

新高考得语文者得“天下”，语文培训王者步入快速发展期

——立思辰(300010.SZ)首次覆盖报告

公司动态

◆**新高考改革后，语文重要性大幅增强，得语文者得“天下”。**新高考政策实行“不分文理，3+3”模式。在语文强调学生的核心素质培养的背景下，重要性、广度、难度大幅度提升，在高考总分中区分度最大，在已实行新高考的试点省份中，语文已经成为拉分的最重要科目。以浙江省2017年高考成绩为例，排名省前十名学生英语和数学的必考科目和选考科目的平均分是接近满分，但是语文的分差基本是总分分差，语文已经成为了新高考模式下的拉分关键科目。

◆**语文培训市场规模巨大，马太效应显著。**按照国内中小学生群体1.8亿人、30%参培率、5000元年收费来计算，远期语文培训市场空间有望超过3000亿元。与数学和英语培训不同，语文培训市场集中度更高。语文课外培训难度大，门槛高，更容易形成马太效应。数学培训起家的好未来、英语培训起家的新东方目前市值分别超过2000和1400亿元人民币。语文培训作为新兴赛道，立思辰、好未来、新东方、卓越教育、高思教育等众多培训巨头纷纷布局。

◆**立思辰深度布局大语文业务。**2018年2月14日，立思辰以4.81亿元收购语文学科辅导机构中文未来51%股权，后续增持至61%；2018年11月5日，立思辰以7.02亿元收购中文未来剩余39%股权。第一次收购后，中文未来原股东承诺2018-2021年的净利润为0.60、0.78、1.01亿元和1.32亿元。第二次收购后，中文未来原股东2019-2021年的净利润承诺为1.3、1.69和2.1亿元。现任立思辰总裁出身语文教育世家、中考语文满分、甘肃高考语文状元、北师大中文系毕业，2008年开创大语文教学体系，在语文培训赛道拥有丰富的教研经验。

◆**立思辰大语文业务有望步入快速增长期。**截至2019年9月30日，立思辰直营学习中心增至144个，加盟学习中心增至222个；2019H1直营收入8785万元，加盟收入3318万元；报名学生约13万人次。加盟业务2019年超预期发展，2020年会推出两条加盟线，一条主线是豆神大语文，另一条是在三四线城市推出的“小小课堂”双师加盟，针对除语文外的其他学科，地理范围覆盖更广。我们预计2019-2021年语文培训业务有望实现4、8-10、15+亿元收入规模。

◆**盈利预测与投资建议。**随着后续逐步剥离信息安全等资产，未来立思辰将专注于教育主业，形成“培训服务+升学服务（高考升学和留学）+智慧教育（教育信息化）”业务布局。语文培训市场空间巨大且趋势渐起，立思辰的大语文培训业务有望步入快速发展期。我们预计立思辰2019~2021年净利润分别为1.88、2.65和4.00亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆**风险提示：**中文未来业绩承诺无法完成、新校区扩张不及预期的风险。

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,161	1,952	2,006	1,790	2,256
营业收入增长率	14.73%	-9.66%	2.77%	-10.77%	26.03%
净利润(百万元)	203	-1,393	188	265	400
净利润增长率	-27.66%	-786.87%	-113.51%	40.96%	50.64%
EPS(元)	0.23	-1.60	0.22	0.31	0.46
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.70%	-42.23%	5.40%	7.07%	9.62%
P/E	60	-9	65	46	30
P/B	2.2	3.7	3.5	3.2	2.9

资料来源：Wind、光大证券研究所预测、股价时间为2019年12月17日

买入(首次)

当前价：13.73元

分析师

刘凯(执业证书编号：S0930517100002)

021-52523849

kailiu@ebsec.com

联系人

贾昌浩

021-52523835

jiachanghao@ebsec.com

市场数据

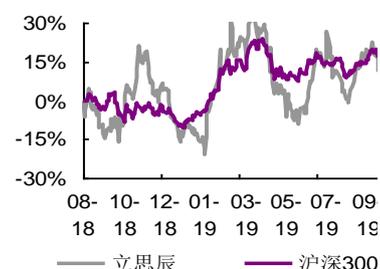
总股本(亿股)：8.68

总市值(亿元)：119.22

一年最低/最高(元)：6.19/13.98

近3月换手率：171.88%

股价表现(一年)



