

经营重回正轨，关注 AI+教育产品变现

—— 豆神教育（300010.SZ）首次覆盖

2024年10月29日

核心观点

- 事件：**公司发布公告，2024年前三季度实现营收 5.57 亿元/同比-12.9%，归母净利 1.11 亿元/同比扭亏，扣非净利 1.10 亿元/同比扭亏。公司同时公告，与北京智谱华章科技有限公司（以下简称“智谱华章”）和海南何尊网络科技有限公司（以下简称“海南何尊”）签署《战略合作框架协议》（以下简称“合作协议”），成立合资公司专注于 AI 教育产品的技术研发及销售。
- 破产重组完成后业务回归正轨，Q3 单季营收增长 28% 并实现扭亏。**公司今年初完成破产重整，已实现摘星脱帽，业务、财务结构均回归健康状态。目前，公司主营业务包括面向 K9 学生的非学科素质教育培训、直播电商销售、文旅研学及传统教育信息化业务。根据公司三季报，Q3 单季实现营收 2.3 亿/同比+29%，扣非净利 0.42 亿元/同比实现扭亏，预计主要受益于线上直播和非学科素质培训业务增长。目前公司已进一步加码投入线上直播业务，考虑豆神此前在大语文培训领域的优质口碑，我们预计 25 年线上有望进一步放量。
- 携手海外 AI 巨头微软+国内领先大模型公司智谱华章，豆神 AI 产品有望加速商业化变现。**公司目前已基于微软 GraphRAG 的能力，推出 AI 智能学习产品“豆神 AI”，其产品形态与商业模式可对标 Duolingo，是集 AI 智能互动讲解、AI 题诊练系统的语文垂类大模型产品，未来公司有望通过该产品深度优化线上直播课程内容与交互形式，完成个性化教学体验，实现公司教育智能化转型。公司此次公告与国内领先大模型公司智谱华章设立合资公司，其中公司出资占比 70%，智谱华章占比 25%，未来双方将依托各自在教研与 AI 技术领域的优势，持续构建豆神 AI 教育产品的竞争壁垒、专注于 AI 教育产品的技术研发及销售。
- 投资建议：**预计公司 2024-2026 年归母净利润各为 1.3 亿、2.1 亿、3.2 亿，对应当前 PE 各为 91X、56X、37X。考虑公司原先在 K9 大语文培训领域积累的优质口碑与教研能力，叠加与微软、智谱华章共同推进豆神教育 AI 产品的迭代创新，未来有望打开业绩与估值的成长空间，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：**AI 教育产品推广进展低于预期的风险；教育行业监管政策波动的风险。

主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	992.81	988.91	1427.18	2084.60
收入增长率%	-2.03	-0.39	44.32	46.06
归母净利润（百万元）	31.60	129.89	209.67	322.21
利润增速%	104.60	311.10	61.42	53.68
毛利率%	31.32	48.93	49.87	49.60
摊薄 EPS(元)	0.02	0.06	0.10	0.16
PE	373.49	90.85	56.28	36.62
PB	12.26	10.80	9.06	7.27
PS	11.89	11.93	8.27	5.66

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

豆神教育（300010.SZ）

推荐 首次覆盖

分析师

顾熹闽

☎：021-2025 2670

✉：guximin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070001

市场数据

2024-10-28

股票代码	300010
A 股收盘价(元)	6.66
上证指数	3322.20
总股本(亿股)	20.67
实际流通 A 股(亿股)	11.28
流通 A 股市值(亿元)	75.10

相对沪深 300 表现图

2024-10-28



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河社服】10 月投资月报：预期转向下的社服板块布局思考
- 【银河社服】公司点评：学大教育(000526.SZ)：个性化教育需求稳固，盈利能力创历史新高
- 【银河社服】公司点评：天立国际控股(1773.HK)：获纳入恒生综指，9 月有望回归港股通

