

证券研究报告
2020年6月14日

【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

分析师：姚 蕾 执业证书编号：S1220516080006
分析师：杨仁文 执业证书编号：S1220514060006

方正证券（601901.SH）是行业领先的大型综合类证券公司，致力于为客户提供交易、投融资、财富管理等全方位金融服务。
Founder Securities (601901.SH), an industry-leading large comprehensive securities company, is committed to providing its clients with full services in stock transactions, investment & financing, wealth management, among others.

1、公司第一大股东变更为学大创始人金鑫控制的天津安特，释放积极信号。

公司于2016年收购学大教育，从事K12课外培训业务，授课模式主要包括线下1对1辅导、个性化小组辅导、线上教育等。我们梳理了公司2015年至今的发展历程，主要包括三个阶段：

(1) 2015-2016年：公司于2015年首次公告筹划收购学大教育，并拟通过定向增发偿还借款、实施股权激励，绑定学大管理层及核心团队。2016年，公司通过向控股股东紫光卓远借款23.5亿成功收购学大教育。

(2) 2016-2019年：2016年定增方案终止。2017年，金鑫辞去上市公司副董事长、董事、总经理（暨总裁）职务，专注于教育业务，此后上市公司两次尝试分拆学大教育但均以终止告终。截至2020年5月，公司股东借款余额为15.5亿元。

(3) 2019年8月至2020年5月，金鑫实际控制的天津安特采用集中竞价方式取得上市公司11%股份，交易价格的区间中位数约为32.5元，总交易金额约为3.4亿元；2019年12月，天津安特通过协议转让方式受让银润控股、银润投资合计持有的椰林湾100%的股权，股权转让价格为2.6亿元，天津安特通过椰林湾间接持有上市公司12.93%股权，每股成本20.9元。截至2020年5月8日，天津安特取得上市公司共计23.9%的股份，成为上市公司第一大股东，金鑫获选上市公司董事、总经理。

2、学大教育：个性化辅导先驱，品牌渗透力强，小班组业务占比持续提升，盈利能力有望改善。

公司目前主要资产和收入来源为学大教育，房产、设备租赁业务收入占比不到1%。学大教育成立于2001年，首创个性化辅导模式，2010年登陆美国纽交所，截至2019年末学习中心覆盖全国116个城市，品牌穿透力较强。2019年营业收入30亿，净利润1.4亿，净利率约为5%。

公司自2014年起发力小班组辅导业务，尝试与一对一互为补充，建设丰富的个性化产品体系。2014年小班组课程占教育培训收入的比重约为7%，到2019年已经达到21%左右，小班组辅导收入6.1亿元。我们认为小班组与一对一业务的结合会带来如下优势：①平滑季节性收入波动；②提升教师人效和提高产能利用率，提升毛利率；③产品交叉导流，节约销售费用。未来随着小班课占比进一步提升，公司盈利能力有望得到较大改善。

3、盈利预测：我们预计公司2020/2021/2022年营业收入为3011.67/3463.42/3965.61百万元，净利润为25.55/105.25/168.88百万元，EPS为0.27/1.09/1.76元。

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	3011.67	3463.42	3965.61
(+/-) (%)	3.43	0.66	15.00	14.50
净利润	13.87	25.55	105.25	168.88
(+/-) (%)	7.06	84.31	311.85	60.46
EPS (元)	0.14	0.27	1.09	1.76
P/E	215.77	160.17	38.89	24.24

分业务收入预测

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
教育培训服务费	2952.9	2972.5	3411.5	3906.1
(+/-) (%)	3.5	0.7	14.8	14.5
设备租赁	8.7	8.6	8.7	8.0
(+/-) (%)	-13.0	-1.1	1.2	-8.0
房屋租赁	6.4	6.0	6.4	6.5
(+/-) (%)	0.0	-6.3	6.7	1.6
其他业务	23.9	24.6	36.9	45.0
(+/-) (%)	-1.2	2.7	50.1	22.1

可比上市公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	市盈率PE		
			TTM	19E	20E
TAL. N	好未来	2,634.16	—	91.98	54.23
EDU. N	新东方	1,424.17	45.49	33.59	24.45
300010. SZ	立思辰	140.49	-101.75	80.30	37.84
1769. HK	思考乐教育	77.46	80.35	49.08	37.77
300192. SZ	科斯伍德	49.04	57.39	26.77	20.94
ONE. N	精锐教育	46.07	50.54	21.37	13.36
600661. SH	昂立教育	45.96	545.31	39.40	22.20
3978. HK	卓越教育集团	28.64	20.78	16.65	11.31

