

管理改善带来 20Q4 拐点，21Q1 有望延续

豆神教育 (300010)

1、业绩改善：管理改善带来 20Q4 拐点，21Q1 有望延续。公司语文业务 2020Q4 从已出现拐点信号：(1) 从 2020Q4 来看，公司公告寒假班续报率达到 84% 的历史新高；(2) Q4 收款金额同比增长 38% 至 1.65 亿元；(3) Q4 收入金额同比增长 125% 至 2.98 亿元。我们判断，改善趋势在 Q1 有望得以延续、并在 4、5 月暑期招生时有望进一步体现。

2、管理变革：人力驱动向组织驱动转变。(1) 战略上，重新重视线下，适度放缓开店节奏，2021 年核心在于做强上海、深圳、广州 3 个城市；(2) 管理上，公司实施“三权分立”模式；(3) 人才上，引入营销和 IT 人才，并加强了 KPI 考核；(4) 营销上，未来线下加强广告投放，线上增加社群获客、解题工具获客、扩科等多种流量投入方式。

3、治理改善预期：定增落地后有望加速。我们判断，未来公司治理改善的路径大体是：(1) 定增完成之前，公司承诺 18 个月内不发生实控人重大变化；(2) 18 个月之后，窦总将有望通过股权激励、增持等方式提升股权占比。

4、非主业资产剥离：为聚焦大语文腾出资源。考虑 2020 年公司计提了 17-21 亿元商誉减值，剩余待出售资产未来因出售所致的资产损失有限，预计 2021 年公司有望加速剥离非主业资产剥离，为聚焦大语文业务腾出更多战略资源。

盈利预测与投资建议

考虑非大语文业务下降，预计公司 20-22 年收入 20/26/32 亿元更新至 20/24/29 亿元、归母净利润从 -19.8/2.5/4.3 亿元更新至 -19.8/2.5/4.1 亿元。我们认为，公司语文业务拐点信号明确、未来有望重回高增长轨道，语文之外业务已充分计提减值，公司治理有望逐步改善，维持买入评级，综合绝对估值和相对估值，给予目标市值 210 亿元、目标价 24.41 元（对应 2022 年 50 倍 PE），基本与 2020.3.10 所给目标价 24.11 元接近。

风险提示

定增进展的不确定性；非主业剥离的不确定性；开店节奏低于预期；内生改善低于预期风险；系统性风险。

盈利预测与估值

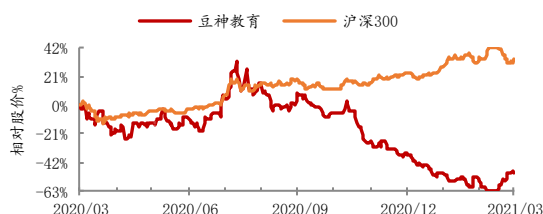
| 财务摘要 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|---------|--------|----------|--------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,952 | 1,979 | 2,013 | 2,413 | 2,876 |
| YoY (%) | -9.7% | 1.4% | 1.7% | 19.8% | 19.2% |
| 归母净利润(百万元) | -1,393 | 31 | -1,976 | 250 | 414 |
| YoY (%) | -786.9% | 102.2% | -6557.7% | 112.7% | 65.1% |
| 毛利率 (%) | 39.1% | 40.4% | 42.1% | 44.5% | 46.6% |
| 每股收益 (元) | -1.60 | 0.04 | -2.28 | 0.29 | 0.48 |
| ROE | -42.2% | 0.9% | -41.3% | 5.0% | 7.6% |
| 市盈率 | -4.85 | 220.82 | -3.42 | 26.97 | 16.33 |

