

紫光学大 (000526.SZ)

治理结构逐步理顺，疫情期间线上交付能力提升

核心观点：

- **疫情影响下公司短期承压，Q2 恢复盈利。**紫光学大近日发布 2020 年中报。上半实现营收 13.0 亿元，同比下降 23.3%；归母净利润 4387 万元，同比下降 53.4%。Q2 营收 7.0 亿元，同比下降 25.2%；二季度为公司全年主要业绩贡献，Q2 归母净利润 5990 万元，恢复盈利。盈利能力方面，上半年毛利率和归母净利率分别为 29.0%和 3.4%，同比分别下降 2.9pct 和 2.2pct，主要是人力、租金等成本相对刚性，对盈利空间有一定挤压。费用方面，销售费用、管理费用和财务费用率分别为 8.3%、13.3%和 2.8%，同比分别提升 1.1pct、0.8pct 和 0.4pct。
- **上半年在线教育交付能力加强，收入占比提升，线下培训逐步恢复。**学大教育上半年营收 13.1 亿元，净利润 1.1 亿元，同比分别下降 22.6% 和 32.0%。疫情期间公司将线下课程转至线上，推出在线一对一、在线班组、学科训练营等课程，上半年在线教育收入约占 51.85%，在线交付能力提升。根据公司中报，目前线下培训已陆续开展，公司二季度经营较一季度有所好转。截止上半年学大教育在全国 110 个城市拥有 552 个教学点，较 19 年末减少 29 个。
- **创始人重回管理层，治理结构改善重新聚焦教育主业。**20 年 7 月，公司发布非公开发行预案。创始人金鑫有望借参与定增之机成为实控人，体现出紫光集团和金鑫双方对公司未来发展方向的一致认同和决心。公司计划使用募集资金扩张和提升教学网点，积极推进 OMO 转型，同时有望缓解偿债压力增厚业绩。
- **盈利预测和投资建议。**公司在一对一赛道深耕多年，逐步形成网点、品牌和渠道优势。看好公司长期成长潜力。预计公司 2020-22 年 EPS 分别为 0.05 元/股、0.71 元/股和 1.12 元/股。维持合理价值 89.56 元/股，维持“增持”评级。
- **风险提示。**定增落地存在不确定性；商誉减值风险；师资流失风险。

盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,893	2,992	2,597	3,307	3,811
增长率（%）	2.9	3.4	-13.2	27.3	15.3
EBITDA（百万元）	251	245	196	300	355
归母净利润（百万元）	13	14	5	69	108
增长率（%）	-46.9	7.1	-65.4	1330.5	57.1
EPS（元/股）	0.13	0.14	0.05	0.71	1.12
市盈率（P/E）	135.48	215.77	1,384.89	96.81	61.63
ROE（%）	15.4	14.0	4.6	39.7	38.4
EV/EBITDA	10.10	15.63	38.59	24.42	19.74

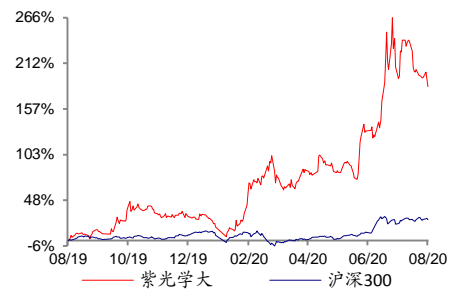
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

