

社会服务

专注大语文，业绩迎来拐点

2020年04月03日

——立思辰(300010.SZ)深度研究报告

公司评级：买入（首次）

分析师：顾静

执业证书号：S1030510120007

电话：0755-83199599

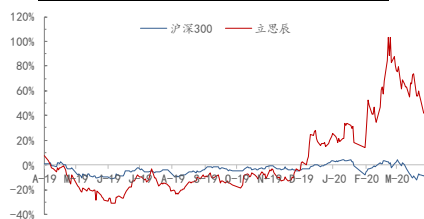
邮箱：gujing@csc.com.cn

核心观点：

- 1) **全面转型纯教育业务，实现扭亏为盈。**2013-2018年，公司主营教育与信息安全两大业务。2018年，公司分拆信息安全业务，收购中文未来100%股权，布局大语文培训业务。2019年上半年，公司教育类业务营业收入占比提升至88%，营业利润占比提升至83.7%。2019年，根据业绩快报，由于教育业务持续发力，公司实现扭亏为盈。
- 2) **大语文千亿市场可期，公司将持续受益。**随着新中高考的推行，语文考试权重、难度增加，语文学科地位提升。我们预测，2027年仅K12阶段语文培训市场规模就达1018亿元。公司大语文业务盈利能力强，业绩持续高增长。2018年，中文未来净利率为36.01%，在9家国内外K12课外培训上市公司排名第一。2016-2018年，净利润年复合增长率为267.3%。2019年上半年，实现净利润3997.24万元，同比增长91.7%。公司专注大语文，OMO发展模式清晰。**线下：**直营单店收入将随着饱和率提升；学习中心扩张规模超一倍，可达千家；公司客单价较高，仍有提升空间。**线上：**就读人数快速增长，公司将加大线上教育发展。**定增：**2020年2月20日，公司披露定增预案。大股东积极参与定增，项目预期经济效益良好。
- 3) **盈利预测与投资评级。**2019-2021年，我们预测公司EPS分别为0.04元、0.1元、0.15元，对应PE分别为对应PE分别为404.02倍、156.10倍、103.8倍。与国内外可比教育公司比较，估值相对较高。2020年，假设公司以净资产剥离业绩欠佳业务，仅考虑中文未来、百年英才净利润，PE为55.8倍。参考好未来线下学习中心快速扩张期估值，2011-2012年，PE(TTM)为132-272倍，2016-2017年，PE(TTM)为98-513倍。考虑公司在大语文优势赛道中已经占据先发竞争优势，线下学习中心处于快速扩张期，长期有可能成长为学科培训头部企业，可享有一定的估值溢价，**首次覆盖，给予“买入”评级。**
- 4) **风险提示。**业务发展低于预期、市场竞争、政策风险。

公司具备证券投资咨询业务资格

立思辰(300010.SZ)与沪深300对比表现



公司数据	Wind 资讯
总市值 (亿元)	136.33
流通市值 (亿元)	114.21
总股本 (百万股)	868.32
流通股本 (百万股)	727.45
日均成交额 (百万)	467.03
近一个月换手 (%)	83.90
第一大股东	池燕明
请务必阅读文后重要声明及免责声明	

预测指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1952.38	2160.31	2357.31	2725.88
收入同比	-9.66%	10.65%	9.12%	15.64%
净利润 (百万元)	-1423.55	33.74	87.33	131.34
净利润同比	-961.20%	102.37%	158.82%	50.39%
毛利率	39.06%	38.57%	39.66%	40.63%
归母净利率	-72.96%	1.56%	3.71%	4.82%
EPS (元)	-1.64	0.04	0.10	0.15
PE (倍)	-9.41	404.02	156.10	103.8

目录

一、全面转型纯教育业务，实现扭亏为盈	4
1、拆旧补新，聚焦教育业务	4
2、教育业务持续发力，实现扭亏为盈	5
3、中文未来业绩有承诺，股东回购彰显信心	6
二、专注大语文，公司佳绩可持续	7
1、语文学科地位提升，千亿培训市场可期	7
(1) 语文考试权重、难度增加	7
(2) 大语文千亿培训市场可期	9
(3) 大语文方兴未艾，竞争格局分散	10
2、公司业绩持续高增长，竞争优势显著	11
(1) 公司盈利能力强，业绩持续高增长	11
(2) 公司教研体系设计更加细致、全面	12
(3) 公司师资核心团队更有影响力	15
3、OMO 发展模式清晰，公司佳绩可持续	16
(1) OMO 模式是未来教培发展方向	16
(2) 专注大语文，公司 OMO 发展模式清晰	17
(3) 线下：校区饱和率提升、扩张有翻倍空间+学费提升	17
(4) 线上：就读人数快速增长，加大投入促发展	23
4、大股东积极参与定增，项目预期经济效益良好	25
三、高考升学咨询需求旺盛，百年英才业绩高增长	26
1、百年英才业绩高增长，超额完成业绩承诺	26
2、高考升学咨询需求旺盛，公司将继续受益	27
四、公司将继续分拆业绩欠佳业务	29
1、拟剥离叁陆零教育留学业务	29
2、拟分拆康邦科技，或保留跨学网	30
3、预计合众天恒也将被剥离	33
五、盈利预测及投资评级	33
1、盈利预测	33
2、估值与评级	36
六、风险提示	38

图表目录

Figure1 公司主营业务收入构成.....	4
Figure2 公司主营业务收入构成.....	5
Figure3 公司主营业务利润构成.....	5
Figure4 公司营业收入及同比增速.....	5
Figure5 公司归母净利润及同比增速.....	5
Figure6 公司毛利率与净利率指标.....	6
Figure7 中文未来业绩承诺及同比增速.....	6
Figure8 公司前十大股东持股及变化.....	7
Figure9 公司前十大流通股东（2019年3季报）.....	7
Figure10 中考语文分数或权重增加.....	8
Figure11 语文人教版和部编版教材文言文必背篇数比较.....	9
Figure12 国内大语文培训适龄学生为2.4亿人.....	9
Figure13 国内K12阶段语文培训参培率（2017年）.....	10
Figure14 K12阶段语文培训市场预测.....	10
Figure15 布局大语文培训新赛道公司代表.....	11
Figure16 K12课外培训上市公司盈利指标对比.....	12
Figure17 中文未来营业收入及同比增速.....	12
Figure18 中文未来归母净利润及同比增速.....	12
Figure19 立思辰大语文整个课程体系.....	13
Figure20 公司大语文课程体系.....	13
Figure21 新东方大语文课程体系.....	14
Figure22 学而思大语文课程体系.....	14
Figure23 公司大语文业务创始人窦昕简介.....	15
Figure24 疫情开始前教育培训机构业务模式.....	16
Figure25 疫情结束后教育培训机构调整业务模式.....	16
Figure26 公司大语文业务营业收入构成.....	17
Figure27 公司大语文业务收入及同比增速.....	18
Figure28 公司北京直营学习中心单店收入逐步上升.....	18
Figure29 预计公司直营学习中心新店占比将逐年下降.....	19
Figure30 公司线下当期累计就读人次及同比增速.....	20
Figure31 公司加盟学习中心“教学+运营”双向并线支持系统.....	21
Figure32 公司最新学习中心分布.....	21
Figure33 公司大语文产品分类.....	22
Figure34 公司大语文王者班课简介.....	22
Figure35 公司大语文培训学费相对较高.....	23
Figure36 公司每学期就读学员客单价.....	23
Figure37 公司大语文线上业务数据.....	24
Figure38 公司大语文微信数据.....	24
Figure39 公司本次募集资金使用计划.....	25

Figure40 百年英才营业收入及同比增速	26
Figure41 百年英才净利润及同比增速	26
Figure42 百年英才业绩承诺及同比增速	27
Figure43 百年英才 2018 年业绩分布	27
Figure44 全国高考人数及同比增速	27
Figure45 全国普通高校招生人数及录取率	27
Figure46 全国普通高校在校生人数占比 (2018 年)	28
Figure47 叁陆零教育业绩承诺及同比增速	29
Figure48 叁陆零教育已实现净利润及同比增速	30
Figure49 康邦科技业绩承诺净利润及同比增速	31
Figure50 康邦科技净利润及同比增速	31
Figure51 康邦科技营业收入及同比增速	32
Figure52 大语文业务收入预测关键假设条件	34
Figure53 高考升学咨询业务收入预测关键假设条件	35
Figure54 公司主营业务收入预测关键假设条件	35
Figure55 公司主营业务毛利率关键假设条件	36
Figure56 公司期间费用关键假设条件	36
Figure57 立思辰与国内外可比教育上市公司估值比较 (2020/3/31)	37
Figure58 好未来线下学习中心及同比增速	37
Figure59 好未来线下学习中心快速扩张期 PE 估值(2011-2012 年)	37
Figure60 好未来线下学习中心快速扩张期 PE 估值(2016-2017 年)	38

一、全面转型纯教育业务，实现扭亏为盈

1、拆旧补新，聚焦教育业务

分拆信息安全业务。公司于2009年10月上市，早期以文件及音视频解决方案及服务业务为主，2013-2018年，公司主营教育与信息安全两大业务。鉴于两大主营业务差别较大，无法形成有效协同，双主业形态不利于长远发展，2018年11月，公司分拆信息安全业务相关资产，把相关六家子公司股权打包卖出，作价5.1亿元。2019年上半年，信息安全业务收入占比已从90%下降至12%。公司目前正在进一步推进剩余信息安全资产和股权的分拆。

收购中文未来，布局大语文培训业务。2018年2月，公司以现金4.81亿收购了中文未来51%股权，股权转让款分5期支付。之后又继续收购了剩余10%股权。2018年11月，公司收购剩余的中文未来39%股权，出资7.02亿元，实现100%控股。收购中文未来，进一步完善了公司教育产业布局并推动公司战略实施。

聚焦校内、校外教育服务。公司已发展成为集K12大语文培训业务、学业规划及升学指导、留学及留学后服务等诸多面向C端的个性化的学习/升学服务，以及面向B端的公平而有质量的智慧教育服务和教育信息化服务等多个方向的综合性教育企业。其中校内致力于提供公平而有质量的智慧教育服务，校外致力于提供个性化的学习/升学服务，通过人工智能、大数据等技术手段打通学生校内校外学习闭环。公司将以为核心，由“教育与信息安全”双主营业务发展模式全面转型为纯教育业务。

Figure1 公司主营业务收入构成

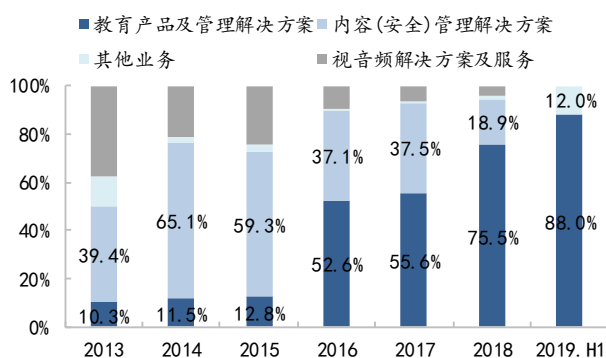


资料来源：公司官网

2、教育业务持续发力，实现扭亏为盈

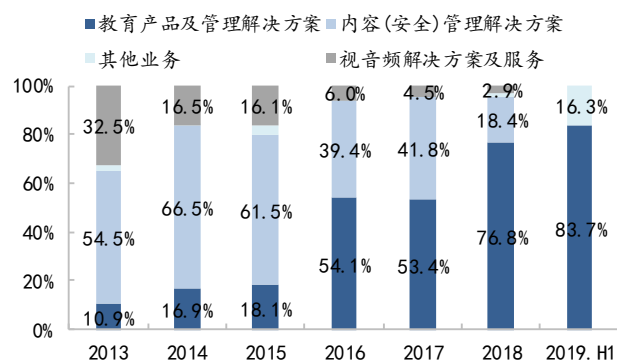
教育业务贡献主要业绩。2018年，教育产品及管理解决方案业务贡献了公司75.5%营业收入，76.8%营业利润。2019年上半年，营业收入占比提升至88%，营业利润占比提升至83.7%。教育业务主要包括大语文教育、升学服务及智慧教育业务。