资料来源：wind、华西证券研究所

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：买入
目标价格：24.41
最新收盘价：9.77

股票代码：300010
52 周最高价/最低价：26.75/7.2
总市值(亿)：84.84
自由流通市值(亿)：71.07
自由流通股数(百万)：727.48



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：

相关研究

1. 【华西教育】豆神教育：2020 年业绩预告点评——商誉减值大部分计提完毕，大语文 Q4 收款 +38% 出现积极信号

2021.01.28

2. 【华西教育】豆神教育：2020 年三季度报点评——招生人数延续高增，关注 11 月续班情况

2020.10.30

3. 【华西教育】豆神教育 (3000010) 定增修订及股权激励点评：定增预案修订为询价，股权激励计划提振市场信心

2020.10.24

4. 【华西教育】豆神教育：2020 年中报点评——收款和收入略低于预期，报名人数维持高增

5. 【华西教育】立思辰深度报告：聚焦大语文赛道，线上线下双轮驱动

2020.03.10

正文目录

| | |
|-------------------------------|---|
| 1. 业绩改善：前瞻看 21Q1 收款及收入提速..... | 3 |
| 2. 管理变革：人力驱动向组织驱动转变 | 4 |
| 3. 治理改善预期：定增落地后有望加速 | 4 |
| 4. 非主业资产剥离：为聚焦大语文腾出资源 | 4 |
| 5. 盈利预测 | 5 |
| 5.1 大语文业务..... | 5 |
| 5.2 公司整体..... | 7 |
| 5. 投资建议 | 7 |

图表目录

| | |
|---------------------------------|---|
| 表 1：公司分季度收款（2020-21） | 3 |
| 表 2：公司分季度收入（2020-21） | 3 |
| 表 3：公司定增预案&股权激励 | 4 |
| 表 4：公司出售资产&商誉减值 | 5 |
| 表 5：豆神大语文线下直营单店收入&成本估计 | 6 |
| 表 6：豆神大语文线下直营单店利润估计 | 6 |
| 表 7：立思辰大语文线下直营门店数&收入及业绩估计 | 6 |
| 表 8：立思辰大语文收入及业绩估计 | 6 |
| 表 9：豆神教育盈利预测..... | 7 |
| 表 10：绝对估值-自由现金流预测..... | 8 |
| 表 11：绝对估值-假设..... | 8 |
| 表 12：绝对估值-输出结果（百万） | 8 |
| 表 13：相对估值—可比同业估值水平 | 8 |

1. 业绩改善：管理改善带来 20Q4 拐点，21Q1 有望延续

公司语文业务 2020 年主要受到疫情、以及线下转线上等模式调整问题而有所放缓，但 2020Q4 从已出现拐点信号：(1) 从 2020Q4 来看，公司公告寒假班续报率达到 84% 的历史新高；(2) Q4 收款金额同比增长 38% 至 1.65 亿元；(3) Q4 收入金额同比增长 125% 至 2.98 亿元。我们判断，改善趋势在 Q1 有望得以延续、并在 4、5 月暑期招生时有望进一步体现。

表 1：公司分季度收款 (2020-21)

| | | 收款 (万元) | | | | | | |
|--------|----|---------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------------------|
| | | 2019 年 | 2020Q1 | 2020Q2 | 2020H1 | 2020Q3 | 2020Q4 | |
| 分校业务 | 北京 | 18967 | -692 | 6804 | 6112 | | | |
| | 上海 | 3244 | -118 | 1115 | 997 | | | |
| | 深圳 | 1368 | -115 | 302 | 187 | | | |
| | 长沙 | 1819 | -34 | 738 | 704 | | | |
| | 成都 | 345 | 3 | 89 | 92 | | | |
| | 西安 | 350 | 1 | 79 | 80 | | | |
| | 其他 | 4225 | -53 | 1899 | 1846 | | | |
| | 小计 | 30317 | -1009 | 11027 | 10018 | 4035 | | |
| 线上业务 | | 7211 | 4319 | 600 | 4919 | 4466 | | 线上加线下合计 16521/+37.66% |
| B2B 业务 | | 2471 | 523 | 3207 | 3730 | 298 | | |
| 加盟业务 | | 14559 | 914 | 49 | 963 | 771 | | |
| 其他 | | 432 | 60 | -60 | | 0 | | |
| 合计 | | 54990 | 4807 | 14823 | 19630 | 9570 | | |
| YOY | | 128% | 76% | -28% | -15% | | | |

资料来源：公司公告、华西证券研究所

表 2：公司分季度收入 (2020-21)

| | | 收入 (万元) | | | | | | | |
|--------|----|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--|
| | | 2019 年 | 2020Q1 | 2020Q2 | 2020H1 | 2020Q3 | 2020Q4 | 2020 年 | |
| 分校业务 | 北京 | 17345 | 2376 | 3523 | 5899 | | | | |
| | 上海 | 3091 | 395 | 553 | 948 | | | | |
| | 深圳 | 1326 | 142 | 166 | 308 | | | | |
| | 长沙 | 1608 | 274 | 363 | 637 | | | | |
| | 成都 | 317 | 64 | 49 | 113 | | | | |
| | 西安 | 262 | 73 | 57 | 130 | | | | |
| | 其他 | 2268 | 663 | 552 | 1215 | | | | |
| | 小计 | 26216 | 3986 | 5264 | 9250 | 7553 | | | |
| 线上业务 | | 6508 | 3417 | 69 | 3486 | 3897 | | | |
| B2B 业务 | | 1916 | 388 | 3319 | 3707 | 2121 | | | |
| 加盟业务 | | 8567 | 1206 | 506 | 1712 | 747 | | | |
| 其他 | | 601 | 4 | -4 | | 0 | | | |
| 合计 | | 43808 | 9001 | 9154 | 18155 | 14318 | 29827 | 62300 | |
| YOY | | 143% | 52% | 9% | 27% | -12% | 125% | 42% | |

资料来源：公司公告、华西证券研究所

2. 管理变革：人力驱动向组织驱动转变

伴随业务体量持续增长，公司面临全能型管理人才缺乏、主动性招生推广不足等问题，因此公司着力推进管理变革，力求实现人力驱动向组织驱动转变。具体来看，我们大体归纳为：(1) 战略上，针对战略聚焦不够的问题，公司战略上从重视线上到重新重视线下，线下从直营+加盟并进到直营主导，适度放缓开店节奏，2021年核心在于做强上海、深圳、广州3个城市；(2) 管理上，公司更换了部分城市校长，并实施“三权分立”模式，分为教学校长、校区校长、销售营销校长，管理职能进一步细化；(3) 人才上，针对营销和IT短板，公司分别引入了相应负责人，并从2020年下半年开始加强了KPI考核指标，如到店转化率、老带新等指标；(4) 营销上，未来公司一方面将加强线下地面推广、广告投放，另一方面在线上增加社群获客、解题工具获客、扩科等多种流量投入方式。

3. 治理改善预期：定增落地后有望加速

受制于IPO规则，教育行业上市公司普遍存在公司治理问题。此前市场预期公司有望通过定增方式，解决窦总股权问题。公司在2020.10.24确定二次修改后预案，募资金额增至20亿元、定增方式改为询价且窦总无法参与，这一问题也是此前股价承压的核心因素之一。

我们判断，未来公司治理改善的路径大体是：(1) 定增完成之前，公司承诺18个月内不发生实控人重大变化；(2) 此后，窦总将有望通过股权激励、增持等方式提升股权占比。目前窦总已获授股权激励达825万股，全部行权后持股比例约7.8%（假设定增发行1.5亿股新股）、与现实控人池燕明持股比例差距2.5%。

表 3：公司定增预案&股权激励

| 定增预案 | 募资金额（亿元） | 参与方 |
|----------|-----------|--|
| 20.2.20 | 15.3 | 窦昕、二级投资者等（锁价） |
| 20.7.13 | 13.1 | 窦昕、PE（锁价） |
| 20.10.24 | 20.0 | 未定（询价），无窦昕 |
| 股权激励 | 获授股数（万股） | 全部行权后持股比例 |
| 窦昕 | 825（占44%） | 约7.8%（假设股权激励/定增发行1895/15000万新股、池总最新减持期减持1%股份之后不减持则持股比例10.3%） |

资料来源：公司公告、华西证券研究所

4. 非主业资产剥离：为聚焦大语文腾出资源

公司大语文以外非主业资产剥离推进中，其中江南信安在2020.12以2.5亿元完成100%股权出售（收购时为4.04亿元），但上市公司提供了业绩承诺担保及潜在的现金补偿；尽管其他非主业资产出售仍有可能存在出售价低于收购价的情况，但考虑2020年公司计提了17-21亿元的商誉减值，这些资产实际账面价值已经较低，未来出售所导致的资产损失有限，预计2021年有望剥离较大比例的非主业资产，为聚焦大语文业务腾出更多战略资源。

表 4：公司出售资产&商誉减值

出售江南信安：2020.12 以 2.5 亿元出售 100%股权（收购时为 4.04 亿元），但承诺 2021-23 年实现的净利润分别不低于 2700/3100/3700 万、累计净利润不低于 9500 万，如未实现前述承诺，上市公司应以现金提供补偿。

| 计提商誉减值： | 商誉账价 | 至 2020H1 | | 2020 年估计 新增商誉减准 | 至 2020 年底 商誉余额 |
|----------|-------|----------|-------|--------------------|-------------------|
| | | 商誉减准 | 商誉余额 | | |
| 康邦科技 | 15.10 | 2.27 | 12.83 | 12.83 | - |
| 江南信安（出售） | 3.57 | 1.82 | 1.75 | 1.75 | - |
| 叁陆零 | 3.23 | 1.21 | 2.02 | 1.01 | 1.01 |
| 中文未来 | 4.72 | | 4.72 | - | 4.72 |
| 百年英才 | 2.57 | | 2.57 | 1.29 | 1.29 |
| 汇金科技 | 2.30 | 2.30 | - | - | - |
| 跨学网 | 2.25 | | 2.25 | 1.12 | 1.12 |
| 新建瑞特威 | 1.46 | | 1.46 | 0.73 | 0.73 |
| 青岛双杰 | 0.72 | | 0.72 | 0.36 | 0.36 |
| 北京合众天恒 | 0.49 | 0.49 | - | - | - |
| 昆明同方汇智 | 0.15 | 0.15 | - | - | - |
| 甘肃华侨服务 | 0.09 | | 0.09 | - | 0.09 |
| 北京立思辰电子 | 0.04 | 0.04 | - | - | - |
| 河南和德 | 0.00 | | 0.00 | - | 0.00 |
| 北京课活 | 0.00 | | 0.00 | - | 0.00 |
| 武汉楚乐学乐易 | 0.18 | | 0.18 | - | 0.18 |
| 成都市武侯区凹凸 | 0.03 | | 0.03 | - | 0.03 |
| 合计 | 36.89 | 8.28 | 28.62 | 19.09 | 9.53 |

资料来源：公司公告、华西证券研究所

5. 盈利预测

5.1 大语文业务

（1）线下直营单店模型：预计运营第三年受益量价齐升收入超 400 万元（考虑有无王者班平均），受益杠杆效应显现经营利润超 35%。考虑客单价更高的王者班开设目前主要在六大城市，我们预计一线城市较其他城市单店收入更高、盈利能力更强。

表 5: 豆神大语文线下直营单店收入&成本估计

| 300 m ² | Y1 | Y2 | Y3 |
|--------------------|------|------|------|
| 招生人次 | 752 | 917 | 1101 |
| 人均单价 | 3484 | 3618 | 3752 |
| 收入 (万) | 262 | 332 | 413 |
| 成本 (万) | 163 | 189 | 196 |
| 物业房租 | 41 | 41 | 41 |
| 装修折旧 | 9 | 9 | 9 |
| 设备折旧 | 2 | 2 | 2 |
| 水电杂费 | 9 | 9 | 10 |
| 教师工资 | 97 | 122 | 128 |
| 教材资料 | 5 | 6 | 7 |

