教育在美股上市时披露的数据, 2014~2019 年为公司收购及完成后披露数据。

图表 22：学大教育小班组课收入占比逐年提升


来源：公司公告，中泰证券研究所

注：2016 年末公告收入拆分。

- **毛利率在 25~30%。**由于授课方式以 1 对 1 为主，学大的毛利率一般在 25~30% 的区间内波动。2019 年学大教培服务的毛利率 27%，与上年基本持平。

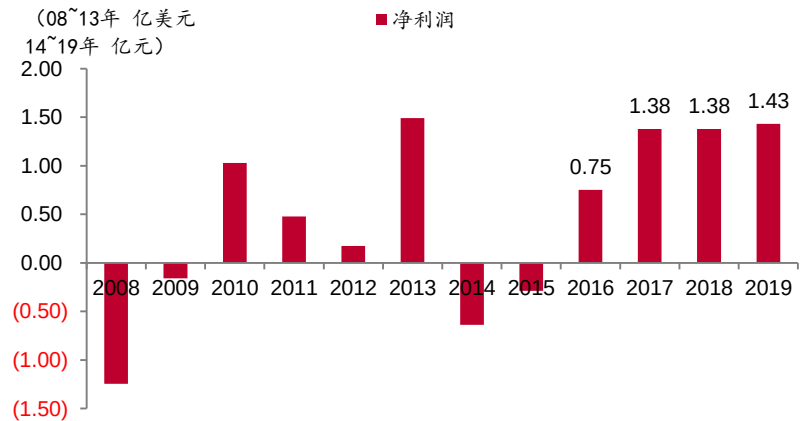
图表 23：学大教育毛利率


来源：公司公告，中泰证券研究所

注：2008~2013 年为学大教育在美股上市时披露的数据，2014~2019 年为公司收购及完成后披露数据。2016 年学大教育全年毛利率未公告。

- **净利率在 4~5%。**由于授课方式以 1 对 1 为主，学大的净利率基本在 10% 以下。2014 年推出小班组课，前两年调整初期亏损，净利率为负，16 年开始扭亏，净利率逐渐回归到调整前水平，2019 年约 4.75%，与上年基本持平。

图表 24：学大教育净利润



来源：公司公告，中泰证券研究所

注：2008~2013 年为学大教育在美股上市时披露的数据，2014~2019 年为公司收购及完成后披露数据。

图表 25：学大教育净利率



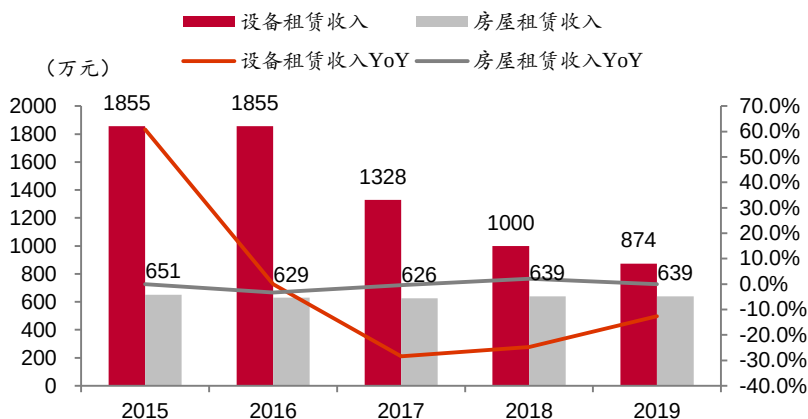
来源：公司公告，中泰证券研究所

注：2008~2013 年为学大教育在美股上市时披露的数据，2014~2019 年为公司收购及完成后披露数据。

上市公司财务分析：原有业务承压，财务费用高企

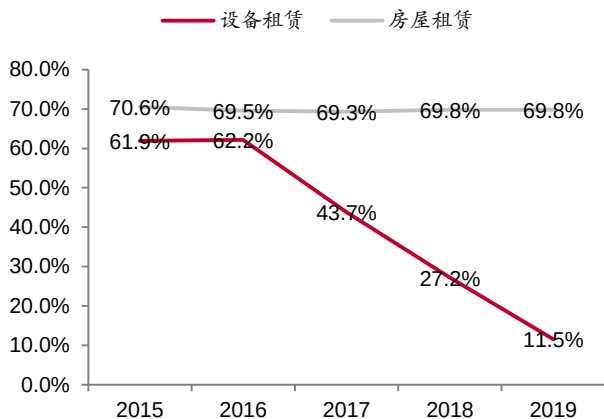
- **设备、房屋租赁业务增长停滞，盈利能力下滑。**2017 年开始，设备租赁业务收入呈逐年下滑趋势，房屋租赁业务收入基本稳定。从盈利能力来看，设备租赁毛利率从 2017 年开始明显下滑，2019 年仅为 11.5%，房屋租赁毛利率基本稳定在 70%左右；设备租赁贡献利润由盈转亏，2019 年亏损 461 万元，房屋租赁 2019 年净利率下滑约 8.1pct。

