

# 商誉减值大部分计提完毕，大语文 Q4 收款+38%出现积极信号

## 豆神教育(300010)——2020 年报业绩预告点评

评级：	买入	股票代码：	300010
上次评级：	买入	52 周最高价/最低价：	26.75/7.65
目标价格：		总市值(亿)	67.56
最新收盘价：	7.78	自由流通市值(亿)	56.60
		自由流通股数(百万)	727.48

### 事件概述

公司公告预计 2020 年收入同比增长 1.04%-6.10% 至 20-21 亿元，归母净亏损 19.80-24.66 亿元、扣非亏损 20.11-24.91 亿元。

### 分析判断：

分业务来看：

1、教育信息化项目、百年英才及叁陆零教育受疫情影响出现大额亏损，且公司出于谨慎性原则计提信用减值损失 5000 万元、商誉减值准备 17-21 亿元；我们分析，截至 2020Q3 商誉账面净值 28.61 亿元、剔除中文未来为 23.89 亿元，预计此次减值将减除非大语文业务商誉净值的 71%-88%。剔除减值影响，预计公司 2020 年归母净亏损在 0-5 亿左右。

2、大语文业务 20 年收入+42% 至 6.23 亿元，符合预期，其中 Q4 单季收入同比增长 125% 至 2.98 亿元。(1) 从报名人次看，考虑公司 9 月才线下复课，Q4 线下新增报名 58,795 人次（前三季度平均单季为 35651 人），与 2019H2 的 62,061 人次接近；Q4 线上六人小班正价课新增在读学员 7,252 人次（Q3 时为 6801 人次），Q4 末线上在读（含六人小班型、豆神明兮小班课、网校专题课在读学员）共 14,738 人次。(2) 从管理变革及续班和缴费效果看，2020Q4 加强了 KPI 考核、做了寒春联报，使得寒假续班报率达到 84% 的历史新高、Q4 收款金额同比增长 38% 至 1.65 亿元，体现出积极信号。

### 投资建议：

预计 2021 年大语文业务直营店开店在 20 家左右，包括进入 5-6 个新城市+加密+加盟回购，重点在于上海、深圳、广州的单城市店效提升；线上发展及营销投入有望加大，我们预计线上/线下/定制产品营收分别在 3/6/1 亿左右、扣除股权激励费用后利润预计在 2.2-2.5 亿左右，且不排除有超预期可能。我们分析，Q4 已初步显现出管理改善的积极信号，语文之外资产的计提也大部分体现在了 20 年、21 年有望轻装上阵，待定增落地后股价压制因素有望解除，业绩加速会在 22 年更加明显。安全边际参考 18 年回购成本 9.64-10.11 元、19 年大股东增持均价 9.6 元，我们认为当前市值已进入长期布局区间，20Q4 续班率改善及缴费增长有望提振信心。考虑非大语文业务计提减值及大语文发展良好，预计公司 20-22 年收入从 21/26/32 亿变更至 20/26/32 亿元、归母净利从-0.6/2.5/4.2 亿变更至-19.8/2.5/4.3 亿元，EPS 从-0.07/0.29/0.48 元变更至-2.28/0.29/0.49 元。长期看好公司基本占据业内最强语文师资资源、以及课程研发体系领先，我们预计公司长期开店空间在 1200 家左右、长期收入有望达到 40 亿以上、利润有望达到 10 亿以上，维持“买入”评级。

### 风险提示

定增进展的不确定性；信息化业务剥离的不确定性；开店节奏低于预期；加盟商质量管控风险；系统性风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,952	1,979	2,011	2,625	3,155
YoY (%)	-9.7%	1.4%	1.6%	30.5%	20.2%
归母净利润(百万元)	-1,393	31	-1,980	252	429
YoY (%)	-786.9%	102.2%	-6573.1%	112.7%	70.5%
毛利率 (%)	39.1%	40.4%	32.0%	46.0%	47.4%



每股收益(元)	-1.60	0.04	-2.28	0.29	0.49
ROE	-42.2%	0.9%	-41.5%	5.0%	7.9%
市盈率	-4.85	220.82	-3.41	26.84	15.75

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 唐爽爽

邮箱: tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话:

分析师: 何富丽

邮箱: hefl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080002

联系电话:

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,979	2,011	2,625	3,155	净利润	49	-1,978	251	429
YoY (%)	1.4%	1.6%	30.5%	20.2%	折旧和摊销	144	72	86	96
营业成本	1,179	1,367	1,416	1,659	营运资金变动	-90	-203	-194	-100
营业税金及附加	13	13	13	16	经营活动现金流	215	105	241	528
销售费用	254	348	323	326	资本开支	-167	147	114	-1
管理费用	253	348	323	341	投资	-696	-47	0	0
财务费用	95	94	97	103	投资活动现金流	-823	101	114	-1
资产减值损失	-49	-2,100	0	0	股权募资	1	84	0	0
投资收益	-4	0	0	0	债务募资	1,249	-88	100	455
营业利润	42	-2,453	331	571	筹资活动现金流	714	1,126	3	352
营业外收支	-1	-20	0	0	现金净流量	106	1,332	358	879
利润总额	41	-2,473	331	571	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	-7	-495	79	143	成长能力				
净利润	49	-1,978	251	429	营业收入增长率	1.4%	1.6%	30.5%	20.2%
归属于母公司净利润	31	-1,980	252	429	净利润增长率	102.2%	-6573.1%	112.7%	70.5%
YoY (%)	102.2%	-6573.1%	112.7%	70.5%	盈利能力				
每股收益	0.04	-2.28	0.29	0.49	毛利率	40.4%	32.0%	46.0%	47.4%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利润率	2.5%	-98.4%	9.6%	13.6%
货币资金	458	1,790	2,148	3,026	总资产收益率 ROA	0.4%	-22.3%	2.6%	4.0%
预付款项	184	185	206	233	净资产收益率 ROE	0.9%	-41.5%	5.0%	7.9%
存货	426	563	575	664	偿债能力				
其他流动资产	1,626	1,570	2,025	2,412	流动比率	0.84	1.58	1.60	1.71
流动资产合计	2,693	4,108	4,954	6,336	速动比率	0.65	1.29	1.35	1.47
长期股权投资	263	285	285	285	现金比率	0.14	0.69	0.69	0.82
固定资产	282	215	148	126	资产负债率	53.2%	43.5%	44.7%	47.4%
无形资产	460	356	240	166	经营效率				
非流动资产合计	4,963	4,770	4,570	4,475	总资产周转率	0.26	0.23	0.28	0.29
资产合计	7,657	8,878	9,524	10,811	每股指标 (元)				
短期借款	774	274	474	674	每股收益	0.04	-2.28	0.29	0.49
应付账款及票据	328	370	391	455	每股净资产	3.86	5.50	5.79	6.29
其他流动负债	2,116	1,953	2,227	2,566	每股经营现金流	0.25	0.12	0.28	0.61
流动负债合计	3,218	2,597	3,092	3,695	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	542	955	855	1,110	估值分析				
其他长期负债	314	314	314	314	PE	220.82	-3.41	26.84	15.75
非流动负债合计	856	1,269	1,169	1,424	PB	3.35	4.42	4.20	3.87
负债合计	4,075	3,866	4,261	5,119					
股本	868	952	952	952					
少数股东权益	233	235	235	234					
股东权益合计	3,582	5,012	5,263	5,692					
负债和股东权益合计	7,657	8,878	9,524	10,811					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券等，曾获得2014-2015年纺织服装行业新财富第1名团队。

何富丽：对外经济贸易大学管理学硕士、学士，CPA，2年研究经验，曾任职于国盛证券。

## 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6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%

  

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。