

立思辰：押注“大语文”，弯道超车可期

——公司动态报告

分 析 师：强超廷 执业证号：S0100519020001
研究助理：应 瑛 执业证号：S0100119010012

2019年12月25日

风险提示：行业竞争加剧、监管政策趋严、开店进展不及预期

守 民
正 生
出 在
新 勤



- 公司基本情况:收购实现业务转型, 窦昕增持告一段落
- 语文培训“赛道”: 千亿市场, 景气度持续向上
- 中文未来三大看点:壁垒、成长、数据指标, 行业龙头雏形初显
- 公司财务情况与盈利预测

公司原主业为计算机公司，2013年借助收购教育信息化公司合众天恒进入教育领域后，通过不断增加对不同类型教育公司的收购，完成对教育领域从TO B到TO C，从教育信息化到语文培训的多层次覆盖。

2018年，公司收购中文未来，确定了以语文培训为核心的教育业务战略，开启立思辰大语文的弯道超车之路。同年，由于信息安全业务的收入占比下降且竞争加剧，教育业务收入占比上升，公司为集中资源、提高效率，开始部署剥离信息安全业务，转型纯教育类上市公司。

图1：立思辰业务发展历程



资料来源：民生证券研究院整理

2019年公司旗下的教育公司：百年英才、360教育、跨学网和中文未来仍在对赌期，其中除中文未来外，均是最后一年对赌期。回顾过往，教育类子公司业绩对赌多数可被完成。

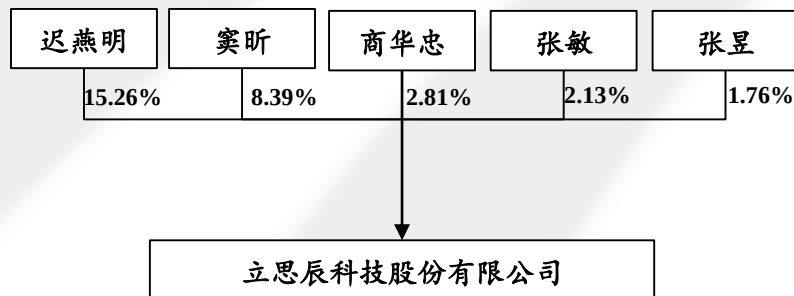
表1：旗下教育类子公司业绩承诺及完成情况（单位：万元）

子公司	收购价 (亿元)	利润额（万元）													
		2014		2015		2016		2017		2018		2019	2020	2021	
		承诺	实际	承诺	实际	承诺	实际	承诺	实际	承诺	实际	承诺	承诺	承诺	
中文未来	12.9	-	-	-	-	-	-	-	-	6000	6809	13000	16900	21000	
康邦科技	17.6	-	-	8000	8281	18400 (15-16累 计)	14263	31920 (15-17累 计)	12591	17576	16971 (未完 成)	-	-	-	
叁陆零教育	3.4	-	-	-	-	2000	2038	3000	3063	4200	4254	5360	-	-	
百年英才	2.9	-	-	-	-	1500	1537	2100	2162	2940	3353	3822	-	-	
敏特昭阳	4.2	3000	3004	6600 (14-15累 计)	4063	10920 (14-16累 计)	5003	4752	5574	-	-	-	-	-	
跨学网	2.5	-	-	-	-	1600	1631	2080	2137	2704	2777	3515	-	-	

资料来源：wind、民生证券研究院

窦昕完成收购要求的增持计划，入驻母公司做总裁，公司治理结构进一步改善。窦昕作为中文未来创始人、公司教育业务的核心人物，截至2019年11月29日，通过多次增持公司股票，成为公司第二大股东，持股比例8.39%，完成签订收购协议时承诺的增持比例。此外，公司于19年6月聘任窦昕为公司总裁和董事会董事，入驻母公司，主管公司教育业务。一方面，可见公司和窦昕的深度绑定和对语文培训业务的高度重视，另一方面，窦昕作为专业教育从业者，对教育业务管理和推进或将更有心得，领导公司后续在教育领域上的战略与布局。

图2：截至2019年11月29日公司股权结构图



资料来源：wind、民生证券研究院

表2：窦昕增持细节

增持周期	单次增持			增持后			合计增持		
	比例	股份数 (万股)	均价 (元)	金额 (万元)	股份数 (万股)	持股比例	均价 (元)	金额 (万元)	股份数 (万股)
2019.11.14-11.29	1.39%	1206.42	9.62	11611.43	7287.30	8.39%			
2019.10.29-11.11	1.00%	868.67	9.95	8640.15	6080.88	7.00%	9.60	28275.28	2945.67
2019.07.22-09.26	1.00%	870.57	9.22	8023.70	5212.21	6.00%			

资料来源：wind、民生证券研究院

- 公司基本情况:收购实现业务转型, 窦昕增持告一段落
- **语文培训“赛道”：千亿市场, 景气度持续向上**
- 中文未来三大看点:壁垒、成长、数据指标, 行业龙头雏形初显
- 公司财务情况与盈利预测

三大逻辑助力语文需求上行，行业高景气度持续：

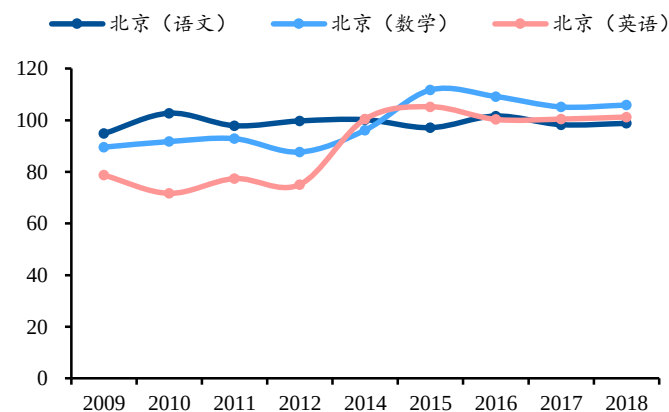
- 1) 语文考试均分多年不变，高分段语文将成区分学科。从2009-2018年北京高考语数外均分变化看，2014年前北京数学、英语均分在100分以下，之后逐步超过100分往110分靠近，而语文均分始终维持在100分左右。可见较数学和英语均分上升的情况下，语文考试难度处于维持或提升状态。
- 2) 国家重视，新高考改革、实行语文新课标等具体政策提升了语文学科的地位，增加难度。新高考试点城市，进行英语测试改革，允许英语考试考2次，取最高分入高考总成绩；而新课标的课改将古文背诵篇数增至74篇，推荐古文阅读到72首，增加阅读量，强调对传统文化的学习。
- 3) 家长育儿观念的更新，越发注重孩子阅读能力培养。随着人均可支配收入增加，教育消费升级带动传统应试教育逐步转向素质教育，家长更注重对于孩子综合素质能力的提升。

