

社会服务**定增引入战略投资，助力大语文发展**

2020年07月13日

一立思辰(300010.SZ)点评报告**核心观点****公司评级：买入（维持）****分析师：顾静**

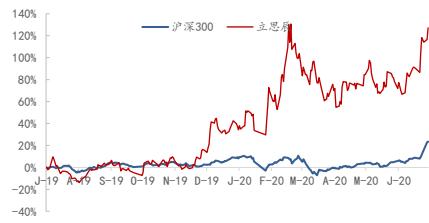
执业证书号：S1030510120007

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
2. 《立思辰(300010.SZ)1季度业绩预告点评-短期亏损，大语文业务继续向好》2020.4.10
3. 《立思辰(300010.SZ)2019年报&20201业绩点评-大语文业务业绩高于预期》2020.4.30

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）	144.84
流通市值（百万）	121.34
总股本（百万股）	868.32
流通股本（百万股）	727.45
日均成交额（百万）	301.62
近一个月换手（%）	52.07
第一大股东	池燕明

请务必阅读文后重要声明及免责条款

- 1) **定增引入粤民投、分众创享战略投资。**7月13日，公司公告定增预案（修订稿），发行股票价格为15.58元/股，募集资金从之前15.3亿元下降至13.08亿元，主要是减少了偿还银行贷款的需求，大语文项目募集资金无变化。此次定增公司主要引入粤民投（认购6.8亿元）、分众创享（认购2亿元）战略投资，期限至少为3年，双方将充分发挥各自优势，基于各自客户资源，营销渠道等开展多方面多维度的业务合作。
- 2) **窦昕认购5亿元公司股份，再次彰显信心。**此次窦昕认购5亿元公司股份，认购完成后其持股比例从目前的8.39%提升至11.02%。公司第一大股东池燕明先生持股比例将从12.43%下降到11.33%。由于窦昕与实控人池燕明签署《表决权委托协议》，池燕明持有的表决权比例22.35%，利于公司稳健转型。窦昕此前承诺将其获得的股权转让价款税后余额的60%用于购买公司股票，承诺在相应时间内不通过任何方式减持，并签订中文未来业绩承诺，此次认购再次彰显其发展“大语文”业务信心。
- 3) **大语文定增项目具有良好的经济效益。**1) **大语文多样化教学项目。**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。**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。
- 4) **盈利预测与投资评级。**2020-2022年，我们预测公司EPS分别为0.06元、0.24元、0.45元，对应PE分别为440.96倍、103.36倍、54.04倍。与国内外可比教育公司比较，估值相对较高。但与好未来线下学习中心快速扩张期估值相比（2011-2012年，PE为132-272倍，2016-2017年，PE为98-513倍），估值也有合理性；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。
- 5) **风险提示：**业务发展低于预期、市场竞争、政策风险。

预测指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1979.34	2102.74	2616.54	3241.96
收入同比	1.38%	6.23%	24.43%	23.90%
净利润（百万元）	30.59	47.89	204.33	387.89
净利润同比	102.20%	56.54%	326.66%	89.84%
毛利率	40.44%	43.08%	46.33%	49.19%
归母净利率	0.55%	2.28%	7.81%	11.96%
EPS（元）	0.04	0.06	0.24	0.45
PE（倍）	690.26	440.96	103.35	54.04

一、盈利预测及投资评级

1、盈利预测

(1) 关键假设

1) 收入

2020-2022 年，我们预计公司营业收入分别为 21 亿元、26.2 亿元、32.4 亿元，同比增速分别为 6.23%、24.43%、23.90%。

a. 大语文业务

2020-2022 年，我们预计大语文业务营业收入分别为 8.02 亿元、12.63 亿元、18.36 亿元，同比增速分别为 83.1%、57.5%、45.3%。

线下：结合公司“1+3”拓展模式，2020-2022 年，我们预计直营店学习中心分别新增 60 个、50 个、50 个，预计当期累计就读人数分别为 16.3 万人、22.5 万人、28 万人，同比增速分别为 58.6%、37.7%、24.3%；我们预计公司分别新增加盟店学习中心 200 个、150 个、108 个；人均学费根据 2019 年数据，考虑疫情影响，同比增长为 5%左右；单店加盟费保持 26 万元/家左右。

线上：疫情期间，2020 年 1 季度分校业务报名人次为 2.65 万人，同比增长 94.3%，估计线上就读人次大幅增长，参考 2019 年数据，2020-2022 年，预计线上就读人次分别为 47.9 万次、105.4 万次、189.7 万次，同比增速分别为 150%、90%、70%；客单价同比增速为 5%。

Figure1 大语文业务收入预测关键假设条件

1、线下业务		2019			2020E			2021E			2022E		
		学习中心(个)	占比	就读人次(万次)									
直 营 店	1年	18	16.2%	1.0	60	35.1%	3.3	50	22.6%	2.8	50	18.7%	2.8
	2年	46	41.4%	3.9	18	10.5%	1.5	60	27.1%	5.0	40	14.9%	3.4
	3年	40	36.0%	4.4	46	26.9%	5.1	18	8.1%	2.0	60	22.4%	6.7
	4年	7	6.3%	1.0	40	23.4%	5.4	46	20.8%	6.3	18	6.7%	2.4
	5年			10.3	7	4.1%	1.0	40	18.1%	5.5	46	17.2%	6.3
	6年及以上							7	3.2%	1.0	47	20.1%	6.4

	合计	111	100%	10.3	171	100%	16.3	221	100%	22.5	261	100%	28.0
	同比增速			109.5%			58.6%			37.7%			24.3%
	人均学费 (元/学期)	2543			2671			2804			2944		
	同比增速	2.0%			5.0%			5.0%			5.0%		
	营业收入 (百万元)	262			437			631			824		
	同比增速	113.6%			66.5%			44.6%			30.5%		
加盟店	学习中心 (个)	325			525			675			783		
	新增(个)	246			200			150			108		
	单店加盟费 (万元)	26.36			26.10			26.10			26.10		
	同比增速	-1.3%			-1.0%			0.0%			0.0%		
	营业收入 (百万元)	85.67			137.01			176.15			204.33		
	同比增速	306.2%			59.9%			28.6%			16.0%		
2、线上业务		2019			2020E			2021E			2022E		
	累计就读人次 (万次)	20.66			51.65			98.13			166.82		
	同比增速				150.0%			90.0%			70.0%		
	人均学费 (元/人)	315			331			347			365		
	同比增速				5.0%			5.0%			5.0%		
	营业收入 (百万元)	65			170.84			340.82			608.36		
	同比增速	106.3%			162.5%			99.5%			78.5%		
	占比	14.9%			21.3%			27.0%			33.1%		
3、B2B 业务		2019			2020E			2021E			2022E		
	营业收入 (百万元)	19.16			47.90			105.38			189.68		
	同比增速	284.7%			150.0%			120.0%			80.0%		
合计	营业收入 (百万元)	438			802			1263			1836		
	yoY	142.9%			83.1%			57.5%			45.3%		

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

b. 高考升学咨询业务

参考公司历史数据，结合行业发展前景，2020-2022 年，预计营业收入同比增速分别为 30%、25%、20%。

Figure2 高考升学咨询业务收入预测关键假设条件

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (万元)	16187.9	21044.3	26305.4	31566.5
同比增速	38.2%	30.0%	25.0%	20.0%

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，参考历史数据大致预计，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	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入-合计 (亿元)	19.5	19.8	21.0	26.2	32.4
同比增速		1.4%	6.2%	24.4%	23.9%
一、教育类业务 (亿元)	14.7	17.2	19.2	24.3	30.5
占比	75.5%	86.8%	91.1%	92.8%	94.2%
1、大语文业务	1.8	4.4	8.0	12.6	18.4
同比增速		142.9%	83.1%	57.5%	45.3%
占比	9.2%	22.1%	38.2%	48.3%	56.6%
2、高考升学咨询业务	1.2	1.6	2.1	2.6	3.2
同比增速		38.15%	30.00%	25.00%	20.00%
占比	6.0%	8.2%	10.0%	10.1%	9.7%
3、叁六零留学业务	0.7	0.8	0.74	0.74	0.74
同比增速		15.92%	-10.00%	0.00%	0.00%
占比	3.7%	4.2%	3.5%	2.8%	2.3%
4、智慧教育业务等	11.3	10.4	8.3	8.3	8.3
同比增速		-8.55%	-20.00%	0.00%	0.00%
占比	58.0%	52.3%	39.4%	31.6%	25.5%
二、内容（安全）管理 解决方案	3.7	2.1	1.9	1.9	1.9
同比增速		-43.7%	-10.0%	0.0%	0.0%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

2) 毛利率

结合历史数据，综合考虑疫情影响，2020–2022 年，预计公司教育类业务毛利率分别为 43.67%、47.05%、49.94%；内容（安全）管理解决方案业务毛利率保持在约 37% 的水平。

Figure4 公司主营业务毛利率关键假设条件

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
教育类业务	39.74%	40.54%	43.67%	47.05%	49.94%
内容（安全）管理解决方案	35.27%	37.05%	37.00%	37.00%	37.00%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

3) 期间费用率

2020 年 1 季度，公司智慧教育受疫情影响较大，费用率显著提升，预计 2020 年费用率较高，之后逐年回落，2020–2022 年，期间费用预计如下：

Figure5 公司期间费用关键假设条件

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	18.01%	12.82%	14.00%	12.80%	12.50%
管理费用率	16.65%	12.80%	13.80%	12.80%	12.50%
研发费用率	7.12%	4.10%	4.00%	4.00%	4.00%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

(2) 盈利预测

2020–2022 年，我们预测公司归属于母公司净利润分别为 4789 万元、20433 万元、38789 万元，同比增速分别为 56.54%、326.66%、89.84%。

2、估值与评级

2020–2022 年，我们预测公司 EPS 分别为 0.06 元、0.24 元、0.45 元，对应 PE 分别为 440.96 倍、103.36 倍、54.04 倍。与国内外可比教育公司比较，估值相对较高。但与好未来线下学习中心快速扩张期估值相比（2011–2012 年，PE 为 132–272 倍，2016–2017 年，PE 为 98–513 倍），估值也有合理性；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。

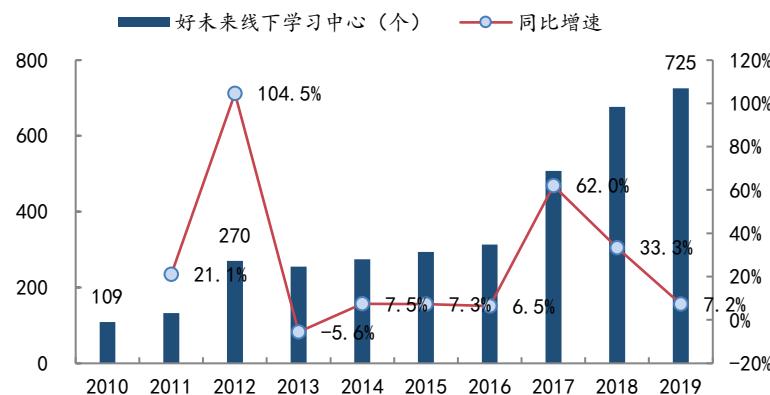
Figure6 立思辰与国内外可比教育上市公司估值比较 (2020/7/12)

证券代码	证券简称	收盘价	EPS (元)			PE(倍)		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
1769.HK	思考乐教育	16.54	0.19	0.28	0.37	87.05	58.24	44.82
3978.HK	卓越教育集团	3.53	0.17	0.22	0.29	20.76	16.05	12.17
EDU.N	新东方	148.39	2.75	3.80	5.23	53.96	39.05	28.37
TAL.N	好未来	73.56	0.88	2.19	3.48	83.59	33.59	21.14
均值						68.78	36.32	24.76
300010.SZ	立思辰	24.32	0.04	0.06	0.24	690.26	440.96	103.35

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



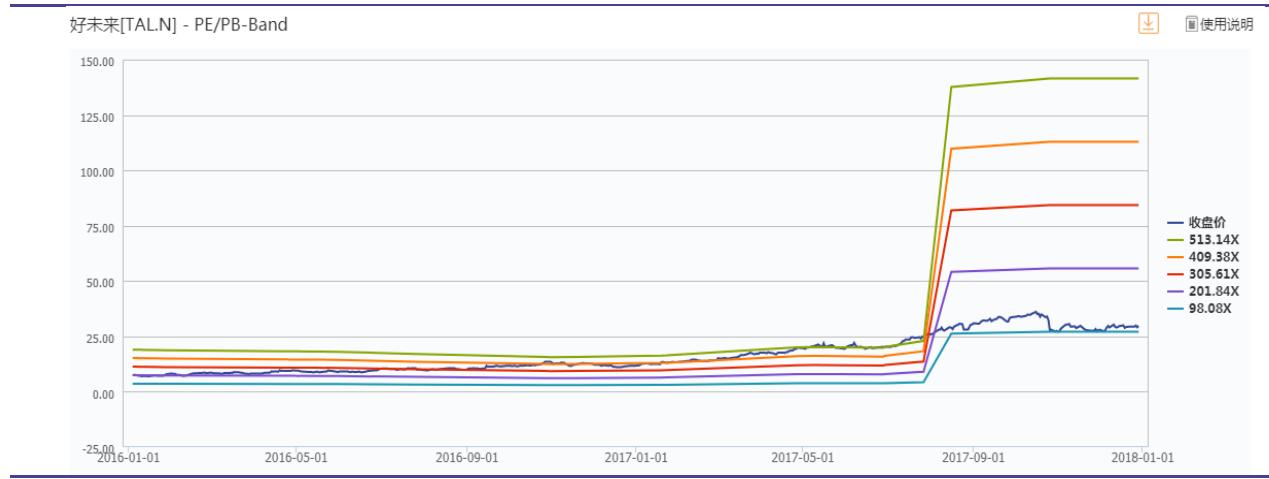
资料来源: 公司公告、世纪证券研究所

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



资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure9 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

附：财务预测摘要 单位：百万元

利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1952.38	1979.34	2102.74	2616.54	3241.96
减：营业成本	1189.70	1178.99	1196.97	1404.34	1647.14
营业税金及附加	18.84	12.86	10.51	13.08	16.21
营业费用	351.62	253.80	294.38	334.92	405.25
管理费用	324.97	253.36	290.18	334.92	405.25
财务费用	77.57	95.01	170.89	187.03	187.41
资产减值损失	1374.38	-49.29	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	-3.81	-4.15	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	67.26	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	-139.07	-283.48	0.00	0.00	0.00
营业利润	-1527.59	14.24	139.80	342.25	580.71
加：其他非经营损益	-17.29	-0.83	0.00	0.00	0.00
利润总额	-1544.88	13.41	139.80	342.25	580.71
减：所得税	-120.49	2.56	7.80	33.26	63.14
净利润	-1424.39	10.85	132.00	308.99	517.57
减：少数股东损益	-0.85	17.95	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	-1392.84	30.59	47.89	204.33	387.89
财务分析	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收益率					
毛利率	39.06%	40.44%	43.08%	46.33%	49.19%
三费/销售收入	38.63%	30.42%	35.93%	32.75%	30.78%
EBIT/销售收入	-75.54%	0.68%	6.28%	12.23%	16.69%
EBITDA/销售收入	-71.62%	7.96%	7.86%	13.50%	17.03%
销售净利率	-72.96%	0.55%	2.28%	7.81%	11.96%
资产获利率					
ROE	-42.23%	0.91%	1.41%	5.69%	9.81%
ROA	-21.12%	0.20%	1.97%	4.44%	6.85%
ROIC	-23.19%	-1.52%	2.52%	5.27%	8.99%
增长率					
销售收入增长率	-9.66%	1.38%	6.23%	24.43%	23.90%
EBIT 增长率	-750.90%	100.91%	884.03%	142.47%	69.14%
EBITDA 增长率	-581.48%	111.26%	4.99%	113.71%	56.30%
净利润增长率	-969.57%	100.76%	341.42%	326.66%	89.84%
总资产增长率	-12.59%	-5.50%	1.54%	7.49%	9.69%
股东权益增长率	-39.84%	1.54%	1.35%	5.70%	10.24%

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； 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。	强于大市： 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； 弱于大市： 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。