Figure2 公司主营业务收入构成



资料来源：wind、世纪证券研究所

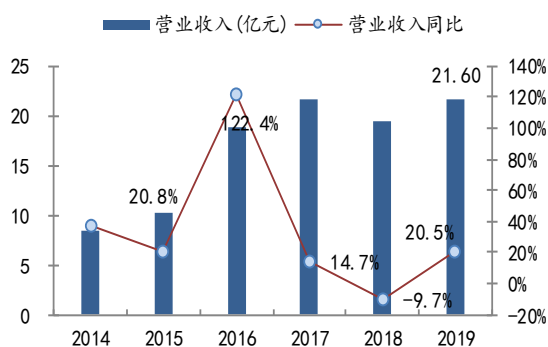
Figure3 公司主营业务利润构成



资料来源：wind、世纪证券研究所

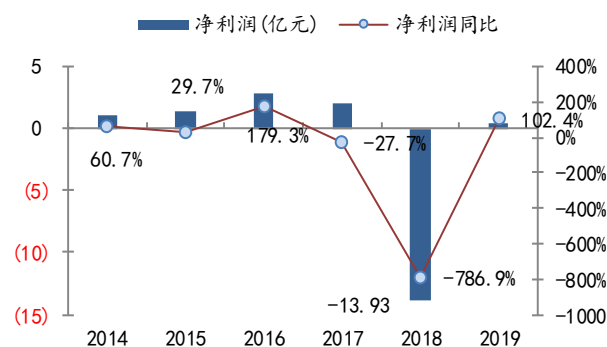
教育业务持续发力，实现扭亏为盈。2018年，由于公司对可供出售金融资产、应收款项、商誉计提减值准备，公司净利润亏损13.93亿元。2019年，根据公司业绩快报，由于教育业务持续发力，全年收入约21.60亿元，较上年同期增长10.65%。其中2C业务收入6.85亿，较上年同期增长99.69%。实现归属于上市公司股东的净利润3,374.81万元。

Figure4 公司营业收入及同比增速



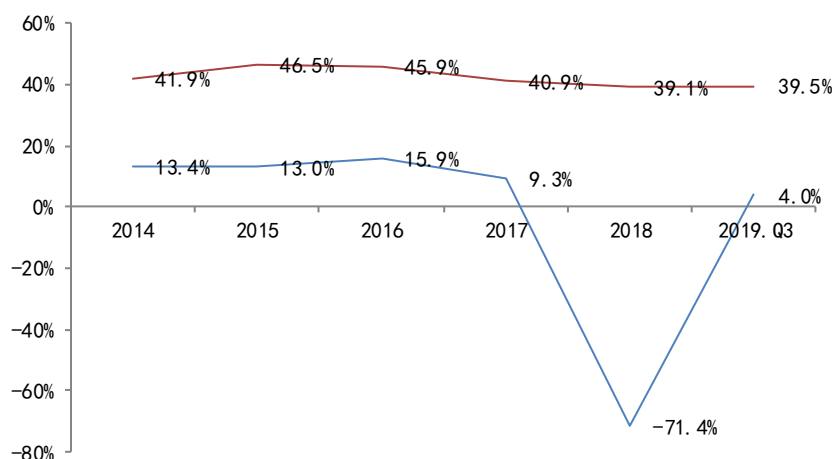
资料来源：wind、世纪证券研究所

Figure5 公司归母净利润及同比增速



资料来源：wind、世纪证券研究所

Figure6 公司毛利率与净利率指标

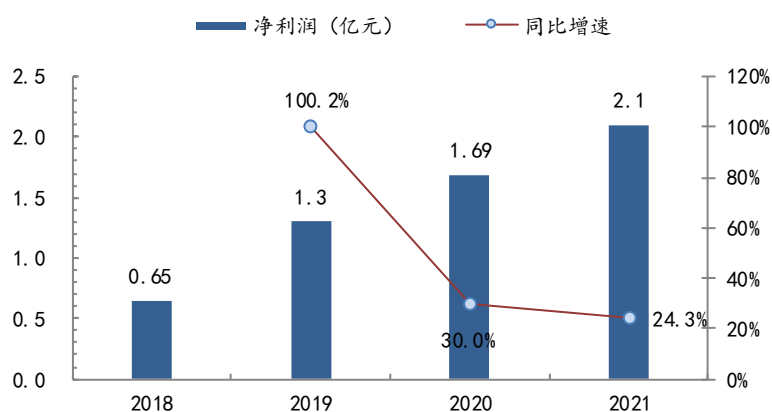


资料来源: wind、世纪证券研究所

3、中文未来业绩有承诺，股东回购彰显信心

中文未来业绩有承诺。2018年11月，根据公司收购中文未来39%剩余股权转让协议，对方承诺2019-2021年度实现净利润（以扣除非经常性损益前后的净利润孰低值为准）分别不低于1.3/1.69/2.1亿元，对应同比增速分别为100.02%/30%/24.3%。2019-2021年，如果有任何一个年度的业绩未完成，则按照协议约定承担现金等补偿义务。

Figure7 中文未来业绩承诺及同比增速

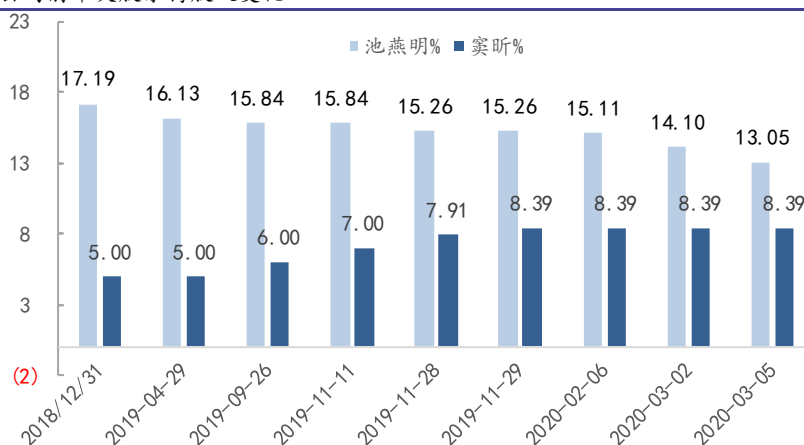


资料来源: 公司公告、世纪证券研究所

股东回购彰显信心。根据转让协议约定，中文未来创始人窦昕承诺自交割日起，8年内持续任职，其他核心管理人员自交割日起6年内持续任职。窦昕将其获得的股权转让价款扣除相应所得税后余额的60%用于购买公司股票，并承诺在相应时间内不通过任何方式减持。截至到2020年2月6日，窦昕

已耗资 2.28 亿元,其总股本持股比例提升 3.39pct 至 8.39%, 位居第二。目前, 窦昕为公司总裁, 赵伯奇等三人原中文未来负责人被聘为公司副总裁。

Figure8 公司前十大股东持股及变化



资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure9 公司前十大流通股东 (2019 年 3 季报)

排名	前十大流通股东	股数 (股)	占比
1	窦昕	38,077,768	4.39
2	池燕明	25,641,232	2.95
3	商华忠	24,377,533	2.81
4	张敏	18,483,120	2.13
5	张昱	15,245,919	1.76
6	华安基金-兴业银行-天津硅谷天堂股权投资基金管理有限公司	13,475,577	1.55
7	中国工商银行股份有限公司-建信优选成长混合型证券投资基金	12,696,913	1.46
8	王西峰	12,058,800	1.39
9	中国工商银行股份有限公司-易方达创业板交易型开放式指数证券投资基金	10,479,888	1.21
10	香港中央结算有限公司(陆股通)	10,004,400	1.15
	合计	180,541,150	21

资料来源: wind、世纪证券研究所

二、专注大语文，公司佳绩可持续

1、语文学科地位提升，千亿培训市场可期

(1) 语文考试权重、难度增加

语文考试权重增加。据不完全统计,北京、浙江、长沙、深圳等地语文学中考分数在原来基础上增加 20-30 分。2020 年,合肥市中考语文分数权重从 18.3%

增加至 20%。具体来看，总分由原来的 820 分降为 750 分。其中英语降 30 分，物理降 20 分，化学降 20 分，语文维持 150 分。我们认为，随着国家对传统文化的重视，语文在各地升学考试中的权重将逐渐提升。

Figure10 中考语文分数或权重增加

日期	城市	中考改革
2015 年	长沙	中考语文分值由原来的 120 分，增加到 150 分；数学、英语仍然维持 120 分不变。
2019 年	浙江	浙江多地陆续将语文从 120 分提到 150 分，并加入了小作文的考核。
2019 年	北京	语文由 120 分上调至 150 分；英语由 120 分下降至 100 分，其中听力部分占 50 分；化学从 80 分下降至 60 分；数学物理分值不变。
2019 年	安徽	语文：150 分，数学 150 分。英语降 30 分变为 120 分，物理降 20 分变为 70 分，化学降 20 分变为 40 分。
2018 年	深圳	语文分值从 100 分调整到 120 分，数学、外语保持 100 分不变。

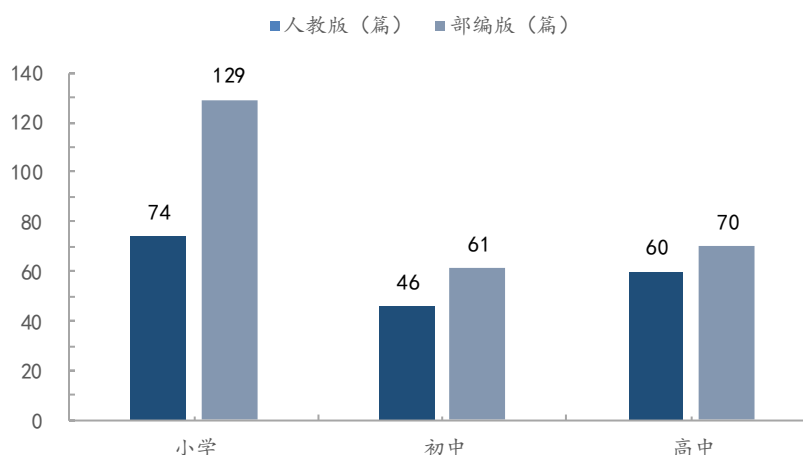
资料来源：初三网、世纪证券研究所

语文考试难度增加。2019 年秋季，全国所有中小学生的语文都统一使用部编本教材，结束了语文教材三十年来的“一纲多本”时代。新高考不再区分文理科，数学题型将更加具备普适性，难度降低。各省市公布的高招方案，皆明确规定学生可参加两次外语科目考试，且取最优成绩计入高考总成绩，英语成绩区分度降低。新高考只有语文考试难度增加，对阅读理解、写作的广度，核心素养的要求拔高。

语文最容易拉分。部编版教材主编温儒敏教授明确表示：语文中高考的难度将会大幅度提高，将成为最容易拉分的学科。以前语文高考卷面内容大概 7000 字，现在是 9000 字，将来可能增加到 1 万字；阅读题量也会增加，题量要比往年增加 5%-8%。

具体来看，小学生阶段，古诗词必背合计 129 篇，新增 55 篇；初中阶段，教材必背古诗词从 46 篇增加至 61 篇；高考要求学生背诵的古诗词由 60 篇增加到 70 篇。