图表 26：公司原有业务收入及同比增速



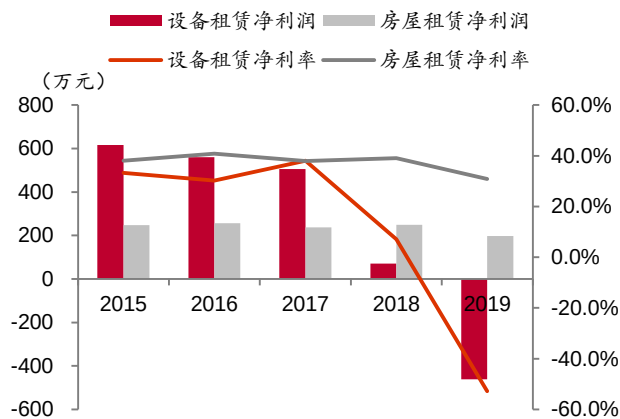
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 27：原公司原有业务毛利率



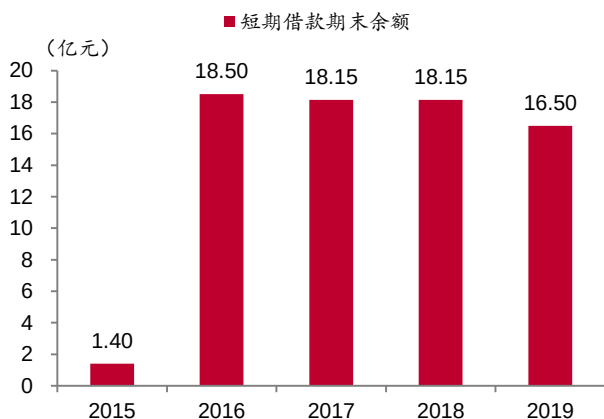
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 28：原公司原有业务贡献利润及净利率

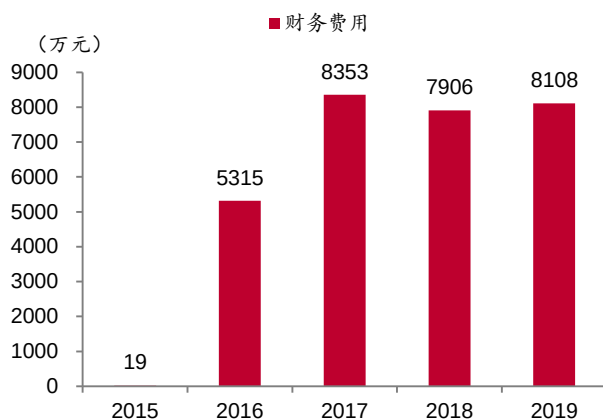


来源：公司公告，中泰证券研究所

- **借款体量大，逐步偿还贷款有助利润释放。**2016 年 5 月，公司向紫光卓远借款 23.5 亿元用于学大教育私有化，借款年利率为 4.35%，经过多次展期和还款，截至 2020 年 5 月，借款本金还剩 15.45 亿元。随着借款的不断偿还，财务费用会逐年减少，带来利润的释放。

图表 29：公司短期借款余额


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 30：公司财务费用


来源：公司公告，中泰证券研究所

盈利预测与投资建议

- 收入及毛利率：**受新冠疫情影响，2020Q1 公司收入同减 21%，我们估计学大教育一对一和小班组业务收入及盈利能力将在 2020 年收到影响，并于 2021 年恢复。预计 2020~22 年收入为 26.0/34.1/38.6 亿元，同增 -13%/31%/13%；毛利率 25.35%/27.55%/27.72%。

图表 31：盈利预测中公司收入拆分

(单位, 万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
设备租赁	1000	874	874	874	874
YoY	-24.7%	-12.6%	0.0%	0.0%	0.0%
房屋租赁	639	639	639	639	639
YoY	2.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
教育培训服务费	285223	295290	255701	337146	381759
YoY	2.8%	3.5%	-13.4%	31.9%	13.2%

来源：Wind，中泰证券研究所

- 净利润及 EPS：**由于较高的财务费用，我们估计 2020 年微亏，并于 2021 年扭亏。预计 2020~22 年归母净利润为 -0.03/1.03/1.47 亿元，EPS 为 -0.03/1.07/1.53 元。
- 可比公司：**选择 A 股和港股 K12 教培行业的 3 家公司作为可比公司，2020~22 年平均估值为 55x/41x/33x。

图表 32：可比公司数据

代码	公司简称	最新收盘价	EPS				PE			
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
300192.SZ	科斯伍德	20.95	0.33	0.62	0.79	0.94	63	34	27	22
3978.HK	卓越教育集团	3.53	0.17	0.19	0.30	0.38	21	19	12	9
1769.HK	思考乐教育	16.54	0.19	0.28	0.37	0.47	87	59	45	35
平均估值								56	41	33

