

## 剥离原制造业，聚焦早教培训

### ——美吉姆 (002621.SZ) 出售资产点评

公司简报

#### ◆事件：

2020年7月7日公司公告拟将持有的大连三垒科技有限公司100%的股权以人民币2.49亿元的价格转让给俞建模先生和金秉铎先生，转让完成后，上市公司将不再持有三垒科技股权。

◆目前全国接近80%的门店开始上课，消课率稳步恢复。截止到7月初，美吉姆全国接近400家门店开课，消课率情况逐步恢复。Q1为美吉姆淡季，正常年份业绩贡献不足20%。1月24日后全国中心才开始停课，对美吉姆H1的业绩造成了一定影响。截止目前美吉姆在线注册会员人数已经超过100万人次，起到了很好的引流以及消课作用。

◆行业迎来整合期，美吉姆借助上市公司平台有望加速扩张。根据鲸媒体数据，Q1全国早教机构工商注销或者吊销的机构有5900家。行业来看，2018年开始就已经有早教机构陆续倒闭了。Q1-2疫情会加速中小机构的出清。美吉姆作为国内唯一一家A股上市的早教机构有望借助上市公司平台加速对行业的整合。

◆线下加速下沉、线上持续发力为美杰姆双驱动力，海外扩张、产业外延双布局实现加速增长。19年公司推出副牌“小吉姆”错位发展，已签约4家中心，未来计划持续加强三、四线及以下城市空白市场布局。“美吉姆在线”于20年1月推出，致力于以质优价廉的线上课程覆盖更广市场。上线24小时内，注册用户突破15万人。其中超80%非美吉姆既有会员，有利于持续提升潜在转换客源。外延方面，未来3-5年公司积极拓展海外市场，目前已在泰国、越南设立新中心。公司与北京市文化中心设立总规模为100亿元的“文心-美吉姆教育基金”，纵深布局少儿英语、少儿艺术、少儿体育等产业链下游。

◆盈利预测和投资评级。考虑到疫情对公司业务的影响，我们下调美吉姆20年净利润预测为0.38亿元，考虑到21-22年美吉姆补偿性的恢复情况，我们上调22年净利润预测为2.33亿元，对应EPS为0.06/0.30/0.39元，目前股价对应21-22年P/E为23x/17x。维持美吉姆“买入”评级。

◆风险提示。业绩承诺能否完成的风险、疫情对正常经营的影响风险等。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	265	630	384	694	785
营业收入增长率	49.78%	137.35%	-38.99%	80.52%	13.24%
净利润(百万元)	32	120	38	175	233
净利润增长率	71.90%	279.40%	-68.28%	361.04%	33.22%
EPS(元)	0.09	0.20	0.06	0.30	0.39
ROE(归属母公司)(摊薄)	2.62%	8.89%	2.74%	11.23%	13.01%
P/E	74	33	105	23	17
P/B	1.9	3.0	2.9	2.5	2.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年7月7日

#### 买入(维持)

当前价：6.72元

#### 分析师

刘凯(执业证书编号：S0930517100002)

021-52523849

kailiu@ebsecn.com

贾昌浩(执业证书编号：S0930520050002)

021-52523835

jiachanghao@ebsecn.com

#### 市场数据

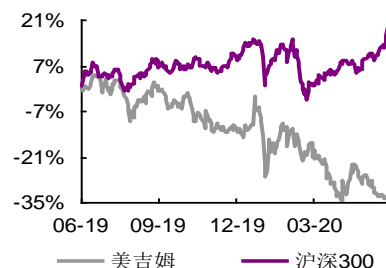
总股本(亿股)：8.27

总市值(亿元)：55.55

一年最低/最高(元)：5.93/9.61

近3月换手率：27.32%

#### 股价表现(一年)



#### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-15.89	-34.00	-50.52
绝对	1.53	-7.47	-29.84