Figure11 语文人教版和部编版教材文言文必背篇数比较

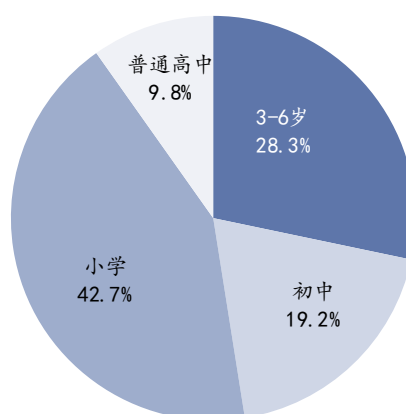


资料来源：《全日制义务教育语文课程标准》、世纪证券研究所

(2) 大语文千亿培训市场可期

大语文培训客户人群超 2 亿。大语文培训适龄年龄为 3-18 岁。根据教育部数据，2018 年，国内 K12 阶段在校学生人数为 1.74 亿人，其中小学生为 1.03 亿人，占比为 59.2%，初中为 0.47 亿人，占比为 27.01%，普通高中为 0.24 亿人，占比为 13.79%。另外据统计局数据，3-6 岁的人数为 0.68 亿，是语文启蒙培训的主要对象，合计适龄培训人数为 2.4 亿人。

Figure12 国内大语文培训适龄学生为 2.4 亿人



资料来源：教育部、国家统计局、世纪证券研究所

语文参培率提升空间更大。根据德勤永华教育行业的统计数据显示，语文在中小学培训市场份额占比为 6%-8%。另外根据艾瑞咨询《2017 年中国教育培训行业白皮书》数据，2017 年，英语、数学、语文参培率分别为 81.4%、46.9%、22%。根据中国教育财政科学院的测算，2017 年，中国学科类课外

辅导的小学、初中、高中参培率分别为 33.4%、43.7%、48.2%。我们估算，K12 阶段语文、英语、数学培训参培率分别为 8.4%、31.1%、17.8%，语文参培率相对较低，提升空间更大。

Figure13 国内 K12 阶段语文培训参培率（2017 年）

	小学	初中	高中
学科参培率	33.40%	43.70%	48.20%
语文培训整体参与率	22%		
语文培训参培率	7.3%	9.6%	10.6%
人数（亿人）	1.01	0.44	0.24
人数权重	59.69%	26.27%	14.04%
语文加权平均参培率	8.4%		

资料来源：艾瑞咨询、国家统计局、中国教育财政科学院、世纪证券研究所

千亿大语文培训市场可期。根据弗若斯特沙利文数据，2018 年，国内 K12 学科培训市场规模为 4331 亿元，推算语文培训市场规模为 364 亿元。2015-2018 年，国内 K12 学科类课外培训市场规模年均复合增速为 10.9%。我们预计，2018-2027 年年均复合增速 9.6%，2027 年，国内 K12 学科类课外培训市场规模为 9883 亿元。假设语文培训参培率年均增加 0.2pct，2027 年，语文培训参培率为 10.3%。我们估算，仅 K12 阶段语文培训市场规模就达 1018 亿元。

我们认为，大语文培训具备学科素质化属性，随着新高考改革不断推进，家长发现只让孩子掌握知识是不够的，希望通过语文学习培养孩子的人文底蕴和人文素养。大语文培训产品延展性更好、产品形势更为丰富，有望成为刚需的千亿市场。

Figure14 K12 阶段语文培训市场预测 单位：亿元

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
K12 学科类课外培训市场规模	4331	4764	5236	5749	6306	6912	7569	8280	9050	9883
同比增速	10.20%	10.0%	9.9%	9.8%	9.7%	9.6%	9.5%	9.4%	9.3%	9.2%
语文培训参培率	8.50%	8.7%	8.9%	9.1%	9.3%	9.5%	9.7%	9.9%	10.1%	10.3%
语文培训市场规模	368	414	466	523	587	657	734	820	914	1018

资料来源：弗若斯特沙利文、世纪证券研究所

（3）大语文方兴未艾，竞争格局分散

大语文方兴未艾。近年来，资本、产业积极布局大语文培训市场。从 2018 年至今，大语文赛道的融资案例已经近 30 起，涉及各类应试和非应试语文

学习工具和应试辅导。好未来、新东方才分别在2018年3月、7月发布大语文产品。

竞争格局分散。目前语文学科辅导领域竞争格局较为分散，还处于抢占市场、定义用户认知的过程。整个市场上做大语文课外培训的企业较少，具备巨大的发展潜力。根据我们的预测，2018年语文培训市场规模为368亿元，以布局大语文培训业务较早的中文在线为例，公司2018年收入为1.8亿元计算，市场占有率仅为0.49%。

Figure15 布局大语文培训新赛道公司代表

日期	公司	事件
2019年12月	蜻蜓写作	获得500万元种子轮融资。
2019年8月	河小象	完成2亿元B轮融资。
2019年7月	腾跃校长在线	完成4800万元的Pre-B轮融资。
2019年7月	笔神作文	获得数百万元天使轮融资。
2019年5月	一起学语文	完成数百万元的天使轮融资。
2019年4月	云舒写	完成近亿元人民币的B轮融资。
2019年2月	秦汉胡同	国学书院获1亿元A轮融资
2018年11月	立思辰	2018年，公司陆续收购中文未来100%股权。2018年6月，立思辰出资9900万元设立思辰英才教育产业投资基金；另外，立思辰还投资了三好网、考拉网。
2018年9月	掌门1对1	宣布上线大语文课程。
2018年8月	卓越教育	发布全新大语文产品。
2018年7月	新东方	发布大语文产品。另外，新东方还投资凯叔讲故事、唐风汉语。
2018年5月	北京四中网校	发布龙之门大语文。
2018年3月	好未来	正式发布大语文产品。另外，好未来还投资了河小象、凯叔讲故事、腾跃校长在线、KaDa故事、趣读文化。

资料来源：中国教育装备采购网、世纪证券研究所

2、公司业绩持续高增长，竞争优势显著

(1) 公司盈利能力强，业绩持续高增长

大语文业务净利率名列前茅。2018年，中文未来净利率为36.01%，在9家国内外K12课外培训上市公司排名第一，高于排名第二的龙门教育10.6pct。我们认为，主要是得益于大语文培训市场方兴未艾，竞争相对温和，公司具有先发优势，期间费用率相对较低。

Figure16 K12 课外培训上市公司盈利指标对比

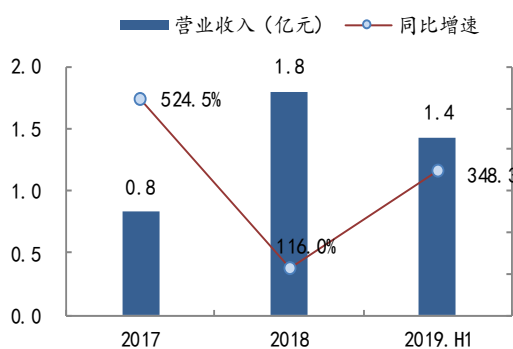
	证券名称	营业收入	净利润	净利率%	备注 (最新报告期)
第一梯队 (USD-亿元)	新东方	30.96	2.38	7.36	2018/5/31- 2019/5/31
	好未来	25.63	3.67	14.22	2018/2/28- 2019/2/28
第二梯队 (RMB-亿元)	精锐教育	39.94	2.06	3.18	2018/8/31- 2019/8/31
	学大教育	28.62	0.1	0.35	2018 年报
	昂立教育	18.01	0.75	4.2	
第三梯队 (RMB-亿元)	龙文教育	6.91	0.6	0.08	
	龙门教育	5	1.32	25.46	
	四季教育	3.36	-0.02	-0.44	
	中文未来	1.8	0.65	36.01	

资料来源：wind、公司公告、世纪证券研究所

注：昂立教育净利率为剔除营业外投资数据

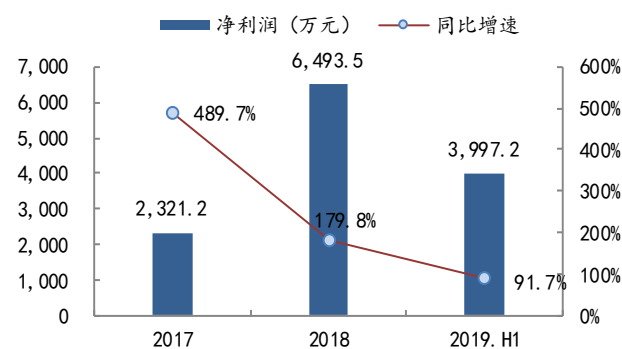
收入、净利润持续高增长。2018年，中文未来实现营业收入1.8亿元，同比增长116%。实现净利润6493.5万元，同比增长179.8%。2016-2018年，净利润年复合增长率为267.3%。2019年上半年，实现营业收入1.43亿元，同比增长348.3%；实现净利润3997.24万元，同比增长91.7%。

Figure17 中文未来营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure18 中文未来归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

(2) 公司教研体系设计更加细致、全面

语文和数学、英语学科课程易标准化不同，教研方面壁垒主要体现为原创性。教培行业教辅式思维比较普遍，大语文系统性的内容原创较难、较少。公司秉承“知人论世”的教学理念，保持趣味性是中文未来大语文的重要授课特点。“一个主线（大语文）+两个辅线（思晨写作、庖丁阅读）”构成中文未来大语文的整体课程体系。

Figure19 立思辰大语文整个课程体系



资料来源：公司官网

公司大语文课程体系内容包括古代文学、外国文学与新派作文。公司课程体系分年龄循序渐进安排教学内容。古代文学以人物为纲，外国文学着眼于东、西方比较，写作以篇法、技法、文法为主。

Figure20 公司大语文课程体系



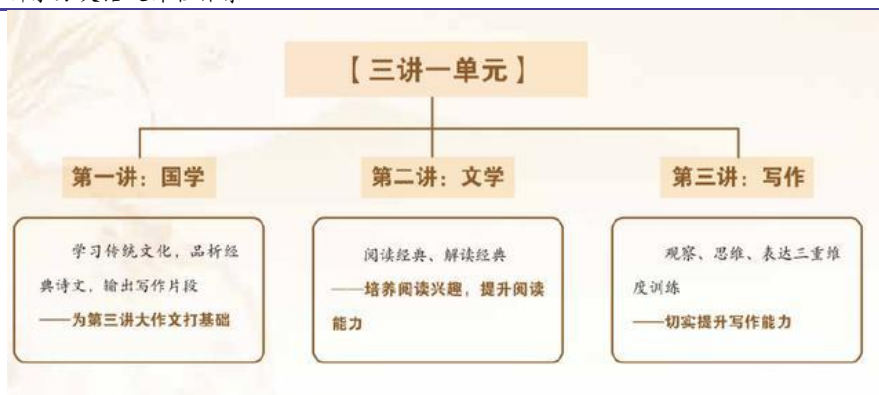
资料来源：公司官网

另外，公司大语文不仅提供学生用书，还为全国的大语文教师提供一整套全面的备课工具，拥有课程课件、视频、教案、习题等一系列独家教研产品。如畅销书《乐死人的文学史》系列、《语文统编教材精解》、音视频《窦神来了：经典文言文精讲》、掌上诸葛书。

新东方大语文课程设计从文学、写作、国学三个维度入手。公司表示，希望在“沉浸式”的“输入—输出”教学闭环中，让学生积累知识的同时，通过

发散思维训练、阅读与写作训练的方式，打破单项训练模式，提升其知识储备和语文综合能力。另外，公司也有自主研发《博文读写》教材。

Figure21 新东方大语文课程体系



资料来源：鲸媒体

学而思大语文以中文分级阅读体系为主，涉及人文游学、素质活动、素养微课等内容。学而思大语文的课程体系包括：小学低年级主要是儿童文学、蒙学经典、传统文化等；小学中高年级主要是中国古代散文、中国现当代文学、外国文学、中国古代小说等；六年级则是文言文一年特训。此外还容纳进传统文化甚至天文、地理、物理知识等，以帮助孩子更深入理解作品。

Figure22 学而思大语文课程体系



资料来源：公司官网

我们认为，大语文培训的教学效果主要体现为学员阅读理解能力、表达能力、写作能力、文学素养的提升，进而实现语文成绩提分。因此课程在设计在保持趣味性的同时，仍需贯穿落地阅读、作文、文言文等具体内容。虽然各