目录

Catalog

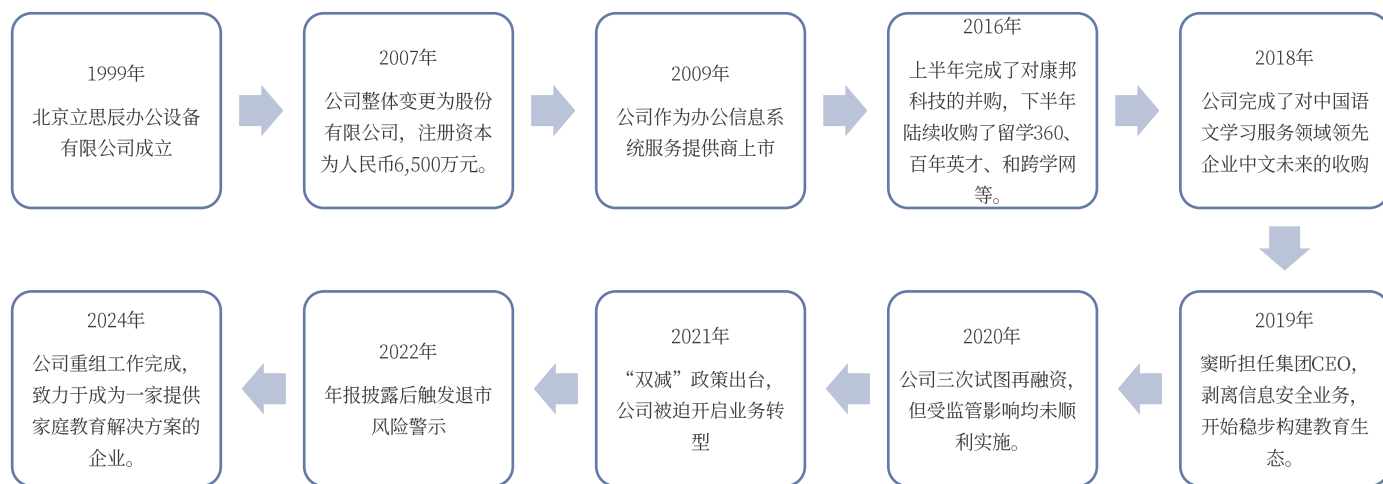
一、 公司重整完成，直播助力新业务拓展	3
(一) 疫情+政策致退市危机，公司重整后股权重塑新局	3
(二) 直播及非学科素质教育转型顺利，积极探索文旅游研学等业务	6
二、 投资建议	8
三、 风险提示	9

一、公司重整完成，直播助力新业务拓展

(一) 疫情+政策致退市危机，公司重整后股权重塑新局

历史回顾：办公信息化起家，环境波动下转型成为家庭教育企业。公司前身为北京立思辰办公设备有限公司，2009年以办公信息系统服务提供商登陆资本市场。2018年，立思辰完成对中国语文培训服务领域的领先企业中文未来的收购，形成“教育信息化+大语文培训”双轮驱动的发展格局，中文未来创世人窦昕先生担任集团CEO，公司主业开始以教育服务、大语文培训为核心发展方向。2021年受“双减”政策影响，公司经营承压，后由于债务逾期和亏损触发退市风险，伴随2023年公司完成债务重组工作，已于今年成功解除退市风险。

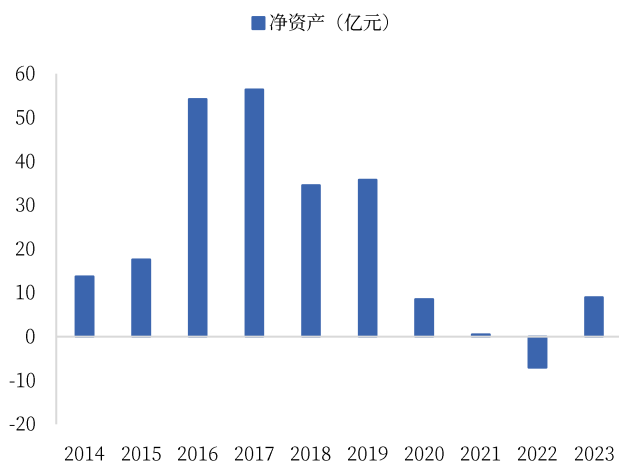
图1：豆神教育发展历程



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

2022年，公司由于债务逾期、净资产下滑至负值、且连续三年扣非归母净利润为负值，导致公司触发了退市风险警示，公司经营状况不佳主要由以下三个原因造成：

图2：豆神教育历年净资产规模



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图3：豆神教育历年归母净利润和增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