资料来源：Wind

#### 相关研报

美杰姆完成业绩承诺，早教培训业务快速发展——美吉姆(002621.SZ)2019年报和2020一季报点评

.....2020-05-06

业绩快速增长，门店持续扩张——美吉姆(002621.SZ)2019年中报点评

.....2019-08-28

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	265	630	384	694	785
营业成本	126	195	104	166	189
折旧和摊销	14	16	33	47	54
税金及附加	5	7	4	8	9
销售费用	15	45	27	49	55
管理费用	76	135	77	132	134
研发费用	8	19	8	14	16
财务费用	-3	5	85	82	80
投资收益	24	1	0	0	0
营业利润	60	245	119	274	342
利润总额	60	243	110	265	333
所得税	21	57	22	40	50
净利润	39	186	88	225	283
少数股东损益	7	67	50	50	50
归属母公司净利润	32	120	38	175	233
EPS(按最新股本计)	0.09	0.20	0.06	0.30	0.39

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	180	239	151	422	427
净利润	32	120	38	175	233
折旧摊销	14	16	33	47	54
净营运资金增加	-2,797	923	-136	114	43
其他	2,932	-819	216	86	97
投资活动产生现金流	-1,168	-631	-82	-135	-10
净资本支出	-2	-9	-110	-110	-10
长期投资变化	0	3	0	0	0
其他资产变化	-1,166	-625	28	-25	0
融资活动现金流	790	310	-13	-82	-80
股本变化	10	243	0	0	0
债务净变化	0	84	71	0	0
无息负债变化	2,302	-714	-90	101	31
净现金流	-199	-81	56	205	337

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	52.6%	69.0%	73.0%	76.0%	76.0%
EBITDA 率	18.0%	45.1%	52.4%	58.7%	60.8%
EBIT 率	12.4%	42.0%	43.8%	51.9%	53.9%
税前净利润率	22.8%	38.7%	28.6%	38.2%	42.4%
归母净利润率	11.9%	19.0%	9.9%	25.2%	29.7%
ROA	0.9%	4.4%	2.0%	4.8%	5.7%
ROE(摊薄)	2.6%	8.9%	2.7%	11.2%	13.0%
经营性 ROIC	1.5%	8.6%	5.8%	12.2%	14.3%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	59%	43%	42%	41%	39%
流动比率	0.28	0.44	0.42	0.52	0.71
速动比率	0.24	0.39	0.39	0.50	0.68
归母权益/有息债务	-	16.09	8.93	10.06	11.57
有形资产/有息债务	-	10.23	5.84	8.02	10.13

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	4,176	4,266	4,335	4,661	4,975
货币资金	463	527	583	788	1,125
交易性金融资产	0	28	0	0	0
应收账款	63	59	36	64	73
应收票据	3	0	0	0	0
其他应收款(合计)	21	24	15	26	30
存货	101	97	60	50	57
其他流动资产	35	27	32	25	23
流动资产合计	697	781	737	971	1,327
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	3	3	3	3
固定资产	72	70	153	222	193
在建工程	6	2	1	1	1
无形资产	1,300	1,299	1,283	1,267	1,252
商誉	2,085	2,085	2,085	2,085	2,085
其他非流动资产	0	1	1	1	1
非流动资产合计	3,479	3,484	3,598	3,690	3,648
总负债	2,455	1,825	1,806	1,907	1,938
短期借款	0	29	0	0	0
应付账款	9	15	10	17	19
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	140	143	87	158	179
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	2,444	1,762	1,749	1,850	1,881
长期借款	0	55	55	55	55
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	11	63	57	57	57
股东权益	1,720	2,440	2,528	2,753	3,037
股本	348	591	591	591	591
公积金	541	306	310	327	351
未分配利润	398	511	545	703	913
归属母公司权益	1,202	1,346	1,384	1,559	1,792
少数股东权益	518	1,095	1,145	1,195	1,245

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	5.59%	7.16%	7.00%	7.00%	7.00%
管理费用率	28.58%	21.39%	20.00%	19.00%	17.00%
财务费用率	-1.01%	0.86%	22.00%	11.86%	10.19%
研发费用率	2.88%	3.06%	2.00%	2.00%	2.00%
所得税率	35%	23%	20%	15%	15%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.52	0.41	0.26	0.71	0.72
每股净资产	3.46	2.28	2.34	2.64	3.03
每股销售收入	0.76	1.07	0.65	1.17	1.33

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	74	33	105	23	17
PB	1.9	3.0	2.9	2.5	2.2
EV/EBITDA	65.9	21.7	30.1	15.0	12.4
股息率	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