表3：语文学科相关改革政策

时间	政策	主要内容
2017	语文课本修改	自2017年9月1日开始，小，初，高中的语文教材，将全部使用“部编版”教材。
2017	高考英语改革	上海，浙江等多省份改革，英语考试允许考多次，取最高分计入总分。
2017	《教育部国家语委关于进一步加强学校语言文字工作的意见》	语文文字应用能力的培养要从小培养，其中口语，书面表达以及语言的综合运用等，都是国民综合素质的核心基础，更是个人成长中不可替代的课程。
2018	《关于2018年中小学教学用书有关事项的通知》	全国所有学生的语文、历史、道德与法制均使用统一的部编版教材。
2019	《关于新时代推进普通高中育人方式改革的指导意见》	2022年前高中将全面实施新课程、使用新教材。

资料来源：教育部、民生证券研究院

图3：2009-2018北京文科高考语数外均分（分）

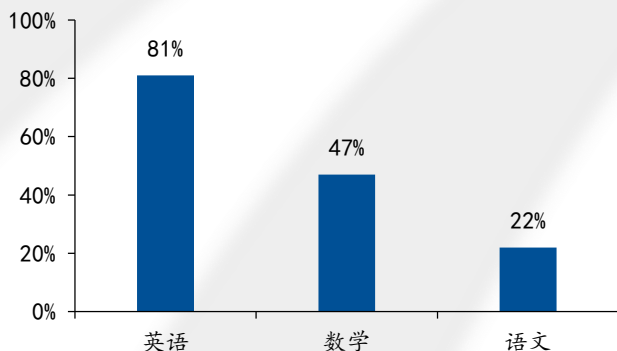


资料来源：搜狐教育、民生证券研究院

基于2017年艾瑞咨询的统计，K12培训中语文培训的渗透率不到数学的1/2，近英语的1/4。随着家长教育观念的改变（重视文学素养和阅读能力培养）和中高考考纲持续提升语文考试难度，语文培训参培率有望持续上升，缩短和英语及数学参培率的差距。

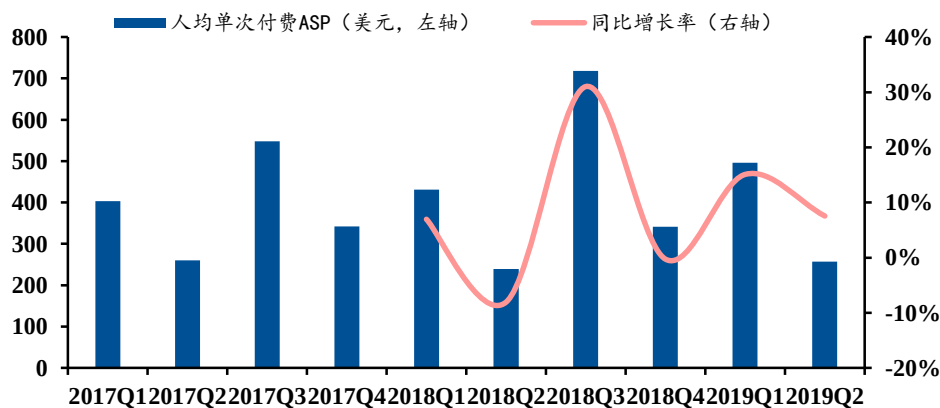
随着人均可支配水平的提高，教育支出日益上升。从17Q1-19Q2新东方生均季度学费情况看，机构客单价会受促销活动或课程长度影响出现波动，但大体可见单价持续提升的趋势。叠加渗透率上升，语文培训市场规模有望继续扩大。

图4：2017年K12学科培训中语数外的渗透率



资料来源：艾瑞咨询、民生证券研究院

图5：17-19财年新东方生均学费（美元/季）



资料来源：wind、民生证券研究院

采用公式推算：语文培训市场规模 = K12在校生人数x参培率x人均花费。

- 1) 人数：根据过去2006-2012出生人口数和中小學生到校率，判断2020年中小学在校生人数约1.66亿。
- 2) 人均花费：腾讯课题调研统计，2014年生均课外培训开支为5020元，叠加人均可支配增速指标，判断2020年人均花费升至**6973元**。
- 3) 渗透率：搜狐教育2017年统计约51.65%的受访群众选择参与K12课外培训，K12课外培训的参培率基数约为50%。德勤永华教育行业的2016年统计数据显示，语文在课外培训市场中占比为6%至8%的份额，考虑“大语文”热带动参培人数上涨，2020年以15%的占比测算，语文培训市场超过900亿。

表4：2019E-2021E语文培训市场预测

时间	K12在校生总人数（万人）	K12校外培训渗透率（%）	人均花费（元）	K12培训市场规模（亿元）	语文培训占比（%）	语文培训市场规模（亿元）
2019E	16515	50%	6628	5473	12%	657
2020E	16643	52%	6973	6035	15%	905
2021E	16593	53%	7391	6500	17%	1106

资料来源：德勤、腾讯教育、民生证券研究院预测

传统行业中的新兴“赛道”发展潜力无限，现竞争格局相对分散，但K12教培合规性整顿有望提高行业集中度。一方面，“大语文”属新兴“赛道”，当前行业整体格局尚较分散，且大部分公司成立不足5年，业绩尚未实现规模化。自2014年一批初创语文培训机构落地以来，各教培机构积极布局，包括立思辰等专攻大语文教培的初创公司和区域性线下机构，以及由其他“赛道”切入的竞争者，如新东方、好未来等传统K12头部玩家于2018年进驻。因此，格局相对分散。另一方面，2019年K12课外培训行业监管政策延续2018年的收紧之势，线上、线下规范性政策一齐发力。导致提高行业门槛，清除部分不合规的小微机构，有望提升行业集中度，利好龙头公司。

语文“赛道”缺少如数学中学而思、英语中新东方的企业，但中文未来作为“大语文”体系的首创者，其过硬的自研体系和全国化布局能力，授课点超过360家（含加盟），覆盖城市超过21个，其行业领军地位初显。未来随着行业集中度持续提升的大趋势、公司全国化布局的持续、线下+线上+硬件+游学等多产品线齐发力，可进一步提升品牌知名度和市占率，促中文未来成为下一个“新东方”和“好未来”。

表5：中文未来、新东方、学而思授课点和城市数量对比（截至2019年8月31日）

	直营店数量(个)	加盟店数量(个)	总数(个)	覆盖城市数(个)	覆盖学科情况
中文未来	144	222	366	21（11城市在建设中）	语文为主
好未来	758	无	758	69	全科
新东方	1261	无	1261	85	全科

资料来源：各公司财报、民生证券研究院

- 公司基本情况:收购实现业务转型, 窦昕增持告一段落
- 语文培训“赛道”: 千亿市场, 景气度持续向上
- 中文未来三大看点:壁垒、成长、数据指标, 行业龙头雏形初显
- 公司财务情况与盈利预测