当前价格	69.0 元
合理价值	89.56 元
前次评级	增持
报告日期	2020-08-27

相对市场表现



分析师：



安鹏

SAC 执证号：S0260512030008

SFC CE No. BNW176



021-60750610



anpeng@gf.com.cn

分析师：



沈涛

SAC 执证号：S0260512030003

SFC CE No. AUS961



010-59136693



shentao@gf.com.cn

相关研究：

紫光学大(000526.SZ):品牌、渠道优势较强，学大教育有望重新起航 2020-07-22

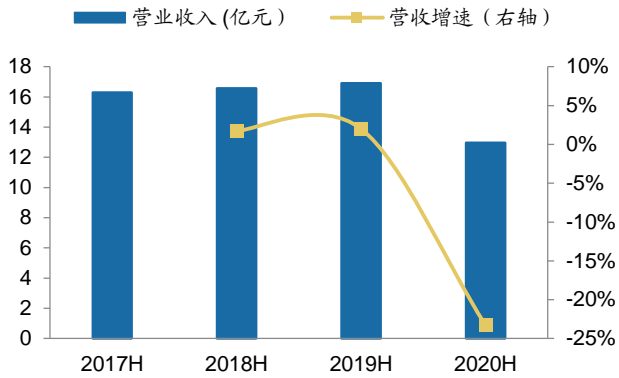
联系人：

高鸿

gfgaohong@gf.com.cn

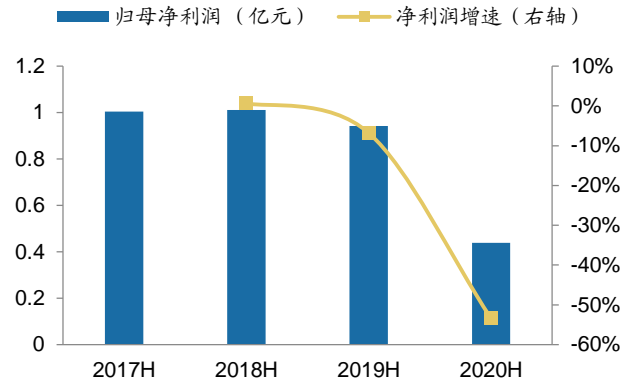
请务必阅读末页的免责声明

图1: 紫光学大上半年实现营收12.96亿元, 同比下降23.3%



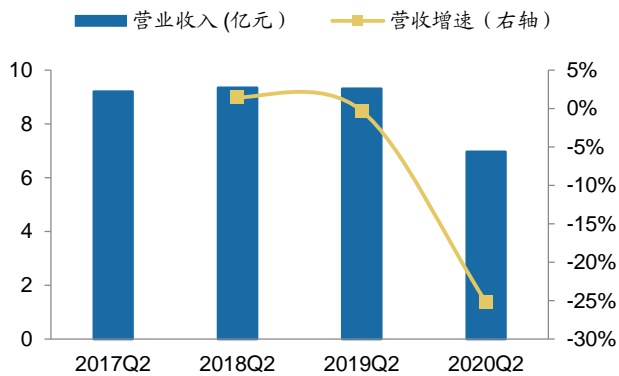
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图2: 紫光学大归母净利润4387万元, 同比下降53.4%



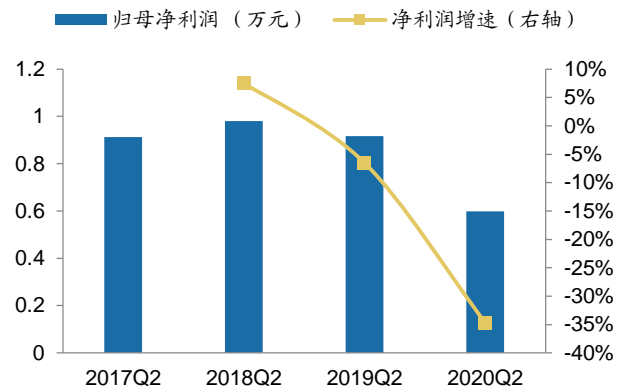
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图3: 紫光学大Q2营收7.0亿元, 同比下降25.2%



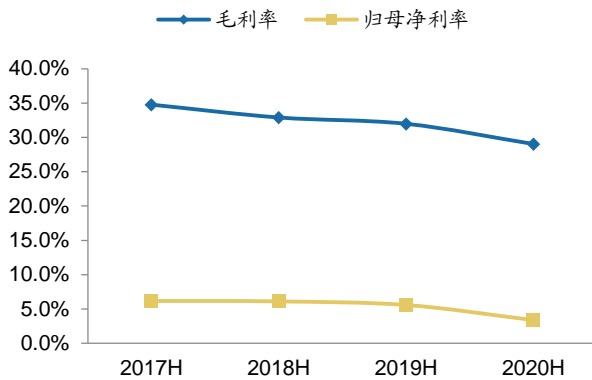
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图4: 紫光学大Q2归母净利润5990万元, 同比下降34.7%



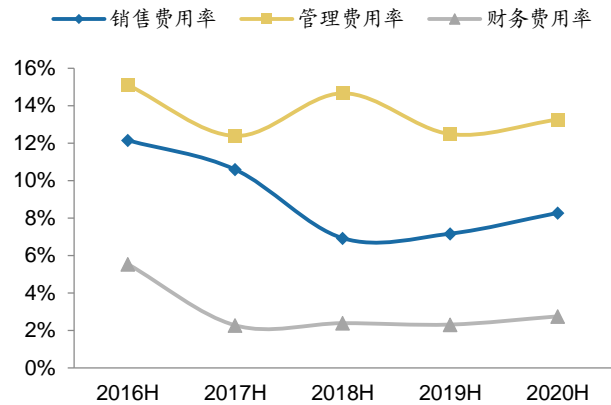
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图5: 紫光学大毛利率和归母净利率水平



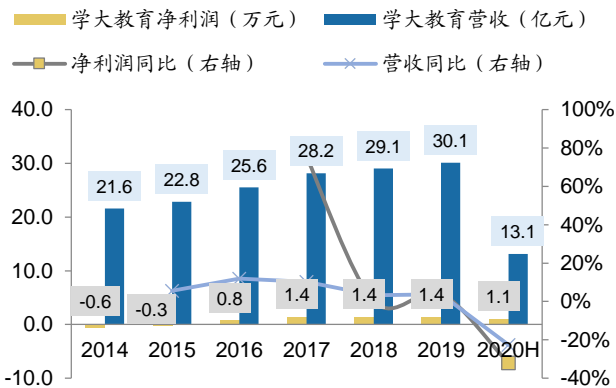
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图6: 紫光学大各项费用水平



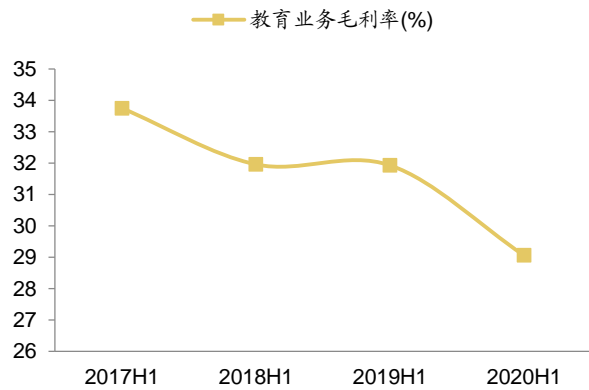
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图7: 学大教育收入、净利润及同比增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图8: 上半年紫光学大教育业务毛利率有所下滑



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,551	1,457	1,277	1,393	1,595
货币资金	1,038	818	650	700	850
应收及预付	87	88	78	97	112
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	426	551	549	596	633
非流动资产	2,101	2,139	2,151	2,167	2,177
长期股权投资	15	29	29	29	29
固定资产	147	136	109	79	51
在建工程	40	88	117	156	189
无形资产	66	57	48	39	30
其他长期资产	1,832	1,829	1,847	1,863	1,878
资产总计	3,652	3,596	3,428	3,560	3,773
流动负债	3,561	3,492	3,320	3,393	3,514
短期借款	1,815	1,650	1,572	1,387	1,217
应付及预收	1,279	1,329	1,298	1,455	1,677
其他流动负债	466	513	450	551	620
非流动负债	15	13	13	13	13
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	15	13	13	13	13
负债合计	3,576	3,505	3,333	3,406	3,527
股本	96	96	96	96	96
资本公积	58	58	58	58	58
留存收益	-73	-58	-53	16	123
归属母公司股东权益	84	99	104	173	280
少数股东权益	-8	-8	-9	-18	-35
负债和股东权益	3,652	3,596	3,428	3,560	3,773

