

线下复苏逐步兑现，豆神网校多产品线发力

——豆神教育 20Q3 季报点评

事件：豆神教育发布 2020Q3 财报，全公司实现收入 5.9 亿元，yoy+39.74%，归母净利润 122 万元，yoy-94%。其中大语文业务 20Q3 实现收入 1.43 亿元。

核心观点

- 除北京外线下网点复课，带动分校业务回升。20Q3 分校业务实现收入 7553 万元，Q1/Q2 分别为 3986/5264 万元，环比改善显著。线下暑期就读人次达到 3.3w 人次，其中培优班占比相对较小，主要以王者拔尖班为主，王者班由于北京疫情影响一部分学员会计入到线上六人小班。整体来看，线下王者拔尖班两种核心班型的人次基本稳定。随着培优暑期的转化以及北京线下的回复，分校业务将在 Q4 持续回升。
- 豆神网校品牌化，线上业务多产品线发力。线上核心产品人次达到 2.33w 人次，年化 arpu 值超 5000。其中线上六人小班 6801 人（王者/培优/拔尖）、线上大咖课 2951 人（客单价 4000-8500）、网校直播课 13569 人（其他类短期课程），另外暑期线上 99 元培优课达到 3.8w 人次。线上招新拓展亮眼，线上六人小班有效的实现北京地区学员的留存，同时将产品在全国范围推广，线上产品体系打磨逐步成熟。大咖课，短期直播课等产品线，借助各类互联网渠道触达 1706w 的用户，流量池转化初见成效。公司预计线上六人班收入有望达到 1.5-2.5 亿元，成为明年公司重要的收入增长点。
- 加盟业务环比改善，B2B 业务收入稳定。20Q1/Q2/Q3 加盟收入分别为 1206w/506w/747w，公司放开北京上海特定区域加盟，有望在 Q4 逐步实现收入兑现。B2B 业务实现收入 2121 万元，收入保持相对稳定。我们预计两块业务 20 财年收入贡献超 1 亿元，成为公司今年收入增长的有效支撑。
- 大语文赛道长期成长可期，公司师资与产品在行业内竞争力突出，定增计划和股权激励计划稳步推进，经过疫情挑战，团队保持强有力的执行力和凝聚力，线下线上品牌统一逐步落地，长期投资价值凸显，看好公司长期发展。

财务预测与投资建议

- 公司业务符合我们的复苏预期，线上线下人次收入将逐步在 21 财年复苏，看好公司后期成长，2020-2022E 年收入为 12.9/20.2/31.6 亿元，归属母公司净利润-3.51/0.15/3.98 亿元。20 年受疫情影响业绩失真，教培业务采用可比公司 21 年平均 PE46.5X，对应市值为 149 亿元；其他业务按净资产计算为 17 亿元，合计市值 166 亿元，对应股价 19.08 元/股，维持“买入”评级。

风险提示

- 秋季培优班转化不及预期、商誉减值风险

公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,952	1,979	1,297	2,020	3,159
同比增长(%)	-9.7%	1.4%	-34.5%	55.7%	56.4%
营业利润(百万元)	(1,491)	42	(336)	30	476
同比增长(%)	-735.5%	102.8%	-898.5%	109.0%	1471.0%
归属母公司净利润(百万元)	(1,393)	31	(351)	15	398
同比增长(%)	-786.9%	102.2%	-1248.6%	104.3%	2515.8%
每股收益(元)	(1.60)	0.04	(0.40)	0.02	0.46
毛利率(%)	39.1%	40.4%	27.0%	43.8%	51.7%
净利率(%)	-71.3%	1.5%	-27.1%	0.8%	12.6%
净资产收益率(%)	-31.7%	0.9%	-11.1%	0.5%	12.4%
市盈率	(9.2)	418.6	(36.4)	841.8	32.2
市净率	3.9	3.8	4.3	4.3	3.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