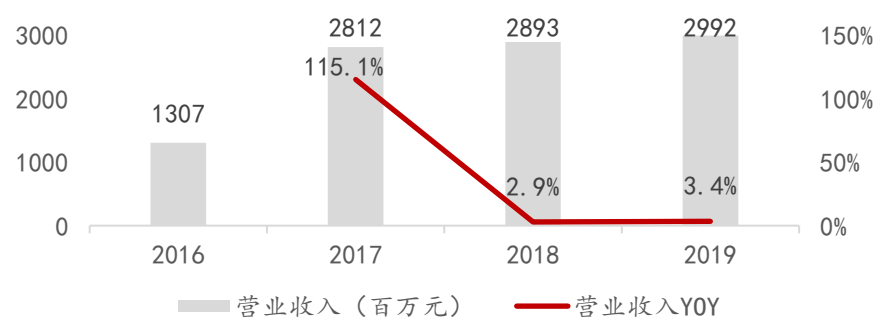
一、公司概况

公司简介：2016年收购学大教育，主营K12一对一辅导

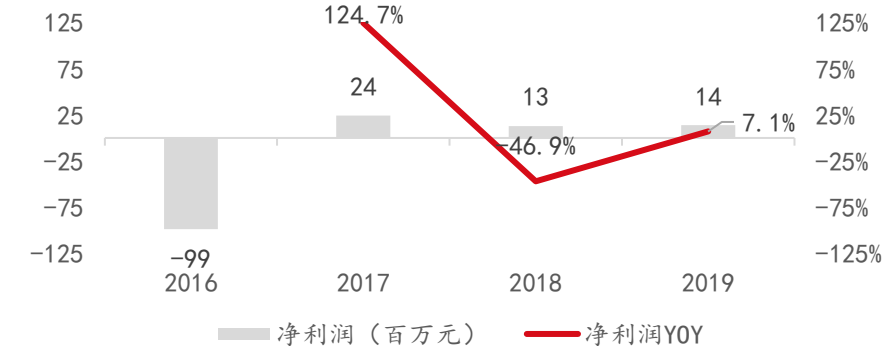


- **公司概况：**公司于2016年通过收购学大教育转型K12课外培训业务，授课模式主要包括线下1对1辅导、个性化小组辅导、艺考文化课辅导等，同时布局了在线教育、素质教育、全日制中小学、留学和游学等业务。
- **发展历程：**2015年起公司筹划收购学大教育，并拟通过定向增发偿还借款、实施股权激励，绑定学大管理层及核心团队。2016年公司通过向控股股东紫光卓远借款23.5亿成功收购学大教育，后公司两次尝试通过重大资产重组分拆学大教育，均以终止告终。
- **2015-2016：学大教育回归A股。**公司于2015年启动对美股上市公司学大教育（代码：XUE）的收购，同时筹划定向增发募资不超过55亿元，其中23亿元将用于收购紫光学大。根据增发预案，学大教育创始人金鑫控制的乐耘投资作为增发对象拟认购14.3亿元，学大员工拟通过银润投资首期1号员工持股计划认购2亿元。
2015年8月，紫光集团、紫光通信分别以每股38.08元、38.28元的价格采用集中竞价方式增持上市公司180万股、437万股；2016年1月财政部同意紫光卓远以40元/股的价格受让椰林湾持有的上市公司1500万股股份；2016年3月紫光通信以集中竞价方式增持46万股，成交均价42.93元/股。2017年末至2018年3月底之间，紫光通信增持12万股、紫光集团增持110.2万股，期间公司股价区间为24.41-36.68元/股。估计紫光持有上市公司的平均成本约为39.4元/股。
2016年2月公司向控股股东签署23.5亿元借款合同用于支付学大教育收购价款，2016年7月正式完成收购，此后公司主要依托学大平台提供以K12一对一课外辅导为主的服务。
- **2016-2019：定增、资产重组均告终止。**2016年12月定增计划终止，员工持股计划搁置。2017年3月金鑫申请辞去上市公司副董事长、董事、总经理（暨总裁）职务，专注于学大的经营和管理。2017-2019年公司筹划两次资产重组但均终止。
- **2020年5月，公司公告第一大股东由紫光卓远变更为天津安特，天津安特的实际控制人为学大创始人金鑫。**

图表1：公司营业收入及增速（百万元）



图表2：公司归母净利润及增速（百万元）



注：学大教育于2016年6月并表

公司简介：2016年收购学大教育，主营K12一对一辅导



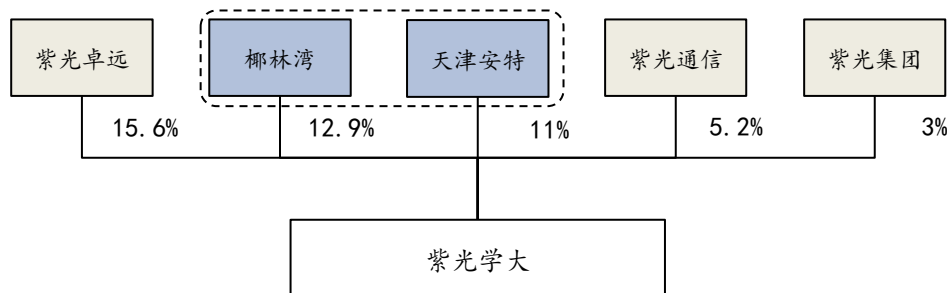
图表3：公司2015-2020年重要事件

阶段	时间	事件
学大回归A股	2015年4月	公司拟向学大教育发出不具有法律约束力的收购提议，以每ADS3.38 美元即总价约2.2亿美元收购学大教育全部已发行的股份。
	2015年7月	公司与学大教育签订协议，拟以每股2.75美元（即5.5美元/ADS）收购学大教育，总价款为3.69亿美元，同时拟 通过定向增发募资不超过55亿元人民币，其中23亿元用于支付学大教育股权交易对价 ，17.6亿元用于设立国际教育学校投资服务公司，其余14.4亿元用于在线教育平台建设。
	2016年1月	公司控股股东由椰林湾变更为紫光卓远， 实际控制人由廖春荣变更为清华控股，最终实际控制人变更为教育部。
	2016年2月	公司与控股股东紫光卓远签署《借款合同》 ，借款金额为不超过3.7亿美元等额人民币，期限12个月，贷款利率4.35%/年。公司实际向紫光卓远借款（本金）共计 23.5亿元人民币 ，于2016年5月24日到账。
	2016年6月	学大教育申请ADS股份停止在纽约股票交易所的交易，并向美国证券交易委员会申请撤销证券登记。
	2016年7月	公司发布公告，对学大教育100%股份的收购完成。公司证券简称由银润投资变更为紫光学大。
定增终止，金鑫辞去上市公司职务	2016年12月	公司公告终止2015年7月提出的55亿元的定增计划。
	2017年3月	公司公告称因筹划重大事项而停牌，同时宣布 金鑫申请辞去上市公司副董事长、董事、总经理（暨总裁）职务 ，希望将时间和精力专注于教育主业的经营和管理上。
两次筹划资产重组均终止	2017年5月	公司宣布重大资产重组进展， 拟出售公司所持Xueda Education Group及北京学大信息技术有限公司、上海瑞聚实业有限公司、厦门旭飞房地产开发有限公司全部股权 ，并拟购买Prime Foundation Inc. 51%股权。
	2017年6月	公司公告将 不再继续收购Prime Foundation Inc. 的51%股权事项 ，以及 出售公司所持Xueda Education Group及北京学大信息技术有限公司、上海瑞聚实业有限公司全部股权事项 ，即重大资产重组事项调整为出售公司所持厦门旭飞房地产开发有限公司全部股权。
	2017年12月	公司审议通过《关于重大资产重组停牌期满申请继续停牌的议案》，拟购买软通动力信息技术（集团）有限公司的全部股权， 拟出售公司所持Xueda Education Group及北京学大信息技术有限公司、上海瑞聚实业有限公司全部股权。
	2018年1月	公司宣布 终止购买软通动力信息技术有限公司全部股权事项 ，以及 出售Xueda Education Group、北京学大信息技术有限公司、上海瑞聚实业有限公司全部股权事项。
	2018年9月	公司发布《关于披露重大资产重组预案后进展公告》，拟以现金236亿元购买天山铝业100%股权，同时将 处置学大教育和学大信息等资产。
	2019年2月	公司发布公告，终止收购天山铝业。
控制权变更	2019年12月	天津安特以2.6亿元对价受让上市公司12.93%股权。
	2020年5月	公司公告 第一大股东变更为天津安特。

股权结构：天津安特变更为第一大股东

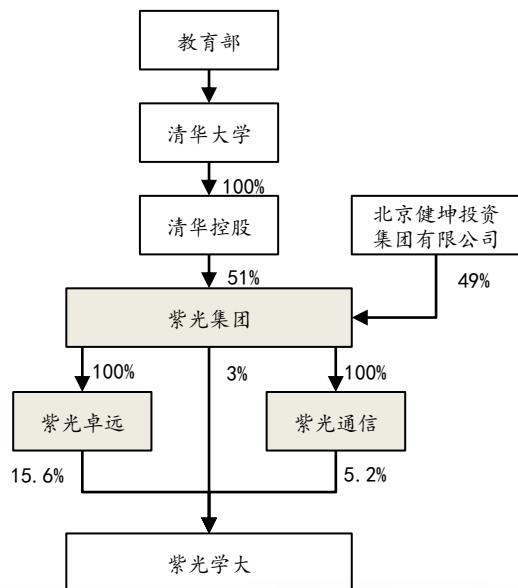
- 2020年5月，公司第一大股东由紫光卓远及一致行动人紫光通信、紫光集团（三者合计持股比例23.8%）变更为天津安特及一致行动人椰林湾（二者合计持股比例为23.9%）。天津安特的股东包括上海沐膳谷（由银润控股实控人廖春荣控制）、金鑫和陈尧。