收益表现

%	1个月	3个月	12个月
相对	43.27	40.27	50.71
绝对	47.28	43.91	78.28

资料来源：Wind

目录

1、 语文培训：新高考得语文者得“天下”，机构持续加码大语文教培	3
2、 立思辰收购中文未来卡位语文培训业务	5
2.1、 中文未来是国内领先的语文培训机构.....	5
2.2、 立思辰大语文有望步入快速发展期	7
2.3、 深度剥离公司业务，保留中文未来+百年英才聚焦 K12 培训服务	9
3、 盈利预测和投资建议	10
4、 风险提示	12

图表目录

图 1：新高考改革下的高考成绩组成	3
图 2：语文学科的核心素养	4
图 3：学而思大语文“黄金三环”	5
图 4：思晨作文	6
图 5：庖丁阅读体系	6
图 6：中文未来“诸葛学堂”主要业务	6
图 7：中文未来课程体系变革	7
图 8：中文未来的历史净利润和承诺净利润（单位：万元）	7
图 9：立思辰大语文培训业务 2019H1 现金收款和收入确认情况	8
图 10：立思辰大语文培训业务 2019H1 报名人数及学习中心情况	8
图 11：立思辰集团成员企业	10
表 1：浙江省 2017 年新高考省前十名成绩语文单科成绩差别较大	3
表 2：中文未来与竞争对手课程单价对比	9
表 3：未来将要逐步剥离的业务收入预测（百万元）	10
表 4：中文未来分业务收入预测	11
表 5：立思辰分业务收入预测（百万元）	11
表 6：教育培训行业重点公司估值对比	11
表 7：业绩预测和估值指标	12

1、语文培训：新高考得语文者得“天下”，机构持续加码大语文教培

国务院于2014年9月发布的《国务院关于深化考试招生制度改革的实施意见》拉开了高考改革大幕。《实施意见》提出了我国新高考改革的总体方案，各省根据教育部总体方案并结合本地实际情况出台相应的细则。其总体目标是到2020年基本建立中国特色现代教育考试招生制度，形成分类考试、综合评价、多元录取的考试招生模式，健全促进公平、科学选才、监督有力的体制机制。

图1：新高考改革下的高考成绩组成



资料来源：《国务院关于深化考试招生制度改革的实施意见》，光大证券研究所

新高考政策：（1）实行“不分文理，3+3”模式。学生可以在统一的考试科目语数英之外根据特长和兴趣从思想政治、历史、地理、物理、化学、生物中选择其中的3门，学生的成绩组合将有20种，且外语科目提供两次考试机会；（2）完善高中学业水平考试，考试范围覆盖国家规定的所有学习科目；（3）规范高中学生综合素质评价；（4）加快推进高职院校分类考试；（5）改进评分方式，加强评卷管理，完善成绩报告。

新高考模式下，考生能够选择更加具备优势的选考科目，因此必考科目语数外成为区分考生成绩的关键，而语文在考试科目中的地位提升最为显著。新高考制度下，语文数学外语为必考科目，目前首批实行新高考模式的上海和浙江已经落实英语的“一年两考”，北京、天津等也即将落实英语一年两考的新模式。在不区分文理科的前提下，数学科目将实行全国统考，数学考试将更加具备通用性和基础性，在原有的文科数学和理科数学的基础上采用折衷的形式，命题的难度将显著下降。唯有语文科目，广度、难度提升，强调学生的核心素质培养，预计在高考总分中区分度最大，容易拉开学生档次。

在已实行新高考的试点省份中，语文已经成为拉分的最重要科目。以浙江省2017年高考成绩为例，排名省前十名的学生必考科目数学、外语分数相差不大，两门必考科目和选考科目的平均分更是接近满分，但是语文的分数差距较大，总分最高的考生语文分数高达132分，为前十名考生中最高的，前十名考生的语文科目平均分为123分，语文已经成为了新高考模式下的拉分关键科目。

表1：浙江省2017年新高考省前十名成绩语文单科成绩差别较大

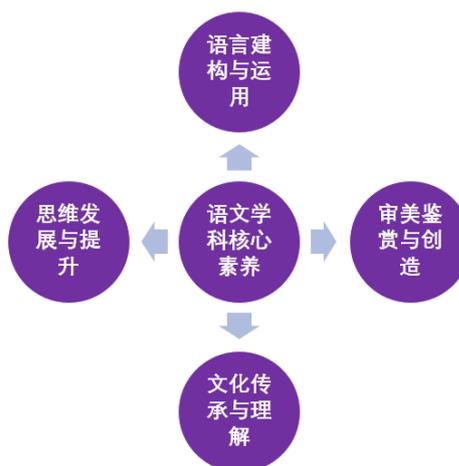
名次	总分	语文	数学	英语	物理	化学	生物
1	723	132	147	144	100	100	100
2	720	128	150	142	100	100	100
3	717	126	150	141	100	100	100

