

立思辰(300010)

公司研究/调研简报

聚焦教育产业，大语文布局成最大看点

—立思辰调研简报

调研简报/教育行业

2019 年 01 月 24 日

一、分析与判断

➤ 中高考改革推动语文学科培训需求上升

中高考改革推动语文重要性上升，驱动语文培训需求上涨。2017 年，多地进行“新高考”改革，允许英语考试 2 次，取最高分入高考总成绩。取消部分学科奥林匹克竞赛加分。从全国高考改革趋势看是降低英语和数学的难度，变相提升语文的难度。因此，在新中、高考改革下，语文将成为拉开分数的重点学科。然而语文较难在短时间内提分，针对语文综合素质培养加应试技巧培训的课外辅导市场有望实现快速发展。

➤ 中文未来 19 年继续跑马圈地，异地扩张持续

公司继续异地扩张，看好公司未来布局与发展。中文未来现已在 10 个城市开设分校，将有 6 个城市的分校准备开始招生。预计 2019 年的全国范围内的扩张将继续加速，有望实现 2019-2021 年归母净利润为 1.3/1.69/2.1 亿元的业绩承诺。此外中文未来 2018 年 1-9 月实现净利润 5499 万元，2018 年 1-10 月再读人数较 2018 年 1-6 月环比增加 69.59%。据此推测，中文未来第四季度净利润有望超过 500 万。

➤ 新高考改革推进，推动百年英才业务的扩张

自主招生及素质考试寻求第三方机构帮助人数增多，推动百年英才业务扩大。随着新高考改革的推进，预计未来每年将有 120-180 万人，即全部报考人数的 20%存在自主招生需求（含素质考核）。由于政策涉及校级，省一级和国务院级的内容，许多人需要从头学习新高考的政策内容。百年英才以 200 人的研究团队，提前布局学生生涯和志愿填报业务领域，市场容量和需求的上升推动公司业务的扩张。

➤ 安全业务剥离在即，教育产业营收及利润占比上升

公司安全业务剥离处于进展中，18 年中报教育业务毛利占比达 66%。自公司于 2018 年 10 月公告分拆安全业务相关资产公告以来，公司一直在推动安全业务剥离工作。2018 年中报教育业务营收及利润占比均已超过 65%。随着公司集中力量发展教育产业，前期收购的教育资产如百年英才，康邦科技等资产的协同效应将进一步被激发，加速公司教育业务发展。

三、投资建议：

首次覆盖，给予推荐评级。公司全资子公司中文未来作为大语文市场的开创者，近 2 年全国性扩张速度较快。公司在剥离完信息安全业务后，将成为 A 股少有的纯教育类上市公司，具有一定稀缺性。给予公司 2018-2020 年的 EPS 为 0.20/0.34/0.46 元，对应现价的 PE 为 34.3/20.6/15.3。

四、风险提示：

中文未来异地扩张速度不如预期，业绩承诺不能完成，安全信息业务剥离进展不如预期，政策不确定性

推荐

首次评级

当前价格： 6.95

交易数据

2019-01-23

近 12 个月最高/最低(元)	14.94/7.01
总股本(百万股)	868.32
流通股本(百万股)	702.48
流通股比例(%)	81%
总市值(亿元)	60.35
流通市值(亿元)	48.82

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：钟奇

执业证号： S0100518110001

电话： 021-60876718

邮箱： zhongqi@mszq.com

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	2,161	2,173	2,283	2,759
增长率 (%)	14.7%	0.6%	5.1%	20.8%
归属母公司股东净利润 (百万元)	203	178	296	399
增长率 (%)	-27.7%	-12.4%	66.7%	34.7%
每股收益 (元)	0.23	0.20	0.34	0.46
PE (现价)	30.1	34.3	20.6	15.3
PB	1.1	1.1	1.0	1.0

资料来源：公司公告、民生证券研究院

附录:

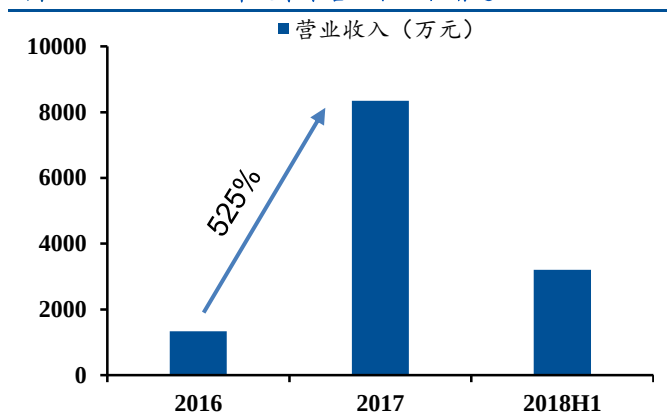
1. 立思辰旗下教育类子公司介绍

1) 中文未来: 专注语文素质与学科能力的培养, 深耕大语文市场

公司于 2018 年 11 月成为立思辰全资子公司, 主营语文学科辅导业务, 包含线上及面授培训两类。其中线上业务主要是诸葛学堂 (B2C 在线学习) 和培训机构教学解决方案 (B2B 业务), 面授业务主要是语文培训业务 (B2C 线下学习) 和部分英语培训业务。公司深耕大语文市场, 专注学科素质+应试技巧的培训, 以自研高质量和差异化产品, 树立品牌影响力, 有望成为行业领军企业。

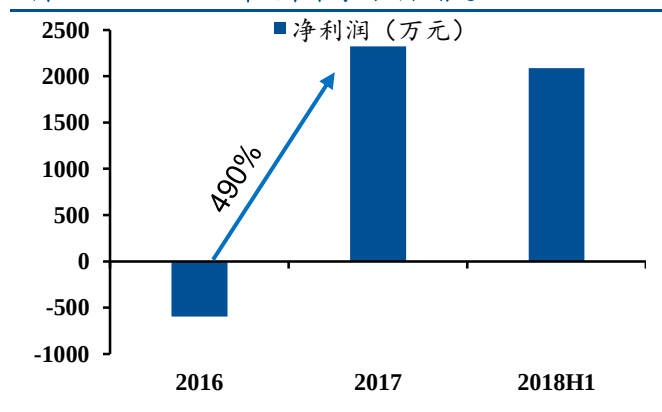
公司 2016-2018 年 H1 实现营业收入分别为 1336.9/8348.3/3201.0 万元; 归母净利润分别为 -595.6/2321.2/2085.6 万元。受益于公司 2017 年开始扩张战略, 先后建立十多家分校, 增加在读人数和营业收入。在规模效应的影响下, 公司毛利率和净利率在近年来稳步上升, 于 2018 年 H1 分别达到 74.01%/65.15%。

图 1: 2016-2018H1 中文未来营业收入和增速



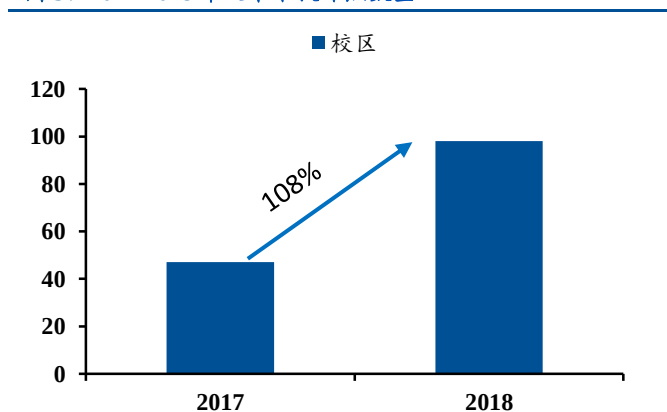
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 2: 2016-2018H1 中文未来净利润和增速



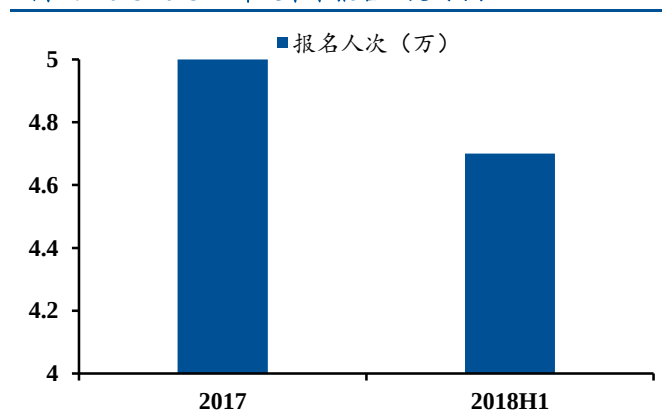
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 3: 2017-2018 中文未来授课点数量



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 4: 2018-2018H1 中文未来报名人数 (万)