图表4：公司前五大股东（截至2020年5月7日）

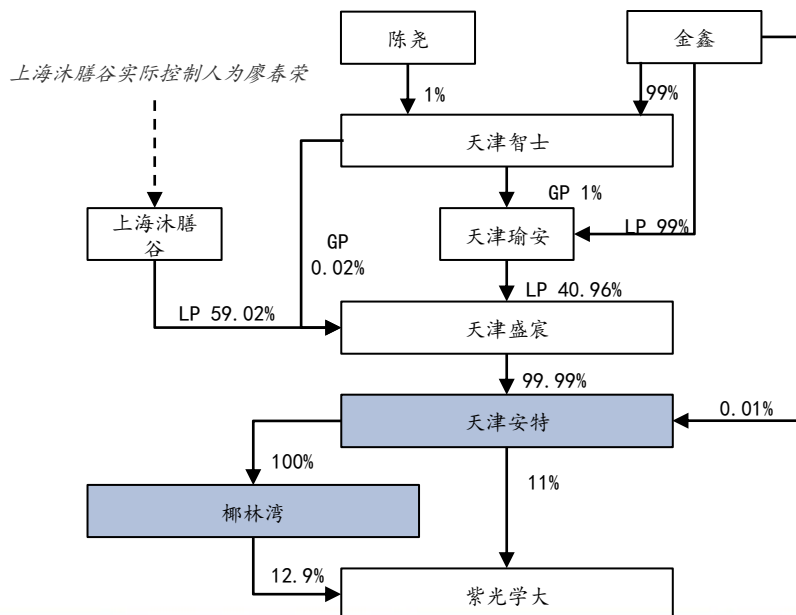


注：紫光卓越、紫光通信、紫光集团为一致行动人，椰林湾、天津安特为一致行动人

图表5：紫光集团、紫光卓越、紫光通信股权结构



图表6：天津安特、椰林湾股权结构



股权结构：天津安特变更为第一大股东

- 天津安特于2019年8月至2020年5月期间通过采用集中竞价和协议转让两种方式取得上市公司共计23.9%的股份。
- 2019年8月-2020年5月，天津安特通过集中竞价方式取得上市公司11%股份，交易价格的区间中位数约为32.5元，按照对应交易数量估算，总交易金额约为3.44亿元。
- 2019年11月29日，天津安特与银润控股、银润投资签署股权转让协议，受让银润控股、银润投资合计持有的椰林湾100%的股权，股权转让价格为2.6亿元。天津安特通过椰林湾间接持有上市公司12.93%股权，每股成本20.9元。
- 综合计算，天津安特取得上市公司23.9%股份的成本约为6.04亿元，平均每股成本约为26.2元。

图表7：天津安特增持公司股份数量、占比及持有成本估计

序号	交易期间	交易数量 (万股)	交易方向	交易价格区间中 位数 (元)	交易金额估算 (万元)	占总股本的比例
1	2019年8月28日-2019年8月30日	58.2	买入	25.04	1456	0.6%
2	2019年9月2日-2019年9月30日	368.0	买入	26.30	9677	3.8%
3	2019年9月27日	0.009	卖出	27.01	0.25	0.0001%
4	2019年11月20日-2019年11月26日	54.3	买入	29.95	1627	0.6%
5	2019年12月18日	16.2	买入	32.26	521	0.2%
6	2020年1月8日-2020年1月9日	176.2	买入	32.24	5682	1.8%
7	2020年2月11日-2020年2月28日	148.3	买入	34.37	5096	1.5%
8	2020年3月2日-3月13日	96.2	买入	41.32	3975	1.0%
9	2020年4月23日-4月30日	94.0	买入	44.15	4148	1.0%
10	2020年5月6日-5月7日	47.9	买入	46.48	2224	0.5%
(一) 通过交易所直接取得的股份：小计		1,059		32.5	34,405	11.0%
(二) 受让椰林湾100%股权间接取得的股份		1,244		20.9	26,000	12.9%
合计		2,303		26.2	60,405	23.9%

管理团队：董事会目前由新老股东共同组成，金鑫重新担任董事



- 上市公司收购学大教育前证券简称为银润投资，公司更名紫光学大后，原实际控制人廖春荣仍留在上市公司继续担任董事；紫光集团实际控制上市公司期间，除廖春荣和独立董事以外的董事会成员均为紫光背景；2020年5月，学大创始人金鑫重新担任上市公司总经理、董事，因此目前董事会成员背景主要为银润、紫光、学大三类。

图表8：管理团队情况

姓名	职务	年龄	简介
吴胜武	董事长	47	<ul style="list-style-type: none"> • 中共党员，清华大学工学学士、法学硕士学位以及华中科技大学管理学博士学位 • 曾任国家工业和信息化部电子信息司副书记、副司长，宁波市海曙区人民政府区长，宁波市信息产业局党组书记、局长，宁波市鄞州区委常委、副区长，宁波望春工业园区管委会党组书记、主任，宁波望春工业开发公司董事长，鄞县人民政府副县长等职务 • 现任紫光学大董事长、紫光集团有限公司全球执行副总裁、500.com LIMITED董事长、新华三集团有限公司董事、紫光摩视慧行（北京）科技有限公司董事 • 现任全国青联委员、IT工作者联谊会常务理事、浙江大学宁波理工学院、宁波工程学院、宁波大学兼职教授（硕士生导师）、浙江大学电子服务研究院客座研究员、清华大学唐仲英兼职导师。 • 于2004年获得国家科技部表彰全国科技进步工作先进个人、中国信息化杰出人物奖、于2008年度获得中国科教英才奖
金鑫	董事、总经理	43	<ul style="list-style-type: none"> • 首都经济贸易大学经济学学士 • 于2001年9月创办学大教育，2009年至今任北京学大信息技术集团有限公司董事长、总裁（暨总经理）；2016年至今任学成世纪（北京）信息技术有限公司执行董事、总裁（暨总经理），2016年2月至2017年3月期间曾担任厦门紫光学大股份有限公司董事、副董事长、总裁（暨总经理）职务，2020年5月被聘任为紫光学大总经理，2020年6月被补选为紫光学大董事
廖春荣	董事	56	<ul style="list-style-type: none"> • 工商管理硕士，近五年任上海银润控股（集团）有限公司董事长，银润控股集团有限公司（澳门）董事长、浙江台州椰林湾投资策划有限公司董事长（自2020年2月27日起改任执行董事）、总经理 • 自2011年7月至今担任紫光学大董事
郑铂	董事	36	<ul style="list-style-type: none"> • 对外经济贸易大学财务管理专业学士，曾任德勤华永会计师事务所北京分所咨询顾问、安永（中国）企业咨询有限公司高级顾问、华锐风电科技（集团）股份有限公司税务经理、华润医药集团有限公司财务管理部经理、紫光科技（控股）有限公司执行董事 • 现任紫光集团有限公司监事、投资合作部总监，紫光国芯微电子股份有限公司监事，诚泰财产保险股份有限公司董事，北京紫光通信科技集团有限公司董事，北京紫光资本管理有限公司董事，自2016年2月至今担任紫光学大董事
陈斌生	董事	36	<p>中共党员，工商管理硕士，中国注册会计师、国际注册内部审计师，历任普华永道会计师事务所（广州）审计员、高级审计员，中国邮政储蓄银行广东省分行内控及贷后审计主管，中国民生银行资产运营及监控主管，于2018年8月加入紫光集团有限公司任投资管理部高级投资经理，自2019年4月4日起担任紫光学大董事</p>
刁月霞	董事、副总经理、董事会秘书	40	<p>中共党员，管理学硕士，自2006年7月至2014年1月任职于新华联集团，历任新华联文化旅游发展股份有限公司证券事务部副经理、经理；2014年2月至2016年2月任职于紫光集团有限公司，历任资产运营部助理总经理及投资管理部高级投资经理；2016年2月至今先后担任紫光学大副总经理、董事会秘书、董事</p>
刘兰玉	独立董事	54	<p>中国人民大学民法学硕士，曾任北京市天银律师事务所合伙人、北京市海润律师事务所合伙人，现任北京海润天睿律师事务所合伙人，天津南大通用数据技术股份有限公司独立董事、恒生电子股份有限公司独立董事</p>
李元旭	独立董事	54	<p>复旦大学工业经济学博士，复旦大学管理学院教授、博士生导师，雅本化学股份有限公司、张小泉股份有限公司独立董事</p>
王震	独立董事	47	<p>中共党员，河北地质大学会计学副教授，硕士研究生导师，在读博士，中国注册税务师、会计师，现任国家税务总局教育中心特聘专家、中国人民大学财政金融学院研究生合作导师、中南财经政法大学兼职硕士生导师、北京国家会计学院特聘客座教授、中国税收筹划研究会理事、中国商业会计学会理事，河北地质大学会计学院税收筹划研究中心主任，河钢股份有限公司独立董事、石家庄以岭药业独立董事</p>