4	712	125	149	138	100	100	100
5	710	116	150	144	100	100	100
6	710	120	150	143	100	100	97
7	709	124	148	140	100	100	97
8	708	120	140	142	100	100	100
9	705	125	150	142	97	94	97
10	704	114	150	143	100	100	97
平均分		123	148	142	100	100	99

资料来源：搜狐教育、光大证券研究所

新高考制度下，语文教学将更加侧重语文学科核心素养的培养，将语文教育由单纯的课堂教学延伸至生活和学习的各个领域。语文学科核心素养，是学生在积极的语言实践活动中积累与构建起来，并在真实的语言运用情境中表现出来的语言能力及其品质，主要包括“语言建构与运用”“思维发展与提升”“审美鉴赏与创造”“文化传承与理解”四个方面。在此基础上，大语文的理念被越来越多的人所接受，大语文教育主张语文教育以课堂教学为轴心，尊重个性，启迪灵性，向生活和学习的各个领域延展。

图 2：语文学科的核心素养



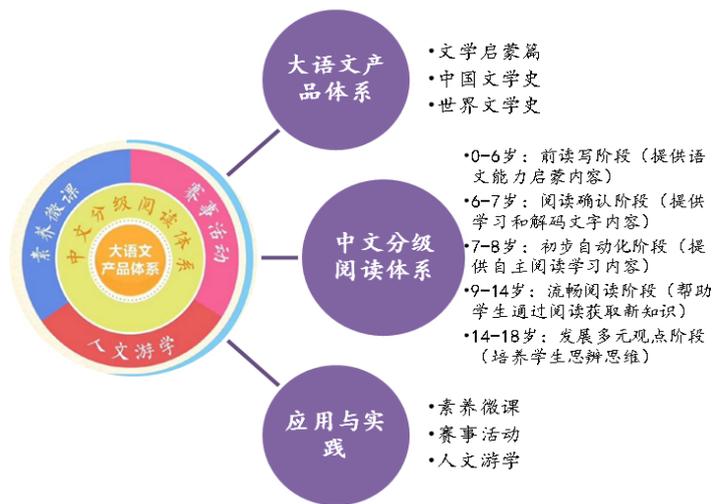
资料来源：搜狐教育、新浪教育、光大证券研究所

大语文培训市场规模巨大，马太效应显著。2018 年中小学语文培训市场规模达 900 亿元，新东方好未来最新 FY20 财年收入总和为 370 亿元人民币，占到总共课外培训市场（5000 亿元）的 7% 左右。语文课外培训难度大，门槛高，更容易形成马太效应。

教育机构纷纷布局大语文，研发完备课程体系。在其他科目的培训市场已成红海之时，众多教育机构寻求增加语文培训课程，布局大语文蓝海。高思教育（870155.OC）推出思泉语文，巨人教育语文产品也是其重要的学科产品，2017 年学而思旗下“东学堂语文”改名为“学而思大语文”，2018 年，卓越教育（H）、好未来、四中网校相继推出大语文产品体系。此外，立思辰（300010.SZ）收购了知名语文品牌中文未来，作为开拓未来大语文市场的重要筹码。

好未来 (TAL.N) 旗下品牌学而思打造大语文“黄金三环”。2018年3月20日,学而思发布大语文产品,将通史博文、知人论世、重器无锋作为设计理念,重在激发学生的语文学习兴趣,培养孩子的语文能力和素养。学而思大语文主要包含课程体系、中文分级阅读体系、应用与实践三个层次的内容。

图 3: 学而思大语文“黄金三环”



资料来源: 学而思官网, 光大证券研究所

2、立思辰收购中文未来卡位语文培训业务

2.1、中文未来是国内领先的语文培训机构

立思辰 (300010.SZ) 收购中文未来, 加速布局“大语文”。2018年2月14日, 立思辰发布公告称, 拟以自有资金4.81亿元收购中文未来51%股权。目前已完成对中文未来的100%收购。中文未来是语文学科辅导及语文素质教育领域的龙头, 拥有目前K12教育培训市场内领先的语文产品——大语文。大语文采用“线上+线下”的发展模式, 其线上产品“诸葛学堂”主要采用“直播+录播辅导”的模式, 线下教学网点以“大语文”课程为核心, 目前通过自主办学及合作的方式进入北京、深圳、湖南、成都等区域。