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所
注: 招生为季度累计、单价为季度平均

表 6: 豆神大语文线下直营单店利润估计

| 300 m ² | Y1 | Y2 | Y3 |
|--------------------|-----|-----|-----|
| 毛利 (万) | 99 | 143 | 217 |
| 毛利率 | 38% | 43% | 52% |
| 销售营销费 | 38 | 16 | 35 |
| 一般行政费 | 18 | 19 | 19 |
| 总部研发费 | 10 | 11 | 11 |
| 经营利润 | 32 | 97 | 151 |
| 经营利润率 | 12% | 29% | 36% |

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

(2) 线下直营开店预期: 2020 年受疫情影响公司未新开直营店, 我们预计 2021 年作为组织调整年开店 20 家至 131 家, 2022-25 年开店有望加速、按每年开店 80 家则到 2025 年总门店将达 451 家。

表 7: 立思辰大语文线下直营门店数&收入及业绩估计

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|----------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|
| 门店数量 | 93 | 111 | 111 | 131 | 211 | 291 | 371 | 451 |
| Y1 | 46 | 18 | 0 | 20 | 80 | 80 | 80 | 80 |
| Y2 | 40 | 46 | 18 | 0 | 20 | 80 | 80 | 80 |
| Y3 | 7 | 40 | 46 | 18 | 0 | 20 | 80 | 80 |
| Y4 | | 7 | 40 | 46 | 18 | 0 | 20 | 80 |
| Y5 | | | 7 | 40 | 46 | 18 | 0 | 20 |
| Y6 | | | | 7 | 40 | 46 | 18 | 0 |
| Y7 | | | | | 7 | 40 | 46 | 18 |
| Y8 | | | | | | 7 | 40 | 46 |
| Y9 | | | | | | | 7 | 40 |
| Y10 | | | | | | | | 7 |
| 营业收入 (亿) | | | | 5.16 | 6.81 | 9.60 | 13.11 | 17.04 |
| 毛利 (亿) | | | | 2.65 | 3.40 | 4.65 | 6.40 | 8.46 |
| 毛利率 | | | | 51% | 50% | 48% | 49% | 50% |
| 经营利润 (亿) | | | | 1.81 | 2.22 | 3.00 | 4.21 | 5.64 |
| 经营利润率 | | | | 35% | 33% | 31% | 32% | 33% |

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

大语文业务整体: 线下直营维持前述预期, 线上业务作为重点有望随推广力度加大及 6 人小班占比提升实现量价高增长, 此外 B2B 等业务也有望实现较快增长, 因此我们预计 2021-23 年大语文营收有望达 10.2/14.9/21.5 亿元、同比增 64%/45%/45%, 净利有望达 2.51/4.15/5.95 亿元、同比增 134%/66%/43% (已考虑股权激励成本)。

表 8: 立思辰大语文收入及业绩估计

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营收合计 (亿) | 1.80 | 4.38 | 6.23 | 10.22 | 14.85 | 21.50 | 29.91 | 39.48 |
| ——线下直营 | 1.23 | 2.62 | 2.90 | 4.95 | 6.81 | 9.60 | 13.11 | 17.04 |
| ——线下加盟 | 0.21 | 0.86 | 0.44 | 1.00 | 1.07 | 1.13 | 1.19 | 1.24 |
| ——线上课堂 | 0.32 | 0.65 | 1.20 | 2.65 | 4.30 | 6.71 | 9.65 | 12.74 |
| ——B2B&其他 | 0.05 | 0.19 | 1.63 | 1.47 | 2.05 | 2.67 | 3.47 | 4.51 |
| ——硬件销售 | - | 0.06 | 0.06 | 0.16 | 0.62 | 1.39 | 2.49 | 3.95 |
| 经营利润合计 (亿) | 0.80 | 1.65 | 1.26 | 3.54 | 5.24 | 7.18 | 9.84 | 12.96 |
| ——线下直营 | 0.46 | 0.80 | 0.36 | 1.54 | 2.22 | 3.00 | 4.21 | 5.64 |
| ——线下加盟 | 0.19 | 0.57 | 0.16 | 0.63 | 0.77 | 0.82 | 0.85 | 0.89 |
| ——线上课堂 | 0.10 | 0.15 | 0.23 | 0.50 | 0.90 | 1.48 | 2.17 | 2.90 |
| ——B2B&其他 | 0.04 | 0.12 | 0.50 | 0.84 | 1.25 | 1.65 | 2.17 | 2.83 |
| ——硬件销售 | - | 0.01 | 0.01 | 0.02 | 0.10 | 0.24 | 0.44 | 0.70 |
| 经营利润率 | 44.1% | 37.7% | 20.2% | 34.6% | 35.3% | 33.4% | 32.9% | 32.8% |
| 净利润合计 (亿) | 0.65 | 1.39 | 1.07 | 2.51 | 4.15 | 5.95 | 8.36 | 11.02 |
| ——线下直营 | 0.39 | 0.68 | 0.31 | 1.31 | 1.89 | 2.55 | 3.58 | 4.80 |
| ——线下加盟 | 0.16 | 0.48 | 0.13 | 0.54 | 0.65 | 0.69 | 0.73 | 0.76 |
| ——线上课堂 | 0.09 | 0.13 | 0.19 | 0.43 | 0.77 | 1.26 | 1.85 | 2.46 |
| ——B2B&其他 | 0.04 | 0.10 | 0.43 | 0.71 | 1.06 | 1.41 | 1.84 | 2.40 |
| ——硬件销售 | - | 0.01 | 0.01 | 0.02 | 0.08 | 0.20 | 0.37 | 0.60 |
| 净利润率 | 36.0% | 31.8% | 17.1% | 24.5% | 28.0% | 27.7% | 28.0% | 27.9% |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

5.2 公司整体

考虑非大语文业务下降，预计公司 20-22 年收入 20/26/32 亿元更新至 20/24/29 亿元、YOY 为 1.45/1.7%/19.8%；归母净利从-19.8/2.5/4.3 亿元更新至-19.8/2.5/4.1 亿元、YOY 为 NA/NA/65%。

表 9：豆神教育盈利预测

| 单位：亿 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------|---------------|--------------|-----------------|----------------|--------------|--------------|
| 营收 | 19.52 | 19.79 | 20.13 | 24.13 | 28.76 | 35.41 |
| YOY | -10% | 1.4% | 1.7% | 19.8% | 19.2% | 23.1% |
| 毛利 | 7.63 | 8.00 | 8.48 | 10.74 | 13.41 | 17.33 |
| YOY | -14% | 5% | 6% | 27% | 25% | 29% |
| 毛利率 | 39.1% | 40.4% | 42.1% | 44.5% | 46.6% | 48.9% |
| 营业利润 | (14.91) | 0.42 | -20.78 | 2.94 | 4.86 | 7.00 |
| YOY | -736% | -103% | -5041.2% | -114.2% | 65.1% | 44.1% |
| 营业利润率 | -76.4% | 2.1% | -103.2% | 12.2% | 16.9% | 19.8% |
| 归母净利润 | -13.93 | 0.31 | -19.76 | 2.50 | 4.14 | 5.96 |
| YOY | -787% | -102% | -6557% | -113% | 65% | 44% |
| 归母净利率 | -71.3% | 1.5% | -98.1% | 10.4% | 14.4% | 16.8% |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

6. 投资建议

我们认为，公司语文业务拐点信号明确、未来有望重回高增长轨道，语文之外业务已充分计提减值，公司治理有望逐步改善，维持买入评级，综合绝对估值和相对估值，给予目标市值 210 亿元、目标价 24.41 元（对应 2022 年 50 倍 PE）、基本与上次目标价 24.11 元接近。