1) 大规模收购导致公司负债压力巨大：公司于2018年以合计12.9亿元的价格收购中文未来，

并确立了以大语文培训、K12 语文学习服务为核心业务方向,同报告期内,公司同时收购了留学 360、百年英才、跨学网等教育服务商。总结来看,前期负债金额累计导致后续还债压力巨大,债务问题无法妥善解决导致债务逾期。

2) 2021 年“双减”政策落地,导致公司被迫转型:2021 年 7 月,中共中央办公厅、国务院印发《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》,“双减”政策开始实施,《意见》中提出:1)各地不再审批新的面向义务教育阶段学生的学科类校外培训机构,现有学科类培训机构统一登记为非营利性机构;2)学科类培训机构一律不得上市融资,严禁资本化运作;3)上市公司不得通过股票市场融资投资学科类培训机构,不得通过发行股份或支付现金等方式购买学科类培训机构资产。受“双减”政策约束,公司被迫停止义务教育阶段的学科培训课程,转向寻找新发展方向。

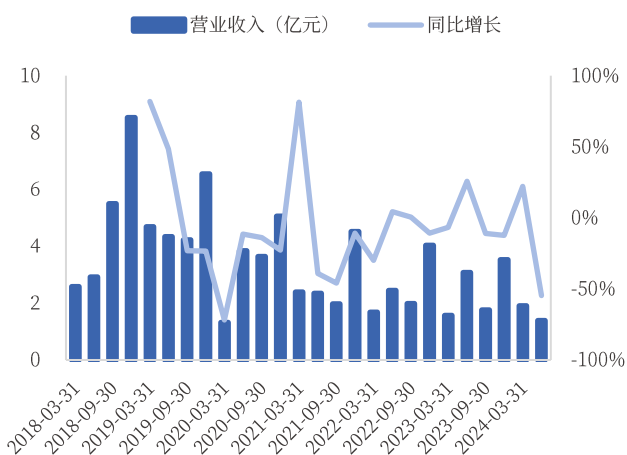
表1:“双减”政策主要内容

政策要求概况	主要内容
坚持从严审批机构	不再审批新的面向义务教育阶段学生的学科类校外培训机构、现有学科类培训机构统一登记为非营利性机构、线上学科类培训机构改为审批制、已备案的线上学科类培训机构按标准重新办理审批手续;学科类培训机构一律不得上市融资,严禁资本化运作;上市公司不得通过股票市场融资投资学科类培训机构,不得通过发行股份或支付现金等方式购买学科类培训机构资产等。
规范培训服务行为	严禁超标超前培训,校外培训机构不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假组织学科类培训,从事学科类培训的人员必须具备相应教师资格,不得泄露家长和学生个人信息等。
强化常态运营监管	严格控制资本过度涌入培训机构,培训机构融资及收费应主要用于培训业务经营,坚决禁止为推销业务以虚构原价、虚假折扣、虚假宣传等方式进行不正当竞争,线上培训每课时不超过 30 分钟,课程间隔不少于 10 分钟,培训结束时间不晚于 21 点等。
做好培训广告管控	主流媒体、新媒体、公共场所、居民区各类广告牌和网络平台等不刊登、不播发校外培训广告。不得在中小学校、幼儿园内开展商业广告活动,不得利用中小学和幼儿园的教材、教辅材料、练习册、文具、教具、校服、校车等发布或变相发布广告。
强化培训收费监管	坚持校外培训公益属性,将义务教育阶段学科类校外培训收费纳入政府指导价管理,明确收费标准,坚决遏制过高收费和过度逐利行为。通过第三方托管、风险储备金等方式,对校外培训机构预收费进行风险管控,加强对培训领域贷款的监管。