中文未来大语文培训体系完备, 课程内容丰富。中文未来的大语文课程体系以“古代文学, 外国文学, 创新写作”为主线, 通过讲故事的方式培养学生兴趣, 注重和校内语文体系的联动, 开设全国名师写作课程、最具提分效果的阅读课程、诸葛学堂的线上课程、读万卷书行万里路的旅游课程四大课程, 并开通线上线下两个教学渠道, 开创了语文课外教育中“给小学生讲文学史”的先河。大语文的教学目标群体涵盖小学一到六年级, 针对低年级学生开设的国学蒙学、儿童文学、绘本写作课程, 针对高年级学生开设的古代文学、外国文学、精品写作课程。

中文未来大语文的教学板块分为:

(1) 思晨写作: 通过结合西方文学理论和大量的名著素材, 让学生走出写作困境。思晨作文采用108种技巧覆盖中小学写作, 以西方文论安排技

法线索，且学生习作都会获得专业批改团队和授课教师的两轮把关和200-300字的针对性精批；

(2) 庖丁阅读：用数学的方法解决语文阅读的难题。庖丁阅读主要针对现代文、文言文和名著的阅读，适合三至六年级学生；

(3) 诸葛学堂：邀请北大名师授课的系列课程，致力于打造一个高效、有趣、有意义的学习平台和云教学资源平台。

图 4：思晨作文



资料来源：诸葛学堂官网、光大证券研究所

图 6：中文未来“诸葛学堂”主要业务



资料来源：诸葛学堂官网、光大证券研究所

图 5：庖丁阅读体系



资料来源：诸葛学堂官网、光大证券研究所

中文未来（立思辰）大语文系列课程积累深厚，历经三个阶段的迭代与升级。大语文课程体系历经了“好课程”、“好老师”、“好体验”三个阶段的迭代与升级，内涵不断丰富，学生体验不断提升。（1）1.0 阶段“好课程”：研发出一整套基于大语文课程体系的公开出版物和教研产品，并在全国范围内向包括学而思等机构进行教研输出。（2）2.0 阶段“好老师”：重新设计教师薪酬体系，重视对教师的服务，集聚最优秀的教师，让每一位教师都能在大语文收获满足感和成就感。（3）3.0 阶段“好体验”：不以收入和学员数为考察对象，设计了全新的满意度考核体系，对学员和家长的满意度的考察将成为唯一的考量指标。

图 7：中文未来课程体系变革



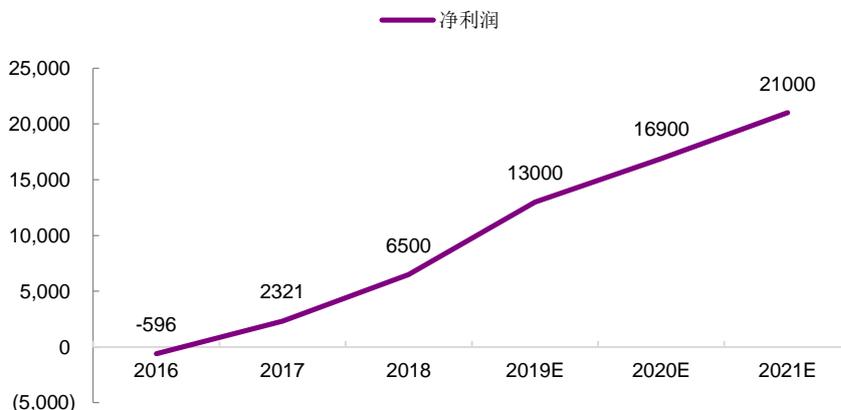
资料来源：公司公告，光大证券研究所

2.2、立思辰大语文有望步入快速发展期

立思辰助力中文未来加速全国化布局，抢占大语文市场。中文未来“诸葛学堂”目前已覆盖全国 300 所城市和近 13 万名学生，课程单价在 100 元/小时左右。未来，中文未来将利用在线学习平台突破地域限制，为全国范围内的中小學生提供语文学科产品。同时，公司积极拓展线下教学网点，已进入北京、上海、深圳、长沙、成都、西安、南京、天津、武汉 9 个城市。目前中文未来线下普通课程的价格 100 元/小时，高端课程价格在 200 元/小时左右。