来源：中泰证券研究所

注：卓越教育集团、思考乐教育单位为港元。股价为 2020 年 7 月 10 日收盘价。

- **投资建议：**公司旗下主要资产学大教育是老牌全国性 K12 教培机构，网点数量位列行业前三，并且低线城市渗透更深，未来主要看点在于网点扩张的重启、小班组课推进带来的盈利能力提升。从上市公司的角度看，若能偿还借款，将减少财务费用，带来利润大量释放（我们预计 2020~22 年学大教育贡献净利润 0.65/1.73/2.03 亿元），因此首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示

- 教育行业的政策风险，《民办教育促进法（实施条例）》终稿尚未发布。
- 学大教育网点扩张进度不达预期，容量增加将不达预期，进而影响招生。
- 新招生人数、留存学生人数不达预期，带来收入增长不达预期。
- 小班组课推进不达预期。

图表 33：公司主要财务数据及盈利预测

利润表(百万)						资产负债表(百万)					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F		2018	2019	2020F	2021F	2022F
营业收入	2,893	2,992	2,596	3,410	3,857	货币资金	1,038	818	389	853	964
营业成本	2,104	2,176	1,938	2,471	2,787	存货	0	0	0	0	0
毛利率	27.27%	27.28%	25.35%	27.55%	27.72%	应收账款	31	39	34	38	37
营业税金及附加	15	15	13	17	19	其他流动资产	482	601	581	613	623
营业费用	229	243	198	250	279	流动资产	1,551	1,457	1,004	1,504	1,625
营业费用率	7.92%	8.14%	7.64%	7.34%	7.24%	固定资产	147	136	84	33	-18
管理费用	362	397	344	442	496	长期股权投资	15	29	29	29	29
管理费用率	12.50%	13.26%	13.26%	12.96%	12.86%	无形资产	66	57	57	57	57
财务费用	79	81	66	60	53	其他长期资产	1,872	1,917	1,917	1,917	1,916
财务费用率	2.73%	2.71%	2.54%	1.76%	1.38%	非流动资产	2,101	2,139	2,088	2,036	1,984
投资收益	23	20	21	21	20	资产总计	3,652	3,596	3,091	3,540	3,609
营业利润	59	48	16	143	192	短期借款	1,815	1,650	1,461	1,354	1,048
营业利润率	2.05%	1.60%	0.61%	4.19%	4.99%	应付账款	0	0	1	1	1
营业外收入	1	1	1	1	1	其他流动负债	1,745	1,842	1,533	1,991	2,221
营业外支出	9	5	7	7	7	流动负债	3,561	3,492	2,996	3,345	3,271
利润总额	51	43	9	136	187	长期负债	0	0	0	0	0
所得税	41	31	13	35	41	其他长期负债	15	13	11	8	6
所得税率	79.83%	71.46%	138.47%	25.65%	22.12%	非流动性负债	15	13	11	8	6
少数股东损益	-3	-2	-1	-2	-2	负债合计	3,576	3,505	3,006	3,354	3,277
归属于母公司股东的净利润	13	14	-3	103	147	股本	96	96	96	96	96
净利率	0.45%	0.46%	-0.12%	3.03%	3.82%	资本公积	58	58	58	58	58
每股收益(元)(摊薄)	0.13	0.14	-0.03	1.07	1.53	股东权益合计	76	91	85	186	331
现金流量表 (百万元)						少数股东权益	-8	-8	-9	-11	-13
指标名称	2018	2019	2020F	2021F	2022F	负债股东权益总计	3,652	3,596	3,091	3,540	3,609
净利润	13	14	-3	103	147	比率分析					
少数股东损益	-3	-2	-1	-2	-2		2018	2019	2020F	2021F	2022F
折旧和摊销	124	130	51	51	51	增长率(%)					
营运资金变动	34	33	-283	416	221	营业收入	2.9	3.4	-13.2	31.4	13.1
其他	75	73	43	43	34	营业利润	-24.7	-19.6	-66.6	796.1	34.7
经营现金流	244	249	-192	612	452	净利润	-46.9	7.1	-121.6	-3545.0	42.9
资本支出	-149	-163	0	0	0	利润率(%)					
投资收益	28	19	21	21	20	毛利率	27.3	27.3	25.3	27.5	27.7
资产变卖	770	716	0	0	0	EBIT Margin	6.4	5.4	4.0	6.8	7.1
其他	-635	-829	-2	-2	-2	EBITDA Margin	10.6	9.8	5.9	8.3	8.5
投资现金流	13	-256	19	19	19	净利率	0.4	0.5	-0.1	3.0	3.8
发行股票	0	1	0	0	0	回报率(%)					
负债变化	-15	-165	-189	-107	-306	净资产收益率	17.1	15.2	-3.4	76.1	57.0
股息支出	0	0	0	0	0	总资产收益率	0.4	0.4	-0.1	3.1	4.1
其他	-79	-84	-66	-60	-53	其他(%)					
融资现金流	-94	-247	-255	-168	-359	资产负债率	97.9	97.5	97.3	94.7	90.8
现金净增加额	163	-255	-428	463	112	所得税率	79.8	71.5	138.5	25.7	22.1
						股利支付率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

来源：Wind，中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。