代表机构课程设计各有千秋，对比来看，公司课程设计更加直观表述是如何将中外文学阅读与写作分年龄，循序渐进融合，维度更丰富，相对细致、全面。

(3) 公司师资核心团队更有影响力

公司大语文业务核心团队均来自于北大、北师大、华师大等师范类一级学府，至今已有十余年教学经验。公司有成熟的薪酬体系和激励制度，团队稳定，离职率较低。

窦昕是公司大语文创始人，被数万学生及家长称为“窦神”。出生在甘肃天水的语文教育世家，中考语文满分，甘肃高考语文状元，毕业于北京师范大学中文系，《思泉语文课程体系》主编，在语文学科辅导领域拥有极高的知名度，从2008年开始创立大语文课程体系，先后在巨人学校、高思教育集团任职，从事文学素养培训十余年，2015年创立中文未来。因为窦昕强大的影响力，2019年9月，立思辰大语文更名为“豆神大语文”，还打出了全新的品牌语“学好大语文，当然找豆神!”。

Figure23 公司大语文业务创始人窦昕简介

日期	简介
2008年	就职于北京巨人学校，负责语文教师管理及教学研发工作。
2009年	创业，建立《思泉语文课程体系》
2010年	与须佶成、李川、池恒等一起创办了高思教育集团
2013年	大语文配套教材问世并正式出版发行。担任高思教育集团副总裁，负责高思教育集团的中小学语文学科、中小学英语学科、文科运营、网校、产品对外合作等业务。
2014年	重返巨人学校，任集团高级副总裁、叶圣陶学校校长，全面负责集团业务教学、教研、网络支持、运营和叶圣陶学校各项事务。
2015年	成立中文未来教育科技有限公司。同年，大语文线上平台“诸葛学堂”正式上线。
2018年	立思辰全资收购中文未来100%股权，立思辰大语文应运而生。
2019年6月	接任立思辰总裁。

资料来源：百度百科、世纪证券研究所

陈思是思晨创意写作联合创始人。北京大学中文系-哈佛大学东亚系联合培养博士。青年学者，中国作家协会会员，中国现代文学馆特邀研究员，“华语文学传媒大奖”评委，出版专著两部、译著一部，散文被选为天津高考阅读题。齐白是庖丁阅读创始人。北京青年报、新京报、京华时报等权威媒体多次专访的k12权威人士。

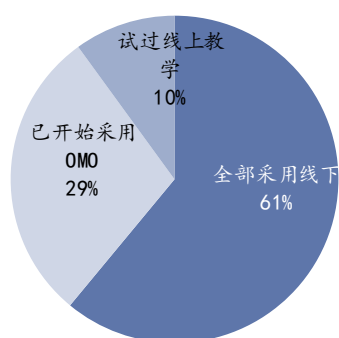
对比来看，学而思（好未来）大语文的产品负责人是李林，新东方大语文产品负责人是王菁菁，均无详细介绍。公司领导者同时作为教研创始人，相对更有影响力。学而思、新东方也一般招聘名校师范类毕业或有教育背景的语文老师进行教学研究，但公司针对语文教研核心的写作、阅读教研创始人也更有影响力，教学经验相对更丰富。

3、OMO 发展模式清晰，公司佳绩可持续

(1) OMO 模式是未来教培发展方向

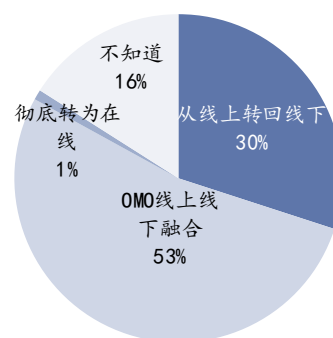
OMO(Online Merge Offline)将成为疫情结束后教育培训行业的主流模式。根据腾跃校长在线的调查，业内普遍认为疫情结束后，纯线上模式仍无法满足所有家长的需求，线下机构仍会回归线下培训。而疫情期间无论机构或学员都对线上教育有了初步体验，教育线上化已经大势所趋。因此从中长期看，OMO 多场景融合，线上线下互动模式将成为疫情结束后教育培训行业的主流模式。目前，已有 53%的机构表示，疫情结束后会将经营模式调整为 OMO 模式。

Figure24 疫情开始前教育培训机构业务模式



资料来源：腾跃校长在线、世纪证券研究所

Figure25 疫情结束后教育培训机构调整业务模式



资料来源：腾跃校长在线、世纪证券研究所

我们认为，线上教学模式能够打破线下教育在时间和空间上的限制，能够为学生提供更机动自主的教学规划，更为多样化的教学方式。随着大数据、云计算、人工智能等技术逐渐成熟，AI+教育、5G 时代来到，对教育的传递方式、应用方式、呈现方式带来革命性的改变。

此次新冠疫情加速了在线教育的普及。随着用户使用习惯的改变，之前单纯的线下模式已经无法满足用户的多样化需求。加之政策的规范使得线下办

学成本攀升，将科技赋能教育，OMO 线上和线下的融合发展模式已是未来教培行业的发展方向。如以新东方为代表的头部企业，2018 年下半年开始，也确定了线上+线下双平台战略，加大科技的投入。

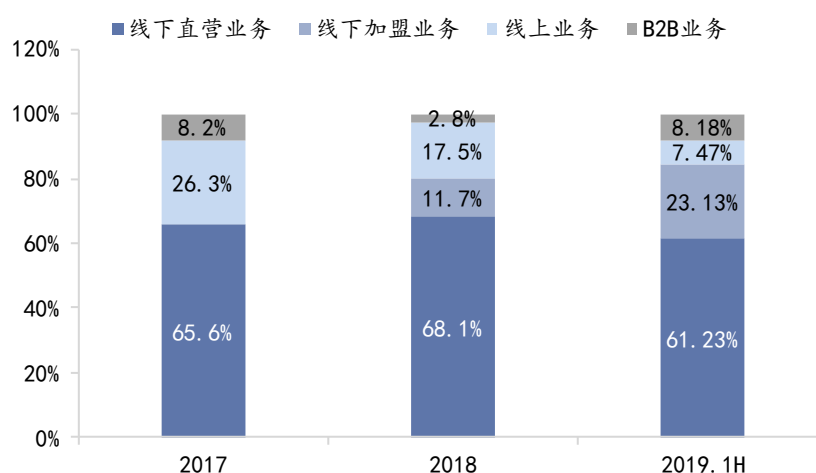
(2) 专注大语文，公司 OMO 发展模式清晰

公司专注大语文发展。类似新东方、好未来分别以英语、数学科目为核心发展，公司以大语文为核心，战作为主要盈利点。目前，公司已经孵化出了包括纳约数学、大英语、理科前线在内的多个导流学科产品，为大语文的发展打造护城河。我们认为，公司以语文学科为特色，利于形成差异化竞争力优势，树立口碑，拓展市场。

公司 OMO 发展模式清晰。公司线上业务主要为诸葛学堂（B2C 在线学习）及培训机构教学解决方案（B2B）；线下教学网点以“大语文”课程为核心，校区包括直营店和加盟店。公司依托其团队“线上+线下”复合运营管理经验，不断拓展线下教学网点，同时将线上平台与线下网点进行快速异地市场复制，利于提升品牌知名度，增加抗风险能力，利于整体业务增长。

线下业务贡献主要收入。2018 年，公司大语文业务包括线下直营业务、线下加盟业务、线上业务、B2B 业务，占比分别为 68.1%、11.7%、17.5%、2.8%。

Figure26 公司大语文业务营业收入构成



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

(3) 线下：校区饱和率提升、扩张有翻倍空间+学费提升

1) 线下业务收入增速较快

线下直营业务高增长。2019年上半年,公司大语文业务直营店营业收入合计为8785万元,同比增长91.4%。北京、上海、深圳一线城市直营学习中心收入维持高增长,北京地区收入为5866万元,同比增长78.3%,占比67%。其他城市直营学习中心收入为642万元,同比增速近6倍。**我们认为**,公司可以在北京地区为示范,线下大语文业务推广效果较好。

线下加盟业务值得关注。2018年下半年,公司开始线下学习中心加盟业务,2018年为2,109万元。2019年上半年,公司实现营业收入3318万元,已超过2018全年。

Figure27 公司大语文业务收入及同比增速

地区	2018		2019. H1	
	确认收入(万元)	同比增速	确认收入(万元)	同比增速
北京	11,666	150.0%	5866	78.3%
上海	2,981	221.3%	1030	100.4%
深圳	1,019		572	88.2%
长沙	1,225		589	51.8%
西安	123		86	
其他	392		642	590.3%
合计	17,406	190.8%	8785	91.4%
加盟	2,109		3318	

资料来源:公司公告、世纪证券研究所

2) 随着饱和率提升,直营单店收入将增加

从公司较为成熟的北京直营学习中心的发展情况来看,2018年直营单店收入为207万元,同比增长34.1%,2019年上半年,直营单店收入为128万元,同比增长47.3%。

Figure28 公司北京直营学习中心单店收入逐步上升

北京	2017	2018	2018. H1	2019. H1
直营学习中心(个)	31	41	38	46
直营单店收入(万元)	154	207	87	128
同比增速		34.1%		47.3%

资料来源:公司公告、世纪证券研究所

从公司直营学习中心的店龄分布来看，2018年，粗略估算1年新店占比为一半，根据我们的预计，随着公司老店的增加，2021年，预计1年新店占比将下降至26.5%，预计公司直营单店收入将随着饱和度提升。

Figure29 预计公司直营学习中心新店占比将逐年下降

店龄	2018		2019E		2020E		2021E	
	直营学习中心(个)	占比	直营学习中心(个)	占比	直营学习中心(个)	占比	直营学习中心(个)	占比
1年	46	49.5%	72	43.6%	98	37.3%	95	26.5%
2年	40	43.0%	46	27.9%	72	27.4%	98	27.4%
3年	7	7.5%	40	24.2%	46	17.5%	72	20.1%
4年			7	4.2%	40	15.2%	46	12.8%
5年					7	2.7%	40	11.2%
6年							7	2.0%
7年								
合计	93		165		263		358	

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

3) 学习中心规模扩张超一倍，可达千家

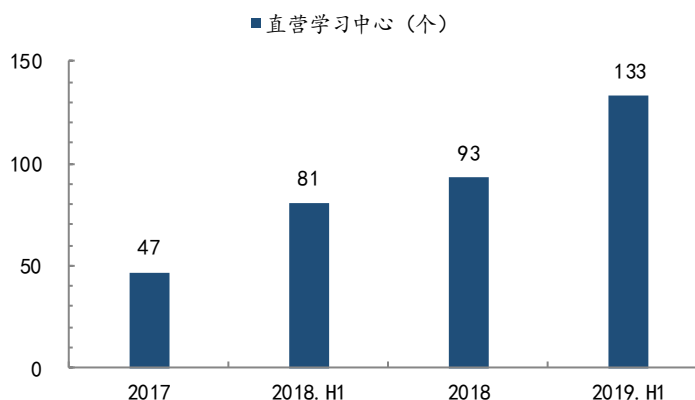
2019年，公司线下直营店学习中心为160多个，未来预计可达400个以上；公司线下加盟学习中心为260多个，未来预计可达700家以上，因此线下学习中心规模扩张空间超一倍，可达千家。

a. 直营学习中心增加，将继续助推学员增长

2019年上半年，公司大语文直营学习中心数量已增至133个，相比2018年，增加40个。公司已在北京、上海、深圳、长沙等21个城市设立直营分校。2019年上半年，当期累计就读人次为3万人次，同比增长34.2%，其中新增的其他城市同比增速高达495.3%。主要得益于公司直营学习中心不断增加。

未来，公司保定、嘉兴、张家港、江阴、常熟、上饶、莆田、厦门、重庆、兰州、济宁等城市的直营分校正在建设中。公司公告2019年底直营店有160多家，2020年规划直营店260多家，将继续助推学员就读人次增长。

Figure15 公司大语文直营学习中心稳步增长



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

注：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

我们认为，公司将继续在经济相对发达的省会城市建设直营店。目前中国有23个省会城市，保守估计公司在省会城市平均设立20家直营店，预计公司直营店规模可达400家以上。

Figure30 公司线下当期累计就读人次及同比增速 单位：人次

地区	2018. H1	2019. H1	同比增速
北京	14738	17197	16.7%
上海	3372	3766	11.7%
深圳	1261	1783	41.4%
长沙	2017	2504	24.1%
西安	263	385	46.4%
其他	741	4411	495.3%
合计	22,392	30,046	34.2%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

注：累计学生在线下每就读一个学期计算一人次

b. 线下加盟学习中心增长空间大

公司主要是在地级市、县级市开展线下加盟业务。公司大语文实施“双轨”运营支持体系，即“教学+运营”双向并线支持系统，让新校区从建校到盈利的每一步都坚实有力。通过借助当地加盟商的资源进入当地城市，利于树立本地化大语文产品的优质口碑，利于市场份额提升。

Figure31 公司加盟学习中心“教学+运营”双向并线支持系统



资料来源：立思辰大语文公司官网

2019年上半年,公司大语文加盟学习中心数量已增至137个,相比2018年,增加58个。公司公告2019年底加盟店有260多家。根据公司官网最新公布,加盟分校为300家,2020年规划加盟店400家左右。

2020年,公司计划推出两条加盟线,一条主线仍然是豆神大语文,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。公司将继续实行1+3扩展模式,即1个直营校加3个加盟校的模式。

我们认为,按照2019年数据,估计公司直营和加盟学习中心数量的估计比例仅为1.6,以此推算,加盟学习中心超过200个增长空间。另外,目前中国共计293个地级市、387个县级市,即使每个地区分布1-2家加盟校区,预计公司加盟店规模可达700家以上。

Figure32 公司最新学习中心分布



资料来源：立思辰大语文公司官网

3) 公司客单价较高，仍有提升空间

公司客单价较高。公司通过分层，优化教育设计，针对性的推出课程，利于更广泛覆盖的客户群体。目前公司大语文线下产品分为三种：流量产品、品牌产品以及价格较高王者班。

Figure33 公司大语文产品分类

大语文产品分类	简介
流量产品	这种产品定价较低，授课时长较短，课程有亮点，但对教师的要求没有其他产品高。
品牌产品	这种产品包括了很多专项课，课程单价较高，口碑很好，进入公司的大语文教师，在流量班经过一定时间的积累才可以升级到这些课程授课。
王者班	兼具品牌传播和利润实现的王者班，将三种课程体系合理配比在一种班型里，满足了学生和家長对语文学习的立体需求。这种班型全部为名师授课，同时也是三种线下产品中收费最高的，授课品质和带来的收入都比较高。

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure34 公司大语文王者班课简介



资料来源：立思辰大语文 APP

相比而言，公司大语文作为主打产品，培训收费较高，已形成一定品牌溢价。如目前公司小学三年级中外故事课程，20个课时为3250元，新东方类似春季班课程，32课时为2680元，学而思20课时暑期班报价为2490元。另外，公司最新深圳地区王者班课程包括多个维度，优惠价格为20个课时5200元，价格最高。

Figure35 公司大语文培训学费相对较高

三年级语文秋季基础训练班 可在线 新东方 适用学员: 课程简介: >>详情 ¥2880起 查看详情 选班报名	春 三年级中外文学故事 立思辰大语文 123 BJ20CY3132 周日13:30:00-15:00:00 ¥ 3250.00
暑期班小学三年级语文培训班(通州敏学) 学而思培优 适合校内学习不错的学生, 培养优秀的学习习惯 难度 ★★★★★ 8月16日-8月26日 四期08:30-11:00 10次课 ¥ 2490	六年级王者班 立思辰大语文 王者VIP专享 123 SZ19NYW604 ¥ 5200.00

资料来源: 新东方官网、立思辰大语文 APP、学而思培优 APP

高毛利产品推广提升客单价。2019年上半年, 公司线下直营店客单价为2923.9元/人, 同比增速为42.7%。根据公司公告, 收入大幅增长的原因为王者班开班数量增多。我们认为, 随着语文考试难度增加, 预计后期家长为提升教学效果, 消费内容更全面、师资、服务更好的王者班的学员占比也逐步增加, 公司客单价仍有提升空间。

Figure36 公司每学期就读学员客单价

项目	客单价(元/人)		
	2018.H1	2019.H1	同比增长
北京	2232.3	3411.1	52.8%
上海	1524.3	2735.0	79.4%
深圳	2410.8	3208.1	33.1%
长沙	1923.6	2352.2	22.3%
西安	/	2233.8	/
其他	1255.1	1455.5	16.0%
合计	2049.4	2923.9	42.7%

资料来源: 公司公告、世纪证券研究所

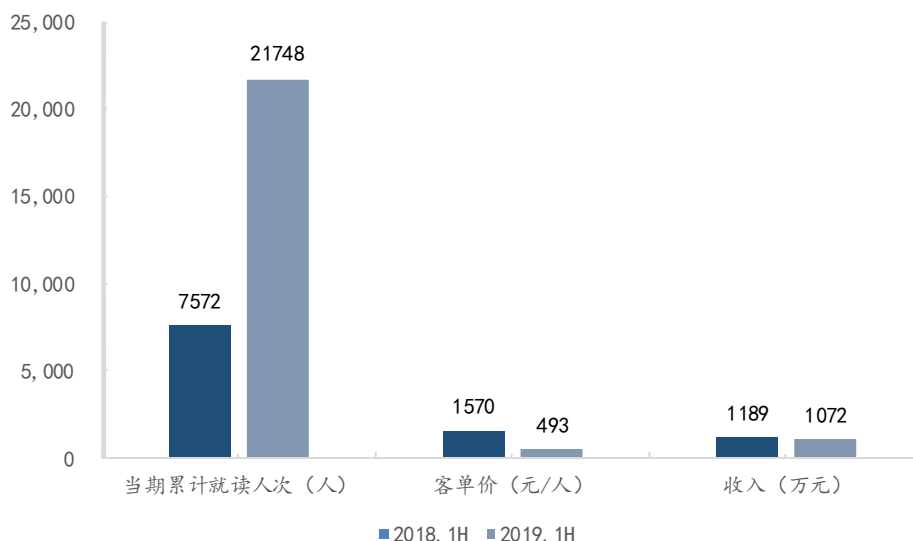
注: 以累计学生在线下每就读一个学期计算

(4) 线上: 就读人数快速增长, 加大投入促发展

1) 线上业务: 就读人数快速增长

2019年上半年, 公司线上业务当期累计就读人次为2.2万人, 同比增长187.2%。客单价为493元/人, 同比下降68.6%, 实现收入1072万元, 同比下降9.8%。我们认为, 公司短期通过以价换量, 利于市场份额的提升, 促进线上业务的长期发展。

Figure37 公司大语文线上业务数据

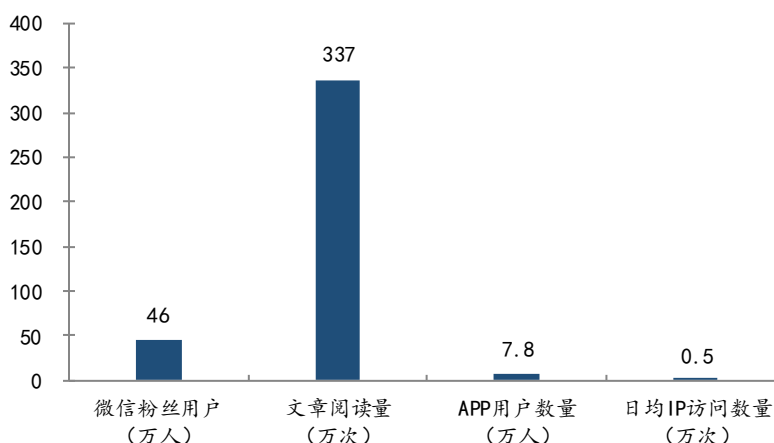


资料来源：公司公告、世纪证券研究所

2) 公司将加大线上教育发展

公司加大线上业务宣传力度。截止 2019 年上半年，大语文微信粉丝用户新增 13 万人，累计粉丝用户达到 46 万人，文章阅读量达到 337 万次。公司大语文 APP 用户数量达到 7.8 万人，日均 IP 访问数量超过 5,000 次。诸葛学堂在各短视频平台累计粉丝用户达到 853 万人，累计播放量达到 6.9 亿次，累计获得粉丝点赞数量达到 1,804 万次。打卡小程序在增强用户粘性方面起到一定作用，日均打卡人数达到 3,500 人次，累计使用用户达到 53 万人次。

Figure38 公司大语文微信数据



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

疫情期间大力发展在线教育。面对新型冠状病毒肺炎疫情的特殊时期，2月3日，豆神大语文推出寒假不停学，决定在疫情期间，线下课程全面调整为线上授课。公司宣布旗下豆神大语文在疫情期间向全国中小學生免费提供部编版语文春季同步学线上课程，并将文化节目《豆神时间》所获收益全数捐赠往武汉疫区。

公司将加大线上教育发展。大语文教育主张以课堂教学为轴心，尊重个性，启迪灵性，向生活和学习的各个领域延展。只有多样化教学才能满足大语文教学的如此丰富多层次的需求。因此，公司计划升级双师课堂，为中小型机构及个人投资者提供完整的双师课程综合解决方案；通过建设中文未来教育云服务平台，对线上线下各个教学环节进行统一管理，实现资源共享；通过建设诸葛学堂线上学习平台，为学生提供全面的线上服务。

我们认为，基于该行业发展趋势，预计公司将投入更多的资源发展大语文线上业务，从教学内容和教学方式上不断升级，提高学生在线学习的体验，获取更多线上用户数量，提高线上用户阅读量和日均访问量。

4、大股东积极参与定增，项目预期经济效益良好

定增发展大语文业务，大股东积极认购。2020年2月20日，公司披露锁价定增预案，发行股票价格为12.03元/股，发行股票数量不超过1.27亿股，募集资金总额不超过15.3亿元，其中5.9亿元用于发展大语文业务，升级教学内容和教学方式。公司此次非公开发行确定了12个发行对象，其中，大股东窦昕认购资金3.5亿元，此次定增锁定期为18个月，定增完成后，预计其持股比例将进一步提升。

Figure39 公司本次募集资金使用计划

序号	项目	投资总额 (亿元)	拟使用募集资金金额(亿元)
1	大语文多样化教学项目	3.63	3.20
2	大语文教学内容升级项目	3.20	2.70
3	偿还银行贷款	7.00	7.00
4	补充流动资金	2.40	2.40

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

项目具有良好的经济效益。1) **大语文多样化教学项目。**项目总投资金额为3.63亿元，使用募集资金投入3.2亿元，拟建设周期为2年。主要包含MR

未来体验馆、双师课堂升级、中文未来教育云服务平台和诸葛学堂线上学习平台四个子模块。公司预计项目达产后将实现**年均收入 18,903.47 万元**，税后内部收益率为 15.04%，静态投资回收期（税后）4.71 年。

2) 大语文教学内容升级项目。项目总投资金额为 3.2 亿元，使用募集资金投入 2.7 亿元，拟建设周期为 2 年。项目包含动漫周播剧《豆神魔法学校》、大语文 AI 知识图谱和大语文数字版权三个子模块。公司预计项目达产后将实现**年均收入 16,346.99 万元**，税后内部收益率为 15.38%，静态投资回收期（税后）4.62 年。

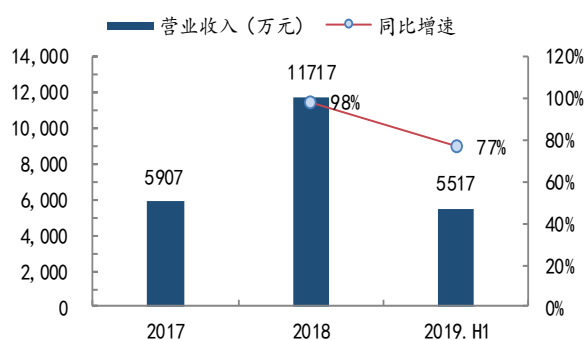
三、高考升学咨询需求旺盛，百年英才业绩高增长

1、百年英才业绩高增长，超额完成业绩承诺

业绩保持高增速。2016 年 9 月，公司以 2.85 亿元现金收购百年英才 100% 股权。其主营业务包括：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），及其他产品。

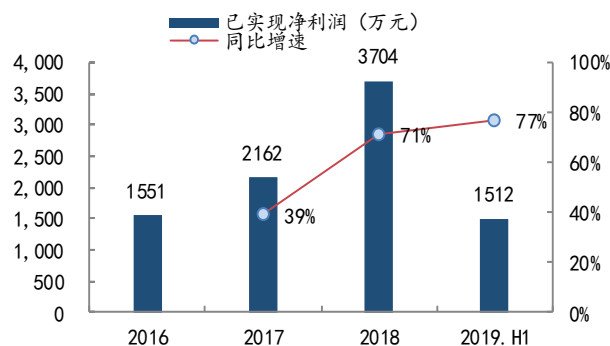
2018 年，百年英才实现营业收入 1.17 亿元，同比增长 98%，实现净利润 3704 万元，同比增长 71%。2016-2018 年，净利润年复合增速为 55%。2019 年上半年，公司实现营业收入 5517 万元，同比增长 76.9%，实现净利润 1512 万元，同比增长 77%。

Figure40 百年英才营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure41 百年英才净利润及同比增速

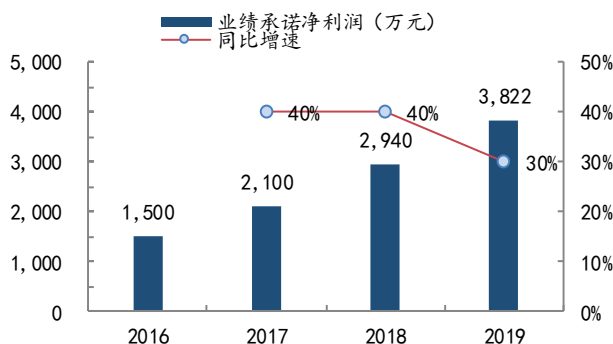


资料来源：公司公告、世纪证券研究所

将继续超额实现业绩承诺。2016-2018 年，百年英才超额完成业绩承诺。2019 年上半年，公司业绩承诺净利润为 3822 万元。2018 年上半年，公司净利润全年占

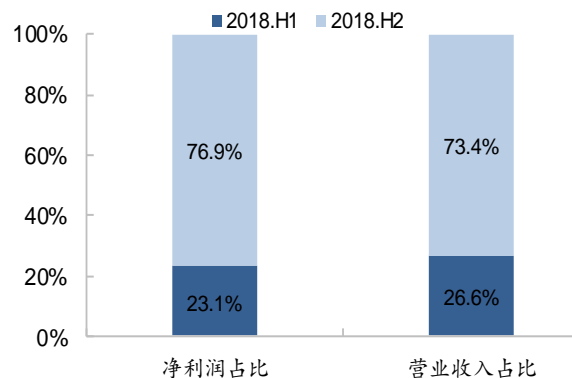
比为 23%，假设 2019 年上半年已实现净利润全年占比为 30%，预计公司将实现净利润 5040 万元，同比增长 36%，将继续超额完成业绩承诺。

Figure42 百年英才业绩承诺及同比增速



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure43 百年英才 2018 年业绩分布

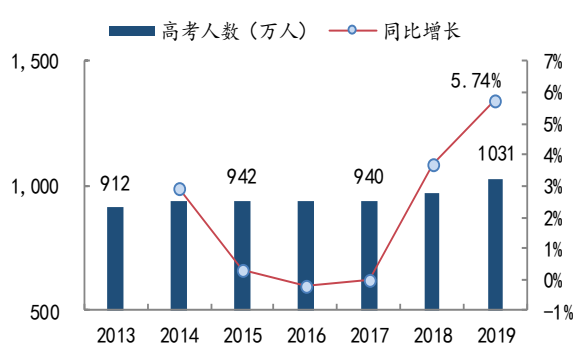


资料来源：公司公告、世纪证券研究所

2、高考升学咨询需求旺盛，公司将继续受益

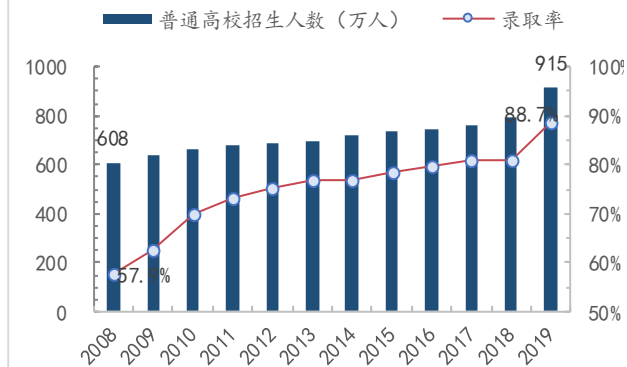
高考升学咨询需求递增。2019 年，全国高考人数为 1031 万人，同比增长 5.74%，较 2018 年增加 56 万人，报名人数创近 9 年新高。2019 年，全国普通高校招生人数为 915 万人，自 2007 年至 2019 年，高考实际录取率从 57.6% 提升至 88.7%，这也意味着绝大多数高考生拥有了接受高等教育的机会。在有限的时间内面对巨大的报考信息量，老师及家长对考生的志愿填报的指导有限，如何做好人生重大抉择，考生对专业机构高考升学咨询需求将递增。

Figure44 全国高考人数及同比增速



资料来源：教育部、世纪证券研究所

Figure45 全国普通高校招生人数及录取率



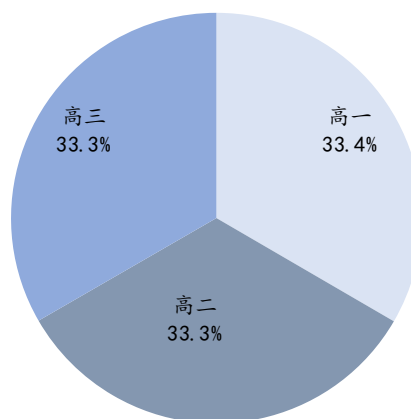
资料来源：国家统计局、世纪证券研究所

高考改革将促使高考升学咨询服务市场容量扩大。高考新政处于试点阶段，预计将在全国推行。考生总成绩由统一高考的语文、数学、外语 3 个科目成绩和高中学业水平考试 3 个科目成绩组成，保持统一高考的语文、数学、外语科目不变、分值不变，不分文理科，外语科目提供两次考试机会。同时，

高校要根据自身办学定位和专业培养目标，研究提出对考生高中学业水平考试科目报考要求和综合素质评价使用办法，山东、浙江等多个省市都采取了“专业+学校”志愿填报方式。

因此，提前确定志愿及专业变得至关重要，考生在高一就需要综合考虑人生规划、自身特长、所选专业、高校要求、毕业出路等因素，进行专业和科目的选择。高考改革的推广将促使高考升学咨询服务需求由高三阶段提前至高一阶段，大大拓展了高考报考教育行业的市场容量。2018年，全国普通高中在校生人数为2,375万人，各年级约占1/3。

Figure46 全国普通高校在校生人数占比（2018年）



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

公司大数据分析能力较强。百年英才采集整理了两千多所院校亿量级的数据信息，全方位解读院校招生计划、录取情况、专业招生情况等信息，建立了自有的高考大数据，基于这些数据建立了相关的分析工具，并结合高校就业数据和职业规划专业选择测评分析工具，准确的推荐考生适合的专业以及未来适合的就业方向。利用大数据分析和精准的算法模型，让考生的分数价值最大化。

运营模式：线上与线下结合。一方面注重线上品牌运营，百年英才运营搜狐、今日头条、腾讯、一点资讯等多个高考自媒体频道，其中搜狐教育高考频道自媒体流量当前排名第一，并且运营近百个微信群。百年英才旗下“高考管家”APP拥有近百万的注册用户，在线上流量运营方面具有显著的优势。另一方面，百年英才积极拓展线下咨询服务，目前已有十余家分公司为家长和学生提供一对一高考升学咨询服务，通过线上品牌运营给线下咨询服务导流，最终实现用户的付费转化。

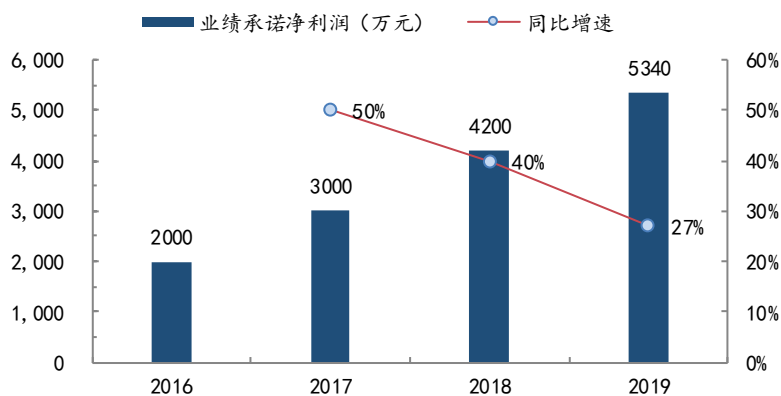
四、公司将继续分拆业绩欠佳业务

2020年2月21日，根据公司投资者关系活动记录公告，原来预估是2020年上半年把康邦、留学等业务分拆，现在来看，确实受到疫情影响，时间进度肯定会往后延，但公司今年总体的规划不会变。预计公司将陆续将与大语文无协同关系，发展前景欠佳，对业绩造成拖累的业务逐步分拆剥离。具体来看：

1、拟剥离叁陆零教育留学业务

业务受到留学新政、未决诉讼负面影响。2016-2019年，叁陆零教育业绩承诺度实现净利润分别不低于人民币2000万元、3000万元、4200万元、5360万元。虽然期间业绩承诺已完成，但2018年美国出台了多项留学相关新政，均影响着赴美留学生的选择。按照公司原定计划，美国留学市场为公司未来主攻方向，叁陆零教育收入在未来存在不确定性。

Figure47 叁陆零教育业绩承诺及同比增速



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

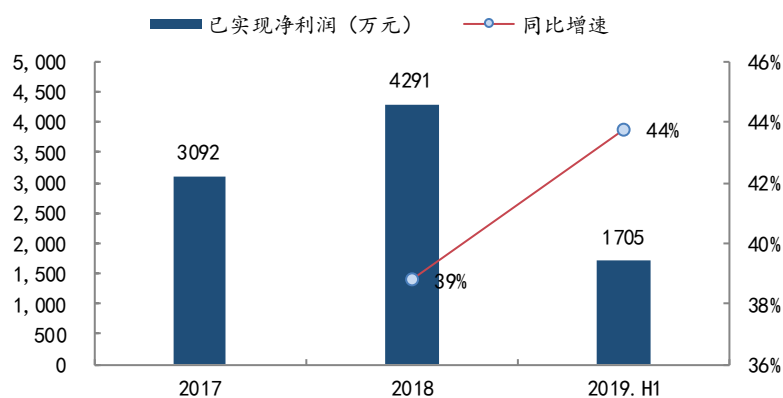
另外，2018年，北京奇虎科技有限公司就商标侵权及不正当竞争纠纷事宜向上海知识产权法院提起诉讼，要求本公司及本公司之子公司叁陆零教育立即停止侵犯原告注册商标专用权的行为，**申请赔偿**经济损失人民币5000万元。

2018年已进行商誉减值。由于叁陆零教育收入在未来存在不确定性，2018年，公司就其商誉所在资产组或资产组组合进行价值估计，纳入商誉减值测

试范围含商誉在内的在资产组预计未来现金流量现值为 20,777.00 万元，减值 12,076.57 万元。

2019 年预计可完成业绩承诺，诉讼达成和解。2019 年上半年，叁陆零教育实现净利润 1705 万元，同比增长 44%，假如参照 2018 年上半年净利润全年占比为 28%，假设上半年净利润占比为 32%，预计全年仍可实现业绩承诺。另外，2019 年 11 月，公司与 360 公司的商标权纠纷，经各方深度沟通，为避免对 360 品牌造成混淆，公司将逐步更换并启用新的品牌，双方达成和解。

Figure48 叁陆零教育已实现净利润及同比增速



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

2020 年拟剥离叁陆零教育。公司在“留学 360”这一品牌上投入了大量推广费用和精力，才形成了目前的市场知名度和影响力，如更换并启用新的品牌将极大地影响到业务开展，以及与各地区加盟商的合作，而创立新品牌需要长期的市场培育过程，且外部市场变化可能会导致新品牌创立失败。

2019 年 12 月 26 日，公司公告签署《股权转让协议之补充协议》，拟于 2019 年报出具后的 6 个月内，以上海盛洛、上海新马、罗成及其指定的第三方回购叁陆零教育全部股权的方式，承接上市公司分拆剥离的叁陆零教育全部业务和资产。2020 年，新冠疫情将对整个留学产业链产生不良影响，预计公司将在 2020 年完成分拆叁陆零教育。

2、拟分拆康邦科技，或保留跨学网

业务受外地拓展不顺，宏观经济形势影响。2016 年立思辰以 17.6 亿元收购校园 IT 服务商康邦科技 100% 股权。之前康邦科技客户主要集中在北京及周

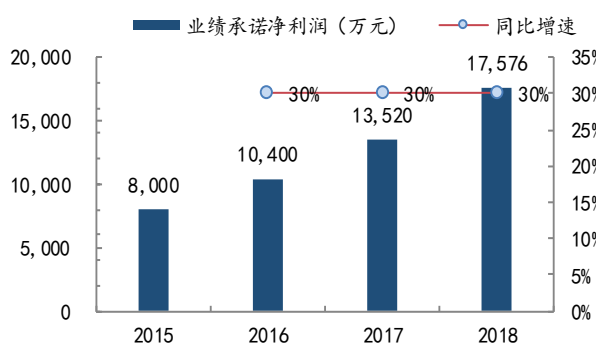
边地区，本地市场政府财政状况较好，教育理念先进，教育信息化起步较早，经过几年的快速建设，各级各类学校基本完成了教育信息化，导致市场需求持续下降。

因此，康邦科技从 2017 年开始加大外地市场拓展，在 2016 年的基础上，新开拓了 9 个省份的外地市场，分支机构的设立导致人工成本、市场费用、房租等支出增加，但新开拓地区产生订单较少，导致当年业绩下滑；同时，外地市场收入占比上升，但毛利率低于北京市场也是影响 2017 年业绩下滑的因素。

2018 年已进行商誉减值。2018 年，外部环境变化剧烈，各地方政府财政支出压力增加，开始压缩开支，导致新项目签约额下降，收入增长未达预期，影响 2018 年业绩。而且受市场竞争激烈影响，智慧教育项目毛利率降低。在上述因素的影响下，尽管收入和净利润均超过 2017 年，但未能达到公司原有的预期，且未实现当年承诺业绩。

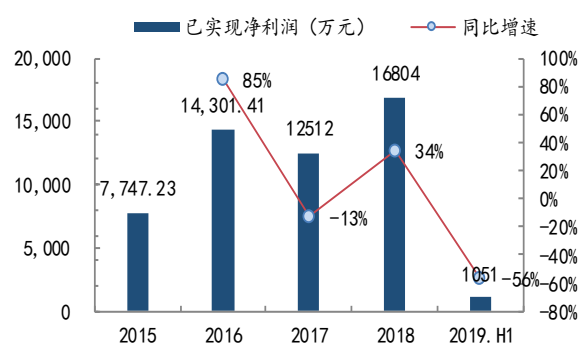
康邦科技 2018 年度实现净利润 16,970.95 万元，低于业绩承诺的 17,576 万元，系积极拓展外地市场但外地市场毛利率较低所致。2018 年，康邦科技商誉减值 18,326.96 万元。

Figure49 康邦科技业绩承诺净利润及同比增速



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

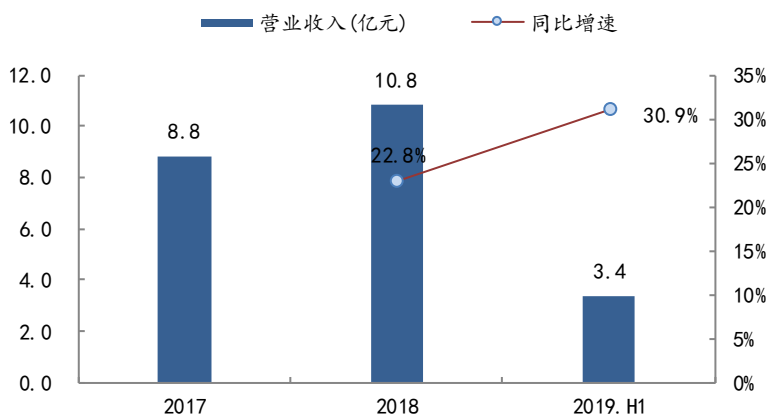
Figure50 康邦科技净利润及同比增速



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

增收不增利，智慧教育业务不容乐观。2019 年上半年，康邦科技实现营业收入 3.4 亿元，同比增长 30.9%，实现净利润 1051 万元，同比下降 56%。

Figure51 康邦科技营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

我们认为，目前宏观经济下行，为维持公司的正常经营现金流，对需要长时间占压大额资金的智慧教育项目，将会影响到未来收入的增长。且随着已过业绩承诺期，部分业务和技术骨干也表达了离职的意向，势必也会影响到公司的长远发展，预计公司将在2020年完成分拆康邦科技。

子公司跨学网实现业绩承诺，公司或将其保留。2016年10月，公司以2.5亿元现金收购北京跨学网100%股权，交易完成后跨学网成为康邦科技的全资子公司。2016-2019年，跨学网承诺实现净利润分别不低于人民币1,600万元、2,080万元、2,704万元、3,515万元。公司公告2016-2018年业绩承诺已完成，未披露具体业绩金额。

我们认为，跨学网是K12行业内领先的互联网教育内容及服务提供商，跨学网视频课程和题库资源与易视腾、软云科技、优学教育等多家机构进行深度合作，可与公司大语文核心业务产生协同，公司在分拆康邦科技业务中或将其保留。

跨学网依托于北教传媒每年六千余万册图书出版资源、两百余家代理商及1万多家校边店渠道，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。跨学派平板电脑搭载跨学网优质的内容资源及“老师来帮忙”实时答疑APP，提供更多有利于用户学习的功能模块，打造终端流量入口。

另外，跨学与腾讯智慧校园紧密合作，目前已实现智慧校园基础版和高级版两种产品版本，拥有消息通知、互动社区、校园活动、校园数据、成长报告、网络班会、办公 OA 等功能。

3、预计合众天恒也将被剥离

合众天恒是本公司收购的第一家从事教育的公司，该公司以教育信息化为主营业务，数字化校园系列软件产品是其竞争力的核心，市场主要集中在北京及周边地区。公司收购康邦科技后，因合众天恒的数字化校园产品和市场与康邦科技存在重合，2017 年公司将合众天恒销售与研发团队划给康邦科技数字化校园团队代为管理。但两个团队在研发内容和市场开拓方面存在较大分歧。

2018 年，合众天恒团队核心人员陆续离职，导致合众天恒自有技术和软件竞争力被大幅削弱，失去产品的持续更新能力，对未来业绩造成实质性影响。且北京地区的教育信息化市场基本饱和，新增项目的减少和市场竞争的加剧，导致合众天恒未来获得新订单的可能性进一步降低，因此商誉出现减值迹象。公司评估合众天恒纳入商誉减值为 4,921.94 万元。

五、盈利预测及投资评级

1、盈利预测

(1) 关键假设

1) 收入

2019-2021 年，我们预计公司营业收入分别为 3.6 亿元、6 亿元、8.5 亿元，同比增速分别为 100.2%、65.5%、41.7%。

a. 大语文业务

2019-2021 年，我们预计大语文业务营业收入分别为 3.6 亿元、6 亿元、8.5 亿元，同比增速分别为 100.2%、65.5%、41.7%。

线下：2019-2021年，我们预计分别新增直营店学习中心72个、98个、95个；人均学费参考2018年数据，同比增长分别为10%、8%、6%；我们预计公司分别新增加盟店学习中心183个、134个、114个；单店加盟费为26万元。

线上：参考2019年上半年数据，2019-2021年，预计就读人次分别为6万次、10.2万次、15.3万次；客单价分别为530/557/584元/人。

Figure52 大语文业务收入预测关键假设条件

1、线下业务		2018A			2019E			2020E			2021E		
		学习中心(个)	占比	就读人次(万次)	学习中心(个)	占比	就读人次(万次)	学习中心(个)	占比	就读人次(万次)	学习中心(个)	占比	就读人次(万次)
直营店	1年	46	49.5%	2.3	72	43.6%	3.6	98	37.3%	4.8	95	26.5%	4.6
	2年	40	43.0%	2.2	46	27.9%	2.4	72	27.4%	3.7	98	27.4%	4.9
	3年	7	7.5%	0.4	40	24.2%	2.2	46	17.5%	2.4	72	20.1%	3.7
	4年			0.0	7	4.2%	0.4	40	15.2%	2.2	46	12.8%	2.5
	5年			0.0				7	2.7%	0.4	40	11.2%	2.2
	6年及以上			0.0							7	2.0%	0.4
	合计	93	100%	4.9	165	100%	8.6	263	100%	14	358	100%	18.3
	人均学费(元/学期)	2495			2744.0			2963.5			3141.3		
	同比增速				10%			8%			6%		
	收入(万元)	12273			23,621.29			40,039.39			57,592.12		
同比增速	224.2%			92.5%			69.5%			43.8%			
加盟店	店面	79			262			396			510		
	单店加盟费(万元/家)	26.70			26.00			26.00			26.00		
	收入(万元)	2109.00			6812.00			10296.00			13260.00		
2、线上业务		2018A			2019E			2020E			2021E		
累计就读人次(万次)					6			10.2			15.3		
同比增速								70.0%			50.0%		
人均单价(元/人)					530			557			584		
同比增速								5.0%			5.0%		
营业收入(万元)		3,155			3180			5676			8940		
同比增速		43.9%			0.8%			78.5%			57.5%		
3、B2B业务		2018A			2019E			2020E			2021E		
营业收入(万元)		498			2500			3750			4875		
同比增速					402.0%			50.0%			30.0%		
合计	营业收入(万元)	18035			36113			59762			84667		
	yoy				100.2%			65.5%			41.7%		