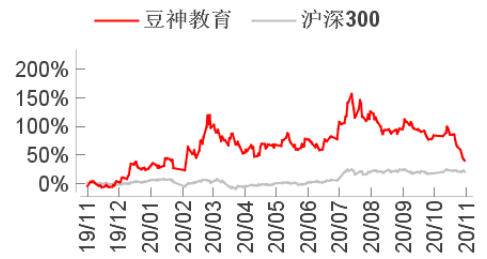


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年10月30日)	14.05 元
目标价格	19.08 元
52周最高价/最低价	25.68/9.37 元
总股本/流通A股(万股)	86,832/72,745
A股市值(百万元)	12,200
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2020年10月31日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-14.69	-23.77	-34.13	41.78
相对表现	-14.20	-26.12	-34.97	21.12
沪深300	-0.49	2.35	0.84	20.66



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

项雯倩

021-63325888*6128

xiangwenqian@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517020003

证券分析师

李雨琪

021-63325888-3023

liyuyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520050001

证券分析师

吴丛露

wuconglu@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520020003

联系人

詹博

021-63325888*3209

zhanbo@orientsec.com.cn

相关报告

受疫情影响业务发展受阻，大语文静待明年 2020-08-27

加速：——豆神教育 20 财年中报点评

新定增预案发布，助力大语文加速布局：—— 2020-07-13

一立思辰定增预案（修订稿）点评

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资建议

公司课程体系+名师体系共同成就产品竞争力，成长迅速。短期疫情对公司各条业务线负面影响大，我们维持公司收入和业绩预测，2020-2022E 年收入为 12.9/20.2/31.6 亿元，归母净利润-3.51/0.15/3.98 亿元。20 年受疫情影响业绩失真，教培业务采用可比公司 21 年平均 PE46.5X，对应市值为 149 亿元；其他业务按净资产计算为 17 亿元，合计市值 166 亿元，对应股价 19.09 元/股，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值

公司	代码	最新股价 2020/10/31	市值(百万)	2021E (百万)	PE
新东方	EDU	160.38	25452	158.7	33.1
好未来	TAL	66.46	39329	591.8	60.5
思考乐	1769.HK	18.84	10469	555.70	45.8
可比公司平均 PE					46.5

数据来源：wind、东方证券研究所

表 2：公司分部估值

	各个分部 (亿元)	对应市值
PE 相对估值	中文未来+百年英才市值	149
	分部利润	3.20
	对应 PE	46.5
待剥离资产按照净资产计入市值	康邦科技	8
	三陆零	2
合计	北京立思辰新技术	4
	立思辰云安信息技术	3
	总市值	166