全资子公司中文未来主营语文学科辅导业务，包含线上及面授培训两类，以线下为主。中文未来于2015年成立，创始人窦昕，毕业于北京师范大学文学院，语文单科高考状元，从事语文培训行业多年，建立了《思泉语文》课程体系大纲，2013年出版了《北京市小升初语文一本通》教材，教学培训经验丰富。其余核心团队成员，多是名校毕业的中文系高材生，教培经验丰富。

多年积累实现口碑和品牌建设，被收购加速全国化布局。窦昕自08年率先提出“大语文”体系和概念后，与核心团队一起经过近10年的使用、多次迭代、逐步完善并建立了针对K12学生的“标准化”语文培养体系。借力立思辰上市平台和资金支持，实现单店模型的快速复制和全国化布局的推进。

图6：线下授课网点图片



资料来源：立思辰官网、民生证券研究院

图7：线上课程情况

2020庖丁阅读一阶春

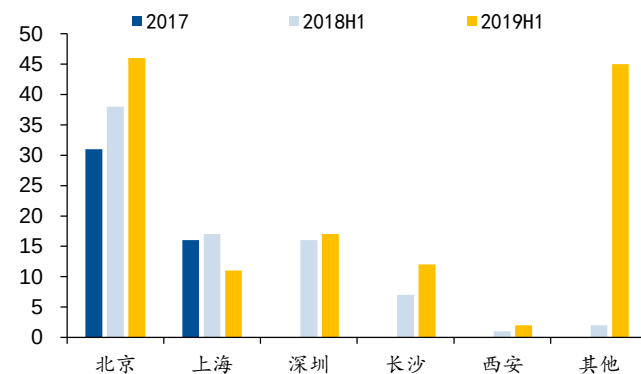
授课教师：齐白、樊子澍
授课对象：四年级、五年级
开课时间：2020.02.24
¥1370

2020大语文二年级直播课-春季（全）

授课教师：付强
授课对象：二年级
开课时间：2020.02.23
¥1800

资料来源：诸葛学堂官网、民生证券研究院

图8：授课点情况（个）



资料来源：立思辰2019年中报、民生证券研究院

看壁垒1：自研课程体系，实现素质+应试能力双提升

自研九年语文课程体系，四位一体，实现文学素养+应试能力双提升。在教学上，中文未来自创区别传统应试辅导教学模式，建立以提升文学素养和兴趣为主的语文教学体系，以史学文，发现语文乐趣，自主学习。通过自创的大语文体系，覆盖从一年级到初三学生人群，根据“大语文”为主线，“思晨写作”、“庖丁阅读”为辅助，“专项班”实现加深与针对性课程，进行教学，真正做到提高学生语文素养的同时增强其应试能力。

图9：中文未来四位一体的课程体系



资料来源：诸葛学堂官网、民生证券研究院

图11：思晨写作的体系内容



资料来源：诸葛学堂官网、民生证券研究院

图10：大语文的课程体系



资料来源：诸葛学堂官网、民生证券研究院

图12：专项班的课程内容



资料来源：诸葛学堂官网、民生证券研究院

名师团队，科班出身，保证教研与授课均为顶尖水平。公司采用师资分级制对应相应工资，顶级名师年薪上百万。公司核心团队均是名校背景、科班出身，形成了以窦昕等北大、北师大文学系或教育系为主的核心师资，保证课程体系开发出自名师之手。通过多年授课磨砺，中文未来旗下多位讲师形成了个人IP，自带课程流量，实现个人课程品牌的打造和口碑传播。对比学而思，中文未来的师资占成本比更高，通过高薪保证团队稳定。同时，名师效应带来口碑和影响力，公司做到即可以低销售费用率运营，又可竖立品牌和影响力。

图13：中文未来部分讲师背景介绍



邵鑫，北京大学中文系本科、硕士，曾任北大文学社长、中文系辩论队长。现为大学语文高年级明星教师。诸葛学堂“了就读书”节目《水浒传》系列主讲



许龙，从教七年，主带高年级大语文和思晨写作一阶。毕业于北京大学中文系，爱好文学，特长辩论。了就读书“鲁迅篇”主播。



马昕，北京大学中文系博士（五年制直博）毕业。博士期间连续两届获得古文献学国家级最高学术奖项。2010年以来，多次参加北京市高考作文和北京大学自主招生作文阅卷工作拥有12年高考教学经验，培养出一批北大、清华、港大等名校考生。

资料来源：诸葛学堂官网、民生证券研究院

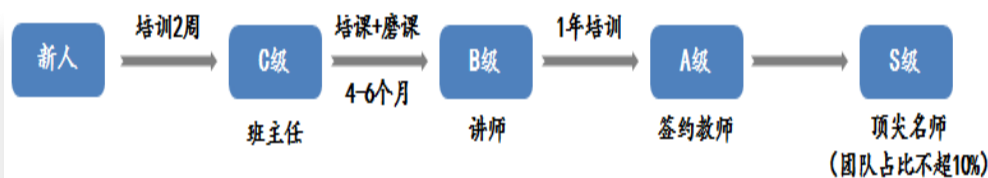
图14：中文未来部分IP课程



资料来源：诸葛学堂官网、民生证券研究院

磨课体系和独创的“师徒制”，实现高薪留住明星老师的同时培养有潜力的新人讲师，既可以扩充团队成员，又可完成刚开业的引流效果。公司独创的搭课机制，以分工合作的形式增强教师的团队归属感和教学效率。在给予明星老师高昂薪酬的同时，新人借助搭课机制获得大量上台机会，在锻炼自己的同时收取相应的课时报酬，针对部分骨干员工，公司还将给予部分股权。因此搭课机制和与分级薪酬机制，能够在提升对名师掌控力的同时培养有潜力的新人，提高教学效率。此外，在新讲师上台前，公司内部有名师磨课团，通过对新人上课内容的不断打磨和修正，尽可能实现“标准化”的授课。