资料来源:公司公告、中国银河证券研究院

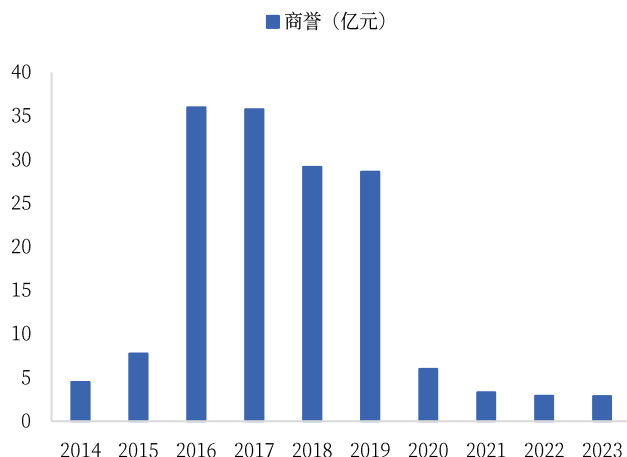
3) “双减”政策+疫情致使业务停摆,商誉大幅减值:2020 年疫情开始导致部分线下门店停业或出现封闭管理等情况,次年“双减”政策落地大幅影响了以 K12 教育为主的公司业务,公司整体经营状态不佳。历史上多次收购产生的大量商誉在经营状况恶劣的情况下开始大幅减值,2022 年下滑至 2.93 亿元,较 2019 年的 28.62 亿元下滑 90%。

图4: 豆神教育营业收入和增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图5: 豆神教育商誉变化



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

2023年初重整计划开始, 具体流程如下:

1) 2023年3月31日, 重整启动: 债权人佟易虹向北京一中院申请豆神教育重整并申请对豆神教育启动预重整; 豆神教育无异议, 并自愿承担预重整的相关义务。当日, 北京一中院做出《决定书》, 决定对豆神教育启动预重整。

2) 2023年7月10日, 豆神教育与协商引入的投资人窦昕、浙文互联、北京福石、上海玖仲于北京市海淀区签署了重整投资协议, 具体权益调整方案如下: 以豆神教育现有总股本为基数, 按每10股转增约13.8股的比例实施资本公积转增股份, 共计转增产生约1,198,288,012股股份。转增后, 豆神教育的总股本将由868,324,647股增加至2,066,612,659股左右。投资款将用于支付破产费用、共益债务及清偿各类破产债权, 如有剩余则作为公司流动资金。

表2: 2023年11月15日调整后公司重整投资人认购股份情况

重整投资人姓名/名称	原受让股份数量 (亿股)	原受让股份总对价 (亿元)	调减后受让股份数量 (亿股)	调减后受让股份总对价 (亿元)	调减数量 (亿股)	受让股份每股价格
窦昕 (及指定主体, 如有)	4.00	3.20	3.66	2.93	0.34	0.8元/股
浙文互联集团股份有限公司 (及指定主体, 如有)	0.97	1.45	0.89	1.33	0.08	1.5元/股
北京福石重整管理咨询有限公司 (及指定主体, 如有)	1.40	2.10	1.28	1.92	0.12	1.5元/股
上海玖仲睿合企业管理合伙企业 (有限合伙) (及指定主体, 如有)	3.48	5.22	3.19	4.79	0.29	1.5元/股
合计	9.85	11.98	9.02	10.97	0.83	

