

**方正证券研究所证券研究报告**

紫光学大 (000526)

公司研究

传媒行业

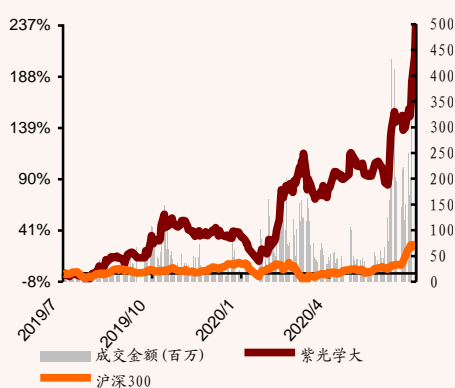
公司事件点评报告

2020.07.15/推荐(维持)

**首席分析师:** 姚蕾  
 执业证书编号: S1220516080006  
 E-mail: yaolei0@foundersec.com  
**首席分析师:** 杨仁文  
 执业证书编号: S1220514060006  
 E-mail: yangrenwen@foundersec.com

**事件:**

- 1、公司公告 2020 半年度业绩预告, 预计 2020H1 归母净利润约为 3600 万元-5400 万元, 同比下降 42.68%-61.79%。
- 2、公司公告正在筹划非公开发行股票相关事项, 第一大股东天津安特或其一致行动人拟参与本次非公开发行。

**历史表现:**


数据来源: wind 方正证券研究所

**相关研究**

《【方正传媒】紫光学大 (000526.SZ): 学大创始人金鑫重回上市公司管理层, 有望迎来业绩拐点》2020.06.12

请务必阅读最后特别声明与免责条款

**点评:**

**1、上半年受疫情影响, 收入、利润有所下滑, 由于中高考推迟预计 Q2 部分收入推迟至 Q3**

**①20H1 收入端:** 据公司公告, 截至 2020 年 6 月 17 日, 子公司学大教育收入约为 11.3 亿元, 同比下降约 30%, 其中一季度确认收入 6 亿元 (YOY-21%), 考虑 6 月中下旬的收入确认, 我们预计公司 2020 上半年营业收入同比下滑约 20%-25% (12.7-13.5 亿元)。

**②20H1 利润端:** 由于线下培训的房屋租金等运营成本相对刚性, Q1 归母净亏损 1603 万元 (YOY-735%), Q2 随着部分地区线下陆续复课, 经营状况改善, 归母净利润区间为 5200 万-7000 万 (YOY-24%~43%)。公司疫情期间采取了稳健的战略计划, 加大在线教育投入、积极进行多元教育产品和 OMO 模式的推广, 调整学员结构, 调整薪酬制度, 确保教师人效, 提升运营效率。

**③下半年展望: 中高考推迟 1 个月, 收入高点可能后移**

K12 1 对 1 业务的应试提分针对性强、消课时点受考试时间影响大, 据各地教育主管部门发布的通知, 2020 年全国各地中考时间平均后移约 25 天, 高考推迟 30 天, 可能导致存量课程收入确认延后。

**2、第一大股东拟参与定增, 募资改善资本结构、助力业务发展提速**

截止 2020 年 5 月, 公司第一大股东天津安特持股比例约为 23.9%, 其实际控制人为子公司学大教育创始人、上市公司董事、总经理金鑫。天津安特或其一致行动人拟参与本次定增, 展示了子公司学大教育管理层对公司发展的坚定信心。

截至 2020 年 4 月 29 日, 公司短期借款余额为 15.45 亿, 全部为 2016 年用于收购学大教育而向当时的控股股东紫光卓远借款, 该笔借款本金为 23.5 亿, 贷款利率 4.35%。近 3 年公司财务费用约 8000 万, 主要来自股东借款的利息开支。本次定增若顺利实施, 将有效改善公司资本结构、提升报表健康度、减轻财务负担, 助力主营业务发展提速。

**3、盈利预测与投资评级：**假设暂不考虑非公开发行事项，我们预计公司2020/2021/2022年营业收入为2666/3066/3510百万元，净利润为13.62/80.51/133.36百万元，EPS为0.14/0.84/1.39元，维持“推荐”评级。

**风险提示：**政策风险、宏观经济风险、公共卫生事件风险、出生人数不达预期风险、控股股东相关风险、管理团队相关风险、股东减持带来的风险、公司盈利能力不达预期风险、行业估值中枢下移风险、在线教育对业务的冲击风险等。

#### 盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2991.94	2666.00	3065.90	3510.46
(+/-) (%)	3.43	-10.89	15.00	14.50
净利润	13.87	13.62	80.51	133.36
(+/-) (%)	7.06	-1.79	491.23	65.64
EPS(元)	0.14	0.14	0.84	1.39
P/E	535.13	544.86	92.16	55.64