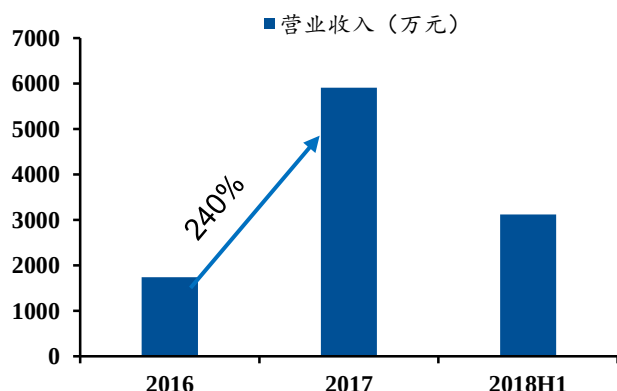
资料来源: wind, 民生证券研究院

2) 百年英才: 专注于高考升学咨询领域

公司于 2016 年 9 月被立思辰收购, 主营高考升学咨询服务, 包括高考志愿填报服务、自主招生服务、综合素质评价、线上系统工具 (测评) 服务等。公司通过在霍兰德理论模型的基础上自研测试产品, 通过测评、分析帮助学生了解未来职业方向, 找到适合学生的职业和专业。

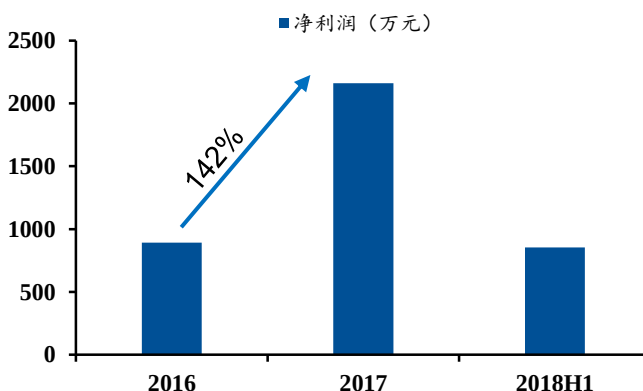
公司 2016-2018H1 分别实现营业收入 1738.4/5907.4/3116.5 万元，归母净利润分别为 893.0/2161.7/854.8 万元。2017 年营业收入同比上升 239.82%，净利润同比上升 142.04%，主要系新高考政策的实施使得学生及其家长对高中生生涯规划以及志愿填报更加重视；同时，公司设有高考升学研究院，其自主研发的“3+3 选科指导系统”有效提升了公司的核心竞争力，为公司提供了与学校合作的机会。2018 年，公司于衡水、吉林、营口新建三家分公司，分公司数量达到 30 家，覆盖全国 20 个省份。随着研发力度的加大及品牌推广力度的提升，未来业绩有望进一步增长。

图 5：2016-2018H1 百年英才营业收入和增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：2016-2018H1 百年英才净利润和增速



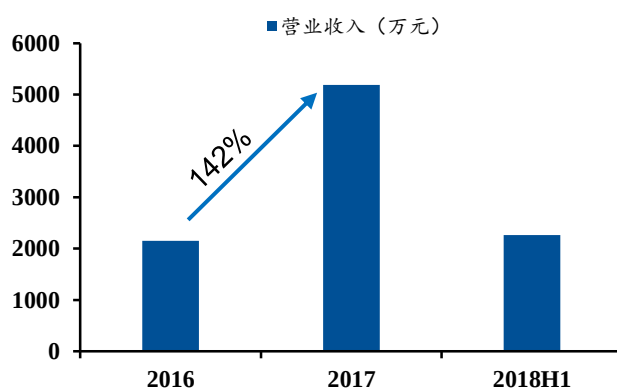
资料来源：wind，民生证券研究院

3) 叁陆零教育：国内领先的互联网留学服务提供商

公司于 2016 年 7 月被立思辰收购，主营业务是通过互联网平台在线提供一站式的出国留学咨询服务。公司拥有经验丰富的留学专家团，为学生提供针对美国、加拿大、英国等主要留学目的国的全面服务。

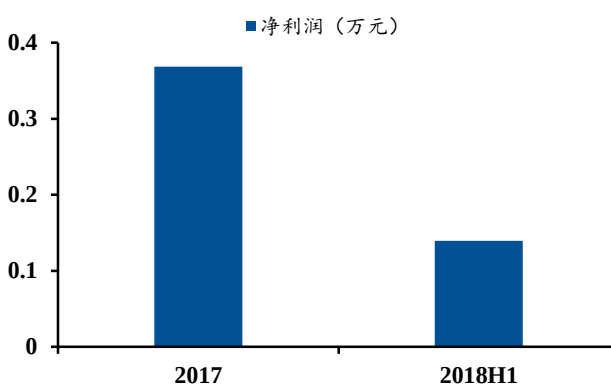
公司于 2016-2018 年 H1 实现营业收入分别为 2147.4/5188.1/2263.3 万元，2017-2018 年 H1 的净利润分别为 3685.5/1395.5 万元；毛利率和净利率分别为 71.04%/61.66%和 59.59%/52.41%。导致公司营收和利润率的下滑的主要原因是行业竞争加剧，获客成本上升，导致业绩出现下降。

图 7：2016-2018H1 叁陆零教育营业收入和增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：2017-2018H1 叁陆零教育净利润



资料来源：wind，民生证券研究院

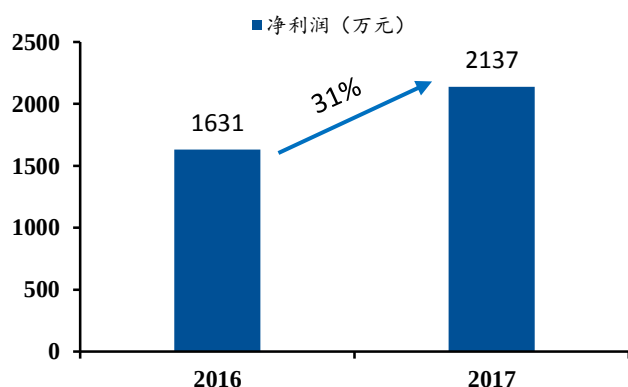
4) 跨学网：中小学生的在线学习平台

公司于 2016 年 2 月被立思辰收购，聚焦 K12 学生推出内容资源、学习终端跨学派、在线答疑 APP、一对一线上辅导、智慧校园等线上产品。公司依托于北教传媒的教辅资源与

渠道，已制作拥有独立版权的 K12 全科精品视频课程五万余个，累计时长超过两千个小时，同时拥有一千余万题库资源、教师备课资源两百多万份，是行业内领先的互联网教育内容及服务提供商。

公司承诺 2016-2019 年度实现净利润分别不低于人民币 1600 万元、2080 万元、2704 万元、3515 万元。2016-2017 年公司净利润分别为 1630.7 万/2137.3 万，增速达 31.02%，均超额完成业绩承诺。主要系公司高质量的内容资源、丰富的渠道资源以及智能硬件的部署提高了用户的使用粘性。同时，公司在自有渠道进行销售的基础上，积极拓展 B 端合作模式，进一步拓宽渠道。目前中国互联网教育市场规模庞大，增速较快。2017 年中国互联网教育市场规模达到 2502 亿元人民币，同比增长 56.3%，公司业务未来上升空间仍然可期。

图 9：2016-2017 跨学网净利润和增速



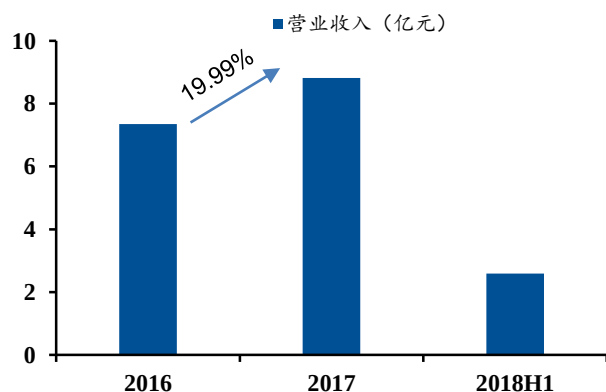
资料来源：wind，民生证券研究院

5) 康邦科技：教育行业 IT 服务商

公司于 2015 年 11 月被立思辰收购，主营业务是提供 IT 整合业务给学校，帮助学校构建智慧校园，为客户提供包括软硬件定制，咨询规划，系统安装以及运维外包在内的整套服务。