图15：中文未来教师培养路线示意图

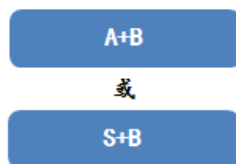


资料来源：民生证券研究院整理

图16：中文未来师徒搭配上课示意图

师徒培训制：师徒配合，2位教师合作完成一门培训课程的教授

A级与S级教师可以带徒弟



资料来源：民生证券研究院整理

表6：中文未来的王者班内容介绍

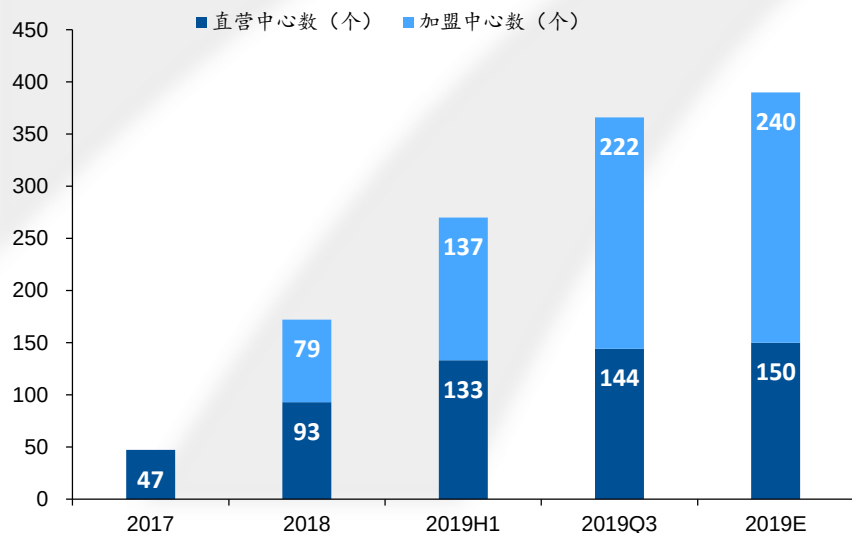
基本情况	
年级	小学和初中全覆盖
班型	小学30人、初中35人
价格	26800元/年
师资	4位顶尖老师
内容	大语文、思辰写作、庖丁阅读
其他	1班主任+1助教

资料来源：民生证券研究院整理

异地扩张迅速，借助上市公司资金实力加速线下全国化布局。公司18年底有93个直营店、79个加盟店。2019直营授课点数量近乎翻倍，预计2019年底实现150家直营店和240家加盟店。公司18年覆盖城市13个、19年覆盖21个，授课点建设中的城市11个。实现“跑马圈地”的同时，实现做密做实。

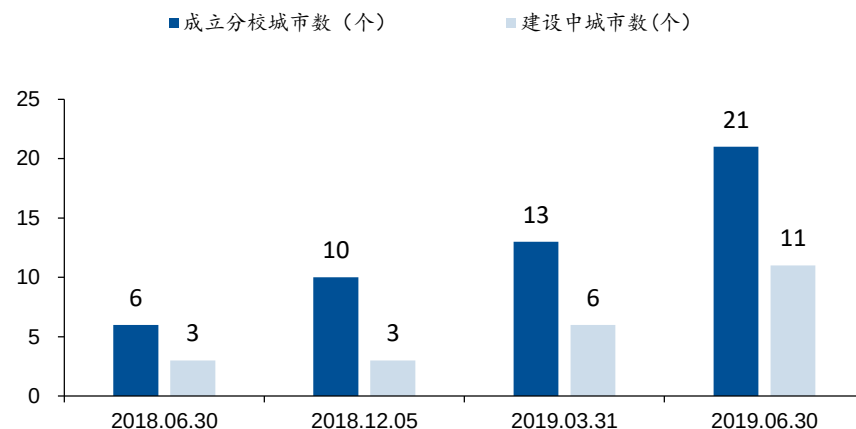
独创1+3的直营加盟体系，“跑马圈地”同时合理控制成本。1+3直营加盟机制是指建一个直营店的前提同时有加盟商在该直营店的附近开设3家加盟店，付150万加盟费的同时需要帮直营店办理办学许可，加盟者可以获得30%直营店的股份，并由直营店进行对加盟的运营管理。在1+3的加盟模式下，通过收取150万加盟费来建立直营店，实现控制成本的异地扩张。

图17：中文未来直营店和加盟店情况



资料来源：立思辰2019H1财报、民生证券研究院

图18：中文未来授课点覆盖城市情况



资料来源：立思辰2019H1财报、民生证券研究院

“双轨系统”和90天一站式建校服务，给予加盟商完备支持。公司从运营和教学两方面双管齐下助力加盟商，实现从选址到招生的一站式运营支持，对于加盟店的老师提供线上磨课系统，实现加盟店教师的上岗前培训。此外，为了更好的扶持加盟商，公司计划20年开放“小小课堂”的双师课，通过双师大屏将北京课程实时连接到加盟商，加盟商处再配一位讲师，实现名师资源跨区域共享。

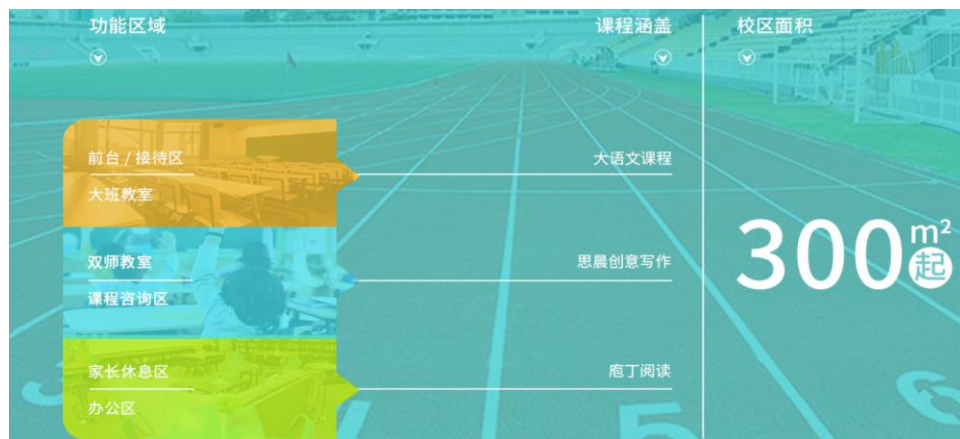
对于“1+3”加盟商，公司提供直营店老师到点上课，给予更多运营和教学支持。相比单店加盟制，1+3模式下直营店的老师将会去加盟店上课，实行一种类似“租赁老师”的运营模式。此外，对于经营不善的加盟商，公司会提供1-2个月的人力、运营、招生团队短期入驻加盟店，帮助加盟店改善运营情况，提升盈利能力。

图19：大语文“双轨”加盟系统



资料来源：立思辰官网、民生证券研究院

图20：大语文加盟店的基本情况



资料来源：立思辰官网、民生证券研究院

除继续加速全国线下开店外，20年计划推进3个业务线：1) 线上课程会员卡；2) 推广硬件“诸葛书”；3) 联手凯撒旅游推出游学项目。

1) 发力线上，提高线上用户ARPU值。之前公司多将线上教育内容做线下内容辅助，或起广告宣传、导流作用，课程也多以录播课程为主。引入会员卡后，有望将购买录播课程的人数和高单价直播课程的人数进行分类，提高录播课程的购买人数，拉升整体线上用户ARPU值。

2) 推广高利润的阅读器，内置阅读教材配合课程使用，挖掘用户价值。根据大语文课程的教研方案，将学生必读书籍的段落章节重新编辑，插入游戏阅读的设计环节，使用者以闯关的形式完成书籍阅读，提升阅读能力。单本定价约1899元，王者班学生多有购买，针对高客单件学生推广，进一步挖掘学生价值。