二、学大教育情况

学大历史：成立19年，首创K12个性化辅导模式

- 学大教育成立于2001年，原名家教网；2004年开设第一个线下学习中心，从线上转为线下，推行“个性化辅导”模式；2007年获得鼎晖1000万美元投资后快速扩张，2008年全国学习中心超过100家；2010年在美国纽交所上市；2014年发布E学大系统、涉足留学辅导业务；2015年展开组织架构调整、发布“教研+”战略；2016年回归A股；2018年开展自主招生业务，推出在线一对一平台；2020年1月学大网校APP上线。

图表9：学大教育发展历程

时间	事件
2001年	学大成立，家教网上线，联合创始人金鑫、李如彬、姚劲波。家教网本质是一个网上家教平台，为老师和学生提供中介匹配，同时收取佣金。
2004年	开设第一个学习中心，网上家教平台转型线下，推行个性化辅导模式。 首创个性化辅导的全新教育模式，成功推出个性化管理系统平台PPTS。
2007年	学大教育获得鼎晖创业投资主导的首轮1000万美元的融资。
2008年	学习中心数量超100家。
2009年	PPTS2.0个性化教育辅导系统全面升级。
2010年	学大教育集团成功登陆美国纽交所，股票代码为XUE，发行价9.5美元，IPO融资额1.28亿美元。线下教学中心试点小班组辅导课程。
2011年	学习中心数量超300家。
2012年	学习中心数量超400家。
2013年	学大教育获得中国质量认证中心（CQC）ISO9001质量管理体系认证，是全国近10万家课外辅导机构中第一家获得这项认证的机构。 发布个性化学习及辅导系统“e学大”，“e学大”是一个以ASPG（评测、自学、定位、辅导）闭环体系为核心，服务于教师、学生、家长的全方位平台系统。
2014年	学大开始涉足留学领域，从托福、雅思和SAT领域入手，为中学生提供一对一定制课程。 大力推小组课、小班课，与一对一互为补充，建设丰富的个性化产品体系。
2015年	学大教育总部及分公司进行组织架构调整，CEO金鑫归纳为“一精一建”。“一精”：集团总部精兵简政，将总部的多线路归到新的运营管理中心下，统一管理调配。“一建”：建立大区组织运营结构管理，将运营版图划分为十二个大区，总部基本面向大区管理，大区则对自己的分公司管理。 发布“教研+”战略，将通过“教研+教师”、“教研+产品”、“教研+平台”、“教研+评估”四个层面带动整体教学教研实力的增强。 学习中心数量超500家。
2018年	正式启动自主招生项目，将采用一对一教学模式。 学大教育推出在线1对1辅导平台，是对原有线下教学的补充，通过线上线下融合的形式，更好地为学生提供完备的个性化教学服务。在线1对1辅导平台采用360°全程教学管控，课程全程录制，方便学生回放复习，家长可以随时旁听。 8月收购宁波文谷传媒投资有限公司与慈溪市文谷外国语小学，形成商誉161万元。
2019年	学大教育召开发布会，宣布突破传统以线下为主的教育模式，升级为线上、线下融合的“双螺旋”模式。
2020年	1月份学大网校移动端APP上线。 学大网校面向全国中小学生免费提供正价“牛师天团”线上直播课。

业务情况：一对一辅导为核心，小班组辅导占比提升

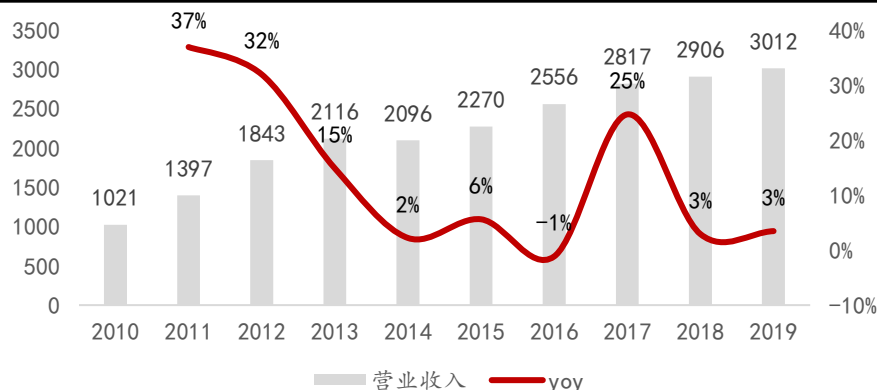


- 学大教育提供K12课外辅导、艺考辅导、新高考咨询、留学考试培训等业务。2019年收入30.1亿元（YOY+3%），净利润1.4亿元（YOY+4%），净利率约5%。

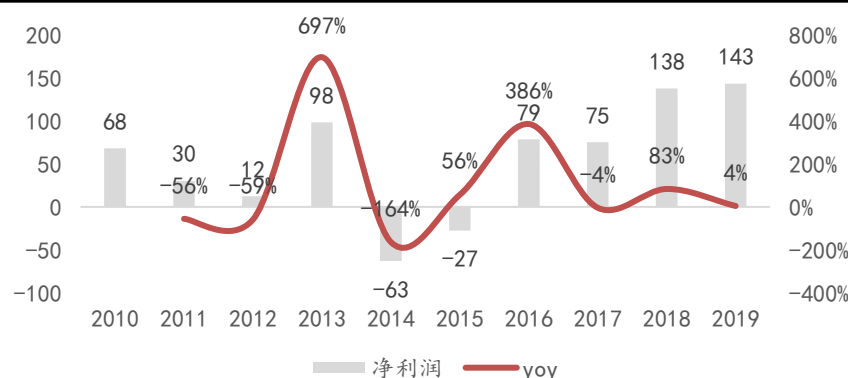
图表10：学大教育主要产品与服务

业务类型	适合人群	课程内容
1对1辅导课程	小一至高三	语文、数学、英语、历史、政治、地理、生物、物理、化学
个性化小组课程	小一至高三	语文、数学、英语、历史、政治、地理、生物、物理、化学
学大网校（在线大班）	小一至高三	语文、数学、英语、历史、政治、地理、生物、物理、化学
艺考课程	艺考生	高考文化课辅导
新高考	初三毕业生至高三	学业规划指导课：高考学业规划咨询服务、高考学业规划训练营
		学习力教练辅导：指导、监督学生制定、完成学习计划，备战高考
		综合应用课程：面试基础课程、面试基础课程、面试技巧课程、面试模拟课程
出国留学	计划出国读高中、出国读大学的学生	留学语言培训课程：包括但不限于ESL、IELTS、TOEFL、TOEFL Junior、SAT、ACT、SSAT等
		学科英语定制课程：AP课程和IB课程的宏观、微观经济学、微积分、统计学、物理、化学、历史等，A-Level课程的数学、物理、商科课程等
		素质发展订制课程：逻辑思维训练、情商思维讲解课程、应变能力训练、研究性学习与社会实践、社团活动等
		行前指导课程

