

社会服务

短期亏损，大语文业务继续向好

2020年04月10日

—立思辰(300010.SZ) 1季度业绩预告点评

公司评级：买入（维持）

分析师：顾静

执业证书号：S1030510120007

电话：0755-83199599

邮箱：gujing@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

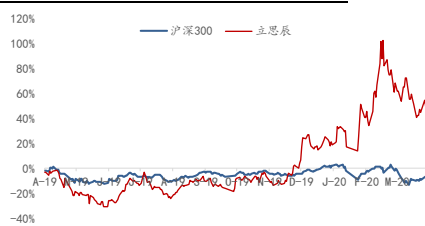
相关报告

1. 《立思辰(300010.SZ)深度研究报告-专注大语文，业绩迎来拐点》2020.4.3

核心观点：

- 1) 一季度业绩预亏。公司预告2020年1季度净利润亏损1.15亿元—1.2亿元。
- 2) 业绩亏损主要受教育信息化业务短期拖累。一季度，受疫情影响，学校全部停课，除大语文之外的教育信息化业务暂时停滞，导致收入和净利润大幅下降。早在今年2月，公司就表示已经打算将康邦科技教育信息化业务分拆，但受到疫情影响，时间进度肯定会往后延，但公司今年总体的规划不会变。我们认为，受教育信息化业务拖累，公司业绩亏损是短期的，2019年上半年，康邦科技净资产为7亿元，已过业绩承诺期，保守预计资产处置收益至少可以弥补业务亏损。
- 3) 大语文千亿市场可期，公司业务继续向好。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。公司定位专注大语文，疫情期间，公司调整大语文业务教学方式，加大了线上教学的投入和推广力度，一季度实现销售收入8,000-9,000万元，同比增长40%左右。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。业绩有承诺：2020-2021年，中文未来实现净利润分别不低于1.69/2.1亿元。
- 4) 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、0.07元、0.12元，对应PE分别为379.57倍、203.83倍、127.38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，维持“买入”评级。
- 5) 风险提示：业务发展低于预期、市场竞争、政策风险。

立思辰(300010.SZ)与沪深300对比表现



| 公司数据 | Wind 资讯 |
|-----------|---------|
| 总市值(百万) | 128.08 |
| 流通市值(百万) | 107.30 |
| 总股本(百万股) | 868.32 |
| 流通股本(百万股) | 727.45 |
| 日均成交额(百万) | 398.77 |
| 近一个月换手(%) | 68.28 |
| 第一大股东 | 池燕明 |

请务必阅读文后重要声明及免责条款

| 预测指标 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|----------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 1952.38 | 2160.31 | 2168.17 | 2536.75 |
| 收入同比 | -9.66% | 10.65% | 0.36% | 17.00% |
| 净利润(百万元) | -1423.55 | 33.74 | 62.84 | 100.54 |
| 净利润同比 | -961.20% | 102.37% | 86.22% | 60.01% |
| 毛利率 | 37.35% | 39.33% | 40.54% | 41.43% |
| 归母净利率 | 9.32% | 15.56% | 17.44% | 18.28% |
| EPS(元) | -1.64 | 0.04 | 0.07 | 0.12 |
| PE(倍) | -9.00 | 379.57 | 203.83 | 127.38 |

一、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。

Figure1 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% | | |
| 店面 | 79 | | | 262 | | | 396 | | | 510 | | | |

| | | | | | |
|----------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 加盟店 | 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%。

Figure2 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。

Figure3 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 | 2168.2 | 2536.7 |
| 同比增速 | | 10.65% | 0% | 17% |
| 一、教育类业务 | 1474.8 | 1910.3 | 1968.2 | 2336.7 |
| 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% | 27.6% | 33.4% |

| | | | | |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 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% | 13.8% | 16.5% |
| 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 | 1071.8 | 1071.8 |
| 同比增速 | | 14.0% | -15.0% | 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，考虑疫情影响，2019-2021年，预计公司教育类业务毛利率分别为39%/38.7%/39.7%。

Figure4 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% | 39% | 40% |
| 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。

Figure5 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、6284万元、100.50万元，分别同比增长102.37%、86.22%、60.01%。

2、估值与评级

2019-2021年，我们预测公司EPS分别为0.04元、0.07元、0.12元，对应PE分别为379.57倍、203.83倍、127.38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，维持“买入”评级。

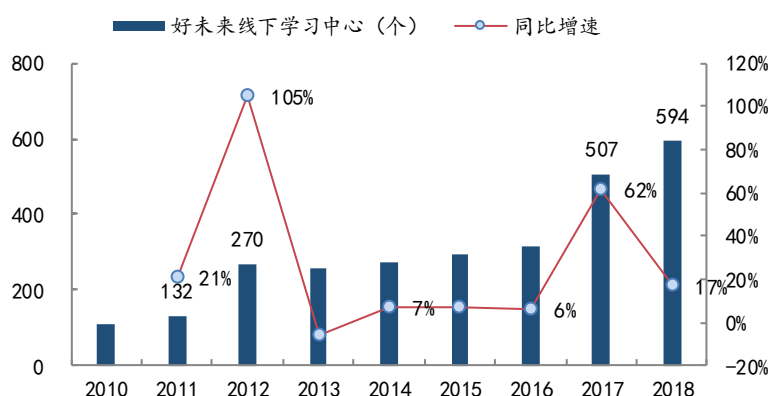
Figure6 立思辰与国内外可比教育上市公司估值比较 (2020/4/10)

| 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 | 9.80 | / | 0.24 | 0.34 | | 40.83 | 28.82 |
| 3978.HK | 卓越教育集团 | 3.46 | 0.10 | 0.19 | 0.26 | 34.60 | 18.21 | 13.31 |
| EDU.N | 新东方 | 115.74 | 1.51 | 3.49 | 4.80 | 76.74 | 33.16 | 24.11 |
| TAL.N | 好未来 | 50.82 | 0.61 | 0.38 | 1.07 | 83.31 | 133.74 | 47.50 |
| | 均值 | | | | | 80.03 | 83.45 | 35.80 |
| 300010.SZ | 立思辰 | 14.75 | (1.64) | 0.04 | 0.07 | (9.00) | 379.57 | 203.83 |