单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,893	2,992	2,597	3,307	3,811
营业成本	2,104	2,176	1,920	2,379	2,723
营业税金及附加	15	15	13	16	19
销售费用	229	243	203	258	293
管理费用	362	397	351	430	495
研发费用	57	47	39	50	53
财务费用	79	81	76	72	68
资产减值损失	-17	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	-2	0	0	0
投资净收益	23	20	19	23	27
营业利润	59	48	20	132	194
营业外收支	-9	-5	-3	-3	-3
利润总额	51	43	16	129	191
所得税	41	31	12	69	99
净利润	10	12	4	59	92
少数股东损益	-3	-2	-1	-9	-16
归属母公司净利润	13	14	5	69	108
EBITDA	251	245	196	300	355
EPS (元)	0.13	0.14	0.05	0.71	1.12

单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	244	249	137	457	533
净利润	10	12	4	59	92
折旧摊销	124	130	124	126	128
营运资金变动	36	35	-64	210	259
其它	74	71	73	62	54
投资活动现金流	13	-256	-138	-140	-135
资本支出	-149	-163	-49	-55	-51
投资变动	-17	-17	-18	-18	-20
其他	179	-76	-71	-67	-63
筹资活动现金流	-94	-247	-166	-267	-248
银行借款	0	75	-78	-185	-170
股权融资	0	1	0	0	0
其他	-94	-324	-89	-81	-78
现金净增加额	163	-256	-168	50	150
期初现金余额	853	1,016	818	650	700
期末现金余额	1,016	761	650	700	850

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	2.9%	3.4%	-13.2%	27.3%	15.3%
营业利润增长	-24.7%	-19.6%	-58.8%	569.1%	47.2%
归母净利润增长	-46.9%	7.1%	-65.4%	1330.5%	57.1%
获利能力					
毛利率	27.3%	27.3%	26.1%	28.0%	28.5%
净利率	0.4%	0.4%	0.2%	1.8%	2.4%
ROE	15.4%	14.0%	4.6%	39.7%	38.4%
ROIC	1.3%	1.9%	1.1%	5.2%	7.4%
偿债能力					
资产负债率	97.9%	97.5%	97.2%	95.7%	93.5%
净负债比率	4712.5%	3850.0%	3506.6%	2209.2%	1435.5%
流动比率	0.44	0.42	0.38	0.41	0.45
速动比率	0.42	0.40	0.37	0.39	0.44
营运能力					
总资产周转率	0.79	0.83	0.76	0.93	1.01
应收账款周转率	92.58	77.35	84.28	80.67	82.43
存货周转率	81,532.264	682.970	953.168	936.271	357.5
每股指标 (元)					
每股收益	0.13	0.14	0.05	0.71	1.12
每股经营现金流	2.54	2.59	1.42	4.75	5.54
每股净资产	0.87	1.03	1.08	1.79	2.91
估值比率					
P/E	135.48	215.77	1,384.89	96.81	61.63
P/B	20.91	30.17	63.84	38.47	23.69
EV/EBITDA	10.10	15.63	38.59	24.42	19.74

广发社会服务行业研究小组

- 沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士。
安鹏：联席首席分析师，上海交通大学金融学硕士。
张雨露：资深分析师，美国杜兰大学金融学硕士。
宋炜：资深分析师，上海交通大学金融学硕士。
高鸿：研究助理，南加州大学硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。
广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。
广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。
本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。
本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。
研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。