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

b. 高考升学咨询业务

参考公司2018年、2019年上半年数据，结合行业发展前景，2019-2021年，预计营业收入同比增速分别为70%/50%/40%。

Figure53 高考升学咨询业务收入预测关键假设条件

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(万元)	11717.3	19919.4	29879.1	41830.8
同比增速	98.3%	70.0%	50.0%	40.0%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

c. 其他业务

公司暂未完成分拆的业务，参考历史数据及2019年上半年数据变化趋势进行预测，后期根据公司分拆进度再调整。

Figure54 公司主营业务收入预测关键假设条件

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入-合计	1952.4	2160.3	2357.3	2725.9
同比增速		10.65%	9%	16%
一、教育类业务	1474.8	1910.3	2157.3	2525.9
1、大语文业务	180.3	361.1	597.6	846.7
同比增速		100.24%	65.48%	41.67%
占比	9.2%	16.7%	25.4%	31.1%
2、高考升学咨询业务	117.2	199.2	298.8	418.3
同比增速		70.00%	50.00%	40.00%
占比	6.0%	9.2%	12.7%	15.3%
3、叁六零留学业务	71.4	89.1		
同比增速		24.8%		
4、智慧教育业务等	1105.9	1260.9	1260.9	1260.9
同比增速		14.0%	0.0%	0.0%
二、其他业务	477.6	250	200	200

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

2) 毛利率

综合考虑业绩良好及欠佳业务影响，2019-2021年，预计公司教育类业务毛利率分别为39%/40%/41%。

Figure55 公司主营业务毛利率关键假设条件

	2018	2019E	2020E	2021E
教育类业务	39.74%	39%	40%	41%
其他业务	35.27%	35.5%	36%	36%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

3) 期间费用率

2019年3季度，公司销售费用率为14.1%，同比下降9.1pct。研发费用率为3.2%，同比下降0.8pct。考虑期间费用率相对较低的大语文等业务占比提升，2019-2021年，预计销售费用率分别为12%、11.8%、11.6%；管理费用为16%左右；研发费用为6%左右。

4) 所得税率

参考2015-2017年均值为14.6%。2019-2021年，预计所得税率为15%左右。

Figure56 公司期间费用关键假设条件

	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用率	18.01%	12%	11.8%	11.6%
管理费用率	16.65%	16%	16%	16%
研发费用率	7.12%	6%	6%	6%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

(2) 盈利预测

2019-2021年，我们预测公司归属于母公司净利润分别为3374万元、8733万元、13134万元，分别同比增长102.37%、158.82%、50.39%。

2、估值与评级

2019-2021年，我们预测公司EPS分别为0.04元、0.1元、0.15元，对应PE分别为404.02倍、156.10倍、103.8倍。与国内外可比教育公司比较，估值相对较高。2020年，假设公司以净资产剥离业绩欠佳业务，仅考虑中文未来、百年英才净利润，PE为55.8倍。

参考好未来线下学习中心快速扩张期估值，2011-2012年，PE(TTM)为132-272倍，2016-2017年，PE(TTM)为98-513倍。考虑公司在大语文优势赛

道中已经占据先发竞争优势，线下学习中心处于快速扩张期，长期有可能成长为学科培训头部企业，可享有一定的估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

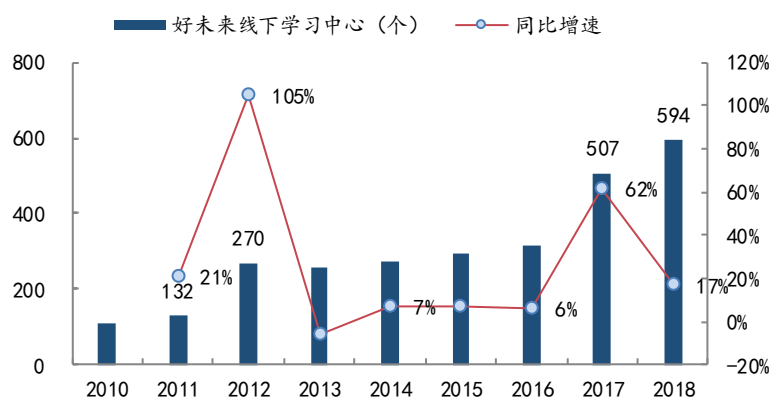
Figure57 立思辰与国内外可比教育上市公司估值比较 (2020/4/3)

证券代码	证券简称	收盘价	EPS (元)			PE (倍)		
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
1769.HK	思考乐教育	9.99	/	0.24	0.34		41.63	29.38
3978.HK	卓越教育集团	3.58	0.10	0.19	0.26	35.80	18.84	13.77
EDU.N	新东方	107.91	1.51	3.49	4.80	71.55	30.92	22.48
TAL.N	好未来	50.68	0.61	0.38	1.07	83.08	133.37	47.36
	均值					77.32	82.14	34.92
300010.SZ	立思辰	15.70	(1.64)	0.04	0.10	(9.58)	404.02	156.10

资料来源: wind、世纪证券研究所

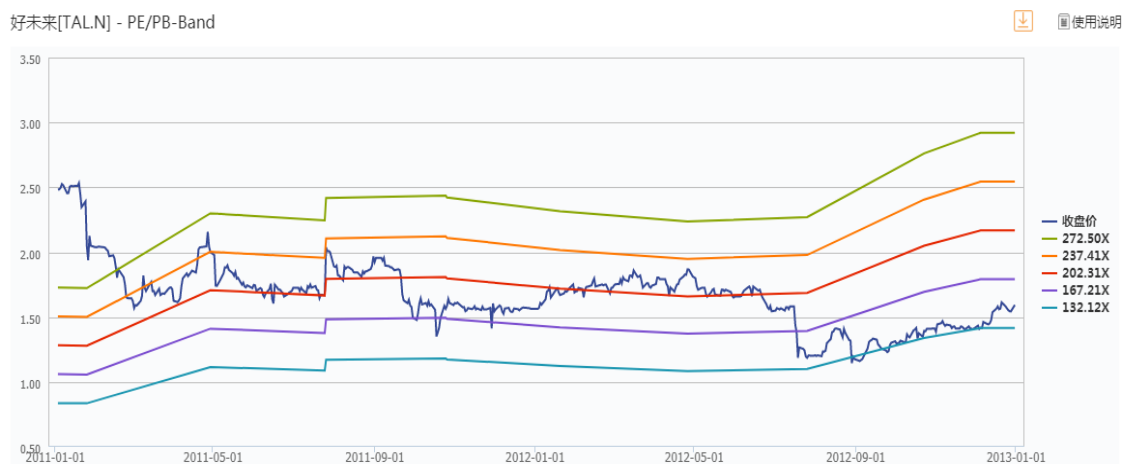
注: 1、新东方、好未来以美元计, 思考乐教育、卓越教育集团以港元计

Figure58 好未来线下学习中心及同比增速



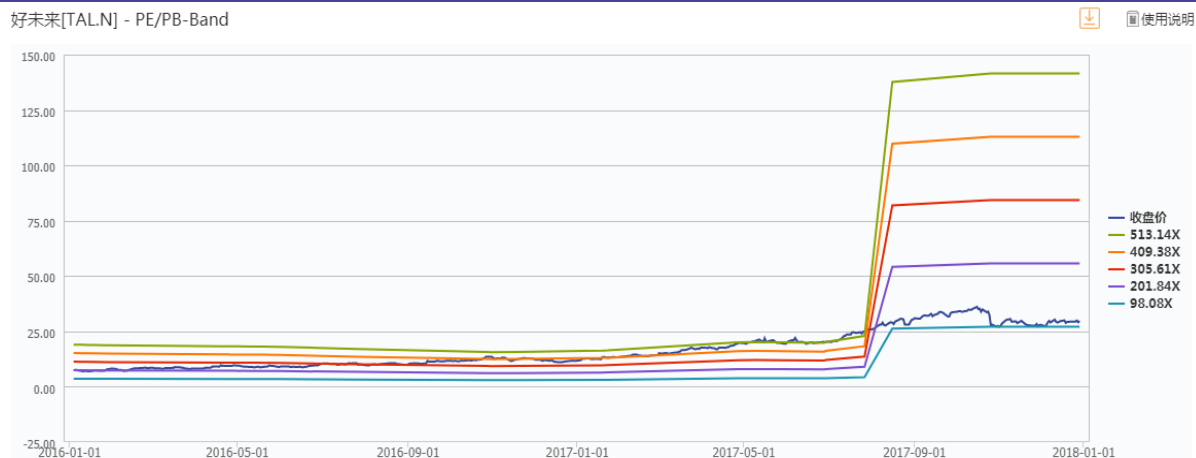
资料来源: 公司公告、世纪证券研究所

Figure59 好未来线下学习中心快速扩张期 PE 估值(2011-2012 年)



资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure60 好未来线下学习中心快速扩张期 PE 估值(2016-2017 年)



资料来源: wind、世纪证券研究所

六、风险提示

1、行业监管和产业政策变化风险

公司从事的教育培训行业经营和发展受到国家政策、地方法规和教育制度等方面的深远影响。2018 年以来, 国家密集出台了一系列行业法规及产业政策, 包括《民办教育促进法实施条例(修订草案)(送审稿)》、《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的若干意见》、《教育部 2018 年工作要点》、《关于规范校外培训机构发展的意见》、《关于健全校外培训机构专项治理整改若干工作机制的通知》等。

2、市场竞争风险

未来随着国家和社会对教育投资力度的不断加大、家庭教育支出的不断增加, 教育培训行业将继续保持高景气度。这势必引起产业投资力度加大, 国内诸多企业将加速进入该行业, 从而进一步加剧市场竞争。虽然公司在行业内拥有一定的知名度, 未来若不能继续保持较强的市场竞争力, 将存在经营业绩产生重大不利影响的风险。

3、业务发展低于预期

收宏观经济等因素影响, 未来公司线下直营店和加盟店拓展速度或低于预期, 客单价、招生人数或低于预期。

附：财务预测摘要 单位：百万元

利润表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1883.63	2161.08	1952.38	2160.31	2357.31	2725.88
减：营业成本	1019.39	1277.79	1189.70	1327.11	1422.38	1618.27
营业税金及附加	13.81	18.28	18.84	9.72	11.79	13.63
营业费用	231.00	300.43	351.62	357.64	396.03	452.50
管理费用	251.78	301.44	324.97	335.07	365.38	422.51
财务费用	16.47	48.68	77.57	91.04	58.92	64.36
资产减值损失	55.93	98.24	1374.38	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	10.63	66.13	-3.81	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	-139.07	0.00	0.00	0.00
营业利润	305.88	182.36	-1527.59	39.72	102.81	154.61
加：其他非经营损益	56.19	-0.15	-17.29	0.00	0.00	0.00
利润总额	362.07	182.21	-1544.88	39.72	102.81	154.61
减：所得税	61.80	18.40	-120.49	5.96	15.42	23.19
净利润	300.27	163.81	-1424.39	33.76	87.39	131.42
减：少数股东损益	19.96	-1.49	-0.85	0.02	0.05	0.08
归属母公司股东净利润	280.31	165.30	-1423.55	33.74	87.33	131.34
财务指标	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
收益率						
毛利率	45.88%	40.87%	39.06%	38.57%	39.66%	40.63%
三费/销售收入	26.50%	30.10%	38.63%	36.28%	34.80%	34.46%
EBIT/销售收入	19.92%	10.48%	-75.54%	3.75%	5.86%	7.03%
EBITDA/销售收入	22.76%	13.44%	-71.62%	9.43%	11.07%	10.93%
销售净利率	15.94%	7.58%	-72.96%	1.56%	3.71%	4.82%
资产获利率						
ROE	5.21%	3.01%	-43.16%	1.01%	2.56%	3.71%
ROA	5.12%	2.84%	-21.12%	1.22%	2.01%	2.68%
ROIC		3.80%	-23.19%	1.89%	3.13%	4.44%
增长率						
销售收入增长率		14.73%	-9.66%	10.65%	9.12%	15.64%
EBIT 增长率		-39.61%	-750.90%	105.50%	70.41%	38.77%
EBITDA 增长率		-32.27%	-581.48%	114.57%	28.01%	14.22%
净利润增长率		-45.45%	-969.57%	102.37%	158.82%	50.39%
总资产增长率		9.06%	-12.59%	-4.67%	3.45%	3.73%
股东权益增长率		2.00%	-39.84%	0.97%	2.48%	3.64%

资料来源：Wind、世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
增 持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；	中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；	弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。
卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	

免责声明

世纪证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（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。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。