3) 推出国内外游学项目，树立品牌影响力的同时挖掘新高单价客群。游学项目除树立品牌和挖掘原有用户价值外，还可开挖新的高客单价人群，通过读万卷书+行万里路的课程设计，实现学生人均单价的上升。

图21：线上会员卡



资料来源：诸葛学堂官网、民生证券研究院

图22：硬件“诸葛书”



资料来源：搜狐教育、民生证券研究院

图23：大语文游学项目——澳洲

澳洲研学行程一览表

(点击图片可查看大图)

时间：2020年2月02日-2020年2月10日

人数：18人

价格：学生成人同价29999元/人（含签证及上海往返机票）

老师：大语文名师王佳熙带队主讲

优惠：配合听课 研学一卡通可享受1000元优惠

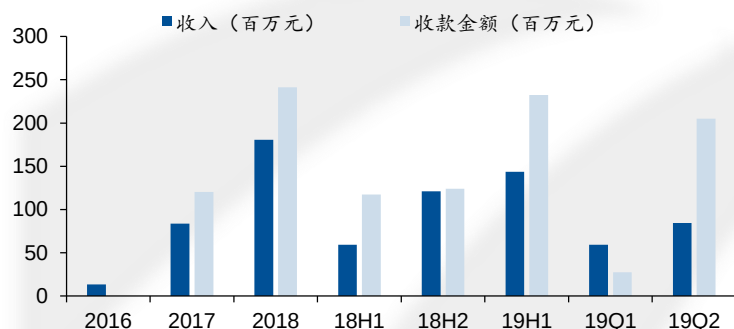
最终价格：28999元/人

资料来源：中文未来上海校区公众号、民生证券研究院

开店数和在读人数增长迅速。自18年被收购后，加速全国化布局进程，截至19Q3实现直营店140余家，加盟店220余家，实现较18年底直营店数量50%的增长；截至19年3季报，实现累计在读人数9.4万人次，较上半年5.2万人次，单季增加4.2万人次就读。未来随着公司线上线下齐发力，就读人数有望持续快速增长。

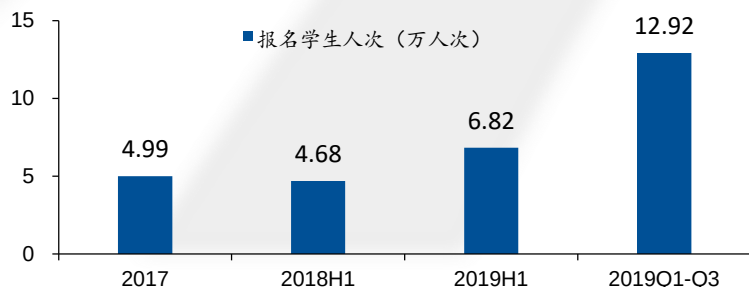
营收和净利润快速增长。2016-2019H1实现营业收入分别为0.13/0.83/1.80/1.43亿元；归母净利润分别为-595.6/2321.2/6493.5/3997.2万元。自公司实现利润扭亏为盈后，品牌影响力和异地扩展布局带动业绩翻倍增长。

图24：中文未来确认收入和收款金额



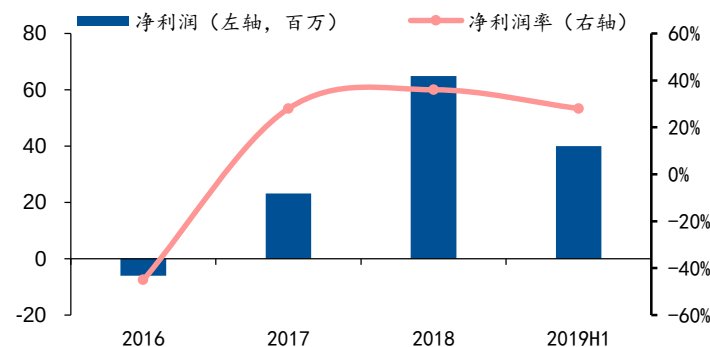
资料来源：wind、民生证券研究院

图26：中文未来报名学生人次



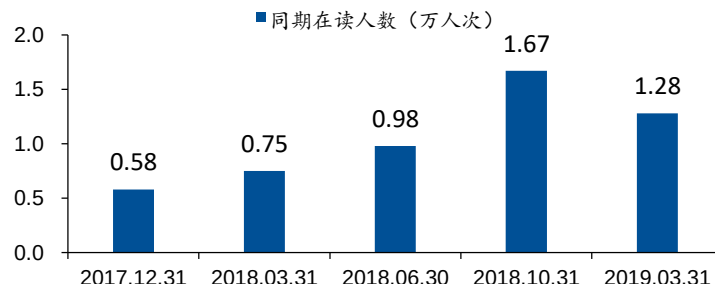
资料来源：wind、民生证券研究院

图25：中文未来净利润情况



资料来源：wind、民生证券研究院

图27：中文未来同期在读人数



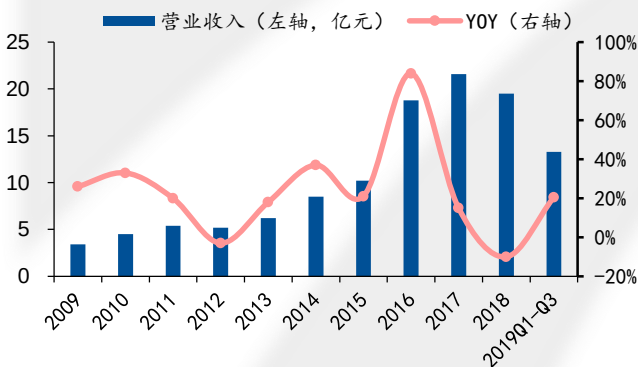
资料来源：wind、民生证券研究院

- 公司基本情况:收购实现业务转型, 窦昕增持告一段落
- 语文培训“赛道”: 千亿市场, 景气度持续向上
- 中文未来三大看点:壁垒、成长、数据指标, 行业龙头雏形初显
- 公司财务情况与盈利预测

教育业务占比持续上升，经营战略转变促使公司集中资源推进教育业务。随着公司收购教育公司的增多，从教育+信息安全的“两条腿”走路战略到集中资源发展教育业务的战略切换，公司教育业务占比和收入规模均不断提升，营收占比从2013年的10.3%上升至2018年的75.5%，成为公司主要营收来源。