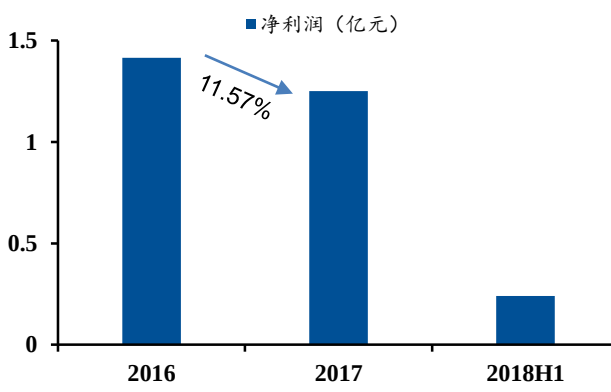
公司于 2016-2018 年 H1 实现营业收入分别为 7.35/8.82/2.59 亿元，2016-2018 年 H1 的净利润分别为 1.41/1.25/0.24 亿元；毛利率和净利率分别为 22.85%/16.13%/10.15%和 19.25%/14.19%/9.29%。公司毛利率/净利率均大幅下滑，主要系研发费用增加，行业竞争加剧，收购子公司以及建设分公司等费用增加所致。公司目前项目有云南省教育厅教学仪器装备中心合同、蒲江中学智慧校园建设项目、滁州二中智慧校园建设项目以及河南省鄆陵县 PPP 项目，业务营收可保持稳定。

图 10：2016-2018H1 康邦科技营业收入和增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图 11：2016-2018H1 康邦科技净利润和增速



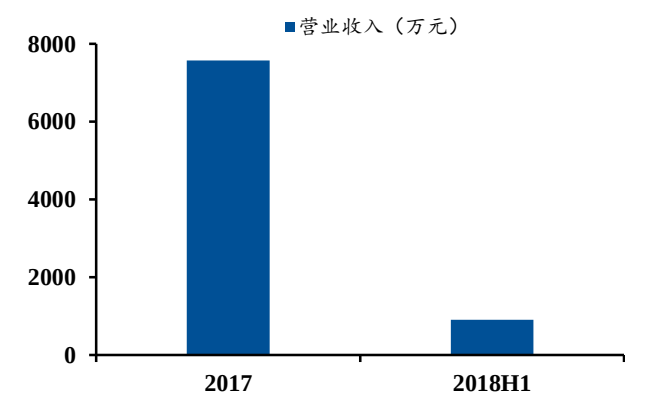
资料来源：wind，民生证券研究院

6) 敏特昭阳：国内领先的 K12 公立学校学科系统提供商

公司于 2014 年 11 月被立思辰收购，长期专注中小学数学与英语两大学科信息化系统，通过自主研发，现已构建完成个性化学习、同步教学系统、备考冲刺系统三大产品线，为 K12 公立学校和 K12 学科培训公司提供互联网教学产品和学科信息化应用产品。

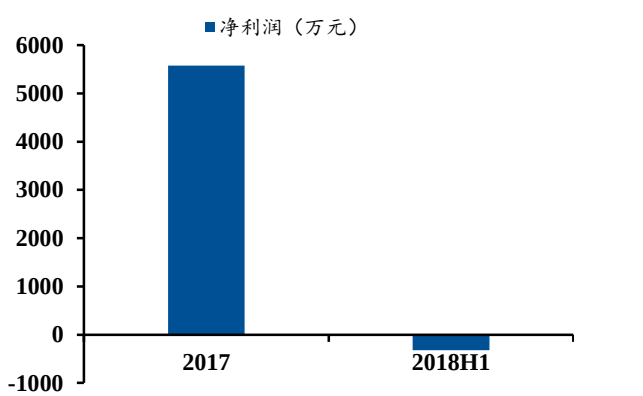
公司 2018 年 H1 实现营收 904 万，亏损 319 万；业绩较 2017 年 7576 万营收和 5574 万净利润存在明显下降；公司 2016-2017 年的毛利率分别为 73.57%/87.85%和净利率分别为 73.16%/73.58%，2018 年 H1 公司出现亏损，净/毛利率均出现明显下降，主要原因是公司加大研发力度，多次迭代省级产品；行业竞争激烈，业务量明显下滑。

图 12：2017-2018H1 敏特昭阳营业收入



资料来源：wind，民生证券研究院

图 13：2017-2018H1 敏特昭阳净利润



资料来源：wind，民生证券研究院

2. 立思辰旗下教育类子公司业绩完成情况

业绩对赌均完成。公司旗下 6 家教育类公司，除中文未来第一年业绩尚未披露外，其余 5 家公司均在 2016，2017 两年完成业绩承诺，其中康邦科技在 2015-2017 年间，累计实现净利润约 3.5 亿元，实现了 2018 年度的业绩对赌；近 2 年子公司业绩平均完成率为 108%，超额完成业绩承诺。