数据来源：wind、东方证券研究所

风险提示

- 秋季培优班转化不及预期
暑假公司进行了 99 元低价班引流，若转化率低于预期，秋季收入复苏或低于预期。
- 商誉减值风险
疫情致留学业务和百年英才升学服务增长放缓，若业绩不及预期，存在计提商誉减值的可能。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	395	458	672	468	731	营业收入	1,952	1,979	1,297	2,020	3,159
应收票据及应收账款	697	710	465	724	1,133	营业成本	1,190	1,179	947	1,136	1,525
预付账款	137	184	120	187	293	营业税金及附加	19	13	8	13	21
存货	568	426	342	410	551	营业费用	352	254	175	248	359
其他	996	916	596	816	1,249	管理费用及研发费用	464	335	297	399	555
流动资产合计	2,793	2,693	2,196	2,606	3,957	财务费用	78	95	79	66	96
长期股权投资	218	263	263	263	263	资产、信用减值损失	1,374	153	153	153	153
固定资产	251	282	316	415	652	公允价值变动收益	0	67	0	0	0
在建工程	0	0	1	2	2	投资净收益	(4)	(4)	0	0	0
无形资产	414	460	444	421	394	其他	36	28	26	26	26
其他	3,679	3,959	3,014	3,011	3,008	营业利润	(1,491)	42	(336)	30	476
非流动资产合计	4,561	4,963	4,037	4,112	4,319	营业外收入	1	1	(17)	3	(5)
资产总计	7,354	7,657	6,233	6,717	8,276	营业外支出	18	2	0	0	0
短期借款	319	774	774	1,142	1,980	利润总额	(1,509)	41	(352)	34	471
应付票据及应付账款	342	328	263	316	424	所得税	(115)	(7)	0	4	59
其他	2,322	2,116	1,591	1,761	2,029	净利润	(1,394)	49	(352)	29	412
流动负债合计	2,984	3,218	2,628	3,219	4,433	少数股东损益	(1)	18	(1)	14	14
长期借款	275	542	271	136	68	归属于母公司净利润	(1,393)	31	(351)	15	398
应付债券	331	0	21	21	21	每股收益(元)	(1.60)	0.04	(0.40)	0.02	0.46
其他	318	314	82	82	82						
非流动负债合计	923	856	375	239	171	主要财务比率					
负债合计	3,907	4,075	3,003	3,458	4,604		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	148	233	232	246	260	成长能力					
股本	868	868	868	868	868	营业收入	-9.7%	1.4%	-34.5%	55.7%	56.4%
资本公积	2,958	2,912	2,912	2,912	2,912	营业利润	-735.5%	102.8%	-898.5%	109.0%	1471.0%
留存收益	(528)	(481)	(833)	(818)	(420)	归属于母公司净利润	-786.9%	102.2%	-1248.6%	104.3%	2515.8%
其他	0	50	50	50	50	获利能力					
股东权益合计	3,446	3,582	3,230	3,259	3,671	毛利率	39.1%	40.4%	27.0%	43.8%	51.7%
负债和股东权益总计	7,353	7,657	6,233	6,717	8,276	净利率	-71.3%	1.5%	-27.1%	0.8%	12.6%
						ROE	-31.7%	0.9%	-11.1%	0.5%	12.4%
						ROIC	-23.2%	3.3%	-5.4%	1.9%	9.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	53.1%	53.2%	48.2%	51.5%	55.6%
净利润	(1,394)	49	(352)	29	412	净负债率	20.6%	34.1%	12.2%	25.5%	36.4%
折旧摊销	28	133	111	127	155	流动比率	0.94	0.84	0.84	0.81	0.89
财务费用	78	95	79	66	96	速动比率	0.74	0.70	0.70	0.68	0.76
投资损失	4	4	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	1,367	(325)	532	(557)	(912)	应收账款周转率	1.8	2.3	1.8	2.8	2.8
其它	(235)	259	590	123	199	存货周转率	2.0	2.3	2.3	2.9	3.0
经营活动现金流	(152)	215	959	(212)	(50)	总资产周转率	0.3	0.3	0.2	0.3	0.4
资本支出	(94)	(94)	(125)	(200)	(360)	每股指标(元)					
长期投资	(250)	438	0	0	0	每股收益	(1.60)	0.04	(0.40)	0.02	0.46
其他	30	(1,167)	73	41	0	每股经营现金流	(0.17)	0.25	1.10	(0.24)	(0.06)
投资活动现金流	(314)	(823)	(52)	(158)	(360)	每股净资产	3.80	3.86	3.45	3.47	3.93
债权融资	191	122	(614)	(136)	(68)	估值比率					
股权融资	(792)	(46)	0	0	0	市盈率	-9.2	418.6	-36.4	841.8	32.2
其他	839	637	(79)	302	741	市净率	3.9	3.8	4.3	4.3	3.8
筹资活动现金流	237	714	(693)	166	674	EV/EBITDA	-10.2	52.4	-96.7	63.4	19.5
汇率变动影响	0	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	-10.0	103.3	-55.1	146.4	24.8
现金净增加额	(229)	106	214	(205)	264						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