数据来源：wind 方正证券研究所

图1: 公司报表摘要

	2015	2016H1	2016H2	2016	2017H1	2017H2	2017	2018H1	2018H2	2018	2019H1	2019H2	2019	2020H1
营业收入	25	220	1087	1307	1629	1183	2812	1657	1236	2893	1690	1302	2992	
yoy						9%	115%	2%	4%	3%	2%	5%	3%	
占全季%					58%	42%	100%	57%	43%	100%	56%	44%	100%	
营业成本	9	151	828	979	1062	939	2001	1112	992	2104	1150	1026	2176	
yoy						13%	104%	5%	6%	5%	3%	3%	3%	
占全季%					53%	47%	100%	53%	47%	100%	53%	47%	100%	
税金及附加	1	1	7	8	9	7	16	8	6	15	8	7	15	
yoy						-7%	91%	-9%	-3%	-6%	-6%	9%	1%	
占全季%					57%	43%	100%	56%	44%	100%	52%	48%	100%	
销售费用		27	94	121	173	75	248	115	114	229	121	122	244	
yoy						-20%	104%	-33%	52%	-7%	5%	7%	6%	
占全季%					70%	30%	100%	50%	50%	100%	50%	50%	100%	
管理费用	24	33	217	250	202	204	406	243	119	362	211	186	397	
yoy						-6%	62%	20%	-42%	-11%	-13%	56%	10%	
占全季%					50%	50%	100%	67%	33%	100%	53%	47%	100%	
研发费用									57	57	30	17	47	
yoy												-71%	-18%	
占全季%								0%	100%	100%	64%	36%	100%	
财务费用	0	12	41	53	37	46	84	40	39	79	39	42	81	
yoy														
占全季%					44%	56%	100%	50%	50%	100%	48%	52%	100%	
营业利润	-10	-4	-109	-113	148	-69	79	154	-94	59	131	-83	48	
yoy						-36%	-170%	4%	36%	-25%	-15%	-12%	-20%	
占全季%					188%	-88%	100%	259%	-159%	100%	274%	-174%	100%	
利润总额	-10	-5	-109	-114	147	-74	73	148	-98	51	131	-88	43	
yoy						-32%	-164%	1%	32%	-30%	-12%	-10%	-15%	
占全季%					201%	-101%	100%	292%	-192%	100%	303%	-203%	100%	
归母净利润	-14	-12	-87	-99	100	-76	24	101	-88	13	94	-80	14	36~54
yoy						-13%	-125%	1%	16%	-47%	-7%	-9%	7%	-43%~-62%
占全季%					411%	-311%	100%	778%	-678%	100%	678%	-578%	100%	

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图2: 各省 2019、2020 中考时间对比

省份	城市	2019中考时间	2020中考时间	推迟天数
北京	全市	6月24日至26日	7月17日至19日	23
天津	全市	6月15日至16日	7月18日至19日	33
河北	全省	6月21日至22日	7月18日至19日	27
山东	济南	6月11日至14日	7月12日至15日	31
	青岛		7月13日至16日	32
	威海	6月12日至14日	7月16日至18日	34
	日照	6月11日至13日	7月13日至15日	32
山西	全省	6月20日至22日	7月20日至22日	30
河南	全省	6月25日至27日	7月15日至16日	20
广东	广州	6月21日至23日	7月24日至26日	33
	深圳	6月22日至23日	7月20日至21日	28
	中山			
	江门	6月20日至22日	7月20日至22日	30
	佛山			
上海	全市	6月15日至16日	6月27日至28日	12
云南	全省	6月28日至29日	7月28日至29日	30
贵州	铜仁、遵义		6月20日至22日	-1
	贵阳、安顺	6月21日至23日	7月12日至14日	21
	黔东南		6月12日至14日	-9
	黔南		6月22日至24日	1
宁夏	全省	6月28日至30日	7月18日至20日	20
西藏	全省	6月20日至22日	7月18日至20日	28
内蒙古	全省	6月15日至17日	7月22日至24日	37
江苏	常州	6月18日至20日	7月16日至18日	28
	南京	6月15日至16日	7月16日至17日	31
	扬州	6月16日至18日	7月12日至14日	26
	盐城	6月16日至18日	7月14日至16日	28
	徐州			
	无锡	6月16日至18日	7月12日至14日	26
	泰州	6月15日至17日	7月12日至14日	27
	宿迁	6月15日至17日		29
	镇江	6月18日至20日	7月14日至16日	26
	连云港	6月14日至16日		30
广西	柳州、南宁、钦州、贵港	6月24日至26日	7月24日至26日	30
	玉林	6月28日至30日		26
陕西	全省	7月4日至5日	7月17日至19日	13
江西	全省	6月17日至19日	7月17日至19日	30
黑龙江	全省	6月25日至27日	7月14日至16日	19
吉林	全省	6月27日至29日	7月27日至30日	30
辽宁	大连	6月29日至30日		18
	抚顺、鞍山	6月28日至29日	7月17日至19日	19
海南	全省	6月25日至27日	7月25日至27日	30
甘肃	全省	6月16日至19日	7月16日至19日	30
安徽	全省	6月14日至16日	7月14日至16日	30
湖南	邵阳	6月18日至20日	7月18日至20日	30
	岳阳、长沙	6月18日至19日	7月17日至18日	29
	益阳	6月16日至17日	7月16日至18日	30
	娄底、衡阳、怀化、株洲	6月16日至18日	7月16日至18日	30
湖北	宜昌、孝感、武汉、十堰	6月20日至21日		30
	恩施、天门	6月19日至22日	7月20日至22日	31
	黄冈、襄阳	6月20日至22日		30
重庆	全市	6月12日至14日	7月12日至14日	30
四川	广元	6月13日至15日	7月13日至15日	30
	南充	6月12日至13日	7月12日至13日	30
	巴中		7月11日至12日	29
	泸州	6月12日至14日	7月11日至13日	29
	宜宾	6月11日至13日	7月11日至13日	30
	眉山	6月12日至14日	7月12日至14日	30
	绵阳	6月11日至12日	7月11日至12日	30
	成都	6月13日至14日	7月14日至15日	31
福建	全省	6月21日至23日	7月18日至20日	27
青海	西宁	6月21日至23日	7月15日至17日	24
新疆	乌鲁木齐	6月22日至24日	6月20日至22日	28
浙江	衢州、金华、义乌	6月11日至12日		15
	宁波	6月14日至15日		12
	台州	6月13日至15日	6月26日至27日	13
	湖州、温州	6月15日至16日		11
	绍兴	6月15日至17日		11