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

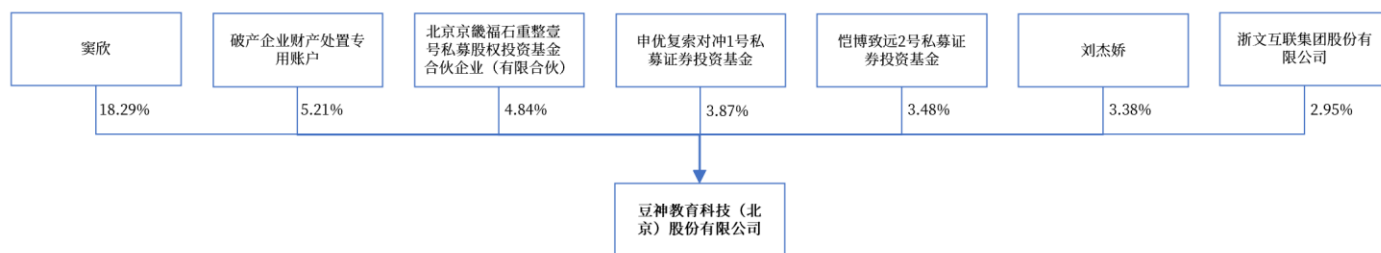
表3: 债券分类及受偿方案

债券分类	受偿方案
有财产担保债券	一次性全额现金清偿
职工债券	一次性全额现金清偿
税款债券	一次性全额现金清偿
普通债权	每家债权人债权金额 15 万元以下部分: 全额现金清偿 每家债权人债权金额超过 15 万元部分: 以股抵债, 6 元/股
劣后债券	不作受偿

资料来源: 公司公告、中国银河证券研究院

3) 重组完成后, 窦欣成为公司第一大股东。2024 年 6 月 11 日, 公司撤销退市风险警示和其他风险警示, 股票简称由“*ST 豆神”变更为“豆神教育”。根据详式权益变动报告书, 重组完成后, 中文未来创始人、公司董事长窦昕成为公司第一大股东和实际控制人, 与一致行动人、中文未来教研出版中心负责人张国庆合计持股比例约 21%, 同时公司股权架构梳理理顺, 窦欣正式成为公司第一大股东。此外, 产业投资人确认并承诺, 豆神教育 2024-2026 年的归母净利润分别不低于 4000 万元、8000 万元、16000 万元或三年的归属于母公司净利润合计不低于 2.8 亿元。若豆神教育最终实现的 2024 年、2025 年、2026 年各年的归属于母公司净利润及三年的归属于母公司净利润合计均未达到上述标准, 未达到部分由产业投资人在豆神教育 2026 年会计年度审计报告公布后的三个月内向豆神教育以现金方式予以补足。

图6: 豆神教育当前股本结构



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 直播及非学科素质教育转型顺利, 积极探索文旅游研学等业务

公司业务全面转型, 但仍围绕教育产品展开。截 2021 年 7 月“双减”政策落地后, 公司被迫启动业务转型, 开始艺术类学习服务、直播电商销售、文旅游研学、智慧教育服务主营业务进行运营, 主要业务内容如下:

1) 艺术类学习服务业务: 艺术类学习服务业务以面向中小学生的非学科素质教育服务为主, 包含文艺创作、文艺演出、书法培训等, 以提升学生的综合素养、文化内涵和审美水平。豆神美育是公司学习服务业务的主力品牌。教学内容跨学科融合文学文史精华内容, 目前已形成包括文艺创作文学表演、影视艺术、美术赏析、线上美育通识课程等在內的五大核心课程。

2) 直播电商销售业务: 通过抖音发布短视频分享文学文史知识, 传播中国文化, 同时以直播带货的方式为用户提供多品类的课程和产品, 协助提升用户及其家庭的文学素养。直播电商作为公司的新型销售方式, 打破了原有校区的物理空间限制, 基于互动式新零售的达人卖货模式, 符合新形势新经济下的消费习惯。

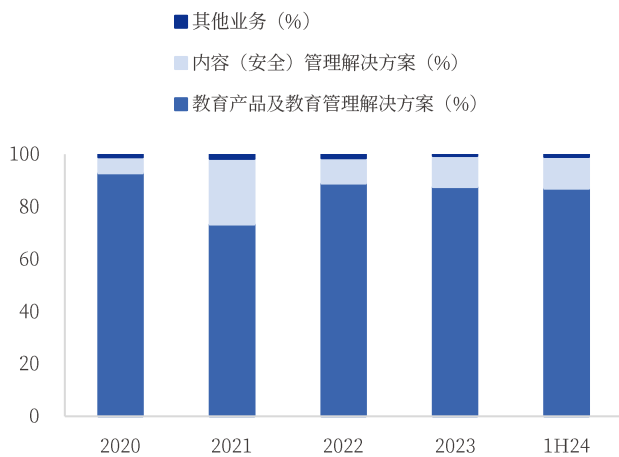
3) 文旅游研学业务: 公司推出了知识旅行新概念, 凭借团队核心能力和 IP 影响力, 打造线上