表 10：绝对估值-自由现金流预测

| 单位：百万 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|--------------|-------|------|------|------|------|------|
| NOPLAT | -1867 | 364 | 545 | 756 | 1035 | 1346 |
| 加：折旧摊销 | 166 | 191 | 219 | 252 | 290 | 333 |
| 减：营运资本增加 | 101 | 111 | 122 | 134 | 148 | 163 |
| 减：资本支出 | 187 | 209 | 234 | 262 | 294 | 329 |
| 公司自由现金流 FCFF | -1989 | 234 | 408 | 612 | 883 | 1188 |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 11：绝对估值-假设

| | | | |
|--------|-------|-----------------|-------|
| 债务资本成本 | 5.0% | 贝塔值 (β) | 1.3 |
| 长期有效税率 | 25.0% | 无风险利率 | 3.0% |
| 债务资本比重 | 20.0% | 风险溢价 | 6.5% |
| 股权资本成本 | 11.5% | 永续增长率 | 3.0% |
| 股权资本比重 | 80.0% | 过渡期增长率 | 10.0% |
| WACC | 9.9% | 过渡期年数 | 6 |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 12：绝对估值-输出结果（百万）

| | |
|-------------|-------|
| FCFF 预测期现值 | 2591 |
| FCFF 过渡期现值 | 5108 |
| FCFF 永续价值现值 | 12521 |
| 企业价值 | 20220 |
| 加：非核心资产 | 2000 |
| 减：付息债务 | 800 |
| 减：少数股东权益 | 220 |
| 股权价值 | 21200 |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 13：相对估值—可比同业估值水平

| | 股价 | EPS (元/股) | | | | 市盈率 PE | | | | |
|-----------|------|-----------|-------|------|------|--------|------|-----|-----|----|
| | | 19A | 20E | 21E | 22E | 19A | 20E | 21E | 22E | |
| 002607.SZ | 中公教育 | 33.1 | 0.29 | 0.41 | 0.57 | 0.75 | 114 | 81 | 58 | 44 |
| EDU.N | 新东方 | 184.02 | 2.59 | 2.59 | 4.01 | 5.37 | 71 | 71 | 46 | 34 |
| TAL.N | 好未来 | 76.4 | -0.56 | 0.47 | 1.99 | 3.9 | -136 | 163 | 38 | 20 |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