表 1：立思辰旗下教育类子公司业绩对赌及完成情况 (单位：万元)

公司		2016	2017	2018	2019	2020	2021
康邦科技	业绩承诺	10400	13520	17576			
	完成情况	14263	12591				
	业绩完成率 (%)	137%	93%				
百年英才	业绩承诺	1500	2100	2940	3822		
	完成情况	1537	2162				
	业绩完成率 (%)	102%	103%				
叁陆零教育	业绩承诺	2000	3000	4200	5360		
	完成情况	2038	3063				
	业绩完成率 (%)	102%	102%				
跨学网	业绩承诺	1600	2080	2704	3515		
	完成情况	1631	2137				
	业绩完成率 (%)	102%	103%				
敏特昭阳	业绩承诺	4320	4752				
	完成情况	5003	5574				
	业绩完成率 (%)	116%	117%				
中文未来	业绩承诺			6000	13000	16900	21000

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	2,161	2,173	2,283	2,759
营业成本	1,278	1,296	1,228	1,421
营业税金及附加	18	17	18	22
销售费用	300	293	302	373
管理费用	301	303	318	385
EBIT	263	265	417	558
财务费用	49	43	48	53
资产减值损失	98	99	94	108
投资收益	66	60	57	59
营业利润	235	183	332	456
营业外收支	(0)	0	0	0
利润总额	235	214	361	476
所得税	33	31	55	70
净利润	201	183	306	406
归属于母公司净利润	203	178	296	399
EBITDA	327	371	536	688

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	606	1979	1817	2147
应收账款及票据	1077	1024	1115	1455
预付款项	157	156	130	165
存货	551	498	486	577
其他流动资产	782	782	782	782
流动资产合计	3341	4430	4241	4962
长期股权投资	32	32	32	32
固定资产	283	339	409	505
无形资产	321	350	390	435
非流动资产合计	4913	3967	4586	4448
资产合计	8254	8397	8827	9410
短期借款	370	370	370	370
应付账款及票据	273	261	230	277
其他流动负债	167	167	167	167
流动负债合计	1941	1901	2025	2201
长期借款	286	286	286	286
其他长期负债	385	385	385	385
非流动负债合计	671	671	671	671
负债合计	2612	2572	2696	2873
股本	872	872	872	872
少数股东权益	159	165	175	183
股东权益合计	5642	5825	6131	6537
负债和股东权益合计	8254	8397	8827	9410

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	14.7%	0.6%	5.1%	20.8%
EBIT 增长率	-28.4%	0.7%	57.4%	33.8%
净利润增长率	-27.7%	-12.4%	66.7%	34.7%
盈利能力				
毛利率	40.9%	40.4%	46.2%	48.5%
净利润率	9.4%	8.2%	13.0%	14.4%
总资产收益率 ROA	2.5%	2.1%	3.4%	4.2%
净资产收益率 ROE	3.7%	3.1%	5.0%	6.3%
偿债能力				
流动比率	1.7	2.3	2.1	2.3
速动比率	1.4	2.1	1.9	2.0
现金比率	0.3	1.0	0.9	1.0
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	155.1	154.2	146.5	151.9
存货周转天数	154.0	137.6	140.9	144.1
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
每股指标 (元)				
每股收益	0.2	0.2	0.3	0.5
每股净资产	6.3	6.5	6.8	7.3
每股经营现金流	(0.2)	0.6	0.6	0.3
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	30.1	34.3	20.6	15.3
PB	1.1	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	19.9	13.9	9.9	7.2
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	201	183	306	406
折旧和摊销	162	205	212	239
营运资金变动	(495)	145	57	(322)
经营活动现金流	(166)	485	538	296
资本开支	215	(872)	708	(28)
投资	(417)	0	0	0
投资活动现金流	(270)	931	(652)	87
股权募资	15	0	0	0
债务募资	581	0	0	0
筹资活动现金流	388	(43)	(48)	(53)
现金净流量	(49)	1,374	(162)	330

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

钟奇，民生研究院院长，范德比尔特大学金融数学博士后，约翰霍普金斯大学博士，复旦大学学士，上海期货交易所博士后导师。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。