图表11：学大教育营业收入及增速（百万元）



图表12：学大教育净利润及增速（百万元）



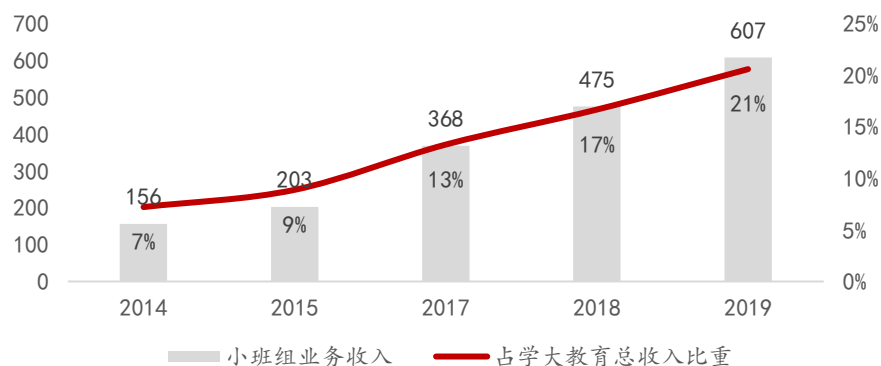
注1：2010-2013年数据来自SEC，2014-2015年数据来自《2016/9/10紫光大学：非公开发行A股股票预案（三次修订稿）》，2016年数据来自年报（公司业务概要），2017-2019年数据来自分部报告

注2：由于存在分部间抵消，因此2017-2019年学大教育收入大于公司总营业收入

业务情况：一对一辅导为核心，小班组辅导占比提升

- 学大教育2019年营业收入中教育培训服务收入占比99%，主要包括一对一、小班组、其他教育服务（如在线教育、自主招生等）和学员注册费。2019年一对一辅导收入为21.9亿，是公司的核心业务。
- 公司2014年起开始发力小班组辅导业务，与一对一互为补充，建设丰富的个性化产品体系。2014年小班组课程占教育培训收入的比重约为7%，到2019年已经达到21%左右。
- 我们认为小班组与一对一业务的结合有利于公司①平滑季节性收入波动②提升教师人效③提高产能利用率④节约销售费用。

图表13：小班组辅导收入及占教育培训收入的比重（百万元）



图表14：公司2019年营业收入构成及占比

业务类型	营业收入（百万元）	占总营收比重
教育培训服务总收入	2953	99%
一对一辅导	2193	73%
小班组辅导	607	20%
学员注册费	38	1%
其他教育服务收入	115	4%
其他收入	39	1%
总营收	2992	100%

注：其他教育服务收入主要包括自主招生收入、在线教育收入等与K12教育培训服务相关的收入

图表15：学大教育一对一辅导产品介绍



图表16：学大教育小班组辅导产品介绍（个性化小组教学）



业务情况：一对一辅导为核心，小班组辅导占比提升

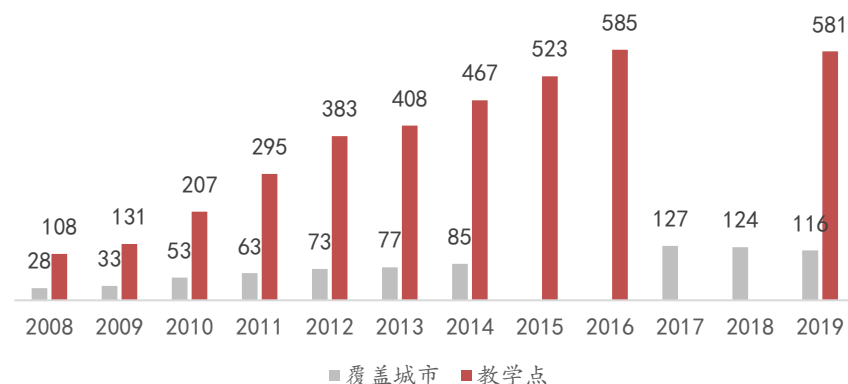
- 截止2019年末，学大教育学习中心覆盖全国116个城市，教学网络密集、运营体系成熟、品牌穿透力较强。截至2019年末，公司共有员工1.4万人，其中教师7451人（占比53%），其次为销售人员2305人（16%）、行政人员2227人（16%）、学管师1785人（13%）、财务286人（2%）、技术人员44人（0.3%）。
- 2010年以来，公司教师人数变动较小，但人效不断提升，从2010年的13万提高到2019年的40万。

图表17：公司官网显示的业务覆盖城市列表

A 鞍山 安康	B 巴彦淖尔 宝鸡 保定 北京 包头
C 长春 常州 长沙 重庆 成都 承德	D 大理 大庆 东莞 大连
E 鄂尔多斯	F 佛山 福州
G 贵阳 广州	H 惠州 哈尔滨 呼和浩特 杭州 合肥 淮安 汉中 红河
J 金华 吉林 济南 晋中	K 昆明
L 兰州 廊坊 洛阳 六安	M 马鞍山
N 南通 宁波 南昌 南宁 南京	Q 秦皇岛 青岛 齐齐哈尔 曲靖 泉州
S 绍兴 沈阳 上海 苏州 石家庄 深圳 宿迁 商洛	T 铜陵 台州 太原 天津 唐山 泰州
W 芜湖 渭南 武汉 温州 无锡 威海 乌鲁木齐 乌海	X 徐州 邢台 厦门 西安 西宁 咸阳
Y 宜宾 宜昌 义乌 盐城 银川 玉溪 烟台 扬州 延安	Z 郑州 株洲 镇江

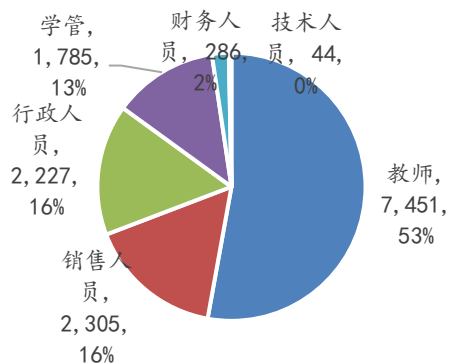
注：官网列举不完全

图表18：公司线下教学中心数量及覆盖城市数量（个）

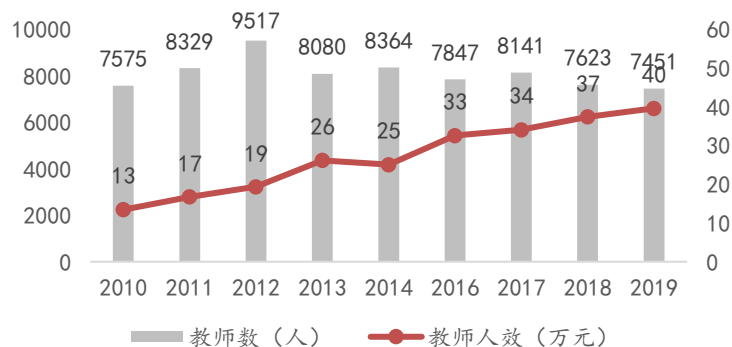


注：部分年份数据未披露

图表19：公司员工情况



图表20：公司授课教师人数及教师人效（人）



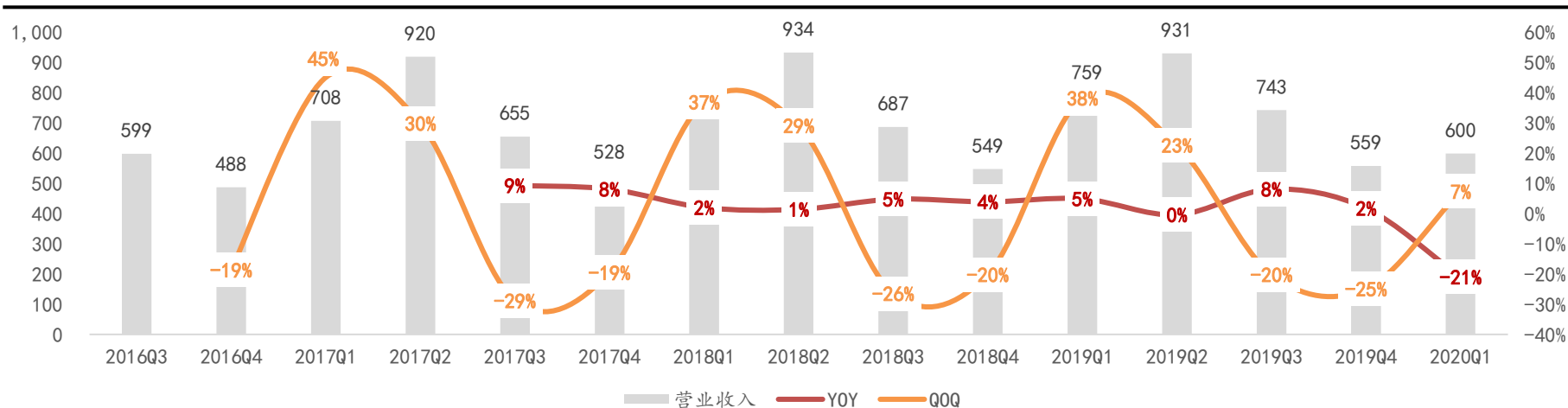
注1：2015年数据未披露；注2：教师人效=学大教育收入/教师总人数

三、财务情况

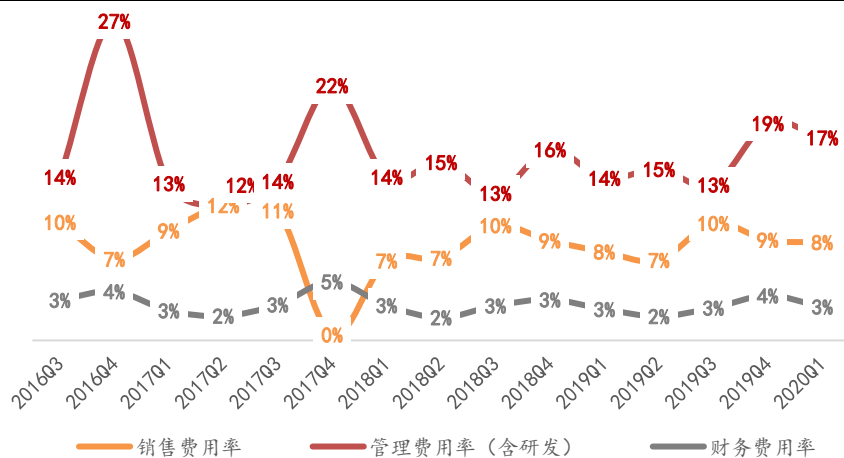
收入、利润季节波动显著，Q2为高点

- 由于一对一辅导在中高考前为旺季，公司的收入、费用和利润具有明显的季节性波动特点，Q2为高点，Q3、Q4明显回落。20Q1受到新冠肺炎疫情影响，公司收入出现同比下滑。

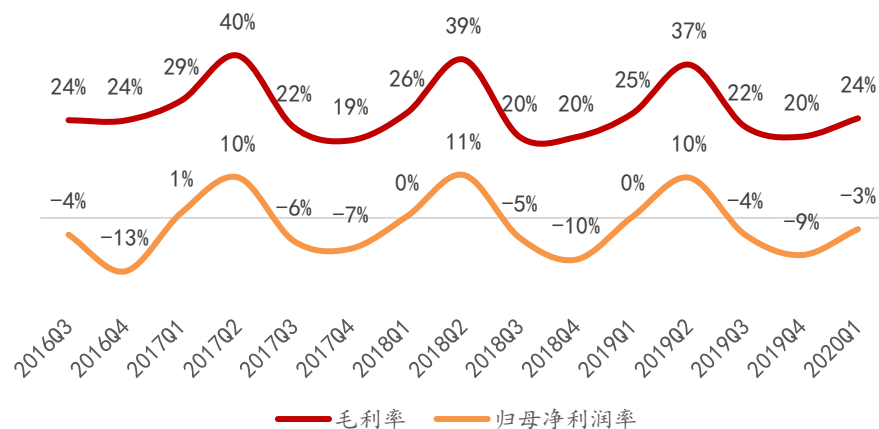
图表21：公司营业收入及同/环比增速（百万元）



图表22：公司各项费用率



图表23：公司毛利率、净利率



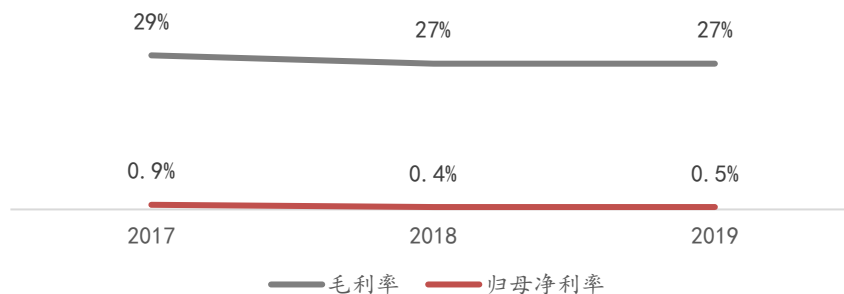
主营业务毛利率偏低，财务开支压力较大

- 公司2019年综合毛利率为27%，主营业务教育培训服务毛利率偏低（26%），近三年期间费用率保持稳定。公司近年财务费用约8000万，财务费用率约为3%，主要来自股东借款的利息开支。

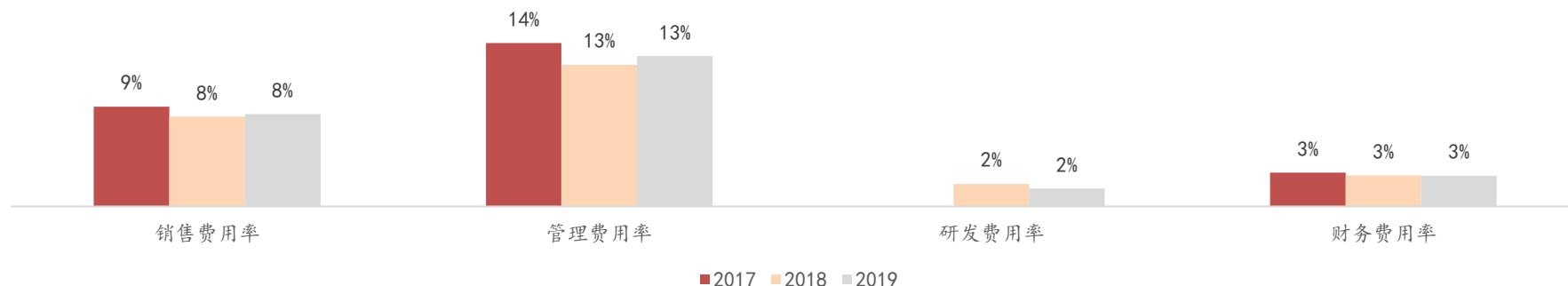
图表24：分业务营业收入和毛利率（百万元）

单位：百万元	2017	2018	2019
教育培训服务费收入	2776	2852	2953
设备租赁收入	13	10	9
房屋租赁收入	6	6	6
其他业务收入	16	24	24
教育培训服务毛利率	28%	26%	26%
设备租赁毛利率	43%	27%	11%
房屋租赁毛利率	69%	68%	68%
其他业务毛利率	63%	50%	50%

图表25：毛利率和归母净利率



图表26：期间费用率



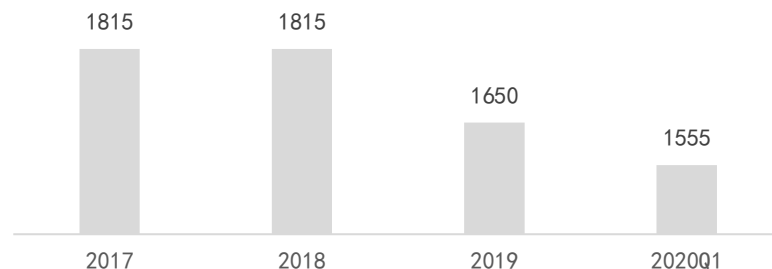
股东借款余额15.5亿，近四年偿还本息10.5亿元

- 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%。
- 2016年至今，上市公司共计偿还本金、利息10.5亿元。

图表27：财务费用明细（百万元）

	2017	2018	2019
利息支出	82	81	80
减：利息收入	10	12	10
汇兑损益	3	0	2
POS机手续费	9	9	9
手续费及其他	1	1	1
合计	84	79	81

图表28：短期借款余额（百万元）



图表29：公司向股东紫光卓远的借款偿还进展

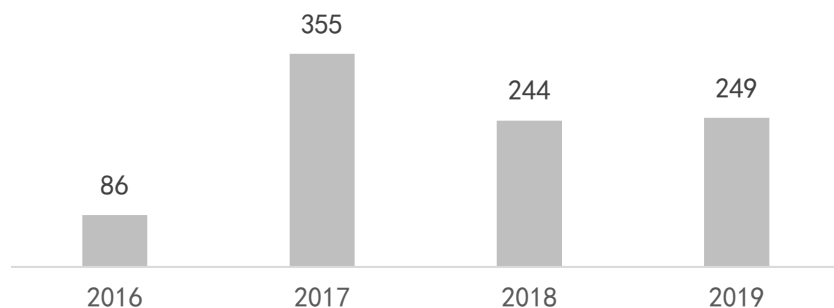
时间	事件
2016年2月2日	公司与控股股东紫光卓远签署《借款合同》，借款金额为不超过3.7亿美元等额人民币，期限12个月， 贷款利率4.35%/年 。公司实际向紫光卓远借款（本金）共计 23.5亿元 人民币。
截至2016年末	公司已向紫光卓远提前偿还5亿元人民币本金及对应利息。剩余借款本金金额18.5亿元。
截至2017年5月23日	公司应向紫光卓远支付18.5亿元借款的利息共计8047.5万元人民币，公司已于当日全部偿还上述借款利息8047.5万元。
2017年4月25日	公司与紫光卓远签署《借款展期合同》，展期借款本金金额为人民币 18.5亿元 ，展期借款期限为12个月，自2017年5月24日起至2018年5月23日止，展期借款利率为4.35%/年。
2017年12月27日	公司向紫光卓远提前偿还借款本金3500万元人民币，以及对应利息90.5万元人民币，剩余借款本金金额18.15亿元。
截至2018年5月23日	公司应向紫光卓远支付18.15亿元借款的对应利息共计7895.3万元，公司已于当日全部偿还上述借款对应利息7895.3万元。
2018年4月9日	公司与紫光卓远签署《借款展期合同（二）》，再次展期借款本金金额 18.15亿元 ，再次展期借款期限为12个月，自2018年5月24日起至2019年5月23日止，再次展期借款利率为4.35%/年。
截至2019年5月23日	公司应向紫光卓远支付18.15亿元借款的对应利息共计7895.3万元，公司已于当日全部偿还上述借款对应利息7895.3万元。
2019年4月12日	公司与紫光卓远签署《借款展期合同（三）》，再次展期借款本金金额人民币 18.15亿元 ，再次展期借款期限为12个月，自2019年5月24日起至2020年5月23日止，再次展期借款利率为4.35%/年。
2019年10月17日	公司向紫光卓远提前偿还借款本金7000万元，以及对应利息122.6万元，剩余借款本金金额为17.45亿元。
2019年11月22日	公司向紫光卓远提前偿还借款本金1.4亿元，以及对应利息303.7万元，剩余借款本金金额为16.05亿元。
2019年12月4日	公司向紫光卓远提前偿还借款本金3000万元，以及对应利息69.4万元，剩余借款本金金额为15.75亿元。
2020年1月21日	公司向紫光卓远提前偿还借款本金2000万元，以及对应利息57.7万元，剩余借款本金金额为15.55亿元。
2020年4月17日	公司向紫光卓远提前偿还借款本金1000万元，以及对应利息39.2万元，剩余借款本金金额为15.45亿元。
2020年4月29日	公司与紫光卓远签署《借款展期合同（四）》，再次展期借款本金金额人民币 15.45亿元 ，再次展期借款期限为12个月，自2020年5月24日起至2021年5月23日，再次展期借款利率为4.35%/年。

2019年经营活动现金流量净额2.5亿，在手现金11.8亿



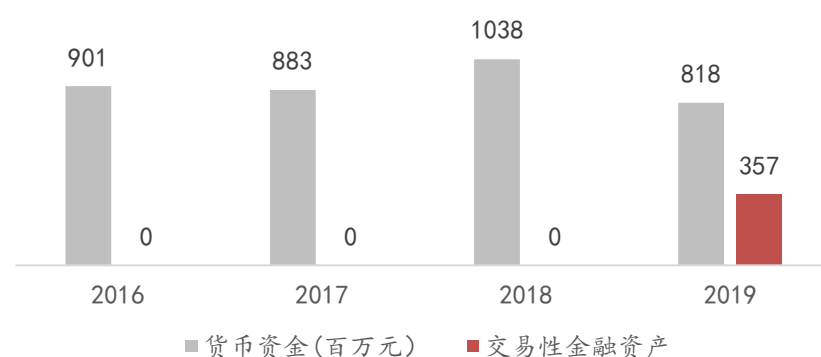
- 公司2017-2019年经营活动现金流量净额分别为3.55/2.44/2.49亿元；截至2019年末货币资金余额8.18亿元，交易性金融资产余额3.57亿元，主要为理财产品。
- 2019年末在建工程余额8814万元，较上年增加4823万元，主要涉及大连文谷学校（1118万）和慈溪文谷学校（4117万）。

图表30：经营活动现金流量净额（百万元）

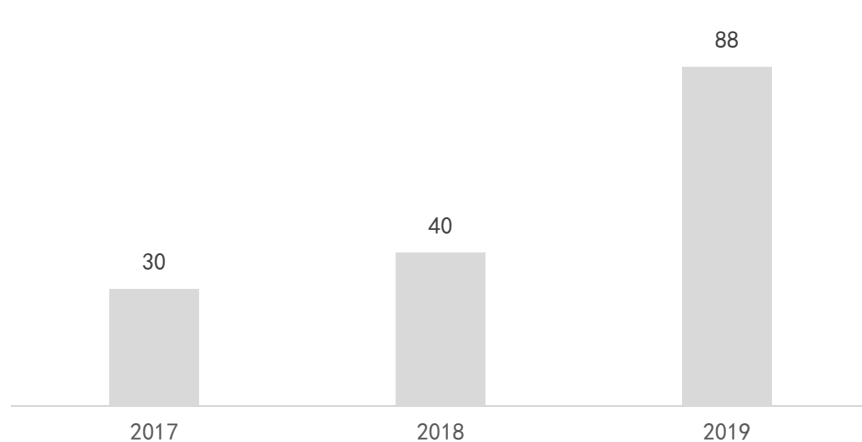


注：学大教育于2016年6月并表

图表31：货币资金和交易性金融资产余额（百万元）



图表32：在建工程期末余额（百万元）



图表33：2019年在建工程情况（百万元）

项目	期末余额			期初余额		
	账面余额	减值准备	账面价值	账面余额	减值准备	账面价值
海发大厦一期	21.0		21.0	21.0		21.0
装修工程	14.8		14.8	18.9		18.9
大连文谷学校项目	11.2		11.2	0.0		0.0
慈溪文谷学校项目	41.2		41.2	0.0		0.0
合计	88.1	0.0	88.1	39.9	0.0	39.9

四、估值模型

估值模型

单位：百万元

资产负债表	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1457.02	1119.66	998.99	1080.33
现金	817.68	500.00	350.00	400.00
应收账款	38.68	31.25	36.47	42.32
其他应收款	112.19	98.95	114.80	132.24
预付账款	49.68	50.69	58.94	66.99
存货	0.05	0.03	0.04	0.04
其他	438.74	438.74	438.74	438.74
非流动资产	2139.27	2146.96	2162.39	2183.82
长期投资	136.42	156.97	177.55	197.95
固定资产	224.02	209.98	199.72	192.83
无形资产	1763.33	1764.50	1769.62	1777.53
其他	15.51	15.51	15.51	15.51
资产总计	3596.29	3192.80	3004.36	3015.92
流动负债	3492.22	3063.17	2769.49	2612.17
短期借款	1650.00	1227.88	674.89	226.09
应付账款	0.05	0.00	0.00	0.00
其他	1842.17	1835.29	2094.60	2386.08
非流动负债	13.02	13.02	13.02	13.02
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	13.02	13.02	13.02	13.02
负债合计	3505.25	3076.19	2782.51	2625.20
少数股东权益	-8.13	-8.13	-8.13	-8.13
股本	96.20	96.20	96.20	96.20
资本公积	58.08	58.08	58.08	58.08
留存收益	-57.61	-32.05	73.19	242.07
归属母公司股东权益	99.17	124.73	229.97	398.85
负债和股东权益	3596.29	3192.80	3004.36	3015.92

利润表	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2991.94	3011.67	3463.42	3965.61
营业成本	2175.67	2193.03	2500.06	2875.07
营业税金及附加	14.56	15.14	17.22	19.72
营业费用	243.49	240.93	259.76	297.42
管理费用	396.62	391.52	415.61	436.22
财务费用	81.08	46.24	31.39	12.60
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-1.80	0.00	0.00	0.00
投资净收益	19.52	20.56	20.58	20.39
营业利润	47.78	70.07	190.69	265.67
营业外收入	0.73	0.00	0.00	0.00
营业外支出	5.36	0.00	0.00	0.00
利润总额	43.15	63.89	184.64	259.81
所得税	30.84	38.33	79.40	90.93
净利润	12.32	25.55	105.25	168.88
少数股东损益	-1.55	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	13.87	25.55	105.25	168.88
EBITDA	244.73	214.03	324.53	383.85
EPS(元)	0.14	0.27	1.09	1.76

估值模型

单位：百万元

现金流量表	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	248.71	204.80	485.12	560.06
净利润	12.32	25.55	105.25	168.88
折旧摊销	130.20	118.28	123.03	125.97
财务费用	79.72	62.59	41.39	19.60
投资损失	-19.52	-20.56	-20.58	-20.39
营运资金变动	35.31	12.75	229.98	260.15
其他	10.67	6.18	6.05	5.86
投资活动现金流	-255.96	-37.77	-40.74	-41.66
资本支出	-162.83	-37.77	-40.74	-41.66
长期投资	-16.88	0.00	0.00	0.00
其他	-76.25	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-247.44	-484.72	-594.37	-468.40
短期借款	0.00	-422.12	-552.99	-448.80
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	1.47	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	9.32	9.14	9.31
其他	-248.91	-71.92	-50.52	-28.90
现金净增加额	-254.69	-317.68	-150.00	50.00

主要财务比率	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	0.03	0.01	0.15	0.15
营业利润	-0.20	0.47	1.72	0.39
归属母公司净利润	0.07	0.84	3.12	0.60
获利能力				
毛利率	0.27	0.27	0.28	0.28
净利率	0.00	0.01	0.03	0.04
ROE	0.14	0.20	0.46	0.42
ROIC	0.07	0.11	4.69	-0.51
偿债能力				
资产负债率	0.97	0.96	0.93	0.87
净负债比率	16.64	9.84	2.93	0.57
流动比率	0.42	0.37	0.36	0.41
速动比率	0.42	0.37	0.36	0.41
营运能力				
总资产周转率	0.83	0.88	1.08	1.23
应收账款周转率	85.57	86.13	102.29	100.67
每股指标(元)				
每股收益	0.14	0.27	1.09	1.76
每股经营现金	2.59	2.13	5.04	5.82
每股净资产	1.03	1.30	2.39	4.15
估值比率				
P/E	215.77	160.17	38.89	24.24
P/B	30.17	32.82	17.80	10.26
EV/EBITDA	15.63	23.14	14.02	10.55

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、数量化方法、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

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。本研究报告仅供方正证券的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得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。

专注 专心 专业



方正证券研究所

北京市西城区展览路48号新联写字楼6层

上海市浦东新区新上海国际大厦33层

广东省深圳市福田区竹子林四路紫竹七路18号光大银行大厦31楼

湖南省长沙市天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层