注：新东方、好未来为美元计价，中国东方教育为港元计价，新东方、好未来 19A 对应为 FY20

7. 风险提示

（一）定增进展的不确定性

公司定增一波三折，虽然预期此次较证监会要求差异不大，但仍存在可能未及时过会的情况。

（二）非主业剥离的不确定性

公司非主业剥离进展受市场环境及公司团队洽谈进度等影响，虽然今年努力完成主要非主业资产剥离，但仍存在可能未及时剥离的情况。

（三）开店节奏低于预期风险

线下直营店是公司主要盈利来源，若受意外事件影响或公司在招聘店长及师资等方面进展不佳，则存在开店节奏不及预期的风险，进而影响公司收入及业绩增长。

（四）加盟商质量管控风险

公司采取普通加盟和1+3加盟两种模式，普通加盟模式下，公司不提供教师，普通加盟模式存在不能及时管控、以及教师质量不达标带来损害公司口碑等问题。

（五）系统性风险

系统性风险包括宏观经济增长放缓导致居民压缩课外教育支出，政策监管趋严导致K12课外培训发展出现不确定性等，若以上因素出现将一定程度阻碍公司业务发展。

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 营业总收入 | 1,979 | 2,013 | 2,413 | 2,876 | 净利润 | 49 | -1,974 | 250 | 413 |
| YoY (%) | 1.4% | 1.7% | 19.8% | 19.2% | 折旧和摊销 | 144 | 72 | 86 | 96 |
| 营业成本 | 1,179 | 1,165 | 1,338 | 1,535 | 营运资金变动 | -90 | -322 | -24 | -97 |
| 营业税金及附加 | 13 | 10 | 12 | 14 | 经营活动现金流 | 215 | -100 | 410 | 515 |
| 销售费用 | 254 | 308 | 278 | 297 | 资本开支 | -167 | 167 | 114 | -1 |
| 管理费用 | 253 | 308 | 277 | 296 | 投资 | -696 | -47 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 95 | 107 | 113 | 132 | 投资活动现金流 | -823 | 91 | 114 | -1 |
| 资产减值损失 | -49 | -2,000 | 0 | 0 | 股权募资 | 1 | 150 | 0 | 0 |
| 投资收益 | -4 | -30 | 0 | 0 | 债务募资 | 1,249 | -88 | 100 | 455 |
| 营业利润 | 42 | -2,078 | 294 | 486 | 筹资活动现金流 | 714 | 1,318 | 3 | 352 |
| 营业外收支 | -1 | 0 | 0 | 0 | 现金净流量 | 106 | 1,309 | 527 | 866 |
| 利润总额 | 41 | -2,078 | 294 | 486 | | | | | |
| 所得税 | -7 | -104 | 44 | 73 | 主要财务指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 净利润 | 49 | -1,974 | 250 | 413 | 成长能力 | | | | |
| 归属于母公司净利润 | 31 | -1,976 | 250 | 414 | 营业收入增长率 | 1.4% | 1.7% | 19.8% | 19.2% |
| YoY (%) | 102.2% | -6557.7% | 112.7% | 65.1% | 净利润增长率 | 102.2% | -6557.7% | 112.7% | 65.1% |
| 每股收益 | 0.04 | -2.28 | 0.29 | 0.48 | 盈利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 | 40.4% | 42.1% | 44.5% | 46.6% |
| | | | | | 净利率 | 2.5% | -98.0% | 10.4% | 14.4% |
| 资产负债表 (百万元) | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 总资产收益率 ROA | 0.4% | -22.3% | 2.6% | 3.8% |
| 货币资金 | 458 | 1,768 | 2,294 | 3,160 | 净资产收益率 ROE | 0.9% | -39.7% | 4.8% | 7.3% |
| 预付款项 | 184 | 158 | 195 | 216 | 偿债能力 | | | | |
| 存货 | 426 | 480 | 543 | 615 | 流动比率 | 0.84 | 1.72 | 1.70 | 1.81 |
| 其他流动资产 | 1,626 | 1,671 | 1,966 | 2,303 | 速动比率 | 0.65 | 1.45 | 1.45 | 1.57 |
| 流动资产合计 | 2,693 | 4,076 | 4,999 | 6,294 | 现金比率 | 0.14 | 0.75 | 0.78 | 0.91 |
| 长期股权投资 | 263 | 285 | 285 | 285 | 资产负债率 | 53.2% | 41.1% | 43.0% | 45.5% |
| 固定资产 | 282 | 215 | 148 | 126 | 经营效率 | | | | |
| 无形资产 | 460 | 356 | 240 | 166 | 总资产周转率 | 0.26 | 0.23 | 0.25 | 0.27 |
| 非流动资产合计 | 4,963 | 4,770 | 4,570 | 4,475 | 每股指标 (元) | | | | |
| 资产合计 | 7,657 | 8,846 | 9,569 | 10,769 | 每股收益 | 0.04 | -2.28 | 0.29 | 0.48 |
| 短期借款 | 774 | 274 | 474 | 674 | 每股净资产 | 3.86 | 5.73 | 6.02 | 6.49 |
| 应付账款及票据 | 328 | 315 | 369 | 421 | 每股经营现金流 | 0.25 | -0.11 | 0.47 | 0.59 |
| 其他流动负债 | 2,116 | 1,780 | 2,098 | 2,378 | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 流动负债合计 | 3,218 | 2,369 | 2,941 | 3,474 | 估值分析 | | | | |
| 长期借款 | 542 | 955 | 855 | 1,110 | PE | 220.82 | -3.42 | 26.97 | 16.33 |
| 其他长期负债 | 314 | 314 | 314 | 314 | PB | 3.35 | 4.25 | 4.04 | 3.75 |
| 非流动负债合计 | 856 | 1,269 | 1,169 | 1,424 | | | | | |
| 负债合计 | 4,075 | 3,638 | 4,110 | 4,897 | | | | | |
| 股本 | 868 | 1,018 | 1,018 | 1,018 | | | | | |
| 少数股东权益 | 233 | 235 | 235 | 234 | | | | | |
| 股东权益合计 | 3,582 | 5,209 | 5,459 | 5,872 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 7,657 | 8,846 | 9,569 | 10,769 | | | | | |

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 | | |
| 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。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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。