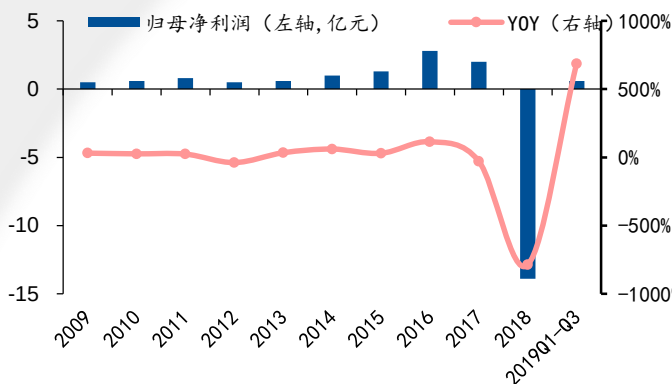
信息安全剥离短期影响公司业绩，长期企业盈利水平上升。2018年受信息安全业务拆分影响，公司收入出现负增长，下滑9.7%。2019年H1，因信息安全业务具有较为明显周期性，且18年上半年的营收基数相对较低，而收购的大语文业务的快速发展，实现营收1.43亿，带动公司实现营业利润2405.90万元，较同期实现扭亏为盈。

图28：立思辰营收和增速



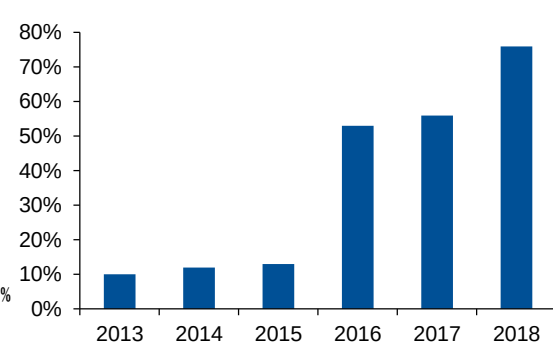
资料来源：wind、民生证券研究院

图29：立思辰净利润和增速



资料来源：wind、民生证券研究院

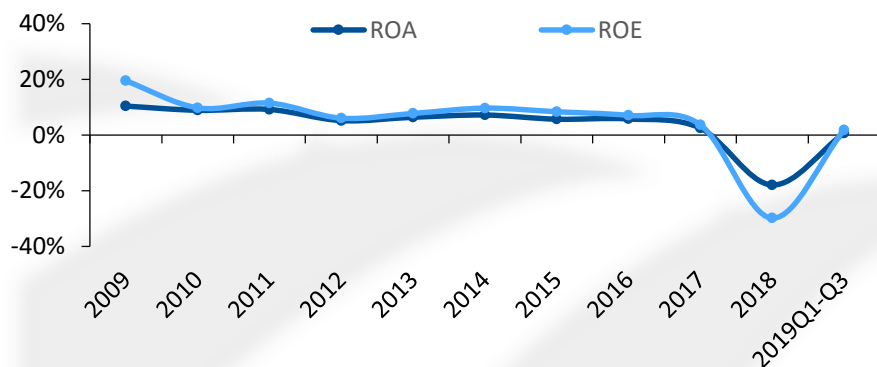
图30：立思辰教育业务营收占比



资料来源：wind、民生证券研究院

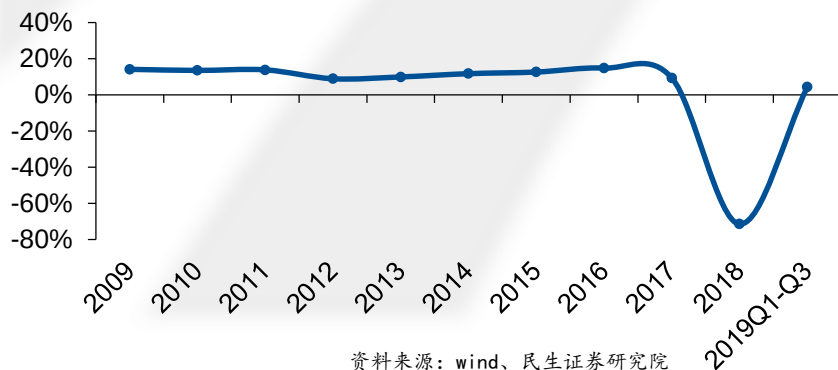
教育业务占比提升带动公司毛利率上行，商誉减值短期影响公司业绩。公司因引入教育业务，促使整体业务毛利率从2009年的28.4%提升至2018年的39.06%。但因18年计提减值损失13.7亿元，其中商誉减值10.8亿元，致使18年公司净利润、ROA、ROE均大幅下降。

图31：公司ROA与ROE



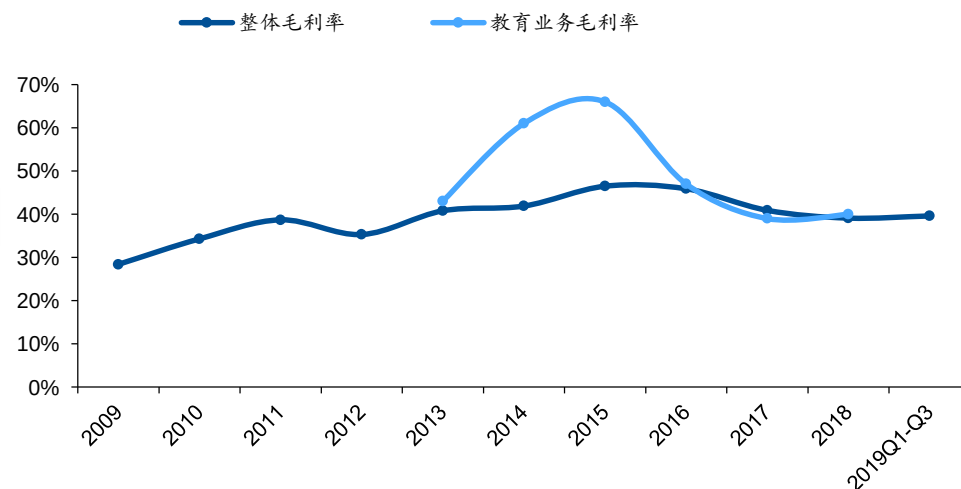
资料来源：wind、民生证券研究院

图33：公司归母净利润率



资料来源：wind、民生证券研究院

图32：立思辰整体毛利率和教育业务毛利率



资料来源：wind、民生证券研究院

财务情况3：现金收购导致财务压力上升， 战略调整期导致期间费率上涨显著

因公司增加贷款金额用以支付中文未来收购款影响，公司18年财务费用率上升明显，利息费用较17年上涨2900万元。公司已于19年12月20日公告定制计划，预计非公开发行不超过1.74亿股股份，融资金额部分用于偿还贷款，降低资产负债率，降低财务费用支出，提升净利润水平。

受教育信息化和大语文课程的研发影响，公司18年研发费用率为7.1%，同比上升108.8%；管理费用因信息安全业务的剥离带来的人员安顿、中文未来团队的并入，导致管理费用率从17年的14.0%提升至18年23.8%（含研发）。因受大语文业务刚并入和信息安全业务仍处剥离期影响，正处战略调整期的公司其期间费用上升显著，未来随传统业务剥离的顺利完成和大语文业务发展进入下一阶段，公司期间费用率有望下降。

图34：财务费用和财务费用率

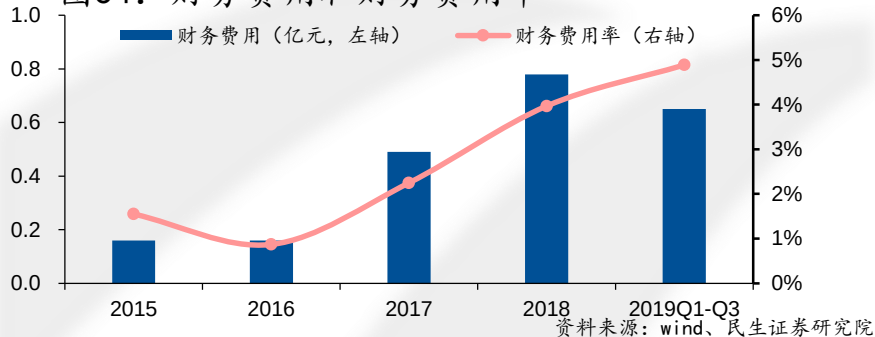


图35：销售费用和销售费用率

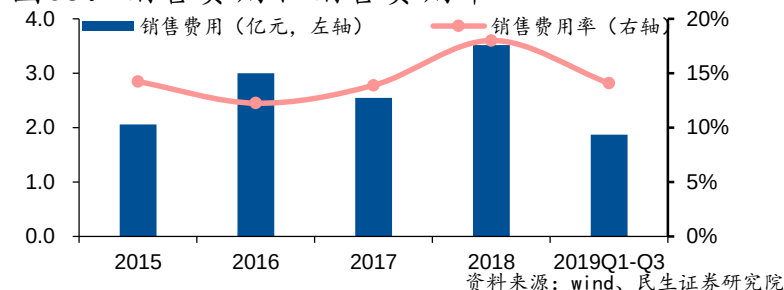


图36：管理费用和管理费用率（含研发费用）

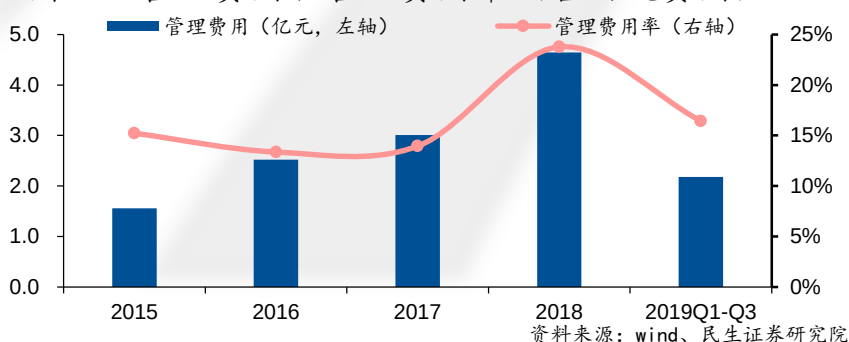
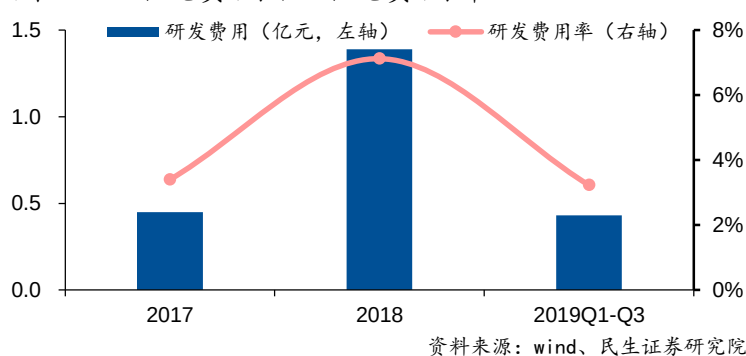
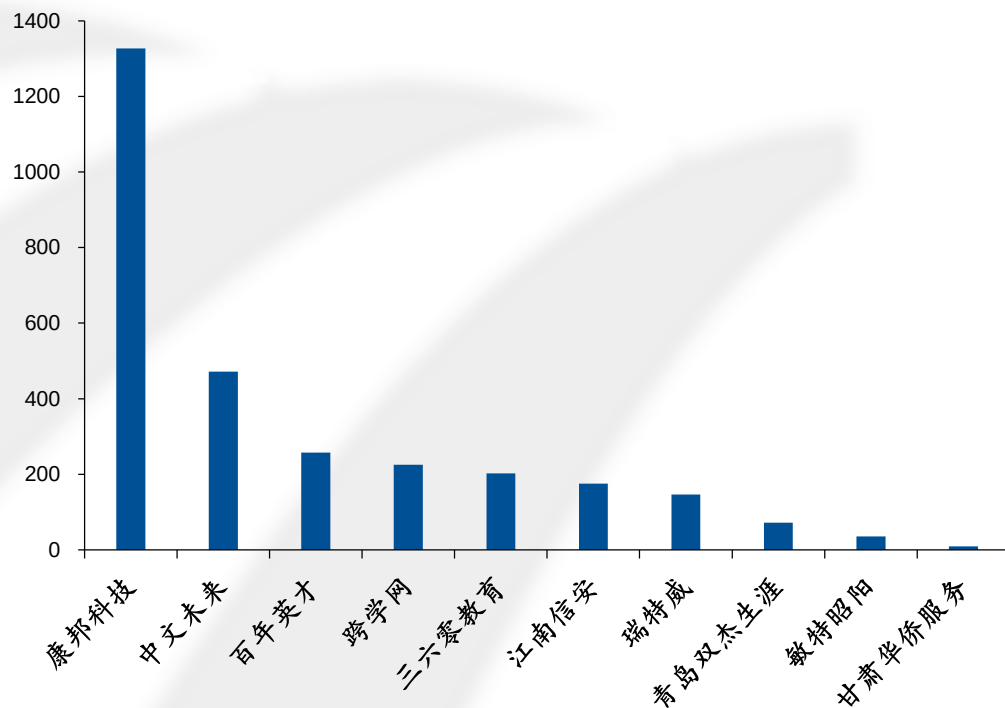