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

Figure7 好未来线下学习中心及同比增速

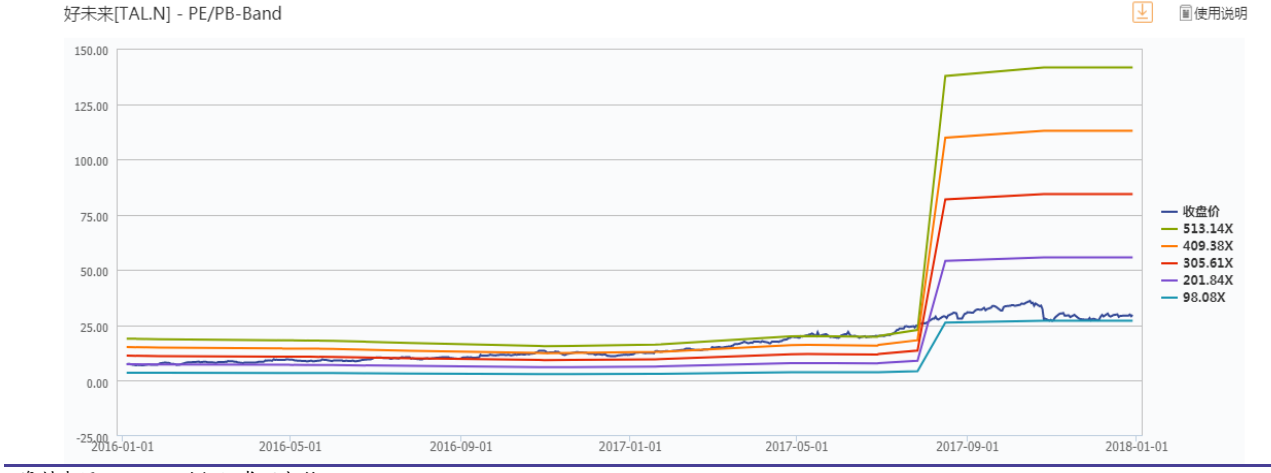


资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure8 好未来线下学习中心快速扩张期 PE 估值(2011-2012 年)



Figure9 好未来线下学习中心快速扩张期 PE 估值(2016-2017 年)



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 | 2168.17 | 2536.75 |
| 减：营业成本 | 1019.39 | 1277.79 | 1189.70 | 1327.11 | 1328.59 | 1530.05 |
| 营业税金及附加 | 13.81 | 18.28 | 18.84 | 9.72 | 10.84 | 12.68 |
| 营业费用 | 231.00 | 300.43 | 351.62 | 357.64 | 364.25 | 421.10 |
| 管理费用 | 251.78 | 301.44 | 324.97 | 335.07 | 336.07 | 393.20 |
| 财务费用 | 16.47 | 48.68 | 77.57 | 91.04 | 54.46 | 61.36 |
| 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 | 73.97 | 118.36 |
| 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 | 73.97 | 118.36 |
| 减：所得税 | 61.80 | 18.40 | -120.49 | 5.96 | 11.10 | 17.75 |
| 净利润 | 300.27 | 163.81 | -1424.39 | 33.76 | 62.87 | 100.60 |
| 减：少数股东损益 | 19.96 | -1.49 | -0.85 | 0.02 | 0.04 | 0.06 |
| 归属母公司股东净利润 | 280.31 | 165.30 | -1423.55 | 33.74 | 62.84 | 100.54 |
| 财务指标 | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 收益率 | | | | | | |
| 毛利率 | 45.88% | 40.87% | 39.06% | 38.57% | 38.72% | 39.68% |
| 三费/销售收入 | 26.50% | 30.10% | 38.63% | 36.28% | 34.81% | 34.52% |
| EBIT/销售收入 | 19.92% | 10.48% | -75.54% | 3.75% | 4.92% | 6.08% |
| EBITDA/销售收入 | 22.76% | 13.44% | -71.62% | 9.43% | 10.58% | 10.27% |
| 销售净利率 | 15.94% | 7.58% | -72.96% | 1.56% | 2.90% | 3.97% |
| 资产获利率 | | | | | | |
| ROE | 5.21% | 3.01% | -43.16% | 1.01% | 1.85% | 2.88% |
| ROA | 5.12% | 2.84% | -21.12% | 1.22% | 1.58% | 2.16% |
| ROIC | | 3.80% | -23.19% | 1.89% | 2.42% | 3.84% |
| 增长率 | | | | | | |
| 销售收入增长率 | | 14.73% | -9.66% | 10.65% | 0.36% | 17.00% |
| EBIT 增长率 | | -39.61% | -750.90% | 105.50% | 31.67% | 44.60% |
| EBITDA 增长率 | | -32.27% | -581.48% | 114.57% | 12.60% | 13.57% |
| 净利润增长率 | | -45.45% | -969.57% | 102.37% | 86.22% | 60.01% |
| 总资产增长率 | | 9.06% | -12.59% | -4.67% | 1.52% | 5.75% |
| 股东权益增长率 | | 2.00% | -39.84% | 0.97% | 1.79% | 2.81% |

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、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； 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； 卖出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。 | 强于大势： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上； 中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； 弱于大势： 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。