中文未来业绩承诺增长迅速。中文未来 2016 年实现营业收入 1337 万元，实现净利润-596 万元，2017 年实现营业收入 8348 万元，同比增长 524%，实现净利润 2321 万元，扭亏为盈。中文未来 2018 年收入 1.80 亿元，净利润 6500 万元；2019H1 收入 1.43 亿元，净利润 3997 万元。第一次收购后，中文未来原股东承诺 2018-2021 年的业绩为 6000 万元、7800 万元、1.01 亿元和 1.32 亿元。第二次收购后，中文未来原股东 2019-2021 年的业绩承诺为 1.3、1.69 和 2.1 亿元。

图 8：中文未来的历史净利润和承诺净利润（单位：万元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

立思辰收购中文未来 51% 股权，全面布局大语文培训赛道，产生显著的协同优势。立思辰 2018 年 2 月收购中文未来，全面布局大语文培训赛道，

立思辰的企业实力和运营经验能够帮助中文未来实现快速扩张。中文未来2017年有16000多名学生，立思辰助力中文未来在短时间内角逐行业领军者地位。在技术支持方面，立思辰的IT工程师为中文未来提供7个信息系统和APP支持，使中文未来的IT力量得到扩充。在人才招聘方面，立思辰具备完整的人才招聘渠道，将有效助力团队进行人才扩充，如今年立思辰帮助中文未来新招47位毕业于985、211、海归的名牌大学毕业生。业务整合方面，中文未来与立思辰内部康邦科技等子业务单元将形成合力，实现产品和业务线的全面整合，立思辰的体制内渠道和中文未来的体制外培训经验互相补充，将深刻改变国内教育市场。

图9：立思辰大语文培训业务2019H1 现金收款和收入确认情况

项目		收款金额 (万元)			确认收入 (万元)		
		2018年1-6月	2019年1-6月	同比增长	2018年1-6月	2019年1-6月	同比增长
线下业务	北京	6,897	12,316	78.57%	3,290	5,866	78.30%
	上海	1,824	2,186	19.85%	514	1,030	100.39%
	深圳	432	817	89.12%	304	572	88.16%
	长沙	568	1,049	84.68%	388	589	51.80%
	西安	32	151	371.88%	-	86	-
	其他	159	1372	762.89%	93	642	590.32%
	小计	9,912	17,891	80.50%	4,589	8,785	91.44%
线上业务		1,510	1,091	-27.75%	1,189	1,072	-9.84%
B2B业务		303	-	-	150	1,173	682%
加盟		-	4,247	-	-	3,318	-
合计		11,725	23,229	98.12%	5,928	14,348	142.04%

资料来源：Wind，光大证券研究所注：线下业务收款金额及确认收入的快速增长系公司业务快速发展及王者班开班数量增多所致。

图10：立思辰大语文培训业务2019H1 报名人数及学习中心情况

项目		报名人数	当期累计就读人次		直营学习中心数量	
		2019年1-6月	2018年1-6月	2019年1-6月	2018年12月	2019年6月
线下业务	北京	24,433	14,738	17,197	41	46
	上海	4,086	3,372	3,766	11	11
	深圳	1,987	1,261	1,783	16	17
	长沙	3,054	2,017	2,504	9	12
	西安	1,039	263	385	3	2
	其他	9,569	741	4,411	13	45
	小计	44,168	22,392	30,046	93	133
线上业务		24,076	7,572	21,748	-	-
合计		68,244	29,964	51,794	93	133

资料来源：Wind，光大证券研究所注：累计就读人次：学生在线下每就读一个学期计算一人次；西安市直营学习中心数量同比减少的原因系直营学习中心合并所致；线上业务的报名人数及累计就读人次大幅增加的原因系本年度加大了品牌宣传力度，线上学习平台诸葛学堂的知名度和美誉度得到显著提升，并且本年度将所有导流课程报名及就读数据纳入统计范围所致。

中文未来（立思辰）认可程度较高，客单价显著高于竞争对手。中文未来系列课程受到学生及家长的欢迎，认可程度较高，相比竞争对手，在不具备低价优势的前提下，课程依然供不应求。中文未来的线下课程中，普通班级学费为10000元/年，王者荣耀班学费为25000元/年，王者荣耀班单价高

出其他培训机构高端课程 80%左右。在线上课程方面，名师的导流课每节课程一个小时，学费 100 元/小时，相比其他机构的线上语文培训课程单价高出 30%以上。

表 2：中文未来与竞争对手课程单价对比

	线下课程 (元/小时)	线上课程 (元/小时)
好未来	勤思班 35 敏学班 50 创新班 110	暑期配套作文班 25 勤思班在线 44-57 创新班 55
高思	强化学习班 98 文学启航班 111 卓识笃行班 110	读写训练班 37 作文万能术 45 作文阅读高效学习班 46 看电影写作文 60 文言文高效学习 62 文学常识考点梳理 67
巨人	领读者班 50 培优班 90 卓越班 95 非凡班 110	根据不同的专题 20、40、52、55 不等
中文未来	普通班 100 王者荣耀班 200	冥神归来 60 古诗与阅读天天见 50 文学素养专题课 100

资料来源：好未来、高思、巨人、中文未来官网、光大证券研究所注：统计时间为 2019 年 10 月底。

中文未来（立思辰）未来仍将保持快速增长势头。线上是中文未来（立思辰）大语文培训业务的重要的用户池，未来仍将成为用户规模提升的重要动力。以西安地区的业务拓展为例，中文未来 2018 年 5 月进入西安，目前已经有 820 多名学生，都是通过线上业务诸葛学堂的种子用户发展而来的。

中文未来（立思辰）盈利能力较强。在校区规模规划方面，公司采用“种芽苗株树”模型，分为 300 平米、500 平米、800 平米、1000+平米这四种类型：若想校区实现盈利，同期在读学生需要达到“面积*0.6”，即每平 0.6 人是盈亏平衡线，每平 1 人是标准盈利模型，每平 2 人过饱和状态，必须要扩充校区。在老师数量方面，公司以学生人数除以 80-100 来计算老师团队数量，以 500 平米校区为例，要达到盈亏平衡需要有在读学生 300 人，对应老师约 3 人左右。在“种芽苗株树”模型下，开设线下校区，一线城市总成本在 100-150w 左右，其中租金成本占收入的大概 18%。一个新开校区 4 个月实现现金流转正，8-12 个月盈亏平衡。

2.3、深度剥离公司业务，保留中文未来+百年英才聚焦 K12 培训服务

剥离信息安全业务，立思辰目前布局培训服务+升学服务+智慧教育。随着后续逐步剥离信息安全等资产，目前立思辰将专注于教育主业，形成“培训服务+升学服务（高考升学和留学）+智慧教育（教育信息化）”业务布局。我们预测随着中文未来大语文的深度发展，康邦等公司存在逐步剥离的可能，未来形成中文未来+百年英才共同发展的业务布局。

康邦主营在智慧教育领域，公司业务包括区域教育云、智慧校园顶层设计、校本课程及核心学科应用服务等。公司智慧教育业务继续秉承将教育信息技术与教育教学深度融合的理念，进行资源整合和应用驱动，通过校本课

程、核心学科应用服务等教育内容的引领，构建一个业务覆盖全国，触角伸到每个学校的教育科技服务网络。

百年英才和留学 360 主要业务是高考升学服务。公司可提供高考志愿填报服务、自主招生服务、生涯规划服务及艺考咨询服务等。在新高考政策下，市场需求显著增加，业务规模发展迅速。留学服务方面，公司已在国内开设 30 余个分支机构，业务覆盖美国、加拿大等 20 个国家 3000 余所院校。

图 11：立思辰集团成员企业

立思辰 集团成员企业



资料来源：立思辰官网

表 3：未来将要逐步剥离的业务收入预测（百万元）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
康邦	882	1083	1200	500	0
升学留学	187	188	200	200	200
信息安全等	1092	501	200	200	100

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

3、盈利预测和投资建议

我们对中文未来业务进行拆分预测。中文未来主要业务分为四块：线上培训、线下培训、加盟业务和 2B 业务。

- 1) 线上培训：19-21 年中文未来线上业务快速发展，培训人次增速为 100% 左右，预计 19-21 年培训人次分别为 11/20/40 万人次；单价分别为 600/650/690 元。
- 2) 线下培训：中文未来的线下培训班分为普通班、王者班等。普通班单价为 1.2-1.6 万元/年，即 0.3-0.4 万元/季度/人；王者班单价为 2.4-3.2 万元/年，即 0.6-0.8 万元/季度/人。年均涨价在 10% 左右。我们预测 19-21 年平均人次单价为 0.35/0.40/0.45 万元。培训人次分别为 8/16/32 万人次。
- 3) B2B 业务和加盟业务：B 端为教师和机构培训业务，加盟为中文未来的门店加盟，目前处于快速扩张期，保证每年增速 100%。

表 4：中文未来分业务收入预测

	2018	2019H1	2019E	2020E	2021E
1、线上收入（百万元）	31.55	10.72	66.00	130.00	276.00
线上人数（万人次）		2.17	11.00	20.00	40.00
线上单价（元）		494.01	600.00	650.00	690.00
2、线下收入（百万元）	122.73	87.85	280.00	640.00	1440.00
线下人数（万人次）		3.00	8.00	16.00	32.00
线下单价（元）		2928.33	3500.00	4000.00	4500.00
3、B2B 业务	4.98	11.73	15.00	30.00	60.00
4、加盟业务	21.09	33.18	45.00	90.00	180.00
总计	180.35	143.48	406.00	890.00	1956.00
			125%	119%	120%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测 注：人数统计不包括加盟店

表 5：立思辰分业务收入预测（百万元）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
中文未来	N/A	180	406	890	1956
康邦	882	1083	1200	500	
升学留学	187	188	200	200	200
其他	1092	501	200	200	100
合计	2161	1952	2006	1790	2256

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

表 6：教育培训行业重点公司估值对比

公司简称	股票代码	单位	市值 (亿元)	股价 (元)	月份	净利润（百万元）			PE (X)		
						FY19	FY20E	FY21E	FY19	FY20E	FY21E
新东方	EDU.N	USD	194	123.2	5	238	467	628	82	42	31
好未来	TAL.N	USD	269	45.52	2	367	254	548	73	106	49
精锐教育	ONE.N	USD	11	7.01	8	35	45	61	31	24	18
平均									62	57	33
立思辰	300010	RMB	120	13.80	12	188	265	400	65	46	30

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所 注：（1）股价为 2019 年 12 月 18 日收盘价；（2）新东方、好未来、精锐教育公司业绩预测采用 Bloomberg 一致预期；（3）月份指财年的截止月份，以好未来为例，2018 财年指 2017 年 3 月 1 日至 2018 年 2 月 28 日，净利润数据为 non-gaap 数据，美股公司为相应的财年数据。（4）立思辰 19-21 年净利润为光大证券研究所预测。

投资建议。随着后续逐步剥离信息安全等资产，未来立思辰将专注于教育主业，形成“培训服务+升学服务（高考升学和留学）+智慧教育（教育信息化）”业务布局。语文培训市场空间巨大且趋势渐起，立思辰的大语文培训业务有望步入快速发展期。我们预计立思辰 2019~2021 年净利润分别为 1.88、2.65 和 4.00 亿元。考虑到教育培训公司 FY20 财年平均 PE 为 57x，立思辰仍有较大增长空间，我们首次覆盖，给予“买入”评级。

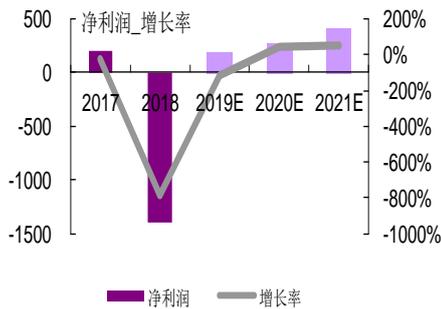
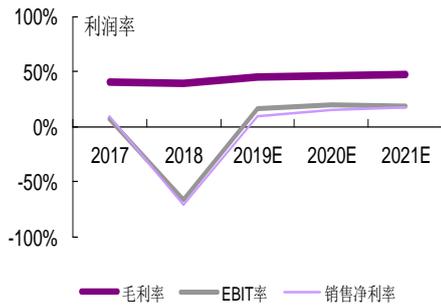
表 7：业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,161	1,952	2,006	1,790	2,256
营业收入增长率	14.73%	-9.66%	2.77%	-10.77%	26.03%
净利润（百万元）	203	-1,393	188	265	400
净利润增长率	-27.66%	-786.87%	-113.51%	40.96%	50.64%
EPS（元）	0.23	-1.60	0.22	0.31	0.46
ROE（归属母公司）（摊薄）	3.70%	-42.23%	5.40%	7.07%	9.62%
P/E	60	-9	65	46	30
P/B	2.2	3.7	3.5	3.2	2.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 12 月 17 日

4、风险提示

- 1、中文未来业绩承诺不能完成的风险：**第一次收购后，中文未来原股东承诺 2018-2021 年的净利润为 0.60、0.78、1.01 亿元和 1.32 亿元。第二次收购后，中文未来原股东 2019-2021 年的净利润承诺为 1.3、1.69 和 2.1 亿元。中文未来的业绩承诺增速较快，有不能完成的风险。
- 2、新校区扩张不及预期的风险：**目前中文未来在全国拥有直营学习中心 144 个，加盟学习中心 222 个。公司想要完成较高的业绩承诺，需要加速在全国新开校区等，未来随着证照的严控、下沉市场地推阻力变大，可能会出现新校区扩张不及预期的风险。