图37：研发费用和研发费用率



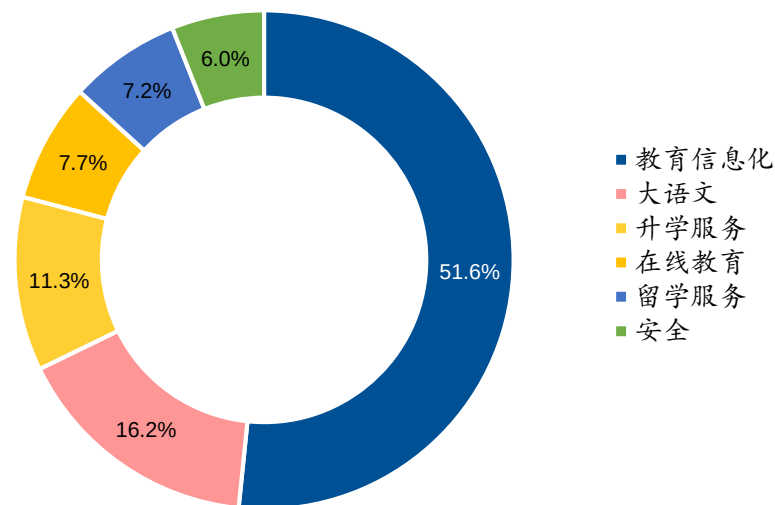
公司经历18年资产减值处理后，截至2019H1仍有商誉账面余额29.2亿元，其中以康邦科技（13.3亿元）、中文未来（4.7亿元）、百年英才（2.6亿元）为主的教育公司的商誉占比超70%，而处于剥离进程中的江南信安仍有账面商誉1.75亿元。若最终公司体内只留下百年英才和中文未来，预计商誉账面余额将降至7.3亿元。

图38：公司2019H1商誉账面余额情况（百万元）



资料来源：wind、民生证券研究院

图39：公司2019H1商誉账面业务类型占比



资料来源：wind、民生证券研究院

公司收购中文未来，剥离传统业务，竖立以语文培训为核心的战略主张，集中资源推进大语文的全国化进程。我们看好大语文的异地复制能力和口碑影响力，叠加政策利好推动语文培训需求上行，未来线上、线下齐发力，中文未来营收和业绩有望持续维持高增速。

考虑百年英才、360教育仍在对赌期内，且之前均完成对赌；敏特昭阳出售51%股权后，成为非控股子公司，业绩计入投资收益；康邦科技业务因行业竞争加剧，利润率出现较大幅度下滑；因贷款收购中文未来影响，公司财务费用率仍处较高水平；考虑传统业务的剥离进展不及年初预期，预计2020年上半年仍将继续剥离进程，导致19年总部费用因业务和人员调整带来成本大幅度上涨，影响公司19年和20年上半年的盈利情况。

总之，我们预计公司2019-2021年的营收分别是17.36/24.70/28.76亿元，归母净利润为1.62/3.03/3.84亿元，EPS为0.19/0.25/0.44，对应现价PE为69X/37X/30X。考虑wind2020年教育服务行业PE中位数为32X，公司旗下中文未来属语文培训细分行业领军企业，可以给予一定龙头估值溢价，因此维持“推荐”评级。

表7：公司盈利预测和财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,952	1,736	2,470	2,876
增长率（%）	-9.7%	-11.1%	42.3%	16.4%
归属母公司股东净利润（百万元）	(1,393)	162	303	384
增长率（%）	-786.9%	122.5%	86.9%	27.0%
每股收益（元）	(1.60)	0.19	0.35	0.44
PE（现价）	(8.0)	68.8	36.8	29.0
PB	3.4	3.2	3.0	2.7

资料来源：公司公告、民生证券研究院

利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,952	1,736	2,470	2,876
营业成本	1,190	1,065	1,404	1,597
营业税金及附加	19	12	17	20
销售费用	352	260	371	431
管理费用	325	226	321	374
研发费用	139	69	99	115
EBIT	(72)	104	259	338
财务费用	78	23	23	14
资产减值损失	1,374	0	0	0
投资收益	(4)	63	60	59
营业利润	(1,491)	186	337	424
营业外收支	(17)	(1)	(1)	(1)
利润总额	(1,509)	174	323	411
所得税	(115)	10	19	25
净利润	(1,394)	163	304	386
归属于母公司净利润	(1,393)	162	303	384
EBITDA	5	186	348	434

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	395	545	701	1245
应收账款及票据	697	10	11	13
预付款项	137	118	161	181
存货	568	437	693	620
其他流动资产	177	177	177	177
流动资产合计	2793	1573	2117	2693
长期股权投资	218	281	341	400
固定资产	251	288	323	347
无形资产	414	455	493	527
非流动资产合计	4561	4449	4508	4546
资产合计	7354	6022	6625	7239
短期借款	319	319	319	319
应付账款及票据	342	30	39	45
其他流动负债	330	330	330	330
流动负债合计	2984	1488	1787	2015
长期借款	275	275	275	275
其他长期负债	564	564	564	564
非流动负债合计	923	923	923	923
负债合计	3907	2412	2711	2938
股本	868	868	868	868
少数股东权益	148	150	151	153
股东权益合计	3447	3610	3914	4300
负债和股东权益合计	7354	6022	6625	7239

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	-9.7%	-11.1%	42.3%	16.4%
EBIT增长率	-127.3%	-244.2%	149.9%	30.6%
净利润增长率	-786.9%	122.5%	86.9%	27.0%
盈利能力				
毛利率	39.1%	38.7%	43.2%	44.5%
净利率	-71.3%	9.3%	12.2%	13.4%
总资产收益率ROA	-18.9%	2.7%	4.6%	5.3%
净资产收益率ROE	-42.2%	4.7%	8.0%	9.3%
偿债能力				
流动比率	0.9	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.7	0.8	0.8	1.0
现金比率	0.1	0.4	0.4	0.6
资产负债率	0.5	0.4	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	161.6	140.0	141.0	141.0
存货周转天数	169.3	170.0	145.0	148.0
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4
每股指标（元）				
每股收益	(1.6)	0.2	0.3	0.4
每股净资产	3.8	4.0	4.3	4.8
每股经营现金流	(0.2)	0.1	0.3	0.8
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	(8.0)	68.8	36.8	29.0
PB	3.4	3.2	3.0	2.7
EV/EBITDA	82.4	45.8	25.8	20.0
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	(1,394)	163	304	386
折旧和摊销	1,451	83	89	96
营运资金变动	(119)	(125)	(88)	194
经营活动现金流	(152)	108	302	672
资本开支	124	(82)	101	87
投资	(852)	0	0	0
投资活动现金流	(314)	82	(101)	(87)
股权募资	14	0	0	0
债务募资	(45)	0	0	0
筹资活动现金流	237	(39)	(44)	(42)
现金净流量	(229)	151	156	543

• 分析师与研究助理简介

强超廷：民生研究院教育&计算机行业首席，2019年加入民生证券研究院，上海对外经贸大学金融学硕士。曾任职于海通证券研究所，传媒团队。2017年新财富最佳分析师评比“传播与文化”第3名团队成员；2016年新财富、水晶球、金牛奖最佳分析师评比“传播与文化”第3名团队成员。

应瑛：民生研究院教育&计算机行业研究助理，2019年加入民生证券研究院，伦敦国王学院银行与金融学硕士。

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

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。