客户和线下文旅产品的相互融合，在满足客户不断出现的多层次需求的同时，公司探索式开发了文史研学业务。

4) 智慧教育服务业务：以智慧校园整体规划、设计、建设和运维为目标，综合应用云计算、物联网、大数据、移动互联、虚拟现实（VR/AR）、人工智能（AI）等新一代信息技术，为客户提供包括咨询服务、规划设计、软件研发、硬件配套、系统集成和运维外包在内的整体服务方案，并在教育模式创新、专业与课程建设、教育资源和教育空间开发等信息技术与教育教学深度融合方面开展持续研究和应用

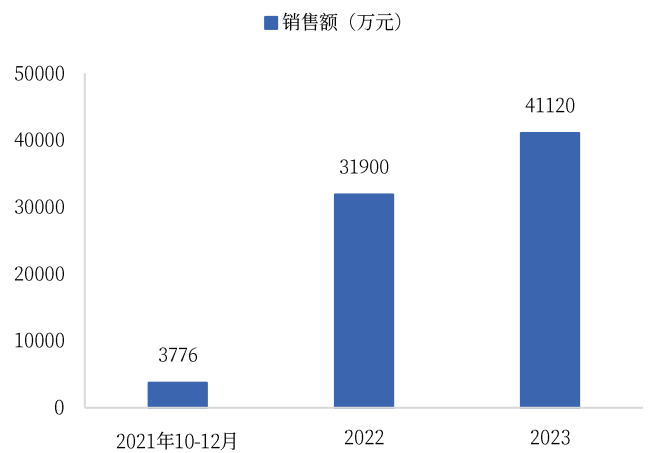
直播渠道发展完善，驱动业务增长，打造精品主播。2021年10月，公司董事长窦欣带领核心人员进驻抖音，在分享文学知识的同时以直播带货的形式为客户提供丰富的课程与产品。2022年、2023年直播销售额快速增长，成为公司主营业务之一。截至1H24，公司已形成了完整的直播流程及规则，在主播表现力打造方面取得良好成效，培养出了一批具有专业素养和高效展示能力的主播，使得转换率有效提升，用户粘性较强。

图7：豆神教育营业收入拆分



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图8：豆神教育直播销售额



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

二、投资建议

预计公司 2024-2026 年归母净利各为 1.3 亿、2.1 亿、3.2 亿，对应当前 PE 各为 91X、56X、37X。考虑公司原先在 K9 大语文培训领域积累的优质口碑与教研能力，叠加与微软、智谱华章共同推进豆神教育 AI 产品的迭代创新，未来有望打开业绩与估值的成长空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

三、风险提示

- 1) AI 教育产品推广进展低于预期的风险；
- 2) 教育行业监管政策波动的风险。

图表目录

图 1: 豆神教育发展历程.....	3
图 2: 豆神教育历年净资产规模	3
图 3: 豆神教育历年归母净利润和增速	3
图 4: 豆神教育营业收入和增速	5
图 5: 豆神教育商誉变化.....	5
图 6: 豆神教育当前股本结构	6
图 7: 豆神教育营业收入拆分	7
图 8: 豆神教育直播销售额	7
表 1: “双减”政策主要内容	4
表 2: 2023 年 11 月 15 日调整后公司重整投资人认购股份情况	5
表 3: 债券分类及受偿方案	6