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,161	1,952	2,006	1,790	2,256
营业成本	1,278	1,190	1,104	967	1,187
折旧和摊销	64	77	78	84	93
营业税费	18	19	14	12	15
销售费用	300	352	269	215	266
管理费用	301	325	307	256	316
财务费用	49	78	110	49	-29
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	66	-4	11	11	11
营业利润	235	-1,491	222	309	471
利润总额	235	-1,509	224	314	472
少数股东损益	-1	-1	2	2	2
归属母公司净利润	203	-1,393	188	265	400

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	8,254	7,354	6,633	7,034	8,071
流动资产	3,341	2,793	2,689	3,074	3,920
货币资金	606	395	401	1,035	1,402
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,060	693	712	635	801
应收票据	18	4	4	3	4
其他应收款	168	720	740	660	832
存货	551	568	538	457	566
可供出售投资	374	406	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	32	218	218	218	218
固定资产	283	251	296	374	440
无形资产	321	414	383	356	332
总负债	2,612	3,907	2,996	3,130	3,766
无息负债	1,563	2,804	1,558	1,855	2,491
有息负债	1,049	1,103	1,438	1,275	1,275
股东权益	5,642	3,447	3,637	3,904	4,306
股本	872	868	868	868	868
公积金	3,797	2,974	2,993	3,019	3,059
未分配利润	848	-545	-375	-137	223
少数股东权益	159	148	150	152	154

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-166	-152	-570	991	490
净利润	203	-1,393	188	265	400
折旧摊销	64	77	78	84	93
净营运资金增加	347	-1,357	1,127	-588	-64
其他	-780	2,521	-1,963	1,230	61
投资活动产生现金流	-270	-314	351	-146	-151
净资本支出	-215	-124	-91	-157	-162
长期投资变化	32	218	0	0	0
其他资产变化	-87	-408	443	11	11
融资活动现金流	388	237	225	-212	29
股本变化	0	-4	0	0	0
债务净变化	458	54	335	-163	0
无息负债变化	-9	1,241	-1,246	297	635
净现金流	-49	-229	7	634	367

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	14.73%	-9.66%	2.77%	-10.77%	26.03%
净利润增长率	-27.66%	-786.87%	-113.51%	40.96%	50.64%
EBITDA 增长率	-37.38%	-637.99%	-132.41%	8.01%	21.68%
EBIT 增长率	-47.10%	-892.66%	-124.54%	8.04%	24.54%
估值指标					
PE	60	-9	65	46	30
PB	2	4	3	3	3
EV/EBITDA	57	-11	35	30	24
EV/EBIT	79	-10	43	37	29
EV/NOPLAT	93	-11	51	44	35
EV/Sales	6	7	7	7	6
EV/IC	2	3	3	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	40.87%	39.06%	45.00%	46.00%	47.40%
EBITDA 率	10.58%	-63.03%	19.88%	24.06%	23.23%
EBIT 率	7.63%	-66.95%	15.99%	19.36%	19.13%
税前净利润率	10.85%	-77.27%	11.15%	17.56%	20.93%
税后净利润率 (归属母公司)	9.38%	-71.34%	9.38%	14.81%	17.71%
ROA	2.44%	-18.95%	2.87%	3.80%	4.97%
ROE (归属母公司) (摊薄)	3.70%	-42.23%	5.40%	7.07%	9.62%
经营性 ROIC	2.33%	-31.10%	5.61%	6.88%	8.31%
偿债能力					
流动比率	1.72	0.94	1.89	1.97	1.79
速动比率	1.44	0.75	1.51	1.68	1.53
归属母公司权益/有息债务	5.23	2.99	2.42	2.94	3.26
有形资产/有息债务	4.01	3.38	2.29	2.92	3.75
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.23	-1.60	0.22	0.31	0.46
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-0.19	-0.17	-0.66	1.14	0.56
每股自由现金流(FCFF)	-0.30	1.70	-1.01	0.93	0.46
每股净资产	6.31	3.80	4.02	4.32	4.78
每股销售收入	2.49	2.25	2.31	2.06	2.60

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因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, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)创建于 1996 年, 系由中国光大(集团)总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