资料来源: 新东方在线, 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1457.02	1099.88	977.53	1055.50	<b>营业总收入</b>	2991.94	2666.00	3065.90	3510.46
现金	817.68	500.00	350.00	400.00	营业成本	2175.67	1950.36	2223.41	2556.92
应收账款	38.68	27.29	31.84	36.95	营业税金及附加	14.56	13.40	15.25	17.46
其它应收款	113.79	87.81	102.05	117.55	营业费用	243.49	226.79	229.94	263.28
预付账款	49.68	45.08	52.42	59.57	管理费用	396.62	358.48	367.91	386.15
存货	0.05	0.02	0.03	0.04	财务费用	81.08	55.31	47.49	32.83
其他	437.15	439.68	441.19	441.39	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	2139.27	2146.96	2162.39	2183.82	公允价值变动收益	-1.80	0.00	0.00	0.00
长期投资	136.42	156.97	177.55	197.95	投资净收益	19.52	20.56	20.58	20.39
固定资产	224.02	209.98	199.72	192.83	<b>营业利润</b>	47.78	40.22	147.30	211.02
无形资产	1763.33	1764.50	1769.62	1777.53	营业外收入	0.73	0.00	0.00	0.00
其他	15.51	15.51	15.51	15.51	营业外支出	5.36	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	3596.29	3246.84	3139.92	3239.32	<b>利润总额</b>	43.15	34.04	141.25	205.16
<b>流动负债</b>	3492.22	3129.15	2941.72	2907.76	所得税	30.84	20.43	60.74	71.81
短期借款	1650.00	1498.78	1075.42	778.77	<b>净利润</b>	12.32	13.62	80.51	133.36
应付账款	0.05	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	-1.55	0.00	0.00	0.00
其他	1842.17	1630.37	1866.30	2128.99	<b>归属母公司净利润</b>	13.87	13.62	80.51	133.36
<b>非流动负债</b>	13.02	13.02	13.02	13.02	EBITDA	244.73	119.44	214.04	258.23
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.14	0.14	0.84	1.39
其他	13.02	13.02	13.02	13.02					
<b>负债合计</b>	3505.25	3142.18	2954.74	2920.79	<b>主要财务比率</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
少数股东权益	-8.13	-8.13	-8.13	-8.13	<b>成长能力</b>				
股本	96.20	96.20	96.20	96.20	营业收入	0.03	-0.11	0.15	0.15
资本公积	58.08	58.08	58.08	58.08	营业利润	-0.20	-0.16	2.66	0.43
留存收益	-57.61	-43.99	36.52	169.88	归属母公司净利润	0.07	-0.02	4.91	0.66
归属母公司股东权益	99.17	112.79	193.30	326.66	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	3596.29	3246.84	3139.92	3239.32	毛利率	0.27	0.27	0.27	0.27
					净利率	0.00	0.01	0.03	0.04
					ROE	0.14	0.12	0.42	0.41
					ROIC	0.07	0.05	0.26	0.94
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	0.97	0.97	0.94	0.90
					净负债比率	16.64	13.29	5.56	2.38
					流动比率	0.42	0.35	0.33	0.36
					速动比率	0.42	0.35	0.33	0.36
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.83	0.78	0.96	1.10
					应收账款周转率	85.57	80.83	103.71	102.07
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.14	0.14	0.84	1.39
					每股经营现金	2.59	-0.63	3.85	4.46
					每股净资产	1.03	1.17	2.01	3.40
					<b>估值比率</b>				
					P/E	535.13	544.86	92.16	55.64
					P/B	74.81	65.78	38.38	22.71
					EV/EBITDA	33.72	8.36	3.39	1.47

数据来源：wind 方正证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com