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1836.14	1576.71	2381.20	3346.28
现金	1192.55	901.79	1290.97	1803.81
应收账款	157.99	379.12	356.85	709.24
其它应收款	137.71	-66.29	177.29	97.27
预付账款	50.58	44.05	59.66	87.34
存货	245.89	261.40	436.97	578.65
其他	51.42	56.63	59.46	69.97
非流动资产	1121.60	814.42	729.60	697.97
长期投资	10.15	-21.88	-46.72	-71.15
固定资产	217.16	214.36	215.34	219.85
无形资产	103.49	69.63	42.00	16.54
其他	790.81	552.31	518.98	532.75
资产总计	2957.75	2391.13	3110.80	4044.25
流动负债	1969.20	941.25	1435.36	2032.93
短期借款	21.77	-1077.50	-1077.50	-1077.50
应付账款	222.04	184.88	392.96	452.63
其他	1725.40	1833.87	2119.91	2657.79
非流动负债	89.12	423.12	443.12	463.12
长期借款	0.00	314.00	314.00	314.00
其他	89.12	109.12	129.12	149.12
负债合计	2058.32	1364.37	1878.48	2496.04
少数股东权益	-62.97	-65.52	-69.63	-75.95
归属母公司股东权益	962.40	1092.28	1301.95	1624.16
负债和股东权益	2957.75	2391.13	3110.80	4044.25

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	57.89	223.43	327.23	506.86
净利润	26.47	127.34	205.55	315.89
折旧摊销	42.96	59.28	49.80	52.36
财务费用	163.04	-3.59	-7.32	-7.12
投资损失	-592.48	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	168.98	40.40	79.20	145.73
其它	248.92	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	12.72	247.50	34.63	-21.13
资本支出	-0.29	220.00	15.00	-40.00
长期投资	3.29	27.50	19.63	18.87
其他	9.73	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-90.73	-761.68	27.32	27.12
短期借款	-369.35	-1099.27	0.00	0.00
长期借款	0.00	314.00	0.00	0.00
其他	278.62	23.59	27.32	27.12
现金净增加额	-20.11	-290.75	389.18	512.84

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	992.81	988.91	1427.18	2084.60
营业成本	681.90	505.01	715.38	1050.66
营业税金及附加	5.51	4.65	6.71	9.80
营业费用	183.40	207.67	299.71	437.77
管理费用	171.60	148.34	171.26	208.46
财务费用	144.58	-51.29	-43.39	-45.85
资产减值损失	-80.51	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-31.66	0.00	0.00	0.00
投资净收益	592.48	0.00	0.00	0.00
营业利润	87.11	149.81	241.83	371.64
营业外收入	1.88	0.00	0.00	0.00
营业外支出	87.81	0.00	0.00	0.00
利润总额	1.17	149.81	241.83	371.64
所得税	-25.30	22.47	36.27	55.75
净利润	26.47	127.34	205.55	315.89
少数股东损益	-5.12	-2.55	-4.11	-6.32
归属母公司净利润	31.60	129.89	209.67	322.21
EBITDA	-229.07	157.80	248.24	378.15
EPS (元)	0.02	0.06	0.10	0.16

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	-2.03%	-0.39%	44.32%	46.06%
营业利润	112.59%	71.99%	61.42%	53.68%
归属母公司净利润	104.60%	311.10%	61.42%	53.68%
毛利率	31.32%	48.93%	49.87%	49.60%
净利率	3.18%	13.13%	14.69%	15.46%
ROE	3.28%	11.89%	16.10%	19.84%
ROIC	-664.81%	29.10%	32.86%	32.61%
资产负债率	69.59%	57.06%	60.39%	61.72%
净负债比率	-129.67%	-159.81%	-163.11%	-161.66%
流动比率	0.93	1.68	1.66	1.65
速动比率	0.76	1.29	1.27	1.29
总资产周转率	0.34	0.41	0.46	0.52
应收账款周转率	6.28	2.61	4.00	2.94
应付账款周转率	4.47	5.35	3.63	4.61
每股收益	0.02	0.06	0.10	0.16
每股经营现金	0.03	0.11	0.16	0.25
每股净资产	0.47	0.53	0.63	0.79
P/E	373.49	90.85	56.28	36.62
P/B	12.26	10.80	9.06	7.27
EV/EBITDA	—	64.38	39.44	24.59
PS	11.89	11.93	8.27	5.66

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

顾熹闻 社会服务行业首席分析师。同济大学金融学硕士，8年证券研究经验。曾先后任职于海通证券、民生证券、国联证券，2022年7月加入中国银河证券。曾获2022第十届Choice社会服务业最佳分析师，2020年《财经》杂志行业盈利预测最准确分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn