

立思辰 (300010)

证券研究报告

2020年06月23日

联手凹凸教育丰富产品体系，优势互补双方共赢

与北京凹凸教育签订战略合作协议

6月22日，公司公告与北京凹凸教育咨询有限公司签署了《战略合作协议》。双方本着平等互利、优势互补、共赢共享、长期稳定的原则，围绕直营学校中涉及一对一及小组课（1对8以下）的个性化教育业务开展深入合作，建立战略合作伙伴关系。

凹凸教育在全国拥有近千所合作学校，专注个性化教育业务近十年，拥有丰富的个性化教育运营及管理经验。

作为国内成熟的K12教培辅导机构，凹凸个性教育以“人人可享优质教育”为愿景，持续深耕中小城市教育市场，不断对个性化教育的模式和内容进行创新和变革，致力于让孩子获得更加优质的教育资源，为合作伙伴搭建更加可靠的成功桥梁。经过多年专业运作，凹凸个性教育建立了强大的运营支持团队，运用完善的系统和智能教育产品，从运营、市场、培训、网络、教学等各个方面对分布在264个省市的千家加盟学习中心提供一站式服务。

下调盈利预测，给予买入评级。

在学习服务领域，公司主要业务为语文学习服务。公司拥有较强的产品化能力，产品体系丰富程度领先同行。公司产品内容体系以语文为核心，主线为大语文课程，辅线为庖丁阅读、思晨写作这两个提分课程，此外还有语文专项训练课程。由于疫情影响线下教培开课，进而影响收入确认，我们下调盈利预测，原来EPS分别为0.34元、0.45元、0.59元，下调为0.24元、0.40元以及0.56元，对应PE为75x、45x、32x。

风险提示：本次战略合作不存在重大风险及重大不确定性，但协议在履行过程中可能存在因不可抗力因素的影响，导致协议无法全部履行或终止的风险。本次战略合作协议的签署对上市公司本年度业绩不构成重大影响。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,952.38	1,979.34	3,173.89	4,043.29	5,054.11
增长率(%)	(9.66)	1.38	60.35	27.39	25.00
EBITDA(百万元)	(1,243.56)	522.05	461.29	625.82	847.66
净利润(百万元)	(1,392.84)	30.59	208.62	349.66	489.38
增长率(%)	(786.87)	(102.20)	581.90	67.61	39.96
EPS(元/股)	(1.60)	0.04	0.24	0.40	0.56
市盈率(P/E)	(11.27)	513.16	75.25	44.90	32.08
市净率(P/B)	4.76	4.69	4.48	4.07	3.61
市销率(P/S)	8.04	7.93	4.95	3.88	3.11
EV/EBITDA	(5.09)	22.21	36.42	25.02	19.03

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	计算机/计算机应用
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	18.08元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	868.32
流通A股股本(百万股)	727.45
A股总市值(百万元)	15,699.31
流通A股市值(百万元)	13,152.32
每股净资产(元)	3.70
资产负债率(%)	53.15
一年内最高/最低(元)	22.80/8.18

作者

刘章明 分析师
SAC执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

孙海洋 分析师
SAC执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《立思辰-季报点评:大语文 20Q1 收入 0.9 亿同比增 52%，加码线上投入》 2020-04-29
- 2 《立思辰-半年报点评:大语文收入 +142%达 1.4 亿，多措并举多点孵化享赛道红利》 2019-08-29
- 3 《立思辰-首次覆盖报告:聚焦大语文，涅槃孕新生》 2019-07-03

图 1：凹凸全方位智能教学服务体系，全面打通市场、销售、学生管理、教学等各个环节，提高校区运营与管理效率，有效降低运营成本

混合式个性化教育

凹凸混合式个性化教学模式，包含VIP一对一、双师课程两大班型，辅以凹凸网校在线课程，做到对K12学生各个年级、不同学科全方位覆盖



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 2：凹凸混合式个性化教学模式，包含 VIP 一对一、双师课程两大班型，辅以凹凸网校在线课程，做到对 K12 学生各个年级、不同学科全方位覆盖

全方位智能教学服务体系

凹凸全方位智能教学服务体系，全面打通市场、销售、学生管理、教学等各个环节，提高校区运营与管理效率，有效降低运营成本



资料来源：公司官网，天风证券研究所

双方优势互补，合作共赢，丰富大语文产品结构及内容。立思辰大语文主要经营大语文班课业务（1对10以上），在全国广泛设立了直营及加盟学校，拥有广泛的生源，拥有相关课程及其他个性化教学产品。

公司将其已设立以及未来设立的直营学校中涉及一对一及小组课（1对8以下）的个性化教育业务全部与凹凸教育独家合作。由公司提供相关课程及其他个性化教学产品，凹凸教育在经营活动中提供品牌、技术、系统、团队等全套运营服务，从而为家长提供更加丰富的教学产品，完善双方产业布局，达到互利共赢的目的。

凹凸教育将自身多年研发的个性化教育产品及成熟的运营管理体系在合作框架范围内使用其技术及产品内，同时凹凸教育将派驻专业的高级运营管理人员全面在公司直营体

系搭建混合式个性化教育高端学习中心，以完善双方产业布局。

携手双赢，共抵行业风险。公司旗下全资子公司中文未来将一对一及小组课（1对8以下）的个性化教育业务与凹凸教育进行独家战略合作，借助其丰富的个性化教育运营经验、技术、系统及其成熟的运营团队对中文未来庞大的生源进行个性化教育服务，弥补自身短板并丰富中文未来的教育产品及培训模式，完善中文未来的业务模块及公司对教育产业的布局，满足广大家长对孩子个性化教育需求的同时，进一步提升公司的综合竞争力，有利于公司的长远发展。

下调盈利预测，给予买入评级。在学习服务领域，公司主要业务为语文学习服务。公司拥有较强的产品化能力，产品体系丰富程度领先同行。公司产品内容体系以语文为核心，主线为大语文课程，辅线为庖丁阅读、思晨写作这两个提分课程，此外还有语文专项训练课程。大语文、庖丁阅读、思晨写作都有线下面授和线上大班直播两种授课形态，线下面授分为普通班和王者班两类班型。专项训练课程主要在线上，有直播、录播等多种形态，内容丰富多样，包括文言文、古诗词、名著精读、语文基础等。由于疫情影响线下教培开课，进而影响收入确认，我们下调盈利预测，原来20-22年EPS分别为0.34元、0.45元、0.59元，下调为0.24元、0.40元以及0.56元，对应PE为75x、45x、32x。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	394.77	458.22	253.91	323.46	404.33	营业收入	1,952.38	1,979.34	3,173.89	4,043.29	5,054.11
应收票据及应收账款	696.72	709.90	1,916.37	1,156.72	2,684.65	营业成本	1,189.70	1,178.99	1,904.33	2,385.54	3,032.47
预付账款	137.08	183.59	261.93	337.06	428.15	营业税金及附加	18.84	12.86	31.74	40.43	50.54
存货	568.48	425.97	1,242.09	873.22	1,789.56	营业费用	351.62	253.80	380.87	485.19	555.95
其他	884.92	871.89	1,027.80	1,834.27	1,677.25	管理费用	324.97	253.36	317.39	283.03	303.25
流动资产合计	2,681.97	2,649.57	4,702.10	4,524.73	6,983.94	研发费用	139.07	81.19	190.43	363.90	404.33
长期股权投资	217.61	262.63	262.63	262.63	262.63	财务费用	77.57	95.01	90.00	75.00	63.00
固定资产	250.91	281.65	291.91	322.24	351.62	资产减值损失	1,374.38	(49.29)	5.00	10.00	10.00
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76	公允价值变动收益	0.00	67.26	(27.56)	4.59	6.12
无形资产	458.65	571.18	457.21	343.24	229.27	投资净收益	(3.81)	(4.15)	17.00	16.00	11.53
其他	3,633.84	3,847.91	3,349.12	3,418.29	3,510.80	其他	(28.60)	48.28	35.32	(59.45)	(65.00)
非流动资产合计	4,561.02	4,963.36	4,396.86	4,415.99	4,426.08	营业利润	(1,491.37)	42.04	229.37	439.05	681.92
资产总计	7,354.03	7,656.79	9,172.83	9,016.98	11,474.68	营业外收入	0.74	1.20	29.71	18.64	20.00
短期借款	319.25	774.44	872.97	421.00	612.89	营业外支出	18.03	2.03	3.88	3.17	21.52
应付票据及应付账款	342.21	327.72	607.67	645.65	956.30	利润总额	(1,508.66)	41.21	255.20	454.52	680.40
其他	2,322.31	2,115.96	3,100.62	3,544.61	4,591.57	所得税	(114.97)	(7.33)	17.86	36.36	54.43
流动负债合计	2,983.77	3,218.13	4,581.26	4,611.26	6,160.76	净利润	(1,393.69)	48.55	237.33	418.16	625.97
长期借款	275.03	542.45	374.57	300.00	291.00	少数股东损益	(0.85)	17.95	28.72	68.49	136.58
应付债券	330.66	0.00	220.26	183.64	134.63	归属于母公司净利润	(1,392.84)	30.59	208.62	349.66	489.38
其他	317.66	313.99	228.83	(13.18)	80.42	每股收益(元)	(1.60)	0.04	0.24	0.40	0.56
非流动负债合计	923.35	856.44	823.66	470.47	506.06						
负债合计	3,907.13	4,074.56	5,404.92	4,832.05	6,666.82	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	148.36	233.01	260.29	327.64	461.19	成长能力					
股本	868.32	868.32	868.32	868.32	868.32	营业收入	-9.66%	1.38%	60.35%	27.39%	25.00%
资本公积	2,957.72	2,912.14	2,912.14	2,912.14	2,912.14	营业利润	-735.55%	-102.82%	445.58%	91.42%	55.32%
留存收益	2,429.29	2,430.68	2,639.30	2,988.96	3,478.34	归属于母公司净利润	-786.87%	-102.20%	581.90%	67.61%	39.96%
其他	(2,956.80)	(2,861.92)	(2,912.14)	(2,912.14)	(2,912.14)	获利能力					
股东权益合计	3,446.90	3,582.23	3,767.91	4,184.92	4,807.86	毛利率	39.06%	40.44%	40.00%	41.00%	40.00%
负债和股东权益总	7,354.03	7,656.79	9,172.83	9,016.98	11,474.68	净利率	-71.34%	1.55%	6.57%	8.65%	9.68%
						ROE	-42.23%	0.91%	5.95%	9.06%	11.26%
						ROIC	-24.27%	4.85%	8.31%	9.90%	17.26%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	资产负债率	53.13%	53.22%	58.92%	53.59%	58.10%
净利润	(1,393.69)	48.55	208.62	349.66	489.38	净负债率	20.56%	34.15%	37.57%	6.68%	14.76%
折旧摊销	76.54	144.06	127.71	130.03	132.43	流动比率	0.94	0.84	1.04	1.05	1.14
财务费用	78.52	94.95	104.20	56.74	33.31	速动比率	0.75	0.70	0.77	0.85	0.85
投资损失	3.81	4.15	(17.00)	(16.00)	(11.53)	营运能力					
营运资金变动	877.68	(911.19)	(443.23)	675.78	(1,140.69)	应收账款周转率	2.20	2.81	2.42	2.63	2.63
其它	205.27	834.92	1.16	73.09	142.71	存货周转率	3.49	3.98	3.81	3.82	3.80
经营活动现金流	(151.88)	215.44	(18.54)	1,269.30	(354.39)	总资产周转率	0.25	0.26	0.38	0.44	0.49
资本支出	(625.08)	263.59	145.16	22.00	60.28	每股指标(元)					
长期投资	185.99	45.01	0.00	0.00	0.00	每股收益	-1.60	0.04	0.24	0.40	0.56
其他	125.09	(1,131.99)	(163.05)	(97.58)	(99.40)	每股经营现金流	-0.17	0.25	-0.02	1.46	-0.41
投资活动现金流	(314.01)	(823.39)	(17.89)	(75.57)	(39.12)	每股净资产	3.80	3.86	4.04	4.44	5.01
债权融资	1,103.32	1,681.52	1,669.50	603.20	1,113.93	估值比率					
股权融资	(868.92)	(91.30)	(154.42)	(56.74)	(33.31)	市盈率	-11.27	513.16	75.25	44.90	32.08
其他	2.44	(876.51)	(1,682.96)	(1,670.64)	(606.23)	市净率	4.76	4.69	4.48	4.07	3.61
筹资活动现金流	236.83	713.71	(167.88)	(1,124.18)	474.38	EV/EBITDA	-5.09	22.21	36.42	25.02	19.03
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	-4.83	29.52	50.36	31.58	22.55
现金净增加额	(229.05)	105.76	(204.31)	69.55	80.87						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com